

ISSN 2288-7083

# 경제전망보고서

2024.2



## 부문별 담당자

부 문	담 당 팀	담 당 자	
<작성 총괄>	조사총괄팀	김민식 송병호 박나영 유지원 김윤재	
<b>I. 주요 여건 점검 및 거시경제 전망</b>			
1. 주요 여건 점검			
▶ 대외여건	글로벌 경제 미국 유로지역 중국 일본 국제원자재 가격	국제종합팀 미국유럽경제팀 중국경제팀 아태경제팀 국제종합팀	김상훈 최병재 노선화 고민지 민동길 백창인 진찬일 김지현 이상현 손윤석 박동훈 노선화
▶ 대내여건	재정, 금융 부동산시장 명목임금	재정산업팀 물가연구팀 고용분석팀	김민수 최창원 안병탁 김혜림 홍성주 이수민 이하민
▶ 전망의 주요 전제		조사국 경제모형실	전 체 이영재 이정혁 이동재
2. 거시경제 전망			
▶ 경제성장	개요 민간소비 설비투자 지식재산생산물투자 건설투자 수출입, 경상수지	조사총괄팀 경기동향팀 국제무역팀	이광원 이준영 이준호 유현수 최영우 정다혜 이지은 정다혜 이준호 최종호 남석모 최 준 정영철 조윤해
▶ 물가		물가동향팀	임웅지 이승호 임서하 이지은 위승현
▶ 고용		고용분석팀	이수민 이하민
▶ 시나리오 분석		거시전망부 물가동향팀 경제모형실	-
[BOX 1] 우리나라의 對아세안5 수출 특징 및 향후 전망	국제무역팀	남석모 최 준 정영철 조윤해	
[BOX 2] 최근 한국·미국·유로지역의 디스인플레이션 흐름 평가	물가동향팀	임웅지 이승호 이지은	
<부록> 국내외 주요 경제지표	조사국	전 체	
<b>II. 핵심이슈(Key Issues)</b>			
가계별 금리익스포저를 감안한 금리상승의 소비 영향 점검	거시분석팀 경기동향팀	정동재 이규환 이승주 유현수	



# 차례

## EXECUTIVE SUMMARY

- ▶ 경제전망 요약표(2024.2월)

## I. 국내외 여건 및 전망

### 1. 주요 여건 점검

대외여건	1
대내여건	6
전망의 주요 전제	10

### 2. 거시경제 전망

경제성장	13
경상수지	18
물 가	20
고 용	24
시나리오 분석	26

<b>BOX 1. 우리나라의對아세안5 수출 특징 및 향후 전망</b>	27
--	----

<b>2. 최근 한국·미국·유로지역의 디스인플레이션 흐름 평가</b>	31
--	----

<부 록> 국내외 주요 경제지표	35
-------------------	----

## II. 핵심이슈 (Key Issues)

가계별 금리익스포저를 감안한 금리상승의 소비 영향 점검	38
--------------------------------	----

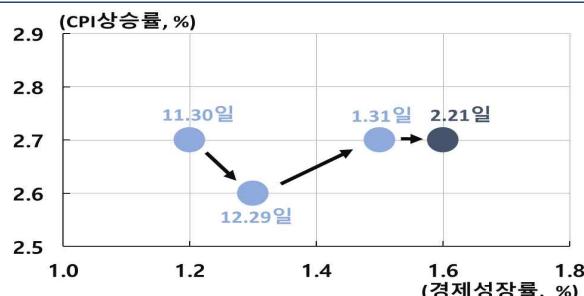
## EXECUTIVE SUMMARY

- ▶ 2024년 세계경제는 지정학적으로는 높은 불확실성이 계속되겠으나 그간의 고물가 고금리 국면이 점차 완화되는 한 해가 될 것으로 판단된다.
- ▶ 국내경제는 소비, 건설투자 등 내수 회복모멘텀이 약화된 반면 수출이 예상보다 양호함에 따라 완만한 개선흐름을 이어갈 전망이다.
- ▶ 물가상승률은 더딘 소비 회복세 등으로 균원물가를 중심으로 완만한 둔화 추세를 이어가겠으나, 농산물가격 상승 등으로 둔화 흐름이 당분간 주춤할 것으로 예상된다.

### ① 지난 전망후 대외여건은 개선되었으나 내수흐름은 당초 예상보다 약한 모습이다.

- **대외여건**을 보면 미국경제가 예상을 뛰어넘는 성장세를 이어갔으며 향후에도 연착륙 가능성이 높아졌다. IT 경기 회복세는 당초 예상에 부합하거나 더 빨라질 것으로 판단된다. 글로벌 금융여건은 美연준의 긴축완화 기대가 커졌다가 시장 예상을 상회하는 물가 등으로 11월 전망 시점 수준으로 대부분 되돌려지고 달러화는 강세를 나타냈다. 국제유가는 非OPEC+ 증산 등으로 하방압력이 커졌으나 지정학적 리스크가 여전히 높은 상황이다.
- **대내적**으로는 민간소비의 회복 모멘텀이 약화되었다. 건설투자는 최근 부진이 두드러진 모습이며, 부동산 PF 관련 불확실성이 상존하고 있다.

<2024년 중 美 성장 및 물가 전망<sup>1)</sup>>



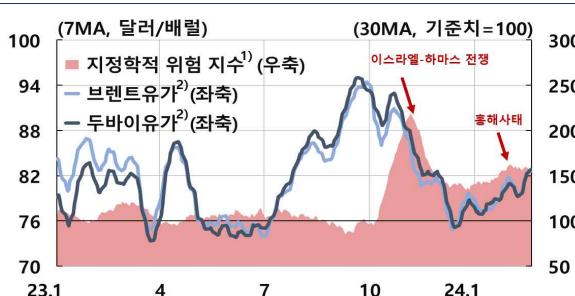
주: 1) 시장예상치 중간값 기준

<글로벌 D램 평균판매단가 전망>



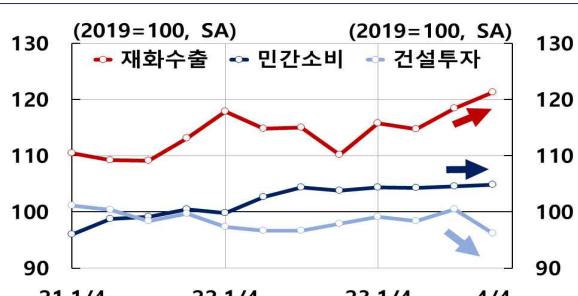
자료: Gartner

<국제유가와 지정학적 리스크>



주: 1) 30일 이동평균 기준  
2) 7일 이동평균 기준  
자료: Bloomberg, Caldara et al. (2024)

<GDP 민간소비, 건설투자 및 재화수출>



자료: 한국은행

② 금년 세계경제는 글로벌 통화긴축 영향으로 당분간 장기 평균(10~19년 3.7%)에 못 미치는 성장흐름을 보이다가 하반기 이후 주요국 디스인플레이션 진전, 금융여건 완화 등으로 점차 개선될 전망이다. 그러나 중동정세 불안, 美 대선 등 지정학적 리스크는 큰 상황이다.

- **미국**은 성장세가 둔화되겠으나 양호한 수준의 성장흐름을 지속할 전망이다. 다만 대선 결과에 따른 대내외 경제정책 향방과 관련한 불확실성이 높다. **유로지역**은 부진을 지속하다가 하반기 이후 완만하게 개선될 전망이다. **중국**은 부동산경기 침체에 따른 수요부진으로 성장세가 둔화되겠으나 경기부양책 등으로 4%대 중반의 성장세를 보일 것으로 예상된다.
- **세계교역**은 당초 예상보다 개선흐름이 지연되고 있으나 향후 글로벌 투자개선 등에 힘입어 상품교역을 중심으로 점차 나아질 것으로 보인다.
- **국제유가**는 중동정세 불안으로 변동성이 높지만 非OPEC+ 증산, 수요둔화 우려 등이 하방요인으로 작용하면서 당초 예상보다 소폭 낮은 80달러대 초중반 수준을 나타낼 전망이다.

③ 24년중 국내성장률은 2.1%로 지난 11월 전망에 부합할 것으로 예상되나 수출-내수간 차별화는 당초 예상보다 심화될 전망이다.

- **성장흐름**을 보면, 23.4/4분기중 내수는 성장기여도\*가 마이너스인 반면 수출은 예상을 상회함에 따라 전체적으로는 당초 전망경로에 부합하는 성장세를 보였으며 향후에도 내수는 회복이 더디겠으나 수출·설비투자가 양호한 증가세를 이어가는 데 힘입어 전반적인 경기는 완만한 개선흐름을 지속할 것으로 예상된다.

\* 23.4/4분기 성장기여도(전기비, %p): 내수 △0.2 [소비 +0.2, 건설투자 △0.7], 재화수출 +1.0

- 성장 전망경로 상에는 주요국 성장 및 물가흐름, 통화긴축 완화 시기, 국내 부동산 PF 구조조정 파급영향 등과 관련한 불확실성이 높은 상황이다.



④ 금년중 균원물가 상승률은 미약한 내수압력 등으로 지난 전망 수준을 소폭 하회 (-0.1%p)하는 2.2%로 예상되나, 소비자물가 상승률은 유가 불확실성 증대, 환율상승 등으로 지난 전망 수준에 부합하는 2.6%를 나타낼 전망이다.

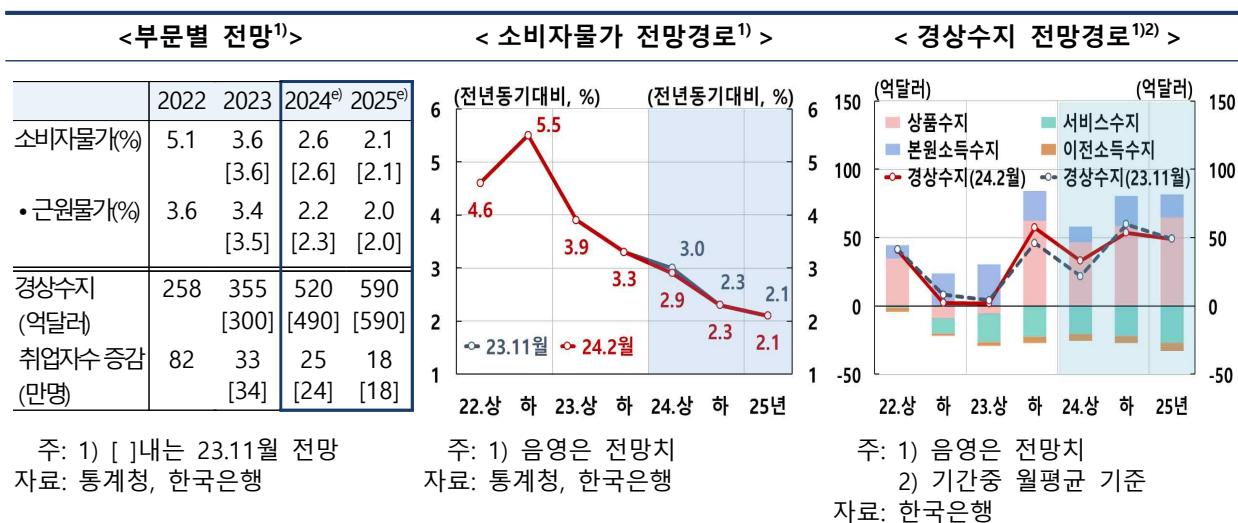
- 최근 유가를 둘러싼 불확실성이 커지고 농산물가격이 높은 수준을 이어가고 있어 물가 둔화 흐름이 주춤해지면서 일시적으로 다소 상승할 가능성이 있다.
- 물가 전망경로 상에는 지정학적 리스크, 국내외 경기흐름, 누적된 비용압력의 영향 등과 관련한 불확실성이 높은 상황이다.

⑤ 금년중 경상수지는 520억달러로 당초 전망(490억달러)을 상회할 것으로 예상된다.

- 상품수지는 반도체 경기회복 지속, 미국의 양호한 성장, 국내수요 둔화 등으로 흑자폭이 당초 예상보다 확대될 전망이다.
- 서비스수지는 예상보다 저조한 외국인 관광객 입국 등으로 적자폭이 확대될 전망이다.

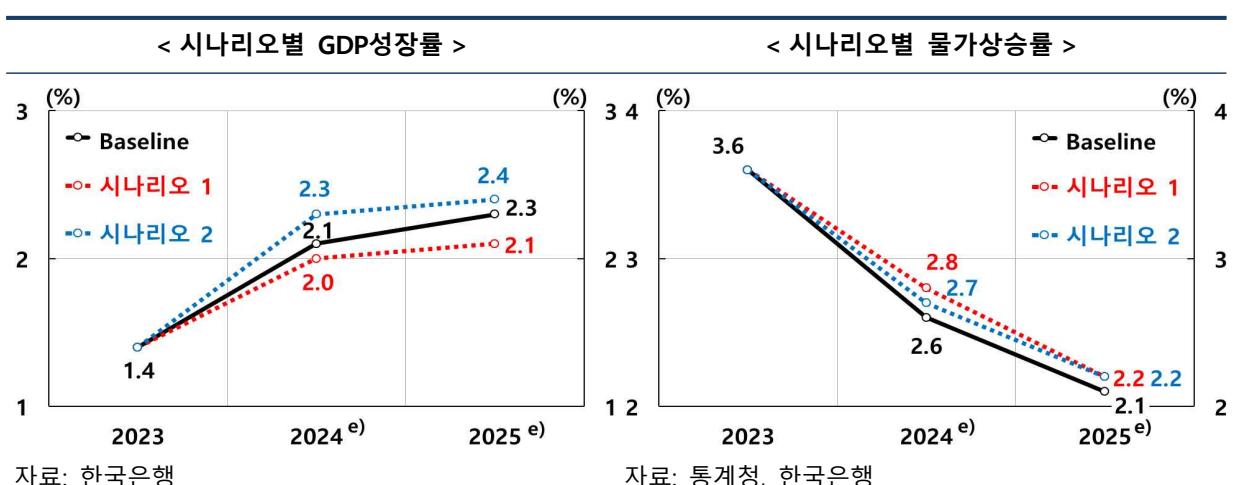
⑥ 금년 취업자수 증가규모는 25만명으로 당초 예상(24만명)에 대체로 부합할 전망이다.

- 취업자수는 제조업 고용부진이 완화되고 여성·고령층의 노동공급이 지속되겠으나 내수회복 모멘텀 약화 등으로 서비스 부문을 중심으로 지난해(+33만명)보다 증가세가 둔화될 것으로 예상된다.
- 실업률은 2.9%로 전년(2.7%) 대비 소폭 상승할 전망이다.



⑦ 향후 전망경로 상의 불확실성이 큰 점을 고려하여 지정학적 갈등 및 글로벌 IT 경기와 관련한 2가지 대안적 시나리오 alternative scenarios를 분석하였다.

- **시나리오 1** 「중동지역 등 글로벌 지정학적 갈등이 확대」되는 경우, 공급망 교란 및 원자재가격 상승에 따라 금년 성장률이 2.0%로 낮아지는 반면 물가상승률은 기본전망(2.6%)을 상회(2.8%)할 것으로 예상된다.
- **시나리오 2** 「AI 투자 확대 등 글로벌 IT 경기가 빠르게 반등」하는 경우, 수출과 투자 회복흐름이 강화되면서 금년 성장률은 2%대 초중반(2.3%)으로, 물가상승률은 2%대 중후반(2.7%)으로 소폭 높아지는 것으로 분석된다.



◆ 종합하면, 국내경제는 내수회복이 더딘 상황에서도 IT 경기 회복 등에 힘입어 수출을 중심으로 완만하게 개선되겠으며

물가상승률은 추세적으로는 둔화되겠으나 단기적으로 둔화 흐름이 주춤할 것으로 예상되는 만큼, 당분간 물가리스크에 유의할 필요가 있다.

## 경제전망 요약표(2024.2월)

	2022		2023			2024 <sup>e)</sup>			2025 <sup>e)</sup>
	연간	상반	하반	연간	상반	하반	연간	연간	

### <전망의 주요 전제>

세계경제 성장률(%) <sup>1)</sup>	3.4	3.0	3.1	3.1	2.6	3.3	3.0	3.1
• 미국	1.9	2.0	3.0	2.5	2.8	1.3	2.0	1.7
• 유로지역	3.4	0.9	0.0	0.5	0.3	1.1	0.7	1.7
• 중국	3.0	5.5	5.1	5.2	4.5	4.6	4.6	4.5
• 일본	1.0	2.4	1.3	1.9	0.2	1.5	0.9	0.9
세계교역 신장률(%) <sup>1)</sup>	5.0	0.4	0.3	0.4	2.3	4.1	3.2	3.6
브렌트유가(달러/배럴) <sup>2)</sup>	99	80	85	82	82	83	83	81

### <국내경제 전망>

GDP 성장률(%) <sup>1)</sup>	2.6	0.9	1.8	1.4	2.2	2.0	2.1	2.3
• 민간소비	4.1	3.1	0.6	1.8	1.1	2.0	1.6	2.3
• 설비투자	-0.9	5.3	-4.0	0.5	2.6	5.7	4.2	3.7
• 지식재산생산물투자	5.0	2.9	0.3	1.6	1.5	2.8	2.2	3.3
• 건설투자	-2.8	1.8	1.0	1.4	-2.4	-2.9	-2.6	-1.0
• 재화수출	3.6	-0.9	6.6	2.9	6.0	3.2	4.5	3.6
• 재화수입	4.3	1.9	-3.0	-0.6	0.1	5.4	2.7	3.1
소비자물가 상승률(%) <sup>1)</sup>	5.1	3.9	3.3	3.6	2.9	2.3	2.6	2.1
• 균원물가 <sup>3)</sup>	3.6	3.8	3.0	3.4	2.4	2.0	2.2	2.0
경상수지(억달러)	258	11	343	355	198	322	520	590
• 상품수지	156	-34	375	341	280	352	632	776
• 서비스수지	-73	-123	-134	-257	-122	-129	-251	-316
• 본원·이전소득수지	175	168	102	271	40	99	139	130
취업자수 증감(만명) <sup>1)</sup>	82	37	28	33	27	23	25	18
실업률(%)	2.9	3.0	2.4	2.7	3.1	2.7	2.9	2.9
고용률(%) <sup>4)</sup>	62.1	62.2	63.0	62.6	62.5	63.1	62.8	63.0

주: 1) 전년동기대비 기준

2) 균월물 기간 평균 기준

3) 식료품·에너지 제외 기준

4) 15세 이상 기준

자료: 각국 통계청, Bloomberg, 한국은행

# I. 국내외 여건 및 전망

## 1. 주요 여건 점검

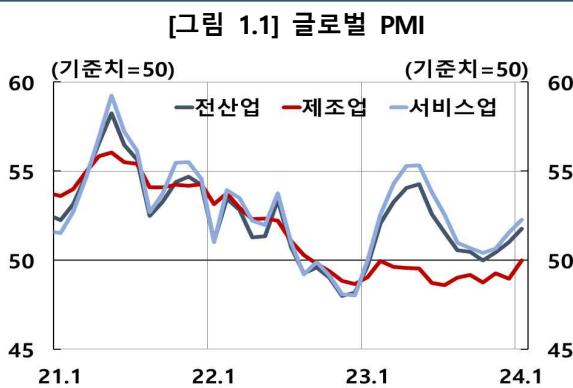
대외여건 .....	1
대내여건 .....	6
전망의 주요 전제 .....	10

## 1. 주요 여건 점검

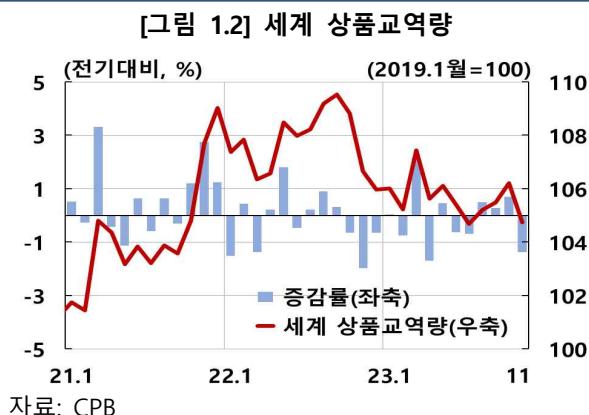
### 대외여건

**1.1. 세계경제는 고금리 영향이 이어지며 완만한 둔화 흐름을 보이다가 향후 주요 선진국 긴축기조 완화 등으로 점차 개선될 전망이다.** 세계경제는 글로벌 긴축기조 등으로 제조업을 중심으로 장기 평균(10~19년 3.7%)에 못 미치는 완만한 성장흐름을 보이고 있다. 그러나 서비스업이 견조한 고용상황과 소비에 힘입어 예상보다 양호한 성장세를 나타내고 있어 최근 주요 전망기관은 세계성장을 전망치를 상향 조정하였다<sup>1)</sup>. 향후 세계경제는 디스인플레이션이 진전되고 주요국 긴축기조가 완화되면서 점차 개선될 전망이다. **세계교역도 상품교역을 중심으로 부진이 지속되고 있으나 주요국 산업정책 추진과 그간 이연된 글로벌 투자의 재개 등으로 점차 나아질 것으로 예상된다.** 이처럼 세계경제는 경기순환<sup>business cycle</sup> 측면에서는 당분간 통화긴축 영향이 지속되다가 고물가·고금리 국면이 완화되면서 점차 나아지는 흐름을 나타낼 전망이다. 그러나 경기 이외의 측면에서는 중동정세 불안 지속, 주요국 선거 등으로 높은 수준의 불확실성이 지속될 것으로 보인다.

글로벌 서비스업 반등, 제조업 부진 지속



상품교역 예상보다 회복 지연



**1.2. 주요국별로 보면, 미국경제는 소비를 중심으로 견조한 모습이며 향후 성장세가 둔화되겠으나 양호한 수준의 성장흐름을 지속할 것으로 예상된다.** 미국경제는 지난해 4/4분기 성장률이 고금리 등의 영향으로 전분기보다 낮아졌으나, 소비가 양호한 증가세를 지속하는 등 성장흐름이 여전히 견조하다<sup>2)</sup>. 노동시장도 고용모멘텀이

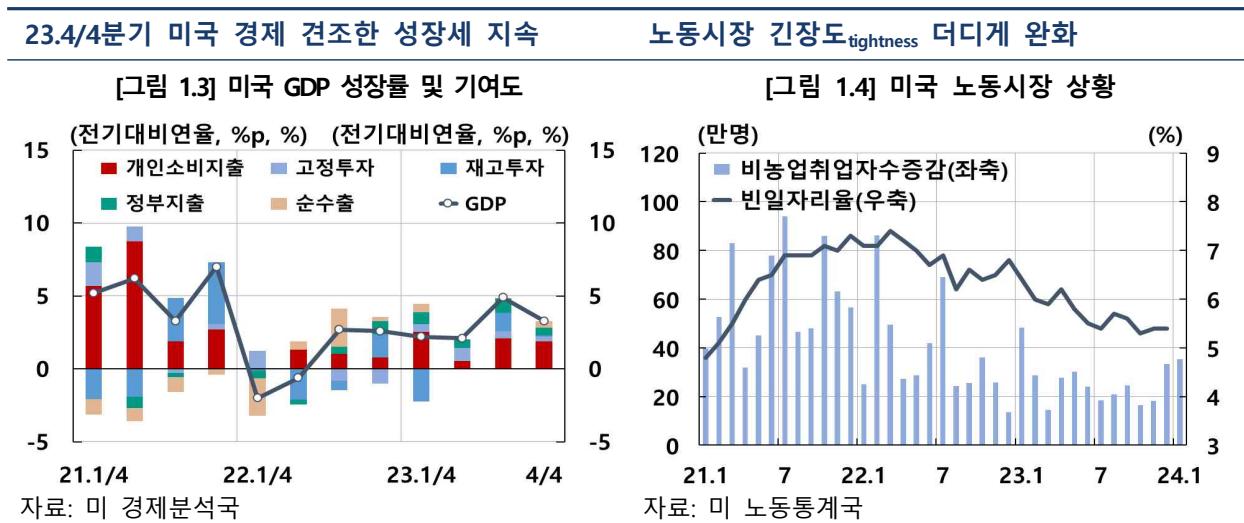
1) 최근 IMF(24.1월)는 금년도 세계경제 성장을 2.9%에서 3.1%로, OECD(24.2월)는 2.7%에서 2.9%로 상향 조정하였다.

2) 미 증시도 경제지표 호조와 함께 상승세를 지속하면서 2월 들어서는 주가가 사상 최고치를 경신하였다.

S&P500지수: 23.11월말 4,568 → 12월말 4,770 → 24.1월말 4,846 → 2.15일 5,030<사상 최고치>

다우지수: 23.11월말 35,951 → 12월말 37,690 → 24.1월말 38,150 → 2.12일 38,797<사상 최고치>

강한 모습을 보이며 긴장도 tightness 완화가 예상보다 더디게 진행되고 있다. 향후에는 초과저축이 소진<sup>3)</sup>되고 일부 대규모 프로젝트 관련 공장건설이 마무리되면서<sup>4)</sup> 소비<sup>5)</sup>와 투자 증가세가 점차 완만해질 것으로 예상되나 하반기 이후에는 금리인하 등으로 성장흐름이 점차 개선될 전망이다. 다만 11월로 예정된 미국 대선 결과를 둘러싸고 산업·통상·조세 부문 등 대내외 경제정책 향방의 불확실성이 매우 높은 상황이다. 물가상승률은 둔화흐름을 이어가고 있으나 서비스부문의 상승압력이 지속<sup>6)</sup>됨에 따라 향후 둔화속도는 완만할 것으로 보인다.



**1.3. 유로경제는 고금리 영향으로 부진이 지속되고 있으며 하반기 이후 물가둔화에 힘입어 소비가 점차 회복되면서 완만하게 개선될 전망이다.** 유로지역은 지난해 4/4분기 중 스페인, 이탈리아 등 남유럽 국가의 회복세에도 불구하고 독일, 프랑스 등이 부진함에 따라 성장이 정체되었으나<sup>7)</sup>, 최근 들어서는 제조업 부진이 완화되는 조짐이 나타나는 등 경기저점을 지나는 것으로 평가된다<sup>8)</sup>. 향후 유로경제는 미약한 경기흐름을 이어가다 인플레이션 둔화, 양호한 노동시장 상황<sup>9)</sup> 등에 힘입어 소비를 중심으로 점차 개선될 전망이다<sup>10)</sup>. 한편, 소비자물가 상승률은 12월 중 소폭 반등하였으나 기조적 하락흐름을 이어가고 있으며, 근원물가도 지속적으로 하락하고 있다. 이에 따라 유럽중앙은행 ECB은 금년중 정책금리를 인하하기 시작할 것으로 예상되고 있다<sup>11)</sup>.

3) 팬데믹 기간 중 저축률이 장기평균(15~19년 6.2%)을 크게 상회하며 초과저축이 누적되어 왔으나 최근에는 저축률이 장기평균을 계속해서 하회하고 있어 초과저축이 소진되고 있는 것으로 추정된다.  
저축률(%): 20년 15.4 → 21년 11.4 → 22년 3.3 → 23.1/4 4.8 → 2/4 5.1 → 3/4 4.2 → 4/4 4.0

4) 지난해 성장에 상당한 기여를 했던 제조업 건설투자(기여도 0.36%p)는 금년중 미 산업정책 관련 프로젝트들이 완료단계에 들어서면서 추가적인 성장요인으로 작용하기는 어려울 것으로 보인다.

5) 고금리로 인한 소비자신용 증가율 하락도 소비 둔화의 원인으로 작용할 것으로 예상된다.  
소비자신용 잔액 증가율(전년동기대비): 23.6월말 7.3% → 9월말 5.3% → 12월말 3.6%

6) 주거비 제외 근원서비스물가 상승률(전년동기대비): 23.10월 3.8% → 11월 3.9% → 12월 3.9% → 24.1월 4.3%

7) 23.4/4분기 주요국 GDP성장률(% 전기대비): 유로 0.0, 독일 -0.3, 프랑스 0.0, 이탈리아 0.2, 스페인 0.6

8) 유로지역 제조업PMI(기준치=50): 23.10월 43.1 → 11월 44.2 → 12월 44.4 → 24.1월 46.6(시장예상: 44.8)

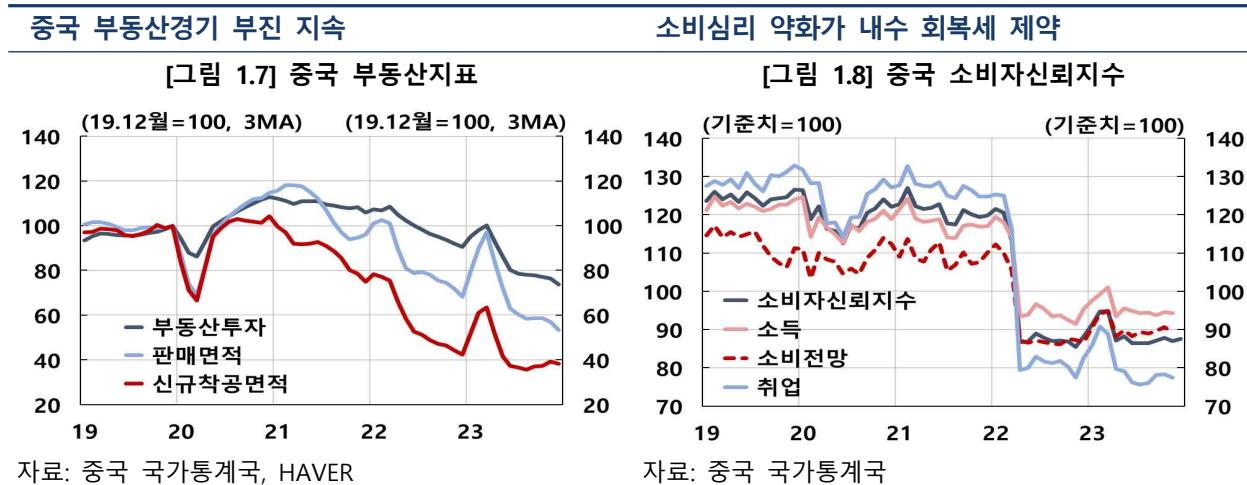
9) 실업률이 역대 최저치(23.12월 6.4%)를 지속하는 등 노동시장이 아직 타이트하여, 명목임금이 높은 상승흐름을 이어가고 있다. (명목임금 상승률(전년동기대비, %): 23.1/4분기 4.5 → 2/4분기 4.8 → 3/4분기 5.3)

10) 다만 중동불안(물류차질, 유가상승 등) 및 독일 공공부문 파업 장기화 등에 따른 하방리스크도 작지 않다.

## I. 주요 여건 점검 및 거시경제 전망

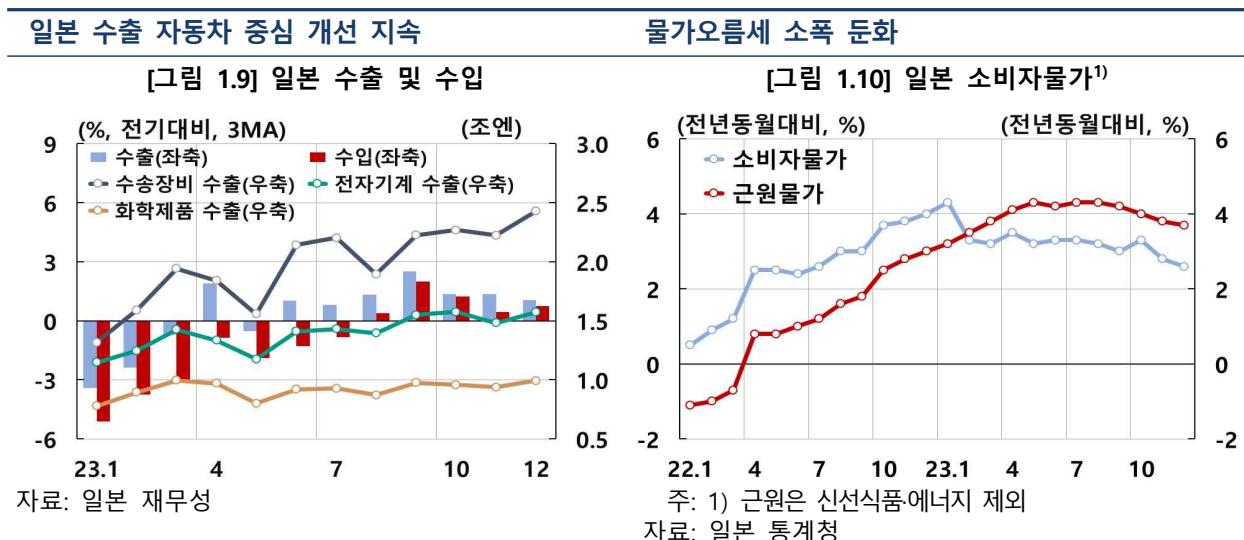


**1.4. 중국경제는 부동산경기 부진으로 성장세가 둔화되겠으나 정부의 부양조치 등에 힘입어 4% 중반의 성장세를 나타낼 전망이다.** 지난해 4/4분기중 중국경제는 부동산투자가 계속 위축되었으나 이차전지, 전기차 등 신성장산업을 중심으로 생산과 수출은 양호한 흐름을 이어갔다. 그러나 주택판매 부진이 심화된 데다 소비심리 위축으로 내수 개선은 더딘 모습을 보였으며 소비자물가 상승률은 마이너스를 나타내었다<sup>12)</sup>. 중국 정부는 이에 대응하여 부동산시장 지원책을 추가 도입<sup>13)</sup>하였으며, 인민은행도 지급준비율 인하, 정책금융 자금지원 등을 통해 유동성 공급을 확대<sup>14)</sup>하고 있다. 향후 중국경제는 정부의 완화적 재정 및 통화정책에 힘입어 회복흐름을 이어가겠으나 부동산경기 침체 지속, 소비심리 위축 등이 내수 회복을 제약할 것으로 예상된다.



- 11) 라가르드 ECB 총재는 최근 회의 직후(1.25일) 을여름 금리인하 가능성은 시사하였으며, 시장에서는 ECB가 2/4 분기부터 금리를 인하하기 시작할 것으로 예상하고 있다.
- 12) 중국 정부는 중앙경제공작회의(2023.12.11~12일)에서 유효수요 부족, 일부 산업의 공급과잉, 부진한 기대심리, 부동산시장 불안, 불확실한 대외여건 등이 경제에 부정적 영향을 미치고 있다고 평가하였다.
- 13) 중국 정부는 대도시 빈민촌 재개발 및 공공주택 건설을 추진하는 가운데 부동산 개발기업의 대출을 통한 부채 상환을 허용하는 등 부양조치를 일부 확대하였다.
- 14) 중국 인민은행은 최근 3,500억위안 규모의 담보보완대출(PSL)을 통해 인프라투자 지원을 확대(23.12월)하였으며, 지급준비율을 50bp 인하하여 약 1조위안 규모의 유동성을 공급(24.2월)하였다.

**1.5. 일본경제는 지난해보다 성장세는 약화되겠지만 장기평균을 상회하는 성장흐름을 이어갈 전망이다.** 일본경제는 소비 부진으로 지난해 하반기 중 성장세가 둔화<sup>15)</sup>되었으나 수출은 자동차를 중심<sup>16)</sup>으로 개선을 지속하고 있다. 향후 일본경제는 정부의 임금인상 정책<sup>17)</sup>, 경기부양책 등에 힘입어 가계의 소비여력이 확대되는 데다 글로벌 공급망 재편, 주식시장 호조<sup>18)</sup> 등으로 외국인 투자자금 유입도 지속됨에 따라 장기평균 수준<sup>19)</sup>을 상회하는 성장세를 보일 것으로 예상된다. 소비자물가는 오름세가 완만하게 둔화되고 있으나 여전히 물가안정목표를 상회하고 있다. 이에 일본은행은 최근 일본경제가 장기 저물가에서 벗어날 가능성성이 높아지고 있다고 판단<sup>20)</sup>하면서도 통화정책 정상화는 신중하게 추진<sup>21)22)</sup>하고 있다.



**1.6. 아시아 신흥국은 양호한 성장세를 이어갈 전망이다.** 인도는 양호한 내수, 아세안5국은 외국인 관광객 회복 등에 힘입어 각각 견조한 성장세를 지속하였다. 향후 인도·아세안5국 등 아시아 신흥국은 IT 경기 회복, 공급망 재편 수혜 등의 영향으로 수출과 투자가 호조를 나타내면서 성장세를 지속할 것으로 보인다. 아시아 신흥국 물가는 식료품 가격불안<sup>23)</sup> 우려가 진정되면서 오름세가 둔화되었다. 향후 신흥국

15) 일본경제는 지난해 하반기 중 2분기 연속マイ너스 성장하였다.

실질GDP 성장률(전기대비, %): 23.1/4 +1.1 → 2/4 +1.0 → 3/4 -0.8 → 4/4 -0.1

16) 일본 수송장기 수출(전년동기대비, %): 23.1/4 +16.7 → 2/4 +31.6 → 3/4 +23.0 → 4/4 +24.6

17) 일본 기시다 총리는 노·사·정 회의에서 2023년 수준을 상회하는 임금인상과 함께 하청 중소기업이 임금 인상 여력을 제고할 수 있도록 대기업의 단가 인상을 요청하였다(1.22일).

18) 일본 주가지수(Nikkei 225)가 외국인 투자자금 유입 등으로 버블붕괴 이전 고점(38,915, '89.12월)에 근접하고 있다(38,262, 2.21일).

19) 실질GDP 성장률(연간): 장기평균 0.6%(2007~2018년), 2022년 1.0%, 2023년 1.9%

20) 일본은행은 전망시계 말(25년말)까지 기조적 인플레이션이 물가안정목표에 근접할 것이며, 높은 불확실성에도 불구하고 물가 전망의 실현 가능성은 높아지고 있다고 평가하였다(1.24일).

21) 일본은행은 2000년 8월 경기가 회복 조짐을 보이자 제로금리 정책을 도입한지 18개월 만에 이를 조기 중단하면서 장기부진 탈출에 실패했다. 이 경험을 바탕으로 통화정책 정상화와 관련하여 경기상황 오판 리스크를 우려하고 있다.

22) 일본은행은 YCC 상한을 점진적으로 높여오고 있다(22.12월 0.25% → 23.10월 1.0%). 시장참가자들은 일본 은행이 금년 상반기에 마이너스 금리를 해제할 가능성이 높다고 전망하고 있다(Bloomberg 서베이).

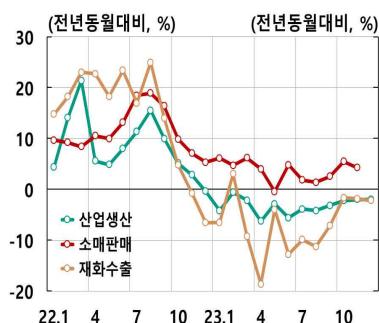
23) 23년 하반기 중 인도의 쌀 수출금지 등으로 아시아 신흥국의 식료품 가격불안 우려가 확대되었다.

## I. 주요 여건 점검 및 거시경제 전망

중앙은행들은 주요 선진국의 긴축기조가 완화되고 자국 내 물가 상황도 안정되는 경우 통화정책을 완화적으로 전환<sup>24)</sup>하여 성장세를 뒷받침할 것으로 예상된다.

### 아세안5국 소매판매 양호, 재화수출 부진 완화

[그림 1.11] 아세안5국 실물지표<sup>12)</sup>



주: 1) 산업생산은 인도네시아 제외  
2) 소매판매는 필리핀 제외

### 인도 내수 중심 성장세 지속

[그림 1.12] 인도 지출부문별 성장률



자료: 인도 통계청

### 아시아 신흥국 물가오름세 둔화

[그림 1.13] 신흥국 소비자물가 상승률



자료: 각국 통계청, Haver

자료: 각국 통계청

**1.7. 국제유가는 원유 수요둔화 우려에도 불구하고 지정학적 위험에 따른 불확실성이 높은 상황이다.** 국제유가는 지난해 12월 이후 수요둔화 우려, 비OPEC+ 공급 증가 등 하방압력과 중동지역 지정학적 리스크가 맞물리며 70달러 중후반대에서 등락하였다가, 최근 홍해지역 위험 확대로 소폭 상승하였다. 향후 유가는 80달러 초중반 내외에서 등락하는 모습을 보이다가 주요국 금융여건이 완화되고 계절적 수요가 증가함에 따라 완만한 상승압력을 받을 것으로 예상된다. 중국 정부의 부양정책 규모, 사우디 감산 종료 시기, 중동지역 확전 가능성 등을 유가 변동성에 큰 영향을 미칠 것으로 보인다.

### 국제유가 지정학적 리스크로 80달러 상회

[그림 1.14] 국제유가<sup>1)</sup> 추이



주: 1) 브렌트유는 근월물, 두바이유는 현물기준

자료: Bloomberg

### 美 원유생산 증가 전망

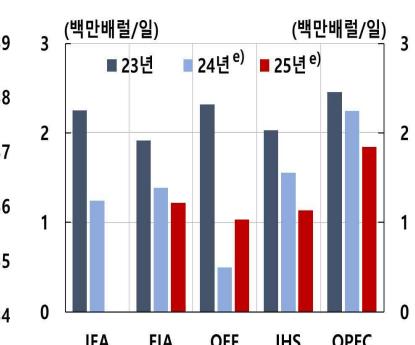
[그림 1.15] 원유생산 전망<sup>1)</sup>



주: 1) 음영은 전망치  
자료: IHS

### 글로벌 원유수요 증가세 둔화

[그림 1.16] 글로벌 원유수요<sup>1)</sup> 전망



주: 1) 전년대비 증감  
자료: 각 기관

24) 시장에서는 인도, 인도네시아, 필리핀 등이 금년 하반기부터 정책금리를 인하하기 시작할 것으로 전망하고 있다(Bloomberg 서베이).

## 대내여건

**1.8. 중앙정부 재정지출은 정부가 건전재정 기조를 지속하면서 예년보다 완만한 증가세를 나타낼 것으로 예상된다.** 2023년 재정지출은 세수 결손에 따른 지방교부세·교부금 축소 등으로 전년대비 감소한 것으로 추정된다. 금년부터는 중앙정부의 2024년 예산과 중기재정운용계획을 감안할 때 재정지출이 증가 전환할 것으로 예상된다. 다만, 정부의 건전재정 기조로 증가율은 예년보다 낮을 전망이다. 금년중 재정지출은 경기회복을 뒷받침하기 위한 재정의 조기 집행이 계획되어 있어 상반기에 집중될 것으로 보인다<sup>25)</sup>. 관리재정수지 적자비율은 금년중에는 지난해와 비슷한 3% 후반을 나타내고 2025년에는 2%대 후반 수준까지 낮아질 전망이다<sup>26)</sup>.

지난해 통합재정지출 감소, 금년 증가전환 예상



관리재정수지 적자비율은 점차 축소될 전망



**1.9. 주택매매가격은 지난해 4/4분기 들어서며 상승세가 둔화되다가 12월 이후 하락하고 있다.** 부동산 정책금융이 축소<sup>27)</sup>되고 대출금리<sup>28)</sup>가 여전히 높은 수준을 유지함에 따라 수도권 아파트를 중심으로 주택 거래량도 감소<sup>29)</sup>하였다. 반면 주택 전세가격전세가격지수 기준은 주택매수심리<sup>30)</sup> 위축 등에 따른 매매수요 약화, 전세 매

25) 정부는 내수회복을 촉진하기 위해 상반기 재정집행률 목표를 지난해에 이어 역대 최고 수준인 65%(중앙정부 관리대상사업 기준)로 설정하였다(2024년 재정 신속집행 계획, 1.16일).

26) (GDP대비, %) 2022 2023<sup>e</sup> 2024<sup>e</sup> 2025<sup>e</sup>  
 ▶ 관리재정수지비율<sup>1)</sup> -5.4 -3 후반 -3.9 -2.9  
 ▶ 통합재정수지비율<sup>1)</sup> -3.0 -1 후반 -1.9 -0.9  
 주: 1) 22년은 결산, 23년은 세수재추계 결과 반영, 24년은 본예산, 25년은 국가재정운용계획 기준  
 자료: 기획재정부

27) 일반형 특례보금자리론 폐지, 50년 주담대 대출 축소 등

28) 주택담보대출금리(신규취급액기준, %): 23.10월 4.56 → 11월 4.48 → 12월 4.16

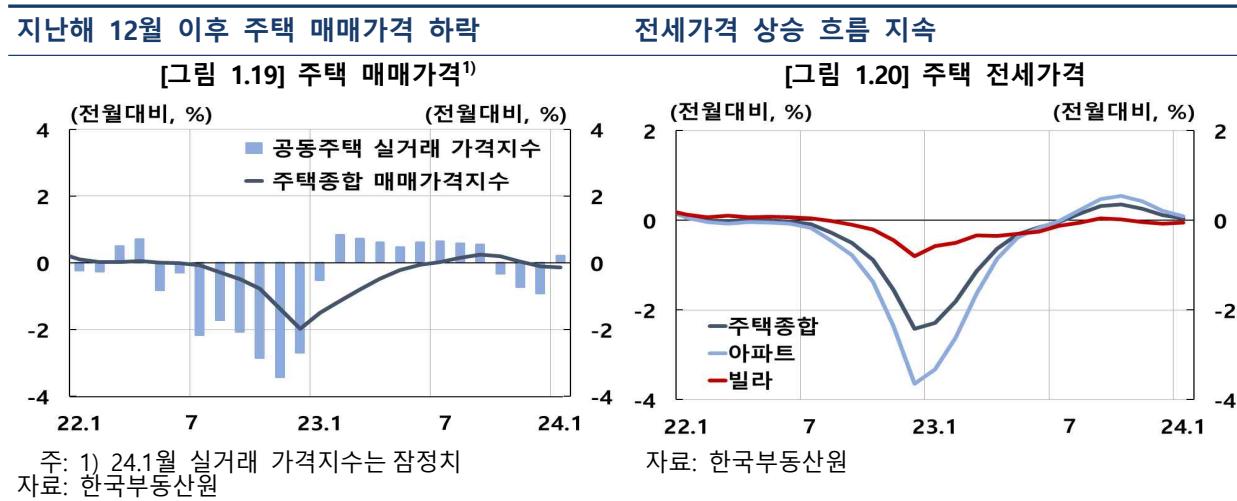
29) 전국 주택 거래량(신고일기준, 만건): 23.10월 4.78 → 11월 4.54 → 12월 3.80

수도권 아파트 거래량(신고일기준, 만건): 23.10월 1.34 → 11월 1.16 → 12월 0.93

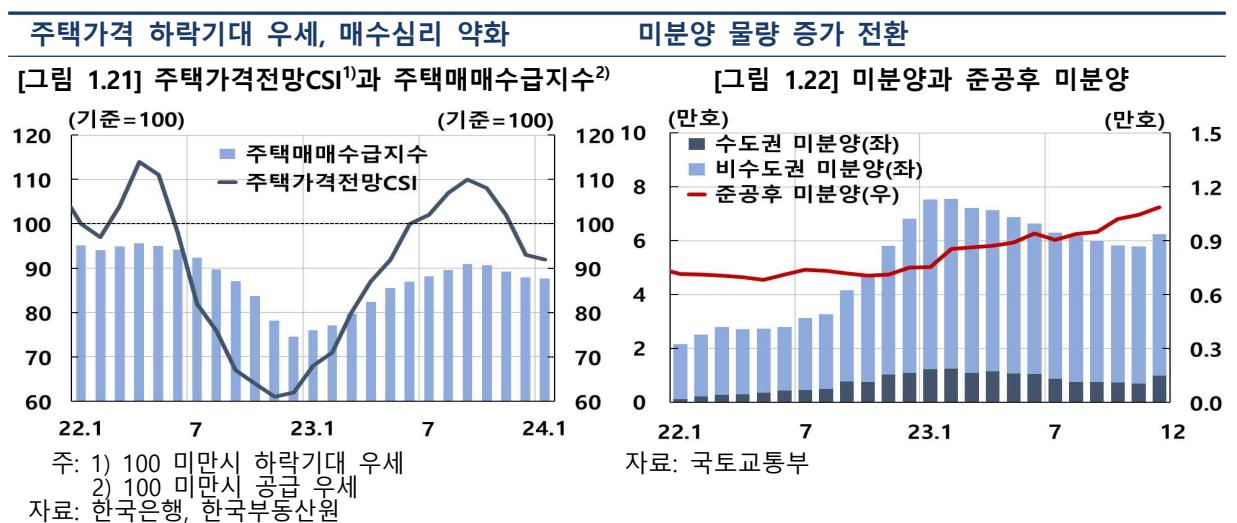
30) 한국부동산원 매매수급지수(100 초과시 수요 우위): 23.10월 90.7 → 11월 89.3 → 12월 87.9 → 24.1월 87.7

## I. 주요 여건 점검 및 거시경제 전망

물 감소<sup>31)</sup> 등의 영향으로 아파트를 중심으로 작년 8월 이후 상승하고 있으나 상승 폭은 점차 축소되는 모습이다.



**1.10. 향후 주택가격은 최근 하락 흐름이 앞으로 얼마나 지속될지 불확실성이 높은 상황이다.<sup>32)</sup>** 지난해 4/4분기 이후 주택가격 상승 기대가 약화되면서 아파트 매도 물량이 높은 수준을 지속하고 있다. 또한 감소세를 보이던 미분양 물량<sup>33)</sup>도 12월 중 다시 증가하였다. 부동산 PF 관련 불확실성이 상존한 데다 금년 2월부터 도입되는 스트레스 DSR 제도도 주택구매여력을 제약하면서 매매가격 하방압력으로 작용할 것으로 보인다. 반면 올해 1월부터 시행된 신생아 특례대출, 신규주택 공급물량 감소, 향후 정책금리 인하 기대 등은 주택가격 상방요인으로 잠재해 있다.



31) 전국 아파트 전세(만호, 월말기준): 23.1월 20.5 → 4월 16.1 → 8월 12.2 → 12월 13.9 → 24.1월 13.9

32) 실거래가격 기준으로는 금년 들어 하락세가 다소 주춤한 모습이다.

(공동주택 매매 실거래 가격지수(한국부동산원, 전월대비, %): 23.10월 -0.3 → 11월 -0.7 → 12월 -0.9 → 24.1월 0.2(잠정))

33) 수도권 미분양(전월대비증감, 호): 23.10월 -345 → 11월 -329 → 12월 3,033

비수도권 미분양(전월대비증감, 호): 23.10월 -1,162 → 11월 -45 → 12월 1,531

**1.11. 명목임금<sup>34)</sup>은 특별급여가 늘어나면서 상승률이 다소 높아질 전망이다.** 일인당 명목임금 상승률은 상용직 정액급여<sup>35)</sup> 상승률이 완만한 둔화흐름을 이어가고 있으나 지난해 들어 하락하였던 특별급여 상승률<sup>36)</sup>이 하반기중 큰 폭의 플러스<sup>37)</sup>로 전환됨에 따라 높아졌다. 금년중 명목임금 상승률은 기조적 임금 흐름을 나타내는 정액급여 상승률이 장기평균 수준의 오름세를 이어가는 가운데 기업실적 개선으로 특별급여도 증가하면서 점차 높아질 것으로 예상된다.



**1.12. 시장금리는 지난해 11월 이후 하락하다가 최근 미 연준의 조기 금리인하 기대가 약화되면서 금년 2월중 상당폭 반등하였다.** 미국 물가("2.13일) 및 고용 지표("2.2일)가 시장 예상을 크게 상회함에 미 국채금리(10년물)가 2월 들어 상당폭 상승하였다<sup>38)</sup>. 이에 따라 지난 11월 전망 이후 하락세를 이어가던 국내 장기금리도 2월 들어 소폭 상승하였다. 원/달러 환율은 연준의 조기 금리인하 기대 약화, 국내외 지정학적 리스크 등의 영향으로 지난해 말에 비해 상승하여 최근에는 1,330원 내외에서 등락하고 있다.

34) 1인당 명목임금 상승률(전년동기대비, %): 23.1/4분기 2.0 → 2/4분기 2.9 → 3/4분기 3.6 → 10~11월 4.0

35) 상용직 정액급여 상승률(전년동기대비, %): 23.1/4분기 4.3 → 2/4분기 3.8 → 3/4분기 3.6 → 10~11월 3.5

36) 상용직 특별급여 상승률(전년동기대비, %): 23.1/4분기 -4.5 → 2/4분기 -2.4 → 3/4분기 -0.6 → 10~11월 12.8

37) 10월 중 특별급여는 300인 이상 제조업, 운수 및 창고업 부문 사업체의 임금협상 타결금 지급 및 지급시기 변경 등으로 큰 폭 증가하였다.

38) 1월 美 소비자물가 상승률은 시장 예상치(WSJ, 2.9%)를 상회하는 3.1%를 기록하였고, 1월 美 비농업부문 고용은 예상치(WSJ, 18.5만명)를 크게 상회하는 35.3만명을 기록하였다.

## I. 주요 여건 점검 및 거시경제 전망

### 연준 조기 금리인하 기대 약화 장기 국채금리 최근 상당폭 반등 원/달러 환율 연초 상승

[그림 1.25] 미 연준 정책금리 기대<sup>1)</sup> [그림 1.26] 국고채 및 미 국채 금리 [그림 1.27] 원/달러 환율 및 미 달러화지수



주: 1) FFR선물에 내재된 정책금리(상단) 기대

자료: CME Fed Watch

자료: 한국은행, Bloomberg

자료: 한국은행, Bloomberg

**1.13. 가계와 기업의 대출 증가세가 최근 다소 둔화되고 있으나 부동산 PF 대출과 관련된 리스크는 여전히 잠재해 있다.** 지난해 4/4분기 이후 주택 거래량 감소로 주택담보대출 증가폭이 축소된 데다, 지난해 말 특별급여가 늘면서 기타대출(일반신용대출, 신용한도대출 등)도 감소함에 따라 가계대출 증가세가 둔화되었다. 기업대출은 그간 누적된 고금리 영향으로 지난해 10월 이후 완만한 둔화흐름을 보이고 있다<sup>39)</sup>. 주택 경기 둔화로 인해 부동산 PF 부문에 대한 익스포저가 큰 건설사 및 비은행 금융기관에 대한 우려도 일부 제기되고 있다.

### 가계대출 증가세 둔화

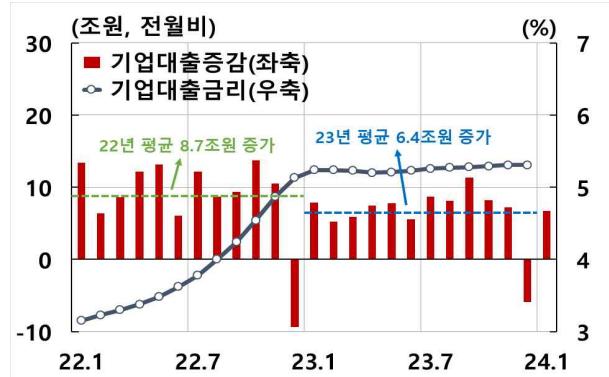
[그림 1.28] 예금은행 가계대출<sup>1)</sup>



주: 1) 대출금리는 잔액 기준  
자료: 한국은행

### 기업대출 증가세 둔화

[그림 1.29] 예금은행 기업대출<sup>1)</sup>



주: 1) 대출금리는 잔액 기준  
자료: 한국은행

39) 2023년 12월 기업대출이 줄어든 것은 기업들이 연말 결산을 앞두고 자금수요를 줄이는 계절적 요인이 반영된 데 기인한다.

## 전망의 주요 전제

### ▶ 세계경제 성장률(%), %p): 23년 3.1, 24년 3.0 (0.2↑), 25년 3.1 (0.1↑)

- 글로벌 통화긴축 영향으로 당분간 장기 평균(10~19년중 3.7%)에 못 미치는 성장흐름을 보이다가 하반기 이후 주요국 디스인플레이션 진전, 금융여건 완화 등으로 점차 개선될 전망이다.
- 미국의 예상보다 양호한 성장흐름을 반영하여 금년을 다소 상향조정하였다.

### ▶ 세계교역 신장률(%), %p): 23년 0.4, 24년 3.2 (0.2↓), 25년 3.6 (유지)

- 당초 예상보다 개선흐름이 지연되고 있으나 향후 글로벌 투자개선 등에 힘입어 상품교역을 중심으로 점차 나아질 것으로 보인다.

### ▶ 국제유가(브렌트유, \$/배럴): 23년 82, 24년 83 (2↓), 25년 81 (유지)

- 중동정세 불안으로 변동성이 높지만 非OPEC+ 증산, 원유 수요둔화 우려 등이 하방요인으로 작용하면서 당초 예상보다 소폭 낮은 80달러대 초중반 수준을 나타낼 전망이다.

	2022	2023			2024 <sup>e)</sup>			2025 <sup>e)</sup>
	연간	상반	하반	연간	상반	하반	연간	연간
세계경제 성장률(%) <sup>1)</sup>	3.4	3.0	3.1	3.1	2.6	3.3	3.0	3.1
• 미국	1.9	2.0	3.0	2.5	2.8	1.3	2.0	1.7
• 유로지역	3.4	0.9	0.0	0.5	0.3	1.1	0.7	1.7
• 중국	3.0	5.5	5.1	5.2	4.5	4.6	4.6	4.5
• 일본	1.0	2.4	1.3	1.9	0.2	1.5	0.9	0.9
세계교역 신장률(%) <sup>1)</sup>	5.0	0.4	0.3	0.4	2.3	4.1	3.2	3.6
브렌트유가(달러/배럴) <sup>2)</sup>	99	80	85	82	82	83	83	81

주: 1) 전년동기대비 기준 2) 균월물 기간 평균 기준  
자료: 각국 통계청, Bloomberg, 한국은행



# I. 국내외 여건 및 전망

## 2. 거시경제 전망

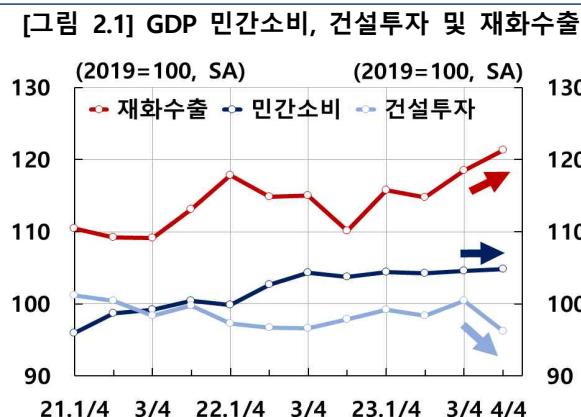
경제성장	.....	13
경상수지	.....	18
물 가	.....	20
고 용	.....	24
시나리오 분석	.....	26

## 2. 거시경제 전망

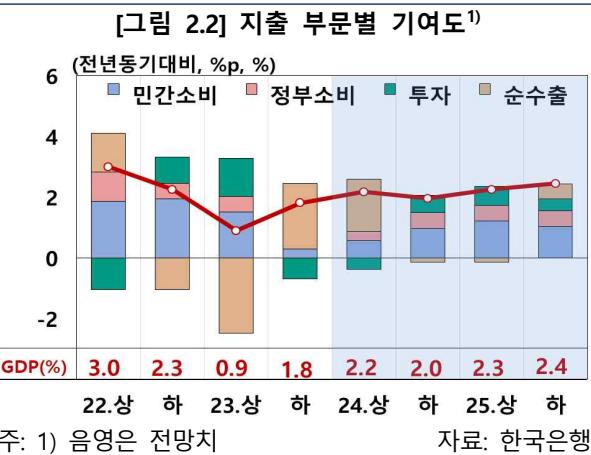
### 경제성장

**2.1. 국내경제는 내수 회복모멘텀 약화에도 불구하고 수출이 양호한 증가세를 이어가면서 지난 11월 전망에 대체로 부합하는 완만한 개선흐름을 지속할 전망이다.** 지난 4/4분기중에는 고물가·고금리 영향으로 소비·건설투자 등 내수가 예상을 밑돌았으나, 수출이 IT·對미국을 중심으로 견조한 모습을 보이면서 내수 부진을 완충하였다. 그 결과 당초 예상에 대체로 부합하는 전기대비 0.6% 성장률을 나타냈다. 올해에도 내수회복은 더디겠으나 예상보다 양호한 미국경제, AI 관련 IT수요 확대 등에 힘입어 수출을 중심으로 완만한 개선흐름을 지속할 전망이다. 이에 따라 올해 성장률은 지난 전망 수준인 2.1%에 부합할 것으로 예상된다. 내년에는 대내외 금융여건 완화 등의 영향으로 성장세가 당초 예상대로 2.3%로 확대될 것으로 보인다.

내수 회복모멘텀 약화, 수출은 예상보다 양호



순수출 중심 개선, 하반기 이후 내수도 점차 회복



**2.2. 향후 성장경로 상에는 불확실성이 높은 상황이다.** 글로벌 IT 경기의 빠른 반등, 통화긴축 조기 완화, 예상을 상회하는 주요국 성장흐름은 각각 상방리스크로, 중동지역 등 지정학적 갈등 확대, 국내 부동산 PF 부실 심화 가능성 등을 하방리스크로 잠재되어 있다.

한편 주요 예측기관의 국내 성장률 전망 분포를 보면, 지난 11월 전망 시점에 비해 하방리스크는 다소 축소된 것으로 평가된다. IB 등 시장 참가자들의 24년 국내 성장률 전망 중위값과 하위 25%값이 각각 2.2%, 2.0%를 나타내면서 지난 11월 전망 시점(2.1%, 1.9%) 대비 전망분포의 하방으로 치우친 정도가 완화되었다.

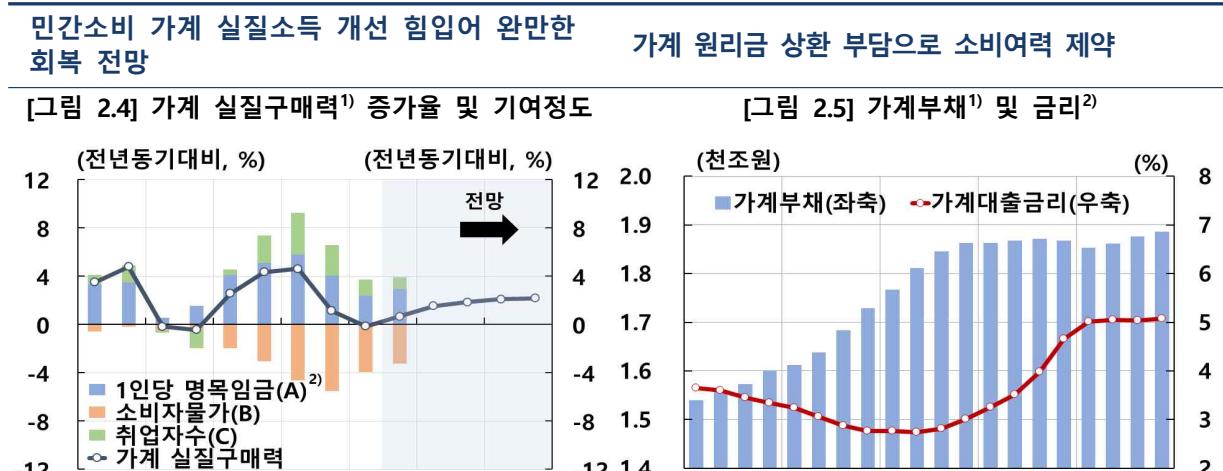
향후 성장경로 불확실성 높은 상황		주요 예측기관의 금년 성장 전망 중위값은 2.2% 수준
[표 2.1] 향후 성장경로의 주요 리스크		[그림 2.3] 주요기관의 금년 성장률 전망 분포 <sup>1)</sup>
상방리스크	하방리스크	(전년대비, %)
<ul style="list-style-type: none"> <li>AI 투자 확대 등 글로벌 IT 경기의 빠른 반등</li> <li>글로벌 통화정책 긴축 정도의 조기 완화</li> <li>중국 정부의 보다 적극적인 경기부양책 추진</li> <li>예상보다 더욱 양호한 미국경제 성장세</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>중동지역 등 글로벌 지정학적 갈등 확대</li> <li>부동산 PF 부실 심화</li> <li>중국의 부동산 경기 부진 심화</li> </ul>	<p>[23.11월] [24.2월]</p> <p>2.3 2.1 1.9</p> <p>2.3 2.2 2.0</p> <p>1.4 1.6 1.8 2.0 2.2 2.4 2.6 2.8</p> <p>최댓값 상위 25% 최소값 하위 25%</p>

자료: 한국은행

주: 1) IB 등 30개 기관 기준

자료: Bloomberg 서베이(2.7일)

**2.3. 부문별로 보면, 민간소비는 모멘텀이 약한 상황이며 향후 가계 실질소득 개선에 힘입어 회복되겠으나 그 속도는 완만할 것으로 보인다.** 최근 민간소비는 고물가·고금리 영향 등으로 재화소비를 중심으로 부진 흐름이 이어지면서 회복 모멘텀이 당초 예상보다 약화되었다. 앞으로 민간소비는 임금 상승 및 물가 둔화로 가계 실질소득이 개선됨에 따라 완만한 회복세를 나타낼 것으로 예상된다. 다만, 가계의 원리금 상환 부담은 소비 여력의 개선 속도를 늦추는 요인으로 작용할 것으로 보인다. 이를 종합하면, 금년중 민간소비 증가율은 지난해(1.8%)보다 낮은 1.6%를 나타낸 후 내년에는 2.3%로 점차 회복될 전망이다.



주: 1) (명목임금/소비자물가)×취업자수

2) 23년 하반기는 23.7~11월 기준

자료: 통계청, 한국은행

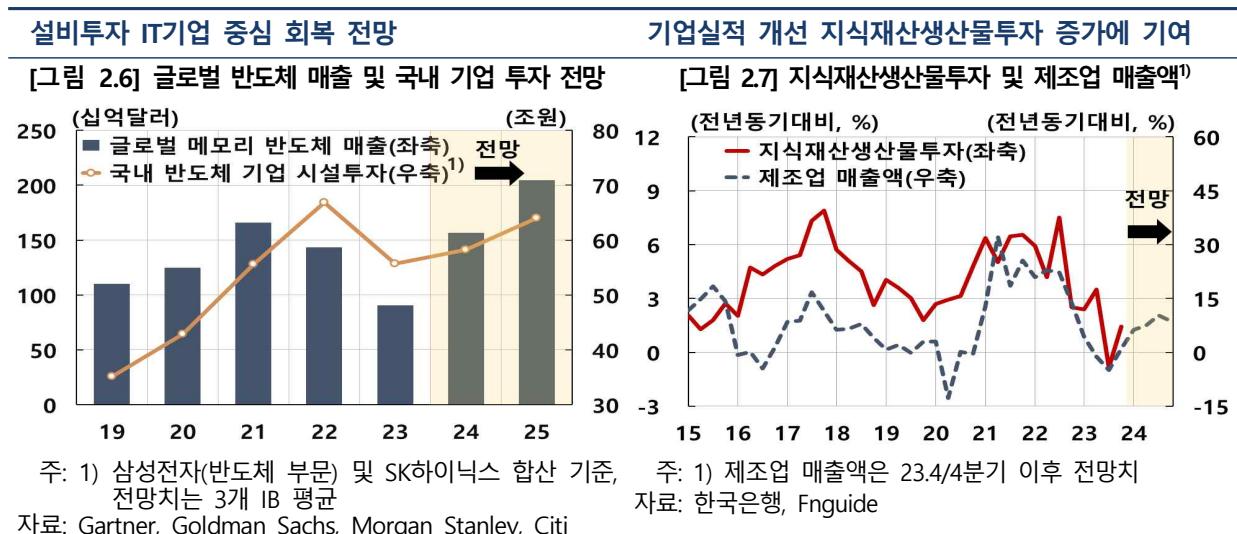
주: 1) 가계신용 기준

2) 예금은행 잔액 기준

자료: 한국은행

## I. 주요 여건 점검 및 거시경제 전망

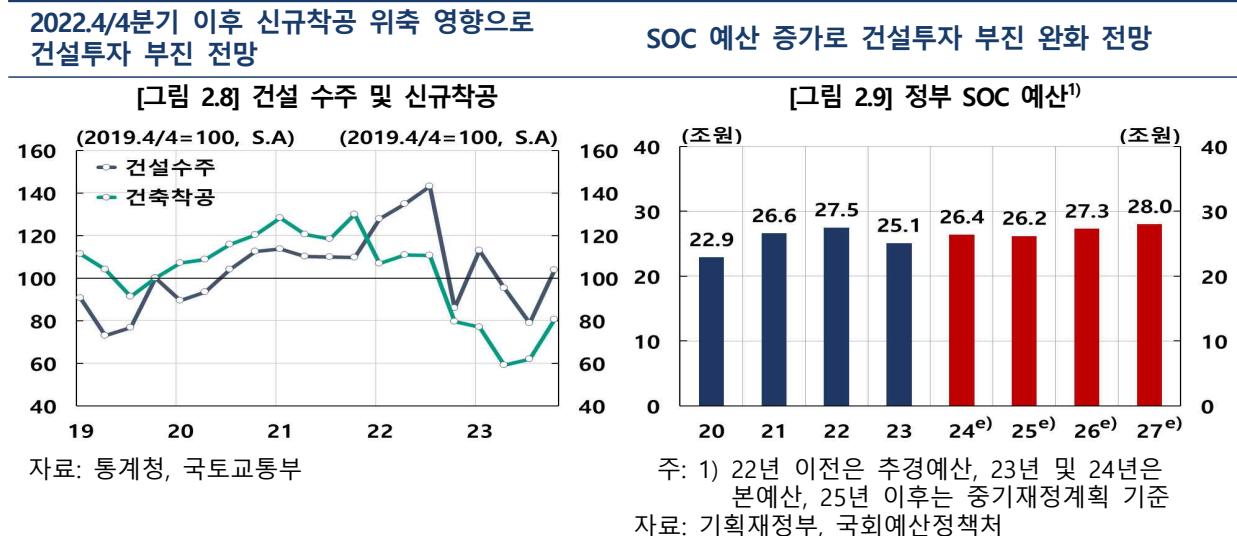
**2.4. 설비투자와 지식재산생산물투자는 반도체 첨단공정 및 신성장산업 관련 투자를 중심으로 회복세를 보일 전망이다.** **설비투자**는 지난해 글로벌 제조업 경기 부진 등으로 다소 둔화되었으나 4/4분기 들어 반도체 및 항공 부문을 중심으로 개선 조짐이 나타났다. 향후 설비투자는 IT 경기 회복이 본격화되면서 반도체 기업들의 첨단공정 투자가 확대<sup>40)</sup>되고 비IT 부문도 전기차, 이차전지, 바이오 등 친환경·신성장 산업 투자가 지속되어 개선세를 보일 전망이다. 이에 따라 금년중 설비투자는 지난해(0.5%) 둔화 흐름에서 벗어나 4.2% 증가한 후 내년에도 3.7%의 양호한 증가 흐름을 이어갈 것으로 예상된다. **지식재산생산물투자**는 주요 기업이 기술경쟁력 확보를 위해 연구개발 확대 기조에 있는 데다, 수출제조업 실적개선에 따른 기업의 투자 여력 증대, 인공지능 관련 소프트웨어 수요 확대 등에 힘입어 민간부문을 중심으로 성장할 전망이다. 이에 따라 지식재산생산물투자는 금년중 2.2%, 내년중 3.3% 증가할 것으로 예상된다.



**2.5. 건설투자는 신규착공 위축 등으로 당초 예상보다 부진한 흐름을 이어갈 전망이다.** 지난해 4/4분기 중 건설투자는 주거용 건물을 중심으로 기착공 물량이 상당부분 소진됨에 따라 큰 폭 감소하였다. 향후 건설투자는 그간의 신규착공 위축<sup>41)</sup> 영향이 본격화됨에 따라 상당기간 부진한 모습을 나타낼 것으로 전망되며 부동산 PF 관련 불확실성도 상존하고 있다. 다만, SOC 예산 증가, 민관 인프라투자 확대 등이 건설투자 부진을 일부 완화할 것으로 보인다. 이를 종합하면, 건설투자는 금년중 2.6% 감소한 후 내년에도 1.0% 감소할 것으로 예상된다.

40) SK하이닉스는 인공지능 반도체 수요 증가에 대응해 금년중 첨단공정 제품의 양산을 확대하고, HBM(고대역폭 메모리) 생산의 필수공정인 TSV(실리콘 관통 전극) 생산능력을 2배 이상 확대할 계획을 발표(1.25일)하였다.

41) 2022년 하반기 이후 부동산 경기 둔화, 건설사 및 시행사의 자금조달여력 약화 등으로 위축되었다.



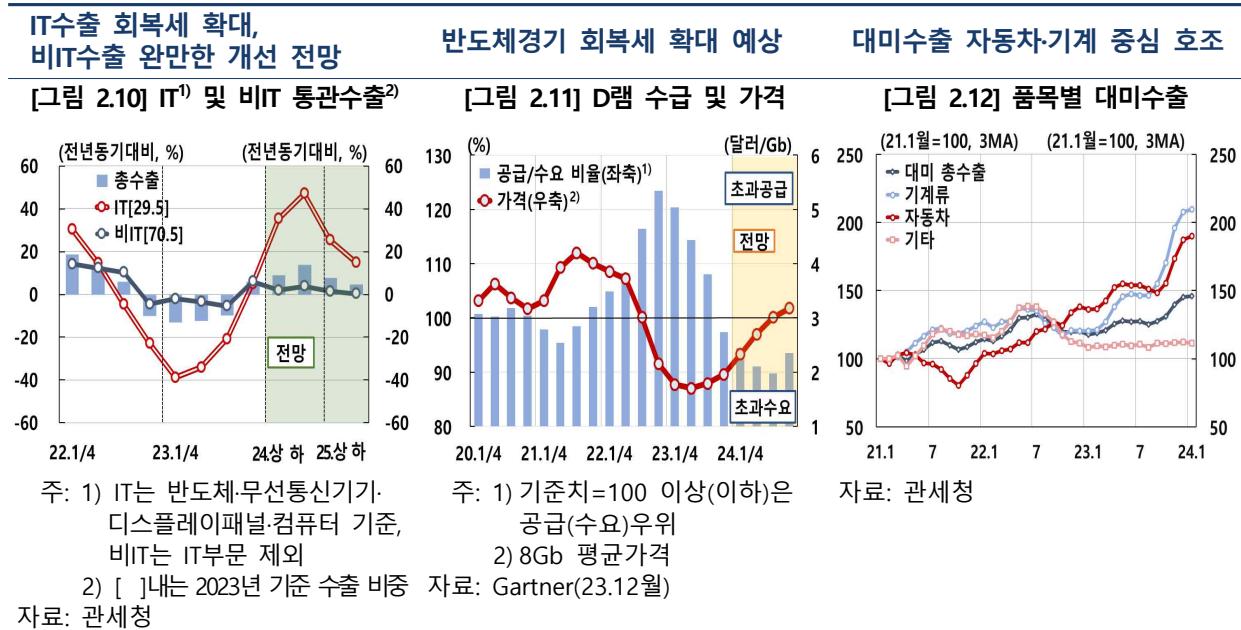
**2.6. 재화수출 실질GDP 기준은 글로벌 IT 경기가 회복되고 미국의 수입수요도 견조한 흐름을 이어가면서 증가세가 확대될 전망이다.** 지난해 4/4분기중 재화수출은 글로벌 반도체경기 개선, 미국 등 주요 선진국에서의 친환경·인프라 투자확대 등으로 예상보다 큰 폭 증가하였다. 앞으로도 우리 수출은 글로벌 AI서비스 수요 확대<sup>42)43)</sup>, 예상을 상회하는 미국 성장세<sup>44)</sup> 등을 배경으로 양호한 흐름을 이어갈 전망이다. 재화수출은 금년중 4.5% 증가하고 내년에는 3.6% 증가할 것으로 예상된다. 한편 재화수입은 내수 부진이 제약요인으로 작용하겠지만, 수출 및 설비투자 확대에 따라 자본재 등의 수요가 늘어나면서 금년과 내년 각각 2.7%, 3.1% 증가할 전망이다.

42) 마이크로소프트는 23.11월 엑셀, 파워포인트 등에 AI를 결합한 코파일럿(copilot)을 출시하였으며, 삼성전자는 AI 기능이 내재된(온디바이스AI) '갤럭시S24'를 24.1월에 출시하였다.

43) AI서버 투자(24년 27% → 25년 26%, yoy)는 일반서버(24년 5% → 25년 6%, yoy) 대비 큰 폭 성장할 것으로 보인다(Trendforce, IDC 및 주요 증권사, 23.11월).

44) 2024.1월 IMF는 올해 미국 경제성장을 전망치를 당초 1.5%에서 2.1%로 0.6%p 상향조정하였다.

## I. 주요 여건 점검 및 거시경제 전망



<b>&lt;경제성장 전망&gt;</b>										
	2022		2023			2024 <sup>e)</sup>			(전년동기대비, %) 2025 <sup>e)</sup>	
	연간	상반	하반	연간		상반	하반	연간	연간	
GDP 성장률	<b>2.6</b>	0.9	1.8	<b>1.4</b>		2.2	2.0	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>	
• 민간소비	<b>4.1</b>	3.1	0.6	<b>1.8</b>		1.1	2.0	<b>1.6</b>	<b>2.3</b>	
• 설비투자	<b>-0.9</b>	5.3	-4.0	<b>0.5</b>		2.6	5.7	<b>4.2</b>	<b>3.7</b>	
• 지식재산생산물투자	<b>5.0</b>	2.9	0.3	<b>1.6</b>		1.5	2.8	<b>2.2</b>	<b>3.3</b>	
• 건설투자	<b>-2.8</b>	1.8	1.0	<b>1.4</b>		-2.4	-2.9	<b>-2.6</b>	<b>-1.0</b>	
• 재화수출	<b>3.6</b>	-0.9	6.6	<b>2.9</b>		6.0	3.2	<b>4.5</b>	<b>3.6</b>	
• 재화수입	<b>4.3</b>	1.9	-3.0	<b>-0.6</b>		0.1	5.4	<b>2.7</b>	<b>3.1</b>	

자료: 한국은행

## 경상수지

**2.7. 통관수출(명목금액 기준, 전년동기대비)의 경우 IT품목의 회복세가 확대되고, 비IT품목은 글로벌 제조업 반등으로 점차 개선될 전망이다.** 지난해 4/4분기 수출은 반도체<sup>45)</sup> 등 주력품목 호조에 힘입어 큰 폭 증가하였다. 앞으로도 IT수출은 반도체경기 개선<sup>46)</sup>이 지속되고 AI기능이 탑재된 스마트폰 수요도 늘면서 총수출 회복을 이끌 전망이다. 비IT수출은 주요국의 친환경·인프라수요 확대로 자동차·기계류가 양호한 흐름<sup>47)</sup>을 지속하는 가운데, 화공품·석유제품 등도 중국·EU 등의 제조업 경기가 점차 회복되면서 수요가 늘어날 것으로 예상된다. 지역별로는 對미국 수출이 양호한 흐름을 지속하고, 對중국<sup>48)</sup> 수출은 반도체를 중심으로 점차 개선될 전망이다. 對아세안5 수출도 GVC재편에 따른 투자 확대, 다국적 기업들의 현지생산 확대 등의 영향으로 점차 늘어날 것으로 예상<sup>49)</sup>된다. **통관수입(명목금액 기준, 전년동기대비)은 수출 회복과 함께 증가로 전환되겠으나 미약한 내수 회복모멘텀 등으로 증가세는 완만할 것으로 예상된다.** 지난해 4/4분기 수입은 에너지가격 안정, 내수부진 등으로 원자재·자본재·소비재 모두 부진한 흐름을 보였다<sup>50)</sup>. 그러나 금년에는 수출과 설비투자가 회복되면서 자본재를 중심으로 수입부진이 점차 완화될 전망이다.

對선진국 및 對신흥국<sub>중국·ASEAN5</sub> 수출 개선



자료: 관세청

자본재 수입 반도체장비 등 증가 예상



자료: 관세청

45) 반도체 수출(통관수출, 일평균 기준)은 23.12월 전년동기대비 +29.6% 증가하였고 24.1월에도 36.9% 늘어나면서 개선세가 확대되었다.

46) D램 현물가(8Gb)는 23년 8월 1.459달러에서 24년 2.20일 현재 1.95달러로 상승하였다.

47) 자동차수출은 금년 들어 대기수요 소진 등의 요인으로 지난해보다 증가폭은 둔화될 것으로 보인다. 기계수출의 경우 미국의 견조한 성장세, 중남미 및 중동 지역 등의 인프라 수요 지속 등이 상방요인으로 작용한다.

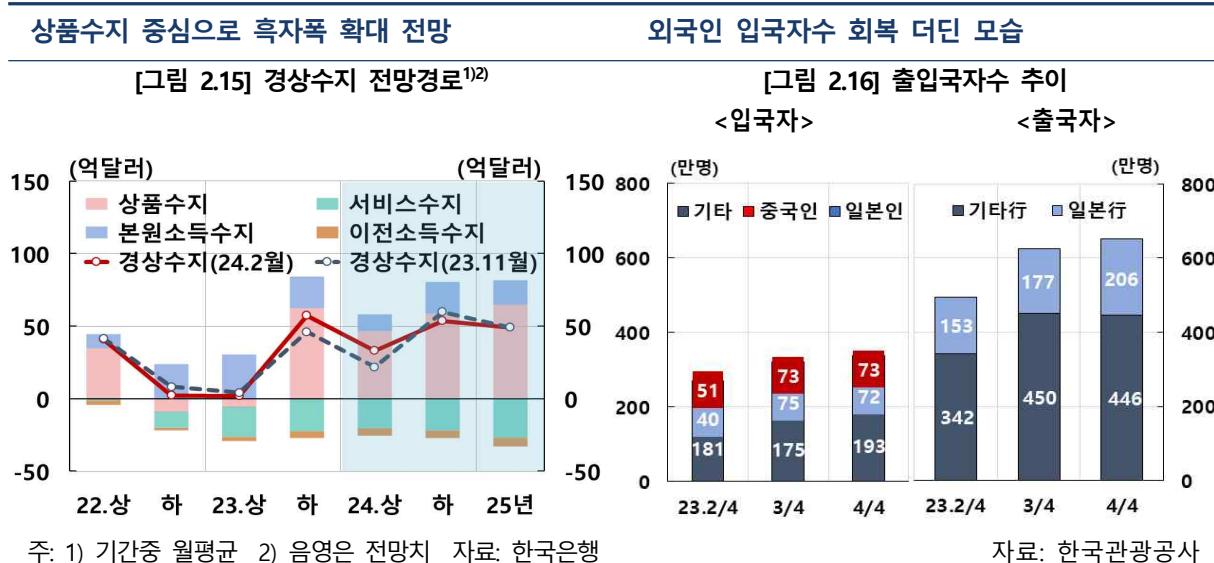
48) 대중국 일평균 수출(전년동기대비, %): (23.3Q) -20.2 → (4Q) -0.9 → (24.1월) +4.0

49) 자세한 내용은 **BOX 1** 「우리나라의 對아세안5 수출 특징 및 향후 전망」을 참조하기 바란다.

50) 24.1월에도 에너지(-16.2%), 승용차(-44.6%) 등을 중심으로 감소세가 이어지고 있다.

## I. 주요 여건 점검 및 거시경제 전망

**2.8. 경상수지는 흑자규모가 확대될 전망이다.** 지난해 4/4분기 경상수지는 수출이 개선세를 지속하는 가운데 수입이 예상보다 부진하면서 흑자규모가 연중 최대수준인 187억달러를 기록하였으며, 앞으로도 상품수지를 중심으로 흑자폭이 늘어날 전망이다. 경상수지 흑자규모는 올해 520억달러에 이어 내년에는 590억달러로 확대될 전망이다. 다만 서비스수지는 예상보다 저조한 외국인 관광객 입국 등으로 적자폭이 확대될 것으로 보인다.



<경상수지 전망>								
	2022		2023		2024 <sup>e)</sup>		(억달러) 2025 <sup>e)</sup>	
	연간	상반	하반	연간	상반	하반	연간	연간
경상수지	258	11	343	355	198	322	520	590
• 상품수지	156	-34	375	341	280	352	632	776
수출(통관) <sup>1)</sup>	6,836	3,070	3,252	6,322	3,342	3,554	6,897	7,312
	(6.1)	(-12.4)	(-2.4)	(-7.5)	(8.9)	(9.2)	(9.1)	(6.0)
수입(통관) <sup>1)</sup>	7,314	3,333	3,093	6,426	3,264	3,377	6,642	6,942
	(18.9)	(-7.8)	(-16.4)	(-12.1)	(-2.0)	(9.2)	(3.4)	(4.5)
• 서비스수지	-73	-123	-134	-257	-122	-129	-251	-316
• 본원·이전소득수지	175	168	102	271	40	99	139	130

주: 1) ( )내는 전년동기대비 증가율

자료: 한국은행

## 물 가

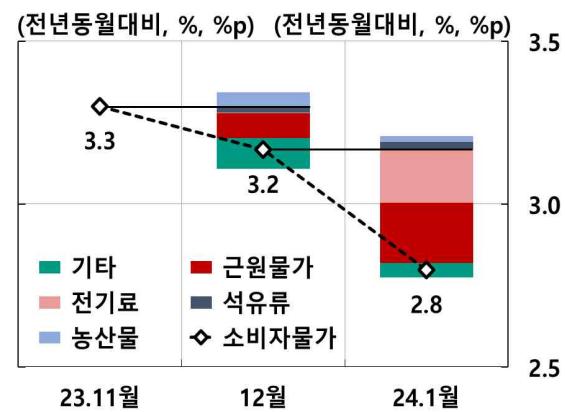
**2.9. 1월중 물가상승률은 수요압력 약화, 국제유가 하락 등으로 둔화 흐름을 이어갔다<sup>51)</sup>.** 근원물가(식료품·에너지 제외)를 보면 서비스물가와 상품가격이 각각 외식제외 개인 서비스와 내구재를 중심으로 오름세가 둔화되었다. 에너지가격은 지난해 1월 전기료 인상에 따른 기저효과<sup>52)</sup>가 작용하면서 하락 전환하였다. 가공식품가격은 정부의 주세(酒稅) 인하<sup>53)</sup> 등의 영향으로 오름세가 축소되었다. 반면 농산물가격은 지난해 10월 이후 과실을 중심으로 두 자릿수의 높은 오름세<sup>54)</sup>를 지속하고 있다. 이에 따라 생활물가<sup>55)</sup> 상승률도 3%를 상당폭 상회하는 높은 수준을 이어갔다.

### 최근 소비자물가 상승률은 둔화 흐름을 이어가며 2%대 후반 수준으로 하락

[그림 2.17] 소비자물가 및 근원물가



자료: 통계청

[그림 2.18] 월별 상승률 차이 분해<sup>1)</sup>

주: 1) 소비자물가 상승률 기여도 차이

자료: 통계청, 한국은행

**2.10. 일반인 기대인플레이션(향후 1년)도 둔화 흐름을 이어가고 있으나 여전히 팬데믹 이전 대비 높은 수준을 나타내고 있다<sup>56)</sup>.** 전문가 장기 기대인플레이션(5년앞, Consensus Economics)은 목표수준(2%) 부근에서 안정적으로 유지되고 있다.

51) 전년동월대비(%): [소비자물가] 23.11월 3.3% → 12월 3.2% → 24.1월 2.8%  
[근원물가] 2.9% → 2.8% → 2.5%

52) 지난해 1월에는 주택용 전기료가 13.1원/kWh 인상되었으나 금년 1월에는 동결되었다.

53) 올해 1월부터 국산 종류주 주세의 과세표준을 줄여주면서 소주 등의 출고가가 인하되었다. 2월부터는 국산 발효주와 기타주류에 대해서도 주세를 인하하였다.

54) 지난해 작황 부진 등의 영향이 이어지면서 1월중 사과(56.8% 전년동월비), 귤(39.8%) 등이 높은 오름세를 지속하였다.

55) 체감물가를 포착하기 위해 소비자물가 내 구입빈도와 지출비중이 높은 144개 품목으로 작성한 지수이다.

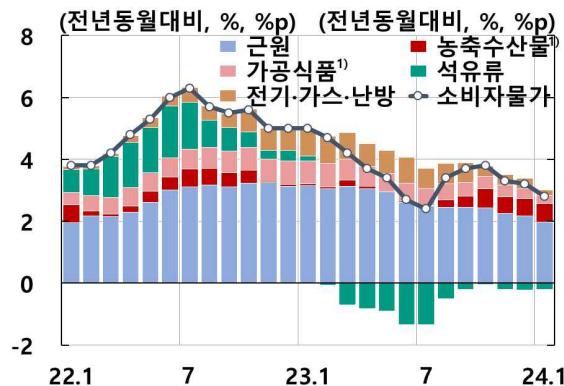
전년동월대비(%): 23.11월 3.9% → 12월 3.7% → 24.1월 3.4%

56) (%)  
▶ BOK 일반인(향후1년) 23.5월 3.5 6월 3.5 7월 3.3 8월 3.3 9월 3.3 10월 3.4 11월 3.4 12월 3.2 24.1월 3.0 2월 3.0  
▶ Consensus 전문가(5년앞) 2.0 2.0 2.0 2.0 2.0 2.0 2.0 2.0 1.9 1.9

## I. 주요 여건 점검 및 거시경제 전망

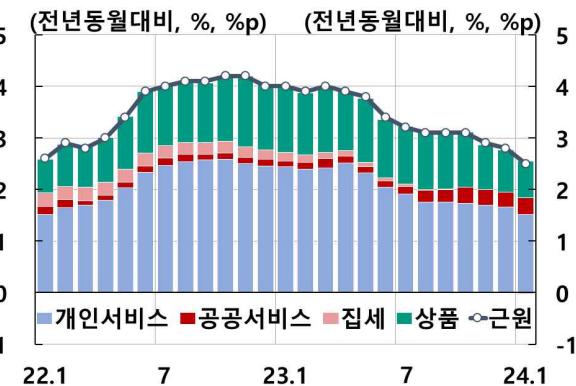
### 소비자물가 상승률은 미약한 수요압력, 국제유가 하락 등의 영향으로 둔화 흐름을 지속

[그림 2.19] 소비자물가 상승률 및 기여도



주: 1) 균원품목 제외  
자료: 통계청, 한국은행

[그림 2.20] 균원물가 상승률 및 기여도

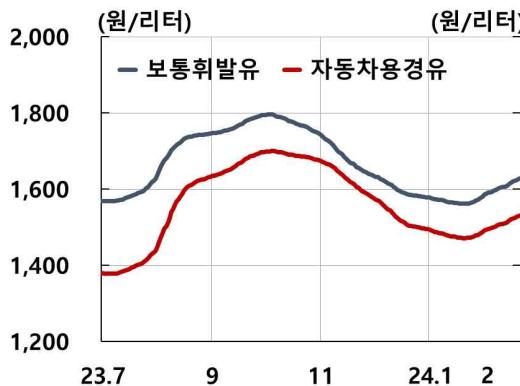


자료: 통계청, 한국은행

2.11. 앞으로 소비자물가 상승률은 지정학적 리스크로 최근 유가가 상승한 점, 농산물가격이 높은 수준을 이어가고 있는 점 등을 감안할 때 일시적으로 다소 상승할 가능성이 있다. 다만 추세적으로는 국제유가<sup>57)</sup> 급등과 같은 추가적인 공급충격이 발생하지 않는다면 완만한 둔화 흐름을 이어갈 것으로 보인다.

### 석유류가격은 1월 하순부터 상승 전환

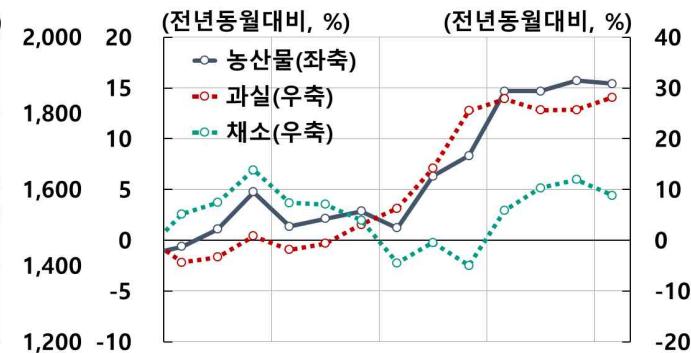
[그림 2.21] 석유류가격



자료: 오피넷

### 농산물가격은 과실 중심으로 높은 오름세 지속

[그림 2.22] 농산물가격 상승률



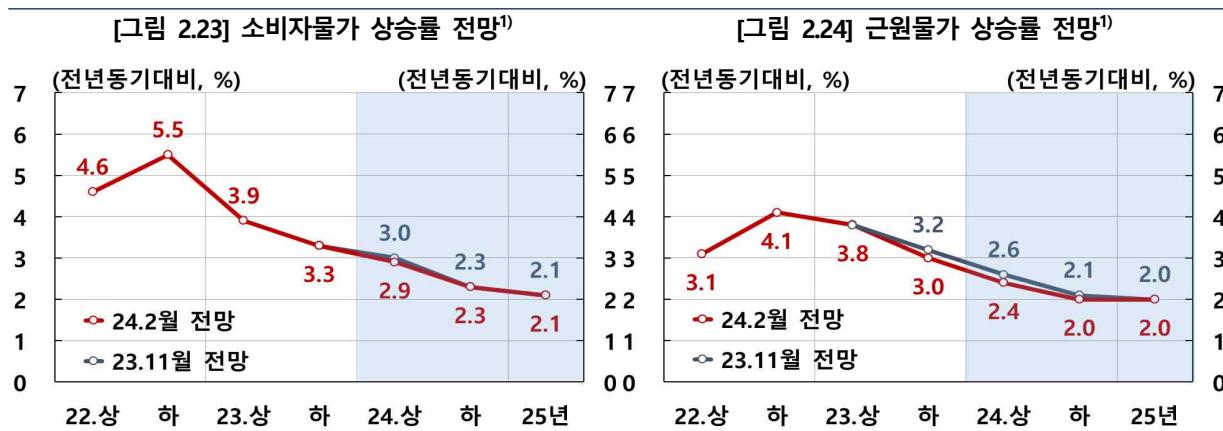
자료: 통계청

57) (기간중 평균)

	23.1월	8월	9월	10월	11월	12월	24.1월	21~21일
▶ 두바이유(달러/배럴)	80.0	86.6	93.1	90.6	83.5	77.2	78.9	81.1
▶ 휘발유(원/리터)	1,562.9	1,716.8	1,769.2	1,775.9	1,684.1	1,600.6	1,569.2	1,607.0
▶ 경유(원/리터)	1,675.4	1,573.2	1,666.5	1,690.3	1,628.2	1,526.3	1,480.1	1,510.8

**2.12. 올해 연간 균원물가 상승률은 미약한 내수압력 등의 영향으로 11월 전망치(2.3%)를 소폭 하회하는 2.2%로 예상되나, 소비자물가 상승률은 지난 전망 수준(2.6%)에 부합할 것으로 보인다.** 당초 예상에 비해 내수가 부진한 흐름을 보이면서 서비스 물가 상승률이 완만한 둔화 흐름을 이어가고 균원상품가격도 지난해 말까지 높은 수준을 이어가던 모멘텀이 다소 약화될 것으로 보인다. 다만 높은 농산물가격 지속, 최근 환율 상승 등이 상방압력으로 작용할 것으로 예상된다.

#### 소비자물가와 균원물가 모두 추세적 둔화 흐름 지속하는 가운데 지난 전망경로 다소 하회 전망



주: 1) 음영은 전망치

자료: 통계청, 한국은행

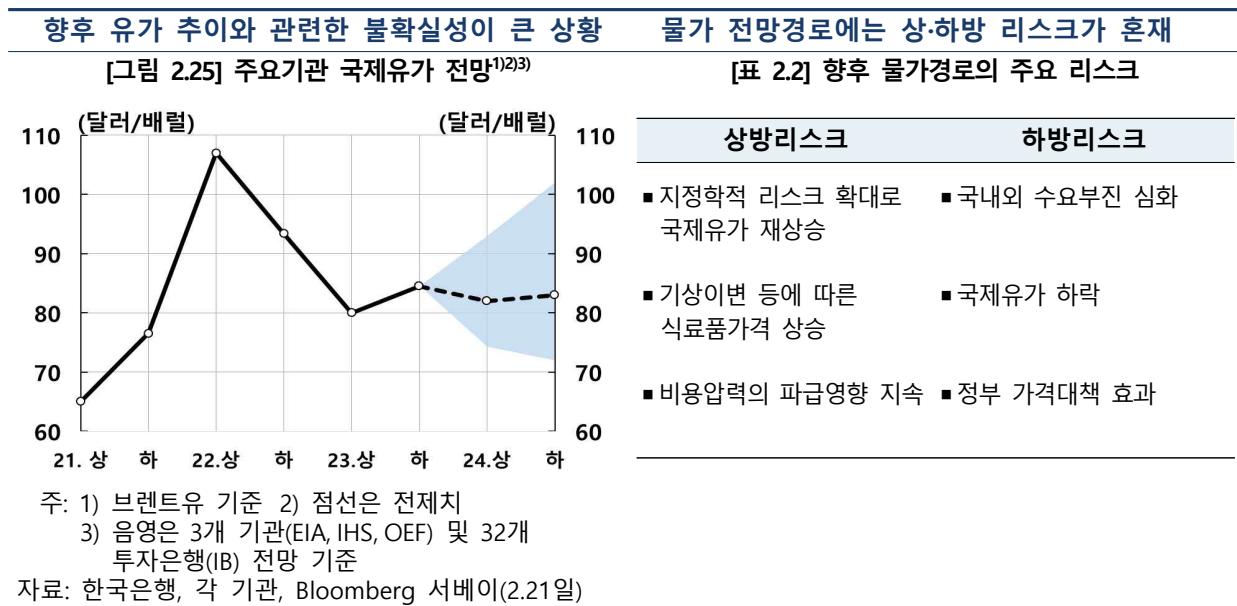
주: 1) 음영은 전망치

자료: 통계청, 한국은행

**2.13. 향후 물가 전망경로의 불확실성은 여전히 큰 상황이다.** 국내외 수요부진 심화, 유가 하락 등이 하방리스크로, 중동지역의 지정학적 정세 불안과 그에 따른 유가 급등, 국내외 기상이변, 비용압력의 파급영향 지속 등은 상방리스크로 각각 잠재되어 있다. 비용압력의 영향과 관련하여 최근 기업의 생필품가격 조정행태를 분석<sup>58)</sup>해본 결과, 가격인상 빈도가 22년 이후 다소 줄어들었으나 여전히 팬데믹 이전 수준을 상회하는 등 관련 리스크가 상존해 있다.

58) 자세한 내용은 향후 BOK이슈노트로 발간될 예정인 <팬데믹 이후 국내기업 가격조정행태 변화의 특징과 영향>을 참고하기 바란다.

## I. 주요 여건 점검 및 거시경제 전망



**<물가 전망>**

(전년동기대비, %)

	2022		2023		2024 <sup>e)</sup>		2025 <sup>e)</sup>	
	연간	상반	하반	연간	상반	하반	연간	연간
소비자물가 상승률	<b>5.1</b>	3.9	3.3	<b>3.6</b>	2.9	2.3	<b>2.6</b>	<b>2.1</b>
• 균원물가 <sup>1)</sup>	<b>3.6</b>	3.8	3.0	<b>3.4</b>	2.4	2.0	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>

주: 1) 식료품·에너지 제외 기준

자료: 한국은행

## 고 용

**2.14. 취업자수 증가 규모는 지난 전망 수준에 대체로 부합하는 25만명 수준으로 전망된다.** 최근 고용상황을 보면, 제조업 취업자수가 증가 전환하고 서비스업에서는 보건복지, 정보통신, 전문과학기술을 중심으로 증가세가 이어지고 있다. 앞으로도 글로벌 IT 경기 개선 등으로 제조업 고용이 점차 회복되고 여성·고령층의 노동공급이 지속되겠으나, 내수 회복 모멘텀 약화 등으로 서비스 부문의 증가폭은 점차 축소될 것으로 예상된다. 한편 실업률은 금년과 내년 모두 2.9%로, 고용률은 금년중 62.8%, 내년중 63.0%로 전망된다.

취업자수 증가세 완만하게 둔화



자료: 통계청

실업률<sup>1)</sup>(고용률)은 팬데믹 이전 대비 낮은(높은) 수준

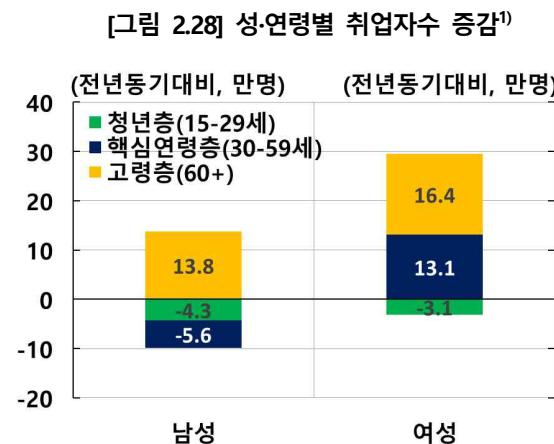
[그림 2.27] 실업률 및 고용률



주: 1) 23.12월 실업률은 정부 일자리 사업 종료로 60세 이상 실업자가 증가하며 큰 폭 상승

자료: 통계청

취업자수 여성·고령층 중심으로 증가

주: 1) 23.4/4분기 기준  
자료: 통계청

업종별로는 서비스업 증가세 다소 둔화

주: 1) 숙박음식, 도소매, 교육, 예술·스포츠·여가, 개인서비스 등  
자료: 통계청

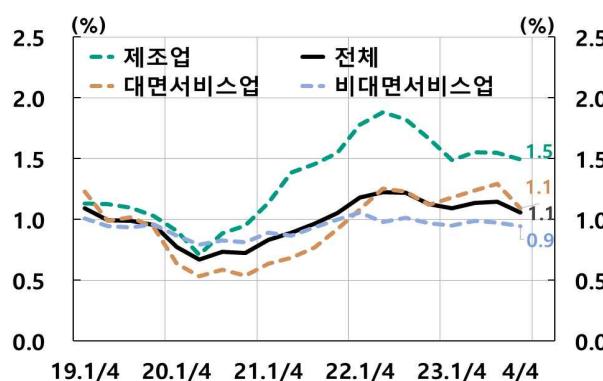
## I. 주요 여건 점검 및 거시경제 전망

### 2.15. 타이트한 노동수급 상황은 지난해 4/4분기 중 다소 완화된 모습을 보였다.

빈일자리율은 대면서비스업을 중심으로 소폭 하락하였으며, 실업률은 소폭 상승하였다. 다만 빈일자리율과 실업률은 여전히 베버리지 곡선 상에서 타이트한 영역(낮은 실업률, 높은 빈일자리율)에 위치하고 있다.

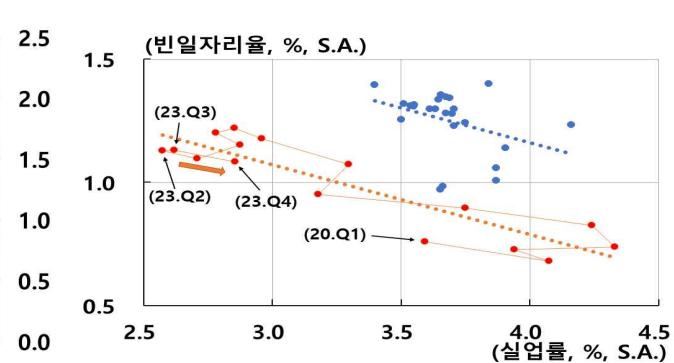
#### 노동수급 상황은 최근 제조업을 중심으로 여전히 타이트한 모습

[그림 2.30] 산업별 빈일자리율



자료: 통계청, 고용노동부

[그림 2.31] 베버리지 곡선<sup>1)</sup>



주: 1) 파란 점은 팬데믹 이전, 빨간 점은 팬데믹 이후를 각각 나타냄

자료: 통계청, 고용노동부, 한국은행

#### <고용 전망>

(만명, %)

	2022	2023		2024 <sup>e)</sup>			2025 <sup>e)</sup>	
	연간	상반	하반	연간	상반	하반	연간	연간
취업자수 증감 <sup>1)</sup>	82	37	28	33	27	23	25	18
실업률 (S.A.)	2.9	3.0	2.4	2.7	3.1	2.7	2.9	2.9
고용률 <sup>2)</sup>	62.1	62.2	63.0	62.6	62.5	63.1	62.8	63.0
	[68.9]	[69.6]	[69.2]	[69.4]	[70.0]	[70.3]	[69.7]	[70.3]

주: 1) 전년동기대비 2) 15세 이상, [ ]내는 15~64세(OECD 기준)

자료: 통계청, 한국은행

## 시나리오 분석

### 시나리오 1 : 중동지역 등 글로벌 지정학적 갈등 확대

최근 홍해지역을 둘러싼 지정학적 갈등은 해상운송 차질을 야기해 물류비 상승, 운송지연<sup>59)</sup> 등으로 이어지고 있다<sup>60)</sup>. 중동지역을 포함한 글로벌 지정학적 갈등이 다시 확대될 경우 글로벌 공급망이 교란되고 주요 원자재 가격은 상승할 가능성이 있다. 이 경우 올해 우리 성장률은 기본 전망<sub>baseline</sub> 대비 **-0.1%p** 하락하고 물가상승률은 **+0.2%p** 높아질 것으로 추정된다.

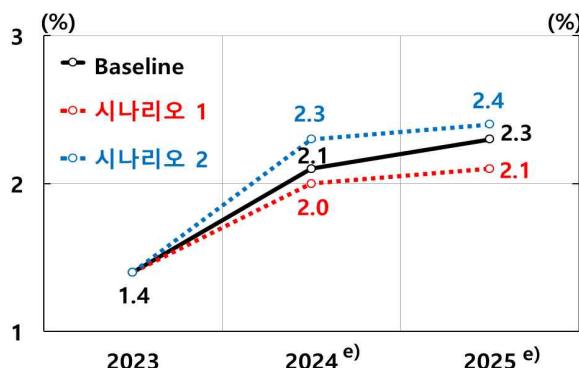
### 시나리오 2 : AI 투자 확대 등 글로벌 IT 경기의 빠른 반등

최근 AI 탑재 스마트폰 등 AI 제품 on-device에 대한 관심이 높아지고 있다. AI 확산이 예상을 웃돌아 새로운 유효수요를 창출하고 이로 인해 글로벌 IT 경기가 빠르게 반등할 경우 고성능·고용량 반도체에 우위가 있는 우리경제는 올해 성장률과 물가상승률이 각각 **+0.2%p, +0.1%p** 높아질 가능성이 있다.

#### < 시나리오별 주요 전제 >

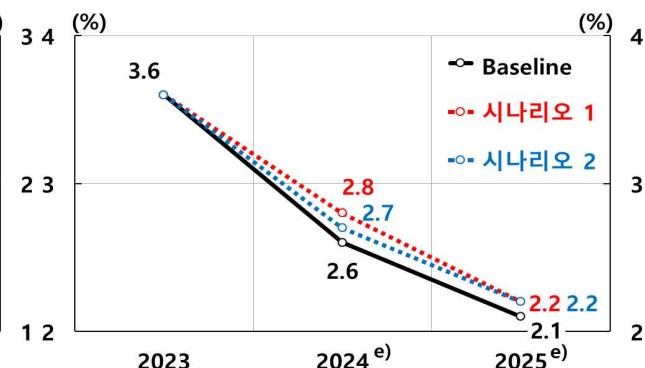
	Baseline		시나리오1		시나리오2	
	2024년 <sup>e)</sup>	2025년 <sup>e)</sup>	2024년 <sup>e)</sup>	2025년 <sup>e)</sup>	2024년 <sup>e)</sup>	2025년 <sup>e)</sup>
▶ 세계 성장률	3.0%	3.1%	-	-	+0.3%p	+0.1%p
▶ 국제유가(Dubai)	82달러	79달러	+8달러	+8달러	+3달러	+3달러

[그림 2.32] 시나리오별 GDP성장률



자료: 한국은행

[그림 2.33] 시나리오별 물가상승률



자료: 통계청, 한국은행

59) 최근 홍해지역을 둘러싼 지정학적 갈등으로 수에즈 운하를 경유하는 해상 물동량(209만톤/일)이 전년동기대비 42.3% 감소하였다(IMF Portwatch, 2.13일).

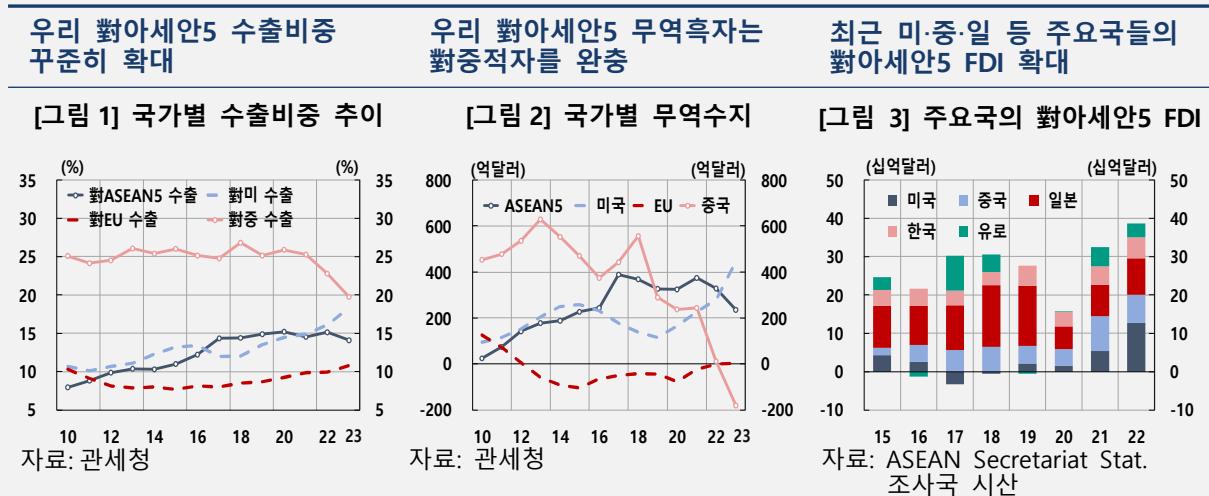
60) 또한 지난 1월말 중동지역 주둔 미군이 친이란 세력의 드론 공격으로 사망함에 따라 미국이 보복을 천명하면서 지정학적 갈등이 새로운 국면으로 전환될 가능성이 높아졌다(Financial Times, 1.29일).

## BOX 1 우리나라의 對아세안5 수출 특징 및 향후 전망

### 우리나라 수출에서 아세안5 지역이 중요해진 배경

우리나라의 對아세안5<sup>61)</sup> 수출은 2010년 이후 여타 수출대상국보다 빠르게 성장하고 있다. 동 지역이 2023년 우리 총수출에서 차지하는 비중은 중국과 미국에 이어 세 번째<sup>62)</sup>로 높아졌으며, 對아세안5 무역수지 흑자규모 역시 2019년 이후<sup>63)</sup> 對중 흑자규모를 크게 넘어섰다. 또한 우리나라의 해외직접투자에서도 동 경제권역에 대한 투자(2023년 기준)가 對미 투자에 이어 두 번째<sup>64)</sup>로 높아지는 등 아세안5 지역은 우리 교역에서 그 위상이 나날이 올라가고 있다.

아세안5 지역은 우리나라뿐만 아니라 중국·미국·일본 등의 주요국 기업들에게도 국외 생산거점이자 수출시장으로서 중요성이 커지고 있다. 다국적 기업들은 <sup>①</sup>2010년 이후부터 중국의 생산비용 급증<sup>65)</sup> 등으로 생산거점을 아세안5 지역으로 꾸준히 이전해왔다. 이에 더해 최근에는 <sup>②</sup>미·중 무역갈등 등 지정학적 분절화의 영향으로 이들 기업에게 중국 이외 지역으로 공급망을 다변화<sub>China+1</sub>할 필요성이 증대되었다. 또한, <sup>③</sup>아세안5 지역이 풍부한 인구를 바탕으로 소비시장으로서의 잠재력이 높다는 점도 다국적 기업이 아세안5 지역을 주목하는 이유이다. 실제로 2020년 이후 우리나라뿐만 아니라 미·중·일의 아세안5에 대한 투자가 꾸준히 늘고 있어 글로벌 공급망 및 소비재 수출시장으로서의 중요성은 앞으로 더욱 커질 전망이다. 이러한 교역환경의 변화 속에서 우리 對아세안5 수출의 특징과 향후 전망을 살펴봄으로써 해당 지역으로의 수출 증진을 위한 시사점을 도출하고자 하였다.



61) 전체 ASEAN 10개국중 우리나라와 수출비중이 높은 베트남, 말레이시아, 인도네시아, 필리핀, 태국을 의미한다.

62) 개별국가 기준으로도 아세안5 국가들중 베트남은 우리 총수출에서 8.5%를 차지하여 중국(19.7%), 미국(18.3%)에 이어 우리의 제 3위 수출국이다.

63) 2023년에는 대미 수출이 자동차, 기계 등을 중심으로 크게 늘면서 대미 무역흑자가 445억달러로 對아세안5 흑자규모(236억달러)를 상회하였다.

64) FDI(outward)기준으로 2022년까지는 중국으로의 비중이 아세안5지역으로의 비중보다 높았으나, 2023년 현재 미국 다음으로 많은 규모의 해외직접투자가 이루어지고 있다(조세피난처인 케이만군도(2위) 제외).

65) 2022년 기준 중국의 월 최저임금은 286달러 수준인 반면, 베트남 및 인도네시아는 각각 상대적으로 낮은 167달러, 180달러 수준이다(ILO).

## 우리의 對아세안5 수출 특징

[① 높은 중간재 비중, 낮은 소비재 비중] 아세안5 국가들은 글로벌 공급망 구조에서 주로 한·중·일 등으로부터 중간재를 수입<sup>66)</sup>하여 가공 후 미국·EU 등 선진국으로 최종 재를 수출하거나 중국 등 인접 국가로 다시 중간재를 수출<sup>67)</sup>하는 생산공장의 역할을 하고 있다.

이를 반영하여 우리나라의 對아세안5 수출 역시 현지 생산공정에 투입되는 중간재가 대부분을 차지하고 소비재 비중은 매우 낮다. 품목별로 보면, 반도체가 우리의 對아세안5 전체 수출에서 차지하는 비중이 20% 이상이고 석유제품·화공품 등 여타 중간재 비중도 60% 이상의 높은 수준을 차지하고 있어 **우리의 대중 수출구조<sup>68)</sup>와도 유사하다**. 반면에 식품, 의복 등 최종재는 5% 수준에 불과하다. 국가별로 보면, 우리의 對아세안5 총수출중 60%는 베트남이 차지하고 있으며, 여타 4개국에 대한 수출비중은 각각 10% 수준이다. 對베트남 수출의 경우에도 반도체가 24%를 차지하고 소비재 비중은 4%로 매우 낮다. 이같은 중간재 위주의 수출구조는 우리 기업들의 對아세안5 투자가 현지시장 진출<sup>horizontal FDI</sup> 목적보다는 생산비용 우위에 기반한 수직적 생산분업<sup>vertical FDI</sup>의 성격이 강한 데 따른 것이다. 이에 더해 최근 우리의 對아세안5 직접투자에서 제조업 비중이 높은 점을 감안하면 중간재 위주의 수출구조는 당분간 유지될 것으로 예상된다.

우리 對아세안5 수출은 반도체, 석유화학 위주

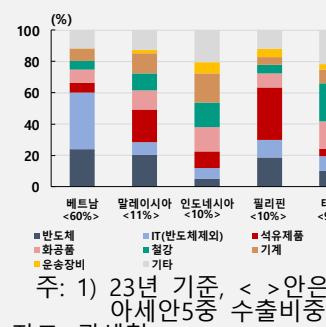
[그림 4] 우리 對아세안5 수출 품목별 비중



자료: 관세청

우리 對아세안5 수출은 주로 베트남·반도체 중심으로 구성

[그림 5] 우리 對아세안5 국가별 품목별 수출 비중<sup>1)</sup>



주: 1) 23년 기준, <>안은 아세안5중 수출비중

자료: 관세청

우리 對아세안5지역 FDI도 주로 IT산업, 석유화학 중심

[그림 6] 우리의 對아세안5 FDI 산업별 비중<sup>1)</sup>



주: 1) 22~23년 평균, 개별산업은 제조업내 비중

2) 식료품, 의복, 고무 가죽제품 등

자료: 한국수출입은행

[② 미국의 소비와 중국의 산업생산에 크게 좌우] 우리의 對아세안5 수출은 미국과 중국이 자국내 소비와 생산을 목적으로 아세안5로부터 수입하는 수요에 크게 영향받고 있으며, 특히 2010년대 중반 이후에는 미국 소비의 영향이 크게 확대되었다. 먼저 아세안5 국가들의 수출구조를 보면, 對미 수출에서는 식료품, 의복 등 소비재 비중이 높은 반면 對중 수출은 석유화학, 금속·비금속 등 중간재 비중이 높다.

66) 2022년 아세안5 전체 수입에서 한·중·일이 차지하는 비중은 42.2%이며, 이들 3개국으로부터 수입하는 품목의 상당부분이 중간재(국별 총수입중 중간재 비중 : 중 66.6%, 한 89.0%, 일 75.9%)이다.

67) 2022년 아세안5의 주요 수출국은 미국(17.1%), 중국(15.7%), EU(10.4%) 등이며 미국과 EU로 수출은 최종재가 절반 이상(국별 총수출중 최종재 비중 : 미 64.3%, EU 51.4%)을 차지하지만 對중국 수출은 중간재 비중(70.5%)이 높다.

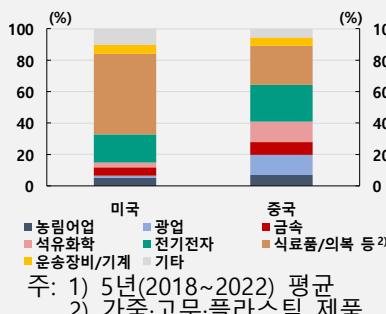
68) 2023년 우리의 對중국 중간재 수출 비중은 83.7%이며, 최종재 비중은 14.6%이다.

따라서 아세안5로 수출된 우리 중간재는 역내에서 가공을 거친 후 주로 미국의 최종 소비 용도로 수출되거나 중국내 생산에 사용되는 중간재의 용도로 수출된다고 볼 수 있다. 실제로 미국의 소비지출 또는 중국의 산업생산과 우리나라의 對아세안5 수출은 아세안5내 생산을 통해 연결되어 상관관계가 높으며<sup>69)</sup>, 특히 미국 소비와의 연계성이 과거보다 크게 강화되었다.

이는 국제산업연관표를 이용한 최종귀착지분석을 통해서도 확인할 수 있다. 구체적으로, 우리의對아세안 수출은 다음과 같은 직접경로와 간접경로를 통해 유발된다. 먼저 아세안5 국가들이 해당 지역내에서 나타난 수요(소비·투자)를 충족하기 위해 중간재를 수입하여 생산하는 경우 우리의對아세안 중간재 수출은 해당 지역내에 최종 귀착된다. 이와 달리 미국·중국 등에서 발생한 수요를 충족하기 위해 아세안5 국가들이 중간재를 수입하여 생산 및 수출하는 경우 우리의對아세안 수출은 여타 지역으로 최종 귀착된다. 2022년을 기준으로 우리의對아세안5 중간재 수출중 약 절반은 아세안5 국가들의 소비와 투자로 인해 유발된 생산직접경로에 사용되었다. 나머지 절반은 아세안5 역외 국가들의 소비와 투자에 의해 유발되어 아세안5 지역에서 생산공정을 거쳐 수출간접경로되었는데, 역외 국가들 중에서는 미국(11%)과 중국(9%)으로 귀착된 비중이 높았다. 이러한 직·간접 경로의 크기를 미중 무역분쟁이 본격화되기 전과 비교해 보면, 2022년 우리對아세안5 중간재 수출중 아세안5 역내를 최종 귀착지로 하는 비중은 2015년 대비 7.7%p 축소된 반면 미국·EU와 중국을 귀착지로 하는 비중은 각각 5.6%p 및 4.6%p 확대되었다.

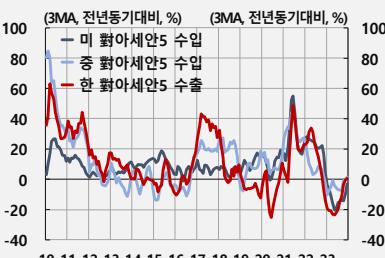
아세안5의 对미 수출은 최종재, 우리 对아세안5 수출은 미국 및 우리 对아세안5 중간재 수출의  
对중 수출은 중간재 위주 중국의 수입수요와 높은 연계성이 미·중 최종구매지 비중 확대

### [그림 7] 아세안5의 對미·중 수출 품목별 비중<sup>1)</sup>



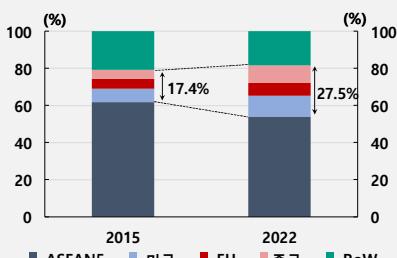
2) 가구 노  
포함

### [그림 8] 우리 對아세안5 수출과 미·중의 對아세안5 수입



10 11 12 13 14 15

## 우리 對아세안5 중간재 수출 최종구착지



자료: ADB, MBDI, 조사결 시사

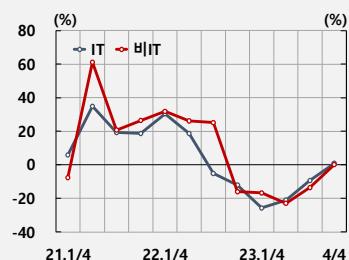
전략 미 시사점

우리 **對아세안5** 수출은 22.4/4분기 이후 글로벌 IT 경기부진 등의 영향으로 감소세를 지속하였으나, 지난해 3/4분기부터는 반도체를 중심으로 부진이 완화되고 있다. 앞으로도 우리나라의 **對아세안5** 수출은 IT경기 회복세가 지속되는 가운데 예상을 뛰어넘는 미국 경제성장세, 주요 신흥국으로의 투자 확대 등으로 꾸준히 늘어날 전망이다. 특히 아세안5의 경기회복에 따른 **직접경로**뿐 아니라 미국의 양호한 경기흐름과 유럽의 소비회복에 따른 **간접경로**도 우리나라의 **對아세안** 수출 증대에 기여할 것으로 예상된다.

다만 구조적 측면에서 보면 아세안5의 글로벌 생산거점 기능이 갈수록 공고해지면서 중장기적으로 해당 지역내 수입시장에서 우리의 주요 수출품목을 중심으로 시장점유율 확보 경쟁이 치열해질 것으로 예상된다. 구체적으로 아세안5 수입시장에서 우리나라의 점유율은 2017년 이후 다소 하락하였으며, 우리 기업들이 여타 신흥국에 비해 우위를 보이는 고위기술 중간재<sup>70)</sup>의 점유율도 상승세를 멈추고 정체되어 있다. 이는 중국이 여타 국가들과 마찬가지로 비용절감 등을 위해 아세안5 지역으로의 생산기지 이전을 확대하는 가운데 최근에는 미국의 무역규제 회피를 위해 베트남·멕시코 등을 통한 우회수출<sup>71)</sup>을 늘리고 있는 점에도 상당부분 기인한다. **중간재뿐만 아니라 전기차·배터리 등 소비재 부문에서도 경쟁이 심화될 전망이다.** 최근 중국과 일본 기업들은 자동차·배터리(전기차) 공장 착공 등을 통해 현지생산 및 역내판매 증대를 추진하는 한편, 스마트폰 공장 준공(OPPO, 인도네시아), 차량용반도체 공장 건설(SONY, 태국) 등 아세안 지역의 풍부한 소비시장을 겨냥한 투자도 늘려나가고 있다.

**최근 對아세안5 수출은 IT와 비IT 모두에서 부진이 완화**

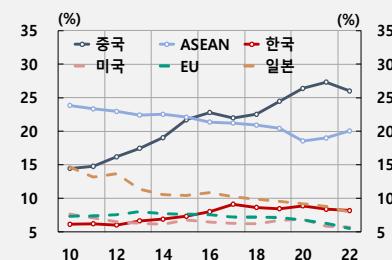
[그림 10] 최근 對아세안5 수출 증가율



자료: 관세청

**아세안5내 우리 수출품 시장점유율은 하락**

[그림 11] 아세안 수입시장의 국가별 비중 추이



주: 1) 아세안은 역내 10개국 모두에 대한 수입 비중

자료: UN Comtrade

**고급 중간재의 수입시장 점유율도 정체**

[그림 12] 아세안5 고위기술 수입 중 한국 수출 비중



주: 1) 아세안5의 고위기술 중간재 수입에서 우리 수출이 차지하는 비중

자료: OECD

우리나라 기업들은 그간 중국시장을 생산기지로 삼아 중간재 중심의 對중국 수출구조를 성공적으로 활용해 온 반면, 내수시장 안착에는 어려움을 겪었다. 2010년대부터 중국이 자급률을 높이고 내수중심의 성장을 도모하면서 우리의 대중 수출은 구조적 제약에 직면하고 있는 것으로 평가된다. 이러한 경험에 비추어볼 때 앞으로 對아세안 수출이 꾸준히 성장하기 위해서는 먼저 생산기지로서의 활용 측면에서 우리 주력 중간재의 질적 고도화에 힘쓰는 한편, 아세안의 인구 및 소비시장 성장 가능성을 감안하여 양질의 소비재 수출 증대에도 관심을 기울여야 할 것이다.

69)

**우리나라의 對아세안5 수출과 미국 소비자출·중국 산업생산과의 상관관계**

	2010~2015년		2016~2023년		2010~2015년	2016~2023년	
	미국 소비자출	0.15	0.51	0.81		0.54	

70) 우주항공, 전자부품, 컴퓨터 및 사무기기, 정보통신 등의 제품이 해당된다(OECD).

71) 신현송 외 (BIS, 2023)는 중국으로부터 미국으로 귀착되는 공급자-소비자간 길이가 아시아지역을 통해서 늘어나면서 공급망이 아시아지역으로 집중되는 패턴이 있음을 기업데이터를 통해 보였다.

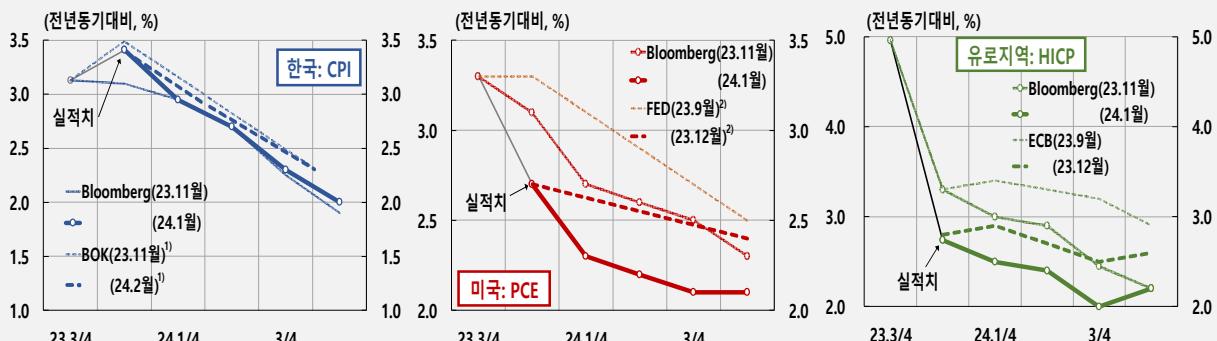
## BOX 2 최근 한국·미국·유로지역의 디스인플레이션 흐름 평가

### 최근 주요국 물가전망 변화

지난해 4/4분기 중 미국, 유로지역 등 주요 선진국의 물가상승률이 예상보다 빠르게 둔화되면서 연말연초에 중앙은행과 시장은 2024년도 물가전망을 하향 조정하였다<sup>72)</sup>. 미국, 유로지역은 우리나라와 달리 2023년 4/4분기 headline 물가상승률의 실적이 당시 중앙은행이나 시장의 전망을 크게 하회하였다. 특히 미국 경제는 이에 더해 성장세도 당초 예상을 웃도는 흐름을 지속하면서 일각에서 '골디락스Goldilocks'보다 좋은 상황이라는 평가까지 제기되고 있다<sup>73)</sup>.

#### 우리나라와 달리 미국과 유로지역의 24년도 headline 물가상승률 전망은 상당폭 하향 조정

[그림 1] 시장 및 중앙은행의 주요국 Headline 물가상승률 전망



주: 1) 한국은행 전망은 반기 기준

2) 미 연준 전망은 각 연도 4/4분기 전년동기대비 상승률을 선형보간

자료: Bloomberg, 각국 중앙은행

### 디스인플레이션 동인 drivers 차별화

하지만 최근 주요국 소비자물가 상승률의 둔화 추세가 크게 완만해진 가운데 올해 1월 美 CPI상승률이 예상을 상회하면서 '라스트 마일last mile' 과정에서 물가가 목표수준으로 순조롭게 수렴해 갈지에 대한 우려가 다시 커진 상황이다. 주요국 headline 물가상승률은 정점부터 12개월 동안(이하에서 「정점+12개월」로 표기)은 에너지가격 하락이 글로벌 디스인플레이션의 공통요인으로 작용<sup>74)</sup>하면서 빠르게 둔화되었으나, 「정점+12개월」 이후에는 기저 효과가 사라지고 유가가 다시 상승하면서 둔화 흐름이 주춤하고 있다. 미국은 올해 1월 CPI상승률이 3.1%로 전월(3.4%)대비 둔화되었으나 근원서비스물가의 상승모멘텀이 확대되면서 시장 예상(2.9%)를 상회하였으며, 유로지역은 지난해 11월 2.4%까지 낮아졌다가 올해 1월 2.8%로 반등하였다. 우리나라의 소비자물가 상승률은 지난해 10월 3.8%를 기록한 이후 둔화 흐름을 재개하여 올해 1월 2.8%까지 낮아졌으나 여전히 지난해 7월 (2.4%)보다 높은 수준이다.

72) 24년 Headline 물가상승률 전망(%), 전망시점: 23.11월 → 24.1월. 단 미국·유로지역 중앙은행은 23.9월 → 12월)

▶ 중앙은행: 한국CPI 2.6 → 2.6(2월 전망) 미국PCE(4/4분기) 2.5 → 2.4 유로지역HICP 3.2 → 2.7

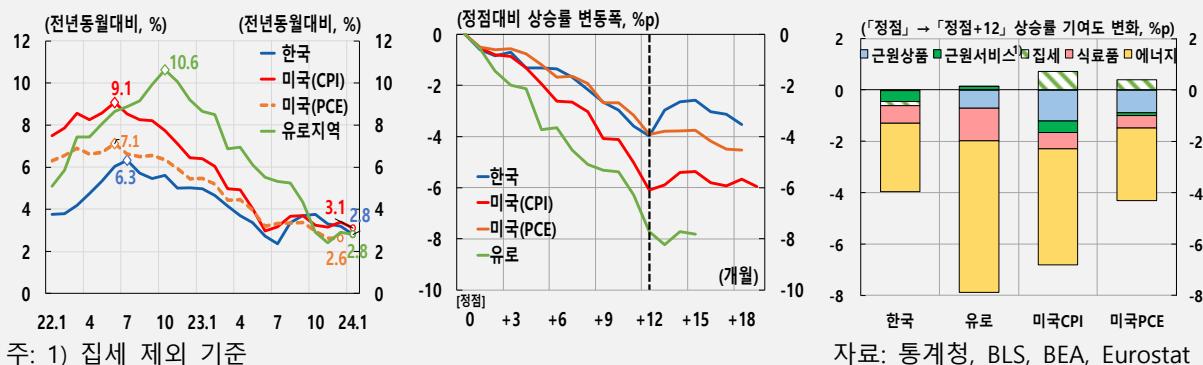
▶ Bloomberg: 2.5 → 2.5 2.5 → 2.2 2.6 → 2.3

73) Krugman은 최근 미 경제를 소프트랜딩 가능성을 넘어 '골디락스'보다 더 견조한 상황(Our Economy Isn't 'Goldilocks.' It's Better)으로까지 평가하였다(NYT, 2.1일).

74) 정점 이후 12개월간은 기저효과가 하방요인으로 크게 작용한 가운데 유가도 하락세로 전환하였다.

주요국 Headline 물가상승률은 22년 정점 이후 12개월간 빠르게 둔화하다가 이후에는 다소 주춤

[그림 2] 주요국의 Headline 인플레이션 추이



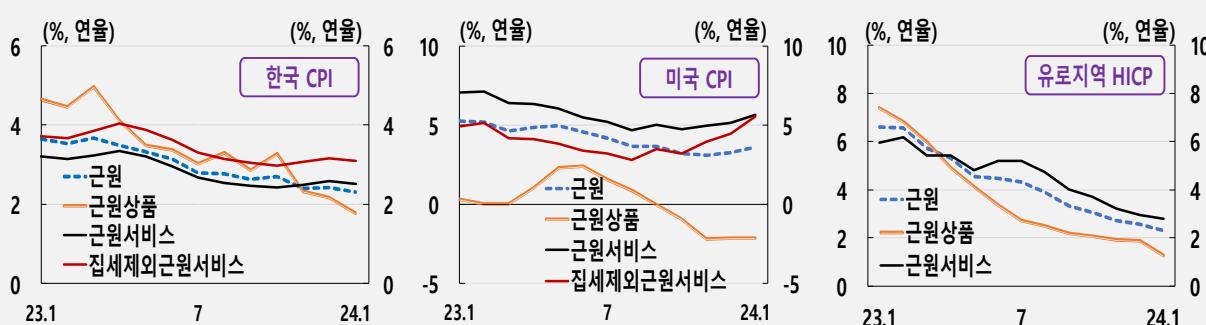
주: 1) 집세 제외 기준

자료: 통계청, BLS, BEA, Eurostat

이들 국가에서 「정점+12개월」 이후 인플레이션 둔화 흐름이 공통적으로 주춤한 모습을 보이는 데에는 에너지가격 상승과 함께 국별로 차별화된 동인이 작용하고 있다. 국제유가가 최근 중동發 지정학적 위기가 고조되면서 다시 80달러를 상회하는 등 글로벌 디스인플레이션을 저해하는 요인으로 작용하고 있다. 에너지가격 외의 요인은 국가별로 다소 차별화되는데, 미국의 경우 지난해말 이후 근원상품이 디플레이션에 진입하였으나 견조한 고용상황이 지속되면서 근원서비스물가가 상승모멘텀은 여전히 높은 수준을 나타내고 있다. 특히 1월 CPI의 경우 집세 상승률이 여전히 높은 가운데 이를 제외한 근원서비스물가<sup>supercore</sup>의 상승모멘텀도 상당폭 확대되었다<sup>75)</sup>. 우리나라에는 내수압력 약화의 영향으로 근원서비스물가의 상승모멘텀이 주요국 대비 낮은 수준에서 꾸준히 둔화하고 있으나 주요국과 달리 농산물가격이 높은 수준을 지속하고 있다. 실제로 지난해 8월~10월 중 소비자물가 상승률이 큰 폭 상승(+1.4%p)한 데에는 농산물가격의 급등이 크게 작용(3개월간 상승률의 1/3 기여)하였다.

우리나라와 유로지역의 근원서비스 물가 상승모멘텀은 완만하나마 둔화 추세, 미국은 최근 다시 확대

[그림 3] 주요국의 근원물가 상승모멘텀<sup>1)</sup>

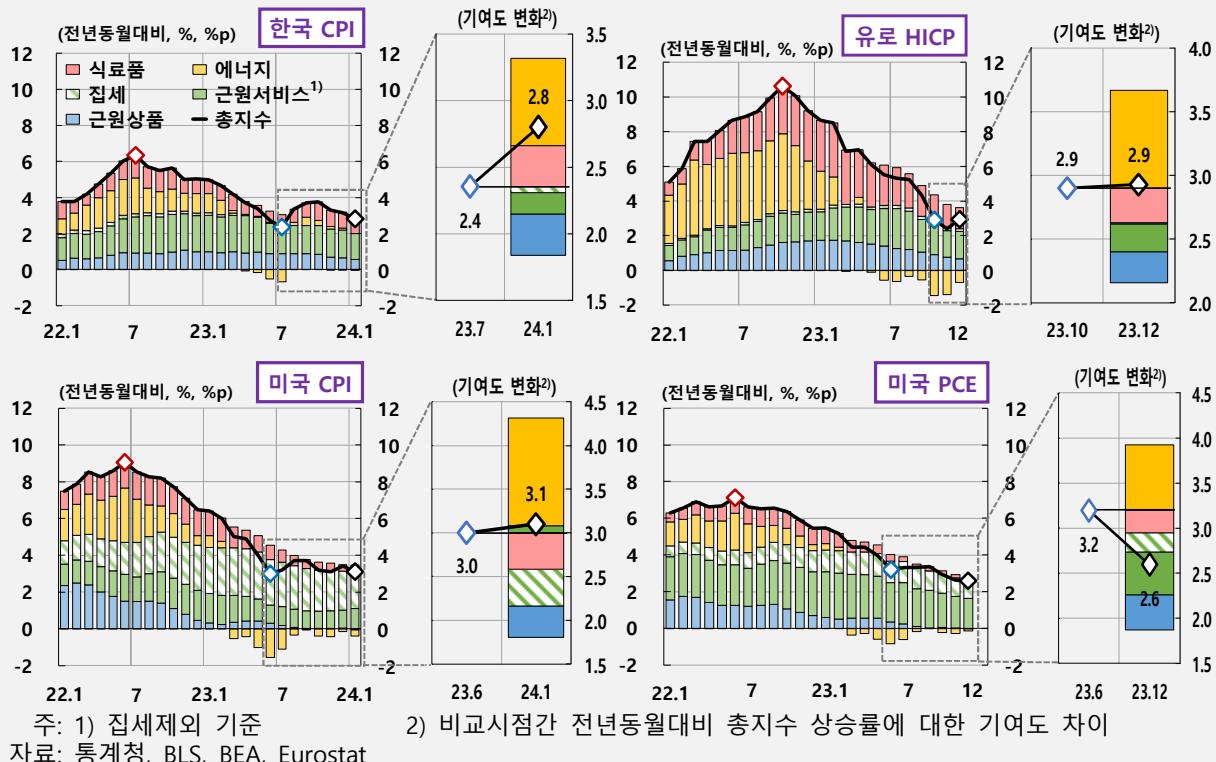


주: 1) 계절조정계열의 6개월 이전 대비 상승률의 연율, 유로지역은 집세 제외 근원서비스 미공표  
자료: 통계청, BLS, Eurostat

75) 미국 1월 PCE물가상승률은 CPI에 비해 상당폭 낮은 2.3%(23.12월 2.7%)로 예상(클리블랜드 연준 Inflation Nowcasting, 2.16일)되고 있어 물가지수에 따라 물가 상황 판단이 엇갈릴 수 있다. 특히 PCE물가상승률에 대한 근원서비스의 기여도가 외식 및 기타서비스를 중심으로 크게 축소되었는데, 이들 품목은 근원CPI에서 상당부분 제외된다. 미국 PCE물가와 CPI의 차이는 <참고> 미국 PCE물가 vs CPI를 참조하기 바란다.

## 「정점+12개월」 이후 주요국의 디스플레이션 동인은 국별로 다소 차별화

[그림 4] 주요국의 Headline 인플레이션 기여도



주: 1) 집세제외 기준

자료: 통계청, BLS, BEA, Eurostat

## 평가 및 시사점

한국, 미국, 유로지역의 물가 둔화 흐름은 에너지가격 하락의 영향으로 지난해 중반 까지 대체로 순조롭게 진행<sup>76)</sup><sub>easy disinflation</sub>되었으나, 최근 그 속도가 더뎌진 가운데 앞으로는 인플레이션의 동인과 경기 흐름에 따라 둔화 흐름이 달라질 수 있으며 이는 각국의 통화정책에도 영향을 줄 수 있다. 실제로 팬데믹 이후 지금까지의 통화긴축 정도의 차이는 대체로 국별 누적 물가상승률 차이에 비례하는 모습을 보였다<sup>77)</sup><sup>78)</sup>. 앞으로는 지정학적 위험 고조에 따른 국제유가 상방리스크뿐 아니라 미국의 견조한 경기 및 노동 시장 상황, 우리나라의 높은 농산물가격 수준과 누적된 비용압력, 유로지역의 높은 임금 오름세 등이 향후 물가 둔화 흐름을 더디게 할 수 있으며, 라스트 마일에서 물가 둔화 속도는 각국의 통화긴축 기조 전환<sub>pivot</sub> 시점에도 영향을 줄 수 있을 것으로 보인다.

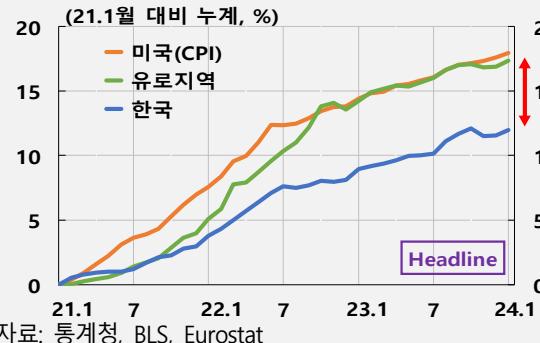
76) 향후 미국 물가가 둔화할지 여전히 확신하기 어려우며(Summers, 2.11일) 물가경계심을 높여야 한다(El-erian 2.14일)는 견해와 인플레이션 둔화 추세가 여전히 2% 목표 달성을 위한 궤도를 유지(Yellen 재무장관, Goolsbee 시카고연은 총재, 2.15일)하고 있다는 견해가 엇갈리고 있다.

77) 우리나라의 경우 미국이나 유로지역에 비해 공급망 차질의 영향이 작았던 데다 선제적 금리 인상, 양호한 노동공급 등의 영향으로 팬데믹 이후 누적 물가상승률이 상대적으로 낮았다.

78) 우리나라의 3년간 누적 물가상승률을 과거와 비교해 보면 최근 상승률은 98년 외환위기 이후 최고 수준을 나타내고 있어 체감물가는 지표물가에 비해 높을 수 있다.

## 지금까지 주요국의 통화긴축 정도는 누적 물가상승률에 대체로 비례하는 모습

[그림 5] 주요국의 누적 물가상승률



자료: 통계청, BLS, Eurostat

[그림 6] 주요국의 정책금리 누적 상승폭



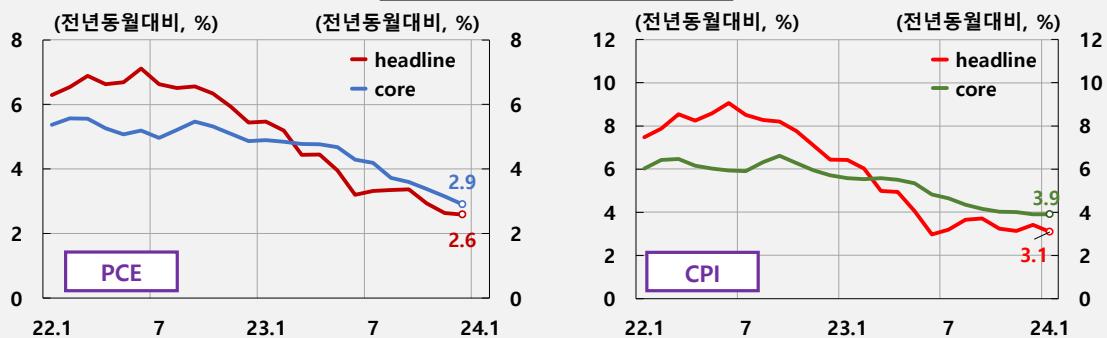
주: 1) 상단 기준

자료: 각국 중앙은행

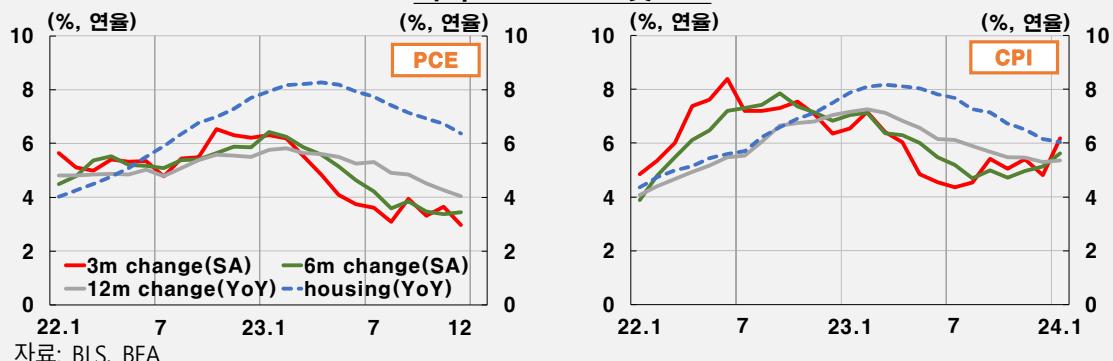
### <참고> 미국 PCE물가 vs CPI

미국 PCE물가상승률은 CPI와 흐름은 유사하지만 대체로 낮은 수준을 나타내는데, 이는 ① 소비대체효과 반영도, ② 포괄범위, ③ 가중치 등의 차이에 주로 기인한다. ①먼저 PCE물가의 경우 매월(CPI는 매년) 가중치가 달라지기 때문에 가격이 오르면 소비량이 줄면서 가중치가 축소되는 소비대체효과가 보다 잘 반영된다. ②다음으로 PCE물가는 CPI와 달리 소비자가 실제 지출하는 품목 외에 고용주나 정부가 소비자를 위해 지출한 품목(메디케어, 메디케이드 등)도 포함하고 있다. ③최근에는 높은 오름세를 지속하는 집세 가중치도 PCE물가(23.12월 15.4%)가 CPI(34.5%)보다 작은 점도 PCE물가상승률이 상대적으로 낮은 요인으로 작용한다.

미국 headline PCE 및 CPI



미국 core PCE 및 CPI



자료: BLS, BEA

## < 부록 > 국내외 주요 경제지표

### 주요국 경제지표

(전기대비, %)

	15~19년 평균	2022				2023				2024			
		연간	3/4	4/4		연간	1/4	2/4	3/4	4/4	11월	12월	1월
<b>미국</b>													
GDP성장률 <sup>1)</sup>	2.5	1.9	2.7	2.6	2.5	2.2	2.1	4.9	3.3	-	-	-	-
산업생산	0.0	3.4	0.5	-0.6	0.2	-0.1	0.2	0.5	-0.8	0.0	0.1	..	..
소매판매(명목)	3.4	9.7	0.1	0.2	3.4	1.3	-0.1	1.7	0.7	0.0	0.4	-0.8	-0.8
소비자물가 <sup>2)</sup>	1.6	8.0	8.3	7.1	4.1	5.8	4.0	3.5	3.2	3.1	3.4	3.1	3.1
비농업취업자수 증감(천명)	2,285	4,528	1,188	755	3,056	915	821	640	680	182	333	353	353
<b>유로지역</b>													
GDP성장률	2.0	3.4	0.3	0.0	0.5	0.0	0.2	-0.1	0.0	-	-	-	-
산업생산 <sup>3)</sup>	1.5	2.3	2.2	-1.3	-2.4	-0.8	-1.4	-1.1	0.0	0.4	2.6	..	..
소매판매(실질)	2.2	0.7	-0.5	-1.1	-1.8	-0.2	-0.1	-0.4	-0.1	0.3	-1.1	..	..
실업률	9.2	6.8	6.7	6.7	6.5	6.6	6.5	6.5	6.4	6.4	6.4	..	..
소비자물가 <sup>2)</sup>	1.0	8.4	9.3	10.0	5.4	8.0	6.2	5.0	2.7	2.4	2.9	2.8	2.8
수출	3.9	18.4	2.4	0.9	-0.6	-2.0	-1.9	-0.8	0.4	0.7	-0.8	..	..
<b>중국</b>													
GDP성장률 <sup>2)</sup>	6.7	3.0	3.9	2.9	5.2	4.5	6.3	4.9	5.2	-	-	-	-
산업생산 <sup>2)4)</sup>	6.1	3.6	4.8	2.8	4.6	3.0	4.5	4.2	6.0	6.6	6.8	-	-
소매판매(명목) <sup>2)4)</sup>	9.5	-0.2	3.5	-2.7	7.2	5.8	10.7	4.2	8.3	10.1	7.4	-	-
고정투자(명목) <sup>2)4)5)</sup>	7.3	5.1	5.9	5.1	3.0	5.1	3.8	3.1	3.0	2.9	3.0	-	-
수출(명목) <sup>2)</sup>	1.5	5.6	8.8	-8.5	-4.6	-1.7	-4.6	-9.6	-1.3	0.7	2.3	..	..
수입(명목) <sup>2)</sup>	1.9	0.7	0.1	-6.9	-5.5	-7.1	-6.8	-8.5	0.8	-0.7	0.2	..	..
<b>일본</b>													
GDP성장률	0.9	1.0	-0.2	0.4	1.9	1.1	1.0	-0.8	-0.1	-	-	-	-
산업생산	0.0	-0.1	3.1	-1.7	-1.1	-1.8	1.4	-1.2	1.3	-0.9	1.4	..	..
소매판매	0.5	2.6	1.3	1.2	5.5	2.4	0.5	2.5	-1.6	1.1	-2.6	..	..
수출	1.3	18.2	5.1	0.9	2.8	-6.4	2.4	4.7	3.8	-1.4	5.8	..	..
소비자물가 <sup>2)</sup>	0.5	2.5	2.9	3.9	3.2	3.6	3.3	3.2	2.9	2.8	2.6	..	..
<b>아세안5국</b>													
GDP성장률 <sup>2)</sup>	5.1	5.9	7.8	5.1	..	4.7	4.1	4.4	..	-	-	-	-
산업생산 <sup>2)</sup>	2.7	6.5	9.9	3.2	..	-0.6	-3.1	-2.0	..	..	..	..	..
소매판매 <sup>2)6)</sup>	6.6	11.3	17.6	7.0	..	5.5	2.7	1.9	..	4.2	..	..	..
수출 <sup>2)</sup>	3.4	13.9	18.6	-1.0	-7.2	-4.7	-12.0	-9.5	-1.9	-1.9	-2.2	..	..
소비자물가 <sup>2)</sup>	2.2	4.5	5.3	5.5	3.3	5.0	3.3	2.7	2.4	2.3	2.2	..	..

주: 1) 전기대비 연율

2) 전년동기비

3) 건설업 제외

4) 24.1월 통계는 2월과 합산되어 발표 예정

5) 누계기준

6) 필리핀 제외

자료: Fed, BEA, BLS, Eurostat, 중국국가통계국, 해관총서, 일본 e-stat, 아세안5 각국 통계청, CEIC, Bloomberg, HAVER

### 국제에너지 가격

(기간중 평균<sup>1)</sup>)

	15~19년 평균	2022				2023				2024			
		연간	3/4	4/4		연간	1/4	2/4	3/4	4/4	11월	12월	1월 <sup>2)</sup>
Dubai유	55.6	97.0	98.0	84.4	81.9	79.5	77.6	86.7	83.9	83.5	77.2	78.9	[81.1]
Brent유	57.2	99.0	97.7	88.6	82.2	82.2	77.7	85.9	82.9	82.0	77.3	79.1	[81.2]
유럽 천연가스	17.6	133.2	204.8	123.7	41.4	53.4	35.1	33.8	43.1	45.7	36.0	29.9	[26.4]

주: 1) 유가는 달러/배럴, 천연가스는 유로/MWh 기준

2) [ ]내는 2.1~21일까지의 평균

자료: Bloomberg

**국내경제 주요 지표 1**

(전기대비, %)

비중	15~19년 평균	2022				2023				2024		
		연간	3/4	4/4	연간	1/4	2/4	3/4	4/4	11월	12월	1월
<b>GDP 성장률</b>		<b>2.8</b>	<b>2.6</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.3</b>	<b>1.4</b>	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	-	-
<b>민간소비(국민계정)</b>		<b>2.6</b>	<b>4.1</b>	<b>1.6</b>	<b>-0.5</b>	<b>1.8</b>	<b>0.6</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.3</b>	<b>0.2</b>	-	-
소매판매액		3.3	-0.3	0.6	-1.4	-1.4	1.1	-0.3	-2.6	-0.5	0.9	-0.8
(전년동기대비)						-0.9	-2.3		-0.4	-0.2	-2.8	-2.4
대면서비스업 <sup>1)</sup> 생산지수	0.4	14.0	3.5	-0.4	4.7	0.7	-0.1	1.8	0.4	-0.5	0.9	..
(전년동기대비)						18.8	11.4		12.2	3.3	2.1	2.2
<b>설비투자(국민계정)</b>		<b>3.1</b>	<b>-0.9</b>	<b>7.0</b>	<b>2.4</b>	<b>0.5</b>	<b>-5.0</b>	<b>0.5</b>	<b>-2.2</b>	<b>3.0</b>	-	-
설비투자지수	<1000>	2.7	3.3	8.6	-0.2	-5.5	-8.8	1.3	-3.5	3.1	-2.5	5.5
(전년동기대비)						7.5	9.6		-0.5	-1.2	-10.6	-9.2
기계류	<73.7>	1.6	2.9	9.6	-0.3	-7.2	-10.7	0.2	-1.8	1.8	-1.6	8.9
운송장비	<262>	6.2	4.3	5.5	0.4	-0.4	-3.1	4.2	-7.9	6.7	-4.8	-3.2
기계류내수출하		-0.6	2.7	9.0	2.8	-7.0	-11.7	-3.8	3.5	4.7	1.9	2.9
내수용자본재수입 <sup>2)</sup>	3.6	1.2	4.7	-2.9	-3.7	2.6	-2.6	-9.9	-5.0	-5.0	-8.3	..
국내기계수주		1.9	1.4	14.6	-23.3	-3.2	7.4	3.8	-0.4	2.9	4.7	-22.7
<b>건설투자(국민계정)</b>		<b>3.6</b>	<b>-2.8</b>	<b>-0.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>-0.8</b>	<b>2.1</b>	<b>-4.2</b>	-	-
건설기성액	<1000>	5.2	2.7	1.0	4.9	7.7	4.6	-0.8	1.0	-2.0	-3.3	-2.7
건물	<762>	9.0	4.2	2.8	4.7	9.8	7.0	-1.3	0.7	-3.3	-1.9	-5.6
토목	<23.8>	-2.0	-1.4	-4.1	5.5	1.3	-2.8	1.0	2.2	2.2	-7.5	6.8
건설수주액		12.5	10.1	6.1	-39.9	-19.1	31.2	-15.5	-17.3	31.4	-23.7	67.1
(전년동기대비)					30.5	-17.4		-11.1	-31.5	-44.7	18.9	-20.3
건축착공면적 <sup>2)</sup>	1.0	-18.1	-6.4	-38.1		-31.7	-28.7	-46.5	-44.2	1.2	6.5	16.9
<b>전산업생산</b>												
전산업	<1000>	2.0	4.6	0.4	-1.4	0.7	0.7	0.3	1.1	0.2	0.8	0.3
(전년동기대비)						5.5	1.9		1.2	-0.5	0.8	1.6
광공업	<29.8>	1.3	1.4	-2.7	-6.1	-3.9	-0.9	3.1	1.9	1.4	3.6	0.6
건설업	<5.8>	5.2	2.7	1.0	4.9	7.7	4.6	-0.8	1.0	-2.0	-3.3	-2.7
공공행정	<7.3>	2.2	1.4	0.5	-0.3	-2.1	0.6	-3.6	0.1	1.1	-0.9	1.0
제조업	<28.5>	1.2	1.4	-2.8	-6.4	-3.9	-0.9	3.3	1.8	1.6	3.6	0.6
서비스업	<57.2>	2.2	6.7	1.7	0.2	2.8	1.2	-0.3	0.7	-0.2	0.0	0.3
<b>경상수지(억달러)</b>		<b>831</b>	<b>258</b>	<b>-4</b>	<b>17</b>	<b>355</b>	<b>-60</b>	<b>71</b>	<b>156</b>	<b>187</b>	<b>39</b>	<b>74</b>
상품수지		1,080	156	-30	-23	341	-98	64	171	203	69	80
서비스수지		-250	-73	-30	-35	-257	-76	-47	-73	-60	-22	-25
본원소득수지		64	203	65	79	316	123	62	74	57	-1	25
<b>수출입 금액 및 물량<sup>3)4)</sup></b>												
수출금액		457	570	580	530	527	504	519	524	561	556	576
					(6.1)	(5.8)	(-10.0)	(-7.5)	(-128)	(-120)	(-9.7)	(5.7)
수출물량		2.5	1.9	4.0	-5.4	0.8	-5.0	1.2	-0.9	8.3	0.1	0.2
수입금액		393	609	641	592	535	580	531	502	529	520	532
					(18.9)	(22.6)	(3.1)	(-121)	(-2.2)	(-132)	(-21.6)	(-10.7)
수입물량		2.5	4.4	9.1	2.5	-3.9	1.6	0.1	-10.1	-6.7	-7.8	-7.1

주: 1) 숙박·음식, 예술·스포츠·여가, 교육, 운수·창고업 포함

3) 금액은 억달러, ( ) 내 및 물량은 전년동기대비 증감률

자료: 통계청 「산업활동동향」, 한국은행「국민계정」, 관세청

2) 전년동기대비

4) 연간 및 분기의 경우 기간중 월평균

## 국내경제 주요 지표 2

(전년동기대비, %)

지표	비중	5-년 평균	2022				2023				2024		
			연간	3/4	4/4	연간	1/4	2/4	3/4	4/4	11월	12월	1월
<b>물가</b>													
소비자물가지수	<100.0>	1.1	5.1	5.8	5.2	3.6	4.6	3.3	3.1	3.4	3.3	3.2	2.8
농축수산물	<7.6>	2.7	3.8	6.5	2.0	3.1	1.5	0.5	2.6	7.7	7.2	7.7	8.0
공업제품	<33.8>	0.4	6.9	7.5	6.0	2.6	4.4	1.4	2.0	2.7	2.5	2.1	1.8
전기·가스·수도	<3.4>	-3.9	12.6	15.2	22.9	20.0	28.1	24.1	20.4	9.7	9.7	9.7	5.0
서비스	<55.2>	1.7	3.7	4.2	4.1	3.3	3.8	3.5	2.9	2.8	2.8	2.8	2.6
<b>근원인플레이션</b>													
식료품·에너지 제외	<78.2>	1.5	3.6	4.0	4.2	3.4	4.0	3.7	3.2	2.9	2.9	2.8	2.5
농산물·석유류 제외	<91.0>	1.5	4.1	4.5	4.7	4.0	4.7	4.3	3.7	3.3	3.2	3.1	2.6
<b>기대인플레이션</b>													
일반인(향후1년) <sup>1)</sup>		2.4	3.7	4.4	4.1	3.5	3.9	3.6	3.3	3.3	3.4	3.2	3.0[3.0]
전문가(향후1년) <sup>2)</sup>		1.6	3.2	3.7	3.3	2.7	3.0	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4[2.4]
전문가(5년앞) <sup>2)</sup>		2.1	2.0	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9[1.9]
<b>부동산가격</b>													
주택매매가격 <sup>3)</sup>		1.3	-4.7	-0.8	-4.1	-3.6	-3.4	-0.7	0.4	0.1	0.0	-0.1	-0.1
아파트매매가격 <sup>3)</sup>		1.1	-7.6	-1.5	-6.0	-4.8	-4.8	-0.9	0.7	0.2	0.0	-0.1	-0.2
주택전세가격 <sup>3)</sup>		0.7	-5.6	-0.9	-4.8	-5.1	-5.1	-1.1	0.4	0.7	0.3	0.1	0.0
아파트전세가격 <sup>3)</sup>		1.0	-8.7	-1.4	-7.2	-6.9	-7.4	-1.4	0.7	1.2	0.4	0.2	0.1
매매수급지수 <sup>4)</sup>		95.4	89.5	89.7	78.8	85.4	77.7	84.9	89.5	89.3	89.3	87.9	87.7
전세수급지수 <sup>4)</sup>		98.9	91.2	92.2	79.5	86.3	76.6	85.4	90.7	92.5	92.6	91.9	91.8
<b>고용</b>													
취업자수 증감(만명)		24.5	81.6	78.0	60.4	32.7	39.7	34.6	26.3	30.3	27.7	28.5	38.0
고용률(S.A.)		60.7	62.1	62.2	62.2	62.6	62.4	62.6	62.6	62.7	62.6	62.6	62.8
실업률(S.A.)		3.7	2.9	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.8	2.8	3.2	3.0
경제활동참가율(SA)		63.1	63.9	64.0	64.0	64.3	64.2	64.3	64.3	64.5	64.4	64.7	64.7
<b>명목임금</b>													
전산업		3.7	4.9	4.0	4.1	..	2.0	2.9	2.7	..	3.6	..	..
상용직		3.5	5.2	4.3	4.3	..	2.4	3.4	3.0	..	3.8	..	..
정액급여		3.7	4.3	4.5	4.5	..	4.3	3.8	3.6	..	3.5	..	..
특별급여		2.3	10.4	2.6	2.8	..	-4.5	-2.4	-0.6	..	7.8	..	..

주: 1) 22.7월 이후 신표본 기준, [ ]내는 24.2월

2) Consensus Economics社 기준, [ ]내는 24.2월

3) 전월대비, 분기 및 연간은 전기말월대비

4) 기준치=100, 분기 및 연간은 당기평균

자료: 통계청, 한국은행, Consensus Economics, 한국부동산원, 고용노동부

## II. 핵심이슈

# 가계별 금리익스포저를 감안한 금리상승의 소비 영향 점검

조사국 거시분석팀 정동재 이아랑 이규환 이승주  
경기동향팀 유현수

### 목 차

---

검토 배경

최근 소비 및 저축 양상

금리익스포저 이질성의 영향

결론 및 시사점

## 가계별 금리익스포저를 감안한 금리상승의 소비 영향 점검

### KEY TAKEAWAYS

- ① **고물가와 고금리의 영향으로 민간소비가 부진하다.** 특히, 2022년 말부터 소비의 회복 모멘텀이 약화되었으며 비슷한 시기 실질금리가 기준금리 인상 이전 수준을 상회하기 시작하였다. 이와 함께, 가계가 보유중인 주택담보대출 및 신용대출의 이자율도 지난해 초부터 금리 인상 전보다 2~3%p 높은 수준에 있어 금리 상승이 소비를 제약하고 있는 것으로 보인다.
- ② **[평균효과: 기간간 대체] 금리상승이 소비에 미치는 직접적인 영향은 통상 가계의 기간간 대체 효과(저축↑, 현재소비↓)로 설명되는데, 지난해 초부터 예금 등 가계의 이자부자산이 크게 늘어난 점 등을 감안할 때 기간간 대체 효과가 나타나고 있는 것으로 평가된다.**
- ③ **[개별효과: 금리익스포저]** 이러한 거시적 영향 속에서도, 가계가 금리리스크에 노출된 정도에 따라 금리변동이 개별 가계소비에 미치는 영향은 크게 달라질 수 있다. 이를 파악하기 위해 개별 가계의 금리익스포저와 소비를 살펴본 결과, 실제로 단기금융부채(단기금융자산 대비)가 많은 “금리상승 손해충”의 소비가 크게 위축된 것으로 나타났다. 이들 가계에는 3-40대, 소득 중상위층 및 소비 상위층의 비중이 높았다. 반대로 “금리상승 이득충” 가계는 소비를 늘렸는데 여기에는 60대, 고소득 및 고자산층 비중이 컸다.
- ④ **가계 금리익스포저의 이와 같은 분포적 특징은 기간간 대체 효과에 더해 추가로 전체 소비를 위축시키는 것으로 분석되었다.** 이는 “금리상승 손해충”에 소비성향이 높은 가계가 상대적으로 많이 포함되어 있는 반면, “금리상승 이득충”에는 소비 성향이 낮은 가계가 많은 데 기인한다. 모형에서 추정되는 금리인상의 소비둔화 효과(기간간 대체 + 금리익스포저)는 기간간 대체만 고려했을 때보다 20% 이상 커지는 것으로 나타났다.
- ⑤ **앞으로 물가가 안정됨에 따라 금리도 낮아지게 되면 가계의 소비도 긍정적 영향을 받을 것으로 예상된다.** 다만 그간의 누적된 물가상승으로 물가수준이 크게 높아진 점은 향후 소비 회복 속도를 제약할 가능성이 있다. 향후 3-40대의 부채비율이 여전히 높은 상황에서 금리가 낮아질 경우, 가계부채가 재차 크게 확대되지 않도록 정책적 노력을 기울여야 할 것이다.

## 검토 배경

**1. 고물가 및 고금리의 영향으로 소비 회복세가 지난해 내내 예상을 하회하며 부진을 이어가고 있다.** 민간소비는 2022년말부터 회복모멘텀이 약화되다가 지난해 4/4분기에는 팬데믹 이전뿐만 아니라 글로벌 고물가 이전의 예상 추세를 상당폭 하회하고 있다. 소비에는 가계의 소득 여건 및 기대인플레이션과 같은 경기적 요인과 인구구조, 잠재성장률, 팬데믹 이후 가계 소비행태와 같은 구조적 요인이 복합적으로 영향을 미치게 된다. 다만 지난해 가계가 실제 부담하는 이자율이 금리인상 이전에 비해 약 2~3%p 높은 수준을 유지하였고 실질금리도 1.5%p 내외 상승하면서 고금리의 소비 제약 효과가 가시화됐을 가능성성이 있어 민간소비에 대한 금리상승의 영향을 중점적으로 살펴보고자 한다<sup>1)</sup>.

2022년말부터 소비 회복모멘텀 약화

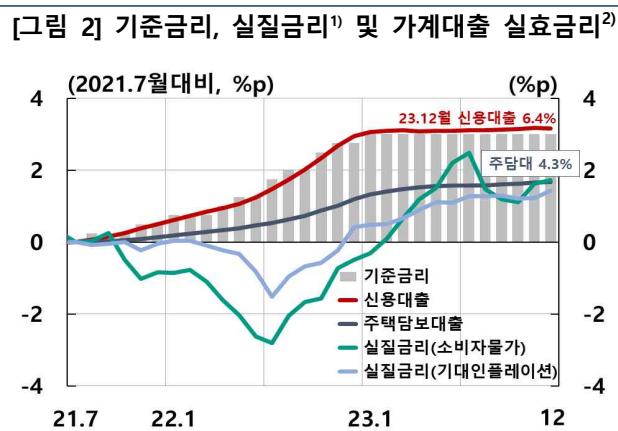


주: 1) 점선은 2015~19년 추세

2) IMF(21.4월) 중기전망(23-26년)을 활용한 추세

자료: 한국은행

실질금리 및 가계 실효금리가 시차를 두고 상승



주: 1) 가계대출금리(잔액기준)에서 물가상승률 차감

2) 예금은행 잔액기준

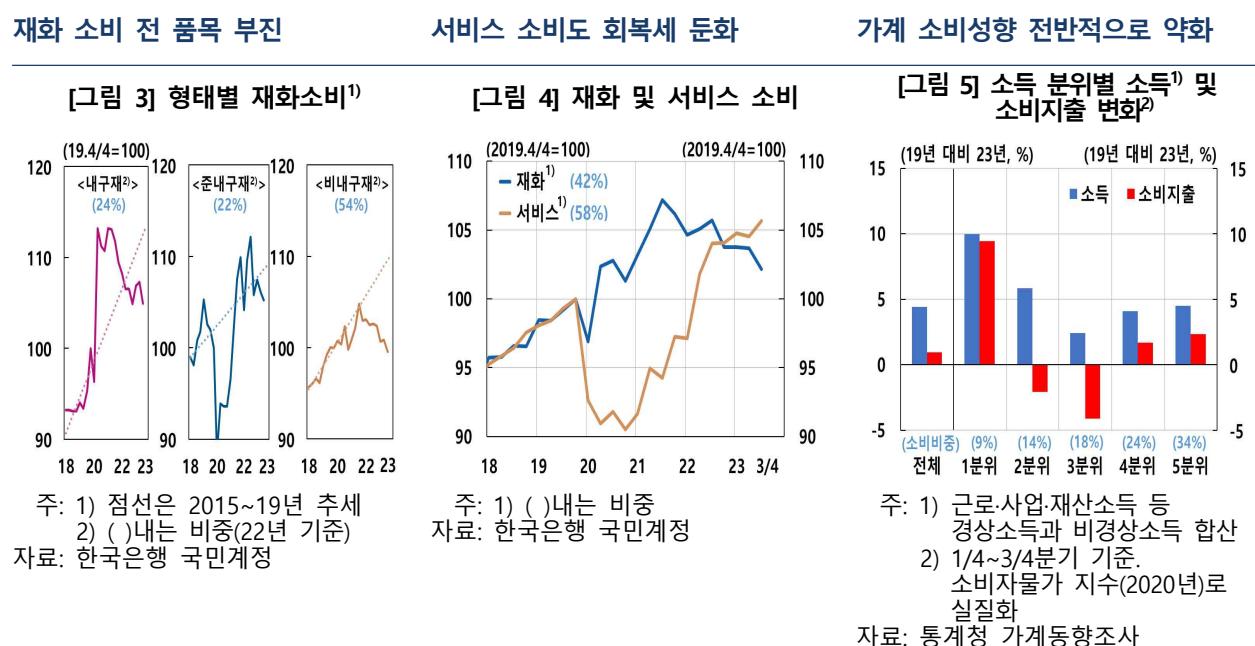
자료: 한국은행

**2. 금리상승시 가계가 저축을 늘리고 소비를 줄이는 경로(기간간 대체)는 모든 경제주체에 동일한 방향으로 작용하지만, 가계별 재무 상황의 금리 리스크에 따라 실제 소비 변화는 달라질 수 있다.** 특히 최근에는 가계부채 누증과 같은 환경 변화로 인해 소비에 대한 금리의 효과가 과거보다 커졌을 가능성이 제기되고 있다. 이에 본고에서는 ① 가계 자산·부채의 마이크로데이터를 분석함으로써 소비제약이 큰 가계를 식별하고 이들의 소비변화가 실제로 전체 민간소비의 둔화를 초래하였는지 점검하였다. 이를 통해 ② 최근 금리상승의 영향이 과거의 평균적 반응보다 확대되었을 가능성을 확인하였다. 마지막으로 ③ 향후 금리하락이 예상되는 환경에서 소비에 대한 영향을 전망하고 시사점을 도출하였다.

1) 본고에서는 금리상승의 소비 영향을 가계의 저축·소비 간 의사결정과 이자수익(또는 이자부담) 변화에 따른 영향에 한정하여 분석하였다. 금리상승으로 인한 가계의 실질소득 여건 변화가 소비에 미치는 영향은 분석에서 제외되어 있다.

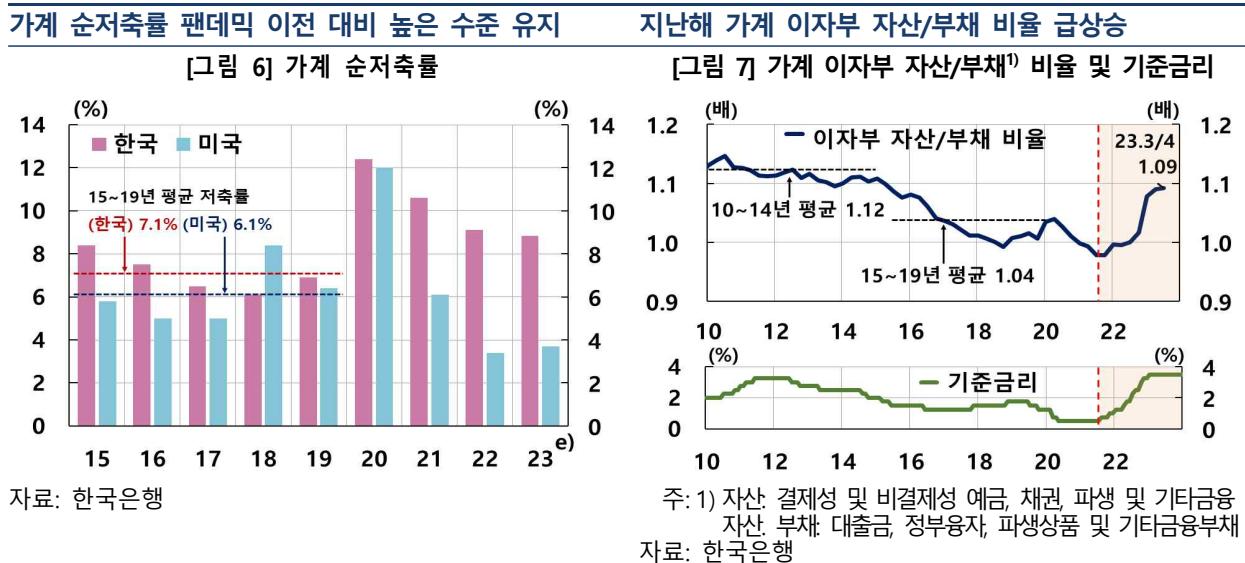
## 최근 소비 및 저축 양상

3. 국내 민간소비는 지난해 이후 부진이 이어지고 있는데, 이는 세부 품목 및 가계 특성을 불문하고 다양한 부문에서 공통적으로 나타나고 있다. 품목별로 보면, 재화 소비는 지난해 이후 내구재, 준내구재 등 전 품목이 부진한 가운데<sup>2)</sup> 그간 상대적으로 견조하였던 서비스 소비도 지난해 이후 펜트업 수요 소진 등으로 회복모멘텀이 약화된 모습이다. 가계 특성별로도 팬데믹 이후 모든 소득분위의 가계에서 팬데믹 이전 대비 소득이 확대되었음에도 소비 증가율은 소득 증가율에 미치지 못함에 따라 가계의 소비성향이 전반적으로 약화되었다. 이는 소득여건 악화만으로 소비둔화를 설명하기는 불충분함을 시사한다.



4. 이와 동시에, 가계의 저축률이 과거 평균 대비 높은 수준을 유지하고, 예금 등 이자부 자산을 늘리는 등 가계의 저축성향은 상승하였다. 팬데믹 초기 크게 상승한 우리나라 가계 순저축률은 이후 2년간 하락하였다가 금리 인상이 집중된 2022년 이후에는 하락 속도가 완만해졌으며, 팬데믹 이전보다 여전히 높은 수준이다. 또한, 가계가 예금, 채권 등 이자부 자산을 크게 늘린 한편 대출금 등 이자부 부채는 줄이면서 가계의 이자부 자산/부채 비율이 지난해 급상승한 점에 비추어 기간간 대체가 활발하게 이루어지고 있는 것으로 보인다(그림 7).

2) 금리 상승에 대한 소비 형태별 반응에 관한 자세한 논의는 「금리 상승의 내수 부문별 영향 점검」(BOK 이슈노트 2022-27호)을 참조하기 바란다.



5. 이처럼 품목 및 가계 특성과 무관하게 소비가 광범위하게 부진한 가운데 가계의 저축성향이 크게 상승하는 모습으로 짐작해 볼 때, 금리 인상 이후 소비의 기간간 대체 경로가 일정 부분 작동하고 있는 것으로 추정된다. 즉, 금리 상승에 따른 소비의 기간간 대체는 임금둔화, 고물가 등 여타 요인과 함께 최근의 민간소비 부진에 영향을 주었을 것으로 보인다. 특히, 국내 가계부채에서 변동금리 비중이 상대적으로 높은 수준<sup>3)</sup>임을 감안하면 우리나라 가계가 체감하는 금리 상승폭은 주요국에 비해 더 커울 가능성이 있다.

## 금리익스포저 이질성의 영향

6. 기간간 대체 경로가 모든 가계에 대해 동일한 방향의 영향을 미치는 것과 달리, 금리 상승이 가계별로 상이한 영향을 미치는 경로도 존재한다.

7. 이를 살펴보기 위해 가계의 금리익스포저(Unhedged Interest Rate Exposure, URE)를 측정한 결과<sup>4)</sup> 금리 상승에 따라 재무적 이익(+ 금리익스포저)과 손해(- 금리익스포저)를 보는 가계가 뚜렷하게 구분되었다(그림 8). 금리익스포저에 따라 10분위로 나누어보면, 1분위로 갈수록 음(-)의 금리익스포저가 커 금리상승시 손해를 보고, 10분위로 갈수록 이득을 보는 것으로 나타났다. 또한 자산규모 및 구성을 살펴보면, 9-10분위는 유동 및 비유동성 자산이 많지만 1분위로 갈수록 비유동성 자산<sup>5)</sup>이 많고 유동성 자산은 적은 불균형한 자산구성을 보였다. 중분위의 경우 금리 변화에 대체로 중립적인데, 이는 이들의 자산규모가 작은 데다 금융시장 접근성이 제한되어 부채규모도 작은 데 기인한다. 저소득 취약층이 주로 중분위에 해당되는 것으로 볼 수 있다.

3) 국가별 주담대 변동금리 비중(22.4/4분기, 잔액 기준, %): 한국 65.1, 스웨덴 51.0, 덴마크 35.8, 영국 13.1, 미국 6.1

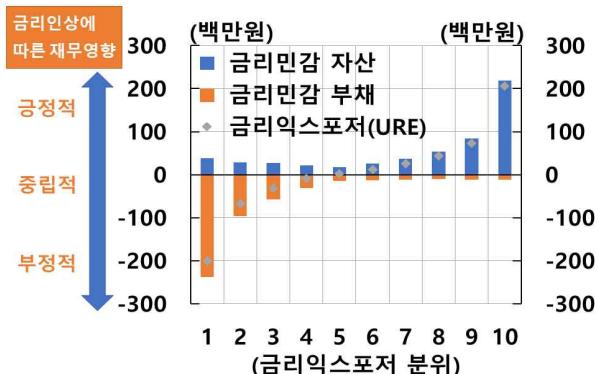
4) 금리익스포저(URE)는 Auclert(2019)에 따라 자산·부채 가운데 금리갱신 만기 1년 이내의 순금융자산을 기준으로 측정하였다. (자세한 측정 방법에 대해서는 <참고 1> 참조)

5) 현금 및 저축성예금을 유동 자산으로, 여타 금융자산과 실물자산을 비유동 자산으로 분류하였다.

## II. 핵심이슈

금리익스포저에 따라 금리인상에 따른 영향이 차별화  
금리익스포저별로 가계 보유자산의 규모 및 구성에서 차이가 뚜렷

[그림 8] 가계 금리익스포저 분포(10분위별)<sup>1)</sup>



주: 1) 가계금융복지조사(2023) 가구주 30-65세 기준  
자료: 한국은행, 통계청, 한국은행 조사국

[그림 9] URE 분위별 유동성·비유동성 자산<sup>1,2)</sup>



주: 1) 가계금융복지조사(2023) 기준  
2) 유동성·비유동성 자산 구분은 본문 각주 5) 참고  
자료: 한국은행, 통계청, 한국은행 조사국

8. 한계소비성향<sup>6)</sup> 또한 동 구분에 따라 차별화되는 모습을 보였다. 일반적으로 유동성 자산의 보유가 낮은 가계는 소득충격이 왔을 때 소비가 반응하는 정도가 큰 특징(高 한계소비성향)을 보인다. 실제로, 가계 패널자료를 통해 추정해 보았을 때 한계소비성향은 동 예상에 부합하는 결과를 보였다<sup>7)</sup>. 즉, 음(-)의 금리익스포저(금리상승 손해총)가 크거나 중립적(취약총)인 가계의 한계소비성향은 높지만 9-10분위(금리상승 이득총)의 한계소비성향은 낮은 것으로 나타났다. 이러한 자산 및 한계소비성향의 특징과 학계의 관련 논의<sup>8)</sup>를 반영하여 [표 1]과 같이 가계를 금리상승 손해총(URE 1-3분위: Wealthy Hand-to-Mouth, W-HtM), 취약총(5분위: Poor Hand-to-Mouth, P-HtM), 및 금리상승 이득총(9-10분위: Wealthy)로 구분하였다<sup>9)</sup>.

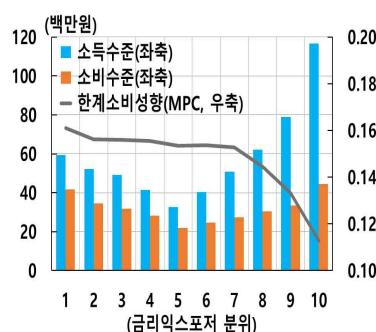
[표 1] 금리익스포저에 따른 가계의 구분

구 분	금리익스포저	비유동성자산	유동성자산	한계소비성향
금리상승 손해총(W-HtM)	음의 방향	많음	적음	높음
취약총(P-HtM)	-	적음	적음	높음
금리상승 이득총(Wealthy)	양의 방향	많음	많음	낮음

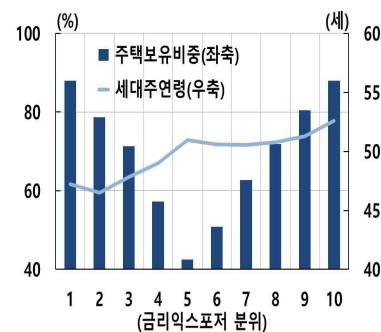
- 6) 소득 한 단위 증가시 소비가 얼마만큼 증가하는지 측정하는 지표로, (소비증감/소득증감)으로 정의된다.
- 7) 장기간의 가계 패널자료(한국노동패널, 13~23차년도)를 통해 일시적 소득충격에 따른 한계소비성향을 추정한 결과, 추정치는 유동성 자산 보유수준이 낮을수록 높아지는 단조적(monotonic)인 패턴을 보였다. (자세한 추정방법에 대해서는 <참고 2> 참조)
- 8) 가계의 한계소비성향은 소득이 높을수록 낮아지는 것으로 알려져 있으며 학계에서는 한계소비성향이 매우 높은 가계를 “근근이 먹고사는 가계(Hand-to-Mouth)”라 부른다. 하지만 Kaplan et al.(2014)은 자산 규모가 낮은 가계뿐만 아니라, 비유동성 자산이 많더라도 유동성 자산 규모가 낮아 한계소비성향이 높은 가계가 적지 않음을 보이고 이들을 “Wealthy Hand-to-Mouth”로 정의하였다.
- 9) 우리나라 W-HtM 비율을 25~30%(미국 등 주요국은 20% 내외)로 추정한 Park(2017) 및 Song(2020)을 참고하여 URE 1-3분위를 W-HtM로 분류하였으며, URE 9-10분위를 금리상승 이득총으로 정의하였는데 이를 URE 8-10분위로 보더라도 정성적 차이는 없었다. 다른 그룹으로 전환중일 가능성이 있는 가계는 미분류하였다.

**9. 금리상승 손해층(W-HtM)은 30-40대 비중이 높고 소득은 중상층(소득 4-7분위), 소비는 상위층(소비 6-10분위)에 집중되어 있다.** 또한 주택보유비중, 수도권 거주비중, 부채가 모두 높은 수준을 보였으며 부동산 담보대출의 비중 역시 큰 수준을 보였다<sup>10)</sup>. Wealthy와 비교하면 평균적으로 얇고 소득수준은 다소 낮으나 주택보유비중 및 소비 수준에는 큰 차이가 없다.

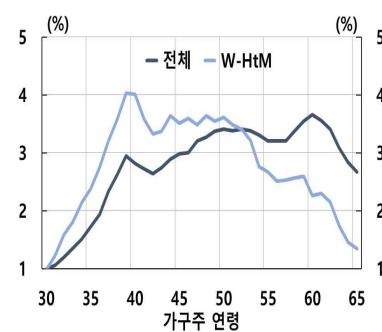
**W-HtM은 소비 수준과 한계소비성향 모두 높음** 주택보유비중은 URE양극단에서 높아짐 W-HtM은 30-40대 비중이 높음

[그림 10] 금리익스포저별 소비수준<sup>1)</sup> 및 한계소비성향<sup>2)</sup>

[그림 11] 금리익스포저별 주택보유비중 및 연령



[그림 12] 전체 및 W-HtM 가계의 연령분포



주: 1) 자동차 등 내구재 지출 제외  
2) 추정방법은 <참고 2> 참조

자료: 한국은행, 통계청, 한국은행 조사국  
자료: 한국은행, 통계청, 한국은행 조사국

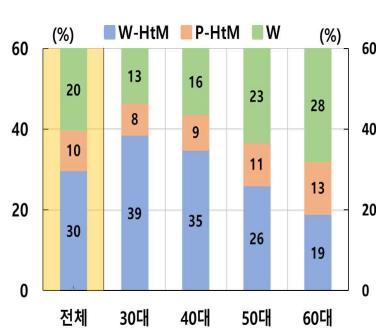
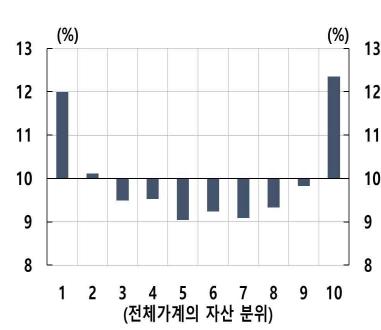
**10. 취약층(P-HtM)과 금리상승 이득층(Wealthy)에는 모두 고령층의 비중이 높다.** 특히 자산 기준으로는 고령층이 최하위층(1분위)과 최상위층(10분위)에 쏠려 있어 양극화가 드러난다. 반면 소득·소비의 경우 하위층에 집중되어 있어, 자산이 많은 고령층도 소비수준이 높지 않음이 나타난다.

고령층은 P-HtM과 Wealthy 비율이 높음

60대의 자산은 양극화

연령대별 차별화되는 경향

[그림 13] 연령대별 가계구분 비율

[그림 14] 자산분위별 60대의 분포<sup>1)</sup>[표 2] 연령별 평균 통계량<sup>1,2)</sup>

자료: 한국은행, 통계청, 한국은행 조사국

주: 1) 분포가 전체와 같다면 매 분위에 10%씩 분포

자료: 한국은행, 통계청, 한국은행 조사국

주: 1) 가계금융복지조사 20-23년 평균, 2019년 가격 실질 기준  
2) ( )는 표준편차

자료: 한국은행, 통계청, 한국은행 조사국

10) 주택보유비중: 전체 69%, W-HtM 79%, 수도권 비중: 전체 51%, W-HtM 57%,  
부채중 부동산담보 비중: 전체 50.4%, W-HtM 58.8%

## II. 핵심이슈

**11. 상기 특징을 종합할 때, 금리익스포저 경로에 따른 소비 변화는 금리상승 손해층(W-HtM)에서 가장 크게 나타나고 취약층(P-HtM) 및 금리상승 이득층(Wealthy)이 받는 영향은 상대적으로 제한적일 것으로 예상된다.** W-HtM은 유동부채로 인해 금리 인상에 따른 금융비용 상승이 클 뿐 아니라, 한계소비성향이 높아 소비감소 폭도 크다. 또한 W-HtM은 절대적인 소비수준 또한 높으므로 경제 전체의 소비둔화에 대한 기여도도 클 것으로 보인다. 반면 P-HtM은 한계소비성향은 높지만 금리 상승의 재무적 영향이 중립적이며, 전체 소비에서 차지하는 비중도 크지 않다. Wealthy는 금리 상승에 따른 긍정적 영향은 크지만, 한계소비성향이 낮아 동 영향이 소비로 이어지는 정도가 제한적일 것이다.

**12. 실제로 팬데믹 이후 가계 소비의 변화<sup>11)</sup>를 살펴보면, 금리상승 손해층(W-HtM)의 소비 회복이 가장 부진했던 것으로 나타났다.** 22년중 소득요인을 제거한 소비증가율을 살펴보면, 취약층(P-HtM)의 소비감소는 W-HtM에 비해 상대적으로 완만하였으며, 금리상승 이득층(Wealthy)의 소비는 소폭 증가하였다(그림 15). 이러한 소비변화는 금리익스포저 경로를 포함한 금리상승의 영향으로 예상되는 패턴에 부합한다. 즉, 기간간 대체 경로가 가계 전반적으로 소비를 제약하는 가운데, 금리익스포저 경로의 영향이 높은 W-HtM의 소비가 상대적으로 크게 부진한 모습이다. **이는 금리상승이 금리익스포저 재분배 경로를 통해서도 가계소비에 유의한 영향을 주고 있음을 의미한다.**

팬데믹 이후 소비는 금리상승 손해층에서 가장 부진하여 금리상승으로 예상되는 패턴에 부합

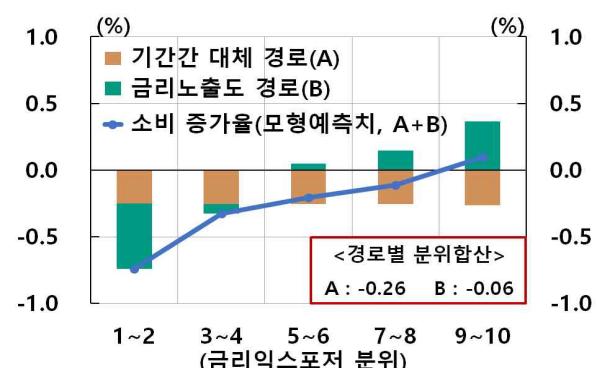
[그림 15] 금리익스포저별 소비 변화  
(실제 데이터, 19년 대비 22년)<sup>12)</sup>



- 주: 1) 가계금융복지조사 2020~2023년 공통 패널가구 대상. 가구별 실질 소비지출액에서 실질 소득요인을 통제하여 제거한 후 증가율 산출  
2) 각 분위는 2020.3월 금리익스포저를 기준으로 구분. 따라서 각 분위별 소비 증감에는 대상기간중 가계 자산·부채 구성이 변화하면서 금리익스포저 자체가 달라진 데 따른 영향도 포함되어 있음.

자료: 한국은행, 통계청, 한국은행 조사국

[그림 16] 금리익스포저별 소비 변화  
(1% 금리상승시 모형예측치<sup>13)</sup>)



- 주: 1) 가계금융복지조사 2020~2023년 공통 패널가구 대상, 1% 금리상승 충격에 따른 소비 변화 예측치. 모형상의 금리충격은 당해연도에 1% 상승했다가 익년도에 소멸하는 실험적인 충격(기간간 대체탄력성 모수 $\sigma=0.3$  가정)으로 실제 금리충격과는 상이하다는 점에 유의 할 필요.

자료: 한국은행 조사국

11) 현재 가계금융복지조사 소비지출은 2022년도가 최신 자료이므로 2023년 이후 소비변화를 직접 확인하기는 어렵다. 다만 개인별 신용카드 지출액 등의 자료를 보면 2023년에도 고부채 보유자의 소비지출이 특히 부진한 것으로 나타나, 금리상승 손해층의 소비부진 패턴이 2023년 이후에도 지속되었을 가능성성이 높은 것으로 판단된다.

**13. 모형을 통해 금리익스포저 재분배 경로의 영향을 가게 전체적으로 합산해보면, 동 경로의 순영향은 기간간 대체와 같은 방향, 즉 금리인상에 따라 전체 가계소비를 감소시키는 방향으로 작용하는 것으로 추정된다.** 이는 한계소비성향이 높은 W-HtM의 소비감소가 한계소비성향이 낮은 Wealthy의 소비증가를 상회하는데 주로 기인한다. 모형에서 추정되는 금리인상의 소비둔화 효과(기간간 대체 + 금리익스포저)는 기간간 대체만 고려했을 때보다 20% 이상 커지는 것으로 나타나는 등 금리익스포저 경로의 크기는 작지 않은 수준일 것으로 판단된다<sup>12)</sup>(그림 16).

**14. 금리익스포저 경로의 영향이 더해진 금리인상의 영향은 거시자료를 토대로 한 추정치에 비해 다소 클 가능성 있다.** 불확실성이 높기는 하지만, Auclert(2019)에 기반한 금리충격에 따른 소비의 반응은 과거 20여년의 자료를 통해 추정된 거시모형의 충격반응을 대체로 상회한다. 이러한 결과는 금리가 소비에 미치는 영향이 재분배 경로를 통해 강화되고, 특히 가계부채 수준이 높고 변동금리 대출 비중이 높아 금리익스포저가 음의 방향으로 쏠린 여건하에서 더욱 확대될 수 있음을 시사한다.

## 결론 및 시사점

**15. 높은 수준의 금리는 민간소비를 둔화시킨 것으로 나타났다. 가계가 평균적으로 저축을 늘리고 소비를 줄이는 가운데, 가계별로 보면 단기금융부채 비중이 높은 가계의 소비둔화가 더욱 컸을 것으로 예상된다.** 금리상승의 직접적인 영향으로 소비가 둔화된 가계는 3~40대 비중이 높고 소득 중상위층에 해당하는 금리상승 손해층(W-HtM)인 것으로 보인다. 반면 금리상승으로 자산수익을 기대할 수 있는 금리상승 이득층(Wealthy)은 한계소비성향이 낮아 소비 증가폭이 크지 않았다. 전통적인 저소득 취약층(P-HtM)은 금리상승의 영향을 별로 받지 않은 것으로 나타났는데, 이는 이들의 금융자산·부채가 적기 때문이다<sup>13)</sup>. 이에 따라, 가계 재무상황에 따른 영향을 합산해보면 기간간 대체에 더해 금리익스포저 경로가 추가로 소비를 위축시킨 것으로 분석되었다.

12) 금리익스포저 재분배 경로에 따른 소비의 금리탄력성 크기는 약 -0.06으로, 금리 1%p 상승이 가계소비 증가율을 약 0.06%p 감소시키는 수준이며, 기본모형에서 상대적인 크기는 기간간 대체 경로의 약 23% 수준으로 추정된다. 동 수치는 기간간 대체탄력성 모수를 선행연구에서 널리 제시된 범위(0.1~0.5)의 중간값으로 적용한 결과이다. 경로별 금리탄력성 추정량은 아래와 같다.

$$\begin{aligned} \text{■ 금리익스포저 경로 : } & \widehat{Cov}\left(MPC_i, \frac{URE_i}{\widehat{E}[c_i]}\right) & \text{■ 기간간 대체 경로 : } & -\sigma \widehat{E}\left(1 - MPC_i\right) \frac{c_i}{\widehat{E}[c_i]} \\ c_i : i \text{ 가구의 소비지출}, \quad MPC : \text{한계소비성향}, \quad \sigma : \text{기간간 대체탄력성 모수} \end{aligned}$$

$\sigma$ 에 (0.1~0.5) 범위를 적용할 경우 상대 크기는 15~70%로 미국의 추정치인 약 30~130%(Auclert 2019)와 비교하면 다소 낮은 수준이다. 다만 한계소비성향 등의 불확실성, 국가별 자료의 차이, 모형설정의 오류 가능성 등으로 인해 추정치의 불확실성이 매우 높다는 점에 유의할 필요가 있다.

13) 저소득 취약부문 소비의 경우 금리 상승보다는 고물가 및 소득여건 둔화에 영향을 받았을 가능성이 크다.

## II. 핵심이슈

**16. 앞으로 물가가 안정됨에 따라 금리도 낮아지게 되면 가계의 소비도 긍정적 영향을 받을 것으로 예상된다.** 다만 그간의 누적된 물가상승으로 물가수준이 크게 높아진 점은 향후 소비 회복 속도를 제약할 가능성성이 있다. 향후 3-40대의 부채비율이 여전히 높은 상황에서 금리가 낮아질 경우, 가계부채가 재차 크게 확대되지 않도록 정책적 노력을 기울여야 할 것이다<sup>14)</sup>. 왜냐하면 소비활동이 왕성한 경제주체의 부채 확대는 가계의 금리리스크 노출도를 높여 장기적으로 소비여력을 제한하면서 내수부문의 역동성을 약화시킬 수 있기 때문이다.

---

14) 2022-23년중 가계의 디레버리징이 어느 정도 진행되었으나 연령대별로 보면 3-40대 가계의 부채는 여전히 팬데믹 이전 수준을 상회하고 있다. 반면 50대의 23년 부채비율은 19년과 유사하고 60대는 상당폭 하락하였다.

## 참고 1 가계별 금리익스포저(URE) 추산 방법

본고에서는 다음과 같이 금리익스포저를 정의하고, 이를 가구별로 추산하였다. 추산에는 가계의 자산·부채 정보가 필요하며, 이를 위해 가계금융복지조사 미시자료를 사용하였다.

### ■ 금리익스포저 = 금리변동 만기 1년 이내\* 금융자산\*\* - 금리변동 만기 1년 이내\* 금융부채

\* 보유상품의 금리 갱신시점이 1년 이내에 도래하는 상품

\*\* 연간 가처분소득 포함

□ 활용자료 : 2020년도~2023년도 가계금융복지조사<sup>15)</sup>

#### ※ 가계금융복지조사 자료의 주요 특징

##### ① 표본 규모

전국 약 20,000가구

##### ② 설문 기준시점

[자산·부채] 매년 3월말, [소득·소비] 전년도 연간

##### ③ 소비지출의 범위

내구재(가전·가구 등), 준내구재(의류신발 등), 비내구재 및 서비스 지출 포함, 다만 일부 내구재(자동차 구입) 등은 제외

□ 분석대상 가구 : 가구주 연령 30세 이상, 65세 이하<sup>16)</sup>

⇒ 총 11,282가구(2023년 기준, 전체 표본가구의 약 62%)

<표> 평균 통계량(2023년)

가구주 특성		금융자산(만원) <sup>1)</sup>		금융부채(만원) <sup>1)</sup>		
연령(세)	성별(남성, %)	9,185	현·예금	6,378	주담대	신용대출
50.9	78	4,338		4,431	1,031	

주: 1) 2019년 가격 실질 기준

### □ 자산·부채 금리변동 만기 구조

: 가계금융복지조사 자산·부채 항목별, 연도별로 다양한 보조자료<sup>\*</sup>를 활용하여 추산<sup>17)</sup>

\* 자금순환표, 한국은행 통화금융통계(여수신 종별·예금주별·기간별 비중, 대출 종별 고정금리 비중 등), 가계부채DB 등

15) 2022-23년 가계금융복지조사는 고용·산재보험 급여소득을 행정자료로 보완한 자료를 사용하였다.

16) 고령층과 저연령층의 소득원천 및 소비행태가 분석대상 연령층과 크게 상이할 수 있다는 점을 감안하여 가구주 연령을 30-65세로 제한하였다.

17) 만기 구조는 자산·부채 항목별로 추산한 것으로 가구별 차이까지는 고려하지 않았다. 따라서 동일한 자산·부채 항목에 대해서는 모든 가구가 동일한 만기 구조를 갖는 것이 암묵적으로 가정되었다.

## II. 핵심이슈

### 참고 2 한계소비성향 추정 방법

본고에서는 Crawley and Kuchler(2023)에 따라 다음과 같이 한계소비성향을 추정<sup>18)</sup>하였다.

- 자료 : 한국노동패널 제13~23차년도(소비지출 응답 기준 2009~19년)
- 대상 가구 : 가구주 연령 30세 이상, 65세 이하  
소득 상위 1% 초과, 99% 미만 가구 제외 ⇒ 총 41,994가구(연평균 3,818)

$$(적률) \quad Var(\Delta^N \bar{y}_T) = (N - \frac{1}{3})\sigma_P^2 + 2\sigma_y^2, \text{ for } N \geq 3 \quad \dots (1)$$

$$Cov(\Delta^N \bar{c}_T, \Delta^N \bar{y}_T) = \phi(N - \frac{1}{3})\sigma_P^2 + 2\psi\sigma_y^2, \text{ for } N \geq 3 \quad \dots (2)$$

,  $\bar{y}_T$  : T연도 소득(로그),  $\bar{c}_T$  : T연도 소비(로그),  $\Delta^N$  : N연도간 차분

#### ■ 모수

- ①  $\psi$ : 일시적 소득충격에 대한 한계소비성향(MPC)
- ②  $\phi$ : 영구적 소득충격에 대한 한계소비성향
- ③  $\sigma_y^2$ : 일시적 소득충격의 분산
- ④  $\sigma_P^2$ : 영구적 소득충격의 분산

한국노동패널 자료로부터 산출한 적률 추정치와 상기 식 (1), (2)를 통해 모수값들을 추정하였다. 추정에는 관련 연구를 따라 대각가중최소거리추정법\*(diagonally weighted minimum distance estimation, DWMD)을 사용하였다.

\* Blundell et al.(2009), Crawley and Kuchler(2023)

본고에서는 가계를 유동성자산 보유수준에 따라 5분위로 나누고, 각 분위별로 한계소비성향을 추정하였다. 추정치의 크기는 분위별 0.10~0.21로 Park(2017) 등 선행연구과 정합성있게 나타났다<sup>19)</sup>. 이와 같이 추정된 한계소비성향 함수<sup>20)</sup>를 사용해 가계금융복지조사 가계별로 한계소비성향을 추산<sup>21)</sup>하였다.

18) 동 방법론은 Blundell et al.(2009)에서 2가지 개선을 시도한 것이다. ① (시간합산의 문제) 소득·소비를 시간 단위(discrete time)로 합산하는 데서 발생하는 편의를 개선하고, ② (소비 반응의 지속성) 일시적 소득충격에 따른 소비 반응이 1년 이후까지 이어지는 것을 허용하였다. 통화정책의 시차를 감안할 때 충격발생 1년 이후의 소비 반응을 포함하여 한계소비성향을 추정하는 것이 특히 중요할 수 있다.

19) 일례로 Park(2017)의 한계소비성향 추정치(한국노동패널 제4~17차년도, 소비지출 응답 기준 2000~13년 자료 사용)는 W-HtM 0.14~17, P-HtM 0.13~0.15, N-HtM 0.11~15 등으로 본고와 유사한 수준이다.

20) 추정된 한계소비성향 함수는 유동성 자산 보유수준에 따라 단조적으로 감소하는 형태이다. 구체적인 함수 형태는 분위별 유동성자산 평균 보유액과 한계소비성향(로그) 간의 관계를 3차 에르미트 보간법(Piecewise Cubic Hermite Interpolation)을 통해 근사함으로써 도출하였다.

21) 가계금융복지조사는 2018년부터 소득자료를 행정자료로 보완해나감에 따라 안정적으로 비교 가능한 시계열의 기간이 짧아 한계소비성향 추정에 적합하지 않다. 이에 본고에서는 별도 자료인 한국노동패널 장기 패널자료를 사용해 유동성 자산에 따른 한계소비성향 함수를 추정한 후, 이를 가계금융복지조사에 적용하는 방식을 택했다. 다만 가계금융복지조사는 한국노동패널에 비해 최근 연도의 정보가 있고 표본가구가 많으며, 행정자료 보완으로 자료의 정확성이 높다는 등의 장점이 있어 본고 여타 분석의 주된 자료로 활용하였다.

## 참고문헌

- Auclert, Adrien. "Monetary policy and the redistribution channel." *American Economic Review* 109.6 (2019): 2333-2367.
- Blundell, Richard, Luigi Pistaferri, and Ian Preston. "Consumption inequality and partial insurance." *American Economic Review* 98.5 (2008): 1887-1921.
- Crawley, Edmund, and Andreas Kuchler. "Consumption heterogeneity: Micro drivers and macro implications." *American Economic Journal: Macroeconomics* 15.1 (2023): 314-341.
- Kaplan, Greg, and Giovanni L. Violante. "A model of the consumption response to fiscal stimulus payments." *Econometrica* 82.4 (2014): 1199-1239.
- Kaplan, Greg, Giovanni L. Violante, and Justin Weidner. The wealthy hand-to-mouth. No. w20073. National Bureau of Economic Research, 2014.
- Park, Ki Young. "The Wealthy Hand-to-Mouth Households in South Korea." Available at SSRN 2726474 (2016).
- Sang-yoon Song, 2020. "Leverage, Hand-to-Mouth Households, and Heterogeneity of the Marginal Propensity to Consume: Evidence from South Korea," *Review of Economics of the Household*, Springer, vol. 18(4), pages 1213-1244, December
- 나승호, 정천수, 임준혁. (2013). 구조적 소비제약 요인 및 정책과제. *한국은행, BOK 경제리뷰* \_No. 2013-4
- 박경훈 외. (2022). 금리 상승의 내수 부문별 영향 점검. *한국은행, BOK 이슈노트 제2022-27호*.
- 오태희, 조주연, 남명훈, 황나윤. (2022). 향후 재화, 서비스, 해외소비의 회복경로 점검. *한국은행, BOK 이슈노트 제2022-41호*.
- 오태희, 이규환, 남명훈, 이재운. (2022). 금리상승 시 소비감소의 이질적 효과: 가계 특성별 미시 자료를 이용한 소비제약 분석. *한국은행, BOK 이슈노트 제2022-45호*.
- 이규환, 이준호, 이현지. (2024). 최근 민간소비 흐름 평가 및 향후 예전 점검. *한국은행, 금융·경제 이슈(2024.1월)*
- 이지은 외. (2023). 팬데믹 이후 가계 대차대조표(B/S) 변화 및 소비에 대한 시사점. *한국은행 조사국*.
- 이홍직, 최지원. (2015). 글로벌 금융위기 이후 가계소비 부진 배경 분석: 소득-소비간 연계성 약화 요인을 중심으로. *한국은행, 조사통계월보 2015년 8월호*.
- 한국은행. (2023). *경제전망보고서 2023.11.*

## 경제전망보고서

**발행인** 이창용

**편집인** 이지호

**발행처** 한국은행

서울특별시 종구 남대문로 39 (남대문로 3가)

[www.bok.or.kr](http://www.bok.or.kr)

**발행일** 2024년 2월 27일

**제작** (주)제일프린테크

본 자료는 한국은행 홈페이지(<http://www.bok.or.kr> > 조사·연구 > 주요 보고서 > 경제전망보고서)에서 다운로드 받으실 수 있습니다.

자료 내용에 대하여 질문 또는 의견이 있는 분은 조사국 조사총괄팀(전화 02-759-4172)으로 연락하여 주시기 바랍니다.

이 책의 저작권은 한국은행에 있습니다.

ISSN 2288-7083