

# 월간 재정포럼

## 권두칼럼

세계 경제의 흐름과  
재정정책의 새로운 방향  
이철인

## 현안분석

코리아 디스카운트와 시장 효율성:  
시장 유동성을 중심으로  
홍병진

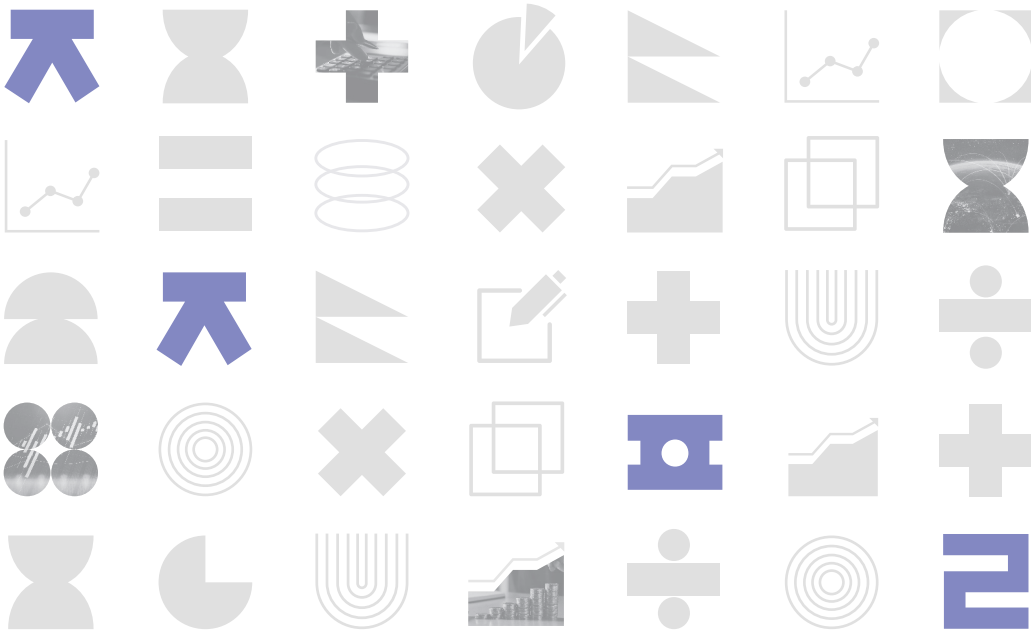
## 특집

“회복과 성장을 위한” 2026년 예산안  
박정민

## 주요국의 조세·재정동향

미국-One Big Beautiful Bill 법안의  
신규 조항 지침 공개 외

2026년 예산안 및  
2025~2029년 국가재정운용계획 평가  
강희우



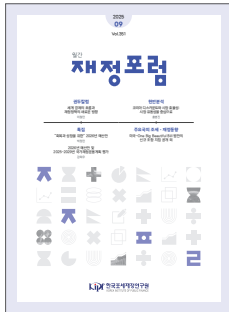


홈페이지 바로가기



재정포럼 바로가기

## 월간 재정포럼



### 월간 재정포럼

2025년 9월 19일 발행

통권 제351호

1996년 5월 31일 등록

등록번호 세종라00007

발행처 한국조세재정연구원

세종특별자치시 시청대로 336

TEL: 044-414-2132 E-mail: pub@kipf.re.kr

발행처	한국조세재정연구원
발행인	이영   한국조세재정연구원 원장
편집위원장	허경선   한국조세재정연구원 선임연구위원
편집위원	권성오   한국조세재정연구원 연구위원 송경호   한국조세재정연구원 연구위원 강신혁   한국조세재정연구원 연구위원 최인혁   한국조세재정연구원 부연구위원 고지현   한국조세재정연구원 부연구위원 김정환   한국조세재정연구원 부연구위원 박주철   한국조세재정연구원 부연구위원
편집간사	조혜진   한국조세재정연구원 선임연구위원
편집·제작	길민선   한국조세재정연구원 행정원
디자인·인쇄	(주)에이치에이엔컴퍼니 TEL 02-2269-9917

### 값 3,000원

- 월간 『재정포럼』은 한국간행물윤리위원회의 윤리강령 및 실천요강을 준수합니다.
- 파본은 교환해 드립니다.

# KIPF

## CONTENTS

### 권두칼럼

04

세계 경제의 흐름과 재정정책의 새로운 방향  
이철인 | 서울대 경제학부 교수

### 현안분석

10

코리아 디스카운트와 시장 효율성: 시장 유동성을 중심으로  
홍병진 | 한국조세재정연구원 부연구위원

### 특집

46

“회복과 성장을 위한” 2026년 예산안  
박정민 | 기획재정부 예산정책과장  
2026년 예산안 및 2025~2029년 국가재정운용계획 평가  
강희우 | 한국조세재정연구원 연구위원

### 주요국의 조세·재정동향

78

미국-One Big Beautiful Bill 법안의 신규 조항 지침 공개 외  
주요국의 조세동향 / 주요국의 재정동향

『재정포럼』에 실린 원고의 내용은 필자 개인의 의견으로서 한국조세재정연구원의 공식 견해를 나타내는 것은 아닙니다.



권두칼럼



# 세계 경제의 흐름과 재정정책의 새로운 방향



이철인

서울대 경제학부 교수

✉ leeci@snu.ac.kr

# 세계 경제의 흐름과 재정정책의 새로운 방향

이철인

서울대 경제학부 교수

## 도입

1990년대 정보혁명 이후 겪어 왔던 다양한 변화들에서 더 나아가 소위 빅테크로 일컬어지는 신기술의 출현 이후 세계 경제는 최근 과연 정상적인가 하는 의문이 들 정도로 기이하고 납득하기 어려운 사회경제적 변화들에 직면하고 있다. 이러한 변화의 소용돌이 속에서도 제대로 공동체를 유지하고 존속하는 것은 그동안 당연한 것으로 여겨졌으나 이제는 많은 노력을 요구하고 있다. 본고에서는 최근 경험하는 어렵고 난해한 현상에 대한 이해와 이를 감안한 새로운 정책방향에 대해 몇 가지 생각하는 기회를 갖고자 한다.

## 급격한 변화

현재는 전 세계적으로 격변의 와중에 있다. 잦은 대규모 경제위기의 도래 그리고 구조조정보다는 양적 완화 등을 중심으로 하는 대응은 비록 과거와 같이 대량 실업과 물적 빈곤과 같은 사태는 피했지만 위기 이후 자산가격의 폭등과 같이 이해하기 어려운 경제환경이 조성된 바 있다. 끝이어서 최근 세계무역 질서가 비교우위에 입각한 자유무역에서 벗어나 과거 개발도상국에서 조세행정 인프라의 미비로 인해 의존하던 관세가 주요 정책수단으로 선진국에서조차 등장하고 있어 수출 중심 국가인 우리나라에 큰 충격을 주고 있다. 예를 들어, 미국의 관세 부과 및 자국 투자의 유도는 그동안 유지되었던 한미FTA의 폐기를 의미하며 수출의 가장 큰 축에서 마찰이 생겨나고 있다.

과거와 달리,  
어느 정도 성장과  
지속된 복지제도의  
확충 속에서도  
이러한 어려움과  
갈등이 지속되는 점을  
보면 성장이 많은  
문제를 해결해줄  
것이라던 믿음에  
균열이 생긴 것으로  
보인다.

또 하나의 교역에서 큰 축인 중국에 대한 의존은 주요 생상품목이 겹침에 따라 국내 생산 기반을 대체하면서, 고급기술 관련 제품을 중국에 중간재로 수출해 왔다. 이러한 관행을 유지하면 단순히 미국 수출에서의 불이익뿐만 아니라 기존에 누려왔던 무역을 통한 해외 고부가가치 기술의 습득 자체가 어려워지게 되어 장래 한국 경제의 성장이 사라지는 상상하기 어려운 상태를 의미한다. 물론 이러한 충격이 계속 유지될 수 있는가 하는 의구심이 들기도 하지만 적어도 현재와 같은 국면에서 쉽게 전환이 이루어질 것으로 보이지 않는다.

## 흔들리는 사회

우리나라 또한 이러한 세계적 흐름의 한 가운데에서 다양한 변화를 겪으며 세대 간, 지역 간, 계층 간, 이념 간 갈등으로 어려움을 경험하고 있다. 과거와 달리, 어느 정도 성장과 지속된 복지제도의 확충 속에서도 이러한 어려움과 갈등이 지속되는 점을 보면 성장이 많은 문제를 해결해줄 것이라던 믿음에 균열이 생긴 것으로 보인다. 과거에 생각했던 소득분배보다 격차가 더 커지고 있으며 복지제도를 통해 대응할 수 있을 것이라던 믿음 또한 약해지면서 매우 극단적인 복지 제공이 아니라면 다수를 만족시켜주는 대안으로 자리 잡지 못하고 있다. 소득 창출이 되고 있지만 사실 많은 경우 근로소득을 통한 부의 창출이라기보다는 신기술과 금융투자를 통해 막대한 부가 창출되는 경향이 더 강해, 전통적 제조업/서비스업을 통한 경로가 계속 약해지고 있다. 이 와중에 AI, 로봇, SNS, 플랫폼, 빅테크 등 새로운 경제환경은 고용에 반드시 도움이 되지 않지만 소수의 개발자 및 관련 기업, 금융업계에 그 과실이 집중되는 방향으로 치닫고 있어 각국의 재정정책은 재정적자를 남발하면서라도 이러한 흐름에 대응하지 않을 수 없게 되었다.

## 경제학에서의 변화

전통적 경제학에서는 핵심적 사항들을 간추려서 모형화하고 이로부터 유도되는

근본적 원리에 대해서 고민하며 얻은 시사점을 바탕으로 대응을 모색하던 관행이 중심을 이루었다. 하지만 이러한 전통은 현실의 복잡성을 온전히 반영하지 못하는 모형의 한계와 계층 간 첨예한 갈등 속에서 점차 그 위력을 잃어가면서 경제주체의 이질성과 시장의 마찰적 요인을 허용하는 대안적 모형에 대한 논의로 바뀌고 있다.

미국의 경우, 신기술 및 금융을 통한 막대한 부의 축적으로 GDP 성장을 이뤄내고 있지만 대다수의 중산층이 이로부터 소외되면서 우위를 점한 기술의 유출을 막고 중산층들에 괜찮은 일자리 제공을 위한 ‘관세 + 글로벌기업의 미국내 생산’ 방향으로 정책 변화를 추진하고 있다. 이는 과거 관세를 가급적 낮게 유지함으로써 중간재에 대해 과세를 하지 않는, 즉 생산을 극대화한 후 분배를 통한 개선이 올바른 방향이라는 기존의 근간이 되는 명제를 격차문제로 인해 포기한 것이다. 또한 충격이 일상화되고 지속성을 가질 경우 자본소득에 대해 과세하는 것이 필요하며 특히 금융시장에서 제약이 존재하거나 생애주기하에서 세대 간 이해의 상충이 나타나는 경우 더욱 그러한 결과가 정당화되고 있다. 미국에서의 일련의 정책 변화는 비록 거칠어 보이지만 새로운 사회경제적 환경을 고려한 정책방향으로 나아가겠다는 의지의 표명인 것이다.

미국에서의 일련의 정책 변화는 비록 거칠어 보이지만 새로운 사회경제적 환경을 고려한 정책방향으로 나아가겠다는 의지의 표명인 것이다.

## 변화와 대응

미국의 이러한 정책 변화에 대해 우리 정책당국에서도 다양한 대응 노력이 진행 중인 것으로 알고 있다. 단기적 대응과 함께 우리나라 또한 이러한 변화의 배경에 있는 원리와 우리에게 맞는 적절한 정책방향에 대해서도 심도있는 고민을 계속해 나가야 한다. 계속해서 경제학의 기본적 원리에 입각한 정책에 대한 근본적 신뢰를 버리지 않되 세계적 흐름에 맞는 정책적 변화를 받아들이고 여기에 따라가는 노력도 병행될 필요가 있다. 예를 들어, 이처럼 세계적으로 변화가 나타난다고 해서 재정적자를 막연히 방치할 수만은 없는데 이는 당연히 부채누적에 따른 미래의 대가가 너무 크기 때문이다. 또한, 저소득, 중산층을 위해 복지제도만으로 대응할 것이 아니라 시장에서 괜찮은 일자리를 갖도록 취약계층을 중심으로 하는 각종 재정·조세정책을 펴나가되, 외국인들로 일자리가 채워지는 것을 방지하지 말아야 한다. 논란의 여지가 있더라도 국내 제조 및 서비스의 제공이 필요한 분야가 있다면 여기로 젊은이들과 고령자가 유입

사회보장제도  
또한 그동안  
팽창 일변도에서  
질적 성장을  
이루도록  
초점을 달리할  
필요가 있다.

되도록 일부 재정적 지원을 하더라도-즉 기존 시각에서는 비효율적으로 보일지라도- 외국인보다는 내국인들이 종사하도록 유도하는 것을 들 수 있다.

유사한 맥락에서, 막대한 부가 신기술, 플랫폼, SNS, 코인 등을 활용한 기업 및 금융업계를 통해 창출되므로-이러한 방향으로 경제가 흘러가는 것을 막는 것이 불가능하고 또한 기술발전을 이뤄내야 하지만-이러한 부문에서 발생한 소득에 대해서는 과세해야 한다. 막대한 부가 단지 신기술·금융업이라고 과세하지 않을 이유가 없으며 이를 포기하면 복지 및 격차를 줄여나갈 기반을 잃어버리기 때문이다. 물론 이러한 대응이 과거 격차가 미미했던 경제에서는 모두 비효율적이라고 보았던 것이 사실이다. 필자도 이러한 기본에 대해서는 공감하지만 격차에 대응하는 세계적 흐름에 역행하지 않는 방향의 정책수단에 대해서도 적절한 고려가 필요하다.

한편, 사회보장제도 또한 그동안 팽창 일변도에서 질적 성장을 이루도록 초점을 달리할 필요가 있다. 경기변동 시 대응성을 강화하도록, 특히 불황 시 제도가 빛을 발휘하도록 재설계해야 한다. 또한 복지에 대한 과도한 의존성 그리고 이에 의한 부작용이 나타나고 있으므로 복지제도의 목표집단 선정과 설계에 대해 좀더 정밀한 조율 및 조정이 필요하다. 현재 중앙정부 수준에서 대략 천개 사업, 지방정부 수준에서 약 만개의 사업이 운용되고 있는데 과연 제대로 조율된 정책효과가 발생할지 의문이다. 기본소득제도는 사전적 복지제도의 장점에도 과도하게 많은 재원이 소요된다는 점이 단점으로 비판받아 왔다. 그래도 본 제도의 특성을 이미 갖고 있는 기초보장제도 그리고 기초연금 등 “최소한도의 확실한 보장”의 성격을 잘 다듬어 장점과 한계 간의 상충작용을 활용하여 현실에 적용하는 데서 그 의미를 찾는 것이 적절해보인다.

## 결어

지금까지 난해하고 일면 비효율적으로 보이기도 한 최근의 사회경제적 변화에 대해 그 의미와 대응에 대해 논의하였다. 비록 말씀한 이해는 어렵지만 과거를 고집한다고 해서 회귀할 수는 없으며 예전에 누렸던 영화로 돌아가는 역사 또한 없다. 변화와 그 배경을 이해하고 정책방향을 조정해가는 노력과 함께 의지를 갖고 다시 나아가는 모습을 보길 희망한다. KIPF



현안분석



# 코리아 디스카운트와 시장 효율성: 시장 유동성을 중심으로



홍병진

한국조세재정연구원 부연구위원

✉ [bjhong@kipf.re.kr](mailto:bjhong@kipf.re.kr)

# 코리아 디스카운트와 시장 효율성: 시장 유동성을 중심으로

홍병진

한국조세재정연구원 부연구위원

## I 서론

왜 한국 기업은 제값을 받지 못하는가? 수십 년간 한국 자본시장을 짓눌러 온 ‘코리아 디스카운트’라는 해묵은 과제에 마침내 정부가 칼을 빼들었다. ‘기업 밸류업 프로그램’의 본격적인 가동과 더불어, 배당소득 분리과세 추진, 금융투자소득세 폐지 및 상속세제 개편 논의, 그리고 이사의 주주에 대한 충실의무를 명시하는 「상법」 개정 논의에 이르기까지, 자본시장의 근본적인 체질 개선을 위한 다각적인 정책들이 쏟아지며 시장의 기대감을 한껏 부풀리고 있다. 이는 단순히 주가를 부양하는 차원을 넘어 한국 증시의 구조적 문제를 해결하려는 중대한 시도라 볼 수 있다.

그동안 저평가의 원인으로 지정학적 리스크, 인색한 주주환원, 불투명한 지배구조 등 거시적 환경이나 기업의 펀더멘털 측면에서의 진단은 무수히 많았다. 본 연구는 기존 논의의 중요성을 인정하면서도, 문제의 또 다른 핵심 축인 ‘시장의 작동 방식’에 주목한다. 가격이 결정되는 과정 자체를 들여다보는 시장의 미시적 효율성(Market Microstructure) 관점에서 문제를 새롭게 조망하는 것이다. 정보가 가격에 반영되는 속도와 정확성, 거래의 편의성과 비용을 포괄하는 시장의 미시적 효율성은 시장의 ‘배관(plumbing)’에 비유할 수 있다. 아무리 좋은 기업이라도 그 가치를 유통하고 평가하는 시장의 배관이 비효율적이라면 제값을 받기 어려운 법이다. 본 연구는 시장 비효율성을 대표하는 ‘시장 유동성(Market Liquidity)’ 부족이 기업 가치 저평가에 미치는 영향을 실증적으로 분석하며, 국내에서 시장 미시구조 문제가 코리아 디스카운트에 미치는 영향을 정면으로 다루는 사실상 첫 번째 시도로서 그 의미를 갖는다.

본 연구의 핵심 가설은 코리아 디스카운트의 상당 부분이 ‘유동성 할인(liquidity discount)’으로 설명될 수 있다는 것이다. 이는 Amihud & Mendelson(1986)이 제시한 ‘유동성 프리미엄’ 가설에 이론적 기반을 둔다. 팔고 싶을 때 쉽게 팔 수 없는

본 연구는 이러한 복잡성을 인정하며, 다른 요인들의 영향을 통계적으로 통제된 상태에서 유동성 부족이 독립적으로 기업 가치 발견에 미치는 순수한 인과적 영향을 식별하는 것을 목표로 한다.

자산의 가치가 더 낮게 평가되는 것은 합리적인 현상이다. 투자자들은 거래가 어려운 비유동적 자산에 대해 그 불편함과 위험에 대한 추가적인 보상을 요구하며, 이는 필연적으로 현재 가치의 할인으로 이어진다. 물론, 코리아 디스카운트는 여러 요인이 복합적으로 얽혀있는 문제이며, 유동성이 유일한 해답이라고 주장하는 것은 아니다. 오히려 유동성 문제는 다른 요인들과 깊게 연관되어 악순환을 형성한다. 예를 들어, 불투명한 지배구조를 가진 기업은 기관투자자들의 외면을 받아 거래가 부진해지고, 이는 곧 낮은 유동성으로 이어진다. 결국 ‘지배구조 리스크’와 ‘유동성 리스크’가 결합하여 할인율을 더욱 높이는 것이다. 본 연구는 이러한 복잡성을 인정하며, 다른 요인들의 영향을 통계적으로 통제된 상태에서 유동성 부족이 독립적으로 기업 가치 발견에 미치는 순수한 인과적 영향을 식별하는 것을 목표로 한다.

유동성과 기업 주식의 가격 발견 사이의 관계를 규명하는 것은 통계적으로 매우 까다로운 과제다. 먼저 두 변수 간의 견고한 상관관계를 입증하기 위해, 본 연구는 고정효과 회귀모형 분석을 통해 기존 연구에서 코리아 디스카운트와 관련이 있는 것으로 알려진 변수들과 더불어 관찰되지 않는 기업 고유의 특성 및 거시 경제적 충격의 영향을 통제한다. 또한, 상관관계를 넘어 인과관계를 식별하기 위해, 내생성 문제를 극복하고자 2022년 시장조성자 제도 변화라는 준실험적(quasi-experimental) 상황을 자연 실험으로 활용한다. 이 사건은 특정 종목 그룹(처치군)에만 유동성 공급이라는 외부적 충격을 가했으며, 개별 기업의 펀더멘털 변화와는 무관하게 발생했기에 인과관계 추론에 적합한 환경을 제공한다. 본 연구는 엄밀한 계량 분석 방법인 성향점수매칭 이중차분법을 적용한다. 이 방법론은 정책 시행 전 유사한 특성의 기업들을 찾아 ‘통계적 쌍둥이’(통제군)를 구성한 뒤, 정책의 영향을 받은 그룹과 받지 않은 그룹의 성과 변화를 정책 전후로 비교한다. 이를 통해 시장 전반의 흐름과 같은 교란 요인의 영향을 제거하고 ‘유동성 공급’이라는 정책 개입이 가져온 순수한 인과적 효과만을 정밀하게 추정할 수 있다. 본 연구에서는 이러한 분석을 통해 유동성 개선 정책의 실효성에 대한 강력한 증거를 제시하고, 코리아 디스카운트 해소를 위한 정책 논의에 기여하고자 한다.

본고의 구성은 다음과 같다. 제II장에서는 코리아 디스카운트 현상의 소개와 그 잠재적 원인에 대해 펀더멘털 및 비펀더멘털 요인으로 나누어 심도 있게 고찰한다. 제III장에서는 시장 효율성 이론을 바탕으로 유동성과 기업 가치의 관계를 이론적으로 논의하고, 본 연구에 사용된 분석 방법론과 실증 분석 결과를 상세히 제시한다. 마지막으로 제IV장에서는 연구 결과를 요약하고, 코리아 디스카운트 해소를 위한 시장 유동성 개선의 중요성을 강조하며 정책적 시사점을 논의하며 본고를 마무리한다.

## II 코리아 디스카운트

‘코리아 디스카운트’는 한국 상장기업의 주식 가치가 유사한 수준의 해외 기업들에 비해 체계적으로 낮게 평가되는 현상을 지칭하는 용어다. 이는 주가순자산비율(PBR), 주가수익비율(PER) 등 기업의 근원적 가치(fundamentals)를 나타내는 주요 지표들이 타 국가 대비 지속적으로 낮은 수준에 머무는 현상으로 확인된다. 2000년대부터 현재까지 이러한 경향성은 국가 총합 기준<sup>1)</sup>은 물론 개별 기업 단위에서도 일관되게 나타나며, 자기자본이익률(ROE), 기업 규모, 부채비율 등 다양한 재무적, 비재무적 변수를 통제한 후에도 그 격차는 유의미하게 유지<sup>2)</sup>된다. 이는 한국 증시가 기업의 내재적 가치를 온전히 가격에 반영하지 못하는 구조적 문제를 안고 있음을 시사한다.

코리아 디스카운트라는 복합적인 현상을 객관적으로 진단하기 위해 가장 핵심적으로 활용되는 지표는 주가순자산비율이다.

### 1. 코리아 디스카운트 현상의 이해

코리아 디스카운트라는 복합적인 현상을 객관적으로 진단하기 위해 가장 핵심적으로 활용되는 지표는 주가순자산비율(PBR, Price-to-Book Ratio)이다. PBR은 주가를 주당순자산가치로 나눈 값으로, 기업의 현재 시장 가치가 회계 장부상 기록된 순자산에 비해 몇 배로 평가되고 있는지를 직관적으로 보여준다. 이론적으로 PBR이 1이라는 것은 기업의 시장 가치가 그 기업이 보유한 자산의 장부상 가치와 동일하다는 의미이며, 만약 1보다 낮다면 시장이 해당 기업의 미래 가치를 현재의 청산가치보다도 비관적으로 평가하고 있음을 시사한다. 이 지표의 중요성은 단순히 실무적 차원에 머무르지 않는다. Fama & French(1993)와 관련 후속연구에서 주식의 장부가치 대 시장가치 비율(Book-to-Market Ratio, PBR의 역수)이 주식 수익률을 설명하는 핵심적인 ‘가치 팩터(Value Factor)’로 제시된 이래, PBR은 학술적으로나 실무적으로 기업 가치를 평가하고 가치주(Value stocks)와 성장주(Growth stocks)를 구분하는 보편적인 기준으로 자리 잡았다.<sup>3)</sup>

아래에 제시된 [그림 1]부터 [그림 3]은 2000년부터 2024년까지의 시장별 PBR 추이 그래프로서 코리아 디스카운트의 실태를 다각도로 보여준다. 각 그래프는 개별

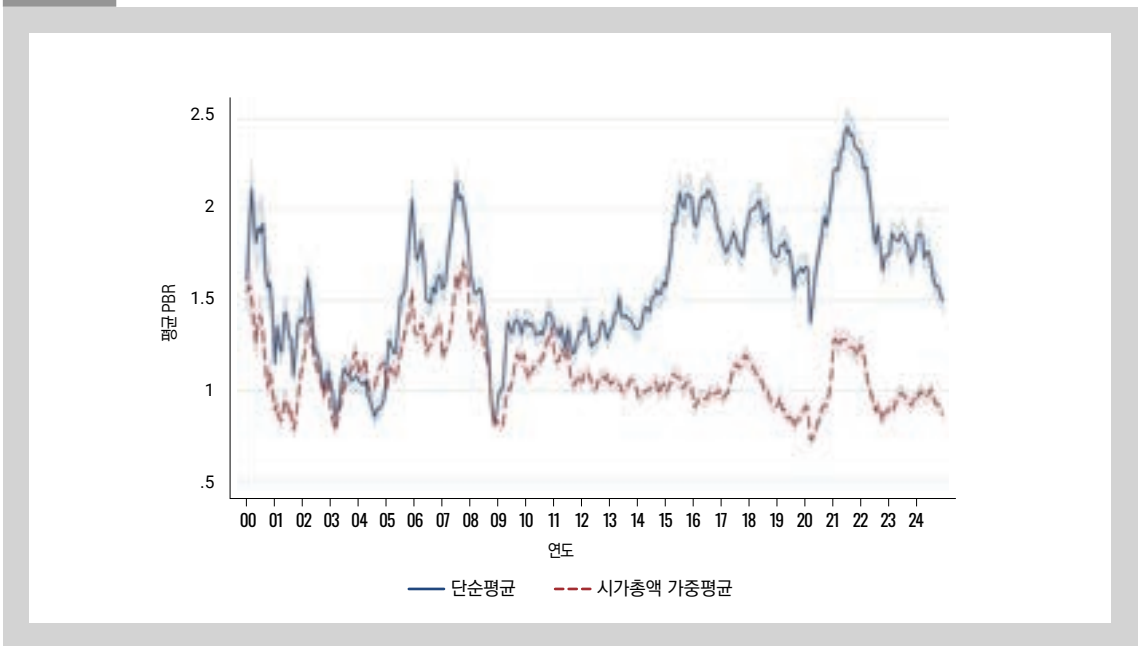
1) 김준석·강소현(2023)

2) 서정원·심수연(2007); Ducret & Isakov(2020)

3) Ball(1978); Basu(1983); Rosenberg, Reid & Lanstein(1985); Keim(1988); Chan, Hamao & Lakonishok(1991); Fama & French(1993, 1995, 1998, 2000, 2012, 2015); Zhang(2005); Bae, Kang & Park(2024) 등

기업의 PBR에 대해 '단순평균'과 '시가총액 가중평균'으로 시장의 PBR을 측정하여 나타내었다. 먼저, KOSPI와 KOSDAQ을 모두 포함한 전체 유가증권 시장에 대한 [그림 1]은 한국 증시의 구조적 문제를 종합적으로 보여준다. 다수의 중소형주가 강조된 파란색 실선의 단순평균 PBR은 비교적 양호한 수준을 유지한다. 반면, 기업 규모를 바탕으로 가중평균을 할 경우, 대형주의 극심한 저평가로 인하여 붉은색 점선의 시가총액 가중평균 PBR이 1.0 부근까지 낮아지는 경향이 명확히 나타난다.

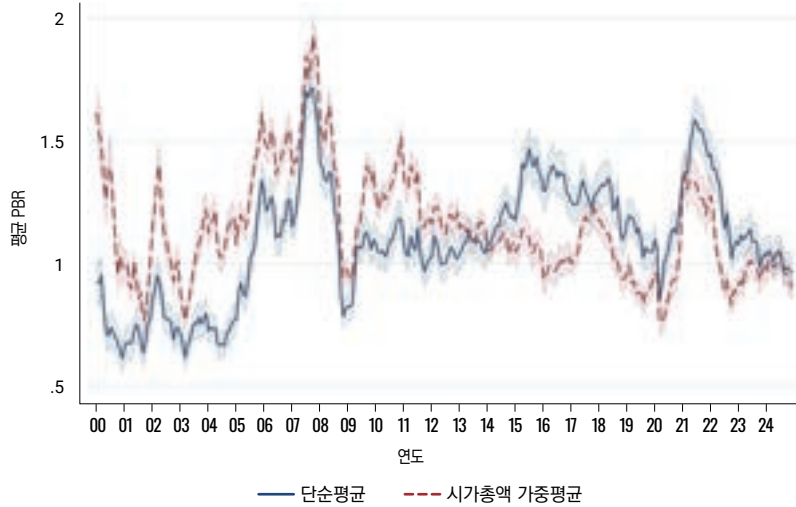
그림 1 우리나라 주식시장의 평균 PBR 추이(2000~2024년)



출처 저자 작성

이러한 현상은 KOSPI 시장 그래프([그림 2])에서 더욱 구체화된다. 단순평균 PBR은 대체로 1.0을 상회하지만, 삼성전자, 현대차 등 시장을 주도하는 대형주의 영향을 크게 반영하는 시가총액 가중평균 PBR은 2008년 금융위기 직후의 일시적 반등을 제외한 거의 모든 기간에서 1.0을 하회하는 매우 낮은 수준에 머물러 있다. 이는 2008년 금융위기 이후 단순평균 PBR은 한국 경제를 대표하는 우량 기업들이 자신들이 보유한 자산 가치에도 못 미치는 평가를 받고 있다는 사실을 의미하며, 단순평균과의 큰 괴리는 저평가 문제가 일부 기업이 아닌 시장의 핵심을 구성하는 대표 기업들에서 비롯되었음을 시사한다.

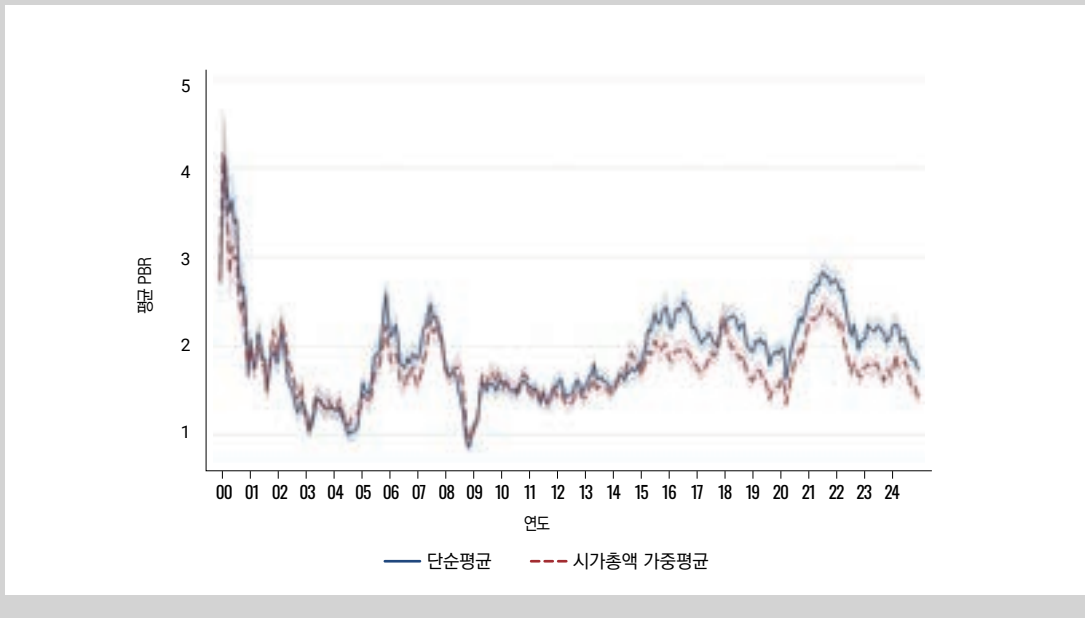
그림 2 KOSPI 시장의 평균 PBR 추이(2000~2024년)



출처: 저자 작성

반면, 기술주와 성장주 중심의 KOSDAQ 시장은 다른 양상을 보인다. [그림 3]에서 살펴볼 수 있듯이, KOSDAQ 시장의 PBR은 KOSPI에 비해 전반적으로 높은 수준에서 형성된다. 이는 미래 성장 잠재력이 높은 벤처 및 중소기업의 특성이 반영된 결과다. 하지만 여기서도 단순평균 PBR이 가중평균 PBR보다 높게 나타나는 패턴은 동일하게 관찰된다. 이는 코스닥 시장 내에서도 상대적으로 규모가 큰 기업들의 가치 평가가 시장 전체의 평균을 끌어내리는 역할을 하고 있음을 시사한다. 결국, 이 그래프들은 코리아 디스카운트가 일부 부실기업의 문제가 아니라, 한국 경제를 이끄는 대표 기업들의 구조적인 저평가에서 비롯된 현상이며, 이러한 장기적이고 고질적인 저평가가 바로 그 본질임을 시사한다.

그림 3 KOSDAQ 시장의 평균 PBR 추이(2000~2024년)



출처: 저자 작성

다만, PBR 지표가 주식 가치를 결정하는 유일한 척도는 아니라는 점을 인지할 필요가 있다. 주식 시장의 기업·산업 구성과 시기에 따라 특정 지표의 설명력은 달라질 수 있다. 예를 들어, Fama & French(2015)는 기존의 3팩터 모델을 확장한 5팩터 모델에서 시장포트폴리오, 기업규모, 가치(PBR 역수) 외에 투자와 수익성을 자산가격 결정모형의 추가적인 설명변수로 고려하였다. 또한, Hou, Xue, & Zhang(2015)이 제시한 q-팩터 모델에서는 자산가격을 결정하는 요인에 PBR을 직접적으로 고려하지 않기도 한다. 그럼에도 불구하고, PBR이 코리아 디스카운트 현상을 설명하는 데 있어 여전히 중요한 지표로 통용되는 것은 그 직관성과 범용성 때문이다.

이처럼 사안의 중요도와 지속성에도 불구하고, 코리아 디스카운트 현상의 원인에 대한 선행연구는 부족한 편이며 분석 결과의 일관성도 떨어진다. 이는 근본적으로 글로벌 시장에서 한국 주식시장이 차지하는 비중이 상대적으로 작기 때문이다. World Bank Database의 시가총액 규모 자료를 살펴보면 2022년 기준 한국 주식시장은 글로벌 전체 주식시장의 1.7% 수준으로, 미국(43.0%), 중국(12.2%), 일본(5.7%) 등에 비해 연구자들의 관심을 끌기 어려운 규모라는 현실적인 한계가 존재한다.

## 2. 코리아 디스카운트의 잠재적 원인

고질적인 저평가 현상은 단일 요인이 아닌, 경제 구조, 기업 문화, 시장 제도 등 여러 층위의 문제들이 복합적으로 얽혀 발생한다. 본 소절에서는 자산가격의 형성과 관련된 국내외 연구들을 참조하여 코리아 디스카운트의 잠재적 원인에 대하여 기업의 내재적 가치와 관련된 펀더멘털 요인과 시장 환경 및 참여자 행태와 관련된 비펀더멘털 요인으로 나누어 소개한다.

### 가. 펀더멘털적 요인

#### 1) 높은 대외 경제 민감도와 체계적 위험

우리나라 경제는 반도체, 자동차, 화학 등 첨단 제조업 중심의 수출 주도형 산업 구조를 가지고 있다. 이는 글로벌 공급망에서 핵심적인 역할을 수행한다는 강점이 있지만, 동시에 세계 경제의 변동에 매우 민감하게 반응하는 취약점을 내포한다. 예를 들어, 반도체 산업은 극심한 경기 순환(cyclicality)을 보이며, 글로벌 수요 변화에 따라 기업 실적의 변동성이 극심하게 나타난다. 또한, 미-중 무역분쟁과 같은 국제 정세 변화는 관세 및 비관세 장벽을 통해 수출 기업의 수익성에 직접적인 타격을 준다. 실제로 Ejara, Krupl, O' Brien & Vargas(2020)의 연구에 따르면, 한국 시장의 글로벌 마켓 포트폴리오에 대한 체계적 위험(systematic risk) 수준은 신흥시장(Emerging Market) 중에서도 그리스, 인도 다음으로 높은 수준으로 나타났다.

최근 몇 년간의 사례는 이러한 취약성을 명확히 보여준다. 코로나19 팬데믹 시기에는 글로벌 공급망 붕괴로 제조업이 큰 타격을 입었으나, 비대면 수요 급증으로 반도체, 바이오 산업이 호황을 누리는 등 극심한 변동성을 경험했다. 러시아-우크라이나 전쟁은 에너지 및 원자재 가격 급등을 유발하여 국내 제조업의 원가 부담을 가중시켰다. 또한, 미-중 기술 패권 경쟁은 한국의 핵심 산업인 반도체 기업들을 가장 큰 딜레마에 빠뜨렸다. 미국의 반도체 지원법(CHIPS Act)은 삼성전자나 SK하이닉스에게 중국 내 대규모 생산시설과 세계 최대 시장인 미국 사이에서 어려운 전략적 선택을 강요하며 경영의 불확실성을 극대화하고 있다.

이처럼 우리나라 주요 기업들의 세계 경제 변동에 대한 높은 민감성은 한국의 산업 구조가 고위험-고수익(High Risk-High Return) 특성을 지닌 R&D 투자에

우리나라 경제는 반도체, 자동차, 화학 등 첨단 제조업 중심의 수출 주도형 산업구조를 가지고 있다. 이는 글로벌 공급망에서 핵심적인 역할을 수행한다는 강점이 있지만, 동시에 세계 경제의 변동에 매우 민감하게 반응하는 취약점을 내포한다.

기업의 주인인  
주주 전체의 이익을  
극대화하는 방향이  
아니라 지배주주  
일가의 사적 이익을  
위해 의사결정이  
이루어지는 경우가  
빈번하다.

크게 의존하기 때문이기도 하다. OECD 자료에 따르면, 2023년 기준 한국의 GDP 대비 기업 R&D 집약도(3.85%)는 미국(2.83%), 일본(2.70%), EU(1.47%) 등을 크게 웃도는 세계 최고 수준이다.<sup>4)</sup> 이는 첨단 기술 선도를 위한 필수적인 투자이지만, Berk, Green & Naik(2004) 등이 지적했듯 장기적이고 불확실성이 높은 R&D 투자는 그 자체로 높은 내재적 위험을 수반한다. 세계 경제가 안정적일 때는 이러한 투자가 성장 동력으로 평가받지만, 지금과 같이 변동성이 큰 시기에는 투자자들이 R&D의 미래 성공 가능성보다 당장의 불확실성에 더 큰 비중을 두어 기업 가치를 보수적으로 평가하게 된다. 결국 이러한 산업 구조적 특성은 투자자들이 한국 기업에 대해 더 높은 위험 프리미엄을 요구하게 만들고, 이는 주가 할인으로 이어지는 핵심적인 펀더멘털 요인으로 작용한다.

## 2) 기업지배구조와 대리인 문제

우리나라 기업 다수는 소수의 지배주주가 강력한 통제권을 행사하며 경영까지 장악(managerial ownership)하는 구조를 가지고 있다. 이로 인하여, 일반 주주(소액주주)의 이익과 지배주주의 이익이 상충하는 ‘대리인 문제’가 심각하게 발생한다.<sup>5)</sup> 즉, 기업의 주인인 주주 전체의 이익을 극대화하는 방향이 아니라 지배주주 일가의 사적 이익을 위해 의사결정이 이루어지는 경우가 빈번하다.

대표적인 사례가 바로 ‘쪼개기 상장(split-off listing)’ 관행이다. 2022년 LG화학에서 배터리 사업 부문인 LG에너지솔루션을 물적분할 후 신규 상장한 사례는 이 문제점을 극명하게 보여준다.<sup>6)</sup> 기존 LG화학 주주들은 배터리 사업의 미래 성장성을 보고 투자했지만, 핵심 사업부가 분리 상장되면서 LG화학은 유망 자회사의 지분을 보유한 지주회사가 되었고 이에 따라 주가는 큰 폭으로 하락했다. 이는 기업의 가장 가치 있는 부분을 분리하여 지배주주의 지배력은 유지하면서 자금을 조달하고, 기존 주주들의 가치는 희석시키는 행위였다고 평가 받는다. 카카오 그룹 역시 카카오뱅크, 카카오페이 등 핵심 자회사들을 연이어 상장시키며 모회사 가치의 중복 계산(double counting)과 지주회사 할인 문제를 초래하였다는 비판을 받았다.<sup>7)</sup>

4) OECD Database, "Gross Domestic Expenditure on R&D by Sector," 2025.

5) 이상철·김중화·박애영(2005)

6) 조선비즈, 「'쪼개기 상장' LG엔솔에 개미 원성 커지자...상장사 물적분할 반토막」, 2024. 3. 6., [https://biz.chosun.com/stock/stock\\_general/2024/03/06/EXZ63PXVTVF13EUWTVIYYOLSJY/](https://biz.chosun.com/stock/stock_general/2024/03/06/EXZ63PXVTVF13EUWTVIYYOLSJY/), 검색일자: 2025. 9. 5.

7) 인베스트조선, 「'카카오는 왜 지주사 할인 안 해요?' 논란 불 지핀 자회사 출상장」, 2021. 8. 23., [https://www.investchosun.com/site/data/html\\_dir/2021/08/20/2021082080190.html](https://www.investchosun.com/site/data/html_dir/2021/08/20/2021082080190.html), 검색일자: 2025. 9. 5.

또한, 지배주주는 기업의 이익을 모든 주주에게 배당으로 공정하게 분배하기보다, 일감 몰아주기나 상표권 수수료 등 내부거래를 통해 자신이 소유한 다른 비상장사로 부를 이전(tunneling)하려는 유인을 갖는다. 기업에 쌓인 현금을 주주가치 제고를 위한 투자나 배당 대신, 자신의 경영권 승계나 방어를 위해 불필요한 인수합병에 사용하는 '경영권 프리미엄' 문제도 빈번하게 발생한다. 2015년 삼성물산과 제일모직의 합병은 경영권 승계를 위해 지배주주에게 유리한 합병 비율을 산정하여 일반 주주들에게 피해를 주었다는 비판을 받은 바 있다.<sup>8)</sup> 이러한 행위들은 기업의 가치를 훼손하고 일반 주주의 부를 지배주주에게로 이전시키는 결과를 낳기 때문에, 투자자들은 잠재적인 '지배주주 리스크'를 주가에 미리 반영하여 기업 가치를 낮게 평가하게 된다.

지배주주는 배당소득에 대한 높은 세율 부담과 경영권 방어 및 '황제 경영'을 위한 자금 확보 등의 이유로 배당을 꺼리고, 대신 이익을 사내유보금 형태로 쌓아두려는 경향이 강하다.

### 3) 미흡한 주주환원 정책

전술하였듯이 지배주주는 배당소득에 대한 높은 세율 부담과 경영권 방어 및 '황제 경영'을 위한 자금 확보 등의 이유로 배당을 꺼리고, 대신 이익을 사내유보금 형태로 쌓아두려는 경향이 강하다. 이렇게 쌓인 유보금은 주주가치 제고가 아닌 지배주주의 사적 이익을 위해 사용될 가능성이 높다는 불신이 시장에 팽배하다.

실제로 2014년에서 2023년 중 국가별 MSCI 지수에 포함된 기업을 기준으로 한국 상장사들의 배당성향(기업이 벌어들인 순이익 중 주주에게 배당금으로 지급하는 비율)은 평균 27.2% 수준으로, 영국(137.4%), 이탈리아(116.4%), 프랑스(65.6%), 캐나다(61.6%), 독일(54.6%), 미국(42.7%), 일본(36.7%) 등 주요 선진국 및 경쟁국에 비해 현저히 낮다.<sup>9)</sup> 이는 기업이 돈을 벌어도 그 과실이 주주에게 제대로 돌아오지 않는다는 의미이며, 투자자들이 한국 주식을 장기 보유할 매력을 느끼지 못하게 하는 원인이 될 수 있다. 김준석·강소현(2023)의 연구에서는 배당 관련 변수를 통제할 경우, 한국 기업과 타 국가 기업 간의 PBR, PER 격차가 통계적으로 유의미하게 사라진다는 결과를 제시하며, 주주환원 정책이 코리아 디스카운트의 핵심 변수임을 실증적으로 뒷받침했다.

8) 신동아, 「'황제' 예선 치른 뒤엔 '돈 버는 경영자' 본선 혈투」, 2015. 6. 16., <https://shindonga.donga.com/economy/article/all/13/114014/1>, 검색일자: 2025. 9. 5.

9) 김선임·손달호(2025), 「주주환원 정책이 기업가치에 미치는 영향」.

기업의 내재가치와 직접적인 관련이 없는 시장 환경적 요인들 또한 코리아 디스카운트를 심화시키는 중요한 원인으로 작용한다.

#### 4) 지정학적 위험

Sheng, Sun & Wang(2025)에서 논의한 것과 같이, 지정학적 위험은 외국인 투자자에게 상시적인 위험 요인으로 인식되어 국가 위험 프리미엄을 높이는 요인이 될 수 있다. 특히 우리나라의 경우, 북한 관련 지정학적 위험에 대한 투자자들의 인식 (investors' perception)이 코리아 디스카운트의 주요 원인으로 꼽힌다. 이는 해당 위험이 잠재적인 '꼬리 위험(tail risk)'으로 간주되어 투자자들의 의사결정에 계속해서 중요한 변수로 작용하기 때문이다.

또한, 국내 신용평가사는 평가 시 국가 부도 확률을 고려하지 않는 반면, S&P나 Moody's와 같은 글로벌 신용평가사는 재무적 변수와 더불어 지정학적 리스크를 포함한 국가 위험(Country Risk)을 엄밀하게 반영한다.<sup>10)</sup> 이러한 이유로 동일한 기업이라도 해외에서 평가받는 신용등급이 국내보다 낮아지는 경향이 있으며, 이는 해외 투자자들의 자금 조달 비용 증가와 투자 매력도 하락으로 이어진다. 즉, 펀더멘털이 동일한 두 기업이 있더라도 한 기업이 한국에 있다는 이유만으로 더 높은 요구수익률을 부담해야 하는 불이익이 발생하는 것이다.

#### 나. 비펀더멘털적 요인

기업의 내재가치와 직접적인 관련이 없는 시장 환경적 요인들 또한 코리아 디스카운트를 심화시키는 중요한 원인으로 작용한다. 이러한 요인들은 단독으로 존재하기보다 정보의 질, 제도의 완결성, 시장 참여자의 행태가 서로 맞물려 시장의 비효율성을 증폭시킨다.

#### 1) 정보 비대칭과 신뢰성 문제

효율적 시장 가설(Efficient Market Hypothesis)의 근간은 모든 시장 참여자가 동등한 정보에 접근하여 합리적인 가격을 형성한다는 가정이다. 그러나 한국 시장에서는 이 가정이 여러 측면에서 심각하게 도전받는다. 먼저, Leuz, Nanda, & Wysocki(2003)와 Enomoto, Kimura & Yamaguchi(2015) 등에 따르면 한국 기업들은

10) 김현(2016), 「글로벌-국내 신용등급 차이에 대하여」; 김세용·전혜현(2019), 「글로벌 신평사와국내 신평사간 신용등급의 차이」.

경영진이 재량권을 이용하여 회계 이익을 조정하는 ‘이익조정(earnings management)’ 경향이 타국에 비해 강하게 나타난다. 이는 기업의 실제 경영 성과를 왜곡하여 정보의 유용성을 떨어뜨리고, 투자자들로 하여금 발표된 회계 정보에 대한 불신을 갖게 만든다.

더불어 기업 정보 전달 채널의 부재와 비대칭성도 심각한 문제로 대두된다. 투자자가 기업의 장기적 비전과 전략을 이해하고 가치를 평가하기 위해서는 IR(Investor Relations) 활동이 필수적이지만, 국내 상장사 중 88.15%가 최근 5년 동안 IR을 전혀 개최하지 않을 정도로 우리나라 기업의 IR 활동은 매우 소극적이다.<sup>11)</sup> 특히, 기관투자자나 애널리스트를 대상으로 한 제한적인 소통에만 집중할 뿐, 일반 주주들을 위한 적극적인 정보 제공과 소통 채널은 절대적으로 부족한 상황이다. 이러한 소통 부재는 정보의 공백을 낳고, 투자자들이 최악의 시나리오를 가정하여 기업 가치에 보수적인 할인율을 적용하게 만드는 ‘정보 리스크 프리미엄(information risk premium)’을 발생시키는 직접적인 원인이 된다.

소통 부재는 정보의 공백을 낳고, 투자자들이 최악의 시나리오를 가정하여 기업 가치에 보수적인 할인율을 적용하게 만드는 ‘정보 리스크 프리미엄’을 발생시키는 직접적인 원인이 된다.

## 2) 글로벌 표준에 미치지 못하는 시장 운영 및 인프라

한국 증시는 경제 규모에 걸맞지 않게 시장 운영의 효율성과 인프라 측면에서 여러 글로벌 표준과 괴리되어 있으며, 이는 대규모 기관투자자들의 접근성을 저해하고 시장 전반의 유동성을 제약하는 요인으로 작용한다. 시장조성자(market maker) 제도의 비활성화는 시장의 유동성 부족을 야기하는 구조적 문제다. 시장조성자는 지속적으로 매수-매도 호가를 제시하여 거래 체결 가능성을 높이고 가격 변동성을 완화하는 핵심적인 역할을 수행한다. 그러나 홍병진 외(2025)의 연구에 따르면, 한국 증시의 시장조성자 거래 참여 비중은 약 25%에 불과하여, 사실상 모든 종목에 시장조성자가 참여하는 미국(100%)이나 영국(92%) 등 주요 선진 시장과 극명한 대조를 이룬다. 이는 비인기 종목이나 중소형주의 경우 유동성이 부족하여 적정 가치에 거래되기 어렵게 만들며, 대규모 자금을 운용하는 기관투자자들이 원활하게 포트폴리오를 조정하는 데 큰 장애물로 작용한다.

또한, 글로벌 시장과의 연계성 부족도 문제로 지적된다. 대표적으로 해외 증시에 동시 상장하는 교차상장(cross-listing)이 매우 부진하다. 2018년 기준 한국

11) 한국경제신문, 「IR은 비용이 아닌 투자... 기업가치 위해선 필수」, 마켓칼럼, 2023. 10. 26., <https://www.hankyung.com/article/202310255102i>, 검색일자: 2025. 6. 17.

인프라 및 제도의  
미비는 결국  
MSCI 선진국 지수  
편입 실패라는  
결과로 이어지며,  
안정적인 글로벌  
패시브 자금의  
유입을 가로막고  
코리아 디스카운트를  
고착화하는  
구조적 원인이  
되고 있다.

기업의 해외 교차상장 수는 53개에 불과한데, 이는 캐나다(701개), 미국(804개), 영국(405개)은 물론 대만(70개)보다도 적은 수치다.<sup>12)</sup> 교차상장은 글로벌 자본 유입을 촉진할 뿐만 아니라, 뉴욕증권거래소(NYSE) 등 선진 거래소의 엄격한 공시 및 규제 환경에 노출됨으로써 자연스럽게 기업지배구조 개선을 유도하는 긍정적 효과가 있다. 한국 기업들의 소극적인 교차상장 관행은 이러한 기회를 스스로 차단하는 결과를 낳고 있다.

이 외에도, 오랫동안 비판받아 온 ‘깜깜이 배당’(배당기준일 이후 배당액이 확정되는 불합리한 절차) 관행이나, 잦은 제도 변경으로 예측 가능성을 떨어뜨리는 공매도 정책 등은 한국 시장의 운영상 후진성을 드러내는 대표적인 사례였다. 이러한 인프라 및 제도의 미비는 결국 MSCI 선진국 지수 편입 실패라는 결과로 이어지며, 안정적인 글로벌 패시브 자금의 유입을 가로막고 코리아 디스카운트를 고착화하는 구조적 원인이 되고 있다.

### 3) 국내 투자자의 행태적 편익

국내 주식시장은 개인 투자자의 거래 비중이 매우 높은 특성을 가지며, 이들의 고유한 투자 행태는 시장의 비효율성을 높이는 요인으로 작용한다. 행동재무학 관점에서 국내 개인 투자자들은 뚜렷한 편익(bias)을 보이는데, 대표적인 것이 처분 효과(Disposition Effect)이다. 이는 이익이 난 주식은 너무 빨리 수익을 실현하고, 손실이 난 주식은 손실 확정을 회피하기 위해 계속 보유하려는 비합리적 경향을 의미한다(Shefrin and Statman, 1985). 자본시장연구원(2022)의 분석에 따르면 이러한 행태는 국내 투자자들에게서도 명확히 관찰되며, 장기적으로 합리적인 자산 배분을 방해하고 투자 성과를 저해하는 주요 원인으로 작용한다.<sup>13)</sup> 이와 더불어 과도한 단기 모멘텀 추종 및 군집행동(Herding Behavior) 역시 두드러지는 특징이다. 많은 개인 투자자들이 기업의 근본적인 가치 분석보다는 단기적인 주가 급등이나 시장의 인기 테마에 편승하여 투자하는 경향이 강하며, 이는 주가의 펀더멘털과 무관한 과도한 변동성으로 이어진다(Barber and Odean, 2000).

이러한 행태적 편익과 더불어, 가계 자산 구조의 고착화된 특성인 포트폴리오 관성 역시 주식 시장의 활력을 저해하는 요인이다. 한국 가계 자산은 부동산 등 실물

12) McGill University의 Sergei Sarkissian 교수의 자료를 활용하여 저자가 산출함

13) 김민기, 『국내 개인투자자의 행태적 편익과 거래행태』, 연구보고서, 자본시장연구원, 2022.

자산에 대한 편중이 극심하여, 금융자산, 특히 주식과 같은 위험자산으로의 자금 유입이 구조적으로 제한된다. 이러한 자산 배분 구조는 주식 시장의 수요 기반을 약화시키고, 기업 가치가 상승하더라도 이를 뒷받침할 유동성이 부족해지는 결과를 낳는다.

또한, 향후 인구구조의 변화는 이러한 경향을 더욱 심화시킬 잠재적 위험 요인으로 작용한다. 급격한 고령화는 사회 전반의 투자 성향을 점차 위험 회피적으로 변화시킬 가능성이 높다. 일반적으로 연령이 높아질수록 안정적인 자산을 선호하게 되며, 이는 위험자산인 주식에 대한 투자 수요 감소로 이어질 수 있다.<sup>14) 15)</sup> 이러한 인구구조적 변화는 장기적으로 주식시장의 성장 잠재력을 제약하고 코리아 디스카운트를 더욱 고착화시키는 요인으로 고려될 필요가 있다.

인구구조적 변화는 장기적으로 주식시장의 성장 잠재력을 제약하고 코리아 디스카운트를 더욱 고착화시키는 요인으로 고려될 필요가 있다.

### III 시장 효율성과 코리아 디스카운트

#### 1. 시장 효율성과 코리아 디스카운트와의 관계

가. 시장 효율성과 유동성의 이론적 논의

##### 1) 효율적 시장 가설과 그 한계

현대 금융 시장에 대한 이해의 출발점은 노벨경제학상 수상자인 시카고대 유진 파마(Eugene Fama) 교수가 1970년 논문에서 체계화한 효율적 시장 가설(Efficient Market Hypothesis, EMH)이다. 이 가설의 핵심은 “주식 시장이 매우 효율적이어서 주가가 이용 가능한 모든 정보를 즉각적이고 완전하게 반영한다”는 것이다. 즉, 시장이 전지전능한 정보 분석가처럼 작동하여 특정 기업에 대한 새로운 정보가 공개될 경우, 그 즉시 정확한 가치를 계산해 주가에 오차 없이 반영한다는 의미다. 따라서 이미 공개된 정보를 활용해 시장 평균 수익률을 지속적으로 초과하는 것은 원칙적으로 불가능하다고 본다.

14) Poterba(2001), Gomes & Michaelides(2005) 등

15) 다만, 김미루(2025) 등에서와 같이 한국의 경우 부동산 선호 성향이 높아 이미 부동산을 가지고 있는 고령층이 그렇지 않은 저연령층에 비해 주식투자 성향이 높을 수 있다는 주장이 있다.

코리아 디스카운트 현상도 이런 맥락에서 보면, 단순한 정보 반영의 지연을 넘어 시장 참여자들의 구조적 편향이나 제도적 불신이 기업 가치를 체계적으로 억누르는 이상현상으로 해석할 수 있다.

Fama(1970)는 정보 반영 수준에 따라 시장을 세 단계로 나누었다. 약형(weak-form) 시장에서는 과거 주가 움직임, 거래량, 차트 패턴 같은 역사적 정보가 이미 주가에 반영되어 있다고 본다. 예를 들어, “지난 3개월 동안 주가가 상승했으니 앞으로 계속 오를 것”이라는 기술적 분석이나 “월요일에는 주가가 하락하는 패턴이 있다”는 식의 과거 데이터 기반 예측은 의미가 없다는 것이다. 준강형(semi-strong form) 시장에서는 재무제표, 실적 발표, 뉴스 기사, 애널리스트 보고서 등 공개된 모든 정보가 주가에 즉시 반영된다. 따라서 “이 회사가 어제 발표한 분기 실적이 예상보다 좋으니 주식을 사자”거나 “신문에 긍정적인 기사가 났으니 매수하자”는 전략으로는 초과 수익을 얻을 수 없다. 강형(strong-form) 시장에서는 기업 내부자만 아는 미공개 정보까지도 주가에 모두 반영된다고 가정한다. 즉, CEO나 임원들이 알고 있는 인수합병 계획, 신제품 출시 정보, 특허 획득 소식 등의 내부 정보조차 이미 주가에 녹아있다는 것이다.

하지만 EMH가 제시하는 완전히 합리적인 시장의 모습은 현실 세계의 복잡성을 충분히 설명하지 못한다. Shiller(1981) 등 행동 재무학자들은 주식 시장이 때로 과도한 변동성을 보이며, 이것이 투자자들의 비합리적 과열이나 집단적 비관론 같은 심리적 요인의 영향을 받을 수 있음을 실증적으로 입증했다. 코리아 디스카운트 현상도 이런 맥락에서 보면, 단순한 정보 반영의 지연을 넘어 시장 참여자들의 구조적 편향이나 제도적 불신이 기업 가치를 체계적으로 억누르는 이상현상(anomaly)으로 해석할 수 있다.

## 2) 거래 매커니즘과 정보의 흐름

그렇다면 왜 시장은 완벽하게 효율적이지 않은가? 그 해답의 실마리는 시장 미시구조(Market Microstructure) 이론에서 찾을 수 있다. 이 이론은 시장 전체의 거시적 흐름 대신, 개별 거래가 체결되고 가격이 형성되는 구체적인 과정과 그 이면의 제도적 환경을 현미경으로 들여다보듯 분석한다. O'Hara(2003)에 따르면, 가격은 단순히 정보의 총합이 아니라, 정보가 거래를 통해 시장에 전달되고 해석되는 과정 그 자체의 산물이다. 이러한 과정의 핵심에는 ‘정보 비대칭성(information asymmetry)’이라는 근본적인 문제가 자리 잡고 있다. 시장에는 기업의 내재가치에 대한 우월한 정보를 가진 ‘정보 거래자(informed trader)’와, 유동성 확보나 포트폴리오 조정 등 정보 외적인 이유로 거래하는 ‘비정보 거래자(uninformed trader)’가 공존한다. 여기에 Black(1986)이 언급한 것처럼, 합리적 근거 없이 소음(noise)에 따라 거래하는

‘소음 거래자(noise trader)’까지 가세하여 시장의 복잡성을 더한다.

이처럼 서로 다른 정보를 가진 거래자들이 혼재하는 상황에서 시장 가격이 어떻게 형성되는지를 이론적으로 규명한 기념비적인 연구가 바로 Glosten & Milgrom(1985)의 모형이다. 이 모형은 시장의 거래를 중개하는 시장조성자(Market Maker)의 역할에 주목한다. 시장조성자는 매수 주문과 매도 주문을 동시에 제시하여 시장에 유동성을 공급하지만, 정작 거래 상대방이 정보 거래자인지 비정보 거래자인지는 알지 못한다. 바로 이 지점에서 역선택(adverse selection)의 위험이 발생한다. 정보 거래자는 주가가 오를 것이라는 확신이 있을 때만 매수하고, 내릴 것이라는 확신이 있을 때만 매도하기 때문에, 시장조성자가 정보 거래자와 거래하게 되면 필연적으로 손실을 보게 된다.

이러한 역선택의 위험은 중고차 시장의 ‘레몬 문제’와 본질적으로 동일하다. 중고차 딜러(시장조성자)는 판매자가 내놓은 차가 좋은 차인지, 아니면 겉만 멀쩡한 ‘레몬’인지 정확히 알 수 없다(정보 열위). 만약 딜러가 좋은 차라고 생각하고 높은 가격을 지불했는데 알고 보니 ‘레몬’이었다면 큰 손실을 입게 된다. 이러한 위험을 피하기 위해 딜러는 모든 차의 매입 가격을 보수적으로 낮게 책정하고, 판매 가격은 높게 유지하여 일종의 보험료를 확보하려 한다. 이로 인해 구매 희망 가격과 판매 희망 가격의 차이인 매수-매도 호가 스프레드(bid-ask spread)가 벌어지게 된다.

Glosten & Milgrom(1985)은 주식 시장의 시장조성자도 이와 동일한 방식으로 행동한다고 설명한다. 정보 거래자와의 거래에서 발생하는 필연적인 손실을 비정보 거래자와의 거래에서 얻는 이익으로 만회해야만 하기 때문이다. 이를 위해 시장조성자는 매수-매도 호가 스프레드를 넓게 설정하며, 이 스프레드는 정보 비대칭성이라는 위험에 대한 일종의 보험료 역할을 한다. 하지만, 이 비용은 결국 모든 시장 참여자들이 부담해야 하는 거래 비용이 된다. 더 나아가, 정보 비대칭성이 심해질수록 역선택의 위험은 커지고, 시장조성자는 스프레드를 더욱 확대시켜 자신을 보호하려 한다. 이는 악순환으로 이어진다. 결국 정보 비대칭이라는 시장의 근본적 특성이 모든 투자자의 거래 비용을 높이고 시장의 유동성을 떨어뜨리는 직접적인 원인이 되는 것이다.

이러한 맥락에서 시장 유동성(Market Liquidity)은 단순한 거래의 편의성을 넘어 자산의 가치를 결정하는 핵심 요소로 고려할 수 있다. 유동성은 자산을 ‘① 낮은 거래 비용으로(tightness), ② 신속하게(immediacy), ③ 원하는 만큼 대량으로(depth), ④ 가격에 큰 충격을 주지 않으면서(resiliency)’ 거래할 수 있는 정도를 나타내는 다차원적 개념이다. 유동성이 풍부한 시장에서는 ‘가격 발견 기능(price discovery)’이

정보 비대칭이라는  
시장의 근본적 특성이  
모든 투자자의  
거래 비용을 높이고  
시장의 유동성을  
떨어뜨리는 직접적인  
원인이 되는 것이다.

투자자들은 개별 주식의 비유동성에 대한 보상뿐만 아니라, 시장 전체의 유동성이 악화될 때 함께 나빠지는 유동성 위험에 대해서도 추가적인 보상을 요구하게 되며, 이는 유동성 문제가 자산 가격 결정에서 얼마나 근본적인 역할을 하는지를 보여준다.

원활하게 작동하여 새로운 정보가 신속하고 정확하게 가격에 반영된다. 이는 시장이 효율적으로 작동한다는 의미다. 반면 유동성이 부족한 시장에서는 상황이 달라진다. 작은 충격에도 가격이 크게 요동치는 가격 충격(Price Impact)이 빈번하게 발생하며, 이는 기업의 본질가치와 시장 가격 간의 괴리를 심화시키는 악순환을 만들어낸다.

### 3) 유동성 프리미엄과 위험

그렇다면 낮은 유동성은 왜 낮은 PBR, 즉 가치 저평가로 이어질까? 그 이론적 배경은 Amihud and Mendelson(1986)이 제시한 ‘유동성 프리미엄(liquidity premium)’ 가설에서 찾을 수 있다. 이 가설에 따르면, 합리적인 투자자들은 비유동적인 자산을 보유할 때 발생하는 잠재적 비용과 위험에 대한 보상을 요구한다. 즉, 투자자들은 나중에 현금화하고 싶을 때 원하는 시점에 제값을 받지 못하고 손해를 보거나, 심지어 거래 자체가 어려울 수 있다는 위험에 대해 추가적인 기대수익률을 요구하게 된다. 예를 들어, 동일한 펀더멘털 가치를 지닌 두 주식 A와 B가 있다고 가정해보자. A 주식은 매수자와 매도자가 항상 풍부하여 언제든지 쉽게 거래할 수 있는 반면(유동성이 높은 자산), B 주식은 거래량이 적어 한번 팔려면 상당한 시간과 가격 할인을 감수해야 한다(유동성이 낮은 자산). 합리적인 투자자라면 B 주식을 매수할 때 이러한 미래의 거래 불편함과 가격 불확실성에 대한 보상을 요구할 것이며, 이는 A 주식보다 더 낮은 매수 가격으로 나타난다. 이 가격의 차이가 바로 비유동성에 대한 ‘유동성 프리미엄’에 해당한다. 그리고 미래에 더 높은 수익률을 기대한다는 것은, 필연적으로 현재의 자산 가격이 그만큼 낮게 형성되어야 함을 의미한다.

더 나아가, Pastor & Stambaugh(2003)의 연구는 유동성 수준 자체보다 ‘유동성의 변동성’이 더 중요한 위험 요인임을 보여준다. 평소에는 유동성이 풍부하다가도 시장 상황이 나빠지면 갑자기 유동성이 고갈되는 주식은 투자자들에게 예측 불가능한 위험을 안겨준다. 이러한 ‘유동성 위험(liquidity risk)’은 분산투자로도 제거할 수 없는 체계적 위험(systematic risk)의 성격을 띠는 것이 이들의 핵심 발견이다. 따라서, 투자자들은 개별 주식의 비유동성에 대한 보상뿐만 아니라, 시장 전체의 유동성이 악화될 때 함께 나빠지는 유동성 위험에 대해서도 추가적인 보상을 요구하게 되며, 이는 유동성 문제가 자산 가격 결정에서 얼마나 근본적인 역할을 하는지를 보여준다.

결론적으로, 비유동성은 단순히 거래의 불편함을 넘어 투자자들이 보상을 요구하는 명백한 ‘위험’ 요인으로 가격에 반영된다. 따라서, 비유동성이 높은 주식일수록

투자자들은 더 높은 유동성 프리미엄을 요구하게 되고, 이는 결국 더 낮은 현재 가격, 즉 낮은 PBR로 귀결될 것이라고 이론적으로 예측할 수 있다.

#### 나. 시장 유동성과 PBR의 관계

앞서 논의된 비유동성과 주식 가치 간의 이론적 관계를 실증적으로 확인하기 위해서는, 유동성을 측정할 수 있는 지표가 필요하다. 본 연구에서는 Kyle(1985)의 이론적 모형을 바탕으로 Amihud(2002)가 제시한 비유동성 척도(Illiquidity Measure)를 그 대리 변수로 사용한다.<sup>16)</sup> 이 척도는 다음과 같이 계산된다.

$$ILLIQ_{it} = \frac{1}{D_{it}} \sum_{d=1}^{D_{it}} \frac{|R_{itd}|}{VOL_{itd}} \quad (1)$$

여기서  $ILLIQ_{it}$ 는 주식  $i$ 의 기간  $t$  동안의 Amihud의 비유동성 척도를 나타내며,  $D_{it}$ 는 기간  $t$  내의 주식  $i$ 의 총 거래일 수를 의미한다. 또한,  $|R_{itd}|$ 는 기간  $t$ 에 속하는 특정 거래일  $d$ 의 주식  $i$ 의 수익률의 절댓값을 의미하며,  $VOL_{itd}$ 는 기간  $t$ 에 속하는 특정 거래일  $d$ 에 발생한 주식  $i$ 의 거래대금을 의미한다. 즉, 이 수식은 특정 기간 동안 매일의 '주가 변동률의 절댓값'을 '거래대금'으로 나눈 값을 모두 더한 후, 전체 거래일 수로 나누어 평균을 구하는 것이다. 따라서, 그 의미는 '단위 거래대금당 주가 변동률의 크기'로 해석할 수 있다.<sup>17)</sup>

이러한 Amihud 척도를 이용하여 시장 유동성과 코리아 디스카운트의 대표 지표인 PBR(주가순자산비율) 간의 관계를 시각적으로 확인하기 위해 포트폴리오 분석을 수행했다. 2000년부터 2024년까지 유가증권시장(KOSPI) 상장기업 전체를 대상으로 각 기업의 연평균 Amihud 비유동성 척도를 계산하고, 매년 말 이를 기준으로 전체 표본을 5분위(Quintile)로 정렬하여 5개의 포트폴리오를 구성했다. 1분위는

이 수식은  
특정 기간 동안  
매일의  
'주가 변동률의  
절댓값'을  
'거래대금'으로 나눈  
값을 모두 더한 후,  
전체 거래일 수로  
나누어 평균을  
구하는 것이다.

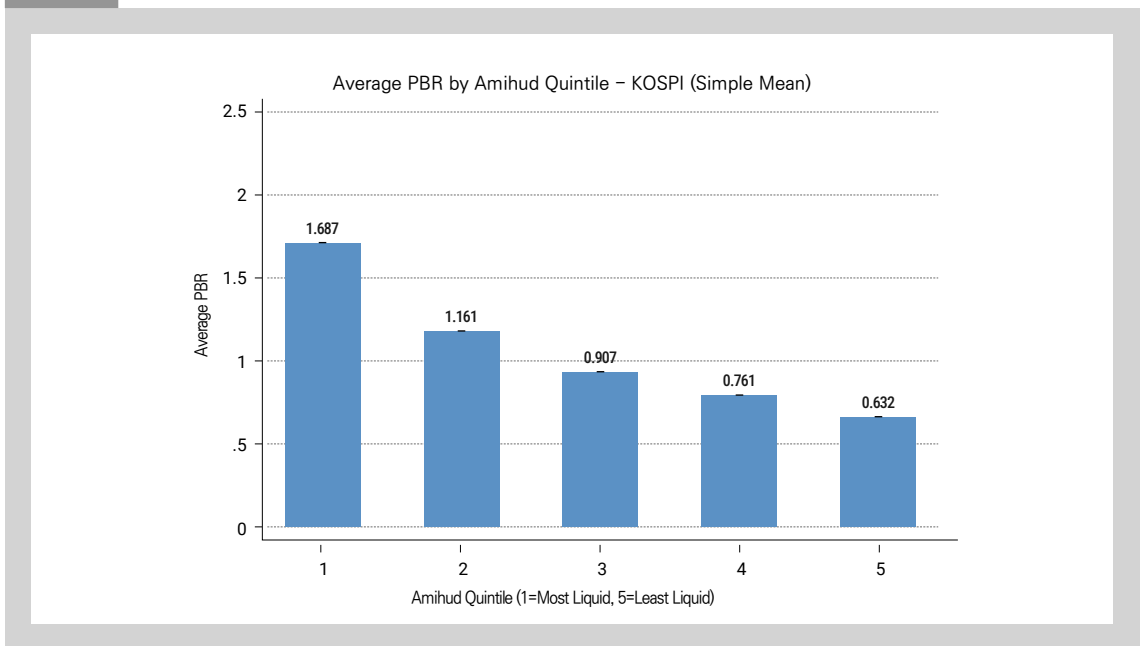
16) 본 연구에서 사용하는 Amihud(2002)의 비유동성 척도는 시장 미시구조 및 자산 가격 결정 분야의 수많은 선행연구에서 표준적인 유동성 대리 변수로 채택되어 왔다. 유동성을 측정하는 지표는 매수-매도 호가 스프레드, 회전을 등 다양하게 존재하지만, Amihud 척도의 강점은 일별 데이터를 이용하여 계산이 용이하면서도 정보 비대칭으로 인한 가격 충격(price impact)을 효과적으로 포착한다는 점에 있다. 이 지표의 실증적 우수성은 Goyenko, Holden & Trzcinka(2009)의 연구에서 명확히 확인된다. 해당 연구는 이론적으로 유사한 여러 저빈도 유동성 척도(low-frequency liquidity measures)들을 고빈도 실거래 데이터 기반의 벤치마크와 비교하였는데, 그 결과 Amihud 척도가 가격 발견 연구에 있어 횡단면 및 시계열적 측면에서 모두 가장 우수한 성과를 보임을 실증적으로 확인하였다.

17) 언뜻 보면 돌을 던진다고 가정해보자. 이때 넓고 깊은 호수(유동성이 풍부한 시장)에 작은 조각돌(소량의 거래)을 던지면 잔물결만 살짝 일고 만다. 하지만, 얇고 작은 웅덩이(유동성이 부족한 시장)에 같은 크기의 돌을 던지면 어떻게? 물이 크게 튀고 바닥의 흙탕물이 일어나며 전체가 요동친다(큰 가격 충격). Amihud 척도는 바로 이 '물이 튀는 정도'를 측정하는 지표다. 이 값이 클수록 시장의 깊이가 얇고 외부 충격에 취약한, 즉 비유동적인 시장이라는 의미다.

Amihud 척도 값이 가장 낮아 유동성이 가장 풍부한 기업 그룹이며, 5분위는 척도 값이 가장 높아 유동성이 가장 부족한 기업 그룹이다.

[그림 4]는 이렇게 구성된 각 유동성 분위별 포트폴리오에 속한 기업들의 평균 PBR을 지난 25년간 평균하여 나타낸 것이다. 분석 결과는 매우 명확한 패턴을 보여준다. 시장의 유동성 수준과 PBR로 측정된 기업 가치 평가 사이에는 뚜렷하고 체계적인 양(+)의 관계가 존재함을 확인할 수 있다. 구체적으로 살펴보면, 유동성이 가장 풍부한 1분위 그룹의 평균 PBR은 1.687로 가장 높게 평가받은 반면, 유동성이 점차 감소함에 따라 PBR은 2분위(1.161), 3분위(0.907), 4분위(0.761)를 거쳐 유동성이 가장 희소한 5분위 그룹에서는 0.632까지 하락하는 패턴을 보였다. 1분위와 5분위 그룹 간의 PBR 격차는 1.055에 달하며, 이는 유동성이라는 시장 미시구조적 요인이 기업 가치 평가에 상당한 영향을 미침을 보여준다.

그림 4 Amihud 지표 5분위 포트폴리오의 평균 PBR(KOSPI, 단순평균 포트폴리오)

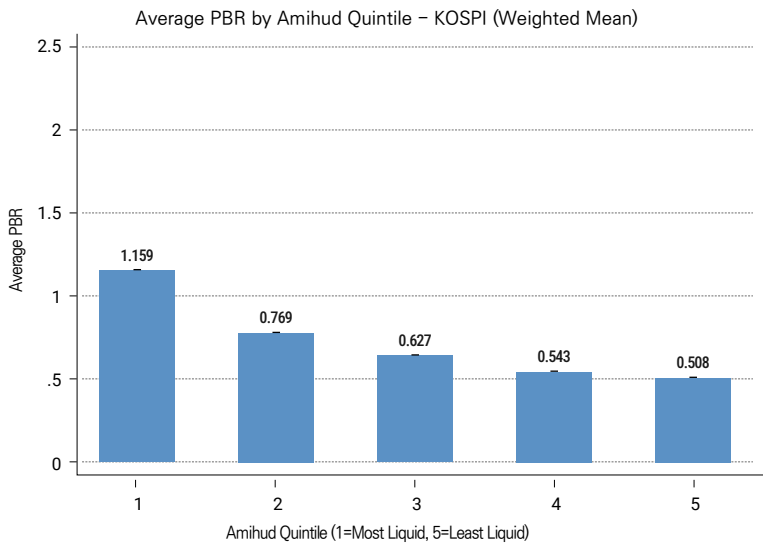


출처 저자 작성

이러한 단순평균(Simple Mean) 포트폴리오의 결과가 다수의 소형주에 의해 주도되었을 가능성을 배제하기 위해, 각 기업의 시가총액을 반영한 가중평균(Weighted Mean) 포트폴리오에 대한 분석을 추가로 수행하였다. 가중평균 방식은 삼성전자와

같은 대형주가 소형주보다 전체 시장에 미치는 영향이 훨씬 크다는 현실을 반영하여, 각 기업의 경제적 중요도에 따라 가중치를 부여한다. [그림 5]에서 보듯이, 가중평균 포트폴리오의 평균 PBR 역시 유동성이 가장 풍부한 1분위 그룹(1.159)에서 가장 낮은 5분위 그룹(0.508)으로 갈수록 일관되게 하락하는 경향을 보였다. 이는 유동성 저하에 따른 가치 저평가 현상이 단순히 소외된 소형주에 국한된 문제가 아니라, 시장을 주도하는 대형주를 포함한 시장 전반에 걸쳐 나타나는 구조적인 현상임을 시사한다. 따라서 낮은 유동성은 투자자들이 요구하는 '보상'의 원천이자, 코리아 디스카운트 현상과 본질적으로 깊은 관련이 있는 중요한 단서라 할 수 있다.

그림 5 Amihud 지표 5분위 포트폴리오의 평균 PBR(KOSPI, 가중평균 포트폴리오)



출처 저자 작성

## 2. 고정효과 회귀모형 분석

본 장에서는 앞선 기초 분석에서 확인된 유동성과 PBR 간의 상관관계를 보다 엄밀하게 통계적으로 검증하기 위해 다중 회귀분석을 실시했다. 이 분석의 목적은 PBR에 영향을 미칠 수 있는 다른 여러 요인들의 효과를 동시에 통제된 상태에서, 순수하게 유동성이 PBR에 미치는 한계효과(marginal effect)를 식별하는 것이다. 이를

본 분석에서는  
패널 데이터의  
장점을 최대한  
활용하기 위해  
기업 및 시간  
고정효과를  
포함한  
고정효과  
회귀모형(식)  
을 설정했다.

통해 두 변수 간의 관계가 다른 요인에 의해 발생하는 허위 관계(spurious relationship)가 아님을 보이하고자 한다.

본 분석에서는 패널 데이터(Panel Data)의 장점을 최대한 활용하기 위해 기업 및 시간 고정효과(Firm and Time Fixed Effects)를 포함한 고정효과 회귀모형(식(TWFE))을 설정했다. 이 방법론은 다음과 같은 중요한 장점을 가진다. 첫째, 기업 고정효과( $Firm_i$ )는 시간에 따라 변하지 않는 각 기업 고유의 특성(예: 기업의 지배구조, 경영진의 능력, 브랜드 가치, 소속 산업의 특성 등)이 PBR에 미치는 영향을 통제한다. 이를 통해서, 관찰되지 않는 기업의 이질성(unobserved heterogeneity)으로 인한 누락변수 편의(omitted variable bias) 문제를 완화할 수 있다. 둘째, 시간 고정효과( $Time_t$ )는 특정 시점에 모든 기업에 대해 공통으로 영향을 미치는 거시경제적 충격(예: 글로벌 금융위기, 금리 변동, 시장 전체의 투자 심리 변화 등)의 효과를 흡수한다. 이를 통해, 분석 결과가 특정 시점의 특수한 상황에 의해 좌우될 가능성을 낮춘다. 분석에 사용된 구체적인 모형은 다음과 같다.

$$PBR_{it} = \alpha + \beta ILLIQ_{it} + \gamma' X_{it} + Firm_i + Time_t + \epsilon_{it} \quad (2)$$

여기서  $PBR_{it}$ 은  $i$ 기업의  $t$  시점 주가순자산비율(Price-to-Book Ratio)로, 코리아 디스카운트 현상을 설명하는 대표적인 가치평가 지표이다.  $ILLIQ_{it}$ 은 앞서 소개한 식 (1)의 Amihud(2002) 비유동성 척도로, 본 연구에서는 해석의 편의를 위해 표준화하였다.

추가적으로, 유동성의 순수한 효과를 분리해내기 위해 PBR에 영향을 미치는 것으로 알려진 주요 기업 특성 변수들을 통제변수( $X_{it}$ )로 포함하였다. 본 연구에서는 자산가격 결정모형 분야의 주요 선행연구들을 바탕으로 다음과 같은 변수들을 통제하였다.

- **기업규모(ln(Total Asset))와 매출액(ln(Sales))**: Fama & French(1993)가 제시한 '규모 효과(size effect)'에 따라, 기업의 규모는 주가수익률 및 가치평가에 체계적인 영향을 미친다. 일반적으로 규모가 큰 기업은 정보 환경이 투명하고 안정성이 높아 높은 가치평가를 받는 경향이 있으므로, 이러한 효과를 통제하여 유동성과의 관계를 명확히 하고자 하였다.

- **부채비율(Lev)**: 상충이론(Trade-off Theory)에 따라 기업들이 부채 사용에 따른 법인세 절감 효과(tax benefits of debt)와 과도한 부채가 유발하는 재무적 곤경 비용(costs of financial distress) 사이에서 최적의 자본구조를 선택하게 된다 (Kraus and Litztenberger, 1973). 이러한 재무위험은 기업의 가치평가에 직접적인 영향을 미치므로, 그 효과를 통제하여 유동성 변수의 순수한 영향을 분석하고자 하였다.
- **투자(Inv)와 R&D(RnD)**: Fama & French(2015)의 5요인 모형에서 제시된 바와 같이, 기업의 투자 수준은 미래 성장성과 관련이 있다. 공격적인 투자는 미래 성장에 대한 기대를 반영할 수도 있지만, 비효율적인 자원 배분의 신호일 수도 있다. 특히, Chan, Lakonishok, & Sougiannis(2001)의 연구에서와 같이 R&D 지출은 기업의 무형자산 및 혁신 잠재력을 나타내는 중요한 변수이므로 함께 통제하였다.
- **자기자본이익률(ROE)**: Ohlson(1995)의 초과이익평가모형에서 강조되었듯이, 기업의 수익성은 현재 및 미래 현금흐름 창출 능력을 나타내는 핵심적인 펀더멘털 변수다. 수익성이 높은 기업은 높은 가치평가를 받으므로, 그 효과를 분리해낼 필요가 있다.
- **배당성향(Div)과 지배주주지분율(Owner Shares)**: 배당은 기업의 미래 이익 안정성에 대한 경영진의 자신감을 외부에 알리는 긍정적 신호(signaling)로 작용할 수 있다(Miller & Rock, 1985). 또한 지배주주지분율은 소유와 경영의 분리 과정에서 발생하는 대리인 문제(agency problem)와 관련하여, 경영진의 의사결정이 주주 가치에 미치는 영향을 반영한다(Jensen & Meckling, 1976). 이러한 지배구조 및 주주환원 정책 관련 변수들을 통제하여 분석의 정확성을 높였다.

배당은 기업의  
미래 이익  
안정성에 대한  
경영진의 자신감을  
외부에 알리는  
긍정적 신호로  
작용할 수 있다

〈표 1〉은 KOSPI 상장기업을 대상으로 2000년부터 2024년까지의 패널 자료를 이용하여 고정효과 회귀모형(식 (2)) 분석의 결과를 정리한 것이다. 먼저, 모형 (1)은 다른 통제변수 없이 오직 표준화된 비유동성 변수( $ILLIQ_{it}$ )와 고정효과를 포함하여 둘 사이의 기본적인 관계를 보여준다. 추정된 계수값은 -0.049로, 비유동성이 높을수록 PBR이 낮아지는 경향이 통계적으로 유의하게 나타남을 확인시켜 준다. 모형 (2)는 비유동성 변수를 제외하고 앞서 설명한 모든 통제변수와 고정효과만을 포함한

고정효과모형 분석의 결과는 앞서 확인했던 유동성과 PBR 간의 관계가 다른 교란 요인들을 고려했을 때에도 여전히 통계적 및 경제적으로 견고하게 존재함을 명확히 보여준다.

분석으로, 통제변수들이 PBR을 얼마나 설명하는지 보여주는 기준선(baseline) 역할을 한다. 분석 결과, 선행연구와 동일하게 매출액( $\ln(Sales)$ ), 투자( $Inv$ ), R&D 지출( $RnD$ ), 자기자본이익률( $ROE$ ) 등 기업의 성장성과 수익성을 나타내는 변수들이 PBR과 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이는 것을 확인할 수 있었다. 본 연구의 핵심 분석인 모형 (3)은 비유동성 변수와 모든 통제변수를 포함한 완전한 모형이다. 가장 중요한 결과는  $ILLIQ_{it}$ 의 계수값으로, -0.090의 값을 가지며 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하다. 이는 PBR에 영향을 미치는 것으로 알려진 다양한 요인들과 관찰되지 않는 기업 및 시간 고유의 효과를 모두 통제한 이후에도, 기업의 비유동성이 높을수록 PBR로 측정된 가치 평가는 낮아지는 강력한 음(-)의 관계가 존재함을 의미한다. 계수값 -0.090은 경제적으로도 중요한 의미를 함축하는데, 이는 다른 조건이 일정할 때 KOSPI 시장에서 기업의 비유동성이 1 표준편차만큼 증가할 경우, PBR은 평균적으로 약 0.090만큼 하락하는 효과가 있음을 나타낸다. 비유동성의 영향이 시차를 두고 나타날 가능성을 고려하고 인과관계를 보다 명확히 하기 위해, 모형 (4)에서는 전기 비유동성 변수( $ILLIQ_{it-1}$ )를 사용하였다. 이는 현재의 주가(PBR)가 과거의 비유동성에 영향을 줄 수 없다는 논리적 선후관계를 이용하여 내생성(endogeneity) 문제를 완화하려는 목적을 가진다. 분석 결과, 계수값은 -0.081로 여전히 통계적으로 유의한 음의 값을 보여 비유동성의 부정적 영향이 지속적임을 시사한다. 마지막으로 모형 (5)는 표준화하지 않은 원래의 비유동성 척도( $ILLIQ_{it}^*$ )를 사용하여 분석의 강건성을 확인하였다. 계수값은 -0.009로 나타났으며, 이는 변수의 단위(scale) 차이 때문에 모형 (3)의 계수값과 직접적인 비교는 어렵지만, 여전히 비유동성이 PBR에 통계적으로 유의한 부정적 영향을 미친다는 결론을 뒷받침한다.

종합적으로, 고정효과모형 분석의 결과는 앞서 확인했던 유동성과 PBR 간의 관계가 다른 교란 요인들을 고려했을 때에도 여전히 통계적 및 경제적으로 견고하게 존재함을 명확히 보여준다. 이는 KOSPI 시장에서 낮은 유동성으로 대표되는 시장의 비효율성이 코리아 디스카운트라는 저평가 현상을 설명하는 핵심적인 메커니즘 중 하나라는 본 연구의 가설을 지지하는 실증적 증거라 볼 수 있다.

표 1 PBR과 비유동성의 관계: 고정효과모형 분석 결과

구분	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$ILLIQ_{it}$	-0.049*** (0.012)		-0.090*** (0.023)		
$ILLIQ_{it-1}$				-0.081*** (0.021)	
$ILLIQ_{it}^*$					-0.009 (0.006)
$\ln(\text{Total Asset})$		0.053 (0.058)	0.052 (0.058)	0.052 (0.058)	0.052 (0.058)
$\ln(\text{Sales})$		0.238*** (0.049)	0.234*** (0.049)	0.233*** (0.048)	0.235*** (0.049)
$Lev$		0.014 (0.021)	0.014 (0.022)	0.014 (0.022)	0.014 (0.022)
$Inv$		9.353*** (2.295)	9.205*** (2.896)	9.212*** (2.874)	9.248*** (2.904)
$RnD$		0.016* (0.009)	0.016* (0.008)	0.015* (0.008)	0.016* (0.008)
$ROE$		0.029*** (0.004)	0.029*** (0.004)	0.029*** (0.004)	0.029*** (0.004)
$Div$		0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)
$Owner\ Shares$		-0.306 (0.204)	-0.302 (0.207)	-0.306 (0.207)	-0.308 (0.207)
$Constant$	1.099*** (0.001)	-0.361 (1.566)	-0.342 (1.563)	-0.355 (1.561)	-0.339 (1.564)
N	206,503	74,211	74,164	74,062	74,164
Max VIF	1.000	1.418	1.419	1.419	1.419

주 괄호 안은 군집화된 표준오차를 의미하며, 모든 모형은 기업과 시간 고정효과들을 포함하고 있음;  $ILLIQ_{it}^*$ 는 표준화하지 않은 Amihud 비유동성 척도를 의미함; 모형 (1)과 (2)는 Firm-clustered 표준편차를 사용하였으며, 모형 (3), (4) 및 (5)는 Two-way clustered 표준편차를 사용함; 결과는 소숫점 셋째자리에서 반올림하였음; \*는 10%, \*\*는 5%, \*\*\*는 1% 수준의 유의수준을 의미함.

출처 저자 작성

### 3. 성향점수매칭 이중차분 분석

앞서 살펴본 고정효과 회귀분석은 비유동성과 기업 가치 간의 강건한 '상관관계'를 입증했지만, 인과관계를 명확히 추론하는 데에는 한계가 있다. 상관관계는 인과관계를 의미하지 않으며, 관찰되지 않는 요인이나 역인과관계(reverse causality)의 가능성을 배제할 수 없기 때문이다. 예를 들어, 투자자들의 관심이 적은 기업이 낮은 가치평가를 받고, 그 결과 거래가 부진하여 유동성이 낮아지는 역의 인과관계가 존재할 수 있다. 이러한 내생성(endogeneity) 문제를 극복하고 유동성 공급의 순수한 효과를 식별하기 위해, 본 연구에서는 2022년에 발생했던 시장조성자(Market Maker)

이 정책 변화는  
시장조성자로 지정된  
종목(처치군)에는  
직접적인 유동성  
충격을 주었지만,  
미지정된  
종목(통제군)에는  
상대적으로  
영향을 주지  
않았을 것이다.

제도의 일시 중단 및 재개 사건을 일종의 자연실험(Natural Experiment)으로 활용한다.<sup>18)</sup> 2019년 금융당국의 조사 착수 이후 위축되었던 시장조성 활동은 2022년 초 사실상 전면 중단되었고, 같은 해 7월 증권선물위원회의 무혐의 의결 이후 8월부터 본격적으로 재개되었다. 이와 같은 정책의 변화는 개별 기업의 펀더멘털이나 경영 성과와는 무관하게 외부 규제 환경의 변화에 의해 주어질 외생적 충격(exogenous shock)으로 볼 수 있으며, 이는 인과관계 추론에 매우 강력한 환경을 제공한다. 즉, 이 정책 변화는 시장조성자로 지정된 종목(처치군, treatment group)에는 직접적인 유동성 충격을 주었지만, 미지정된 종목(통제군, control group)에는 상대적으로 영향을 주지 않았을 것이다.

이러한 정책 실험 환경을 이용하여 유동성 공급의 순수한 효과를 측정하기 위해, 본 연구에서는 계량경제학의 준실험적 방법론 중 신뢰도가 높은 이중차분법(Difference in Differences, DID)을 적용한다. 그러나 DID 분석의 신뢰성은 처치군과 통제군이 정책 시행 이전에 유사한 특성을 가져 평행한 추세를 보인다는 ‘평행 추세 가정’에 크게 의존한다. 시장조성자 제도는 유동성이 낮은 기업들을 대상으로 선정되는 경향이 있으므로, 두 집단 간에는 체계적인 차이가 존재할 수 있다. 이러한 선택 편 문제를 해결하고 보다 신뢰성 있는 통제집단을 구성하기 위해, 본 연구에서는 이중차분법에 성향점수매칭(Propensity Score Matching, PSM)을 결합한 PSM-DID 방법론을 적용하였다. 본 연구에서는 다음과 같은 순서로 분석을 실시하였다.

### 1) 성향점수매칭을 통한 비교 가능한 통제집단 구성

성향점수매칭의 핵심 목적은 처치군과 통제군 간의 선택 편(selection bias) 문제를 해결하는 것이다. 현실에서 시장조성자 제도는 모든 종목에 무작위로 적용되지 않으며, 거래소의 기준에 따라 주로 유동성이 부족하거나 신규 상장된 특정 종목을 대상으로 지정된다. 따라서 단순히 지정 종목과 미지정 종목을 비교하면, 제도의 효과가 아니라 원래부터 두 그룹이 가지고 있던 체계적인 특성의 차이를 측정하게 될 위험이 크다. Rosenbaum & Rubin(1983)이 제안한 성향점수매칭 분석은 이러한 문제를 해결하기 위해, 정책이 시행되기 이전(pre-period)의 데이터를 이용하여 각

18) 시장조성자 제도가 시장 유동성 개선에 긍정적인 영향을 미친다는 사실은 여러 선행연구를 통해 뒷받침된다. 강동의 외(2022), 홍병진 외(2025) 등의 연구에서 시장조성자가 유동성 공급자로서의 역할을 수행하며 실제 시장의 유동성을 높이는 효과가 있음을 실증적으로 입증한 바 있다.

기업이 시장조성자로 지정될 확률, 즉 성향점수(propensity score)를 추정한다. 본 연구는 로짓 회귀(logit regression)를 활용하여 성향점수를 추정하였으며, PBR과 유동성 수준을 주요 매칭변수로 고려하였다. 이 점수는 기업의 다양한 특성을 하나의 확률값으로 요약해준다.

매칭 과정에서는 분석의 강건성을 확보하기 위해 네 가지 서로 다른 매칭 기법을 적용하였다: ① 하나의 처치군에 하나의 통제군을 매칭하는 1:1 최근접이웃 매칭(1:1 NN), ② 하나의 처치군에 두 개의 통제군을 매칭하는 1:2 최근접이웃 매칭(1:2 NN), ③ 모든 통제군을 활용하되 성향점수 거리에 따라 가중치를 부여하는 커널 매칭(Kernel Matching), ④ 성향점수 차이가 일정 범위 이내인 경우에만 매칭을 허용하는 1:1 Wide 매칭이다. 이러한 매칭 과정을 통해 처치군에 속한 각 기업과 가장 유사한 성향점수를 가진 기업을 통제군 내에서 찾아내 ‘가상의 쌍둥이’로 짝을 지어준다.

이 과정을 통해 우리는 “만약 처치군 기업들이 시장조성자로 지정되지 않았다면 어땠을까?”라는 반사실적(counterfactual) 상황을 통계적으로 구현할 수 있으며, 두 집단 간의 비교가 공정하게 이루어질 수 있는 기반을 마련한다.

## 2) 이중차분법을 통한 정책의 순수 효과 추정

성향점수매칭을 통해 구성된, 사전에 매우 유사했던 두 그룹(처치군과 매칭된 통제군)을 대상으로 정책 시행(제도 재개) 전후의 PBR 변화를 비교한다. 이 방법의 핵심 아이디어는 정책의 효과를 처치군의 정책 전후 PBR 변화량에서 통제군의 정책 전후 PBR 변화량을 차감하여 계산하는 것이다. 여기서 통제군의 변화량은 정책이 없었더라도 시장 전체의 흐름이나 거시경제적 요인에 따라 자연스럽게 발생했을 변화, 즉 ‘공통 추세(common trend)’를 대변한다. 따라서 이 ‘차이의 차이(difference in differences)’는 시간에 따라 공통으로 발생하는 다른 모든 요인들의 영향을 제거하고, 오직 시장조성자 제도 재개라는 정책 개입이 가져온 순수한 인과적 효과(Average Treatment Effect on the Treated, ATT)만을 정밀하게 분리하여 측정하게 해준다. 이 방법론의 타당성은 처치군과 통제군이 정책 시행 이전에 유사한 추세를 보였다는 ‘평행 추세 가정(parallel trends assumption)’에 의존하며, 성향점수매칭은 관찰 가능한 특성들을 유사하게 만들어 이 가정이 성립할 가능성을 높여준다.<sup>19)</sup>

이 정책 변화는 시장조성자로 지정된 종목(처치군)에는 직접적인 유동성 충격을 주었지만, 미지정된 종목(통제군)에는 상대적으로 영향을 주지 않았을 것이다.

19) 1:1 매칭 기준으로 매칭 이전 사건 이전 기간의 처치군과 통제군의 pbr의 값은 차이는 -0.5368 수준이며, t-통계량값(p-value)은 -5.57(0.0000) 수준이었으나, 매칭 이후 처치군과 통제군의 pbr 차이는 -0.1648 수준이고, t-통계량값(p-value) 또한 -1.51(0.1319) 수준으로 통계적으로 유의하지 않았다. 다른 매칭 방식 기준의 경우에도 큰 차이를 보이지 않았다.

표 2 시장조성자 제도 재개의 PBR 효과

구분	(6) 1:1 NN	(7) 1:2 NN	(8) Kernel	(9) 1:1 Wide
DID	0.112*** (0.038)	0.076** (0.038)	0.092*** (0.033)	0.105*** (0.039)
N	1,669	1,931	3,515	1,705

주 괄호 안은 근접화된 표준오차를 의미하며, 식 (TWFE)의 통제변수들을 활용하여 성향점수매칭 이중차분법을 실시하였음; 결과는 소숫점 셋째자리에서 반올림하였음; \*는 10%, \*\*는 5%, \*\*\*는 1% 수준의 유의수준을 의미함.

출처 저자 작성

〈표 2〉는 KOSPI 시장을 대상으로 PSM-DID 분석을 수행한 결과를 보여준다. 이 표는 시장조성자 제도 재개가 PBR에 미친 인과적 효과를 다양한 매칭 방식을 통해 교차 검증함으로써 분석 결과의 강건성(robustness)을 확인하는 것을 목적으로 한다. 여기서 가장 핵심적인 결과는 DID 계수이며, 이는 시장조성자 제도 재개라는 정책 개입이 없었을 경우의 반사실적 상황과 비교하여, 실제로 정책의 영향을 받은 기업들의 PBR이 얼마나 ‘추가적으로’ 변화했는지를 나타내는 평균처치효과(ATT)를 의미한다.

가장 대표적인 1:1 최근접이웃 매칭(1:1 NN) 방식을 사용한 모형 (6)의 분석 결과, DID 계수는 0.112로, 1% 유의수준에서 통계적으로 매우 유의한 양(+)의 값으로 추정되었다. 이는 2022년 8월 시장조성자 제도가 재개되었을 때, 사전에 유사한 특성을 가졌던 통제군 기업들과 비교하여, 시장조성 대상 종목(처치군)의 PBR이 시장의 전반적인 흐름을 뛰어넘어 평균적으로 약 0.112만큼 ‘추가적으로’ 더 상승했다는 것을 의미한다. 이러한 결과는 유동성 공급이라는 명확한 정책적 개입이 기업의 저평가 문제를 완화하고 시장 가치를 제고하는 데 실질적이고 긍정적인 인과적 영향을 미쳤음을 시사한다고 볼 수 있다.

분석의 신뢰도를 높이기 위해 여러 다른 매칭 방식을 적용하여 강건성 검증을 수행하였다. 모형 (7)은 하나의 처치군 기업에 두 개의 가장 유사한 통제군 기업을 매칭하는 1:2 최근접이웃 매칭을 사용하였으며, DID 계수는 0.076으로 5% 유의수준에서 유의하게 나타났다. 모형 (8)은 모든 통제군 기업을 사용하되 성향점수가 가까울수록 높은 가중치를 부여하는 커널 매칭(Kernel Matching)을 적용하였으며, 그 결과 DID 계수는 0.092로 1% 유의수준에서 유의하였다. 마지막으로 모형 (9)은 성향점수 차이가 일정 범위 이하인 경우에만 매칭을 허용하는 1:1 Wide 매칭을 사용하였고, DID 계수는 0.105로 1% 유의수준에서 유의하게 나타났다.

매칭 방식에 따라 추정된 효과의 크기는 다소 차이가 있지만, 모든 분석에서

일관되게 통계적으로 유의한 양(+)의 효과가 관찰되었다. 이는 해당 결과가 비교적 강한 결과임을 의미하며, 시장조성자 제도 재개를 통한 인위적인 유동성 공급이 기업 가치에 긍정적인 인과 효과를 가져왔다는 결론의 신뢰도를 높여준다. 따라서 본 연구의 결과는 유동성 개선을 위한 시장조성자 제도 활성화와 같은 정책적 노력이 코리아 디스카운트라는 고질적인 문제를 해소하기 위한 효과적인 정책 수단이 될 수 있음을 시사한다고 볼 수 있다.

본 연구의 결과는  
유동성 개선을 위한  
시장조성자제도  
활성화와 같은  
정책적 노력이  
코리아 디스카운트라는  
고질적인 문제를  
해소하기 위한  
효과적인  
정책 수단이  
될 수 있음을  
시사한다고  
볼 수 있다.

#### IV 결론

본 연구는 한국 자본시장의 고질적 저평가 현상인 ‘코리아 디스카운트’의 근본 원인을 시장 미시구조의 비효율성, 그중에서도 ‘시장 유동성’의 관점에서 다각도로 분석하였다. 2000년부터 2024년까지의 KOSPI 상장기업 데이터를 활용한 실증분석 결과는 시장 유동성과 기업 가치 사이에 매우 강력하고 체계적인 관계가 존재함을 일관되게 보여준다. Amihud 비유동성 척도를 기준으로 구성된 포트폴리오 분석에서는 유동성이 낮아질수록 기업의 주가순자산비율(PBR)이 순차적으로 하락하는 뚜렷한 경향성을 발견하였다. 이러한 상관관계는 기업 규모, 수익성, 부채비율 등 가치평가에 영향을 미칠 수 있는 다양한 요인과 관찰되지 않는 기업 및 시간의 고유 효과를 통제한 고정효과 회귀분석에서도 통계적으로 견고하게 나타났다. 더 나아가, 본 연구는 상관관계를 넘어 인과관계를 식별하기 위해 2022년 시장조성자 제도 재개 사건을 자연실험으로 활용한 성향점수매칭 이중차분법(PSM-DID) 분석을 실시하였다. 그 결과, 제도의 재개를 통해 유동성이 인위적으로 공급된 기업들은 유사한 특성을 가진 다른 기업들에 비해 PBR이 통계적으로 유의미하게 상승하였음을 입증하였다.

이 세 가지 분석 결과는 낮은 시장 유동성이 투자자에게 ‘유동성 프리미엄’이라는 추가적인 보상을 요구하게 만들어 현재 가치를 할인시키는 핵심 메커니즘으로 작동하며, 이것이 코리아 디스카운트를 설명하는 여러가지 요인 중 하나라는 본 연구의 가설을 지지한다고 볼 수 있다.

이러한 연구 결과는 코리아 디스카운트 해소를 위한 정책적 노력에 중요한 시사점을 제공한다. 정부가 추진 중인 ‘기업 밸류업 프로그램’과 같이 기업의 자발적인 가치 제고 노력과 지배구조 개선을 유도하는 정책 방향은 문제 해결의 필수적인 한 축이다. 본 연구는 여기에 더하여, 기업이 창출한 가치가 시장에서 제대로 평가받고 원활

코리아 디스카운트 해소는 기업의 변화만으로는 부족하며, 시장 인프라를 글로벌 표준에 맞게 개선하여 시장 자체의 신뢰와 효율성을 높이는 '쌍끌이 전략'이 필수적이다.

하게 거래될 수 있는 '효율적인 시장 환경' 조성이 반드시 병행되어야만 정책의 실효성을 극대화할 수 있음을 강조한다. 기업의 체질 개선과 시장 인프라 선진화라는 두 바퀴가 함께 굴러가야만 코리아 디스카운트라는 오랜 수렁에서 벗어날 수 있다.

구체적으로, 시장조성자 제도의 효과성을 인과적으로 확인한 만큼, 시장조성자의 의무와 역할을 강화하고 인센티브를 확대하여 시장 전반의 유동성을 풍부하게 유지하는 정책적 노력이 필요하다.<sup>20)</sup> 또한 정보 비대칭성은 유동성 악화의 근본 원인이므로, 기업의 IR 활동을 강화하고 공시의 질을 높여 투자자들에게 투명하고 시의성 있는 정보가 제공될 수 있도록 제도적 기반을 마련해야 한다.<sup>21)</sup> 결국 코리아 디스카운트 해소는 기업의 변화만으로는 부족하며, 시장 인프라를 글로벌 표준에 맞게 개선하여 시장 자체의 신뢰와 효율성을 높이는 '쌍끌이 전략'이 필수적이다.


물론 본 연구는 몇 가지 한계점을 가진다. 첫째, 본 연구에서는 대부분의 유동성 관련 선행연구에서 주로 활용하는 Amihud 척도만을 사용하였으나, 다차원적 개념을 가진 유동성의 다른 개념에 중점을 둔 매수-매도 호가 스프레드, 호가 깊이 등 다차원적인 개념이므로 향후 연구에서는 이를 종합적으로 고려할 필요가 있다.<sup>22)</sup> 둘째, 본 연구에서 활용한 자연실험은 2022년이라는 특정 시점의 시장 상황에 국한되므로, 분석 결과를 다른 시기나 다른 정책 충격에 일반화하여 적용하는 데에는 신중을 기할 필요가 있다. 셋째, 성향점수매칭 이종차분법이 내생성 문제를 완화하는 강력한 방법론이기는 하나, 관찰 불가능한 요인에 의해 평행 추세 가정이 위배될 가능성을 완전히 제거할 수는 없다. 넷째, 통계적 통제의 한계로 인한 편의(bias)가 존재할 수 있다. 본 연구는 고정효과 모형과 다양한 통제변수를 활용하여 관찰 가능한 요인들의 영향을 최대한 배제하고자 하였으나, 관찰되지 않으면서 시간에 따라 변하는 특성(예: 기업 문화의 점진적 변화)이 유동성과 기업 가치에 동시에 영향을 미쳤을 가능성, 즉 누락 변수 편의(omitted variable bias)를 완전히 제거하기는 어렵다. 또한, 사용된 대리 변수들이 이론적 개념을 완벽하게 측정하지 못하는 측정오차(measurement errors)의 문제도 잠재하며, 이러한 요인들이 추정치의 정확성에 영향을 줄 수 있다. 따라서

20) 홍병진 외(2025)에 따르면, 평균적으로 한국 증시의 시장조성자 거래 참여 비중은 약 25%에 불과하다. 이는 사실상 모든 종목에 시장조성자 또는 유동성공급자가 참여하는 미국(100%), 캐나다(100%), 영국(92%), 독일(84%), 프랑스(70%) 등 주요 선진시장과 극명한 대조를 이룬다.

21) 이러한 이유로 홍병진(2024)에서는 기업 IR 비용에 대한 세액공제 혜택과 주주의 집단 행동을 유도하여 정보의 비대칭성과 대리인 문제를 완화하기 위한 행동주의펀드에 대한 세제혜택 등을 제안하였다.

22) Goyenko, Holden & Trzcinka(2009)는 이론적으로는 모든 지표들이 동일한 의미를 지니지만, 실증적으로 다소 차이가 날 수 있음을 보였다. 해당 논문에 따르면, 실제 실거래 자료와의 비교 결과 Amihud 척도가 가격 발견 효과를 연구하는 데 횡단면 및 시계열적 측면에서 모두 가장 적절한 것으로 나타났다.

본 연구의 결과를 해석하는 데 있어 이러한 점들을 고려해야 하며, 이는 향후 연구를 통해 보완되어야 할 과제이다.

이제 우리나라는 과거의 고도성장 시대를 지나 저성장·고령화라는 새로운 시대적 국면에 진입하고 있다. 이러한 구조적 전환기 속에서 자본시장의 역할은 과거 어느 때보다 중요하다. 잠재성장률이 둔화되는 상황에서 지속가능한 성장을 이끌어내기 위해서는, 가계에 축적된 자산이 생산적인 기업 부문으로 흘러 들어가 혁신과 투자의 마중물이 되는 자금의 선순환 구조를 구축하는 것이 필수적이다. 또한, 급격한 고령화에 직면하여 국민들의 안정적인 노후소득을 보전하기 위한 수단으로서 자본시장의 역할은 절대적이다. 코리아 디스카운트의 해소는 단순히 주가지수를 끌어올리는 문제를 넘어, 우리 경제의 미래 성장 동력을 확보하고 모든 국민이 그 과실을 함께 누릴 수 있는 선진적인 금융 시스템을 구축하는 시대적 과업이다. 본 연구가 그 길을 향한 작은 디딤돌이 되어, 신뢰받고 효율적인 자본시장을 통해 대한민국이 지속가능한 성장을 꿈꾸는 나라로 나아가길 희망한다. 

잠재성장률이  
둔화되는 상황에서  
지속가능한 성장을  
이끌어내기 위해서는,  
가계에 축적된  
자산이 생산적인  
기업 부문으로 흘러  
들어가 혁신과  
투자의 마중물이  
되는 자금의 선순환  
구조를 구축하는 것이  
필수적이다.

## 참고문헌

### 〈국내 연구〉

- 강동익·고창수·박중상, 『2022 조세특례 심층평가: 금융시장 효율화·안정화를 위한 증권거래세 면제』, 한국조세재정연구원, 2022.
- 김미루, KDI FOCUS, “인구구조 변화가 가계부채에 미치는 영향,” 2025.
- 김민기, 『국내 개인투자자의 행태적 편익과 거래형태』, 연구보고서, 자본시장연구원, 2022.
- 김선임·손달호, 「주주환원 정책이 기업가치에 미치는 영향」, 『BOK 이슈노트』, 한국은행, 2025. 3. 17.
- 김세용·전혜현, 「글로벌 신평사와 국내 신평사 간 신용등급의 차이」, 『KB Credit』, 2019.
- 김준석·강소현, 『코리아 디스카운트 원인 분석』, 연구보고서, 자본시장연구원, 2023.
- 김현, 「글로벌-국내 신용등급 차이에 대하여」, 『SCR ISSUE REPORT』, 2016.
- 서정원·심수연, 「코리아 디스카운트의 진단과 원인 분석」, 『한국증권학회지』, 36(4), 2007, pp. 621~655.
- 이상철·김중화·박애영, 「대리인문제와 기업가치」, 『관리회계연구』, 5(1), 2005, pp. 33~55.
- 홍병진, 「밸류업을 위한 법인·소득세제 지원안」, 『밸류업 세지지원 공청회』, 한국조세재정연구원, 2024.
- 홍병진·박정흠·고창수, 『2025 조세특례 심층평가: 금융시장 효율화·안정화와 중소기업 지원을 위한 증권거래세 면제』, 한국조세재정연구원, 2025.

### 〈해외 연구〉

- Amihud, Y. (2002). “Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects,” *Journal of financial markets*, 5(1), pp. 31~56.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). “Liquidity and stock returns,” *Financial Analysts Journal*, 42(3), pp. 43~48.
- Bae, J., Kang, J., & Park, J. (2024). “Comprehensive Asset Pricing Tests in the Korean Stock Market,” *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 53(4), pp. 436~466.
- Ball, R. (1978). “Anomalies in relationships between securities’ yields and yield-surrogates,” *Journal of financial economics*, 6(2-3), pp. 103~126.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2000). “Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors,” *The journal of Finance*, 55(2), pp. 773~806.
- Basu, S. (1983). “The relationship between earnings’ yield, market value and return for NYSE common stocks: Further evidence,” *Journal of financial economics*, 12(1), pp. 129~156.

## 참고문헌

- Berk, J. B., Green, R. C., & Naik, V. (2004). "Valuation and return dynamics of new ventures," *The review of financial studies*, 17(1), pp. 1~35.
- Black, F. (1986). "Noise," *The journal of finance*, 41(3), pp. 528~543.
- Chan, L. K., Hamao, Y., & Lakonishok, J. (1991). "Fundamentals and stock returns in Japan," *The journal of finance*, 46(5), pp. 1739~1764.
- Chan, L. K., Lakonishok, J., & Sougiannis, T. (2001). "The stock market valuation of research and development expenditures," *The Journal of finance*, 56(6), pp. 2431~2456.
- Ducret, R., & Isakov, D. (2020). "The Korea discount and chaebols," *Pacific-Basin finance journal*, 63, 101396.
- Ejara, D. D., Krapf, A. A., O'Brien, T. J., & Ruiz de Vargas, S. (2020). "Local, Global, and International CAPM: For Which Countries Does Model Choice Matter?," *Journal of Investment Management*, 2nd Quarter, 18-04.
- Enomoto, M., Kimura, F., & Yamaguchi, T. (2015). "Accrual-based and real earnings management: An international comparison for investor protection," *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(3), pp. 183~198.
- Fama, E. F. (1970). "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work," *The journal of Finance*, 25(2), pp. 383~417.
- Eugene, F., & French, K. (1992). "The cross-section of expected stock returns," *Journal of finance*, 47(2), pp. 427~465.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). "Common risk factors in the returns on stocks and bonds," *Journal of financial economics*, 33(1), pp. 3~56.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1995). "Size and book-to-market factors in earnings and returns," *The journal of finance*, 50(1), pp. 131~155.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). "Taxes, financing decisions, and firm value," *The journal of Finance*, 53(3), pp. 819~843.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2000). "Forecasting profitability and earnings," *The journal of business*, 73(2), pp. 161~175.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2012). "Size, value, and momentum in international stock returns," *Journal of financial economics*, 105(3), pp. 457~472.

## 참고문헌

- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). "A five-factor asset pricing model," *Journal of financial economics*, 116(1), pp. 1~22.
- Glosten, L. R., & Milgrom, P. R. (1985). "Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders," *Journal of financial economics*, 14(1), pp. 71~100.
- Gomes, F., & Michaelides, A. (2005). "Optimal life-cycle asset allocation: Understanding the empirical evidence," *The Journal of Finance*, 60(2), pp. 869~904.
- Goyenko, R. Y., Holden, C. W., & Trzcinka, C. A. (2009). "Do liquidity measures measure liquidity?," *Journal of financial Economics*, 92(2), pp. 153~181.
- Hou, K., Xue, C., & Zhang, L. (2015). "Digesting anomalies: An investment approach," *The Review of Financial Studies*, 28(3), pp. 650~705.
- Jensen & Meckling (1976) 1976, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305~360.
- Keim, D. B. (1989). "Trading patterns, bid-ask spreads, and estimated security returns: The case of common stocks at calendar turning points," *Journal of Financial Economics*, 25(1), pp. 75~97.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). "A state-preference model of optimal financial leverage," *The journal of finance*, 28(4), pp. 911~922.
- Kyle, A. S. (1985). "Continuous auctions and insider trading," *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, pp. 1315~1335.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). "Earnings management and investor protection: an international comparison," *Journal of financial economics*, 69(3), pp. 505~527.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). "Dividend policy under asymmetric information," *The Journal of finance*, 40(4), pp. 1031~1051.
- O'Hara, M. (2003). "Presidential address: Liquidity and price discovery," *The journal of Finance*, 58(4), pp. 1335~1354.
- Ohlson, J. A. (1995). "Earnings, book values, and dividends in equity valuation," *Contemporary accounting research*, 11(2), pp. 661~687.
- Pástor, L., & Stambaugh, R. F. (2003). "Liquidity risk and expected stock returns," *Journal of Political economy*, 111(3), pp. 642~685.

## 참고문헌

- Poterba, J. M. (2001). "Demographic structure and asset returns," *Review of Economics and Statistics*, 83(4), pp. 565~584.
- Rosenbaum, P. R., & Rubin, D. B. (1983). "The central role of the propensity score in observational studies for causal effects," *Biometrika*, 70(1), pp. 41~55.
- Rosenberg, B., Reid, K., & Lanstein, R. (1985). "Persuasive evidence of market inefficiency," *The Journal of Portfolio Management*, 11(3), pp. 9~16.
- Shefrin, H., & Statman, M. (1985). "The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence," *The Journal of finance*, 40(3), pp. 777~790.
- Sheng, J., Z. Sun, and Q. Wang (2025). "Geopolitical Risk and Stock Returns," *SSRN Working Paper*, 5207012.
- Shiller, R. J. (1981). "Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?," *American Economic Review*, 71(3), pp. 421~436.
- Zhang, L. (2005). "The value premium," *The Journal of Finance*, 60(1), pp. 67~103.

### 〈기사 및 웹사이트〉

- 조선비즈, 「'쪼개기 상장' LG엔솔에 개미 원성 커지자...상장사 물적분할 반 토막」, 2024. 3. 6., [https://biz.chosun.com/stock/stock\\_general/2024/03/06/EXZ63PXVTVFI3EUWTWIYYOLSJY/](https://biz.chosun.com/stock/stock_general/2024/03/06/EXZ63PXVTVFI3EUWTWIYYOLSJY/) 검색일자: 2025. 9. 5.
- 인베스트조선, 「'카카오는 왜 지주사 할인 안 해요?' 논란 불 지핀 자회사 줄상장」, 2021. 8. 23., [https://www.investchosun.com/site/data/html\\_dir/2021/08/20/2021082080190.html](https://www.investchosun.com/site/data/html_dir/2021/08/20/2021082080190.html) 검색일자: 2025. 9. 5.
- 신동아, 「'합병' 예선 치른 뒤엔 '돈 버는 경영자' 본선 혈투」, 2015. 6. 16., <https://shindonga.donga.com/economy/article/all/13/114014/1> 검색일자: 2025. 9. 5.
- 한국경제신문, 「IR은 비용이 아닌 투자... 기업가치 위해선 필수」, 마켓칼럼, 2023. 10. 26., <https://www.hankyung.com/article/202310255102i>, 검색일자: 2025. 6. 17.
- OECD Database, 「Gross Domestic Expenditure on R&D by Sector」, 2025.

Kipf



특집



# “회복과 성장을 위한” 2026년 예산안

박정민

기획재정부 예산정책과장

# 2026년 예산안 및 2025~2029년 국가재정운용계획 평가

강희우

한국조세재정연구원 연구위원

# “회복과 성장을 위한” 2026년 예산안



박정민 | 기획재정부 예산정책과장

## I 서론

물레방아는 저절로 돌지 않는다. 물을 먼저 부어야 회전이 시작되고, 한번 돌아가야 다음 회전을 위한 동력이 생긴다. 우리 경제도 마찬가지다. 재정을 선제적으로 투입해야 성장의 흐름이 살아나고, 그 이후에야 비로소 세입 기반도 넓힐 수 있다. 2026년 예산안은 이러한 선순환 구조를 구현하는 데 중점을 두고 편성되었다.

지금 우리 경제는 잠재성장률이 빠르게 하락하고 있으며, 실제 경기는 그 수준에도 미치지 못하는 비상 상황에 직면해 있다. 한편, 양극화 심화로 지방과 서민층이 성장의 과실에서 소외되는 등 구조적 문제도 심각하다. 이러한 상황에서 회복의 속도를 높이고 성장의 온기를 널리 퍼뜨리기 위해서는 재정이 마중물 역할을 해야 한다.

그러나, 누적된 경기 부진 등으로 재정의 경기 대응 여력 역시 제한적인 것이 현실이다. 이에 정부는 단순히 지출 규모를 늘리는 데에 그치지

않고 성과 중심의 전략적 재정 운용을 통해 재정의 역할을 재정립하고자 했다. 그 일환으로 역대 최대 규모인 27조원 수준의 저성과·관행적 지출을 구조조정하고, 이를 고성과·핵심과제에 재투자하였다.

## II 2026년 예산안 주요 내용

내년도 예산안은 성과 중심 재정 운용 기조 아래, 경제의 회복과 성장을 견인하는 데 목표를 두고 편성되었다. 정부는 ① 기술이 주도하는 초혁신경제, ② 모두의 성장, 기본이 튼튼한 사회, ③ 국민안전, 국익 중심의 외교·안보를 3대 중점 투자 분야로 설정하는 한편, 재정사업의 효과를 배가하기 위해 재정 제도 전반에 대한 혁신 노력도 병행했다.

## 1. 내년 예산안의 3대 투자 중점

### 가. 기술이 주도하는 초혁신경제

정부는 기술을 중심으로 경제 체질을 전환하고, 미래 성장동력을 확보하기 위한 투자를 대폭 확대했다. 특히, AI 3강 도약을 목표로, AI를 산업과 생활 전반에 빠르게 확산시키고 이를 뒷받침할 인재·GPU 등 핵심 인프라에 대한 지원을 강화했다. 우선, 로봇·자동차·조선 등 지역 특화산업과 AX 혁신 기술을 연계하는 대규모 프로젝트에 5년간 약 6조원을 투자한다. 생활밀접형 제품 300개와 복지·고용·납세·신약심사 등 공공부문 전반에 AI를 도입해 국민이 실생활에서 변화를 체감할 수 있도록 할 계획이다. 또한, 고급인재 1만 1천명을 양성하고, AI 연산의 핵심인 고성능 GPU 1만 5천장을 추가로 확보하는 등 AI 기술 경쟁력을 한층 높인다.

R&D에 대한 투자도 35조 3천억원으로, 전년 대비 19.3% 확대하여 역대 최대 규모로 편성했다. A·B·C·D·E·F 6대 첨단산업을 중심으로 핵심기술 개발을 집중 지원하고, TIPS·사업화 보증 등 성과와 시장 수요를 중심으로 한 ‘성과형 R&D 체계’로 전환한다. 한편, 국민성장펀드를 5년간 100조원 이상 조성하고, 민간 선투자 연계 보증을 신설하여 신산업 분야의 유망기업이 기술개발을 넘어 실제 사업화까지 이어갈 수 있도록 뒷받침할 계획이다.

K-컬처와 관광 등 글로벌 소프트파워 확보를 위한 지원도 병행한다. 제2의 토니상·노벨문학상 수상자가 될 청년 창작자 3천명에게 인당 900만원의 창작활동금을 지원하고, 50억원 규모의

예술인 복지금고를 신설한다. 국내 관광의 활력을 되찾기 위해 외래객 4만명에게는 교통비·입장료를 할인받을 수 있는 K-관광패스를 제공하여 관광 비용을 덜어드릴 계획이다. 한편, 지역의 문화격차 해소를 위해 우수한 공연과 전시의 지방 순회 횟수를 1,200회까지 약 3배 확대한다.

글로벌 통상위기와 기후변화 등 외부 변수에 선제적으로 대응하기 위한 투자도 확대했다. 대미 관세 협상을 뒷받침하기 위해 산은·수은 등 정책금융 기관에 국비 1조 9천억원을 투입하고, 관세 피해 기업 약 800개사에는 긴급지원바우처를 제공하여 피해 분석과 물류비 등을 지원한다. 에너지 대전환과 탄소 중립을 가속화하기 위한 지원도 대폭 늘렸다. 신재생에너지 발전설비 용자·보조는 9천억원 규모로 약 4천억원 확대하고, 기존 보유한 내연차를 전기차로 전환하는 국민에게는 최대 100만원의 전환지원금을 지급한다.

### 나. 모두의 성장, 기본이 튼튼한 사회

정부는 지방이 스스로 성장의 기회를 만들 수 있도록 지역의 교육·산업·생활 기반을 함께 키우는 방향으로 정책을 설계했다. 가장 먼저, 3개 거점국립대를 지역전략산업과 연계하여 교육·연구의 허브로 육성한다. 균형발전하위지역에 대해서는 지방투자촉진보조금 한도를 최대 200억원에서 300억원으로 상향해 국비를 마중물로 삼아 민간 투자를 유도할 계획이다. 이와 함께, 지역 의료·교통 인프라를 확충하고, 농어촌 인구감소지역에 거주하는 주민 24만명에게는 월 15만원의 농어촌 기본소득을 시범 지급해 지방의 생활 여건을

개선한다.

저출생·고령화 등 인구구조 변화에 대응하기 위한 생애주기별 맞춤형 투자도 대폭 확대한다. 아동수당 지급대상을 만 7세 이하에서 만 8세 이하로 확대한다. 아이돌봄 지원 기준도 중위소득 200%에서 250%로 완화하고, 일 5,000원의 야간 긴급돌봄 수당을 신설해 돌봄 공백을 메운다. 한편, 어르신이 살던 곳에서 건강한 생활을 영위할 수 있도록 지역사회 통합돌봄을 전국으로 확산하고, 노인 일자리를 5만명 확대한다. 아울러, 납입금의 6.12%를 매칭 지원하는 청년미래적금을 신설해 청년의 자산형성도 도울 예정이다.

정부는 누구나 기본적인 삶을 보장받을 수 있도록 촘촘한 사회안전매트를 구축하는 데에도 중점을 두었다. 기준중위소득을 역대 최대인 6.51% 인상해 4인 가구 생계급여 월 지급액을 200만원 이상까지 상향했다. 발달장애인 돌봄 국가책임제를 구현하기 위해 주간활동 서비스 지원 인원을 약 3천명 확대하는 한편, 장애인 일자리를 2,300명 늘려 소득 기반도 함께 강화한다.

민생경제의 회복과 취약 근로자 보호를 위한 정책도 빠짐없이 추진한다. 서민층 교통비 부담을 덜기 위해 대중교통 정액 패스를 도입해 월 5~6만원으로 지하철과 버스를 월 20만원까지 이용할 수 있도록 하고, 청년·신혼부부·고령자 등에게 공적주택 110만호를 2030년까지 공급할 계획이다. 한편, 산업재해 예방을 위해 영세사업장·건설현장 1만 7천개소에 추락 방호망, 고소 작업대 등 필수 안전시설을 확충하고, 건설·조선업 등 주요 업종에는 일터 지킴이 1,000명을 배치하여 상시 안전점검 체계를 구축한다.

#### 다. 국민안전, 국익 중심의 외교·안보

각종 재난과 범죄로부터 국민의 생명과 일상을 지키기 위해 재해 예방부터 범죄 피해자 보호까지 전방위 투자를 확대한다. 먼저, 재해·재난의 대형화를 방지하기 위해 AI·드론 등을 활용하여 예측력을 강화한다. 재난 대응 측면에서는 총 200억원 규모의 국민안전펀드를 신설해 재난 안전 산업을 육성하고 재난 현장에 윈스톱 피해지원센터 설치한다. 한편, 범죄 수사 역량을 강화하기 위해 신입 경찰 6,400명을 충원하고 권총·조끼 등 현장 대응 장비를 확충한다. 범죄 피해자가 조속히 일상으로 복귀할 수 있도록 경상 피해자에게 긴급생활안정비를 새롭게 지급하고, 범죄피해자 심리치유 전문기관인 스마일센터 운영도 확대한다.

군 사기와 전투력을 제고하기 위한 국방 투자를 대폭 강화하고 외교·통일 분야에 대한 지원 체계를 개편한다. 초급 간부의 보수를 최대 6.6% 인상하고 3년간 동결되었던 급식단가를 1만 3천원에서 1만 4천원까지 상향하는 등 병사들의 처우를 개선한다. 아울러, 보라매(KF-21)를 최초로 개발·양산하고, 미래전에 대비하기 위해 AI·드론·로봇 등 첨단 무기체계를 도입한다. 한편, 외교·통일 현안에 전략적으로 대응하기 위해 우리 산업 수요와 연계한 ODA 사업을 추진하고 남북협력기금은 1조원으로 확대하여 남북 간 민생·경제협력을 강화한다.

## 2. 재정제도 혁신

새 정부 첫 번째 예산안인 2026년 예산안은 단순히 재정 규모를 늘리는 데에 그치지 않고, 성과 중심의 배분과 재정 운용의 효율성 강화 등 재정제도 전반의 혁신을 함께 담았다. 단순히 ‘많이 쓰는 재정’이 아닌 ‘잘 쓰는 재정’으로 패러다임을 전환하고, 적극적 재정 운용과 재정의 지속 가능성이 선순환할 수 있도록 설계한 것이다.

### 가. 지출구조조정

정부는 한정된 재정 여력하에서, 지출의 총량은 확대하되 내용을 정밀하게 다듬는 전략을 택했다. 저성과·관행적 지출을 중심으로 역대 최대 수준인 27조원 규모를 구조조정하고, 이를 경제회복과 성장을 위한 핵심과제에 재투자했다. 특히, 사업비 중심의 지출구조조정에서 더 나아가 연례적 경상비와 경직적 의무지출 등을 포함한 사업 전반을 점검했으며, 이를 통해 단순한 감액이 아닌 성과 기반의 재구조화를 추진했다. 아울러, 국민참여 플랫폼을 통해 수렴된 국민들의 지출 효율화 제안을 적극 반영하여 예산 편성 과정에서의 국민 참여 및 소통을 극대화했다.

### 나. 지방우대 및 자율성 제고

정부는 수도권과 비수도권 간 격차를 줄이고 지역 지원의 자율성·실효성을 제고하기 위한 제도 혁신에도 최선을 다했다. 우선, 아동수당·노인일자리 등 7개 주요 재정사업에 인구감소, 지역

낙후도 등을 감안하여 지방을 우대하는 원칙을 시범적으로 도입한다. 7개 사업 특성별로 수혜자 지원금을 인상하거나 사업 물량을 추가로 배분하는 등의 방식으로 지역별 지원을 차등화할 예정이다. 뿐만 아니라, 지방 여건에 맞추어 지역이 자율적으로 편성할 수 있는 포괄보조 규모도 3조 8천억원에서 10조 6천억원까지 약 3배 확대한다.


### 다. 성과지향 출연연구기관 개편

정부는 출연연구기관에 대해 성과 중심의 예산 배분 체계를 본격 도입한다. 우선, 비도전적인 1,877개의 소규모 수탁과제를 폐지하고, 100개의 국가 대형 임무 과제에 투자를 집중한다. 이에 더해, 전담평가센터를 통해 성과를 지속 환류하고 사업 목표를 조기에 달성하는 경우 잔여 사업비를 성과급으로 지급한다. 이와 같은 성과 중심 개편 노력을 통해 출연연구기관이 국가 전략과 산업 발전을 견인할 수 있도록 유도할 계획이다.

## 3. 총량

지금까지 설명한 중점 투자와 재정제도 혁신의 결과, 2026년 총지출은 전년 대비 8.1% 증가한 728조원으로 편성되었다. 총수입은 674조 2천억원으로 3.5% 증가했다. 한편, GDP 대비 국가채무 비율은 51.6%로 3.5%p 상승하였으나, 정부는 중장기적으로 총지출 증가율을 경상성장률 수준으로 점진적으로 조정하여 2029년 50% 후반 수준으로 관리할 계획이다.

### III 맺음말

예산안은 단순히 한 해의 지출 계획이 아니라 정부가 어떤 가치를 추구하고 어떤 미래를 준비하고 있는지를 보여주는 설계도다. 정부는 이러한 인식을 바탕으로 2026년 예산안을 편성했고, 그 과정에서 회복의 속도를 높이고 성장의 체질을 바꾸며 재정의 지속가능성까지 함께 달성하고자 했다. 정부는 이번 예산안을 출발점으로 삼아 먼저 회복과 성장을 향해 물줄기를 붓고, 그 동력으로 재정건전성으로 이어지는 선순환의 물레방아가 끊임없이 돌아가기를 기대한다. 

# 2026년 예산안 및 2025~2029년 국가재정운용계획 평가



강희우 | 한국조세재정연구원 연구위원

## I 서론

2025년 6월 출범한 이재명정부의 첫 예산안이 국회에 제출되었다. 「2026년도 예산안」은 ‘회복과 성장’을 목표로 ① 기술이 주도하는 초혁신경제, ② 모두의 성장, 기본이 튼튼한 사회, ③ 국민안전, 국익 중심의 외교·안보를 중점 투자방향으로 설정하고, 전년도 본예산 대비 8.1% 늘어난 총지출 규모의 예산안을 제출했다. 이를 뒷받침하기 위

한 재정혁신 방안으로 역대 최대인 27조원 규모의 지출구조조정 단행과 함께 주요 재정사업에 대한 지방우대 원칙 시범 도입, 포괄보조 확대, 출연연구기관의 성과지향 개편을 추진할 계획이다.

잘 알려진 것과 같이 현재 우리나라의 대내외 경제 환경은 녹록치 않다. 저출생·고령화로 인한 인구구조의 변화, 계층·지역·세대 간 격차 확대, 미국 관세와 지정학적 위기로 인한 통상환경 악화, AI 등 신산업 분야의 급속한 발전으로 인한

표 1 2026년 예산안의 중점투자방향

중점투자방향	주요 내용	주요 사업
1. 기술이 주도하는 초혁신경제 (51→72조원, +41%)		① AI 3강을 위한 대전환(3.3→10.1조) ② 신산업 R&D 혁신(36.4→44.3조) ③ 통상현안대응·수출지원(1.6→4.3조) ④ 에너지 전환·탄소중립(6.0→7.9조) ⑤ 글로벌 문화강국 조성(4.2→5.7조)
2. 모두의 성장, 기본이 튼튼한 사회 (144→175조원, +22%)		① 지방거점성장(19.0→29.2조) ② 저출생·고령화 대응(62.6→70.4조) ③ 촘촘한 사회안전메트(29.2→32.1조) ④ 민생·사회연대경제(17.6→26.2조) ⑤ 산재예방·취약노동자 보호(16.0→17.6조)
3. 국민안전, 국익 중심의 외교·안보 (25→30조원, +18%)		① 재난 예측·예방·대응(3.9→5.8조) ② 첨단국방, 한반도 평화(21.2→23.8조)

출처 기획재정부, 「“회복과 성장을 위한” 2026년 예산안」, 보도자료, 2025. 8. 29.를 바탕으로 저자 정리

표 2 2025~2029 국가재정운용계획 재정운용 기본방향 및 주요내용

기본방향	주요 내용
성과 중심 재정운용으로 경기회복·경제성장 적극 뒷받침	- 고성과 부문에 과감하게 투자하는 '성과 중심' 재정운용으로 초혁신경제 실현 등 우리 경제 회복·성장을 적극 지원 - 어려운 경제여건을 감안하여 서민·소상공인 등 민생안정 지원, 소비진작·지역경제 활성화 등 신속한 경기회복에 총력 - AI 등 신산업 육성, 인구변화 대응·양극화 완화·탄소전환·국가균형성장 등 구조적 문제 대응 등에 재정을 선택·집중 투자
재정-경제 선순환을 통한 재정의 지속가능성 확보	- 성과 중심의 재정운용으로 재정투자 성과를 극대화하여 경제성장 및 중장기 재정 지속가능성 확보의 선순환 구현 - 저성과 관행적 사업 등에 대한 강도 높은 지출구조조정, 불요불급한 비과세·감면 정비 등 재정여력 확보 노력 강화
재정운용 효율성 및 신뢰성·투명성 제고를 위한 재정혁신 지속	- 성과평가 예산환류 강화, 예타제도 개편 등 재정관리 효율화 및 국유재산·민간투자 등 공공·민간자원 활용 확대 - 국민참여 확대, 대국민 재정정보 공개 및 재정교육 강화 등을 통해 재정의 신뢰성·투명성 확보

출처: 대한민국정부, 「2025-2029년 국가재정운용계획」, 2025. 8. 29.의 pp. 19-20 내용을 저자 정리

산업구조 개편 움직임 등으로 인해 재정지출 수효는 늘어나고 있다. 하지만 경제성장률 하락과 경직적인 재정지출 및 사회구조로 인해 늘어나는 재정지출 수요를 충족시킬 수 있는 재원 마련이 어려운 현실을 마주하고 있으며, 특히 최근 2년간 대규모 세수결손으로 인해 재정여건이 악화되었다. 이와 같이 경제성장 및 재정 여건이 우호적이지 않은 딜레마 상황에서 이재명정부는 정부가 과감한 투자를 선도함으로써 돌파구를 마련하고자 한 것으로 평가된다.

이러한 재정운용 방향은 예산안 및 함께 국회에 제출한 「2025-2029 국가재정운용계획」에도 잘 드러나 있다. 이재명정부는 2025~2029년 재정운용의 기본방향으로 ① 성과 중심 재정운용으로 경기회복·경제성장 적극 뒷받침, ② 재정-경제

선순환을 통한 재정의 지속가능성 확보, ③ 재정운용의 효율성 및 신뢰성·투명성 제고를 위한 재정혁신 지속을 제시했다. 어려운 재정여건에도 불구하고 정부가 앞장서서 재정을 활용해 경기회복과 경제성장을 지원하고, 이를 바탕으로 재정의 지속가능성을 확보하겠다는 계획을 확인할 수 있다.

이재명정부의 재정운용방향은 이전 정부의 예산안과 국가재정운용계획과 비교했을 때 더욱 두드러지게 확인할 수 있다. 「2025년도 예산안」에서 첫 번째로 제시한 중점 투자 분야는 '더 나은 내일을 위한 약자복지'이었으며, 「2024-2028년 국가재정운용계획」에서 언급된 재정운용 기본방향 중 첫 번째는 '재정의 지속가능성 확보를 위해 건전재정기조 견지'이었다. 따라서 「2026년도 예산안」의 첫 번째 중점투자방향인 기술 주도 초혁신

표 3 최근 정부 예산안의 투자 중점 분야 변화 추이

2024년 예산안	2025년 예산안	2026년 예산안
따뜻한 동행을 위한 약자복지	더 나은 내일을 위한 약자복지	기술이 주도하는 초혁신경제
성장동력 확보를 위한 미래준비 투자	경제활력 확산	모두의 성장, 기본이 튼튼한 사회
경제활력 제고를 통한 양질의 일자리 창출	미래를 준비하는 체질개선	국민안전, 국익 중심의 외교·안보
국가의 본질기능 수행을 뒷받침	안전한 사회, 글로벌 중추 외교	-

출처: 기획재정부, 「"일 잘하는 사람, 실용 민생" 2024년 예산안」, 보도자료, 2023. 8. 29.  
 기획재정부, 「"민생활력, 미래도약" 2025년 예산안」, 보도자료, 2024. 8. 27.  
 기획재정부, 「"회복과 성장을 위한" 2026년 예산안」, 보도자료, 2025. 8. 29.

표 4 최근 국가재정운용계획의 기본방향 변화

2023~2027년	2024~2028년	2025~2029년
지속가능한 재정을 위해 건전재정기조 견지	재정의 지속가능성 확보를 위해 건전재정기조 견지	성과 중심 재정운용으로 경기회복-경제성장 적극 뒷받침
약자복지 강화, 미래 준비, 양질의 일자리 창출, 국가의 본질기능 뒷받침 등 4대 중점 분야에 과감히 투자	건전재정기조 하에서도 정부가 해야 할 일은 확실하게 지원	재정-경제 선순환을 통한 재정의 지속가능성 확보
강력한 지출 재구조화와 재정혁신을 통해 재정운용 효율성 제고	지출 재구조화 등 재정혁신으로 재정운용 효율화	재정운용 효율성 및 신뢰성·투명성 제고를 위한 재정혁신 지속

출처 대한민국정부, 『2023~2027년 국가재정운용계획』, 2023. 9. 1.  
 대한민국정부, 『2024~2028년 국가재정운용계획』, 2024. 8. 27.  
 대한민국정부, 『2025~2029년 국가재정운용계획』, 2025. 8. 29.

경제 지원이고, 국가재정운용계획상 가장 우선적으로 제시한 방향이 성과 중심의 적극적 재정운용인 것을 고려했을 때, 기존의 건전재정기조에서 벗어나 재정 중심의 경제 성장과 회복을 지원하겠다는 방향을 확인할 수 있다.

본고에서는 이재명정부의 첫 예산안과 국가재정운용계획의 특징을 분석하고, 이를 바탕으로 향후 재정운용상 고려 사항을 제안하고자 한다. 이를 위해 제II장에서 재정총량, 제III장에서 분야별 자원배분 및 주요 재정사업의 특징을 정리한다. 다만 지면의 제약상 예산안과 국가재정운용계획의 자세한 내용을 모두 담을 수 없었으며, 저자가 생각하는 중요한 특징과 시사점 중심으로 정리했음을 밝힌다.

## II 재정총량

### 1. 개요

정부의 재정운용 방향을 이해하기 위해서 우리나라를 둘러싼 경제 환경을 정리할 필요가

있다. IMF(2025b)는 올해 전 세계 경제성장률을 3.0%로 작년의 3.3%보다 다소 낮게 예상하고 있지만, 향후 3% 초반대의 성장세를 유지할 것으로 전망하고 있다. 그리고 코로나19 위기 이후 급등한 물가도 점차 안정세를 보일 것으로 예상된다. 우리나라의 경제성장률은 0.8%로 작년의 2.0%에 비해 크게 떨어진 수준이지만 2026년은 1.8%로 전망되는 등 향후 다소 경기가 회복될 것으로 전망하고 있다.

한국은행(2025)은 2025년 우리 경제가 건설투자 부진에도 불구하고 추경 효과, 소비심리 개선, 반도체 수출 호조 등으로 0.9% 성장할 것으로 내다보았으며, 2026년에는 금리 인하와 실질소득 개선에 따른 내수 회복에도 불구하고 미국 관세 인상으로 수출이 둔화되어 1.6% 성장에 그칠 것으로 전망했다. 물가는 2025년에 농축수산물 가격 상승 등으로 2.0% 오르고, 2026년에는 소비자물가와 근원물가 모두 1.9%로 예상했다. 한편 KDI(2025)는 2025년 성장률을 0.8%로 제시하며 건설투자 부진을 주요 요인으로 꼽았으나, 금리 하락과 소비부양책, 반도체 경기 회복이 일부 성장세를 뒷받침할 것으로 평가했다. 또한

표 5 세계 경제 전망

(단위: %)

구분	실적치	전망치					
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
세계 경제성장률	3.3	3.0	3.1	3.2	3.2	3.2	3.1
선진국	1.8	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7
미국	2.8	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1
유로지역	0.9	1.0	1.2	1.3	1.3	1.2	1.1
일본	0.2	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
영국	1.1	1.2	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4
한국	2.0	0.8	1.8	2.1	2.1	1.9	1.8
신흥국 및 개발도상국	4.3	4.1	4.0	4.2	4.1	4.1	4.0
중국	5.0	4.8	4.2	4.2	4.1	3.7	3.4
인도 <sup>1)</sup>	6.5	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5	6.5
러시아	4.3	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2
세계 소비자 물가상승률 <sup>2)</sup>	5.6	4.2	3.6	3.2	3.2	3.2	3.2
선진국	2.6	2.5	2.1	2.0	2.1	2.1	2.1
신흥국 및 개발도상국 <sup>2)</sup>	7.7	5.4	4.5	4.1	4.0	3.9	3.8

주 1) 인도의 실적치, 전망치 데이터는 회계연도 기준

2) 베네수엘라 제외

출처 2026년 이전은 IMF, World Economic Outlook update 2025 July, 2025, table 1 &amp; annex table.

2027년 이후는 IMF, World Economic Outlook Database, 2025 April, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2025/april/download-entire-database>, 검색일자: 2025. 8. 29.

표 6 2024 회계연도 총수입·총지출 결산 결과

(단위: 조원)

구분	2023년			2024년			전년대비 (D-B)
	본예산 (A)	결산 (B)	본예산대비 (B-A)	본예산 (C)	결산 (D)	본예산대비 (D-C)	
I. 총수입	625.7	573.9	△51.8	612.2	594.5	△17.7	20.5
1. 국세	400.5	344.1	△56.4	367.3	336.5	△30.8	△7.5
2. 세외수입	25.0	28.5	3.5	28.2	29.6	1.4	1.1
3. 기금	200.3	201.1	0.8	216.7	228.2	11.5	27.1
※ 세입세출외 <sup>1)</sup>	-	0.3	0.3	-	0.1	0.1	△0.1
II. 총지출	638.7	610.7	△28.0	656.6	638.0	△18.6	27.3
1. 일반회계	369.4	343.5	△25.9	356.5	344.5	△12.0	1.0
2. 특별회계	71.6	69.6	△2.0	81.7	78.6	△3.2	8.9
3. 기금	197.7	196.5	△1.1	218.4	214.5	△3.9	18.0
※ 세입세출외 <sup>2)</sup>	-	1.0	1.0	-	0.4	0.4	△0.6
III. 통합재정수지(I-II)	△13.1	△36.8	△23.7	△44.4	△43.5	0.9	△6.8
IV. 사회보장성기금수지	45.1	50.3	5.1	47.2	61.2	14.0	11.0
V. 관리재정수지(III-IV)	△58.2	△87.0	△28.8	△91.6	△104.8	△13.1	△17.7

주 1) 국고통합계정 여유자금 운용수익

2) 자치단체 교부금 정산 등

출처 대한민국정부, 「2024회계연도 국가결산보고서」, 2025. p. 14의 표

\* 총수입 총지출은 총계에서 보전거래(차입금, 여유자금 운용 등)와 내부거래(회계 및 기금간 전출입) 등을 제외하여 산출

\*\* 구성항목별 합계 및 차감금액은 소수점 이하 단수조정으로 상이할 수 있음

표 7 2026 회계연도 정부 예산안 개요

(단위: 조원, %)

구분	2025년		2026년 예산안(B)	증감(B-A)	
	본예산(A)	2회 추경		규모	비율
총수입	651.6	642.4	674.2	+22.6	3.5
- 국세수입	382.4	372.1	390.2	+7.8	2.0
- 세외수입	269.1	270.3	283.9	+14.8	5.5
총지출	673.3	703.3	728.0	+54.7	8.1
- 예산	447.4	467.3	481.5	+34.1	7.6
- 기금	225.9	235.9	246.5	+20.6	9.1

출처 기획재정부, 「“회복과 성장을 위한” 2026년 예산안」, 보도자료, 2025. 8. 29., p. 2의 표

2026년에는 내수 개선에도 불구하고 수출 둔화로 성장률은 1.6%에 머물 것으로 보았으며, 물가는 낮은 성장세에 따라 1.8%로 둔화될 것으로 전망했다.

한편 최근 과세기반 약화로 인해 실제 총수입 규모가 예산보다 줄어들었다. 정부의 2024 회계연도 총수입·총지출 결산 결과를 살펴보면 총수입 규모는 594.5조원으로 본예산 대비 17.7조원 적게 걸렸다. 2023 회계연도 총수입은 본예산 대비 결산에서 발생한 51.8조원의 차이보다 줄어든 규모이지만 2년 연속 총수입이 예산 대비 적게 걸히면서 재정의 경기안정화 기능이 약화되는 것은 아닌지 우려의 목소리가 커졌다. 더불어 2023 회계연도와 2024 회계연도에서 관리재정수지 적자 규모가 본예산보다 결산에서 증가함에 따라 재정여건 역시 악화되었다.

이러한 환경 속에서 정부는 재정의 적극적인 역할을 통해 경제성장과 재정의 지속가능성을 제고하기 위한 목표 하에 2026 회계연도 예산안을 국회에 제출했다. 총수입은 올해 본예산 대비 3.5%(22.6조원) 증가했으며, 총지출은 본예산 대비 8.1%(54.7조원) 증가한 규모이다. 다만 금년도

2회 추경 이후 확정된 총지출 규모 703.3조원을 기준으로 했을 때 총지출 증가율은 경상성장률 수준인 3.5% 정도로 재정 역할의 확대와 지속가능성 사이에 균형을 맞추고자 노력한 것으로 보인다.

예산안과 함께 제출한 「2025~2029 국가재정운용계획」을 살펴보면 이재명정부의 향후 재정운용 기조가 보다 명확하게 드러난다. 2029년까지 총수입 증가율은 내년도 예산안보다 다소 높은 4.3%(2025년 본예산 기준)를 제시했으며, 총지출 증가율은 내년도 예산안보다 다소 낮지만 총수입 증가율보다 높은 5.5%(2025년 본예산 기준)를 목표로 하고 있다. 2024년도에 제출한 「2024~2028 국가재정운용계획」과 비교했을 때 총수입 증가율은 0.3%p 작은 규모이며, 총지출 증가율은 1.9%p 늘어난 규모이다. 정부는 총수입이 지난 국가재정운용계획보다 줄어든 배경으로 내수 위축 등 경기둔화에 따른 국세수입 감소에 기인한 것으로 설명하고 있다. 다만, 2025년도 2회 추경 이후 수정된 총수입 및 총지출 규모를 기준으로 했을 때 2029년까지 총수입 연평균 증가율은 작년보다 소폭 증가한 4.7%, 총지출 연평균 증가율은 본예산 기준 증가율보다 다소 줄어든

4.4%를 나타내고 있다. 정부는 2026년도에 총지출을 크게 늘린 이후 점진적으로 경상성장률 수준으로 총지출 증가율을 축소할 계획임을 밝혔다.

한편 의무지출 비중은 2029년까지 점차 증가하고, 반면 재량지출의 비중은 줄어들 것으로

예상된다. 2025년 본예산 기준 총지출 대비 의무지출의 비중은 54.2%이지만, 2029년에는 55.8%로 증가할 것으로 전망하고 있다. 또한 관리재정수지 적자규모는 2026년도 예산안에서 4.0%를 기록한 뒤 2028년까지 4.4%까지 적자규모가

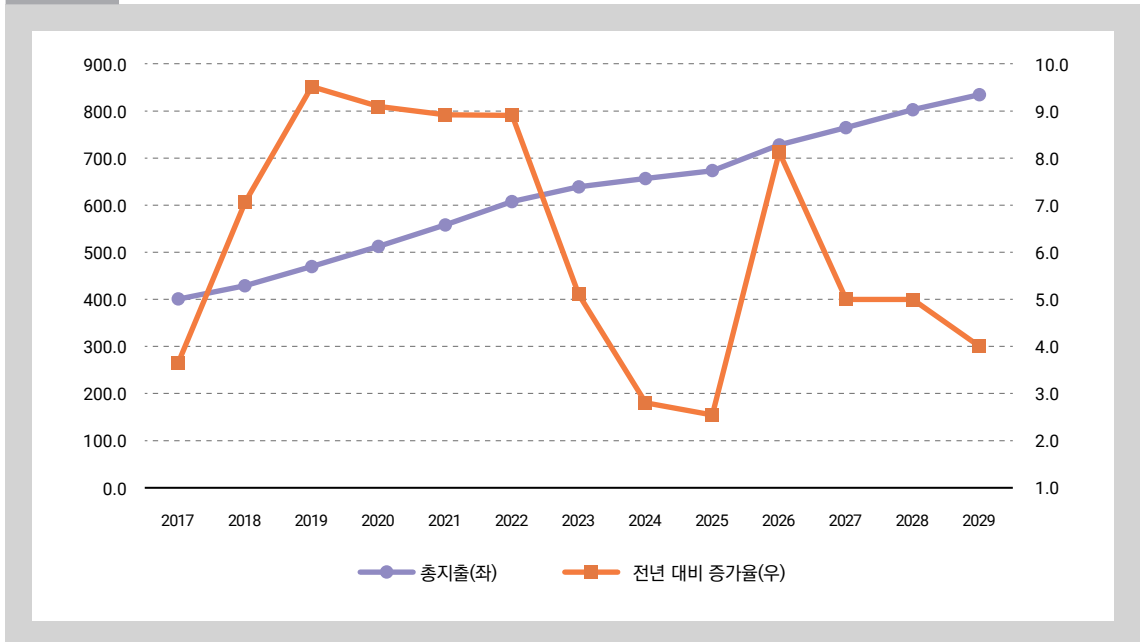
표 8 「2024~2028 국가재정운용계획」과「2025~2029 국가재정운용계획」의 중기 재정수입 및 재정지출 전망 비교 (단위: 조원, %)

국가재정운용계획		2024년	2025년	2026년	2027년	2028년	2029년	연평균 증가율
2024~2028	총수입 (‘25 예산안 기준)	612.2	651.8	677.7	706.4	731.5	-	4.6
	총지출 (‘25 예산안 기준)	656.6	677.4	704.2	730.3	756.2	-	3.6
2025~2029	총수입 (‘25 본예산 기준)	-	651.6	674.2	705.0	733.7	771.1	4.3
	(추경 반영)	-	642.4	674.2	705.0	733.7	771.1	4.7
	총지출 (‘25 본예산 기준)	-	673.3	728.0	764.4	802.6	834.7	5.5
	(추경 반영)	-	703.3	728.0	764.4	802.6	834.7	4.4

출처: 대한민국정부, 「2024~2028년 국가재정운용계획」, 2024. 8. 27.; 대한민국정부, 「2025~2029년 국가재정운용계획」, 2025. 8. 29.를 이용하여 저자 작성

그림 1 2017~2029년 본예산 기준 총지출 추이

(단위: 조원(좌), %(우))



주 중앙정부 총지출 규모는 각 연도 본예산(국회확정) 기준

출처 총지출: 2025년 이전은 열린재정, 재정정보공개시스템, "총지출," <https://www.openfiscaldata.go.kr/op/ko/sm/UOPKOSMA07>, 검색일자: 2025. 9. 1.  
2026년 이후는 대한민국정부, 「2025~2029년 국가재정운용계획」, 2025. 8. 29.  
전년 대비 증가율: 총지출 수치를 바탕으로 저자 계산

표 9 재정총량(규모)

(단위: 조원, %)

구분	예산	예산안	국가재정운용계획			연평균 증가율		
	2025년	2026년	2027년	2028년	2029년	2026년	2026~2029년	2025~2029년
총수입	651.6	674.2	705.0	733.7	771.1	3.5	4.6	4.3
국세수입	382.4	390.2	412.1	434.1	457.1	2.0	5.4	4.6
세외수입	36.3	37.4	36.7	37.0	39.1	3.0	1.5	1.9
기금수입	232.8	246.6	256.2	262.6	274.9	5.9	3.7	4.2
총지출	673.3	728.0	764.4	802.6	834.7	8.1	4.7	5.5
예산지출	447.4	481.5	501.6	525.1	542.5	7.6	4.1	4.9
기금지출	225.9	246.5	262.8	277.5	292.2	9.1	5.8	6.6
의무지출	365.0	388.0	415.1	441.3	465.7	6.3	6.3	6.3
재량지출	308.3	340.0	349.3	361.3	369.0	10.3	2.8	4.6
통합재정수지	-21.7	-53.8	-59.4	-68.9	-63.6			
사회보장성기금수지	52.2	55.2	56.0	60.0	61.3			
관리재정수지	-73.9	-109	-115.4	-128.9	-124.9			
국가채무	1,301.9	1,415.2	1,532.5	1,664.3	1,788.9	8.7	8.1	8.3
경상 GDP	2,646.5	2,741.6	2,848.6	2,962.5	3,084.0	3.6	4.0	3.9

- 주 1. 사회보장성기금수지 = 통합재정수지 - 관리재정수지  
 2. 음영 부분은 위 표에 보고된 2025~2029년 재정총량 규모를 이용해 계산한 것으로 원자료와 다를 수 있음  
 3. 2025년 GDP는 국회 확정 시 기준, 2026년 이후는 2025년 8월 전망 기준  
 4. 2025년 국가채무는 추정 기준

출처 대한민국정부(『2025~2029년 국가재정운용계획』, 2025; 『2025~2029년 국가재정운용계획 첨부서류』, 2025. 8. 29.) 및 이를 이용하여 저자 계산

표 10 재정총량(GDP 대비 비중)

(단위: %, %p)

구분	예산	예산안	국가재정운용계획		
	2025년	2026년	2027년	2028년	2029년
총수입	24.6	24.6	24.7	24.8	25.0
국세수입	14.4	14.2	14.5	14.7	14.8
세외수입	1.4	1.4	1.3	1.2	1.3
기금수입	8.8	9.0	9.0	8.9	8.9
총지출	25.4	26.6	26.8	27.1	27.1
예산지출	16.9	17.6	17.6	17.7	17.6
기금지출	8.5	9.0	9.2	9.4	9.5
의무지출	13.8	14.2	14.6	14.9	15.1
(의무지출 비중)	(54.2)	(53.3)	(54.3)	(55.0)	(55.8)
재량지출	11.6	12.4	12.3	12.2	12.0
지방이전 제외 총지출	20.1	21.3	21.4	21.5	21.4
통합재정수지	-0.8	-2.0	-2.1	-2.3	-2.1
사회보장성기금수지	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
관리재정수지	-2.8	-4.0	-4.1	-4.4	-4.1
국가채무	48.1	51.6	53.8	56.2	58.0

주 의무지출 비중은 총지출 대비, 적자성 채무 비중은 국가채무 대비 비중

출처 <표 9>를 이용하여 저자 계산

확대되는 등 2029년까지 4.0%보다 높은 수준을 유지할 것으로 예상된다. 이로 인해 우리나라의 GDP 대비 국가채무(D1) 비중은 2029년에 58%를 기록할 것으로 보인다.

## 2. 재정수입

「2026년 국세수입 예산안」에 따르면 총수입 중 국세수입은 2025년도 추경에 따른 총국세 규모보다 약 18.2조원 증가한 390.2조원으로 편성했다. 이 중 일반회계의 국세수입 예산은 378.6조원

으로 2025 추경예산 대비 17.1조원(4.7%) 증가한 규모이며, 특별회계 국세수입 예산은 2025 추경예산 대비 1.0조원(9.6%) 증가한 11.6조원이다. 세목별로는 소득세를 5.3조원(4.2%) 증가한 132.1조원, 법인세를 3.0조원(3.6%) 증가한 86.5조원, 부가가치세를 3.2조원(3.9%) 증가한 86.6조원으로 편성했다.

한편 정부는 2025년 세제개편안을 통해 2026년 이후 약 8조원의 세수효과를 기대하고 있다. 법인세 세율 환원, 증권거래세율 환원, 교육세 과세체계 개편 등이 세수 증가요인으로 예상되며,

표 11 세목별 수입 실적 및 전망

(단위: 억원, %)

구분	2024년 실적	2025년 2차 추경예산	2026년 예산안	2025년 2차 추경예산 대비	
				증감액	비중
총국세	3,365,324	3,720,850	3,902,454	181,605	4.9
[일반회계]	3,261,793	3,614,604	3,786,015	171,412	4.7
◇ 내국세	2,982,593	3,291,519	3,439,013	147,495	4.5
• 소득세	1,174,180	1,268,192	1,321,175	52,983	4.2
▸ 근로소득세	610,491	647,310	684,511	37,201	5.7
▸ 종합소득세	195,265	220,582	226,270	5,688	2.6
▸ 양도소득세	166,852	194,116	205,245	11,129	5.7
▸ 이자소득세	71,958	63,121	60,118	△3,003	△4.8
• 법인세	625,112	835,671	865,474	29,803	3.6
• 상속증여세	152,981	154,437	170,163	15,726	10.2
• 부가가치세	822,358	833,292	865,750	32,457	3.9
• 개별소비세	86,566	87,479	93,786	6,307	7.2
• 증권거래세	47,602	38,454	53,753	15,299	39.8
• 인지세	8,460	8,836	7,734	△1,103	△12.5
• 과년도수입	65,334	65,156	61,178	△3,979	△6.1
◇ 교통-에너지-환경세	113,891	140,012	164,122	24,110	17.2
◇ 관세	69,723	84,093	72,214	△11,879	△14.1
◇ 교육세	53,738	57,765	64,433	6,668	11.5
◇ 종합부동산세	41,847	41,215	46,233	5,018	12.2
[특별회계]	103,531	106,246	116,439	10,193	9.6
◇ 주세	33,282	32,093	31,451	△642	△2.0
◇ 농어촌특별세	70,249	74,153	84,988	10,835	14.6

출처 기획재정부, 「2026년 국세수입 예산안」, 보도자료, 2025. 8. 29.

표 12 2025년 세제개편안에 따른 연도별 세수효과

(단위: 억원)

구분	합계	2026년	2027년	2028년	2029년	2030년 이후
계	81,672	26,134	56,271	△687	△22	△24
소득세	△2,296	546	△2,192	△604	△22	△24
법인세	45,815	2,227	43,588	-	-	-
부가가치세	1,862	1,251	611	-	-	-
상속·증여세	66	33	33	-	-	-
증권거래세	23,345	21,400	1,945	-	-	-
기타	12,880	677	12,286	△83	-	-

출처 기획재정부, 「2025년 세제개편안」, 보도자료, 2025. 7. 31.

국가전략기술 확대, 신용카드 등 소득공제 한도 확대, 초등 저학년 예체능 학원비 세액공제 확대 등이 세수 감소요인으로 전망된다. 정부는 이번 세제개편으로 향후 법인세와 증권거래세가 각각 4.6조원, 2.3조원 추가적으로 견힐 것으로 내다보았다.

그리고 정부가 예산안 첨부서류로 제출한 「2026년도 조세지출예산서」에 따르면 2026년 국세감면액은 약 80.5조원으로 2025년도 국세감면액(전망) 76.5조원 대비 약 4.0조원(5.3%) 증가할 것으로 전망된다. 국세감면율은 16.1%로 2025년

16.0% 대비 0.1%p 증가할 것으로 보인다. 국세감면액 증가율 5.3%는 2026년도 예산안에서 총지출 증가율 8.1%에는 미치지 못하지만, 2029년까지 연평균 증가율 5.5%와 유사한 수준이다.

최근 국세감면율은 일정한 수준에서 정체되어 있지만, 국세감면액 자체는 꾸준히 증가해 왔다. 특히 2018년 이후 국세감면액 증가율이 의무지출 증가율과 유사한 흐름을 보인다는 점이 눈에 띈다. 이는 조세지출 확대가 의무지출 증가와 유사한 시기에 나타나면서 재정의 지속가능성에 부담을 줄 수 있음을 시사한다. 조세지출이 본래의

표 13 연도별 국세감면 추이

(단위: 억원, %)

구분	2024년		2025년		2026년	
	실적	비중	전망	비중	전망	비중
◆ 국세감면액 (A)	705,171	100.0	764,719	100.0	805,277	100.0
• 조특법상 조세지출	366,782	52.0	402,762	52.7	421,999	52.4
• 개별세법상 조세지출	336,173	47.7	359,766	47.0	380,934	47.3
• 경과조치에 따른 조세지출	2,215	0.3	2,192	0.3	2,344	0.3
◆ 국세수입총액 <sup>1)</sup> (B)	3,656,829		4,003,076		4,195,673	
◆ 국세감면율 [A/(A+B)]	16.1		16.0		16.1	
◆ 국세감면율 법정한도 <sup>2)</sup>	14.6		15.5		16.5	

주 1) 국세수납액\*과 지방소비세액을 합한 금액(「국가재정법 시행령」 제41조)  
\* 정부 작성 결산 기준(결산 작성 전 회계연도의 경우 예산안 기준 국세 세입예산액)

2) 국세감면율 법정한도 = 직전 3년 국세감면율 평균 + 0.5%p

출처 대한민국정부, 「2026년도 조세지출예산서」, 2025. 8. 29.

정책 목표 달성에 기여하지 못한다면, 장기적으로 재정의 지속가능성을 저해하는 구조적 요인으로 작용할 수 있기 때문에 조세지출 심층평가제도를 통해 총량 관리와 함께 개별 감면 항목의 정책 효과성과 필요성을 검증해야 한다.

### 3. 재정지출

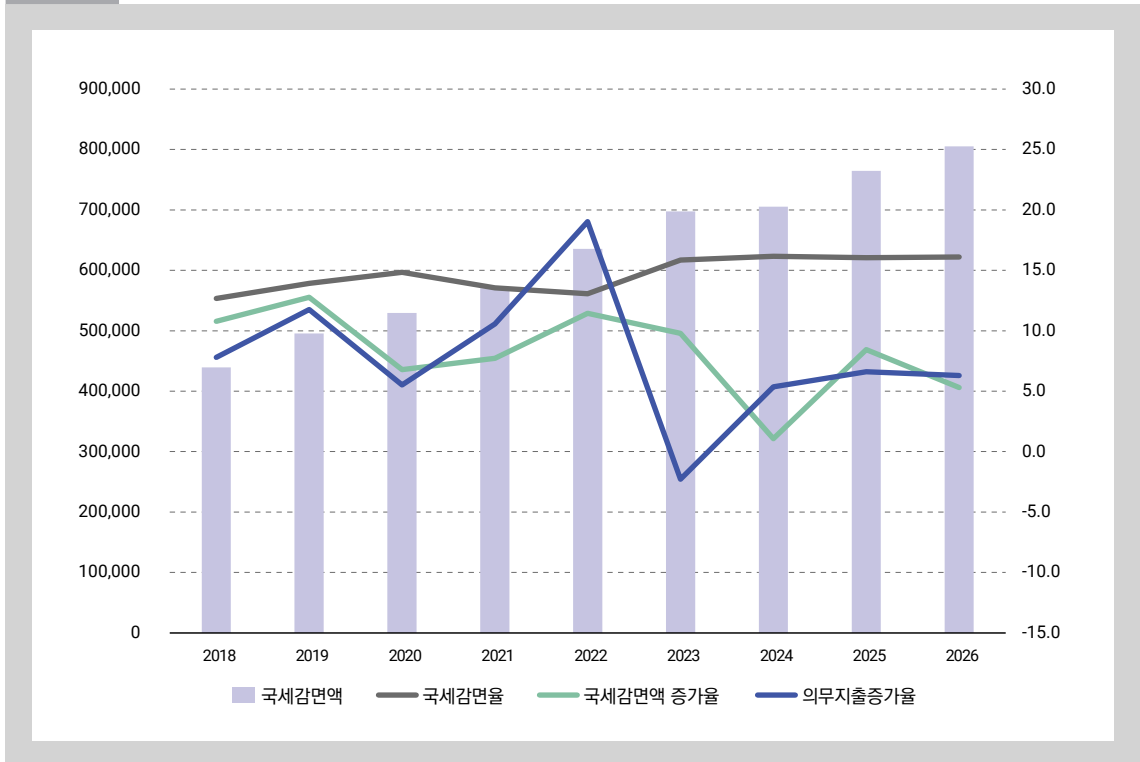
앞서 언급한 바와 같이 이재명정부의 첫 예산안은 재정을 활용하여 회복과 성장을 지원하고 이를 바탕으로 재정의 지속가능성을 제고하는 것을 목표로 하고 있다. 이를 위해 재정지출 측면에서 2026년 예산안은 초혁신 경제 전환, 사회안전망과

민생 지원 강화, 국민 안전과 국익 중심 외교·안보라는 세 축에 집중 투자함으로써, 미래 성장동력 창출과 국민 생활 안정, 국가 안보 강화를 동시에 추구하는 데 중점을 두고 있다.

우선, 기술혁신과 신산업 육성을 통해 미래 성장 기반을 다지는 데 주력한다. 정부는 AI 대전환을 국가적 과제로 삼아 관련 투자와 인재 양성, 공공·민간 분야의 도입을 확대하고, 반도체·바이오·에너지·방산 등 첨단산업 R&D를 지원한다. 또한 국민성장펀드 조성과 모태펀드 확대를 통해 혁신기업 스케일업을 뒷받침하며, 탄소중립 전환과 문화·관광·콘텐츠 산업 육성을 통해 지속가능한 성장을 견인한다.

그림 2 국세감면액과 국세감면액 증가율 추이

(단위: 억원, %)



주 2024년까지는 실적치, 2025년 이후는 전망치

출처 각 연도의 「조세지출예산서」와 열린재정(<https://www.openfiscaldata.go.kr/op/ko/sm/UOPKOSMA09>)을 참고하여 저자 작성

아울러 사회안전망 강화와 민생 안정, 그리고 국가 안보 확립에도 중점을 둔다. 기초생활보장, 아동수당 확대, 청년·노인 지원, 돌봄서비스 확충 등을 통해 포용적 복지를 강화하고, 교통·주거비 경감 및 소상공인 지원 등 생활 안정 대책을 추진한다. 동시에 기후위기 대응, 재난예방·치안 역량 강화, 국방력 현대화, 국익 연계형 ODA 확대 등으로 국민 안전과 외교·안보를 강화해 국가적 위기 대응 능력과 국제적 신뢰를 높이고자 한다.

이러한 재정지출 확대를 뒷받침하기 위해 내년도 예산안에는 역대 최대 규모인 27조원의 지출구조조정 계획을 포함시켰다. 단순한 예산 삭감을 넘어 사업 전반의 재구조화를 적극적으로 실시하고 경상비와 의무지출 절감을 병행하고자 했다. 이를 위해 공무원 출장 최소화 and 비대면 회의·교육 확대, 연례적 행사·홍보성 경비 축소, 단기간 급증한 ODA 사업 정상화, 중복·저성과 사업 정비, 금융지원 효율화 등 사업 구조조정을 추진할 예정이다. 또한 교육세 재배분과 반복수급자 대상 재취업 인정기준 강화 등 의무지출 제도 개선을 추진하며, 국민참여 플랫폼을 통한 국민 의견 반영을 병행하여 전반적인 재정 효율성을 제고하고 공공부문의 효율화를 도모하고자 했다.

사실 이전 예산안에서도 지출구조조정은 빠지지 않는 재정제도 혁신 과제였다. 아래 [표 14]는 2018년 이후 예산안 보도자료에 나와 있는 지출구조조정의 규모와 주요 내용을 요약한 것이다. 2018년과 2019년은 10조원 초반대의 지출구조조정을 추진하다가, 코로나19 위기 중이었던 2021년과 2022년에는 재량지출의 10%를 지출구조조정의 목표로 설정했다. 이후 20조원을

초과하는 지출구조조정이 추진되었으며, 2026년에는 27조원 규모의 지출구조조정을 계획하고 있다. 정부가 제출한 예산안의 총지출 규모 대비 지출구조조정의 비중을 살펴보면 코로나19 위기 이전에는 2% 중반대를 기록하다가 2021년과 2022년에는 4% 중후반대로 증가했다. 다만 이 시기에 제시된 지출구조조정의 규모인 재량지출의 10%는 국가재정운용계획 상 재량지출의 10%를 명시적인 기준으로 한 것은 아니기 때문에 실제 지출구조조정 규모는 다소 불확실하다. 코로나19 위기 이후 2023년에 지출구조조정 규모의 비중이 3.8%를 기록하고 2024년과 2025년에 3.5%로 다소 감소했다가 이번 정부 예산안에서 다시 3.7%로 반등하는 모습을 보이고 있다.

2018년 이후 두 차례 정권이 바뀔에 따라 재정기조가 변화하였음에도 불구하고 재원 마련의 필요성에 따라 지출구조조정은 지속적으로 추진되어 왔음을 알 수 있다. 특히 2026년도 예산안에는 역대 최대 규모의 지출구조조정 계획을 포함시켰고, 국정기획위원회는 210조원의 재원조달을 위해 116조원의 지출 절감 목표를 제시한 바 있다. 지출구조조정 규모뿐만 아니라 교육세 배분 구조 개편과 반복수급자의 재취업 인정기준 강화와 같은 의무지출 구조조정 방안이 담긴 것도 주목할 만한 시도이다.

전에 없던 규모와 방식으로 지출구조조정을 추진하는 정부의 노력을 높게 평가하지만, 지출 절감은 지속적인 관리가 필요하다. 주요 선진국에서 일회성 또는 일률적인 지출구조조정은 실패 가능성이 높고 지속가능하지 않다고 지적하고 있다. Allas, Dillon and Gupta(2018)는 GDP의

75%를 차지하는 18개국의 약 3,000명의 공무원  
을 대상으로 한 설문조사에서 지난 5년간 공공부  
문 혁신 중 43%가 예산절감(cost reduction)과

관련이 있었지만, 조사에 포함된 정부의 비용 주  
도형 프로그램 중 19%만이 매우 성공적이었다  
고 밝혔다. Allas, Dillon and Gupta(2018)는

표 14 2018년 이후 예산안의 지출구조조정 규모와 방향 요약

회계 연도	지출구조조정 규모(A)	지출구조조정 방향	정부 예산안 총지출 규모(B)	비율 (A/B)
2026년	27조원	① 경상비 절감: 출장 최소화, 연례적 행사-홍보성 경비 절감 ② 사업비: 저성과-중복사업 정비, 준비-우량 중소기업 금융지원 축소, 비도전적 소규모 수탁과제 감축 ③ 의무지출 구조조정: 교육세 배분구조 개편, 반복수급자의 도덕적 해이 최소화 ④ 국민제안	728조원	3.7%
2025년	24조원	① 투자 우선순위 조정: 타당성 낮은 사업 재구조화, 일반 범용목적 용자지원→맞춤형-전문형 용자지원 ② 공공경비 절감: 정보화 사업 등 통합 발주, 관례적 시설비 지급 필수소요에 한정 ③ 유사중복-집행부진 정비: 유사중복 사업 통합, 조세-재정지출 간 중복지원 정비, 현장의 실소요 반영해 집행방식 사업규모 조정	677.4조원	3.5%
2024년	23조원	① R&D: 관행적 R&D 지원을 성과창출형 도전적 R&D로 전환 ② 보조금: 성과가 저조하거나 집행과정이 부당한 보조사업 재정비	656.9조원	3.5%
2023년	24조원	① 정부-민간 역할 재정립: 재정지원 일자리 창업사업 민간 중심 전환, 정책금융 직접용자 축소 및 민간재원 조달 확대, 산업-디지털 인프라, 민간시장 구축 방지 위해 선택과 집중 ② 재정투자 효율화: 현장의 실소요 점검 등을 통한 지원 적정화, 투자중점 전환 및 우선순위 조정, 추진체계 지원방식 개편 ③ 한시지출 정상화: 코로나 방역소요 및 소상공인 손실보상 지원 정상화 ④ 공공부문 출산수범: 저성과 위원회 조직 정비 및 공공부문 고등분담 강화	639.0조원	3.8%
2022년	재량지출의 10%	① 코로나 한시사업 전면 재검토 등 재량지출 10% 수준 감액(코로나 긴급 금융지원, 한시 일자리-생계 유지, 국방개혁2.0 등 병력감축) ② 공무원 4대 경상경비(특활비, 특정업무경비, 국외여비, 업추비) 추가 절감(△1.7%) 하여 고등분담 동참 ③ 관행적 보조-출연금 정비: 민간보조사업 감축-폐지, 61개 출연기관 운영비 등 절감	604.4조원 (전년도 재량지출 291.9조원)	4.8%
2021년	재량지출의 10%	① 감-중액 연계: 투자 우선순위를 제로베이스에서 전면 재조정, 저순위 사업 감축-폐지 ② 관행적 보조: 3년 이상 지속 지원 보조사업 중 사업유지 불필요한 사업 폐지-축소 ③ 경비절감: 4개 주요 경상경비 비목 및 전체 보조-출연기관 운영경비 5% 이상 감액 ④ 공무원 처우 개선: 공공부문 고등분담 차원에서 0.9% 인상	555.8조원 (전년도 재량지출 256.6조원)	4.6%
2020년	-	① 특별회계-기금간 칸막이식 재원배분 해소 ② 기금 여유자금 활용을 통해 재정운용의 효율성 제고 ③ 불요불급한 재량지출 구조조정	513.5조원	-
2019년	12.4조원	① 모든 재량지출 원점 재검토: '18년 구조조정 실적(10.4조원, 유지) + 성과평가 결과, 여건변화 등 고려해 추가 절감(2.0조원)	470.5조원	2.6%
2018년	11.5조원	① 정책 전환: SOC, 농업생산시설, 환경기초시설 구조조정 ② 성과미흡: 자율평가결과 미흡 사업, 보조사업 연장평가 및 부처 자체점검 결과 반영 ③ 집행부진: 연례적 집행부진 사업은 실소요 등을 감안하여 구조조정 ④ 선심성-소비성-관행적 지출: 연례적 행사비용 절감, R&D 일몰제 실시 ⑤ 외부지적: 유사중복 정비, 국회-감사원 지적사업 등	429.0조원	2.7%

주 지출구조조정 규모의 비율은 해당 연도 정부 예산안의 총지출 규모를 기준으로 계산함. 다만 2021년과 2022년의 경우 지출구조조정 규모는 전년도 재량지출(국가재  
정운용계획 참고, 본예산 기준)의 10%로 계산함

출처 각 연도의 예산안 보도자료를 참고해 저자 정리

직접적인 예산절감(direct budget cut)이 지속되기 위해서는 데이터 중심의 분석을 바탕으로 장기적·구조적인 접근이 필요하다고 강조하고 있다. 영국의 감사원 NAO(2010)도 단순한 예산 일괄 삭감이나 무분별한 비용 절감은 오히려 미래 대비 역량을 약화시키고 장기적으로 큰 비용을 초래할 수 있음을 지적하고 있다. 눈에 보이는 비용 절감 등 '전술적 효율성 절감(tactical savings)'은 지속가능성이 낮지만, 우선순위에 따라 비용 구조를 근본적으로 재편하거나(strategic realignment) 조직문화 전환, 성과관리체계 내재화를 통한 장기 비용 통제를 시스템화(sustainable reduction)하는 것은 지속가능성을 높일 수 있다고 주장한다. NAO(2010)는 지속가능한 예산절감을 위해 데이터 기반의 접근, 조직문화 변화, 일상 행정에 비용 절감의 내재화 등이 필요하다고 제시하고 있다.

따라서 지속가능한 지출구조조정을 위해 예산안에 지출혁신 과제로 예산절감 목표와 방식을 포함시키는 것을 넘어서 예산제도 내에 지출구조조정을 제도화해 일선 부처의 참여하에 지출구조

조정 방안을 도출하고, 이를 국가재정운용계획 등 중장기 계획에 반영해 관리하는 것이 필요하다.

특히 주요 공약사업 이행을 위해서는 의미 있는 규모의 지속가능한 지출구조조정이 필요하고, 이는 곧 의무지출 구조조정의 필요성으로 연결된다. 최근 재정규모가 크게 증가하고 재정수지 적자 여건이 개선되지 않는 주요 원인 중 하나는 의무지출이다. 「국가재정법」 제7조에 따르면 의무지출은 재정지출 중 법률에 따라 지출의 무가 발생하고 법령에 따라 지출규모가 결정되는 법정지출과 이자지출을 의미하며, 재량지출은 그 외의 재정지출을 뜻한다. 「2025~2029년 국가재정운용계획」에 따르면 의무지출은 2029년까지 연평균 6.3% 증가할 것으로 예상되어, 정부가 제시한 총지출 연평균 증가율 5.5%를 상회하고 있다. 의무지출 연평균 증가율은 작년에 제출한 「2024~2028년 국가재정운용계획」에서 제시된 5.7%보다 큰 숫자인데, 이는 아동수당 연령 확대 등 이번 정부의 국정과제 수행에 필요한 의무지출 확대 소요가 반영된 결과로 보인다. 하지만

표 15 「2025~2029년 국가재정운용계획」 상 의무지출과 재량지출 추이

(단위: 조원, %)

국가재정운용계획	2024년	2025년		2026년	2027년	2028년	2029년	연평균 증가율	
		본예산	2회추경						
2024~2028년	총지출	656.6	677.4	-	704.2	730.3	756.2	-	3.6
	• 의무지출 (비중)	347.4 (52.9)	365.6 (54.0)	-	391.4 (55.6)	412.8 (56.5)	433.1 (57.3)	-	5.7
	• 재량지출 (비중)	309.2 (47.1)	311.8 (46.0)	-	312.8 (44.4)	317.5 (43.5)	323.1 (42.7)	-	1.1
2025~2029년	총지출	-	673.3	703.3	728.0	764.4	802.6	834.7	5.5
	• 의무지출 (비중)	-	365.0 (54.2)	364.8 (51.9)	388.0 (53.3)	415.1 (54.3)	441.3 (55.0)	465.7 (55.8)	6.3
	• 재량지출 (비중)	-	308.3 (45.8)	338.4 (48.1)	340.0 (46.7)	349.3 (45.7)	361.3 (45.0)	369.0 (44.2)	4.6

출처: 대한민국정부, 「2024~2028년 국가재정운용계획」, 2024. 8. 27.; 대한민국정부, 「2025~2029년 국가재정운용계획」, 2025. 8. 29.를 이용해 저자 작성

2025년 본예산 대비 2026년 총지출 내에서 의무지출이 차지하는 비중은 더 줄어드는 것으로 나타났는데, 이는 2026년도 예산안에서 재량지출의 비중이 큰 폭으로 증가한 결과이다.

총지출 대비 의무지출의 비중이 이번 발표로 다소 줄어들기는 했지만, 우리나라의 총지출 대비 의무지출 비중은 꾸준히 상승하고 있다. 우리나라의 의무지출은 크게 복지분야 법정지출, 지방이전재원, 이자지출, 그 외 기타 의무지출로 구성되어 있다. 복지분야 법정지출과 지방이전재원이 의무지출의 대부분을 차지하고 있는데, 복지분야 법정지출은 4대 연금, 기초생보, 건강보험, 기초연금, 구직급여, 아동수당 등 최근 우리나라의 인구구조 변화와 관련한 지출로 구성되어 있다. 그리고 지방이전재원은 지방교부세와 지방교육재정교부금 및 기타 이전재원으로 구성되어 있는데, 지방교부세와 지방교육재정교부금이 지방이전재원의 약 98%를 차지하고 있다. 따라서 의무지출은 인구구조 변화에 대응하고 수도권 집중을 막기 위한 지방이전으로 구성되어 있다고 할 수 있다.

의무지출은 법률로 지출, 특히 복지분야 지출을 보장한다는 측면에서 지출의 안정성을 확보할 수 있지만, 그만큼 전반적인 재정제도의 경직성이 강해져 필요한 경우 재정제도를 탄력적으로

운영하는 것을 어렵게 할 수 있다. 총지출 대비 의무지출 비중뿐만 아니라 국세수입 대비 의무지출 비중도 꾸준히 상승할 것으로 예상되는데, 특히 2027년에는 국세수입 전체 규모가 의무지출보다 작아져 재정운용상 제약이 커질 것으로 전망된다.

총지출과 국세수입 대비 의무지출 비중이 꾸준히 상승하고 있다는 점은 재정운용의 경직성을 높이고, 향후 재정정책의 대응 여력을 크게 제약할 수 있다는 점에서 우려된다. 따라서 재정의 지속가능성을 확보하기 위해서는 의무지출에 대한 구조조정 노력이 필수적이다. 이번 정부 예산안에 담긴 지출구조조정은 교육세 배분구조 개편 등 이전까지 손대지 못했던 의무지출 영역을 포함시켰다는 점에서 중요한 첫걸음을 내디뎠다고 평가할 수 있다. 다만 의무지출 내 지출구조조정 규모는 여전히 제한적이어서, 재정의 지속가능성 확보라는 목표에 충분히 기여하기에는 부족하다. 앞으로는 의무지출을 포함한 지출구조조정의 범위와 규모를 점진적으로 확대하고, 제도 개선을 통해 지출 효율성을 높이는 노력이 필요하다. 특히 의무지출은 제도적 특성상 경직성이 강한 만큼, 중장기적으로 제도 설계를 재검토하고 합리적인 조정 메커니즘을 마련해야 한다. 이러한 노력이 뒷받침될 때, 지출구조조정은 단기적 절감이 아닌

표 16 「2025~2029년 국가재정운용계획」에 따른 의무지출 유형별 전망

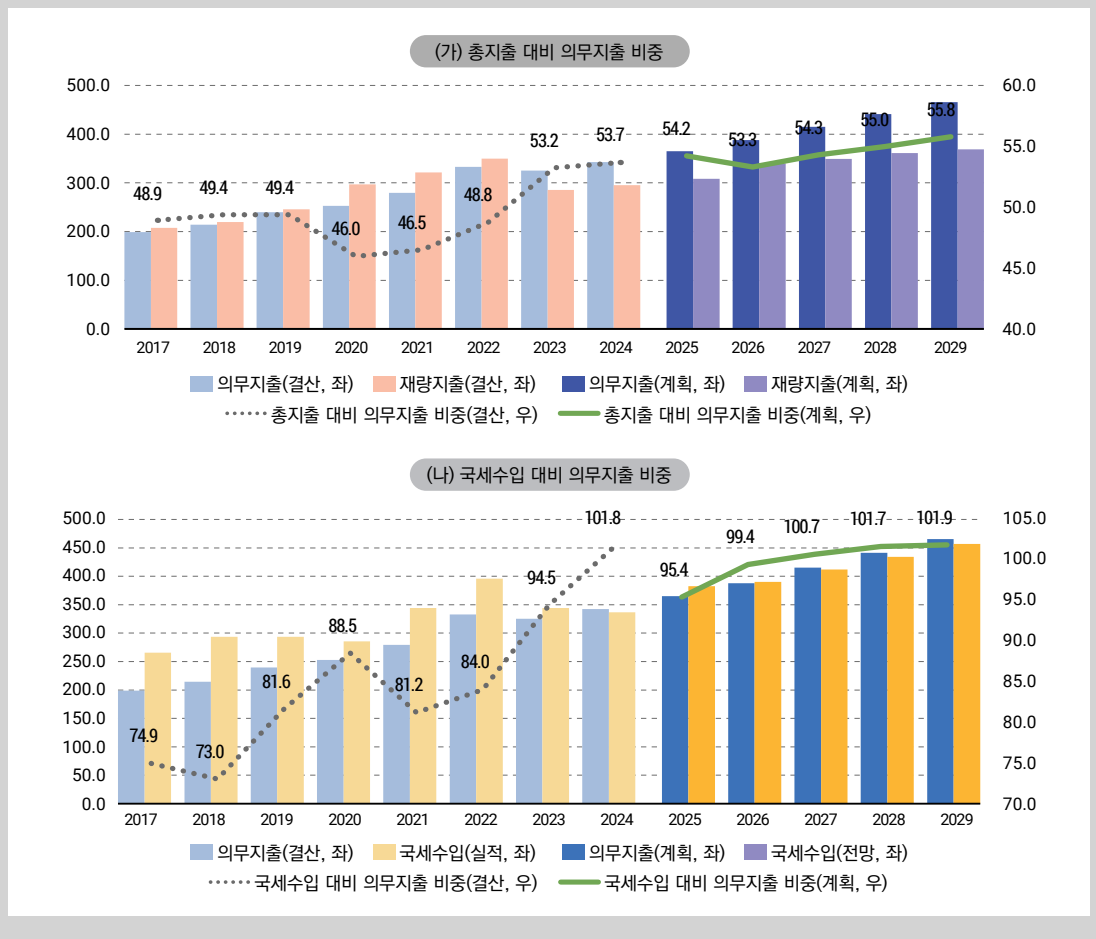
(단위: 조원, %)

구분	2025년		2026년	2027년	2028년	2029년	연평균 증가율
	본예산	2회추경					
• 복지분야 법정지출	181.8	183.1	196.5	211.2	224.1	237.0	6.8
• 지방이전재원	142.4	140.4	144.9	154.5	164.5	173.3	5.0
• 이자지출	29.4	29.8	33.6	36.0	38.8	41.6	9.1
• 기타 의무지출	11.4	11.5	13.0	13.4	13.9	13.8	5.0

출처: 대한민국정부, 「2025-2029년 국가재정운용계획」 2025. 8. 29., p. 26의 표

그림 3 의무지출의 총지출 및 국세수입 대비 비중 추이

(단위: 조원(좌), %(우))



주 2024년 이전은 결산·실적 기준

출처 의무-재량지출(결산): 열린재정, 재정정보공개시스템, "의무-재량지출," <https://www.openfiscaldata.go.kr/op/ko/sm/UOPKOSMA09>, 검색일자: 2025. 9. 3.  
 국세수입(실적): 열린재정, 재정정보공개시스템, "국세수입," <https://www.openfiscaldata.go.kr/op/ko/sm/UOPKOSMA05>, 검색일자: 2025. 9. 3.  
 의무-재량지출(계획), 국세수입(전망): 대한민국정부, 「2025~2029년 국가재정운용계획」, 2025. 8. 29.

지속가능한 재정운용의 핵심 전략으로 자리매김할 수 있을 것이다.

#### 4. 재정수지 및 국가채무

정부는 회복과 성장을 위한 적극적인 재정운용 기조에 따라 재정수지와 국가채무가 2029년

까지 다소 악화될 것으로 예상하고 있다. 「2025~2029년 국가재정운용계획」에 따르면 이 기간 중 GDP 대비 관리재정수지 비율은 △4% 초반 수준으로 관리할 계획이다. 이전 정부에서 관리재정수지 비율은 △3% 이내로 관리한다는 목표와 비교했을 때 보다 적극적인 재정운용이라고 평가할 수 있다. 그 결과 GDP 대비 국가채무비율은 2025년

2회 추경 기준 49.1%에서 2029년 58%에 달할 것으로 예상된다. 이 수치는 이전 정부가 제시한 50% 수준의 국가채무비율 목표보다 다소 악화될 것이다.

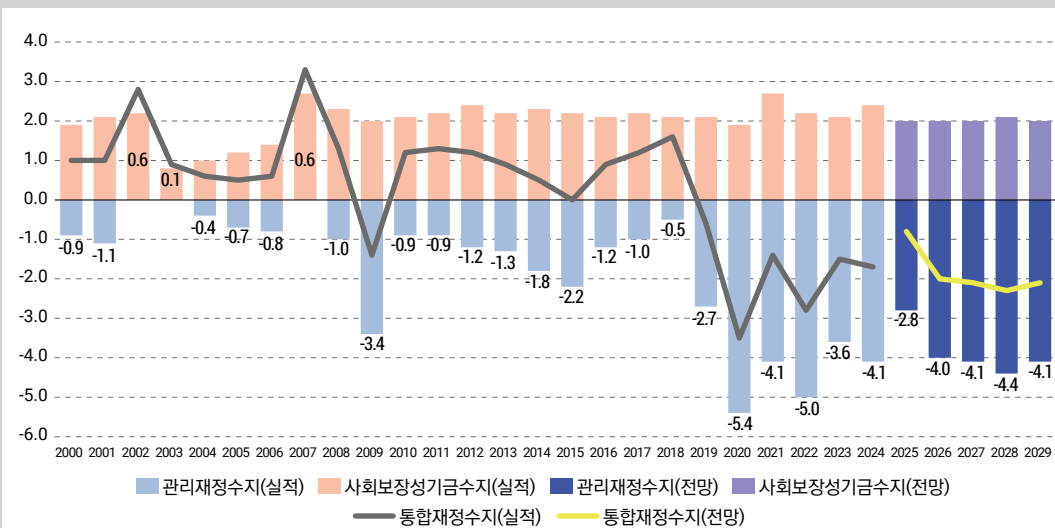
정부가 「2025~2029년 국가재정운용계획」의 첨부서류로 제출한 「2025~2029년 국가채무관리계획」을 살펴보면 국가채무 중 적자성 채무의 비중이 점차 증가할 것으로 예상된다. 적자성 채무는 일반회계 채무, 지방정부 순채무, 국고채무 부담행위, 부채의 정리 및 상환을 목적으로 하는 회계·기금의 채무로서 일반회계 채무가 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 2025년 추경 기준 국가채무에서 적자성 채무가 차지하는 비중은 71%이지만, 2029년에는 76.2%로 늘어날 전망이다.

특히 정부는 일반회계 적자보전 잔액이 경기회복 및 구조적 문제 해결을 위한 적극적 재정운용으로 2025년 871.7조원에서 2029년 1,323.5조원으로 약 51.8% 증가할 것으로 예상하고 있다.

이에 대해 정부는 성과중심의 재정운용, 강도 높은 지출구조조정, 세입기반 확충 등 재정혁신을 병행하여 효율화를 추진하겠다는 입장이다. 이와 함께 IMF의 제안처럼 인구고령화로 인한 장기 재정수요를 충족시키기 위해서 국가재정운용계획에서 국가채무비율 관리와 관련한 목표를 설정하고 지출 우선순위를 설정하는 등의 작업은 재정의 지속가능성을 위해 추진되어야 할 과제이다.<sup>1)</sup> 현재 우리나라의 GDP 대비 국가채무비율이 다른

그림 4 GDP 대비 재정수지 비율 실적 및 전망

(단위: %)



주 1. 사회보장성기금수지 = 통합재정수지 - 관리재정수지  
2. 표시된 수치는 관리재정수지

출처 e-나라지표, "통합재정수지," [https://www.index.go.kr/unity/potal/main/EachDtlPageDetail.do?idx\\_cd=1104](https://www.index.go.kr/unity/potal/main/EachDtlPageDetail.do?idx_cd=1104), 검색일자: 2025. 9. 4.  
대한민국정부, 「2025-2029년 국가재정운용계획」, 2025. 8. 29.

1) IMF(2025), Asia and Pacific Dept "Republic of Korea: 2024 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the Republic of Korea," IMF Staff Country Reports 2025, 041 (2025), accessed September 22, 2025, <https://doi.org/10.5089/9798229000161.002>

표 17 국가재정운용계획상 증기 재정수지 및 국가채무 전망

(단위: 조원, %)

국가재정운용계획	2024년	2025년 <sup>1)</sup>		2026년	2027년	2028년	2029년	
		본예산	2회추경					
2024~2028년	• 관리재정수지 (GDP 대비)	△91.6 (△3.6)	△77.7 (△2.9)	-	△75.8 (△2.7)	△73.1 (△2.5)	△72.2 (△2.4)	-
	※ 통합재정수지 (GDP 대비)	△44.4 (△1.8)	△25.6 (△1.0)	-	△26.6 (△1.0)	△23.9 (△0.8)	△24.7 (△0.8)	-
	• 국가채무 (GDP 대비)	1,195.8 (47.4)	1,277.0 (48.3)	-	1,353.9 (49.1)	1,432.5 (49.8)	1,512.0 (50.5)	-
	• 경상GDP <sup>2)</sup>	2,520.5	2,646.5	-	2,759.5	2,875.0	2,993.0	-
2025~2029년	• 관리재정수지 (GDP 대비)	-	△73.9 (△2.8)	△111.6 (△4.2)	△109.0 (△4.0)	△115.4 (△4.1)	△128.9 (△4.4)	△124.9 (△4.1)
	※ 통합재정수지 (GDP대비)	-	△21.7 (△0.8)	△60.8 (△2.3)	△53.8 (△2.0)	△59.4 (△2.1)	△68.9 (△2.3)	△63.6 (△2.1)
	• 국가채무 (GDP 대비)	-	1,273.3 (48.1)	1,301.9 (49.1)	1,415.2 (51.6)	1,532.5 (53.8)	1,664.3 (56.2)	1,788.9 (58.0)
	• 경상GDP <sup>3)</sup>	-	2,646.5	2,654.0	2,741.6	2,848.6	2,962.5	3,084.0

- 주 1) 「2024-2028년 국가재정운용계획」 상 2025년 본예산은 정부 예산안, 「2025-2029년 국가재정운용계획」 상 2025년 본예산은 국회 확정 예산
- 2) 「2024-2028년 국가재정운용계획」 상 2024년 경상GDP는 본예산 확정 당시 GDP를 신계열로 변환, 2025년 이후는 2024. 7월 전망 기준
- 3) 「2025-2029년 국가재정운용계획」 상 2025년 경상GDP는 국회 확정시 기준, 2026년 이후는 2025.8월 전망 기준

출처: 대한민국정부, 「2024-2028년 국가재정운용계획」, 2024. 8. 27., 대한민국정부, 「2025-2029년 국가재정운용계획」, 2025. 8. 29.를 이용해 저자 정리

선진국에 비해 안정적인 수준인 것은 사실이다. 하지만 2000년 이후 GDP 대비 국가채무비율의 그래프를 살펴보면 그 증가율이 감소하지 않고 있어 국가채무비율 관리가 중장기적으로 가능한 것인지 우려의 목소리가 큰 것 또한 사실이다. 물론 적극적인 예산지출의 성과가 4~5년 이내에

경제성장과 세입 확대로 실현되는 것은 쉽지 않은 일이다. 하지만 최근 국가채무비율 증가속도가 다른 나라보다 가파르고, 의무지출의 비중이 점차 확대되는 등 경직성도 커지고 있다. 따라서 정부는 적극적인 재정운용 계획과 함께 국가채무 관리와 관련한 구체적인 목표를 제시하는 것이 필요하다.

표 18 적자성 채무 및 금융성 채무 현황과 전망

(단위: 조원, %)

구분	2024년	2025년		2026년	2027년	2028년	2029년
		추경	전망				
◆ 국가채무	1,175.0	1,301.9	1,303.6	1,415.2	1,532.5	1,664.3	1,788.9
• 적자성 채무 (비중)	815.2 (69.4)	924.8 (71.0)	926.5 (71.1)	1,029.5 (72.7)	1,133.0 (73.9)	1,248.1 (75.0)	1,362.5 (76.2)
• 금융성 채무 (비중)	359.8 (30.6)	377.1 (29.0)	377.1 (28.9)	385.7 (27.3)	399.5 (26.1)	416.2 (25.0)	426.4 (23.8)

출처: 대한민국정부, 「2025-2029년 국가채무관리계획」, 2025. 8. 29.

표 19 일반회계 적자보전 잔액 전망

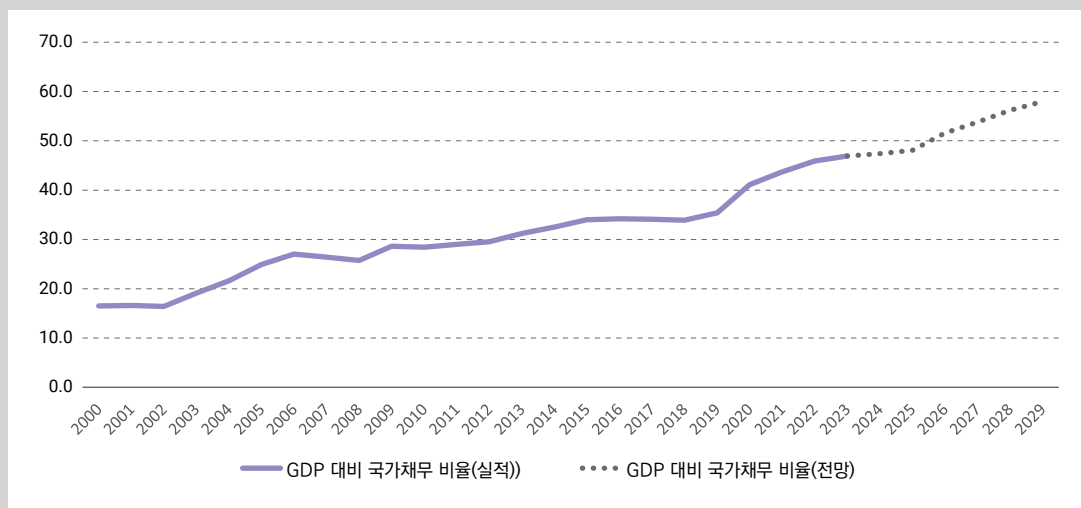
(단위: 조원)

구분	2025년	2026년	2027년	2028년	2029년
발행	114.9	109.9	111.3	115.4	115.3
상환	0.1	-	-	-	-
잔액	871.7	981.6	1,092.9	1,208.3	1,323.5

출처: 대한민국정부, 「2025-2029년 국가채무관리계획」, 2025. 8. 29.

그림 5 GDP 대비 국가채무 비율 실적 및 전망

(단위: GDP 대비 %)

출처: GDP 대비 국가채무비율(실적): 2023년 이전은 열린재정, 재정정보공개시스템, 상세재정통계, "국가채무(D1)," <https://www.openfiscaldata.go.kr/op/ko/sd/UOPKOSDA01>, 검색일자: 2025. 9. 3.

GDP 대비 국가채무비율(전망): 2024년은 대한민국정부, 「2024-2028년 국가재정운용계획」, 2024. 8. 27.

GDP 대비 국가채무비율(전망): 대한민국정부, 「2025-2029년 국가재정운용계획」, 2025. 8. 29.

### Ⅲ 분야별 자원 배분

이재명정부의 첫 예산안이 어려운 경제 및 재정여건 속에서 적극적인 재정운용을 통한 회복과 성장 지원을 목표로 하는 만큼, 단기적으로 재정적자가 불가피한 측면이 있다. 이러한 재정 확대가 성장과 재정의 지속가능성을 중장기적으로 뒷받침할 수 있다면 올바른 재정운용 방향으로 평가될 수 있다. 따라서 이번 예산안에서 자원 배분이

실제로 이러한 목표에 부합하게 이루어졌는지를 살펴보는 것이 필요하다.

정부가 발표한 「2026년도 예산안」과 「2025~2029년 국가재정운용계획」에 따르면 2029년에 보건·복지·고용, R&D, 산업·중소기업·에너지, 일반·지방행정 분야의 총지출 대비 비중이 현재보다 증가할 것으로 예상된다. 보건·복지·고용의 경우 2025년 본예산 기준 36.9%의 비중을 차지하고 있지만, 이 수치는 점차 증가해 2029년에는

37.6%에 달할 것으로 전망된다. 2015년 대비 2025년 보건·복지·고용 분야의 연평균 증가율은 8.0%이며, 「2026년도 예산안」에서의 증가율 8.2%는 이를 크게 벗어나지 않았다. 하지만 「2025~2029년 국가재정운용계획」에 따른 중기 연평균 증가율은 6.0%로 현재 증가 추세는 다소 완화될 것으로 예상된다.

대신 R&D와 산업·중소기업·에너지 분야의

연평균 증가율이 향후 크게 늘어날 것으로 전망된다. 2015년 대비 2025년 R&D와 산업·중소기업·에너지 분야의 연평균 증가율은 각각 4.6%, 5.6%이다. 하지만 「2026년도 예산안」에서 이 두 분야의 연평균 증가율은 각각 19.3%, 14.7%이며, 「2025~2029년 국가재정운용계획」상 중기 연평균 증가율은 각각 8.8%, 6.9%이다. 「2026년도 예산안」과 「2025~2029년 국가재정운용계획」에서

표 19 2025~2029년 분야별 재원배분 계획

(단위: 조원, %)

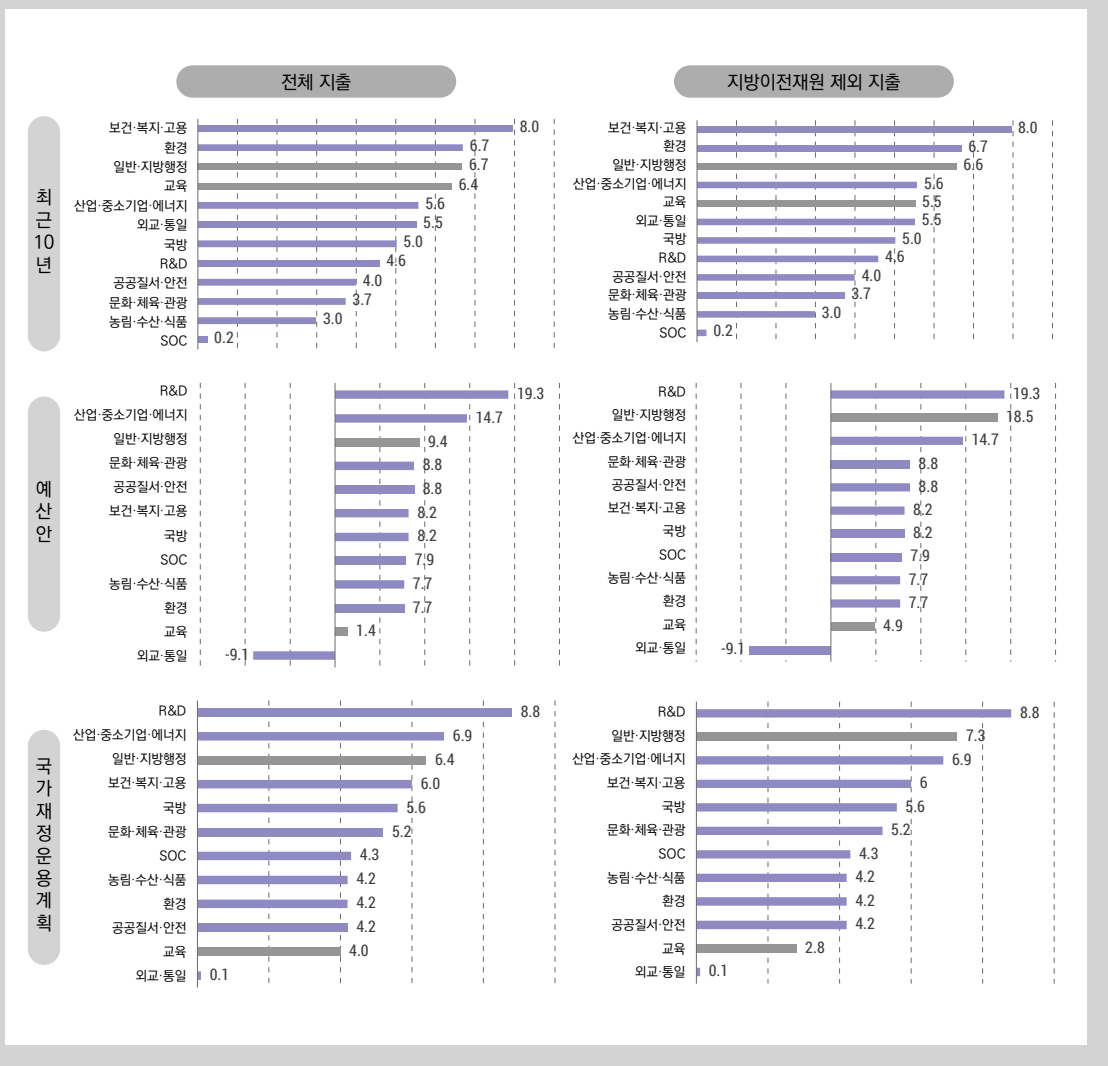
분야	예산	예산안	국가재정운용계획		
	2025년	2026년	2027년	2028년	2029년
총지출	673.3	728.0	764.4	802.6	834.7
보건·복지·고용	248.7	269.1	285.5	300.6	313.5
	(36.9)	(37.0)	(37.3)	(37.5)	(37.6)
교육	98.5	99.8	106.0	110.5	115.1
	(14.6)	(13.7)	(13.9)	(13.8)	(13.8)
문화·체육·관광	8.8	9.6	10.0	10.5	10.8
	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
환경	13.0	14.0	14.5	14.9	15.3
	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.8)
R&D	29.6	35.3	37.3	39.4	41.4
	(4.4)	(4.8)	(4.9)	(4.9)	(5.0)
산업·중소기업·에너지	28.2	32.3	34.0	35.6	36.8
	(4.2)	(4.4)	(4.4)	(4.4)	(4.4)
SOC	25.4	27.5	28.6	29.7	30.1
	(3.8)	(3.8)	(3.7)	(3.7)	(3.6)
농림·수산·식품	25.9	27.9	28.9	29.9	30.5
	(3.8)	(3.8)	(3.8)	(3.7)	(3.7)
국방	61.2	66.3	69.7	73.2	76.2
	(9.1)	(9.1)	(9.1)	(9.1)	(9.1)
외교·통일	7.7	7.0	7.3	7.5	7.7
	(1.1)	(1.0)	(1.0)	(0.9)	(0.9)
공공질서·안전	25.0	27.2	28.0	28.8	29.5
	(3.7)	(3.7)	(3.7)	(3.6)	(3.5)
일반·지방행정	110.7	121.1	126.7	135.1	141.9
	(16.4)	(16.6)	(16.6)	(16.8)	(17.0)

주 2025년은 본예산 기준, 괄호 안은 각 연도 총지출 대비 비중

출처 대한민국정부, 『2025-2029년 국가재정운용계획』, 2025. 8. 29.

그림 6 분야별 본예산 연평균 증가율

(단위: %)



주 1. 최근 10년은 국가재정운용계획의 수치를 바탕으로 저자가 계산한 2015년 대비 2025년 연평균(기하평균) 증가율, 예산안은 예산안 보도자료의 2026년 예산안 증가율, 국가재정운용계획은 국가재정운용계획의 중기 연평균 증가율  
 2. 지방이전재원은 국가재정운용계획의 지방교부세, 지방교육재정교부금, 기타(유아교육비 보육료지원)을 의미  
 3. 2024년 이후 R&D 예산은 OECD 기준에 부합하지 않는 예산을 재분류(R&D→비R&D 이관)한 수치이며, 2015년 R&D 예산은 분류 전 기준임

출처 기획재정부, 「“회복과 성장을 위한” 2026년 예산안」, 보도자료, 2025. 8. 29.  
 기획재정부, 「'25년도 R&D 예산은 시스템 개편·체질개선을 토대로 대폭 확충해 나갈 계획입니다.」, 보도자료, 2024. 5. 27.  
 대한민국정부, 「2015-2019년 국가재정운용계획」, 2015. 9. 8.  
 대한민국정부, 「2025-2029년 국가재정운용계획」, 2025. 8. 29.

연평균 증가율이 가장 높은 분야는 R&D와 산업·중소기업·에너지이다. 회복과 성장을 목표로 하는 정부의 재정운용 기조를 엿볼 수 있는 대목이다.

일반·지방행정 분야에 대한 투자도 과거 10년보다 다소 늘어날 것으로 전망된다. 지난 10년간 일반·지방행정 분야의 연평균 증가율은 6.7%(지방이전재원 제외 시 6.6%)이었다. 하지만 내년 예산안에 담긴 일반·지방행정 분야의 연평균 증가율은 9.4%(지방이전재원 제외 시 18.5%)이다. 「2025~2029년 국가재정운용계획」에 따르면 중기 연평균 증가율은 지방이전재원 포함 시 6.4%로 지난 10년간 연평균 증가율과 크게 다르지 않지만, 지방이전재원 제외 시 2029년까지 연평균 증가율은 7.3%로 지금보다 다소 높아질 것으로 예상된다. 따라서 정부는 2029년까지 일반·지방행정 분야에 대한 투자를 확대할 계획이며, 특히 2026년에 재원이 크게 늘어날 것으로 보인다. 주목할 점은 의무지출 성격이 강한 지방이전재원을 제외한 재량지출에서 지방에 대한 투자가 확대될 예정이라는 점인데, 이는 포괄보조금 등 지방에 대한 중앙정부의 투자 확대 계획에 기인한 것으로 볼 수 있다.

반면 2025년 대비 2029년에 총지출 내 비중이 감소하는 분야는 교육, 환경, SOC, 농림·축산·식품, 외교·통일, 공공질서·안전이다. 교육 분야의 경우 2025년 예산에서 14.6%의 비중을 차지하고 있지만, 2029년에는 13.8%로 다소 감소할 것으로 예상된다. 지난 10년간 교육 분야 예산의 연평균 증가율은 6.4%(지방이전재원 포함)이지만, 2029년까지 중기 연평균 증가율은 4.0%로 다소 감소할 것으로 전망된다. 외교·통일

분야의 비중도 줄어들 것으로 예상되는데, 특히 「2026년도 예산안」에는 큰 폭의 예산 감축안이 담겨 있다. 교육과 외교·통일 분야의 경우 지난 10년간 비교적 연평균 증가율이 큰 분야에 속했지만, 2029년까지 중기 연평균 증가율은 가장 작은 분야가 될 것으로 전망된다.

종합하면, 「2026년도 예산안」과 「2025~2029년 국가재정운용계획」은 신산업과 기술혁신, 지방재정 지원을 강화하는 한편, 교육과 환경, 외교·통일 등 일부 분야의 지출은 다소 축소하는 '선택과 집중'의 방향성을 보여준다. 이는 경기 회복과 미래 성장을 위한 적극적 의지를 반영하지만, 분야별 확대와 축소가 가져올 장기적 효과에 대해서는 균형 잡힌 관리가 필요하다. 특히 확대된 재원이 성과로 이어지고, 축소된 분야의 사회적 파급효과가 적절히 보완될 때 비로소 재정의 지속가능성과 성장 목표가 조화를 이룰 수 있을 것이다.

#### IV 결론

우리 재정은 인구구조 변화, 지역·계층 간 격차 확대, 글로벌 통상환경 악화 등 복합적인 도전에 직면해 있다. 저출생과 고령화는 복지지출을 빠르게 늘리는 동시에 성장잠재력을 약화시키고 있으며, 국제적 공급망 재편이나 지정학적 불확실성은 수출 의존도가 높은 한국 경제에 구조적 제약으로 작용하고 있다. 여기에 잠재성장률 둔화와 경직적인 지출 구조가 겹치면서, 단기적인 세수 확보도 점점 어려워지고 있다. 이러한 어려움에도


불구하고 정부가 재정지출 확대를 선택한 것은 경기 회복과 성장 기반 마련을 동시에 추구하려는 불가피한 대응으로 이해할 수 있다.

2026년도 예산안은 총지출을 전년 대비 8% 이상 늘린 동시에 세입확대 의지를 표명하고 역대 최대 규모의 지출구조조정을 추진해 재정의 지속가능성도 염두에 두었다는 특징이 있다. 정부는 신산업과 기술혁신, 사회안전망 강화, 국민안전과 국익 중심의 외교·안보라는 세 가지 축에 재원을 집중하며 정책의 우선순위를 분명히 했다. 이는 경기부양과 장기적 성장동력 창출이라는 목표를 동시에 반영한 것이다. 특히 R&D와 산업 분야에 대한 과감한 투자는 기술 패러다임 전환에 대응하려는 의지를 보여주며, 복지와 안전망 확대는 경제적 불확실성 속에서 사회적 연대를 유지하기 위한 장치로 이해된다.

단기적으로 이러한 재정 확대가 내수 회복과 고용 안정, 투자 촉진을 통해 경제 전반에 긍정적 효과를 가져오고, 더 나아가 정부가 강조하는 ‘회복과 성장 지원’이라는 목표를 달성하는 데 기여하기 위해서는 확장적 재정의 목표를 효과성 있게 구현하는 것이 무엇보다 중요하다. 따라서 이번 예산안의 핵심은 단순한 지출 확대 여부가 아니라, 늘어난 재원이 실제로 성장과 포용으로 이어질 수 있는지 여부에 달려 있다. 확대된 R&D 투자가 생산성 향상과 신산업 창출로 연결되는지, 복지지출이 사회적 안전망을 강화하면서도 재정 효율성을 높이는 방식으로 집행되는지, 안전과 외교 분야 지출이 국민 체감성과 국가 위상 제고에 기여하는지가 중요한 평가 기준이 된다. 즉, 지출의 ‘양’보다는 ‘질’이 향후 재정의 지속가능성을

결정짓는 핵심 요소라 할 수 있다.

이와 함께 지속가능한 성장을 위해서 단기적인 경기 대응과 더불어, 중장기적으로 구조적 대응을 병행하고 엄정한 성과평가 수행이 필요하다. 불필요하거나 효과가 미흡한 지출은 줄이고, 조세제도 개편과 세입 기반 확충을 통해 안정적인 재정 여력을 확보할 필요가 있다. 또한 성과평가와 지출구조 개혁을 강화해 한정된 재원이 가장 효과적인 분야에 배분되도록 해야 한다. 이를 통해 구조적 과제들이 해결되고 의무지출 및 국가채무의 적정 수준 관리, 국세수입 기반 강화 등으로 연결된다면 단기 재정적자에도 불구하고 중장기적 재정 여건이 개선될 것이다. 최근 재정당국의 주도로 추진되고 있는 재정구조 혁신 TF의 필요성은 이러한 측면에서 이해할 수 있다.

단기적인 경기부양 과정에서 일정 수준의 재정적자를 감수하는 것은 불가피한 측면이 있다. 단기 재정적자에도 불구하고 정부가 제도적 기반 구축과 전략적 관리 노력을 병행하여 변화하는 경제·사회 여건에 맞춰 정책을 지속적으로 조정해 나간다면 재정의 지속가능성을 지킬 수 있을 것이다. 향후 중장기적 재정운용 관리에 더 힘을 써야 할 필요성이 강조되는 이유이다. 

## 참고문헌

- 기획재정부, 「“회복과 성장을 위한” 2026년 예산안」, 보도자료, 2025. 8. 29.
- \_\_\_\_\_, 「“민생활력, 미래도약” 2025년 예산안」, 보도자료, 2024. 8. 27.
- \_\_\_\_\_, 「“알뜰 재정, 살뜰 민생” 2024년 예산안」, 보도자료, 2023. 8. 29.
- \_\_\_\_\_, 「“따뜻한 나라, 역동적 경제, 건전한 재정” 2023년 예산안」, 보도자료, 2022. 8. 30.
- \_\_\_\_\_, 「“강한 경제, 민생 버팀목” 2022년 예산안」, 보도자료, 2021. 9. 1.
- \_\_\_\_\_, 「“코로나 극복, 선도국가” 2021년 예산안」, 보도자료, 2020. 9. 1.
- \_\_\_\_\_, 「“국민중심-경제강국” 2020년 예산안」, 보도자료, 2019. 8. 29.
- \_\_\_\_\_, 「“내 삶의 플러스” 2019년 예산안」, 보도자료, 2018. 8. 28.
- \_\_\_\_\_, 「“내 삶을 바꾸는” 2018년 예산안」, 보도자료, 2017. 8. 29.
- \_\_\_\_\_, 「2026년 국세수입 예산안」, 보도자료, 2025. 8. 29.
- \_\_\_\_\_, 「2025년 세제개편안」, 보도자료, 2025. 7. 31.
- \_\_\_\_\_, 「'25년도 R&D 예산은 시스템 개편·체질개선을 토대로 대폭 확충해 나갈 계획입니다.」, 보도자료, 2024. 5. 27.
- 대한민국정부, 「2025~2029년 국가재정운용계획」, 2025. 8. 29.
- \_\_\_\_\_, 「2025~2029년 국가재정운용계획 첨부서류」, 2025. 8. 29.
- \_\_\_\_\_, 「2025~2029년 국가채무관리계획」, 2025. 8. 29.
- \_\_\_\_\_, 「2024~2028년 국가재정운용계획」, 2024. 8. 27.
- \_\_\_\_\_, 『2023~2027년 국가재정운용계획』, 2023. 9. 1.
- \_\_\_\_\_, 『2015~2019년 국가재정운용계획』, 2015. 9. 8.
- \_\_\_\_\_, 「2026년도 조세지출예산서」, 2025. 8. 29.
- \_\_\_\_\_, 「2025년도 조세지출예산서」, 2024. 8. 27.
- \_\_\_\_\_, 「2024년도 조세지출예산서」, 2023. 9. 1.
- \_\_\_\_\_, 「2023년도 조세지출예산서」, 2022. 9. 2.
- \_\_\_\_\_, 「2022년도 조세지출예산서」, 2021. 9. 3.
- \_\_\_\_\_, 「2021년도 조세지출예산서」, 2020. 9. 1.
- \_\_\_\_\_, 「2020년도 조세지출예산서」, 2019. 9. 3.
- \_\_\_\_\_, 「2019년도 조세지출예산서」, 2018. 8. 31.
- \_\_\_\_\_, 「2024회계연도 국가결산보고서」, 2025. 4. 8.

## 참고문헌

한국은행, 「경제전망보고서(2025년 8월)」, 2025.

KDI, 「KDI 경제전망(수정, 2025년 8월)」, 2025.

Allas, Tera, Roland Dillon and Vasudha Gupta, "A smarter approach to cost reduction in the public sector," McKinsey&Company, 2018. <https://www.mckinsey.com/industries/public-sector/our-insights/a-smarter-approach-to-cost-reduction-in-the-public-sector#/>, 검색일자: 2025. 9. 3.

NAO, "A short guide to structured cost reduction," <https://www.nao.org.uk/overviews/a-short-guide-to-structured-cost-reduction-4/>, 2010. 검색일자: 2025. 9. 3.

국가법령정보센터([www.law.go.kr](http://www.law.go.kr)), 「국가재정법」

열린재정, 재정정보공개시스템, "총지출," <https://www.openfiscaldata.go.kr/op/ko/sm/UOPKOSMA07>, 검색일자: 2025. 9. 1.

\_\_\_\_\_, 재정정보공개시스템, "의무-재량지출," <https://www.openfiscaldata.go.kr/op/ko/sm/UOPKOSMA09>, 검색일자: 2025. 9. 3.

\_\_\_\_\_, 재정정보공개시스템, "국세수입," <https://www.openfiscaldata.go.kr/op/ko/sm/UOPKOSMA05>, 검색일자: 2025. 9. 3.

\_\_\_\_\_, 재정정보공개시스템, 상세재정통계, "국가채무(D1)," <https://www.openfiscaldata.go.kr/op/ko/sd/UOPKOSDA01>, 검색일자: 2025. 9. 3

e-나라지표, "통합재정수지," [https://www.index.go.kr/unity/potal/main/EachDtIPageDetail.do?idx\\_cd=1104](https://www.index.go.kr/unity/potal/main/EachDtIPageDetail.do?idx_cd=1104), 검색일자: 2025. 9. 4.

IMF, World Economic Outlook Database, 2025 April, 2025a, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2025/april/download-entire-database>

\_\_\_\_\_, World Economic Outlook update 2025 July, 2025b

\_\_\_\_\_, Asia and Pacific Dept "Republic of Korea: 2024 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the Republic of Korea," IMF Staff Country Reports 2025, 041 (2025), <https://doi.org/10.5089/9798229000161.002>, 검색일자: 2025. 9. 22.

Kipf



동향



# 주요국의 조세·재정동향

# 주요국의 조세동향

〈자료수집 및 조사: 한국조세재정연구원 세정연구센터 세정연구팀〉



## 미국

### One Big Beautiful Bill 법안의 신규 조항 지원 공개

- ◆ 미국 국세청은 2025년 7월 14일, One Big Beautiful Bill 법안(이하 '법안' 이라 함)의 미국 근로자와 고령자의 세금 공제(tax deduction) 관련 신규 조항에 대한 지침을 공개함<sup>1)</sup>
- 신규 세금 공제 조항의 주요 내용은 다음과 같음
  - (팁에 대한 비과세) 납세자는 자발적으로 지급된 팁 중 대상 직종<sup>2)</sup>에서 받은 팁의 금액에 한해, 연간 최대 25,000달러(이하 USD)<sup>3)</sup>까지 공제받을 수 있음
  - (초과근무에 대한 비과세) 적법한 초과근무 보상을 받은 개인은 통상 급여를 초과하는 급여 분에 대해 공제받을 수 있으며,<sup>4)</sup> 최대 공제액은 연간 12,500USD,<sup>5)</sup> 공동 신고(joint filers) 시 25,000USD임<sup>6)</sup>
  - (자동차 대출 이자에 대한 비과세) 납세자는 개인용 신규 차량<sup>7)</sup> 구입 과정에서 발생한 연간 자동차 대출 이자 중 최대 10,000 USD<sup>8)</sup>까지 공제 가능<sup>9)</sup>
  - (고령자에 대한 공제) 65세 이상<sup>10)</sup>의 개인은 기존 고령자 표준 공제(standard deduction)에 더해, 추가로 6,000USD<sup>11)</sup>(부부 양쪽 모두 자격을 갖춘 경우 12,000USD)<sup>12)</sup>를 공제받을 수 있음
  - 네 가지 공제 모두 2025년부터 2028년까지의 과세연도에 적용되며, 공제액은 수정된 조정총소득을 기준으로 함

1) Internal Revenue Service, "One Big Beautiful Bill Act: Tax deductions for working Americans and seniors," 2025. 7. 14., <https://www.irs.gov/newsroom/one-big-beautiful-bill-act-tax-deductions-for-working-americans-and-seniors>, 검색일자: 2025. 7. 21.

2) 미국 국세청(IRS)은 2025년 10월 2일까지 공제 대상 직종 목록을 공표할 예정임

3) 2025년 7월 21일 기준 원화 환산 시 약 3,481만원임

4) 예컨대 통상 급여의 1.5배 보상 중 0.5배에 해당하는 금액을 공제받을 수 있음

5) 2025년 7월 21일 기준 원화 환산 시 약 1,740만원임

6) 3)과 동일

7) 공제를 받기 위한 차량 요건은 승용차(car), 소형 밴(minivan), SUV, 픽업트럭(pick-up truck) 또는 오토바이(motorcycle)이면서, 중량이 14,000파운드(약 6.35t) 미만이며, 미국 내에서 최종적으로 조립된(final assembly) 차량이어야 함

8) 2025년 7월 21일 기준 원화 환산 시 약 1,392만원임

9) 공제를 받기 위한 대출 이자의 요건은 해당 대출이 2024년 12월 31일 이후에 이루어졌고, 납세자가 최초로 사용하는 차량을 구입하는 데 사용되어야 하며(중고차는 해당되지 않음), 개인용 차량을 위한 대출이면서(사업용 또는 상업용은 해당되지 않음), 해당 차량에 대한 유치권(lien)을 담보로 하여야 함

10) 해당 과세연도의 마지막 날 또는 그 이전의 나이가 65세여야 함

11) 2025년 7월 21일 기준 원화 환산 시 약 834만원임

12) 2025년 7월 21일 기준 원화 환산 시 약 1,668만원임

- 수정된 조정총소득(modified adjusted gross income)이 일정 기준을 넘으면 그에 따라 공제액이 줄어들<sup>13)</sup>
- 항목별 공제액 축소 소득금액은 각각 팁 및 초과근무 150,000USD<sup>14)</sup>(공동신고자는 300,000USD),<sup>15)</sup> 자동차 대출이자 100,000USD<sup>16)</sup>(공동신고자는 200,000USD),<sup>17)</sup> 고령자 75,000USD<sup>18)</sup>(공동신고자는 200,000USD)<sup>19)</sup>임



## 캐나다

### 2025회계연도 예산안에 대한 공개 의견 수렴

- ◆ 캐나다 새 연방정부는 2025년 7월 14일, 2025회계연도 예산안에 대한 공청회(public consultations)를 개시함<sup>20)</sup>
  - 2025회계연도 예산안에서 강조하는 세금 조치는 아래와 같음
    - (개인소득세율 인하) 2025년 7월 1일부터 최저 개인소득세율을 15%에서 14%로 인하
    - (GST 감면) 생애 최초로 주택을 구매하는 자의 100만캐나다달러<sup>21)</sup> 미만의 주택은 GST를 면제하고 100만캐나다달러 초과 주택은 부분적으로 면제
  - 정부는 2025년 8월 28일까지 의견 수렴 후 가을 목표로 최종 예산안을 발표할 예정임
  - 새 연방정부는 글로벌 경제의 불확실성과 미국과의 무역 갈등을 이유로 당초 봄에 발표할 예정이던 연간 예산안을 발표하지 않았음

13) 수정된 조정총소득은 총소득(gross income)에서 Form 1040의 Schedule 1에 명시된 특정 조정 항목들(certain adjustments)을 차감한 금액인 조정총소득(adjusted gross income)에 일부 조정 항목(some of those adjustments)을 다시 더한 금액을 의미함

14) 2025년 7월 21일 기준 원화 환산 시 약 2억 848만원임

15) 2025년 7월 21일 기준 원화 환산 시 약 4억 1,688만원임

16) 2025년 7월 21일 기준 원화 환산 시 약 1억 3,896만원임

17) 2025년 7월 21일 기준 원화 환산 시 약 2억 7,792만원임

18) 2025년 7월 21일 기준 원화 환산 시 약 1억 422만원임

19) 2025년 7월 21일 기준 원화 환산 시 약 2억 7,792만원임

20) IBFD, "Canada's New Government Launches Consultations on Budget Promising Targeted Tax Relief," 2025. 7. 15., [https://research.ibfd.org/#/doc?url=/data/tns/docs/html/tns\\_2025-07-15\\_ca\\_1.html](https://research.ibfd.org/#/doc?url=/data/tns/docs/html/tns_2025-07-15_ca_1.html), 검색일자: 2025. 8. 8.

21) 2025년 7월 21일 기준 원화 환산 시 10억 160만원임



## 아일랜드

### 투과과세 파트너십에 관한 최신 지침 발간

- ◆ 아일랜드 국세청은 2025년 7월 31일, 파트너십에 대한 과세에 관한 최신 지침을 발간하였으며, 해당 지침에서 아일랜드 내 파트너십이 직접세 과세 목적상 투과과세단체(tax transparent entity)로 취급된다는 점을 명확히 함<sup>22) 23)</sup>
- 지침은 파트너십의 과세방식, 설립절차, 그리고 파트너들의 연대책임(joint and several liability)에 대해 상세히 설명하고 있음
- 유한파트너십(limited partnership), 투자합자조합(investment limited partnership), 일반파트너십(general partnership)은 직접세 과세목적상 “투과과세(tax transparent)” 단체로 동일하게 취급됨
- 이에 따라 파트너십 자체는 투자수익 또는 순자산 가치에 대해 아일랜드 내에서 소득세를 납부하지 않으며, 파트너들이 각자의 지분에 해당하는 소득 및 이익에 대해 과세됨
  - 즉 과세 주체는 파트너십이 아닌 개별 파트너임
- 아울러, 지침은 파트너십 이해관계의 법적 성격 결정 방식, 자본상각비(capital allowances), 파트너십 보유 자산의 과세 처리 및 신고 의무 등에 대해서도 구체적인 지침을 제공함



## 프랑스

### 대기업 대상 특별 부담금 행정지침 발표

- ◆ 프랑스 세무당국은 2025년 8월 6일, 대기업을 대상으로 하는 법인세의 특별 부담금(contribution exceptionnelle)에 대한 행정지침을 발표함<sup>24)</sup>
- 2025년 재정법에 따라 도입된 특별 부담금은 일반 법인세 외에 추가로 부과됨
  - 과세대상자는 프랑스 내 연간 매출이 10억유로<sup>25)</sup> 이상인 법인임

22) IBFD, "Revenue Updates Guidance on Tax Transparent Partnerships," 2025. 8. 4., [https://research.ibfd.org/#/doc?url=/data/tns/docs/html/tns\\_2025-08-04\\_ie\\_1.html](https://research.ibfd.org/#/doc?url=/data/tns/docs/html/tns_2025-08-04_ie_1.html), 검색일자: 2025. 8. 8.

23) 아일랜드 국세청, "Revenue eBrief No. 149/25," 2025. 7. 31., <https://www.revenue.ie/en/tax-professionals/ebrief/2025/no-1492025.aspx>, 검색일자: 2025. 8. 8.

24) IBFD, "Tax Authorities Publish Administrative Guidelines on Temporary CIT Surcharge for Large Companies," 2025. 8. 7., [https://research.ibfd.org/#/doc?url=/data/tns/docs/html/tns\\_2025-08-07\\_fr\\_2.html](https://research.ibfd.org/#/doc?url=/data/tns/docs/html/tns_2025-08-07_fr_2.html), 검색일자: 2025. 8. 8.

25) 2025년 8월 8일 기준 원화 환산 시 약 1조 6,173억 7,000만원임

- 과세표준은 당해 과세연도와 직전 과세연도의 법인세(CIT) 금액의 평균 금액이고 세액 공제 전 금액을 기준으로 함
- 서울은 연 매출액 10억유로 이상 30억유로<sup>26)</sup> 미만인 기업의 경우 20.6%(2026년은 10.3%), 30억유로 이상인 기업의 경우 41.2%(2026년은 20.6%)<sup>27)</sup>
- 특별 부담금은 2년간(2024년 12월 31일 이후 종료되는 2개 회계연도) 한시적으로 운영됨



## 독일

### 독일·중국 간 정상가격 산출방법 사전승인제도(APA) 절차 중단

- ◆ 독일연방 중앙세무국(Bundeszentralamt für Steuern, BZSt)은 2025년 7월부터 중국과의 정상가격 산출방법 사전승인제도(APA) 절차 개시 및 갱신을 무기한 중단한다고 발표하였으며, 이미 진행 중인 절차에는 영향 없음<sup>28)</sup>
- 독일 세법(AO) 제89a조에 따르면, 정상가격 산출방법 사전승인 제도(APA)는 독일 세무당국과 제3국 당국 간에 체결되며, 그 목적은 이중과세 방지 및 세무조약의 일관된 해석을 확보하는 것임
- 특히, 세무 조약상 상호 합의 절차(MAP, Mutual agreement procedure)가 규정되어 있는 경우 이를 기반으로 운영됨
- 그러나 최근 중국 세무당국과의 협상 과정에서 위 목표 달성에 어려움이 지속적으로 발생함에 따라, 독일연방 중앙세무국(BZSt)은 2025년 7월부터 중국과의 정상가격 산출방법 사전승인제도(APA)의 절차 개시 및 갱신을 무기한 중단한다고 발표하였음
- 단, 이미 진행 중인 APA 절차에는 영향이 없음
- 향후 이와 관련 동향은 추가로 공지될 예정임

26) 2024년 10월 14일 기준 원화 환산 시 약 4조 4,539억원임

27) 통세 대상 해운기업의 경우 첫 회계연도에는 9%, 다음 회계연도에는 5.5%

28) IBFD, "Germany Suspends APA Procedures with China(People's Rep.)," 2025. 7. 21., [https://research.ibfd.org/#/doc?url=/data/tns/docs/html/tns\\_2025-07-21\\_cn\\_2.html](https://research.ibfd.org/#/doc?url=/data/tns/docs/html/tns_2025-07-21_cn_2.html), 검색일자: 2025. 8. 1.



## 이탈리아

### 운송·물류 서비스 부문 선택적 부가가치세(VAT) 제도 규정 시행

- ◆ 이탈리아 국세청장은 2025년 8월 5일자로 「규정 제 309107/2025호」를 제정하여, 운송·화물 취급·물류 서비스 분야에서 하도급, 컨소시엄 위탁 또는 유사 계약 형태로 제공되는 서비스에 대해 공급자를 대신하여 거래 상대방(구매자)이 부가가치세를 납부할 수 있는 선택제의 절차와 요건을 규정함<sup>29)</sup>
- 본 제도는 2025년도 예산법(Budget Law for 2025)에 따라 이탈리아 부가가치세법에 도입되었으며, 이후 2025년 제84호 법령(Legislative Decree No. 84/2025)으로 개정됨
- 규정 제309107/2025호에는 2025년 7월 30일부터 사용할 수 있는 선택 신청서 양식과 작성 지침이 포함되었으며, 양식은 국세청이 제공하는 무료 소프트웨어 'ReverseChargeLogistica'(이탈리아어 전용)를 통해 전자 제출이 가능함
- 위 제도 선택 시 반드시 동일 거래에 참여하는 양 당사자<sup>30)</sup>가 짝을 이루어 함께 신청해야 하며, 공급망 내 다른 거래와는 독립적으로 개별 선택이 가능함
- 신청서 제출 책임은 서비스 구매자에게 있으며, 아래 사항을 포함해야 함
  - 거래 당사자 정보, 계약 체결일 및 일련번호, 계약 시작일·종료일, 연간 지급액(Yearly consideration), 작업 범위에 대한 간략한 설명, 하도급자 정보, 작업 수행 장소
- 제출일로부터 3년간 효력이 지속되며, 계약 내용이 변경되면 반드시 정정 신청서를 제출해야 함
- 동일 당사자가 여러 계약에 대해 선택하는 경우, 구매자는 계약별로 개별 양식을 작성하되 통합 제출이 가능하며, 합의에 따라 특정 계약만 선택할 수도 있음

#### 긴급 조세 조치 시행 발표 : CFC 규정, 혼성불일치 제재 면책제도 보완, 변동급여 추가세 적용 대상 한정 등

- ◆ 이탈리아 의회는 CFC 규정, 결손금 이월, 혼성불일치 제재 면책 제도, 변동급여 추가세 적용 대상자를 금융권 임원으로 한정하는 내용 등을 담은 2025년 제 84호 법령을 일부 수정·확정하여 긴급 조세 조치를 시행함
- 이탈리아 의회는 2025년 6월 17일 제정된 제84호 법령(Law Decree No. 84/2025)을 심의·수정하여 법률로 확정하였으며, 주요 내용은 다음과 같음
  - 특정외국법인(CFC, Controlled Foreign Company) 규정 개정 : 글로벌 최저한세(GloBE 규정)와 연계되는 방식으로, CFC 제도가 국제적 조세회피 방지 규정과 정합성을 맞추는 방향으로 강화됨

29) IBFD, "Tax Authorities Regulate Optional VAT Regime for Transportation and Logistics Service Sectors," 2025. 8. 5., [https://research.ibfd.org/#/doc?url=/data/tns/docs/html/tns\\_2025-08-05\\_it\\_1.html](https://research.ibfd.org/#/doc?url=/data/tns/docs/html/tns_2025-08-05_it_1.html), 2025. 8. 11.

30) 예컨대 원도급자와 구매자, 원도급자와 1차 하도급자, 동일 하도급 체인의 두 하도급자 등을 의미함

- 결손금 이월공제(carry-forward of tax losses) 규정 개정 : 기업 인수·합병(M&A) 과정에서 결손금 이월이 유연하게 허용되어, 기업 구조조정 활성화를 지원함
- 혼성불일치(Hybrid Mismatch, 이중 공제·이중 비과세 구조) 제재 규정과 관련하여, 기업이 사전에 필요한 문서를 작성·보관하면 가산세 제재를 면할 수 있는 면책 제도 요건이 개정됨
- 의회 심의 과정에서 추가된 개정 사항에 따라, 2025년 사업연도부터 변동급여(보너스·스톡옵션 등)에 대한 10% 추가세는 금융중개업자 또는 금융지주회사의 임원직(executive positions)인 개인만 적용됨
- 법령 제84호는 2025년 7월 30일 제108호 법률(Law No. 108/2025)로 개정·확정되었으며, 2025년 8월 1일 관보(Official Gazette No. 177)에 게재되고, 2025년 8월 2일부터 발효됨



## 벨기에

### 참여지분공제 요건 강화 및 출국세 확대 법률 공포

- ◆ 벨기에 정부는 2025년 7월 18일, 다양한 조세 개편 사항을 담은 세법 개정안을 의회에 제출하였으며, 해당 법률은 2025년 7월 29일자로 관보에 게재됨<sup>31)</sup>
- 이번 개정안에는 참여지분공제 요건 강화, 출국세 적용 확대, VVPR-bis 제도<sup>32)</sup> 개편, 청산준비금 과세 방식 변경 등이 포함됨
- 주요 개정 내용은 다음과 같음
  - (출국세 적용 범위 확대) 기존에는 청산배당을 수령한 것으로 간주되는 주주에 대해 별도의 과세 규정이 명확하지 않았으나, 이번 개정에서는 해당 주주에게 출국세(exit tax)를 적용하도록 규정함
  - (VVPR-bis 제도의 원천징수세율 조정) 기존에는 설립 또는 자본금 증액 후 2년 차 배당 시 20% 세율이 적용되었으나, 개정에 따라 설립 연도 및 이후 2개 연도 내 배당에는 30% 세율이 적용되고, 이후에는 15% 세율이 적용됨
  - (청산준비금에 대한 세 부담 증가) 기존에는 준비금 설정 시 10%, 설정 후 5년 경과 후 분배 시 5%가 부과되어 총 세 부담이 약 13.64%였으나, 개정 이후에는 분배 시 세율이 6.5%로 인상되어 총 세 부담이 15%로 증가함
  - (참여지분공제 요건 제한) 기존에는 대기업의 다양한 지분에 대해 참여지분공제가 적용되었으나, 개정 이후에는 대기업이 보유한 재무고정자산(financial fixed assets)에 한해서만 공제가 적용됨

31) IBFD, "Belgium Gazettes Law Including Stricter Requirements for Participation Exemption and Extension of Exit Tax," 2025. 8. 7., [https://research.ibfd.org/#/doc?url=/data/tns/docs/html/tns\\_2025-08-07\\_be\\_1.html](https://research.ibfd.org/#/doc?url=/data/tns/docs/html/tns_2025-08-07_be_1.html), 검색일자: 2025. 8. 8.

32) VVPR-bis는 중소기업의 자기자본 확충을 장려하기 위해 특정 신규 발행 주식 배당에 대해 원천징수세를 감면해주는 제도임

- 본 개정은 2025년 2월 3일 연방 연정협약 발표, 4월 28일 세제개편안 공개, 6월 2일 국회 제출 등을 거쳐 사전에 예고되었으며, 그 내용이 최종적으로 법률로 확정된 것임

## 근로자 및 저소득층 지원을 위한 세제 감면 패키지 발표

- ◆ 벨기에 정부는 2025년 7월 21일, 근로자 및 저소득층을 대상으로 한 세제 감면 패키지에 합의하였으며, 해당 조치는 2026년부터 2029년까지 단계적으로 시행될 예정임<sup>34)</sup>
- 해당 패키지에는 소득세 면세범위 확대, 사회보장 기여금 경감, 특정 계층에 대한 세제 혜택 확대 등이 포함됨
- 주요 내용은 다음과 같음
  - (소득세 면세 한도 상향) 현재 10,910유로<sup>35)</sup>에서 2029년까지 15,300유로<sup>36)</sup>로 인상되며, 2026년부터 단계적으로 적용될 예정임
  - (첫째 자녀 세액공제 확대) 첫째 자녀에 대한 세액 공제가 기존 1,980유로<sup>37)</sup>에서 2029년까지 2,650유로<sup>38)</sup>로 인상되며, 향후 자녀 수와 관계없이 동일 금액 적용 가능성을 검토 중임

- (퇴직 후 근로자 과세방식 변경) 퇴직 후 근로를 지속하는 연금 수급자의 경우, 기존 누진세율(최대 50%) 대신 33%의 상한세율이 적용됨
- (배우자 간 소득 이전 제도 축소) 한쪽 배우자의 소득이 없거나 매우 낮은 경우 적용되던 소득 이전 제도가 점진적으로 폐지될 예정임
- (자영업자 고정공제 인상) 사업체가 없는 자영업자에 대해 적용되는 고정 공제가 650유로<sup>40)</sup>에서 2029년까지 900유로<sup>41)</sup>로 인상됨
- (선납세 부족 가산세 폐지) 선납세 부족 시 부과되던 가산세 규정이 폐지됨
- (IT 업종에 대한 저작권 소득 과세특례 재도입) IT 업종 종사자에게 저작권 소득에 대한 과세특례 적용이 재도입됨
- (온라인 중고거래 면세한도 신설) Vinted 면세 제도<sup>42)</sup>가 도입되어, Vinted 등 온라인 플랫폼을 통한 연간 2,000유로<sup>43)</sup> 이하의 비상업적 중고물품 판매 수익에 대해서는 과세되지 않음

33) 다양한 언어와 문화 집단이 공존하는 벨기에의 특성을 반영한 연립 정부 구성 제도임

34) IBFD, "Government Announces Broad Tax Relief Package for Workers and Low-Income Earners by 2029," 2025. 7. 25., [https://research.ibfd.org/#/doc?url=/data/tns/docs/html/tns\\_2025-08-07\\_be\\_1.html](https://research.ibfd.org/#/doc?url=/data/tns/docs/html/tns_2025-08-07_be_1.html), 검색일자: 2025. 8. 8.

35) 2025년 8월 8일 기준 원화 환산 시 약 1,758만원임

36) 2025년 8월 8일 기준 원화 환산 시 약 2,467만원임

37) 2025년 8월 8일 기준 원화 환산 시 약 319만원임

38) 2025년 8월 8일 기준 원화 환산 시 약 427만원임

39) 소득이전제도는 부부 중 한 명의 소득 일부를 다른 배우자의 소득으로 간주하여, 부부 합산과세 시 전체 세 부담을 낮추는 세제상 메커니즘을 뜻함

40) 2025년 8월 8일 기준 원화 환산 시 약 104만원임

41) 2025년 8월 8일 기준 원화 환산 시 약 145만원임

42) Vinted와 같은 온라인 플랫폼을 통한 소규모 중고물품 판매 수익에 대해 일정 금액 이하일 경우 과세하지 않는 제도임

43) 2025년 8월 8일 기준 원화 환산 시 약 322만원임



## 네덜란드

### 혁신박스 제도 관련 신규 지침 발간

- ◆ 네덜란드는 2025년 7월 24일, 혁신박스(Innovation Box) 제도의 주요 쟁점에 대한 지침을 발간함<sup>44)</sup>
- 혁신박스는 자체개발 무형자산에서 발생하는 적격소득에 대해 일반 법인세율(19% 또는 25.8%) 대신 9%의 우대세율을 적용하는 특례제도임
  - 20만유로<sup>45)</sup>까지 9% 적용, 초과분에 대해서는 일반세율을 적용함
- 주요 내용은 다음과 같음
  - 납세자가 연결재무제표에 포함된 경우에는 해당 연결재무제표를 사용하여야 함
  - 납세자가 그룹에 속하지 아니하고 부분적으로만 연결재무제표에 포함되어 있는 경우에는 납세자의 개별 재무제표를 기준으로 순매출을 산정함
  - 무형자산은 분리 가능성, 식별성, 이전 가능성 및 반복 가능성을 가진 자산을 의미하며, 어떠한 자산이 무형자산의 개념에 포함되는지 여부는 구체적인 사실과 상황에 따라 상이함
  - 특허받은 지식 및 응용기술은 일반적으로 무형자산에 해당함
  - 노하우도 무형자산이 될 수 있으나, 일반적인 지식과 경험은 해당하지 아니함
  - 브랜드, 로고 및 이와 유사한 자산은 명시적으로 혁신박스 대상에서 제외됨



## 중국

### 국채 등 채권 이자소득에 대한 부가가치세 부과 재개

- ◆ 중국 재정부와 국가세무총국은 2025년 8월 1일, 「국채 등 채권 이자소득 부가가치세 정책에 관한 공고」를 발표하고,<sup>46)</sup> 2025년 8월 8일부터 새로 발행되는 국채, 지방정부채, 금융채의 이자소득에 대해 부가가치세(VAT)를 부과한다고 발표함<sup>47)</sup>
- 시행일 이전까지 국채, 지방채, 금융채 이자소득에 대해 부가가치세를 면제하였으나, 이번 공고 이후 새로 발행되는 채권 등의 이자소득에 대해서는 6%의 부가가치세가 적용됨

44) IBFD, "Netherlands Updates Innovation Box Q&A Decree: New Guidance on R&D Ownership and Turnover Rules," 2025. 7. 24., [https://research.ibfd.org/#/doc?url=/data/tns/docs/html/tns\\_2025-07-24\\_nl\\_1.html](https://research.ibfd.org/#/doc?url=/data/tns/docs/html/tns_2025-07-24_nl_1.html), 검색일자: 2025. 8. 8.

45) 2025년 8월 8일 기준 원화 환산 시 약 3억 2,338만원임

46) 中华人民共和国财政部, 「关于国债等债券利息收入增值税政策的公告」, 2025. 8. 1., [https://szs.mof.gov.cn/zhengcefabu/202508/t20250801\\_3969257.htm](https://szs.mof.gov.cn/zhengcefabu/202508/t20250801_3969257.htm), 검색일자: 2025. 8. 9.

47) YICAI, 「官宣! 政府债券金融债券利息收入恢复征收6%增值税」, 2025. 8. 1., <https://www.yicai.com/news/102754219.html>, 검색일자: 2025. 8. 9.

- 예를 들어 채권 이자소득이 100위안인 경우, 약 5.66위안의 부가가치세를 납부하여야 하므로, 채권 투자자의 순이자수익이 감소하게 됨
- 다만, 소규모 납세자로서 일정 요건을 충족하는 경우에는 계속 면세 혜택을 받을 수 있음
- 최근 중국 정부는 조세감면 및 우대정책의 정비를 강조하고 있어 이번 조치 역시 다른 채권, 이자소득과의 과세 형평을 맞추기 위한 것으로 해석되며, 이번 조치로 인하여 채권 투자자의 순이익 감소로 이어질 수 있으나, 재정수입 확대에 기여할 것으로 예상됨



## 인도

### AI를 활용한 소득세 과다 경정청구 행위 적발

- ◆ 인도 재무부(MOF)는 2025년 7월 14일, 소득세법상 공제·면제 항목에 대한 허위 경정청구를 적발하기 위하여 AI를 활용한 대규모 조사를 진행하고 있음을 발표함<sup>51)</sup>
- MOF는 이번 조사가 세무대리인들이 조직적으로 개입한 사기행위에 대한 조사이며, 이들이 제공한 서비스를 이용한 납세자들에게는 다국적기업 직원, 정부기관 종사자, 공기업 직원, 학계 종사자 및 개인 사업가 등이 포함되어 있음을 밝힘
- 세무대리인들은 세금 환급액을 부풀려주고 그 대가로 수수료를 받는 방식으로 납세자를 유인해 왔으며, 일부는 대량의 신고서 제출을 위해 임시 이메일 계정을 개설한 뒤 이를 방지하는 방식<sup>52)</sup>으로 대응을 회피하고 있음
- 이번 조사에서는 제3자 데이터, 정보기관의 첩보, AI 분석도구를 활용해 이상 행동 패턴을 식별하였으며, 6개 주에서 150개 사업장에 대한 압수·수색 작전을 포함하여 검증을 진행하고 있음
- MOF는 이번 검증을 통하여 디지털 기록을 포함한 핵심 증거를 확보할 수 있을 것으로 예상하고 있으며, 이를 통해 사기 조직을 해체하고 관련자에게 법적 책임을 물을 계획임
- MOF는 납세자들로 하여금 자발적으로 경정청구를 철회할 것을 홍보하고 있으나, 여전히 많은 납세자가 이에 대해 비협조적인 태도를 보이고 있으며, 납세자 지원을 위한 효과적 소통이 부족했다는 점이 지적되고 있음

48) 2025년 8월 9일 기준 원화 환산 시 약 1만 9,375원임

49) 2025년 8월 9일 기준 원화 환산 시 약 1,096원임

50) 2027년 12월 31일까지 월 매출 10만위안(2025년 8월 9일 기준 원화 환산 시 약 1,936만원임) 이하(포함)인 소규모 납세자에게는 부가가치세를 면제함

51) Taxnotes, "India Uses AI to Crack Down on Fraudulent Tax Deduction Claims," 2025. 7. 15., <https://www.taxnotes.com/tax-notes-today-global/tax-system-administration/india-uses-ai-crack-down-fraudulent-tax-deduction-claims/2025/07/15/7srr3>, 검색일자: 2025. 8. 9.

52) 이메일을 통해 송달된 과세당국의 공식적인 안내 통지서를 읽지 않고 방지하는 방법을 의미함



## 싱가포르

### 주택용 부동산에 대한 양도인지세 보유기간 연장 및 세율 인상

- ◆ 싱가포르 재무부는 2025년 7월 3일, 주거용 부동산(residential properties)에 대한 양도인지세(Seller's Stamp Duty, SSD)<sup>53)</sup>의 보유기간을 연장하고 세율을 인상함<sup>54)</sup>
- SSD는 주택을 구매한 후 일정 기간 이내에 매도할 경우 부과됨
- 2017년에는 해당 보유기간이 4년에서 3년으로 단축되고, 각 보유기간 구간에 대한 SSD의 세율도 4%p 인하된 바 있음
- 최근 몇 년 동안 보유기간이 짧은 주택의 거래 건수가 급증하였으며, 특히 완공되지 않은 주택을 재매각(sub-sale) 하는 사례가 크게 증가함
- 이에 따라 정부는 2017년 이전 체제로 회귀하여 보유기간을 다시 4년으로 연장하고, 각 보유기간 구간별 SSD의 세율을 4%p 인상하기로 함
- 변경 사항은 2025년 7월 4일 12:00(AM) 이후 구매된 모든 주거용 부동산에 적용됨

표 1 양도인지세(SSD) 변경내역

(단위: %)

구분	세율(2017. 3. 11. ~ 2025. 7. 3.)	세율(2025. 7. 4. 이후)
1년 이하	12	16 (4%p ↑)
1년 초과 ~ 2년 이하	8	12 (4%p ↑)
2년 초과 ~ 3년 이하	4	8 (4%p ↑)
3년 초과 ~ 4년 이하	0	4 (4%p ↑)
4년 초과	0	0 (변동 없음)

출처 Ministry of Finance, "Extension of the Holding Period of Seller's Stamp Duty (SSD) and Higher SSD Rates for Residential Properties," 2025. 7. 3., [https://www.mof.gov.sg/news-publications/press-releases/extension-of-the-holding-period-of-seller-s-stamp-duty-\(ssd\)-and-higher-ssd-rates-for-residential-properties](https://www.mof.gov.sg/news-publications/press-releases/extension-of-the-holding-period-of-seller-s-stamp-duty-(ssd)-and-higher-ssd-rates-for-residential-properties) 기반 저자 작성

53) SSD는 주거용(residential) 및 산업용(industrial) 부동산의 기본 가격을 예측할 수 있는 단기 투기 활동을 억제하는 것을 목표로 하는 제도임. SSD는 주거용 부동산을 대상으로 2010년 2월에 도입되었으나, 2020년부터는 산업용 부동산에도 적용됨

54) Ministry of Finance, "Extension of the Holding Period of Seller's Stamp Duty (SSD) and Higher SSD Rates for Residential Properties," 2025. 7. 3., [https://www.mof.gov.sg/news-publications/press-releases/extension-of-the-holding-period-of-seller-s-stamp-duty-\(ssd\)-and-higher-ssd-rates-for-residential-properties](https://www.mof.gov.sg/news-publications/press-releases/extension-of-the-holding-period-of-seller-s-stamp-duty-(ssd)-and-higher-ssd-rates-for-residential-properties), 검색일자: 2025. 7. 21.



## OECD

### 14개국, 필라2 GloBE 정보교환을 위한 다자간협정(MCAA) 서명

- ◆ OECD/G20 포괄적 이행체계(Inclusive Framework on BEPS)는 2025년 8월 6일, 필라2 체계하에서 GloBE 정보교환을 위한 다자간 권한 있는 당국 간 협정(Multilateral Competent Authority Agreement on the Exchange of GloBE Information, GIR MCAA)<sup>55)</sup>에 14개국이 서명하였음을 발표함<sup>56)</sup>
- 서명한 14개국은 다음과 같음
  - 오스트리아, 벨기에, 덴마크, 프랑스, 아일랜드, 이탈리아, 일본, 대한민국, 룩셈부르크, 뉴질랜드, 포르투갈, 슬로바키아, 스페인, 영국
- 서명국 명단 및 각국의 정확한 서명일자는 OECD가 공개한 공식 문서<sup>57)</sup>를 통해 확인 가능함
- 본 협정은 필라2의 GloBE 규칙하에서 국가 간 세정 협력 및 자동 정보교환을 위한 기반을 마련하는 제도로, 향후 추가 서명국이 발생할 경우 OECD가 별도로 발표할 예정임



## EU

### DAC 9에 따른 AEOI 보고서 표준화 관련 EU 이행규정 채택

- ◆ EU는 2025년 7월 17일 관보를 통해, DAC 9(조세 분야의 행정협력 지침 2011/16/EU 개정)에 따라 자동정보교환(AEOI)에 적용할 표준화된 디지털 형식을 수립하는 내용을 담은 시행규칙(Commission Implementing Regulation (EU) 2025/1325)을 발표하였음<sup>58)</sup>
- 해당 규정은 기존 시행규칙(EU) 2015/2378을 개정하여, DAC 9에 따라 다국적기업(MNE) 그룹 및 대규모 내국그룹이 제출하는 정보의 자동교환을 위한 디지털 보고 형식을 마련함
- 이 보고 형식은 OECD 필라 2 이니셔티브에 부합하는 내용을 반영함
- 보고 형식 표준화는 DAC 9에 따른 정보교환의 일관성과 품질 제고를 목적으로 함
- 필라 2의 납세자 준수를 뒷받침하고, 행정상 준수 비용을 최소화하기 위해 OECD 기준에 따라 공통 정보기술(IT) 스키마가 도입됨
- 이러한 IT 스키마는 시스템 간 상호 운용성 확보를 위한 조치임
- 해당 시행 규정은 2025년 8월 6일부터 발효되며, 이후 DAC 9에 따른 AEOI 보고에 적용될 예정임

55) OECD, "Tax Challenges Arising from the Digitalisation of the Economy – Multilateral Competent Authority Agreement on the Exchange of GloBE Information (January 2025), OECD/G20 Inclusive Framework on BEPS," 2024. 12. 27., <https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/topics/policy-sub-issues/global-minimum-tax/multilateral-competent-authority-agreement-exchange-of-globe-information.pdf>, 검색일자: 2025. 8. 8.

56) IBFD, "14 Jurisdictions Sign GIR MCAA," 2025. 8. 6., [https://research.ibfd.org/#/doc?url=/data/tns/docs/html/tns\\_2025-08-06\\_o2\\_1.html](https://research.ibfd.org/#/doc?url=/data/tns/docs/html/tns_2025-08-06_o2_1.html), 검색일자: 2025. 8. 8.

57) OECD, "Signatories of the Multilateral Competent Authority Agreement on the Exchange of GloBE Information," 2025. 8. 6., <https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/topics/policy-issues/tax-transparency-and-international-co-operation/gir-mcaa-signatories.pdf>, 검색일자: 2025. 8. 8.

58) Bloomberg Tax, "European Union Gazettes Implementing Regulation Establishing Format for AEOI Reports Under DAC9," 2025. 7. 22., [https://www.bloomberglaw.com/product/tax/bloombergtaxnews/daily-tax-report-international/X8C71014000000?bc=6131e4c323841ec4d6437ae9ce24107c&bn\\_news\\_filter=daily-tax-report-international](https://www.bloomberglaw.com/product/tax/bloombergtaxnews/daily-tax-report-international/X8C71014000000?bc=6131e4c323841ec4d6437ae9ce24107c&bn_news_filter=daily-tax-report-international), 검색일자: 2025. 7. 31.

# 주요국의 재정동향

〈자료수집 및 조사: 한국조세재정연구원 재정지출분석센터〉



## EU

- ◆ EU, 우크라이나에 40억 5천만유로 지원 지급(2025. 8. 22.)<sup>1)</sup>
  - EU 집행위원회는 우크라이나의 34주년 독립기념일<sup>2)</sup>을 앞두고 40억 5천만유로 지원을 우크라이나에 지급한다고 발표하고 우크라이나에 대한 EU의 확고한 연대를 강조
    - '우크라이나 지원 기금(Ukraine Facility)'<sup>3)</sup>을 통해 30억 5천만유로(제4차 지급)를 지원
      - ▶ 해당 자금은 우크라이나의 거시금융 안정화, 공공 행정 강화, 주요 장기 개혁 추진에 활용
      - ▶ EU 이사회는 이번 지원금 지급과 관련해 우크라이나가 공공 행정, 공공 자산 관리, 인적 자본, 녹색 전환, 디지털 및 농식품 분야 규제, 주요 원자재 관리 등 13개 개혁 지표를 충분히 달성했다는 EU 집행위원회의 평가를 승인함
  - ▶ 2024년 3월 이후 현재까지 우크라이나 지원 기금을 통한 누적 지원 규모는 227억유로로 이는 우크라이나 계획(Ukraine Plan)<sup>4)</sup>하에 사용 가능한 자금의 약 60%에 해당
    - EU 집행위원회의 특별 거시금융지원(exceptional Macro-Financial Assistance)<sup>5)</sup>을 통해 10억 유로(제7차 지급)를 지원
      - ▶ 총 181억유로 규모로 계획된 EU의 우크라이나 특별 거시금융지원은 G7 주도의 특별 수익 가속 대출 계획<sup>6)</sup>의 EU 기여분임
      - ▶ 이번 지원으로 올해 초 이후 지급된 특별 거시금융지원을 통한 우크라이나에 대한 대출 지원 규모는 총 90억 유로를 기록

1) EU 집행위원회, "EU delivers over €4 billion to Ukraine ahead of its Independence Day," press release, 2025. 8. 22., [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_25\\_1978](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_25_1978), 검색일자: 2025. 8. 25.

2) 8월 24일

3) 우크라이나 기금은 EU가 우크라이나의 회복, 재건, 현대화 등을 지원하기 위해 도입되었으며 2024-2027년에 최대 500억유로의 보조금 및 대출 지원을 제공할 예정이다. 보조금은 우크라이나 예비금(Ukraine Reserve)을 통해 EU 연간 예산으로 조달되고 대출은 EU 채권을 발행하여 조달함. 우크라이나에 대한 지원금은 EU 집행위원회가 회복 및 개혁 계획 이행 여부를 확인하여 분기별로 지급함

4) 우크라이나 계획(Ukraine Plan)은 우크라이나의 종합 개혁 및 투자 전략으로 우크라이나 지원 기금 중 일부는 우크라이나 계획에 명시된 개혁 및 투자를 지원할 예정

5) 거시금융지원(macro-financial assistance: MFA)은 대출 또는 보조금을 EU 인접 국가에 제공하는 지원 수단임. 특별 거시금융지원(exceptional Macro-Financial Assistance)은 특별 수익 가속(Extraordinary Revenue Acceleration) 대출의 일환으로 예외적 형태의 거시금융지원 대출이며 재원이 러시아 동결 자산에서 발생하는 수익을 기반으로 한다는 점에서 차이가 있음

6) 특별 수익 가속(Extraordinary Revenue Acceleration: ERA) 대출은 우크라이나의 긴급한 자금 수요를 해결하기 위해 G7과 EU 공동으로 우크라이나에 약 450억유로의 대출 지원을 제공하는 것으로 러시아 중앙은행 동결 자산의 수익으로 자금을 조달함

- 2022년 2월 러시아의 우크라이나 침략 이후 우크라이나에 대한 EU 및 회원국의 인도적, 재정적, 군사적 지원에 동원된 자금 규모는 1,689억유로임
- EU 예산을 통해 인도적 지원, 위기 대응, 예산 지원, 조기 복구 등에 736억유로 지원
- EU 27개 회원국으로부터 150억유로의 양자 간 원조 제공
- 596억유로의 군사적 지원<sup>7)</sup>
- 러시아 국영 자산 동결 수익으로 37억유로 조성
- 우크라이나 난민 지원을 위해 최소 170억유로 지원



## OECD

- ◆ OECD, 2025년 1분기 가계소득 증가율 발표(2025. 8. 7.)<sup>8)</sup>
- OECD 회원국의 2025년 1분기 1인당 실질가계소득 증가율과 1인당 실질GDP 증가율 모두 0.1%로 전분기\*와 비교 시 성장속도가 둔화된 것으로 나타남
  - \* 2024년 4분기의 1인당 실질가계소득 증가율은 0.6%, 1인당 실질GDP 증가율은 0.4%
- G7 국가의 2025년 1분기 1인당 실질가계소득 증가율은 0.3%를 기록함
- 이탈리아의 1인당 실질가계소득은 이전 분기의 마이너스 성장으로부터 회복하였는데(-0.5% → 1.0%), 이는 근로소득 및 순재산소득(이자, 배당금, 임대료 등) 증가에 기인함
- 미국의 1인당 실질가계소득 증가율은 근로자의 임금상승과 정부의 사회보장혜택에 힘입어 0.5%를 기록하였으나, 1인당 실질GDP 성장률은 -0.3%로 전분기 0.5% 수준에서 하락세로 전환함
- 프랑스와 캐나다의 1인당 실질가계소득은 완만한 증가세(각각 0.2%와 0.1%)를 보였고, 1인당 실질GDP 증가율도 각각 0.1%와 0.4%로 완만한 증가를 보임
- 반면, 영국과 독일은 소비자물가 상승이 명목소득 성장을 잠식하면서 1인당 실질가계 소득 증가율이 각각 -1.3%와 -0.4%로 감소하는 모습을 보임. 하지만 1인당 실질GDP 증가율은 영국 0.5%와 독일 0.3%로 증가세를 보임

7) 군사 장비 제공을 위해 유럽평화기금을 통한 자금 지원, 우크라이나 병력 훈련 지원, 우크라이나 방위산업 투자 등이 포함됨

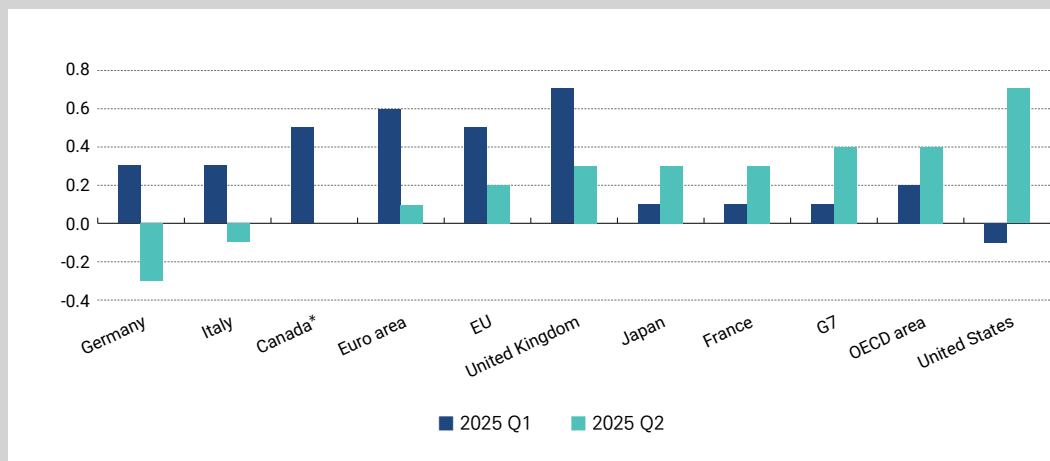
8) OECD, "Growth and economic well-being: First quarter 2025," 2025. 8. 7., <https://www.oecd.org/en/data/insights/statistical-releases/2025/08/growth-and-economic-well-being-first-quarter-2025-oecd.html>, 검색일자: 2025. 8. 13. 보다 자세한 내용은 「재정동향」 8월호 참고

- ◆ OECD, 2025년 2분기 GDP 성장률 발표(2025. 8. 27.)<sup>9)</sup>
- 2025년 2분기 OECD 회원국의 실질GDP 성장률은 0.4%로, 전분기의 0.2%에서 증가한 수치를 기록하며 안정된 성장세를 보임
- G7 국가의 2분기 실질GDP 성장률은 0.4%로, 전분기 0.1% 대비 성장이 가속화되었으나, G7 국가들 간에 상이한 성장세를 보임
- 미국은 GDP 성장률이 1분기에 -0.1%였으나 2분기에 0.7%로 반등하였는데, 이는 예상되는 무역관세로 인해 1분기에 수입이 폭증했다가, 2분기에는 수입 감소효과로 GDP가 반등하였기 때문임

- 프랑스와 일본은 GDP 성장률이 1분기 0.1%에서 2분기 0.3%로 완만한 성장을 보임
- 캐나다의 GDP 성장률은 1분기 0.5%였으나, 이후 정체상태(2분기 0.0%)에 머물렀으며, 영국은 GDP 성장률이 1분기 0.7%에서 2분기 0.3%로 둔화됨
- 독일과 이탈리아에서 GDP 성장률은 모두 1분기 0.3%에서 2분기 각각 -0.3%와 -0.1%로 마이너스 성장률을 기록함. 독일의 2분기 GDP 감소는 상품수출의 감소(1분기 3.0% 이후 -0.6%)가 주요 원인임

그림 1 2025년 2분기 실질GDP 성장률

(단위: %, 전분기 대비)



주 1. 전분기 대비 변화율, 계절조정 데이터

2. 캐나다의 경우 2025년 2분기 0%의 성장률을 기록

출처 OECD, "OECD GDP growth," 2025. 8. 27. p. 1, Figure1

9) OECD, "OECD GDP growth," 2025. 8. 27., <https://www.oecd.org/en/data/insights/statistical-releases/2025/08/gdp-growth-second-quarter-2025-oecd.html>, 검색일자: 2025. 8. 28.



## 미국

- ◆ CRS(의회조사처), 2026회계연도 예산안 의회 진행 상황 업데이트(2025. 8. 14.)<sup>10)</sup>
- (배경) 2026회계연도의 개시일은 2025년 10월 1일이며, 현재(2025. 8. 26. 기준) 12개 분야 모두 정규 세출예산에 대한 의회의 합의가 이루어지 않음
- (예산안 최근 현황) 의회 하원은 2개 분야(국방, 군사시설재향군인)에 대한 세출예산을 심의 완료하였으며, 나머지 10개 분야의 법안은 계류 중
  - 상원의 경우, 군사시설-재향군인 분야가 통과되었으나, 하원 안을 수정하였기에 재차 하원에서 심의 의결 필요
- (향후 전망) 최근까지 의회는 트럼프 감세 법안(OBBBA) 통과(7. 3.)가 주요 이슈였던 상황
  - OBBBA 통과 이후부터는 다수 분야의 세출예산 위원회의 예산안 심사가 진행되고 있는 모습을 보이고 있긴 하나, 새로운 회계연도 개시 이후 임시 세출예산으로 진행될 가능성도 존재
- ◆ 백악관, 소액 품목 무관세 정책 변경(중단) 발표 (2025. 7. 30.)<sup>12)</sup>
- (배경) 트럼프 대통령은 2025년 3월 2일에 서명한 행정명령(14226)<sup>13)</sup>에서 소액 품목 무관세(duty-free de minimis treatment) 정책은 향후 당해 관세 부과 및 처리를 위한 적절한 시스템이 마련될 경우 적용하지 않을 것임을 언급
- (소액 물품 무관세 제도 중단) 19 U.S.C. 1321(a)(2)(C)에 따른 \$800 이하 소액 무관세 제도 폐지<sup>14)</sup>
  - 국제우편망(국가 우체국)<sup>15)</sup>을 경유할 경우의 관세는 증가세(ad valorem duty)와 정액세(specific duty) 중에서 부과되며, 국제우편망을 제외한 모든 물품(민간업체 배송 등)은 일반 수입 통관 절차를 거쳐 관세 부과
  - ▶ 단, 6개월의 준비 기간 동안은 증가세 또는 정액세 중에서 택일 가능하며, 6개월 후에는 동 행정명령 제3조에 따라 증가세 방식만 부과

\* 세출위원회의 심의가 OBBBA 법안 통과 이후에 완료된 분야는 하원 4개, 상원은 8개 분야로 집계<sup>11)</sup>

10) CRS, "Appropriations Status Table: FY2026," 2025. 8. 8., <https://www.congress.gov/crs-appropriations-status-table/2026>, 검색일자: 2025. 8. 18.

11) 하원의 경우, 세출위원회의 심의가 완료된 9개 분야 중에서 5개 분야는 OBBBA 법안 통과 전에 완료되었으며, 상원의 경우, 심의 완료된 8개 분야 모두 OBBBA 법안 통과 이후 완료됨

12) 백악관, "Suspending Duty-Free De Minimis Treatment For All Countries," 2025. 7. 30., <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/07/suspending-duty-free-de-minimis-treatment-for-all-countries/>

13) Federal Register, "Amendment to Duties To Address the Flow of Illicit Drugs Across Our Northern Border," 2025. 3. 2., <https://www.federalregister.gov/documents/2025/03/06/2025-03728/amendment-to-duties-to-address-the-flow-of-illicit-drugs-across-our-northern-border>

14) 관련 자세한 내용은 「재정동향」 8월호 참고

15) International Postal Network의 약자로 국가 간 우체국 네트워크의 개념(예. 우리나라는 우정사업본부, 미국은 USPS)

- ◆ 트럼프 대통령, 상호관세 2차 연기 후 재조정(2025. 7. 31.)<sup>16)</sup>
  - (배경) 트럼프 대통령은 행정명령 서명(4. 2.)을 통해 ① 모든 무역 상대국에 정률(10%)의 기본 상호관세(4. 5.~)를 부과하면서, ② 특정 국가에는 별도 상호관세를 부과(4. 9.~)<sup>17)</sup>
    - 이후 조정(4. 9.)을 통해 별도 관세를 90일간 유예(4. 10.~)하였으나, 2025년 7월 7일에 기존의 상호관세 부과일<sup>18)</sup>(7. 9.~)을 재차 연기(8. 1.~)
    - (주요 내용) 부속서 1(별도 관세율)에 포함되는 경우 당해 관세율을 적용하며, 부속서 1에 해당되지 않는 경우에는 기본 10%의 추가 관세만 적용 - 관세 효력은 행정명령일로부터 7일 후(8. 8.~)부터 개시<sup>19)</sup>
    - 유럽연합의 경우, 미국 통일관세표(HTSUS)의 일반 관세율(Column 1 duty rate)을 기준으로 적용
  - ▶ 일반(Column 1) 관세율  $\geq$  15%인 품목은 추가 관세 없이(0%) 기준에 설정된 관세율 유지. 즉, 추가 관세 없음
  - ▶ 일반(Column 1) 관세율  $<$  15%인 품목은 관세율이 최종적으로 15%가 되도록 추가 관세 부과. 즉, EU로부터의 수입 품목은 최소한 15% 이상의 관세율을 보장받는 체계로서, 수입 품목의 기존 관세율이 15%보다 낮을 경우 최종 관세율(기존 일반 관세율 + 추가 관세율)이 15%가 되도록 추가 관세율을 부과
  - 8월 7일 이전에 수출국 선적항에서 선박에 선적되어 운송 중인 상품의 경우, 10월 5일 전까지만 통관 인출 절차를 마치는 경우, 이전에 부과(EO 14257)된 추가 관세를 적용
  - 중국의 경우, 기존 관세(EO 14298)를 변경하거나 영향을 주지 않고 그대로 적용<sup>20)</sup>

16) 백악관, "Further Modifying The Reciprocal Tariff Rates," 2025. 7. 31., <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/07/further-modifying-the-reciprocal-tariff-rates/>, 검색일자: 2025. 8. 6.

17) 기본 상호관세와 별도 관세 모두 추가 관세를 의미

18) 상호관세 부과일은 재차 연기하였으나, 일괄 관세 10%는 유지

19) 자세한 내용은 「재정동향」 8월호 참고

20) 중국 추가 관세에 대한 자세한 내용은 「재정동향」 7월호 참고



## 일본

### ◆ 일본 재무성, 2026회계연도<sup>21)</sup> 예산에 대한 개산 요구 기준 각의(국무회의) 승인 (2025. 8. 8.)<sup>22)</sup>

※ 일본은 예산 편성 시 전년 8월 말까지 각 부처에서 다음 회계연도 정책 수행에 필요한 예산 요구를 재정당국에 제출하는데 이를 '개산 요구'라고 하며, 예산 편성을 효율적으로 추진하기 위해 국무회의(각의)에서 사전에 개산 요구에 대한 기본 방침을 승인하여 일정 범위(개산 요구 기준) 내에서 개산 요구를 하도록 함<sup>23)</sup>

- 2026회계연도 예산은 「경제·재정 운영과 개혁의 기본방침 2025」 등에 근거하여, 전반적으로 정책의 우선순위를 재점검하고, 예산을 중점적으로 배분
- 각 부처는 이하 기준에 따라 개산 요구를 시행하며, 제출 기한은 8월 말까지로 함

- (연금·의료 등 관련 경비) 전년도 당초 예산 금액에 고령화, 경제·물가 동향을 반영한 대응(「기본방침 2025」)<sup>24)</sup> 등에 따른 자연 증가분(4,000억엔)을 가산한 범위 내에서 요구하며, 증가 금액에 대해서 최대한 합리화·효율화를 추진하여 그 결과를 2026회계연도 예산에 반영
- (방위력정비계획 대상 경비) 「방위력정비계획」<sup>25)</sup>을 바탕으로 소요 비용을 요구
- (지방교부세·교부금 등) 「경제·재정 재생 계획」<sup>26)</sup>과의 정합성에 유의하여 요구
- (어린이·육아 정책) 「어린이 미래 전략」<sup>27)</sup>에 따라 요구

21) 일본의 2026회계연도는 2026년 4월~2027년 3월.

22) 일본 재무성, 「令和8年度予算の概算要求について」, 2025. 8. 8., [https://www.mof.go.jp/policy/budget/budger\\_workflow/budget/fy2026/sy250808a.pdf](https://www.mof.go.jp/policy/budget/budger_workflow/budget/fy2026/sy250808a.pdf), 검색일자: 2025. 8. 25.

23) 藤井 亮二, 「予算編成過程における「概算要求基準」-実効性が弱まるシーリング効果~」, 「経済のプリズム」, 第179号, 일본 상의원, 2019. 8., p. 2, [https://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai\\_prism/backnumber/h31pdf/201917901s.pdf](https://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumber/h31pdf/201917901s.pdf), 검색일자: 2025. 8. 25.

24) 「기본방침 2025」는 의료·개호 등의 현장의 어려운 현황이나 세수 등을 포함한 재정 상황을 감안하여, 지금까지의 개혁을 통한 보험료 부담 억제 노력도 계속하면서, 2025년 총계 노사 교섭에 있어서의 강력한 임금 인상 실현이나, 최근의 물가 상승에 따른 영향 등에 대해, 경영의 안정 및 현장에서 일하는 다양한 직종의 근로자들의 임금 인상으로 확실하게 이어질 수 있도록 정확한 대응을 수행한다는 내용을 포함

25) 「국가방위전략(2022년 12월 16일 국가안전보장회의결정 및 각의 결정)에 따라 「방위력정비계획(2023-2027)을 수립하여 우주·사이버·전자파 영역을 포함한 모든 영역에서의 능력을 유기적으로 융합하고, 평시부터 유사시까지의 모든 단계에 있어서 유연하고 전략적인 활동의 상시 지속적인 실행을 가능하게 하는 다차원 통합 방위력을 근본적으로 강화(출처: 일본 방위성, 「防衛力整備計画」, <https://www.mod.go.jp/j/policy/agenda/guideline/plan/pdf/plan.pdf>, 2022. 12. 16., 검색일자: 2025. 8. 25.)

26) 「경제·재정 재생 계획」은 2025년회계연도~2030회계연도까지 6년간을 대상으로 한 일본 경제의 장기적인 성장과 지속가능성을 확보하기 위해 수립된 핵심 정책 프레임워크이며, 주요 목표는 인구 감소 속에서도 실질 1% 이상의 안정적인 경제 성장을 확보하고, 국가 및 지방의 기초재정수지(PB)를 2025~2026회계연도 내에 가능한 한 빨리 흑자로 전환하며, 채무잔액의 대GDP 비율을 코로나19 이전 수준으로 안정적으로 낮추는 것임(출처: 일본 내각부, 「経済財政運営と改革の基本方針2025 について」, 2025. 6. 13., [https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/cabinet/honebuto/2025/2025\\_basicpolicies\\_ja.pdf](https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/cabinet/honebuto/2025/2025_basicpolicies_ja.pdf), 검색일자: 2025. 8. 25.

27) 「어린이 미래 전략」은 2023년 12월 각의 결정된 저출산 대책의 일환으로, 지금까지 없던 규모로 모든 어린이·육아 가구를 대상으로 생애주기 전체에 걸쳐 지속적인 육아 지원을 강화하고, 맞벌이·공동육아를 추진해 나가기 위한 종합적인 대책을 추진. 동 전략에서는 향후 3년간(2024~2026년도)을 집중 대처 기간으로 설정하여 '어린이·육아 지원 가속화 플랜'을 제시하고 이를 신속하게 실시하기로 함(출처: 일본 어린이가족청, 「こども未来戦略」, 2023. 12. 22., [https://www.cfa.go.jp/assets/contents/node/basic\\_page/field\\_ref\\_resources/fb115de8-988b-40d4-8f67-b82321a39daf/b6cc7c9e/20231222\\_resources\\_kodomo-mirai\\_02.pdf](https://www.cfa.go.jp/assets/contents/node/basic_page/field_ref_resources/fb115de8-988b-40d4-8f67-b82321a39daf/b6cc7c9e/20231222_resources_kodomo-mirai_02.pdf), 검색일자: 2025. 8. 25.)

- (의무적 경비) 의무적 경비 중 인건비에 대해서는, 인사업 권고를 반영하여 예산 편성 과정에서 대응하며, 기타 의무적 경비에 대해서는 각 경비별 의무적 성격에 따라 소요액을 요구
  - (기타 경비) 전년도 당초 예산 금액의 범위 내에서 요구한 이후, 물가 상승 대책을 포함한 중요 정책의 추진을 위해, 그 금액에 100분의 20을 곱한 금액의 범위 내에서 추가 요구 가능
- ◆ 일본 내각부, 「중장기 경제·재정전망」 발표(2025. 8. 7.)<sup>28)</sup>
- ※ (목적) 본 전망은 향후 10년간 경제·재정 전망을 제시하며, 경제재생 및 재정건전화의 진행 상황 평가, 중장기적인 경제·재정 정책 검토에 필요한 기초 데이터를 제공하여 경제재정자문회의에 기여하고자 함
- (경제전망) 2027년도 GDP 성장률은 기준선 시나리오에서 실질 0.6%, 명목 1.0%, 성장이행 시나리오에서 실질 1.0%, 명목 2.4%, 고성장실현 시나리오에서 실질 1.1% 명목 2.5%를 나타낼 전망
  - 2034년도 GDP 성장률은 기준선 시나리오에서 실질 0.3%, 명목 0.7%를 나타낼 것이며, 성장이행 시나리오에서는 실질 1.4%, 명목 2.8%, 고성장실현 시나리오에서는 실질 1.8%, 명목 3.2%를 나타낼 전망
  - (재정전망) 기준선 시나리오에서는 국가 및 지방의 GDP 대비 기초재정수지 흑자 폭이 점차 축소되고 채무잔고가 증가하는 반면, 성장이행 및 고성장실현 시나리오에서는 흑자 폭이 점차 확대되고 채무잔고는 완만히 감소할 전망
  - (기준선 시나리오) 국가 및 지방의 GDP 대비 기초재정수지는 2027년도에 0.7%를 기록한 후 명목 GDP 성장에 따른 세입의 증가가 고령화, 물가·임금 등의 요인에 따른 세출 증가를 하회함에 따라 점차 흑자 폭이 축소되어 2034년도에는 0.2%를 나타낼 전망이며, 국가 및 지방의 GDP 대비 채무잔고는 2029년도부터 상승세를 나타낼 전망
  - (성장이행 및 고성장실현 시나리오) 국가 및 지방의 GDP 대비 기초재정수지는 2027년도에 0.8%를 나타낸 후 명목GDP 성장에 따른 세입의 증가가 고령화, 물가·임금 등의 요인에 따른 세출의 증가를 상회함에 따라 점차 흑자 폭이 확대되어 2034년도에는 각각 1.9%, 2.3%를 나타낼 전망이며, 국가 및 지방의 GDP 대비 채무잔고는 전망기간 동안 완만하게 감소할 전망

28) 일본 내각부, 「中長期の經濟財政に関する試算(令和7年8月7日經濟財政諮問會議提出)」, 2025. 8. 7., <https://www5.cao.go.jp/keizai2/keizai-syakai/shisan/r7chuuchouki2508.pdf>, 검색일자: 2025. 8. 26.



독일

- ◆ 연방내각, 2026 예산안 및 2027~2029 중기재정계획안 승인(2025. 7. 30.)<sup>29)</sup>
  - 독일 연방내각은 정부가 제출한 2026 예산안 및 2027~2029 중기재정계획안을 승인
    - (재정전망) 2026년 연방예산 재정지출은 5,205억 유로, 조세수입은 3,838억유로, 신규차입은 899억유로이며, 재정지출과 순차입은 2025년 2차 예산안<sup>30)</sup> 대비 증가하고 세수입은 감소
    - (재정기조 및 주요정책) 2026년 예산안 및 중기재정계획안은 경제성장과 일자리 창출, 구조개혁, 재정건전성 회복을 목표로 추구
      - ▶ (투자) 2026년 투자예산은 전년 대비 100억유로 이상 증가한 1,267억유로를 배정하여 교통 인프라, 교육 및 의료, 주택 및 병원, 디지털화, 기후보호, 안보 등 미래 성장 동력 강화 분야에 투자할 계획
      - ▶ (안보) 국방예산은 전년 대비 약 294억유로 증가한 827억유로(GDP의 약 2.8%)이며, 우크라이나 및 기타 협력국 지원에 연간 약 90억유로 배정, 군병력 및 연방경찰 증원 계획
      - ▶ (국민부담 경감) 출퇴근 교통비 공제 인상, 건강보험 및 요양보험료 안정화, 외식업 부가가치세 인하 유지, 전기세, 가스저장부담금, 송배전요금 인하 등 국민의 실질적 부담 완화를 위한 지원과 감세 조치 시행
      - ▶ (구조개혁) 사회보장제도 개혁을 위한 위원회 운영, 잠재적 노동력 활용을 위한 지원 프로그램에 10억유로 배정, 법인세 인하 조치와 즉각 이행에 따른 지방정부 세수 부족분 지원 등

표 1 독일의 2026년 예산안 및 중기재정계획

(단위: 억유로, %)

구분	2024 예산	2025 2차 예산안	2026 예산안	중기재정계획		
				2027년	2028년	2029년
재정지출	4,889	5,030	5,205	5,075	5,464	5,721
재정수입	4,889	5,030	5,205	5,075	5,464	5,721
전년 대비 변화율	6.9	6.1	3.5	-2.5	7.7	4.7
조세수입	3,744	3,868	3,838	4,006	4,123	4,239
순차입	503	818	899	881	1,165	1,269

출처 독일 연방 재무부, "Bundesregierung führt Investitionsoffensive fort: Bundeshaushalt 2026 und Finanzplan bis 2029 beschlossen," 보도자료, 2025. 7. 30., <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Pressemitteilungen/Finanzpolitik/2025/07/2025-07-30-regierungsentwurf-bundshaushalt-2026.html>, 검색일자: 2025. 8. 5.

29) 독일 연방 재무부, "Bundesregierung führt Investitionsoffensive fort: Bundeshaushalt 2026 und Finanzplan bis 2029 beschlossen," 보도자료, 2025. 7. 30., <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Pressemitteilungen/Finanzpolitik/2025/07/2025-07-30-regierungsentwurf-bundshaushalt-2026.html>, 검색일자: 2025. 8. 5.

30) 독일은 조기총선의 결과로 2025년 3월 새 연립정부가 출범하였으며 동년 6월 2025년 2번째 예산안을 발표. 독일 연방 재무부, "Bundesregierung stellt finanzielle Weichen für die nächsten Jahre: Bundeshaushalt 2025, Eckwerte bis 2029 und Umsetzung des 500-Milliarden-Euro-Investitionspakets beschlossen," 보도자료, 2025. 6. 24., <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Pressemitteilungen/Finanzpolitik/2025/06/2025-06-24-2-entwurf-bhh-2025-eckwerte-bis-2029.html>, 검색일자: 2025. 6. 25.

- ▶ (재정건전화) 인사 및 행정 지출 구조적 통합, 우선순위 재조정 및 엄격한 지출관리 원칙 도입, 탈세 방지 및 금융 범죄 대응을 통한 세수 확대 등
- ◆ 독일 연방 통계청, 2025년 상반기 일반정부 재정적자 통계 발표(2025. 8. 22.)<sup>31)</sup>
  - (재정수지) 독일의 2025년 상반기 일반정부 재정적자(순차입)는 전년 동기 대비 194억유로 감소한 289억유로(GDP 대비 1.3%)
  - 연방정부 재정적자는 전년 동기 대비 105억유로 감소한 167억유로, 주정부의 재정적자는 전년 동기 대비 103억유로 감소한 13억유로를 기록
  - (수입) 2025년 상반기 일반정부 재정 수입은 1조 420억유로로 전년 동기 대비 6.5% 증가
  - 전년 동기 대비 2025년 상반기 주정부의 조세수입은 5.1%, 사회보장기여금(사회보험료)은 8.9% 증가
  - (지출) 2025년 상반기 일반정부 재정 지출은 1조 709억유로로 전년 동기 대비 4.3% 증가
  - 연금, 실업수당 같은 현금성 사회보장급여, 사회서비스(의료·병원·의약품 등), 정부 이자지출 및 총투자가 전년 동기 대비 각각 5.8%, 7.1%, 5.8%, 3.7% 증가



## 프랑스

- ◆ 프랑스 총리, 2026년도 예산안 관련하여 내각 신임 투표 요청 계획을 발표하는 기자회견 소집(2025. 8. 25.)<sup>32) 33)</sup>
  - (배경) 2024년 12월 이래로, 예산안 편성 과정에서 긴축재정 기조의 추진이 내각 신임과 결부되어 지속적으로 의회와 내각 간 마찰이 존재
  - 프랑스 정부에서 2025년 예산안을 하원 표결 생략 추진을 시도하여 전 총리(미셸 바르니에)가 불신임되었으며,<sup>34)</sup> 현 총리(프랑수아 바이루)에 대해서도 동 문제로 의회가 2025년 2월 불신임안을 제출 및 부결한 바 있음<sup>35)</sup>

31) 독일 연방 통계청, "Staatsdefizit sinkt im 1. Halbjahr 2025 auf 28,9 Milliarden Euro," 2025. 8. 22., [https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2025/08/PD25\\_311\\_813.html?nn=2110](https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2025/08/PD25_311_813.html?nn=2110), 검색일자: 2025. 8. 25.

32) 프랑스 상원 방송국(Public Sénat), "François Bayrou va demander le vote de confiance: « Il met un pistolet sur la tempe des députés »,» 2025. 8. 25., <https://www.publicsenat.fr/actualites/politique/francois-bayrou-va-demander-le-vote-de-confiance-il-met-un-pistolet-sur-la-tempe-des-deputes>, 검색일자: 2025. 8. 27.

33) Le Monde, "Ce qu'il faut retenir de la conférence de presse de rentrée de François Bayrou," 2025. 8. 25., [https://www.lemonde.fr/politique/article/2025/08/25/ce-qu-il-faut-retenir-de-la-conference-de-presse-de-rentree-de-francois-bayrou\\_6634901\\_823448.html](https://www.lemonde.fr/politique/article/2025/08/25/ce-qu-il-faut-retenir-de-la-conference-de-presse-de-rentree-de-francois-bayrou_6634901_823448.html), 검색일자: 2025. 8. 27.

34) 미셸 바르니에 전 총리의 내각 불신임안과 사퇴 관련 내용은 다음 문헌을 참고, 한국조세재정연구원(2024), 2024년 12월호, 「KIPF 재정동향」, 2024. 12. 31., p. 37, <https://www.kipf.re.kr/cfa/Trend/FiscalPolicies/kiTrend/Overseas/ALL/view.do?serialNo=6150>

35) 프랑수아 바이루 현 총리의 내각 불신임안 내용은 다음 문헌을 참고, 한국조세재정연구원(2025), 2025년 2월호, 「KIPF 재정동향」, 2025. 3. 10., p. 44, <https://www.kipf.re.kr/cfa/Trend/FiscalPolicies/kiTrend/Overseas/ALL/view.do?serialNo=6169>

- (개요) 프랑수아 바이루 총리는 긴축재정 기조의 2026년 예산안 추진을 위하여 예산안 발표 사전에, 의회에 내각 신임 투표를 자발적으로 요청하는 헌법 조항\*을 발동
  - \* 프랑스 헌법 제49조 1항은 총리가 국무회의의 심의를 거쳐 국정운영계획 또는 일반정책 성명에 대하여 하원에 내각 신임 투표를 부칠 수 있음을 명시하는 조항으로,<sup>36)</sup> 과반수를 얻어 가결 시 내각은 유지되며 부결될 경우 내각 총사퇴<sup>37)</sup>
- (주요 내용) 총리는 2025년 9월 8일에 임시 회기로 하원 의회를 소집할 것을 프랑스 대통령에게 요청했으며, 당일 2026년 예산안 추진 관련 정책 성명을 발표할 계획을 밝힘
- ◆ 프랑스 예산국, 2025년 2분기 중앙정부 예산집행결과 발표(2025. 8. 5.)<sup>38)</sup>
- (재정수지) 2025년 2분기까지 프랑스의 총재정수지 적자규모는 1,004억유로로 전년 동 기간 대비 31억유로 감소
  - (재정지출) 2025년 2분기 일반예산지출(dépenses du budget général)은 2,281억유로로 전년 동 기간 대비 25억유로 감소
    - 지출 감소세는 2025년 예산법안(LFI 2025)의 코로나19 관련 국가 부채 상황 프로그램<sup>39)</sup> 폐지에 주로 기인하였으나, 에너지 서비스 공공지출(charges de service public de l'énergie) 증가 및 이자비용 증가로 일부 상쇄됨
  - (재정수입) 2025년 2분기 일반예산수입(recettes du budget général)은 1,779억유로로 전년 동 기간 대비 약 146억유로 증가
    - 조세수입(recettes fiscales nettes)은 1,633억유로로 전년 동 기간 대비 70억유로 증가하였으며, 이는 에너지 보호 임시 세금 감면 조치 종료와 법인세 및 개인소득세 순세입 증가에 기인



## 영국

- ◆ 영국 중앙은행 통화정책위원회, 기준금리 인하(4.25 → 4.00%) 결정(2025. 8. 7.)<sup>40)</sup>
- (경제현황 논의) 통화정책위원회는 기준금리 투표에 앞서 국제 경제 및 영국 경제 전반에 대해 논의

36) 세계법제정보센터, 「프랑스 헌법」, 2024. 3. 8., [https://world.moleg.go.kr/viewer/skin/doc.html?fn=38123\\_133803&rs=/viewer/result/converted\\_files/](https://world.moleg.go.kr/viewer/skin/doc.html?fn=38123_133803&rs=/viewer/result/converted_files/), 검색일자: 2025. 8. 27.

37) 프랑스 상원 방송국(Public Sénat), "Vote de confiance: que prévoit l'article 49-1 dégainé par François Bayrou?," 2025. 8. 26., <https://www.publicsenat.fr/actualites/parlementaire/vote-de-confiance-que-prevoit-l'article-49-1-degainé-par-francois-bayrou>, 검색일자: 2025. 8. 27.

38) 프랑스 예산국, "Situation mensuelle du budget de l'État au 30 juin 2025," 2025. 8. 5., <https://www.budget.gouv.fr/documentation/file-download/30459>, 검색일자: 2025. 8. 19.

39) Amortissement de la dette de l'État lié à la covid-19

40) Bank of England, "Bank Rate reduced to 4% – August 2025," News and publications, 2025. 8. 7., <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-summary-and-minutes/2025/august-2025>, 검색일자: 2025. 8. 18.; Bank of England, Monetary Policy Report – August 2025, 2025. 8. 7.

- (국제 경제) 미국의 일부 관세 완화로 인해 무역 불확실성이 줄고 금융시장 심리가 개선되면서 글로벌 수요 전망이 소폭 강화됨
- ▶ (무역정책) 미국이 4월 이후 발표했던 고율 관세를 일부 국가와 합의를 통해 완화함에 따라 무역 불확실성이 다소 감소
- ▶ (금융시장) 무역정책 완화는 금융시장 심리 개선으로 이어져 금융여건이 전반적으로 완화되었고, 선진국 주가 상승, 위험 프리미엄<sup>41)</sup> 하락, 투자등급 회사채 스프레드<sup>42)</sup> 축소 등 긍정적 흐름이 나타남
- (영국 경제) 성장세가 약화되고 노동시장이 점차 둔화되는 가운데, 단기 물가 상승이 기대 인플레이션에 영향을 줄 수 있다는 위험이 남아있는 상황
- ▶ (경제성장률) 2024년 하반기에 정체되었던 GDP 성장률은 2025년 1분기에 0.7%로 급격히 상승하였으나, 관세·세제 요인에 따른 일시적 성장 효과\*가 사라지면서 2분기와 3분기에는 각각 0.1%, 0.3%로 약화될 것으로 예상
- \* 미국의 관세 부과 가능성에 대비해 기업들이 수입·수출 거래를 앞당기거나, 국내 세제 변화에 대응하여 소비 투자가 일시적으로 빨리 집행됨에 따른 효과
- ▶ (노동시장) 기업 비용 증가와 수요 둔화로 인해 최근 고용 증가세는 약화되었고, 실업률은 2024년 말 4.4%에서 2025년 3~5월 동안 4.7%로 상승
- ▶ (물가) 2025년 6월 소비자물가 상승률(연율)은 3.6%로 3월 2.6%보다 상승했으며\*, 단기적으로 3분기 중 3.75~4.0%까지 증가할 것으로 예상되나, 점차 목표치 2%에 근접할 것으로 전망
- \* 에너지 가격의 하락세 완화, 예상 대비 높았던 식품 가격 상승에 기인
- (기준금리 결정) 통화정책위원회의 기준금리 2차 투표에서 9명의 위원 중 5명이 4.00%로 금리 인하를 지지하였고, 4명이 4.25% 동결을 지지
- 1차 투표에서 1명이 3.75%로 대폭 인하를 지지하였고, 4명이 4.00%로 인하, 4명이 4.25% 동결을 지지(과반수 의결 확보를 위해 4.00%와 4.25%에 대해 2차 투표 실시)

표 2 영국의 기준금리 추이

(단위: %)

날짜	2024년								2025년				
	2.1	3.21	5.9	6.20	8.1	9.19	11.7	12.19	2.6	3.20	5.8	6.19	8.7
금리	5.25	5.25	5.25	5.25	5.00	5.00	4.75	4.75	4.50	4.50	4.25	4.25	4.00

출처 Bank of England, "Monetary Policy Committee Voting History," 2025. 8. 7.

41) Risk Premium: 투자자가 위험자산에 투자하는 대가로 기대하는 추가적인 수익률로, 위험자산의 기대 수익률에서 무위험 자산의 수익률을 차감하여 산출

42) Spreads on investment grade corporate bonds: 투자등급 회사채\*의 수익률과 동일한 만기의 무위험 자산의 수익률 간 차이로, 주로 투자등급 회사채의 수익률에서 동일 만기 미국 국채의 수익률을 차감하여 산출

\*신용평가기관으로부터 일정 기준 이상의 높은 신용등급을 받은 기업이 발행한 채권



## 호주

- ◆ 호주 중앙은행(RBA), 2025년 8월 경제전망 업데이트 및 기준금리 인하(3.85→3.60%) 발표(2025. 8. 12.)<sup>43)</sup>
  - 이번 기준금리 인하는 2025년 2월과 5월에 이어 올해 세 번째를 기록
- (경제) 호주의 2025년 경제성장률은 지난 5월 전망(2.1%) 대비 하락한 1.7%로 전망되며, 이후 점진적으로 회복하여 2026년 2.1%, 2027년 2.0% 성장할 것으로 전망
- (노동시장) 노동시장은 전망기간 동안 완전 고용에 가까운 수준으로 다소 완화될 것으로 예상
- (물가) 소비자 및 근원 물가상승률은 2~3% 범위에서 지속적으로 유지될 전망
- (금리) 중앙은행 이사회는 2025년 8월 회의에서 기준금리를 3.85%에서 3.60%로 25bp 인하 결정
- ◆ 호주 연방정부, 최초 주택구매자에 대한 혜택 확대 조치 시행 발표(2025. 8. 25.)<sup>44)</sup>
  - (배경) 노동당 정부는 호주 국민의 주택구매에 대한 접근성 향상을 위해 예산안 등에서 주택공급 확대를 포함한 정책적 시도를 하고 있으며, 올해 5월 총선 공약에서 첫 주택 보증(First Home Guarantee) 제도 시행 공약을 내세운 바 있음
  - (핵심 내용) 2025년 10월부터 모든 최초 주택구매자를 대상으로 보증금 5%로 주택 매입이 가능하도록 제도 확대

표 3 호주의 주요 경제 지표 전망

(단위: %)

구분	2025년 6월	2025년 12월	2026년 6월	2026년 12월	2027년 6월	2027년 12월
GDP 성장률	1.6	1.7	2.0	2.1	2.0	2.0
(5월 전망)	(1.8)	(2.1)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(n/a)
실업률	4.2	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
(5월 전망)	(4.2)	(4.3)	(4.3)	(4.3)	(4.3)	(n/a)
소비자물가상승률	2.1	3.0	3.1	2.9	2.6	2.5
(5월 전망)	(2.1)	(3.0)	(3.1)	(2.9)	(2.6)	(n/a)
근원물가상승률	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6	2.5
(5월 전망)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)

주 전망은 8월 6일 기준. 음영표시는 실적. 기준금리는 2025년 말 3.4%, 2026년 말 3.1%, 2027년 2.9% 가정. 실업률은 분기별 평균

출처 호주 중앙은행, "Statement on Monetary Policy – August 2025," p. 4, Table 발췌, 2025. 8. 12.

43) 호주 중앙은행, "Statement on Monetary Policy – August 2025," 2025. 8. 12., <https://www.rba.gov.au/publications/smp/2025/aug/pdf/statement-on-monetary-policy-2025-08.pdf>, <https://www.rba.gov.au/publications/smp/2025/aug/>, 검색일자: 2025. 8. 13.

44) 호주 연방정부, "Albanese Government delivers 5% deposits for all first home buyers sooner," 2025. 8. 25., <https://www.pm.gov.au/media/albanese-government-delivers-5-deposits-all-first-home-buyers-sooner>, 검색일자: 2025. 8. 26.

호주 Housing Australia, "First Home Guarantee," <https://www.housingaustralia.gov.au/first-home-guarantee>, 검색일자: 2025. 8. 26.

- 대상은 모든 최초 주택구매자이며, 물량 제한이나 소득 제한 기준을 없애고 주택 가격 상한 또한 평균 주택가격<sup>45)</sup>에 맞춰 상향 조정<sup>46)</sup>함으로써 접근성 대폭 확대
- (효과) 주택구매자의 보증금 저축 기간을 수년 단축시키고 수만달러의 LMI 비용 절감이 예상됨



## 중국

- ◆ 중국 국무원, 유아 무상교육 단계적 실시 계획 발표 (2025. 8. 5.)<sup>47)</sup>
  - (면제 대상 및 규모) 2025년 가을 학기부터 취학 전 연령에 대해 공립 유치원에 다니는 아동의 보육료 및 교육 비용을 면제
  - 2025년 가을 학기 동안 1,200만명의 아동에게 혜택이 적용되며, 이번 무상교육 지원을 통해 200억 위안의 정부 지출이 발생할 것으로 예상<sup>48)</sup>
  - (비용 기준) 현(縣)급 이상 지방정부와 교육 가격 담당 기관이 승인한 공립 유치원 보육료 및 교육비 기준(식비, 숙박비, 잡비 제외)을 적용
  - (지원 방식) 보육료 및 교육비 면제로 인해 유치원 수입이 감소하는 부분에 대해 정부가 유치원에 보조금을 지급
  - 재정부와 교육부는 각 성(省) 공립 유치원의 1인당 실제 보육료 및 교육비 수준을 산정하여 재정지원
- ◆ 스탠다드앤amp;P(S&P), 중국 국가신용등급 유지 (2025. 8. 7.)<sup>49)</sup>
  - S&P 글로벌은 중국의 외화 및 현지 통화 신용등급을 장기 'A+', 단기 'A-'로 유지하였으며, 장기 등급 전망은 '안정' 단계로 발표
  - 국제 무역환경의 불확실성에도 불구하고, 내수 회복세를 통해 향후 1~2년 내에 연 4% 이상의 경제 성장 수준을 회복할 것이라는 전망을 반영
  - 대외 무역 흑자 및 위안화의 국제적 사용 증가, 낮은 물가상승률 등이 강점으로 작용
  - 중국의 향후 3~4년간 경상수지 흑자는 GDP의 3% 수준을 유지할 것으로 예상

45) 현재 호주 주택의 중위가격은 844,000호주달러

46) 공약에서는 브리즈번 100만호주달러, 시드니 150만호주달러 등 지역별 상한 기준 설정

47) 중국 국무원(中华人民共和国中央人民政府), 「国务院办公厅关于逐步推行一免费学前教育的意见」, 2025. 8. 5., [https://www.gov.cn/zhengce/content/202508/content\\_7035305.htm](https://www.gov.cn/zhengce/content/202508/content_7035305.htm), 검색일자: 2025. 8. 20.

48) 상동

49) S&P Global, "China Ratings Affirmed At 'A+/A-1': Outlook Stable," 2025. 8. 7., [https://www.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/3424456?utm\\_source=allmedia&utm\\_medium=website&utm\\_campaign=seekprosper&utm\\_content=lp-see-prosper&kw=%252525257bkeyword%252525257d%2525253fkw%2525253d%252525257bkeyword%252525257d%25253fkw%2525253d%252525257bkeyword%252525257d%25253futmsource%253dallmedia](https://www.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/3424456?utm_source=allmedia&utm_medium=website&utm_campaign=seekprosper&utm_content=lp-see-prosper&kw=%252525257bkeyword%252525257d%2525253fkw%2525253d%252525257bkeyword%252525257d%25253fkw%2525253d%252525257bkeyword%252525257d%25253futmsource%253dallmedia), 검색일자: 2025. 8. 20.

- 2022년 국제결제은행(BIS)의 중앙은행 조사(Triennial Central Bank Survey)<sup>50</sup>에 따르면 위안화는 전 세계 외환 거래의 7.0%를 차지하는 5번째로 활발하게 거래되는 통화
- 중국의 6월 소비자물가지수(CPI)는 전년 대비 0.1% 상승에 그쳤으며, 2025년부터 2028년까지 연간 소비자물가지수(CPI) 상승률은 평균 1% 미만일 것으로 추정



## 스웨덴

- ◆ 스웨덴 통계청, 노동부 2025년 2분기 고용 지표 발표 (2025. 8. 19.)<sup>51) 52)</sup>
  - 2025년 2분기 고용률은 전분기보다 상승하였으나 실업률은 여전히 높은 수준
  - 고용률은 연령그룹과 관계없이 모두 증가하였으며, 실업률은 15~24세 청년 그룹의 경우 소폭 하락
  - 정부는 노동시장 회복을 위해 실업보험 기금 개혁, 고등직업교육 지원, 청년 일자리 창출 등의 정책 등을 추진할 계획
- ◆ 스웨덴 중앙은행, 정책금리 2.0% 동결 발표(2025. 8. 20.)<sup>53)</sup>
  - (정책금리) 스웨덴 중앙은행은 지난 6월에 정책금리를 인하하였으나 이번 8월에는 정책금리를 2.0%로 동결하기로 결정
  - (배경) 지정학적 불안, 미국 관세 협상, 물가 상승, 스웨덴의 경제 상황 등의 이유로 정책금리를 동결
  - (전망) 이러한 상황에도 불구하고 올해 가을에 경제상황의 회복세가 예상됨에 따라 추가적인 금리 인하 가능성을 언급

50) BIS, "Triennial Central Bank Survey: OTC foreign exchange," 2022. 10. 27., p. 12, [https://www.bis.org/statistics/rpfx22\\_fx.pdf](https://www.bis.org/statistics/rpfx22_fx.pdf), 검색일자: 2025. 8. 20.

51) 스웨덴 통계청, "Arbetslösheten kvar på högre nivå under andra kvartalet," 2025. 8. 19., <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/arbetsmarknad/utbud-av-arbetskraft/arbetskraftsundersokningarna-aku/pong/statistiknyhet/arbetskraftsundersokningarna-aku-andra-kvartalet-2025/>, 검색일자: 2025. 8. 20.

52) 스웨덴 노동부, "Fler barn ska få se sina föräldrar gå till jobbet," 2025. 8. 19., <https://www.regeringen.se/pressmeddelanden/2025/08/flu-barn-ska-fa-se-sina-foraldrar-ga-till-jobbet/>, 검색일자: 2025. 8. 20.

53) 스웨덴 중앙은행, "Styrräntan oförändrad på 2 procent," 2025. 8. 20., <https://www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/nyheter-och-pressmeddelanden/pressmeddelanden/2025/styrrantan-oforandrad-pa-2-procent/>, 검색일자: 2025. 8. 25.



# 재정포럼

## 정기구독 신청 안내

### 정기구독 신청방법

정기구독 신청은 우편·전화·FAX·E-mail을 이용하여  
받아보실 분의 주소·이름·전화번호 및 구독기간을  
정확히 알려 주십시오.

- TEL: (044)-414-2132
- FAX: (044)-414-2129
- E-mail: pub@kipf.re.kr
- 주소: (우) 30147 세종특별자치시 시청대로 336  
한국조세재정연구원 미디어커뮤니케이션팀

### 정기구독료

1년간 정기구독료는 30,000원입니다.  
2~3년간 장기구독도 가능합니다.

### 구독료 납부방법

온라인 입금: 하나은행 세종아름지점

- 계좌번호: 541-910013-01104
- 예금주: 한국조세재정연구원



※ 『재정포럼』은 한국조세재정연구원 연구발간물 보호 저작물로 “공공누리 제4유형:  
출처표시+상업적 이용금지+변경금지” 조건에 따라 이용할 수 있습니다.

Vol.351

월간

# 재정포럼



QR코드로 만나는  
내 손안의 재정포럼



**KIPF** 한국조세재정연구원  
KOREA INSTITUTE OF PUBLIC FINANCE

2025년 9월 19일 발행 | 제351호 | 1996년 5월 31일 등록 | 세종라00007 | 발행처 한국조세재정연구원  
(우) 30147 세종특별자치시 시청대로 336 한국조세재정연구원 | 전화(044) 414-2132 | 월간 | ISSN 1226-2269 09