동연령 인구(15~64세)에 노동참여율(82.7%: 1990~2002년 평균 노동공급/경제활동연령 인구)을 곱하여 추정하였다.

4) 취업노동력: 취업증가율 = 경제성장률 × 취업탄력성 공식을 이용하여 2010년과 2020년의 취업노동력을 측정하였다. 경제성장률은 국무원발전연구중심(2005)에서 제시한 GDP 성장률을 이용하였다. 취업탄력성은 2003~2005년 사이의 평균 취업탄력성 0.90을 2020년까지 유지한다고 전제하였다. 본 연구 결과에 따르면, 2020년 취업노동력은 8억 3,338만 명인데, 이는 국무원발전연구중심에서 예측한 2020년 고용량인 8억 4천만 명과 유사한 수치이다(*China Daily*, 2004. 04. 26).

5) 도시화율Ⅱ: 2020년의 도시화율이 55%라고 전제하였을 때, 2003년부터 2020년까지 도시화 증가율이 일정하다고 가정하여 2010년과 2020년의 도시화율을 추정한 것이다. 중국과학원은 2020년 도시화율을 55%로 예측한 바 있다(新華社, 2004. 03. 03).

6) 농업 GDP 비중, 농업 고용비중: 2010년과 2020년 수치는 국무원발전연구중심(2005)이 제시한 2005~2020년의 경제성장모형 중에서 기준 시나리오를 채택한 것이다.
   - 공업과 서비스업의 GDP 비중과 고용비중의 2010년과 2020년 수치 역시 국무원발전연구중심(2005)의 기준 시나리오를 채택한 것이다.

7) 농업의 부양인구: 2003년의 농업 노동자 1인당 부양인구(2.104)를 2010년과 2020년 추정치에 적용하여 1차 산업 종사자수에 2003년 농업노동자 1인당 부양인구를 곱하는 방식으로 추정하였다(1차 산업 종사자수×농업노동자 1인당 부양인구)
   - 2003년 농업노동자 1인당 부양인구: 2003년 농촌인구를 농업 종사자수로 나누었다.

8) 서비스업의 부양인구: 3차 서비스산업은 도시에서 주로 발전하기 때문에 도시노동자 1인당 부양인구와 3차 산업 종사자 1인당 부양인구가 같다고 가정한다.
   - 2003년 도시노동자 1인당 부양인구: 2003년 도시인구를 도시노동자수로 나누었다.
   - 도시노동자 1인당 부양인구(2.04)를 3차 산업 종사자수에 곱해 추정하였다.

제3부

# 중국경제의 거시적 안정성

제 6 장 정부재정은 건전한가
강영삼

제 7 장 어떠한 금융 및 거시 리스크가 존재하는가
나타니엘 스탠카드

제 8 장 글로벌 불균형은 중국경제에 어떤 영향을 줄 것인가
나타니엘 스탠카드

블붕괴, 투자급감과 디플레이션 상황으로 반전할 가능성이 상존한다고 볼 수 있다.



제 8 장

# 글로벌 불균형은 중국경제에 어떤 영향을 줄 것인가

나타니엘 스탠카드

## 1. 서론

미국의 경상수지 적자는 눈덩이처럼 불어나고 있다. 2004년에는 6,680억 달러에 달했고, 2005년에는 이 수치를 크게 상회할 전망이다. 10년 전의 120억 달러와 비교하면 엄청나게 증가한 수치이다. 미국의 경상수지 적자는 아시아 중앙은행들이 구입한 달러표시 국채 등 각종 자산으로 메워지고 있다. 물론 이는 미국의 부채이다. 미국 경상수지 적자와 아시아은행이 매입하는 달러자산이 짝을 이루고 있는 것이다. 매입추세가 둔화되는 조짐이 보이기는 하지만, 아시아 중앙은행들은 미국 경상수지 적자의 80% 가량을 감당하고 있다. 그중 중국의 외환보유고 규모는 일본마저 앞질러, 현재 세계 최대수준이다. 아시아의 총 외환보유규모는 2000년에 1조 달러였으나 2005년 현재 약 2조 5천억 달러로, 세계 전체 외환보유액의 3분의 2에 달한다. 미국에는 막대한 경상수지 적자가 발생하는 반면 아시아 중앙은행들은 달러자산을 계속해서 사들이고 있는, 이 불균형 상태는 과연 지속가능할 것인가?

여기서는 우선 현재의 불균형 상태가 어떻게 진행되고 있는지 그 특징을 살펴보겠다. 그리고 현재의 불균형 상태가 중단기적으로 지속될 것인지를 검토한다. 마지막으로 조정과정이 중국, 미국과 세계경제에 미칠 영향에 대해 알아본다.

## 2. 글로벌 불균형 상태의 특징

전통 경제학에 따르면, 대개 개발도상국들은 자본을 "수입"하고 선진국은 자본을 "수출"한다. 현재 벌어지고 있는 세계경제의 불균형은 그 반대이다. 선진국의 경상수지 적자는 그 폭이 커지고 있고, 개발도상국들은 오히려 달러화를 쌓아두는 상황이기 때문이다.

### 1) 미국의 극심한 경상수지 적자

현재 미국의 경상수지 적자는 GDP의 6%를 넘어섰다.[1] 근대 이후 최고를 기록했던 1980년대(약 3%)보다 높은 수준이다. 미국경제가 성장가도를 달리던 19세기에도 4%를 넘어선 적은 없었다. 이러한 추세가 지속되면 GDP의 8%를 초과할 것이라는 예측도 나오고 있다(Cline, 2005). 사실상 미국이 전세계의 경상수지 흑자 중 70~75%를 자국의 적자로 흡수하고 있는 셈이다.

1) 2005년 12월에 발표된 자료에 의하면, 2005년 3/4분기에는 6.2%를 기록했다. 경상수지 적자는 무역수지 적자에서 비롯되었다. 해외에서 활동 중인 미국회사들이 미국 국내에서 활동 중인 외국회사들보다 수익률이 높기 때문에, 투자수입 수지는 엄청난 부채에도 불구하고 흑자이다. 최근의 연구에 의하면 투자수입의 내용 중 상당부분이 곧 적자로 돌아설 것으로 예측된다(Higgins et al., 2005).



미국의 경상적자는 급증하고 있는 대외채무와 대칭을 이룬다. 경상수지 적자를 대외채무로 메우고 있기 때문이다. 1982년 미국은 2천억 달러의 해외채권을 가지고 있었다. 그러나 상황은 역전되어, 2004년 말 현재 미국의 순 부채는 2조 5천억 달러로서 GDP의 22%에 달하는 대외채무를 지고 있다. 현재의 추세대로라면 2010년에는 순 부채가 GDP의 55%까지 증가할 것이라는 예측도 있다(Cline, 2005).

### 2) 중국 및 동아시아의 막대한 외환보유

미국은 어디서 돈을 빌리고 있는가? 민간 투자기관들도 있지만, 대개는 일본, 중국, 한국, 대만 등 아시아 중앙은행이 그 역할을 담당한다. 이 중앙은행들은 미국국채 매입을 통해 미국 경상수지 적자규모의 80%에 달하는 자금을 공급한다.

최근 그 경향이 완화됐다는 지적이 있기는 하지만, 이 은행들은 동아시아에 투자의사가 있는 세계 각국의 수요와 외부자금을 필요로 하는 미국의 수요를 중개하고 있다고 볼 수 있다. Roubini and Setser(2004)가 지적했듯이, "유럽과 중동은 동아시아에 투자하고, 아시아 국가의 중앙은행들은 미국의 채권을 사들이고 있는" 것이다. 그리고 이 흐름의 가운데에 중국이 있다. 2006년 말 중국인민은행의 외환보유액은 1조 달러에 육박했고, 그중 대부분은 미국국채였다. 비교를 위해 세계은행 자료를 인용하자면, 2004년 한국의 GDP는 6,800억 달러(현재 환율기준)였고, 세계 최고규모인 일본 외환보유액은 현재 8,470억 달러이다.

사실상 중앙은행들은 일종의 비공식 카르텔처럼 움직이면서 불균형한 순환구조를 유지하고 있다(Eichengreen, 2004). 중국을 선두로 해서, 일본과 한국 등 다른 아시아 국가들이 계속해서 막대한 양의 달러를 축적하고 있는 것이다(Goldstein and Lardy, 2005). 이들 중앙은행의 외환보유고는 공식통계자료에 나타난 수치보다 훨씬 높은 수준으로 추측된

다는 점도 문제이다(Feldstein 2005). 후술하겠지만 중국은 현재의 구조를 통해 이익을 보고 있으나, 다른 국가가 정책을 선회할 경우에 이 구조를 유지할 능력은 없는 것으로 보인다.

그렇다면 중국이 중요한 이유는 무엇인가? 첫째, 중국과 중국인민은행은 다른 국가나 기관들과 비교할 때 달러를 가장 많이 보유하고 있다는 점이다. 중국의 달러보유 점유율이 줄어들고는 있지만, 중국의 성장과정과 향후 발전경로를 감안할 때 글로벌 불균형 상태가 해소되는 과정에서 중국이 겪게 될 문제는 쉽게 짐작될 수 있다. 중국이 동북아지역 경제성장에 미치는 영향을 고려할 때, 일본을 비롯한 아시아 국가들도 어려움을 겪을 것이다.

둘째, 미국의 일반국민들과 엘리트들은 불균형 문제라고 하면 중국을 떠올린다. 미국에서는 "글로벌 불균형 상태"가 곧 "미중관계"로 대체된다. 아직까지 미국의 전체 무역적자에서 대중국 무역수지 적자가 차지하는 비율은 낮은 수준이지만, 그 폭이 점점 커짐에 따라 중국에 대한 미국의 태도는 점점 강경해지고 있다. 미국의 보호주의정책과 미일관계의 변화과정을 돌아보면, 현재 미국 의회가 무역적자 해소를 위한 법안 상정과정에서 중국의 환율정책과 증가추세에 있는 대미 수출을 타깃으로 삼고 있다는 사실은 놀랄 만한 일이 아니다.

## 3. 불균형의 원인

불균형에 관한 핵심쟁점은 세 가지이다.

첫째, 세계경제가 이렇게 극심한 불균형에 처하게 된 원인은 무엇인가?

둘째, 세계 경상수지 불균형이 단기 혹은 중기적으로 지속될 것인가?

셋째, 거시적인 조정이 일어난다면 언제가 될 것이며, 세계경제에 어떤 영향을 미칠 것인가?



불균형의 원인 진단에 따라 지속성 여부와 조정과정의 양태가 달라진다. Eichengreen의 분석틀을 따르자면, 불균형의 원인에 대해서는 다음과 같은 네 가지 시각이 있다(Eichengreen 2005).

① 미국 국내 저축률의 하락
② 중미간 상호의존성
③ 세계 저축의 공급과잉
④ 신경제(*New Economy*)

이해를 돕기 위해 등식으로 정리하자면, 미국의 경상수지 적자는 저축(S)과 투자(I)의 차(S−I)로 정의되며, 이는 미국을 제외한 모든 국가들의 흑자, 즉 저축(S*)과 투자(I*)의 차와 같다.

$$S - I = I^* - S^*$$

첫째, **미국 국내 저축률의 하락**을 불균형의 원인으로 보는 입장에서는 저축(S)을 감소시키는 충격 때문에 불균형이 발생했다고 본다. S의 감소로 인해 좌변 값이 크게 떨어졌다는 것이다. 이는 현재 상황이 중단기적으로 지속되지 않을 것임을 뜻한다. 왜냐하면 불균형은 해외 국가들이 미국 저축의 부족분을 메워주는 선까지만 지속되기 때문이다. 저축률 하락 이외에 불균형을 지속시키는 요인은 더 이상 없다는 입장이다.

둘째, **중미간 상호의존성** 때문에 불균형이 발생했다는 입장은 현재 상태를 '제 2의 브레튼우즈 체제'라고 평가한다. 재정 흑자를 보는 나라들, 특히 아시아 국가들은 금융위기의 재발 가능성을 경계하면서 수출주도형 성장정책에 집중하고 있다. 따라서 1997년의 금융위기 이후 이 국가들이 외환보유액을 증대하고 수출에 주력함으로써, 투자(I*)가 줄

어들었고 아직 이전 수준으로 회복되지 않고 있다. I*의 감소 때문에 위 등식의 양변은 음수가 된다. 이러한 설명에 따르면, 아시아의 현재 거시경제정책과 미국의 소비패턴이 바뀌지 않는 한 불균형 상태는 지속될 수밖에 없다.

셋째, 미국 이외 지역의 높은 저축률로 인한 세계 저축의 공급과잉 현상이 불균형의 원인이라는 입장이다. 미국 외 지역의 저축(S*)이 증가하면서 미국의 적자가 증가하는 방향으로 자금이 이동하게 된다는 것이다. 따라서 이들 지역에서 저축률이 꾸준히 유지되고, 미국이 투자처로서 매력을 잃지 않는 한, 불균형 상태는 해소되지 않는다는 설명이다.

마지막 시각은 이른바 "신경제"(*New Economy*)적 관점이다. 미국이 매력적인 투자처라는 사실 때문에 미국 내 투자(I)가 늘어나고 이로 인해 불균형이 발생한다는 것이다. 즉, 미국은 해외에 비해 생산성이 높기 때문에 투자자들은 잠재적 수익성이 높은 미국에 투자하게 된다. 미국이 상대적으로 수익률 높은 투자 대상지로 남고, 동시에 미국으로 자금이 유입될 만큼 세계적으로 저축률이 유지되는 한, 불균형 상태는 해소되지 않는다고 이들은 보고 있다.

그러나 이러한 설명에 의존해서 불균형의 지속여부를 결론짓기는 힘들다. 이러한 설명은 다만 정책의 방향성만을 제시할 뿐이기 때문이다. Eichengreen이 강조하듯이, 네 가지 시각이 상호배타적인 것은 아니다. 하나의 변수에 주어진 충격이 네 가지 변수에 모두 영향을 미칠 수도 있고, 충격이 하나일 것이라는 보장도 없기 때문이다. 지속가능성 여부는 본질적으로 불균형 상태의 안정성 여부를 의미하기 때문에, 정확한 예측을 위해서는 어떤 충격이 주어지는지, 그 충격의 상대적 크기와 영향력은 어떠한지, 경험적 모형들과 선례들은 어떠했는지를 복합적으로 검토해야 한다. 지속성 여부에 대한 본격적인 분석 이전에, 네 가지 시각에 대해 좀더 살펴보기로 하자.



## 4. 불균형의 지속가능성 여부

지속가능성은 답하기 어려운 문제이다. 지난 몇 년 동안 불균형 상태가 지속되어 왔다는 점에서 어느 정도의 지속성이 있는 게 사실이다. 동시에 불균형이 영원히 계속되지 않을 것이라는 점도 명확하다. GDP 성장률보다 경상수지 적자 증가율이 더 높으면 매년 상환해야 하는 부채 금액이 증가한다. 이 금액이 계속 증가할 경우 미국 국민소득은 감소할 수밖에 없다(Geithner, 2006). 따라서 이 불균형이 어느 정도 지속하겠지만 무한하지는 않을 것이라는 결론에 도달하게 된다.

여기서 지속가능성이란 적자가 단기에서 중기(3~4년에서 수십 년)에 걸쳐 지속됨을 지칭한다. 정확한 기간을 정의하는 것은 불가능하다. 기초변수가 안정화되거나 현재 적자추세가 끝나는 데 걸리는 시간을 제시한 경제학자는 아직까지 없다. 그러나 역사적 사례와 이론적 계량경제 분석을 통해서 봤을 때, 대체로 불균형이 지속될 수 없다는 것이 학자들의 중론이다. 그중 두 가지 대표적 견해는 다음과 같다.

- 증권시장의 세계화 추세를 고려하면, 미국 경상수지 적자가 계속될 가능성이 없지는 않다. 외국 투자자들의 미국 자산에 대한 선호가 증가하고 있기 때문이다. 그러나 지속되지 않을 가능성이 더 크다고 본다. 특히 미국으로 유입되는 외국자본이 앞으로도 주식보다는 채권으로 몰릴 경우 그 가능성은 더 커진다. … 1980년대의 쌍둥이 적자 문제가 다시 발생함으로 인해서 향후 경제의 방향은 더욱 불확실해졌다(Obstfeld and Rogoff, 2005).

- 시뮬레이션 모형에 따르면, 미국 자산에 대한 외국 수요가 계속된다고 해도, 미국은 가까운 시일 내에 대대적인 조정과정을 겪을 수

밖에 없다. 미국 경상수지 적자가 GDP 3~6% 수준으로 급격히 떨어질 가능성도 배제할 수 없다(Edwards, 2005).

글로벌 불균형의 지속성을 부인하는 견해가 대부분이기는 하지만(Volcker, 2005; IMF, 2005), 중단기적으로는 지속될 것이라고 보는 학자들도 있다. Cooper(2005)는 그중 대표적 인물로, 미국의 대규모 경상수지 적자는 당분간 지속될 것이라고 말한다. 그 이유로는 해외 국가들의 초과저축, 미국이 제공하는 금융자산의 다양성, 금융시장의 세계화를 들고 있다. 이러한 결론은 시계열 자료와 고급회귀분석을 사용해서 Eichengreen의 설명분류에 따라 예측한 결과다. 그러나 불균형의 지속성을 평가할 때는 불균형의 원인이 무엇인지 먼저 판단해야 한다.

스펙트럼의 한쪽 끝은 불균형의 원인들 중 미국 저축의 감소가 상대적으로 더 중요하다는 견해이다. 미국 내에서 투자를 촉진시킬 마땅한 방법이 없기 때문에, 불균형 상태는 외국의 중앙은행과 민간투자자들이 미국보다 나은 투자처를 찾지 못하는 한 지속된다는 것이다.

스펙트럼의 다른 한쪽 끝은 "제2의 브레튼우즈 체제"라는 관점과 일치한다. 이는 불균형이 의도된 정책의 결과라고 본다. 외부적 요인들로 인해서 정부가 의도한 것보다 더 빨리 조정과정이 일어날 가능성은 있지만, 수출 주도형 성장을 추구하지 않는 경우보다는 불균형을 더 지속시킨다는 설명이다. 그러나 이러한 주장을 약화시키는 근거가 있다. 중국의 지식과 기술력은 엄청난 속도로 증가하고 있고, 곧 이에 의해 경제성장이 더욱 촉진될 것이다. 따라서 더 이상 성장을 수출이라는 변수에만 의존하지 않아도 되고, 이렇게 되면 중국이 다른 수출 경쟁에서 이기기 위해 자국 환율을 저평가할 유인이 없어진다.

스펙트럼 중간쯤 위치하고 있는 것이 바로 세계 저축의 과잉공급과 대미투자의 우위를 중시하는 견해이다. 만약 세계 저축의 과잉공급이 불균형의 주된 원인이라면 과잉공급이 지속되는 한 불균형은 계속될 것



이다. 그러나 중국의 경우 2010년경부터 노령인구가 급격히 늘어나면서 저축률이 낮아지고, 이로 인해 조정과정이 예상보다 빨리 일어날 수 있다. 일부에서는 빠르면 2010년부터 중국의 조정과정이 시작될 거라고 예측한다. 한편 미국의 신경제가 불균형의 주된 원인일 경우, 미국의 생산성 증가율이 상대적으로 높은 한 불균형이 지속될 것이다. 그러나 미국 생산성 증가율이 계속 높을지는 알 수 없다.

지속가능성 논의는 외국 투자자와 미국 소비자에 대한 일련의 가정에 기초하고 있다. 불균형 상태가 변한다면 이들 중 어느 한쪽이나 양쪽 모두 때문이라고 전제할 수 있다. 그런데 외국 투자자들이 현재의 대규모 대미투자를 무한히 오랫동안 유지할 수는 없다. 미국 소비자들의 대부능력도 언젠가는 한계에 다다를 것이며, 해외로부터의 수입도 줄어들 것이다. 이 중 한 가지 현상이라도 발생한다면 현재의 불균형 상태는 해소되므로 행위자에 대한 가정이 중요하다.

### 1) 미국 내 외국인 투자자

지속가능성에 대한 논의들은 대부분 미국 소비자보다 외국 투자자들의 행위에 초점을 맞춘다. 즉, 미국 소비감소로 인한 경기침체보다는 외국의 민간·정부투자자들의 행동변화에 의해 발생하는 경기수축이 더 큰 우려의 대상이다. 그 이유는 투자자들의 투자 감소에 의해 조정과정이 일어나는 경우가 미국 소비가 줄어듦으로써 발생하는 조정과정보다 세계경제를 급격히 침체시킬 가능성이 더 크기 때문이다. 현재의 국제무역 및 자본의 교류상황에서는 두 가지 경우 모두 위험하긴 하지만 외국투자 감소에 의한 조정과정은 빠른 속도로 일어날 가능성이 크다. 이 경우는 개인이나 국가들이 적응하는 시간을 채 갖기도 전에 구조적 실업을 증가시키고 급격한 소비위축을 가져오기 때문이다. 반면 소비감소에 따른 조정과정은 긴 시간에 걸쳐 서서히 나타난다.

외국 투자자들이 언제 미국으로부터 자금을 철수할 것인지 판단할 때는 세 가지의 가정이 필요하다. 첫 번째는 지속될 수 있는 투자의 "수준"이 어느 정도냐 하는 것이다. 다시 말해서, 투자자들이 투자 포트폴리오 중 달러의 비율을 정할 때 무엇을 고려하느냐 하는 문제이다. 첫째 가정은 다음에 나오는 두 가지 가정에 기반한다. 두 번째는 현재와 미래 투자의 "구성비율", 그 중에서도 중앙은행이 차지하는 비율이다. 세 번째는 금융시장의 "세계화" 정도이다. 세계경제가 통합될수록 더 많은 자본이 국경을 넘어서 확산되므로 시장이 구획되었을 때보다 불균형이 더 지속될 수 있다. 위의 세 가지 가정은 언제쯤 미국으로의 자본유입 추세가 감소하거나 반전될지에 대한 판단에 기초한다.

### 지속가능한 투자구성 비율

지속가능성 분석을 위해 가장 기초가 되는 가정은 해외투자비율이 어느 정도 선일 때 불균형이 지속될 것인가 하는 문제다.

Edwards(2005)에 따르면, 2004년 미국의 순 대외채무는 GDP의 29%에 이르렀다. 현재 미국은 대외투자와 경상수지 적자를 유지하기 위해서 휴일을 제외하고 매일 하루에 600억 달러를 빌려야 한다(Bergsten, 2005). 모든 외국 국가의 투자 중 70~75%가 달러자산에 투자되고 있는 수준이다. 미국의 경상수지 적자는 GDP보다 빠른 속도로 증가하고 있어, 세계투자 중 달러자산에 투자되는 비율도 올라가고 있다. 순 대외채무의 수준에 대해서는 GDP의 30%가 되면 과도하다는 분석이 있는가 하면, 50%까지는 무방하다는 주장도 있다.

여기서 투기자본의 역할이 중요하다. 장래 달러가격이 하락한다는 기대가 생길 경우, 투기자본들은 자산을 다른 통화로 바꿀 것이다. 그리고 달러가격이 하락하기를 기다렸다가 달러자산을 매입해서 차익을 얻으려 할 것이다. 세계경제에는 약 30조의 달러자산이 있으므로, 상대적으로 작은 움직임도 크게 느껴진다. 이미 투기가 일어날 조짐도 보이고



있다. *Economist*(2005a)에는 "미국 상품선물거래위원회(Commodity Futures Trading Commission)에 따르면 투기자본이 보유한 달러선물의 비율이 사상 최고의 롱 포지션 수준에 이르렀다. 경제에는 좋지 않은 징조이다"라는 기사가 실렸다.

### 정부·민간투자의 혼합비율

두 번째 가정은 미국 경상수지 적자를 감당하기 위해 정부부문, 즉 중앙은행이 어느 정도의 역할을 하느냐에 관한 것이다. Rossi(2005)는 중앙은행의 역할이 감소하고 있다고 본다. 반면 Feldstein(2005)을 비롯한 다른 학자들은 중앙은행의 역할이 공식통계치 이상으로 크다고 말한다. 정부와 민간자금의 혼합비율은 불균형 현상을 설명할 때뿐 아니라[2] 지속가능성을 판단할 때도 중요한 판단기준이 된다.

미국 적자를 유지하는 데 해외 중앙은행의 역할이 중요하다면, 현재의 구조가 무너질 위험이 더욱 높아진다. 미국 경상수지 적자를 감당하려면 비공식적 카르텔처럼 움직이는 중앙은행들이 여러 개 필요하다. 현재로서는 이 은행들이 몇 가지 압력을 받고 있다. 그중 가장 강한 압력은 그들이 안고 있는 환리스크이다. 중앙은행들의 귀책사유 없이 달러가격이 급격히 하락할 경우, 이들은 막대한 자본 손실을 보게 된다. 환율변동에 따른 수익과 비용 때문에 중앙은행들은 죄수의 딜레마에 처하게 된다. 현재 은행들은 고평가된 달러를 보유하고 있어 평가절하의 위험을 안고 있다. 그러나 어떤 한 은행에서 위험을 분산하기 위해 달러화의 비율을 줄일 경우, 다른 은행들이 손실을 볼 가능성이 급격하게 증가한다(Eichengreen, 2004). 즉, 첫 번째로 달러를 분산 매각한 은행은

2) 미국 적자 중 민간투자가 차지하는 비율이 높아진다면, 미국 자산시장에 대한 수요증가가 적자의 원인이라는 설명이 힘을 얻게 될 것이다. 중앙은행들이 달러자산 매입을 줄일 경우 조정과정이 급격해질 것이라는 추측도 가능하다.

손실을 면하지만, 다른 은행들은 엄청난 손실을 보게 된다. 중국의 경우 인민폐가 15% 평가절상되면 GDP의 6%에 달하는 자본손실이 생기게 된다(Goldstein and Lardy, 2005).

중앙은행들이 겪는 또 다른 압력은 불태화(*sterilization*)정책에 드는 비용이다. 불태화정책은 중앙은행의 외환보유고가 확대될 때 본원통화와 국내 물가가 상승하지 않도록 공개시장조작을 통해 채권을 매각하는 것을 말한다. 디플레이션이 심했던 일본의 경우, 중앙은행에서 불태화정책을 할 필요가 없다. 그러나 중국 등 다른 국가에서는 불태화비용이 상당할 수 있다. 중국인민은행에게는 불태화정책이 아직까지는 이익이 되는 정책이었다. 그 이유는 현재 국내이자율이 매우 낮아, 국채발행에 대한 지급이자율보다 미국채권에 받는 수익률이 더 높기 때문이다. 그러나 미국채권을 누가 구입하지 못하게 하는 등 제반상황이 바뀔 경우, 불태화정책의 비용(손실)은 급속히 증가할 수 있다. 현재 중국은 부분적 불태화정책을 사용하고 있으나 이는 인플레이션을 유발하는 효과가 있다. 설비과잉으로 인해 중기적으로 디플레이션 압력을 받는 상황에서, 단기적 인플레이션 상황은 다시 대출을 증가시키고 이것이 다시 부실채권으로 연결될 경우 은행업계가 더욱 부실해질 수 있다.

세 번째는 국내정치의 압력이다. 은행과 정부는 많은 양의 외환보유고가 수익률도 낮고 자국 경제성장에도 별로 도움이 되지 않는다는 지적을 무마해야만 한다. 한국의 중앙은행은 자국 외환보유고 규모가 여전히 충분하지 않다는 입장을 끊임없이 표명해왔다. 중국 외환보유고는 이제 위기관리에 필요한 규모를 크게 넘어서서 자국 경제발전에 투자되고 있다(Cooper, 2005; Lal, 2005). 이 정도의 압력은 아니더라도, 대부분의 국가에서는 외환보유고를 수익성이 낮은 미국국채로부터 수익성이 높은 주식 및 회사채로 다변화하라는 압력에 직면하고 있다(Genberg et al., 2005).[3]



### 2) 미국 소비자

불균형이 해소될 수 있는 다른 방법은 미국 소비자들이 더 이상 외제품 수입과 소비에 막대한 비용을 쓰지 않는 것이다. 이 방법은 외국 투자자들이 철수하는 것보다 시간이 오래 걸린다. 그러나 시간을 단축할 수 있는 시나리오가 있다. 예를 들어서, 주택시장의 자산가격이 급감할 경우, 소비자 가계의 가용자산이 줄어들므로 외제품 수입량이 대폭 감소할 것이다.

#### 지속가능한 소비수준

미국 소비자들이 세계경제의 견인차라는 사실은 말할 필요도 없다. 현재 소비재와 자동차 부문에서 미국은 수입이 수출을 초과하여 무역적자를 보이고 있으며, 가계저축은 사상 최저수준이다. 그런데 2005년 마지막 분기의 GDP에 따르면 미국의 소비가 크게 감소했음을 알 수 있다. 그러나 문제는 과연 소비의 감소가 장기적으로 지속되어 수입수요를 감소시킬 것인가 하는 점이다. 그렇지 않다면 소비가 감소하더라도 무역적자는 지속될 수 있다. 적정 소비수준을 결정하는 데는 적정 저축률 등 여러 가지 요소를 고려할 수 있지만(*Economist*, 2005b), 여기서는 모든 요소를 완벽하게 분석할 필요가 없다. 현재 미국의 소비가 기록적으로 높다는 사실만 언급해도 충분하다.

#### 무역과 보호주의의 정치경제학

이렇게 높은 소비가 지속가능하더라도, 미국 국내정치 문제를 고려해야 한다. 미국의 대중 무역적자는 상대적으로 낮은 비율을 차지하나,

3) 중국 외환보유고 투자대상으로 거론되는 여러 대안들에 대해서는 거시경제의 안정성에서 설명하였다.

향후 무역정책 방향을 예측할 때 좋은 자료가 된다. 미국의 보호주의가 조정을 촉발하는 경로는 두 가지이다. 첫째로 Bergsten이 지적하듯이 미국은 자신들이 집착하고 있는 자유무역정신을 구조적으로 훼손하지 않기 위해, 달러 평가절하정책을 추진할 수 있다. 둘째, 광범위한 보호무역조치가 시행될 경우 관세로 인해 수입에 드는 비용이 증가하므로, 수입수요가 줄어 경상수지가 개선된다. 달러 평가절하와 관세인상은 순서에 관계없이 보호주의적 성격을 지니게 되며, 결과적으로 경상수지 조정으로 이어진다.

## 5. 조정의 파급효과 : 두 가지 시나리오

글로벌 불균형의 조정과정은 세계 전체에 큰 파급효과를 가져올 것이다. 미국 경상수지가 흑자로 돌아설 경우 미국, 중국, 그리고 세계경제의 성장률과 고용수준에 어떤 영향을 미칠 것인가? 우선 세계 기준통화인 달러의 절하효과를 생각해 볼 수 있다. 2002년 이후 달러화는 인민폐를 제외한 일부 통화에 대해서 평가절하되었으나, 2006년에 들어서 다시 강세를 보이고 있다. 최근 달러가격의 상승에 대해서는 많은 해석이 있다. 그중 하나는 유가상승으로 인해 석유거래의 부가가치가 증가하여, 달러수요가 증가했다는 것이다. 그러나 대부분의 경제학자들은 달러의 강세가 일시적 현상이며 달러 약세가 기본기조라고 본다.

조정을 촉진하려면 달러화가 더 큰 폭으로 평가절하되어야 한다는 점에서는 이견이 거의 없다. 경상수지 개선을 위해 달러 절하에만 의존할 수는 없다. 소비의 감소와 생산성 증가도 필요하다. 그러나 달러의 평가절하가 결정적이다. Obstfeld and Rogoff(2005)는 조정을 일으키는 요인에 따라서 평가절하 정도가 결정된다고 지적한다. "지난 2년간 이미 달러 절하가 일어났다. 따라서 경상수지가 균형이 되려면 아무리 적어도 달러가 20~25%는 더 하락해야 한다. 경상수지 균형 회복이 장기에 걸쳐 나타날 경우, 생산요소의 이동을 통해 실물시장이 조정되므로 상대적으로 가격의 변화폭은 작아진다. 따라서 달러 절하 정도는 작아지게 된다. 반면에 조정이 급격히 일어날 경우에는 위험요인이 발생한다. 경상수지 균형 회복이 빨라서 달러가 40~50% 이상 하락하면, 환율 오버슈팅(*overshooting*) 폭이 증가할 것이다."



달러 하락폭과 속도가 바로 두 가지 조정시나리오("경착륙"과 "연착륙")를 구별짓는 가장 큰 차이점이다. 달러 절하는 이미 주어진 조건이다. 그 폭과 속도만 남았을 뿐이다. 절하가 천천히 점진적으로 일어날 경우 고용과 생산이 조정될 시간을 더 벌 수 있다. 반대로 급격하게 진행될 때는 불가능하다. 조정에 영향을 주는 변수는 다양하다. 예를 들어 유럽과 일본에서 구조조정을 통해 생산과 수요가 늘어날 것이라는 기대가 형성될 경우, 조정과정은 완만해질 것이다. 한편 유럽, 일본의 성장이 둔화된다는 전망일 경우 조정이 급격해질 것이다. 아래에서는 각 시나리오에 대해 차례로 살펴보겠다.

### 1) 제 1시나리오 : 경착륙[4]

"무질서한 조정"이라고도 불리는 경착륙 시나리오들은 대개 달러의 급격한 하락을 출발점으로 한다. 가장 널리 수용되는 달러하락의 이유는 중앙은행들이 더 이상 달러자산을 대규모로 매입하지 않는다는 것이다. 중앙은행들은 현재의 자산은 보유하되 더 사지 않기만 하면 된다. 이와 비슷하게, 민간투자자들 혹은 민간투자자들과 중앙은행들이 동시에 달러자산 매입을 중단한다는 시나리오가 있다. 외국 투자가 감소하면, 미

4) 이 절은 Obsfeld & Rogoff(2005), Delong(2005), Edwards(2005), Freund & Warnock(2005)에 근거하여 정리한 것이다.

국 경상수지 적자는 그 비슷한 정도로 감소한다.

달러하락의 배경 역시 중요한 문제이다. 왜냐하면 달러하락의 원인에 따라 미국 금리에 미치는 영향이 달라지기 때문이다. 달러가 하락해서 미국 금리가 변동되는 것이 바로 경기침체의 메커니즘이다. 만약 달러하락의 원인이 외국의 달러수요 감소라면, 장기금리가 상승한다. 미국 국제경제연구소(IIE)의 연구에 따르면 달러가 급격히 절하될 경우 금리가 두 자리까지 오를 수 있다.

이자율 상승의 효과는 두 가지이다. 첫째, 투자에 드는 비용이 상승하므로 투자는 감소한다. 둘째, 주택과 주식가격이 하락하여 소비자의 자산이 줄어들고 소비가 위축된다. 이 중 두 번째 효과가 더욱 강조되고 있다. 현재 미국의 주택가격은 매우 높은 수준이고, 미국 소비자의 부에서 주택이 차지하는 비율이 높기 때문이다. 또한 평가절하와 금리상승으로 인해 금융상품, 특히 파생상품과 헤지펀드(*hedge fund*)의 취약성이 드러날 수 있다는 우려도 제기된다. 즉, 금융계에서 파산이 연이어 발생하여 금리가 더욱 높아질 수 있다는 것이다.

달러하락으로 인해 금리가 상승하는 또 다른 원인으로, 미래에 대한 기대감과 투기를 들 수 있다. 투자자들이 절하가 계속될 것으로 기대할 경우, 투자자들은 달러자산에서 빠져나갈 것이다. 따라서 장기금리가 올라간다. 반대로 절하수준이 한계에 달하여 절상될 것이라는 기대가 형성되면, 투자자들이 달러표시 자산을 다시 매입하므로 금리도 다시 하락한다.

이러한 충격은 대규모의 구조적 실업을 양산할 가능성이 있다. 달러가 절하되면 미국의 수출품 가격경쟁력이 올라가지만, 이렇게 되기 전에 국내소비가 떨어진다. 장기적으로 고용은 비교역재 부문에서 줄어들고 교역재를 생산하는 수출부문으로 옮겨가게 되는데, 미국과 같은 서비스업 중심 국가에서는 이 과정이 천천히 일어난다. 따라서 일시적으로 실업이 증가하고, 이는 소비를 더욱 위축시켜 경기침체가 심화된다.



경착륙의 궁극적 결과는 미국경제의 침체로 나타나며 다른 나라로 전파된다. 조정이 시작된 후 1년 동안 1인당 GDP 성장률은 3.6~5% 하락하고, 3년 후에는 GDP 성장률이 세계 평균보다 낮아질 것이라는 연구결과가 있다(Edward, 2005). 조정은 달러하락에 의해서도 일어나지만, 미국 내 저축률 증가, 생산성 증가와 같은 다른 요인에도 기인한다.

또 다른 경착륙 시나리오는 미국에서 소비가 감소하나 외국에서는 이를 상쇄할 만큼의 소비증가가 일어나지 않는 경우이다. 이 경우는 앞의 시나리오들보다 충격이 덜하다. 사람들은 인플레이션에 대한 우려가 크지 않아 미국 연방준비은행의 이자율 인상이 크지 않을 것으로 판단한다. 따라서 금리가 반드시 상승하지 않을 수도 있다. 그러나 다른 국가들이 의존하고 있는 미국의 수입수요 감소로 인해, 미국 경상적자는 개선되지만 미국 경기침체가 해외로 전파된다.

### 2) 제 2시나리오 : 연착륙

달러 절하에 따른 조정이 연착륙으로 나타난다는 시나리오는 세 가지가 있다. 첫 번째 시나리오는 미국 이외의 국가에서 소비가 증가하고, 이에 따라 이들 나라에서 저축이 감소하는 경우이다. 위에서 언급했듯이, 경착륙의 경우 중요한 것은 미국의 소비가 다른 국가들에 대한 수출수요로서의 역할을 한다는 점이다. 다른 국가들의 소비 부족분을 미국의 소비와 투자가 보완하고 있는 현 구도에서 미국의 소비와 투자가 감소하지만, 다른 나라에서는 증가한다면 조정과정은 순조로워진다.

Eichengreen(2005)은 "라이프사이클(*life cycle*) 모델"을 차용한다. 이는 소비자의 나이가 많아질수록 청장년기의 저축을 사용하므로 소비가 증가한다는 모형이다. 중국을 비롯한 아시아 국가들의 평균연령은 높아지고 있으며, 경제활동인구는 최고조에 달했다. 유럽 및 일본과 같은 선진국은 인구의 노령화가 급격히 진행되고 있다. 이 가설이 맞다면,

이들 나라에서의 소비가 증가할 경우 미국 소비감소분을 보완할 수 있다. 미국에 수출되던 재화와 서비스가 자국에서 소비되거나 또는 다른 국가로 수출될 수 있기 때문이다.

또한 일본 등 아시아와 유럽의 투자가 증가할 수 있다. 일본의 기업저축은 세계 최고수준이나, 현재 투자는 저조하다. 유럽의 경우에도 투자가 비교적 저조한 편이다. 일본과 유럽의 경제가 회복되어 투자가 살아나고 저축이 감소하는 식으로 이들 경제가 회복된다면 미국 적자가 심한 경기침체로 연결되지 않을 수가 있다.

Eichengreen을 비롯한 학자들은 중국과 여타 국가에서 금융부문이 아직 발달하지 않은 점도 기회라고 지적한다. 현재 중국의 막대한 저축은 투자로 잘 연결되지 않고 있다. 그러나 신용카드, 주택자금 등의 제도가 생기게 되면 저축은 감소할 것이다. 또 사회제도와 교육제도가 정비되면 저축을 많이 할 유인이 더욱 줄어들 것이다.

두 번째 시나리오에서는 민간투자자가 중요한 변수이다. Truman (2004)이 지적하듯이 "미국은 외국인들(개인, 자산운용가, 기업)에게 매력적인 투자처이며, 미래에도 그러할 것"이라는 전제가 이 견해의 바탕에 있다. 그래서 달러가 하락하면, 향후에 있을 인상을 기대하고 민간투자자들이 달러를 매수하기 시작할 것이고, 싸진 달러를 이용해서 미국 내 각종 유형·무형 자산에 투자를 늘릴 것이다. 장기금리가 상승하면 달러는 투자자에게 더욱 매력적인 투자대상이 된다. 또한 미국 소비도 매우 점진적으로만 감소하게 된다. 따라서 국내와 해외에서 경제부문간 고용구조가 변화할 시간도 충분해진다.

세 번째는 두 번째 시나리오가 변형된 형태로, 미국 연방준비은행에 초점을 맞춘다. 투자자들이 더 이상 달러자산을 매입하지 않게 될 경우, 연준이 개입하여 채권 가격하락을 막고 장기금리를 낮게 유지한다. 노동이 비교역재 산업과 금리에 민감한 산업(건축업 등)으로부터 수출재 산업으로 충분히 이동할 때까지는 연준의 개입이 유지된다.



세계경제의 차원에서 연준의 개입은 문제가 된다. 이는 미국의 조정을 순조롭게 만들기는 하지만, 미국 경기의 침체가 세계로 파급되는 효과를 막을 수는 없기 때문이다. 미국 적자와 미국 소비의 규모를 고려했을 때, 미국 내의 조정이 점진적이더라도 해외에서는 급격한 조정이 발생해 이로 인해 많은 손실을 입을 수 있다. 특히 중국처럼 수출의존도가 높은 나라의 경우는 피해가 더욱 클 수 있다.

미국경제의 차원에서도 연준의 개입에 대해 많은 한계가 지적되면서 논란이 되고 있다(Delong, 2005). 첫째, 연준이 초기의 장기금리 상승 압력을 제어한다고 해도 달러가 급격하게 절하될 경우에는 주택과 주식 가격이 급락하고, 이에 따라 각종 금융상품들의 취약성이 노출되는 자산위험이 커진다. 롱텀 캐피털 매니지먼트(Long Term Capital Management)가 1990년대 금융위기로 인해 파산한 것이 그러한 예이다. 그러므로 달러의 급격한 절하로 인해 금융기업이 파산하고 이에 따라 투자자산이 미국 바깥으로 급격히 이동하게 된다. 이 경우는 미국 금융자산의 수요감소로 인해 결과적으로 미국 금리가 상승하므로 연준의 개입이 무용하게 된다.

연준 개입의 또 다른 한계는 비교역재 산업에서 교역재 산업으로 고용이 이동할 때 시간이 오래 걸린다는 점이다. 즉 연준이 얼마 동안은 이자율 상승을 억제할 수 있겠지만, 고용구조가 변화할 때까지 오랜 시간 동안 이를 억제하기란 불가능하다. 마지막으로 지적되는 한계점은 수입재가격이 미국 재화가격보다 높아짐에 따라 미국의 물가가 오를 수 있다는 것이다. 연준이 물가를 안정시켜줄 것이라는 국민의 신뢰는 연준 자신에게 중요하기 때문에, 연준은 이자율 상승을 통해 임금상승 압력을 상쇄할 것이고 이는 경기침체를 가져온다.

## 6. 요약 및 결론

미국과 아시아 간의 불균형이 현 상태로 계속될 것이라고 보는 두 가지 견해가 있다. 그중 하나는 현재 구조가 사실상 제2의 브레튼우즈 체제라는 시각이다. 아시아 국가들이 수출 주도형 경제성장을 위해 자국 통화를 달러에 대비해서 약하게 유지하려 한다는 것이다. 중국으로서는 많은 농촌인구를 도시 노동자로 전환시켜야 하기 때문에, 수출 주도형 성장정책은 사활이 걸린 문제이다. 이 견해를 따르자면, 아시아 중앙은행들은 자국의 성장전략을 달성하기 위해서 당분간은 미국의 경상수지 적자에 대한 자금공급원 역할을 할 것이라는 견해이다.

불균형이 계속 유지될 것이라고 보는 견해 중 두 번째는, 전세계적인 저축의 공급과잉현상에 주목한다. 과잉공급된 저축이 미국 적자를 감당하고 있다는 것이다. 미국은 높은 경제성장률, 믿을 수 있는 금융시장, 재산권 보장의 확실성 덕분에 가장 매력적인 투자처로 생각되고 있다. 잉여저축이 달러자산으로 유입되는 한, 불균형 상태가 시정되지는 않을 것으로 이들은 전망한다.

지난 몇 년 동안 불균형 상태가 지속되어 왔다는 점에서 어느 정도의 지속성이 있는 게 사실이지만, 동시에 이와 같은 불균형이 영원히 계속되지 않을 것이라는 점도 분명하다. 만약 불균형 상태가 지속되지 않는다면, 어떤 방식으로 조정(*adjustment*)이 일어날 것인가? 아시아 중앙은행들이 더 이상 달러자산을 매입하지 않는다고 가정해 보자. 현재 보유한 달러자산은 그대로 가지고 있지만 이후 매입하는 자산은 다른 통화표시자산에 국한시킨다고 하자. 조정과정에 대한 시나리오 중 "경착륙"(*hard landing*) 시나리오에 따르면 아시아 중앙은행들이 새로 매입한 타국 통화표시 자산만큼 미국의 경상수지 적자는 줄어든다. 미국의 재정적자가 높기 때문에, 달러화 평가절하가 급격하게 일어나면서 조정과정



이 빨리 진행된다. 그 결과 금리 급상승, 자산가치 하락, 국내소비 감소, 저축 증가 등이 동시에 진행된다. 최악의 경착륙 시나리오는 미국의 소비위축이 미국 경기침체로 이어지고, 결국 세계경제가 침체되는 상황이다.

조정의 양태가 "연착륙"(*soft landing*)으로 나타날 것이라는 예측도 있다. 그중, 민간투자자들의 역할이 강조되는 견해부터 살펴보자. 아시아 중앙은행들이 계속해서 달러자산을 매입하거나, 혹은 매입량을 조금씩만 줄인다고 가정할 때, 달러가치는 하락하고 미국 금리는 상승하면서, 외국 민간투자자들이 미국시장으로 유입된다. 미국의 대외채무 증가속도가 완만해지고, 달러화 평가절하와 금리인상도 점진적으로 일어난다. 미국의 소비기세는 시간이 갈수록 꺾이면서 조정이 일어날 가능성이 높아진다. 이에 반해, 미국 연방준비이사회(FRB)의 개입을 강조하는 연착륙론도 있다. 아시아 중앙은행들이 달러자산 매입을 중지하면, 연준이 개입하여 채권 가격이 하락하는 것을 막고 장기금리를 낮게 유지할 것이다. 이 경우 미국 경상수지 감소에 따른 산업구조의 변동이 수반될 것이고, 고용구조가 비교역재 산업에서 수출산업으로 전환할 때까지 연준의 개입은 계속된다.

이러한 조정시나리오들은 현재 중국과 미국의 정책이 그대로 고수되는 상황을 가정하고 있다. 따라서 정책이 변화하면 시나리오도 바뀔 수밖에 없다. 대부분의 경제학자들은 경착륙의 위험성을 방지하고, 조정과정을 관리할 수 있는 수준의 정책방안을 제시하고 있다. 정도의 차이는 있지만, 대부분은 중국 인민폐의 평가절상과 미국 재정적자 축소를 병용해야 한다는 것이다. 둘 중 한 가지만 충족되면 조정이 순조롭게 완료된다는 견해도 있다. 왜냐하면 중국으로서는 인민폐를 절상할 경우 경상수지에 미치는 효과는 미미한 반면, 디플레이션과 성장둔화의 위험에 직면할 것이기 때문이다.

실제 조정이 어떤 시나리오를 따르든지간에 미국의 재정적자 축소와

인민폐 평가절상, 두 가지 모두 정치적 요인으로 인해 난관에 부딪힐 가능성이 크다. 조정과정에 대해 중국과 미국 간에 정책협의가 이루어지더라도, 조정에 대한 압력이 사라지는 것은 아니며 경상수지 개선효과에도 한계가 있기 때문이다. 어쨌든 이 과정에서 직면하게 될 정치적 문제들은 계속해서 중미간 갈등요인으로 남아있을 것이다. 양국간 협력의 가능성도 배제할 수 없다. 중국과 미국 모두 세계경제가 침체되는 것을 원하지 않기 때문이다.

제 4 부

# 중국의 지속적 경제성장과 시장

제 9 장 계층별로 구분해 본 중국시장은 얼마나 큰가
김부용 · 이 근

제 10 장 중국 내수시장은 얼마나 개방될 것인가
송인영

제 11 장 중국은 미국시장에 계속 의존가능한가
나타니엘 스탠카드