

# OECD Economic Outlook June 2025

2025. 7.



**Kipf** 한국조세재정연구원  
재정지출분석센터

본 보고서는 2025년 6월 OECD에서 발표한  
“Economic Outlook Volume 2025 Issue 1”의 주요 내용을 요약함.  
보다 자세한 내용은 원문 보고서를 참고하기 바람.

## 연구진

김빛마로 재정지출분석센터장

김정환 재정제도분석팀장

장준희 선임연구원

하에스더 선임연구원

김도현 위촉연구원

# Contents

## I — 거시경제 상황에 대한 일반적인 평가 ————— 1

1. 서론 ..... 1
2. 동향 ..... 5
3. 전망 ..... 24
4. 위험 ..... 32
5. 정책 ..... 44

## II — 보다 회복력 있는 성장을 위한 투자 재점화 ————— 70

1. 요약 ..... 70
2. 잠재 성장률을 제약해온 장기간의 투자 부진 ..... 71
3. 수요 부진, 높은 불확실성, 구조적 요인이 저해한 기업 투자 ..... 75
4. 주택 투자가 수요에 미치지 못해 구매력이 저하됨 ..... 96
5. 공공투자가 회복했지만 금융위기 이전 수준에 미치지 못함 ..... 98
6. 공공정책 개혁이 투자를 활성화하는 데 기여할 수 있음 ..... 100

Ⅲ	주요국의 경제 및 재정전망	119
1.	호주	119
2.	캐나다	123
3.	중국	128
4.	유로지역	133
5.	프랑스	138
6.	독일	142
7.	일본	146
8.	한국	150
9.	네덜란드	153
10.	스웨덴	157
11.	영국	161
12.	미국	165

# I 거시경제 상황에 대한 일반적인 평가

## 1. 서론

### ○ 세계 경제 전망이 점점 더 어두워지고 있음

- 무역장벽의 대폭 증가, 금융 여건 긴축, 기업 및 소비자 신뢰 약화, 정책 불확실성 고조가 지속될 경우 성장 전망에 뚜렷한 부정적 영향을 미칠 것임
  - 특히 관세를 인상하는 국가들을 중심으로 무역 비용이 상승하면서 물가상승률이 오를 것이나, 이 영향은 약화된 원자재 가격에 의해 일부 상쇄될 것임
- 5월 중순 기준 관세율이 지속된다는 기술적 가정하에서, 세계 GDP 성장률은 2024년 3.3%에서 2025년과 2026년 모두 2.9%로 둔화될 것으로 전망됨(〈표 I-1〉)
  - 성장 둔화는 미국, 캐나다, 멕시코에 집중되며, 중국 및 기타 국가들은 소폭의 하락 조정을 보일 것으로 예상됨
  - 특히 2025년 4분기 세계 GDP는 연 2.5%를 약간 상회하는 증가율을 기록하고, 미국은 1.1%에 그칠 것으로 전망됨
- 예상된 관세 인상을 앞두고 선(front-loading)<sup>1)</sup> 무역 증가 이후, 세계 무역 성장률은 향후 2년 동안 상당히 둔화될 가능성이 높으며, 불확실성은 기업 투자에 제약을 줄 것으로 예상됨
- 재정 완화는 일부 국가들, 특히 중국과 독일에서 경기 부양을 뒷받침할 것이며, 이들 국가는 2026년에 국방 및 인프라 지출 증가를 통해 상당한 반등을 이끌 가능성이 있지만, 대부분의 국가에서는 정책 기조가 다소 긴축적으로 유지될 것으로 보임
- G20 국가들의 연간 물가상승률은 2024년 6.2%에서 2025년 3.6%, 2026년 3.2%로 완화될 것으로 예상됨
  - 그러나 미국은 중요한 예외로, 연간 물가상승률이 2025년 말 4% 가까이 상승하고

1) front-loading은 경제나 무역 분야에서 어떤 활동이나 수요를 앞당겨 미리 수행하거나 실행하는 것을 의미함. 즉, 미국이 중국산 제품에 대한 관세를 곧 인상할 예정이라는 발표가 있으면, 중국 기업들은 관세 인상 전에 수출을 서두름. 결과적으로 수출 물량이 일시적으로 급증하며 이것이 front-loading임

2026년에도 목표치를 상회할 것으로 전망됨

○ 이러한 전망에는 상당한 위험이 존재하며, 예상된 경기 둔화의 규모와 지속 기간은 여전히 높은 불확실성을 내포함

- 보복 조치를 포함한 무역장벽의 추가 증가 또는 급변, 소비자와 기업의 더 신중한 행동, 금융시장에서의 지속적인 위험 재평가 등은 모두 성장 둔화를 심화시키고 고도로 연계된 국가 간 공급망에 중대한 혼란을 초래할 수 있음
- 가계의 물가상승률 기대 상승은 특히 무역 비용이 크게 증가했거나 노동시장이 여전히 타이트한(tight) 국가들에서 물가 상승압력을 장기화시킬 수 있으며, 이는 보다 긴축적인 통화정책을 유도하고 성장 전망을 약화시킬 수 있음
- 여전히 고평가되고 집중화된 주식시장과 높은 기업 자금조달 수요로부터 발생하는 금융 안정성 위험으로 인해 위험 재평가(risk repricing)가 촉발될 수 있으며, 고-레버리지 비은행 금융 중개기관들의 강제 자산 매각으로 인해 그 영향이 증폭될 수 있음
- 반대로 무역장벽 인상의 철회는 설령 정책 불확실성이 즉시 낮아지지 않더라도 성장을 지지하고 물가상승을 완화하는 데 기여할 수 있음
- 규제 부담 완화 조치와 유럽 및 중동 지역 갈등의 조기 해결은 신뢰를 높이고 투자 유인을 개선할 수 있음

○ 이러한 상황에서, 정책 우선과제는 무역 긴장, 정책 불확실성, 물가상승률의 지속적 하락을 보장하고, 경제 충격에 취약한 계층에 일시적 지원을 제공하면서 채무 지속 가능성을 위한 신뢰할 수 있는 재정 경로를 마련하며, 성장 전망을 강화하고 경쟁력을 제고하기 위한 개혁을 실행하는 것임

- (무역정책) 각국은 세계 무역 체제 내에서 협력 방안을 모색하고 무역정책을 보다 예측 가능하게 만들어야 함
  - 무역 긴장을 완화하거나 기존 무역장벽을 낮추는 합의는 정책의 확실성을 개선하고 투자 및 성장 전망을 강화할 수 있음
  - 관세 인하, 무역 협정 심화 또는 서비스 무역장벽 축소를 위한 조치는 생산성과 생활 수준 향상에도 기여할 수 있음

- 서비스 무역 개혁에 기회가 존재하는 주요 분야로는 무역 원활화(trade facilitation)의 추가 진전, 국내 시장 접근을 방해하는 규제 장벽 완화, 그리고 서비스의 국경 간 디지털 전달 강화 등이 있음
- (통화정책) 중앙은행은 불확실성 고조와 초기 무역 비용 상승이 임금 및 물가 압력을 전반적으로 증가시킬 가능성을 고려해 경계를 유지해야 함
  - 중앙은행의 위험 균형은 국가마다 상이한데, 대부분의 국가에서는 불확실성 증가와 수출 약화로 인한 하방 효과가 정책 결정에 주요 영향을 미칠 가능성이 높지만, 관세를 인상하는 국가에서는 상방 물가 상승압력이 더 주요한 관심사임
  - 물가상승률 기대가 잘 안착되고 무역 긴장이 더 악화되지 않는 한, 기초적 물가상승률(underlying inflation)이 완화되거나 낮은 수준을 유지할 것으로 전망되는 국가들에서는 정책금리 인하가 지속되어야 함
- (재정정책) 복수의 재정지출 압력에 직면한 정부는 장기 채무 지속 가능성을 확보하고 미래의 충격에 대응할 수 있는 능력을 유지해야 함
  - 재정 부담을 관리 가능한 수준으로 유지하고 장기 지출 문제를 해결하기 위한 자원을 확보하려면, 신뢰할 수 있는 국가별 중기 조정 경로 내에서 지출 통제 및 재배분, 수입 증대를 위한 노력이 강화되어야 함
  - 높은 채무상환 비용과 국방 지출 대폭 확대 계획 등 긴급한 지출 수요는 이미 일부 국가에서 재정 조정의 속도와 구성에 대해 어려운 선택을 강요하고 예산 여력을 제한하고 있음
  - 단기적으로는 무역 긴장과 높은 불확실성의 부정적 영향을 완화하기 위해 자동 재정 안정화 장치(automatic fiscal stabilisers)를 충분히 작동하도록 허용해야 함
  - 기업을 지원하기 위해 타기팅되고(targeted) 잘 설계된 지원 조치가 필요할 수 있으나, 외부 경쟁력에 대한 부정적 영향이 지속될 경우 구조적 정책 해법이 핵심이 되어야 하므로 이들 지원 조치는 일시적이어야 함
- (구조개혁) 보호주의 심화, 지정학적 불확실성 및 저성장 전망은, 생활 수준을 강화하고 경제 경쟁력을 촉진하는 과감한 구조개혁의 필요성을 더욱 강조함
  - 특히 단기 재정 비용이 제한적인 정책들을 중심으로 기업 투자, 혁신 및 노동 생산성을 회복시키기 위한 정책에 중점을 두어야 함

- 많은 OECD 국가들에서는 정책 불확실성 상승, 기업 역동성 저하, 무형자산에 대한 향후 투자 자금조달의 어려움이라는 인식이 투자 성장을 강화하기 위해 해결되어야 할 요소임

〈표 1-1〉 세계 GDP 성장은 둔화될 전망

(단위: %)

	2013~ 2019 평균	2023	2024	2025	2026	2024 Q4	2025 Q4	2026 Q4
<b>실질 GDP 성장률<sup>1)</sup></b>								
세계 <sup>2)</sup>	3.4	3.4	3.3	2.9	2.9	3.4	2.6	3.0
G20 <sup>2)</sup>	3.5	3.8	3.4	2.9	2.9	3.5	2.6	3.0
OECD <sup>2)</sup>	2.3	1.8	1.8	1.4	1.5	1.9	1.1	1.7
미국	2.5	2.9	2.8	1.6	1.5	2.5	1.1	1.6
유로지역	1.9	0.5	0.8	1.0	1.2	1.2	0.7	1.7
일본	0.8	1.4	0.2	0.7	0.4	1.4	0.1	0.4
Non-OECD <sup>2)</sup>	4.4	4.7	4.5	4.1	3.9	4.6	3.8	4.0
중국	6.8	5.4	5.0	4.7	4.3	5.2	4.3	4.5
인도 <sup>3)</sup>	6.8	9.2	6.2	6.3	6.4	-	-	-
브라질	-0.4	3.2	3.4	2.1	1.6	-	-	-
<b>OECD 실업률<sup>4)</sup></b>	6.5	4.8	4.9	5.0	4.9	4.9	5.0	4.9
<b>물가상승률<sup>1)</sup></b>								
G20 <sup>2),5)</sup>	3.0	6.3	6.2	3.6	3.2	4.7	3.4	2.8
OECD <sup>6)</sup>	1.7	7.1	5.1	4.1	3.2	4.3	4.1	2.8
미국 <sup>7)</sup>	1.3	3.8	2.5	3.2	2.8	2.5	3.9	2.1
유로지역 <sup>8)</sup>	0.9	5.4	2.4	2.2	2.0	2.2	2.1	2.0
일본 <sup>9)</sup>	0.9	3.3	2.7	2.8	2.0	2.9	2.1	2.1
<b>OECD 재정수지<sup>10)</sup></b>	-3.1	-4.6	-4.7	-4.6	-4.7	-	-	-
<b>세계 실질 무역성장률<sup>1)</sup></b>	3.3	1.2	3.8	2.8	2.2	4.0	2.0	2.8

주: 1) %, 마지막 3열은 전년 동기 대비 변화

2) 구매력을 감안한 명목 GDP 이동 평균(Moving nominal GDP weights, using purchasing power parities)

3) 회계연도 기준

4) 경제활동 인구 대비 %

5) 헤드라인 물가상승률(Headline inflation)

6) 구매력을 감안한 명목 민간소비 이동 평균

7) 개인소비지출 디플레이터(Personal consumption expenditures deflator)

8) 조화 소비자물가지수(Harmonised consumer price index)

9) 전국 소비자물가지수(National consumer price index)

10) GDP 대비 %

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 13, Table 1.1

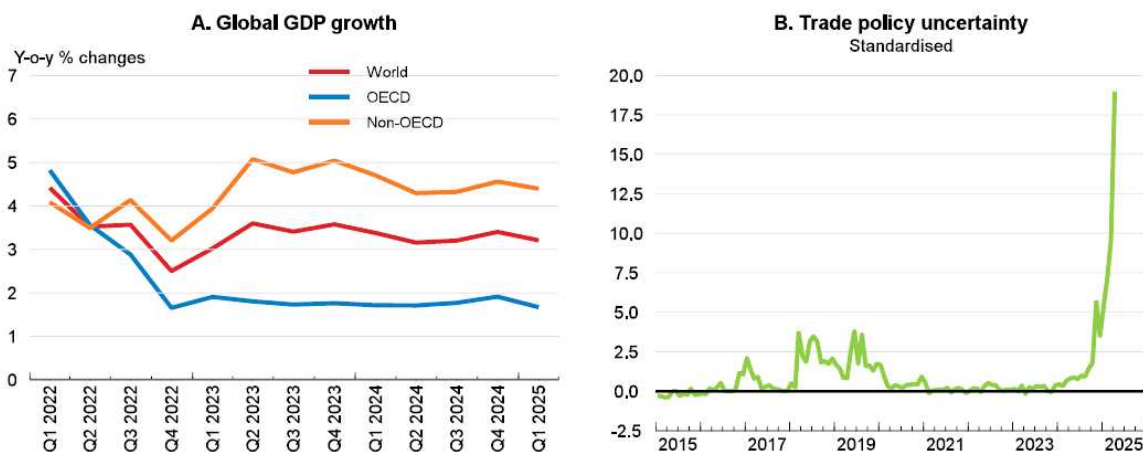
## 2. 동향

### 가. 세계 성장은 회복력이 있지만 무역정책 변화로 새로운 과제가 제기됨

- 세계 GDP 성장은 2024년에 양호한 모습을 보인 후, 2025년 1분기에 둔화됨([그림 1-1], 패널 A)
  - 다만, 공표된 관세율 인상을 앞두고 일부 구매가 선출하되면서 경제 동향이 불분명해짐
- 선진국에서는 미국과 일본이 견고한 모습을 보인 반면, 한국과 몇몇 유럽 국가는 실질 GDP가 감소
  - 미국과 일본에서 경제성장이 음(-)으로 전환되었으나, 이는 대부분 상품 수입 급증에 기인한 것으로, 양국 모두에서 내수 성장 지표는 견고한 모습을 보였음
  - 한국과 포르투갈, 노르웨이, 슬로베니아, 덴마크, 헝가리를 포함한 몇몇 유럽 국가에서는 1분기에 실질 GDP가 감소하였음
  - 반면 독일과 영국에서는 강한 수출 증가세 영향으로 GDP 증가세가 강화되었으며, 스페인과 아일랜드에서는 생산이 견고한 수준을 유지하였음

#### [그림 1-1] 최근 무역정책 발표를 앞두고 세계 경제 성장세가 유지됨

(단위: 전년 동기 대비 % 변화, 표준화 지수)



주: 패널 B는 1960년 1월로 표준화한 데이터임.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 14, Figure 1.1

○ 대부분의 신흥국들은 2025년 1분기에도 대체로 견고한 속도로 성장세를 이어갔음

- 중국에서는 성장세가 소폭 둔화되었으나, 확장적 재정 및 통화정책과 빠른 수출 증가세에 힘입어 회복력을 유지하였음
- 인도, 인도네시아, 칠레와 콜롬비아를 포함한 일부 중남미 국가에서도 확장세가 지속되었음
- 멕시코에서는 2024년 말 기상 요인에 따른 차질 이후 농업 산출 개선에 힘입어 산출 증가세가 확대되었음

○ 최근 미국과 교역 상대국 간 관세율 인상 영향은 세계 경제 지표에서 점점 더 뚜렷하게 나타날 가능성이 높음

- 이러한 정책 변화는 무역정책 불확실성에 대한 신문보도 기반 지표의 뚜렷한 상승과 동시에 발생하였음([그림 I-1], 패널 B)
- 5월 중순 기준으로 미국은 대부분의 중국산 상품 수입에 대해 관세율을 30%p 인상하였으며, 중국은 미국산 상품 수입에 대해 관세율을 10%p 인상하였음
  - 양국 모두 올해 초에는 양자 간 관세율(bilateral tariff rates)이 약 21% 수준이었음(Bown, 2025)
  - 신규 관세율은 4월에 발표된 최고 수준의 양자 간 관세율(100% 초과)에 비해서는 상당히 낮은 수준이나, 이 높은 관세율이 연내 재도입될 가능성은 여전히 존재함
- 이와 더불어, 미국은 미국-멕시코-캐나다 협정(United States-Mexico-Canada Agreement, USMCA)<sup>2)</sup>을 준수하지 않는 캐나다 및 멕시코산 수입품에 대해 관세 부과를 발표하였으며, 이에 대해 캐나다는 타기팅된 보복 조치를 시행함
- 미국은 또한 기타 교역 상대국 전체에 대해 기본적으로 10%p의 관세 인상을 시행하였으며, 이에 따라 많은 국가들이 2025년 7월부터 상당히 높은 관세에 직면할 가능성이 있음

2) USMCA는 미국, 멕시코, 캐나다 간의 자유무역협정으로, 2020년 7월 1일에 발효되었음. 이 협정은 북미 자유무역협정(NAFTA)을 대체했으며, USMCA는 북미 지역의 무역과 투자를 촉진하고 경제적 협력을 강화하는 것을 목표로 함. 협정의 주요 내용은 관세 철폐, 지적 재산권 보호, 노동 및 환경 기준 설정 등이 있음

- 자동차 및 자동차 부품, 철강 및 알루미늄 제품 등 일부 품목은 이번 관세 인상에서 제외되었으며, 이들 품목에는 25% 개별 관세가 적용됨

■ 이러한 일부 관세 조치들에 대해서는 진행 중인 법적 쟁송으로 인해 추가적인 불확실성이 존재함

○ **종합하면, 신규 관세로 미국의 상품 수입에 대한 (사전적) 실효 관세율이 2024년 2%대 초반에서 15.4%로 상승한 것으로 추정되며, 이는 1938년 이후 최고 수준임([참고 1-1])**

■ 미국의 관세 조치와 중국의 보복 조치, 그리고 캐나다의 제한적 대응에 따라, 세계 GDP 대비 2%를 초과하는 무역이 직접적으로 더 높은 관세에 직면하고 있으며, 이는 2018~2019년 미-중 무역 긴장 당시보다 훨씬 큰 혼란을 시사함

■ 현재 적용된 관세가 유지된다면, 더 높은 관세가 부과된 품목의 무역이 둔화됨에 따라 실효 관세율은 시간이 지나면서 하락할 가능성이 있음

#### [참고 1-1] 미국 관세 정책 변화의 영향이 상당할 수 있음

○ 이 참고에서는 미국이 시행한 주요 관세 변경 사항과, 국가별 실효 관세율에 미치는 영향 및 영향을 받을 수 있는 상품 무역에 대해 설명함

■ 일부 진행 중인 법적 쟁점과 관련된 불확실성이 존재함에도 불구하고 5월 중순 기준으로 적용된 관세를 반영함

○ **미국과 중국의 최근 관세 변경 범위는 2018년 미-중 무역 갈등 당시보다 상당히 확대되었으며, 새로운 관세 인상은 더 넓은 범위의 상품에 적용됨**

■ 2018년 이후 미국과 중국 간 상품 무역은 양국 전체 무역에서 차지하는 비중이 줄었지만, OECD Balanced International Merchandise Trade dataset에 따르면 2023년에도 여전히 세계 상품 무역의 약 2.5%를 차지했음

■ 무관세 품목뿐 아니라 미국이 다른 국가로부터 수입하는 상품에 부과되는 관세까지 고려하면, 세계 GDP 대비 2.2%에 해당하는 무역이 새로운 관세의 영향을 받게 됨([그림 I-2], 패널 A)

■ 2024년 미국 자료에 따르면 중국은 미국 상품 수출의 6.9%, 미국 상품 수입의

13.3%를 차지함

○ **올해 1월 이후 도입된 일련의 무역정책 변화의 결과로, 2024년 수입 패턴 기준 미국의 평균 실효 관세율은 역사적으로 높은 수준으로 상승함(그림 1-2, 패널 B)**

- 현재 미국은 자동차 및 자동차 부품, 철강 및 알루미늄 제품 수입에 추가로 25%의 관세를 부과하고 있음
- 또한 미국은 일부 부문 및 제품 예외를 두면서 모든 국가에 대해 관세를 인상함
- 전체적으로 5월 중순 기준 이러한 관세 인상의 분포는 국가별로 크게 상이함(그림 1-2, 패널 C)
  - 발표된 관세 인상은 중국에 대해 가장 높으며, 30%에 달함
  - 캐나다와 멕시코도 관세 인상의 대상이지만, 다른 관세 체계를 적용받는데, 이들 국가는 다른 국가에 부여된 예외 조항의 적용을 받지 않으며, 미국-멕시코-캐나다 협정(USMCA)에 부합하는지 여부에 따라 25% 또는 0%의 관세를 적용받음
    - 현재 이들 국가의 대미 수입품 중 약 절반 정도가 USMCA 기준을 충족하는 것으로 추정되며, 이는 현지 부가가치 비중과 원산지 규정 관련 서류 제출 여부에 따라 달라짐
  - 미국 수출 총액에서 자동차 및 부품이 차지하는 비중이 높은 멕시코를 비롯해 일본, 한국, 독일, 슬로바키아공화국 등 여러 아시아 및 유럽 국가들은 높은 실효 관세율의 영향을 받게 됨
    - 캐나다의 경우 자동차 및 부품에 대한 높은 실효 관세율 영향은 대미 에너지 수출에 적용되는 10% 관세로 일부 상쇄됨
  - 반면 의약품, 반도체, 구리와 같은 무관세 품목 등 일부 제품은 여전히 관세가 면제되어 있음
    - 이는 칠레, 콜롬비아, 아일랜드, 슬로베니아, 스위스 등 국가의 대미 수입품에 대한 미국의 실효 관세율을 크게 낮추는 데 기여함

○ **미국은 여러 국가에게 중요한 수출 시장으로, 2023년 기준으로 멕시코와 캐나다의 상품 수출 중 약 75%, 일본은 19%, 중국은 13%, 독일은 10%를 차지하며(그림 1-3), 수출이 전체 GDP에서 차지하는 비중은 국가별로 크게 상이함**

- 미국으로의 수출은 북미 교역 상대국에서 GDP 대비 20% 이상에 해당하며, 많은 아시아 소규모 개방 경제와 한국에서는 GDP 대비 5% 이상, 독일을 포함한 여러 유럽 국가 및 주요 유럽 공급망 상대국에서는 GDP 대비 3~4% 수준에 해당함
- 중국, 인도, 남아프리카공화국, 튀르키예와 같은 신흥국의 경우 미국으로의 수출이 자국 GDP에서 차지하는 비중은 상대적으로 낮음
- **부가가치 기준으로 보면, 최종 수출을 위한 생산에 사용된 중간재의 영향으로 인해 미국에 대한 직접적인 수출 노출도는 종종 더 낮게 나타남**
  - 그러나 유럽, 아시아, 아메리카 지역의 국경 간 통합 공급망으로 인해 간접적인 노출도는 상당할 수 있음
  - 이러한 노출에 대한 데이터는 시차가 존재하지만, 멕시코, 캐나다, 아일랜드, 한국, 그리고 칠레, 콜롬비아, 코스타리카 등 일부 중남미 국가의 높은 노출도를 보여줌(그림 I-4)
  - 미국 수입에는 이전에 미국에서 수출된 약 0.5%의 미국 부가가치도 포함되어 있음
  - 부문별로 보면 도소매업과 자동차 산업, 제조업(정보통신기술, 기계, 전기장비 등)이 가장 큰 노출도를 가지는 것으로 추정됨
- **무역량이 감소하는 것 외에도, 관세 인상으로 인해 국내 가격 상승이 발생할 가능성이 높으나, 그 정확한 규모에는 불확실성이 존재함**
  - 식품 및 에너지를 제외할 경우 미국 소비자물가지수 구성 항목 중 약 10%는 직·간접적으로 수입품임(Barbiero and Stein, 2025)
  - 대부분의 관세 인상 영향은 소비자와 기업이 부담할 것으로 보이며, 이는 2018~2019년 미국의 대중국 수입품 관세 인상 당시와 같은 양상임(Fajgelbaum and Khandelwal, 2022; Amiti et al., 2020; Cavallo et al., 2021)
  - 소비자가 직면하는 가격 상승의 정도는 소매업체가 인상된 달러 비용만큼만 가격을 올리는지, 아니면 현재의 가격-원가 마진을 유지하려 하는지에 따라 달라짐
    - 예를 들어 소매업체가 중국에 대한 60% 관세 인상과 기타 국가에 대한 10% 관세 인상에 따른 추가 비용을 가격에 반영할 경우 소비자 물가는 1.4%p 상승할 수 있음

- 반면 소매업체가 판매가격 대비 구매원가 마진을 일정하게 유지하려 한다면 소비자물가는 2.2%p 상승할 수 있음(Barbiero and Stein, 2025)

○ 소비자 부담하는 최종 비용 증가는 달러화 강세나 수출업체 및 국내 생산업체의 마진 축소로 일부 상쇄될 수 있음

- 그러나 2018~2019년 관세 사례에서 나타났듯이, 주요 경쟁업체들이 비용을 올릴 수밖에 없는 상황에서는 수입의 영향을 받지 않는 국내 생산자들도 시장 점유율 하락에 대한 우려 없이 가격을 인상하는 경향이 있음(Flaaen et al., 2020)
- 또한 가격 인상은 통상 2~3개월 이내에 빠르게 나타나는 경향이 있음(Minton and Somale, 2025)

○ 올해도 유사한 양상이 나타날 조짐이 있음

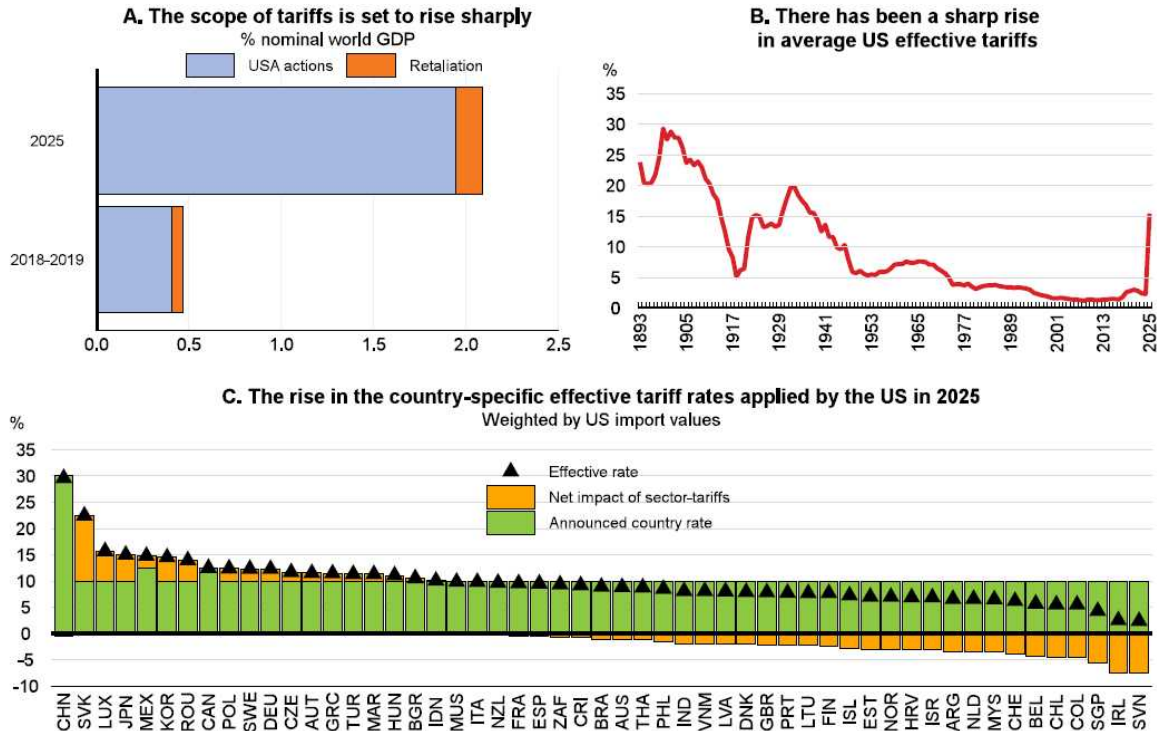
- Minton and Somale(2025)에 따르면, 2월과 3월에 부과된 대중국 관세 인상으로 인해 3월 미국 소비자들은 더 높은 가격에 직면
- Carvallo et al.(2025)도 중국산 수입품에 대한 미국 소매가격이 현저히 상승한 사실을 확인함
- 설문조사 결과에 따르면 수입 투입재에 의존하는 미국 기업은 수입 투입재가 거의 없거나 없는 기업보다 2025년 물가상승 기대가 뚜렷하게 높은 것으로 나타났음(Edwards et al., 2025)
  - 대부분의 수입업체는 향후 2년간 다양한 관세 시나리오에 대응해 비용 상승분을 소비자에게 전가할 것으로 예상함(Andrade et al., 2025)

○ 다른 국가에서는, 미국 경기 둔화로 인해 수출업체들이 새로운 시장으로의 적극적인 진출을 시도함에 따라 원자재 가격과 판매가격에 하락 압력을 가할 수 있음

- 반면 위험회피 성향 확대와 산업 보호를 위한 추가 관세조치 우려로 인한 통화 약세는 가격 인하의 폭을 제한할 수 있음

[그림 1-2] 최근 무역정책 발표는 유효 관세율의 상당한 변화를 시사함

(단위: GDP 대비 %, %)

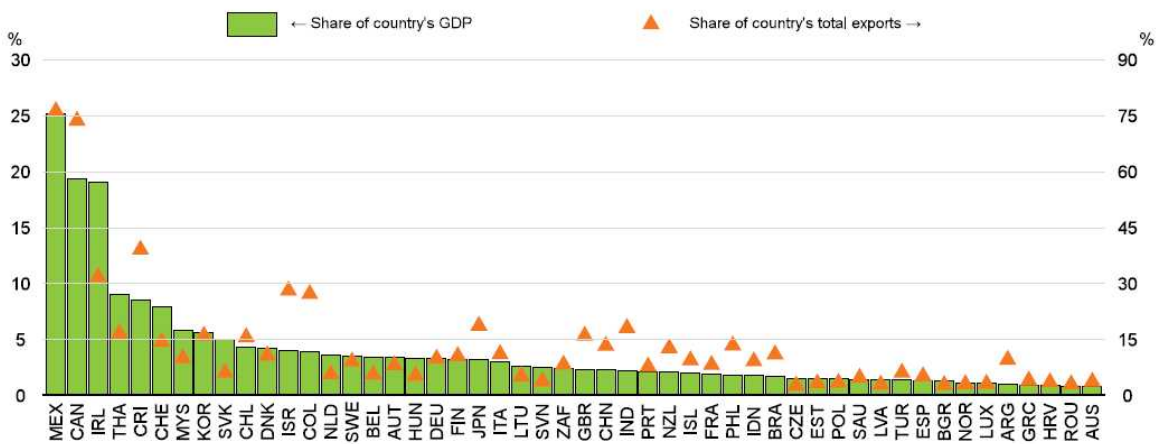


주: 추정치는 2025년 5월 14일 기준 무역 정책 발표에 기반함. 패널 A는 미국 수입품의 미 달러 기준 가치를 기반으로 함. 패널 B는 2024년까지의 평균 실효 관세에 대한 미국 국제무역위원회(USITC)의 추정치를 기반으로 함. 2025년의 평균 관세율은 HS 분류에 따라 관세 대상 품목을 2024년 미국 인구조사국의 수입 품목별 가중치와 매칭하여 계산함.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 18, Figure 1.2

[그림 1-3] 미국 관세 인상의 직접 노출도

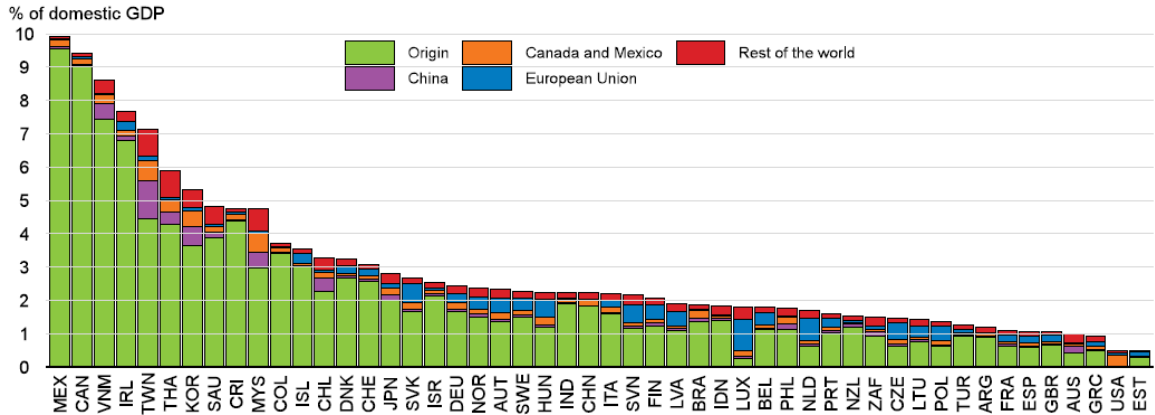
(단위: %)



출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 19, Figure 1.3

[그림 1-4] 직접 및 간접 무역 효과

(단위: GDP 대비 %)



주: TiVA 자료는 2020년까지 제공됨. 2023년의 부가가치(미국 달러 기준)는 각국의 2020년 기준 미국으로의 총수출에서 차지하는 부가가치 비중을 2023년의 미국으로의 총수출에 적용하여 추정함.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 19, Figure 1.4

○ 더 높은 양자 간 관세율은 세계 경제활동에 부담을 주고 무역 비용을 증가시켜, 특히 관세가 부과된 국가의 소비자에는 해당 최종 수입재 가격을, 기업에는 중간재 가격을 상승시키는 요인으로 작용함

- 관세 시행 시점 근처에서 가격에 대한 초기 영향이 나타날 가능성이 높으며, 경제성장세에 대한 전체적인 영향은 더 오랜 시간이 지나야 나타날 수 있음
- 관세는 이를 부과하는 정부의 재정을 증대시키지만, 동시에 왜곡을 초래할 수도 있음
  - 이러한 추가 세입의 활용 방식에 따라 경제적 영향의 규모와 분포가 달라질 것임
  - 동시에 관세를 부과하는 국가들에서 예상되는 경제성장 둔화는 다른 세입 항목을 줄이는 결과를 초래함
- 최근 무역정책 변화의 영향은 정책 불확실성이 고조된 상황에서 더욱 두드러질 수 있으며, 기업과 소비자의 신중한 태도는 투자 및 소비 증가세에 추가적인 부담 요인으로 작용할 수 있음
- 이러한 요소들을 종합할 때, 높은 관세와 고조된 불확실성은 무역활동을 약화시킬 것으로 예상됨
  - 다만, 향후 2~3개월 내 상호 관세(reciprocal tariff) 또는 특정 부문별 관세 인상

가능성을 피하기 위해 수출업체들이 무역을 앞당겨 진행할 경우 단기적으로는 상방위험이 존재함

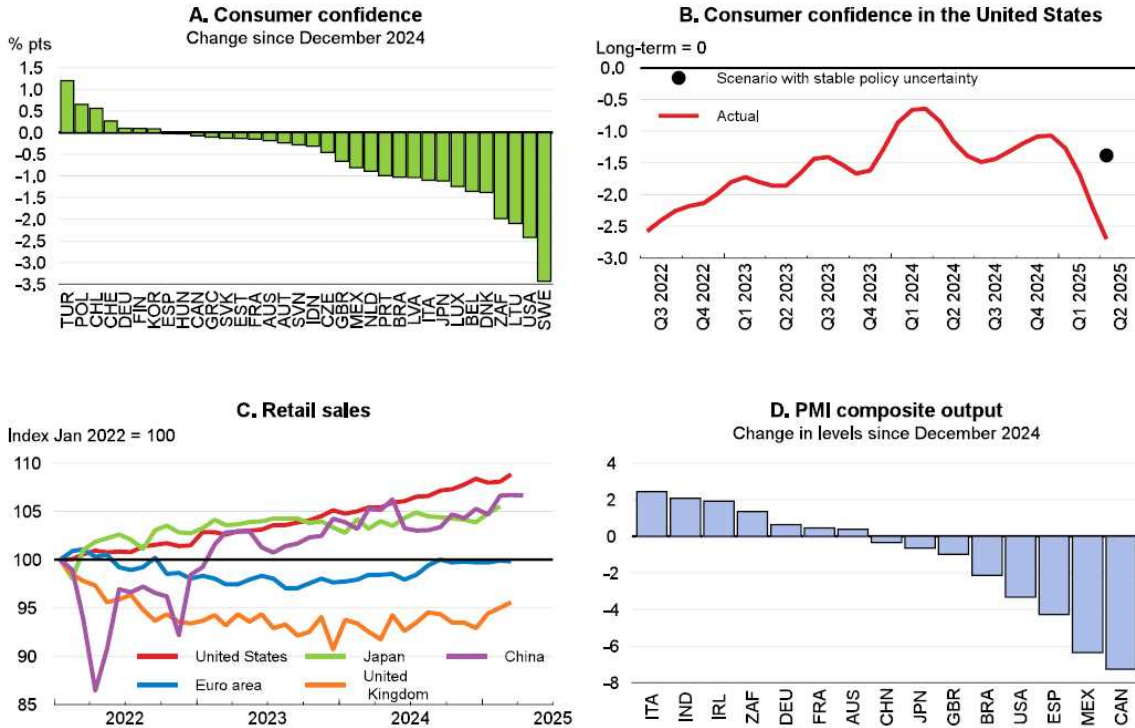
## 나. 최근 일부 경제 지표는 악화되었지만, 예정된 관세 인상으로 인해 무역이 앞당겨질 수 있음

### ○ 많은 설문조사 기반 경제 지표들이 최근 악화되었음

- 소비자 신뢰지수는 대부분의 국가에서 이미 장기 평균 수준을 밑돌고 있었으나, 2025년 초 스웨덴, 미국, 리투아니아, 남아프리카공화국에서는 더욱 뚜렷한 하락세를 보였음([그림 I-5], 패널 A)
  - 실증분석에 따르면, 미국에서 소비자 신뢰지수 급락은 2024년 12월 이후 정책 불확실성 증가가 주요 원인을 시사함([그림 I-5], 패널 B)
- 반면 튀르키예, 폴란드, 칠레에서는 최근 소비자 신뢰가 회복세를 나타냄
- 소매판매 증가세는 미국과 유로지역에서 작년부터 둔화되었으나, 중국에서는 더 큰 회복력을 보였음([그림 I-5], 패널 C)
- 기업체 설문조사에 따르면, 2025년 초 이후 캐나다, 멕시코, 스페인, 미국에서 경기 둔화 조짐이 나타났으며([그림 I-5], 패널 D), 이용 가능한 지표들에 따르면 기업들의 관세 지속 기간에 대한 기대는 매우 다양하게 나타남
- 다만 독일과 프랑스를 포함한 일부 유로지역 국가에서는 제조업 신규 주문이 견고한 수준을 유지하며 연초 이후의 회복세를 뒷받침하고 있음
  - 이들 국가에서 제조업 활동이 계속 강세를 보이는 일부 원인은 2025년 7월부터 관세율이 높아질 수 있다는 인식에 따라 교역재에 대한 수요가 일시적으로 급증한 데 기인한 것으로 보임

[그림 1-5] 최근 몇몇 대국에서 경제 지표가 악화되었음

(단위: %p, 지수)



주: 패널 B의 시나리오는 소비자 신뢰도를 근원 물가, 식품 및 에너지 물가상승률, 실업률, 주가 지수, 주택 가격, 그리고 경제정책 불확실성 지수의 변화로 회귀분석한 국가 간 모형의 결과에 기반함.  
출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 20, Figure 1.5

○ 2024년 말과 2025년 1분기에 상품 무역 물동량이 크게 증가하였으며, 이는 일부 수출업체들이 예상된 관세 인상 이전에 대미 수출을 앞당긴 선출하 효과에 힘입은 바 큼([그림 1-6], 패널 A)

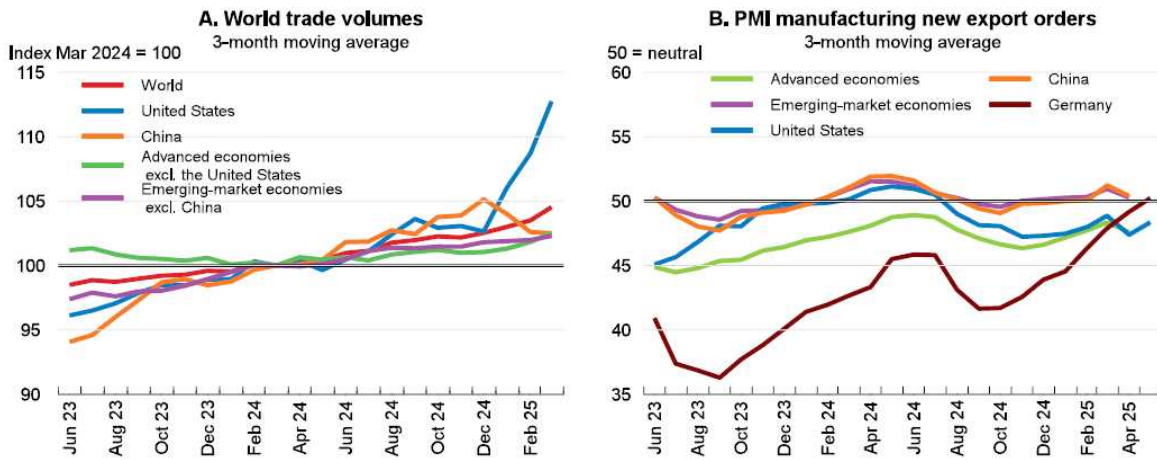
- 2024년 말에는 철강 및 알루미늄을 포함한 산업용 자재에서, 2025년 1분기에는 의약품에서 미국 수입 급증이 가장 뚜렷하게 나타났으며, 이는 제조업체와 많은 소매업체의 재고 증가와 동시에 발생함
- 국제 항공화물 운송량도 3~4월에 증가하였으며, 이는 선출하 효과에 따른 결과일 가능성이 높음
- 보다 광범위하게, 2025년 1분기에도 세계 컨테이너 물동량은 증가세를 이어갔으며, 선진국에서 제조업 수출 주문에 대한 설문조사 지표들도 독일의 회복과 함께 꾸준히 개선됨([그림 1-6], 패널 B)

■ 그럼에도 불구하고, 향후 실적이 약화될 것이라는 신호도 일부 나타나고 있음

- 2025년 4월 세계 컨테이너 운임은 연초 대비 40% 낮은 수준을 기록함
- 상하이와 미국 간 항로는 관세 부과로 인해 큰 폭의 운임 하락을 겪었으며, 이후 미-중 간 관세율 인하 발표에 따라 컨테이너 운임이 30% 반등했지만 2024년 말 대비 여전히 30% 낮은 수준임

[그림 1-6] 단기 무역 활동은 회복력 있는 모습을 보이고 있음

(단위: 지수)



주: 패널 A는 상품 무역을 나타내며, 수출과 수입의 평균을 기준으로 함.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 21, Figure 1.6

다. 금융시장 변동성은 진정되었지만 위험 회피도는 높은 수준을 지속함

○ 4월의 뚜렷한 변동성 이후 금융시장은 정상화되었으며, 세계 주가가 강하게 반등하고 주식 및 채권시장의 변동성이 하락하였으며 국채(sovereign bond) 수익률도 전반적으로 안정세를 보임

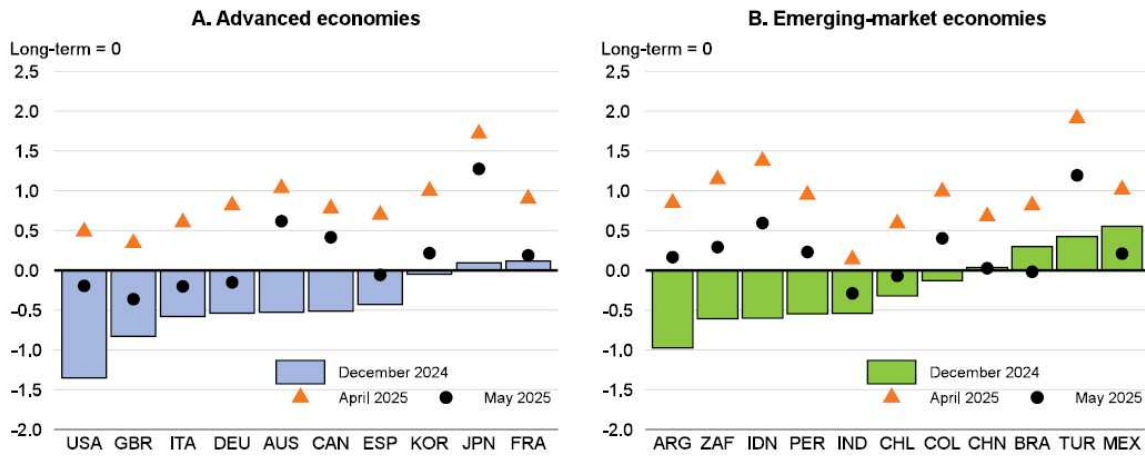
■ 그럼에도 불구하고, 금융시장 여건은 여전히 2024년 말보다 긴축적인 상태를 유지하고 있음([그림 1-7])

- 이는 시장 변동성이 여전히 높은 수준이며, 낮은 신용등급의 회사채 및 미국 시장에 노출된 세계적 기업을 포함한 일부 시장 부문에서 위험회피 성향이 지속되고 있기 때문임

■ 통상적인 위험 재평가 국면과는 달리, 4월 초 이후 미국 달러화는 절하되었으며, 투자자들은 미국 금융자산에 대한 보유 비중을 크게 축소함

[그림 1-7] 금융여건은 2024년 말보다 경색됨

(단위: 지수)



주: 국가별 금융여건지수는 장기 평균을 기준으로 표준화되며, 주식, 금리, 변동성 지표, 국채 및 회사채 스프레드, 환율 등을 포함한 다양한 국가별 및 국제 금융 시계열(국가별 지표 15개, 국제 지표 12개)의 주요인분석으로 산출됨. 금융여건지수의 값이 높을수록 금융여건이 긴축되고, 낮을수록 금융여건이 완화됨을 나타냄.  
출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 22, Figure 1.7

○ 2025년 4월 초 미국이 모든 교역 상대국에 대해 예상보다 큰 폭의 관세 인상을 발표한 이후 여러 선진국 및 신흥국에서 주가가 급락하였으나, 5월 들어 주식시장은 회복세를 나타냄

- 2025년 들어 주식시장 성과는 유럽과 일부 신흥국, 특히 브라질과 멕시코에서 가장 강한 모습을 보였음
- 일본과 미국에서는 주식 가치가 2024년 12월 말 수준까지 회복됨
- 미국, 영국, 유럽에서 주식 위험 프리미엄은 온건한 상승 이후 최근 하락세를 보였으며, 자산 가치는 여전히 높은 수준을 유지하고 있음

○ 관세 장벽에 대한 잠재적 노출도에 따라 기업 간 차별화된 주가 흐름이 지속적으로 관찰되고 있음

- 2월 중순 이후 미국 시장에 크게 노출된 기업들의 주가 수익률은 다른 기업들보다 낮은 성과를 보였음([그림 I-8], 패널 A)
  - 그 하락 폭은 지역별로 차이가 있어, 중국과 아시아-태평양 국가들에서 가장 큰 영향을 받았으며, 유럽 기업들은 상대적으로 영향을 덜 받았음

- 발표된 관세가 비교적 광범위한 범위를 포괄하고 있기 때문에 대부분의 산업 부문에서 주가에 부정적인 영향을 미쳤음
- 세계 시장에 크게 노출된 미국 기업들의 주가는 3~4월에 내수 중심 기업들보다 낮은 성과를 보였으며, 이는 특히 소비재 및 산업재 부문에서 두드러졌음([그림 I-8], 패널 B)
- 다만, 이후 다른 국가들이 미국산 수입품에 대해 광범위한 보복 무역조치를 취할 가능성이 낮아졌다는 인식이 확산되면서 이러한 부진은 다소 완화되었음

**[그림 I-8] 미국 관세에 민감한 기업의 주가가 저조한 성과를 보였음**

(단위: 지수)



주: 패널 A는 미국 기업을 제외한 세계 비금융기업 주식지수 두 가지를 보여줌. 첫 번째 지수는 최근 미국의 정책 변화에 특히 민감한 기업들의 주가 흐름을 반영하며, 두 번째 지수는 보다 광범위한 비금융기업 주식 시장을 나타냄. 민감한 기업은 전체 매출 중 미국 내 매출이 20% 이상인 기업으로 정의됨. 패널 B는 국제적으로 노출된 미국 비금융기업과 노출되지 않은 미국 비금융기업의 주식지수, 그리고 전체 미국 비금융기업 주식시장 지수를 보여줌. 국제적으로 노출된 미국 기업은 전체 매출 중 해외 매출이 20% 이상인 기업으로 정의되며, 국제적으로 노출되지 않은 기업은 해외 매출 비중이 0%인 기업임.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 23, Figure 1.8

○ 여러 차례의 변동성 국면에도 불구하고, 대부분 선진국의 장기 국채 수익률은 현재 2024년 12월 말과 대체로 유사한 수준에 머무르고 있음

- 4월 중 상당한 변동을 겪은 후, 최근 몇 주간 일부 선진국, 특히 미국에서는 정책 불확실성과 공공채무 지속가능성 우려로 인해 기간 프리미엄이 수익률을 끌어올림에 따라 채권 수익률이 상승함
- 반면 독일의 채무 한도 개혁 이후 국방 및 인프라에 대한 추가 지출 발표로 유로지역 장기 국채 수익률이 3월에 크게 상승했다가, 투자자들이 안전자산을 더 선호하면서 이후

하락세를 보였음

- 동시에 대부분 선진국과 일부 신흥국에서는 정책금리 인하가 지속되고 있으며, 대부분 선진국에서 시장은 추가 금리 인하를 반영하고 있음

○ **주식 및 통화시장의 변동성이 높아진 가운데, 신흥국의 국채 수익률 변화는 상대적으로 제한적이었음**

- 달러 표시 국채 스프레드는 대부분 4월 초 상승분을 되돌렸으며, 주요 신흥국에서 대체로 2019년 수준에 있음
  - 멕시코에서는 약화된 경제 전망을 반영해 장기 수익률이 연중 지속적으로 하락함
  - 브라질에서는 물가 상승압력 완화 기대에 힘입어 장기 수익률이 최근 하락하였으나, 여전히 2024년 말 수준과 비교해 상대적으로 높은 편임
  - 콜롬비아, 남아프리카공화국, 튀르키예에서는 2025년에 채권 수익률이 상승하여 2010년대 평균보다 높은 수준을 기록하고 있음
- 반면 많은 아시아 신흥국에서는 채권 수익률이 이전 10년 평균 수준과 비슷하거나 그 이하임
  - 중국 장기 채권 수익률은 4월에 하락하였으며, 재정 지원 확대가 무역 긴장과 통화 완화에 따른 영향을 상쇄하여 기록적 저점에 근접함
  - 인도와 말레이시아, 태국과 같은 소규모 개방 경제의 장기 채권 수익률은 2025년 초 이후 하락함

○ **기업 신용 스프레드는 2025년 고점 이후 축소되었으나, 특히 저등급 회사채에서 여전히 높은 수준을 유지함([그림 1-9], 패널 B)**

- 이는 특히 미국에서 위험자산에 대한 시장의 우려가 커지고 있음을 나타냄
- 회사채 및 레버리지 대출 스프레드는 과거 낮은 수준에 머물러 많은 발행을 촉진했으나, 하방위험이 실현될 경우 급격한 재평가 위험도 증가시킴
  - 2025년 1분기 레버리지 대출 발행량은 전년 대비 40% 증가함
  - 그러나 미국에서는 4월 초 이후 투자 부적격 등급 회사채(high-yield corporate bonds)

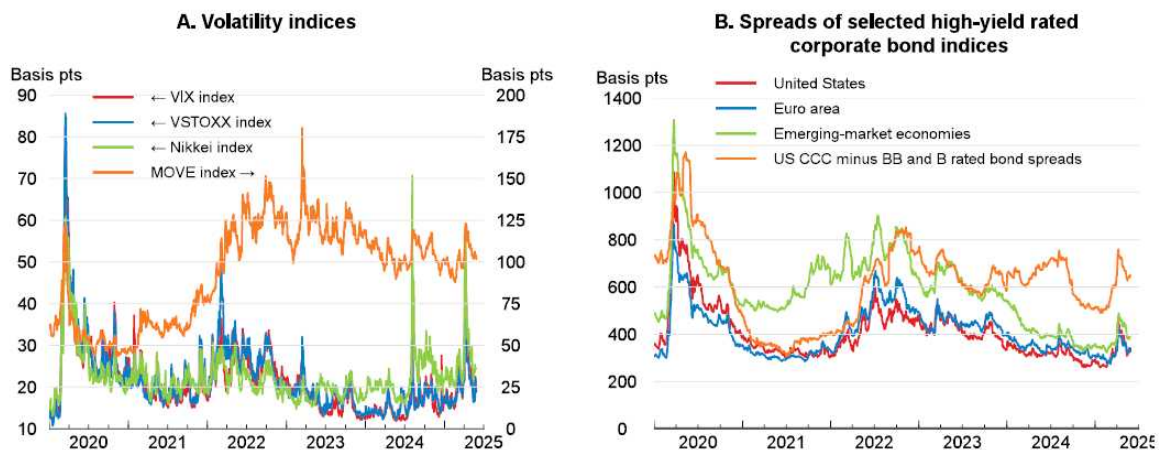
발행이 위축되어 있음

- 이러한 경직 현상은 인수 자금을 위해 정크본드 시장에 의존하는 사모펀드와, 기업이 장기 자금조달을 확보하기 전에 단기 대출을 제공하는 은행에 위험을 초래함

- 정책금리 인하에 맞춰 은행 대출 및 예금 금리도 전반적으로 하락했으며, 신용 수요 개선 징후도 나타남
- 하지만 2025년 1분기 유로지역에서는 경제 전망에 대한 위험 인식 상승을 반영해 기업 대출에 대한 신용 기준이 다소 강화되었음

**[그림 1-9] 변동성은 완화되었지만 저등급 회사채 스프레드는 여전히 높음**

(단위: bp)



주: 패널 A에서 VIX 지수로 측정된 내재적 변동성은 시장의 위험(미래 변동성)에 대한 기대를 의미함. MOVE 지수는 1개월 만기 미국 국채 옵션의 표준화된 내재적 변동성에 기반한 수익률 곡선 가중 지수임. 패널 B는 옵션 조정 스프레드를 나타내며, 이는 내재 옵션이 포함된 투자비적격 등급 채권과 국채 간의 수익률 차이를 측정하는 것임.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 24, Figure 1.9

**라. 신규 관세 조치 이전에 노동시장은 완화되고 있었지만 여전히 타이트함**

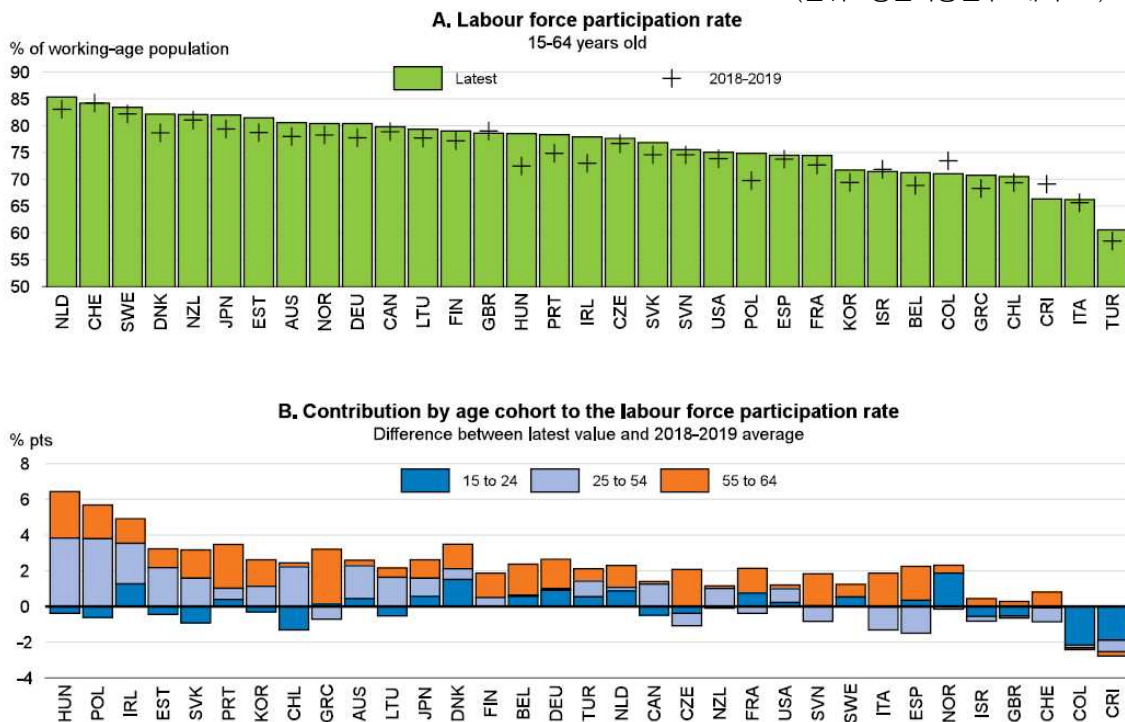
○ 신규 무역정책 발표 이전에도 많은 국가에서 고용 상황이 완화되고 있었으나, 노동시장은 대체로 견고한 상태를 유지하고 있었음

- 2024년 4분기 OECD의 연율 기준 중위 고용 성장률은 0.3%로, 상반기 0.8%에서 하락함
- 브라질을 포함한 일부 비OECD 대형 국가에서도 고용 증가세가 둔화되기 시작했음

- 그럼에도 불구하고, 생산가능인구 대비 고용 비율은 팬데믹 이전 기간과 비교해 대체로 높은 수준을 유지하였으며, 이는 상대적으로 낮은 실업률과 경제활동참가율 증가에 기인함([그림 I-10], 패널 A)
  - 이러한 현상은 체코, 그리스, 헝가리, 이탈리아, 폴란드, 포르투갈, 스페인 등에서 고령 노동자의 경제활동참가율이 크게 증가한 덕분임([그림 I-10], 패널 B)
- 새로운 관세와 고조된 정책 불확실성이 고용에 미치는 영향은 아직 불분명하나, 최근 몇 달간 캐나다와 일본 등 일부 국가에서는 고용이 감소함
- 미국, 중국, 캐나다, 멕시코, 인도 등에서는 기업체 설문조사 기반 고용 상황도 뚜렷하게 완화된 것으로 나타남

[그림 I-10] 고령 노동자는 노동 공급 증가의 중요한 원인이었음

(단위: 생산가능인구 대비 %, %p)



출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 25, Figure 1.10

- 명목임금 상승률은 연초에 완화되고 있었으나, 팬데믹 이전 기간과 비교해 많은 지역에서 여전히 높은 수준이었음
  - 대부분 선진국에서는 임금 상승이 강했던 반면 생산성 향상은 제한적이어서, 단위노동비용 증가율이 중앙은행의 물가상승률 목표를 초과했음

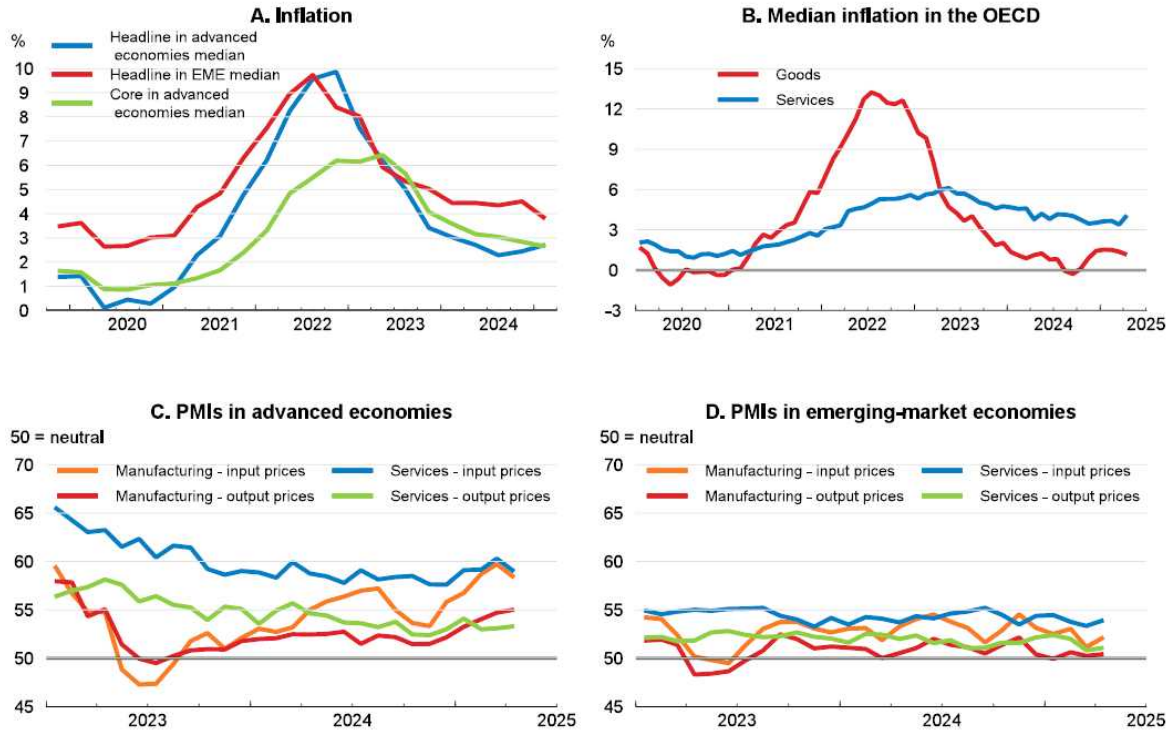
- 일부 유럽 국가에서는 강력한 최저임금 인상이 지속적인 임금 상승세를 뒷받침하였으며, 일본에서는 강건한 기본급 상승과 함께 높은 겨울 보너스 지급 및 2025 회계연도 임금 협상에서 강한 성과가 있었음
- 실질임금은 2024년 말에 강건하게 성장하였으며 점진적인 물가상승률 하락에 따라 대부분 OECD 국가에서 팬데믹 이전 수준에 도달하거나 이를 상회하였음
- 새로운 관세 부과로 가계가 최종재 가격 상승에 대응해 명목임금 요구를 강화할 가능성이 있음
  - 예를 들어 2025년 1월과 2월에 실시된 캐나다 소비자 기대 조사에서 응답자의 약 3/4가 무역 분쟁으로 인해 생활비가 상승할 것으로 예상하였음

#### 마. 일부 국가에서 물가 상승압력이 다시 나타나고 있음

- 2025년 초에도 많은 국가에서 물가 상승압력이 여전하였으며, 물가상승률은 종종 목표 수준을 상회하였음([그림 I-11], 패널 A)
  - OECD에서는 주거비 상승의 경직성으로 인해 서비스 물가상승률이 높게 유지되었음
  - 이와 동시에 상품 물가상승률은 매우 낮은 수준에서 출발해 상승하기 시작하였으며, 주로 식품 물가상승이 그 원인임([그림 I-11], 패널 B)
  - 최근 식품 가격 상승은 일본, 미국, 영국 및 코스타리카, 콜롬비아와 같은 일부 신흥국에서 가장 뚜렷하게 나타났음
  - 전반적으로 신흥국의 물가상승률 동향은 더욱 다변화되었음
    - 아르헨티나와 튀르키예의 연간 헤드라인 물가상승률은 다소 완화되었음에도 불구하고 2025년 초 각각 두 자릿수 수준에서 머물고 있었음
    - 반면 중국의 물가상승률은 4월 기준 거의 0 수준에 가까웠음

[그림 1-11] 최근 상품 물가상승률이 상승하면서 종합 물가상승률이 여전히 높음

(단위: %, 지수)

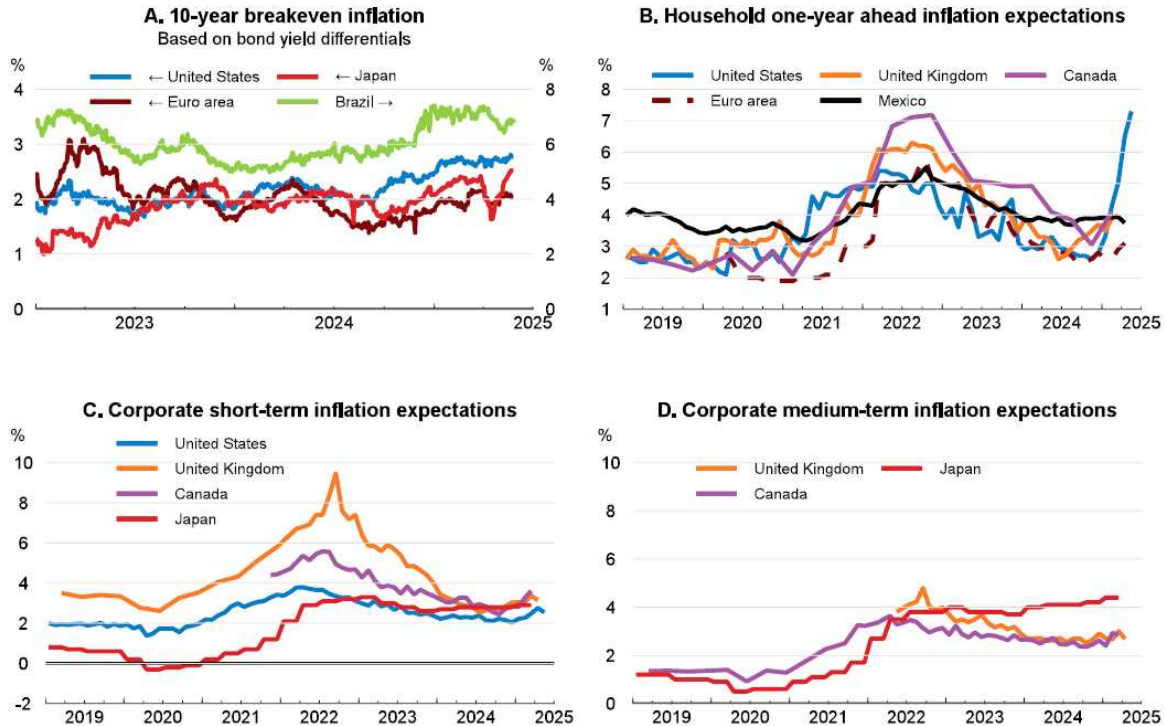


출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 26, Figure 1.11

- 기업체 설문조사에 따르면 2025년 올해 선진국에서 제조업 투입가격과 산출가격이 상승한 것으로 나타났으며, 특히 캐나다와 미국에서 두드러짐([그림 1-11], 패널 C와 D)
  - 다만 이러한 지표들은 아직까지 최종 서비스 가격에서 상승 움직임을 시사하지 않음
  - 수입 관세 인상은 부과 국가 내 물가 수준의 상향 조정을 초래할 것으로 예상됨
  - 물가상승 영향의 지속 여부는 명목임금 요구 상승 및 기업의 마크업(mark-up) 인상 동반 여부에 달려 있음
  - 이러한 2차 효과의 규모는 물가상승률 기대가 잘 안착된 국가에서는 더 제한적일 가능성이 큼

[그림 I-12] 최근 일부 국가에서 물가상승률 기대치가 증가했음

(단위: %)



출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 27, Figure 1.12

### ○ 물가상승률 기대는 일부 국가에서 상승하였음

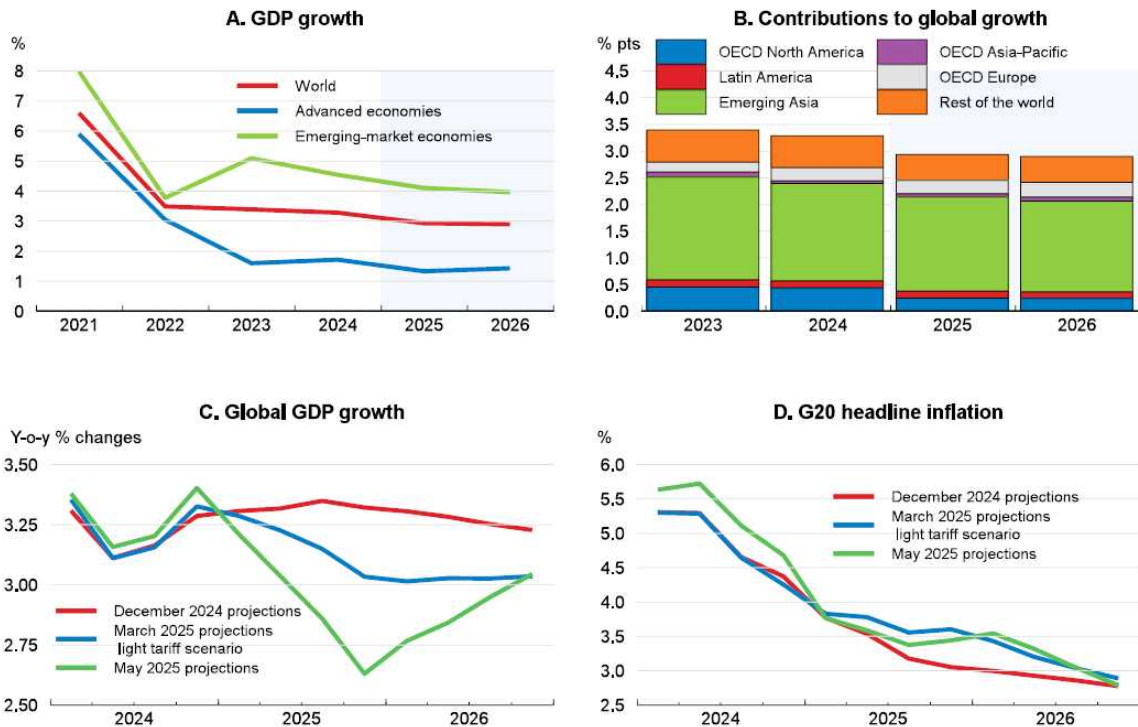
- 주요국의 10년 만기 채권 내재 물가상승률(breakeven inflation)은 미국을 포함해 크게 변동하지 않았음([그림 I-12], 패널 A)
- 그러나 단기 가계 물가상승률 기대는 최근 몇 국가에서 급등했으며, 특히 미국, 캐나다, 영국에서 두드러짐([그림 I-12], 패널 B)
  - 이는 부분적으로 식품과 같이 가계 예산에 중요한 품목의 최근 물가상승과, 관세 인상에 따른 물가상승 예상에 기인한 것으로 보임
  - 1년 및 3년 후 물가상승률 기대에 대한 세부적인 데이터를 보면 물가상승률이 4%를 초과할 것으로 예상하는 가계 비중이 증가했음
- 기업의 물가상승률 기대도 미국, 캐나다, 영국, 일본 등 여러 선진국에서 상승하였음([그림 I-12], 패널 C와 D)

### 3. 전망

- 세계 GDP 성장률은 2024년 3.3%에서 2025년과 2026년에 각각 2.9%로 둔화될 것으로 전망됨(그림 1-13], 패널 A; <표 1-1>)
  - 경제 전망 약화는 특히 북미와 일부 아시아 국가, 특히 중국에서 두드러짐(그림 1-13], 패널 B)
  - 전년 동기 대비 4분기(Q4/Q4) 세계 경제성장률은 2024년 3.4%에서 2025년 4분기에 2.6%로 하락한 후 2026년까지 3% 수준으로 회복될 것으로 예상됨
  - 이 전망은 5월 중순 현재의 양자 간 관세율이 법적 쟁송이 진행 중임에도 불구하고 2025년과 2026년 계속 유지된다는 기술적 가정에 기반함

**[그림 1-13] 세계 성장은 약화될 것으로 전망됨**

(단위: %, %p, 전년 동기 대비 변화)



출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 28, Figure 1.13

- 높아진 양자 간 관세율과 고조된 정책 불확실성은 기업 투자 및 무역 성장에 부담을 줄 것으로 예상됨

- 동시에, 취약한 소비 심리와 지속되는 생활비 압력, 그리고 일부 국가에서는 노동시장 약화가 가중되면서 대부분 국가에서 민간소비도 악화될 전망이다
- 수정된 세계 성장 전망은 2024년 12월 OECD Economic Outlook과, 무역장벽 관련 기술적 가정을 가장 유사하게 적용한 2025년 3월 OECD Interim Economic Outlook('낮은 관세 시나리오') 대비 모두 하향 조정됨([그림 I-13], 패널 C)
- G20 국가들의 물가상승률은 2026년까지 점진적으로 완화될 것으로 예상되며, 무역장벽 강화에 따른 물가 상승압력은 2025~2026년의 낮은 유가와 완화된 성장으로 상쇄될 것임([그림 I-13], 패널 D)
  - 미국은 주요 예외 국가로, 헤드라인 물가상승률(headline inflation)과 근원 물가상승률(core inflation)이 각각 2025년 4분기에 약 3.9%와 4.0%로 정점을 찍고 2026년에도 목표치를 상회할 전망이다

## ○ 전망 가정은 다음과 같음

- 많은 OECD 국가의 중앙은행은 경제성장 및 고용 상황 둔화의 심각성을 완화하기 위해 통화정책금리를 추가 인하할 것으로 가정됨
  - 그러나 미국은 물가상승률에 대한 상방위험 때문에 2025년 통화정책금리가 변동 없이 유지될 것으로 예상됨
  - 또 다른 예외는 일본으로, 지속적인 물가상승으로 인해 점진적인 정책금리 인상이 계속될 것으로 전망됨
- 재정정책은 2025~2026년 대부분 주요 OECD 국가에서 다소 긴축적일 것으로 가정되며, 공공채무 지속가능성에 대한 우려가 공통적으로 존재하나 소규모 국가에서는 상대적으로 덜함
  - 독일은 재정준칙 개혁과 국방 및 인프라 지출 증가 계획으로 2026년에 상당한 경기부양과 대규모 공공투자가 있을 것으로 가정됨
  - 미국에서는 One Big Beautiful Bill Act의 법제화가 2026년에 추가 재정 지원을 할 것으로 예상됨
- 대부분 신흥국은 대체로 중립적 재정정책 기조를 유지하면서 일부 통화정책 완화를 이어갈 것으로 가정됨

- 중국은 예외로, 2025년에 대규모 추가 재정 확장이 예상되며, 정책금리는 현재 낮은 수준을 유지할 것으로 전망됨

### ○ 주요 개별 국가 및 지역의 전망은 다음과 같음

- 미국의 GDP 성장률은 연간 기준으로 2024년 2.8%에서 2025년 1.6%, 2026년 1.5%로 약화될 것이며, 2025년 4분기의 전년 대비 성장률은 1.1%로 하락할 것으로 예상됨
  - 미국에서는 수입에 대한 실효 관세율이 크게 상승하고 일부 교역 상대국의 보복 조치, 고조된 정책 불확실성, 실질 소득 성장 둔화 등이 복합적으로 작용하여 경제성장률이 크게 둔화될 것으로 예상됨
  - 또한 순이민자 증가 둔화와 연방 공무원 수 감소도 성장을 완화할 것으로 전망됨
  - 상당한 물가 수준 변화를 겪을 것으로 전망되며, 물가상승률은 2025년 중반 급등한 후 시간이 지나면서 목표 수준으로 완화될 전망이다
- 캐나다의 GDP 성장률은 2024년 1.5%에서 2025년 1.0%, 2026년 1.1%로 하락할 전망이다
  - 새로운 무역 제한 조치가 경제활동에 부담을 줄 것으로 예상되며, 물가상승 우려가 지속되는 가운데 통화정책은 소폭의 추가 지원만 제공할 것으로 가정됨
  - 상당한 물가 수준 변화를 겪을 것으로 전망되며, 물가상승률은 2025년 중반 급등한 후 시간이 지나면서 목표 수준으로 완화될 전망이다
- 일본의 GDP 성장률은 2025년 0.7%에서 2026년 0.4%로 둔화될 것으로 전망됨
  - 일본 경제는 완만한 성장세를 보일 것으로 전망되며, 건실한 기업 이익 및 정부 보조금에 기반한 기업 투자 증가와 강한 임금 상승이 민간소비 성장을 지원할 것임
  - 반면 새로운 무역 제한과 고조된 무역정책 불확실성으로 인한 약화된 대외 수요가 상쇄 요인으로 작용함
- 한국의 GDP 성장률은 2024년 2.1%에서 2025년 1.0%로 하락한 후 2026년 2.2%로 상승할 것으로 전망됨
  - 실질 소득 증가와 노동시장 개선에 힘입어 성장이 회복될 전망이다
- 유로지역은 2024년 0.8%에서 2025년 1.0%로 완만한 성장을 유지하다가 2026년

## 1.2%로 상승할 전망이다

- 무역 마찰 증가는 차세대 EU(NextGenerationEU, NGEU)<sup>3)</sup> 기금의 지속적인 자본 지출, 회복력 있는 노동시장, 최근 완화된 신용 여건에 의해 상쇄될 것임
  - 독일의 통화정책금리 추가 인하와 확장 재정도 특히 내년에 성장 지원에 기여할 것으로 예상됨
  - 실업률은 다소 증가할 것으로 보이며 임금 상승률은 추가로 완화될 전망이다
  - 물가 상승압력은 더욱 완화되어 유로지역의 헤드라인 물가상승률은 2026년 목표 수준에 근접할 것으로 예상됨
- 영국은 2025년 1.3%, 2026년 1.0%의 성장률로 잠재 성장률 수준을 유지할 것으로 전망됨
    - 무역 긴장과 고조된 불확실성이 지난해 가을 예산 조치에 따른 정부 소비 및 투자 확대 효과를 상쇄할 전망이다
  - 중국의 실질 GDP 성장률은 2024년 5.0%에서 2025년 4.7%, 2026년 4.3%로 둔화될 것으로 전망됨
    - 중국은 2025년 초 강건한 성장 이후 양자 간 관세율 인상과 미국의 최소 과세 면제 폐지 계획, 보복 무역 조치로 성장 둔화가 예상됨
    - 하지만 국내 재정 부양책, 특히 소비재 보조금과 사회 이전 지출 중심의 재정 확장이 이를 일부 상쇄할 것으로 전망됨
    - 증가한 무역 비용과 최근 상승한 국제 식량 가격이 낮은 수준의 물가상승률을 끌어올릴 전망이다
  - 인도의 경제성장률은 2025~2026 회계연도에 6.3%, 2026~2027 회계연도에 6.4%로 예상되며, 인도네시아의 경제성장률은 2025년 4.7%, 2026년 4.8%로 전망됨
    - 두 국가는 강하고, 대체로 안정적인 경제성장을 지속할 것으로 전망됨
    - 완화된 통화정책이 두 국가의 확장세를 지원할 것이나, 미국 내 관세 인상, 세계 무역정책

3) 코로나19의 사회·경제적 영향을 완화하고, 녹색과 디지털 전환을 지원하기 위해 2021년부터 2026년까지 7,500억유로를 보조금과 대출 형식으로 회원국을 지원하는 프로그램(한국조세재정연구원 재정지출분석센터, OECD Economic Outlook December 2024, 2025.1., p.107)

불확실성, 인도네시아 내 재정정책 불확실성이 성장에 부정적 영향을 미칠 전망이다

- 두 국가 모두 물가상승률은 대체로 안정적인 수준을 유지할 것으로 예상되나, 인도네시아는 과거 통화 평가절하 영향으로 올해 물가상승률 상승이 예상됨

■ 멕시코는 무역장벽 상승과 공공지출 증가 둔화가 겹쳐 2025년에 성장률이 추가 둔화될 전망이다

- 그러나 통화정책 완화가 지지 요인으로 작용해 성장률은 2025년 0.4%, 2026년 1.1%로 전망됨

■ 브라질 역시 성장률이 2024년 3.4%에서 2025년 2.1%, 2026년 1.6%로 둔화될 것으로 전망됨

- 긴축적 통화정책과 신규 무역장벽이 확장적 재정정책의 긍정적 효과를 일부 상쇄할 전망이다
- 물가상승률은 여전히 높을 것으로 전망되나 2026년 하반기에는 중앙은행 목표 범위 내로 하락할 것으로 보임

○ 2025년 5월 중순까지의 무역정책의 상당한 변화는, 이러한 변화가 2025년 하반기와 2026년에도 지속된다는 기술적 가정하에, 세계 상품 및 서비스 무역에 큰 부담으로 작용하고 있음

■ 세계 무역은 2025년에 2.8%, 2026년에 2.2% 성장할 것으로 전망되며, 이는 2024년 12월 OECD Economic Outlook보다 각각 0.8%p, 1.3%p 낮은 수치임

- 이 감소의 대부분은 미국, 중국 및 국제 공급망에 깊이 통합된 역내 교역국들의 무역 감소에서 기인함([그림 I-14], 패널 A)

■ 2025년에는 미국의 수입 관세 도입과 무역정책 불확실성 증가가 유럽에도 부담을 줄 것으로 보이나, 2026년 독일의 국내 성장 회복은 EU 내 무역 회복을 촉진할 전망이다

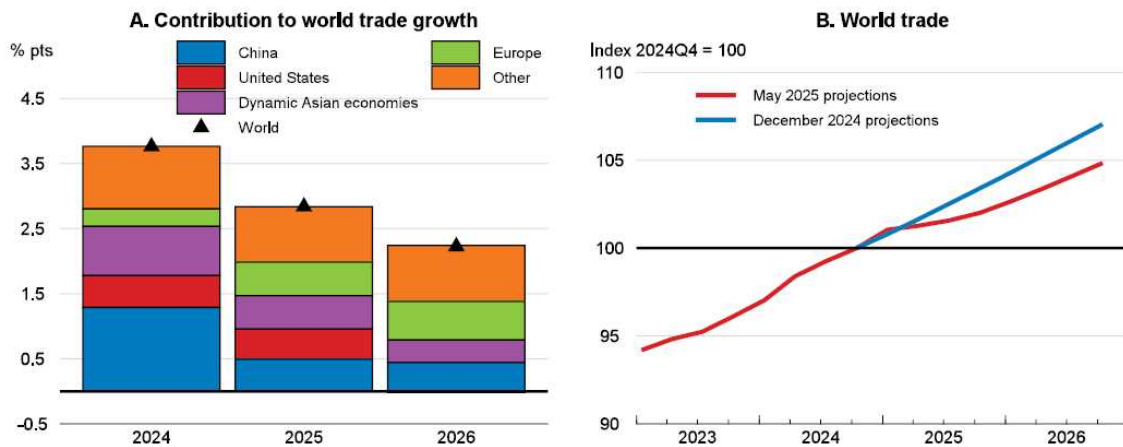
■ 2024년 말과 2025년 초 미국으로의 선제적 수출과 서비스 무역의 지속적인 확장으로 2025년 연간 무역량 성장의 감소폭은 제한적임

■ 그림에도 불구하고 분기별 무역 성장은 당분간 약세를 보일 것으로 예상되며, 2026년 4분기 세계 무역량은 이전 전망보다 2.1% 낮을 전망이다([그림 I-14], 패널 B)

- 중국과 미국에서의 수요 감소로 많은 신흥국, 특히 원자재 수출국의 수출 성장률이 크게 둔화될 것으로 예상됨
  - 그러나 아르헨티나와 칠레와 같은 일부 국가는 미국으로의 수출의 절반이 관세 면제되어 상대적으로 영향을 덜 받을 것으로 보임

[그림 1-14] 무역 성장의 지역적 동인이 변화하고 있음

(단위: %p, 지수)

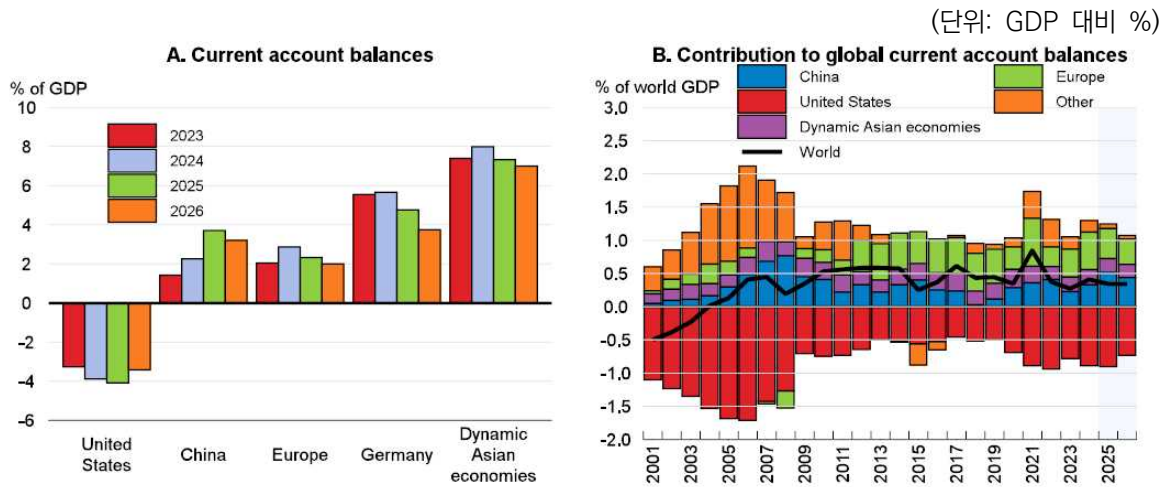


출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 30, Figure 1.14

○ 세계 무역량에 큰 변동이 있음에도 불구하고 국가별 경상수지 변화는 상대적으로 제한적일 것으로 예상됨([그림 1-15], 패널 A)

- 중국과 같은 일부 주요 흑자국은 수출과 함께 수입도 급격히 둔화되는 반면, 미국은 수출 증가세가 약해 수입 둔화로 인한 경상수지 개선이 제한됨
  - 예외적으로 독일은 재정정책 변화로 국내 수요가 증가하고 수입 성장도 확대되는 반면, 무역정책 변화로 수출 성장은 둔화되어 경상수지 흑자가 감소할 전망이다
- 전반적으로 대부분 국가의 경상수지 비중은 세계 GDP 대비 세계 금융위기(global financial crisis, GFC) 이전보다 낮으며, 2025년과 2026년 동안 크게 변하지 않을 것으로 보임([그림 1-15], 패널 B)

[그림 1-15] 경상수지는 느리게 변화할 전망이다



주: 세계 경상수지는 반드시 0이 되지는 않는데, 각 국가마다 다른 정의와 자료로 자국의 국민계정 통계를 작성하기 때문임.

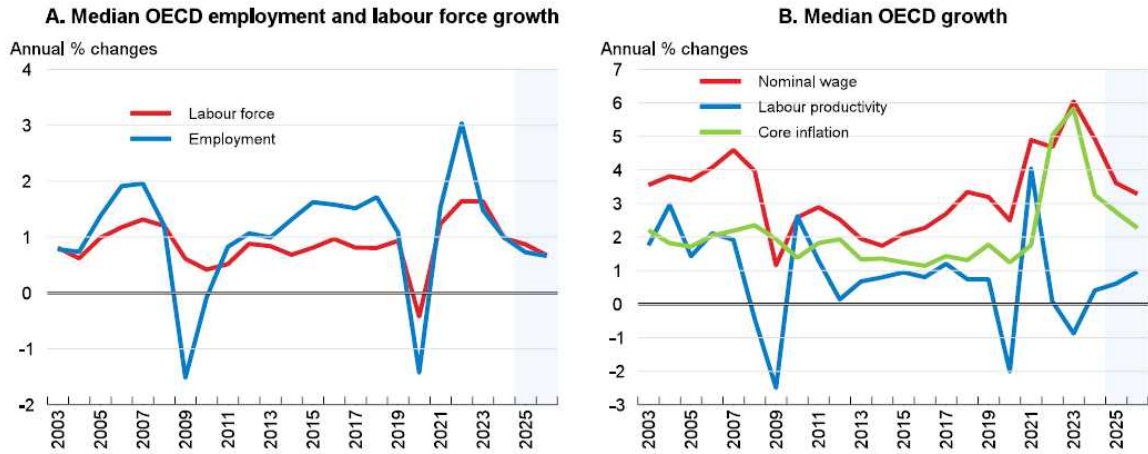
출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 31, Figure 1.15

○ OECD 국가의 고용 증가 속도는 약화될 것으로 예상되며, 2025~2026년 동안 OECD 중위 국가의 연간 고용 증가율은 0.7%로, 2024년의 1%에서 하락할 전망이다([그림 1-16], 패널 A)

- 인도와 남아프리카공화국 같은 일부 비OECD 신흥국에서는 고용 증가가 회복력 있을 것으로 전망되나, 고령화로 노동 공급이 감소하는 중국에서는 고용 증가가 계속 둔화될 전망이다
- 최근 빠른 속도를 보였던 경제활동인구 증가율도 전반적으로 완만해질 것으로 전망되며, 일부 국가에서는 이민 유입이 완화됨
- 이에 따라 OECD 국가 중위권의 실업률은 전망 기간 동안 대체로 안정세를 유지할 것으로 보임
  - 그러나 미국에서는 성장 둔화에 따라 실업률이 2026년 상반기 4.5%까지 상승한 뒤 완만해질 전망이다

**[그림 1-16] 균형을 이룬 노동시장과 강력한 생산성 성장이 물가상승률 하락을 지원해야 함**

(단위: % 변화)

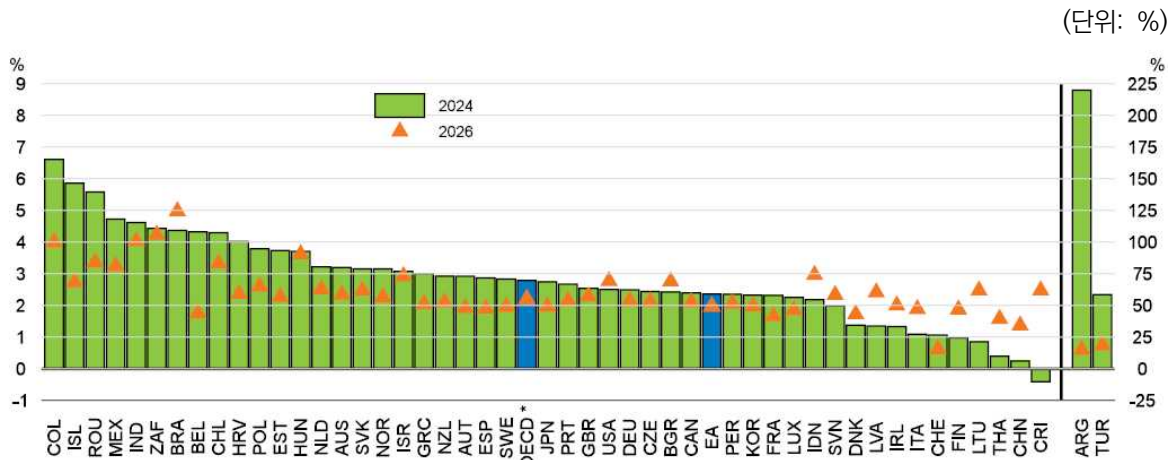


출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 32, Figure 1.16

○ **노동시장의 수요와 공급이 보다 균형을 이루면서 명목임금 상승률은 대부분 국가에서 계속 완화될 것으로 전망됨([그림 1-16], 패널 B)**

- 이는 노동 생산성 향상과 결합되어 단위노동비용 상승률 완화로 이어져 물가 상승압력을 줄일 것임
- 중앙은행 목표치를 초과하는 물가상승률을 기록 중인 대부분 선진국과 신흥국에서는 헤드라인 물가상승률이 추가로 하락할 전망이다([그림 1-17])
  - 반면에, 미국은 예외 국가이고, 남아프리카공화국은 부가가치세 인상과 좁아진 아웃풋 갭(output gap)으로 인해 물가상승률이 상승하고, 브라질은 2026년 내내 분기 물가상승률 하락에도 불구하고 서비스 물가상승률 반등으로 연간 물가상승률이 높게 유지될 전망이다
  - 유로지역에서는 라트비아, 리투아니아, 슬로바키아, 슬로베니아 등 노동시장이 타이트한 일부 국가에서 물가상승률이 상대적으로 높게 유지될 전망이다

[그림 1-17] 물가상승률은 정책 목표를 향해 더 나아갈 것으로 전망됨



주: 아르헨티나와 튀르키예는 오른쪽 축으로 표시되며, 다른 모든 국가는 왼쪽 축으로 표시됨.  
출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 32, Figure 1.17

## 4. 위험

### 가. 성장은 더 제한적인 무역정책, 장기화된 불확실성, 경색된 금융 여건으로 인해 타격을 받을 수 있음

- 주요 위험 요인은 미국으로 수입되는 상품에 대한 양자 간 관세율이 추가 인상되어 무역 상대국들의 보복 조치를 촉발할 가능성이 있다는 점임
  - 이러한 상황은 금융시장에서 위험 재평가를 심화시키고 정책 불확실성을 장기화할 가능성이 높음
  - 이로 인해 신뢰도가 저하되고, 전 세계 기업과 가계의 지출에 하방 압력이 가해지며 주요 원자재에 대한 세계 수요가 약화될 것임
- NiGEM 세계 거시경제 모델을 활용한 일련의 예시 시뮬레이션은 이러한 변화들이 단기적으로 미칠 수 있는 다양한 효과를 보여줌([그림 1-18])
  - 미국이 모든 국가에 대해 양자 간 관세율을 추가로 10%p 인상하는 시나리오에서는 2년 차까지 세계 GDP가 약 0.3% 감소하며 미국에서는 0.6% 하락이 예상됨
    - 물가상승률도 높아져 미국에서는 처음 2년간 연평균 0.8%p 상승하고 세계적으로는

연평균 약 0.5%p 상승할 것임

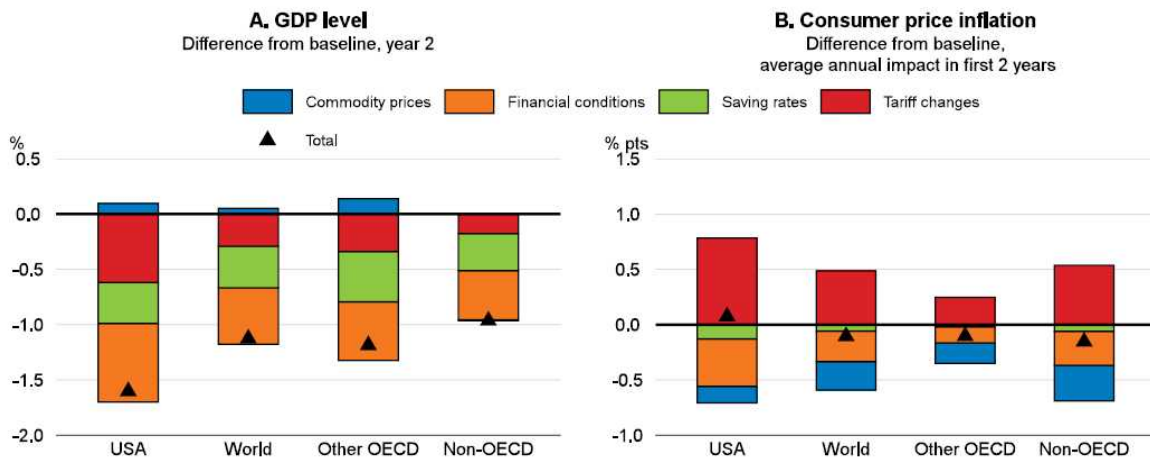
- 가장 큰 영향은 미국에서 나타나지만, 미국 수입 수요 약화가 모든 무역 상대국의 수출 성장 둔화로 이어지고 달러 실효환율이 약 4% 절상되어 미국 내 물가 상승압력을 완화하는 반면 다른 국가에서는 수입가격 상승을 초래함
- 성장에 대한 초기 충격은 세계 주식시장 추가 악화와 위험 프리미엄 상승, 소비자들의 예비적 저축 증가가 동반될 경우 더욱 증폭됨
  - 모의 시나리오에서는 주가가 10% 하락하고 투자 위험 프리미엄이 50bp 상승하며 가계 저축률이 1%p 증가하는 충격이 2년간 지속된다고 가정함
  - 이 충격들이 결합되면 2년 차까지 세계 GDP가 약 1.2% 하락하며 많은 선진국에서 더 큰 감소가 예상됨
  - 추가 수요 충격은 디플레이션적 효과를 가져와 소비 지출과 투자가 모두 감소해, 무역 비용 상승이 물가에 미치는 영향은 줄어들어 처음 2년간 세계 물가상승률 상승폭은 연평균 0.2%p로 둔화됨
- 원자재 가격은 추가적인 충격 흡수 역할을 할 가능성이 높으며 약화된 세계 수요가 단기적으로 가격을 낮출 것으로 예상됨
  - 이로 인해 원자재 수입국들의 실질 소득이 지원되고 헤드라인 소비자 물가상승률도 낮아질 것임
  - 예시로, 세계 석유 및 가스 가격이 10% 하락하면 처음 2년간 세계 물가상승률이 연평균 0.3%p 하락하며 에너지 집약도가 높은 비OECD 국가에서 가장 큰 하락폭이 예상되고 세계 GDP는 약 0.1% 상승할 것임
  - 다른 모의 충격들과 결합 시 세계 물가상승률은 거의 변동이 없고 세계 GDP는 2년 차까지 약 1.1% 감소할 것임
- 이러한 여러 충격이 실제 발생할 경우 거시경제정책에 영향을 미침
  - 초기 무역정책 충격 시나리오에서는 물가상승률의 2차 효과를 완화하기 위해 미국에서 정책금리가 기준선 대비 처음 2년간 평균 약 0.75%p 인상됨
  - 달러 환율 절상은 다른 국가에서 수입가격을 상승시키며 대부분 국가에서 정책금리가 다소 상승함
  - 그러나 전체 충격이 결합된 경우 이들 충격의 디플레이션적 특성으로 인해 모든 국가에서

정책금리가 하락할 것임

- 결합 충격으로 인한 재정 압박도 증가하는데 초기 경기 약화가 세수 감소를 유발하고 실업률 상승이 지출 증가로 이어짐
- 2년 후 대표적 선진국의 GDP 대비 정부채무 비율은 약 2%p 상승할 것임

**[그림 1-18] 추가적인 무역 비용 증가와 불확실성 증가는 성장을 저해할 것임**

(단위: %, %p)



주: 미국이 모든 비원자재 수입품에 대해 예상하지 못한 관세를 10%p 인상하고, 모든 국가에서 주가가 10% 하락하고, 전 세계 투자 위험 프리미엄이 50bp 상승하고, 모든 국가에서 가계 저축률이 1%p 상승하고, 석유 및 천연가스 가격이 10% 하락하는 경우를 시뮬레이션한 영향임. 관세 인상은 지속되는 것으로 가정하며, 다른 충격들은 2년 후 점차 사라지는 것으로 가정함.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 34, Figure 1.18

○ 추가적인 정책 불확실성의 영향은 모의 시나리오에서 제시된 것보다 더 클 수 있음

- 실증분석에 따르면 경제정책 불확실성 지수(economic policy uncertainty index)의 1 표준편차 충격은 1%의 투자 누적 감소율과 연관되어 있음(자세한 내용은 제II장 참조)
  - 참고로, 캐나다의 경제정책 불확실성 지수는 2024년 10월부터 2025년 3월까지 9 표준편차 이상 상승했음

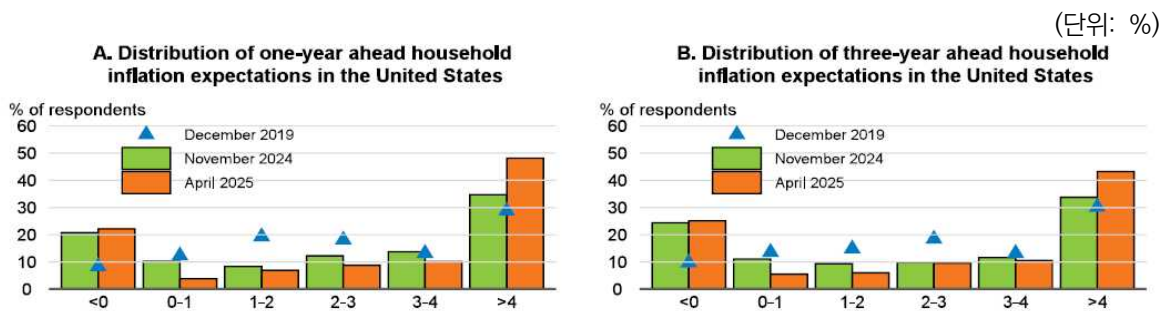
**나. 물가상승이 더 지속될 수 있음**

○ 추가적인 하방위험은 물가상승률이 예상보다 더 지속되는 것임

- 이는 더 긴축적인 통화정책을 촉발하여 성장 전망을 약화시킬 수 있음

- 대부분 OECD 국가에서는 물가상승률이 중앙은행 목표치를 상회하고 있음
- 또한 미국과 중국이 부과한 높은 관세율은 이들 국가의 최종 상품 가격을 예상보다 크게 올릴 수 있으며, 수출가격에도 영향을 미치는 비용 상승을 야기함
  - 향후 다른 국가에서 실효환율이 추가로 절하된다면 해당 지역에서 수입가격 상승을 더욱 부추길 것임
- 위에서 논의한 바와 같이, 관세로 인한 가격 상승이 2차 효과를 동반하여 물가상승의 지속성을 더욱 높이는 것도 주요 위험임
  - 구매력 저하에 대응하여 노동자들이 명목임금 인상을 요구하면 기업 비용 상승으로 이어져 소비자 가격 인상으로 전가될 수 있음
  - 기업이 기존의 가격-비용 마진을 유지하려는 시도도 수입 비용 상승의 초기 충격을 확대시킬 것임
- 많은 국가에서 타이트한 노동시장과 일부 국가에서 소비자 및 기업의 물가상승 기대 상승은([그림 I-12], 패널 C; [그림 I-19]) 이러한 위험 발생 확률을 높일 수 있는 요인임
  - 이러한 시나리오에서 특히 노동집약적 서비스 부문 물가상승률이 높을 수 있음

**[그림 I-19] 미국과 캐나다에서 높은 물가상승률을 예상하는 가계 비율이 증가하고 있음**



출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 35, Figure 1.19 panel A&B

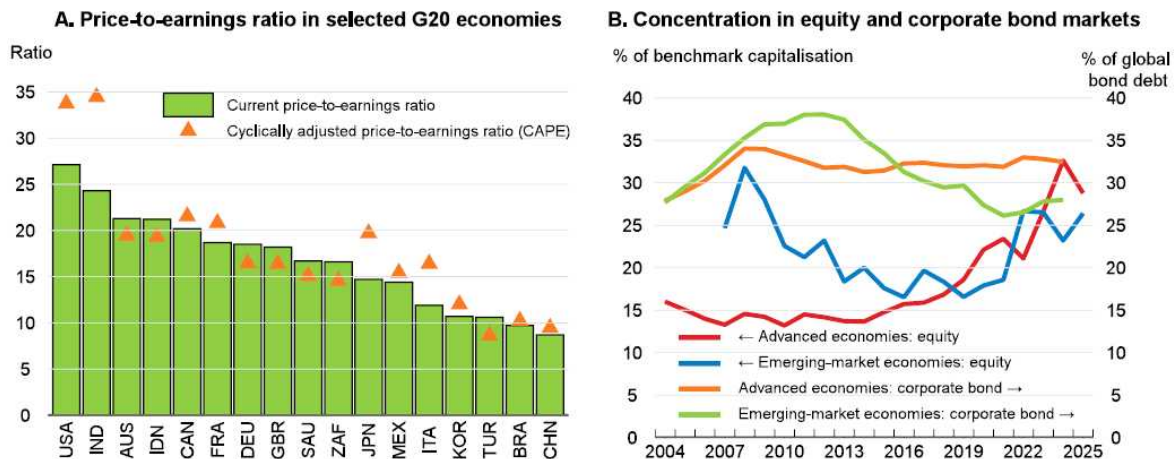
### 다. 기업의 재무 압박은 추가 위험 재조정 및 금융기관 전반에 걸친 파급효과를 유발할 수 있음

- 경제성장에 대한 하방 충격이나 물가상승 재확산이 발생할 경우 금융시장의 위험 재평가가 더욱 광범위하게 일어날 수 있음

- 이는 시장 변동성을 높이고 금융 안정성에 대한 위험을 증대시킬 것임
- 미국 및 일부 다른 시장에서의 자산 가치는 최근 진정되었음에도 불구하고 여전히 높은 수준이며([그림 I-20], 패널 A), 주식시장 지수(equity benchmarks)는 여전히 매우 집중되어 있음(그림 I-20, 패널 B)
- 선진국과 신흥국 모두에서 실적 기대치는 계속 증가해 왔으나([그림 I-21], 패널 A), 최근 미국에서는 실적 기대치가 정체될 조짐도 나타나기 시작함
- 기업 실적에 대한 잠재적 위험에는 무역 비용 상승이 실적에 미치는 영향이 예상보다 크고, 경기 둔화가 예상보다 더 광범위한 경우를 포함함([그림 I-21], 패널 B)
- 실적 기대치가 하향 조정될 경우 주식시장의 상당한 추가 조정이 발생할 수 있음

**[그림 I-20] 주가는 높게 평가되고 있으며 많은 금융시장이 점점 집중되고 있음**

(단위: 비율, %)

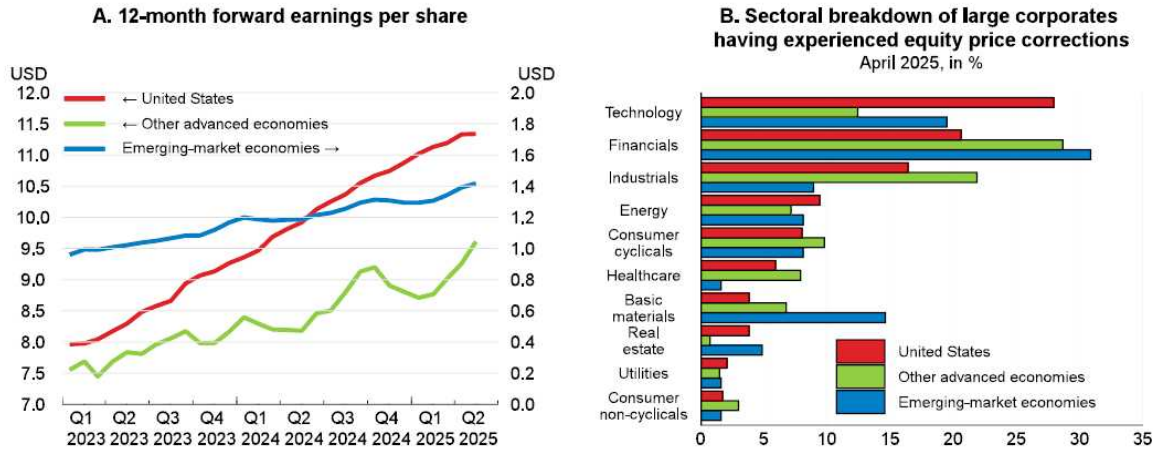


주: 패널 A는 일부 G20 국가들의 주가수익비율(PER)을 보여줌. 경기조정 주가수익비율(CAPE)은 10년 평균 경기조정 수익을 기준으로 하며, 이는 2025년 4월 물가로 표시됨. CAPE가 PER보다 높을 경우 주식이 고평가되어 있다는 것을 나타냄. 패널 B의 주식시장 지수 집중도는 선진국 및 신흥국 주식시장에서 상위 20개 기업이 전체 시가총액에서 차지하는 비율임. 회사채 시장 집중도는 매년 상위 100개 채권 발행기업이 전체 발행액에서 차지하는 비중을 기반으로 함.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 36, Figure 1.20

**[그림 I-21] 4월 초 주식시장 하락에도 불구하고 기업 예상실적은 계속 상승하고 있음**

(단위: 달러, %)



주:패널 A는 주요 주식시장에 상장된 비금융 기업들의 향후 12개월 예상 주당순이익(EPS)을 보여줌(시가총액 가중 평균 기준). 패널 B는 2025년 3월 31일부터 4월 7일 사이에 주가가 10% 이상 하락한 기업들의 산업별 분포를 나타냄.

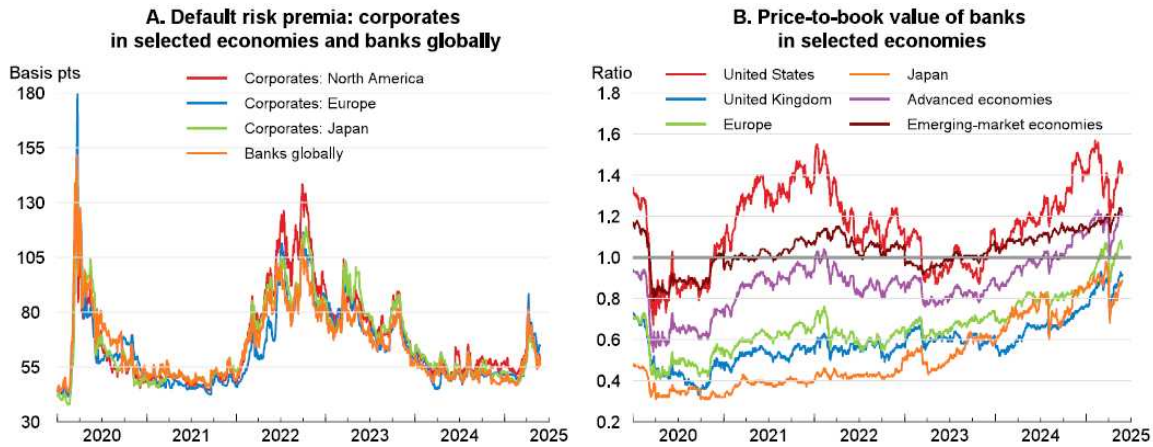
출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 37, Figure 1.21

**○ 시장성 및 비시장성 기업 채무의 높은 수준과 비투자등급 채권 및 레버리지 대출의 비중 증가, 그리고 가까운 시일 내의 높은 기업 채용자 수요는 금융 안정성에 위험을 초래함(OECD, 2024a; OECD, 2025a)**

- 중하위 등급 기업에 대한 예상 채무불이행 위험 프리미엄은 2월 중순 이후 북미, 유럽, 아시아에서 크게 상승했으며, 최근 완화되었음에도 불구하고, 미국의 관세 인상 발표 이전 수준보다 여전히 높은 상태임([그림 I-22], 패널 A)
- 은행들이 높은 부실채권에 직면할 수 있다는 우려는 2025년 4월 은행의 주가순자산비율(PBR) 하락으로 나타났으며([그림 I-22], 패널 B), 전 세계 주요 은행들의 예상 채무불이행 위험 프리미엄도 상승함
- 추가 관세로 인한 세계 무역 체제의 불확실성 증가는 기업의 재무 여건 악화와 맞물려 자금조달 비용 상승 및 고정투자 위축을 초래할 수 있음

[그림 1-22] 채무불이행 위험 프리미엄이 상승하고 은행 실적이 악화되었음

(단위: bp, 비율)



주: 패널 A는 선택된 기업의 신용부도스왑(CDS) 지수를 보여주며, 이는 부도 위험 프리미엄의 지표로 활용됨. 패널 B는 선택된 국가들의 주식시장에 포함된 은행들의 주가순자산비율(P/B)을 보여줌.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 38, Figure 1.22

○ 투자자들의 위험 선호 변화는 특히 비은행 금융기관에 의한 회사채의 광범위한 매도세를 촉발할 수 있음

- 투자 부적격 등급 기업채무의 낮은 유동성으로 인해 제한적인 충격에도 큰 가격 조정이 발생할 수 있으며, 상당한 급매도 위험이 존재함
- 투자 등급 회사채의 절반 이상이 투자 부적격 등급 기준 바로 위에 위치해 있는데, 이들 채권이 강등될 경우 등급 기반 규제 요건에 묶인 기관 투자자들은 이를 매도할 의무가 있음
- 경기 침체 시 매도 압력은 경기 순응적 행동에 의해 더욱 악화될 수 있으며, 주요 회사채 시장에서의 비교적 높은 투자자 집중도(Li and Yu, 2022; Boermans and Veumeulen, 2016)와 투자펀드의 환매 또한 이를 부추길 수 있음
- 부동산 투자펀드는 자산의 비유동성과 상업용 부동산 시장의 지속적인 불확실성 전망으로 인해 특히 이러한 영향에 취약함
- 부동산 투자신탁은 4월 성과가 현저히 하락했으며 산업 및 소매 부문이 가장 큰 타격을 입음

○ 암호자산(crypto-assets)의 높은 가격 변동성과 비은행 금융 중개기관, 은행 및 암호자산 시장 간의 증가하는 상호연결성은 금융 안정성에 상당한 위험을 초래함

- 암호자산의 시총은 최근 몇 년간 급성장하여 2024년 12월 중순에 3.7조 달러로 사상 최고치를 기록했으며, 이는 2020년 1월 2천억 달러에서 크게 증가한 것임
- 이후 4월 초까지 급격한 가격 하락이 있었으나 이후 일부 반등하였으며, 이는 암호자산이 고평가되고 다른 자산군의 가격 재조정에 대한 민감도가 높음을 시사함(IMF, 2025)
- 암호자산 시장에서 가장 큰 단일 자산은 비트코인으로, 비트코인 거래 상품에 대한 높은 자금 유입에 힘입어 전체 시총의 2/3 이상을 차지함
- 암호자산은 전통적 금융상품에 비해 규제가 덜한 경우가 많으며, 데이터 격차는 금융 안정성 평가를 어렵게 만듦(Aerts et al. 2025)
- 특히 암호자산 가격 조정과 소매 및 기관 투자자, 레버리지 투자펀드의 잠재적 손실이 시장 손실에 따른 강제 레버리지 축소 과정을 통해 금융 부문의 다른 부분과 광범위한 경제로 파급될 위험이 있음(OECD, 2022a)
  - 예를 들어 단기 채무증권 등으로 준비금을 보유하는 스테이블코인 환매는 특정 조건에서 유동성 경색을 촉발하고 단기 채무시장에 상당한 혼란을 야기할 수 있음(OECD, 2022b)

## 라. 시장 집중과 레버리지는 충격을 증폭시킬 수 있음

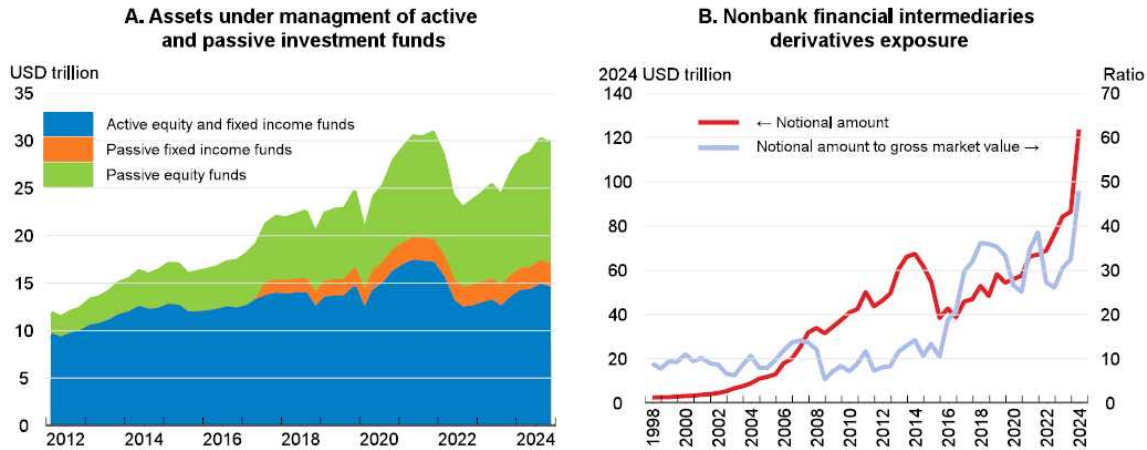
- 집중된 시장 내 주가의 높은 변동성은 개별 충격이 전이되어 시스템적으로 확대될 위험이 더 크기 때문에 여전히 우려되는 요소임
  - 주식 및 채권시장의 시장 가치는 종종 소수의 개별 주식이나 채권 발행자에 집중되어 있어 대규모 개별 부문 또는 기업 충격이 전이되어 시스템적 위험으로 확대될 위험을 높임
  - 채권 가격의 갑작스러운 하락이나 수익률 상승은 특히 소수 펀드가 전체 회사채 투자 펀드 자산의 큰 비중을 차지하기 때문에 레버리지 및 유동성이 낮은 투자 펀드의 강제 자산 매도로 인해 확대될 수 있음(OECD, 2025a)
- 패시브 투자 펀드(널리 인정받는 시장수익률을 추종하는 펀드)의 증가는 시장 집중도를 높이고 주가의 동조 움직임을 강화하여 부정적 충격의 영향을 확대할 가능성이 있음
  - 패시브 펀드로의 지속적인 자금 유입은 지수 내 대형 기업의 시가총액을 불균형적으로

증가시켜 주식시장을 더욱 집중시키고 개별 위험에 대한 취약성을 높임(ECB, 2024)

- 패시브 투자 펀드 운용액은 2012년 2조달러(19.7%)에서 2024년 약 15조달러(전체 펀드 자산의 51.6%)로 증가함([그림 I-23], 패널 A)

**[그림 I-23] 비은행 금융 중개기관의 세계 패시브 투자 및 파생상품이 증가했음**

(단위: 1조달러, 비율)



주: 패널 A는 전 세계 투자펀드(즉, 뮤추얼 펀드와 상장지수펀드)의 총 운용자산을 액티브 또는 패시브 투자 전략에 따라 구분하여 나타냄. 패널 B는 비은행 금융 중개기관의 파생상품 사용을 통한 레버리지의 두 가지 대리 지표표를 나타냄.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 40, Figure 1.23

○ **패시브 투자의 증가는 개별 주식에 대한 수요를 더욱 비탄력적으로 만들어 가격 변동성 증가와 유동성 저하를 야기할 수 있음(Haddad et al., 2021)**

- 패시브 자산운용사는 펀드 자금 유입 및 유출에 따라 지수 구성 종목 전체를 매수 및 매도하며, 지수 구성 변경에 따라서만 포트폴리오를 조정하기 때문에 주식 간 거래 공통성이 증가하고 가격 동조 움직임이 강화될 수 있음
- 집중된 시장에서 가격 동조 움직임 증가는 기업 또는 부문별 충격으로 다수 투자자가 동시에 손실을 입을 가능성을 높여 시스템적 안정성을 위협하며 투자 펀드의 환매와 동시 매도세를 촉발할 수 있음(ESRB, 2019; Chincó and Sammon, 2024; ECB, 2024; OECD, 2025a)

○ **일부 비은행 금융 중개기관의 레버리지 투자 전략과 파생상품 사용은 변동성을 확대시킬 수 있음([그림 I-23], 패널 B)**

- 특히 헤지펀드와 같은 투기적 투자 펀드의 파생상품 사용은 복잡한 증개 체인을 통해 상호연결성을 강화할 수 있음
- 예상치 못한 수익률 상승(또는 주식 하락)은 레버리지 거래의 급속한 청산으로 이어질 수 있으며, 유동성이 낮은 시장에서의 강제 매도는 추가적인 시장 약세와 증거금 요구를 초래할 수 있음(IOSCO, 2024; FSB, 2024)
- 2025년 4월 초, 관세 발표 이후 헤지펀드는 팬데믹 시작 이후 가장 가파른 증거금 요구를 기록함
- 은행과 비은행 금융 중개기관 간 상호연결성은 비은행 금융 중개기관이 대규모 자금 유출에 직면할 때 투자 펀드에 자금을 제공하는 금융기관으로의 전이 효과를 초래할 수 있음(OECD, 2024c; BIS, 2025)

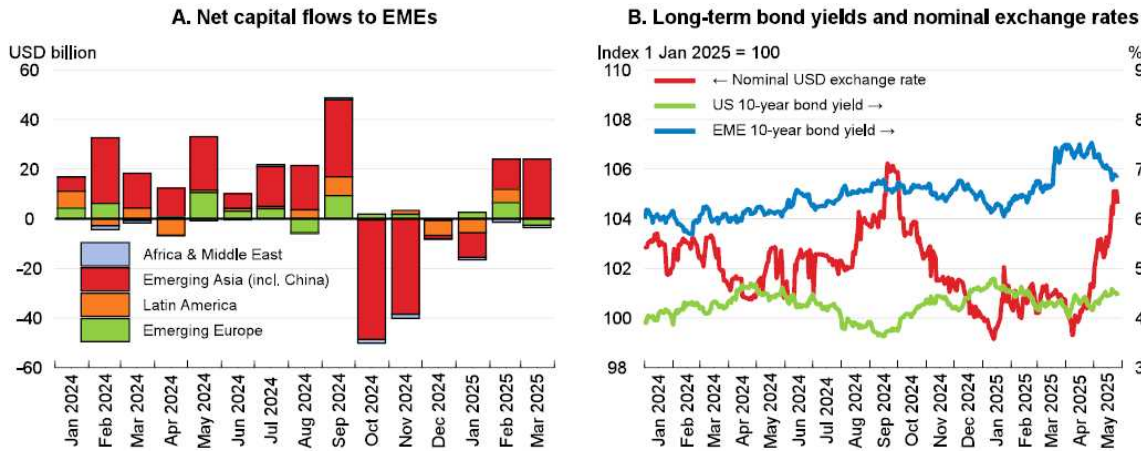
## 마. 신흥국에서도 금융시장 변동성은 위험을 높임

### ○ 신흥국에서 파괴적인 자본 유출입 위험이 증가함

- 2024년 10월부터 2025년 1월까지 신흥국에서 자본이 유출되었으며([그림 I-24], 패널 A), 이는 부분적으로 미국 경제의 상대적 강세에 기인함
- 그러나 2월과 3월에는 미국 경기 둔화 우려와 신흥국과 미국 채권 수익률 스프레드 확대에 의해 자본 유입으로 전환됨([그림 I-24], 패널 B)
- 대부분 신흥국에서 2025년 미국 달러 환율이 절상되었으며, 특히 4월 이후 브라질 헤알, 멕시코 페소, 대만 달러가 강하게 상승함
  - 투자자들이 미국 자산에 대한 노출을 줄였기 때문임
- 자산 가격의 급격한 재조정 위험과 높은 불확실성이 지속되면서 자본 유출입은 큰 변동을 지속할 가능성이 큼
  - 일부 신흥국에서는 크고 갑작스럽고 자본 유입이 강한 환율 절상으로 이어져 관리가 어려울 수 있음
  - 그러나 많은 신흥국은 경제 전망과 국제 위험 심리가 악화될 경우 자본 유출 위험이 있어, 환율 하락 압력과 차입비용 상승이 이어질 수 있음

[그림 I-24] 자본 유출입은 미국 달러 대비 환율 변화에 민감했음

(단위: 1조달러, 지수)



출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 41, Figure 1.24

○ 많은 신흥국은 여전히 채무곤경에 취약함

■ 소버린 채무 수준과 차입비용은 최근 몇 년간 크게 상승함

- 신흥국 및 개발도상국의 약 3/4에서 GDP 대비 정부채무 비율이 2019년보다 높음(World Bank, 2025)

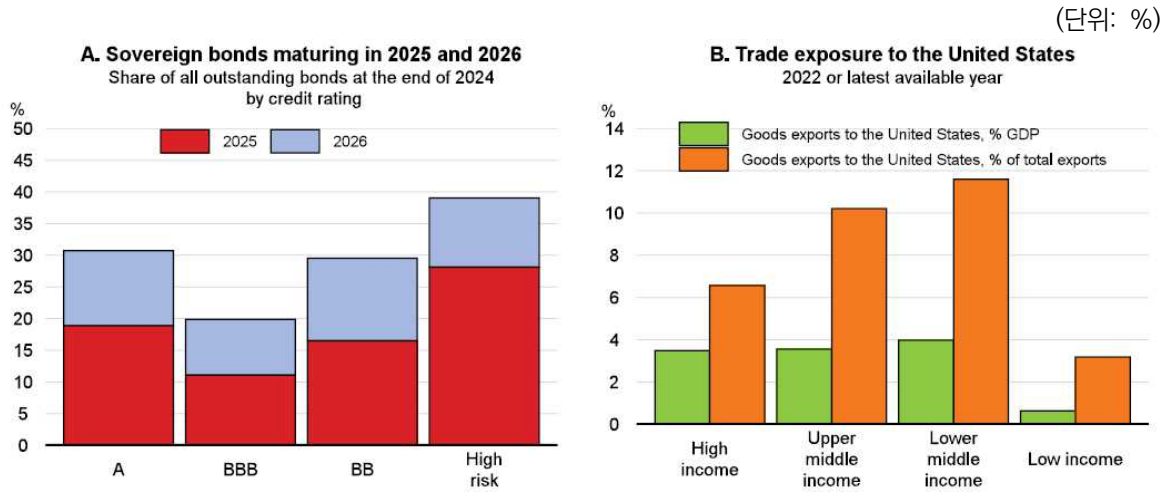
■ 이런 상황에서 차입은 더욱 어려워질 가능성이 큼

- 2024년 말 기준 고위험 국채의 약 40%가 2025년과 2026년에 만기가 도래하고([그림 I-25], 패널 A), 전체 국채의 약 20%는 금리가 낮았던 2021년 이전에 발행됨(OECD, 2025a)

■ 규모가 크고 신용 등급이 높은 국가는 국내 채권시장이 더 발달되어 있고 금융 접근성이 좋은 반면, 저소득 및 고위험 국가는 외화 차입에 더 의존하며 환율 변동과 위험 심리 변화에 취약함

- 저소득 국가는 중소득 국가보다 미국과의 무역 노출이 적음에도 불구하고([그림 I-25], 패널 B), 많은 선진국이 최근 대외 원조를 축소해, 절반은 여전히 채무곤경 위험이 높거나 이미 채무곤경 상태임

[그림 I-25] 저소득 국가와 고위험 국가의 차입은 더욱 어려워졌음



출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 42, Figure 1.25

## 바. 긍정적인 충격을 줄 수 있는 몇 가지 요인도 있음

### ○ 예측에 영향을 주어 경제성장률을 높일 수 있는 다양한 상방위험도 존재함

- 기준선 시나리오는 모든 국가에서 2025년과 2026년 동안 최근 양자 간 관세율 인상이 유지된다고 가정함
- 이러한 제한이 철회되거나 관세 장벽을 현재 수준보다 낮추기 위한 광범위한 합의가 이루어지면 기준선 시나리오에 비해 성장률을 높이고 물가상승률을 낮출 것임(그림 I-36)

### ○ 규제의 경제적 비용을 낮추는 추가 구조개혁도 더 강한 성장을 촉진할 수 있음

- 미국에서는 기업과 가계에 상당한 비용을 초래하지만 시장 실패를 효과적으로 해결하지 못하는 규제를 폐지해 규제 부담을 경감하는 방안이 진행 중임
  - 행정기관장들은 현재 자신들의 관할하에 있는 모든 규제를 검토하여 폐지해야 할 규제를 식별하고 있음(The White House, 2025)
- 높아진 무역장벽에 직면한 다른 국가들도 국제 경쟁력을 촉진하는 성장 촉진 구조개혁을 추진할 수 있음
- OECD의 새로운 분석은 네트워크 부문 규제 개혁이 경제 전반에 상당한 이익을 가져올

수 있음을 강조함

- 더 엄격한 규제를 시행하는 국가들의 네트워크 부문 규제가 가장 덜 규제된 국가 수준으로 수렴할 경우 경제 전반 노동 생산성이 1.7% 상승할 수 있음(Andrews et al., 2025)
- 유사하게, EU 내 또는 캐나다, 호주 등 지방 행정구역 간 국가별 규제 조화 노력이 강화되면 무역과 생산성 성장을 지원할 수 있음

## ○ 평화적인 분쟁 해결, 국방지출의 확대, 유가 하락 등도 상방위험 요인임

- 유럽 및 중동 분쟁의 평화적 해결은 지정학적 불확실성을 줄이고 신뢰를 높여 지출과 투자를 촉진하는 순풍 역할을 할 수 있음
- 추가적인 공공 국방 지출도 성장에 긍정적 영향을 미칠 수 있으나, 다른 정부지출 삭감으로 재원을 조달할 시에는 반드시 그런 것은 아님
- 유가 추가 하락 가능성 역시 상방위험 요인임
  - 국제 에너지기구(IEA, 2025)에 따르면, 미국과 캐나다를 포함한 다수 비OPEC 국가에서 예상되는 강한 생산 증가와 약화된 세계 수요 성장으로 인해 세계 원유 공급이 단기적으로 수요를 초과할 전망이다

## 5. 정책

### 가. 관세 인상은 통화정책 결정을 복잡하게 함

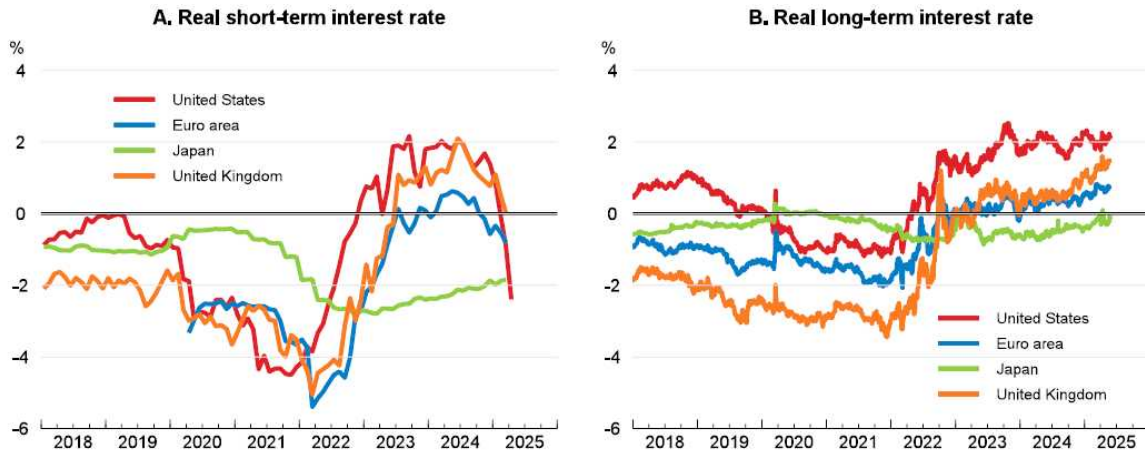
## ○ 최근 몇 달 동안 대부분 선진국의 정책금리가 추가로 하락하였으며, 예외적으로 일본은 정책 완화가 점진적으로 철회되고 있음

- 중앙은행의 대차대조표 축소도 지속되었으나, 미국은 양적 긴축 속도를 늦추었고 캐나다는 종료 계획을 발표함
- 대부분 국가에서 통화정책 기조는 긴축적이고, 선도적(forward-looking) 장기 실질 금리는 팬데믹 이전 수준을 크게 상회하며 특히 유럽에서 최근 몇 달간 다소 상승함(그림 I-26], 패널 B)
- 반면 단기 실질 금리는 하락하였으며, 특히 미국에서 1년 후 기대 물가상승률 상승으로

인해 하락함([그림 I-26], 패널 A)

[그림 I-26] 장기 실질금리는 여전히 높지만 단기 실질금리는 하락했음

(단위: %)



주: 패널 A에서 실질 단기금리는 명목 1년 만기 국채 수익률과, 소비자의 1년 후 물가상승률 기대치(미국, 유로지역, 영국) 또는 탄칸조사(Tankan Survey)에 참여한 기업의 1년 후 물가상승률 기대치(일본)를 사용하여 계산됨. 패널 B에서 실질 장기금리는 10년 만기 물가연동채권 수익률을 나타냄.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 43, figure 1.26

○ **높아진 불확실성과 관세 인상이 상품 물가상승률을 상승시킬 가능성에 직면하여 중앙은행들은 기초적 물가 상승압력이 지속적으로 억제되도록 경계해야 함**

- 교역재 상대가격의 일시적 상승은 수용될 가능성이 크지만, 이러한 변화가 연속적으로 발생하거나 물가상승률 기대가 상승하여 여전히 타이트한 노동시장에서 임금 압력을 재점화하는 조짐이 나타나면 정책금리를 더 높게 유지해야 할 가능성이 큼
- 이에 비해 GDP 감소는 전반적인 물가 상승압력을 다소 낮출 것임
- 이러한 압력의 균형은 국가별로 다를 수 있음
  - 미국에 수출하는 다수 국가에서는 불확실성 증가와 수출 약화의 부정적 영향이 주요 요인이 될 가능성이 크지만, 관세를 인상하는 국가는 상당한 물가 상승압력과 성장 둔화 압력에 직면할 것임

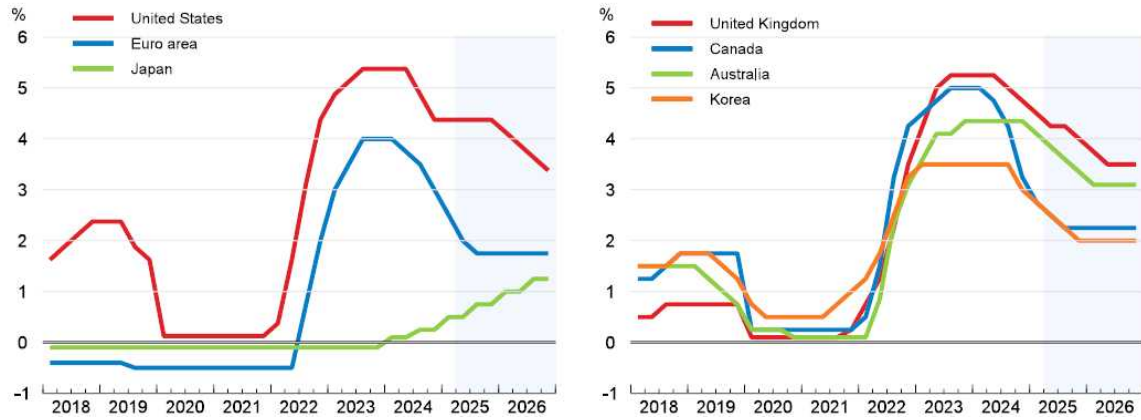
○ **무역 긴장이 추가로 심화되지 않고 물가상승 기대가 안정되어 있는 한, 물가상승률이 완만할 것으로 전망되는 국가에서는 정책금리 인하가 계속될 수 있음**

- 명목임금 상승률의 추가 완화와 서비스 부문의 지속적인 물가상승률 하락이 통화정책 완화를 순조롭게 진행할 수 있는 중요한 요인이 될 것임

- 물가상승률과 GDP 성장 전망에 따르면, 2025년에 일본을 제외한 주요 선진국에서 정책금리 인하가 계속될 것으로 예상되며, 일부 국가에서는 2026년까지 인하가 이어질 수 있음([그림 I-27])
- 미국에서는 연방기금금리가 2025년 내내 변동 없이 유지되다가 2026년 말까지 3.25~3.5%로 인하될 전망이다
  - 채권 보유액은 2025~2026년까지 계속 감소할 것으로 예상되나, 2025년 4월부터 국채 월별 상환 한도가 낮아져 감소 속도는 둔화될 것임
- 유로지역에서는 정책금리 인하가 올해 계속되어 2025년 3분기까지 정책 예금금리(deposit facility rate)가 1.75%에 이를 것으로 전망됨
  - 유로지역 통화당국(Eurosystem)의 채권 보유액 감소는 2025년 초 이후 관찰된 속도로 대체로 계속될 것이며, 자산매입 프로그램이나 팬데믹 긴급매입 프로그램에서 상환 재투자는 없을 것임
- 일본에서는 근원 물가상승률이 약 2%로 안정되고 음(-)의 아웃풋 갭이 점차 축소됨에 따라 정책금리가 2026년 말까지 점진적으로 1.25%까지 상승할 전망이다
  - 일본은행의 국채 보유액은 매 분기 약 4천억엔씩 매입량을 줄이면서 감소할 것으로 예상됨
  - 일본은행의 대출 지원 프로그램에 따른 미상환 자산도 2025년 6월 신규 대출 중단과 2026년 초 이후 만기 연장 미실시에 따라 감소할 것으로 예상됨
- 정책금리 인하가 캐나다와 한국에서는 2025년 하반기까지, 호주와 영국에서는 2026년 상반기까지 계속될 것으로 예상됨
  - 호주와 영국의 중앙은행 채권 보유액은 추가로 감소할 것으로 가정됨
  - 반면 캐나다에서는 만기 환매조건부채권 자산 매입 재개와 국채 매입이 예상되어 GDP 대비 대차대조표 규모가 안정될 것으로 보임

[그림 1-27] 정책금리는 대부분의 선진국에서 더 하락할 것으로 예상됨

(단위: %)



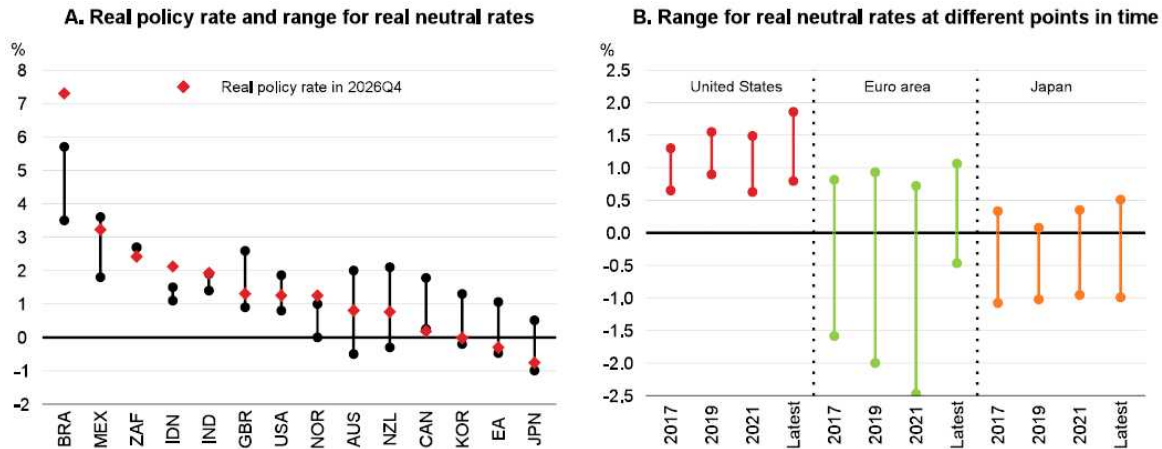
출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 44, Figure 1.27

○ 2026년 말까지 실질 정책금리는 대체로 실질 중립금리(정책 기조가 완화적이지도 긴축적이지도 않을 때의 실질 금리) 추정 범위 내에 있을 것으로 전망됨([그림 1-28], 패널 A)

- 그 시점에 물가상승률은 대체로 목표 수준에 도달하거나 근접할 것으로 전망됨
- 지정학적 분절 심화는 세계 금융위기 이후 10년간 대부분 목표 이하에 머물렀던 물가상승률이 결국 목표 수준에 정착할 가능성을 높임
  - 이로 인해 팬데믹 이전보다 명목 정책금리가 지속적으로 높아져 향후 경기 침체 시 전통적 통화정책 수단에 대한 정책 여력이 증가할 것임
- 향후 중립금리가 현재 추정치보다 높을 경우 운용 여력이 확대될 수 있음
  - 예를 들어 생산성과 투자를 강화하는 개혁이나, 공공지출 압력 또는 양적 긴축으로 인해(Schnabel, 2025) 공공채무가 증가하는 경우가 해당함
- 최근 몇 년간 주요 지역에서 중립금리 추정치가 다소 상승했다는 잠정적 증거가 있음([그림 1-28], 패널 B)

[그림 1-28] 실질 정책금리는 중립 수준으로 수렴할 것으로 전망됨

(단위: %)



주: 패널 A에서 2026년 4분기의 예상 실질 정책금리는 명목 정책금리를 2026년 4분기까지의 연간 근원 물가상승률로 실질화하여 계산함. 패널 A의 최소값과 최대값, 패널 B의 실질 중립 금리 추정치는 국가별로 상이함(원문 참조).

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 45, Figure 1.28

#### 나. 더 큰 채무 부담은 중요한 재정정책 선택을 가져올 것임

○ 잠재 GDP 대비 구조적 기초재정수지(underlying primary balances)<sup>4)</sup>는 2025년 여러 OECD 선진국에서 악화된 후, 2026년에는 개선이 전망되나, 큰 폭의 재정 긴축을 계획하는 국가는 소수에 불과함

- 재정전망은 발표된 정부 조치와 OECD의 현행 계획 평가를 전제로 함
- 향후 2년간 구조적 기초재정수지 변화의 중앙값은 대략 0임
- 미국에서는 2026년 구조적 재정적자(structural deficit)가 큰 폭으로 유지되면서 구조적 기초재정수지 적자가 GDP 대비 3.4%에 달하며, 총 일반정부 재정수지 적자(budget deficit)는 GDP 대비 8%를 넘을 것으로 전망됨
  - 관세 수입 증가는 2017년 세금 감면 및 일자리법(Tax Cuts and Jobs Act) 연장, 신규 세금 감면, 경제성장 둔화로 인한 수입 감소를 일부만 상쇄할 것임
  - 연방정부 인력 축소를 포함한 효율성 제고 조치가 공공지출 증가 속도를 둔화시키는 데 도움이 될 것이지만 추가 지출이 순 재정 절감액을 감소시킬 것임

4) 구조적 기초재정수지(underlying primary balance)는 구조적 재정수지에서 순채무이자를 제외

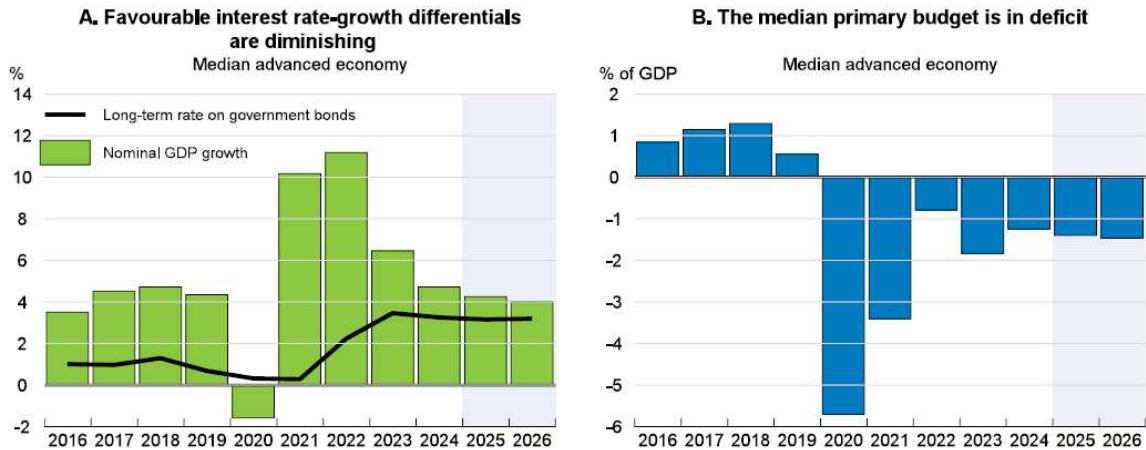
- 유로지역의 구조적 기초재정수지 적자는 2024년부터 2026년 사이 GDP 대비 0.3% 감소할 것으로 추정됨
    - 에너지 위기 지원의 단계적 축소와 연계해 올해는 완만한 재정건전화기 나타나며, 2026년에는 재정 기조에 큰 변화가 없을 것으로 전망됨
    - 프랑스와 이탈리아를 포함한 고채무 국가는 예산 수정을 계획하고 있으나, 독일 등 다른 국가는 인프라 및 군사 지출 증가로 2026년에 재정 확장을 할 것으로 예상됨([참고 I-2])
  - 일본의 구조적 기초재정수지 적자는 2026년까지 2년 동안 잠재 GDP 대비 0.9% 축소될 전망이다
    - 2025년과 2026년 회계연도에 추가 예산이 통과되지 않는다는 가정을 포함함
    - 2026년 법인세율 인상이 신규 지출 재원을 지원할 것임
    - 정부는 국방 및 아동 가족 지원 지출 외에 재난 대비 지출을 늘릴 계획임
  - 아이슬란드, 이스라엘, 한국, 뉴질랜드, 영국에서는 2025~2026년 동안 잠재 GDP 대비 1% 이상의 상당한 재정 긴축이 전망됨
  - 반면 덴마크(GDP 대비 2.8%), 노르웨이(0.6%), 스웨덴(0.3%)에서는 국방지출 증가 등으로 재정 확장이 전망됨
  - 호주의 구조적 기초재정수지 적자는 향후 2년간 확대될 것으로 예상되나, 캐나다는 거의 변화가 없을 것으로 전망됨
- 단기적으로는 채무상환 비용과 군사 지출, 장기적으로는 지속적인 기후 완화 및 적응 비용과 인구 고령화와 관련된 비용으로 인해 재정이 더욱 악화될 것임
- 상당한 기초재정수지 적자, 높은 이자 비용, 낮은 성장률([그림 I-29])이 2025~2026년 동안 많은 OECD 국가에서 공공채무 비율을 증가시키는 원인이 될 것임
  - OECD 국가 전체에서 GDP 대비 일반정부 총채무는 2026년 4분기까지 2.3%p 상승하여 GDP 대비 114%에 이를 것으로 전망됨
    - 유로지역은 1.5%p, 미국은 5.9%p 상승할 전망이나, 일본은 총 공공채무 비율이 감소할 것으로 예상됨
  - 성장이 추가 재정 역풍을 견딜 만큼 충분히 강한 경우 통화정책이 덜 긴축적으로

전환됨에 따라 고채무 국가는 재정건전화 노력을 강화해야 함

- 다른 선진국들은 흑자를 축소하거나 더 큰 적자를 차입으로 충당하면서 수년간 공공지출을 늘릴 재정 운용 여력이 있음
- 고조된 지정학적 긴장 속에서 많은 국가가 국가 안보 강화를 위해 국방 투자를 신속하게 추진 중인데([참고 I -2]), 이러한 지출은 일부 국가에서 2020년대 후반 채무 부담을 가중시킬 것임
- 반면 프랑스, 이탈리아, 영국 등 고채무 국가는 향후 갑작스럽고 고통스러운 재정 조정을 피하기 위해 예산 수정을 추진 중임([그림 I -30])

[그림 I -29] OECD 국가들의 공공채무 결정 요인

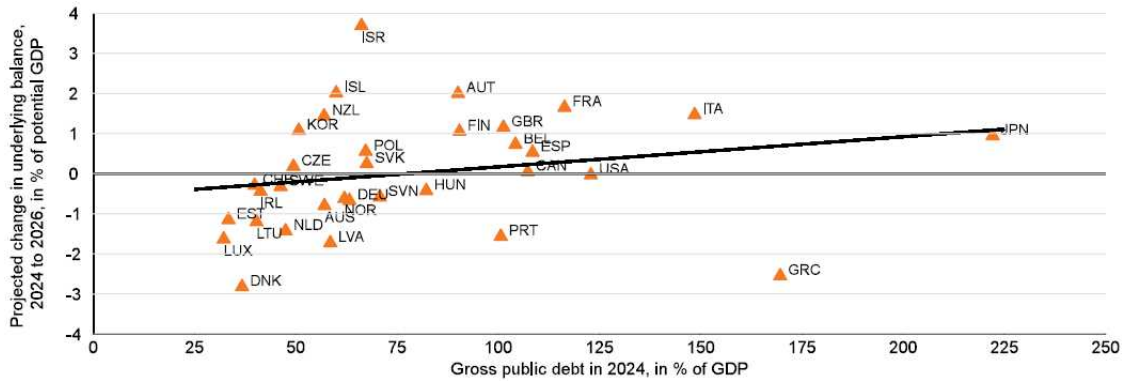
(단위: %, GDP 대비 %)



출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 46, Figure 1.29

### [그림 1-30] 일부 고채무 국가에서는 상당한 재정건전화 전망됨

(단위: 잠재 GDP 대비 구조적 기초재정수지 % 변화)



주: 33개 OECD 선진국을 대상으로 2024~2026년 구조적 기초재정수지(underlying primary balance) 변화 전망치와 2024년의 공공채무 비율을 나타냄. 총공공채무(gross public debt)는 일반정부의 총금융부채(gross general government financial liabilities)를 의미함.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 47, Figure 1.30

### [참고 1-2] 국방비 지출 증가: 경제 및 재정에 대한 영향

#### ○ 냉전 종식 이후 30년간 감소해 온 국방지출은 최근 많은 OECD 국가에서 증가하고 있음

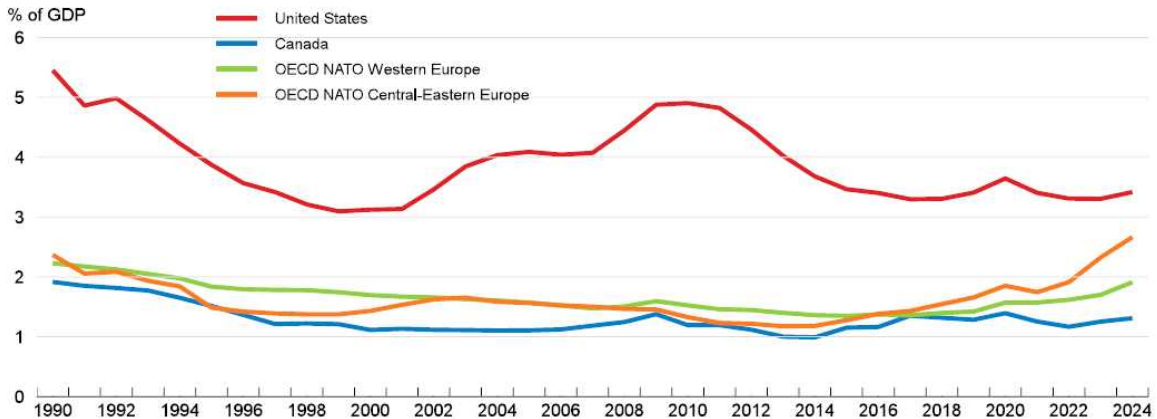
- 이는 러시아-우크라이나 전쟁 이후 유럽에서 GDP 성장률을 상회하는 군사 지출 증가로 명확히 드러나며, 이스라엘에서도 같은 양상이 나타남
- 경제 규모 대비로 보면, 중유럽·동유럽 EU 국가들은 자국 군대에 특히 많은 투자를 해왔음([그림 1-31])
  - 폴란드와 발트 3국은 향후 국방지출을 GDP 대비 5%까지 확대하겠다는 과감한 목표를 설정함
  - 체코, 북유럽 국가들, 프랑스, 영국도 최근 지출 수준을 크게 상회하는 국방지출 목표를 선언함([그림 1-32], 패널 A)
  - 독일은 수년 전 비교적 낮은 수준이던 국방지출을 2024년에는 GDP 대비 1.9%까지 늘렸으며, 더 높은 지출을 가로막던 헌법상 제약이 해소됨
- 일부 국가에서는 법제화된 조치로 인해 향후 정부가 감당해야 할 지출 과제가 남아 있으나, 유럽을 비롯해 일본 등 아시아의 여러 OECD 국가에서도 국방지출이 증가

추세에 있음

- 반면 미국은 이미 대부분의 OECD 국가보다 높은 국방지출 수준을 유지하고 있으며, GDP 대비 국방지출 비중을 장기적으로 확대할 계획은 없음

**[그림 1-31] 중유럽·동유럽 선진국에서 국방지출이 증가하고 있음**

(단위: GDP 대비 %)



출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 48, Figure 1.31

○ 중기 국방지출 계획에 대한 구체적인 정보를 공개한 국가는 거의 없음

- 그러나 역량 격차를 해소하기 위해 많은 국가에서 장비 및 인프라에 대한 대규모 투자가 필요하다고 간주됨

- 예를 들어 EU 집행위 추정에 따르면 EU 회원국들이 향후 10년간 이러한 투자를 위해 지출할 금액은 총 5,000억유로(2024년 GDP 대비 1.1%)에 달할 수 있음

- 최근 몇 년간 국방 투자가 전체 국방지출보다 더 빠르게 증가했지만, 정부소비의 주요 구성요소인 인건비는 여전히 OECD 국가 전체 국방예산에서 더 큰 비중을 차지하고 있음(2023년 기준 평균 39%, 투자 비중은 24%)

○ 국방지출 증가는 많은 국가에서 재정 압력을 가중시킬 것임

- 일부 국가에서는 다른 정부지출의 재정건전화를 통해 국방비 증액 여력을 확보할 것으로 예상됨

- 에스토니아, 핀란드, 라트비아, 폴란드, 영국의 예산 계획이 이에 해당함

- 이들 국가 대부분은 세입 증가에 따른 재정 여력도 함께 전망함

- 그러나 최근 몇 년간 국방지출의 증대를 재정흑자 축소 또는 재정적자 확대 없이 감당한 OECD 국가는 거의 없음
  - 이는 역사적 경험과도 일치하는데, 군사력 증강의 초기 단계에서는 일반적으로 증세에 앞서 정부 차입이 크게 증가하는 경향이 있음(Marzian and Trebesch, 2025)
- 앞으로 2년간 국방 분야의 공공지출 확대를 계획하는 많은 국가에서 재정수지 악화가 예상됨

○ 더 높은 국방지출을 수용하기 위해 재정준칙이 변경되고 있음

- 독일은 향후 수년간 대규모 투자를 앞두고 국방지출을 위한 차입 제약을 해제하는 헌법 개정을 단행함
- 스웨덴은 오랜 기간 유지해 온 재정흑자 목표에서 벗어나, 2027년부터 균형재정수지 준칙으로 전환함으로써 국방지출 확대를 가능하게 함
- 국가 차원의 개혁과 병행하여, EU 집행위는 채무 지속가능성을 해치지 않는 범위 내에서 추가적인 재정 압력을 감당할 수 있는 EU 회원국들에게 안정성장협약(Stability and Growth Pact)의 국가별 예외조항(escape clauses)을 활용할 것을 권고함(European Commission, 2025a)
  - EU 집행위는 유럽이 직면한 '특별한(extraordinary)' 안보 도전을 인식하며, EU 이사회가 국가별 예외조항 발동을 승인할 경우 향후 4년간 국방지출 확대에 한정해 중기 예산계획에서 GDP 대비 최대 1.5%의 이탈을 허용할 수 있도록 함
  - 4월 말 기준, 16개 회원국이 국가별 예외조항 발동을 요청하기로 결정함

○ 재정여력이 제한된 국가에서는, 예외조항이 발동되고 EU 차입을 국방 투자 재원으로 활용하더라도 금융시장 압력이 국방지출 확대 의지를 제약할 수 있음

- 이러한 제약은 현재 EU 과다재정적자절차(Excessive Deficit Procedure) 적용 대상국에 해당하는 국가들, 즉, 프랑스, 폴란드, 이탈리아에 특히 해당될 수 있음
  - 이들은 각각 절대 규모 기준으로 EU 내 2위, 3위, 4위 국방지출국임(SIPRI, 2025)
- 고채무 국가들은 장기간, 또는 영구적으로 높은 수준의 군사 지출을 유지하면 어려운 정책적 상충관계에 직면할 수 있음

- 과도기 동안 차입 확대를 통해 대규모 국방 투자를 지원하는 것이 가능할 수 있으나, 비국방지출 증가를 충분히 억제하지 못하는 국가는 결국 세부담 인상을 고려해야 할 수도 있음([그림 I-32], 패널 B)
- 예외조항 활용을 감시하는 데 있어 핵심 과제 중 하나는, 예컨대 비군사적 대외 원조와 같은 지출이 재정준칙 회피를 위해 국방지출로 재분류되지 않도록 하는 것임
- **국방지출의 재정 비용은 실제 또는 잠재 성장률 제고를 통해 상쇄될 수 있으나, 이러한 효과는 불확실하며 국가별로 상이할 수 있음**
  - 단기적으로는 국방 분야에 대한 정부 최종지출 증가가 수요, 고용, 소득에 기여할 수 있으며, 특히 차입을 통해 재원 조달이 이뤄질 경우 그 효과가 큼
    - 일부 연구는 선진국에서 군사 지출의 재정승수가 비교적 높고, 특정 조건에서는 민간 수요에 대한 구축 효과가 거의 없거나 전혀 없을 수 있다고 시사함(Sheremirov and Spirovska, 2022)
  - 단기 GDP 증가 효과는 저채무국, 완화적 통화정책 및 확장적 재정지출을 시행 중인 국가, 그리고 자국 내 방위산업이 발달한 국가(프랑스, 독일, 스웨덴, 영국 등)에서 더욱 클 가능성이 있음
- **유럽에서 국방지출을 GDP 대비 1.5%만큼 증액할 경우 유럽 전체 GDP가 0.5~1.5% 증가할 수 있다는 최근 분석 결과가 있으며(Ilzetzki, 2025; European Commission, 2025b), 특히 경기침체 중이거나 통화정책이 긴축적인 국가에서 효과가 더 클 수 있음(Ilzetzki, 2025)**
  - 예를 들어 독일에서는 자동차 제조업체가 방산 장비를 생산할 수 있는 가능성이 있거나, 방위 산업체가 공장을 전환하거나, 장비를 구입하거나, 어려움을 겪는 자동차 제조업체에서 해고된 노동자들을 고용할 수 있는 기회가 있음
  - 그러나 일부 EU 회원국을 포함해 국방지출 확대를 검토 중인 많은 국가들은 자국 내 주요 방산업체가 거의 없거나 전무한 경우가 많음
    - 지난 4년간 유럽 NATO 회원국의 무기 수입 중 64%는 미국에서 이루어짐(SIPRI, 2025)

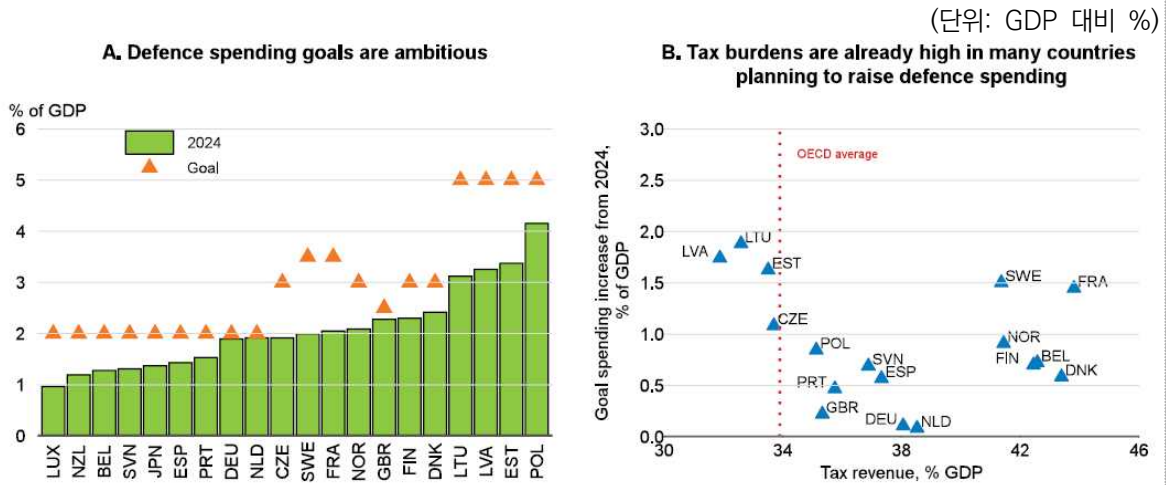
○ 국방지출의 GDP 순효과는 지출 유형에 따라라도 달라질 수 있음

- 예컨대 공항, 부두, 저장시설 등 국방 인프라 구축이나 장비 구매는 공공투자 증가에 더해 민간 부문 일자리와 활동을 창출하고 국산 자재 사용에 의존할 경우 높은 재정승수를 가질 수 있음
- 군 인력 증원 등 군대 운영 지출도 GDP에 기여하며(공공소비를 통해 직접적으로, 가계소비를 통해 간접적으로), 완전고용에 도달하지 않은 경제에서는 순효과가 더욱 클 수 있음

○ 효율적인 공공조달은 실질적인 군사 역량 강화를 뒷받침하는 데 필수적이며, 혁신 파급효과 촉진에도 기여할 수 있음

- 유럽에서는 국가 간 공동조달과 함께 방산 시장의 경쟁 제고 및 분절 완화 노력이 병행되어야 함(Wolff et al., 2025)
- 유럽 국가들이 서로 방산장비, 부품, 서비스 등을 조달하고, 공급 부족으로 인한 비용 상승이 억제된다면, 지역 차원의 재정승수는 개별 국가 승수보다 더 크게 나타날 수 있음
  - 물가상승 효과가 작을 경우 상호 연결된 국가들이 동시에 국방지출을 확대할 때 GDP 확대 효과는 더 커지고 여러 국가에 더 널리 분산될 수 있음
- 효율적인 공동조달은 국방 연구개발(R&D) 투자의 국경 간 장기 파급효과도 강화할 수 있음
  - 과거 경험에 따르면, 방위 산업의 숙련 노동자 고용 증가가 다른 산업 분야의 인력 부족을 악화시키지 않는다는 전제하에, 국방 R&D 확대는 민간 부문의 생산성 향상을 지원할 수 있음(Ilzetzki, 2025)
- 군사지출로 인해 노동 및 자본이 비효율적인 부문으로 재배분될 경우 전체 생산성은 오히려 낮아질 수 있음(OECD, 2025c)

[그림 1-32] 과감한 군사 지출 목표는 어려운 재정정책 선택을 강요할 수 있음



출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 50, Figure 1.32

○ 단기적으로 무역 비용이 상승한 국가의 정부는 추가 지원 요청에 직면할 수 있음

- 1차적 대응책은 자동 안정화 장치가 완전히 작동하도록 허용하는 것임
- 필요한 경우, 타기팅되고 일시적이며 잘 설계된 지원책(Hemmerlé et al., 2023)이 기업이 경험하는 유동성 충격의 초기 영향을 완화하는 데 도움이 될 수 있음
  - 지속적으로 국제 경쟁력을 상실하는 기업에 대한 장기적인 예산 지원은 피해야 함

○ 이미 많은 국가에서 채무 부담이 높은 상황에서 재정 압력 증가는 어려운 정책 선택을 앞당김

- 더 많은 군대 유지, 기후 변화 완화, 온난화 기후 적응, 고령 인구 지원과 관련된 많은 비용이 동시에 발생하고 장기간 지속될 것임
- 이러한 압력은 이미 존재하는 구조적인 재정 불균형을 악화시킬 것임
- 공공채무를 지속 가능하게 유지하고 미래 충격에 대응할 완충여력을 보존하기 위해 국가는 다른 우선순위와 함께 재정 개혁을 추진해야 함

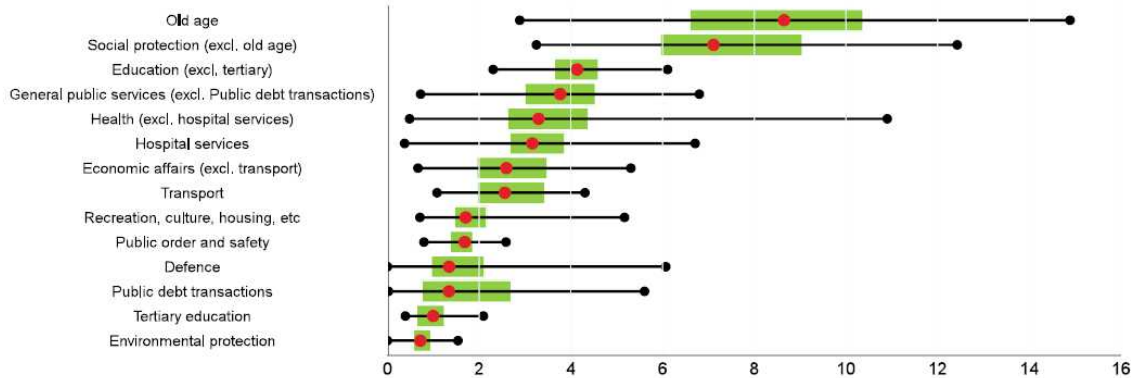
○ 많은 선진국이 공공지출 억제를 모색 중이며, 공공투자, 친환경 인프라 자금조달, 대외 원조, 기초 연구 또는 정부 고용 축소가 잠재적으로 절감 가능한 재원으로 간주됨

- 이러한 조치는 단기적으로 재정수지를 개선할 수 있으나 공공 서비스 역량 저하, 취약계층에 대한 지원 중단, 탄소중립 전환 속 강력한 경제성장 필요성 등 장기 목표의 후퇴를 초래할 수 있음
- 체계적이고 정기적인 지출 검토와 새로운 디지털 기술 도입은 필수 공공 프로그램을 유지하면서 공공부문 효율성을 향상하고, 우선순위 변화에 따라 자원을 효율적으로 재배분하여 잠재 성장에 미치는 피해를 제한할 수 있음
- 사회복지 혜택의 효과적인 타기팅과 더 오래 일하도록 장려하는 연금 제도도 지출 억제에 도움이 될 수 있음(OECD, 2024b; OECD, 2024c)
  - 국가별로 노령 및 기타 사회 보호 지출에 투입하는 자원 규모가 크게 다르며(그림 I-33), 이러한 차이는 상대적인 소득수준이나 인구통계학적 요인만으로는 설명되지 않음(Barnes et al., 2025)

**[그림 I-33] 정부 지출 양상은 OECD 국가별로 상이함**

(단위: GDP 대비 %)

2023 or latest year available, per cent of GDP



주: 각 정부지출 항목에 대해, 표본 국가들의 중앙값(적색 점)과 사분위 범위(녹색 상자)를 나타냄. 수평선은 표본의 전체 범위를 나타냄.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 52, Figure 1.33

- 최근 발표되거나 진행 중인 여러 세제 개혁에는 왜곡적 조세지출 축소(아이슬란드), 탄소 배출 과세 강화(아일랜드, 포르투갈), 세수 징수 개선(불가리아, 그리스) 등이 있으며, 이는 구조적 재정 여건을 강화하고 지속 가능한 성장을 위한 비용을 줄일 수 있음
- 그러나 미국의 관세 인상 및 영국의 직접세 조치와 같은 현행 세수 증대 조치는 경제활동에 미치는 부정적 영향으로 일부 상쇄될 수 있음

- 세수 증대 개혁은 일반적으로 감면이 적고 왜곡이 적은 조세로 점진적 전환을 목표로 해야 하며, 강한 경제성장 없이는 채무 부담 완화가 어렵기 때문임(Pina et al., 2025)

- 여러 선진국에서는 임금 과세 비중을 줄이는 대신 소비세, 환경세, 재산세의 비중을 높일 여지가 있음(OECD, 2024b; OECD, 2024c)

○ **증기 계획은, 전략적으로 중요하지만 재정에 부담이 되는 사업에 필요한 자원을 확보하는데 필수적임**

- 이런 계획은 과도한 채무 누적을 방지하고 재정정책 운용에 대한 불확실성을 줄이는데 도움을 줌
- 재정준칙은 예외 조항이나 다른 유연성 메커니즘을 통해 이탈이 가능하더라도(예: 생산적 투자나 국방비 증가([참고 I-2])), 건전 재정 관리를 위해 여전히 중요함
- 독립재정기관은 제안된 정책 변화의 영향을 평가하고 국가들의 정량적 재정 한도 복귀를 감독하며 정당한 일시적 예외 필요성을 알리는 데 유용한 역할을 할 수 있음

**다. 신흥국은 물가상승과 재정적자를 줄이기 위해 노력해야 함**

○ **최근 많은 신흥국에서 정책금리 인하가 지속되었으나, 일부 국가(특히 라틴아메리카)에서 2025년 초부터 물가 상승압력 지속 또는 환율 변동 등의 영향으로 금리 인하가 둔화되거나 중단됨**

- 물가 상승압력이 점차 완화되어 경제 지원 여력이 커진 인도에서는 금리 인하가 시작됨
- 브라질은 강한 성장과 물가상승률 상승 상황에서 물가상승률 기대치의 목표 이탈(de-anchoring) 우려로 2024년 12월 이후 정책금리를 네 차례 인상함
- 터키는 2024년 12월 이후 세 차례 연속 정책금리 인하 후 4월에 물가 상승압력 재상승 위험을 낮추기 위해 다시 금리를 인상함
- 중국은 낮은 물가상승률에 따라 주요 정책금리와 지급준비율을 추가 인하함

○ **향후 18개월 동안 대부분 신흥국에서 정책금리 인하 여지는 남아 있으나 정책 결정은 정교한 균형을 유지할 것으로 보임**

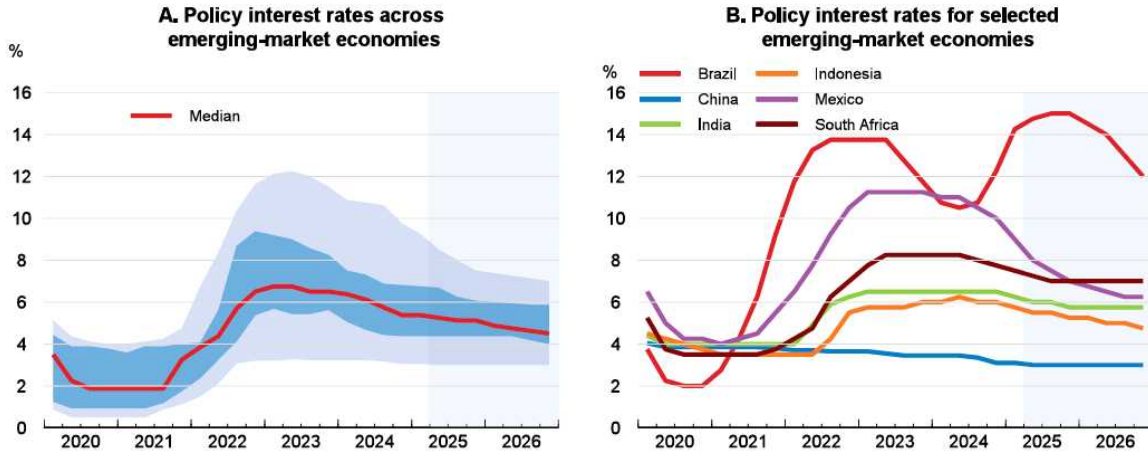
- 전망되는 세계 무역 둔화는 경제활동을 약화시키는 반면, 일부 국가가 부과하는 높은 관세는 전 세계 생산자 비용에 상방 압력을 가할 가능성이 있으며, 높은 정책 불확실성은 금융시장 내 위험 회피 성향을 높일 수 있음
- 물가상승률 기대치를 잘 안착시키고 혼란스러운 자본 유출을 방지하기 위해 신중한 통화정책 조정(calibration)이 필수적임
- 필요한 경우, 물가 안정을 보장하기 위해 금리 인하 속도를 늦추거나 일시적으로 금리 인상을 되돌릴 수도 있음

### ○ 예상되는 정책금리 인하 속도는 국가별로 다를 것으로 전망됨([그림 1-34])

- 중국은 미국과의 무역에 부과된 추가 관세로 인한 일부 상방 압력에도 불구하고 물가상승률이 낮게 유지될 가능성이 높아 경제활동 지원을 위해 완화적 통화 기조를 유지할 것으로 예상됨
- 콜롬비아와 멕시코에서는 정책금리가 여전히 높은 수준에 머물러 2026년 말까지 점진적 인하가 지속되어 각각 7%와 6.25%로 낮아질 전망이며, 이는 중립 수준 추정치의 상한선보다 다소 높거나 근접한 수준임
- 칠레에서도 금리 소폭 인하가 예상됨
- 인도에서는 2025년 말까지 정책금리 인하가 중단될 것으로 예상되며, 인도네시아에서는 물가상승률이 목표 수준으로 복귀하고 정책금리가 대체로 중립 수준에 도달함에 따라 2026년 말까지 완만한 금리 인하가 이어질 전망임
- 남아프리카공화국에서는 정책금리가 이미 중립 수준 추정치에 근접해 있어 2025년 말까지 금리 인하가 중단될 것으로 예상됨
- 터키는 2026년 말까지 물가상승률이 약 15%로 하락할 것으로 전망되며, 2025년과 2026년에 정책금리 인하가 재개될 것으로 예상됨
- 브라질은 물가 상승압력이 지속됨에 따라 향후 몇 달간 정책금리가 15%까지 추가 인상된 후 2026년 초부터 점진적으로 인하될 전망임

[그림 I-34] 대부분의 신흥국에서 정책금리가 더 하락할 것으로 예상됨

(단위: %)



주: 패널 A의 청색 영역은 정책금리의 10번째, 25번째, 75번째, 90번째 백분위수를 나타냄.  
출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 53, Figure 1.34

○ 최근 재정동향은 신흥국마다 차이가 있음

- 2024년 대부분 신흥국에서 재정수지 적자가 기록되었으며 많은 국가에서 적자가 확대됨([그림 I-35], 패널 A)
- 중국에서는 재정 지원 확대, 인도네시아에서는 전국 무료 학교 급식 프로그램 도입이 재정수지에 부담으로 작용함
- 콜롬비아에서는 세수 감소가 지출 삭감을 압도해 재정적자가 증가했고, 멕시코는 석유 세수 감소로 재정수지가 악화됨
- 불가리아와 루마니아에서도 사회 지출과 공공부문 임금에 대한 지속적인 지출 압력으로 재정수지가 악화됨
- 반면 브라질은 일회성 세입 조치에 힘입어 2024년 재정수지가 개선됨
- 인도와 남아프리카공화국에서도 재정수지가 개선됨

○ 발표된 정책 계획을 토대로, 2025~2026년 대부분 신흥국은 성장 둔화에도 불구하고 재정수지가 개선될 것으로 전망됨

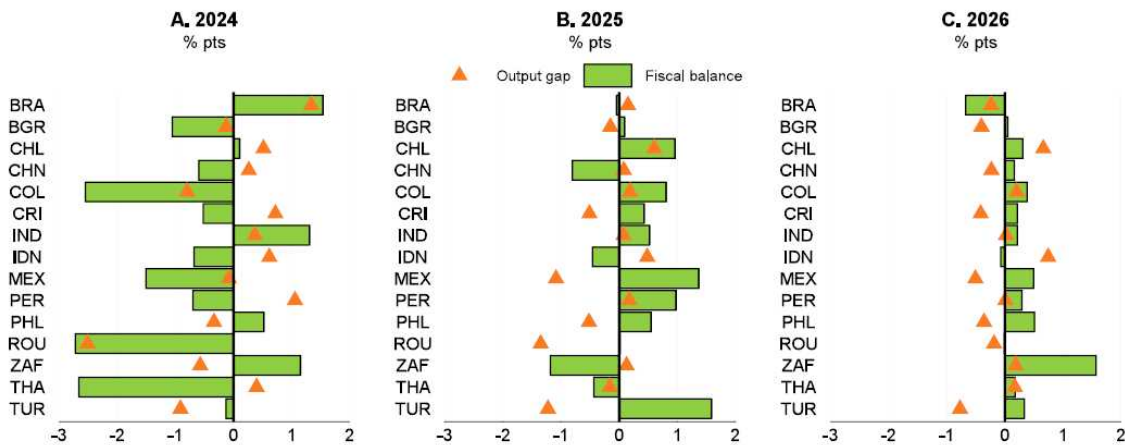
- 터키는 소비세 인상으로 세수가 증가하고 공공투자가 축소되면서 재정 건전화는 지속할 것으로 예상됨

- 콜롬비아와 페루는 재정 목표를 달성하지 못할 것으로 예상되지만, 칠레, 코스타리카, 멕시코와 함께 정부가 지출을 억제하고 세수를 늘리면서 재정적자가 축소될 전망이다
- 인도도 보조금 정비를 통해 재정 건전화로 이어갈 것으로 예상됨
- 반면 브라질은 추가 세수 확보에 대한 정치적 의지가 제한적이어서 2025년 재정적자가 지속되고 2026년에는 성장 둔화로 인해 악화될 전망이다
- 대부분 국가에서 2026년 재정수지 개선이 예상되나 개선 속도는 상대적으로 완만할 것으로 전망됨([그림 I-35], 패널 B와 C)

**[그림 I-35] 대부분의 신흥국에서 재정수지가 개선될 것으로 예상됨**

(단위: %p)

Annual change in the ratio of the headline fiscal balance to GDP and in the output gap



주: 이 그림은 칠레, 콜롬비아, 코스타리카, 태국에 대해서는 중앙정부 금융수지(financial balances)를 기반으로 하고, 그 외 모든 국가에 대해서는 일반정부 금융수지를 기반으로 함. 단, 멕시코의 경우에는 전체 공공부문 수지를 사용하며, 여기에는 연방정부뿐 아니라 사회보장제도나 국영기업 등이 포함됨. 페루와 필리핀의 자료는 각국이 정의한 일반정부 기준에 따름. 양(+의 변화는 금융수지가 개선되었거나 생산여력(spare capacity)이 줄어들었음을 의미함(예: 적자 감소 또는 마이너스 아웃풋갭 축소).

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 54, Figure 1.35

○ **신흥국은 채무와 이자비용 증가 속에서 위험심리 급변과 차입비용 상승에 취약한 환경에 직면해 있음**

- 세계 무역 환경 변화에 적응하면서 투자자 신뢰를 유지하고 무질서한 자본 유출을 피해야 함
- 국가는 무역 환경 변화에 따른 경제 조정을 지원하는 정책이 타기팅되고 일시적이도록 보장하면서 재정 건전화 목표를 달성하기 위해 노력해야 함

- 중장기적으로는 재정 지속가능성과 인적·물적 자본 투자 증대(기후변화 완화 및 적응 포함), 사회 안전망 강화 조치 간 조화를 이루어야 함
- 이러한 균형을 위해 지출 효율성 제고(보편적 보조금 축소 포함)와 비공식 부문 억제 및 과세 기반 확대를 통한 세수 개선과 같은 재정 구조개혁이 필요함
- 또한 재정준칙과 재정 위원회와 같은 재정기관 강화도 차입비용을 낮추고 신뢰도를 높일 수 있음(Alnafrah and Bogatov, 2025; Caldera Sanchez et al., 2024)

**라. 무역을 지원하고 투자를 촉진하기 위해 구조개혁을 강화해야 함**

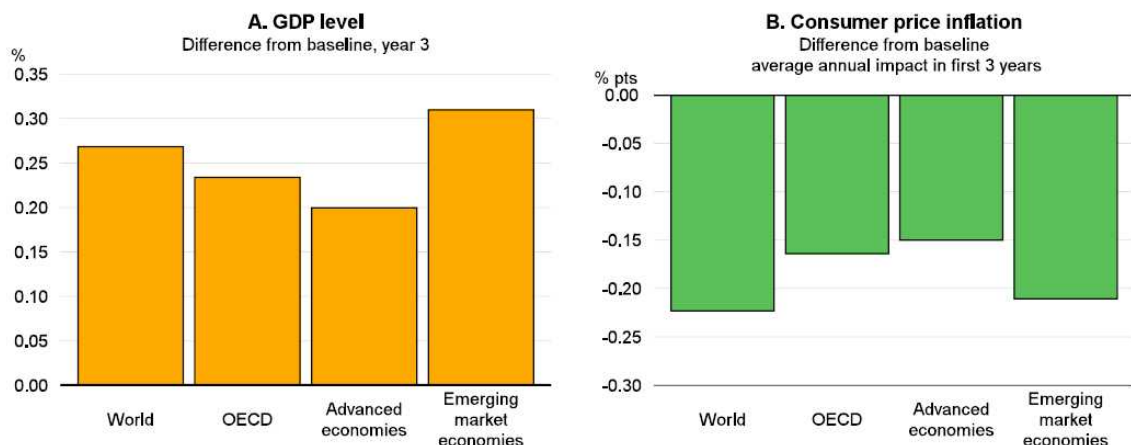
○ 정부는 정책 불확실성을 줄이고 국가 간 보복적 무역장벽 상승을 방지하기 위해 세계 무역 체제 내에서 협력 방안을 모색해야 함

- 국가들은 상품과 서비스에 대한 현재의 관세 및 비관세 장벽을 공동으로 낮추는 잠재적 이득을 얻는 기회를 간과하지 말아야 함
- 모든 국가가 평균 실효 관세율을 기준선 전망 가정 대비 1.5%p 낮추는 모의 시나리오에서, 세계 GDP는 3년 차에 약 0.3% 증가하고 세계 물가상승률은 초기 3년 평균 약 0.25%p 감소할 것임([그림 I-36]; OECD, 2025b)

**[그림 I-36] 무역장벽을 낮추면 생활 수준을 높일 수 있음**

(단위: %, %p)

Simulation of a reduction of 1.5 percentage points in average effective tariff rates in all countries



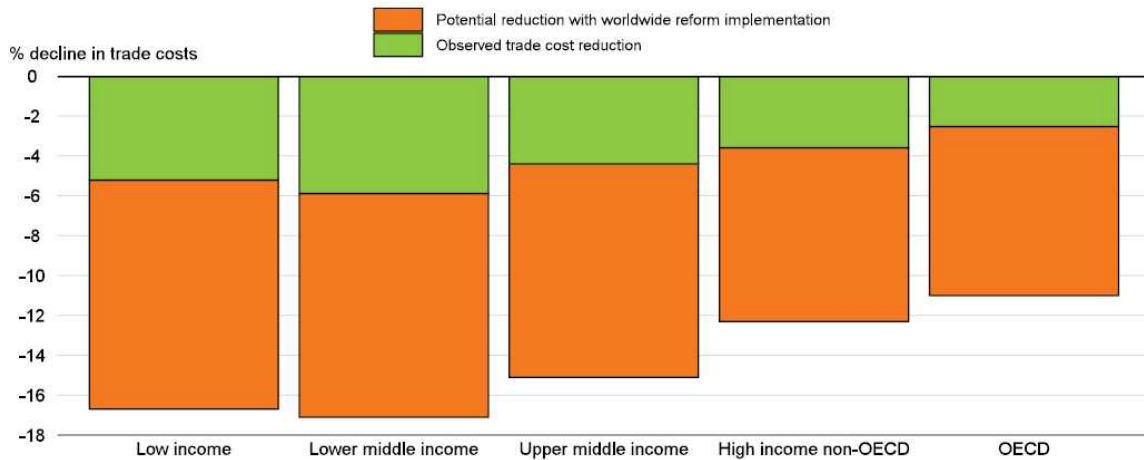
주: 현재 기준 시나리오에서 가정된 관세율에 비해 감소한 수준을 기준으로 함.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 55, Figure 1.36

- **무역 분절을 방지하려는 노력은 기업이 공급자와 구매자 모두 다변화하도록 유도하는 것을 포함한 공급망 회복력 강화 개혁과 병행되어야 함**
  - 다변화는 국가 간 주요 중간 생산 투입재에 대한 규제 기준을 일치시키는 것을 통해 촉진될 수 있음
    - 이는 EU 내 국가 간 조화로운 규제를 위한 지속적인 노력을 포함함
  - 국내 하위 행정구역 간 규제 기준을 더 잘 일치시키는 추가적인 여지도 존재함
    - 예를 들어 캐나다에서는 주 간 제품 및 노동 관련 규제와 기술 기준의 차이를 더욱 해소함으로써 상품과 서비스가 가장 필요한 곳으로 더 잘 이동할 수 있게 됨
  
- **무역 원활화 절차를 개혁하는 것도 무역 비용을 낮추고 무역의 다변화 및 심화를 지원할 수 있음**
  - 많은 국가들이 최근 이러한 절차를 개선해왔으며, 국내 및 국가 간 협력을 강화함으로써 이를 실현함
  - OECD 추정에 따르면 국경 절차의 효율성 개선으로 지난 10년간 무역 비용이 최대 5% 감소했으며, 그 효과는 저소득 및 하위 중소득 국가에서 가장 크게 나타남(OECD 2025d; [그림 I-37])
  - 국경기관 협력에 대한 보다 과감한 개혁, 무역 원활화 관련 규제 체계 이행 강화 노력, 절차의 자동화 및 단순화는 지연과 준수비용을 줄이고 공급망 효율성을 높여 무역 비용을 추가로 최대 12%p까지 줄일 수 있음(OECD, 2025d)
    - 이러한 개선은 수출업체가 새로운 시장을 발굴하고 기존 무역관계를 심화할 수 있는 역량을 제고하는 데 기여함

[그림 I-37] 무역을 원활화하면 무역 비용을 절감할 수 있음

(단위: %)



주: OECD의 무역 원활화 지수(Trade Facilitation Index)로 측정된 무역 원활화 개혁을 전면적으로 시행할 경우의 무역비용에 미치는 영향을 보여줌. 2012년부터 2022년 사이의 관측된 변화와 가상 시나리오상의 변화를 기반으로 함.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 56, Figure 1.37

### ○ 서비스 무역에 대한 장벽을 낮추는 것도 무역 흐름을 촉진하는 데 기여함

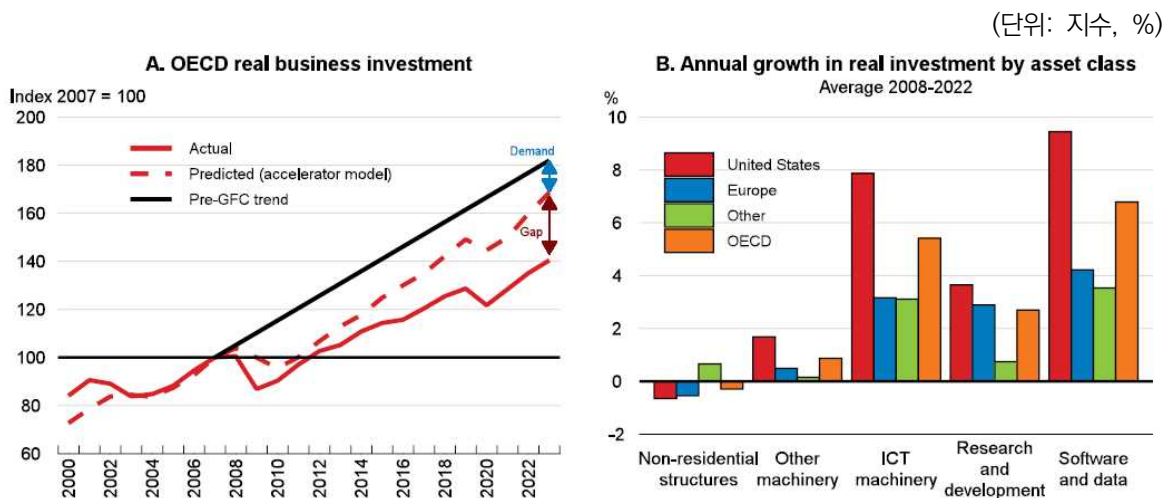
- OECD 서비스무역제한지수(Services Trade Restrictiveness Index)는 국가 간 서비스 시장 접근 여건의 불균등성과 규제 분절이라는 지속적인 과제를 나타냄([그림 I-38], 패널 A)
  - 이는 물류 등 여러 서비스가 국제 상품 무역에도 핵심적이기 때문에, 서비스 무역과 상품 무역 모두를 저해하는 불균등한 경쟁 환경을 초래함
- 2024년 서비스 부문 개혁의 속도와 규모는 2023년에 비해 완만했으며, 22개 서비스 부문 전체에서 규제가 강화된 반면, 의미 있는 무역 자유화는 일부 부문에 국한됨(OECD, 2025e)
- 서비스무역제한 완화(현재 제도와 최적 제도 간 격차의 절반을 해소하는 수준)를 위한 과감한 정책 개혁은 서비스 부문 무역 비용을 약 11% 낮추고(OECD, 2024d; [그림 I-38], 패널 B), 서비스 활용 제조업체에 추가적인 생산성 향상 효과를 가져올 수 있음
  - 이는 높은 관세로 인한 부담을 상쇄할 수 있는 상당한 잠재적 효과가 될 수 있음



## 생활수준을 개선해야 할 필요성을 더욱 강화함

- 제II장에서 논의된 바와 같이, 혁신을 촉진하고 노동 생산성 성장을 강화하는 기업 투자 촉진 정책에 중점을 둘 필요가 있음
- 현재 투자 전망은 정책 불확실성의 급격한 증가로 인해 악화되고 있으며, 이는 금융위기 이후 많은 국가에서 기업 투자 속도가 현저히 둔화된 흐름을 잇는 것임([그림 I-39], 패널 A)
  - 이러한 투자 둔화는 수요 성장 부진만으로는 일부만 설명 가능함
- OECD 국가의 기업들이 점점 디지털 자산에 대한 투자를 늘리고 있지만([그림 I-39], 패널 B), 전통적 유형자본 투자 증가 둔화와 감가상각 증가로 인해 순투자율은 오히려 하락
- 많은 국가에서 주택 및 공공투자도 둔화되어 주택 접근성 저하와 공공 인프라 악화에 기여함

[그림 I-39] OECD 국가 간 기업 투자 격차가 큼



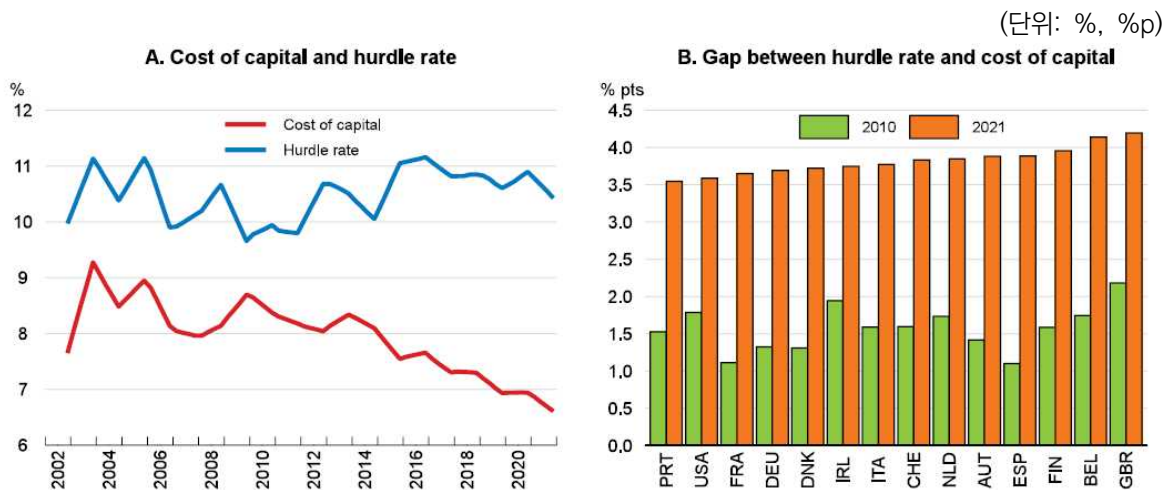
주: 패널 A에서 투자 격차는 실질 기업 투자 증가율을 직전 기의 투자 증가율 및 현재 실질 GDP 증가율과 연결한 단순 가속도 모형을 통해 예측된 투자 수준에 비해 실제 투자가 부족한 정도로 계산됨.  
출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 58, Figure 1.39.

## ○ 기업 투자 부진은 많은 국가에서 구조적 요인을 반영함

- 기업들은 이익이 증가했음에도 불구하고, 고정자본투자보다는 금융자산 축적과 주주환원에 자금을 우선시해왔음(OECD, 2025a)

- OECD 전체적으로 보면, 금융위기 이후 기업 부문은 순차입자에서 순대역자로 전환됨
- 이는 투자수익률 요구 수준의 상승과 동시에 나타났으며, 투자 판단 시 기업이 적용하는 허들 수익률(hurdle rates)과 자본비용 간 격차가 국가 전반에 걸쳐 확대됨([그림 I-40])
- 정책결정자들이 기업 투자 성장세를 회복시키기 위해서는 이처럼 고착화된 허들 수익률의 원인을 규명하는 것이 핵심임
  - OECD 국가에서는 높은 불확실성, 기업 역동성 저하, 무형자산에 대한 미래 투자 자금조달의 어려움 인식 등이 이러한 원인으로 지적됨(제II장 참조)

**[그림 I-40] 금융 비용과 허들 수익률 사이의 격차가 증가했음**



주: 기업 실적 발표, 투자자 회의, 기타 유사한 행사에서 제공된 정보를 바탕으로, 기업들이 인식하는 자본비용과 허들 수익률의 예측값을 산출함. 자료 수집 및 계산에 대한 설명은 Gormsen and Huber(2023)를 따름.  
출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, 2025, p. 59, Figure 1.40

○ 이러한 상황에서 기업 투자 성장을 회복하는 데 기여할 수 있는 다양한 구조개혁 정책이 존재함(제II장 및 제III장 참조)

- 정책 불확실성을 완화하려는 노력은 핵심적인 과제로, 이는 기업들이 허들 수익률에 반영하는 위험 프리미엄을 낮출 수 있도록 함
- 이는 다양한 정책 영역에서 관련이 있으며, 구체적으로는 투명하고 규칙 기반의 무역정책 수행, 신뢰할 수 있는 재정전략의 수립 및 이행, 규제정책의 복잡성 축소와 투명성 제고, 기후변화 완화 및 적응을 위한 신뢰할 수 있는 조치 이행 등이 포함됨

○ **기업 역동성을 촉진하는 정책은 기업들이 경쟁에서 앞서기 위해 혁신하고 투자하도록 유인함**

- 인공지능(AI)과 같은 초기 단계 산업에서는 기업 진입 장벽을 낮추고 독점적 지위 형성을 방지하기 위한 조치가 종종 필요함
- OECD 국가들에서 기업 역동성이 저하되고 있다는 징후가 있는 상황에서(Calligaris et al., 2024), 기업에 대한 규제비용을 낮추기 위한 노력이 필요함
  - 예를 들어 자본집약적 네트워크 부문에서 기업 진입 장벽을 낮출 여지가 큰데, 새로운 OECD 시뮬레이션에 따르면 규제가 많은 국가가 가장 규제가 적은 국가 수준으로 규제완화를 진행할 경우 잠재 자본스톡(capital stock)이 최대 1.5% 증가할 수 있음(Andrews et al., 2025)
- 많은 국가에서는 로비 활동의 투명성과 책임성을 보장하는 적절한 규정이 여전히 부족함
  - 이러한 규제 공백은 기존 기업과 자금력이 좋은 기업에 유리하게 작용하여, 신규 진입 기업에 불리하게 규칙과 그 이행을 형성할 수 있도록 함
- 파산 제도 완화와 토지 이용 규제 완화는 기업가 정신과 신규 기업의 성장에 영향을 미쳐, 기업 역동성을 촉진하기 위한 또 다른 주요 정책 영역들임
- 숙련 노동력의 가용성을 확보하는 것도 높은 성장 잠재력을 가진 기업의 확장을 위해 중요하며, 이는 평생학습 정책과 불필요한 경업금지조항 축소와 같은 노동시장 마찰 완화 구조개혁을 통해 달성 가능함

○ **특히 담보 설정이 어려운 무형자산 투자 자금을 위한 접근성을 제고하는 조치는 기업이 미래 무형투자를 위한 저축 필요성을 줄이는 데 기여해 기업의 현재 투자지출을 촉진할 수 있음**

- 자본시장의 심화는 더 다양한 자금조달 선택을 가능케 하고 대출기관 간 경쟁을 촉진할 수 있음
  - 이러한 맥락에서 유럽에서 저축 및 투자 연합(Savings and Investments Union) 이행을 더욱 진전시키는 것이 중요함
- 전통적 은행 제도보다 무형자산 자금조달에 더 적합한 자본시장 부문을 육성하는 데에는

일부 공적 재정지원과 규제 개정이 필요할 수 있으며, 금융안정성에 미치는 잠재적 영향에는 유의할 필요가 있음

- 그 예로는 연기금의 투자활동에 대한 규제 완화, 벤처 자본시장에 대한 공공투자, 핀테크 대출기관에 대한 행정요건 완화 등이 있음

## II 보다 회복력 있는 성장을 위한 투자 재점화

### 1. 요약

- 2008년 세계 금융위기 이후, 역사적으로 낮은 자금조달 비용과 높은 기업 수익성에도 불구하고 투자 부진이 잠재 성장률을 끌어내리는 요인으로 작용해 왔음
  - 총수요 부진과 높은 불확실성이 실질 기업 투자를 위축시켰지만, 이는 세계 금융위기 이후 투자 부족의 약 절반 정도만 설명할 수 있음
- 이와 동시에 디지털 자산의 중요성 확대, 기업 행태의 변화와 같은 구조적 변화가 두드러지게 나타나고 있음
  - 인공지능 혁명에 힘입어 경제가 디지털 중심, 지식집약적 생산 방식으로 전환되면서 기업들은 점점 더 많은 투자를 소프트웨어, 데이터, 컴퓨팅 하드웨어, R&D에 집중하고 있음
  - 또한 기업들은 이익잉여금과 차입금 중 생산적 투자에 배분하는 비중을 줄이는 한편, 여전히 높은 기대수익률, 또는 '허들 수익률'을 요구하고 있음
  - 이러한 추세는 경쟁 압력 약화나 무형자산 투자에 대한 자금조달의 어려움 등 기업 투자와 역동성을 제약하는 근본적인 요인들과 연관되어 있을 수 있음
- 한편, 주거 투자가 주택 수요의 강세에 부응하지 못해 지난 수십 년간 주택 구매력이 꾸준히 하락하는 데 일조하였음
- 공공투자는 최근 회복 조짐을 보이고 있으나, 여전히 많은 국가에서 장기간 부진한 상태에 머물러 있음
- 이러한 배경 아래, 본 장은 정책 불확실성 완화, 성장 기반을 위한 거시경제 안정성 제고, 기업 역동성 회복을 위한 구조개혁 추진 등 투자 회복을 뒷받침할 정책 방향을 제시함
  - 다수 국가에서 새로운 투자 기회를 창출하고 혁신을 촉진하려면, 경쟁을 촉진하고 금융

접근성을 개선하는 정책이 필요함

- 토지이용 및 도시계획 규제, 임대차시장 규제를 완화하는 개혁은 주거 투자를 확대하고 주택 구매력을 높이는 데 기여할 수 있음
- 마지막으로, 에너지 안보, 녹색 및 디지털 인프라, 연구개발, 보건, 교육 분야에 대한 고품질 공공투자는 많은 국가에서 필요하며, 이는 생산성과 장기 경제성장을 제고하는데 도움이 될 수 있음

## 2. 잠재 성장률을 제약해온 장기간의 투자 부진

### ○ 지난 20년 동안 선진국과 신흥국 모두에서 잠재 성장 전망이 크게 악화되었음

- 다요소 생산성(multi-factor productivity, MFP) 증가율 하락과 더불어 자본스톡의 저조한 증가가 많은 국가에서 1인당 잠재 생산 증가세 둔화의 주요 원인으로 작용하였음
  - 1인당 잠재 GDP 성장률은 2002~2008년과 2024년 사이에 선진국 중위 국가(median advanced country)에서 0.8%p, 신흥국 중위 국가(median emerging-market economy)에서 0.9%p 하락함
  - 노동자 1인당 자본 증가세의 둔화는 선진국 중위 국가의 1인당 잠재 GDP 성장률 감소분 중 0.5%p, 신흥국 중위 국가 감소분 중 0.3%p를 설명함
  - 자본 축적의 둔화는 인도와 중국처럼 전반적인 경제성장이 비교적 양호한 국가를 포함하여 거의 모든 국가의 잠재 성장률을 제약해왔음([그림 II-1], 패널 A)

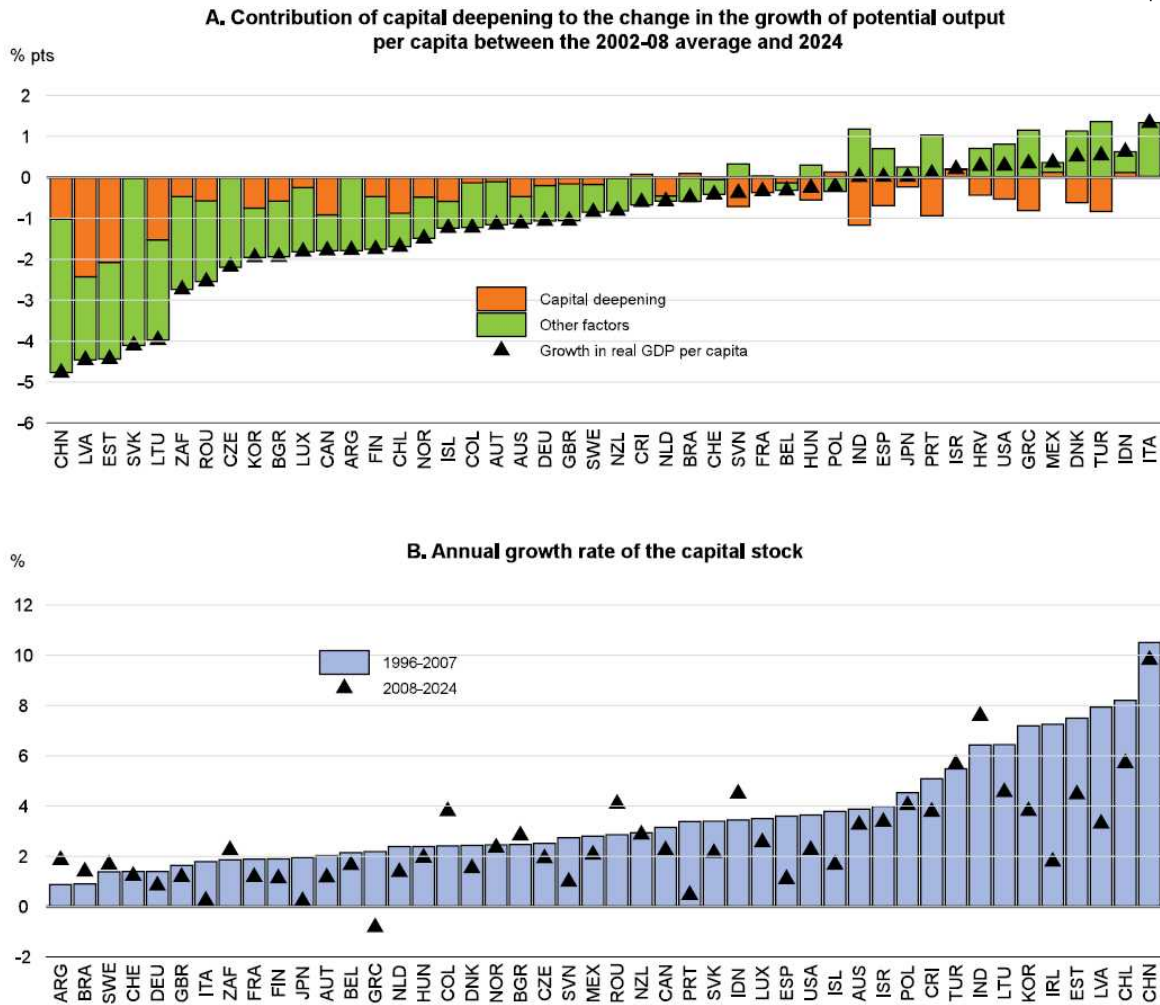
### ○ 전체 자본 축적의 둔화가 국가 간 뚜렷한 차이를 가리고 있음([그림 II-1], 패널 B)

- 선진국 가운데 지난 15년간 자본스톡 증가율이 특히 낮았던 국가는 일본, 이탈리아, 그리스, 포르투갈이었음
  - 미국의 경우, 여전히 세계 금융위기 이전 수준에는 미치지 못하지만 보다 안정적인 자본스톡 증가세를 보였음
- 신흥국에서는 투자 수요가 더 크다는 점이 반영되어 자본스톡이 평균적으로 선진국보다 약간 더 빠르게 증가하였음
  - 그럼에도 불구하고, 브라질, 아르헨티나, 남아프리카공화국처럼 주요 신흥국 가운데

일부는 자본스톡 증가율이 낮았으며, 칠레와 같이 높은 증가율을 기록한 국가들도 지난 20년간 자본스톡 증가세가 눈에 띄게 둔화되었음

[그림 II-1] 자본 축적 부진으로 인한 성장 제약

(단위: %p)



주: 1. 패널 A에서 기타 요인(other factors)은 노동 활용도(labour utilisation)과 다요소 생산성의 변화를 포함하고, 자본 심화(capital deepening)는 노동자 1인당 자본스톡의 변화율을 의미함.

2. 패널 B는 불변가격을 기준으로 계산한 자본스톡의 연평균 성장률을 나타냄.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 66, Figure 2.1

○ 자본 축적의 둔화는 주로 두 차례의 주요 충격, 세계 금융위기와 코로나19 팬데믹의 지속적인 영향을 반영하고 있음

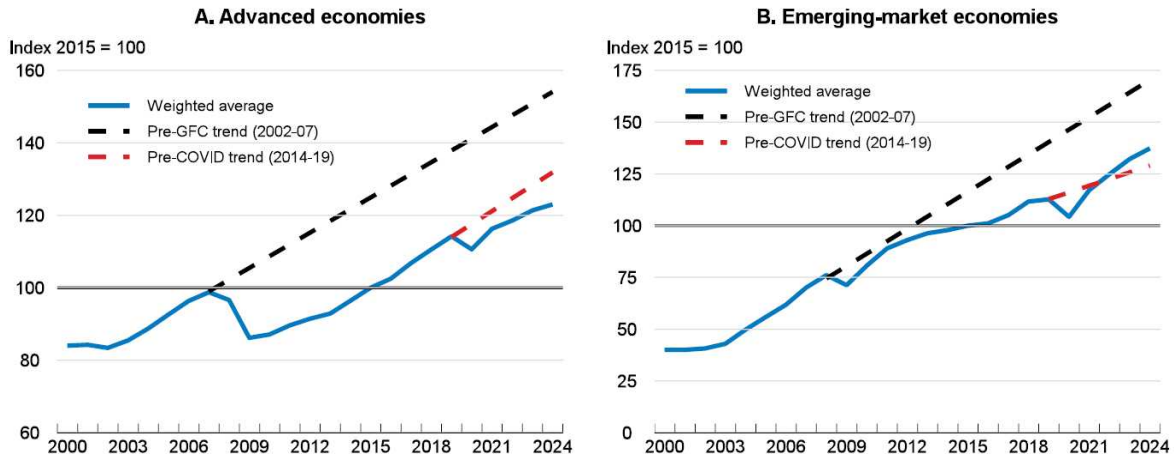
■ 이 두 사건은 실질 투자에 큰 폭의 감소를 초래했으며, 대부분의 국가들은 아직까지도

이를 부분적으로만 회복한 상태임

- 경제 전반의 고정자본형성 총액(총고정자본형성) 규모를 측정하는 지표인 실질 총투자는 세계 금융위기 시기에 경제성장 둔화와 금융여건의 긴축으로 인해 규모가 급격히 위축되었음
  - 이후 회복세는 상대적으로 미미하였음
- 코로나19 팬데믹 기간에 투자가 다시 감소하였고, 러시아-우크라이나 전쟁과 에너지 가격 상승 등 자본 형성을 저해하는 다른 사건들로 인해 이후의 반등 역시 제한적이었음
- 그 결과, 2024년 말 기준으로 선진국의 실질 총투자 규모는 세계 금융위기 이전 추세 대비 약 22% 낮은 수준이며, 코로나19 이전 추세와 비교해도 약 7% 낮은 수준에 머물러 있음([그림 II-2], 패널 A)
- 신흥국의 경우, 선진국에 비해 세계 금융위기의 영향을 덜 받아서 보다 점진적으로 진행되어 왔으나 마찬가지로 투자가 부족한 상황임
  - 신흥국의 평균 투자는 최근 인도와 인도네시아의 강건한 성장 덕분에 코로나19 이전 추세를 약간 상회하고 있으나, 세계 금융위기 이전 추세보다 약 33% 낮은 수준으로 추정됨([그림 II-2], 패널 B)
- 이러한 투자 둔화는 대부분의 국가에서 공통적으로 나타나는 현상임
  - 미국, 인도, 인도네시아처럼 최근 몇 년간 비교적 강한 투자 증가세를 보인 일부 예외적인 국가들을 제외하면, 대부분의 국가는 여전히 자본 형성 부진을 겪고 있음

[그림 II-2] 세계 금융위기 및 팬데믹 이전 추세를 하회하는 실질 투자(실질 총투자)

(단위: 지수)



주: 1. 선진국 33개 국가와 신흥국 13개 국가(아르헨티나, 브라질, 불가리아, 칠레, 콜롬비아, 코스타리카, 인도, 인도네시아, 멕시코, 루마니아, 남아프리카공화국, 태국, 튀르키예)를 대상으로 실질투자를 측정함.  
2. 가중 평균의 경우, 2015년 GDP 구매력평가기준(PPP)을 가중치로 적용하였음.  
3. 음영 구간은 사분위(interquartile) 범위를 나타내며, GFC는 세계 금융위기를 나타냄.

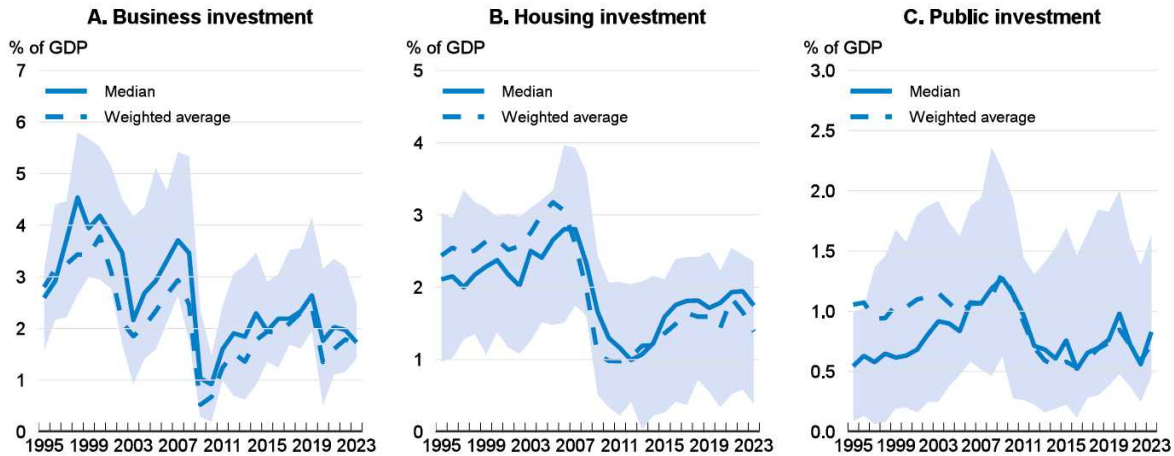
출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 67, Figure 2.2

○ 최근 일부 국가에서는 GDP 대비 총투자 비율이 상승했지만, 순투자(감가상각을 반영한 자본스톡의 순증)는 OECD 회원국 전반에 걸쳐 여전히 부진한 상태임

- 세계 금융위기 이전 시기부터 OECD 회원국 평균 순투자율이 GDP 대비 0.9%p 이상 하락하였는데, 유로지역에서 가장 큰 폭의 순투자 감소세를 보이며 중위 국가 기준 GDP의 2.5%에서 1.6%로 하락하였음
- 순투자의 전반적인 감소는 주거용 및 공공 순투자 감소의 영향이 일부 있으나, 주로 전체 투자에서 가장 큰 비중을 차지하는 기업 순투자 하락에 기인함([그림 II-3])
  - 이러한 감소는 주로 기초 투자 규모의 부진을 반영함
  - 1990년대와 2000년대 초반에는 전체 물가 대비 투자재의 상대가격 하락이 GDP 대비 순투자 비율 하락의 주요 원인이었으나, 세계 금융위기 이후에는 상대가격이 대체로 안정세를 보이고 있음

[그림 II-3] 세계 금융위기 이후 하락해 온 GDP 대비 순투자 비율

(단위: %)



- 주: 1. GDP 대비 순투자 비율은 경상가격 기준 고정자본형성 총액에서 고정자본 소비를 차감한 값을 명목 GDP로 나눈 비율로 정의함.  
2. 기업 투자는 비금융 부문과 금융 부문의 합산 투자를 포함하며, 공공투자는 일반정부가 수행하는 투자를 의미함.  
3. 부문별 투자 데이터가 확보된 32개 OECD 회원국을 기준으로 함.  
4. 음영구간은 사분위 범위를 나타냄.

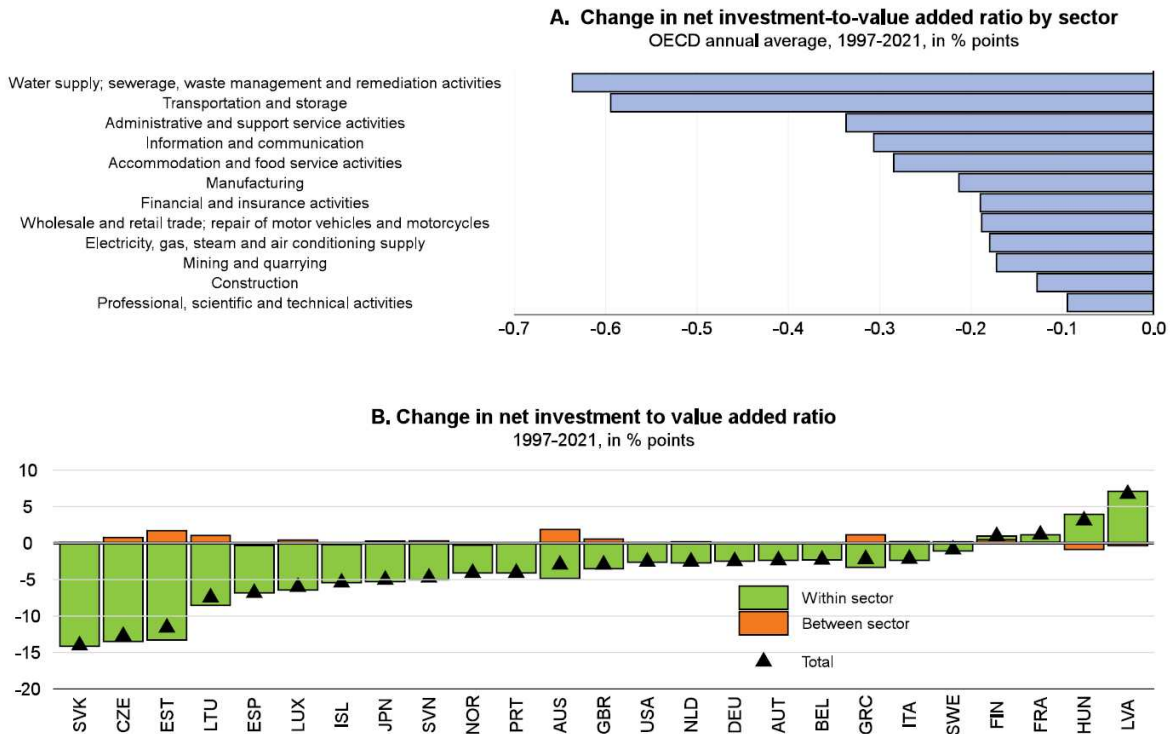
출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 68, Figure 2.3

### 3. 수요 부진, 높은 불확실성, 구조적 요인이 저해한 기업 투자

- 평균적인 OECD 회원국에서 전체 투자의 60% 이상을 차지하는 기업 투자는 자료가 확보된 대부분의 국가에서 상대적으로 부진한 상태를 유지하고 있음
  - 미국과 프랑스는 예외적으로 기업 투자가 보다 강건하게 증가한 사례임
- 이러한 투자 부진은 대부분의 산업 부문([그림 II-4], 패널 A)에서 대기업과 중소기업 모두에 광범위하게 영향을 미치고 있음(Hanappi, Millot and Turban, 2023)
  - 서비스업과 같이 투자집약도가 낮은 산업의 비중 증가, 자본집약적인 제조업의 비중 감소 등 산업 부문 구성의 변화는 제한적인 영향을 주는 데 그친 것으로 보임
  - 대신, 투자 감소는 산업 내에서의 역학구조에 의해 주로 유발되어 왔음([그림 II-4], 패널 B)

[그림 II-4] 산업 부문 전반에 걸쳐 부진한 기업 투자

(단위: %p)



- 주: 1. 패널 A의 그래프는 각 산업 부문  $s$ 에 대해 회귀식  $i_{c,t}^s = \alpha_c^s + \beta^s \times t + \epsilon_{c,t}^s$ 에서 도출한 계수  $\beta_s$ 를 나타낸 것으로, 1997~2021년 기간 동안 있었던 순투자 비율의 연평균 변화(%p 단위)를 보여줌.
- 2. 이 분석은 시간에 따라 변하지 않는 국가별 특성을 통제하였음.
- 3. 표본에는 1997년부터 2021년까지의 기간 동안 패널 B에 표시된 국가들이 포함되었으며, 순투자율은 경상가격 기준 고정자본형성 총액에서 고정자본 소비를 차감한 값을 부가가치로 나눈 비율로 정의함.
- 4. 패널 B의 그래프는 자료가 확보된 모든 국가를 대상으로 한 변이할당 분석(shift-share analysis) 결과를 나타냄.
- 5. 이 분석은 Autor and Salomons(2018)의 방법론에 따라 투자율 변화를 두 가지 구성요소, 개별 산업의 투자 변화를 반영하는 산업 내 효과(within-industry effect)와 산업 부문별 구성의 투자 이동을 반영하는 산업 간 효과(between-industry effect)로 분해하였음.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 69, Figure 2.4

가. 총수요가 투자 부진의 일부를 설명하지만, 여전히 ‘투자 갭’이 존재함

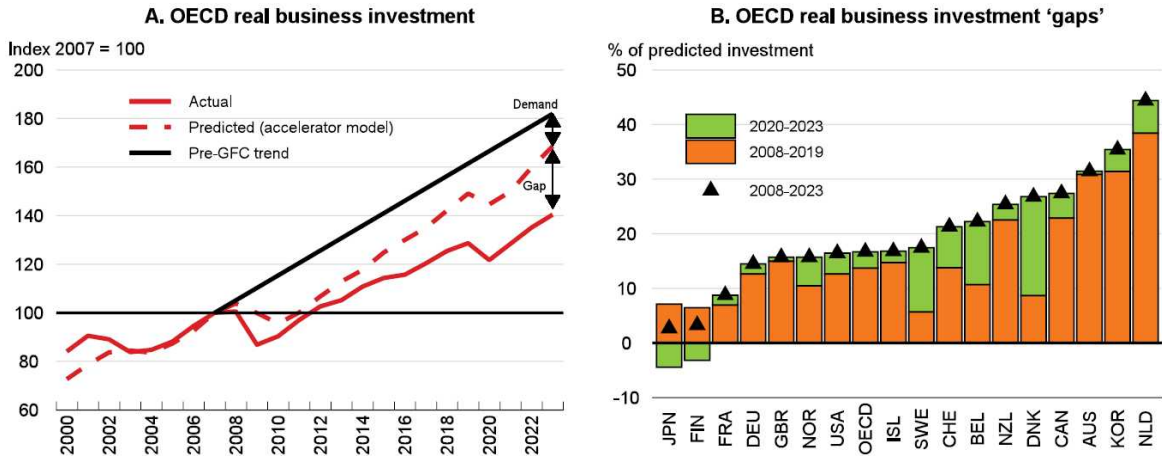
- 이전 추세에 비해 기업 투자가 부진한 주요 요인 중 하나는 총수요의 증가세 둔화임
  - 세계 금융위기와 팬데믹 이후 많은 국가에서 실질 생산량이 큰 폭으로 감소했고, 위기 이전 추세에 비해 일부만 회복하였음
  - 수요가 강할수록 기업들이 생산능력 확장에 대한 유인을 더 크게 느끼게 하므로 기업

투자는 생산량 증가와 밀접하게 연관되어 있음

- **가속모형(accelerator model)에 기반한 실증 분석에 따르면 총수요 부진은 기업 투자 실적을 설명하는 중요한 요인에 해당함**
  - 그러나 자료가 확보된 17개국 평균 기준으로 보면 총수요는 세계 금융위기 이전 추세 대비 실질 기업 투자 부족분의 약 3분의 1만을 설명할 수 있음([그림 II-5], 패널 A)
  - 반면 가속모형은 세계 금융위기 전까지의 기간 동안 기업 투자가 생산량 증가와 대체로 일치하는 흐름을 보였다는 점을 제시함
  
- **설명되지 않는 나머지 부족분은 투자 ‘갭’(investment gap)으로 볼 수 있으며, 생산량 변화로 설명할 수 없는 투자 부족으로 정의함**
  - 이러한 투자 갭은 예상 투자 수준 대비 평균 약 17%에 해당하며, 호주, 한국, 네덜란드에서는 30%를 초과하는 등 일부 국가에서는 더 큼([그림 II-5], 패널 B)
  
- **투자 갭은 시간이 지남에 따라 확대되었으며, 이는 비(非)수요 요인이 투자 부진을 설명하는 데 있어 점점 더 중요한 역할을 하고 있음을 시사함**
  - 세계 금융위기 직후인 2008~2011년에는 투자 갭이 작았으며, 이는 신용공급 제약이나 과도한 채무 문제가 일부 영향을 미쳤을 가능성이 있음에도 불구하고 당시의 투자 부진이 주로 수요 요인에 의해 설명되었음을 의미함
  - 2012년부터 2019년 사이에는 투자 갭이 점진적으로 확대되었으며, 2020년 이후에는 코로나19 충격이 이를 더욱 키우는 요인으로 작용함
  - 평균적으로 2020년 이후의 변화가 설명되지 않는 투자 둔화의 약 4분의 1을 차지함
  - 벨기에, 덴마크, 스웨덴 등 일부 국가에서는 팬데믹이 투자 갭에 미친 영향이 특히 컸음([그림 II-5], 패널 B)

[그림 II-5] OECD 국가 전반에서 크게 나타난 기업 투자 ‘갭’

(단위: 지수, %)



- 주: 1. 실질 기업 투자 증가율을 직전 기간의 투자 증가율과 경상 실질 생산 증가율에 연관시키는 단순한 가속모형을 바탕으로 예상한 투자 수준 대비 실제 투자 부족분으로 투자 갭(investment gap)을 계산함.  
2. 예상 실질 기업 투자는 2008년부터 2023년까지의 기간 동안 실제 GDP 성장률과 이전 기간의 투자 증가율을 사용하여 모형으로부터 도출된 적합값(fitted values)으로 계산함.  
3. 2023년 기준 실질 기업 투자의 세계 금융위기 이전 추세 대비 부족분은 모형이 설명하는 부분(즉, 추세 투자에서 예상 투자를 뺀 값으로 계산되는 수요 요인)과 모형으로 설명되지 않는 나머지 부분(즉, 예상 투자에서 실제 투자를 뺀 값을 예상 투자 대비 백분율로 환산한 ‘갭’)으로 나누어짐.  
4. 분석에 포함된 국가는 실질 기업 투자 데이터가 확보된 17개 OECD 회원국임.  
5. 패널 A는 패널 B에 제시된 국가들의 GDP 구매력평가 기준을 가중치로 적용하여 산출한 OECD 전체 평균 결과를 보여줌.  
6. 패널 B는 자료가 확보된 국가별로 예상 투자 대비 실제 투자 부족분, 즉 투자 갭 비율을 나타냄.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 70, Figure 2.5

나. 자본 비용, 기업 가치, 수익성만으로는 투자 ‘갭’을 충분히 설명할 수 없음

○ 대부분의 국가에서 자본 사용자 비용(user cost of capital, UCC)이 현저히 하락했음에도 불구하고, 기업 투자 갭은 여전히 발생하고 있음

- 차입비용, 상대가격, 세금, 감가상각 등 자본 조달 및 유지에 드는 총비용을 반영하는 자본 사용자 비용은 최근 통화 긴축 기조가 나타나기 전까지 수십 년간 지속적으로 하락하는 추세를 보였음([그림 II-6], 패널 A)
- 세계 금융위기에 대응한 완화적 통화정책으로 차입비용이 역사적으로 낮은 수준까지 하락하였고, 최근 다소 상승했지만 여전히 장기 평균에 비해서는 낮은 수준을 유지하고 있음([그림 II-6], 패널 B)

- 여러 OECD 회원국이 주요 법정세율을 인하하여 법인세 실효세율도 하락하였으며([그림 II-6], 패널 C), 세제 조항의 변화로 인해 일부 국가에서는 자본의 실질 비용이 추가로 낮아졌음
- 아울러 1990년대와 2000년대 초반 동안에는 전체 생산품 가격 대비 투자재 가격이 하락했는데, 이는 정보통신기술(ICT) 관련 자본재의 품질과 효율성이 지속적으로 개선된 데에 주로 기인함([그림 II-6], 패널 C)

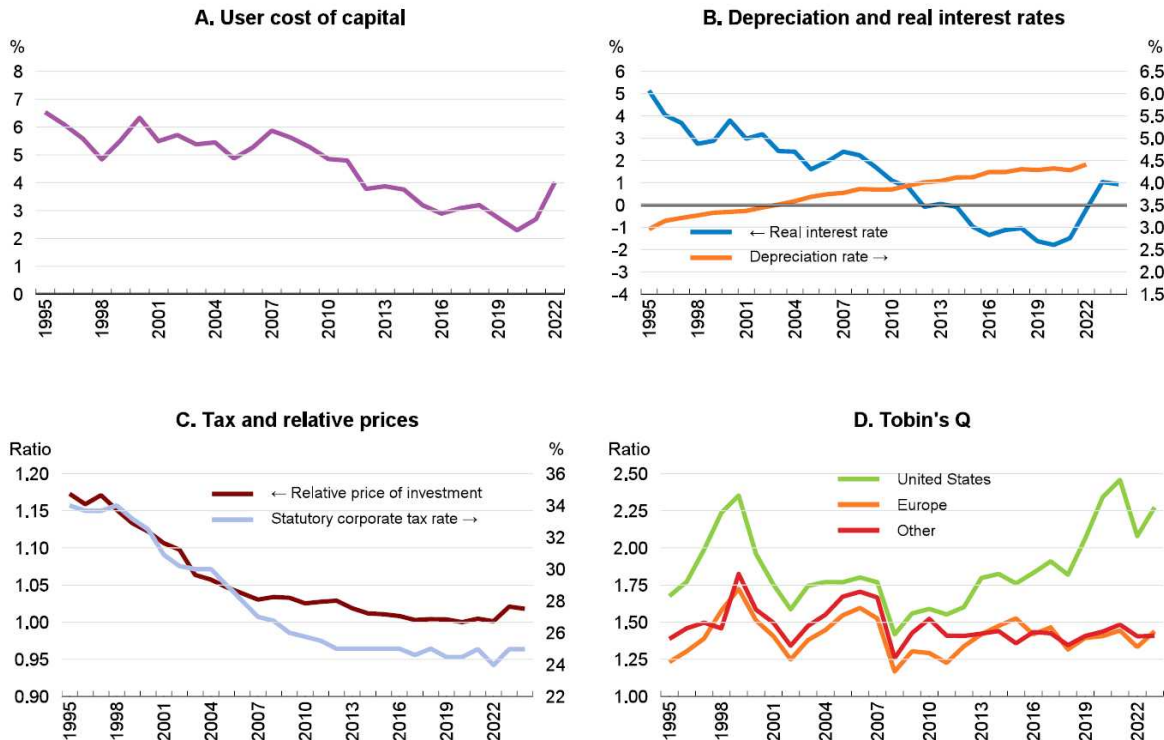
○ 또한 기업 가치평가 수준이 높은 투자를 뒷받침할 만큼 우호적인 상태를 유지해 왔음

- 자산 대체 비용 대비 기업의 시장 가치 비율(Tobin의 Q)이 1을 초과할 경우, 시장은 해당 기업이 신규 투자에서 투자비용을 상회하는 수익을 거둘 수 있을 것이라고 기대함
- OECD 일부 회원국 상장기업들의 기업 단위 자료에 따르면 세계 금융위기 이후 Tobin의 Q는 이 임계값을 상회하는 수준을 유지해왔음
- 미국과 일부 스칸디나비아 국가에서는 최근 몇 년간 기업 가치가 크게 상승한 반면, 대부분의 유럽 국가와 기타 선진국에서는 기업 가치가 정체되거나 점진적으로만 상승하였음([그림 II-6], 패널 D)<sup>5)</sup>

5) 선진국 기업들과 미국 기업 간의 기업 가치 평가 차이는 여러 요인에 의해 설명될 수 있음. 이러한 요인에는 전통적으로 미국이 보유한 강력한 제도적 기반(기업 지배구조 기준과 금융시장 인프라 포함), 글로벌 리스크를 흡수할 수 있는 시장의 높은 수용력, 그리고 미래 투자수익에 대한 더 높은 기대 등이 포함됨(La Porta 외, 1998). 탄소 배출이 많은 기업("brown" firms)이 미국에 비해 기타 선진국에서는 상대적으로 저평가되는 점 또한 미국 기업 가치가 높게 평가되는 데 기여할 수 있음(Doidge, Karolyi, Stulz, 2020).

[그림 II-6] 자본 비용의 하락과 견조한 기업 가치평가 흐름

(단위: %, 비율)



- 주: 1. 패널 A에서 자본 사용자 비용(UCC)은 투자재의 상대가격, 10년물 국채 수익률을 기반으로 한 실질이자율, 전문가 예측에 따른 10년 후 기대 물가상승률, 감가상각률, 법인세 명목세율, 기업 총부채(채무와 자본의 합)에서 채무가 차지하는 비중을 기준으로 계산함.
2. 패널 C에서 투자재의 상대가격은 투자 디플레이터와 GDP 디플레이터의 비율로 측정함.
3. 패널 D에서 Tobin의 Q는 Worldscope 자료를 토대로 시장 시가총액과 부채의 합에서 보통주 자본을 차감한 값을 시가총액으로 나눈 비율로 계산함.
4. 패널 A, B, C에 포함된 국가는 자료가 확보된 15개 OECD 회원국(호주, 벨기에, 캐나다, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 일본, 한국, 네덜란드, 뉴질랜드, 스웨덴, 스위스, 영국, 미국)이며, 중위값을 표시함.
5. 패널 D의 경우, 유럽 지역의 중위값은 상대적으로 주식시장이 큰 일부 국가들(오스트리아, 벨기에, 스위스, 독일, 덴마크, 스페인, 프랑스, 이탈리아, 네덜란드, 스웨덴)의 자료를 기준으로 산출되었으며, '기타 (Other)' 범주는 호주, 캐나다, 영국, 일본의 중위값을 나타냄.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 71, Figure 2.6

○ 기업의 수익성과 현금 보유 수준 역시 투자 제약 요인으로 작용하지는 않은 것으로 보임

- 세계 금융위기 이후 선진국에서 나타난 기업 투자 부진은 기업 부문이 순차입자에서 순대역자로 전환하는 시기에 발생함([그림 II-7], 패널 A)
- 자료 확보가 가능한 OECD 회원국 중 절반 이상의 국가에서 높은 수익성, 상대적으로 낮은 세금 부담, 적은 이자비용 등으로 인해 GDP 대비 기업의 총저축 비율이 증가하였음

- 다만 미국, 캐나다, 네덜란드를 비롯한 일부 국가에서는 배당금 증가가 이를 일부 상쇄하였음([그림 II-7], 패널 B)

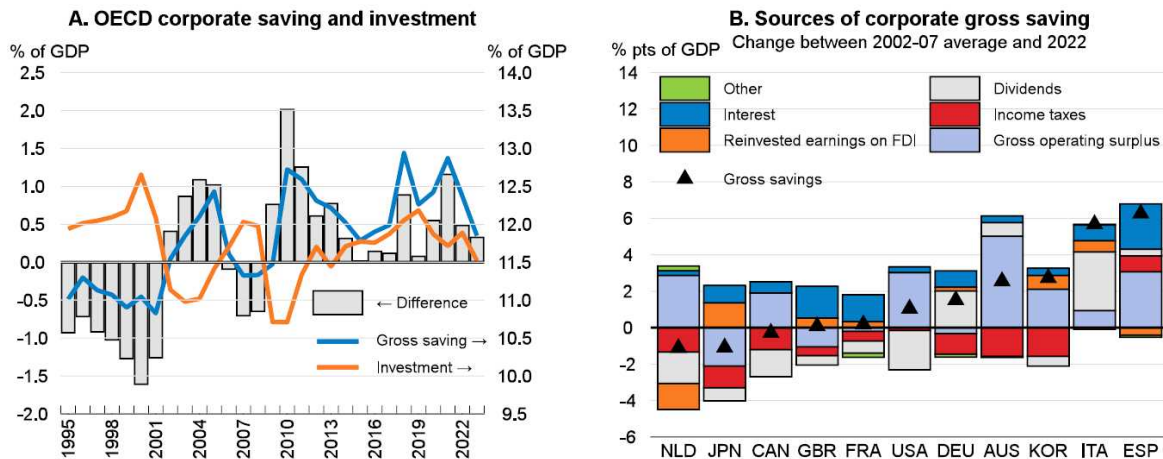
- 전반적으로 순매출 대비 순투자 비율도 하락했으며, 이는 매출 증가가 그에 비례한 투자 증가로 이어지지 않았음을 시사함

○ 이러한 점들을 종합하면 자본 비용, 기업 가치평가 신호, 기업의 수익성만으로는 기업 투자 부진을 설명할 수 없다는 것을 알 수 있음

- 더욱이 자본 사용자 비용, Tobin의 Q, 기업 수익성의 대리 지표들(proxy measures)은 가속모형에 추가했을 때 통계적으로 유의하지 않으며(원문의 Annex A 참고), 이는 특히 2012년 이후 투자 결정에 있어 다른 요인들의 중요성이 커지고 있음을 의미함
- 이러한 요인들에는 경제적 불확실성의 심화, 디지털 자산 중심으로의 투자 패턴 변화, 기업 행태의 변화와 같은 구조적 요인들이 포함될 가능성이 큼

[그림 II-7] 고정자본형성 투자 증가로 이어지지 않은 기업의 높은 수익성

(단위: %, %p)



- 주: 1. 패널 A는 OECD 33개국의 데이터를 바탕으로 OECD 전체 수준으로 집계한 비금융법인 부문의 고정자본형성 총액과 총저축을 명목 GDP 대비 백분율로 보여주고 있음.
2. 고정자본형성 총액과 총저축 간의 차이는 대체로 순대여(net lending)에 해당하지만, 재고 자산, 기타 비금융 생산자산, 순자본 이전의 변화에 따라 달라질 수 있음.
3. 패널 B에서는 국민계정체계(the System of National Accounts, SNA) 내 비금융법인 부문의 소득계정 분포에 기반하여 분해가 이루어짐.
4. 총 영업잉여 = 총저축 + 순재산소득급여 + 현행 소득세 + 사회 이전 + 기타 이전
5. 순재산소득급여 = 배당금 - 해외직접투자(FDI)에 대한 재투자소득 + 순이자지급 + 토지 임대료
6. 자세한 내용은 Chen, Loukas, Brent(2017) 참조.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 72, Figure 2.7

## 다. 높아진 불확실성이 투자를 억제했을 가능성이 큼

### ○ 거시경제 및 정책 관련 불확실성이 높아지면서 투자 유인을 위축시키고, 기업의 예비적 현금 보유가 증가했을 가능성이 있음

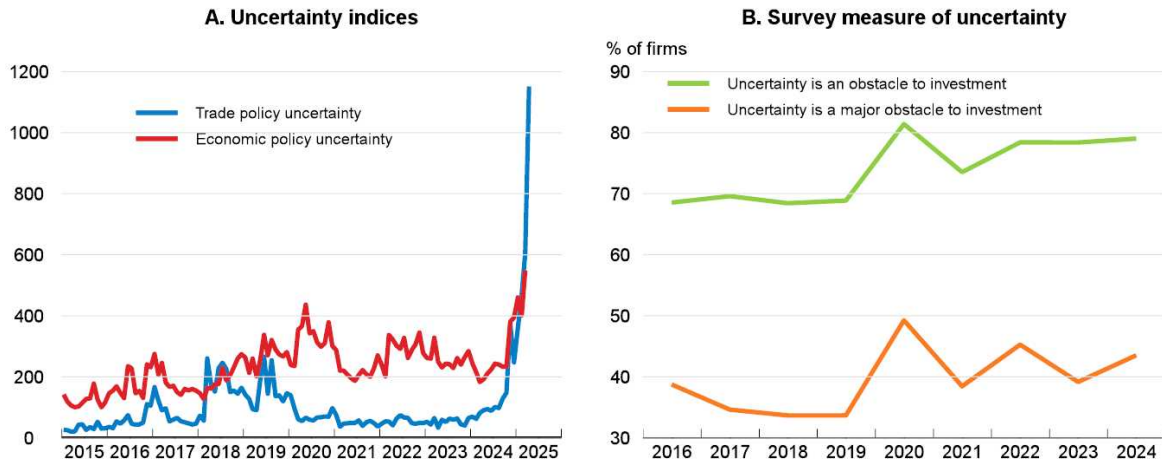
- 국제 수요, 무역정책, 규제 체계에 대한 전망이 명확하지 않을 때는 기업들이 장기적인 자본 지출 프로젝트에 나서기를 주저할 수 있음
- 경제정책 불확실성 지표들은 2016년 무렵 꾸준히 상승하기 시작했고, 무역정책 불확실성은 2017~2020년 기간에 높아졌음([그림 II-8], 패널 A)
- 실증분석에 따른 추정치는 정책 불확실성이 세계 금융위기 이전 추세 대비 전체 투자 부족분의 약 6분의 1([그림 II-5], 패널 A), OECD 회원국 전체 '투자 갭'의 약 4분의 1([그림 II-5], 패널 B)을 설명할 수 있다는 결과를 제시함
- 또한, 최근의 설문조사 결과는 불확실성이 기업들의 투자에 점점 더 큰 장애물로 작용하고 있음을 보여줌([그림 II-8], 패널 B)

### ○ 최근 들어 국제무역에 부과하는 관세로 인한 경제적 위험에 대한 우려가 커지면서 정책 불확실성 지표가 급등하였음

- 추정 결과에 따르면 이러한 높은 수준의 불확실성이 지속될 경우, 투자 증가율이 하락하여 2026년 말까지 실질 투자가 최대 1.4%p 낮아질 수 있음
- 반면 정책 불확실성이 2015~2019년 기간의 평균 수준으로 되돌아갈 경우, 현재 수준의 불확실성이 유지되는 시나리오에 비해 2026년 말까지 실질 투자가 1.8%p 더 높아질 수 있음

### [그림 11-8] 투자의 주요 장애요인이 되고 있는 불확실성 증대

(단위: 지수, %)



- 주: 1. 패널 A에서 경제정책 불확실성(the Economic Policy Uncertainty, EPU) 지수는 Baker, Bloom, Davis(2016)의 자료를, 무역정책 불확실성(the Trade Policy Uncertainty, TPU) 지수는 Caldara 외(2019)의 자료를 바탕으로 함.
2. EPU 지수는 호주, 브라질, 캐나다, 칠레, 중국, 콜롬비아, 프랑스, 독일, 그리스, 인도, 아일랜드, 이탈리아, 일본, 한국, 멕시코, 네덜란드, 러시아, 스페인, 스웨덴, 영국, 미국 등 21개국의 국가별 EPU 지수에 명목 GDP를 가중 평균함.
3. TPU 지수는 7개 주요 신문의 전자 아카이브에서 자동 텍스트 검색을 통해 도출된 지수임.
4. 패널 B는 유럽투자은행(the European Investment Bank, EIB)의 투자 설문조사(Investment Survey)에서 38번 문항(‘귀사의 투자 활동과 관련하여 다음 항목 각각은 어느 정도의 장애요인입니까? 매우 큰 장애요인입니까, 다소의 장애요인입니까, 아니면 전혀 장애요인이 아닙니까?’)에 긍정적으로 응답한 기업들의 비중을 보여줌.
5. 응답 결과의 평균값은 EU 회원국들과 미국을 대상으로 제시됨.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 73, Figure 2.8

### 라. 기업 투자의 부진은 투자 구성, 기업 행태, 시장 역동성의 구조적 변화와 함께 나타남

- 수요 부진과 불확실성 증대는 세계 금융위기 이전 추세에 비해 감소한 실질 기업 투자의 약 절반을 설명하는 요인으로 보임
- 나머지 투자 부진은 경제 안에서 일어나는 보다 광범위한 구조적 변화와 관련되어 있을 가능성이 큼
  - 경제가 인공지능 혁명에 힘입어 디지털·지식 집약적 생산 방식으로 전환됨에 따라 투자 역시 점차 무형자산, 특히 디지털 자산으로 이동하고 있음

- 이와 동시에 기업들은 유보 이익과 차입 자금 중 생산적 투자에 투입하는 비중을 낮추고, 지속적으로 높은 요구수익률(required rates of return), 일명 ‘허들 수익률’을 유지해 왔음
- 이러한 두 가지 경향은 경쟁 압력 약화, 특히 디지털 부문에서의 지배적 기업 등장, 무형자산 투자에 대한 자금조달의 어려움 등 투자를 위축시키는 근본적 요인들과 관련되어 있을 가능성이 큼

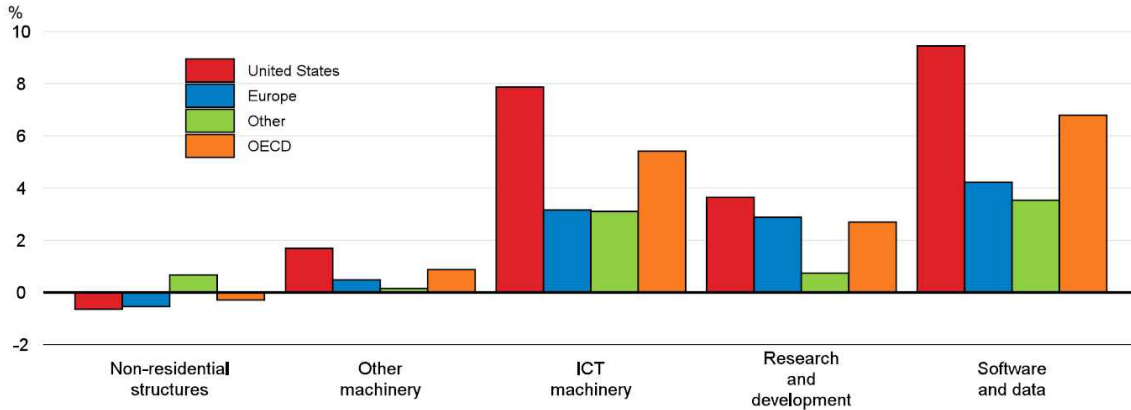
## 마. 디지털 및 지식 기반 자산에 대한 투자가 증가하였음

- 최근 몇 년간 디지털 및 지식 집약적 경제로의 전환은 기업 투자 구성에 중대한 영향을 미쳤음
  - 소프트웨어, 데이터, 연구개발 등 지식 기반 무형자산과, 서버, 네트워크 장비, 클라우드 인프라 등 정보통신기술 하드웨어와 같은 보완적 유형자산에 대한 투자가 활발히 이루어짐(André and Gal, 2024)
  - 이러한 자산들은 기업의 생산성과 혁신을 견인하는 핵심 요소임(Corrado 외, 2021)
- 대다수 선진국에서 디지털 및 지식 자산에 대한 실질 투자가 다른 자산 유형 대비 빠른 속도로 증가함(그림 II-9)
  - OECD 국가에서는 소프트웨어에 대한 실질 투자가 2008년 이후 평균 세 배 증가했으며, 정보통신기술 하드웨어와 연구개발에 대한 투자는 각각 약 100%와 45% 증가하여 동일 기간 동안 기계류에 대한 투자가 12% 증가하고, 구조물(건물 등)에 대한 투자는 7% 감소한 것과 비교됨
    - 미국, 프랑스와 같은 국가에서는 전체 투자 증가와 함께 디지털 분야에 대한 투자가 특히 빠르게 확대되었음
    - 반면, 독일 등 일부 국가에서는 다소 완만한 증가세를 보였음
  - 투자는 기술 관련 기업에서 특히 빠르게 증가하고 있음(그림 II-10)
    - 기업 단위 자료에 따르면, 인공지능 관련 기업은 다른 기업에 비해 실물 자본에 대한 투자 비율이 거의 두 배에 이르며, 연구개발 투자 비율은 세 배 이상에 달함(그림 II-11)

[그림 11-9] 디지털 및 지식 기반 경제로 이동한 투자 패턴

(단위: %)

Average annual growth in real gross investment by asset class, 2008-2022

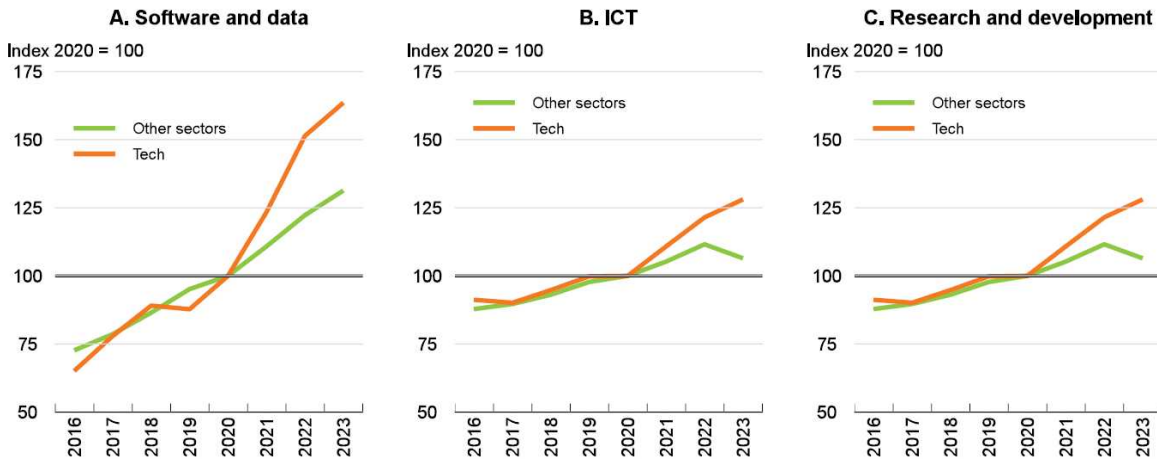


- 주: 1. 정보통신기술(ICT) 기계류에는 컴퓨터 하드웨어와 통신 장비를 모두 포함됨.
- 2. '기타(Other)'에는 호주, 캐나다, 이스라엘, 일본, 영국이 포함됨.
- 3. OECD는 자료가 확보된 32개 회원국의 가중 평균을 의미함.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 76, Figure 2.10

[그림 11-10] 기술 관련 기업이 주도하는 디지털 및 지식 기반 투자 증가

(단위: 지수)

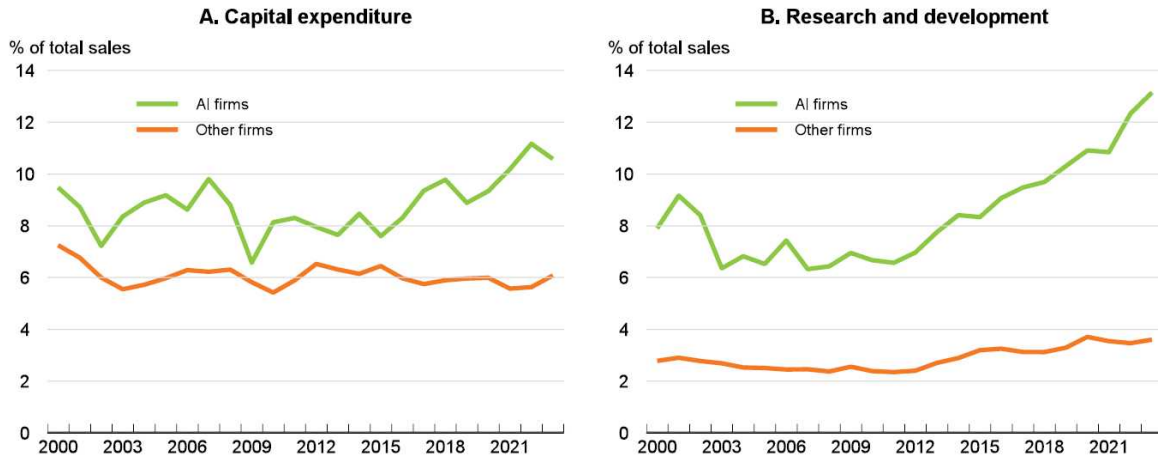


- 주: 1. 기술 산업은 국민계정 체계인 NACE Rev. 2 분류상 정보통신 관련 서비스에 해당하는 J 부문에 해당함.
- 2. 분석 대상 국가는 2023년까지 부문별 자산 자료가 제공되는 국가들로, 호주, 오스트리아, 캐나다, 프랑스, 일본, 네덜란드, 영국, 미국을 포함함.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 76, Figure 2.11

[그림 II-11] 다른 기업보다 투자 규모를 키우고 있는 인공지능 관련 기업

(단위: %)



- 주: 1. 총투자 대비 매출 비율은 경상가격 기준임.  
 2. 인공지능 관련 기업은 나스닥 글로벌 AI 및 빅데이터 주가지수를 추종하는 금융상품인 Xtrackers Global AI and Big Data ETF(ISIN: IE00BGV5VN51)에 포함된 기업을 기준으로 식별함.  
 3. 이 지수는 딥러닝, 자연어처리, 이미지 인식, 음성 인식 및 챗봇, 클라우드 컴퓨팅, 사이버 보안, 빅데이터 관련 특허를 가장 활발히 출원하는 기업들의 실적을 추적하도록 설계되었음.  
 4. 지수 구성 종목은 2025년 3월 말 기준으로 선정되었으며, 해당 지수에 포함된 주식시장은 캐나다, 중국, 핀란드, 프랑스, 독일, 홍콩(중국), 이스라엘, 일본, 한국, 대만, 영국, 미국임.  
 5. 기업 회계에서 연구개발 지출 측정과 관련해 몇 가지 알려진 문제들이 있으며, 이는 OECD의 향후 보고서(OECD, 2025a)에서 다룰 예정임.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 77, Figure 2.12

○ 한편, 금융비용이 낮아졌음에도 불구하고 기업들이 기대수익이 있는 한계투자 기회를 모두 활용하고 있지는 않은 것으로 보임

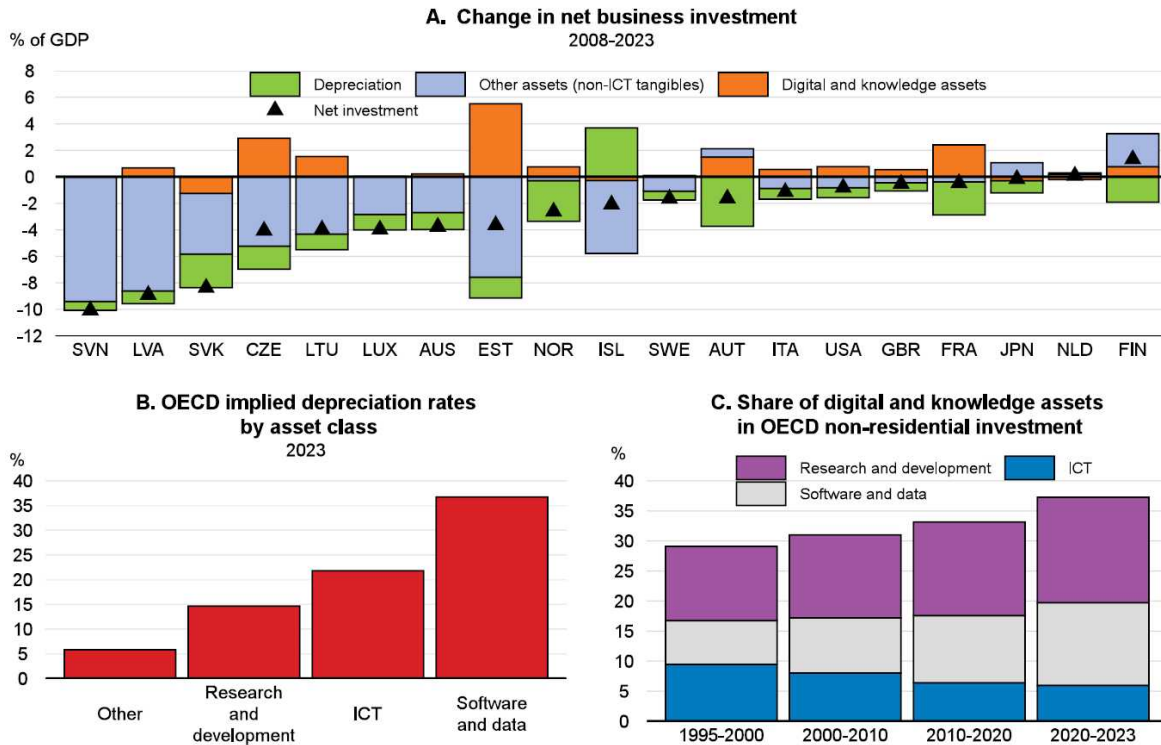
- 기업 자본자산에 대한 세전 평균 수익률은 세계 금융위기와 팬데믹 당시 하락한 이후, 최근 몇 년간 많은 국가에서 높은 수준을 유지하고 있음([그림 II-15], 패널 A)
- 또한, 기업이 투자를 결정하는 데 필요한 최소 기대수익률인 hurdle 수익률과 자본비용 간의 격차가 확대되어 온 것으로 미루어 볼 때, 투자에 대한 요구수익률이 상승해 온 것을 입증하는 근거 역시 존재함([그림 II-16], 패널 A, B)(OECD, 2015; Shah 외, 2024)
- 정책 불확실성의 증가가 위험 프리미엄 상승 및 이에 따른 hurdle 수익률 상승에 일부 영향을 미쳤을 수 있으나, 이러한 증가 폭은 다른 근본적인 구조적 요인이 있음을 시사함

- 디지털 및 지식 기반 투자 증가세가 상대적으로 강했음에도 불구하고, 감가상각 증가와 유형자산 투자 부진의 영향을 상쇄하기에는 충분하지 않았음
  - 이에 따라 디지털 및 연구개발 투자 증가에도 불구하고, OECD 대부분 국가에서 GDP 대비 순기업투자 비율이 감소하였음([그림 II-3])
  - 이러한 감소는 디지털 및 지식 기반 자산의 높은 감가상각률과 함께 기업 투자에서 여전히 가장 큰 비중을 차지하는 인프라, 기계류 등 전통적인 유형자산의 투자 증가세 둔화를 반영함([그림 II-12], 패널 A, B)
  - 평균적으로 현재 디지털 및 지식 기반 자산은 경상가격 기준으로 총자본형성의 35%를 약간 상회하며, 이는 2000년대 초 약 28%에서 증가한 수준임([그림 2-12], 패널 C)<sup>6)</sup>
  - 감가상각 속도가 빠른 자산으로 투자가 전환되면서, 전체적인 감가상각률 또는 '자산 폐기율(scraping rate)'이 상승하였음

6) 국민계정 체계가 지속적으로 개선되고 있음에도 불구하고, 조직 자본이나 마케팅 자본과 같은 일부 무형자산은 여전히 기업 투자 통계에 반영되지 않고 있음. 전체 무형자산 투자 중 약 절반이 공식 국민계정에 반영되지 않고 있다는 점을 지적하며 새로운 유형의 무형자산을 측정하려는 시도가 일부 있었음(Corrado 외, 2021).

[그림 II-12] 감가상각 증가와 비(非)디지털 유형자산 투자 부진에 따른 순기업투자 감소

(단위: %)



주: 1. 패널 A는 경상가격 기준 GDP 대비 순기업투자 비율을 나타냄. 표본에는 투자 항목별 자산 구분이 가능한 19개 OECD 회원국이 포함되며, 2023년 또는 가장 최근 자료를 사용함.  
2. 패널 B와 C는 민간 및 공공 비거주용 투자(설비 및 구조물 등)를 포함함.  
3. 패널 B에서 '기타(Other)'는 정보통신기술 이외의 기계류 및 비거주용 구조물과 건축물, ICT는 컴퓨터 하드웨어와 통신 장비를 포함한 정보통신기술 장비 전체를 의미하며, 각 자산 유형별로 실질 순자본스톡과 실질 총고정자본형성을 이용하여 내재적 감가상각률을 산정함.  
4. 패널 C는 자산별 투자를 명목 기준으로 표시한 비거주용 투자 대비 비중을 나타냄.  
출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 78, Figure 2.13

바. 기업 행태는 현금 보유 확대, 주주환원 강화, 요구수익률 증가의 변화를 보임

○ 기업들은 고정자산에 투자하기보다는 점점 더 많은 자금을 금융자산 축적 또는 배당 및 자사주 매입을 통한 투자자 이익 환원에 활용해왔음

- 기업의 순금융자산 증가는 주로 채무의 축소보다는 금융자산의 축적과 연관되어 있음([그림 II-13], 패널 A)
- 기업 단위 자료에 따르면 기업의 총 영업잉여 증가가 현금 보유 확대와 배당 중심의 주주환원 강화와 연계되어 나타남([그림 II-13], 패널 C, D)

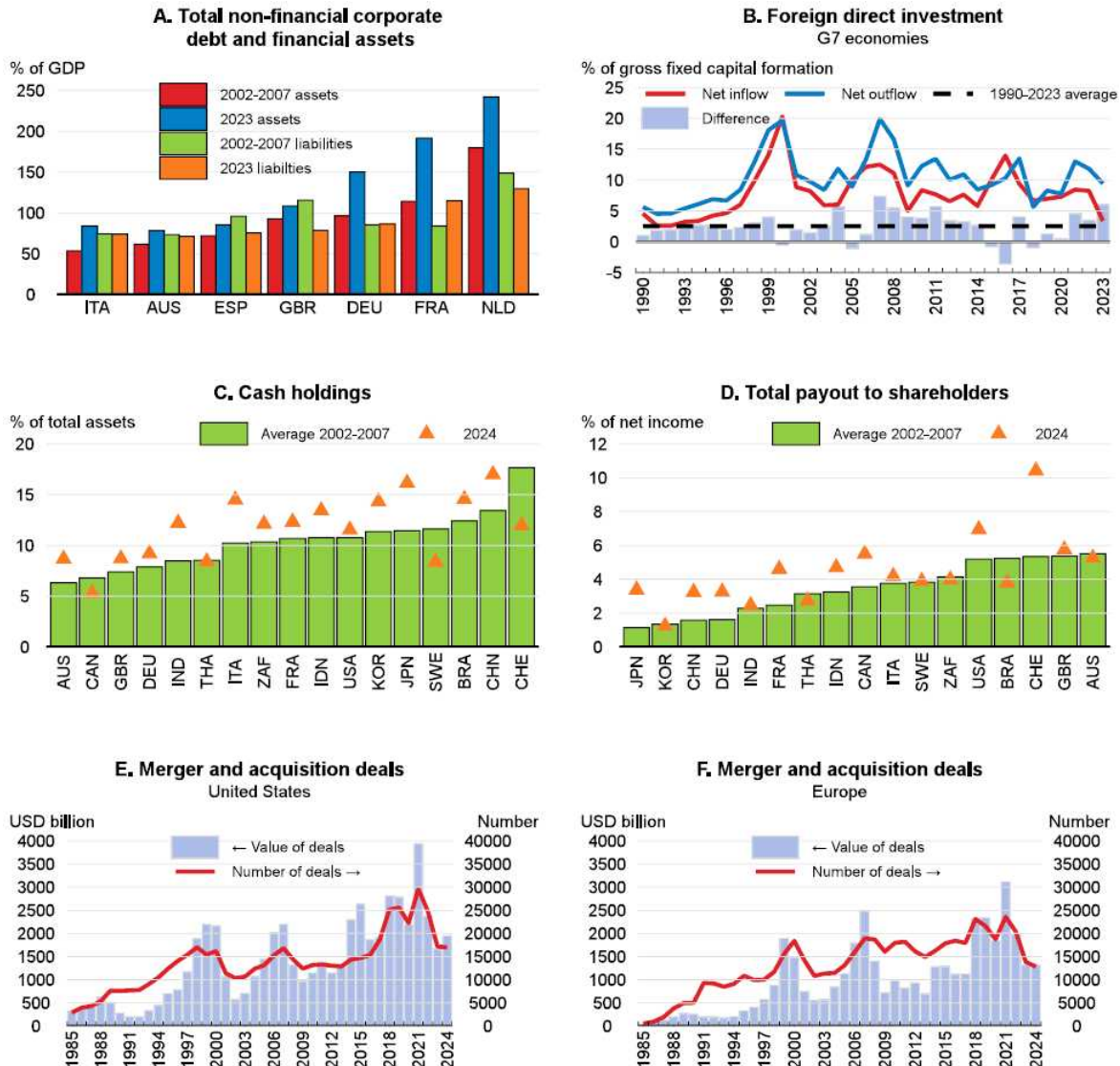
- 미국, 캐나다, 스위스, 영국 등에서는 자사주 매입도 이러한 추세에 크게 기여함<sup>7)</sup>

- 한편, 세계 금융위기 이후 미국과 유럽을 중심으로 기업 인수합병 건수와 규모가 높은 수준을 유지했는데, 이는 기업들이 자체 신규 투자를 통한 자본스톡 확대보다는 다른 기업의 기존 자산을 인수하는 데 재원을 활용했음을 시사함([그림 II-13], 패널 E, F)
  - 기업들이 보유한 자금을 해외에 투자하는 방법도 가능하나, 일본을 제외한 주요국에서는 해외직접투자(outward foreign direct investment) 흐름에서 이러한 움직임이 거의 없음([그림 II-13], 패널 B)

7) 낮은 차입비용이 기업들로 하여금 레버리지 자사주 매입이나 채무 차환과 같은 비(非)투자성 금융 활동을 하도록 유인했을 수도 있음. 자세한 내용은 *the Global Debt Report 2025* 제2장 참조(OECD, 2025b).

[그림 II-13] 저축을 통한 기업의 금융자산 축적과 주주환원

(단위: %, 십억달러)



- 주: 1. 패널 A에서 채무는 대차대조표를 기준으로 총 금융부채에서 자기자본을 차감한 값으로 간주함.
- 2. 패널 B는 G7 국가들의 해외직접투자 순유입(net FDI inflows) 및 순유출(net FDI outflows)에 구매력평가 기준 GDP 기반 가중치를 적용하여 구한 가중평균을 총고정자본형성 대비 비율로 나타냄.
- 3. 패널 C와 D의 자료는 Worldscope 데이터베이스에 수록된 상장기업을 기반으로 함. 표본에는 2000년 이후 매년 최소 150개 이상의 기업이 있고, 매출, 보통주 자본, 총자산에 대해 최소 3년 연속 결측치가 없는 국가들이 포함됨. 패널 C와 D에 표시된 지표는 각 국가와 연도 수준에서, 해당 연도의 모든 기업 데이터를 누적하여 계산됨. 2002~2007년 평균은 국가별 지표 기준으로 계산함. 현금 보유액은 현금 및 단기투자의 합이며, 총 주주환원(total payout)은 배당금과 자사주 매입액의 합임.
- 4. 각 국가의 기업 단위 자료는 극단값 상위 및 하위 0.5%를 제외하여 정리함.
- 5. 스위스와 인도의 경우 2024년 자료는 2023년 자료를 사용함.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 79, Figure 2.14

[그림 II-14] 높은 수준을 유지하고 있는 기업 자본자산의 수익률

(단위: %)



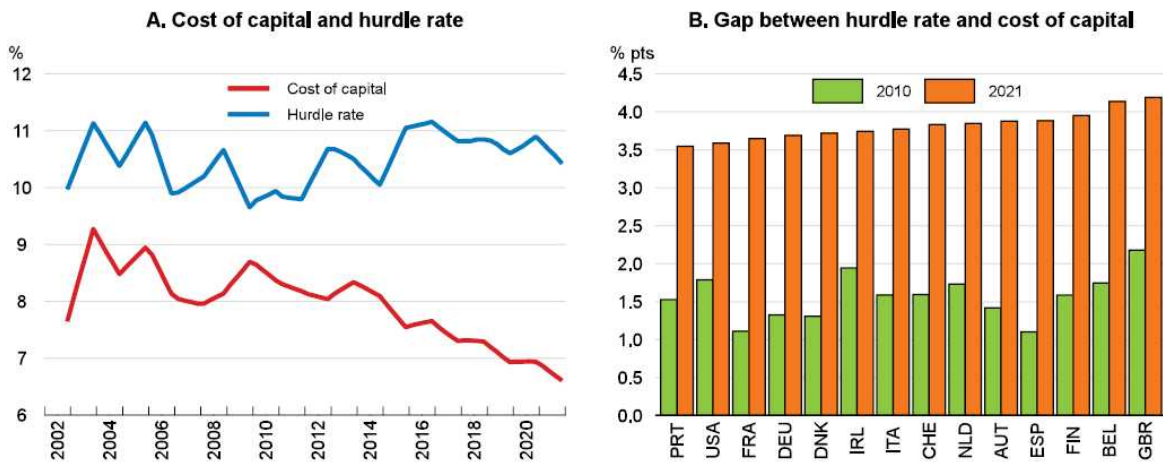
주: 1. 자본 수익률은 자료가 있는 경우에 한하여 기준의 총영업이익에서 고정자본 소비를 차감한 값을 순고정자산 대비 비율로 계산함.

2. 유로지역은 13개 유로지역 국가의 가중평균, OECD는 23개 회원국의 가중평균을 나타냄.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 80, Figure 2.15

[그림 II-15] 자본조달 비용과 허들 수익률의 격차 확대

(단위: %, %p)



주: 1. 기업 실적 발표, 투자자 회의 등에서 제공된 정보를 바탕으로 기업이 인식한 자본조달 비용과 허들 수익률의 예측값을 산출함. 자료 수집 및 산출 방법에 대한 설명은 Gormsen and Huber(2023)를 참조할 것.

2. 패널 A는 패널 B에 나열된 국가들의 평균값을 바탕으로 함.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 80, Figure 2.16

### 사. 투자 구성과 기업 행태의 변화는 시장 집중도 상승, 마크업 상승, 금융 접근성 악화와 동시에 나타남

## ○ 선진국 전반에서 시장 집중도가 높아지고 기업 역동성이 떨어졌음

- 이러한 흐름은 투자 부진과 점점 더 연관되고 있음(Calligaris 외, 2024)
- 유럽과 미국에서 산업 집중도 지표가 상승했으며, 유럽 국가들에서는 상품시장 집중도 또한 상승함([그림 II-16])
- 동시에 상장기업 자료를 보면 총수입 대비 매출원가의 비율로 측정한 마크업이 이탈리아를 제외한 대부분의 선진국에서 뚜렷하게 상승함([그림 II-17])<sup>8)</sup>
- 신흥국 중에서는 인도와 남아프리카공화국에서 마크업이 상승한 반면, 브라질, 칠레, 인도네시아, 멕시코에서는 다소 하락함
- 같은 기간 동안 한국을 제외한 모든 국가에서 상장기업의 순투자율이 하락함

## ○ 시장 집중도 상승과 함께 기업 투자 또한 소수의 고수익 “슈퍼스타(superstar)” 기업에 집중되는 경향이 강해짐(Autor, 2020)

- 무형자산의 높은 확장성은 소수 기업의 수익률을 끌어올려 ‘승자다식(winner-takes-most)’ 구조를 강화하는 경향이 있기 때문에 이러한 추세는 투자 구성의 변화와 밀접한 관련이 있음(Haksel and Westlake, 2018)
- 전체적인 시장 지배력 강화는 디지털 분야에서 특히 두드러지게 나타나고 있음(Nicoletti, Vitale and Abate, 2023)

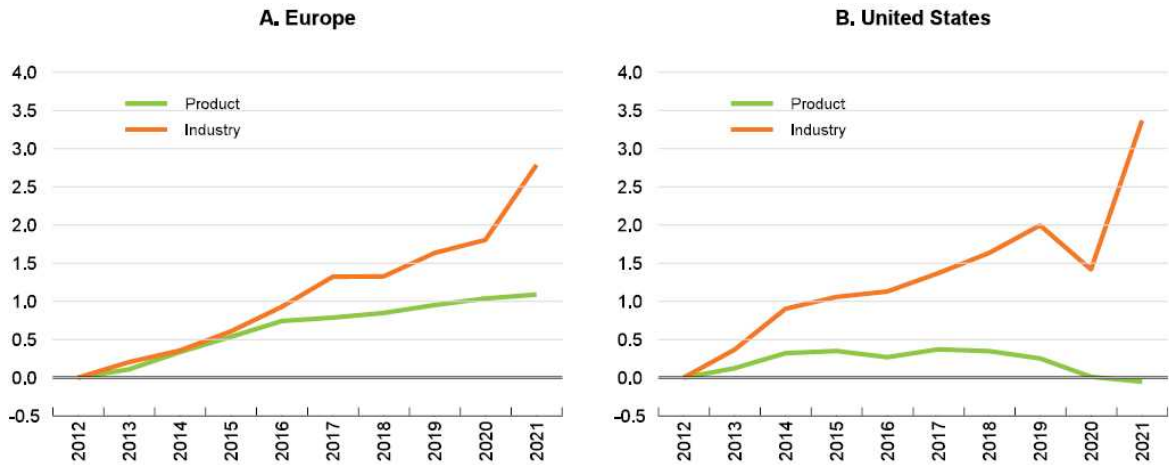
## ○ 이러한 흐름은 기관투자자의 집중도 상승에 의해 더욱 강화됨

- 수동형 투자 수단의 광범위한 사용과 자산운용 업계의 통합은 경쟁 관계에 있는 다수의 기업들이 동일한 대주주를 공유하게 된 것을 의미함(Schmalz, 2017)
- 소유권 집중이 심화되면 기업 간 경쟁 유인이 약화될 수 있으며, 이는 저조한 기업 투자와 관련이 있음(Gutiérrez and Philippon, 2018; Azar, Schmalz and Tecu, 2018)

8) 이 지표는 실제 마크업(가격 대비 한계비용 비율)을 가늠하는 수치로 사용되며, 매출원가에는 고정비용이 일부 포함되어 있어 한계비용과 차이가 있을 수 있음

[그림 II-16] 산업 및 상품시장의 집중도 상승

(단위: 비율)

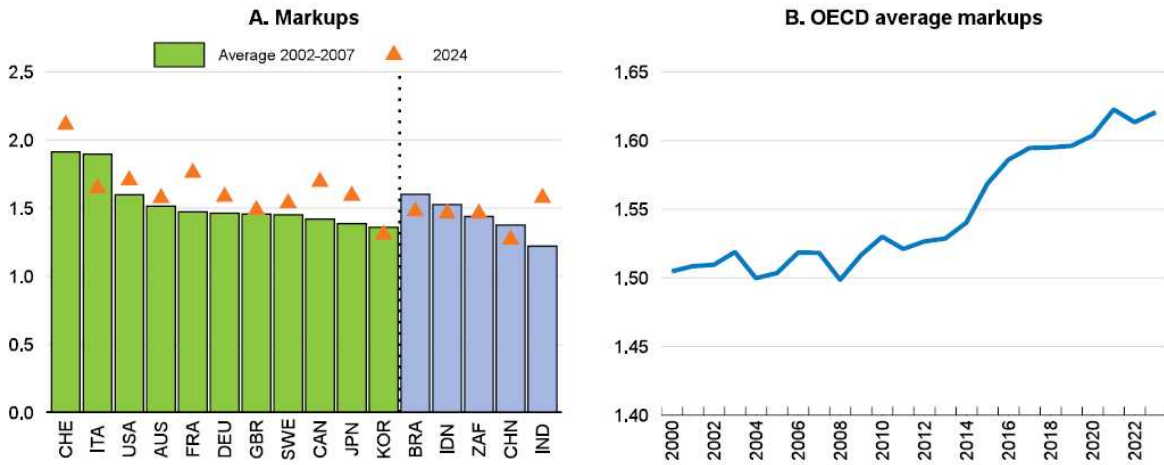


- 주: 1. 이 도표는 Calligaris 외(2025)에서 인용한 것으로, 산업 또는 제품-국가 조합별 시장 집중도의 누적 증가율에 대한 단순 평균을 보여줌.
2. 사용된 집중도 지표는  $t$  시점에서 제품/산업  $s$ , 국가  $c$ 의 상위 4개 기업 집중도(top four concentration ratio)이며, 이는 해당 연도 전체 시장 매출 대비 상위 4개 기업의 매출 비중을 나타냄.
3. 제품에는 Euromonitor 자료에 수록된 품목들이 포함되며, 산업은 해당 제품에 상응하는 산업으로 구성됨.
4. 패널 A의 표본에 포함된 국가는 오스트리아, 벨기에, 불가리아, 크로아티아, 체코, 덴마크, 에스토니아, 핀란드, 프랑스, 독일, 그리스, 헝가리, 아일랜드, 이탈리아, 라트비아, 리투아니아, 네덜란드, 폴란드, 포르투갈, 루마니아, 슬로바키아, 슬로베니아, 스페인, 스웨덴, 영국임.
5. 자료는 2012년부터 2021년까지의 기간을 포괄함.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 81, Figure 2.17

[그림 II-17] OECD 회원국 전반에서 상승한 마크업

(단위: 비율)



- 주: 1. 각 국가 및 연도별로 모든 기업의 누적값을 바탕으로 하여 국가-연도 수준에서 지표를 계산함.
- 2. 2002~2007년 평균값은 국가별 지표를 바탕으로 계산함.
- 3. 마크업은 판매수입을 매출원가로 나눈 비율로 정의함.
- 4. 각 국가의 기업 단위 자료는 상위 및 하위 0.5%의 값을 제거하여 정리함.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 82, Figure 2.18

### ○ 시장 집중도의 증가는 여러 경로를 통해 투자를 억제할 수 있음

- 그중 하나는 지배적인 기업들이 경쟁 압력이 제한된 상황에서 생산능력 확대에 투자하기보다는 생산량을 제한하고 가격을 인상하는 방식으로 대응할 수 있다는 점임(Gutiérrez and Philippon, 2017)
- 또 다른 경로는 회수 기간이 불확실한 대규모 투자에 필요한 재정 자원, 경영 역량, 기술적 노하우를 소수의 '슈퍼스타' 대기업만 갖추고 있어 생산성이 낮거나 규모가 작은 신생 기업의 투자가 실질적으로 배제되는 경우임(Crouzet and Eberly, 2019)
  - 기업 수준의 자료에 따르면 대기업은 시간이 지남에 따라 투자 갭이 확대되지는 않았지만, 생산량에 비해 투자가 더 많은 비중을 차지하고 있음(Hanappi, Millot and Turban, 2023)
- 실제로는 시장 지배력과 투자의 관계가 복잡적이며, 기업별로 다르게 나타날 수 있음
  - 예를 들어, 기업은 혁신과 효율성을 통해 시장 지배력을 확보하고, 네트워크 효과와 무형자산의 시너지로 규모를 확장할 수 있음
- 그러나 시간이 지나면서 일부 기업은 자신들의 지배적 지위를 유지하기 위해 혁신이나

고정 자본 투자보다는 규제 포획이나 로비와 같은 지대 추구 전략에 주력할 수 있음(Akcigit and Ates, 2021)

○ **자금조달의 용이성은 무형자산의 증가와 현금 보유 확대, 높은 허들 수익률 같은 기업의 예비적 행태를 연결하는 두 번째 주요 경로임**

- 소프트웨어, 데이터, 연구개발 등 무형자산에 대한 투자는 이들 자산의 가치 평가가 어렵고 담보로 활용하기 어렵기 때문에 은행 대출을 통해 자금을 조달하기 어려움
- 그 결과, 기업들은 외부 자금조달에 대한 의존도를 낮추기 위해 유보이익과 현금 보유를 활용해 이러한 자산을 자체적으로 조달해야 하며(Demmou 외, 2019), 이로 인해 투자에 활용할 수 있는 자원을 줄이게 됨
- 이러한 제약은 특히 중소기업이나 자본시장이 덜 발달한 은행 중심 금융시스템에서 운영되는 기업에 더 큰 부담으로 작용할 수 있음

○ **시장 집중도의 상승과 무형자산에 대한 자금조달의 어려움은 기업 투자 부진이 지속되는데 대한 또 다른 설득력 있는 설명을 제공함**

- 이러한 요인들의 상대적 중요도는 국가, 산업, 기업에 따라 다를 가능성이 큼

○ **그 밖의 요인들도 영향을 미칠 수 있음**

- 토지 이용 제약, 인허가 지연, 규제 부담, 실행 역량 부족 등 투자비용의 상승 또한 기업들이 신규 프로젝트를 시작하는 것을 저해할 수 있음
- 더불어 기업들이 재투자보다 주주환원에 우선순위를 두는 경향이 강화되는 현상은 금융화의 심화(Gutiérrez and Philippon, 2017)와 함께 장기적인 생산적 투자보다 단기적인 재무 수익 극대화를 지향하도록 기업 전략의 전환을 유도하는 주주들의 압력과 같은 유인체계가 반영된 것일 수 있음

○ **인구 고령화와 노동력 부족과 같은 기타 구조적 흐름도 특히 선진국에서 기업 투자를 제약해 왔을 가능성이 있음**

- 기업들은 생산가능인구 증가세가 둔화될 것으로 예상하면 재화 및 용역에 대한 예상 수요를 하향 조정하고 그에 따라 생산능력 확충의 필요성도 줄일 수 있음

- 이는 인구 고령화로 인해 저축이 증가하면서 실질금리에 하방 압력이 작용하고, 그 결과 투자를 자극하는 효과를 상쇄하고도 남을 수 있음
- 다만 이러한 효과는 은퇴한 인구가 저축을 줄이면 약화될 수 있음(Eggertsson, Mehrotra and Robbins, 2019)
- 한편, 일부 국가와 산업 분야에서는 숙련 인력 부족 현상이 지속되고 있으며(OECD, 2024a), EU와 미국 기업의 50% 이상이 투자의 주요 장애 요인으로 숙련 인력 부족을 지적하고 있음([그림 II-20], 패널 B)
  - 기업들이 새로운 자본을 도입 및 운영, 유지하여 그 이점을 충분히 활용하는 데 필요한 기술을 확보하지 못한다면 투자 프로젝트, 그중에서도 특히 정보통신기술이나 친환경 기술처럼 고급 기술과 보완적인 인적자본을 요하는 투자를 연기할 수 있음<sup>9)</sup>

#### 4. 주택 투자가 수요에 미치지 못해 구매력이 저하됨

- OECD 회원국 전반에서 주택 투자는 전체 투자의 약 5분의 1을 차지하며, 최근 수십 년간 점차 둔화되고 있음([그림 II-18], 패널 A)
  - 일부 국가에서는 세계 금융위기 이전 강한 주택 투자 흐름이 있었으나 이후 신용 여건의 경색, 가계부채 축소, 그리고 많은 국가의 주택시장 침체로 인해 2008~2009년 동안 주택 투자가 급감하였음<sup>10)</sup>
  - 이후 주택 투자 증가세가 점차 회복되었지만 지난 10년간 다시 꾸준히 둔화되는 흐름을 보였음
    - 다만 팬데믹 이후 낮은 금리, 더 넓은 주거 공간에 대한 수요 증가, 정부의 지원 정책 등에 따른 투자 급증으로 감소세가 일시적인 반등을 보인 적이 있음
  - 실질 주택 투자는 최근 몇 년간 감소세를 보였고, 대부분의 OECD 국가에서는 2024년 4분기까지 그 감소세가 지속되었음

9) 다른 경우에는 심각한 인력 부족에 직면한 산업의 기업들이 생산의 일부를 자동화하기로 선택함으로써 유형 자본에 대한 투자가 증가할 수 있음(Dorville, Filippucci, Marcolin, 발간 예정).

10) 스페인과 아일랜드를 포함한 일부 국가에서는 세계 금융위기 이전 주택 투자가 과도하게 증가하여 주거용 투자가 과거 평균을 크게 상회하고 GDP의 8%를 초과했으며, 이는 주택담보대출과 가계부채의 GDP 대비 비율 급증으로 이어졌음.

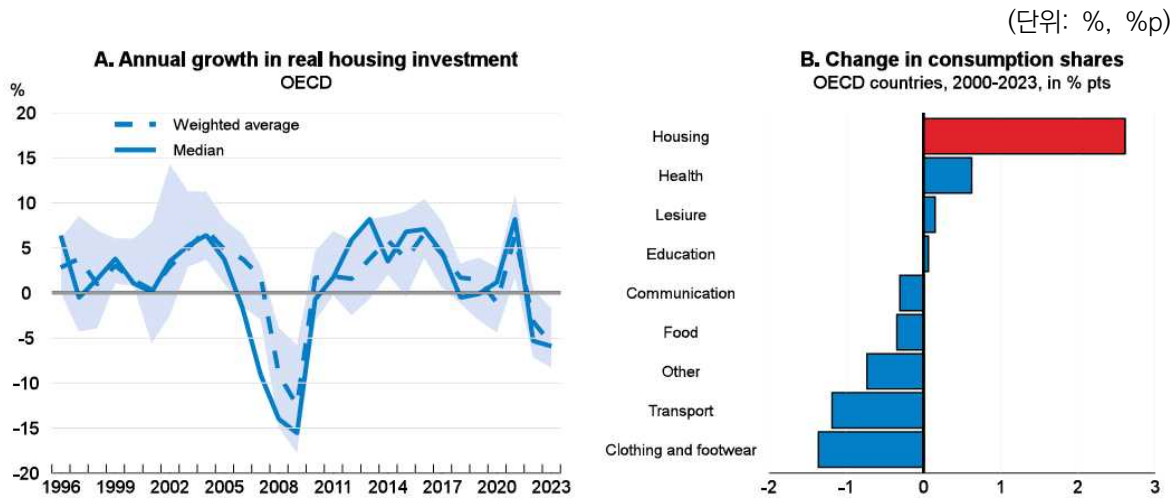
○ 주택 투자에 수요 대비 구조적인 부족이 존재하면서 주택 가격 상승에 기여해 왔음

- 도시화, 인구 증가, 소득 상승, 이민 증가, 가구의 소형화, 주택담보대출 접근성 확대 등 여러 요인이 주택 수요를 증가시킴(OECD, 2021)
- 수요와 공급의 불균형은 많은 OECD 회원국에서 주택 가격과 임대료가 물가상승률과 가계소득보다 훨씬 빠르게 상승하여 주거비 부담을 악화시킨 핵심 요인임
- 이러한 압력은 특히 대도시와 경제활동이 활발한 지역에서 심각하게 나타나며, 이들 지역에서는 주택 수요 증가가 공급을 크게 앞지르고 있음
- 그 결과, 주거비가 가계 예산에서 차지하는 비중이 점점 커졌고, 종종 식비나 교통비 등 필수 지출 항목을 희생시키는 방식으로 나타남([그림 II-18], 패널 B)
  - 주택에 지출된 소비 비중은 2000년부터 2023년 사이 평균 약 3%p 상승했으며, OECD 중위 국가 기준으로 17%에 이르렀음

○ 주택 공급이 증가하는 수요에 둔감하게 반응하는 것은 다양한 구조적·규제적 제약을 반영함(OECD, 2021)

- 계획 수립과 건설에 오랜 시간이 소요되기 때문에 공급 조정이 경직적으로 이루어지며, 이로 인해 가격 압력이 누적될 수 있음
- 또한, 에너지 효율성과 환경 지속가능성에 대한 기준 강화에 따라 상승한 건설 및 개보수 비용(OECD, 2023)이 전체 투자비용을 더욱 증가시켰음
- 수요는 특히 일자리가 풍부한 도시 지역에 집중되었으며, 이 지역은 지리적 제약과 토지 이용 및 구역 규제를 포함한 각종 규제가 가장 엄격하게 작용함(Cournède, De Pace and Ziemann, 2020)
- 임대시장 규제, 임대인-임차인 관련 법령, 노동력 부족과 같은 다른 요인들도 주택시장과 건설 부문의 효율적 작동에 영향을 주어 주택 건설 및 유지보수에 대한 투자를 위축시킬 수 있음
- 아울러 주로 규제 요인의 영향으로 보이는 주택 건설 부문의 지속적인 생산성 정체는 비용 효율성과 확장성을 더욱 악화시킬 수 있음(D'Amico et al., 2024)

[그림 11-18] 수요에 미치지 못한 주택 투자와 주택 구매력 약화



주: 1. 패널 A는 17개 OECD 회원국의 가중 평균으로 계산한 실질 주거용 건물 고정자본형성 총액임. 음영구간은 사분위 범위를 나타냄.

2. 패널 B에서 소비지출은 '목적별 개인소비지출 분류'에 따라 세분화함.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 84, Figure 2.19

## 5. 공공투자가 회복했지만 금융위기 이전 수준에 미치지 못함

- OECD 회원국 전반적으로 전체 투자에서 약 6분의 1을 차지하는 공공투자는 세계 금융위기 이후 많은 국가에서 크게 감소함
  - 이러한 감소는 주로 재정 건전성 확보를 위한 긴축 조치 때문이었으며, 특히 심각한 국가채무 위기를 겪은 유로지역 국가들에서 두드러졌음(OECD, 2015)
- 이에 반해 팬데믹의 경우, 많은 정부들이 경기 회복을 뒷받침하기 위해 공공투자를 확대하는 등 대응이 상이하였음([그림 11-19], 패널 A)
  - 이러한 경향은 특히 유럽연합에서 뚜렷하게 나타났는데, 차세대EU 기금과 같은 계획들이 투자 증진에 핵심적인 역할을 하였음
  - 이들 회복 패키지의 상당 부분은 수요 진작과 장기적 기후 목표 달성을 위해 재생에너지, 에너지 효율, 지속가능한 교통 인프라에 집중되었음
- 최근 일부 국가에서 공공투자가 반등했지만, 여전히 중요한 공공투자 수요가 남아있음

- 기존 자본스톡의 감가상각을 반영한 순공공투자는 세계 금융위기 이전 수준에 미치지 못하고 있어([그림 II-3], 패널 C) 일부 국가와 부문에서 인프라 노후화에 대한 우려를 낳고 있음
- GDP 대비 공공 자본스톡은 지난 10년간 많은 국가에서 정체되거나 감소하였음
- 분야 간 차이도 뚜렷해졌는데, 에너지·국방·보건 분야의 공공투자 비중은 증가한 반면, 교통 분야 등 다른 분야는 감소하였음([그림 II-19], 패널 B)

○ 이러한 감소는 인프라의 품질 저하로 이어질 수 있음

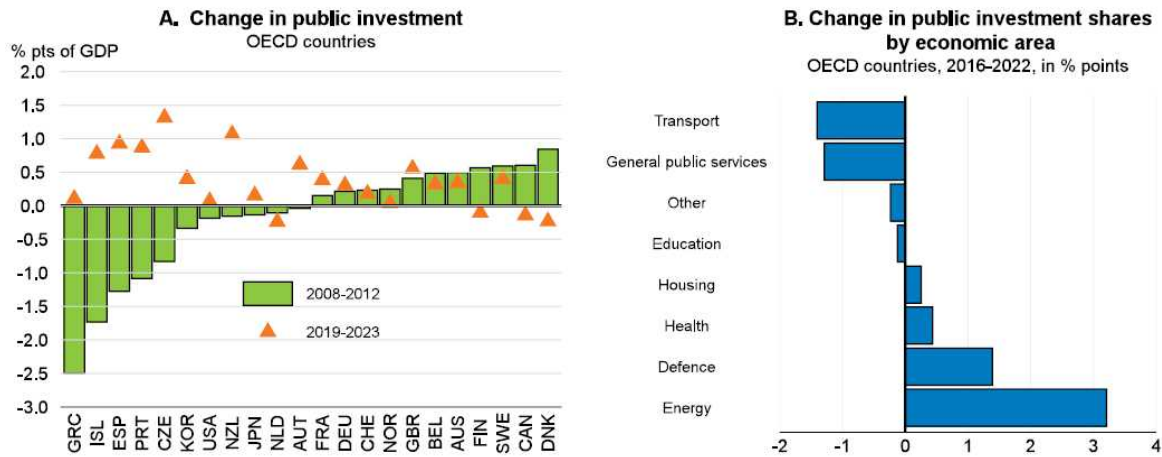
- 예를 들어, 팬데믹 이전 몇 년간 미국과 영국 등에서는 교통 인프라의 질에 대한 평가가 하락했으며(World Economic Forum, 2019), 2018년부터 2022년 사이 OECD 다수 회원국에서 PISA(Programme for International Student Assessment) 점수가 하락하는 등 교육성과 하락세가 감지되었음
- 공공투자가 부족하면 교통, 에너지, 디지털 인프라 부족으로 인해 민간기업의 성장과 투자기회도 제한될 수 있음

○ 최근 지정학적 긴장이 고조됨에 따라, 특히 유럽 국가들 중심으로 국방지출 확대 계획이 발표되고 있으며, 이는 공공지출의 일부 증가로 이어질 전망이다

- 그러나 국방지출의 약 20%만이 자본 투자에 사용되는 경향이 있어 전체적인 공공투자 확대 효과는 제한적일 수 있음(제 I 장 참조)

[그림 II-19] 코로나19 이후 많은 국가에서 회복을 뒷받침한 공공투자

(단위: %p)



- 주: 1. 패널 A는 세계 금융위기(GFC)와 코로나19 팬데믹 이후 4년간의 공공투자 대비 GDP 비율 변화를 보여줌. 세계 금융위기의 경우, 변화량이 2012년의 비율에서 2006~2008년 기간의 평균 비율을 뺀 값임. 팬데믹의 경우, 변화량이 2023년의 비율에서 2017~2019년 기간의 평균 비율을 뺀 값임.
2. 패널 B는 2016년과 2022년(다수 국가를 포함하는 COFOG 자료 기준으로 가장 최근 연도) 사이의 공공투자 구성(각 항목의 공공투자가 전체 공공투자에서 차지하는 비율)의 백분율 변화를 보여줌.

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 85, Figure 2.20

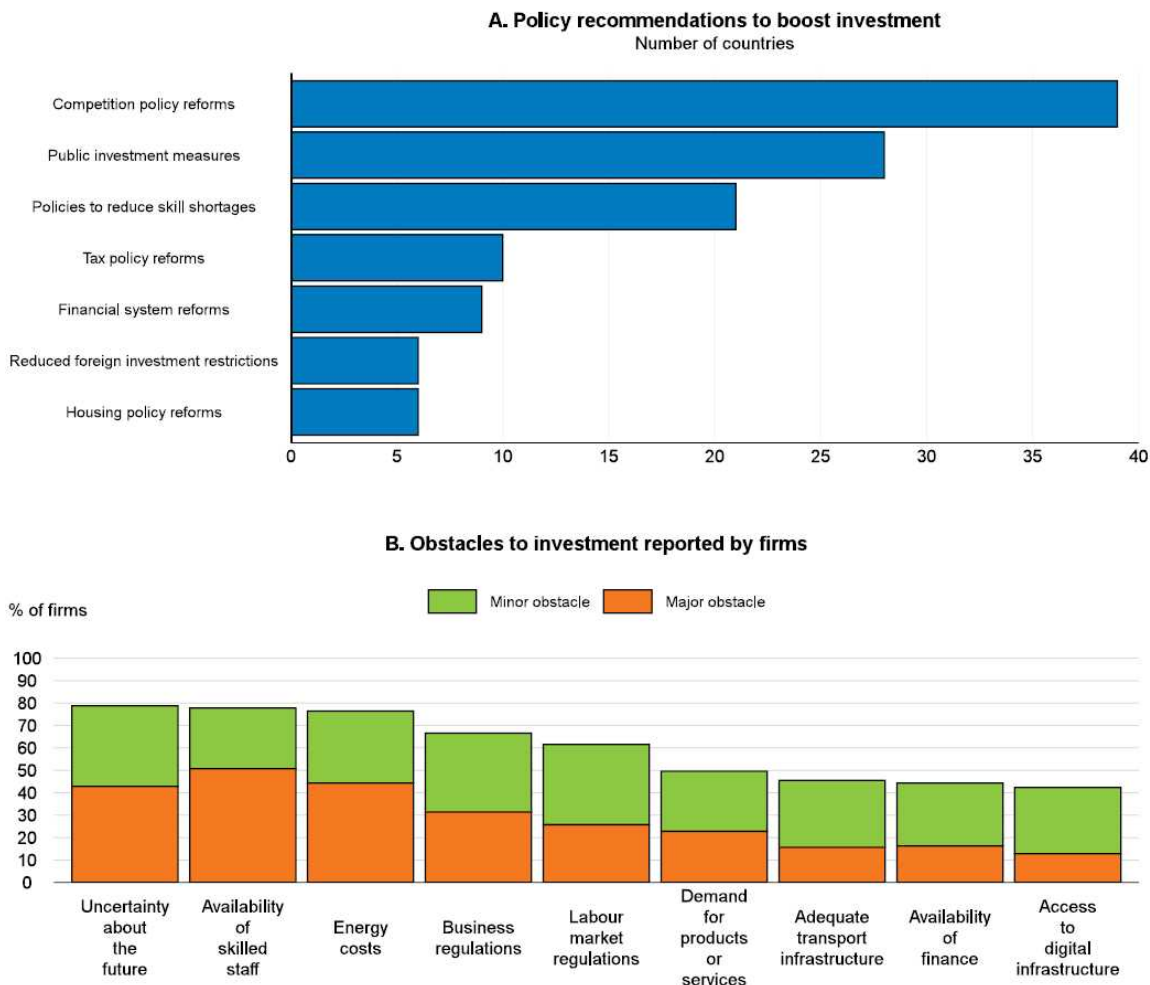
6. 공공정책 개혁이 투자를 활성화하는 데 기여할 수 있음

- 공공정책은 최근의 투자 추세를 뒷받침하는 요인들을 형성하는 데 중요한 역할을 함
  - 국가별 총순투자 부진의 주된 원인이 기업 투자였다는 점을 고려할 때, 기업 투자를 유인하는 명확하고 예측 가능한 조치가 특히 중요함
  - 앞선 분석에서 도출된 주요 시사점은 정책 불확실성을 줄이고 경쟁과 기업 역동성을 촉진하는 한편, 무형자산 투자에 대한 금융 제약을 완화하는 것이 중요하다는 점임
    - 이는 제III장에서 제시된 국가별 투자 확대를 위한 정책 권고와도 일치하며, [그림 II-20]의 패널 A에 요약되어 있음
    - 또한 이러한 조치들은 기업들이 일반적으로 지적하는 주요 투자 장애 요인을 극복하는데 도움을 줄 수 있음([그림 II-20], 패널 B)
  - 기업 부문 이외에도 일부 국가에서는 토지 이용 규제 및 임대시장 규제를 완화하는 등 규제 개혁을 통해 주택 투자를 확대할 여지가 있음

- 아울러 많은 국가에서 친환경 및 디지털 인프라, 연구개발, 보건, 교육 분야에 대한 고품질의 공공투자가 필요하며, 이를 통해 잠재 GDP 성장률을 높일 수 있음
  - 특히 민간투자를 유도할 수 있다면 더욱 효과를 볼 수 있음

[그림 II-20] 정부 정책의 영향을 받는 민간투자의 주요 장애 요인

(단위: 개, %)



1. 패널 A에서 제시된 정책 권고는 *the Economic Outlook 11*의 국가별 분석(제III장 참조)에 수록된 54개국의 내용을 기반으로 함. 그래프는 각 정책 분야별로 투자를 촉진하기 위한 정책 권고가 제시된 국가의 수를 나타냄.
2. 패널 B는 2024년 유럽투자은행 투자조사(the European Investment Bank Investment Survey 2024)에서 미국 및 유럽 기업들이 다음의 질문에 응답한 결과를 바탕으로 함: “귀사의 투자활동과 관련하여 다음 각 항목이 장애 요인이라고 생각하십니까? 주요 장애 요인입니까, 경미한 장애 요인입니까, 아니면 전혀 장애 요인이 아니라고 생각하십니까?”

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 86, Figure 2.21

## 가. 정책 불확실성 축소는 더 강한 투자 성장으로 이어질 수 있음

### ○ 경제정책의 불확실성을 완화하고 투자 성장의 활력을 되찾기 위해서는 명확하고 예측 가능한 공공정책이 필요함

- 최근 선진국에서 경제정책 불확실성이 높아진 주요 원인은 무역정책 관련 불확실성의 증가이지만, 활용 가능한 지표들에 따르면 2024년 초 이후 재정, 규제, 기후 정책과 관련된 부문에서도 불확실성이 확대된 것으로 나타남
- 따라서 정부의 모든 영역에 걸쳐 경제정책 전반의 명확성과 예측 가능성을 향상시킴으로써 보다 높은 투자율을 뒷받침할 수 있음

### ○ 이는 미국, 헝가리, 한국, 튀르키예를 비롯해 제3장 국가별 분석의 많은 부분에 담긴 정책 권고사항임

- 가능성이 있는 한 가지 경로는, 불확실성이 완화될 경우 기업이 투자 의사결정 시 적용하는 허들 수익률에 포함된 위험 프리미엄을 낮출 수 있다는 것임(European Investment Bank, 2024)

### ○ 정책 불확실성을 줄이기 위한 구체적인 방안은 다음과 같음

- (무역) 기업과 소비자에게 예측 불가능한 갑작스러운 정책 변화의 도입을 피하려는 정부의 노력과 함께 투명한 규칙 기반의 체계를 통해 무역정책을 수행할 것
  - 현재의 무역 협정들에 대한 우려를 해결하기 위해 세계 무역 체계 내에서 협력해 나간다면, 각 정부가 미래에 대한 확실성을 제공하는 데 도움이 될 수 있음
- (재정) 인구 고령화, 기후 변화, 국방 지출 등으로 인해 증가하는 재정 부담 속에서 지속 가능한 재정을 달성하기 위해 신뢰할 만한 중기 전략을 법제화하고 이를 이행함으로써 재정정책 불확실성을 완화할 것
  - 재정준칙을 명확하고 신뢰할 수 있는 예외조항을 포함해 설계하되, 투명한 규칙 기반의 접근을 강화함으로써 재정체계(fiscal frameworks)를 튼튼히 한다면 주요 충격에 대한 유연성(flexibility)을 확보하면서도 정책 신뢰도를 유지하는 데 도움이 될 것임
  - 명확한 분쟁 해결 절차와 함께 안정적이고 예측 가능한 세제 규칙을 시행하는 것도

불확실성 완화에 기여할 수 있음([참고 II-2])

- (투명성) 상품 및 노동시장 규제, 이민정책, 금융 시스템 등 국내 구조적 정책의 변화를 둘러싼 복잡성을 줄이고 투명성을 개선할 것
  - 규제 영향평가를 엄정하고 투명하게 수행한다면 투자자들에게 보다 높은 예측 가능성을 제공하는 데 도움이 될 것임
  - 또한 주요 이해관계자들과 협력하여 구조개혁에 대한 폭넓은 합의를 형성하고자 하는 노력은 개혁의 지속성을 지지해 줄 것임
- (기후 변화) 기후 변화 대응을 위해 현재 진행 중인 국제적 약속을 확고히 하고, 이러한 약속을 이행하기 위한 정책 접근 방식을 구체적으로 제시할 것
  - 동시에 미래 기후 변화로 인한 잠재적 비용을 최소화할 수 있는 잘 설계된 적응 정책(adaptation measures)을 시행함으로써 미래 경영 환경에 대한 확실성을 높일 수 있음

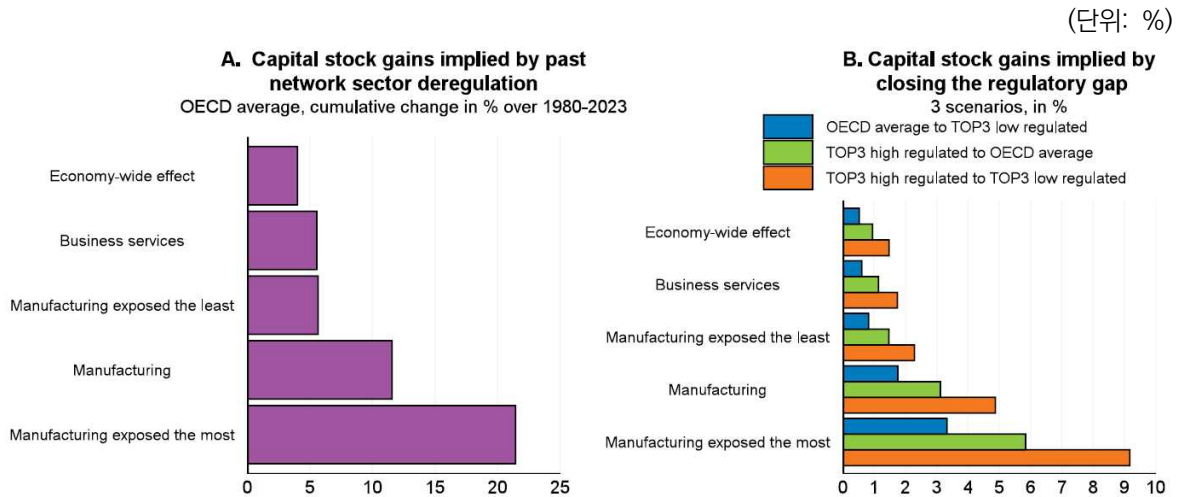
## 나. 투자 유인을 형성하는 다양한 제도적 여건

- 정책과 제도적 장치는 기업의 투자 유인, 투자에 필요한 자원을 유지하는 능력, 그리고 전반적인 경제 안정성을 형성함
  - 건전한 거시경제 정책과 탄탄한 금융 시스템은 견고하고 회복력 있는 투자 성장의 기반임
  - 통화정책은 낮고 안정적인 물가상승률 달성과 법률상 부여된 기타 목표 이행에 초점을 맞춰야 함
  - 일부 신흥국 및 개발도상국에서는 신뢰할 수 있는 통화정책 체계를 정착시키기 위한 추가적인 노력이 통화정책의 예측 가능성을 높이고 인플레이션 기대를 고정하는 데 도움이 될 수 있음
  - 또한 거시건전성 정책 수단을 개발해 향후 금융 충격의 원인이자 자금 접근성을 저해할 수 있는 체계적 금융 위험의 축적을 막기 위해 필요한 곳에 활용해야 함
- 구조개혁은 기업 역동성을 촉진하고, 기업이 경쟁 우위를 유지하기 위해 혁신과 투자에 더욱 집중하도록 유도할 수 있음

- 명문화된 규정(de jure regulation)을 개편하고 불필요한 비용 증가가 없게끔 집행 방식을 개선함으로써 기업 규제 비용을 줄이면 기업 진입과 유망 기업의 확장 능력을 촉진할 수 있음
    - 이는 인공지능 기술과 같은 신규 무형자산 기반 시장을 비롯해 시장 집중도가 상승하는 흐름을 완화하는 데 도움이 될 수 있음
  - 제III장의 국가별 분석에는 대부분 경쟁 정책의 개선을 통해 투자를 촉진하기 위한 개별 국가 맞춤형 정책 제언이 포함되어 있음(그림 II-20, 패널 A)
  - 또한 신흥국의 경우, 명확하고 예측 가능한 규제 체계가 외국인 투자자에게 안정적인 사업 환경에 대한 신뢰를 줄 수 있음
- 이론적으로는 더 엄격한 국내 규제가 기업들로 하여금 해외에 투자하도록 유도할 수도 있지만, 이는 특정 부문의 일부 기업들만이 선택할 수 있는 옵션이며, 실제로 해외 투자는 외국 시장 진출이나 자원 확보, 또는 연구 및 금융 중심지와 연계 필요성 등에 의해 결정되는 경우가 더 많음
- 실제로 해외직접투자가 국내 투자의 대체재라는 주장을 뒷받침하는 근거는 부족하며(Desai 외, 2005; Goldbach 외, 2019), 국내 투자 성장을 위해 다양한 구조적 정책이 중요하다는 점은 실증적으로 널리 입증되어 있음(Égert, 2021)
- OECD의 새로운 추정치에 따르면, 네트워크 산업에서의 상품시장 규제 완화가 하류(downstream) 산업 부문의 자본스톡 증가와 연관된 것으로 나타남
- 정책 실험 결과에 따르면, 1980년과 2023년 사이에 네트워크 산업 부문의 규제 완화는 OECD 평균 경제 수준을 기준으로 자본스톡을 약 4% 증가시켰을 수 있으며, 제조업에서는 10%, 사업 서비스 부문에서는 5%에 달하는 증가 효과가 있었을 수 있음(그림 II-21, 패널 A)
    - 앞으로 규제가 강한 국가들이 규제가 가장 낮은 국가들의 수준으로 규제를 완화한다면 전체 경제의 자본스톡은 최대 1.5% 증가할 수 있으며, 특히 제조업 부문에서 그 효과가 클 것으로 예상됨(그림 II-21, 패널 B)
  - 상품시장 규제의 효과적인 설계와 실행이 로비 활동의 영향으로 방해받을 수도 있음
    - 로비 활동의 투명성과 책임성을 제고하는 개혁은 이러한 문제를 해결하고, 기존 기업들이

규제를 장악해 시장 집중도를 높이는 가능성을 약화시킬 수 있음(OECD, 2024b)

[그림 II-21] 투자에 미치는 상품시장 추가 개혁의 효과



- 주: 1. 패널 A의 추정치는 OECD의 REGIMPACT 지표로 측정된 네트워크 산업 내 상류 부문의 규제(upstream regulation)가 자본스톡에 미치는 영향을 동적 최소자승법(Dynamic Ordinary Least Squares) 회귀분석으로 도출한 결과에 기반하고 있음(자세한 내용은 Andrews 외, 2025 참조).
2. 패널 B는 2023년 기준 네트워크 산업의 진입장벽 지표를 활용하여 설정한 세 가지 개혁 시나리오에 따른 자본스톡의 잠재적 증가 폭을 보여줌: (1) 규제가 가장 강한 OECD 3개국에 규제가 가장 약한 3개국 수준으로 수렴하는 경우(주황색), (2) 규제가 가장 강한 국가들이 OECD 평균 수준으로 수렴하는 경우(녹색), (3) OECD 평균이 규제가 가장 약한 3개국 수준으로 수렴하는 경우(파란색).

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 88, Figure 2.22

○ 잘 작동하는 파산 제도는 기업의 투자를 장려하고 자원이 성과가 낮은 퇴출 기업에서 성과가 높은 기업으로 효율적으로 배분되게 함으로써 기업 역동성을 촉진함

- 반면 과도하게 엄격한 파산 제도는 기업의 위험 감수 성향을 위축시키고 혁신에 부담을 주며, 기업이 무형자산을 희생하면서 유형자산에 편중된 자본구조를 선택하도록 만들 수 있음(Garcia-Posada and Mora-Sanguinetti, 2014)

- 이는 OECD 분석을 통해서도 확인되는데, 산업 부문의 무형자산 비중이 높을수록 효율적인 기업 구조조정에 대한 진입장벽을 낮춤으로써 얻는 경제적 이익이 더 커지는 것으로 나타남(André and Demmou, 2022)

- 지난 10년간 많은 국가들이 파산 제도에 대한 중요한 개혁을 추진해왔음
  - 2016년부터 2022년 사이에는 특히 유럽과 캐나다에서 큰 진전이 있었음(André and

Demmou, 2022)

- 그럼에도 불구하고 대부분의 국가에서 파산 절차의 간소화, 구조조정 수단의 정교화, 실패한 창업자에 대한 처우 개선 등을 위한 추가적인 규제 개선 여지가 존재함

○ 토지 이용 규제의 엄격성과 복잡성은 특정 지역에서 수행할 수 있는 활동을 결정함으로써 기업의 역동성과 주택 투자에 영향을 줌

- 보다 엄격하고 복잡한 토지 이용 규정은 소매업과 같은 일부 부문에서 기업 진입에 장벽이 되고 물적 자산에 대한 투자, 그리고 주거용 부동산 투자를 위축시킬 수 있음
- 토지의 개별 필지에서 허용되는 구체적 활동에 대한 지나치게 세부적인 규정을 줄이는 등 용도지역 제도(zoning system)의 복잡성을 줄이고 보다 유연하게 만들면 기업 진입과 성장, 그리고 구조적 변화에 적응하는 경제의 능력을 높일 수 있음
  - 제III장에서 다룬 국가별 분석에 따르면 이러한 정책 권고는 호주, 오스트리아, 크로아티아, 스웨덴에 특히 적절한 것으로 보임
- 토지 이용 규제와 계획 승인 절차의 집행은 흔히 지방정부의 소관으로, 지방정부가 규제의 복잡성을 줄이고 승인 절차를 간소화할 수 있도록 충분한 재정적 유인을 갖추는 것이 중요할 수 있음
  - 예를 들어, 스위스는 지방정부 재정이 부동산 과세에 크게 의존하고 있으며, 지방정부 당국이 적용 세율을 자율적으로 설정할 수 있는 유연성을 상당히 보장받고 있음
- 지방정부 간 규제를 조화시키고 책임의 중복을 최소화하려는 노력은 기업 투자의 비용을 줄이고, 주택 자산에 대한 지출도 촉진할 수 있음
  - 실제로 토지 이용 결정에 대한 고도의 분권화와 책임의 중복은 주택 공급의 높은 경직성과 실증적으로 연관되어 있음(Bétin and Ziemann, 2019)

○ 앞서 논의한 바와 같이, 과도하게 엄격한 임대시장 규제는 일부 국가에서 주택 투자를 저해해 왔음

- 임대료 규제나 임대인-임차인 간의 법적 규칙과 같은 규제는 세입자 보호에 기여할 수 있지만, 임대 수익 감소와 부동산 매각의 어려움으로 인해 임대용 주택에 대한 투자 유인을 줄일 수 있음(Kholodilin and Kohl, 2020)

- 예를 들어, 샌프란시스코의 임대료 규제는 주택 공급을 최대 15%까지 감소시킨 것으로 추정됨(Diamond, McQuade and Qian, 2019)

■ OECD의 연구에 따르면 임대시장 규제가 엄격한 곳일수록 주택 건설에 대한 주택 가격의 탄력성이 현저히 낮음(Cavalleri, Cournède and Özsögüt, 2019)

○ **해외직접투자에 대한 규제 장벽을 최소화하는 것은 글로벌 투자의 최적 배분을 촉진하고 경쟁을 강화하는 데 도움이 될 수 있음**

■ 수직적 해외직접투자(vertical FDI)가 이루어질 경우, 자본 지출은 투자 발원국(source country)과 대상국(destination country) 모두에서 증가할 수 있으며, 이는 세계 가치사슬의 형성으로 이어질 수 있음

■ 그럼에도 불구하고 OECD의 해외직접투자 규제 제한 지수로 측정할 때, 일부 국가, 특히 신흥국에서는 외국인직접투자(inward FDI)에 대한 정책적 제한이 높은 수준을 유지하고 있음([그림 II-22])

- 이러한 제한은 최근 수년간 나타난 외국인직접투자 유입의 둔화에 일정 부분 기여했을 수 있음([그림 II-13], 패널 B)

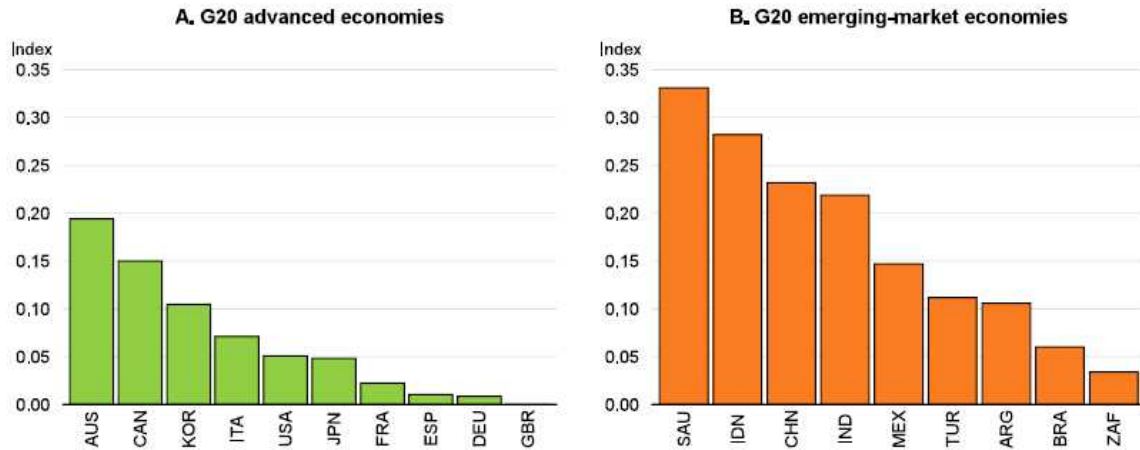
■ 외국인직접투자에 대한 정책 장벽을 완화하거나 제거하려는 새로운 시도는 투자 대상국에서의 해외직접투자 유입과 자본 지출을 뒷받침할 수 있음

- 제III장에 제시된 국가별 정책 권고에 따르면 이러한 정책 접근은 한국, 뉴질랜드, 스위스 등 일부 선진국뿐 아니라, 코스타리카, 인도네시아, 필리핀, 베트남과 같은 일부 신흥국에서도 특히 적절할 것으로 평가됨

**[그림 II-22] 일부 신흥국에서 특히 두드러진 해외직접투자에 대한 제한**

(단위: 점)

OECD FDI Restrictiveness Index – Scores, 2023



출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 90, Figure 2.23

○ 무형자산 투자에 대한 금융 마찰을 완화하는 정책은 기업들이 미래의 무형자산 투자 프로젝트 자금을 자체적으로 조달하기 위한 현금 보유 필요성을 줄일 수 있음

- 이는 또한, 젊고 규모가 작은 기업들이 투자 프로젝트를 수행할 수 있도록 도와 보다 집중된 시장에서 경쟁 압력을 촉진하는 데 기여할 수 있음
- 금융 마찰은 특히 전통적인 담보를 보유하지 않은 기업들에게 은행 중심의 금융 시스템에서 더 심각하게 작용할 수 있음
  - 이러한 기업에는 지식 기반 자산의 비중이 높은 기업이나 신용 이력이 제한적인 신생 기업 등이 포함됨
- 자본시장의 심화를 통해 더 다양한 자금조달 수단이 제공되고, 대출기관 간 경쟁이 촉진되어 신규 진입 기업이나 무형자산 투자의 자금 접근성이 개선될 수 있음
  - (유럽) 저축 및 투자 연합(Savings and Investments Union)의 이행을 지속적으로 추진하는 것이 이와 관련하여 중요함
  - (신흥국) 신용 접근성을 개선하는 개혁은 브라질, 인도를 포함한 신흥국에도 적절함(제III장)

○ 자본시장의 특정 부문을 발전시키기 위해서는 금융 안정성을 해치지 않는 범위 내에서

## 공적 재정 지원과 규제 조치가 일부 필요할 수 있음

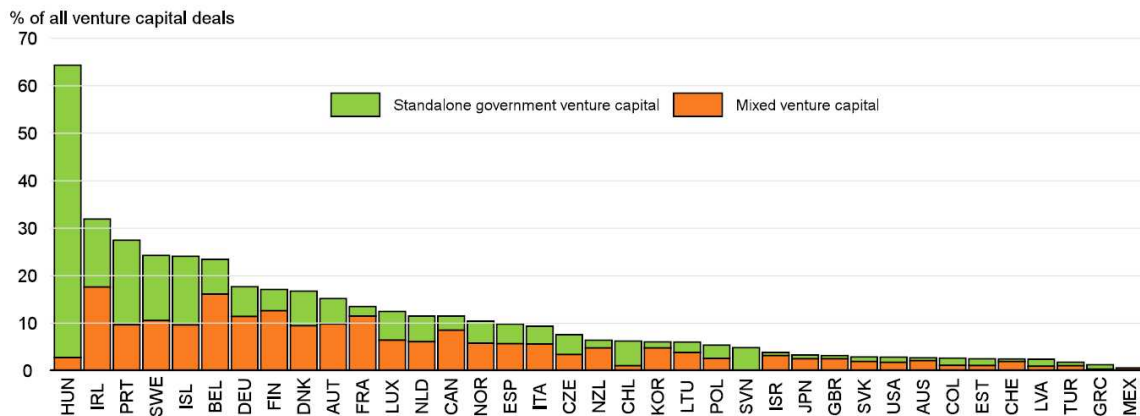
- 가능한 예시로는 연기금 운용 기관의 투자 활동에 대한 규제 조정, 핀테크 대출 기관 및 주식형 크라우드펀딩 플랫폼에 대한 행정요건 축소, “오픈 파이낸스(open finance)”를 가능하게 하는 제도 개혁, 벤처캐피털 시장에 대한 공공투자 등이 있음
  - 이 중 벤처캐피털에 대한 공공투자는 비표준적 위험 특성을 가진 혁신 기업의 투자를 지원하는 데 특히 적합할 수 있음(Calvino 외, 2015)
    - 정부가 벤처캐피털 거래에 참여한 사례는 헝가리에서 특히 두드러지며, 다른 많은 유럽 국가들에서도 일정한 역할을 해왔음(그림 II-23)
  - 벤처캐피털 활성화와 소규모 혁신 기업을 위한 전용 공공 주식시장을 육성하기 위해 일부 국가들이 취한 노력 사이(예를 들어 한국의 코스닥, 일본의 마더스, EU의 중소기업 성장시장 등)에는 시너지 효과가 있을 수 있음
    - 이러한 시장은 일반적으로 상장 및 공시 요건이 간소화되어 있으며, 성공적인 기업이 성장한 후 벤처캐피털 투자자에게 매력적인 회수 수단(exit option)을 제공할 수 있음(Carvajal 외, 2024)
  - 시장 기반 금융을 더욱 발전시키는 것은 신흥국의 자금조달 접근성을 개선하는 데 기여할 수 있으며, 거시건전성과 디지털 금융기술 접근성을 높이는 보완적 개혁과 함께 추진될 때 그 효과가 더욱 커질 수 있음(Banerjee 외, 2024)
- 기업의 수요에 부합하는 기술을 갖춘 근로자의 가용성은 자본 투자 유인을 높이고, 그 생산성 효과를 극대화할 수 있음
- 이는 불필요한 경업금지 조항(non-compete clauses)의 남용을 줄이는 등 노동시장의 마찰을 줄이는 구조개혁으로 뒷받침할 수 있음(Andrews and Garnero, 2025)
  - 고령화, 디지털 전환, 녹색 전환 등으로 인해 기술 수요가 빠르게 변화하고 있기 때문에 경제의 구조적 변화에 발맞춰 기술 역량을 갖춘 인력을 육성하는 것 역시 새로운 자본 투자를 가능하게 하는 중요한 요소가 될 수 있음(OECD, 2024a)
    - 보다 광범위하게 보자면, 최근 OECD 추정치에 따르면 2000년대 중반 이후 OECD 회원국의 생산성 둔화 중 약 6분의 1은 인적자본 축적의 약화로 설명될 수 있음(Andrews et al., 2024)

- 평생학습에 대한 투자를 촉진하기 위한 정부의 효과적인 노력이 핵심 과제임
- 정책 개혁의 우선순위에는 심화 학습의 기반이 되는 기초 역량을 탄탄히 하는 것과 고품질 성인 교육훈련 프로그램을 충분히 제공하는 것, 교육 프로그램과 자격 요건을 조정해 현재 노동시장에 참여하고 있는 인력을 비롯한 사람들의 교육 참여를 장려하는 것이 포함됨

### [그림 11-23] 국가별로 큰 차이를 보이는 정부의 벤처캐피탈 거래 참여 수준

(단위: %)

Share of government venture capital deals, 2020-2022



- 주: 1. 2000년부터 2022년까지 OECD 회원국을 대상으로 정부 벤처캐피탈(VC) 거래가 전체 벤처캐피탈 거래에서 차지하는 비율을 나타냄.  
 2. 단독형 정부(Standalone Government VC)는 정부 벤처캐피탈 투자자만이 참여한 거래를 의미하며, 혼합형 VC(Mixed VC)는 정부와 민간 벤처캐피탈 투자자가 함께 참여한 공동 투자 거래를 의미함.  
 3. 이스라엘의 정부 VC 투자에는 폴란드의 정부 VC 기관인 TDJ 피탄고 벤처스(TDJ Pitango Ventures)가 이스라엘 기업에 투자한 사례도 포함되어 있음

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 91, Figure 2.24

### 다. 우선순위 분야에 대한 고품질 공공투자가 필요함

- 공공 자본 지출은 특히 경제가 최대 생산가능 수준 이하로 운영되고 있을 때 총투자를 뒷받침하는 데 핵심적인 역할을 할 수 있음
  - 재정 여력이 충분한 경우, 공공투자는 특히 승수 효과가 큰 부문에서 수요와 고용을 자극하여 경제활동에 즉각적인 활력을 불어넣을 수 있음(Mourougane 외, 2016)
  - 장기적으로는 고품질의 공공투자가 민간투자를 유인하고, 혁신을 촉진하며, 인적자본을

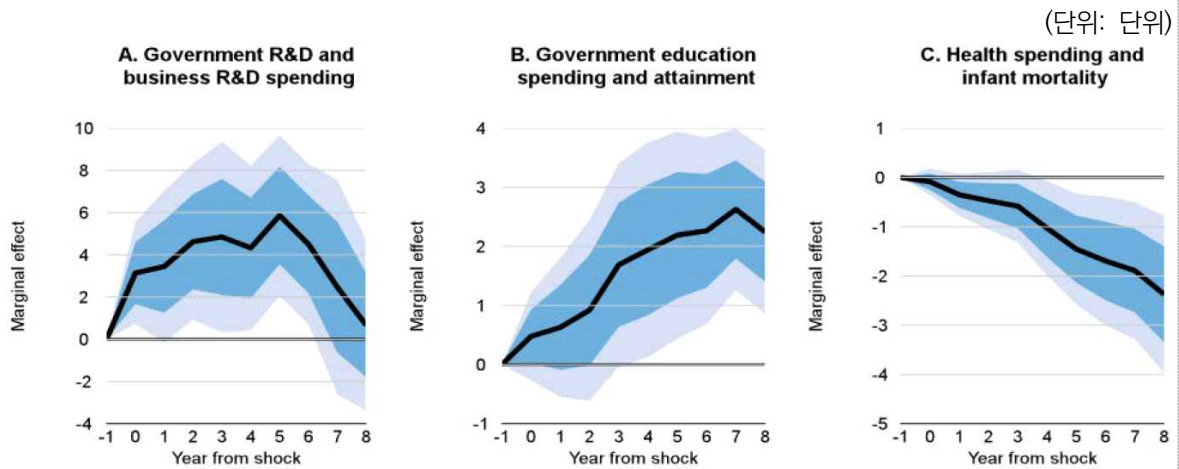
제고함으로써([참고 II-1]) 잠재성장률을 끌어올릴 수 있음

### [참고 II-1] 정부 투자와 성장 촉진적 구조의 성과

- **인적자본을 구축하고 혁신을 촉진하는 데 공공투자가 하는 역할을 살펴봄**
  - 정부가 장기적인 성장과 회복력을 강화하려는 가운데, 특히 재정 여력이 제약된 상황에서는 공공지출이 가장 높은 수익을 가져오는 분야에 효과적으로 타기팅되는 것이 매우 중요함
- **특히 세 가지 핵심 분야(연구개발, 교육, 보건)에서 정부 투자가 성장 촉진에 기여하는 효과를 살펴봄**
  - OECD는 이들 분야에 대한 투자가 잠재 성장률을 높이는 데 중요하다는 점을 지속적으로 강조해왔음(Fournier and Johansson, 2016)
  - 공공 연구개발은 경제의 지식 기반에 기여하고 민간 부문의 혁신을 유도할 수 있으며, 교육에 대한 투자는 노동력의 기술 향상을 통해 인적 자본을 강화하고, 보건 지출은 생산적인 노동력을 유지하는 데 기여함<sup>11)</sup>
- **정부 투자가 주요 성장 경로에 미치는 영향을 정량화하기 위해, 공공 부채에 관한 최근 연구에서 개발된 분석 틀을 적용하였음<sup>12)</sup>**
  - 1970년부터 2019년까지의 OECD 회원국 패널 자료를 바탕으로, 최소 10% 이상 증가하여 3년 이상 지속된 사례를 역사적 ‘지출 급증(spending surges)’으로 정의하고 식별하였음
    - 이러한 급증 기반(surge-based) 접근법은 재정 자료의 측정상 어려움을 완화하고, 정책 결정과 연관되었을 가능성이 높은 대규모 불연속 지출 변화에 초점을 맞추으로써 식별을 용이하게 함
  - 이러한 지출 급증이 장기 성장과 밀접하게 연관된 구조적 성과 변수에 미치는 동태적 효과를 Jordà(2005)의 국소투영법(local projection method)을 이용해 추정함

11) 과학자·교사·의사의 급여나 실험실·교실·병원 자원과 같은 운영비 지출이 혁신과 인적자본 형성에 직접적으로

[그림 II-24] 장기 성장에 분명한 편익을 가져오는 정부 투자



- 주: 1. 정부 투자의 충격이 생산성 경로에 미치는 누적 충격 반응을 나타냄  
 2. 종속변수는 로그 차분 후 100을 곱한 값으로, 충격 반응 함수는 누적 성장률로 해석할 수 있음  
 3. 통제 변수에는 종속변수의 시차, 1인당 GDP, GDP 성장률, 아웃풋 갭(output gap), 재정수지(모두 시차 포함)가 포함됨  
 4. 회귀분석은 국가 및 시점 고정효과를 포함하며 OLS로 추정되었음  
 5. 신뢰구간은 90%와 68% 수준에서 제시됨

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p. 92, Figure 2.25

○ 분석 결과, 지출 급증은 성장과 관련된 성과변수의 유의미한 향상과 연관되어 있음

- 정부의 연구개발 지출이 지속적으로 증가하면, 충격 발생 5년 후 민간 연구개발 지출이 평균 약 6% 증가함([그림 II-24])
- 교육 지출의 급증은 학력 수준의 2.5% 상승과 연관되어 있는 반면, 보건 지출의 증가는 영아 사망률을 2.5% 감소시켰음<sup>13)</sup>
- 이러한 효과는 점진적으로 나타나는 경향이 있어, 이들 분야에 대한 공공투자의 수익이 장기적인 성격을 지닌다는 점을 시사함

○ 그러나 공공투자가 채무 지속가능성에 대한 우려를 키우거나 민간투자를 보완하기보다는

로 기여한다는 점을 반영하여 투자에 대해 물적 자본과 현재 지출을 포괄하는 광범위한 정의를 사용함.

12) 발간 예정인 OECD 워킹페이퍼 ‘Government Spending and Growth Enhancing Structural Outcomes’를 기반으로 함.

13) 영아 사망률은 혼란 변수(confounding factors)의 영향을 덜 받기 때문에 회귀분석에서 사용되었으나, 다른 사망률 지표나 기대수명과 강한 상관관계를 보임.

## 대체하여 기업의 차입비용을 증가시키는 경우 민간지출을 위축시킬 수도 있음

- 공공투자를 신뢰할 수 있는 중기 재정운용 틀 내에 정착시키는 것은 정책의 예측 가능성을 높이고, 우선순위 설정 및 이행 순서를 정하는 데 도움을 주며, 재정 건전성을 강화할 수 있음(OECD, 2019)
- 공공 자본 지출의 효율성과 민간투자와의 상호보완성을 확보하기 위해서는 견고한 공공투자 관리체계가 필수적임
- 특히 지역 개발 목적을 지닌 인프라 프로젝트의 경우, 지방정부와의 긴밀한 협력이 자주 요구됨

## ○ 공공투자는 녹색 전환과 디지털 전환을 가능하게 하고, 민간투자를 유인(crowd-in)할 가능성도 있음

- 기후 변화에 대응하기 위한 상당한 규모의 투자 수요가 여전히 존재함
  - 전 세계적으로 기후 변화 완화를 위한 연간 자금 수요가 2030년까지 연간 5조 달러에 이를 것으로 추정됨(IMF, 2023)
  - 기후 변화 완화에 비해서는 다소 적은 수준이나, 기후 변화 적응을 위한 투자 수요도 상당한 것으로 추정됨
- 말레이시아, 모리셔스뿐만 아니라 많은 선진국을 대상으로 한 국가별 기후 관련 공공투자 확대 권고가 제III장에 강조되어 있음
- 공공지출을 보완하기 위해 기후 관련 외부효과에 대한 가격 책정, 정보 제공, 규제 등 기타 정책 수단들이 민간의 유인을 기후 변화 완화 및 적응 활동의 사회적 편익과 보다 밀접하게 연계하는 데 기여할 수 있음
  - 보조금이나 공공 주도의 연구개발을 통한 기초 연구 분야에 대한 타기팅된 공공투자는 청정에너지 및 기후 기술 분야에서 민간 혁신을 촉진할 수 있음
- 이와 유사하게, 공공투자는 디지털 인프라에 대한 민간투자를 지원하고 장려하는 데 도움을 줄 수 있음
  - 효율적이고, 신뢰할 수 있으며, 광범위하게 접근 가능한 디지털 인프라는 디지털화의 경제적 편익을 온전히 실현하는 데 필수적이며, 농촌 지역으로의 보급 확대나 큰 긍정적 외부효과를 지닌 고비용 인프라 프로젝트의 자금조달을 위해 공공투자가 종종 필요함

## 라. 조세정책 개혁은 민간투자 성장을 촉진할 수 있음

### ○ 조세정책 구조 역시 민간투자 여건에 영향을 미침

- 비록 많은 국가들에서, 최근의 자본 사용자 비용 하락이 전체 투자 증가세 강화로 이어지지는 않았지만, 일부 조세정책의 변화는 투자 지출을 유인하는 데 효과적일 수 있음
  - 법인세 과세 기반을 넓게 유지하면서 세율을 낮게 설정하면 조세 체계의 복잡성과 상이한 납세자 간 왜곡을 제한하여 투자를 뒷받침할 수 있음
  - 하지만 일반적인 법정 법인세율 인하보다는 상대적으로 관대한 자본 공제(capital allowance)나 소득 외 과세(non-profit taxes) 감면 같은 타기팅된 조치가 비용 면에서 보다 효율적인 투자 지출 지원방법일 수 있음([참고 II-2])
- 정교하게 설계된 조세 인센티브는 연구개발 지출이나 청정 기술 도입과 같은 영역에서 발생하는 시장 실패를 해결하는 데에도 기여할 수 있음(González Cabral et al., 2023; Dressler and Warwick, 2025)
  - 감가상각 공제를 단기간 앞당겨 적용하는 것과 같은 일시적인 세제 혜택은 자본 지출을 조기에 유도함으로써 강력한 효과를 발휘할 수 있음(Eichfelder and Scheider, 2014)
    - 그러나 이러한 조치는 후생손실 비용(deadweight cost)을 유발하거나 세제 혜택 종료 이후 투자 지출이 줄어드는 부작용이 있을 수 있음
  - 일반적으로 조세 인센티브는 세제 혜택의 이월공제나 납부할 세액이 없는 기업에 대한 환급 조항이 포함되어 있지 않은 경우, 수익이 적은 기업(예를 들어, 중소기업이나 스타트업)에서는 투자 증가 효과가 제한적일 수 있음

### ○ 채무의 누적을 자기자본 조달보다 더 우대하는 조세 제도는 과도한 채무 축적을 유인함으로써 금융 안정성에 부정적인 결과를 가져올 수 있으며, 투자 활동에도 부정적인 영향을 줄 수 있음(Égert, 2021; Blundell-Wignall and Roulet, 2013)

- 무형자산이 지닌 특성(수익의 불확실성, 비경합성, 낮은 재배치 가능성 등)이 담보로서의 활용을 어렵게 한다는 점을 고려할 때, 채무 조달을 선호하게 하는 유인체계는 무형자산의 자금조달을 저해할 수도 있음(Demmou and Franco, 2021).

- 다만, 무형자산 투자에 대한 비용처리(expensing)를 허용하는 조세제도에서는 이러한 효과가 어느 정도 상쇄될 수 있음

**[참고 II-2] 법인세 부과와 투자: 영향과 정책 설계 시 고려사항**

**○ 법인세(Corporate Income Tax, CIT)는 일반적으로 기업의 투자 결정에 영향을 주는 주요 정책 수단으로 간주됨**

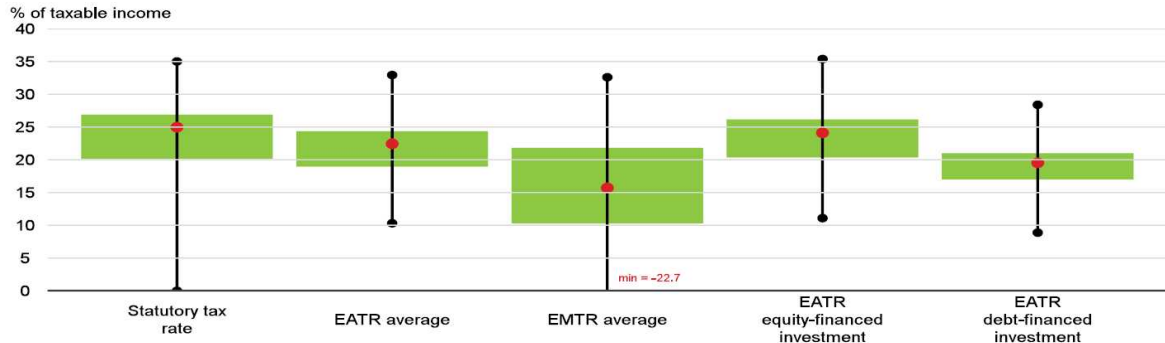
- Hall과 Jorgenson(1967)의 기념비적인 연구 이후, 다수의 실증 연구들은 법인세율과 투자 간에 부(-)의 관계가 존재함을 발견해왔음(Feld and Heckemeyer, 2011; Vartia, 2008; Schweltnus and Arnold, 2008; Zwick and Mahon, 2017 참고)
  - 높은 법인세율은 투자에 대한 세후 수익률을 감소시켜 경제적으로 타당한 투자 프로젝트의 수를 줄이게 됨
  - 또한 높은 법인세율은 기업의 현금흐름에 부정적 영향을 미쳐 유동성을 감소시키고, 금전적인 제약에 직면한 기업의 투자 여력을 제한할 수 있음

**○ 투자에 대한 법인세의 전반적인 효과는 법정세율뿐만 아니라 감가상각 규정, 가속상각과 같은 소득공제, 세액공제, 법인세 면제 및 감면 세율 등 법인세 제도의 설계에 따라 달라짐**

- 가상의 투자 프로젝트를 기반으로 산출된 미래예측 기반(forward-looking) 실효세율은 투자 기간 동안 조세 제도의 다양한 설계 요소들이 미치는 영향을 파악하는 데 도움이 됨(Devereux and Griffith, 2003; Hanappi, 2018; González Cabral, Appelt and Hanappi, 2021; Celani, Dressler and Hanappi, 2022)
- 평균실효세율(effective average tax rate, EATR)은 경제적 초과이익 또는 양의 수익을 얻는 투자 프로젝트에 대한 평균 세율을 나타내며, 한계실효세율(effective marginal tax rate, EMTR)은 손익분기점에 해당하는 한계투자에 대한 조세 부담을 반영함
- [그림 II-25]는 또한 이 세율들이 자금조달 방식에 따라(그리고 자산 유형, 프로젝트 수익성, 기업 규모에 따라서도) 차이가 있음을 보여주며, 많은 법인세 제도에 왜곡이 존재함을 시사하고 있음

[그림 II-25] 자산 유형과 자금조달원에 따라 큰 차이를 보이는 유효법인세율

(단위: %)



주: 1. OECD 회원국들을 대상으로 한 법인세율 분포(최소값, 최대값, 중앙값, 사분위 범위)를 보여줌  
 2. 법정세율과 가상의 미래 투자 프로젝트를 기준으로 산출된 모의 조세정책 지표(synthetic tax policy indicators)를 비교함  
 3. 이러한 지표는 과거 납부세액 기준(backward-looking) 실효세율과 달리 실제 기업의 세금 납부 정보를 반영하지 않음  
 4. 모형과 가정에 대한 세부내용은 OECD Corporate Tax Statistics 및 Hanappi(2018)에 수록되어 있음  
 출처: OECD, Economic Outlook June 2025, p. 94, Figure 2.26

### 가. 법인세가 투자에 미치는 영향: 기업 특성과 세제 설계에 따른 이질성

#### ○ 최근 연구에 따르면, 법인세 정책이 기업 투자에 미치는 잠재적 영향은 기업 유형에 따라 다르게 나타남

- 특히 막대한 무형자산을 보유하고 시장 지배력이나 이익 이전(profit-shifting) 기회가 있는 대형 다국적 기업들은, 세계 금융위기 이후 한 국가의 법인세 변화에 대해 시간이 지날수록 덜 민감하게 반응해왔음(Hanappi and Whyman, 2023; Hanappi, Millot and Turban, 2023; Zwick and Mahon, 2017)
- 소수의 대형 다국적 기업이 전체 투자에서 차지하는 비중이 상당하다는 점에서, 이러한 현상은 세계 변화에 대한 총투자의 반응을 줄일 수 있음

#### ○ 또한 실증적 근거에 따르면 투자 반응은 세제 설계 방식에 따라 크게 달라짐

- 부동산, 자산 등 법인소득 이외의 과세 기반에 부과되는 소득 외 과세(non-profit taxes)를 통한 실효과세의 증가는 일반적인 법인세보다 투자에 더 부정적인 영향을 주는 경향이 있음

- 자본 공제를 확대하는 등 과세표준에 영향을 주는 개혁은 법정세율 인하보다 투자 촉진에 더 효과적일 수 있음(Hanappi, Millot and Turban, 2023)
  - 관련 연구에 따르면 실제로 가속상각, 즉시 비용처리(immediate expensing), 비용공제 확대, 세액공제가 제공되자 투자가 증가하였음(Maffini, Xing and Devereux, 2019; Chodorow-Reich et al., 2024; Ohrn, 2019)
  - 다만 법인세 과세표준이 지나치게 축소되면 세수가 줄어들고 세제 왜곡을 초래할 수 있으므로 이러한 공제를 사용할 때는 주의가 필요함
- 법인세 체계의 채무 편향(debt bias)을 완화하는 것도 경제적 왜곡을 줄이고 금융안정성을 높이는 데 기여할 수 있음(De Mooij and Hebous, 2018; Feld, Heckemeyer and Overesch, 2013)

○ **세제 설계와 더불어 세제의 확실성(tax certainty)은 기업 투자를 촉진하는 필수 조건임**

- 안정적이고 예측 가능한 세법과 명확한 분쟁 해결 구조는 투자 위험을 줄이고 경제성장을 지원할 수 있음
- 점차 세계화되는 조세 환경에서 국내 세제 정책뿐 아니라 국제적 협력 또한 세제의 확실성을 보장하는 데 중요한 역할을 할 수 있음

**나. 법인세 정책의 투자 효과 제고: 개혁을 위한 잠재적 방안**

○ **신중한 법인세 설계는 투자 성과를 높이는 데 기여할 수 있음**

○ **조세 개혁에는 다음과 같은 조치들을 포함될 수 있음**

- 법인소득 기반 과세보다 더 심각하게 투자를 왜곡하는 경향이 있는 소득 외 과세를 폐지하거나 축소할 것
- 더 강한 투자 반응이 이어질 수 있게 보다 관대한 자본 공제 및 기타 과세표준 관련 조치를 우선시할 것
- 조세 인센티브는 정책 목표가 명확하고 관리체계가 견고하며, 연구개발이나 녹색 투자처럼 명백한 긍정적 외부효과가 존재하는 분야에 한정할 것

- 소득 기반 인센티브보다 지출 기반 인센티브에 집중할 것
- 명확하고 예측 가능한 세법, 인센티브에 대한 명확한 자격 기준, 세무행정에 대한 국제적으로 협력적이고 일관된 접근으로 조세 확실성을 뒷받침할 것(OECD, 2024d)

### III 주요국의 경제 및 재정전망

#### 1. 호주

##### ○ (경제현황) 공공소비가 경기 경착륙(hard landing)을 막는 데 기여했지만, 글로벌 무역긴장은 소비심리를 위축시키고 있음

- 소비와 주택투자를 포함한 민간 국내수요는 2024년에 부진했는데, 이는 2022년 이후 누적된 금리 인상 효과에 기인함
  - 그러나 이러한 내수부진은 정부소비의 증가로 대부분 상쇄되었음
  - 2025년 초의 경제활동 지표(가계소비 포함)는 2024년 말부터 다소 개선되었지만 여전히 점진적인 민간소비 증가세가 계속되고 있음을 보여줌
  - 그러나 최근 기업 및 소비자 심리는 악화되었는데, 이는 글로벌 무역긴장으로 인한 불확실성이 커진 것을 반영한 것으로 보임
- 2022년 말에 시작된 디스인플레이션은 지속되고 있으며, 2024년 9월 이후 전체 물가상승률은 목표 범위의 중간 또는 그 이하로 유지되고 있으나, 중앙은행이 선호하는 근원 물가상승률은 여전히 목표치를 상회하고 있음
  - 디스인플레이션은 노동시장 상황의 악화 없이 달성되었으며, 지난 3년간 높은 순이민(net immigration)에 힘입어 고용은 강한 증가세를 유지했고 실업률은 낮게 유지되었음
  - 고용의 강세는 낮은 임금상승률 덕분에 가능했고, 빈일자리(vacancies) 수는 팬데믹 이전의 추세 수준으로 감소했음
  - 현재 실업률이 낮고 고용이 강한 상황에서, 근원 물가가 높은 것은 임금 상승 압력 또는 서비스 물가 상승의 지속성을 반영할 수 있음
    - 특히 순이민 유입으로 고용이 늘고 있지만, 임금 상승은 억제되어 있는 상황에서 중앙은행은 이를 일시적 수요와 공급의 완화로 보고 중장기적으로 근원 물가 압력이 재개될 수 있다고 판단
- 호주의 주요 수출품에 대한 대외 수요가 부진하여 수출 가격이 하락했고, 수출 물량은

### 정체되었음

- 수출 수입(receipts)이 줄어든 반면, 수입은 5% 증가하여 2024년 경상수지 적자는 GDP 대비 1.9%로 증가하였음
- 미국으로의 수출이 전체 수출의 약 5%에 불과하기 때문에, 미국 관세 인상에 대한 호주의 직접적인 영향은 제한적
- 호주 경제에 대한 글로벌 무역긴장의 영향은, 전 세계적인 투자 위축과 철광석·석탄·천연가스 가격 하락 등 간접적인 경로를 통해 나타날 가능성이 더 큼

## ○ (통화·재정정책) 재정정책이 덜 확장적인 가운데 완화적 통화정책은 지속

- 중앙은행은 2월에 기준금리를 25bp 인하했으며, 5월에도 추가로 25bp를 인하했음
  - 물가상승률이 목표치에 근접한 수준을 유지하고 경제성장률이 잠재 수준을 하회하는 가운데 노동시장 여건도 다소 약화<sup>14)</sup>되고 있어, 올해 안에 추가로 두 번 25bp 금리인하와 2026년에도 한번 더 금리인하가 있을 것으로 예상
- 2024-25 및 2025-26 회계연도에 대한 연방 및 주정부 예산은 GDP 대비 일반정부 재정적자가 2024년 1.9%p 증가에 이어 2025년 1.3%p 증가할 것임을 보여줌
  - 이후 2026년에는 재정적자가 GDP 대비 약 4% 미만 수준에서 안정화될 것으로 보임
- 이에 따라 GDP 대비 정부 부채비율은 점진적으로 증가하겠지만, 순부채 비율은 2026년에 6.6%에 그쳐 비교적 낮은 수준을 유지할 것으로 예상
- 정부는 재정적자 확대(2024년 GDP 대비 1.9%p 증가, 2025년 1.3%p 증가)와 부채 증가로 재정건전성을 우려
  - 향후 재정의 지속가능성을 고려하여 재정적자 비율이 약 4%에서 안정되도록 관리할 계획이며, 이는 공공부채의 상승을 제한하기 위한 조치
- 따라서 통화정책은 점진적으로 완화하면서, 재정정책은 덜 확장적인 방향으로 전환해 균형을 유지하려 함

## ○ (경제전망) 외부 충격이 없을 경우, 2025-2026년의 경제성장률은 잠재성장률 수준에

14) 노동시장이 예전만큼 활발하지 않으며, 고용 증가나 임금 상승 등의 지표들이 둔화되고 있다는 의미

## 가까울 것으로 예상

- 실질 임금이 다시 상승하고, 금리 하락에 따라 가계의 실질 가처분소득이 회복됨에 따라, 올해와 내년에는 민간소비 증가세가 강화될 것으로 예상되며, 이는 공공소비 증가세 둔화를 충분히 상쇄할 것으로 보임
- 주택과 같이 금리에 민감한 일부 투자는 2025년에 반등할 것으로 예상되지만, 높은 수준의 글로벌 정책 불확실성으로 인해 다른 투자는 제약을 받을 것이며, 그 결과 전체 고정투자 증가율은 2024년과 큰 차이를 보이지 않을 것임
- GDP 성장률은 2024년 1.1%에서 2025년에 1.8%로 상승할 것으로 전망
  - 2025년의 최종 국내수요 증가율은 2024년과 같은 약 2% 수준으로 예상<sup>15)</sup>
  - 하지만 2025년에는 수출과 수입의 증가율이 비슷할 것으로 보이기 때문에, 2024년에 순수출이 GDP에 미친 부정적 영향이 완화될 것으로 보임<sup>15)</sup>
- 2026년에는 민간소비와 투자의 추가 개선이 이루어져 GDP 성장률이 2.2%로 상승하며, 이는 대체로 잠재성장률에 부합하는 수준
- 이러한 경제전망에 대한 주요 위험요인은 외부에 있으며, 특히 호주의 최대 수출시장이자 주요 수출 원자재의 최대 소비국인 중국의 수입 수요 둔화가 핵심 위험요인으로 지목

## ○ (정책제언) 정책은 거시경제의 균형을 유지하면서 구조적 취약점을 해결하는 데 초점을 맞춰야 함

- 물가가 다시 상승하거나 기대 물가상승률이 불안정해지지 않는 한 통화정책의 지속적인 완화는 타당하지만, 어려운 대외 여건 속에서는 중앙은행의 신속한 대응이 요구될 수 있음
- 2024-25년 재정적자 확대와 2025-26년 추가 예산 증가는 민간수요 약세를 고려할 때 정당하지만, 정부는 현재 계획 대비 발생할 수 있는 초과 수입(windfalls)을 절약하는 방안을 모색해야 함

15) ① 2024년: 국내 수요는 2% 성장했지만 수입이 수출보다 더 많이 늘어나면서, 순수출이 마이너스 → GDP 성장에 부정적 영향  
② 2025년: 국내 수요는 여전히 2% 성장하며 수출과 수입 증가율이 비슷하여 순수출이 GDP에 미치는 부정적 영향이 줄어들  
결과적으로 전체 GDP 성장률이 더 높아질 수 있는 여건이 마련됨

- 인구 고령화와 탄소중립 전환 비용 등으로 재정 부담을 고려하면, 중기적으로 재정건전성 확보가 필요
- 핵심 구조개혁 과제로는 주택공급 확대를 통한 주거비용 부담 완화, 그리고 교통 및 산업 부문에서의 탄소중립 목표 달성의 신속한 추진이 있음
- 또한, 2024년에 체결된 연방 및 주정부 간 2건의 경쟁정책 강화 협약은 규제 간소화를 통한 기업 투자 촉진 등으로 장기적으로 저하된 생산성 증가율을 반전시키는 데 도움이 될 것임
- 이러한 경쟁정책은 사회주택 건설에 대한 인센티브 확대와 전력망 연결 개선을 위한 공공투자 등과 함께 전반적인 투자 활성화를 위한 다른 정책들로 보완되어야 함

〈표 III-1〉 호주 경제 및 재정전망

(단위: %)

	2022	2023	2024	2025	2026
시장가격기준 국내총생산	4.1	2.0	1.1	1.8	2.2
소비자물가지수(Consumer price index)	6.7	5.6	3.2	2.3	2.3
재정수지(General government financial balance) <sup>1</sup>	-1.7	-0.8	-2.7	-4.0	-3.9
경상수지(Current account balance) <sup>1</sup>	0.3	-0.3	-1.9	-2.0	-2.2

주: 1. percentage of GDP

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p.108., 저자 재작성

## 2. 캐나다

### ○ (경제현황) 2025년 초 GDP 성장률은 견조했지만, 향후 경제전망은 악화

- 2024년 4분기 실질 GDP는 0.6%로 견조한 성장을 기록
- 민간소비는 특정 품목에 대한 상품서비스세(Goods and Services Tax, GST)와 통합 판매세(Harmonised Sales Tax, HST)의 일시적 인하 덕분에 증가
- 주택투자는 회복세를 지속했고, 기업투자는 지난 분기의 하락 이후 반등
- 선행지표에 따르면 2025년 초까지 경기의 상승세가 이어졌으며, 속보치 기준 2025년 1분기 GDP 성장률은 0.4%를 기록
  - 그러나 이후 미국과의 무역 긴장이 고조되면서 경제 전망은 악화되었음
  - 기업 및 소비자 심리가 악화되었고, 정책 불확실성도 증가했음
- 노동시장은 4월에 다시 악화 조짐을 보였으며, 실업률은 6.9%로 상승
- 소비자 물가상승률은 3월 2.3%에서 4월 1.7%로 둔화되었으며, 이는 연방 연료세(federal fuel charge) 폐지 및 유가 하락으로 인한 에너지 가격 하락에 기인
  - 근원 물가상승률은 3월 2.4%에서 4월 2.6%로 증가
- 2025년 2월 이후 미국의 수입품에 대한 관세 인상과 무역긴장 고조는 양국 경제의 상호 연계성을 고려할 때 캐나다의 대외 전망에 큰 부담을 주고 있음
  - 관세 수준에 대한 불확실성 증가는 장기 정부지출 및 투자 결정에도 부담을 주고 있음
  - 캐나다의 경우, 미국-멕시코-캐나다 협정에 포함되지 않는 미국으로 수입되는 캐나다산 상품에는 25%, 캐나다산 에너지 및 칼륨비료에는 10%의 관세를 부과
    - 경제 전망치는 전체 수출품 중 약 50%가 이 협정에 포함되지 않는 것으로 가정하고 있음
    - 또한 전망치에는 미국이 부과한 철강 및 알루미늄 제품에 대한 25%의 관세와 미국-멕시코-캐나다 협정(USMCA)을 준수하는 자동차 중 미국 이외 국가에서 생산된 부품에 대한 25% 관세<sup>16)</sup>도 포함되어 있음

16) USMCA 협정을 준수하는 자동차는 일정 비율 이상 북미에서 제조되어야 함  
→ 그러나 그 안에도 미국 외(예, 캐나다, 멕시코 또는 제3국)에서 만든 부품이 포함될 수 있음

- 여기에는 캐나다 정부가 발표한 관세보복 조치도 포함되어 있음
- 미국의 전반적인 관세 인상은 대외 수요에도 부정적인 영향을 줄 것임

■ 금융 여건의 변동성 증가는 단기적인 경제전망에 부정적인 영향을 미칠 것임

## ○ (통화·재정정책) 통화정책은 완화되었고, 재정정책은 확장적

■ 2024년 6월 캐나다 중앙은행은 금리 인하를 시작했으며, 2025년 4월 중순까지 총 225bp를 인하해 정책금리는 2.75%가 되었음

- 2025년 중 금리가 추가로 50bp 인하될 전망

- 중앙은행은 관세로 인한 물가 상승 요인(수입물가 상승에 따른 물가 상승 압력)과 하락 요인(수요 감소에 따른 압력)을 신중히 균형 있게 고려해야 할 것임

- 순자산 매각과 같은 양적 긴축(Quantitative Tightening, QT)<sup>17)</sup>은 3월에 종료되었음

- 정책금리 인하가 대출금리에 반영되는 과정은 진전되고 있으며, 다른 불확실성이 줄어들면서 정책금리 인하가 실물경제에 미치는 영향은 2026년에 더 뚜렷하게 나타날 것으로 예상

■ 일반정부 재정수지는 2023년 GDP 대비 0.1%의 소폭 흑자에서, 일회성 보조금(약 GDP의 0.7%), 이자비용 증가, 재량지출 확대(특히 새로운 사회 프로그램과 저렴한 주택 투자)로 인해 2024년에는 GDP 대비 2.1%의 적자로 전환되었음

- 헤드라인 재정적자(headline deficit)는 2025년에 개선될 것으로 예상되나, 구조적 기초재정수지(underlying primary balance)는 약간 악화될 것임

- 4월 1일에 연방 연료세가 폐지되었지만, 해당 세수는 대부분 '캐나다 탄소 환급'을 통해 가계 및 기업에 재분배되었던 구조였기 때문에 연방 연료세 폐지가 예산에 미치는 영향은 대체로 중립적일 것임

- 2026년에는 완만한 재정 긴축에 힘입어 헤드라인 재정수지가 추가로 개선될 것으로 예상

→ 그런 비미국산 제품에 대해 25%의 추가 관세가 부과된다는 의미

17) 양적 긴축(Quantitative Tightening, QT)은 중앙은행이 경제 과열을 억제하기 위해 사용하는 긴축 통화 정책 수단이며, 순자산 매각이란 중앙은행이 과거에 매입했던 국채나 모기지채권 같은 자산을 팔아서 시장에서 돈을 회수하는 것임

## ○ (경제전망) 무역 긴장으로 인해 GDP 성장률은 둔화될 것으로 예상

- 2025년 1분기에 여전히 견조한 GDP 성장이 있었지만, 높아진 관세로 인해 미국으로의 수출이 급감하면서 2분기에는 GDP 성장률이 하락할 것으로 예상
  - 무역 혼란과 높은 불확실성으로 인해 가계소비와 기업투자 역시 부정적인 영향을 받을 것임
  - 2025년 상반기 동안 주택투자는 높은 불확실성으로 인해 전반적으로 정체 상태를 유지할 것으로 예상
  - 수입 감소 폭은 수출보다 작을 것으로 예상되어, 2025년 순수출(net export)은 GDP 성장에 부정적인 기여를 하게 될 것임
  - 2025년에는 노동시장 여건이 더 악화될 것으로 보임
- 2026년에는 경제가 새로운 관세 환경에 적응함에 따라 GDP가 서서히 회복될 것으로 전망
  - 불확실성이 줄어드는 가운데 금리 인하는 기업투자와 가계소비를 뒷받침할 것임
  - 그러나 인구 증가 둔화는 총 소비 증가율을 제약하는 요인이 될 것임
  - 관세 인상으로 수입물가가 오르면서 소비자 물가상승률은 상방 압력을 받을 것으로 예상
    - 그러나 4월 1일부터 연방 연료세가 폐지되면서 에너지 가격이 하락하여, 이러한 물가상승률 압력은 부분적으로 상쇄될 것임
- 근원 물가상승률은 2025년에 더 가파르게 상승한 후, 2026년에는 점차 하락할 것으로 예상
- 경제에 상당한 위험요소가 여전히 존재하며, 이는 현재 매우 불확실한 상황을 반영함
  - 대외적으로는 미국이 캐나다산 수입품에 추가 관세를 부과하거나 미국-멕시코-캐나다 협정(USMCA) 관세부과 면제<sup>18)</sup>를 철회할 가능성이 위험요소로 작용
    - 반대로, 캐나다에 대한 관세가 인하된다면, 경제 전망이 개선될 수 있음

18) 미국은 3월 4일부터 캐나다·멕시코산 제품에 25% 관세를 부과했다가, 이를 뒤 미국-멕시코-캐나다 협정에 따라 원산지 규정을 충족하는 제품은 관세부과를 면제하기로 했음

- 현재 상호관세 부과 90일 유예 기간이 끝난 후, 미국이 다른 국가들에 부과한 관세가 인상되거나 유지될 경우 대외 수요에 영향을 줄 수 있음
- 관세의 규모와 북미 공급망의 높은 상호 연결성을 고려할 때, 이러한 관세가 캐나다 경제에 어떻게 영향을 미칠지에 대해서도 상당한 불확실성이 존재
- 국내적으로는 새 정부의 개혁 정책이 GDP에 상방위험으로 작용할 가능성이 있는 반면, 무역 긴장의 파급효과가 국내 금융 여건에 예상보다 강하게 영향을 미칠 경우에는 GDP에 하방위험이 존재

### ○ (정책제언) 생산성과 국내시장 강화를 위한 개혁이 필요

- 무역 긴장은 캐나다 경제가 미국에 의존하고 있다는 사실을 부각시켰음
- 미국이 여전히 중요한 교역 파트너이긴 하지만, 캐나다는 수출시장을 계속 다양화해야 함
  - 더 나아가, 캐나다는 수출시장 다변화뿐만 아니라 생산성을 높이고 국내시장을 강화할 필요가 있음
- 캐나다 내 각 주간(interprovincial) 교역에 대한 높은 규제 장벽은 ‘캐나다 자유무역협정 (Canadian Free Trade Agreement, CFTA)’의 범위를 확대함으로써 완화해야 함
- 이민자가 해외에서 받은 자격증을 캐나다 전지역에서 인정하면, 이민자의 노동 이동성(labour mobility)이 향상될 수 있음<sup>19)</sup>
- 혁신과 경쟁 환경 개선이 필요
  - 현재의 복잡한 연구개발 세금 혜택 제도를 중소기업과 대기업 모두에게 간소화하고, 더 많은 직접 지원이 포함되어야 함
  - 디지털 및 통신 산업의 경쟁 환경도 더 강화될 수 있음
  - 정부는 인프라에 대한 투자를 확대할 필요
- 마지막으로, 연방 연료세 폐지로 인해 캐나다의 탄소배출 감축 전략에 대한 재평가가 필요할 것임

19) 예를 들어, 이민자가 한국에서 간호사 자격증을 가지고 와도, 캐나다 일부 주에서만 인정되면 직업 선택이 제한됨. 캐나다 전지역적으로 인정 체계를 통일하면, 인력 활용이 더 원활해짐

〈표 III-2〉 캐나다 경제 및 재정전망

(단위: %)

	2022	2023	2024	2025	2026
시장가격기준 국내총생산	4.2	1.5	1.5	1.0	1.1
소비자물가지수(Consumer price index)	6.8	3.9	2.4	2.1	2.1
실업률(Unemployment rate) <sup>1</sup>	5.3	5.4	6.4	7.1	7.3
재정수지(General government financial balance) <sup>2</sup>	0.6	0.1	-2.1	-1.9	-1.7
국가채무(General government gross debt) <sup>2</sup>	98.8	104.0	107.3	107.2	107.1
경상수지(Current account balance) <sup>2</sup>	-0.3	-0.6	-0.5	-0.8	-1.0

주: 1. percentage of labour force

2. percentage of GDP

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p.124., 저자 재작성

### 3. 중국

#### ○ (경제현황) 무역 갈등에도 불구하고 성장세는 안정적

- 2025년 1분기 연간 GDP 성장률은 5.4%로 대체로 안정적이었음
- 소비는 가전제품에 더해 스마트폰까지 포함된 보상판매 프로그램(trade-in programme)<sup>20)</sup>의 확대에 힘입어 유지되었음
- 제조업 투자는 견조한 산업 생산에 힘입어 안정적으로 유지되었고, 인프라 성장도 강세를 보였음
- 그러나 부동산 투자는 여전히 감소하고 있으며, 이는 주택의 과잉 공급을 해소할 필요가 있기 때문임
- 식품 가격의 하락으로 인해 물가는 0% 이하로 유지되고 있음
  - 생산자물가지수도 계속 하락하고 있음
- 수출은 견조한 속도로 증가했으나, 2024년 기준 중국의 직접 상품 수출 중 13.5%를 차지했던 미국으로의 수출품에는 더 높은 관세가 부과되고 있음
  - 이러한 관세는 주요 수출 주체인 민간 기업, 특히 외국계 기업에 불균형하게 영향을 미칠 것임
  - 2024년 말부터 선출하(front-loading) 효과로 수출이 증가했지만, 수입은 감소했음
  - 중국의 보복 관세는 미국산 수입품에 영향을 줄 것임
  - 특정 무역 제품 및 투자에 대한 기존 및 신규 대외 규제는 중국과 미국 간의 무역을 더욱 저해하고, 장기적으로는 공급망 교란 위험을 증가시킬 것임

#### ○ (통화·재정정책) 재정정책의 경기부양책은 강화되고 있고, 통화정책은 지속적으로 성장을 지원

- 2025년에는 재정정책이 더욱 확장적이 되었으며, 4대 예산 계정 중 주요 계정의 공식 재정적자가 GDP 대비 1%p만큼 증가할 계획

20) 소비자가 기존에 사용하던 제품을 반납하고, 그에 대한 일정 금액을 새 제품 구입 시 보상받는 제도

- 공공의료 서비스, 국민 건강보험 보조금, 최소 국민연금 인상, 아동수당, 전국적 보육 서비스 확대 등을 포함한 사회정책 및 이전 지출이 증가할 예정
  - 이러한 정책들과 가전제품 외에 스마트폰까지 포함하는 보상판매 프로그램의 확대는 소비 성향이 높은 저소득층에 가장 큰 혜택을 줄 것임
  - 또한, 의료, 노인 돌봄, 육아 및 가사 서비스 부문의 자유화는 소비를 촉진할 것임
- 새로운 임금 설정 메커니즘(wage-setting mechanism)은 연간 임금 증가율을 높이는 데 도움이 될 것임
- 지방정부의 특수채(special bonds) 사용이 더 유연해져 인프라 지출이 증가할 것임
- 부채가 많은 지방정부의 채무 부담은 완화되고 있으며, 일부 소비세가 지방정부로 이전되고 있음
  - 그러나 하위 국가 정부 수준에서 수입 배분과 지출 책임 간의 근본적인 불균형은 아직 해결되지 않았으며, 지방정부는 부동산 가격 하락으로 인해 여전히 재정적 압박을 받고 있음
- 2026년에는 재정정책이 대체로 중립적일 것으로 예상
- 통화정책 금리는 낮은 수준을 유지할 것이며, 당국은 필요시 이를 추가로 인하하거나 지급준비율(reserve requirement ratio)을 낮출 준비가 되어 있음
  - 5월에는 대출우대금리, 7일물 역환매조건부채권 금리(reverse repo rate)<sup>21)</sup>, 상시대출제도의 금리가 각각 10bp 인하되었고, 지급준비율은 50bp 인하되었음
  - 은행들은 새로운 예금금리 인하에 착수했음
- 일부 주요 국유은행에 자본을 재투입하기 위해 특별 국채가 발행되고 있으며, 이를 통해 이들 은행이 민간부문에 대한 대출을 확대할 수 있도록 지원하고 있음
- 2024년 말에 정부 또는 금융 당국이 시행한 부동산 관련 대출 규제 완화 정책이 2025년에도 지속되어, 신축뿐 아니라 중고 주택(second-hand housing)에 대한 수요 증가를 유도할 것임

21) 역환매조건부채권 금리(reverse repo rate)는 중앙은행이 시중은행으로부터 단기 자금을 흡수할 때 적용하는 금리임. 즉, 시중은행이 중앙은행에 돈을 맡기고 국채 등을 담보로 받는 거래에서, 중앙은행이 지급하는 이자율을 말함.

## ○ (경제전망) 경제성장은 더 높은 무역 장벽으로 인해 제약을 받을 것임

- 2025년에 경제성장이 둔화되고, 2026년에는 부동산 부문 조정의 지속과 높은 무역 장벽으로 인해 경기가 더욱 악화될 것으로 예상
- 미국과의 무역에 대한 관세 수준이 높아지면 수출과 수입이 감소할 것이지만, 2025년에는 수출입의 선출하로 그 영향이 다소 완화될 것임
  - 관세가 무역에 미치는 부정적 영향은 기업의 행정부담 완화, 수출에 대한 부가가치세 전액 환급, 필수 원자재 등 일부 필수적인 성격의 무역 품목, 그리고 미국의 다른 시장으로의 무역 확대를 통해 추가로 완화될 수 있음
  - 그러나 세계경제의 불확실성 증가로 인해 중국의 수출시장에서 수요가 악화되면서 이러한 완화 효과는 제한될 것임
- 소비는 소득 증가와 사회복지 지출 확대에 의해 지지받을 것임
- 수입물가 상승으로 인한 소폭의 물가상승 압력에도 불구하고, 물가상승률은 낮은 수준을 유지할 것임
- 성장에 대한 위협 요인은 하방위험 요인쪽으로 치우쳐 있음
  - 중국과 미국 사이의 무역 제한이 완화되면 경제 전망은 개선될 수 있지만, 글로벌 무역 제한 강화나 해외 경기 둔화는 수출 성장과 산업 생산을 위축시킬 수 있음
  - 정부가 일시적으로 사회 이전지출을 소폭 늘리는 것은 근본적인 사회보장제도 개혁의 대안이 될 수 없으며, 개인들은 미래가 불확실하다고 느껴 저축을 더 많이 하게 될 수 있음
  - 앞으로 또 다른 금융 문제<sup>22)</sup>가 생기면, 부동산 시장이 점진적으로 안정되는 과정이 깨질 수 있음
  - 부동산 시장의 수요 측 규제를 과도하게 완화할 경우, 단기적으로는 더 강한 성장이 나타날 수 있으나, 불균형 누적과 향후 더 큰 조정 위험으로 이어질 수 있음
  - 지방정부의 재정 부족 문제를 늦게 해결하면, 겉으로 드러나지 않은 잠재적인 부채가 더 쌓이고 나중에 해결하려면 많은 비용이 듭

22) 부도, 연체, 대출 회수 같은 금융 문제

- 재정지출 확대가 지출 효율성 제고를 위한 엄격한 조치와 병행된다면, 지출 효과는 커지고 더 높은 경제성장을 이룰 수 있음
- 높은 관세의 영향을 받는 수입 의존형 첨단기술 산업(import-dependent high-technology sectors)에 대한 과도한 보조금은 단기적으로 해당 산업을 육성할 수 있지만, 소중한 재정을 낭비하고 과잉 생산능력을 초래할 수 있음
- 주택담보대출 부담을 줄이고 저소득층을 대상으로 이전지출을 확대하면 소비가 다소 증가할 수 있음

### ○ (정책제언) 구조개혁을 통해 중기적으로 경제성장을 지탱할 수 있음

- 중국의 잠재 성장률은 인구 고령화로 인해 둔화되고 있지만, 중기적으로는 성장을 비교적 강한 수준으로 유지할 수 있는 구조개혁 여지가 충분함
- 현재로서는 미국의 관세 영향 완화를 위해 다양한 조치가 모색되고 있음
  - 많은 제조업 분야에서 치열한 경쟁으로 인해 수익을 줄일 여지가 거의 없기 때문에, 정부는 수출에 대한 부가가치세 환급, 제3국에 대한 관세 인하, 기업의 행정 부담 완화 및 불법 수수료 폐지 등을 통해 기업을 지원하려고 함
- 수익률이 훨씬 높은 서비스 분야에서는 공정경쟁심사제도(Fair Competition Review Mechanism)<sup>23)</sup>의 강화와 지역 보호주의 폐지가 추진되어야 함
- 새로운 사회이전 지출은 소비를 촉진하겠지만, 보다 과감한 사회보장제도 개혁이 필요
- 실업보험은 전 국민을 대상으로 확대되어야 하며, 연금은 자격을 갖춘 모든 사람에게 최소한의 생활수준을 보장해야 함
- 또한, 건강보험이 보장하는 치료 및 약품 목록을 확대하여 의료비가 사람들을 빈곤으로 몰아넣지 않도록 해야 함

23) -공정경쟁심사제도(Fair Competition Review Mechanism)는 정부가 새로운 법률, 규제, 정책 등을 만들거나 개정할 때, 그 내용이 시장 경쟁을 해치지 않는지 사전에 점검하는 제도  
-중국은 2016년부터 이 제도를 본격 도입해 지방정부의 보호주의 정책, 특정 기업에 유리한 조치를 사전에 걸러내고, 공정한 시장경쟁 질서 확립을 강조하고 있음

〈표 III-3〉 중국 경제 및 재정전망

(단위: %)

	2022	2023	2024	2025	2026
시장가격기준 국내총생산	3.1	5.4	5.0	4.7	4.3
소비자물가지수(Consumer price index)	1.9	0.3	0.2	-0.1	1.4
재정수지(General government financial balance) <sup>1</sup>	-7.2	-5.9	-6.5	-7.3	-7.1
경상수지(Current account balance) <sup>1</sup>	2.4	1.4	2.3	3.7	3.2

주: 1. percentage of GDP

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p.131., 저자 재작성

## 4. 유로지역

### ○ (경제현황) 2025년 1분기 EU 지역의 경제는 회복되고 있으나 지정학적 불확실성은 증가

- 2025년 1분기 GDP 성장률은 전분기대비 0.3% 증가
  - 최근 지표들은 경기 반등을 시사했지만, 서비스 부문의 약화와 제조업 활동의 미미한 개선으로 5월의 종합 구매관리자지수(PMI)는 하락하였음
- 4월의 헤드라인 물가상승률은 2.2%로, 3월과 동일한 수준이었음
  - 근원 물가상승률은 3월의 2.4%에서 4월에는 2.7%로 상승했으며, 이는 부분적으로 부활절(Easter) 시점의 영향에 기인
  - 그러나 시장 및 설문 기반 물가상승률 기대치는 2024년 12월 이후 2% 목표 수준에서 대체로 안정적으로 유지되고 있음
  - 서비스 부문 물가상승률도 3월의 3.5%에서 4월에는 연간(annual terms) 4%로 상승했음
- 노동시장은 점차 정상화되고 있으며, 2024년 4분기에는 고용 증가와 명목임금 상승이 모두 둔화되었음
  - 동시에 유로지역의 계절 조정 실업률은 3월 기준 6.2%로 낮은 수준을 유지했음
- 금융 여건은 여전히 다소 제한적인 상태이며, 기업의 대출 수요는 감소하고 있음
  - 반면 주택 담보 대출 및 가계 대출은 계속 반등
  - 파산 건수는 2024년 상반기의 높은 수준에서 2024년 4분기에는 소폭 감소
- 안정적인 에너지 가격과 화학 제품 및 제조업 제품의 수출 증가로, 3월 기준 상품 무역 흑자는 440억유로(유로지역 GDP의 0.3%)를 기록
  - 수출은 고조된 지정학적 긴장과 증가하는 무역 마찰로 인해 선출하의 영향을 받았음
  - 동시에 서비스 무역 수지는 계속 흑자를 유지
  - 최근 12개월간의 경상수지 흑자는 3월 기준 GDP의 2.9%로 증가
- 에너지 원자재 가격은 하락했음
  - 그러나 최근의 에너지 가격 충격에서의 회복은 고르지 않았고, 에너지 집약적 기업들의

생산량과 수익은 감소했음

- 미국은 EU 수입상품에 대해 10%의 관세를 부과했음
  - 철강, 알루미늄, 자동차 및 자동차 부품에 대해서는 25%의 관세를 적용
  - EU는 이에 대한 보복 조치를 4월에 90일간 유예
- EU 회원국들은 우크라이나를 지원하기 위해 400만명이 넘는 우크라이나 난민에 대한 임시보호 조치를 2026년 3월까지 연장했음
  - 이는 일부 산업부문의 노동력 부족을 완화하는 데 기여하고 있음
  - EU는 500억유로 규모의 우크라이나 기금(Ukraine Facility)에서 약 200억유로(유로지역 GDP의 0.1%)를 집행했으며, 최대 350억유로(유로지역 GDP의 0.2%) 규모의 추가 대출도 승인했음
  - 이 자금은 동결된 러시아 자산에서 발생한 수익으로 조달됨

## ○ (통화·재정정책) 거시경제 정책은 점차 덜 긴축적인 방향으로 전환될 예정

- 유로지역 전체의 재정 기조는 2025년에 GDP의 약 0.25%만큼 긴축될 것으로 예상되며, 2026년에는 대체로 변하지 않을 것으로 보임
  - 에너지 위기의 영향을 완화하기 위한 재정 조치는 철회되었으며, '차세대 EU' 프로그램에 따른 지출은 2025년과 2026년에 GDP의 약 1% 규모로 지원될 예정
- 러시아의 우크라이나 침공은 추가적인 군사 지출을 유발했음
  - 이에 따라 방위 목적으로 매년 GDP의 최대 1.5%까지 국가별 예외 조항을 공동으로 활용할 수 있도록 EU의 재정 준칙이 완화되었음
  - 그 결과 향후 4년 동안 약 6,500억유로(유로지역 GDP의 4.3%) 규모의 추가 지출이 가능해졌음
  - 또한, 유럽 안보 조치(Security Action for Europe, SAFE) 도구를 통해 EU 회원국들은 방위비 지출 증가를 지원하기 위해 최대 1,500억유로까지 차입할 수 있음
- 유럽중앙은행(ECB)의 통화정책 기조는 덜 긴축적으로 전환되었음
  - 2024년 6월 이후 예금금리(deposit facility rate)를 총 175bp 인하하여, 2025년 4월

기준 2.25%가 됨

- 정책금리를 2025년 하반기에는 1.75%까지 추가로 인하할 것으로 전망
- 금리 인하는 총수요를 뒷받침할 것으로 보이지만, 물가상승률을 지속적으로 2% 목표 수준까지 낮추기 위해 전반적인 정책 기조는 당분간 신중한 태세를 유지할 것으로 예상
- 단기적인 물가상승률 압력은 노동력 부족과 차세대EU 프로그램에 따른 추가적인 공공지출에서 비롯되며, 해당 지출은 2026년 말까지 GDP의 총 2.5%에 이를 것으로 추정

### ○ (경제전망) 내수가 회복되면서 경제성장이 강화될 것임

- 금융 여건의 완화와 에너지 가격 하락에 힘입어 경제성장은 더욱 강화될 것으로 전망
- 일부 직종에서의 노동력 부족과 역사적으로 낮은 실업률로 인해 노동시장은 계속해서 타이트한 상태를 유지할 것이며, 이는 임금 상승의 정상화를 지연시킬 것임
- 실질 가처분소득 증가가 소비를 뒷받침하겠지만, 물가상승률 하락(disinflation)이 종결됨에 따라 소비 증가 속도는 완만할 수 있음
- 무역 긴장과 관련된 높은 불확실성은 민간투자를 위축시킬 것이나 공공투자는 차세대EU 프로그램을 통한 지출로 뒷받침될 것임
- 노동 비용 압력이 점차 완화됨에 따라, 헤드라인 물가상승률은 더욱 둔화될 것으로 예상
  - 또한 근원 물가상승률이 하락하여 2026년 중반까지 유럽중앙은행의 물가상승률 목표치에 부합하는 수준으로 돌아올 것으로 전망
- 전망에 대한 위험이 하방위험 쪽으로 기울어져 있음
  - 미국의 보복 관세 인상과 EU의 보복 조치 가능성 등 무역 긴장의 심화는 대외 수요를 위축시킬 수 있음
  - 현재 시행 중인 관세는 유로지역으로의 불리한 무역 전환(trade diversion)<sup>24)</sup>을 유발할 수 있음

24) 무역 전환(Trade Diversion)이란 어떤 국가 간에 관세 정책이나 무역 장벽이 도입되면서, 보다 효율적인 무역 파트너(가격이 싸거나 품질이 좋은 국가)에서 비효율적인 다른 국가(가격이 비싸거나 멀리 있는 국가)로 수입처가 전환되는 현상을 의미

- EU의 보복성 무역 조치는 물가상승률 압력을 더욱 높일 수 있음
- 유로지역에는 여전히 금융 안정성에 대한 위협이 존재하며, 상업용 부동산 및 비은행 금융부문에서 일부 취약성이 나타나고 있음
- 긍정적인 측면으로는 가계가 축적한 저축을 더 많이 소비에 활용할 경우 민간소비가 강화될 수 있다는 것임
- 또한 지정학적 불확실성과 무역긴장이 지속적으로 완화되면 물가상승률 하락이 가속화되고 대외수요가 회복되는 데 도움이 될 수 있음

### ○ (정책제언) 신중한 거시경제 정책을 보완하기 위해 구조개혁이 필요

- 상당한 규모의 국방, 에너지 안보, 탈탄소화와 관련된 투자가 필요
  - 국방지출은 증가할 예정이지만, 장기적으로는 부채 발행을 재원으로 삼아서는 안 됨
- 재정 완충여력을 회복하고 고령화 등 다른 지출 압력에 대응하기 위해 재정지출의 우선순위 재조정과 신중한 재정정책이 요구됨
- 차세대EU 기금의 효과적인 집행은 중기적인 생산 능력 확대에 도움이 되지만, 단기적인 물가상승률 위험을 수반하므로 EU 차원에서의 모니터링이 필요
- 새로운 EU 재정준칙은 구조개혁을 장려하고 중기적인 재정 지속가능성을 보장하는 장치를 포함하고 있음
  - 그러나 국가별 예외 조항의 발동이 임박하면서 기존의 초과 재정 적자의 축소가 더 지연될 수 있음
  - 공정한 경쟁 환경을 유지하고 공공자금을 효과적으로 활용하기 위해 국가보조금 규제를 더 이상 완화해서는 안 됨
- 통화정책 기조는 성급하게 완화되어서는 안 되며, 금융부문의 잠재적 취약성에 대응하기 위해 거시건전성 정책 수단을 활용해야 함
- 또한 고숙련 비EU 노동자를 유입하고, EU 내 노동 이동에 대한 규제 및 행정적 부담을 줄이면 노동력 부족을 완화할 수 있음
- 마지막으로, 자본시장연합과 은행연합의 진전은 국경 간 금융 흐름을 촉진하고 민간 투자를 증가시키는 데 도움이 될 수 있음

〈표 III-4〉 유로지역 경제 및 재정전망

(단위: %)

	2022	2023	2024	2025	2026
시장가격기준 국내총생산	3.5	0.5	0.8	1.0	1.2
소비자물가지수(Harmonised index of consumer prices)	8.4	5.4	2.4	2.2	2.0
실업률(Unemployment rate) <sup>1</sup>	6.8	6.6	6.4	6.4	6.2
재정수지(General government financial balance) <sup>2</sup>	-3.5	-3.6	-3.1	-3.1	-3.2
국가채무(General government gross debt) <sup>2</sup>	94.7	94.8	94.0	94.7	95.4
경상수지(Current account balance) <sup>2</sup>	1.1	2.7	3.6	3.1	2.8

주: 1. percentage of labour force

2. percentage of GDP

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p.153., 저자 재작성

## 5. 프랑스

### ○ (경제현황) 정책 불확실성이 커지는 가운데 경제활동이 둔화되고 있음

- 2024년 GDP 성장률은 1.1% 성장하여, 어려운 정책 환경, 정부의 불신임 투표 이후 고조된 불확실성, 그리고 2024년 4분기의 완만한 생산 감소로 2025년 이월 효과(carry-over)<sup>25)</sup>가 줄어든 상황 속에서도 일정한 회복력을 나타냄
- 2025년 1분기에는 주로 재고 축적에 힘입어 GDP가 완만하게 반등했으나, 민간소비는 정체되었고 투자와 순수출 모두 감소했음
  - 그러나 기업투자는 거의 5분기 연속 하락한 이후 최근 2분기 동안 안정세를 보이고 있음
  - 기업 신뢰도는 2024년 8월 이후 장기 평균을 밑돌고 있으며, 가계 신뢰도는 러시아의 우크라이나 침공 이후 최저치를 기록
  - 노동시장은 악화되어 2024년 4분기 고용이 0.3% 감소
  - 물가상승률은 2024년 말과 2025년 초 예상보다 빠르게 하락했으며, 2월의 규제된 전기요금 인하의 영향으로 4월에는 전년대비 0.9%를 기록
  - 근원 물가상승률은 여전히 헤드라인 물가상승률보다 높은 수준을 유지
- 미국이 부과한 관세와 다른 주요국들의 보복 관세 가능성에 대한 불확실성으로 인해 기업의 불확실성이 커짐
  - 프랑스가 EU 상품에 대한 미국의 높은 관세에 직접적으로 노출된 정도는 비교적 제한적이며, 미국은 프랑스 수출의 5%, 수입의 5.3%를 차지하고 있음
  - 그러나 프랑스는 전 세계 수요 둔화, 특히 자국 수출의 55%를 차지하는 유럽의 수요 둔화에 여전히 매우 취약함

### ○ (통화·재정정책) 신용 여건은 개선되는 반면, 재정정책은 긴축될 것임

- 2024년 재정적자는 GDP 대비 5.8%로 예상되며, 이는 이전 예상치보다 약간 낮은 수준

25) carry-over는 전년도(2024년)의 경제 활동이 다음 해(2025년) 성장률에 미치는 영향을 말함, 즉, 2024년 4분기에 생산이 약간 감소했기 때문에 2025년 성장률에 반영되는 '자동 상승 효과(carry-over)'가 줄었다는 의미

- 정부는 2025년 재정적자를 GDP 대비 5.4%로 줄이는 것을 목표로 하고 있으며, 이를 위해 현재 예산 외의 추가 조치를 포함해 구조적 기초재정수지를 1%p 개선해야 함
  - 이 계획이 전면 시행된다면, 2010년 이후 가장 큰 폭의 재정적자 개선이 될 것임
- 정부의 재정건전화 노력은 이번 경제전망에 반영되어 있음
  - 재정건전화의 대부분은 고소득자와 수익성이 큰 대기업, 여행, 탄소 고배출 차량에 대한 특별세(exceptional taxes) 인상에서 나올 것임
  - 지출 측면에서는 지방정부 지출의 둔화, 중앙정부 지출 축소, 저임금 근로자에 대한 보조금 축소, 병가수당 감축, 실업급여 요건 강화 등의 조치가 포함
  - 2026년에 대한 구체적인 재정건전화 계획은 마련되지 않았고 GDP의 0.7% 수준의 재정 노력만이 가정되어 있음
    - 다만 국방비 증가가 재정건전화 계획을 방해할 수 있음
- 2024년 중반 이후 유럽중앙은행(ECB)의 기준금리 인하가 대출 여건을 완화시키면서 기업 및 주택 투자를 점진적으로 뒷받침하고 있음
  - 그러나 민간부문은 이전 고금리 시기에 받은 고정금리 대출로 인해 대출상환 부담이 여전히 큼
  - 신규 주택 대출 금리는 3월에 3.2%로 하락해 2023년 5월 이후 최저치를 기록했고, 기업 신규 대출 금리는 3.76%로 1년 전보다 95bp(0.95%p) 낮아짐
  - 프랑스와 독일 간 국채 금리 차(spread)는 2025년 5월에 68bp로 좁혀졌으며, 이는 2024년 12월 정치 혼란 당시의 정점보다 약 20bp 낮은 수준
  - 그럼에도 불구하고, 이 수치는 장기 평균보다는 높은 수준을 유지하고 있으며, 이는 부채와 경제정책에 대한 지속적인 우려를 반영

## ○ (경제전망) 경제정책의 불확실성 증가는 경제성장 회복을 지연시킬 것임

- 경제성장은 2025년에 크게 둔화될 것으로 예상되며, 고조된 불확실성과 무역 긴장의 확대에 의해 향후 2년간 아웃풋 갭은 더욱 증가할 것임
  - 수출이 성장에 기여하는 정도는 약화될 것임
  - 민간소비는 물가상승 둔화, 과거 물가상승률에 연동된 이전지출, 저축률 감소에 의해

뒷받침되겠지만, 실질소득 증가는 2024년보다 둔화된 임금상승 속도와 소득세 인상으로 제한될 것임

- 성장 둔화에 따라 실업률은 상승할 것으로 예상
  - 사회보장수당(RSA) 수급자가 고용서비스에 등록하고 적극적으로 구직활동을 하도록 요구하는 개혁은 실업률을 높이는 요인이 될 수 있으며, 저임금 보조금의 축소 역시 해당 계층의 고용 가능성을 낮출 수 있음
- 기업투자는 2025년에도 여전히 저조할 것이며, 무역 전망이 약하고 정책 불확실성이 존재하기 때문에 연말에 이르러서야 점진적으로 회복될 것임
- 주택투자는 2024년 4분기부터 건축 허가가 증가한 것을 바탕으로 2025년 중반부터는 회복세로 전환될 것으로 보임
- 공공투자는 지방선거를 앞두고 2025년에 증가할 것으로 예상되지만, 그 속도는 완만할 것임
- 경제 활동 둔화와 프랑스의 낮은 대미 수출입 비중으로 인해 미국산 수입품에 대한 관세의 영향이 제한적이므로, 2025년에는 물가상승률이 더욱 완화될 것으로 보임
- 에너지 가격이 안정되고 서비스 부문 물가 상승이 완화되면서, 헤드라인 물가상승률과 근원 물가상승률 간의 격차는 좁혀질 것으로 보임

■ 전망에 대한 위험이 하방위험 쪽으로 기울어져 있음

- 프랑스와 주요 유럽 교역 파트너의 수출에 대한 관세 인상은 성장을 더욱 약화시킬 수 있음
- 보복성 무역 조치는 물가상승 압력을 높일 수 있음
- 재정건전화에 대한 완화 기조는 성장을 지원할 수 있지만, 공공부채 비율을 높이고 국제 금리를 상승시켜 민간투자를 위축시킬 수 있음
- 올해 후반 국회 내 과반수 확보 실패로 다시금 정책 혼란이 발생할 위험이 있으며, 이로 인한 재정정책의 불확실성은 기업의 투자 결정을 더욱 제약할 수 있음

○ (정책제언) 부채를 안정시키고 잠재 성장률을 높이기 위해서는 광범위한 개혁이 필요

- 프랑스가 공공부채를 안정화하고 줄이기 위해서는 재정건전화 계획을 준수하는 것이 필수적

- 지금까지는 재정건전화 계획이 주로 세금 인상에 집중해왔지만, 중기적인 재정목표를 달성하려면 지출 감축, 왜곡이 적은 세제로의 전환, 잠재 성장을 높이기 위한 구조개혁을 포함하는 포괄적인 전략이 필요
- 고령층의 노동시장 참여 확대를 위해서는 평생 학습, 특히 디지털 기술에 대한 투자에 초점을 맞춰야 함
- 특히 중소기업에서 디지털 기술에 대한 투자를 가속화하려면, 요금과 서비스 제공 조건을 명확히 하고 설치비용을 낮춤으로써 광통신망(fibre) 설치를 확대해야 함
- 혁신 생태계는 강력하고 역동적이지만, 연구개발 인센티브는 획기적인 혁신 잠재력을 가진 중소기업을 더 집중적으로 지원하는 방향으로 조정되어야 함
- 행정 절차의 간소화, 시장 진입에 대한 규제 장벽의 완화, 주요 서비스 분야 규제의 단순화는 경쟁을 촉진하고 신규 자본을 유치하는 데 도움이 될 것임

〈표 III-5〉 프랑스 경제 및 재정전망

(단위: %)

	2022	2023	2024	2025	2026
시장가격기준 국내총생산	2.6	1.1	1.1	0.6	0.9
소비자물가지수(Harmonised index of consumer prices)	5.9	5.7	2.3	1.2	1.7
실업률(Unemployment rate) <sup>1</sup>	7.3	7.4	7.4	7.8	7.6
재정수지(General government financial balance) <sup>2</sup>	-4.7	-5.4	-5.8	-5.4	-5.0
국가채무(General government gross debt) <sup>2</sup>	115.5	116.4	116.4	120.0	123.1
경상수지(Current account balance) <sup>2</sup>	-1.2	-1.0	0.4	-0.2	-0.1

주: 1. percentage of labour force

2. percentage of GDP출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p.160., 저자 재작성

## 6. 독일

### ○ (경제현황) 대외수요 부진과 높은 불확실성은 경제활동에 부담을 주고 있음

- 2025년 1분기 실질 GDP 성장률은 계절조정 연율 기준으로 1.7% 증가했으며, 이는 주로 민간소비와 투자가 견인했음
- 에너지 가격은 우크라이나 전쟁 이전보다 여전히 높아, 특히 에너지 집약적인 산업의 생산에 영향을 주고 있음
  - 3월의 월간 제조업 생산은 3% 증가했으나, 전년동월대비로는 0.2% 낮은 수준이었음
- 2024년에 실질 임금이 3.1% 증가했음에도 불구하고, 높은 국내정책 불확실성으로 인해 민간소비 회복은 더뎠음
  - 그러나 2월의 연방 선거와 3월의 재정준칙 개혁 이후 정책 불확실성은 줄어들었음
- 무역정책의 불확실성 확대에도 불구하고, 3월 이후 Ifo 기업기대지수(ifo business expectations indicator)<sup>26)</sup>는 상승
- 3월 소매 판매량은 0.2% 감소했지만, 전년동월대비로는 2.2% 높은 수준
- 연간 헤드라인 물가상승률은 3월 2.3%에서 4월 2.2%로 하락했으며, 이는 주로 에너지 가격 하락에 기인
  - 하지만 4월 근원 물가상승률은 3.1%로 여전히 높았으며, 이는 명목임금 상승으로 인한 4.5%의 높은 서비스 가격 물가상승률에 기인
- 노동시장이 다소 진정되었지만, 여전히 낮은 실업률과 높은 빈 일자리수는 노동력 부족이 계속되고 있음을 나타냄
- 주요 수출시장에서의 중국과의 경쟁 심화 및 보호무역주의 확산으로 인해 수출 물량이 줄었고, 그 결과 2024년 하반기에 수출이 크게 감소했음
  - 하지만 2025년 3월에는 수출 단가 상승과 제조업의 고부가가치 제품위주로 생산전환 덕분에 명목수출이 전년동월대비 2.3% 증가했음

26) ifo 기업기대지수는 독일 경제의 선행 지표로서, 기업가들의 현재 사업 상황과 향후 6개월간의 기대 심리를 측정

- 최근 미국의 향후 무역 정책에 대한 불확실성 증가로 인해 2025년 1분기 수출에 선출하 현상이 나타났음
- 전체 상품 수출의 약 10%가 미국으로 수출되기 때문에, 미국의 높은 관세는 제조업체에 큰 영향을 미칠 것임

## ○ (통화·재정정책) 국방 지출과 인프라 투자는 크게 증가할 예정

- 재정기조는 2025년에 GDP의 0.3%만큼 긴축되고, 2026년에는 GDP의 0.9%만큼 확장될 예정
  - 이전 연립정부의 붕괴와 2025년 예산 협상의 실패로 인해, 2025년에는 2024년의 명목 지출 수준을 연장하는 잠정 예산이 시행됨
  - 하지만 최근 국가 재정준칙 개혁으로 향후 몇 년간 국방 및 인프라 투자 확대가 가능해졌음
  - 국방, 민간 보호, 정보 기관, IT 시스템 보호, 국제법 위반으로 공격받은 국가에 대한 지원 등의 분야에서 GDP의 1%를 초과하는 추가 지출은 재정준칙의 적용을 받지 않음
- 특별 인프라 기금은 향후 12년간 인프라와 녹색 전환을 위한 추가 투자에 최대 5,000억유로(GDP의 약 12%)를 지원할 예정
  - 또한, 지방정부의 구조적 재정적자 한도는 GDP의 0%에서 0.35%로 상향되며, 새로운 인프라 기금 중 1,000억유로가 지방 공공투자에 배정
- 2025년과 2026년 예산 승인, 투자 세부계획 수립, 인프라 계획 및 조달 절차 등에 시간이 소요되기 때문에, 이번 개혁의 공공투자에 대한 효과는 2026년부터 가시화될 것으로 예상
- 새로운 연립정부 구성을 위한 협상이 성공적으로 마무리되었음
  - 연정 협약에 제시된 정책 계획은 국방 및 치안 강화, 대규모 인프라 적체(backlog)<sup>27)</sup> 해소, 경제침체의 회복, 공공행정의 현대화 및 디지털화, 숙련 인력 부족 해결의 필요성을 강조하고 있음
    - 연정 협약은 설비 투자에 대한 감가상각 공제를 확대하고, 전기세 및 송전 요금을 인하하며, 에너지 다소비 기업에 대한 보조금을 늘리고, 전기차 보조금과 통근 수당 인상을 통해

27) 인프라 적체(backlog)란 도로, 철도, 교통, 통신망, 상하수도 등 공공 인프라 시설이 오래되었거나 유지·보수가 제때 되지 못하고 쌓여 있는 상태를 말함

자동차 산업을 지원할 계획임

- 또한, 노동공급을 늘리기 위해 초과근무로 얻은 추가 소득, 시간제에서 전일제로 전환한 경우의 임금 프리미엄, 정년 초과 근로자의 소득에 대해 세금을 면제하는 등의 인센티브가 계획되어 있음

## ○ (경제전망) 회복은 내수에 의해 주도될 것임

- GDP 성장률은 2025년 0.4%, 2026년 1.2% 증가할 것으로 예상
  - 민간소비는 물가상승률 하락, 명목임금 상승, 국내정책 불확실성 감소로 인해 증가할 것임
- 무역정책의 높은 불확실성은 수출지향적(export-oriented) 제조업의 투자를 저해하겠지만, 민간투자는 기업 저축 증가, 금리 하락, 녹색전환 기업 지원 등에 힘입어 전반적으로 회복될 것으로 보임
- 국방 및 인프라에 대한 공공투자는 재정준칙의 유연성 증가와 대규모 투자 수요에 따라 크게 증가할 것임
- 미국의 관세 인상은 수출 수요에 부담을 줄 것임
- 헤드라인 물가상승률은 2026년에 2% 수준으로 수렴하겠지만, 근원 물가상승률은 숙련 인력 부족, 공공투자 및 내수 증가로 인한 임금 상승 효과 때문에 고착화될 가능성이 있음
- 독일의 제조업이 세계 공급망에 고도로 통합되어 있고 미국이 주요 수출시장인 만큼, 무역정책 갈등의 심화는 GDP에 부정적인 영향을 줄 수 있음
- 공공조달과 인프라 계획 및 승인 절차가 신속히 진행되지 않으면 공공투자 사업의 실행이 지연되어 2026년 GDP 성장률이 낮아질 수 있음
  - 또한, 경제의 공급 측을 지원하는 구조개혁이 시행되지 않을 경우, 공공투자 확대에 따른 수요 충격이 물가상승 압력으로 이어질 수 있음

## ○ (정책제언) 재정준칙 개혁은 구조개혁과 함께 이루어져야 할 필요

- 공공투자 사업의 신속하고 효율적인 실행을 위해 공공조달, 인프라 계획 및 승인 절차의 추가적인 간소화와 통합, 지방정부 수준에서 공공행정의 역량강화가 필요

- 물가상승률의 상승압력을 피하기 위해서는 재정준칙 개혁과 구조개혁을 병행하는 것이 필수적임
- 건설업과 서비스업에서 기업의 진입과 성장을 막는 행정적 부담과 규제 장벽을 줄이는 것이 경쟁을 강화하고 기업 활력, 투자, 혁신을 회복하는 데 핵심임
  - 이를 위해서는 공공행정의 디지털화를 가속화하고, 공통의 IT 기준을 의무화하며, 정부 각급의 기존 규제와 행정절차를 검토·간소화·통합하려는 노력을 확대해야 함
- 직업 진입 규제와 창업에 필요한 인허가 요건을 완화하여 경쟁을 강화해야 함
  - 예를 들어 기업 자산에 대한 상속세 면제를 축소하는 방식으로 세금 부담을 노동에서 자본소득 및 자산으로 전환하면 노동공급 유인을 높이는 데 도움이 됨
- 조기 퇴직에 대한 인센티브를 줄이면 고령 근로자의 근로 유인이 높아지고, 고령화로 인한 재정압박이 증가하는 가운데 연금지출을 안정화하는 데 도움이 될 것임
- 숙련 인력 부족을 해결하기 위해서는 공식 직업교육(VET)<sup>28)</sup> 학위 취득 지원을 포함해 근로자와 실업자를 위한 훈련 기회를 확대하는 것이 중요함

〈표 III-6〉 독일 경제 및 재정전망

(단위: %)

	2022	2023	2024	2025	2026
시장가격기준 국내총생산	1.4	-0.1	-0.2	0.4	1.2
소비자물가지수(Harmonised index of consumer prices)	8.7	6.0	2.5	2.4	2.1
실업률(Unemployment rate) <sup>1</sup>	3.1	3.0	3.4	3.6	3.5
재정수지(General government financial balance) <sup>2</sup>	-2.2	-2.5	-2.7	-2.7	-3.3
국가채무(General government gross debt) <sup>2</sup>	64.7	63.8	63.2	64.2	65.5
경상수지(Current account balance) <sup>2</sup>	3.9	5.6	5.7	4.8	3.7

주: 1. percentage of labour force

2. percentage of GDP

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p.164., 저자 재작성

28) VET는 'Vocational Education and Training Degrees'의 약자로, 직업 중심의 교육과정을 이수하고 받는 학위를 의미하며, 고등교육(대학 학위)과는 다른 경로로 인정됨

## 7. 일본

### ○ (경제현황) 견고한 이익과 임금 상승이 내수를 뒷받침하고 있음

- 2025년 1분기 GDP는 감소했지만, 내수는 견조하게 성장했음
- 기업 이익이 높은 가운데 설비투자가 증가했으며, 기계수주 잔고(backlog)는 사상 최고치를 기록
- 미국의 관세 영향을 충분히 반영하지 않은 일본중앙은행의 3월 탄간조사는 향후 충분한 투자 계획을 시사했음
- 명목임금 상승과 견조한 노동시장 성과에도 불구하고, 높은 물가상승률 속에서 소비자 신뢰가 하락하여 2025년 1분기 소비는 정체되었음
  - 1월부터 3월 사이 전기 및 도시가스 보조금이 재개되었음에도 불구하고 식료품 물가 상승세가 지속되면서, 4월 소비자물가지수 기준 연간 헤드라인 물가상승률은 3.6%를 기록
- 5월 2일 기준으로 기본급이 3.8% 인상된 2025회계연도 임금협상의 결과는 지난해보다 높은 수준임
- 2024년 일본 전체 상품수출의 20%를 차지하는 주요 수출 대상국인 미국은 2025년 4월 중순부터 철강 및 알루미늄 제품, 자동차 및 자동차 부품에 대해 관세를 부과하고, 추가로 10%의 일률적인 관세를 적용했음
  - 미국으로의 자동차 수출이 전체의 6%를 차지하므로 관세인상이 일본경제에 미치는 영향은 직접적이며, 높은 불확실성과 낮은 세계 경제성장으로 인한 간접적인 영향도 나타날 것임
  - 이 전망은 일본이 무역정책에 대한 보복 조치를 취하지 않는다는 가정하에 작성되었음
- 2025년 1분기 수입과 재고는 크게 증가했으며, 이는 무역 불확실성이 커지는 상황에서 기업들의 선제적 대응 행동을 반영한 것임
- 주로 중국 관광객이 일본으로 입국하는 관광이 크게 증가했음

## ○ (통화·재정정책) 거시경제 지원은 점차 감소할 것으로 전망

- 일본중앙은행은 1월 기준금리를 약 0.25%에서 0.5%로 인상했으며, 이는 17년 만에 가장 높은 수준
  - 일본중앙은행은 매 분기 약 4천억엔씩 일본국채(JGB) 매입을 줄이고 있으며, 2026년 1분기까지 약 3조엔, 2026년 3월까지 전체 보유량의 7-8%를 줄이는 목표를 순조롭게 진행 중임
  - 일본중앙은행의 탄칸조사에 따르면, 기업들의 물가상승률 기대치는 1년, 3년, 5년 후 각각 2.5%, 2.4%, 2.3%로 다소 상승했음
  - 물가상승률과 임금 상승을 고려하면 통화 완화는 점진적으로 축소되어야 하며, 기준금리는 2026년 하반기에 1.25%까지 오를 것으로 예상
  - 높은 불확실성 속에서는 면밀한 모니터링과 데이터 기반의 통화정책 정상화 속도 조절이 필요
- 2025년과 2026년에 추가경정예산이 없다는 가정하에, 구조적 기초재정수지적자는 재정건전화 덕분에 2024년 GDP 대비 1.5%에서 2026년에는 0.6%로 줄어들 것으로 예상
- OECD 전망에 따르면, 2026 회계연도에는 재난 대응을 위한 공공투자가 GDP의 0.2% 증가하고, 2025-2026년 사이에는 고등학교 등록금 지원이 GDP의 0.1%, 국방비 지출이 0.2% 증가할 것으로 보임
  - 반면, 2026년 4월에는 방위비 증가 재원을 마련하기 위해 법인세율이 4%p 인상될 예정
- 전기 및 도시가스 요금에 대한 보조금은 2025년 7월에서 9월 사이에 재개될 예정
- 유가 하락을 고려하여, 휘발유 가격 보조금은 2025년 말에 단계적으로 종료될 것으로 전망
- 명목 성장률이 부채 상환 비용을 상회함에 따라, GDP 대비 총공공부채 비율은 2023년 227%에서 2026년 213%로 감소할 것으로 전망

## ○ (경제전망) 내수는 성장을 견인하지만 상당한 위험에 직면했음

- 실질 GDP는 2025년과 2026년에 각각 0.7%, 0.4% 성장할 것으로 예상되며, 이는 내수가 주도할 것임
  - 강한 임금 상승이 민간 소비를 뒷받침할 것임
  - 불확실성이라는 역풍에도 불구하고, 높은 기업 이익, 기계류 수주 잔고, 정부 보조금 덕분에 2025년에는 설비투자가 견조할 것으로 보임
  - 더 엄격한 무역 규제, 낮은 글로벌 수요, 교역국 무역정책에 대한 불확실성 증가는 수출에 부담을 주어 성장세를 둔화시킬 것임
  - 식품 물가가 둔화되기 전까지 소비자물가상승률이 2025년에 2.8%까지 오르다가, 2026년에는 2% 목표치에 수렴할 것으로 전망
- 전반적인 위험요인은 하방위험에 치우쳐 있음
  - 기대보다 약한 대외수요와 금융시장 급변은 성장률을 낮출 수 있음
  - 급격한 엔화절상은 기업 이익과 임금 상승이 감소해, 민간소비와 투자가 예상보다 줄어들 수 있음
  - 채권 및 주가의 급격한 변화는 금융시장을 불안정하게 만들고, 민간 금융기관, 정부, 공적연기금의 재무 상태에 악영향을 줄 수 있음
  - 장기 일본국채 금리는 5월에 이미 사상 최고치로 치솟았음
  - 일본의 재정지속가능성에 대한 신뢰 상실과 국가 위험 프리미엄 상승은 금융 부문과 실물 경제에 악영향을 줄 수 있음
  - 주요 상방위험요인은 국제 공급망의 빠른 재구성, 새로운 수출 경로의 개척, 미국과의 관세 합의로 인한 수출 증가 가능성이 있음

## ○ (정책제언) 재정 완충여력을 재건하고 잠재 성장률을 높이는 것이 우선과제

- 고령화에 따른 의료 및 장기요양 지출과 이자비용 상승은 중기적으로 재정지속가능성 문제를 악화시킬 것임
- 구체적인 수입 및 지출 조치를 바탕으로 한 중기 재정건전화 계획이 필요하며, 이를

철저히 준수해야 함

- 추가경정예산은 대규모 충격 발생 시에만 사용되어야 함
- 물가 상승이나 관세 부담을 줄이기 위한 추가적인 정부 지원이 재정건전성 계획을 망칠 수도 있으므로, 만약 그런 지원을 하게 된다면 타기팅된 대상에게만 한시적으로 해야 할 필요
- 지난 10년간 자본과 노동의 비효율적 배분, 인구고령화가 투자와 총요소생산성 성장을 저해해왔음
- 연구개발(R&D) 세액공제 개편, 대학과 중소기업 간 연계 강화 등 혁신 시스템 개편과 스타트업 지원 확대는 생산성과 신기술·디지털화에 대한 투자를 높일 수 있음
- 노동절약형(labour-saving) 및 노동보완형(labour-augmenting) 기술<sup>29)</sup>에 대한 투자, 변화하는 기술 요구에 맞춰 재교육과 기술 향상을 실시하는 것 역시 중요함
- 노동 이동성 증가는 지식 이전과 생산성 향상에 기여할 수 있음
- 고령자, 여성, 이주 노동자의 노동공급을 늘리기 위한 개혁도 인구구조 변화에 대응하기 위해 지속되어야 함

〈표 III-7〉 일본 경제 및 재정전망

(단위: %)

	2022	2023	2024	2025	2026
시장가격기준 국내총생산	0.9	1.4	0.2	0.7	0.4
소비자물가지수(Consumer price index)	2.5	3.3	2.7	2.8	2.0
실업률(Unemployment rate) <sup>1</sup>	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5
재정수지(General government financial balance) <sup>2</sup>	-4.2	-2.3	-2.0	-1.6	-1.2
국가채무(General government gross debt) <sup>2</sup>	240.1	226.8	222.1	216.5	212.5
경상수지(Current account balance) <sup>2</sup>	1.9	3.8	4.8	5.0	4.9

주: 1. percentage of labour force  
2. percentage of GDP

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p.195., 저자 재작성

29) 1) 노동절약형(labour-saving) 기술은 노동의 필요량을 줄여주는 기술로 같은 생산량을 더 적은 노동력으로 달성할 수 있게 만들어 주며, 예를 들어 자동화 설비, 로봇 시스템, 무인 계산기 등이 있음  
2) 노동보완형(labour-augmenting) 기술은 노동자의 생산성을 높여주는 기술로 노동을 대체하는 것이 아니라 노동을 강화하며, 예를 들어 의사의 진단을 도와주는 AI 시스템이 있음

## 8. 한국

### ○ (경제현황) 불확실한 환경이 신뢰를 시험하고 있음

- 2024년 12월 3일 선포된 계엄령은 이미 약했던 내수에 또 한 번의 타격을 주었음
  - 소비자와 기업의 신뢰는 기대에 못 미치고 있으며, 2025년 1분기 GDP는 기업투자와 주택투자를 억제한 일시적 요인들로 인해 위축되었음
  - 대통령 탄핵 사건의 해결은 신뢰 회복에 긍정적인 영향을 줄 수 있지만, 관세 및 국제 무역과 관련된 불확실성은 그와 반대되는 방향으로 작용하고 있음
  - 고용은 2024년 말에 최저점을 기록했고, 실업률은 최근의 정점을 지나 감소하고 있음
  - 2025년 초에는 소매판매량이 감소했고, 주택 가격과 건설 수주도 하락세를 보이고 있음
  - 최근의 물가상승률은 대체로 2% 목표치에 부합하며, 4월 기준으로 헤드라인 물가상승률은 2.1%, 근원 물가상승률은 2.4%를 기록했음
  - 한국의 대미 수출에 적용되는 실효관세율이 1%에서 16%로 상승했으며, 한국은 미국에 대해 직접적으로나 세계 가치사슬 참여를 통해 상당한 무역 노출도를 가지고 있음
  - 정부는 협상을 추진할 예정이며, 단기적으로는 미국에 대해 보복 관세를 부과하는 방식으로 대응할 가능성은 낮음
  - 2025년 1분기 통관 수출은 예상과 달리 증가세를 보이지 않고 정체 상태를 나타냈는데, 이는 관세부과 이전에 수출을 앞당기는 선출하가 증가할 것이라는 기대와는 다른 결과였음

### ○ (통화·재정정책) 통화정책은 완화되고 있는 반면, 재정정책 기조는 여전히 긴축적임

- 한국의 중앙은행은 2월에 기준금리를 2.75%로 인하하였으며, 이는 여전히 다소 긴축적인 수준임
  - 2025년 중에 기준금리를 총 75bp 추가로 인하하여, 국내수요를 촉진하고 관세 인상 및 불확실성으로 인한 성장 둔화를 상쇄할 것으로 예상
  - 이후 기준금리는 2026년 말까지 2% 수준에서 유지될 것으로 예상
- GDP의 0.1% 규모에 해당하는 추가경정예산이 법제화되었으며, 이 지출은 2분기에 조기

집행될 것으로 예상

- 재정정책은 긴축적으로 유지될 것으로 보이며 2025-26년 동안 GDP 대비 1.1%의 재정 건전화기 이루어질 것으로 예상되는데, 이는 지난 2년간 부진했던 법인세 수입의 일부 회복에 기인

### ○ (경제전망) 관세와 불확실성이 성장을 저해하고 있음

- GDP는 2025년 1.0%, 2026년에는 2.2% 성장할 것으로 예상
  - 실질소득 증가와 노동시장 여건 개선에 힘입어 가계소비는 점차 회복될 것임
  - 기업투자와 주택투자는 2025년 2분기부터 반등할 것으로 보임
  - 물가는 2% 목표 수준에서 안정적으로 유지될 것으로 예상
- 주요 교역국들의 장기적인 경기 둔화와 확산되는 보호무역주의는 한국의 수출 의존적인 경제에 추가적인 부담을 줄 수 있음

### ○ (정책제언) 단기적인 재정지원이 장기적인 재정 악화로 이어져서는 안됨

- 국내수요가 부진한 점을 고려할 때 통화정책을 추가로 완화할 필요가 있으며, 이는 높은 불확실성 속에서도 투자를 촉진하는 데 도움이 될 것임
- 단기적으로는 재정지원도 적절할 수 있으나, 최근 몇 년간 정부부채가 급격히 증가하였고 계획대로 재정적자를 줄이는 것이 어려웠음
  - 따라서 여야 간의 추가 지출 합의는 앞으로 재정을 지속가능한 경로에 올려놓겠다는 초당적 약속(bipartisan commitment)으로 이어져야 함
- 무역 및 외국인직접투자(FDI) 장벽을 낮추고, 환경세, 배출권 거래제에서의 경매 확대, 기업에 대한 정부지원의 효율화와 같은 성장친화적 재정조치를 병행하면 투자를 강화할 수 있음
- 노동시장의 이중구조를 완화하고, 연공서열 중심의 임금체계를 성과 중심으로 전환하며, 차별금지법을 체계적으로 집행하는 등의 노동시장 개혁은 경제성장을 촉진하고 노인 빈곤을 완화하며, 출산에 따른 높은 기회비용을 줄이는 데 기여할 수 있음

〈표 III-8〉 한국 경제 및 재정전망

(단위: %)

	2022	2023	2024	2025	2026
시장가격기준 국내총생산	2.7	1.4	2.1	1.0	2.2
소비자물가지수(Consumer price index)	5.1	3.6	2.3	2.1	2.0
실업률(Unemployment rate) <sup>1)</sup>	2.9	2.7	2.8	2.9	2.8
재정수지(General government financial balance) <sup>2)</sup>	0.0	-0.7	-3.0	-3.0	-2.4
국가채무(General government gross debt) <sup>2)</sup>	46.2	48.9	50.7	52.8	54.2
경상수지(Current account balance) <sup>2)</sup>	1.3	1.8	5.3	5.7	5.6

주: 1. percentage of labour force

2. percentage of GDP

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p.199., 저자 재작성

## 9. 네덜란드

### ○ (경제현황) 경제는 여전히 회복력을 유지하고 있음

- 2025년 1분기 GDP 성장률은 전분기대비 0.1%로 둔화되었으며, 이는 2024년 4분기 0.4%에서 감소한 수치
  - 가계지출과 고정자산 투자 부진이 경제에 부담을 주었지만, 이는 민간소비 증가와 재고 감소폭 축소로 일부 상쇄되었음
  - 4월 헤드라인 물가상승률은 전분기 3.4%에서 4.1%로 상승했는데, 이는 식품 및 서비스 가격 상승에 기인
  - 단체협약에 따른 연간 임금상승률은 전분기 6.6%에서 5.5%로 둔화되었음
  - 노동시장은 여전히 타이트하여 빈 일자리수가 수가 실업자 수를 상회하고 있으며, 4월 실업률은 3.8%로 안정적인 수준을 유지했음
  - 소비자심리는 1월부터 4월까지 계속 하락했음
  - 기업심리는 2025년 초 완만한 반등을 보인 후 4월에 다시 하락하여 장기 평균치를 하회했음
- 무역에 의존하는 경제구조를 가진 네덜란드는 세계무역 변화에 영향을 받음
  - 전체 상품 수출의 약 5.7%가 미국으로 수출됨
  - 그러나 가장 중요한 수출품인 반도체 장비와 의약품은 지금까지 미국의 EU산 제품에 대한 수입관세 인상에서 제외되어 왔음
  - 간접적으로는 글로벌 가치사슬(Global Value Chains, GVCs)에 깊이 통합되어 있고 EU 무역의 물류 중심지 역할을 하는 만큼, 세계무역 둔화는 네덜란드 경제에 영향을 미칠 것임

### ○ (통화·재정정책) 재정정책은 확장적

- 2025-2026년 재정기조는 확장적일 것으로 예상되며, 잠재 GDP의 약 1.4%에 달하는 재정 완화(fiscal easing)가 단기적인 경제성장을 뒷받침하는 반면, 정부의 재정수지는 악화될 것으로 보임

- GDP 대비 재정적자는 정부의 보건의료, 주거, 국방지출 확대 계획에 따라 2024년 0.9%에서 2026년에는 2.8%로 증가할 것으로 전망
  - 이러한 지출 증가는 교육, 공공서비스, 개발원조 분야의 지출 삭감으로 일부 상쇄될 예정
- 2026년에는 군인연금을 네덜란드 공무원 연기금(Dutch civil service pension fund)으로 이관하는 것이 재정수지에 추가적인 부담을 줄 것임
- 정부는 저소득 및 중산층 가계의 구매력을 지원하기 위해 소득세에 새로운 세율 구간을 도입했으며, 이는 2025년 초부터 시행되어 향후 재정 수입을 감소시킬 것임
- 전체적으로 국가부채 비율은 2024년의 역사적으로 낮은 수준인 GDP 대비 43.3%에서 2026년에는 46.8%로 상승할 것으로 예상

### ○ (경제전망) 성장세는 회복될 전망이지만, 다양한 위험요인이 존재

- 지속적인 세계 역풍(headwinds) 속에서도 견고한 내수에 힘입어, GDP는 2025년 1.3%, 2026년 1.1%로 완만하게 성장할 것으로 예상
- 민간소비는 실질 소득이 물가상승률을 상회하는 임금 증가로 인해 주요 성장동력이 될 것이나, 낮은 소비자신뢰는 경기회복 속도를 둔화시킬 수 있음
- 금리 하락과 정부지출 증가에 힘입어 투자는 회복될 전망이나, 불확실성, 금융 여건의 경색, 공급 제약 등이 회복세에 부담을 줄 수 있음
- 지속적인 무역 분열, 관세 불확실성, 세계경제 성장 둔화를 반영하여 대외 수요는 부진할 것으로 예상
- 연간 헤드라인 물가상승률은 2025년 2.9%, 2026년 2.5%로 느리게 하락할 전망이며, 근원 물가상승률은 2026년 2.6%로 둔화되지만 여전히 높은 수준을 유지할 것으로 보임
  - 이는 인건비 상승이 서비스 물가에 계속해서 상방 압력을 가하기 때문임
- 파산율은 상승하겠지만, 노동시장이 여전히 타이트한 상태이기 때문에 실업률은 2024년 3.7%에서 2026년 4%로 소폭 증가하는 데 그칠 것임
- 경제전망에는 주로 지정학적 긴장 고조와 무역 분열에 따른 중대한 하방위험이 존재함
  - 국내적으로는 노동시장의 타이트함이 주요 위험요인으로 남아 있음

- 임금 상승세가 지속되면 물가상승 압력이 유지될 수 있으며, 특히 유로지역 정책금리가 인하되면서 네덜란드의 물가가 높은 상태를 유지할 경우 그 영향이 더 클 수 있음
  - 이러한 상황은 가격 경쟁력을 약화시키고 구매력을 떨어뜨리며 민간 소비를 둔화시킬 수 있지만, 동시에 노동시장의 타이트함을 완화하는 데 도움이 될 수도 있음
- 또한, 무역 전환은 수입 가격을 낮춰 물가상승률에 하방압력을 가할 수 있음

### ○ (정책제언) 조세 효율성 제고는 경제성장을 뒷받침할 것임

- 네덜란드는 건전한 재정 여건 덕분에 완만한 확장적 재정기조를 유지할 여지가 있지만, 인구고령화의 진전과 녹색 전환을 위한 대규모 투자 수요가 중기적인 재정지속가능성을 시험할 것임
- 에너지 구성에서 재생에너지 비중을 높이기 위해, 정부는 전력망에 대한 투자를 지원해야 함
- 오랜 기간 지속되어 온 구조적 문제 역시 해결이 필요하며, 특히 노동시장 압력 완화와 생산성 향상에 집중해야 함
- 조세 및 복지 체계를 단순화하고 자가소유 주택(owner-occupied housing)에 유리한 왜곡을 제거<sup>30)</sup>하면, 생산성을 높이는 투자가 촉진되고 노동시장의 긴장도 완화될 수 있음
- 특히 중소기업을 중심으로 디지털 기술역량을 강화하고 디지털 기술 도입을 확대하면, 생산성 향상과 경쟁력 유지에 도움이 될 것임

30) 자가소유 주택에 과도하게 유리한 세제 혜택이나 보조 정책을 줄이는 것임

〈표 III-9〉 네덜란드 경제 및 재정전망

(단위: %)

	2022	2023	2024	2025	2026
시장가격기준 국내총생산	5.0	0.1	1.0	1.3	1.1
조화소비자물가지수(Harmonised index of consumer prices)	11.6	4.1	3.2	2.9	2.5
실업률(Unemployment rate) <sup>1)</sup>	3.5	3.5	3.7	3.9	4.0
재정수지(General government financial balance) <sup>2)</sup>	0.0	-0.4	-0.9	-2.3	-2.8
국가채무(General government gross debt) <sup>2)</sup>	52.7	49.8	47.5	48.3	50.0
마스트리히트 국가채무(Maastricht definition) <sup>2,3)</sup>	48.4	45.2	43.3	44.7	46.8
경상수지(Current account balance) <sup>2)</sup>	6.6	9.9	9.9	9.3	9.1

주: 1. percentage of labour force

2. percentage of GDP

3. 마스트리히트 정의는 일반 정부 채무를 시장 가치가 아닌 액면가를 기준으로 하며 대출, 채무 증권, 통화 및 예금만을 포함

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p.217., 저자 재작성

## 10. 스웨덴

### ○ (경제현황) 성장 모멘텀이 미약

- 2024년 말에는 물가상승률 완화와 통화 완화에 힘입어 경제활동이 지속적으로 회복되었음
- 그러나 월별 GDP와 산업생산을 포함한 최근 지표들은 2025년 초에 성장 모멘텀이 약화되었음을 보여줌
  - 국내수요는 여전히 부진함
  - 스웨덴 중앙은행(Riksbank)의 주요 지표인 주택담보대출 고정금리(fixed mortgage rate)를 반영한 소비자물가지수(Consumer Price Index, CPI)로 측정된 물가상승률은 식료품 가격 상승과 소비구성 품목 변경으로 일시적으로 급등한 후 다시 하락하고 있음
  - 2025-26년의 임금상승률은 산업별 합의된 임금 인상과 일치하게 총 6.4%의 제한적인 수준을 유지할 것으로 보임
  - 노동시장은 안정화 조짐을 보였으나, 선행지표들은 단기에 노동시장 여건이 추가적으로 악화될 것을 보여줌
  - 경기에 대한 기업들의 낙관적 기대감은 최근 정체된 상태이며, 고용을 늘리려는 계획도 줄어들고 있음
  - 가계의 소비 심리는 급격히 악화되었으며, 특히 실업에 대한 불안감이 커진 상황임
  - 가계 저축률은 감소하고 있으나, 역사적 기준으로 보면 여전히 높은 수준임
- 특히 독일과 기타 유로지역 국가들의 수요 부진이 스웨덴의 수출에 계속해서 부담을 주고 있음
  - 스웨덴의 다변화된 수출 포트폴리오는 무역 교란과 미국의 스웨덴산 수입품에 대한 관세 인상에 어느 정도 회복력을 제공하지만, 미국 내 제조나 조립 시설이 없는 자동차 및 철강 산업은 점점 더 큰 어려움에 직면하고 있음

### ○ (통화·재정정책) 통화정책 완화는 중단된 반면, 재정정책은 다소 확장적으로 전환되고 있음

- 중앙은행은 2025년 3월 물가상승률 증가에 대응하여 통화 완화를 중단하고 정책금리를 2.25%로 유지했음

- 정책금리는 2026년 말까지 대체로 중립적인 수준에서 유지될 것으로 예상
  - 국내수요가 부진한 상황에서, 2025년 예산안에는 GDP의 약 0.9%에 해당하는 새로운 조치들이 포함되었음
    - 새로운 조치에는 연료 및 연금에 대한 세금감면, 근로소득세 공제 확대, 투자 저축에 대한 세율 인하 등이 포함됨
  - 2025년 4월 봄 예산안에서는 GDP의 0.2%에 해당하는 추가 경기부양책이 발표되었으며, 여기에는 주택 개보수에 대한 새로운 세금 공제와 도로 유지보수 지출 증가가 포함됨
  - 국방 지출은 2025년에 GDP의 2.4%(NATO 기준)로 추가 증가하며, 2030년까지 3.5%에 도달하는 것을 목표로 하고 있음
  - 경제의 유희자원(economic slack)이 지속됨에 따라 2026년에도 재정정책은 다소 확장적인 기조를 유지할 것으로 예상
  - 2027년부터 재정흑자 목표에서 균형 재정 원칙으로 전환됨에 따라 2026년의 재정 계획에도 영향을 미칠 것으로 보임
- (경제전망) 경제 회복세가 본격화되고 있으나, 국내외 경제 불확실성, 주요 교역국의 장기 경기 둔화 가능성, 보호무역주의 확대, 가계의 예비적 저축 증가 가능성의 단기적인 제약요인(headwinds)이 수요를 둔화시키고 있음
- 경제성장률은 2025년 1.6%, 2026년에 2.3%가 될 것으로 전망
    - 단기적인 불확실성은 가계소비와 기업투자에 계속해서 부담을 줄 것임
    - 실질소득 증가와 노동시장 여건 개선에 힘입어 민간소비는 점진적으로 회복될 것으로 예상
    - 지속적인 경제의 유희자원이 물가상승 압력을 억제함에 따라, 물가상승률은 목표 수준 근처에서 안정될 것으로 전망
  - 전망에 대한 위험은 여전히 하방 쪽으로 기울어져 있음
    - 주요 교역국들의 경기 둔화가 장기화되거나 보호무역주의가 확산될 경우, 수출 중심의 스웨덴 경제에 추가적인 부담이 될 수 있음

- 예상보다 지속적인 가계의 예비적 저축 증가가 소비 회복을 지연시킬 수 있음
- 반대로, 가계저축률이 예상보다 빠르게 하락할 경우 민간소비가 더욱 강하게 반등하면서 회복세를 강화시킬 수 있음

### ○ (정책제언) 타기팅된 조치와 구조개혁을 통한 경제회복 지원이 필요

- 중앙은행은 당분간 정책금리를 유지하되, 변동성이 큰 환경에서 민첩하게 대응할 수 있어야 함
- 다소 확장적인 재정기조는 경제회복을 뒷받침하지만, 세금정책은 보다 정밀하게 조정될 필요가 있음
  - 유류세 인하는 역진적이며 생계비 부담 완화에 효과적이지 않고, 투자 저축에 대한 세금 감면은 형평성 문제<sup>31)</sup>를 초래할 수 있음
  - 앞으로 인구고령화 속에서도 고용을 지속적으로 확대하려면, 실업자 및 비경제활동 성인의 기술부족 문제를 해결하고, 실직위험이 있는 성인을 위한 교육·훈련 지원을 더욱 강화하는 것이 필수적임
  - 임대규제를 완화하고 토지 이용 계획을 간소화하면 주택투자를 촉진하고 주거비용 부담과 일자리 매칭을 개선할 수 있음
- 기후변화로 인한 비용은 증가하고 있지만, 기후적응에 대한 투자 재원은 여전히 부족함
  - 기후변화로 인한 피해 비용과 기후적응 투자 자금의 격차를 해소하려면, 특히 위험 기반 보험료(risk-based insurance premiums)와 세금을 중심으로 시장기반 조치를 신속히 확대하는 것이 중요

31) 투자 저축(예, 주식, 펀드, ISA 등)에 대한 세금 감면은 고소득층이 더 많이 활용할 수 있는 제도이기 때문에, 형평성 문제(Equity concerns)가 발생할 수 있음

〈표 III-10〉 스웨덴 경제 및 재정전망

(단위: %)

	2022	2023	2024	2025	2026
시장가격기준 국내총생산	1.6	0.1	0.7	1.6	2.3
소비자물가지수(Consumer price index) <sup>1</sup>	8.4	8.5	2.8	1.3	2.0
실업률(Unemployment rate)	7.5	7.7	8.4	8.7	8.3
재정수지(General government financial balance) <sup>2</sup>	1.0	-0.8	-1.5	-1.4	-1.1
마스트리히트 국가채무(Maastricht definition) <sup>2,3</sup>	33.9	31.6	33.5	33.7	33.9
경상수지(Current account balance) <sup>2</sup>	4.7	7.0	7.4	6.8	6.6

주: 1. 부동산 담보대출 이자비용이 포함됨

2. percentage of GDP

3. 마스트리히트 정의는 일반 정부 채무를 시장 가치가 아닌 액면가를 기준으로 하며 대출, 채무 증권, 통화 및 예금만을 포함

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p.253., 저자 재작성

## 11. 영국

### ○ (경제현황) 경제는 반등했지만 여전히 제약요인(headwinds)에 직면해 있음

- 2025년 1분기 경제성장률은 전분기대비 0.7%로 첫 추정치 기준 상승했으며, 이는 2024년 4분기의 0.1%에서 크게 개선된 수치
- 2025년 3월 민간부문에 대한 대출은 2022년 3분기 이후 가장 빠른 속도로 증가했으며, 이는 2024년 8월 이후 기준금리를 네 차례(각각 0.25%p) 인하한 영향을 반영한 것임
- 그러나 성장 모멘텀은 약화되고 있으며, 기업의 경제심리는 빠르게 악화되고 있음
  - 소비자신뢰는 2024년 하반기부터 하락세가 이어져 여전히 위축된 상태이며, 소매 판매량은 변동성이 컸으나 3월에는 소폭 증가했음
  - 최근 몇 달간 영국 국채 수익률은 크게 상승했으며, 이는 부분적으로 세계경제 여건을 반영한 결과임
  - 노동시장은 계속 냉각되고 있으며, 빈일자리 수 감소로 인해 실업자대비 빈일자리 비율이 팬데믹 이전 수준으로 돌아가고 있음
  - 최저임금 인상, 고용주의 사회보장분담금 증가, 공공요금 상승 등으로 인해 서비스부문 물가상승률은 4월까지 연 5.4%로 높은 수준을 유지했고, 소비자물가지수도 같은 기간 동안 3.5%로 상당한 국내 물가 상승압력을 지속시켰음
- 설문조사 기준 신규 수출 주문지표는 급감했으며, 이는 올해 초 이후 미국 시장에서 국내 수출업체가 직면한 실질 관세가 약 8%p 증가한 것으로 추정되기 때문임
  - 이는 자동차 10만대까지에 대해 10%의 새로운 관세 부과, 의약품·철강·알루미늄 등 일부 면세 품목을 제외한 미국으로의 기타 모든 상품 수출에도 10%의 관세 부과, 쇠고기에는 13,000톤까지 면세 할당량이 적용되어 관세가 철폐된 것을 반영한 것임
- 영국 전체 수출의 5분의 1 이상이 미국시장을 향하지만, 이 중 상품 수출은 3분의 1 미만이며 이는 영국 GDP의 약 2%에 해당함
  - 이들 상품 수출 중 약 3분의 1은 의약품이며, 자동차 및 자동차 부품은 약 20%를 차지
- 미국산 수입품에 대한 보복 관세는 발표되지 않았으며, 미국산 에탄올(최대 14억리터)과 쇠고기(최대 13,000톤)에 대해서는 면세 할당량 내에서 관세가 철폐되었음

○ (통화·재정정책) 통화 완화가 지속되는 가운데, 재정기조는 긴축적으로 유지되고 있음

- 물가상승률이 목표 수준에 점차 수렴하고 경제성장률이 잠재성장률 이하로 둔화됨에 따라, 현재 4.25%인 기준금리는 점진적으로 인하되어 2026년 2분기에는 최종적으로 3.5%에 도달할 것으로 예상
  - 통화정책 목적의 자산매입기구(Asset Purchase Facility, APF) 내에 보유된 자산을 축소하는 작업은 동일한 속도로 지속될 것으로 보이며, 2025년 9월까지 12개월간 1,000억 파운드 규모의 국채 보유량 축소 목표는 1년 더 연장되었음
- 재정긴축은 계속되며, 2024년부터 2026년 사이에 잠재 GDP 대비 약 1.2% 규모의 재정건전화<sup>32)</sup>가 이루어질 것임
  - 정부는 재정준칙을 준수하기 위해 봄 보고서(spring statement)에서 세출 및 세입 조정을 시행했으며, 여기에는 장애 관련 복지지출 50억파운드(GDP의 약 0.2% 미만) 감축과 20억파운드 규모의 기타 세제조치가 포함됨
  - 또한 국방지출은 70억파운드(GDP의 약 0.2% 초과) 증가하며, 해외 원조의 전액 삭감으로 충당됨
- 정부 재정적자는 여전히 높은 이자 지출에도 불구하고, 재정건전화 및 세수 증가 덕분에 2024년 GDP 대비 6.0%에서 2025년 5.3%, 2026년 4.5%로 크게 개선될 것으로 예상
- 공공부채는 계속 증가하여 2026년에는 GDP 대비 104%에 이를 것으로 예상
- 재정건전화가 계속되면서, 2026-27 회계연도에는 조세수입이 GDP의 약 37.5%까지 증가할 전망
- 국가계획정책체계(National Planning Policy Framework, NPPF)<sup>32)</sup>의 전면 개편을 포함한 공급측면 개혁이 잠재 생산성을 높이고, 장기적으로는 재정압력을 완화하는 데 기여할 것으로 예상

○ (경제전망) 재정 여건이 압박을 받는 가운데, 경제성장은 완만한 수준에 머물 것으로 보임

- GDP성장률은 2025년 1.3%, 2026년에 1.0%가 될 것으로 예상

32) 영국 중앙정부는 2012년에 '행정의 효율화'와 '지속가능한 개발'을 목표로 '국가계획정책체계(National Planning Policy Framework, NPPF)'를 발표하였음

- 고조된 무역 긴장과 불확실성이 기업심리와 소비자 신뢰에 부정적인 영향을 주어 성장에 상당한 부담을 줄 것임
- 대외수요, 민간소비, 기업투자 둔화가 지난해 가을예산 조치로 인한 정부소비 및 투자 확대의 긍정적인 효과를 상쇄하고도 남을 것으로 예상
- 2025년에는 수입물가 상승으로 인해 물가하락 속도가 느려지고, 이후 2026년에는 유희 생산능력의 증가와 노동시장의 완화로 물가에 하방 압력이 생길 것임
- 실업률은 완만하게 상승해 4.6%에 이를 것으로 예상
- 재정준칙을 준수해야 한다면 현재의 재정상태는 경제전망에 있어 중요한 하방위험으로 작용할 수 있음
  - 현재 매우 제한적인 재정 완충여력으로는 새로운 충격이 발생했을 때 재정준칙을 위반하지 않고 충분한 대응을 하기 어려울 수 있음
- 높은 수준의 서비스부문 물가상승률은 또 다른 하방위험으로, 이로 인해 긴축적인 통화정책을 더 오랫동안 유지해야할 수 있음
- 상대적으로 높은 초과 저축은 민간소비와 주택투자에 있어 상방위험으로 작용할 수 있음

○ (정책제언) 재정 완충여력을 재건하고 공급측면에 중점을 두는 것이 필수적임

- 지출검토(spending review)를 포함한 정부의 야심찬 재정계획을 이행하여 재정건전성을 강화하는 것은 여전히 정책 우선순위임
- 세계혜택 폐지를 포함한 선별적인 지출 감축, 최근 부동산 가치를 반영한 지방세 구간 재조정과 같은 세수 확대 조치, 그리고 세제 내 왜곡 요소 제거를 함께 추진하는 균형잡힌 접근방식이 필요함
- 투자 활성화와 생산성 회복을 위해 국가계획정책체계(NPPF)의 전면 개편을 이행해 인프라 사업과 주택개발을 촉진해야 함
- 경제활동 참여율 감소를 반전시키기 위해, 가장 취약한 계층을 보호하면서도 근로 유인을 높이는 복지제도 개혁을 신속히 시행하는 것이 필수적임
- 여성의 경제활동 참여를 지속적으로 확대하려면, 보육 공급이 수요에 미치지 못할 경우 발생할 수 있는 병목현상을 해소하고 저소득 가구를 우선 지원하는 등 현재 진행 중인

보육지원 제도 개혁을 계속 추진해야 함

〈표 III-11〉 영국 경제 및 재정전망

(단위: %)

	2022	2023	2024	2025	2026
시장가격기준 국내총생산	4.8	0.4	1.1	1.3	1.0
소비자물가지수(Harmonised index of consumer prices)	9.1	7.3	2.5	3.1	2.3
실업률(Unemployment rate) <sup>1</sup>	3.8	4.0	4.3	4.6	4.6
재정수지(General government financial balance) <sup>2</sup>	-4.6	-6.0	-6.0	-5.3	-4.5
국가채무(General government gross debt) <sup>2</sup>	99.6	100.4	101.3	102.5	104.3
경상수지(Current account balance) <sup>2</sup>	-2.1	-3.5	-2.7	-3.2	-3.5

주: 1. percentage of labour force

2. percentage of GDP

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p.268., 저자 재작성

## 12. 미국

### ○ (경제현황) 경제전망이 악화되었음

- 2024년에는 민간소비와 정부지출에 힘입어 GDP가 2.8%의 견고한 속도로 성장했고, 물가가 추가로 하락하였음
- 2025년 1분기 GDP 성장률의 속보치는 마이너스를 기록했지만, 이는 발표되었거나 예고된 관세 조치들로 인한 왜곡을 반영했을 가능성이 큼
- 최근의 실물 경제지표들은 전반적으로 미국 경제가 2025년 초 강한 모멘텀으로 출발했음을 보여줌
  - 1분기에는 최종 민간수요가 견조했고, 올해 처음 4개월간 월평균 일자리 증가 폭은 약 145,000개였으며, 실업률은 4.2%로 낮은 수준을 유지했음
  - 반면 최근 소비자 및 기업 심리지수, 물가상승률 기대치와 같은 지표들은 실질 GDP 성장세의 뚜렷한 둔화와 물가상승률 기대치의 상당한 상승을 나타냄
- 경제정책에 대한 불확실성 지표는 급등했으며, 주식 및 채권 시장은 높은 불확실성과 변동성에 시달리고 있음
- 한편 최근 몇 분기 동안 물가상승률은 고착화 양상을 보이고 있으며, 2025년 1분기까지 연간 헤드라인 물가상승률은 연준 목표치인 2%를 약 0.5%p 상회하고 있음
- 2025년 2월 이후 미국 무역정책에는 상당한 변화가 있었으며, 새로운 관세와 기타 무역 제한 조치들이 광범위하게 발표되었고, 이 중 일부는 철회되거나 연기되었으며, 일부 교역국들은 이에 대해 보복 조치를 취했음
  - 5월 중순 기준으로 시행 중인 관세가 2025년 말까지, 그리고 2026년에도 유지된다는 가정을 두고 있음
  - 올해 초부터 중국산 수입품에 대한 실효 관세율은 약 30% 증가했으며, 다른 교역국들에 대한 평균 실효 관세율도 약 10%로 증가했음
    - 이것은 제2차 세계대전 이후 가장 높은 수준으로의 전례 없는 증가로 평균 실효 관세율이 약 2.5%에서 15% 이상으로 증가한 것임
  - 새로운 관세는 미국 내 생산 유인을 높일 수 있지만, 수입물가 상승은 소비자의 실질

소득을 줄이고 수입 중간재 가격을 인상시킬 것임

- 관세와 정책 불확실성은 공급망을 교란시키고 투자에 부정적인 영향을 미침

- 미국 세관 및 국경보호국(Border Protection officials)과 불법 입국자 간의 접촉 수치(순이민의 대리 지표)는 작년에 높은 수준에서 지난 1년 동안 급감했으며, 순이민이 연간 약 100만명이었던 팬데믹 이전 수준보다도 훨씬 낮은 상태임

- 순이민 감소는 공급과 수요 양측면에서 성장 둔화에 기여할 것임

○ (통화·재정정책) 대규모 재정적자는 더욱 확대될 것이며, 올해는 통화정책 완화가 보류될 것임

- 2024년 기준 GDP 대비 약 7.5% 수준이던 일반정부 재정적자는 2026년에는 8%를 상회할 것으로 예상되며, GDP 대비 순부채 비율도 2026년 말까지 100%를 초과할 전망

- 새로운 관세 수입과 연방정부 인력 감축에 따른 지출 삭감은 재정적자 축소에 기여할 것임

- 그러나 이러한 효과는 경기 둔화로 인한 세수 증가세의 둔화와 2026회계연도 이후에 시행될 것으로 예상되는 재정 패키지(fiscal package)로 인해 상쇄되고도 남을 것임

- 이 재정 패키지는 2017년 감세법안의 만료 조항을 연장하고, 추가적인 개인 및 법인세 감면을 실시하며, 국경 보안 지출을 확대하는 동시에 주로 보건 관련 지출을 삭감할 예정

- 이 패키지가 2026년 재정적자를 GDP 대비 0.6%p 증가시키는 대부분의 요인임

- 물가상승률이 이미 목표치를 다소 상회하고 있으며 올해 추가 상승할 것으로 전망됨에 따라, 2024년 3분기에 시작된 통화정책 완화는 2025년 내내 중단될 가능성이 큼

- 연방공개시장위원회(FOMC)는 성장세가 둔화되는 상황에서도 물가상승률의 목표치 달성을 향한 진전이 다시 나타날 때까지 기다릴 것으로 예상

- 물가상승률 기대치가 잘 고정되어 있는 한, 통화완화는 2026년에 재개되어 정책금리가 누적 100bp(1.0%p) 인하되며, 2026년 말까지 3.25-3.5% 수준이 될 것으로 보임

○ (경제전망) GDP 성장은 둔화될 것으로 예상되며, 위험은 하방으로 편중되어 있음

- 2025년 실질 GDP 성장률은 2024년에 비해 크게 둔화될 것으로 전망

- 미국 수입품에 대한 실효 관세율의 급격한 상승과 정책 불확실성의 증가는 가계소비와 기업투자 성장에 타격을 줄 것임

■ 무역정책 강화와 수요 약화로 수출과 수입 모두 둔화될 것이나, 관세 변화의 비대칭성으로 인해 수입이 수출보다 더 큰 영향을 받아 경상수지 적자가 다소 줄어들 것으로 보임

■ 총수요 증가율이 둔화되면서 실업률은 2026년 초 4.4%까지 증가할 것으로 예상되며, 이 증가는 이민 둔화로 인해 일부 완화될 것임<sup>33)</sup>

■ 관세가 시행되고 관세 인상분이 소비자에게 전가됨에 따라, 2025년 말까지 연간 헤드라인 물가상승률은 3.9%로 급등할 것으로 전망

- 이후 2026년에는 관세 인상에 따른 물가 상승 효과가 사라지고, 성장 둔화가 2차 효과를 억제하면서 물가상승률은 빠르게 하락할 것으로 예상

■ 경제성장에 대한 위험은 하방에 더 많이 치우쳐 있음

- 여기에는 정책 불확실성 증가와 그에 따른 금융시장 조정으로 인해 가계소비와 투자가 더욱 뚜렷하게 둔화되는 상황이 포함

- 예상보다 큰 물가상승 압력으로 물가상승률 기대치가 흔들릴 경우, 통화 완화는 중단될 수 있으며, 이에 따라 기준금리는 당초 예상보다 더 높아질 수 있음

■ 주요 상방 위험은 관세인상이 추가로 철회되는 경우임

- 또한, 관세 충격이 최종 소비자에게 통상적으로 전가되는 수준보다 낮을 경우, 경제는 예상보다 더 강한 회복력을 보일 수 있음

- 주요 산업부문의 규제 완화와 인공지능의 새로운 발전도 경제성장에 긍정적인 영향을 줄 수 있음

## ○ (정책제언) 무역긴장 완화와 정책 불확실성 감소가 필요

■ 지속가능한 성장과 회복력을 확보하려면 현재 존재하는 혼란과 불확실성을 줄이는 것이

33) 총수요 증가율이 둔화되면서 즉, 경제 전반에서 사람들이 물건을 덜 사고, 기업들이 덜 투자하고, 정부 지출이 줄면서 전반적인 경제활동이 활발하지 않게 되고 실업률이 2026년 초에는 4.4%까지 오를 것으로 예상됨. 다만, 실업률 상승폭은 이민 둔화로 인해 어느 정도 완화됨. 왜냐하면 경제에 진입하는 노동 인구 자체가 줄어들기 때문에, 전체 구직자 수가 적어지면서 실업률이 더 급격히 오르지 않는 효과가 생김.

### 중요함

- 중요한 조치 중 하나는 국제 교역 파트너들과의 긴장을 해소하는 것임
- 연방지출 삭감이나 공무원 인력 감축이 이루어지더라도, 이는 정밀하게 설계되어 핵심 공공서비스나 연구 프로그램의 제공에 지장을 주지 않아야 함
- 이민정책 개혁은 건설, 농업 등 주요 산업부문에 미칠 수 있는 혼란을 고려해야 함
- 구조적으로 큰 재정적자와 증가하는 부채 비율은 재정위험을 확대하고 있음
  - 이러한 위험을 완화하기 위해 수년에 걸쳐 상당한 재정 조정이 필요하며, 이는 견고한 중기재정체계에 의해 뒷받침되어야 함
- 통신과 같이 높은 가격을 유지하는 과점 산업부문에 경쟁정책 강화와 반독점 규제 강화는 기업 투자, 혁신, 전체 경제성장에 긍정적인 영향을 줄 수 있음
- 또한, 기업의 행정·규제 부담 완화와 신규 창업을 위한 인허가 절차 간소화가 필요
- 정책 결정은 명확하고 예측 가능하며 일관되어야 하고, 이는 정책 불확실성이 경제활동과 특히 투자에 미치는 부정적 영향을 최소화하는 데 중요

〈표 III-12〉 미국 경제 및 재정전망

(단위: %)

	2022	2023	2024	2025	2026
시장가격기준 국내총생산	2.5	2.9	2.8	1.6	1.5
개인소비지출물가지수(personal consumption expenditures deflator)	6.6	3.8	2.5	3.2	2.8
실업률(Unemployment rate)	3.6	3.6	4.0	4.2	4.3
재정수지(General government financial balance) <sup>1</sup>	-3.7	-7.5	-7.4	-7.5	-8.1
국가채무(General government gross debt) <sup>1</sup>	118.6	121.2	122.9	125.2	128.8
경상수지(Current account balance) <sup>1</sup>	-3.9	-3.3	-3.9	-4.1	-3.4

주: 1. percentage of GDP

출처: OECD, *Economic Outlook June 2025*, p.272., 저자 재작성