국제기구 | 보고서요약

2024
NO. 01

IMF World Economic Outlook April 2024

2024. 5.

한국조세재정연구원
재정지출분석센터
KOREA INSTITUTE OF PUBLIC FINANCE

본 보고서는 2024년 4월 IMF에서 발표한
“World Economic Outlook April 2024”의 주요 내용을 요약함.
보다 자세한 내용은 원문 보고서를 참고하기 바람.

연구진

김빛마로	재정지출분석센터장
김인유	선임연구원
박신아	선임연구원
장준희	선임연구원

KOREA INSTITUTE OF PUBLIC FINANCE

KOREA INSTITUTE OF PUBLIC FINANCE

2024
No. 01
국제기구 보고서요약

Contents

Ⅰ 세계 전망과 정책 1

1. 회복력 있는 경제와 물가상승률 하락 ····· 1
2. 전망: 지속적인 성장과 물가상승률 하락 ····· 11
3. 전망 위험: 대체로 균형적 ····· 23
4. 세계경제전망에 대한 전세계적으로 일관된 위험평가 ····· 28
5. 정책: 물가상승 대응에서 재정 비축까지 ····· 29

Ⅱ 주택시장이 통화정책에 미치는 효과 추정 37

1. 서론 ····· 37
2. 통화긴축과 부동산: 배경 및 특징 ····· 41
3. 국가별 주택 파급 경로 차이 ····· 50
4. 많은 국가에서 주택 파급 경로가 약화됨 ····· 65
5. 정책적 시사점 ····· 69

Ⅲ 세계 중기 성장률의 둔화: 추세 전환을 위한 방법 71

1. 서론 ····· 71
2. 중기 전망으로부터의 통찰 ····· 75
3. 성장의 발전 과정 ····· 78
4. 성장의 향후 전망 ····· 96
5. 결론 및 정책적 제언 ····· 103

Ⅳ 교역의 변화: G20 신흥국의 실질적 파급 효과 105

1. 서론 ····· 105
2. 세계경제에서 G20 신흥국의 역할 ····· 111
3. 단기 총 파급 효과 ····· 119
4. 무역 및 글로벌 가치사슬에서의 파급 효과 ····· 124
5. 중국을 제외한 G20 신흥시장이 세계 경제성장을 주도할 수 있을까? 134
6. 결론 및 정책 시사점 ····· 136

Ⅰ 세계 전망과 정책

1. 회복력 있는 경제와 물가상승률 하락

○ 2022~2023년 세계 경제는 물가상승률 하락 중 놀라울 정도로 회복력 있는 모습을 보임

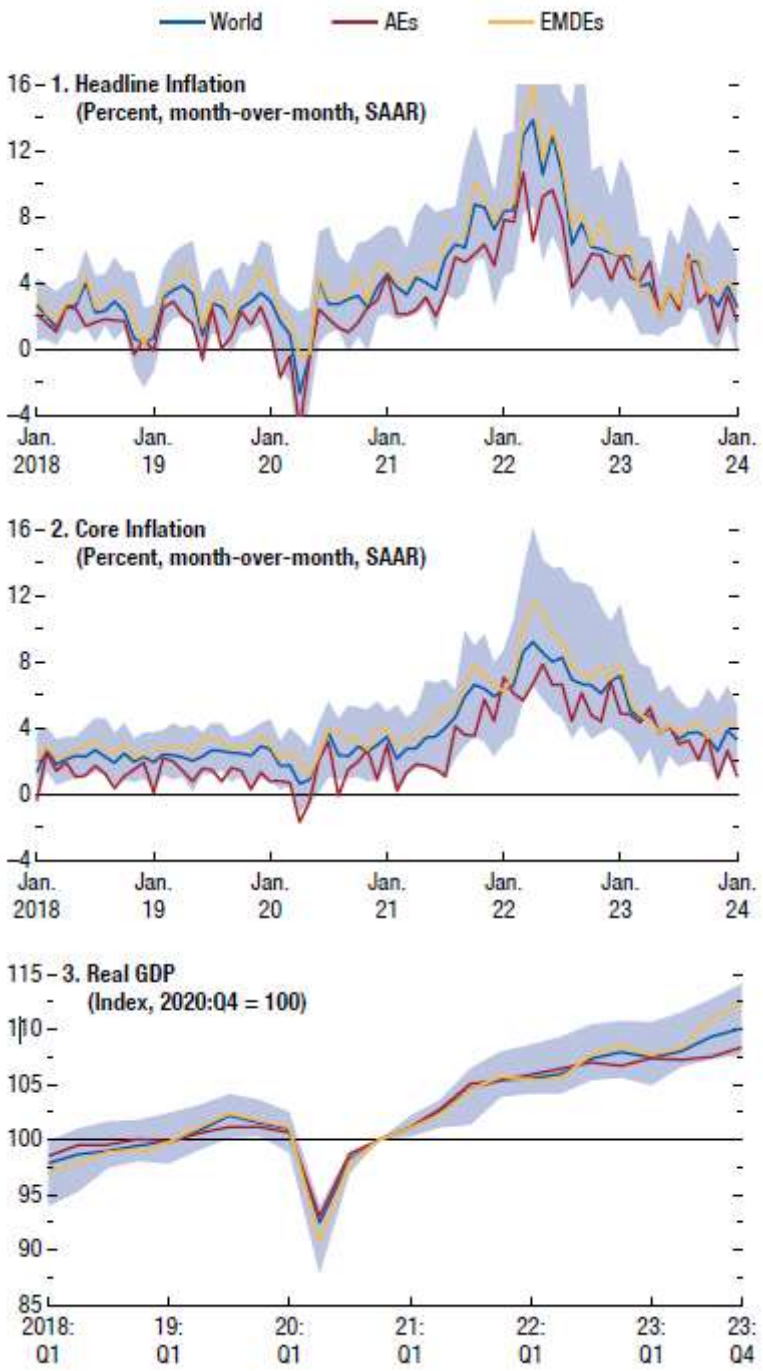
- 물가 안정을 회복하기 위한 중앙은행의 금리 인상에도 불구하고 주요국의 우호적인 수요와 공급 동향에 힘입어 고용과 소득 성장이 안정적으로 유지
- 물가상승률이 목표 수준으로 수렴하고 중앙은행이 완화 정책으로 전환하는 가운데, 세수 확대와 정부 지출 축소 등 높은 정부 채무 수준을 억제하기 위한 긴축 재정정책이 성장을 제약할 것으로 예상
- 또한 코로나19 팬데믹의 장기적 결과, 러시아-우크라이나 전쟁, 생산성 성장 둔화, 지리적·경제적 분절 증가 등의 요인으로 인해 확장 속도는 역사적 기준보다 낮게 유지될 것으로 예상

○ 헤드라인 물가상승률(headline inflation)은 2023년 말, 세계 물가상승률 급등이 시작된 이후 처음으로 대부분의 국가에서 팬데믹 이전 수준에 근접([그림 Ⅰ-1])

- 2023년 4분기 선진국의 전 분기 대비(연율 환산) 헤드라인 물가상승률은 2.3%로, 최고점이었던 2022년 2분기 9.5%에서 하락
- 동 기간 신흥시장 및 개발도상국의 물가상승률은 9.9%로, 최고점이었던 2022년 1분기 13.7%에서 하락
  - 그러나 이 평균치는 일부 국가의 높은 물가상승률에 의해 주도된 수치로, 중위값은 3.9%까지 하락
- 이러한 진전에도 불구하고 아직 대부분의 국가에서 물가상승률이 목표치에 미달

[그림 Ⅰ-1] 생산량 증가, 세계 물가상승률 하락

(단위: %, %, 지수)



주: 패널1과 패널2는 57개국 중위값. 패널3은 44개국 중위값. 음영 범위은 1~3사분위수, 근원 물가상승률은 식량 및 에너지(또는 이와 유사한 가용 지표)를 제외한 상품 및 서비스 소비자 물가지수의 % 변화. SAAR은 계절 조정 연간 변화율

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 1.1.

○ 세계 물가상승률이 고점에서 하락함에 따라, 세계 경제는 스태그플레이션과 경기 침체에 대한 우려를 벗어나 성장을 지속

■ 2022년과 2023년 세계 실질 GDP는 누적 6.7% 증가했는데, 이는 2022년 10월 세계 경제 전망(WEO) 당시 예측보다 0.8%p 높은 수치([그림 Ⅰ-2])

■ 이와 동시에 세계 헤드라인 물가상승률은 예상과 일치하게 크게 감소했는데, 2022년 10월 WEO 예측치보다 평균 0.1%p 더 높았음

■ 미국과 일부 주요 신흥시장 및 중소득 국가는 여전히 타이트한(tight) 노동시장과 예상보다 강한 민간 소비에 의해 총수요가 뒷받침되면서 뛰어난 성과를 보였음

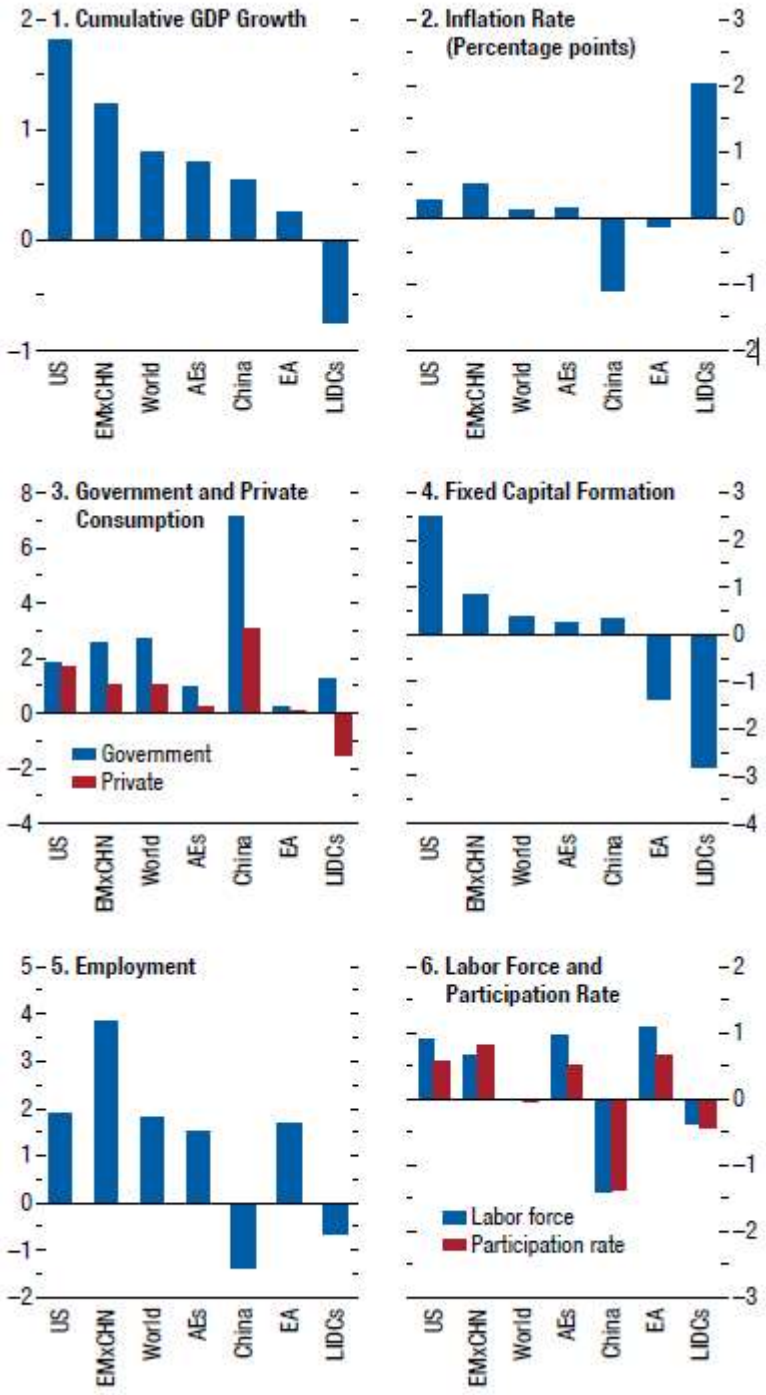
- 선진국 가계는 팬데믹 시대에 축적된 저축을 인출해 지출을 지원
- 정부는 예상보다 지출을 확대해 대부분 국가에서 총수요 확대를 더욱 뒷받침
  - 구조적 재정수지로 측정한 전반적인 재정 기조는 평균적으로 예상보다 확장적
  - 2022년 10월 WEO 전망과 비교했을 때 미국에서는 GDP 대비 2%, 유로지역에서는 0.2% 추가 재정 지원된 것으로 추정

■ 반면, 저소득 국가는 높은 물가상승률이 성장을 제약

- 저소득 국가는 국제 식량, 연료, 비료 비용과 통화 가치 하락이 국내 가격에 전가되는 금액이 예상보다 커, 물가상승률이 예상보다 평균적으로 더 높았음

[그림 Ⅰ-2] 생계비 위기 당시 전망과 비교한 2022~2023년 성과

(단위: 다른 표시가 없는 경우 2022년 10월 WEO 전망 대비 % 편차)



주: 2022년 10월 WEO 전망 대비, 패널2는 2022~2023년 평균 물가상승률과의 차이, 다른 패널들은 2022~2023년 누적 성장에 대한 편차. 패널6은 인도 제외. EMxCHN은 중국을 제외한 신흥시장 및 중소득국

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 1.2.

○ 팬데믹 이후 공급 측면의 확장으로 인해 세계 경제 회복과 물가상승률 하락이 양립할 수 있었음

■ 강건한 고용 성장 속에 예상보다 크게 노동력이 증가하면서 선진국과 여러 주요 신흥시장 및 중소득 국가의 활동과 물가상승률 하락을 지원

- 일부 국가에서 이민자 유입 증가와 경제활동참가율 상승이 노동력 증가를 지원

- 예외적으로, 중국은 수요 침체로 인해 노동시장 약세가 여러 부문에 걸쳐 광범위하게 나타났고 저소득 국가는 공급 측면의 문제로 인해 일자리 창출이 제약

■ 제품 수요 강세에 대한 기업 투자의 반응으로 실물 자본스톡이 예상보다 크게 증가하면서, 금리에 민감한 기업 투자가 집중된 유로지역을 제외한 대부분 지역에서 공급 측면이 더욱 강화

■ 팬데믹 시기 공급망 문제가 해결되면서 운송 시간이 단축되고 운송 비용도 감소

- 전 세계 무역의 11%가 통과하는 홍해에서 상업용 선박 피격 이후 수에즈 운하에서 희망봉으로 무역로가 변경되고 파나마 운하의 가뭄으로 인한 무역 중단이 계속되면서 전 세계 운송 비용이 증가

- 그러나 2021~2022년 수준보다 훨씬 낮은 수준을 유지했으며 최근에는 감소 시작

■ 에너지 가격은 고점에서 예상보다 빠르게 하락

- 부분적으로는 비OPEC 석유 증산과 천연가스 증산에 기인

- 러시아 석유를 운반하는 비서구 연합(non-Western-aligned) 유조선 선단의 증가와 러시아의 자체 해상 보험 적용으로 러시아 석유 수출이 증가하면서 세계 에너지 공급이 더욱 증가

가. 물가상승률(및 기대) 하락

○ 2022년 이후 헤드라인 물가상승률 하락은 상대 가격 충격(특히 에너지 가격 충격)의 감소와 근원 물가상승률 하락을 반영

■ 에너지 가격 하락은 세계 에너지 공급 증가뿐만 아니라 긴축 통화정책의 영향도 반영

■ 2022~2023년 주요 선진국 중앙은행의 통화 긴축은 높은 수준의 동기화와 세계 에너지 수요 억제에 대한 효과로 인해 에너지 가격을 낮추는 데 크게 기여했을 수 있음

○ 근원 물가상승률은 과거 충격에서 헤드라인 물가상승률로의 전가 효과가 사라지고 노동시장 압력이 완화되면서 하락

■ 전가 효과는 과거 상대 가격 충격(특히 에너지 가격 및 공급 변화)이 공급망 투입재 및 임금 수요를 통해 다른 산업의 가격 및 비용에 미치는 영향을 포함

■ 단기 물가상승률 기대는 임금과 가격 설정에 영향을 미치기 때문에 중요한 전가 경로이며, 최근 미국에서 상승 신호가 나타나긴 했지만, 선진국과 신흥시장 및 개발도상국 모두에서 목표 수준으로 하락

■ 장기 물가상승률 기대는 2020년 이후 연속된 대규모 충격에도 불구하고 목표 안착을 유지했으며, 최근 근원 물가상승률 변화에 거의 영향을 주지 않았음

■ 한편, 미국의 노동시장은 여전히 타이트하지만, 몇몇 국가에서 최근 실업률 상승으로 인해 실업자 당 빈 일자리 비율이 하락해 노동시장 완화를 시사

■ 또한 명목 임금 증가율은 일반적으로 2022년 이후 선진국, 특히 유로지역에서 억제된 상태로 유지되어 실질 임금이 완화되었음을 시사

- 현재 이들 국가의 실질 임금은 팬데믹 이전 수준에 가깝거나 약간 낮음
- 지속적으로 가격과 임금이 함께 상승하는 임금-물가 악순환(wage-price spirals)은 일반적으로 발생하지 않았음
- 그럼에도 불구하고 임금 분포 최하위의 임금은 팬데믹 발생 이후 평균보다 빠르게 상승해 임금 분포의 분산이 축소됨

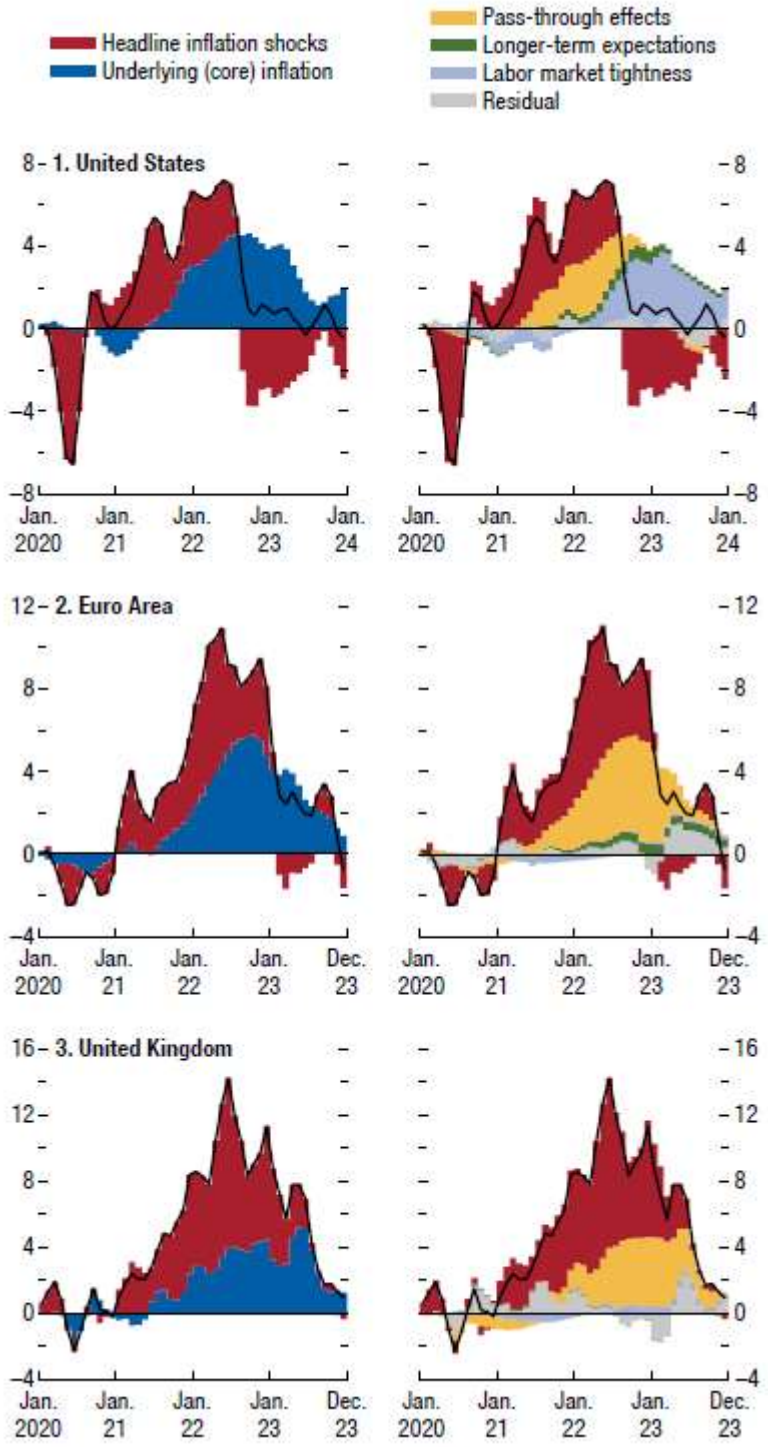
○ 근원 물가상승률 하락의 동인은 국가별로 상이

■ IMF 연구진 분석에 따르면 과거 상대 가격 변동, 특히 에너지 가격 충격으로 인한 전가 효과의 소멸이 근원 물가상승률 하락에서 차지하는 기여가 미국보다 유로지역과 영국에서 더 컸음([그림 Ⅰ-3])

■ 미국에서는 노동시장의 타이트함과 더 광범위하게는 초기 재정 부양책과 강력한 민간 소비의 영향을 부분적으로 반영하는 강력한 거시경제 상황이 기조 물가 상승압력의 주요 원인

[그림 Ⅰ-3] 물가상승률 동인 분해

(단위: 2019년 12월 대비 %p 편차, 3개월 평균 물가상승률, 연율)



출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 1.8.

나. 긴축적이지만 하락할 예정인 금리

○ 정책금리 인상으로 대출 및 부동산 시장이 제약

■ 주요 중앙은행들은 물가상승률 상승에 대응하기 위해 정책금리를 긴축적인(restrictive) 수준으로 인상

■ 그 결과 담보대출 비용이 증가하고 신용 가용성(credit availability)이 일반적으로 부족해 기업이 채무를 재융자하는 데 어려움을 겪고 기업 파산이 증가하며 여러 국가에서 기업 및 주택 투자가 둔화

■ 사무용 부동산을 비롯한 상업용 부동산 부문은 팬데믹 이후 높은 차입 비용과 원격 근무 전환 효과를 반영해 채무 불이행이 증가하고 투자 및 가치 평가가 낮아지는 등 일부 국가에서 특히 강한 압력을 받고 있음

○ 그러나 정책금리 급등으로 인한 세계 경기 침체는 현실화되지 않고 있음

■ 첫째, 유럽중앙은행과 연준을 포함한 일부 중앙은행은 물가상승률 기대가 상승하기 시작한 후에 명목 금리를 인상해 초기에 실질 금리가 하락했고, 일본은행은 정책금리를 계속 0에 가깝게 유지해 실질 금리가 꾸준히 하락해([그림 Ⅰ-4]) 경제 활동을 뒷받침

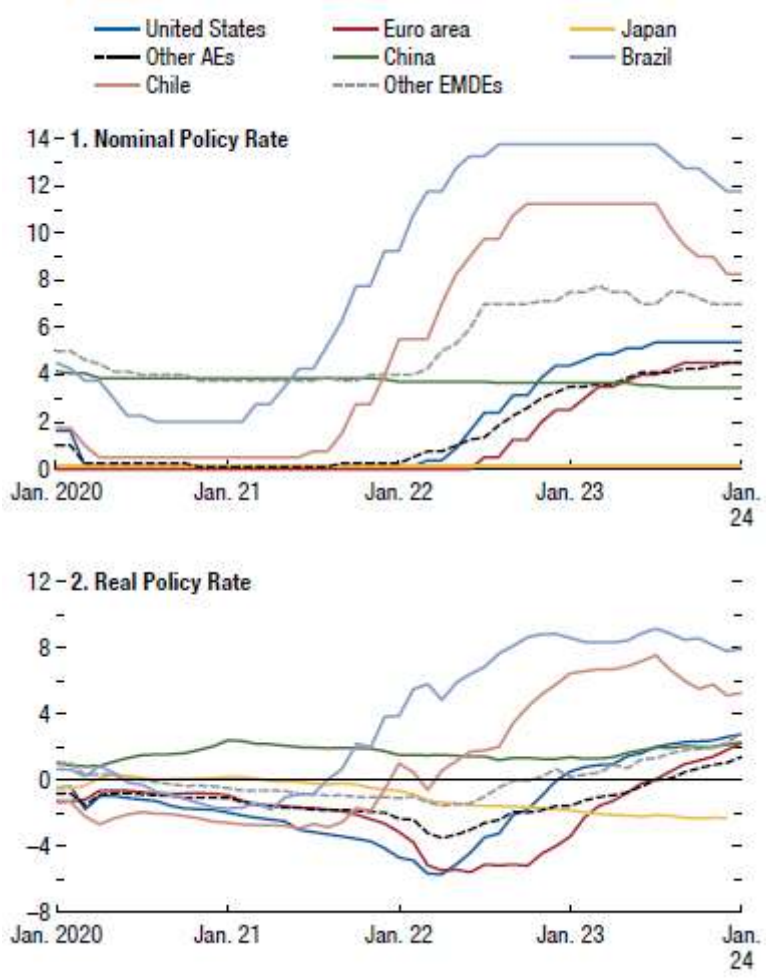
- 이와 대조적으로 브라질, 칠레, 기타 여러 신흥시장 및 개발도상국의 중앙은행은 상대적으로 빠르게 금리를 인상하여 실질 금리가 조기에 상승

■ 둘째, 주요 선진국의 가계는 팬데믹 기간 동안 상당히 축적된 저축을 활용하여 높은 차입 비용이 지출에 미치는 영향을 제한

■ 셋째, 팬데믹 이전 10년 동안 저금리가 지속되었고, 고정 금리 주택담보대출의 평균 만기 및 비중이 증가하면서 금리 인상의 단기적 영향이 완화

[그림 Ⅰ-4] 통화 긴축: 명목 및 실질 금리

(단위: %)



주: 16개 선진국과 65개 신흥시장 및 개발도상국. 기타 집계는 중앙값. 실질 금리는 명목 정책금리에서 전문가들의 컨센서스 전망(Consensus Forecast) 조사를 바탕으로 산출한 12개월 후 물가상승률기대를 차감한 값. 12개월 후 물가상승률 기대는 금년과 다음 연도에 대한 예측치의 가중 합으로 산출

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 1.9.

○ 그럼에도 불구하고, 일부 국가에서는 높은 정책금리로 인한 냉각 효과가 강화되고 있음

- 물가상승률 기대가 낮아지면서 중앙은행이 명목 금리를 변경하지 않은 경우에도 실질 정책금리가 상승
- 선진국 가계의 팬데믹 저축 재고가 감소
- 고정 금리 주택담보대출 재설정이 진행

○ **동시에, 정책금리가 하락할 것이라는 시장의 기대는 지난 10월 이후 일반적으로 장기 차입 금리 하락, 주식시장 상승, 전반적인 세계 금융여건 완화에 기여**

- 앞서 정책금리를 인상했던 브라질, 칠레 등 중앙은행은 이미 2023년 하반기부터 정책금리를 대폭 인하
- 선진국의 금리 인하 기대감으로 신흥시장 및 개발도상국의 자산 선호도가 상승했고 무위험 정부 채권에 대한 국가 스프레드는 2022년 7월 최고점에서 팬데믹 이전 수준으로 하락
- 앞서 심각한 자금 부족을 겪었던 국가들이 올해 국제 채무시장에 더 많이 접근

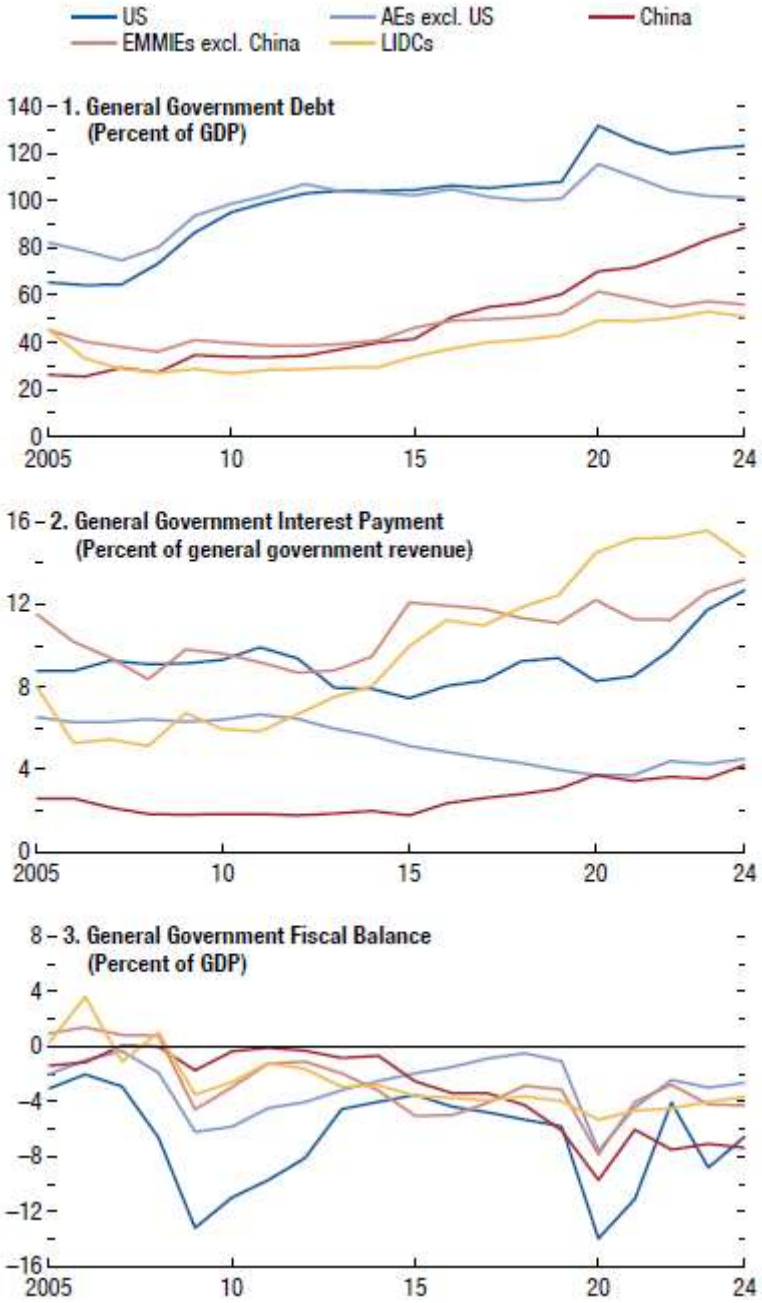
다. 높아진 채무 부담

○ **팬데믹 기간 동안 급등한 GDP 대비 채무 비율은 여전히 높은 수준을 유지하고 있으며 대규모 재정 적자로 인해 많은 국가에서 채무 부담이 계속 증가**

- 채무에 대한 이자 지급이 정부 수입에서 차지하는 비중도 증가해([그림 Ⅰ-5]), 성장을 촉진하기 위해 필요한 투자를 구축
- 저소득 국가에서 이자 지급은 2024년 일반정부 수입의 평균 14.3%로 추정되며, 이는 15년 전 수준의 약 두 배
- 재정 여력을 재건하고 채무 증가세를 억제하기 위해 2024년 이후에는 여러 선진국과 신흥시장 및 개발도상국에서 세금을 늘리고 정부 지출을 줄이는 등 재정정책 기조를 긴축할 것으로 예상되며, 이러한 변화가 단기적으로 경제 활동에 부담을 줄 것으로 예상

[그림 Ⅰ-5] 채무 및 재정적자 증가

(단위: GDP 대비 %, 일반정부 수입 대비 %, GDP 대비 %)



출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 1.12.

2. 전망: 지속적인 성장과 물가상승률 하락

○ **2024~2025년 세계 경제는 2023년과 비슷한 속도로 계속 성장하고 세계 헤드라인 및**

근원 물가상승률은 꾸준히 하락할 것으로 전망(〈표 Ⅰ-1〉)

- 세계 경제성장 예측은 2024년 1월 WEO과 동일하고 2023년 10월 WEO보다는 상향 조정된 가운데, 미국이 상향 조정된 반면 다른 여러 국가는 하향 조정
- 세계 물가상승률 전망은 2023년 10월 WEO의 전망과 대체로 유사한 가운데, 선진국은 하향 조정되고 신흥시장 및 개발도상국은 상향 조정
- 세계 생산량 및 무역 성장에 대한 중기 전망은 수십 년 중 최저 수준에 머물고 있으며, 중·저소득 국가의 생활 수준 향상 속도가 둔화되고 있음

○ 세계 경제에 대한 기준선 전망은 원자재 가격, 통화정책, 재정정책에 대한 가정에 기반([그림 Ⅰ-6])

- (원자재 가격 전망)
  - 풍부한 예비 생산 능력과 강력한 비OPEC+ 공급 증가를 반영해 2024년 연료 원자재 가격은 평균 9.7% 하락할 것으로 예상되며, 유가는 약 2.5% 하락할 것으로 예상
  - 석탄 및 천연가스 가격은 이전 최고점에서 2024년 각각 25.1%, 32.6% 하락할 것으로 예상
  - 비연료 원자재 가격 전망은 2024년 대체로 안정적이며, 유럽과 중국의 산업 활동 약화로 인해 비금속 가격은 1.8% 하락할 것으로 예상
  - 식량 원자재 가격은 2.2% 하락할 것으로 예상되며, 식량 가격 전망은 밀과 옥수수의 풍부한 국제 공급에 대한 기대로 인해 2024년 1월 WEO 업데이트에 비해 소폭 하향 조정
- (통화정책 전망)
  - 물가상승률이 목표치로 계속 하락하고 장기 물가상승률 기대가 계속 안착되면서 주요 선진국 중앙은행의 정책금리는 일반적으로 2024년 하반기부터 하락하기 시작할 것으로 예상
  - 2024년 4분기까지 연준은 정책금리를 현재 약 5.4%에서 4.6%로, 영란은행은 정책금리를 약 5.3%에서 4.8%로, 유럽중앙은행은 단기금리를 약 4.0%에서 3.3%로 인하할 것으로 예상
  - 반면, 일본은 과거 물가 하락 경험에도 불구하고 물가상승률이 중기적으로 목표치에 지속적으로 수렴할 것이라는 자신감이 커지는 것을 반영하여 정책금리를 점진적으로 인상할 것으로 예상
- (재정정책 전망)

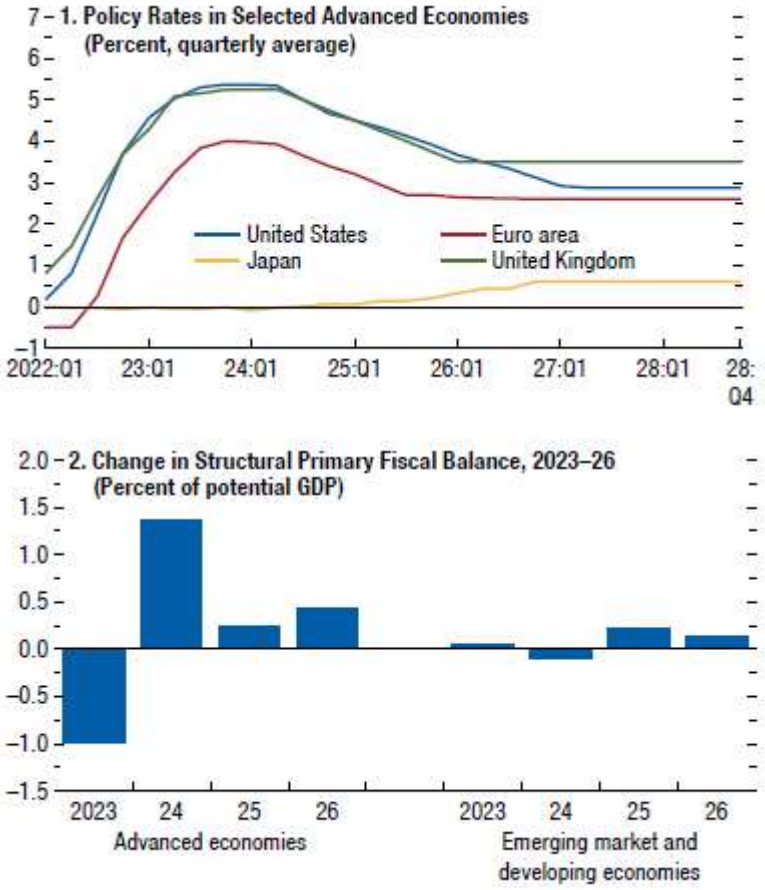
- 선진국 정부는 2024년과, 규모는 줄지만 2025~2026년에도 재정정책을 긴축할 것으로 예상

  • 주요 선진국 중 GDP 대비 구조적 재정수지 비율은 2024년 미국에서 1.9%p, 유로지역에서 0.8%p 개선될 것으로 예상

- 신흥시장 및 개발도상국에서는 재정 기조가 2024년에는 평균적으로 대체로 중립적, 2025년에는 약 0.2%p 긴축적일 것으로 예상

[그림 Ⅰ-6] 통화 및 재정정책 전망

(단위: %, 잠재 GDP 대비 %)



주: 패널2의 구조적 기초재정수지는 자산 및 원자재 가격의 변화와 같은 광범위한 비경기적 요인에 대해 수정된 경기조정 기초재정수지

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 1.13.

가. 세계 성장 전망: 안정적이지만 느림

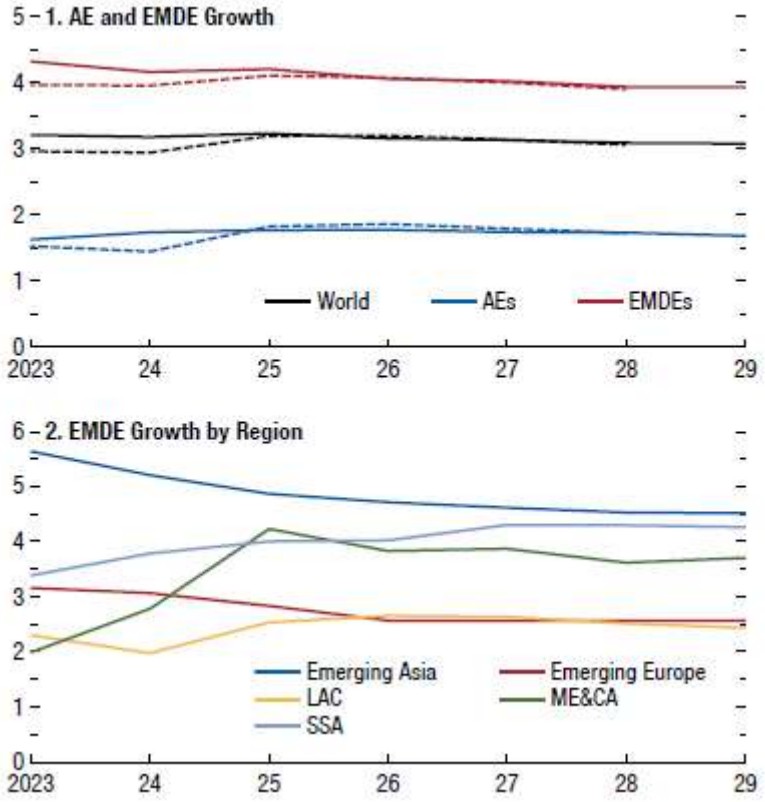
○ 세계 경제성장률은 2023년 3.2%로 추정되며 2024년과 2025년에도 동일하게 3.2%로

전망(〈표 Ⅰ-1〉)

- 2024년 전망은 2024년 1월 WEO 업데이트보다 0.1%p 상향 조정되었으며, 2023년 10월 WEO 전망보다 0.3%p 상향 조정([그림 Ⅰ-7])
- 그럼에도 불구하고 2024년과 2025년 세계 성장 전망은 긴축적 통화정책과 재정 지원 종료, 낮은 생산성 증가의 영향으로 역사적(2000~2019년) 연평균 3.8%보다 낮음
- 2023년 유로지역이 저성장에서 회복하면서 선진국은 소폭 성장이 예상되는 반면, 신흥시장 및 개발도상국은 지역적으로 차이가 있는 가운데 2024~2025년 안정적인 성장을 보일 것으로 예상

[그림 Ⅰ-7] 성장 전망: 대체로 안정적

(단위: %, 실선: 2024년 4월 WEO, 점선: 2023년 10월 WEO)



출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 1.14.

〈표 Ⅰ-1〉 세계 경제 전망

(단위: 다른 표기가 없으면 % 변화)

구분	실적치	전망치		'24년 1월 전망[1] 대비 차이		'23년 10월 전망[1] 대비 차이	
	2023	2024	2025	2024	2025	2024	2025
세계 경제	3.2	3.2	3.2	0.1	0.0	0.3	0.0
선진국	1.6	1.7	1.8	0.2	0.0	0.3	0.0
미국	2.5	2.7	1.9	0.6	0.2	1.2	0.1
유로지역	0.4	0.8	1.5	-0.1	-0.2	-0.4	-0.3
독일	-0.3	0.2	1.3	-0.3	-0.3	-0.7	-0.7
프랑스	0.9	0.7	1.4	-0.3	-0.3	-0.6	-0.4
이탈리아	0.9	0.7	0.7	0.0	-0.4	0.0	-0.3
스페인	2.5	1.9	2.1	0.4	0.0	0.2	0.0
일본	1.9	0.9	1.0	0.0	0.2	-0.1	0.4
영국	0.1	0.5	1.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.5
캐나다	1.1	1.2	2.3	-0.2	0.0	-0.4	-0.1
기타 선진국[2]	1.8	2.0	2.4	-0.1	-0.1	-0.2	0.1
한국	1.4	2.3	2.3	0.0	0.0	0.1	0.0
신흥국 및 개발도상국	4.3	4.2	4.2	0.1	0.0	0.2	0.1
아시아 신흥국 및 개발도상국	5.6	5.2	4.9	0.0	0.1	0.4	0.0
중국	5.2	4.6	4.1	0.0	0.0	0.4	0.0
인도[3]	7.8	6.8	6.5	0.3	0.0	0.5	0.2
유럽 신흥국 및 개발도상국	3.2	3.1	2.8	0.3	0.3	0.9	0.3
러시아	3.6	3.2	1.8	0.6	0.7	2.1	0.8
라틴 아메리카 및 카리브해 지역	2.3	2.0	2.5	0.1	0.0	-0.3	0.1
중동 및 중앙 아시아	2.0	2.8	4.2	-0.1	0.0	-0.6	0.3
사하라 이남 아프리카	3.4	3.8	4.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.1
세계 무역량(재화 및 서비스)	0.3	3.0	3.3	-0.3	-0.3	-0.5	-0.4
수입 - 선진국	-1.0	2.0	2.8	-0.7	-0.4	-1.0	-0.4
신흥국 및 개발도상국	2.0	4.9	4.1	0.0	-0.3	0.5	-0.6
수출 - 선진국	0.9	2.5	2.9	-0.1	-0.3	-0.6	-0.4
신흥국 및 개발도상국	-0.1	3.7	3.9	-0.4	-0.4	-0.5	-0.3
원자재 가격 (미 달러)							
석유[4]	-16.4	-2.5	-6.3	-0.2	-1.5	-1.8	-1.4
비연료(세계 원자재 수입 가중치에 기반한 평균)	-5.7	0.1	-0.4	1.0	0.0	2.8	-0.3
세계 소비자 물가[5]	6.8	5.9	4.5	0.1	0.1	0.1	-0.1
선진국[6]	4.6	2.6	2.0	0.0	0.0	-0.4	-0.2
신흥국 및 개발도상국[5]	8.3	8.3	6.2	0.2	0.2	0.5	0.0

주: 1) 2024년 1월 World Economic Outlook Update, 2023년 10월 World Economic Outlook
2) G7국가들(캐나다, 프랑스, 독일, 이탈리아, 일본, 영국, 미국)과 유로지역 국가들 제외
3) 인도의 실적치, 전망치 데이터는 회계연도 기준이며, 2011년부터 GDP는 2011/12회계연도를 기준년으로 삼은 시장가격 기준 GDP
4) 영국 브렌트(Brent), 두바이 파테(Fateh), 미 서부텍사스 중질유(Intermediate crude oil)의 단순평균가격. 2023년 평균 유가는 배럴당 80.57달러, 선물시장에 기초한 유가 가정은 2024년 78.61달러, 2025년은 73.68달러
5) 베네수엘라 제외. 원문의 통계 부표 참고
6) 2024년, 2025년 물가상승률은 각각 2.4%, 2.1%(유로지역), 2.2%, 2.1%(일본), 2.9%, 2.0%(미국)

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Table 1.1.
한국은 2024년 4월 WEO 부표, 2024년 1월 WEO 부표, 2023년 10월 WEO 데이터에서 추가

나. 선진국 성장 전망

○ 선진국 경제성장률은 2023년 1.6%에서 2024년 1.7%, 2025년 1.8%로 상승할 전망

■ (미국) 점진적인 재정 긴축과 노동시장 완화로 총수요가 둔화되면서 성장률이 2024년 2.7%로 상승했다가 2025년 1.9%로 하락

- 2024년의 경우 주로 2023년 4분기 예상보다 강한 성장에 따른 통계적 이월 효과와 일부 성장세 지속을 반영해 2024년 1월 WEO 업데이트 이후 0.6%p 상향 조정

■ (유로지역) 러시아-우크라이나 전쟁에 대한 영향이 커 2023년 0.4%의 낮은 성장률을 보인 후, 2024년 0.8%, 2025년 1.5%로 회복될 전망

- 에너지 가격 충격이 가라앉고 물가상승률 하락이 실질 소득 증가를 뒷받침해 가계 소비 증가가 회복을 견인할 것으로 예상

- 독일은 지속적으로 약세인 소비자 심리로 인해 2024년과 2025년 모두 성장률이 0.3%p 하향 조정됐지만, 벨기에와 포르투갈을 포함한 몇몇 국가는 상향 조정

■ (영국) 2023년 0.1%에서 2024년 높은 에너지 가격의 지연된 부정적 영향이 줄어들어 0.5%로 상승한 뒤, 2025년에는 물가상승률 하락으로 금융여건이 완화되고 실질 소득이 회복되면서 1.5% 성장 전망

■ (일본) 외국인 관광 급증 등 2023년 성장을 뒷받침했던 일회성 요인이 사라지면서 2023년 1.9%에서 2024년 0.9%, 2025년 1%로 둔화될 전망

다. 신흥시장 및 개발도상국 성장 전망

○ 신흥시장 및 개발도상국 성장률은 2024년과 2025년 모두 4.2%로 안정적일 것으로 예상되며, 저소득 개발도상국은 2024년 4.7%, 2025년 5.2%로 점진적인 성장세를 보일 것으로 예상

■ (아시아 신흥시장 및 개발도상국) 2023년 5.6%에서 2024년 5.2%, 2025년 4.9%로 하락할 것으로 예상

- 2024년 1월 전망 대비 2024년은 불변, 2025년은 0.1%p 상향 조정

- (중국) 팬데믹 이후 소비 및 재정 부양 등 일회성 요인의 긍정적인 효과가 완화되고 부동산 부문의 약세가 지속돼 2023년 5.2%에서 2024년 4.6%, 2025년 4.1%로 둔화될 전망

- (인도) 지속적인 내수 강세와 생산가능인구의 증가를 반영해 2024년 6.8%, 2025년 6.5%로 강세를 유지

■ (유럽 신흥시장 및 개발도상국) 2023년 3.2%에서 2024년 3.1%, 2025년 2.8%로 둔화될 전망

- 2024년 1월 전망 대비 2023년 0.5%p, 2024년과 2025년 0.3%p씩 상향 조정

- (러시아) 높은 투자와 강건한 민간 소비 효과가 사라지면서 2024년 3.2%에서 2025년 1.8%로 하락

- (튀르키예) 2024년 3.1%, 2025년 3.2% 성장이 전망되며, 통화 긴축이 종료되고 소비가 회복되기 시작하면서 2024년 하반기에는 경제 활동이 강화될 것으로 예상

■ (라틴 아메리카와 카리브해 지역) 2023년 2.3%에서 2024년 2.0%로 하락했다가 2025년 2.5%로 다시 상승할 전망

- 2024년 1월 전망보다 2024년 성장률이 0.1%p 상향 조정

- (브라질) 재정건전화, 여전히 긴축적인 통화정책의 지연 효과, 농업 부문의 기여도 감소로 인해 2024년 2.2%로 둔화

- (멕시코) 2024년 성장률은 재정 확대에 힘입어 2.4%, 2025년에는 재정 긴축으로 인해 1.4%로 하락할 전망

■ (중동·중앙 아시아) 2023년 2.0%에서 2024년 2.8%, 2025년 4.2%로 상승할 전망

- 비석유 활동과 석유 수입 감소로 인한 이란과 여러 소국의 하향 전망을 반영해 2024년은 2024년 1월 전망보다 0.1%p 하향 조정

■ (사하라 이남 아프리카) 올 초 기상 악화 영향이 가라앉고 공급 문제가 점차 개선되면서 성장률이 2023년 3.4%에서 2024년 3.8%, 2025년 4.0%로 상승할 전망

- 2024년은 석유 부문의 위축으로 인한 앙골라의 하향 조정이 나이지리아의 상향 조정으로 상쇄되어 2024년 1월 WEO 예측치에서 불변

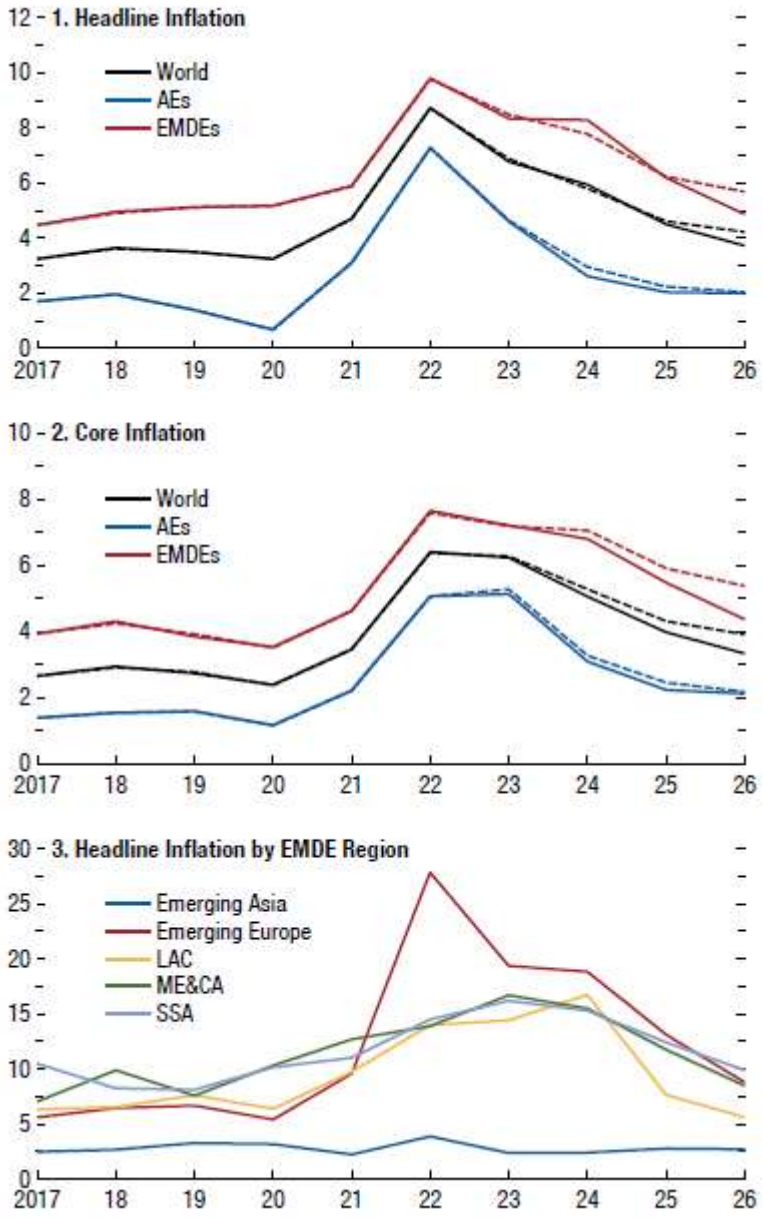
라. 물가상승률 전망: 상이한 속도로 하락

○ **세계 헤드라인 물가상승률은 2023년 연평균 6.8%에서 2024년 5.9%, 2025년 4.5%로 하락할 것으로 예상(〈표 Ⅰ-1〉)**

- 선진국은 2024년에 2.0%p 하락하는 등 초기에 집중적으로(front-loaded) 하락하고, 2025년에는 주로 신흥시장 및 개발도상국이 하락
- 선진국은 2025년 2.0%로 하락해 팬데믹 이전(2017~2019년) 평균 수준으로 복귀할 것으로 예상되는 반면, 신흥시장 및 개발도상국은 2026년에야 팬데믹 이전 평균인 5.0%에 근접할 것으로 예상([그림 Ⅰ-8])
- 아시아 신흥시장 및 개발도상국의 경우 2.4%에 불과하지만, 유럽 신흥시장 및 개발도상국의 경우 튀르키예의 높은 물가 상승 영향으로 18.8%로 예상되는 등 신흥시장 및 개발도상국 지역 간에도 상당한 차이가 예상됨

[그림 Ⅰ-8] 물가상승률 전망: 하락

(단위: %, 실선: 2024년 4월 WEO, 점선: 2023년 10월 WEO)



출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 1.15.

○ 2024년 세계 물가상승률 전망은 2024년 1월 전망보다 0.1%p 상향 조정

- 선진국은 유로지역, 일본, 영국의 하향 조정이 미국의 상향 조정으로 상쇄되어 불변
- 신흥시장 및 개발도상국은 이란과 몇몇 저소득 국가의 상향 조정으로 0.2%p 상향 조정

○ **주로 연료 및 식량 물가상승률 하락이 헤드라인 물가상승률 하락을 견인했던 2023년과는 달리, 2024년 세계 물가상승률 하락은 세계 근원 물가상승률의 광범위한 하락에 기인**

- 근원 물가상승률이 2023년 0.2%p 하락한 데 이어 2024년에는 1.2%p 하락할 것으로 예상
- 근원 물가상승률도 헤드라인 물가상승률과 마찬가지로 선진국에서 더 빠르게 하락
- 하락 요인은 국가마다 다르지만, 여전히 긴축적인 통화정책의 영향, 노동시장의 완화, 과거 상대 가격(특히 에너지 가격) 하락에 따른 전가 효과의 약화 등임

○ **물가상승률 목표가 있는 국가들에서 헤드라인 물가상승률은 2024년 3분기까지 중위 국가의 목표(또는 목표 범위의 중간점)보다 0.5%p 높을 것으로 예상**

- 선진국의 경우 2024년 3분기까지 실제와 목표 간의 차이가 0.3%p에 불과해 신흥시장 및 개발도상국보다 목표 수준으로 더 빠르게 복귀할 것으로 예상
- 대부분의 국가는 2025년 2분기까지 목표 대비 0.25%p 이내에 도달할 것으로 예상

마. 세계 무역 전망: GDP를 따라 안정적

○ **세계 무역 증가율은 2024년 3.0%, 2025년 3.3%로 전망되며, 2024년 1월 전망 대비 2024년과 2025년 0.3%p씩 하향 조정**

- 무역 증가율은 역사적(2000~2019년) 연평균 성장률인 4.9% 이하로 중기적으로 유지되어 2029년에는 3.2%를 기록할 것으로 예상
- 이러한 예측은 경제성장 전망이 상대적으로 낮은 상황에서 GDP 대비 총 세계 무역량(경상 가격 달러 기준)이 향후 5년 동안 평균 57%라는 것을 의미하며, 이는 대체로 세계 금융 위기 이후 전개와 일치

○ **세계 GDP 대비 무역 비율이 비교적 안정적으로 유지되고 있음에도 불구하고, 특히 2022년 2월 러시아-우크라이나 전쟁이 시작된 이후 지정학적 분절이 증가하는 등 무역 패턴에 상당한 변화가 일어나고 있음**

- IMF 연구진 분석에 따르면 전쟁 이후 지정학적 블록 간 무역 흐름이 블록 내 무역에 비해 크게 감소
- 단, 이러한 무역 흐름의 재배분은 국경 간 무역 제한이 증가하는 상황에서 발생
  - Global Trade Alert 자료에 따르면 신설된 무역 제한이 2019년 약 1,100개에서 2022년 약 3,200개, 2023년 약 3,000개로 증가

○ 한편, 세계 경상수지(흑자·적자 절대값의 합)는 2022년 크게 증가한 후 2023년처럼 2024년에도 계속 축소될 것으로 예상

- 2022년 경상수지 증가는 러시아-우크라이나 전쟁으로 촉발된 원자재 가격 상승, 팬데믹으로부터의 고르지 못한 회복, 미국 통화정책의 급속한 긴축 영향을 반영하며, 중기적으로는 이러한 요인들의 기여가 줄어들면서 경상수지가 점차 축소될 것으로 예상
- 2023년 채권국과 채무국의 순대외금융자산(stock positions)[1]은 격차가 확대되었으며 중기적으로 안정화될 것으로 예상됨
  - 경상수지가 축소되었음에도 채무국 평가 손실 및 채권국 평가 이익이 더 크게 확대되면서 순대외금융자산 격차가 심화
- 일부 국가에서는 역사적 관점에서 볼 때 총 대외 부채가 여전히 크고 대외 스트레스 위험을 초래

1) 순대외금융자산은 대외금융자산에서 대외금융부채를 차감(한국은행, 2023년 국제투자대조표(잠정), 보도자료, 2024.2.27.)한 값임. 국제수지표(Balance of Payments, BPM6기준)는 경상수지+자본수지-금융계정+오차및누락=0의 관계가 있는 유량(flow) 지표인 반면, 국제투자대조표(International Investment Position)는 기초잔액+거래요인변동+비거래요인변동=기말잔액의 관계가 있는 저량(stock) 지표임(한국은행, 국제수지통계의 이해 및 흔한 오해 바로잡기, 한국은행 금요강좌 자료, 2020.; 한국은행, 국제수지통계의 이해, 한국은행 금요강좌 자료, 2021.). 최근에는 미 달러 강세와 자산 가치 하락이 세계 순대외자산 확대의 주요 비거래 동인이었음(IMF, External sector report, 2023.)

출처: 한국은행, 국제수지통계의 이해, 한국은행 금요강좌 자료, 2021.

바. 중기 성장 전망: 역사적 기준보다 낮음

○ 2029년 세계 성장률 예측치는 3.1%(2023년 10월 전망 이후 불변)로, 지난 수십 년 중 최저 수준([그림 Ⅰ-9])

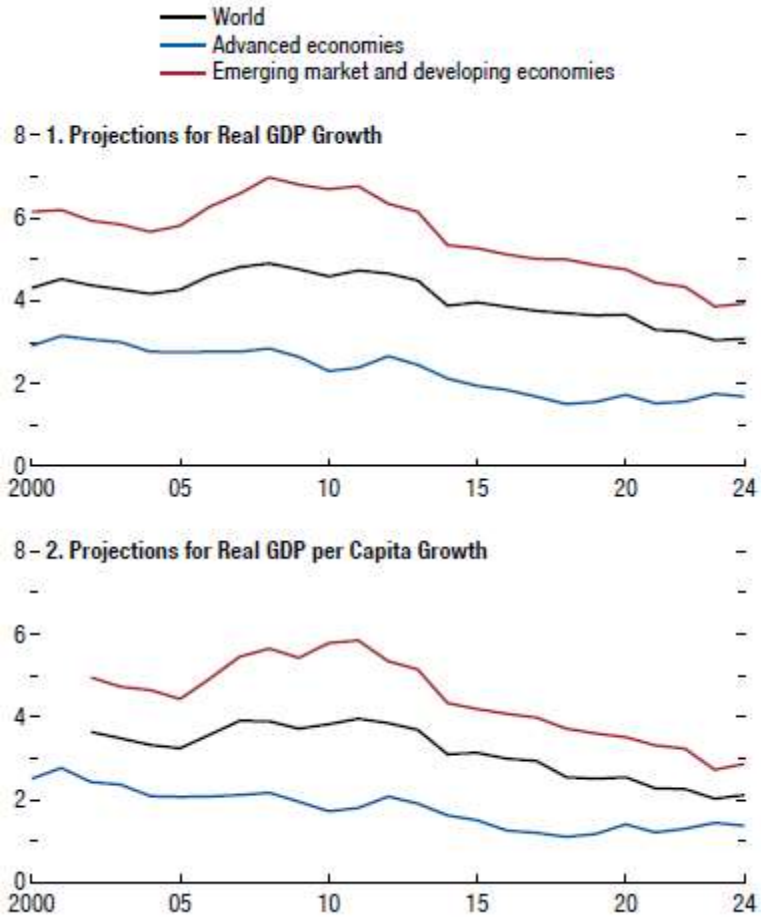
- 팬데믹 직전(2020년 1월 WEO 업데이트)의 중기 전망치 3.6%, 세계 금융 위기 직전(2008년 4월 WEO)의 중기 전망치 4.9%, 실제 과거(2000~2019년) 연평균 성장률 3.8%를 하회

○ 세계 성장 전망의 점진적인 둔화는 세계 인구 증가 둔화 외에 1인당 GDP 둔화를 반영

- 성장 전망 둔화의 대부분은 세계 금융 위기 이전의 중기 예측 3.9%에서 최신 예측 2.1%로 낮아진 1인당 GDP 성장률 하락에 기인
- 1인당 성장 전망의 위축은 특히 신흥시장 및 개발도상국에서 두드러지는데, 이는 1인당 소득 증가와 세계 생활 수준으로의 지속적인 수렴 속도가 느려짐을 의미
- 선진국 중 중기 전망의 하락은 미국 이외의 국가가 주도

[그림 Ⅰ-9] 세계 GDP 및 1인당 GDP 예측

(단위: %, 5년 후 전망)



주: 가로축은 향후 5년 예측이 이뤄진 연도를 의미. 각 예측은 해당 연도 4월 WEO의 수치
출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 1.19.

3. 전망 위험: 대체로 균형적

○ **2023년 10월 이후 세계 경제 환경에 대한 위험이 감소하여 위험은 대체로 균형적으로 평가되며, 많은 국가에서 물가 상승압력이 예상보다 빠르게 완화되면서 물가상승 전망 위험도 대체로 균형적으로 평가됨**

가. 하방위험

○ **지정학적 갈등 심화로 인한 원자재 가격 급등**

- 가자지구와 이스라엘의 갈등이 더 넓은 지역으로 확산될 수 있음
- 홍해에서 계속되는 공격과 러시아-우크라이나 전쟁으로 인해 식량, 에너지, 운송 비용이 급등하면서 세계적인 회복에 불리한 추가적인 공급 충격이 발생할 수 있음
- 러시아-우크라이나 전쟁의 재고조 가능성 등 지정학적 긴장 증가는 국경 간 식량, 연료, 비료의 흐름을 제한하여 가격 변동성 확대를 야기하고 기업 및 소비자 심리를 약화시킬 수 있음
- 이러한 지정학적 충격은 진행 중인 물가상승률 하락 과정을 어렵게 만들고 중앙은행의 정책 완화를 지연시켜 세계 경제성장에 악영향을 미칠 수 있음
- 전반적으로, 이러한 불리한 공급 충격은 국가별로 상이한 영향을 미칠 수 있으며, 특히 식량과 에너지가 가계 지출의 큰 부분을 차지하는 저소득 국가에 심각한 영향을 미칠 수 있음

○ 물가상승 지속 및 금융 스트레스

- 지속적으로 타이트한 노동시장이나 새로운 공급망 긴장과 같이 주요 국가의 근원 물가상승률이 예상보다 느리게 하락하면 금리 기대가 상승하고 자산 가격이 하락할 수 있음
- 더욱이 과거 긴축 통화정책의 냉각 효과가 아직 나타나지 않았을 수 있으며, 특히 고정금리 주택담보대출이 재설정되고 가계 부채가 높은 경우에는 더욱 그러할 수 있음
- 이러한 동향은 특히 상업용 부동산 및 기업을 포함한 많은 부문에서 채무 불이행을 증가시키고 금융 안정성에 대한 위험을 증가시킬 수 있음
- 또한 안전 자산으로의 자금 이동을 촉발하고 국제 금융여건을 긴축시키며 미국 달러 강세를 일으켜 세계 성장을 둔화시킬 수 있음

○ 중국의 불안정한(faltering) 회복

- 중국 내 부실 부동산 부문에 대한 종합적인 구조조정 정책이 마련되지 않을 경우, 미래 주택 가격 하락에 대한 기대, 주택 수요 감소, 가계 심리 및 지출의 추가 약화, 부동산 투자의 더 크고 장기적인 하락이 발생해 세계 성장에 부정적 영향을 미칠 수 있음
- 지방정부의 자금조달 제약으로 인한 의도하지 않은 재정 긴축은 그 영향을 증폭시킬

수 있음

- 이 경우, 국내 수요 둔화로 인해 물가상승률 하락 압력이 강화되어 물가하락 또는 낮은 물가상승이 지속될 수 있음
- 또한 중국의 교역국에 대한 파급 효과는 원자재 가격 하락으로 인한 이익보다 교역국 생산품에 대한 수요 감소로 인한 부정적 영향이 커 세계 경상수지 불균형이 증가할 수 있음
- 다만, 당국의 정책 대응에 부실 부동산 개발업체의 퇴출 가속화, 주택 프로젝트 완료 촉진, 지방정부의 채무 위험 해결 등이 포함된다면 이러한 국면으로 인한 경제적 비용을 크게 완화할 수 있음
- 특히 저금리를 통한 추가적인 통화정책 완화와 미완성 주택 자금 지원, 취약 가구 지원 등의 확장적 재정 조치는 수요를 더욱 뒷받침하고 물가하락 위험을 방지할 수 있음

○ 성장에 지장을 주는(disruptive) 재정 조정 및 채무 곤경(debt distress)

- 많은 선진국과 신흥시장 및 개발도상국에서 GDP 대비 채무 비율을 제한하고 미래 충격에 대처할 수 있는 역량을 재건하기 위해 재정건전화가 필요
- 그러나 현재 예상되는 수준 이상의 지나치게 급격한 세금 인상과 지출 삭감은 예상보다 느린 성장을 야기하고 개혁 움직임을 약화시킬 수 있음
- 신뢰할 수 있는 중기 재정건전화 계획이 없는 국가는 시장의 부정적 반응이나 채무 곤경 위험 증가에 직면할 수 있음
- 2010~2015년 유로지역은 채무 지속가능성에 대한 우려로 당초 계획된 재정 적자가 대폭 삭감되고 성장에 대한 심각하고 부정적인 결과를 경험
- 최근 국제 채권시장 여건이 개선되었음에도 불구하고, 저소득 국가의 채무 곤경 위험으로 인해 성장을 강화하는 투자의 범위가 계속 제한되고 있음
- 2024년에도 채무 곤경에 처하거나 처할 위험이 높은 저소득 국가(54%)와 신흥시장(16%)의 비율은 여전히 높은 수준을 유지

○ 정부에 대한 불신에 따른 개혁 움직임 잠식

- 일부 지표에 따르면 광범위한 소득 국가그룹에 걸쳐 정부, 입법 기관, 정당에 대한 신뢰가 50%를 하회
- 정치적 양극화 속에서 정부와 기관에 대한 낮은 신뢰로 인해 구조 개혁에 대한 지원이 약화되고 기술 진보의 채택 및 적응이 복잡해지고 투자 자금을 조달하는 데 필요한 수입 확대에 대한 저항이 생기고 사회 불안 위험이 증가할 수 있음
- IMF 연구진의 연구에 따르면 정부의 불평등 해결 및 포용적 성장 촉진 정책 실패에 대한 인식에 기반한 국가 기관에 대한 불만이 사회 불안을 촉발하고 갈등을 촉발

○ 지리적·경제적 분절 심화

- 러시아-우크라이나 전쟁과 기타 지정학적 긴장으로 인해 세계 경제가 블록화되는 현상이 가속화될 수 있음
- 이러한 흐름은 무역과 자본, 기술, 노동의 국경 간 이동에 더 많은 제한을 가할 수 있으며 국제 협력을 방해할 수 있음
- IMF 연구에 따르면 지리적·경제적 분절이 심화되면 포트폴리오와 해외 직접 투자 흐름이 줄어들고 혁신과 기술 채택 속도가 느려지고 분절된 블록 간 원자재 무역이 제한되어 GDP 손실과 원자재 가격 변동성이 커질 수 있음
- 많은 국가에서 선거가 열리는 상황에서 노동자의 국제 이동에 대한 장벽을 높이려는 움직임은 최근 몇 년간 공급 측면에서 얻은 이익을 반전시키고 노동시장의 타이트함과 기술 부족을 악화시키고 물가 상승압력을 높일 수 있음
- 관세 인상은 보복 대응을 촉발하고 비용을 증가시키며 기업 수익성과 소비자 후생 모두에 피해를 줄 수 있음

나. 상방위험

○ 선거를 통한 단기 재정 확대

- 많은 국가들이 2024년 선거의 해(Great Election Year)에 정부를 선출할 것으로 예상됨
- 이러한 맥락에서 정책 입안자들은 재정 조정을 연기하거나 새로운 지출 확대 조치를

공언할 수 있음

- 연구에 따르면 재정 적자가 전형적으로 선거 때 증가하며 정부는 그 이후에 증가세를 완화하지 않는 경향이 존재
- 단기적으로는 감세, 이전 재정지출 증가, 인프라 투자 등 새로운 확장 조치가 경제 활동을 촉진할 수 있으며, 특히 소버린 리스크(sovereign risk)가 낮은 것으로 인식되는 국가에서는 현재 전망보다 세계 성장을 높일 수 있음
- 그러나 이러한 재정 확장은 특히 경제가 과열되어 있거나 물가상승-실업 상충 관계가 강한 국가에서 물가 상승압력을 가중시킬 수 있으며, 이로 인해 금리가 상승되어 채무 억제에 대한 어려움이 커질 수 있음
- 더 파괴적인 정책 조정이 뒤따르게 되면서 성장에 부정적인 영향을 미칠 수 있음

○ 더 빠른 통화정책 완화를 가능하게 하는 공급 측 추가 충격

- 예상보다 빠르게 과거의 상대 가격 충격으로 인한 전가 효과가 사라지고 세계 공급 제약 완화가 진행되면 근원 물가상승률에 대한 하방 충격이 있을 수 있음
- 과거의 비용 증가를 흡수하기 위해 예상보다 빠른 속도로 이윤이 축소될 수 있음
  - 예를 들어, 노동시장이 특히 타이트한 미국에서는 팬데믹 이전의 실업자 대비 빈 일자리 비율이 예상보다 강하게 하방 이동하면 노동시장 여건이 완화되고 기조 물가 상승압력이 완화될 수 있음
- 이러한 움직임은 물가상승률 기대의 예상보다 큰 하락으로 이어질 수 있으며 중앙은행이 정책 완화 계획을 낼 수 있게 하여 차입 비용을 줄이고 소비자 신뢰를 높이며 세계 성장을 강화할 수 있음

○ 인공 지능을 통한 생산성 향상

- 인공 지능의 최근 발전, 특히 대규모 언어 모델과 생성형 사전학습 변환기(GPT)의 출현은 여러 인지 영역에서 인간을 능가하는 기술 능력의 도약을 의미
- 동시에, 과거 범용 기술 도입 당시와 마찬가지로 인공 지능이 경제적 성과에 미치는 영향과 시기는 여전히 매우 불확실
  - 단기적으로 인공 지능의 출시는 기업이 혁신적인 수단을 통합하고 생산 과정을 개선하기

위해 더 많은 자원을 배분하는 등 일부 경우에 투자를 늘릴 수 있음

- IMF 연구진 분석에 따르면 중기적으로 인공 지능은 노동자의 생산성과 소득을 높이고 성장에 기여할 수 있지만 일자리 대체와 불평등을 유발할 수도 있음

■ 선진국은 고용 구조에서 인지 집약적인 역할이 더 강조된다는 점을 고려할 때 인공 지능의 혜택을 신흥시장 및 개발도상국보다 더 빨리 누릴 수 있음

- 인공 지능이 선진국에서는 노동자의 약 60%에게 영향을 미칠 수 있으며, 이에 노출된 노동자 중 약 절반은 더 높은 생산성을 달성하고 더 높은 소득을 얻고, 나머지 절반은 자신에 대한 노동 수요가 낮아지고 임금이 하락하는 것을 경험

- 신흥시장에서는 일자리의 약 40%, 저소득 국가에서 일자리의 26%에 영향을 미칠 수 있으며, 이는 단기 노동시장 혼란이 줄어들고 두 국가그룹에서 생산성 향상의 여지가 적다는 것을 의미

○ 구조 개혁 움직임 응집

■ 거시 구조 개혁의 예상보다 빠른 이행은 생산성 향상을 촉진하고 기준선 전망보다 더 높은 중기 성장을 이끌고 팬데믹으로 인한 "상흔(scarring)"인 생산 손실을 일부 치유하는 데 도움이 될 수 있음

■ 경제활동참가율 상승, 자원의 오배분 감소, 재능 배분 개선을 목표로 하는 개혁은 경제활동을 되살리고 지난 20년 동안의 세계 성장 둔화를 반전시킬 수 있음

■ IMF 연구진 분석에 따르면 정책 환경이 제한된 신흥시장 및 개발도상국에서는 거버넌스, 경영 규제, 대외 부문 정책을 포함한 공급 강화 개혁 실행의 빠른 진전이 예상보다 더 큰 국내외 투자 및 성장을 촉발할 수 있음

■ 성별 경제활동 참가 격차를 줄이기 위한 노력을 현재의 정책 추세를 넘어 강화하면 개혁의 효과가 증폭될 것임

4. 세계경제전망에 대한 전세계적으로 일관된 위험평가

○ IMF의 G20 모형을 기반으로 한 정량적 분석 결과, 경착륙 위험은 2023년 10월 이후 점차 소멸

- 2024년 세계 성장률이 2.0%(1970년 이후 단 5회 발생) 미만으로 떨어질 확률은 약 10%로, 2023년 10월 WEO 당시 추정한 15%보다 하락
- 2025년 세계 성장률이 2.0% 미만으로 떨어질 확률은 약 10%
- 세계 경기 침체가 있을 때 종종 발생하는 1인당 세계 실질 GDP의 감소가 2024년에 발생할 가능성은 5% 미만으로 추정
- 2024년 세계 성장률이 3.8%(2000~2019년 역사적 평균)를 초과할 확률은 20%를 소폭 상회해, 세계 성장에 대한 기준선 전망이 상대적으로 약하다는 점을 강조
- 2024년 근원 물가상승률이 2023년 6.2%보다 높아질 확률은 10% 미만으로 추정돼, 물가상승률 하락이 지속될 것이라는 예상과 일치

5. 정책: 물가상승 대응에서 재정 비축까지

가. (통화정책) 연착륙 유도

○ 세계 경제 연착륙을 유도하기 위해 중앙은행의 단기 우선순위는 물가상승률을 부드럽게 낮추는 것으로, 정책을 조기에 완화하거나 너무 오랫동안 지연해서는 안 됨

- 임금 및 물가 압력이 확실히 소멸되는 것을 확인한 후 덜 긴축적인 기조로의 정책 전환을 발표하면, 나중에 물가상승률이 예상치를 상회하는 경우 다시 긴축을 해야 하는 상황을 방지할 수 있음
- 근원 물가상승률이 목표 수준 이상으로 지속되는 경우, 물가 안정을 달성하기 위해 더 높은 실질 금리가 필요할 수 있음
- 이와 반대로, 단기 물가상승률 기대와 기조 물가상승률 지표가 목표를 향해 확실히 감소하고 있는 경우, 명목 정책금리 인하가 지연되면 실제적으로 긴축 정책을 야기할 수 있어, 물가 안정 의지를 계속 표명하면서 금리를 중립적으로 조정하는 것이 적절
- 통화 긴축이 상대적으로 일찍 시작되어 중앙은행이 낮지만 여전히 긴축적인 수준으로 금리를 조정할 수 있는 신흥시장 경제에서는 물가상승률 기대, 통화 흐름, 임금 및 가격 압력에 대해 입수되는 자료를 바탕으로 신중하게 진행하는 것이 적절

○ 중앙은행 정책들의 동시성이 감소하면서 국가 간 금리가 다변화(divergence)

■ 이로 인해 자본 이동이 촉진되고 미국 달러는 팬데믹 이전 15년 중 어느 때보다 강세를 유지하고 있음

- 예를 들어, 예상치 못하게 지속적인 미국 물가상승은 미국 금리 기대치의 상향 조정을 촉발하고 미국 달러 가치 상승을 유발할 수 있음

■ 어떤 경우에는 이러한 흐름으로 인해 금융 부문이 압박을 받을 수 있음

- 이와 관련하여, 많은 국가에서 여전히 높은 차입 비용은 은행 부문의 스트레스를 예측하기 위해 바젤 Ⅲ 시행 등 감독 강화가 필요함을 의미

■ 어떤 경우에는 빠르게 변화하는 주택시장에 대응하여 거시건전성 정책을 재조정(recalibration)해야 할 수도 있음

○ 이러한 맥락에서 IMF의 통합 정책 체계(Integrated Policy Framework)는 국가별 상황에 따라 적절한 정책 대응에 대한 지침을 제공

■ 외환시장이 발달되고 외화 채무가 적은 국가의 경우 정책금리를 조정하고 환율 변동을 허용하는 것이 적절

- 유동성 지원을 제공하는 수단을 즉각적이고 강력하게 활용하는 동시에 도덕적 해이의 위험을 완화하면 시장 긴장이 나타나는 곳에서 전염을 제한할 수 있음

■ 외환시장이 덜 발달되고 외화 채무가 많은 국가의 경우 국제 금융여건 긴축은 포트폴리오 제약이 있는 투자자가 국내 통화 자산을 매도하면서 "긴축 발작(taper tantrums)"을 유발하고, 시스템적 금융 안정성 위험 및 꼬리 위험(tail risks)도 발생할 수 있음

- 그러한 경우 통화 및 재정정책을 적절한 환경에서 유지하면서 외환 개입을 수행하거나 자본 흐름 관리 조치를 실행하는 것이 적절할 수 있음

■ 거시건전성 정책은 외화 표시 채무에 대한 대규모 노출로 인한 금융 취약성을 줄이는 데 도움이 될 것임

■ 급격한 환율 변동으로 인해 물가상승률이 기대에서 벗어날(de-anchoring) 위험이 있는 경우 충분한 외환 보유고가 있고 단독 통화정책으로 인한 비용이 너무 높다는 전제하에, 외환 개입이 통화정책을 보완할 수 있음

■ 외부 충격 위험에 처한 국가는 IMF 예방금융협정(precautionary financial arrangement) 등 국제 금융 기관이 제공하는 국제 금융 안전망을 최대한 활용할 수 있음

나. (재정정책) 예산 운용을 위한 재정여력 재건 및 채무 지속가능성 보장

○ **주요 중앙은행이 올해 통화정책을 완화할 것으로 예상되고 경제가 재정 긴축에 따른 충격을 좀 더 흡수할 수 있는 상황이기 때문에, 미래 충격에 대처하고 공공 채무 증가를 억제하기 위한 재정 여력을 재건하기 위해 재정건전화에 다시 초점을 맞추는 것이 적절**

■ 정부 채무 지속가능성을 보장하기 위해 필요한 재정 조정 규모는 많은 국가에서 큼

■ [그림 1-10]은 일부 G20 국가의 2023~2029년 일반정부 기초재정수지 증가에 대한 최신 예측과 2029년 GDP 대비 일반정부 채무 비율 안정화에 필요한 조정 증가를 비교하고, 2029년 채무를 2019년 수준으로 줄이는 데 필요한 추가 조정을 나타냄

■ 팬데믹 저금리 기간 중 발행된 채무를 포함해 현재 총 채무 잔고에 대한 이자율로 볼 때, 2023~2029년에 걸쳐 현재 예상되는 조정은 대부분의 경우 2029년 GDP 대비 채무 비율을 안정화하는 데 충분

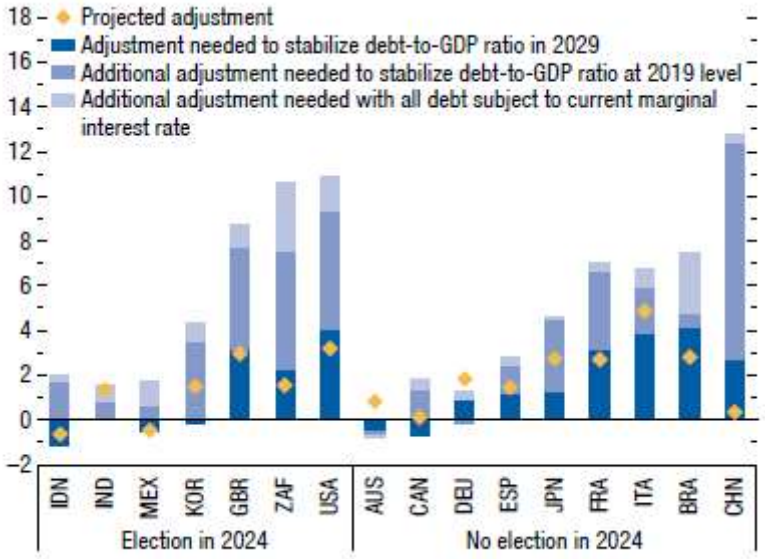
■ 그러나 예상되는 조정은 일반적으로 채무를 2019년 수준으로 되돌리기에는 충분하지 않음

■ 그림에서 알 수 있듯이, 이러한 채무 감축을 달성하는 데 필요한 조정은 현재 새로 발행된 채무에 적용되는 이자율로 평가할 때 훨씬 더 어려움

■ 2024년 여러 국가에서 선거가 실시되는 점을 고려할 때, 예상되는 재정 조정 경로를 유지하려면 새로운 세금 감면이나 지출 확대를 위한 재원을 확보하지 않고, 재정 적자를 확대하지 않도록 하는 것이 필요

[그림 Ⅰ-10] 중기 재정 조정

(단위: %p, 2023년과 2029년 간 GDP 대비 기초재정수지 비율의 누적 상승)



주: 달리 명시하지 않는 한, GDP 대비 채무 비율을 안정화하는 데 필요한 조정은 현재 총채무 잔고에 대한 정부의 평균 금리를 측정하는 지표인 실효 금리를 사용해 계산. 한계 금리는 10년 만기 채권의 현행 금리(prevailing rate)를 기준으로 한 실질 금리를 의미. 중국의 재정 적자와 공공 채무 수치는 중국 연례협의 수치보다 일반정부 범위가 좁음. 재정 적자와 공공 채무의 원인이 되는 한국의 정책 대출은 필요 재정 조정 계산에 포함되지 않음

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 1.24.

○ 재정 조정은 단기적으로 경제 활동에 일반적으로 부정적인 영향을 미치기 때문에 가능한 한 점진적이고 지속적이어야 함

- 갑작스러운 조정을 피하는 것은 급격한 지출 삭감이나 세금 인상으로 인해 경제 활동이 둔화되고 채무 비율이 상승하는 악순환을 촉발하거나, 종종 실행하는 데 시간이 걸릴 수 있는 재정 개혁에 대한 정치적 지원을 약화시키는 위험을 피하기 위해 정당화될 수 있음

- 단, 시장 접근성이 상실된 국가에서는 채무 위기 가능성을 줄이기 위해 초기 집중적인 조정(front-loaded adjustment)이 필요할 수 있음

- 물가상승률이 높은 국가에서는 재정건전화가 총수요를 줄이고 물가상승률 하락 전략의 전반적인 신뢰를 강화함으로써 물가 상승압력을 더욱 완화시킬 수 있음

- 공급 강화 구조 개혁, 가장 취약한 계층에 대한 선별적(targeted) 지원 보호, 조정 기간 중 우선순위가 높은 분야에 대한 투자는 경제 활동에 대한 영향을 완화하고 중기적으로

채무 감소 노력을 지원할 수 있음

○ 잘 구체화된 계획과 강력한 제도적 체계로 신뢰를 구축하는 것이 필요

- 정책 불확실성을 줄이기 위해 재정건전화의 단기 성장 영향, 금리, 수입·지출 정책 변화의 예산 결과에 대한 현실적인 가정을 바탕으로 중기 목표를 달성하기에 충분한 조치를 공언하는 것이 필수적임
- 에너지 가격이 팬데믹 이전 수준으로 돌아가면서, 특히 가격 신호를 둔화시키는 비선별적(untargeted) 재정 조치를 단계적으로 폐지하는 것이 타당
- 구속력 있는 입법 및 재정 체계, 정부가 예상치 못한 성장 및 금리 변동 또는 기타 국가별 상황에 어떻게 대응할 것인지에 대한 명확한 비상 계획으로 중기 계획을 뒷받침하면 계획의 신뢰성을 강화할 수 있음
- IMF 연구진 분석에 따르면 국제신용평가기관은 GDP 대비 채무 비율 감소뿐만 아니라 제도의 질적인 부분도 중요하게 고려
- 향후 조정에 대한 공언만으로는 신뢰를 얻을 수 없으며 중대한 첫 이행을 포함한 지속적인 재정건전화가 필요

○ 채무 곤경에 처한 국가는 질서 있게 수행되는 채무 구조조정이 필요할 수 있음

- 국가 채무 해결을 위한 국제 체제의 진전은 올바른 방향으로 진행되고 있음
- G20 공동 프레임워크(G20 Common Framework)가 성과를 내기 시작했으며, 각각의 사례는 이전의 경험을 바탕으로 더 빠른 조정을 이루기 위해 발전하고 있음
- 국제 국가 채무 원탁회의(Global Sovereign Debt Roundtable)는 보다 시의적절하고 예측 가능한 구조조정을 촉진하기 위한 절차와 원칙에 대한 더 큰 공통된 이해를 증진시키는 데 도움을 주고 있음
- 이러한 진전을 계속해서 발전시키고 공동 프레임워크 적용 대상이 아닌 사례에서 채권자 조정의 효율성을 향상시키는 것이 중요

다. (구조 개혁) 생산성 성장 촉진

○ **공급 측면을 강화하고 자원 배분을 개선하는 구조 개혁을 추진하면 생산성을 제고할 수 있음**

■ 구조 개혁의 목표를 설정하고 신중하게 배열하면 생산성 성장을 지원하고 중기 성장 전망 하락을 반등시킬 수 있으며, 경제 활동 제약들을 완화하는 개혁을 우선시하면 단기적으로도 GDP와 생산성 향상을 이끌 수 있음

■ 지속적인 자원 배분 문제를 해결하는 개혁은 생산성을 높이는 데 핵심적인 역할을 할 수 있음

- 이러한 맥락에서 여성의 재능과 능력의 잘못된 배분을 바로잡기 위해 성별 격차를 줄이는 것은 총 생산성을 향상시키는 데 기여

○ **국가마다 필요한 조치가 다르며, 몇몇 경우에는 거버넌스 강화, 과도한 경영 규제 및 무역 규제 감소, 외국 자본에 대한 접근성 향상을 위한 개혁 등이 필요**

■ 이러한 개혁은 일자리와 소득 증가를 촉진하고 공공 지원을 강화함으로써 청정 에너지원으로의 전환에 필요한 변화를 포함하여 더 깊은 구조 변화를 가져올 수 있음

■ 개혁을 통합하고 노동시장, 신용시장 등 다른 개혁을 적절히 배열하면 이익을 앞당길 수 있음

■ 인공 지능의 잠재력을 활용하려면 적절한 규제 체계를 개발하고 기초 인프라 및 디지털 기술 교육에 투자해야 함

■ 잘못 배치된(misplaced) 근로자와 이들의 재훈련을 지원하려면 보완적인 개혁이 필요

■ 명확하게 식별 가능한 외부 효과 또는 중요한 시장 실패가 발생하고, 더 효과적인 정책 대안을 사용할 수 없는 경우 산업 정책을 추구할 수 있지만, 이 경우 보호주의적 규정을 피해야 하며 세계무역기구(WTO) 규정과 합치해야 함

라. 녹색 전환 속도 제고 및 기후 회복력 강화

○ **기후 변화로 인한 비용과 위험을 제한하고 녹색 에너지로의 전환을 가속화하기 위한 정책이 필요**

- 지구 평균 기온 상승을 산업화 이전 수준 대비 1.5~2.0℃로 제한하는 온실가스 배출 감축 목표를 달성하기 위한 전 지구적 정책 조치는 지속적으로 잘 이행되지 못하고 있음(large global policy gaps persist)
- 배출 감소 목표를 달성하기 위해 각국은 탄소 가격제, 청정 에너지원에 대한 공공 인프라 투자, 부문별 정책, 규제 및 화석 연료 보조금 축소를 포함하는 종합적인 정책 수단이 필요
- 탄소 국경 조정 제도(carbon border-adjustment mechanism)와 친환경 투자 유인 프로그램은 녹색 전환을 가속화할 수 있지만 WTO 규정에 맞도록 설계되어야 함
- 청정 에너지원으로 전환하기 위한 재정적 유인도 필요
- 화석 연료에 대한 투자 축소에 상응하여 대체 청정 에너지 공급이 적절히 증가하지 않는 일부 국가는 에너지 안보에 대한 장기적 위험에 대처하기 위해 에너지 전환을 신중하게 관리해야 함
- 동시에, 특히 기후 충격에 가장 취약한 지역의 경우 기후 적응 활동 및 인프라에 대한 투자가 필요
- 기후 회복력을 향상시키려면 기후 위험 감시 제도와 위험 관리 체계를 강화해야 하며, 사회 안전망과 보험도 필요
- 저소득 국가의 적응과 완화를 위해 기후 자금을 동원하려면 국제기구, 민간 투자자, 국가 당국 및 공여국의 공동 노력이 필요

마. 국가 간 협력 강화

○ 분절을 완화하고 국제통화 시스템의 회복력을 강화하려면 다자간 협력이 필요

- 정책입안자들은 안정적이고 투명한 무역정책을 유지해야 하며, 무역과 투자 왜곡을 유발하는 차별적 정책을 지양해야 함
- 산업 정책에 대한 정부 간 대화 또는 협의는 데이터 및 정보 공유를 개선하고, 타국에 미치는 의도하지 않은 결과를 포함하여 정책의 영향을 식별하는 데 도움이 될 수 있음
- 장기적인 소통 경로는 산업 정책의 적절한 활용 및 설계에 대한 국제 규칙 및 규범을 개발하는 데 도움이 될 수 있으며, 이를 통해 기업이 새로운 환경에 더 쉽게 적응할

수 있음

- 점점 더 복잡해지는 채권자 환경을 헤쳐 나가기 위해서는 채무 문제의 질서 있는 해결을 위한 협력도 필요
- 또한, 2023년 유엔기후변화협약(UN Framework Convention on Climate Change) 당사국 총회에서 최근 합의한 내용을 바탕으로 기후 변화의 영향을 완화하고 녹색 에너지로의 전환을 촉진하기 위해서는 국제적 조정이 필수적임
- 무엇보다도 국내 규제 체계를 개선하고 국제적 원칙과 조화시켜 중요한 광물의 운송을 보호하고, WTO의 무역 분쟁 해결 능력을 복원하며, 인공 지능과 같이 잠재적으로 파괴적인 신기술의 책임감 있는 사용을 보장하는 것이 우선적임
- 선진국에서 신흥시장 및 개발도상국으로 저탄소 기술의 자유로운 이동을 확립하면 기후 목표 달성을 더욱 지원할 수 있음

Ⅱ 주택시장이 통화정책에 미치는 효과 추정

1. 서론

○ **전 세계 중앙은행은 2021년 말부터 가격 안정(price stability)을 위해 최소 40년간 전례 없는 속도(speed), 정도(degree), 폭(breadth)으로 정책금리를 인상해 왔음**

■ 리오프닝(reopening) 관련 공급망 문제(supply-chain disruptions)와 우크라이나 전쟁은 코로나19 봉쇄 해제 이후 경제에 일련의 공급 충격을 주었음

- 이러한 충격과 함께 팬데믹 기간 동안의 이례적으로 지원적인 재정 및 통화정책으로 인해 수십년 간 보지 못했던 인플레이션이 발생

  • 금리가 급격히 상승하여 많은 전문가들은 2023년 성장률이 급격히 하락할 것으로 예측

○ **높은 정책금리에도 불구하고, 세계 경제성장은 의외로 회복력이 있는 것으로 나타남**

■ 대부분의 국가에서 경제활동이 기대 이상으로 증가하였으며, 특히 인플레이션이 크게 감소했음에도 불구하고 고용은 견고한 수준을 유지하였음

■ 금리가 상승하는 동안에도 이전의 공급 충격은 부분적으로 해소되거나 완화되었음(1장 참고)

○ **선행연구에서 소위 통화정책의 전달경로(transmission)라고 불리는 통화정책의 거시경제적 영향은 다음과 같음**

■ 첫째, 통화정책의 전달경로는 국가마다 다르며 거시경제적 효과가 나타나기까지는 시간이 걸림(최대 약 2년)

- 밀턴 프리드만(1961)은 이러한 시차에 대해 “길고 가변적”이라고 언급하였으며, 주택가격을 포함한 자산 가격의 경우에는 더욱 빠르게 반응함

■ 둘째, 경제학자들은 비대칭 효과(asymmetric effects)에 대한 근거를 발견

- 즉, 정책금리 인상은 비슷한 규모로 인하했을 때보다 더 큰 영향을 미침

- 이는 케인즈(1936)가 주장한 바와 같이, 가격과 임금이 일반적으로 하향 조정되지 않아 금리가 상승하면 실업률이 더 크게 반응하기 때문일 수도, 혹은 1990년대에 벤 버냉키와 공동저자들이 주장한 것처럼 신용 제약(credit constraints) 때문일 수도 있음

○ 세계 경제성장이 탄력적이라는 것은 역사적으로 강력했던 금리 인상의 전달경로가 약화되었다는 것을 나타냄

■ 그러나 일부 국가에서는 실제로 수요가 눈에 띄게 감소하였으며, 가계는 금리가 높아짐에 따라 압박감을 느끼고 있으나 그렇지 않은 국가도 존재

■ 이와 같은 국가의 다양한 경험은 통화정책이 어떻게 작동하는지 배울 수 있는 기회를 제공

○ 본 장에서는 주택담보대출(mortgage) 시장과 주택 시장의 관점에서 국가 간, 그리고 시간 경과에 따른 통화 정책의 전달경로를 살펴봄

■ 통화정책의 전달경로에 있어서 소위 주택 경로(housing channels)가 중요한 것으로 알려져 있음

- 주택담보대출은 가계 대출에서 큰 비중을 차지하며, 주택은 종종 가계의 유일하게 유의미한 재산(wealth)의 형태

- 부동산은 대부분의 국가에서 소비, 투자, 고용, 소비자가격의 많은 부분을 차지하고 있으며, 중요한 자산 가격인 주택가격은 가계가 어느 부분에서 통화정책의 압박을 느끼고 있는지에 대한 단서를 제공

■ 주택담보대출 및 주택 시장은 국가마다 크게 다르며, 이는 전달경로의 변동성(variability) 정도(degree)를 파악하는 데 도움이 됨

○ 본 장에서의 연구 질문은 다음과 같음

■ 현재 부동산 및 주택담보대출의 위치는 어디쯤인가?

- 세계 금융 위기, 팬데믹, 최근 통화 긴축 이후 어떻게 발전하였는가?

■ 통화정책 전달경로의 주택 경로의 이론적인(conceptually) 정의는 무엇인가? 주택 경로는 주택담보대출 및 주택 시장의 특성과 어떤 관계가 있는가?

- 국가별로 주택 경로는 어떻게 다른가?
- 최근 들어 주택 경로가 약해졌는가?

○ **위와 같은 연구 질문에 답하기 위해 본 장에서는 독자들이 통화 정책의 주택 경로를 이해하고, 이를 주택담보대출 및 주택시장 특성과 연결지을 수 있는 이론적인 틀을 제공**

○ **또한 선행연구보다 더 광범위한 국가 집단(group)을 대상으로 실증분석 방법론(empirical methods)을 적용**

- 다음과 같은 새로운 데이터를 사용하였음
  - (1) 금리의 외생적 변화를 식별하기 위한 전문가 예측에 반하는 통화정책 충격(surprises)
  - (2) 공공 데이터(public sources) 및 국가 기관에서 수집한 정보를 바탕으로 한 국가별 고정금리 주택담보대출 보급률(prevalence)
- 주택가격과 실제 활동에 대한 새로운 지역 데이터도 사용
- 모형의 모의분석(simulation)을 통해 고정금리 주택담보대출 보급률과 주택담보비율(LTV) 한도를 규제하는 정책의 공동효과(joint effects)를 분석
- 본 장은 IMF의 이전 문헌과 오랜 학술연구를 바탕으로 구성하였으며, Jordà (2005), Stock와 Watson(2018), Chen 외(2023)의 방법론을 적용하였음

○ **본 장에서의 주요 연구결과는 다음과 같음**

- 주택담보대출 및 부동산 시장은 지난 몇십년 동안 여러 차례 변화가 있었음
  - 장기간 저금리 기간이 끝나고 최근 금리인상 추세(hiking cycle)가 발생하기 전까지 많은 국가에서 주택담보대출 이자 상환이 역사적으로 낮았으며, 많은 국가에서 만기(maturity)의 평균이 길어지고 고정금리 주택담보대출의 비율이 높았음
  - 낮은 금리와 팬데믹 관련 봉쇄조치로 인한 구조적 변화는 주택가격의 급격한 상승을 가져옴
  - 주거용 부동산 가격은 여전히 팬데믹 이전 수준보다 높지만 일부 국가에서는 2023년에 안정되거나 심지어 하락하기도 하여 국가별로 다양한 결과를 보여줌

■ 통화정책의 주택 경로는 국가마다 상당히 다름

- 주택담보대출 시장의 특성이 중요: 통화정책의 전달경로는 다음과 같은 특성을 보이는 국가에서 강력한 효과를 보임
  - ①고정금리 주택담보대출(fixed-rate mortgages, FRMs)이 많지 않고, ②주택담보비율(LTV) 한도 규제가 약해 주택을 구매하는 사람들이 이를 더 많이 활용하고, ③가계부채가 높은 곳
  - 더욱이, 모형 시뮬레이션에서는 이러한 특성이 서로를 강화하는 효과가 있는 것으로 나타남
  - 주택담보비율(LTV) 한도와 가계부채를 제한하는 정책은 단기적으로 통화정책 전달경로를 위축하여 그 효과를 지연(delay)시킬 수 있음
- 주택시장의 특성도 중요: 통화정책의 전달경로는 다음과 같은 특성을 보이는 국가에서 강력한 효과를 보임
  - ①주택공급이 좀 더 제한적이고, ②주택가격이 최근 과대평가(overvalued)된 곳
  - 본 장에서는 통화정책이 완화적일 때보다 긴축적일 때 이러한 두 가지 주택시장 특성이 통화정책의 전달경로를 더 강화한다는 근거를 발견
  - 다른 측면에서는, 고정금리 주택담보대출(FRMs) 보급률이 높으면 긴축 시기에(tightening cycle) 통화정책의 전달경로를 더욱 약화시킨다고 볼 수도 있음
- 이러한 특성이 국가마다 상이하기 때문에 통화정책의 효과 또한 국가마다 상당히 다르게 나타남

■ 최근 주택 경로는 많은 국가에서 약화됨

- 고정금리 주택담보대출이 증가하고, 주택담보비율(LTV) 정책이 강화되었으며, 공급 제약이 덜한 지역으로 인구가 이동하는 등 세계 금융위기 이후 및 팬데믹 기간 동안의 변화(developments)는 많은 국가에서 주택 경로를 약화시킴
  - 일부의 경우, 이미 고평가된 지역의 주택가격 상승 및 가계 부채가 증가로 이러한 현상이 상쇄되어 통화정책의 효과를 강화시킬 수 있음

○ 분석의 한계점은 다음과 같음

■ 첫째, 실증분석은 시간 및 국가별 데이터 가용성에 따라 제한됨

- 예를 들어, 데이터 부족으로 인해 임대료에 대한 연구는 불가능

■ 둘째, 본 장에서는 주거용 부동산 및 가계의 주택담보대출 특성의 역할에 초점을 두며, 다른 전달 경로(channels of transmission)는 다루지 않음

- 따라서 가계가 금리 위험을 부담하는지 여부를 분석하지만, 은행이나 정부가 그 부담을 공유하는지는 고려하지 않음

■ 셋째, 동일한 체계 내에서 모든 특성을 수집하는 것은 기술적으로 불가능하므로 분석결과가 일반 균형 효과(general equilibrium effects)를 포착하지 못할 수 있음

○ 본 장에서는 다음과 같은 순서로 통화정책의 효과에 대해 살펴보았음

■ 먼저, 주택담보대출 및 주택 시장의 동향을 살펴보고 난 후 주택담보대출 및 주택 시장의 특성과 관련하여 통화정책의 효과에 대한 이론적 틀을 제공

■ 다음으로, 통화정책의 효과가 국가별 특성에 따라 크게 다르다는 것을 살펴봄

■ 마지막 부분에서는 주택 경로의 강도가 시간이 지남에 따라 변화하였는지를 평가하고 통화정책 및 거시경제 정책 입안자들에게 정책적 시사점을 제공

2. 통화긴축과 부동산: 배경 및 특징

○ 본 절에서는 세계 금융위기 및 팬데믹 기간 동안의 부동산 및 주택담보대출 시장의 변화에 대해 정리하고 이러한 변화와 최근 각 국가의 주택가격이 다양하게 나타난 현상이 통화정책의 효과성에 대한 단서가 될 수 있는지에 대해 살펴봄

가. 세계 금융위기 이후 및 팬데믹 기간 동안의 부동산 시장

○ 오랜 저금리 기간이 끝난 뒤에 팬데믹 이후 금리가 긴축되었음(그림 II-1)

■ 세계 금융위기 직후 중앙은행들은 전세계적으로 금리를 대폭 인하하였음

- 2010년 내내 선진국 경제는 약한 경제성장과 낮은 인플레이션 속에서 정책금리를 제로에 가까운 수준으로 낮게 유지해왔으며, 2020년 팬데믹 시기에 또 다시 정책금리를 인하하였음

  • 주요 중앙은행은 2008년에 시작한 자산매입 프로그램을 확대하였고, 다른 중앙은행들도 새로운 프로그램을 도입하여 장기간 금리를 낮게 유지하였음

[그림 II-1] 선진국과 신흥국의 명목정책금리

(단위: 국가 집단의 중앙값, %)

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 2.1

○ 많은 가계가 낮은 금리를 활용하여 낮은 비용의 주택담보대출을 확보할 수 있었음

■ 그 결과, 최근 금리인상 추세가 시작되기 직전에 많은 국가에서 실효 주택담보대출 금리가 수십년 만에 최저점에 도달하였음

■ 일부 국가에서는 가능한 경우 기존 대출의 재융자 등을 통해 고정금리 주택담보대출로 전환되는 현상도 나타남

- 고정금리 주택담보대출 및 장기(long-dated) 주택담보대출이 더 흔해짐(그림 II-13 및 논의 참조)

○ **이와 별도로, 세계 금융위기로부터 교훈을 얻은 많은 국가 당국은 주택금융과 관련된 거시경제 건전성 정책을 강화하였음**

- 세계 금융위기의 주요 원인이었던 위험 대출을 제한하는 것을 목표로 하였으며, 이는 많은 국가에서 2000년대 중반 주택가격의 호황-불황 주기(boom-bust cycles)를 촉발함
- 2010년에 들어서면서 이러한 정부의 노력으로 인해 가계의 평균 신용도(creditworthiness)와 부채(leverage)가 전반적으로 개선됨

○ **팬데믹 및 봉쇄 기간 동안 낮은 금리와 함께 구조적 변화가 결합되어 전 세계적으로 주택가격이 급격히 상승하였으며 일부 국가에서는 팬데믹 전부터 상승하였음(그림 II-2)**

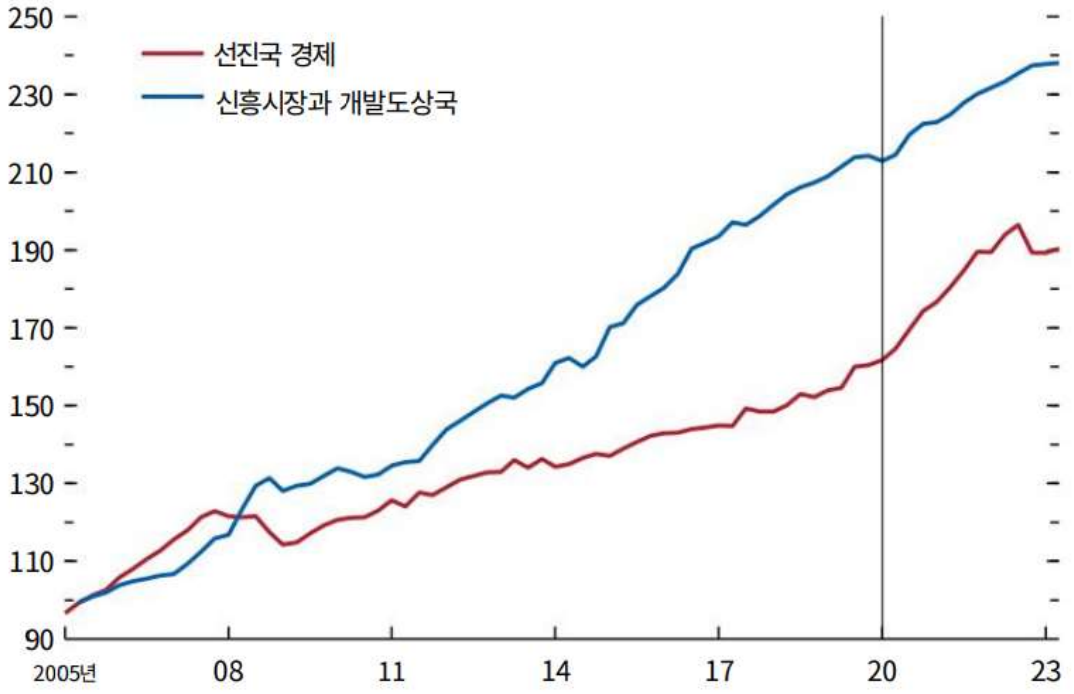
- 주택가격은 종종 소득보다 빠르게 상승하여 가계의 구매능력(affordability)을 낮추고 잠재 구매자들이 구매 대신 임차를 하게 됨

○ **이는 신규 건설 감소와 함께 많은 국가의 임대료를 상승시킴**

- 동시에, 미국과 같은 일부 국가에서는 인구 밀도가 높은 지역보다 교외 지역에서 생활 공간이 넓은 주택가격이 더 많이 상승하였으며, 덴마크, 프랑스, 영국과 같은 국가에서는 야외 활동을 할 수 있는 지역의 가격이 가장 많이 증가하였는데 이는 아마도 두 번째 주택(second-home) 구입의 증가로 인한 현상인 것으로 보임

[그림 Ⅱ-2] 선진국과 신흥국의 명목 주택가격

(단위: 국가 집단의 중앙값, 지수, 2005 = 100)



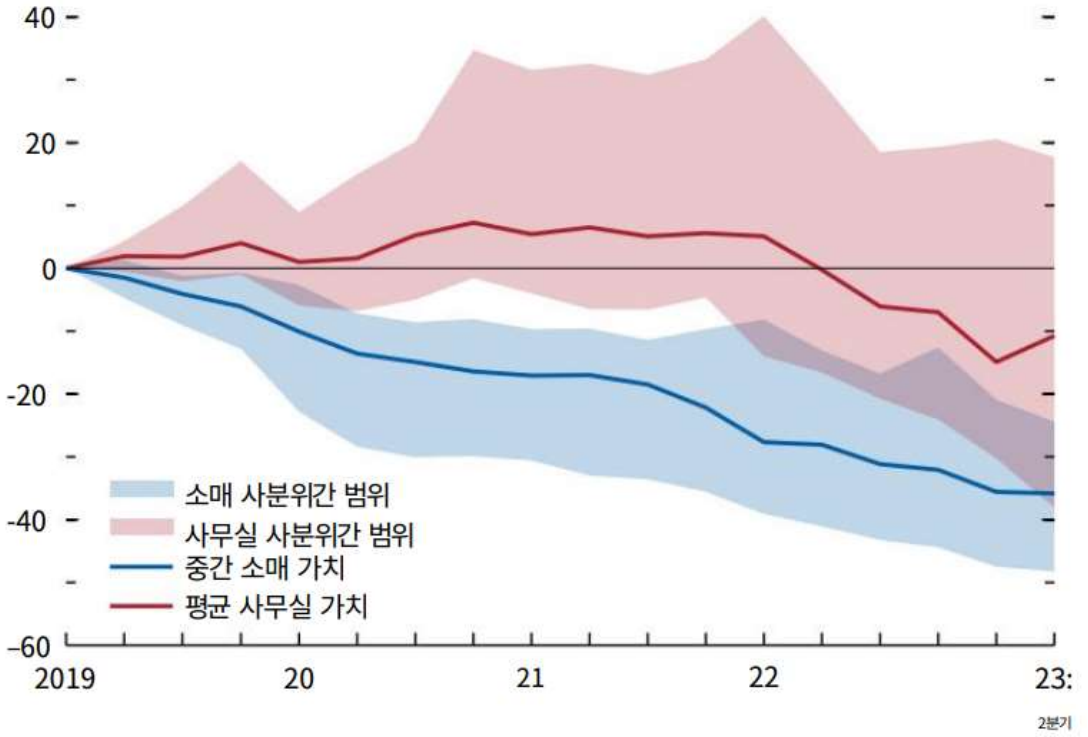
주: 수직선은 팬데믹이 시작되는 2020년 1분기를 의미.
출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 2.2

○ 동시에, 원격 근무와 같은 팬데믹 시대의 노동 관행 변화는 이미 어려움을 겪고 있는 상업용 부동산 부문에 악영향을 미침(그림 Ⅱ-3)

- 사무실 가격 하락 현상이 두드러지게 나타나는 미국의 경우, 원격 근무 방식과 오프라인 소매업에서 벗어나는 추세가 계속되어 경제가 재개된 이후에도 하락 현상이 지속되고 있음
- 이러한 구조적 변화가 통화정책과 관련이 없더라도, 기존의 저금리 대출은 시간이 지남에 따라 재융자(refinancing)가 필요할 것이므로 차입 비용 상승은 추가적인 부담이 됨

[그림 Ⅱ-3] 상업용 부동산 가격

(단위: 2019년 1분기 이후 도시 수준 명목 CRE 가격의 변화율(%))



주: 1. 파란색 실선은 8개 선진국의 48개 도시의 소매에 대한 자본 가치의 중앙값을, 빨간색 실선은 11개 선진국의 47개 도시의 사무실에 대한 자본 가치의 중앙값을 나타냄.
2. 음영 영역은 사분위수 범위를 표시하였음.
3. CRE는 상업용 부동산을 의미함.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 2.3

나. 부동산 시장은 최근 긴축의 여러 효과에 대한 단서를 제공

○ 부동산 시장은 최근 동시적이고 광범위한 통화 긴축에 일제히 반응하였음

■ 차입 비용이 상승하여 대부분의 국가에서 건설업이 침체되었으며, 세계 금융위기 이후 높은 인플레이션과 원자재 가격의 상승 등으로 인해 건설비용이 급증하여 공급이 더욱 위축됨

■ 한편, 신규 주택담보대출 금리가 상승하여 대부분의 경제에서 주택 거래량이 위축되었음

- 특히, 미국과 같이 주택 소유자가 낮은 고정금리로 주택담보대출을 받아 매도를 원하지 않는 경제에서는 더더욱 주택 거래가 위축됨

○ **이러한 공통점에도 불구하고 통화긴축 정책으로 인한 주택가격은 국가별로 매우 다르게 변화하였음**

■ 최근에 금리인상 추세가 시작된 이후, 명목 주택가격은 표본 국가의 약 1/3에서 하락하였으나 다른 곳에서는 계속 상승하였음(그림 Ⅱ-4)

- 그럼에도 불구하고 대부분의 국가에서 주택가격은 2023년 말까지 계속 높은 수준을 유지함

○ **마찬가지로 가계 소비는 국가마다 다르게 발전해왔는데, 이는 일부 가계가 통화 정책의 압박을 느끼기 시작했지만 모두 그렇지는 않는다는 것을 시사**

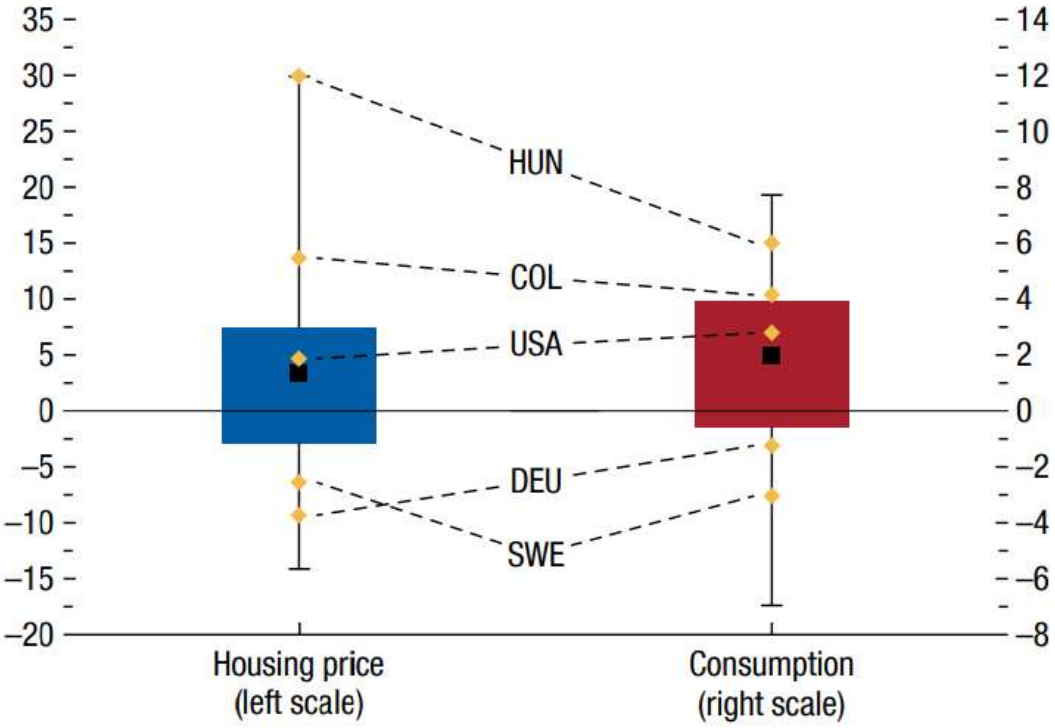
○ **주택가격과 소비는 종종 같은 방향으로 움직였음**

■ 콜롬비아, 헝가리 같은 일부 국가에서는 동시에 상승하였으며, 독일과 스웨덴의 경우에는 하락하였음

○ **이러한 다양성은 통화 정책 이외의 요인에 의해 좌우될 가능성이 높지만, 주택 시장에 대한 공식적인 연구를 통해 국가 간 통화 정책의 차별적인 효과를 밝힐 수 있음**

[그림 Ⅱ-4] 팬데믹 이후 긴축 주기에서의 주택가격 및 소비의 변화

(단위: 변화율(%))



주: 1. 그래프의 수염(whiskers)은 최솟값과 최댓값을 나타냄.
2. 막대(bars)는 25번째와 75번째의 백분위수를 나타냄.
3. 막대 안의 검정색 네모는 중앙값을 나타냄.
4. 왼쪽(오른쪽) 상자(box) 그림(plot)은 첫 번째 국가별 금리 인상 분기와 2023년 2분기 사이에 명목 주택가격(실질소비)의 국가별 변화 분포를 나타냄.
5. 그래프의 데이터 레이블은 국자 표준화 기구(ISO)의 국가 코드를 사용하였음.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 2.4

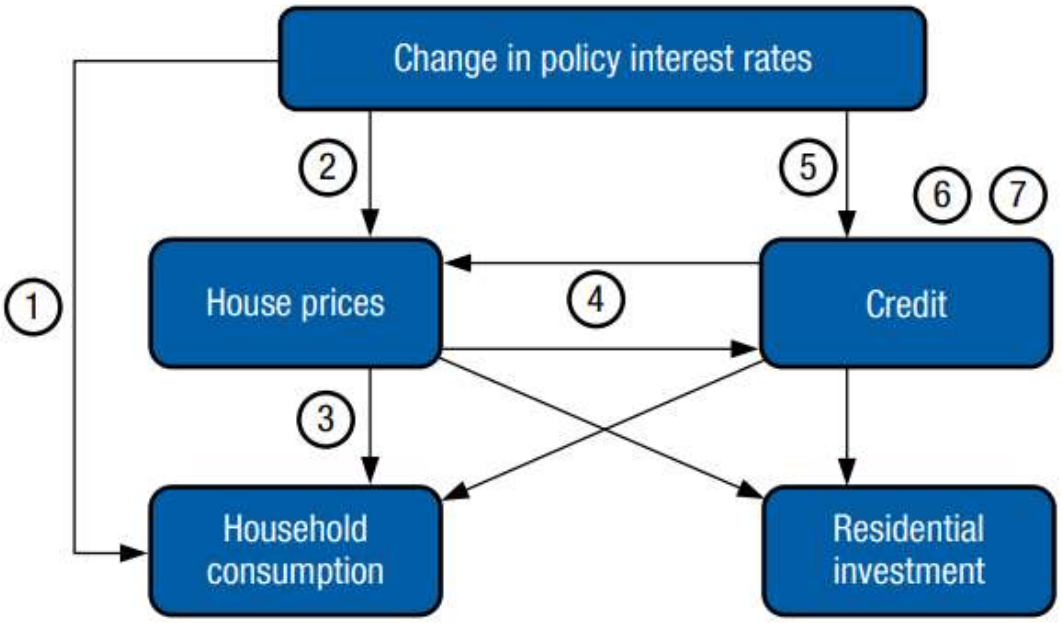
다. 통화정책 전달경로에 대한 주택 경로의 역할

○ 본 절에서는 주택을 통해 통화정책이 어떻게 작동하는지에 대해 개념적으로 살펴봄

■ 그림 Ⅱ-5는 통화 정책이 주택 부문을 통해 가계 소비 및 주택 투자(대부분의 경제에서 GDP의 약 70%를 차지)에 전달되는 경로를 요약함

- 이 그림은 소비와 투자가 주택가격과 신용에 미치는 2차적인 영향(second-round effects)을 고려하지 않고 단순화 및 추상화하였음

[그림 Ⅱ-5] 통화정책의 주택경로



출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 2.5

○ **첫째, 현금 흐름 경로(경로 1)에서는 정책금리 상승이 변동금리 주택담보대출을 받은 주택 소유자 중 쉽게 대출을 받을 수 없는 사람들의 소비를 직접적으로 감소시키는 것으로 나타남(그림 Ⅱ-5의 1)**

■ 정책금리를 인하하면 동일한 논리로 반대의 상황이 발생

■ 재융자(refinancing) 비용이 높지 않다면 현금 흐름 경로가 고정금리 주택담보대출 발생률이 높은 국가에서도 작동하는데, 이는 오직 금리가 인하될 때만 작동

○ **둘째, 금리 상승은 기대/위험 프리미엄 경로를 통해 주택 수요를 감소시킬 수 있음(경로 2)**

■ 통화 정책 및 주택가격의 향후 경로에 대한 기대가 변화함에 따라 다른 장기 자산과 마찬가지로, 주택가격은 금리 변화에 매우 민감하며 이는 주택 소유 결정, 담보대출 선택, 부채 등과 같은 개인의 행동과 결과적으로 거시경제에 영향을 미침

- 예를 들어, 미래에 주택가격이 상승할 것으로 예상하는 것은 주택가격 상승(booms)의 주요 결정 요인이 될 수 있으며, 반대로 미래에 주택가격이 하락할 것으로 예상하면 현재

주택 수요가 감소하는 경향이 있으며 주택 처분이 어려워짐

- 대출 기관은 유동성이 낮은 담보를 수용할 때 위험 증가를 보상하기 위해 담보대출 금리 인상을 통해 대응하며, 이러한 대출 비용의 상승은 수요와 주택가격을 더욱 하락시킴

○ **셋째, 주택 소유자에게 주택 가치는 주요한 자산 형태이기 때문에 금리가 상승하여 주택가격이 하락하면, 주택 소유자의 소비는 자산 경로를 통해 감소할 수 있음 (경로 3)**

■ 주택 소유자는 주택을 담보로 대출을 받기 때문에 이러한 직접적인 영향은 담보 경로(경로 4)에 의해 강화되며, 주택 가치 하락으로 인한 신용 접근성 감소는 가계 소비를 하락시킬 수 있음

○ **마지막으로, 금리 변동은 신용 경로를 통해 소비와 투자에 영향을 미침**

■ 대출에 대한 수요는 이자율 경로(경로 5)를 통해 주택담보대출 금리의 변화에 반응

- 즉, 정책금리가 상승하면 주택담보대출 금리도 대체로 상승하는 경향이 있기 때문에 대출과 주택에 대한 수요를 감소시킴

■ 이는 종종 은행이 저축한 고객에게 지불하는 이자와 같은 자금조달 비용이 상승하거나 예금이 감소함에 따른 은행 대출 경로(경로 6) 혹은 차입자들의 순자산이 감소하고 디폴트 위험이 증가할 것으로 예상하여 위험 가계에 대한 대출을 줄이는 대차대조표 경로(경로 7)를 통해 대출의 공급과 신용의 구성이 축소되는 것을 동반

■ 그 결과로 인해 차입자들은 소비를 줄이고, 신용 공급의 변화가 주택가격에도 영향을 미칠 수 있어 소비와 주거 투자에 연쇄반응(knock-on effects)을 불러일으킴

○ **경로1에서 5까지 자세히 살펴보면, 같은 경로이더라도 여러 주택담보대출 및 주택 특성과 관련이 있을 수 있음**

■ 이자율 경로(경로 5)가 활성화된 경우, 현금흐름 경로(경로1)는 주택담보대출 금리 변동에 직접 노출되는 가계에서 더 강하게 나타남

- 이는 고정금리 주택담보대출이 많지 않고, 가계부채가 높거나, 담보대출 가치 비율 제한이 강하지 않은 곳에서 나타남

■ 가계의 주택가격 기대가 과거지향적(backward looking)이라고 알려져 있기 때문에 기대위험 프리미엄 경로(경로 2)는 주택가격이 더 빨리 상승하였고 기존 주택가격이 이미 고평가(overvaluation)된 지역에서 더 강해질 수 있음

- 특히, 주택 공급 제한이 큰 지역에서는 주택의 공급이 수요 변화에 빠르게 반응하지 못하기 때문에 이와 같은 효과가 강화됨

■ 자산 경로와 담보 경로(경로 3과 4)는 가계부채가 높거나 담보대출 가치 비율이 느슨한 곳에서 더욱 두드러지게 나타나게 됨

- 이러한 요인들은 주택 소유주가 자신의 주택을 담보로 추가 대출을 받을 수 있고, 현금 인출을 위한 주택 재융자(cash-out refinancing)를 받기 쉽게 만듦

- 게다가, 주택 공급 제한이 더 큰 곳에서는 가격이 통화정책의 변화에 더 강하게 반응하는 경향이 있음

- 이러한 직접적인 자산 효과(wealth effect)는 담보 효과(collateral effects)에 의해 강화되는데, 이는 해당 지역에서 주택가격이 과대평가될 가능성이 높고, 이로 인해 가계의 부채가 더 높아지기 때문

- 앞서 논의된 모든 요소들은 대출 수요가 통화정책에 얼마나 반응하는지, 즉 이자율 경로에 따라 달라짐

■ 이자율 경로(경로 5)는 담보대출 가치 비율 규제가 더 엄격할 경우 더 미미한 영향을 미치게 됨

- 이러한 규제는 대출을 부유한 가계에게 전환시키는데, 이들 가계는 부채에 덜 의존하기 때문에 통화정책 변화에 덜 반응하는 경향이 있음

3. 국가별 주택 파급 경로 차이

○ **앞에서 설명한 주택 경로에 대해 살펴보기 위해, 본 절에서는 도구변수(instrumental variable)를 이용한 국소투영(local projections) 추정법을 통해 주택담보대출 및 주택시장 특성의 중요성을 실증적으로 분석하였음**

■ 본 절의 첫 번째 분석(first subsection)에서는 선진국 및 신흥국을 대상으로 한 국가

패널을 활용하여 주택담보대출 시장 특성의 중요성을 평가함

- 또한, 두 가지 특성을 모형에 결합하여 상호보완성(complementarities)을 평가하였음

■ 두 번째 분석(second subsection)에서는 더 적은 숫자의 국가에 대한 지역 데이터를 사용하여 주택 시장 특성의 중요성을 평가하였음

■ 첫 번째와 두 번째 분석 모두 분석결과를 이론적인 경로(channels)에 대응시키고, 명목 주택가격 및 실질 소비 또는 소득을 분석함

- 특성의 차이가 투자에의 전달경로에 미치는 영향은 없는 것으로 나타남

■ 기술적 측면에서, 정책 이자율이 경제 활동에 어떻게 반응하는지를 살펴보기 위해 두 분석 모두 전문가들의 기대(expectations)와 실제 이자율의 편차(deviations)를 기반으로 하여 새롭게 구성한 통화정책 충격을 사용하여 분석

가. 주택담보대출 시장 특성은 중요함

○ 본 분석에서는 33개 선진국 및 신흥국 패널 데이터를 사용하여 국소투영법 방법론을 통해 통화정책의 전달경로를 형성하는 데 있어 주택담보대출 시장의 세 가지 특성의 역할을 살펴봄

■ ① 미상환(outstanding) 주택담보대출의 총액 대비 고정금리 주택담보대출의 비율, ② 주택담보비율(LTV)과 같이 주택담보대출 시 부채를 제한하는 주택 가치 대비 담보대출 규모에 대한 정부의 규제, ③ 국내 주택담보시장의 깊이(depth) 및 관련성(relevance)과 관련하여 주택담보시장의 발달 정도를 나타내는 대리변수인 GDP 대비 가계부채 비율

- 이러한 특성들은 앞서 논의된 바와 같이 통화정책 전달경로에서 주택 경로와 연결될 수 있음

○ 주택담보대출 시장의 특성은 국가마다 상당히 다양한 모습을 보이고 있음(그림 II-6)

■ 핀란드와 남아프리카와 같은 일부 국가에서는 고정금리 주택담보대출이 드물거나 존재하지 않지만, 벨기에, 멕시코, 미국과 같은 다른 국가들에서는 주택담보대출의 대부분을 차지함

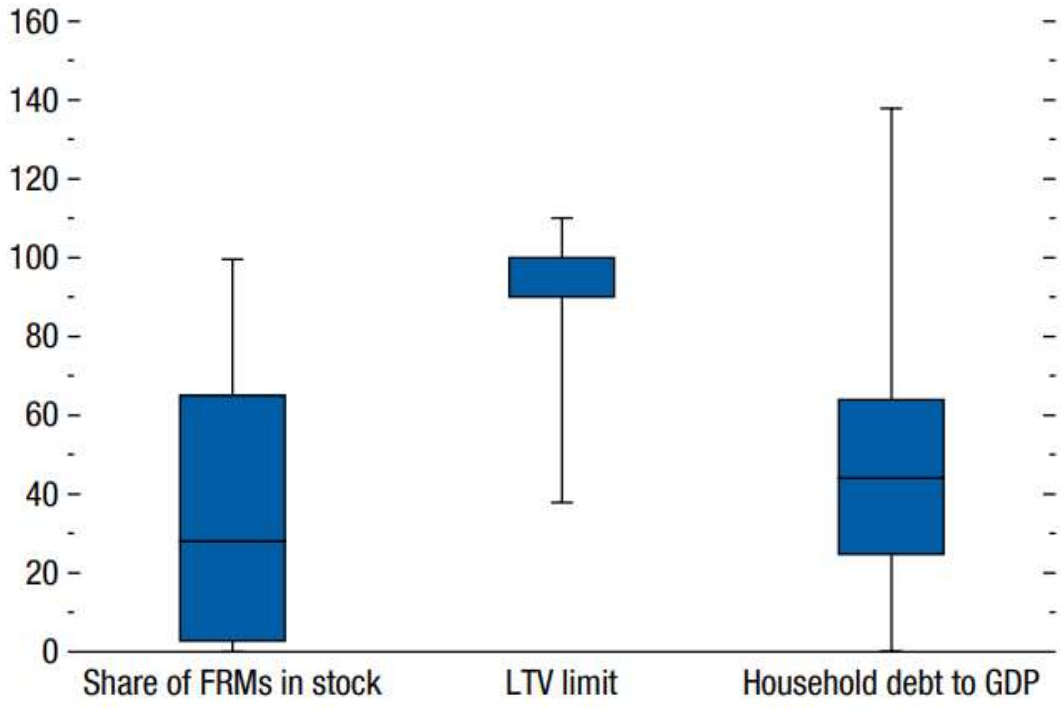
■ 주택담보비율의 규제는 한국에서는 45%로 제한하고 있으나, 프랑스, 독일, 미국과 같은

많은 국가들에서는 주택담보비율이 100% 혹은 그 이상인 것으로 나타남

■ 마찬가지로, 칠레, 콜롬비아, 이스라엘과 같은 일부 국가에서 가계부채는 GDP 대비 50% 미만이며, 호주, 캐나다, 노르웨이와 같은 국가들은 GDP 대비 100%를 초과함

[그림 Ⅱ-6] 주택담보대출 시장 특성의 이질성

(단위: %)



주: 1. 이 그림은 미상환 총 주택담보대출 대비 고정금리 주택담보대출의 비율, 주택담보비율의 규제, GDP 대비 가계 부채 비율을 나타냄.
2. 각 막대(box) 안의 가로선은 중앙값을 나타내며, 각 막대(box)의 상단과 하단은 상위 및 하위 사분위수를 나타내며, 위스커(whiskers)는 최댓값과 최솟값을 나타냄.
3. 표본은 1998년 4월부터 2023년 1월까지를 포함.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 2.6

1) 고정금리 주택담보대출은 소비에 대한 통화정책 전달경로를 완화시킴

○ **통화정책이 소비에 영향을 미치는 정도는 기존의 주택담보대출 이자율이 정책 이자율의 변화에 어떻게 조정되는지에 따라 달라짐(그림 Ⅱ-7의 1번 및 2번 그림)**

■ 주택가격에 대한 통화 정책의 전달경로에는 유의미한 차이는 없지만, 고정금리

주택담보대출 비중이 높으면 그렇지 않은 경우와 비교할 때 통화정책의 변경이 소비에 미치는 영향이 크지 않으며, 이 차이는 5분기 이후에 유의미하게 나타남

- 이와 같은 소비에 대한 효과의 차이는 현금 흐름 경로와 관련이 있으며, 이자율의 변화가 주택담보대출에 적용되기까지 시간이 걸리기 때문일 가능성이 있음

■ 주택담보대출 금리가 고정되면, 주택담보대출 상환액이 통화정책의 변화에 따라 신속하게 조정되지 않음

- 이러한 상황에서, 소비자들은 주택담보대출 금리가 다시 설정되기 전까지는 정책금리 인상의 영향을 크게 체감하지 못할 것임

- 이러한 작용 기제(mechanism)는 현금 흐름 경로를 일시적으로 약화시킬 것임

2) 고정금리 주택담보대출은 통화정책이 긴축적일 때 더욱 중요

○ 재융자(refinance)의 가능성은 통화정책 전달경로에서 고정금리 주택담보대출의 역할을 이해하는데 중요

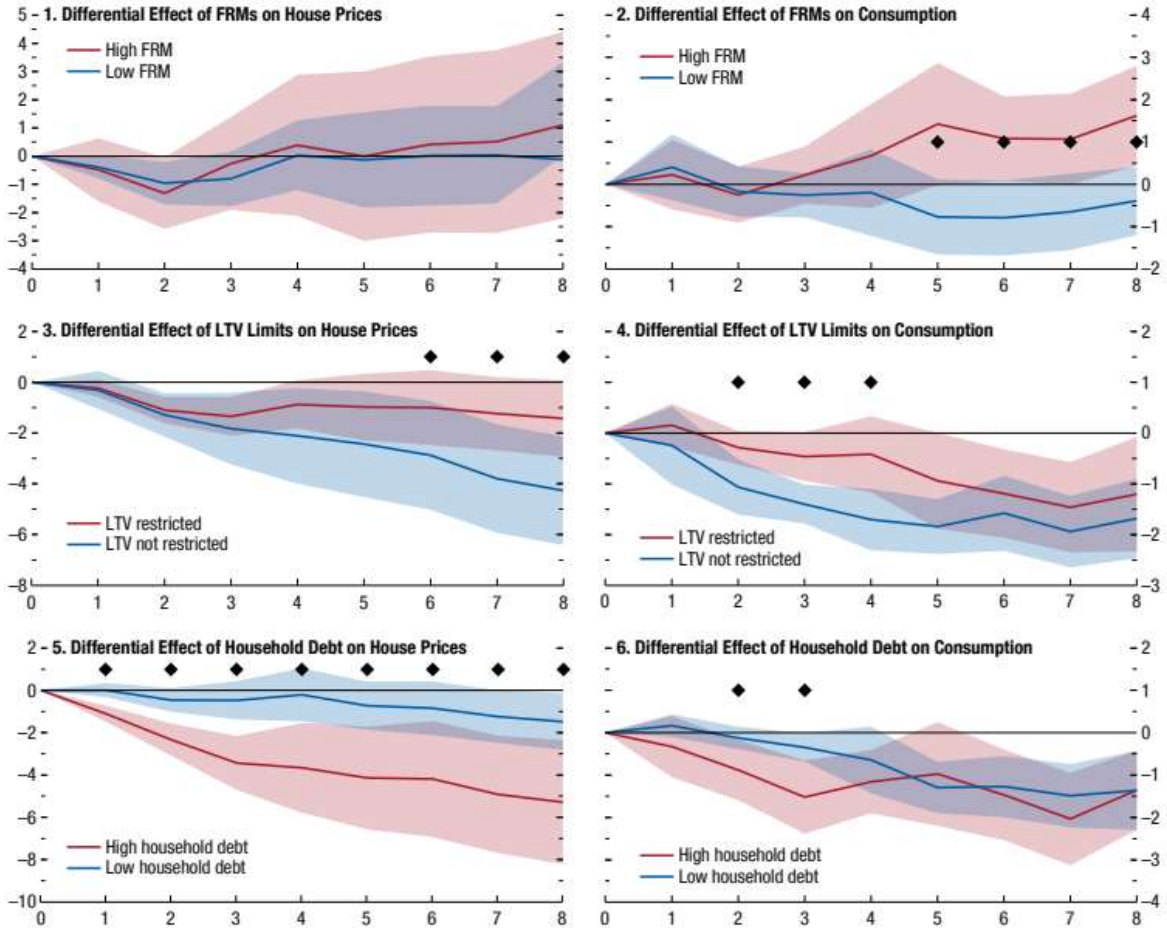
■ 정책금리가 하락하면, 고정금리 주택담보대출 보유자들은 재융자를 통해 월 상환액을 줄일 수 있으며, 이 경우에는 고정금리 주택담보대출이 통화정책의 전달경로를 그다지 제한하지 않음

■ 반면, 정책금리가 상승하면, 고정금리 주택담보대출 보유자들은 기존 대출 조건을 유지하려하기 때문에 재융자를 할 유인이 없음

■ 따라서 고정금리 주택담보대출이 통화정책 전달경로에 미치는 효과는 통화정책이 완화될 때보다 강화될 때 더 크게 나타남(그림 Ⅱ-8)

[그림 Ⅱ-7] 주택담보대출 시장 특성에 따른 통화정책 효과의 차이

(단위: %)

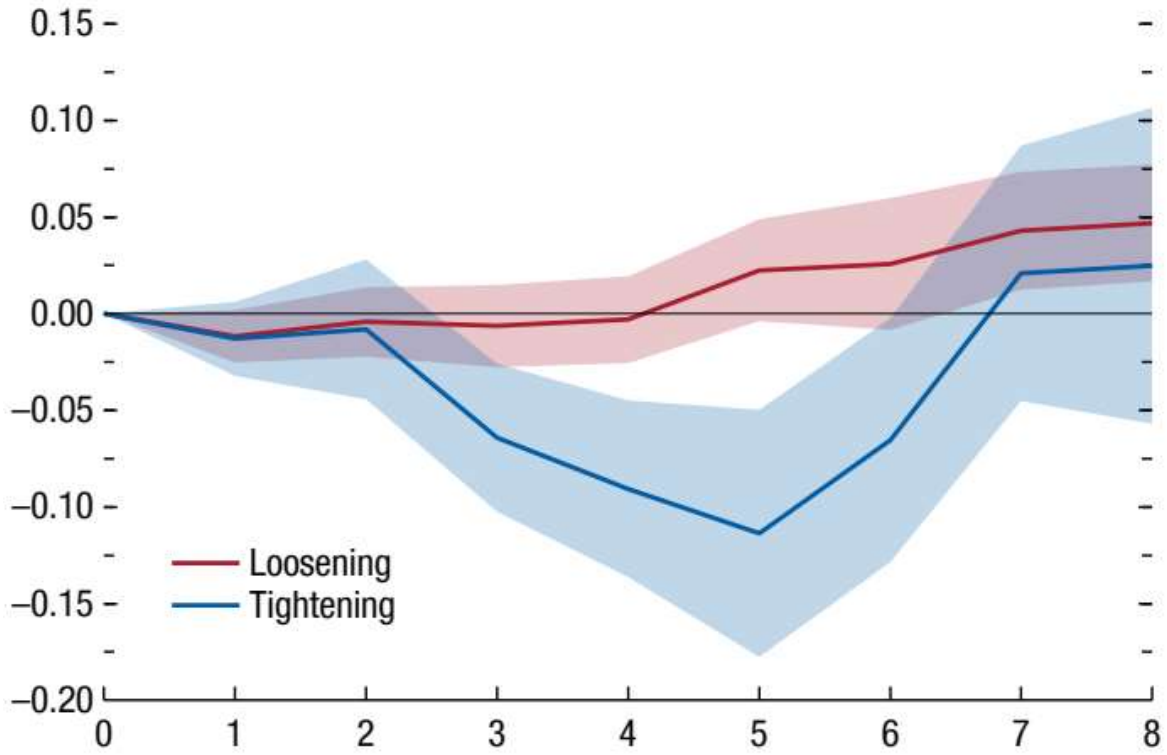


주: 1. x축의 숫자는 분기(quarters)를 의미함.
2. 실선은 정책금리가 100bp 기준에서 변화할 때의 대한 누적 %p 반응을 나타내며, 음영 처리된 영역은 90% 신뢰구간을 나타냄.
3. 고정금리 주택담보대출의 점유율이 표본의 중앙값보다 높으면 "높은 FRM", 그렇지 않으면 "낮은 FRM"으로, 주택담보비율 한도가 100% 미만이면 "LTV 규제", 그렇지 않으면 "LTV 비규제"로, GDP 대비 가계부채 비율이 표본의 중앙값보다 높으면 "높은 가계부채", 그렇지 않으면 "낮은 가계부채"로 설정하였음.
4. 다이아몬드 표시는 계수 간의 차이가 적어도 10% 수준에서 통계적으로 유의미하다는 것을 나타냄.
5. FRM은 미상환 주택담보대출 대비 명목 상환액 비율이 1년간 재설정되지 않는 고정금리 주택담보대출을 의미하며, LTV는 주택담보대출 비율 규제를 의미함.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 2.7

[그림 Ⅱ-8] 고정금리 주택담보대출 비중에 따른 통화정책 효과의 차이

(단위: %p)



주: 1. 그림의 x축에 있는 숫자는 분기를 나타냄.
2. 실선은 고정금리 주택담보대출 비율이 낮을 때와 높을 때의 실질 소비에 대한 100bp 기준 통화정책 충격에 대한 누적적인 반응 차이를 나타내며, 표본의 중앙값을 따라 나뉨.
3. 음영 처리된 영역은 90% 신뢰구간을 나타냄.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 2.8

3) 주택담보비율 규제 강화는 통화정책 전달경로를 지연시킴

○ 주택담보비율 상한이 100% 이상으로 완화적일 때, 주택가격과 민간 소비는 통화정책에 더 크게 반응함

■ 주택가격의 경우 주택담보비율 규제의 차별적인 영향은 시간이 지남에 따라 유의미해짐(그림 Ⅱ-7, 3번 그림)

- 예를 들어, 주택담보비율을 규제할 때, 정책금리가 100bp 상승(감소)하면 주택가격이 1%p 감소(상승)하고, 주택담보비율을 규제하지 않을 때에는 주택가격이 4%p 감소(상승)

■ 통화정책이 소비에 미치는 효과는 주택담보비율 규제가 없을 때 훨씬 빠르게 나타나지만,

이러한 차이는 4분기 이후에 사라짐(그림 Ⅱ-7, 4번 그림)

- 4분기까지의 차이는 큰 것으로 나타났으며, 이 때 주택담보비율의 제한이 있을 때에는 제한이 없을 때의 절반 정도의 효과를 보임

○ 주택담보비율 규제가 엄격해지면, 주택 구매 시 더 큰 초기 자금이 필요하기 때문에 금전적 여유가 없는 가계의 대출 능력을 더 심각하게 제한

■ 주택담보비율을 제한하지 않으면 차입 대상(pool)에 가난하고 부채가 많은 가계가 포함되기 때문에 주택가격과 소비가 더 반응할 수 있음

- 이러한 가계들은 보통 한계소비성향(marginal propensity to consume)이 더 높음

■ 또한, 자산이 가장 고평가된 곳에서 부채가 더 높을 수 있으며, 이로 인해 주택가격은 정책금리 변화에 더 민감하게 반응하며, 이는 다음 소절의 분석 결과와 일관된 것임

■ 한편, 주택가격에 미치는 효과가 소비에 미치는 효과보다 더 강하게 나타나는데, 이는 기존 주택 소유자들이 비주택(nonhousing) 지출을 위해 대출의 담보로 자신의 집을 사용할 수 없는 경우(현금 인출을 위한 재융자를 통해), 주택가격의 변화는 총지출에 영향을 미치지 않을 가능성이 크기 때문

- 대부분의 국가에서 현금 인출을 위한 재융자가 일반적이지 않기 때문에, 담보와 자산 경로는 주택 구입 시점에서 이자율 경로보다 관련이 적을 가능성이 큼

4) 가계부채는 통화정책 전달경로를 강화하고 가속화함

○ 주택담보비율 규제 효과와 마찬가지로, 가계부채가 더 많은 경우 통화정책은 주택가격에 더 강한 영향을 미침(그림 Ⅱ-7, 5번 그림)

■ 통화정책이 변동된 후 8분기가 지나면, 가계부채 비율이 표본 중앙값보다 높은 경우, 중앙값보다 낮을 때에 비해 명목 주택가격이 약 3%p 더 반응

■ 또한, 비록 통계적으로 그 차이는 3분기 이후 감소하지만, 부채가 더 많으면 통화 정책의 충격에 대한 소비 반응이 상당히 빠르게 나타남(그림 Ⅱ-7, 6번 그림)

○ 가계부채가 높은 국가들은 소비자들이 주택 구매를 위해 주택담보대출에 더 의존하는

경향이 있음

- 따라서 일반적으로 주택 거래는 정책금리 변화에 따른 대출 수요와 이자율 경로를 통해 더 큰 영향을 받음
- 주택담보비율 규제에 대한 효과와 마찬가지로, 민간 소비에 대한 통화정책의 전달경로는 느린 것처럼 보이지만, 장기적으로는 평균으로 수렴
- 결국 중요한 것은 기존 주택담보대출 차입자들이 이자율 변화에 얼마나 노출되어 있는지이며, 이는 담보 경로나 자산 경로보다 우선시 된다는 것을 시사함

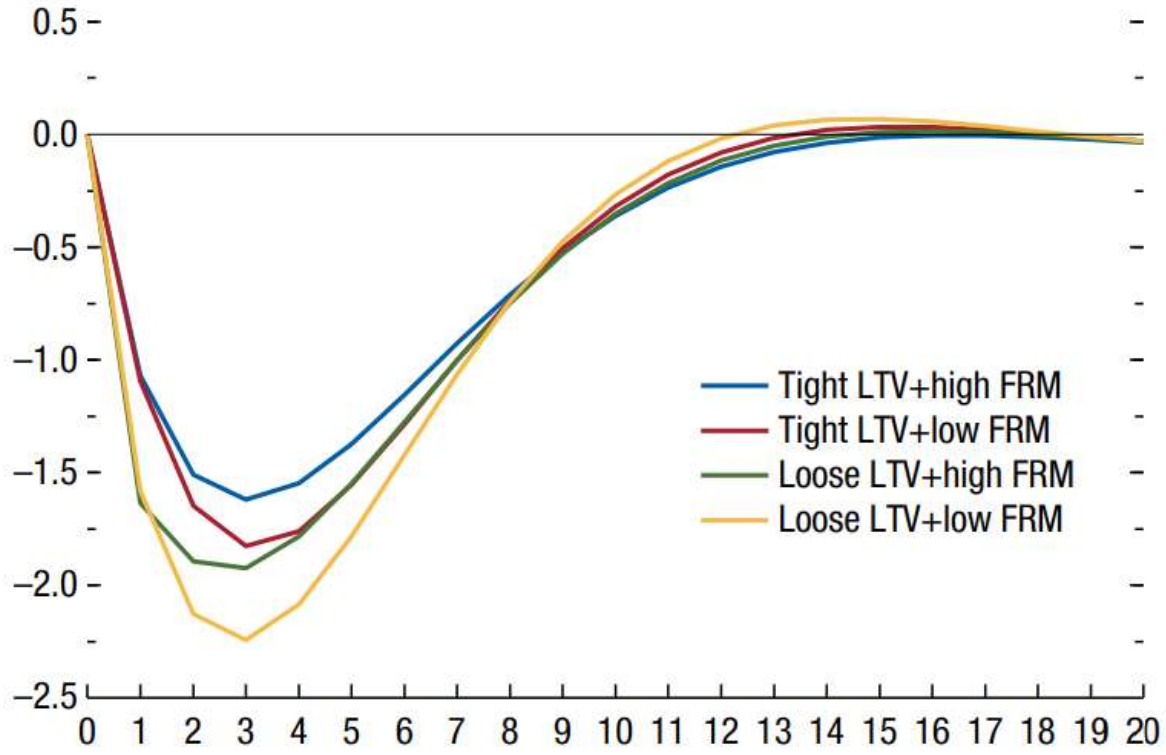
5) 주택담보비율 규제 및 고정금리 주택담보대출 보급률은 매우 상호보완적

- **지금까지는 설명하기 위한 목적과 기술적 어려움으로 인해 주택담보대출 시장의 특성을 개별적으로 검토하였으나, 본 소절에서는 주택과 부채를 포함한 2주체 신케인지언 모형(two-agent New Keynesian model)을 사용하여 고정금리 주택담보대출 비율과 주택담보비율 규제의 공동 효과(joint effects)를 살펴봄**

- **모형 모의분석에 따르면, 고정금리 주택담보대출의 보급률과 주택담보비율 규제의 효과는 서로를 강화하는 것으로 나타남**
  - 그림 Ⅱ-9는 주택담보비율 규제가 더 엄격하고 고정금리 주택담보대출 보급률이 높은 경우, 가계 소비에 대한 통화정책 전달경로가 가장 약하다는 것을 보여줌(그림의 파란선)
  - 두 특성 간의 상호보완성은 주택담보비율 규제가 느슨할 때 고정금리 주택담보대출 비율이 감소하면 정책의 전달경로가 17% 증가(빨간선에서 노란선으로 이동)하는 반면 주택담보비율 규제가 엄격할 때에는 13% 증가(파란선에서 초록선으로 이동)하는 것에서 확인 가능
    - 또한, 고정금리 주택담보대출 비율이 낮을 때 주택담보비율 규제가 느슨해지면 정책의 전달경로가 23% 증가(초록선에서 노란선으로 이동)하는 반면, 고정금리 주택담보대출 비율이 높으면 19% 증가(파란선에서 빨간선으로 이동)
    - 이 변동의 방향과 시기는 이전의 실증분석 결과와 일치하지만, 크기를 직접 비교할 수는 없음

[그림 Ⅱ-9] 통화정책이 소비에 미치는 영향

(단위: 정상 상태 수준일 때 %)



주: 1. Chen외(2023) 모형을 기반으로 함.
2. 그림의 x축은 분기를 나타냄.
3. 실선은 정책금리의 100bp를 기준으로 한 변화에 대한 반응을 나타냄.
4. 고정금리 주택담보대출(FRM) 비율은 높을 때는 0.95, 낮을 때는 0.7의 수치를 보임.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 2.9

나. 주택 시장 특성은 중요함

○ **국가 내에서도 상당히 상이한 주택 시장 특성에 대한 통화 정책 전달의 민감도를 추정하기 위해, 본 절에서는 국가별 지역 데이터에 시간-국가 고정효과를 포함한 국소투영법(local projections)을 적용**

■ 주택 시장의 첫 번째 특성인 '주택 공급 제한'은 토지 사용을 제약하거나 주택 공급을 제한하는 국가의 규정을 나타내며, 이는 인구 밀도를 대리(proxied) 지표로 사용하였음

- 동 변수의 경우, 미국의 지역별 주택가격 변동의 대부분을 설명하는 것으로 나타남

■ 두 번째 특성인 '주택가격의 고평가'는 소득 대비 장기주택가격의 편차(deviation)를 통해 측정하였음

■ 위의 두 가지 특성들은 자산, 담보, 기대 경로를 통해 살펴볼 수 있으며, 이는 '통화정책 전달경로에 대한 주택 경로의 역할' 절에서 논의하였고 본 분석에서는 좀 더 자세히 살펴보고자 함

- 위의 두 가지 특성 모두 오른쪽으로 꼬리가 긴(right-tailed distribution) 분포를 보이고 있으며, 이는 비선형성(nonlinearities)의 중요성을 시사함

■ 분석을 위해 종속변수(outcome variables)는 명목 주택가격과 1인당 실질 GDP(real GDP per capita)을 사용하며, 후자의 경우 데이터의 한계로 인해 소비의 대리(proxy)변수로 사용하였음

1) 주택공급 제한은 통화정책의 전달을 강화함

○ **정책금리가 100bp 긴축(완화)됨에 따라 주택공급이 덜 제한적인 지역보다 제한적인 지역에서 명목 주택가격은 8분기 이후 추가적으로 3%p하락(상승)하는 것으로 나타남(그림 II-10, 1번 및 2번 그림)**

■ 이 효과는 통화정책이 주택가격에 미치는 평균효과보다 50% 더 크게 나타남

■ 동시에, 1인당 실질 GDP도 공급이 제한된 지역에서 정책금리가 100bp 긴축(완화)됨에 따라 정점(peak)에서부터 2%p 더 하락(상승)하였음(평균 효과에 비해 약 1/3 더 큼)

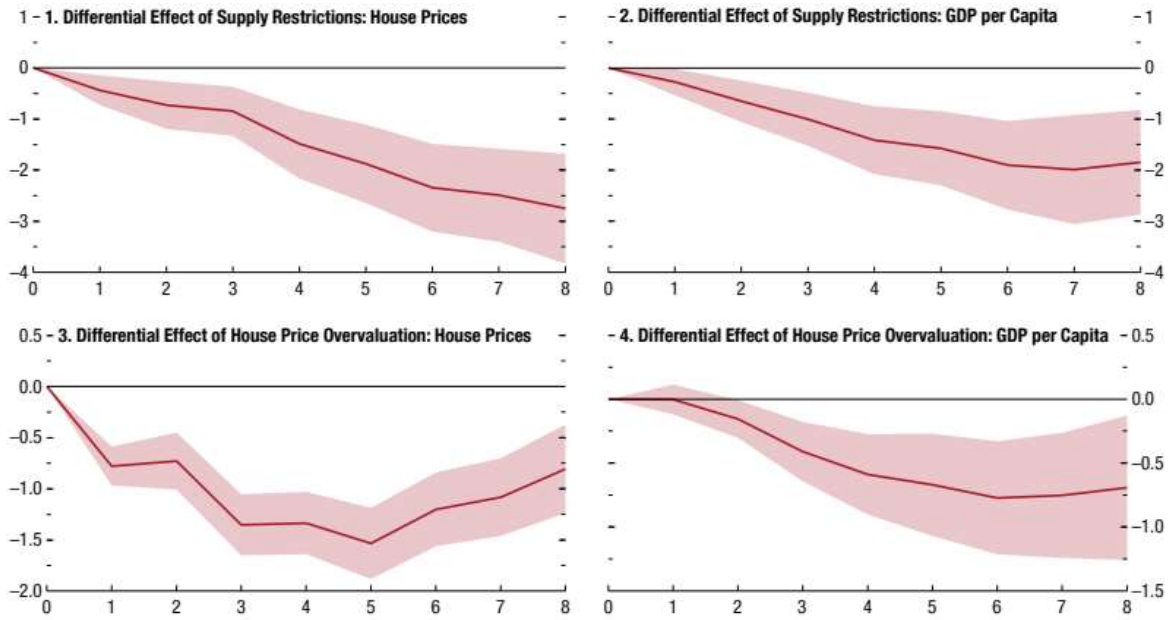
■ 따라서 통화정책의 효과는 주택 공급 제한이 있는 지역에서 시간이 지날수록 더 크게(back-loaded) 나타나는 것으로 보임

○ **정책금리 변화는 이자율 경로를 통해 주택 수요에 영향을 미치며, 특히 수요와 주택담보대출 금리 변동이 동일하더라도 주택 공급이 제한된 지역에서 주택가격이 더 크게 변화함**

■ 이는 결국 자산 및 담보 경로를 통해 개인 소비 및 GDP 감소로 이어짐

[그림 Ⅱ-10] 지역 주택시장 특성에 따른 통화정책 효과의 차이

(단위: 기저효과(base effect) 대비 %p)



주: 1. 그림의 x축은 분기를 나타냄.
2. 실선은 정책금리가 100bp를 기준으로 변화할 때의 누적 반응을 나타냄.
3. 음영 처리된 영역은 90% 신뢰구간을 나타냄.
4. 공급제한(주택가격 고평가) 효과의 차이는 인구밀도 상위 10% 지역(지역별 분포에서 상위 25%인 지역)과 다른 지역 간의 상대적인 효과를 나타냄.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 2.10

2) 최근 주택가격 고평가는 통화정책 전달경로를 강화함

- **정책금리가 100bp 긴축(완화)될 때 명목 주택가격은 최근 주택가격이 고평가된 지역에서 그렇지 않은 지역에 비해 고점 대비 1.5%p 하락(상승)**

  - 이는 통화정책이 주택가격에 미치는 평균 효과의 약 3/4에 해당함
  - 1인당 실질 GDP는 추가적으로 1%p 하락(상승)하는 것으로 나타남(평균 효과의 약 2/3에 해당)
  - 최근 주택가격이 고평가된 지역에서는 1인당 GDP에 대한 효과의 차이가 후반부에 집중(back-loaded)되어 있는 반면, 주택가격의 경우는 이와 달리 약 5분기 후에 정점에 달함

○ **주택가격은 종종 미래 주택가격에 대한 과도한 낙관주의(기대 경로)에 의해 급격히 상승**

- 이는 통화정책 긴축 시 주택가격 하락과 함께 과도한 부채비율(담보 경로)을 동반하여 압류(foreclosures)에 이르는 상황을 초래함
- 소득과 소비는 기대, 담보, 자산 경로를 통해 감소

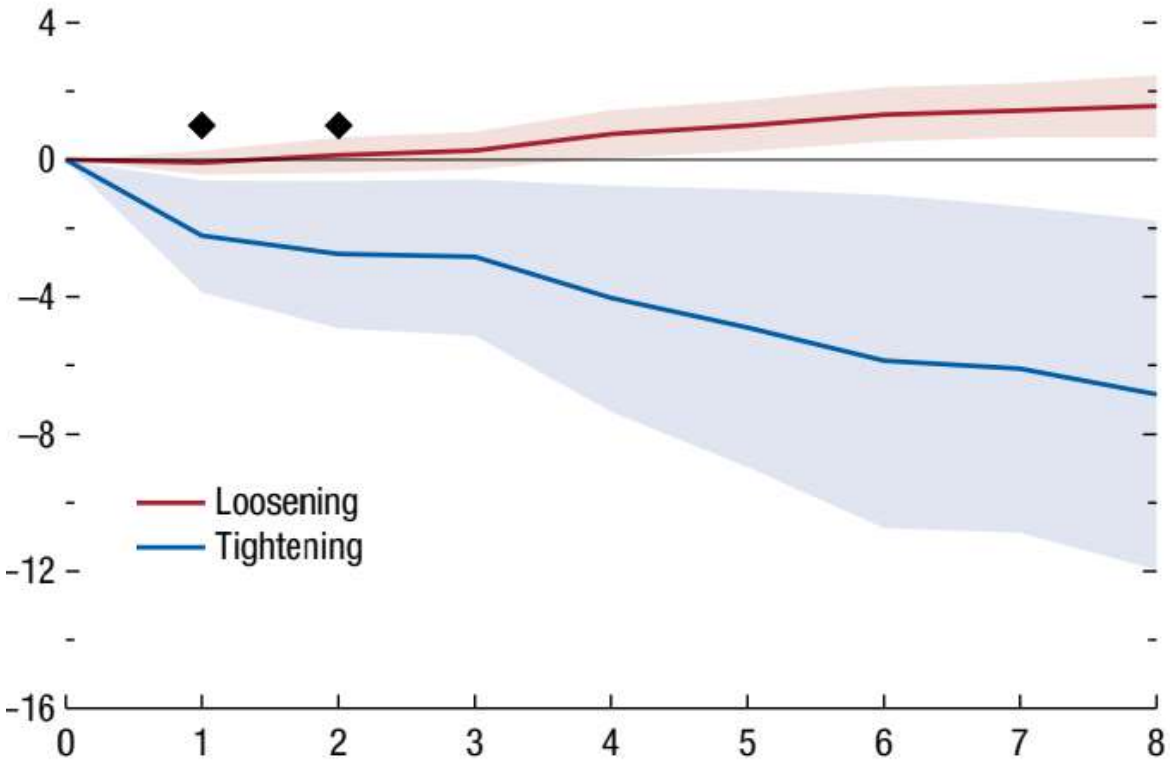
3) 공급 제한과 가격 고평가는 통화정책이 긴축할 때 더 중요

○ **본 분석에서는 공급 제한과 주택가격 고평가가 금리가 상승하는 시기에 더 중요한 역할을 한다는 것을 제시하였음(그림 II-11)**

- 단, 본 분석모형 설정(specification)의 경우 예측력이 낮아 첫 2개 분기의 주택가격에 대해서만 대칭성(symmetry)이 기각된다는 점에 유의
- 공급 제약이 있는 지역 및 주택가격이 고평가된 지역 또는 두 가지 모두에 해당하는 지역에 속한 가계는 일반적으로 더 높은 부채를 가지고 있음
- 이러한 비대칭성에 대한 하나의 가능한 설명은 부채 분포의 형태에서 찾을 수 있음
  - 즉, 통화정책이 긴축될 때 대출 제약을 받게 되는 가계의 수가 늘어나는 것에 비해 통화정책이 완화될 때 대출 제약을 받지 않게 되는 가계의 수가 더 적게 나타나기 때문

[그림 Ⅱ-11] 공급제한 시 통화정책이 주택가격에 미치는 효과의 차이

(단위: %p)



주: 1. 그림의 x축은 분기를 나타냄.
2. 빨간색(파란색) 실선은 정책금리가 100bp 완화(긴축)될 때의 누적 반응을 나타냄.
3. 음영 처리된 영역은 90% 신뢰구간을 나타냄.
4. 다이아몬드 표시는 계수 간의 차이가 10% 수준에서 통계적으로 유의미하다는 것을 의미.
5. 공급 제한(주택가격의 고평가) 효과의 차이는 인구 밀도 상위 10%에 있는 지역(지역별 분포에서 소득 대비 가격의 비율이 상위 25%에 속하는 지역)과 다른 지역 간의 상대적인 효과를 나타냄.

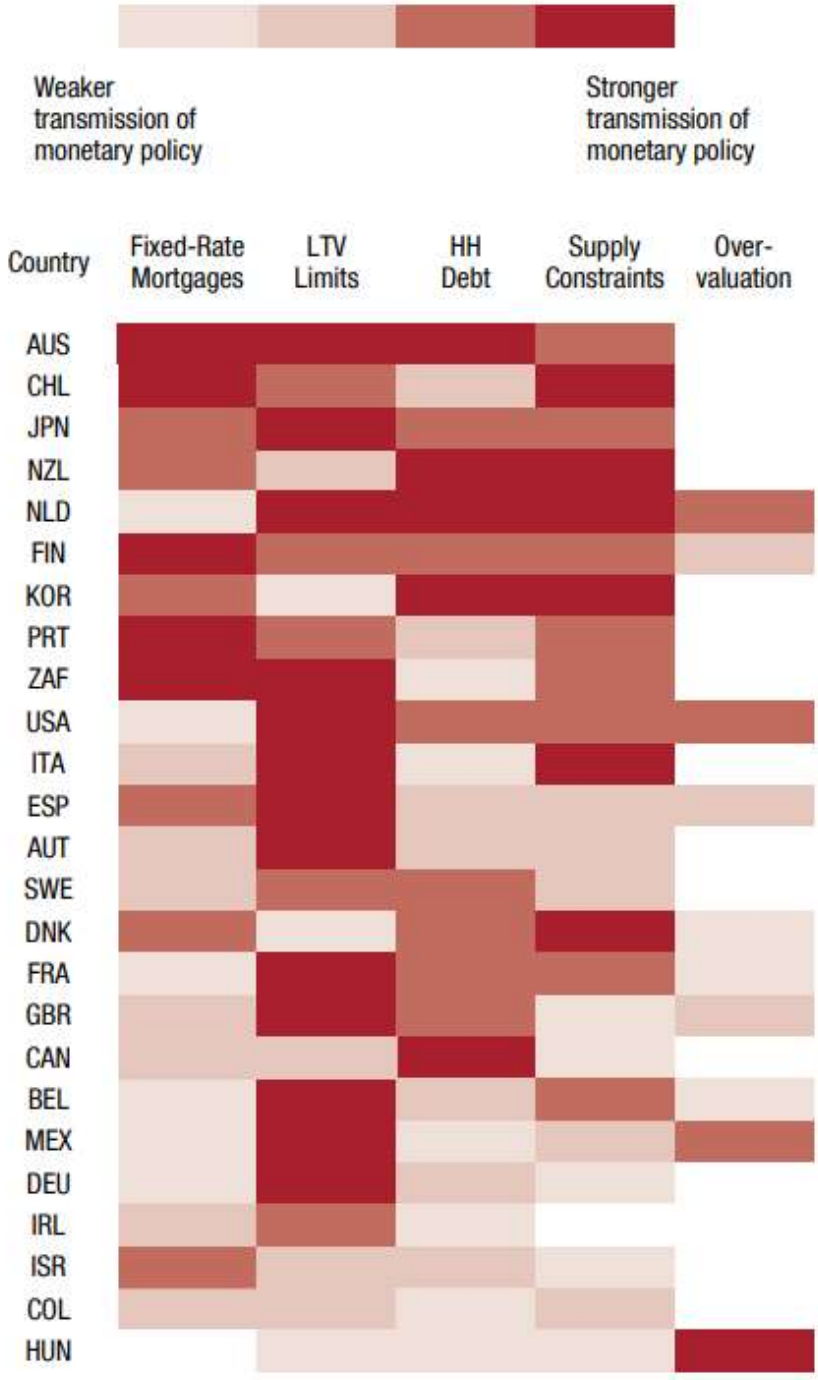
출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 2.11

다. 종합: 국가별 주택 경로의 강도

- **그림 II-2의 열 지도(heat map)는 통화정책의 전달 정도가 국가별로 상당히 다르다는 것을 보여줌(2022년 데이터 또는 가장 최근에 이용 가능한 자료를 활용하였음)**
  - 처음 3개의 열(columns)은 고정금리 주택담보대출, 주택담보비율, 가계부채를 나타내며 주택담보대출 시장의 특성에 초점을 맞추고 있고, 나머지 열은 주택공급 제한과 주택가격의 고평가를 의미하며 이는 주택 시장의 특성에 초점을 맞춤
    - 그림 해석 시 각 열을 비교하거나 국가별로 합산할 수 없고 그림이 오직 주택 경로에만 초점을 맞추고 있다는 점에 유의
    - 각 변수에 대한 국가 간 분포를 바탕으로 빨간색 부분이 짙을수록 통화정책의 전달경로가 더 강한 국가들을 나타내며, 반대로 연할수록 그 반대의 상황을 나타냄
    - 통화정책의 전달경로가 강한 국가들은 그림의 상단에 위치하고 있으며, 가장 약한 국가들은 하단에 위치하였음
  - 호주와 일본 같은 국가들은 고정금리 주택담보대출 비율이 낮고, 주택담보비율이 덜 제한적이며 가계부채가 높은 편(일본은 약간 높음)이고, 주택 공급에 제한이 있는 지역에 거주하는 인구 비율이 다소 높은 편
  - 반면, 콜롬비아, 헝가리, 이스라엘과 같은 국가들은 가계 부채와 주택 공급제약이 눈에 띄게 낮은 것으로 나타나 통화정책 전달경로가 더 약할 것으로 보임
  - 한편, 국가별로 적용되는 경로에 차이가 있을 수 있음
    - 예를 들어, 환율 전달경로는 신흥국과 개방성이 높은 국가에서 핵심 경로로 작용함

- **비록 통화정책 외에도 주택가격과 소비에 영향을 미치는 여러 다른 충격(shocks)들이 있지만, 그럼에도 불구하고 열 지도(heat map)의 순위(색상 차이)는 최근 국가별로 금리 인상 주기가 시작된 이후 실제 주택가격과 소비의 변화와 대체로 일치함(그림 II-4)**
  - 예를 들어, 콜롬비아와 헝가리 같은 나라들은 통화정책 긴축 주기가 시작된 이후에 주택가격과 실질 소비가 크게 증가한 반면, 호주의 경우 주택가격이 크게 하락한 이후 최근에 회복되었으며, 실질 소비는 정체되어있음

[그림 Ⅱ-12] 통화정책 전달경로의 이질성



주: 1. 2022년 4분기(혹은 가장 최근)의 미상환 대출 대비 고정금리 주택담보대출의 비중.
2. 고정금리 주택담보대출은 칠레처럼 물가상승에 따라 조정되는 주택담보대출은 제외.
3. 주택담보비율은 2021년 4분기의 모든 주택담보대출 유형의 평균 담보 가치 대비 대출 비율의 한도를 나타냄.
4. 가계부채는 2022년 4분기의 가계의 GDP 대비 대출을 나타냄.
5. 공급 제한은 2022년 4분기(혹은 가장 최근)의 인구밀도가 높은 지역에 거주하는 인구 비율을 의미.

6. 국가별로 인구밀도가 90% 이상인 지역을 인구밀도가 높은 지역이라고 정의하였음.
7. 고평가는 2022년 4분기(혹은 가장 최근)에 고평가된 지역의 소득 대비 가격의 비율(price-to-income ratio, PIR)의 중앙값으로 정의하였으며, 해당 지역의 시계열에서 소득 대비 가격 비율(PIR)이 75%을 초과하면 해당 지역은 과대평가된 것으로 정의함.
8. 다섯 가지 기준 각각에 대해 국가 간 분포의 백분위수를 반영하여 국가별로 1~4 의 값을 가지며, 평균 점수를 기준으로 순위가 매겨지고, 흰색 칸은 결측치를 의미함.
9. 국가 목록은 국제표준화기구(ISO)의 국가 코드를 사용하였음.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 2.12

4. 많은 국가에서 주택 파급 경로가 약화됨

○ 통화정책이 주택 경로에 미치는 영향의 강도(strength)에 대한 평가를 복잡하게 하는 것은 주택담보대출 및 주택 시장의 특성 자체가 시간이 지남에 따라 변화한다는 사실(비록 변화의 속도가 느리다고 하더라도)

■ 본 절에서는 주택담보대출 및 주택 시장의 시간 경과에 따른 변화에 대한 선행연구를 살펴보고, 이러한 변화를 앞 절에서 분석한 추정치에 적용하여 통화정책 전달경로가 어떻게 변화하였는지 분석함

가. 주택담보대출 및 주택시장 특성의 변화

○ 주택담보대출 시장의 특성은 세계 금융위기 이후 몇몇 국가에서 크게 변화하였음

■ 이전에 논의된 바와 같이 장기간 저금리의 영향으로 고정금리 주택담보대출이 증가(그림 Ⅱ-13)하였으며, 주택담보비율 규제는 더 강화되거나 안정적으로 유지됨

■ 가계부채비율은 칠레, 프랑스, 한국과 같은 일부 국가에서 증가했으나, 덴마크, 아일랜드, 스페인과 같은 다른 국가들에서는 감소하였음

○ 주택 시장도 팬데믹 기간 동안 큰 변화를 보임

■ 대부분의 국가에서 팬데믹 기간 동안 인구 밀도가 높은 도시 지역에서 인구 밀도가 낮은 농촌이나 교외 지역으로의 이주로 인해 국가 수준에서의 주택 공급이 더 탄력적일 가능성이 있음

■ 주택가격 고평가의 경우, 좀 더 균형 있는 상태로 변화하고 있음

- 핀란드와 헝가리 같은 일부 국가에서는 2019년에 고평가되었던 지역들이 소득 대비 주택가격 비율이 정체되거나 감소하였음

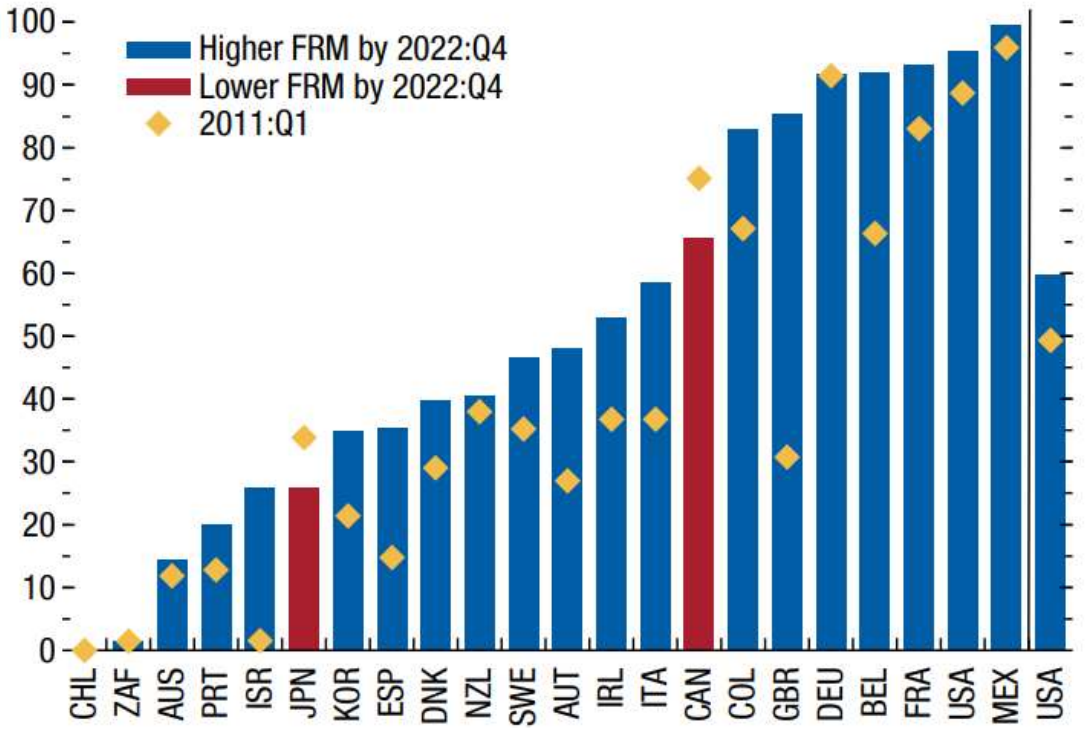
  • 사람들이 이전에 고평가되었던 지역에서 다른 지역으로 이동함에 따라 주택가격 분포가 더욱 균등하게 변화하였음

■ 그러나 다른 국가들에서는 반대의 상황이 발생

- 멕시코와 네덜란드의 경우, 이미 주택가격이 고평가되었던 곳에서 주택가격이 더 상승하였음

[그림 Ⅱ-13] 고정금리 주택담보대출 비중 변화

(단위: %p)



주: 1. 다이아몬드는 2011년 1분기(혹은 가장 최근)의 값을, 막대는 2022년 4분기(혹은 가장 최근)의 값을 나타냄.
2. 빨간색 막대는 2011년 1분기부터 2022년 4분기 사이에 고정금리 주택담보대출 비중이 감소한 국가를, 파란색 막대는 고정금리 주택담보대출 비중이 증가한 국가를 나타냄.
3. 국가코드는 국제표준화기구(ISO)의 정의를 사용하였음.
4. exl.은 제외를 의미하며, FRM은 1년 이내에 미상환 주택담보대출 대비 명목 상환이 재설정되지 않는 주택담보대출을, WRL은 세계를 의미함.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 2.13

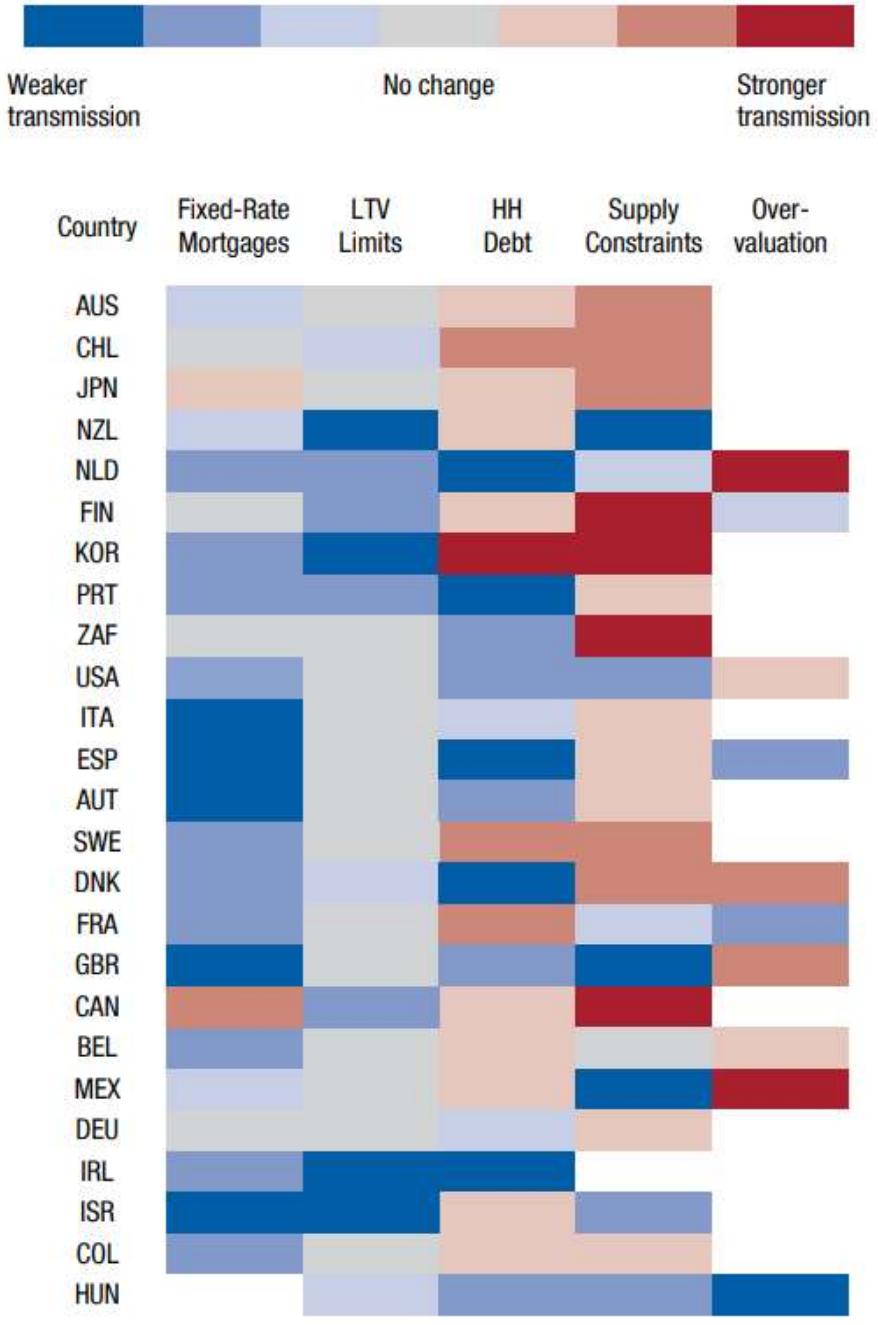
나. 많은 국가에서 전달경로가 약해졌다는 증거

- **그림 Ⅱ-14는 통화정책 전달경로의 특성이 변화했다는 것을 나타냄**
  - 처음 세 열(columns)은 2011년부터 최근까지의 주택담보대출 시장의 변화를 보여주며, 네 번째와 다섯 번째 열은 2019년부터 2022년까지의 주택 시장 특성의 변화를 보여줌
    - 열 지도(heat map)의 파란색은 특성의 변화를 나타내며 이는 통화정책 전달경로가 약화되었다는 것을 나타내는 반면, 빨간색은 통화정책 전달경로가 강화되었다는 것을 의미하며 회색의 경우 통화정책 전달경로에 변화가 없다는 것을 의미함
    - 음영은 통화정책이 같은 방향으로 변화하였을 때, 국가 간 변화에 대한 분포 내에서 각 국가별 위치에 따라 결정됨
    - 그림에서 전체적인 전달경로가 강한 국가가 상단에 있고 가장 약한 국가가 하단에 위치함

- **캐나다, 칠레, 일본과 같은 국가들의 주택담보대출 시장 특성의 변화는 주로 고정금리 주택담보대출의 감소 혹은 안정, 부채의 증가, 더 제한적인 주택 공급 정책 때문이며, 이를 통해 통화정책 전달경로가 강화되었다는 것을 알 수 있음**
  - 그러나 헝가리, 아일랜드, 포르투갈, 미국의 경우 주택담보대출 시장 특성이 정반대 방향으로 움직이면서 전달경로가 약화된 것으로 보임
  - 열 지도(heat map)에서는 현금 흐름, 자산, 담보 경로를 통해 통화정책 전달이 감소되었다는 것을 보여주고 있으나, 이는 국가마다 정도의 차이가 있음
  - 이처럼 국가별로 차이를 보이는 요인은 고정금리 주택담보대출 증가, 더 엄격한 주택담보비율 규제, 낮은 부채, 인구 밀집 지역에서 다른 지역으로의 이동, 그리고 이전에 고평가 되었던 일부 지역의 주택가격 하락 등이 있음

- **여기서 열 지도(heat map)는 주택 이외의 전달 경로의 변화는 포함하지 않기 때문에 통화정책 전달경로 변화의 강도에 대한 부분적인 관점만을 제공**
  - 정책금리가 지난 두 해 동안 그동안 보지 못했던 속도, 정도, 범위로 인상되었다는 사실도 통화정책 전달경로에 영향을 미쳤을 수 있음

[그림 Ⅱ-14] 통화정책 전달경로의 변화



주: 1. 고정금리 주택담보대출은은 2011년 1분기(혹은 가장 빠른 분기)부터 2022년 4분기(혹은 가장 최근) 사이에 총 미상환 대출에서 차지하는 비중의 변화를 나타냄.
2. 고정금리 주택담보대출은 칠레처럼 물가상승에 따라 조정되는 주택담보대출은 제외.
3. 주택담보비율은 2011년 1분기부터 2021년 4분기 사이의 모든 주택담보대출 유형의 평균 담보가치 대비 대출 비율의 한도를 나타냄.
4. 가계부채는 2011년 분기부터 2022년 4분기 사이의 GDP 대비 가계 부채의 변화를 나타냄.
5. 공급제한은 2019년 4분기부터 2022년 4분기(혹은 가장 최근) 사이에 인구밀도가 높은 지역과 낮은 지역의 인구 성장률의 차이를 나타냄.

6. 국가별로 인구밀도가 90% 이상인 지역을 인구밀도가 높은 지역이라고 정의하였음.
7. 고평가는 2019년 4분기에서 2022년 4분기(혹은 가장 최근) 사이에 고평가된 지역과 그렇지 않은 지역 간의 소득 대비 가격의 중앙값 성장률의 차이를 나타내며, 해당 지역의 시계열에서 소득 대비 가격 비율이 75%을 초과하면 해당 지역은 과대평가된 것으로 정의함.
8. 다섯 가지 기준 각각에 대해 국가 간 분포의 양의 값과 음의 값 변화에 대한 백분위수를 반영하여 국가별로 1~3의 값을 가지며, 회색 칸은 변화가 없다는 것을 나타내고, 흰색 칸은 결측치를 나타냄.
9. 그림 Ⅱ-12를 바탕으로 국가별 순위를 매김.
10. 국가 목록은 국제표준화기구(ISO)의 국가 코드를 사용하였음.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 2.14

5. 정책적 시사점

○ 통화정책은 주택을 통해 경제활동에 영향을 줌

■ 주택 경로의 강도는 국가마다 상이하고 최근 몇몇 국가에서 약화되고 있으며, 이와 같은 분석 결과는 거시건전성과 통화정책 당국에 다음과 같은 시사점을 제공

■ 첫째, 본 장에서는 차입자 기반(borrower-based) 거시건전성 조치에 대한 효과성 분석은 시행하지 않음

- 많은 선행연구에서 더 엄격한 거시건전성 규제가 재정 및 경제 안정성을 향상시킨다고 주장하고 있으므로 이를 목표로 하여 규제를 설정해야 함

- 본 장에서 규제 수준은 위와 같이 엄격한 수준에서 이미 정해진 것으로 가정하여 분석한 결과, 상대적으로 규제가 엄격한 국가에서 통화정책의 효과가 더 작을 수 있다는 것을 발견

  • 이는 평균적으로 차입자(borrower)들의 부채가 상대적으로 작아 금리 변동에 덜 민감하기 때문

  • 이러한 상황은 통화정책이 총수요 및 가격 압력을 관리하는 데 집중하고, 그 결과 재정 위기를 촉발할 우려 없이 통화정책을 더 자유롭게 운영할 수 있게 하므로 바람직

■ 둘째, 본 장의 분석 결과에 따르면 주택 경로와 국가별 특성을 깊이 있게 이해하는 것이 중요하며 이는 정책의 조정과 조율에 도움을 줄 수 있음

- 주택 경로가 강한 국가에서는 주택 시장 동향과 가계 부채 변화를 관찰(monitoring)하는 것이 과도한 긴축의 조기 신호를 식별하는 데 도움이 되며, 통화정책 전달경로가 약한 곳에서는 과열과 인플레이션 압력이 처음 나타날 때 초기에 강하게 조치를 취할 수 있음

○ 대부분의 중앙은행은 물가 안정 목표(inflation targets)를 향해 상당한 진전을 이룸

■ 만약 전달경로가 약하다면 필요 이상으로 긴축(too much tightening)을 하더라도 비용이 덜 들게 되지만, 그럼에도 불구하고 긴축을 과도하게(overtightening) 하거나 금리를 오랜 기간 높게 유지하는 것은 현재 더 큰 위험이 될 수 있음

- 고정금리 주택담보대출이 많은 국가에서 더 일반적이지만, 거치 기간(fixation periods)은 짧은 경우가 많음

■ 시간이 지나고 주택담보대출에 대한 금리가 재설정됨에 따라 통화정책 전달경로는 갑자기 더 효과적으로 변할 수 있고, 소비를 억제할 수도 있음

- 중앙은행들은 이미 이러한 가능성을 정책 결정 과정에서 고려하고 있으나, 소비에 대한 효과는 여전히 예상보다 클 수도 있음

■ 금융 불안정성도 채무 불이행이 갑자기 증가할 경우 발생할 수 있음

- 특히 가계부채가 많거나 파산법이 채무자에게 유리한 국가에서 더욱 그러한 경향이 있음

- 팬데믹 동안 주택가격이 급격히 상승하여 일부 시장을 고평가시켰으며, 특히, 거시건전성 정책이 부채 축적을 막지 못한 곳에서는 금리가 오랜 기간 높게 유지될 경우 시장의 자정작용이 더 있을 가능성이 큼

- 다음 긴축 주기를 고려할 때, 신용 당국은 통화정책의 금융 안정성 부작용을 예방하기 위해 소득 대비 부채 비율에 대한 제한과 같은 정책 도구를 고려해야 함

○ 종합하면, 장기적으로 금리가 높게 유지될수록 그동안 비교적 정책의 보호를 받았던 가계일지라도 경제적 압박을 가능성이 더 커짐

Ⅲ 세계 중기 성장률의 둔화: 추세 전환을 위한 방법

1. 서론

○ **2008~2009년 세계 금융 위기 이후 중기 성장에 대한 기대는 지속적으로 낮아짐(그림 Ⅲ-1)**

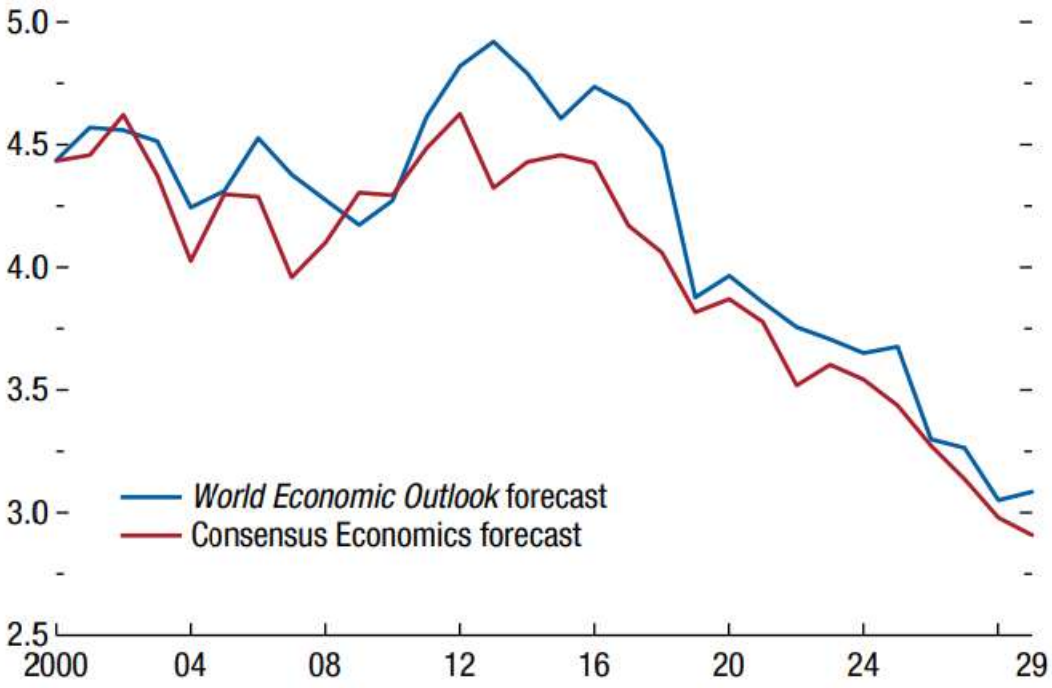
- 잠재 생산 성장률(자원과 기술 역량을 기반으로 인플레이션을 야기하지 않으면서 달성할 수 있는 최대 경제성장률)의 추정치도 감소하고 있는 것으로 나타나 이러한 현상은 저성장 체제로 전환될 가능성을 시사

○ **성장의 감소는 생활 수준 개선 및 전 세계 빈곤 감소에 대한 전망이 악화되고 있다는 것을 의미함**

- 저성장이 지속되는 환경과 이자율이 높은 상황이 결합되면 부채의 지속 가능성을 위협하고 사회적 긴장을 고조시키며 녹색 전환(green transition)을 방해함
- 더 나아가, 성장이 약화된다는 기대는 자본과 기술에 대한 투자를 억제할 수 있으며, 그 결과, 일부 자기실현적(self-fulfilling) 현상이 나타날 수 있음
- 따라서 모든 경제에서 약해진 성장 전망에 대처하는 것은 모든 경제에서 정책적 우선순위임

[그림 Ⅲ-1] 향후 5년간 실질 GDP 성장 전망(2000~2029년)

(단위: 세계 성장률, %)



주: 1. 세계경제전망(WEO)의 표본은 196개국으로 구성되고, 컨센서스 이코노믹스(Consensus Economics)의 표본은 88개국으로 구성됨.
2. 세계 실질 GDP 성장률 전망은 구매력 평가(ppp) 기준 국제 달러로 측정된 GDP를 사용하여 계산함.
3. 가로축의 연도는 5년 전의 4월 세계경제전망을 사용하여 예측된 연도임. 예를 들어, 2029년 예측은 204년 4월 세계경제전망을 기반으로 하였음.
4. 빨간 실선은 컨센서스 이코노믹스(Consensus Economics)의 예측의 평균값을 나타냄.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 3.1

○ 경제성장률의 변동은 노동과 자본 투입의 기여와 그 사용의 효율성(총요소생산성, TFP)에 기인할 수 있음

■ 이러한 동인 중 노동 투입의 성장의 경우, 인구학적 압력과 경제활동참가율 감소 추세로 인해 억제되고 있음(2018년 4월 세계 경제전망 보고서 2장 참고)

■ 이 뿐만 아니라, 세계 금융위기 이후로 선진국에서의 민간 투자 부진이 자본심화(capital deepening)를 저해하고 있음

- 그러나 신흥국 경제를 포함한 기업 투자 동학(dynamics)에 대한 포괄적인 분석은 부족

○ 추세적 성장의 주요 동인인 총요소생산성은 기술 진보의 결과로 나타나는 기업 내 생산성

증가와 기업 간 자원 배분 개선(자원을 더 생산적인 기업으로 이전)을 통해 경제 전반의 "배분 효율성"을 제고하여 증가시킬 수 있음

- 기술 발전에 대해서는 광범위한 연구가 있지만, 시간이 지남에 따라 배분 효율성이 어떻게 변화하고 배분 효율성의 변화가 총요소생산성의 성장에 어떤 영향을 미치는지에 대한 연구는 부족
- 본 장에서는 Hsieh와 Klenow(2009)의 분석 방법을 적용하여 총요소생산성의 성장에 미치는 영향을 분석하였음
  - 위 선행연구에 의하면 기업 간 수입 생산성(revenue productivity) 격차가 확대되는 것은 배분 효율성이 감소했음을 나타내는 신호

○ 본 장에서의 연구 질문은 다음과 같음

- (중기 전망으로부터의 통찰) 전망에서 시사하는 바는 무엇인가? 연구자들의 중기 성장에 대한 시각은 어떻게 변화해왔으며, 소득 불평등과 수렴현상(convergence)에 대해 시사하는 바는 무엇인가?
- (성장의 발전 과정) 우리는 어떻게 여기까지 왔는가? 지난 20년간 실질 성장률 감소를 설명하는 요인들은 무엇이며, 민간 투자와 인구 통계가 어떤 역할을 하였는가? 배분 효율성의 변화가 생산성 성장에 어느 정도 영향을 미쳤는가?
- (성장의 향후 전망) 성장은 어디로 가고 있는가? 인구 통계적 추세와 높은 부채 부담, 지리경제학적 단절, 인공지능(AI) 등장과 같은 현재의 경제적 요소를 고려했을 때 중기 성장의 잠재적 경로는 어떻게 되는가? 팬데믹 이전 20년간의 성장률로 회복할 수 있는 정책은 무엇인가?

○ 이 질문에 답하기 위해, 먼저 지난 30년 간 다양한 국가들의 중기(5년) 세계 경제성장 전망과 실제 성장 추세를 살펴봄

- 다음 절에서는 성장의 직접적인 동인인 노동 투입(labor inputs), 자본 형성(capital formation), 배분 효율성(allocative efficiency)에 대해 심층 분석하였음
- 마지막 절에서는 여러 시나리오를 바탕으로 중기적으로 가능한 성장 경로와 정책 개입의 잠재적인 효과를 평가하였음

○ 주요 분석결과는 다음과 같음

■ 중기 성장률 감소 전망은 광범위하게 나타나고 있으며, 이는 전문가의 부정적인 관점(pessimism)보다는 세속적인 힘(secular forces)을 반영하고 있음

- 중기 성장에 대한 기대는 모든 소득 집단과 국가에서 하향 조정되었으며, 특히 신흥국에서 가장 크게 나타남

■ 이와 유사하게 실질 성장률도 감소하였는데, 이는 주로 총요소생산성 성장의 동학 때문

- 선진국에서는 세계 금융 위기 전에 생산성 성장의 감소가 시작된 반면, 신흥국과 개발도상국의 총요소생산성 증가는 위기 전에 상승하였다가 그 후 하락하여 세계화 주기(globalization cycle)를 따르는 경향을 보임

- 선진국과 신흥국 모두 총요소생산성의 변화는 전반적으로 경제성장을 크게 변화시켰으며, 선진국과 신흥국의 경우 절반 이상을 차지하고 저소득 국가의 경우 거의 모든 국가에서 감소

■ 분석 대상 국가들에서 기업 간 자본과 노동의 비효율적 배분(misallocation)이 증가하면 총요소생산성을 약 0.6%p 감소시키는 것으로 나타남

- 이와 같은 결과는 비효율적 배분이 증가하지 않았다면 총요소생산성이 50% 더 높았을 것임을 시사함

- 비효율적 배분의 대부분은 부문 내에서 기업의 생산성 성장이 일정하지 않기 때문이며, 자본과 노동의 재분배가 필요하지만, 경제적 마찰(economic frictions)로 인해 방해받고 있음

- 비록 충격이 일시적으로 비효율적 배분 문제를 악화시킬 수 있지만, 그 중 2/3 정도는 지속적인 구조적 마찰에 기인할 수 있으며, 정책 조치를 통해 이를 해결하여 생산성을 향상시킬 수 있음

■ 세계 금융 위기 이후 선진국 및 신흥국의 민간 자본(private capital) 형성이 감소하여 생산성 증가가 둔화되었음

- 자본 비용 대비 기업 가치의 악화 및 기업 부채의 증가는 기업 투자를 감소시키는 가장 중요한 기업별 요인

- 거시경제 수준에서, 미흡한 성장 결과와 불확실성은 선진국의 투자를 저해하고 있음

■ 노동공급을 압박하는 인구통계학적 압력은 대부분의 선진국과 주요 신흥국에서 중기적으로 심화되어 세계 성장률 하락에 기여할 것으로 예상됨

- 2030년까지 전 세계 노동 공급 성장률은 0.3%에 그칠 것으로 전망되며, 이는 팬데믹 이전 10년간 평균의 1/3에도 못 미치는 수준

■ 여러 구조적인 악재(headwinds)에 직면한 상황에서, 세계 성장이 역사적 평균 수준으로 회복하기 위해서는 강력한 정책 지원과 함께 신기술의 잠재력을 활용할 필요가 있음

- 인구통계 전망과 기술 진보에 대한 보수적인 가정을 바탕으로, 중기 세계 성장률은 3% 아래로 떨어질 수 있음

- 역사적으로(2000~2019년) 연간 성장률을 평균 3.8%로 증가시키기 위해서는 성장 촉진 정책과 개혁이 필요하며, 이를 위해 배분 효율성과 경제활동 참가율을 높이고 국경 간 무역과 지식 교환을 촉진하는 것을 목표로 해야 함

- 이러한 정책과 개혁을 통해 혁신 능력을 강화하고 인공지능과 같은 기술 발전을 바탕으로 이익을 극대화하는 능력을 향상시켜야 함

2. 중기 전망으로부터의 통찰

○ 세계 경제전망 보고서(WEO)의 성장에 대한 향후 5년 전망에 따르면, 2008년 이후 약 82%의 국가에서 성장 전망의 하락세가 나타나고 있음(그림 Ⅲ-2)

■ 특히, 브라질, 중국, 인도, 인도네시아, 러시아와 같은 규모가 큰 5개의 신흥국들의 성장 전망은 세계 성장 전망의 1.8%p 하락 중에서 약 0.8%p에 기여한 것으로 나타남

- 이러한 하향 추세는 다양한 국가에서 나타나고 있으며, 특히 동아시아와 태평양 지역에 가장 두드러지게 나타남(그림 Ⅲ-3)

○ 성장 전망의 악화는 두 가지 질문을 제기

■ 첫째, 최근 세계 경제의 충격 이후 전문가들 사이에서 커지고 있는 비관론(pessimism)에서 비롯된 것인가?

- 예측과 실질 경제성장 간의 평균 차이를 추적한 결과, 비관주의 편향(bias)에 대한 증거는 없음

- 침체된 전망은 부분적으로 과거의(특히 2012년 이후) 낙관론(optimism)의 조정을 반영하는 것일 수 있음

■ 둘째, 성장 전망의 악화는 장기적인 성장 추세를 어느 정도 반영하고 있나?

- 일반적으로 경제전문가들은 중기에 경제가 실제와 잠재 생산량 사이의 격차를 좁힌다고 보고 있음

  • 실제로 세계 경제전망 보고서의 중기 성장 전망은 잠재적인 생산량 성장의 예측과 일반적으로 잘 일치하고 있다는 증거가 제시되고 있음

  • 추세 이탈은 위기 이후에 전문가들이 예상보다 빠른 성장(잠재성장률 대비)을 기대하여 큰 생산 격차(output gap)를 좁히려고 할 때에만 발생하였음

○ 세계 경제성장 전망의 하락은 부분적으로 생활수준 향상 및 그에 따른 성장률 둔화를 반영하는 것일 수 있음

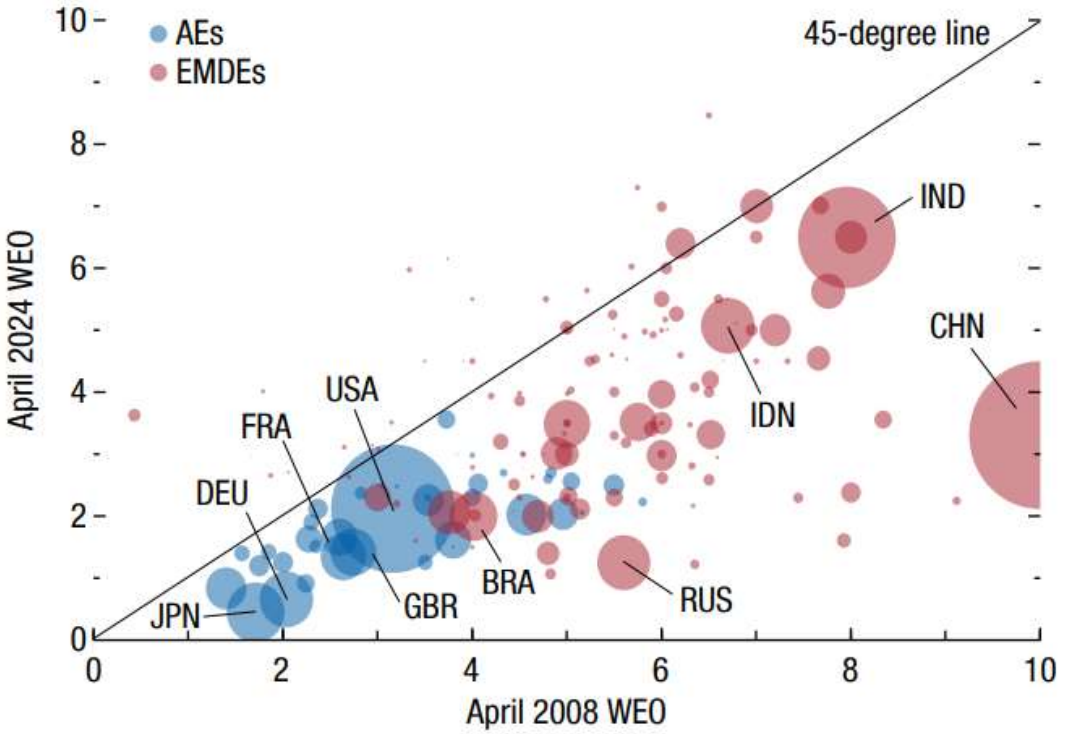
■ 그러나 국가 간 소득 수렴 속도의 역사를 고려하면, 신흥국 및 개발도상국의 추격 노력은 2008년 이후 세계 성장 전망 하락의 약 1/4만을 설명하고 있음(2023년 10월 세계경제전망 보고서 박스 1.1 참조)

■ 또한, 이들 국가들의 성장률 전망 하락이 선진국에 비해 가속화되어 향후 수렴에 대한 우려가 제기됨

■ [그림 Ⅲ-3]은 다양한 측정 방법을 통해, 팬데믹 이전의 역사적 추세와 대조적으로 중기적으로 소득과 사회 후생의 수렴 속도가 둔화되거나 잠재적으로 뒤집힐 수 있음을 시사

[그림 Ⅲ-2] 5년 후 국가별 실질 GDP 전망: 2008년 4월 vs 2024년 4월

(단위: %)

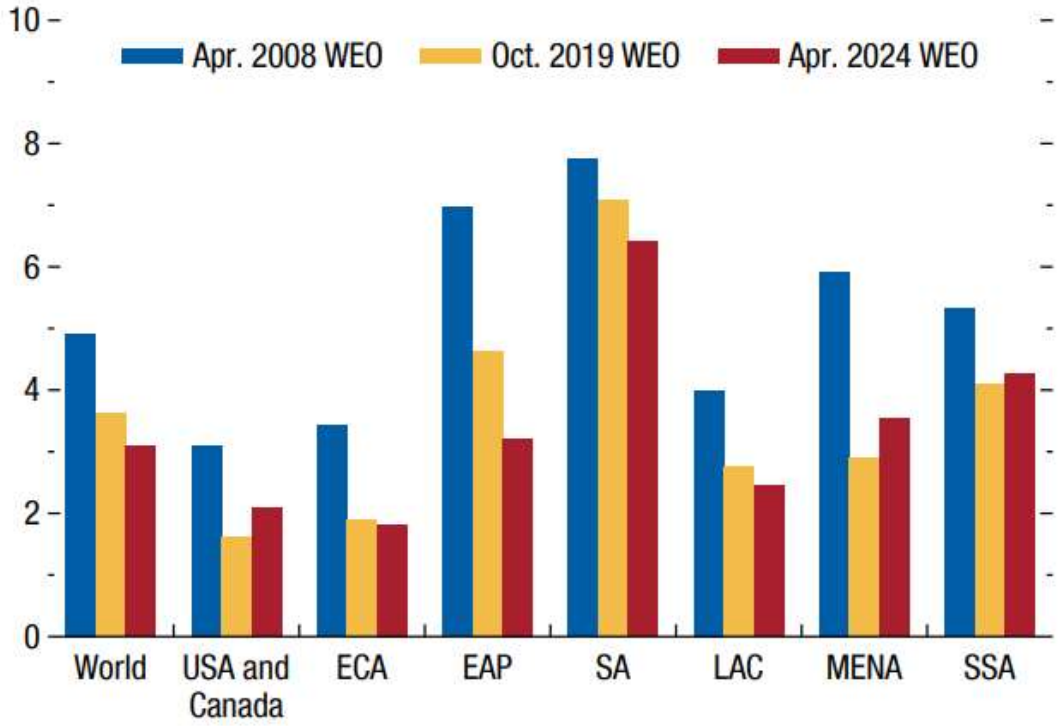


주: 1. 원(bubble)의 크기는 구매력 평가(ppp) 기준 국제 달러로 측정된 2024년 4월 GDP를 사용하여 경제의 규모를 반영.
2. 데이터 라벨은 국제표준화기구(ISO)의 국가 코드를 사용하여 표시하였음. AEs는 선진국, EMDEs는 신흥국 및 개도국, WEO는 세계 경제 전망을 가리킴.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 3.2

[그림 Ⅲ-3] 2008년, 2019년, 2024년 국가별 향후 5년 실질 GDP 전망

(단위: %)



주: 1. 이 그림은 데이터 집계를 위해 해당 연도(corresponding vintages)의 구매력 평가(ppp) 기준 국제 달러로 환산된 GDP를 사용하였음.
2. EAP는 동아시아 및 태평양 국가, ECA는 유럽 및 중앙 아시아, LAC는 라틴 아메리카 및 카리브해 국가, MENA는 중동 및 북아프리카, SA는 남아시아, SSA는 사하라 이남 아프리카, USA는 미국, WEO는 세계 경제 전망을 가리킴.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 3.3

3. 성장의 발전 과정

○ **세계 경제성장은 2000년대 초반부터 가속화되기 시작하여 2008년 세계 금융위기가 발생한 이후 감소하고 있으며(그림 Ⅲ-4), 이러한 현상은 중기 전망의 동학과 일치함**

- 이러한 패턴은 신흥국과 저소득 국가 모두에서 나타나며, 자본 흐름 및 생산성에 영향을 미치는 세계화의 주기적인 변화(ebbs and flows)를 반영하고 있음
- 그러나 선진국들은 2000년대 초반부터 성장률 하락을 경험
- 1인당 GDP 성장률의 경우, 모든 국가 집단에서 유사한 추세를 보이고 있으나, 인구 증가세가

둔화됨에 따라 위기 이후에 다소 감소하였음

○ **모든 국가 집단에서 이러한 성장의 변화는 주로 총요소생산성 성장률 변화로 인해 발생**

- 선진국에서는 연간 총요소생산성의 성장이 1995~2000년 기간 동안 1.3%였으나, 팬데믹 이후 0.2%로 하락하여 GDP 성장률 감소의 절반을 차지
- 신흥국 및 저소득 국가 역시 총요소생산성 성장률은 2001~2007년 동안 각각 2.5%와 2%였으나 팬데믹 이후 각각 0.7%와 거의 0에 가깝게 하락
- 또한, 2008년 이후의 선진국과 2013년 이후의 신흥국에서 자본 형성 속도가 감소한 것 역시 세계 성장률 둔화에 영향을 미침
- 인구고령화로 인한 노동기여도의 감소와 이와 관련된 주요 선진국의 경제활동참가율 하락도 성장률 하락에 영향을 줌

○ **따라서 본 절에서는 추세를 뒷받침하는 동인(drivers)을 이해하기 위해 생산(output) 성장에 대한 각 구성 요소를 살펴봄**

가. 인구통계가 노동공급 감소에 미치는 영향

○ **출산율 감소 및 고령화에 따라 국가가 인구통계학적인 전환을 겪으면서 생산가능인구(working-age population)의 비중이 감소하기 시작**

- 캐나다, 중국, 영국, 미국과 같은 일부 국가들은 세계 금융 위기를 전후로 이러한 변곡점을 경험하였으며, 이에 따라 성장에 대한 노동 기여도가 눈에 띄게 감소(그림 Ⅲ-4)

○ **2008년 이후 세계 경제의 약 92%에서 15세-64세 경제활동인구의 성장률이 둔화되었으며, 약 44%의 국가에서는 음(-)의 성장률을 보임(그림 Ⅲ-5)**

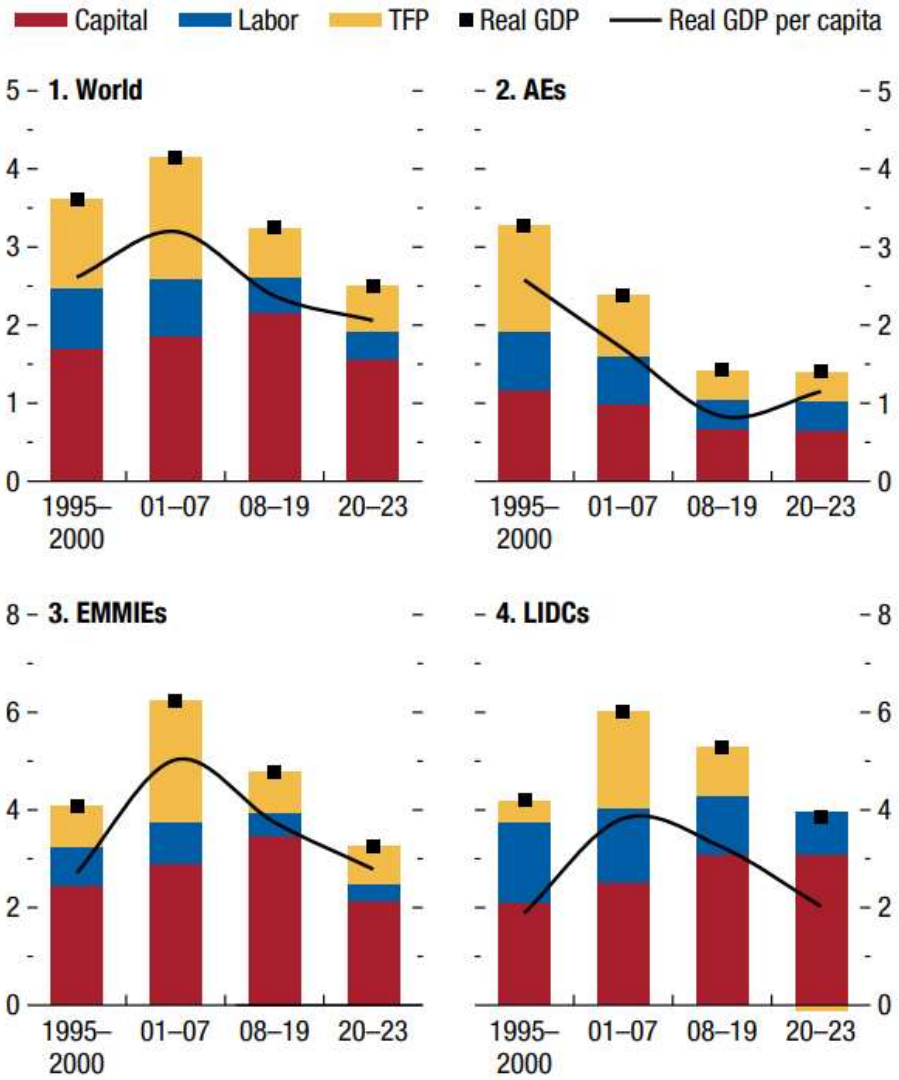
- 이러한 둔화는 대부분의 선진국 및 신흥국 경제에서 눈에 띄는 반면, 저소득국가의 경우 여전히 인구배당효과(demographic dividend)를 누리고 있음
- 이러한 인구통계학적 변화는 전 세계 노동 공급과 직접적인 관련이 있음

- 현재 인구배당효과를 누리고 있는 국가들은 중기에 전 세계 노동력의 성장을 뒷받침할 수 있으며, 중기적으로 신규 노동력 중에서 약 3명 중 2명이 인도와 사하라 이남 아프리카 국가 출신이 될 것임

  • 전 세계적인 노동 공급의 불균형은 이주 노동자의 중요성을 시사

[그림 Ⅲ-4] GDP 성장 구성 요소의 기여도(1995~2023년)

(단위: %)

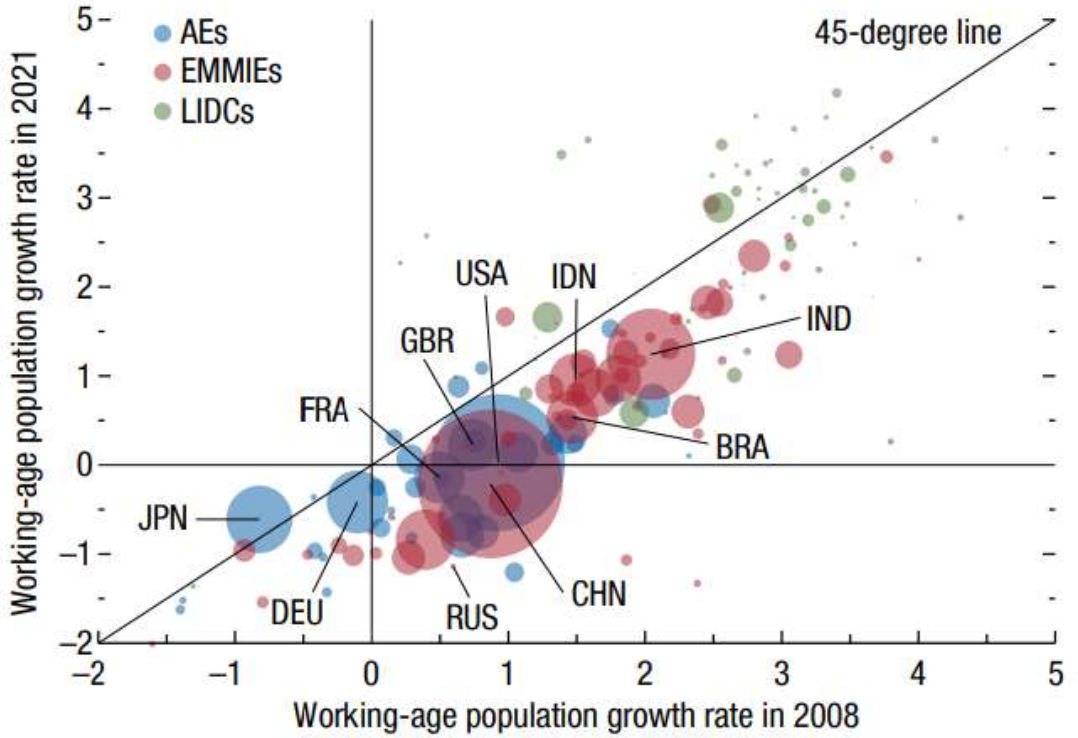


주: 1. 140개국 표본에 대한 성장 분해(decomposition)을 나타냄.
2. 자본 성장과 노동 성장의 기여도는 개별 요인에 대한 투입(inputs)과 이에 대한 성장률의 비중을 반영함.
3. AEs는 선진국, EMMIEs는 신흥국 및 중간 소득 국가들, LIDCs는 저소득 개도국, TFP는 총요소생산성을 의미함.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 3.4

[그림 Ⅲ-5] 2008년과 2021년 생산가능인구 증가 둔화 비교

(단위: 생산가능인구 증가율, %)



주: 1. 생산가능인구(working-age population)은 15-64세의 인구로 정의함.
2. 이상치(outlier)를 보이는 국가들은 위 그림에서 제외하였으며, 이를 포함한다고 해서 패턴에 변화가 있지는 않음.
3. 데이터 레이블은 국제표준화기구(ISO)를 참고하여 사용하였으며, AEs는 선진국을, EMMIEs는 개도국 및 중간소득 국가들을, LIDs는 저소득 개발도상국가를 의미함.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 3.5

○ 근로자 연령과 고령 근로자의 비중이 높아질수록 총 경제활동 참가율에 부정적인 영향을 미칠 수 있는데, 이는 고령 근로자는 노동시장에 참여할 가능성이 낮기 때문

■ 변이-할당 분석법(Shift-share analysis)은 고령화(aging) 및 경제활동참가율에서의 성별 격차(disparities)가 총 경제활동참가율에 미치는 일부 영향을 분석하는 데 도움이 됨(그림 Ⅲ-6)

- 첫째, 총 경제활동참가율은 2008년부터 2021년에 선진 아시아, 태평양, 중동 및 북아프리카, 유럽, 캐나다를 제외한 대부분의 국가에서 다소 유의미하게 감소하였음

- 둘째, 고령화에 따른 경제활동참가율의 감소는 모든 선진국 및 중국에서 뚜렷하게 나타나고 있으며, 라틴 아메리카는 약하게 나타남

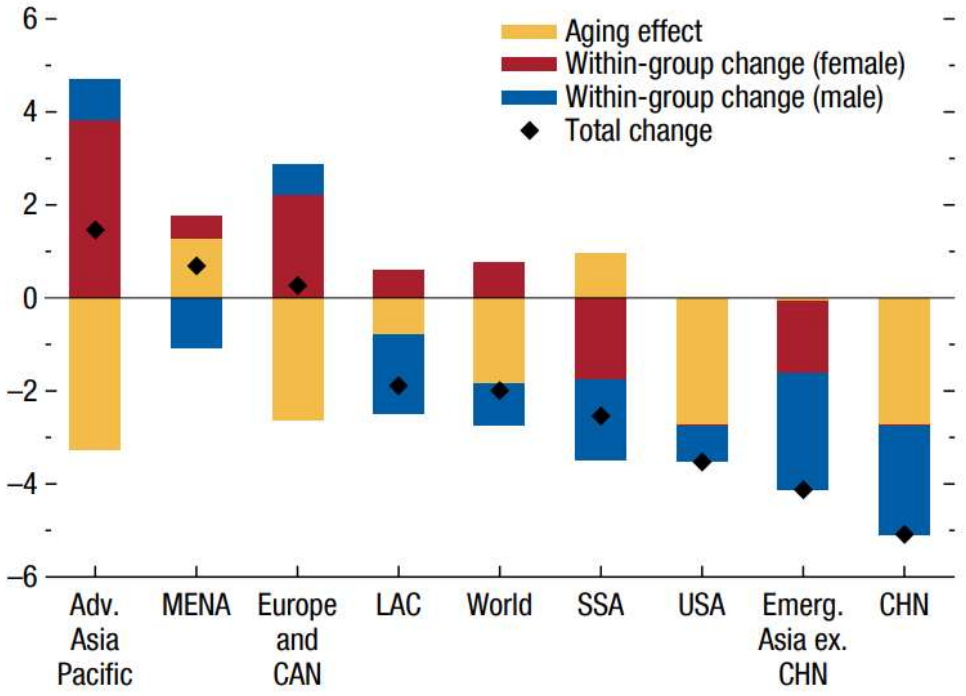
- 셋째, 미국을 제외한 선진국에서는 주로 여성 경제활동참가율과 고령 근로자의 참가율 등 그룹 내(within-group) 경제활동참가율을 크게 증가시켜 고령화 효과에 대응할 수 있었음

  • 유럽의 경우 평균 근로시간이 감소하여 이러한 효과를 일부 상쇄했을 수 있음

- 넷째, 신흥국과 미국에서는 남성의 경제활동참가율이 감소하여 총 경제활동참가율을 떨어뜨림

[그림 Ⅲ-6] 2008~2021년 경제활동참가율 변화의 분해(breakdown)

(단위: %p)



주: Adv. Asia는 아시아 선진국, CAN은 캐나다, CHN은 중국, Emerg. Asia는 아시아 개도국, ex.는 제외를 의미하며, LAC는 라틴 아메리카 및 카리브해 국가, MENA는 중동 및 북아프리카, SSA는 사하라 이남 아프리카, USA는 미국을 의미.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 3.6

○ 비록 이러한 추세는 2019년 이전에도 분명하였으나, 팬데믹 충격은 특히 신흥국에서 경제활동참가율 하락을 다소 악화시킴

■ 초기 팬데믹 충격은 2019년과 2020년 사이에 특히 중국과 라틴 아메리카의 경제활동참가율을 크게 하락시켰으나 2021년에 다소 회복되었음

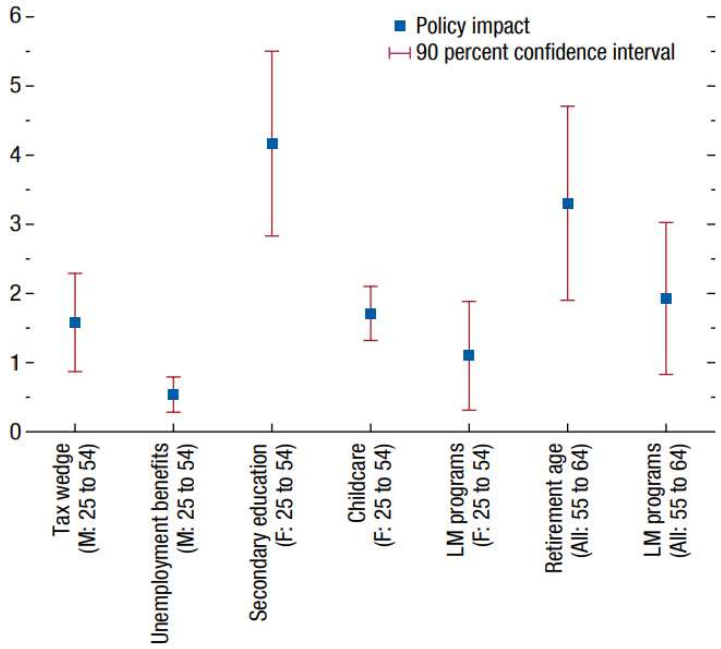
■ 언급한 바와 같이, 경제활동참가율은 2019년에 비해 대체로 낮은 수준을 유지하였으며, 특히 라틴 아메리카에서는 경제활동참가율이 약 1.9%p, 미국은 약 1.4%p 감소하였음

○ 경기순환적·구조적 요인 이외에도, 정책을 통해 경제활동참가율을 향상시킬 수 있음

■ 정책 변화가 국가 간 차이에 어떻게 기여했는지 이해하기 위해 그림 Ⅲ-7에서는 선정된 정책의 변화가 성별-연령 그룹별 경제활동참가에 미치는 영향을 추정한 결과를 보여줌

[그림 Ⅲ-7] 성별 및 연령별 정책 및 경제활동참가율

(단위: 경제활동참가율의 변화, %p)



주: 1. 정책 효과의 추정치는 표본 내 정책 변동 분포에서 75번째 백분위수에서 25번째 백분위수로의 정책 변수 변경 때문이며, 이러한 변경은 경제활동참가율 향상을 목표로 함.
2. 표본은 26개 선진국과 3개 개발도상국으로 구성하였음.
3. F는 여성, LM programs는 노동시장 정책, M은 남성을 의미.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 3.7

○ 추정치에 따르면, 실업급여 혜택(unemployment benefits)의 감소와 근로소득세(labor taxes) 인하가 주요 생산가능인구 남성들의 경제활동참가율 증가와 관련이 있는 것으로 나타남

■ 여성의 경우, 중등 교육 입학의 확대가 미래의 경제활동참가율에 긍정적인 영향을 주는

것으로 나타남

- 마찬가지로, 재교육 및 기술 향상과 같은 노동시장 프로그램과 보육 프로그램도 도움이 되는 것으로 보임
- 고령 근로자들의 경우, 정년 개혁과 노동시장 프로그램에 대한 지출도 경제활동참가를 높이는 것과 연관이 있는 것으로 나타났으며, 이는 고령 인구가 증가하고 있기 때문에 특히 중요

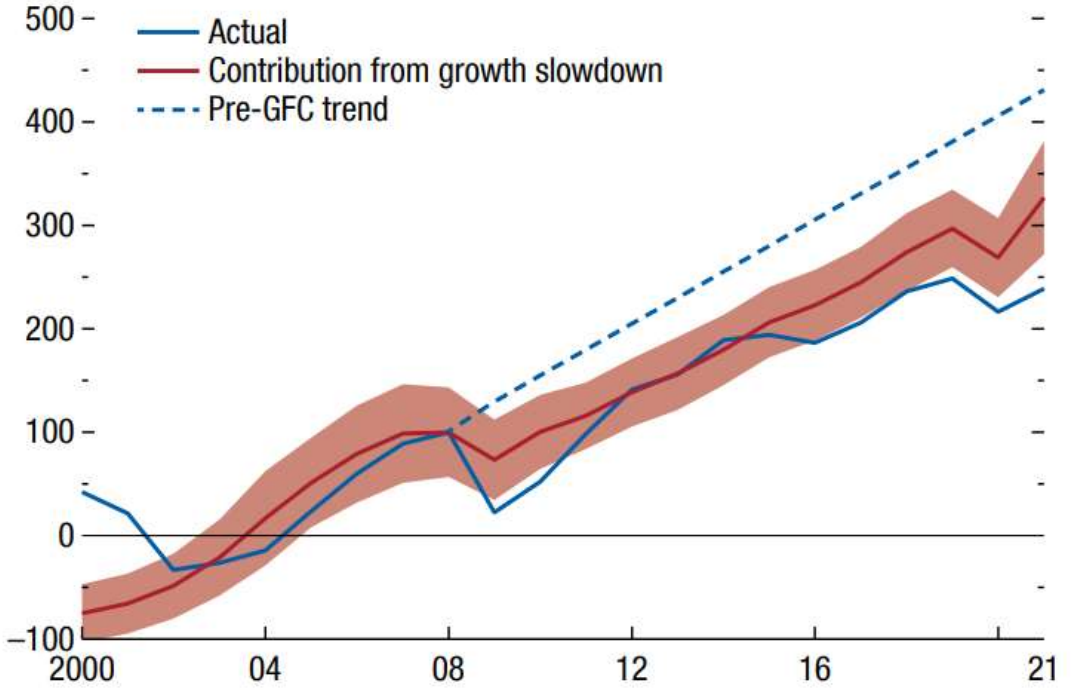
나. 민간 자본 형성의 약화

○ 경제성장의 두 번째 직접적인 동인은 자본 형성(capital formation)

- OECD 경제에서는 총 투자의 대부분을 차지하는 기업 투자가 2008년 이후 급격히 감소했으며, 2021년에는 세계 금융위기 이전 추세 대비 약 40% 하락하였음(그림 Ⅲ-8)
- 본 절에서는 2008년 세계 금융 위기 이후 경제 활동의 둔화가 범경제적으로(economy-wide) 기업 투자를 저해했는지를 검토하였음
  - 본 연구는 경제 상황에 반응하는 것이 아니라 예산 적자를 줄이기 위한 목적으로 재정 정책을 변경하는 “서사적 재정 충격(narrative fiscal shocks)”을 도구 변수로 사용하여 투자-생산(investment-output) 관계를 분석하였음
- 분석 결과, 기업 투자의 축소에 의해 발생하지 않은 생산 성장률의 1%p 감소에 상응하여, 투자 성장률이 2%p 감소하는 것으로 나타남
  - 이러한 생산-투자(output-investment) 관계의 추정치는 세계 금융위기 이후 성장 둔화로 인한 투자 부족(shortfall)을 계산하기 위해 사용됨
  - 위기 이전 추세와 비교해볼 때, 그림 Ⅲ-8은 2021년을 기준으로 2008년 이후 기업 투자 부족의 절반 이상은 경제활동 약화와 관련이 있을 수 있다는 것을 시사

[그림 Ⅲ-8] OECD 국가의 실질 기업 투자

(단위: 지수, 2008=2010)



주: 1. 그림은 21개 OECD 국가의 총 기업 투자를 나타내며, 기업투자 성장률의 실질 및 전망은 2008년 100을 기준으로 1999년부터의 누적값.
2. 투자 성장의 전망치는 투자-생산의 탄력성 추정치를 성장률과 곱하여 계산함.
3. 경제활동의 약화는 생산 성장의 감소로 정의됨.
4. Pre-GFC 추세는 2002년부터 2008년까지의 기업 투자 지수의 기대 선형 경로(expected linear path)를 나타내며, 여기서 GFC는 세계 금융 위기를 의미함.
5. 음영 영역은 90% 신뢰구간을 나타냄.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 3.8

○ 그러나 본 분석의 결과는 투자 결정 요인들에 대한 일부 관점만을 제공함

■ 경제 활동뿐만 아니라 투자에 대한 제약을 더 잘 이해하기 위해 본 장에서는 투자가 감소한 기업의 특성을 살펴봄

○ 분석을 위해 32개 선진국과 13개 신흥국에 상장된 기업들의 재무제표 및 손익계산서 데이터를 사용하였음

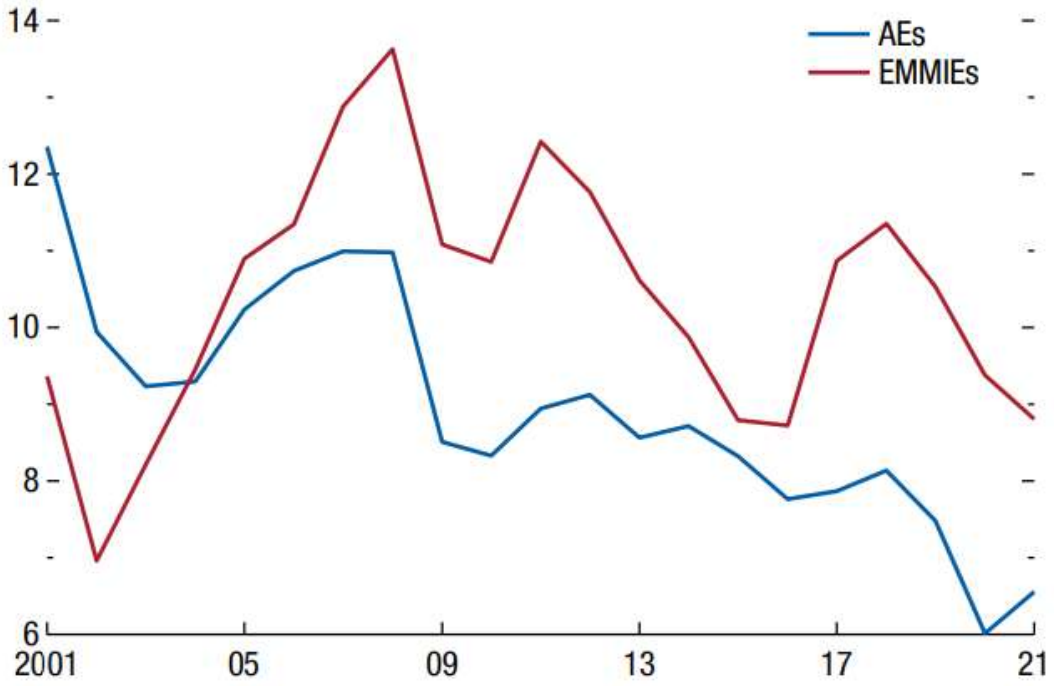
■ 그림 Ⅲ-9는 표본 국가들 간의 순투자율(투자를 감가상각을 고려한 순 자본금(capital stock net of depreciation)의 시차(lagged) 변수로 나눈 값)의 총합을 보여줌

- 중요한 것은, 투자와 자본금 모두 투자 동학을 이해하는 데 필수적인 무형자산(intangibles)을 고려하고 있음

- OECD의 투자 추세와 마찬가지로(그림 Ⅲ-8), 2008년 이후 선진국 및 개발도상국의 순 투자율이 감소한다는 것을 보여줌

[그림 Ⅲ-9] 선진국과 신흥국의 순 투자율

(단위: %)



주: 1. 순 투자율은 총 투자를 감가상각을 제외한 누적된 총 자본 재고로 나누어 계산하며, 이 때, 분자는 국가-연도 수준에서 기업 수준의 순 투자를 모두 합한 값으로 계산하고, 분모는 국가-연도 수준에서 기업 수준의 자본을 모두 합한 값으로 계산.
2. 그림은 구매력 평가(ppp) 기준 국제 달러로 측정된 GDP를 사용하여 선진국과 신흥국 및 중간 소득 국가의 평균 비율을 나타냄.
3. AEs는 선진국을, EMMIEs는 신흥국 및 중간 소득 국가를 의미.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 3.9

○ 본 장에서는 기업 단위 자료를 사용한 회귀 분석을 통해 2008년 이후 투자 감소를 설명할 수 있는 가장 중요한 기업 및 거시 수준 요인을 밝힘

■ 분석 결과는 이론적 기대와 일치함

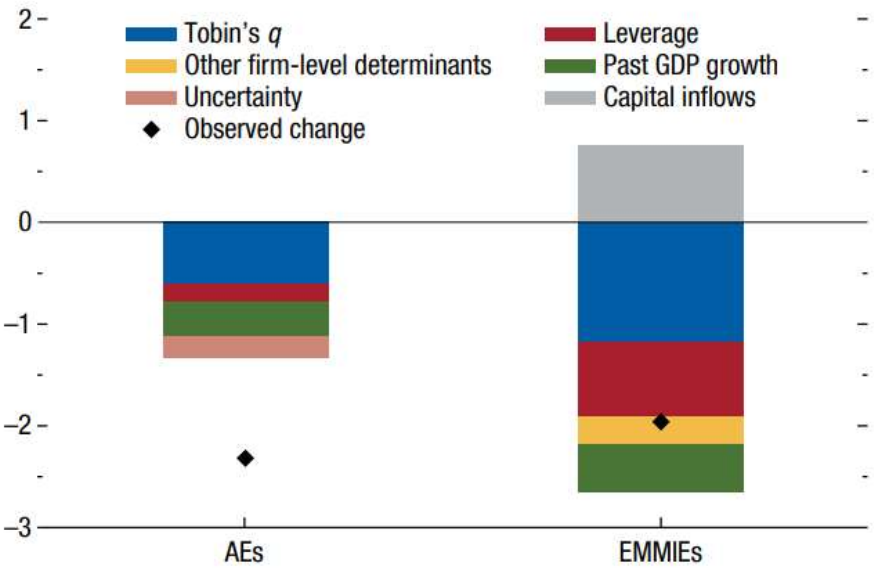
- 투자율은 자본비용 대비 시장 가치(토빈의 q), 수익, 현금 보유량에 따라 증가하지만 기업의 부채 및 부채 비용이 높으면 감소

○ **그림 Ⅲ-10은 전반적으로 투자율이 선진국에서 평균 2.3%p, 신흥국에서 2%p 감소했다는 것을 보여줌**

■ 해당 투자 감소에 대해, 회귀 분석은 선진 경제국에서는 절반 이상, 신흥 시장에서는 거의 전부가 분석에 포함된 결정 요인들에 의해 설명될 수 있다는 점을 밝힘

[그림 Ⅲ-10] 2008년 이후 투자율 변화에 대한 기업 및 거시적 결정 요인의 기여도

(단위: %p)



주: 1. 검정 다이아몬드 표시는 2008년 이후와 2008년 이전의 기간에 대해 선진국(AEs)과 신흥국 및 중간소득 국가(EMMIEs)의 평균 투자율 변화를 나타냄.
2. 선진국(AEs)의 경우 2008년 이전(pre-2008)은 2000-2008년 기간 동안의 평균을 계산한 것을 의미하며, 신흥국 및 중간소득 국가(EMMIEs)의 경우 2006-2008년 기간의 평균값을 의미함.
3. 막대의 각 층(layer)은 해당 회귀변수(regressor)의 평균 변화량(change)이 그 추정 계수와 곱해진 것을 나타내며, 유의미한 계수를 가진 회귀 변수만이 포함되고, 이 때 변화량(change)은 각 기업의 상대적 자본 비율을 가중치로 사용하여 국가 수준에서 집계됨.
4. 선진국(AEs)과 신흥국 및 중간 소득 국가(EMMIEs)의 평균은 국제 달러로 환산된 구매력평가(ppp) 기준 GDP로 계산하였음.
5. AEs는 선진국, EMMIEs는 신흥국 및 중간소득 국가를 나타내며, 토빈의 q는 기업 자산의 시장 가치 대비 장부 가치 비율을 의미함.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 3.10

- **2008년 이후 기업의 미래 생산성과 수익성 기대의 지표인 토빈의 q는 평균적으로 10~30% 감소하여 선진국과 신흥국 모두에서 투자의 감소의 대부분을 설명하는 데 기여하고 있음**
  - 신흥국의 경우, 2008년 이후 평균 20% 증가한 부채가 전반적인 투자율의 하락 주요 요인

- **2008년 이후 GDP 성장률의 감소는 주요 기업 수준의 투자 결정요인을 통제한 후에도 투자 감소를 설명하는 데 도움이 됨**
  - 2008년 이후 불확실성 증가는 선진국 투자 감소에 보다 작지만 유의미한 영향을 미침

다. 생산성과 비효율적인 자원 배분의 역할

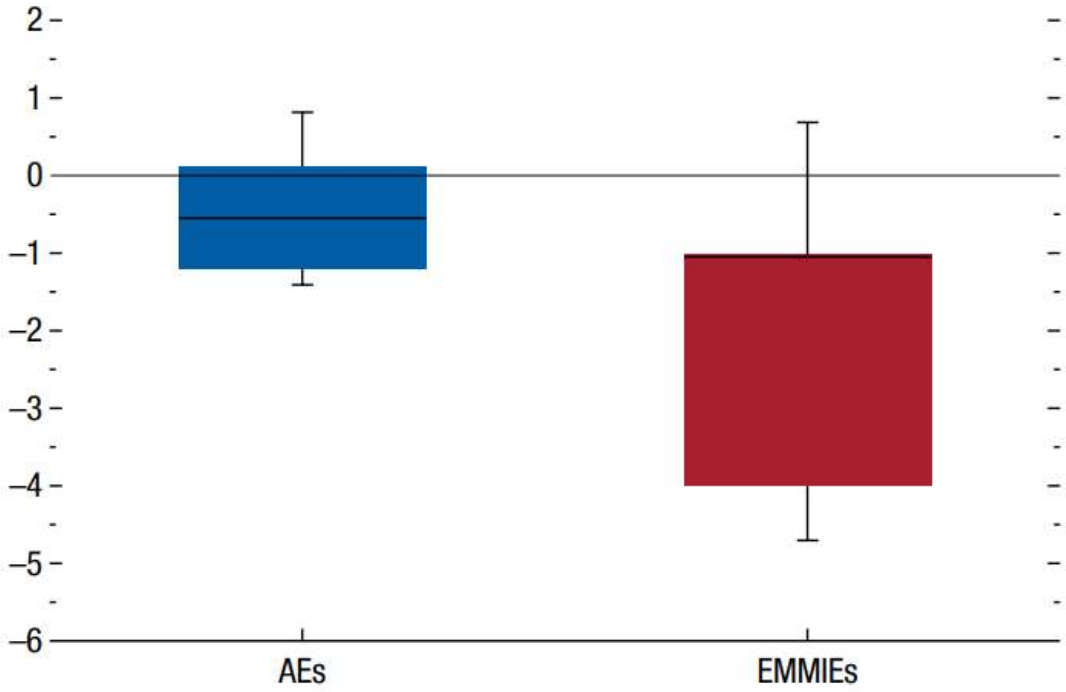
- **총요소생산성의 성장은 지난 20~30년간 둔화되었음**
  - 선행 연구는 이러한 추세에 영향을 미치는 몇 가지 요인들을 제시하고 있으며, 이는 특히 기업 내 생산성에 영향을 미치는 것으로 나타남
    - 이러한 요인들에는 정보통신기술로부터 얻는 이득의 감소, 기업의 역동성 감소, 신용 조건의 강화, 기술 투자의 감소, 2008년 이후 국경 간 자본 흐름 및 무역 확장 둔화 등이 포함

- **본 절에서는 총요소생산성 감소에 대한 비효율적인 자원 배분 증가의 기여도를 살펴보고 중기 성장에 대한 교훈을 도출**
  - 소위 '배분 효율성'은 자본과 노동이 경제 내에서 가장 생산적인 기업에 배분되는 정도를 측정
  - 일정 기간 동안 자원이 상대적으로 덜 생산적인 기업에 집중되는 배분효율성의 감소는 총요소생산성 성장을 감소시킬 수 있음
  - 반대로 자원이 더 생산적인 기업으로 이동하는 배분 효율성의 증가는 총요소생산성 성장을 증가시킴

- **Hsieh과 Klenow(2009)가 처음 도입하고 Bils, Klenow, Ruane(2021)가 발전시킨 방법론을 사용한 본 절의 분석 결과, 표본 국가(15개 선진국과 5개 신흥국) 대부분 2000-2019년 기간 동안 배분 효율성이 감소한 것으로 나타남(그림 Ⅲ-11)**
  - 배분 효율성 감소로 인해 표본의 중위 국가들은 총요소생산성이 연평균 약 0.9%p 하락하였으며, 중위 선진국의 경우 0.5%p 하락한 것으로 나타남
  - 이 기간 동안 중위 선진국의 총요소생산성 성장률이 0.5%에 불과했다는 것을 고려하면, 자본과 노동의 비효율적 배분이 총요소생산성 성장을 절반으로 감소시켰다고 볼 수 있음
    - 예외적으로 미국의 경우, 해당 기간 동안 배분 효율성이 증가하여 연간 총요소생산성 성장을 0.85%p 증가시킨 것으로 나타남

[그림 Ⅲ-11] 연간 총요소생산성에 대한 배분 효율성의 기여도(2000~2019년)

(단위: %p)



주: 1. 표본은 13개 재화 및 6개 서비스 부문과 20개국으로 구성되며, 20개국은 AUT, BEL, BGR, CHE, CHN, CZE, DEU, ESP, EST, FRA, ITA, JPN, KOR, POL, PRT, ROU, RUS, SVK, SVN, and USA.
2. 막대 안의 검은 실선은 중간값을 나타내며, 막대는 사분위 범위를 나타내고 위스커(whiskers)는 그룹 내 표본에 대한 최소 및 최소값을 나타냄.
3. 국가 목록은 국제표준화기구(ISO)의 국가 코드를 사용하였으며, AEs는 선진국, EMMIEs는 신흥국 및 중간소득 국가를 나타내고, TFP는 총요소생산성을 의미함.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 3.11

○ 많은 국가에서의 배분 효율성 감소를 설명할 수 있는 요인은 무엇인가?

- 관측된 총요소생산성 성장의 부진은 부문 내 효율성 감소 또는 경제 내에서 이미 비효율적으로 배분된 부문의 비중 증가를 반영할 수 있음
- 20개국에 대한 분석 결과, 부문별 GDP 비중 변화는 연간 총요소생산성 감소의 약 30% 정도만 기여하고 나머지는 부문 내 발전에 기인하는 것으로 나타남(그림 Ⅲ-12)
  - 부문별 GDP 비중 변화는 소수 국가에서 중요한 요소로 나타나며, 특히 중국의 경우 배분 효율성이 총요소생산성 성장에 미치는 영향의 약 60%를 차지함
- 부문별 경제 구성이 총 배분 효율성에 영향을 미치는 이유는 부문별로 측정된 비효율적 배분의 정도가 체계적으로 다르기 때문

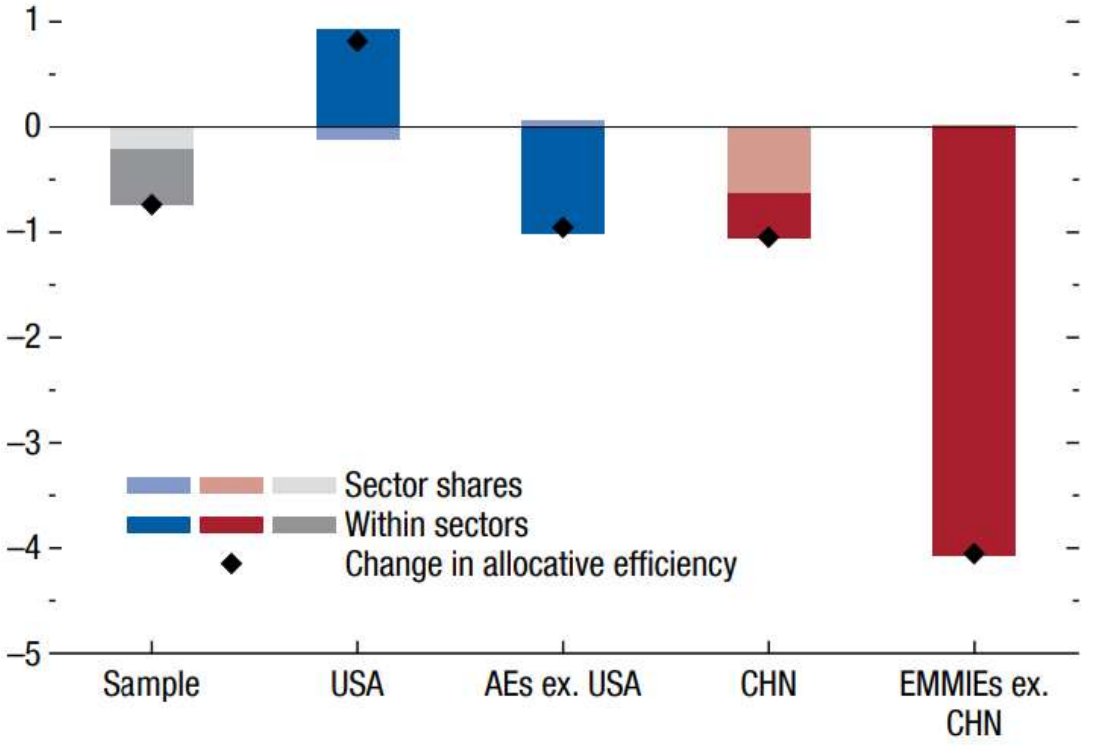
- 구체적으로, 그림 Ⅲ-13은 서비스 부문이 상품 생산 부문보다 더 비효율적이라는 것을 보여줌

- 이는 상품 및 서비스 부문 간의 구조적 차이 혹은 서비스 부문의 생산성 및 투입(inputs)과 관련한 측정(measurement)의 어려움 때문일 수 있음

■ 결과적으로, 중국과 같이 상품에서 서비스로의 구조적 전환을 경험하는 국가에서는 전반적으로 배분 효율성이 감소

[그림 Ⅲ-12] 연간 총요소생산성에 대한 배분 효율성 기여도(2000~2019년)

(단위: %p, 분해)

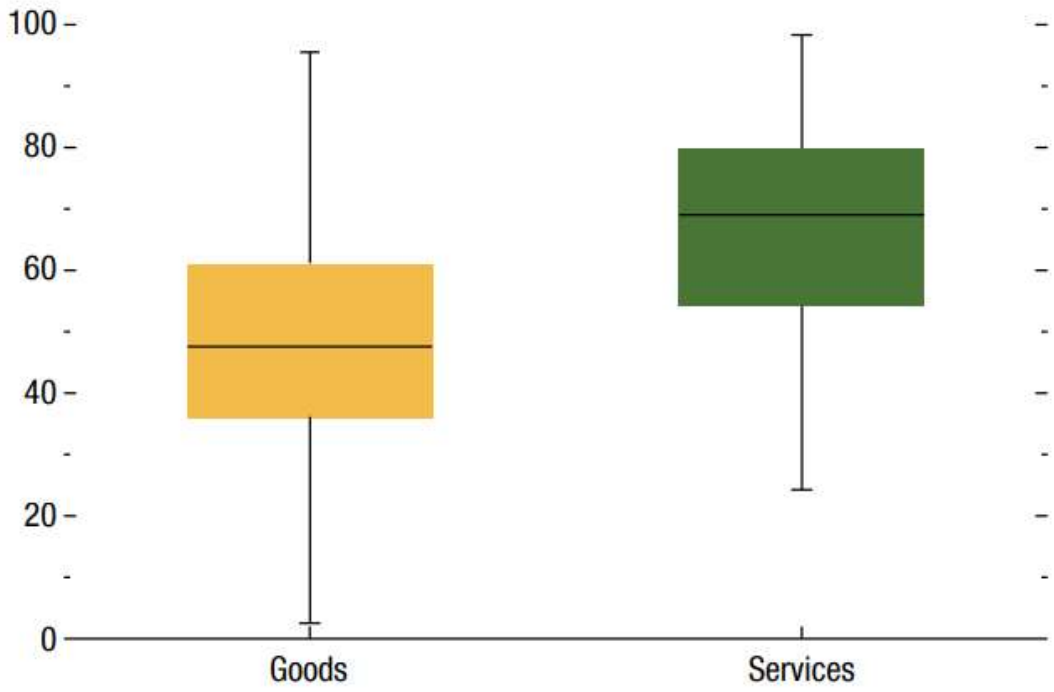


주: 1. 표본은 13개 재화 및 6개 서비스 부문과 20개국으로 구성되며, 20개국은 AUT, BEL, BGR, CHE, CHN, CZE, DEU, ESP, EST, FRA, ITA, JPN, KOR, POL, PRT, ROU, RUS, SVK, SVN, and USA.
2. 짙은 색깔은 "부문 내"를 나타내며, 밝은 색깔은 "부문의 비중"을 나타냄.
3. 국가 목록은 국제표준화기구(ISO)의 국가 코드를 사용하였으며, AEs ex. USA는 미국을 제외한 선진국, CHN는 중국, EMMIEs ex. CHN는 중국을 제외한 신흥국 및 중간소득 국가를 나타내고, TFP는 총요소생산성을 의미함.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 3.12

[그림 Ⅲ-13] 부문별 비효율적 배분으로 인한 총요소생산성의 감소(2019년)

(단위: %)



주: 1. 이 그림은 2019년 모든 표본 국가와 부문에 대해 비효율적 자원 배분이 없는 모범 사례(benchmark) 대비 계산된 총요소생산성 손실의 분포를 나타냄.
2. 막대 안의 검은 실선은 중간값을 나타내며, 막대는 사분위 범위를 나타내고 위스커(whiskers)는 그룹 내 표본에 대한 최소 및 최소값을 나타냄.
3. 표본은 13개 재화 및 6개 서비스 부문과 20개국으로 구성되며, 20개국은 AUT, BEL, BGR, CHE, CHN, CZE, DEU, ESP, EST, FRA, ITA, JPN, KOR, POL, PRT, ROU, RUS, SVK, SVN, and USA.
4. 국가 목록은 국제표준화기구(ISO)의 국가 코드를 사용.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 3.13

○ 부문 내에서 관찰된 배분 효율성 감소의 상당 부분은 2000~2019년 동안 기업의 생산성 성장이 고르지 않았던 데서 찾을 수 있음

■ 그림 Ⅲ-14는 20개국의 표본에서 기업의 실질 생산성의 산포도(dispersion)가 세계 금융 위기 직전까지 상당히 증가했으며, 이후 일부 반전되었지만 여전히 높은 수준을 보여줌

- 이는 배분 효율성의 감소와 일치하는데, 그 중 대부분은 2000년대 첫 10년 동안 발생

○ 기업의 실질 생산성 분포(distribution)가 넓어지면 배분 효율성에 영향을 줌

■ 이상적으로는 실질 생산성이 빠르게 증가하는 기업들이 더 느리게 증가하는 기업들로부터 자본과 노동을 끌어와서 한계수익이 균등화되어야 함

- 그러나 기업 수준의 분석 결과에 따르면, 이러한 조정 과정을 늦추는 마찰이 있는 것으로 나타남

- 이는 빠르게 성장하는 기업들이 최적보다 적은 자본과 노동으로 운영되기 때문에 초기에는 배분효율성이 감소하게 됨

- 마찬가지로 부문 수준의 분석 결과에 따르면, 한 부문의 실질 기업 생산성 산포도의 증가는 배분 효율의 감소를 동반하는 것으로 나타남

○ 그러나 이러한 현상은 일시적

■ 시간이 지나면서 생산성이 빠르게 개선된 기업들은 자본과 노동 투입을 확대할 수 있어 배분 효율성이 다시 개선됨

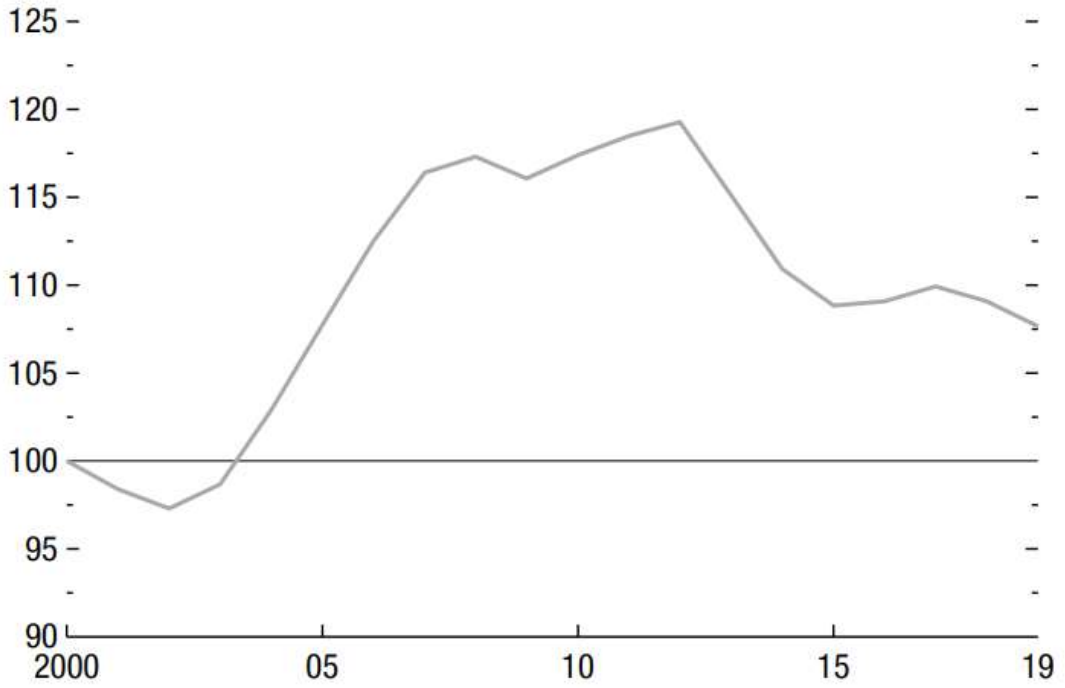
■ 그러나 이러한 회복 속도는 느리게 나타남

- 기업과 부문 데이터 분석 결과, 배분 효율성이 장기적으로 기본 수준(부문별 특성과 국가의 경제 및 제도적 환경에 의해 형성)의 절반으로 돌아오는데 9~11년이 걸리는 것으로 나타남

■ 결과적으로, 부문 수준의 분석 결과에 따르면 일부 국가들에서 진행 중인 구조적 변화와 더불어 최근 기업 생산성 분포 변화가 중기 총요소생산성 성장에 계속 영향을 미칠 가능성이 높음

[그림 Ⅲ-14] 기업 생산성의 산포도(2000~2019년)

(단위: 2000=10, 가중평균)



주: 1. Bils, Klenow, Ruane(2021)에 따르면, 생산성 산포도는 부문 수준에서 설비의 기술적 효율성을 측정하는 지표인 생산기반 총요소생산성의 멱평균(power mean) 대비 기하평균의 비율로 계산됨. 생산성 산포도는 부문 GDP 비율을 사용하여 국가 수준에서 집계됨.
2. 실선은 국제 달러로 환산한 구매력평가(ppp) 기준 GDP를 사용한 표본 국가를 집계한 3년 이동평균을 나타내며, 수치는 2000년 100을 기준으로 함.
3. 표본은 20개국을 포함하였음(AUT, BEL, BGR, CHE, CHN, CZE, DEU, ESP, EST, FRA, ITA, JPN, KOR, POL, PRT, ROU, RUS, SVK, SVN, and USA).
4. 국가 목록은 국제표준화기구(ISO)의 국가 코드를 사용.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 3.14

- **지금까지의 분석은, 경제 전체의 비효율적 자원 배분의 정도는 기업들이 최근 충격에 대한 불완전한 조정을 반영하는 일시적인 요소, 그리고 시장의 효율성과 이를 관리하는 기관의 질을 반영하는 더 오래 지속되는 구조적인 요소 등 두 가지 구성 요소를 가지고 있음을 시사**
  - ■ 기업 수준 분석에 따르면, 측정된 비효율적 배분의 약 1/3은 일시적인 요인, 약 2/3는 구조적 요인에 기인하는 것으로 나타남

- **그림 Ⅲ-15는 구조적 배분 효율성의 한 가지 척도에 대해 광범위한 국가**

간(cross-country) 변동성을 보여주며, 이는 시장 진입과 경쟁, 무역 개방, 금융 접근성, 노동시장의 유연성이 증가함에 따라 상승하는 것으로 나타남

- 시장 효율성과 무역장벽에 대한 지표 중 일부는 2000~2019년 기간 동안 대체로 개선되었으나, 표본에 포함된 일부 국가에서는 악화되었음
- 시장 효율성과 장벽에 대한 일부 지표들은 일부 지표들은 2000년부터 2019년 기간에 대체로 개선되었지만(특히, 무역 및 금융 자유화), 다른 지표들은 표본에 포함된 일부 국가들에서 악화되기도 하였으며, 구조적 정책 변화가 지난 20년간 배분 효율성 감소에 영향을 미쳤다는 체계적인 증거는 발견되지 않았음

○ 그러나 국가 간 구조적 배분 효율성의 차이가 크다는 것은 개혁을 통해 총요소생산성 성장을 높일 수 있는 잠재력이 있다는 것을 시사

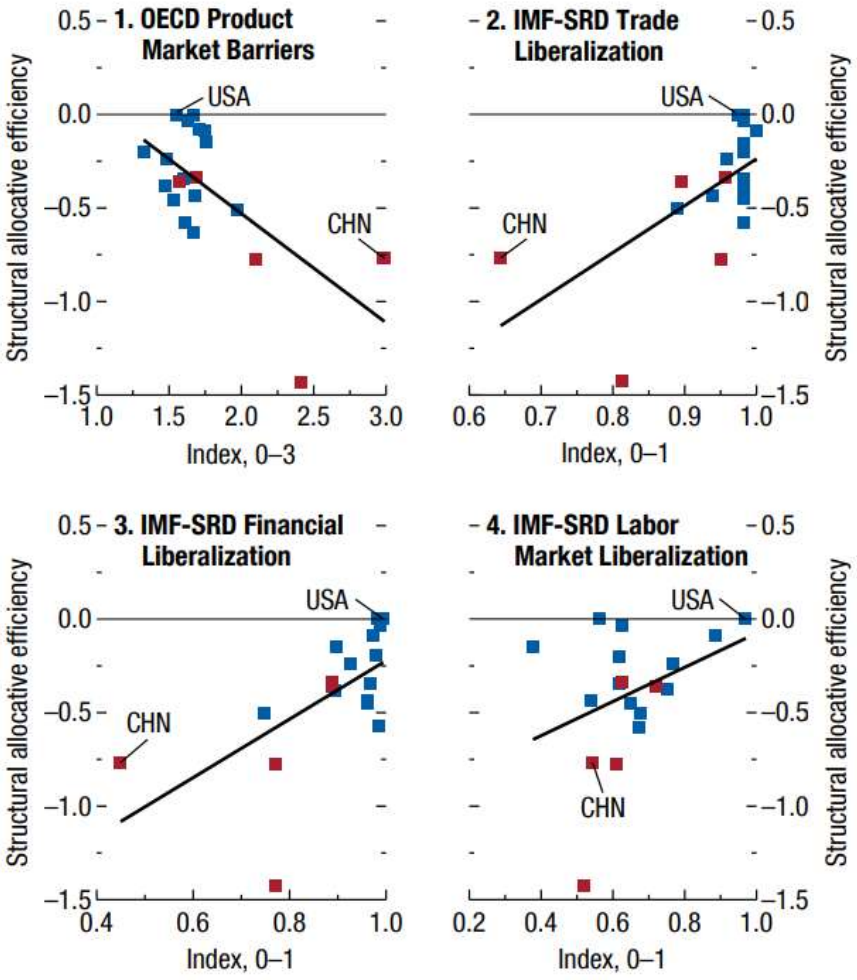
- 20개 국가 표본을 분석한 결과, 현재 미국보다 배분 효율성이 낮은 국가는 구조적 정책 격차를 10년간 15% 줄이면 중기 총요소생산성을 0.7%p 높일 수 있다는 것을 보여줌
  - 이처럼 정책 격차를 좁혔던 사례는 많지 않지만, 전례가 없는 것은 아니며, 야심차면서도 달성 가능한 정책 목표를 나타냄

○ 시장 효율성을 개선하면 기업이 미래의 충격에 더 쉽게 적응할 수 있음

- 기업 데이터 분석에 따르면, 미국은 기업의 생산성 산포도가 증가함에 따라 기업 간 자원 재배치가 빨라져 2000~2019년 사이에 배분 효율성 감소를 피할 수 있었음
  - 이로 인해 대부분의 다른 표본 국가에서 총요소생산성에 지속적으로 부담을 주었던 일시적인 비효율적 자원배분의 증가가 더 빨리 반전되었음

[그림 Ⅲ-15] 국가별 구조적 배분 효율성 및 정책

(단위: 로그 값, 미국 = 0)



주: 1. 국가별 배분 효율성 구조적 요인은 동적 회귀분석의 국가 고정효과를 통해 식별할 수 있음.
2. 표본은 20개국으로 이루어짐(AUT, BEL, BGR, CHE, CHN, CZE, DEU, ESP, EST, FRA, ITA, JPN, KOR, POL, PRT, ROU, RUS, SVK, SVN, and USA).
3. 국가 목록 및 데이터 라벨은 국제표준화기구(ISO)를 따랐으며, AEs는 선진국, EMMIEs는 신흥국 및 중간 소득 국가, IMF-SRD는 IMF 구조 개혁 데이터베이스를 의미.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 3.15

4. 성장의 향후 전망

○ 지금까지 성장의 역사적 추세와 하락 요인들을 분석하는 데 중점을 둠

■ 새로운 호재(tailwinds)와 악재는 추가적으로 향후 성장의 궤도(trajectories)에 영향을 줄 수 있음

○ **본 절에서는 다음과 같은 선도적인(forward-looking) 질문으로 초점을 전환**

■ 중기적인 성장 궤도는 어떻게 되며, 연간 세계 성장이 2000~2019년 기간의 평균인 3.8%로 회복할 수 있을 것인가?

가. 기본 시나리오

○ **본 절에서는 앞 절의 분석을 바탕으로 중기(2030년으로 정의)의 노동, 자본, 총요소생산성 전망을 평가**

■ 특히 경제활동참가율 전망은 코호트 기반 접근법(cohort-based approach)을 사용하며, 노동 공급에 영향을 미치는 생애주기, 세대, 구조적 요인을 고려하였음

- 이는 UN의 인구 전망을 바탕으로 안정적인 고용률을 가정한 잠재적인 경제성장률에 대한 추정치를 제공

■ 자본 성장 전망은 세계 경제전망 보고서의 공공 투자 예측과 본 장의 중기 민간투자율의 추정치를 결합(merge)하였음

■ 마지막으로, 총요소생산성 성장은 다음과 같은 가정하에 전망

- 부문별 배분 효율성이 추정된 장기 수준으로 점진적으로 이동하고 중기에 반감기에 도달

- 한편, 효율적인 총요소생산성 성장(비효율적인 배분을 제외한)은 역사적인 추세를 따름

○ **2030년까지 세계 GDP 성장에 대한 노동 공급의 연간 기여도는 2000~2019년 평균 기여도의 1/4에 불과한 0.2%p로 감소할 것으로 예상**

■ 이는 2030년 잠재 노동 공급의 성장률 전망이 0.3%로 완만하다는 것을 반영(그림 Ⅲ-16)

- 이러한 둔화는 경제활동참가율이 하락하는 것을 반영한 것으로, 경제활동참가율이 하락하면 인구증가가 노동공급에 미치는 효과가 약화됨

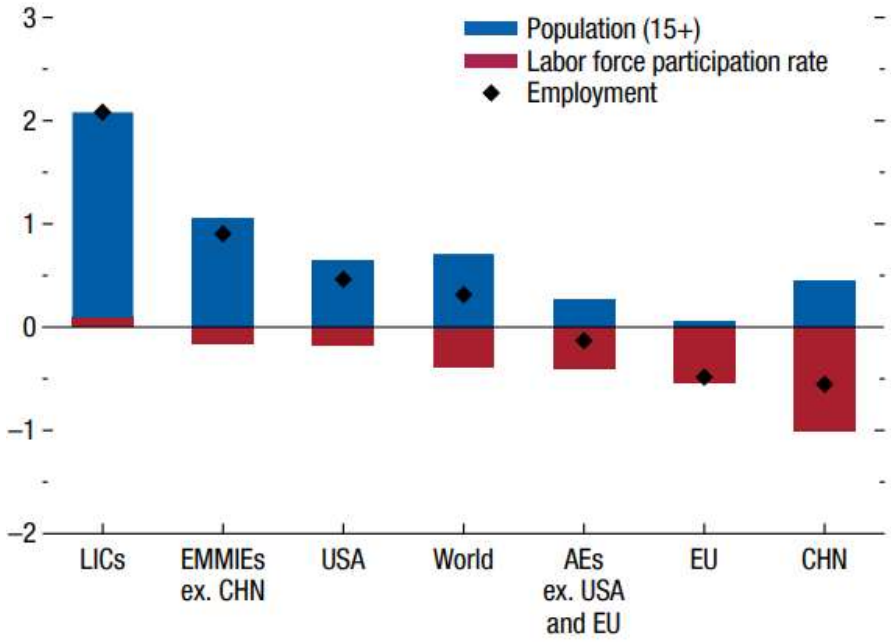
■ 반면, 노동 공급의 추이는 지역별로 큰 차이를 보임

- 저소득 국가들은 노동 공급이 2.1% 증가할 것으로 예상되며, 이러한 노동공급의 증가를 고용으로 전환시키기 위해 일자리 창출의 필요성이 강조되고 있음

- 한편, 중국을 제외한 신흥국들의 노동공급은 0.9%, 미국은 0.5% 증가할 것으로 예상되지만, 경제활동참가율의 급격한 감소로 인해 중국의 경우 노동 공급이 0.6%, 유럽의 경우 0.5% 감소할 것으로 예상됨

[그림 Ⅲ-16] 잠재 고용의 중기 성장 전망

(단위: %)



주: 1. 표본은 140개국으로 구성되며, 경제활동참가율의 추정치는 국제노동기구(ILO)의 83개국 데이터를 사용한 집단(cohort) 모형을 기반으로 하고, 나머지 57개국은 2014-2019년 기간 동안 경제활동참가율의 평균 성장률을 따름.
2. AEs는 선진국, CHN는 중국, EMMIEs는 신흥국 및 중간소득 국가, EU는 유럽연합, LICs는 저소득 국가, USA는 미국, ex.는 제외를 의미함.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 3.16

○ 성장에 대한 자본의 기여도는 2000~2019년 평균인 2.1%p에 비해 1.7%p 수준을 보일 것으로 예상됨

■ 공공 부채가 높은 상태가 지속되면 신흥국 및 개발도상국 전체 자본의 30%를 차지하는 공공 투자에 향후 제약을 줄 가능성이 높아짐

■ 선진국에서는 공공투자가 소폭 증가할 것으로 예상되나, 전체 투자에서 차지하는 비중이 작기 때문에 성장에 미치는 영향은 미미할 것으로 보임

■ 또한, 두 국가 그룹 모두에서 경제 전망이 약화되고 고용 및 총요소생산성 성장이 낮을 것으로 예측됨에 따라 민간 투자율은 낮을 것으로 예상됨

○ 2030년 총요소생산성의 기여도는 2000~2019년 평균 1.0%p보다 낮은 0.9%p를 보일 것으로 예상됨

■ 배분 효율성이 지속적으로 감소하여 총요소생산성 성장률은 다소 둔화될 것으로 예상됨

■ 한편, 기술 발전 속도를 반영하는 효율적인 총요소생산성의 성장은 기본 시나리오에서 장기적인 추세에 따라 둔화될 것으로 예상됨

- 새로운 아이디어 생성의 어려움, 연구인력 고용 증가세 둔화, 학업 성취도의 정체, 느린 추격 과정(catch-up process) 등의 요인들이 작용할 것으로 예상됨

■ 순 효과는 팬데믹 이전 20년의 평균보다 총요소생산성 성장률이 0.1%p 감소

- 그러나 특히 인공지능과 같은 주요 기술 발전은 총요소생산성의 성장을 크게 증가시킬 수 있음

○ 세 가지 요인의 기여도를 합하면, 세계 성장률은 2030년 기본 시나리오에서 2.8%로 전망됨

■ 이는 세계 성장률이 세계전망보고서의 중기 예측(1장을 참고)보다 낮은 수준으로 추가 하락할 수 있다는 것을 시사

- 이는 과거(2000~2019년) 연평균 3.8%에 비해 상당히 둔화된 수치

나. 대안적 시나리오

○ 성장률을 높이거나 새로운 위험을 초래할 수 있는 요인은 무엇인가?

■ 본 절에서는 다양한 시나리오를 기본 중기 성장률 전망과 비교하였음

■ 이 시나리오들은 노동공급과 자원 배분과 관련된 정책변화와 경제 호재와 악재(인공지능의 긍정적인 효과 및 과도한 공공부채와 지리경제학적 분열의 부정적인 효과)의 영향을 평가함

- 정책 시나리오의 실행 가능성을 평가하기 위해 굵직하고 중요한 정책 변화(하지만 전례가 없는 것은 아닌)를 고려하였음

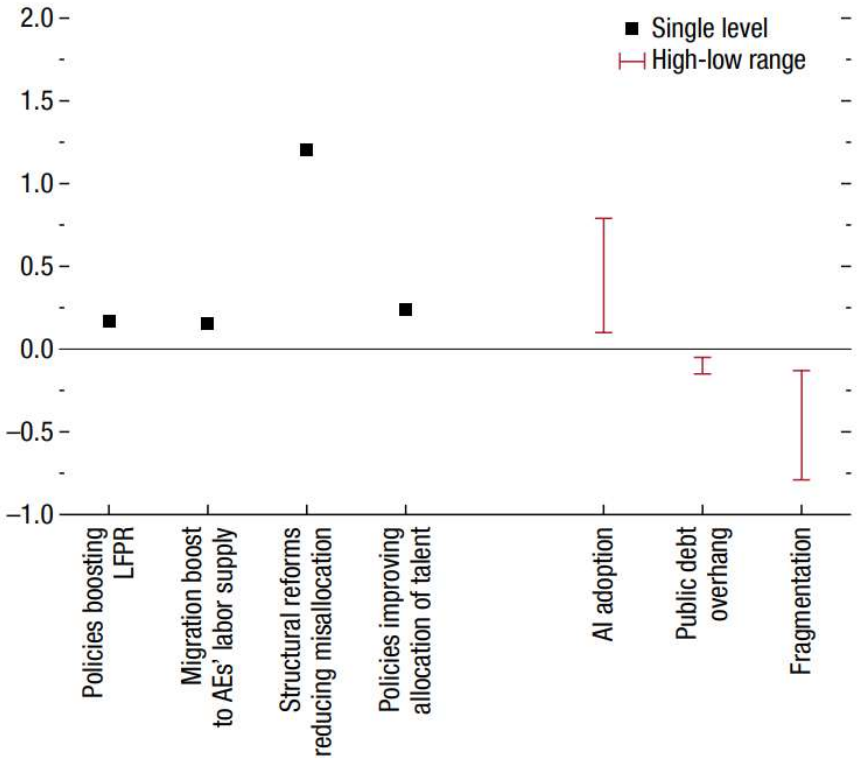
○ 전반적으로 중기 성장 효과는 기준선보다 1.2%p 높거나 0.8%p 낮은 범위에 위치함(그림 Ⅲ-17)

■ 이 시나리오들이 동시에 발생하면 더 큰 효과가 나타날 것임

■ 그러나 추정치의 높은 불확실성을 고려하면 이 수치들은 잠재적인 영향을 나타내는 지표로 보아야 함

[그림 Ⅲ-17] 중기 세계성장에 영향을 미치는 다양한 요인

(단위: 기준선 대비, %p)



주: 1. 중기 성장 영향의 추정치는 기준선(baseline) 전망 대비 수평축에 나열된 각 시나리오(scenario)의 결과를 나타냄.
2. 시나리오에는 정책 개입이 포함되며, 이는 노동력 참여 증가, 이민을 통한 선진국 노동 공급 지원, 자원 배분 개선, 신흥국 및 개발도상국에서의 인재 배치 개선을 목표로 함. 또한, 인공지능이 널리 채택되고, 지속적으로 공공부채 문제가 있고, 지정학적 분열 시나리오도 포함하였음.
3. AEs는 선진국, AI는 인공지능,LFPR은 경제활동참가율을 의미.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 3.17

- **경제활동참가율을 증가시키기 위한 정책: 이 시나리오는 국가들이 경제활동참가율을 3.2%p 증가시키는 것을 가정함**
  - 3.2%p는 모든 국가들이 최선의 정책으로 수렴하는 경우의 경제활동참가율 증가분 중앙값
  - 이러한 경제활동참가율 증가는 노동공급 성장을 약 0.3%p 증가시켜 세계 성장에 16bp 기여할 수 있음
- **이민을 통한 선진국의 노동 공급 증대: 이 시나리오는 이민 노동자들에 대한 노동시장 통합이 강화되고 이민 흐름이 증가하여 2030년 선진국의 노동공급 전망이 1% 증가한다고 가정**
  - 선진국에서는 이민 노동자들이 노동 공백을 채워 선진국 경제를 뒷받침해왔음
  - 이러한 노동공급 증가는 세계 성장을 20bp 증가시킬 수 있음
- **배분 효율성 개선을 위한 구조 개혁: 이전의 논의를 바탕으로, 이 시나리오에서는 국가들이 상품 및 노동시장 정책, 무역 개방성, 금융 심화(financial deepening) 등 분야에서 미국과의 정책 격차를 중기적으로 15% 감소시킨다고 가정**
  - 이러한 구조 개혁은 비효율적인 배분의 부담을 크게 줄이고 총요소생산성의 성장을 0.7%p 향상시켜 투자를 촉진하고 세계 성장을 1.2%p 향상시킬 것으로 예상됨
- **신흥국 및 개발도상국의 인재(talent) 배분 개선**
  - 선진국에서는 남성과 여성의 직업 및 소득 격차가 좁혀지고 있는 반면, 다른 곳에서는 이러한 격차가 여전히 높은 수준을 유지
  - 특히 사회적 규범, 장벽, 차별에 의해 왜곡되지 않고 타고난 재능과 비교우위에 따라 채용을 하여 이러한 격차를 줄이면 생산성을 크게 증가시킬 수 있음
  - 만약 신흥국과 개발도상국의 인재 배분이 지난 수십 년간 미국의 추세를 따른다면, 세계 성장은 0.25%p 증가할 수 있음
- **인공지능 기술**

■ 인공지능 기술은 세계 경제의 많은 측면을 변화시킬 임계점(brink)에 서있음

■ 아직 경제성장에 대한 영향은 매우 불확실하지만, 잠재적으로는 상당할 것으로 예상됨

- 일반적으로 인공지능의 노동 생산성 개선은 노동수요에 미치는 부정적인 효과보다 더 클 것으로 예상됨

■ 인공지능 기술이 얼마나 널리 채택되고 노동자를 대체할지 혹은 보완할지에 따라 중기 세계 성장률에 미치는 영향 추정치는 10~80bp까지 다양함

○ 높은 공공부채의 영향

■ 높은 공공부채 수준이 지속되면 세계 경제성장에 대한 우려가 높아져 잠재적으로 중기 성장률 추정치를 5~15bp 감소시킬 수 있음

■ 세 가지 시나리오에서 성장 결과의 전망을 추정하였음

- 첫 번째 시나리오에서는 공공적자가 안정적으로 유지되면서 부채가 계속 증가하는 상황을, 두 개의 부채 안정화 시나리오에서는 이자상환의 증가가 이전지출 혹은 공공투자 축소로 상쇄되는 상황을 설정

■ 전체적인 영향은 중간정도로 나타남

- 이 시나리오에서는 상당한 부채 감축을 위한 광범위한 재정 건전화(fiscal consolidation) 혹은 공공부채가 성장에 영향을 미치는 추가적인 경로를 가정하지 않고 있기 때문

○ 지리경제학적 파편화(fragmentation)

■ 지리경제학적 경제 블록(blocs)의 출현은 국제 무역과 외국인 직접 투자의 파편화를 초래하여 자본 및 기술 흐름을 크게 감소시키고 성장을 억제할 수 있음(2023년 10월 지역 경제 전망: 아시아 태평양 보고서의 3장을 참고)

■ 2023년 4월 세계 경제전망 보고서에서는 무역장벽 강화의 영향을 분석하는 합리적인 시나리오를 제공

- '미국 연합'과 '중국 연합'이 일명 '프렌드 쇼어링(friend-shoring)'에 참여하여 성장률을 10bp로 낮추는 제한적인 경우부터 모든 지역이 일부 무역을 리쇼어링(reshore)하여 중기 성장률을 잠재적으로 80bp까지 하락시키는 광범위한 시나리오까지 다양

■ 무역 관련 지식의 외부효과(spillovers) 감소 및 생산성 손실로 인해 더 큰 손실이 발생할 수도 있지만, 여기서 수행한 모의분석에서는 이를 고려하지 않음

○ 상기 시나리오의 효과는 과거의 성장률을 회복하려면 상당한 정책적 노력이 필요하며, 가능한 인공지능으로부터 순이익을 얻는 것이 중요하다는 메시지를 강조

■ 비효율적인 배분을 해결하기 위한 구조 개혁은 성장률을 과거 평균으로 회복하는 데 핵심적인 역할을 함

5. 결론 및 정책적 제언

○ 본 장의 분석에 따르면 세계 경제의 실질 성장률 하락과 성장에 대한 기대의 약화는 대체로 지속적인 악재를 반영하는 것으로 나타남

■ 자원의 비효율적인 배분과 효율적인 총요소생산성 성장의 감소로 인해 발생한 총요소생산성의 현저한 둔화가 주요 요인으로 부상

- 주요 국가의 생산가능인구의 감소와 기업의 투자 부진도 영향을 미침

■ 대체로, 여기서 분석된 결과는 중기 세계 성장 예측에 대해 중요한 의미를 내포함

- 적절한 시기에 정책 개입이 없고 새로운 기술의 부양(boosts)이 없다면 중기적으로 세계 성장은 팬데믹 이전의 과거 평균치를 크게 밑돌 것으로 보임

○ 어떤 정책이 성장을 끌어올리는데 도움이 되는가?

■ 본 장의 결과에 따르면 정책 개입은 시장 경쟁, 무역 개방성, 금융 접근성, 노동시장 유연성을 촉진하는 개혁에 초점을 맞춰야 한다고 제안

- 이러한 개혁은 기업 간 자본과 노동의 효율적인 배분을 방해하는 제도적 및 금융적 장벽을 완화하여 총요소생산성 성장률을 크게 촉진할 수 있음

- 이와 같은 개혁은 성장에 상당한 이익을 제공하며, 외부 부문 개혁과 거버넌스 개선을 통해 보완될 수 있음

- 특정 산업에 대한 산업 정책이 잘못 설계되면, 더 생산적인 기업이나 부문으로의 자원 배분을 저해할 수 있음(2024년 4월 재정 모니터 보고서의 개혁을 위한 산업정책 참고)

○ 동시에, 은퇴 개혁과 노동시장 프로그램을 통해 선진국 고령 노동자의 경제활동참가를 촉진하는 조치와 함께 이주 노동자들의 유입과 통합을 촉진하는 정책은 노동 공급에 대한 인구학적 압력을 완화할 수 있음

- 교육 및 보육 지원을 통해 신흥국에서 여성들의 참여를 장려하여 그들의 잠재력을 활용할 수 있음
- 이러한 노력들은 직업 간 최적의 인력 배분을 보장하기 위해 사회적 장벽과 성차별을 줄이는 정책으로 보완되어야 함

○ 특히 저소득 개발도상국에서 중요한 인적 자본 투자는 그들의 인구배당효과를 활용하기 위해 필수적임

- 자본 형성과 관련하여 기업의 높은 부채는 기업 투자를 저해하기 때문에 구조조정 및 파산 메커니즘을 개혁하고 법인세 정책에서 부채 편향을 제거하는 것도 중기 성장을 지원하는 데 도움이 될 수 있음(2022년 4월 세계경제전망보고서 2장 참고)
- 지리경제학적 파편화의 증가로 인한 성장의 부정적인 영향을 완화하기 위해 일방적인 무역 및 산업 정책으로 인한 부작용을 피하는 것이 중요

○ 중기 세계 전망이 암울하기만 한 것은 아님

- 다양한 충격에 대한 회복력과(1장) 인공지능과 같은 새로운 기술의 잠재력은 중기 세계 성장에 변혁을 일으킬 수 있음
  - 이 잠재력을 완전히 활용하려면 국가에서 지식재산권 보호를 포함한 규제 프레임워크를 강화하고, 재분배(redistributive) 및 기타 조정 프로그램을 재검토하여 인공지능의 혜택이 공정하고 폭 넓게 공유되도록 해야 함
- 중기적으로 볼 때, 혁신을 촉진하기 위한 정책은 세계 성장의 미래 경로를 정의하는 데 중요한 역할을 함

Ⅳ 교역의 변화: G20 신흥국의 실질적 파급 효과

1. 서론

○ 지난 20년 동안 G20 10개 신흥국은 선진국에 비해 지속적으로 높은 경제성장률을 기록

- 2000년 이후 세계 GDP에서의 비중이 두 배 이상 증가한 G20 신흥국[2]은 무역과 글로벌 가치 사슬(GVCs)을 통해 세계경제와 더욱 밀접하게 통합됨
- 이러한 통합으로 세계적인 성장과 무역 활성화는 물론 국가 간 경제 다변화를 통해 생산의 변동성을 완화하고, 소득 및 생활수준의 균등화를 촉진하는 데 기여

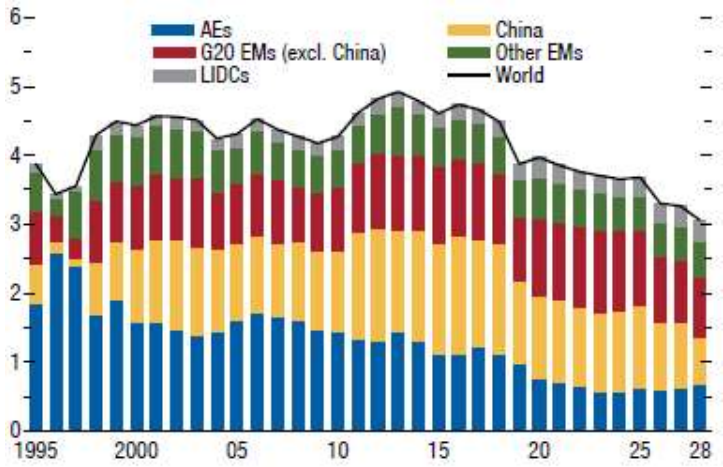
○ 글로벌 금융위기 이후, 전 세계 중기 경제성장률이 1.9%p 하락하였으며, 이 중 약 40%는 중국이 원인

- 팬데믹의 여파와 러시아의 우크라이나 침공 이후 가격 충격으로 G20 신흥국의 중기 경제성장률은 0.8%p 하락하여 3.7%로 전망([그림 Ⅳ-1])

2) 아르헨티나, 브라질, 중국, 인도, 인도네시아, 멕시코, 러시아, 사우디아라비아, 남아프리카공화국, 터키 10개 국가

[그림 Ⅳ-1] 향후 5년간 GDP 성장 전망

(단위: %)



주: 1. 실질 GDP 성장률을 의미, 가로축은 연도를 나타내며, 2028년 예측은 2023년 4월 IMF WEO의 전망치
2. AEs=선진국, EMs=신흥국, excl.=제외, G20 EMs=아르헨티나, 브라질, 중국, 인도, 인도네시아, 멕시코, 러시아, 사우디아라비아, 남아프리카공화국, 터키를 포함, LIDCs=저소득 개발도상국

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 4.1

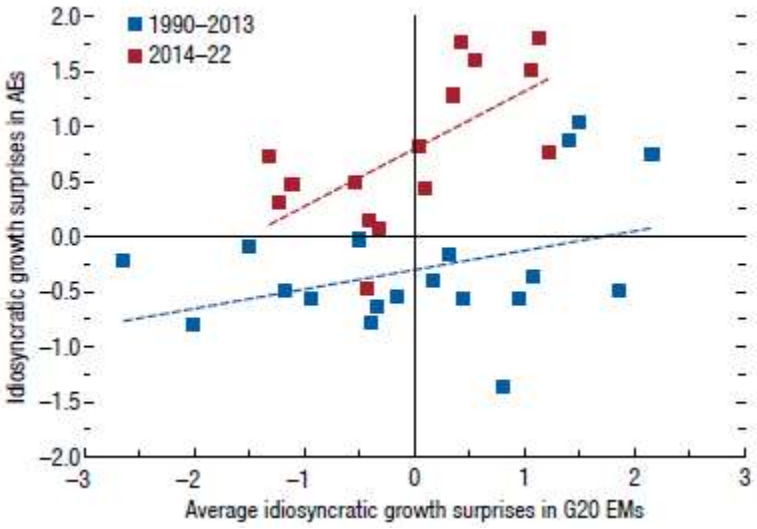
○ G20 신흥국의 경제 성장 둔화 전망이 다른 신흥국 및 개발도상국의 성장과 발전을 저해할 위험이 있음

■ 지난 10년간 선진국과 G20 신흥국 사이의 경제성장 전망과 실제 성장률 간의 격차가 확대되었고 세계적인 파급 효과가 발생할 가능성이 증가([그림 Ⅳ-2])

■ 국가별 차이에도 불구하고 신흥국이 세계적인 파급 효과의 명확한 원천으로 부상하고 있다는 증거가 증가하고 있음

[그림 Ⅳ-2] 선진국과 G20 신흥국 간의 경제성장 전망과 실제 성장률의 상관관계

(단위: %)



주: 1. Growth surprises는 $GS_{it} = Growth_{it}^{Act} - Growth_{it}^{Proj}$-1로 정의, 경제성장 전망과 실제 성장률의 차이($\widehat{Y_{it}}$)는 $GS_{it} = \tau_t + \vartheta_i + \gamma_{it}$로 정의, τ_t와 θ_i는 각각 연도와 국가고정효과
2. AEs=선진국, EMs=신흥국, WEO=세계경제전망을 의미
출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 4.2

○ G20 신흥국의 세계경제에 대한 파급 효과는 단기 및 장기적으로 정책입안자들에게 중요한 문제와 질문을 제기함

- G20 신흥국의 영향력 확대를 고려할 때, 세계적 변수에 어느 정도 영향을 미칠 수 있는지 분석
- 단기적으로 G20 신흥국의 전반적인 성장 파급 효과의 규모와 차이점을 평가하고, 선진국의 파급 효과와 비교 분석함
  - 파급 효과가 가장 큰 국가는 어느 나라인지, 이 파급 효과는 전 세계적인 수준인지, 아니면 지역적인 영향인지 조사
- 장기적으로 G20 신흥국의 국내 충격이 무역과 공급망을 통해 전파되어 국가, 부문, 기업 간의 활동을 재배분하는지 분석, 이러한 경로가 최근 몇 년 동안 강화되었는지 평가

○ 제4장은 네 부분으로 구성되어 있음

- 2014년 IMF의 파급 효과 보고서(“The 2014 Spillover Report”) 제3장 결과를 바탕으로 G20 신흥국의 원자재, 투자, 금융 흐름, 무역 등 세계경제 내에서의 중요한 역할을 검토

- 개별 G20 신흥국에서 수요 및 공급 충격에 따른 종합적 성장 파급 효과에 대해 단기적 관점에서 실증적으로 평가

- 무역 및 원자재 부문 대비 금융 통합이 느리게 진행되는 추세를 고려하여, G20 신흥국의 중장기적 파급 효과를 글로벌 가치 사슬(GVCs)을 포함한 무역 및 원자재 부문을 통한 경로를 통해 분석

  - (단기 및 중기 분석) G20 신흥국의 국내 성장 변동이 연계 기업 매출에 미치는 영향을 기업 수준 데이터로 평가하며, 기업의 G20 신흥국 제품에 대한 수요 의존도(output linkages)와 중간재 사용(input linkages) 강도에 따라 충격 확산 경로를 개별적으로 분석

  - (장기 추세 및 변화분석) 다양한 균제 상태(steady-state) 시나리오에서 부문 및 국가 간 생산 재배분을 추적할 수 있는 다 국가 다 부문 투입-산출 모델[3]을 활용, G20 신흥국의 생산성 충격의 장기적 패턴과 그 변화를 분석

    - 각 시나리오는 글로벌 가치사슬 또는 국가 내에 강하게 통합된 특정 부문(예를 들어, 중국의 건설부문)으로부터 발생한 충격의 영향을 국가 간 추적하도록 설계되어, 장기적인 국경 간 파급효과를 이해하는 데 도움을 줌

- 중국의 낮은 경제성장 전망을 고려하여 중국 외 다른 G20 신흥국의 긍정적인 경제성장 서프라이즈 및 그 파급 효과가 세계 성장을 지원하는 데 도움을 줄 수 있는지 모델 기반 시뮬레이션을 통해 평가

○ 주요 결론은 다음과 같음

- G20 신흥국은 세계경제 활동에서 점차 중요한 역할을 담당하고 있음

  - 2000년대 초반 이후, 이들 국가의 세계 무역 및 투자 활동이 거의 두 배로 증가했으며, 지속적으로 세계 금융 통합이 강화되고 있음

  - G20 신흥국의 소비자와 기업들은 세계 수요에서 점점 더 큰 비중을 차지하고 있으며,

3) multicountry, multisector input-output network model

중국, 인도, 러시아 등의 기업들은 전 세계적으로 중요한 원자재 공급자 역할을 담당

- 녹색 전환에 필수적인 상품을 생산하는 대표적인 국가로는 아르헨티나(리튬)와 인도네시아(니켈)가 있음

- 중국이 많은 부분에서 이러한 추세를 주도하고 있지만 다른 G20 신흥국 또한 다양한 방면에서 중요한 역할을 수행하고 있음

■ G20 신흥국의 강화된 통합은 선진국과 경제적 특성이 점차 유사해지고 있음을 나타내며, 세계 경제 충격에 능동적으로 대응하고 있다는 것을 의미

- G20 신흥국의 생산 변동성은 주로 국내 요인에 의해 주도되어 안정화되고 있으며, 일부 국가들은 글로벌 가격에도 영향력을 행사하고 있음

- G20 신흥국의 성장 파급 효과는 증가하였으며, 이는 선진국 GDP 변동의 약 5%를 설명할 수 있음

  - 일부 G20 신흥국에서 발생하는 성장 파급 효과는 선진국과 유사한 수준

  - 파급 효과가 가장 큰 국가는 중국으로, 중국의 국내 경제 충격의 영향은 다른 신흥국의 GDP 변동의 약 10%를 설명 가능

  - 러시아는 중동과 유럽에서, 멕시코는 라틴아메리카에서 지역적 파급 효과를 나타내고 있음

■ G20 신흥국의 국내 경제 충격이 글로벌 가치 사슬(GVCs)을 통해 확산되면서 일부 기업들은 부문 간 재배분으로 이득을 보고 다른 기업들은 손실을 경험

- G20 신흥국에서 예상치 못한 경제성장이 발생한 경우, G20 신흥국(예를 들어 중국과 인도)에 대한 수요 의존도가 높은 기업들 특히 신흥시장에 위치한 기업의 경우 타 기업 대비 더 빠른 수익 성장을 경험

- 반면 G20 신흥국으로부터 원자재를 대량 수입하는 기업들은 경제적 파급 효과가 부정적으로 나타남

- 중국과 멕시코와 같은 G20 신흥국의 예상치 못한 성장은 경쟁적 제조 활동을 촉진할 수 있으며, 이로 인해 무역 상대국의 기존 경제활동이 대체될 가능성이 있음

■ 장기적으로 G20 신흥국의 부정적인 생산성 충격은 글로벌 가치사슬을 통해 전 세계적으로 확산되어 부정적인 파급 효과를 일으키는 한편, 일부 국가 및 부문에는 긍정적인 영향을 끼치는 것으로 나타남

- 모든 G20 신흥국의 생산성 증가 둔화 시나리오에서 아시아가 가장 크게 영향을 받는 지역으로 나타나며, 이는 주로 중국과의 밀접한 경제적 관계 때문

- 글로벌 가치사슬에 집중된 부문 위주로 생산성 충격이 발생하는 시나리오에서는 아시아의 대부분 부문이 위축되나 일부 제조 부문은 G20 신흥국의 공급 감소를 성장의 기회로 활용하여 확장

- 고용측면에서 G20 신흥국의 긍정적 충격은 일부 산업에서는 일자리 감소를 초래하지만 글로벌 가치 사슬을 통한 연결 고리는 상호보완적 효과를 발휘하여 새로운 일자리 기회도 창출

- 2000년 전 후 글로벌 가치사슬 통합의 증가에 따라 G20 신흥국의 파급 효과가 크게 증가했다는 것을 보여줌

■ 앞으로, 중국을 제외한 G20 신흥국의 경제 성장 가속이 나타나면 선진국, 다른 신흥국 및 개발도상국들에 파급 효과를 미칠 수 있으며, 이는 전 세계적인 성장을 지원

○ 중국 뿐 아니라 G20 신흥 시장들이 하나의 그룹으로서 글로벌 및 지역적 파급 효과의 중요한 원천으로 부상하고 있으며, 이 경제들이 금융과 무역에 더욱 통합됨에 따라 이러한 파급 효과는 계속해서 증가할 것으로 예상

■ 정책 입안자들은 G20 신흥국의 경제성장 둔화가 자국의 기업과 산업에 미칠 영향을 명확히 인식하는 것이 중요

■ 경제적으로 밀접한 관계에 있는 국가들은 부정적 충격과 외부 위험에 대처하기 위해 적절한 정책 조치와 안전장치 구축이 필요

- 특히 무역 및 글로벌 가치 사슬과 긴밀히 연계된 국가들은 생산 및 자원 활용의 다양화를 추진해야 함

- 또한 국내 정책을 활용하여 생산 요소의 대규모 유출을 막고 효율적인 자원 재배분을 도모하는 것이 중요

2. 세계경제에서 G20 신흥국의 역할

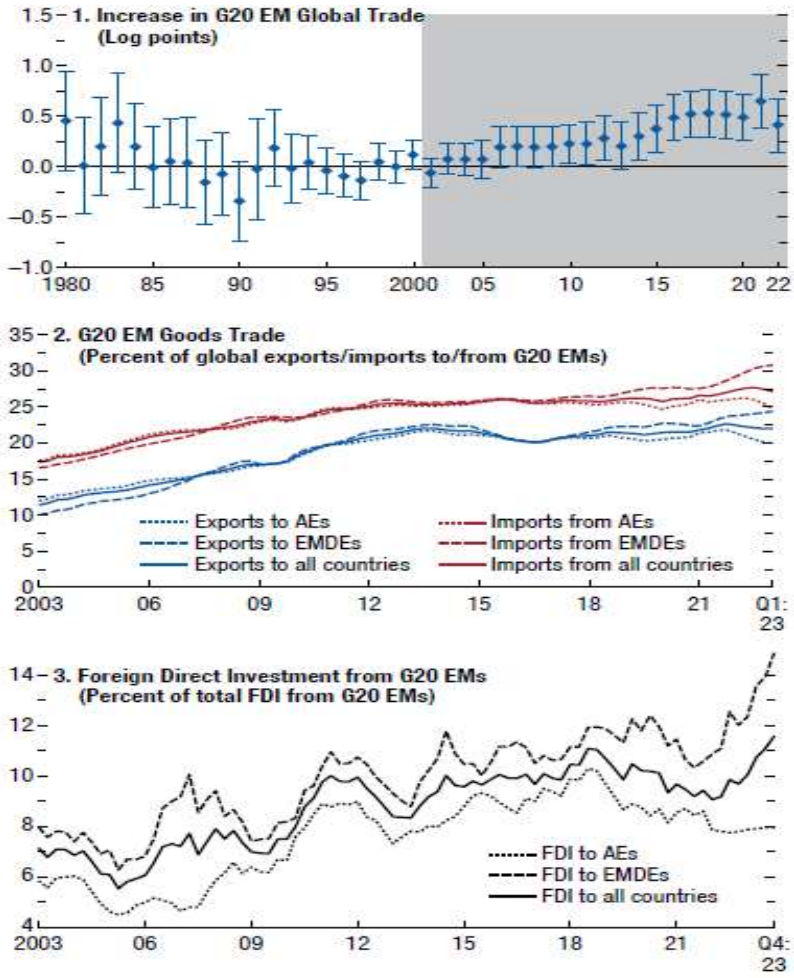
○ 중국의 2001년 12월 세계무역기구(WTO)가입은 G20 신흥국이 세계경제에 통합되는 결정적인 전환점이 되었음

- 중국의 WTO 가입 이후 G20 신흥국의 세계 무역 내 비중은 다른 국가들 간의 무역 성장률보다 2/3 더 빠르게 증가([그림 Ⅳ-3]의 패널 1)했으며, 이는 세계 무역 확대 및 경제 다각화에 기여
- 또한 중국의 WTO 가입 이후 20년 동안 신흥국의 상품 무역 비중은 두 배로 증가([그림 Ⅳ-3]의 패널 2)했고, 해외직접투자(FDI)는 2005년 6%에서 팬데믹 직전 10%로 증가([그림 Ⅳ-3]의 패널 3)

○ 2018년 이후 선진국과 기타 신흥국 및 개발도상국의 무역 및 투자 유입에 차이가 나타나고 있음

- 선진국의 무역 및 투자의 유입이 세계 평균보다 감소하는 추세를 보인 반면 신흥국 및 개발도상국으로의 유입은 가속화되고 있음
  - 부분적으로 중국의 '일대일로' 프로젝트(the Belt and Road Initiative)의 영향에 기인
- 미중 무역 긴장이 시작되면서 발생한 차이는 지정학적 긴장이 증가하면서 더욱 커짐
- 주요 국가들은 프렌드 쇼어링(friend-shoring)과 근거리 아웃소싱(near-shoring) 전략을 통해 무역 및 투자유입을 위해 노력

[그림 Ⅳ-3] G20 신흥국의 무역 및 투자에서의 확장된 역할



주: 1. 패널 1은 양자 간 상품 무역의 로그가 종속변수인 표준 중력 무역 모델(standard gravity trade model)을 사용, 국가 간(country pair), 원산지와 연도, 목적지와 연도 고정효과를 포함하고 기준연도는 2001년
2. 패널 3은 FDI 프로젝트의 수를 사용
3. AEs=선진국, EMs=신흥국, EMDEs=신흥 및 개발도상국, FDI=해외직접투자를 의미

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 4.3

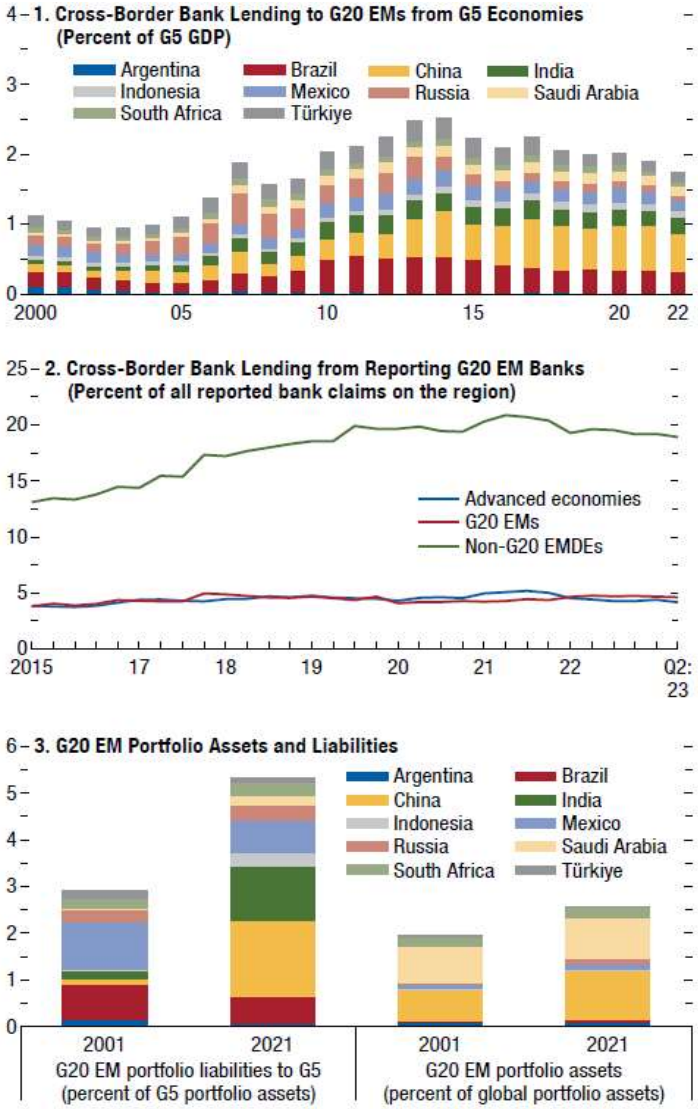
○ 무역에 비해 그 규모가 작기는 하지만, G20 신흥국의 세계 무역 활동 참여가 확대되는 것과 같이 은행 거래와 포트폴리오 거래를 통해 금융통합이 강화되고 있음

- 2000년대 초 이후 G5 주요국(프랑스, 독일, 일본, 영국, 미국)에서 G20 신흥국으로의 은행 대출은 거의 두 배로 증가하여, 2014년에는 이들 국가의 GDP 대비 2.5%를 초과
  - 이 증가는 주로 중국에의 대출에 기인하며, 다음으로 브라질과 인도로의 대출도 기여([그림 Ⅳ-4]의 패널 1)
- G20 신흥국과의 상품 무역은 G5 국가 전체 GDP 중 8.1%를 차지하지만 G20 신흥국에 본사를 둔 은행의 선진국 대출은 상대적으로 적음
- 반면, 다른 신흥 및 개발도상국에 대한 대출은 전체 국경 간 은행 거래의 약 20%를 차지
  - 이는 중국 은행의 부상과 남남협력(South-to-South flows)[4][5] 증가를 나타냄([그림 Ⅳ-4]의 패널 2)
- G20 신흥국의 G5 경제국에 대한 채무 비율은 2001년 2.9%에서 2021년 5.3%로 증가하였으며, 이는 G20 신흥국 전체 포트폴리오 채무금액에서 차지하는 비율을 나타내며, 2021년 G5 국가 GDP의 4.6%에 해당([그림 Ⅳ-4]의 패널 3)
  - 채무 비중이 높은 국가는 중국, 인도, 멕시코, 브라질 순으로 나타남

4) UN은 남남협력(South-South cooperation)을 두개 이상의 개도국이 지식·기술·재원·노하우를 교환하거나 지역협력을 추진하여 각국 또는 공동의 역량개발을 추구하는 활동으로 정의하고 있으며, 문맥상 South-to-South flows도 남남협력으로 해석하여 작성

5) UN Digital Library, https://digitallibrary.un.org/record/826679?v=pdf, 검색일자: 2024.05.13.

[그림 Ⅳ-4] G20 신흥국의 금융 통합

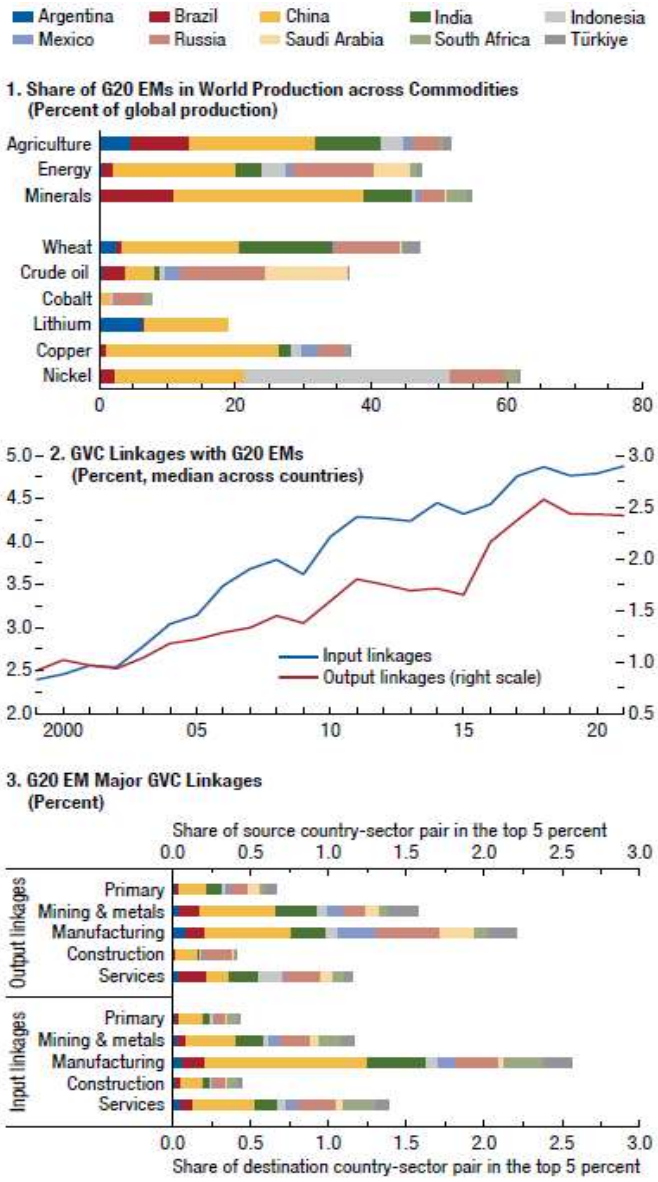


주: 1. G5=프랑스, 독일, 일본, 영국, 미국, EMs=신흥국, EMDEs= 신흥 및 개발도상국
출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 4.4

- **G20 신흥국은 글로벌 시장의 중요한 원자재 생산자로서 중요한 역할을 하고 있으며, 2000년 이후 이들 국가의 급격한 성장에 따른 에너지, 식품, 금속 등의 소비 증가로 인해 원자재 수요에서도 중요한 위치를 차지([그림 Ⅳ-5]의 패널 1)**
  - 중국, 러시아, 사우디아라비아는 석유 및 에너지 공급국이고, 브라질은 농업 및 광물의 주요 생산국임
  - 아르헨티나와 인도네시아는 각각 리튬과 니켈과 같은 녹색 전환에 필수적인 광물을 생산하고 있음
  - 원자재에 대한 수요가 증가함에 따라 G20 신흥국의 공급망은 더욱 통합되어 세계적인 원자재 가격 변동성에 큰 영향을 미칠 것으로 예상

- **G20 신흥국은 제조 제품에 대한 수요(output linkages)와 다른 국가들로의 원자재 공급(input linkages)을 통해 글로벌 가치 사슬의 초기 및 최종 단계에서 활동을 확대**
  - 2000년부터 2021년까지 많은 국가들이 G20 신흥국으로부터의 원자재 공급을 두 배로 증가시켰고 G20 신흥국의 최종 제품에 대한 수요는 두 배 이상 증가([그림 Ⅳ-5]의 패널 2)
  - 교통과 정보통신비용 감소, 기술 발전, 무역 및 자본 흐름 규제의 완화 등이 G20 신흥국의 무역과 글로벌 가치사슬 통합을 가속화
  - 제조업과 광업 부문은 경제적 연계성이 높은 상위 5% 부문에 포함되며, 중국은 세계 최대의 제조업 생산력을 보유하고 있지만 외부 시장의 수요에 여전히 크게 의존([그림 Ⅳ-5]의 패널 3)
    - 인도는 제조업의 빠른 성장을 통해, 러시아는 에너지 원자재 공급으로 각각 경제적 연계성을 강화하고 있음

[그림 Ⅳ-5] G20 신흥국의 글로벌 가치사슬 및 상품시장에서의 존재감과 그 파급효과



주: 1. 패널 2에서는 G20 신흥국의 소비자 및 기업이 전 세계에서 차지하는 수요 비율로 생산량 연관관계를 정의하고, G20 신흥국의 산업이 제공하는 전체 입력을 기반으로 입력 연관관계(input linkages)를 정의, 이러한 생산량 연관관계(output linkages)는 국가-연도 수준에서 계산
2. 패널 3에서는 1999년부터 2021년까지 원산지 국가-부문, 목적지 국가-부문에 대해 생산량 및 입력 연관관계를 계산, 차트는 연관관계의 상위 5%가 부문 및 국가에 걸쳐서 어떻게 분포되어 있는지를 나타냄
3. EMs=신흥국, GVC=글로벌 가치 사슬

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 4.5

가. G20 신흥국은 어떻게 변화했나?

○ **G20 신흥국의 다양화, 세계 경제에의 통합, 정책 프레임워크 강화로 인해 해당 국가들의 거시경제 변동성과 외부충격에 대한 취약성 또한 변화**

■ G20 신흥국의 GDP 성장률은 변동성이 감소하며 선진국 수준으로 수렴([그림 Ⅳ-6],패널 1)

■ 지난 20년간 외부 충격이 G20 신흥국의 GDP 성장에 미치는 영향은 감소

- 세계금융위기 이전에는 G20 신흥국의 GDP 성장의 약 50%가 외부충격에 의한 것이었으나, 위기 이후에는 약 3분의 1 수준으로 감소([그림 Ⅳ-6],패널 2)

○ **그러나 핵심적인 질문은 G20 신흥국에서 발생하는 국내 충격이 전 세계적으로 어느 정도 영향을 미칠 수 있는지에 관한 것**

■ "소규모 개방 경제 테스트(small open economy test)"를 사용하여 G20 신흥국의 국내 경제 변동성이 농업, 에너지, 금속 원자재의 실질가격, 세계금융지표[6] 등 세계경제지표에 어떠한 영향을 미칠 수 있는지 분석

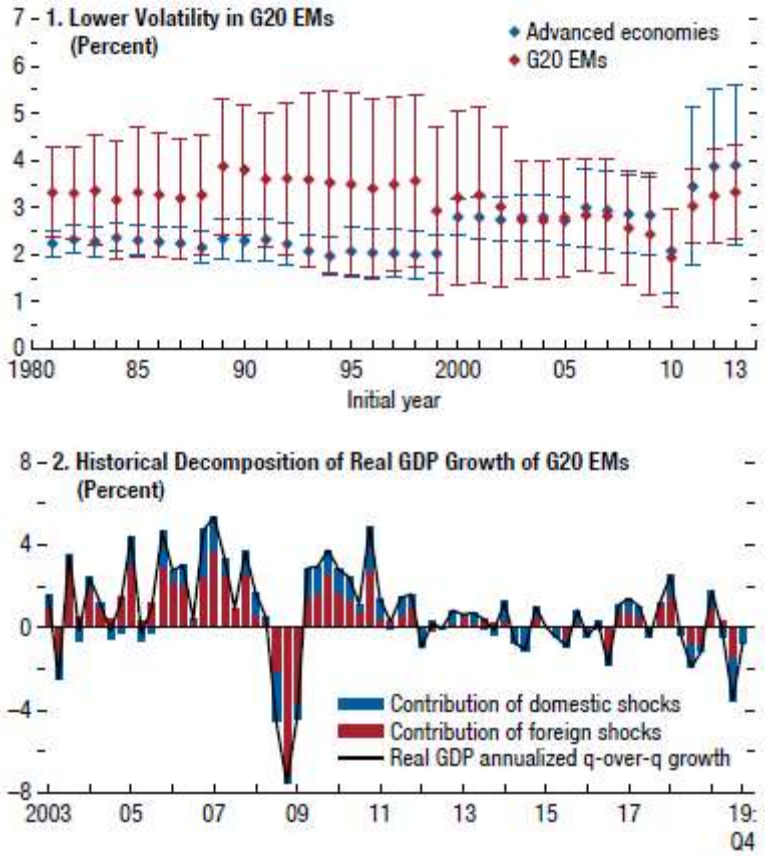
■ 모든 G20 신흥국의 경기 변동성이 점차 중요해지면서 글로벌 금융위기 이후 최소 한 가지 이상의 세계경제지표에 영향을 미침

- 중국의 국내 충격은 모든 세계경제지표에 영향을 미친 것으로 나타남

6) 미국 단기 이자율, 미국 10년 만기 실질이자율, 달러지수 또는 미국 투자등급 기업채권 스프레드 등

[그림 Ⅳ-6] G20 신흥국의 거시경제 변동성 및 외부충격 민감도 감소

(단위: %)



주: 1. 패널 1의 각 국가별 실질 GDP 성장 변동성은 x축에 표시된 연도부터 10년 동안 실질 GDP 성장률 표준편차로 계산, 예를 들어 2000년의 값은 2000년부터 2009년까지의 변동성을 나타냄, 따라서 차트는 선진국과 G20 신흥국의 실질 GDP 성장 변동성 평균을 보여줌
2. 패널 2에서 각 G20 신흥국가별 국내 충격의 기여도는 해당 국가의 구조적 벡터 자기회귀 모델에서 추정된 종합 수요 및 공급 충격의 합계를 가중 평균하여 산출, 해외 충격 기여도는 계산된 잔차에 의해 결정
3. EMs=신흥국, q-over-q=분기 대비 분기

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 4.6

3. 단기 총 파급 효과

○ 일부 G20 신흥국이 대규모 경제로 인식될 수 있다면, 이들의 수요 및 공급 충격은 국내외에 상당한 영향을 미칠 가능성이 있음

- G20 신흥국의 세계경제에 대한 영향력을 분석하기 위해 2001년부터 2023년까지 구조적 및 글로벌 벡터 자기회귀 모델을 활용하여 3년 동안의 세계 및 지역적 파급효과를 측정
- 분석 결과에 따르면 중국의 국내 충격은 다른 신흥국과 선진국의 경제성장에 미치는 파급효과가 G20 신흥국보다 현저히 크게 증가하는 추세
  - 중국의 1% 수요(공급) 충격은 3년 후 다른 신흥국의 성장을 약 0.3%p(0.15%p) 증가시키는 반면 선진국에는 그보다 적은 영향을 미침
  - 그러나 G20 신흥국에서 시작된 충격은 선진국뿐만 아니라 다른 G20 국가에도 확산되어 상당한 지역적 파급효과를 발생시킬 수 있음

○ 2000년 이후 중국의 파급효과는 급격히 증가

- 중국 국내 경제충격은 3년 뒤 선진국 경제 생산변동성에 약 5%, 다른 신흥국에 10% 이상의 영향을 미치는 것으로 나타남
- 중국이 신흥국에 미치는 경제성장 파급효과는 미국과 유사한 수준
- G20 신흥국가의 수요 및 공급 충격은 다른 국가들의 GDP 변동성에 4% 미만의 영향을 미치며, 원자재 가격에 대한 영향도 제한적([그림 Ⅳ-7] 패널 1)
  - 브라질, 인도, 멕시코의 영향은 증가한 반면 러시아의 영향은 감소
- 중국의 GDP가 1%p가 증가하면 1년 후 원자재 가격을 약 10% 상승시키고, 3년 후에는 약 5% 상승효과를 나타냄
  - 이는 미국의 수요충격과 비슷한 수준
- 그러나 G20 신흥국의 충격은 원자재 가격에 유의미한 파급효과는 없는 것으로 나타남([그림 Ⅳ-7] 패널 2)

○ 2010년 중반까지 G20 신흥국으로부터의 파급효과는 주로 중국의 수요 충격에 기인

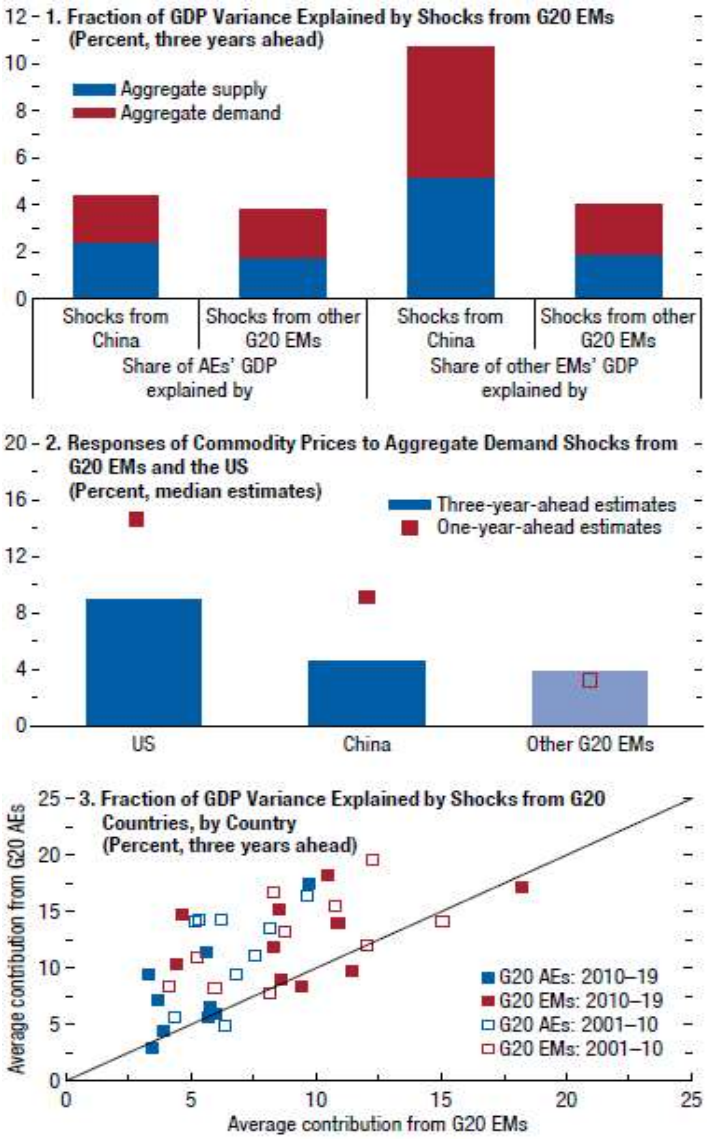
- 중국의 수요 충격은 주로 정부의 공공 투자와 부동산 호황에 따른 원자재 수입 증가 등과 같은 복합적인 정책 조치에서 발생
- 중국의 공급 충격은 세계무역기구(WTO) 가입 이후 생산능력 향상, 수출 증가, 글로벌 가치사슬 강화 그리고 최근 생산성 둔화와 노동력 감소와 관련이 있음

○ 중국이 아닌 다른 G20 신흥국들도 국내 경제충격을 전 세계 및 지역적 수준으로 파급하는데 중요한 역할을 할 수 있음

- G20 국가 표본 내에서, 2000년대에서 2010년대 사이 기간에 G20 신흥국의 생산 변동성에 대한 상대적 기여도는 G20 선진국 대비 더 빠르게 증가
- 그 결과, 더 많은 국가들에서 G20 선진국과 신흥국(중국과 미국을 제외)으로부터의 파급효과의 크기가 비슷하게 평가되고 있음([그림 Ⅳ-7] 패널 3)
- 대부분의 국가는 선진국의 경제충격에 주로 노출되어 있지만, 일부 국가는 신흥국의 충격에 더 크게 영향을 받고 있음

[그림 Ⅳ-7] G20 국가들의 파급효과

(단위: %, 3년 전망)



주: 1. 패널 1은 G20 신흥국(중국 제외한 나머지 국가의 평균)의 국내 종합 수요 및 공급 충격이 다른 국가의 GDP에 미치는 영향을 3년 분산의 중앙값 추정치의 가중 평균을 나타냄
2. 패널 2는 중국, 미국 그리고 G20 신흥국으로부터의 전체적인 수요 충격이 원자재 가격에 미치는 영향을 나타내며, 추정치는 통계적으로 유의미한 차이가 없음
3. 패널 3 파란색(빨간색)사각형은 G20 선진국(신흥국)의 GDP에서 3년 후 분산을 설명하는 전체적인 수요 및 공급 충격의 평균을 의미, 미국과 중국을 제외한 G20국가를 분석
4. AEs=선진국, EMs=신흥국

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 4.7

○ 지역 파급효과의 경우, 중국의 파급효과는 지역 내 무역 통합이 높은 아시아에서 특히 강하게 나타나며 라틴아메리카에서도 강하지만 그 정도는 더 낮음([그림 Ⅳ-8])

■ 러시아와 터키는 유럽 및 중앙아시아에 지역적 파급효과를 미치고 있으며, 브라질과 멕시코의 국내 공급측면의 충격은 라틴아메리카의 무역 및 원자재 부문에 영향을 미침

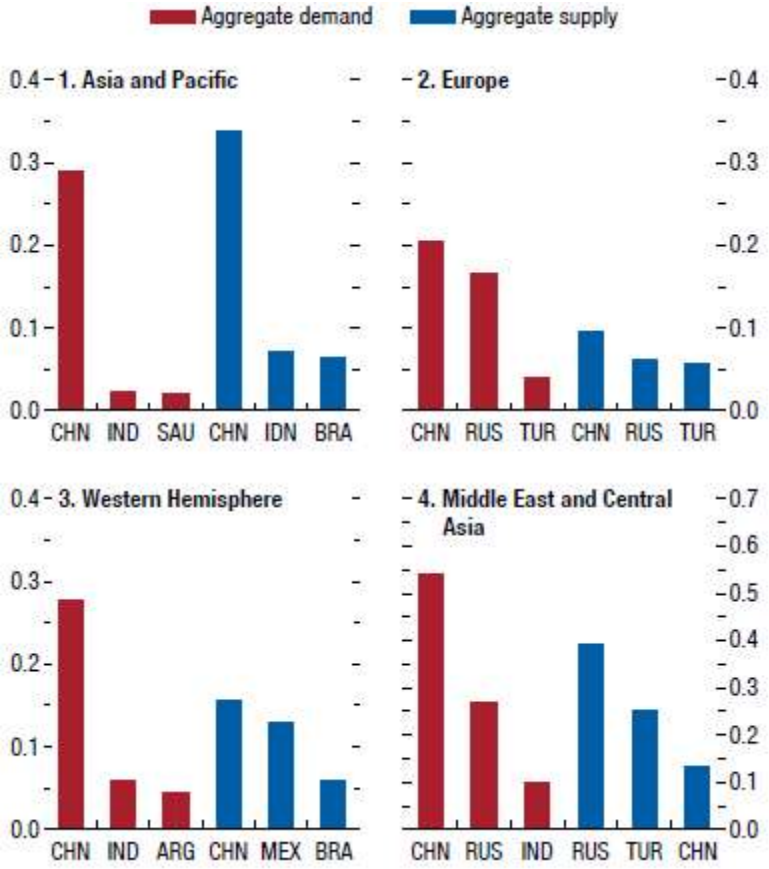
- 러시아의 우크라이나 침공 이후, 러시아의 지역적 파급효과는 에너지 가격 상승과 세계 곡물시장의 혼란을 통해 명확하게 드러남

■ 큰 신흥 시장들(특히 중국)에서 발생하는 충격은 사하라이남 아프리카 국가들(보다 일반적으로, 저소득 국가들)에 유의미한 국경 간 영향을 미침

- 이러한 국가들은 원자재 및 수요 경로를 통해 신흥국들의 충격에 노출

[그림 Ⅳ-8] 지역별 G20 신흥국의 경제성장 파급효과

(단위: %, 3년 전망)



주: 1. G20 신흥국 1%의 긍정적인 국내 종합 수요 및 공급 충격이 다른 국가의 GDP에 미치는 3년간 누적 파급효과를 보여줌
2. 각 패널은 파급효과가 가장 큰 상위 세 국가를 나타내고 충격 반응에 대한 구매력 평가(ppp) 기준의 GDP 가중치 사용하여 국가 간 비교, 신뢰수준 68% 유의미
3. 국제표준화기구(ISO)의 국가코드를 사용, EMs=신흥국

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 4.8

4. 무역 및 글로벌 가치사슬에서의 파급 효과

○ **이번 절에서는, 상호보완적인 두 가지 접근 방식을 활용하여 무역 경로(글로벌 가치사슬(GVCs)을 포함)를 통한 G20 신흥국으로부터의 충격 전달 및 부문 및 기업 간 활동 재배분을 살펴봄**

- 기업 수준의 데이터와 투입-산출표를 활용하여 기업들의 투입 및 산출 연관성의 부문별 차이에 따라 G20 신흥국의 예상치 못한 경제성장이 중기적으로 기업 매출에 미치는 영향을 분석
- 투입-산출 데이터를 활용한 정량 무역 모델을 이용하여 다양한 균제 상태(steady-state) 시나리오에서 섹터별 총요소생산성(TFP) 충격의 파급효과를 분석
  - 이러한 부문별 충격은 공급망을 통해 세계경제 변동성에 큰 영향을 미침

가. 기업 수준의 글로벌 파급 효과

○ **G20 신흥국의 예상하지 못한 경제 성장은 수요에 민감한 다른 신흥국의 기업 매출에 큰 긍정적 영향을 미침**

- G20 신흥국의 GDP가 예상치를 벗어나 1% 증가할 경우, 기업의 매출은 1년 후 약 0.5%p 증가하며, 이 증가 효과는 5년 후에도 초기의 50% 수준을 유지([그림 Ⅳ-9], 패널 1)
- 이는 G20 선진국에서의 예상치 못한 경제성장 파급효과 영향의 약 50%에 해당

○ **이러한 결과는 선진국과 신흥국에 본사를 둔 모든 기업에 대해 성립하지만 신흥국에 본사를 둔 기업들의 매출에 더 큰 영향이 발생**

- 반응성이 높은 기업은 5년 후 매출성장률이 0.8%p 더 높게 나타나며, G20 신흥국에 대한 수요 의존도 증가에 따라 파급효과도 증가([그림 Ⅳ-9], 패널 2)
- 중국의 상품 및 원자재 수요 증가가 여러 지역의 기업 수출을 촉진시킨다는 사례와 일치
- 수출 의존 기업들은 거의 모든 G20 신흥국으로부터의 파급효과가 초기와 3년 후 모두 크게 나타남([그림 Ⅳ-9], 패널 2)

○ **하류 파급효과 분석에 따르면 G20 신흥국에서 중간재를 조달하는 기업들은 G20 신흥국의 예상하지 못한 국내 성장 변화에 대체로 영향을 적게 받는 것으로 나타남**

■ 상반되는 두 전달 경로(비용절감과 경쟁증가)가 서로 상쇄되기 때문

- G20 신흥국에서 저렴한 중간재를 조달받으면 일부 기업의 이익을 증대시킴
- 반면 G20 신흥국의 기업들이 시장 확대를 통해 새로운 제품을 생산할 경우 기존 시장의 기업들은 경쟁 증가로 인해 매출 손실을 경험할 수 있음

■ 이와 같은 부정적인 하류 파급효과는 시간의 흐름에 따라 나타나며, 저임금 국가들의 수입 경쟁과 맞물려 있음[7)]

○ **상기 두 가지 경로는 별도로 구분하여 식별되지는 않지만, 분석 결과는 인도네시아와 터키에서 발생한 충격의 경우 저가의 공급 경로가 더 큰 영향을 미칠 수 있음을 시사([그림 Ⅳ-9], 패널 2)**

○ **중국, 인도, 멕시코와 같은 큰 G20 신흥국에서 발생한 충격의 경우 경쟁 경로가 더 우세한 것으로 보임**

■ 이러한 신흥국들에 대한 투입물 의존도가 높은 기업들에 부정적 파급효과가 발생하여 이들의 매출증가율은 덜 노출된 부문의 기업들에 비해 약 0.1%p 둔화

■ 중국의 '일대일로' 프로젝트는 중국의 높아진 수입 수요를 통해 상류(upstream) 산업에 긍정적인 영향을 주었지만 동시에 수출시장에서 경쟁이 증가하면서 하류 부문(downstream)[8)]에 부정적인 파급효과를 초래

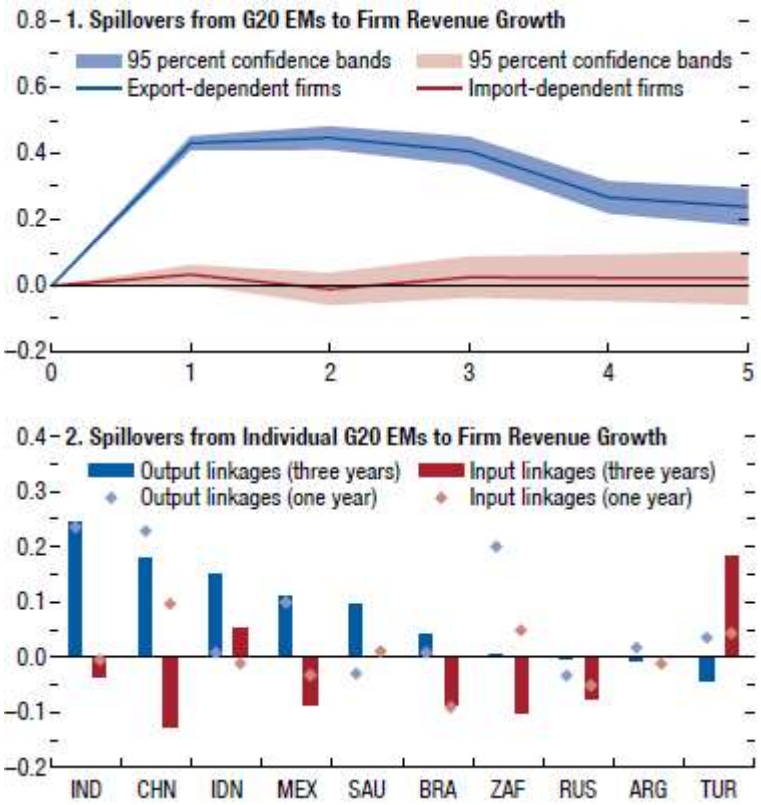
- 지리적으로 인접한 국가들에서 이러한 부정적인 영향이 더욱 두드러짐

7) 이러한 메커니즘은 Bernard, Jensen, Schott(2006)에 의해 초기 연구되었고 Autor, Dorn, Hanson(2013)에 의해 중국과 미국의 상황을 분석하면서 널리 알려짐

8) 최종 수요에 가까운 제품을 생산하는 부문

[그림 Ⅳ-9] 기업 수준의 파급효과

(단위: %p)



주: 1. 패널 1은 G20 신흥국의 예상하지 못한 국내 성장 변동에 대한 반응으로 수출(파란색) 또는 수입(빨간색) 연계가 더 강한 기업들의 매출 변동을 보여줌
2. 패널 2는 각각의 G20 신흥국의 독립적인 국내 성장의 예상치 못한 변화를 고려하여 1년(다이아몬드) 및 3년(막대)의 결과를 나타냄, 신뢰수준 90%
3. 국제표준화기구(ISO)의 국가코드를 사용, EMs=신흥국

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 4.9

나. 세계활동 재배분의 부문별 분석

○ **다 국가 다 부문 모델을 적용한 세계무역의 장기 분석을 통해, G20 신흥국의 부문별 생산성 충격이 다양한 시나리오에서 국가와 부문 간 활동에 어떤 변화를 초래할 수 있는지 분석**

■ 기준 시나리오에서는 총요소생산성(TFP)의 2.5% 감소가 G20 신흥국의 모든 부문에 영향을 미치며, 이는 국내 총생산량의 약 10% 감소에 상응

■ 두 번째 시나리오에서는 글로벌 가치사슬에 통합된 G20 신흥국의 부문만 동일한

총요소생산성(TFP) 충격에 영향을 받음

■ 마지막 시나리오에서는 중국의 건설 부문에 발생한 충격을 사례 분석

○ **기준 시나리오에서 G20 신흥국을 제외한 세계 GDP는 약 0.15% 감소하는데 이 중 약 50%는 중국의 영향이고 인도, 러시아, 멕시코도 상당한 영향을 미침([그림 Ⅳ-10], 패널 1)**

■ 중국의 전 세계 제조업에서의 역할과 선진국의 중국 제조업에 대한 의존도가 높다는 사실을 확인

- 미국이 중국에 대한 경제적 의존도가 얼마나 높은 상태인지를 보여주며, 중국으로부터의 경제적 독립은 막대한 비용을 수반할 수 있음을 시사

■ 미국의 생산성에 동일한 충격이 가해졌을 때, 전 세계적 영향(미국 제외)은 이전 대비 약 1/3 수준에 해당하며 이는 중국의 파급효과보다 다소 낮은 수준

○ **기준 모형을 2000년 무역 및 투입-산출 데이터를 활용하여 캘리브레이션(calibration)한 결과, 2018년 파급효과는 20년 전 대비 약 3배 증가한 것으로 나타남([그림 Ⅳ-10], 패널 1)**

■ 이러한 결과는 G20 신흥국이 세계 무역에서 차지하는 비중이 커짐에 따라 그 중요성이 실제로 증가했음을 확인시켜 줌

■ 반면 미국의 파급효과는 시간이 지나면서 대체로 비슷한 수준을 유지하며, 오히려 소폭 감소한 것으로 보임

■ 모델에서 나타난 파급효과는 이전에 보고된 단기적인 수요 및 공급 충격에 대한 파급효과보다 감소하였다는 점에 유의할 필요

- 이는 현재 모형이 장기 및 무역 경로에 집중하고 있기 때문

○ **두 번째 시나리오에 따르면 G20 신흥국의 글로벌 가치사슬 부문의 총요소생산성(TFP)에 대한 충격이 G20 신흥국을 제외한 세계 GDP에 기준 시나리오의 2/3 수준의 영향을 미치며, G20 신흥국의 국내 영향은 1/3 수준([그림 Ⅳ-10], 패널 2)**

■ 미국의 글로벌 가치사슬에 동일한 충격을 적용하면 G20 신흥국에 비해 파급효과는

상대적으로 더 작음

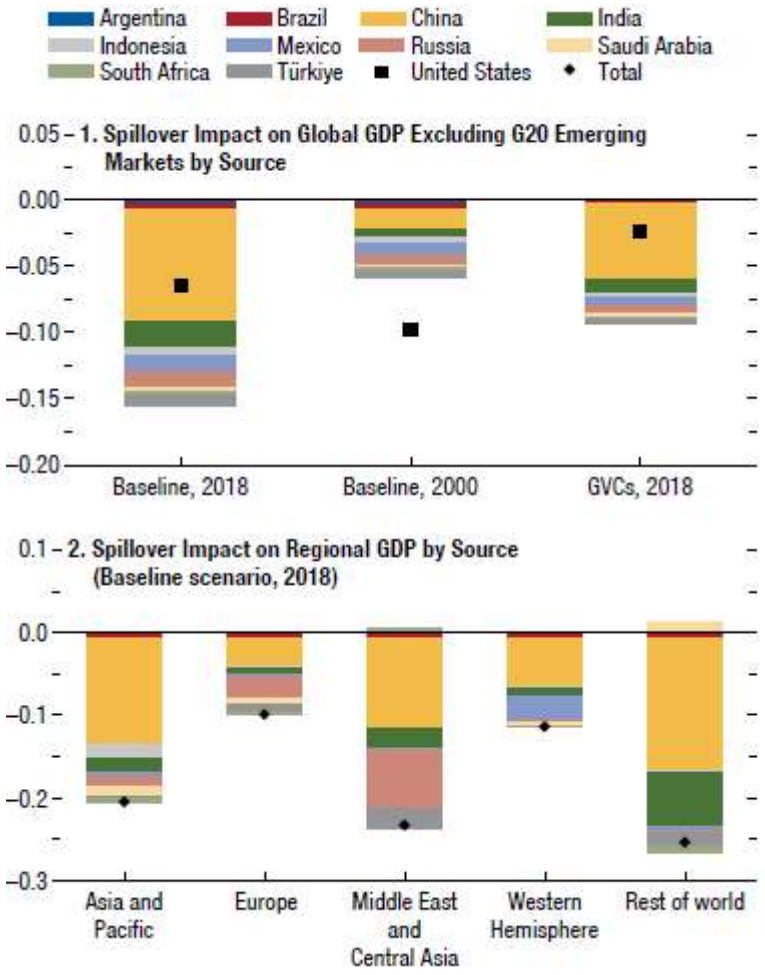
- 글로벌 가치사슬을 통한 파급효과는 주로 신흥국가의 충격이 중요한 역할을 하는 것으로 분석

○ 경제와 지역별 세계 영향을 분석한 결과 생산량 감소가 일반적이나 각기 다른 양상을 보임

- 아시아 국가들은 중국에서 발생한 총요소생산성(TFP) 충격에 크게 영향을 받고 있음
- 대부분 저소득 개발도상국으로 구성된 '기타 세계 지역'은 전 세계 GDP의 약 10%를 차지하며, 중국과 인도의 충격에 더 큰 영향을 받음
  - 코크스(coke), 정제석유제품, 기초 금속 부문 등에서 충격이 발생하여 상품 수출에 대한 수요에 큰 영향을 미침
- 중국을 제외한 G20 신흥국의 파급효과는 주로 지역적으로 나타나며, 이는 단기적 파급효과 연구 결과와 일치
- 유럽 국가들은 비교적 안정적이나 주로 러시아의 충격으로 인한 영향이 크고 아메리카 대륙의 경우 중국이 가장 큰 영향을 미치지만, 중앙 및 북아메리카에서는 멕시코의 영향력도 크게 나타남

[그림 Ⅳ-10] G20 신흥국의 GDP에 미치는 파급효과의 분석

(단위: %)



주: 1. 선진국 36개국, 신흥국 26개국, 저소득 개발도상국 4개국 그리고 기타 세계 지역을 포함
2. 각 시나리오에서 충격을 받은 국가들을 제외한 GDP 영향을 분석
3. GVC=글로벌 가치 사슬

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 4.10

- **정량 무역 모델을 활용하여 G20 신흥국의 충격이 다른 국가들의 개별 부문에 미치는 영향을 분석할 수 있으며, 이러한 분석은 정책 입안자들이 경제적 재배분과 부정적 파급 효과를 파악하는 데 중요**

  - 기준 시나리오에서는 무역 둔화로 인해 아시아 지역의 농업, 광업, 공공시설, 무역 및 서비스 등 대부분의 부문이 축소([그림 Ⅳ-11], 패널 1)

    - 반면 제조 부문 중 목재, 비금속 광물 제품은 다른 부문 대비 상대적으로 감소 폭이

작았으며, 섬유, 기초 금속, 전기 장비 부문은 확장됨

- 전반적으로 부정적인 영향에도 불구하고 부문별로 활동이 재배분되고 있음을 보여줌

■ 두 번째 시나리오에서 글로벌 가치사슬에 집중된 부정적인 공급 충격으로 인해 재배분 수준이 더 크게 나타남

- G20 신흥국의 부문별 부가가치 변화의 표준편차가 거의 1/3 증가하고 확장하는 부문은 5개에서 15개로 증가

- 이 시나리오에서는 섬유, 금속, 전자제품과 같은 대부분 제조부문이 확장되는데, 이는 G20 신흥국의 경쟁 기업들의 공급 감소를 국내 기업들이 기회로 삼은 결과

○ **두 번째 시나리오에서 신흥 및 개발도상국은 기초제품 생산의 감소와 섬유생산의 확대를 주도**

■ 선진국 제조 부문이 확대되고 서비스 부문이 감소하는 현상이 두드러지는데, 이는 해당 국가들의 고도화된 기술력과 세계 경제에서의 중요성을 반영([그림 Ⅳ-11], **패널 2**)

■ 부문별 부가가치의 변화와 가격 변화 사이의 상관관계는 가격변동이 경제 부문 간 재배분을 유도하는 중요한 역할을 하고 있음을 보여줌

○ **중국 부동산 부문의 지속적인 약화에 대응하기 위해, 마지막 시나리오는 중국 건설 부문에 2.5%의 생산성 하락을 가하며, 이는 건설 부문의 부가가치를 6% 감소시키고 다른 경제 부문도 0.5% 줄어드는 결과를 초래**

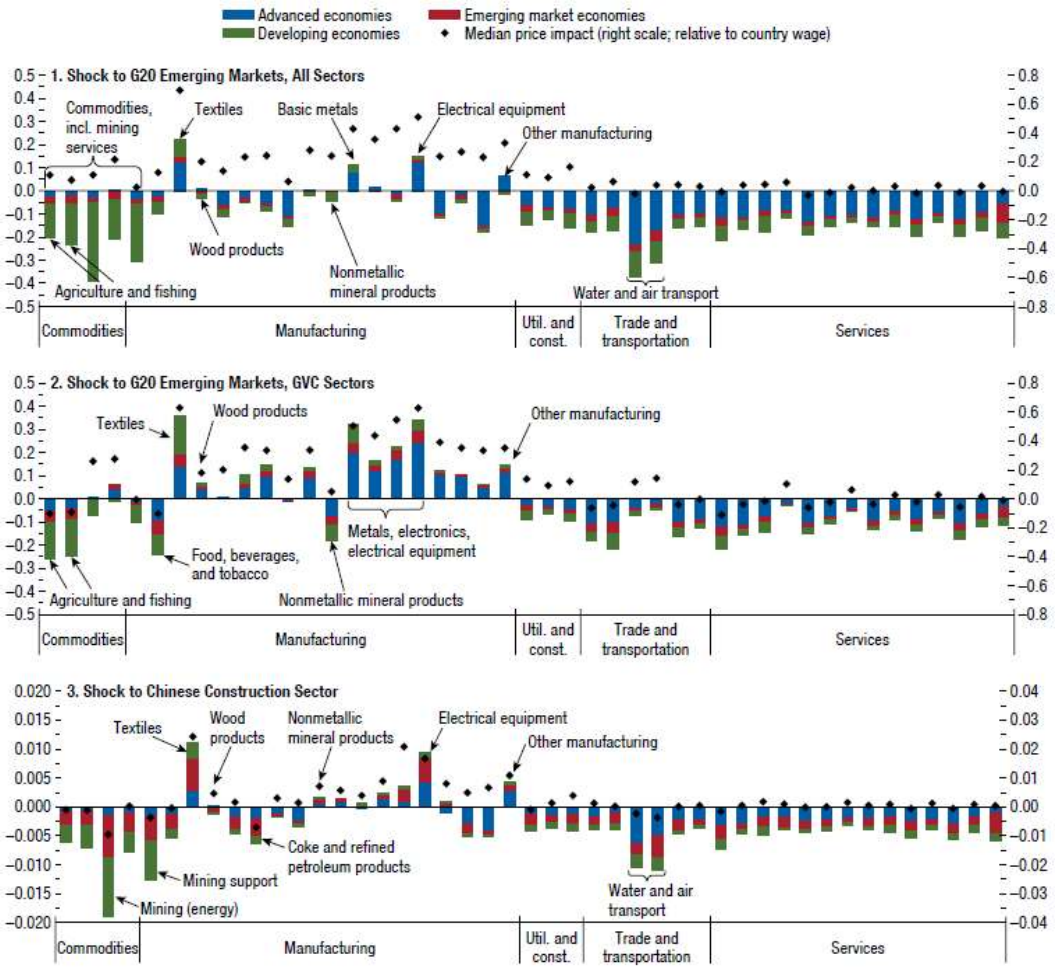
■ 전 세계적으로, 특히 광업 부문에서 에너지 상품의 부가가치 감소가 가장 크며, 이는 중국 건설 부문에 대한 상류 공급 효과를 나타냄

■ 항공 및 수상 운송 부문은 축소된 반면, 섬유 및 전기 장비 생산은 크게 증가

- 중국 내부의 최종제품시장의 연계가 다른 국가들의 제품가격 상승으로 이어지며 이는 중국이 글로벌 가치사슬에서 중요한 위치를 차지하고 있음을 강조([그림 Ⅳ-11], 패널 3)

[그림 Ⅳ-11] 부문별 부가가치 및 가격 변화

(단위: %)



주: 1. 선진국 36개국, 신흥국 26개국, 저소득 개발도상국 4개국 그리고 기타 세계 지역을 포함
2. 각 시나리오에서 충격을 받은 국가를 제외한 세계 부문별 부가가치의 변화를 막대그래프로 나타냄
3. GVC=글로벌 가치 사슬, incl.=포함, Util. and const.=공공시설 및 건설

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 4.11

다. 부문별 고용에 대한 파급 효과

○ G20 신흥국의 생산성 변동이 각 산업 부문에 큰 파급 효과를 주며 고용 변화에도 직접적으로 영향을 미침

■ 이번 소절에서는 G20 국가들의 경제와 부문의 긍정적인 총요소생산성(TFP) 충격의 파급효과를 살펴봄

- 경제 및 부문의 긍정적 충격에 대해 부문 활동이 긍정적으로 움직일 경우 고용이 증가하게

되고 반대로 부정적으로 움직이는 부문에서는 고용이 감소

- 더 나아가서, G20 국가에서의 긍정적인 생산성 충격이 다른 G20 경제-부문 조합에 가장 큰 긍정적(상호보완성) 또는 부정적(경쟁) 고용 파급 효과를 가지는 경제-부문 조합을 구분하는 것이 가능(〈표 Ⅳ-1〉)

○ 일반적으로, G20 국가의 긍정적인 부문별 생산성 충격은 다른 국가들의 고용을 증가시키는 동시에 해외의 동일 부문의 일자리를 대체하는 효과가 있음

○ 특히 중국을 포함한 G20 신흥국의 제조부문은 긍정적인 고용 파급효과의 원천이며, 선진국에서 신흥국으로의 긍정적인 고용 효과는 제한적

- 선진국의 경우, G20 신흥국으로부터의 가장 큰 긍정적 고용 파급 효과는 컴퓨터, 전자 및 광학 장비, 그리고 섬유 부문에서 주로 나타남
- 또한 신흥국에서는 G20 신흥국(주로 중국과 사우디아라비아)의 기초 금속, 기계류, 에너지 상품 부문에서 발생하는 긍정적 충격이 더 큰 일자리 창출을 이끌고 있음
- 선진국 간의 긍정적 고용 파급효과는 금융 및 보험, 전문적·과학적·기술적 서비스(주로 미국), 그리고 자동차 제조(독일 및 미국) 부문이 주도

○ 부정적 고용 파급효과의 경우, 선진국의 첨단 제조업과 서비스 부문은 G20 신흥국의 긍정적 충격에 가장 부정적으로 영향을 받는 분야로 식별되었으며, 반면 신흥국의 섬유 산업을 포함한 전통 제조업과 농업부문은 일자리 손실의 가장 큰 위험에 직면하고 있음

- 상기 두 경우 모두 중국이 파급 효과의 주요 원천
- 선진국의 서비스 부문에서 발생하는 긍정적 충격은 두 소득 그룹(프랑스, 독일 및 미국의 도매 및 소매업)과 선진 경제(미국의 전문, 과학 및 기술 활동)에 대한 부정적 파급 효과의 원인
- G20 신흥국으로부터 가장 큰 부정적 고용 파급효과가 나타나는 부문은 선진국의 경우 도매 및 소매업, 기계 및 장비분야(중국으로부터), 신흥국의 경우 섬유업(중국으로부터)과 농업(브라질, 중국, 러시아로부터)으로 나타남

〈표 Ⅳ-1〉 G20 국가들의 부문별 고용 파급효과

Advanced Economies			Emerging Market Economies		
Source Group	Source Sector	Number of Destination Sectors Affected	Source Group	Source Sector	Number of Destination Sectors Affected
1. Complementarity					
AE	Financial and insurance activities	6	EM	Computer, electronic, and optical products	12
EM	Computer, electronic, and optical equipment	6	EM	Textiles, textile products, leather, and footwear	2
AE	Motor vehicles, trailers, and semi-trailers	5	EM	Mining and quarrying, energy producing products	2
AE	Professional, scientific, and technical activities	4	EM	Basic metals	2
EM	Textiles, textile products, leather, and footwear	3	EM	Machinery and equipment	2
AE	Wholesale, and retail trade	2	AE	Coke and refined petroleum products	2
EM	Basic metals	1	EM	Coke and refined petroleum products	2
			EM	Motor vehicles, trailers, and semi-trailers	1
			EM	Wholesale and retail trade	1
			AE	Computer, electronic, and optical equipment	1
			AE	Education	1
			AE	Wholesale and retail trade	1
			AE	Basic metals	1
2. Competition					
AE	Wholesale and retail trade	12	AE	Wholesale and retail trade	7
AE	Professional, scientific, and technical activities	3	EM	Textiles, textile products, leather, and footwear	6
EM	Wholesale and retail trade	3	EM	Agriculture, hunting, forestry	5
EM	Machinery and equipment	2	EM	Wholesale and retail trade	3
AE	Administrative and support services	2	AE	Agriculture, hunting, forestry	2
AE	Accommodation and food service activities	1	EM	Food products, beverages, and tobacco	2
EM	Textiles, textile products, leather, and footwear	1	EM	Mining and quarrying, energy producing products	2
EM	Computer, electronic, and optical equipment	1	AE	Motor vehicles, trailers, and semi-trailers	1
EM	Education	1	EM	Computer, electronic, and optical equipment	1
EM	Accommodation and food service activities	1	AE	Mining and quarrying, energy, producing products	1

주: 1. 호주를 제외한 G20 국가들, 아시아 태평양, 중동 및 중앙아시아, 유럽, 서반구 지역의 합계, 그리고 기타 세계지역의 합계를 포함
2. 긍정적 생산성 충격에 대한 각 국가의 부문별 반응을 전체 고용 기여도를 계산, 긍정적 상호보완(Complementarity) 효과는 패널 1, 부정적 경쟁적(Competition) 효과는 패널 2
3. 영향을 받은 부문의 수는 19개국 3개 부분 총 57개
4. AEs=선진국, EMs=신흥국

출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Table 4.1

5. 중국을 제외한 G20 신흥시장이 세계 경제성장을 주도할 수 있

- **중국을 제외한 G20 신흥국이 세계 및 지역 성장을 어떻게 지원할 수 있는지 IMF의 글로벌 통합 통화 및 재정(GIMF) 모델[9]을 사용하여 분석**
  - 모델을 통해 G20 신흥 시장의 상승 잠재력을 분석하기 위해, 중국을 제외한 각 G20 신흥국가에 긍정적인 단기 5년간 총 수요 및 공급 충격(가계 소비와 민간 투자에 대한)을 구성
  - 충격의 크기는 WEO 기준 시나리오에 대한 신뢰할 수 있는 상승을 포착하도록 캘리브레이션 되었으며. 구체적으로 각 G20 신흥 시장의 성장이 이 시나리오에서보다 높을 가능성이 30%로 설정

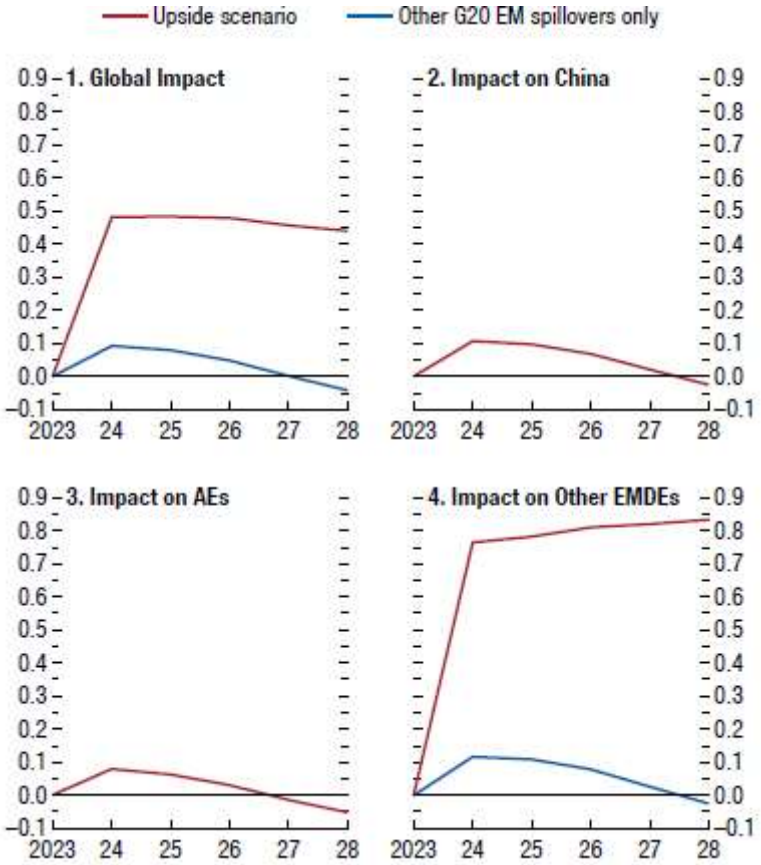
- **긍정적인 충격은 G20 신흥국의 GDP 성장률을 세계경제전망 예측기간 동안 0.7%p 상승시키고 세계경제성장률도 0.5%p 촉진**
  - 이 중 약 85%는 충격의 영향이며, 나머지 15%는 중국, 기타 G20 신흥국, 그리고 선진국 간의 파급효과로 인해 발생([그림 Ⅳ-12], 패널 1)

- **성장에 대한 파급효과는 중국의 경우 초기 몇 년 간 0.1%p 이상이며, 선진국은 매년 0.1%p 미만으로 중국의 영향 크기의 2/3수준에 불과([그림 Ⅳ-12], 패널 2,3)**
  - 선진국의 파급효과는 주로 에너지 수출국과 미국과 밀접한 경제관계를 가진 멕시코에서 비롯
  - 신흥국 간의 파급효과는 더 크게 나타나며 그들의 성장률 상승의 13%를 차지

9) Global Integrated Monetary and Fiscal model

[그림 Ⅳ-12] G20 신흥국의 긍정적 시나리오가 전 세계 실질 GDP에 미치는 영향

(단위: %, 기본시나리오 대비 표준편차)



주: 1. AEs=선진국, EMs=신흥국, EMDEs=신흥 및 개발도상국
출처: IMF, *World Economic Outlook 2024 April*, Figure 4.12

6. 결론 및 정책 시사점

○ 무역과 글로벌 가치사슬(GVSs)을 통한 세계통합 강화로 인해 G20 신흥국의 국내 충격이 세계경제에 더 큰 파급 효과를 발생시킴

■ 파급효과는 일부의 경우 선진국과 비슷한 수준에 도달하였으며, 경제 및 부문 간 재배분을 통해 고용창출과 손실을 야기

○ G20 신흥국 국내 충격의 파급효과는 정책설계에 중요한 영향을 미침

■ 선진국, 신흥 및 개발도상국의 부정적인 파급효과에 대비하여 거시경제 정책을 강화하고, G20 신흥국의 국내 충격을 효과적으로 관리할 방향으로 정책을 조정할 필요성을 강조

■ 이러한 상황은 다자간 협력과 정책 조율의 중요성을 더욱 부각시킴

○ 선진국의 정책입안자들은 경제성장을 저해하지 않는 범위에서 물가상승률을 효과적으로 관리하고 G20 신흥국은 공급 측면에서의 충격 파급효과를 주의

■ 신흥 및 개발도상국에서는 파급효과가 크게 나타날 수 있으며, 이로 인한 성장과 소득의 불균형이 발생할 수 있음

- 특히 재정여력이 부족한 국가에서는 팬데믹 여파와 그 이후 경제적 충격을 고려하여 부정적인 충격을 효과적으로 관리하기 위한 방안 마련이 필요

■ G20 신흥국은 세계적 및 지역적으로 중요한 파급효과의 원천으로서 자국의 통화, 재정, 금융 프레임워크를 지속적으로 강화해야 함

- 정책들이 다른 국가에 미치는 영향을 평가함으로써 효과적인 국제 협력과 정책 조정을 달성할 수 있음

■ 국가별 특성에 따라 버퍼를 제공하기 위한 재정 상태의 강화, 외부 취약성을 최소화하기 위한 경상 계정 적자의 축소, 재정 안전성을 보장하기 위한 대차대조표의 취약성 감소 등이 정책우선순위가 될 수 있음

○ G20 신흥국의 충격으로 인한 기업 및 부문 간의 재배분은 정책 입안자들이 새로운 기회를

활용하고 부정적인 파급효과에 더 많이 노출된 부문과 기업에 대한 영향을 완화하기 위한 정책을 추구해야 함을 시사

- 국경 간 파급효과로 특정부문의 이익이 예상되므로 정책입안자들은 재정 정책여력이 제한적일지라도 성장을 지속할 수 있도록 구조적 개혁 패키지를 설계해야 함
  - 개혁 패키지는 거버넌스, 외부 부문, 노동시장 그리고 기업규제 등의 내용을 포괄할 수 있으며, 정책은 재배분으로 인해 가장 큰 혜택을 볼 부문에 집중되어야 함
  - 산업정책은 주로 큰 시장의 실패나 외부 환경적 요인이 발생한 경우에만 사용되어야 하며, 대규모 보조금이나 수출 제한과 같은 조치는 부정적인 국경 간 파급효과로 경제 단절을 더욱 심화시킬 수 있음
- 정책 입안자들은 무역 상대국으로부터의 보복 조치를 유발할 수 있는 보호주의 조치를 피해야 함
  - 부정적 파급효과를 겪는 부문과 기업에 대해서 노동력 재배분, 기술 개선, 신흥 시장 경쟁 증가에 적응하고 파급효과의 불평등한 영향을 완화하는 포괄적 정책 채택이 필요
  - 또한 경쟁 촉진, 시장 독점 방지, 생존 가능한 기업의 신용 접근성 개선 등의 구조적 개혁을 통해 자원의 효율적 재배분을 촉진

○ G20 신흥국의 지속적인 성장은 국제적인 정책조정과 다자간 협력의 필요성을 강조

- 이러한 협력은 파급 효과를 효과적으로 조절하고 경제적 분열의 위험을 줄이는 데 결정적인 역할을 함
- 또한 글로벌 금융 안전망의 강화는 국경 간 부정적인 파급 효과에 대응하여 적시에 효과적으로 대처할 수 있도록 지원