ISSN 2288-7083

경제전망

2026년 8월

한국은행
BANK OF KOREA

부문별 담당자

부 문		담 당 팀	담 당 자
<작성 총괄>		조사총괄팀	박창현 이종웅 한진수 추성윤 이진호
Ⅰ. 국내외 여건 및 전망			
1. 주요 여건 점검			
▸ 대외여건	글로벌 경제	국제종합팀	김보희 김윤경 왕재곤
	BOX 1 주요국 경제상황과 향후 전망	미국유럽경제팀	김민수 강은서
	BOX 2 최근 세계교역의 양호한 흐름과 배경	중국경제팀	이준호 전민근
	BOX 3 전망의 주요 전제 조정내역	아태경제팀	전은총 김선중
	글로벌 반도체 경기	경기동향팀	양준빈 김지원
▸ 대내여건	재정	재정분석팀	유건후 강지혜
	부동산시장	물가연구팀	고동우 안선균
	명목임금	고용동향팀	황수빈 이나영
2. 거시경제 전망			
▸ 경제성장	개요	조사총괄팀	최영우 김다애
	민간소비 BOX 4 최근 증시 조정의 소비 영향	경기동향팀	양준빈 조인식
	건설투자	경기동향팀	양준빈 김형준 김지원 유성현
	설비투자		
	지식재산생산물투자		
	수출입	국제무역팀	남석모 주 욱 이택민 문태동
▸ 경상수지		국제무역팀	남석모 이택민 이승민
▸ 물가		물가동향팀	원영진 김상효 강 산
▸ 고용		고용동향팀	선진산 정강희
3. 전망의 리스크 평가			
▸ 주요 리스크 요인		조사총괄팀 물가동향팀 국제종합팀	이영호 한진수 원영진 강 산 김윤경
▸ 시장의 전망 분포			
▸ 시나리오 분석			
<참고> 향후 1년간 분기별 전망경로		조사총괄팀 모형전망팀 물가동향팀	이종웅 최영우 김동녘 원영진
Ⅱ. 이슈분석			
수요주도 물가압력이 근원물가에 미치는 영향		물가동향팀	정원석 장태윤 김상효

차 례

전망의 핵심 전제

경제전망 요약

Ⅰ. 국내외 여건 및 전망

1. 주요 여건 점검 1

대외여건 2

BOX 1 주요국 경제상황과 향후 전망 3

BOX 2 최근 세계교역의 양호한 흐름과 배경 5

BOX 3 전망의 주요 전제 조정내역 8

대내여건 9

2. 거시경제 전망 11

경제성장 12

BOX 4 최근 증시 조정의 소비 영향 14

경상수지 20

물 가 21

고 용 23

3. 전망의 리스크 평가 25

주요 리스크 요인 26

시장의 전망 분포 26

시나리오 분석 27

<참고> 향후 1년간 분기별 전망경로 30

Ⅱ. 이슈분석 31

수요주도 물가압력이 근원물가에 미치는 영향 32

<부록> 국내외 주요 경제지표

전망의 핵심 전제

▢ **[반도체 경기]** 글로벌 AI 인프라 투자가 지속적으로 확대됨에 따라 반도체 수출이 견조한 증가세를 이어갈 전망이다. 다만, 생산능력이 점진적으로 늘어나면서 수출물량 증가율은 완만히 둔화될 것으로 예상된다.

⇒ **반도체 수출물량 증가율은 금년중 10%대 후반에서 내년중 10%대 초중반 수준으로 전제하였으며, 이는 5월 전제 대비 다소 상향조정된 수준이다.**

▢ **[중동상황]** 미·이란 간 협상과 관련한 불확실성은 지속되겠으나, 하반기중 호르무즈 해협 통항이 일부 재개되고 우회경로·非중동 국가를 통한 원유공급도 확대되면서 공급망 차질은 다소 완화되는 것으로 가정하였다.

⇒ **국제유가$_{브렌트유}$는 하반기중 84달러(26년 평균 86달러), 내년중 74달러 수준으로 낮아지는 것으로 전제하였다. 이는 5월 전제를 상당폭 하회하는 수준이다.**

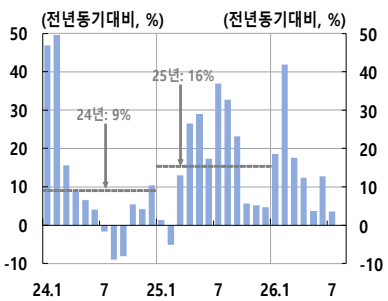
▢ **[美관세정책]** 미국은 임시관세가 만료된 7월말$_{7.24일}$ 이후 대체관세$_{강제노동관세}$를 부과하고 있으며, 향후 과잉생산 관련 추가 관세도 부과*하는 것으로 전제하였다**.

* 과잉생산 관련 조사는 26.4/4분기중 발표 예상
** 반도체 관세는 내년 1/4분기부터 부과(15%)되는 것으로 가정

⇒ **對한국 관세율은 현 수준(강제노동 12.5%, 자동차 15%, 철강 50% 등)에서 유지되다가 4/4분기중 과잉생산 관련 추가 관세가 부과되면서 상호관세 무효 판결$_{2.20일}$ 前 수준으로 복귀하는 것으로 전제하였다. 이는 5월 전제와 대체로 유사하다.**

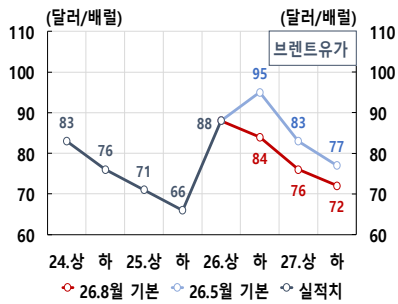
주요 전제	
▶ 반도체 경기	▪ 견조한 반도체 수요가 지속되는 가운데 생산능력은 점진적으로 증대 ▪ 반도체 수출물량 증가율: 26년 10%대 후반, 27년 10%대 초중반
▶ 중동상황	▪ 미·이란 간 협상 불확실성이 지속되는 가운데, 하반기중 호르무즈 통항 일부 재개와 우회 경로를 통한 원유공급으로 공급망 차질은 다소 완화 ▪ 브렌트유가: 금년중 86달러(하반기중 84달러), 내년중 74달러
▶ 美관세정책	▪ 강제노동관세 부과중, 4/4분기중 과잉생산 관련 추가 관세 및 내년 1/4분기 반도체 관세 부과 전제 ▪ 對한국 관세: 〔現 수준〕 강제노동 12.5%, 자동차 15%, 철강·알루미늄·구리 50% 〔향후〕 의약품 15%(26.9.29일 부과 예정), 과잉생산 관세(26.4/4분기중 부과 전제), 반도체 15%(27.1/4분기부터 부과 전제)

반도체 수출물량지수 추이



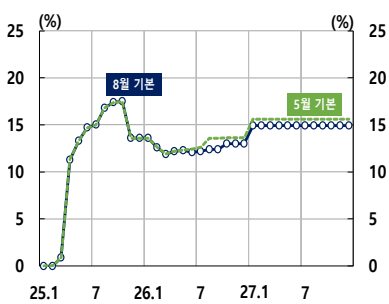
자료: 한국은행

국제유가$_{(브렌트유)}$ 전제



자료: Bloomberg, 조사국

미국의 對한국 관세율 전제[1)]



주: 1) 2024년 미국 수입규모 기준

경제전망 요약

▢ **금년 국내경제는 중동상황의 불확실성 지속에도 반도체 경기 호황과 그에 따른 파급효과 확산으로 3.3%(5월 전망대비 +0.7%p)의 높은 성장세를 나타낼 전망이다.**

▢ **소비자물가는 비용충격의 전이가 지속되고 수요압력도 점차 확대됨에 따라 2.7%(5월 전망 부합) 상승할 것으로 예상된다.**

(%, %p)	2025	2026e)	2027e)
▸GDP 성장률	1.1	3.3 (+0.7)	2.9 (+0.8)
▸소비자물가 상승률	2.1	2.7 (—)	2.3 (—)
- 근원물가	1.9	2.5 (+0.1)	2.5 (+0.2)

주: ( )내는 26.5월 전망 대비 변화

대내외 여건

▢ **세계경제*는 중동지역에 대한 불확실성이 지속되고 있으나 견조한 AI 투자, 교역 확대 등에 힘입어 완만한 성장세를 이어갈 전망이다.**

* **미국**은 AI 투자 호조와 양호한 소비로 2%대 초반, **유로지역**은 제조업 업황 부진에도 주요국 재정확대 등으로 1% 내외, **중국**은 수출호조에도 내수부진이 심화되며 4%대 중반의 성장 예상

- **세계교역**은 중동전쟁에 따른 공급망 차질이 점차 완화되는 가운데 AI 인프라 투자 관련 교역 호조 등으로 양호한 증가세가 예상된다.

- **국제유가**(브렌트유)는 우회경로·非중동 국가들을 통한 원유공급 증가, 호르무즈 통항량의 일부 회복 등으로 점차 하락하겠으나, 미·이란 간 협상 진행 상황에 따라 변동성이 확대될 가능성이 있다.

- **글로벌 반도체 경기**는 AI 확산(에이전틱 등)과 관련 인프라 투자 지속으로 기조적인 확장세를 이어가겠으나, 수익성 우려 등에 따른 투자 속도 조정 가능성은 리스크 요인이다.

▢ **대내여건을 보면, 증시 조정에도 불구하고 경제심리는 양호한 수준을 유지*하고 있으며, 소득여건 개선, 확장재정 기조 등으로 앞으로도 양호한 내수여건이 지속될 것으로 판단된다.**

* 소비자심리지수: 26.4월 99.2 → 5월 106.1 → 6월 106.6 → 7월 106.8 → 8월 104.5
경제심리지수 : 26.4월 91.7 → 5월 97.5 → 6월 96.8 → 7월 97.9 → 8월 99.4

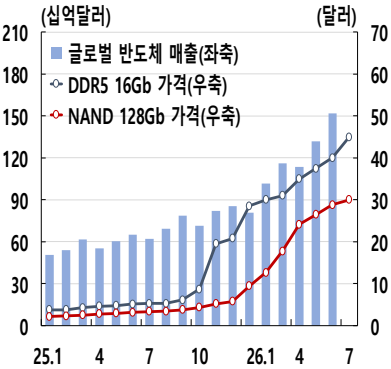
▪ **명목임금**은 IT 부문을 중심으로 오름세가 확대되겠으나, 건설업 등 일부 비IT 부문에서는 회복이 지연될 것으로 예상된다.

▪ **시장금리**회사채는 국내경제 성장세 확대, 미 국채금리 및 국제유가 움직임 등에 영향받으며 등락하였다. **원/달러 환율**은 외환수급 여건이 개선되고 미 달러화가 약세를 보이면서 큰 폭 하락하였다. **주택가격**은 수도권을 중심으로 오름세가 지속되었다.

<지정학적 리스크와 유가>

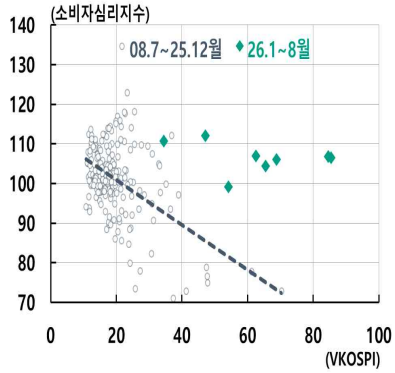
자료: Caldara *et al.*(2021), Bloomberg

<글로벌 반도체 경기>



자료: WSTS, DRAMeXchange

<주가 변동성과 경제심리>



주: 검은 점선은 08.7월~25.12월 기준 추세선
자료: 한국은행, 한국거래소

<대외여건 전제[1)]>

(%)	2025	2026			2027[e)]		
		상반[2)]	하반[e)]	연간[e)]	상반	하반	연간
세계경제[3)]	3.5	3.0	3.0	3.0 [2.9]	3.1	3.2	3.2 [3.1]
• 미 국	2.1	2.4	1.9	2.2 [2.1]	2.3	2.0	2.1 [2.0]
• 유 로	1.2	0.7	0.9	0.8 [0.8]	1.1	1.2	1.2 [1.2]
• 중 국	5.0	4.7	4.5	4.5 [4.6]	4.3	4.4	4.3 [4.3]
세계교역[3)]	5.0	4.9	3.4	4.2 [2.8]	3.7	4.3	4.0 [3.2]
국제유가[4)]	68	88	84	86 [93]	76	72	74 [80]

주: 1) [ ]내는 26.5월 전망치
2) 세계경제, 세계교역은 전망치
3) 전년동기대비
4) 브렌트유 기준, $/배럴, 기간 평균 기준
자료: 각국 통계청, Bloomberg, 조사국

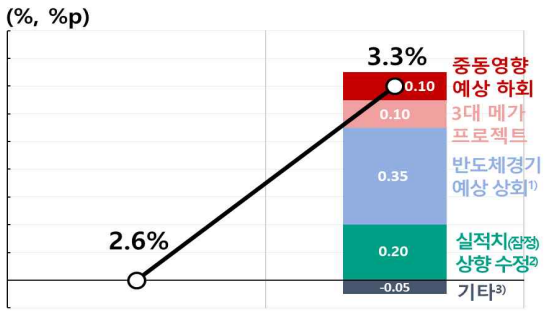
경제전망

□ **금년 국내경제는 중동상황의 불확실성 지속에도 불구하고 반도체 경기 호황과 그에 따른 파급효과의 확산으로 3.3%$_{5월\ 전망대비\ +0.7\%p}$의 높은 성장세를 나타낼 전망이다.**

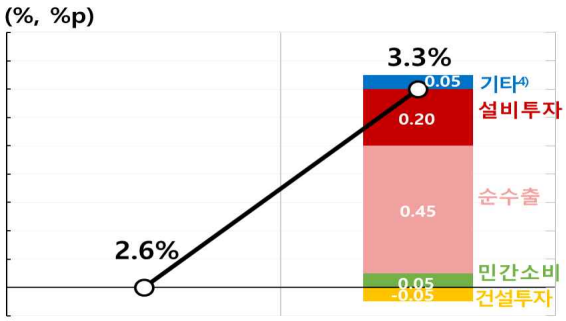
- **2/4분기**에는 중동전쟁으로 인한 공급충격이 정부정책 등으로 상당 부분 완충된 데다, 수출이 호조를 지속하고 소비도 추경 등으로 개선 모멘텀이 이어지면서 전기대비 0.6% (전년동기대비 3.7%) 성장하였다.
- **하반기** 중에도 IT 부문 중심의 수출·투자 호조세가 지속되고 소비는 양호한 회복세를 이어갈 것으로 판단된다. 또한 중동發 에너지 공급망 차질이 점차 완화되면서 비IT 부문의 부진도 완화될 것으로 보인다. 분기별로는 **3/4분기**중 그간의 높은 성장에 따른 기저효과 등으로 소폭 둔화된 0.3%$_{(2.6\%)}$ 성장하겠으나, **4/4분기**에는 0.5%$_{(3.3\%)}$의 양호한 성장세를 나타낼 것으로 예상된다.
- **내년**에는 반도체 경기 확장세가 지속되는 가운데 여타 부문으로의 파급효과도 본격화됨에 따라, 내수와 수출 모두 견조한 흐름을 보이며 연간 2.9% 성장할 전망이다.

□ **올해 GDP 성장률이 0.7%p 상향조정된 데에는 실적치 수정$_{+0.2\%p}$, 반도체 경기 호조$_{+0.35\%p}$, 3대 메가프로젝트 등 투자 가속화$_{+0.1\%p}$, 예상보다 작은 중동영향$_{+0.1\%p}$ 등이 상방요인으로 작용하였다.**

<26년 성장전망 조정 (요인별Main Driver)>



<26년 성장전망 조정 (지출부문별)>



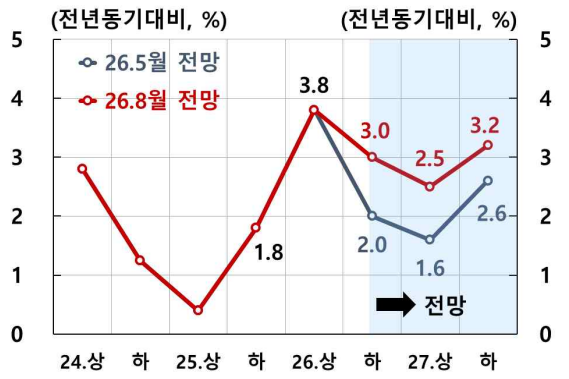
주: 1) 반도체 수출 물량·가격 예상 상회, AI연관 품목 수출 확대
3) 증시 조정, 시장금리 상승 등
2) 25년 및 26.1/4분기 잠정치 상향 수정
4) 지식재산생산물투자, 재고증감 등

<국내 성장률 전망1)>

(%)	2025	2026e)	2027e)
GDP	1.1	3.3 [2.6]	2.9 [2.1]
• 민간소비	1.5	2.1 [2.0]	2.3 [2.1]
• 재화수출	3.3	9.7 [4.9]	4.6 [3.3]
• 건설투자	-9.7	0.2 [0.6]	1.9 [1.5]
• 설비투자	1.5	6.8 [4.4]	4.7 [2.7]

주: 1) [ ]는 26.5월 전망치

<국내 GDP 전망경로>

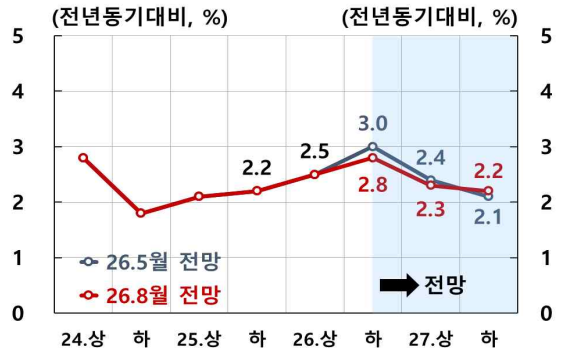


자료: 조사국

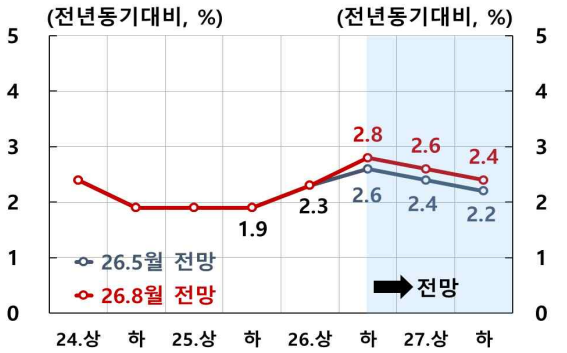
□ **금년중 소비자물가는 비용충격의 전이가 지속되고 수요압력도 점차 확대됨에 따라 2.7%(5월 전망 부합) 상승할 것으로 예상된다.**

- **내년** 소비자물가 상승률은 국제유가 흐름이 주요 하방요인으로 작용하면서 금년보다 낮은 2.3%를 나타낼 것으로 예상된다.
- **근원물가 상승률**은 비용충격이 내구재 등을 중심으로 전이되고 수요측 압력도 더해짐에 따라 금년과 내년 모두 2.5%의 높은 상승세를 지속할 전망이다.

<소비자물가 상승률 전망경로>



<근원물가 상승률 전망경로>



자료: 국가데이터처, 조사국

□ **올해 경상수지 흑자규모는 반도체 수출 호조에 힘입어 사상 최대 수준인 4,500억달러(종전 최대치 2025년 1,231억달러)를 기록할 것으로 예상된다.**

- **상품수지**는 글로벌 AI 투자 확대에 따른 반도체 수요 증가와 공급 제약에 따른 가격 급등으로 대규모 흑자를 나타낼 전망이다. **서비스수지**의 경우 외국인 관광객 유입 호조에 따른 여행수지 개선에도 해외 지식재산권 사용료 지급 증가 등으로 적자폭이 소폭 확대될 것으로 예상된다.

□ **금년중 취업자수 증가규모는 +14만명으로 지난해(+19만명)보다 증가세가 둔화될 것으로 예상된다. 고용률(62.9%)은 지난해 수준을 유지할 전망이다.**

- **금년 취업자수**는 중동전쟁의 영향, 건설업 등 취약업종의 부진으로 지난 5월 전망을 4만명 하회할 것으로 예상된다. 다만 하반기에는 중동전쟁의 영향이 점차 완화되고 경기 개선세가 지속됨에 따라 **민간고용**이 회복세를 나타낼 전망이다.

<물가·경상수지·고용 전망[1)]>

	2025	2026[e)]	2027[e)]
소비자물가 상승률(%)	2.1	2.7 [2.7]	2.3 [2.3]
• 근원물가 상승률(%)	1.9	2.5 [2.4]	2.5 [2.3]
경상수지(억달러)	1,231	4,500 [2,500]	4,300 [1,900]
취업자수 증감(만명)	19	14 [18]	20 [17]
고용률(%)	62.9	62.9	63.0

주: 1) [ ]는 26.5월 전망치

자료: 국가데이터처, 조사국

전망의 리스크

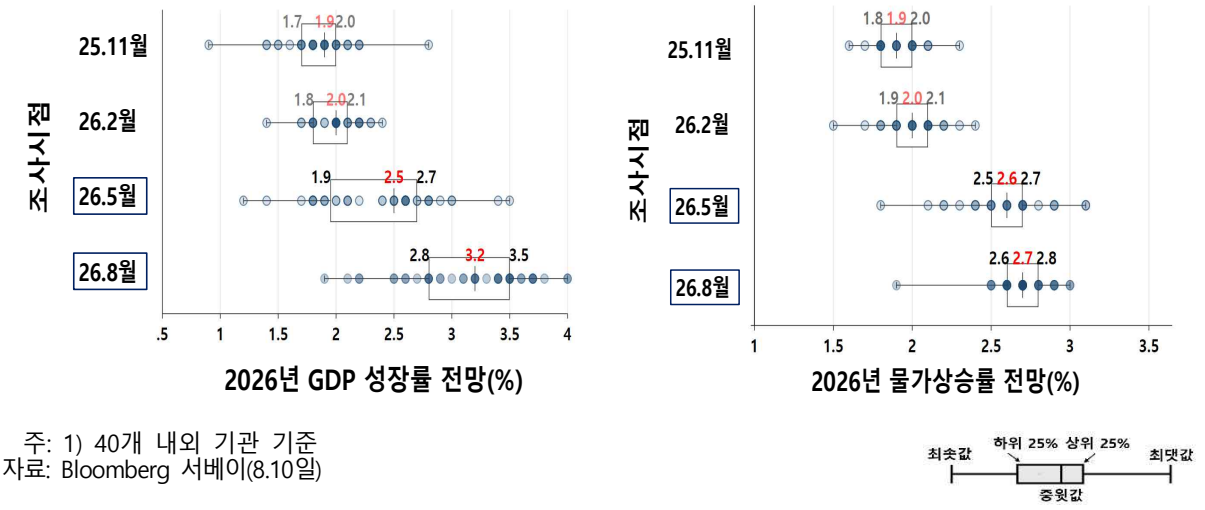
▢ **향후 성장 전망경로에는 AI 투자 속도, 중동상황 등과 관련한 불확실성이 크며, 물가의 경우 국제유가 및 환율 움직임, 수요측 압력 등이 리스크 요인이다.**

	상방리스크	하방리스크
성장	■ AI 확산에 따른 반도체 관련 수출·투자 증가세 확대 ■ 중동지역 긴장 완화 및 에너지 공급망 정상화 ■ IT 호황의 여타부문 파급낙수효과 확대	■ AI 수익성 우려에 따른 실물 투자 조정 및 금융시장 변동성 확대 ■ 중동지역 긴장 재고조 ■ 美 통상압력 및 관세부담 확대
물가	■ 중동상황 악화로 인한 국제유가 상승 ■ 수요측 물가압력 확산	■ 유가 및 환율 하락폭 확대 ■ 정부 물가안정대책 강화

< 주요 예측기관의 성장·물가 전망 분포 >

▢ **주요 예측기관의 2026년 국내 성장 전망은 지난 5월 조사시점 대비 큰 폭 상향조정되었으며, 물가 전망치중윗값는 소폭 상향되었다.** IB 등 시장참가자들의 올해 국내 **성장률** 전망의 중윗값은 5월 조사2.5% 대비 0.7%p 높아진 **3.2%**로, **소비자물가 상승률**의 경우 5월 조사2.6% 대비 0.1%p 높아진 **2.7%**로 나타났다.

<2026년 국내 성장률 및 소비자물가 상승률 전망 분포[1)]>



주: 1) 40개 내외 기관 기준
자료: Bloomberg 서베이(8.10일)

시나리오 분석

▢ **향후 반도체 경기와 중동상황을 둘러싼 불확실성이 크다. 반도체 경기는 호조세가 이어지고 있으나 빅테크의 AI 투자 속도 조정에 대한 우려도 커지고 있다. 중동상황은 7월 이후 군사적 긴장이 다시 고조된 가운데 협상 진전에 대한 불확실성이 확대되었다. 이에 반도체 경기와 중동상황에 대한 시나리오를 설정하고 성장과 물가에 미치는 영향을 점검하였다.**

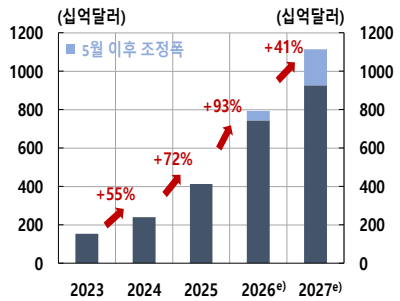
① 반도체 시나리오 반도체 수출 증가세 추가 확대낙관 vs. 증가세 추가 둔화비관

■ **[기본]** 글로벌 AI 인프라 투자가 지속적으로 확대됨에 따라 반도체 수출이 견조한 증가세를 이어갈 전망이다. 다만, 생산능력은 점진적으로 늘어나면서 반도체 수출물량 증가율은 금년중 10%대 후반에서 내년중 10%대 초중반 수준으로 완만하게 둔화될 것으로 예상된다.

■ **[수출 증가세 확대]** 에이전틱 AI 확산, AI 수익모델 다변화 등으로 반도체 수요가 예상보다 강한 가운데, 국내 업체의 신규 생산능력 확대 및 수율 개선으로 생산도 빠르게 늘어나는 상황을 가정하였다. 이 경우 반도체 수출물량은 금년 20% 내외, 내년 10%대 중후반 수준의 증가세를 이어가면서 국내 **성장률**은 기본전망 대비 **올해 +0.2%p, 내년 +0.6%p** 높아지고, **물가상승률**은 **올해**에는 영향이 **제한적**이겠으나 **내년**에는 **+0.2%p** 높아질 것으로 추정된다.

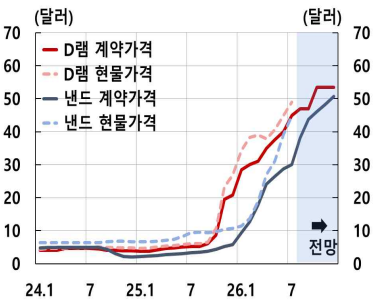
■ **[수출 증가세 둔화]** AI 투자 수익화가 지연되고 차입비용 부담이 확대되면서 빅테크의 AI 투자 속도가 상당폭 조정되나, 장기공급계약 등이 수요둔화 영향을 일부 완충하는 상황을 가정하였다. 이 경우 반도체 수출물량은 금년 10%대 중반, 내년 10% 내외 수준으로 증가세가 낮아지면서 국내 **성장률**은 기본전망 대비 **올해 -0.1%p, 내년 -0.4%p** 낮아지고, **물가상승률**은 **올해**에는 영향이 **제한적**이겠으나 **내년**에는 **-0.1%p** 낮아질 것으로 추정된다.

<빅테크 자본지출[1] 전망>



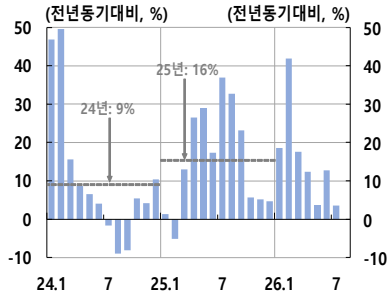
주: 1) 아마존, 구글, 마이크로소프트, 메타, 오라클 등 5개社 합산
자료: Bloomberg

<메모리반도체 가격[1]>



주: 1) D램은 DDR5 16Gb, 낸드는 128Gb MLC 기준
자료: DRAMeXchange, TrendForce

<반도체 수출물량지수 추이>



자료: 한국은행

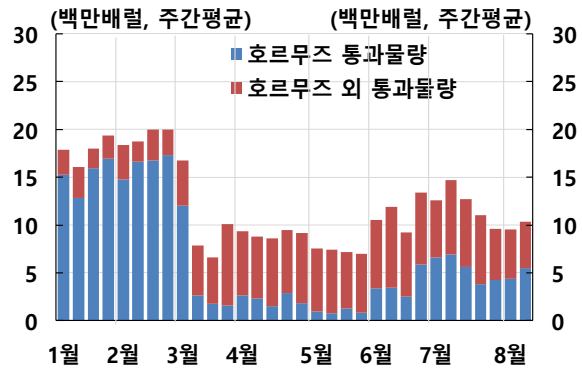
② 중동상황 시나리오 조기 진정낙관 vs. 교착상태 장기화비관

■ **[기본]** 미·이란 간 협상과 관련한 불확실성은 지속되겠으나 하반기중 호르무즈 해협 통항이 일부 재개되고 우회경로·非중동 국가를 통한 원유공급도 확대되면서 공급망 차질은 다소 완화되는 것으로 가정하였다. 이에 따라 국제유가브렌트유는 하반기중 84달러(26년 평균 86달러), 내년중 74달러 수준으로 완만히 낮아질 전망이다.

■ **[조기 진정]** 미·이란 간 협상이 3/4분기중 진전되면서 군사적 긴장이 완화되고 호르무즈 통항이 빠르게 회복되는 상황을 가정하였다. 이에 따라 국제유가가 하반기중 76달러(26년 평균 82달러)에서 내년중 63달러 수준으로 하락하는 것으로 전제하였다. 이 경우 국내 **성장률**은 기본전망 대비 **올해 +0.1%p, 내년 +0.2%p** 높아지고, **물가상승률**은 **올해 -0.1%p, 내년 -0.3%p** 낮아질 것으로 추정된다.

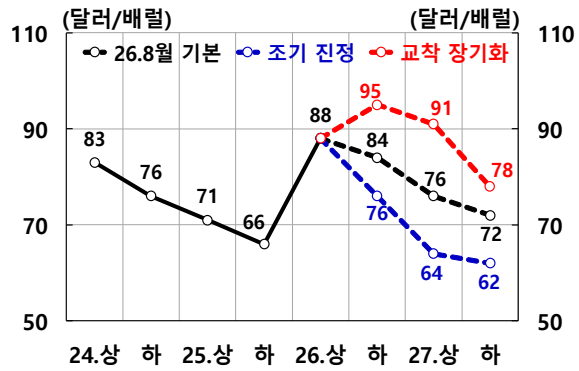
■ **[교착상태 장기화]** 미·이란 간 협상이 교착상태를 지속하다 내년중 점차 진전되는 한편, 금년중 역내 군사적 긴장도가 높아지는 상황을 가정하였다. 이 경우 연내 호르무즈 통항 회복이 지연되고 우회경로를 통한 공급에도 일부 차질이 생기면서 국제유가가 하반기중 95달러(26년 평균 91달러)까지 상승하겠으나, 내년에는 협상이 진전되며 85달러 수준으로 낮아질 것으로 전제하였다. 국내 **성장률**은 기본전망 대비 **올해 -0.1%p, 내년 -0.3%p** 낮아지고, **물가상승률은 올해 +0.1%p, 내년 +0.4%p** 높아질 것으로 추정된다.

<호르무즈 통과 및 우회 물량1)>



주: 1) 중동국가 기준
자료: Kpler, 조사국 시산

<국제유가브렌트유 전제>



자료: Bloomberg, 조사국

<중동상황 시나리오별 주요 전제>

	기본 전망		조기 진정		교착 장기화	
	2026년e)	2027년e)	2026년e)	2027년e)	2026년e)	2027년e)
▶ 브렌트유가	$86	$74	$82	$63	$91	$85
▶ 세계성장률1)	3.0%	3.2%	0.1%p ↑	0.2%p ↑	0.1%p ↓	0.2%p ↓

주: 1) 세계성장률의 낙관, 비관 전제는 기본 전망 대비 변동폭

<시나리오별 성장·물가 전망[1)]>

GDP 성장률

(%, %p)	2025	2026[e)]	2027[e)]
기본 전망	1.1	3.3	2.9
반도체 경기 (낙관)		+0.2	+0.6
반도체 경기 (비관)		-0.1	-0.4
중동상황 (조기 진정)		+0.1	+0.2
중동상황 (교착 장기화)		-0.1	-0.3

소비자물가 상승률

(%, %p)	2025	2026[e)]	2027[e)]
기본 전망	2.1	2.7	2.3
반도체 경기 (낙관)		+0.0	+0.2
반도체 경기 (비관)		-0.0	-0.1
중동상황 (조기 진정)		-0.1	-0.3
중동상황 (교착 장기화)		+0.1	+0.4

주: 1) 두 충격이 동시에 발생할 경우에는 금융여건, 소비심리 및 기업 투자 등을 통한 상호작용으로 파급효과가 개별 충격의 단순 합산보다 확대될 수 있음

경제전망 요약표(2026.8월)

	2025	2026			2027[e]		
	연간	상반[1]	하반[e]	연간[e][2]	상반	하반	연간[2]
<전망의 주요 전제>							
세계경제 성장률(%)[3]	**3.5**	3.0	3.0	**3.0** [+0.1]	3.1	3.2	**3.2** [+0.1]
• 미국	**2.1**	2.4	1.9	**2.2** [+0.1]	2.3	2.0	**2.1** [+0.1]
• 유로지역	**1.2**	0.7	0.9	**0.8** [-]	1.1	1.2	**1.2** [-]
• 중국	**5.0**	4.7	4.5	**4.5** [-0.1]	4.3	4.4	**4.3** [-]
• 일본	**1.2**	0.6	0.9	**0.7** [+0.2]	0.3	1.3	**0.8** [+0.1]
세계교역 신장률(%)[3]	**5.0**	4.9	3.4	**4.2** [+1.4]	3.7	4.3	**4.0** [+0.8]
브렌트유가(달러/배럴)[4]	**68**	88	84	**86** [-7]	76	72	**74** [-6]
<국내경제 전망>							
GDP 성장률(%)[3]	**1.1**	3.8	3.0	**3.3** [+0.7]	2.5	3.2	**2.9** [+0.8]
• 민간소비	**1.5**	2.6	1.7	**2.1** [+0.1]	2.0	2.5	**2.3** [+0.2]
• 건설투자	**-9.7**	-1.5	1.8	**0.2** [-0.4]	2.6	1.3	**1.9** [+0.4]
• 설비투자	**1.5**	5.4	8.3	**6.8** [+2.4]	4.7	4.7	**4.7** [+2.0]
• 지식재산생산물투자	**3.0**	3.7	3.7	**3.7** [+0.2]	3.0	3.4	**3.2** [+0.2]
• 재화수출	**3.3**	10.8	8.7	**9.7** [+4.8]	4.8	4.5	**4.6** [+1.3]
• 재화수입	**1.9**	9.7	9.9	**9.8** [+6.8]	5.3	4.0	**4.6** [+1.1]
소비자물가 상승률(%)[3]	**2.1**	2.5	2.8	**2.7** [-]	2.3	2.2	**2.3** [-]
• 근원물가[5]	**1.9**	2.3	2.8	**2.5** [+0.1]	2.6	2.4	**2.5** [+0.2]
경상수지(억달러)	**1,231**	1,910	2,590	**4,500** [+2,000]	2,375	1,925	**4,300** [+2,400]
• 상품수지	**1,381**	1,938	2,733	**4,672** [+2,000]	2,529	2,059	**4,589** [+2,434]
• 서비스수지	**-345**	-118	-252	**-370** [-14]	-216	-255	**-471** [-38]
• 본원·이전소득수지	**195**	89	108	**198** [+14]	62	121	**183** [+6]
취업자수 증감(만명)[3][6]	**19**	11	18	**14** [-4]	23	17	**20** [+3]
실업률(%)[6]	**2.8**	3.2	2.6	**2.9** [+0.1]	3.1	2.6	**2.8** [-]
고용률(%)[6]	**62.9**	62.5	63.2	**62.9** [-0.1]	62.8	63.3	**63.0** [-0.1]

주: 1) 세계경제, 세계교역은 전망치 2) [ ]내는 26.5월 전망 대비 변화 3) 전년동기대비 기준
4) 근월물 기간 평균 기준 5) 식료품·에너지 제외 기준 6) 15세 이상 기준
자료: 한국은행, 각국 통계청, Bloomberg

Ⅰ. 국내외 여건 및 전망

1. 주요 여건 점검

목 차

대외여건 2

대내여건 8

1. 주요 여건 점검

대외여건

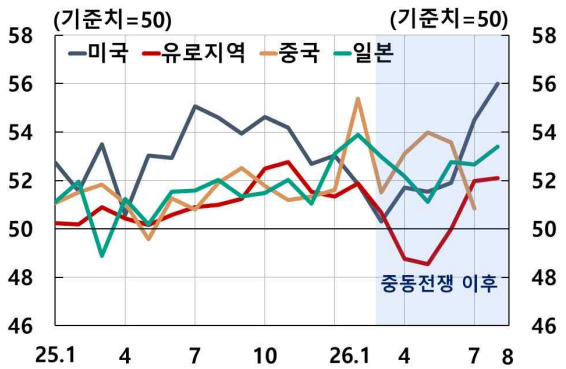
1-1. 세계경제는 중동지역의 불확실성이 지속되고 있으나 AI 투자 호조, 양호한 교역 증가세에 힘입어 완만한 성장 흐름을 이어갈 전망이다. 세계경제는 2/4분기중 주요국들이 재정지원, 공급망 조정 등으로 중동發 공급충격에 대응함으로써 예상보다 높은 회복력을 보였고, AI 인프라 투자도 확대되면서 양호한 성장세를 나타내었다. 다만, 중국은 수출 호조에도 소비·투자 등 내수부진이 심화되며 성장세가 다소 둔화되었다. 7월 이후에는 그간 부진했던 유로지역 PMI가 확장국면으로 전환되는 등 주요국 업황(제조업·서비스업 PMI)이 대체로 견조한 흐름을 이어가고 있다. 글로벌 물가는 에너지 가격 충격으로 상승세가 확대되었다가 6월 이후 다소 둔화되었으나 중동지역 불확실성으로 국제유가가 높은 수준을 유지하고 있는 점은 여전히 글로벌 인플레이션의 불안 요인이다.

앞으로 세계경제는 견조한 AI 투자와 글로벌 교역 성장세 등으로 완만한 성장 흐름을 이어갈 전망이다. 그러나 국가별로는 AI 공급망 참여 정도에 따라 성장세가 차별화될 것으로 예상된다. 향후 세계경제의 성장경로에는 중동지역 협상의 진전 여부, AI 투자에 대한 수익성 우려 및 이에 따른 투자 조정 가능성, 글로벌 금융시장 변동성 확대 등이 상·하방 리스크로 잠재해 있다. 주요국(미국·유럽·일본 등)의 재정적자 확대, 물가상승 우려 등에 따른 시장금리 상승이 성장을 제약할 가능성도 제기된다.

1-2. 세계교역은 중동전쟁에 따른 공급망 차질이 완화되고 AI 인프라 투자 및 관련 서비스 교역도 호조를 보이면서 양호한 증가세가 예상된다.[1)] 美정부는 임시관세를 대체하여 국가별(10~12.5%) 관세조치(강제노동, 7.24일)를 발표하였으며, 향후 과잉생산 관세 부과와 관련한 불확실성 요인이 잠재해 있다.

주요국 PMI, 확장국면 지속

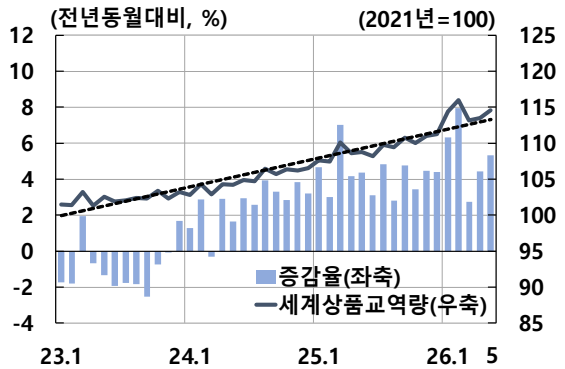
[그림 1.1] 주요국 PMI[1)] 추이



주: 1) 종합 PMI 2) 8월은 속보치
자료: S&P Global

세계교역, 중동전쟁 충격이 완화되며 양호한 흐름

[그림 1.2] 세계상품교역량 및 증감률[1)]



주: 1) 점선은 2023~2025년중 추세
자료: CPB

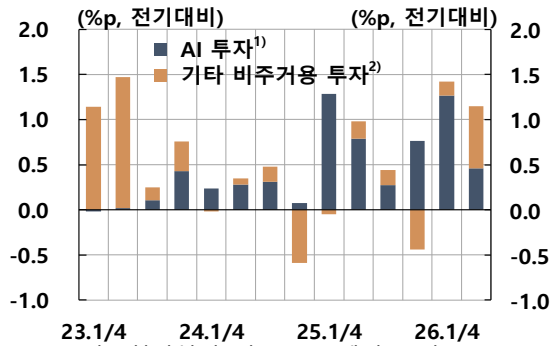
1) 보다 자세한 내용은 BOX 2 「최근 세계교역의 양호한 흐름과 배경」을 참고하기 바란다.

Box 1 주요국 경제상황과 향후 전망

주요국별로 보면, 미국경제는 중동전쟁에도 불구하고 AI 투자에 힘입어 잠재수준의 성장세 2%대 초반를 나타낼 전망이다. 미국경제는 2/4분기중 견조한 민간수요를 기반으로 안정적인 성장 흐름을 지속하였다. 중동전쟁에 따른 인플레이션 압력, 정부지출 감소전략비축유 판매 등은 성장에 제약적이었으나 투자3.0%, 전기대비연율가 AI인프라 지출을 중심으로 높은 증가세를 이어갔으며, 소비3.2%도 월드컵과 그에 맞춘 대규모 할인행사 등으로 크게 증가하였다. 7월 들어 소매판매가 부진하였으나 7~8월중 PMI는 제조업과 서비스업 모두 기준치를 상당폭 상회하는 등 대체로 양호한 모습을 이어갔다. 향후 미국경제는 AI 투자 확대의 영향이 성장 하방압력높은 인플레이션 등을 완충하면서 잠재수준의 성장세를 이어갈 전망이다. 다만 금리상승, 데이터센터 투자 축소지역반대 등, 중동전쟁 악화 등 하방리스크가 잠재해 있다.

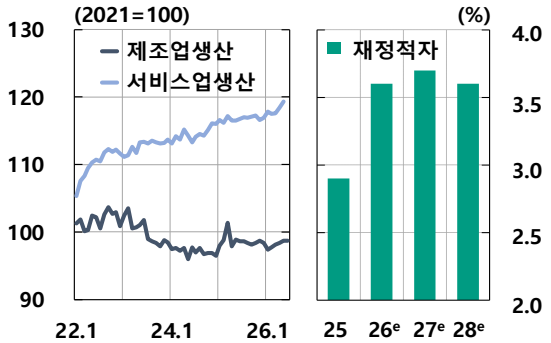
유로경제는 주요국 재정확대에 힘입어 성장하겠으나 제조업의 구조적 부진, 높은 에너지 가격 등으로 성장 속도는 완만할 전망이다. 유로경제는 2/4분기중 중동전쟁 충격과 이상기후폭염·가뭄에도 불구하고 전분기 부진아일랜드, 프랑스에 따른 기저효과와 제조업의 예상 밖 호조의 영향으로 상당폭 성장+0.4%하였다. 제조업은 중국과의 경쟁 등에 따른 구조적 부진자동차 등에도 국방지출 확대독일, 재고 확보에너지 가격 상승 대응, 아시아 생산차질석유화학의 반사이익 등으로 최근 양호한 흐름을 이어왔지만 일시적 측면도 크다. 앞으로 유로경제는 방산·AI를 중심으로 성장세를 이어가겠으나, 제조업 구조적 부진, 높아진 에너지 가격과 금융여건 긴축의 영향으로 그 속도는 빠르지 않을 것으로 예상된다. 향후 성장경로에는 재정지출 확대국방·인프라 등 상방리스크와 지정학적 긴장러·우 전쟁 고조 등의 하방리스크가 잠재해 있다.

미국 AI 투자[1]의 성장기여도



주: 1) 정보처리설비 및 소프트웨어 투자
2) 설비, 구조물 및 지식재산생산물 투자를 포함
자료: BEA

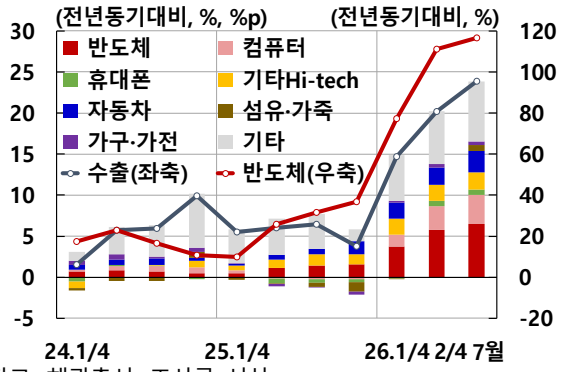
유로지역 산업생산과 재정적자[1]



주: 1) GDP대비, 26~28년 수치는 전망치
자료: Eurostat, ECB

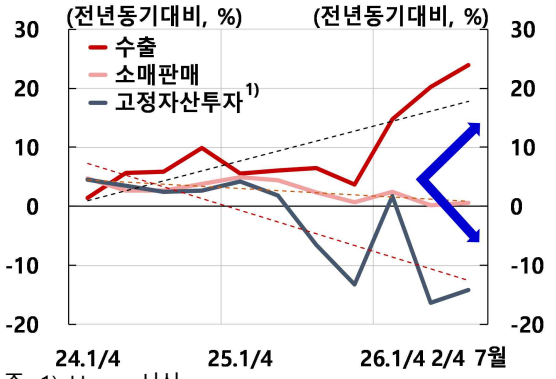
중국경제는 부진한 내수와 양호한 수출의 K자 양극화 성장 흐름이 심화되면서 성장률이 4%대 중반으로 낮아질 전망이다. 최근 중국경제는 반도체 등 IT제품을 중심으로 수출이 견조한 증가세를 나타내고 있지만, 연초 반등했던 투자가 위축되고 내구재를 중심으로 소매판매도 부진하였다. 중국정부는 첨단부문 투자에 대한 지원을 확대하면서도 유의미한 내수부양책은 발표하지 않고 있다. 향후 중국경제는 글로벌 IT경기 호조 등으로 수출이 양호한 흐름을 나타내겠으나 투자 위축 등 내수부진이 이어지며 4%대 중반의 성장률을 나타낼 전망이다. 향후 전망경로는 IT제품 수요 추가 확대, 중국정부의 내수부양책 도입 여부 등에 영향받을 것으로 판단된다.

중국 수출



자료: 해관총서, 조사국 시산

중국 부문별 성장

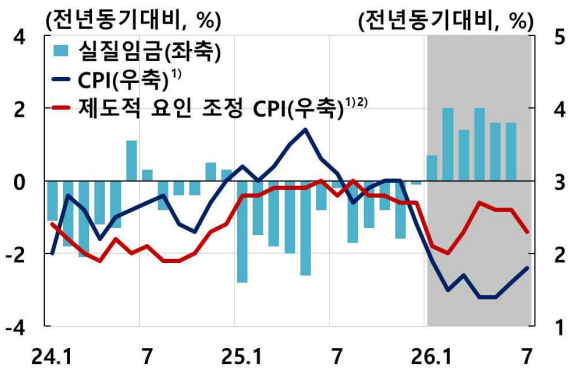


주: 1) Haver 시산
자료: 중국 국가통계국, 해관총서

일본경제는 완만한 회복 흐름을 이어갈 전망이다. 일본경제는 2/4분기중 민간소비$_{0.0\%,\ 전기대비}$가 보합에 머물고 설비투자도 감소$_{-1.2\%}$하였으나, 글로벌 AI 투자 확대 등에 힘입어 수출$_{0.5\%}$ 증가세가 이어지며 완만한 회복 흐름$_{0.3\%}$을 유지하였다. 일본은행의 정책금리 인상$_{6.16일,\ 0.75→1\%}$에도 고유가와 임금상승 등으로 물가 상승압력이 지속되는 가운데, 재정건전성 우려가 부각되면서 금융시장$_{국채금리·환율}$ 변동성은 높아진 상황이다. 향후 일본경제는 확장적 재정정책과 글로벌 AI 투자 지속 등에 힘입어 완만한 성장세를 이어갈 것으로 예상되나, 엔화 및 물가 흐름과 일본은행의 추가 금리인상 속도가 성장경로의 주요 변수이다.

아시아 신흥국은 내수와 수출을 중심으로 양호한 성장세를 이어가고 있으나, 성장 모멘텀은 다소 약화될 전망이다. 인도는 견조한 민간소비와 투자에 힘입어 높은 성장세를 유지한 반면, 아세안5국은 양호한 수출 증가에도 일부 국가$_{인도네시아,\ 태국}$에서 소비와 생산이 둔화되는 모습이다. 인도의 견조한 내수와 아세안5국의 수출 확대가 향후 성장을 뒷받침하겠으나, 물가상승에 따른 실질구매력 약화와 일부 국가의 긴축적 금융여건 및 통화가치 약세는 민간소비와 투자를 제약할 것으로 보인다. 중동전쟁발 유가·운임 상승, 식료품 가격 오름세, 이상기후에 따른 농업생산 차질은 생산비용 상승과 실질구매력 약화를 통해 성장의 하방리스크로 작용할 수 있다.

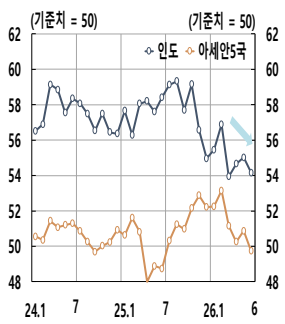
일본 소비자물가 및 실질임금 상승률



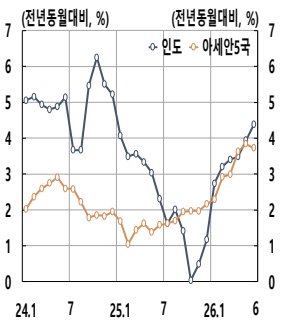
주: 1) 신선식품 제외
2) 일시적 변동요인과 보조금·세제 변화 등 제도적 요인 제거
자료: 일본 총무성, 후생노동성, 일본은행

아시아 신흥국 제조업 PMI 및 물가상승률

<제조업 PMI>



<물가상승률>



자료: 각국 통계청, Haver

Box 2 최근 세계교역의 양호한 흐름과 배경

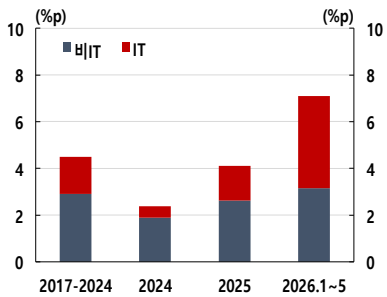
세계교역은 잇따른 대규모 충격에도 양호한 흐름을 이어가고 있다. 지난해부터 美관세정책이 강도 높게 시행되고 있는 데다, 금년 들어서는 호르무즈 해협이 사실상 봉쇄되면서 세계교역이 크게 위축될 것으로 예상되었다. 그러나 상품교역$_{실질기준}$은 지난해 4.3%, 금년 1~5월중 5.4% 늘어나 2010년대 장기평균$_{3.6\%}$을 웃도는 증가세를 나타내었다.

최근 세계교역 호조는 글로벌 AI투자 확대가 견인하고 있다.[그림 1] 빅테크 기업을 중심으로 AI 인프라 투자가 급증하면서 금년중$_{1\sim5월중}$ 세계 상품교역 성장에서 IT 부문이 차지하는 비중이 56%$_{기여율,\ 명목기준}$에 달하였다. 다만 아직까지는 교역 증가가 반도체 등 일부 품목과 AI 공급망 참여국$_{미국\cdot대만\cdot한국\cdot일본\cdot아세안}$에 집중되어 있어, 교역 회복세가 세계경제 전반으로 확산되었다고 보기는 어렵다.

美관세인상이 세계교역에 미친 충격은 당초 우려보다 크지 않았던 것으로 판단된다. 각국은 트럼프 1기를 겪으면서 아세안·남미 등으로 생산기지를 확장[그림 2]하는 등 공급망을 다변화하였는데, 그 결과 트럼프 2기에는 美관세인상 충격 이후 우회수출$_{제3국\ 단순\ 조립가공\ 등}$로 빠르게 대응할 수 있었던 것으로 추정된다. 실제 미국 수입에서 중국이 차지하는 비중은 크게 하락$_{19년대비\ 26.1\sim5월,\ -14.2\%p}$한 반면, 아세안과 중남미 비중은 큰 폭 상승$_{+12.2\%p}$하였다. 또한 글로벌 기업들이 공급망 복원력 강화를 위해 안전재고$_{Safety\ Stock}$ 비축을 확대[2]해 온 것도 충격 완화에 기여한 것으로 판단된다.

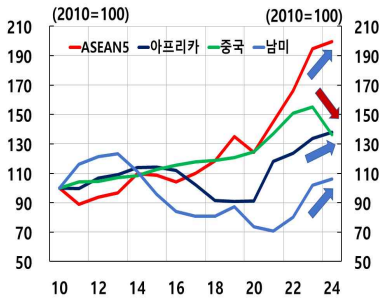
중동전쟁이 세계교역에 미친 영향도 주요국의 석유 의존도 하락, 공급차질에 대한 대응력 제고 등으로 당초 예상보다 작았다. 미국의 셰일오일, 여타 지역의 재생에너지 확대 등으로 대체 가능한 에너지원이 늘어난 데다, 호르무즈 봉쇄로 중동산 원유·가스 공급과 역내 교역이 크게 위축된 상황에서도 대체 운송경로 확보[그림 3], 非중동 지역으로부터의 조달 확대 등이 전쟁으로 인한 충격을 완충하였다.

[그림 1] IT, 비IT 세계교역 기여도[1]



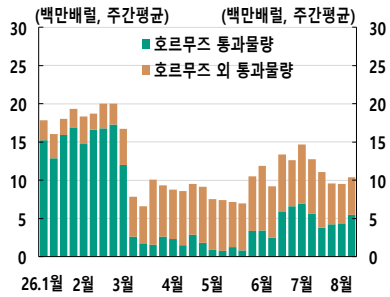
주: 1) 명목기준
자료: WTO, UNCTAD, 모건스탠리, 조사국 시산

[그림 2] 지역별 FDI 순유입



자료: UNCTAD

[그림 3] 원유 호르무즈 통과 및 우회 물량[1]



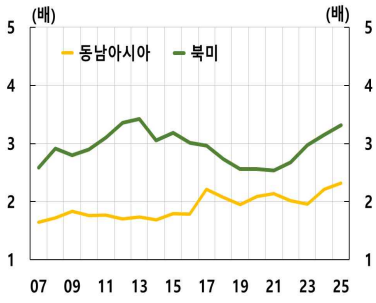
주: 1) 중동국가 기준
자료: Kpler, 조사국 시산

2) 기업의 에너지·원자재 재고축적은 2010년대 이후 확대되어 왔는데, 이러한 경향은 팬데믹, 러·우전쟁을 거치며 더욱 강화되었다.

이처럼 AI투자 확대, 지정학적 리스크로 인한 우회수출 등으로 세계교역이 양호한 흐름을 보이고 있으나, 교역이 성장에 미치는 영향은 과거보다 약화되었을 가능성이 있다. 반도체 등 AI 관련 교역$_{WTO기준}$의 약 67%$_{25년}$가 아시아 지역에서 발생하고 있는데 이 중 약 60%는 동남아시아 등 제3국을 경유하는 중간재 교역으로 구성되어 있다. 또한 美관세인상 이후 단순 조립가공 위주의 우회수출도 동남아시아 등에서 다시 늘어나고 있다. 이처럼 국경을 반복해서 넘나들며 가공되는 중간재 교역[그림 4]이 늘어나게 되면 통관기준 총교역액은 크게 증가하지만 실제로 창출되는 부가가치는 이에 미치지 못하면서[3] 양자간 괴리가 확대[그림 5]될 수 있다.

한편, 미·중 갈등, 중동지역 불안 등 지정학적 리스크를 회피하기 위한 우회수출입 증가는 부가가치 창출보다는 비용상승[그림 6]을 수반한다는 점에서 글로벌 인플레이션에 미치는 부정적 영향[4]이 점차 확대될 수 있다.

[그림 4] 중간재 역외 교역 추이[1]



주: 1) 역외 중간재 교역/역내 중간재 교역
자료: WTO, 조사국 시산

[그림 5] 통관수출과 국제수지 간 증가율 차이[1]

주: 1) 통관기준 상품교역(CPB)과 소유권기준 상품교역(BOP 활용 시산, GDP 수출과 유사) 간 증가율 격차를 비교(실질 기준)
자료: WTO, CPB, IMF, 조사국 시산

[그림 6] 해상운임 및 물류비용[1]

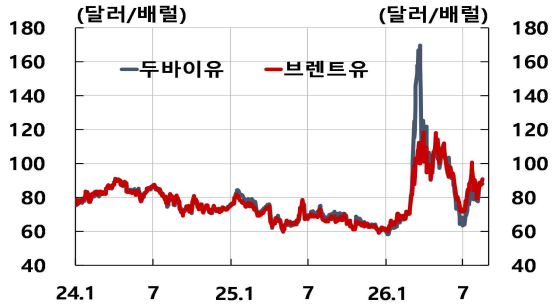
주: 1) 글로벌 해상운임은 Clarksea 종합지수, 주요국 물류비용은 미국, 독일 등 5개국 물류·보관서비스 PPI 가중평균치, 26년은 1/4분기 기준
자료: Clarksons Research, CEIC

3) 예를 들어, A국이 중간재 40을 B국에 수출, B국이 40의 부가가치를 더해 80을 C국에 수출, C국이 20의 부가가치를 더해 최종재 100을 생산하는 경우 글로벌 부가가치는 최종재 100이 늘어나지만 총교역은 120(=40+80) 증가한다. 이처럼 중간재 이동 단계가 늘어날 경우, 총교역 증가율과 부가가치 증가율 간 차이가 커질 수 있다.
4) 세계은행(2023), FRB(2025)는 무역갈등과 공급망 재편으로 인한 중간재 비용상승이 인플레이션에 지속적인 영향을 준다고 분석하였다.

1-3. 국제유가(브렌트유)는 미·이란 협상 관련 불확실성이 높은 상황이지만, 우회경로 및 非중동 국가들을 통한 원유공급 등으로 공급망 차질이 완화되면서 점차 하락할 전망이다. 국제유가는 6월중 미·이란 간 종전 MOU 체결로 큰 폭 하락하였으나, 7월 이후 협상 관련 불확실성이 크게 확대되면서 최근 90달러대의 높은 수준까지 상승했다. 향후 국제유가는 우회수출 및 非중동 산유국 생산 증가 등으로 글로벌 원유 공급망이 재편되고, 호르무즈 통항도 일부 재개되면서 하락세를 나타낼 전망이다. 다만 유가의 하락 속도는 주요국의 원유 재비축 수요가 점차 가시화됨에 따라 완만할 것으로 예상되며, 미·이란 협상 전개양상에 따른 유가경로의 불확실성도 큰 상황이다.

국제유가, 미·이란 협상 관련 불확실성 확대로 최근 90달러대 수준

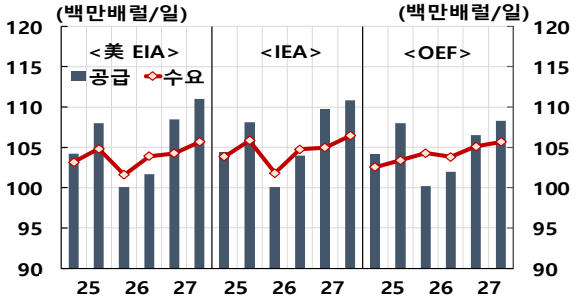
[그림 1.3] 국제유가



자료: Bloomberg, 한국석유공사

글로벌 원유공급, 점차 확대 예상

[그림 1.4] 글로벌 원유수급 전망[1)]

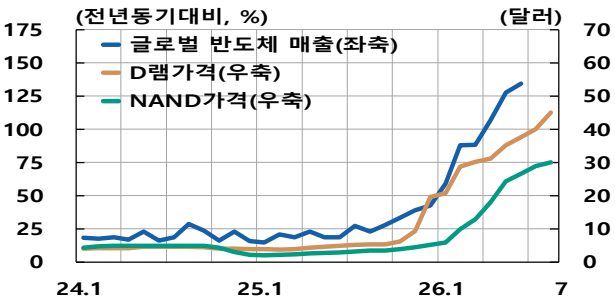


주: 1) 美EIA, IEA, OEF 반기별 실적·전망 기준
자료: 각 기관

1-4. 글로벌 반도체 경기는 AI 확산과 관련 인프라 투자 지속으로 기조적인 확장세를 이어가겠으나, 수익성 우려 등에 따른 투자속도 조정 가능성은 리스크 요인이다. 글로벌 반도체 매출은 2/4분기중 AI 서버용 메모리를 중심으로 가파른 증가세를 이어갔다. 3/4분기 들어 AI 투자 수익성에 대한 우려가 커졌으나, 주요 빅테크들이 양호한 클라우드 실적을 바탕으로 관련 투자 계획을 상향 조정하는 등 전반적인 수요 여건은 견조한 상황이다. 앞으로도 AI 확산과 더불어 반도체 수요가 꾸준히 늘어나는 데 비해 공급은 생산설비 증설 시차 등으로 빠르게 확대되기 어려운 점을 감안할 때, 글로벌 반도체 경기는 기조적인 확장세를 이어갈 것으로 전망된다. 다만, 수익성과 AI 확산 속도, 자금조달 여건 변화 등에 따라 관련 투자가 가속화되거나 조정될 리스크는 큰 것으로 판단된다.

글로벌 반도체 매출 가파른 증가세

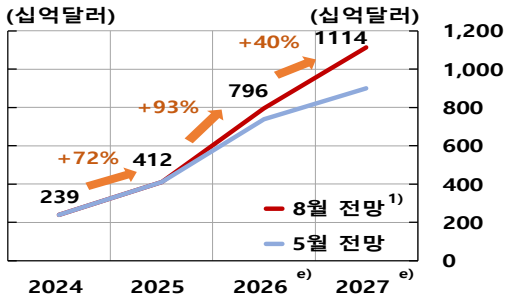
[그림 1.5] 글로벌 반도체 매출 증가율 및 계약가격[1)]



주: 1) D램은 DDR5 16Gb, NAND는 MLC 128Gb 기준
자료: WSTS, DRAMeXchange

美 빅테크 AI 인프라 투자 계획 상향 조정

[그림 1.6] 美 빅테크 CAPEX 전망



주: 1) 8.13일 기준
자료: Bloomberg

Box 3 전망의 주요 전제 조정내역

▶ **세계경제 성장률(%): 25년 3.5 → 26년 3.0(0.1↑) → 27년 3.2(0.1↑)**

- **세계경제**는 AI 관련 투자 및 교역 호조, 에너지 공급망 차질 완화 등을 반영하여 26년과 27년 성장률을 각각 0.1%p 상향조정하였다.
- **미국**은 견조한 AI 투자 흐름, 양호한 소비 등을 반영하여 26년과 27년을 각각 0.1%p 상향조정하였다. **유로지역**은 26년, 27년 전망을 유지하였다. **중국**은 수출호조에도 불구하고 내수부진이 이어짐에 따라 26년을 0.1%p 하향조정하고 27년은 유지하였다.

▶ **세계교역 신장률(%): 25년 5.0 → 26년 4.2(1.4↑) → 27년 4.0(0.8↑)**

- AI 인프라 투자 관련 교역 호조 등으로 26년, 27년을 각각 1.4%p, 0.8%p 상향조정하였다.

▶ **국제유가(브렌트유, $/배럴): 25년 68 → 26년 86(7↓) → 27년 74(6↓)**

- 우회경로, 非중동 국가들의 원유공급 증가 등에 따른 공급망 차질 완화를 반영하여 26년과 27년 각각 $7, $6 하향조정하였다.

<대외여건 전제[1)]>

(%)	2025	2026			2027[e)]		
		상반[2)]	하반[e)]	연간[e)]	상반	하반	연간
세계경제[3)]	3.5	3.0	3.0	3.0 [2.9]	3.1	3.2	3.2 [3.1]
• 미 국	2.1	2.4	1.9	2.2 [2.1]	2.3	2.0	2.1 [2.0]
• 유 로	1.2	0.7	0.9	0.8 [0.8]	1.1	1.2	1.2 [1.2]
• 중 국	5.0	4.7	4.5	4.5 [4.6]	4.3	4.4	4.3 [4.3]
세계교역[3)]	5.0	4.9	3.4	4.2 [2.8]	3.7	4.3	4.0 [3.2]
국제유가[4)]	68	88	84	86 [93]	76	72	74 [80]

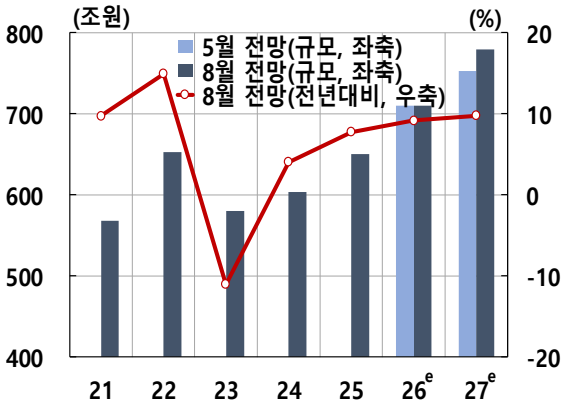
주: 1) [ ]내는 26.5월 전망치 2) 세계경제, 세계교역은 전망치
3) 전년동기대비 4) 브렌트유 기준, $/배럴, 기간 평균 기준
자료: 각국 통계청, Bloomberg, 조사국

대내여건

1-5. 중앙정부 통합재정지출은 견조한 세입흐름과 정부의 적극적인 재정운용으로 높은 증가세를 이어갈 전망이다. 금년 상반기 재정지출은 추경 편성4.10일(국회확정), 공공부문 신속집행[5] 등으로 전년동기대비 10.1% 증가하였다. 하반기 재정지출도 견조한 세입흐름[6]이 이어지며 높은 증가세를 보일 것으로 예상된다. 내년은 정부의 예산안 편성 방향총지출 800조원+α을 감안할 때 금년보다 재정지출 증가세가 확대될 전망이다.

중앙정부 재정지출, 높은 증가세 전망

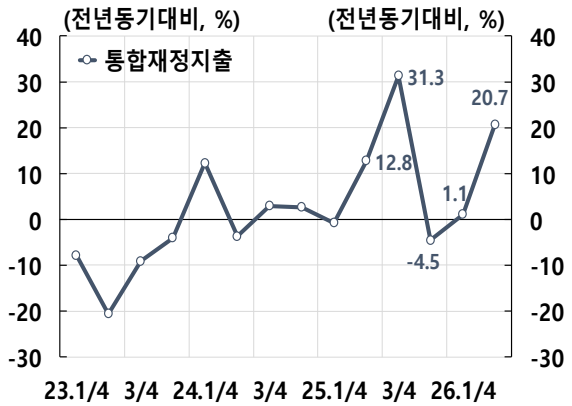
[그림 1.7] 통합재정지출 규모 및 증가율



자료: 기획예산처, 한국은행

2/4분기 재정지출 큰 폭 증가

[그림 1.8] 분기별 통합재정지출 추이



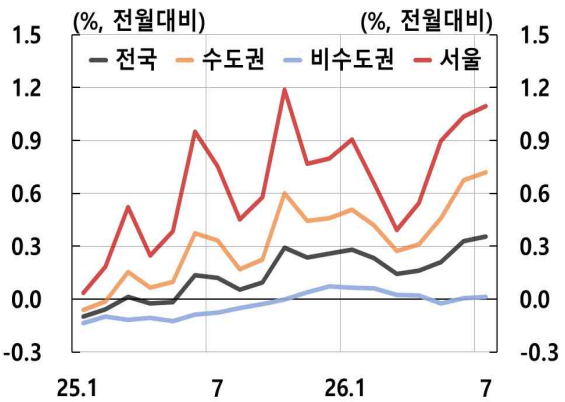
자료: 기획예산처

1-6. 수도권 주택매매가격은 수급불안 우려 등으로 중저가 주택 중심의 오름세가 이어지겠으나 정부정책이 하방요인으로 작용할 전망이다. 서울 주택가격은 신규주택 공급감소, 전월세가격 상승에 따른 매매전환 등으로 4월 이후 중저가 지역을 중심으로 오름폭이 커졌으며, 서울을 제외한 수도권의 경우 6월 들어 주요 IT 기업 접근성이 양호한 경기 일부 지역에서 가격 오름세가 크게 두드러졌다. 이에 정부는 규제지역 지정6.30일, 보유세 강화8.3일 및 신속공급 방안8.13일 등 부동산 대책을 연이어 발표하였다.[7] 향후 수도권 주택매매가격은 수급불안 우려에 따른 가격상승 기대 등으로 중저가 아파트에 대한 실수요가 지속되며 상승흐름을 이어가겠으나, 정부의 시장안정화를 위한 정책 기조가 하방압력으로 작용할 것으로 예상된다. 비수도권의 경우에는 수급여건, 정주환경 등에 따라 가격흐름이 지역별로 차별화될 것으로 전망된다.

5) 공공부문 신속집행 실적은 416.6조원(집행률 63.3%)으로 상반기 목표 395.8조원(집행률 60.2%)을 초과달성하였다(기획예산처 보도자료, 7.8일).
6) ► 6월누계 국세수입 진도율(%): 25년 50.8 → 26년 53.7(최근 5년 평균 52.1)
7) 정부의 부동산 대책 발표 이후 수도권 지역 주간 아파트매매가격은 오름폭이 다소 둔화되었다(수도권 7월 1주 0.22% → 8월 3주 0.15%, 서울 0.30% → 0.22%, 경기 0.23% → 0.15%).

아파트 매매가격, 서울 등 수도권 오름세 지속

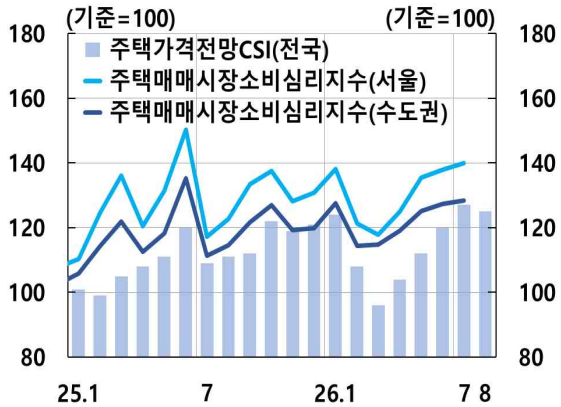
[그림 1.9] 월간 주택 매매가격지수[1)]



주: 1) 월간동향 기준
자료: 한국부동산원

주택가격 상승 기대, 4월 반등 후 증가흐름

[그림 1.10] 주택가격전망CSI와 주택매매시장심리지수

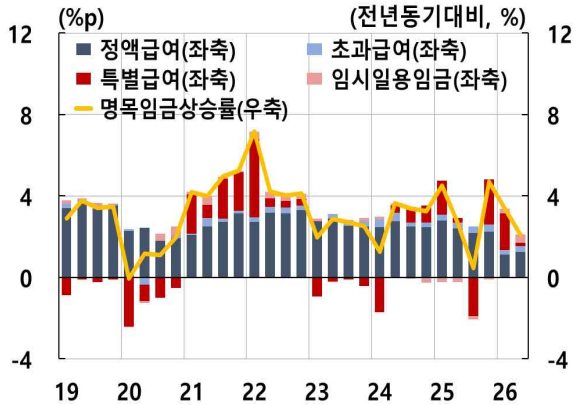


자료: 한국은행, 국토연구원

1-7. 명목임금은 오름세가 확대될 전망이다. 2/4분기중 명목임금 상승률$_{+2.1\%}$은 1/4분기에 비해 축소되었다. 이는 정액급여가 건설업, 석유화학 등의 부진으로 낮은 오름세를 지속하는 가운데, 특별급여가 중동전쟁의 영향으로 운수업 등을 중심으로 상승폭이 축소된 데 주로 기인한다. 향후 명목임금은 IT 부문을 중심으로 오름세가 확대될 전망이다. 특히 주요 IT 대기업의 실적이 예상보다 호조를 보임에 따라 특별급여 상승폭이 당초 예상보다 커질 것으로 보인다. 다만 건설업 등 비IT 부문 회복 지연은 하방요인으로 작용하고 있다.

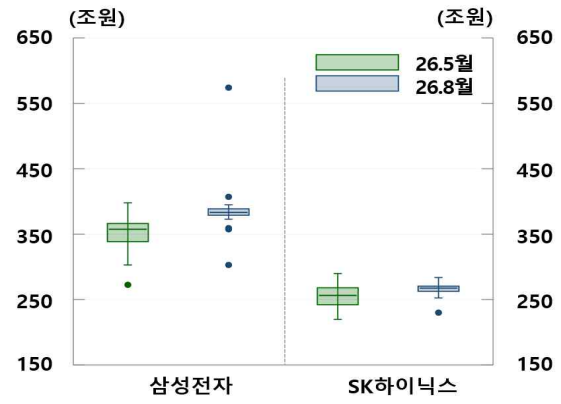
4~5월 명목임금 상승률, 특별급여 감소로 상승세 둔화

[그림 1.11] 명목임금 상승률 기여도



주요 IT 대기업 성과급 지급 규모는 확대될 전망

[그림 1.12]삼성전자 및 SK하이닉스 영업이익 전망 분포[1)2)]



주: 1) 26년 영업이익에 대한 국내 25개 증권사 전망 기준, 가로선은 중앙값 및 1·3사분위값
2) 26.5월은 5.28일, 26.8월은 8.13일 기준
자료: 고용노동부, FnGuide

Ⅰ. 국내외 여건 및 전망

2. 거시경제 전망

목 차

경제성장 ····· 12

경상수지 ····· 20

물　　가 ····· 21

고　　용 ····· 23

2. 거시경제 전망

경제성장

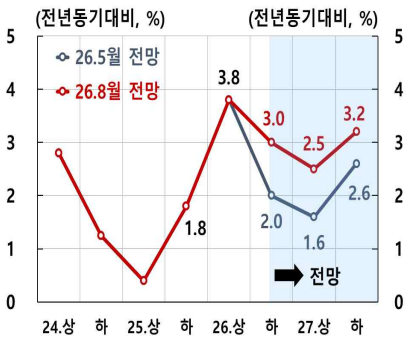
2-1. 국내경제는 중동상황의 불확실성 지속에도 불구하고, 반도체 경기 호황과 그에 따른 파급효과의 확산으로 금년중 3.3%$_{5월\ 전망대비\ +0.7\%p}$의 높은 성장세를 나타낼 전망이다.

2/4분기에는 중동發 공급충격이 정부정책 등으로 상당 부분 완충된 데다, 수출이 호조를 지속하고 소비도 추경 등으로 개선 모멘텀이 이어지면서 전기대비 0.6%$_{(전년동기대비\ 3.7\%)}$ 성장하였다. **하반기**중에도 IT 부문 중심의 수출·투자 호조세가 지속되고 소비는 양호한 회복세를 이어갈 것으로 판단된다. 또한 중동발 에너지 공급망 차질이 점차 완화되면서 비IT 부문의 부진이 완화될 것으로 보인다. 분기별로는 **3/4분기**중 그간의 높은 성장에 따른 기저효과 등으로 소폭 둔화된 0.3%$_{(2.6\%)}$ 성장하겠으나, **4/4분기**에는 0.5%$_{(3.3\%)}$의 양호한 성장세를 나타낼 것으로 예상된다. 이를 종합할 때, **금년** 연간 성장률은 5월 전망$_{2.6\%}$을 크게 상회하는 3.3%*로 예상된다. **내년에는 반도체 경기 확장세가 지속되는 가운데 여타 부문으로의 파급효과도 본격화됨에 따라, 내수와 수출 모두 견조한 흐름을 보이며 연간 2.9% 성장할 전망이다.**[8] 다만, 전망경로상에는 AI 투자 속도, 중동상황, 美관세정책 등과 관련한 불확실성이 큰 상황이며, 반도체 경기 호조의 직접적인 수혜가 일부 산업·계층에 집중되어 있는 점은 긍정적 파급효과를 다소 제약할 수 있는 요인이다.

* 실적치(잠정)가 상향수정(기여도 +0.2%p)된 가운데 반도체 경기 호조(+0.35%p), 3대 메가프로젝트 등에 따른 투자 진행 가속화(+0.1%p), 예상보다 작은 중동영향(+0.1%p) 등이 상방요인으로 작용하였다.

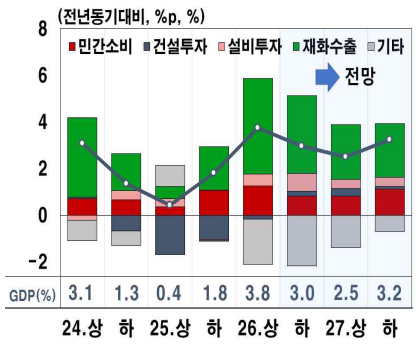
반도체 경기 호황과 그에 따른 파급효과 확산으로 견조한 성장세 전망

[그림 2.1] GDP 전망경로



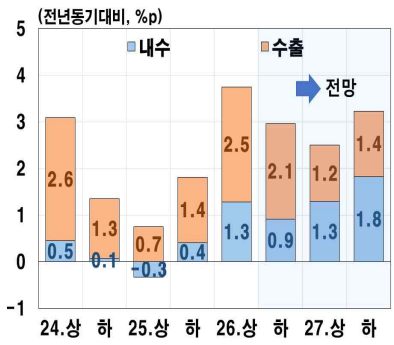
자료: 조사국

[그림 2.2] 지출부문별 기여도



자료: 조사국

[그림 2.3] 내수·수출 순성장기여도[1)]

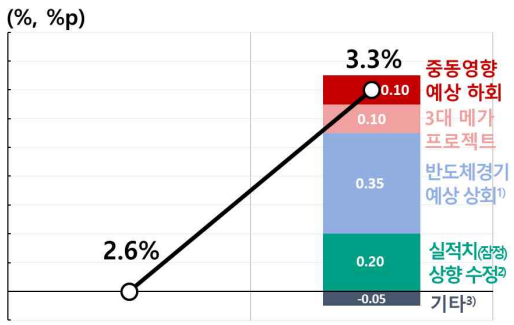


주: 1) 수입유발효과를 차감하여 시산
자료: 조사국

8) 반도체 수요 확대에 힘입어 IT 부문의 생산 증가세가 지속되는 가운데 공급부족 등에 따른 반도체 가격 상승이 더해지면서 금년중 IT 부문이 GDP에서 차지하는 비중은 크게 확대될 전망이다. 이에 따라 IT 부문의 높은 성장기여도는 내년에도 이어질 것으로 예상된다.
IT 제조업(컴퓨터, 전자 및 광학기기 제조업) 성장기여도: (15~24년 평균) 0.6%p → (25년) 0.8%p → (26.1/4분기) 1.7%p

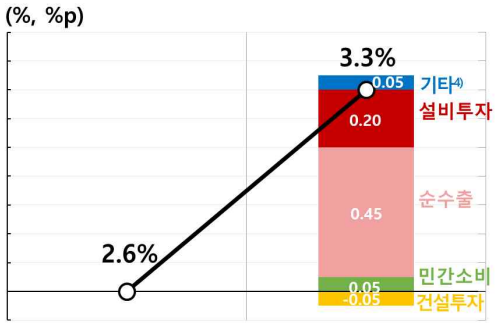
올해 성장률, 지난 5월 전망대비 0.7%p 상향조정된 3.3%로 전망

[그림 2.4] 26년 성장전망 조정(요인별Main Driver)



주: 1) 반도체 수출 물량·가격 예상 상회, AI연관 품목 수출 확대
3) 증시 조정, 시장금리 상승 등

[그림 2.5] 26년 성장전망 조정(지출부문별)



2) 25년 및 26.1/4분기 잠정치 상향 수정
4) 지식재산생산물투자, 재고증감 등

2-2. 부문별로 보면, 민간소비는 소득여건 개선에 힘입어 회복 흐름을 이어갈 전망이다.

민간소비는 2/4분기중 일부 기업의 환급행사와 정부정책 등에 힘입어 재화와 서비스 모두 양호한 증가세를 이어갔다. 3/4분기 들어 증시 조정의 영향이 민감도가 높은 재량재준내구재 등를 중심으로 일부 나타났으나, 유가부담 완화, 일부 IT 신제품 출시 호조 등으로 완만한 회복 흐름이 이어지고 있는 것으로 판단된다.[9] 향후에도 민간소비는 반도체 경기 호조의 영향이 가계의 소득여건 개선으로 나타나면서 회복세가 지속될 것으로 예상된다.[10] 이에 따라 민간소비는 금년중 전년대비 2.1%, 내년에는 2.3% 증가할 전망이다.

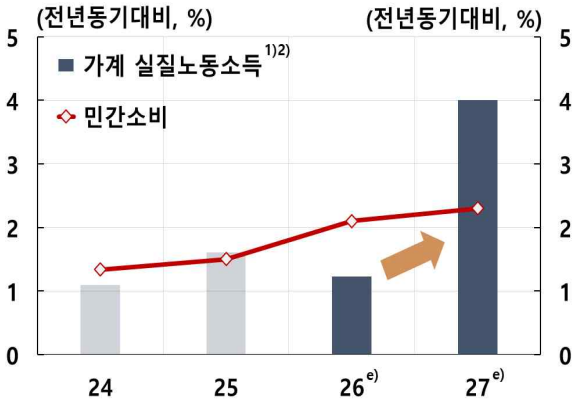
민간소비, 회복 흐름 지속

[그림 2.6] 소비심리 및 카드사용액1)2)

주: 1) 실질 기준, 점선은 분기 평균
2) 8월은 1~14일 기준
자료: 한국은행

반도체 경기 호조에 따른 소득여건 개선, 소비 회복세 뒷받침 전망

[그림 2.7] 소득여건 및 민간소비



주: 1) '취업자수×1인당평균임금/소비자물가'로 시산
2) 26~27년은 조사국 전망
자료: 한국은행

9) 보다 자세한 내용은 BOX 4 「최근 증시 조정의 소비 영향」을 참고하기 바란다.
10) 다만, IT 수출 호조의 수혜가 특정 부문에 집중되어 있어 전반적인 소비 확대로 이어지기까지는 다소 시간이 걸릴 수 있다.

Box 4 최근 증시 조정의 소비 영향

최근 증시 조정으로 그간 이어져 온 소비 회복세가 약화될 수 있다는 우려가 높아졌다. 이에 최근 신용카드 지출액 흐름을 통해 주가 하락의 소비 영향을 가늠해 보았다.

먼저 최근 증시 조정의 규모를 보면, 과거 주가 급락 사례와 비교하여 작지 않은 수준이다.[표 1] 지난 2/4분기말대비 8월 중순$_{20일\ 종가기준}$까지의 KOSPI 하락률$_{-19.2\%}$은 1995년 이후 분기 기준으로 외환위기, 닷컴버블, 글로벌 금융위기 등에 이어 역대 여섯 번째로 컸으며, 증시 변동성$_{VKOSPI}$은 통계 작성 이래 가장 높은 수준을 기록했다. 특히 금년 들어 가계의 주식시장 참여가 크게 확대되면서 조정 시점까지 가계 주식 순매입액$_{26.1월\sim8.20일\ 누계\ 약\ 150조원}$은 과거 어느 조정기보다 큰 규모이다.

[표 1] 과거 주요 주가[1] 조정기

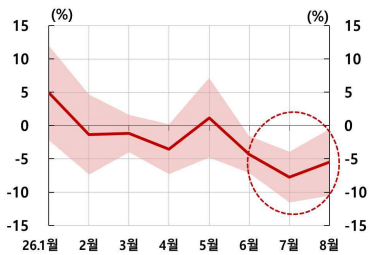
시기	배경	하락폭[2] (QoQ, %)	하락폭[2] (최대낙폭, %)	변동성[3]	가계 순매입 규모(조원)[4]
1997.4/4	외환위기	-41.8	-55.1	..	8.5 (3.0%)
2000.3/4	닷컴버블	-25.3	-36.4	..	2.2 (0.7%)
2008.4/4	글로벌 금융위기	-22.3	-43.7	62.4	5.3 (1.0%)
2026.3/4[5]	**AI 투자 수익성 우려 등**	**-19.2**	**-38.6**	**78.0**	**150내외 (10%대)**

주: 1) KOSPI지수 기준 2) QoQ는 분기말 기준, 최대 낙폭은 해당 조정기간중 최고점대비 최저점 기준
3) VKOSPI 기준 4) 자금순환표 기준 최근 3분기 누계, 26년은 1.1~8.20일기준 자체 추정, ( )내는 가계총처분가능소득대비
5) 26.6월말대비, 8.20일 기준
자료: 한국은행, KRX, 조사국 추정

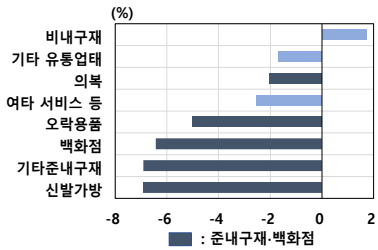
증시 조정 이후 소비 흐름을 보면 주식 자산효과 노출도가 높은 품목[11]에서 주가 조정의 영향이 관찰된다. 품목별 신용카드 지출액을 활용한 분석 결과, 주가 하락이 시작된 6월 이후 필수재 지출대비 백화점·준내구재 등의 소비 증가세가 예년보다 유의하게 둔화된 것으로 나타났다.[12][그림 1] **그러나 과거 주가 조정 국면에서 단기간에 전체 민간소비가 빠르게 위축[그림 2]되었던 점과 비교할 때 아직 그 영향이 크게 나타나지는 않은 것으로 판단된다.**[13] 조정이 시작된 이후에도 소비자심리지수가 과거 평균을 상회하는 양호한 수준을 이어갔으며, 전체 카드사용액이 기저효과 등을 감안할 때 증가세가 크게 낮아지지 않은 점도 이러한 결과와 일맥상통한다.

[그림 1] 주식 자산효과 민감품목 상대 소비 흐름[1]

<필수재대비 백화점·준내구재>

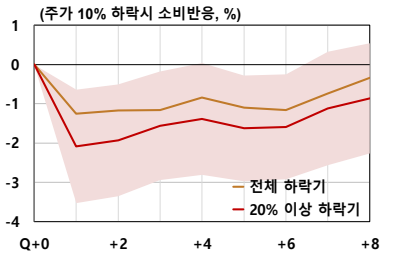


<세부 품목별>



주: 1) 필수재대비 백화점·준내구재 지출 흐름이 과거 평균보다 얼마나 낮은지를 나타냄. 8월은 1~14일 수치를 월로 환산. 음영은 90% 신뢰구간
자료: 조사국 추정

[그림 2] 과거 평균적인 주가의 소비 영향[1]



주: 1) 음영은 20% 이상 하락기의 90% 신뢰구간
자료: 조사국 추정

11) Brown·Wright(2023), 우철민 외(2013) 등은 주식 자산효과가 백화점, 내구재, 준내구재, 여행 등 재량재에서 주로 나타나는 것으로 분석하였다. 본고에서는 내구재의 경우 일부 업체 할인행사, 개별소비세 인하종료 등에 따른 교란요인을 제거하기 위해 처치군에서 제외하였다.

12) 2015~26년중 월별 실질 신용카드 지출액을 활용하여, 백화점·준내구재(의복, 신발 등) 등 처치군과 필수재(마트, 병원, 통신비 등) 대조군의 1~5월대비 6~8월 지출 변화를 예년의 변동과 비교하는 삼중차분법으로 추정하였다. 위약(placebo) 검정 결과 다른 연도에서는 처치군의 지출 변화가 유의하지 않았다.

13) 5변수 recursive VAR(데이터: 1992~2025년, 분기)을 활용하여 주가 충격을 식별한 뒤 국소투영법으로 소비 반응을 추정해 보면, 과거 평균적으로 실질 주가 10% 하락시 민간소비는 1분기 이내에 1% 이상 하락하고, 주가가 20% 이상 하락하는 대규모 조정에서는 소비 위축 정도가 더 커지는 것으로 나타난다. 서로 다른 모형의 결과를 직접 비교하기는 어렵지만, 삼중차분 분석 결과([그림 1], 약 6%)와 백화점·준내구재 등 비중(6.4%)을 감안하면 금년 6~8월중 소비는 주식 자산효과 민감품목을 중심으로 기간중 0.3~0.4%가량 감소한 것으로 추정되는데, 이는 과거 평균적인 영향보다 훨씬 작은 수준이다.

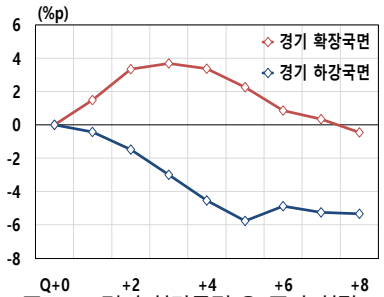
이처럼 주가 하락의 소비 영향이 아직 제한적으로 나타난 배경은 크게 세 가지로 생각해 볼 수 있다. 첫째, 금번 주가 조정이 경기 확장 국면에서 나타났다는 점이다. 과거 사례를 보면, 증시 조정 당시의 경기 국면에 따라 소비 영향에 상당한 차이를 보이는데, 경기 확장기에는 증시 조정의 실물경제에 대한 영향이 상대적으로 작게 나타난 바 있다.[그림3] 최근에는 전반적인 경기 확장세가 이어지면서 양호한 소비심리·소득 등 여타 소비 여건이 주가 하락의 부정적 영향을 완충하고 있는 것으로 판단된다.

둘째, 주가 급락 이후에도 지난해대비 여전히 높은 주가 수준이 유지되고 있는 점이다. 이에 따라 주식 평가이익도 지난해부터 큰 폭 확대되었는데, 증시 조정 직전인 2/4분기에는 평가이익이 1천조원에 이르렀을 것으로 추정1/4분기말대비 2/4분기말 기준된다.[그림 4] 이후 주가 조정에 따른 평가손실 또한 상당했지만, 아직 가계 전체적으로는 이익 구간에 있어 주가 조정의 부정적 영향을 일부 상쇄하고 있는 것으로 평가된다.

마지막으로, 주가가 급락 이후 하락과 반등을 거듭하고 있다는 점이다. 주식의 자산효과는 가계가 평가손익을 항구적 소득의 증감으로 인식하는지 여부에 따라 달라질 수 있는데, 최근의 경우 향후 반도체 경기 지속가능성에 대한 기대가 엇갈리며 주가가 등락을 거듭하는 상황이다.[그림 5] 이로 인해 가계가 최근 주가 조정을 항상 소득의 변화로 인식하여 당장 소비 행태를 크게 바꾸기보다는 관망하고 있을 가능성이 있다.

다만 현재까지의 데이터만으로 증시 조정의 소비 영향을 예단할 수는 없다. 특히 주가가 최고점에 달했던 지난 2/4분기 중 가계의 주식 순매수가 집중된 데다, 청년·중저소득층 등 한계소비성향이 높은 계층으로 주식 보유 저변이 확대된 점을 감안할 때 증시 조정 국면이 지속될 경우 시차를 두고 추가적인 소비 하방요인으로 작용할 가능성을 배제하기 어렵다.

[그림 3] 증시 조정 당시 경기 국면[1] 에 따른 누적 소비갭[2]

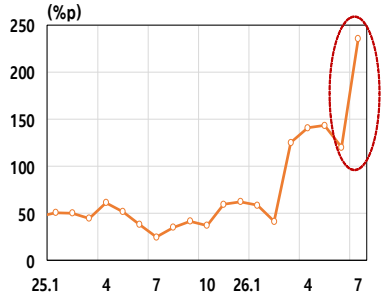


주: 1) "경기 하강국면"은 주가 하락 12개월 이내에 경기가 하강한 경우
2) 소비갭은 직전 8분기 평균 증가율대비 차이로 정의
자료: 조사국 추정

[그림 4] 가계 분기별 국내주식 평가이익[1]

주: 1) 자금순환표의 "가계 국내주식 당기말 보유액-당기 순매입", 26.2/4분기 이후는 KRX 개인투자자 매매동향 활용 자체 추정
자료: 한국은행, 조사국 추정

[그림 5] 코스피 수익률 등락 정도[1]

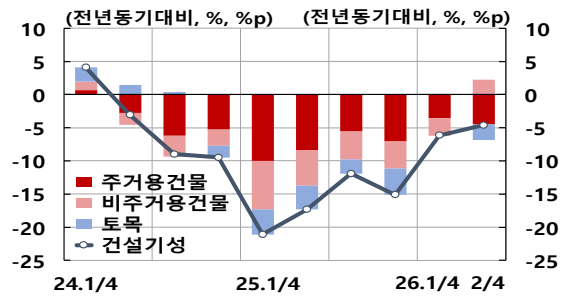


주: 1) 총변동 - 순변동
$\left(\sum_{d\in m}|r_d| - \left|\sum_{d\in m} r_d\right|,\ r_d\text{는}\right.$
일별 수익률, 최근 3개월 기준)
자료: 조사국 시산

2-3. 건설투자는 AI 관련 투자를 중심으로 완만한 개선 흐름을 나타낼 전망이다. 건설투자는 2/4분기중 중동전쟁에 따른 건설자재(아스콘 등) 수급차질 등으로 토목이 줄면서 전기대비 0.2% 감소하였다. 향후 건설투자는 선행지표인 건축착공이 최근 반등하고, 반도체공장, 데이터센터 등 AI 관련 투자지출 수요가 지속 확대되는 점을 감안할 때 개선흐름을 나타낼 전망이다. 다만, 공사비[14] 및 시장금리 상승, 누적된 비수도권 미분양 등의 영향으로 회복 속도는 완만할 것으로 예상된다. 종합하면 건설투자는 금년과 내년에 각각 0.2%, 1.9% 증가할 전망이다.

건설기성, 2/4분기중 주거용건물·토목 중심 감소

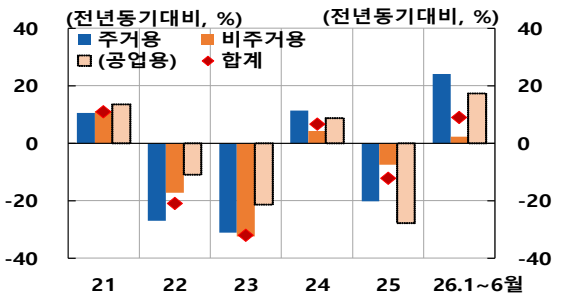
[그림 2.8] 부문별 건설기성 기여도



자료: 국가데이터처

건축착공, 금년 들어 주거용·공장 중심 증가 전환

[그림 2.9] 유형별 건축착공

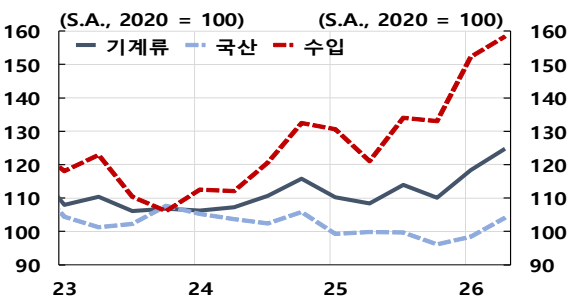


자료: 국가데이터처

2-4. 설비투자는 반도체 기업 생산능력 확충이 가속화됨에 따라 큰 폭 증가할 전망이다. 설비투자는 2/4분기중 반도체장비 등 기계류를 중심으로 높은 증가세를 이어갔다. 3/4분기 들어서도 기계류 수입액이 증가세를 지속하고 국산 기계류 내수출하도 개선 흐름을 이어가는 등 견조한 증가세가 유지되고 있다. 앞으로도 설비투자는 글로벌 수요 확대, 양호한 자금 사정, 정부정책 등에 힘입어 반도체 기업의 투자가 빠르게 늘어남에 따라 높은 증가세를 지속할 것으로 예상된다. 다만 승용차, 선박 등 운송장비가 감소 흐름을 나타내는 점은 설비투자 증가폭을 다소 제약하는 요인으로 평가된다. 종합하면 설비투자는 금년중 6.8% 증가한 뒤 내년에도 4.7%의 높은 증가율을 기록할 전망이다.

기계류 설비투자, 수입 중심의 양호한 증가세

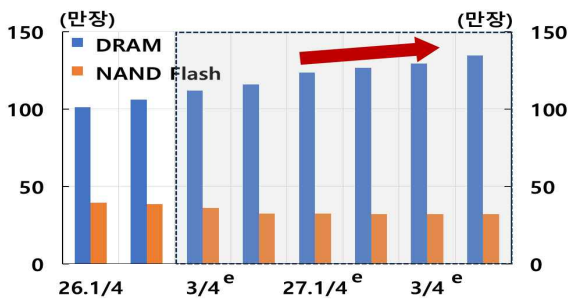
[그림 2.10] 기계류 설비투자[1)]



주: 1) 설비투자지수 기준
자료: 국가데이터처

주요 반도체 기업 생산능력 확충 이어질 전망

[그림 2.11] 주요 반도체 기업 국내 생산능력 전망[1)]



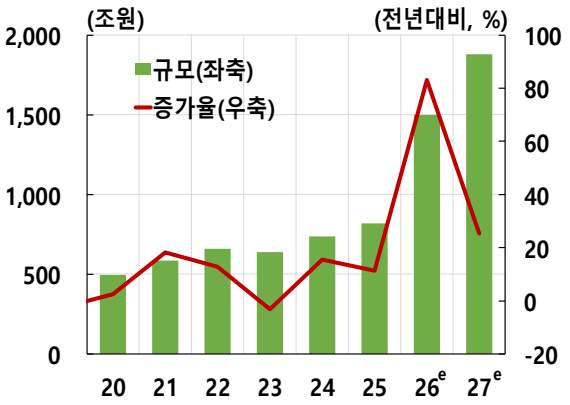
주: 1) 월평균 웨이퍼 투입량 기준
자료: TrendForce(26.7월)

14) 건설공사비지수(전년동월대비, %): 26.2월 2.1 → 3월 2.6 → 4월 4.6 → 5월 5.2 → 6월 5.5

2-5. 지식재산생산물(이하 지재물)투자는 연구개발투자를 중심으로 견조한 성장세를 나타낼 전망이다. 지재물투자는 2/4분기중 주요 반도체 기업의 연구개발 지출 확대, 금융회사 망분리 규제 완화[15]에 따른 소프트웨어 투자 등으로 전기대비 3.3% 증가하였다. 앞으로도 지재물투자는 주요 반도체 기업의 매출실적 호조 등을 감안할 때 연구개발투자를 중심으로 견조한 성장세를 이어갈 것으로 예상된다. 기타지재물투자도 AI 확산에 따라 관련 소프트웨어를 중심으로 증가세를 지속할 전망이다. 이에 따라 지재물투자는 금년과 내년에 각각 3.7%, 3.2% 증가할 전망이다.

기업실적 개선으로 연구개발 투자 여력 증대

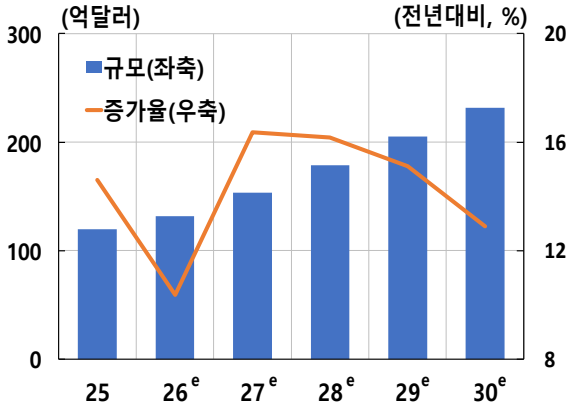
[그림 2.12] 상위 5대기업[1] 매출액 추이 및 전망



주: 1) 삼성전자, SK하이닉스, LG전자, 현대차, 기아
자료: DataGuide

소프트웨어투자 지속적 증가 전망

[그림 2.13] 국내 기업의 소프트웨어투자 전망



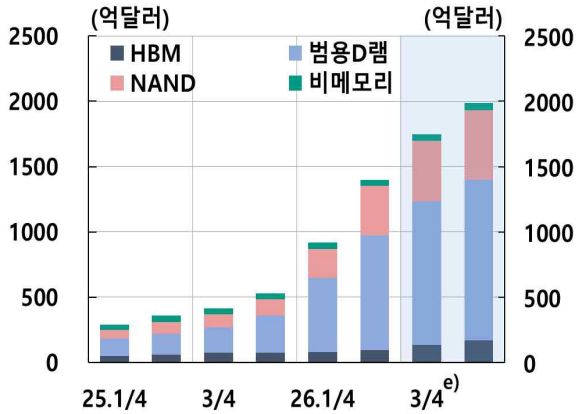
자료: Gartner Market Databook(26.6월)

15) 금융위원회는 4.20일부터 금융회사가 내부 업무망에서 클라우드 기반 응용소프트웨어(SaaS)를 활용할 경우 일정한 보안규율을 준수하는 것을 전제로 망분리 규제 예외를 허용하였다.

2-6. 재화수출실질GDP 기준은 금년중 AI 확산의 영향이 반도체 수출뿐 아니라 비IT 수출에도 파급되면서 9.7%의 높은 증가세를 나타낼 전망이다. 2/4분기 재화수출은 반도체·컴퓨터데이터센터용 저장장치를 중심으로 전기대비 1.0% 증가하였다. 중동전쟁에 따른 석유제품·화공품의 수출 감소폭은 당초 예상보다 제한적이었다. 앞으로도 재화수출은 글로벌 AI 인프라 투자 확대로 반도체·컴퓨터 등 IT 부문의 호조가 지속되고, 철강·금속, 기계 등 비IT 부문의 수요도 늘어나면서 견조한 증가세를 보일 것으로 예상된다. 이에 따라 내년 재화수출도 4.6%의 높은 증가세를 이어갈 전망이다. **재화수입실질GDP 기준은 금년중** 원자재원유·나프타 등 수입차질이 점차 완화되고, 반도체제조용장비를 중심으로 자본재 수입이 크게 확대되면서 9.8% 증가할 전망이다. 내년에도 수출 확대와 내수 개선세가 이어지면서 4.6% 증가할 것으로 예상된다.

반도체 수출 강한 호조세 지속

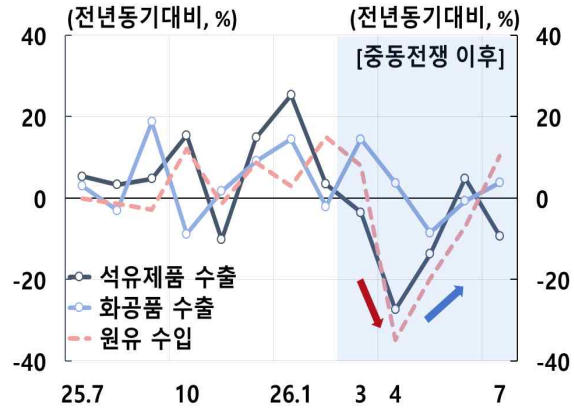
[그림 2.14] 국내 주요 반도체 기업의 매출 전망



자료: JP Morgan, Goldman Sachs, UBS

석유제품·화공품 수출부진 예상보다 제한적

[그림 2.15] 석유제품·화공품 수출물량지수



자료: 한국은행

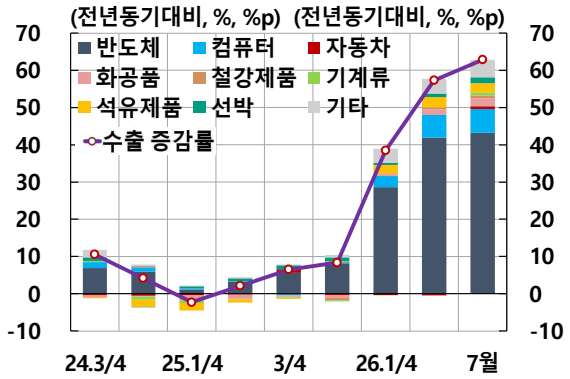
2-7. 통관수출명목금액은 반도체를 중심으로 큰 폭 증가할 전망이다. 통관수출은 2/4분기중 반도체·컴퓨터를 중심으로 전년동기대비 57.2% 증가하여 전분기+38.4%보다 증가세가 큰 폭 확대되었으며, 7월 들어서도 63.0% 증가하였다. 앞으로도 통관수출은 반도체·컴퓨터 호조16)에 힘입어 증가세를 이어가면서 올해와 내년 모두 1조달러를 상회할 것으로 예상된다. 품목별로 보면, 반도체·컴퓨터 이외에도 석유제품·화공품이 중동發 공급차질로 인한 단가 상승 영향으로, 철강금속·기계류는 글로벌 AI 투자 확대 등에 힘입어 견조한 증가세를 보일 것으로 예상된다. 다만 자동차는 주요국과의 경쟁 심화, 현지생산 확대 등으로 부진한 모습이 이어질 전망이다.

16) 반도체·컴퓨터 수출은 수급 불균형에 따른 가격 급등에 힘입어 금년 상반기중 전년동기대비 각각 160.8%, 221.5% 급증하였다.

2-8. 통관수입명목금액은 수출 및 설비투자 확대에 힘입어 자본재 중심으로 상당폭 증가할 전망이다. 통관수입은 2/4분기중 반도체 및 반도체제조용장비, 에너지 수입 등을 중심으로 전년동기대비 22.3% 늘어나 전분기11.1%대비 증가세가 확대되었으며, 7월에도 26.5% 증가하였다. 향후에도 통관수입은 수출 및 설비투자 확대의 영향이 이어지면서 자본재를 중심으로 증가세를 나타낼 전망이다.

통관수출, 반도체·컴퓨터 호조로 증가세 큰 폭 확대

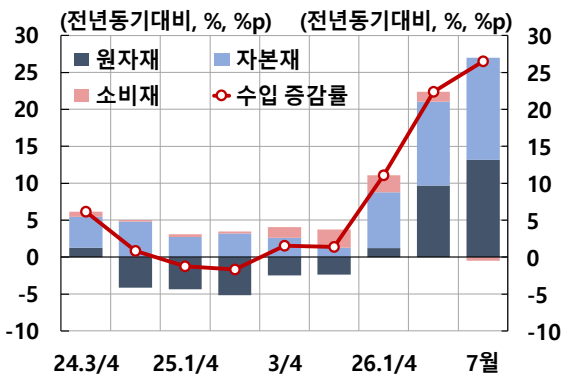
[그림 2.16] 통관수출 품목별 기여도



자료: 관세청

통관수입, 원자재 및 자본재 중심으로 증가세 확대

[그림 2.17] 통관수입 품목별 기여도



자료: 관세청

<경제성장 전망[1)]>

(전년동기대비, %)

	2025	2026			2027[e)]		
	연간	상반	하반[e)]	연간[e)]	상반	하반	연간
GDP 성장률[1)]	**1.1**	3.8 <3.3>	3.0 <2.0>	**3.3** <2.6>	2.5 <1.6>	3.2 <2.6>	**2.9** <2.1>
• 민간소비	**1.5**	2.6 <2.6>	1.7 <1.5>	**2.1** <2.0>	2.0 <1.8>	2.5 <2.3>	**2.3** <2.1>
• 건설투자	**-9.7**	-1.5 <-0.4>	1.8 <1.6>	**0.2** <0.6>	2.6 <1.3>	1.3 <1.7>	**1.9** <1.5>
• 설비투자	**1.5**	5.4 <4.4>	8.3 <4.3>	**6.8** <4.4>	4.7 <2.6>	4.7 <2.8>	**4.7** <2.7>
• 지식재산생산물투자	**3.0**	3.7 <2.8>	3.7 <4.1>	**3.7** <3.5>	3.0 <3.6>	3.4 <2.4>	**3.2** <3.0>
• 재화수출	**3.3**	10.8 <7.5>	8.7 <2.4>	**9.7** <4.9>	4.8 <1.2>	4.5 <5.3>	**4.6** <3.3>
• 재화수입	**1.9**	9.7 <3.9>	9.9 <2.1>	**9.8** <3.0>	5.3 <3.7>	4.0 <3.4>	**4.6** <3.5>

주: 1) < >내는 2026.5월 전망 기준

자료: 조사국

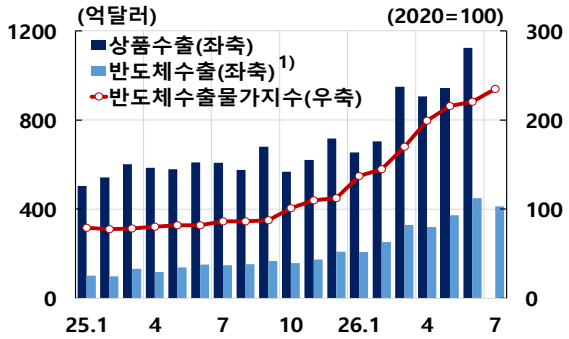
경상수지

2-9. 경상수지는 금년중 반도체 수출 호조에 힘입어 흑자규모가 크게 확대될 전망이다.

경상수지 흑자규모는 상반기 누적 1,910억달러로 지난해 연간 경상수지 흑자규모(1,231억달러)를 넘어섰다. 앞으로도 **상품수지**는 글로벌 AI 투자 확대에 따른 반도체 수요 증가와 공급 제약으로 인한 가격 급등에 힘입어 대규모 흑자를 나타낼 전망이다. **서비스수지**의 경우 최근 외국인 여행객 유입 호조세에도 불구하고, IT 제조업 호조에 따른 해외 지식재산권 사용료 지급 증가 등으로 적자폭이 소폭 확대될 것으로 판단된다. 이에 따라 경상수지 흑자규모는 올해와 내년 각각 4,500억달러, 4,300억달러로 예상된다.[17]

상품수출, 반도체 가격 급등으로 큰 폭 증가

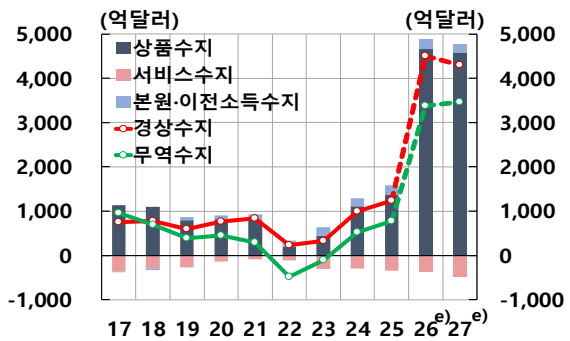
[그림 2.18] 상품수출과 반도체 수출물가지수



주: 1) 통관기준
자료: 한국은행, 관세청

경상수지, 상품수지 중심으로 높은 흑자수준 지속

[그림 2.19] 경상수지



자료: 한국은행

<경상수지 전망[1]>

(억달러, %)

	2025	2026			2027e)		
	연간	상반	하반e)	연간e)	상반	하반	연간
경상수지	**1,231**	1,910	2,590	**4,500**	2,375	1,925	**4,300**
		<1,515>	<985>	<2,500>	<1,108>	<792>	<1,900>
• 상품수지	**1,381**	1,938	2,733	**4,672**	2,529	2,059	**4,589**
		<1,616>	<1,056>	<2,672>	<1,256>	<899>	<2,155>
수출(통관)[2]	**7,093**	4,961	6,046	11,007	5,973	5,726	11,699
	(3.8)	(48.2)	(61.4)	(55.2)	(20.4)	(-5.3)	(6.3)
수입(통관)[2]	**6,319**	3,587	4,037	7,624	4,055	4,178	8,233
	(0.0)	(16.8)	(24.3)	(20.7)	(13.0)	(3.5)	(8.0)
• 서비스수지	**-345**	-118	-252	**-370**	-216	-255	**-471**
		<-153>	<-203>	<-356>	<-198>	<-234>	<-433>
• 본원·이전소득수지	**195**	89	108	**198**	62	121	**183**
		<52>	<131>	<184>	<50>	<127>	<177>

주: 1) < >내는 2026.5월 전망 기준 2) ( )내는 전년동기대비 증가율 자료: 조사국

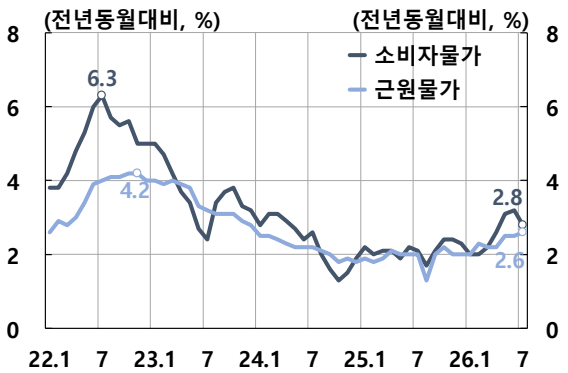
17) 다만 향후 반도체 가격경로의 불확실성이 매우 커, 전망의 상·하방 리스크는 상당한 수준으로 평가된다.

물 가

2-10. 소비자물가 상승률은 7월중 전월3.2%, 전년동월대비보다 낮아진 2.8%를 나타낸 반면 근원물가 상승률은 2.6%로 오름세가 소폭 확대6월 2.5%되었다. 석유류가격은 석유류 최고가격이 인하되면서 오름폭이 둔화되었으며, 농축수산물 가격도 일부 농산물 출하 증가와 정부 물가안정 대책 등으로 상승률이 낮아졌다. 근원물가식료품·에너지 제외는 여행 관련 서비스가격이 높은 수준을 지속하는 가운데 IT기기, 전기자동차 등 내구재 가격 오름폭이 확대되면서 전월2.5%보다 소폭 높은 2.6% 상승하였다. **일반인 기대인플레이션 향후 1년은 2%대 중후반 수준을 나타내고 있다.**

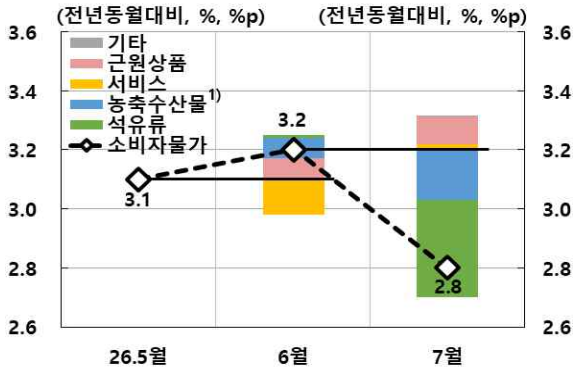
소비자물가 상승률 둔화, 근원물가 상승률 오름세 확대

[그림 2.20] 소비자물가 및 근원물가



자료: 국가데이터처

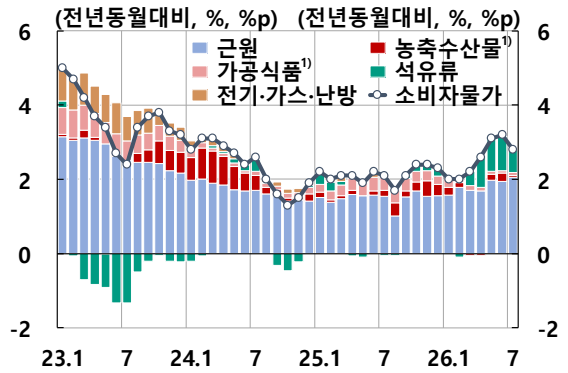
[그림 2.21] 월별 상승률 기여도 차이 분해



주: 1) 근원품목 제외
자료: 국가데이터처, 조사국

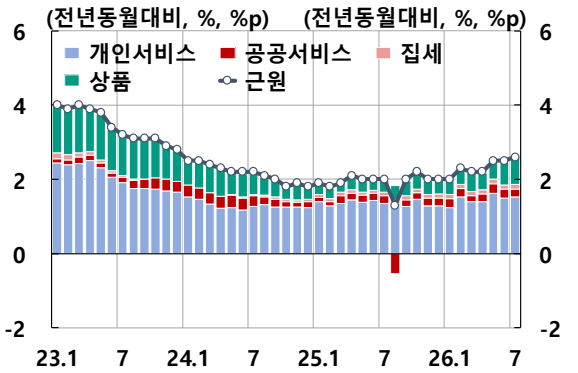
7월 소비자물가, 석유류 중심으로 오름폭 둔화

[그림 2.22] 소비자물가 상승률 및 기여도



주: 1) 근원품목 제외
자료: 국가데이터처, 조사국

[그림 2.23] 근원물가 상승률 및 기여도

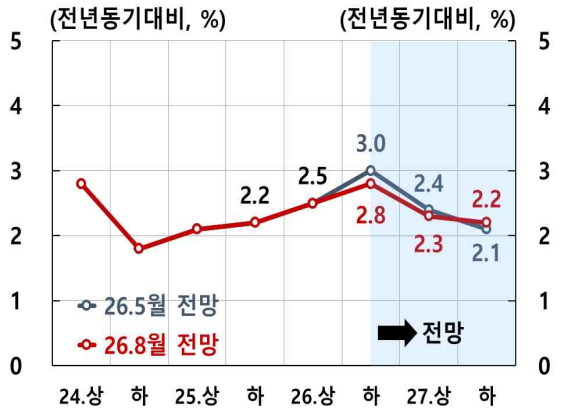


자료: 국가데이터처, 조사국

2-11. 소비자물가는 금년중 비용충격의 전이가 지속되고 경기개선으로 수요압력이 점차 확대됨에 따라 2.7%(5월 전망 유지) 상승할 것으로 예상된다. 근원물가도 2.5%(5월 전망 대비 +0.1%p)의 높은 상승률을 나타낼 전망이다. 석유류가격은 여전히 중동상황의 불확실성이 높지만 연말경부터 둔화 흐름을 나타낼 것으로 보인다. 농축수산물 가격은 폭염 등으로 단기적으로 상방압력을 받겠으나 정부정책이 이를 상당 부분 완충할 것으로 판단된다. 근원물가는 비용충격의 전이, 수요압력 확대 등으로 높은 상승세를 지속하겠으며, 특히 내구재는 반도체 가격 상승의 영향으로 오름폭이 확대될 전망이다. **내년 소비자물가 상승률은 국제유가 흐름이 하방요인으로 작용하면서 2.3%로 낮아질 것으로 예상된다. 반면 근원물가는 비용충격의 전이효과는 점차 완화되겠으나 수요측 물가압력이 확대됨에 따라 높은 상승세(2.5%)를 지속할 전망이다.**

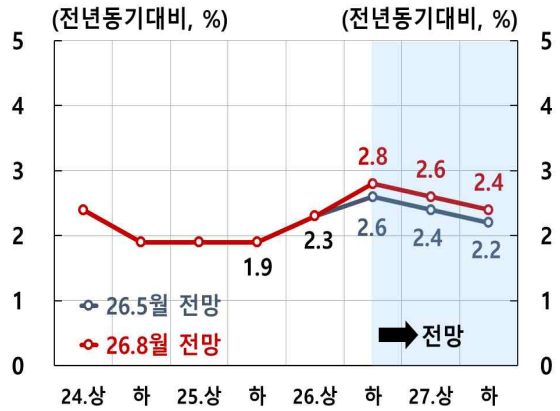
소비자물가는 유가하락 영향으로 둔화 흐름, 근원물가는 높은 오름세 지속 전망

[그림 2.24] 소비자물가 상승률 전망



자료: 국가데이터처, 조사국

[그림 2.25] 근원물가 상승률 전망



자료: 국가데이터처, 조사국

<물가 전망[1)]>

(전년동기대비, %)

	2025	2026			2027[e)]		
	연간	상반	하반[e)]	연간[e)]	상반	하반	연간
소비자물가 상승률	**2.1**	2.5 <2.5>	2.8 <3.0>	**2.7** <2.7>	2.3 <2.4>	2.2 <2.1>	**2.3** <2.3>
• 근원물가[2)]	**1.9**	2.3 <2.3>	2.8 <2.6>	**2.5** <2.4>	2.6 <2.4>	2.4 <2.2>	**2.5** <2.3>

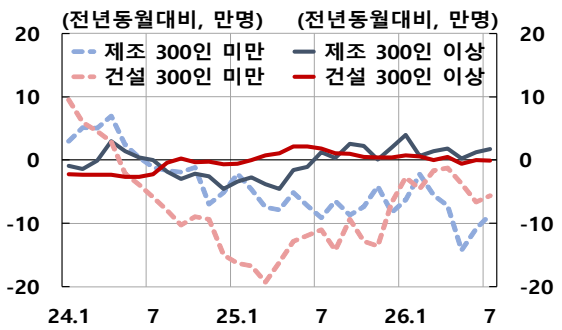
주: 1) < >내는 2026.5월 전망 기준 2) 식료품·에너지 제외 기준 자료: 국가데이터처, 조사국

고 용

2-12. 고용은 6월 이후 완만한 회복 흐름을 보였다. 취업자수전년동기대비는 공공일자리가 늘어난 데 주로 기인하여 6월 증가 전환한 이후 그 폭이 확대되었다. 반면, 민간고용은 중동전쟁 영향 지속 등으로 제조업과 건설업의 취약부문규모 300인 미만을 중심으로 부진한 모습을 보였다. 종사상 지위별로는 상용직 임금근로자가 증가세를 회복한 반면 임시·일용직은 감소 흐름을 이어갔다.

제조·건설업 고용은 중소규모 중심으로 부진

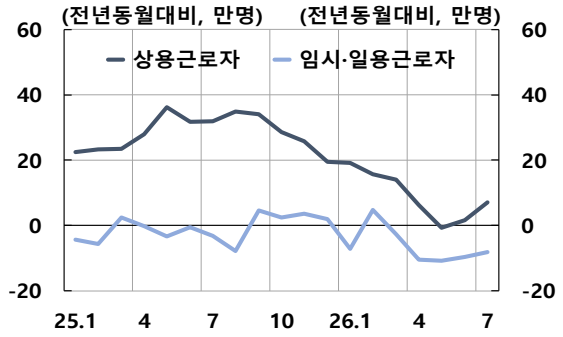
[그림 2.26] 산업·규모별 취업자수



자료: 국가데이터처

상용직 증가폭 확대, 임시·일용직 감소 지속

[그림 2.27] 종사상 지위별 취업자수



자료: 국가데이터처

2-13. 취업자수 증가규모는 금년중 14만명으로 지난해+19만명보다 둔화될 전망이다. 고용률은 62.9%로 지난해 수준을 유지할 것으로 예상된다. 올해 취업자수 전망치는 중동전쟁 영향이 지속된 가운데 건설업 등 취약업종의 고용 부진으로 민간고용 개선세가 예상보다 더딘 점을 반영하여 지난 5월 전망 대비 4만명 하향조정하였다. 다만 하반기에는 중동전쟁의 영향이 점차 완화되고 경기 개선세도 지속됨에 따라 **민간고용**이 회복세를 나타낼 전망이다. 향후 전망경로에는 일부 유통업체 회생절차 진행 상황, 취약부문의 고용회복 정도 등이 리스크로 잠재해 있다.

<고용 전망[2)]>

(만명, %)

	2025	2026			2027[e)]		
	연간	상반	하반[e)]	연간[e)]	상반	하반	연간
취업자수 증감[1)]	**19**	11 <18>	18 <19>	**14** <18>	23 <17>	17 <18>	**20** <17>
실업률	**2.8**	3.2 <3.1>	2.6 <2.6>	**2.9** <2.8>	3.1 <3.0>	2.6 <2.6>	**2.8** <2.8>
(S.A.)	-	2.8	2.9	-	2.8	2.8	-
고용률[3)]	**62.9** **[69.8]**	62.5 [69.7]	63.2 [70.3]	**62.9** **[70.0]**	62.8 [69.9]	63.3 [70.4]	**63.0** **[70.1]**

주: 1) 전년동기대비 2) < >내는 2026.5월 전망 기준 3) 15세 이상, [ ]내는 15~64세(OECD기준)
자료: 국가데이터처, 조사국

Ⅰ. 국내외 여건 및 전망

3. 전망의 리스크 평가

목 차

주요 리스크 요인 ····· 26

시장의 전망 분포 ····· 26

시나리오 분석 ····· 27

<참고> 향후 1년간 분기별 전망경로 ····· 30

3. 전망의 리스크 평가

주요 리스크 요인

3-1. 향후 성장 전망경로에는 AI 투자 속도, 중동상황 등과 관련한 불확실성이 크며, 물가의 경우 국제유가 및 환율 움직임, 수요측 압력 등이 리스크 요인이다.

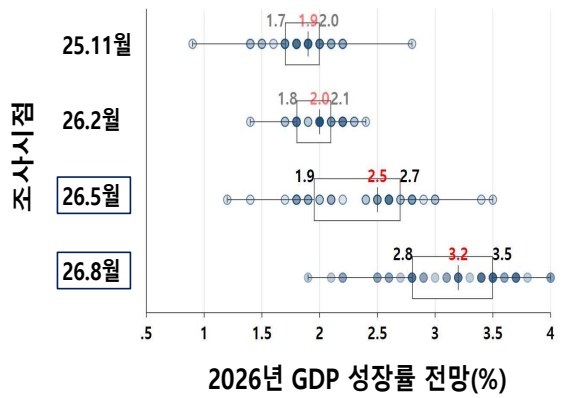
	상방리스크	하방리스크
성장	▪ AI 확산에 따른 반도체 관련 수출·투자 증가세 확대 ▪ 중동지역 긴장 완화 및 에너지 공급망 정상화 ▪ IT 호황의 여타부문 파급낙수효과 확대	▪ AI 수익성 우려에 따른 실물 투자 조정 및 금융시장 변동성 확대 ▪ 중동지역 긴장 재고조 ▪ 美 통상압력 및 관세부담 확대
물가	▪ 중동상황 악화로 인한 국제유가 상승 ▪ 수요측 물가압력 확산	▪ 유가 및 환율 하락폭 확대 ▪ 정부 물가안정대책 강화

시장의 전망 분포

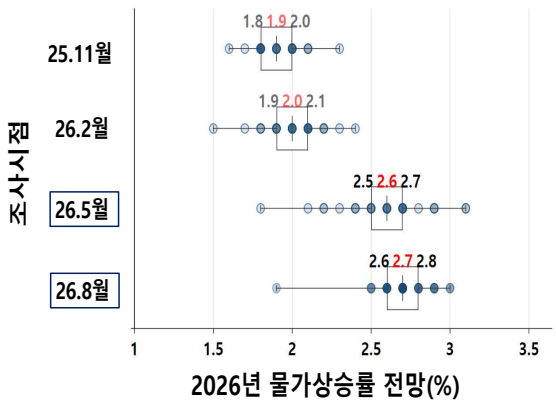
3-2. 주요 예측기관의 2026년 국내 성장 전망은 지난 5월 조사시점 대비 큰 폭 상향 조정되었으며, 물가 전망치중윗값는 소폭 상향되었다. IB 등 시장참가자들의 올해 국내 **성장률** 전망의 중윗값은 5월 조사2.5% 대비 0.7%p 높아진 **3.2%**로, **소비자물가 상승률**의 경우 5월 조사2.6% 대비 0.1%p 높아진 **2.7%**로 나타났다.

시장의 국내 성장 및 물가 전망은 각각 3.2%, 2.7%로 상향 조정

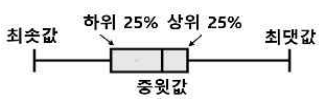
[그림 3.1] 2026년 국내성장률 전망 분포[1)]



[그림 3.2] 2026년 물가상승률 전망 분포[1)]



주: 1) 40개 내외 기관 기준
자료: Bloomberg 서베이(8.10일)



시나리오 분석

3-3. 향후 전망경로상에는 반도체 경기와 중동상황을 둘러싼 불확실성이 크다. 이에 반도체 경기와 중동상황에 대한 대안적 시나리오를 설정하고 성장과 물가에 미치는 영향을 점검하였다.

반도체 시나리오 반도체 수출 증가세 추가 확대낙관 vs. 증가세 추가 둔화비관

3-4. 반도체 경기가 호조세를 이어가고 있으나, 빅테크의 AI 투자 속도에 따라 변동성이 높을 것으로 예상된다. 글로벌 AI 인프라 투자가 지속적으로 확대됨에 따라 반도체 수출이 견조한 증가세를 이어갈 전망이다. 다만, 생산능력이 점진적으로 늘어나면서 수출물량 증가율은 완만히 둔화될 것으로 예상된다. 이에 따라 **기본 시나리오**에서는 반도체 수출물량이 금년중 10%대 후반, 내년중 10%대 초중반 수준의 증가세를 나타낼 것으로 전제하였다.

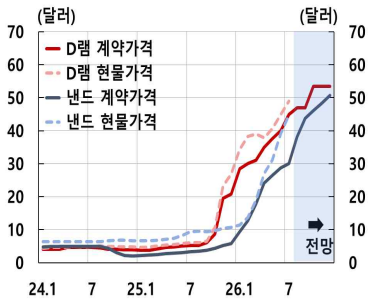
◈ **낙관 시나리오**에서는 에이전틱 AI 확산, AI 수익모델 다변화 등으로 반도체 수요가 예상보다 강한 가운데, 국내 업체의 신규 생산능력 확대 및 수율 개선으로 생산도 빠르게 늘어나는 상황을 가정하였다. 이 경우 반도체 수출물량 증가세가 금년 20% 내외, 내년 10%대 중후반 수준으로 확대되면서 국내 **성장률**은 기본전망 대비 **올해 +0.2%p, 내년 +0.6%p** 높아지고, **물가상승률**은 **올해**에는 영향이 **제한적**이겠으나 **내년**에는 **+0.2%p** 높아질 것으로 추정된다.

◈ **비관 시나리오**에서는 AI 투자 수익화가 지연되고 차입비용 부담이 확대되면서 빅테크의 AI 투자 속도가 상당폭 조정되나, 장기공급계약 등이 수요둔화 영향을 일부 완충하는 상황을 가정하였다. 이 경우 반도체 수출물량 증가세가 금년 10%대 중반, 내년 10% 내외 수준으로 둔화되면서 국내 **성장률**은 기본전망 대비 **올해 -0.1%p, 내년 -0.4%p** 낮아지고, **물가상승률**은 **올해**에는 영향이 **제한적**이겠으나 **내년**에는 **-0.1%p** 낮아질 것으로 추정된다.

[그림 3.3] 빅테크 자본지출[1] 전망

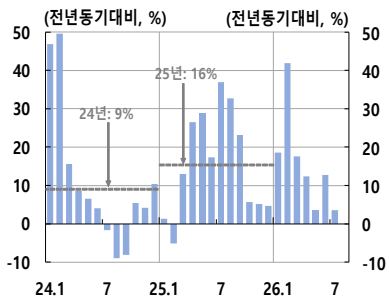
주: 1) 아마존, 구글, 마이크로소프트, 메타, 오라클 등 5개社 합산
자료: Bloomberg

[그림 3.4] 메모리반도체 가격[1]



주: 1) D램은 DDR5 16Gb, 낸드는 128Gb MLC 기준
자료: DRAMeXchange, TrendForce

[그림 3.5] 반도체 수출물량지수 추이



자료: 한국은행

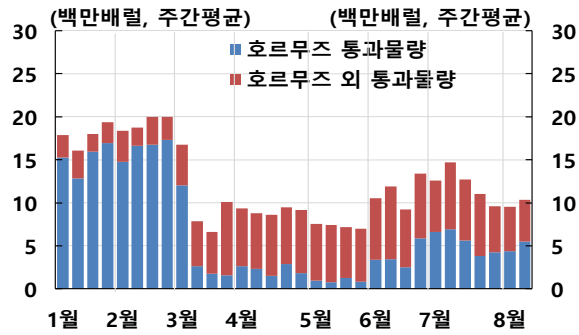
중동상황 조기 진정낙관 vs. 교착상태 장기화비관

3-5. 중동전쟁의 경우 7월 이후 군사적 긴장이 다시 고조되면서 향후 전개상황에 대한 불확실성이 높아졌다. 미·이란 간 협상과 관련한 불확실성은 당분간 지속되겠으나 하반기중 호르무즈 해협 통항이 일부 재개되고 우회경로·非중동 국가를 통한 원유공급도 확대되면서 공급망 차질은 다소 완화될 것으로 예상된다. 이에 따라 **기본 시나리오**에서는 국제유가브렌트유가 하반기중 84달러(26년 평균 86달러), 내년중 74달러 수준으로 완만히 낮아질 것으로 전제하였다.

◈ **조기 진정 시나리오**에서는 미·이란 간 협상이 3/4분기중 진전되면서 군사적 긴장이 완화되고 호르무즈 통항이 빠르게 회복되는 상황을 가정하였다. 이에 따라 국제유가가 하반기중 76달러(26년 평균 82달러)에서 내년중 63달러 수준으로 하락하는 것으로 전제하였다. 이 경우 국내 **성장률**은 기본전망 대비 **올해 +0.1%p, 내년 +0.2%p** 높아지고, **물가상승률**은 **올해 -0.1%p, 내년 -0.3%p** 낮아질 것으로 추정된다.

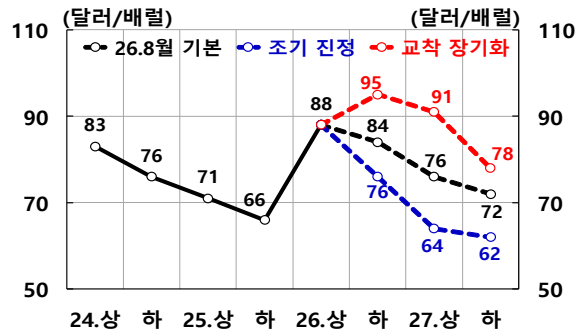
◈ **교착 장기화 시나리오**에서는 미·이란 간 협상이 교착상태를 지속하다 내년중 점차 진전되는 한편, 금년중 역내 군사적 긴장도가 높아지는 상황을 가정하였다. 이 경우 연내 호르무즈 통항 회복이 지연되고 우회경로를 통한 공급에도 일부 차질이 생기면서 국제유가가 하반기중 95달러(26년 평균 91달러)까지 상승하겠으나, 내년에는 협상이 진전되며 85달러 수준으로 낮아질 것으로 전제하였다. 국내 **성장률**은 기본전망 대비 **올해 -0.1%p, 내년 -0.3%p** 낮아지고, **물가상승률은 올해 +0.1%p, 내년 +0.4%p** 높아질 것으로 추정된다.

[그림 3.6] 호르무즈 통과·우회 물량[1)]



주: 1) 중동국가 기준, 자료: Kpler

[그림 3.7] 국제유가브렌트유 전제



자료: Bloomberg

[표 3.1] 중동상황 시나리오별 주요 전제

	기본 전망		조기 진정		교착 장기화	
	2026년e)	2027년e)	2026년e)	2027년e)	2026년e)	2027년e)
▶ 브렌트유가	$86	$74	$82	$63	$91	$85
▶ 세계성장률1)	3.0%	3.2%	0.1%p ↑	0.2%p ↑	0.1%p ↓	0.2%p ↓

주: 1) 세계성장률의 낙관, 비관 전제는 기본 전망 대비 변동폭

[표 3.2] 시나리오별 성장·물가 전망[1)]

GDP 성장률

(%, %p)	2025	2026e)	2027e)
기본 전망	1.1	3.3	2.9
반도체 경기 (낙관)		+0.2	+0.6
반도체 경기 (비관)		-0.1	-0.4
중동상황 (조기 진정)		+0.1	+0.2
중동상황 (교착 장기화)		-0.1	-0.3

소비자물가 상승률

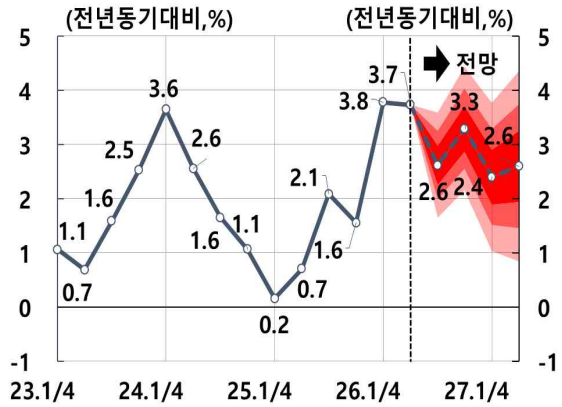
(%, %p)	2025	2026e)	2027e)
기본 전망	2.1	2.7	2.3
반도체 경기 (낙관)		+0.0	+0.2
반도체 경기 (비관)		-0.0	-0.1
중동상황 (조기 진정)		-0.1	-0.3
중동상황 (교착 장기화)		+0.1	+0.4

주: 1) 두 충격이 동시에 발생할 경우에는 금융여건, 소비심리 및 기업 투자 등을 통한 상호작용으로 파급효과가 개별 충격의 단순 합산보다 확대될 수 있음

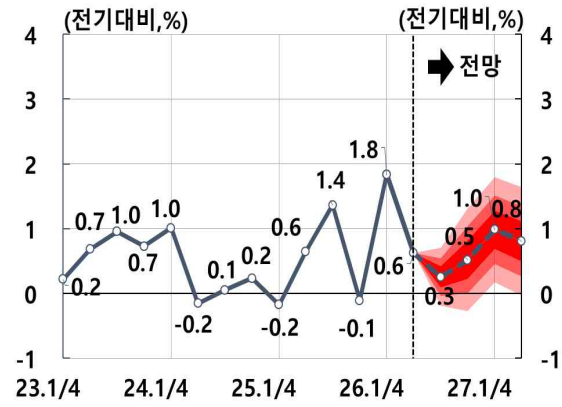
<참고> 향후 1년간 분기별 전망경로

GDP 성장률

전년동기대비 기준 전망경로[1)]



전기대비 기준 전망경로[1)]



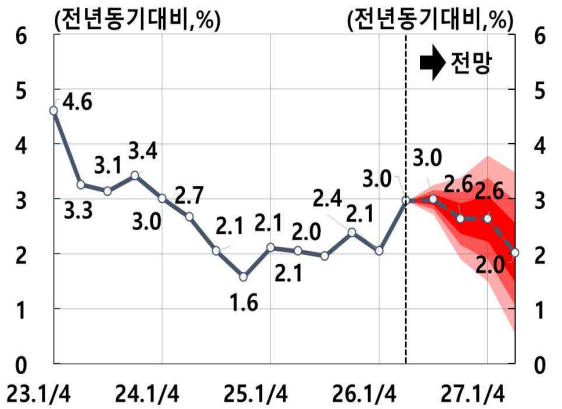
주: 1) 과거 10년간 전망오차를 활용하여 불확실성을 시산, 음영은 가장 진한 음영부터 각각 30%, 50%, 70% 구간
자료: 조사국, 경제모형실

(전년동기대비, %)	2025			2026				2027e)	
	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4e)	4/4e)	1/4	2/4
GDP성장률	**0.7**	**2.1**	**1.6**	**3.8**	**3.7**	**2.6**	**3.3**	**2.4**	**2.6**
(전기대비)	0.6	1.4	-0.1	1.8	0.6	0.3	0.5	1.0	0.8

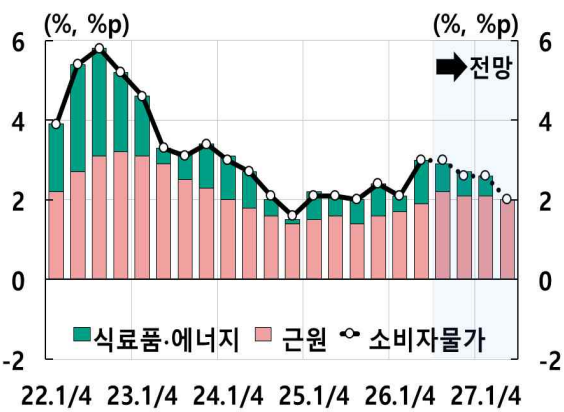
자료: 조사국

소비자물가 상승률

전년동기대비 기준 전망경로[1)]



물가상승률 구성항목별 기여도



주: 1) 과거 10년간 전망오차를 활용하여 불확실성을 시산, 음영은 가장 진한 음영부터 각각 30%, 50%, 70% 구간
자료: 조사국, 경제모형실

(전년동기대비, %)	2025			2026				2027e)	
	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4e)	4/4e)	1/4	2/4
소비자물가 상승률	**2.1**	**2.0**	**2.4**	**2.1**	**3.0**	**3.0**	**2.6**	**2.6**	**2.0**
• 근원물가[1)]	2.0	1.7	2.0	2.2	2.4	2.9	2.7	2.7	2.5

주: 1) 식료품·에너지 제외 기준 자료: 국가데이터처, 조사국

Ⅱ. 이슈분석

목 차

수요주도 물가압력이 근원물가에 미치는 영향 ····· 32

이슈분석

수요주도 물가압력이 근원물가에 미치는 영향

조사국 물가동향팀 정원석 차장, 장태윤[1] 과장, 김상효 조사역[2]

Ⅰ. 서론

1. 최근 반도체 수출 호조의 영향이 내수로 파급되면서 향후 물가경로에 있어 수요측 압력이 점차 커질 가능성이 있다. 상반기 물가상승을 주도했던 고유가 등 공급측 압력은 점차 완화되는 반면, 반도체 수출 호조로 경기 개선세가 지속되면서 수요측 압력은 점차 확대될 것으로 예상된다. 특히 최근 국내 경제는 반도체 경기 호조에 따른 교역조건 개선으로 실질 GDI실질국내총소득 증가율이 GDP 성장률을 크게 상회하고 있어, 가계와 기업의 실질구매력 확대가 수요측 압력을 높이는 요인으로 작용할 가능성도 커지고 있다.

2. 이에 따라 본고에서는 (1) 수요측 압력이 높으면서 근원물가도 높은 상승세를 보였던 시기이하 '수요주도 高근원물가기'의 특징을 살펴보고, (2) 수요측 압력의 확대가 근원물가에 미치는 영향을 정량적으로 평가하였다. 이는 공급측 충격이나 일시적 요인의 영향을 크게 받는 소비자물가headline CPI보다 이들 요인의 영향을 상대적으로 덜 받는 근원물가가 수요측 압력을 평가하는 데 보다 적합하기 때문이다. 구체적으로 (1) 과거 수요주도 高근원물가기의 수요여건과 물가변동의 특징을 살펴보고, 최근 국내 물가상황에 주는 시사점을 점검하였다. 다음으로 (2) 비대칭 필립스곡선, 국소투영Local Projection 모형 등을 활용한 계량분석을 통해 수요측 압력의 변화가 근원물가에 미치는 영향을 정량적으로 분석하였다.

Ⅱ. 수요주도 高근원물가기의 특징stylized facts

3. 본고에서는 수요측 압력을 나타내는 지표로 GDP갭률[3]을 사용하였다. GDP갭률은 한 경제의 수요실제GDP가 공급 능력잠재GDP을 얼마나 상회 또는 하회하는지를 나타내는 지표로, 양(+)의 값이 클수록 경제 내 수요측 압력이 높은 것으로 해석할 수 있다. 이에 따라 학계와 주요국 중앙은행에서도 수요측 압력을 측정하는 지표로 널리 활용[4]하고 있다. 본고에서는 실질GDP에 HP필터를 적용하여 잠재GDP를 추정한 후

1) (現) 윤리경영실(사회공헌팀) 소속
2) 물가동향팀 강산 조사역이 보고서 작성에 도움을 주었다.
3) 이 GDP갭률은 한국은행 공식 GDP갭률과는 차이가 날 수 있다. 이 보고서에서 사용된 GDP갭률은 HP필터를 이용하여 저자가 시산한 값이다.
4) 뉴케인지안 이론(Gali and Gertler, 1999; Woodford, 2003)에서는 GDP갭률이 확대될수록 생산요소의 한계비용이 상승하고, 이는 기업의 가격인상으로 이어져 인플레이션을 높이는 것으로 설명하고 있다.

GDP갭률을 산출하였다. 아울러 GDP갭률이 양(+)의 값을 나타내는 시기를 '高수요압력 국면', 음(-)의 값을 나타내는 시기를 '低수요압력 국면'으로 구분하였다.[5)]

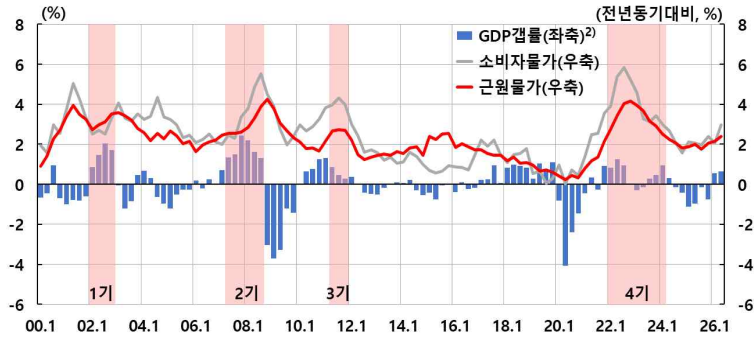
4. 2000년 이후 수요주도 高근원물가기는 네 차례[그림 1]가 있었다. 본고에서는 GDP갭률이 양(+)의 값을 유지하면서수요측 압력 확대, 高수요압력 국면 근원물가 상승률이 2분기 이상 2.5%를 지속적으로 상회하는근원물가 높은 상승세, 高근원물가 국면 시기를 '수요주도 高근원물가기'로 정의[표 1]하였다. 이에 따르면 2000년 이후 수요주도 高근원물가기는 **①카드사태 이전**02.1/4~02.4/4분기, **②글로벌 금융위기 직전**07.2/4~08.3/4분기, **③금융위기 회복기**11.2/4~11.4/4분기, **④팬데믹 충격 회복기**22.1/4~24.1/4분기의 네 차례로 구분된다. **4기**의 경우 공급망 차질과 에너지 가격 급등의 영향도 받았으나 팬데믹 이후 강한 펜트업 수요가 발생했다는 점에서 수요주도 高근원물가기로 분류할 수 있다.

2000년 이후 수요주도 高근원물가기는 네 차례

[표 1] 물가 국면의 구분

	低수요국면 (⊖GDP갭률)	高수요국면 (⊕GDP갭률)
高근원물가기 (2분기 이상 근원물가 상승률 2.5% 상회)	—	수요주도 高근원물가기
低근원물가기 (나머지 기간)	—	—

[그림 1] 수요주도 高근원물가기[1)]



주: 1) 빨간색 음영은 수요주도 高근원물가기. 4기의 경우 물가상승의 성격이 유사한 일부 마이너스갭률 구간도 포함
2) GDP갭은 HP필터로 추출
자료: 한국은행, 국가데이터처, 저자 추정

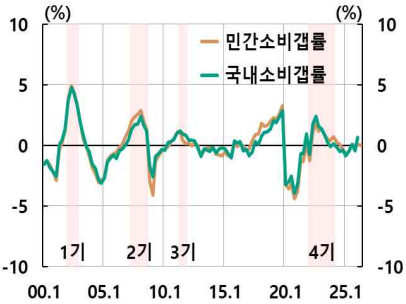
5. 네 차례의 수요주도 高근원물가기 동안 다음과 같은 네 가지 특징을 확인할 수 있다.

6. (특징 ①) 가계의 소비여력이 확충되면서 소비가 호조를 나타냈다. 이들 시기에는 공통적으로 민간소비와 국내소비 등 주요 소비지표가 양호한 흐름을 보였다.[그림 2] 이는 근원물가 상승기에 앞서 임금과 자산가격이 크게 오르면서[그림 3] 가계의 소비여력이 개선된 데 주로 기인하는 것으로 평가된다. 이에 따라 장기평균을 상회하는 실질구매력 증가[그림 4]가 시차를 두고 소비확대로 이어지면서 근원물가 상승압력으로 작용한 것으로 보인다. 특히 **팬데믹 충격 회복기**④기에는 이와 더불어 사회적 거리두기 등으로 누적된 대규모 초과저축이 이후 펜트업 수요로 실현되면서 소비 호조를 뒷받침한 것으로 판단된다.

5) 다만 본고의 실증분석에서 국소투영모형 등 동태적 분석을 강조하는 일부 모형에서는 국면의 빈번한 전환과 측정오차 문제를 완화하기 위해 4분기 이동평균 GDP갭률이 양(+)인 경우를 高수요압력 국면으로 정의하였다.

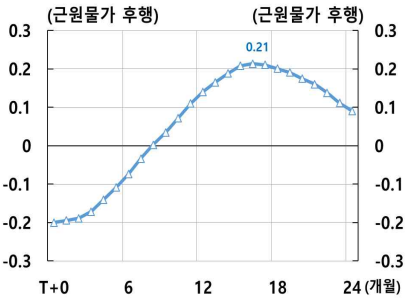
수요주도 高근원물가기에는 임금 및 자산가격이 상승한 이후 소비가 개선되는 모습

[그림 2] GDP 소비갭[1)]



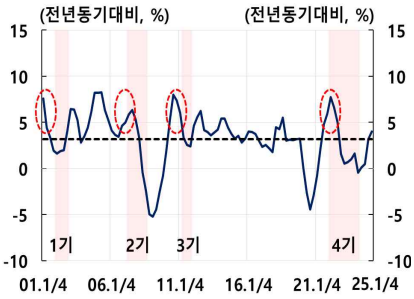
주: 1) 추세는 HP필터로 추출
자료: 한국은행, 저자 추정

[그림 3] 주가-근원물가 간 시차상관계수[1)]



주: 1) 전년동기대비 상승률 간 상관계수, 근원물가 후행
자료: 저자 추정

[그림 4] 1인당 실질구매력[1)]

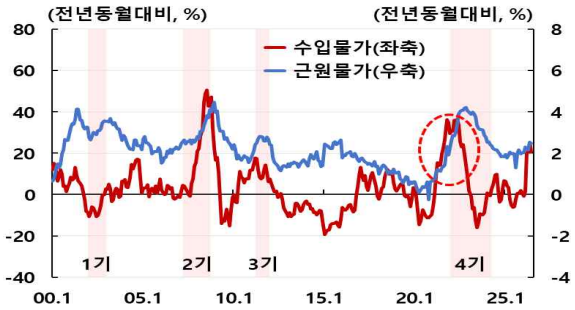


주: 1) 1인당 명목구매력(=임금총액×취업자수÷총인구)을 CPI로 실질화. 점선은 장기평균(01~25년) 상승률
자료: 저자 추정, 고용노동부, 행정안전부

7. (특징 ②) 수요측 압력이 높아지면서 비용인상분이 가격에 상대적으로 용이하게 전가되는 모습이 나타났다. 공급충격[6)]이 수요측 압력보다 먼저 발생했던 **팬데믹 충격 회복기**④기의 경우, 수요가 빠르게 회복되면서 그간 누적된 비용압력이 가격에 반영되기 쉬운 여건이 형성되었고 이에 따라 근원물가 상승폭도 더욱 크게 나타났다.[그림 5] 기업들은 경기가 부진한 시기에는 가격인상을 유보하다가 수요측 압력이 높아지면 비용상승분의 가격전가를 확대하면서 그간의 손실을 보전하는 경향이 있다. 오차수정모형 추정[7)] 결과에서도 低수요압력 국면에서 가격에 반영되지 못한 비용측 압력이 高수요압력 국면에 전가[그림 6]되는 것으로 나타났다.

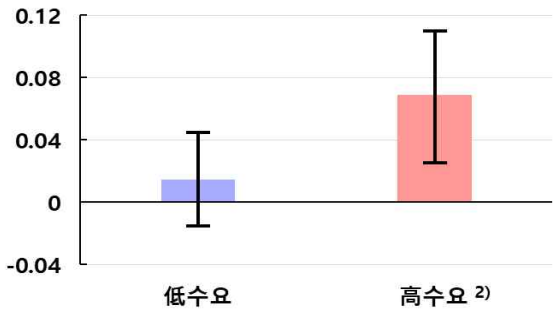
수요측 압력이 높은 국면에서는 비용상승 충격의 가격전가가 확대되는 경향

[그림 5] 수입물가[1)] 및 근원물가 상승률



주: 1) 원화 기준
자료: 한국은행, 국가데이터처

[그림 6] 국면별 미반영 비용압력 전가율[1)]



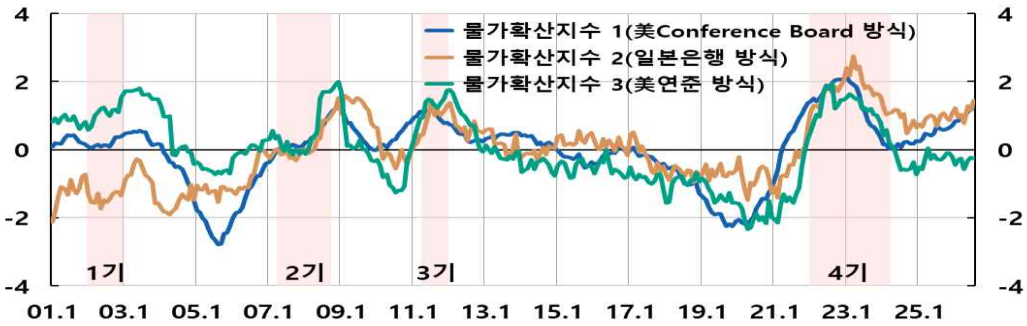
주: 1) 근원물가에 반영되지 않은 비용압력의 근원물가에 대한 단기 계수. 세로 막대선은 90% 신뢰구간
2) 低수요압력 국면 전가율과 高수요압력 국면 전가율 계수의 합
자료: 저자 추정

6) 팬데믹 이후 국경봉쇄 등으로 글로벌 공급망 병목이 발생하면서 수입물가가 크게 상승하였다.
7) 최종재 가격과 비용변수(국산·수입 중간재 가격, 단위노동비용)간 장기관계식(Ahn *et al.*, 2017)을 통해 미반영된 비용압력(잔차)을 추정하고, 단기식으로부터 최종재 가격에 대한 수요압력 국면별 미전가 비용압력의 전가율 차이를 추정하였다. 모형에 대한 자세한 내용은 <참고 1>을 참조하기 바란다.

8. (특징 3) 수요측 압력을 바탕으로 가격조정이 보다 광범위한 품목으로 확산되는 경향이 나타났다. 일반적으로 高수요압력 국면에서는 기업들이 상대적으로 용이하게 가격을 인상할 수 있으며, 이에 따라 물가상승도 일부 품목에 국한되지 않고 다양한 품목으로 확산되는 경향을 보인다. 실제 과거 우리나라의 물가상승률을 대상으로 다양한 방식[8]의 물가확산지수를 시산한 결과, 수요주도 高근원물가기에 대체로 높은 수준을 보였다.[그림 7]

수요주도 高근원물가기에 물가확산지수들이 높아지는 경향

[그림 7] 다양한 근원물가 확산지수 추이[1)]



주: 1) 비교를 위해 지수들을 표준화
자료: 저자 시산

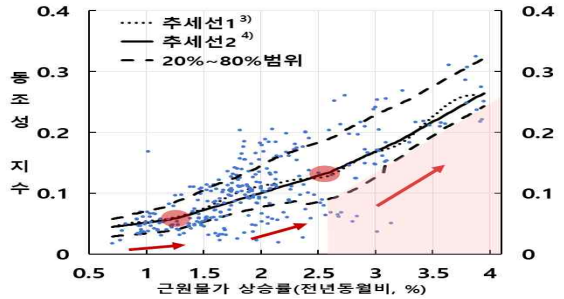
9. 이는 高근원물가기에 진입하면, 즉, 근원물가 상승률이 2%대 중반 수준을 넘어서면 개별품목들의 가격 움직임에서 동조성이 심화되기 때문이다. 과거 우리나라 근원물가 자료를 이용하여 개별 구성품목 간 가격 움직임의 동조성[9)]을 살펴본 결과, 근원물가 상승률이 1%대 초중반에서 동조성이 한 차례 높아진 데 이어 2.5% 내외에서 다시 크게 강화되는 모습[그림 8]이 나타났다[10)]. 특히 개인서비스 품목에서는 이러한 특징이 더욱 뚜렷하였다. 즉, 근원물가 상승률이 2.5% 내외를 넘어서면 개인서비스 품목 간 가격 동조성이 가파르게 높아지는 모습이 관찰되었다.[그림 9] 주목할 점은 **[그림 8,9]**의 붉은 음영부분에서 관측치가 거의 나타나지 않는다는 것이다. 이는 근원물가 상승률이 2.5%를 상회하는 국면에서는 다른 품목과 동조하지 않고 개별적으로 움직이는 근원물가 품목은 거의 존재하지 않음을 시사한다. 이러한 비선형적 관계는 임계수준에 대한 통계적 검정을 통해서도 확인되었다. 근원물가 상승률을 기준으로 앞서 시산했던 동조

8) 다양한 물가확산지수 측정방법에 대한 자세한 설명은 <참고 2>를 참조하기 바란다.
9) 동조성 지수 산출에 사용한 기준 물가는 공식 근원물가가 아닌 근원물가 품목별 상승률의 중윗값(median)이다. 이는 BIS(2022)에서도 동일하게 활용하는 방법이다. 또한 공식 근원물가는 기준연도 개편 및 품목 분류 변경 등으로 시계열의 연속성에 제약이 있어, 산포도 비교(그림8, 9의 x축)에는 품목들의 가중평균을 활용하였다. 실제 공식 근원물가 상승률과 품목들의 가중평균 간 상관계수는 0.84로 매우 높은 편으로 나타났다. x축을 공식적인 근원물가 상승률과 개인서비스 물가 상승률로 각각 설정해도 전반적인 추이는 유사하게 나타나 강건한 결과로 판단된다. 동조성 지수(similarity index)에 대한 자세한 설명은 <참고 3>을 참조하기 바란다.
10) 高근원물가기에 품목 간 동조성이 심화되는 현상은 수요측 압력뿐 아니라 공급측 압력으로 물가가 높아지는 시기에도 나타날 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다.

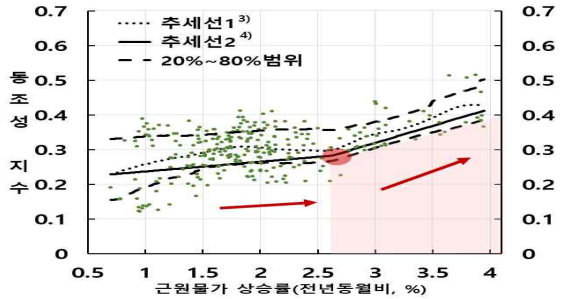
성 지수 변화를 추정한 결과, 근원물가 상승률이 2%대 중후반을 넘어서면 품목 간 동조성이 유의하게 높아지는 것으로 나타났다.[11] 이는 근원물가 상승률이 일정 수준을 넘어서는 경우 물가상승이 개별 품목에 국한되지 않고 보다 광범위하게 확산되는 경향이 강화될 수 있음을 의미한다.

근원물가 상승률이 2.5% 근방을 상회하면 물가의 품목 간 동조성이 급격히 상승

[그림 8] 근원물가와 전체 근원물가 구성 품목 간 동조성[1)2)]



[그림 9] 근원물가와 개인서비스 품목 간 동조성[1)2)]



주: 1) 커널회귀 잔차 기반으로 표준화한 뒤, 그 값이 1.8이상(10개 내외 제외)은 이상치로 판별하여 제외
2) 붉은 원은 추세선의 기울기가 바뀌는 지점
3) '추세선 1'은 커널회귀를 통해 산출, 4) '추세선 2'는 추세선 1에서 볼록성 제약을 추가
자료: 저자 추정

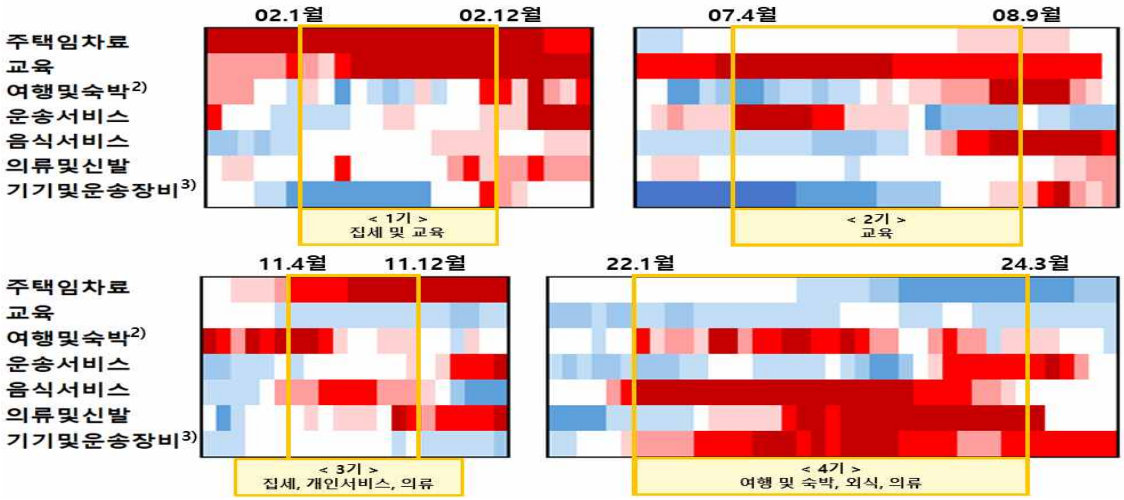
10. (특징 4) 근원물가 상승을 주도하는 품목의 경우, 팬데믹 회복기④기 이후에는 이전과 달리 경기상황에 민감한 개인서비스의 비중이 크게 확대되었다. 글로벌 금융위기 이전에는 집세와 교육서비스 등 정부정책이나 제도적 요인의 영향을 상대적으로 크게 받는 품목들이 근원물가 상승을 주도한 반면, 이후에는 여행·숙박·음식 서비스 등 개인서비스의 기여도가 높아지는 모습을 보였다.[그림 10] 구체적으로 **카드사태 이전①기**에는 사교육 시장 급성장 및 대학 등록금 상승[12], 주택시장 호황 등의 영향으로 교육비와 집세가 크게 올랐다. **글로벌 금융위기 직전②기**에는 경기 확장에 따른 소득여건 개선이 사교육을 중심으로 한 교육비 지출 증가로 이어지면서 교육서비스가 근원물가 상승에 크게 기여하였다. **금융위기 회복기③기**에는 전세가격 상승이 근원물가에 주된 영향을 미친 가운데 음식 등 일부 개인서비스의 기여도도 확대되었다. 반면 **팬데믹 회복기④기**에는 팬데믹 충격 이후 소비 회복이 보다 광범위하게 나타났다. 초기에는 전자기기 등 일부 내구재를 중심으로 펜트업 소비가 나타나면서 관련 품목의 가격이 큰 폭으로 상승하였으며, 이후 사회적 거리두기가 해제되면서 여행·숙박·음식 서비스 등 개인서비스에 대한 수요도 빠르게 확대되었다. 이에 따라 근원물가 상승세가 재화에서 서비스로 확산되는 모습이 나타났다.

11) 회귀식 $y_t = \alpha + \beta_1 x_t + \beta_2 \max(x_t - \gamma, 0) + \epsilon_t$($y_t$: 동조성 지수, x_t:근원물가 상승률, γ:임계치)에서 임계치를 2.5%로 설정하여 β_2값의 유의성을 검정한 결과 1% 수준에서 통계적으로 유의하게 나타났다. 또한 Hansen(2000) 방법론에 따라 임계치를 사전에 설정하지 않고 Grid search를 통해 추정한 결과 2.8%에서 F값이 가장 높게 나타나 임계수준은 대체로 2.5~2.8% 구간에 위치하는 것으로 분석되었다.

12) 사교육비 규모가 11조원(2001년)에서 13.6조원(2003년)으로 22.8% 상승하였고(한국교육개발원), 대학등록금 상승률은 2002년 7%로 장기평균 2.4%(2001~2025년 평균)를 크게 상회하였다.

팬데믹 이후에는 여행·숙박·음식 등 개인서비스가 근원물가 상승을 주도

[그림 10] 지출목적별 근원물가 상승률 히트맵[1)]



주: 1) 01.1월~26.7월중 평균 및 표준편차로 표준화, 빨간색이 진할수록 상승률이 높으며, 파란색이 진할수록 상승률이 낮음
2) 숙박서비스, 단체여행, 3) 가정용 기기, 운송장비, 전화 및 팩스장비, 음향, 영상, 사진 및 정보처리장비
자료: 국가데이터처, 저자 시산

11. 종합하면, 수요주도 高근원물가기에는 가계의 소비여력 확충에 따른 소비 호조와 함께 비용상승분의 가격 전가가 확대되고, 가격 인상이 보다 광범위한 품목으로 확산되는 특징이 나타났다. 최근에는 여행·숙박·음식 등 경기상황에 민감하고 동조성이 높은 개인서비스가 근원물가 상승을 주도하고 있어, 과거에 비해 물가상승이 광범위하게 확산될 가능성이 있다.

Ⅲ. 수요주도 물가압력이 근원물가에 미치는 영향

Ⅲ-1 추정방법

12. 수요주도 물가압력이 근원물가에 미치는 영향은 GDP갭률과 물가상승률 간의 관계를 나타내는 필립스곡선을 이용하여 추정하였다. 다만 전체 근원물가는 시기별로 가격상승을 주도하는 품목의 구성이 달라질 수 있어 단순히 GDP갭률과의 관계를 살펴보는 것만으로는 수요압력의 영향을 식별하는 데 한계가 있다. 이에 본고에서는 경기변동에 민감하게 반응하는 '경기민감물가[13)]'를 산출하고, 이를 통해 수요압력과 물가 간의 관계를 보다 명확하게 살펴보았다.[14)]

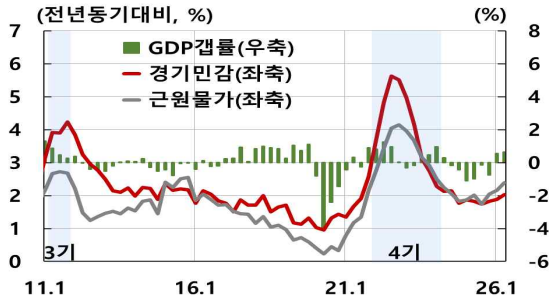
13. 경기민감물가는 경기상황의 변화가 가격에 상대적으로 뚜렷하게 반영되는 품목으로 구성되며 수요압력이 물가에 미치는 영향을 보다 직접적으로 포착할 수 있다. 본고에서는 Fröhling and Lommatzsch(2011), Ehrmann *et al.*(2018) 등의 방법론을 참고

13) 경기민감물가 추정방법은 <참고 4>를 참조하기 바란다.
14) GDP갭률과 근원물가의 관계도 직접적인 추정으로써 분석의 강건성을 점검하였다.

하여 경기민감물가를 산출하였다. 구체적으로 관리제외 근원물가 구성품목 가운데 경기변수를 모형에 포함할 경우 해당 품목의 물가 예측력이 유의하게 개선되는 품목을 경기민감품목으로 식별하고[표 2], 이들 품목의 물가지수를 가중평균하여 경기민감물가를 구성하였다. 이러한 방식은 시기별 근원물가 상승품목 구성 변화의 영향을 줄이는 한편, 경기변동에 따른 수요압력에 민감하게 반응하는 가격 움직임을 선별해 볼 수 있다는 장점이 있다. 실제로 경기민감물가는 전체 근원물가보다 GDP갭률과 더 밀접한 관계를 보였다.[그림 11] 경기민감물가와 GDP갭률 간 상관관계는 근원물가와 GDP갭률 간 상관관계보다 높게 나타났으며, 특히 수요압력이 높은 국면에서는 두 변수 간 양(+)의 관계가 전체 기간에 비해 더욱 강화되는 모습이 확인되었다.[그림 12]

GDP갭률과의 상관관계는 경기민감물가가 근원물가를 상회

[그림 11] 경기민감물가 및 근원물가 상승률[1)2)]



주: 1) 음영은 수요주도 高근원물가기
2) GDP갭률은 HP필터로 추출
자료: 한국은행, 국가데이터처, 저자 추정

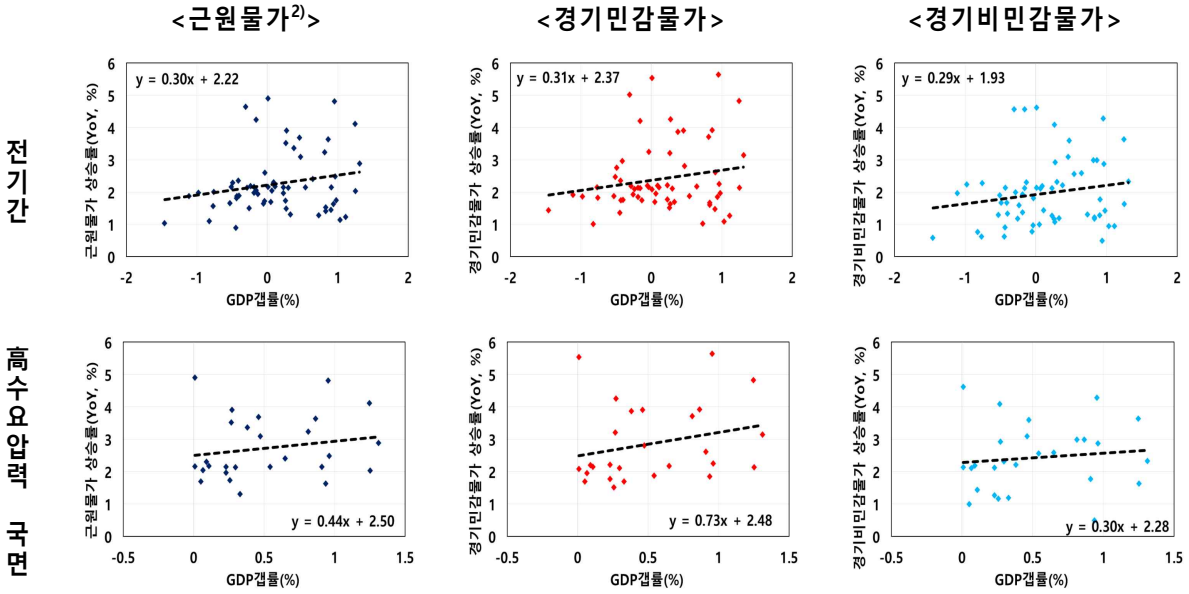
[표 2] 주요 경기민감품목[1)2)]

외식	외식제외	내구재	섬유제품	기타 공업제품
9개, [50.3]	34개, [95.6]	18개, [25.5]	5개, [9.8]	28개, [29.0]
구내식당 식사비	공동주택 관리비	휴대전화기	티셔츠	주택수선재료
생선회	학원비	침대	침구	반려동물용품
커피	운동학원비	싱크대	원피스	가방
쇠고기	승용차임차료	보일러		세탁세제
	호텔숙박료	장롱		레저용품

주: 1) 10년 이상 경기민감품목으로 분류된 품목
2) [ ]는 천분비 가중치
자료: 한국은행, 국가데이터처, 저자 추정

수요압력이 높은 시기에는 경기민감물가와 GDP갭률의 상관관계가 전체기간을 상회

[그림 12] GDP갭률[1)]과 물가상승률



주: 1) GDP갭률은 HP필터로 추출, 2) 관리제외 근원물가
자료: 저자 추정

14. 이러한 결과를 바탕으로 수요압력이 근원물가에 미치는 영향을 두 가지 방식으로 정량화하였다. 먼저 경기민감물가를 종속변수로 하는 필립스곡선을 추정하여 GDP갭률 변화가 경기민감품목의 가격상승률에 미치는 영향을 측정하였다. 이어 경기민감품목이 전체 근원물가에서 차지하는 비중과 상승기여도를 고려하여, 수요압력이 전체 근원물가 상승률에 미치는 영향을 간접적으로 평가하였다. 이와 함께 국소투영법Local Projection을 활용하여 수요충격이 근원물가에 미치는 동태적 효과를 추정하였다. 국소투영법 분석에서는 경기민감물가를 중간 단계로 사용하지 않고 전체 근원물가를 종속변수로 설정하여, 수요충격이 근원물가에 미치는 직접적인 효과를 추정하였다.

Ⅲ-2 수요측 물가압력이 근원물가에 미치는 영향

15. 경기민감물가를 활용하여 비대칭 필립스곡선을 추정한 결과, 수요압력이 높은 시기에는 물가의 반응이 크게 확대되는 것으로 나타났다. 수요압력이 높은 시기에는 GDP갭률이 1%p 확대될 때 경기민감물가 상승률이 0.42%p 높아진 반면, 전체기간 대상으로는 그 효과가 0.11%p에 그쳤다.[15] **[그림 13]** 경기민감물가가 근원물가에서 차지하는 비중이 60~90% 수준임을 감안하면 GDP갭률 1%p 확대가 근원물가 상승률에 미치는 영향은 약 0.2~0.4%p 범위인 것으로 추정된다. 반면 수요압력이 낮은 시기에는 GDP갭률 확대에 따른 경기민감물가 반응이 통계적으로 유의하지 않았다. 전체 근원물가를 대상으로 동일한 분석을 실시한 결과에서도, 수요압력에 따른 물가반응의 비대칭성이 확인[16]되었으나 그 정도는 경기민감물가에 비해 다소 약한 0.14%p로 추정되었다. **[그림 14]** 이는 수요압력의 영향이 크게 나타나는 경기민감품목뿐 아니라 상대적으로 경기 반응도가 낮은 품목까지 포함하여 근원물가 전체를 대상으로 분석할 경우, 수요압력에 대한 평균적인 물가 반응이 완화되기 때문인 것으로 판단된다. 종합적으로 보면 경기민감물가를 통한 간접 추정은 약 0.2~0.4%p로 추정되고, 직접 추정은 0.1%p로 추정되어 GDP갭률이 1%p 확대될 경우 근원물가 상승률이 약 0.1~0.4%p 높아질 수 있다.

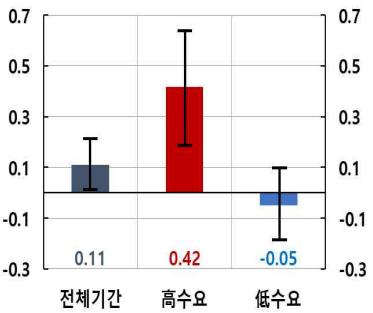
16. 근원물가의 동태적 반응을 분석한 결과에서도, 수요압력이 높은 국면에서 물가 반응이 더 크고 오래 지속되는 것으로 나타났다. 수요충격에 대한 근원물가의 동태적 반응을 상태의존적state-dependent 국소투영모형[17]을 이용해 분석한 결과, 동일한 수요충격이라도 高수요압력 국면에서는 低수요압력 국면에 비해 근원물가의 상승폭이 크고 그 영향도 더 오래 지속되었다. 한단위1표준편차 수요충격[18]이 발생할 경우, 수요압

15) 비대칭적 필립스곡선을 추정하는 방법은 <참고 5>를 참조하기 바란다.
16) 기조적 물가를 나타내는 지표로는 근원물가 이외에도, 관리제외 근원물가, 관리제외 경직물가, 가중중위수, Underlying Inflation Gauge(UIG), 조정평균 등 다양한 지표가 있다. 이들 지표의 평균 및 중위수를 활용해 동일한 분석을 실시한 결과, 수요압력에 따른 물가반응의 비대칭성이 동일하게 확인되었다. 또한 개별 기조적 물가지표를 활용한 경우에도 비대칭성이 나타나, 분석 결과가 지표의 선택에 관계없이 강건한 것으로 판단된다.
17) 수요충격 식별과 동태적 물가반응 분석은 <참고 6>을 참조하기 바란다.

력이 높은 국면에서는 근원물가 상승폭이 점차 확대되어 6분기 후 약 0.6%p에 이른 반면, 수요압력이 낮은 국면에서는 3분기 후 약 0.2%p 상승하는 데 그쳤다.[그림 15]

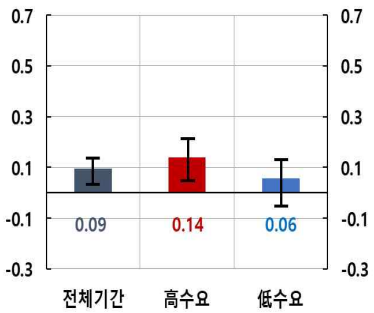
수요압력이 경기민감물가와 근원물가에 미치는 영향은 비대칭적

[그림 13] 수요압력의 경기민감물가 영향[1)]



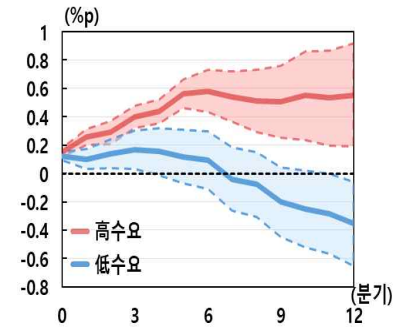
주: 1) 세로 막대선은 90% 신뢰구간을 의미
자료: 저자 추정

[그림 14] 수요압력의 근원물가 영향[1)]



주: 1) 세로 막대선은 90% 신뢰구간을 의미
자료: 저자 추정

[그림 15] 수요충격[1)]이 근원물가에 미치는 누적 영향[2)]



주: 1) 부호제약 BVAR로 식별한 한단위 수요충격
2) 음영은 68% 신뢰구간을 의미
자료: 저자 추정

Ⅲ-3 GDI 개선이 근원물가에 미치는 영향

17. 교역조건 개선을 통한 GDI 기반 수요충격은 GDP 기반 충격보다 근원물가에 더 큰 상승압력으로 작용하는 것으로 나타났다. 교역조건 변화가 실질소득과 구매력 증대를 통해 수요에 영향을 미치는 소득경로만을 고려[19)]하여 상태의존적 국소투영모형[20)]으로 분석한 결과, 수요압력이 높은 국면에서 GDI 기반 수요충격 한단위[1표준편차]는 근원물가 상승률을 최대 약 0.7%p 높이는 것으로 분석되었다.[그림 16] 이는 교역조건 개선이 생산활동뿐 아니라 실질소득[GDI]과 구매력 증가를 통해 소비를 확대함으로써, GDP갭만으로는 충분히 포착되지 않는 추가적인 수요압력을 발생시킬 수 있음을 시사한다.

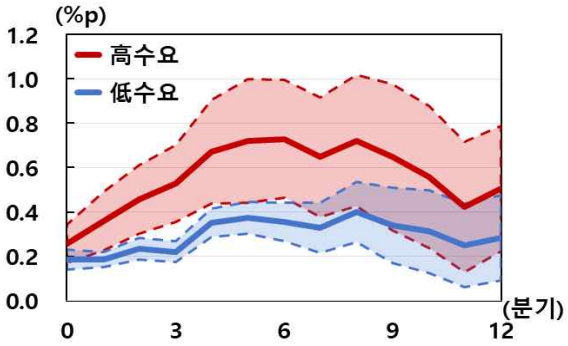
18. 교역조건 개선의 요인별 영향을 수출가격 상승과 수입가격 하락으로 구분해 보면, 수입가격 하락보다 수출가격 상승에 따른 소득 증대가 근원물가에 더 큰 상승압력으로 작용하였다. 수출가격 상승에 따른 교역조건 개선 충격은 수입가격 하락에 따른 충격에 비해 근원물가에 미치는 영향이 전체기간에 걸쳐 더 크게 나타났으며 통계적으로도 유의하였다.[그림 17] 이는 수출가격 상승이 교역조건 개선을 주도한 시기에 수입가격 하락이 이를 주도한 시기보다 소비가 유의하게 증가하였다는 이종웅 외

18) 모형에서 추정된 한단위 수요충격의 1표준편차 크기는 약 1.0~1.1로 정규화된 구조충격 한단위에 해당된다.
19) 일반적으로 교역조건 개선은 소득 증가를 통해 수요압력을 높여 물가의 상방요인으로 작용할 수 있으나, 환율·비용 경로 등을 통해 물가의 하방압력으로도 작용하는 등 물가영향은 상·하방요인이 혼재하고 있다. 다만 금번 교역조건 개선기는 수출가격 상승에 의해 주도되고 있어 높은 환율 수준, 큰 폭의 소득 증가 등을 고려할 때 소득경로가 중요하게 작용할 가능성이 높다(이종웅 외, 2026 참조).
20) GDI 및 교역조건 관련 수요충격의 동태적 물가반응 분석은 <참고 7>을 참조하기 바란다.

(2026)의 분석 결과와도 일관된다. 이를 종합하면, 교역조건 개선으로 GDI 충격이 한단위 발생하여 주로 수요를 높이는 방향으로 작용할 경우 근원물가에는 약 0.05~0.2%p의 추가적인 상방압력이 발생할 수 있는 것으로 추정된다.[21]

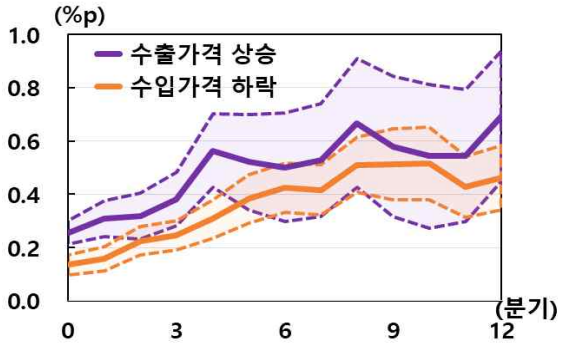
GDP 수요충격보다 GDI 수요충격이, 수입가격 하락보다 수출가격 상승 충격이 근원물가에 미치는 영향이 큼

[그림 16] GDI 수요충격[1]이 근원물가에 미치는 누적 영향[2]



주: 1) 부호제약 BVAR로 식별한 한단위 수요충격
2) 음영은 68% 신뢰구간을 의미
자료: 저자 추정

[그림 17] 수출가격 상승 충격 vs 수입가격 하락 충격[1]이 근원물가에 미치는 누적 영향

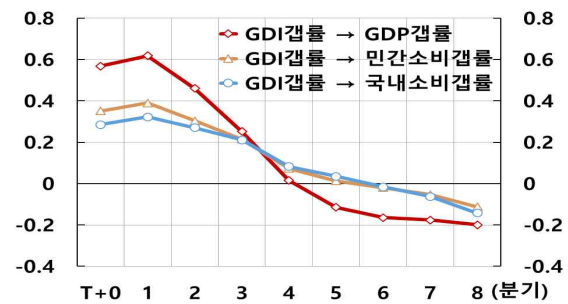


주: 1) 부호제약 BVAR로 식별한 한단위 수요충격
2) 음영은 68% 신뢰구간을 의미
자료: 저자 추정

19. 다만 교역조건 개선에 따른 GDI 증가가 실제 물가압력으로 이어지는 정도는 늘어난 소득이 국내 소비를 얼마나 증대시키느냐에 달려있다. 가계와 기업이 교역조건 개선에 따른 소득 증가를 일시적인 것으로 인식해 저축 및 자산취득을 늘리거나 수입소비를 증대시키는 경우, 국내생산과 물가에 미치는 영향은 제한적일 수 있다. 이러한 특성으로 인해 GDI는 GDP에 비해 근원물가와의 동행성이 다소 낮게 나타나는 반면, 일정한 시차를 두고 소비와 투자 확대로 이어지는 경향이 있다.[그림 18] 실제로 GDI가 크게 증가한 시기에는 당기에 초과저축기업유보 등이 확대된 뒤 1~2분기의 시차를 두고 소비가 증가하는 모습[그림 19]이 관찰된다.

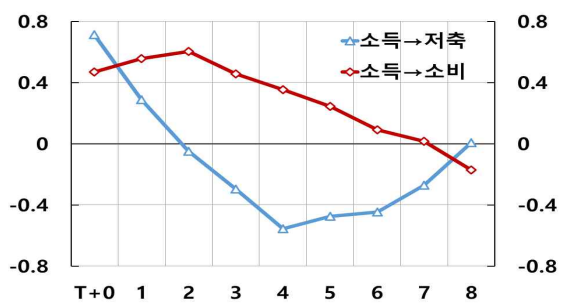
GDI 개선은 당기 저축 확대 후 1~2분기 시차를 두고 소비를 늘려 물가상방 압력으로 작용

[그림 18] GDI갭률과 수요갭 간 시차상관관계



자료: 저자 추정

[그림 19] 소득[1]과 저축, 소비 간 시차상관관계



주: 1) 명목국민총가처분소득(GNDI) 기준
자료: 저자 추정

21) 이러한 판단은 高수요압력 국면에서 GDI 충격에 따른 근원물가 영향의 최대 수준(0.7%p)이 GDP 충격에 따른 영향(0.6%p)에 비해 1.2배가량 큰 점, 최근 교역개선이 수출가격 상승에 주로 기인하는 점 등을 종합적으로 고려한 것이다.

Ⅳ. 종합평가

20. 과거 수요주도 高근원물가기의 경험과 최근 여건을 종합하면, 향후 국내 근원물가는 수요측 물가압력이 점차 확대되면서 2% 중후반의 높은 오름세가 상당기간 이어질 가능성이 있다. 과거 수요주도 高근원물가기에는 소비여력 개선에 따른 소비 호조와 함께 비용상승의 가격전가가 보다 용이해지면서 가격상승이 일부 품목에 그치지 않고 여타 품목으로 빠르게 확산되는 모습이 나타났다. 최근에도 여행·숙박·음식 등 개인서비스 품목이 근원물가 상승을 주도하고 있어, 물가상승의 확산 정도와 지속성이 함께 커질 가능성이 높은 것으로 판단된다.

21. 특히 근원물가 상승률이 일정 수준을 넘어설 경우 품목 간 가격상승의 동조성이 높아지면서 물가압력이 더욱 확대될 가능성이 있다. 과거 사례를 보면 근원물가 상승률이 2.5% 내외를 상회하는 시점부터 개인서비스를 중심으로 가격상승의 동조성이 빠르게 강화되는 경향이 나타났다. 최근 근원물가 상승률이 이미 2%대 중반 수준에서 오름세를 보이고 있는 만큼, 향후 가격 상승세가 다른 품목으로 확산되면서 전반적인 근원물가의 상방압력이 더욱 강화될 가능성에 유의할 필요가 있다.

22. 앞선 분석에 따르면 GDP갭률이 1%p 확대될 경우 근원물가 상승률은 약 0.1~0.4%p 높아질 수 있으며, 교역조건 개선에 따른 GDI 증가가 소비 확대로 이어질 경우 약 0.05~0.2%p의 추가적인 상방압력이 더해질 가능성이 있다. 다만 GDI 증가가 실제 물가에 미치는 영향은 늘어난 소득이 저축이나 자산취득 등에 머무르지 않고 국내 민간소비로 얼마나 빠르게, 또 어느 정도 규모로 파급되는지에 따라 달라질 것으로 판단된다.

23. 따라서 향후 물가 흐름을 판단함에 있어 경기회복 자체뿐 아니라 수출 호조와 교역조건 개선에 따른 소득 증가가 국내 소비로 파급되는 속도와 강도를 함께 면밀히 점검하는 한편, 수요측 압력으로 인한 근원물가 상승이 광범위하게 확산되어 고착화되지 않도록 유의해야 할 것이다.

참고 1 수요압력 국면별 비용압력 전가율 추정방법

□ 최종재가격과 생산비용(국산·수입 중간재, 단위노동비용)간 장기관계가 있다는 가정하에 (Ahn *et al.*, 2017) 가격에 반영되지 않은 비용압력(이하 미반영 비용압력)을 추정하고, 수요압력에 따른 단기 전가율을 비교하였다.

► 장기식: $\ln PPI_t^{final} = \alpha + \beta_1 \ln intermediate_t^{IMP} + \beta_2 \ln intermediate_t^{DOM} + \beta_3 \ln ULC_t + e_t$,

$CP_t = -\hat{e}_t$

단, CP_t는 미반영 비용압력,

최종재가격은 최종재 국내공급물가(PPI_t^{final}),

국산 중간재가격은 중간재 국내공급물가($intermediate_t^{DOM}$),

수입 중간재가격은 중간재 수입 국내공급물가($intermediate_t^{IMP}$),

ULC_t는 단위노동비용,

추정 대상기간은 10.1/4~26.2/4분기

► 단기식: $\Delta \ln PPI_t^{final} = c + \rho \Delta \ln PPI_{t-1}^{final} + \lambda_L CP_{t-1} + \lambda_H (CP_{t-1} \times Gap_{t-1}^{+}) + \gamma' X_t + \epsilon_t$

단, $Gap_t^{+} = 1_{Gap>0}$(GDP갭 더미변수),

X_t = 기타 통제변수(GDP갭률(t-1), 중간재가격 상승률(t), 단위노동비용 상승률(t))

⇒ 미반영 비용압력의 저수요압력기간 전가율(λ_L)과 고수요압력기간 전가율($\lambda_L + \lambda_H$)이 유의하게 다를 경우 고수요압력기간의 비용압력의 전가율이 더욱 높은 것으로 판단하였다.

참고 2 물가확산지수 측정방법

□ 물가확산지수 측정방법은 다양하지만 본고에서는 美 Conference Board, 일본은행, 美 연준 방식을 활용하여 3종류의 물가확산지수를 산출하였다.

* 3종류의 물가확산지수 비교를 위해 표준화 활용

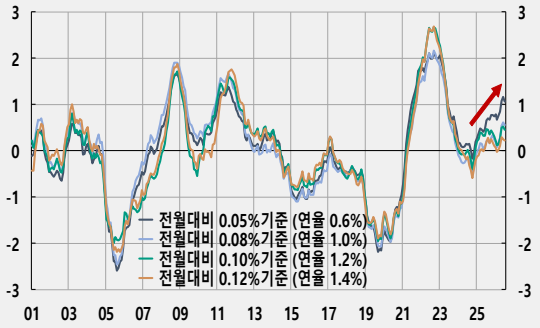
□ **[물가확산지수 1]** 한국은행에서 물가확산지수 산출 시 활용하고 있는 방법으로 전반적인 가격상승 압력을 나타내기 때문에 가장 종합적인 물가확산지수이며, 가격을 올리는 기업의 비중을 간접적으로 측정할 수 있다.

○ **(측정방식)** 美 Conference Board 방식을 준용하여, 개별품목의 전월대비 상승률이 +0.05% 상회 시 1점, -0.05%와 +0.05% 사이인 경우 0.5점, -0.05% 하회 시 0점을 각각 부여하고 소비자물가 가중치를 통해 가중합산 후 12개월 이동평균하여 산출하였다.

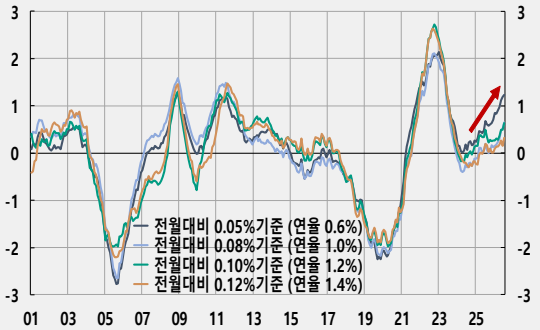
■ 모든 품목이 전월대비 보합(-0.05% ~ +0.05%)일 경우 지수는 50이며, 지수가 높아질수록 소비자물가 구성 품목 전반에 걸쳐 가격 인상이 확산되고 있음을 의미한다.

보합기준을 변경하더라도 물가확산지수 추이는 유사

<소비자물가[1)]>



<근원물가[1)]>



주: 1) 비교를 위해 표준화 활용
자료: 자체 추정

□ **[물가확산지수 2]** 일본은행에서 활용하고 있는 방식으로 가격인상이 가격인하보다 얼마나 우세한지를 나타내기 때문에 가격조정의 방향성을 보여주는 데 초점이 맞춰져 있다.

○ **(측정방식)** 전년동월대비 상승품목 비중에서 하락품목 비중을 차감하여 산출하였다.

■ 지수가 0보다 크면 물가상승압력이 우세함을, 0보다 작으면 물가하락압력이 우세함을 나타낸다.

□ **[물가확산지수 3]** 美 연준 FEDS Notes(2026)에서 분석된 방식으로 높은 수준의 가격인상이 얼마나 광범위한가를 나타내고 있다.

○ **(측정방식)** 전년동월대비 상승률이 3%(근원물가 상승률의 기준은 2.5%)를 초과하는 품목들의 가중치를 합산하여 산출하였다.

■ 지수가 높을수록 소비자물가 내 가격상승 압력이 강하게 나타나고 있음을 시사한다.

참고 3 근원물가 품목 간 동조성 지수 측정방법

□ 동조성 지수(similarity index)는 개별 품목들의 물가상승률(전년동월비)이 얼마나 '유사하게' 또는 '함께' 움직이는지를 나타내는 지표이다. BIS(2022)에서는 물가상승률이 올라갈 때 동조성 지수가 같이 올라가며, 특정 물가상승률 수준(임계점)을 넘어가면 동조성 지수가 더 크게 확대되는 경향이 나타났다.

□ 동조성 지수는 다음과 같은 식으로 계산된다.

► $\gamma_t = -\dfrac{\sum_i |g_{i,t} - g_{r,t}|}{\sum_i |g_{i,t}|}$, 동조성 지수 $= \gamma_t + 1$

단, $g_{i,t}$는 t기의 i품목의 전년동월비 상승률,

$g_{r,t}$는 t기 품목들의 전년동월비 중윗값(median)

ㅇ 위 산식에 따르면 동조성 지수는 개별 품목의 가격상승률이 중윗값과 유사한 방향과 폭으로 변동할수록 높아진다*.

* (예시) 품목이 3개만 존재하는 경우, 3개의 품목이 동일하게 2%씩 증가하는 경우에는 중윗값이 2%이고, 동조성 지수는 1로 계산된다. 이 경우 모든 품목의 가격변동이 동조화되어 동일하게 다 같이 오른다고 볼 수 있다.

3개의 품목이 각각 5%, 2%, -1%씩 증가하는 경우에는 중윗값은 2%로 첫 번째와 동일하지만, 동조성 지수가 0.25로 계산되어 개별 품목들의 동조성이 크게 약화된 것으로 나타난다.

참고 4 경기민감물가 추정방법

□ Fröhling and Lommatzsch(2011), Ehrmann *et al.*(2018) 등 선행연구를 바탕으로 관리제외 근원물가 구성품목 중 경기변수 포함 시 해당 품목 예측의 정확도가 높아지는 품목을 경기민감품목으로 식별하고, 동 품목들의 물가지수를 가중평균하였다.

(1단계) 품목별로 벤치마크 필립스곡선(경기변수 미포함)과 15개 비교예측모형(GDP갭률 1~4기 시차변수의 조합 기준)을 추정하였다.

► <벤치마크>

$$\pi_{j,t} = \alpha_{j,0} + \alpha_{j,1}\pi_{j,t-1} + \gamma_j exch_{t-1} + \psi_j imp_{t-1} + \epsilon_{j,t}$$

단, $\pi_{j,t}$=j품목 CPI상승률,
$exch_t$=원/달러환율 상승률,
imp_t=에너지제외 수입물가 상승률

► <비교모형: 15개 $(m \in \{1, \ldots, 15\})$>

$$\pi_{j,t} = \alpha_{j,0}^{(m)} + \alpha_{j,1}^{(m)}\pi_{j,t-1} + \sum_{i \in S_m} \beta_{j,i}^{(m)} gap_{t-i} + \gamma_j^{(m)} exch_{t-1} + \psi_j^{(m)} imp_{t-1} + \epsilon_{j,t}^{(m)} \quad (S_m \subseteq \{1,2,3,4\})$$

(2단계) 품목별로 벤치마크 모형과 비교모형의 향후 4개 분기에 대한 ARMSFE* (Average of Root Mean Squared Forecast Error)를 계산하였다.

* 각 모형의 1~4분기 후 예측에 대한 4개 RMSFE 값을 평균

(3단계) 15개 비교모델 중 하나라도 벤치마크 모델보다 높은 예측력(낮은 ARMSFE)을 나타낼 경우 경기민감품목으로 분류하였다.

(4단계) 매 분기 구성품목과 가중치를 사용하여 경기민감물가지수를 계산하였다.

참고 5 비대칭적 필립스곡선 추정방법

□ 수요압력이 경기민감물가 및 근원물가에 미치는 영향을 살펴보기 위해 필립스곡선을 추정하였고, 수요압력의 영향이 시기별로 비대칭적인 영향이 있는지를 살펴보았다.

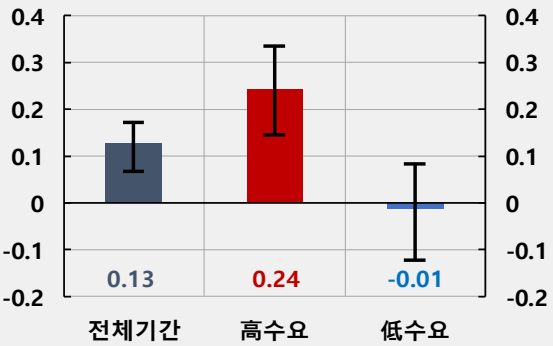
○ 필립스곡선 추정 시 적응적 기대를 가정하여 과거 인플레이션과 수요 관련 갭을 설명변수로 넣었고, 통제변수로 원/달러 명목환율을 추가하였다. 비대칭성 효과를 검토하기 위해 高수요압력기간의 갭(y_t^+)과 低수요압력기간의 갭(y_t^-)을 구분하여 추정하였다.

- **(전체기간)** $\pi_t = c + \phi\pi_{t-1} + \beta y_t + \gamma exch_t + \epsilon_t$,
- **(시기별 구분)** $\pi_t = c + \phi\pi_{t-1} + \beta^+ y_t^+ + \beta^- y_t^- + \gamma exch_t + \epsilon_t$,

단, π_t는 근원물가 또는 경기민감물가(전년동기대비), y_t는 GDP갭 또는 소매판매갭(HP필터), y_t^+는 $\max(y_t, 0)$ (高수요압력기간), y_t^-는 $\min(y_t, 0)$ (低수요압력기간), $exch_t$는 원/달러 환율상승률(전년동기대비), c는 상수항, 추정기간은 2001.1/4분기~2026.1/4분기(경기민감물가의 경우 2011.1/4분기~2026.1/4분기)

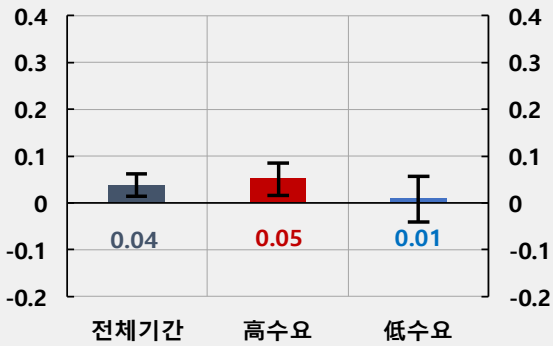
□ 강건성 검증을 위해 수요 관련 갭으로 소매판매갭을 활용하여 분석한 경우 GDP갭을 사용하였을 때와 유사하게 경기민감물가 및 근원물가에 대한 수요압력의 비대칭성이 존재하는 것으로 나타났다.

수요압력(소매판매)의 경기민감물가 영향[1)]



주: 1) 세로 막대선은 90% 신뢰구간을 의미
자료: 저자 추정

수요압력(소매판매)의 근원물가 영향[1)]



주: 1) 세로 막대선은 90% 신뢰구간을 의미
자료: 저자 추정

참고 6 수요충격 식별과 동태적 물가반응 분석

□ 수요충격이 근원물가에 미치는 영향을 분석하기 위해 1단계로 베이지안 VAR(BVAR) 모형을 부호제약 방식으로 식별하여 수요충격을 추출하고, 2단계로 국소투영법을 활용하여 식별된 충격이 근원물가에 미치는 동태적 영향을 추정하였다.

○ **(1단계)** GDP갭, 소비자물가상승률(전기비연율), 콜금리로 구성된 BVAR(4) 모형을 통해 충격 발생 시점부터 2기까지 GDP갭, 인플레이션, 콜금리가 모두 상승하는 방향의 충격($\hat{\epsilon}_t^{demand}$)이 추출되도록 부호제약*을 설정하였고, 추정기간은 2001.1/4분기~2026.1/4분기이다.

* 부호제약을 만족하는 1,000개의 draw를 채택

■ 표본크기가 제한적인 상황에서 VAR을 flat prior로 베이지안 추정을 하면 충격반응함수가 불안정해질 가능성이 있어 Banbura *et al.*(2010)의 Minnesota shrinkage prior를 활용하였다.

■ Minnesota shrinkage prior는 dummy observation 기법으로 구현되었으며, 이에 따라 사전분포와 사후분포 모두 Normal-Inverse-Wishart 분포로 도출하였다.

○ **(2단계)** Jordà(2005)의 국소투영법(Local Projection)을 활용하여 아래와 같은 회귀식을 추정하였다.

► $$Cum\,\pi_{t,h} = \alpha_h + \beta_h\,\hat{\epsilon}_t^{demand} + \sum_{j=1}^{2} \Gamma'_{j,h}\,Y_{t-j} + e_{t+h},$$

$$Cum\,\pi_{t,h} = \frac{1}{4}\sum_{s=0}^{h}\pi_{t+s}\ ,\quad Y_t = [GDP\text{갭}, \pi_t, \text{콜금리}]'$$

○ **(비대칭성)** 수요압력이 높은 상황과 낮은 상황의 차이에 따른 물가 반응의 비대칭성을 살펴보기 위해 아래와 같은 회귀식을 추정하였다.

► $$Cum\,\pi_{t,h} = D_t^{+}(\alpha_h^{+} + \beta_h^{+}\,\hat{\epsilon}_t^{demand}) + D_t^{-}(\alpha_h^{-} + \beta_h^{-}\,\hat{\epsilon}_t^{demand}) + \sum_{j=1}^{2}\Gamma'_{j,h}\,Y_{t-j} + e_{t+h}$$

■ 수요압력 국면을 나타내는 D_t^{+}는 4분기 이동평균 GDP갭이 0보다 큰 시기에 대해 1로, 그 국면이 아닌 시기를 0으로 두었고, $D_t^{-} = 1 - D_t^{+}$로 정의하였다. 표준오차는 Newey-West HAC 표준오차를 사용하였다.

참고 7 GDI 및 교역조건 관련 수요충격의 동태적 물가반응 분석

□ <참고 6>의 모형과 유사하게 1단계로 베이지안 VAR(BVAR) 모형을 부호제약 방식으로 식별하여 GDI, GDP, 교역조건, 수출/수입가격 관련 수요충격을 추출하고, 2단계로 국소투영법을 활용하여 식별된 충격이 근원물가에 미치는 동태적 영향을 추정하였다.

○ **(1단계)** $X_{i,t}$ 관련 수요충격($\hat{\epsilon}_{i,t}^{demand}$)은 [$X_{i,t}$, 근원물가상승률(전기비연율), 콜금리]의 3변수 BVAR(4)을 추정하여 식별하는데, i는 GDI갭, GDP갭, 교역조건갭, 수출가격갭, 수입가격갭*으로 구성되고, 이에 대한 각각의 수요충격을 추출하였다. 예를 들어 GDI 기반 수요충격은 [$X_{GDI\,갭,t}$, 근원물가상승률, 콜금리]에서 추출하였다.

* 수입가격 하락인 경우를 고려하여 부호를 반대로 바꾸어 분석하였고, 모든 갭은 HP필터로 추정

■ $X_{i,t}$, 근원물가상승률, 콜금리가 모두 상승하는 방향의 충격이 추출되도록 부호제약을 설정하였고, 추정기간은 2001.1/4분기~2026.1/4분기이다.

○ **(2단계)** Jordà(2005)의 국소투영법(Local Projection)을 활용하여 아래와 같은 회귀식을 추정하였다.

$$\blacktriangleright\ Cum\,\pi_{t,h} = \alpha_h + \beta_h\,\hat{\epsilon}_{i,t}^{demand} + \sum_{j=1}^{2}\Gamma'_{j,h}\,W_{t-j} + e_{t+h'}$$

$$Cum\,\pi_{t,h} = \frac{1}{4}\sum_{s=0}^{h}\pi_{t+s}\ ,\quad W_t = [X_{i,t},\,\pi_t,\,\text{콜금리},\,\text{유가},\,\text{환율}]'$$

■ W_t는 통제변수인데, 유가 및 환율도 HP필터를 통해 갭을 구하여 통제변수로 활용하였다.

○ **(비대칭성)** 수요압력이 높은 상황과 낮은 상황의 차이에 따른 물가 반응의 비대칭성을 살펴보기 위해 아래와 같은 회귀식을 추정하였다.

$$\blacktriangleright\ Cum\,\pi_{t,h} = D_t^{+}\,(\alpha_h^{+} + \beta_h^{+}\,\hat{\epsilon}_{i,t}^{demand}) + D_t^{-}\,(\alpha_h^{-} + \beta_h^{-}\,\hat{\epsilon}_{i,t}^{demand}) + \sum_{j=1}^{2}\Gamma'_{j,h}\,W_{t-j} + e_{t+h}$$

■ 수요압력 국면을 나타내는 D_t^{+}는 4분기 이동평균 GDP갭이 0보다 큰 시기에 대해 1로, 그 국면이 아닌 시기를 0으로 두었고, $D_t^{-} = 1 - D_t^{+}$로 정의하였다. 표준오차는 Newey-West HAC 표준오차를 사용하였다.

참고문헌

이종웅, 김다애, 한진수 (2026), “이번 교역조건 개선은 왜 다른가: 반도체 경기 호조의 실물경제 파급영향”, BOK 이슈노트, 제2026-16호.

Ahn, J., C. Park, and C. Park (2017), "Pass-Through of Imported Input Prices to Domestic Producer Prices: Evidence from Sector-Level Data," *The B.E. Journal of Macroeconomics,* 17(2), 1-14.

Banbura, M., D. Giannone, and L. Reichlin (2010), “Large Bayesian Vector Auto Regressions,” *Journal of Applied Econometrics*, 25, 71-92.

BIS (2022), “Inflation: A Look under the Hood,” *BIS Annual Economic Report*, 41-73.

de Soyres, F., A. Pradhan, and Z. Saijid (2026), "Is the Inflation Process in Advanced Economies Different After the Pandemic?," *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Ehrmann, M., G. Ferrucci, M. Lenza, and D. O'Brien (2018), "Measures of Underlying Inflation for the Euro Area," *ECB Economic Bulletin,* 4, 94–115.

Fröhling, A., and K. Lommatzsch (2011), "Output Sensitivity of Inflation in the Euro Area: Indirect Evidence from Disaggregated Consumer Prices," *Deutsche Bundesbank Discussion Paper,* Series 1: Economic Studies, 25/2011.

Galí, J., and M. Gertler (1999), "Inflation Dynamics: A Structural Econometric Analysis," *Journal of Monetary Economics,* 44(2), 195–222.

Hansen, B. (2000), “Sample Splitting and Threshold Estimation,” *Econometrica*, 68(3), 575-603.

Jordà, Ò. (2005), "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections," *American Economic Review,* 95(1), 161–182.

Pesaran, H., and Y. Shin (1998), “Generalized Impulse Response Analysis in Linear Multivariate Models,” *Economics Letters*, 58, 17-29.

Woodford, M. (2003), “Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy,” Princeton University Press.

<부록> 국내외 주요 경제지표

[세계경제]

	(전기대비, %)	2024	2025			2026				
			연간	3/4	4/4	1/4	2/4	5월	6월	7월
미국	GDP성장률[1]	2.8	2.1	4.4	0.5	2.1	1.5	-	-	-
	산업생산[2]	-0.7	1.1	0.5	-0.5	0.3	1.0	0.0	0.3	0.2
	소매판매	3.0	3.7	1.6	0.4	1.3	2.9	0.9	0.2	-0.6
	소비자물가[3]	2.9	2.6	2.9	2.7	2.7	3.9	4.2	3.5	3.4
	비농업취업자수 증감(천명)	1,826	764	34	-91	130	287	63	20	-23
유로	GDP성장률	1.0	1.2	0.3	0.2	0.0	0.4	-	-	-
	산업생산[2]	-3.0	1.6	-0.1	0.1	-0.8	0.9	0.3	0.0	..
	소매판매	1.3	2.4	0.2	0.6	0.3	0.2	0.4	-0.3	..
	통관수출[4]	0.6	2.4	0.2	-0.7	0.9	5.6	0.4	0.9	..
	소비자물가[3]	2.4	2.1	2.1	2.1	2.0	3.0	3.2	2.8	2.9
중국	GDP성장률[3]	5.0	5.0	4.8	4.5	5.0	4.3	-	-	-
	산업생산[2)3]	5.8	5.9	5.8	5.0	6.1	4.6	4.5	5.3	4.5
	소매판매[3]	3.5	3.7	3.4	1.7	2.4	0.2	-0.6	1.0	0.6
	고정투자[3)5]	3.2	-3.8	-0.5	-3.8	1.7	-5.7	-4.1	-5.7	-6.7
	통관수출[3]	5.8	5.4	6.4	3.7	14.7	20.1	19.2	26.9	23.9
	소비자물가[3]	0.2	0.0	-0.2	0.6	0.9	1.1	1.2	1.0	0.5

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)	2024	2025			2026					
		연간	3/4	4/4	1/4	2/4	5월	6월	7월	8월[3]-
두바이유[1]	80	69	70	64	88	96	103	79	77	87
브렌트유[1]	80	68	68	63	78	97	104	84	84	88
유럽 천연가스[2]	35	36	33	30	40	46	47	45	54	60

주: 1) 달러/배럴 2) 유로/MWh 3) 8.1~24일까지의 평균
자료: Bloomberg, 한국석유공사

[국내경제]

(전기대비, %)		2024	2025			2026				
			연간	3/4	4/4	1/4	2/4	5월	6월	7월
성장	GDP 성장률	2.2	1.1	1.4	-0.1	1.8	0.6	-	-	-
	소매판매액	-1.9	0.3	1.2	0.6	2.4	-1.7	0.1	2.7	..
	(전년동기대비)			(1.6)	(0.9)	(3.2)	(2.4)	(1.5)	(4.2)	..
	설비투자지수	3.0	1.2	0.6	-3.8	13.0	3.6	0.3	5.8	..
	(전년동기대비)			(1.2)	(-6.2)	(9.8)	(13.0)	(9.7)	(21.7)	..
	건설기성액	-4.6	-16.5	-0.8	-4.1	0.5	0.4	3.7	4.1	..
	(전년동기대비)			(-11.9)	(-15.1)	(-6.1)	(-4.6)	(-3.2)	(-4.0)	..
	통관수출(억$)	6,836	7,093	1,849	1,898	2,208	2,753	876	1,020	990
	(전년동기대비)	(8.1)	(3.8)	(6.5)	(8.4)	(38.4)	(57.2)	(52.9)	(70.4)	(63.0)
	통관수입(억$)	6,318	6,319	1,625	1,622	1,698	1,889	607	661	686
	(전년동기대비)	(-1.7)	(0.0)	(1.6)	(1.4)	(11.1)	(22.3)	(20.7)	(30.0)	(26.5)

자료: 한국은행, 국가데이터처, 관세청

(전년동기대비, %)		2024	2025			2026				
			연간	3/4	4/4	1/4	2/4	5월	6월	7월
물가	소비자물가	2.3	2.1	2.0	2.4	2.1	3.0	3.1	3.2	2.8
	근원물가[1)]	2.2	1.9	1.7	2.0	2.2	2.4	2.5	2.5	2.6
경상수지	경상수지(억$)	1,000	1,231	360	392	744	1,166	386	497	..
	상품	1,109	1,381	376	426	742	1,196	379	479	..
	서비스	-294	-345	-77	-106	-70	-48	-11	-13	..
	본원·이전	185	195	61	71	71	18	18	31	..
고용	취업자수 증감 (만명)	15.9	19.3	21.6	19.5	18.3	3.2	-4.0	6.3	10.8
	실업률(S.A., %)	2.8	2.8	2.7	2.9	2.9	2.8	2.8	2.7	2.8

주: 1) 에너지, 식료품 제외
자료: 한국은행, 국가데이터처