

# IMF World Economic Outlook October 2025



2025. 12.

kipf

kipf 한국조세재정연구원  
재정지출분석센터

본 보고서는 2025년 10월 IMF에서 발표한  
“World Economic Outlook October 2025”의 주요 내용을 요약함.  
보다 자세한 내용은 원문 보고서를 참고하기 바람.

## 연구진

박정흠	재정제도분석팀장
장준희	선임연구원
하에스더	선임연구원

# Contents

<b>I</b>	<b>세계경제 전망과 정책</b>	<b>1</b>
	1. 새롭게 형성되어 가는 세계경제 질서 .....	1
	2. 최근 동향: 회복세에서 경고 신호로의 전환 .....	7
	3. 정책 조합: 확장적 재정정책과 국가별로 상이한 통화정책 .....	23
	4. 전망: 어두운 경제전망 .....	26
	5. 전망의 불확실성: 하방위험 우세 .....	50
	6. 정책 과제: 신뢰, 예측가능성, 지속가능성 제고를 위한 대응방향 .....	55
	7. 원자재 특별 분석: 시장 동향과 원자재 주도 거시경제 변동 .....	85
<b>II</b>	<b>신흥국 회복력: 운 또는 좋은 정책?</b>	<b>104</b>
	1. 서론 .....	104
	2. 신흥국의 리스크오프 국면 회복력 .....	113
	3. 신흥국의 정책체계 진화 .....	116
	4. 거시경제 안정에 대한 정책체계의 기여도 .....	129
	5. 향후 리스크오프 충격 대응 방법: 모형 시뮬레이션을 중심으로 .....	131
	6. 결론 및 정책적 함의 .....	138

Ⅲ

산업정책: 성장을 촉진하고 회복력을 강화하기 위한 상충관계 대응	148
1. 서론	149
2. 산업정책의 효과	153
3. 유치산업 보호를 위한 산업정책	159
4. 과거와 현재의 주요 산업정책에서의 교훈	165
5. 산업정책과 부문 성과	174
6. 부문 간 파급효과와 총량적 효과	178
7. 결론 및 정책적 함의	183

## I 세계경제 전망과 정책

### 1. 새롭게 형성되어 가는 세계경제 질서

- 2025년은 매우 유동적이고 변동성이 큰 한 해로, 이러한 변화는 미국의 정책 우선순위가 재조정되고 각국이 새로운 현실에 맞춰 정책을 조정하는 과정에서 비롯되었음
  - 무역 관련 뉴스가 주요 헤드라인을 장식했으며, 이에 따라 세계 경제의 전망도 계속 변동하였음
  - 2025년 4월 세계경제전망(World Economic Outlook, WEO)에서 지적된 바와 같이, 미국의 일련의 새로운 관세 조치로 인해 관세율은 지난 100년간 유례없는 수준으로 높아졌음
  - 미국의 교역 상대국들은 제한적인 보복 조치를 취했으며, 그 결과 미국 수출품에 대한 실효 관세율은 거의 변하지 않았음
    - 이후 미국과 여러 교역 상대국 간의 무역 협정 체결, 그리고 협정을 맺지 않은 국가들에 대한 높은 관세율 재설정 등 잇따른 발표가 이어졌음
    - 전체적으로 이러한 발표로 인해 미국의 실효 관세율은 4월의 최고치에서 다소 낮아져 대부분의 국가에 대해 10~20% 범위로 수렴하게 되었음([그림 I-1])
  - 그럼에도 불구하고, 관세는 여전히 2024년 수준으로 돌아가기에는 매우 먼 상태임
  - 교역 상대국 간에 명확하고 투명하며 지속가능한 합의가 부재한 상황에서 무역정책 불확실성은 여전히 높으며, 관심은 최종 관세 수준보다는 그것이 물가와 투자, 소비에 미치는 영향으로 옮겨가고 있음([그림 I-2])
- 다른 정책 영역에서도 변화가 있었으며, 국제적으로는 개발원조 삭감과 이민 규제 강화, 국내적으로는 재정지출 확대와 구조개혁 지연이 동시에 나타남
  - 국제적으로는 개발원조의 대폭 삭감과 더 엄격한 이민 정책이 도입되었음
    - 2024년 공적개발원조(ODA)는 9% 감소했으며, 주요 공여국들의 발표에 따르면

2025년에도 이와 비슷한 규모의 감소가 예상됨

- 저소득 개발도상국들이 가장 큰 영향을 받지만, 그 영향의 정도는 국가별로 다름

■ 한편, 전통적으로 이민 유입이 많았던 몇몇 선진국들로의 순이민 유입이 급격히 감소하였음

■ 국내적으로는, 특히 미국을 비롯한 주요 경제국에서 방위비 지출 변화 등을 포함한 보다 확장적인 재정정책으로의 전환이 나타났으며, 이는 지속가능한 재정으로의 조정이 이루어지지 않고 있다는 우려를 낳고 있음

- 또한 이러한 정책 변화는 국경을 넘어 광범위한 파급 효과를 미치고 있음

■ 한편, 오랫동안 지연되어 온 성장 촉진을 위한 구조개혁은 여전히 진전이 없는 상태임

## ○ 새로운 경제 환경이 형성되면서 세계는 이에 적응해가고 있음

■ WEO의 전망 변화를 보면, 무역정책과 관세 변화가 경제전망에 분명한 영향을 주었음을 보여주지만, 그 영향이 극단적으로 크진 않고(0.2-0.5%p 수준) 비교적 제한적이었음

■ 4월의 관세 충격과 그에 따른 불확실성으로 인해 2025년 세계 경제성장률 전망은 0.5%p 하향조정되어 2.8%로 제시되었음

■ 2025년 7월 WEO 업데이트에서는 관세율 인하와 그로 인한 불확실성 및 금융 여건 완화가 주된 요인으로 작용하여, 2025년 세계 경제성장률 전망이 소폭 상향조정되어 3.0%로 제시되었음

■ 4월과 7월의 세계 물가상승률 전망은 거의 변하지 않았으며, 국가별 수정 방향이 서로 달라서 전체적으로 변화가 상쇄된 것에 기인함

- 구체적으로, 미국의 물가상승률 전망은 상향 조정된 반면, 다른 여러 국가에서는 하향 조정되었는데, 이는 국제 무역환경의 변화가 관세를 부과하는 국가에서는 공급 충격으로, 관세를 부과받는 국가에서는 수요 충격으로 작용할 것이라는 예상과 일치함

## ○ 보호무역 조치들이 경제활동과 물가에 미친 영향이 현재까지 제한적이었음

■ 연초부터 상반기까지 성장세는 유지되었으며, 전년 대비 분기별 연율 성장률(annualized growth rates)은 약 3.5% 수준을 지속하였음

- 전 세계적으로 헤드라인 물가상승률과 근원 물가상승률 모두 소폭 상승하였으며, 국가별 물가상승률은 혼조세를 보였음
  - WEO 전망과 비교했을 때, 멕시코와 영국의 물가상승률은 예상보다 높게 나타났음
  - 반면 인도, 말레이시아, 필리핀, 태국에서는 물가상승률이 예상보다 낮았음
  - 중국의 물가상승률은 전반적으로 예상과 부합했으며, 소비자물가는 매우 낮은 수준에 머물렀고 생산자물가는 여전히 마이너스를 기록했음
  - 미국에서는 근원 서비스 부문의 가격 상승세가 완화되면서 헤드라인 물가상승률이 안정세를 보였고, 원자재 가격의 물가상승률 하락 현상은 약화되었음
- **예상보다 경기활동이 견조하고 물가상승률 반응이 미약했던 것은 경제의 기초체력이 튼튼했기 때문이라기보다 관세 충격이 처음 발표된 것보다 작았고 일시적 완화요인들이 작용했기 때문임**
  - 가계와 기업은 관세 인상에 대비하여 소비와 투자를 앞당겼으며, 이는 2025년 초 세계 경제활동에 일시적인 활력을 불어넣었음
    - 무역 흐름은 조정되기 시작했으며, 고빈도 데이터(high-frequency data)<sup>1)</sup>에서는 제3국으로의 무역 전환이 포착되었음
    - 새로 발표된 관세 시행의 지연으로 인해 기업들은 특정 국가의 특정 원자재에 대한 관세 인상 시기와 폭이 명확해질 때까지 가격 인상을 미룰 수 있었음
    - 재고의 축적과 이후의 소진, 선판매, 주문 보류, 보세창고에의 원자재 적치, 장기계약으로 인한 드문 가격 조정 등도 비용상승이 가격에 전가되는 속도를 늦추었음(Bauer, Haltom, and Martin 2025)
  - 코로나19 팬데믹 이후의 물가상승률 급등으로 형성된 양호한 이윤 마진(profit margins)은 원산국의 공급자와 수입국의 수입업자들이 높은 관세를 흡수할 수 있는 완충 장치로 작용했음
  - 과거 무역 긴장 시기와 달리 달러화는 강세(가치 상승)를 보이지 않고 오히려 약세를

1) 고빈도 지표(High-frequency indicators)는 전통적 거시지표(분기·월간 GDP, 월간 소매판매 등)보다 훨씬 자주(일별·주별·주간·매일 업데이트) 관찰할 수 있는 데이터로, 경기·물가·무역·금융의 최근 변화를 빠르게 포착하는 데 사용됨

보였는데, 이는 비(非)미국 투자자들이 위험을 피하기 위해 달러 자산을 줄였고 지난 10년간 지속된 달러 강세가 끝났다는 시장의 인식 변화 때문임(2025년 10월 Global Financial Stability Report)

- 달러 약세는 관세 충격(무역비용 증가)을 더 크게 만들었지만, 세계 교역을 촉진하고, 금융여건을 완화하며, 환율을 통한 물가 상승 압력도 줄임으로써 각국의 정책당국(특히 신흥국 및 개발도상국)에 경기부양 정책을 펼칠 여지를 제공하였음

○ 그러나 보호무역 조치의 부정적 효과가 나타나기 시작했다는 징후가 점점 늘어나고 있음

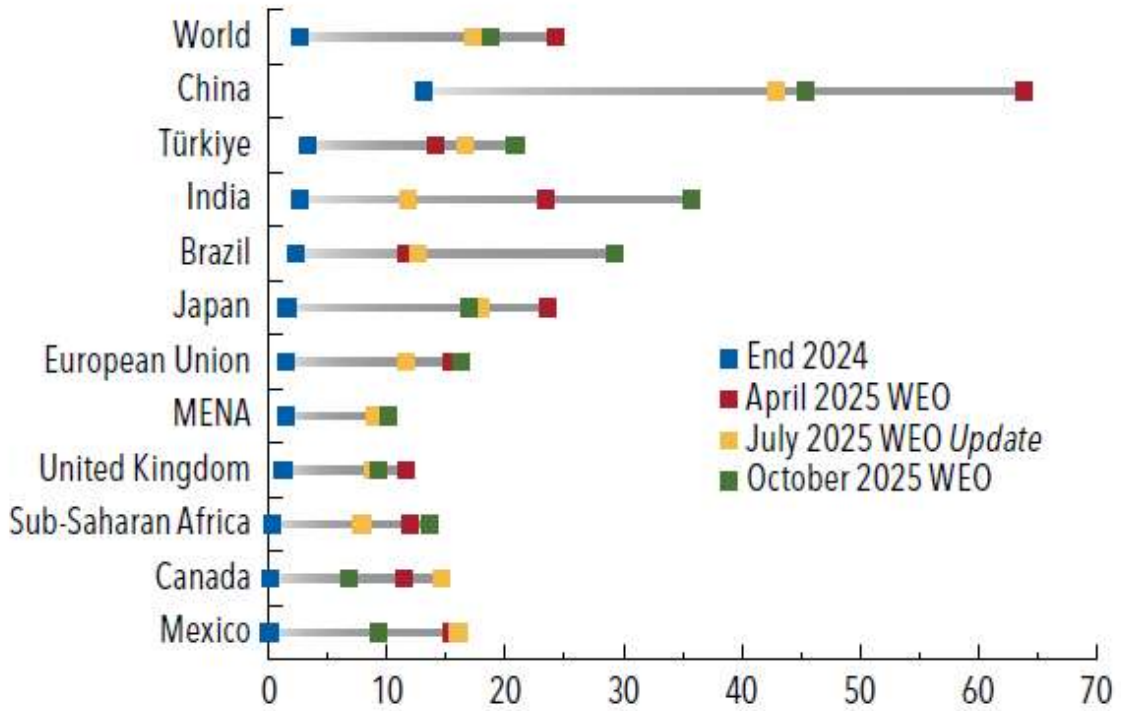
- 앞당긴 소비와 투자로 인해 왜곡되었던 순수출 및 재고의 패턴이 대부분 되돌아갔음
- 미국에서는 근원 물가상승률이 상승하고 실업률도 소폭 증가하였음
- 여러 국가에서 물가상승률이 중앙은행 목표치를 상회하는 수준에서 유지되고 있으며, 물가상승률 기대는 여전히 불확실성이 높음
  - 이로 인해 불확실성과 관세가 경제활동에 부담으로 작용하면서 통화정책 당국의 정책 선택은 더욱 어려워지고 있음

○ 세계경제가 더욱 분절된 구조로 변모함에 따라, 향후 전망에 대한 위험도 커지고 있음

- 단기적으로 경기활동을 견조하게 보이게 하는 무역 전환이나 무역경로 변경 등의 전략은 비용이 많이 듦
- 비효율적인 생산요소 재배분, 기술적 분리, 지식 확산의 제약 등은 장기적으로 성장 잠재력을 제약하게 될 것임
- 국경 간 노동 이동에 대한 더 엄격한 제한은 이미 고령화 문제에 직면한 국가들에 추가적인 압력을 가하며(2025년 4월 WEO 제2장 참고), 장기적으로는 전 세계적인 생산 감소를 초래함(2025년 4월 WEO 제3장 참고)
- 중기 경제성장 전망의 둔화는 재정 지속가능성에 대한 우려를 더욱 심화시킴
- 국제 원조의 축소는 가장 취약한 국가들의 상황을 더욱 악화시키고 생활수준을 떨어뜨리며, 역설적으로 원조국(source countries)의 이주 유인을 강화시키고 있음

[그림 1-1] 국가별 미국 실효 관세율

(단위: 전년 대비 변화율(%))

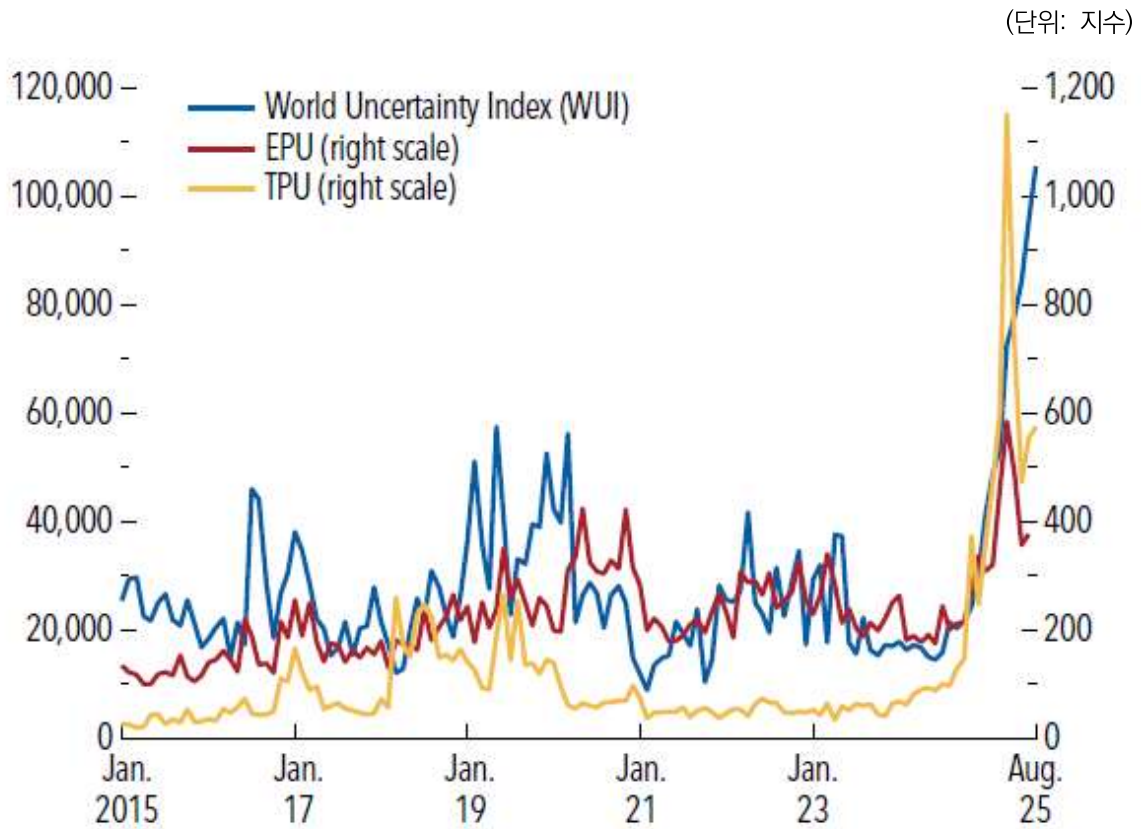


주: 실효 관세율은 공표된 법정 관세율의 가중 평균

MENA=중동 및 북아프리카, WEO=세계경제전망, WTO=세계무역기구(WTO)

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.2, Figure 1.1.

[그림 1-2] 전반적인 경제정책 및 무역정책 불확실성



주: 불확실성 지표는 뉴스 및 언론 매체에 기반한 지수로, 전반적인 불확실성(World Uncertainty, WUI), 경제정책 불확실성(Economic Policy Uncertainty, EPU), 무역정책 불확실성(Trade Policy Uncertainty, TPU)과 관련된 전 세계의 뉴스에 대한 언론의 주목도를 정량화하였음.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.2, Figure 1.2.

## 2. 최근 동향: 회복세에서 경고 신호로의 전환

### 가. 경제활동 둔화

#### ○ 세계경제는 무역정책 충격에 비교적 견조하게 대응했으나, 최근의 통계에서는 정책 변화로 인한 경기 둔화 효과가 가시화되고 있음

- 국가별 성장 패턴에는 공통적인 요인들이 존재하지만, 동시에 각국의 특수한 요인들도 중요한 영향을 미쳤음
- 미국의 최근 관세 부과는 경기 둔화 신호가 나타나기 시작한 시점에 이뤄졌음
- 2025년 2분기 GDP는 연율 기준 3.8% 성장했으나, 이는 1분기에 -0.6%의 역성장을 보였던 수입과 재고의 감소분이 완전히 되돌려진 데 주로 기인함
- 투자는 둔화세를 보였으며, 상업용 및 주거용 건설 지출 감소가 두드러졌음
  - 다만 AI 관련 설비와 지식재산권 분야의 투자가 급증하면서 전반적인 약세가 일시적으로 가려졌음
- 7월 이후 고용지표는 예상보다 부진하였으며, 신규 일자리 증가폭이 크게 감소함
- 8월 실업률은 4.3%로 상승하였고, 노동공급의 구조적 변화 속에서 경기 둔화와 고용시장 약화의 조짐이 분명히 나타남
- 2025년 상반기 국제 순이동이 급감하였으며, 현 추세가 지속될 경우 2024년 대비 약 100만-160만명, 2023년 대비 약 250만명의 이민자가 줄어들 것으로 예상됨(Duzhak and New-Schmidt, 2025)

#### ○ 주요 선진국에서는 2025년 1분기의 예상보다 강한 성과를 이끌었던 선출하(front-loading)<sup>2)</sup> 효과가 약화되고 있음

- 중국의 경우 2분기 성장률은 순수출 기여도 감소로 1분기 6.1%에서 4.2%로

2) 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(한국조세재정연구원, OECD Economic Outlook June 2025, 2025.7 참고)

둔화되었으며, 이는 정책 부양에 따른 내수 확대를 일부 상쇄한 결과임

- 고빈도 지표(High-frequency indicators) 또한 7~8월의 경기 둔화를 시사함

- 유로지역 GDP 성장률은 1분기의 2.3%에서 2분기 0.5%로 크게 둔화되었음
- 독일, 이탈리아, 아일랜드에서 성장률이 하락하였으며, 특히 아일랜드는 의약품 부문 수출의 선출하(front-loading) 효과로 인해 1분기에 과도한 성장 기여를 보였던 것으로 분석됨
- 일본 경제는 1분기 0.3%에서 2분기 연율 2.2%로 가속 성장하였으며, 이는 견조한 설비투자과 자동차 중심의 수출 호조에 힘입은 것임
  - 그러나 7월에는 신규 수출 주문이 12월 이후 처음 감소하고, 관세 영향을 크게 받는 산업을 중심으로 수출액이 감소함

○ 주요 국가의 GDP 성장 기여도를 살펴보면, 내수의 근본적 강세는 거의 나타나지 않으며, 이는 최근 몇 분기 동안의 교역 왜곡을 명확히 보여줌(그림 1-3)

- 소비 증가세는 주요 지역 전반에서 둔화되었고, 4월 관세 발표 이전의 일시적 투자 급증에도 불구하고 전반적 투자 활동은 약화되었으며, 이는 소비자 및 기업 신뢰의 위축과 일치함(그림 1-4)

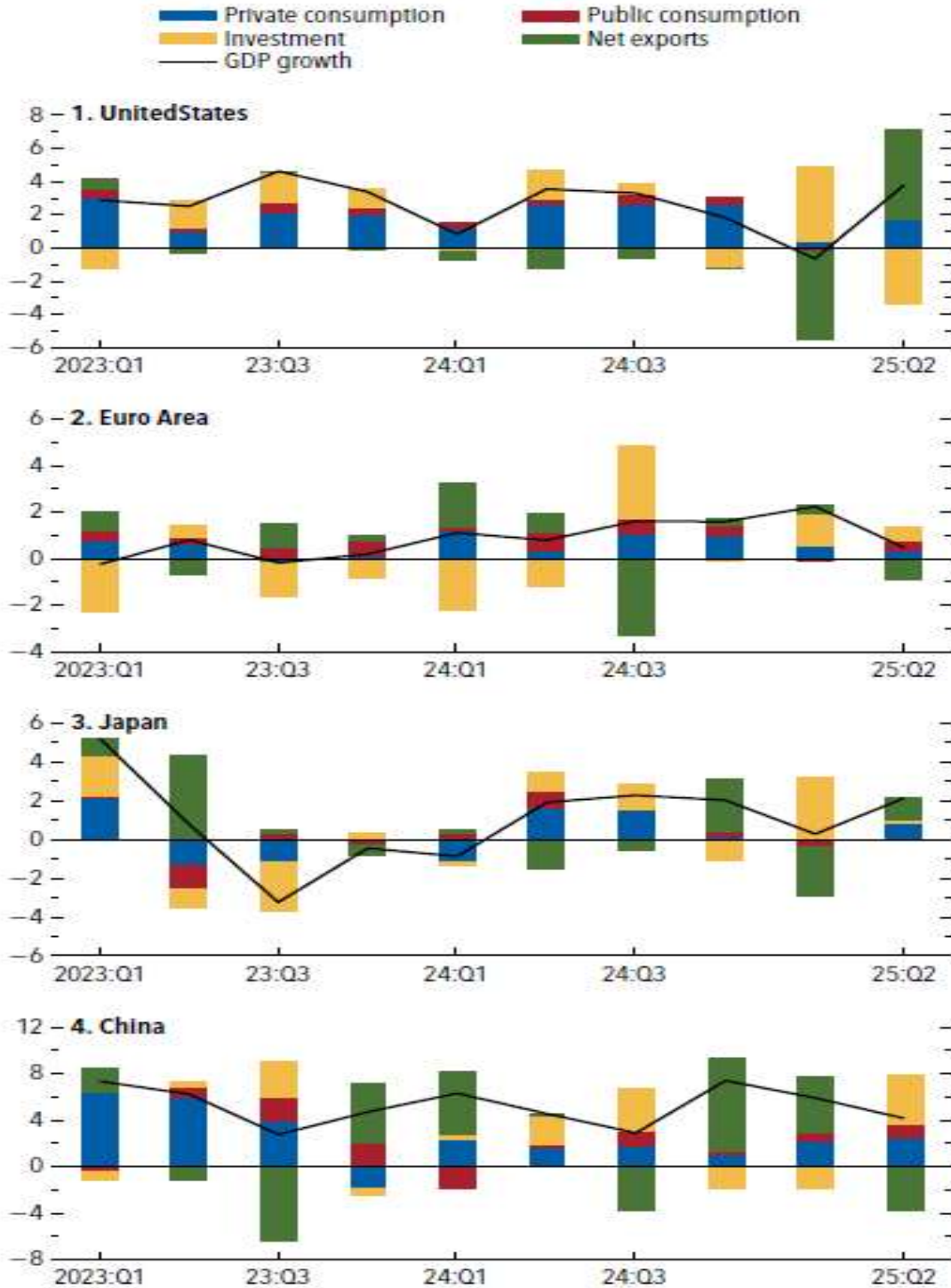
○ 중국을 제외한 신흥국 및 개발도상국들은 일부 국내 요인 덕분에 비교적 견조한 성장세를 유지하였음

- 2025년 상반기 성장률은 예상보다 높았으며, 이는 브라질의 사상 최대 농업 생산, 인도의 서비스업 확장, 튀르키예의 강한 내수 덕분이었음
  - 이러한 성과는 제도 개선과 우호적인 외부 여건에 기반한 신흥국 회복력 강화 추세를 반영하나(제II장 참조), 최근 들어 대외 환경이 악화되고 일부 국가의 내수 모멘텀도 약화되고 있음
- 브라질은 긴축적 통화정책과 재정정책으로 완화 조짐이 나타나고 있으며, 미국의 관세 인상은 대외 수요를 위축시켜 주요 수출 중심국에 부정적 영향을 미침
- 무역정책 불확실성은 기업의 투자 심리를 억제하고, 제한된 재정 여력은 경기부양 여지를 줄이고 있음

- 저소득국 중 일부 최빈국은 외부 자금 유입 부족과 국제 원조 축소로 인해 여전히 부진한 성장세를 보이고 있으며, 이는 저소득국 그룹 내 평균보다 약 2%p 낮은 수준임
  - 내전 또는 지역 분쟁에 휘말린 취약국들은 더욱 뒤처지고 있음(Chabert and Powell, 2025)
- 특히 미국을 중심으로 경제 불안이 재부각되며 금융시장은 일시적으로 위험 회피 분위기를 보였음(2025년 10월 Global Financial Stability Report)
  - 8월 초 미국 고용지표 발표 이후 국제 주가는 하락하고 미국의 국채 수익률은 급락했으나, 이러한 움직임은 빠르게 반전되었음
  - 주식시장은 기록상 가장 빠른 회복세 중 하나를 보였으며, 시장은 무역·재정정책 변화에도 비교적 안정적인 반응을 보이고 있음
    - 역사적 기준에서 글로벌 금융여건은 여전히 완화적인 수준임
  - 올해 주식시장 상승의 상당 부분은 인공지능(AI) 주식의 상승세에서 비롯되었음
    - 그러나 시장 가치 평가(valuations)가 과도하게 높고, 여러 도전에 비해 시장이 지나치게 안정적인 상태이기 때문에, 불확실성이 커지거나 경제 지표가 기대에 미치지 못할 경우, 시장 변동성과 자산가격 조정의 위험이 커질 수 있음
    - 특히 생성형 AI 투자에 따른 생산성 개선이 기대에 미치지 못할 경우, 투자 감소 폭이 상당할 것으로 예상됨
  - 데이터센터(data centers) 및 AI 분야 투자가 최근 전체 투자 증가를 주도해왔다는 점을 고려할 때, 총투자 감소는 급격하게 나타날 가능성이 큼

[그림 1-3] 분기별 GDP 성장 기여도

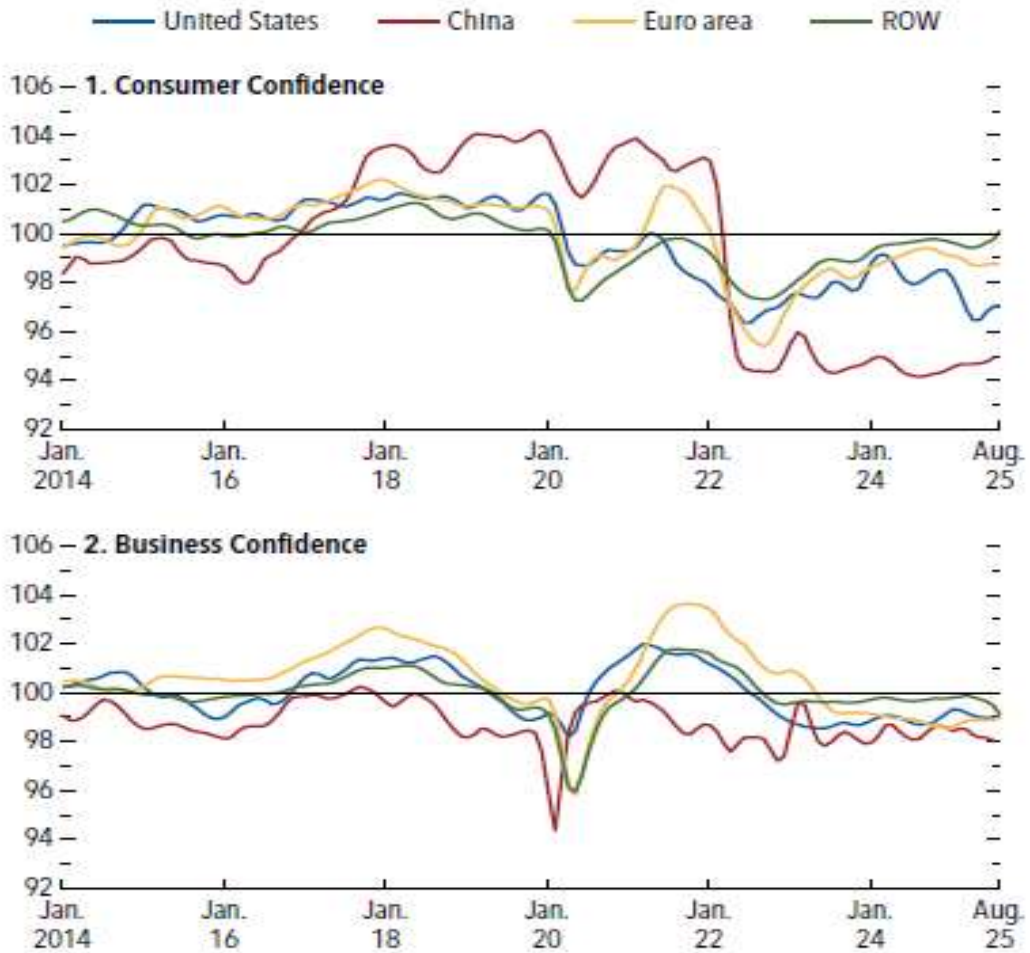
(단위: %, 분기별, 연간 기준)



주: 수치는 계절조정된 시계열을 사용하여 계산되었으며, 잔차(Residuals)는 투자 기여금에 포함  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.4, Figure 1.3.

### [그림 1-4] 소비자 및 기업 신뢰지수

(단위: OECD 기준 지수)



주: 1. 100보다 높은 지표는 신뢰도가 상승했음을 의미하고, 100보다 낮으면 비관적인 전망을 나타냄. 나머지 세계(Rest of the World, ROW)는 22개 국가의 평균 데이터 값을 나타냄.

2. OECD=경제협력개발기구(OECD)

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.4, Figure 1.4.

○ **높아진 불확실성으로 인한 충격은 여전히 도달중이며, 이처럼 불확실성의 영향이 지연되거나 완화된 것은 여러 요인에 기인함**

- 불확실성은 부정적인 수요 충격으로 작용하여 경제 활동을 즉각적으로 위축시키는 경향을 보임
  - 이러한 영향은 시간이 지남에 따라 누적되다가, 불확실성이 완화됨에 따라 점차 소멸함
- 실증분석 결과, 경제정책 불확실성이 1 표준편차 상승할 경우 투자가 약 2% 감소하며, 충격 발생 후 2년 내 최대치에 도달하고 약 3년 내에 점차 소멸함(Londono, Ma, and Wilson 2025)
- 무역정책 불확실성의 경우 투자 감소는 0.7-2% 범위를 보이며, 1-2분기 내 정점을 찍고 2년 차에 완화됨
- 현 시점에서 투자 추이는 이러한 표준 신뢰구간의 상단부에 위치함

○ **불확실성의 부정적 영향은 두 가지 주요 경로를 통해 나타남**

- 첫째, 실물옵션(real-options) 이론(Bernanke 1983)에 따르면 기업은 전망이 불확실할 때 되돌릴 수 없는 투자를 지연함
  - 이는 잠재적 손실을 피하기 위해 기다리는 것이 더 경제적이기 때문임
  - 가계 또한 내구재 소비를 미루고 필수품 지출만 유지하는 유사한 양상을 보임
- 둘째, 소득 위협이 높아질 때 가계는 저축을 확대하여 소비 증가세를 둔화시킴(Bansal and Yaron, 2004)

○ **그러나 이러한 현상이 단기적으로 생산 감소로 직결되지는 않음**

- 미래 관세 인상에 따른 가격 상승을 우려한 선출하(front-loading) 현상은 불확실성 하에서의 대기 및 예방적 행동을 일시적으로 상쇄함
- 또한 기업들은 고객 유지 차원에서 불확실성이 해소될 때까지 가격을 유지하고 비용 증가분을 마진(margins)에서 흡수하는 전략을 선택함
  - 한 기업의 가격 결정이 다른 기업의 유사한 결정을 유도하는 전략적 보완성(strategic

complementarities)은 이러한 단기적 가격 경직성을 강화시킴

○ **브렉시트(Brexit) 사례는 이러한 현상의 대표적 예임**

- 2016년 국민투표 이전에 불확실성 수준이 급격히 상승했으나, 탈퇴 직후까지 기업 투자는 지속적으로 증가하였음
- 다만 2018년부터 투자 감소세가 본격화됨(BOE 2019)

○ **관세 불확실성은 주로 시점을 통해 경제활동에 영향을 미침**

- 선출하(front-loading) 효과는 일시적으로 불확실성의 부정적 영향을 상쇄하지만, 이 효과가 사라지면 불확실성이 수요를 제약함
- 이를 설명하기 위해 개방경제 뉴케인즈모형(Ghironi and Ozhan, forthcoming)을 사용하여 관세 불확실성 충격을 관세 자체와 분리해 분석함

○ **충격반응 실험을 통하여 관세 불확실성 상황을 분석한 결과, 즉각적 불확실성 증가는 단기적 생산과 일시적 물가상승을 유발한 뒤 장기적으로 수요와 물가를 제약하는 반면, 미래에 예고된 불확실성은 재고 축적과 가격 재조정으로 물가가 점진적으로 상승하는 경향이 나타남(그림 1-5)**

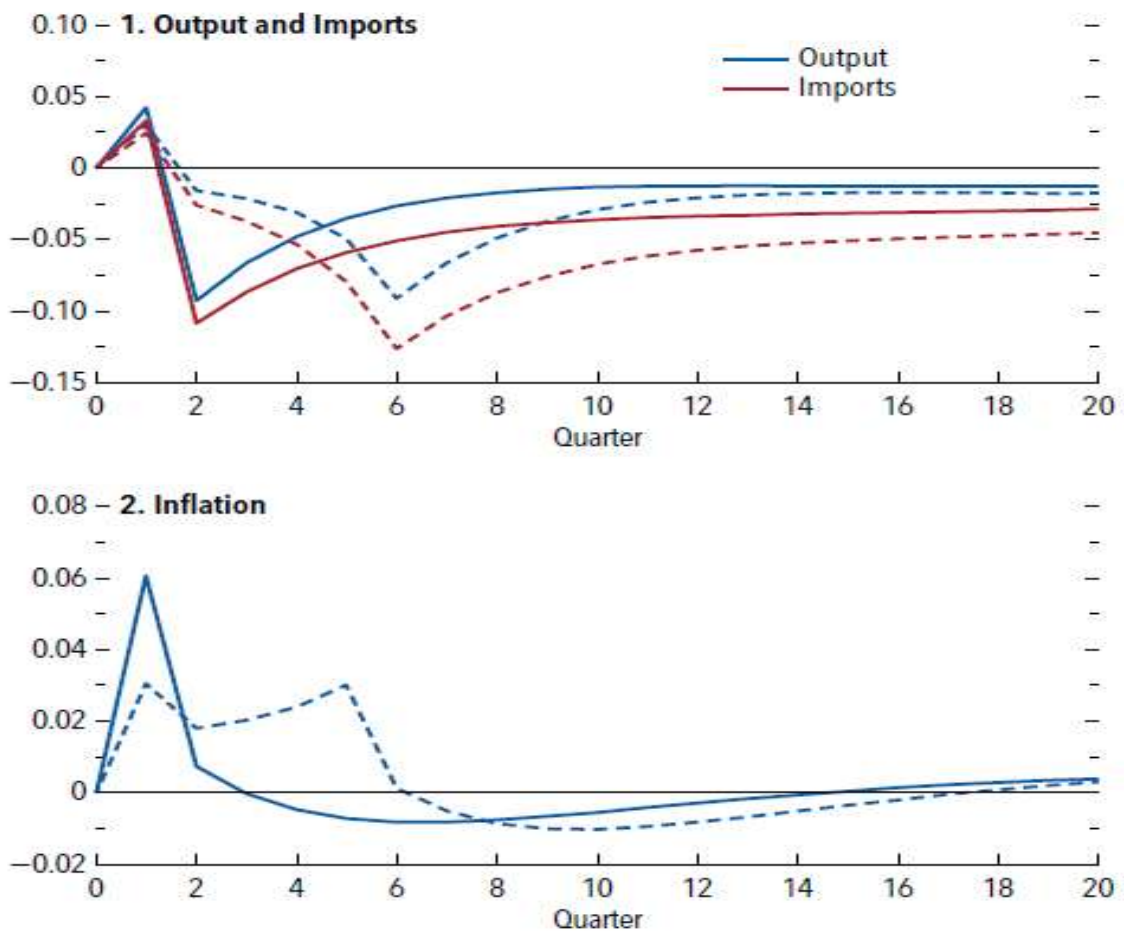
- 첫 번째 실험(실선)은 불확실성이 즉시 상승하는 경우를 가정함
  - 이때 관세의 분포가 넓어짐에 따라 경제주체들은 가격 변동 위험을 회피하기 위해 수입을 선출하(front-loading)함으로써 단기적으로 생산이 상승함
  - 비용 불확실성에 직면한 기업들은 마진(margins) 보호를 위해 가격을 인상하며, 이에 따라 소비자물가는 일시적이고 경미하게 상승함
  - 그러나 선출하(front-loading) 효과가 사라지면 불확실성이 부정적 수요 충격처럼 작용하여 활동이 둔화되고, 기업이 마진을 축소하면서 물가상승률이 완화됨
- 두 번째 실험(점선)은 관세 불확실성이 향후 상승할 것이라는 소식이 미리 전달되는 경우를 다룸
  - 이때도 선출하(front-loading)는 발생하지만, 이는 즉각적인 비용 변동이 아닌 미래의 잠재적 가격 변동을 예상한 결과임
  - 불확실성이 증가할 시점이 명확히 알려져 있기 때문에(예, 협상 일정, 유예기간 종료),

기업들은 이에 맞춰 재고를 쌓고 가격 조정을 점진적으로 진행함

- 따라서 불확실성이 미래에 증가할 것으로 알려진 경우, 물가상승률은 점진적으로 상승하며, 불확실성이 한번에 급격히 증가할 때보다 쉽게 낮아지지 않는 것처럼 보일 수 있지만, 상승 폭은 상대적으로 작음

### [그림 1-5] 관세 불확실성 충격에 대한 충격 반응(Impulse Responses)

(단위: 확률적 균제 상태에서의 %편차)



주: 1. 그림은 관세 부과 경제가 관세 불확실성 충격(tariff-uncertainty shock)을 받았을 때 주요 변수들의 충격 반응(impulse responses)을 보여줌  
2. 실선은 1분기에 실제로 충격이 발생하는 경우(실현된 불확실성(realized uncertainty))를 나타내고, 점선은 1분기에 충격이 예고되어 4분기에 실제로 발생하는 경우(뉴스 충격(news shock))를 나타냄  
3. 물가상승률은 연율(annualized)로 표시되어 있음  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.5, Figure 1.5.

## 나. 미국의 물가상승

### ○ 지금까지 관세와 이에 따른 공급망 재편이 물가상승률 압력에 미친 영향은 미미함

- 관세를 부과한 국가인 미국에서는 헤드라인 및 근원 물가상승률이 다소 상승하였으나, 그 폭은 제한적이었음([그림 I-6])
- 근원 물가상승률을 세부적으로 살펴보면, 미국의 근원 상품 가격은 현저하게 상승하였으나 다른 국가에서는 그렇지 않았음([그림 I-6], 패널 3의 파란선)
  - 이러한 상승은 서비스 물가의 지속적 상승 국면에서 발생하였음

### ○ 현재까지의 미미한 반응은 관세 전가(pass-through)가 지연되고 있음을 의미할 수도 있음

- 실제로, 재고비축(stockpiling), 관세유예(tariff pauses), 무역전환(trade diversion)과 경로 변경(rerouting) 등 요인으로 인해, 실제 실효 관세율(actual effective tariff rate)<sup>3)</sup>은 명목 실효 관세율(effective rate based on announcements)<sup>4)</sup>보다 뒤늦게 반영되는 경향이 있음([그림 I-7], 패널 1)
- 특정 품목군을 분석한 결과, 소비자 물가로의 전가가 예상보다 훨씬 적게 이루어졌음([그림 I-7], 패널 2)
  - 예를 들어, 가전제품은 관세 부과로 인한 비용이 일부 반영되었으나, 식품과 의류 등 다수의 품목에서는 반영되지 않았음
- 고빈도 소매가격 자료에 따르면, 관세 영향을 받는 품목군에서는 수입품과 국산품 모두의 가격이 영향을 받는 것으로 나타났음(Cavallo, Llamas, and Vazquez, 2025)
  - 이는 보다 광범위한 가격 및 공급망 파급효과가 존재함을 시사함
- 팬데믹 이후 미국 기업들의 수익성이 높았으나, 향후 관세 인상 및 글로벌 가치사슬 재편으로 인한 비용 증가를 흡수하기 어려워질 가능성이 있음
- 따라서 일정 시점 이후에는 이러한 비용 상승이 소비자 가격에 전가될 위험이 존재함 (자세한 분석은 2025년 10월 Global Financial Stability Report 참조)

3) 수입품 가치 대비 세관에서 실제로 납부된 관세의 비율로 측정

4) 공표된 법정세율을 대체 이전(pre-substitution) 무역 가중치로 가중평균하여 계산

○ **최근 물가 동향 평가에서 핵심적인 요인은 미국 달러화의 움직임**

- 기존 연구에 따르면, 관세를 부과한 국가의 통화는 통상적으로 절상되는 경향이 있음(Mundell 1960; Jeanne and Son 2024)
- 한편, 통화 절상(currency appreciation)은 수입물가 상승을 완화시켜 관세의 물가상승 효과를 상쇄함
  - 그러나 장기적인 통화 절상은 관세로 인한 무역수지 개선 효과를 상쇄하고, 경기활동을 저해할 수 있음
- 이번 사례에서는 이러한 ‘환율 보상 효과(exchange rate offset)’가 거의 나타나지 않았음
- 2025년 4-5월 동안 미국 달러는 뚜렷하게 약세를 보인 후 그 수준을 유지하고 있으며, 이는 2018-19년과는 다른 양상임([그림 I-8], 패널 1)
- 흥미롭게도, 관세를 제외한 미국의 수입물가지수는 2025년 4월 이후 대체로 안정세를 보임([그림 I-8], 패널 2)

○ **이러한 미국 수입가격의 안정은 같은 시기에 실효 관세율의 상승과 달러화의 급격한 절하(depreciation)가 동반된 상황에서 나타남**

- 일반적으로 달러 강세는 수출업자의 마진을 확대시켜 관세를 일부 흡수할 여지를 제공함으로써, 관세 부과에도 불구하고 수입가격이 하락하는 경향이 나타남
  - 그러나 이번에는 달러 약세로 인해 이러한 흡수 여지가 축소되었음
  - 지배적 통화가격화(dominant currency pricing)하에서 달러 약세는 수출업자의 마진을 직접적으로 축소시킴

○ **더욱이, 이번 관세 조치는 광범위하게 적용되었기 때문에, 수출업자들은 경쟁사들 역시 동일한 관세 부담을 지고 있음을 인식하고 가격 인하를 주저함**

- 이로 인해 이번에는 수출업자들이 관세를 흡수하지 않고, 결과적으로 미국 기업과 가계가 비용 부담을 떠안는 형태가 나타남
  - 다만, 총괄적인 가격지표 뒤에는 품목별·산업별 차이가 존재함

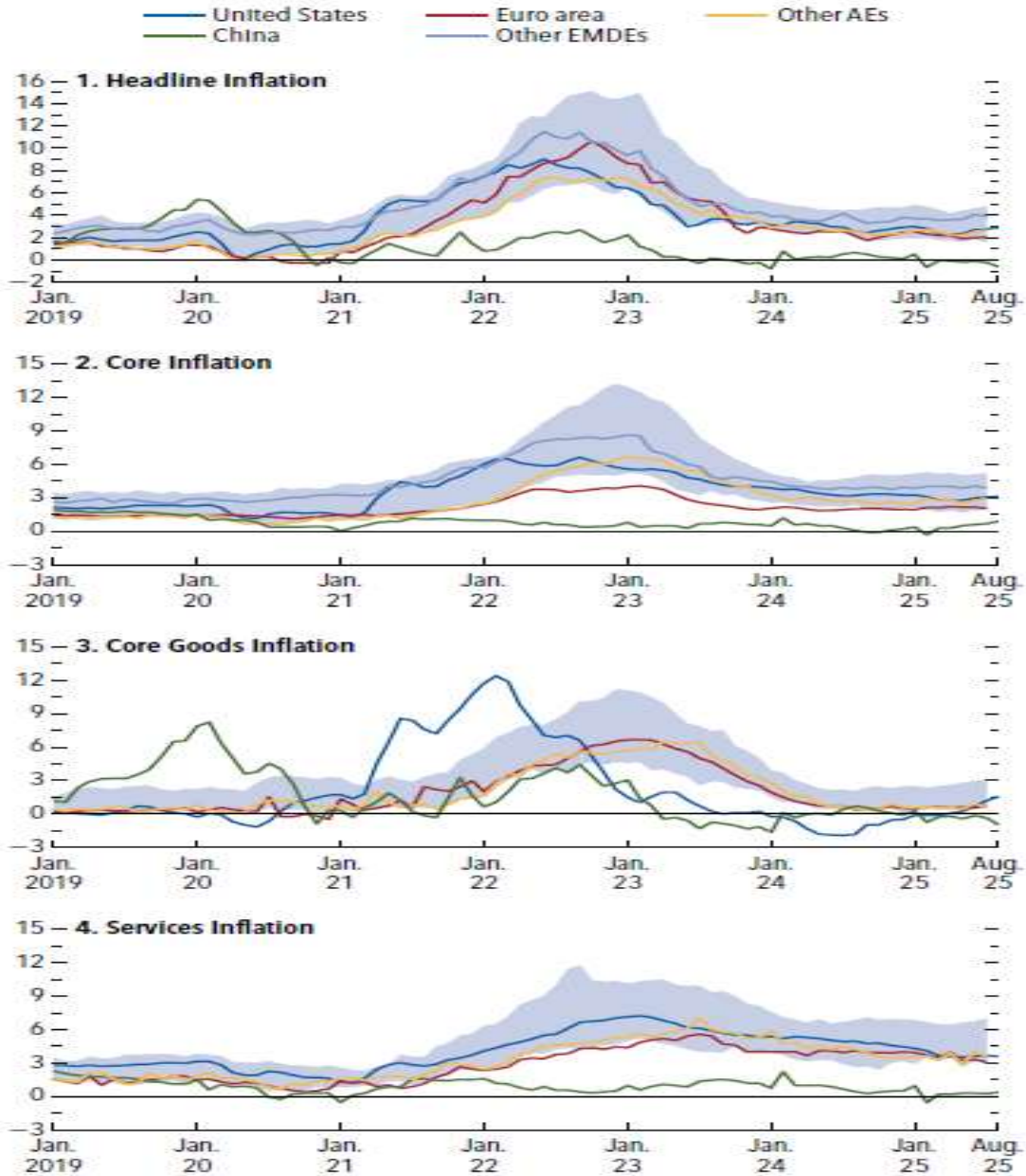
- 예를 들어, 자본재 수입가격은 달러 약세로 인한 마진 손실을 회복하는 양상으로 크게 상승한 반면, 관세 타격이 큰 자동차 부문은 상승폭이 제한적이었음
- 수출국 측면에서도 관세 민감도는 품목별로 상이함
- 일례로, 일본의 북미 수출용 승용차 달러화 표시 수출가격은 20% 이상 급락하였으나, 기타 지역 수출가격은 안정세를 유지함([그림 I-8], 패널 3)
- 한국의 자동차 수출가격에서도 유사한 패턴이 관찰되었음
- 반면, 독일의 비EU 지역 수출용 자동차 가격은 아직 큰 변동이 없었음

○ **현재 수출업자들은 수익성 압박으로 인해 낮은 가격을 오래 유지하기 어려운 상황임**

- 기업의 가격 결정은 경쟁사들의 인상 시점을 예상하여 점진적으로 이루어지는 경향이 있음
- 따라서 향후 가격 상승은 단발성 급등보다는 완만한 형태로 나타날 가능성이 큼
- 다만, 최근 박스권에 머물고 있는 달러화가 다시 강세로 전환될 경우, 환율 보상 효과가 재작동하여 관세의 소비자물가 영향 완화에 기여할 가능성이 있음

[그림 1-6] 세계의 물가상승률 추세

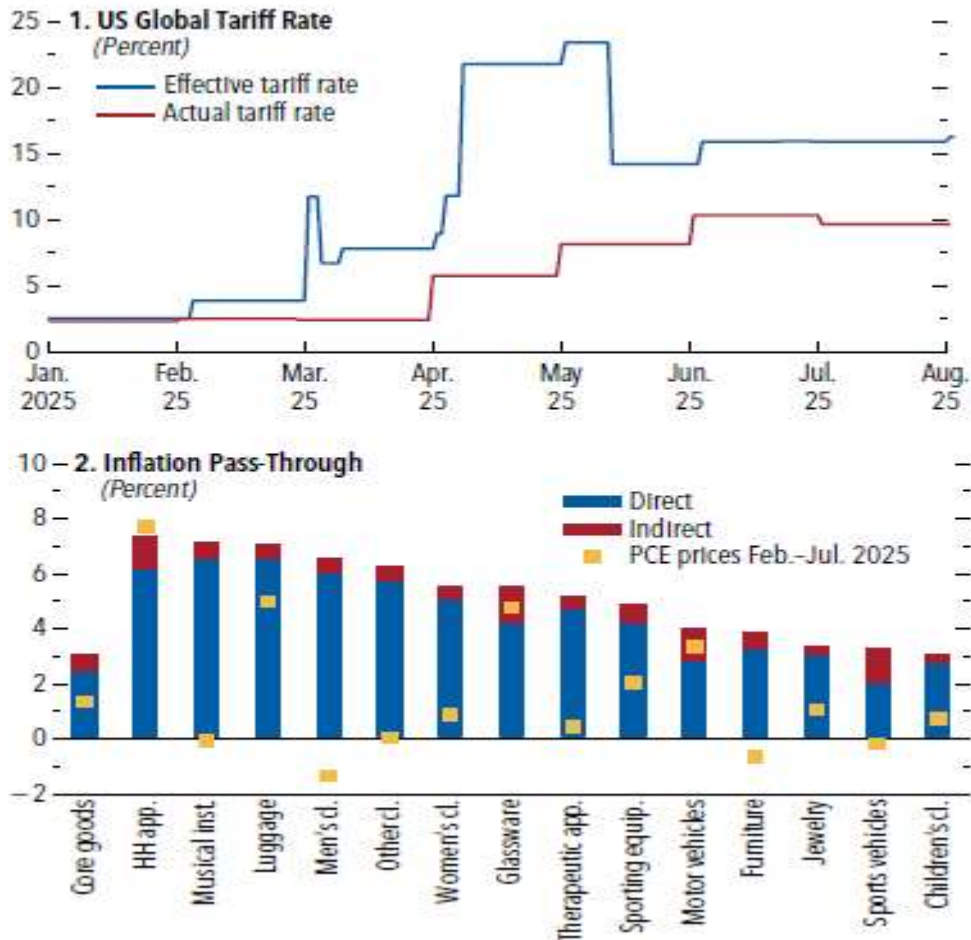
(단위: 전년 대비 %)



주: 1. 패널 1과 2는 세계경제전망(World Economic Outlook)에 포함된 57개국의 중앙값(median)을 보여주며, 57개국은 2024년 전 세계 GDP의 78%를 차지하고 있음(구매력평가 기준, 즉 PPP 기준으로 계산됨)  
 2. 밴드(bands)는 각국의 데이터에서 25번째 백분위수에서 75번째 백분위수 사이의 범위를 나타냄  
 3. AEs는 선진국, EMDEs는 신흥국 및 개발도상국을 나타냄  
 4. 실선은 1분기에 실제로 충격이 발생하는 경우(실현된 불확실성(realized uncertainty))를 나타내고, 점선은 1분기에 충격이 예고되어 4분기에 실제로 발생하는 경우(뉴스 충격(news shock))를 나타냄  
 출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.6, Figure 1.6.

[그림 1-7] 관세가 물가에 미치는 영향

(단위: %)

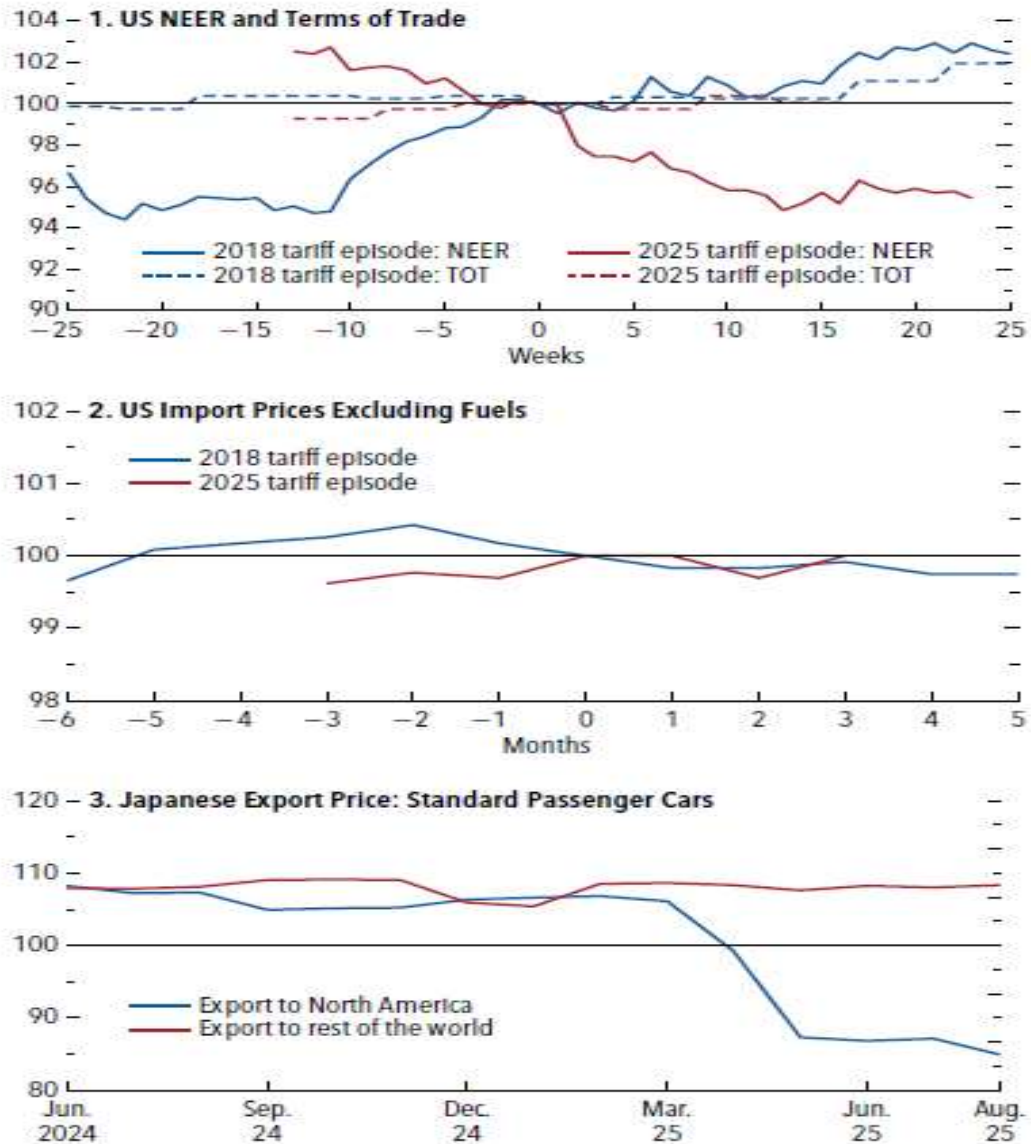


- 주: 1. 패널 1에서 실제 관세율(actual tariff rate)은 수입품의 가치 대비 세관에서 실제로 납부된 관세의 비율을 의미하며, 실효 관세율(effective tariff rate)은 관세 부과 전(즉, 대체효과 발생 전)의 수입 가중치를 사용해 산출한 공표된 법정세율의 가중평균임
2. 실제 관세율은 품목 분류 오류나 과소신고, 또는 관세가 지나치게 높아 수입이 거의 이루어지지 않는 경우 등으로 인해 과소추정될 수 있음
3. 패널 2에서는 국가 및 품목별 관세, 그리고 산업연관표(input-output tables)와 개인소비지출(PCE) 연계표를 이용한 직접 및 간접 수입집약도를 활용하여 완전 전가(full pass-through)를 추정
4. 이 추정치는 마진이 변하지 않으며, 환율 등과 같은 요인으로 인한 상쇄 효과가 없다고 가정
5. 약어 설명: app.=가전(appliances), cl.=의류(clothing), equip.=장비(equipment), HH=가계(household), inst.=악기(instruments)

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.7, Figure 1.7.

[그림 1-8] 관세, 미국달러 및 물가

(단위: 지수)



- 주: 1. 패널 1과 2에서 2018년 관세 부과 사례의 ‘주(week) 0’과 ‘월(month) 0’은 7월 6일에 해당하며, 이날 미국은 340억 달러 규모의 중국산 제품에 25%의 관세를 부과했고, 중국 역시 동일한 규모의 미국산 제품에 25%의 관세를 부과했음
2. 2025년 관세 부과 사례의 경우, ‘주 0’과 ‘월 0’은 4월 2일 ‘해방의 날(Liberation Day)’ 발표 직후인 4월 4일에 해당함
3. 패널 2에서 수입가격에는 상품의 거래 금액뿐만 아니라, 수출국의 국경에서 수입국의 국경까지 상품을 운송하기 위해 수행된 서비스의 가치가 포함되어 있음. 따라서 운임, 보험료, 운송비 등은 포함되지만, 관세는 포함되지 않음
4. 패널 3에서는 기준 연도가 2020년이며, 수출은 국경가격 기준으로 기록되었음
5. NEER은 명목실효환율(nominal effective exchange rate), TOT는 교역조건(terms of trade)을 의미
- 출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.8, Figure 1.8.

## 다. 변화하는 대외수지(External Balances)

- 2025년 1분기 세계 교역 활동은 미국의 수입 증가와 아시아 및 유로 지역의 수출 확대에 힘입어 견조했음
  - 이러한 흐름은 미국의 관세 인상 가능성을 앞둔 수출의 선출하(front-loading)에 따른 결과로 보이며, 일부는 달러 약세와도 관련이 있음(Boz and others, 2020)
  - 그러나 고빈도 자료에 따르면 2분기 들어 교역 확장세가 다소 둔화되는 조짐이 나타남
  - 특히 독일, 스페인, 영국 등 주요 유럽국의 대미 수출이 뚜렷하게 감소했으나, 유럽 내 교역 확대에 힘입어 유로 지역 전체 수출은 여전히 견조한 수준을 유지하고 있음
  - 중국의 경우 대미 수출 감소가 유로 지역과 동남아시아국가연합(ASEAN)으로의 수출 증가로 일부 상쇄되었으며, 이는 달러를 제외한 대부분 통화 대비 위안화 약세에 힘입은 바가 큼
  - 전반적으로 미·중 간 무역 탈동조화(decoupling)는 2018-2019년 관세 충격기에 비해 더 빠르게 진행되고 있음
  
- 세계 교역 환경 변화와 정책 전환에 따라 주요 경제권의 경상수지에도 변화가 나타나고 있음
  - 미국의 2025년 상반기 경상수지 적자는 GDP 대비 4.6%로, 2013-2024년 평균보다 1.9%p 확대되었으며, 이는 주로 상품 수입 증가에 기인
  - 유로지역의 경상수지 흑자는 GDP 대비 1.9%로 2024년 동기(3%) 및 2013-2024년 평균(2.3%)보다 낮아졌으며, 이는 본원소득수지 적자(primary income deficit) 확대의 영향임
  - 중국과 일본의 경상수지 흑자는 각각 GDP의 3.2%, 4.7%로, 모두 전년 및 과거 평균을 상회함
  
- 미국의 순대외금융자산(net international investment position, NIIP)은 2025년 1분기 다소 개선세를 보였으나, 최근 몇 년간 해외직접투자 및 주식·국채 자본 유입이 사상 최대치를 기록함에 따라 채무 증가가 지속되고 있음(2025년 4월 WEO 참조)

- 반면 유로지역과 일본은 자산이 채무보다 더 빠르게 증가하며 순대외금융자산(NIIP)이 확대되는 추세임
- 중국의 경우 순대외금융자산(NIIP)이 비교적 안정적으로 유지되고 있음

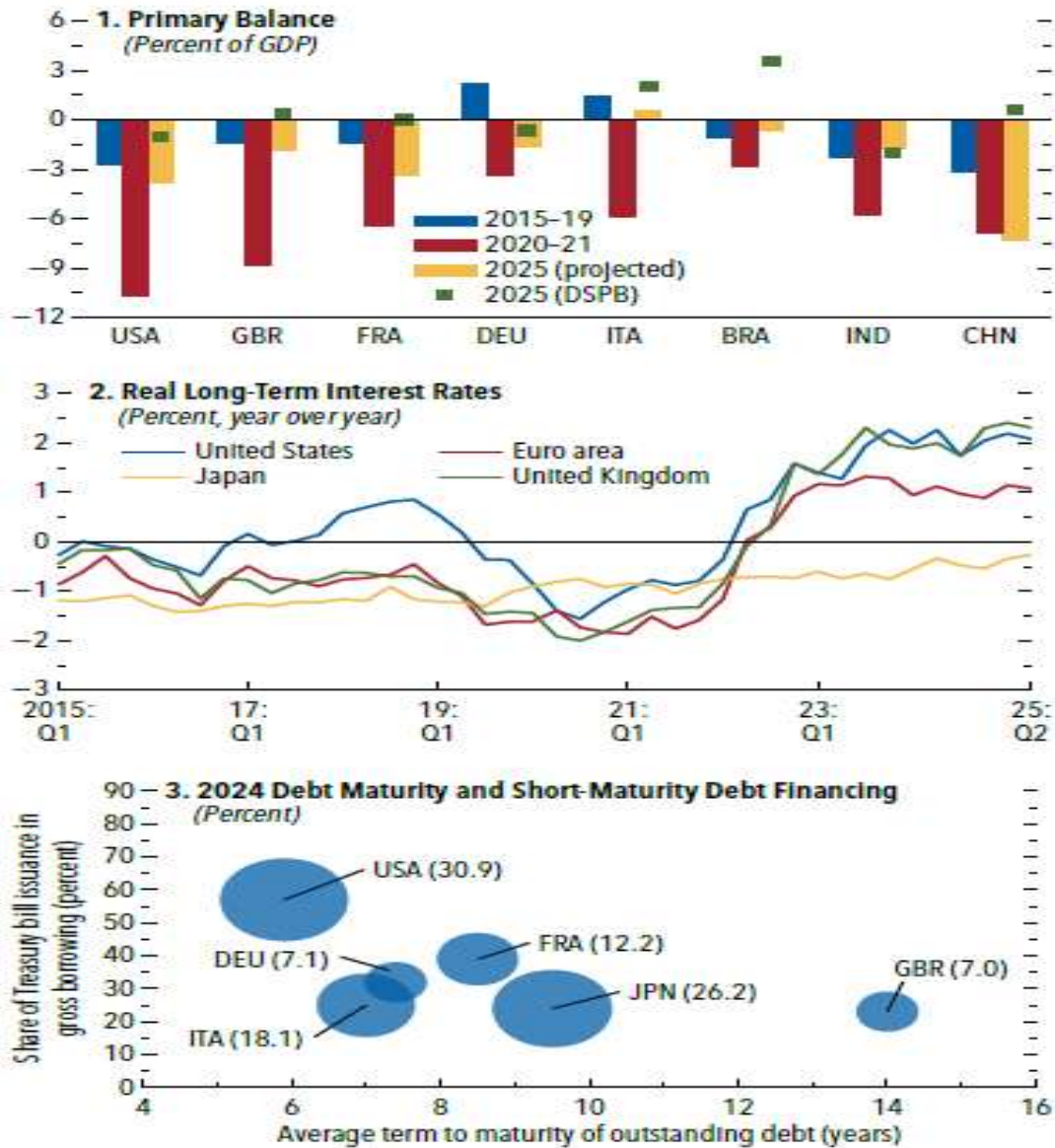
### 3. 정책 조합: 확장적 재정정책과 국가별로 상이한 통화정책

- 세계경제 성장세가 둔화되고 국가별로 물가상승률 양상이 상이한 가운데, 정책 여력이 제약되고 재정의 취약성이 높아지고 있음
  - 재정정책은 주요 선진국 및 개발도상국 중 다수에서 여전히 과도하게 확장적인 상태로 남아있음
  - 2025년 예상되는 대부분 국가의 기초재정수지 적자(primary deficits)는 2020-21년 팬데믹 충격 대응을 위해 대규모 재정 부양책이 시행되던 시기의 사상 최대 적자보다 낮을 것으로 보이지만, 브라질과 인도를 제외하면 팬데믹 이전 수준보다 여전히 상당히 큰 상태로 유지됨([그림 1-9], 패널 1)
  - 중국의 경우, 국내 수요의 약세를 고려할 때 재정정책 기조가 적절히 확장적으로 유지되고 있으나, 이는 중기적으로 GDP 대비 채무비율의 상승을 방지하기 위해 필요한 긴축적 기조와는 계속해서 괴리를 보이는 것으로 평가됨
- 2024년 수준에서 GDP 대비 채무비율을 안정화하기 위해서는 대부분 국가에서 상당한 재정건전화 필요함
  - 2025년 예상 기초재정수지(primary balances)를 고려할 때 채무비율은 상승세를 이어갈 것으로 보이며, 특히 브라질, 중국, 프랑스, 미국의 경우 그 증가폭이 상당할 것으로 전망됨
  - 또한 극단적 부정적 시나리오 하에서는 전 세계적으로 채무 수준이 더욱 높아질 것으로 예상됨(2024년 10월 Fiscal Monitor의 채무위험평가 참조)
  - 고령화, 국방, 에너지 안보 관련 지출 압력이 특히 유럽 지역에서 위험요인으로 작용하고 있음
- 팬데믹 이후 채무 지속가능성 계산은 채무비율 증가, 기초재정수지 악화, 금리상승, 그리고 성장전망 둔화로 인해 더욱 복잡해지고 있음
  - 2021-22년 물가상승률 급등에 대응해 정책금리가 인상되면서, 수익률 곡선의 단기 구간 금리가 급격히 상승하여 채무 상환비용 증가에 크게 기여함

- 2023년 말 이후에는 중기 및 장기 구간의 수익률 또한 점진적으로 상승함([그림 1-9], 패널 2)
- 일부 주요 국가에서 GDP 대비 상당한 규모의 차입금을 재조달해야 하는 상황이기 때문에 차입 비용의 전반적인 상승은 우려할 만함([그림 1-9], 패널 3)
  - 또한, 만기가 1년 이하인 단기 국채(Treasury bills)에 의존하는 경향이 커지면, 시간이 지날수록 전체 채무의 평균 만기가 짧아지고, 정부는 재조달(차환) 위험이나 단기 금리 변동에 더 많이 노출되게 됨
  - 신용등급이 낮은 신흥국과 저소득국은 채권시장 내에서 더욱 어려운 자금조달 여건에 직면하고 있음(2025년 10월 Global Financial Stability Report 제1장 참조)
- 전 세계적으로 통화정책은 과거의 공격적 긴축에서 점차 완화 혹은 중립 기조로 전환되고 있음
  - 일부 국가에서는 재정정책이 완화적으로 전환되는 가운데 통화정책 금리가 현 수준에서 유지될 것으로 예상됨
  - 그러나 높은 불확실성으로 인해 금리가 변동할 가능성이 있으며, 국채 재조달 위험에 따른 과도한 시장 변동성이 중앙은행의 물가 및 금융안정 목표 달성을 어렵게 만들고 있음(2024년 10월 Global Financial Stability Report 제2장 참조)
- 동시에, 통화정책 기조는 국가 간에 더욱 달라질 것으로 예상됨
  - 이는 각국의 물가상승률 전망 및 중앙은행의 자국 경제상황에 대한 상이한 대응을 반영하는 것임
  - 그러나 이러한 차이는 시장이 통화가치의 상대적 평가를 재조정함에 따라 환율의 급격한 변동을 초래할 가능성이 있음

[그림 1-9] 재정정책

(단위: GDP 대비 %)



주: 1. 패널 1에서는 채무 안정화 기초재정수지(Debt-Stabilizing Primary Balance, DSPB)를 계산하는데, 이는 예상되는 채무의 유효이자율과 GDP 성장률을 감안하고, 저량-유량 조정(Stock-flow adjustment)을 고려하여 채무비율을 안정적으로 유지하기 위해 필요한 기초재정수지(Primary balance)를 의미함  
 2. 패널 2에서는 실질 장기이자율을 계산하는데, 이는 10년 만기 국채의 명목수익률에서 10년 후 예상 물가상승률(Consensus Economics 자료 기준)을 차감한 값임  
 3. 패널 3에서는 원 크기와 약어(label)가 각국의 GDP 대비 차환(Refinancing) 필요 규모를 나타냄  
 4. 그림의 국가 약어는 국제표준화기구(ISO) 코드를 사용했음  
 출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.9, Figure 1.9.

## 4. 전망: 어두운 경제전망

- 일부 통계에 나타나는 무역 관련 왜곡으로 인해 겉보기에는 경제가 견조해 보일 수도 있고, 무역정책의 급격한 변화로 인해 성장 전망이 크게 오르내리기도 하지만, 실제로 세계경제의 전망은 단기적으로나 장기적으로나 여전히 부정적 양상을 보임

### 가. 세계의 경제성장 가정

- 기준 전망(baseline forecasts)은 전 세계 원자재 가격, 이자율, 재정 및 무역 정책에 대한 여러 가정에 기반하고 있음(그림 1-10)
  - [참고 1-2]에서는 이러한 기준 전망에서 벗어날 경우, 성장과 물가상승률에 미치는 영향을 평가하고 있음

#### 1) 원자재 가격 전망

- 연료 관련 원자재 가격은 2025년에 7.9%, 2026년에 3.7% 하락할 것으로 예상
  - 이는 주로 유가 하락에 기인하지만, 2025년 4월 세계경제전망(WEO)에서 예상했던 것보다는 하락 속도가 완만함
  - 유가 선물곡선(oil futures curve)에 따르면, 석유 현물가격지수(petroleum spot price index)는 2025년 배럴당 평균 68.90달러, 2030년에는 67.30달러로 하락할 것으로 예상됨
  - 2025년 6월 중순 이스라엘-이란 전쟁으로 인한 일시적 가격 급등을 제외하면, OPEC+(석유수출국기구와 러시아 등 비회원국 일부)의 4월부터 가속화된 생산 일정 이후 유가는 배럴당 60-70달러 범위에서 유지되고 있음
- 비연료(nonfuel) 원자재 가격은 2025년 7.4%, 2026년 4.1% 상승할 것으로 예상됨
  - 이는 4월 전망보다 약간 낮은 수준이며, 식음료(밀, 쌀, 커피, 코코아 등) 가격이 예상보다 빠르게 하락한 데 기인함

## 2) 통화정책 전망

### ○ 주요국 중앙은행들은 물가상승률 압력의 정도가 다르기 때문에, 기준금리 결정에서 서로 다른 경로를 취할 것으로 전망함

- 미국의 경우, 기준금리(연방기금금리)는 4월 WEO에서 예상했던 것보다 약간 빠른 속도로 인하되어 2025년 말 3.50-3.75%로 하락할 것으로 보이며, 2028년 말쯤 2.75-3.0%의 최종 수준에 도달할 것으로 예상함
- 유로지역은 정책금리를 2% 수준으로 유지할 것으로 보이며, 이는 4월 전망과 거의 동일함
- 일본은 정책금리가 4월 예상과 유사한 경로로 인상되어, 중기적으로 약 1.5%의 중립 수준에 도달할 것으로 예상함
  - 이는 일본은행의 2% 물가상승률 목표에 부합하도록 물가상승률과 기대 물가상승률을 안정적으로 유지하기 위한 조치임

## 3) 재정정책 전망

### ○ 선진국 전체적으로는 중립적인 재정정책 기조를 유지할 것으로 예상되며, 이는 4월 WEO에서 예상했던 긴축적 재정 기조와는 큰 차이를 보임

- 미국에서는 GDP 대비 재정적자 비율이 2026년에 0.5%p 악화될 것으로 전망됨
  - 이는 'One Big Beautiful Bill Act(OBBBA)'<sup>5)</sup> 법안 통과에 따른 영향이며, 관세수입 증가(0.7%p 정도)로 일부 상쇄되더라도 전반적 악화가 예상됨
- 현행 정책 하에서는 미국의 공공채무는 안정되지 못하고, GDP 대비 2024년 122%에서 2030년 143%로 증가할 것으로 전망되며, 이는 4월 전망보다 15%p 높은 수준임
- 유로지역에서도 재정수지 악화가 예상되며, 특히 독일은 인프라 및 군사비 지출 확대로 인해 재정적자가 0.8%p 확대될 전망이다

5) One Big Beautiful Bill Act(OBBBA)는 2025년 7월 4일 미국 의회에서 통과된 법안으로 트럼프 대통령 2기 정책의 핵심 중 하나인 대규모 감세와 정부 지출 삭감과 같은 내용이 담겨있음

- 유로지역의 GDP 대비 채무비율은 2024년 87%에서 2030년 92%로 증가할 것으로 전망됨
- 반면, 신흥국 및 개발도상국은 2025년의 재정적자 확대 추세를 되돌려, 2026년에는 GDP 대비 약 0.2%p 수준으로 다소 긴축적인 재정정책을 취할 것으로 예상됨
- 신흥국 및 개발도상국의 공공채무는 계속 증가해, 2024년 GDP 대비 70% 미만에서 2030년 82%로 증가할 전망이다
- 중국의 경우, 2025년에 재정적자가 1.2%p 확대된 이후 2030년까지 점차 축소될 것으로 전망됨

#### 4) 무역정책 가정

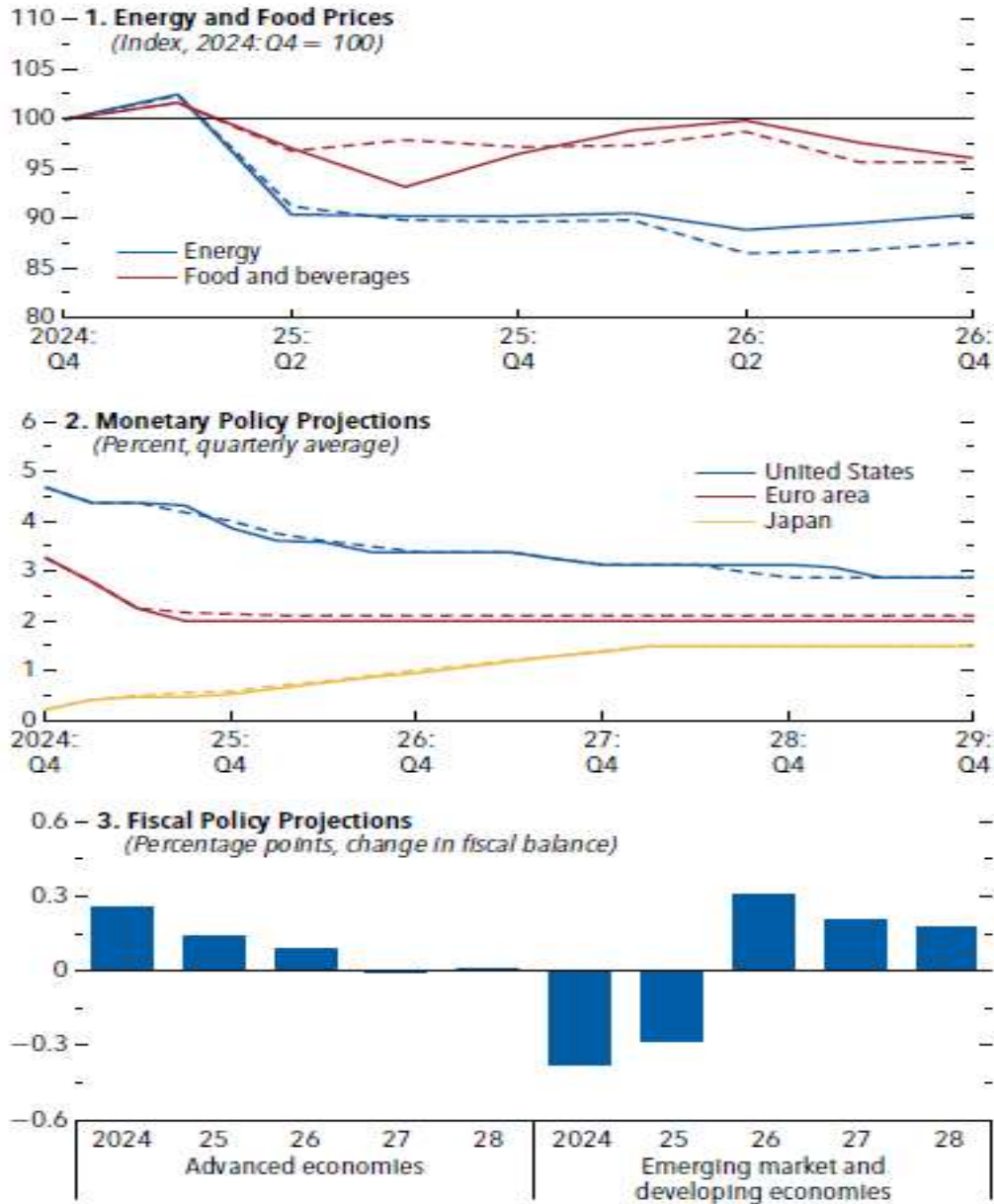
##### ○ 2025년 9월 초까지 발표되고 시행된 관세 조치는 기준 전망에 포함되어 있음

- 이러한 조치들은 만료일이 명시되어 있더라도 무기한 지속되는 것으로 가정되었음
- 즉, 관세인상의 유예 조치는 만료 이후에도 유지되고, 새로운 인상은 시행되지 않는 것으로 가정
- 중국과 미국 간의 추가 관세인상 유예 조치가 11월까지 연장되고, 미국 내에서 ‘국제비상경제권법(International Emergency Economic Powers Act, IEEPA)<sup>6)</sup>을 근거로 한 관세 부과 합법성에 대한 소송이 진행 중이기 때문에, 무역정책의 불확실성은 2025년과 2026년에 계속 높은 수준을 유지할 것으로 예상

6) 국제비상경제권법(International Emergency Economic Powers Act, IEEPA)은 1977년에 제정된 미국의 주요 경제 제재 관련 법률로, 미국 대통령이 국가 비상사태를 선포했을 때 외국의 위협에 대응하기 위해 경제적 제재나 조치를 취할 수 있는 권한을 부여하는 법임

[그림 1-10] 세계경제에 대한 주요 가정

(단위: GDP 대비 %)



- 주: 1. 패널 1과 2에서 실선은 2025년 10월 세계경제전망(WEO)의 예측치를, 점선은 2025년 4월 WEO의 예측치를 나타냄  
2. 패널 3에서 사용된 재정수지는 잠재 GDP 대비 일반정부 구조적 기초재정수지(Structural Primary Balance)임  
3. 구조적 기초재정수지는 경기 변동의 영향을 제거한 기초재정수지로, 순이자지급을 제외하고 자산가격이나 원자재가격같은 경기와 무관한 요인들까지 보정한 값임

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.10, Figure 1.10.

## 나. 성장 전망

- 전 세계 경제성장률은 2024년 3.3%에서 2025년 3.2%, 2026년 3.1%로 둔화될 것으로 예상됨(〈표 I-1〉)
  - 전년 4분기 대비 금년 4분기 기준(fourth-quarter-to-fourth-quarter basis)으로 보면, 경제성장률은 2024년 3.6%에서 2025년 2.6%로 하락한 후 2026년에는 3.3%로 회복될 것으로 예상됨
  - 시장환율(market exchange rates) 기준으로, 전 세계 산출량은 2024년 2.8%에서 2025년과 2026년 각각 2.6%로 둔화될 것으로 예상됨(〈표 I-2〉)
- 성장 전망치는 2025년 7월 세계경제전망(WEO) 수정치와 거의 변함이 없으며, 무역 긴장에 점진적으로 적응하고 있음을 반영하지만, 팬데믹 이전 평균치인 3.7%보다는 확연히 낮은 수준임
  - 2025년 하반기부터 2026년까지의 연속적인 성장세를 살펴보면, 2025년 상반기 수출의 선출하(front-loading)에 따른 왜곡을 제거하여 보다 명확한 전망치를 제공함
  - 전 세계경제는 이 2025년 하반기부터 2026년까지의 6개 분기 동안 연율 기준 평균 3.0% 성장할 것으로 예상되며, 이는 2024년 평균 성장률 3.6%보다 0.6%p 낮은 수준임
  - 2025-26년 성장 전망은 주요 지역의 정책 기조가 크게 바뀌기 이전인 2024년 10월 WEO 전망치보다 누적 기준 0.2%p 낮은 수준임
  - 2025년 동안의 무역정책 가정이 유동적이었기 때문에, 현재의 전망치를 2025년 4월 WEO나 7월 WEO 수정치와 비교하는 것은 세계경제가 어떤 방향으로 나아가고 있는지를 불분명하게 만들 수 있음
  - 따라서 보다 명확한 비교를 위해, 이번 전망은 2024년 10월 WEO와의 비교를 중심으로 논의됨

〈표 1-1〉 세계경제 전망: 기준 전망

(단위: 다른 표기가 없으면 % 변화)

구분	실적치	전망치		'25년 7월 전망 <sup>1)</sup> 대비 차이		'25년 4월 전망 <sup>1)</sup> 대비 차이	
		2024	2025	2026	2025	2026	2025
세계 경제	3.3	3.2	3.1	0.2	0.0	0.4	0.1
선진국	1.8	1.6	1.6	0.1	0.0	0.2	0.1
미국	2.8	2.0	2.1	0.1	0.1	0.2	0.4
유로 지역	0.9	1.2	1.1	0.2	-0.1	0.4	-0.1
독일	-0.5	0.2	0.9	0.1	0.0	0.2	0.0
프랑스	1.1	0.7	0.9	0.1	-0.1	0.1	-0.1
이탈리아	0.7	0.5	0.8	0.0	0.0	0.1	0.0
스페인	3.5	2.9	2.0	0.4	0.2	0.4	0.2
일본	0.1	1.1	0.6	0.4	0.1	0.5	0.0
영국	1.1	1.3	1.3	0.1	-0.1	0.2	-0.1
캐나다	1.6	1.2	1.5	-0.4	-0.4	-0.2	-0.1
기타 선진국 <sup>2)</sup>	2.3	1.8	2.0	0.2	-0.1	0.0	0.0
<b>한국</b>	2.0	0.9	1.8	0.1	-	-0.1	0.4
신흥국 및 개발도상국	4.3	4.2	4.0	0.1	0.0	0.5	0.1
아시아 신흥국 및 개발도상국	5.3	5.2	4.7	0.1	0.0	0.7	0.1
중국	5.0	4.8	4.2	0.0	0.0	0.8	0.2
인도 <sup>3)</sup>	6.5	6.6	6.2	0.2	-0.2	0.4	-0.1
유럽 신흥국 및 개발도상국	3.5	1.8	2.2	0.0	0.0	-0.3	0.1
러시아	4.3	0.6	1.0	-0.3	0.0	-0.9	0.1
라틴 아메리카 및 카리브해 지역	2.4	2.4	2.3	0.2	-0.1	0.4	-0.1
중동 및 중앙아시아	2.6	3.5	3.8	0.1	0.3	0.5	0.3
사하라 이남 아프리카	4.1	4.1	4.4	0.1	0.1	0.3	0.2
<b>세계 무역량(재화 및 서비스)</b>	3.5	3.6	2.3	1.0	0.4	1.9	-0.2
수입 - 선진국	2.1	3.1	1.3	0.7	0.3	1.2	-0.7
신흥국 및 개발도상국	5.6	4.3	4.0	1.6	0.0	2.3	0.6
수출 - 선진국	1.8	2.1	1.7	0.9	0.4	0.9	-0.3
신흥국 및 개발도상국	6.5	5.9	3.3	1.0	1.0	4.3	0.3
원자재 가격 (미 달러)							
석유 <sup>4)</sup>	-1.8	-12.9	-4.5	1.0	1.2	2.6	2.3
비연료(세계 원자재 수입 가중치에 기반한 평균)	3.7	7.4	4.1	-0.5	2.1	3.0	3.9
<b>세계 소비자 물가<sup>5)</sup></b>	5.8	4.2	3.7	0.0	0.1	-0.1	0.1
선진국 <sup>6)</sup>	2.6	2.5	2.2	0.0	0.1	0.0	0.0
신흥국 및 개발도상국 <sup>5)</sup>	7.9	5.3	4.7	-0.1	0.2	-0.2	0.1

주: 1) 2025년 7월 World Economic Outlook Update, 2025년 4월 World Economic Outlook

2) G7국가들(캐나다, 프랑스, 독일, 이탈리아, 일본, 영국, 미국)과 유로 지역 국가들 제외

3) 인도의 실적치, 전망치데이터는 회계연도 기준이며, 2011년부터 GDP는 2011/12회계연도를 기준으로 삼은 시장가격 기준 GDP

4) 영국 브렌트(Brent), 두바이 파테(Fateh), 미 서부텍사스 중질유(Intermediate crude oil)의 단순평균가격. 2024년 평균 유가는 배럴당 79.17달러, 선물시장에 기초한 유가 가정은 2025년 68.92달러, 2026년은 65.84달러

5) 베네수엘라 제외. 원문의 통계 부표 참고

6) 2025년, 2026년 물가상승률은 각각 유로 지역 2.1%, 1.9%, 일본 3.3%, 2.1%, 미국 2.7%, 2.4%

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.12, Table 1.1.

한국은 2025년 10월 WEO 부표, 2025년 7월 WEO 부표, 2025년 4월 WEO 데이터에서 추가

〈표 1-1〉의 계속 세계 경제 전망: 기준 전망

(단위: 다른 표기가 없으면 % 변화)

구분	4분기 기준 전년 동기 대비 <sup>7)</sup>						
	실적치	전망치		'25년 7월 전망 <sup>1)</sup> 대비 차이		'25년 4월 전망 <sup>1)</sup> 대비 차이	
		2024	2025	2026	2025	2026	2025
세계 경제	3.6	2.6	3.3	-0.1	0.1	0.2	0.3
선진국	1.9	1.3	1.8	-0.1	0.1	0.1	0.3
미국	2.4	1.9	2.0	0.2	0.0	0.4	0.3
유로 지역	1.3	0.7	1.7	0.0	0.0	0.0	0.3
독일	-0.2	0.3	1.0	-0.2	0.0	0.0	0.0
프랑스	0.6	0.8	1.0	0.1	-0.1	0.0	0.0
이탈리아	0.6	1.0	0.1	0.3	-0.9	0.2	-0.8
스페인	3.7	2.5	1.8	0.2	0.2	0.5	0.1
일본	1.3	0.2	1.1	0.4	0.3	0.6	-0.2
영국	1.5	1.4	1.4	-0.1	0.2	-0.3	0.5
캐나다	2.3	0.5	2.3	-0.6	-0.2	-0.1	0.1
기타 선진국 <sup>2)</sup>	2.1	1.2	2.8	-1.0	1.1	-1.0	1.1
<b>한국</b>	1.1	2.0	1.1	0.2	-0.7	0.3	...
신흥국 및 개발도상국	4.9	3.7	4.4	0.1	0.1	0.4	0.4
아시아 신흥국 및 개발도상국	5.9	4.5	5.3	0.0	0.1	0.5	0.6
중국	5.4	3.7	5.0	-0.1	0.3	0.5	0.8
인도 <sup>3)</sup>	7.4	6.0	6.2	-0.4	-0.2	-0.2	-0.1
유럽 신흥국 및 개발도상국	3.4	1.3	2.3	-0.2	0.3	-0.5	0.3
러시아	4.5	-0.5	0.5	-0.4	0.0	-0.9	-0.3
라틴 아메리카 및 카리브해 지역	2.4	2.1	2.6	0.2	-0.2	0.5	-0.2
중동 및 중앙아시아	...	...	...	...	...	...	...
사하라 이남 아프리카	...	...	...	...	...	...	...
원자재 가격 (미 달러)							
석유 <sup>4)</sup>	-10.1	-8.3	-2.2	3.0	-1.5	5.8	-1.5
비연료(세계 원자재 수입 가중치에 기반한 평균)	8.3	7.1	1.2	0.5	1.7	5.9	0.8
세계 소비자 물가 <sup>5)</sup>	4.9	3.6	3.0	0.1	0.1	0.1	0.0
선진국 <sup>6)</sup>	2.4	2.4	2.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
신흥국 및 개발도상국 <sup>5)</sup>	6.7	4.4	3.7	0.0	0.2	0.0	0.1

주: 7) 세계 경제의 분기별 추정치와 전망치는 구매력 평가(purchasing-power-parity) 가중치로 사용하여 계산한 연간 세계 생산량의 약 90%를 반영함. 신흥국 및 개발도상국의 분기별 추정치와 전망치는 구매력 평가 가중치를 적용하여 계산한 해당 국가들의 연간 생산량의 약 85%를 반영함

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.13, Table 1.1.(continued)

한국은 2025년 10월 WEO 부표, 2025년 7월 WEO 부표, 2025년 4월 WEO 데이터에서 추가

〈표 1-2〉 세계 경제 전망: 기준 전망(시장 환율 가중치 적용)

(단위: 다른 표기가 없으면 % 변화)

구분	실적치	전망치		'25년 7월 전망 <sup>1)</sup> 대비 차이		'25년 4월 전망 <sup>1)</sup> 대비 차이	
		2024	2025	2026	2025	2026	2025
세계 경제	2.8	2.6	2.6	0.1	0.0	0.3	0.2
선진국	1.8	1.6	1.7	0.1	0.0	0.2	0.2
신흥국 및 개발도상국	4.2	4.0	3.8	0.0	0.0	0.5	0.1
아시아 신흥국 및 개발도상국	5.2	5.0	4.5	0.1	0.0	0.7	0.1
유럽 신흥국 및 개발도상국	3.4	1.9	2.3	0.0	0.1	-0.2	0.0
라틴 아메리카 및 카리브해 지역	2.2	2.3	2.2	0.2	0.0	0.4	0.0
중동 및 중앙아시아	2.3	3.6	4.0	0.2	0.3	0.7	0.4
사하라 이남 아프리카	3.9	4.0	4.2	0.2	-0.1	0.3	0.0
참고사항							
유럽연합(EU)	1.0	1.3	1.3	0.1	-0.1	0.3	-0.1
중동 및 북아프리카	1.9	3.4	3.9	0.1	0.3	0.7	0.4
신흥국 및 중위소득 국가	4.2	4.0	3.8	0.1	0.1	0.5	0.2
저소득 개발도상국	4.0	4.5	5.0	0.1	-0.1	0.3	-0.3

주: 1) 2025년 7월 World Economic Outlook Update, 2025년 4월 World Economic Outlook

2) 총성장률은 직전 3년간 미국 달러 기준 명목 GDP의 이동평균을 가중치로 사용한 가중 평균으로 계산함

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.14, Table 1.2.

## 1) 선진국 성장 전망

### ○ 선진국의 경제성장률은 2025년과 2026년에 각각 1.6%로 예상되며, 이는 2024년의 경제성장률(1.8%) 및 2024년 10월 WEO 전망치보다 0.2%p 낮음

- (미국) 미국의 경제성장률은 2025년에 2.0%, 2026년에는 2.1%로 전망되며, 이는 7월 WEO 전망과 대체로 동일하고, 낮은 실효관세율, OBBBA 통과에 따른 재정 부양, 완화된 금융 여건 덕분에 4월 WEO 전망 대비 개선된 것임

- 이 전망은 2024년 대비 상당한 둔화를 나타내며, 2024년 10월 WEO 대비 누적으로 0.1%p, 2025년 1월 WEO 업데이트 대비 0.7%p 하향 조정된 것임

- 이러한 하향 조정은 주로 정책 불확실성 확대, 무역장벽 상승, 노동력 및 고용 증가세 둔화 때문임

- (유로 지역) 유로지역의 경제성장률은 2025년에 1.2%로 소폭 상승하고 2026년에는 1.1%로 감소할 것으로 전망됨

- 2025년 4월과 7월 WEO 대비 개선된 수치이지만, 2024년 10월 WEO 대비 누적으로

0.4%p 하향 조정된 것이며, 이는 증가하는 불확실성과 관세인상이 주요 원인임

- 실질임금 상승에 따른 민간소비 회복과 2026년 독일의 재정 완화는 부분적인 상쇄 효과만 제공하며, 반면 아일랜드의 견조한 성장세가 2025년 성장률을 끌어올림
- 유로지역 경제는 2026년에 잠재성장률 수준에서 성장할 것으로 예상됨

■ (기타 선진국) 기타 선진국의 경제성장률 전망은 2024년 10월 WEO 대비 크게 하향 조정되었으며, 이는 주로 변화하는 국제무역 환경을 반영함

- (캐나다) 캐나다의 경제성장률은 2025년 1.2%, 2026년 1.5%로 예상되며, 이는 2024년 10월 전망치보다 누적으로 1.7%p 낮음
- (일본) 일본의 경제성장률은 2024년 0.1%에서 2025년 1.1%로 가속화되고, 2026년에는 0.6%로 완화될 것으로 예상되며, 이는 2024년 10월 대비 누적으로 0.2%p 하향 조정된 것임
  - 이러한 변화는 무역정책 불확실성 확대와 대외수요 감소라는 역풍에도 불구하고, 민간소비를 뒷받침하는 실질임금 상승세에 의해 주도됨
- (영국) 영국의 2025년 및 2026년 경제성장률은 각각 1.3%로 예상되며, 2025년 4월 WEO 대비 누적으로 소폭 상향 조정된 것임
  - 이는 2025년 상반기의 활발한 경기활동과 5월에 발표된 영국-미국 무역협정 등 대외 환경의 개선을 반영한 것이지만, 2025-2026년의 경제성장률 전망치는 여전히 2024년 10월 전망치보다 누적으로 0.4%p 낮음

## 2) 신흥국 및 개발도상국 성장 전망

○ 신흥국 및 개발도상국의 경제성장률이 2024년 4.3%에서 2025년 4.2%, 2026년 4.0%로 둔화될 것으로 전망됨

- 이는 7월 WEO 업데이트와 거의 변함이 없으며, 2025년 4월 WEO 대비 누적 0.6%p의 상향 조정임
- 다만, 2024년 10월 WEO 전망과 비교하면 누적으로 0.2%p 낮으며, 저소득 개발도상국이 중소득 국가보다 더 큰 하향 조정을 겪음

- (아시아 신흥국 및 개발도상국) 경제성장률이 2024년 5.3%에서 2025년에 5.2%, 2026년에 4.7%로 하락할 것으로 전망됨
  - 특히 동남아시아 국가 연합(ASEAN) 국가들의 경제성장률 전망 변화는 주로 실효 관세율 변동과 유사한 경향을 보였음
  - (중국) 2025년 GDP 성장률 전망은 미국과의 무역 긴장 고조로 인해 2025년 4월 WEO에서 0.6%p 하향 조정되었으나, 5월 관세인상 중단 이후 7월 WEO 업데이트에서 0.8%p 상향 조정되었음
    - 2024년 10월 WEO 전망과 비교하면, 2025년 성장률은 4.8%로 0.3%p 높게 예상됨
    - 2026년에는 4.2%로 완만히 둔화될 것으로 전망됨
    - 최근 몇 분기의 예상보다 강한 실적은 국제무역의 선형 효과와 2025년 재정확대에 따른 상대적으로 견조한 내수 소비에 힘입은 것으로, 높은 불확실성과 관세 인상이라는 역풍을 상쇄했음
  - (인도) 경제성장률은 2025년 6.6%, 2026년은 6.2%로 전망됨
    - 7월 WEO 업데이트 대비 2025년은 상향 조정되었으며, 이는 1분기 강한 실적의 효과가 7월 이후 미국의 대인도 수입품 관세 인상 영향을 상쇄했기 때문임
    - 2026년은 하향 조정되었으며, 2024년 10월 WEO의 관세인상 이전 전망과 비교하면 누적으로 0.2%p 낮음
- (라틴 아메리카 및 카리브해 지역) 경제성장률이 2025년 2.4%로 안정적인 것으로 예상되며, 2026년에는 소폭 하락하여 2.3%가 될 것으로 전망됨
  - 2025년 전망은 2025년 4월 대비 0.4%p 상향 조정되었으며, 이는 대부분 국가에서 관세율이 낮아지고 예상보다 강한 실적이 나타났기 때문임
    - (멕시코) 상향 조정은 주로 멕시코에 의해 주도되었으며, 멕시코의 2025년 성장률은 1.0%로, 2025년 4월 WEO 대비 1.3%p 높음
    - (브라질) 브라질의 2025년 전망은 상향 조정되었으나, 2026년은 미국의 대브라질 수출품 관세인상의 영향으로 하향 조정되었음
  - 전체 지역으로 보면, 2024년 10월 WEO 대비 2025-2026년 성장률은 누적으로 0.5%p 낮아졌으며, 이는 무역정책 변화와 불확실성 때문임

- (유럽 신흥국 및 개발도상국) 경제성장률이 2024년 3.5%에서 2025년 1.8%로 급감한 뒤, 2026년 2.2%로 소폭 회복될 것으로 전망되며, 이는 주로 러시아의 성장률 급락에 기인함
  - (러시아) 러시아의 경제성장률은 2024년 4.3%에서 2025년 0.6%, 2026년 1.0%로 하락할 것으로 예상됨
    - 2025년 경제성장률은 2025년 4월 WEO 대비 0.9%p 낮음
    - 이는 2024년 4분기에 재정지출이 집중되었다는 최근 데이터 발표의 영향을 반영한 것으로, 2024년 GDP 추정치가 4.1%에서 4.3%로 상향되었고, 그 반작용이 2025년 성장률에 반영되었음
  - (튀르키예) 튀르키예의 경우, 2025년과 2026년 모두 예상보다 강한 실적으로 인해 상향 조정되었음
  - 그러나 전체 지역의 성장률 전망은 2024년 10월 WEO 대비 누적으로 0.7%p 낮음
- (중동 및 중앙아시아) 경제성장률이 2024년 2.6%에서 2025년 3.5%, 2026년 3.8%로 가속화될 것으로 전망됨
  - 이는 석유 생산 및 해상 운송의 차질이 해소되고, 분쟁의 영향이 완화되기 때문임
  - 2025년 전망은 2025년 4월 대비 0.5%p 상향 조정되었음
    - 이는 주로 걸프협력회의(Gulf Cooperation Council, GCC) 국가들의 발전을 반영한 것으로, 특히 사우디아라비아에서는 석유 생산 감축의 해제가 예상보다 빠르게 진행되었고, 이집트에서도 2025년 상반기 실적이 예상보다 양호했음
  - 이 지역은 미국의 새로운 관세 체제에 상대적으로 덜 노출되어 있으나, 2024년 10월 WEO 대비 2025~2026년 성장률 전망은 누적으로 0.8%p 낮음
    - 이는 세계 수요 둔화가 원자재 가격에 미치는 간접적인 영향 때문임
- (사하라 이남 아프리카) 경제성장률이 2025년에도 2024년과 같은 4.1% 수준을 유지한 뒤, 2026년에는 4.4%로 소폭 상승할 것으로 전망됨
  - 이는 2025년 4월 WEO 대비 누적으로 0.5%p 상향 조정되었으나, 2024년 10월 WEO 대비 0.1%p 낮음
  - (나이지리아) 경제성장률은 높은 석유 생산, 투자자 신뢰 개선, 2026년의 확장적 재정정책

- 등 국내 요인 덕분에 상향 조정되었으며, 미국의 관세인상에 대한 노출이 제한적임
- (사하라 이남의 다른 국가) 반면, 사하라 이남의 여러 다른 국가는 국제무역 및 공적원조 환경 변화로 인해 큰 폭의 하향 조정을 겪었음
  - (레소토와 마다가스카르) 특히 레소토와 마다가스카르는 2024년 9월 만료된 '아프리카 성장기회법(African Growth and Opportunity Act, AGOA)'을 통한 미국 시장 특혜 접근 종료로 인해 상당한 부정적 영향을 받을 것으로 예상됨

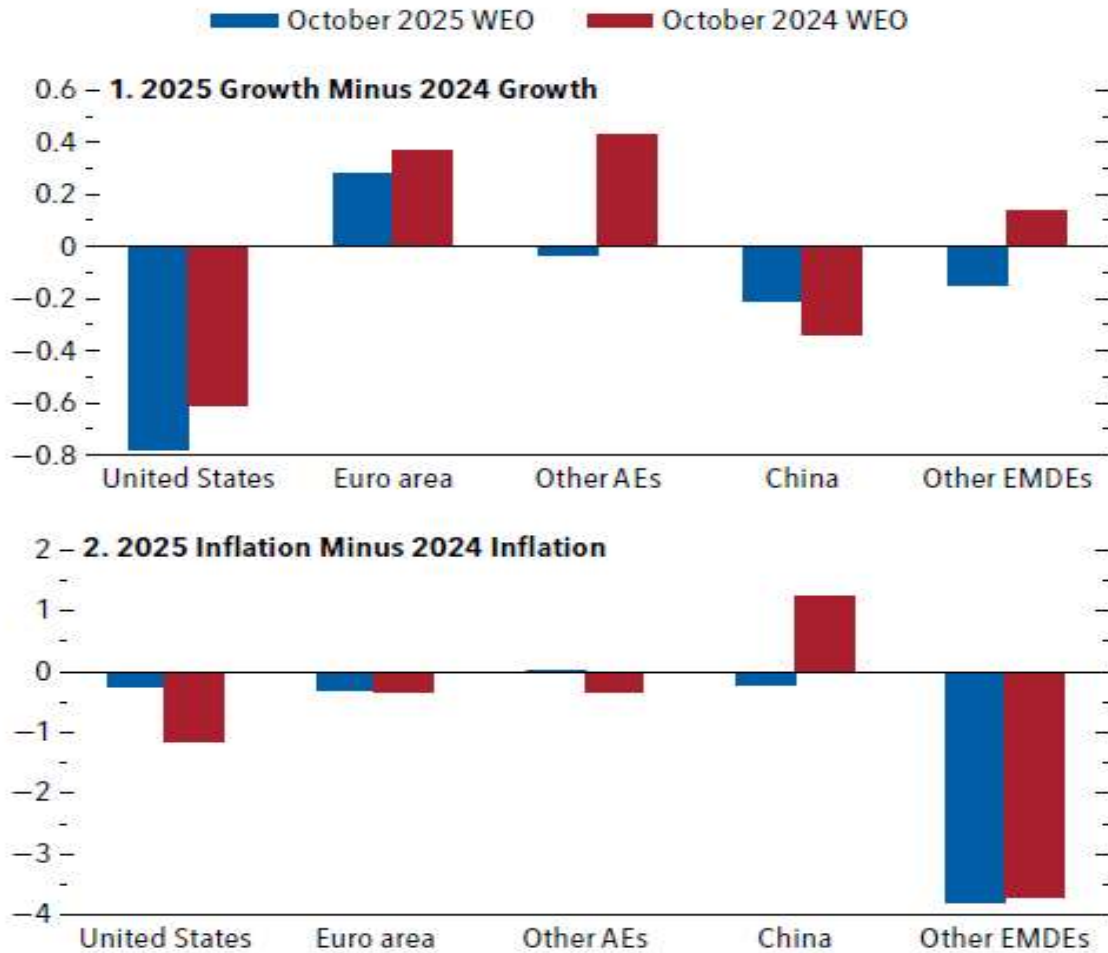
## 다. 물가상승률 전망

- **기준 전망에 따르면 전 세계의 헤드라인 물가상승률은 2025년에는 4.2%, 2026년에는 3.7%로 하락할 것으로 전망됨**
  - 이러한 경로는 이전 전망과 거의 동일하나, 국가 및 지역별로 차이가 존재함
- **정책 변화 이전의 기준인 2024년 10월 WEO와 비교할 때 여러 국가의 물가상승률 전망이 상향 조정되었으며, 선진국 중에서는 영국과 미국이 가장 두드러진 사례임**
  - 영국의 경우, 2024년에 상승세로 돌아선 헤드라인 물가상승률이 규제 가격의 변화 등으로 인해 2025년에도 계속 상승할 것으로 예상됨
    - 그러나 이는 일시적인 현상으로 예상되며, 노동시장 완화와 임금상승률 둔화가 물가상승률을 2026년 말 목표 수준으로 수렴시킬 것으로 전망됨
  - 미국에서는 2025년 하반기부터 물가상승률이 다시 상승할 것으로 예상되는데, 이는 관세의 영향이 공급망 내에서 흡수되지 않고 소비자에게 전가되기 때문임
    - 이후 2027년에 물가상승률은 연준(Federal Reserve)의 2% 목표 수준으로 복귀할 것으로 전망됨
    - 이 전망은 2차 파급효과가 제한적일 것으로 가정하고 있어, 고용 둔화 위험이 존재하는 가운데 미국 물가상승률이 상방위험을 가질 가능성을 시사
  - 신흥국 및 개발도상국 중에서는 브라질과 멕시코의 물가상승률 전망이 상향 조정되었음
    - 브라질의 경우 상향조정 폭이 더 크며, 이는 지난해 재정정책 불확실성으로 인한 신뢰성 저하로 목표치를 상회하는 기대 물가상승률의 고착화를 반영한 결과임

- 다만 최근 환율 절상 효과로 인한 완화가 2025년 말과 2026년에 나타날 것으로 예상됨
  - 멕시코의 경우, 식품 등 변동성이 큰 품목과 예상보다 지속적인 서비스 부문의 물가상승률이 상향 조정의 주요 요인으로 작용함
- 그 밖의 여러 국가에서는 2024년 10월 WEO 대비 물가상승률 전망이 하향 조정되었음
- 이러한 현상은 아시아 지역의 신흥국 및 개발도상국에서 두드러지게 나타남
  - 이는 실제 물가상승률이 예상보다 낮았기 때문이며, 식품, 에너지, 공공요금 등의 요인이 크게 작용함(예, 중국, 인도, 태국 등)
- GDP 성장률과 물가상승률 추이를 함께 살펴볼 경우, 국가별로 상이한 양상이 나타남
- 미국의 2025년 성장률은 2.0%로 전망되며, 이는 2024년 10월 WEO의 2.2%보다 낮음
    - 2025년 미국의 물가상승률은 2.7%로 전망되며, 이는 2024년 10월 WEO의 1.9%보다 높음
    - 정책 변화 이전의 전망과 비교할 때, 미국 경제는 2025년에 1년 전 예상보다 더 뚜렷한 둔화를 보일 것으로 예상됨(그림 I-11)
    - 한편, 물가상승률은 2024년 10월에 예상된 뚜렷한 하락세와 달리, 대체로 높은 수준에서 유지될 것으로 예상됨
    - 이러한 미국의 급격한 성장 둔화와 예상보다 느린 물가상승률 하락의 조합은, 성장 둔화가 덜하고 물가상승률이 완화된 중국과 대조됨
  - 다른 지역의 경우, 대부분 성장률 반등이 기대되지 않거나 훨씬 약할 것으로 보이며, 물가상승률은 이전과 유사한 속도로 하락할 것으로 예상됨
    - 이런 흐름은 미국의 높은 관세 인상 효과로 예상되는 전반적 결과와 비슷하며, 국가별 물가상승률 전망의 차이는 각국의 고유한 요인 때문임

[그림 1-11] GDP 성장률과 물가상승률의 변화

(단위: %p)



주: AEs=선진국, EMDEs=신흥국 및 개발도상국, WEO=세계경제전망  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.16, Figure 1.11

## 라. 세계무역 전망과 국가 간 불균형

### ○ 향후 5년의 전망기간 동안 세계무역은 완만하게 감소할 것으로 예상됨([그림 1-12])

- 2025년 4월 WEO와 비교할 때, 2025년에는 세계 무역량이 더 빠르게 성장하나 2026년에는 더 느리게 성장할 것으로 예상되며, 이는 관찰된 수출입의 선출하(front-loading) 거래 패턴에 기인함
- 2025년의 일시적인 선출하(front-loading) 효과에도 불구하고, 2025-26년 연평균

2.9%의 무역량 증가율은 2024년 10월 WEO에서 제시된 3.3%의 평균 증가율을 하회함

○ 2025년 세계 경상수지(Global current account)<sup>7)</sup> 불균형은 2024년 10월 WEO에서 예상했던 수준보다 더 커질 것으로 보이지만, 이후에는 점차 완화될 것으로 전망됨(그림 I-13)

- 전 세계 경상수지에 가장 큰 영향을 미치는 세 국가(중국, 독일, 미국) 중에서, 앞으로 관세가 오를 것을 예상해 미리 수출입을 서두른 거래 때문에 미국의 무역적자가 확대되고 중국의 무역흑자가 증가한 것으로 나타났음(그림 I-14)

- 다만 이러한 '앞당겨진 거래(pull-forward)'가 점차 사라지면서, 경상수지 불균형은 서서히 완화될 전망

○ 세계 경상수지 불균형의 완화는 세 가지 주요 경로를 통해 이루어짐

■ 첫 번째 경로는 무역정책의 변화임

- 미국에서는 수입비용의 상승과 불확실성의 확대가 투자를 위축시키고, 수입 수요를 약화시킴
- 동시에 중간재(부품 등)에 대한 관세 부과는 미국 제조업체에 대한 세금처럼 작용하여, 최종 제품의 수출 비용과 수입품과 경쟁하는 국내 제품의 생산 비용을 높이고, 그 결과 경상수지에 대한 순효과는 불분명함
- 또한, 관세 수입이 증가하면 정부 수입(공공저축)은 증가할 가능성이 있으나, 민간저축은 감소할 가능성이 커서, 전체적인 저축 증가 효과는 상쇄될 것으로 보임
- 전반적으로 이 경로가 경상수지에 미치는 영향은 제한적일 것으로 보이며, 이는 모형 분석과 실증 분석 결과(2025년 External Sector Report)와 일치함

■ 두 번째 경로는 환율 변동임

- 일반적으로 한 국가가 일방적으로 관세를 올리면, 관세를 부과한 국가의 통화 가치가 상승(강세)해 관세 충격을 흡수하는 데 도움을 줌
- 하지만 최근에는 달러 가치가 오히려 하락(약세)하면서, 미국의 수출품 가격 경쟁력이 높아지고, 수입품 소비가 줄어드는 효과가 나타나고 있어서, 미국의 대외적자(수입이 수출보다 많은 상태) 축소에 도움이 될 수 있음

7) 경상수지는 한 국가의 대외수지 중 무역, 서비스, 소득, 이전소득 등을 포함한 부분

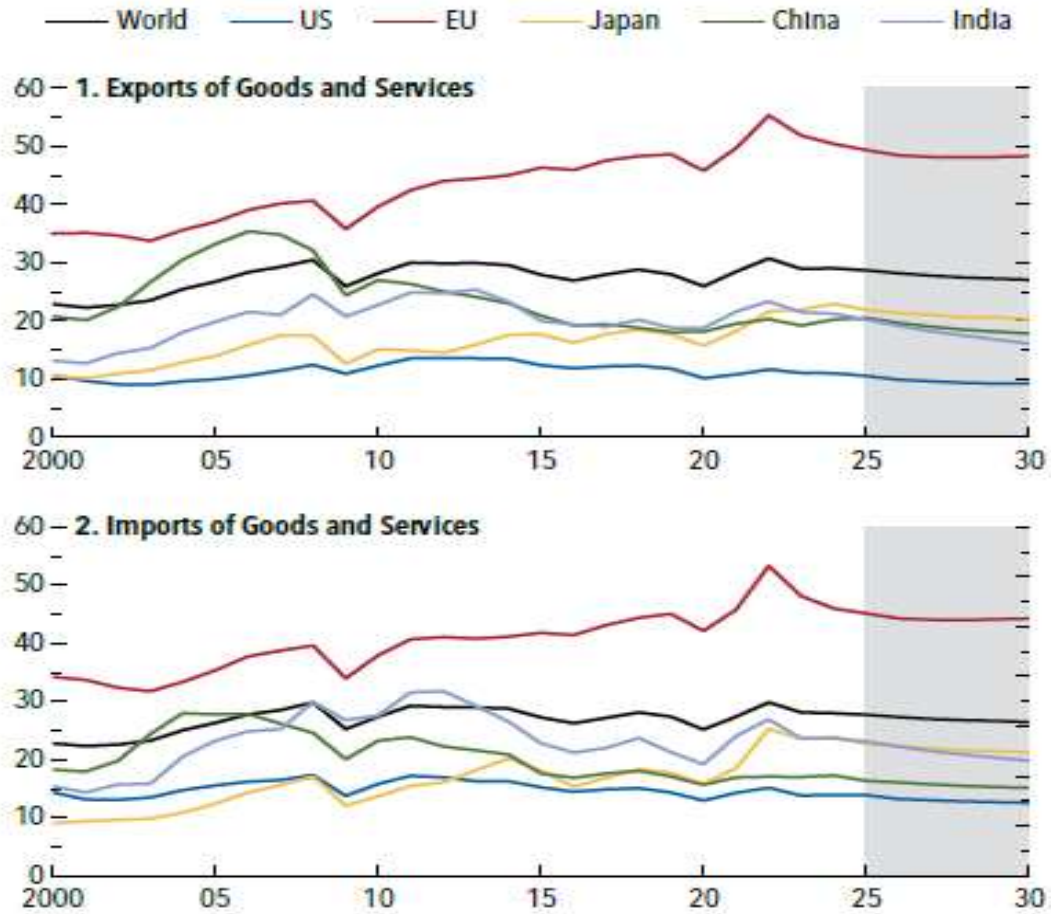
- 또한, 달러 약세는 전 세계 금융 여건을 완화시켜 단기적으로는 세계 수요를 늘리는 효과가 있지만, 미국의 상대적으로 높은 물가상승률과 실질 실효환율 조정으로 인해 그 효과가 약화될 가능성이 큼

■ 세 번째 경로는 재정정책의 변화임

- 중국과 독일은 최근 국내 수요를 늘리기 위한 지출 확대 정책을 발표했는데, 이로 인해 국가의 순저축이 줄고, 대외 흑자(수출 초과)가 축소될 전망이다
- 미국에서는 OBBBA로 인해, 지출삭감이 뒤로 미뤄지고 관세수입이 상당하더라도 중기적으로 재정적자가 이전 WEO 보고서의 전망치보다 확대될 것으로 예상됨
  - 이는 공공저축을 감소시켜 경상수지 적자를 확대시키거나, 최소한 다른 요인에 의한 적자 축소 효과를 완화시키는 결과를 초래함

[그림 1-12] 세계 무역

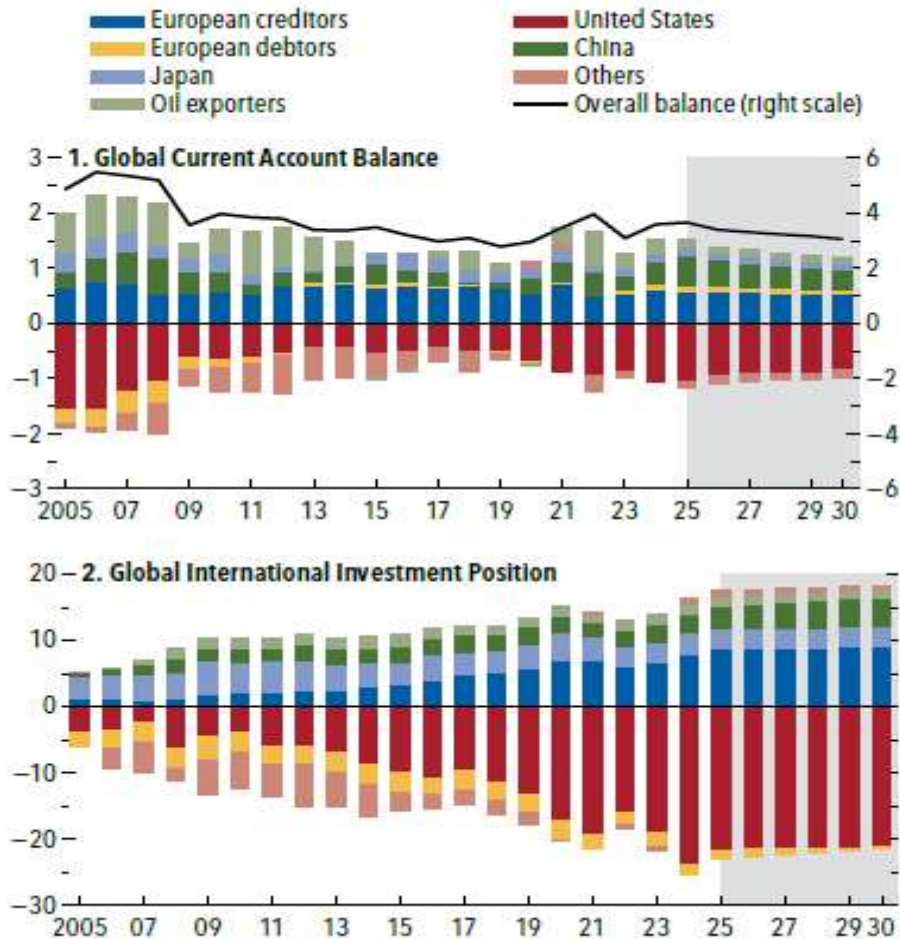
(단위: GDP 대비 %)



주: 1. 음영 처리된 영역은 예측치를 나타냄  
2. 유럽연합(EU) 데이터에는 EU내 무역과 EU 외부 무역이 모두 포함함  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.17, Figure 1.12

[그림 1-13] 경상수지 및 국제투자 상황

(단위: 세계 GDP 대비 %)

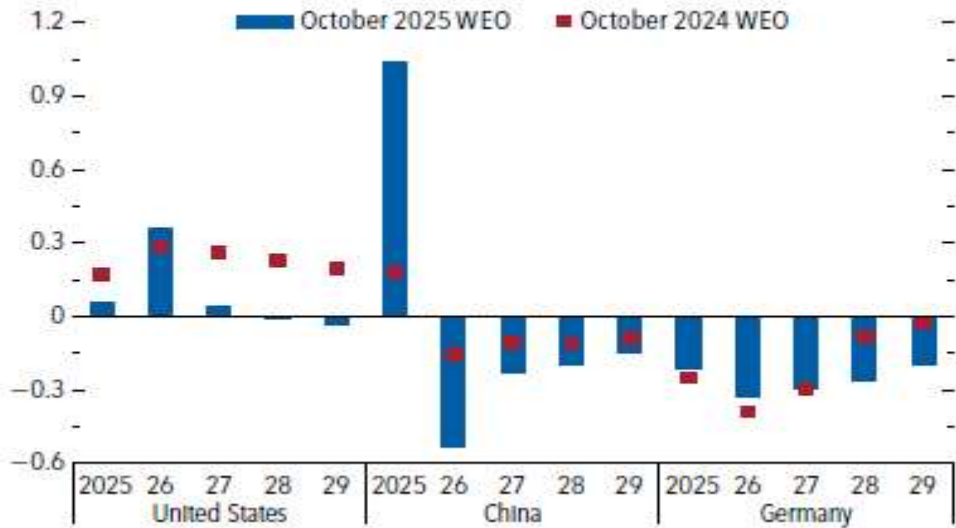


- 주: 1. European creditors는 오스트리아, 벨기에, 덴마크, 핀란드, 독일, 이탈리아, 룩셈부르크, 네덜란드, 노르웨이, 슬로베니아, 스웨덴, 스위스를 의미
- 2. European debtors는 키프로스, 그리스, 아일랜드, 포르투갈, 스페인을 의미
- 3. Oil exporters는 알제리, 아제르바이잔, 이란, 카자흐스탄, 쿠웨이트, 나이지리아, 오만, 카타르, 러시아, 사우디아라비아, 아랍에미리트, 베네수엘라를 의미

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.17, Figure 1.13.

[그림 1-14] 경상수지 변화 전망

(단위: %p)



주: 각 데이터 포인트는 각 WEO 시리즈의 GDP 대비 경상수지의 전년 대비 차이를 백분율로 나타낸 것임  
WEO=세계경제전망  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.18, Figure 1.14.

### 마. 중기 성장 전망

- 국제 경제환경이 더욱 분열되면서 많은 국가들이 인구 고령화와 생산성 둔화 등으로 인해 직면한 중기 성장 전망 개선 과제로 인한 어려움이 더욱 가중되고 있음
  - 지속적인 구조개혁이 없다면 향후 5년간의 세계경제전망(WEO) 기간 동안 성장 전망은 여전히 평범한 수준에 머물게 됨
  - 2027-2030년 세계 산출량은 연평균 3.2%의 속도로 증가할 것으로 예상되며, 이는 팬데믹 이전(2000-2019년)의 평균치인 3.7%와 비교할 때 지속적으로 부진한 실적임
- 팬데믹, 러시아의 우크라이나 침공, 물가상승률 급등, 그리고 최근의 보호무역 정책 등 일련의 충격이 세계경제를 강타하기 이전인 2019년 10월과 비교하면, 현재의 중기 성장 전망은 명확히 악화되었음
  - 구매력 기준으로 세계경제의 약 3분의 2에 해당하는 국가들의 중기 성장 전망이

어두워지고 있으며, 특히 신흥국 및 중소득국가의 하락세가 더욱 두드러짐([그림 I-15], 패널 1)

○ **중기 성장률 수정치가 국가별로 다양하게 나타나고([그림 I-15], 패널 2), 특히 저소득 개발도상국 내에서 그 차이가 크지만, 전반적으로 신흥국 및 개발도상국의 성장률이 더 크게 하향 조정된 것은 세계 소득 격차 축소 속도에 어려움이 있음을 시사함(2023년 10월 WEO와 2024년 4월 WEO 참고)**

■ **장기적인 분쟁을 겪는 국가를 포함한 세계 최빈국들은 성장 모멘텀이 둔화되고 선진국과의 1인당 소득 격차가 확대될 위험이 특히 큼**

- 이는 보조금 및 양허성 대출의 감소(Chabert and Powell, 2025)와 외부 자금 조달에서 상업적 채권자에 대한 의존 증가(IMF 2025a, 2025년 10월 글로벌 금융 안정 보고서) 등으로 인해 이들 경제로의 자금 흐름이 크게 감소한 상황에서 발생함

■ **중동과 아프리카의 가장 취약한 일부 국가에서는 공적개발원조(ODA)가 국민총소득에서 상당한 비중을 차지함([그림 I-16], 패널 1)**

- 이는 보건, 교육, 에너지 등 다양한 부문에 영향을 미침

■ **공적개발원조 공여국 발표를 추적한 결과, 아프가니스탄, 중앙아프리카공화국, 소말리아 등은 국민총소득 대비 원조 삭감의 타격을 가장 크게 받을 것으로 보임(Huckstep and others, 2025)**

- 원조 삭감의 단기 거시경제적 영향은 크지 않을 수 있으며, 궁극적으로는 삭감의 세부 내용과 수원국 정부의 대응에 달려 있음

- 채무 상환 부담이 증가하고 정부 수입이 정체됨에 따라, 정부가 원조 손실을 보전할 수 있는 선택지는 제한적임([그림 I-16], 패널 2)

- 에너지 접근성과 인적자본 축적의 악화가 잠재 산출량을 감소시키고 인도적 비용이 추가되면서, 그 영향은 시간이 지나며 점차 가시화될 것임

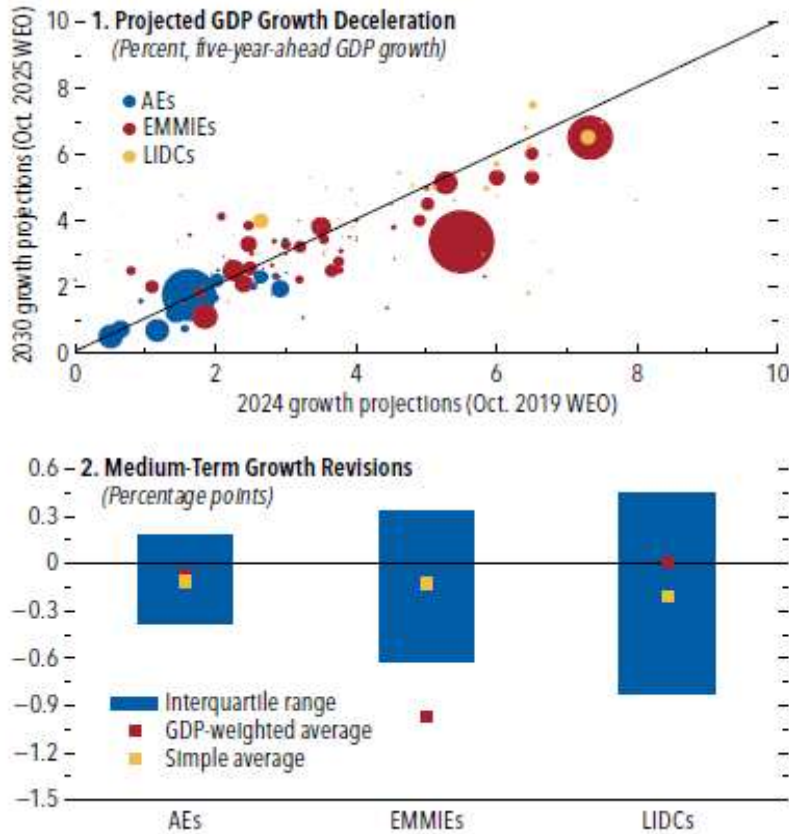
■ **공적개발원조의 감소는 취약지역의 지정학적 불안정, 이주 압력, 안보 위험을 심화시킬 수 있으며, 수원국들은 점점 더 규모가 작고 조정되지 않으며 책임성이 낮은 공여자들에 의존하게 될 가능성이 큼**

○ **이민은 최근 정책 변화의 또 다른 측면으로, 저소득국과 선진국 모두의 중기 성장에 영향을 미침**

- 2022년 기준 전 세계 국제 이주자 수는 약 2억 8,500만명으로 추정되며, 그중 1억 6,800만명이 노동시장에 참여하고 있음(ILO 2025)
- 노동시장에 참여하는 국제 이주자의 약 4분의 1은 북미(주로 미국)에, 또 다른 4분의 1은 서유럽에 거주함
- 평균적으로 선진국 인구의 약 15%는 이민자이며, 신흥 유럽, 라틴아메리카 및 카리브해, 중동 및 북아프리카 지역에서는 이주민이 인구의 상당 부분을 차지함([그림 I-17])
  - 특히 송금은 빈곤을 완화하고 GDP를 소폭이지만 지속적으로 증가시키는 요인으로, 이러한 출신국들에 중요한 재원임(Francois and others, 2022)
  - 그러나 노동의 국경 간 이동을 제한하는 정책이 강화되면, 이민자 수용국(destination countries)에서도 생산 감소 비용이 상당할 수 있음
- 미국의 새로운 이민정책은 연간 GDP를 0.3-0.7% 감소시킬 수 있음(Edelberg, Veuger, Watson 2025, Mayda 및 Peri 2025)
  - 특히 기업 역동성과 혁신과 밀접히 연관된 이민자 노동공급의 감소는 잠재 산출량을 추가로 낮추게 됨
  - 관세 조치로 인한 공급 충격이 더해지면, 노동시장 여유는 크게 늘지 않을 것이며 미국 경제가 최근 경험한 물가상승률 하락 추세가 조기에 사라질 가능성이 큼
  - 건설, 숙박, 개인 서비스, 농업 등 이민자 비중이 높은 산업 부문은 다른 부문보다 더 강한 물가상승률 압력을 받을 수 있음
  - 따라서 향후 기준금리 인하 결정은 경제지표의 추이에 따라 신중하게 이루어져야 함

[그림 1-15] 중기 성장 전망

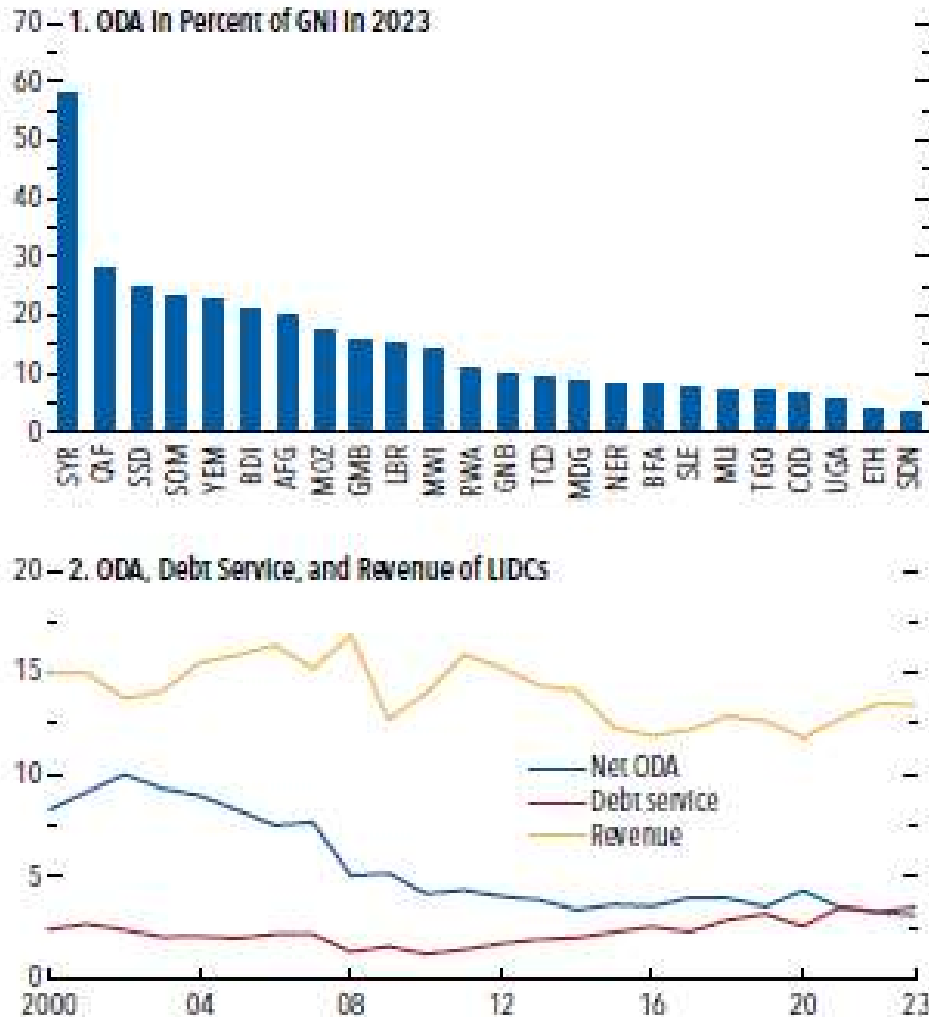
(단위: %, %p)



- 주: 1. 패널 1에서 버블 크기는 2025년 10월 WEO의 구매력평가지수(Purchasing power parity, PPP) 기준 2030년 GDP를 기반으로 함
2. 패널 2에서 중기 경제성장률 수정치는 2025년 10월 WEO의 2030년 실질 GDP 성장률에서 2019년 10월 WEO의 2024년 성장률을 차감한 값으로 정의됨
3. AEs=선진국, EMMIEs=신흥국 및 중간소득국, LIDCs=저소득 개발도상국, WEO=세계경제전망
- 출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.18, Figure 1.15.

[그림 1-16] 공적개발원조, 수입 및 이자 부담

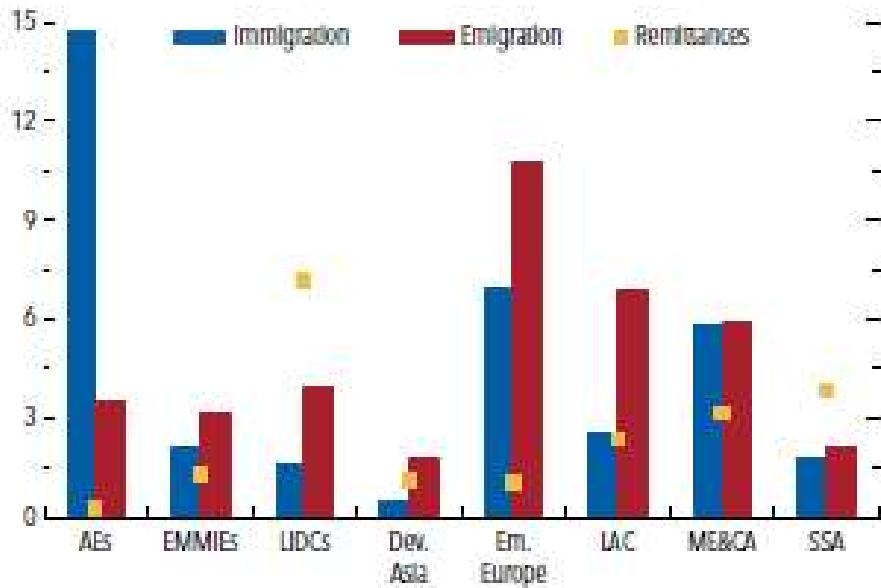
(단위: %)



주: 1. 패널 1에서 그림의 데이터 라벨은 국제표준화기구(ISO) 국가 코드를 사용  
 2. 패널 2에서 순 ODA와 채무 상환액은 GNI대비 %로 표시되며, 세입에서 보조금이 제외되었고 GDP 대비 %로 표시  
 3. GNI=국민총소득, LIDCs=저소득 개발도상국, ODA=공적개발원조  
 출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.19, Figure 1.16.

[그림 1-17] 이주자 주식 및 송금

(단위: %)



- 주: 1. 이민자(Immigrants)는 목적지 인구 대비 비율, 이주자(emigrants)는 출신 인구 대비 비율로, 송금은 미국 달러 기준 GDP 대비 비율로 표시  
 2. AEs=선진국, Dev. Asia=개발도상 아시아, Em. Europe=신흥 유럽, EMMIEs=신흥국 및 중간소득국, LAC=라틴 아메리카 및 카리브해, LIDCs=저소득 개발도상국, ME&CA=중동 및 중앙아시아, SSA=사하라 이남 아프리카

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.19, Figure 1.17.

## 5. 전망의 불확실성: 하방위험 우세

※ 전망에 대한 위험은 2025년 7월 WEO 업데이트에서와 마찬가지로 여전히 하방위험 쪽으로 기울어져 있음

### 가. 하방위험 요인

#### 1) 무역정책 불확실성의 장기화와 보호무역 조치의 강화

- 무역정책의 불확실성이 추가로 확대될 경우 기업의 투자 결정에 부담을 주고 성장 전망을 악화시킬 것임
  - 이러한 불확실성은 재고 최적화를 방해하여 단기적인 생산 변동성을 초래할 가능성이 있음
  - 즉, 수입의 선출하(front-loading) 증가 후 보복적 감축이 나타날 수 있음
- 관세 인상이 추가로 이루어질 경우, 해당 조치의 직접적인 영향을 받는 국가들의 경제 활동을 위축시킬 것임
  - 일부 국가는 관세에 따른 무역 전환 효과로 혜택을 볼 수도 있으나, 전체적으로는 공급망 교란으로 인해 중기적으로 전 세계 산출량이 감소할 가능성이 큼(2025년 4월 WEO)
  - 관세나 비관세 장벽(특히 첨단기술 수출통제 등)의 확산은 공급망 분절을 심화시켜 과거 수십 년간 무역자유화로부터 얻은 효율성 이익을 부분적으로 상쇄시킬 것임
- 양자협정(bilateral deals) 중심의 임시적 무역합의에 의존하는 것은 무역정책의 불확실성을 실질적으로 낮추지 못할 것임
  - 이러한 협정이 제3국에 대한 차별적 조치를 동반할 경우, 부정적 파급효과와 보복적 대응을 유발할 수 있음

- **중기적으로 보호무역 강화와 공급망 분절은 기술 확산을 저해하여 특히 신흥국과 개발도상국의 성장 잠재력을 약화시킬 것임**
  - 이로 인해 국내 정치적 양극화와 사회적 불안이 심화될 가능성이 있음

## 2) 노동공급 충격

- **선진국에서 이민정책이 더욱 강화되어 노동공급이 약화될 경우, 기업의 투자 및 고용 결정에 부정적인 영향을 미칠 것임**
  - 이는 특정 기술 인력이 부족한 국가의 경우 특히 심각하게 작용함
  - 이러한 변화는 잠재생산능력에 직접적인 영향을 주는 부정적 공급충격으로 작용함
  - 또한 코로나19 팬데믹 이후와 유사하게 노동시장 긴축이 재발할 경우, 서비스 가격 상승과 근원 물가상승률 압력이 확대될 가능성이 있음

## 3) 재정 취약성과 금융시장 불안정성 및 그 상호작용

- **최근 주요 선진국의 장기 국채수익률이 급등하면서, 재정 취약성에 대한 시장의 갑작스러운 반응이 더 큰 충격을 줄 가능성이 있음**
  - 재정건전성에 대한 우려가 커질수록 차입비용 상승 또는 일부 국가의 국채 편의수익(convenience yield)—즉, 안전자산으로서의 프리미엄—감소로 이어질 수 있음
    - 이는 정부 채무 규모 변화에 따라 국채 금리가 얼마나 민감하게 움직이느냐와 관련이 있음(Furceri, Goncalves, and Li 2025)
  - 채무의 상당 부분을 매년 차환(rollover)해야 하는 국가에서는 금리 상승이 이자 비용을 증가시키고, 인프라 투자나 취약계층 지원과 같은 중요한 재정지출이 줄어들 수 있음
  - 또한 저소득국은 공적 원조의 축소로 인해 민간채권자 의존도가 높아져 재정 취약성이 심화되고 있음

- 주요국 국채 금리 재조정(repricing)은 비은행 금융기관(nonbank financial institutions)의 만기 불일치(maturity mismatch)나 차입금 확대(leverage) 때문에 충격이 증폭될 수 있음
  - 이런 충격은 다른 자산시장으로 번지며, 기초여건(fundamentals)에 비해 과대평가된 자산의 가격 급락(disorderly correction)을 초래할 위험이 있음
  - 또한 이러한 시장 조정은 가계 및 기업의 재무건전성을 악화시켜 소비와 투자를 위축시킬 것임
  
- 안전자산 대체수단으로 부상한 스테이블코인의 확산은 통화대체(currency substitution)를 촉진할 수 있음
  - 특정 스테이블코인에서 대규모 인출(run)이 발생할 경우, 해당 코인이 보유한 단기국채나 예금시장에 충격을 주어 금융시스템 전반의 안정성을 위협할 가능성이 있음(2025년 10월 Global Financial Stability Report 1장)

#### 4) 신기술 가치의 재평가 위험

- AI에 대한 지나치게 낙관적인 성장 기대가 초기 사용자의 실제 데이터를 통해 수정될 수 있으며, 이로 인해 시장조정(주가 하락)이 일어날 수 있음
  - 현재 기술 및 AI 관련 업종의 높은 주가 평가는 생산성이 획기적으로 향상될 것이라는 기대에 의해 형성되었음
    - 그러나 이러한 기대가 실현되지 않을 경우, 수익 감소로 인한 실망이 확산되어 AI 주도 산업의 가치 지속가능성에 대한 재평가가 이루어질 것임
    - 이는 기술주 가격 급락과 함께 시스템적 위험을 초래할 수 있음
  - AI 버블 붕괴는 2000-2001년 닷컴 버블<sup>8)</sup> 붕괴(dot-com crash)와 유사한 수준의 충격을 줄 수 있음

8) 닷컴 버블 붕괴는 1990년대 후반에 발생한 주식 시장 거품으로, 2000년 3월 10일에 정점에 달했음. 인터넷 기술의 발전과 함께 기술주에 대한 투자 열기가 높아졌지만, 과도한 투자가 이루어지면서 버블이 형성되었음. 닷컴 버블 붕괴는 기술주 가격 폭락과 함께 투자자들의 손실을 초래했음

- 특히 시장지수에서 소수 대형 기술기업이 차지하는 비중이 높고, 규제가 약한 민간 신용대출이 산업 확장 자금으로 많이 사용된 것이 관련되어 있어 충격 파급효과가 클 가능성이 있음
  - 이러한 조정은 가계 자산가치 감소와 소비 위축을 초래할 것임
- AI 과열로 자본이 소수의 기업과 산업부문에 과도하게 집중된 만큼, 이후 투자금이 빠져나가는 과정에서 자본 배분이 비효율적이 되어 경제회복이 더디게 진행될 위험이 있음
  - 정부의 재정 여력이 제한되어 있기 때문에, 이런 충격에 대응하기 위한 정책 효과도 제한적일 수 있음

## 5) 거버넌스 약화와 제도적 독립성 훼손

- 헌법과 법률에 의해 보호받는 정책기관(예: 중앙은행)에 대한 정치적 압력이 강화될 경우, 이들의 정책 신뢰성이 훼손될 위험이 있음
  - 이는 물가상승률 기대를 비고정화시키고 물가안정 목표 달성 능력에 대한 신뢰를 저해함
    - 경험적으로 중앙은행에 대한 정치적 압력은 물가상승률 압력의 강도와 지속성을 높이는 경향이 있음
  - 또한 통계작성기관 등 기술관료적 기관에 대한 정치적 간섭이 강화되면, 공식통계에 대한 신뢰가 약화되어 정책결정과 시장 가격발견이 어려워질 것임
  - 데이터 품질, 신뢰성, 시의성이 저하될 경우, 정책 오판 가능성이 높아짐

## 6) 기후 충격 및 지정학적 긴장으로 인한 원자재 가격 급등

- 지역 분쟁의 확산은 식량, 연료 등 주요 원자재 가격의 지속적 상승을 초래할 가능성이 있음
  - 원자재 수입국은 물가상승률 압력이 높아지는 가운데 재정여력 제약으로 특히 취약함
  - 또한 극심한 폭염, 가뭄, 자연재해 등 기후변화가 심화됨에 따라 농업 생산성이 악화되어

식량공급 충격이 확대될 위험이 있음

- 이는 식량안보 문제를 심화시키고, 특히 생필품 지출 비중이 높은 저소득국에 불균형적 영향을 미칠 것임

## 나. 상방위험 요인

### 1) 무역협상 진전으로 인한 관세 인하와 정책예측성 개선

- 공급망 분절과 무역 단절의 높은 비용 인식이 무역협상 진전을 자극하여 관세율 인하와 다자 및 지역 협력 강화로 이어질 가능성이 있음
  - 규칙 기반의 비차별적 무역체제가 복원될 경우, 무역정책의 예측성이 개선되고 효율성이 향상될 것임
  - 서비스무역, 규제 간소화, 자본시장 통합 등에서의 협력 강화는 투자 활성화와 생산성 향상을 촉진할 것임

### 2) 구조개혁 가속화

- 글로벌 여건이 어려워지는 가운데, 선진국 및 신흥국 모두 구조개혁 속도를 높여야 함
  - 경제활동참가율 제고, 자원배분 효율화, 혁신 촉진 등 거시적으로 중요한 구조개혁을 가속화할 경우 중기 성장 잠재력이 강화될 것임

### 3) 인공지능에 의한 생산성 재점화

- AI 채택이 빠르게 확산될 경우, 기업 생산성 향상이 크게 촉진될 것임
  - 고생산성 기업의 성장과 저생산성 기업의 시장 퇴출이 원활히 이루어지면 자원의 효율적 재배분이 가능해짐
  - AI의 긍정적 생산성 효과가 고용 감소의 부정적 영향을 상쇄할 수 있으며, 정부가 적절한 규제체계와 재교육·기술훈련 프로그램을 시행할 경우 이러한 효과가 극대화될 것임

## 6. 정책 과제: 신뢰성, 예측가능성, 지속가능성 제고를 위한 대응방향

### 가. 예측가능한 규칙에 따른 무역 정착

#### 1) 무역정책의 불확실성 제거

- 각국은 경제 변동성을 완화하고 기대를 안정시키며 투자를 지원하기 위해 명확하고 투명한 무역정책 로드맵을 수립하고 이를 준수해야 함
  - 불확실성이 고조된 시기에는 실용적인 협력과 예측가능한 절차가 비용이 큰 예방적 조정을 제한하고 규칙 기반 시스템에 대한 신뢰를 정착시키는 데 도움이 됨

#### 2) 무역 규칙의 현대화와 무역장벽 완화를 위한 협력

- 정책 입안자들은 서비스, 디지털 무역 및 데이터 흐름, 복잡한 보조금, 공급망 안보 등 진화하는 상거래 구조를 반영하도록 무역 규칙을 개정하여 예측가능성을 높이고 기업이 공정하게 경쟁할 수 있는 여건을 개선해야 함
  - 실질적 방안으로는 데이터 및 서비스의 상호운용 표준과 무역·투자 촉진 플랫폼이 포함됨
    - 무역 규칙은 명확히 식별된 국경 간 파급효과를 대상으로 해야 하며, 합법적인 신중한 목표를 존중하도록 조정되어야 함
  - 지역 및 다자 플랫폼 간의 협력을 통해 무역 체제를 상호운용 가능하게 유지할 수 있음
  - 효과적이고 신뢰받는 분쟁 해결 메커니즘(dispute-settlement mechanisms)은 신뢰성을 높이고, 결과적으로 새로운 규칙의 수용을 촉진함
- 각국은 관세, 할당제, 국경 뒤의 비관세 장벽 등 무역 장벽을 낮추기 위해 양자, 지역, 복수국(plurilateral) 간 협상을 추진해야 하며, 유사한 의무를 수용할 의사가 있는 국가들에게 개방된 협정을 추구하고 제3국에 대한 장벽을 높이는 것을 피해야 함

- 포용성을 촉진하고 분절화를 최소화하기 위한 개방적 가입 조항(open-accession clauses)과 차별적 조달(discriminatory procurement)을 억제하기 위한 규율 조치 등을 설계할 수 있음
- 협상은 비차별적 시장 개방을 강조하면서 긴장 완화와 관세 인상 방지를 목표로 해야 함
- 목표는 무역 및 투자 장벽을 높이는 것이 아니라 낮추는 것이며, 제3국에 부정적 파급효과를 초래하고 긴장을 재점화할 수 있는 차별적 요소를 제한하는 것임
- 구매 약정(purchase commitments)이나 수량 제한 등 관리무역 조항은 왜곡과 전환을 초래하며, 총저축-투자 동학에 의해 결정되는 대외수지 불균형을 해결하지 못할 가능성이 높으므로 피해야 함

### 3) 무역 외교와 거시경제 조정과의 연계

- 무역정책 개선이나 협력으로 얻은 경제적 성과를 공고히 하기 위해, 무역 외교는 대규모 대외수지 불균형의 근본 원인을 해결하는 국내 정책과 연계되어야 함(2025년 External Sector Report 1장 참조)
  - 유럽의 경우, 잠재성장률을 높이고 팬데믹 이후 미국과의 생산성 격차를 해소하기 위한 공공 인프라 투자의 확대가 포함될 수 있음
  - 중국의 경우, 사회지출 및 부동산 부문에 초점을 맞춘 재정정책을 통해 가계소비 중심으로 재균형을 이루고, 산업정책을 축소함으로써 대외수지 흑자를 줄이고 국내 물가하락 압력을 완화할 수 있음
  - 미국의 경우, 신뢰할 수 있는 재정건전화는 수요 압력을 완화하고 전 세계 금리 파급효과를 낮출 수 있음
  - 무역 외교를 거시경제 정책과 조화시키는 것은 지속적인 마찰 요인을 완화할 수 있음

## 나. 재정 완충여력 재건과 채무 지속가능성 확보

### 1) 재정 완충여력 재건

- 최근 몇 년간 세계경제가 겪은 전례없는 일련의 충격으로 인해 재정정책 여력이 크게 축소되었음
  - 고령화와 국가·경제 안보 확보 필요성으로 인한 추가적인 지출 수요가 발생하고 있음
    - 그 어느 때보다 각국은 취약계층 지원 지출을 확보하면서 재정 완충여력을 회복하기 위한 신뢰성 있는 중기 재정건전화를 시행해야 함
  - 현재 정책하에서 채무비율이 이미 높은 수준이며 향후 추가 상승이 예상됨에 따라, 과중한 채무부담은 경제 성장세를 제약하고 우선순위 지출을 위축시키며 차환 및 금리 리스크를 증대시킬 가능성이 높음
  - 온건한 기준선 전망(benign baselines)이나 비현실적 성장률을 전제로 한 재정전략은 그 자체로 취약성을 내포하므로, 정책계획의 근거로 삼아서는 안 됨
  - 지속가능한 재정조정은 재정억압, 통화금융화, 금융시장 안일함 등 거시금융 리스크를 수반하는 수단에 의존하기보다, 지출 합리화와 세입 확충 등 현실적이고 균형잡힌 조치들의 조합을 통해 이뤄져야 함
- 재정건전화는 효율성을 제고하고 민간투자를 유인하는 조치를 우선시해야 함(2025년 10월 Fiscal Monitor 참조)
  - 이를 위해 세원 확대, 세입 행정 강화, 그리고 인프라, 기술개발과 잘타기팅된(well-targeted) 사회보호 등 높은 재정승수효과를 갖는 지출 항목으로의 우선순위 재조정이 필요함
  - 경기순환 과정에서 자동안정화 장치가 충분히 작동하도록 하여, 경기 변동을 완화하고 거시경제의 안정화를 지원해야 함
  - 견고한 제도적 틀과 신뢰성 있는 규칙, 충분한 자원을 갖춘 독립재정기관, 강화된 재정 거버넌스, 그리고 높은 채무 투명성은 재정 조정의 핵심 요소임(Acalin 등, 발간 예정)

- 무역 충격 등으로 심각한 피해를 입은 가계나 기업을 지원하는 새로운 재량적 조치가 필요할 경우, 해당 지원은 명확한 타깃 설정, 투명한 비용 산정, 그리고 명시적인 한시적 성격을 가져야 함
  - 이러한 프로그램에는 사전에 설정된 종료 시점과 점진적 축소 경로를 명시한 일몰 조항을 포함해야 함
- 특히 재정 여력이 제한된 경우, 지출 재배분이나 추가 세입을 통한 절감 방안을 명시적으로 식별하여, 정책 도입 이전에 상쇄조치를 구체적으로 제시해야 함
- 채무가 지속 가능하지 않은 경우에는 재정 긴축과 더불어 채무조정이 필요할 수 있음
  - G20 공동채무재조정 프레임워크 등 국제적 국가채무 해결 메커니즘(International sovereign debt resolution mechanisms)의 실행 진전과 글로벌 국가채무 원탁회의(Global Sovereign Debt Roundtable)<sup>9)</sup>를 통한 실무 관행의 수렴은 필요한 채무 구조조정을 보다 시의적절하고 예측가능하며 비용 효율적으로 만들 수 있음

## 2) 채무 지속가능성 확보

### ○ 공공채무를 명확한 하락 경로에 올려놓기 위해서는 신뢰성이 핵심임

- 정부는 명확한 재정 기준점(anchor), 사전 공표된 재정조정 경로, 비상계획을 포함한 중기 재정계획을 공개해야 함(IMF 2025b)
- 재정지배(fiscal dominance)<sup>10)</sup>로 인한 물가상승률 위험을 피하기 위해, 통화 발행(국채 매입)을 통한 재정자금 조달에 대한 명확한 제한 장치를 정책 커뮤니케이션에 포함시켜야 함
  - 이러한 요소들은 시장 신뢰를 강화하고 채무위험 프리미엄을 낮추며, 재정건전성의 성과가 지속가능한 채무관리로 이어지도록 함

9) 채무 지속가능성, 구조조정, 투명성 등 글로벌 채무 문제를 논의하고 해결하기 위해 채무국(debtor)과 채권국(creditor)이 참여하는 국제 협의체

10) 재정지배(fiscal dominance)는 통화정책이 재정정책에 종속되는 상황을 의미하며, 중앙은행이 물가안정이나 금융안정보다는 정부의 재정적자나 채무상환 부담을 덜기 위해 통화정책을 운영하는 경우를 말함. 즉, 정부가 과도한 재정적자를 지속하거나 채무가 급격히 늘어나면, 정부는 중앙은행에 국채 매입(즉, 통화발행을 통한 재정자금 조달)을 요구하게 됨

## 다. 통화정책의 우선순위

### 1) 국가 여건에 맞춘 통화정책 운용

#### ○ 중앙은행은 경제활동이 잠재산출량 대비 어느 수준에 위치하는지를 고려하여 물가안정을 유지할 수 있도록 통화정책을 조정해야 함

- 관세를 부과하거나 보복 관세를 시행하는 국가에서는 이러한 조치가 공급 충격으로 작용하여, 적어도 단기적으로는 물가상승률을 상승시키고 경제활동을 제약함
  - 금리 인하는 물가상승률이 지속적으로 낮고 안정적이라는 명확한 증거가 있을 때에만 단행되어야 함
- 특정 산업에 부과되는 관세는 주의 깊게 검토되어야 하며, 이는 해당 국가에 부문별 공급충격으로 작용하여 필립스 곡선을 가팔라지게 만들고 물가상승률과 산출량 간의 균형관계를 변화시키기 때문임(2024년 10월 WEO 2장 참조)
  - 반면, 관세를 부과하지 않은 국가들의 경우에는 경제의 주요한 압력 요인이 수요 둔화(경기 위축)일 수 있으나 금리 인하를 선불리 단행해서는 안 되며, 그런 조치는 신중하게 검토되어야 하고, 기본 전제로 삼을 수 없음
  - 견조한 내수는 물가상승률 압력을 지속시킬 수 있음
  - 물가상승률 하락이 확실히 정착되고 경기의 여유가 분명해졌을 때에만, 점진적인 금리 인하가 적절함

### 2) 명확한 중앙은행 커뮤니케이션

#### ○ 높은 불확실성 환경에서는 투명성이 시장 참여자들의 예측가능성을 제고함

- 중앙은행은 정책반응 함수(reaction function)<sup>11)</sup>를 명확히 설명해야 하고, 물가 및 경제활동에 대한 몇 가지 주요 시나리오를 공개하되, 정책 전달 메커니즘을 간결히 설명해야 함

11) 중앙은행이 경제지표나 위험에 따라 어떻게 통화정책을 조정하는지를 의미

- 정책 메시지는 수요자별로 적절히 맞춤 제공되어야 하며, 정보는 신속하고 공정하게 제공되어야 함
- 중앙은행의 정기적 정책발표 일정과 성명서, 의사록, 전망치 간의 일관된 형식은 정책반응 함수에 대한 시장의 학습을 촉진함(Bernanke 2024)

### 3) 안정성의 기둥으로서의 독립성과 신뢰성

#### ○ 중앙은행의 독립성 보장은 거시금융 안정을 위해 필수적임

- 일단 신뢰가 훼손되면 기대를 다시 회복하기 위해 장기간의 긴축적 통화정책과 높은 금리가 필요하며, 이는 애초에 신뢰 상실을 예방하는 것보다 훨씬 큰 비용을 초래함(Pastén and Reis 2021)
  - 재정지배 압력이 발생할 때, 즉 공공자금 조달 필요가 통화정책 결정에 간섭할 경우 이러한 위험이 더욱 증폭됨
  - 중앙은행에 낮은 금리를 유지하도록 압박하거나 예상치 못한 물가상승률을 용인하는 것은 단기적으로는 재정 부담을 줄이는 것처럼 보이지만, 궁극적으로는 자기파괴적 결과를 초래함
  - 기대 물가상승률 및 실제 물가상승률의 상승은 만기 및 위험 프리미엄을 확대하고 중장기 명목금리가 상승하여 초기 이자절감 효과가 상쇄되며, 경우에 따라 국제 수요를 불안정하게 만들 수 있음(Leeper 2023)
  - 이와 관련하여, 제2장의 [참고 II-3]은 2000년 이후 정치적 이유로 사임한 중앙은행 총재 134건을 분석한 결과, 이러한 간섭이 통화정책 완화, 통화 약세, 물가상승률 및 기대 물가상승률 상승을 초래하며, 일부 중기 성장 효과는 물가안정의 심각한 훼손을 대가로 함을 보여줌

### 4) 과도한 환율 변동성 대응

- 관세는 부과국가와 대상국가에 서로 다르게 영향을 미쳐서 두 국가의 경기 흐름이 처음엔 비슷하게 움직이더라도, 시간이 지나면 통화정책에서 균형점을 맞추기가 어려워질 수 있음

- 대부분의 경우, 환율은 거시경제 조정을 촉진하기 위해 시장 여건에 따라 유연하게 변동하는 것이 바람직함
- 만약 환율이 너무 급격하게 변동해서 시장이 불안해진다면, IMF의 통합정책체계(Integrated Policy Framework)는 국가별 대응방법을 제시함
  - 환율이 급변할때는 건전한 통화정책 및 재정정책을 유지하면서 일시적으로 외환시장에 개입하거나 자본 유출입을 조절하는 조치를 취하는 것도 정당화될 수 있음

## 5) 거시금융 안정성 확보

- 금융정책은 비은행 금융부문의 유동성 리스크를 억제하고 핵심 은행 시스템의 회복력을 유지하는 데 우선순위를 두어야 함
  - 금융안정위원회의 지침에 따라, 사모 신용펀드(private credit funds)는 자산 생성 및 상환 빈도를 제한해야 함
  - 규제당국은 경기하강기에 대비한 유동성 관리 도구 및 정기적 스트레스 테스트를 의무화해야 함
  - 은행부문에서는 국제적으로 합의된 자본·유동성 기준을 완전 이행하고 금융안전망을 강화함으로써, 높은 불확실성 속에서도 금융중개(safeguard intermediation) 기능을 보호할 수 있음
  - 암호자산에 대한 포괄적이고 위험기반의 규제·감독체계를 구축하면 거시금융 안정성 위험을 완화할 수 있으며, 특히 스테이블코인(stablecoins)의 급성장에 대응하는 강력한 규제체계를 마련하는 것이 중요(2025년 10월 Global Financial Stability Report 1장 참조)

## 라. 심각한 충격에 대비한 정책

- 높은 불확실성이 지속되는 상황에서는 시나리오 분석을 폭넓게 활용하는 것이 정책의 준비성과 신뢰성을 높이는 데 도움이 됨
  - 정부나 중앙은행같은 정책당국은 경제와 금융 분야의 다양한 위험을 고려한 기본 시나리오와

함께, 심각하지만 가능한 몇 가지 대체 시나리오를 마련해야 함

- 각 시나리오는 그에 맞는 정책 대응 방안을 함께 제시해야 하며, 이렇게 하면 민간 부문(기업, 투자자, 가계 등)이 미래를 예측하고 준비하는 데 도움이 됨
  - 예를 들어, 통화정책의 경우 대체 금리경로, 자산운용(대차대조표) 방안, 의사소통 전략(templates) 등이 포함될 수 있음
  - 재정정책에서는 자동안정장치의 조정된 활용과 기간이 정해지고 목표가 명확한 한시적 지원 정책을 적절히 조정해야 함
  - 금융안정 정책에서는 유동성 지원장치와 거시건전성 완충장치의 발동 기준을 미리 정해둘 수 있음
  - 또한 자본이동 관련 정책은 자본유출입을 관리하는 조치를 국가 여건에 따라 IMF의 통합정책체계(IPF) 원칙에 맞게 설계할 수 있음

## 마. 중기적 영향을 위한 정책

- 도전과제가 증대함에 따라, 중기 성장전망을 지속적으로 제고할 수 있는 정책을 신속히 발굴하고 시행할 필요가 있음
  - 일부 국가는 산업정책에 의존하고 있으나, 이는 이미 취약한 재정 여건 속에서 큰 기회비용과 재정적 부담을 수반함(제III장 참조)
    - '수직적 정책'으로 알려진 이러한 조치들은 특정 기업이나 산업에 공공지원을 집중하는 것으로, 재정비용, 소비자물가 상승, 자원의 비효율적 배분 등의 부작용과 산업 확대 목표 간의 균형을 신중히 고려하여 시행해야 함

### 1) 산업정책의 절제된 활용

- 산업정책의 효과를 극대화하고 비용을 최소화하기 위해, 정부는 시장실패를 명확히 진단하고 정부개입의 순효과가 가장 클 수 있는 영역을 식별해야 함
  - 모든 정책은 견고한 제도적·거시경제적 체계 안에 포함되어야 하며, 채무가 많거나 재정

여력이 제한된 경우에는 재정건전성을 유지하는 것이 중요함

- 정부는 일자리 창출, 기술진보, 국내생산 확대 등 산업정책의 명확하고 측정가능한 목표를 설정하고, 혁신 파급효과와 구조적 변화를 유발할 잠재력이 가장 높은 분야에 정책을 집중해야 함(2024년 4월 Fiscal Monitor 2장)
  - 투명한 선정 절차, 독립적 감독 체계, 책임 메커니즘을 갖춘 강력한 거버넌스가 성공적 시행의 핵심이며, 이는 낭비적 지출과 부패의 위험을 낮춤
- 정책에는 정기적 평가와 조정(recalibration) 장치가 포함되어야 하며, 정부는 비효율적 조치를 축소하거나 중단할 준비가 되어 있어야 함
- 정책입안자는 비용 대비 편익을 면밀히 평가하고, 다른 산업이나 국가에 미칠 부정적 영향도 고려해야 함
- 국제적으로는 산업정책을 잃어버린 수출시장을 되찾기 위한 수단으로 사용하는 것은 비용이 많이 들고 무역 왜곡을 심화시킬 위험이 있으므로 지양해야 함
  - 만약 피해 기업에 대한 지원이 필요할 경우, 명확히 규명된 시장 실패를 대상으로 신중하게, 제한된 범위에서, 일정 기간 동안만 시행해야 함
  - 무역전환이나 해외직접투자 급증 등으로 국내경제 보호 압력이 강한 경우, 임시적 산업정책에 의존하기보다 국제협정에서 허용된 수단을 우선 활용해야 함

## 2) 구조개혁의 시행

- 다방면의 도전과 지속적으로 어두운 중기 전망 속에서, 성장촉진형 구조개혁의 필요성이 그 어느 때보다 중요해짐
  - 고령화, 빠른 기술 변화, 숙련도의 비교우위 구조 변화가 선진국과 신흥국의 노동시장을 재편하고 있음
  - 노동 활용도와 잠재성장을 제고하는 포괄적 정책 패키지가 거시경제 균형 완화와 재정 지속가능성 확보의 핵심임
- 노동시장 제도는 노동 이동성과 효율적인 일자리 매칭을 촉진해야 함

- 현대화된 공공 고용서비스, 디지털 일자리 매칭 플랫폼, 일자리 재배치 지원은 쇠퇴 부문에서 성장 부문으로의 자원 재배분을 가속화할 수 있음
  - 직종 및 고용형태 간 이동이 가능한 복지제도와 저렴한 보육서비스, 육아휴직제도는 특히 여성의 경제활동 참여를 높이고 전환기의 소득 리스크를 완화함
  - 국내 기술 인력 부족에 맞게 조정된 이민정책은 병목을 완화하면서도 국내 노동자를 보호할 수 있음(2025년 4월 WEO 3장)
- 연금 및 퇴직제도는 유연성과 공정한 급여체계를 통해 장기적이고 건강한 근로생활을 지원해야 함
- 부분연금제도나 단계적 근무제는 고령 근로자의 지속적인 경제활동을 돕고 신체적 부담을 완화함(2025년 4월 WEO 2장)
    - 고령자의 자율적 파트타임 근무제는 복지 수준을 높이며, 이러한 제도를 활성화하면 경제활동참가율과 삶의 만족도를 동시에 제고할 수 있음(Nikolova and Graham 2014)
- 디지털화와 인공지능의 발전은 인력 역량 강화, 우수한 경영, 상호운용 가능한 인프라, 경쟁적인 시장, 건전한 데이터 거버넌스와 사이버 보안에 대한 보완적 투자와 결합될 때 생산성과 잠재성장률을 제고할 수 있음(Gopinath 2023)
- 이러한 성과를 실현하기 위해서는 기술 확산을 촉진하면서 동시에 근로자를 보호하는 확산지향적 정책이 요구됨
    - 중소기업의 디지털 도구 활용 지원, 경영 역량 강화, 데이터 상호운용성 제고 등이 기존의 연구개발(R&D) 인센티브를 보완해야 함
    - 경쟁 촉진 및 상품시장 개혁을 통해 신규 기업의 진입을 장려하고, 자원이 고생산성 기업으로 재배분되는 데 필요한 장벽을 완화해야 함
    - 무역 충격이 집중되는 부문에서는 무기한 보호조치 대신, 기한이 명확하고 타기팅된 지원(예: 직업훈련, 재배치 지원, 임금보험 등)이 시행되어야 함
    - 인프라, 교육, 규제 개혁 등을 통한 전반적인 기업 환경 개선은 산업정책의 효과를 증대시킬 수 있음

○ 국제 원조 삭감으로 인한 어려움에 직면한 저소득국의 경우, 국내 재원을 동원할 수 있는 역량을 강화하는 것이 중요함

- 이는 공공지출의 합리화, 투명성 제고, 부패 방지 조치뿐만 아니라 기본 서비스 제공을 지원하기 위한 행정개혁을 포함함
- 또한, 취약한 국가를 지원하기 위해 공여국은 기존 공약의 이행과 선제적 대응을 포함하여, 보조금 및 고도로 양허적인 조건(concessional terms)을 우선시하는 추가 개발원조를 동원할 방안을 모색할 필요가 있음

3) 효율적인 기후변화 대응

○ 잘 설계된 정책조합은 저탄소·회복력있는 성장을 견인할 수 있음

- 태양광, 풍력 등 청정에너지 기술 및 에너지 효율 시스템에 대한 투자는 탄소배출을 줄이고 새로운 산업과 일자리를 창출함
- 탄소세나 배출권거래제와 같은 탄소가격제 도입은 기업이 탄소배출을 줄이도록 유인함
  - 이러한 조치는 친환경 기술에 대한 세제 혜택이나 보조금 등 재정 인센티브로 보완될 수 있음
- 특히 저소득국을 대상으로 한 기후 적응사업에 대한 기술지원 및 재정지원은 기후변화의 영향을 완화하는 데 도움이 됨
  - 이러한 지원에는 인프라 개선 및 역량강화 프로그램에 대한 자금 지원이 포함됨
- 화석연료에서 재생에너지로의 전환은 수입연료 의존도를 낮춰 에너지 안보를 강화하고, 녹색에너지 분야의 고용을 창출하며, 에너지 수입비용 감소를 통해 경상수지를 개선함
  - 또한 화석연료 시장의 변동성을 완화하여 경제 안정성을 제고함

**[참고 I-1] 관세인상에 따른 무역 재배치(reallocation): 새로운 국면의 가능성**

**○ 2025년 미국의 무역정책 변화는 2018-19년에 나타난 변화와 현저히 다름**

- 예를 들어, 과거의 관세인상은 주로 중국이라는 단일 교역상대국을 겨냥했으나, 이번에는 여러 국가를 포괄하는 폭넓은 관세인상과 함께 무역정책 불확실성이 뚜렷이 확대되고 있음
- 이러한 점은 중요한 질문을 제기함: 2025년의 관세 충격이 2018-19년의 관세 인상 이후와 비교할 때, 미국과 중국 간의 양자무역뿐 아니라 제3국과의 무역조정 패턴에도 다른 양상을 초래했는가 하는 것임
  - 본 참고에서는 양자 간 월별 무역흐름 데이터를 바탕으로 이 질문에 대한 대략적인 통찰을 제시함

**○ 2018-19년의 관세인상과 무역긴장의 심화에 대응하여 국제무역, 해외직접투자, 글로벌 가치사슬에 변화가 있었다는 충분한 증거가 존재함(예를 들어, Fajgelbaum and others 2024, Freund and others 2024, Gopinath and others 2025, Graziano and others 2024 참조)**

- 미국-중국 간 탈동조화(decoupling)는 제3국과의 무역 및 투자 관계 강화와 동시에 진행되었음
- 중국의 대미 수출은 2년 내 약 6% 감소했음([그림 I-18])
  - 이는 중국 제품과 대체관계(substitute)에 있는 국가들로의 수출이 꾸준히 증가한 반면, 보완관계(complement)에 있는 국가들로의 수출 증가는 상대적으로 적었던 현상과 함께 나타났음

**○ 2025년의 예비 무역자료(점선으로 표시됨)는 미국과 중국 간의 추가적인 탈동조화 조짐을 보여주며, 이는 2018-19년(실선으로 표시됨)과 유사함([그림 I-18])**

- 이번 탈동조화는 과거보다 더 빠르게 진행되는 것으로 보임
- 동시에 중국의 제3국 수출이 증가하고 있음
- 대체국과 보완국 간의 차이는 아직 명확히 드러나지 않았음

- 무역패턴을 구조적 유사성이 아닌 지역적 관점에서 보면, 두 관세 국면 간의 근본적 차이를 일부 확인할 수 있음
- 2018-19년에는 아시아 및 미국·멕시코·캐나다 협정(U.S.-Mexico-Canada Agreement, USMCA) 국가들이 중국의 대미 수출 감소분을 흡수했음(그림 I-19, 패널 1)
- 한편 미국의 대중 수출 감소는 EU 등 다른 지역으로의 수출 증가와 캐나다·멕시코로의 안정적 수출로 보완되었음(그림 I-19, 패널 2)
- 최신 무역자료의 초기 징후는 이번 무역 이동이 과거보다 더 빠르게 진행되고 있음을 보여줌
  - 예를 들어, 2025년 2-4월 동안 중국의 제3국(특히 아시아와 유럽) 수출은 2018년 같은 기간보다 더 크게 증가했음
  - 동시에 캐나다와 멕시코는 2025년 2월 이후 중국 수출 변화에서 차지하는 비중이 작고, 미국 수출 증가에는 부정적 영향을 미쳤음
    - 이는 미국·멕시코·캐나다 협정(USMCA) 비준수 제품과 철강·알루미늄의 부가가치 기준 관세 인상, 그리고 원산지 규정 강화 및 집행 등이 부분적 원인일 수 있음
- **장기적인 무역 재배치\*의 규모를 평가하기에는 아직 시기상조이며, 2018-19년의 경우에도 비슷한 변화가 본격화되기까지 약 12개월 정도 걸렸음**
  - 이번 무역 재배치 규모는 2025년 1월 이후 대부분의 국가가 미국 수출품에 대한 관세인상의 위협을 받았다는 점에서 다를 수 있음
    - \* 무역 재배치(reallocation) 현상은 2025년 이후 미국이 대부분의 국가에 대해 수출 관세인상 위협을 가하면서, 기업들이 공급망, 생산기지, 수출 경로를 바꾸는 현상
  - 또한 전반적인 정책 불확실성이 높아 기업의 무역 재배치 결정을 어렵게 만들고 있음
  - 또한 무역 재배치를 억제하기 위한 추가 조치들이 시행되고 있음
    - 예를 들어, 원산지 규정 강화, 환적(transshipment)에 대한 세관 단속, 부가가치 기준에 따른 관세 부과, 해외직접투자에 대한 심사 절차 강화 등이 포함됨

○ **총 무역 자료상에서 관찰되는 이러한 변화는 무역정책 외의 다른 요인들에 의해서도 발생할 수 있음**

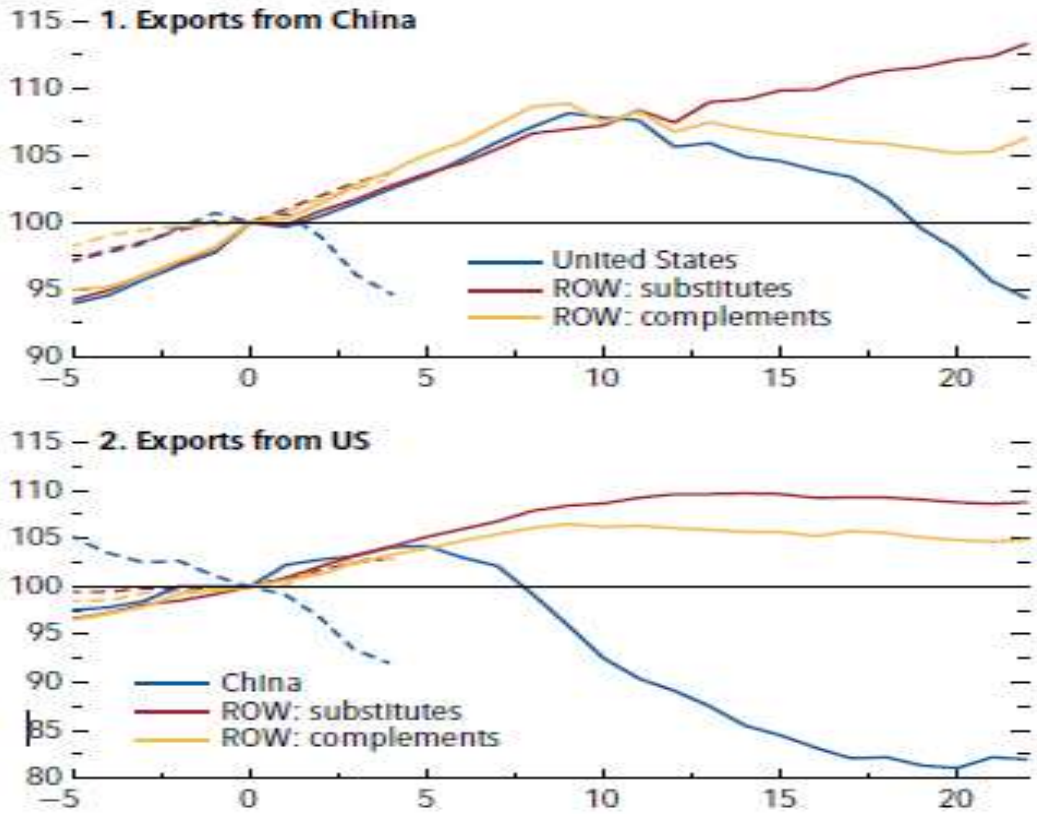
- 예를 들어, 각국의 경쟁력 변화와 같은 더 광범위한 요인들이 영향을 미칠 수 있음
- 중국의 제3국(미국 이외 국가)으로의 수출 증가가 반드시 미국으로의 수출이 감소한 동일 품목들 때문이라고 할 수는 없음
  - 또한 환율 변동과 상대가격 변화도 실질적인 무역 재배치 정도에 영향을 줄 수 있음
- 따라서 이 예비 분석은 단지 개략적인 참고 수준이며, 충분한 데이터가 확보된 후에야 각 요인이 어떤 역할을 했는지를 더 정확히 구분하기 위해 추가 분석이 필요함
- 무역 재배치의 속도와 지역적 분포는 제3국의 정책적 선택 등 여러 제약 요인(friction)에 따라 달라질 수 있음
- Rotunno and Ruta(2025)의 장기 무역 재배치 모형 시뮬레이션에 따르면, 불확실성이 해소될 경우 기본 시나리오에서 중국의 비미국 시장 수출은 4-6% 증가할 수 있음
  - 이때 무역 재배치의 규모와 방향은 관세 구조와 제3국의 정책에 따라 크게 달라질 수 있음

○ **산업별 수준에서도 유사한 제약이 존재하지만, 초기 증거는 관세 인상 대상 주요 산업에서 이미 아시아로의 무역전환이 나타나고 있음을 보여줌([그림 1-20])**

- 철강 및 알루미늄 부문에서는 유럽으로의 무역 이동이 관찰됨
- 또한 특정 산업에서 중국의 제3국 수출 변화와 해당국의 동일 산업 내 대미·대유럽 수출 변화 간 상관관계가 존재함
  - 이는 총 무역 자료에서 나타나는 것보다 더 큰 규모의 무역전환이 진행 중일 수 있음을 시사하며, 이는 무역 재배분, 무역 재경로화, 혹은 그 조합일 가능성이 있음

[그림 1-18] 수출 대상국 유형별 수출과 관세 적용 시기

(단위: 지수, 2018년 2월 및 2025년 2월= 100, 실선= 2018년 2월 관세 적용 시기, 점선= 2025년 2월 관세 적용 시기)

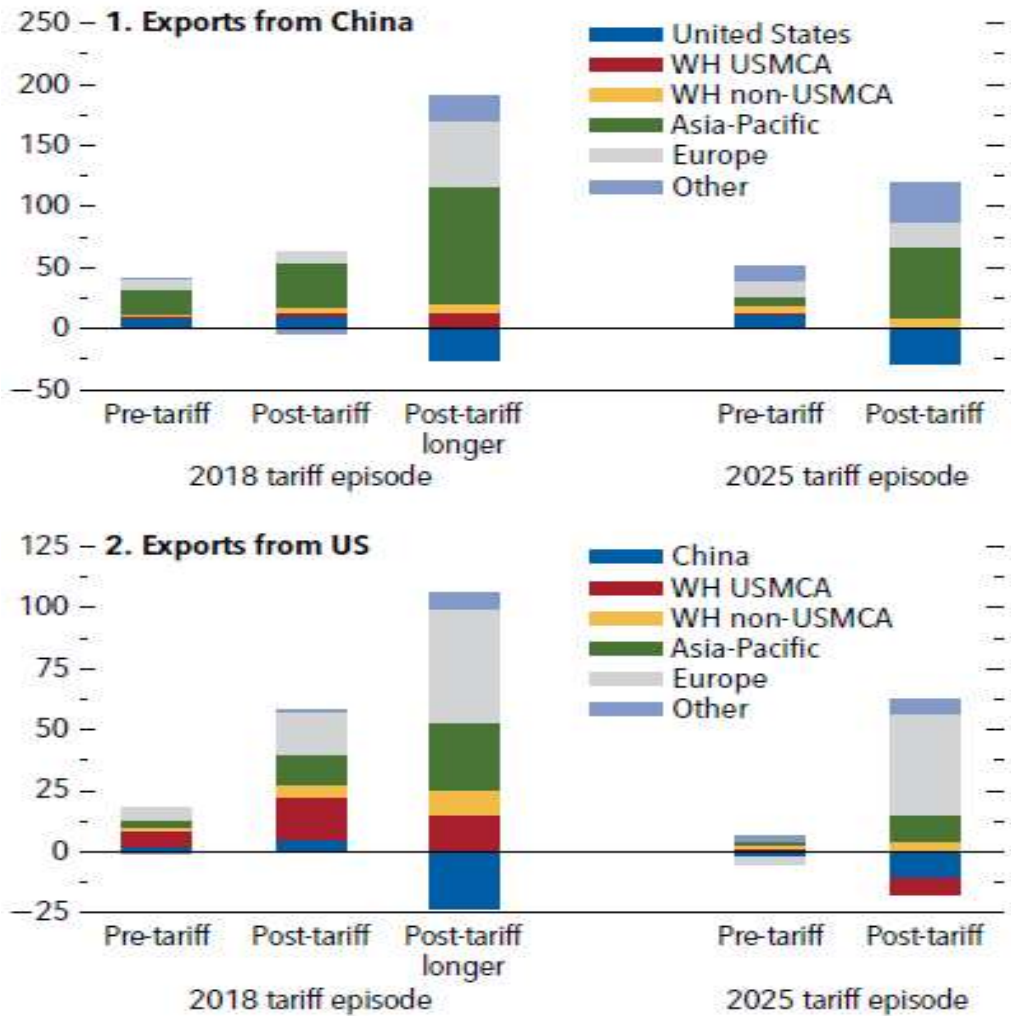


- 주: 1. X축 값 0은 각 관세 시작 시점(2018년 2월, 2025년 2월)을 나타내며, 각 국가의 수출 동향은 중국과의 관계(대체 또는 보완)에 따라 분류되고, 수치는 그 시점을 기준으로 100으로 정규화되어 있음
- 2. 국가들은 중국과의 관계에 따라 대체국(substitutes) 또는 보완국(complements) 으로 분류됨
  - 대체국(substitutes): 중국산 제품에 관세가 부과될 때 수출이 증가하는 국가로, 이는 중국과의 양(+)의 대체 탄력성을 의미
  - 보완국(complements): 중국산 제품에 관세가 부과될 때 수출이 감소하는 국가로, 이는 중국과의 음(-)의 대체 탄력성을 반영
- 3. 모든 변화는 계절적 요인을 완화하기 위해 12개월 이동합(rolling sum)을 사용하여 계산되었음
- 4. ROW=rest of the world(나머지 세계)

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.27, Figure 1.1.1

[그림 1-19] 수출 대상국 및 관세 적용시기별 수출 변화

(단위: 미국 십억달러)

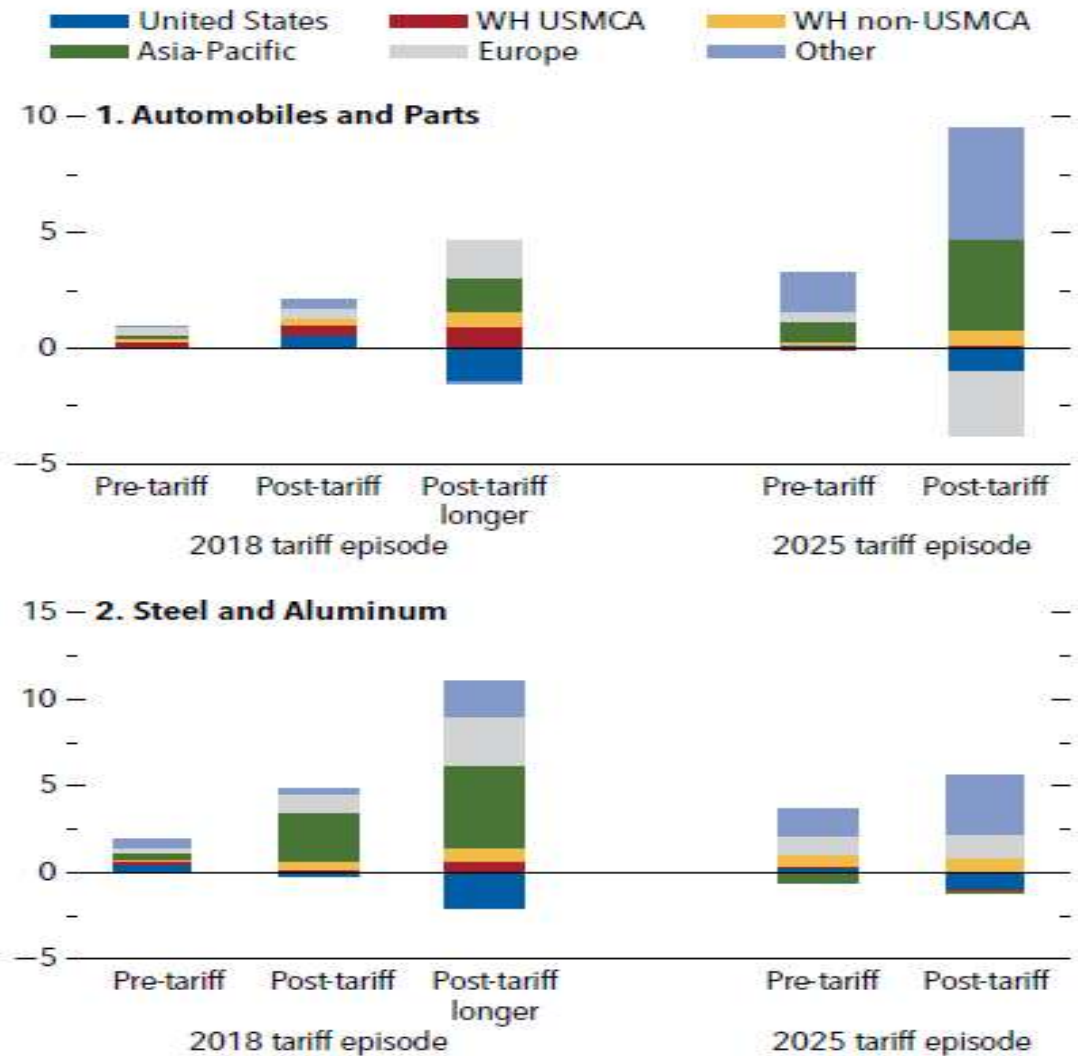


- 주: 1. 막대는 각 관세 기간(2018년과 2025년)에 걸친 수출 총변화량을 나타냄  
 2. 막대의 구간(Segments)은 각 수출 대상 시장의 기여도를 나타냄  
 3. 수출 변화량은 계절적 변동을 완화하기 위해 12개월 이동합(rolling sum)을 사용하여 계산되었음  
 · “관세 이전(Pre-tariff)”: 시점  $t-3$ 개월부터  $t-1$ 개월까지의 변화  
 · “관세 직후(Post-tariff)”: 시점  $t=0$ 개월부터  $t+3$ 개월까지의 변화  
 · “관세 이후 장기(Post-tariff longer)”: 시점  $t=0$ 개월부터  $t+22$ 개월까지의 변화 (2018년 데이터에만 해당)  
 4. USMCA는 미국-멕시코-캐나다 협정(U.S.-Mexico-Canada Agreement)을, WH는 서반구(Western Hemisphere)를 의미

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.28, Figure 1.1.2

[그림 1-20] 중국의 특정 산업부문 수출 대상국 및 관세 적용시기별 수출 변화

(단위: 미국 십억달러)



- 주: 1. 막대는 각 관세 기간(2018년과 2025년)에 걸친 수출 총변화량을 나타냄  
 2. 막대의 구간(Segments)은 각 수출 대상 시장의 기여도를 나타냄  
 3. 수출 변화량은 계절적 변동을 완화하기 위해 12개월 이동합(rolling sum)을 사용하여 계산되었음  
 · “관세 이전(Pre-tariff)”: 시점 t-3개월부터 t-1개월까지의 변화  
 · “관세 직후(Post-tariff)”: 시점 t=0개월부터 t+3개월까지의 변화  
 · “관세 이후 장기(Post-tariff longer)”: 시점 t=0개월부터 t+22개월까지의 변화 (2018년 데이터에만 해당)  
 4. USMCA는 미국-멕시코-캐나다 협정(U.S.-Mexico-Canada Agreement)을, WH는 서반구(Western Hemisphere)를 의미

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.29, Figure 1.1.3

[참고 1-2] 기준 전망에 대한 위험 평가

- 본 참고에서는 IMF의 주요 20개국(G20) 모형을 사용하여 세계경제전망(WEO) 기준 전망치를 둘러싼 신뢰구간을 도출하고, IMF의 글로벌 통합 통화·재정(Global Integrated Monetary and Fiscal, GIMF) 모형을 사용하여 향후 5년의 WEO 전망 기간 동안 현실화될 수 있는 충격을 분석함
  - 2025년 4월 WEO에서 제시된 위험 시나리오들은 여전히 유효하며, 두 개의 새로운 시나리오도 추가로 고려됨
    - 시나리오 A는 정책과 충격이 기준 전망 대비 세계 산출량이 감소하고 세계 불균형이 축소되는 결과를 가져오는 경우를 가정함
    - 시나리오 B는 정책과 충격이 기준 전망 대비 세계 산출량을 증가시키지만, 불균형에는 뚜렷한 영향을 미치지 않는 경우를 가정함

1. 신뢰띠(Confidence Bands)

- G20 모형은 과거 데이터에서 나온 여러가지 충격들을 반복 추출하여, 기준 전망을 중심으로 다양한 경우의 수(분포)를 만들어 보는 데 사용함(Andrle and Hunt 2020 참조)
  - 이렇게 만든 분포는 2025년 10월 글로벌 금융안정보고서(Global Financial Stability Report)에서 제시된 성장위험(growth-at-risk) 평가에 맞도록 방향을 조정함
    - 이전 평가와 마찬가지로 성장 분포는 하방으로 치우쳐 있어, 상방 위험보다 하방 위험이 더 클 가능성이 높으며, 물가상승률 분포는 상방으로 치우쳐 있음
- [그림 1-21]의 패널 1과 2는 미국의 경제성장률과 헤드라인 물가상승률에 대한 분포(파란색 음영영역으로 표시된 90%p 신뢰구간)를 보여줌
  - 2025년 결과에 대한 불확실성은 연중 상반기 자료가 이미 확보된 만큼 더 낮아졌음

- 2026년에 경기침체가 발생할 확률은 약 30%p로 평가되며, 이는 2025년 4월 WEO에서 추정된 경기침체 확률보다 다소 낮음
  - 2026년 미국 헤드라인 물가상승률이 3%p를 상회할 위험은 비슷한 수준(약 30%p)으로 평가됨<sup>12)</sup>
  - 그럼에도 불구하고, 경기침체 발생 확률과 물가상승률이 3%p를 상회할 확률은 2024년 10월 WEO 당시(각각 25%p와 20%p)보다 더 커진 상태임
- [그림 I-21]의 패널 3과 4는 세계의 경제성장률과 헤드라인 물가상승률 분포를 보여줌
- 2026년 세계의 경제성장률이 2%p 아래로 떨어질 확률은 약 25%p로 평가되며, 이는 4월보다 소폭 낮은 수준임
  - 2026년 세계 헤드라인 물가상승률이 5%p를 상회할 확률은 대체로 유사한 약 25%p 수준임
  - 요약하면, 성장을 둘러싼 하방위험은 4월에 비해 다소 완화되었으나 여전히 높은 수준이며, 물가상승률 상방위험은 대체로 변함없음

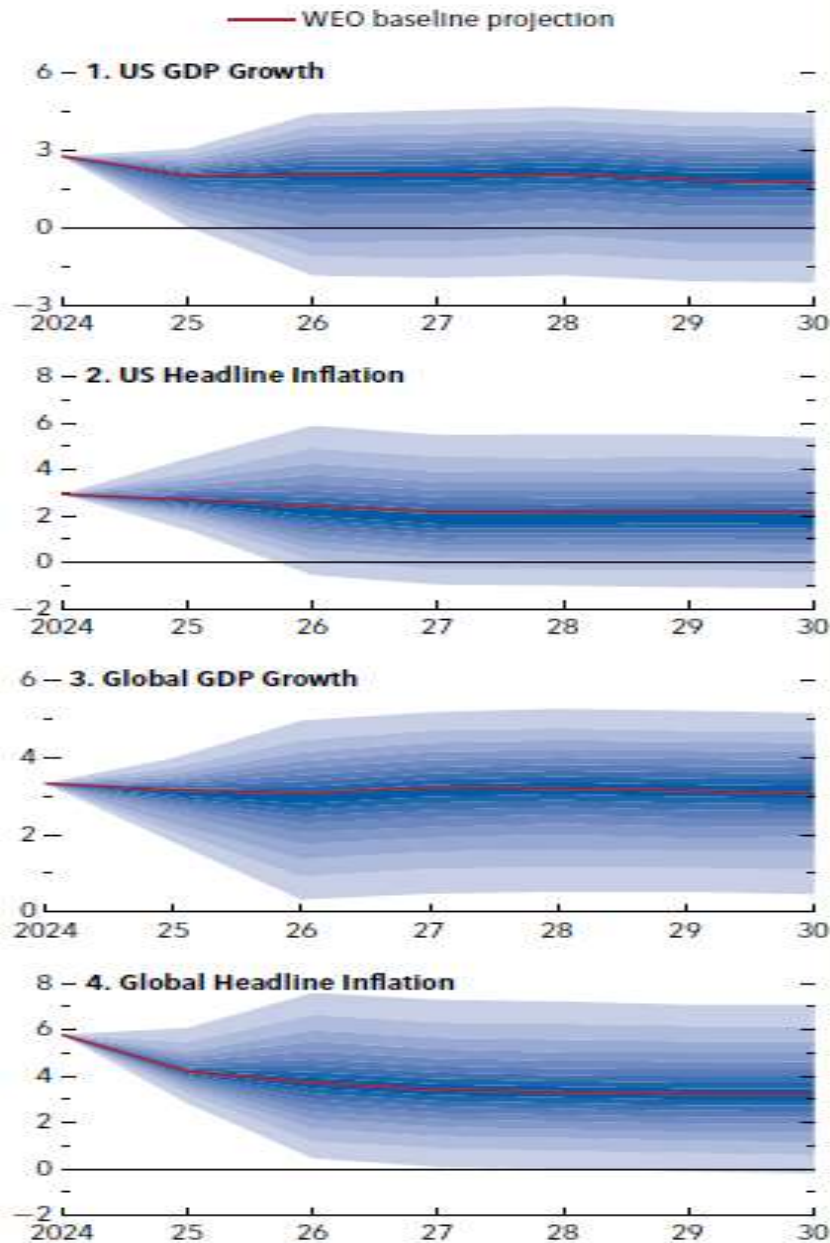
## 2. 시나리오

- IMF의 글로벌 통합 통화·재정(GIMF) 모형은 위험 시나리오가 경제에 어떤 영향을 줄지 평가하는 데 사용됨
- 4월과 마찬가지로 분석에 사용된 글로벌 통합 통화·재정(GIMF) 모형 버전은 중국, 미국, 유로지역을 포함한 10개 지역으로 구성됨
  - 각 시나리오에서는 각국의 통화정책이 경제상황에 맞춰 자동으로 반응한다고 가정하고, 대부분 국가의 환율은 변동환율제로 가정됨
    - 시나리오 A에서는 중국이 자본 유출입 규제를 통해 환율을 관리하는 것으로 설정되며, 달러대비 위안화 환율의 전체적인 조정은 제한적임
    - 시나리오 B에서는 위안화가 완전한 변동환율제 아래에서와 같이 조정되는 것으로 가정됨

- 이 모형은 재정측면에서는 자동안정화 장치가 작동하는 것으로 가정하고, 관세인상과 환율 변동이 물가에 더 쉽게 전가되는 물가상승 위험을 잘 포착하도록 4월 버전에서 변경되었음

[그림 1-21] 세계 성장과 물가상승률 예측을 둘러싼 전망 불확실성

(단위: %)



주: 파란 음영의 각 부분은 5%p 확률구간을 나타냄.  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.30, Figure 1.2.1

## 가. 시나리오 A에서 고려한 요인들

### 1) 관세인상과 공급망 교란

#### ○ 이 시나리오는 미국 관세가 2025년 말부터 기준 대비 영구적으로 더 높은 것으로 가정함

- 관세 인상 폭은 4월에 발표된 관세 인상분과 6-7월에 발송된 서한에서 제시된 관세율 중 더 높은 쪽을 적용함
  - 중국산 수입품은 기준 대비 약 30%p에 달하는 가장 큰 관세 인상에 직면하며, 그 다음으로 아시아 신흥국, 유로지역, 일본 수입품에 약 10%p 정도의 관세 인상이 적용됨
  - 미국 수입품에 대한 실효 관세율은 전체적으로 10%p 상승하며, 관세 수입은 WEO 전망 기간 동안 공공채무 상환에 사용됨
- 이 시나리오는 다른 국가들이 보복 조치를 취하지 않는다고 가정함
- 또한 기준전망과 시나리오 모두에서 누적 관세 인상은 글로벌 공급망에 일시적인 교란을 초래하는 것으로 가정됨
- 세계 가치사슬에 더 깊이 관여한 부문(세계 부가가치의 약 20%p)을 중심으로 전 세계 총요소생산성이 2026-27년에 1%p 하락한 뒤, 2028년에 기준 수준으로 복귀하는 것으로 설정됨

### 2) 높은 기대 물가상승률

#### ○ 코로나19 이후 물가상승률 급등, 관세, 중앙은행 독립성에 대한 우려 등이 복합적으로 작용하면서, 2026-27년에 많은 국가에서 기대 물가상승률이 상승하는 것으로 가정됨

- 현재 목표치를 상회하는 물가상승률을 겪고 있는 신흥국에서는 1년 기대 물가상승률이 60bp 상승함
- 미국에서는 50bp 상승하며, 일본을 제외한 기타 선진국과 중국을 제외한 나머지 신흥국에서는 약 25bp 상승하는 것으로 가정됨

### 3) 높은 국채 수익률

- 세계경제가 역사적인 공공채무 증가를 흡수할 수 있는 능력에 대한 재평가가 이루어지면서 국채 수익률이 상승하는 것으로 가정됨
  - 2026년부터 10년간 중국을 제외한 모든 국가의 공공채무에 대한 기간 프리미엄이 100bp 상승함
  - 글로벌 안전/중립 실질금리도 기준 대비 점진적이면서 영구적으로 최대 50bp 상승하며, 모든 국가에 동일하게 영향을 미침
  - WEO 전망 기간 동안 재정정책은 조정되지 않지만, 장기적으로는 대부분 국가에서 더 높은 수준에서 공공채무가 안정화되는 것으로 가정됨

### 4) 더 긴축된 전 세계 금융여건

- 이 시나리오에서 고려한 여러 충격과 정책의 결합 효과로 전 세계 금융여건이 추가로 긴축된다고 가정됨
  - 기업 스프레드<sup>13)</sup>가 2026년에 선진국과 중국에서는 50bp 확대되고, 중국을 제외한 신흥국에서는 100bp 상승함
  - 이 단계에는 또한, 미국 주식시장에서 AI 관련 주식의 고평가가 일부 조정되면서 주가가 다소 하락하는 것으로 가정함
  - 이러한 금융여건의 긴축은 2년간 지속되는 것으로 가정됨

### 5) 미국 자산에 대한 세계 수요 감소

- 마지막으로, 전 세계에서 미국 자산에 대한 수요가 줄어든다고 가정함
  - 미국 자산에 대한 해외 수요 감소는 미국 자산의 기대 수익률을 기준 대비 최대 80bp까지 상승시켜, 미국이 누려온 '과도한 특권(exorbitant privilege)'의 일부를 상실하게 하는 결과를 초래함

- 미국의 대외 위험프리미엄 상승은 20년간 지속되는 것으로 가정됨

## 나. 시나리오 B에서 고려한 요인들

### 1) 낮은 관세로의 원상 복귀

- 2025년 1월 이후 부과된 관세가 영구적으로 철폐된다고 가정되며, 이로 인해 미국 수입품의 실효 관세율은 현재 기준 대비 약 15%p 하락함

- 중국산 수입품의 실효 관세율은 약 22%p 가장 큰 폭으로 하락하며, 일본과 유럽, 아시아 신흥국 수입품도 10~20%p 낮아짐
- 교역 상대국들도 미국산 수출품에 부과한 관세를 철폐하며, 미국의 대중국 수출품 실효 관세율은 약 20%p 하락하는 것으로 가정됨

### 2) 무역정책 불확실성 축소

- 현재 진행 중인 양자 협상과 다자간 협상에서 새로운 무역 합의가 체결된다고 가정하면, 글로벌 무역체제의 예측 가능성이 높아져 기준 대비 경제 불확실성이 축소되는 것으로 가정됨

- 불확실성 감소 폭은 Davis(2016)에서 사용한 세계 경제정책 불확실성 지수가 2 표준 편차(two-standard-deviation)만큼 내려가는 것과 비슷한 수준에 해당하며, 이는 2018-19년에 관측된 불확실성 급등 현상의 절대 크기와 비슷한 규모임

### 3) 인공지능(AI)에서 기대를 상회하는 이익

- 인공지능(AI)이 세계 생산성과 투자에 미치는 긍정적 효과가 현재 기준 시나리오보다 다소 더 큰 것으로 가정되며, 이 요인들은 두 가지 요소로 구성됨

- 첫째, 미국과 중국을 중심으로 여러 국가에서 AI 특화 자본(정보처리 장비, 소프트웨어, 지식재산 등)에 대한 투자가 소폭 증가함

- 둘째, AI가 경제 전반에 점진적으로 확산되면서 세계 생산성이 상승하는 것으로 가정됨
  - 세계 총요소생산성은 10년에 걸쳐 약 0.8%p 상승하며, 이는 기존 추정치의 하단에 해당하며 국가별로 상당한 차이가 존재함
  - 자동화 이익에 더 많이 노출되어 있고 AI 도입 준비도가 높은 국가일수록 생산성 상승 폭이 크며, 이는 Cerutti 등(2025)의 평가를 반영한 것임

#### 다. 시나리오가 세계경제에 미치는 영향

- [그림 1-22]와 [그림 1-24]는 시나리오 A와 B가 2025-30년 및 장기적으로 중국, 미국, 유로지역, 세계의 GDP 수준에 미치는 영향을 보여줌
  - 국채 수익률 상승과 금융여건 추가 긴축의 효과는 하나의 요인으로 통합하여 제시됨
- [그림 1-23]은 시나리오 A가 세 지역의 물가상승률, 실질금리, 경상수지, 그리고 미국 달러 실질 실효환율에 미치는 영향을 보여줌
  - 경상수지와 달러 실질 실효환율을 보여주는 패널 4는 높은 관세와 미국 자산 수요 감소의 기여도도 함께 제시함

#### 1) Scenario A가 세계경제에 미치는 영향

- 시나리오 A에서 더 높은 관세는 세계 상품 수요를 감소시키고 공급을 교란시킴
  - 세계 활동 수준(세계 GDP)은 2026년에 기준 대비 0.3%p 하락하며, 그 영향은 2028년까지 누적되고, 장기적으로는 세계 GDP가 기준보다 0.5%p 낮은 수준에서 영구적으로 머무르게 됨
  - 관세 인상 폭이 더 크고 달러대비 위안화 환율 조정이 제한적으로 가정된 만큼, 중국은 관세 부과 지역 중 가장 큰 타격을 받으며, 그 결과 경상수지 흑자도 기준 대비 축소됨
  - 미국에서는 높은 관세로 인해 생산 효율성이 저하되고, 달러가 절상되면서 미국 수출

### 수요가 줄어듦

- 투자가 다른 국가들보다 더 크게 감소하기 때문에, 미국의 경상수지 적자는 다소 축소됨

- 유로지역 전체의 경상수지는 상대적으로 영향이 제한적임
- 또한 높은 관세는 2026년에 미국의 물가상승률을 일시적으로 40bp 끌어올리고, 정책금리를 20bp 상승시키는 요인으로 작용함
  - 중국에서는 물가상승률이 40-50bp 정도 지속적으로 낮아짐
  - 기타 지역(유로지역 포함)의 물가상승률은 10-20bp 정도 소폭 상승함

### ○ 기대 물가상승률에 충격을 받는 국가들에서는 그 때문에 생기는 물가상승 압력을 억제하기 위해 명목 및 실질 정책금리를 더 많이 올리게 됨

- 물가가 오르는 속도가 임금이 오르는 속도보다 더 빠르게 반응하면서 실질 구매력이 감소하고, 이는 총수요에 추가적인 하방 압력을 가함
- 그 충격의 영향은 목표를 상회하는 물가상승률을 겪는 신흥국과 미국에서 가장 크며, 미국의 경우 2026년에 이 충격만으로 물가상승률과 정책금리가 각각 30bp 추가 상승하고, 경제 활동(성장률 등)은 약 0.4%p 감소함
- 유로지역에 대한 영향은 더 작고, 중국에 대한 영향은 미미함
- 전 세계적으로는 2026년에 세계 GDP가 0.3%p 감소하고, 세계 물가상승률은 20bp 상승함
  - 다만 물가상승률이 안정화됨에 따라 경제활동에 대한 부정적 영향은 점점 사라짐

### ○ 국채 수익률과 전 세계 금융여건 요인에서는 더 높은 실질금리와 기업 스프레드의 충격으로 인해 2026년에 세계 투자와 GDP가 기준 대비 각각 3%, 0.6% 감소함

- 단기적으로는 기업 스프레드가 더 크게 확대되는 중국 제외 신흥국에서 충격이 더 크고, 기간 프리미엄이 상승하지 않는 중국에서는 충격이 상대적으로 작음
  - 이 요인에서는 완만한 물가상승률 하락 효과를 가져와, 2026년에 세계 물가상승률을 약 0.2%p 낮춤

- 미국과 유로지역에 미치는 영향은 세계 평균과 유사함
- 장기적으로 모든 국가에서 GDP가 기준 대비 약 1.5%p 낮은 수준으로 영구적으로 감소함
- 미국 자산에 대한 세계 수요 감소의 영향은 지역별로 상이함
  - 미국에서는 더 높은 국내 실질금리와 달러 가치 하락이 결합되어 수출 수요는 증가하지만 국내 흡수는 축소되고, GDP가 다소 감소하며, 경상수지 적자는 크게 감소함
- 세계 자산 수요가 다른 지역으로 이동하면서 미국 외 지역에서는 실질금리가 하락하며, 유로 지역도 이에 포함됨
- 유로지역 GDP는 소폭 증가하고, 국내 흡수가 늘어나면서 경상수지 흑자는 축소됨
- 중국은 단기적으로 다른 지역보다 더 큰 이익을 얻음
  - 달러 대비 위안화 환율이 관리되는 것으로 가정되기 때문에, 위안화 실질 실효환율은 절하되어 중국의 대외 수요를 지지하고, 경상수지 조정 폭을 제한함
- 이 시나리오에서 충격의 종합적 효과는 2026년 세계 GDP를 기준 대비 1.2% 낮추는 상당한 성장 둔화를 가져오며, 2027년에도 경제활동 수준은 기준 대비 더 감소하는 것으로 나타남
  - 미국은 중국과 유로지역보다 더 큰 GDP 감소, 더 높은 물가상승률, 더 높은 실질금리를 경험하며 더 크게 타격을 받음
  - 기타 국가들(신흥국 포함)은 세계 평균과 대체로 비슷한 규모의 성장 둔화를 겪음
  - 여러 충격이 상쇄적으로 작용하기 때문에, 미국 달러 실질 실효환율에 대한 총효과는 제한적이며, 세계 불균형은 축소됨

## 2) Scenario B가 세계경제에 미치는 영향

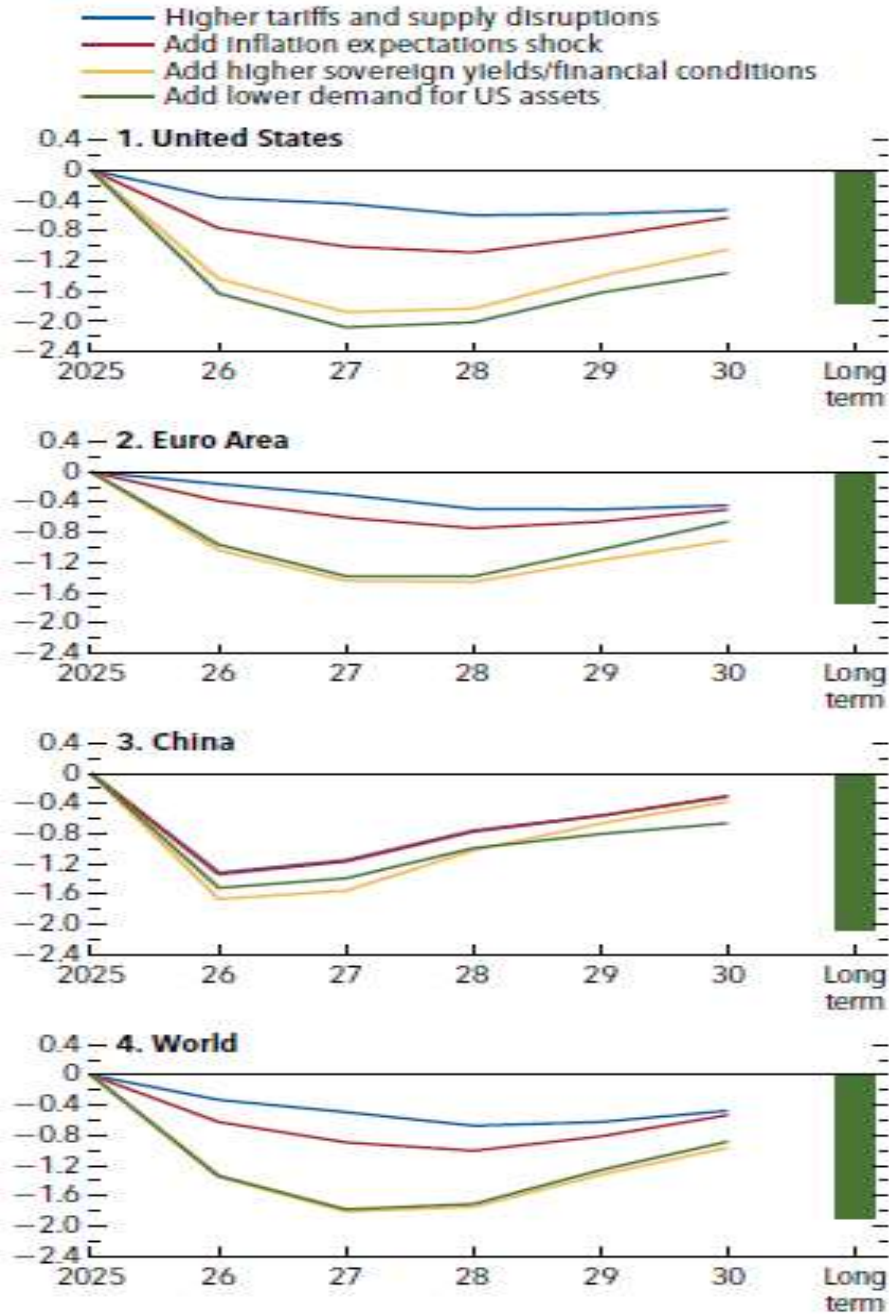
- 시나리오 B에서는 관세가 낮은 수준으로 돌아가면서 세계 경제활동이 회복되고, 세 주요 국가(미국, 중국과 유로지역) 모두에서 이익이 발생하며 단기적으로는 중국에서 가장 큰 이익이 발생함

- 미국은 2026년에 물가상승률이 일시적으로 약 60bp 하락하고, 미국의 수입 수요 증가와 달러 대비 위안화 환율 조정에 따라 달러가 기준 대비 약 7%p 절하됨
- 무역정책 불확실성 완화는 단기적으로 세계 경제활동을 추가로 뒷받침하며, 모든 국가에 혜택을 주고 2026-27년 동안 세계 투자를 약 2%p 증가시킴
- AI에서 기대를 상회하는 이익은 2026년에 세계 GDP를 약 0.3%p 증가시키고, 2026-27년에 세계 투자를 추가로 1.5%p 증가시킴
- 단기적인 경제활동 및 투자 증가는 미국과 중국에서 유로지역보다 다소 더 크게 나타나며, 물가상승률에 미치는 영향은 제한적임
- 생산성이 상승함에 따라 경제적 이득은 시간이 지날수록 더 커짐
- 시나리오 B에서 각 요인들의 결합된 총효과는 2026년 세계 GDP를 약 1%p, 장기적으로는 약 2%p 기준 대비 높이는 것으로 나타남
  - 이 중 관세의 낮은 수준 복귀가 약 0.7%p, AI의 초과 이익이 1.4%p를 설명함
- 마지막으로, 이 시나리오에서 고려되는 충격들은 국가 간 차이가 상대적으로 작고 환율이 글로벌 조정에서 더 큰 역할을 하기 때문에, 세계 불균형은 크게 변하지 않음

- 12) 2026년 경기침체 위험은 2026년 연간 성장률이 0.8% 아래로 떨어질 가능성을 말하며, 이는 2026년 1분기부터 완만한 경기침체가 시작되는 경우와 대체로 비슷하다고 볼 수 있음. 또한 2025년에 미국이 짧은 경기침체를 겪을 가능성은 2025년 4월 WEO 당시 약 37%로 평가되었음
- 13) 기업이 회사채를 발행할 때 국채 대비 추가로 내야 하는 이자 차이

[그림 1-22] 시나리오 A가 GDP에 미치는 영향

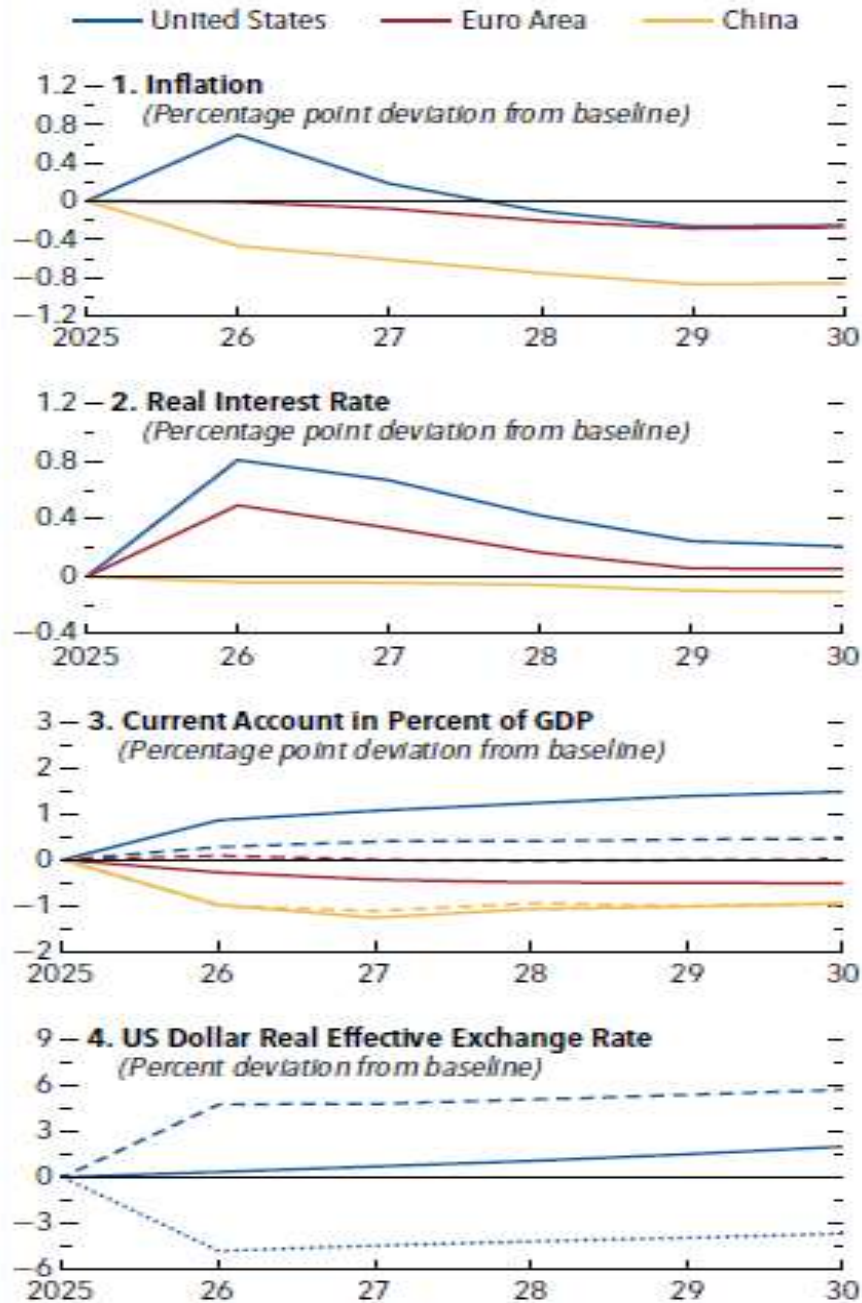
(단위: 기준 전망 대비 백분율 편차)



주: “Long term”은 최소 50년을 의미  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.32, Figure 1.2.2

[그림 1-23] 시나리오 A가 미국, 중국 및 유로지역에 미치는 영향

(단위: 기준 전망 대비 백분율 편차)



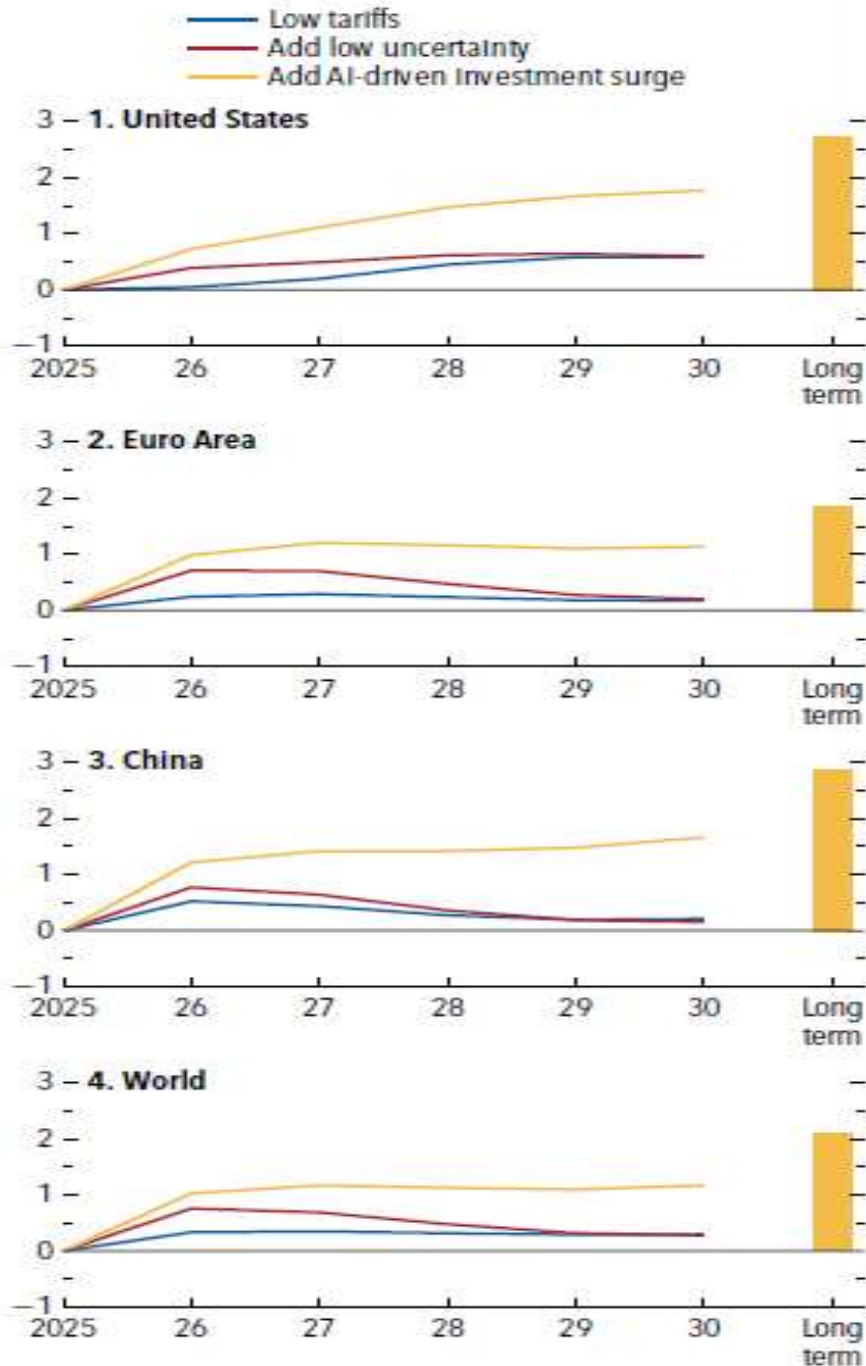
주: 점선은 시나리오의 관세 단계를 나타냄.

패널 4의 점선은 시나리오의 "미국 자산에 대한 수요 감소" 단계를 나타냄.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.33, Figure 1.2.3

[그림 1-24] 시나리오 B가 GDP에 미치는 영향

(단위: GDP 대비 %)



주: “Long term”은 최소 50년을 의미  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.33, Figure 1.2.4

## 원자재 특별 분석: 시장 동향과 원자재 주도 거시경제 변동

- 2025년 3월부터 8월 사이에 주요 원자재 가격은 2.6% 하락하였으며, 귀금속 가격의 큰 상승세가 에너지, 비철금속, 농산물 등 기타 광범위한 원자재군의 하락세를 부분적으로 상쇄하였음
  - 석유 시장에서는 견조한 세계 공급과 부진한 세계 수요 증가율로 인해 지정학적 긴장이 지속됨에도 불구하고 유가가 하락하는 데 기여하였음
  - 관세는 특히 비철금속을 중심으로 일부 원자재 가격의 하방압력으로 작용하였음
- 이번 특별 분석은 원자재 부문과 나머지 경제 부문 간 상호연계가 원자재 가격 충격 이후의 경기순환적 변동을 이해하는 데 얼마나 중요한지를 다룸

### 가. 원자재 시장 동향

- 2025년 3월부터 8월 사이에 국제 유가가 5.4% 하락했는데, 이는 미온적인 세계 수요 증가와 OPEC+(석유수출국기구 및 러시아 등 일부 비회원국)과 비(非) OPEC+ 국가에서 석유공급의 급격한 증가에 기인함
  - 6월 중순 이스라엘-이란 전쟁으로 인한 일시적인 유가 급등을 제외하면, 4월 초 미국의 관세 발표 이후 유가는 배럴당 60-70달러 범위에서 박스권 흐름을 보이며 움직였음
    - 미국의 관세인상 발표는 세계 수요 전망을 낮추는 효과를 가져왔고, 러시아를 포함한 비회원국 일부가 참여하는 산유국 연합체인 OPEC+의 증산 일정이 가속화되기 시작한 시점과도 맞물렸음
  - 현재는 약세쪽 기초여건(Bearish fundamentals)이 주로 주목받고 있는데, 국제에너지기구(IEA)는 2025년 전 세계 석유 수요가 하루 70만배럴(mb/d)<sup>14)</sup> 증가하고 비(非) OPEC+ 공급이 하루에 140만배럴(mb/d) 증가할 것으로 전망
    - 한편, 최신 OPEC+ 생산 일정은 2025년 9월까지 점진적으로 하루 250만배럴(mb/d)을

14) 단위 mb/d는 하루 100만배럴을 의미

회복하여 1년 앞당겨졌으며, 향후 추가 증산 계획도 가지고 있음

- 우크라이나 전쟁의 외교적 해결책을 찾기 위한 협상이 교착 상태에 빠지면서 미국의 2차 제재가 시행될 위험이 커지고 있음
- 미국 선물시장은 2025년 유가가 배럴당 평균 68.90달러를 기록해 전년 대비 12.9% 하락한 뒤, 2026년에는 65.80달러로 더 하락했다가 2030년까지는 점진적으로 67.30달러 수준으로 다시 상승할 것으로 나타내고 있음([그림 I-25], 패널 2 참고)
  - 이러한 유가 전망을 둘러싼 위험은 상방과 하방이 대체로 균형을 이루고 있음
  - 러시아 산유량 차질 가능성은 유가에 상방 위험 요인으로 작용하는 반면, 관세로 인해 불투명해진 세계경제 환경과 더불어 OPEC+의 예상보다 빠른 증산 가능성은 유가에 하방 압력을 계속 가하고 있음
  - 동시에 생산비가 높은 산유국들이 느슨한 의미의 가격 하한선을 형성하고 있는데, 일부 미국의 손익분기 유가는 배럴당 60달러 초반에서 중반 수준으로 추정됨

### ○ 천연가스 가격은 관세와 풍부한 공급에 기인하여 하락했음

- 유럽의 TTF(Title Transfer Facility) 거래 허브 가격은 2025년 3월부터 8월 사이에 16.6% 하락해, MMBtu당 11.0달러 수준까지 내려갔음
  - 이스라엘-이란 전쟁 속에서 6월에 일시적인 유가 급등이 있었음에도 불구하고, 관세로 인한 기업의 불확실성, 아시아의 경쟁적 수요 약화, 그리고 더 유연해진 EU 가스 비축 목표 승인으로 에너지 수요가 줄어들면서 TTF 가격은 하락했음
  - 아시아 LNG 가격도 유럽 유가의 하락 흐름을 따라가며 12.2% 하락했음
- 미국 헨리허브 가격(Henry Hub prices)은 통상정책으로 유발된 수요 불확실성과 사상 최고 수준의 국내 생산량 때문에 30% 하락하여 MMBtu당 2.9달러가 되었음
  - 선물시장은 중기적으로 글로벌 LNG 공급이 풍부할 것이라는 점을 반영하여, TTF 가격이 2025년에는 MMBtu당 평균 12.1달러를 기록한 뒤 2030년에는 8.4달러까지 꾸준히 하락할 것으로 예상
  - 미국의 LNG 수출 능력은 2027년까지 거의 두 배로 확대될 것으로 예상
  - 헨리허브 가격은 2025년부터 2030년까지 MMBtu당 약 3.5달러 수준에서 등락을 거듭할 것으로 전망됨

○ 안전자산 선호로 귀금속 가격은 상승한 반면, 관세 부과로 기초 금속 가격은 하락하였음

- IMF 금속 가격지수는 2025년 3월부터 8월 사이에 6.8% 상승했음([그림 I-25], 패널 1 참고)
  - 이 상승을 주도한 것은 귀금속이었으며, 특히 금 가격은 지정학적 불확실성이 커지고 각국 중앙은행이 금 보유고를 늘리면서 안전자산을 찾는 투자 수요가 증가함에 따라 12.8% 올라 온스당 3,400달러를 넘는 사상 최고치를 기록했음
- 미국의 수입관세는 비철금속에 대해 복합적인 영향을 미쳤음
  - 4월 초 발표된 미국의 관세는 전 세계 비철금속 가격에 하향 압력을 가했지만, 철강·알루미늄·구리에 부과된 50% 관세는 미국의 선출하(front-loading)를 촉발해 가격에 일부 지지력을 제공했음
- 선물시장은 2025년에 0.3%, 2026년에 3.0% 정도로 완만하게 상승할 것으로 예상

○ 중국의 희토류 수출 통제로 인해 가격 급등이 발생했음

- 주요 생산국인 중국은 4월에 7개 핵심 희토류 원소와 해당 자석 제품에 대해 수출 허가제를 도입했으며, 이로 인해 4-5월 동안 수출이 급격하게 둔화되었음
  - 6월 11일 미·중 무역 합의 이후 중국의 희토류 자석 수출은 6월에 반등했고, 7월에는 전년동월 대비 5% 증가하며 완전히 회복되었음
  - 그러나 핵심 자석 소재에 대한 가격 영향은 여전히 지속되고 있음
- 또한 희토류 탄산염 원료 가격은 미국의 대중 원료 수출 감소로 인해 가공 희토류의 글로벌 공급이 타이트해지는 가운데 수요가 강화되면서 30.2% 급등했음

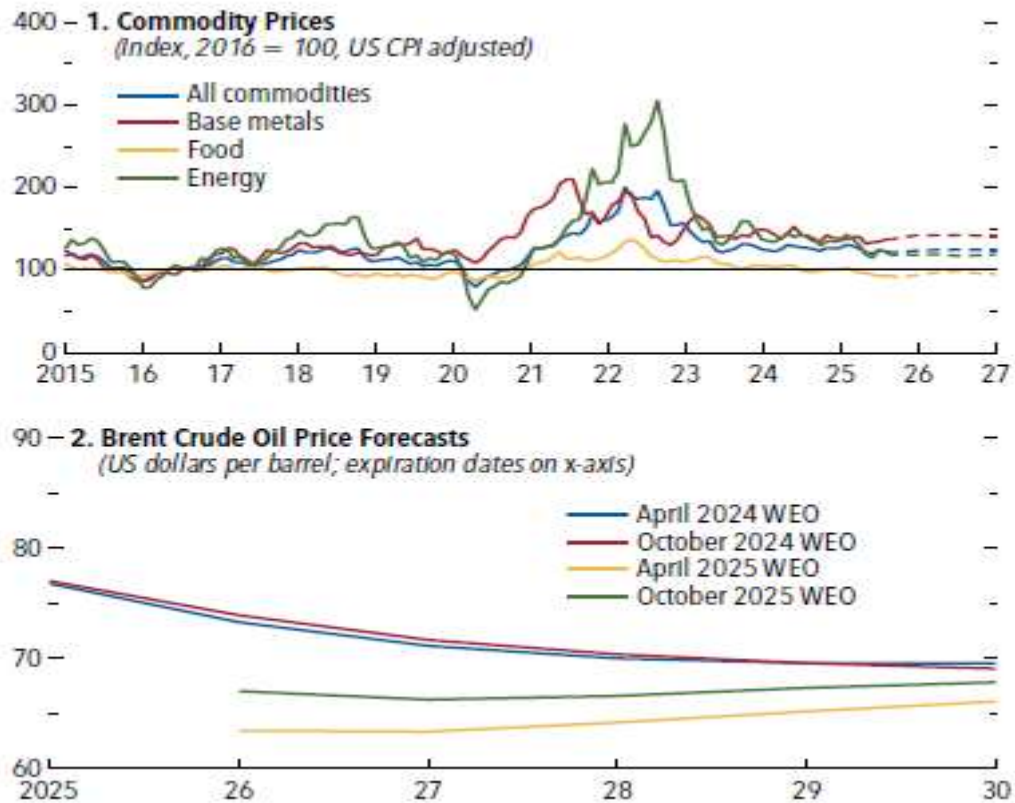
○ 연초에 강한 흐름을 보였던 농산물 원자재 가격은 풍부한 농산물 공급과 관세의 영향으로 하락세로 돌아섰음

- 2025년 3월부터 8월 사이 IMF 식료·음료 가격지수는 4.8% 하락했으며, 이는 커피, 곡물, 설탕 가격이 큰 폭으로 하락한 것에 기인
  - 이는 연초에 주요 수출국의 악천후와 글로벌 공급 부족으로 커피와 코코아 가격이 급등하며 누적되었던 상승분이 하락세로 전환된 데 기인

- 곡물 가격은 미국, 러시아, 브라질, 아르헨티나 등 주요 생산국에서 풍작 기대가 높아지면서 11.1% 하락했음
- 커피 가격은 최대 생산국인 브라질의 공급 전망이 개선되고 미국 관세에 대한 불확실성이 확대되면서 16.7% 급락했으며, 이에 따라 IMF 커피지수는 2월의 사상 최고치에서 크게 하락했음
- 이러한 하락 추세에도 불구하고, 8월에는 미국의 대(對)브라질 관세로 인해 무역이 혼란을 겪으면서 가격이 일시적으로 급등했음
- 한편, 브라질의 2분기 대규모 수확과 미국의 양호한 작황 전망으로 옥수수 가격은 11.9% 하락했음
- 식량 가격 전망의 상방위험 요인으로 새로 도입될 수출 제한 조치가 있으며, 이 경우 세계적으로 수출 물량이 감소하여 세계 식량 가격을 증대시킬 수 있고 반대로, 일부 수출하는 국가 안에서는 공급이 늘어나 국내 식량 가격은 하락할 수 있음
  - 또 다른 식량 가격의 상방위험 요인은 4분기 라니냐(La Niña)로 인한 악천후로 농사가 나빠져 식량 가격이 상승할 위험이 있음
- 반대로 식량 가격이 하락할 수 있는 하방위험 요인은 예상보다 큰 폭의 수확 증가와 추가 관세인상임

[그림 1-25] 원자재 시장 동향

(단위: 미국 CPI 조정 지수, 배럴당 미국 달러)



주: 패널 1에서는 최신 실제 CPI 값이 예측에 적용되며 그래프 선의 점선 부분으로 표시됨  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.35, Figure 1.SF.1

나. 선진국과 신흥국의 원자재 주도 거시경제 변동: 규모가 중요한가?

- 원자재는 선진국과 신흥국 및 개도국 모두에서 거시경제 변동을 형성하는 데 있어 핵심적인 역할을 하지만 그 중요성은 종종 과소평가되며, 특히 신흥국 및 개도국들은 일반적으로 더 큰 거시경제 변동성을 경험함
  - 오늘날 기후관련 공급 충격과 지정학적 무역긴장이 고조된 환경에서 원자재 가격 변동이 거시경제에 미치는 영향을 이해하는 것은 그 어느 때보다 중요해짐
  - 그리고 이를 위해서는 원자재부문의 단순한 규모를 넘어서는 관점에서 살펴볼 필요가 있음
  - 원자재 가격 충격이 산출량과 물가상승률에 미치는 영향을 이해하는 데 핵심이 되는

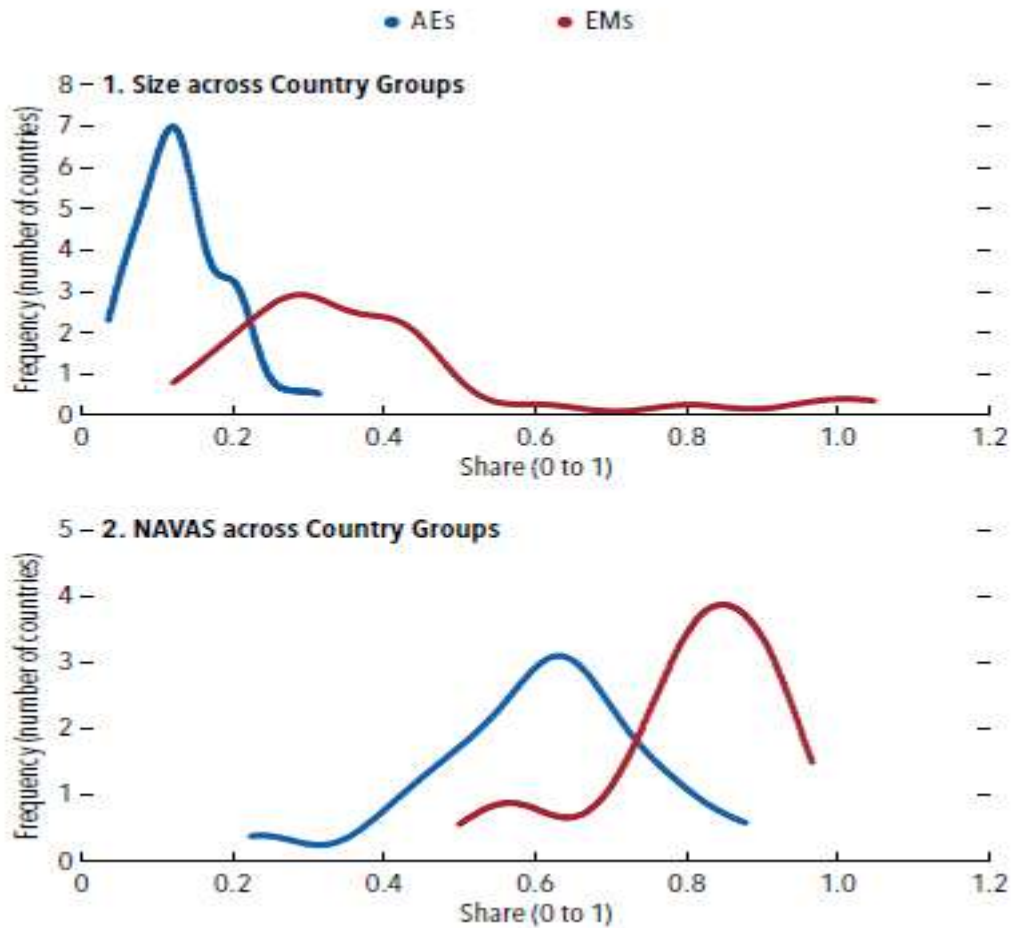
것은 원자재 부문이 나머지 국내경제 및 전 세계와 얼마나 긴밀하게 상호연결되어 있는지 여부임(예, Baqaee and Farhi 2019, Bigio and La'O 2020, Silva 2024, Silva et al. 2024, Romero 2025, Qiu et al. 2025 참조)

- 이러한 상호연계 구조는 원자재 가격 변동에 대응하여 부문 간 노동과 자본의 재배분 양상을 결정하며, 실물 활동과 물가상승률의 변동을 초래하는 데 결정적인 역할을 함
- 원자재 부문과 광의의 경제 간 상호연결 정도는 원자재 가격 충격 이후 경기 변동의 증폭 및 지속 정도를 좌우하며, 동시에 통화정책이 어떻게 대응해야 하는지를 규정함

○ **본 원자재 특별 분석은 실증 분석과 일반균형 모형을 병행하여 다음의 세 가지 질문에 답하고자 함**

- (1) 원자재 부문과 광의의 경제와의 상호연계 구조는 선진국과 신흥국 및 개도국 간, 그리고 서로 다른 원자재 유형 간에 어떻게 상이한지 규명하고자 함
- (2) 이러한 공급과 수요의 연계 구조는 원자재 가격 충격이 경제 전반으로 전파되는 과정에 어떤 영향을 미치는지 분석하고자 함
- (3) 그리고 이에 대해 통화정책은 어떠한 방식으로 대응해야 하는지 검토하고자 함

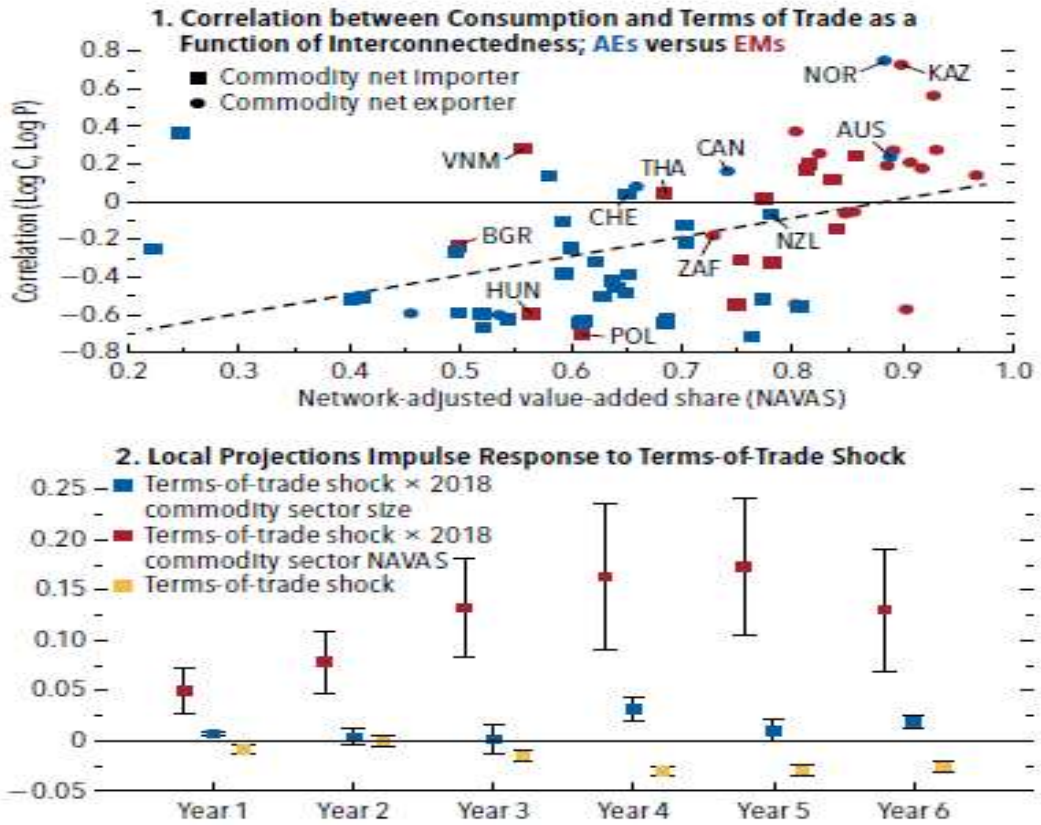
[그림 1-26] 국가 그룹별 규모 및 네트워크 조정 부가가치 비중(NAVAS)



- 주: 1. 도마 가중치(Domar weight)는 원자재 부문 총산출량의 명목가치가 전체 GDP에서 차지하는 비중  
 2. NAVAS는 원자재 부문 부가가치(VA) 비중과 원자재 공급업체의 부가가치 비중을 합한 값이며, 원자재를 공급하는 쪽(upstream)과 수요하는 쪽(downstream)의 연계성을 포착하는 레온티에프 역행렬(Leontief inverse)에서 나온 계수(연결 강도)를 가중치로 곱해서 계산한 값임  
 3. AE=선진국, EM=신흥국, NAVAS=네트워크 조정 부가가치 비중

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.38, Figure 1.SF.2

[그림 1-27] 상호연결성의 중요성



- 주: 1. 패널 1은 1990-2023년 기간동안 66개국을 대상으로 연간 자료(1년 단위)로 계산한 국가의 경기순환적 소비와 경기순환적 교역조건(terms of trade) 간의 상관관계를 보여줌
2. 네트워크 조정 부가가치 비중(NAVAS)은 2018년 기준 값임
3. 부문별 부가가치 비중은 총산출량에서 중간 투입물 사용을 차감한 값을 총산출량으로 나눈 비율을 사용함
4. 교역조건은 순수출이 GDP에서 차지하는 비중으로 가중하고 미국 소비자물가지수를 사용하여 물가를 조정한(deflated) 원자재 순수출 가격지수(Commodity Net Export Price Index)로 측정함
5. 선진국은 파란색으로 표시되고 신흥국은 빨간색으로 표시됨, 네모 모양은 원자재 순수입국(수입이 더 많은 나라)이고, 동그라미는 원자재 순수출국(수출이 더 많은 나라)을 나타냄
6. 패널 2는 Schmitt-Grohé and Uribe(2018)를 따른 교역조건 충격(terms-of-trade shock)에 대해 패널 국소투영(panel local projections) 기법을 사용하여 산출한 소비 반응 계수 추정치와 그 표준편차를 연 단위 시차(annual horizons)별로 제시함, 교역조건 충격은 각 국가별 로그 교역조건 지수(log terms-of-trade index)에 대해 1차 자기회귀 모형(AR(1))을 추정한 후, 그 잔차(residual)를 사용하여 구성하였으며, 모든 변수는 미국 소비자물가지수(US CPI)로 물가를 조정함(deflated), 도표에는 직접적인 교역조건 충격 효과(direct terms-of-trade shock), 그 충격과 네트워크 조정 부가가치 비중(NAVAS, network-adjusted value-added share)의 상호작용 효과, 그리고 그 충격과 도마 가중치(Domar weight)의 상호작용 효과에 대한 추정치가 각각 노란색, 빨간색, 파란색으로 구분되어 나타나 있음, 자세한 내용은 온라인 부록 1.1, 1부와 2부를 참조
7. 그림의 데이터 레이블은 국제표준화기구(ISO) 국가 코드를 사용. AE=선진국, EM=신흥국
- 출처: IMF, World Economic Outlook 2025 October, 2025, p.38, Figure 1.SF.3

## 1) 선진국과 신흥국 및 개발도상국의 원자재 부문 규모 및 상호연결성

### ○ 평균적으로 신흥국 및 개발도상국이 선진국보다 훨씬 더 큰 원자재 부문을 보유하고 있음(예, Kohn, Leibovici, and Tretvoll 2021 등)<sup>15)</sup>

- 신흥국 및 개발도상국의 원자재 부문의 평균 규모, 즉 도마 가중치(Domar weights)<sup>16)</sup>는 선진국과 비교할 때 금속 부문에서는 2배, 에너지 부문에서는 3배, 농업 부문에서는 거의 4배에 달함(온라인 부록 1.1의 온라인 부록 표 SF.1.1 참조)<sup>17)</sup>

- 그러나 신흥국 및 개발도상국에서 원자재 부문이 더 상호연계되어 있는지, 그리고 이러한 상호연계성이 이들 국가에서 원자재 부문이 경기 변동에 미치는 영향을 설명하는 데 도움이 될 수 있는지에 대한 의문이 제기됨

### ○ 이 질문에 답하기 위해서는 원자재 부문의 역할을 생산 네트워크 맥락에서, 즉 원자재가 다른 산업의 원료로서 공급되는 공급자 역할(upstream)과 원자재를 생산하기 위해 다른 산업으로부터 투입물을 구매하는 수요자 역할(downstream)을 모두 고려해야 함

- 예를 들어, 구리 가격이 상승하면 구리를 생산하는 국가들에서 광산 개발과 채굴 활동이 촉진됨

- 그러면 구리 산업에 필요한 산업용 기계, 건설, 운송, 금융 서비스 등 다양한 투입요소에 대한 수요가 함께 증가함

- 구리 가격 상승은 이처럼 전방산업에 위치한 여러 산업에도 폭넓게 영향을 미치며, 이러한 산업들은 결국 구리 채굴과 관련된 전체 비용에도 영향을 줄 수 있다는 점에서 중요함

- 예컨대 구리 가격 상승은 건설 비용을 증가시키고, 이는 다시 구리 생산에 투입되는 산업용 기계의 생산비를 높이는 결과를 가져옴

- 원자재 부문의 상호연계 정도는 네트워크 조정 부가가치 비중(network-adjusted value-added share, NAVAS)으로 측정되며(Silva and others 2024, Qiu and others 2025), 이는 해당 부문이 경제의 생산요소에 대해 갖는 총(직접 및 간접) 노출을

15) 본 원자재 특집에서는 원자재 부문을 에너지(광산 및 석유 제품), 금속(광산 및 가공 금속 제품), 농산물로 구분

16) 도마 가중치(Domar weights)는 부문별 총산출량을 국가 GDP로 나눈 비율로 정의됨(Domar 1961)

17) 모든 온라인 부록은 [www.imf.org/en/Publications/WEO](http://www.imf.org/en/Publications/WEO)에서 확인할 수 있음

의미함(정식 정의는 온라인 부록 1.1 참조)<sup>18)</sup>

○ 원자재 부문의 네트워크 조정 부가가치 비중(NAVAS)은 선진국과 신흥국 모두에서 규모(도마 가중치)보다 크지만, 두 국가그룹 간 네트워크 조정 부가가치 비중(NAVAS)의 차이는 규모의 차이보다 대체로 작게 나타남<sup>19)</sup>

- 이는 선진국에서 원자재 부문이 거시경제 변동에 대해 갖는 중요성이 더 클 수 있음을 시사함([그림 I-26])
- 또한 선진국의 네트워크 조정 부가가치 비중(NAVAS) 분포에서 높은 쪽(오른쪽 꼬리)과 신흥국 및 개발도상국의 분포에서 낮은 쪽(왼쪽 꼬리)이 상당 부분 겹침
  - 이는 많은 선진국의 원자재 부문이 신흥국 및 개도국보다 더 상호연계되어 있으며, 이들 선진국에서 발생한 원자재 가격 충격이 경제활동에 더 크고 지속적인 영향을 미칠 수 있음을 의미([그림 I-26], 패널 2)

## 2) 원자재 부문의 상호연결성에 의해 변동하는 소비 패턴

○ [그림 I-27]의 패널 1은 네트워크 조정 부가가치 비중(NAVAS, 가로축)과 국가들의 경기순환적 소비와 원자재 교역조건(원자재 순수출 가격지수) 간 상관관계의 관계를 보여줌

- 앞 절에서 제시된 것처럼, 원자재 부문의 상호연결성이 높은 국가일수록 총소비와 원자재 교역조건 간의 연간 상관관계가 더 강하게 나타나며, 일부 선진국(예, 호주, 뉴질랜드, 캐나다)은 불가리아, 헝가리, 폴란드, 남아프리카공화국과 같은 신흥국 및 개도국보다 상호연결성이 더 높고 동조성(co-movement)이 더 큼
- 흥미롭게도, 해당 상관관계는 원자재 순수출국(예, 남아프리카공화국)에서도 때때로 음(-)의 값을 보이는데, 이에 대해서는 다음 절에서 일반균형 모형을 활용해 더 논의함

18) 온라인 부록 1.1에 따르면, 원자재 부문이 나머지 경제 부문에 투입요소를 공급하는 중요도를 어떻게 바꾸더라도, 다른 부문들이 결국 원자재 부문의 상류 공급 부문으로 되돌아가는 연결고리가 없다는 가정하에서는 네트워크 조정 부가가치(NAVAS)에는 변화가 없음

19) 신흥국 및 개발도상국에서는 평균적으로 원자재 부문의 규모(도마 가중치 기준)가 선진국보다 3배 크지만, 네트워크 조정 부가가치 비중(NAVAS)은 선진국보다 31% 높음. 부문별로 보면, 에너지 부문이 국가 그룹 간 차이가 가장 크고, 금속과 농산물 부문은 차이가 가장 작음

○ [그림 I-27]의 패널 2는 규모(도마 가중치)를 통제한 후에도 원자재 가격 충격이 소비에 미치는 영향에 상호연결성(NAVAS)이 중요한 역할을 한다는 점을 나타냄

- 시차를 달리해 추정한 결과(국소 투영법 분석 기반; Jordà 2005)를 보면, 소비가 교역조건 변화에 얼마나 반응하는지를 설명할 때 상호연결성(NAVAS)의 상호작용계수가 규모 상호작용계수보다 상당히 크며 항상 통계적으로 유의함을 보여줌

○ 구체적인 국가사례는 이러한 결론을 뒷받침함

- 예를 들어, 태국의 원자재 부문 규모는 스위스의 6배이지만 두 국가의 NAVAS 값은 거의 동일(태국 0.68, 스위스 0.65)하여, 교역조건 충격이 소비에 미치는 영향이 매우 비슷함([그림 I-27], 패널 1)
- 마찬가지로, 노르웨이의 에너지 부문 규모가 베트남과 유사함에도 NAVAS가 0.94로 베트남(0.48)보다 훨씬 큼
- 그리고 예상대로, 에너지 가격 충격은 베트남보다 노르웨이의 소비와 더 강하게 연관됨(온라인 부록 1.1, 그림 1.SF.1)

① 모형 기반 분석(Model-Based Analysis)

○ Silva and others(2024)와 Gomez-Gonzalez and others(2025)가 개발한 소규모 개방경제 동태확률일반균형 (Dynamic Stochastic General Equilibrium, DSGE) 모형을 활용하여, 원자재 가격 충격이 경제 전반으로 전달되는 방식에 생산 네트워크 구조가 어떠한 영향을 미치는지 분석함

- 해당 모형에서 가계는 노동, 원자재, 수입 및 국산 중간재를 사용해 생산된 최종재를 소비함
  - 가계는 해외자산 형태로 저축하며, 이는 소규모 개방경제 국가의 연속된 경상수지 흑자 또는 적자에 따라 축적됨
  - 실질이자율은 주어져 있으며 고정됨
- 보정은 [그림 I-26]에 사용된 것과 동일한 OECD 데이터를 활용하며, 66개국과 44개

부문을 포괄하고, 각국의 2018년 기준 부문별 최종소비 비중, 투입-산출 비중, 그리고 원자재 부문의 순수출을 맞추도록 설정함<sup>20)</sup>

○ 보정을 마친 후, 모형은 두 가지 실험인 (1) NAVAS와 소비 및 원자재 교역조건 간 동조성(co-movement)의 관계와 (2) 원자재 가격 충격의 전달 메커니즘을 분석하는데 사용됨

■ 첫째, NAVAS와 소비 및 원자재 교역조건 간 동조성(co-movement)의 관계를 살펴봄

- 모형 시뮬레이션([그림 I-28])은 원시 자료([그림 I-27]의 패널 1)와 매우 유사한 결과를 보임
- 기울기가 양(+)이며, 신흥국 및 개도국은 NAVAS가 더 높고 경기순환적 소비와 교역조건 충격 간에 더 강한 상관관계를 보이는 경향이 있고, 일부 선진국은 신흥국 및 개도국보다 더 높은 NAVAS와 더 강한 동조성을 보임
- 동일한 상호연결성(NAVAS) 수준에서도 소비와 원자재 가격 충격 간 상관관계에서 일정한 차이가 존재하며, 이는 전달 메커니즘이 복잡함을 나타내며 이에 대해서는 아래에서 추가로 분석함

■ 둘째, 모형을 사용해 원자재 가격 충격의 전달 메커니즘을 보다 심층적으로 분석함

- 원자재 교역조건 충격과 소비 간 동조성([그림 I-27], 패널 1)을 결정하는 데 NAVAS의 중요성을 강조하기 위해, 모형은 원자재 부문 규모(GDP의 39%)가 비슷한 두 원자재 순수출국 카자흐스탄과 남아프리카공화국을 대상으로 실행됨
- 원자재 부문의 NAVAS는 카자흐스탄 0.90, 남아프리카공화국 0.73으로 카자흐스탄이 남아프리카공화국보다 더 높은 상호연결성을 나타냄
- 원자재 교역조건 충격 1% 규모에 대한 충격반응함수(Impulse Response Functions)를 제시하는 [그림 I-29]에 따르면, 원자재 가격이 1% 상승할 때 카자흐스탄에서는 총소비가 크게 증가하지만, 남아프리카공화국의 총소비는 감소함을 보여줌

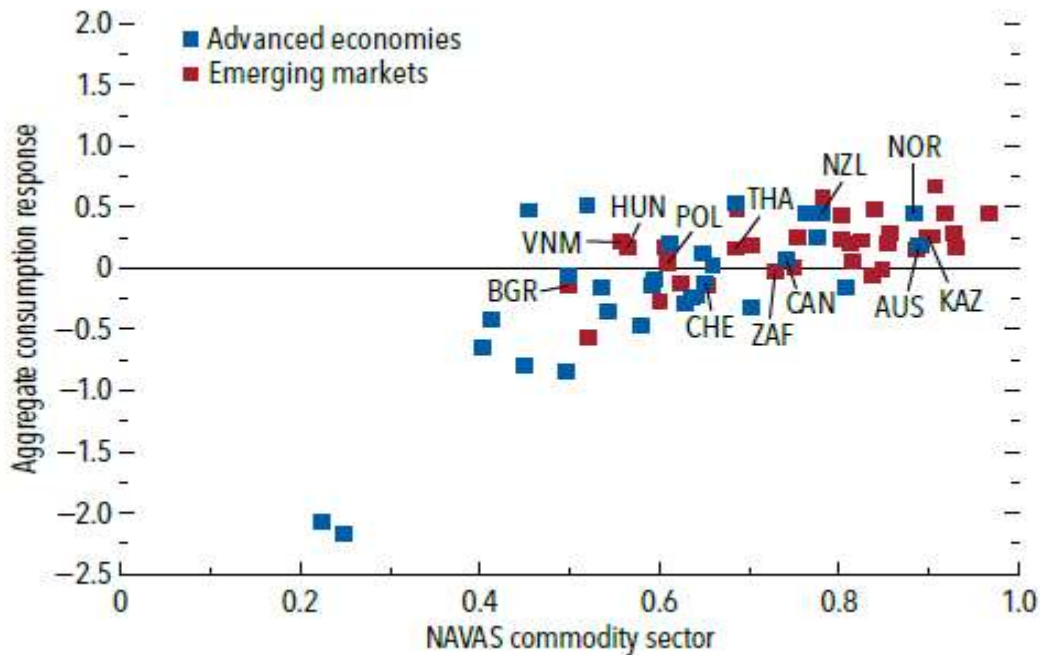
20) 모형은 복잡한 네트워크 구조와 동태적 소비 결정 요소를 갖추고 있어, 원자재 가격 충격이 생산요소 가격과 채무 가치 평가를 통해 어떻게 전달되는지를 연구하는 데 매우 적합함. 실업이나 시간에 따라 변하는 이윤 마진과 같은 요인은 단순화를 위해 생략했지만, 이러한 단순화 덕분에 네트워크를 통한 충격 전달 메커니즘을 더욱 집중적으로 분석할 수 있음. 여기에서는 6개의 원자재 부문을 하나로 묶어 사용했기 때문에, 기준 보정에서는 원자재 부문 1개와 비(非)원자재 부문 38개로 구성됨.

- 이러한 직관에 어긋나는 결과를 이해하기 위해서는 물가와 임금 모두를 통해 작동하는 전달 메커니즘을 분석하는 것이 중요
- 먼저 명목임금 상승폭이 물가 상승폭을 상회하여 실질임금은 두 국가 모두에서 상승하며, 이는 원자재 부문의 수익 증가가 노동수요와 실질임금을 균형에서 끌어올리기 때문임
  - 그러나 원자재 가격 충격이 소비에 미치는 최종적 영향은 노동소득뿐 아니라 가계의 실질적인 부(실질 원자재 기준으로 표시된 순대외자산)에 미치는 영향에도 좌우됨
  - 남아프리카공화국에서는 원자재 가격 충격 시점에 국가 전체 물가가 원자재 가격보다 1% 이상 더 크게 상승함(그림 I-29의 패널 1)
    - 이로 인해 남아프리카공화국 소비자 입장에서 가계의 실질적인 부인 순대외자산의 실질가치가 하락(부의 충격이 음(-)의 방향)하여 소비가 감소하게 됨
- 남아프리카공화국에서 국가 전체 물가(총물가)가 원자재 가격보다 더 크게 상승하는 이유는 원자재 부문 상호연결성(NAVAS)이 낮아 가격 충격이 중간재를 통해 희석되지 않고 임금 등 생산요소 비용에 직접 반영되기 때문임
  - 핵심은 생산 네트워크를 통해 생산요소 비용 변화가 전파되고 희석되는 방식에 있음
  - 일반균형하에서, 원자재 가격의 외생적 상승은 초과이윤이 0이 될 때까지 원자재 부문의 한계생산비용 증가로 이어짐
  - 기업의 한계생산비용의 증가는 생산요소(임금)와 중간재 가격 모두에서 발생함
    - NAVAS가 높다는 것은 원자재 부문의 상호연결성이 더 크다는 뜻이며, 중간재 가격의 변동이 한계생산비용 변동에서 더 큰 비중을 차지함을 의미하고, 따라서 특정 수준의 한계생산비용 상승을 맞추기 위해 요구되는 임금 상승폭이 더 작아짐
  - 남아프리카공화국처럼 NAVAS가 낮은 경제에서는 원자재 가격 충격이 공급망을 따라 중간재 가격을 통해 희석되기보다 생산요소 비용에 더 직접적으로 반영되며, 이로 인해 총물가가 더 크게 상승하게 됨
    - NAVAS가 낮은 국가일수록 총물가 상승폭이 더 크고 실질 순대외자산이 더 감소하며, 그 결과 부의 효과가 더 작아지는 경향이 있음

- 요약하면, NAVAS로 측정되는 원자재 부문 상호연결성의 차이가 국가별로 원자재 가격 변동에 대한 거시경제 반응의 차이를 결정짓는 핵심 요인임
  - 남아프리카공화국의 사례처럼 가계의 실질적인 부가 하락(부의 효과가 음(-)의 값)하여, 임금이 상승하여도 소비가 감소할 수 있으며, 이러한 결과는 도마 가중치로 측정되는 원자재 부문 규모와 무관하게 나타남([그림 I-27]의 패널 1, [그림 I-29])

[그림 I-28] 1%의 교역조건 가격 충격에 대한 모형기반 소비 반응

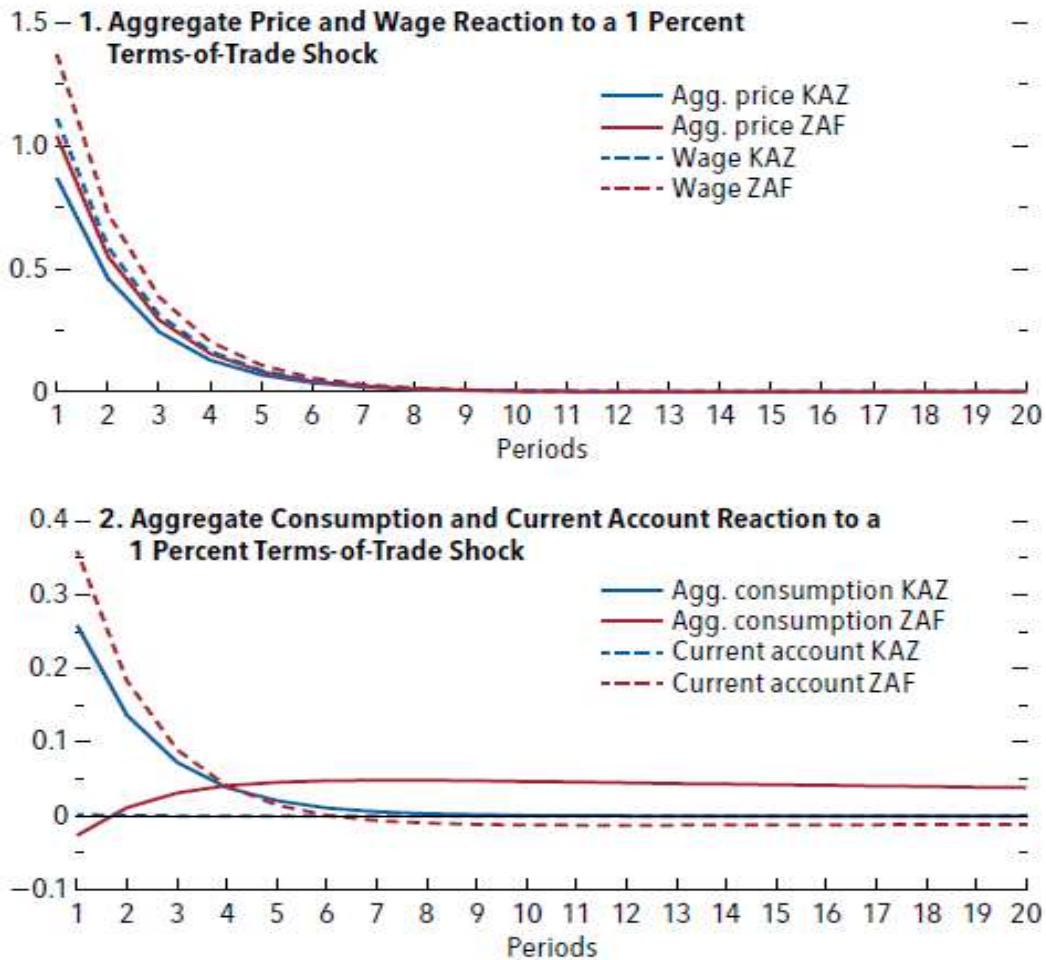
(단위: % 변화)



주: 1. NAVAS는 원자재 부문의 네트워크 조정 부가가치 비중임  
 2. 소비 반응은 1%의 교역조건 충격에 대한 1기 실질 소비의 반응을 나타냄  
 3. 그림의 데이터 레이블은 국제 표준화 기구(ISO) 국가 코드를 사용  
 출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.39, Figure 1.SF.4

[그림 1-29] 1%의 교역조건 충격에 대한 모형기반 충격 반응

(단위: % 변화)



- 주: 1. 이 그림은 원자재 가격 충격이 두 개의 서로 다른 수출국에 미치는 영향을 보여줌
- 2. 두 국가 모두 초기 무역수지가 동일한 수준에서 시작하도록 조정되었으며, 조정은 각 국가의 투입-산출 구조를 기반으로 함
- 3. Agg.=총계, KAZ=카자흐스탄, ZAF=남아프리카공화국

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.40, Figure 1.SF.5

### 3) 소규모 개방경제 국가의 통화정책에 대한 함의

○ 일반적으로 원자재 가격 상승은 물가상승률에 상방 압력을 가하지만, 소비에 미치는 영향은 원자재 부문의 네트워크 조정 부가가치 비중(NAVAS)에 따라 달라지며, 경제구조에 따라 충격 전파를 증폭시키거나 약화시킴

- 이는 통화정책이 원자재 가격 충격에 어떻게 대응해야 하는지에 대한 중요한 의문을 제기함
- 표준 이론에 따르면, 통화정책은 가격 경직적 부문에서 발생하는 물가상승률에만 대응해야 하며, 원자재 부문의 가격이 통화정책의 영향을 거의 받지 않는 탄력적인 가격을 보이기 때문에 원자재 가격 변동은 무시해야 한다고 제안함(Aoki 2001, Woodford 2003)
  - 그러나 전 세계 원자재 가격이 탄력적이며 충격에 매우 민감하게 반응한다는 점은 사실이지만, 이러한 변동이 국내 원자재 부문으로 전가되는 정도는 불완전하며, 국내 원자재 가격은 더 경직적인 특성을 보임

○ 따라서 정책당국이 통화정책을 운용할 때 원자재 가격 변동에 어느 정도의 비중을 두어야 하는지가 핵심 질문이 됨

- Rubbo(2023)<sup>21)</sup>에서 언급하듯이 폐쇄경제에서는 도마 가중치(Domar weights)가 유용한 지침이 될 수 있음
- 그러나 네트워크 조정 부가가치 비중(NAVAS)에 기반한 네트워크 조정 가중치(network-adjusted weight, NAW) 대신 도마 가중치에 의존해 소규모 개방경제의 통화정책을 설계할 경우, 네트워크 조정 부가가치 비중(NAVAS)에 역비례하는 후생 손실<sup>22)</sup>이 발생하게 됨(Qiu and others, 2025)
- 그 이유는 원자재 부문의 네트워크 조정 부가가치 비중(NAVAS)이 낮다는 것은 직접적·간접적으로 국내 생산요인보다 해외 생산요인에 더 많이 의존한다는 뜻이므로,

21) Rubbo(2023)는 부문별(Domar) 가중치 및 부문별 가격 경직성 측정치를 사용하여 소비자물가지수(CPI)를 조정함으로써 새로운 소비자물가지수(CPI)를 구성할 수 있음을 보여줌. 이 새로운 물가지수를 안정화하는 것은 산출갭을 줄이는 효과도 있으며, 따라서 통화정책 관점에서 최적의 방안임

22) 소규모 개방경제 국가에서 폐쇄경제 정책 처방을 따를 경우 발생하는 후생 손실은 통화정책 오류(Monetary Policy Mistake, PM)로 설명되며, 이는  $PM = k(1 - NAVAS) + \text{수출 집약도} - \text{지출 전환}$ 으로 정의됨. 자세한 내용은 온라인 부록 1.1, 4부를 참조

이 경우 원자재 가격 변동이 이에 상응하는 아웃풋 갭 변동을 유발하지 않아 굳이 이에 대응할 필요가 없기 때문임

○ 소규모 개방경제의 정책당국자가 폐쇄경제에 대한 처방(Domar 가중치에 근거한 통화정책 조정)을 그대로 따를 경우, 통화정책 운용에서 원자재 가격 변동의 중요성을 대체로 과대평가하게 되며, 이러한 과잉 대응의 정도는 원자재 부문의 상호연결성에 역비례함

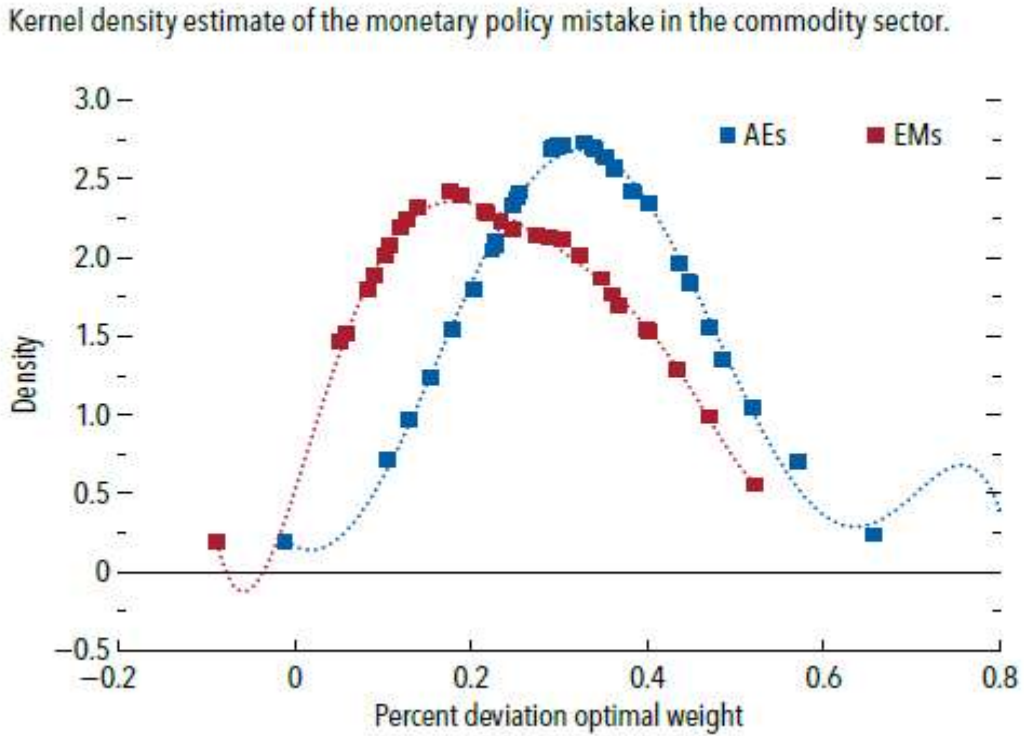
■ [그림 I-26]에 제시된 자료를 이용하여, [그림 I-30]은 네트워크 조정 가중치(NAW) 대신 부문 규모(크기)에 의존함으로써 발생하는 '정책 오류'의 분포를 보여줌

- 해당 그림은 두 집단의 국가 모두 원자재 부문의 비중을 대략 3분의 1 정도 과대평가함으로써 통화정책상 오류를 범하게 됨을 보여줌<sup>23)</sup>
- 보다 구체적으로, 선진국은 통화정책 설계상 원자재 부문의 중요성을 평균 32% 정도 과대평가하는 경향이 있으며, 신흥국 및 개발도상국은 평균 27% 정도 과대평가하는 경향을 보임

23) 예를 들어, 선진국의 원자재 부문 평균 규모는 13%이지만, 평균 통화정책 오류가 34%이므로 실제 가중치는 8.6%가 되어야 함. 신흥국 및 개발도상국의 경우 원자재 부문 평균 규모는 39%이지만, 평균 통화정책 오류가 24%이므로 실제 가중치는 30%가 되어야 함

[그림 1-30] 2018년 통화정책 오류 분포

(단위: %)



- 1. Qiu and others(2025)의 연구에 기반한 기본 계산은 원자재 부문의 규모에만 초점을 맞출 때 발생하는 통화 정책 오류를 보여줌
- 2. 가로축은 도마 가중치(Domar weight)와 네트워크 조정 가중치의 차이로 표현된 정책 오류를 도마 가중치 대비 비율로 나타냄
- 3. AE=선진국, EM=신흥국

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p.41, Figure 1.SF.6

#### 다. 결론 및 정책적 시사점

- 원자재 가격 충격이 거시경제에 미치는 영향은 원자재 부문의 규모보다는 그 부문이 나머지 경제와 얼마나 긴밀하게 연결되어 있는지에 더 크게 좌우됨
  - 네트워크 조정 부가가치 비중(network-adjusted value-added share, NAVAS)은 이러한 상호연계성을 포착하며, 소비가 원자재 가격 변동에 어떻게 반응하는지에 대한 국가 간 차이를 설명해 줌

- 정책결정자들에게 주는 가장 중요한 시사점은 산업들이 어떻게 서로 연결되어 있는지를 나타내는 국내 생산 네트워크의 구조(domestic production networks)를 반영해서 거시경제 체계를 조정해야 한다는 것임
  - 특히 중앙은행은 원자재 가격 변동에 대한 대응 강도와 방식을 조정할 때 생산 네트워크 구조를 고려해야 함
  - 이렇게 함으로써 순 원자재 교역 상황과 관계없이 선진국과 신흥국 경제 전반에서 정책 오조정(miscalibration)의 위험을 줄이고 거시경제 안정성을 제고할 수 있음

## II 신흥국 회복력: 운 또는 좋은 정책?

### ○ 신흥국은 최근 몇 년간 리스크오프(risk-off)\* 충격에 대해 놀라운 회복력을 보여왔음

\* 국제 투자자들의 위험 회피 성향이 고조되는 현상

- 우호적인 외부 여건이 이러한 회복력에 기여했지만, 정책체계의 개선도 신흥국의 리스크오프 충격 대응 능력을 강화하는 데 핵심적 역할을 했음
  - 증거에 따르면 통화정책 집행과 신뢰도가 개선되었으며, 중앙은행이 재정압박에 덜 민감해지고 외환개입에 대한 의존도도 낮아졌음
    - 중앙은행은 국내 차입비용 여건에도 영향력을 행사하지만, 미국 통화정책의 파급효과는 여전히 상당함
  - 재정 측면에서는 경기역행성과 지속가능성 우려에 대한 대응성이 높아졌으나, 고채무 환경에서는 차입비용이 여전히 높은 상태임
- 정책체계가 강한 신흥국은 정책 간 상충관계에 보다 수월하게 대응하며, 자본 흐름 역전의 위험과 심각도가 낮기 때문에 리스크오프 충격을 더 잘 헤쳐나갈 수 있는 위치에 있음
- 반대로, 정책체계가 약한 국가들은 지속적인 물가 상승압력이 나타날 때 통화긴축을 지연해서는 안 되며, 그러한 지연은 대체로 기대 물가상승률의 안착 약화와 더 큰 산출량 손실을 초래함
  - 외환 개입은 일시적 완화를 제공하지만 비용이 큼
- 강한 정책체계는 이러한 조치에 대한 의존도와 필요성을 모두 줄여줌
- 국가 간 불균등한 진전과 일부 국가에서의 재정 완충여력 약화를 고려할 때, 외부 환경이 빠르게 악화될 수 있기 때문에, 정책체계 강화, 중앙은행 독립성 보호, 재정여력 재건을 위한 지속적 노력이 필수적임

## 1. 서론

### ○ 신흥국은 역사적으로 국제 금융 충격에 취약했으며, 위험 회피 성향이 고조되는 시기에

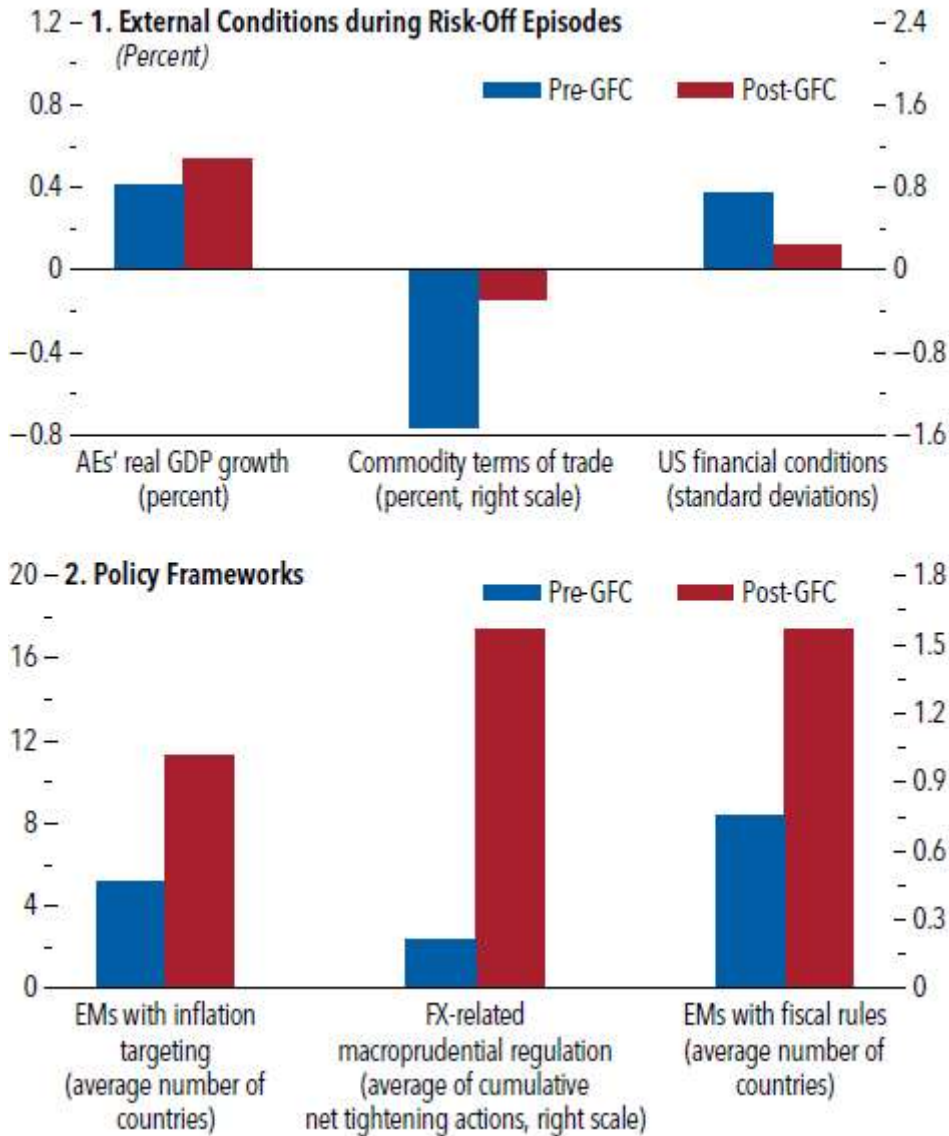
## 상당한 경제·금융 불안정성을 경험해왔음(Caballero and Kamber 2019; Miranda-Agrippino and Rey 2020a)

- 국제 투자자의 위험 선호 변화는 대체로 자본 유출을 촉발했고, 이는 통화불일치와 차입비용 상승으로 인해 금융여건을 긴축시키는 통화가치 절하로 이어졌음(Chari, Dilts Stedman, and Lundblad 2020; Goldberg and Krogstrup 2023)
  - 그 결과 리스크오프 충격은 궁극적으로 산출량 손실과 물가상승률 급등을 초래하여 정책 간 상충관계를 복잡하게 만든다는 점에서 공급 충격과 유사했음
  - 이 같은 동학은 신흥국이 직면한 딜레마를 규정해왔으며, 신흥국은 일반적으로 자본 유출을 초래하고 통화를 절하시키는 충격에 직면했을 때 가격 안정과 금융안정 우려 때문에 통화정책 완화를 할 수 없었음
  - 대신 정책당국은 대체로 정책을 긴축해야 했으며, 이는 산출량 손실을 심화시키고 통화 절하를 억제하여 “변동환율제에 대한 공포(fear of floating)”를 부추겼음(Ghosh, Ostry, and Qureshi 2017)
- 최근의 경험은 이러한 역사적 패턴에서 벗어나며, 많은 신흥국이 외부 충격에 대해 금융·경제 여건 모두에서 놀라운 회복력을 보였는데(Hardy, Igan, and Kharroubi 2024), 이 개선된 성과를 설명하기 위해 두 가지 가설이 제기됨
- 첫 번째는 신흥국이 운이 좋았다는 설명임
    - 선진국의 안정적 성장, 우호적 교역조건, 세계 금융위기 이후 완화된 금융여건이 외부 압력을 완화했음([그림 II-1], 패널 1)
    - 신흥국은 또한 중국의 지속적 성장과 국제경제로의 통합 심화로부터 발생한 파급효과의 혜택을 받았음(2024년 4월 World Economic Outlook 제4장)
    - 더욱이 주요 중앙은행의 빠르고 큰 폭의 통화긴축에도 불구하고, 팬데믹 이후 국제 금융환경은 대체로 완화적으로 유지되었으며, 많은 신흥국의 국채 및 회사채 발행자는 역사적으로 낮은 금리로 장기 자금을 조달할 수 있었음(2025년 4월 Global Financial Stability Report 제1장)
    - 마지막으로 팬데믹 이후 미국의 비교적 강한 경기 회복과 연준의 통화긴축 사이클 이후 연착륙은 신흥국으로의 파급효과를 더욱 약화시켰을 가능성이 있음(Chen and Tillmann 2025)

- 두 번째이자 보완적인 설명은 “좋은 정책” 가설로, 신흥국의 회복력이 통화·거시건전성·재정 체계 변화에 기인한다는 설명임([그림 II-1], 패널 2)
  - (통화) 국가별 여건에 따라 다양한 체계와 환율제도가 적절할 수 있지만, 물가안정목표제 도입과 환율 유연성 확대는 신흥국의 외부 충격 흡수 능력(Obstfeld, Ostry, and Qureshi 2019)과 거시경제 여건 안정 능력을 강화했음
    - 통화정책체계가 성숙함에 따라 장기 기대 물가상승률이 더 잘 안착되었고, 이는 환율 절하의 국내 가격 전가 효과와 물가상승 지속성을 낮추었음(Campa and Goldberg 2005; Bems and others 2021; Carrière-Swallow and others 2021)
  - (거시) 한편 강화된 거시건전성 정책은 외환 불일치를 완화하며 국가가 “원죄”(통화불일치)에서 벗어나 외부 충격에 대해 보다 경기역행적 통화정책 대응을 가능하게 했음(Bergant and others 2024)
  - (재정) 또한 재정준칙 시행 등으로 강화된 재정 신뢰도는 재정지배(fiscal dominance) 우려를 완화하고 채무의 탈달리화 추세를 뒷받침해 소버린 리스크 프리미엄을 억제했음(Gomez-Gonzalez, Valencia, and Sánchez 2022; Apeti and others 2024)
  - 강한 정책체계는 더 나은 정책 집행을 가능하게 했을 뿐 아니라 IMF 예비적 수단에 대한 접근을 제공하여, 자본 유출 억제 및 차입비용 상승 제한을 통해 최근 충격을 극복하는데 도움을 주었음([참고 II-1])

[그림 II-1] 대외여건과 정책체계의 변화

(단위: %)



주: 리스크오프 국면은 Chari, Dilts Stedman, 그리고 Lundblad(2023)의 RORO 지수를 확장한 버전을 사용해 식별됨(자세한 내용은 온라인 부록 2.2 참조). 외환 관련 거시건전성 규제 지표는 은행 자본요건과 관련된 누적 순 강화 조치, 외화대출 제한 및 외화대출에 대한 규정·권고, 순·총 외환포지션, 외환 익스포저 및 조달, 통화불일치 규제와 관련된 강화 조치의 국가 간 평균으로 계산됨. 국가들은 Cobham(2025)에 따라 물가안정목표제 적용 국가로 분류됨. 대외 여건은 선진국의 실질 GDP 변동을 가장 평균한 값, 신흥국의 경우 원자재가격 기반 교역조건지수, 그리고 리스크오프 국면 시작 후 6개월 시점에서 측정된 미국 FCI-G 지수의 평균을 사용해 계산됨. 세계 금융위기 이전 기간은 1997~2009년, 이후 기간은 2010~2024년임. AEs는 선진국, EMs는 신흥시장국, FCI-G 지수는 성장에 대한 금융여건 충격 지수, FX는 외환을 의미함. GFC는 세계 금융위기, RORO 지수는 Risk-On Risk-Off 지수임.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 52, Figure 2.1

○ **코로나19 충격의 심각성과 팬데믹 이후 물가상승률 급등은 정책체계의 중요성을 시험함**

- 신흥국의 많은 중앙은행(특히 정책체계가 더 강한 국가)은 팬데믹 이후 물가상승에 과거보다 더 신속하고 강도 높은 통화긴축으로 대응했고, 대체로 선진국보다도 더 이른 시점에 대응하여 통화정책 자율성이 강화되었음을 보여줌
  - 일부 사례에서는 비전통적 통화정책 수단도 활용되었으나(Acosta-Henao and others 2024; 2021년 4월 World Economic Outlook 제4장), 환율과 자본흐름에서 두드러진 변동을 초래하지는 않았음
- 자본 유출과 환율 안정에 대한 우려는 여전히 중요했지만, 정책 결정은 과거와 달리 환율 방어 필요성보다는 국내 물가상승 고려에 더 치중됐음
  - 일부 사례에서는 과도한 통화 압력을 완화하기 위해 외환보유액도 사용되었으나, 외환 완충여력은 역사적으로 양호한 수준을 유지하고 있음(Adrian, Natalucci, and Wu 2024)
- 다만 재정정책에 관해서는 상황이 더 복잡적임
  - 신흥국의 재정 기초(GDP 대비 기초재정수지 비율로 측정)는 비교적 긴축적이었으며, 이는 과거 위기에서 재정건전화의 종종 지연되었던 것과 대비되는 중요한 변화임
  - 그러나 재정준칙의 존재가 정책 집행 개선을 보장하지는 않았음
    - 재정준칙으로부터의 부당한 이탈이 흔하기 때문임(Alonso and others, forthcoming)
    - 이는 특히 중남미에서 채무 취약성 누적으로 이어졌음(2024년 10월 Regional Economic Outlook)
- 유사하게 국내 투자자의 자국통화표시 채무시장 참여가 증가했음에도 불구하고, 금융안정 리스크는 여전히 두드러지며 특히 정책체계가 약한 국가에서 그러함(2025년 10월 Global Financial Stability Report 제3장)

○ **이 장은 지난 30년간 산출량 및 물가상승 관리에 있어 신흥국의 리스크 오프 국면 대응 성과를 평가함**

- 통화·거시건전성·재정 정책체계의 변화를 여러 측면에서 살펴보고, 정책 간 상충관계 개선의 이득을 정량화함

- 신흥국의 회복력이, 강화된 정책체계에 기초해 구조적이고 지속가능한 것인지, 혹은 변화가 있지만 우호적인 외부 여건에 기인한 것인지를 규명하고자 함
  - 신흥국이 잠재적으로 더 어려운 국제 금융 환경(제 I 장 참고)에 대비하는 상황에서, 이러한 근본적 동인에 대한 더 명확한 이해는 위험을 완화하기 위한 향후 정책 전략 설계에 필수적임
- 이러한 목적 달성을 위해 이 장은 신흥국의 리스크오프 대응, 정책체계 변화 및 이에 대한 평가를 다룸
- 신흥국은 리스크오프 국면 동안 어떻게 대응했는가?
    - 신흥국은 리스크오프 충격 동안 어떤 성과를 보였는가?
    - 실물 및 금융 지표 측면으로 볼 때 최근 국면이 과거보다 더 회복력을 보였는가?
  - 신흥국의 정책체계는 어떻게 변화했는가?
    - 통화정책 운용은 환율 및 물가상승률 중심에서 국내 수요 부족 대응으로 전환되었는가?
    - 통화정책의 신뢰도는 높아졌는가?
    - 국내 금융여건은 통화정책이 조정하는가, 아니면 여전히 미국 통화정책의 영향을 크게 받는가?
    - 개선된 정책체계는 외환 개입 필요성을 줄였는가?
    - 재정정책은 더 경기역행적이 되었는가?
    - 재정체계는 신뢰도를 높여 채무 지속가능성을 강화했는가?
  - 최근 신흥국의 회복력은 운(우호적 외부 여건)과 좋은 정책에 각각 얼마나 기인하는가?
    - 개선된 정책체계는 리스크오프 국면 동안 산출량과 물가상승률 성과 개선에 얼마나 기여했는가?
    - 이는 외부 요인의 기여와 어떻게 비교되는가?
  - 신흥국은 향후 리스크오프 충격에 어떻게 대응해야 하는가?
    - 개선된 정책체계는 정책 간 상충관계에서 어떤 이점을 제공하는가?

- 국제 금융 스트레스 국면에서 정책체계가 약한 국가들의 적절한 정책 대응 조합과 시점은 무엇인가?
- 이러한 질문에 답하기 위해 이 장은 신흥국 성과의 정형화된 사실 정리, 정책체계의 개선 성과 분석, 모형 시뮬레이션 등 세 단계로 분석함
  - 먼저 리스크오프 국면 동안 신흥국의 성과에 대한 정형화된 사실을 정리하고, 이를 세계 금융위기 이전과 이후의 성과와 비교함
  - 그 후 정책체계의 개선을 형식적(de jure) 정의를 넘어 실제 집행, 신뢰도, 성과에 초점을 두어 조명함
  - 마지막으로 이 장은 IMF의 통합정책체계의 정량적 모형을 활용하여 이러한 개선이 더 나은 정책 간 상충관계에 어떻게 반영되는지 보여주고, 국가별 특성을 고려한 적절한 정책 대응을 탐색함
- 이 장의 주요 결과는 신흥국의 리스크오프 충격에 대한 회복력이 강화되고 통화정책이 개선되었으며, 리스크오프 충격 회복력은 우호적 외부 여건뿐 아니라 개선된 정책체계에도 근거하며, 트릴레마로의 전환이 진행되고 있음을 시사함
  - 신흥국은 역사적으로 국제 리스크오프 사건에 취약했으나, 최근 증거는 회복력 강화를 시사함
    - 리스크오프 충격의 규모와 지속기간은 유의미하게 변하지 않았고, 이러한 충격을 초래하는 근본적 금융 요인도 변화하지 않았음
    - 그러나 세계 금융위기 이후 대부분의 신흥국은 이러한 국면에서 놀라울 정도의 회복력을 보였으며 산출량 위축은 더 작았고 물가상승 압력은 미미했음
  - 통화정책 집행과 신뢰도는 시간이 지날수록 점진적으로 개선되었으며, 강한 정책체계를 갖춘 신흥국은 외환 개입에 덜 의존하게 되었음
    - 전반적으로 신흥국 중앙은행은 환율 관리보다는 산출량 안정에 더 집중하게 되었으며, 이는 기대 물가상승률이 더 잘 안착되었음을 반영함
    - 금융시장의 기대 또한 실제 정책 결정과 더 일치하는 경향을 보여 신뢰도 개선을 시사함
    - 동시에 기대 물가상승률이 더 잘 안착된 신흥국은 환율 절하의 가격 전가효과가 낮고

변동환율 공포가 완화되므로 리스크오프 국면에서 외환시장 개입을 덜 수행함

- 유사하게 더 엄격한 거시건전성 규제는 외화표시 채무 비중을 제한하여 금융안정 우려를 완화하고 외환 개입 필요성을 줄임

■ 중앙은행은 재정 압력에 덜 민감하고 국내 차입비용 여건에 대한 영향력을 유지함

- 세계 금융위기 이전에는 정부지출 증가가 종종 통화정책 완화와 기대 물가상승률 상승으로 이어졌으나, 위기 이후에는 지출 충격이 금리 인상으로 대응되었고 장기 기대 물가상승률은 중앙은행 독립성 강화에 힘입어 안착된 상태를 유지함
- 국내 통화정책 충격은 단기 수익률에 효과적으로 전달되나, 장기 수익률과 더 위험한 자산군은 여전히 미국 통화정책의 영향을 받음

■ 신흥국은 보다 효과적인 재정정책 시행에서 큰 진전을 이루었으나, 차입비용은 여전히 높은 채무 수준에 민감함

- 세계 금융위기 이전과 비교하면 더 강한 재정 체계는 재정정책이 유희경제력(slack)에 더 많이 반응하도록 하여 국제 경기둔화기 동안 산출량을 안정시키는 데 기여했고, 채무 지속가능성 압력에도 더 잘 대응하여 채무 안정 능력을 높였음
  - 다만 소버린 스프레드는 여전히 채무 부담에 민감함

■ 최근 몇 년간 관찰된 리스크오프 충격 회복력은 우호적 외부 여건뿐 아니라 개선된 정책체계에도 근거함

- 세계 금융위기 이후의 전형적인 리스크오프 국면을 그 이전과 비교한 결과, 개선된 정책체계는 성장률을 0.5%p 높이고 물가상승률을 0.6%p 낮추는 데 기여한 것으로 추정됨
- 반면 우호적 외부 여건은 성장률을 추가로 0.5%p 높였으나 물가상승 압력을 완화하지는 못했음

■ 딜레마인가 트릴레마인가?

- 국가별 차이는 존재하나, 리스크오프 국면에서의 회복력, 강한 정책체계 하에서의 외환 개입 필요성 감소, 국내 통화정책의 자율성에 대한 증거는 고전적 먼델-플레밍 체계의 트릴레마가 적용되는 세계로 점진적으로 전환되고 있음을 시사
- 자본통제를 활용하지 않는 한 통화정책 독립성이 제한된다는 Rey(2015)가 제시한 딜레마의 특징은 상대적으로 약화된 것으로 보임

○ 이 장은 향후 리스크오프 충격에 대응하기 위한 정책체계 강화, 통화긴축 지연 방지, 외환개입의 보완적 활용 등 정책 권고를 제시함

■ 앞으로 정책체계를 강화하기 위한 노력이 지속되어야 하며, 이는 정책 간 상충관계를 완화하고 급격한 자본유입 중단(sudden stops) 가능성을 줄여 신흥국의 리스크오프 충격 대응 능력을 강화함

- 모형 시뮬레이션에 따르면 강한 정책체계는 물가상승 억제를 위해 필요한 통화긴축의 정도를 줄여주며, 정책 초점을 산출량 안정화로 전환할 수 있게 함
- 리스크오프 충격으로 촉발된 명목환율 10% 절하에 대응할 때, 강한 정책체계를 갖춘 국가(세계 금융위기 이후처럼)는 약한 정책체계를 가진 국가(위기 이전처럼)에 비해 다음 해 산출량 위축이 85% 더 작게 나타남
- 또한 개선된 대차대조표는 급격한 자본유입 중단 위험을 절반으로 줄이며, 그 심각성도 완화함

■ 정책체계가 약한 신흥국은 통화긴축 지연을 피해야 함

- 리스크오프 충격과 지속적인 비용 인상 충격(팬데믹 이후 환경과 유사)에 직면한 정책체계가 약한 신흥국이 통화긴축을 주저하면 이후 더 큰 비용에 직면함
- 명목환율 10% 절하와 물가상승률 0.5%p 상승에 대응해, 물가상승률을 목표로 되돌리기 위해서는 정책금리를 표준 테일러 준칙을 따르는 유사 신흥국 대비 최대 1.4%p 더 인상해야 하며, 이는 충격 이후 5분기 시점 산출량 위축이 0.7%p 더 큰 결과를 일으킴

■ 외환 개입은 정책체계가 약한 국가에서 물가상승 억제와 통화긴축에 따른 산출량 손실 완화에 도움이 되나, 정책체계가 강할수록 필요성이 줄어들음

- 정책체계가 약한 신흥국에서는 외환 개입이 리스크오프 충격에 따른 환율 절하를 억제하고 금리 인상 필요성을 줄여, 충격 이후 2년 시점 산출량 손실을 외환 개입이 없을 경우보다 0.9%p 줄임
- 그러나 정책체계가 강한 국가에서는 기대 물가상승률이 이미 잘 안착되어 있고 환율이 순수출을 지원하므로 외환 개입의 효과는 미미함
- 이 결과는 외환 개입이 유용한 정책 도구이지만 개선된 정책체계의 대체재는 아니라는 점을 확인함

- 정책체계가 강한 국가에서는 외환 개입의 중요성이 감소하며, 정책당국은 트릴레마 상황에서 더 유리한 위치에 놓여 유연한 환율과 독립적 통화정책을 선택할 수 있게 됨

## ○ 상당한 진전에도 불구하고 신흥국의 회복력은 앞으로도 계속 시험받을 것임

- 정책체계가 강화되었으나, 위험이 남아 있음
  - 외부 여건이 빠르게 악화될 수 있고, 최근 국제 충격 이후 높은 채무로 인해 재정여력이 제한되며, 정책 후퇴는 어렵게 확보한 신뢰도를 약화시킴
- 국가별 개선이 불균등하게 이루어졌기 때문에 이러한 성과를 유지하고 확대하기 위해서는 정책체계 개선에 대한 확고한 약속이 필요하며, 특히 물가상승률이 낮고 재정 압력이 커질 때 중앙은행 독립성 보호가 중요함

## 2. 신흥국의 리스크오프 국면 회복력

### ○ 자본시장의 세계화는 위험 선호가 약화될 때 자본도피를 초래하여 신흥국의 불안정을 초래할 수 있음(Hofmann, Shim, and Shin 2016; Chari, Dilts Stedman, and Lundblad 2021, 2022)

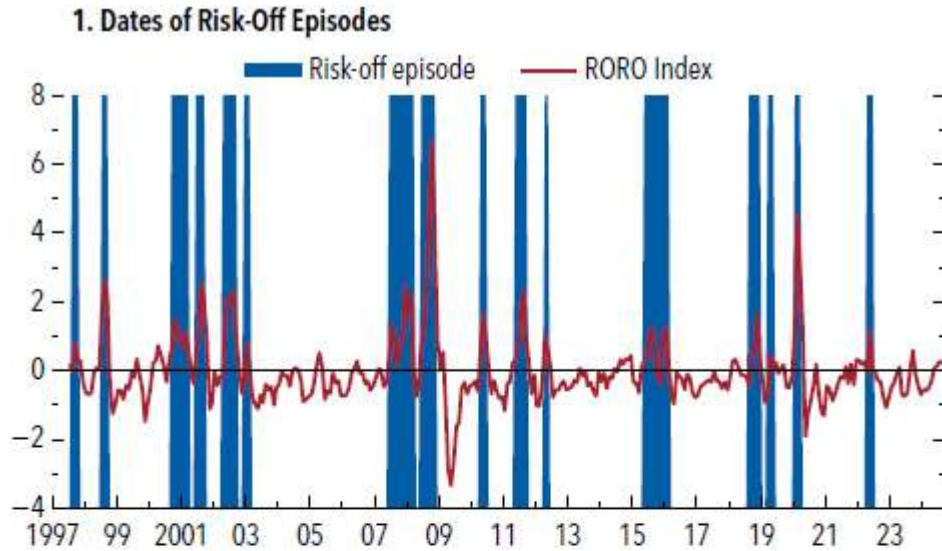
- 국제 자본시장의 고도화는 위험 선호에 영향을 미칠 수 있는 다양한 요인을 만들어냄
- Chari, Dilts Stedman, and Lundblad(2023)의 Risk-On Risk-Off(RORO) 지수는 이러한 요인을 다면적으로 측정하는 지표임
  - 주식 변동성 리스크, 신용 리스크, 유동성 리스크, 환율 리스크를 포괄하며 선진국에서 투자자가 위험자산을 취득·보유·매도할 의향을 나타냄

### ○ 이 장은 기존 지수를 1997년부터 2024년 말까지 확장하고 알고리즘 기반 접근법을 사용해 리스크오프 국면을 식별함

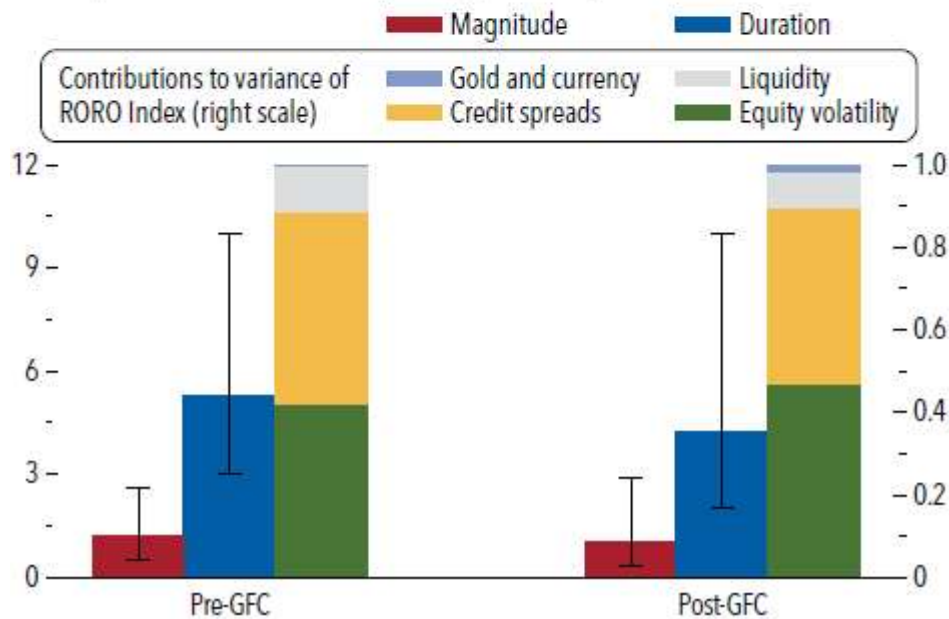
- 알고리즘이 식별한 16개 리스크오프 국면은 세계 금융위기 이전과 이후로 균등하게 분포하며, 닷컴 버블 붕괴, 세계 금융위기, 유럽 소비자 채무위기, 코로나19 팬데믹 등 잘 알려진 사건들이 포함됨([그림 II-2], 패널 1)

[그림 11-2] 리스크오프 국면의 날짜와 특징

(단위: 지수)



2. Magnitude and Duration of Risk-Off Episodes and Contributions to Variance of RORO Index  
(Mean of standard deviation, months, and share)



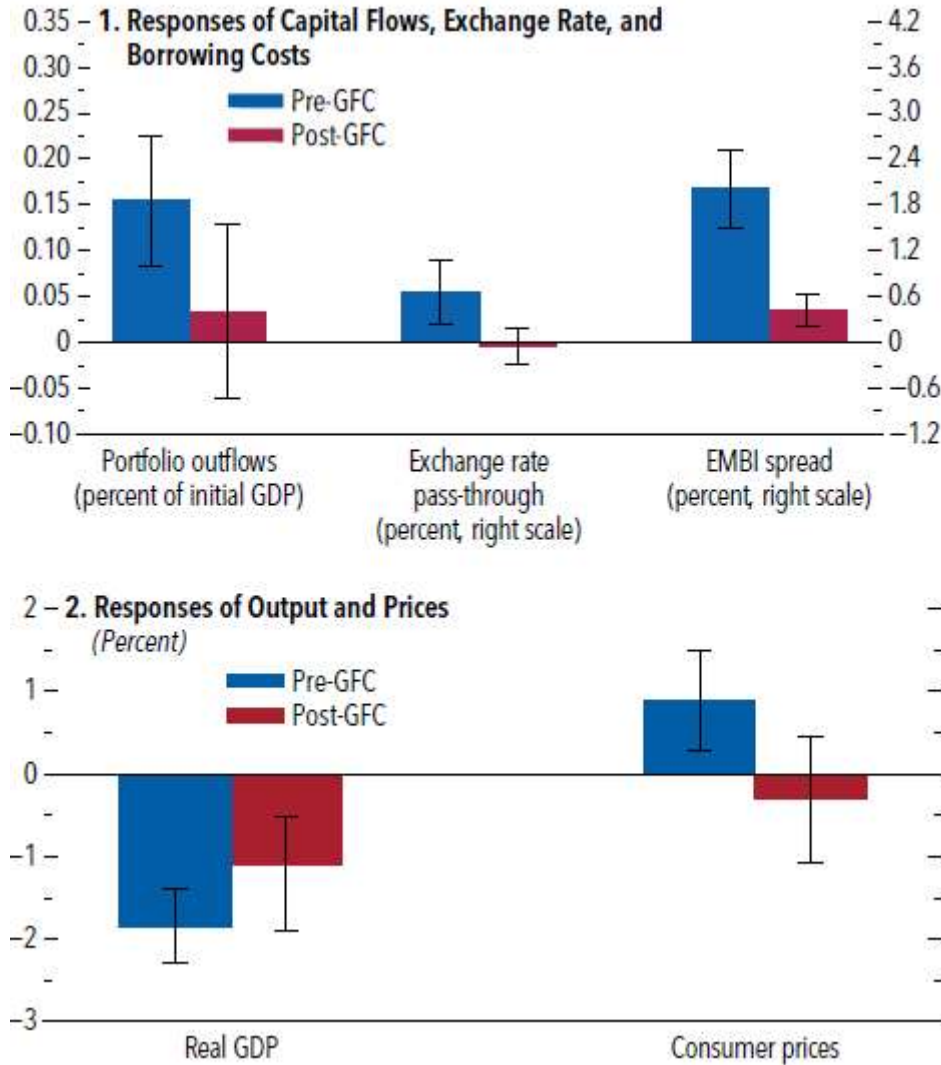
주: 그림은 표준화된 3개월 누적 RORO 지수를 나타냄(자세한 내용은 온라인 부록 2.2 참조). 패널 2는 리스크오프 국면의 규모와 지속 기간, 그리고 RORO 지수의 분산을 주요 기여 요인별로 분해한 결과를 보여줌. 처음 두 막대는 리스크오프 국면 동안 RORO 지수의 평균값(표준편차 단위)과 세계 금융위기 이전(1997~2009) 및 이후(2010~2024) 기간의 리스크오프 국면 지속 기간(개월 단위)을 나타냄. 수염은 최소값부터 최대값까지의 범위를 나타냄.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 56, Figure 2.2

- **평균적으로 세계 금융위기 이전과 이후의 리스크오프 국면의 양상은 대체로 유사함**
  - 평균 리스크오프 국면은 약 1표준편차 상승이 나타났고 지속기간은 두 시기 모두 약 5개월이었음([그림 II-2], 패널 2)
  - 가장 큰 국면은 세계 금융위기와 팬데믹이었으며, 가장 긴 국면은 2007년 6월 시작된 서브프라임 위기와 2015년 5월 시작된 국제 성장 둔화 공포로 모두 10개월 지속됨
  - 또한 RORO 변동의 각 하위 구성요소 기여도를 분석한 결과, 두 시기 모두 리스크오프 국면 동안 RORO 변동의 약 45%는 신용 스프레드로 설명되었고([그림 II-2, 패널 2), 약 40%는 주식 변동성, 약 10%는 유동성 리스크, 나머지는 환율 리스크로 설명되었음
  
- **리스크오프 국면 동안 신흥국의 자본흐름, 환율 전가효과, 신용 스프레드를 비교하면, 위기 이후 시기에 위험 회피 심화에 대한 회복력이 강화되었음을 확인할 수 있음**
  - 세계 금융위기 이후 리스크오프 국면에서는 과도한 포트폴리오 유출이 나타나지 않았고, 환율 전가효과는 약화되었으며, 소버린 스프레드 증가는 세계 금융위기 이전 대비 약 1/5 수준에 그쳤음([그림 II-3], 패널 1)
  - 이러한 회복력 강화는 정책 간 상충관계 대응을 보다 수월하게 만들었음
    - 리스크오프 국면 시작 6개월 후 산출량 손실은 위기 이전(GDP 대비 1.8%)보다 위기 이후(GDP 대비 1%)가 더 작았고, 위기 이전 0.9%의 물가 상승은 위기 이후에는 사라졌음([그림 II-3], 패널 2)

[그림 II-3] 리스크오프 충격의 영향

(단위: 변수별 변화, %)



주: 막대는 리스크오프 국면이 시작된 후 6개월 시점의 변수 변화가 리스크오프 국면이 없는 유사한 기간과 비교해 어떻게 달라졌는지를 나타냄. 추정식은 과거 실질 GDP 성장률, 소비자물가 상승률, 국가 고정효과를 통제함. 수염은 90% 신뢰구간을 나타냄.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 56, Figure 2.3

### 3. 신흥국의 정책체계 진화

○ 세계 금융위기 이후 신흥국의 리스크오프 충격 회복력 강화는 물가안정목표제와 재정준칙 도입 국가의 확대, 거시건전성 규제 강화가 이루어진 시기와 맞물림

■ 그러나 실제(de facto) 정책체계는 국가별로 크게 상이하기 때문에, 정책체계를 형식적

변화로만 설명하는 것은 오해의 소지가 있음(Levy-Yeyati and Sturzenegger 2005; Carare and Stone 2006)

- 이 절에서는 통화·거시건전성·재정 체계의 집행 측면에서 진전 상황을 선진국의 경험을 기준으로 설명하고, 외부 여건 변화와 비교해 정책체계 개선이 어떤 역할을 했는지 정량적으로 평가함

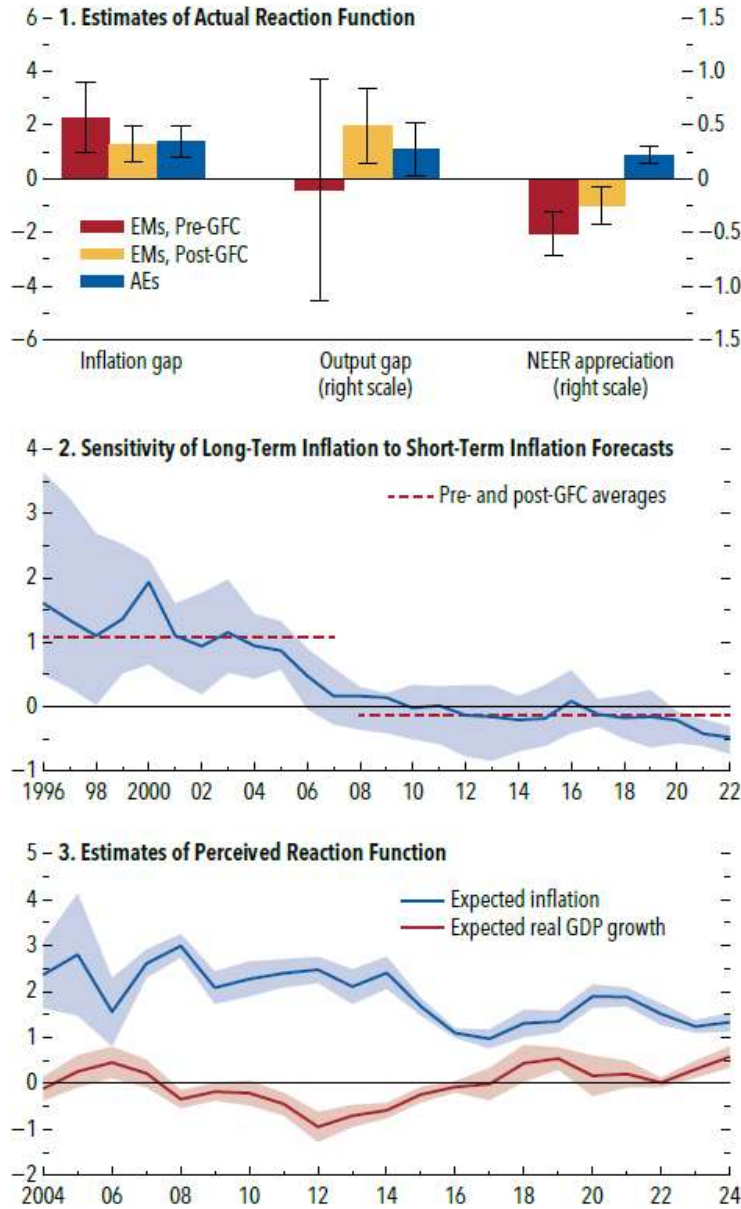
## 가. 통화정책

### ○ 통화정책체계 개선은 여러 차원에서 평가될 수 있음([참고 II-2]는 신흥국 중앙은행의 통화정책 집행 개선의 주요 이정표를 설명함)

- 우선 이 장은 물가상승률 목표 대비 1년 후 예상 물가상승률의 편차, 실시간 아웃풋 갭, 그리고 변동환율 공포를 포착하기 위한 명목실효환율 절하를 포함하는 월별 회귀분석을 통해 테일러 준칙 계수를 추정함으로써 통화정책반응함수 변화를 분석
- 분석 결과, 위기 이후 시기에 정책당국이 환율 변동에 덜 우려하며, 이는 가격 전가효과 약화와 경제의 명목 기준으로서 물가상승으로의 전환과 일치함
- 동시에 목표치 대비 기대 물가상승률의 편차에 부여된 가중치는 감소했으며, 이는 중앙은행 신뢰도 개선과 더 잘 안착된 장기 기대 물가상승률(즉, 통화정책 시계를 넘어서는 기대)을 반영함([그림 II-4], 패널 1)
- 이와 일관되게 장기 기대 물가상승률은 세계 금융위기 이후 3년 후 물가상승률 전망의 1년 후 예상 물가상승률 민감도가 크게 감소하며 더 잘 안착되었음([그림 II-4], 패널 2)
- 기대 물가상승률이 더 잘 안착되면 신흥국 중앙은행은 산출량 변동 억제에 더 집중할 수 있음
- 추정 결과는 위기 이후 반응함수에서 바람직한 경기역행적 편향을 포착하며, 이는 선진국과 유사한 수준임([그림 II-4], 패널 1)

[그림 II-4] 통화정책반응함수

(단위: %)



주: 패널 1은 정책금리를 그 시차값, 목표 대비 1년 앞 물가상승률 기대치의 편차, 실시간 아웃풋 갭, 명목실효환율 절상률, 그리고 국가 및 시점 고정효과에 회귀한 테일러 준칙 계수를 보여줌. 패널 2는 단기 물가상승률 전망에 대한 장기 물가상승률 기대의 민감도를 보여주며, 이는 3년 앞 물가상승률 기대치의 변화를 당해연도 전망 변화에 회귀한 값으로, 2018년 10월 World Economic Outlook 제4장과 Bems 외(2021)의 방법론을 따름. 패널 3은 3개월 저축금리의 1년 앞 전망을 다음 해 물가상승률 기대, 다음 해 실질 GDP 전망, 전망가 고정효과에 회귀한 테일러 준칙 계수를 보여주며, 최소 1,000개의 관측치가 있는 연도에 대해 작성됨.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 57, Figure 2.4

○ **통화정책이 신뢰를 갖추면 전망전문기관들은 중앙은행의 반응함수가 공언된 운영 방식과 일치할 것이라고 기대함**

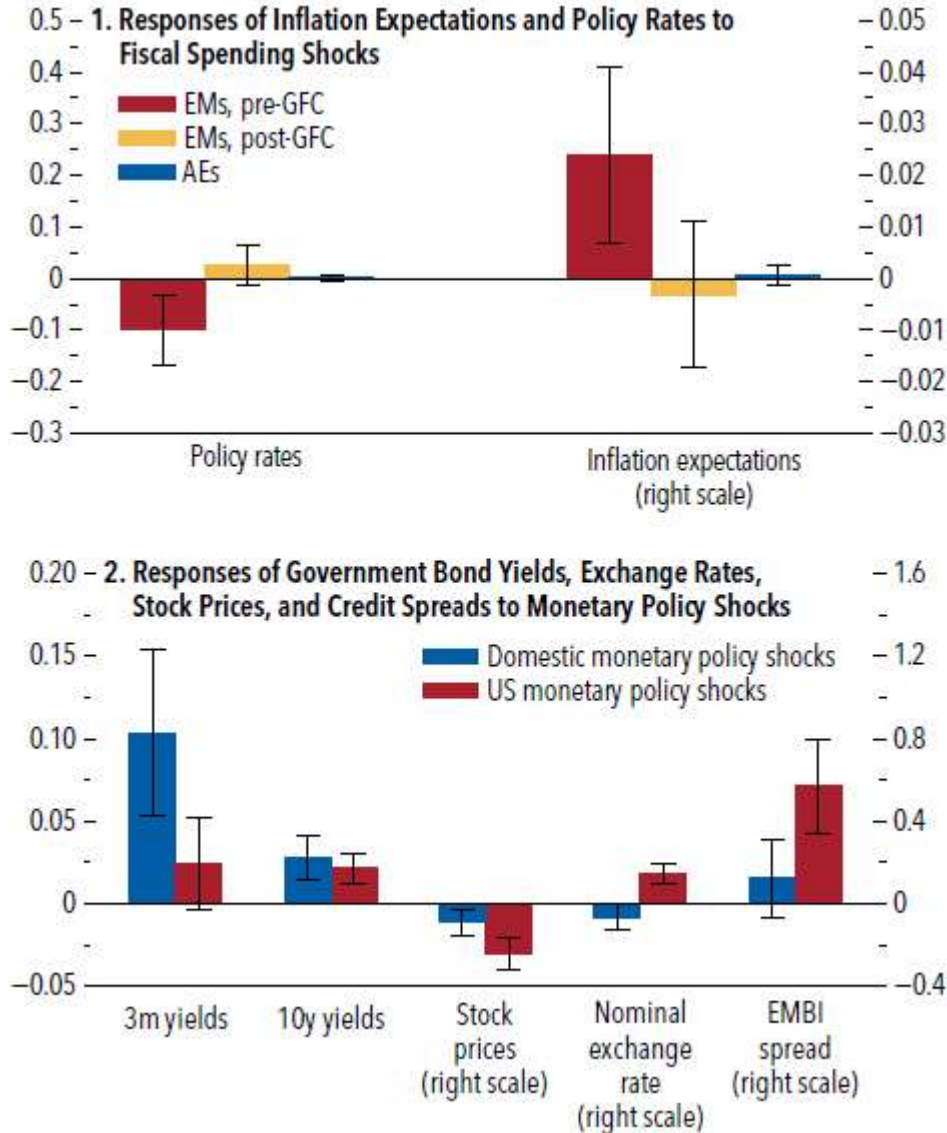
- 하지만 금융시장은 신뢰가 시간이 지남에 따라 축적되므로 이러한 변화를 내재화하는데 더 오래 걸릴 수 있음
- 개별 예측가의 금리 전망과 관련 거시경제 전망을 결합한 설문자료를 통해 시간에 따라 변화하는 테일러 준칙 계수를 추정할 수 있음(Bauer, Pflueger, and Sunderam 2024)
- 추정 결과, 기대 물가상승률에 대한 테일러 준칙 계수가 시간이 지나며 점진적으로 감소하고 아웃풋 갭 계수는 소폭 증가해 통화정책 신뢰도 개선을 시사함([그림 II-4], 패널 3)

○ **통화정책체계의 핵심 요소는 재정 압력으로부터 중앙은행이 얼마나 독립적인가임([참고 II-3]은 정치적 이유로 중앙은행 총재를 해임해 중앙은행 독립성이 훼손될 경우 통화 가치 절하와 물가상승이 발생함을 보여줌)**

- 신흥국은 전통적으로 재정 우위 문제에 시달려 왔음
  - 중앙은행이 독립적이지 않으면 정부는 지출 재원을 중앙은행에 의존하려는 유인을 가지며, 이는 통화당국의 금리 인상 능력을 제한해 기대 물가상승률 안착을 약화시킴
- 이를 파악하기 위해 예상치 못한 국방지출 증가 이후 정책금리 및 장기 기대 물가상승률(통화정책 시계를 넘어선 부분)의 반응을 분석함([그림 II-5], 패널 1)
- 결과는 세계 금융위기 이전에는 지출 증가 이후 통화정책 완화와 기대 물가상승률 상승이 나타나 재정 우위를 시사함
- 반면 세계 금융위기 이후 중앙은행은 재정지출을 수용하지 않고, 장기 기대 물가상승률은 선진국과 마찬가지로 목표에 근접한 상태를 유지함

[그림 II-5] 중앙은행 독립성과 자율성

(단위: %)



주: 패널 1은 2년 앞 물가상승률 기대치와 다음 해 정책금리를 이전 연도의 군사비 지출 증가율에 회귀한 계수를 보여주며, 물가상승률, 환율, GDP 성장률, 물가상승률 전망, 정책금리, 정부채무비율, 정부지출 증가율, 군사비 지출 증가율의 시차값과 국가 및 연도 고정효과를 통제함. 패널 2는 국내 및 미국 통화정책 충격 1일 후 정부채권 금리, 명목환율, 주가, EMBI 스프레드의 반응을 보여줌.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 58, Figure 2.5

○ 통화정책 집행의 또 다른 핵심 차원은 미국 통화정책으로부터의 자율성 정도임

- 선행연구는 미국 통화정책의 강력한 국제 금융 파급효과를 광범위하게 제시함(Miranda-Agrippino and Rey 2020b; 2021년 4월 World Economic

Outlook 제4장)

- Grigoli, Sandri, and Schrimpf(forthcoming)를 따라 통화정책 발표 다음 날 신흥국 금융 변수가 미국 및 국내 통화정책 충격에 어떻게 반응하는지 평가함(그림 II-5, 패널 2)
- 국내 충격은 특히 수익률곡선 단기 구간에서 국채 수익률에 강하게 전달되며, 이는 통화정책이 차입비용 여건에 영향을 미칠 수 있음을 의미함
  - 국내 통화정책 충격 1표준편차는 3개월물 수익률을 약 10bp 상승시키는 반면, 미국 통화정책 충격의 국내 차입비용 파급효과는 더 작고 통계적으로 유의하지 않음
  - 그러나 10년물 수익률(위험 프리미엄이 더 큼)의 경우 영향은 대체로 유사함
- 반면 미국 통화정책 충격은 주가, 환율, 신용 스프레드 등 더 위험한 자산군에 더 큰 영향을 미침
  - 미국 정책 충격 1표준편차는 주가를 24bp 하락시키고 환율을 15bp 절하시키며 신용스프레드를 57bp 확대함
  - 반대로 국내 통화정책 충격 1표준편차는 환율을 7bp 절상시키고 주가를 9bp 하락시킴

나. 외환 개입

- 신흥국은 대차대조표 불일치, 물가상승률 전가, 금융 불안정 우려로 인해 역사적으로 변동환율 공포를 보여왔음(Calvo and Reinhart 2002)
  - 환율 변동 허용에 대한 저항은 헤지(hedge) 상품의 발전을 저해하고 국내 금융시장 심화를 제약해왔음
  - 그 결과 많은 신흥국 중앙은행은 물가안정목표제를 채택한 이후에도 상당한 환율 관리에 계속 관여해왔음
- 물가안정목표제하에서도 외환 개입은 정당성을 가질 수 있으나, 정책체계가 성숙하고 금융 마찰이 완화될수록 이 정책 수단의 효용은 감소함(IMF 2023a)
  - 기대 물가상승률 안착 정도의 국가 간 차이를 활용한 분석에 따르면, 기대 물가상승률이

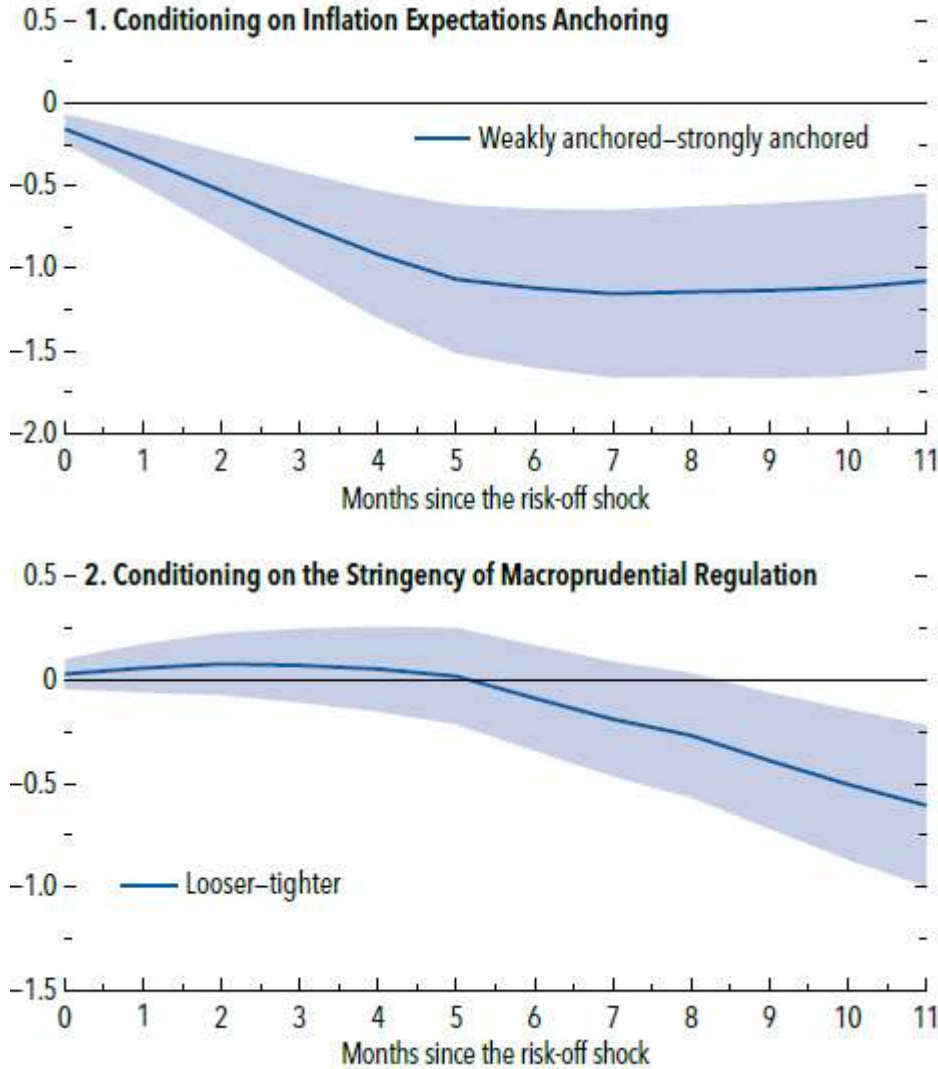
잘 안착된 신흥국은 리스크오프 국면에서 유위험 이자율 평가설(uncovered interest parity, UIP) 괴리(금리차로 예측되는 환율 변동과 실제 변동의 차이)에 대한 대응으로 외환시장 개입을 덜 수행함

- 이는 환율 전가효과가 더 낮기 때문임([그림 II-6], 패널 1)

- 유사하게 거시건전성 규제가 외화표시 채무 비중을 효과적으로 제한할 경우 금융안정 우려가 줄어들며 외환 개입 필요성도 축소됨([그림 II-6], 패널 2)
- 따라서 정책체계가 강한 신흥국은 외환 매도를 통해 UIP 괴리를 억제하기보다는, 이를 시장에서 자연스럽게 반영하도록 둘 가능성이 더 높음

[그림 II-6] UIP 괴리에 대응하기 위한 외환 개입 사용

(단위: GDP 대비 %)



주: 그림은 물가상승률 기대의 안착 여부 또는 거시건전성 규제의 엄격도 조건하에서 RORO 지수로 도구변수화한 UIP 괴리의 1%p 증가에 대한 누적 외환개입(순매입 기준)을 보여줌.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 60, Figure 2.6

## 다. 재정정책

### ○ 이 절은 먼저 재정준칙 설계와 재정의 예측 가능성을 살펴봄

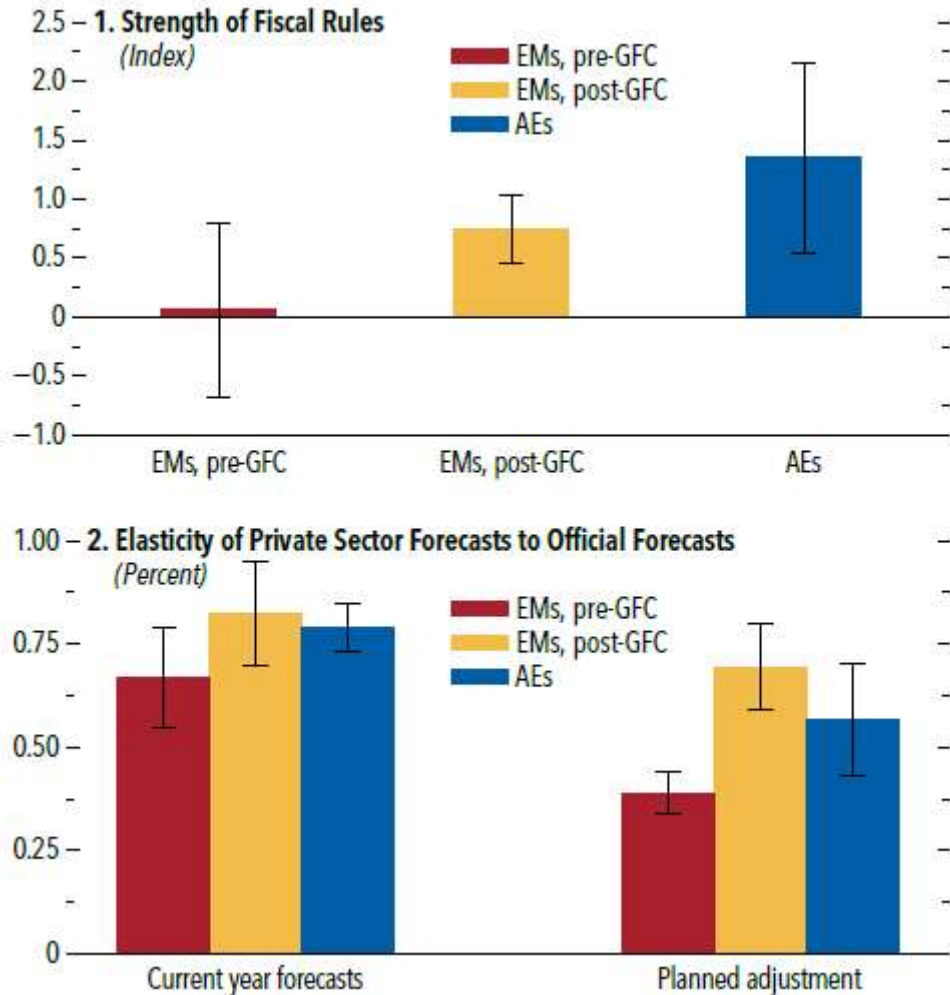
- IMF의 재정준칙 강도 지수(Fiscal Rule Strength Index)는 신흥국에서 재정준칙의 법적 기반, 모니터링, 집행, 유연성이 지속적으로 개선되고 있음을 보여줌([그림 II-7],

패널 1)

- 그러나 진전은 국가 간 불균등하며, 평균적으로 신흥국은 여전히 선진국에 뒤처짐
- 특히 국가들은 재정준칙의 유연성과 회복력, 설계의 복잡성 간 균형을 맞추면서 이탈 조항을 정책당국의 통제를 벗어난 사건에만 한정하는 데 어려움을 겪음(Eyraud and others 2018)
- 강한 재정체계와 재정준칙은 공식 전망의 신뢰도를 높이고, 민간 부문의 미래 재정정책 기대를 안착하는 데 기여함(End and Hong 2022; End 2023)
- 신흥국 재정정책의 예측 가능성 개선과 일관되게, 전망전문기관은 재정적자 전망을 점점 더 공식 전망과 일치시키고 있음([그림 II-7], 패널 2)

[그림 II-7] 재정체계의 강도

(단위: 지수, %)



주: 패널 1에서 막대는 세계 금융위기 이전과 이후 기간 동안 신흥국과 선진국의 재정준칙 강도를 나타냄. 패널 2에서 막대는 공식 전망에서 재정적자에 대한 민간 전망의 가중치를 나타냄.  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 60, Figure 2.7

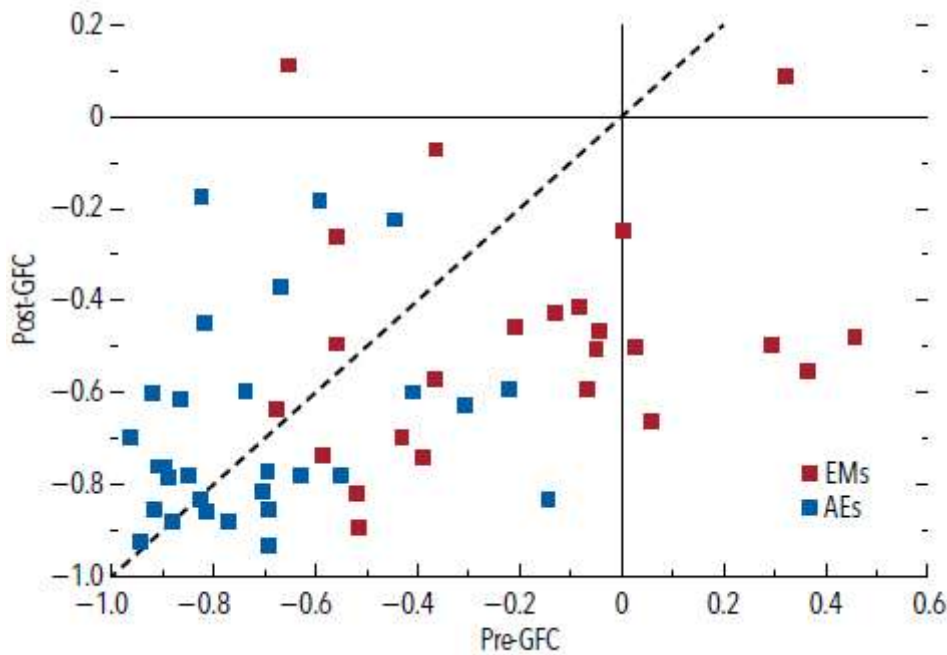
○ 재정정책이 산출량 안정을 지원하는 중요한 방식은 그 경기역행성 정도임

- 신흥국은 역사적으로 경기순응적 재정정책을 시행해왔음(Gavin and Perotti 1997; Ilzetzki and Végh 2008; Frankel, Végh, and Vuletin 2013)
  - 이는 경기둔화기 국제 신용시장에 대한 접근 제한과 경기확장기 확장적 재정정책을 유인하는 제도적 취약성 때문임(Végh 2015)
- 그러나 세계 금융위기 이후 일부 신흥국은 경기순응적 재정정책에서 경기역행적 재정정책으로 전환했음([그림 II-8] 우하단)

- 다른 국가에서도 정부지출과 유희경제력의 동조성이 위기 이전보다 더 음(-)을 보임
- 평균적으로 경기역행성 정도는 선진국 수준으로 더 근접함
  - 경기역행성의 개선은 특히 세계 경기 둔화 이후 수년 동안 가장 뚜렷하며, 이는 신흥국이 외부 충격으로부터 경제를 보호하기 위해 재정정책을 더 적극적으로 활용하고 있음을 시사함

[그림 II-8] 정부지출의 경기순응성

(단위: 상관계수)



주: 사각형 점은 세계 금융위기 이전 기간(1997~2009)과 이후 기간(2010~2024)에 대해, GDP 대비 정부 기초재정지출 비율의 변화와 아웃풋 갭 변화의 상관관계를 나타냄.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 61, Figure 2.8

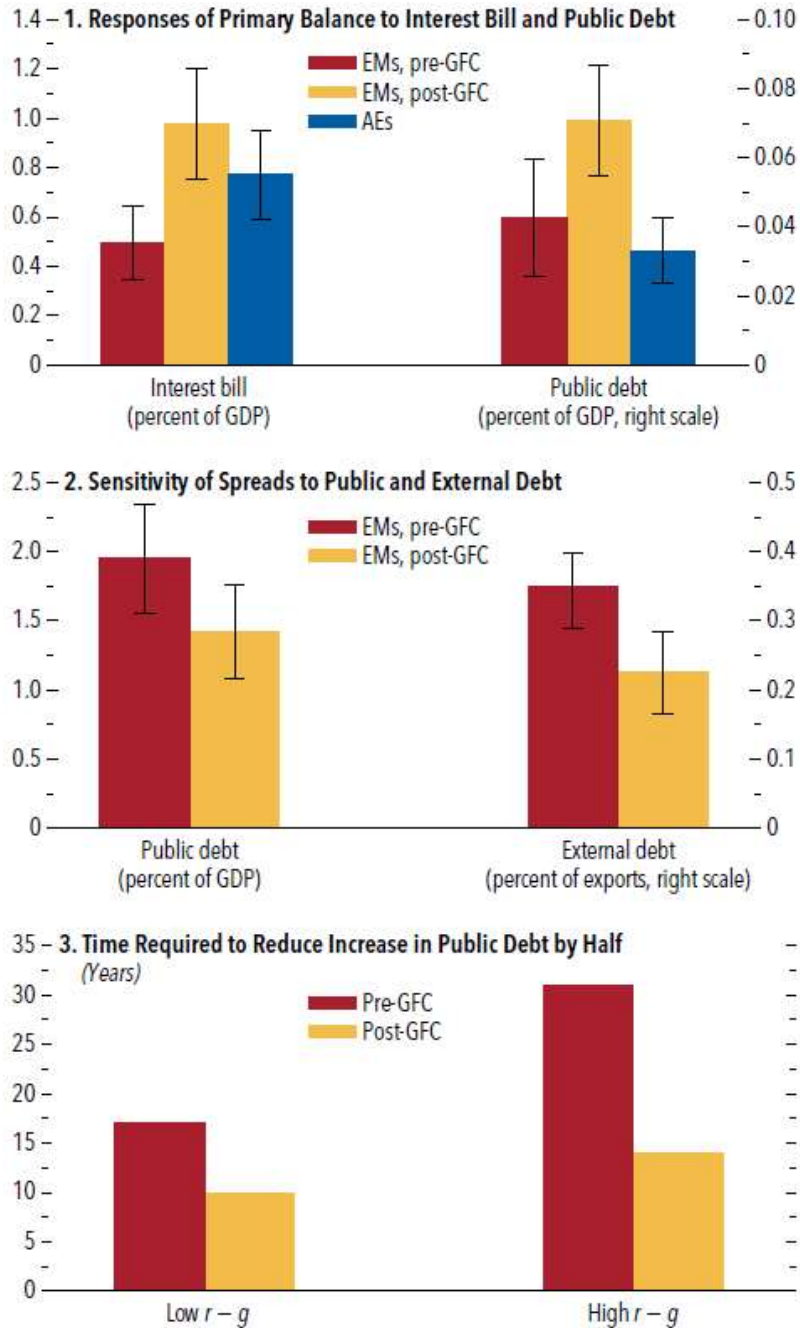
○ **마지막으로 채무 지속가능성 압력에 대응하는 건전한 재정정책은 이자지출을 억제하고 소버린 스프레드를 제한하며 만기 도래 채무의 차환을 보장하는 데 필수적임**

- 채무 및 이자지출 증가가 기초재정수지 개선으로 이어지는지를 파악하기 위해, 이 절은 Bohn(1998)과 Mauro and others(2015) 등에 따른 재정 반응함수를 추정함
- 세계 금융위기 이후 신흥국에서 채무 수준과 이자지출에 대한 기초재정수지의 민감도는 증가했음([그림 II-9], 패널 1)
- 한편 이자지출에 대한 민감도는 1에 근접했으며 선진국보다 높음

- 이 강한 반응은 시장 접근 실패 또는 차입비용 상승을 피하기 위해 신흥국이 재정건전화에 더 의존하고 있음을 반영할 수 있음(Mendoza and Ostry 2008)
- 실제로 재정체계 개선은 동일한 외부 차입비용하에서 더 높은 공공 및 대외 채무를 관리할 수 있는 능력 증가로 이어져 신흥국의 채무 감내도가 낮아졌음을 시사함(Reinhart, Rogoff, and Savastano 2003)
- 하지만 소버린 스프레드는 여전히 채무 부담에 민감하며([그림 II-9], 패널 2), 이는 특히 금융 스트레스 시기에 두드러짐(Presbitero and Wiriadinata 2022)
- 또한 더 강력한 대응에도 불구하고 추정된 반응함수는 부정적 충격 이후 채무가 감소하는 속도가 여전히 비교적 느림을 시사함([그림 II-9], 패널 3)

[그림 II-9] 재정정책과 채무 지속가능성

(단위: GDP 대비 %, 수출 대비 %, 년)



주: 패널 1은 GDP 대비 비율로 표현된 이자지출과 공공채무의 시차값에 대한 기초재정수지의 탄력성을 보고함. 패널 2는 GDP 대비 % 및 수출 대비 %로 표현된 공공채무와 외채에 대한 국가신용 EMBI 스프레드의 탄력성을 보고함. 패널 3은 공공채무에 대한 추정 반응함수의 계수를 사용한 예시적 시뮬레이션 결과를 제시함

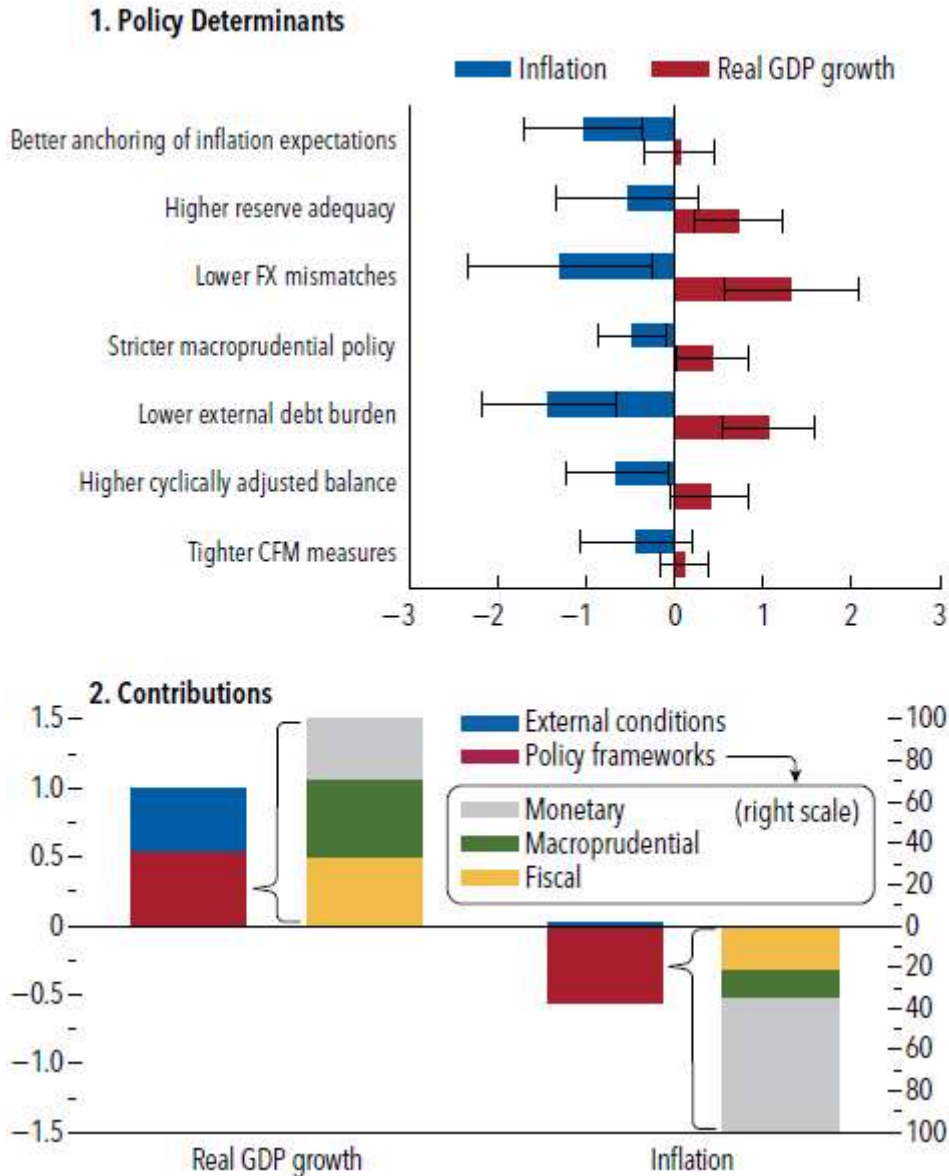
출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 61, Figure 2.9

## 4. 거시경제 안정에 대한 정책체계의 기여도

- 이 장 제목의 질문, 즉 “운인가, 좋은 정책인가?”에 답하기 위해, 이 절은 리스크오프 충격에 대한 신흥국의 회복력을 높이는 과정에서 우호적 외부 여건과 정책체계가 각각 얼마나 기여했는지 정량화함
- 분석은 두 단계로 진행되는데, 첫 번째 단계에서는 정책체계의 질을 나타내는 대리변수가 리스크오프 국면 시작 이후 12개월 동안 신흥국 경제성장률과 물가상승률을 어느 정도 설명하는지를 살펴봄
  - 구체적으로 통화·거시건전성·재정 정책체계를 포착하는 사전 결정된 정책 변수들을 사용하고 국면별 고정효과를 적용하여, 외부 여건의 영향을 고정한 상태에서 정책체계의 질에 따라 신흥국의 회복력이 어떻게 달라지는지 비교함
  - 결과는 정책이 더 강할수록 성과가 더 좋다는 점을 보여주며, 국가들은 리스크오프 국면 진입 시 정책체계의 강도에 비례하여 혜택을 본 것으로 나타남
    - 예를 들어 외환 불일치가 낮은 정도가 75백분위수에 해당하는 신흥국은 같은 리스크오프 국면에서 25백분위수에 해당하는 신흥국보다 성장률이 1.3%p 더 높은 것으로 예상됨([그림 II-10], 패널 1)
    - 유사하게 장기 기대 물가상승률 안착 정도가 75백분위수인 신흥국은 물가상승률이 1.3%p 더 낮은 경향이 있음

[그림 II-10] 리스크오프 국면 중 신흥국의 회복력 기여 요인

(단위: %)



주: 패널 1은 한 국가가 정책 변수 집합의 분포에서 25백분위수에서 75백분위수로 이동할 때 리스크오프 국면 동안 실질 GDP 성장률과 물가상승률에서 나타나는 예측 변화를 보고함. 자세한 내용은 온라인 부록 2.6을 참조. 패널 2는 신흥국의 중앙값 국가에 대해, 세계 금융위기 이후 기간을 금융위기 이전 기간과 비교했을 때 정책 프레임워크와 대외 여건의 기여도를 나타냄.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 62, Figure 2.10

- 두 번째 단계에서는 첫 번째 단계에서 구한 추정치를 바탕으로 세계 금융위기 이전과 이후의 관측된 외부 여건 및 정책체계 변화 규모를 고려하여 성장 및 물가상승 동학에서 이러한 요인들이 각각 어느 정도 기여했는지를 정량적으로 평가함

- 개선된 정책체제는 최근 리스크오프 국면의 회복력에 크게 기여했으며, 세계 금융위기 이후 성장률을 0.5%p 끌어올리고 물가상승률을 0.6%p 낮춘 것으로 나타남(그림 II-10, 패널 2)
- 성장 측면에서는 통화·거시건전성·재정 체제가 위기 이후 모두 유사한 수준으로 기여함
- 반면 물가상승률 하락은 주로 통화정책체제 개선, 특히 기대 물가상승률 안착 개선에 의해 설명됨
- 더 우호적인 외부 여건(실질 GDP 성장, 원자재 교역조건 충격, 국제 금융여건으로 포착)도 세계 금융위기 이후 신흥국 성장률을 0.5%p 높이는 데 기여했으나, 물가상승 압력을 낮추지는 못함

## 5. 향후 리스크오프 충격 대응 방법: 모형 시뮬레이션을 중심으로

- 정책체제가 더 나은 경제는 더 유리한 정책 간 상충관계를 가지며, 이는 통화정책이 경기역행적으로 운용될 수 있는 여지를 제공함
  - 이 절은 IMF 통합정책체제의 정량적 모형(Q-IPF)(Adrian and others 2020, 2021; Adrian, Gaspar, and Vitek 2022)을 사용해 이러한 상충관계를 정량화하고, 정책체제 개선에서 나온 적절한 정책 대응에 대해 설명함
  - Q-IPF 모형은 다음 네 가지 핵심 마찰요인을 포함함
    - (1) 외환시장 참여자의 위험 감내 능력 제한: UIP 리스크 프리미엄 변동 발생
    - (2) 가끔 제약으로 작용하는 대외채무 한도: 급격한 자본유입 중단 촉발 가능
    - (3) 기대 물가상승률 안착 약화: 환율 변동의 수입·소비자 물가 전가효과 확대
    - (4) 외환 불일치: 급격한 자본유입 중단 시 환율 변동의 수축효과 증폭
  - 보다 현실적인 기대 물가상승률 안착 약화 과정을 포착하기 위해 내생적 물가연동 메커니즘(Erceg, Lindé, and Trabandt 2024)을 모형에 도입하고 두 종류의 소규모 개방경제 신흥국을 상정
    - 첫 번째 국가는 세계 금융위기 이전 평균적 신흥국과 유사하며 네 가지 마찰요인 모두 존재함

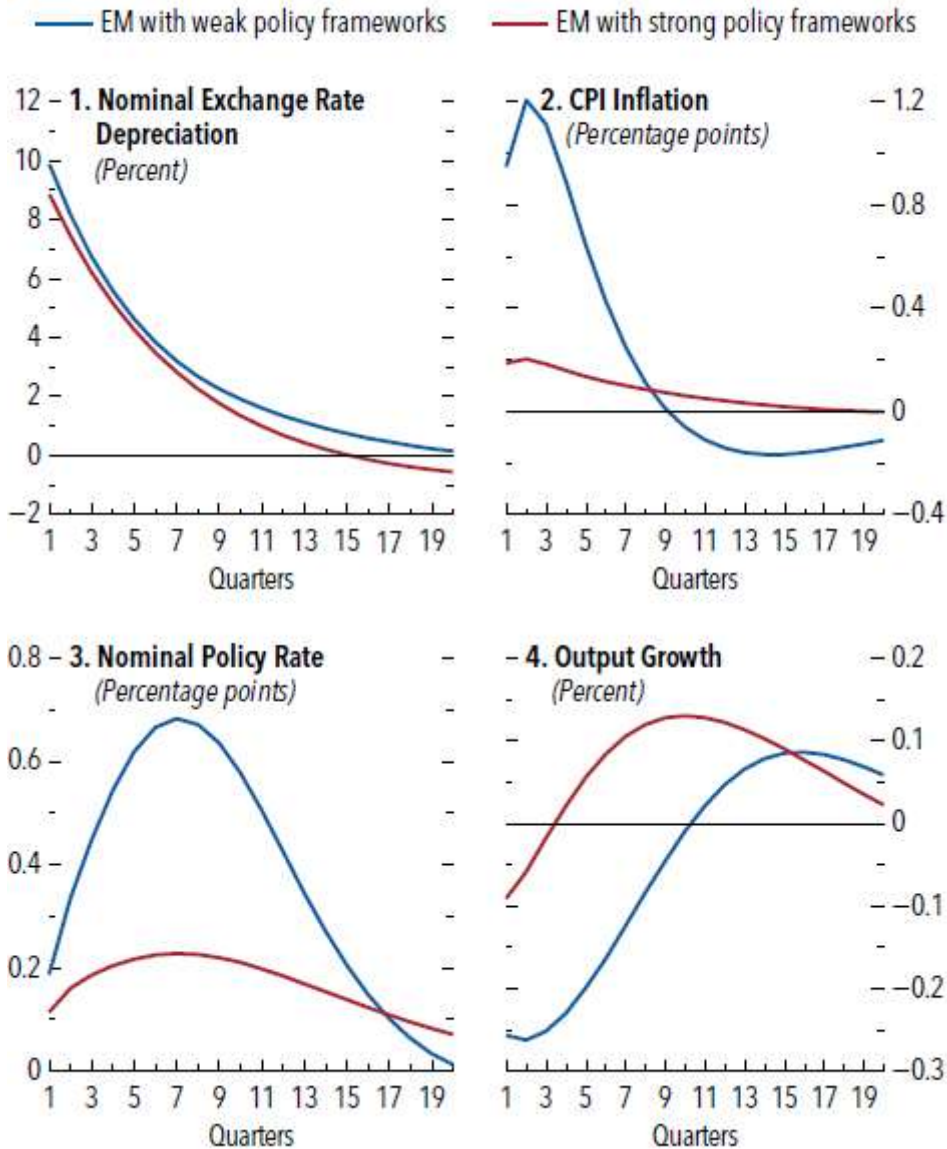
- 두 번째 국가는 위기 이후 평균적 신흥국으로, 기대 물가상승률은 더 잘 안착되고 외환 불일치는 더 작음
- 외부 국가는 미국으로 설정

## 가. 정책 간 상충관계와 급격한 자본유입 중단 발생 확률의 정량화

- 정책체계의 질이 서로 다른 신흥국에서 정책 간 상충관계가 어떻게 나타나는지를 보여주기 위해, 분석은 자본유출을 촉발해 환율이 10% 절하되는 리스크오프 충격을 고려함(그림 II-11)
  - 강한 정책체계를 가진 신흥국(즉, 위기 이후 신흥국)의 경우 환율 절하는 수입가격 상승을 통해 물가 및 임금 상승을 유발함
    - 그러나 기대 물가상승률이 잘 안착되어 있기 때문에 정책금리를 공격적으로 인상하지 않아도 되며, 이는 산출량 안정에 우선순위를 두면서 일시적 물가상승이 차차 진정되도록 해, 순수출 증가가 산출량에 기여할 수 있음
  - 반면 정책체계가 약한 신흥국(즉, 세계 금융위기 이전 신흥국)에서는 더 어려운 정책 간 상충관계를 맞게 됨
    - 같은 규모의 환율 절하에 대해 국내물가로의 전가효과가 더 크게 나타나 물가가 크게 상승함
    - 그러면 중앙은행은 대폭적인 통화긴축을 해야 하며, 이는 국내 수요를 위축시킴
  - 정책체계가 강한 신흥국에서는 산출량이 0.1%p만 감소하고 물가상승률은 0.2%p 오르지만, 정책체계가 약한 신흥국에서는 산출량이 0.3%p 위축되고 물가상승률은 1%p 상승함

[그림 II-11] 리스크오프 충격에 대한 정책 간 상충관계

(단위: %, %p)



주: 명목환율 10% 절하를 유발하는 자본유출입 충격에 대한 모형 시뮬레이션 결과를 제시함. 정책 체계가 약한 신흥국은 금융위기 이전 기간 평균 신흥국의 특성을 기준으로, 정책 체계가 강한 신흥국은 금융위기 이후 기간 평균 신흥국의 특성을 기준으로 보정됨.

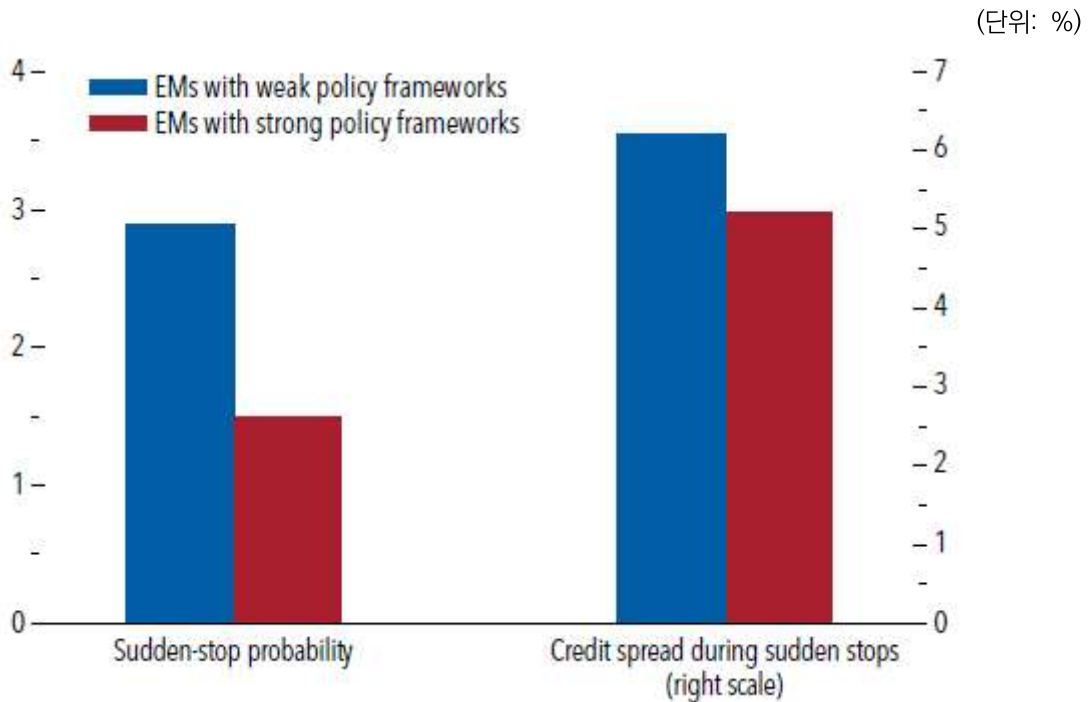
출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 64, Figure 2.11

○ 정책체계 개선의 또 다른 중요한 함의는 급격한 자본유입 종단의 발생 가능성과 그 심각성이 낮아진다는 점임

- 세계 금융위기 이후 여러 신흥국은 대차대조표의 상당한 개선을 경험함

- 평균 순대외자산은 위기 이전보다 GDP 대비 13% 증가했고, 국내통화표시 대외부채 비중은 12.5%p 상승했음(최근 동향은 2025년 10월 Global Financial Stability Report 제3장 참조)
- 이러한 개선은 경제가 대외채무 한도보다 낮게 유지하게 해 급격한 자본유입 중단 발생 확률을 절반 수준인 1.5%로 낮춤
- 또한 급격한 자본유입 중단이 실제로 발생할 경우 그 심각성도 크게 감소함
  - 급격한 자본유입 중단 기간 중 평균 신용스프레드는 6.2%에서 5.2%로 하락함([그림 II-12])

[그림 II-12] 급격한 자본유입 중단 확률과 심각성



주: 그림은 Adrian and others(2020, 2021)에서 설명된 확률적 시뮬레이션을 기반으로 급격한 자본유입 중단 발생 확률과 심각도를 보고함. 심각도는 차입금리에서 정책금리를 차감한 값으로 계산한 신용스프레드를 사용해 측정됨.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 64, Figure 2.12

## 나. 통화긴축 지연의 비용

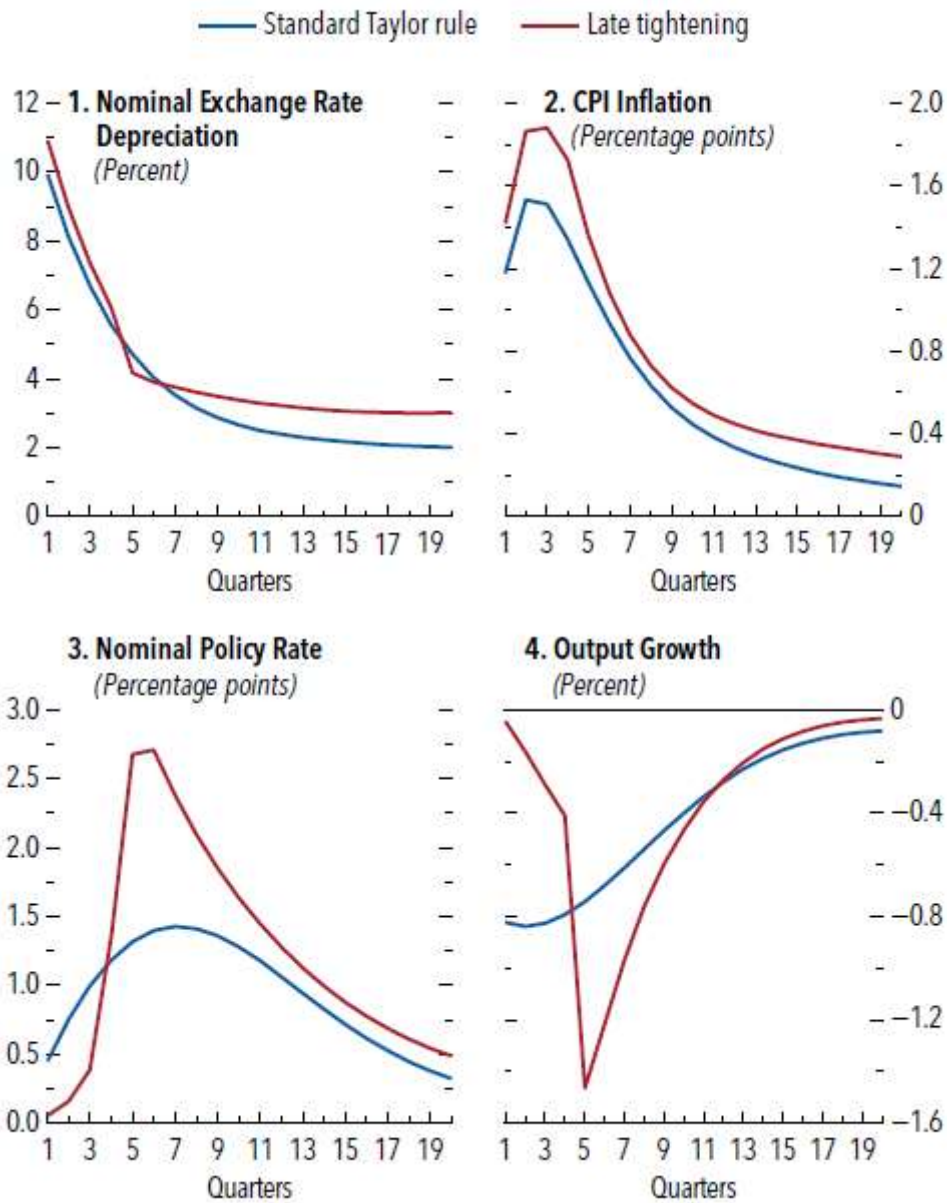
- 팬데믹 이후 물가상승 급등은 리스크오프 충격에 직면한 신흥국에 특히 어려운 환경을

## 조성함

- 세계 공급망 혼란은 물가의 급속하고 지속적인 상승을 야기해(2024년 10월 World Economic Outlook 제2장), 정책체계가 약한 신흥국에서 통상적으로 나타나는 부정적 동학을 더욱 증폭시킴
  - 그러나 많은 신흥국은 적시에 강력한 통화긴축으로 대응했으며, 이는 기대 물가상승률의 안착에 결정적이었음(English, Forbes, and Ubide 2024)
- **통화정책의 지연 대응과 비둘기파적 대응이 가져오는 비용을 정량화하기 위해, 정책체계가 약한 신흥국을 대상으로 리스크오프 충격과 지속적 비용 인상 충격이 결합된 상황을 두 가지 통화정책 체제에서 비교함([그림 II-13])**
- 이는 팬데믹 이후 환경과 유사하며, 명목환율 10% 절하와 물가상승률 0.5%p 상승을 초래함
  - 첫 번째 체제에서는 중앙은행이 물가상승 압력에 적시에 적극적으로 대응하는 표준적인 테일러 준칙을 따름
  - 두 번째 체제에서는 대응이 지연되고 약함
    - 중앙은행은 처음에는 물가상승 급등을 지켜보다가, 이후 이미 높아진 물가상승률에 대응하기 위해 첫 번째 체제보다 더 큰 폭으로 금리를 인상해야 함
  - 두 체제 모두 충격 발생 3년 차 말에는 물가상승률을 목표로 되돌리는 데 성공하지만, 늦은 긴축은 정책금리를 추가로 1.4%p 더 올리게 만들며 충격 5분기 후 GDP 대비 0.7%에 달하는 더 큰 산출량 위축을 초래함

[그림 II-13] 정책체계가 약한 신흥국에서 통화긴축 지연의 비용

(단위: %, %p)



주: 그림은 명목환율 10% 절하를 유발하는 자본유출입 충격과 비용인상 충격이 결합된 상황에 대한 모형 시뮬레이션 결과를 제시함.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 65, Figure 2.13

#### 다. 외환 개입의 역할

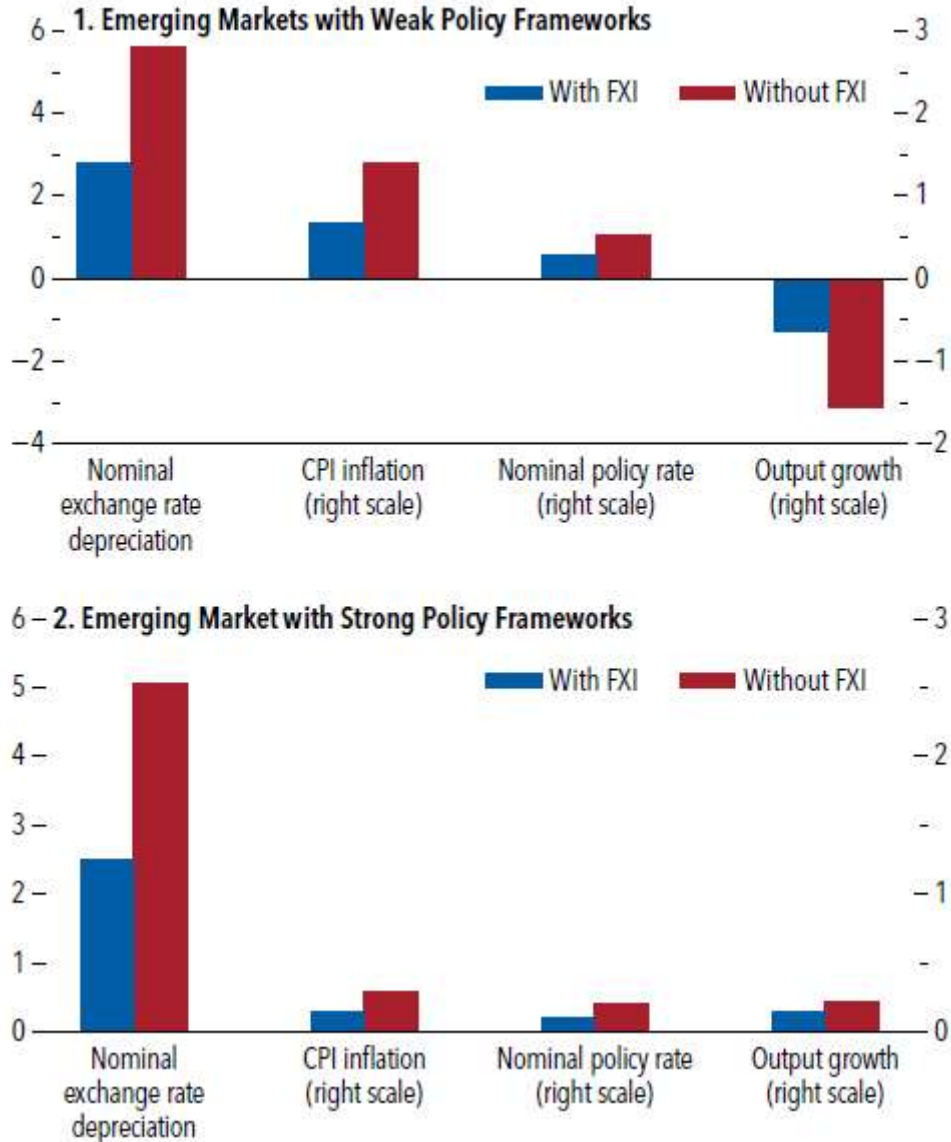
- 마지막으로 모형은 외환보유액이 충분하다는 가정하에, 정책체계가 다른 신흥국에서 외환

## 개입이 어떤 역할을 하는지를 비교함

- 외환 개입이 없을 경우 리스크오프 충격에 대응해 명목환율은 10% 절하됨
  - 그러나 중앙은행이 개입하여 GDP 대비 3%에 해당하는 외환보유액을 사용하면, 자본유출을 일부 상쇄해 UIP 리스크 프리미엄 상승을 억제하고 환율 절하 폭을 절반 수준으로 줄임
- 분석 결과에 따르면, 외환 개입에도 불구하고 정책체계가 약한 신흥국에서는 잔여 환율 절하가 여전히 물가상승을 자극하며, 이는 상대적으로 높은 환율 전가효과를 반영함
- 그러나 충격 발생 2년 후 누적 물가상승은 외환 개입이 없는 경우보다 0.7%p 낮음
  - 이로 인해 통화긴축 필요성이 줄고, 산출량 감소 폭은 0.9%p 줄어들음([그림 II-14], 패널 1)
- 반면 정책체계가 강한 신흥국에서는 외환 개입의 이익이 훨씬 제한적임
- 기대 물가상승률이 잘 안착되어 있다면 중앙은행이 개입할 경우 물가상승률은 단지 0.1%p 더 낮아지며, 명목환율 절하가 순수출을 증가시키기 때문에 통화긴축에도 불구하고 산출량은 소폭 더 커짐([그림 II-14], 패널 2)

[그림 11-14] 외환개입의 영향

(단위: %)



주: 그림은 외환개입이 없는 상태에서 명목환율 10% 절하를 유발하는 자본유출입 충격에 대한 모형 시뮬레이션 결과를 제시함. 외환개입 시나리오에서는 외환보유액이 GDP 대비 3% 감소하는 것으로 가정됨. 외환보유액은 추세 GDP 대비 %로 표현되며, 명목환율 절하와 성장률은 %로, CPI 물가상승률과 명목 정책금리는 %p 보고됨. 그림은 충격이 발생한 시점의 외환보유액, 충격 이후 2년간 물가상승률과 성장률의 누적 변화, 그리고 명목환율 절하와 정책금리 변화의 2년 평균을 제시함.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 66, Figure 2.14

## 6. 결론 및 정책적 함의

- 세계 금융위기 이후 대부분의 신흥국은 리스크오프 충격(코로나19 충격 이후의 팬데믹

## 시기 물가상승 급등을 포함)에 대해 놀라운 회복력을 보여왔음

- 우호적 외부 여건이 이들 국가의 리스크오프 충격을 견디는 능력을 강화한 것은 사실이지만, 최근의 회복력을 오로지 ‘운’으로만 설명하는 것은 충분하지 않음
- 정책체계 개선은 거시경제 안정화에 중요한 역할을 했으며, 국가가 ‘좋은 정책’을 시행할 수 있도록 뒷받침했음

## ○ 신흥국의 정책체계 변화를 분석한 결과, 국가 간 발전 속도는 상이했지만, 평균적으로 시간이 지날수록 상당한 진전이 있었으며 선진국과의 격차가 축소됨

- 물가안정목표제 및 재정준칙 도입 등 형식적 제도 채택을 넘어서는 실제적 개선들은 통화·재정정책의 집행 및 신뢰도를 강화했고, 이는 외환 개입 자제로 이어졌음
  - 즉, 신흥국이 정책체계 개선에 투자한 노력은 큰 성과를 냈으며, 리스크오프 충격에 대한 회복력을 높였음
- 세계 금융위기 이후 전형적 리스크오프 국면과 그 이전을 비교하면, 정책체계 개선은 경제성장률을 0.5%p 높이고 물가상승률을 0.6%p 낮춘 것으로 평가됨
- 반면 우호적인 외부 여건은 성장률을 0.5%p 높였으나 물가상승 압력 완화에는 기여하지 못했음

## ○ 정책체계를 평가하기 위한 다양한 실증 분석과, 서로 다른 정책체계에서 정책 간 상충관계를 정량화한 모형 시뮬레이션을 토대로, 이 장은 충격이 잦은 국제 환경에서 정책입안자에게 다음과 같은 통찰을 제시함

- (통화정책)
  - 정책 목표와 중앙은행 반응함수에 대한 명확한 소통은 기대 물가상승률을 안착하고 신뢰도를 높이는 데 기여함
    - 이는 정책 간 상충관계를 완화시켜 중앙은행이 산출량 안정에 더 집중할 수 있게 함
  - 또한 중앙은행 독립성을 강화하고 보호하는 것은 정책결정이 정치적 압력으로부터 독립적으로 유지되고 재정 우위 위험을 억제하는 데 필수적임
    - 이는 현재와 같이 기대 물가상승률이 안착되어 있으나 재정 수요가 커져 정치적 압력이 커질 수 있는 상황에서도 여전히 중요함

■ (외환 개입)

- 외환 개입은 회복력이 약한 신흥국에서는 안정화 역할을 하지만, 정책체계가 강해질수록 그 효용은 낮아짐
- 외환 개입의 비용을 고려할 때, 기대 물가상승률 안착 및 대차대조표 불일치 축소(거시건전성 체계 강화 포함)를 위한 노력을 강화해야 하며, 이를 통해 외환시장 개입 필요성을 줄일 수 있음

■ (재정정책)

- 높은 불확실성과 지출 압력이 커지는 시기에는 더 강력한 재정 안전장치가 필요함
- 유연한 준칙과 강하고 독립적인 재정기관을 결합한 신뢰할 수 있는 중기 재정 체계 구축은 재정 약속을 명확히 하고 경기역행적 재정정책을 가능하게 함
- 국가별 채무 감내능력에 맞춘 위험 기반 재정 기준과 견고한 교정 메커니즘은 재정준칙 준수성을 개선할 수 있음(Acalin and others 2025)
- 건전한 공공채무 관리 역시 부정적 충격이 차입비용에 미치는 영향을 완화할 수 있음(Pedersoli and Presbitero 2023)
- 이러한 정책들은 채무 지속가능성을 확보하고 재정 완충여력을 축적하는 데 도움이 될 것임(2021년 10월 Fiscal Monitor 제2장)
- 현지통화표시 채권시장 심화와 국내 투자자 참여 확대도 회복력 강화를 뒷받침함(2025년 10월 Global Financial Stability Report 제3장)

■ 종합하면, 국가별로 속도는 다르지만 신흥국은 Rey(2015)가 제시한 딜레마로부터 점차 벗어나 고전적 먼델-플레밍 트릴레마로 이동하고 있음

- 리스크오프 국면에서 관찰된 회복력, 정책체계가 견고한 국가에서 외환시장 개입(및 자본유출입 규제)의 한계효과가 감소한 점, 그리고 국내 통화정책의 자율성이 강화되고 있음

■ 앞으로를 내다보면, 강한 정책체계를 갖춘 신흥국은 리스크오프 충격을 더 잘 헤쳐나갈 수 있음

- 이 국가들은 정책 간 상충관계가 덜하고 급격한 자본유입 중단 위험도 더 낮음
- 반면 정책체계가 약한 국가는 통화긴축을 지연하려는 유혹을 견뎌야 하는데, 긴축 지연은

기대 물가상승률 안착을 약화시키고 산출량 손실을 확대함

- 이러한 국가에서 외환 개입은 일시적 완화를 제공할 수 있으나 비용이 크며, 이들 국가는 기대 물가상승률 안착 및 대차대조표 불일치 축소를 위한 필수적 노력을 대체하거나 지연시켜서는 안 됨
- 더 넓은 의미에서, 외환 개입은 환율을 포함한 거시경제 정책의 필요한 조정을 저해해서는 안 됨

○ 눈에 띄는 정책체계 개선과 최근 리스크오프 국면에서의 회복력 강화에 안주해서는 안 되며, 다음 세 가지 요소에 주의를 기울어야 함

■ 첫째, 외부 여건이 계속 우호적일 것이라는 보장은 없음

- 세계 금융위기 이후 국제 금융여건은 비교적 완화적이었으나 이는 빠르게 바뀔 수 있으며, 선진국의 소비 및 투자를 위축시킬 수 있음
- 동시에 국제 금리 상승은 이미 높은 채무를 가진 신흥국에 상당한 위험을 초래함
- 지정학적 긴장은 신흥국의 교역조건을 악화시킬 수 있음

■ 둘째, 코로나19 팬데믹과 러시아-우크라이나 전쟁으로 촉발된 에너지 충격은 많은 신흥국의 GDP 대비 공공채무 비율을 상승시킴

- 약화된 재정여력은 향후 충격에 효과적으로 대응할 수 있는 재정정책의 능력을 제한할 수 있으며, 이는 다음 금융시장 스트레스 국면 이전에 재정여력을 재건할 필요성을 강조함
- 또한 팬데믹 이후 물가상승 급등은 기대 물가상승률을 불안정하게 만들었을 가능성이 있어, 중앙은행은 물가안정에 대한 확고하고 신뢰할 수 있는 약속을 유지해야 함

■ 셋째, 정책 후퇴 위험을 간과해서는 안 됨

- 최근의 신뢰도 및 제도적 강점 개선은 당연하게 여겨질 수 없음
- [참고 II-3]에서 보듯 정치적 임명으로 중앙은행 독립성이 훼손될 경우 재정 우위, 신뢰도 상실, 물가 급등으로 이어질 수 있음
- 마찬가지로 정치경제적 압력이 우세하면 재정준칙이 약화되거나 준수되지 않아 재정 신뢰도를 훼손할 수 있음

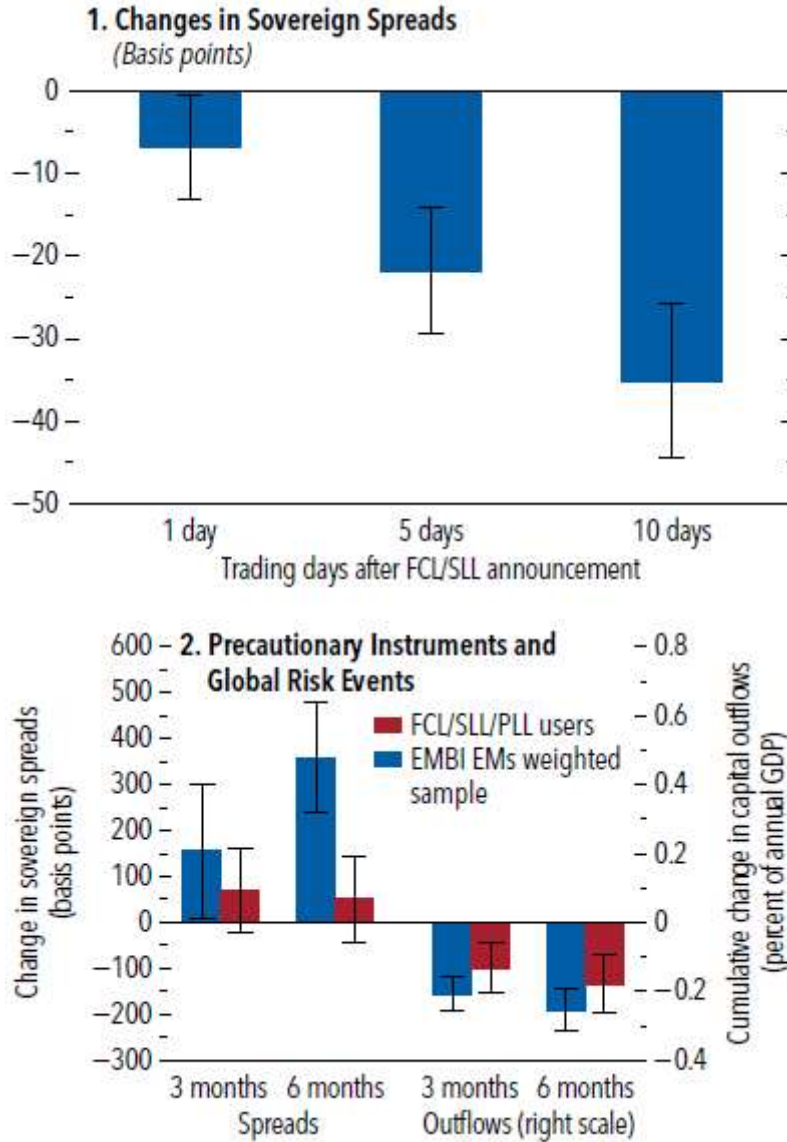
- 이러한 이유로 최근 수년간 신흥국이 이룬 중요한 진전과 최근 충격에 대한 효과적 대응은 통화·거시건전성·재정 정책체계를 더욱 강화하고, 불확실성이 커지는 국제 환경에서 더 잘 대응할 수 있도록 정책 완충여력을 재건하는 토대로 이해되어야 함

**[참고 II-1] IMF 약정과 신흥국 회복력**

- IMF의 예비적 수단(Flexible Credit Line(FCL), Precautionary and Liquidity Line(PLL), Short-Term Liquidity Line(SLL))은 IMF 대출 수단의 핵심 구성요소임
  - 이들 수단은 적격 회원국에게 IMF 재원의 사전적 접근 권한을 제공하며, 요구조건이 없거나 제한적이고, 외부 충격에 대한 보험 기능을 제공함과 동시에 시장 신뢰를 강화하는 데 목적이 있음
  - 이들 수단은 매우 강한(PLL의 경우 건전한) 경제 기초여건과 정책체계, 강력한 정책을 지속적으로 시행해 온 이력(그리고 현재도 시행 중인 상태), 그리고 이러한 정책을 유지하겠다는 약속을 한 적격 회원국에게 제공됨
- 이 참고는 국제적 위험이 높아진 시기에 이러한 수단이 신흥국의 국제 금융시장 접근성과 시장 신뢰 제고 측면에서 얼마나 효과적인지 평가함
  - 새로운 FCL 및 SLL 약정 승인 이후 사례 연구에 따르면 약정 발표 이후 며칠 동안 소버린 스프레드가 유의하고 점점 더 크게 하락한 것으로 나타남([참고 그림 II-15], 패널 1)
- 예비적 수단은 리스크오프 국면에서도 도움을 줌
  - 역확률가중(inverse propensity score weighting)을 활용한 국소투영법 분석(Angrist, Jordà, and Kuersteiner 2018)에 따르면, 최근 두 번의 리스크오프 국면에서 예비적 약정을 보유한 신흥국은 유사한 기초여건을 가진 국가에 비해 스프레드 상승과 자본유출이 유의하게 더 작았음([참고 그림 II-15], 패널 2)
  - 이러한 결과는 충격이 잦은 환경에서(즉, 반복적인 스트레스 국면이 국제 무역 및 금융에 통합된 신흥국에 도전이 될 수 있는 환경(IMF 2023b)) 이들 수단의 가치가 더욱 높아질 수 있음을 시사함

[그림 II-15] 리스크오프 국면 중 IMF 예비적 수단과 그 역할

(단위: bp, GDP 대비 %)



주: 패널 1은 신규 FCL 또는 SLL 발표 이후의 스프레드 추정 변화를 EMBI(J.P. Morgan Emerging Market Bond Index)에 포함된 다른 신흥국과 비교해 보여줌. 패널 2는 국가 및 연도 고정효과를 포함한 국소투 영법의 충격반응함수를 보여줌.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 68, Figure 2.1.1

[참고 II-2] 통화정책체계 발전의 주요 이정표

- 효과적인 통화정책체계의 초석은 명확한 명목 기준과 물가안정에 대한 강력하고 신뢰할

## 수 있는 약속임

- 명목 기준은 국가마다 다를 수 있으나, 모든 경우에서 명확하고 신뢰할 수 있어야 하며 가격·임금 결정의 근거가 되어야 함
  - 지난 25년 동안 많은 신흥국 중앙은행은 통화정책체계를 현대화하는 데 상당한 진전을 이루었음
    - 때로는 시장 혼란으로 인해, 또 때로는 우호적 여건 덕분에 이러한 개혁이 촉진되었음
  - 이러한 개혁 중 많은 경우는 물가안정을 중앙은행의 핵심 책무로 자리잡게 했으며, 이는 종종 IMF 기술 지원의 뒷받침을 받음
  - 이번 참고는 주요 이정표들을 설명함
- 정치적 간섭 가능성을 제한하는 것은 물가안정에 대한 신뢰할 수 있는 약속을 확립하는 데 필수적임
- 일부 신흥국에서는 재정 개혁과 정부의 중앙은행 물가안정 목표 승인 등이 재정 우위 우려 완화에 보완적 역할을 했음
  - 규제·감독·거시건전성 체계에 대한 투자는 통화당국이 물가안정 목표를 수행할 수 있도록 하는 데에도 결정적이었음
    - 태국은행은 이러한 모범 사례로, 물가안정목표제(inflation targeting, IT) 도입이 태국 금융부문 정책의 야심찬 개혁과 함께 진행되어 상호 보완적 역할을 했음
- 통화정책체계에 따라 외환보유액을 충분히 구축하거나 환율의 적절한 역할을 명확히 하는 것도 중요한 이정표가 될 수 있음
- 특히 고정환율제에서 IT로 전환한 신흥국의 경우 환율 유연성 확대와 외환 개입 최소화는 매우 중요하며, 이는 특정 환율 수준을 목표로 한다는 오해를 피하고 '진정한' 명목 기준에 대한 혼란을 방지함
    - 칠레 중앙은행과 남아프리카공화국 준비은행은 환율 유연성과 제한적 외환 개입에 대한 강한 약속을 보여주는 대표적 사례임
- 또 다른 중요한 이정표는 중앙은행의 운영·기술·의사결정 체계의 발전임

- 많은 신흥국 중앙은행은 통화정책 파급경로에 핵심적인 은행 간·증권·기타 시장의 발전을 촉진하면서 유동성 관리와 단기금리 조정 운영 능력을 구축하는 데 있어 다양한 도전과제를 극복해왔음
  - 예컨대 조지아 국립은행은 IT 체계 발전을 지원하기 위해 이 분야에서 다양한 정책 개혁을 우선순위로 추진했음

○ **마지막 중요한 이정표는 통화정책 결정과 그 근거를 전달하는 강력한 소통 체계 구축임**

- 이 참고에 언급된 중앙은행을 포함한 많은 신흥국 중앙은행은 정례 기자회견, 정책 성명, 통화정책 보고서를 중심으로 정교한 소통 체계를 구축함
- 이러한 투자는 책임성을 강화하고 중앙은행의 목표와 반응함수에 대한 대중의 이해를 높이는 데 기여함

**[참고 II-3] 중앙은행 독립성 훼손의 거시경제적 효과**

○ **정치적 간섭 없이 통화정책을 집행하는 것은 중앙은행 독립성의 핵심 요소이며, 이는 기대 물가상승률을 안착시키고 물가안정을 보장하는 데 필수적임(Blinder 2000; Bernanke 2010; Fischer 2015; Ioannidou and others 2025)**

- 이 참고는 중앙은행 독립성 약화의 거시경제 효과를 분석함
- 중앙은행 총재가 임명·해임되는 과정이 명확한 규칙 기반 절차를 따르지 않고, 전문성을 우선적으로 고려하지 않으며, 중앙은행의 운영상 독립성을 보장하지 않을 때 발생하는 정치적 동기가 들어간 총재 교체 사례를 활용함

○ **2000년 이후 11개 선진국과 16개 신흥국의 총 134건의 총재 교체 사례를, 교체 당시 언론 보도에 정치적 개입과 정치적 동기가 언급되었는지를 기준으로 분류함**

- 정치적 동기의 교체는 신흥국에서 훨씬 흔했으며(50건, 전체의 약 절반), 선진국에서는 5건(전체의 8%)에 불과했음
- 또한 정치적 동기의 교체가 더 빈번한 국가일수록 기대 물가상승률 안착이

약화되며([참고 그림 II-16]), 이러한 국가에서는 기대 물가상승률이 목표를 약 1% 초과하고, 정치적 교체가 일반화된 국가에서는 2% 이상 초과함

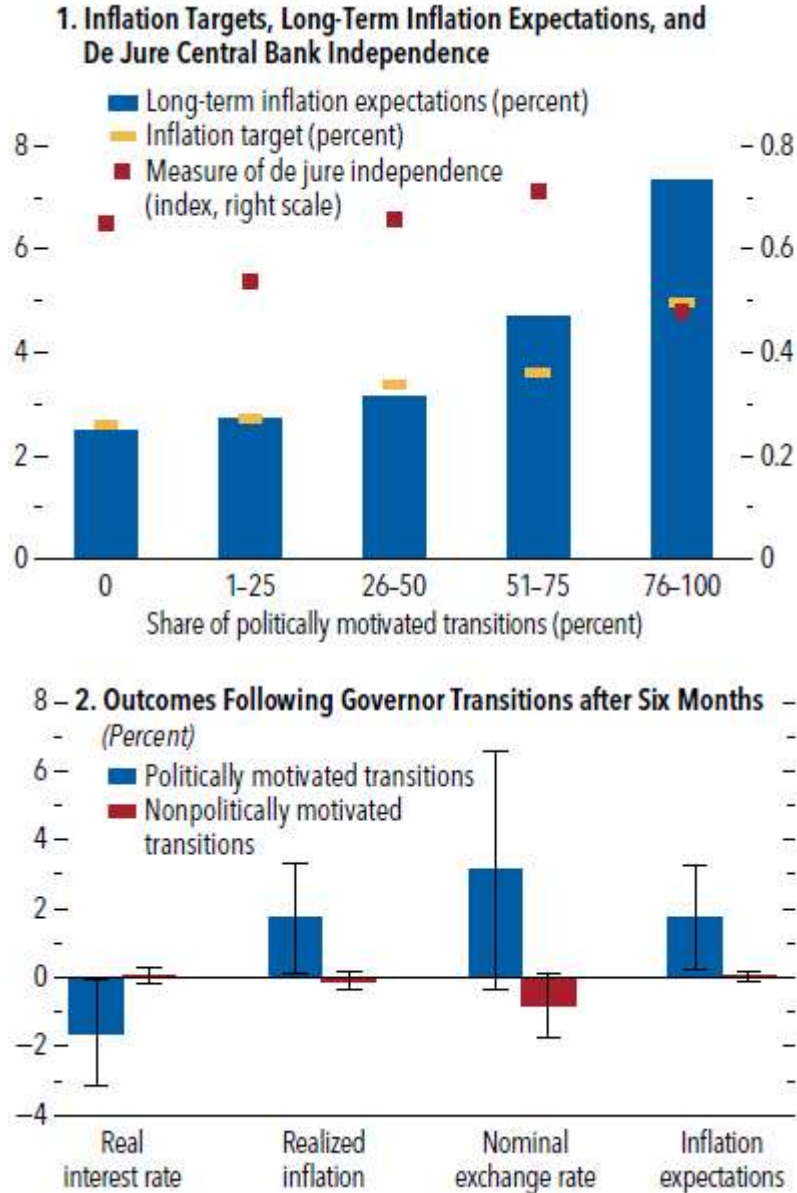
- 반면 정치적 교체가 없는 국가에서는 기대 물가상승률이 목표에 근접하게 유지됨
- 이 상관관계는 선진국과 신흥국 모두에서 성립함
- 반면 중앙은행 독립성에 대한 형식적 지표(Romelli 2024)와는 이러한 관계가 나타나지 않음

○ **정치적 동기의 총재 교체가 거시경제 변수에 미치는 영향을 파악하기 위해, 거시경제 변수 변화를 통제하고 국가 및 시점 고정효과를 포함한 이중차분 국소투영법(difference-in-differences local projections)(Dube and others 2023)을 수행함**

- 정치적 동기의 총재 교체 발생 6개월 후, 정치적 교체가 없었던 유사 기초여건 국가와 비교해 실질금리는 1.6%p 하락하고, 환율은 3.1% 절하되며, 물가상승률과 기대 물가상승률은 1.7%p 상승함
- 환율도 절하되는 경향이 있으나 통계적으로 유의하지는 않음
- 선진국에서는 정치적 동기의 교체 사례가 적어 국가 그룹별 차이를 강건하게 식별하기는 어려움
- 신흥국 결과는 전체 표본 결과와 매우 유사하며, 선진국의 경우 규모(기대 물가상승률·환율 절하)가 더 작거나 유의하지 않은 경우가 많음

[그림 II-16] 정치적 동기로 인한 총재 교체의 영향

(단위: %, 지수)



주: 패널 1에서 막대는 5년 앞 물가상승률 기대치 목표 대비 편차의 평균을, 노란 사각형은 물가상승률 목표를, 빨간 사각형은 Romelli(2024)의 법적 기준에 따른 중앙은행 독립성을 나타냄. 패널 2에서 막대는 정치적 동기에 따른 교체 이후 6개월 동안의 결과 변수 변화의 평균(파란 막대)과 정치적 동기가 없는 교체의 평균 변화(빨간 막대)를 보여줌.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 68, Figure 2.3.1

Ⅲ

**산업정책: 성장을 촉진하고 회복력을 강화하기 위한 상충 관계 대응**

- 각국은 특정 기업과 부문을 대상으로 공적 지원을 제공하여 자국 경제를 재편하려는 움직임을 점점 강화하고 있음
  - 그 동기는 매우 다양하지만, 대체로 미래 생산성과 성장을 높이고 에너지 등 핵심 부문에서 수입 의존도를 낮추기 위해 전략 산업을 육성하는 데 초점을 둠
- 이 장은 이론 모형, 실증 자료, 사례 연구를 활용하여 이러한 산업정책(industrial policy, IP)이 어떤 조건에서 성공 가능성이 가장 높은지를 분석함
  - 유치산업 논의에 기반한 정형화된 모형을 사용한 결과, 산업정책은 생산을 국내로 이전(onshore)하고, 더 많이 생산할수록 효율성이 높아지는 부문에서 국제 기술 첨단에 대한 추격을 돕는 역할을 할 수 있음
    - 그러나 이는 추격 단계에서 소비자 물가 상승이라는 비용을 수반하며, 기술 격차 규모, 기업의 학습 속도, 시장 규모 등 초기 조건에 민감함
    - 또한 이러한 정책은 상당한 공공지출을 초래할 수 있으며, 이는 많은 국가에서 채무가 높고 재정여력이 제한된 점을 고려할 때 중요한 요소임
  - 실증적으로는 최근 산업정책(주로 직접 지원과 보조금의 조합)이 집중된 부문의 성과 개선과 연관되어 있으나 그 규모는 작음
    - 더욱이 이러한 개입은 다른 부문에 파급되기 쉬우며, 이는 실증적으로 식별하기 어려움
  - 다부문 정량적 무역 모형을 사용해 전체 정책 영향을 분석한 결과, 개입의 비효율적 집중은 생산요소가 부문 간 이동하면서 전체 생산성을 낮출 수 있음
    - 예를 들어 광범위한 에너지 부문 보조금은 화석연료 수입 의존도를 낮추는 효과는 있을 수 있으나 비에너지 부문의 생산성을 저하할 수 있음
  - 종합하면, 이 장의 분석 결과는 정책입안자가 기회비용과 상충관계를 명확히 인식해야 함을 시사함
    - 산업정책이 집중된 부문의 생산을 늘릴 수는 있지만, 이는 재정 비용, 소비자 물가 상승, 잠재적인 자원의 비효율적 배분 등 다른 고려사항과 균형을 이루어야 함

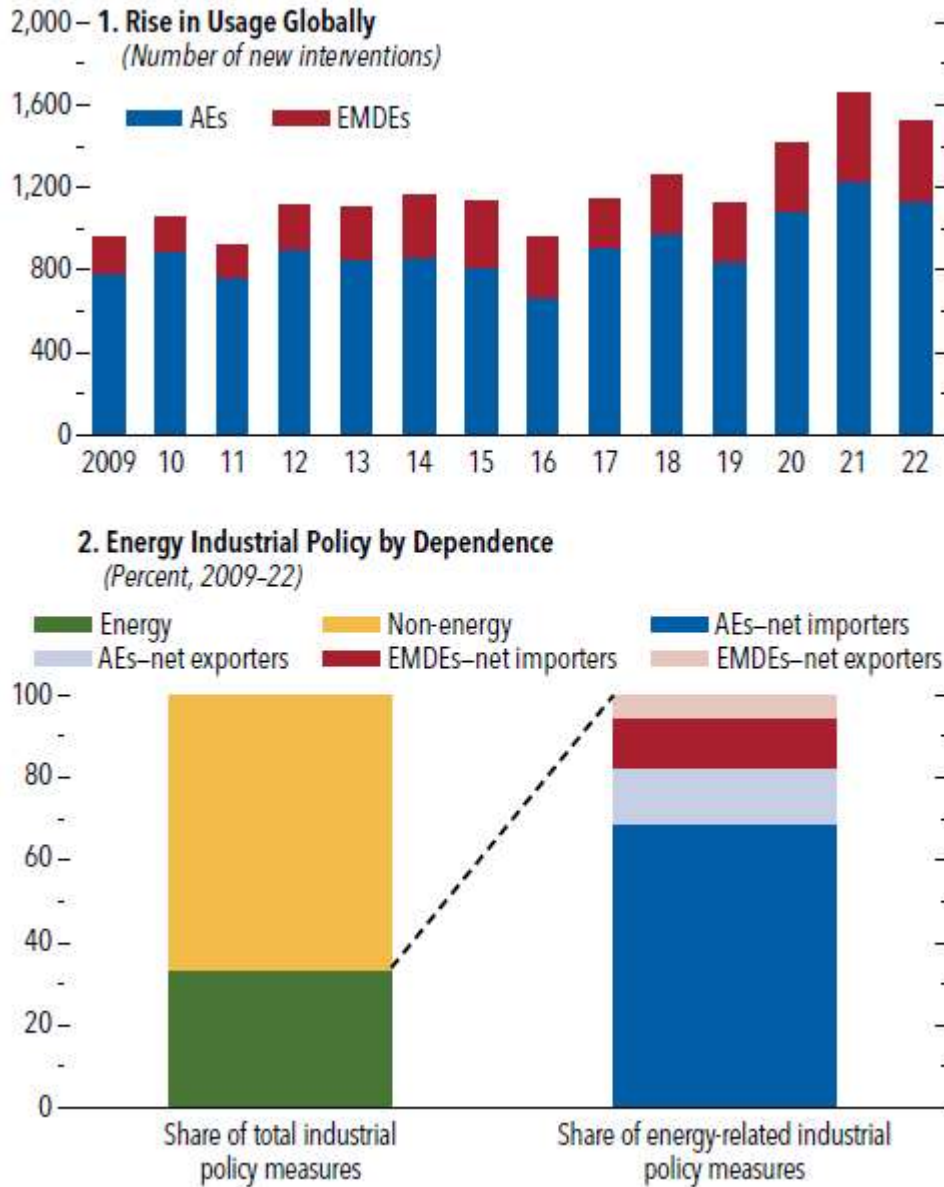
- 적절한 타기팅과 안전장치, 시장 규율, 보완적 구조개혁은 잘 설계된 산업정책 패키지의 핵심 요소임

## 1. 서론

- 세계 성장 둔화와 공급망·에너지 안보 교란 우려가 커지면서, 성장과 회복력을 강화하는 정책(산업정책 포함)에 대한 관심이 다시 높아지고 있음
  - 이러한 개입은 특정 산업 또는 기업에 보조금이나 기타 우대조치 등 공적 지원을 제공하여 구조적 변화를 촉진하려는 시도임
  - 특정 기업·부문을 직접 타기팅한다는 점이 산업정책의 특징으로, 구조개혁이나 거시경제정책처럼 경제 구조에 영향을 줄 수 있는 보다 일반적 조치는 산업정책에 해당하지 않음
  - 원칙적으로 산업정책은 생산능력 발전을 제약하는 시장 실패(예를 들어 부문 차원에서 생산 확대와 함께 비용이 하락하는 경우)를 완화할 수 있음
  - 실제로 산업정책은 다양한 형태를 띠며, 생산성 향상, 제조업 고용 보호, 지역 공급망 구축을 통한 회복력 강화, 에너지 등 핵심 부문의 자립 확보, 유치산업 육성을 통한 경제 다각화 등 매우 다양한 목표를 위해 활용됨
  - 지정학적 긴장 고조 속에서 산업정책은 점점 더 중요한 정책 도구로 부상함
- 2009년 이후 산업정책 신규 개입 건수는 크게 증가했으며, 특히 코로나19 팬데믹 이후 가속화되었고([그림 III-1], 패널 1), 에너지 부문에서 두드러짐
  - 2009~2022년 시행된 산업정책의 1/3은 최소 한 개 이상의 에너지 부문 상품을 정책대상에 포함하였으며, 이 중 약 80%는 에너지 의존도가 높은 국가에서 시행됨([그림 III-1], 패널 2)
  - 여러 국가가 화석연료 수입 의존도를 줄이고 자국의 전기에너지 전환(electrification)을 가속화하여 에너지 안보를 강화하기 위해 산업정책을 지원하고 있음

[그림 III-15] 산업정책의 국제적 변화

(단위: 신규 개입 수, %)



주: 산업정책은 Juhász and others(2022, 2025)의 텍스트 기반 접근법에 따라 국내 경제 구조를 변화시키기 위한 국가의 조치로 정의됨. 패널 1에서 막대는 선진국과 신흥국·개도국에서 새롭게 도입된 산업정책 조치의 수를 나타냄. 패널 2에서 첫 번째 막대는 에너지 관련 상품을 대상으로 하는 산업정책 조치의 비중을 보여주며, 두 번째 막대는 이러한 조치를 국가의 에너지 의존도와 소득 그룹별로 구분해 보여줌.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 76, Figure 3.1

- 이 장은 전 세계적으로 산업정책이 급증하는 가운데 국내 거시경제적 편익, 위험, 상충관계를 분석하기 위한 분석 체계를 제공함

- 분석은 부문 및 집계적 수준의 성과(부가가치, 생산성, 자원 배분)를 모두 고려하며 경제적 상충관계와 위험을 설명함
- 특히 에너지 부문은 일반적 원칙을 설명하는 동시에 산업정책의 중요한 특수 사례로 다뤄짐
  - 많은 국가가 청정 기술의 국내 생산을 촉진해 화석연료 수입 의존도를 낮추려는 목표를 가지고 있으며, 에너지 부문은 다른 부문과 연계가 깊어 경제 전반에 큰 영향을 미침
- 분석의 초점을 유지하고 다루기 쉽도록, 이 장은 산업정책의 국내 효과에 중점을 둠
  - 국내 효과가 정책입안자에게 가장 중요한 요소일 가능성이 높기 때문임

○ 이 장은 네 가지 주요 질문에 답함

- 최근 산업정책은 어떻게 진화했는가?
  - 어떤 유형의 산업정책 수단이 사용되고 있는가?
  - 그 주요 목적은 무엇인가?
- 산업정책의 경제적 정당성은 무엇이고 어떤 유형의 시장 실패를 해결하기 위한 것인가?
  - 이론과 실제에서 어떤 상충관계를 초래하는가?
  - 또한 산업정책에는 어떤 기회비용(다른 용도로 사용될 수 있는 재정 자원)이 존재하는가?
- 실증적으로 산업정책은 정책대상 부문에서 어떤 효과를 내는가?
  - 효과는 부문 및 기업 특성에 따라 어떻게 달라지는가?
  - 에너지 부문에 집중된 정책의 효과는 다른 부문에 비해 차이가 있는가?
- 산업정책의 일반균형 효과는 무엇인가?
  - 특정 부문의 영향이 자원 재배분을 통해 다른 부문으로 파급되는가?
  - 산업정책은 자원의 배분적 효율성을 왜곡해 부문 간 비효율적 배분을 악화시킬 수 있는가?
  - 에너지 부문 정책은 다른 부문 정책보다 더 나은 거시경제 성과를 제공하는가?

○ 이 질문에 답하기 위해, 이 장은 폭넓은 실증 분석, 모형 기반 시뮬레이션, 사례 분석을

## 활용하며, 주요 결과는 다음과 같음

### ■ 산업정책이 강하게 부활하고 있음

- 국가들은 다양한 국내 목표를 달성하기 위해 산업정책을 활용하고 있음
- 최근 산업정책은 대체로 상당한 규모의 보조금 형태를 띠며, 생산성 향상 및 기술 추격에서부터 고용 보호 및 에너지 등 핵심 부문의 자급자족까지 다양한 국내 목표를 지향함

### ■ 산업정책의 효과는 보장되지 않으며 설계·집행·거시경제 여건에 따라 크게 좌우됨

- 모형 시뮬레이션 및 실증 분석은 산업정책이 특히 생산이 확대될수록 생산성이 향상되는 부문에서 국내 산업 성장을 촉진할 수 있음을 보여줌
- 그러나 효과는 사전에 파악하기 어려운 부문별 특성(학습 속도, 시장 규모 등)에 민감함
- 후술할 한국과 브라질 사례는 적절한 타기팅, 신중한 집행, 보완 정책, 거시경제 안정이 성공의 핵심 요인임을 보여줌

### ■ 산업정책에는 경쟁 목표 간 상충관계가 수반됨

- 전략 부문 생산의 국내 이전은 장기간 소비자 물가 상승을 유발할 수 있음
- 또한 특정 목표 달성에는 상당한 재정지출이 필요할 수 있으며, 이는 큰 기회비용을 의미함
  - 예컨대 동일한 재정 자원을 세밀한 부문별 정보가 필요 없는 고수익의 구조개혁에 사용할 수도 있음

### ■ 산업정책의 부문 수준 성과가 전체 경제의 개선으로 이어지지 않는 수 있음

- 부문 성과가 긍정적이어도 산업정책은 비타기팅 부문에서 자원을 빼앗아 갈 수 있는데, 그 부문이 고생산성 부문이거나 규모의 경제가 크다면 경제 전체 생산성이 감소할 수 있음

## ○ 논의 순서는 다음과 같음

### ■ 먼저 최근 산업정책 증가를 정리함

- 이후 유치산업 보호에 대한 정형화된 모형을 제시하여 산업정책의 시점 간 상충관계와 위험을 설명함

- 또 에너지 부문에 대한 동태적 거시경제 모형을 통해 해당 부문에 집중된 산업정책과 관련된 상충관계를 분석함
- 사례연구는 모형의 메커니즘을 설명하고, 지원체계와 집행상의 과제를 제시함
- 다음으로 산업정책이 목표 부문과 국가·부문 간 상이하게 작용한다는 실증 증거를 제시함
- 이어 정량적 무역모형 분석은 산업정책이 비타기팅 부문으로의 파급효과를 발생시키고, 이것이 비효율적 배분 및 집계적 효과 약화를 초래할 수 있음을 보여줌
- 마지막으로 정책적 시사점을 제시하며 이 장을 마무리함

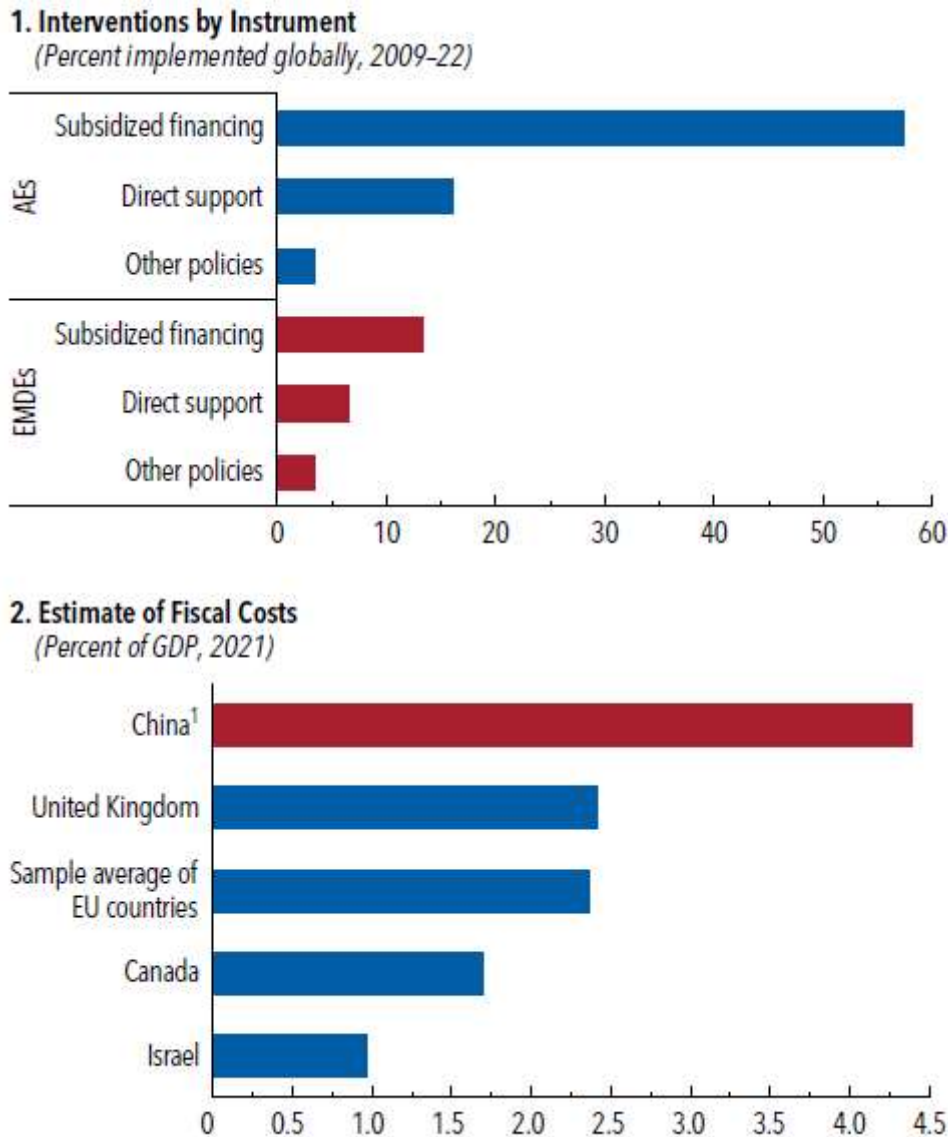
## 2. 산업정책의 효과

### ○ 산업정책의 부활은 보조금 기반 조치의 우세로 특징지어짐([그림 III-2], 패널 1)

- 여기에는 보조금 기반 금융지원(정책대상 기업·부문의 금융 제약을 완화하기 위한 대출보증, 이자지급 보조 등)과 직접 지원 조치(금융지원금·국가보조금 등)가 포함됨
- 선진국과 신흥국·개도국 모두에서 보조금 기반 금융지원과 직접 지원 조치가 전체 개입의 80% 이상을 차지하며, 관세·비관세 조치 등 기타 산업정책은 부수적 역할에 그침

[그림 III-16] 수단별, 추정 재정비용별 산업정책

(단위: %, GDP 대비 %)



주: 패널 1은 2009~2022년 동안 선진국과 신흥국·개도국에서 시행된 산업정책을 사용된 수단별로 분포해 보여 줌. '보조금 기반 금융지원'과 '직접 지원'은 보조금 기반 조치를 의미함. '기타 정책'은 관세 및 비관세 무역장벽을 모두 포함함. 이러한 정책 범주의 세부 분류는 온라인 부록 3.2에 제시됨. 패널 2는 이용 가능한 자료가 있는 일부 국가를 대상으로 산업정책 조치의 재정비용을 GDP 대비 비율로 추정한 값을 보여줌.  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 77, Figure 3.2

- 이러한 보조금은 매우 다양한 정책수단을 포함하고 국가별로 상이하며, 중앙정부·국영기업·지방정부 등 다양한 경로로 집행될 수 있어 전체 재정비용을 집계하는 것은 본질적으로 어려움

- 그럼에도 불구하고 가용 추정치(중국에 대한 새로운 추정([참고 III-1]) 포함)에 따르면 산업정책의 재정비용은 매우 크며, 연간 GDP 대비 수 %에 달함([그림 III-2], 패널 2)

## 가. 경제적 합리성과 동기

### ○ 산업정책의 경제적 정당성은 일반적으로 효율적 자원 배분을 가로막는 시장 실패를 교정하는 데 기반함

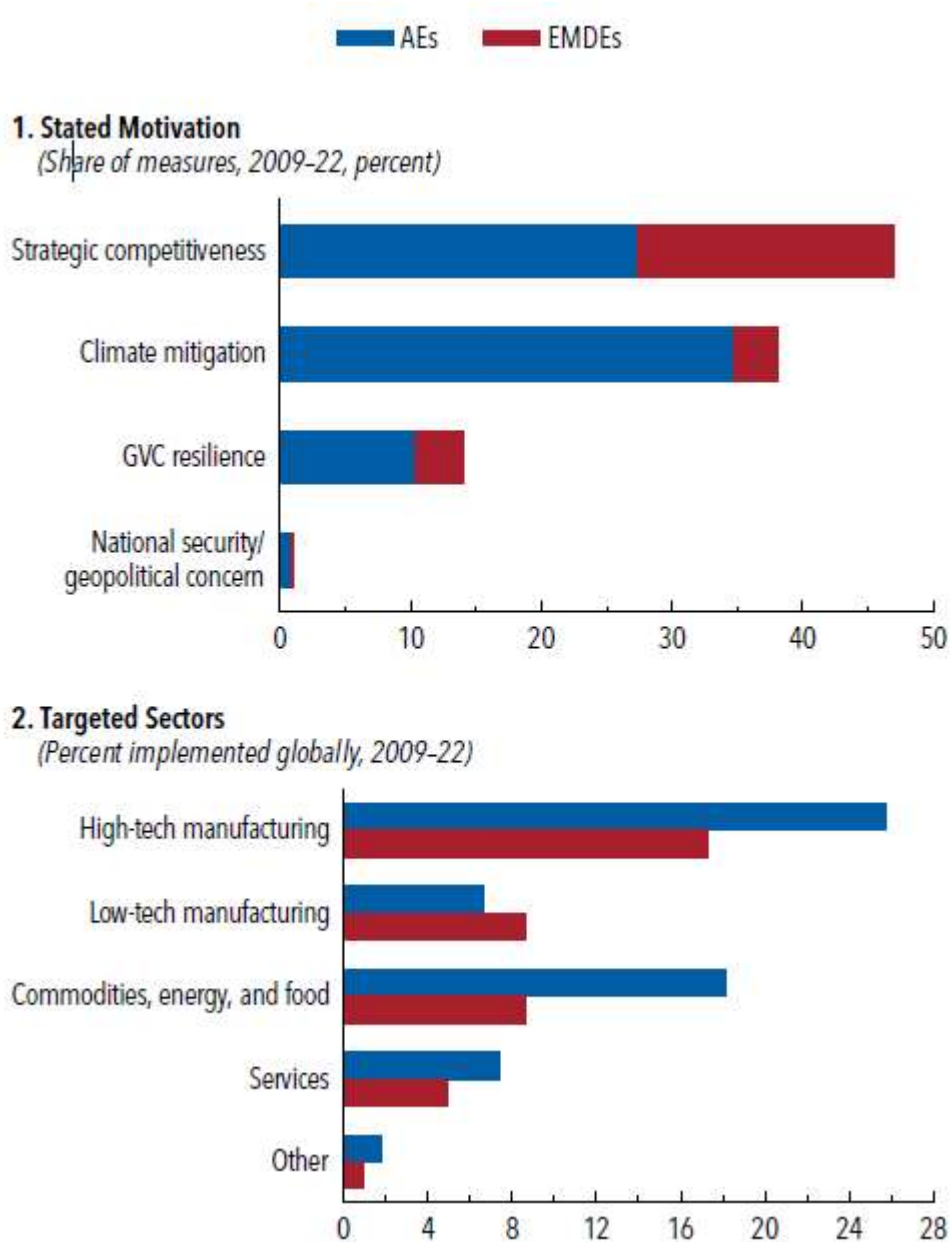
- 이 장의 분석은 유치산업(국내에서 초기 단계에 있으며 세계 기술 첨단에 뒤처져 있는 산업)에 초점을 둠
- 이러한 산업에서 생산이 확대될수록 생산비용이 하락한다면, 산업 확장을 지원하기 위한 타기팅된 공적 지원의 정당성이 생김
- 역사적으로 이러한 근거는 1970년대 브라질·한국 사례처럼 신흥국·개도국에서 두드러졌으나, 오늘날에는 선진국에서도 청정기술·반도체 등 세계 기술 첨단에 뒤처진 전략적 국내 산업을 지원하기 위해 점점 더 흔해지고 있음

### ○ 실제로 산업정책의 동기는 매우 다양하며 때로는 중첩됨

- 전략 부문의 경쟁력 강화는 선진국과 신흥국·개도국 모두에서 가장 중요한 개입 동기로 나타남([그림 III-3], 패널 1)
- 선진국에서는 기후변화 완화와 글로벌 가치사슬 회복력 강화도 주요 정책 목표임
- 국가안보·지정학 등 비경제적 요인은 표면적으로는 덜 강조되는 것처럼 보이지만, 실제로는 전략 산업 경쟁력 강화와 글로벌 가치사슬 회복력 제고 같은 대리 목표를 추진하는 데 기저 동기가 되는 경우가 많음(Aiyar and others 2023)

[그림 III-17] 산업정책의 동기와 정책대상 부문

(단위: %)



주: 패널 1은 이용 가능한 자료가 있는 조치들을 기준으로 2009~2022년 동안 정부가 새로운 산업정책을 도입한 명시적 동기를 보여줌. 패널 2는 2009~2022년 동안 선진국과 신흥국·개도국에서 산업정책 조치가 어느 부문을 타기팅했는지 그 분포를 보여줌.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 79, Figure 3.3

○ 부문별 산업정책 개입은 소득그룹별로 상이함

- 선진국은 주로 첨단 제조업과 에너지 부문에 집중함(그림 III-3, 패널 2)

- 반면 신흥국·개도국에서는 대상부문의 범위가 더 넓으며, 고·저기술 제조업, 에너지, 서비스 부문에 비교적 고르게 분포함

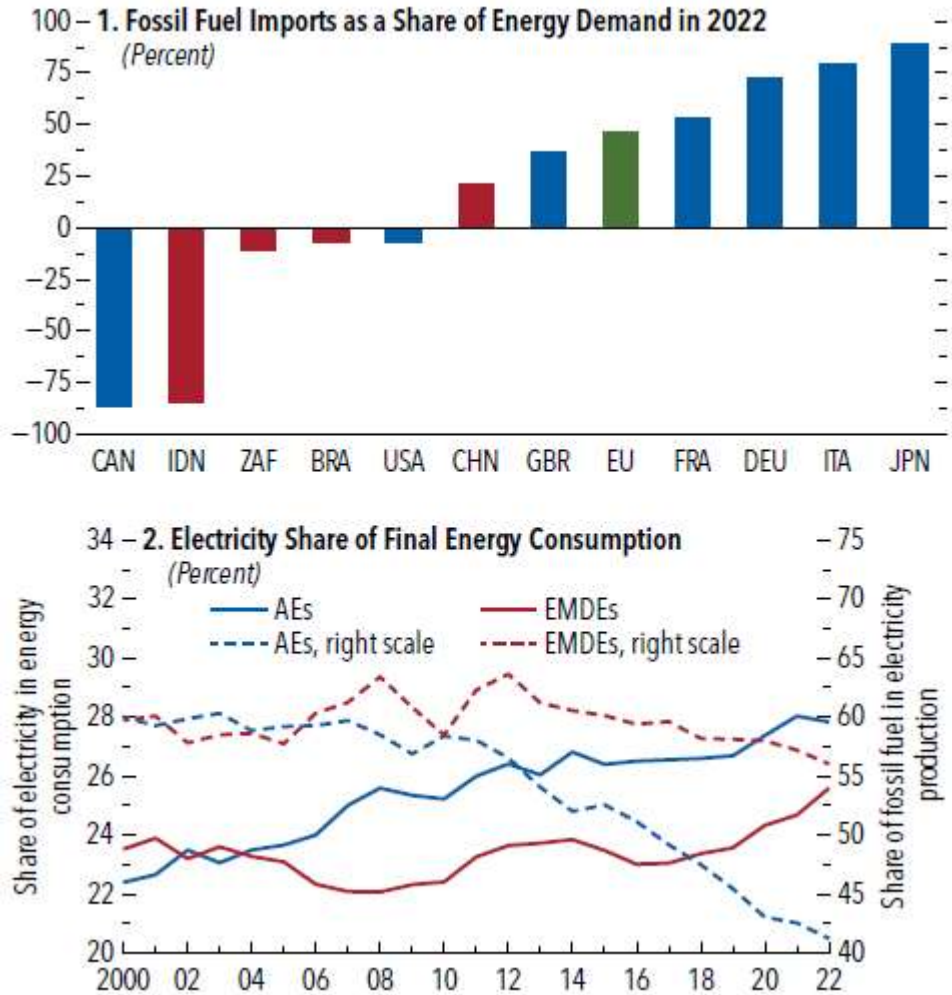
## 나. 에너지 독립과 전력 수요 증가

### ○ 지난 15년간 산업정책은 에너지 부문에 집중했음

- 이는 에너지 부문의 구조적 전환을 촉진하고 일부 국가에서는 온실가스 배출 감소를 지원하며, 순수출국에서는 에너지 생산 확대 또는 다변화를 추구하고, 에너지 독립을 강화하기 위한 것임
- 실제로 많은 순에너지수입국은 에너지 수요 충족을 위해 화석연료 수입에 크게 의존함
  - 일본은 에너지 수요의 80% 이상, EU는 약 50%, 중국은 약 20%가 화석연료 수입으로 충당됨(그림 III-4I, 패널 1)
- 에너지 수입은 많은 국가에서 비용 효율적일 수 있지만, 외부 충격에 대한 취약성 증가와 국가안보 및 회복력에 대한 위험을 높인다는 인식이 존재함

[그림 III-18] 에너지 안보와 전력 수요 증가에 대한 산업정책

(단위: %)



주: 패널 1은 에너지 수요 대비 에너지 수입을 나타냄. 에너지 수요는 생산 + 수입 - 수출 - 국제 해상 bunker - 국제 항공 bunker +/- 재고 변동으로 정의됨. 패널 2에서 표본은 34개 선진국과 27개 신흥국·개도국을 포함함. 선은 각 그룹 내 국가들의 단순 평균을 나타냄.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 79, Figure 3.4

○ 이러한 수입 의존도를 줄이기 위해 정책당국은 핵심 화석연료 사용을 전기로 대체하는 전략을 장려해왔고, 이는 최종 에너지 소비에서 전력 비중의 증가로 이어짐([그림 III-4], 패널 2)

- 동시에 전력 생산 자체도 화석연료 의존도가 감소했으며(특히 선진국에서 두드러짐(파란색 점선)) 재생에너지 등 신기술 채택이 빠르게 확대됨
- 산업정책은 또한 청정기술(주로 유치산업) 국내 제조 기반 구축을 지원하는 데 활용되는

경우가 많으며, 이는 다음 절에서 논의함

- 전력부문에 초점을 둔 또 다른 이유는 전기차, 데이터센터 등 신기술 확산으로 전력 수요가 급증하고 있기 때문임
  - 2030년까지 데이터센터 및 전기차의 전력 수요는 대부분 국가의 현재 전력 소비를 초과할 것으로 예상됨(Bogmans and others 2025; 온라인 부록 그림 3.2.2)

○ 이처럼 전략 산업의 생산을 국내로 이전하려는 관심이 높아지는 가운데, 다음 절에서는 세계 기술 첨단에 뒤처진 산업을 지원하는 이론적 근거를 살펴봄

- 이는 국내에서 초기 단계에 있는 산업을 지원함으로써 잠재적 효율성 향상을 도모한다는 유치산업 논의에 기초함

### 3. 유치산업 보호를 위한 산업정책

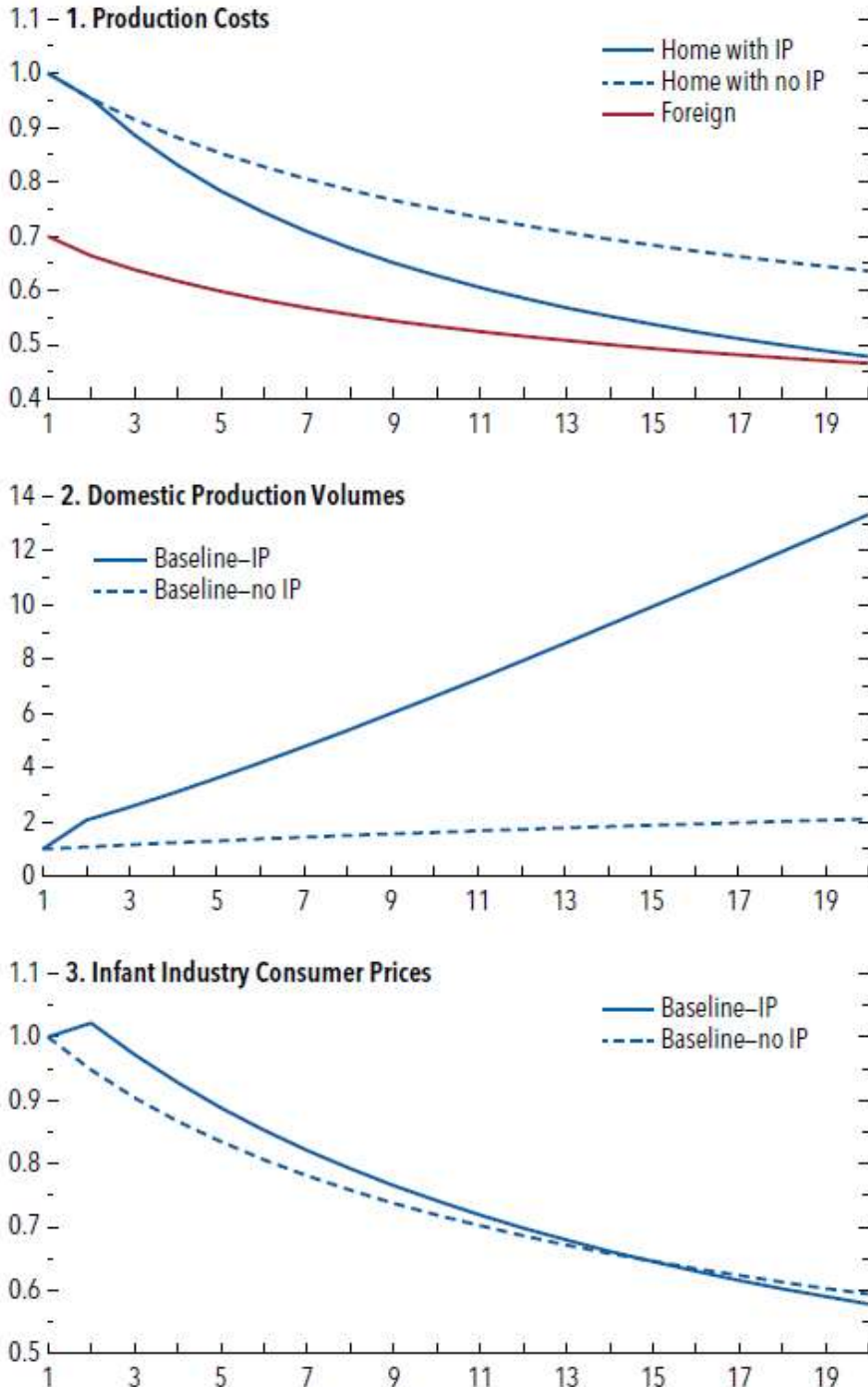
○ 두 국가와 부문별 학습효과 동학을 포함한 단순 정형화 모형은 산업정책을 통해 국가가 확보하려는 부문별 이익, 그에 수반되는 상충관계, 그리고 이러한 결과가 국가의 초기 여건에 어떻게 달려 있는지를 설명하는 데 활용됨

- 이 모형은 유치산업 보호 논의(Harrison and Rodríguez-Clare 2010; Melitz 2005; Redding 1999)에 기반함
- 세계 첨단 추격 가능성을 포착하기 위해 모형은 학습효과가 존재하는 초기 단계의 첨단 산업(유치산업)을 포함함
  - 유치산업에서는 생산 경험이 누적될수록 한계비용이 감소하는데, 이는 경제적 고려에 기반한 정책 개입의 정당성을 제공함
  - 다른 부문에는 학습효과가 없으며 성숙한 산업들의 집합을 나타냄
- 모형에는 두 국가가 존재함
  - 한 국가는 더 많은 생산 경험을 축적한 기술 선도국이고 초기 비용이 더 낮음
  - 모형 시뮬레이션은 항상 기술 추격국(자국)의 관점에서 이루어지며, 자국은 선도국 대비 30%의 비용 열위 상태에서 시작한다고 가정함

- 이는 유치산업 보호 및 학습효과 연구에서 기술 선도국과 추격국 간 비용 격차의 중간값과 대체로 일치함
  - 또한 선도국은 유치산업에서 자국보다 5배 많은 생산 경험을 축적한 것으로 가정됨
- **보조금과 무역 보호 조치를 혼합한 산업정책은 자국에서 첨단 제조 생산의 국내 이전을 유도할 수 있으나, 그에 수반되는 여러 동태적 효과가 존재함**
  - [그림 III-5]는 유치산업 부문에서 국제 첨단에 뒤처진 국가가 두 시나리오(해당 부문에 산업정책을 시행하는 시나리오(파란색 실선)와 시행하지 않는 기준선 시나리오(점선))에서 어떻게 다른 결과를 보이는지 비교함
- **산업정책이 시행되면 보조금과 무역 보호 덕분에 국내 생산은 10배 이상 증가함**
  - 국내 생산자는 생산 경험 누적으로 학습효과를 얻어 생산비용이 빠르게 하락함([그림 III-5], 패널 1, 2)
  - 그러나 이는 두 가지 비용을 수반함
    - 첫째, 산업정책이 시간이 지나며 국내 생산비용을 크게 낮추지만 소비자 물가는 일시적으로 상승하고 오랫동안 높은 수준을 유지함([그림 III-5], 패널 3)
      - 이는 무역 보호가 수입 물가를 상승시키고, 국내 생산비용이 추격 단계 동안 여전히 선도국 생산비용보다 높기 때문임
    - 둘째, 보조금은 재정 비용을 초래하며, 이는 다음 절에서 더 자세히 분석됨

[그림 III-19] 학습 속도에 의존하는 시점 간 상충관계

(단위: 1기 기준선=1)



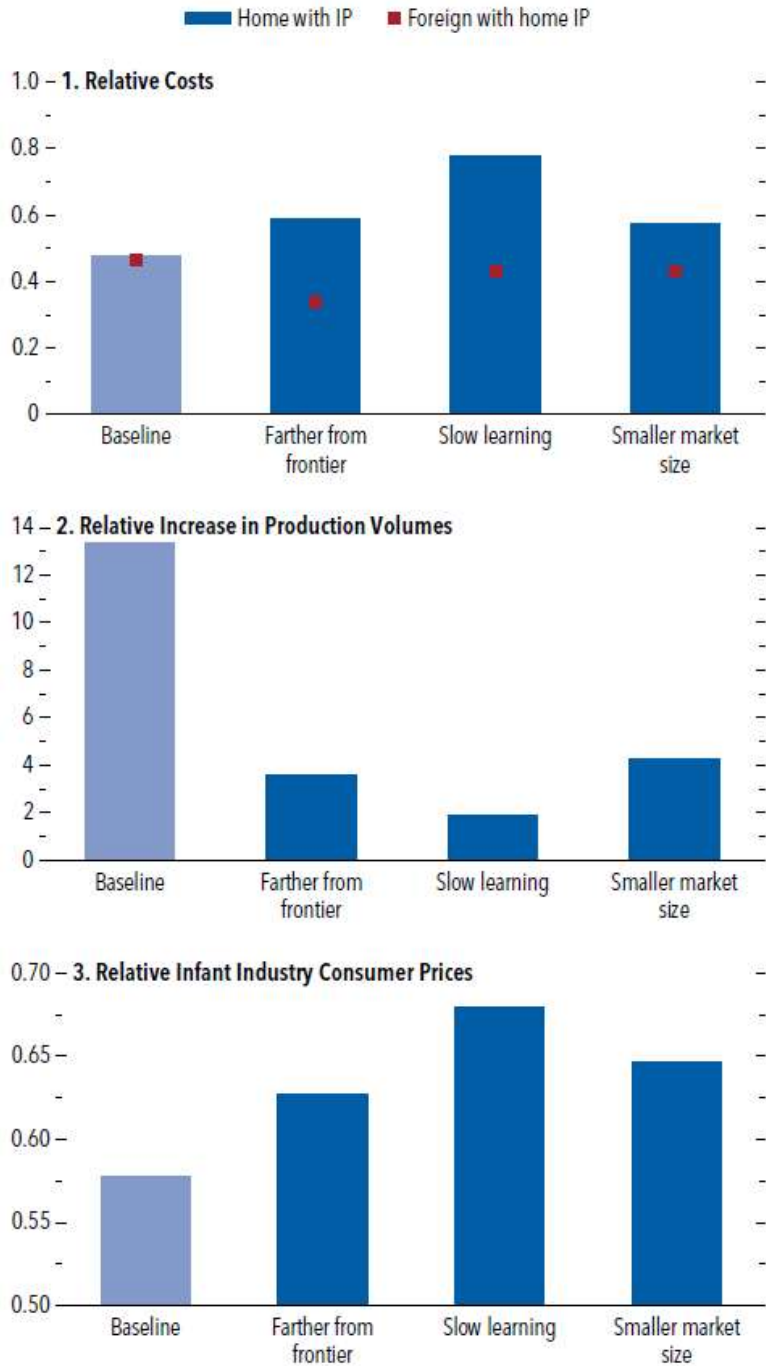
주: 이 그림은 정형화된 모형을 사용한 예시적 설명임. 1기는 산업정책이 없다고 가정했을 때의 모형 결과를 1기간 동안 시뮬레이션한 것으로, 따라서 1기의 결과는 두 시나리오에서 동일함. 산업정책 시나리오에서는 국내 경제가 2기 이후부터 12% 생산보조금과 10% 관세를 시행한다고 가정함. no-IP 시나리오에서는 1기 이후 어떤 산업정책도 시행되지 않는다고 가정함. 학습률은 19퍼센트임. 1기에서 생산비용, 생산량, 소비자물가를 각각 1로 정규화함.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 81, Figure 3.5

- **산업정책이 국내 생산을 확대하고 빠른 학습효과를 가능하게 하는 조건은 주요 모수와 초기 여건에 따라 달라짐**
  - [그림 III-6]은 동일한 산업정책 조합하에서 자국의 주요 부문 특성에 따라 기말 국내 생산비용, 생산량, 소비자 물가가 어떻게 달라지는지 보여줌
  - 앞선 실험 결과(열은 파란색)를 (1) 자국이 첨단에서 더 멀리 떨어져 시작하는 경우, (2) 학습속도가 더 느린 경우, (3) 수출시장 접근 불가 등 사유로 시장 규모가 더 작은 경우, 세 가지 반사실적 시나리오와 비교함

[그림 III-20] 산업정책의 장기 영향을 결정하는 핵심 부문 특성

(단위: 1기 기준선=1, 상대적 변화)



주: 막대는 1기 대비 20기에서 비용, 생산량, 소비자물가의 상대적 변화를 보여줌. “기술프런티어로부터 더 멀” 시나리오에서는 외국이 40%의 비용우위를 가짐. “느린 학습률” 시나리오에서는 자국의 학습률이 절반으로 가정됨, 그리고 “작은 시장 규모” 시나리오에서는 자국이 수출을 하지 못하는 것으로 가정됨. 패널 1의 빨간 사각형은 자국이 산업정책을 시행할 경우, 1기 대비 20기에서 외국의 상대적 비용 하락을 나타냄.  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 81, Figure 3.6

- (1) **첨단에서 더 멀리 떨어져 있을 경우 국내 생산비용은 더 천천히 하락하며, 생산 증가도 장기적으로 3.5배 증가에 그쳐, 국내 학습효과는 훨씬 적게 발생함**
  - 무역 보호로 가격이 상승했음에도 자국은 여전히 주로 수입에 의존함
  - 국내 생산비용 하락 속도가 느리기 때문에 소비자 물가 하락도 더 제한적임
  
- (2) **국내 생산자가 예상만큼 빠르게 학습하지 못할 경우 공적 지원은 의도한 효과를 내지 못할 수 있음**
  - 예를 들어 숙련 노동자 부족이 생산공정 개선을 제한하거나 외국 기술 확산 장벽이 기술 습득을 지연시키면 학습속도가 느려질 수 있음(Eugster and others 2022)
  - 만약 국내 학습속도가 선도국의 절반 수준이라면, 생산 증가에도 국내 비용은 선도국보다 느리게 하락하고 기술 첨단과의 비용 격차가 오히려 벌어져 장기적으로 80% 더 높은 수준에 머무름
  - 국내 생산량은 시간이 지나도 크게 증가하지 않으며, 소비자 물가 역시 더 오래 높은 수준을 유지함
  - 따라서 국내 소비도 기준선 시나리오에 비해 더 둔화된 상태로 남음
  
- (3) **시장 규모는 학습효과를 통한 생산비용 감소에 있어 산업정책의 핵심 요소임**
  - 마지막 반사실적 시나리오에서는 자국이 수출시장에 접근할 수 없다고 가정함
  - 이 경우 제한된 시장 규모가 국내 생산 확장을 제약함
  - 학습효과가 줄어들고 생산량 증가는 기준선 시나리오의 약 1/3에 그치며, 생산비용 하락도 더 느림
  
- **마지막으로 이 분석은 생산성 향상에 도움이 될 수 있는 비타기팅 구조정책의 보완적 기능을 반영하지 않았다는 점을 유의해야 함**
  - 추가 분석은 [참고 III-3]에서 논의함

## 4. 과거와 현재의 주요 산업정책에서의 교훈

- 앞 절의 정형화 모형은 산업정책이 부문 수준에서 수행하는 동태적 역할을 보여주었으며 그 영향이 많은 요인에 민감하게 반응함을 보였는데, 이번 절은 두 가지 핵심 적용 사례를 통해 해당 분석을 보다 현실적으로 보완하고자 함
  - 첫째, 유럽에서 청정기술 생산의 국내 이전을 목표로 한 에너지 안보 관련 산업정책에 대한 보다 상세한 시나리오 분석을 통해 잠재적 상충관계를 설명함
  - 둘째, 1970년대 브라질과 한국이라는 대표적 과거 사례를 재검토하여 산업정책 및 기타 보완정책의 적절한 설계와 집행에 대한 보다 세밀한 통찰을 제공함

### 가. 산업정책, 전력부문, 에너지 안보

- 많은 국가가 재생에너지로의 전환과 운송 등 핵심 부문의 전기에너지 전환을 통해 에너지 안보를 강화하려 하고 있음
  - 이는 청정기술 장비의 광범위한 채택을 필요로 하며, 이들 장비 상당 부분은 비용 측면에서 선도국인 중국에서 생산되고 있음
  - 이러한 산업이 유치산업 단계에 있기 때문에 EU와 기타 선진국에서는 전기차 및 재생전력 장비 생산을 국내로 이전하기 위한 방안으로 산업정책이 제안됨
  - 이러한 기술을 국내에서 제조하면 핵심 부문의 자립도가 높아지고 일자리 창출에도 기여함
  - 그러나 어떤 상충관계가 존재하는지 점검해야 함
- EU 사례에서 가능한 상충관계를 정량화하기 위해 앞 절의 유치산업 모형을 확장하고 청정기술 데이터에 맞춰 보정함
  - 이후 이를 에너지 부문을 세분화한 동태적 세계 모형인 Global Macroeconomic Model for the Energy Transition(GMMET)과 결합하여 2024~2035년 청정기술 채택과 부문 성과를 시뮬레이션함

## ○ 모형은 세 가지 정책 시나리오하에서 실행됨

- 기준선 시나리오는 2024년에 관찰된 산업정책 설정의 지속을 가정함
- 산업정책 부재(no-IP) 시나리오는 청정기술 부문의 기존 관세와 보조금의 전면 철폐를 가정함
- 국내이전 시나리오는 주요 선진국이 제조업의 국내 이전을 위해 생산 보조금을 확대한다고 가정함

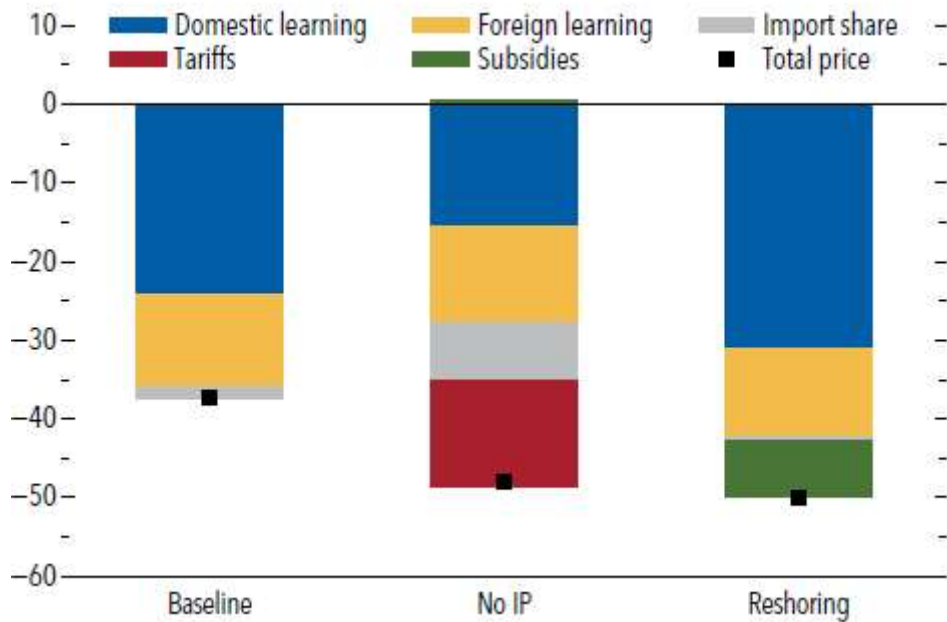
### 1) 가격, 기술도입(adoption) 및 국내이전

## ○ 학습효과는 향후 10년 동안 EU에서 청정기술 가격의 상당한 하락을 유도하지만 그 규모는 정책 시나리오별로 다르게 나타남([그림 III-7])

- no-IP 시나리오와 국내이전 시나리오는 모두 기준선 정책보다 더 큰 폭의 가격 하락을 초래함
  - no-IP 시나리오에서는 기존 관세 제거가 저비용 수입 증가를 유발해 추가적 가격 하락을 초래함
  - 반면 기준선 시나리오에서는 국내 기업의 생산량 증가와 학습효과로 인한 생산비용 감소가 가격 하락의 주요 요인임
  - 국내이전 시나리오에서는 더 큰 규모의 보조금이 국내 생산 증가를 더욱 확대해 이러한 효과가 국내에서 더욱 강화됨
- 그러나 국내 생산비용이 크게 감소함에도 기술 선도국의 비용은 계속 낮아지기 때문에 국내 비용이 여전히 더 높게 유지됨

[그림 III-21] EU 전기차 가격 하락 요인분해

(단위: 2024년~2035년 간 % 변화)



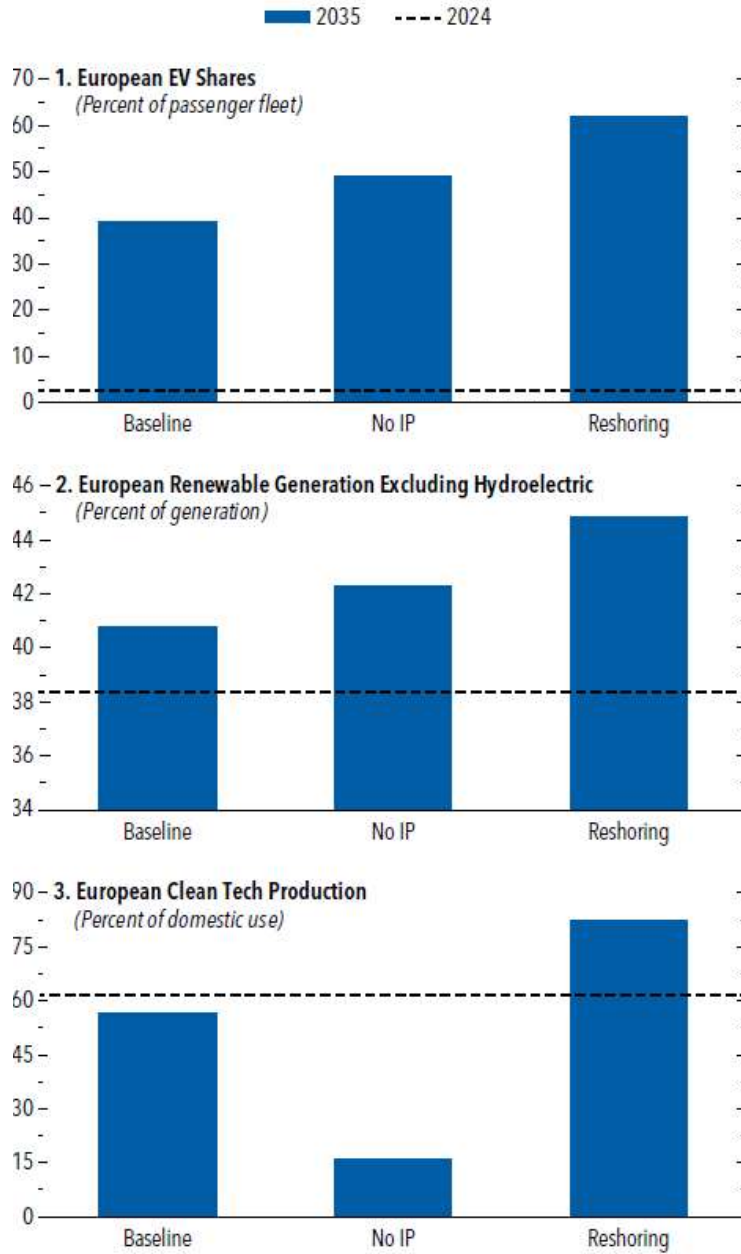
주: 그림은 현행추세하에서의 EU 전기차 가격 변화와, 두 개의 가상 시나리오에서의 가격 변화를 보여줌. 기준선 시나리오에서는 EU가 현행 산업정책을 유지함. no-IP 시나리오에서는 모든 산업정책이 2025년부터 철폐 됨. 국내이전 시나리오에서는 현행 무역보호조치에 더해 15% 생산보조금이 도입됨.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 83, Figure 3.7

- 세 정책 시나리오 모두에서 청정기술 가격 하락은 기술도입(uptake)을 유도하며([그림 III-8], 패널 1, 2), 이는 가격 하락 폭이 가장 큰 no-IP와 국내이전 시나리오에서 가장 두드러짐
- 시나리오 간 주요 차이는 청정기술 제조 기업의 국내 이전 정도에서 나타남([그림 III-8], 패널 3)
  - 기준선 시나리오에서는 유럽의 시장 규모가 상대적으로 작아 학습효과 축적 범위가 제한되면서 유럽의 국내 시장점유율이 하락함
  - no-IP 시나리오에서는 관세 철폐로 인해 국내 생산자가 저비용 수입업체에 밀려남
  - 국내이전 시나리오에서는 보조금과 누적 학습효과와의 결합을 통해 유럽이 상당한 자립도를 달성함

[그림 III-22] 시나리오 간 비교

(단위: %)



주: 국내이전 시나리오에서는 2025년부터 15% 전기차 보조금과 30% 재생에너지 생산보조금이 도입됨. 그 외 시나리오는 앞의 그림과 동일.

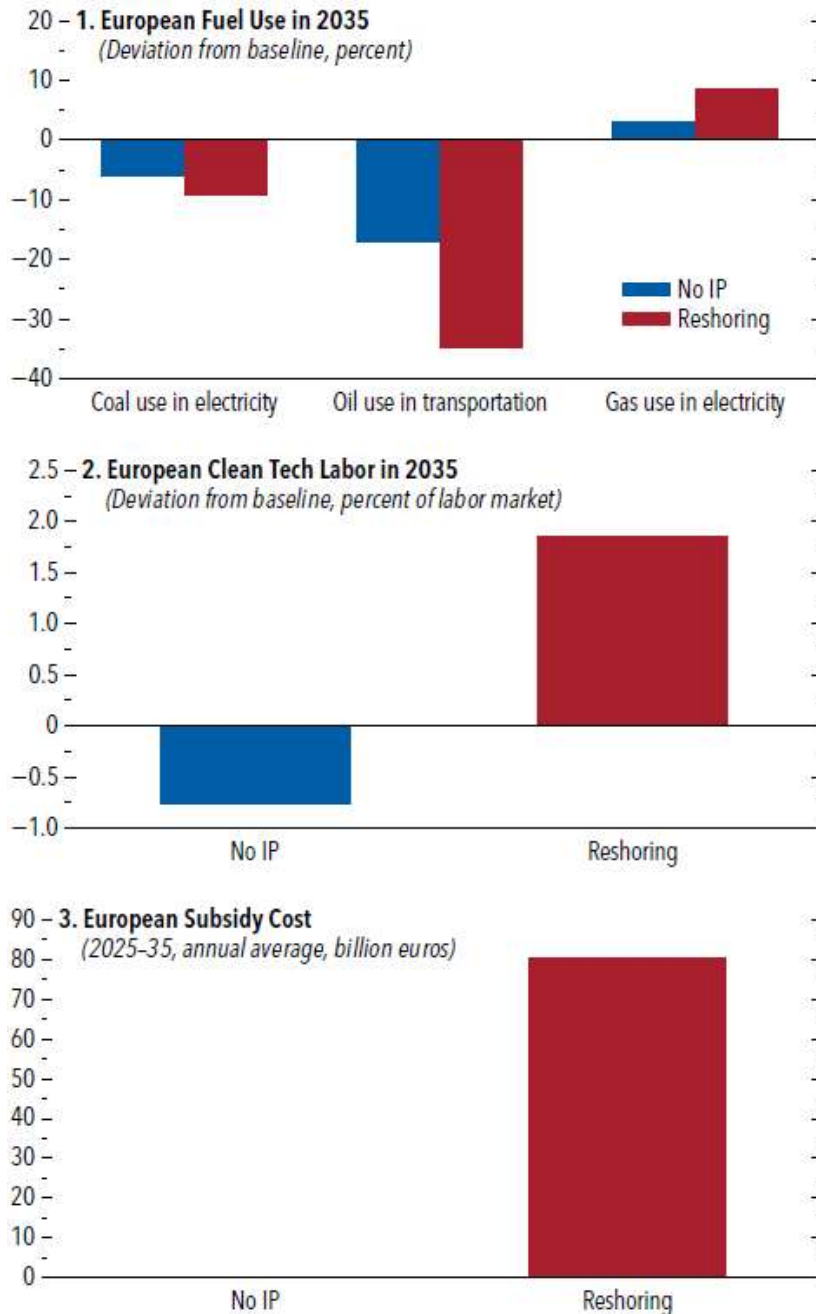
출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 84, Figure 3.8

## 2) 에너지 안보와 거시경제적 영향

- 청정기술 확산은 기준선 대비 국내이전과 no-IP 두 시나리오 모두에서 전력 생산 및 운송 부문의 화석연료 사용을 크게 감소시킴([그림 III-9], 패널 1)
  - 이는 두 정책 경로 모두 EU의 에너지 안보를 강화하고 화석연료 의존도를 낮춤
  
- 그러나 노동시장과 재정지출 측면에서는 두 시나리오 간 중요한 상충관계가 발생함([그림 III-9], 패널 2, 3)
  - no-IP 시나리오는 기준선 시나리오의 보조금이 사라졌지만, 수입이 지배적이 되면서 청정기술 제조업 고용이 경제활동인구 대비 0.5% 이상 감소함
  - 반면 국내이전 시나리오는 청정기술 제조업으로의 노동 재배분을 유발해 경제활동인구 대비 1%가 넘는 고용 증가가 나타남
  - 그러나 이러한 고용 증가는 부분적으로 환율 변동에 의해 다른 제조업 부문의 감소로 상쇄됨

[그림 III-23] 저렴한 청정 기술을 통한 화석 연료 사용 감축 시 상충관계

(단위: 기준선과의 편차, %, 10억유로)



주: 시나리오는 앞의 그림과 동일.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 84, Figure 3.9

- 국내이전은 또한 상당한 재정지출을 필요로 하며, 이는 2025~2035년 연평균 EU GDP 대비 연간 0.4%(약 800억유로)로 추정됨

- 이는 부문 내 일자리 1개당 약 3만유로에 해당하며, 현재 EU 예산의 절반에 근접하고 현행 농업보조금을 초과하는 규모임
- **종합하면 산업정책은 유럽이 청정기술 제조에서 자립도를 달성하고 해당 부문 고용을 보호하도록 도울 수 있으나, 매우 큰 재정 비용을 초래함**
  - 다만 모형 결과는 주요 가정에 민감함
    - 예를 들어 시뮬레이션은 유럽이 지난 10년간 중국에서 관찰된 학습속도와 유사한 속도를 달성한다고 가정함
      - 그러나 이는 보장되지 않으며, 학습속도가 더 느려지는 등 가정에서 벗어날 경우 앞 절에서 설명한 것처럼 상충관계는 더욱 악화될 것임
  - 실제 과거 경험은 산업정책이 항상 의도한 결과를 내지 않는다는 점을 보여주며, 다음 절에서 이에 대한 논의가 이어짐

## 나. 과거 사례 연구

- **부문별 산업 동학의 정형화 모형은 국내 학습속도와 시장 규모와 같은 핵심 모수가 산업정책에 고려해야 할 중요한 요소임을 시사함**
  - 그러나 이러한 모수가 실제 산업정책 결과를 어떻게 형성했는지, 그리고 정책 설계·집행·보완정책이 산업정책의 성공을 결정하는 데 어떤 역할을 하는지는 질문으로 남아 있음
- **이러한 질문에 답하기 위해 이번 절은 신흥국에서 널리 연구되고 대표성이 높은 두 역사적 사례(브라질과 한국)를 검토함**
  - 1970년대 두 국가는 특정 전략 부문의 구조 전환을 촉진하기 위해 현대 산업전략에서 확인되는 정책수단과 유사한 대규모 산업정책을 채택함(온라인 부록 3.5)
  - 그러나 양국의 접근 방식은 크게 달랐음
    - 브라질은 주로 수입대체 산업화에 중점을 두고 국영기업을 주요 집행수단으로 활용한 반면, 한국은 대규모 민간 기업집단(재벌)을 기반으로 한 수출지향 모델을 추구함

- 한국의 경험은 전반적으로 더 성공적이었다는 평가가 많으며(비교 분석은 Ocampo and Porcile(2020) 참조), 이는 해당 기간 제조업 부가가치와 실질 GDP에서 더 높은 성장률이 나타난 데서도 드러남(온라인 부록 3.5.1)
- 최근 한국 사례를 분석한 실증 연구는 산업정책이 집중된 산업의 확장을 촉진하고 국제경쟁력을 강화했으며, 다른 부문에도 긍정적 파급효과를 창출했다는 인과적 증거를 제시함(Choi and Shim 2024a; Lane 2025)
- 또 다른 분석에서는 보조금을 받은 기업이 보조금 종료 후 최대 30년 동안 보조금을 받지 않은 기업보다 더 빠르게 성장했다는 결과가 제시됨(Choi and Levchenko 2024)
  - 다만 일부 문헌에서는 상반된 시각도 존재함

## 1) 정책 설계

### ○ 양국 경험의 비교는 우수한 정책 설계의 역할이 핵심적임을 보여줌

- 여기에는 국내 학습효과 조성, 기업이 효율적 생산 규모에 도달할 수 있을 만큼 충분히 큰 시장 타기팅, 높은 잠재수익 또는 긍정적 외부효과가 존재하는 분야에 대한 지원 등이 포함됨
- 한국에서는 공장 현장의 경험적 학습을 강조하는 정책이 의도적으로 추진됨
  - 재벌은 외국 기술을 흡수하고 국내 역량을 구축하기 위해 공장 관리자보다 급여를 받는 엔지니어를 더 많이 활용함
- 반면 브라질의 산업정책은 국영기업을 통해 시행되었으며 한국의 학습효과 중심 모델에서 핵심적이었던 민간부문 참여가 부족했음(Peres and Primi 2019)
- 수출지향 전략을 채택한 한국에서는 재벌이 세계시장에 접근해 규모의 경제를 활용할 수 있었던 반면, 브라질에서는 수입대체 정책이 국영기업을 작은 국내시장에 묶어두어 생산량 확대가 제한됨
- 또한 한국은 군사 및 산업 현대화에 핵심적이며 기술적으로 달성 가능한 분야를 선정해 지원했으며, 이는 일본의 1958~1968년 개발 경험에서 교훈을 얻은 것이었음

## 2) 정책 집행

- 두 사례는 경쟁 촉진, 역량 있는 집행기관 활용, 성공 또는 실패 평가를 위한 객관적 기준 설정, 정책 실패 비용을 제한하기 위한 안전장치(예: 일몰조항) 도입 등 정책 집행의 신중함이 중요함을 보여줌
  - 브라질의 국영기업이 제한된 경쟁에 직면했던 것과 달리, 한국 사례에서는 국내 및 국제 경쟁이 핵심이었고 시장 규율을 보장함
    - 예를 들어 정부는 부문 내 여러 기업을 지원하며 시장이 승자를 결정하도록 허용했음
      - 이는 자동차 산업 초기 단계에서 두드러졌으며, 여러 신규 기업이 정부 지원을 받으며 경쟁했고 이후 현대가 지배적 기업으로 부상함
  - 또한 한국에서는 산업정책 거버넌스가 제도화되었음
    - 고위 관료가 주재하고 학계·금융계·산업계 대표가 참여하는 월간 수출진흥회의는 감독과 성과 검토를 위한 구조화된 포럼으로 작동함
    - 수출 목표는 국가자원 배분의 기준이자 사실상 일몰조항 역할을 했는데, 목표를 달성하지 못한 기업은 규모나 정치적 영향력과 관계없이 국가 지원을 상실할 위험에 직면함
  - 브라질은 한국과 유사한 산업정책 거버넌스 체계나 안전장치가 부족했음

## 3) 보완정책

- 마지막으로 두 사례는 구조개혁([참고 III-3])과 거시경제 안정성이 수행하는 필수적 역할을 보여줌
  - 한국에서는 산업정책 추진 이전에 실시된 반부패 캠페인이 모든 재벌이 법치주의의 적용을 받는다는 신호를 제공함
  - 또한 정부는 산업단지에 투자하고 필수 원자재 및 자본재의 수입을 용이하게 해 국내 생산을 지원함
  - 아울러 기술 엔지니어 및 생산인력 수요 증가에 대응하기 위해 교육체계를 강화함

- 한국에서는 토지개혁이 산업정책에 앞서 진행되었지만 브라질에서는 그렇지 않았음(de Bolle, Cohen-Setton, and Sarsenbayev 2025)
- 게다가 브라질에서는 분절된 예산과정, 대외 차입에 대한 높은 의존도, 그리고 지속적인 거시경제 불안정(고평가된 환율 및 물가상승률 급등을 포함)이 결국 1980년대 외채 위기로 이어져 산업정책 전략의 효과를 약화시킴

## 5. 산업정책과 부문 성과

- 이번 절은 산업정책과 경제 성과(투입-산출 연계를 통해 정책대상 부문 성과와 부문 간 파급효과 모두)의 연관성을 추정함

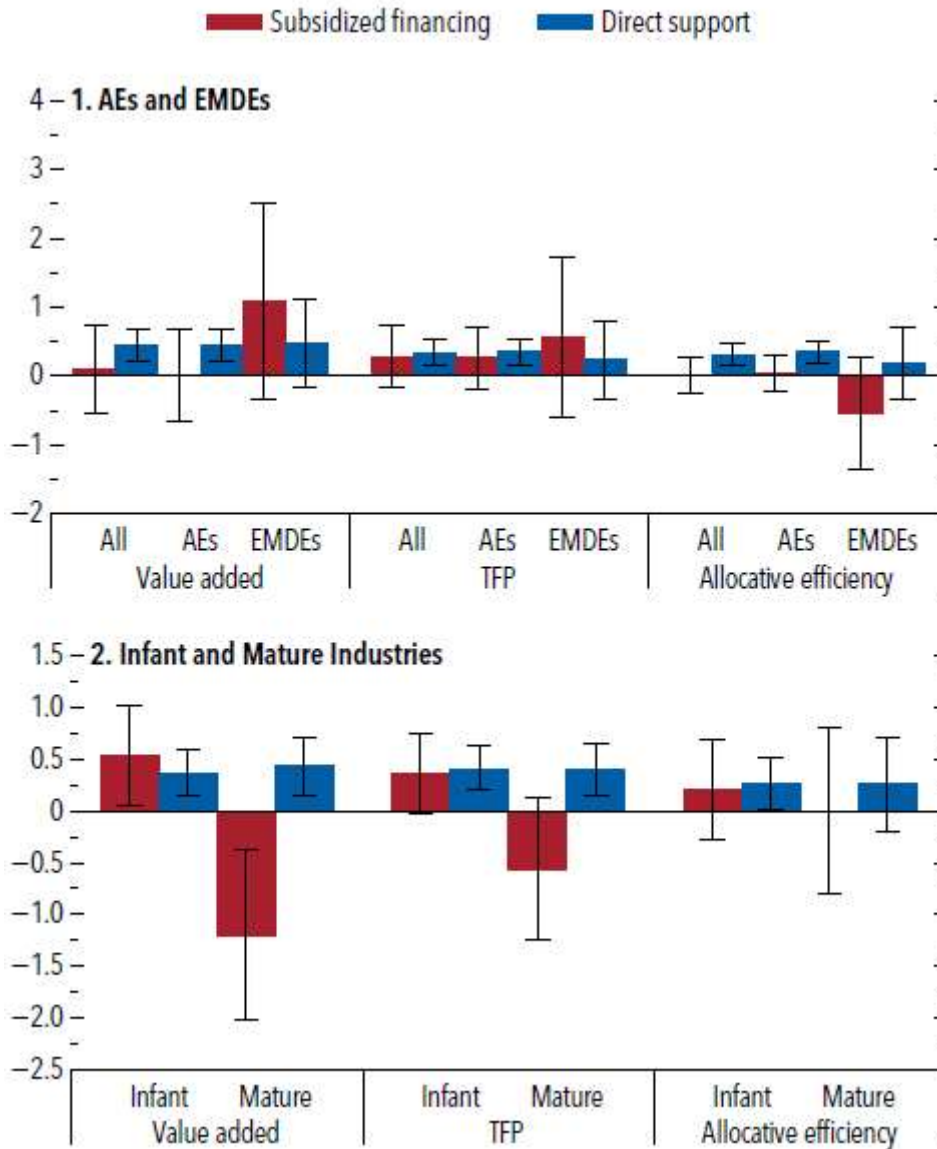
### 가. 산업정책과 정책대상 부문 성과

- 정책대상 부문에서 경제 성과가 개선되지만 그 규모는 작음
  - [그림 III-10], 패널 1에서 보이듯이 직접 지원 산업정책은 부가가치, 생산성, 산업 내 기업 간 배분적 효율성을 개선하는 것으로 나타나며, 이는 기존 연구 결과와 일치함(Baquie and others 2025)
  - 보조금 기반 금융지원도 같은 부호의 추정치를 보이지만 통계적으로 유의하지는 않음
  - 규모 측면에서는 직접 지원 조치 1건이 시행 3년 후 정책대상 부문의 부가가치를 약 0.5% 높이고 총요소생산성(TFP)을 0.3% 높이는 것과 연관됨
    - 이는 표본에서 산업 부가가치가 연평균 6.5%, TFP가 연평균 약 4% 증가하는 점을 고려하면 상대적으로 작은 효과임
  - 이들 결과는 보조금 산업정책 이후 자본축적과 고용 증가가 일어남을 반영함(온라인 부록 3.6 참조)
- 또한 산업정책과 경제 성과의 관계가 국가 소득 수준별로 다른지를 분석한 결과 두 가지 사실이 나타남([그림 III-10], 패널 1)

- 첫째, 직접 지원은 선진국에서 중기적으로 부가가치·생산성·배분적 효율성 개선과 연관되지만 신흥국·개도국에서는 그렇지 않음
- 둘째, 보조금 기반 금융지원은 신흥국에서 배분적 효율성 감소와 연관되나 통계적으로 유의하지는 않음
- 추가적인 직접 지원 1건은 선진국에서 배분적 효율성을 0.3% 높이는 것과 연관되지만, 금융지원 1건은 신흥국·개도국에서 배분적 효율성을 0.5% 낮추는 것과 연관됨([참고 III-1]의 중국 논의 참조)
- 이들 결과는 산업정책의 핵심적인 보완 사항인 거버넌스의 질 및 제도 역량 개선을 위한 개혁과 같은 보완적·수평적 정책의 역할([참고 III-3]) 또는 교육 수준의 차이를 반영할 수 있음(Deléchat and others 2024)
- 또한 이는 정부가, 초기 규모가 작고 생산성이 낮은 기업이 생산을 확대하고 학습효과를 축적하도록 유인하는 과정에서 발생하는 일시적·비효율적 배분 증가를 반영할 수도 있음(Kim, Lee, and Shin 2021; Choi and Levchenko 2024)

[그림 III-24] 산업정책과 정책대상 부문의 중기 성과

(단위: %)



주: 산업정책의 영향을 국소투영법을 사용해 추정함. 종속변수는 정책 시행 3년 후의 부가가치, 총요소생산성, 또는 배분적 효율성의 로그 차분임. 주요 독립 변수는 해당 부문에 집중된 보조금 및 직접 지원 산업정책 수의 변화임

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 87, Figure 3.10

○ 다음으로 표본을 유치산업과 성숙산업으로 구분함([그림 III-10], 패널 2)

- 유치산업은 업력이 짧고 금융제약이 큰 기업의 비중이 높고 세계 생산성 침단에 상대적으로 가까운 산업으로 정의함

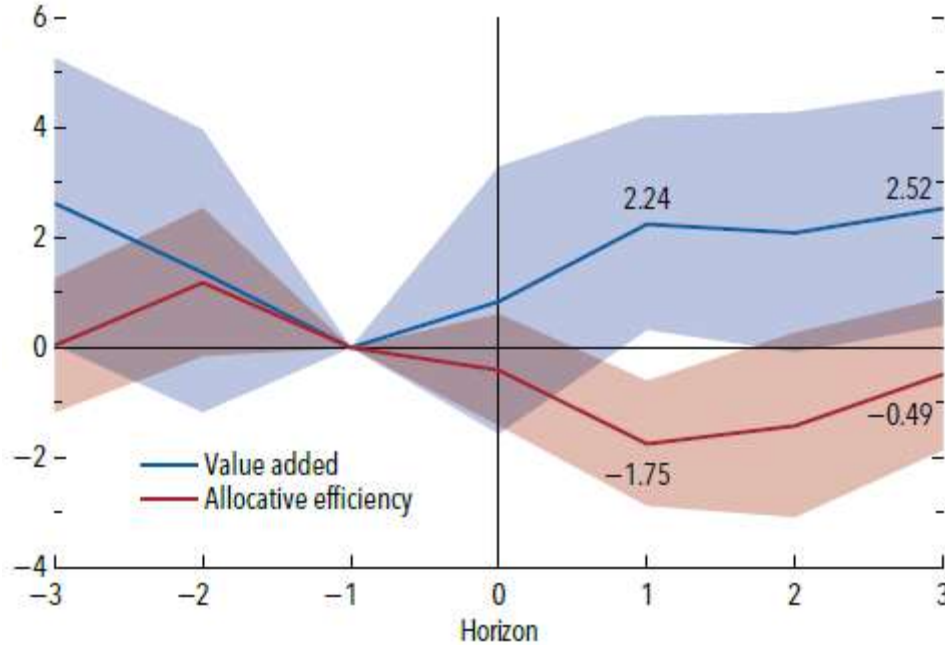
- 직접 지원은 부문별로 유사한 효과를 보이나, 보조금 기반 금융지원은 유치산업에서만 긍정적 효과를 보임
- 추정 결과, 충격 발생 3년 후 추가적인 금융지원 1건은 유치산업 부가가치를 0.5% 증가시키고, 성숙산업에서는 1.2% 감소시키는 것과 연관됨
  - 이는 업력이 짧고 생산성이 높은 기업·산업의 자본축적과 관련해 금융 마찰의 중요성을 반영하는 것으로 보임(Machado Parente and others 2025)

## 나. 에너지 부문 산업정책과 전방산업 부문 성과

- 많은 산업정책이 에너지 부문에 집중하는데, 에너지가 핵심 생산요소이므로 경제 전체로 파급될 가능성이 큼
  - 추정 결과, 추가적인 직접 지원 조치 1건은 정책 시행 후 1년 내 정책대상 에너지 부문의 TFP를 0.7% 높이는 것과 연관됨(온라인 부록 그림 3.6.5, 패널 1)
  - 이 생산성 개선은 시간이 지나면서 더 생산적인 에너지 공급자로부터 에너지를 구매하는 방식으로 전방산업(downstream) 부문으로 파급됨
  - 에너지 부문에 대한 직접 지원 조치 1건은 충격 발생 1~3년 후 전방산업 부문의 부가가치를 2.5% 증가시키는 것과 연관됨([그림 III-11])
  - 그러나 이는 전방산업 부문의 배분적 효율성을 일시적으로 1.7% 감소시키는 것과도 연관됨
  - 이러한 결과는 에너지 비용 비중이 기업 간 상이하다는 점을 반영할 수 있으며, 에너지 가격 하락의 혜택을 가장 많이 받는 기업이 반드시 가장 생산적인 기업은 아닐 수 있음을 시사함(Aterido, Iooty, and Melecky 2025; Fontagné, Martin, and Orefice 2024)

[그림 III-25] 에너지 부문 산업정책의 전방산업 부문 영향

(단위: %)



주: 이 그림은 산업정책의 영향을 국소투영법을 사용해 추정함. 종속변수는 특정 기간 동안의 부가가치와 배분적 효율성의 로그 차분임. 0은 산업정책이 도입되는 시점에 대응하는 단기를 의미함(자세한 내용은 온라인 부록 3.6 참조). 주요 독립변수는 후방 에너지 부문에서의 직접 지원 산업정책 수의 변화임.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 88, Figure 3.11

○ 산업정책이 집중된 부문 외 전체 경제에 대한 영향이라는 더 큰 질문이 존재함

- 부문 간 연계와 파급효과 때문에 산업정책의 일반균형 효과는 부문 차원의 효과와 상당히 다를 수 있음
- 다음 절에서는 이에 대해 분석함

6. 부문 간 파급효과와 총량적 효과

○ 부문 간 파급효과와 산업정책의 총량적 영향을 분석하기 위해 정량적 무역 모형을 사용함(Hodge and others 2024; Ju and others 2024; Lashkaripour and Lugovskyy 2023; Rotunno and Ruta 2025와 유사)

- 이 모형은 노동을 유일한 생산요소로 두고, 부문 간·국가 간 투입 연계를 가진 20개 세분화된 부문을 포함함

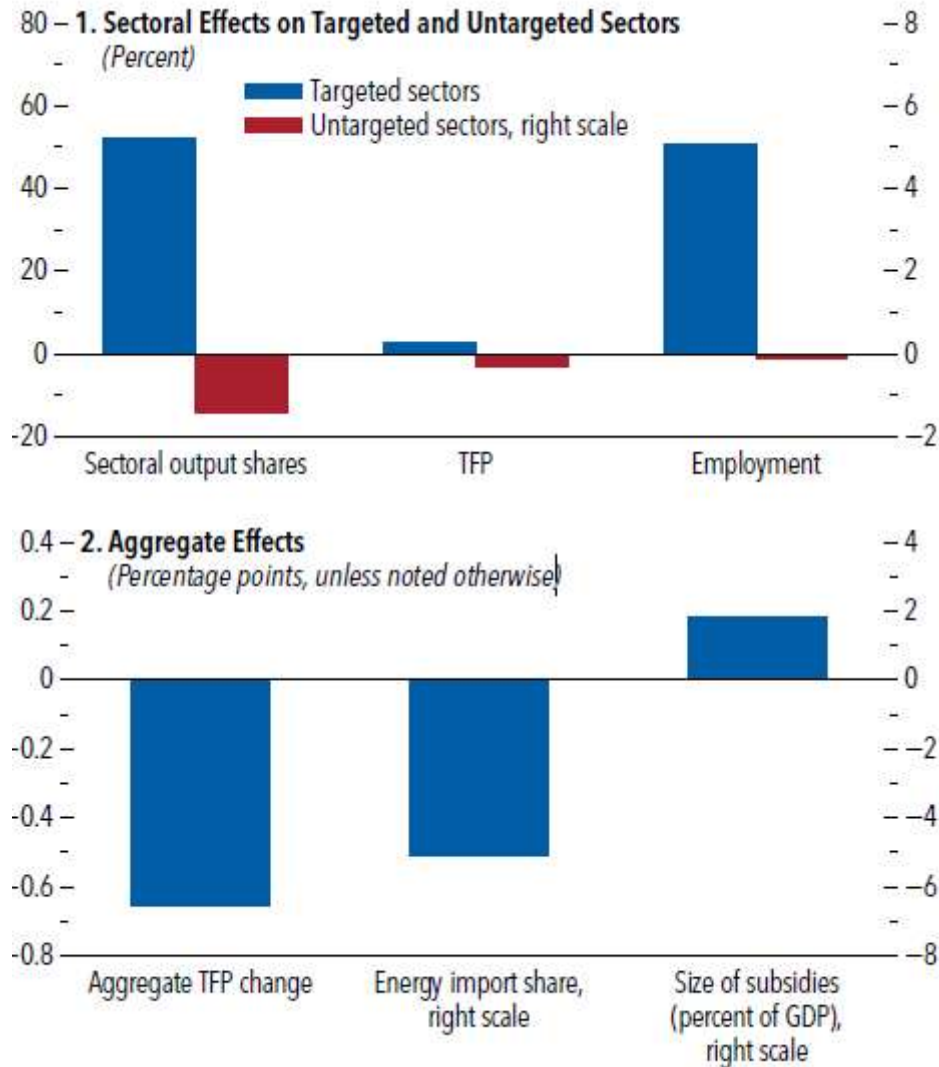
- 부문 수준에서 기업이 생산·고용을 결정할 때 외부 규모의 경제가 내부화되지 않아 산업정책의 정당성이 생김
- 이 절에서 분석하는 시나리오에서는 모든 선진국이 산업정책을 시행하며 해당 국가 그룹의 국내 결과에 초점을 둠

## 가. 한 부문에서의 산업정책: 에너지 부문

- 첫 번째 시나리오는 에너지 부문의 산업정책이 부문 간에 미치는 효과에 초점을 둠
  - 에너지 부문에서 외부효과를 교정하는 보조금을 시행하면 고용이 증가하면서 해당 부문 산출량이 50% 이상 증가함
  - 이 부문은 규모 수익 체증이 존재하므로 부문 TFP가 약 3% 상승함([그림 III-12], 패널 1)
  - 그러나 고용 증가로 인해 비에너지 부문에서 노동이 빠져나감
  - 일부 비타기팅 부문도 규모 수익 체증이 존재하므로 노동의 이동은 해당 부문의 TFP를 감소시킴

[그림 III-26] 에너지 부문 산업정책의 부문적 및 집계적 영향

(단위: %, %p)



주: 이 그림은 정량적 무역모형의 추정치를 이용하여 에너지 산업정책 시나리오에서의 결과 변화를 현행 기준 대비로 보여줌. 에너지 IP 시나리오에서는 에너지 부문에 최적 보조금이 도입되는 것으로 시뮬레이션함. 패널 1은 타기팅 및 비타기팅 부문 전체를 가중합하여 계산한 부문별 산출, 총요소생산성, 고용의 % 변화를 보고함. 패널 2는 전체 TFP의 % 변화를 보고함.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 89, Figure 3.12

○ **전체적으로 에너지 부문의 TFP 상승과 비에너지 부문의 TFP 하락이 결합되어 경제 전체 TFP는 소폭 감소함**

- 이는 모형에서 에너지 부문에서 규모 수익 체증이 가장 높지 않기 때문임
- 또한 산업정책의 재정 비용은 새 장기 균제상태에서 GDP 대비 연간 1.8%에 이르는

### 높은 수준임

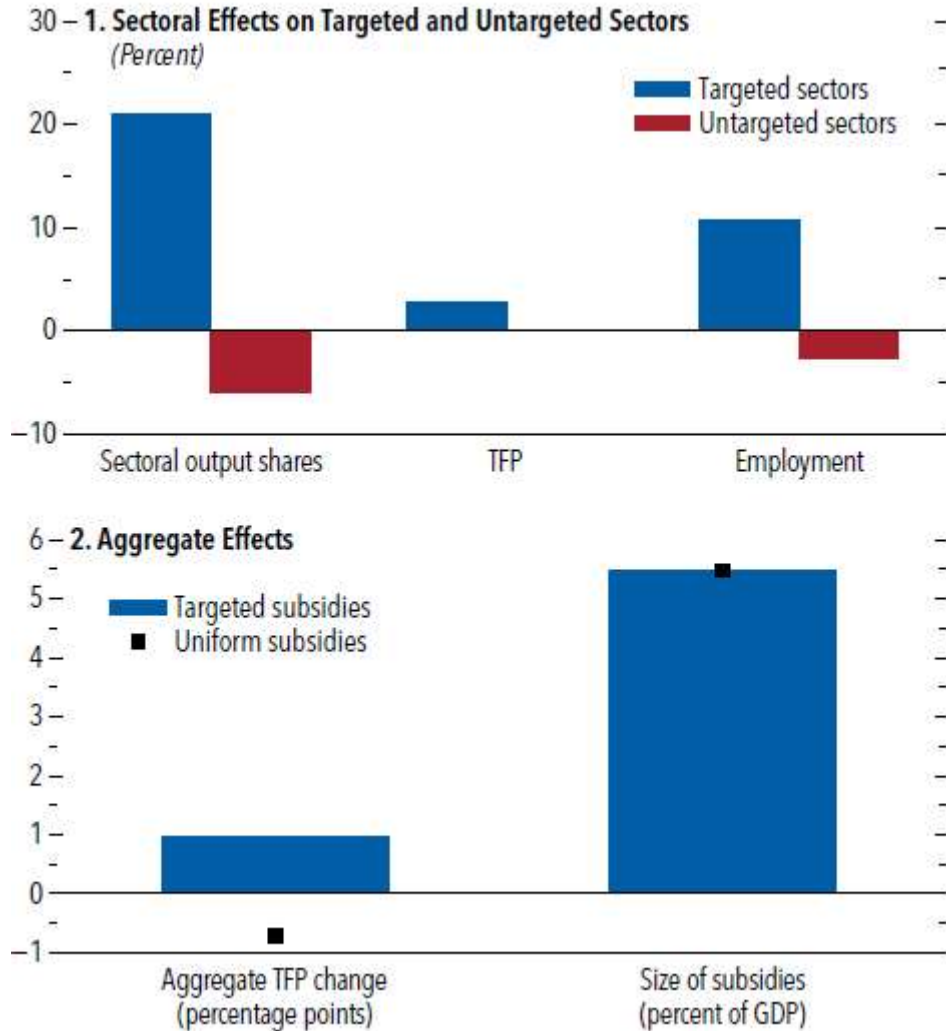
- 동시에 에너지 소비 대비 에너지 수입 비중은 5.1%p 감소함([그림 III-12], 패널 2)
- 따라서 한쪽에서는 에너지 자립도 증가가 있으나 다른 한쪽에서는 총량적 효율성 하락과 재정지출 확대라는 상충관계가 존재함

## 나. 부문 간 정확한 타기팅에 기반한 산업정책

- 앞 시나리오에서는 규모 수익 체증이 존재하는 비에너지 부문에서 자원이 빠져나가며 전체 생산성이 하락했는데, 이번 시나리오는 보다 광범위한 산업정책 전략을 시뮬레이션하며, 규모 수익 체증이 존재하는 모든 부문에 보조금을 부여함
  - 주요 선진국은 각 부문의 규모 수익에 비례해 보조금을 늘리는 “최적” 산업정책을 시행함
  - 이 경우 정책대상 부문의 산출과 고용이 크게 증가하고([그림 III-13], 패널 1) 규모 수익 체증이 존재하는 부문이 확장되면서 전체 TFP가 증가함
  - 그러나 이러한 결과를 얻기 위해서는 모든 부문의 규모 외부효과를 정밀하게 교정하는데 연간 GDP 대비 거의 5.5%에 달하는 재정이 필요함
  - 게다가 정밀한 타기팅이 가능하더라도, 본 장의 사례연구에서 드러난 바와 같이 정책 집행 문제와 경제·거시환경에 따라 실제 효과는 더 작을 수 있음

[그림 III-27] 최적 및 균등 산업정책의 부문적 및 집계적 영향

(단위: %, %p)



주: 이 그림은 이질적 산업정책 시나리오에서의 결과 변화를 정량적 무역모형의 추정치를 이용해 현행 기준 대비로 보여줌. 이질적 산업정책 시나리오에서는 수익 체증이 존재하는 모든 부문, 즉 제조업 부문에 최적 보조금이 도입되는 것으로 시뮬레이션함.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 89, Figure 3.13

#### 다. 잘못된 타기팅의 산업정책

- 현실에서 정부는 규모 수익에 대한 정확한 정보를 갖지 못하거나, 특정 이익의 영향력에 노출될 수 있어, 마지막 시나리오에 보조금이 최적 방식으로 타기팅되지 않을 경우의 효과를 평가함

- 구체적으로 보조금이 규모 수익 체증 여부와 무관하게 모든 부문에 균등하게 증액됨
- 재정 총량은 이전 시나리오(정확한 타기팅)와 동일하게 유지됨
- 이 경우 GDP 대비 5.5%에 달하는 큰 재정비용에도 불구하고 전체 생산성은 소폭 감소함([그림 III-13], 패널 2)
- 일부 규모 수익 체증 부문에서는 생산성이 향상되나 다른 부문에서는 감소해 전체적으로 약한 생산성 하락이 나타남
- 이는 규모의 경제가 존재하는 부문을 정확히 식별하고 타기팅하는 것이 산업정책이 총량적 성과를 얻는 데 필수적임을 보여줌

## 7. 결론 및 정책적 함의

### ○ 산업정책은 다시 정책 논의의 중심으로 돌아왔음

- 산업정책이 생산 측면의 시장실패를 해결하도록 잘 설계되고 타기팅된다면 부문 수준과 거시 수준 모두에서 경제 성과를 개선할 수 있음
- 한국과 같은 국가들의 경험은 명확한 목표에 부합하고 건전한 제도적 체계 안에서 집행되는 정교한 보조금이 구조 전환을 촉진할 수 있음을 보여줌

### ○ 그러나 산업정책이 경제적 성과를 내지 못할 위험도 상당함

- 그 효과는 사전적으로 추정하기 어려운 조건(예를 들어 학습효과의 크기, 기술 첨단과의 거리, 시장 규모)에 매우 민감함
- 정확히 타기팅되더라도 산업정책은 큰 재정 비용을 초래할 수 있음
  - 예를 들어 EU에서 생산의 상당 부분을 국내로 이전시키기 충분한 청정기술 보조금은 연간 GDP 대비 약 0.4%(EU 예산의 거의 절반)에 이를 수 있음
- 타기팅이 부실한 정책은 큰 성과 없이, 한정된 재원을 낭비할 위험을 초래함
- 국가별 여건도 중요하며, 산업정책의 성공적 집행은 강한 제도 역량과 우수한 거버넌스에 달려 있는데, 이는 신흥국·개도국에서 특히 제약이 될 수 있음

- 특정 기업 또는 부문에 집중하지 않고 전반적 기업환경을 개선하는 보완적 구조개혁의 역할도 매우 중요함

○ 또한 산업정책이 부문 내 개선을 달성하더라도 중요한 상충관계가 존재함

- 부문 간 파급효과가 부정적으로 나타나면 정책대상 부문은 확장되더라도 전체 생산성은 약화될 수 있음
- 그리고 이 장의 초점은 아니지만, 국가 간 부정적 파급효과와 보복적 정책 경쟁은 국내 산업정책의 순이익을 더욱 축소시킬 가능성이 큼
- 회복력을 강화하는 정책(예를 들어 국내 이전)은 과도기 동안 소비자 물가 상승 등 비효율을 초래할 수 있음
- 또한 파급효과는 다양한 측면에서 엇갈린 결과를 낼 수 있음
  - 예를 들어 에너지 부문 산업정책은 에너지 안보를 강화하고 전방산업의 부가가치를 높일 수 있으나, 더 생산적인 부문에서 자원을 빼앗아 배분적 효율성을 낮출 수 있음

○ 이러한 결과는 산업정책의 신중한 설계와 집행의 중요성을 강조함

- 정부는 특히 채무가 높고 재정여력이 제한적일 때 비효율적 지출의 위험성을 유념해야 함
- 산업정책의 기회비용을 보다 효율적일 수 있는 수평적 정책과 비교해 고려해야 함
- 또한 상충관계를 명시적으로 인식하고 관리해야 함
- 산업정책이 시행될 경우 시장실패에 대한 명확한 진단에 기반해야 하며, 정기적 평가와 재평가를 위한 장치를 포함해야 하고, 강한 제도·거시경제 체계 안에 자리 잡아야 함
- 국내·국제 시장에서의 활발한 경쟁을 통해 시장 규율이 유지되도록 해야 함
- 이러한 요소를 갖출 때 산업정책은 재정 지속가능성이나 경제 효율성을 훼손하지 않고 약속한 성과를 달성할 가능성이 높아짐

**[참고 III-1] 중국의 산업정책: 정량 평가와 비효율적 배분에 미치는 영향**

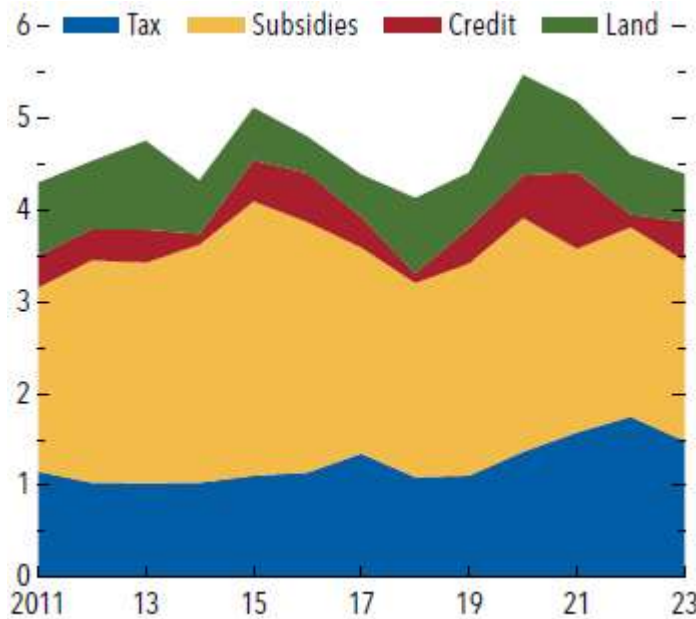
- 중국은 현금 보조금, 세제 혜택, 보조금 기반 신용, 보조금 기반 토지 지원, 기존 기업에 유리한 무역 및 규제 장벽 등 우선시한 경제 부문을 지원하기 위한 다양한 산업정책 수단을 오래전부터 사용해 왔음(State Council 2005)
  - 이는 특정 산업과 기술 발전을 촉진하는 등 경제에 실질적 영향을 미쳐 왔음
  - 그러나 이러한 정책은 재정 비용을 발생시키고 생산요소의 비효율적 배분을 초래할 가능성도 있음
- 상장기업의 재무보고서와 토지 거래 등록자료를 기반으로 Garcia-Macia, Kothari, and Tao(2025)는 2011~2023년 동안 중국의 산업정책에 상응하는 재정 비용을 GDP 대비 약 4%로 추정함([참고 그림 III-14])
  - 가장 비용이 큰 수단은 현금 보조금이었고, 그다음은 팬데믹 이후 증가한 세제 혜택, 토지 보조금, 보조금 기반 신용 순이었음
  - 이러한 지원 대부분은 제조업에 집중되었으며, 특히 반도체, 첨단 제조업, 자동차 산업이 현금 보조금과 세제 혜택을 많이 받았음
- 중국의 산업정책 방향은 중앙정부가 5개년 계획에서 설정하지만(예를 들어, State Council 2021), 집행은 지방정부를 통해 매우 분권적으로 이루어짐(Fang, Li, and Lu 2025)
  - 이는 2010년대 석탄·철강 등에서 나타난 중복·과잉 투자와 이후의 감축(IMF 2018, 2019)처럼 낭비를 유발할 수 있으나, 정책 실험을 촉진하는 면도 있음
    - 전기차 부문이 대표적 사례인데, 중국은 시장이 사실상 존재하지 않던 2009년 전기차를 우선순위 산업으로 전략적으로 선택함
    - 정부는 초기에는 생산자 보조금을 제공하고 공공조달을 활용하며 자동차 제조업체에 전기차에 대한 집중을 요구했으나, 지나치게 많은 기업이 시장에 진입한다는 판단 이후 소비자 보조금 중심으로 지원을 전환함(Branstetter and Li 2023; 2024년 4월 Fiscal Monitor 제2장)
- 일부 기술에서 성공이 있었음에도 중국의 산업정책은 기업 및 부문 간 생산요소 배분을

**왜곡해 전체 생산성을 낮춘 것으로 보임**

- 산업정책 조치의 부문별 지표(Juhász and others 2022)와 다수 기업의 매출 생산성을 결합해 분석한 Garcia-Macia, Kothari, and Tao(2025)는 보조금이 집중된 부문의 생산을 비효율적으로 과도하게 증가시키는 반면, 무역·규제 장벽은 기존 기업의 시장지배력을 강화해 생산을 최적 수준보다 낮춰왔음을 보여줌
- 구조적 모형을 통해 이러한 결과를 평가하면, 산업정책으로 인한 생산요소의 비효율적 배분이 중국의 총요소생산성을 1.2% 감소시키고 GDP를 최대 2% 감소시킨 것으로 나타남

**[그림 III-14] 중국의 산업정책 지원**

(단위: GDP 대비 %)



주: 산업정책은 부문별 보조금으로 정의됨. 자세한 내용은 Garcia-Macia, Kothari, and Tao(2025)를 참조  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 91, Figure 3.1.1

**[참고 III-2] 지원인가 왜곡인가: 유럽의 국가보조금 평가**

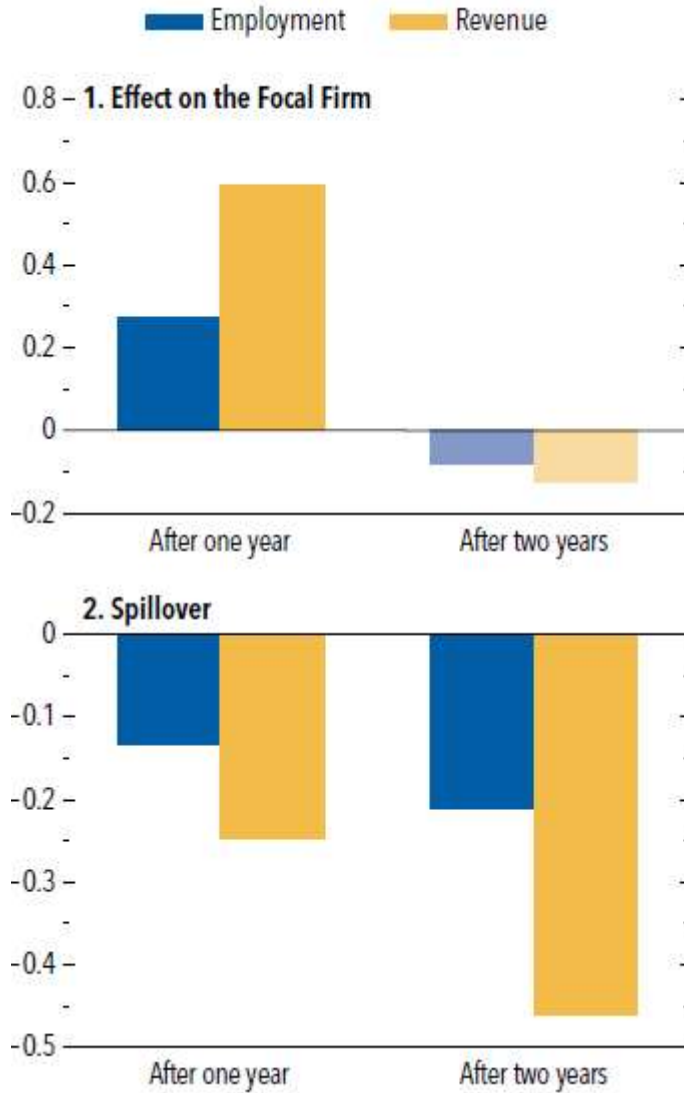
- 세계 금융위기 이후 EU 정부들은 국가보조금(state aid)을 통한 기업 지원을 확대해 왔으며, 그 규모는 2022년에 GDP 대비 약 1.5%로 정점에 달했음
  - 국가보조금은 회원국 정부가 제공하기 때문에 국내 기업에 유리하게 경쟁을 왜곡하고 EU 단일시장의 공정경쟁 여건을 악화시킬 위험이 있음

- 이 참고는 국가보조금이 수혜 기업의 고용과 매출에 미치는 영향뿐 아니라, 다른 유럽 국가의 경쟁 산업 내 비수혜 기업에 미치는 영향을 분석함(Brandão-Marques and Toprak 2024)
- **6개 주요 EU 국가의 기업 수준 데이터를 활용한 회귀분석 결과, 국가보조금은 수혜 기업의 매출과 고용을 증가시키지만 그 효과는 일시적임([그림 참고 III-15])**
  - 인과 관계를 보장하기 위해, 국가보조금 충격은 정부가 특정 기업에 보조금을 발표한 날 발생하는 예상치 못한 초과 주식 수익률(% 기준)로 정의됨
  - 1% 국가보조금 충격은 1년 후 수혜 기업의 고용을 0.3%, 매출을 0.6% 증가시킴
  - 그러나 이러한 효과는 2년차에는 대부분 소멸되며, 이는 국가보조금이 금융 제약을 단기적으로만 완화함을 시사함
  - 효과는 규모가 작고 업력이 짧으며 레버리지가 높고 현금 완충여력이 낮은 기업에서 가장 큼
- **동일 산업에 속하지만 국가보조금을 받지 않은 다른 EU 국가의 기업은 국경 간 파급효과로 인해 고용과 매출에서 유의미한 손실을 겪음**
  - 1%의 예상치 못한 보조금 충격이 경쟁 기업에 발생하면, 다음 해 비수혜 경쟁기업의 고용은 약 0.13% 감소하고 매출은 약 0.24% 감소함
  - 이러한 부정적 영향은 시간이 지날수록 심화되어, 2년차에는 고용이 0.21%, 매출이 0.46% 감소함
  - 또한 부정적 효과는 산업 집중도가 높은 부문에서 더 크게 나타남
  - 이는 국가보조금이 경쟁을 왜곡하며, 수혜 기업이 같은 산업 내 비수혜 기업을 구축하는 경향이 있음을 시사함
- **이러한 결과는 명확한 상충관계를 보여줌**
  - EU 회원국이 제공하는 국가보조금은 단기적으로 수혜 기업을 돕지만, 보조금을 받지 않는 동일 산업 내 기업들에게는 부정적 파급효과를 초래함

- 이는 타국 기업을 불리하게 만들며, 효율적 자원 배분과 EU 전체 경쟁의 이익을 훼손할 위험을 초래해 EU 단일시장의 분절을 야기함
- 따라서 특정 시장실패를 해결하기 위해 기업 지원의 필요성이 있다면, 개별 회원국 수준이 아니라 EU 수준에서 시행하여 부정적 파급효과를 줄이고 단일시장의 공정한 경쟁 여건을 보호해야 함
- 또한 EU 차원의 통합 지원은 파급효과를 줄일 뿐 아니라 재원을 보다 효율적으로 사용하고 낭비를 줄이는 데도 기여할 수 있음

[그림 III-15] 국가보조금이 수혜기업에 미치는 영향

(단위: %)



주: 막대는 1% 초과수익(국가보조금 충격)이 보조금을 받은 기업과 보조금을 받지 않은 경쟁 기업에 미치는 영향을 나타냄. 색 막대는 10% 유의수준 이상에서 통계적으로 유의한 효과를 의미하며, 음영 막대는 통계적으로 유의하지 않은 효과를 의미함.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 92, Figure 3.2.1

[참고 III-3] 산업정책과 구조개혁 간 비교

○ 구조개혁은 산업정책보다 더 나은 성과를 가져올 수 있음

- 산업정책과 마찬가지로 구조개혁도 경제성장과 생산성을 저해하는 핵심 마찰을 해소하는 것을 목표로 함

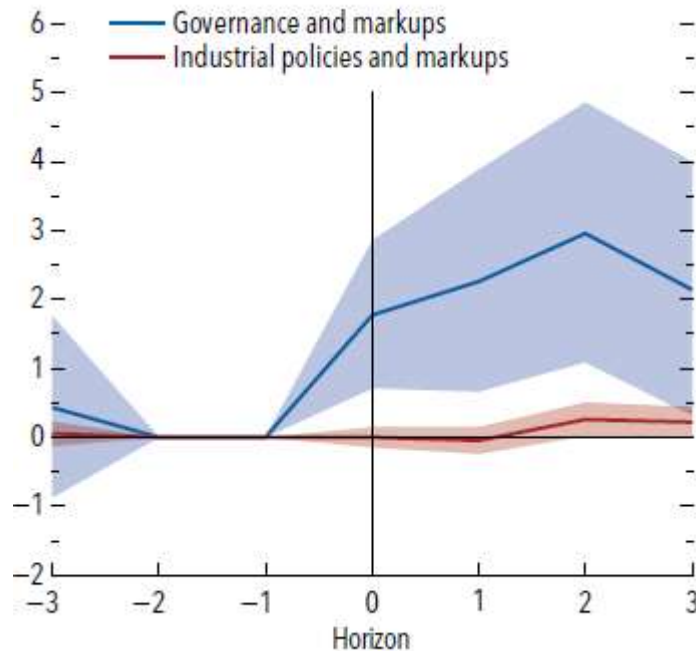
- 그러나 산업정책과 달리 구조개혁은 경제 전반의 마찰을 타기팅하며, 효과가 산업 수준의 특성(왜곡 포함) 정보에 크게 의존하지 않고, 거시경제 성과 개선과 연관되어 왔음(2019년 10월 World Economic Outlook 제3장; Budina and others 2023)
- 또한 구조개혁은 부문 수준의 성과에서도 산업정책보다 더 큰 개선을 가져올 수 있음
  - 예를 들어(비록 추정은 불확실하지만) 거버넌스의 유의미한 개선은 높은 마크업으로 특징지어지는 고왜곡 부문의 산업 부가가치를 낮은 마크업 부문 대비 2.1% 높일 수 있음
  - 반면 해당 왜곡을 가진 부문에 집중된 산업정책은 단지 0.2% 증가만 높임(참고 그림 III-16)
- 마찬가지로 금융발전 및 민간의 신용 접근성 개선은 외부금융 의존도가 높은 부문에서 경제활동을 강화하는 데 산업정책보다 더 효과적임(Baquie and others 2025)
- 또한 산업정책은 상당한 보조금을 수반해 재정 비용이 크게 발생할 수 있지만, 구조개혁은 일반적으로 재정 비용이 낮고, 일부(예를 들어 조세징수 개선)는 세수를 증가시키기도 함
  - 재정여력이 제한된 상황에서 산업정책의 재정 비용은 중요한 고려사항임(Aligishiev and others 2023; 2024년 4월 Fiscal Monitor 제2장)
  - 따라서 구조개혁은 더 낮은 재정 비용과 더 적은 왜곡 위험으로 더 나은 결과를 제공하는 경향이 있음
  - 이러한 상충관계를 고려하면, 국가들은 산업정책의 재정 지속가능성을 신중히 평가하고 더 비용 효율적으로 포용적·지속적 성장을 달성할 수 있는 구조개혁을 우선해야 함
- 산업정책이 바람직할 때에도 구조개혁은 그 성공에 필수적임
  - 거버넌스 수준이나 우수한 기업환경과 같은 구조적 기초여건은 지대 추구 위험을 줄이고 타기팅을 개선함으로써 산업정책과 경제 성과 간의 연계를 강화할 수 있음(IDB 2014; Cherif and Hasanov 2019; Cherif and Hasanov 2020; Criscuolo, Lalanne, and Díaz 2022; Criscuolo and others 2022;

Garcia-Macia and Sollaci 2025)

- 또한 교육연수가 더 높은 노동력과 같은 구조적 여건은 학습효과와 혁신을 강화하여 잘 설계된 산업정책의 효과를 높일 수 있음
- 실제로 기업환경이 더 좋은 국가의 기업은 산업정책에 반응해 단기적으로 더 높은 자본축적을 경험함(Baquie and others 2025)
- 또한 거버넌스가 더 우수하고 인적 자본이 더 높은 신흥국·개도국의 기업은 산업정책 시행 이후 더 높은 부가가치 성장을 경험함
- 신흥국·개도국에서 산업정책과 구조적 요인 간의 보완성은 기초여건 개선이 산업정책 성공의 중요한 전제 조건일 수 있음을 시사함(Deléchat and others 2024)
- 종합하면, 이러한 결과는 우선 구조적 요인을 강화하고 이후에 부문별 문제를 타기팅된 개입으로 해결하는 단계적 접근이 필요함을 시사함

[그림 III-16] 산업정책 대 거버넌스 개혁

(단위: 산업 부가가치, %)



주: 종속변수는 고려된 기간에 대해 부문 수준 부가가치의 로그 차분임. 0은 산업정책이 도입되는 시점에 대응하는 단기 구간을 의미함. 관심 변수는 보호주의적 산업정책 변화와 부문별 마크업의 상호작용, 그리고 부문별 마크업과 Budina and other(2023)의 거버넌스 지수 간 상호작용임.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2025 October*, 2025, p, 93, Figure 3.3.1