

【 주간포커스 】

G20 정상회의 환율 합의 이후의 과제

윤성훈 선임연구위원

지난 11월 11, 12일 양일간 서울에서 개최된 G20 정상회의에서 최대 쟁점이었던 환율 문제에 대해 G20 재무장관회의 합의 내용을 재차 강조하는 한편 2011년 상반기 중에 경상수지 예시적 가이드라인에 대해 논의하기로 합의함에 따라 환율 전쟁이 진정될 계기가 마련되었다. 그러나 환율의 이중적 역할로 인한 '펀더멘털' 과 '시장결정적' 개념의 상충 가능성, 경상수지 가이드라인 이행 시 통화정책 제약 가능성 등이 발생할 수 있기 때문에 이에 대해 검토되어야 할 것이다.

- 지난 11월 11, 12일 양일간 서울에서 개최된 G20 정상회의에서 최대 쟁점 사안 중의 하나였던 환율의 경우 '경제 펀더멘털이 반영될 수 있도록 보다 시장결정적인 환율제도로의 이행'에 합의
 - 또한 경쟁적인 평가절하를 자제하고 기축통화국을 포함한 선진국들은 환율의 과도한 변동성과 무질서한 움직임에 유의하는 한편 환율의 유연성을 제고한다는 내용을 선언문에 포함.
 - 환율의 고평가가 심화되는 신흥시장국에 대해 거시건전성 규제를 인정
 - 과도한 자본유출입에 따른 영향을 완화할 거시건전성 체계 마련
- 또한 관심사였던 경상수지 가이드라인과 관련하여서는 '과도한 대외불균형을 줄이고 경상수지를 지속 가능한 수준으로 유지하는데 도움이 되는 모든 정책수단을 추구할 것'이라고 선언
 - 재무장관과 중앙은행 총재가 합의할 예시적인 가이드라인에 의거하여 경상수지 불균형 및 불균형의 근본적인 원인들을 평가할 것임.
 - 여러 지수를 포함한 종합적인 지표로 접근될 예시적 가이드라인은 Framework 워킹그룹에 IMF와 다른 국제기구의 지원을 받아 개발하도록 요청

- 재무장관 및 중앙은행 총재들은 2011년 상반기 중 경과를 논의

□ 이번 합의는 지난 10월 G20 재무장관회의에서 합의한 내용을 재확인하고 이에 더하여 경상수지 예시적 가이드라인 개발 일정을 제시하였다는 점에서 진일보하였다는 평가를 받을 수 있음.

- G20 재무장관에서도 ‘펀더멘털이 반영될 수 있도록 보다 시장결정적인 환율제도로 이행하고 경쟁적인 통화절하를 자제하는 한편, 선진국(기축통화국 포함)은 환율의 과도한 변동성과 무질서한 움직임을 경계’하기로 합의한 바 있음.
- 이번 G20 재무장관회의에서의 합의에도 불구하고 이번 G20 정상회의에서 환율이 참여한 현안 사안으로 등장한 것은 미국이 11월 3일 제2차 양적완화조치를 발표하였고 중국을 비롯한 각국이 이에 대해 비판적이었기 때문

□ 그런데 환율의 이중적 역할(dual role of exchange rate)과 경상수지 예시적 가이드라인 이행 시 발생할 수 문제점 등을 고려할 때 차기 G20 정상회의까지 다음과 같은 점이 검토될 필요가 있음.

□ 첫째, 환율의 이중적 역할로 인해 ‘시장결정적’과 ‘펀더멘털’의 개념이 경우에 따라서는 상충되고 외환시장 개입의 명분으로 작용할 수 있다는 점임.

- 주가 등 자산가격은 기본적으로 자산에 대한 수요와 공급에 의해 결정되나 새로운 뉴스나 미래에 대한 기대 등에 의해서도 변동될 수 있음.
- 상품의 상대가격(화폐로 표시한 가격이 아닌, 예를 들면 상품 A 1단위로 교환되는 상품 B의 단위수)은 상품에 대한 수요와 공급(펀더멘털)에 의해서 결정
- 환율은 국가간 통화의 상대가치를 나타내는 일종의 자산가격이며, 동시에 상품가격의 상대가격에 중요한 영향을 미치는 변수(경제학에서는 이를 환율의 이중적 역할이라고 함)
- 결과적으로 자산가격인 환율이 새로운 뉴스나 미래에 대한 기대 등으로 인해 변동할 때 상품의 상대가격도 변동하게 되고¹⁾ 이는 자원배분의 왜곡을 초래할 수 있음.
 - 더욱이 주가 및 환율 등 자산가격은 예측하기 어렵기 때문에 펀더멘털을 반영한 시장결정적 환율 수준에 대해 논란이 발생할 수 있음.

1) 예를 들면, 시장에서 우리나라 금리가 인상될 것이라는 기대가 형성되었고 이에 따라 외국인들이 채권을 매도하여 원/달러 환율이 10% 상승하게 되면 이러한 기대 형성은 우리나라 자동차와 미국 자동차의 상대가격에까지 영향을 주게 됨. 즉, 기대 이전에는 우리나라 자동차 1대와 미국 자동차 1대가 교환되었을 경우 기대 형성 이후 펀더멘털과는 무관한 환율 변화로 인해 우리나라 자동차 1.1대와 미국자동차 1대가 교환되게 됨.

- 경제의 펀더멘털은 급격히 변동하지 않다는 점이 강조될 경우 환율 변동성이 높아질 때 외환시장개입이 명분을 얻게 됨.
 - 또한 환율이 경제의 펀더멘털과 괴리되지 않도록 급격한 자본유출입을 규제하는 조치 역시 타당성을 얻을 수 있음.

- 둘째, 경상수지 흑자폭이 예시적 가이드라인을 초과한 국가의 경우 이를 조정하는 과정에서 통화정책 제약 등 여러 가지 부작용이 발생할 수 있다는 점임.
 - 경상수지 흑자를 줄이기 위해 자국통화의 가치를 높이는 과정에서 수입물가가 하락하게 되는데 만일 물가가 매우 낮은 수준에서 안정되어 있을 경우 디플레이션 우려로 정책금리를 인상해야 하나 환율에 대한 영향 때문에 금리인상이 어렵게 되는 등 통화정책의 독자성이 제약될 수 있음.
 - 물가안정목표제를 채택한 국가의 경우에도 유사한 문제가 나타날 수 있음.
 - 또한 경상수지 흑자나 적자가 가이드라인을 초과하게 될 경우 환율조정을 예상한 급격한 자본유출입이 유발될 수도 있음.
 - 1985년 플라자 합의의 경험에 비추어 볼 때 대외불균형을 해소하기 위해서는 환율조정이 큰 폭으로 이루어져야 하는데, 큰 폭의 환율 조정이 수용되기가 쉽지 않을 것임. KiRi