

정책연구 2006-05

미국 경상수지 적자 지속 여부와 향후 전망

송정석

미국 경상수지 적자 지속 여부와 향후 전망

1판1쇄 인쇄/2006년 9월 26일

1판1쇄 발행/2006년 9월 29일

발행처 · 한국경제연구원

발행인 · 노성태

편집인 · 노성태

등록번호 · 제318-1982-000003호

(150-756) 서울특별시 영등포구 여의도동 28-1 전경련회관
전화(대표)3771-0001 (직통)3771-0057 팩시밀리 785-0270~1
<http://www.keri.org/>

© 한국경제연구원, 2006

한국경제연구원에서 발간한 간행물은
전국 대형서점에서 구입하실 수 있습니다.
(구입문의) 3771-0057

ISBN 89-8031-406-X

값 4,000원

목 차

<요 약>	7
I. 미국의 지속적인 경상수지 적자 현황	17
II. 지속적인 미국 경상수지 적자의 주요 요인	20
1. 미국 소비증가와 재정지출 확대에 의한 미국 경상적자 지속	20
2. 90년대 이후 미국으로의 자본유입에 따른 미국 경상적자 지속	24
3. 미국 경상적자 지속의 배경이 된 미국 제조업 생산과 수요간 불균형	31
4. 유럽, 아시아 경제권의 소비 및 투자부진과 미국 경상적자	35
III. 미국 경상수지 적자의 향후 전망	39
1. 미국 경상수지 적자 지속의 대내외 요인과 향후 전망	39
2. 환율 및 이자율과 미국 경상수지 적자 추이	40
IV. 시사점 및 결론	45
<참고문헌>	47
<부 록>	49

표 목 차

〈표 1〉 미국 경상수지 적자 규모의 변화 추이	17
〈표 2〉 미국 경상적자를 둘러싼 다양한 견해	19
〈표 3〉 미국 경상수지와 투자수지	26
〈표 4〉 금융자산 유형별로 본 미국으로의 순자본유입 추이	27
〈표 5〉 주요 국가의 미국 금융자산 순매입 현황	29
〈표 6〉 미국 제조업 생산과 지출의 변화 추이	32
〈표 7〉 미국 제조업 품목과 서비스업의 생산 및 지출비중	34
〈표 8〉 미국의 서비스업 부문 지출비중 vs GDP 대비 서비스업 생산 비중	34
〈표 9〉 미국 경상수지 구성의 추이	35
〈표 10〉 중국의 GDP 대비 민간소비 비중	37
〈표 11〉 외환위기 이후 동아시아 주요국의 GDP 대비 투자 비중	38
〈표 12〉 미국 경상수지의 달러 실질실효환율에 대한 반응 추이	41
〈표 13〉 미국 경상수지의 미국 실질이자율에 대한 반응 추이	44

그림 목차

〈그림 1〉 미국 GDP 대비 경상수지 규모	18
〈그림 2〉 미국 및 주요국가의 GDP 대비 소비 비중	20
〈그림 3〉 미국 주택가격의 상승 추이	21
〈그림 4〉 미국 GDP 대비 재정지출	22
〈그림 5〉 미국 재정수지와 경상수지	23
〈그림 7〉 90년대 미국 증시의 호황	25
〈그림 8〉 유럽과 아시아의 미국 금융자산 순매입 비중 추이	28
〈그림 9〉 동아시아 주요 국가의 미국 주요자산 매입 추이	30
〈그림 10〉 미국 경상적자와 제조업의 생산-지출 비율	32
〈부록그림 1〉 VAR 충격반응 계수: 미국 경상수지의 미국 재정수지에 대한 반응 추이	51
〈부록그림 2〉 VAR 충격반응 계수: 미국 경상수지의 미국 달러 실질환율에 대한 반응 추이	51
〈부록그림 3〉 VAR 충격반응 계수: 미국 경상수지의 미국 실질이자율에 대한 반응 추이	52

<요 약>

I. 미국의 지속적인 경상수지 적자 현황

- 90년대 이후 미국 경상수지 적자는 지속적으로 증가하여 2005년에 8,090억 달러에 달했으며, 이는 미국 전체 GDP의 약 6.4%에 해당하는 규모
- 미국 경상수지 적자의 지속 여부를 둘러싼 우려와 상반된 견해들
 - Summers 前 미국 재무부 장관과 Bernanke 미국 연방준비위원회 의장 등은 만성적인 미국 경상적자에 따른 세계경제 불균형 상황에 대한 경각심 촉구
 - 현재의 대규모 미국 경상수지 적자가 더 이상 지속될 경우 미국과 세계 경제에 대해 불안 요인이라는 견해
 - 반면 미국 경상수지 적자는 현재 세계경제 상황하에서 자연스러운 결과라는 견해가 있음

II. 지속적인 미국 경상수지 적자의 주요 요인

1. 미국 소비증가와 재정지출 확대에 의한 미국 경상적자 지속

- 소비증가에 따른 미국 총지출 증가와 미국 경상수지 적자 확대
 - 미국의 GDP 대비 민간소비 비중은 70년대 이후 계속해서 증가하여, 2005년에 70%에 달하여 여타 지역 경제권보다 현저히 높은 수준

- 90년부터 2000년까지 감소하던 미국 재정적자는 2000년대 들어 재정지출 확대와 부시 집권하에서의 감세정책에 따른 세수감소로 인해 다시 증가하여, 2005년 미국 재정적자는 미국 GDP의 3% 내외 수준을 기록

□ 2000년 이후 함께 증가하고 있는 미국 재정적자와 경상적자

- 90년대 초부터 2000년 기간 중 미국 재정적자와 경상적자는 상반된 움직임을 보임
- 반면, 2000년 이후에는 재정수지와 경상수지 모두 증가세를 보여 80년대 쌍둥이 적자와 유사한 양상을 보임

2. 90년대 이후 미국으로의 자본유입에 따른 미국 경상적자 지속

□ 최근 미국으로의 자본유입 증가와 대규모 미국 경상적자

- 90년대 이후 급속하게 미국으로 유입된 해외자본은 생산을 훨씬 초과한 미국 총지출의 재원(財源) 역할을 하면서, 미국 경상적자 지속 요인으로 작용

□ 미국으로의 자본유입 배경

- 90년부터 2000년까지 소위 New Economy 시기를 포함한 기간 중 IT 붐에 따른 투자 증가와 주식시장 호조로 해외자본의 미국으로의 유입이 증가
- 미국의 내재적 자본수익률(Internal Rate of Return)¹⁾은 94~03년 기간 중 8.6%로 여타 국가보다 높아, 해외자본의 미국 유입을 확대시킴

1) 내재적 자본수익률은 2005년도 IMF 하반기 보고서를 인용하였으며, Fama and French(1999)에 의해 최초로 계산되었음. 내재적 자본수익률은 각국의 자국 통화를 기준으로 한 것으로 동아시아 주요국의 90년대 후반의 금융위기로 인한 통화가치의 왜곡을 배제하였음

□ 2000년대 들어 가속화된 미국으로의 자본유입 현황

- 주식, 채권 등의 거래를 통한 미국으로의 자본유입을 나타내는 포트폴리 오수지가 2005년도에 6천7백억 달러로 2000년에 비해 2배 이상 증가
- 미국으로의 자본유입을 자산 유형별로 보면, 최근 미국 국채 및 회사채가 차지하는 비중은 증가한 반면 주식의 비중은 감소
- 외환위기 이후 중국 등 동아시아 주요국들의 대미 경상흑자 증가와 외환위기 이후 외환보유 필요성 절감에 따라 이들 국가의 외환보유고 증가
- 중국 등 동아시아 국가들의 외환보유고 증가에 따라 이들 국가 중앙은행들의 미국 국채 보유 규모도 증가

□ 미국으로의 자본유입을 통해 내다본 미국 경상수지 적자의 향후 전망

- 2000년 이후 미국 국채나 회사채 등 채권을 통한 자본유입 증가는 미국의 상환부담을 증대시켜 향후 미국으로의 자본유입에 한계 가능성을 시사
- 만일 미국 금융시장으로의 향후 자본유입이 위축될 경우 미국 경상수지 적자도 지속되기 어려울 수 있음

3. 미국 경상적자 지속의 배경이 된 미국 제조업 생산과 수요간 불균형

□ 미국 제조업의 생산과 수요간 괴리에 따른 미국 경상적자 확대

- 전통적으로 미국 제조업 생산 규모는 제조업 품목에 대한 수요에 비해 부족하며, 이는 제조업 상품에 대한 초과수요 요인으로 작용

- 80년대 플라자 선언에 따른 환율 조정으로 미국 경상적자 규모가 일시적으로 축소될 때에도 미국 제조업의 생산 대비 지출 규모는 감소하지 않았으며, 결국 90년대 이후 미국 경상적자는 다시 증가
- 이는 미국의 제조업 부문 지출에 비해 부족한 제조업 생산이 미국 경상적자 지속의 배경으로 작용했을 가능성 시사

4. 유럽, 아시아 경제권의 소비 및 투자부진과 미국 경상적자

□ 유럽경제의 소비 및 투자 부진에 따른 총지출 감소

- 유로 통화권 출범 이후 경기침체 지속으로 소비증가세도 미국보다 저조하였으며, 인구 고령화에 따라 투자 유인도 감소
- 따라서 유럽권의 지출이 부진한 반면 미국경제의 지출이 증가됨에 따라 미국 경상수지 적자는 심화되면서 유로경제권 국가들의 경상수지는 98년 이후 개선

□ 90년대 이후 동아시아 경제의 소비 및 투자수요 부족으로 인한 이들 국가의 경상수지 흑자 증가

- 90년대 이후 일본의 투자는 위축되었고, 중국은 저조한 출산율, 기금시스템의 약화 등에 따른 노후 불안 등으로 가계저축의 증가, 소득의 편중으로 인해 경제성장에도 불구하고 민간소비가 저조함
- 외환위기 이후 중국을 제외한 동아시아 이머징 국가들의 소비 위축이 장기화되고, 기업들이 재무구조 조정에 주력한 결과 기업들의 이윤 재투자도 부진

III. 미국 경상수지 적자의 향후 전망

1. 미국 경상수지 적자 지속의 대내외 요인과 향후 전망

□ 미국 경제 내부의 구조적인 요인에 따른 미국 경상수지 적자 장기화 가능성

- 장기간에 걸친 민간소비 증가와 제조업의 생산과 수요간 불균형 등의 경상수지 적자 요인은 오랜 기간에 걸쳐 생겨났으며, 단기간에 바뀌기 쉽지 않음

□ 미국으로의 해외 자본유입 추이에 근거한 미국 경상적자의 지속 가능성에 대한 전망

- 90년대 이후 증가했던 미국으로의 주식자금 유입은 2000년대 이후 감소한 반면, 미국 회사채와 국채를 통한 자본유입은 증가하면서 향후 상환부담 증가로 해외자본의 미국유입에 한계 가능성을 시사

2. 환율 및 이자율과 미국 경상수지 적자 추이

□ 미국의 환율 조정을 통한 경상수지 적자 축소 가능성에 대한 논의

- 80년대 후반 및 90년대에는 실질실효환율이 하락, 즉 달러가치가 하락할 경우 미국 경상적자는 축소되는 모습을 보임
- 따라서 미국은 80년대에 플라자 선언을 통해 달러가치를 떨어뜨려 미국 경상수지 적자를 축소시킬 수 있었음

- 반면 2000년대 이후 들어 미국 경상수지 적자는 달러가치 하락에도 불구하고 오히려 증가하였음
- 따라서 향후 미국 경상수지 적자의 조정 수단으로서의 환율정책의 유효성을 재고할 필요성을 시사

□ 중국 위안화 절상이 미국 경상수지 적자 해소에 기여하지 못할 가능성

- 미국의 자국 내 제조업의 생산과 수요간 불균형이 현재와 같을 경우 위안화 절상으로 인한 대중 수입 감소가 여타국으로부터의 수입으로 대체될 수 있음

□ 미국 이자율과 미국 경상수지 적자간 관계에 대한 향후 전망

- 80, 90년대의 경우 미국의 이자율 인상은 미국 내 투자 감소, 저축 증가에 따른 소비 감소를 통해 총지출을 감소시켜 경상수지 적자를 개선하는 측면이 있었음
- 반면 2000년대 들어 미국 경상수지의 미국 이자율에 대한 반응은 미국 실질이자율 증가에도 불구하고 경상수지 적자가 증가하는 양상을 보임

IV. 시사점 및 결론

□ 미국 경상적자 지속이 향후 국제금융 및 교역에 미칠 영향

- 최근 미국 경상수지 적자 누적을 계기로 현재의 Bretton Woods II에 대한 우려 제기

- 상품부문의 적자를 중심으로 한 미국 경상수지 적자를 서비스수지 흑자로 보완하기 위해 미국은 주요국을 대상으로 서비스업에 대한 개방 압력을 더욱 확대할 전망

□ 미국 경상수지 적자에 대한 다각적인 이해에 바탕을 둔 해결책의 필요성

- 미국경제의 구조적 특성과 세계경제의 변화를 고려할 때 환율의 인위적 조정 등 단기적 해결책은 미국 경상적자 축소에 부적절
- 따라서 미국 경상수지 적자는 여러 가지 미국 대내외 요인이 장기간에 걸쳐 복합적으로 작용한 결과이며, 환율조정 압력 등 단기적 방안으로 해결되기 어려움

미국 경상수지 적자 지속 여부와 향후 전망

- I. 미국의 지속적인 경상수지 적자 현황
- II. 지속적인 미국 경상수지 적자의 주요 요인
- III. 미국 경상수지 적자의 향후 전망
- IV. 시사점 및 결론

I. 미국의 지속적인 경상수지 적자 현황

□ 90년대 이후 지속되는 미국의 대규모 경상수지 적자

－ 미국 경상수지 적자는 절대적 금액과 GDP 대비 규모에서 모두 90년대 이후 지속적으로 증가

- <그림 1>에서와 같이 80년대 중반 GDP 대비 3%를 기록한 미국 경상수지 적자는 플라자 선언 이후 개선되어 91년에 잠시 균형수준을 회복

* 미국은 85년 9월 당시 막대한 대일 경상적자 해소를 위해 G5 대표가 모인 가운데 달러당 240엔대의 환율을 달러당 120엔대로 급조정하도록 합의를 도출

<표 1> 미국 경상수지 적자 규모의 변화 추이

(단위: 십억 달러)

연도	1980년	1985년	1990년	1995년	2000년	2004년	2005년
경상수지	2.15	-124.47	-78.9	-113.6	-416	-668	-809.4

자료: IMF의 International Financial Statistics 통계자료

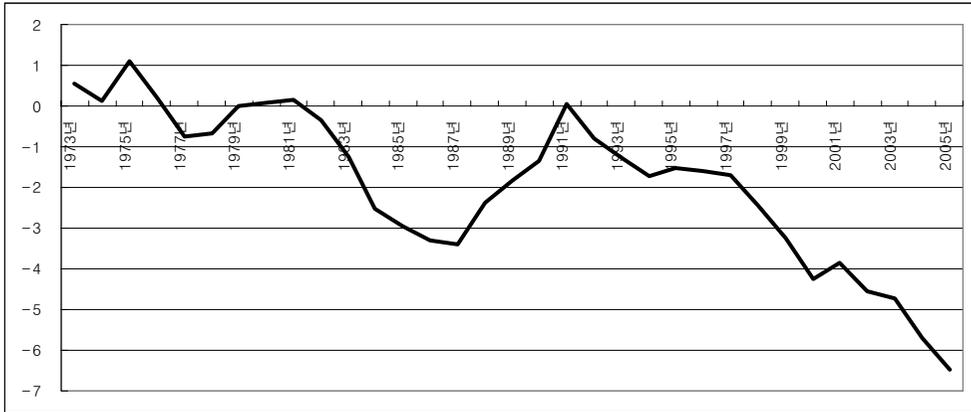
- 이후 다시 증가하기 시작한 미국 경상수지 적자는 2000년대 들어서도 계속해서 커져 2005년에 8,090억 달러에 달했으며, 이는 미국 전체 GDP의 약 6.4%에 해당하는 규모

□ 미국 경상수지 적자 지속에 대한 우려 확산

－ 만성적인 미국 경상적자에 따른 세계경제 불균형에 대한 경계의 목소리

〈그림 1〉 미국 GDP 대비 경상수지 규모

(단위: %)



자료: IMF의 International Financial Statistics 통계

- 2004년 10월 당시 Summers 前 미국 재무부 장관은 막대한 미국 경상수지 적자 규모는 더 이상 간과할 수 없는 수준이라는 우려 제기
- 그 후 2005년 3월 Bernanke 미국 연방준비위원회 의장은 세계경제 상황을 “Global saving glut”라고 표현하면서, 동아시아 이머징 국가들의 과도한 저축을 미국 경상수지 적자의 요인으로 지적

□ 미국 경상수지 적자의 지속 여부를 둘러싼 상반된 견해들

- 현재의 대규모 미국 경상수지 적자가 더 이상 지속될 경우 미국과 세계경제에 불안 요인이라는 견해
 - Harvard 대학의 Martin Feldstein 교수(2006)²⁾ 등을 비롯한 다수의 이코노미스트들은 현재의 미국 경상수지 적자 규모가 과다함을 지적
 - 그 외에 <표 2>에서와 같이 상당수 이코노미스트들 역시 지속적인 미국 경상적자는 미국뿐만 아니라 세계경제에 부정적 영향을 미칠 것으로 전망

2) Financial Times 2006년 1월 9일자 기고문 인용

－ 반면, 미국 경상수지 적자는 현재 세계경제 상황하에서 자연스러운 결과이며 당분간 지속될 것이라는 견해

- Harvard 대학의 Richard Cooper 교수(2005)³⁾는 미국 금융시장의 높은 투자수익률 등에 따른 미국으로의 자본유입은 미국 경상수지 적자를 상당기간 동안 지속시킬 것이라고 전망
- 그 밖에도 <표 2>에서와 같이, 일부 경제학자들은 다양한 경제적 근거에 따라 현재의 미국 경상적자에 대한 지나친 비판론에 대한 이의를 제기

〈표 2〉 미국 경상적자를 둘러싼 다양한 견해

미국 경상수지 적자에 대한 우려를 나타내는 견해	미국 경상적자와 함께 증가하는 미국 부채는 과거 라틴아메리카의 채무 문제와 유사할 정도로 심각 : Roubini and Sester(2005)
	현재의 미국 경상적자 누적으로 인한 달러가치 폭락과 보호무역 기조가 다시 도래할 가능성: Bergsten(2005)
	미국 경상수지 적자 해소 과정의 형태에 관계없이 경상적자가 누적될수록 미국은 물론 세계경제에 부담으로 작용 :Cline(2006)
	현재 수준의 미국 경상적자 규모하에서 결국 무역부문의 대폭 조정이 불가피: Obstfeld and Rogoff(2004)
	미국 소비자들은 지나치게 수입물품에 의존하며, 외국투자자들 역시 미국 금융시장에 과도하게 투자하는 경향: Mann(2004)
미국 경상적자에 대해 우려할 필요가 없다는 견해	현재의 대규모 미국경상적자에도 불구하고 미국 달러의 실질가치는 80년대 보다 높다고 주장: Gourinchas and Rey(2005)
	중국과 동아시아 국가들이 수출을 위해 달러 대비 자국통화가치의 저평가를 위해 노력할 것이며, 따라서 미국 경상적자는 지속될 가능성: Dooley, Folkerts-Landau, and Garber(2004)
	미국은 실질적으로 다양한 자본이나 자산을 통해 세계금융시장에서 순수익을 올리고 있다고 지적 : Hausmann and Sturtzenegger(2005)

3) Richard Cooper 교수의 "Living with Global Imbalance: A Contrarian View", Institute for International Economics 정책 브리프(2005년 11월) 인용

II. 지속적인 미국 경상수지 적자의 주요 요인

1. 미국 소비증가와 재정지출 확대에 의한 미국 경상적자 지속

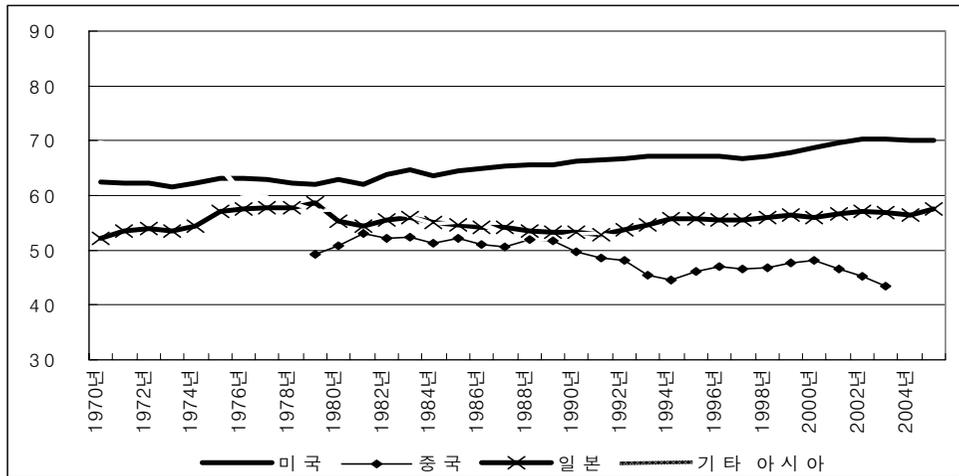
□ 소비증가에 따른 미국 총지출 증가와 미국 경상수지 적자 확대

－ 미국 민간소비의 장기간에 걸친 증가세

- 미국의 GDP 대비 민간소비 비중은 70년대 이후 계속해서 증가하여, 2005년도에는 70%에 달하여 여타 지역 경제권보다 현저히 높은 수준

〈그림 2〉 미국 및 주요국가의 GDP 대비 소비 비중

(단위: %)



주: GDP 대비 비중, 아시아는 한국, 홍콩, 인도네시아, 말레이시아, 싱가포르, 태국의 GDP 대비 민간소비 비중의 평균치

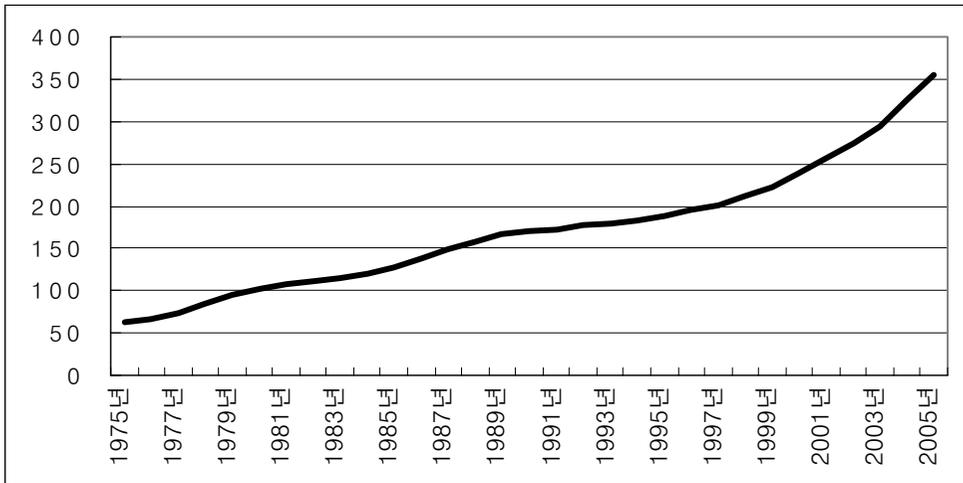
자료: IMF의 IFS 통계자료

* 〈그림 2〉에서와 같이 1970년 미국의 GDP 대비 소비 비중은 한국, 홍콩

콩, 인도네시아, 말레이시아, 싱가포르, 태국의 평균인 70%보다 낮은 62%였으나, 2005년도에는 이들 아시아 국가들의 소비 비중은 53%로 감소한 반면, 미국의 경우 70%에 육박

- 아래 <그림 3>에서와 같이 미국 부동산 가격의 장기간에 걸친 상승 추세 역시 부의 효과(Wealth effect)를 통해 민간소비 증가의 원인으로 작용했을 가능성

<그림 3> 미국 주택가격의 상승 추이



주: 2005년은 반기 평균, 1980.1분기 지수를 100 기준으로 함

자료: Office of Federal Housing Enterprise Oversight

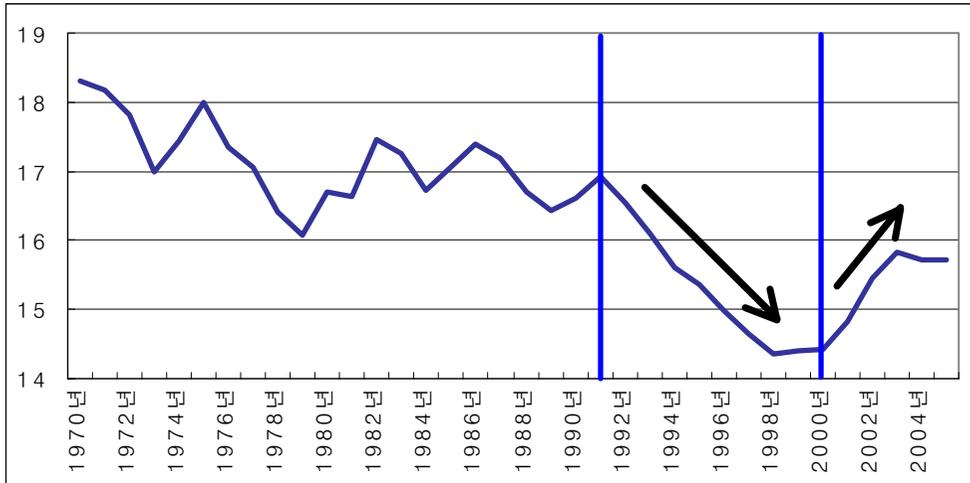
□ 2000년 이후 함께 증가하고 있는 미국 재정적자와 경상적자

— 2000년대 들어 부시집권 이후 미국 GDP에서의 재정지출 비중 상승

- 미국 GDP 대비 재정지출 비중은 아래 <그림 4>에서와 같이 90년부터 2000년까지 감소세를 보이다 이후 부시집권 중 상승세로 전환

〈그림 4〉 미국 GDP 대비 재정지출

(단위: %)



주: GDP 대비 비중
 자료: IMF의 IFS 통계자료

- 이러한 재정지출의 확대와 부시의 공화당 정권하에서의 감세정책에 따른 세수감소로 인해 2000년 이후 미국 재정적자는 더욱 확대
- 80년대의 쌍둥이 적자와 유사한 2000년대의 미국 경상수지 적자와 재정적자의 움직임
- 90년대 초부터 2000년 기간 중 미국 재정적자와 경상적자는 〈그림 5〉에서와 같이 상반된 움직임을 보임

* 재정적자와 경상적자의 상반된 움직임에 대한 가능성:

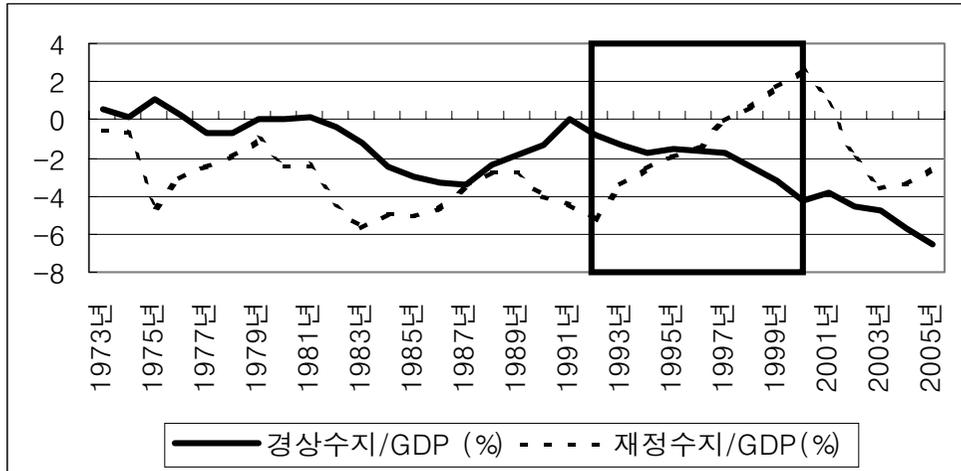
경기 침체(경기 호황) [소득 감소(증대) 등 재정수지 악화(개선)⁴⁾
 총지출 위축(증대)에 따른 경상수지 개선(악화)

4) 재정수지의 실질GDP에 대한 의존성은 Blanchard and Perotti(1999)에서 제안됨

* 실제로, VAR 충격반응 계수⁵⁾를 이용해 측정된 미국 경상수지의 재정수지에 대한 반응 정도는 88~95년 기간 중에 (-0.007)을 기록한 데 이어 89~96년, 91~98년 기간에도 (-) 수준을 나타내면서, 재정수지의 변화에 대해 미국 경상수지가 반대 방향으로 움직임

〈그림 5〉 미국 재정수지와 경상수지

(단위: %)



주: GDP 대비 비중
 자료: IFS 통계자료 참조

- 반면, 2000년 이후에는 재정수지와 경상수지 모두 증가세를 보여 80년대 쌍둥이 적자와 유사한 양상⁶⁾을 보임

* 재정적자와 경상적자가 동일한 방향으로 움직일 가능성:

5) VAR 충격반응 계수는 88년 1분기부터 최근 2005년 2분기까지 전체기간 중 39개의 세부구간(각 세부구간은 8년에 해당하는 분기별 시계열 자료 포함)을 이용함. 이들 세부구간의 VAR 충격반응 계수는 <부록그림 1>에 그래프로 기록됨
 6) Kim and Roubini(2005)는 미국의 재정수지가 경상수지에 미치는 영향을 실증분석하고, 일반적인 거시경제 이론모형의 예측과 달리, 재정적자가 증가할 때 경상수지는 개선된다는 결론을 제시

미국 재정지출 ↑(↓) ⇒ IS 곡선 우측(좌측) 이동
⇒ 금리 상승(하락) ⇒ 달러 절상(절하)
⇒ 미국 경상수지 악화(개선)

* 한편 고려대상 기간이 2000년대에 가까워지면서 경상수지의 재정수지에 대한 반응 정도는 95~02년 기간에는 (+0.012)였으며, 97~04년에도 (+) 수준을 기록하여 미국 재정수지 변화에 대해 미국 경상수지가 동일한 방향으로 변화했음

2. 90년대 이후 미국으로의 자본유입에 따른 미국 경상적자 지속

□ 최근 미국으로의 자본유입 증가와 대규모 미국 경상적자

- 90년대 이후 급속하게 미국으로 유입된 해외자본은 생산을 훨씬 초과한 미국 총지출의 財源 역할을 하면서, 미국 경상적자 지속 요인으로 작용

□ 미국으로의 자본유입 배경

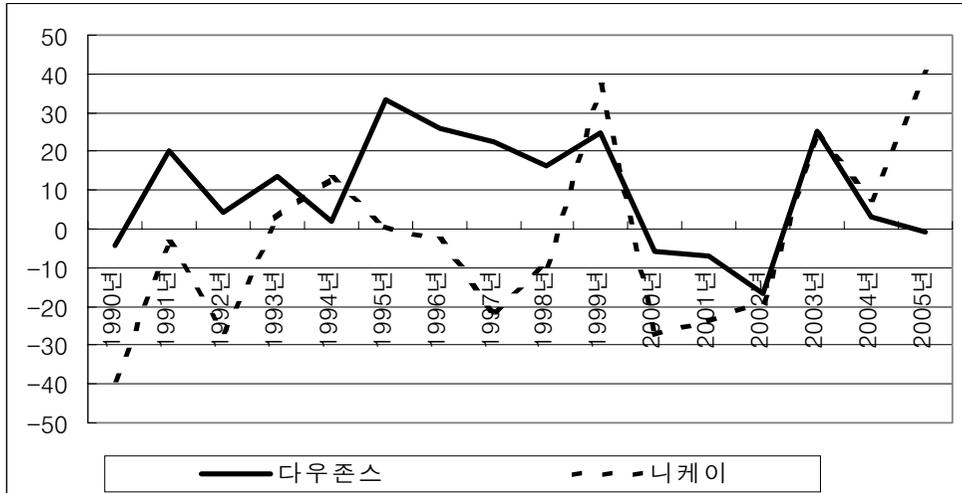
- 90년대 미국의 투자 증대와 그에 따른 주식시장 호조 등으로 미국으로 자본유입 증대

• 90년부터 2000년까지 소위 New Economy 시기를 포함한 기간 중 IT 산업 부상과 함께 투자가 증가하였으며, 주식시장도 호조를 보여 해외자본의 미국으로의 유입이 증가

* 아래 <그림 7>에 나타난 바와 같이 90년대 중후반 다우존스 주가 성장률은 일본 니케이 지수 성장률을 상회하는 등 미국 주식시장이 활황을 보이면서, 이 시기에 주식매입을 통한 미국으로의 자본유입이 확대됨

〈그림 7〉 90년대 미국 증시의 호황

(단위: %)



주: 다우존스지수와 니케이지수의 연 증감률

자료: 한국증권업협회 통계자료 참조

— 미국 금융시장의 높은 수익성은 해외자본의 미국 유입을 확대

- 미국의 내재적 자본수익률(Internal Rate of Return)⁷⁾은 94~03년 기간 중 8.6%로 G-7 전체 평균 2.4%, 아시아 이머징⁸⁾ 국가 평균 -4.6%⁹⁾를 상회

□ 2000년대 들어 가속화된 미국으로의 자본유입 현황

7) 내재적 자본수익률은 2005년도 IMF 하반기 보고서를 인용하였으며, Fama and French(1999)에 의해 최초로 계산되었음. 내재적 자본수익률은 각국의 자국 통화를 기준으로 한 것으로 동아시아 주요국의 90년대 후반의 금융위기로 인한 통화가치의 왜곡을 배제하였음

8) 이 경우 아시아 이머징 국가는 중국, 홍콩, 인도, 인도네시아, 한국, 말레이시아, 필리핀, 싱가포르, 대만, 태국을 포함

9) 이 기간은 동아시아 외환위기를 포함하고 있으며, 실제로 동아시아 이머징 국가의 내재적 자본수익률은 (-)로, 자본거래에 따른 손실을 암시

－ 미국으로의 자본유입을 나타내는 투자수지 흑자는 경상수지 적자와 함께 2000년대 들어 계속해서 증가했으며, 특히 주식, 채권 등 금융자산거래를 통한 포트폴리오 수지가 동 기간 중 급증

- 2000년 미국 투자수지 흑자는 4,867억 달러를 기록, 1985년 이후 처음으로 미국 투자수지 흑자 규모가 경상수지 적자 규모를 능가했으며, 2005년도에는 2000년에 비해 거의 2배 증가한 8천억 달러 이상의 투자수지 기록

〈표 3〉 미국 경상수지와 투자수지

(단위: 십억 달러)

	1980년	1985년	1990년	1995년	2000년	2004년	2005년
경상수지	2.15	-124.47	-78.9	-113.6	-416	-668	-809.8
투자수지 ¹⁰⁾	-20.72	105.2	62.4	96.02	486.7	581.8	800.9
직접투자수지	-2.3	5.9	11.29	-41	162.1	-145.2	107.1
포트폴리오수지 ¹¹⁾	10.6	68.5	-6.7	88	308.7	660.3	670.1 ^{a)}

주: a) 미국 Bureau of Economic Analysis 통계자료로부터 계산한 추정치
자료: IMF의 IFS 통계자료

－ 미국으로의 자본유입을 자산 유형별로 보면, 최근 미국 국채 및 회사채가 차지하는 비중은 증가한 반면 주식의 비중은 감소

(1) 주식:

주식을 통한 자본유입은 90년대 후반에 급증한 이후 2000년대 들어 하락

10) IMF의 IFS 통계에 자본수지와 투자수지가 모두 기록되어 있으나, 규모에 있어 투자수지의 비중이 더 크므로 최근 자본 유출입을 나타내는 데 있어서, 투자수지 통계를 일반적으로 인용함

11) 포트폴리오 투자수지는 주식, 국채를 비롯한 주요 유가증권의 자산과 부채의 차이를 나타냄

* <표 4>에서와 같이 주식을 통한 자본유입은 90년에는 (-) 수준으로 순유출을 기록하다 95년 112억 달러의 순유입을 나타내면서 급증한 이후 2000년대 들어 하락세를 보여 2000년 1,740억 달러에서 2005년 79.2억 달러로 크게 감소

(2) 회사채:

반면, 회사채 매입에 따른 해외자본의 미국 유입은 90년대 이후에도 계속해서 꾸준히 상승

* <표 4>에서와 같이 외국인의 미국 회사채 매입을 통한 미국으로의 순자본유입은 80년 당시 29억 달러에서 2005년 중 3,750억 달러로 무려 130배나 증가

(3) 국채:

또한 미국 국채를 통한 미국으로의 순자본유입은 90년대 들어 상승하다 90년대 중반 이후 감소하여 2000년 들어 한때 (-)를 기록하였으나, 최근 다시 상승세

* 2005년도 외국인의 미국국채 순매수는 3,639억 달러를 기록

<표 4> 금융자산 유형별로 본 미국으로의 순자본유입^{a)} 추이

(단위: 십억 달러)

	1980년	1985년	1990년	1995년	2000년	2005년
국 채	4.9	29.2	17.9	134.1	-54.0	363.9
회사채	2.9	39.8	9.7	57.9	184.1	375.2
주 식	5.4	4.9	-15.1	11.2	174.9	79.2

주: a) 각 자산에 대한 (외국인의 미국 자산 매입 - 외국인의 미국 자산 매도)

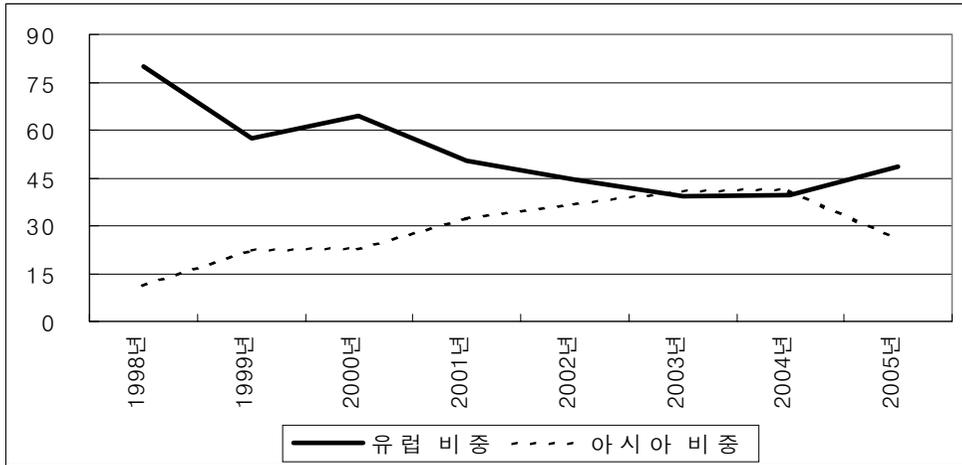
자료: 미국 재무성 Treasury Bulletin 자료

－ 외환위기 이후 아시아 국가 자본의 미국으로의 유입 확대

- 아래 <그림 8>에서와 같이 외환위기 이후 아시아 경제권의 미국 금융 자산 순매입은 유럽 등에 비해 상대적으로 증가하는 추세

<그림 8> 유럽^{a)}과 아시아^{a)}의 미국 금융자산 순매입^{b)} 비중 추이

(단위: %)



주: a) 아시아와 유럽은 각각 미국 재무성 Treasury Bulletin의 분류에 따른 아시아 국가와 유럽 국가의 합계

b) 금융자산 순매입은 국채 순매입, 회사채 순매입, 주식 순매입의 합계

자료: 미국 재무성 Treasury Bulletin

- 특히 한국, 타이완, 홍콩, 말레이시아, 싱가포르 등 외환위기를 겪은 국가와 중국의 미국 금융자산 순매입은 외환위기 이후부터 2001년까지 급증

* 한국, 중국, 타이완, 홍콩, 말레이시아, 싱가포르가 전체 외국인의 미국 주식, 회사채, 국채의 순매입에서 차지하는 비중은 아래 <표 5>에서와 같이 99년 6.4%에서 2001년 20.6%까지 증가

- 최근 감소했으나, 일본의 미국 금융자산 순매입 역시 2000년대 초반까지 증가

* 일본의 경우 아래 <표 5>에서와 같이 2004년 2,471억 달러의 미국 금융자산 순매입을 기록했으나, 다음 해인 2005년에는 820억 달러로 감소

<표 5> 주요 국가의 미국 금융자산 순매입 현황

(단위: 십억 달러, %)

국가	1998년	1999년	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년
유럽	222.0 (79.9)	200.5 (57.3)	294.9 (64.4)	262.9 (50.5)	243.8 (44.5)	281.8 (39.1)	364.3 (39.8)	507.0 (48.6)
일본	20.3 (7.3)	43.4 (12.4)	52.0 (11.4)	56.6 (10.9)	91.4 (16.7)	176.6 (24.5)	247.1 (27.0)	82.0 (7.9)
주요 동아시아 국가 ^{a)}	27.3 (9.8)	22.3 (6.4)	32.4 (7.1)	107.3 (20.6)	106.9 (19.5)	124.0 (17.2)	103.6 (11.3)	166.1 (15.9)
아시아	31.3 (11.3)	77.5 (22.1)	104.2 (22.8)	167.6 (32.2)	200.7 (36.7)	293.6 (40.8)	377.5 (41.2)	266.9 (25.6)
전체	277.8	350.2	457.8	520.8	547.6	719.9	916.5	1,042.9

주: a) 주요 동아시아 국가는 한국, 중국, 타이완, 홍콩, 말레이시아, 싱가포르를 포함.
() 안의 값은 전체 외국인의 미국 국채, 회사채, 주식 자산의 순매입에서 해당 지역 및 국가가 차지하는 비중

자료: 미국 재무성

- 90년대 후반 이후 주요 동아시아 국가 자본의 미국 유입에 있어서도 국채와 회사채 등 채권의 비중이 주식을 능가

- 90년대 중후반 이후 중국 등 동아시아 주요국들의 대규모 대미 경상수지 흑자와 외환위기 이후 외환보유 필요성 절감으로 이들 국가의 외환보유고 증가
- 이러한 외환보유고 증가에 따라 중국 등 동아시아 국가 중앙은행들의

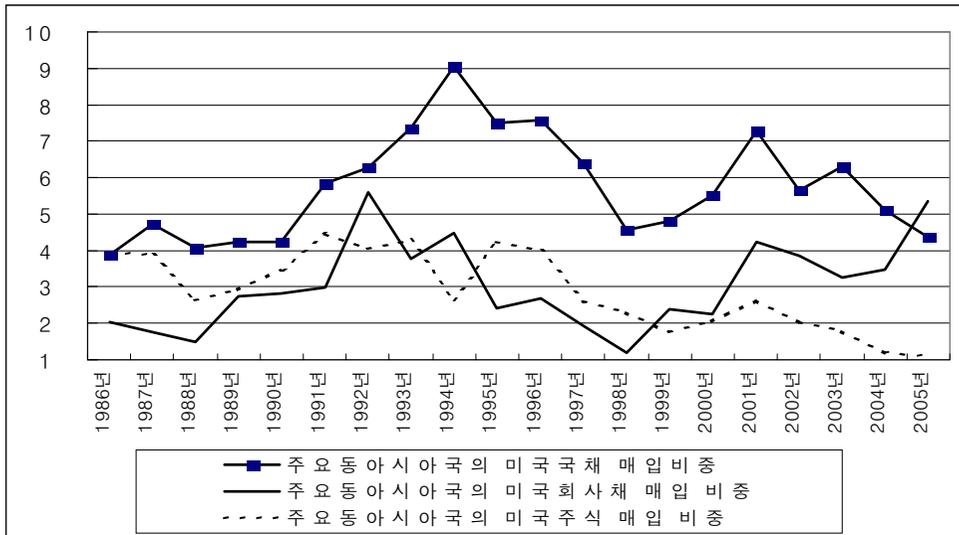
미국 국채 보유 규모 증가

- 외환위기 이후 전체 외국인의 미국 국채매입에서 동아시아 국가의 비중은 한동안 증가하다 2002년을 전후로 주춤해졌으나, 이들 동아시아 국가의 미국 회사채 매입 비중은 여전히 증가

* 아래 <그림 9>에서와 같이 전체 외국인의 미국 회사채 총매입에서 한국, 중국, 타이완, 홍콩, 말레이시아, 싱가포르의 비중은 동 기간 중 86년 2%에서 2005년 5.3%로 증가

<그림 9> 동아시아^{a)} 주요 국가의 미국 주요자산 매입 추이

(단위: %)



주: a) 한국, 중국, 타이완, 홍콩, 말레이시아, 싱가포르
 자료: 미국 재무성 Treasury Bulletin 참조

- 한편 동아시아 국가¹²⁾의 주식 매입을 통한 자본유입은 90년대 중반 이후 감소

12) 한국, 중국, 타이완, 홍콩, 말레이시아, 싱가포르

* <그림 9>에서 나타난 바와 같이 86년 전체 외국인의 미국 회사주식 총매입에서 4%를 차지하던 한국, 중국, 타이완, 홍콩, 말레이시아, 싱가포르는 2005년 그 비중이 1%까지 감소

□ 미국으로의 자본유입을 통해 내다본 미국 경상수지 적자의 향후 전망

- 2000년 이후 미국 국채나 회사채 등 채권을 통한 자본유입 확대는 미국의 상환부담을 증대시켜 향후 미국으로의 자본유입에 한계 가능성을 시사
- 향후 미국 금융시장으로의 자본유입이 위축될 경우 미국 경상수지 적자의 지속도 주춤할 수 있음

3. 미국 경상적자 지속의 배경이 된 미국 제조업 생산과 수요간 불균형

□ 미국 제조업의 생산과 수요간 괴리에 따른 미국 경상적자 확대

- 제조업 부문에 대한 미국의 지출에 비해 부족한 미국 제조업 생산규모
 - 미국 제조업 생산 규모는 제조업 품목에 대한 수요에 비해 부족하며, 이는 제조업 상품에 대한 초과수요 요인으로 작용
- * 아래 <표 6>에서 나타난 바와 같이 (미국 제조업 부문 지출규모)/(미국 제조업 생산규모)는 주요시점에서 1보다 크며, 이는 제조업에 대한 민간소비지출 비중이 제조업 생산규모를 능가함을 시사

〈표 6〉 미국 제조업 생산과 지출의 변화 추이

(단위: 배)

연 도	1975년	1980년	1985년	1990년	1995년	2000년	2004년
(제조업 지출비중) ^{a)} /(제조업 생산비중) ^{b)}	1.64	1.64	1.75	1.82	1.78	1.97	2.36

주: a), b)는 〈표 6〉의 주석 참조

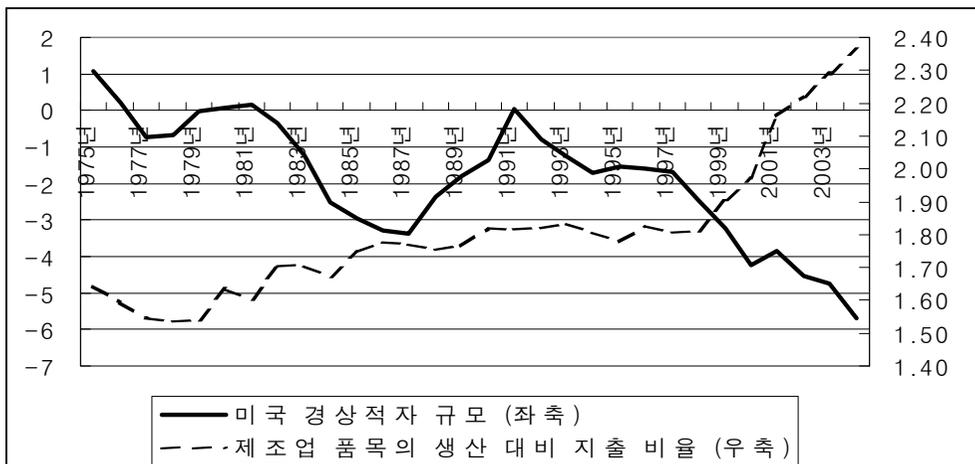
자료: 미국 Bureau of Economic Analysis

- 미국 제조업 품목의 생산 대비 지출 규모는 70년대 이후 상승세를 유지하다 〈그림 10〉에서와 같이 특히 90년대 후반 들어 상승세가 더욱 현저해짐

* 1975년 민간소비 중 제조업 품목에 대한 지출은 제조업 생산의 1.64 배에 그쳤으나, 이후 지속적으로 증가하여 2004년 중에는 2배 이상을 기록

〈그림 10〉 미국 경상적자와 제조업의 생산-지출 비율

(단위: %, 배)



주: 미국 경상적자 규모는 GDP 대비(%)

자료: Bureau of Economic Analysis

- 반면 <그림 10>에서와 같이 80년대 플라자 선언 후 환율 조정으로 미국 경상적자 규모가 일시적으로 축소될 때에도 미국 제조업의 생산 대비 지출규모는 감소하지 않았으며, 결국 90년대 이후 미국 경상적자는 다시 증가
- 이는 미국의 제조업 부문 지출에 비해 부족한 제조업 생산은 미국 경상적자 지속의 배경으로 작용했을 가능성 시사

□ 미국 제조업과 서비스업의 특성과 경상수지의 구조적 변화

— 생산과 소비에서 모두 미국의 제조업 비중은 축소된 반면 서비스 산업 비중은 확대

- 미국 제조업¹³⁾의 GDP 대비 생산비중은 아래 <표 7>과 같이 1975년 20.6%에서 2004년 12.1%로 감소한 반면, 서비스업의 생산 비중은 같은 기간 54.6%에서 67.9%로 증가
- 또한, 미국의 제조업 상품에 대한 지출 비중 역시 1975년 33.8%에서 2004년의 경우 28.6%로 감소한 반면 서비스업에 대한 지출 비중은 같은 기간 29.3%에서 41.4%로 증가

— 서비스 부문에 대한 지출을 증가하는 미국 서비스업 생산 규모

- 한편 미국 서비스업의 생산 공급은 서비스업에 대한 지출을 증가하여, 서비스 부문에서의 초과공급 요인으로 작용

* 1975년 민간소비 중 서비스업 품목에 대한 민간소비지출 비중은 아래 <표 8>과 같이 GDP 중 제조업 생산 비중의 0.54배에서 2004년 중에는 0.61배로 다소 증가했으나, 여전히 1보다 작아 미국 서비스업에서의 초과공급 양상을 반영

13) 내구재 생산과 소비재 생산 합계 기준

〈표 7〉 미국 제조업 품목과 서비스업의 생산 및 지출비중

(단위: %)

	1975년	1980년	1985년	1990년	1995년	2000년	2004년
제조업 생산비중 ^{a)}	20.6	19.9	17.5	16.3	15.9	14.5	12.1
서비스 생산비중 ^{b)}	54.6	56.1	59.9	62.4	64.6	66.6	67.9
제조업지출비중 ^{c)}	33.8	32.6	30.6	29.7	28.3	28.6	28.6
서비스 지출비중 ^{d)}	29.3	30.4	33.8	36.5	38.9	40.0	41.4

주: a) 제조업 생산비중은 전체 GDP에서 내구재 및 비내구재 공산품 부분의 부가가치가 차지하는 비중

b) 서비스업의 생산비중은 전체 GDP에서 서비스 부분의 부가가치가 차지하는 비중

c) 제조업 지출비중은 전체 민간소비 지출 중 내구재 및 비내구재 공산품에 대한 지출이 차지하는 비중

d) 서비스 지출비중은 전체 민간소비 지출 중 서비스에 대한 지출이 차지하는 비중

자료: 미국 Bureau of Economic Analysis

〈표 8〉 미국의 서비스업 부문 지출비중 vs GDP 대비 서비스업 생산 비중

(단위: 배)

연 도	1975년	1980년	1985년	1990년	1995년	2000년	2004년
(서비스업 지출비중 ^{a)} / (서비스업 생산비중 ^{b)}	0.54	0.54	0.56	0.59	0.44	0.60	0.61

주: a), b)는 〈표 5〉의 주석 참조

자료: 미국 Bureau of Economic Analysis

- 미국 제조업 부문의 초과수요와 서비스업에서의 초과공급 양상은 상품수지 적자와 서비스 수지 흑자의 배경으로 작용

〈표 9〉 미국 경상수지 구성의 추이¹⁴⁾

(단위: 십억 달러)

	1980년	1985년	1990년	1995년	2000년	2004년	2005년
경상수지	2.15	-124.47	-78.9	-113.6	-416	-668	-804.9
상품수지	-25.5	-122.1	-110.3	-172.3	-449.8	-661.9	-777.9
서비스수지	6.6	1.06	29.4	75.9	71.5	44.4	54.3
소득수지	29.6	19.8	28.6	20.9	21.1	30.4	1.6

자료: IMF의 IFS 통계자료

- 미국 경제의 제조업 생산 부족은 해외로부터의 제조업 품목의 수입을 증대시켜 상품수지 적자 요인으로 작용

* 위 〈표 9〉에서와 같이 미국 경상수지 적자의 대부분은 상품수지 적자이며, 80년 당시 상품수지 적자는 25.5억 달러에서 2004년 6,619억 달러로 무려 260배 증가

- 반면, 서비스 수지 흑자는 80~04년 기간 중 66억 달러에서 444억 달러로 증가하여 6.7배 증가

4. 유럽, 아시아 경제권의 소비 및 투자부진과 미국 경상적자

□ 유럽경제의 소비 및 투자 부진에 따른 총지출 감소

— 유럽의 경기침체 장기화로 인한 유로지역 경제의 소비 및 투자수요 위축

- 유로 통화권 출범 이후 경기침체 지속으로 소비증가세도 미국보다 저조

14) 그 밖에도 경상수지 구성에는 순 경상이전이 포함되나 그 비중이 매우 낮으므로 별도로 제시하지 않음

* 미국 GDP 대비 소비비중은 지속적으로 증가(98년 67% ⇒ 2004년 70%)
한 반면, 동 기간 중 유로경제권의 GDP 대비 소비비중은 약 56%에
서 정체

- 경기침체 등 경제적 요인 외에도 인구 고령화에 따른 유럽의 투자 감소

* 유로경제권의 고정투자가 GDP에서 차지하는 비중은 2000년 이후 감
소세

(2000년 22.1% ⇒ 2001년 21.1% ⇒ 2002년 20.2% ⇒ 2003년 19.9% ⇒ 2004년
19.9%)

- 따라서 유럽이 세계경제의 생산을 흡수하지 못하는 반면, 이는 미국으
로 유입되어 미국의 경상수지 적자 심화를 부추김
- 유로경제의 재정지출 역시 최근 미국에 비해 부진

* 미국 GDP 대비 재정지출비중은 다소 증가(98년 12.8% ⇒ 2004년
13.4%)한 반면, 동 기간 중 유로경제권의 GDP 대비 재정지출 비중은
약 20%에서 정체

- 이처럼 유로경제권의 총수요 부진으로 경상수지 적자 상황은 미국보다
양호

* 유로경제권 국가들의 경상수지는 98년 이후 지속적으로 개선되어,
2004년 GDP 대비 0.7%의 흑자 기록

□ 90년대 이후 동아시아 경제의 소비와 투자수요 부족으로 인한 이들 국가의
경상수지 흑자 증가

－ 90년대 자산버블 붕괴 이후 일본의 투자 위축

- 실제로 일본은 과거에 비해 저축률이 감소했으나, 투자가 저축보다 상대적으로 더 크게 감소

* 일본의 가처분소득 중 저축비율은 76년 23%로 정점을 이루다 이후 80년대 평균 15%, 90년대 평균 10%, 2003년도 기준 6%까지 하락

－ 급속한 경제성장에도 불구하고 부진한 중국경제의 소비지출

- 최근 출산율 감소, 시장경제 본격화 이후 기금시스템의 약화 등에 따른 가계저축의 증가로 인한 저조한 소비
- 또한 소득의 편중으로 인해 고도의 경제성장이 경제 전반의 소비증가로 이어지지 못하는 양상

* 2001년 중국의 지니계수는 45로서 외환위기 이후 빈부격차가 크게 악화되었던 한국의 98년 지니계수인 32보다 높은 수준

〈표 10〉 중국의 GDP 대비 민간소비 비중

(단위: 십억 위안)

연도	중국 민간소비	중국 GDP
1990년	911.3 (49.7%)	1,832
1995년	2,694.5 (46.0%)	5,851.1
2000년	4,291.1 (48.0%)	8,934.1
2004년	5,899.5 (41.4%)	14,239.4

주: () 안의 값은 민간소비가 GDP에서 차지하는 비중
자료: 무역협회

- <표 10>에서와 같이 GDP에서 중국의 민간소비가 차지하는 비중은 90년 50%에 가까웠으나, 이후 감소추이를 보이다 경제가 급속히 성장했던 2004년의 경우 오히려 41%까지 감소

－ 외환위기 이후 중국을 제외한 동아시아 국가들 역시 소비 및 투자 위축

- 90년대 외환위기 이후 침체된 동아시아 이머징 국가들의 소비 위축이 장기화되고, 기업들이 재무구조 조정에 주력한 결과 기업들의 이윤 재투자도 부진
- 아래 <표 11>에서와 같이 한국 등 동아시아 국가들의 GDP 대비 투자 비중은 외환위기 이후 크게 감소

<표 11> 외환위기 이후 동아시아 주요국의 GDP 대비 투자 비중

(단위: %)

연도	한국	홍콩	인도네시아	말레이시아	싱가포르	태국
1990년	37.3	26.6	28.3	33.0	32.3	40.4
1995년	37.3	30.5	28.4	43.6	33.4	41.1
2000년	31.1	27.0	19.9	25.6	29.8	22.0
2005년	28.5	20.8	22.0	20.0	21.8	29.0

자료: 무역협회 통계

III. 미국 경상수지 적자의 향후 전망

1. 미국 경상수지 적자 지속의 대내외 요인과 향후 전망

□ 미국 경제 내부의 구조적인 요인에 따른 미국 경상수지 적자 장기화 가능성

— 장기간에 걸친 민간소비 증가와 제조업의 생산과 수요간 불균형 등이 경상수지 적자 요인으로 작용

- 특히 제조업 지출에 비해 상대적으로 낮은 제조업 생산 비중의 양상이 80년대 이후 심화되면서 제조업 품목의 해외수입 수요요인이 커짐
- 이 같은 상품수지 적자의 내재적 요인은 지난 20년 이상 기간에 걸친 추세로, 단기간에 바뀌기 쉽지 않을 것으로 전망

□ 미국으로의 해외 자본유입 추이에 근거한 미국 경상적자의 지속 가능성에 대한 전망

— 외국인인의 미국 채권에 대한 투자 비중 증가는 그간 미국 경상적자를 보충하던 해외자본의 미국유입에 한계 가능성을 시사¹⁵⁾

- 90년대 이후 미국으로의 주식자금 유입이 증가했으나 2000년대 이후 감소하기 시작한 반면, 미국 회사채와 국채를 통한 자본유입이 갈수록 증가

15) 앞서 <표 2>에서 언급한 Hausmann과 Sturtzenegger의 2005년 12월 파이낸셜 타임즈 지 기고문에서는 미국은 자산투자에 있어서 사실상 순수익을 올리고 있으며, 이는 경상적자를 지속 가능하게 해준다고 주장했으나, 통계나 방법론에 있어서 논란의 여지가 많음

- 이는 향후 외국 투자자의 채권 매입 등을 통한 미국으로의 추가 자본유입에 한계 가능성을 시사
- 실제로 2005년 들어 한국을 제외한 주요 동아시아 국가들을 중심으로 미국 국채 보유 비중 축소 움직임

* 2005년 외국인이 보유한 전체 미국 국채에서 일본의 비중은 전년도 대비 5% 포인트 감소, 대만과 홍콩도 각각 0.3% 포인트와 0.2% 포인트 감소

2. 환율 및 이자율과 미국 경상수지 적자 추이

□ 미국의 환율 조정을 통한 경상수지 적자 축소 가능성에 대한 논의

— 80년대 당시 환율조정을 통한 미국의 경상수지 적자 해소 노력

- 미국 달러의 절상은 달러의 구매력 증가를 통해 수입 증대를 가져오는 경상수지 적자 증가요인이며, 실제로 미국은 80년대에 플라자 선언을 통해 달러가치를 떨어뜨려 미국 경상수지 적자 축소를 시도

— 반면 미국 경상수지의 (실질)환율에 대한 반응 정도는 최근 들어 달라진 양상

- 80년대 후반 및 90년대 미국 경상수지는 달러 실질실효환율 변화 방향에 대해 반대 방향으로 움직였음. 따라서 실질환율이 하락, 즉 달러가치가 하락할 경우 미국 경상적자는 축소되는 모습을 보임

* VAR 충격반응을 통해 추정된 미국 경상수지의 달러 실질실효환율에 대한 반응 정도는 <표 12>에서와 같이 88~95년 기간에 이어 91~98년 기간까지 계속해서 (-)16) 수준을 기록함으로써, 달러 실

실질효환율 변화에 대해 미국 경상수지는 반대 방향으로 반응했음

〈표 12〉 미국 경상수지의 달러 실질실효환율에 대한 반응 추이

기간	미국 경상수지의 달러 실질실효환율에 대한 반응
1988~1995년	-0.024
1989~1996년	-0.019
1990~1997년	-0.029
1991~1998년	-0.021
1992~1999년	-0.016
1993~2000년	-0.015
1994~2001년	-0.012
1995~2002년	-0.004
1996~2003년	-0.006
1997~2004년	0.003
최근 1997년 3분기~2005년 2분기	0.006

주: 1) 미국 경상수지의 달러 실질실효환율에 대한 반응 정도는 VAR 충격반응 계수를 이용하여 측정되었으며, VAR 분석의 세부사항은 〈부록〉 참조

2) VAR 충격반응 계수는 88년 1분기부터 최근 2005년 2분기까지 전체기간 중 39개의 세부구간(각 세부구간은 8년에 해당하는 분기별 시계열 즉 32개, 4분기 x 8개년, 시계열을 포함)을 이용함. 이들 세부 구간들의 VAR 충격반응 계수들은 〈부록그림 1〉에 그래프로 기록됨

- 반면, 2000년대 이후 들어 미국 경상수지는 달러의 실질실효환율의 변화에 대해 동일한 방향으로 반응하는 양상을 보였으며, 이는 실질효환율이 하락, 즉 달러가치가 하락해도 경상수지는 증가하지 않을 가능성을 암시

16) (+)의 값인 경우 충격이 가해진 변수와 충격변수에 반응하는 변수가 동일한 방향으로 움직임을 나타냄

- * 실제로 미국 경상수지의 달러 실질실효환율에 대한 VAR 충격반응은 97~04년 기간과 최근 97년 3분기~05년 2분기 기간에 (+) 수준을 기록하면서, 달러 실질실효환율 변화에 대해 미국 경상수지는 동일한 방향으로 반응했음
 - 이처럼 2000년대 들어 나타나기 시작한 환율과 미국 경상적자의 관계 변화에 대한 증거는 향후 미국 경상수지 적자의 조정 수단으로서의 환율정책의 유효성을 재고할 필요성을 암시
- 중국 위안화 절상이 미국 경상수지 적자 해소에 기여하지 못할 가능성
- 미국의 자국 내 제조업의 생산과 수요간 불균형이 현재와 같이 심할 경우 위안화 절상으로 인한 대중 수입 감소가 여타국으로부터의 수입으로 대체될 수 있음
 - * 최근 Cooper(2005)는 중국의 대미 수출품 중 상당부분은 한국, 일본, 동남아시아 국가로부터 수입된 원료나 부품을 조립 가공하거나 중국에 소재한 외국기업의 수출품으로 미국의 대중 경상수지 적자는 과대평가되었다고 지적
 - 또한 Cooper(2005)는 위안화 절상이 나아가 여타 동아시아 국가 통화에 대한 절상 압력으로 작용해, 미국 전체 경상수지 흑자가 감소할 것이라는 예상은 옳지 않다고 지적
 - * 주요 동아시아 국가들은 90년대 후반 외환위기 이후 자국경제에서 수출의 비중이 높아짐에 따라 수출 호조 유지를 위해 자국통화 절상 방지에 주력할 가능성이 높음

□ 미국 이자율과 미국 경상수지 적자간 관계에 대한 향후 전망

－ 미국의 실질이자율과 경상수지간 관계의 최근 변화 움직임

- 미국의 이자율 인상은 미국 내 투자 감소, 저축 증가에 따른 소비 감소를 통해 총지출을 감소시켜 경상수지 적자를 개선할 가능성이 있음¹⁷⁾

* <표 13>에서와 같이 미국 경상수지의 미국 실질이자율에 대한 반응을 나타내는 VAR 충격반응 계수는 88~95년, 89~96년, 90~97년, 91~98년 기간에 (+)의 부호를 나타내면서, 실질이자율 증가에 따라 경상수지도 같이 증가함을 시사

- 반면 2000년대 들어 미국 경상수지의 미국 이자율에 대한 반응은 미국 실질이자율 증가에도 불구하고 경상수지 적자가 증가하는 양상을 보임

* 미국 경상수지의 미국 실질이자율에 대한 반응 정도는 94~01년 기간에 이어 최근 97년 3분기~05년 2분기 기간까지 계속해서 (-)로, 이는 미국 실질이자율 증가에도 불구하고 경상수지가 감소할 가능성, 즉 경상적자가 증가할 가능성을 암시

17) Obstfeld and Rogoff(2005)는 미국 경상수지와 실질환율 등 관련 변수간의 관계를 개방거시경제모형을 이용한 시뮬레이션을 통해 종합적으로 분석하였으나, 본 보고서에서는 거시이론모형을 통한 별도의 기술적 분석은 하지 않음

〈표 13〉 미국 경상수지의 미국 실질이자율에 대한 반응 추이

기간	미국 경상수지의 미국 실질이자율에 대한 반응
1988~1995년	0.015
1989~1996년	0.011
1990~1997년	0.008
1991~1998년	0.001
1992~1999년	-0.006
1993~2000년	0.003
1994~2001년	-0.024
1995~2002년	-0.013
1996~2003년	-0.013
1997~2004년	-0.018
최근 1997년 3분기~2005년 2분기	-0.012

주: 〈표 12〉의 주석 참조

IV. 시사점 및 결론

□ 미국 경상적자 지속이 향후 국제금융 및 교역에 미칠 영향

- 최근 미국 경상수지 적자 누적을 계기로 현재의 Bretton Woods II에 대한 우려 제기
 - 대규모 미국 경상수지 적자의 지속으로 인해 달러가치가 급락할 경우 이는 달러를 기축통화로 하는 현재의 Bretton Woods II 체제에 불안요인으로 작용
- 상품부문의 적자를 중심으로 한 경상수지 적자를 보완하기 위해 미국이 서비스 교역확대를 요구할 가능성
 - 서비스 산업 공급능력이 제조업에 비해 크게 앞선 미국경제는 서비스 부문의 수지개선을 통해 상품수지의 적자를 보완을 모색할 가능성
 - 이러한 맥락에서 현재 WTO 체제하에서 미국은 주요국과의 FTA 등을 통해 서비스업에 대한 개방 압력을 더욱 확대할 전망

□ 미국 경상수지 적자에 대한 다각적인 이해에 바탕을 둔 해결책의 필요성

- 미국경제의 구조적 특성과 세계경제의 변화를 고려할 때 환율 급조정 등 단기적 해결책은 미국 경상적자 축소에 부적절
 - 전통적으로 서비스업 등에 비해 제조업 생산이 상대적으로 부진하던 미국은, 민간소비의 꾸준한 증가와 최근 정부지출 확대로 외국으로부터의 상품수입이 갈수록 증가

- 이러한 추이는 일본과 유럽의 경제침체 및 고령화, 90년대 동아시아 외 환위기 등 여타 경제권의 지출 감소, 중국 수출의 급증 등과 맞물려 미국 경상적자 확대 초래
- 따라서 미국 경상수지 적자는 여러 가지 미국 대내외 요인이 장기간에 걸쳐 복합적으로 작용한 결과이며, 환율조정 압력 등 단기적 방안으로 해결되기 어려움

<참고문헌>

- Bersten, C.F., "A New Foreign Economic Policy for the United States," in Bersten (ed.), *The United States and the World Economy: Foreign Policy for the Next Decade*, Washington: Institute for International Economics, 2005.
- Blanchard, O., and R. Perroti, "An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output," NBER Working Paper 7269, 1999.
- Cline, W.R., "The US External Deficit and Developing Countries," Center for Global Development and Institute for International Economics, Working Paper, 2006.
- Cooper, R.N., "Living with Global Imbalance: A Contrarian View," Institute for International Economics Policy Brief, November 2005.
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau, and P. Garber, "A Map to the Revived Bretton Woods end Game: Direct Investment, Rising Real Wages, and the Absorption of Excess Labor in the Periphery," Deutsche Bank Global Markets Research, 2004.
- Fama, E.F. and K.R. French, "The corporate cost of capital and the return on corporate investment," *The Journal of Finance*, Vol.54, No.6, 1999, pp.1939-1967.
- Gourinchas, P. and H. Rey, "International Financial Adjustment," Centre for Economic Policy Research Discussion Paper 4923, February 2005.
- Hausmann, R., and F. Sturzenegger, "'Dark Matter' Makes the US Deficit Disappear," *Financial Times*, December 7, 2005.
- Kim, S., and N. Roubini, "Twin Deficit of Twin Divergence?: Fiscal Policy, Current Account, and Real Exchange Rate in the US," Stern Business

School Working Paper, New York University, 2004.

Mann, C.L., "Managing Exchange Rates: Achievement of Global Re-Balancing or Evidence of Global Co-Dependency?," *Business Economics*, July 2004, pp.20-29.

Obstfeld, M. and K. Rogoff, "The Unsustainable US Current Account Position Revisited," NBER Working Paper, 2004.

Roubini, N. and B. Sester, "Will the Bretton Woods II Regime Unravel Soon?," San Francisco Federal Reserve Conference, 2005.

<부 록>

□ VAR 충격반응계수를 이용한 재정수지, 환율, 이자율의 경상수지에 대한 영향력 분석

－ Recursive VAR 추정(실질GDP, 재정수지, 경상수지, 실질이자율, 실질환율의 순서로 Cholesky 분해 적용)

- 이 순서는 Kim and Roubini(2004)를 따름. 변수 순서 설정은 Recursive VAR 추정 결과에 영향을 미침
- Cholesky 분해에 따르면 외생성이 강한 변수일수록 먼저 나열하여 VAR을 추정
- Akaike 정보 기준에 따라 가장 적합한 4개 분기의 시차를 선정하여 VAR 추정 시도
- 이상의 VAR 추정결과로부터 충격반응 계수를 계산하고, 다시 1년 시차에 해당하는 4개 분기의 시차에 해당하는 충격반응 계수를 <부록그림 1>, <부록그림 2>, <부록그림 3>에 나타냈음

－ VAR 충격반응에 고려된 구간 선정

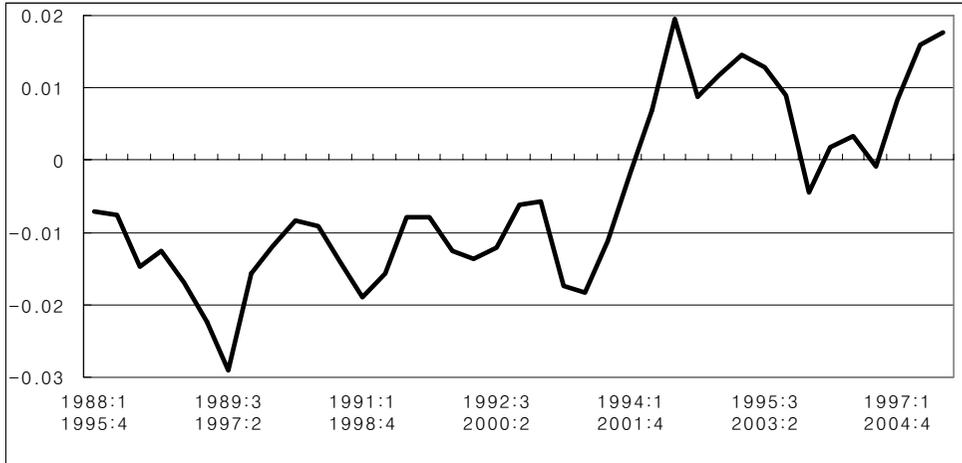
- 88년 1분기부터 최근 2005년 2분기까지 전체기간 중에서, 8년에 해당하는 분기별 시계열을 고려하여 가장 먼저 88년 1분기부터 95년 4분기까지의 구간을 선택
- 두 번째 구간으로 88년 2분기부터 96년 1분기까지의 구간을 선택하고 세 번째 구간으로 88년 3분기부터 96년 2분기까지의 구간을 선택(같은 원리로 마지막 고려대상 구간은 97년 3분기부터 2005년 2분기까지 구간임)
- 이상의 방법으로 반복하여 선택된 각각의 세부구간을 이용하여, VAR

충격반응 계수를 위에서 언급한 방법에 의해 계산

– VAR 추정에 사용한 데이터

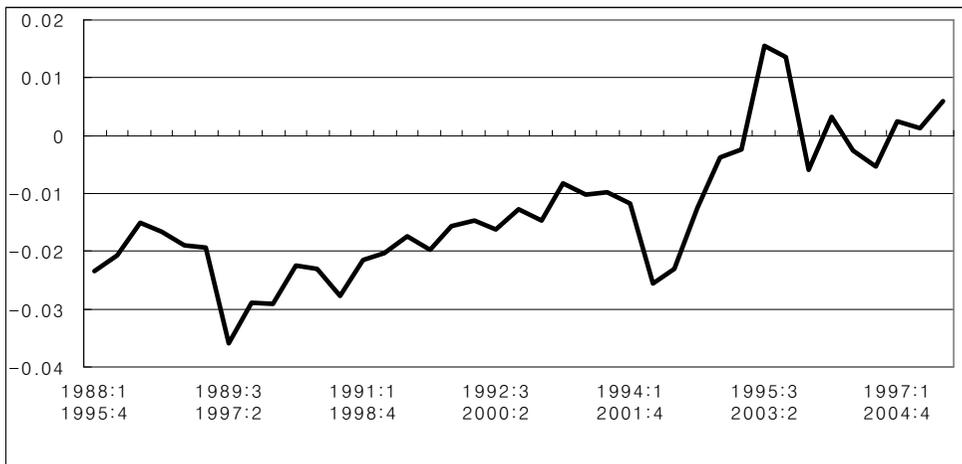
- 시계열(분기):
실질GDP, 재정수지, 경상수지, 실질이자율, 실질환율
- 실질GDP 변수:
명목GDP를 GDP 디플레이터로 나누어 구한 실질GDP에 로그를 취함
- 미국 재정수지와 경상수지가 각각 GDP에서 차지하는 비중을 VAR 추정에서의 재정수지와 경상수지 변수로 이용
- 미국의 대 중국 경상적자의 비중이 크에도 중국 위안화 환율 변동폭이 사실상 제한되어 있기 때문에, 이를 고려하기 위해 대 중국 경상수지를 제외한 미국 경상수지를 이용하여 환율을 포함한 주요 경제 변수 등과의 관계를 분석
- 실질이자율은 3개월 미국국채 금리에서 GDP 디플레이터를 뺀 값을 이용
- 실질환율은 IFS 자료를 참조하였으며, IFS 자료에 의하면 실질환율 상승(하락)은 미국 달러가치 상승(하락)을 의미

〈부록그림 1〉 VAR 충격반응 계수:
 미국 경상수지의 미국 재정수지에 대한 반응 추이
 (1988년 1분기:1995년 4분기 기간~1997년 3분기:2005년 2분기 기간)



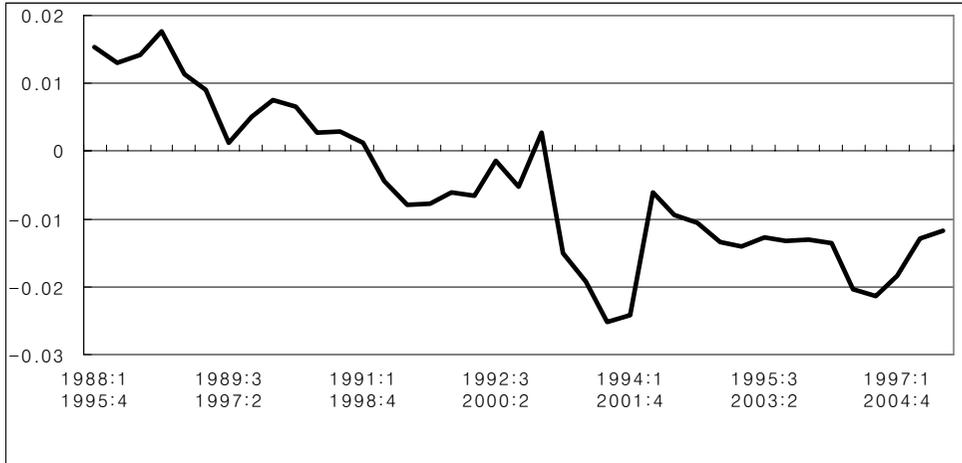
주: a) VAR 충격반응 계수의 도출은 위의 〈부록〉 참조
 자료: IFS 자료 참조

〈부록그림 2〉 VAR 충격반응^{a)} 계수:
 미국 경상수지의 미국 달러 실질환율에 대한 반응 추이
 (1988년 1분기:1995년 4분기 기간~1997년 3분기:2005년 2분기 기간)



주: a) VAR 충격반응 계수의 도출은 위의 〈부록〉 참조
 자료: IFS 자료 참조

〈부록그림 3〉 VAR 충격반응^{a)} 계수:
 미국 경상수지의 미국 실질이자율에 대한 반응 추이
 (1988년 1분기:1995년 4분기 기간~1997년 3분기:2005년 2분기 기간)



주: a) VAR 충격반응 계수의 도출은 위의 〈부록〉 참조
 자료: IFS 자료 참조