
경제전망

Indigo Book

2025년 5월



한국은행
BANK OF KOREA

부문별 담당자

부 문		담 당 팀	담 당 자
<작성 총괄>		조사총괄팀	박창현 조병수 김의정 장수정 백창인
I. 국내외 여건 및 전망			
1. 주요 여건 점검			
▶ 대외여건	글로벌 경제	국제종합팀	이택민 조인식
	글로벌 IT경기	경기동향팀	이준영 김지현
	미국	미국유럽경제팀	이현아 이나영
	유로지역		이승민
	중국	중국경제팀	이예림 이상현 유건후
	일본, 아시아 신흥국	아태경제팀	민동길 안선균
▶ 대내여건	국제유가	국제종합팀	김주현 강 산
	재정	재정산업팀	박동훈 윤종원
	부동산시장	물가연구팀	고동우 문태동
	명목임금	고용동향팀	이영호 정강희 권상윤
	금융	금융시장국	한재찬 최 신 김민정
	2. 거시경제 전망		
▶ 경제성장	개요	조사총괄팀	최영우 고민지
	민간소비	경기동향팀	이준호 이준영 양준빈
	건설투자		유재성 김지현 김지원
	설비투자		
지식재산생산물투자			
▶ 경상수지	수출입	국제무역팀	임웅지 진찬일 민초희
▶ 물가		국제무역팀	김혜림 노선화
▶ 고용		물가동향팀	이승호 김상호 위승현
		고용동향팀	이영호 정강희 권상윤
3. 전망의 리스크 평가			
▶ 주요 리스크 요인		조사총괄팀 물가동향팀	부유신 장수정
▶ 시장의 전망 분포			이승호 위승현
▶ 시나리오 분석			
[BOX 1] 美관세정책이 우리 품목별 수출에 미치는 영향		국제무역팀 국제종합팀 재정산업팀	임웅지 진찬일 민초희 이택민 조인식 하정석
[BOX 2] 향후 1년간 분기별 전망경로		조사총괄팀 모형전망팀 물가동향팀	조병수 최영우 김현호 이승호
II. 핵심이슈			
인구구조 변화가 소비 둔화에 미치는 영향		구조분석팀 모형전망팀	박동현 주 욱 유성현 이은경 천동민
III. 중장기 심층연구			
<작성 총괄>		경제연구원 금융통화연구실	이재원 황인도
초고령화에 따른 통화정책 여건 변화와 시사점	검토배경		황인도
	성장과 실질금리		황설웅 이재원
	물가안정 여건		곽보름
	금융안정 여건		장 훈
	정책대응		이예일 황설웅
	[Box 1] 주택가격 기대심리의 특징과 시사점		김우석

차 례

전망의 핵심 전제

경제전망 요약

I. 국내외 여건 및 전망

1. 주요 여건 점검	1
대외여건	2
대내여건	11
전망의 주요 전제	16
2. 거시경제 전망	17
경제성장	18
경상수지	23
물 가	25
고 용	27
3. 전망의 리스크 평가	33
주요 리스크 요인	34
시장의 전망 분포	34
시나리오 분석	35
BOX 1 美관세정책이 우리 품목별 수출에 미치는 영향	38
BOX 2 향후 1년간 분기별 전망경로	43

II. 핵심이슈

인구구조 변화가 소비 둔화에 미치는 영향	46
------------------------	----

III. 중장기 심층연구

초고령화에 따른 통화정책 여건 변화와 시사점	62
--------------------------	----

<부 록 1> 국내외 주요 경제지표

<부 록 2> 주요 이슈 분석목록

여 백

전망의 핵심 전제

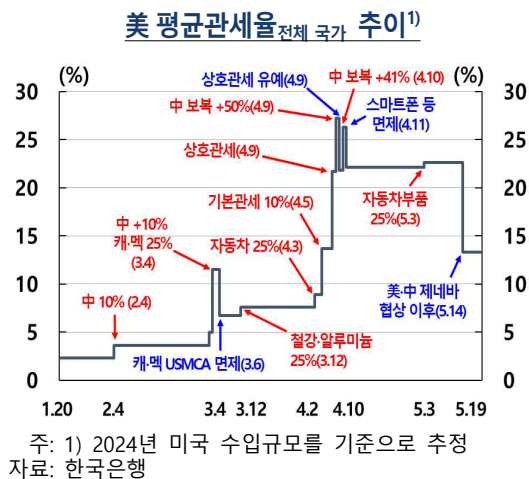
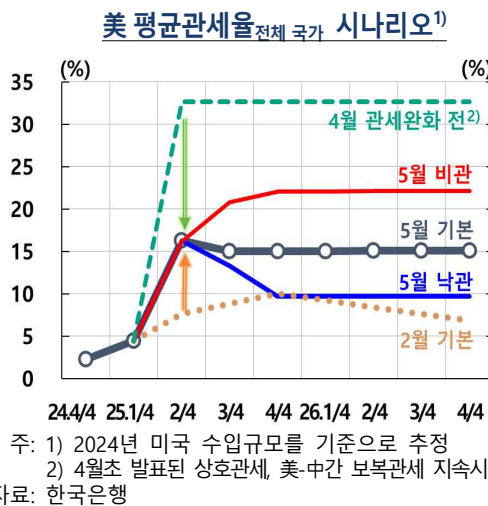
- **[美관세정책]** 최근 미국과 주요국^{영국·중국} 간 관세협상 결과 등을 고려하여 현 수준의 **기본_{10%}·품목_{25%} 관세***가 **대체로 유지**되는 것으로 전제하였다.

* 반도체, 의약품 등에 대한 품목관세도 하반기중 일부(10%) 부과되는 것으로 전제하였다.

- 이는 **2월 전망** 전제에 비해 관세정책의 강도가 **보다 강화**된 수준으로 대상 국가가 광범위해지고 관세율도 높아졌다. 다만 **4월초** 상호관세가 발표_{4.2일(한국 25%)} 되고 美-中 보복이 심화_{4.10일}되었던 상황에 비해서는 **완화**되었다.

전망시점	기본 _{baseline} 시나리오 주요 내용
▶ 2월 전망	• 미국이 주요 무역적자국을 대상으로 금년중 품목관세를 포함한 일정 수준(5~10%)의 관세를 부과한 후 26년중 점차 인하
▶ 5월 전망	• 현재 <u>기본_{10%}·품목_{25%} 관세</u> 가 대체로 유지 • 하반기중 반도체·의약품 등 품목관세 추가 부과(10%) 전제

- 美신정부 출범 이후 관세정책의 변화가 컸던 데다 미국과 주요국 간의 관세 협상_{7.9일(중국 8.12일)}까지 상호관세 유예이 진행 중인 점을 고려할 때 향후 관세정책 향방은 여전히 매우 **불확실**하다.



- **[국내 경제심리·경기부양책]** 경제심리는 높은 대외 불확실성에도 대내 불확실성이 완화되면서 개선되는 것으로 전제하였으며, 정부 **경기부양책**의 경우 5월초 추경 13.8조원의 내수진작 효과를 반영하였다.

➔ 성장 전망경로는 美관세협상 결과에 따라 상방과 하방, 양방향으로 크게 달라질 것이며, 향후 국내 경기부양책 여부 및 강도에도 상당폭 영향받을 것으로 판단된다.

경제전망 요약

- 금년중 국내경제는 대내외 불확실성으로 경제심리 회복이 예상보다 지연되었고 美관세 정책도 연초보다 강화되면서 2월 예상^{1.5%}을 크게 하회하는 0.8% 성장할 전망이다.
- 소비자물가 상승률은 식품 및 일부 서비스가격 인상 움직임에 따른 상방요인과 낮은 수요압력, 유가 하락 등 하방요인이 상쇄되면서 2월 예상^{1.9%}에 부합할 전망이다.

(%, %p)	2024	2025 ^{㉠)}	2026 ^{㉠)}
▶ GDP 성장률	2.0	0.8 (-0.7)	1.6 (-0.2)
▶ 소비자물가 상승률	2.3	1.9 (—)	1.8 (-0.1)
▶ 근원물가	2.2	1.9 (+0.1)	1.8 (-0.1)

주: 1) ()내는 25.2월 전망 대비 변화

대내외 여건

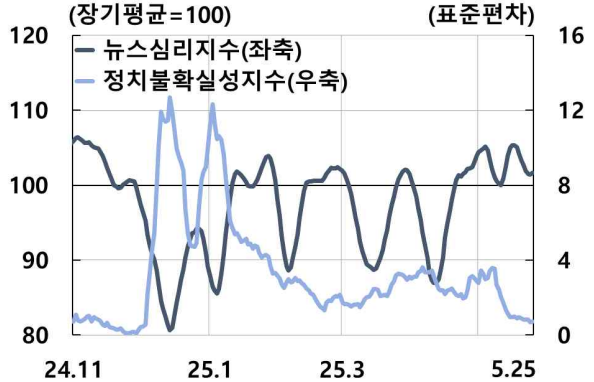
- 세계경제는 최근 美-中 무역갈등 완화에도 연초보다 높은 수준의 美관세 및 향후 협상 과정의 불확실성 등을 고려할 때 성장세가 당초 예상에 못 미칠 전망이다.
 - 미국은 관세인상의 영향이 점차 나타나면서 물가 오름세가 확대되고 내수모멘텀은 약화될 전망이다. 유로지역은 통화정책 완화 지속에도 불구하고, 美관세정책의 영향으로 성장세가 완만할 전망이다. 중국은 적극적인 내수진작책이 통상 충격을 상당부분 상쇄할 것으로 평가된다.
 - 세계교역은 美관세인상의 영향이 본격화되면서 금년 하반기로 갈수록 증가세가 둔화될 전망이다. 글로벌 반도체 경기는 AI 투자 지속 등으로 고성능 품목 중심의 상승세는 이어지겠으나 미국의 반도체 관세부과 가능성은 하방리스크 요인이다.
 - 국제유가^{브렌트유}는 글로벌 수요 부진, OPEC+ 증산으로 당초 예상을 상당폭 하회하는 60달러대 중후반 수준에서 등락할 것으로 예상된다.
- 대내여건은 최근 정치 불확실성 완화, 추경편성 등에도 불구하고 통상환경 불확실성 증대에 따른 부정적 파급영향으로 개선 속도가 더딜 것으로 평가된다.
 - 임금상승률^{명목}은 상반기중 양호한 수준을 보이다가 하반기로 갈수록 美관세 영향으로 기업실적이 악화되면서 둔화될 전망이다.
 - 시장금리^{회사채}는 국내 경기둔화 우려 및 이에 따른 금리인하 기대 등으로 하락하였다. 원/달러환율은 美경기둔화 우려, 무역갈등 완화 기대 등으로 하락하였다. 주택가격은 비수도권 부진이 지속되는 가운데 수도권은 선호지역을 중심으로 완만한 상승세를 보이고 있다.

<그림 1> 미국 경제정책 및 무역정책 불확실성 지수



자료: Baker et al.(2016), Caldara et al.(2020)

<그림 2> 정치 불확실성 지수¹⁾ 및 뉴스심리지수²⁾



주: 1) Baker et al.(2016)을 인용하여, 「불확실」 및 「정치」 단어를 포함하는 기사 개수를 바탕으로 시산

2) 두 지수 모두 7일 이동평균

자료: 한국은행, 조사국

<그림 3> 글로벌 PMI



자료: S&P Global

<그림 4> 국제유가와 환율



자료: 한국은행, Bloomberg

<대외여건 전제¹⁾>

(%)	2024	상반	2025 ^{e)} 하반	연간	상반	2026 ^{e)} 하반	연간
세계경제 ²⁾	3.3	3.0	2.4	2.7 [2.9]	2.6	2.8	2.7 [2.8]
• 미 국	2.8	2.0	1.3	1.6 [2.1]	1.7	2.1	1.9 [2.1]
• 유 로	0.9	1.1	0.8	0.9 [1.0]	1.0	1.3	1.2 [1.1]
• 중 국	5.0	4.8	3.7	4.2 [4.2]	4.0	4.1	4.0 [4.0]
세계교역 ²⁾	3.8	3.2	1.6	2.4 [2.9]	1.9	3.2	2.5 [2.8]
국제유가 ³⁾	80	71	67	69 [75]	65	65	65 [71]

주: 1) []내는 25.2월 전망치 2) 전년동기대비 3) 브렌트유 기준, 달러/배럴, 기간 평균 기준

자료: 각국 통계청, Bloomberg, 조사국

경제전망

□ 올해 GDP 성장률은 경제심리 회복 지연, 건설경기 침체 등으로 내수 부진이 길어진 데다 통상여건 악화로 수출의 하방압력도 커지면서 2월 전망수준^{1.5%}을 크게 하회하는 0.8%로 예상된다.

- 성장 흐름을 보면, 1/4분기중 내수 부진이 심화되면서 역성장^{-0.2%*}하였으며 2/4분기에는 정치 불확실성 완화 등으로 반등하겠으나, 건설경기 부진과 더딘 소비 회복으로 당초 예상^{0.8%}에 못 미치는 0.5% 성장할 전망이다.

* 대내외 불확실성으로 경제심리가 위축된 가운데 건설현장 사고, 기상악화, 대형산불 등 일시적 요인까지 이례적으로 겹친 데 기인

- 하반기 이후에는 금리인하 및 추경 효과가 이어지는 가운데 경제심리도 회복되면서 내수가 개선될 것으로 예상된다. 수출의 경우 상호관세 유예, 미·중 관세협상 등으로 최근 무역긴장이 다소 완화되었으나 여전히 높은 관세율과 협상 과정의 불확실성으로 당초 전망경로를 하회하며 둔화 흐름을 나타낼 전망이다.

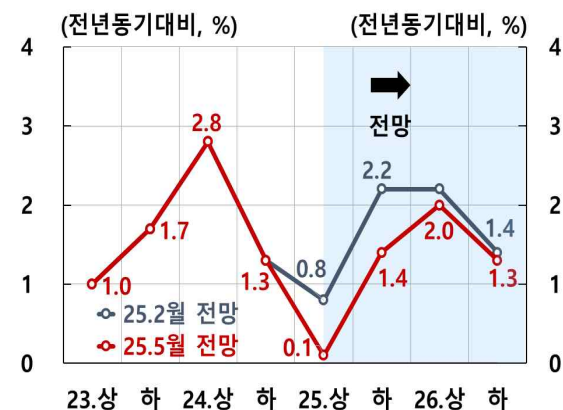
- 내년에는 내수를 중심으로 성장세가 개선되겠으나 통상환경 악화의 영향이 이어지면서 당초 예상^{1.8%}을 하회하는 1.6% 성장할 전망이다.

<국내 성장률 전망¹⁾>

(%)	2024	2025 ^{e)}	2026 ^{e)}
GDP	2.0	0.8 [1.5]	1.6 [1.8]
• 민간소비	1.1	1.1 [1.4]	1.6 [1.8]
• 재화수출	6.3	-0.1 [0.9]	0.7 [0.8]
• 설비투자	1.6	1.8 [2.6]	1.0 [2.0]
• 건설투자	-3.0	-6.1 [-2.8]	2.8 [2.5]

주: 1) []내는 25.2월 전망
자료: 조사국

<국내 GDP 전망경로¹⁾>



주: 1) 음영은 전망치
자료: 조사국

- 금년중 소비자물가 상승률은 가공식품 및 일부 서비스^{외식, 대학등록금 등} 가격 인상의 상방 요인과 낮은 수요압력, 국제유가 하락 등의 하방요인이 상쇄되면서 지난 전망과 동일한 1.9%로 예상*된다.

* 근원물가 상승률은 금년중 1.9%로 지난 전망_{1.8%} 대비 0.1%p 상향

- 소비자물가 상승률은 상반기중 2% 근방*에서 움직이다가 국제유가 하락 등의 영향이 커지면서 하반기 이후 1%대 후반 수준으로 낮아질 전망이다.

* 4월중 소비자물가 상승률은 석유류가격이 하락하였으나 외식, 보험서비스료 등 서비스가격을 중심으로 근원물가 오름폭이 확대_{1.9% → 2.1%}되면서 전월_{2.1%} 수준을 유지

- 금년중 경상수지 흑자규모는 820억달러로 2월 전망_{750억달러}을 상회할 것으로 예상된다.

- 상품수지는 통관수출이 美관세 영향으로 감소하겠으나 유가 하락, 내수 부진 등으로 수입이 더 큰 폭으로 줄면서 지난 전망에 비해 흑자폭이 확대될 전망이다. 본원소득수지는 내국인 해외증권투자의 증가 흐름을 감안할 때 배당소득을 중심으로 흑자규모가 늘어날 것으로 예상된다. 다만 미국과의 협상 과정에서 對美 수입확대 가능성 등은 경상수지 하방리스크 요인이다.

- 취업자수 증가규모는 12만명으로 2월 전망_{+10만명}을 다소 상회할 전망이다.

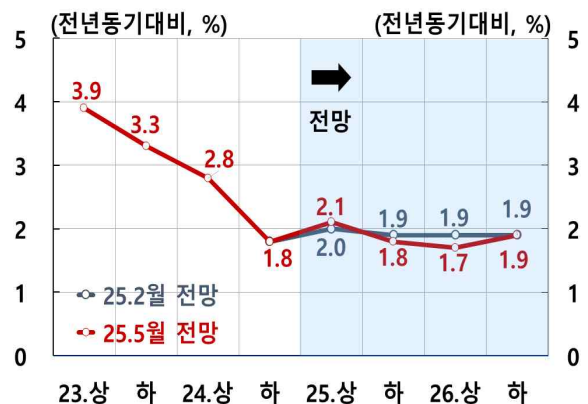
- 건설투자 부진, 美관세정책 등의 영향으로 건설·제조업 고용 감소가 지속되었으나 정부 일자리 대책에 힘입어 공공행정·보건복지 일자리가 당초 전망을 상당폭 웃돌 것으로 예상된다.
- 민간일자리^{공공행정·보건복지 제외}가 줄어드는 반면 공공부문의 저임금·단시간 일자리가 고용 증가세를 견인하고 있는 점을 감안하면 전반적인 고용상황은 부진한 것으로 판단된다.

<물가·경상수지·고용 전망¹⁾>

	2024	2025 ^{e)}	2026 ^{e)}
소비자물가	2.3	1.9 [1.9]	1.8 [1.9]
• 근원물가	2.2	1.9 [1.8]	1.8 [1.9]
경상수지 (억달러)	990	820 [750]	720 [700]
취업자수 증감 (만명)	16	12 [10]	10 [11]

주: 1) []내는 25.2월 전망
자료: 조사국, 한국은행, 통계청

<소비자물가 전망경로>



자료: 통계청, 조사국

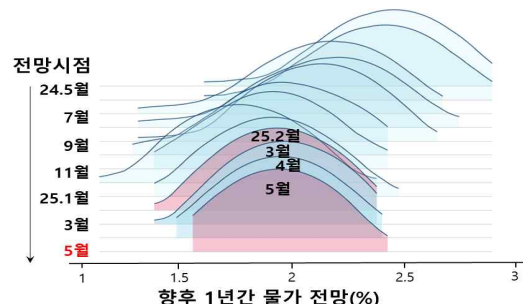
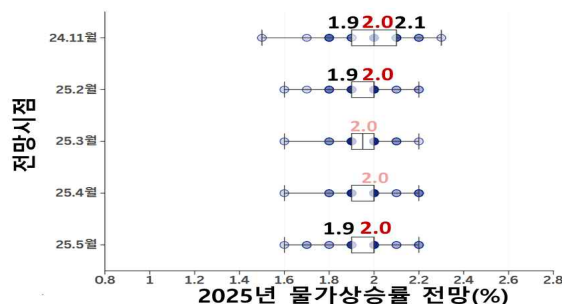
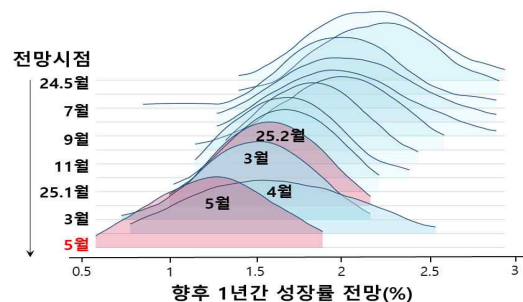
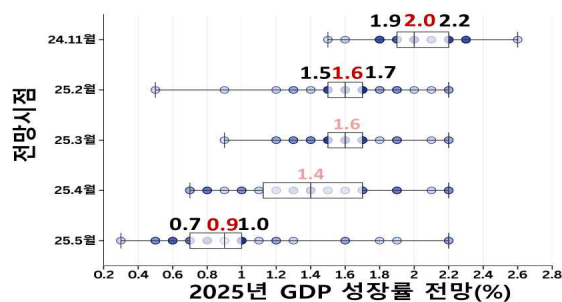
전망의 리스크

- 향후 성장경로에는 무역협상 전개양상, 경제심리 회복속도, 글로벌 금융시장 상황과 관련한 불확실성이 높다. 물가의 경우 최근 높은 변동성을 보이고 있는 유가와 환율의 움직임에 크게 영향받을 것으로 예상된다.

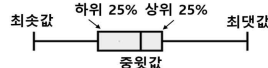
	상방리스크	하방리스크
성장	■ 글로벌 무역갈등 추가 완화 ■ 정치 불확실성 완화로 인한 심리의 빠른 개선 ■ 정부의 경기부양책	■ 주요국 통상갈등 재부각 및 불확실성 장기화 ■ 글로벌 금융시장 불안 ■ 건설부문의 구조적·경기적 둔화 지속
물가	■ 기업들의 가격인상 움직임 ■ 이상기후에 따른 농산물가격 상승	■ 수요측 물가압력 약화 ■ 정부의 물가안정 대책

- 주요 예측기관의 올해 국내 성장 전망은 2월 전망 시점과 비교하여 큰 폭 하향 조정되었으며 물가 전망은 유지되었다. IB 등 시장참가자들의 25년 국내 성장률 전망 중윗값과 하위 25% 값은 각각 0.9%, 0.7%로 2월 전망 1.6%, 1.5%보다 각각 0.7%p, 0.8%p 하락하였다. 소비자물가 상승률의 경우 중윗값은 2.0%로 2월 전망 시점과 동일하게 유지되었다.

<2025년 국내 성장률¹⁾ 및 소비자물가²⁾ 전망 분포> <향후 1년간 국내 성장률¹⁾ 및 소비자물가²⁾ 전망 분포³⁾>



주: 1) 36~42개 기관 기준
2) 30~36개 기관 기준
자료: Bloomberg (5.26일 조화)



주: 1) 18~23개 기관 기준
2) 16~20개 기관 기준
3) 해당 분기를 포함한 향후 4개 분기의 전년동기대비 상승률 평균
자료: Bloomberg (5.26일 조화)

- 최근 美-中 무역협상 등으로 글로벌 통상갈등이 다소 완화되었으나, 향후 美관세정책의
향방과 협상 과정의 불확실성이 여전히 성장경로에서 가장 중요한 리스크 요인인 점을
감안하여 대안적_{alternative} 시나리오를 분석하였다.

- **낙관 시나리오** 원만한 관세협상 관세 유예기간 ~7.9일(중국은 8.12일) 동안 중국을 포함한 모든
국가와 무역협상이 원만히 진행되면서 美관세율이 금년말까지 상당폭 인하될
경우, 국내 **성장률**은 기본전망 대비 **올해 +0.1%p, 내년 +0.2%p** 높아질 것으로
예상*된다. **물가상승률**은 금년중 영향이 **제한적**이지만, **내년**에는 기본전망보다
+0.1%p 높아질 것으로 추정된다.

* 낙관·비관 시나리오 관세경로가 3/4분기부터 기본전망 경로와 달라지면서 금년보다는 내년에 영
향이 확대

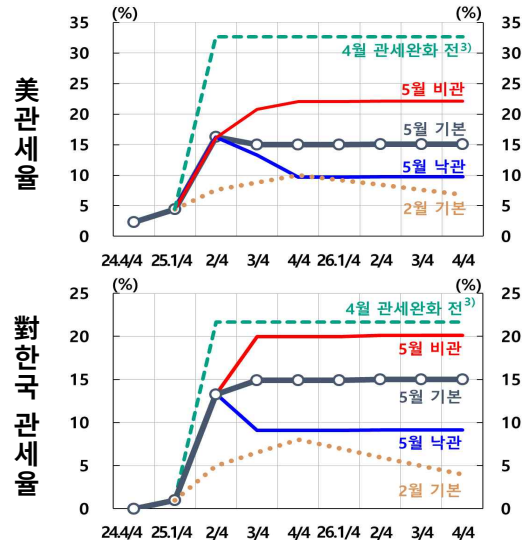
- **비관 시나리오** 무역갈등 심화 미·중 갈등이 재점화되고 여타국과의 협상도 결렬되면서
상호관세가 상당부분 유예중인 관세율의 절반 환원될 경우, 국내 **성장률**이 기본전망 대비
올해 -0.1%p, 내년 -0.4%p 낮아질 것으로 예상된다. **물가상승률**은 금년중 영향이
제한적이지만, **내년**에는 기본전망보다 **-0.2%p** 낮아질 것으로 추정된다.

<관세정책 시나리오>

	주요 내용 ¹⁾²⁾
기 본	▶ 현재 기본(10%)·품목(25%) 관세가 유지되는 가운데 하반기중 반도체·의약품 등 일부 품목관세(10%) 추가 부과 ▶ 한국 관세율: 15% 내외 수준
낙 관	▶ 원만한 협상 진전으로 美관세율이 금년말까지 기본 시나리오 대비 상당폭 하락(既부과된 품목관세 10% 까지 하락, 추가 품목관세도 10%) ▶ 한국 관세율: 3/4분기중 10% 수준으로 하락 후 유지
비 관	▶ 유예기간 후(7월~) 상호관세가 절반 정도 환원되면서 美관세율이 하반기중 추가 상승하며, 여타국도 높은 강도의 보복관세를 부과 (既부과된 품목관세 25% 유지, 추가 품목관세도 25%) ▶ 한국 관세율: 3/4분기중 20% 수준으로 높아진 후 유지

주: 1) 에너지·희귀광물 등 관세면제 품목 반영
3) 4월초 상호관세, 對중 보복관세 지속시 관세율

<시나리오별 평균관세율¹⁾²⁾ 경로>



2) 2024년 미국 수입규모를 기준으로 추정

<시나리오별 성장·물가 전망>

GDP 성장률				소비자물가 상승률			
(%, %p)	2024	2025 ^{e)}	2026 ^{e)}	(%, %p)	2024	2025 ^{e)}	2026 ^{e)}
기본 전망	2.0	0.8	1.6	기본 전망	2.3	1.9	1.8
낙관 시나리오		+0.1	+0.2	낙관 시나리오		-	+0.1
비관 시나리오		-0.1	-0.4	비관 시나리오		-	-0.2

자료: 조사국

경제전망 요약표(2025.5월)

	2024	2025 ^{e)}			2026 ^{e)}		
	연간	상반	하반	연간 ⁵⁾	상반	하반	연간 ⁵⁾
<전망의 주요 전제>							
세계경제 성장률(%) ¹⁾	3.3	3.0	2.4	2.7 [-0.2]	2.6	2.8	2.7 [-0.1]
• 미국	2.8	2.0	1.3	1.6 [-0.5]	1.7	2.1	1.9 [-0.2]
• 유로지역	0.9	1.1	0.8	0.9 [-0.1]	1.0	1.3	1.2 [+0.1]
• 중국	5.0	4.8	3.7	4.2 [-]	4.0	4.1	4.0 [-]
• 일본	0.2	1.3	0.5	0.9 [-0.2]	0.1	0.6	0.4 [-0.3]
세계교역 신장률(%) ¹⁾	3.8	3.2	1.6	2.4 [-0.5]	1.9	3.2	2.5 [-0.3]
브렌트유가(달러/배럴) ²⁾	80	71	67	69 [-6]	65	65	65 [-6]
<국내경제 전망>							
GDP 성장률(%) ¹⁾	2.0	0.1	1.4	0.8 [-0.7]	2.0	1.3	1.6 [-0.2]
• 민간소비	1.1	0.8	1.4	1.1 [-0.3]	1.8	1.3	1.6 [-0.2]
• 건설투자	-3.0	-11.3	-1.1	-6.1 [-3.3]	4.9	0.9	2.8 [+0.3]
• 설비투자	1.6	4.9	-1.0	1.8 [-0.8]	1.0	0.9	1.0 [-1.0]
• 지식재산생산물투자	0.7	1.4	4.8	3.2 [-0.5]	3.7	1.4	2.5 [-0.6]
• 재화수출	6.3	-0.1	0.0	-0.1 [-1.0]	0.6	0.8	0.7 [-0.1]
• 재화수입	1.2	0.8	-0.3	0.2 [-0.9]	1.8	1.3	1.5 [-0.4]
소비자물가 상승률(%) ¹⁾	2.3	2.1	1.8	1.9 [-]	1.7	1.9	1.8 [-0.1]
• 근원물가 ³⁾	2.2	1.9	1.8	1.9 [+0.1]	1.8	1.8	1.8 [-0.1]
경상수지(억달러)	990	378	441	820 [+70]	316	405	720 [+20]
• 상품수지	1,001	411	434	846 [+45]	376	415	791 [+10]
• 서비스수지	-237	-124	-133	-256 [-10]	-139	-137	-276 [-10]
• 본원·이전소득수지	226	91	139	230 [+34]	78	127	205 [+20]
취업자수 증감(만명) ¹⁾	16	15	9	12 [+2]	10	11	10 [-1]
실업률(%)	2.8	3.1	2.7	2.9 [-]	3.2	2.7	3.0 [+0.1]
고용률(% ⁴⁾	62.7	62.6	62.9	62.7 [-]	62.5	62.9	62.7 [-]

주: 1) 전년동기대비 기준

2) 근원물 기간 평균 기준

3) 식료품·에너지 제외 기준

4) 15세 이상 기준

5) []내는 25.2월 전망 대비 변화

자료: 한국은행, 각국 통계청, Bloomberg

I. 국내외 여건 및 전망

1. 주요 여건 점검

목 차

대외여건	2
대내여건	11
전망의 주요 전제	16

1. 주요 여건 점검

대외여건

1.1. 세계경제는 최근 美-中 무역갈등 완화에도 연초보다 높은 수준의 美관세 및 향후 협상 과정의 불확실성 등을 고려할 때 성장세가 당초 예상에 못 미칠 전망이다. 1/4분기중 글로벌 경제는 전반적으로 양호한 성장모멘텀을 유지하였다. 국가별로 보면 美관세정책 시행 전 각국의 대응에 따라 성장 흐름이 차별화되는 모습을 보였는데, 미국은 재고 확보를 위한 수입이 크게 늘면서 역성장한 반면, 유로지역과 중국은 조기선적 효과 등에 힘입어 예상을 웃도는 성장률을 나타냈다.

4월초 미국이 전세계를 상대로 고율의 상호관세를 부과하고 중국과는 초고율 보복관세로 상호대응¹⁾함에 따라, 글로벌 금융여건과 가계·기업 심리가 급격히 악화되고 통상환경의 불확실성도 전례없는 수준으로 높아졌다. 그러나 5월 들어 미국이 영국과 무역협상을 타결한 데 이어, 중국과도 보복관세 철회, 상호관세의 일부 유예 등에 전격 합의²⁾하면서 관세를 둘러싼 극심한 혼란은 다소 진정되는 모습이다³⁾. 하지만 현재 시행 중인 관세조치만으로도 역사적 수준⁴⁾인 데다 향후 관세협상 결과 등 글로벌 통상환경의 불확실성 또한 여전히 높아 투자·고용·공급망 관련 기업활동이 크게 제약될 것으로 평가된다. 특히 여타국 대비 높은 관세가 부과된 중국, 對美·對中수출 의존도가 모두 높은 아세안, 그리고 품목관세에 크게 노출된 일부 국가들의 성장충격이 클 것으로 예상된다. 다만 최근 국제유가가 예년대비 낮은 수준을 보이고 있는 점은 글로벌 수요에 상방요인이 될 것으로 전망된다.

美관세정책 강도는 역사적 수준

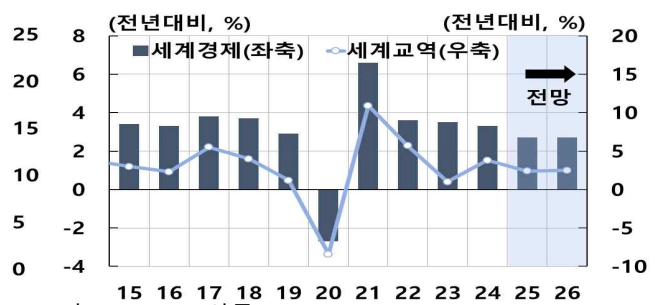
세계경제·교역 둔화 전망

[그림 1.1] 美평균관세율



자료: 美ITC, 조사국 추정

[그림 1.2] 세계경제 및 세계교역 전망



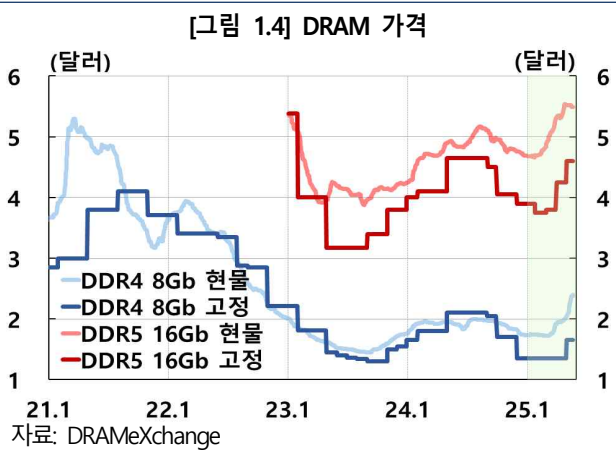
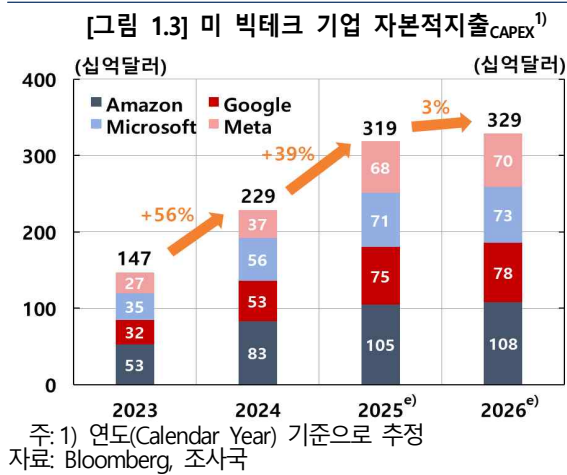
자료: IMF, 조사국

- 1) 4월중 美·中 간 보복관세 강도가 올라가면서 美신정부 출범 이후 추가 관세율은 美→中 145%, 中→美 125% 수준까지 상승했는데, 이는 사실상 양국간 무역의 단절을 의미한다. 한편 미국은 중국 이외 국가에 대해서는 기본 10%를 초과하는 상호관세를 7월초까지 90일간 유예하였다.
- 2) 5.12일 美·中 협상 결과, 현재 美→中 30%(=펜타닐 관세 20% + 상호관세 10%(기본), 상호관세 34% 중 24%는 90일간 유예), 中→美 10% 관세가 적용되고 있다.
- 3) 美·中 관세유예 합의 직후(5.12~16일) 예상보다 낮은 對中관세율로 위험회피심리가 진정되면서 美주가는 5일 연속 상승(+5.3%)하며 상호관세 발표 이전 수준을 상회하였다.
- 4) 5.14일 기준 美평균관세율은 美신정부 출범 이전 수준(2.3%)을 크게 상회하는 13.3%이며(조사국 추정) 앞으로 반도체, 의약품 등에 대한 품목관세가 추가될 가능성이 크다.

1.2. 글로벌 반도체 메모리 경기는 고성능 HBM 등 품목을 중심으로 금년중 양호한 흐름을 이어가겠다. 품목별로 살펴보면, HBM 등 고성능 AI서버용 품목은 연초 주춤하였다가 3월 이후 다시 증가세를 나타냈다. 빅테크 기업들의 AI인프라 투자수요⁵⁾가 견조한 만큼 고성능 품목은 금년중 양호한 흐름을 이어갈 것으로 예상된다. 저성능 IT기기용 반도체의 경우 美관세부과를 앞둔 선수요 및 그간 감산에 따른 재고소진 등으로 최근 가격이 반등하였으나, IT기기 회복이 정체되면서 향후 개선세는 미약할 전망이다. 미국의 반도체 및 IT기기에 대한 관세 부과 가능성은 하방리스크 요인이다.

미국 빅테크 기업의 투자는 금년중에도 증가세를 이어갈 전망

선수요 및 감산효과 등으로 DRAM 가격 상승



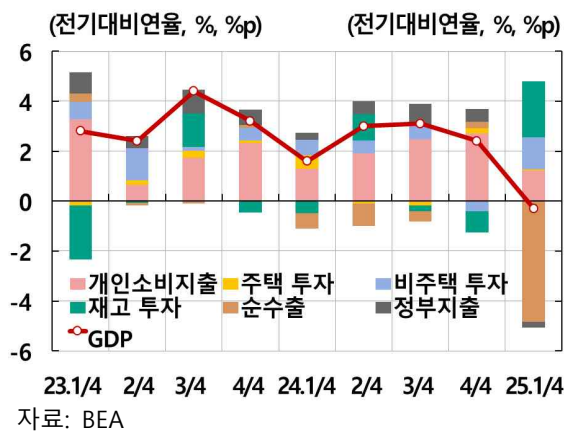
5) 미국 빅테크 기업들은 25.1/4분기중 양호한 실적을 기록한 가운데, 금년중 AI인프라 등에 대한 자본적지출 CAPEX 규모도 당초 계획과 같거나 소폭 증가한 수준이라고 발표(아마존·구글·마이크로소프트는 유지, 메타는 10% 내외 확대)하였다.

1.3. 주요국별로 보면, 미국경제는 정책 불확실성이 지속되는 가운데, 관세 인상의 영향이 점차 나타나면서 성장세가 둔화될 전망이다. 1/4분기중 미국경제는 관세정책 시행 전 수입이 크게 늘어 수출 1.8%, 수입 41.3% 역성장 -0.3%(전기대비연율)하였다. 소비는 작년말 내구재 지출 급증에 따른 기저효과, 소비심리 악화 등의 영향으로 증가세가 다소 둔화되었으며, 투자는 관세 인상 전 수입을 통한 설비투자 및 재고투자가 늘며 큰 폭 증가하였다⁶⁾. 향후 미국경제는 관세 인상의 영향이 점차 나타나면서 물가 오름세는 확대⁷⁾되고, 내수모멘텀은 약화될 것으로 판단된다. 이에 따라 금년과 내년 성장률 모두 당초 예상을 하회할 전망이다⁸⁾. 향후 성장경로에서 통상갈등 심화, 추가 추가 조정은 하방리스크로, 무역협상의 빠른 진전, 추가적인 기업 친화정책은 상방리스크로 평가된다. 아울러 美연준이 관세정책의 영향을 고려하여 정책금리 완화에 보다 신중한 태도를 보이는 점도 성장경로에 영향을 줄 가능성이 높다.

미국, 관세 시행 전 수입수요 확대 등으로 1/4분기 역성장

최근 미국 금리인하 기대 축소

[그림 1.5] 미국 GDP 성장률 및 기여도



[그림 1.6] 시장의 연준 정책금리^{25.12월} 기대 수준¹⁾



주: 1) 연방기금금리선물 내재 정책금리(상단값) 기대
자료: CME Fedwatch

6) 한편, 기업 업황을 나타내는 PMI는 관세정책에 따른 스태그플레이션 우려 등으로 서비스업을 중심으로 다소 낮아졌다.

▶ 전산업PMI: 24.4/4 54.8 → 25.1/4 52.6 → 4~5월^P 51.4, 서비스업PMI: 56.0 → 25.1/4 52.8 → 4~5월^P 51.6(S&P 기준)

7) 자세한 내용은 [FYI] 「관세정책이 미국 소비자물가에 미치는 영향」을 참고하기 바란다.

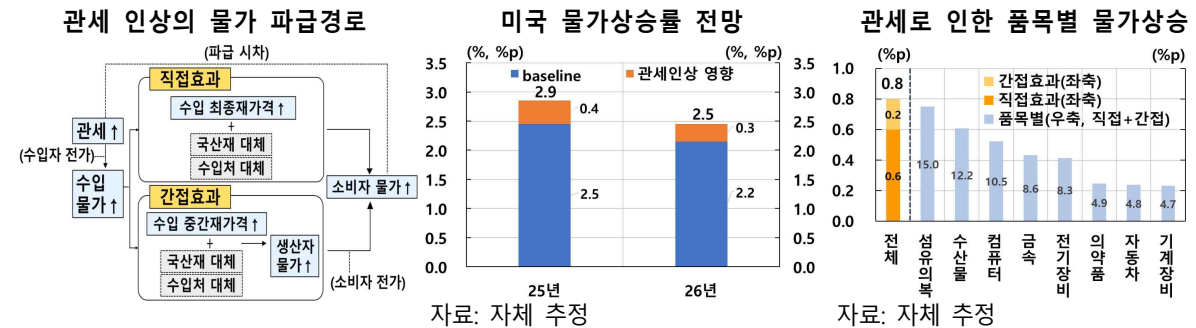
8) 4월 고용상황(실업률, 취업자수 등)은 여전히 견조하나, PMI_{S&P} 조사결과에 따르면 기업들이 관세 인상에 따른 생산비용 부담 증대에 대응하여 채용규모를 축소하기 시작했으며, 제품가격도 인상하고 있는 것으로 나타났다.

FYI 관세정책이 미국 소비자물가에 미치는 영향

미국의 강도 높은 관세조치는 주요국 상호관세 및 대중관세 유예 등으로 크게 완화되었으나, 여전히 상당한 수준의 공급 충격으로 미국 물가에 상방압력으로 작용할 전망이다. 관세는 수입 최종재를 통해 소비자 가격을 상승(직접효과)시키는 한편, 수입 중간재를 통해 기업 생산비용을 높임으로써 물가에 영향(간접효과)을 준다. 이 과정에서 기업들은 관세부와 대상국 이외의 지역으로 수입처를 전환(수입처 대체)하거나, 국산재 투입·생산 비중을 확대(국산재 대체)하게 된다.

이러한 파급경로를 종합적으로 고려한 분석 결과, 현재 시행되는 관세조치는 미국 소비자물가 상승률을 0.8%p(직접효과 +0.6%p, 간접효과 +0.2%p) 높일 것으로 예상된다⁹⁾. 품목별로는 섬유·의복, 수산물 등의 가격이 크게 상승하고, 관세 대상국별로는 중국(기여도 +0.18%p), 멕시코(+0.06%p) 등에 대한 관세가 물가 상승에 크게 기여하는 것으로 나타났다. 이러한 영향이 시차(올해 +0.4%p, 내년 +0.3%p)를 두고 나타나면서 올해와 내년 미국 소비자물가 상승률은 각각 2.9%(관세정책전 2.5%), 2.5%(2.2%)로 확대될 전망이다.

4월 미국 소비자물가 상승률은 전년동월대비 2.3%(전월대비 0.2%)로 아직까지는 완만한 둔화 흐름이 이어지고 있다¹⁰⁾. 이는 정책 시행 전 크게 증가한 기업들의 재고¹¹⁾가 수입가격 급등을 완충하고 있기 때문으로, 앞선 추정 결과를 감안할 때 하반기로 갈수록 물가 오름세가 확대될 것으로 예상된다. 이러한 물가상승은 기업 채산성 악화, 가계 실질소득 감소로 이어져 미국경제의 내수모멘텀을 약화시킬 가능성이 높다고 판단된다.



<참고> 관세의 물가에 대한 영향 추정의 주요 전제

□ 관세의 미국 소비자물가에 대한 영향을 추정하기 위해 美연준(Minton · Somale(2025), Barbiero · Stein(2025)) 등의 최근 연구를 참고하여 ICIO(국제산업연관표)를 활용하였으며, 추정의 현실성을 높이기 위해 수입수요의 대체탄력성, 가격전가율, 파급시차 등을 추가로 반영

- ① **(관세율)** 국가별 상호관세^{4,9월 유예} 및 미·중 합의^{5,12월}를 반영하여 對중관세 30%, 캐나다·멕시코 25%^{USMCA 품목 제외}, 여타국 기본관세 10%, 자동차, 철강 등 일부품목 품목관세를 적용<5월 전망 기본 시나리오와 동일>
- ② **(대체탄력성)** 수입수요의 CES함수 가정하에서 수입처 전품목 평균 5.8~6.4 및 국산 대체탄력성^{2.9~3.2}은 GTAP(Global Trade Analysis Project)과 USITC(미국 국제무역위원회)에서 제시한 품목별 계수를 활용하였으며, 전망시계가 단기인 점을 감안하여 관련 연구를 참고하여 동 수준의 0.5배를 적용
- ③ **(가격전가·파급시차)** 관세의 수입가격 전가율은 1.0^{완전전가, Cavallo et al.(2021) 참고}, 생산자 가격의 소비자 가격 전가율은 품목별로 0.2~0.8을 적용^{자체 추정}하였으며, 관세의 물가 파급은 전체 영향의 57%가 1년차에, 30%가 2년차에 나타나는 것으로 전제^{Cuba-Borda et al.(2025) 참고}
- ④ **(환율)** 최근 달러가치 하락^{·7%(최근 3개월평균 대비 향후 1년 전망 평균)}의 영향도 관세와 함께 반영^{수입물가 전가율 0.46 가정(NY FED 선행연구)}

9) 대체탄력성을 고려하지 않고 투입산출표의 고정계수를 그대로 적용할 경우 물가 영향 추정치는 1.0%p로 확대되는데, 이는 관세 인상에 따른 국산재·수입처 대체가 물가상승 압력을 일정부분(-0.2%p) 흡수함을 시사한다.

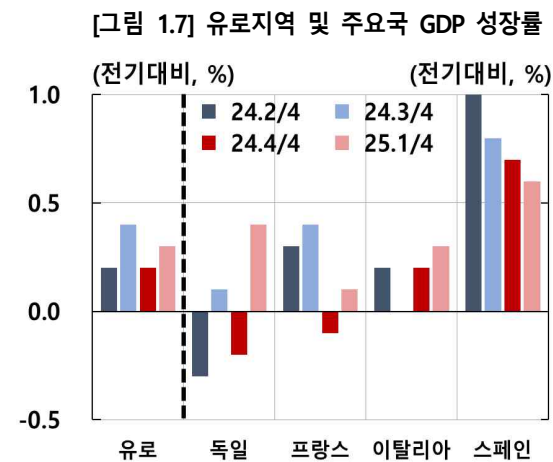
10) 가구^{3월 0.6%→4월 1.5%(전월대비)}, 미디어장비^{-0.3%→-1.0%} 등 최종재 형태로 수입되는 일부 품목^{CR}에서 관세 영향이 포착되었다.

11) 관세 인상 이전인 25.1/4분기 미국의 통관수입 증가율은 전년동기대비 25.5%로 24년 평균 5.9%의 4배 수준이다.

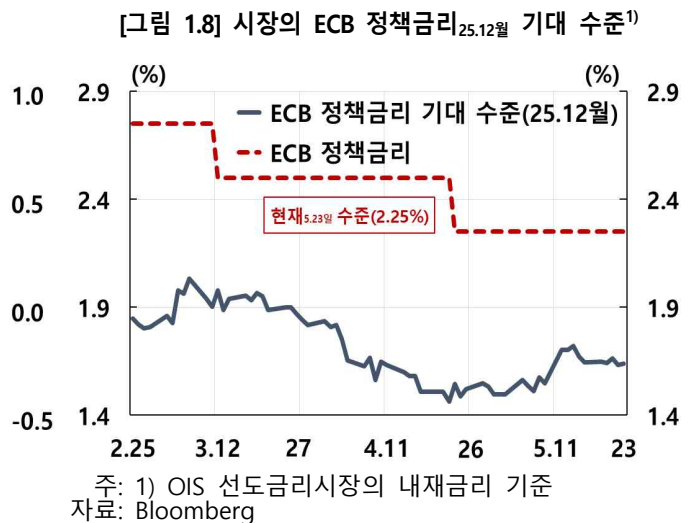
1.4. 유로지역 경제는 통화정책 완화 지속에도 불구하고, 美관세정책의 영향으로 성장세가 완만할 전망이다. 1/4분기중 유로지역은 주요국 내수 개선, 美관세조치 전 수출수요 증가¹²⁾ 등에 힘입어 예상보다 높은 성장률(전기대비 +0.3%)을 나타냈다. 국가별로는 독일은 순수출과 민간소비, 이탈리아와 프랑스는 재고투자를 중심으로 성장률이 반등했다. 향후 유로 경제는 디스인플레이션 진전, 통화정책 완화 등으로 개선 흐름을 유지하겠으나, 美관세정책 영향 본격화, 통상정책 불확실성에 따른 심리 위축¹³⁾ 등으로 회복 속도는 완만할 전망이다. 내년에는 독일을 비롯한 주요국에서 국방비 등 재정확대 계획이 이행되면서 성장세가 다소 확대될 것으로 예상된다. 향후 전망경로는 관세 협상 전개양상과 주요국 재정의 조기 확대 여부에 크게 영향받을 것이다.

유로지역, 1/4분기중 성장세 확대

유로지역, 통화정책 완화 지속



자료: Eurostat



12) 유로지역 2025년 1/4분기 산업생산(전기대비 +2.2%)은 관세발표 직전인 3월에 급증하며 2023년 1/4분기 이후 처음으로 증가 전환하였다. 또한 미국 소유 다국적 기업이 다수 위치한 아일랜드는 조기선적의 영향으로 수출이 급증하면서 높은 성장률(전기대비 +3.2%)을 나타냈다.

13) 관세 부과 이후 전산업 PMI는 서비스업을 중심으로 하락하였다.

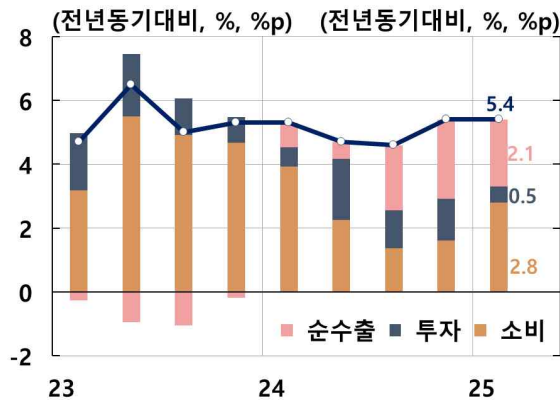
▶ 전산업PMI: 25.3월 50.9 → 4월 50.4 → 5월^P 49.5, 서비스업PMI: 25.3월 51.0 → 4월 50.1 → 5월^P 48.9

1.5. 중국경제는 美·中 무역갈등이 완화^{5,12}된 가운데 적극적인 내수진작책이 美관세부과에 따른 부정적 영향을 상당부분 상쇄할 것으로 예상된다. 1/4분기중 중국경제는 조기선적 front-loading의 영향 등으로 제조업 생산 및 수출이 호조를 보였다. 이구환신 및 설비 업 그레이드 정책 지속으로 내수도 양호한 증가세를 나타내면서 성장세를 뒷받침하였다. 4월 들어 미국의 對中 초고율 관세 부과로 신규수출주문^{PMI}이 위축¹⁴되는 등 성장의 하방압력이 크게 증대되었으나 美·中 관세 협상^{5,12} 이후 상당폭 완화된 모습이다. 앞으로 중국경제는 이전보다 높은 관세 부과로 대외부문에서 부정적 영향을 받겠지만 적극적인 내수진작책¹⁵과 대체 수출처^{對ASEAN·중남미 등 확보} 등을 통해 이를 극복해 나갈 전망이다. 향후 성장경로는 주요국과의 무역갈등 전개양상에 따른 불확실성이 크다.

중국, 정책효과 등으로 양호한 성장세 지속

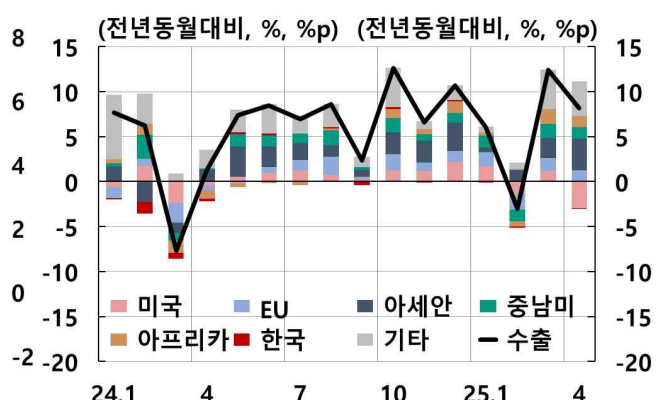
중국, 수출다변화 등으로 대응해 나갈 전망

[그림 1.9] 중국 GDP 성장률 및 기여도



자료: 중국 국가통계국

[그림 1.10] 중국 국가별 수출



자료: 해관총서

14) 4월 제조업 신규수출주문지수는 코로나19 위기 이후 최저 수준으로 낮아졌다(25.4월 44.7, 직전 최저치: 22.4월 41.6).

▶ 제조업 신규주문지수(기준치 = 50) 25.1월 49.2 → 2월 51.1 → 3월 51.8 → 4월 49.2
신규수출주문지수 46.4 48.6 49.0 44.7

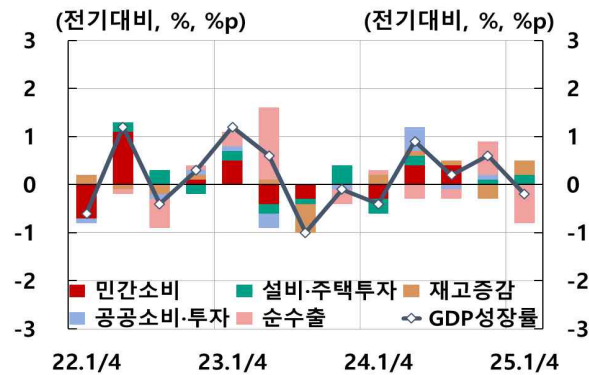
15) 양회(3월)에서 금년중 확장적 재정정책 등을 추진할 것을 발표하였다. 그리고 과학기술 혁신기업을 위한 창업 투자기금 조성 및 소비 촉진 정책 등을 시행할 예정이다. 중국인민은행은 지급준비율을 0.5%p 인하(대형은행 9.5% → 9.0%, 중소형은행 6.5% → 6.0%, 5.15일부터 적용)하였다.

1.6. 일본경제는 회복세가 주춤할 전망이다. 1/4분기중 일본경제는 서비스 수입 증가 등으로 순수출의 성장기여도가 마이너스로 전환되면서 4분기 만에 역성장하였다. 내수는 완만하나마 회복 흐름을 이어갔다. 소비는 식료품 가격 상승 등으로 소비심리가 악화¹⁶⁾되며 부진하였으나, 설비투자는 디지털 전환 및 인력부족 대응 등으로 증가세를 이어갔다. 향후 일본경제는 수출과 설비투자를 중심으로 美관세정책의 부정적 영향을 받으면서 회복세가 약화될 것으로 전망된다. 특히 일본은 對美수출에서 자동차 및 자동차부품이 차지하는 비중이 높아^{2024년 일본 34%, 한국 34%} 품목관세 시행의 영향을 크게 받을 가능성이 있다. 다만, 양호한 기업실적 지속에 따른 투자여력, 임금 인상 등에 따른 가계소득 확대, 정부 소비진작 조치¹⁷⁾ 등이 경기 하방압력을 다소 완화할 것으로 예상된다.

일본, 1/4분기중 역성장

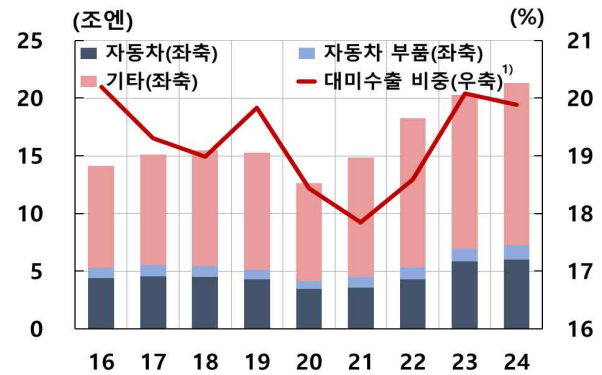
對美수출에서 자동차 및 부품 비중이 높음

[그림 1.11] 일본 GDP 성장률 및 기여도



자료: 일본 내각부

[그림 1.12] 일본 對美 통관수출



주: 1) 전체 통관수출 대비

자료: HAVER

16) ▶ 소비자태도지수: 24.2/4 37.2 → 24.3/4 36.9 → 4/4 36.1 → 25.1/4 34.7

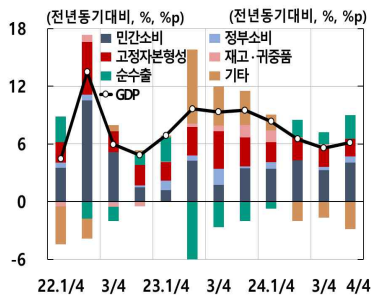
17) 일본 정부는 美관세정책의 영향으로 경기둔화 우려가 증대됨에 따라 4.25일 긴급 경제대책을 발표하였다. 경제 대책에는 소비진작 조치(휘발유·경유 리터당 10엔 인하, 전기·가스 보조금 지급 등), 기업금융 지원(중소기업 대상 저금리 대출 범위 확대 등) 등이 포함되어 있다.

1.7. 아시아 신흥국은 양호한 성장세를 이어가고 있으나, 향후에는 美관세정책의 영향이 나타나면서 성장모멘텀이 크게 약화될 전망이다. 인도는 농업 생산¹⁸⁾ 증가, 정부 인프라 투자 확대, 견조한 서비스 수출 등에 힘입어 6% 내외의 성장률을 지속하였다. 아세안5국은 외국인 직접투자 유입에 따른 설비투자 확대와 美관세부과 전 조기선적에 따른 수출 호조¹⁹⁾ 등으로 5%대 성장세를 이어가고 있다. 하지만 향후 아시아 신흥국은 투자 심리 위축 및 글로벌 교역 둔화의 영향 등으로 성장세가 크게 둔화될 전망이다. 실제로 미국의 상호관세 발표 이후 기업들의 업황 및 수출 전망이 크게 악화되었다. 특히, 베트남·태국·말레이시아는 미국·중국 양방향으로 수출 비중²⁰⁾이 높기 때문에 美관세 정책 변화에 크게 영향받을 것으로 예상된다.

아시아 신흥국은 투자와 수출이 성장세를 견인

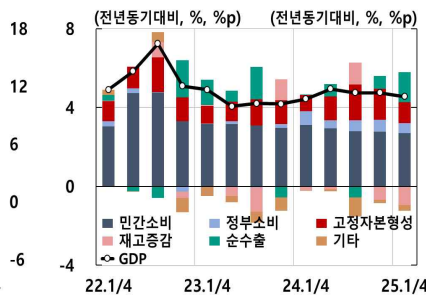
아세안5국, 수출은 호조를 보인 반면 PMI는 큰 폭 하락

[그림 1.13] 인도 GDP 성장률



자료: 인도 통계청

[그림 1.14] 아세안4국¹⁾ GDP 성장률



주: 1) 베트남은 제외
자료: 각국 통계청, HAVER

[그림 1.15] 아세안5국 실물지표¹⁾²⁾



주: 1) 산업생산·광공업은 인도네시아 제외
2) 소매판매는 필리핀 제외
자료: 각국 통계청

18) ▶ 인도 GDP 구성(2024 GVA 기준): 농림어업 14%, 제조업 17%, 서비스업 55%, 기타 14%

19) ▶ 아세안5국 통관수출(전년동기대비, %): 24.3/4분기 +10.0 → 4/4분기 +10.1 → 25.1/4분기 +10.7

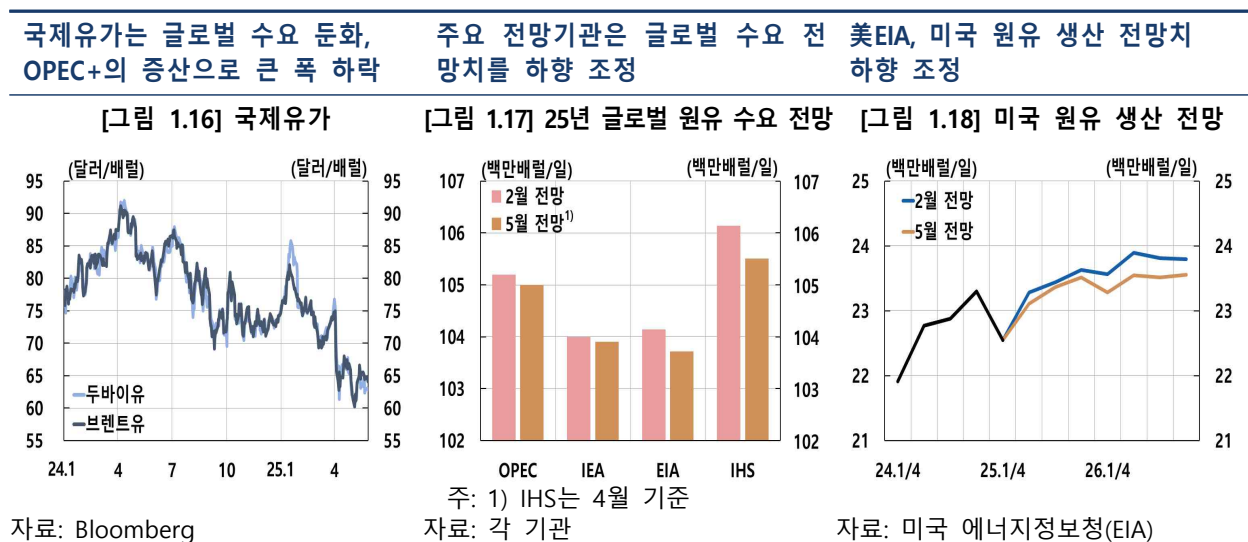
20) ▶ 아시아 신흥국 對美·對中 수출비중

(GDP대비 수출비중, %)	베트남	태국	말레이시아	필리핀	인도네시아	인도
▶ 對美 수출비중 ¹⁾	22.4	9.4	8.9	2.6	1.7	2.1
▶ 對中 수출비중 ¹⁾	14.0	6.6	10.5	2.4	4.7	0.4

주: 1) 2023년 기준

자료: UN comtrade, IMF

1.8. 국제유가는 글로벌 수요 둔화, OPEC+ 감산 축소 등의 영향으로 당초 전망보다 낮은 60달러대 중후반 수준에서 등락할 것으로 예상된다. 최근 국제유가는 美·中 간 초고율 관세 부과에 따른 세계경제 둔화 우려, OPEC+의 증산규모 확대²¹⁾로 큰 폭 하락²²⁾ 하였던가, 미국과 영국, 미국과 중국 간 무역협상 이후 60달러대 중반 수준으로 반등하였다. 향후 국제유가는 글로벌 성장세 둔화로 수요가 부진한 가운데 공급 측면에서는 OPEC+의 증산이 이어지면서 2월 전망치 대비 상당폭 낮은 수준을 나타낼 전망이다. 다만 원유 생산단가가 높은 미국의 산유량이 저유가의 영향으로 정제 혹은 축소²³⁾되어 유가 하락폭을 일부 제한할 것으로 예상된다. 향후 유가경로상에는 미국과 주요국 간 무역협상, 미국의 對이란 원유 수출 제재, 러·우 전쟁 종·휴전 협상 등 수급 측면의 상·하방 리스크가 상존하고 있다.



21) OPEC+는 2024년 1월부터 시행한 감산분(220만 배럴/일) 등을 올해 4월부터 점진적으로 축소하고 있다. 이에 따라 원유 생산량은 매월 약 13.8만배럴/일 증가할 것으로 예상되었으나(Reuters, 3.4일), OPEC+가 할당량 대비 초과생산을 지속하는 일부 회원국에 대한 규율 강화를 위해 5~6월중 증산규모를 약 41만배럴/일로 발표하면서 국제유가 하락 압력이 확대되었다.

22) 25.5.5일 브렌트유 가격은 60.2달러/배럴로 21.2.5일(59.3달러/배럴) 이후 최저치를 기록하였다.

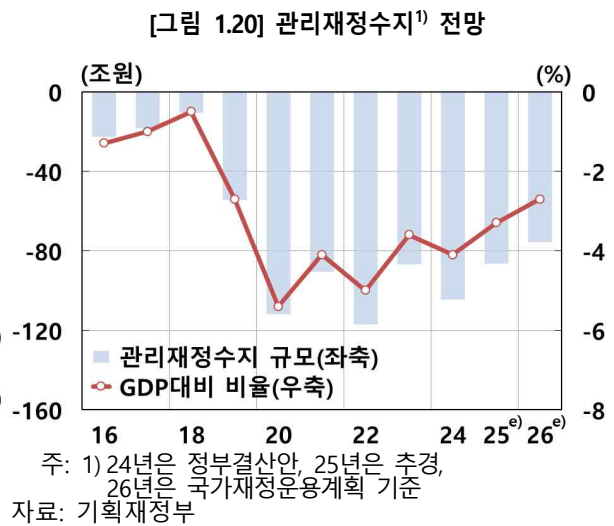
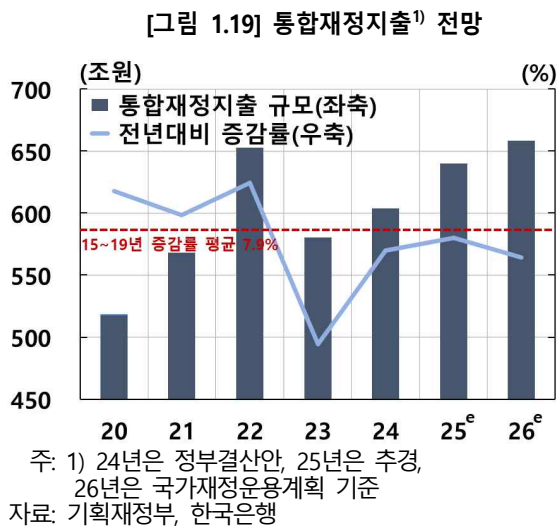
23) 최근 저유가로 인해 다수의 미국 석유업체들은 시추장비 가동을 줄이고 자본지출 예산을 삭감하고 있다. 한편 연준 에너지 설문조사에 따르면 미국 석유업체들의 신규 유정 시추의 평균 손익분기 가격은 65달러/배럴(WTI 기준)로 최근 유가(4.1~5.27일 평균 62달러)보다 높은 수준이다.

대내여건

1.9. 금년중 중앙정부 통합재정지출은 추경으로 인해 당초 예상보다 증가세가 확대될 전망이다. 재정지출은 1/4분기중 전년동기대비 소폭 감소한 이후, 2/4~3/4분기 중심의 추경 집행²⁴⁾으로 당초 예상보다 확대되어 예년 수준에 근접한 증가율을 보일 것으로 예상된다. 향후 전망경로상에는 경기 대응을 위한 추가 대책이 상방리스크로, 기업 실적 악화 등에 따른 세수감소 우려는 하방리스크로 각각 잠재해 있다. 관리재정수지 적자비율GDP대비은 올해 추경에도 불구하고 3% 초중반으로 낮아질 전망이다.

금년 중앙정부 재정지출, 추경으로 증가세 확대

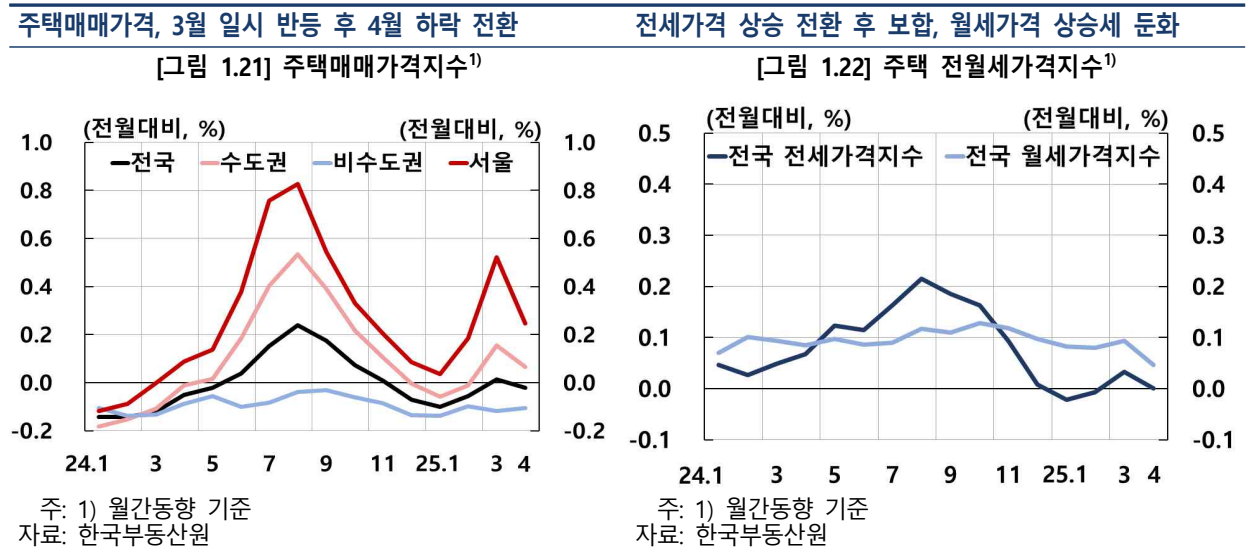
관리재정수지 적자비율, 점차 하락 전망



24) 정부는 13.8조원(재해·재난 대응 3.3조원, 통상 및 AI 지원 4.5조원, 민생 지원 5.1조원 등) 중 12조원을 신속집행 관리대상으로 설정하여 3개월내 70% 수준 집행을 계획하고 있다(기획재정부 보도자료, 25.5.8일).

I. 국내외 여건 및 전망

1.10. 주택매매가격매매가격지수 기준은 비수도권 부진이 지속되는 가운데 서울 일부 지역의 급등세가 정부 안정대책으로 진정되면서, 다시 하락 전환하였다²⁵⁾. 수도권 주택가격은 토지거래허가구역 확대 재지정 등 정부 안정대책²⁶⁾ 3.19일 발표의 영향으로 상승세가 둔화되었다. 비수도권 주택가격은 미분양주택²⁷⁾ 적체 등 공급과잉 해소가 지연됨에 따라 하락세를 지속하였다. 전세가격은 4월 들어 이사철이 마무리되면서 상승에서 보합으로 전환하였으며, 월세가격도 상승폭이 축소되었다.



25) 주간 아파트 매매가격지수는 4월에 하락세를 이어갔으며, 5월 2주차 이후 보합세를 보이고 있다.

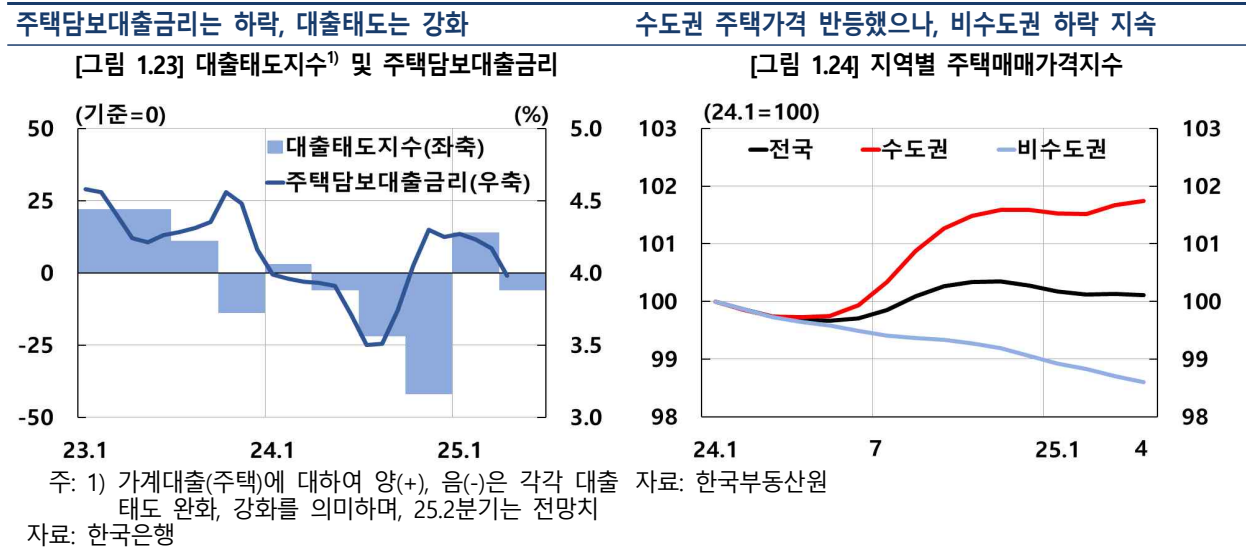
(전주대비, 해당주간(기준일), %)	4.2주 (4.14일)	4.3주 (4.21일)	4.4주 (4.28일)	5.1주 (5.5일)	5.2주 (5.12일)	5.3주 (5.19일)
▶ 전국 아파트 매매가격지수	-0.01	-0.01	-0.02	-0.01	0.00	0.00
▶ 수도권 아파트 매매가격지수	0.02	0.02	0.01	0.02	0.02	0.03
▶ 서울 아파트 매매가격지수	0.08	0.08	0.09	0.08	0.10	0.13
▶ 비수도권 아파트 매매가격지수	-0.04	-0.04	-0.05	-0.03	-0.02	-0.04

자료: 한국부동산원

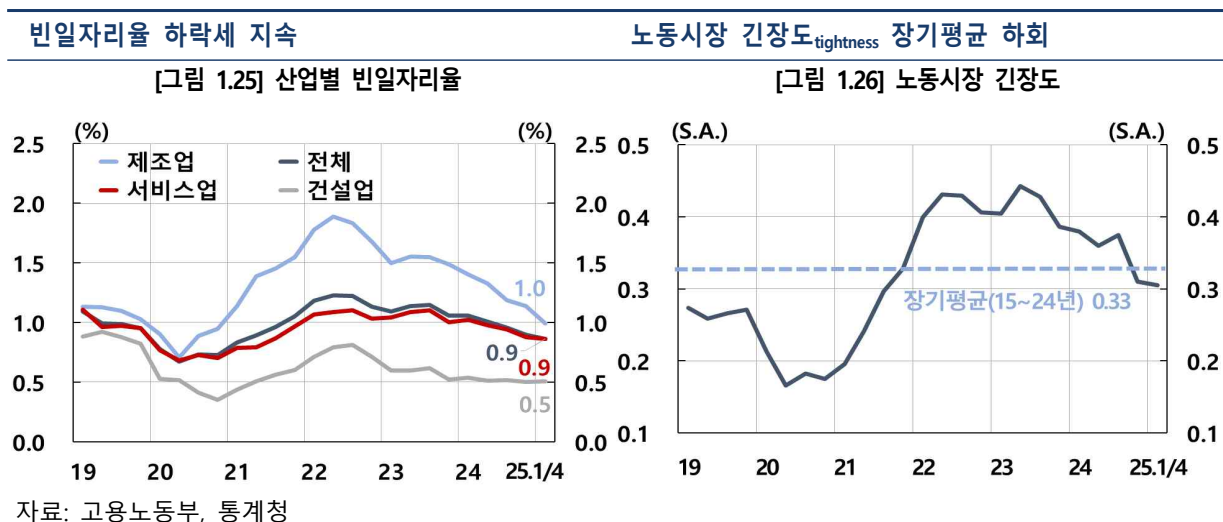
26) 주택시장 안정화 방안(25.3.19, 관계부처 합동)은 강남서초송파용산구에 대한 토지거래허가구역 확대지정, 가계대출 관리 강화, 거래질서 확립, 주택공급 기반 강화 및 시장과열 지속시 규제지역 추가 지정 검토 등의 내용을 포함하고 있다.

27) 25년 3월 비수도권 미분양주택(국토교통부)은 5.2만호 수준으로 22년 12월 이후 5만호를 상회하고 있다.

1.11. 향후 주택가격은 수도권과 비수도권간의 양극화가 지속될 전망이다. 수도권 주택가격은 금융여건 완화, 공급부족 우려 등으로 기조적인 상방 압력을 받겠지만 거시건전성 정책의 영향으로 상승 속도가 완만할 것으로 예상된다. 반면, 비수도권 주택가격은 미분양주택 적체 해소가 지연되면서 개선세가 미약할 전망이다.

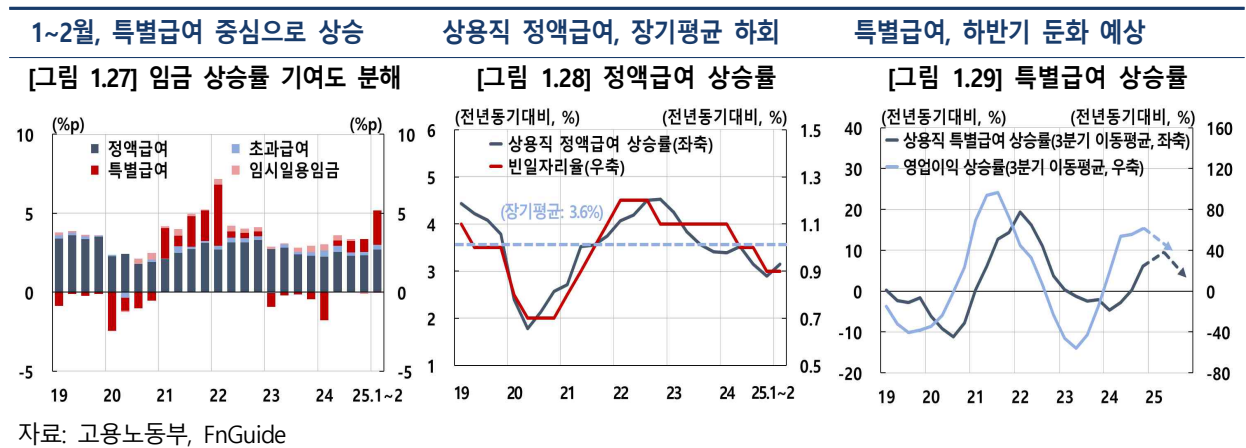


1.12. 임금 여건을 보면, 하방압력이 다소 커진 것으로 판단된다. 정책급여 흐름과 연관성이 큰 빈일자리율은 하락세를 이어가고 있다^[그림1.28]. 특히 건설업에서의 빈일자리율이 매우 낮은 수준에 머물러 있으며 제조업의 경우에는 상대적으로 하락세가 가파르다. 그 결과 노동시장이 타이트한 정도 v/u 비율(빈일자리율/실업률)은 전분기에 이어 2분기 연속 장기평균^{15~24년}, 0.33을 하회하고 있다. 특별급여에 시차^{약 2분기}를 두고 영향을 미치는 기업실적은 美관세정책 영향 등으로 점차 악화될 것으로 판단된다^[그림1.29].



I. 국내외 여건 및 전망

1.13. 임금상승률^{명목}은 상반기중 양호한 수준을 보이다가 하반기에는 美관세정책에 따른 기업실적 악화 영향으로 상당폭 둔화될 전망이다. 금년 1~2월중 명목임금 상승률^{5.1%}은 특별급여를 중심으로 오름폭이 확대되었다. 상용직 정액급여 상승률이 장기평균^{15~24년 3.6%}을 하회하는 흐름을 나타냈음에도 주요 대기업의 성과급 지급 등으로 특별급여가 크게 상승한 데 기인한다. 금년 임금 상승률은 상반기중 양호한 상승률을 보이다가 하반기에는 기업실적 악화 영향이 점차 나타나면서 크게 둔화될 전망이다. 정액급여의 경우, 제조업, 건설업 등의 부진을 감안하면 지난해보다 소폭 낮아질 것으로 예상된다.



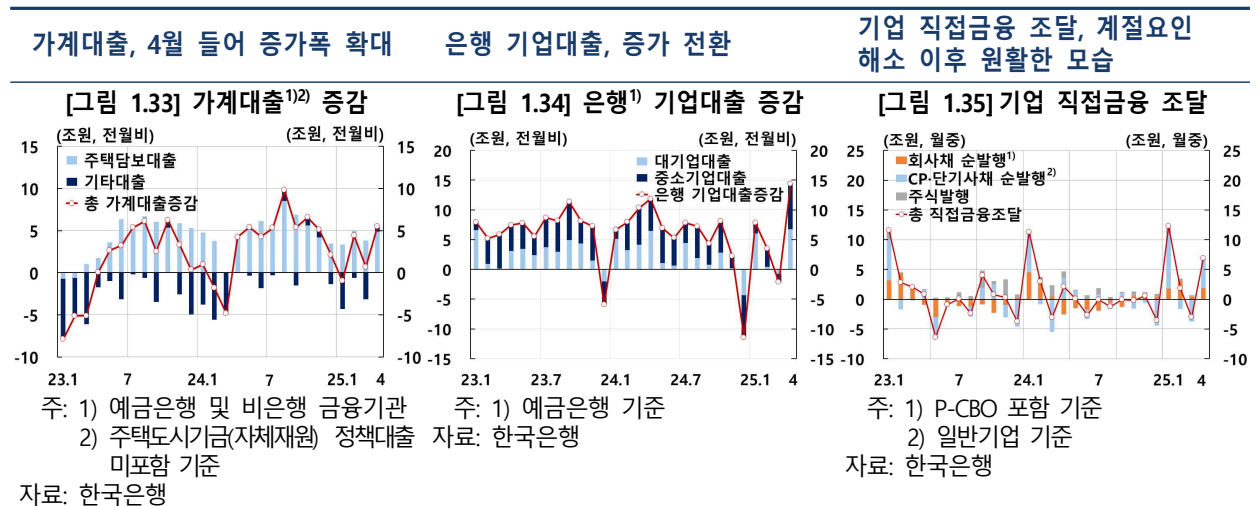
1.14. 지난 2월 전망 이후 장기시장금리는 국내 경기둔화 우려 및 이에 따른 금리인하 기대 강화 등으로 상당폭 하락하였다. 국고채 금리^{3년물}는 좁은 범위에서 등락하다가 3월말 이후 美관세정책 강화에 따른 경기둔화 우려, 외국인의 대규모 국채선물 순매수²⁸⁾ 등으로 2.3% 내외로 하락^{저점 2.25%(5.7일)}하였다. 회사채 신용스프레드는 우량·비우량물 모두 장기평균 수준에서 등락하며 대체로 안정적인 흐름²⁹⁾을 보였다. 다만, 홉플러스 사태 이후 일부 저신용·취약업종 기업의 자금조달 여건이 다소 악화되는 등 신용리스크에 대한 우려가 지속되었다. 주가는 3월말 이후 글로벌 무역분쟁 심화, 경기 및 기업실적 둔화 우려 등으로 큰 폭 조정되었다가 미국과 주요국 간 관세협상 진전 기대 등으로 상당폭 반등하였다. 원/달러 환율은 美예외주의 약화 우려 등에 따른 달러화 약세 전환, 美상호관세 유예 및 美·中 무역협상 진전에 따른 위험회피심리 완화의 영향으로 4월 이후 하락하였다.

28) 외국인 국채선물 순매수(3년, 천계약, 기간중) : 24년 57.6 → 25.2월 20.5 → 3월 -24.8 → 4.1~5.9일 203.0

29) ▶ 회사채 신용스프레드(AA-, 3년물, bp): 24.12월말 68 → 25.2월말 57 → 3월말 55 → 4월말 58 → 5.9일 58(장기평균 51)
 ▶ " (A-, 3년물, bp): " 168 → " 159 → " 157 → " 161 → " 161(장기평균 155)



1.15. 가계대출 및 기업 자금조달은 1/4분기중 둔화세를 이어갔으나 4월 들어서는 증가폭이 확대되었다. 1/4분기 금융권 가계대출은 주택관련대출이 지난해 말 및 연초 주택거래 감소의 영향으로 낮은 증가세를 지속하고, 기타대출이 상여금 유입, 부실채권 매·상각 등 계절요인으로 감소하면서 지난해 하반기 이후의 둔화 흐름이 이어졌다. 그러나 4월 들어 2~3월중 늘어난 주택거래³⁰⁾의 영향이 본격적으로 반영되고 기타대출도 계절요인이 소멸되면서 증가규모가 상당폭 확대되었다. 은행 기업대출도 3월까지 대내외 불확실성에 따른 자금수요 둔화 등 수요 요인과 은행권의 리스크관리 강화 등 공급요인이 맞물리면서 둔화세를 이어갔다. 다만, 4월에는 기업들의 계절적 운전자금 수요³¹⁾, 주요 은행들의 자본비율 관리 부담 완화³²⁾, 미 관세정책 관련 금융지원 등으로 큰 폭 증가하였다. 직접금융시장을 통한 조달의 경우에도 3월에는 기업들의 분기말 재무비율 관리를 위한 단기부채 축소 등으로 순상환되었으나 4월 들어 시장금리 하락, 견조한 투자수요 등으로 증가 전환하였다.



30) ▶ 서울 아파트 매매거래량(천호, 계약일 기준): 24.10월 3.7 → 11월 3.3 → 12월 3.1 → 25.1월 3.3 → 2월 6.2 → 3월 9.4°
 ▶ 전국 주택 매매거래량(만호, 계약일 기준): 24.10월 4.9 → 11월 4.1 → 12월 3.6 → 25.1월 3.3 → 2월 4.8 → 3월 6.4°
 31) 4월중 배당금 지급 및 부가세 납부 관련 자금수요, 분기말 재무비율 관리를 위한 일시상환분 재취급 등 기업들의 계절적 운전자금 수요가 증가하였다.
 32) 주요 금융지주사의 금년 1/4분기말 보통주자본(CET1)비율이 목표 수준으로 관리되면서 계열 은행들이 연초 계획했던 대출목표 달성을 위해 기업대출 취급을 확대하였다.

전망의 주요 전제

▶ 세계경제 성장률(%): 24년 3.3 → 25년 2.7 (0.2 ↓) → 26년 2.7 (0.1 ↓)

- 세계경제는 최근 美-中 관세협상 진전에도 연초보다 높은 수준의 美관세 및 향후 협상 과정의 불확실성 등을 고려하여 25년과 26년을 각각 0.2%p, 0.1%p 하향조정하였다.
- 미국은 관세인상으로 물가오름세가 확대되고 내수모멘텀이 약화될 것으로 예상되어 25년, 26년을 각각 0.5%p, 0.2%p 하향조정하였다. 유로지역은 美관세의 영향에도 통화정책 완화 지속, 내년 이후 재정확대 계획 등을 감안하여 25년은 0.1%p 하향, 26년은 0.1%p 상향조정하였다. 중국은 적극적인 내수진작책이 통상 충격을 상당부분 상쇄할 것으로 평가되어 25년, 26년을 모두 유지하였다.

▶ 세계교역 신장률(%): 24년 3.8 → 25년 2.4 (0.5 ↓) → 26년 2.5 (0.3 ↓)

- 美관세 영향이 본격화되고 높은 통상환경 불확실성으로 기업활동이 크게 제약될 것을 감안하여 25년, 26년을 각각 0.5%p, 0.3%p 하향조정하였다.

▶ 국제유가(Brent유, \$/배럴): 24년 80 → 25년 69 (6 ↓) → 26년 65 (6 ↓)

- 글로벌 수요 둔화, OPEC+ 증산 등을 감안하여 25년, 26년 모두 \$6 하향조정하였다.

	2024	2025 ^{e)}			2026 ^{e)}		
	연간	상반	하반	연간 ³⁾	상반	하반	연간 ³⁾
<전망의 주요 전제>							
세계경제 성장률(%) ¹⁾	3.3	3.0	2.4	2.7 [-0.2]	2.6	2.8	2.7 [-0.1]
• 미국	2.8	2.0	1.3	1.6 [-0.5]	1.7	2.1	1.9 [-0.2]
• 유로지역	0.9	1.1	0.8	0.9 [-0.1]	1.0	1.3	1.2 [+0.1]
• 중국	5.0	4.8	3.7	4.2 [-]	4.0	4.1	4.0 [-]
• 일본	0.2	1.3	0.5	0.9 [-0.2]	0.1	0.6	0.4 [-0.3]
세계교역 신장률(%) ¹⁾	3.8	3.2	1.6	2.4 [-0.5]	1.9	3.2	2.5 [-0.3]
국제유가 ²⁾	80	71	67	69 [-6]	65	65	65 [-6]

주: 1) 전년동기대비 기준 2) 브렌트유 기준, 달러/배럴, 기간 평균 기준 3) []는 25.2월 전제 대비 변화
 자료: 각국 통계청, Bloomberg, 조사국

I. 국내외 여건 및 전망

2. 거시경제 전망

목 차

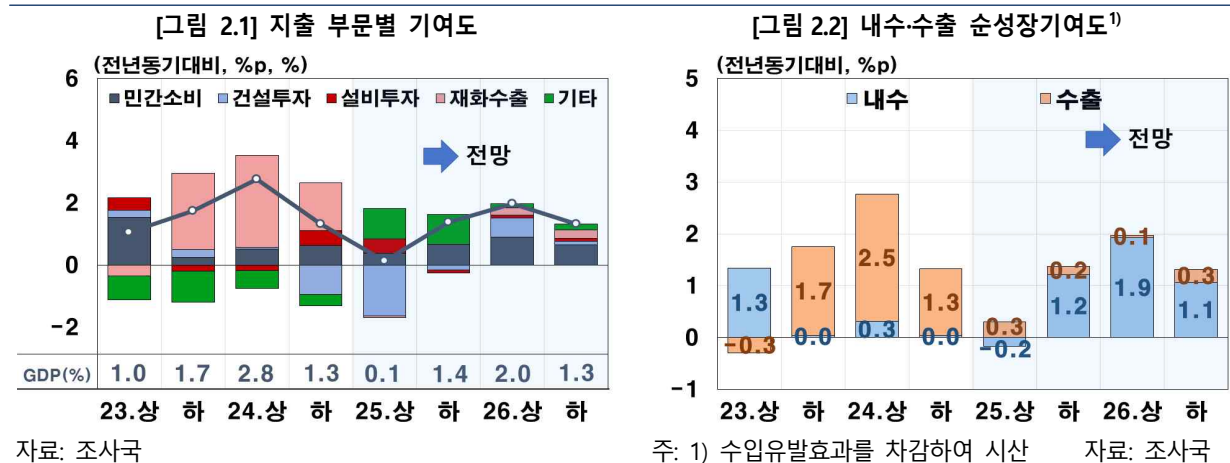
경제성장	18
경상수지	23
물 가	25
고 용	27

2. 거시경제 전망

경제성장

2.1. 금년중 국내경제는 경제심리 회복 지연, 건설경기 침체 등으로 내수 부진이 길어진 데다 통상여건 악화로 수출의 하방압력도 커지면서 2월 전망수준^{1.5%}을 크게 하회하는 0.8% 성장할 것으로 예상된다. 지난 1/4분기중에는 대내외 불확실성으로 경제심리가 위축된 가운데 건설현장 사고, 기상악화, 대형산불 등 일시적 요인까지 겹치면서 역성장^{-0.2%}하였다. 2/4분기에는 정치 불확실성 완화 등으로 반등하겠으나, 건설경기 부진과 더딘 소비회복으로 성장세가 당초 예상을 밑돌 전망이다. 하반기 이후에는 그간의 금리인하와 얼마 전 편성된 추경 효과가 이어지는 가운데 경제심리도 회복되면서 내수가 개선될 것으로 예상된다. 수출의 경우, 상호관세 유예, 미·중 관세협상 등으로 최근 무역긴장이 다소 완화되었으나 여전히 높은 관세율과 협상 과정의 불확실성 등으로 둔화 흐름을 나타낼 전망이다. 내년의 경우 통상환경 악화의 영향이 이어지겠으나 내수를 중심으로 1.6% 성장할 전망이다.

내수는 점차 회복되었으나 수출의 하방압력이 지속되며 낮은 성장세 예상



2.2. 부문별로 보면, 민간소비는 예상보다 부진이 길어졌으나 앞으로는 심리회복, 금융여건 완화 등의 영향으로 점차 개선될 전망이다. 민간소비는 가계소득 개선에도 국내외 불확실성 등으로 심리가 위축됨에 따라 1/4분기중 감소하였다. 카드사용액 등 고빈도 지표의 경우 4월까지도 부진하였으나, 5월 이후 대면서비스^{외식, 여가 등} 중심으로 개선 조짐을 나타내고 있다. 향후 민간소비는 심리가 회복되고 그간의 가계소득 개선 및 금리인하 효과도 나타나면서 점차 나아질 것으로 예상된다. 이에 따라 민간소비 성장률은 금년중 지난 2월 전망^{1.4%}을 밑도는 1.1%를 나타낸 뒤, 내년에는 1.6%로 높아질 전망이다.

심리회복이 지연되며 소비부진 지속

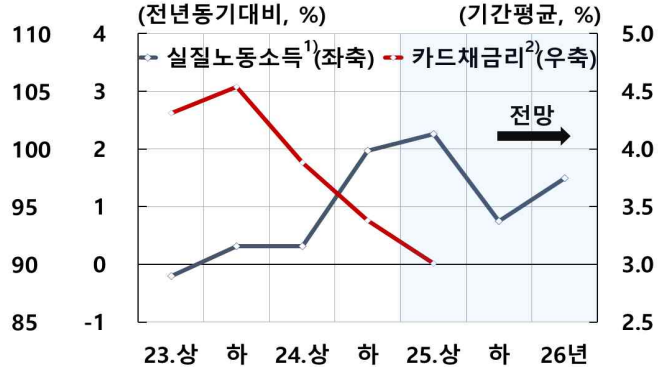
그간의 가계소득과 금융여건 개선은 향후 민간소비의 점진적 회복에 기여할 전망

[그림 2.3] 소비심리 및 카드사용액



주: 1) 실질 기준 점선은 분기평균
25.5월 카드사용액은 5.1~24일 기준
자료: 한국은행

[그림 2.4] 가계 실질노동소득 및 카드채 금리



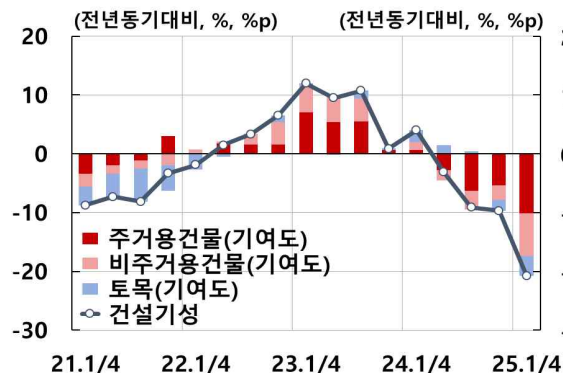
주: 1) '취업자수×1인당평균임금/소비자물가'로 추정
2) 할부금리와 연동, 25년 상반기는 1.1~5.24일 기준
자료: 고용노동부, 통계청, 한국은행, 금융투자협회

2.3. 건설투자는 상반기 큰 폭 부진 영향으로 금년중 감소폭이 크게 확대될 전망이다. 1/4 분기중 건설투자는 그간 누적된 착공 위축의 여파가 지속되고 대내 불확실성 확대로 인한 분양실적 급감, 작업일수 축소 안전관리 강화 등 영향도 가세함에 따라 예상보다 크게 위축되었다. 하반기로 갈수록 금융여건 완화, 심리개선 및 추경으로 부진이 점차 완화 되겠지만, 누적된 지방 주택미분양, 상업용 부동산의 만성적 공실 등의 하방요인으로 개선세는 더딜 전망이다. 이를 종합하면, 건설투자는 금년중 6.1% 감소한 후, 내년에는 2.8% 증가할 전망이다.

건설투자, 건물을 중심으로 감소세 확대

분양물량, 1/4분기 큰 폭 감소 후 점차 개선 전망

[그림 2.5] 공종별 건설기성¹⁾ 기여도



주: 1) 실질금액 기준
자료: 통계청

[그림 2.6] 아파트분양물량¹⁾

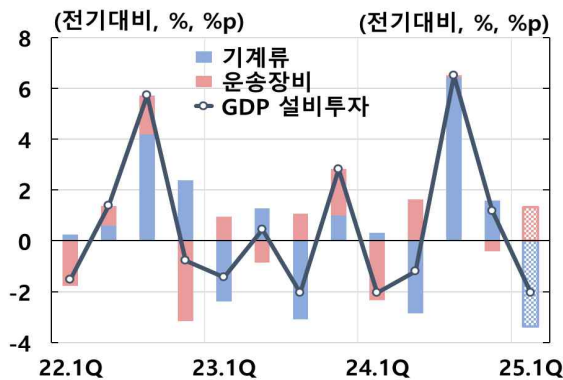


주: 1) 25.5~6월은 계획(25.5.19일 기준)
자료: 부동산114

2.4. 설비투자는 반도체 기업의 투자가 지속되겠으나 통상여건 악화로 비IT 부문 부진이 심화되며, 당초 예상을 하회할 전망이다. 금년 1/4분기중 설비투자는 높은 불확실성에 따른 기업의 투자 지연 등으로 하방압력이 증대되면서 기계류를 중심으로 감소하였다. 금년중 설비투자 흐름을 살펴보면, 기계류는 반도체 기업의 첨단공정 투자가 지속되겠으나 비IT 부문의 부진이 심화되며 증가세가 당초 예상을 하회할 전망이다. 운송장비의 경우, 상반기중 개소세 인하 효과 등으로 법인차 중심의 성장세를 보이다가 하반기부터는 점차 둔화되겠다. 이를 종합하면, 설비투자는 금년중 1.8%, 내년에는 1.0% 증가할 전망이다.

설비투자, 25.1/4분기중 대내외 불확실성 증대 등으로 감소 반도체와 여타 부문간 설비투자_{기계류} 흐름 차별화 심화

[그림 2.7] GDP 설비투자¹⁾ 및 기여도²⁾

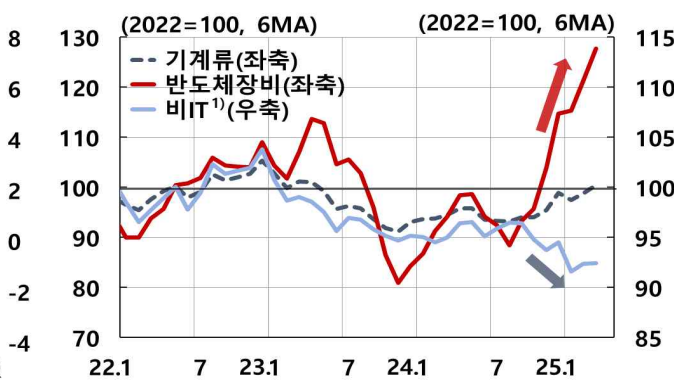


주: 1) GDP 실질금액(계절조정) 기준

2) 25.1/4분기 기계류·운송장비 기여도는 조사국 추정치 기준

자료: 한국은행

[그림 2.8] 부문별 기계류 설비투자지수



주: 1) 일반산업용, 농업·건설·금속 기계류 기준

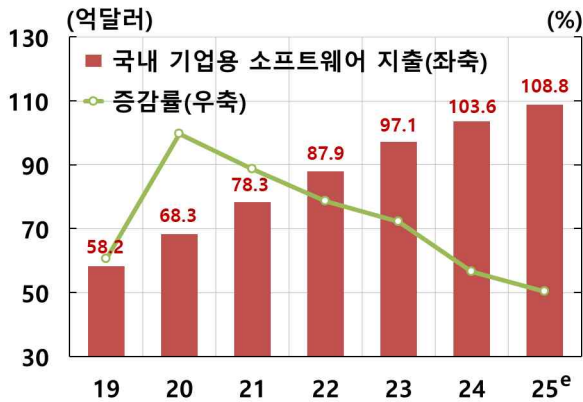
자료: 통계청

2.5. 지식재산생산물_{이하 지재물} 투자는 주요 기업의 연구개발투자 지속과 정부의 예산 확대에 힘입어 성장세를 이어갈 전망이다. 1/4분기중 지재물투자는 주요 기업의 R&D 투자가 양호한 흐름을 지속하였으나, 소프트웨어 등에 대한 투자가 둔화됨에 따라 완만한 성장에 그쳤다. 앞으로 지재물투자는 기업들의 기술경쟁력 강화 노력, 정부의 첨단산업_{AI} 등 투자 촉진 및 연구개발 예산 본격 집행에 힘입어 성장세가 다시 확대될 것으로 예상된다. 그러나 높아진 대외 불확실성은 향후 기업의 투자에 하방리스크 요인이다. 지재물투자는 금년 및 내년중 각각 3.2% 및 2.5% 증가할 전망이다.

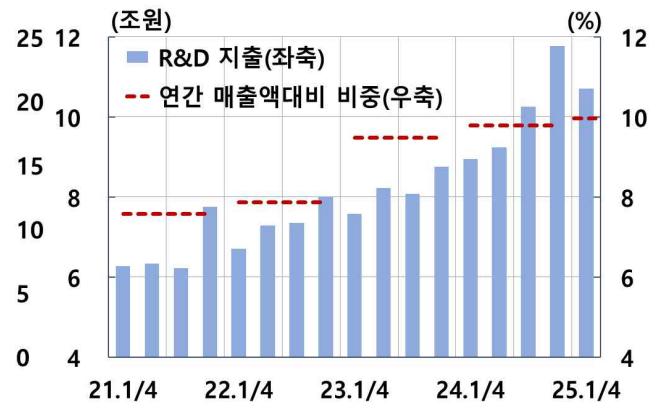
소프트웨어투자 팬데믹 기간 급증 후 증가세 둔화

주요 기업의 연구개발투자 양호한 흐름

[그림 2.9] 국내 기업용 소프트웨어 지출



자료: Gartner

[그림 2.10] 상위 5개기업¹⁾ R&D 지출

주: 1) 연구개발비 지출 기준으로 삼성전자, SK하이닉스, 현대차, 현대모비스, LG전자를 포함

자료: Dart

2.6. 재화수출^{실질GDP 기준}은 강화된 美관세정책의 영향으로 당초 예상에 못 미칠 전망이다³³⁾.

1/4분기 재화수출은 중국과의 경쟁 등으로 비IT부문 부진이 이어진 데다 AI투자 확대에도 불구하고 반도체가 일시 주춤³⁴⁾하면서 전기대비 1.9% 감소하였다. 최근 수출이 선수요^{관세부과 이전} 효과 등으로 반도체를 중심으로 상당폭 개선되었지만, 앞으로는 美관세정책의 영향이 對미수출을 중심으로 점차 뚜렷해지면서 연간으로는 당초 예상을 하회할 전망이다³⁵⁾. 이에 따라 재화수출은 금년 -0.1% 감소하였다가 내년에는 소폭^{0.7%} 증가할 것으로 예상된다. 재화수입^{실질GDP 기준}도 내수회복 지연과 수출여건 악화의 영향으로 금년과 내년 증가율이 모두 지난 전망보다 낮은 0.2%와 1.5%를 나타낼 전망이다.

33) 美관세정책이 우리 수출에 미치는 구체적인 영향에 대해서는 [BOX 1] 美관세정책이 우리 품목별 수출에 미치는 영향을 참조하기 바란다.

34) 1/4분기 국내 주요 제조사에 대한 HBM3E 수요가 25.2/4분기 이후 출하 예정인 개선 제품으로 이연됨에 따라 1/4분기 중 일시적인 수요 공백이 발생한 것으로 판단된다.

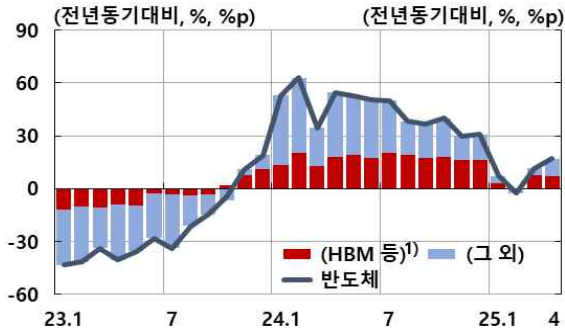
35) 對미수출은 일평균 기준 4월부터 큰 폭의 감소세를 이어가고 있는데, 이는 상당부분 지난해 호조에 따른 저효과와 국내 업체의 전기차 현지화 진전 등에 기인한 것으로 관세부과에 따른 對미수출의 영향이 아직까지는 본격적으로 나타나지 않은 것으로 판단된다.

I. 국내외 여건 및 전망

반도체 수출은 연초 부진에서 개선

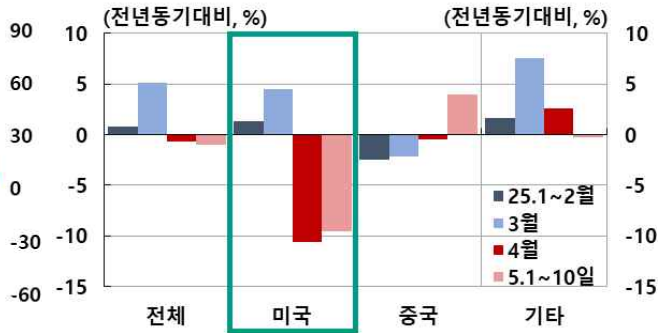
4월부터 對미수출 일평균 기준 감소세

[그림 2.11] 반도체 수출금액 증가율 분해



주: 1) 복합구조칩 메모리(HS코드 8542.32.3000) 기준
자료: 관세청

[그림 2.12] 지역별 일평균 수출금액

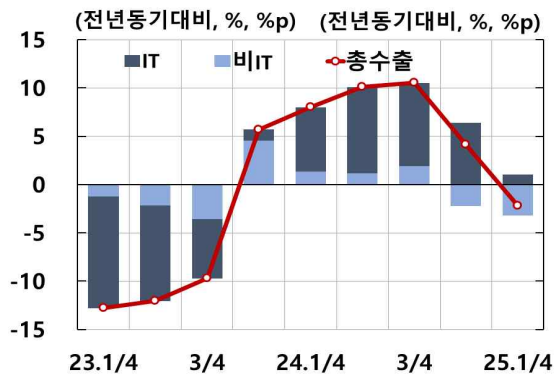


자료: 관세청

2.7. 금년중 통관수출 명목금액, 전년동기대비 **을 품목별로 살펴보면, 반도체·선박을 제외한 대부분의 품목이 감소할 것으로 예상된다.** 올해 1/4분기중 통관수출은 비IT부문의 부진이 지속된 데다 반도체도 일시적 요인으로 증가세가 크게 둔화되면서 2.2% 감소하였다. 하반기로 갈수록 美관세인상의 영향이 본격화되고 유가도 낮아짐에 따라 수출 감소폭이 확대될 전망이다. 특히 對미수출 비중이 높은 자동차, 철강·금속은 고율의 품목관세가 적용되어 부진이 심화되겠으며, 석유제품·화학품도 유가하락으로 기존 전망보다 감소폭이 확대될 것으로 예상된다. 반도체는 양호한 AI투자에 힘입어 증가세를 지속하겠으나 미국의 관세부과, 경쟁 심화 등으로 당초 예상보다 증가폭은 축소될 전망이다. 향후 통관수출은 무역협상 전개양상, 관세정책에 대한 우리 기업의 대응방식 등에 크게 영향을 받을 것이다. **통관수입** 명목금액, 전년동기대비 **은 유가하락의 영향 등으로 감소할 전망이다.**

통관수출, 1/4분기중 IT품목 증가세 둔화된 가운데 비IT품목 중심으로 감소

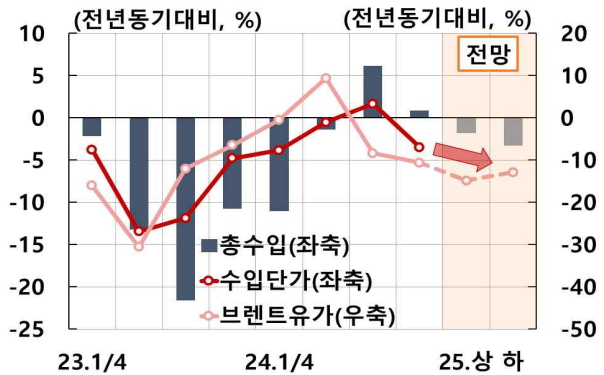
[그림 2.13] 통관수출 부문별 기여도



자료: 관세청

통관수입, 국제유가 하락 등으로 감소세 지속 전망

[그림 2.14] 통관수입 금액·단가 및 국제유가



자료: 관세청, 한국은행

<경제성장 전망¹⁾>

(전년동기대비, %)

	2024	2025 ^{e)}			2026 ^{e)}		
	연간	상반	하반	연간	상반	하반	연간
GDP 성장률 ¹⁾	2.0	0.1	1.4	0.8	2.0	1.3	1.6
		<0.8>	<2.2>	<1.5>	<2.2>	<1.4>	<1.8>
• 민간소비	1.1	0.8	1.4	1.1	1.8	1.3	1.6
		<1.0>	<1.7>	<1.4>	<2.0>	<1.6>	<1.8>
• 건설투자	-3.0	-11.3	-1.1	-6.1	4.9	0.9	2.8
		<-6.7>	<1.1>	<-2.8>	<2.9>	<2.2>	<2.5>
• 설비투자	1.6	4.9	-1.0	1.8	1.0	0.9	1.0
		<5.7>	<-0.2>	<2.6>	<1.9>	<2.1>	<2.0>
• 지식재산생산물투자	0.7	1.4	4.8	3.2	3.7	1.4	2.5
		<2.5>	<4.9>	<3.7>	<3.4>	<2.9>	<3.1>
• 재화수출	6.3	-0.1	0.0	-0.1	0.6	0.8	0.7
		<0.7>	<1.2>	<0.9>	<1.2>	<0.5>	<0.8>
• 재화수입	1.2	0.8	-0.3	0.2	1.8	1.3	1.5
		<2.0>	<0.2>	<1.1>	<1.7>	<2.1>	<1.9>

주: 1) < >내는 2025.2월 전망 기준

자료: 조사국

경상수지

2.8. 경상수지는 수출여건 악화에도 불구하고 예상보다 낮은 유가와 더딘 내수회복의 영향으로 기존 전망보다 흑자폭이 확대될 전망이다. 1/4분기중 경상수지는 통관 수입이 수출에 비해 당초 예상보다 더 큰 감소폭을 보이고, 본원소득수지가 높은 수준의 흑자³⁶⁾를 유지함에 따라 흑자규모가 2월 전망을 크게 상회하였다. 앞으로 상품수지는 통상여건 악화로 수출이 부진하겠으나 유가하락, 더딘 내수회복 등으로 수입 감소폭도 확대되면서 상당 규모의 흑자기조를 이어갈 전망이다. 본원소득수지는 내국인 해외증권투자의 증가 흐름을 감안할 때 배당소득을 중심으로 흑자규모가 기존 전망보다 늘어날 것으로 예상된다. 이에 따라 올해와 내년 경상수지 흑자규모는 각각 820억달러, 720억달러를 나타낼 전망이다. 다만 미국과의 협상 과정에서 對미 수입 확대 가능성 등은 경상수지 하방리스크 요인이다.

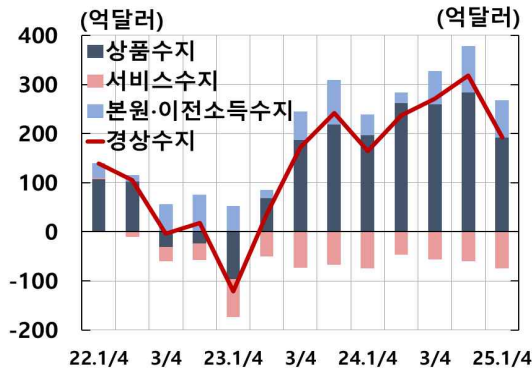
36) 금년 1/4분기중 본원소득수지 흑자규모는 85억달러로 2024년 4/4분기(105억달러), 2023년 4/4분기(104억달러)에 이어 역대 3위 수준이다.

I. 국내외 여건 및 전망

경상수지, 상품수지를 중심으로 높은 수준의 흑자 지속

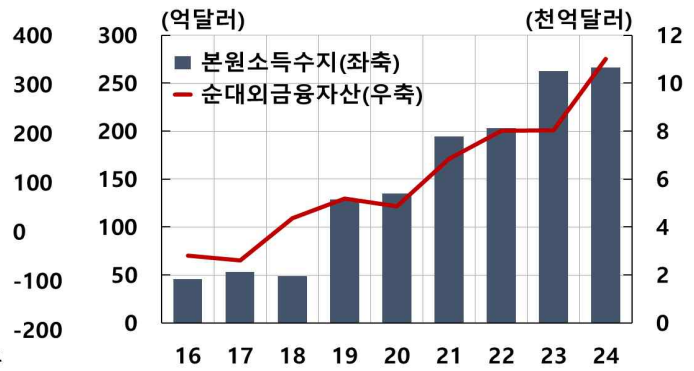
본원소득수지, 순대외금융자산이 증가하면서 흑자폭 확대

[그림 2.15] 경상수지



자료: 한국은행

[그림 2.16] 본원소득수지



자료: 한국은행

<경상수지 전망¹⁾>

(억달러, %)

	2024	2025 ^{e)}		2026 ^{e)}			
	연간	상반	하반	연간	상반	하반	연간
경상수지	990	378	441	820	316	405	720
		<285>	<465>	<750>	<296>	<404>	<700>
• 상품수지	1,001	411	434	846	376	415	791
		<351>	<450>	<801>	<371>	<411>	<781>
수출(통관) ²⁾	6,836	3,272	3,369	6,641	3,299	3,404	6,703
	(8.1)	(-2.3)	(-3.4)	(-2.9)	(0.8)	(1.0)	(0.9)
수입(통관) ²⁾	6,318	3,064	3,093	6,157	3,094	3,155	6,249
	(-1.7)	(-1.8)	(-3.3)	(-2.5)	(1.0)	(2.0)	(1.5)
• 서비스수지	-237	-124	-133	-256	-139	-137	-276
		<-120>	<-127>	<-246>	<-133>	<-133>	<-266>
• 본원·이전소득수지	226	91	139	230	78	127	205
		<54>	<142>	<196>	<58>	<127>	<185>

주: 1) < >내는 2025.2월 전망 기준

2) ()내는 전년동기대비 증가율

자료: 조사국

물가

2.9. 소비자물가 상승률은 국제유가 하락에도 가공식품 및 일부 서비스가격의 오름폭이 확대되면서 4월중 2%대 초반 전년동월대비 2.1% 수준을 지속하였다. 석유류가격은 국제유가 하락으로 5개월 만에 하락 전환하였다. 농축수산물가격은 농산물가격 하락에도 축·수산물 상승폭이 높아져 오름세가 확대되었다. 가공식품가격도 주요 제품 가격 인상이 이어지면서 상승세를 지속했다. 근원물가¹⁾ 식료품·에너지 제외 상승률은 낮은 수요 압력에도 불구하고 일부 서비스가격이 상승하면서 2.1%로 소폭 높아졌다.

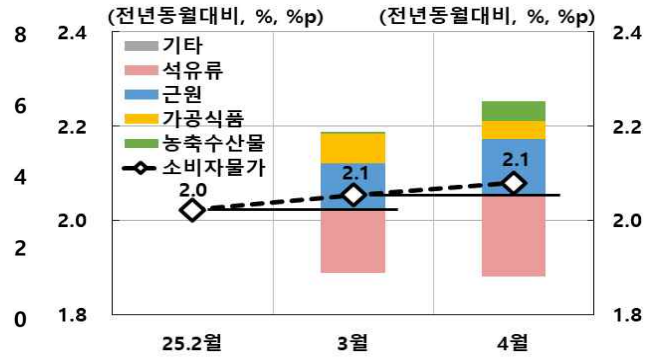
소비자물가 상승률은 2%대 초반 수준 지속

[그림 2.17] 소비자물가 및 근원물가



자료: 통계청

[그림 2.18] 월별 상승률 기여도 차이 분해

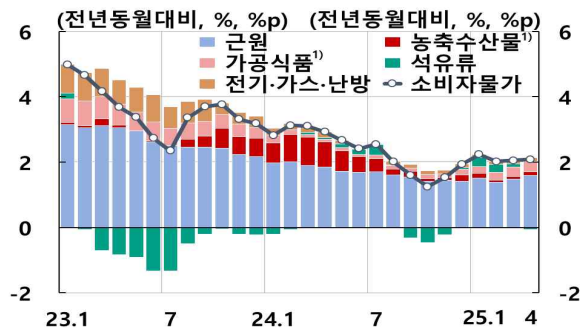


자료: 통계청, 조사국

2.10. 일반인 기대인플레이션^{향후 1년}은 지난해 하반기 이후 2%대 후반 수준을 지속하다 5월 소폭 하락하였다. 전문가 장기 기대인플레이션^{5년앞}은 2%를 소폭 하회하는 수준에서 유지되고 있다³⁷⁾.

일부 서비스 및 가공식품가격은 상승, 석유류가격은 하락 전환

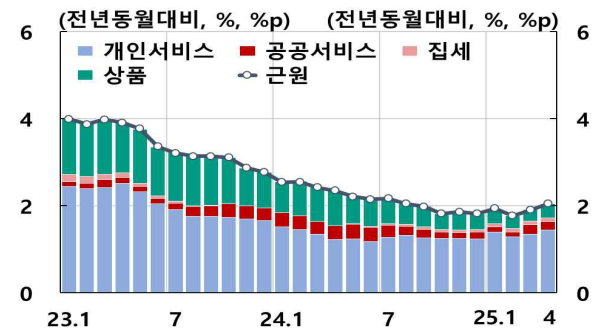
[그림 2.19] 소비자물가 상승률 및 기여도



주: 1) 근원품목 제외

자료: 통계청, 조사국

[그림 2.20] 근원물가 상승률 및 기여도



자료: 통계청, 조사국

37) (%)	24.6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	25.1월	2월	3월	4월	5월
▶ BOK일반인(향후1년)	3.0	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	2.9	2.8	2.7	2.7	2.8	2.6
▶ Consensus전문가(5년앞)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8

I. 국내외 여건 및 전망

2.11. 금년중 소비자물가 상승률은 가공식품 및 일부 서비스가격 인상 움직임에 따른 상방요인과 낮은 수요압력, 국제유가 하락 등의 하방요인이 상쇄되면서 지난 전망과 동일한 1.9%로 예상된다. 근원물가는 지난 전망치^{1.8%}를 소폭 상회하는 1.9%로 전망된다. 상반기 중 일부 가공식품 및 서비스^{외식, 대학등록금 등} 가격이 인상되었으나, 2월 전망 이후 국제유가³⁸⁾가 하락하고 수요압력이 약화된 점은 물가 상승압력을 낮추는 요인이다. 앞으로 소비자물가 상승률은 2/4분기중 2% 근방에서 움직이다가 하반기부터 1%대 후반 수준으로 낮아질 전망이다.

소비자물가는 목표 수준 근방에서 안정될 전망

[그림 2.21] 소비자물가 상승률 전망



자료: 통계청, 조사국

[그림 2.22] 근원물가 상승률 전망



자료: 통계청, 조사국

<물가 전망¹⁾>

	2024		2025 ^{e)}		2026 ^{e)}	
	연간	상반	하반	연간	상반	하반
소비자물가 상승률	2.3	2.1	1.8	1.9	1.7	1.9
		<2.0>	<1.9>	<1.9>	<1.9>	<1.9>
• 근원물가 ²⁾	2.2	1.9	1.8	1.9	1.8	1.8
		<1.8>	<1.8>	<1.8>	<1.9>	<1.9>

주: 1) < >내는 2025.2월 전망 기준

2) 식료품·에너지 제외 기준

자료: 조사국

38) (기간중 평균) 24.3월 4월 12월 25.1월 2월 3월 4월 5.1~28일
 ▶ 두바이유(달러/배럴) 84.7 89.4 73.3 80.1 75.0 71.7 66.9 63.0
 ▶ 휘발유(원/리터) 1,639.1 1,687.8 1,653.6 1,709.3 1,728.3 1,688.9 1,646.7 1,637.0

고용

2.12. 최근 고용은 부진한 것으로 평가된다. 취업자수 증가규모는 10만명대 중후반의 증가세를 나타내고 있으나 민간일자리 공공행정·보건복지 제외는 감소세를 지속하고 있다. 산업별로는 공공행정·보건복지 일자리가 큰 폭의 증가세를 이어간 반면 건설업과 제조업은 부진을 지속하였다. 연령별·성별로는, 고령층과 여성이 고용 증가를 주도하고 있다. 청년층 고용은 4월 들어 고용률이 소폭 반등하는 등 개선조짐을 나타냈으나 전반적으로 지난해에 비해 부진한 것으로 판단된다.

취업자수 증가폭, 10만명대 중후반 수준

공공·보건복지 제외시 부진한 흐름

[그림 2.23] 취업자수 증감



자료: 통계청

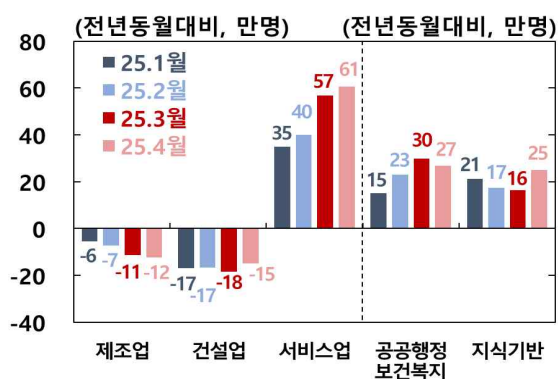
[그림 2.24] 실업률 및 고용률



자료: 통계청

건설, 제조업 등 부진 지속

청년층 고용 부진 지속

[그림 2.25] 산업별 취업자수¹⁾

주: 1) 지식기반: 정보통신, 전문과학기술, 금융보험
자료: 통계청

[그림 2.26] 청년층 고용률 및 실업률



자료: 통계청

I. 국내외 여건 및 전망

2.13. 고용의 질은 악화되었다. 최근 고용의 질은 저임금·단시간 일자리 증가 영향으로 악화되고 있다. 먼저 비자발적 36시간 미만 근로자가 지난해 하반기 이후 전년동월대비 증가 흐름을 나타내었다. 그리고 취업자수 증감을 저임금 근로자 시간당 급여 1만원 미만 비중을 기준으로 분해해 보면, 저임금 근로자 비중이 가장 높은 부문^{80~100%}이 고용 증가세를 주도하고 있다. 앞으로도 당분간 저임금·비자발적 근로시간 부족 근로자 증가세가 지속될 것으로 예상된다.

단시간 일자리, 증가세 지속

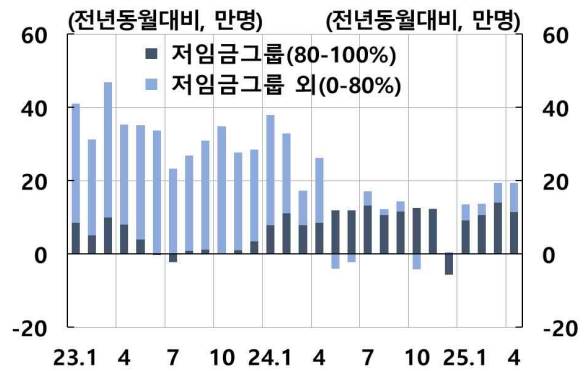
[그림 2.27] 비자발적 단시간 근로자¹⁾ 증감



주: 1) 주된 업무 취업시간이 36시간 미만인 근로자
자료: 경제활동인구조사, 저자 계산

최근 고용 증가세, 저임금 부문이 주도

[그림 2.28] 저임금 근로자 비중별 취업자수 증감¹⁾²⁾



주: 1) 산업X기업규모X직업의 567개 cell을 만들고 cell내 저임금 근로자 비중을 바탕으로 2그룹으로 분류
2) 시간당 급여가 만원 미만(2024년 최저임금 시간당 9,860원)인 근로자를 저임금 근로자로 식별
자료: 경제활동인구조사, 근로형태별 부가조사, 저자 계산

2.14. 금년중 취업자수 증가규모는 12만명으로 2월 전망^{+10만명}을 다소 상회할 전망이다. 건설경기 침체, 美관세정책 영향 등으로 제조업과 건설업의 고용 감소가 지속되겠으나, 정부 일자리대책에 힘입어 공공행정·보건복지 증가세가 예상을 웃돌면서 지난 2월 전망^{+10만명}을 다소 상회할 전망이다. 향후 고용전망 경로상에는 일부 기업의 회생신청 등이 불안 요인으로 잠재해 있다.

<고용 전망²⁾>

(만명, %)

	2024	2025 ^{e)}		2026 ^{e)}		
	연간	상반	하반	연간	상반	하반
취업자수 증감 ¹⁾	16	15	9	12	10	11
		<9>	<11>	<10>	<12>	<10>
실업률	2.8	3.1	2.7	2.9	3.2	2.7
		<3.2>	<2.7>	<2.9>	<3.1>	<2.7>
(S.A.)	-	2.8	3.0	2.9	2.9	3.0
고용률 ³⁾	62.7	62.6	62.9	62.7	62.5	62.9
	[69.5]	[69.5]	[69.9]	[69.7]	[69.6]	[70.1]

주: 1) 전년동기대비 2) < >는 2025.2월 전망 기준 3) 15세 이상, []내는 15~64세(OECD 기준)
자료: 조사국

FYI 한눈에 보는 고용상황: 거미줄 차트(spider chart)

최근 고용상황은 일부 양적인 지표만으로 평가하기 곤란하다. 고용시장의 양적 지표는 나쁘지 않지만 단시간·저임금 일자리가 고용 증가세를 견인하고 있고 산업별·연령별로 양극화도 뚜렷하기 때문이다. 노동시장 상황을 나타내는 신호가 서로 상반된 mixed signal 경우에는 취업자, 실업률과 같은 주지표뿐 아니라 다양한 지표를 함께 살펴보는 것이 노동시장 상황을 이해하는 데 도움이 된다(Gilchrist and Hobijn(2021)).

이에 애들랜타 연준 Higgs(2016)과 ECB Botelho and Silva(2019)에서 활용하고 있는 거미줄 차트를 통해 최근 고용상황을 평가해 보았다. 활용한 지표는 총 24개이며, 이해를 돕기 위해 각 지표를 1)고용의 양과 2)질, 3)취약부문 청년층, 4)노동시장 슬랙(slack), 5)노동이동(labor flow), 6)임금 등 6개의 영역으로 구분하였다³⁹⁾.

각 지표가 차트에 표시된 위치는 15.1월~25.4월중 해당 지표가 어느 백분위값에 있는지를 나타낸다. 모든 지표는 계절조정된 후 추세를 제거 HP-filter 등하고 표준화하였다^[표 1]. 거미줄 차트에서 안쪽의 작은 원부터 0%(최솟값), 25%, 50%, 75%, 100%(최댓값)를 나타낸다. 고용의 질 지표, 실업률 등은 값이 작을수록 더 양호하기 때문에 지수의 방향을 반대로 하여 모든 수치는 바깥으로 확장될수록 양호한 상황을 나타낸다. 예를 들어 25.1/4분기 실업률은 지난 10년중 상위 25%에 해당하는 높은 상태라고 평가할 수 있다^[그림 1].

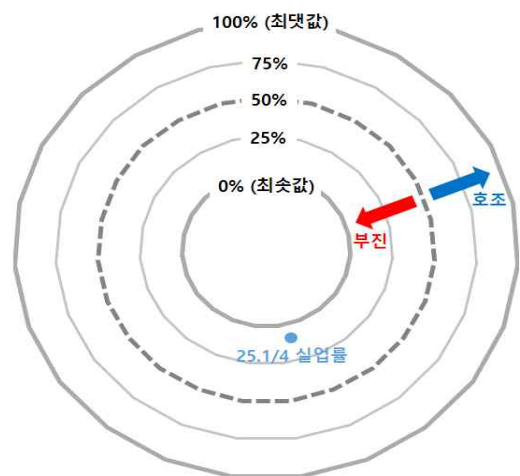
거미줄 차트는 노동시장 상황을 한눈에 파악할 수 있고 차트의 모양에 따라 양극화 또는 취약성 정도를 간접적으로 파악할 수 있다는 장점이 있다. 여러 시점을 동시에 비교하는 것도 가능하다. 그러나 세부지표의 선정 및 영역 구분이 임의적일 수 있는 점, 추세를 제거함에 따라 원지표와 해석이 달라질 수 있는 점, 분석기간에 따라 세부지표의 위치 percentile가 달라지고 그로 인해 차트 모양도 달라질 수 있는 점 등에 유의하며 해석하여야 한다.

[표 1] 거미줄 차트의 구성 지표

	세부지표(24개) ¹⁾
고용의 양 (4개)	취업자수, 민간 취업자수(공공·보건복지 제외), 임금가중 취업자수 ²⁾ , 고용률
고용의 질 (4개)	임시·일용직 비중*, 단시간(18시간 미만) 근무자 비중*, 영세업체(5인 미만) 취업자 비중*, 단순노무·서비스·기능원 비중*
취약계층 (청년층, 3개)	청년층 고용률, 청년층 실업률*, 청년층 쉬었음 인구*
노동시장 슬랙(slack) (6개)	실업률*, 노동시장 긴장도 tightness, 시간관련추가취업가능자*, 잠재구직자*, 구직기간*, 실업급여 청구건수*
노동이동 (4개)	경활률 비경활→경활, 자발적 이직률 취업자→취업자, 실직률 취업자→실업자*, 취직률 실업자→취업자
임금 (3개)	명목임금 상승률, 정액급여 상승률, 시간당임금 상승률

주: 1) 별표는 (-1)을 곱하여 방향을 반대로 계산한 지표
2) 산업별×기업규모별×중상위 지위별로 68개 그룹을 설정하고 그룹별 임금 수준(24년)을 가중치로 하여 산출

[그림 1] 거미줄 차트 개요



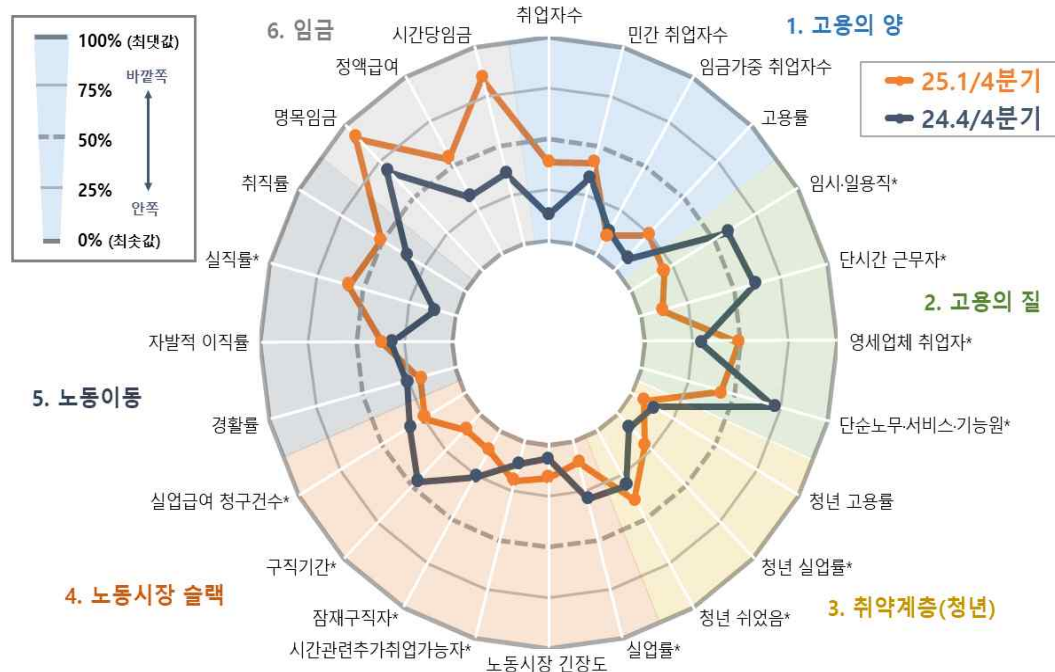
39) 거미줄 차트 작성에 포함되는 세부지표 선정이나 영역 구분에 명확한 기준이 있는 것은 아니며, 각국 노동시장의 구조와 시점에 따라 조정될 수 있다.

I. 국내외 여건 및 전망

거미줄 차트를 통해 평가해 보면, 최근^{25.1/4} 고용상황은 부진한 것으로 평가할 수 있다. 상당수의 지표가 중윗값^{50%}보다 아래에 위치해 있으며, 특히 청년 고용은 부진 정도가 심한 것으로 평가된다^[그림 2]. 세부적으로 살펴보면, ¹고용의 양은 정부 일자리 대책에 힘입어 중윗값에 근접한 수준이다. 다만, 임금가중 취업자수는 이보다 훨씬 낮은 11%에 위치해 있어 최근 고용은 임금 수준이 낮은 부문 위주로 증가하고 있음을 시사한다⁴⁰⁾. ²고용의 질은 임시일용직과 단시간 근무자^{18시간 미만}가 25% 이하에 위치해 있으며, ³청년층 고용률은 분석기간중 가장 부진한 수준에 근접해 있다. ⁴노동시장 슬랙 지표들은 대체로 25% 이하 수준에 위치하고 있으며, 이는 노동시장내 유휴인력이 상당함을 시사한다. 추가취업을 희망하는 36시간 미만 근로자^{시간관련추가취업가능자}와 근로를 희망하는 비경제활동인구^{잠재구직자}도 많아졌다. ⁵노동이동 지표를 통해 가계·기업의 경제상황에 대한 인식을 간접적으로 파악할 수 있는데, 가계의 경제활동 참가가 25% 이하에 위치해 있고, 자발적 이직률은 중윗값 이하에 머물러 있는 점을 고려하면 근로자들의 인식이 부정적인 것으로 추정된다. ⁶명목임금은 지난해 실적에 기반한 특별급여가 크게 증가하면서 분포에서 매우 높은 수준을 보였다.

거미줄 차트의 전반적인 모양을 보면, 지난해 4/4분기에 비해 불균등하다. 고용의 양과 임금은 개선되었으나, 그 외 다수 지표들은 나빠진 것으로 평가된다. 특히 고용의 질은 단시간, 임시일용 근로자가 늘면서 전반적으로 악화되었으며, 노동시장 슬랙에서 실직자 구직기간이 크게 악화된 것으로 보아 미스매치가 심화된 것으로 판단된다. 실직률이 일부 개선된 것은 작년 4/4분기중 예상보다 빨리 종료되었던 정부 직접일자리 사업이 금년초 재개된 데 기인한다.

[그림 2] 노동시장 거미줄 차트¹⁾²⁾



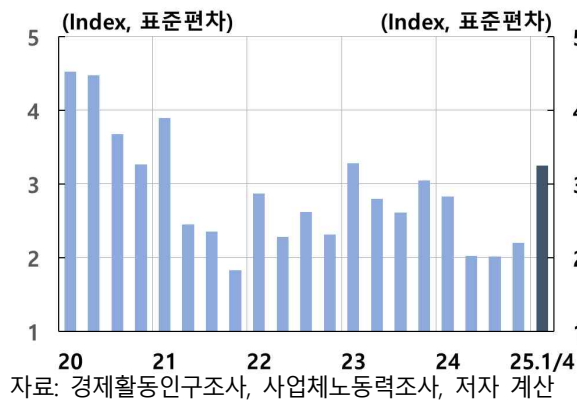
주: 1) 별표는 (-)을 곱하여 방향을 반대로 계산한 지표에 해당 2) 25.1/4분기 임금은 1~2월 기준
 자료: 경제활동인구조사, 사업체노동력조사, 저자 계산

이처럼 최근 고용시장은 전반적으로 부진한 가운데 일부 지표들이 전반적인 노동시장 상황과 반대되는 움직임을 보이고 있다.

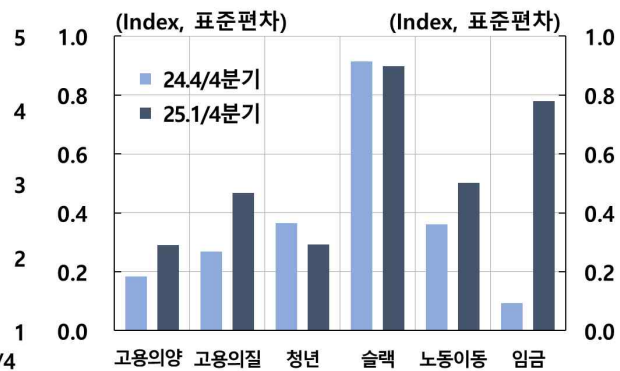
그렇다면 노동시장 지표들이 엇갈린 정도는 어느 정도이며, 최근 확대된 이유는 무엇일까? 이를 파악하기 위해 우선 주성분 분석^{Principal Component Analysis, PCA}을 이용하여 지표들의 공통된 움직임^{common factor}을 추정한 후, 공통요인으로 설명되지 않는 오차를 이용하여 비동조성^{decoupling} 지수를 산출하였다^{그림 3}. 비동조성 지수는 세부지표들이 공통요인과 다르게 움직일수록 높아지게 된다⁴¹⁾.

금년 1/4분기 비동조성 지수는 지난 4/4분기에 비해 크게 확대되었다. 이는 임금이 성과급의 지급시차로 인해 노동시장 전반의 상황과 달리 매우 양호했던 데 주로 기인한다. 이에 더하여 정부일자리와 저임금·단시간 중심으로 고용이 늘어남에 따라 고용의 양은 노동시장 전반적인 상황보다 양호하게 나타난 반면 고용의 질은 더 부진하였던 점도 비동조성을 키우는 요인이었다^{그림 4}.

[그림 3] 비동조성 지수



[그림 4] 비동조성 요인별 기여도



40) 고용의 질 영역에서 단시간 근무자 비중이 역사적으로 매우 높은 상황이라는 점도 단시간 일자리가 최근 고용의 양적 증가를 주도하고 있음을 간접적으로 나타내고 있다.

41) 팬데믹과 같이 부문별로 불균등한^{uneven} 충격이 발생했을 때 확대되는 경향이 있으며 경제상황이 급변하거나 정책·제도의 영향이 크게 작용하는 시기에도 확대될 수 있다.

여 백

I. 국내외 여건 및 전망

3. 전망의 리스크 평가

목 차

주요 리스크 요인	34
시장의 전망 분포	34
시나리오 분석	35

3. 전망의 리스크 평가

주요 리스크 요인

3.1. 향후 성장경로에는 무역협상 전개양상, 경제심리 회복속도, 글로벌 금융시장 상황과 관련한 불확실성이 높다. 물가의 경우 최근 높은 변동성을 보이고 있는 유가와 환율의 움직임에 크게 영향받을 것으로 예상된다.

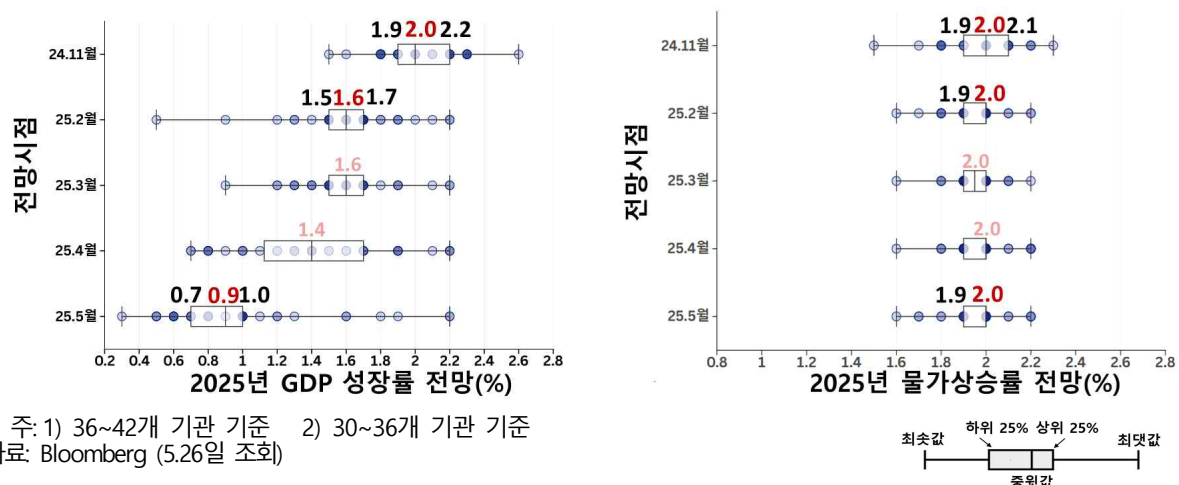
	상방리스크	하방리스크
성 장	■ 글로벌 무역갈등 추가 완화 ■ 정치 불확실성 완화로 인한 심리의 빠른 개선 ■ 정부의 경기부양책	■ 주요국 통상갈등 재부각 및 불확실성 장기화 ■ 글로벌 금융시장 불안 ■ 건설부문의 구조적·경기적 둔화 지속
물 가	■ 기업들의 가격인상 움직임 ■ 이상기후에 따른 농산물가격 상승	■ 수요측 물가압력 약화 ■ 정부의 물가안정 대책

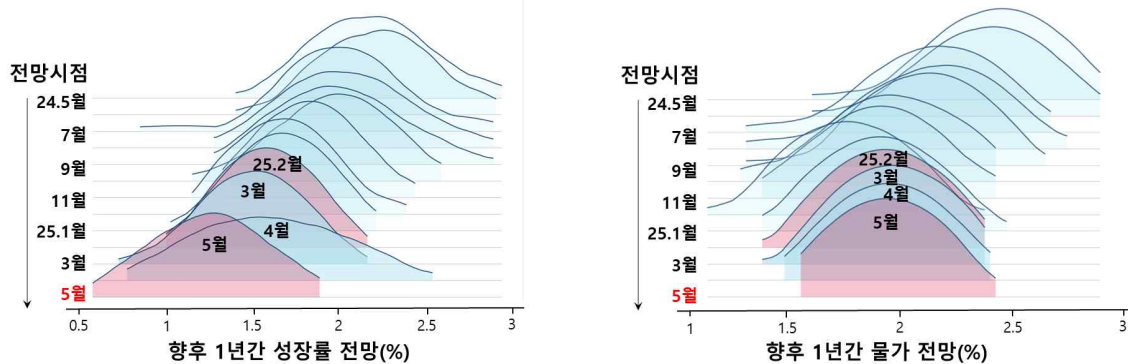
시장의 전망 분포

3.2. 주요 예측기관의 올해 국내 성장 전망은 2월 전망 시점과 비교하여 큰 폭 하향 조정되었으며 물가 전망은 유지되었다. 구체적으로 IB투자은행 등 시장참가자들의 25년 국내 성장률 전망 중위값과 하위 25% 값은 각각 0.9%, 0.7%로 2월 전망 1.6%, 1.5%보다 각각 0.7%p, 0.8%p 하락하였다. 소비자물가 상승률의 경우 중위값은 2.0%로 2월 전망 시점과 동일하게 유지되었다.

시장의 국내 성장 전망은 0.9% 수준 중위값으로 큰 폭 하향 조정, 물가 전망은 유지

[그림 3.1] 주요 기관의 25년 국내 성장률¹⁾ 및 물가상승률²⁾ 전망 분포



[그림 3.2] 주요 기관의 향후 1년간 국내 성장률¹⁾ 및 물가상승률²⁾ 전망 분포³⁾

주: 1) 18~23개 기관 기준 2) 16~20개 기관 기준 3) 해당 분기를 포함한 향후 4개 분기의 전년동기대비 상승률 평균
자료: Bloomberg (5.26일 조화)

시나리오 분석

3.3. 최근 美-中 무역협상 등으로 글로벌 통상갈등이 다소 완화되었으나, 향후 美관세 정책의 향방과 협상 과정의 불확실성이 여전히 성장경로에서 가장 중요한 리스크 요인인 점을 감안하여 대안적^{alternative} 시나리오를 분석하였다.

기본 시나리오에서는 현 수준의 기본·품목관세가 유지되는 가운데, 반도체·의약품 등 품목관세도 하반기중 일정 수준으로 부과되는 것으로 전제하였다.

- ▶ **낙관 시나리오** 원만한 관세협상에서는 관세 유예기간~7.9일(중국은 8.12일) 동안 중국을 포함한 모든 국가와 무역협상이 원만히 진행되면서 미국의 평균관세율이 금년말까지 상당폭 낮아지는 상황을 전제하였다. 협상 진전으로 對중 펜타닐 관세가 철회되고, 자동차·반도체 등의 품목관세도 기본관세 수준으로 부과되는 것으로 가정하였다. 이 경우, 국내 **성장률**은 기본전망 대비 **올해 +0.1%p, 내년 +0.2%p** 높아질 것으로 예상*된다. **물가상승률**은 금년중 영향은 **제한적**이지만, **내년**에는 기본전망보다 **+0.1%p** 높아질 것으로 추정된다.

* 낙관·비관 시나리오 관세경로가 3/4분기부터 기본전망 경로와 달라지면서 금년보다는 내년에 영향이 확대

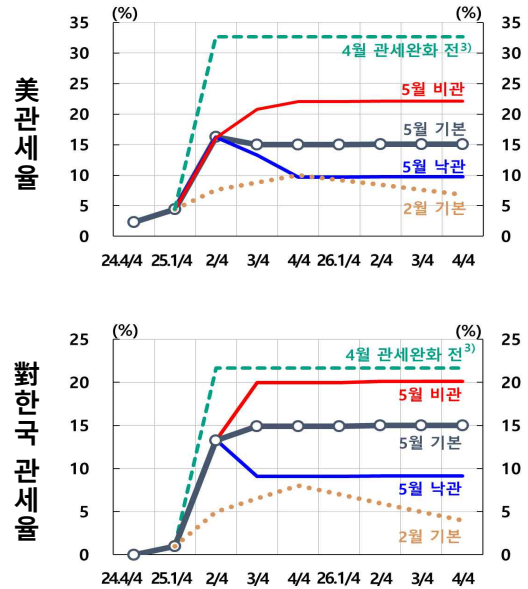
- ▶ **비관 시나리오** 무역갈등 심화에서는 미·중 갈등이 재점화되고 여타국과의 협상도 결렬되면서 상호관세가 상당부분 유예중인 관세율의 절반 환원되는 상황을 전제하였다. 미국의 평균관세율은 금년말까지 추가 상승한 뒤 유지되며, 반도체 등 품목관세도 예고한 수준으로 부과되는 것으로 가정하였다. 이 경우, 국내 **성장률**이 기본전망 대비 **올해 -0.1%p, 내년 -0.4%p** 낮아질 것으로 예상된다. **물가상승률**은 **올해** 영향은 **제한적**이나 **내년**에는 기본전망보다 **-0.2%p** 낮아질 것으로 추정된다.

I. 국내외 여건 및 전망

[표 3.1] 관세정책 가정

	주요 내용 ¹⁾²⁾
기본	▶ 현재 기본(10%)·품목(25%) 관세가 유지되는 가운데 하반기중 반도체·의약품 등 일부 품목관세(10%) 추가 부과 ▶ 한국 관세율: 15% 내외 수준
낙관	▶ 원만한 협상 진전으로 美관세율이 금년말까지 기본 시나리오 대비 상당폭 하락(既부과된 품목관세 10% 까지 하락, 추가 품목관세도 10%) ▶ 한국 관세율: 3/4분기중 10% 수준으로 하락 후 유지
비관	▶ 유예기간 후(7월~) 상호관세가 절반 정도 환원되면서 美관세율이 하반기중 추가 상승하며, 여타국도 높은 강도의 보복관세를 부과(既부과된 품목관세 25% 유지, 추가 품목관세도 25%) ▶ 한국 관세율: 3/4분기중 20% 수준으로 높아진 후 유지

[그림 3.3] 시나리오별 평균관세율¹⁾²⁾ 경로



주: 1) 에너지·희귀광물 등 관세면제 품목 반영
3) 4월초 상호관세, 對중 보복관세 지속시 관세율

2) 2024년 미국 수입규모를 기준으로 추정

[표 3.2] 시나리오별 세계경제 성장률 전제

(%, %p)	2024	2025 ^{e)}	2026 ^{e)}
기본 전제	3.3	2.7	2.7
낙관 시나리오		+0.1	+0.2
비관 시나리오		-0.2	-0.3

[표 3.3] 시나리오별 국내 성장·물가 전망

GDP 성장률				소비자물가 상승률			
(%, %p)	2024	2025 ^{e)}	2026 ^{e)}	(%, %p)	2024	2025 ^{e)}	2026 ^{e)}
기본 전망	2.0	0.8	1.6	기본 전망	2.3	1.9	1.8
낙관 시나리오		+0.1	+0.2	낙관 시나리오		-	+0.1
비관 시나리오		-0.1	-0.4	비관 시나리오		-	-0.2

자료: 조사국

I. 국내외 여건 및 전망

BOX

목 차

美관세정책이 우리 품목별 수출에 미치는 영향	38
향후 1년간 분기별 전망경로	43

BOX 1 美관세정책이 우리 품목별 수출에 미치는 영향

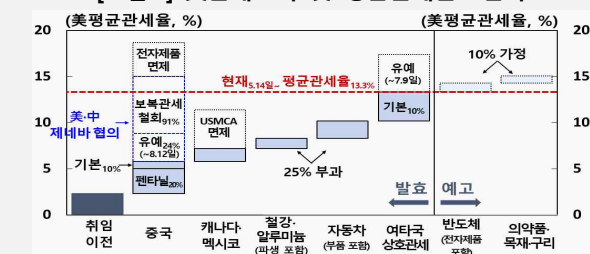
미국의 관세조치가 글로벌 무역질서를 흔들면서 수출 중심의 우리 경제에 부담이 가중되고 있다. 美관세는 우리나라와 같이 對美 수출의존도가 높은 국가들에 큰 영향을 줄 것이며, 품목별로 관세가 차등화된 만큼 그 영향은 산업별로 다를 것이다. 장기적으로도 글로벌 공급망이 재편되면서 우리 산업구조 및 기업들의 글로벌 경영전략에도 큰 변화가 불가피하다. 이에 현재 실현 가능성이 높은 관세 시나리오¹⁾에 따라 관세 영향을 주요 품목별 수출을 중심으로 점검하고 시사점을 제시하였다.

美관세정책 시나리오

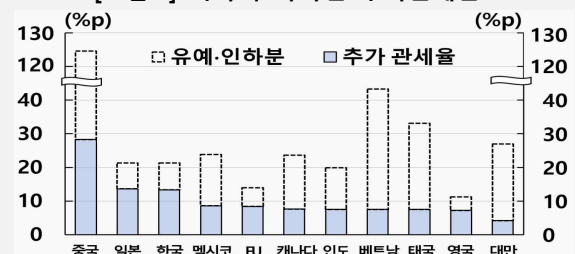
기본시나리오는 5월중 영국^{5.8일}, 중국^{5.12일}과의 협상 결과 등 무역갈등 완화 움직임을 반영하여 美관세율이 현재의 유예된 수준에서 유지²⁾되는 것으로 전제하였다³⁾. 국가별로 보면, 중국^{30%}, 캐나다·멕시코·펜타닐 관세 25%, USMCA 품목 제외 외 모든 국가에 10%를 부과하는 것으로 상정하였다. 이는 미국의 무역흑자국이자 우방국인 영국이나 상호보복까지 치달았던 중국·펜타닐 관세 20% 잔존도 기본관세 10%를 적용받은 점을 고려한 것이다. 또한 철강·알루미늄, 자동차·부품 품목관세 25%도 계속 유지되고, 반도체, 의약품 등에 대한 품목관세는 불확실성을 감안하여 하반기중 10% 부과 후 유지되는 것으로 가정하였다.

이러한 미국의 관세정책은 보호무역 조치가 장기간 고착화되는 경향⁴⁾을 감안하면 전망시계²⁶년 이후에도 지속될 가능성이 높다고 판단된다. 1930년 스무트-홀리법으로 크게 높아진 美관세는 미국 제조업 경쟁력이 우위를 확보한 1940년대에 이르러서야 법 제정 이전 수준으로 낮아졌으며, 트럼프 1기의 對중관세 및 철강·알루미늄 등 품목관세가 바이든 정부에서도 유지된 바 있다. 앞으로도 미국의 對중국 견제·핵심산업 보호·제조업 부흥·재정수입 확보 등 명확한 정책 목표, 시행 이후 이해관계자 형성 등을 감안할 때 관세정책이 유지될 가능성이 높아 보인다.

그리고 현 정책기조가 장기화될 경우 미국으로의 생산이전 등을 통한 글로벌 공급망 재편 압력이 커질 것이다. 과거에도 미국의 유럽산 소형트럭에 대한 관세^{1964년 유럽의 미국산 닭고기 수입제한에 대한 보복}가 '세단은 유럽, 픽업트럭은 미국'이라는 세계 자동차산업 구조를 형성한 것으로 평가된다. 최근 미국의 높은 인건비와 품목관세를 감안하면 앞으로 자동화 생산이 가능한 자동차 등 자본집약적 산업을 중심으로 미국으로의 생산이전이 진행될 가능성이 높다.

美평균관세율은 美·中 합의 이후에도 여전히 높은 수준**[그림 1] 美관세조치 및 평균관세율¹⁾ 변화**

주: 1) 2024년 미국 수입규모를 기준으로 추정
자료: 조사국

[그림 2] 미국의 국가별 추가관세율¹⁾

주: 1) 펜타닐상호 품목관세 반영한 24.4/4분기 대비 추가 관세율
자료: 조사국

- 1) 美신정부의 관세정책이 없는 가상의 경우와 비교하여 그 영향을 보인 것으로 지난 전망과의 차이를 의미하지는 않는다.
- 2) 전세계와 미국과의 협상이 근시일내 모두 타결될 것으로 예상하는 것은 아니다. 이는 전세계 180여개국이라는 방대한 협상 대상, 복잡다기한 합의 내용, 반도체·의약품 등의 품목관세 부과 가능성을 감안한 것이다. 對중관세 완화 이후 서로를 주시하며 협상을 늦추려는 움직임도 감지된다. 최근에는 미국이 EU에 추가관세(50%)를 부과하기로 하였다가 유예(~7.9일)하고 6월말경 스마트폰에 25% 관세를 매기겠다고 예고하는 등 불확실성은 여전히 크다.

품목별 수출 영향

높은 품목관세가 對미수출 비중이 높은 자동차, 철강, 반도체 등에 부과 또는 부과 예정이기 때문에 우리 경제에 미치는 영향이 클 것으로 예상된다. 이에 **주요산업별 핵심품목을 중심으로 산업별 수출 영향을 장·단기 경로를 구분하여 점검하였다.**

우선 단기경로로는 對미수출과 관련하여 ①관세 전가에 따른 가격 인상으로 수요가 위축되는 직접경로와 ②주요 수출경쟁국인 중국의 높은 관세 적용으로 우리 수출의 경쟁력이 높아지는 반사이익경로가 있다. 또한 ③미국 외 국가^{특히 중국}의 성장·교역 위축에 따른 간접경로도 있다⁵⁾⁶⁾. 이 밖에 중국의 밀어내기 수출에 대한 우려가 있는데, 최근 중국에 대한 관세가 낮아지면서 이러한 가능성은 다소 줄어든 것으로 판단된다.

장기경로는 우리 기업들의 ④미국 현지생산 확대 등 공급망 조정에 따라 수출이 둔화되는 경로를 말한다. 이 경로는 주로 미국이 제조업 기반을 기존에 갖추고 있는지에 따라 영향받으며, 자동차, 철강 등의 산업에서 두드러질 것으로 판단된다.

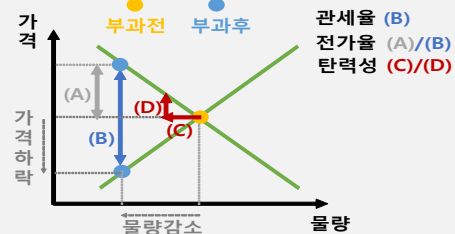
주요 품목별 美관세의 수출 영향은 아래와 같다⁷⁾.

美관세는 단기적으로 직접경로, 반사이익경로, 간접경로 등을 통해 우리 경제에 영향

[그림 3] 美관세 영향의 단기경로



[그림 4] 관세부과의 직접경로 도식



① 자동차: GDP재화수출 △0.6%, 對미수출^{실질} △4.0% 영향(운송장비수출 기준)

우선 장·단기 경로와 관련 여건을 감안할 때 자동차 수출이 美관세정책으로 가장 큰 타격을 받을 것으로 추정된다. 간접경로, 반사이익은 우리 자동차 수출에서 중국 비중이 낮은 점, 중국 자동차의 미국내 비중이 미미한 점 등을 감안할 때 크지 않지만, 높은 미국向 수출비중^{24년 47%}과 25%에 달하는 관세율⁸⁾로 인해 직접경로(GDP재화수출 △0.8%)를 통한 대미수출의 부정적 영향이 클 것으로 예상된다. 물론 그 영향의 크기는 관세의 가격전가 정도 등 기업의 대응방식에 따라 달라질 수 있다.

3) 한국(25%)을 포함한 무역적자국(56개국+EU)에 대해서는 높은 수준의 상호관세(11~50%, 4.9일~)가 유예 중이다. 중국에 대해서는 보복관세를 이유로 관세율(최종 145%)을 크게 높였다가 일부를 철회 및 유예하여 현재 30%가 적용되고 있다.

4) "Donald Trump and the long history of 'sticky' US tariffs"(Financial Times, 4.6일)

5) ①직접경로는 對미수출 비중, 관세율, 관세의 전가 정도, 수입수요의 가격탄력성, ②반사이익경로는 미국시장내 중국과의 경쟁 정도, 對미수출 비중, ③간접경로는 미국 외 국가의 수요 둔화 정도, 해당국에 대한 우리 수출 익스포저에 크게 영향받는다.

6) 중국의 경우 美관세가 더 높고 우리 수출에서 차지하는 비중이 커 간접효과는 상당부분 對중수출 감소로 나타난다. 실제로 트럼프 1기 당시 미국의 對중 관세부과 등으로 중국 경기가 크게 둔화되면서 對중수출이 급감한 바 있다.

7) 아래의 수출 영향은 금액이 아닌 실질 기준이며, 일반균형모형(Antras-Chor, 2018)에 기반한다. 관세율, 관세의 전가 정도, 수입의 가격탄력성을 직접적으로 고려한 부분균형모형 결과도 <표 1>에 함께 제시하였다. 모형에 대한 설명은 <참고> 美관세의 품목별 수출 영향 추정모형을 참조하기 바란다.

8) 관세에 따른 자동차가격 상승으로 미국 소비자의 불만은 확대되었으나 미국 국내자동차업체는 관세로 수입차 업체보다 더 유리해졌기 때문에 고율관세를 유지하는 정치적 지원세력이 될 수 있다.

I. 국내외 여건 및 전망

다만 4월초 관세 부과 이후 가격상승에 따른 수출 영향은 아직 본격화되지 않은 것으로 판단된다. 對미 자동차·부품 수출은 4월 들어 전년동월대비 감소세가 확대^{25.1~2월 -10.4% → 3월 -8.4% → 4월 -15.1%} 되었지만 국내기업의 美 현지공장 증설로 일부 전기차^{아이오닉 5} 생산지가 미국으로 전환되는 데 따른 효과가 커 모두 관세의 영향으로 보기는 어렵다. 그러나 앞으로는 관세 영향이 점차 뚜렷해질 것으로 예상된다. 국내업체가 2개월간 가격인상 없이 미국내 재고로 관세 부과에 대응하고 있어 판매에 미치는 영향은 당장에는 크지 않고 시차를 두고 가시화될 것으로 예상된다. 일부 타국 업체는 이미 관세 인상을 가격에 전가하여 25.4월 미국 신차가격^{코스 오토모티브}이 전월대비 2.5%^{4월 중 최고치(20년 2.7%)}에 근접 상승하였다.

또한 관세 회피 등을 위해 미국내 자동차 생산이 더 확대될 경우 중장기적으로 수출이 더욱 감소할 우려도 있다⁹⁾. 국내 완성차 업체는 향후 현지생산을 늘릴 계획이며, 규모가 큰 부품업체의 경우에는 장기적으로 완성차와 동반하여 국내생산의 미국 이전을 고려할 수 있다. 그리고 대부분의 영세 자동차 부품업체^{매출 100억원 미만 비중: 88%}는 동반이전이 제한되는 데다 업종 특성상 대체수요처 발굴도 어려워 완성차 업체의 국내생산이 줄어들 경우 매출 감소가 클 것으로 예상된다. 이에 더해 고용 규모^{33만명}가 크고 전후방 연관업체까지 감안할 때 고용충격이 상당할 수 있다.

자동차 수출은 직접경로를 중심으로 크게 감소

美 관세로 자동차 국내생산·수출 유인 약화

국내 완성차 美 현지생산 빠르게 늘어날 전망

[표 1] 주요품목별 수출의 美 관세 직접경로

품목	영향(%) ¹⁾		비중 ⁴⁾	관세율 ⁵⁾	전가율 ³⁾	탄력성 ³⁾
	일반 ²⁾	부분 ³⁾				
운송장비 ⁶⁾	△0.8	△0.4	34%	24%	26%	-1.2
금속	△0.3	△0.1	6%	18%	19%	-1.3
일반기계	△0.1	△0.0	14%	10%	24%	-0.5
전자제품 ⁷⁾	△0.2	△0.0	8%	10%	30%	-1.3
석유제품	+0.1	-	4%	0%	-	-0.5
화공품	△0.1	△0.0	8%	10%	18%	-0.8

주: 1) 재화수출 전체에 대한 영향

2) Antras-Chor 모형 추정치 3) 부분균형모형 추정치

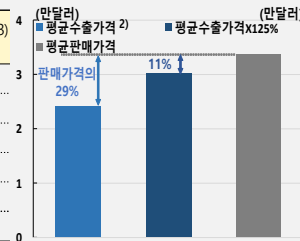
4) 對미수출 중 비중 5) 품목별 對미 평균관세율

6) 부분균형모형은 자동차·부품

7) 부분균형모형은 반도체

자료: 조사국

[그림 5] 국산자동차의 미국내 수출·판매 가격¹⁾

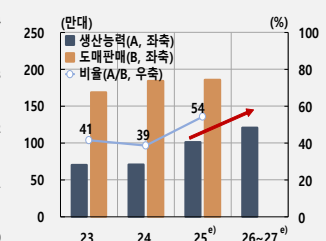


주: 1) 2024년 기준

2) 운임·보험료 제외(FOB가격)

자료: 관세청, 캘리블루북

[그림 6] 현대·기아차 미국내 생산능력·판매 전망¹⁾



주: 1) 사업보고서 및 언론 기반

자료: 24년 각사 사업보고서, 언론

② 철강·알루미늄: GDP재화수출 △0.3%, 對미수출^{실질} △1.4% 영향(금속수출 기준)

다음으로는 철강·알루미늄이 큰 영향을 받을 것으로 예상된다. 금속 수출은 對미수출 직접경로를 중심으로 감소하면서 GDP재화수출을 0.3% 낮추어 자동차 외에 가장 크게 수출이 줄어드는 품목으로 추정된다. 이는 자동차와 마찬가지로 금속도 미국시장의 비중이 큰 데다 관세율^{철강·알루미늄 25%}이 높기 때문이다.

실제 영향을 살펴보면, 이미 관세가 부과^{25.3월}되었지만 3~4개월 정도의 계약·출하 시차에 효과가 가시적으로 나타나지는 않고 있다. 또한 전과 달리 품목별 관세가 모든 국가에 부과되면서 USMCA에 따라 무관세를 적용받던 캐나다와 경쟁하던 고급 철강재 일부는 경쟁력이 높아지기도 하였다.

그러나 앞으로는 관세로 낮아진 가격경쟁력을 감안할 때 기존 계약기간이 끝나는 3/4분기부터 부정적인 영향이 뚜렷해질 것으로 예상된다. 또한 美 관세 부과 전후로 국내 주요

9) 국내 미국계 업체(한국GM)는 국내 수요가 적어(24년 생산 49만대 중 42만대(86%)가 미국으로 수출) 고관세에 따른 수익성 악화로 공장을 폐쇄할 가능성까지 거론된다. 그러나 국내생산 차종은 주로 한국에서 생산하고 있어 생산조정에 상당한 어려움이 있으며, 최근 국내 생산목표를 오히려 상향조정하였다.

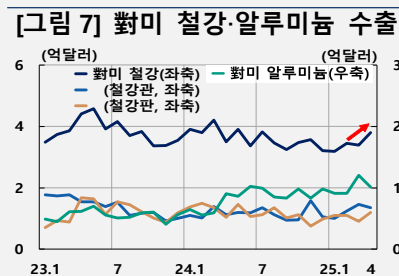
철강업체가 수요산업과 함께 동반 **해외이전**¹⁰⁾ 계획을 밝힘에 따라 중장기적으로 국내 생산·수출이 감소되고 나아가 국내 제조업 생태계가 위협을 받을 것이 우려된다.

③ 반도체: GDP재화수출 $\Delta 0.2\%$, **對중수출**실질 $\Delta 0.5\%$ 영향(전자제품수출 기준)

반도체 등 IT부문은 관세부과시에도 단기적 영향이 크지 않을 것으로 판단되나 실제 관세율 및 방식에 따라 영향이 커질 수 있다. 미국시장에서의 미미한 중국 반도체 비중을 감안할 때 **반사이익**은 크지 않은 것으로 추정되며¹¹⁾, 현재 전자제품에 대한 관세가 면제^{4.11}된 상태지만 시나리오의 전제대로 10% 정도 부과된다면 **직접경로**(GDP재화수출 0.2% 감소)가 어느 정도 나타난다. 우리 반도체 등 IT부품이 중국에서 최종조립되어 선진국경제에 수출되는 무역관계로 인해 **간접경로**(GDP재화수출 0.1% 감소)도 상당한 것으로 추정되며, 이는 美관세 부과에 따른 對중수출 감소폭의 1/3 정도이다.

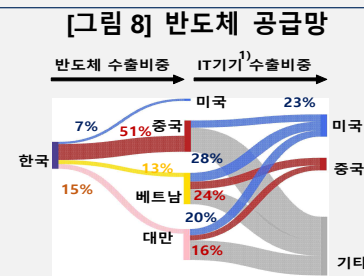
최근 반도체 수출 상황을 살펴보면, 관세부과 가능성에 대비한 선수요 효과로 3월부터 메모리가격이 반등하고 있어 관세영향이 당장에는 오히려 긍정적으로 나타나고 있다. 더불어 향후 **해외이전**을 통한 수출 감소 가능성도 크지 않을 것으로 판단된다. 현재 우리 반도체기업의 미국 현지투자는 규모가 크지만 파운드리와 R&D에 집중되어 있으며, 이는 미국의 메모리 생산기반이 취약하기 때문이다.

철강·알루미늄의 對미수출은 4월에도 견조



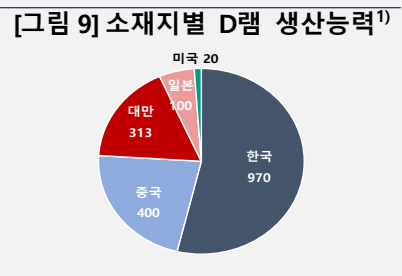
자료: 관세청

우리나라 반도체 수출은 미·중 IT수요에 크게 의존



주: 1) 컴퓨터·부품, 스마트폰, 프로세서 등
자료: UN COMTRADE, 조사국 시산

D램 생산시설은 대부분 아시아에 위치



주: 1) 24.4/4분기 기준 월평균 웨이퍼 투입량(12인치 기준, 천장)
자료: TrendForce

시사점

美관세로 자동차, 철강 등을 중심으로 단기적인 수출 감소 외에 美생산이전에 따른 장기적인 영향까지 받을 것으로 판단된다. 특히 자동차의 경우 전후방 연관관계가 두터운 데다 영세협력사가 많아 우리 경제와 고용에 미칠 충격이 확대될 우려가 있다. 반도체의 경우 강한 독점력으로 상황이 나은 편이지만 메모리반도체 부문에서도 미국·중국과 경쟁이 치열하며 AI시대에 수요가 크게 확대된 시스템반도체 부문에서는 점유율이 높지 않다. 이러한 상황에서 가장 중요한 것은 우리 기술경쟁력을 제고해 나가는 것이며, 그 핵심은 **이공계 인재 확보**다. 따라서 국내의 뛰어난 인재들이 이공계로 다수 유입되고 또 이들이 해외 일자리보다 국내 일자리를 선택하도록 하는 인센티브 구조를 만드는 것이 무엇보다 중요하다 하겠다.

10) 현대자동차그룹은 미국 현지화 계획과 함께 전기로 제철소 건설 계획을 밝혔으며(3.25일), 포스코홀딩스는 '완결형 현지화 전략'의 일환으로 현대자동차그룹과 미국 내 철강 투자 공동추진을 발표하였다(4.24일).

11) 반도체의 경우 관세정책보다는 미국의 對중 기술제재에 따른 반사이익이 있을 수 있다. 최근에는 빠르게 생산능력을 높여가면서 우리 업체에 위협이 되고 있는 중국 반도체 업체에 대한 제재가 거론되고 있다.

<참고> 美관세의 품목별 수출 영향 추정모형

본 BOX에서는 품목별 수출에 대한 관세영향을 추정하기 위해 일반균형모형(Antras-Chor, 2018)과 부분균형모형을 이용하였다. Antras-Chor모형은 직접효과와 간접효과, 반사이익을 모두 추정할 수 있는 장점이 있지만 산업이 대분류로만 구분 가능하여 특정 품목에 대한 관세의 효과를 정확히 파악하기는 어려운 단점이 있다. 반면 부분균형모형의 경우 세세한 품목에 대해서도 효과를 추정할 수 있으나 직접효과만 추정가능하다. 아래에서는 각 방법론을 간략하게 소개하였다.

1. **Antras-Chor(2018) 모형**¹²⁾은 교역비용^{trade cost} 변화로 표시되는 교역충격이 국가간 산업 연관구조를 통해 각국 산업의 교역 및 생산에 파급되는 영향을 분석하는 일반균형모형이다. 미국의 국가별·품목별 관세¹³⁾ 부과로 각국의 품목별 교역비용이 변하게 되며, 그에 따른 우리 품목별·국가별 수출의 변화를 통해 美관세정책의 영향을 추정하였다. 23년 기준 ADB 불변기준 세계투입산출표^{MRIO}를 이용하였으며, 기본시나리오상 25년말의 관세 수준이 지속된다고 가정하였다.

본 모형의 한계로는 모형특성상 시간에 따른 효과를 분석할 수 없고 전후의 상태 변화만을 분석^{정태적 분석}할 수 있으며, 노동과 자본이라는 생산요소 중 노동의 변화만을 감안하기 때문에 보다 단기적인 효과만을 다룰 수 있다는 점 등이 있다.

2. **부분균형모형**을 통해 수출품목의 수요탄력성과 공급탄력성을 파악하였으며, 구체적으로는 우리나라 품목별 무역지수를 활용하여 외국 수입수요와 우리 수출공급을 부호제약 VAR을 통해 추정하였다. 이 방법은 다른 조건이 일정할 때 관세율의 변화가 수출가격과 물량에 미치는 직접적인 영향을 파악할 수 있으며 세부 품목별로 분석할 수 있는 장점이 있다. 반면 산업간 관세율의 상대적 차이에 따른 대체·보완성 및 거시적 요인 등과의 관계를 반영하기 어렵다는 한계가 있다.

품목별 수입수요 가격탄력성을 이전 연구와 비교한 결과는 아래와 같다.

수입수요 가격탄력성

	석유제품	화학품	금속	일반기계	전자제품	운송장비
VAR ¹⁾	-0.5	-0.8	-1.3	-0.5	-1.3	-1.2
Ghods et al.(2016) ²⁾	-1.2	-0.9	-0.9	-0.9	-0.8	-0.9
김정현 외(2024) ³⁾	-0.3~-0.7	-0.6~-1.1	-1.0~-1.8	-1.0~-1.7	-0.9~-1.7	-0.6~-1.2

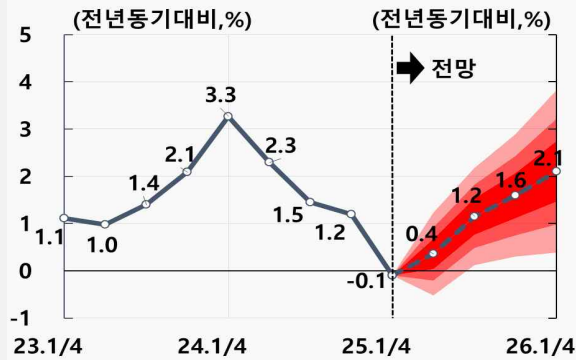
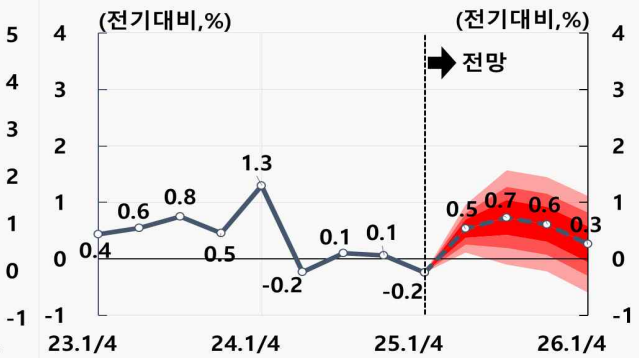
주: 1) 전자제품은 반도체, 운송장비의 경우 자동차에 대한 가격탄력성 2) 전세계, 국별 가중평균 기준
 3) 우리나라에 대한 美관세 1%당 對미수출 감소율(직접효과에 해당하는 시장규모 효과만 감안).
 금속은 비철금속, 운송장비는 자동차에 대한 비율

12) 모형에 대한 좀 더 자세한 설명은 BOK이슈노트 제2023-36호 「최근 글로벌 교역환경 변화의 배경과 영향」의 BOX3을 참조하기 바란다.

13) 실제 미국이 부과한 품목과 세계투입산출표상 산업 구분이 다른 점을 감안하여 품목별로 평균적인 관세를 적용하였다. 가령 미국은 자동차·부품에 대해 25% 관세를 부과하였으나 MRIO상에는 선박 등이 포함된 운송장비로 구분되므로 자동차·부품과 기타의 비중이 각각 50%라면 17.5%의 관세율(= (품목관세 25% × 50%) + (기본관세 10% × 50%))을 적용하게 된다.

BOX 2 향후 1년간 분기별 전망경로

GDP 성장률

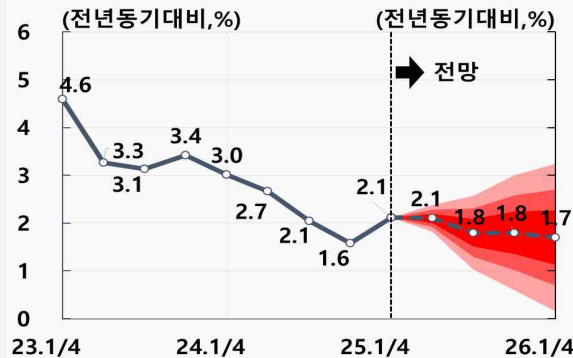
전년동기대비 기준 전망경로¹⁾전기대비 기준 전망경로¹⁾

주: 1) 과거 10년간 전망오차를 활용하여 불확실성을 시산, 음영은 가장 진한 음영부터 각각 30%, 50%, 70% 구간
 자료: 조사국, 경제모형실

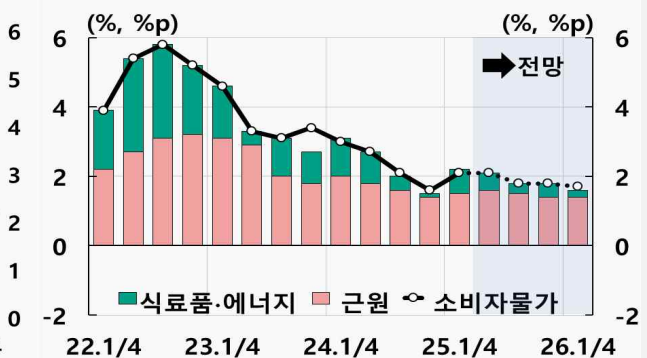
(전년동기대비, %)	2024				2025				2026
	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4 ^e	3/4 ^e	4/4 ^e	1/4 ^e
GDP 성장률	3.3	2.3	1.5	1.2	-0.1	0.4	1.2	1.6	2.1
(전기대비)	1.3	-0.2	0.1	0.1	-0.2	0.5	0.7	0.6	0.3

자료: 조사국

소비자물가 상승률

전년동기대비 기준 전망경로¹⁾

물가상승률 구성항목별 기여도



주: 1) 과거 10년간 전망오차를 활용하여 불확실성을 시산, 음영은 가장 진한 음영부터 각각 30%, 50%, 70% 구간
 자료: 조사국, 경제모형실

(전년동기대비, %)	2024				2025				2026
	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4 ^e	3/4 ^e	4/4 ^e	1/4 ^e
소비자물가 상승률	3.0	2.7	2.1	1.6	2.1	2.1	1.8	1.8	1.7
• 근원물가 ¹⁾	2.5	2.2	2.1	1.8	1.9	2.0	1.9	1.8	1.8

주: 1) 식료품·에너지 제외 기준

자료: 조사국

여 백

Ⅱ. 핵심이슈

인구구조 변화가 소비 둔화에 미치는 영향

조사국 박동현 주 옥 유성현
경제모형실 이은경 천동민

목 차

검토 배경	47
인구구조의 소비 영향 주요 경로	48
인구구조 변화로 인한 소비 둔화폭 추정	53
종합평가 및 시사점	56

인구구조 변화가 소비 둔화에 미치는 영향

KEY TAKEAWAYS

- ① 최근 민간소비 부진은 경기적 요인 외에 구조적 요인의 영향도 크게 받고 있는 것으로 평가된다. 민간소비의 추세증가율^{13~24년}이 과거^{01~12년}에 비해 -1.6%p 낮아진 상황이다. 특히 급격한 고령화와 인구감소라는 인구구조 변화는 우리 경제의 소득창출여력, 소비성향, 소비구성 변화 등을 통해 소비 추세에 지속적이고 중대한 영향을 미치고 있는 것으로 판단된다.
- ② 인구구조 변화가 소비에 미치는 영향을 직접적 경로인 ①인구규모^{생산연령인구, 총인구} 감소, ②인구구성 변화^{피라미드형→항아리형}와 간접적 경로인 ③정부의 사회보장지출 확대^{민간소비 대체 및 제약가능성}, ④1인 가구 확산 효과^{취약계층} 주도로 나누어 점검하였다.
 - ① [인구규모 감소] 인구감소는 성장잠재력 저하, 수요기반 약화를 통해 소비를 제약한다. 생산연령인구 감소는 경제성장에 대한 노동투입의 기여도를 낮추며, 그 결과 성장잠재력이 저하되면서 가계의 소득창출여력을 약화시킨다. 더불어 총인구 감소는 직접적으로 소비시장 규모를 제한한다.
 - ② [노화되는 인구구성] 고령층 비중의 급격한 확대는 소비총량 측면에서 전체 평균소비성향과 소비여력에 부정적 영향을 미치고 있다. 기대수명 연장에 따른 예비적 저축 등으로 전 연령층의 소비성향이 하락하는 가운데 고령층 60세 이상 확대가 전체 소비성향^{10~12년 76.5% → 22~24년 70.0%}을 더욱 낮추는 요인으로 작용하고 있다. 또한 고령층의 소비수준이 은퇴후 제한된 소득·사회활동 등으로 낮아지는 가운데 우리 경제내 고령층 비중이 빠르게 늘어나면서 전체 소비여력도 약화되고 있다. 소비구성 측면에서는 고령화가 특히 내구재·준내구재·외식·문화 등의 재량적 소비를 제약하는 것으로 나타났다.
 - ③ [정부 사회보장지출 확대] 저출생·고령화에 대응한 정부의 사회보장지출 확대에 따라 가계가 직접 부담하던 보건·교육 소비중 일부가 정부소비로 대체되고 있다.
 - ④ [1인 가구 확산 효과 제약] 1인 가구가 확산되어 전체 가구수가 늘어나는 점은 소비를 양적으로 증가시키는 것으로 평가되어 왔으나, 최근에는 1인 가구의 내재적 취약성^{높은 저소득·고령층·임시일용직 비중} 등으로 소비증대 효과가 상당 부분 상쇄되었다.
- ③ 인구구조 변화^{인구수, 인구구성}가 소비에 미치는 직접적인 영향을 가계의 중장기 소득여건^{0.6%p}과 평균소비성향 변동^{0.2%p} 효과로 구분하여 추정한 결과, 2013~24년중 소비증가율은 약 0.8%p^{연평균} 둔화되었다. 이는 같은 기간 소비의 추세증가율이 1.6%p 하락한 것의 절반 수준에 해당한다. 2025~30년중에는 인구수 감소와 고령화가 보다 심화되면서 소비둔화 영향이 1.0%p로 더욱 확대될 전망이다.
- ④ 경기적 요인에 따른 소비 부진에 대해서는 경기대응 정책이 효과적이며, 구조적 요인에 의한 추세적 둔화 현상은 구조개혁이 적합한 해법이다. 예컨대 2차 베이비부머 세대^{64~74년생}가 은퇴 이후 자영업으로 과도하게 진입하지 않고 안정적인 상용 일자리에서 오랜 기간 일할 수 있는 여건을 마련하는 것은 하나의 효과적인 대안이 될 수 있다. 2차 베이비부머 세대의 인적자본을 적극적으로 활용할 경우 노동투입 감소로 인한 성장잠재력 저하를 완충할 수 있을 것이다. 또한 이들이 자영업으로 과잉 진입했을 때보다 미래 소득에 대한 불확실성을 낮출 수 있기 때문에 노후 불안으로 인한 소비성향 위축을 완화하는 데에도 도움이 된다.

검토 배경

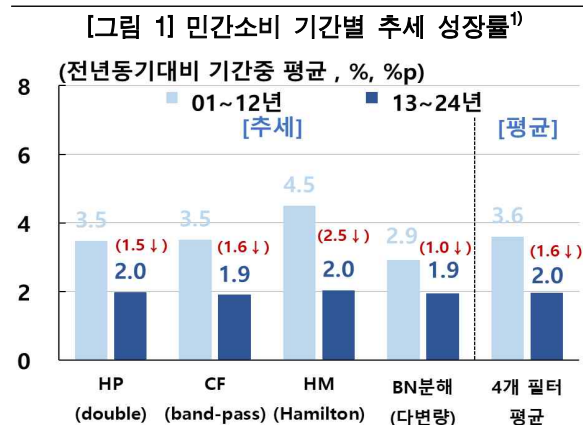
1. 최근 민간소비는 부진이 이어지고 있다. 물가상승률이 낮아지고 금리인하로 금융여건도 완화됨에 따라 소비도 나아질 것으로 예상되었으나 제대로 회복하지 못하고 있다. 이를 보면 최근 소비 부진은 경기적 요인의 영향 외에 구조적 요인의 영향도 크게 받고 있는 것으로 보인다.

2. 실제로 소비 흐름을 추세와 순환으로 분해한 결과^[그림 1]에서 추세증가율이 과거에 비해 상당히 낮아진 것으로 추정되었다¹⁾. 대표적인 통계기법에서 2013~2024년중 민간소비의 추세증가율^{전년동기대비}은 2001~2012년에 비해 연평균 1.6%p^{4개 필터 평균} 낮아졌다.

3. 이러한 소비의 추세적 둔화에는 여러 구조요인^{가계부채 누증, 소득양극화}이 복합적으로 작용하고 있는 것으로 보이지만, 특히 급격한 고령화와 인구감소^[그림 2]라는 인구구조 변화는 우리 경제의 소득창출여력, 소비성향, 소비구성 변화 등을 통해 소비에 지속적으로 중대한 영향을 미치고 있는 것으로 판단된다. 우리나라는 출산율 저하가 장기간 지속²⁾되면서 생산연령인구와 총인구가 각각 2019년 37.6백만명과 2020년 51.8백만명을 정점으로 감소 추세로 전환되었으며, 2035년에는 각각 31.9백만명, 50.8백만명으로 줄어들 전망이다.

4. 본고는 이러한 인구구조 변화가 소비에 미치는 영향을 미치는 주요 경로별로 살펴보고 계량분석과 모형분석을 통해 그 크기를 정량적으로 추정하였다.

최근 민간소비의 추세 성장률이 과거보다 하락 생산연령인구·총인구 감소 전환



1) 본고에서는 인구구조 등 구조요인의 영향을 충분히 반영하기 위해 생산연령인구 비중이 가장 높았던 2012년을 기준으로 소비의 추세증가율을 비교하였다. 추세와 순환을 분해하기 위해서 double Hodrick-Prescott(HP) 필터, Christiano-Fitzgerald(CF) 필터, Hamilton(HM) 필터, 다변량 Beveridge-Nelson(BN) 분해 등 4개의 필터를 사용하였다. 최근(22년~25.1/4분기)의 추세증가율 하락폭은 2010년대 대비 0.6%p로 추정되었다.

2) 우리나라의 합계출산율은 2000년 1.48명에서 2024년 0.75명으로 감소하는 등 저출산 현상이 심화되었다.

인구구조의 소비 영향 주요 경로

5. 인구구조 변화가 민간소비에 미치는 영향은 직접적 경로인 ①인구규모 감소, ②인구구성 변화(피라미드형→항아리형)와 간접적 경로인 ③정부의 사회보장지출 확대, ④1인 가구 확산 효과(취약계층 주도)로 나누어 볼 수 있다.

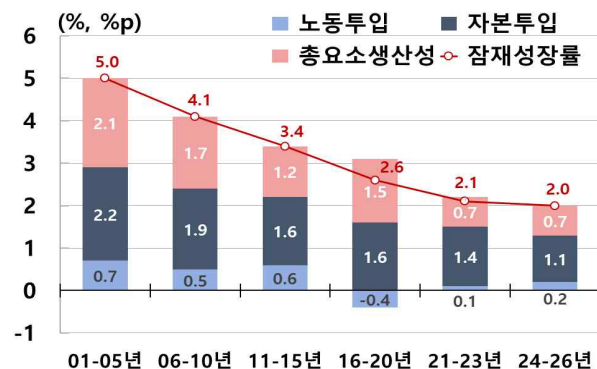


① 인구규모 감소(생산연령인구 및 총인구 ↓)

6. 인구규모 감소는 성장잠재력 저하, 수요기반 약화⁴⁾를 통해 소비를 제약한다. 생산연령인구 감소는 경제성장에 대한 노동투입의 기여도를 낮추며, 그 결과 성장잠재력이 약화되면서 가계의 소득창출여력을 약화시킨다. ^[그림 3] 총인구 감소는 식료품, 운송, 교육, 의료, 외식·숙박 등 인구규모에 민감한 소비시장의 규모를 직접적으로 제한하는데, 총인구가 정점^{20년} 수준에서 유지될 것으로 가정한 시뮬레이션 결과 2023~2024년중 소비증가율은 인구감소로 평균 전년동기대비 0.3%p 낮아진 것으로 추정되었다. ^[그림 4]

인구감소는 노동투입 기여도 하락을 통해 잠재성장률이 저하

[그림 3] 잠재성장률에 대한 기여도



자료: 한국은행(BOK)이슈노트 제2024-33호, 24.12월)

총인구 감소로 소비증가율 둔화

[그림 4] 총인구 유지 가정 시뮬레이션



자료: 한국은행 추정(Oxford GEM 모형)

3) 정부의 사회보장지출 확대는 저출생·고령화 등 인구문제에 대응한 정책적 결과이며, 1인 가구의 증가는 혼인을 저하와 고령화 확산 등으로 인한 가구구성 방식의 변화로 볼 수 있어 두 요인 모두 인구구조 변화의 간접적인 영향으로 해석될 수 있다.

4) 前 일본은행 총재 Masaaki Shirakawa(2012) 등

② 노화되는 인구구조(피라미드형→항아리형)

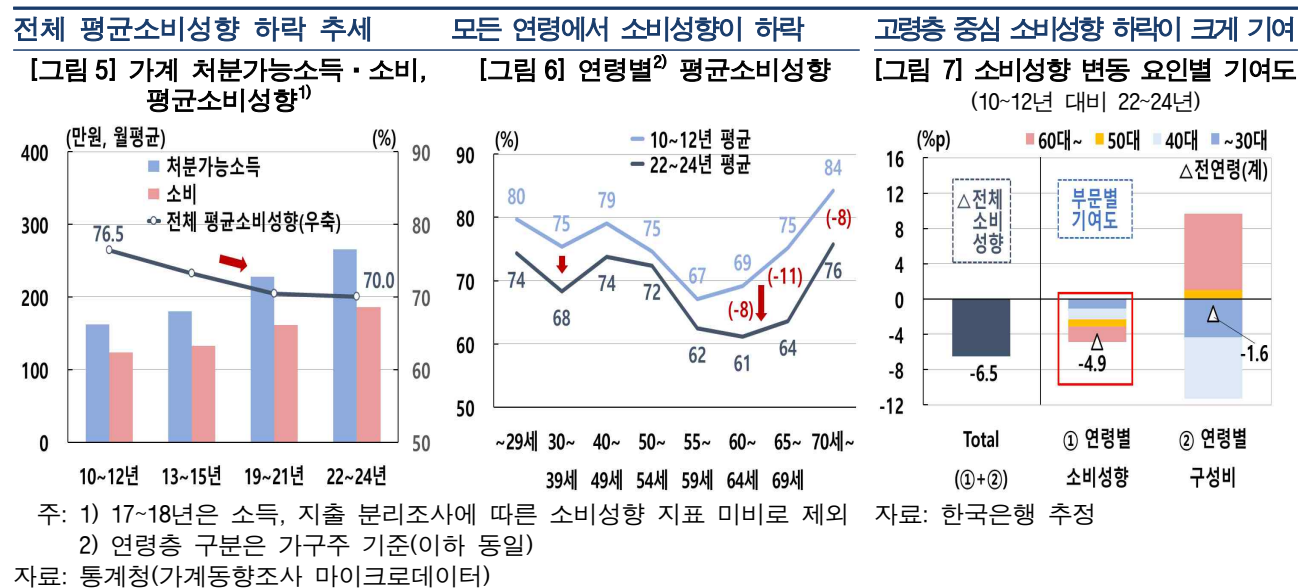
7. 고령층^{60세~} 비중의 급격한 확대는 총량 측면에서 ①평균소비성향과 ②소비여력 모두에 부정적 영향을 미치고 있다. 구성 측면에서도 ③고령화·저출생 등 인구구성 변화로 소비항목별 영향이 차별화되는 것으로 나타났다.

① 평균소비성향 하락(고령층 큰 폭 하락)

8. 기대수명 연장⁵⁾에 따른 예비적 저축^{노후대비} 등으로 전 연령층의 소비성향이 하락하는 가운데 고령층 확대가 전체 소비성향을 더욱 낮추는 요인⁶⁾으로 작용하고 있다.^[그림 5, 6]

단기간에 추가 노후자금을 마련해야 하는 고령층일수록 소비성향이 크게 하락한 데 더해, 소비성향이 낮은 55~69세 연령층 비중이 확대^{10년 14% → 24년 23%}되면서 전체 소비성향이 추가로 낮아지고 있다⁷⁾.

9. 구체적으로 지난 10여년간 전체 소비성향은 76.5%^{10~12년}에서 70.0%^{22~24년}로 -6.5%p 하락한 것으로 나타났다. 기여도⁸⁾ 측면에서 모든 연령층의 소비성향 하락^{요인①}이 -4.9%p 기여하였는데 이 중 고령층의 기여도는 -1.7%p로 타 연령층에 비해 큰 것으로 나타났다. 또한 고령층 확대⁹⁾, 청년층 축소 등의 연령별 구성변화^{요인②}도 전체 소비성향에 -1.6%p 기여한 것으로 분석되었다.^[그림 7]



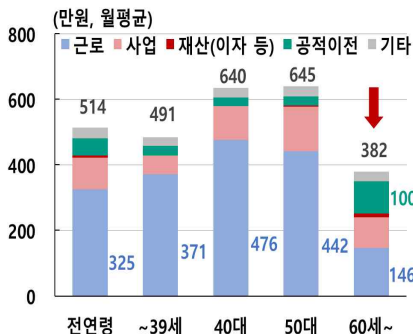
5) 장래 기대수명(통계청 장래인구추계): 2010년 80.2세 → 2020년 83.5세 → 2030년 85.5세 → 2040년 87.2세
 6) 기대수명 연장 외에도 가계소득, 금리, 경제 불확실성 등 다양한 요인이 평균소비성향에 영향을 미친다(김대용·서정원 2020).
 7) 본고의 가계동향조사 마이크로데이터 분석은 시계열 연속성 등을 고려하여 비농림가구 기준으로 연령별 소득·소비 지표를 산출하였다.
 8) 전체 평균소비성향 변동을 ①연령별 소비성향 및 ②연령별 구성비(소득비중, 가중치)의 변화로 나누어 요인별 기여도를 분해하였다(권규호·오지윤(2014) 방법론 적용). 자세한 내용은 <참고 1>「평균소비성향 변동요인 분해」를 참조하기 바란다.
 9) 고령층은 상대소득(전체 평균소득대비)이 10~12년 대비 높아지고 가구구성비도 크게 오르며 소득비중이 확대되었다.

② 경제 전체의 소비여력 약화

10. 고령층의 소비수준은 은퇴후 제한된 소득¹⁰⁾·사회활동 등으로 낮아지는 가운데 우리 경제내 고령층 비중이 빠르게 늘어나면서 전체 소비여력이 약화되고 있다.^[그림 8, 9] 특히 2차 베이비부머 세대^{64~74년생}의 은퇴연령 진입^{24년 이후}이 본격화되면서 이러한 추세는 가속화되고 있다.^[그림 10]

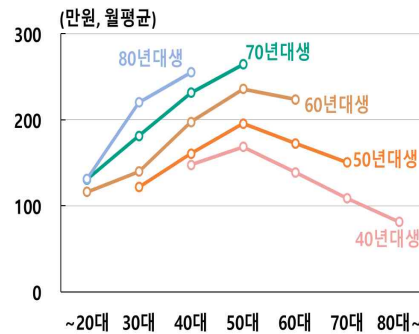
은퇴후 소득은 크게 감소 생애주기 소비는 50대를 정점으로 둔화 인구 피라미드는 항아리형으로 변화

[그림 8] 연령별 소득수준¹⁾ 및 구성



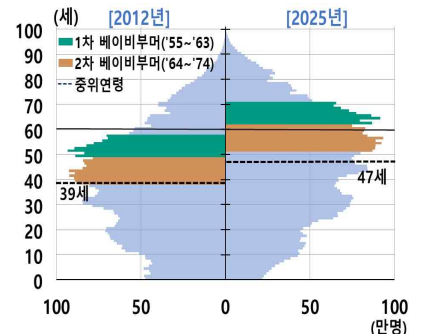
주: 1) 2024년 기준(명목)
자료: 통계청(가계동향조사)

[그림 9] 출생년도·연령별 소비수준¹⁾



주: 1) 실질 및 균등화(가구원수 제곱근) 기준
자료: 통계청(가계동향조사 마이크로데이터)

[그림 10] 인구 피라미드

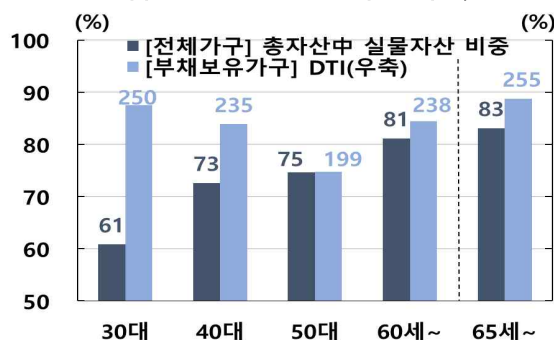


자료: 통계청(장래인구추계)

11. 미시자료 한국노동패널조사 분석을 통해 고령층 진입효과^{50대 → 60대}를 추정한 결과, 60세 이상 가구의 소비수준은 50대에 비해 약 9% 감소하는 것으로 나타났다¹¹⁾. 이와 같은 결과는 소득이 감소하는 가운데 높은 실물자산 비중^[그림 11] 등으로 고령층이 유동성 제약을 받기 때문인 것으로 추정된다. 실제로 고령층을 대상으로 소비함수를 추정한 결과, 부채부담이 클수록 소비가 줄어들고^{DTI +1% → 소비 -0.4%}, 타 연령층과 달리 자가보유시 오히려 소비가 감소^{자가보유 → 소비 -3.0%}하는 것으로 분석되었다.^[표 1]

고령층 실물자산 비중 및 부채부담 높음

[그림 11] 연령별 실물자산 비중, DTI¹⁾



주: 1) 부채/처분가능소득
자료: 가계금융복지조사(2024년)

고령층 소비수준은 50대에 비해 약 9% 감소

[표 1] 연령별 소비함수 추정결과¹²⁾

종속변수 ³⁾	log(소비, 전체가구)	log(소비, 60대 이상 가구)
30대 더미	-0.091***	-
40대 더미	0.005	-
60대 더미	-0.093***	-
DTI	-0.002**	-0.004**
자가보유 더미	0.012***	-0.030**

주: 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미
2) 여타 요인 통제(소득 등) 3) 연령더미는 50대 대비
자료: 한국노동패널조사(2001~2023년)

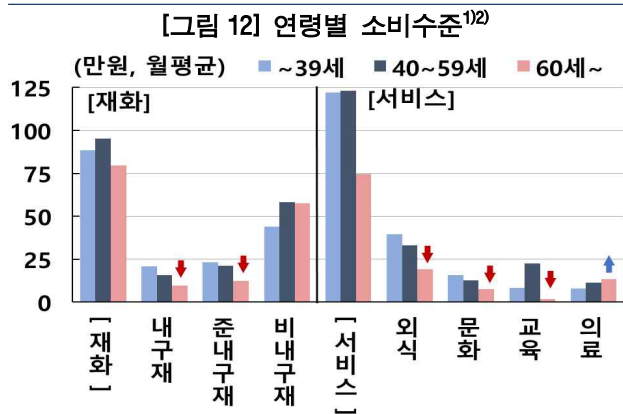
10) 연령별 소득하위 50% 비중(2024년, 가계동향조사 마이크로데이터) : (30대) 34%, (40대) 26% (50대) 34%, (60세 이상) 70%

11) 한국노동패널조사를 이용한 소비함수 추정에 대한 보다 자세한 내용은 <참고 2>「소비함수 패널모형 추정 방법」을 참조하기 바란다.

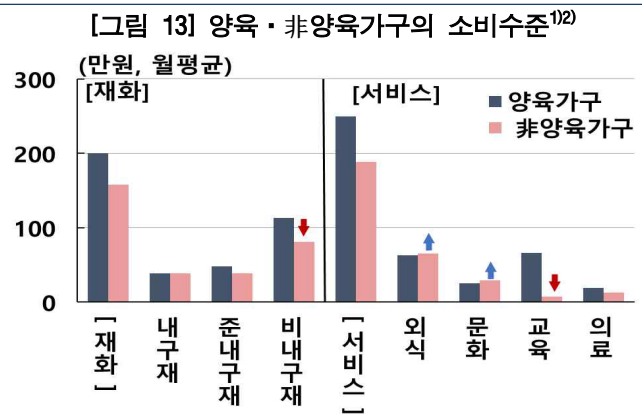
㉓ 고령화, 저출생에 따른 소비항목별 차별화(내구재·준내구재, 교육서비스 등 ↓)

12. 인구구성 변화는 소비총량뿐만 아니라 가구특성에 따라 소비구성에도 영향을 미친다. 먼저 고령층 확대는 내구재·준내구재, 외식·음식·문화 등의 재량적 소비를 제약하는 것으로 나타났다. 연령별 소비를 보면, 고령층 진입 이후 비내구재·식료품, 의료를 제외한 대다수 항목의 소비가 뚜렷하게 감소하였다.^[그림 12] 또한 저출생은 양육 관련 필수적 소비항목인 비내구재, 교육 등에 부정적 영향을 미치는 모습을 보였다. 반면, 외식·문화 등의 소비는 가구원수가 적음에도 불구하고 非양육가구의 소비수준이 오히려 높은 것으로 나타났다.^[그림 13]

(고령층) 내구재·준내구재·외식·문화 ↓, 의료 ↑ (非양육가구) 비내구재·교육 ↓, 외식·문화 ↑



주: 1) 2024년 기준(명목)
2) 가구원수 제곱근으로 균등화
자료: 통계청(가계동향조사 마이크로데이터)



주: 1) 2024년 기준(명목)
2) 가구주 49세 이하 배우자 거주 가구
(가구원수: 양육가구 3명 이상, 비양육가구 2명)
자료: 통계청(가계동향조사 마이크로데이터)

㉓ 정부의 사회보장지출 확대(민간소비 대체 및 제약가능성)

13. 인구구조 변화의 간접적 소비영향 경로도 살펴보면, 저출생·고령화에 대응하여 정부의 사회보장지출이 확대되고 있으며^[그림 14], 이에 따라 가계가 직접 부담하던 보건·교육 소비중 일부가 정부소비^{사회보장현물수혜}¹³⁾로 대체되고 있다. 보건부문에서는 가계의 직접 지출보다 정부의 사회보장현물수혜^{건강보험 급여 등}가 빠르게 늘어나는 추세이며, 교육부문에서는 가계의 공교육 지출이 줄어드는 모습이다.^[그림 15] 전체 GDP에서도 정부소비 비중이 꾸준히 확대되는데 비해 민간소비 비중은 축소되는 흐름을 보이고 있다.^[그림 16] 한편, 정부의 사회보장지출 확대는 소득 재분배라는 측면이 있으나 가계의 최적 소비결정을 왜곡^{정부개입}하는 측면도 있다. 또한 조세·준조세 부담 증가로 가계의 가처분소득이 감소하게 되면 현 세대는 물론 미래 세대의 소비여력도 제약될 수 있다.

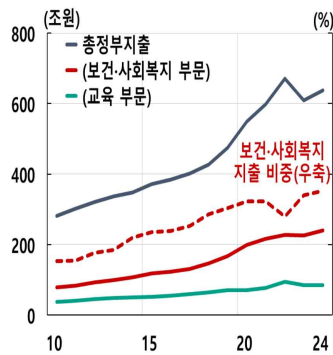
12) 가구원수를 균등화할 경우, 자녀유무에 따른 소비수준 차이는 축소되나 질적 소비패턴은 유사한 모습을 보였다. 한편, 양육유무별 소비수준 비교에 있어 선택편의(낮은 소득으로 非양육 결정)가 있을 수 있어 해석에 유의할 필요가 있다.

13) 정부소비중 사회보장현물수혜는 정부가 시장에서 구입하여 개별 가계에 현물이전의 형태로 제공하는 재화 및 서비스를 말한다.

II. 핵심이슈

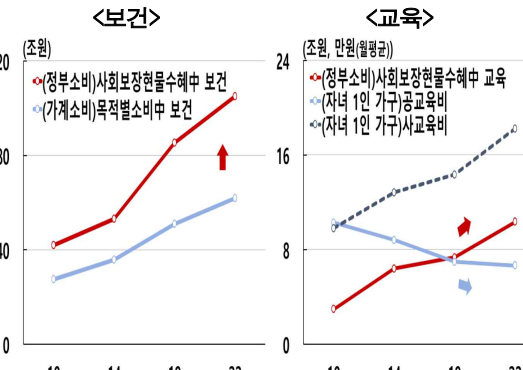
사회보장 중심 정부지출 확대 보건·교육 소비 일부가 가계에서 정부로 이전 GDP 대비 정부소비 비중 증가

[그림 14] 재정지출¹⁾ 추이



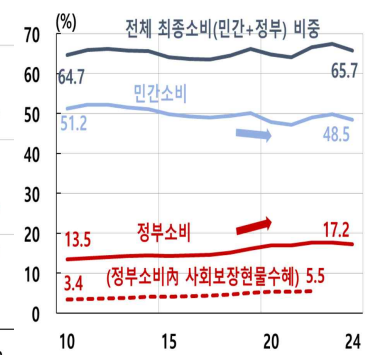
주: 1) 결산 기준
자료: 재정정보공개시스템

[그림 15] 보건·교육부문 가계·정부 소비¹⁾



주: 1) 명목 기준
자료: 한국은행, 통계청(가계동향조사 마이크로데이터)

[그림 16] GDP내 최종소비 비중¹⁾



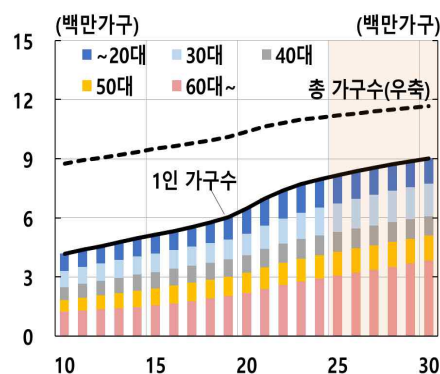
주: 1) 명목 기준
자료: 한국은행

④ 1인 가구 확산 효과(취약계층이 주도)

14. 저혼인율·고령화 등에 따라 1인 가구가 확산되며 전체 가구수가 늘어나는 점^[그림 17]은 전체 소비를 양적으로 증가시키는 것으로 평가되어 왔다. 그러나 최근 팬데믹 이후에는 1인 가구의 내재적 취약성 등으로 소비증대 효과가 상당 부분 상쇄되고 있는 것으로 나타났다. 인구통계·경제적 특성을 보면 1인 가구는 저소득·고령층 비중^[그림 18]이 높고, 고용 안정성^[그림 19]이 상대적으로 낮으며 높은 임시·일용직 비중, 가구원간 위험분담이 어려워¹⁴⁾ 외부 충격에 취약하다(이재호·유지원 2024).

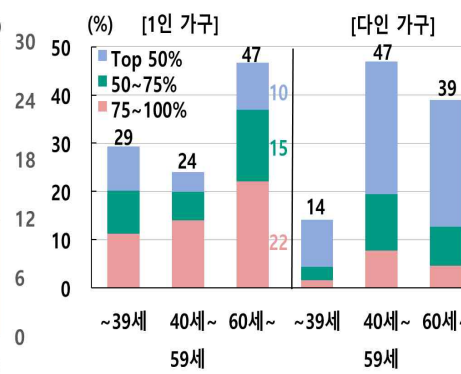
1인 가구수 확대가 총 가구수 증가를 주도 1인 가구는 저소득·고령층 비중이 높고, 고용 안정성이 상대적으로 낮음

[그림 17] 연령별 1인 가구수



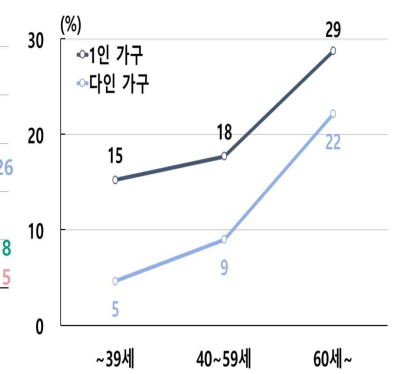
자료: 통계청 장래가구추계

[그림 18] 1인 가구 연령별 소득분포¹⁾



주: 1) 동일 연령그룹내(10세 단위) 분포(2024년 기준)
자료: 통계청 가계동향조사(마이크로데이터)

[그림 19] 1인 가구 임시·일용직 비중¹⁾

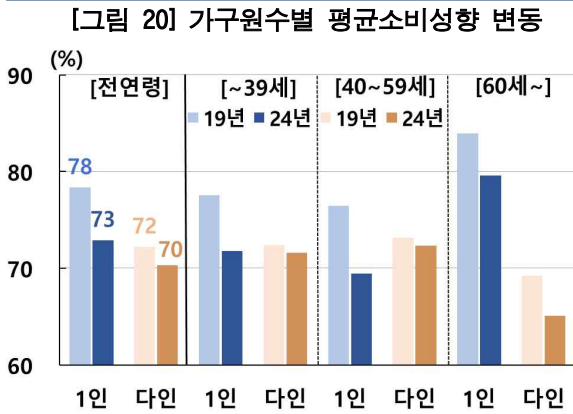


주: 1) 2024년 기준
자료: 통계청 가계동향조사(마이크로데이터)

14) Asdrubali et al.(2020)에 따르면 글로벌 금융위기(2008~12년)중 이탈리아 가구주 소득충격의 85%가 평탄화되었는데 40~47% 정도가 개인저축을 통해서, 14~16%가 가구원간 분담을 통해서 이루어진 것으로 추정되었다.

15. 이러한 특성 때문에 1인 가구는 팬데믹 충격^{물가·소득·고용 측면} 발생 이후 다인 가구에 비해 평균소비성향^[그림 20]이 더 크게 악화되며 전체 소비회복에 크게 기여하지 못했다. 2020~24년중 전체 가계 소비증가율^{1.1%}에 대한 요인별 분해 결과에 따르면, 1인 가구 확산 등으로 인한 전체 가구수 증가는 전체 소비에 +0.2%p 기여하였으나, 소비성향 하락^{1인 가구 중심}은 전체 소비를 -0.3%p 낮춘 것으로 분석되었다.^[그림 21]

1인 가구 소비성향이 다인 가구보다 하락폭이 컸음 1인 가구 중심 가구수 확대의 소비 증대 효과는 제한적



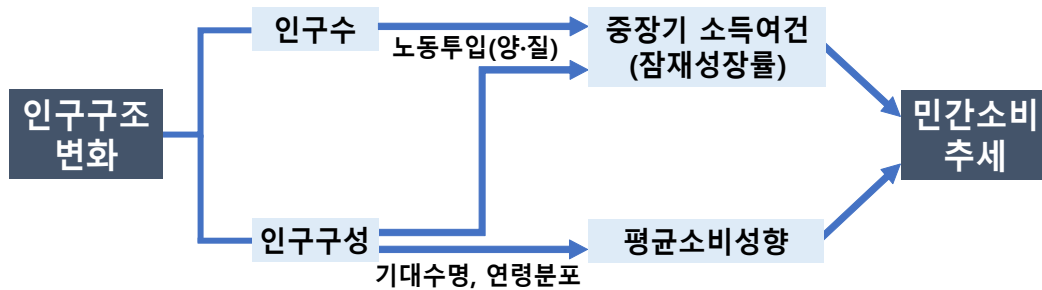
인구구조 변화로 인한 소비 둔화폭 추정

16. 본절에서는 인구구조 변화^{인구수, 인구구성}가 소비에 미치는 직접적 영향¹⁵⁾을 민간소비 항등식^{소득×소비성향}을 바탕으로 ①가계의 중장기 소득여건^{항상소득 측면의 잠재성장률}과 ②평균 소비성향 변동^{기대수명, 연령분포 효과}로 구분하여 추정하였다.^[그림 22] 중장기 소득여건은 경제성장^{GDP}과 민간소비의 균형성장경로^{balanced growth path}상 공통의 추세증가율을 변화시키고, 평균소비성향 변동은 두 변수 간 추세적 괴리에 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다. 노동투입의 양과 질의 변화에 따른 잠재성장률 변동은 한국은행 생산함수 모형으로 추정¹⁶⁾하였고, 인구구성 변화에 따른 평균소비성향 변동 효과는 미시자료^{한국노동패널조사, 가계동향조사} 계량분석 결과를 활용하여 추정하였다.

15) 인구구조 변화의 영향을 생산연령인구 비중이 가장 높았던 2012년의 인구구조(인구증가율·연령구성비)가 유지된 시나리오와 실제 인구구조 변화와의 차이로 정의하였다. 또한 인구수, 인구구성과 같은 인구구조 변화의 직접적인 영향을 분석의 대상으로 하였고, 조세·사회보장기여금 가계부담 증대나 1인 가구 확산 등 간접적인 영향은 제외하였다. 자세한 내용은 <참고 3>「인구구조 변화에 따른 소비둔화 직접경로 추정 방법」을 참조하기 바란다.

16) 생산함수 모형에서 노동투입은 15세 이상 인구수, 고용률, 평균 근로시간 등 노동투입량과 생산성과 연관된 노동투입의 질로 구성된다. 자세한 내용은 BOK이슈노트 제2024-33호를 참조하기 바란다.

[그림 22] 인구구조 변화가 소비에 영향을 미치는 직접 경로



17. 분석 결과, 인구구조 변화로 2013~2024년중 소비증가율은 연평균 약 0.8%p 둔화되었다¹⁷⁾. 이는 같은 기간 소비의 추세증가율^{4개 필터 평균}이 1.6%p 하락^{01~12년 대비}한 것의 절반 수준에 해당한다.^[그림 23, 24]

18. 경로별로 보면, 증장기 소득여건 측면에서 인구수 감소^{-0.2%p}와 인구구성 변화^{-0.4%p} 효과로 노동투입이 감소하였다. 그 결과 성장잠재력^{소득창출여력}이 저하되면서 소비는 0.6%p 둔화되었다. 이는 주로 고용률, 근로시간, 생산성이 상대적으로 높은 핵심 생산 연령층^{30~50대}의 비중이 줄면서 노동투입의 양과 질이 모두 악화¹⁸⁾되었기 때문이다.

19. 평균소비성향 측면에서는 기대수명 증가에 따른 예비적 동기의 저축 증대^{-0.1%p}와 고령층 중심의 연령분포 변화^{-0.1%p} 효과가 경제 전체의 소비성향을 낮추면서 소비를 0.2%p 둔화시켰다. 기대수명의 증가에 대응하여 가계는 제한된 소득으로부터 저축을 늘림으로써 미래의 소비재원을 마련해야 하기 때문에 전체적으로 소비성향이 하락한다¹⁹⁾. 연령분포 변화에 따른 평균소비성향 변동 효과²⁰⁾의 경우, 소비성향이 비교적 낮은 50대 중반부터 60대의 비중이 늘어나면서 경제 전체의 평균소비성향도 하락한 것으로 추정되었다.

17) 정동재(2022)의 경우 인구 고령화에 따라 1996~2016년중 우리나라의 가계소비가 연평균 약 0.9% 정도 감소한 것으로 추정하였다. 한편 본고에서 강건성 검정을 위해 생산연령인구 수가 정점이었던 2019년을 기준으로 같은 실험을 시행한 결과, 인구구조 변화 영향의 크기가 소폭 줄어들었고 질적인 차이는 거의 없었다.

18) 15세 이상 인구증가율은 2012년 대비 2013~2024년중 연평균 0.34%p 감소하였다. 인구구성 변화로 인해 고용률과 근로시간 증가율의 경우 각각 0.30%p, 0.09%p 감소하였고, 노동투입의 질 증가율은 0.20%p 감소하였다.

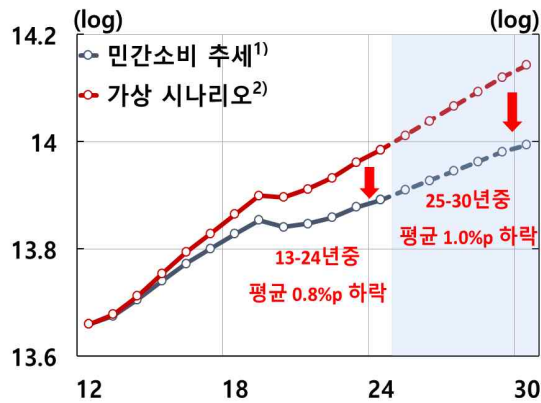
19) 가계가 생애주기 및 항상소득가설을 따르는 것으로 가정하고 기대수명의 증가에 따라 추가로 필요해진 소비재원을 마련하기 위해 제한된 소득 내에서 저축을 늘리는 효과를 시산하였다(전광명 외 2017 방법론 적용). 추정 결과 기대수명 증가에 따라 2024년중 전체 평균소비성향은 2012년 대비 0.8%p 하락하였다.

20) 출생연도 코호트 효과를 통제한 연령별 평균소비성향 profile을 추정하고(Deaton & Paxson 2000 방법론 적용), 여기에 연도별 연령별 구성비 변화를 반영하여 경제 전체의 평균소비성향 변동분을 추산하였다. 추정 결과 연령별 분포 변화에 따라 2024년중 전체 평균소비성향은 2012년 대비 1.3%p 하락하였다.

20. 인구수 감소와 고령화가 보다 심화될 것으로 예상되는 2025~2030년 중에는 소비 둔화 영향이 더욱 확대^{-1.0%p}될 전망이다.^[그림 23] 한편, 분석에 포함되지 않은 가계의 사회보장기여 부담 확대, 1인 가구의 소비여력 축소, 국내 소비성향^{국외송금}이 낮은 외국인 노동력 증가세 등 인구요인의 간접적인 영향 경로까지 고려하면 소비 둔화 폭은 이보다 더 클 것으로 추정된다.

인구구조 변화로 중장기 소득여건이 악화되고 소비성향이 하락하면서 소비가 상당폭 둔화

[그림 23] 인구구조 변화에 따른 소비 둔화

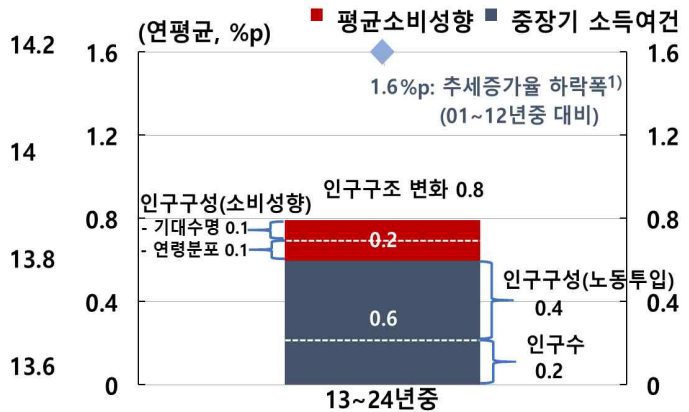


주: 1) 다변량 BN분해를 통해 경기순환요인을 제거

2) 2012년의 인구증가율 및 연령별 비중 유지 가정

자료: 한국은행 추정

[그림 24] 소비증가율 하락 기여도 분해



주: 1) 13~24년중 추세증가율 하락폭(4개 필터 평균)

자료: 한국은행 추정

종합평가 및 시사점

21. 저출생·기대수명 증가에 따른 급속한 고령화, 인구감소 등 인구구조 변화는 가계의 중장기 소득여건을 악화시키고 소비성향을 낮추면서 소비를 지속적으로 제약하고 있다. 향후 인구구조 추세를 고려하면 그 영향은 더욱 커질 전망이다. 이에 더해 가계부채 누증, 소득양극화 등의 구조요인들도 소비를 둔화시키고 있는 것으로 판단된다. 예를 들어, 그간 누적된 가계부채는 신용공급 확대를 통한 경기부양 효과 부채의 유량효과보다 소비억제 효과(저량효과, stock effect)가 더 커진 수준까지 상승하면서 부정적인 영향을 미칠 수 있다²¹⁾. 또한 소득양극화(대기업·중소기업간 임금격차 등)가 심화되면서 경제 전반의 소비성향이 낮아졌을 가능성(고소득층의 낮은 소비성향)도 제기되고 있다²²⁾.

22. 경기적 요인에 따른 소비 둔화에 대해서는 경기대응 정책이 효과적이라고 하겠다. 그러나 추세·구조적 요인에 의한 소비 둔화 현상은 구조개혁이 적합한 해법이다.

23. 예컨대 2차 베이비부머 세대가 은퇴 이후 자영업으로 과도하게 진입하지 않고 안정적인 상용 일자리에서 오랜 기간 일할 수 있는 여건을 마련하는 것은 하나의 효과적인 대안이 될 수 있다. 2차 베이비부머 세대가 이전 세대에 비해 교육수준이 높고 건강상태도 양호하며 계속근로 의향도 큰 편이기 때문에 이들의 인적자본을 적극적으로 활용할 경우 노동투입 감소로 인한 성장잠재력 저하를 완충할 수 있을 것이다. 또한 이들이 자영업으로 과잉 진입했을 때보다 미래 소득에 대한 불확실성을 낮출 수 있기 때문에 노후 불안으로 인한 소비성향 위축을 완화하는 데에도 도움이 된다²³⁾.

24. 이 경우에 임금체계 개편을 동반한 퇴직 후 재고용 제도를 중심으로 고령층 계속근로 방식이 정착된다면 청년층 고용에 미치는 부정적 영향도 최소화할 수 있을 것으로 기대된다²⁴⁾.

21) Lombardi et al. (2017) 등

22) Mian et al. (2021) 등

23) BOK 이슈노트 제2024-31호, 제2025-12호

24) BOK 이슈노트 제2025-8호

참고 1 평균소비성향 변동요인 분해

- **[평균소비성향]** 전체 평균소비성향은 ①연령별 평균소비성향(c^j/y^j)과 ②연령별 소득비중^{가중치}으로 구성되며, 연령별 소득비중은 ②-1연령별 상대소득(y^j/y)과 ②-2연령별 가구구성비(H^j/H)의 곱과 같다(권규호·오지윤 2014).

$$\text{평균소비성향}_t = \frac{\text{총소비}_t}{\text{총소득}_t} = \frac{c_t \times H_t}{y_t \times H_t} = \sum_j \frac{c_t^j}{y_t^j} \times \frac{y_t^j}{y_t} \times \frac{H_t^j}{H_t} \quad (1)$$

y = 가구당소득, c = 가구당소비, H = 가구수, j = 가구주 연령그룹, t = 시점

- **[변동요인 분해]** 특정 기간 중의 평균소비성향 변동은 ①연령별 평균소비성향(A), ②-1연령별 상대소득(R), ②-2연령별 가구구성비(P)의 변동이 복합적으로 작용한 결과이며 아래와 같은 근사식을 통해 각 요인별 변동효과의 합으로 분해할 수 있다(전광명 외 2017 참고). 다항 근사식의 특성상 요인별 기여도의 합과 평균소비성향의 변동분 사이에는 잔차가 발생한다. 본고의 경우, 각 요인별 기여율을 평균소비성향의 총 변동분에 적용하여 각 기여도를 산출하였다.

$$\Delta \text{평균소비성향} = A_{t+1} \cdot R_{t+1} \cdot P_{t+1} - A_t \cdot R_t \cdot P_t \quad (2)$$

$$\begin{aligned} &\approx \Delta A \cdot (R_t + \frac{\Delta R}{2}) \cdot (P_t + \frac{\Delta P}{2}) \dots\dots\dots(\text{연령별 평균소비성향 변동효과}) \\ &+ \Delta R \cdot (A_t + \frac{\Delta A}{2}) \cdot (P_t + \frac{\Delta P}{2}) \dots\dots\dots(\text{연령별 상대소득 변동효과}) \\ &+ \Delta P \cdot (A_t + \frac{\Delta A}{2}) \cdot (R_t + \frac{\Delta R}{2}) \dots\dots\dots(\text{연령별 가구구성비 변동효과}) \end{aligned}$$

참고 2 소비함수 패널모형 추정 방법

□ **[이용자료]** 본 분석에서는 2001년(제4차)~2023년(제26차)까지의 한국노동패널조사 자료를 활용하였다. 동 조사는 비농촌지역에 거주하는 가구 및 가구원을 대상으로 실시되며, 2023년 기준 11,732 가구가 조사에 응답하였다. 가구의 소득, 소비지출(내구재 구분 포함), 자산, 부채, 노동 등 가계 경제 전반에 대한 정보를 포괄적으로 수집한다. 분석에는 가구주 연령 기준 30세부터 75세까지의 데이터를 활용하였으며 특이치 제거를 위하여 평균소비성향이 2 이상인 가구는 분석대상에서 제외하였다.

□ **[소비함수 추정식]** 다음과 같이 소비함수를 설정하고 고정효과 패널모형을 추정하였다.

$$\text{(전체 가구 소비함수)} \quad \log C_{it} = \alpha_i + \sum_{k=1}^3 \beta_k D_{it}^{Age,k} + \gamma_{DTI} DTI_{it} + \gamma_H D_{it}^H + X_{it}' \gamma_X + \lambda_t + \epsilon_{it}$$

$$\text{(60대 이상 소비함수)} \quad \log C_{it} = \alpha_i + \gamma_{DTI} DTI_{it} + \gamma_H D_{it}^H + X_{it}' \gamma_X + \lambda_t + \epsilon_{it}$$

▶ 주요 설명변수

: (가구주)연령대별 더미($D_{it}^{Age,k}$, 없음: 50대, k=1: 30대, 2: 40대, 3: 60대 이상),
소득대비부채비율(DTI_{it}), 자가소유여부(D_{it}^H)

▶ 여타 통제변수 벡터(X_{it})

: (가구주)성별, 교육수준, 결혼여부, 소득, 자산, 가구원수, 종사상지위 등

참고 3 인구구조 변화에 따른 소비둔화 직접경로 추정 방법

- **[민간소비 항등식 분해]** 실질 민간소비의 항등식으로부터 소비의 중장기 추세증가율을 ①GDP 추세증가율, ②가계의 중장기 평균소비성향 변동, ③여타 요인 GDP 대비 가계총처분가능소득 비중, GDP 대비 민간소비 상대가격으로 분해할 수 있다. 인구구조 변화에 따른 여타 요인의 변동이 상대적으로 크지 않다고 가정하면, 인구구조 변화에 따른 소비 추세증가율의 변동은 GDP 추세증가율잠재성장률과 가계 중장기 평균소비성향의 변동으로 구분하여 추정할 수 있다.

$$C_t \equiv Y_t \times \frac{NC_t}{NYd_{H,t}} \times \frac{NYd_{H,t}}{NY_t} \times \frac{P_{Y,t}}{P_{C,t}}$$

C_t : 실질 민간소비, NC_t : 명목 민간소비, Y_t : 실질 GDP, NY_t : 명목 GDP,
 $NYd_{H,t}$: 명목 가계총처분가능소득, $P_{Y,t}$: GDP 디플레이터 $P_{C,t}$: 민간소비 디플레이터

각 변수로부터 추세 요인을 구분할 수 있다면, $X_t = \tilde{X}_t(\text{추세}) \times \hat{X}_t(\text{순환})$,
 실질 민간소비의 추세증가율은 다음과 같이 표현할 수 있다.

$$\Rightarrow d\ln(\tilde{C}_t) = d\ln(\tilde{Y}_t) + d\ln\left(\frac{\tilde{NC}_t}{\tilde{NYd}_{H,t}}\right) + d\ln\left(\frac{\tilde{NYd}_{H,t}}{\tilde{NY}_t}\right) + d\ln\left(\frac{\tilde{P}_{Y,t}}{\tilde{P}_{C,t}}\right)$$

- **[인구구조 변화]** 통계청 장래인구추계와 장래가구추계의 연령별 구조를 기본 시나리오로 두고 총인구 대비 생산연령인구 비중이 가장 큰 2012년도 인구구조(인구증가율과 연령별 구성비)가 그대로 유지되었을 경우(가상 시나리오)와의 소비증가율 차이를 인구구조 변화에 따른 영향으로 정의하였다.

- **[중장기 소득여건]** 인구구조 변화에 따라 경제 전체의 노동투입(양적·질적)이 변동과 이에 따른 잠재GDP 증가율 변동을 한국은행 생산함수 모형으로 추정하였다. 본고에서는 가계의 항상소득실질의 추세증가율이 잠재GDP 성장률에 연동되어 있다고 가정하였다.

생산함수 모형에서 노동투입은 15세 이상 인구수, 고용률, 평균 근로시간 등 노동투입량과 노동생산성과 연관된 노동투입의 질로 구성된다(보다 자세한 내용은 BOK이슈노트 제 2024-33호를 참조하기 바란다). 총요소생산성, 자본투입은 가상 시나리오에서도 기본 시나리오와 동일하다고 가정하였다.

- **[평균소비성향]** 기대수명 증가와 연령별 구성비 변화에 따라 경제 전체의 평균소비성향이 변동하는 부분을 각각 추정하였다. 먼저, 기대수명 증가에 따른 추가 저축분의 경우 전광명 외(2017)을 따랐다. 가계동향조사 마이크로데이터를 이용하여 80세 가구의 필요소비재원 규모([연간 소비지출액-공적연금 및 기초연금]×기대여명 증가)를 계산하고, 이를 각 연령별로 남은 기간 동안 일정하게 저축한다고 가정하였다.

연령별 구성비 변화에 따른 평균소비성향 변동의 경우 한국노동패널조사(2001~2023년) 가구별 자료에 Deaton & Paxson(2000)을 따라 출생연도 코호트효과를 통제함으로써 시간에 불변하는 연령별 평균소비성향을 추정하였다. 여기에 연도별·연령별 구성비를 반영함으로써 경제 전체의 평균소비성향 변동분을 추산하였다.

참고문헌

- 권규호·오지윤(2014), “연령별 소비성향의 변화와 거시경제적 시사점,” KDI 경제전망 제31권 제1호.
- 김대용·서정원(2020) “최근 소비성향 변동요인 분석 및 시사점,” 한국은행 조사통계월보 제74권 제2호.
- 김미루·이승희(2025), “인구 요인이 소비성향에 미치는 영향과 시사점,” KDI 경제전망 제42권 제2호.
- 김민기·정희철·김재철(2025), “고령화와 가계 자산 및 소비(II): 고령가구의 소비와 자산 적정성,” 자본시장연구원 연구보고서 25-03.
- 김재철(2025), “고령가구 소득구조와 자산보유: 문제점과 과제,” 자본시장포커스 제2025-09호.
- 신관호·한치록(2016), “고령화 및 소득변화가 소비구조에 미치는 영향,” 사회과학연구, 23(1), 7-24.
- 오삼일 외(2025), “초고령사회와 고령층 계속근로 방안,” BOK 이슈노트 제2025-8호.
- 이은경 외(2024), “우리 경제의 잠재성장률과 향후 전망,” BOK 이슈노트 제2024-33호.
- 이종하·황진영(2023), “고령화에 따른 소비지출의 변동,” 재정정책논집, 25(4), 121-144.
- 이재호·강영관·조운해(2024), “2차 베이비부머의 은퇴연령 진입에 따른 경제적 영향 평가,” BOK 이슈노트 제2024-17호.
- 이재호·유지원(2024), “최근 1인 가구 확산의 경제적 영향 평가: 소비에 대한 영향을 중심으로,” BOK 이슈노트 제2024-31호.
- 이재호·정동재·안병탁(2025), “늘어나는 고령 자영업자, 그 이유와 대응 방안,” BOK 이슈노트 제2025-12호.
- 전광명 외(2017), “인구구조 고령화의 영향과 정책과제: 고령화와 소비,” 한국은행 단행본, 270-295
- 정동재(2022), “인구 고령화에 따른 경제주체들의 생애주기 소비변화 분석,” 한국은행 조사통계월보 제76권 제2호, 2022, 16-30.
- 황인도·남윤미 외(2023), “초저출산 및 초고령사회: 극단적 인구구조의 원인, 영향, 대책,” 한국은행 경제전망보고서 2023.11.
- Asdrubali, P., Tedeschi, S., Ventura, L.(2020), "Household risk-sharing channels," *Quantitative Economics* 11(3), 1109-1142.
- Deaton, Angus and Christina Paxson(2000), "Growth and Saving among Individuals and Households," *The Review of Economics and Statistics*, 82, 212~225.
- Lombardi, M. J., M. Mohanty, and I. Shim(2017), "The real effects of household debt in the short and long run," *BIS Working Papers* 607, Bank for International Settlements.
- Masaaki Shirakawa(2012), "Demographic Changes and Macroeconomic Performance: Japanese Experiences," *Monetary and Economic Studies, Institute for Monetary and Economic Studies*, Bank of Japan, vol. 30, pages 19-38, November.
- Mian, A., Straub, L., and Sufi, A.(2021), "What explains the decline in r^* ? Rising income inequality versus demographic shifts," University of Chicago, *Becker Friedman Institute for Economics Working Paper*.
- Yunus Aksoy, Henrique S.Basso, Ron P.Smith and Tobias Grasl(2019), "Demographic Structure and Macroeconomic Trends," *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(1): 193-222.

Ⅲ. 중장기 심층연구

초고령화에 따른 통화정책 여건 변화와 시사점

경제연구원 이재원 황인도 황설웅 장훈 곽보름 이예일 김우석

목 차

검토 배경	65
성장과 실질금리	68
물가안정 여건	74
금융안정 여건	79
정책대응	86

초고령화에 따른 통화정책 여건 변화와 시사점

KEY TAKEAWAYS

- ① 본 연구는 인구 고령화가 통화정책 운용 여건에 미치는 영향과 이에 대한 정책적 대응 방향을 분석하였다. 우리나라는 2024년 말 65세 이상 인구 비중이 20%를 초과하며 초고령사회에 진입하였고, 2045년에는 OECD 국가 중 가장 높은 고령인구 비중을 기록할 것으로 전망된다.
- ② 고령화는 성장 둔화와 실질금리 하락, 금융기관 건전성 저하를 유발하는 등 통화정책 운용 여건에 구조적 변화(Structural shifts)를 초래하는 것으로 분석되었다. 실질금리 하락은 금리정책의 운신 폭을 축소시킬 수 있으며, 성장 활력과 금융안정 기반이 동시에 약화될 경우 정책목표 간 상충이 심화될 수 있다. 이러한 구조적 변화에 대한 부문별 점검 결과는 다음과 같다.
 - (성장과 실질금리 하락) 개방경제 생애주기모형 분석 결과, 고령화는 노동력 감소를 통해 성장률을 낮추는 동시에, 투자 둔화와 저축 증가를 통해 실질금리를 하락시키는 것으로 나타났다. 가령, 출산율과 기대수명이 1991년 수준(1.71명 및 72.2세)으로 유지되었더라면, 2024년 기준 균형 실질금리는 현재보다 약 1.4%p 높았을 것으로 추정된다. 향후 인구추계를 반영한 시나리오 분석에서도 고령화는 성장률과 실질금리에 지속적인 하락 압력을 가할 것으로 나타났다.
 - (물가 소폭 하방 압력) OECD 국가를 대상으로 한 패널 분석과 이를 적용한 시뮬레이션 결과, 고령화는 2025~2070년 중 우리나라 물가상승률에 연평균 0.15%p의 하방 압력을 가할 것으로 분석되었다. 다만, 탈세계화, 공급망 재편, 기후변화 등 물가에 상방 압력을 가하는 구조적 요인들이 병존하고 있어, 장기적으로 물가의 방향성에는 불확실성이 크다.
 - (금융안정 기반 약화) 고령화는 금융기관의 수익성과 건전성을 악화시켜 금융안정 기반을 저해할 수 있는 것으로 나타났다. OECD 회원국 7,148개 은행의 27년간의 패널데이터를 분석한 결과, 고령화는 자기자본비율을 하락시키고 은행 부도위험을 높이는 것으로 나타났다. 이는 수익성 악화와 이에 따른 고위험·고수익 사업기회 추구 때문으로 분석되었다. 특히 부동산 중심의 대출구조를 지닌 금융기관일수록 그 부정적 영향이 컸다.
- ③ 고령화에 따른 구조적 변화에는 단기 처방이 아닌 실물·금융 부문의 구조개혁(Structural reforms)으로 대응해야 한다. 저성장 흐름이 지속되면 완화적 통화정책에 대한 사회적 요구가 커질 수 있다. 그러나 구조적 요인에 기인한 저성장에 대해 총수요 조절과 같은 단기 정책으로 대응하는 것은 효과가 제한적이며, 오히려 금융 불균형 등 부작용을 초래할 수 있다. 따라서 실물·금융 부문의 기초체력을 강화하는 구조개혁을 통해 지속 가능한 해법을 모색해야 한다.

KEY TAKEAWAYS

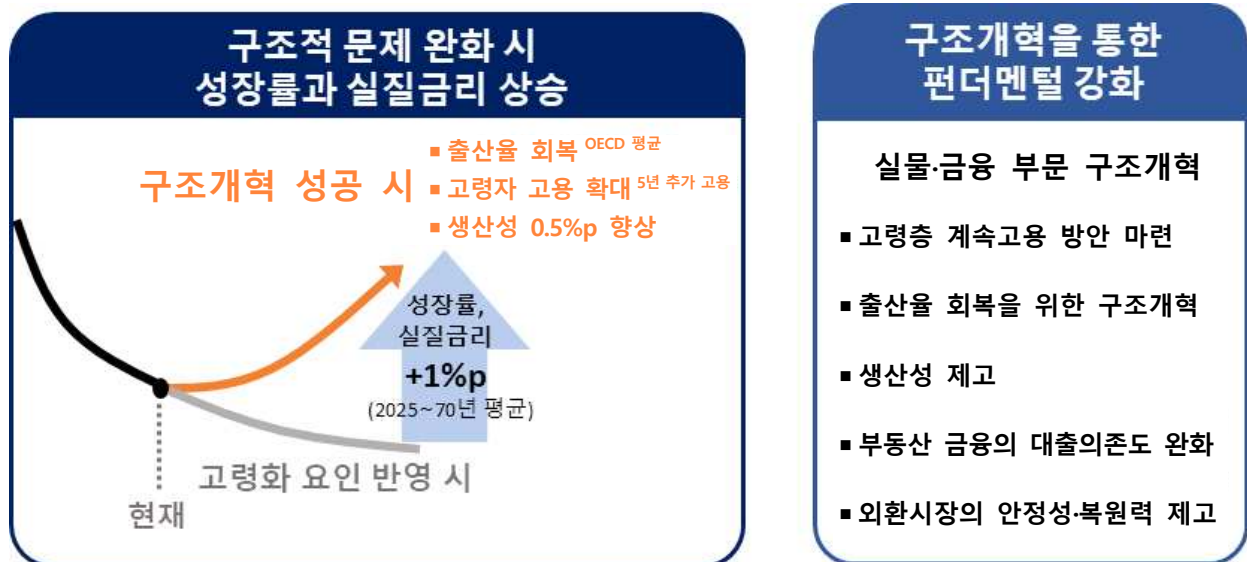
- ④ **구체적으로, 실물·금융 부문의 구조개혁은 다음과 같은 방향으로 추진해야 한다.** 우선, 고령화에 따른 노동공급 감소에 대응하기 위해 여성의 경제활동 참여 확대와 고령층의 계속고용을 지원하는 한편, 청년층의 고용·주거·양육 여건을 실질적으로 개선하여 출산율 회복을 도모해야 한다. 아울러 경제 전반의 생산성 향상을 위해 기술혁신을 촉진하고 자원배분의 효율성을 높일 필요가 있다. 금융 부문에서는 부동산 중심의 대출구조를 지닌 곳에서 고령화의 부정적 영향이 크게 나타난 점을 고려할 때, 부동산 금융에 대한 대출의존도를 점진적으로 축소해야 한다. 또한, 대외 가격변수에 민감한 금융시장 구조를 감안하여 원화의 수요 기반을 확대하고 외환시장의 심도를 제고하여 외환시장의 안정성과 복원력을 높여야 한다.
- ⑤ **이러한 구조개혁은 실질금리와 성장률을 높여, 통화정책의 운신 폭을 넓히고 금융안정 기반을 강화하는 데 기여할 것으로 예상된다.** 시나리오 분석에 따르면, 출산율이 OECD 평균 수준으로 점진적으로 회복되고, 고령층 고용이 확대되며, 생산성 증가율이 0.5%p 상승하는 구조개혁이 실현될 경우, 실질금리와 성장률은 구조개혁이 없는 경우에 비해 2025~2070년 중 연평균 약 1%p 높은 수준을 유지하는 것으로 나타났다. 실질금리가 높아지면 통화정책 운신의 폭이 넓어지면서 정책 운영에서의 구조적 제약도 완화될 것으로 기대된다. 또한 성장 활력이 제고되면 차주의 수익성 및 건전성이 강화되면서 금융안정 기반이 견고해질 수 있다.
- ⑥ **아울러 변화된 여건하에서 통화정책의 실효성을 제고하기 위한 노력도 병행되어야 한다.** 고령화에 따른 정책 여건 변화에 맞추어 공개시장 운영 환경을 지속적으로 정비하고, 정책 커뮤니케이션을 정교화하여 시장 기대를 효과적으로 관리해 나가야 한다. 또한, 다양한 정책수단을 유기적으로 조합하여 정책목표를 달성하는 통합적 정책체계를 활용할 필요가 있다. 특히 통화정책과 거시건전성 정책의 적절한 공조를 통해 정책의 실효성을 높여 가야 한다.

핵심 결과와 시사점 (Key messages)

초고령화는 통화정책 운영 여건의 구조적 변화 유발

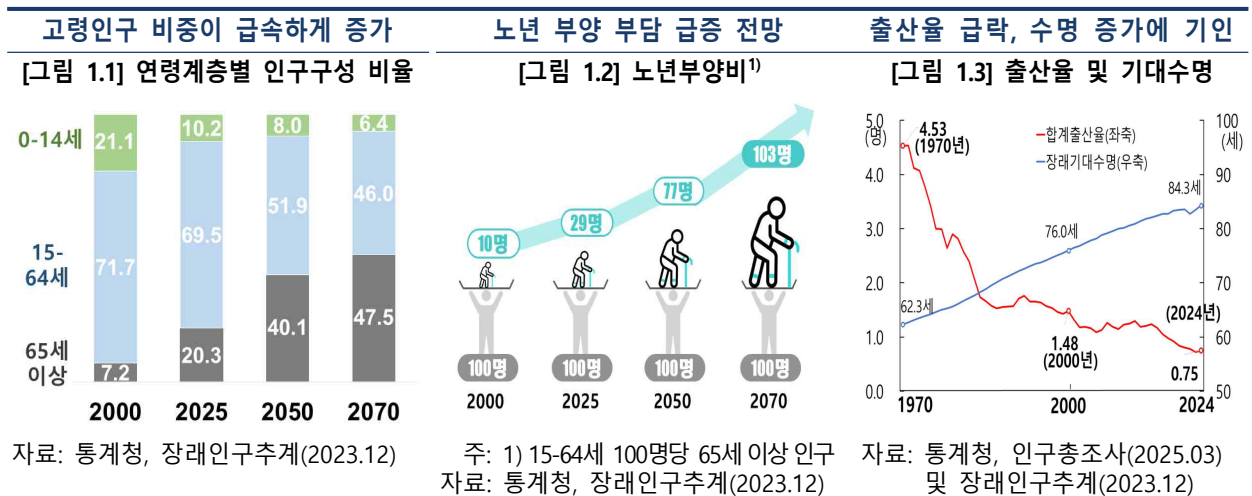


구조적 변화에는 구조개혁 Structural reforms으로 대응해야



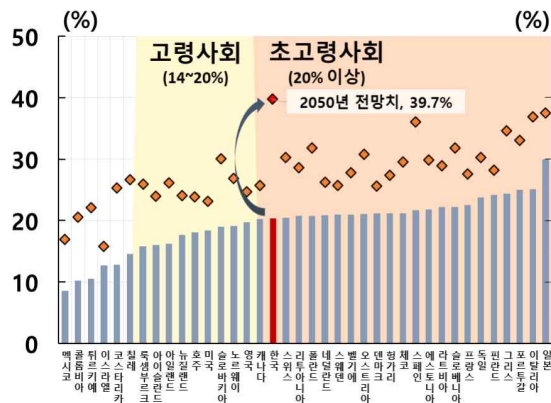
1. 검토 배경

1. 저출생과 기대수명 증가로 인해 우리나라의 인구 고령화는 세계에서 유례없이 빠른 속도로 진행되고 있다. 우리나라의 65세 이상 고령인구 비중은 2024년 12월 현재 인구의 20%를 넘어 초고령사회에 진입하였다. 통계청 장래인구추계(2023.12)에 따르면, 2070년에는 고령인구 비중이 47.5%에 달해 생산연령인구 비중(15~64세, 46.0%)을 넘어서면서 노년 부양 부담이 급증하게 된다. 우리나라의 초고령사회 진입은 2018년 고령사회에 진입한 지 약 7년만으로 이미 초고령사회에 진입한 OECD 국가(2025년 기준 25개국) 중 가장 빠르다. UN 세계인구전망(2024)은 이러한 추세가 지속될 경우, 2045년부터 한국의 고령인구 비중이 일본을 추월해 OECD 회원국 중 가장 높은 수준에 이를 것으로 예측하고 있다¹⁾.



한국은 2025년 초고령사회 진입

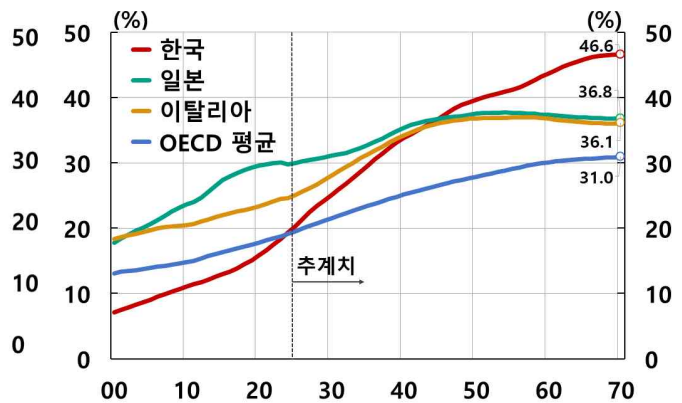
[그림 1.4] OECD 국가 고령인구 비중: 2025 vs. 2050



자료: UN World Population Prospects, the 2024 revision

한국은 2046년부터 고령인구비중 OECD 최고 전망

[그림 1.5] 고령인구비중 전망



자료: UN World Population Prospects, the 2024 revision

1) 2025~2050년 중 우리나라의 고령인구 증가폭(20.3%→39.7%; +19.4%p)은 UN이 집계하는 전 세계 237개 국가·지역 중 홍콩, 포클랜드제도(영국령), 안도라에 이어 네 번째로 높을 것으로 전망된다(UN Population Prospects, 2024). 이는 인구 1천만 명 이상인 곳 중에서 가장 큰 증가폭이다.

2. 인구 고령화는 성장, 물가, 금융 등 통화정책 운용 여건 전반에 구조적 변화를 불러올 수 있으므로, 그 영향을 종합적으로 진단하고 대응 방안을 점검할 필요가 있다. 고령화에 따른 생산가능인구의 감소, 소비·저축 행태 변화, 금융기관의 대응 행태 변화 등은 거시경제 전반에 중대한 영향을 미칠 것으로 예상된다(손욱 외, 2017).

3. 본고는 특히 다음의 연구 질문에 초점을 맞추어 분석하였으며, 핵심 결과는 [표 1.1]에 요약하였다.

- **인구구조 고령화는 향후 성장률과 실질금리에 어떤 영향을 미칠 것인가?**
고령화가 노동공급 감소를 통해 잠재성장률을 하락시킬 것이라는 점에는 이견이 거의 없다(조태형, 2023; 이은경 외, 2024). 그러나 실질금리에 미치는 영향은 뚜렷하지 않다. 노동투입 감소에 따른 자본의 한계생산성 하락과 기대수명 증가에 따른 예비적 저축 증가는 실질금리 하락 압력으로 작용하지만, 저축률이 낮은 고령층 비중의 증가는 실질금리 상승 압력으로 작용한다. 더욱이 우리나라는 자본시장 개방도가 높아 국내 금리가 해외 금리의 영향을 받으므로, 고령화가 국내 실질금리에 미치는 영향을 정량적으로 평가하기 쉽지 않다. 실질금리는 저축과 투자, 재정정책의 지속가능성, 통화정책 운용 전반에 영향을 미치는 핵심 변수인 만큼, 정밀한 분석이 요구된다.
- **고령화는 한국은행의 핵심 책무인 물가안정 여건을 어떻게 바꿀 것인가?**
이론적으로 고령화는 인플레이션에 상방 또는 하방 압력으로 모두 작용할 수 있으며, 실증분석과 모형을 통한 전망에서도 엇갈린 견해가 제시되고 있다. 예컨대 강환구(2017)는 고령화에 따른 저성장이 인플레이션을 억제할 것으로 보았지만, 강현주·백인석·장근혁(2024)은 생산가능인구 감소로 인한 공급 제약이 인플레이션을 자극할 것으로 전망하였다.
- **금융기관의 건전성 등 금융안정 여건은 어떻게 변할 것인가?**
고령층은 안전자산에 대한 선호가 큰 만큼, 경제 내 안전자산 비중이 높아지거나 금융기관이 위험 포트폴리오의 비중을 줄이는 경우 금융안정이 더욱 공고해질 수 있다(조세형 외, 2017; Li et al., 2024). 그러나 고령화로 인한 수익률 하락을 만회하려는 과정에서 금융기관이 대출기준을 완화하거나 고위험 투자를 확대할 경우, 금융불안의 꼬리위험(tail risk)은 오히려 높아질 수 있다(Doerr et al., 2023; Imam & Schmieder, 2024). 더 근본적으로는, 고령화가 소득과 성장의 정체를 유발하면서 차입자의 상환능력 자체가 저하될 가능성도 있다.
- **이러한 여건 변화 속에서 통화정책은 어떤 문제에 직면하게 되며, 어떠한 방향으로 대응해야 하는가?**
본 보고서는 성장률, 실질금리, 물가, 금융안정 여건의 변화가 통화정책 운용에 관해 시사하는 바를 중심으로 향후 정책 방향을 검토한다.

[표 1.1] 연구 질문과 핵심 결과

연구 질문 (Research questions)		핵심 결과 (Key findings)
실 질 금 리 · 성 장 률	고령화가 우리나라 실질금리와 성장률에 미치는 영향과 앞으로의 영향은?	• 개방경제 생애주기모형을 통해 분석한 결과, 다른 여건이 동일할 때 <i>ceteris paribus</i> 고령화는 저축 증가와 자본의 한계생산성 저하로 이어져 실질금리 하락을 유발. 성장률은 노동투입 감소로 하락. 1991년 이후 진행된 고령화의 영향을 살펴보면 실질금리를 약 1.4%p 하락시킨 것으로 나타남. 인구추계를 반영한 시나리오 분석 결과, 향후에도 고령화는 실질금리와 성장률에 일정한 하락 압력으로 작용
	향후 실질금리와 성장률에 영향을 미치는 구조적 여건은?	• 출산율, 고령자 고용, 생산성 등이 큰 영향. 계속고용 방안의 마련으로 고령자 고용이 확대되거나, 출산율이 회복되거나, 생산성이 향상되는 경우 성장률과 실질금리가 유의미하게 상승
		- 출산율이 점진적으로 OECD 평균 수준으로 회복 시(2035년부터 1.58명 달성) ⇒ 성장률 +0.7%p, 실질금리 +0.2%p(2070년) - 고령자 고용이 점차 확대(2029년부터는 고용기간이 현재보다 5년 증가) ⇒ 성장률 +1.6%p, 실질금리 +0.2%p(2029년) - TFP 증가율이 0.5%p 향상되는 경우 ⇒ 성장률 +0.7%p, 실질금리 +0.2%p(2070년)
		→ 여타 부문에서 대규모 구조변화가 없다면, 고령화로 인해 당분간 성장률과 실질금리의 하락세가 지속
물 가	고령화가 우리나라 인플레이션에 미칠 영향은?	• OECD 국가 패널 분석 결과에 장래인구추계를 적용하여 시산한 결과, 고령화는 물가에 연평균 0.15%p 하방 압력으로 작용(2025~70년 평균 기준)
	그 외에 우리나라 인플레이션에 영향을 미치는 장기 여건의 변화는?	• 탈세계화 흐름과 공급망 재편, 기후변화 대응에 따른 비용 인상과 이상 기후로 인한 농산물 가격 상승, 팬데믹 이후의 고인플레이션 경험 등의 여건은 대체로 물가를 높이는 방향으로 전개 → 고령화와 여타 여건을 종합 고려하면 물가의 방향성에는 불확실성이 상존
금 융 안 정	고령화가 금융기관의 건전성 측면에서 금융안정 여건을 어떻게 변화시킬 것인가?	• OECD 회원국 7,148개 은행의 27년간의 패널데이터를 분석한 결과, 고령화는 자기자본비율을 낮추고 부도위험을 높이는 등 금융기관 건전성에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타남. 그 이유는 수익성 감소와 이에 따른 위험한 사업기회 추구 때문. 특히 부동산 중심의 대출구조를 지닌 금융기관에서 고령화의 부정적 영향이 크게 나타남
정 책 과 제	통화정책 운영 시 직면하는 핵심적인 문제는 무엇인가?	• 초고령화로 통화정책 운영에 있어 구조적 제약이 심화될 전망. 실질금리 하락은 금리정책 여력 축소로 이어질 수 있으며, 성장 활력과 금융안정 기반이 동시에 약화될 경우 목표 간 상충관계가 심화되는 등 통화정책 운영에 구조적 제약 요인으로 작용

4. 본고는 다음의 순서로 구성되었다. 2장에서는 고령화가 추세 성장률과 실질금리에 미치는 영향을 살펴보고, 3장에서는 고령화 및 중장기 구조변화에 따른 인플레이션 여건을 점검한다. 4장에서는 금융안정 측면에서 고령화의 영향을 분석하며, 5장에서는 이러한 여건 변화를 종합적으로 정리하고, 통화정책 수행에 미치는 영향을 바탕으로 정책과제를 제시한다.

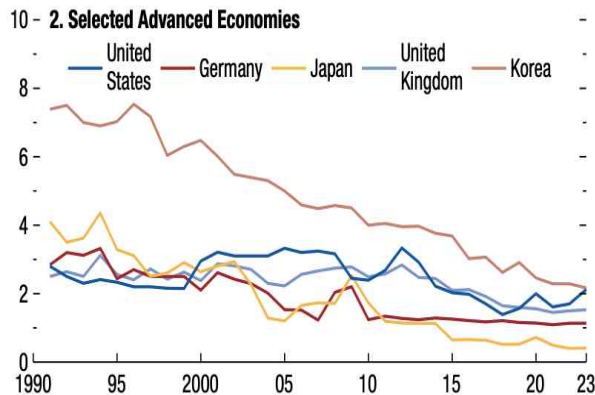
2. 성장과 실질금리²⁾

5. 본 장에서는 인구 고령화가 우리나라 성장률과 실질금리에 미치는 영향을 분석한다.

6. 우리나라와 주요국은 성장률과 실질금리의 장기적 하락세를 겪고 있다. IMF의 장기(5년 후) 성장률 전망에 따르면, 주요국 대부분이 잠재성장률 둔화를 겪고 있으며, 특히 우리나라는 그 하락 폭이 두드러진다(그림 2.1). 실질금리 역시 1990년대 이후 지속적인 하락세를 보이고 있다(그림 2.2).

주요국 성장률의 추세적 하락

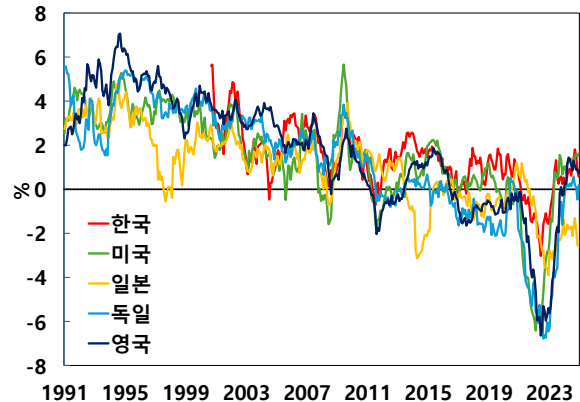
[그림 2.1] 주요국 실질 성장률¹⁾ 추이



주: 1) 5년 후 실질성장률 전망
자료: IMF WEO(2023 April)

주요국 실질금리의 추세적 하락

[그림 2.2] 주요국 장기 실질금리¹⁾ 추이



주: 1) 10년 만기 국채금리 - 소비자물가 상승률
자료: OECD

7. 이러한 저성장-저금리 추세는 이른바 ‘장기 정체’(secular stagnation)³⁾의 전형적 현상으로(Summers, 2014) 인구 고령화가 주요 원인으로 지목되고 있다. 기대수명 증가로 가계는 노후를 대비한 예비적 저축을 확대하게 되고, 이로 인해 자금 공급이 늘어나면서 실질금리에 하방 압력이 가해지기 때문이다(Eggertsson et al., 2019). 이 외에도 총요소생산성(TFP)의 둔화(Rachel & Summers, 2019), 글로벌 금융위기 이후 안전자산에 대한 선호 확대(Caballero et al., 2017), 글로벌 유동성 과잉(Bernanke, 2005) 등도 실질금리 하락의 구조적 배경으로 제시된다.

8. 특히 우리나라는 급속한 고령화를 겪고 있는 만큼, 이에 따른 성장과 실질금리의 변화 추이를 면밀히 검토할 필요가 있다. 이에 본 보고서에서는 생애주기모형을 구축하고, 우리나라의 높은 대외개방도를 반영한 개방경제 구조를 도입하여 인구구조 변화가 실질금리와 성장률에 미치는 영향을 정량적으로 분석하였다.

2) 본 절은 BOK경제연구 「Demographic shifts and the real interest rate in an open economy: The case of Korea」(Lee, Park & Hwang, 2025)를 요약하여 정리한 것임을 밝힌다.

3) Hansen(1939)이 제안한 개념으로, 경제가 저성장-저금리 상태에서 장기간 머무는 현상을 말한다.

아래와 같이 개방경제 생애주기모형을 구축하여 분석

[표 2.1] 본고의 개방경제 생애주기모형 가정 및 특징

- ① **인구구조 변화**를 반영하기 위해 **생애주기모형**을 도입:
 - 모형에서 경제주체는 가계, 기업, 정부로 구성되며, 가계는 출생 이후 25세에 노동시장에 참여, 60세에 은퇴, 100세에 사망하며 생애주기에 따라 소비 및 저축을 결정함(개별 가계는 고정된 확률로 다음기에 생존)
- ② 우리나라의 높은 **대외 개방성**을 반영하기 위해 **2국 개방경제 모형**을 구축:
 - 세계 경제는 한국과 외국(미국)으로 구성되어 있어 상호 무역거래와 금융거래를 수행하여 자본유출입이 발생하며, 한국 정부는 외환보유고를 운용
- ③ **국제자본시장**은 현실을 반영하여 불완전하게 통합되어있다고 가정:
 - 가계가 해외저축 시 총 자본유출규모에 비례하여 투자비용이 발생하며, 이에 따라 국가 간 금리 격차가 존재하나 점차 자본이동이 완전히 자유로워지는 자본시장 완전 통합상태로 이행한다고 가정
- ④ **연령별 저축-차입 패턴**을 반영하기 위해 가계는 차입제약에 직면한다고 설정 (데이터상의 세대별 저축률 반영)
- ⑤ 가계는 다음의 생애 기대효용을 극대화:
 - 효용함수: $U_t = \sum_{j=0}^J \beta \pi_{j,t+j} \left[\frac{(c_{j,t+j})^{(1-1/\sigma)} - 1}{1-1/\sigma} \right]$, 예산제약식: $c_{j,t+j} + a_{j,t+j+1} + a_{j,t+j+1}^*$
 - $= R_{t+j}(a_{j-1,t+j} + \frac{(1-s_{j,t+j})a_{j-1,t+j}}{s_{j,t+j}}) + R_{t+j}^*(a_{j-1,t+j}^* + \frac{(1-s_{j,t+j}^*)a_{j-1,t+j}^*}{s_{j,t+j}^*}) + (1-\phi_{t,t+j})w_{j,t+j}I_j \leq J_R$
 - (β : 시간할인율(0.948), $\pi_{j,t+j}$: t기에 태어난 가계가 j세까지 생존할 확률, $c_{j,t+j}$: j세 가계의 t+j기 소비, σ : 기간 간 대체탄력성(0.4), $a_{j-1,t+j}$ ($a_{j-1,t+j}^*$): j세 가계의 t+j-1기 국내(해외) 저축, R_{t+j} (R_{t+j}^*): t+j기 국내(해외) 실질 금리, $s_{j,t+j}$: j-1세 가계의 다음기 생존 확률, $\phi_{t,t+j}$: 소득세율, $w_{j,t+j}$: t+j기 임금, I_j : 은퇴 여부 지시함수)
- ⑥ 기업은 완전경쟁시장에서 자본을 임대하고, 노동을 고용하여 다음과 같이 생산:
 - 생산함수: $Y_t = (K_t)^\alpha \left[Z_t \sum_{j=0}^J e_{j,t} L_{j,t} \right]^{1-\alpha}$
 - (K_t : t기 자본투입량, α : 자본소득 분배율, Z_t : 노동확장적 생산성, $e_{j,t}$: t기 j세 가계의 노동생산성, $L_{j,t}$: t기 j세 노동투입량)
- ⑦ 정부는 본국에만 존재하며 소득세를 부과하고 채권을 발행하여 소비지출 및 외환보유고를 축적
- ⑧ 본국 및 외국의 자금시장 청산: (국내) $K_{t+1}^H + B_t^H = A_{t+1}^H + A_{t+1}^{F*}$ (해외) $K_{t+1}^F = A_{t+1}^F + A_{t+1}^{F*} + IR_t^{F*}$
- ⑨ **모형 캘리브레이션**: 2000년을 기준으로 모형 상의 실질금리와 실제 데이터를 일치시킨 후, 인구구조와 총요소생산성(TFP)의 실측치를 반영해 2000~2024년 동안의 실질금리 추세를 도출하였음
- ⑩ **현실 설명력**: 추정 결과, 본 모형은 한국(-4.2%p)과 외국(-2.3%p)의 실질금리 하락분의 대부분을 설명(그림 2.3, 표 2.2). 이는 기대수명 증가로 인한 가계 저축률 상승과 출산율 하락에 따른 자본의 한계생산성 감소가 작용한 결과임

기본가정 하의 성장과 실질금리

9. 정량적 분석을 위한 기본가정은 다음과 같다. 우리나라와 외국의 인구구조와 TFP는 장래인구추계 등 추계치를 따르되, 여타 변수들은 최근 수준이 유지된다(ceteris paribus)고 전제하였다⁴⁾.

10. [성장] 분석 결과, 인구 고령화는 우리나라 성장률을 구조적으로 낮춰온 요인이었으며, 이러한 추세는 앞으로도 지속될 것으로 나타났다. 고령화는 노동공급 감소와 생산성 둔화를 통해 성장 잠재력을 약화시킨다. 인구구조와 기타 구조적 요인을 반영한 선행연구에 따르면, 우리나라의 잠재성장률은 2040년 전후에 0.5~1.2% 수준까지 하락할 것으로 예상된다⁵⁾. 본고에서 구축한 생애주기모형은 인구 고령화와 생산성 하락만을 반영하고 있어 종합적인 경제전망으로 보기는 어렵지만, 이 두 요인만으로도 2040년대 성장률 추세가 1% 미만으로 하락할 것으로 분석되었다(그림 2.5).

4) 인구구조는 통계청 장래인구추계(한국)와 UN의 인구전망(미국·일본·유럽의 가중합)을 적용하였으며, 총요소생산성(TFP)은 2070년 이전에는 선행연구(Kwon, 2015; Fernald, 2014) 추정치를, 2070년 이후에는 양국 모두 1.1% 수준으로 수렴한다고 가정

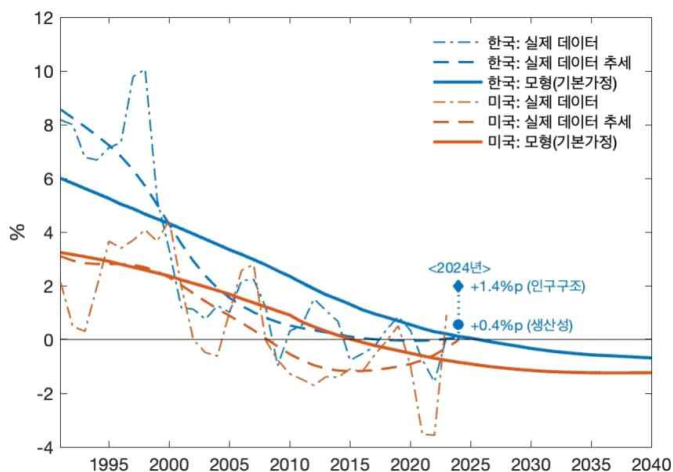
5) 0.5%(2036~40년 평균, 조태형 2023), 0.8%(2031~40년 평균, 황인도 외 2023), 0.7%(2040~44년 평균, 이은경 외 2024), 0.7%(2031~40년 평균, 김지연 외 2025), 1.2%(2040년 기준, NABO 2025).

11. [실질금리] 실질금리 하락 또한 인구 고령화의 영향이 컸던 것으로 분석된다. 구체적으로, 실질금리 하락분 중 약 1.8%p는 인구 고령화(1.4%p)와 총요소생산성 둔화(0.4%p)에 기인한 것으로 분석되었다.

- **(과거 추이)** 실질금리 하락분 중 고령화의 기여도를 확인하기 위해 반사실적 시나리오를 구성하여 각 요인이 실질금리 추세에 미친 영향을 추정하였다. 먼저, 인구 고령화의 영향을 살펴보기 위해 우리나라 출산율과 기대수명이 1991년 수준(1.71명 및 72.2세)에서 변하지 않고 2024년까지 유지되었다고 가정한 결과⁶⁾, 2024년의 균형 실질금리는 기본가정보다 약 1.4%p 높게 나타났다. 다음으로, 총요소생산성의 영향을 분석하기 위해 1991년 수준의 TFP 증가율(1.8%)이 2024년까지 유지되었다고 가정한 경우, 실질금리는 기본가정보다 약 0.4%p 높은 것으로 추정되었다. 이러한 결과는 인구구조 변화와 생산성 둔화가 실질금리의 구조적 하락에 중요한 역할을 했으며, 이들 요인이 없었다면 현재의 균형 실질금리는 약 1.8%p 더 높았을 것임을 시사한다(그림 2.3, 표 2.2).

모형은 한미 실질금리의 추세적 하락을 잘 설명하며, 고령화로 실질금리의 하락세가 당분간 이어질 가능성

[그림 2.3] 실질금리 모형 추정 결과



[표 2.2] 실질금리 비교(% , %p)

연도	한국				미국	
	실제 데이터 추세 ¹⁾	모형			실제 데이터 추세 ¹⁾	모형 기본 가정
		기본 가정	반사실적 분석 인구구조 ²⁾	생산성 ³⁾		
2000	4.3	4.3	5.3	4.5	2.3	2.4
2024	0.1	0.1	1.5	0.5	-0.0	-0.9
			(+1.4)	(+0.4)		
2120 ⁴⁾	-	0.1	0.1	0.1	-	0.1

주: 1) 콜금리(한국), 연방준비기금 금리(미국)에서 과거 1년간의 물가상승률을 차감하고 순환요인을 제거한(HP필터) 추세치
2) 우리나라의 1991년 출산율(1.71명)과 기대수명(72.2세)이 현재까지 유지되었다고 가정하여 실질금리 경로를 시산하였으며, 동 가정하에서도 인구 고령화가 느리지만 여전히 진행되므로 실질금리 하락 효과가 발생
3) 우리나라의 1991년 총요소생산성 증가율(1.8%)이 2024년까지 유지되었다고 가정하여 실질금리 경로를 시산
4) 향후 자본이동이 완전히 자유로워지는 국제자본시장 통합상태로 이행한다고 가정하므로 양국 이자율이 수렴

- **(향후 경로)** 기본가정 하에서, 향후 우리나라 실질금리는 인구구조 변화에 따라 완만한 하락세를 이어가다가(그림 2.4), 저축률이 감소세로 전환되는 2060년경 반등하여 장기균형 수준(0.1%)에 수렴할 것으로 예상된다. 이러한 경로는 인구요인을 주로 반영했을 때 실질금리의 구조적 방향성을 나타내는 것이므로, 이를 실질금리에 대한 전망으로 해석해서는 안 된다. 또한 본 모형에서의 실질금리는 인구구조와 생산성 변화만을 반영한 장기균형 수준의 실질금리로, 통화정책 운용의 준거가 되는 중립금리와는 개념적으로 구분된다는 점에 유의해야 한다.

6) 출산율 하락이 실질금리에 미치는 하방 효과는, 출생 인구가 노동시장에 진입하기까지 시간이 걸리는 점을 고려하여 1991년부터 반사실적 분석을 하였다.

시나리오별 성장과 실질금리

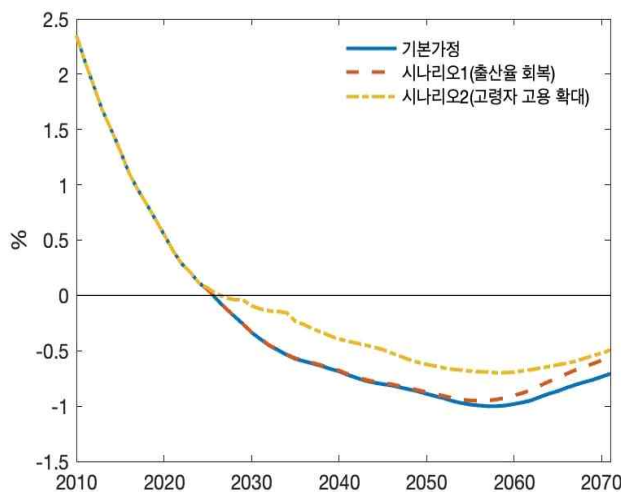
12. 실질금리와 성장률의 향후 경로는 가정에 따라 달라질 수 있으므로 출산율, 고령자 고용, 생산성, 재정 여건 등 다양한 시나리오별로 추이를 살펴보았다.

13. (① 출산율 회복) 2025년부터 구조개혁을 통해 출산율이 회복될 경우, 신규 출생 인구가 경제활동에 진입하는 2050년경부터 실질금리와 성장률이 모두 상승하는 것으로 나타났다. 본 시나리오에서는 2025년부터 출산율이 매년 일정하게 증가하여, 2035년부터는 OECD 평균 합계출산율 수준(1.58명, 2021년 기준)에 도달한다고 가정하였다. 이 경우 2050년대 이후 유효 노동 공급이 증가하면서, 2070년경 성장률은 기본 시나리오 대비 최대 0.7%p 높아지고, 자본의 한계생산성 개선에 따라 실질금리도 기본 시나리오 대비 0.2%p 상승하는 것으로 나타났다(그림 2.4, 2.5).

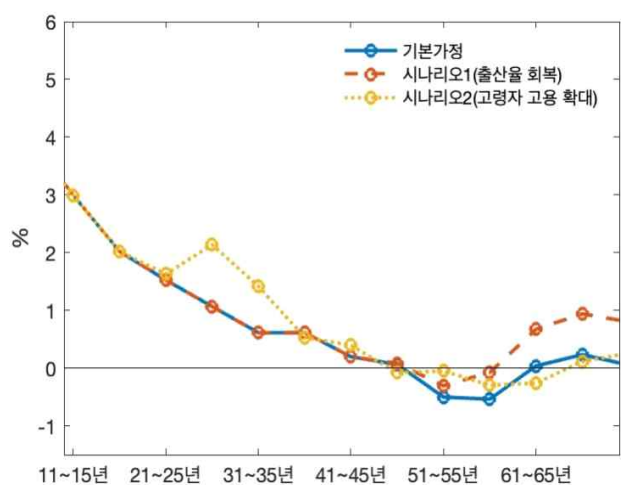
14. (② 고령자 고용 확대) 고령자 고용이 2025년부터 단계적으로 확대될 경우, 노동투입 증가로 성장률과 실질금리가 모두 상승하는 것으로 나타났다. 본 시나리오는 고령자 계속고용 정책을 통해 고령자의 고용기간이 점차 확대되어 2029년에는 현재보다 5년 늘어난다고 가정하였다⁷⁾. 이 경우 노동투입이 증가하고 자본의 한계생산성이 높아져 실질금리가 상승 압력을 받는다. 그 결과, 2020년대 후반 성장률은 기본가정보다 약 1.1%p 높게 추정되며, 이후 노동력 증가 효과가 소진되면서 성장률은 기본가정 수준으로 수렴한다(그림 2.4, 2.5). 다만 GDP 수준은 고령자 고용 확대가 없는 경우보다 지속적으로 높은 경로를 유지한다.

출산율 회복은 시차를 두고, 고령자 고용 확대는 즉각 실질금리와 성장에 긍정적 영향

[그림 2.4] 한국 실질금리¹⁾ 추이



[그림 2.5] 한국 성장률¹⁾ 추이(5개년 평균)



주: 1) 실질금리와 성장률의 추계결과는 장래인구 및 총요소생산성의 향후 추이만을 반영한 것으로 경제전망이 아님에 유의
자료: 저자 자체 추정 (Lee, Park & Hwang, 2025)

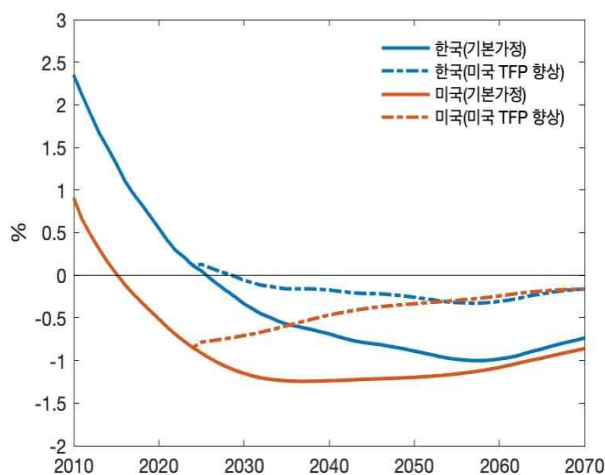
7) 고령자의 고용 확대가 여타 연령층의 고용에는 영향을 미치지 않는다고 가정하였다.

15. (③ 미국 TFP 향상) 미국의 총요소생산성이 향상되면, 미국의 실질금리가 상승하면서, 한·미 간 실질금리가 역전될 가능성이 있는 것으로 나타났다. 미국은 데이터 사이언스와 AI 혁명 등 소위 ‘제4차 산업혁명’을 선도하고 있다. 이를 반영하여 2025년부터 2070년까지 미국(외국)의 총요소생산성 증가율이 기본가정 대비 매년 0.5%p 높다고 가정하였다. 분석 결과, 미국의 총요소생산성 상승은 자본의 한계생산성을 높여 미국의 실질금리와 경제성장률을 크게 끌어올린다. 반면, 우리나라의 경우 자본이 수익률이 높아진 미국으로 유출되면서 국내 자본공급이 감소하여, 실질금리는 상승하되 경제성장률은 일시적으로 하락하는 것으로 나타났다. 미국의 실질금리가 더 빠르고 크게 오르면서, 양국 간 실질금리 격차는 급격히 축소되고 일부 구간에서는 역전 가능성도 제기된다(그림 2.6).

16. (④ 한국 TFP 향상) 기술혁신으로 우리나라의 총요소생산성이 향상될 경우, 실질금리와 성장률이 모두 상승하며 한·미 간 실질금리 격차는 확대되는 것으로 나타났다. 고령화에 대응해 로봇이나 AI 도입이 촉진될 수 있으며(Acemoglu & Restrepo, 2022), 특히 한국은 이러한 기술 도입의 긍정적 효과가 클 수 있다는 분석이 있다(오삼일 외, 2025a). 이를 반영하여 2025~2070년 동안 국내 총요소생산성 증가율이 기본가정 대비 매년 0.5%p 높다고 모형을 재설정하였다. 그 결과, 자본의 한계생산성이 상승하면서 동 기간 중 우리나라 실질금리는 평균 0.3%p 상승하는 것으로 나타났다. 이에 따라 한미 간 실질금리 격차는 확대되었으며(그림 2.7), 생산성 향상과 자본 유입이 경제에 긍정적인 영향을 미치면서, 우리나라의 성장률은 지속적으로 0.7%p 향상되는 것으로 추정되었다.

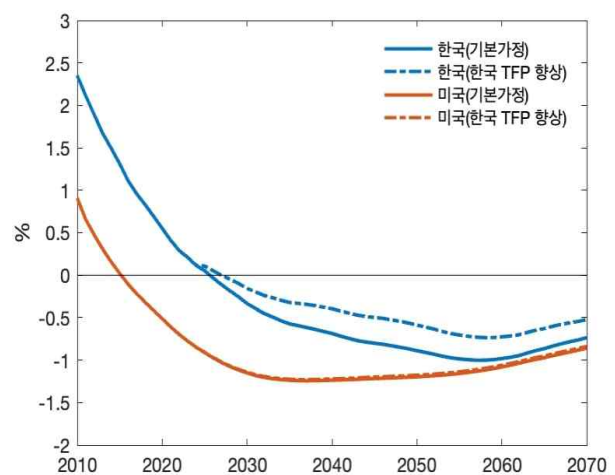
미국의 생산성 향상 시 한미 실질금리 역전 가능성

[그림 2.6] 한미 실질금리 (시나리오 ③)



한국의 생산성 향상 시 한미 금리격차 확대

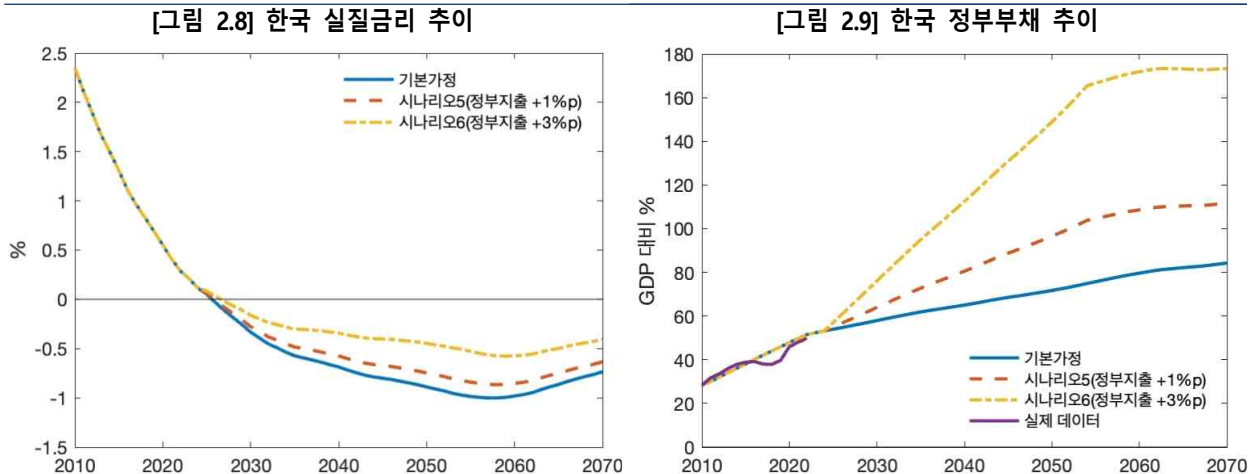
[그림 2.7] 한미 실질금리 (시나리오 ④)



주: 1) 실질금리 추계결과는 장래인구 및 총요소생산성의 향후 추이만을 반영한 것으로 경제전망이 아님에 유의
자료: 저자 자체 추정 (Lee, Park & Hwang, 2025)

17. (⑤, ⑥ 정부 지출 확대) 인구 고령화로 정부 지출이 확대될 경우, 정부부채가 증가하고, 이는 실질금리 상승으로 이어진다. 본 보고서의 기본 시나리오(기본가정)는 GDP 대비 정부소비지출 비율(17.6%)과 조세부담률(23.8%)이 일정하다고 가정하며, 이 경우 정부부채는 2110년경 약 107%까지 상승한 후 점진적으로 89% 수준에 수렴한다⁸⁾. 반면, 시나리오 ⑤·⑥은 고령화에 따른 사회복지 지출 확대가 국채 발행을 통해 조달되는 상황을 가정한다⁹⁾. 이 경우 정부지출 확대는 민간자본을 구축(crowding-out)하여 실질금리를 끌어올린다. 구체적으로, 2025년부터 30년간 정부소비지출이 GDP 대비 17.6%에서 1%p(⑤), 3%p(⑥) 증가할 경우, 2050년경 실질금리는 기본 시나리오 대비 각각 0.2%p, 0.4%p 상승하며, 정부부채는 각각 97%, 149%까지 확대된다(그림 2.8 및 2.9). 이와 관련해, 재정지출 급증으로 정부부채 규모가 과도하게 확대되면 이자지급 부담에 대한 시장의 우려가 커지고, 이는 중앙은행의 금리 인상 여력을 제약할 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다(Carstens, 2025). 한편, 본 모형에서는 정부소비지출이 가계 효용이나 잠재성장률에는 영향을 미치지 않는 것으로 설정하였다¹⁰⁾.

고령화에 따른 정부 지출 확대는 실질금리 및 정부부채를 확대



주: 1) 실질금리 추계결과는 장래인구 및 총요소생산성의 향후 추이만을 반영한 것으로 경제전망이 아님에 유의
자료: 저자 자체 추정 (Lee, Park & Hwang, 2025)

18. 이상의 분석 결과는, 인구 고령화가 우리나라의 실질금리와 성장률을 구조적으로 낮추는 요인으로 작용하고 있으며, 이러한 추세가 당분간 지속될 가능성이 크다는 점을 시사한다. 반면, 출산율 회복, 고령자 고용 확대, 생산성 향상 등 구조개혁이 이루어질 경우, 성장률과 실질금리는 일정 폭 상승할 수 있는 것으로 나타났다. 이러한 점은 향후 정책 수립에 있어 중요한 시사점을 제공한다.

8) NABO의 「장기재정전망(2025)」에 따르면, GDP 대비 국가채무 비율은 2050년경 약 107.7%에 이를 것으로 추정된다. 이러한 차이는 NABO 전망이 향후 총지출 증가와 총수입 감소를 전제로 한 반면, 본고에서는 인구구조 및 생산성 변화만을 고려한 영향을 살펴보기 위해 정부소비지출 비율, 조세부담률 등 기타 조건들이 일정하게 유지된다고 가정했기 때문이다.

9) 초기 재원은 국채 발행으로 조달하나 장기적으로는 성장률 회복에 따른 세수 확대로 재정이 충당된다.

10) 한편, Fornaro and Wolf(2025)는 과도한 공공부채가 장기 성장을 제약할 수 있다는 이론적 근거를, Eberhardt and Presbitero(2015), Jaimovich and Rebelo(2017)는 관련 실증적 증거를 제시한다.

3. 물가안정 여건

19. 인구 고령화는 이론적으로 물가에 상방과 하방 양방향의 압력으로 작용할 수 있으며, 실증분석 결과도 사용된 고령화 지표나 분석 방법에 따라 상이하게 나타난다. 인구 고령화가 성장률을 하락시켜 총수요 측면에서 인플레이션을 억제한다는 견해가 있다(Summers, 2015; Braun & Ikeda, 2022). 반면 생산가능인구 감소에 따른 임금(비용) 상승과 저축보다 소비가 많은 고령층 비중의 증가로 인해 고령화는 물가 상승 압력으로 작용한다는 견해도 있다(Goodhart & Pradhan, 2020; 강현주 외, 2024). 기존 실증연구들 역시 고령화 지표의 선택이나 연령대 설정에 따라 정성적·정량적으로 상이한 결론을 제시하고 있어, 일관된 판단을 내리기 어려운 상황이다(표 3.1).

사용된 인구 고령화 지표에 따라 물가에 대한 실증분석 결과가 상이할 수 있다.

[표 3.1] 주요 실증분석 연구 요약

저자(연도)	주요 결과	주요 경로	방법론 및 데이터
Gajewski(2015)	80세 이상 1%p ↑ → 물가 약 -1.0%p 노년부양비 1%p ↑ → -0.1~-0.2%p 유소년부양비 1%p ↑ → 물가 상승	수요측 (노년층 소비 감소); 일부 공급측 (청년층 소비증가)	패널 회귀분석, OECD 34개국 (1970~2013, 4년 평균값)
Katagiri et al.(2020)	기대수명 연장에 따른 고령화: 젊은층 증세 → 디플레 유발 출생률 저하에 따른 고령화: 재정적자 ↑ → 인플레이 유발 일본 시뮬레이션 결과: 고령화로 물가 -0.6%p (순효과)	정치·재정 경로 (고령층 선호에 따른 정책)	정치경제 OLG (+재정적 물가이론 모델), 일본 40년간 시뮬레이션
Lee et al.(2024)	고령화 속도(Δ노년부양비) ↑ → 물가 하락 (1%p ↑ → 일본: -0.03%p, 미국: -0.08%p 내외) 고령화 수준(노년부양비) → 효과 미약	수요측 (소비 및 저축 패턴 변화)	지역 패널 회귀분석 (필립스곡선 확장), 일본 47현 및 미국 50주 (1990~2010)
Yoon et al.(2014)	고령인구 증가 → 수요 둔화로 물가 하락 (약 -0.5~-0.7%p)	수요측 (소비 축소)	패널 회귀분석, OECD 30개국 (1960~2013)
Bobeica et al.(2017)	고령화 진행 시, 80세 이상 비중 1%p ↑ → 물가 약 -0.5%p	수요측 (소비 및 저축 패턴 변화)	패널 회귀분석, OECD 34개국 (1980~2000, 4년 평균)
Andrews et al.(2018)	65~74세 인구비중 ↑ → 물가 +0.8%p 75세 이상 ↑ → 물가 -1.8%p	수요측 (소비 및 저축 패턴 변화)	패널 공적분 분석, OECD 24개국 (1980~2016)
Juselius and Takáts(2021)	0~14세 ↑ → 물가 약 +0.14%p, 15~64세 ↑ → 약 -0.12~0.17%p, 65~74세 ↑ → 약 +0.21~0.33%p, 75세 이상 ↑ → -0.76%p	수요/공급 복합경로 (생애주기 + 초고령층 영향)	패널 회귀분석 (인구구조 다항식), 22개 선진국 (1870~2016)

주: 노년부양비(유소년부양비)는 생산가능인구(15~64세) 대비 65세 이상 고령 인구(0~14세 유소년 인구)

20. 인구 고령화가 물가에 미치는 영향을 종합적이고 시의성 있게 평가하기 위해서는, 특정 연령대나 단일 지표에 의존하기보다는 세부 연령집단별 인구구성의 영향을 고려해야 하며, 최신의 인구 및 물가 데이터를 반영할 필요가 있다. Juselius and Takáts(2021)는 연령층을 17개 구간으로 나누고, 각 연령집단의 비중이 인플레이션에 미치는 영향을 22개국의 1870~2016년 데이터를 활용해 분석하였다. 그 결과, 부양인구(유소년층 및 고령층) 비중이 높아질수록 인플레이션이 상승하고, 생산연령인구 비중이 높아질수록 인플레이션이 하락하는 패턴을 확인하였다. 한편, 75세 이상 초고령층의 증가는 연소 고령층(65~74세)의 증가와 달리 오히려 물가를 낮추는 효과를 보였다. 다만, 당시 분석 대상국 다수가 초고령사회에 진입하지 않았고 초고령층 비중도 낮았던 만큼, 고령화가 심화된 최근 여건을 반영한 후속 연구가 필요하다¹¹⁾.

21. 이에 본고는 Juselius and Takáts(2021)의 방법론을 바탕으로, OECD 38개국의 1990~2023년 데이터를 활용하여 인구구조 변화가 인플레이션에 미치는 영향을 재평가하였다. 실증분석에 사용된 모형과 데이터는 다음과 같다.

아래와 같이 인구 다항식을 구축하여 분석

인구구조 변수만 고려한 기본 모형은 OECD 38개국의 1960~2023년 인구 및 거시경제 변수를 활용하여 전체 인구에서 17개 연령집단이 차지하는 비율인 s_{kjt} ($k \in (0-4, 5-9, \dots, 75-79, 80^+)$, j 는 국가, t 는 연도)이 인플레이션(π_{jt})에 미치는 영향을 다음과 같이 추정하였다.

$$\pi_{jt} = \mu + \mu_t + \mu_j + \sum_{k=1}^{17} \beta_{1,k} s_{kjt} + \beta_2 \Delta n_{jt} + \beta_3 \Delta l_{jt}^e + \epsilon_{jt}$$

추가적인 인구구조 변수로 인구성장률(Δn_{jt})과 기대수명의 변화(Δl_{jt}^e)를 고려하였으며 시간과 국가에 대한 고정효과(μ_t, μ_j)를 포함하였다. 연령집단 변수 간 높은 상관관계로 인해 발생할 수 있는 회귀식의 다중공선성(multicollinearity) 문제를 줄이기 위해 연령집단 계수($\beta_{1,k}$)가 k 차 다항식을 만족하도록 회귀식을 변환($\beta_{1,k} = \gamma_0 + \gamma_1 k + \gamma_2 k^2 + \dots + \gamma_p k^p$)하고 상수항과의 다중공선성을 피하기 위한 제약식을 부과하여 연령집단 계수를 재정의하였다. 인구구조 변수와 더불어 필립스 곡선의 주요 변수인 인플레이션에 대한 시차항(π_{jt-l})과 산출갭($\hat{y}_{jt}$)을 통제변수로 추가한 확장된 모형을 1990~2023년 인구 및 거시경제 변수를 활용하여 추정하였다.

$$\pi_{jt} = \mu + \mu_t + \mu_j + \sum_{p=1}^4 \gamma_p \tilde{s}_{pjt} + \beta_2 \Delta n_{jt} + \beta_3 \Delta l_{jt}^e + \sum_{l=1}^2 \rho_l \pi_{jt-l} + \beta_4 \hat{y}_{jt} + \epsilon_{jt}$$

$\tilde{s}_{pjt}$ 는 변환된 연령집단 변수이며, 종속변수 π_{jt} 는 t 년도, 국가 j 의 로그 소비자물가지수에 대한 일차 차분값을 사용하였다. 산출갭은 실질 GDP와 장기 추세선의 갭으로 정의되며 Hodrick-Prescott 필터($\lambda = 100$)로 추정하였다. 실증분석에 사용된 모형과 데이터는 Juselius and Takáts(2021)의 기본 모형과 확장형 모형을 참고하였다. Hodrick-Prescott 필터를 사용하여 산출갭 추정 시 샘플의 양끝단에서 예측오차가 발생하는 끝단점 문제(end-point problem)를 보완하기 위해 Hamilton 필터를 사용한 경우에도 추정 결과는 강건한 것으로 나타났다. [표 3.2]는 기본 모형과 확장된 모형에 대한 추정 결과이다.

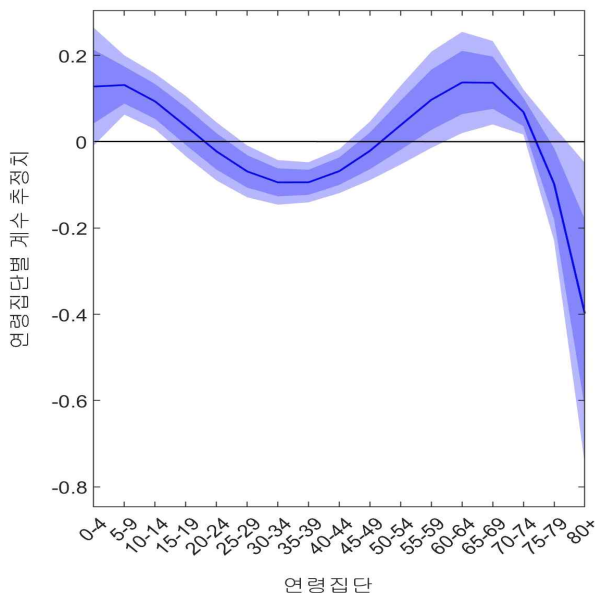
11) UN Population Prospects에 따르면 고령화의 진전 속도는 과거와는 비교할 수 없을 정도로 빨라지고 있다. 예컨대, 2015년 OECD 국가에서 65세 이상 인구의 평균 비중은 16.3%에 불과했으며, 초고령사회(65세 이상 비중 20% 이상)에 진입한 국가는 핀란드, 포르투갈, 독일, 그리스, 이탈리아, 일본 등 6개국에 불과하였다. 그러나 2025년 현재, 해당 평균 비중은 19.5%로 상승하였으며, 초고령사회에 진입한 국가 수는 25개국으로 급증하였다.

22. 실증분석 결과, OECD 38개국의 경우 연령구조와 물가상승률 간에 통계적으로 유의한 ‘역N자형’ 관계가 나타났다. 즉, 19세 이하 인구와 50~74세 인구 비중의 증가는 물가에 상방 압력으로 작용하지만, 20~49세 인구와 75세 이상 인구 비중의 증가는 하방 압력으로 작용하는 양상이다(그림 3.1)¹²⁾. 주목할 점은 고령층 내에서도 연령대별 영향이 상이하다는 것으로, 65~74세 연소 고령층은 물가 상승 요인인 반면, 75세 이상 초고령층은 물가를 낮추는 요인으로 작용한다. 이는 연소 고령층이 여전히 순소비 계층으로서 수요를 견인하는 반면, 초고령층은 필수재 및 의료서비스를 제외한 소비를 크게 줄이기 때문으로 해석된다.

23. 추정 결과와 통계청의 인구추계를 바탕으로 17개 연령집단별 효과를 반영한 시뮬레이션에 따르면, 다른 여건이 동일할 경우 *ceteris paribus* 향후 45년간(2025~70년) 우리나라의 인구구조 변화는 물가상승률을 연평균 0.15%p(표준오차 0.056) 낮추는 것으로 나타났다. 연령대를 0~19세, 20~49세, 50~74세, 75세 이상, 네 구간으로 구분해 살펴보면, 0~19세 인구 비율의 감소는 향후 인플레이션율을 낮추지만(연평균 -0.01%p) 그 영향이 크지 않은 반면, 75세 이상 초고령층의 비중 확대는 인플레이션율을 연평균 0.16%p 하락시키는 것으로 분석되었다¹³⁾.

연령구조와 물가상승률은 ‘역N자형’ 관계

[그림 3.1] 인구 연령분포에 따른 물가 효과



주: 진한 파란색은 68%, 연한 파란색은 90% 신뢰구간
자료: 저자 추정 결과(OECD 38개국 1990~2023 자료 이
용한 확장 모형)

국가별 패널자료 분석 결과

[표 3.2] FE 패널 모형 추정 결과

	기본 모형	확장 모형
$\tilde{s}_{1jt} (\times 1)$	0.78*** (0.33)	0.12 (0.13)
$\tilde{s}_{2jt} (\times 10)$	-0.25*** (0.07)	-0.50* (0.29)
$\tilde{s}_{3jt} (\times 100)$	0.02*** (0.01)	0.56** (0.26)
$\tilde{s}_{4jt} (\times 1000)$	0.00*** (0.00)	-0.19** (0.08)
Δn_{jt} (인구성장률)	0.55** (0.36)	0.40*** (0.16)
$\Delta \pi_{jt}^e$ (기대수명 변화)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)
π_{jt-1} (물가 시차항)		0.58*** (0.08)
π_{jt-2} (물가 시차항)		-0.02 (0.03)
$\hat{y}_{jt}$ (산출갭)		0.10*** (0.03)
μ_t (연도 고정효과)	Yes	Yes
Countries	38	38
Time period	1960~2023	1990~2023
N of obs.	2,000	1,923
Age str. F-test	0.00	0.00

주: 종속변수는 각국의 소비자물가상승률이며 $\tilde{s}_{1jt} \dots \tilde{s}_{4jt}$ 는
변환된 연령집단 변수임. () 내는 표준오차. *, **, ***
는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미

12) 추정치는 각 연령집단이 전체 인구에서 차지하는 비중이 1%p 증가 시, 연간 소비자물가상승률의 변화(%p)를 나타낸다. 가령 80세 이상 인구의 비중의 1%p 증가는 물가상승률을 약 0.4%p 낮추는 것으로 추정되었다.

13) 시뮬레이션 결과, 20~49세 구간의 인구 변화는 인플레이션을 약 0.02%p 상승시키는 효과가 있었으며 50~74세 연령층의 변화에 따른 인플레이션 효과는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.

24. OECD 평균에 기반한 앞선 시뮬레이션 결과는 우리나라 고령화의 특수성은 반영하지 않은 수치이다. 그러나 우리나라도 상반된 요인이 공존하여 일정 부분 서로 상쇄된다는 점에서 해당 결과는 일정 수준의 시사점을 제공한다. 우리나라의 경우 노인빈곤율이 높고 공적연금 제도가 미성숙해 고령층의 소비 여력이 제한적이다¹⁴⁾. 이로 인해 초고령층의 소비 둔화가 총수요 위축으로 이어지며, 다른 고령화 국가들보다 더 큰 디스인플레이션 압력이 발생할 수 있다. 반면, 한국의 고령화는 주로 저출산에 기인하고 있어 생산연령인구의 급감에 따른 공급 제약과 그로 인한 비용 상승 압력이 상대적으로 클 수 있다¹⁵⁾. 이는 일본의 고령화가 주로 기대수명 증가에 기인했던 것과는 대조적이며, 한국에서는 노동력 부족과 임금 상승 등의 경로를 통해 인플레이션 압력이 보다 강하게 나타날 가능성을 시사한다¹⁶⁾. 결과적으로 이러한 상반된 요인들이 일정 부분 서로 상쇄되면서, OECD 평균 기반 결과는 우리나라에도 유의미하게 적용될 수 있을 것으로 판단된다.

25. 지금까지는 인구구조 변화가 물가에 미치는 영향을 중심으로 살펴보았으나, 물가는 그 외 다양한 구조적 요인의 영향을 받는다는 점을 고려할 필요가 있다. 대표적인 상방 요인으로는 탈세계화 및 공급망 재편, 팬데믹 이후의 고인플레이션 경험, 기후변화 등이 있다¹⁷⁾.

• **(탈세계화 및 공급망 재편)** 과거에는 세계화가 국내 물가와 임금 상승을 억제하는 역할을 해왔으나¹⁸⁾, 글로벌 금융위기 이후 세계화의 흐름이 둔화하면서 글로벌 공급망이 축소·재편되고 있다¹⁹⁾. 이는 인플레이션에 구조적인 상방 압력으로 작용할 수 있다(Lagarde, 2023). 아울러 보호무역주의 확산에 따른 무역 장벽(관세) 강화는 수입 물가 및 국내 물가 상승을 유발하는데, 최근 미국 행정부의 고관세 정책은 직·간접적으로 글로벌 인플레이션 기대를 끌어올리는 요인으로 작용하고 있다²⁰⁾²¹⁾. 또한 러시아-우크라이나 전쟁 등 지정학적 갈등에 따른 공급망 충격은 단기적인 충격을 넘어, 글로벌 공급체계의 재편을 유도하며 물가에 장기적이고 구조

14) 우리나라 은퇴연령층(66세 이상)의 노인빈곤율은 2023년 39.8%로, OECD 회원국 중 가장 높다.

15) 우해봉(2023)에 따르면 2020~2070년 중 우리나라 인구 고령화(65세 이상 인구 비중의 증가)의 70%는 저출생에 의해, 30%는 기대수명 증가 요인에 의해 유발되는 것으로 분석되었다.

16) 한편, Acemoglu and Restrepo(2022)는 인구 고령화로 노동력이 감소할 경우 로봇 도입이 확산됨을 보여주었다. 로봇 활용이 확대되면 임금 상승 압력을 약화시켜 전반적인 물가 상승 속도가 둔화될 가능성도 있다.

17) 또한, 앞서 논의한 정부부채의 확대 역시 물가상승 압력으로 작용할 수 있다.

18) 예컨대, Côté and de Resende(2008)는 중국 등 신흥국과의 교역 확대가 캐나다의 소비자물가 상승률을 연평균 약 0.1%p 낮춘 것으로 추정하였다.

19) 전 세계 GDP 대비 무역 규모는 1970년 이후 지속적으로 증가해왔으나, 2008년 금융위기와 대중 무역 전쟁, 2020년 팬데믹을 거치면서 정체 구간에 접어들었다. 최근 미국 행정부의 고관세 정책과 전 세계적 자국 우선주의의 강화로 이러한 탈세계화 흐름이 심화될 것으로 보인다.

20) Cavallo et al.(2021)는 2018년 미국이 중국산 제품에 부과한 20% 관세 조치로 인해 미국의 수입물가가 약 18.9% 상승한 것으로 분석하였다.

21) 미국 정부는 2025년 2~4월 사이, 중국·캐나다·멕시코 등 거의 전 국가를 대상으로 10~50% 수준의 고관세 정책안을 발표하였다. IMF는 세계경제전망(2025)에서 2025년 미국의 소비자물가 상승률을 당초 예상보다 높은 3.0%로 전망하였다. 2025년 세계 소비자물가 상승률은 4.3%로 전망했으며, 관세 정책으로 인한 공급망 교란 및 정책 불확실성에 따른 간접효과가 물가를 추가 상승시킬 수 있다고 분석하였다.

적인 상승 압력을 가할 수 있다²²⁾. 이러한 맥락에서, 최근 제롬 파월 미국 연방준비제도(Fed) 의장은 세계가 '더 빈번하고 지속적인 공급 충격의 시대'로 진입하고 있다고 평가한 바 있다(Powell, 2025). 이 같은 추세가 지속된다면, 물가 환경 자체가 이전과는 다른 새로운 구조(regime)로 전환될 가능성도 배제할 수 없다.

- **(고인플레이션 경험)** 과거에는 높은 인플레이션에 대한 기억이 주로 1970~80년대 인플레이션을 경험한 고령층에 국한되었으나, 팬데믹 이후 약 40년 만에 물가가 급등하면서 전 연령층이 고인플레이션을 직접 체감하게 되었다. 인플레이션 경험은 기대인플레이션 형성에 장기적이고 지속적인 영향을 미치는 것으로 알려져 있으며, 이로 인해 높아진 기대인플레이션은 향후 물가의 구조적 상승 요인으로 작용할 수 있다. D'Acunतो et al.(2023)은 1970년대 후반~1980년대 초반의 고인플레이션을 경험한 60세 이상 고령층이 그렇지 않은 젊은 층에 비해 지속적으로 높은 인플레이션 기대치를 보였다고 보고하였다. Conrad et al.(2022) 또한 과거 높은 인플레이션을 경험한 개인일수록 향후 물가 상승을 예상할 가능성이 크다는 실증 결과를 제시하였으며, Weber et al.(2025)도 유사한 분석을 통해 이를 확인하였다. 특히 Conrad et al.의 연구에 따르면, 인플레이션 경험 수준이 가장 높은 상위 5% 가계는 하위 5% 대비 향후 인플레이션 상승을 예상할 확률이 약 14.5%p 높은 것으로 나타났다.
- **(기후변화)** 기후변화에 따른 물리적 리스크와 저탄소 전환 과정에서의 이행 리스크는 공급망 교란과 생산비용 상승을 통해 인플레이션 압력을 증대시킬 수 있다 (Kotz et al., 2023; Parker, 2018 등). Kotz et al.(2023)은 121개국의 데이터를 분석하여 월 평균기온이 1°C 상승할 경우 12개월 누적 소비자물가 상승률이 약 0.17%p 높아지는 경향을 보였다고 밝혔다. 또한 IMF(WEO, 2022)의 시뮬레이션에 따르면, 2030년까지 탄소배출을 2022년 대비 25% 감축하기 위해 탄소세를 도입할 경우, 전 세계 물가상승률이 매년 0.1~0.4%p 높아질 수 있다. 다만, 일부 연구에서는 자연재해로 총수요가 위축되거나 가격 경직성 가정에 따라 물가상승 효과가 미미하거나 오히려 디플레이션 압력이 나타날 수 있다는 점도 지적하고 있다.

26. 종합하면, 고령화는 당분간 물가에 소폭의 하방 압력으로 작용할 것으로 보인다. 다만, 물가에 상방 압력을 가하는 기타 구조적 요인들도 병존하고 있어, 향후 구조적인 물가 흐름에 대한 불확실성은 높은 상황이다.

22) 2022년 러시아-우크라이나 전쟁으로 에너지 및 원자재 공급에 타격이 발생하면서 유럽의 물가상승률이 수개월 만에 약 4.4%p 상승하였고, 미국과 아시아·태평양 일부 국가들도 1~2%p의 추가 물가 상승을 겪은 것으로 나타났다(Maurya et al., 2023).

4. 금융안정 여건

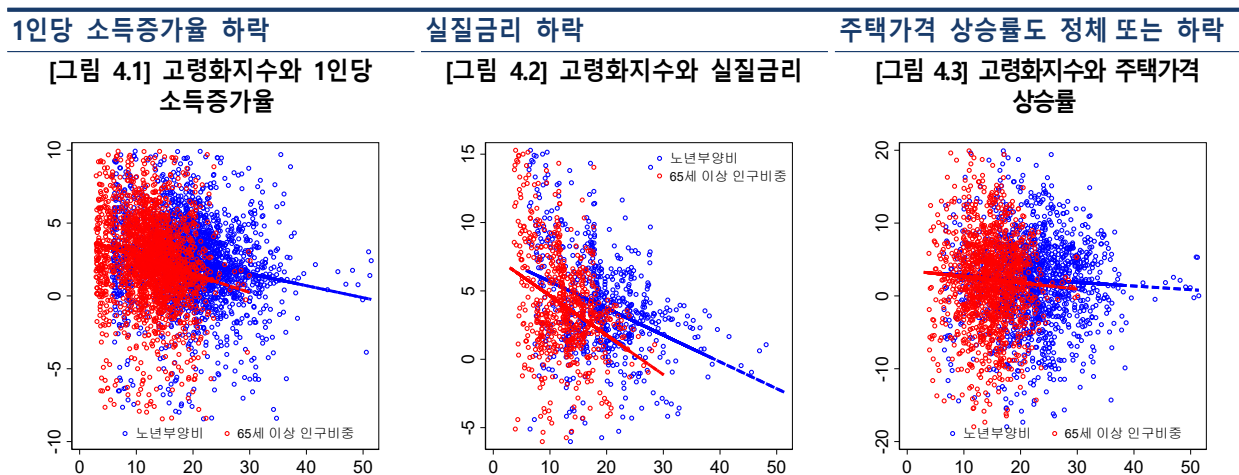
27. 인구 고령화는 다양한 경로를 통해 금융안정에 긍정적 또는 부정적 영향을 미칠 수 있다. 전반적으로는 부정적 영향을 미친다는 연구가 다수이지만, 일부에서는 고령층의 안전자산 선호 등을 긍정적 요인으로 지적하기도 하여, 면밀한 점검이 요구된다. 고령화는 경제성장 둔화로 인한 차주의 상환능력 저하, 이자지급 부담 증가, 실질금리 하락에 따른 예대마진 축소, 담보자산 가치 변동 등을 통해 금융기관의 수익성을 저하시킬 수 있으며, 이는 자본확충 여력을 제한하는 요인으로 작용할 수 있다. 아울러 수익성 악화는 금융기관의 위험선호를 높여 고위험 부문에 대한 자금 배분을 확대시킬 가능성이 있다. 반면, 고령층이 선호하는 안전자산의 비중이 경제 전반에서 증가할 경우, 금융시장 안정성 제고에 기여할 수 있는 측면도 존재한다.

고령화는 금융기관의 수익성을 낮추고 위험추구 행위를 증대시킬 수 있다.

[표 4.1] 고령화의 금융안정에 대한 영향 요약

주요 경로	설명	관련 연구
⊕ 안전자산 선호 강화	· 고령층 안전자산 선호 ↑ → 경제 내 안전자산 비중 ↑, 금융기관의 위험포트폴리오 비중 ↓	조세형 외(2017) Li et al.(2024)
⊖ 차주의 상환능력 감소	· 경제(소득)성장 둔화 → 차주의 부채 상환능력 ↓ → 신용위험 ↑, 금융기관 손실 ↑	Liu and Hu(2013) Maestas et al.(2023)
⊖ 이자비용 부담 증가	· 경제(소득)성장 둔화 → 신규투자 대출수요 위축, 은퇴대비 저축 ↑, 안전자산 선호 ↑ → 금융기관의 이자지급 부담 ↑ ⇒ 금융기관의 비용부담 ↑	Imam and Schmieder(2024)
⊖ 예대마진 축소	· 고령화로 실질금리 하락 → 예대마진 축소(제로금리 하한에서 심화) → 금융기관의 수익성 ↓ · 고령화로 장기 안전자산 수요 확산 → 장기금리 ↓ → 부동산담보대출(장기대출) 수익성 ↓(조기상환, 대환대출과 연계되면 수익성 악화 심화)	Carvalho et al.(2016) Sudo and Takizuka(2020) Claessens et al.(2018) 윤경수 외(2017) 서정호(2025)
⊖ 담보자산 가치 변동	· 출생률·가구수 감소, 생계비 목적 주택매각, 성장둔화로 인한 상업용부동산 수요 감소 등 → 담보자산 가치 하락 → 차주의 채무불이행 유인 ↑ → 금융기관 손실 ↑	Sun et al.(2024)
⊖ 금융기관의 위험추구 행위 증대	· 위 경로로 인한 전반적인 수익성 ↓ → 손실 만회를 위한 위험추구행위 ↑	Doerr et al.(2023) Imam and Schmieder(2024)

28. 먼저, 고령화 지표와 거시경제 변수 간의 상관관계는 인구 고령화가 금융기관 건전성을 저해할 수 있는 구조적 요인으로 작용할 가능성을 시사한다. OECD 38개국을 대상으로 1960~2023년 자료를 활용하여 고령화 지표(노년부양비, 65세 이상 인구비중)와 주요 거시경제 변수(1인당 소득증가율, 실질금리, 실질 주택가격상승률) 간의 상관관계를 분석한 결과, 고령화 지표는 이들 변수와 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 보였다²³⁾²⁴⁾. 즉, 고령화가 심화될수록 1인당 소득성장률, 실질금리, 주택가격상승률이 모두 하락하는 경향이 관찰되었다. 이러한 결과는 고령화가 차주의 상환능력 약화, 예대마진 축소, 담보자산 가치 하락 등을 통해 금융기관의 수익성에 부정적으로 작용할 수 있음을 시사한다. 앞서 논의한 바와 같이, 수익성 저하는 금융기관의 자본확충 여력을 제약하고, 위험 선호 성향을 높여 고위험 자산에 대한 노출을 확대할 수 있다. 이러한 변화는 궁극적으로 금융기관의 자본적정성(Capital adequacy ratio)을 저하시킬 수 있으며, 부도위험(distance-to-default)을 높이는 경로로 작용할 수 있다.



자료: World Bank 자료 이용 자체 시산

29. 고령화와 금융기관 건전성 간의 관계를 더 엄밀하게 분석하기 위해, OECD 국가 내 7,148개 은행²⁵⁾의 패널자료(1997~2023²⁶⁾)를 구축하고, 아래의 고정효과 모형을 추정하였다.

$$Y_{i,j,t} = c + \beta_1 X_{j,t} + \beta_2 X_{j,t} \times INT_{i,j,t-1} + \sum_k \eta_k Z_{i,j,t-1} + \theta_i + \tau_t + \epsilon_{i,j,t}$$

23) 강종구 외(2012), 윤경수 외(2017), Yoon et al.(2018)도 유사한 결과를 도출한 바 있으며 본 논고에서는 국가별 시계열을 2023년까지 연장하고, 국가 수도 확대(27~30개국 → 38개국)하여 이를 보완하고자 하였다.

24) 강건 표준오차를 이용했을 때, 소득증가율 및 실질금리는 1% 수준에서 유의하였으며 주택가격상승률의 경우 10% 수준에서 유의하였다.

25) Moody's Analytics BankFocus 자료를 활용하였으며, 상업은행(Commercial banks), 신용협동조합(Cooperative banks), 저축은행(Savings banks)을 포함한다.

26) 불균형 패널(unbalanced panel) 데이터로 관측치의 상당수가 2013년 이후부터 존재함을 감안하여 해석에 유의할 필요가 있다.

종속변수 $Y_{i,j,t}$ 는 t 년도, 국가 j 에 소재한 은행 i 의 건전성 지표로서, 자본적정성을 나타내는 'BIS 자기자본비율' 또는 은행의 부도위험을 나타내는 (로그 변환된) 'Z-Score'²⁷⁾이다. 두 변수 모두 값이 클수록 은행의 건전성이 양호함을 의미한다. 주요 설명변수 $X_{j,t}$ 는 t 년도, 국가 j 의 고령화지수이며²⁸⁾, 통제변수 벡터 $Z_{i,j,t-1}$ 는 개별 은행의 총자산 규모, 수익성(총자산대비 순이자소득), 유동성(이자지급 부채 대비 유동자산), 총자산대비 예수금 비중 등을 포함한다. 이와 함께 경제성장률, 물가상승률 등 국가 수준의 거시경제 통제변수도 모형에 포함하였다. 또한, 은행 특성에 따라 고령화의 효과가 달라질 수 있음을 고려하여, 고령화지수와 은행 경영지표(이자이익 비중, 주택담보대출 비중 등)의 상호작용항(interaction terms ($X_{j,t} \times INT_{i,j,t-1}$))을 포함한 분석도 수행하였다. 모형에는 은행 고정효과(θ_i)와 연도 고정효과(τ_t)를 포함하여 이질성과 시계열 요인을 통제하였다. 모든 추정에서는 종속변수 및 설명변수의 상하위 1%에 해당하는 관측치를 제거하여, 이상치(outliers)로 인한 왜곡 가능성을 배제하였다.

30. 추정 결과, 고령화는 은행의 자본적정성을 낮추고 부도위험을 높이는 등 은행 건전성을 훼손하여 금융안정에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. [표 4.2]에 제시된 고정효과 모형 추정 결과에 따르면, 노년부양비가 1%p 상승할 경우 은행의 BIS 기준 자본비율은 0.64%포인트 하락하고(결과 [1]), Z-Score는 1.98% 감소하는 것으로 나타났다(결과 [4]). 이러한 결과는 고령화가 금융안정에 위협 요인으로 작용할 수 있다는 기존 연구들(Doerr et al., 2023; Imam and Schmieder, 2024)과 맥을 같이한다.²⁹⁾ 이와 같은 부정적 효과는 20년 전의 노년부양비를 도구변수로 활용한 추정(결과 [2], [5])³⁰⁾과 65세 이상 인구비중을 사용한 추정(결과 [3], [6])에서도 일관되게 나타났다. 현재 우리나라 시중은행의 BIS 기준 자기자본비율 수준(15.85%³¹⁾)을 감안할 때, 자본비율이 0.64%p 하락하는 것은 경제적으로도 유의한 결과라 할 수 있다. 또한, Chiaramonte et al.(2015)이 금융위기 시 유럽 은행의 Z-Score가 평상시보다 약 9% 낮았다고 보고한 점을 감안하면, 고령화로 인한 Z-Score의 1.98% 하락 역시 주목할 만한 수준이다. 다만, 이러한 결과 해석에 있어 주의가 필요하다. 고령화 지표의 선택이나 추정 방법에 따라 계수 값이 달라질 수 있으며, 본 분석은

27) Z-Score는 은행 부도위험을 나타내는 지표 중 하나로, 은행이 자본을 이용하여 수익의 변동성을 얼마만큼 흡수할 수 있는지를 보여준다. 이는 $Z-Score = \frac{ROA + Equity/Asset}{\sigma(ROA)}$ (ROA 는 Return on Assets의 약자로 총자산수익률을 의미)로 계산되며, Z-Score가 높을수록 은행의 부도위험이 낮아짐을 의미한다. 본고에서는 연간 데이터를 이용하여 Z-Score를 산출한 Hesse and Čihák(2007) 및 Beck and Laeven(2006) 등 선행연구를 따라 표본기간 전체에 대해 ROA의 표준편차를 구하였다.

28) 주 지표로 노년부양비를 사용하였으며, 65세 이상 인구비중을 이용하여 결과의 강건성을 검증하였다.

29) 다만 Imam and Schmieder(2024)의 분석에서는 고령화가 은행의 부도위험을 낮추는 것으로 보았는데, 이는 해당 논문이 고령화에 따른 낮은 Z-Score를 부도위험 감소로 잘못 해석했기 때문이다. 전술했듯이 낮은 Z-Score는 은행의 부도위험이 높아짐을 의미한다.

30) 동 방법은 선행연구인 Doerr et al.(2023)의 방법을 원용한 것으로, 선결변수(predetermined variable)인 20년 전 노년부양비가 동시적 교란변수(contemporaneous confounding factors)들과 충분히 외생적이라는 가정에 기반을 둔다.

31) 금융감독원 보도자료 「24.9월말 은행지주회사 및 은행 BIS기준 자본비율 현황[잠정]」, 2024.11.28.

OECD 국가 전체의 평균적 경향을 반영한 것이므로 특정 국가나 지역에 그대로 적용하기에는 일정한 한계가 존재한다.

[표 4.2] 은행 패널 회귀 모형 추정 결과¹⁾

	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]
	자본적정성(BIS 자기자본비율)			Z-Score (in log) ²⁾		
	FE	FE-IV	FE	FE	FE-IV	FE
노년부양비	-0.64*** (0.04)	-0.36*** (0.06)		-1.98*** (0.17)	-1.35*** (0.25)	
65세 이상 인구 비중			-1.23*** (0.09)			-4.95*** (0.35)
은행 총자산 규모(log)	-2.47*** (0.32)	-2.38*** (0.25)	-2.33*** (0.32)	-10.73*** (0.85)	-10.53*** (0.64)	-10.37*** (0.85)
순이자수익 / 평균자산	0.08 (0.19)	0.06 (0.15)	0.12 (0.20)	6.14*** (0.41)	6.09*** (0.33)	6.36*** (0.41)
유동자산 / 총예금 및 이자부담부채	0.04*** (0.01)	0.04*** (0.01)	0.04*** (0.01)	0.02 (0.02)	0.02 (0.01)	0.03 (0.02)
경제성장률	0.21*** (0.03)	0.22*** (0.03)	0.23*** (0.03)	0.78*** (0.08)	0.81*** (0.08)	0.82*** (0.08)
여타통제변수	O	O	O	O	O	O
은행 고정효과	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
연도 고정효과	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N. of observations	50,354	50,119	50,354	50,354	50,119	50,354
N. of banks	7,148	6,913	7,148	7,148	6,913	7,148
Adjusted R-sq	0.05	-	0.04	0.23	-	0.24

주: 1) () 내는 강건 표준오차. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미

2) 해석의 편의를 위해 log(Z-Score)에 100을 곱한 것임

자료: OECD Statistics, World Bank, BankFocus 데이터를 이용하여 자체 시산

31. 파급 경로 분석 결과, 인구 고령화는 (i) 수익성 감소 및 (ii) 그에 따른 위험추구성향 강화 등을 통해 은행 건전성에 부정적 영향을 미치는 것으로 나타났다.

- (수익성 감소) 앞서 소개된 고정효과 모형의 종속변수를 은행 자산 대비 이자이익과 비이자이익³²⁾으로 구분하여 인구 고령화가 수익성에 미치는 영향을 분석하였다³³⁾. 추정 결과(표 4.3), 고령화가 심화(노년부양비 1%p 상승)될수록 총자산대비 은행 이자이익이 0.05%p 감소하는 것으로 나타났다. 이는 고령화로 인한 실질금리 하락에 따른 예대마진 축소, 경제성장률 둔화로 인한 대출수요 감소 등이 은행의 수익성에 부정적으로 작용했기 때문으로 해석된다. 반면, 고령화가 비이자이익

32) 이자이익은 은행이 금융자산을 통해 벌어들인 이자수입에서 예금 등에 지급한 이자비용을 제외한 순이익으로 정의된다. 한편 비이자이익에는 수수료 및 중개수수료 이익, 증권 및 파생상품 거래 이익, 기타 상품 거래 및 가치 평가 이익, 보험업 관련 이익, 부동산 관련 이익, 기타 영업이익을 포함한다.

33) 다만 이자이익을 종속변수로 넣는 경우, 설명변수에 존재하는 이연된 종속변수로 인해 within-group 추정에 편이가 발생할 수 있다(Nickell, 1981). 따라서 Nickell bias를 완화할 수 있다고 알려진 Blundell and Bond (1998)의 System GMM 기법으로 추정을 시도하였으며, 일관성을 유지하기 위해 비이자이익에 대해서도 같은 방식을 적용하였다.

에 미치는 영향은 통계적으로 유의하지 않았다. 이는 은행들이 고령층을 대상으로 한 신탁 및 보험상품 판매 등을 통해 이자수익 감소를 보완하려는 전략을 펼친 결과일 수 있다.

- **(위험추구 성향 강화)** 수익성 저하에 대응하는 과정에서 은행이 위험추구 행태를 강화했는지를 확인하기 위해, 자기자본_{equity} 대비 대출비중을 종속변수로 설정한 고정효과 모형을 추정하였다. 이는 자기자본에 비해 대출을 과도하게 확대하는 것이 위험추구적 행태를 반영한다는 선행연구(김기호·윤성훈, 2009)를 기반으로 한다. [표 4.4]의 추정 결과에 따르면, 고령화가 진전될수록 은행은 자기자본 대비 대출비중을 늘리는 경향을 보이며, 특히 자산 대비 수익성이 낮을수록 이러한 위험추구 성향이 강화되는 것으로 나타났다. 또한 대체지표로서 ‘총자산 증가율 대비 위험가중자산 증가율’을 종속변수로 활용한 추정에서도 유사한 결과가 도출되었다. 다만 열 (3), (4)에서 비이자이익과의 상호작용항은 통계적으로 유의하지 않았으며, 이는 고령화에 따른 위험추구 강화가 주로 이자이익 감소에서 기인함을 시사한다.

고령화에 따라 은행 수익성 감소

[표 4.3] 고령화지표와 은행 수익성 간의 관계¹⁾

	(1) 자산대비 이자이익	(2) 자산대비 비이자이익
고령화지표 ²⁾	-0.05*** (0.01)	-0.01 (0.04)
여타통제변수	O	O
N of obs.	50,353	50,342
N of banks	7,148	7,148
N of inst.	34	37
AR(1) p-val.	0.00	0.08
AR(2) p-val.	0.74	0.27
Hansen J	0.60	0.54

수익감소가 위험추구행위를 증폭

[표 4.4] 고령화지표와 은행의 위험추구행태¹⁾

	(1) 자본대비 대출총액	(2) 자본대비 대출총액	(3) 위험가중 자산증가율 ²⁾	(4) 위험가중 자산증가율 ²⁾
고령화지표 ³⁾	0.10*** (0.02)	0.29*** (0.04)	0.40*** (0.12)	0.47* (0.26)
고령화지표×이자이익 (자산대비)	-0.01*** (0.00)	-0.02*** (0.01)	-0.05*** (0.02)	-0.08** (0.03)
고령화지표×비이자이 익(자산대비)	-0.01*** (0.00)	-0.02*** (0.00)	0.01 (0.02)	0.02 (0.03)
여타통제변수	O	O	O	O
N of obs.	50,342	50,342	39,183	39,183
N of banks	7,148	7,148	6,562	6,562
Adj. R-sq	0.24	0.25	0.23	0.23

주: 1) ()는 강건 표준오차. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

2) 노년부양비를 이용했으며, 65세 이상 인구비중을 이용해도 결과는 유사함

자료: OECD Statistics, World Bank, BankFocus 데이터를 이용하여 자체 시산

주: 1) ()는 강건 표준오차. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

2) 총자산증가율 대비 위험가중자산 증가율을 의미

3) 열(1), (3)은 노년부양비, 열(2), (4)는 65세 이상 인구비중을 이용

자료: OECD Statistics, World Bank, BankFocus 데이터를 이용하여 자체 시산

32. 은행의 대출구조를 중심으로 이질성_{heterogeneity} 분석을 실시한 결과, 부동산 담보 대출 비중이 클수록 고령화에 따른 부정적 영향이 더 크게 나타났다. 자본적정성과 Z-Score를 종속변수로 하는 고정효과 모형에 고령화 지표와 대출구조 변수 간 상호

작용향을 포함하여 이질성 분석을 실시하였다. [표 4.5]는 전체 대출 중 부동산 담보 대출 비중이 높을수록 고령화에 따른 은행 건전성 저하가 더욱 심화되는 경향을 보여준다. 구체적으로, 부동산 담보대출 비중이 10%포인트 증가할 경우, 자본적정성은 0.04%포인트, Z-Score는 0.14포인트 추가 하락하는 것으로 나타났으며, 고령화 지표로 65세 이상 인구 비중을 사용할 경우 각각 0.05%포인트, 0.19포인트까지 추가 하락하는 것으로 추정되었다. 이러한 결과는 인구 고령화가 장기금리 하락을 유도함으로써 장기대출의 수익성을 저하시킨다는 점에서, 부동산 담보대출에 대한 의존도가 높은 은행일수록 수익성 악화와 그에 따른 위험추구 성향 강화의 영향이 더 크게 작용할 수 있음을 시사한다. 또한 부동산 담보대출 중심의 영업구조를 가진 은행은 고령화에 따른 담보자산 가격 변동에 더욱 취약할 수 있다. 담보가치 하락은 차주의 채무불이행 가능성을 높이고, 이는 은행의 손실 확대 및 건전성 저하로 직결될 수 있다(추명삼 외, 2025)³⁴⁾.

[표 4.5] 부동산 담보대출 비중에 따른 이질적 효과¹⁾

	(1)	(2)	(3)	(4)
	자본적정성 (BIS 자기자본비율)		(log) Z-Score ³⁾	
고령화지표 ²⁾	-0.60*** (0.04)	-1.07*** (0.09)	-1.86*** (0.17)	-4.45*** (0.36)
고령화지표×부동산담보대출비중(10%p 단위)	-0.04*** (0.01)	-0.05*** (0.01)	-0.14*** (0.02)	-0.19*** (0.03)
고령화지표×소비자대출비중(10%p 단위)	0.01 (0.01)	0.02 (0.02)	-0.02 (0.02)	-0.02 (0.04)
고령화지표×기업대출비중(10%p 단위)	0.00 (0.01)	0.01 (0.02)	-0.03 (0.03)	-0.04 (0.06)
여타통제변수	0	0	0	0
N of obs.	50,354	50,354	50,354	50,354
N of banks	7,148	7,148	7,148	7,148
Adj. R-sq	0.06	0.05	0.24	0.24

주: 1) ()는 강건 표준오차. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

2) 열 (1), (3)은 노년부양비율, (2), (4)는 65세 이상 인구비중을 각각 이용

3) 해석의 편의를 위해 log(Z-Score)에 100을 곱한 것임

자료: OECD Statistics, World Bank, BankFocus 데이터를 이용하여 자체 시산

33. 특히 우리나라 금융기관은 주택담보대출 등 부동산 신용에 편중된 대출구조를 지니고 있어, 고령화에 따른 리스크에 더욱 취약할 수 있다. 2024년말 기준, 우리나라 금융기관(비은행 포함)의 부동산 부문 신용공급 규모³⁵⁾는 1932.5조 원으로 전체 민간신용의 49.7%를 차지하고 있다. 2014년부터 2024년까지 부동산 신용은 연평균 100.5조 원 증가하였으며, 2013년 말 대비 2.3배 확대되었다. 최근 들어 GDP 대비

34) 이에 더해, 추명삼 외(2025)는 부동산 신용이 과도할 경우 대내외 충격 발생 시 급격한 디레버리징이 발생하고, 이로 인해 가계 및 기업의 소비와 투자가 위축되면서 실물경제가 악화될 수 있음을 지적하였다. 이는 부동산 시장과 신용시장을 다시 위축시켜 시스템 전반에 부정적 영향을 줄 수 있으므로 유의할 필요가 있다.

35) 금융기관이 부동산 부문에 공급한 신용액으로, 가계 부동산대출(주택관련대출+비주택부동산담보대출)과 부동산·건설업 기업대출(PF대출 포함)의 합계로 산정. 부동산·건설업이 아닌 일반기업의 부동산 담보대출은 생산적 부문으로의 활용 가능성을 고려하여 포함하지 않음

가계부채 비율은 다소 하락하였으나, 부동산 관련 기업부채 비율이 빠르게 상승하면서 전체 부동산 신용의 증가세는 여전히 지속되고 있다.

금융기관의 부동산 신용
공급 꾸준히 증가

[그림 4.4] 부동산 부문 신용 잔액



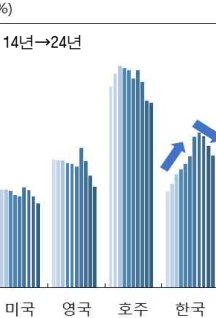
주: 금융기관이 부동산 부문에 공급한 신용액으로, 가계 부동산대출과 부동산-건설업 기업대출(PF대출 포함)의 합계

자료: 한국은행, 금융감독원

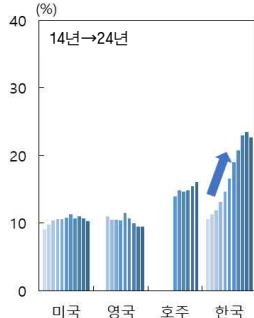
가계부채 비율은 최근 다소 하락했으나
부동산 관련 기업부채 비율은 빠르게 상승

[그림 4.5] GDP 대비 부채 비율

<가계부채^{1),2)}>



<부동산 관련 기업부채³⁾>

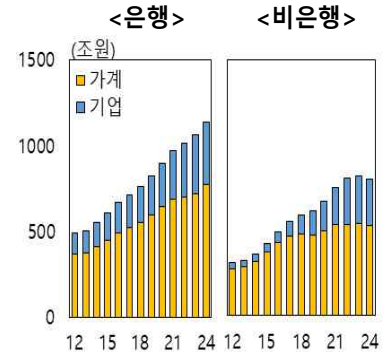


주: 1) 전체 가계부채 기준
2) 미국, 영국, 호주의 마지막 시점은 2023년
3) 부동산업 및 건설업 대출 기준, 미국은 상업용 부동산 대출 기준

자료: BIS, IMF, 각국 중앙은행

은행의 공급규모가 55~60% 수준

[그림 4.6] 부동산 신용 증감



주: 업권 구분이 되지 않는 토담대 등 제외

자료: 한국은행, 금융감독원

34. 종합하면, 인구 고령화는 금융기관의 건전성 저하로 이어져 금융안정 기반을 약화시킬 수 있다. 이는 고령화로 인한 수익성 하락 속에서 금융기관이 고위험·고수익 부문에 대한 노출을 확대하려는 경향에서 비롯된 것으로 분석된다. 특히 우리나라는 주택담보대출 등 부동산 신용에 편중된 대출구조를 지니고 있으며, GDP 대비 가계부채 비율 또한 이미 높은 수준에 이르러 있어, 고령화에 따른 리스크에 각별한 주의가 요구된다.

5. 정책대응

35. 우리 경제가 직면한 초고령화는 통화정책의 운용 여건에 복합적인 제약을 가할 것으로 예상된다. 향후 초고령화가 가속화됨에 따라, 우리 경제는 성장기반 약화, 실질금리 하락, 금융안정성 저하라는 삼중고에 직면할 가능성이 크다. 고령화는 성장률과 실질금리를 하락시켜 완화적 통화정책에 대한 사회적 요구를 높일 수 있으나, 동시에 금융기관의 수익성 저하 및 건전성 악화를 초래함으로써 금융안정 리스크를 증대시키는 요인으로 작용할 수 있다. 또한, 성장률과 실질금리가 장기간 낮은 수준에 머물게 될 경우, 환율 변동성이 구조적으로 확대될 소지도 있다³⁶⁾. 이처럼 성장활력의 약화와 금융안정 기반의 취약성이 동시에 심화되는 환경에서는, 통화정책의 목표 간 상충이 더욱 두드러질 수 있다. 아울러 실질금리의 구조적 하락은 기준금리 조정 여력을 제약함으로써 통화정책의 유연성을 제한할 수 있다³⁷⁾.

36. 이러한 정책 여건의 악화는 고령화에 따른 실물경제와 금융 부문의 펀더멘털 약화에서 비롯된 것이므로 구조개혁을 통해 대응해야 한다(IMF, 2025; Bodnár & Nerlich, 2022). 구체적으로, 1) 생산가능인구 감소에 대응한 노동시장 구조 개선, 2) 출산율 회복, 3) 생산성 제고, 4) 금융시장 구조 개선 등 크게 네 가지 과제를 중심으로 구조개혁 방향을 설정할 수 있다.

37. 첫째, 생산가능인구 감소에 대응하여 노동시장 구조를 개선해야 한다. 경제 내 모든 인적자원의 경제활동참가율을 높이는 동시에, 이들이 보유한 역량과 경험이 보다 효율적으로 활용되도록 유도해야 한다. 먼저 급속히 늘고 있는 고령자의 노동시장 이탈에 대응하여, 고령자 계속고용 방안을 마련해야 한다(오삼일 외, 2025b). 특히 고령자의 축적된 인적자본이 사장되지 않도록 주된 일자리에서 오래 일할 수 있도록 유도하되(이재호 외, 2025), 청년층 고용에 부정적 영향을 미치지 않도록 세심한 정책 설계가 병행되어야 한다. 아울러, 고령자 고용을 제약하는 구조적 요인인 연공서열 중심의 임금체제도 함께 개선할 필요가 있다. 여성과 외국인 인력의 활용도도 높여 가야 한다. 우리나라 여성의 경제활동참가율은 여전히 OECD 평균을 하회하고 있으며, 해외 고급 인력 유치 수준도 낮은 편이다³⁸⁾. 따라서 돌봄 부담 완화, 유연근무제 확대, 전공-직업 간 미스매치 해소(Kam & Lee, 2018) 등을 통해 여성 고용을 활성화하고, 정주 여건 개선 등을 통해 해외 인재 유입을 촉진하여야 한다.

36) 환율은 국내 금융시장의 안정성과 물가에 미치는 영향력이 크기 때문에 중요한 거시경제 변수이다.

37) 고령화로 재정 수요가 증가하면서 정부 부채가 과도하게 늘어날 경우에도, 금리 정책의 운신 폭이 좁아질 수 있다. 즉, GDP 대비 정부 부채 비율이 과도하게 높은 경우 금리 인상은 정부의 이자 부담을 급격히 키우므로, 중앙은행의 금리 인상에 제약 요인으로 작용할 수 있다.

38) 2024년 한국의 여성노동참가율(15~64세기준)은 64%로, OECD 평균(67%)보다 낮다. 우리나라의 인구대비 외국인 전문인력 비중(2016~20년 평균)은 0.09%로 싱가포르(6.6%), 일본(0.3%), EU(0.2%)에 크게 못 미친다.

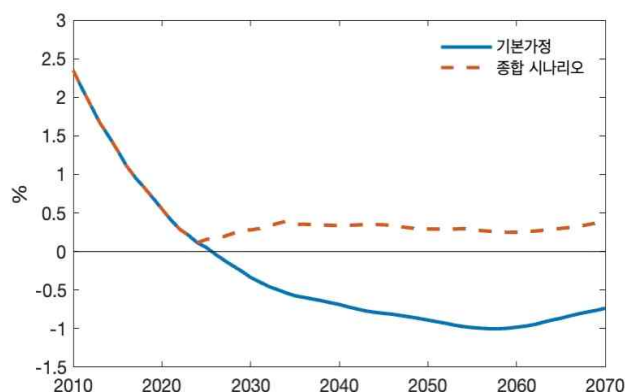
38. 둘째, 출산율 회복을 위한 구조적 지원과 제도 개선이 필요하다. 황인도 외(2023)는 초저출산의 원인이 청년층이 체감하는 과도한 경쟁압력과 고용·주거·양육의 불안정성에 있음을 보이고 있다. 따라서 청년층의 고용 안정성을 높이기 위한 양질의 일자리 확대, 주택시장 안정, 보육 인프라 확충 및 양육비 지원 강화, 육아휴직 및 유연근무제 실이용률 제고 등 종합적 대응이 요구된다. 또한 우리나라의 경우, 수도권 과밀화와 이로 인한 경쟁압력 심화가 주거비와 교육비 부담을 가중시켜 출산 기피 요인으로 작용하고 있는 만큼, 지역균형발전을 강화하고(정민수 외, 2024), 동시에 교육제도의 구조적 개혁도 병행해야 한다(정종우 외, 2024).

39. 셋째, 생산성 향상을 위한 경제전반의 구조개혁도 시급하다. 이동원 외(2024b)는 기업의 기술혁신 활동을 적극적으로 지원·장려할 필요성을 강조한 바 있다. 특히 디지털, 그린, 안보, 안전, 문화 등 미래 핵심 분야에서 기술 및 제품 경쟁력을 확보하는 것이 우리 경제의 지속가능한 번영을 위해 중요하다(이동원 외, 2024a). 아울러 고부가가치 산업으로의 전환, 신성장동력 발굴, 서비스 산업의 재조명, 무형자산 중심 경제로의 이행 등을 통해 자원배분의 효율성을 제고해야 한다. 특히 우리나라의 경우, 부동산 시장으로의 신용 집중이 비효율적 자원배분의 주요 요인으로 작용하고 있어 이에 대한 개선이 필요하다(추명삼 외, 2025). 더불어 노동시장의 비효율 해소, 기업 투자환경 개선, 창업·퇴출 프로세스의 활성화 등 제도 전반에 대한 개선이 병행되어야 한다.

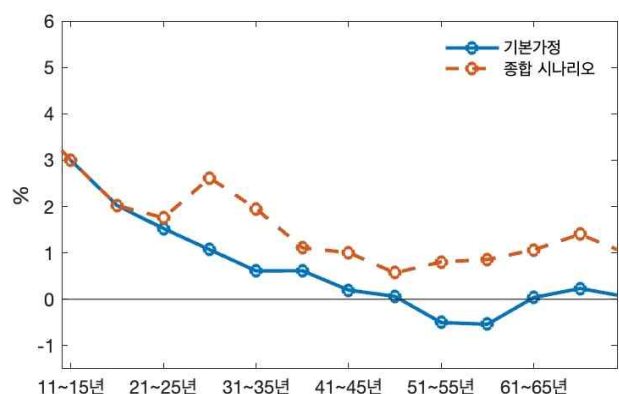
40. 이러한 정책들을 종합적으로 추진할 경우, 고령화로 인한 구조적 제약을 완화하고 우리 경제의 지속가능한 성장 기반을 마련할 수 있을 것으로 기대된다. 특히 고령화로 인한 재정지출 확대 여건하에서, 구조개혁으로 출산율과 생산성이 높아지고 고령자 고용이 확대되면, 실질금리와 성장률 모두 약 1%p 내외 상승하는 것으로 분석된다(2025~70년 평균 기준; 그림 5.1 및 5.2).

구조적 문제 개선 시 실질금리와 성장률이 약 1%p 내외 상승

[그림 5.1] 한국 실질금리 추이



[그림 5.2] 한국 성장률 추이(5개년 평균)



주: 종합 시나리오에 적용된 가정은 아래와 같다.

-출산율: 2025년부터 출산율이 점진적으로 OECD 평균 수준으로 회복(2035년부터 1.58명 달성, 시나리오1)

-고령자 고용 확대: 2025년부터 고령자의 고용기간이 향후 5년간 점차 확대(시나리오2와 동일)

-생산성: 우리나라 총요소생산성 증가율이 2025~70년 중 평균 0.5%p 상승(시나리오4과 동일)

자료: 저자 자체 추정 (Lee, Park & Hwang, 2025)

41. 넷째, 금융 부문에서도 부동산 금융의 대출 의존도를 완화하고, 외환시장 심도를 제고하는 등 구조적 개선이 필요하다. 앞서 확인한 바와 같이, 부동산 중심의 대출구조를 가진 금융기관일수록 고령화의 부정적 영향을 크게 받는다. 또한 부동산 관련 대출이 과도할 경우, 대내외 충격 시 급격한 디레버리징이 발생하여 금융 시스템 전반에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 따라서 부동산 금융의 대출의존도를 점진적으로 낮추어 갈 필요가 있다(추명삼 외, 2025; 김경민·나현주, 2024). 특히 우리나라의 경우, 부동산이 가계부채와 밀접히 연결되어 있을 뿐만 아니라, 상대적으로 소득이 낮은 고령층이 자산 대부분을 부동산에 보유하고 있어 리스크가 더욱 클 수 있다. 아울러 우리 금융시장은 대외 여건과 가격변수에도 상당히 영향을 받는 만큼, 원화 수요 기반 확대, 외환시장 심도 제고 등을 통해 외환시장의 안정성과 회복탄력성을 강화해 나가야 한다.

42. 앞서 제시한 구조개선을 통해 고령화로 인한 구조적 제약 요인을 완화하는 한편, 변화된 여건 하에서 통화정책의 실효성을 제고하기 위한 노력도 병행되어야 한다.

43. 무엇보다 통화정책과 거시건전성 정책을 조화롭게 운영하여 금융안정 기반을 더욱 견고히 해야 한다. 특히 저성장과 금융안정 기반 약화로 인해 정책목표 간 상충이 심화되는 상황에서는, 다양한 정책수단을 유기적으로 연계·조율하는 통합적 정책체계(Integrated Policy Framework)를 적극 활용할 필요가 있다. 이 과정에서 금리정책과 거시건전성 정책 간의 긴밀한 공조가 핵심적인 요소임을 인식해야 한다(이경태·강환구, 2023; 본고 <참고 Box>).

44. 아울러 통화정책의 유효성 또한 지속적으로 높여 가야 한다. 고령화에 따른 실질금리 하락은 금리정책의 운신 폭을 제한하고, 통화정책의 유효성을 낮출 수 있다. 따라서 이를 보완하기 위해 제도적 정비도 필요하다. 구체적으로 KOFR(무위험지표금리) 활성화를 통한 지표금리 체계 전환, 양방향 RP매매 시행 등을 토대로 공개시장운영의 실효성을 높여 가야 한다. 더불어 시장과의 효과적인 커뮤니케이션을 통해 기대를 정교하게 관리함으로써 통화정책의 신뢰성과 파급력을 높여 가야 한다.

맺음말

45. 인구 고령화는 통화정책의 환경을 근본적으로 바꾸는 구조적 전환이다. 이러한 전환에 대응하기 위해서는 단기적인 총수요 조절 정책이나 단편적 처방으로는 한계가 있으며, 구조적 관점에서의 정책 대응이 요구된다. 본고는 고령화가 성장률과 실질금리를 낮추고 금융안정 기반을 저해할 수 있음을 실증적으로 보였다. 이와 같은 환경은 통화정책의 운신 폭을 좁히고 목표간 상충관계의 심화로 이어질 수 있다. 이러한 제약을 극복하기 위해서는 구조개혁을 통해 실물·금융 부문의 기초체력을 강화하는 한편, 변화된 여건에 맞추어 정책수단과 운영방식을 지속적으로 정비해 나가야 한다.

<참고문헌>

- 강종구, 전태영, 안동준. (2012). 인구구조 변화와 금융안정간 관계. 한국은행, BOK경제리뷰 제2012-12호, 2012.11.
- 강종구. (2024). 인구 고령화가 실질금리에 미치는 영향: 가계의 금융행태를 감안한 실증분석, 금융연구, 38(1), 35-63.
- 강현주, 백인석, 장근현. (2024). 금리 기조의 구조적 전환 가능성 평가 (II): 경제구조변화와 인플레이션. 자본시장 연구원 연구보고서 24-05.
- 강환구. (2017). 인구구조변화가 인플레이션의 장기 추세에 미치는 영향. 한국은행, 경제분석 제23권 제3호.
- 국회예산정책처(National Assembly Budget Office). (2025). 2025~2072년 NABO 장기재정전망. 2025.2.
- 금융감독원. (2024). 2024년 9월말 은행지주회사 및 은행 BIS기준 자기비율 현황(잠정). 보도자료, 2024.11.28.
- 김경민, 나현주. (2024). 리츠를 활용한 주택금융 활성화 방안에 관한 연구 - 자산투자기반 한국형 New 리츠-, 한국은행, 연구보고서.
- 김기호, 윤성훈. (2009). 은행의 비이자영업 확대와 시스템 위험. 한국은행, 금융경제연구 Working Paper 제386호, 2009.6.12.
- 김지연, 김준형, 정규철. (2025). 잠재성장률 전망과 정책적 시사점, KDI 현안분석.
- 서정호. (2025). 인구변화에 따른 은행의 대응방안. 한국금융연구원, KIF 이슈리포트 제2025-01호, 2025.1.
- 손욱, 박경훈, 김진일, 최창용, 최지영, 안병권, 김기호, 육승환, 전광명, 이홍직, 방수연, 이동재, 김경근, 김소영, 송호신, 허준영, 강환구, 조세형, 이용민, 김정훈, 윤경수, 차재훈, 박소희, 강선영, 임진수, 김영래, 오강현, 김솔, 윤재준, 안상기, 권동희, 이철희, 이지은, 강종구, 송중주, 이대엽, 김병국. (2017). 인구구조 고령화의 영향과 정책과제. 한국은행, 연구총서, 2017.9.
- 오삼일, 이수민, 이하민, 장수정. (2025a). AI와 한국경제, 한국은행, BOK이슈노트 제2025-2호, 2025.2.10.
- 오삼일, 채민석, 한진수, 장수정, 김대일. (2025b). 초고령사회와 계속근로 방안. 한국은행, BOK이슈노트 제2025-8호, 2025.4.8.
- 우해봉. (2023). 인구 고령화의 인구학적 요인 분석. 보건사회연구, 43(1), 50-68.
- 윤경수, 차재훈, 박소희, 강선영. (2017). 인구 고령화가 금융산업에 미치는 영향, 한국은행, BOK 경제연구 제 2017-31호, 2017.8.18.
- 이경태, 강환구. (2023). 장기구조적 관점에서 본 가계부채 증가의 원인과 영향 및 연착륙 방안. 한국은행, BOK이슈노트 제2023-22호, 2023.7.17.
- 이동원, 성원, 심세리, 이인로, 정성준, 최이슬, 김동재, 조태형. (2024a). 탄소중립경제로의 길: 우리나라 기후테크의 현황과 과제. 한국은행, 경제전망보고서 중장기 심층연구, 2024.12.12.
- 이동원, 성원, 정종우, 최이슬, 김동재, 조태형. (2024b). 혁신과 경제성장 - 우리나라 기업의 혁신활동 분석 및 평가. 한국은행, 경제전망보고서 중장기 심층연구, 2024.5.
- 이은경, 천동민, 김정옥, 이동재. (2024). 우리 경제의 잠재성장률과 향후 전망, 한국은행, BOK이슈노트 제2024-33호, 2024.12.19.
- 이재호, 정동재, 안병탁. (2025). 늘어나는 자영업자, 그 이유와 대응 방안, 한국은행, BOK이슈노트 제2025-12호, 2025.5.15.
- 정민수, 이영호, 유재성, 김의정. (2024). 지역경제 성장요인 분석과 거점도시 중심 균형발전. 한국은행, BOK이슈노트 제2024-15호, 2024.6.19.
- 정종우, 이동원, 김혜진. (2024). 입시경쟁 과열로 인한 사회문제와 대응방안. 한국은행, BOK이슈노트 제2024-26호, 2024.8.27.
- 조세형, 이용민, 김정훈 (2017), 인구고령화가 가계의 자산 및 부채에 미치는 영향. 한국은행, BOK 경제연구 제 2017-27호, 2017.8.2.
- 조태형. (2023). 한국경제 80년(1970~2050) 및 미래 성장전략. 한국은행, BOK경제연구 제2023-25호, 2023.12.
- 추명삼, 함건, 이용호, 윤지유. (2025). 부동산 신용집중의 구조적 원인과 문제점. 한국은행, BOK이슈노트 제2025-9호, 2025.4.25.
- 한중석, 김선빈. (2016). 일반균형 중첩세대 모형을 이용한 재정지속가능성 평가 - 세대간 분배를 중심으로. 한국조세재정연구원, 연구보고서 16-10, 2016.12.
- 황인도, 남윤미, 성원, 심세리, 엄지인, 이병주, 이하림, 정종우, 조태형, 최영준, 황설웅. (2023). 초저출산 및 초고령사회: 극단적 인구구조의 원인, 영향, 대책. 한국은행, 경제전망보고서 중장기 심층연구, 2023.11.
- Acemoglu, D. & Restrepo, P. (2022). Demographics and automation. *The Review of Economic Studies*, 89(1), 1-44.
- Andrews, D., Oberoi, J. S., Wirjanto, T., & Zhou, C. (2018). Demography and Inflation: An International Study. *North American Actuarial Journal*, 22(2), 210-222.
- Beck, T & Laeven, L. (2006). *Resolution of failed banks by deposit insurers : Cross-country evidence* (Vol. 3920). World Bank Publications.
- Bernanke, B. (2005). *The global saving glut and the US current account deficit* (No. 77). Board of Governors of the Federal Reserve System (US).
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restriction in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143.
- Bobeica, E., Nickel, C., Lis, E., & Sun, Y. (2017). *Demographics and inflation* (No. 2006.). European Central Bank Working Paper.
- Bodnár, K., & Nerlich, C. (2022). *The Macroeconomic and Fiscal Impact of Population Ageing* (No. 2022/296). European Central Bank Occasional Paper.
- Braun, R.A., & Ikeda, D. (2022). *Why aging induces deflation and secular stagnation* (No. 2022-12). Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper.
- Caballero, R. J., Farhi, E., & Gourinchas, P. O. (2017). The safe assets shortage conundrum. *Journal of economic perspectives*, 31(3), 29-46.
- Carstens, A. (2025, May 27). *Trust and macroeconomic stability: A virtuous circle* Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/speeches/sp250527.htm>
- Carvalho, C., Ferrero, A., & Nechio, F. (2016). Demographics and real interest rates: Inspecting the mechanism. *European Economic Review*, 88, 208-226.
- Cavallo, A., Gopinath, G., Neiman, B., & Tang, J. (2021). Tariff pass-through at the border and at the store: Evidence from US trade policy. *American Economic Review: Insights*, 3(1), 19 - 34.
- Chiaramonte, L., Croci, E., & Poli, F. (2015). Should we trust the Z-score? Evidence from the European

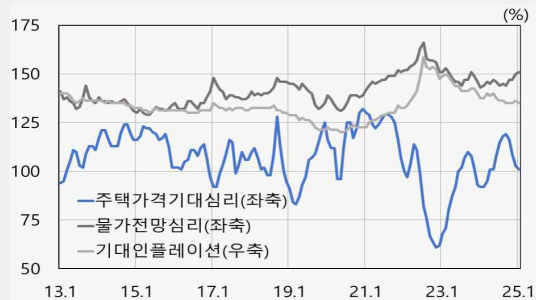
III. 중장기 심층연구

- Banking Industry. *Global Finance Journal*, 28, 111-131.
- Claessens, S., Coleman, N., & Donnelly, M. (2018). "Low-For-Long" interest rates and banks' interest margins and profitability: Cross-country evidence. *Journal of Financial Intermediation*, 35, 1-16.
- Conrad, C., Enders, Z., & Glas, A. (2022). The role of information and experience for households' inflation expectations. *European Economic Review*, 143, 104015.
- Côté, D. & De Resende, C. (2008). *Globalization and inflation: The role of China* (No. 2008-35). Bank of Canada Staff Working Papers.
- D'Acunto, F., Malmendier, U., & Weber, M. (2023). Chapter 5-what do the data tell us about inflation expectations?. *Handbook of Economic Expectations*, Academic Press, 133-161.
- Doerr, S., Kabas, G., & Ongena S. (2023). Population Aging and Bank Risk-Taking. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 59(7), 3037-3061.
- Eberhardt, M., & Presbitero, A. F. (2015). Public debt and growth: Heterogeneity and non-linearity. *Journal of International Economics*, 97(1), 45-58.
- Eggertsson, G. B., Mehrotra, N. R., & Robbins, J. A. (2019). A model of secular stagnation: Theory and quantitative evaluation. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(1), 1-48.
- Fernald, J. (2014, April). A quarterly, utilization-adjusted series on total factor productivity. Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Fornaro, L., & Wolf, M. (2025). Fiscal stagnation (No. 20149). CEPR discussion paper.
- Gajewski, P. (2015). Is ageing deflationary? Some evidence from OECD countries. *Applied Economics Letters*, 22(11), 916-919.
- Goodhart, C. & Pradhan, M. (2020). *The great demographic reversal*. Palgrave Macmillan.
- Hansen, A. H. (1939). Economic Progress and Declining Population Growth. *The American Economic Review*, 29(1), 1 - 15.
- Hesse, H., & Čihák, M. (2007). *Cooperative Banks and Financial Stability* (No. 07/02). International Monetary Fund Working Paper.
- Imam, P. A., & Schmieder, C. (2024). *Aging Gracefully: Steering the Banking Sector through Demographic Shifts* (No. 2024-118). International Monetary Fund Working Paper.
- IMF. (2022). *World Economic Outlook, October 2022*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- IMF. (2023). *World Economic Outlook, April 2023*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- IMF. (2025). *World Economic Outlook, April 2025*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Jaimovich, N., & Rebelo, S. (2017). Nonlinear effects of taxation on growth. *Journal of Political Economy*, 125(1), 265-291.
- Juselius, M. & Takáts, E. (2021). Inflation and demography through time. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 128, 104136.
- Kam, J., & Lee, S. (2018). College major and female labor supply. In *Strategic, Policy and Social Innovation for a Post-Industrial Korea* (pp. 83-98). Routledge.
- Kotz, M., Kuik, F., Lis, E., & Nickel, C. (2023). *The impact of global warming on inflation: Averages, seasonality and extremes* (No. 2821). European Central Bank Working Paper.
- Kwon, K. (2015). *Korea's Demographic Changes and a Long-Term Growth Projection: A General Equilibrium Analysis* (No. 2015-26 (K), pp. 1-75). Korea Development Institute Working Paper.
- Lagarde, C. (2023). Policymaking in an age of shifts and breaks. Speech at the annual Economic Policy Symposium "Structural Shifts in the Global Economy".
- Lee, J., Lee, J., & Miyamoto, H. (2024). Aging and inflation - regional evidence from Japan and the US. *Economics Letters*, 235, 111569.
- Lee, J., Park, W., & Hwang, S. (2025). *Demographic shifts and the real interest rate in an open economy: The case of Korea*. Bank of Korea Working Paper.
- Li, Z., Huang, Y., & Hou, K. (2024). Impact of population aging on bank loan portfolios: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 95, 103430.
- Liu, S., & Hu, A. (2013). Demographic change and economic growth: Theory and evidence from China. *Economic Modelling*, 35, 71-77.
- Maestas, N., Mullen, K. J., & Powell, D. (2023). The Effect of Population Aging on Economic Growth, the Labor Force, and Productivity. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 15(2), 306-302.
- Maurya, P.K., Bansal, R., & Mishra, A.K. (2023). Russian-Ukraine conflict and its impact on global inflation: An event study-based approach. *Journal of Economic Studies*, 50(8), 1824-1846.
- Nickell, S. (1981). Biases in Dynamic Models with Fixed Effects. *Econometrica*, 49(6), 1417-1426.
- Parker, M. (2018). The Impact of disasters on inflation. *EconDisCliCha*, 2, 21 - 48.
- Powell, J. H. (2025, May 15). Opening remarks at the Second Thomas Laubach Research Conference.
- Rachel, L., & Summers, L. H. (2019). On Secular Stagnation in the Industrialized World. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1-54.
- Sudo, N., & Takizuka, Y. (2020). Population Aging and the Real Interest Rate in the Last and Next 50 Years: A Tale Told by An Overlapping Generating Model. *Macroeconomic Dynamics*, 24, 2060-2103.
- Summers, L. H. (2014). U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound. *Business Economics*, 49(2), 65-73.
- Summers, L. H. (2015). Demand side secular stagnation. *American Economic Review*, 105(5), 60 - 65.
- Sun, T., Chand, S., & Sharpe, K. (2024). Effect of ageing on housing prices: A perspective from an overlapping generation model. *Research in Economics*, 78, 100960.
- Tan, N., Liang, X., & Chang, L. (2024). Growing older and growing technologically backward? Population ageing and high-technology exports of 171 countries. *The Journal of the Economics of Ageing*, 29, 100530.
- Weber, M., Candia, B., Afrouzi, H., Ropele, T., Lluberas, R., Frache, S., Meyer, B. H., Kumar, S., Gorodnichenko, Y., Georgarakos, D., Coibion, O., Kenny, G., & Ponce, J. (2025). Tell me something I don't already know: Learning in low and high-inflation settings. *Econometrica*, 93(1), 229 - 264.
- Yoon, J. W., Kim, J., & Lee, J. (2018). Impact of demographic changes on inflation and the macroeconomy. *KDI Journal of Economic Policy*, 40(1), 1-30.

BOX 1 주택가격 기대심리의 특징과 시사점³⁹⁾

본 연구는 ①우리나라 가계의 주택가격 기대심리⁴⁰⁾의 특징을 살펴보고, ② 주택가격 기대심리의 경제적 파급효과 및 ③ 통화정책과의 관계를 실증 분석하였다.

① 주택가격 기대심리의 특징을 살펴본 결과, (i) 기대인플레이션과는 상이한 움직임을 보이며, (ii) 변동폭이 매우 크고, (iii) 지속성이 강하여 한번 상승 또는 하락 기대가 형성되면 오랫동안 지속되는 것으로 나타났다. 이는 가계가 주택을 투자자산으로 인식하여 경제여건의 변화를 적극적으로 반영한 결과로 풀이된다.

주택가격 기대심리는 물가 기대와는 상이**[그림 A.1] 기대심리¹⁾ 및 기대인플레이션²⁾의 추이**

주: 1) 현재와 비교한 1년 후 전망

2) 향후 1년간 소비자물가상승률 전망

자료: 한국은행

주택가격 기대심리는 높은 변동성과 지속성 지님**[표 A.1] 기대심리의 변동성 및 지속성 측정 결과**

	주택가격 기대심리 ²⁾	물가 기대심리 ²⁾	기대 인플레이션
평균	7.03	41.26	2.68
표준편차	14.44	7.54	0.59
변이계수	2.05	0.18	0.22
지속성	0.914	0.952	0.965

주: 1) 2013.1~2025.1까지의 자료를 활용

2) 기대인플레이션과의 비교를 위해 원자료에 100을 차감하여 시산

자료: 한국은행, 자체 시산

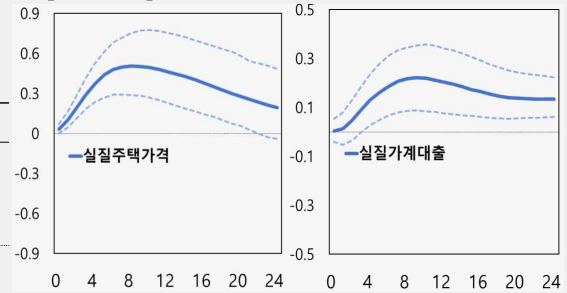
② VARX 모델을 통해 분석한 결과, 기대심리의 충격은 주택가격을 높이며 가계대출 또한 증가시키는 것으로 나타났다. 이러한 결과는, 주택가격에 대한 기대심리가 주택 매매 행태 및 자금조달 결정에 영향을 주어 금융안정 여건에 큰 영향을 줄 수 있음을 시사한다.

주택가격 기대심리에 정(+)의 충격 발생시 주택가격이 상승하고 가계대출도 증가**[표 A.2] VARX 모형**

▶축약형 추정식:

$$Y_t = A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + B_1 X_t + u_t, \quad u_t = S e_t$$

구분	비고
내생변수(Y)	▶주택가격 기대심리, 전산업생산지수, 실질 주택가격(실질 가계대출), 물가, 콜금리로 구성
외생변수(X)	▶미국 유효금리, 미국 산업생산지수, 상품가격지수로 구성
구조충격(e) 식별방법	▶축차 제약(recursive restriction) ▶순서: 기대심리 → 산업생산 → 주택가격(가계대출) → 물가 → 금리

[그림 A.2] 기대심리 충격¹⁾에 따른 반응(%)

주: 1) 1 표준편차 충격

2) 실선 및 점선은 각각 1,000회 부트스트랩을 통해 구한 50(중위값), 5.95 분위값을 의미

자료: 한국은행, KB부동산, 자체 시산

39) 자세한 내용은 발간 예정인 BOK 이슈노트 “주택가격 기대심리의 특징과 시사점” 참조

40) 본고에서 활용한 한국은행 소비자 기대심리지수(CSI)는 응답 비중을 바탕으로 아래와 같이 산출한다.

$100 + (\text{「상승」 비중} \times 1 + \text{「약상승」 비중} \times 0.5) - (\text{「하락」 비중} \times 1 + \text{「약하락」 비중} \times 0.5)$

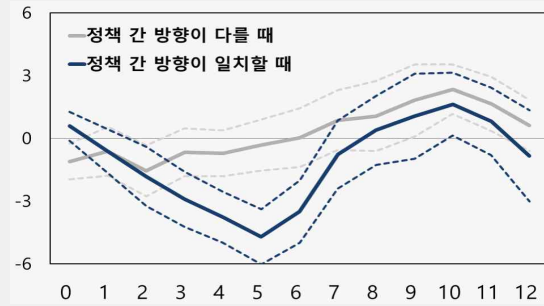
③ 이러한 주택가격 기대심리를 안정시키기 위해서는 통화정책과 거시건전성 정책의 적절한 공조가 중요한 것으로 나타났다. 상태 의존적 국소투영법을 통해 분석한 결과, 통화정책과 거시건전성 정책이 같은 방향으로 운영될 경우 통화정책이 기대심리에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 두 정책의 방향이 서로 다를 때에는 유효성이 크게 저하되었다. 가령 금리 인상 시에 LTV/DTI 기준도 강화되는 경우 주택가격 기대심리는 크게 하락하지만, 거시건전성 정책이 반대로 운용되는 경우에는 기대심리에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이는 통화정책과 거시건전성 정책의 조화로운 운영이 긴요함을 시사한다. 다른 한편으로 이러한 분석 결과는 금리인하 시기에 주택가격 기대심리의 안정화를 도모하고자 할 경우, 거시건전성 정책을 보완적으로 강화할 필요가 있음을 의미한다.

금리인상의 주택가격 기대심리 하향안정 효과는 거시건전성 정책과 일관될 때 유효

[그림 A.3] 거시건전성 정책 지수¹⁾의 추이



[그림 A.4] 금리 인상 충격¹⁾에 대한 기대심리의 반응(%)



주: 1) LTV, DTI, DSR 규제비용 및 적용 범위를 고려하여 시점별로 강화(1), 완화(-1), 유지(0)를 갖는 더미변수를 합하여 시산
자료: IMF, 자체 시산

주: 1) 1 표준편차 충격
2) 실선은 추정치, 점선은 68% 신뢰구간 (Newey-West 표준오차 이용)
자료: 자체 시산

구체적인 국소투영법(LP) 추정모형은 아래와 같다

[표 A.3] 국소투영법 추정 모형

$$\begin{aligned} \text{추정식: } CSI_{t+h} = & D_t^A (\beta_h^A shock_t^{MP} + \sum_{i=1}^2 \Pi_{i,h}^A Y_{t-i}) + D_t^B (\beta_h^B shock_t^{MP} + \sum_{i=1}^2 \Pi_{i,h}^B Y_{t-i}) \\ & + \sum_{j=0}^h \Gamma_j X_{t+j} + v_{t+h}, \quad h = 0, 1, \dots, 12 \end{aligned}$$

구분	비고
Y, X	▶VARX 모형과 동일
$shock^{MP}$	▶VARX 모형에서 추출한 통화정책 충격
D	▶ $D_t^A (D_t^B)$: 거시건전성 정책 기조와 통화정책 충격의 방향이 일치(불일치)할 때 1을 그 외에는 0의 값을 갖는 변수
β	▶ β_h^A : 거시건전성 정책 기조와 통화정책 충격의 방향이 일치할 때의 충격반응 계수 ▶ β_h^B : 거시건전성 정책 기조와 통화정책 충격의 방향이 다를 때의 충격반응 계수

<부록 1> 국내외 주요 경제지표

[세계경제]

(전기대비, %)	2023	2024					2025				
		연간	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	1월	2월	3월	4월
GDP성장률 ¹⁾	2.9	2.8	1.6	3.0	3.1	2.4	-0.3	-	-	-	-
산업생산 ²⁾	0.2	-0.3	-0.4	0.6	-0.1	-0.3	1.3	0.1	0.9	-0.3	0.0
미 소매판매	3.4	3.0	-0.2	0.8	1.4	1.8	0.4	-0.9	0.0	1.7	0.1
국 소비자물가 ³⁾	4.1	2.9	3.2	3.2	2.6	2.7	2.7	3.0	2.8	2.4	2.3
비농업취업자수 증감(천명)	3,348	2,091	575	514	338	509	543	111	102	185	177
GDP성장률	0.4	0.9	0.3	0.2	0.4	0.2	0.3	-	-	-	-
산업생산 ²⁾	-1.7	-3.0	-1.1	0.0	-0.5	-0.1	2.2	0.8	1.1	2.6	..
유로 소매판매	-1.9	1.2	0.3	0.2	1.1	0.4	0.1	0.0	0.2	-0.1	..
통관수출 ⁴⁾	-0.8	0.5	0.1	0.6	-0.7	0.8	7.6	1.9	5.1	2.9	..
소비자물가 ³⁾	5.4	2.4	2.6	2.5	2.2	2.2	2.3	2.5	2.3	2.2	2.2
GDP성장률 ³⁾	5.4	5.0	5.3	4.7	4.6	5.4	5.4	-	-	-	-
산업생산 ²⁾³⁾⁵⁾	4.6	5.8	6.1	5.9	5.0	5.6	6.5	-	5.9	7.7	6.1
중 소매판매 ³⁾⁵⁾	7.2	3.5	4.7	2.6	2.7	3.8	4.6	-	4.0	5.9	5.1
국 고정투자 ³⁾⁵⁾⁶⁾	3.0	3.2	4.5	3.9	3.4	3.2	4.2	-	4.1	4.2	4.0
통관수출 ³⁾	-4.7	5.8	1.5	5.7	5.9	9.9	5.7	6.0	-3.0	12.3	8.1
소비자물가 ³⁾	0.2	0.2	0.0	0.3	0.5	0.2	-0.1	0.5	-0.7	-0.1	-0.1

주: 1) 전기대비 연율 2) 광공업 기준 3) 전년동기대비 4) 역내거래 제외

5) 25.2월 통계는 1~2월 누계 기준 6) 누계 기준

자료: Fed, BEA, BLS, Eurostat, 중국국가통계국, 해관총서 등

[국제에너지 가격]

(기간중 평균)	2023	2024					2025					
		연간	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	1월	2월	3월	4월	5월 ³⁾
Dubai유 ¹⁾	82	80	81	85	79	74	76	80	75	72	67	63
Brent유 ¹⁾	82	80	82	85	79	74	75	78	75	71	66	64
유럽 천연가스 ²⁾	41	35	28	32	36	43	47	48	50	42	35	35

주: 1) 달러/배럴 2) 유로/MWh 3) 5.1~27일까지의 평균

자료: Bloomberg

[국내경제]

(전기대비, %)	2023	2024					2025				
		연간	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	1월	2월	3월	4월
GDP 성장률	1.4	2.0	1.3	-0.2	0.1	0.1	-0.2	-	-	-	-
소매판매액 (전년동기대비)	-1.3	-2.1	-2.2 (-1.6)	-0.3 (-3.1)	0.7 (-1.5)	-0.4 (-2.0)	0.7 (0.0)	-0.6 (0.2)	1.9 (-1.8)	-0.3 (1.5)	
설비투자지수 (전년동기대비)	-4.8	2.9	-1.5 (-1.4)	-1.4 (-3.3)	10.2 (11.5)	-1.8 (5.3)	-1.9 (5.5)	-17.2 (-6.7)	21.3 (8.0)	-0.9 (14.1)	
건설기성액 (전년동기대비)	7.8	-4.7	7.7 (4.0)	-8.2 (-3.1)	-3.8 (-9.1)	-5.1 (-9.7)	-6.1 (-20.7)	-4.5 (-27.4)	2.4 (-20.2)	-2.7 (-14.7)	
통관수출(억\$) (전년동기대비)	6,322 (-7.5)	6,836 (8.1)	1,633 (8.0)	1,715 (10.1)	1,736 (10.5)	1,751 (4.2)	1,597 (-2.2)	492 (-10.1)	524 (0.7)	581 (2.8)	582 (3.7)
통관수입(억\$) (전년동기대비)	6,426 (-12.1)	6,318 (-1.7)	1,548 (-11.1)	1,570 (-1.4)	1,600 (6.2)	1,599 (0.9)	1,526 (-1.4)	510 (-6.4)	483 (0.1)	533 (2.2)	533 (-2.7)

자료: 한국은행, 통계청, 관세청

(전년동기대비, %)	2023	2024					2025				
		연간	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	1월	2월	3월	4월
물가											
소비자물가	3.6	2.3	3.0	2.7	2.1	1.6	2.1	2.2	2.0	2.1	2.1
근원물가 ¹⁾	3.4	2.2	2.5	2.2	2.1	1.8	1.9	1.9	1.8	1.9	2.1
경상수지											
경상수지(억\$)	328	990	165	237	271	318	193	29	72	91	..
상품	377	1,001	197	262	259	284	192	25	82	85	..
서비스	-268	-237	-75	-46	-56	-60	-75	-21	-32	-22	..
본원·이전	220	226	43	21	68	94	76	25	22	29	..
고용											
취업자수 증감 (만명)	32.7	15.9	29.4	14.6	14.6	5.2	15.5	13.5	13.6	19.3	19.4
실업률(S.A., %)	2.7	2.8	2.8	2.8	2.5	3.0	2.8	2.9	2.7	2.9	2.7

주: 1) 에너지, 식료품 제외

자료: 한국은행, 통계청

<부록 2> 주요 이슈 분석목록
(경제전망보고서 Indigo Book · 경제상황 평가)

수록호	제 목	작성부서/팀	대표저자
2024.5월	BOX 최근 G2 경제상황에 대한 평가 및 시사점	국제경제부	최병재
	BOX 최근 반도체 경기 상황 점검	경기동향팀	최영우
	핵심이슈 고물가와 소비: 가계의 소비바스켓과 금융자산에 따른 이질적인 영향을 중심으로	거시분석팀 모형전망팀	정동재
	중장기 심층연구 혁신과 경제성장: 우리나라 기업의 혁신활동 분석 및 평가	경제연구원	조태형
7월	BOX 최근 수출 개선에도 수입이 부진한 배경	국제무역팀	남석모
8월	BOX 최근 미국 경기흐름에 대한 평가	미국유럽경제팀	이현아
	BOX 미국 성장세가 둔화될 경우 對미 수출에 대한 영향 점검	국제무역팀	박동훈
	BOX 최근 민간소비 흐름 평가	경기동향팀	이준호
	BOX 부문별 물가상황 평가 및 머신러닝을 이용한 단기 물가 흐름 예측	물가동향팀 인천본부	이승호 이동재
	핵심이슈 공급망 연계성을 고려한 對중국 수출 평가와 시사점	거시분석팀	정선영
11월	BOX 내수민감물가를 통해 본 향후 물가 흐름	물가동향팀	부유신
	BOX 청년층 "쉬었음" 인구 증가 배경과 평가	고용분석팀	이수민
	핵심이슈 우리 수출 향방의 주요 동인 점검 및 시사점	국제무역팀 중국경제팀	임웅지
	중장기 심층연구 탄소중립경제로의 갈: 우리나라 기후테크의 현황과 과제	경제연구원	이동원
2025.1월	BOX 최근 유럽의 정치 불확실성 증대 배경과 경제적 영향	미국유럽경제팀	민동길
2월	BOX 환율의 장단기 물가 전가효과 분석: 개별 품목을 통한 파급경로를 중심으로	물가동향팀	조강철
	핵심이슈 美신정부 관세정책의 글로벌 및 우리 경제 영향	조사국 경제모형실	이택민
4월	BOX 금년 1/4분기 및 향후 성장 흐름 평가	조사총괄팀	최영우
5월	BOX 美관세정책이 우리 품목별 수출에 미치는 영향	국제무역팀	임웅지
	핵심이슈 인구구조 변화가 소비 둔화에 미치는 영향	구조분석팀 모형전망팀	박동현
	중장기 심층연구 초고령화에 따른 통화정책 여건 변화와 시사점	경제연구원	이재원