2025년 10월 23일 공보 2025-10-17호

보도자료

이 자료는 배포시부터 취급하여 주십시오.

제 목 : 경제상황 평가(2025년 10월)

▣ 국내경제는 건설투자 부진에도 소비와 수출이 양호한 흐름을 나타내면서 올해 성장률이 8월 전망$_{0.9\%}$에 대체로 부합할 것으로 예상

- 내년에는 내수 중심의 회복세를 이어가는 가운데 수출은 美관세 영향으로 둔화될 전망

- 한·미 및 미·중 무역협상, 반도체 경기 등과 관련한 상·하방 불확실성은 확대

▣ 소비자물가는 환율상승 등에도 불구하고 낮은 수요압력, 국제유가 안정 등으로 2% 내외의 오름세를 지속할 것으로 예상

- 향후 물가경로는 국내외 경기흐름, 환율·유가 움직임 등에 영향받을 전망

※ 자세한 내용은 <붙 임> **경제상황 평가(2025년 10월)** 참조

[문의처: 조사국 · 경제모형실]

경제성장 : 조사총괄팀 차 장 조병수 (02-759-4202), 과 장 최영우 (4167), 조사역 강보민 (4172)
세계경제 : 국제종합팀 과 장 이택민 (4280)
경상수지 : 국제무역팀 차 장 임웅지 (4186)
물 가 : 물가동향팀 과 장 이승호 (4213)
고용·임금 : 고용동향팀 과 장 이영호 (4205)
경제모형 : 모형전망팀 과 장 박병국 (4137)

[공보관] 02-759-4016

"한국은행 보도자료는 인터넷(http://www.bok.or.kr)에도 수록되어 있습니다."

한국은행
BANK OF KOREA

여 백

<붙 임>

경제상황 평가

2025년 10월

Ⅰ. 세계경제 1

Ⅱ. 국내경제 2

BOX 1 최근 수출 및 경상수지 상황에 대한 평가와 향후 전망 5

BOX 2 미국 고용지표 둔화 요인과 現노동시장 상황 평가 17

BOX 3 일본과 중국의 건설투자 장기부진의 경험과 시사점 25

<부 록 1> 국내외 주요 경제지표 38

<부 록 2> 주요 이슈 분석목록 40

한국은행
BANK OF KOREA

► 국내경제는 건설투자 부진에도 소비와 수출이 양호한 흐름을 나타내면서 올해 성장률이 8월 전망0.9%에 대체로 부합할 것으로 예상된다. 내년에는 내수 중심의 회복세를 이어가는 가운데 수출은 美관세 영향으로 둔화될 전망이다.

► 소비자물가는 환율상승 등에도 불구하고 낮은 수요압력, 국제유가 안정 등으로 2% 내외의 오름세를 지속할 것으로 예상된다.

► 전망경로 상에는 한·미 및 미·중 무역협상, 반도체 경기 등과 관련한 불확실성이 크다.

Ⅰ. 세계경제

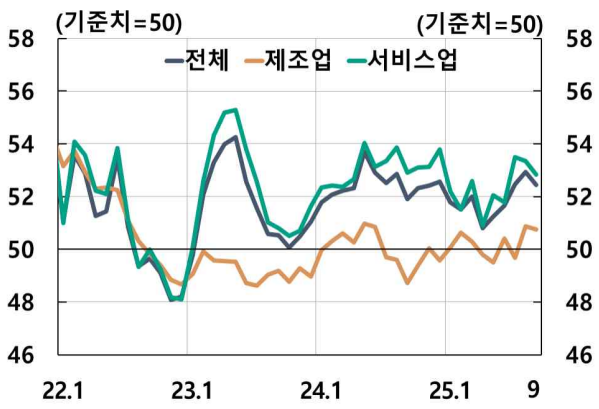
▢ **세계경제는 미·중 무역갈등 재점화 조짐 등 불확실성이 이어지는 가운데, 美관세의 영향이 점차 커질 것으로 예상된다. 다만, 주요국 정책대응 등에 힘입어 성장세 둔화 속도는 완만할 것으로 평가된다.**

- **미국**은 물가상승 및 고용둔화로 잠재수준美의회예산처(CBO) 기준 2.3%을 하회하는 성장세를 나타낼 전망이다.

- **유로지역**은 금융여건 완화와 주요국 재정확대로 개선되겠지만, 통상환경 악화로 회복세는 완만할 것으로 판단된다.

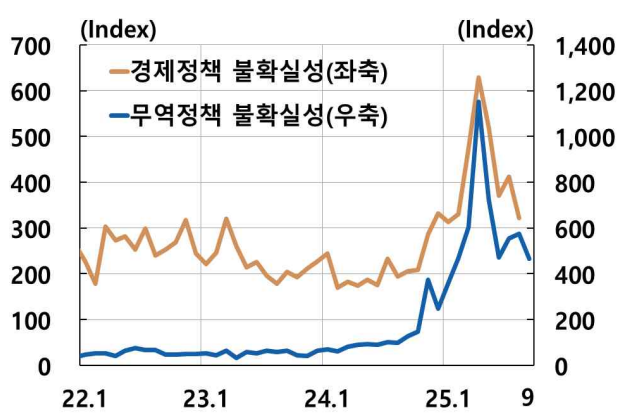
- **중국**은 내수부양책 및 수출국 다변화 전략으로 美관세 충격을 완충하면서 당초 예상에 부합하는 성장세가 전망된다.

글로벌 PMI



자료: JPM, S&P Global

주요 불확실성 지수



자료: Baker et al.(2016), Caldara et al.(2019)

Ⅱ. 국내경제

▢ **국내경제는 건설투자 부진에도 소비와 수출이 양호한 흐름을 나타내고 있으며, 연말로 갈수록 美관세 영향이 확대되면서 수출은 점차 둔화될 전망이다. 올해 성장률은 8월 전망수준0.9%에 대체로 부합할 것으로 예상된다.**

- 분기별 성장흐름도 당초 예상에 대체로 부합할 전망이다. **3/4분기**중 건설투자는 안전사고로 인한 공사 지연 등으로 부진하였다. 하지만 소비가 심리 호조주가 상승 등, 소비쿠폰 지급 등으로 뚜렷이 개선되고 수출이 美관세에도 반도체 수출 호조에 힘입어 예상을 웃도는 흐름을 보였다. 이에 따라, 성장률은 1% 내외의 높은 수준을 나타낸 것으로 판단된다.

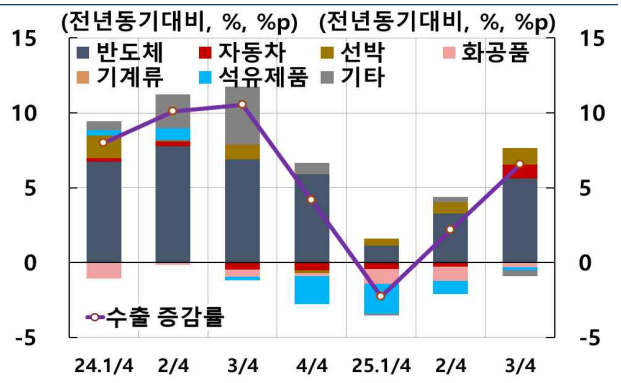
- **4/4분기**에는 내수 회복세가 이어지겠으나 수출이 美관세 영향 확대로 인해 둔화되면서 성장률이 낮아질 전망이다.

- **내년**에는 그간의 금리인하 효과, 확장재정 등으로 내수를 중심으로 성장세가 금년 대비 확대될 것이다. 다만 수출은 美관세정책, 글로벌 반도체 경기 등과 관련한 불확실성이 큰 가운데 둔화될 것으로 전망된다.

소비심리 및 카드사용액

주: 1) 실질기준, 점선은 분기평균
자료: 한국은행

통관수출 품목별 기여도



자료: 관세청

▢ **소비자물가 상승률은 금년과 내년 모두 지난 전망2.0%, 1.9%대로 목표 수준인 2% 근방에서 움직일 것으로 예상된다.**

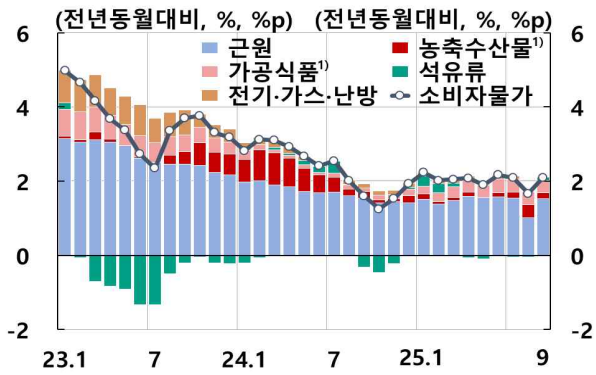
- **최근 물가** 흐름을 보면, 8월중 소비자물가1.7%, 근원물가1.3% 모두 통신요금 일시할인 효과로 상승률이 크게 낮아졌으나, 9월에는 동 효과가 소멸되면서 다시 2% 수준각각 2.1%, 2.0%으로 높아졌다.

- **향후 소비자물가** 흐름은 그간 높았던 농축수산물가격이 기상여건 개선 등으로 점차 안정되면서 당분간 2% 안팎의 상승률을 나타낼 전망이다. 다만, 美관세정책, 지정학적 불안 등 대외 불확실성으로 환율·유가의 변동성은 커진 상황이다.

소비자물가 및 근원물가 상승률

자료: 국가데이터처

소비자물가 상승률 및 기여도



주: 1) 근원품목 제외
자료: 국가데이터처, 한국은행

□ **올해와 내년 경상수지 흑자규모는 지난 전망 수준**금년 1,100억달러, 내년 850억달러**을 상회할 것으로 예상된다.**

- **상품수지**는 美관세 영향*에도 불구하고 반도체 경기 호조로 올해와 내년 모두 대규모 흑자를 나타낼 전망이다.

  * 철강·자동차(부품 포함) 對미수출은 고율의 관세 부과로 최근 둔화되었으며, 특히 자동차는 경쟁국 대비 높은 관세(25%)를 부담하고 있어 앞으로도 對미수출이 부진할 것으로 예상

- **서비스수지**는 외국인 관광객이 크게 늘면서 여행수지를 중심으로 적자폭이 축소될 것으로 예상된다.

□ **취업자수 증가규모는 올해와 내년 모두 지난 전망수준**금년 +17만명, 내년 +13만명**에 대체로 부합하는 흐름을 나타낼 전망이다.**

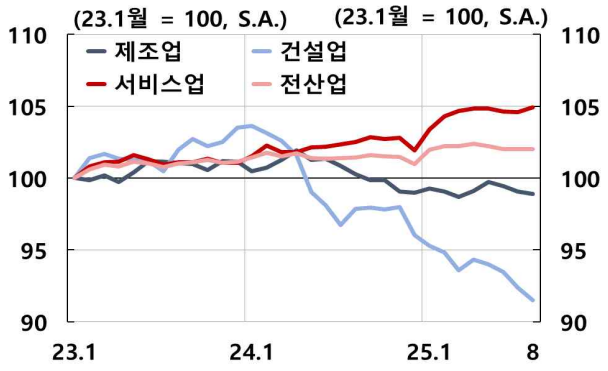
- **건설업·제조업** 고용은 건설경기 회복 지연, 美관세 영향으로 예상보다 부진하겠다. 그러나 **서비스업** 고용이 정부 일자리정책, 소비 개선 등으로 증가세가 소폭 확대되면서 여타 부문의 부진을 상쇄할 것으로 판단된다.

- **내년**중 전체 취업자수 증가규모가 인구 요인 등으로 줄어들겠으나 민간부문의 고용상황은 서비스 업황 개선 등에 힘입어 금년보다 다소 나아질 것으로 예상된다.

경상수지

자료: 한국은행

산업별 취업자수



자료: 국가데이터처

국제무역팀 임웅지 차장(☎4186), 국제수지팀 김준영 과장, 경기동향팀 이현아 과장
국제무역팀 진찬일 과장, 노선화, 민초희 조사역, 국제수지팀 이동규, 천지현 조사역

BOX 1 최근 수출 및 경상수지 상황에 대한 평가와 향후 전망

최근 우리 수출은 美관세부과 등 대외여건 악화에도 불구하고 양호한 흐름을 이어가고 있다.<그림 1> 전통적인 주력 수출품목석유·화학·철강 등에서 중국과 수출 경쟁이 심화되는 가운데 첨단산업배터리·태양광 등에서도 기술격차가 줄어들고 있는 것이 사실이다. 특히 올해 들어서는 美관세와 美-中 무역갈등이라는 거대한 외부충격이 대외의존도가 높은 우리경제에 큰 부담을 주고 있다. 그러나 이러한 높은 파고와 짙은 안개 속에서도 최근 우리의 대외거래는 비교적 순항하고 있다. 통관수출은 금년 9월 사상 최대치659억달러를 기록하였으며, 경상수지는 8월 동월기준 역대 최대인 91.5억 달러 흑자를 나타내며 28개월 연속 흑자 기조를 이어갔다.<그림 2> 이는 對미수출을 중심으로 나타나고 있는 美관세의 부정적 영향에도 불구하고 반도체 수출이 AI發 반도체 경기 호조에 힘입어 전체 수출 증가세를 견인하고 있기 때문이다. 아울러 수출지역 다변화와 유망수출산업의 약진 또한 수출 증가를 뒷받침하고 있다.

이에 **본고는 美관세와 글로벌 반도체 경기를 포함한 전반적인 대외여건을 고려하여 최근 수출 및 경상수지 동향을 평가하고 향후 전망을 제시하고자 한다.**

반도체 호조가 최근 수출 증가를 주도

[그림 1] 통관수출: 반도체 vs 非반도체

자료: 관세청

금년 경상수지는 사상 최대치 달성 전망

[그림 2] 경상수지

자료: 한국은행

수출상황 평가 및 전망

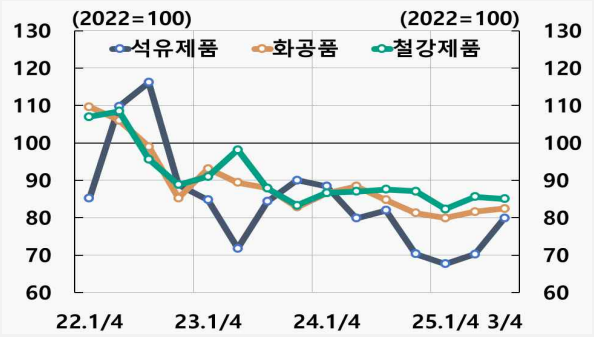
1. 美관세 영향[1]

우선 높아진 美관세는 이미 중국과 치열한 경쟁을 벌이고 있는 우리수출에 비IT 부문을 중심으로 큰 부담이 되고 있다. 과거부터 중국 공급과잉의 부정적 영향을 받아온 석유·화학·철강은 수출이 최근 부진을 거듭하면서 생산조정 필요성까지 제기되고 있다.[2]<그림 3> 이에 따라 IT와 비IT 모두 수출이 확대되었던 과거 수출 확장기와 달리 이번 확장기에는 비IT 수출이 부진을 이어가고 있다.<그림 4>

1) 美관세의 영향에 대한 보다 자세한 내용은 25.8월 경제전망보고서 핵심이슈 「美관세정책이 우리 경제에 미치는 영향」을 참조하기 바란다.
2) 석유제품은 미국·유럽의 정유시설 폐쇄 등으로 여건이 나은 편이지만 석유화학은 생산능력 25% 감축 목표를 설정하고 사업재편에 돌입하였으며 철강은 주요기업의 일부 공장이 폐쇄될 만큼 어려운 상황이다.

석·화·철 수출의 부진이 지속

[그림 3] 석유·화학·철강 통관수출



자료: 관세청

금번 수출확장기는 IT에만 의존

[그림 4] 수출확장기 비교[1]: IT vs 비IT

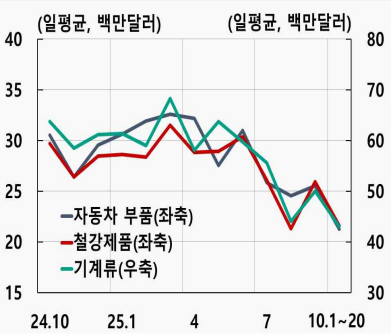
주: 1) 저점 대비 누적 수출증가율의 기여도를 확장기별로 비교
자료: 관세청

여기에 美관세의 영향까지 가세하면서 고율관세를 적용받고 있는 자동차, 철강 등을 중심으로 對미수출이 감소하고 있다.<그림 5> 美관세의 영향은 계약·출하 간 시차$_{2\sim3개월}$로 인해 3/4분기 들어서야 기계와 철강, 자동차부품을 중심으로 본격화되고 있다. 우선 철강은 관세율이 당초 25%에서 50%로 상향조정되면서 7월 들어 對미수출이 급격하게 감소하기 시작했다. 25% 관세율을 적용받는 자동차부품도 비슷한 모습을 보였으며, 철강 함유량이 높은 기계 또한 8월부터 빠르게 감소하였다. 자동차의 경우 국내기업이 수출단가를 크게 낮춰 미국시장내 판매가를 유지하면서 對미수출 물량은 크게 줄지 않았지만 금액은 감소하였다.[3]<그림 6>

향후 美관세의 영향은 선수요 효과 소멸, 기업들의 충격흡수 여력$_{마진축소·가격유지}$ **약화 등으로 확대되어 수출에 상당한 부담으로 작용할 것이다.** 아울러 美-中간 무역갈등이 최근 고조되고 있는 데다 EU, 멕시코의 관세 인상 움직임 등 보호무역주의가 미국외 지역으로 확산되는 조짐이 나타나고 있는 점도 우려스럽다.<표 1>

美관세 영향이 철강·기계·자동차 부품 對미수출에서 본격화

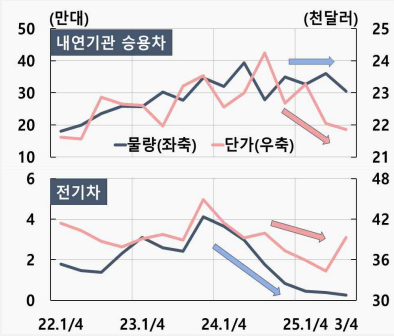
[그림 5] 품목별 對미수출



자료: 관세청

對미 내연기관 승용차 수출의 물량은 유지, 단가는 큰 폭 하락

[그림 6] 對미 자동차수출: 물량 vs 단가[1]



주: 1) 수출금액 / 수출대수
자료: 관세청

보호무역주의가 일부 국가로 확산되는 조짐

[표 1] 최근 미국외 보호무역주의 조치

국가	내용	일시
중국	희토류 수출통제	10.9일
	對미 입항수수료 부과	10.14일
	리튬전지·인조흑연 수출통제	11.8일
유럽	철강세이프가드 제안 (26.7월 적용 예정)	10.7일
멕시코	FTA미체결국 대상 자동차·철강관세 부과	26년 (예상)

자료: 관련 언론기사

3) 對미 자동차 수출 감소에는 관세 영향이 크게 작용하였지만 전기차용 현지생산공장 준공에 따른 전기차 수출 감소의 영향도 상당하다. 다만 한국 자동차 기업의 미국내 판매는 가격경쟁력 유지노력 등에 힘입어 최근까지 호조를 보였다. 미국내 판매가격을 포함하여 관세에 따른 우리 자동차의 경쟁력 변화에 대해서는 8월 경제전망보고서 핵심이슈 참고3 「관세부과시 미국 시장에서 우리나라 자동차의 경쟁력 변화」를 참조하기 바란다.

2. AI發 반도체 호황

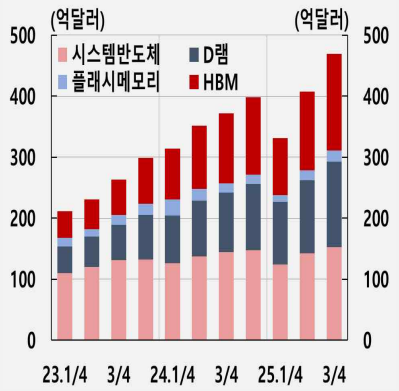
① 최근 반도체 수출 동향: AI수요가 모든 품목 견인

반면 반도체 수출은 AI혁명에 의해 촉발된 이번 글로벌 반도체 호황에 힘입어 전체 수출을 이끌고 있다. 수출 비중이 가장 큰 반도체[4]가 AI 투자 수요에 힘입어 금년 3/4분기중 사상 최대치를 경신하며 전체 수출의 증가를 주도하면서전년동기대비 수출증가율 6.5%중 반도체가 5.6%p 기여 마치 美관세 영향이 없는 듯한 착시를 불러왔다.

반도체 수출을 세부 품목별로 자세히 살펴보면,<그림 7> AI서버[5]에 필수적인 **❶고성능 메모리 반도체HBM의 수출 호조가 두드러지며, ❷범용 D램도 HBM 생산 전환으로 공급이 부족해진 데다 일반서버 교체 수요까지 겹치면서 가격이 급등하여 수출이 확대되고 있다.** 지역별로 보면 반도체 수출 중 대만向 비중이 급등하였는데,[6] 이는 HBM의 대부분이 대만으로 수출되기 때문이다. 아울러 지난해 하반기부터 글로벌 경쟁격화 등의 영향으로 부진을 이어온 **❸플래시 메모리 또한 AI 및 일반서버向 eSSD 제품의 채택이 늘면서 최근 빠르게 회복되고 있다. ❹시스템 반도체는** 국내업체삼성전자, 세계2위가 여전히 고전[7]하면서도 최근 몇차례 대형수주에 성공한 데다 자체 스마트폰 탑재 가능성도 높아지고 있어 **향후 전망이 좀 더 밝아졌다.**<표 2>

HBM의 가파른 성장세가 반도체 수출을 견인

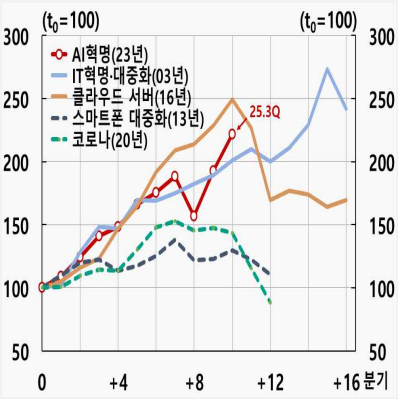
[그림 7] 세부품목별 반도체 수출



자료: 관세청

과거보다 반도체 수출 확장세가 장기화

[그림 8] 확장기별 반도체 수출



자료: 관세청

파운드리삼성전자가 잇따라 대형 수주에 성공

[표 2] 최근 국내 파운드리삼성전자 주요 수주내역

수주 시기	내용	규모 (억$)	납품 시기
25.7월	테슬라 자율주행 AI칩 (AI6)	165	25.7~ 33.12월
25.8월	애플 이미지센서	미공개	
25.9월	IBM 서버용칩 (파워11)		
25.하	엑시노스 2600 갤럭시 신제품 탑재(예상)	미정	25.하반 (예상)

자료: 삼성전자 및 언론

4) 수출에서 반도체가 차지하는 비중은 지속적으로 확대되어 최근에는 1/4에 육박하고 있다.
▸02~10년 10% → 11~20년 14% → 21~24년 19% → 25.1~9월 23% [관세청]
5) AI서버에는 HBM이 포함된 AI가속기와 데이터의 장기저장을 위한 eSSD 등이 탑재된다.
6) ▸반도체 수출 비중(20~24년 → 25.1~9월, %) [관세청]:
중국·홍콩 56 → 41, 미국 7 → 7, 아세안 20 → 24, 대만 10 → 21
7) ▸파운드리 점유율(%): 19년 삼성 19, TSMC 48 (격차: 29) → 25.2/4분기 삼성 7, TSMC 70 (63) [TrendForce]

② 금번 반도체 확장세 특징: ❶장기화 가능성, ❷주문형 제품$_{HBM}$ 위주 성장

반도체 수출 호조의 배경에는 AI發 글로벌 반도체 호황이 자리잡고 있다. 반도체 수출의 현재와 향후 향방을 짚어보기 위해 현재 반도체 경기국면의 특징을 살펴보면, **❶이번 확장기는 AI혁명에 의해 촉발되어 기업의 AI인프라투자 수요와 국가적 지원에 힘입어 지속되고 있으며, 향후 제조업$_{자율주행차·로봇}$과 서비스업을 아우르는 산업 융합으로 이어지면서 보다 장기화될 가능성이 크다.**[8] <그림 9> 금번 확장기가 이미 30개월째 지속된 데다 AI의 실질적인 성과 부족, 판매자금융 행태 등을 이유로 미래에 대한 의문이 제기$_{AI버블론}$되고 있는 것도 사실이다. 그러나 이번 AI 확장기는 과거 닷컴버블 때와 달리 상당부분 실질적인 수요에 기반하고 있어 그 기반이 탄탄하다.[9] 글로벌 빅테크 기업과 주요국 정부는 승자독식이 예상되는 상황에서 기술주도권 선점을 위해 데이터센터 등 AI 투자를 경쟁적으로 확대하고 있다.[10] 또한 AI를 활용한 자율주행차·로봇과 같은 새로운 소비자기기의 발전속도가 빨라지면서 반도체 수요를 견인할 것으로 예상[11]되며, AI agent 서비스 등이 발전하면서 AI산업 전반에 대한 수요를 단단히 떠받칠 것으로 기대된다. 그리고 **❷AI기능을 구현하기 위해 필수적인 고성능의 주문형 반도체$_{HBM}$가 시장의 주력상품이 되고 있는 점은 높은 기술력을 가진 우리 반도체 기업에게 유리하게 작용할 것이다.** 기존 범용 메모리 반도체는 차별성이 적어 규모의 경제를 통한 비용경쟁력이 중요했지만, HBM과 같은 주문형 상품은 한국의 반도체기업과 같이 높은 기술력을 가진다면 이를 해자$_{moat}$ 삼아 차별적 독점력을 가질 수 있다. 그리고 주문형 상품의 경우 보수적인 투자를 통해 생산능력을 관리할 경우 보다 안정적인 생산이 가능하다는 장점도 있다.[12]

AI 혁명으로 촉발된 반도체 경기 확장기는 현재에도 진행중

[그림 9] 반도체 경기[1]: 글로벌 매출 vs 한국 반도체 수출

주: 1) 로그변환 후 장기선형추세를 식별하고 갭률을 산출. 음영은 확장기
자료: WSTS, 관세청

8) 2000년 이후 총 6차례의 반도체 경기 사이클 중 IT인프라 투자 기반 확장기는 소비자기기 기반 확장기보다 길었다. 자세한 내용은 25.7월 경제상황평가 보도자료 BOX 「반도체 수출 경기사이클, 이번에는 다를까?」를 참조하기 바란다.
9) AI버블론을 둘러싼 양측의 논의는 참고 1 「최근 AI 낙관론 vs. 버블론 논의」를 참조하기 바란다.
10) 글로벌 대형 기술기업 M7의 CAPEX 규모는 24년 2,521억달러(전년대비 +51%)에서 25년^{e} 3,863억달러(+53%), 26년^{e} 4,615억달러(+19%)로 증가할 전망이다. [Bloomberg]
11) 자율주행차와 로봇은 방대한 데이터의 실시간처리를 위해 고성능 AI반도체가 필수적이다. 시장분석업체 PwC는 반도체시장이 24년부터 연평균 8.6% 성장하며, 자동차용 반도체는 연평균 10.7% 증가할 것으로 전망하였다.(25.10월)
12) 주문 기반 생산업종인 파운드리에서는 독점적 지위를 가진 TSMC가 생산능력 증가를 안정적으로 관리하면서 메모리 반도체 기업과 달리 동 기업의 매출이 크게 변동하지 않고 지속적으로 확대되고 있다.

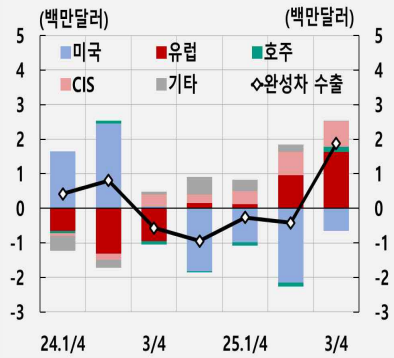
따라서 우리 반도체 수출은 앞으로도 상당기간 호조를 보일 가능성이 높다. 다만 이미 반도체 수출금액이 높은 수준에 이른 데다 과거 범용 메모리가 주력일 때와 달리 국내 반도체기업들이 HBM의 생산능력을 보수적으로 늘리고 있어 내년 수출 증가세는 금년에 비해 둔화될 것으로 예상된다.[13]

3. 불리한 대외여건을 극복하기 위한 움직임

반도체 호조와 더불어 수출시장 다변화 및 유망수출산업의 약진도 관세충격을 완화하고 있다. ❶수출시장 다변화[14]는 자동차 수출에서 두드러졌다. 금년 3/4분기 자동차·부품 對미 수출은 전년동기대비 10.2% 감소하였지만 對EU$_{전기차}$·CIS$_{중고차}$ 수출은 각각 34.0%, 52.3% 늘어 글로벌 수출$_{+6.6\%}$은 증가하였다.[15]<그림 10> 이는 EU 전기차 수요 확대 등에 우리기업이 잘 대응한 결과라고 할 수 있다. 또한 **❷선박과 10대 주력품목 이외의 일부 산업에서도 높아진 경쟁력을 바탕으로 수출이 꾸준히 늘고 있다.** 선박과 방산은 높은 기술경쟁력과 생산능력을 기반으로, 화장품과 식품은 K-컬처를 기반으로 괄목할 만한 수출증가세를 기록 중이다. 선박은 중국과의 경쟁을 LNG선 등 고부가선을 중심으로 극복하면서 23년부터 증가하고 있으며,<그림 11> 방산은 러·우전쟁, 이스라엘·하마스 전쟁 등을 계기로 커진 전세계 무기 수요에 준비된 생산능력을 바탕으로 빠르게 대응하고 있다.[16] 화장품과 식품 수출은 아시아권에 머물던 K-컬처의 인기가 드라마, 영화 등 문화콘텐츠를 통해 전세계로 확산되면서 호조를 보이고 있다.[17]<그림 12> **아직 수출에서 차지하는 비중이 작아 美관세의 부정적 영향을 모두 상쇄할 정도는 아니지만 어려움을 겪고 있는 우리경제에 소중한 단비가 되고 있다.**

자동차는 對EU·CIS 수출 확대

[그림 10] 지역별 완성차 수출 증감[1)]



주: 1) 전년동기대비 증감액
자료: 관세청

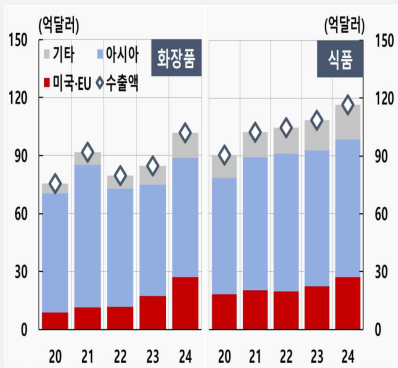
선박 수출은 내년에도 증가세를 이어갈 전망

[그림 11] 선박 수출[1)]

주: 1) 전망은 선박인도 예정량 이용
자료: 관세청, 클락슨

K-컬처의 힘이 화장품과 식품 수출에도 도움

[그림 12] 화장품·식품 지역별 수출



자료: 관세청

13) 국내 기업의 설비투자와 생산능력에 대한 보다 자세한 내용은 참고 2 「국내 반도체기업의 생산능력 현황 및 전망」을 참조하기 바란다.
14) 한국은 세계 10대 수출국 중 수출 품목 및 시장 편중도가 가장 커 대외충격에 상대적으로 더 취약하다.(심혜정, 25.9월) 美관세 충격을 완충하기 위해 품목 및 시장 다변화로 수출 편중도를 낮출 필요가 있다.
15) 보다 자세한 내용은 참고 3 「최근 우리나라 자동차 수출 동향」을 참조하기 바란다.
16) 한국 방산수출의 글로벌 점유율은 08년 0.5%에 불과하였으나 24년에는 2.1%로 늘어 기간중 증가폭이 전세계에서 가장 컸다.(스톡홀름 국제평화연구소)
17) 화장품은 금년 3/4분기 수출액이 29.9억달러로 전년동기대비 16.7% 늘어 사상최대치를 기록하였으며, 식품 또한 라면, 김이 크게 늘며 동기간 최대수출실적을 기록하였다.

4. 향후 수출전망 및 성장영향

금년 하반기 전체수출통관은 美관세에도 불구하고 IT부문반도체 호조에 힘입어 비교적 높은 증가세를 보일 것이다. 다만 **내년에는 IT수출 증가세가 높은 수준에서 둔화되고 美관세 영향 확대 등으로 비IT 부진이 심화되며 전체수출이 감소할 것으로 예상된다.** 먼저 **IT반도체수출**은 금년 하반기 물량이 AI투자 확대로 크게 늘어나고 최근 D램가격 상승으로 단가 하락세전년동기대비도 완화되어 상반기보다 증가세가 확대될 전망이다. 내년에는 글로벌 기업의 AI 투자 증가율 둔화, 금년중 선수요에 대한 반사효과, 반도체 관세부과 가능성 등을 감안할 때 물량 증가세가 둔화되겠으나, 단가가 상승 전환[18]하면서 전반적으로 양호할 것으로 예상된다. **비IT 수출**은 중국과의 경쟁압력이 지속되는 가운데 내년으로 갈수록 美관세 영향이 확대되면서 수출 부진이 심화될 것으로 예상된다. 특히 자동차·철강 등 고율관세 품목의 수출 부진이 심화되고, 석유제품·화공품은 유가하락의 영향으로 하방압력이 커질 전망이다.

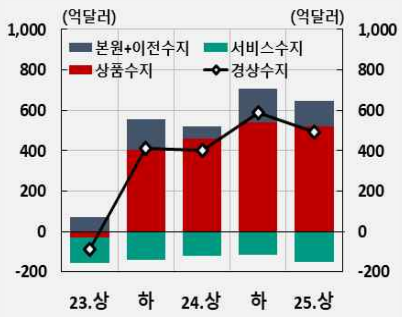
경상수지 평가 및 전망

최근 반도체 중심의 양호한 수출 실적은 경상수지에도 반영되고 있다. 우리나라 경상수지는 상품수지 흑자가 견인하는 가운데 본원소득수지 흑자가 서비스수지 적자를 메우는 구조이다. 금년 들어 경상수지가 지난해역대 2위 흑자보다도 개선된 것은 반도체를 중심으로 한 수출 호조와 함께 국제 원자재가격 하락에 따른 수입 둔화로 상품수지 흑자규모가 상당폭 늘어난 데 주로 기인한다.<그림 13, 14> 이에 더해 그간 누적된 대외순자산으로 본원소득수지 흑자규모가 증가한 것도 일부 기여하였다.<그림 15> 앞으로도 경상수지는 美관세 영향에도 불구하고 반도체 수출 확대와 견조한 본원소득수입배당·이자 등에 기반하여 상당기간 양호한 흑자규모를 유지할 것으로 전망된다.

다만 내년에는 美관세 영향이 확대되며 경상수지 흑자폭이 올해보다는 다소 줄어들 것으로 예상된다. 또한 美-中 무역갈등이 재점화되어 글로벌 교역 부진으로 이어지거나, 외국인 증권투자자금의 유입 확대[19]로 본원소득지급이 늘어날 경우 흑자폭을 일부 제약할 수 있다.

상품수지 중심으로 경상수지 흑자규모가 증가하는 추세

[그림 13] 항목별 경상수지 추이



자료: 한국은행

반도체 가격상승과 유가하락이 수출 증가와 수입 감소를 견인

[그림 14] 반도체·에너지가격[1]과 수출입

주: 1) 수출입물가지수 기준
자료: 한국은행

대외금융자산 누적으로 본원소득수입이 증가하는 추세

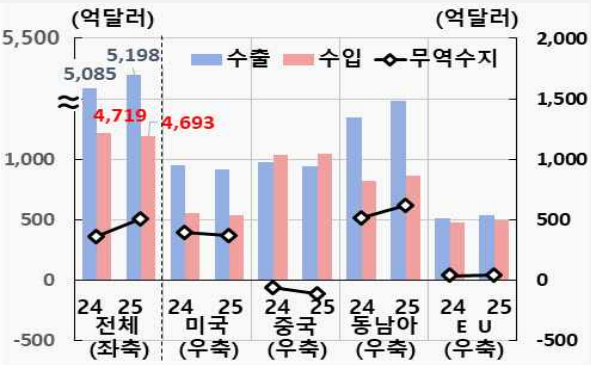
[그림 15] 대외자산과 본원소득수입

자료: 한국은행

지역별로 **무역수지**를 보면, 1~9월중 **對미 무역수지**2위 흑자지역는 관세품목철강·자동차 등의 수출 부진으로 흑자규모가 줄어들었으나, **對동남아**ASEAN+대만+홍콩 **무역수지**최대 흑자지역가 반도체HBM·메모리 수출 급증으로 큰 폭 증가하며 전년동기대비 무역수지 흑자 개선을 주도하고 있다.<그림 16><표 3>

무역수지는 미국·중국에서 줄었으나 동남아 중심 개선

[그림 16] 지역별 통관수출입[1)]



주: 1) 24 및 25년 1~9월 기준
자료: 관세청

美관세품목 수출은 감소, 반도체 수출은 큰 폭 증가

[표 3] 국별·품목별 수출입 증감[1)]

(단위: 억달러)

	전체	미국	중국	동남아
전체수출	113.2	-36.3	-35.4	140.2
반도체	171.8	15.2	-17.6	164.4
자동차	6.5	-37.9	1.0	-1.3
철강	-11.4	-3.9	-4.3	1.9
전체수입	-25.3	-10.8	13.4	43.0
에너지류	-169.9	-32.4	-1.1	-5.3
무역수지	138.5	-25.5	-48.8	97.2

주: 1) 25.1~9월 전년동기대비 증감
자료: 관세청

18) 25.3Q말 글로벌 D램 평균 재고는 역대 최저치(3.3주)를 기록[TrendForce]하였으며 HBM 전환이 꾸준히 이어지면서 앞으로도 상당 기간 공급부족이 예상된다. 동일용량 생산시 웨이퍼 소모량은 HBM이 일반 D램 대비 3~4배 높아 HBM으로 생산을 전환하면 D램의 공급은 크게 줄어들게 된다.
19) 외국인 주식투자의 경우 지난 1~4월중 대규모 순매도였으나, 5~6월 소폭 순매수 전환 이후 7월부터는 AI·메모리 반도체 중심으로 투자자금이 재유입되는 흐름이 뚜렷해졌다. 외국인 채권투자도 금년 들어 금리인하 기대 등으로 순매수로 전환하였으며 내년에는 WGBI 편입효과로 매수규모가 크게 확대될 전망이다.

요약 및 결론

美관세 충격은 예상대로 점차 한국 경제에 커다란 부담이 되고 있다. 美-中 무역갈등의 재점화, 미국외 국가들의 보호무역주의 움직임 등도 하방리스크로 엄존하고 있다. **다행히 AI 기술혁신이라는 새로운 기회가 우리 앞에 주어지면서 반도체 업황이 호조를 보이고 있고, 악화된 통상환경에 맞서 수출시장을 다변화하려는 노력도 어느 정도 결실을 거두면서 우리 수출을 지탱해 나가고 있다.**

그러나 앞으로 반도체 수출의 증가세가 높은 수준에서 둔화되고 美관세 등에 따른 부정적 영향이 확대되면서 내년에는 수출의 성장기여도가 낮아질 것으로 예상된다. AI 혁명은 단순한 기술 변화를 넘어 산업, 사회, 안보를 재편하는 메가트렌드로서 그 동력은 앞으로도 지속될 것으로 예상되지만, 과거 IT 혁명기에도 닷컴버블과 같은 일시적 과열 및 급격한 조정 국면이 있었듯 그러한 굴곡은 언제든 발생할 수 있다. 이는 최근 반도체 업황 호조가 우리경제에 양날의 칼이 될 수 있음을 의미한다. 반도체 수출은 글로벌 반도체 경기 확장에 힘입어 개선되면서 그간 美관세 충격의 부정적 영향을 완충해왔다. 그러나 그 과정에서 의존도가 높아졌기 때문에 향후 반도체 경기가 하강국면으로 전환할 경우 경제 전체에 미치는 파장이 예전보다 클 것이다.

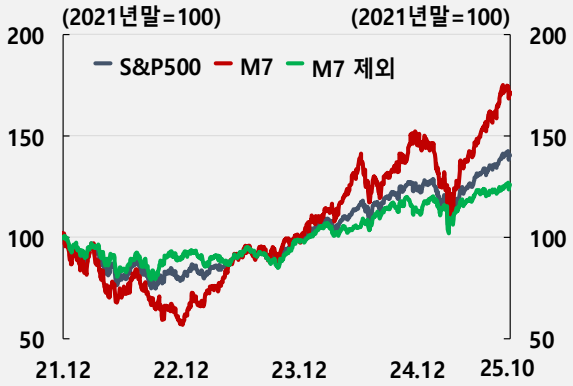
따라서 앞으로 우리 수출이 어려운 대외여건과 높아진 불확실성을 극복해 나가기 위해서는 무엇보다 기업과 정부 모두 AI시대에 뒤처지지 않도록 IT부문의 경쟁력을 제고하는 데 더욱 힘써야 하겠다. AI발전은 지금의 인프라 투자에 멈추지 않고 로봇·자율주행차, AI agent 서비스 등 새로운 시장의 등장으로 이어질 가능성이 크므로 새로운 산업을 선점하는 것이 중요하다. 또한 대규모 AI 데이터센터 구동 등에 필수적인 전력이 새로운 국가 경쟁력으로 급부상하고 있는 만큼 전력망 등 인프라 확충을 통해 안정적이고 저렴한 에너지 공급 역량을 확보하여야 한다. 아울러 외부 충격에 대한 우리 수출의 회복력을 높이기 위해 새로운 성장동력을 키워나갈 필요가 있다. 이때 산업의 특성에 따라 다른 접근이 필요하다. 예컨대 식품·화장품의 경우 K-컬처의 전략적 활용을 좀 더 고민하여야 한다. 선박·방산은 국가간 협력과 원만한 외교관계 유지가 필수적인 만큼 정부의 역할이 더욱 요구된다. 특히 방위산업은 첨단 과학기술의 집약체로 신산업 창출의 산실이라는 점에서 긍정적 파급력양(+)의 외부효과이 크기 때문에, 정부가 민간의 접근성을 높여 동 분야에서 산업생태계가 자리잡을 수 있도록 적극 지원하는 것도 검토하여야 하겠다.

<참고 1> 최근의 AI 낙관론 vs. 버블론 논의

AI 낙관론자들은 AI는 PC, 인터넷에 비견되는 근본적인 기술 혁명이며, 향후 발전가능성이 매우 높다고 주장한다. 2000년대 초반 닷컴버블과 달리 이번 확장기는 AI활용(광고 등 사업서비스) 및 탑재(IT기기) 증가 등 실수요도 뒷받침되고 있고, 최근 과잉투자 논란이 일고 있는 빅테크들의 투자규모도 닷컴버블과 달리 과도한 수준이 아니라고 본다.(GS(25.10월)·Barclays(25.9월)). 수익성이 AI 채택으로 인해 실제로 개선되는 사례가 아직은 많지 않지만 늘어나고 있다는 분석이 있다.(Barclays(25.9월)) 또한, 빅테크들의 주가 측면에서는 역사적으로 높은 수준인 것이 사실이나, 기업들의 수익성이 뒷받침되고 있고 채무의존도가 낮아 과거 버블 당시에 비해 재무구조가 견조하다는 분석도 많다.(IMF · GS · 젠슨 황(각각 25.10월)) 다음으로 온디바이스AI, 휴머노이드 로봇, 자율주행차 등 AI기술의 전방위적인 산업 확산 가능성이 높다는 점도 낙관론을 뒷받침한다.

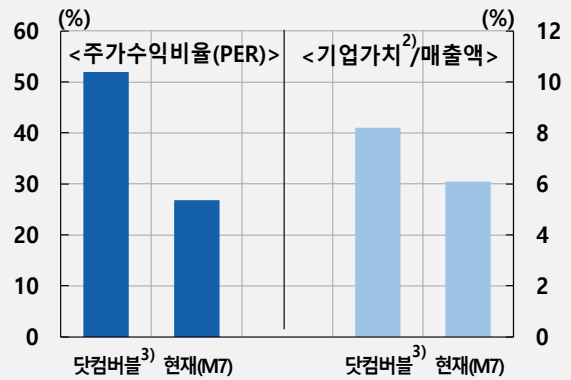
반면, AI 기술이 과장되었고, 현재의 대규모 투자가 앞으로는 지속되기 어렵다는 'AI 버블론'도 제기되고 있다. 아직 AI로 실현된 수익률이 낮고 AI 확산효과가 가시화되지 않고 있다는 점[20]이 그 근거이다. 또한 AI 자체보다는 전력, 데이터 등 인프라 병목이 향후 수익성 창출을 지연시킬 리스크도 있다. 최근에는 반도체 수요업체(AI모델 기업·하이퍼스케일러)와 공급업체 간 상호투자 등 순환거래 논란도 부각되었는데, 이는 닷컴버블을 생성하고 결과적으로 붕괴되었던 판매자금융 행태와 유사하다는 지적도 있다. 아울러 AI 기술은 실재하나, 금융시장의 기대가 과도하다는 우려도 커지고 있다. IMF(25.10월)와 BOE(25.10월)는 현재와 같이 기술주 집중이 심화된 상황에서 낙관적 심리가 전환되는 경우 금융시장이 갑작스럽게 조정될 수 있음을 경고하였다.

[그림 17] 美 주요 기술기업(M7)[1] 시가총액



주: 1) Alphabet·Amazon·Apple·Meta·Microsoft·NVIDIA·Tesla 기준
자료: Bloomberg

[그림 18] 기술기업의 수익성 대비 주가[1] 비교



주: 1) Goldman Sachs 추정(24개월 선행 기준)
2) 기업가치는 시가총액·순부채 합계 기준
3) Microsoft·CiscoSystems·Intel·Oracle·IBM·Lucent·Nortel Networks(2000.3.24일) 기준
자료: Goldman Sachs(25.10월)

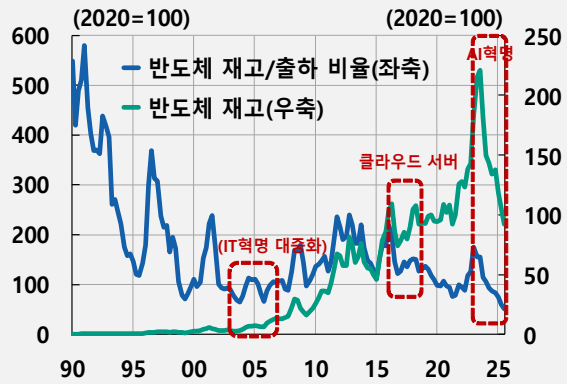
20) 최근 MIT(「The GenAI Divide, State of AI in Business 2025」, 25.8월)는 AI기술을 활용해 구조적인 수익성 개선을 실현한 기업의 비중은 5%에 불과하다고 분석하였다.

<참고 2> 국내 반도체기업의 생산능력 현황 및 전망

금번 확장기 국내 반도체기업은 생산설비를 과거만큼 적극적으로 늘리지 않고 있는 것으로 판단된다. 기존 범용 반도체는 저렴하게 많이 생산하는 기업이 경쟁력을 가졌고, 이에 따라 지난 확장기에는 반도체기업들이 투자를 크게 확대하는 경향이 있었다. 그러나 이번 확장기에는 강력한 수요에 비해 기업들이 생산설비 확충에 보수적인 태도$_{\text{CAPEX discipline}}$[21]를 견지하고 있는 것으로 평가된다. 이는 현재 주력상품이 고성능의 주문형 반도체이므로, 초기 대규모 투자와 대량생산을 통해 가격경쟁력을 확보할 필요성이 줄어든 데에도 일부 기인한다.

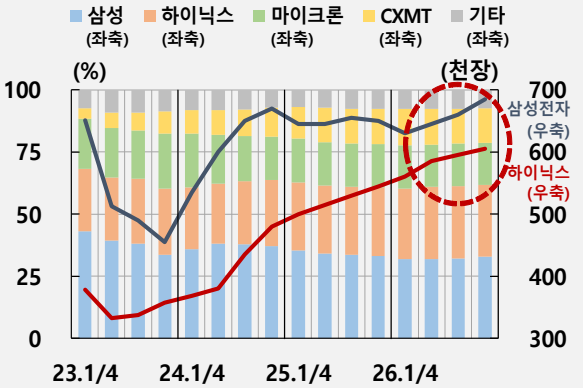
실제로 국내기업의 설비 증설은 반도체 상승기가 시작$_{\text{23.1/4분기 이후}}$된지 일년 이상이 지난 작년 하반기 이후에야 가시화되었다. 내용면에서는 건설비 등 초기 비용이 많이 소요되는 증설보다는 기존 공정의 고성능으로의 전환이 주를 이루었던 것으로 추정된다. 반도체 재고를 보더라도, 출하대비 재고비율이 역사적 저점 수준에 있으며 재고의 절대적 수준 또한 이례적으로 감소세[22]를 나타내고 있는 점은 이러한 상황을 뒷받침한다. **앞으로는 그간 진행되던 반도체 공장의 완공[23]과 맞물려 생산능력의 꾸준한 확대가 예상된다.**[24] 그러나 설비 도입 이후 수율 안정화를 위해 일정 기간 시간이 필요하다는 점에서 증가 속도는 완만할 전망이다.

[그림 19] 국내 반도체 재고비율[1)]



주: 1) 붉은색 박스는 과거 상승기를 의미
자료: 국가데이터처

[그림 20] 글로벌 반도체기업 D램 생산능력[1)2)] 및 비중



주: 1) 월평균 웨이퍼 투입량 기준(해외공장 포함)
2) 25.4/4분기 이후는 전망치
자료: Trendforce(25.10월)

21) Capex discipline은 매출액 대비 자본적지출 비율을 일정 수준으로 안정화하여 투자와 현금흐름의 균형을 맞추고자 하는 투자전략이다. 즉, 매출 확대가 예상될 때에만 투자를 확대하는 것으로 과거 반도체기업의 공격적 투자전략과 대비된다.
22) 다만, 국내 반도체 재고 감소에는 범용 반도체 감산, 미국 등 해외공장 건설 증가도 영향을 미쳤다.
23) 최근 HBM 수요 증가 등에 대응하여 삼성전자는 5개월간 지연되었던 P4공장 마감공사 종료시점을 3개월 앞당겼으며(27.7월→4월) 하이닉스는 M15X공장을 금년 4/4분기 준공후 내년중 본격 가동할 예정이다.
24) 최근 국내기업의 주요 글로벌 기업(테슬라, 애플) 대규모 수주에 이어, 美 스타게이트 프로젝트 참여업체와의 전략적 파트너십 체결로 인해 고성능 메모리 반도체 공급 전망이 상향되었다. 동 프로젝트에 따른 글로벌 HBM 추가수요는 월 최대 90만장 규모(OpenAI向)로 추산되는데, 이는 현재 세계 3대 공급업체 생산능력 합계(160만장)의 약 57%로, 향후 이에 대응한 생산설비 증설도 기대된다.(GS, 25.10월)

<참고 3> 최근 우리나라 자동차 수출 동향

최근 자동차완성차+부품 수출은 美관세부과25%에도 불구하고 완성차를 중심으로 비교적 양호한 흐름을 나타내고 있다. 자동차부품의 경우 美관세로 對미수출을 중심으로 부진을 지속하고 있으나, 완성차는 미국을 제외한 여타국으로의 신차 수출, 중고차 수출이 호조를 보이면서 증가세가 확대되고 있다.

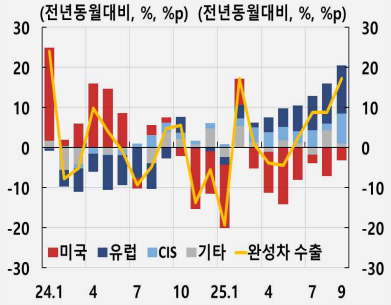
우선 유럽向 완성차 수출은 유로경제 회복에 따른 자동차 소비 개선 등에 힘입어 전기차를 중심으로 크게 증가하였다. EU의 환경규제 움직임으로 전기차 시장이 성장[25]하는 가운데 국내기업이 신규 출시한 소형차캐스퍼 일렉트릭·EV3가 인기를 끌면서 우리 수출이 호조를 보이고 있다. 또한 픽업트럭 시장 비중이 높은 호주에서 우리 기업의 신규 모델타스만 판매가 급증한 점도 완성차 수출 증가에 기여하였다.

이러한 선진국으로의 신차 수출뿐 아니라 CIS키르기스스탄 등를 중심으로 한 중고차 수출도 호조세를 지속하고 있다. 러·우 전쟁 이후 對러 제재완성차업체철수,車수출제한로 러시아向 우회수출을 위한 주변국의 수입수요가 고가의 중고차를 중심으로 증가하였기 때문이다.

한편 對미 시장의 경우 내연기관 수출은 관세로 물량의 영향보다는 對미 수출가격이 크게 하락함에 따라 감소하였다. 순수전기차BEV는 전기차 캐즘, 美관세 부과 등으로 미국내 판매가 감소세를 지속[26]하였으며, 줄어든 현지 판매물량마저도 지난해말10월 美조지아주 공장현대 메타플랜트 가동 이후 현지생산으로 대부분 대체됨에 따라 對미수출이 크게 감소하였다. **다만, 하이브리드차는 전기차 보조금 축소에 따른 반사효과, 신규차종 출시[27] 등을 바탕으로 對미수출이 늘면서 완성차 수출의 관세 충격을 일부 상쇄하였다.**

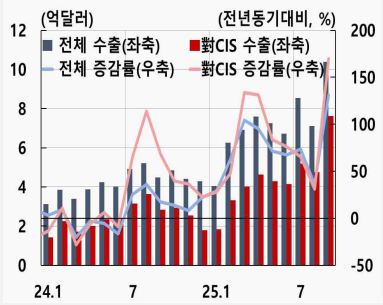
종합해보면, 최근 우리나라 자동차 수출의 특징을 **지역 다변화**유럽·CIS 비중 상승와 **친환경차 전환**하이브리드·전기차 비중 상승으로 요약할 수 있겠다.

[그림 21] 완성차 수출의 국가별 기여도



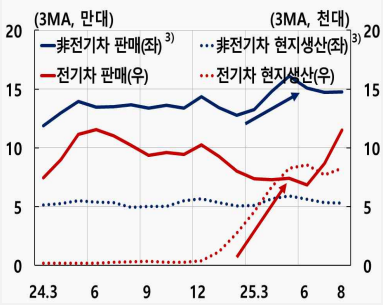
자료: 관세청

[그림 22] 중고차 수출 추이



자료: 관세청

[그림 23] 국내업체[1] 美현지 판매·생산[2]



주: 1) 현대·기아 기준
2) 판매는 소매, 생산은 출고 기준
3) 내연기관 · 하이브리드차
자료: 각 사 판매자료

25) EU에서는 완성차 기업이 판매하는 신차 탄소배출량의 상한선을 낮추고 3년 안에 목표치를 달성하지 못하면 과징금을 부과하는 규제가 올해초 시행되었다.
26) 다만 7월 이후 전기차 판매는 美전기차 보조금 종료(9월말)에 따른 선수요 영향으로 일시적으로 증가하였다.
27) 최근 미국시장 내 대형 SUV 하이브리드 모델을 올해 말경에 현지에 출시할 예정으로 최근 현지재고 확보를 위한 수출을 확대하고 있다.

<참고 4> 세계 속 우리 수출의 성과

금년 1~7월중 미국 수입에서 우리나라가 차지한 순위는 10위로 작년$_{7위}$에 비해 3단계 하락하여 다른 국가들에 비해 美관세 영향이 큰 것으로 나타났다. 이는 한국 對미수출의 주력품목인 자동차와 철강이 고율의 관세를 부과받은 데 주로 기인한다.

그러나 글로벌 수출에서는 비교적 좋은 성과를 보여주고 있다. 23년 이후 수출증가율$_{25.2/4분기의\ 23.1/4분기\ 대비\ 증가율}$은 세계10대 수출국$_{24년\ 기준}$ 중에서 1위이다. 對미수출과 달리 전체 수출이 양호한 모습을 보인 것은 우리 반도체기업이 호조를 보인 데다 그간의 수출 다각화 노력도 효과를 나타냈기 때문인 것으로 평가된다.[28)]

[표 4] 미국 수입 상위 10개국 순위 변화

	2022	2023	2024	2025.1~7월
1	중국	멕시코	멕시코	멕시코
2	멕시코	중국	중국	캐나다
3	캐나다	캐나다	캐나다	중국
4	일본	독일	독일	베트남
5	독일	일본	일본	대만
6	베트남	**한국**	베트남	아일랜드
7	**한국**	베트남	**한국**	독일
8	대만	대만	대만	일본
9	인도	인도	아일랜드	스위스
10	아일랜드	아일랜드	인도	**한국**

자료: 美Census Bureau

[그림 24] 세계 10대 수출국[1)] 통관수출 증가율[1)]

주: 1) 2024년 기준이며 순서는 규모의 순위
2) 23.1/4분기 대비 25.2/4분기 통관수출(SA) 증가율
자료: OECD

28) 대만과 ASEAN5 국가와 비교할 경우에는 다소 저조한 성과를 나타내었다. 대만은 세계 1위 파운드리 회사TSMC가 AI가속기 호황으로 매출이 급증한 영향이 컸다.
▸25.2/4분기의 23.1/4분기 대비 통관수출(SA) 증가율(%):
한국 13 대만 47, 베트남 40, 필리핀 21, 태국 20, 말레이시아 6, 인도네시아 3 [Haver]

미국유럽경제팀 정희완 과장(☎4186), 이나영 조사역, 이승민 조사역

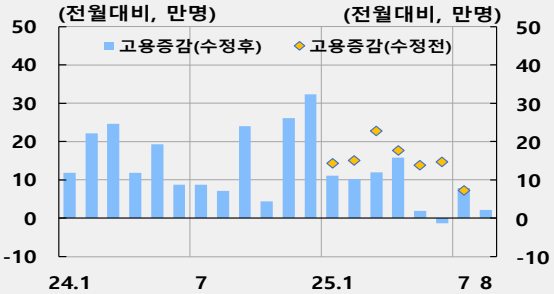
BOX 2 미국 고용지표 둔화 요인과 現노동시장 상황 평가

최근 고용 증가세가 크게 둔화되면서 미국 노동시장 침체에 대한 우려가 커지고 있다. 비농업 취업자수 증가규모전월대비가 2024년 월평균 16.8만명에서 금년 1/4분기중 11.1만명으로 둔화된 데 이어, 5~8월 중에는 2.7만명으로 크게 축소[29]되었다.[그림 1] 美연준은 커지는 고용의 하방 리스크에 대응하여 9개월만에 정책금리를 인하하였다.[그림 2]

이러한 고용둔화의 요인에 대해서는 견해가 엇갈리고 있다.[30] 일각에서는 고용둔화를 관세정책 등에 따른 노동수요 약화의 결과로 인식하여 노동시장 상황이 빠르게 악화될 것으로 평가하는 반면, 다른 일각에서는 이민 감소 등 노동공급 축소의 영향이 컸기 때문이며 노동시장 자체는 아직 견조하다고 주장한다. **이에 본고에서는 최근 고용지표 둔화를 이끈 요인이 무엇인지 살펴보고, 이를 바탕으로 현재 미국의 노동시장 상황을 점검해 보고자 한다.**

금년 들어 미국 취업자수 증가세는 크게 둔화

[그림 1] 취업자수 증감 추이



자료: BLS

美연준, 9개월만에 정책금리 25bp 인하

[그림 2] 연준 정책금리 및 시장 기대25.12월 기준 수준[1]

주: 1)연방기금금리선물 내재 정책금리(상단값) 기대
자료: CME Fedwatch

최근 고용지표 둔화의 주요 요인

우선 최근 고용지표 둔화의 주요 요인으로 평가받고 있는 ①관세정책, ②이민 감소, ③연방공무원 해고DOGE 등이 고용에 각각 어떤 영향을 미쳤는지 정량적으로 살펴보았다.

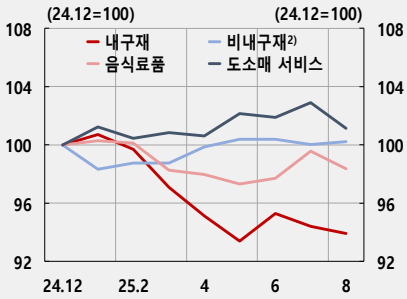
① 관세정책에 따른 기업 노동수요 둔화

관세정책 시행 이후 정책 불확실성 증대[31], 기업 영업이익 축소[그림 3]로 미국 다수 기업들의 채용 수요가 제조업을 중심으로 상당폭 약화[그림 4]되었다. 기업들이 관세인상의 영향을 확인할 때까지 채용을 미루는 한편, 관세 부담을 소비자에게 전가하는 대신 상당 부분 마진 축소로 대응하면서 추가 채용 여력이 제약되었다. **이러한 영향을 정량적으로 평가[32]해보면, 관세정책으로 인한 인력수요 감소는 금년 7월까지 누적 24만명 정도로 추정[그림 5]된다.** 관세 노출도가 높은 산업[33]상위 25%은 관세인상25.2월 이후 +5개월 시점에 여타 산업에 비해 고용규모가 1.8% 축소된 것으로 추정되는데, 트럼프 1기에 비해 정책 강도가 세지면서 고용에 미친 영향도 당시보다 크게 나타나고 있는 것으로 판단된다.[34]

29) 올해 고용지표의 경우 초기 발표치가 잇따라 하향 수정된 데다, 연례 벤치마크 수정(26.2월 확정예정)에서도 24.4월~25.3월 취업자수의 추가 하향 조정이 예고(25.3월 기준 잠정 조정폭 -91.1만명, 월평균 -7.6만명)되면서 노동시장을 둘러싼 불확실성이 한층 고조되었다.
30) 자세한 내용은 <참고 1>「최근 고용지표 둔화에 대한 시장의 견해」를 참조하기 바란다.
31) Atlanta 연준 설문조사(Survey of Business Uncertainty, 25.4월)에 따르면 기업들은 관세정책 불확실성으로 인해 향후 6개월 동안 고용을 13% 정도 줄일 것으로 응답하였다.

관세인상에 기업들은 마진 축소로 대응

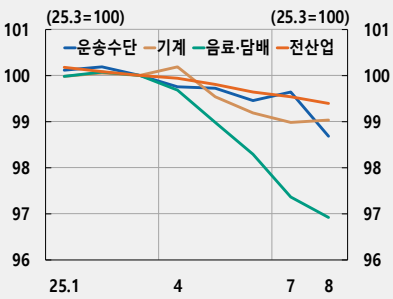
[그림 3] 품목별 생산자마진[1)]



주: 1) 최종수요 PPI ÷ 중간수요 PPI
2) 음식료품, 에너지 제외 기준
자료: BLS

제조업을 중심으로 고용이 약화

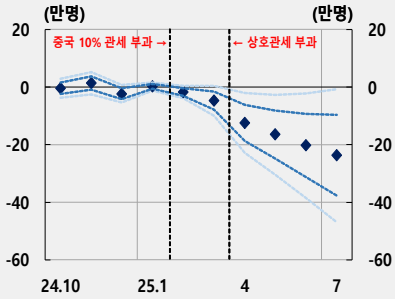
[그림 4] 주요 제조업 고용갭[1)] 추이



주: 1) HP filter로 추세를 제거한 업종별 고용을 의미
자료: BLS, 자체추정

관세정책으로 인한 고용 감소 7월까지 24만명 수준

[그림 5] 관세정책의 누적 고용영향[1)]



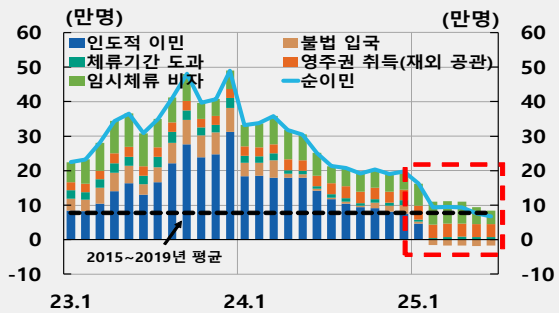
주: 1) 점선은 각각 ±1표준편차 및 ±2표준편차 신뢰구간
자료: 자체추정

② 이민 감소에 따른 노동공급 제약

지난해부터 감소세를 보이던 순이민 유입이 올해 초 시작된 이민제한 정책으로 급감하면서 노동공급이 크게 제약되고 있다.[그림 6] 순이민 변동을 형태별로 보면, 정책기조에 크게 영향받는 인도적 이민난민 등 감소폭이 컸으며, 불법 입국은 체포·구금·추방이 강화되면서 순유출로 전환되었다. 이러한 이민 감소의 영향으로 건설업 등 외국인 고용 비중이 높은 업종건설업 24.0%, 사업지원 서비스 23.8% 등에서는 노동력 부족 현상이 나타나고 있는 것으로 판단된다.[35] 외국출생자의 경제활동참가율이 금년초 대비 상당폭 낮아진 가운데 실업률이 하락한 점은 **전체 노동시장과 달리 외국인 인력 시장에서는 수요 우위 상황이 지속되고 있음을 시사한다.**[그림 7]

미국 순이민은 이민제한 등으로 감소세

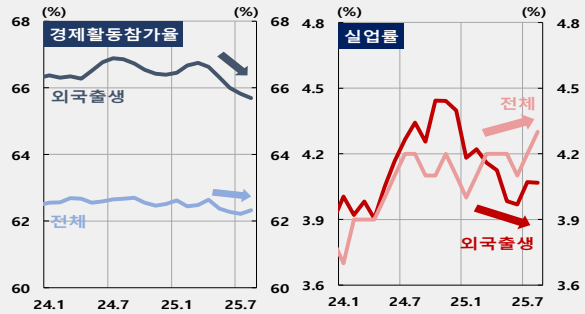
[그림 6] 형태별 순이민 추정치



자료: 미국 투자은행 종합

외국인 인력 시장은 수요 우위 상황 지속

[그림 7] 외국 출생자 경제활동참가율 및 실업률[1)]



주: 1) X-13ARIMA-SEATS로 계절조정
자료: BLS, 자체추정

32) 관세 노출도가 높은 산업(treatment group)의 고용이 다른 산업(control group)에 비해 얼마나 줄었는지 합성통제 이중차분법(synthetic control DID)을 활용하여 추정하였다. 자세한 내용은 <참고 2> 「관세정책의 고용에 대한 영향 추정」을 참조하기 바란다.

33) 산업별 관세 노출도는 1차 금속 5.2%, 운송수단 2.7%, 기계 2.5%, 가전제품 2.4%, 가구 2.0%, 금속가공 제품 1.9%, 음료·담배 1.5% 등으로 계산되었다.

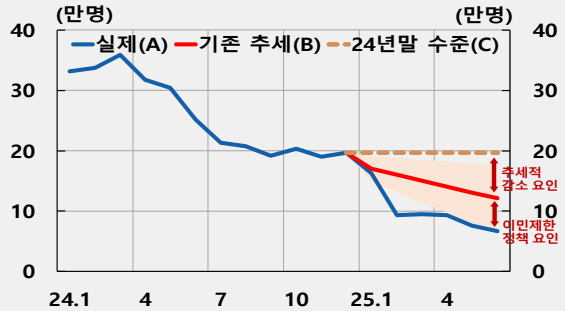
34) 선행연구에 따르면 트럼프 1기에는 관세인상(2018.2월) 이후 +19개월 시점에 관세 노출도가 높은 산업(상위 25%) 이 낮은 산업보다 고용을 2.0% 정도 축소한 것으로 추정된다(Flaaen·Pierce, 2024).

35) 25.8월 美 건설사협회(AGC) 설문결과에 따르면 전체 건설사의 30%가 이민단속을 경험했으며, 이로 인한 인력부족을 최근 건설지연의 주요 요인으로 지목하고 있다.

이러한 순이민 감소로 줄어든 노동공급경제활동인구 **규모는 25.1~7월중 38만명에 이르는 것으로 추정**[36]**된다.** 순이민이 지난해부터 줄어드는 추세[37]였던 점을 고려[그림 8]하면 이 중 20만명은 정책이 시행되지 않았더라도 발생했을 노동공급 감소이며, 나머지 18만명은 이민제한 정책 시행에 기인한 부분으로 분석된다.[그림 9]

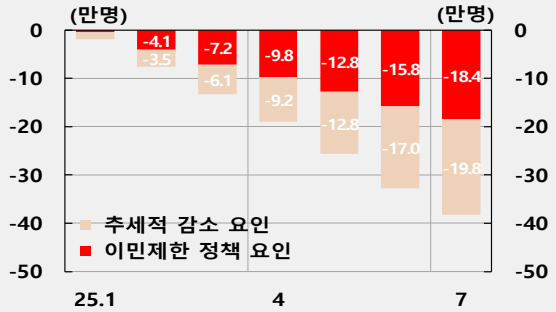
순이민 감소로 인한 노동공급 감소 규모는 25.7월까지 38만명 수준

[그림 8] 순이민 변동요인 분해[1)]



주: 1) 음영은 정책시행전 3~12개월 선형추세 범위
자료: 미국 투자은행 종합, 자체추정

[그림 9] 이민 감소에 따른 노동공급 감소폭



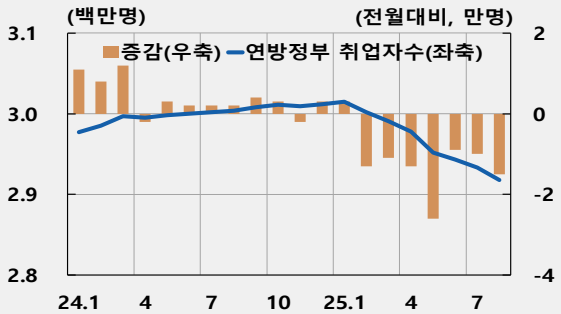
자료: 자체추정

③ 정부효율부DOGE 연방공무원 감축

트럼프 정부에서 신설된 정부효율부DOGE**는 연방정부 생산성 제고를 목표로 인력구조 개편을 단행하였다.** 감원Reduction in Force, RIF, 수습직원 해고 등 비자발적 퇴직뿐만 아니라 조기퇴직, 유예사직Deferred Resignation Program, DRP 등 자발적 퇴직을 확대하고, 신규채용은 엄격한 가이드라인 하에서 시행4명 감원시 1명 채용하였다.[38] 그 결과 24년 300만명 수준에서 완만히 증가하던 연방정부 공무원수는 25.2월부터 감소로 전환되어 8월에는 292만명까지 축소되었다.[그림 10] 이러한 추세적 흐름을 감안할 때, **연방공무원 감축 프로그램으로 인한 연방 공무원 감소 규모는 25.7월까지 9.3만명 정도로 추정**[39]**된다.**[그림 11]

연방정부 취업자수는 25.2월 감소 전환

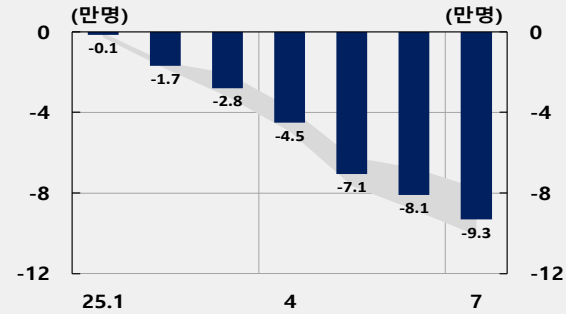
[그림 10] 연방정부 취업자수 및 증감



자료: BLS

DOGE에 따른 연방공무원 인력수요 감소 규모는 7월까지 9.3만명 수준

[그림 11] 연방공무원 인력수요 감소 규모[1)]



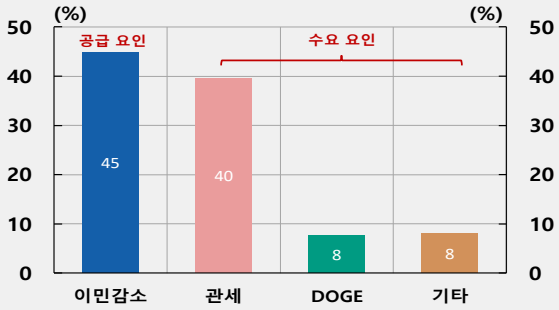
주: 1) 음영은 3가지 모형 추정치 범위
자료: BLS, 자체추정

36) [그림 8]에서 2024.12월 순이민(C) 수준과 실제 월별 순이민(A)간 차이의 누적치에 Edelberg et al.(2025)를 참고하여 노동력 전환비율(16세 이상 인구비중×경제활동참가율, 약 55%)을 반영하였다.
37) 순이민이 24.1월 이후 감소추세를 보였으나, 24.7월 이후에는 둔화폭이 완만해져 선형추세를 통한 추정의 불확실성이 높은 점을 감안하여 이민제한 정책 시점 기준 직전 3·6·9·12개월 선형추세의 평균치를 사용하였다.

앞서 분석한 요인별 영향을 종합해 보면[40], 올해 나타난 전체 고용 감소[41]의 절반 가까이는 이민 감소에 따른 노동공급 축소에 기인하는 것으로 판단된다. 수요·공급 요인별로 보면 추세적 이민 감소$_{기여도\ 23\%}$와 이민제한 정책$_{22\%}$으로 나타난 노동공급 축소가 전체 고용 감소의 45%를 설명하는 것으로 분석되었다. 이러한 결과는 관세정책보다 이민 감소가 고용둔화에 더 큰 영향을 주었다는 Powell 美연준 의장의 최근 평가$_{9월\ FOMC}$와도 맥을 같이 한다고 하겠다. **정책 요인만을 본다면 관세정책$_{40\%}$, 이민제한$_{22\%}$, 연방공무원 감축$_{8\%}$ 순으로 영향이 크게 나타났으며, 이들 세가지 정책이 전체 고용감소에 70% 정도 기여한 것으로 평가된다.**

고용 둔화는 노동공급에 45%, 수요에 55% 기인

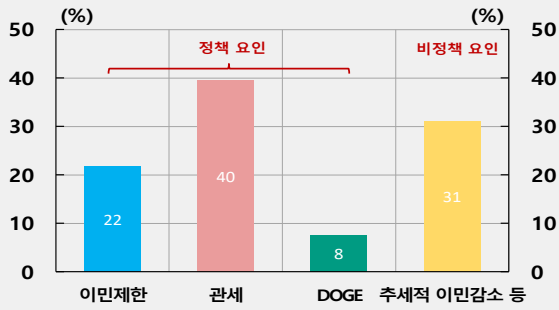
[그림 12] 노동수요 및 공급 요인별 고용둔화 기여도[1)]



주: 1) GEM 모형을 활용하여 분해
자료: 자체추정

정책 요인 기여도는 70% 수준

[그림 13] 정책 요인별 고용둔화 기여도[1)]



주: 1) GEM 모형을 활용하여 분해
자료: 자체추정

현재 미국 노동시장 상황에 대한 평가

이러한 고용둔화 요인을 감안하여 미국 노동시장을 평가해 보면, **①최근 기업들의 고용흡수 여력이 약화되긴 했으나, ②전반적인 노동시장 수급 상황은 아직 양호하고, ③급격한 고용침체 발생 가능성도 낮은 것으로 판단된다.**

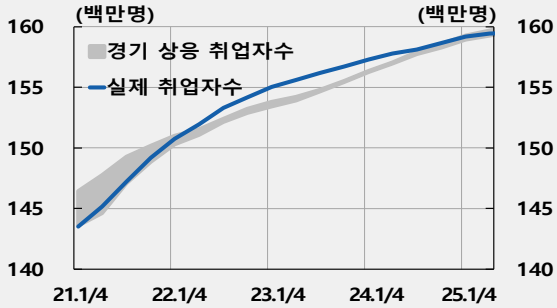
① 기업들의 고용흡수 여력 약화

기업들의 고용흡수 여력이 줄면서 그간 높은 수준을 이어가던 초과고용$_{Labor\ hoarding}$ 경향이 약화되었다. 2022년 이후 팬데믹으로 노동력 부족을 경험한 기업들이 향후 채용 부담을 완화하기 위해 필요 이상의 인력을 보유하는 현상[42)]$_{Labor\ hoarding}$이 상당기간 지속$_{22\sim24년중\ 연평균\ 0.5\sim1.4백만명\ 추정}$되었다.[그림 14] 그러나 올해 들어서는 이러한 경향이 거의 사라지고 고용이 경기에 상응한 수준에 수렴한 것으로 나타난다.[그림 15] 경기 둔화시 초과고용 수요는 고용 감축을 완화시키는 완충장치$_{buffer}$ 역할을 할 수 있다는 점에서, **초과고용이 해소된 것은 경기 변동에 대한 노동시장의 완충력이 저하되었음을 시사한다.**

38) 해고가 유예(DRP)된 인원까지 포함할 경우 8월말 기준 총 감축예정 인원은 20만명에 달한다. 한편, 최근 정부 셧다운으로 4천명 이상 감원(RIF)을 통보(10.10일)한 점도 연방 공무원 인력수요의 하방 리스크로 작용하고 있다.
39) 연방정부 취업자수의 기존 추세를 고려하여 ①지방정부 취업자수를 통제그룹으로 하는 이중차분 모형(DID) 추정치, ② 연방정부 취업자수 및 ③이직자수(separation)의 선형추세 대비 감소폭 등 세가지 모형 평균값으로 추정하였다.
40) 민간과 정부 인력 수요의 전체 취업자수에 대한 영향 차이, 노동공급의 고용에 대한 영향 등을 고려하기 위해 앞서 분석한 각 정책별 노동수요 및 공급 변동의 크기를 Oxford Economics의 GEM모형에 반영하여 취업자수로 환산하였다.
41) 2024년 평균 취업자수 증가폭으로 연장한 가상의 2025년 취업자수와 실제 취업자수의 차이를 총 고용감소로 전제하였다.
42) 경기에 상응한 고용수준(Okun's Law)을 넘어서는 고용을 의미하여, 추정에 관한 자세한 내용은 <참고 3> 「경기 상응 고용수준 추정」을 참조하기 바란다.

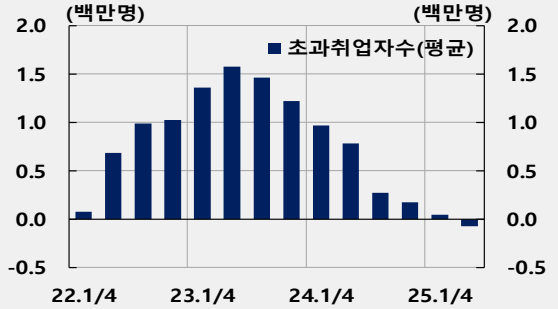
팬데믹 이후 상당기간 지속되어 온 초과고용이 축소되는 등 기업들의 고용 흡수여력이 약화

[그림 14] 경기 상승 및 실제 취업자수[1)]



주: 1) 음영은 6개 모형 추정범위
자료: BLS, CBO, 자체추정

[그림 15] 초과 취업자수[1)2)]



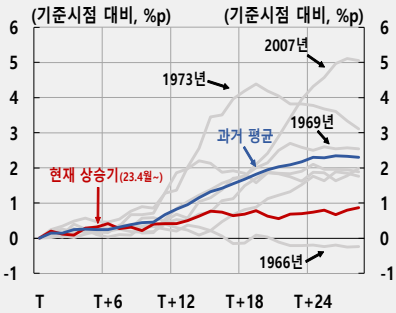
주: 1) 실제 취업자수 – 경기 상승 취업자수
2) 6개 모형 평균치
자료: BLS, CBO, 자체추정

② 하지만 전반적인 노동시장 지표는 여전히 안정적

고용둔화가 상당부분 노동공급 축소에 기인하면서 실업률 등 노동시장 수급균형을 보여주는 지표들은 비교적 안정적 흐름을 보이고 있다. 올해 들어 노동수요 둔화와 함께 실업률$_{1월\ 4.0\% \rightarrow 8월\ 4.3\%}$이 높아지고 있으나, 과거 실업률 상승기와 비교했을 때 그 속도가 매우 완만하다.[그림 16] 이는 이민 감소로 노동공급도 줄면서 실업률이 낮게 유지되는 데 필요한 고용 증가규모[43)]$_{Breakeven\ Employment\ Growth,\ BEG}$도 함께 축소되었기 때문이다.[그림 17] 또한 최근의 전반적인 노동시장 지표들도 아직 과거 평균에 비해 양호한 수준으로 판단된다.[그림 18] 과거 경기 확장기$_{NBER\ 기준}$나 경기 하강기 진입$_{peak}$ 전후 시기와 비교할 때, 현재 노동시장 긴장도$_{tightness}$는 여전히 높고 이직률$_{이직/취업자수}$은 낮은 것으로 나타난다.

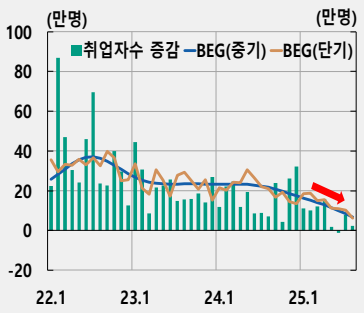
노동공급이 제약되면서 실업률 상승 속도가 매우 완만하고 전반적인 노동시장 지표도 양호

[그림 16] 실업률 상승기간 비교[1)]



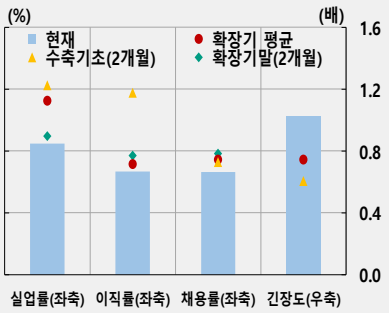
주: 1) 실업률 상승이 시작된 기준월(T) 대비 상승폭(2020년은 제외)
자료: BLS

[그림 17] 실업률 유지 고용증가 규모$_{BEG}$



자료: BLS, 자체추정

[그림 18] 주요 노동시장 지표 수준[1)]



주: 1) 실업률은 1990년 이후, 여타 지표들은 데이터 가용범위인 2000년 이후를 대상
자료: BLS

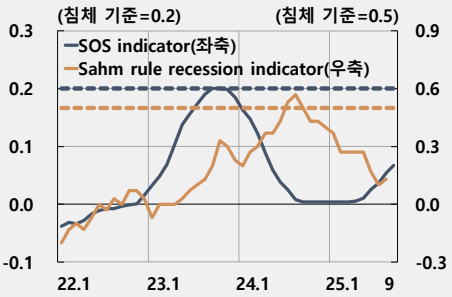
43) Petrosky-Nadeau et al.(2024, San Francisco Fed)를 참고하여 $BEG = \Delta LF_t(1-u^*)$로 계산(LF_t: 경제활동인구, u^*: 장기평균 실업률)하였으며, 이때 $u^* = 0.038$, LF_t는 ①단기(원계열)와 ②중기(Band-pass 필터, 12개월 이상) 두 가지를 적용하였다.

③ 급격한 노동시장 침체 가능성도 제한적

이러한 상황에서 노동시장이 급격히 악화될 가능성은 아직 높지 않은 것으로 판단된다. 실업보험 수급률을 통해 향후 경기침체 가능성을 가늠하는 지표인 SOS indicator$_{\text{Richmond Fed}}$는 25.9월 현재 0.07로 올해 초에 비해 다소 상승하였으나 여전히 임계치$_{0.2}$를 상당폭 하회하고 있다.[그림 19] 실업률 기반 지표인 Sahm rule indicator의 경우에도 아직 뚜렷한 상승 흐름이 나타나지 않는 상황이다. **노동시장 전망 분포[44]를 보더라도 6개월 후 현재 대비 고용이 역성장할 위험은 2.3%, 실업률이 5% 이상 높아질 확률[45]은 1.5% 정도에 그쳐 여전히 낮은 것으로 분석된다.**[그림 20, 21]

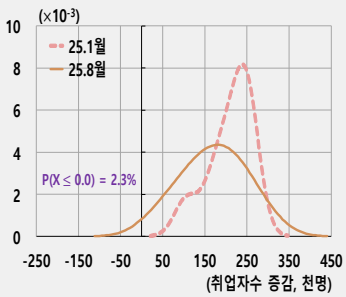
경기침체 판단지표 임계치 상당폭 하회　노동시장 침체 확률은 여전히 낮은 수준

[그림 19] 고용지표 기반 경기침체 판단지표

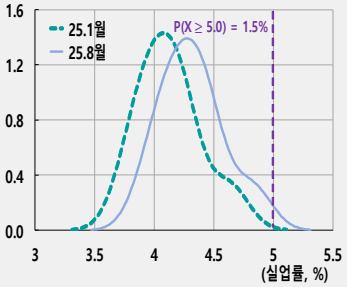


자료: Richmond Fed, FRED

[그림 20] 고용 역성장 확률[1)]



[그림 21] 실업률 5% 상회 확률[1)]



주: 1) 전망시점 대비 6개월 후 기준
자료: BLS, ECB, 자체추정

향후 미국 노동시장 전망

향후 미국 노동시장을 수급 측면에서 전망해 보면, 먼저 노동공급의 경우 그간의 급격한 감소세는 다소 누그러질 것으로 예상된다. 트럼프 1기 이민억제 기조 하에서 월평균 순이민이 5~6만명 수준$_{2017\sim19년,\ 코로나기간\ 제외}$에서 유지된 점을 고려하면, 순이민이 월 6만명대로 낮아진 현재$_{25.6월}$ 상황에서 이민 노동력의 추가적인 급감 가능성은 낮기 때문이다. 이민법원 및 이민 당국의 행정력 한계도 순유출 증가의 병목으로 작용할 것으로 판단된다.

노동수요의 경우 경제 성장세가 점차 약화되고, 관세정책·연방공무원 해임 등 기존 정책이 지속 추진되면서 당분간 현재의 둔화흐름이 이어질 것으로 평가된다. 관세정책 불확실성과 기업 마진축소 행태가 점차 완화되겠지만, 앞으로는 물가상승에 따른 내수약화가 고용에 영향을 주는 2차효과$_{\text{second-round effect}}$ 형태로 나타날 가능성이 크다. 아울러 美정부가 올해말까지 연방공무원수를 30만명, 내년까지 비국방 부문에서만 추가 10만명 감축할 계획인 점도 노동수요에 하방압력으로 작용할 전망이다.

종합하면 미국 노동시장은 공급 측면의 영향이 줄어들면서 최근의 빠른 고용 위축이 다소 진정되는 가운데, 실업률은 경제 성장세 약화가 이어지는 내년 상반기까지[46] 완만한 속도로 상승할 전망이다. 주요 정책의 향방을 둘러싼 불확실성이 여전히 높은 데다 고용이 美연준의 정책 스탠스를 통해 글로벌 경제에 미칠 파급효과가 큰 만큼, 앞으로도 미국 노동시장 상황 변화를 면밀히 살펴볼 필요가 있겠다.

44) 추정에 관한 자세한 내용은 <참고 4>「노동시장 침체 확률 추정」을 참조하기 바란다.
45) 뉴욕연준은 노동시장 하방리스크를 보여주기 위해 실업률 5% 초과 확률을 제시하고 있다.

<참고 1> 최근 고용지표 둔화에 대한 시장의 견해

최근 미국 취업자수 증가폭이 크게 줄면서 고용 둔화의 원인과 노동시장 상황에 대한 시장의 견해가 엇갈리고 있다.

고용 둔화가 경기 위축에 따른 노동수요 악화 때문이라는 견해수요둔화론는 낮은 구인률, 늘어나는 기업들의 해고 공지 등 저조한 기업들의 채용수요를 노동시장 악화의 근거로 든다. 반면 고용 둔화가 이민 감소 등 노동공급 제약에서 비롯되었다는 견해공급제약론는 여전히 견조한 GDP 성장률수요, 경제활동인구공급 둔화 등을 주요 근거로 제시한다.

	수요둔화론	공급제약론
IB	▪ **(JPM)** 구인률과 고용률이 경기 사이클상 저점이며, 노동 수요 둔화가 고용증감 둔화의 주원인임 ▪ **(Citi)** 기업들의 해고 공지와 서베이상 해고 언급 비중이 작년 대비 상승세인데, 이는 노동 수요가 팬데믹 이후 최저치로 둔화했음을 시사	▪ **(Barclays)** 경제활동인구가 이민 감소로 추세적 감소를 보이고 있으며 이것이 고용 둔화의 주요 요인임 ▪ **(BofA)** 최근 국내 수요가 견고하고 생산성 상승세가 빠른 것은 고용 둔화가 노동 공급에 기인하기 때문
美연준	▪ **(Waller 이사)** 노동 수요 둔화로 임금인상 목적 외 이직이 늘고 있는 상황. 최근 근속자 대비 이직자의 임금상승률이 작년 대비 낮다는 점이 이를 뒷받침	▪ **(Powell 의장)** 최근 고용 둔화의 상당부분이 이민 감소에 따른 경제활동인구 증가세 약화에 의한 것으로 판단

<참고 2> 관세정책의 고용에 대한 영향 추정

관세정책이 고용에 미친 영향은 합성통제 이중차분 모형[47]Synthetic Control DID을 활용하여 관세 노출도가 높은 산업과 낮은 산업의 고용 증가분 차이로 추정하였다.

관세 노출도TE는 관세정책 시행에 따른 투입비용 상승 정도를 의미하며, 산업별NAICS 3자리 투입구조IO와 품목별 관세율을 결합하여 다음과 같이 시산하였다. 이때 $imp_{i,c}$는 산업 i의 수입 중간재 c 투입액, $\Delta\tau_c$는 c에 부과된 관세율, M_i와 $Comp_i$는 각각 전체 중간투입 및 피용자보수를 의미한다.

$$TE_i = \sum_c imp_{i,c}\,\Delta\tau_c/(M_i + Comp_i) \times 100$$

다음으로 관세 노출도가 타산업 대비 크게 높은 상위 25% 산업군[48]을 관세 정책에 의한 처치그룹treatment group으로, 여타산업을 합성통제군synthetic control으로 정의하고, 관세부과25.2월 이후 두 집단간 고용수준 차이를 추정하였다. 합성통제군 구성을 위한 사전기간은 관세정책 시행 이전 12개월로 설정하였다.

추정결과의 강건성을 점검하기 위하여 처치그룹 기준을 변경하여도 정책효과는 유사하게 추정되었으며, 低노출 산업군 중 관세 노출도 3분위50~75%와 2분위25~50% 산업을 가상 처치군으로 하는 위약placebo 테스트 결과에서도 정책효과가 비유의하게 나타났다. 아울러 산업별 이민자 고용비중과 관세 노출도 사이에는 상관관계가 전혀 없는 것으로 나타나 이민제한 정책의 영향이 혼입되었을 가능성도 낮은 것으로 판단된다.

46) 미국 경제 성장세는 내년 하반기 이후 통화정책 완화, 감세정책(OBBBA) 등에 힘입어 반등할 것으로 예상된다.
47) 동 모형은 통제군 내 선형결합으로 새로운 통제군(synthetic control)을 구성함으로써 비교군과의 사전 평행추세 가정(parallel trends assumption)을 충족시키는 방법이다.

<참고 3> 경기 상응 고용수준 추정

경기에 상응하는 고용갭은 Ball et al.(2013)에서 제시한 고용갭 · 산출갭 간 Okun's law를 참고하여 추정하였다. 추정대상 기간은 1949.1/4분기~2025.2/4분기이며 잠재 GDP, 잠재 경제활동참가인구, 비경기적 실업률은 CBO 자료를 사용하였다.

먼저 고용갭(er_t)은 다음과 같이 기업조사 취업자수($E_{CES,t}$)와 잠재 취업자수(E_t^*) 추정치 간의 갭으로 도출된다. 잠재 취업자수는 잠재 경제활동참가인구(LF_t^*), 비경기적 실업률(u_t^*)을 통해 계산한 후, 기업조사 취업자수($E_{CES,t}$)와 인구통제 보정 가계조사 취업자수[49]($E_{adj\,CPS,t}$)의 비$_{ratio}$를 곱하여 비농업 취업자수 기준으로 환산하였다.

$$er_t = (E_{t,\,CES} - E_t^*)/E_t^*,\ where\ E_t^* = LF_t^*(1-u_t^*)(E_{CES,t}/E_{adj\,CPS,t})$$

다음으로 경기에 상응하는 고용수준을 얻기 위해 고용갭과 산출갭 간의 관계를 시차모형으로 추정한 후, 산출갭으로 설명되는 부분$_{fitted\ term}$을 경기 상응 고용갭으로, 잔차를 초과고용갭으로 식별하였다.

$$er_t = \beta_0 + \sum_{i=0}^{p}\beta_i y_{t-i} + \sum_{j=1}^{p}\gamma_j(\mathbf{1}\{T_1 \le t \le T_2\} \cdot y_{t-j}) + \sum_{k=1}^{p}\delta_k(\mathbf{1}\{T_3 \le t \le T_4\} \cdot y_{t-k}) + \varepsilon_t$$

이때 er_t는 고용갭률, y_t는 GDP갭률, $\mathbf{1}\{T_1 \le t \le T_2\}$, $\mathbf{1}\{T_3 \le t \le T_4\}$는 각각 금융위기 및 팬데믹 기간에 대한 더미변수를 의미한다. 모형 설정의 불확실성을 고려하여 더미변수를 미포함($p=2\sim5$)한 경우, 코로나 더미를 포함($p=5$)한 경우, 코로나 및 금융위기 더미를 포함($p=4$)한 경우 등 총 6개 모형을 추정하였다.

<참고 4> 노동시장 침체 확률 추정

미국 노동시장 침체 확률은 De Nicolò · Lucchetta(2017), Adams et al.(2021) 등의 노동시장 꼬리위험$_{tail\ risk}$ 추정방법을 원용하여, 다음과 같이 고용지표별$_{취업자수\ 증감\ 및\ 실업률}$로 분위회귀식$_{quantile\ regression}$과 전망분포를 추정하였다. 추정대상 기간은 1990.1월~2025.7월로 설정하였다.

(1단계) 현재 경제상황 변화가 h기 후 취업자수 증감(실업률)에 미치는 영향을 다음 식과 같이 분위별(α)로 추정한다. 이때 x_t에는 전기($t-1$) 취업자수 증감(실업률), 금융상황지수$_{ECB\ CISS}$가 포함되며, 취업자수 증감 추정에는 균제상태 실업률[50]도 추가하였다.

$$\hat{\beta}_\alpha^h = \arg\min \sum_{t=1}^{T-h}(\alpha\, I_{y_{t+h} \ge x_t\beta}|y_{t+h} - x_t\beta| + (1-\alpha) I_{y_{t+h} < x_t\beta}|y_{t+h} - x_t\beta|)$$

(2단계) 현재 상태의 x_t하에서 향후 6개월($h=6$)의 각 분위별 전망치를 예측한 후, 이를 토대로 취업자수 증감(실업률)의 커널밀도함수$_{Kernel\ density\ function}$를 추정한다.

$$\hat{Q}_{y_{t+h}|x_t}(\alpha|x_t) = x_t\hat{\beta}_\alpha^h$$

48) 분위별 평균 관세노출도: 1분위 0.09%, 2분위 0.21%, 3분위 0.59%, 4분위 1.69%

49) BLS가 공표하는 가계 고용조사(CPS)는 매년 인구 모형 개편을 반영하는데 과거 수치가 소급 수정되지 않아 매년 1월 단층이 발생할 수 있다. 인구통제 보정 가계조사 취업자수는 이러한 단층을 제거하여 BLS가 실험적으로 제공하는 가계조사 취업자수 시계열을 의미한다.

50) 균제상태 실업률은 $s/(s+f)$으로 계산하였다. $s_t = (E \to U)_t/E_t$와 $f_t = (U \to E)_t/E_t$는 각각 실업(U)과 취업(E)으로의 전이확률을 의미한다.

아태경제팀 김보희 차장(☎5292), 중국경제팀 이준호 과장(☎5537), 지역경제조사팀 선진산 과장
아태경제팀 안선균 조사역, 중국경제팀 이상헌 조사역, 유건후 조사역, 지역경제조사팀 안지민 조사역

BOX 3 일본과 중국의 건설투자 장기부진의 경험과 시사점

우리나라 건설투자가 침체에 빠져 있다. 지난 2/4분기까지 5분기 연속 역성장하였으며 연간 기준으로도 2021년부터 4년 연속 감소하였다. 게다가 건설경기 여건도 여의치 않은 상황이어서 향후 건설투자에 대해서도 낙관하기 어려운 상황이다. 그런데 이러한 건설투자 부진의 장기화는 우리나라만의 현상이 아니다.

일본은 우리보다 앞서 장기간에 걸쳐 건설투자 부진을 경험하였고, 중국 역시 장기부진을 겪고 있다. 일본은 1990년대 초반 버블 붕괴 이후 정부가 공공투자를 확대하여 건설경기를 살리려 노력하였지만, 결국 장기침체를 피할 수 없었다. 중국은 글로벌 금융위기 이후 부동산 과잉투자를 지속한 결과 2021년부터 극심한 건설경기 침체에 빠져 있는 상황이다. **본고에서는 일본과 중국의 건설투자 장기부진 상황과 정책대응을 살펴보고 시사점을 도출하였다.**

1. 일본

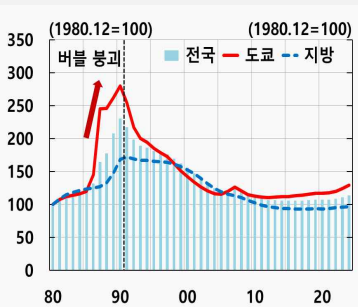
(1) 건설투자 흐름의 세 가지 국면

(1980년대 후반 버블경제 시기 건설투자 급증)

1980년대 후반 일본의 건설투자는 정부의 내수진작책과 BOJ의 완화적 통화정책에 경제주체의 자산가격 상승 기대까지 가세하며 단기간에 급증하였다. 1985년 플라자 합의에서 일본은 환율 조정[51] 외에도 무역불균형 해소를 위한 내수 확대를 약속하였다. 내수 확대를 위해 일본정부는 고속도로, 신칸센, 항만·공항 등 SOC투자를 확대하는 한편 리조트법[52](1987년)과 지방 활성화 사업(1988년)을 바탕으로 지방의 관광시설 건설을 촉진하였다. 또한 급격한 엔고가 경기침체를 유발할 것을 우려하여 BOJ가 금리를 인하[53]하자 풍부한 유동성을 바탕으로 자산가격이 폭등[그림 1]하였다. 자산가격 상승 기대가 확산되며 가계와 기업도 주택구매, 재개발 사업 및 대규모 비주거용 건물투자를 늘려갔다. 이에 GDP에서 건설투자가 차지하는 비중은 플라자 합의 당시 16.6%에서 버블경제 정점인 1990년 19.5%까지 상승[그림 2]하였고 건설업 종사자수는 1985년 530만명에서 1990년에는 588만명으로 늘어났다.[그림 3]

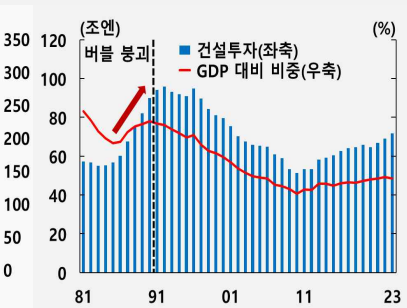
버블경제 시기 부동산 가격 급등 건설투자 급증 / **건설업 고용 확대**

[그림 1] 주거용 토지 가격 추이



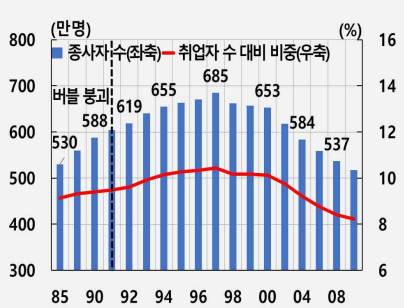
자료: 국토교통성

[그림 2] 건설투자 추이



자료: 일본내각부

[그림 3] 건설업 종사자수 추이



자료: 총무성(노동력 조사)

51) 일본은행의 달러매도/엔매수 개입으로 합의 직후 1달러=240엔이었던 환율이 1년만에 150엔대로 절상되었다.
52) 일본정부는 '국민휴양·관광'을 진흥하기 위해 전국 지방자치단체에 골프장, 호텔, 테마파크 등 대규모 휴양지 개발을 지원하여 지방 리조트 건설붐이 나타났다.
53) 일본은행은 정책금리를 1986년 1월 5.0%에서 4.5%로 인하하고 이후 4차례 인하하며 1987년 2월 2.5%까지 낮추었다.

자산가격이 급등하자 자산보유 계층은 혜택을 보았지만, 일반 근로자 계층은 주택가격 급등, 물가 상승으로 불만이 고조되었다. 부동산시장이 과열양상을 보이자 BOJ는 1989~90년중 금리를 5차례에 걸쳐 150bp 인상하였고 대장성은 1990.3월 부동산대출 억제책을 발표하였다. 이에 주가는 1990년부터, 토지가격은 1991년부터 급락하며 버블이 붕괴되었다.

(1990년대초 버블 붕괴 직후 수년간 건설투자가 높은 수준을 지속)

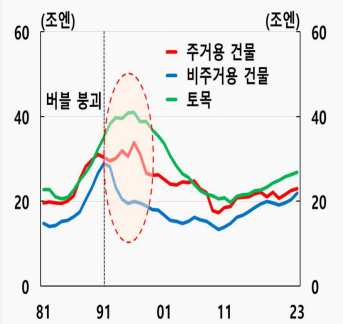
버블 붕괴 직후에도 정부의 공공투자 확대로 건설투자는 수년간 높은 수준을 유지하였다. 금리인상 등으로 경기침체가 시작되자 상업용 빌딩 등 민간의 비주거용 건물 건설은 급감하였지만,[그림 4] 토목건설이 정부의 건설경기 부양 대책에 힘입어 크게 증가하는 등 공공건설 증가가 민간건설 위축을 상쇄하였다.[그림 5]

일본정부는 경기침체에 대응하여 1990년대 후반까지 10여 차례 경기부양 패키지를 발표하였는데, 도로, 철도, 항만, 공항, 댐 등 사회간접자본 확충과 같은 건설투자가 주를 이루었다.[표 1]

기간중 주택건설도 완만하게 증가하였다.[그림 4] 정부는 경기대책의 일환으로 공적 주택정비사업을 추진하는 한편 가계의 주택구매를 유도하기 위해 주택대출 공제 등 세제 우대 정책을 시행하고 주택금융공고(住宅金融公庫) 등 공공금융기관이 대출을 확대하였다. 이러한 정책이 BOJ 금리인하[54]와 베이비붐 세대의 자가 구매 수요와 맞물려 주택건설 증가로 이어졌다.

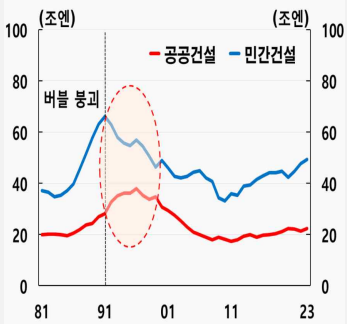
버블 붕괴 직후 토목 및 주거용 건물투자 확대 **공공건설 증가 및 민간건설 감소** **건설투자 중심의 경기부양책**

[그림 4] 부문별 건설투자 추이



자료: 일본 내각부

[그림 5] 공공 및 민간건설 추이



자료: 일본 내각부

[표 1] 주요 정부 경기부양 지출 구성

(조엔, %)	'93.4	'93.9	'94.2	'95.9	'98.4	'98.11	'99.11	'00.11
감세	0.2	-	5.9	-	4.6	6.0	-	-
공공투자	7.6	2.0	4.5	6.5	7.7	8.1	6.8	5.2
토지구매	1.2	0.3	2.0	3.2	1.6	-	-	-
주택대출	2.4	1.0	1.5	2.6	2.0	6.9	7.4	4.5
기타	-	-	0.2	2.6	0.8	1.7	1.9	0.2
발표액	13.2	6.2	15.3	14.2	16.7	23.9	18.1	11.0
총액/GDP	2.7	1.3	3.1	2.9	3.2	4.6	3.5	2.1

자료: IMF Country Report, 2001년

(1990년대말부터 2010년까지 10여 년에 걸친 조정)

1990년대 후반부터 민간의 비주거용 건물 건설 외에도 토목과 주거용 건물 건설도 감소하기 시작하였으며, 이러한 건설투자 감소세는 2010년까지 10년 이상 지속되었다. 공공토목사업은 1990년대 후반 공공공사 입찰 담합이 드러나면서 부정적 인식이 확산되었다. 또한 연이은 건설투자 중심의 경기부양책에도 불구하고 경기회복이 지연되면서 구조개혁 중심으로 정책을 전환해야 한다는 주장이 힘을 얻게 되었다. 2001년 고이즈미 내각 출범 이후 재정개혁을 포함한 구조개혁에 착수하면서 토목공사가 급격하게 위축되었다. 주거용 건물 건설도 공공주택건설이 일단락된 데다 주택가격 하락세 장기화, 가계소득 감소 등으로 주택구매 수요가 위축되면서 감소세로 전환되었다.

54) 일본은행은 1989~90년중 금리를 5차례 인상하였다가 버블 붕괴 후 경기침체가 발생하자 금리를 9차례 인하하며 1995년 9월 0.5%까지 낮추었다.

이러한 건설투자 감소세는 2010년대 들어서야 동일본대지진(2011년) 재해 복구, BOJ 양적완화 효과, 외국인 관광객 증가 등으로 주거용 건물, 비주거용 건물, 토목 모두 완만한 증가세로 전환되었다.

FYI **일본의 주택 공급모델**

일본의 신규주택 공급은 주로 부동산개발회사가 토지를 매입하여 주택을 건설한 뒤 주택구매자에게 분양하고 미분양 물량은 임대회사에 이전하는 방식으로 이루어진다. 대형 종합개발회사(미쓰이, 미쓰비시, 스미토모 등)의 경우 건설, 분양뿐만 아니라 자회사와 연계하여 임대, 중개 및 유지관리 서비스까지 통합한 비즈니스 모델을 운용한다. 아울러 REIT를 설립하여 유형자산(재고부동산)을 유동화하기도 하는데, REIT는 부동산을 구입해 임대하여 임대수익과 자본이득을 투자자에게 배분한다.

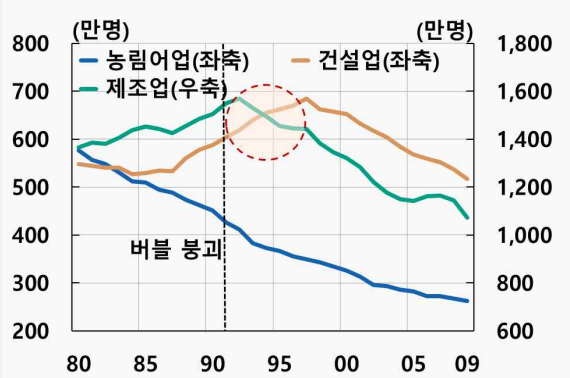
(2) 버블 붕괴 직후 건설관련 정부대응에 대한 평가

버블 붕괴 직후 수년간 건설투자 중심의 경기부양책은 고용 사정상 불가피한 측면도 있었다. 버블 붕괴 이전부터 농림어업 취업자수가 구조적으로 감소하는 가운데, 1990년대 엔고와 경기침체로 제조업 고용 여건이 나빠지기 시작했고 민간건설 위축으로 건설업 고용 악화도 우려되는 상황이었기 때문이다. 이에 정부는 공공투자를 확대하여 건설업 일자리를 창출하였다. 1991~94년중 제조업 취업자수가 54만명 줄어든 대신 공공투자에 힘입어 건설업 취업자수가 51만명 증가하였다.[그림 6] 건설업체수는 버블 붕괴 이후에도 10만개가량 증가하였다.[그림 7]

하지만 장기적으로 보면 버블 붕괴 직후 수년간 이어진 건설투자 중심의 경기부양책은 경기회복 효과가 크지 않았으며, 오히려 재정상황을 악화시키고 경제체질 개선에 부정적 영향을 미쳤던 것으로 판단된다. 구체적으로 ① 비효율적 공공투자 배분, ② 지방경제의 건설업 의존 심화, ③ 가계부채 누증에 따른 가계소비의 장기부진, ④ 재정상황 악화 등의 문제점이 두드러졌다.

버블 붕괴 직후 건설업을 통한 일자리 유지

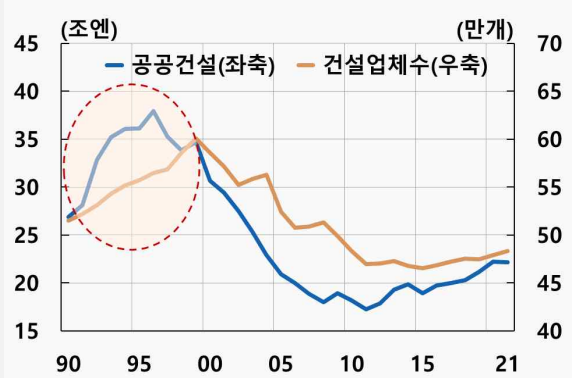
[그림 6] 주요 산업의 취업자수



자료: 일본 총무성

공공건설에 의존한 건설업체수 증가

[그림 7] 건설업체수와 공공건설



자료: 일본 내각부, 국토교통부

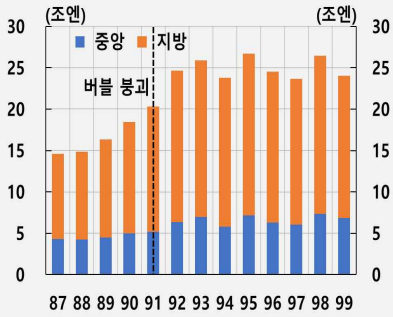
(비효율적 공공투자 배분)

당시 공공투자는 정치적 지역 배분 등으로 효과적으로 집행되지 못한 것으로 평가된다. 1990년대 초반 공공투자는 내수 진작 또는 고용 대책으로서의 역할이 과도하게 강조됨에 따라 수요 분석이 미진한 도로, 공항, 항만 건설도 빈번하였다. 또한 지방을 중심으로 크게 확대되었는데,[그림 8] 지방에 지지 기반을 둔 일본 자민당의 정치적 고려도 작용하였다.[55]

Bruckner & Tuladhar(2010, IMF)는 일본 47개 현을 대상으로 동태 패널모형을 이용하여 추정한 결과 당시 공공투자가 경기 회복에 미친 영향은 크지 않았던 것으로 분석하였다. 1990년대 들어 일본의 재정승수는 1975~89년에 0.8에서 버블 붕괴 이후에는 0.6으로 낮아진 것으로 나타났다.[그림 9] 소득수준이 낮거나 실업률이 높은 지역 또는 버블 붕괴로 자산가격이 많이 하락한 곳에서는 재정승수가 높게 나타나지만, 실제 공공투자 배분은 이러한 측면을 반영하지 않아 경기 진작 효과가 낮았던 것으로 평가하였다. 공공자본의 한계생산성도 1975~85년을 100으로 보았을 때 버블 기간 중에는 85, 버블 붕괴 후에는 65로 크게 낮아진 것으로 추정하였다.[그림 10] 당시 건설된 도로, 교량, 항만시설 등이 이후 노후화가 진행되면서 지금도 인프라 운영에 어려움을 겪는 실정이다.[56]

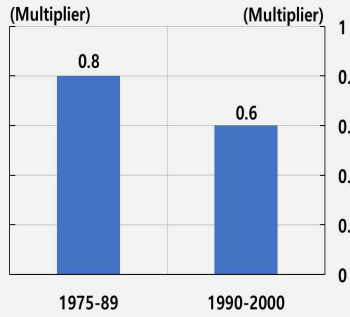
지방 중심의 공공투자 실시 **재정정책의 경기 진작 효과 약화** **공공자본의 생산성 하락**

[그림 8] 공공투자의 지역 배분



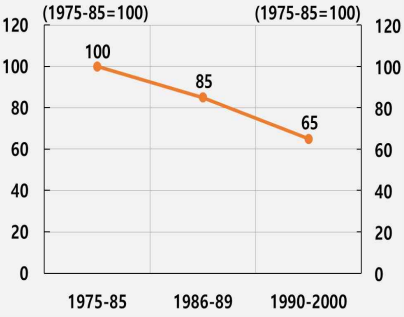
자료: 일본 보증사업회사협회

[그림 9] 재정승수 변화



자료: Bruckner & Tuladhar(2010, IMF)

[그림 10] 공공자본의 한계생산성



자료: Bruckner & Tuladhar(2010, IMF)

(지방경제의 건설업 의존 심화)

버블 붕괴 직후 공공건설 확대로 지방경제는 공공사업에 의존하는 체질이 되었고 지방의 자생적 산업성장은 부족하였다. 지방자치단체의 도로, 항만, 공업용수 등 산업기반투자가 제조업 활동 촉진으로 이어지지 못했다. 일본 총무성(2001)이 지방자치단체의 산업기반투자액과 공장입지건수의 상관관계를 분석한 결과 1988년도 인구당 산업기반투자액이 많은 지방자치단체는 그다음 해 인구당 공장입지건수가 많아진 것으로 나타났다.[그림 11] 하지만 1998년도 산업기반투자액과 1999년 공장입지건수에 대해서는 상관관계가 보이지 않게 되었다.

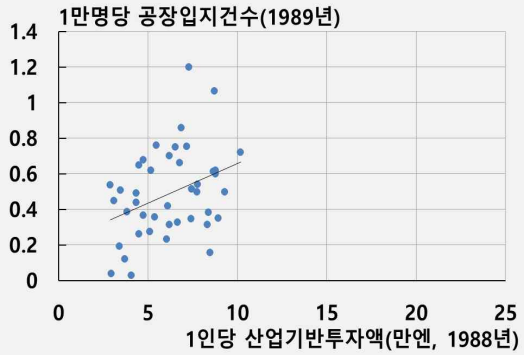
55) Kondoh(2008)는 일본 자민당의 주요 지지세력이 지역 건설·토목업계였기 때문에 경기부양 패키지의 상당 부분이 정치적으로 중요한 지역구에 배정되었다고 분석하였다.

56) 공공공사에서 유지수선공사가 차지하는 비중이 1990년대에는 15% 정도였으나 2010년대는 30% 정도까지 상승하였다(국토교통성).

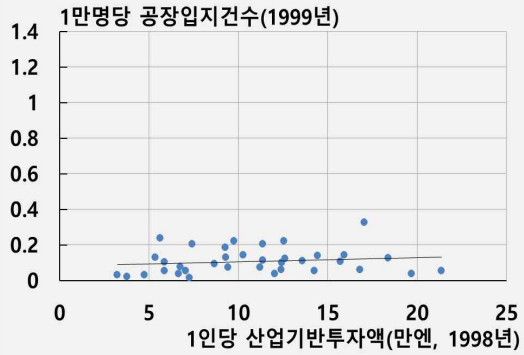
공공사업에 기대어 지방의 건설업이 팽창했던 상황에서 고이즈미 정부는 재정재건을 위해 공공사업비를 2001년 출범 직후 일시에 10% 삭감한 뒤 계속 줄여나갔다. 급격한 정책 변화로 지방의 건설업은 더 이상 일자리를 지탱할 수 없게 되었으며, 이를 대체할 지역 산업이 부재한 상황에서 지역소멸은 가속화되었다.

지방 공공투자의 제조업 활동 촉진 기능 약화

[그림 11] 산업기반투자액과 공장입지건수 간 관계



자료: 일본 총무성(2001)



자료: 일본 총무성(2001)

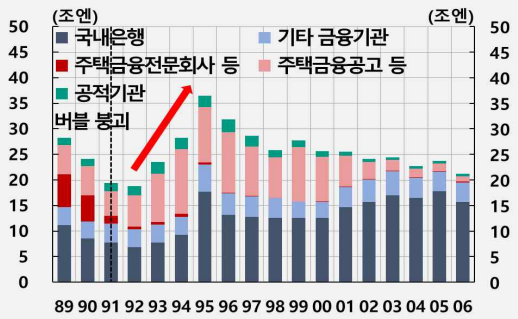
(가계부채 누증 후 자산가격 하락에 따른 가계소비의 장기부진)

버블 붕괴 직후 정부가 주택건설을 살리기 위해 주택구매를 유도하면서 가계부채가 늘어났다. 정부의 주택대출 세액공제, 공공금융기관(주택금융공고)의 주택대출 취급 확대 등으로 차입을 통한 주택구매가 증가하였다.[그림 12]

하지만 주택가격 하락세가 계속되면서 2000년대 들어서는 부채상환(deleveraging)이 이뤄짐에 따라 가계소비는 장기간 제약되었다. 버블 붕괴 직후 시작된 주택가격 하락은 이후 2010년까지 이어졌다. Ogawa and Wan(2007)은 전국가계소비실태조사의 미시자료를 활용하여 소비지출과 부(wealth)·부채 간의 관계를 추정하였는데 가계 유형 자산의 시가 대비 부채 비율이 10% 상승하면 평균소비성향이 0.16~0.22%p 하락하는 것으로 나타났다. 이처럼 가계부채가 누증된 상황에서 자산가격이 하락한 것이 가계의 부채상환 성향을 강화하여 가계소비를 둔화시켰다.[그림 13]

공공금융기관 중심의 주택대출 취급 확대

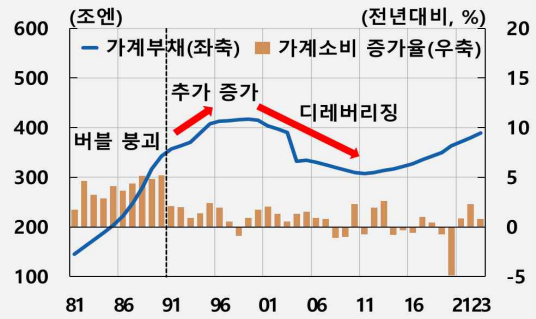
[그림 12] 금융기관의 주택대출 신규취급액



자료: 일본 주택금융지원기구(JHF)

가계대출 누증, 디레버리징과 소비 부진

[그림 13] 가계부채와 가계소비증가율



자료: HAVER, 일본은행

FYI **일본의 주택대출 구조의 특징**

일본의 대부분 주택대출에는 '단체신용생명보험'이 포함되어 있어, 차입자가 사망하거나 심각한 장애 등으로 상환이 불가능해지면 보험금이 대출잔액만큼 은행에 지급되어 대출금이 소멸한다. 1960년대부터 본격적으로 상품화되어 1990년대 이후에는 시중은행 및 주택금융공사 등 거의 모든 금융기관에서 주택담보대출을 취급할 때 단체신용생명보험 가입을 요구하는 것이 일반화되었다.

이 같은 구조는 고령층과 건강취약계층의 차입이 제한되며 대출이자에 보험료가 가산되는 부담이 있지만, 채무불이행시 빚대물림과 같은 사회문제를 줄일 수 있고 금융기관은 대출금 회수가 용이한 장점이 있다.

(재정상황 악화 및 부실채권 처리 지연)

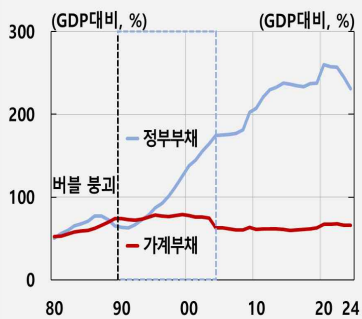
버블 붕괴 직후 공공투자가 확대되면서 재정상황은 악화되었다. 일본의 정부부채 비율은 1990년 이전에는 법인세, 양도소득세 수입 증가 등으로 60%대 수준을 나타내다가 버블 붕괴 직후 정부가 대규모 토목공사와 감세정책을 실시하면서 급등하였다.[그림 14]

재정이 공공투자에 집중되면서 금융기관의 부실채권 처리를 위한 재정투입 여력은 축소되었다. 일본 금융기관들은 1990년대 초반 자산가격 폭락으로 부실채권이 급증하였지만 초기에는 연착륙을 기대하며 적극적 정리에 나서지 않아 10년간 부실채권이 쌓이게 되었다.[그림 15] 일본내각부(2000), Gower(2000), IMF(2007)는 일본 금융기관의 과도한 부실채권이 은행의 재무 건전성과 수익성을 약화시켜 신용 리스크 회피 성향을 강화시킴으로써 금융기관이 민간의 소비·투자 관련 대출을 축소하였다고[그림 16] 평가하였다.

결국 1998년 대형 금융기관이 파산하고 나서야 부실채권 정리가 본격화되었으며 이후 재정투입은 불가피하였다. 1998~2003년중 대형은행에 투입된 공적자금은 12조엔에 달하였다.

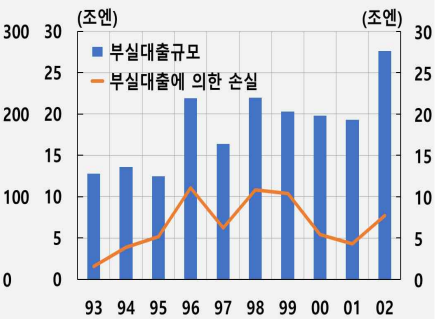
버블 붕괴 이후 정부부채 비율 급등 | 금융기관 부실채권 누증 | 은행의 소극적 대출 관행

[그림 14] GDP 대비 부채비율



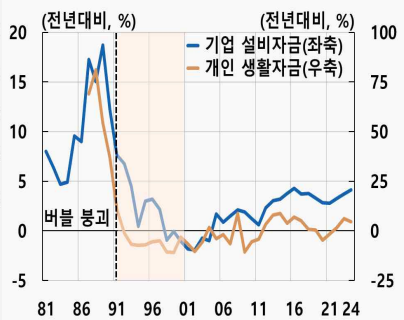
자료: HAVER, 일본은행

[그림 15] 금융기관 부실채권 추이



자료: 일본 금융청

[그림 16] 은행 대출 증가율



자료: 일본은행

2. 중국

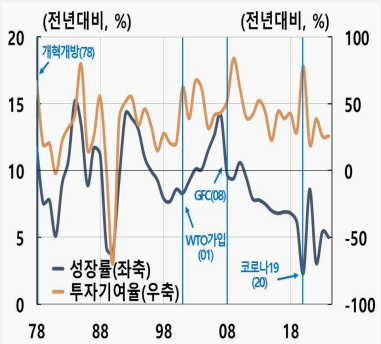
중국은 일본과 달리 건설투자의 장기부진이 아직 진행중임을 감안하여 중국경제에서 건설투자의 특징을 과거 고도성장기부터 현재까지 주요 시기별로 살펴보았다. 이하에서는 **① 글로벌 금융위기 이전 고도성장과 함께 건설투자가 급증한 시기, ② 글로벌 금융위기 이후 성장세 둔화에도 불구하고 건설투자 증가가 지속된 시기, ③ 팬데믹 이후 정부 주도의 디레버리징 본격화에 따른 장기부진기**로 구분하였다.

(1) 글로벌 금융위기 이전: 고도성장과 함께 건설투자 증가

2000년대 후반 발발한 글로벌 금융위기 이전까지 중국의 건설투자[57]는 고도성장에 발맞추어 빠른 속도로 증가하였다.[그림 17, 18] 당시 중국이 제조업 중심의 수출 주도형 국가로 성장하기 위해서는 공장건설이 필수적이었다. 또한 경제성장에 따른 소득증대, 도시화 진전으로 주택 공급 확대와 도로·하수관 등 인프라투자 확충 역시 불가피하였다. 더욱이 지방정부간 경쟁[58]도 치열해지면서 주요 도시의 건설투자가 더욱 확대되었다. 이에 중국의 GDP 대비 건설투자 비중은 2008년 20%까지 빠르게 높아졌으며, 이는 미 달러화 기준 소득수준을 감안한 과거 일본 및 한국과 비교시 높은 수준이었다.[그림 19]

고도성장과 함께 건설투자 증가

[그림 17] 경제성장률과 투자[1]기여율

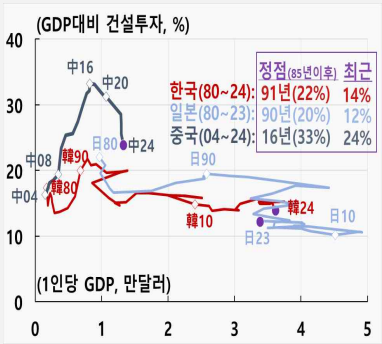


주: 1) 총자본형성 기준
자료: 중국국가통계국

[그림 18] 건설투자[1] 추이

주: 1) 부동산·인프라투자 기준
자료: 중국국가통계국

[그림 19] 국민소득 수준별 건설투자[1] 비중



주: 1) 중국은 부동산·인프라투자 기준
자료: IMF, OECD, 중국국가통계국, 조사국 시산

57) 중국은 건설투자(GDP 기준)를 직접 발표하고 있지 않아, 본고에서는 중국국가통계국에서 발표하는 고정자산투자 중 부동산·인프라투자를 건설투자로 간주하였다.

58) 지방정부의 성과를 GRDP 성장률 기준으로 측정하면서 토너먼트 방식으로 중앙정부로의 발탁 등의 기회를 제공함에 따라 지방정부간 양적 성장경쟁이 치열하였다. IMF(2016), OECD(2015), Qu et al.(2023) 등에 따르면 당시 지방정부간 경쟁은 중국경제 성장에 긍정적 역할을 했던 것으로 평가된다.

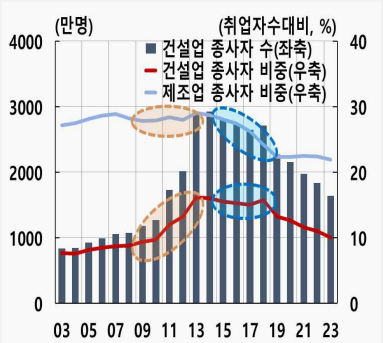
(2) 글로벌 금융위기 이후: 경제성장세 둔화에도 건설투자 증가세 지속

2008년 글로벌 금융위기 이후 중국경제의 성장세가 둔화되면서, 경기부양 수단으로 건설투자가 적극적으로 활용되었다. 명목 경제성장률 둔화04~07년 18.6% → 08~19년 10.8%에도 불구하고 명목 건설투자 증가율23.5% → 16.7%은 높은 증가세를 지속하였다.[59] 또한 건설업 종사자수도 빠르게 늘어 전체 취업자수 대비 건설업 종사자수의 비중이 2010년대 초반에는 제조업 종사자수 비중 정체에도 불구하고 높아졌으며, 2010년대 후반에는 제조업 종사자수 비중 감소에도 불구하고 높은 수준을 유지하였다.**[그림 20]**

부문별로 보면, 인프라투자의 경우 지방정부 및 LGFV의 부채를 바탕으로 지속적인 증가세를 유지하였다.**[그림 21, 22]** 또한 인프라투자와 마찬가지로 증가세를 이어가던 부동산투자는, 2014~15년중 중국정부의 다주택구입 장려, 대출금리 인하14.10월 ~ 15.10월중 -165bp, 선납금 비율 인하 등과 같은 전면적 민간 부동산시장 부양조치로 증가세가 확대되었다.**[그림 21]**

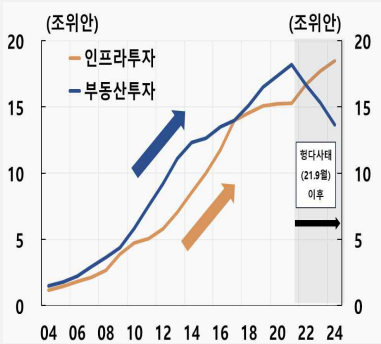
건설업 고용도 대폭 확대 | **부동산·인프라투자 모두 증가세** | **지방정부·LGFV 부채 증가**

[그림 20] 건설업 종사자수[1] 추이



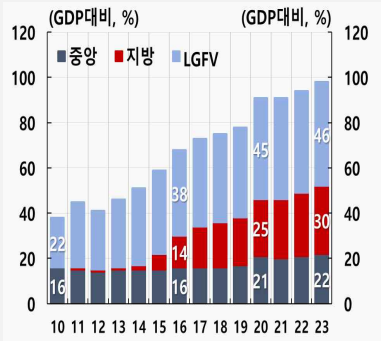
주: 1) 도시 기준
자료: 중국국가통계국

[그림 21] 부문별 건설투자[1]



주: 1) 도시 기준
자료: 중국국가통계국

[그림 22] 中 정부·LGFV 부채 비율



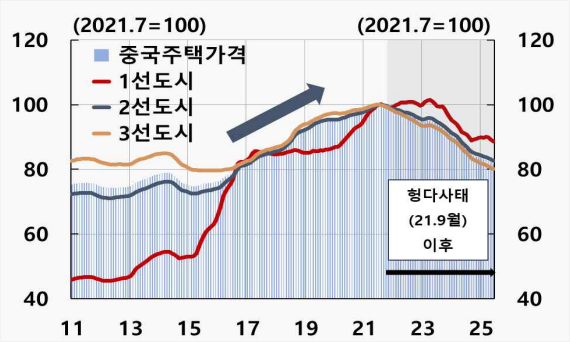
자료: JPM

주택가격은 2015년 이후 1선도시가 먼저 급등**15년 21.1%** → **16년 28.7%** → 17년 2.5%하였고, 이후에는 2선도시1.2% → **10.0%** → 5.5% 및 3선도시-1.3% → 3.2% → **5.4%**까지 주택가격 상승이 확산되었다.**[그림 23]** 주택투자는 특히 3선도시 중심으로 크게 늘어나면서 3선도시의 주택자산 증가세가 1선도시 및 2선도시보다 가팔랐다.**[그림 24]** 이에 대해 Rogoff & Yang(2023)은 3선도시의 경우 소득증가율이 낮아지고 인구 유출이 이어지고 있어 3선도시 중심의 주택 과잉투자는 빠른 시일내에 개선되기 어렵다고 주장하였다.

59) 중국은 본고에서 건설투자로 간주하는 부동산·인프라투자가 실질 기준으로 발표되지 않아 명목 기준으로 비교하였다.

2015년 이후, 주택가격 급등

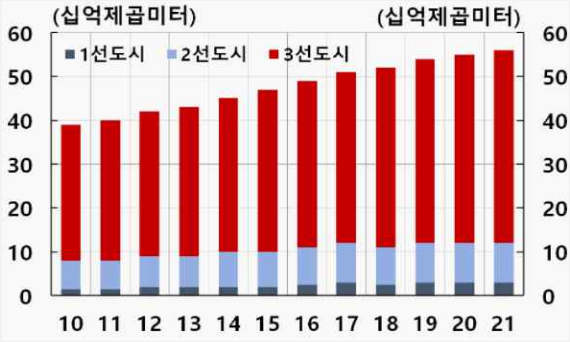
[그림 23] 주택가격[1] 추이



주: 1) 기존주택가격 기준
자료: CEIC

주택투자, 3선도시까지 크게 증가

[그림 24] 도시별 주택자산



자료: Rogoff & Yang(2023)

(3) 팬데믹 이후 현재까지: 정부 주도의 디레버리징 본격화로 부진 장기화

2016년 중국의 GDP 대비 건설투자 비중은 33%로 정점을 나타냈으며, 2020년에도 31%로 여전히 매우 높은 수준을 지속하고 있었다. **중국정부는 부동산시장 과열 및 과잉 건설투자에 대한 우려가 커지자 2020년 이후 부동산투자에 대한 규제를 본격화하며 디레버리징을 주도하였다.** 이러한 조치에는 금융안정 등 경제적 유인 뿐만 아니라 2021년 시진핑 주석이 강조한 '공동부유(共同富裕)' 기조 속에서 부동산을 투자·투기 수단이 아닌 거주용 목적으로 한정하고자 하는 사회적 유인도 영향을 미쳤던 것으로 판단된다. **다만, 팬데믹 위기 및 미·중 갈등에 대응하고자 건설투자 중 지방정부 인프라투자는 지속하였다.**

(민간 부동산관련 대출 디레버리징)

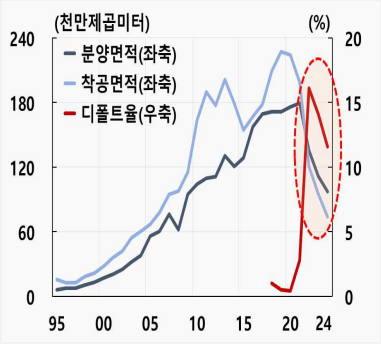
중국정부는 부동산대출 규제[60]**를 통해 민간부문**부동산개발투자 **디레버리징을 시작하였다.** 정부의 규제 강화로 부동산개발기업의 신규자금 조달이 어려워지면서 헝다[61] 등 일부 민영기업을 중심으로 채무불이행과 공사중단이 발생하였고, 이후 투자심리가 위축되며 판매가 급감하는 등 악순환이 이어졌다.**[그림 25]** 중국정부의 규제 이후 GDP 대비 부동산개발기업 및 가계의 주택담보대출 비중은 빠르게 축소되었다.**[그림 26, 27]**

60) 중국정부는 자본·부채·유동성 비율 등 3가지 건전성 지표를 기준으로 부동산개발기업의 추가 부채 조달을 제한$_{20.8월}$하였으며, 은행의 총여신 대비 부동산관련 대출 비중 상한(대형은행 40% 등)을 설정$_{20.12월}$하였다.

61) 당시 중국 부동산개발기업 2위였던 헝다그룹은 과도한 차입*으로 재무구조가 취약한 가운데, 정부 규제로 신규자금 조달이 어려워지고 신규 분양 및 착공면적이 감소하는 등 분양시장 둔화로 수익성까지 저하되면서 채무불이행이 발생하였다. 이후 헝다그룹은 구조조정 노력에도 불구하고 25.8월 홍콩 증시에서 상장폐지되었다.
* 21.상반기 기준 헝다그룹 부채비율 478%(부동산개발기업 397% vs. 제조업 108%)

정부규제 이후 부동산경기 악화 민간 부동산관련 대출은 빠르게 디레버리징

[그림 25] 분양·착공면적, 디폴트율[1)]



주: 1) 부동산개발기업의 직전 12개월간 역외채권 발행건수 대비 디폴트 건수 기준
자료: 중국국가통계국, Bloomberg

[그림 26] 부동산개발기업 대출잔액

자료: 중국국가통계국

[그림 27] 가계 주택담보대출잔액

자료: 중국국가통계국

부동산부문 침체가 과도해지자 중국정부는 2022년 이후 부동산경기 부진을 완화하기 위한 수요 및 공급정책[표 2]을 잇따라 발표하였으나, 부동산부문의 부진은 지속되고 있는 것이 현실이다.[62)][그림 28] 중국정부 역시 부동산부문의 투자 효율성 저하, 재정부담 등으로 과거와 같은 전면적인 부동산경기 부양에는 신중한 모습을 보이고 있는 것으로 평가된다.

중국정부, 부동산 부진 완화 정책 추진

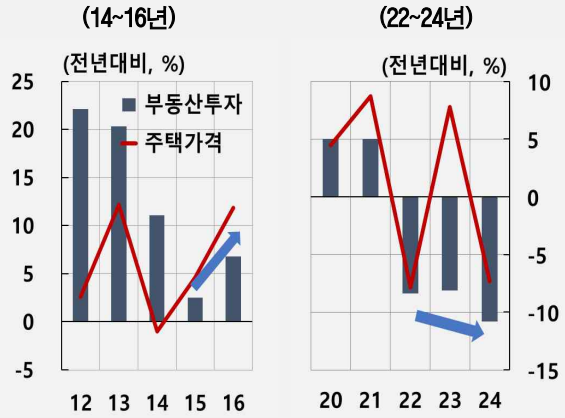
[표 2] 중국정부의 주요 부동산 정책

구분	내용(22년 이후)
►수요촉진	· 주택담보대출 적용금리 인하 · 부동산 구매 제한 완화 · LTV상향 · 최소계약금 비율 인하, 취득세 인하 등
►부동산개발기업 유동성· 사업 지원	· 부동산대출집중도 관리기준 완화 · 대출 만기 연장 · 은행의 부동산관련 대출한도 완화 · 대출·채권매입 확대 · 채권발행 보증 프로그램, 공사완공·인도 지원을 위한 특별대출 시행

자료: 언론보도 등 종합

과거와 달리 정책 효과 미미

[그림 28] 규제 완화기 부동산시장



자료: 중국국가통계국

62) 헝다사태 이후 하락세를 이어갔던 중국 주택가격은 작년말 1선도시를 중심으로 상승전환하는 등 반등 조짐을 보이기도 하였으나, 4월 이후 재차 하락하면서 최근까지도 주택가격 부진이 이어지고 있다.

(지방정부 인프라투자는 지속)

팬데믹 충격에 따른 유동성 지원에도 불구하고 서비스업 업황 개선 및 고용회복 등이 더디게 진행되면서 경기부양 필요성이 부각되었다. 아울러 미·중 갈등도 확대된 상황이어서 어느 정도의 경기 안정화 정책은 불가피하였다. 이에 따라 빠르게 디레버리징된 부동산부문과 달리 **인프라부문의 경우에는 팬데믹 이후 지방정부를 중심으로 투자가 이어졌다.**[63] **[그림 29]** 이 시기 인프라투자는 부동산부문 부진 심화에 따른 건설경기의 급속한 침체를 다소 완충하였던 것으로 판단된다.

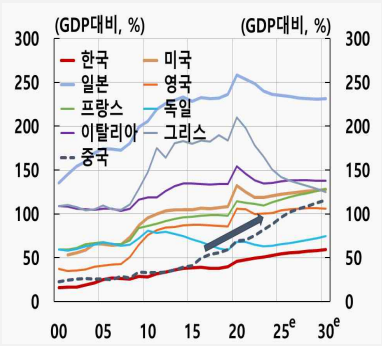
그러나 **인프라투자가 여전히 3선도시에 집중되고 있는 등 건설투자의 비효율성이 여전히 지속되고 있는 것으로 평가된다.**[64] 또한 중국정부의 부채조정$_{\text{LGFV 부채의 지방정부채 전환, 리스크 통제, 채무부담 경감 등과 같은 구조조정 노력}}$[65]에도 불구하고 지방정부 및 LGFV 부채가 지속적으로 늘어나면서 재정운용에 부담이 되고 있다$_{\text{IMF(2024)}}$. IMF$_{\text{WEO database}}$에 따르면, 중국정부의 부채비율은 2010년 33%에서 2023년 82%로 빠르게 늘어난 모습이다. **[그림 30]** 더욱이 **지방정부 재정운용의 주요 수입 재원인 토지매각수입이 부동산 경기 부진으로 인해 급감한 점은 지방정부의 재정상황에 커다란 부담 요인이다.** **[그림 31]**

중국정부, 건설자산 증가 지속 **중국, 지방정부 중심 재정상황 악화**

[그림 29] 중국 정부건설·가계주택 자산

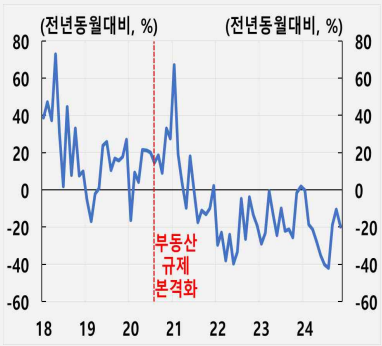
주: 1) 건설중자산+공공인프라
자료: CEIC

[그림 30] 국가별 정부부채1)



주: 1) IMF 일반정부(D2) 기준
자료: IMF

[그림 31] 지방정부 토지매각수입



자료: CEIC

63) 위기시마다 경기부양을 위해 투자가 적극적으로 활용됨에 따라 위기시 투자의 성장기여도는 다른 시기에 비해 높은 편*이다.
* 투자의 성장기여율: 2009년 금융위기시 84.0%, 2020년 팬데믹위기시 78.3% vs. 2010~19년 평균 41.9%

64) Rogoff & Yang(2023)은 주택과 유사하게 인프라투자도 3선도시에 과잉되어 있으며, 인구 감소와 장기 수요 축소를 감안한 지역 맞춤형 구조조정 정책이 긴요하다고 주장하였다.

65) 중앙정부는 LGFV 부채를 통제하고 구조조정을 위해 2014년 이후 LGFV 자금 조달을 제한하고 상업성 사업 시행을 장려하였으며, 그림자금융 양성화를 위한 자금지원 등을 실시하였다.

3. 시사점

일본은 버블 붕괴 이후에도 건설 중심의 경기부양책을 추진한 결과 정부와 가계의 부채가 증가하여 경기 부진을 장기화하는 요인이 되었다. 정부는 공공투자 집행으로 재정이 악화되어 정책여력이 제한되었으며, 가계는 주택경기 활성화 정책의 영향으로 대출을 받아 주택구매를 늘림에 따라 이후 디레버리징 기간 동안 소비가 제약되었다.

공공투자의 본래 역할은 사회자본을 건설하고 적절하게 관리하는 것이지만, 일본의 경우 내수 진작 또는 고용 대책으로서의 역할이 과도하게 강조된 것으로 평가된다. 공공투자가 장기적인 계획하에 효율적으로 집행되지 못하여 인구가 감소한 현재에는 당시 건설된 인프라의 유지관리에 어려움을 겪고 있는 실정이다.

반면 중국은 여전히 디레버리징이 진행중이며, 건설투자 침체도 이어지고 있다. 중국정부는 급격한 부동산 경기침체는 막으려 하면서도 적극적인 부양까지는 나서지 않고 있는 것으로 평가된다. 이는 중국내 사회갈등에 대한 우려를 감안하고, 과거 일본의 경험도 참조한 것으로 보인다.

일본과 중국의 사례에 비추어 보면, 경기부양을 위해 건설투자에 과도하게 의존하는 경우, 결국 가계 또는 정부부채 누증을 통해 경기회복력이 저하될 수밖에 없으며 건설투자의 장기부진도 불가피한 것으로 판단된다.[66] 이러한 관점에서 경제가 어느 정도 성숙하고 인구고령화 등으로 잠재성장률이 낮아질 때에는 지속가능한 성장에 토대가 될 수 있는 건설투자[67]를 확대해 나가되, 경기부양 목적의 건설투자에는 보다 신중한 접근이 필요하다 하겠다.

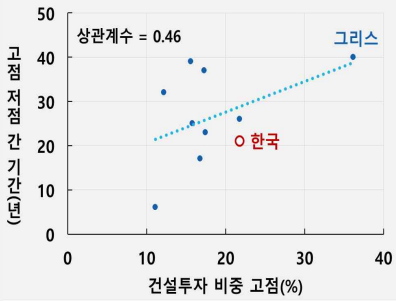
66) 자세한 내용은 <참고>「건설투자 조정기간의 국가별 비교」를 참조하기 바란다.
67) AI 확산과 기후변화에 대응한 인프라 고도화 등의 건설투자가 이에 해당한다고 볼 수 있다.

<참고> 건설투자 조정기간의 국가별 비교

건설자산은 내용연수가 매우 길어서[68] 한번 투자되면 그 조정과정도 길 수밖에 없다. OECD 주요 국가의 GDP 대비 건설투자 비중 추이를 보면[69] 최고점에 도달한 이후 하락하다가 저점을 찍을 때까지 평균 27.2년이 걸리는 것으로 나타났다. 특히 고점에서의 건설투자 비중이 높았던 나라일수록 조정기간이 길고, 조정시 하락폭은 더 커서 저점이 낮은 모습이다. 국가별 건설투자 비중의 고점 평균은 18.3%, 저점 평균은 8.3%로하락폭 10.0%p 나타났다. 우리나라는 1991년에 고점(21.8%)에 도달한 뒤 2012년 13.9%까지 낮아졌다가 이후 반등하였으므로 다른 나라에 비해 조정기간(21년)이 짧은 편이고 하락폭(7.9%p)도 작았다. 일본의 경우 1980년의 건설투자 비중이 우리나라 고점과 비슷한 수준(22.1%)이었는데[70] 30년 이상 조정기간을 거쳐 2010년에야 저점(10.2%)을 기록하였다. 이는 우리나라의 건설투자 비중이 향후 추가적으로 하락할 가능성이 있음을 시사한다.[71]

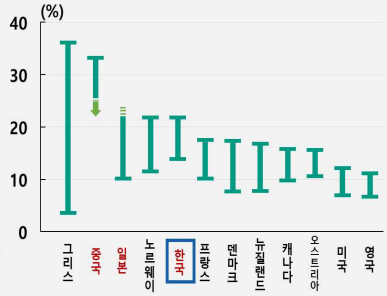
우리나라의 건설투자 비중(GDP 대비)은 조정기간이 상대적으로 짧았고 하락폭은 작은 편

[그림 32] 국가별 건설투자 비중의 고점과 고점-저점 간 기간



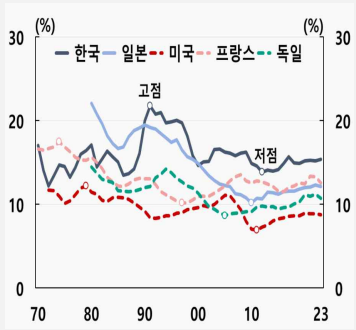
자료: OECD, 자체추정

[그림 33] 국가별 건설투자 비중의 고점-저점 간 변동폭



자료: OECD, 중국국가통계국

[그림 34] 국가별 건설투자 비중



자료: OECD

68) 건설자산의 내용연수는 국가마다 다르나 주거용은 40~80년, 상업용은 30~60년 정도로 알려져 있다.
69) 1980~2023년중 건설투자 시계열이 존재하며 GDP 대비 비중의 고점과 저점이 확인되는 9개 국가(오스트리아, 캐나다, 덴마크, 프랑스, 그리스, 뉴질랜드, 노르웨이, 영국, 미국)를 대상으로 계산하였다.
70) 일본의 GDP 대비 건설투자 비중의 고점은 1980년 이전 시기일 것으로 추측되나 확인할 자료가 부족하다.
71) 2024년 우리나라의 GDP 대비 건설투자 비중은 13.9%이며 2025년중에는 건설투자 역성장(–8.3%^{e}) 전망으로 동 비중도 더 낮아질 것으로 예상된다.

<부록 1> 국내외 주요 경제지표

[세계경제]

(전기대비, %)		2023	2024		2025					
			연간	4/4	1/4	2/4	3/4	7월	8월	9월
미국	GDP성장률[1]	2.9	2.8	1.9	-0.6	3.8	..	-	-	-
	산업생산[2]	0.2	-0.3	-0.3	1.0	0.4	..	-0.4	0.1	..
	소매판매	3.4	3.0	1.8	0.4	0.7	..	0.6	0.6	..
	소비자물가[3]	4.1	2.9	2.7	2.7	2.4	..	2.7	2.9	..
	비농업취업자수 증감(천명)	3,348	2,091	509	521	280	..	79	22	..
유로	GDP성장률	0.4	0.9	0.4	0.6	0.1	..	-	-	-
	산업생산[2]	-1.7	-3.0	0.0	2.2	-0.3	..	0.5	-1.2	..
	소매판매	-1.9	1.2	0.5	0.2	0.8	..	-0.4	0.1	..
	통관수출[4]	-0.8	0.5	0.4	7.7	-5.9	..	0.1	-0.8	..
	소비자물가[3]	5.4	2.4	2.2	2.3	2.0	2.1	2.0	2.0	2.2
중국	GDP성장률[3]	5.4	5.0	5.4	5.4	5.2	4.8	-	-	-
	산업생산[2][3]	4.6	5.8	5.6	6.5	6.2	5.8	5.7	5.2	6.5
	소매판매[3]	7.2	3.5	3.8	4.6	5.4	3.3	3.7	3.4	3.0
	고정투자[3][5]	3.0	3.2	3.2	4.2	2.8	-0.5	1.6	0.5	-0.5
	통관수출[3]	-4.7	5.8	9.9	5.6	6.1	6.6	7.1	4.3	8.3
	소비자물가[3]	0.2	0.2	0.2	-0.1	0.0	-0.2	0.0	-0.4	-0.3

주: 1) 전기대비 연율 2) 광공업 기준 3) 전년동기대비 4) 역내거래 제외 5) 누계 기준
자료: Fed, BEA, BLS, Eurostat, 중국국가통계국, 해관총서 등

[국제에너지 가격]

(기간중 평균)	2023	2024		2025						
		연간	4/4	1/4	2/4	3/4	7월	8월	9월	10월[3]
Dubai유[1]	82	80	74	76	66	68	69	68	68	64
Brent유[1]	82	80	74	75	67	68	70	67	68	63
유럽 천연가스[2]	41	35	43	47	36	33	34	33	32	32

주: 1) 달러/배럴 2) 유로/MWh 3) 10.1~21일까지의 평균
자료: Bloomberg

[국내경제]

	(전기대비, %)	2023	2024		2025					
			연간	4/4	1/4	2/4	3/4	7월	8월	9월
성장	GDP 성장률	1.6	2.0	0.1	-0.2	0.7	..	-	-	-
	소매판매액	-1.3	-2.1	-0.4	0.4	-0.9	..	2.7	-2.4	..
	(전년동기대비)			(-2.0)	(-0.3)	(0.0)	..	(2.5)	(-0.5)	..
	설비투자지수	-4.8	2.9	-1.8	-1.7	0.0	..	7.6	-1.1	..
	(전년동기대비)			(5.3)	(5.7)	(5.3)	..	(-5.7)	(-0.4)	..
	건설기성액	7.8	-4.7	-5.1	-6.4	-3.2	..	-0.7	-6.1	..
	(전년동기대비)			(-9.7)	(-21.2)	(-17.4)	..	(-14.0)	(-17.9)	..
	통관수출(억$)	6,322	6,836	1,751	1,595	1,752	1,850	607	583	659
	(전년동기대비)	(-7.5)	(8.1)	(4.2)	(-2.3)	(2.1)	(6.5)	(5.7)	(1.2)	(12.6)
	통관수입(억$)	6,426	6,318	1,599	1,526	1,543	1,624	542	518	564
	(전년동기대비)	(-12.1)	(-1.7)	(0.9)	(-1.4)	(-1.8)	(1.5)	(0.6)	(-4.1)	(8.2)

자료: 한국은행, 국가데이터처, 관세청

	(전년동기대비, %)	2023	2024		2025					
			연간	4/4	1/4	2/4	3/4	7월	8월	9월
물가	소비자물가	3.6	2.3	1.6	2.1	2.1	2.0	2.1	1.7	2.1
	근원물가[1]	3.4	2.2	1.8	1.9	2.0	1.7	2.0	1.3	2.0
경상수지	경상수지(억$)	328	990	318	193	301	..	108	91	..
	상품	377	1,001	284	192	328	..	103	94	..
	서비스	-268	-237	-60	-75	-76	..	-21	-21	..
	본원·이전	220	226	94	76	49	..	27	19	..
고용	취업자수 증감 (만명)	32.7	15.9	5.2	15.5	20.7	21.6	17.1	16.6	31.2
	실업률(S.A., %)	2.7	2.8	3.0	2.8	2.7	2.5	2.5	2.6	2.5

주: 1) 에너지, 식료품 제외
자료: 한국은행, 국가데이터처

<부록 2> 주요 이슈 분석목록

(경제전망보고서Indigo Book · 경제상황 평가)

수록호	제 목	작성부서/팀	대표저자
2024.11월	BOX 내수민감물가를 통해 본 향후 물가 흐름	물가동향팀	부유신
	BOX 청년층 "쉬었음" 인구 증가 배경과 평가	고용분석팀	이수민
	핵심이슈 우리 수출 향방의 주요 동인 점검 및 시사점	국제무역팀 중국경제팀	임웅지
	중장기 심층연구 탄소중립경제로의 길: 우리나라 기후테크의 현황과 과제	경제연구원	이동원
2025.1월	BOX 최근 유럽의 정치 불확실성 증대 배경과 경제적 영향	미국유럽경제팀	민동길
2월	BOX 환율의 장단기 물가 전가효과 분석: 개별 품목을 통한 파급경로를 중심으로	물가동향팀	조강철
	핵심이슈 美신정부 관세정책의 글로벌 및 우리 경제 영향	조사국 경제모형실	이택민
4월	BOX 금년 1/4분기 및 향후 성장 흐름 평가	조사총괄팀	최영우
5월	BOX 美관세정책이 우리 품목별 수출에 미치는 영향	국제무역팀	임웅지
	핵심이슈 인구구조 변화가 소비 둔화에 미치는 영향	구조분석팀 모형전망팀	박동현
	중장기 심층연구 초고령화에 따른 통화정책 여건 변화와 시사점	경제연구원	이재원
7월	BOX 반도체 수출 경기사이클cycle, 이번에는 다를까?	국제무역팀 경기동향팀	임웅지
8월	BOX 중국의 최근 소비여건 점검	중국경제팀	이준호
	BOX 최근 집중호우와 폭염의 성장·물가 영향	경기동향팀	양준빈
	핵심이슈 美관세정책이 우리 경제에 미치는 영향	국제무역팀	임웅지
10월	BOX 최근 수출 및 경상수지 상황에 대한 평가와 향후 전망	국제무역팀	임웅지
	BOX 미국 고용지표 둔화 요인과 現노동시장 상황 평가	미국유럽경제팀	정희완
	BOX 일본과 중국의 건설투자 장기부진의 경험과 시사점	아태경제팀 중국경제팀	김보희