

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2024년 10월 31일 발간된

[2025년 전망 시리즈 3 - 경제전망: 미국이니까 괜찮아]입니다



경제분석

Economist 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

2025년 전망 시리즈 3 (해설판)

미국이니까 괜찮아

- ✓ 판데믹 재정대응 이후 유럽/일본/한국은 속도조절 vs 미국은 지속적 확장재정 강행
- ✓ 미국이니까 나홀로 확장재정 해도 되는 명분은 있음. 하지만 미래에 건전화는 필수
- ✓ 이러한 과정에서 장기금리 하락이 장기간 제약받을 가능성 주목
- ✓ 2025년은 확장재정 배제하더라도 미국 우위의 경제환경 지속되는 그림

나홀로 확장재정 이어가려는 미국: 미국이니까 괜찮아?

전세계는 재정으로 재미를 좀 봤다!

코로나19 이후 5년간 주요국은 그때와 다르게 재정의 덕을 톡톡히 본 것 같다.

2020년 리세션의 빠른 극복
: 대규모 기초 재정적자 용인

2020년 리세션은 글로벌 금융위기 당시보다 훨씬 경기침체의 골이 깊었으나, 미국 기준으로 리세션은 단 2개월만에 극복되었다. 국가를 막론하고 금융위기에 비해 큰 폭의 기초 재정적자(이자비용을 제외한 재정적자)가 용인되었기 때문이다. 그 이후 인플레이션이 왔고, 이를 잡기 위해 중앙은행들은 금리인상에 나섰다.

특히 미국이 재정의 효과를 봤다
1) 2023년 미국 경제성장을 상승

수요측 인플레이션이 가장 크게 나타난 국가가 미국이었기에 연준이 가장 공격적인 인상을 감행했다. 통화긴축으로 미국 리세션 우려가 2023년에 불거지자, 위기가 아닌 상황에서 GDP의 6%에 준하는 기초재정적자를 용인했고, 2023년 미국 성장을 (2.9%)은 2022년(2.6%)보다 높아졌다. 이처럼 리세션을 조기에 종식시키기 위해, 혹은 리세션 우려가 생겨났을 때 이를 미연에 방지하기 위한 목적의 재정정책은 효과를 봤고, 주요국 중 미국이 이를 학습하게 되었다.

2) 미국우선주의, 전략산업 육성

재정의 필요성은 이것 말고 하나가 더 있다. 바로 코로나19를 계기로 확산된 보호무역주의와 자국우선주의 기조 속에서 자국의 전략산업을 육성하고, 주요 기업투자를 유치하기 위한 인센티브 역할을 한 것이다. 사실 2018년 미-중 무역분쟁이 발발되었던 당시만 하더라도, 미국은 중국에게 보조금을 주지 말고, 공정한 무역에 나서라는 이야기를 할 수 있는 위치였다.

그러나 그럼 2에서 보듯, 코로나19를 계기로 미국과 유럽이 중국 못지 않은 산업 보조금을 지급하면서 그러한 명분은 퇴색되는 모습이다. 산업보조금 재원 중 55%는 국가재정, 33%는 국책은행이다. 보호무역주의 하에서 자국의 생존과 전략 산업을 키우기 위한 재원으로서 재정의 역할이 요구되고 있는 셈이다.

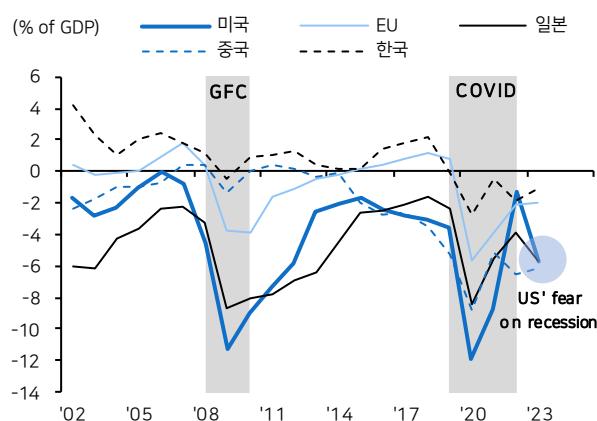
판데믹 때보다는 기초 재정적자 ↓
그러나 판데믹 이전에 비해 ↑

IMF의 추정에 따르면, 2024년부터 5개년 동안의 GDP대비 기초재정적자는 코로나19 한가운데에서 경기침체를 방어하느라 막대한 재정이 투하된 것에 비해서는 그 규모가 작다. 그러나 판데믹 이전 5개년(2015~19)과 비교해 보면, 국가를 막론하고 기초재정적자 규모는 늘어난다. 앞서 기술한 두 가지의 이유가 작용한 결과물일 것이다.

재정적자 용인 = 일반정부 채무 ↑
그럼에도 정당들은 확장재정 선호

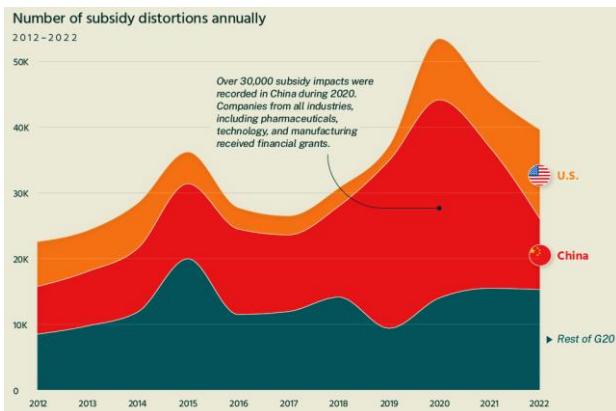
큰 폭의 재정적자가 용인된다는 것은, 당연하게도 다른 한편에서 빚의 규모가 증가한다는 의미이다. IMF의 추정이 맞다면, G7 일반정부 채무는 2023년 GDP대비 126%에서 2029년 132%로 늘어난다. 이쯤 되면 재정건전화를 하자는 요구가 정치권에서 있을 법 만도 한데, 여전히 전세계 정당들은 확장재정을 선호하고 있다. 미래 세대의 부담보다는 당장의 경제와 생존이 중요하기 때문일 것이다.

그림1 주요국 GDP대비 기초재정적자 비율 추이



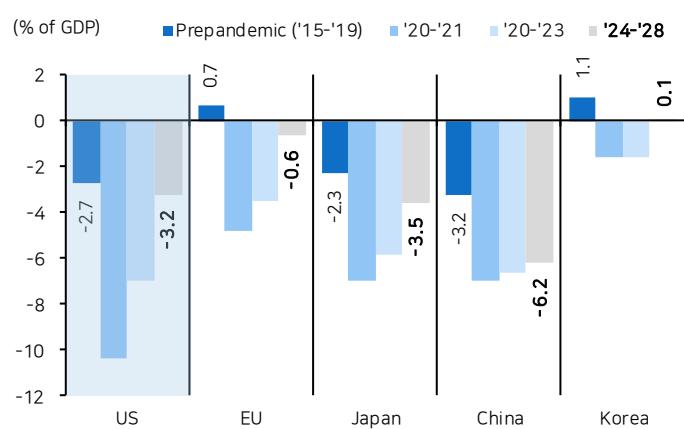
자료: IMF WEO Database (Oct 2024), 메리츠증권 리서치센터

그림2 연간 산업보조금 지급 건수 (2012~2022)



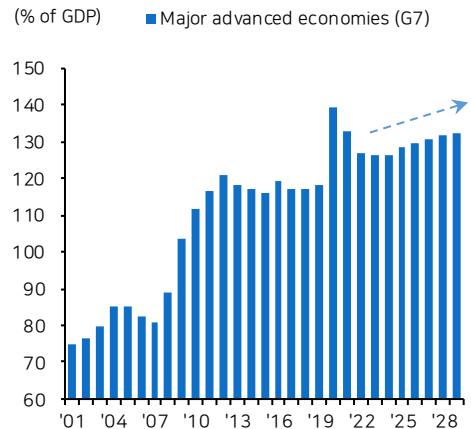
자료: Global Trade Alert, Visual Capitalist, 메리츠증권 리서치센터

그림3 주요국의 기초재정적자/GDP (IMF 추정)



자료: IMF WEO Database (Oct 2024), 메리츠증권 리서치센터

그림4 G7 국가의 일반정부 채무/GDP 비율



자료: IMF WEO (Oct 2024), 메리츠증권 리서치센터

빚을 낼 여유가 있다는 인식 때문에 확장재정을 옹호한다 볼 수도 있음

여유가 있으니 확장재정 선호?

어떤 관점에서는 코로나19 한가운데에서 그렇게 많은 빚을 냈어도 아직 재정에 여유가 있기 때문에 확장재정을 선호하는 것으로 이해할 수도 있다. 아래 표 1은 2011년 IMF가 연구보고서를 통해 각국의 부채한도(debt limit)를 추정한 것이며, 현재 채무비율과의 비교를 위해 가장 최근의 IMF 일반정부 채무/GDP 추정치를 추가한 것이다.

IMF의 국가별 부채한도 추정

: 대부분 아직 부채한도에 도달X

부채한도에 도달하게 되면 사실상의 국가부도이며, 이탈리아와 일본의 한도가 공란인 것은 보고서가 작성될 당시 재정위기를 경험하였거나 이미 한도에 도달했다고 연구자들이 판단했기 때문이다. 표를 보면, 최근 문제가 되고 있는 프랑스와 벨기에에도 부채한도까지는 여유가 있으며, 미국의 경우는 GDP대비 160~183% 정도로 그 수준이 추정되고 있다. 한국의 경우는 200%가 넘는다.

그럼에도 위기는 미리 대비해야

그렇다면, 부채한도에 도달하기 전까지는 마음 놓고 빚을 내도 된다는 이야기일까? 이 숫자에 근접할수록 위기 가능성이 증폭된다고 봐야 할 것이다. 사실 건전화 노력은, 위기 가능성이 커지기 전에 미리 해야 하는 것이다.

표1 주요 선진국 GDP대비 국가채무비율과 Debt limit (2011년 IMF Working Paper 추정)

(% of GDP)	General government gross debt				Debt limit		
	2015E(2011)	2015A	2024E	2029E	Market (Historical)	Market(Projected)	Model-implied
Australia	20.9	37.7	49.3	46.0	203.9	193.2	202.7
Austria	77.3	84.9	78.7	80.7	179.7	187.3	170.7
Belgium	99.9	105.2	105.0	119.0	182.0	168.4	172.0
Canada	71.2	92.0	106.1	96.3	152.3	181.1	173.1
Denmark	49.8	39.9	28.2	27.3	175.7	208.7	195.9
Finland	76.1	68.7	81.4	85.3	200.4	184.5	167.0
France	94.8	95.5	112.3	124.1	170.9	176.1	159.7
Germany	81.5	70.6	62.7	57.8	154.1	175.8	170.0
Greece	158.6	179.1	159.0	139.4	196.5	-	-
Iceland	86.6	97.3	60.3	44.8	213.5	-	157.3
Ireland	94	74.0	42.4	35.9	245.7	149.7	157.6
Israel	69.9	63.0	68.0	70.1	184.8	182.4	183.9
Italy	124.7	134.7	136.9	142.3	-	-	-
Japan	250	228.3	251.2	245.0	-	-	-
Korea	26.2	38.8	52.9	58.2	217.2	229.2	220.3
Netherlands	77.4	63.8	44.3	49.3	190.5	190.1	168.7
New Zealand	36.1	34.2	47.2	45.2	201.0	186.4	197.6
Norway	53.6	34.3	42.7	40.6	263.2	249.2	233.5
Portugal	98.4	131.2	94.4	76.2	191.6	-	-
Spain	94.4	102.4	102.3	97.1	248.3	153.9	168.4
Sweden	37.6	44.0	36.4	31.7	203.5	204.9	167.8
United Kingdom	90.6	87.9	101.8	108.3	182.0	166.5	166.0
United States	109.7	104.7	121.0	131.7	183.3	160.5	173.1
Median	81.5	84.9	78.7	76.2	191.6	183.5	170.7
Mean	86.1	87.5	86.3	84.9	197.1	186.0	179.2

자료: Ghosh et al., "Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Countries", IMF Working Paper 16782 (Feb 2011), IMF WEO (Oct 2024) for 2015A, 2024E, 2029E Government debt

실제 다수 선진국은 이미 재정건전화에 나서는 모습

주요국 재정건전화 척수 사례

1) 프랑스, 이탈리아

그래서 주요 선진국들은 재정건전화에 이미 나서는 모습이다. 재정준칙에 대한 고려가 있고, 이를 실제 정책에 적용하기 때문이다. 유로존 회원국인 프랑스와 이탈리아는 자율적인 재정적자 및 국가채무 경감 기회가 부여되었음에도 개선이 미진하여, 유럽 집행위원회 차원의 강제 조정(Excessive Debt Procedure; EDP)이 진행중이다.

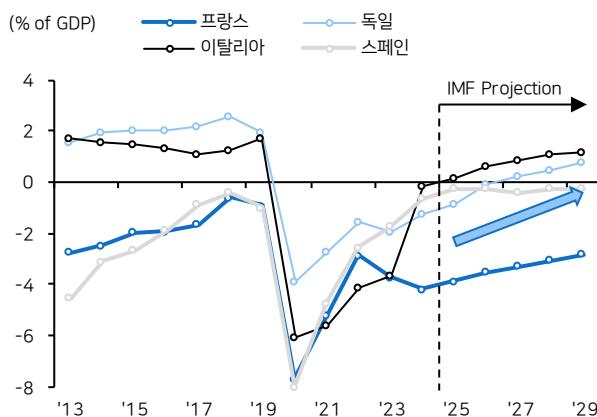
2) 독일

독일은 GDP대비 국가채무 비율이 63%에 불과하지만, EU의 안정성장협약(Stability & Growth Pact)의 기준인 60%를 지키겠다고 건전재정을 강행하고자 했다. 그 중심에 있었던 Christian Lindner 재무장관이 11월 7일 경질되었고, Olaf Scholz 총리가 조기총선을 예고하면서 관련 불확실성이 커진 상태이다. 다만, 독일의 연방정부 적자 한도(GDP대비 0.35%)를 헌법이 규율하고 있기에 급진적인 변화가 나타날 가능성은 비교적 적다 하겠다.

3) 일본, 한국

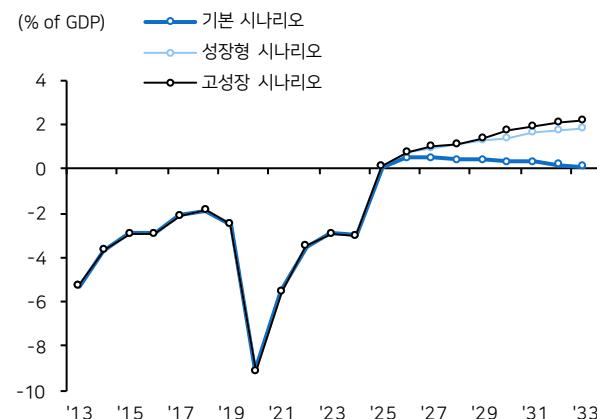
일본은 오랫동안 미뤄 왔던 기초재정흑자 전환을 2025년 회기 년도부터 달성하겠다는 계획을 제시하고 있다. 인플레이션이 돌아왔고, 내수가 회복되면서 세수가 확충될 것으로 보기 때문이다. 한국도 재정준칙이 아직 법제화되지는 않았으나, GDP 대비 3% 이내의 재정적자와 60% 이내의 국가채무를 기준으로 중기 재정이 편성되어 운용되고 있다.

그림5 유로존 주요국 기초재정수지/GDP



자료: IMF WEO (Oct 2024), 메리츠증권 리서치센터

그림6 일본 기초재정수지/GDP



자료: 일본 내각부, 메리츠증권 리서치센터

미국 재정정책은 어떤 관점에선 근본이 없어진 느낌

미국도 재정준칙 존재

미국에서도 재정준칙이 있다. 최근의 기준은 2010년 2월에 제정된 PAYGO 원칙이며, 이는 법안의 제정 및 개정이 재정적자를 확대시킬 경우 다른 부문 지출조정/세수 확대 등 방안이 수반되어야 한다는 지출 준칙이다. 단, COVID-19와 같은 비상사태/재난의 경우는 예외로 적용된다.

그러나 최근 근본 퇴색

: 적자를 감축하려는 노력 약화

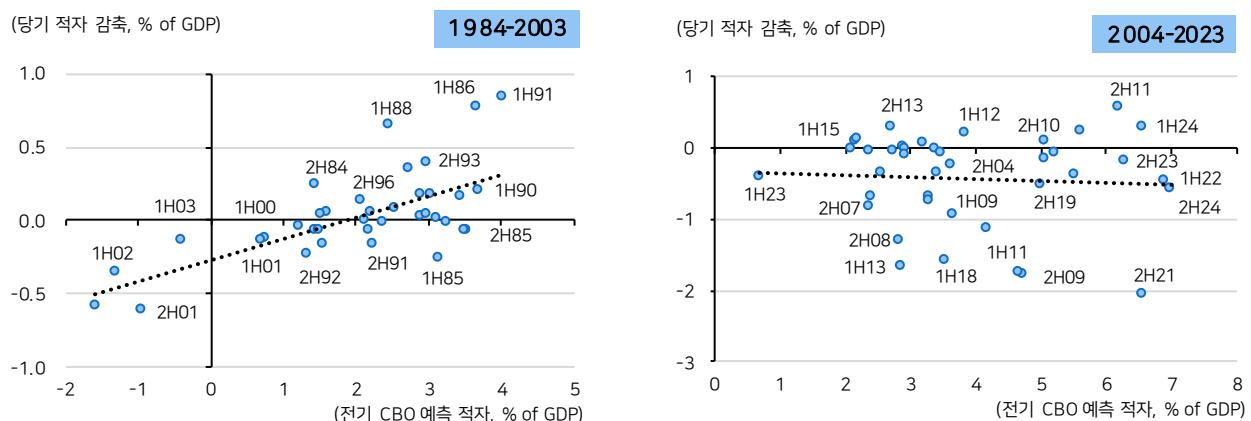
하지만 실제에서는 재정규율이나 준칙이 제대로 지켜지지 않는 듯하다. 아래의 그림은 Auerbach와 Yagan 박사가 브루킹스 연구소 컨퍼런스에서 발표한 자료를 인용한 것이다. 2003년까지는 직전 해에 재정적자가 많이 용인되었다면 그 이듬해에 적자를 줄이는 방안으로 예산이 편성되는 흐름이었는데, 2004년 이후 글로벌 금융위기와 코로나19를 거치면서 직전 해에 적자를 많이 냈더라도 이를 감축하는 노력이 그 이후에도 부재했다는 것이다. 추세선의 기울기가 우향한다는 것이 바로 이를 의미하는 것이다.

특히 트럼프 1기에 위반 사례 多

Ex) TCJA Act

심지어, 트럼프 행정부 1기에서 PAYGO 원칙을 위반한 법안 제정 사례가 여러 차례 있었다는 점도 준칙이 유명무실해지고 있을 가능성을 보여 준다. 특히 트럼프 2기에서 영구화될 것으로 예상되는 Tax Cuts and Jobs Act of 2017 (원래 2025년 말 일몰 예정. 법인세 인하 및 개인 최고세율 인하 등을 골자로 함) 역시 PAYGO 원칙을 위반하면서 제정된 대표적인 사례이다. 이 법안의 제정으로 재정적자가 많이 발생했지만 미래에 이를 줄일 계획이 부재하다는 것이다.

그림7 재정적자 축소 법안과 향후 재정적자 전망과의 관계 (1984~2003 vs 2004~2023)



자료: Alan J. Auerbach and Danny Yagan, "Robust fiscal stabilization", Brookings Papers on Economic Activity (Sep 24, 2024)

표2 2017~2020년 중 법률제정 혹은 그 과정에서 PAYGO 원칙이 위반된 사례들 (법안 제정 사례 限)

법안	하원	상원	폐이고 법률	폐이고 원칙	예상 적자	총 적자	상태
Tax Cuts and Job Act of 2017	면제	면제	제외	위반	1.46조 달러	1.9조 달러	2017.12.22 법안 제정
Bipartisan Budget Act of 2019	면제	면제	제외	위반	2,650억 달러	1.7조 달러	2019.08.02 법안 제정
Further Continuing Appropriations Act, 2020, and Further Health Extenders Act of 2019	면제	상정X	제외	위반	110억 달러	130억 달러	2019.11.21 법안 제정
National Defense Authorization Act for Fiscal Year 2020	면제	면제	면제X	위반	560억 달러	630억 달러	2019.12.20 법안 제정
Further Consolidated Appropriations Act, 2020	면제	통과X	제외	위반	4,450억 달러	5,000억 달러	2019.12.20 법안 제정
Coronavirus Preparedness and Response Supplemental Appropriations Act, 2020	면제	면제	제외	위반X(재난)	810억 달러	990억 달러	2020.03.06 법안 제정
Families First Coronavirus Response Act	면제	면제	제외	위반X(재난)	1,920억 달러	2,400억 달러	2020.03.18 법안 제정
CARES Act	면제	면제	제외	위반X(재난)	1.7조 달러	2.2조 달러	2020.03.27 법안 제정
Paycheck Protection Program and Health Care Enhancement Act	면제	면제	제외	위반X(재난)	4,830억 달러	6,000억 달러	2020.04.20 법안 제정

자료: Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB), "Pay-go Tracker", 메리츠증권 리서치센터

트럼프 2기의 재정정책: 재정건전화와는 더욱 멀어지는 모습

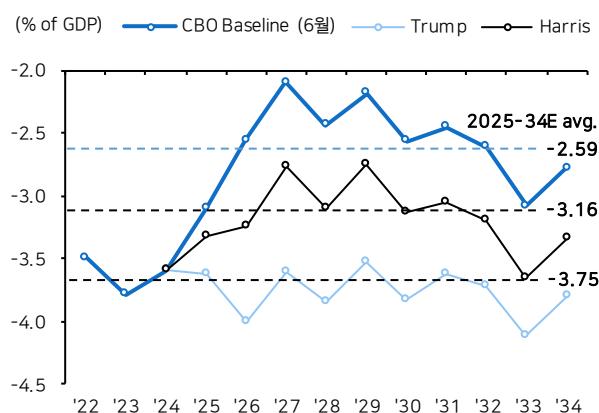
트럼프 2기: 더 큰 재정적자 용인

민주당 해리스 후보보다 더욱 큰 폭의 재정적자를 용인하겠다는 공약을 내건 트럼프 후보가 47대 대통령으로 당선되면서 추가적인 확장재정이 시행되지 않았을 경우보다 GDP대비 재정적자는 더 많이 늘고, GDP대비 국가채무비율도 더 빠르게 상승할 가능성이 커졌다.

트럼프 2기 기초 재정적자 추정
: 기본 시나리오 2.59%를 상회
→ 연방채무비율 경로 역시 상향

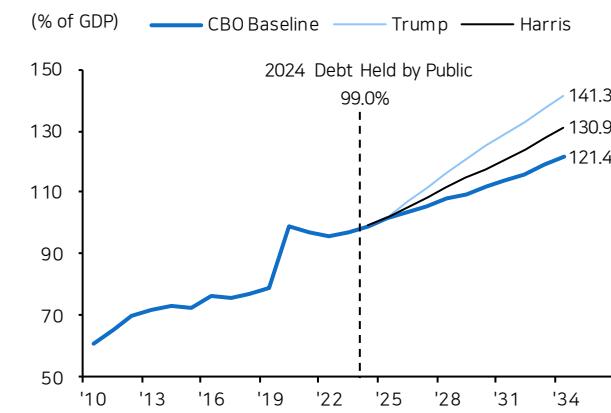
아래 그림 8~9는 올해 6월 미국 의회예산처(CBO)의 중기재정추계(2025~34E)에 각각 해리스와 트럼프의 공약 내용을 적용하여 재정적자와 국가채무 비율의 경로를 추정한 것이다. 기초 재정적자 확대분은 Penn Wharton Budget Model의 숫자를 인용하였다. 이를 토대로 계산해 보면, CBO의 6월 기본 시나리오 하에서 향후 10년 GDP대비 기초재정적자 평균은 2.59%인데 반해, 트럼프 공약이 이행될 경우 3.75%로 적자가 늘어난다. 2034년 연방채무비율의 경우 CBO는 121.4%로 추정하고 있다. 반면 트럼프 공약 이행시는 141.3%로 크게 높아져, 앞서 IMF(2011)가 추정한 채무한도에 한층 더 가까워진다.

그림8 각 후보 재정공약별 GDP대비 기초재정적자 경로



자료: CBO, Penn Wharton Budget Model, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림9 각 후보 재정공약별 GDP대비 연방채무비율 경로



자료: CBO, 메리츠증권 리서치센터 추정

무엇을 위한 확장 재정인가?

확장 재정은 장기적으로 GDP에 부정적 효과

생각해 볼 점은, 무엇을 위해 재정적자를 더 내면서 확장재정을 강행하겠다는 것인가에 있다. Penn Wharton Budget Model의 분석에 따르면, 해리스나 트럼프의 확장 재정 공약은 장기적으로 미국 GDP에 부정적이었다. 국채 발행부담의 증가는 조달 비용의 증가로, 이는 다시 구축효과를 유발하여 자본축적이나 생산성에 부정적일 수 있다는 것이 공통분모이다. 그러나 해리스의 공약이 최하위 계층으로 소득을 재분배하는 데 있어서는 긍정적이라는 분석이 수반될 뿐이다.

임기 내 단기적으로는 긍정적

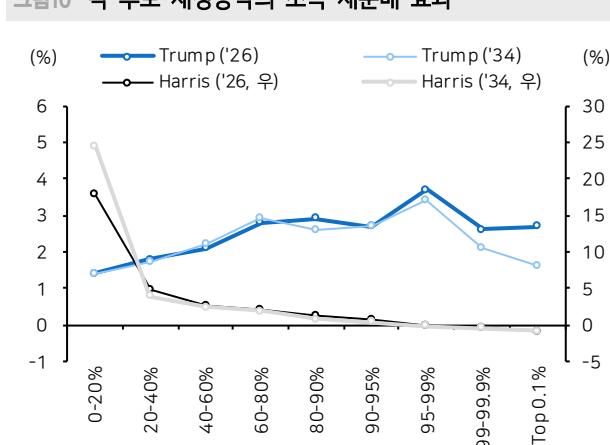
장기적으로는 부정적일 수 있으나, 단기에는 긍정적일 수 있기에 확장 재정을 강행하는 것처럼 보인다. IMF WEO(2024년 10월)와 Yale Budget Lab의 분석은 향후 5년간 트럼프의 감세 영구화가 경제에 긍정적인 효과를 낼 수 있으며, 감세 영구화가 없을 경우 대비 5년 누적으로 약 0.5%의 GDP제고 효과가 있다고 한다. 이 마저도 관세 부과나 무역정책의 불확실성 없이 순수한 감세 영구화가 있을 때의 이야기이다.

표3 각 후보 재정공약의 경제적 효과

		2034	2039	2044	2049	2054
트럼프	Gross domestic product	-0.4	-0.5	-0.8	-1.4	-2.1
	Capital stock	-0.4	-0.6	-1.1	-2.5	-4.0
	Hours worked	-0.3	-0.4	-0.4	-0.6	-0.6
	Average wage	0.0	-0.1	-0.4	-1.0	-1.7
	Consumption	2.2	2.5	2.7	2.9	3.2
	Debt held by the public	9.3	11.3	12.2	12.5	12.7
해리스	Gross domestic product	-1.3	-1.6	-2.1	-2.8	-3.9
	Capital stock	-2.4	-3.2	-4.2	-5.7	-7.8
	Hours worked	-0.7	-0.7	-0.6	-0.7	-0.7
	Average wage	-0.8	-1.2	-1.7	-2.4	-3.3
	Consumption	-0.7	-0.9	-1.3	-1.6	-2.1
	Debt held by the public	4.4	5.7	6.6	7.3	7.7

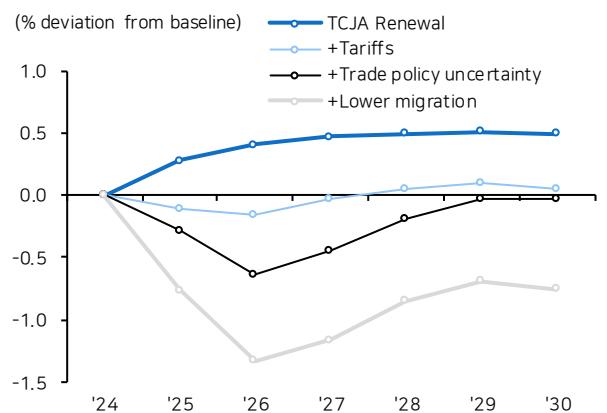
자료: Penn Wharton Budget Model, 메리츠증권 리서치센터

그림10 각 후보 재정공약의 소득 재분배 효과



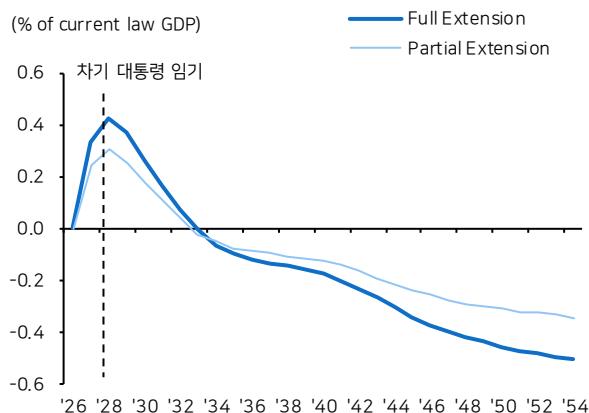
자료: Penn Wharton Budget Model, 메리츠증권 리서치센터

그림11 트럼프 공약: 실질 GDP 충격 ('25년 이후 누적)



자료: IMF WEO (Oct 2024), 메리츠증권 리서치센터

그림12 Tax Cuts and Jobs Act 연장의 경제적 영향



자료: Yale Budget Lab, "Tax Cuts and Jobs Act Expiration"

미국 만의 재정여력이 두드러진다고 볼 수 있는 부분은 어떤 것들이 있을까?

미국 재정여력이 드러나는 부분

- 1) 젊은 인구구조
- 2) 생산성 제고→잠재성장률 개선

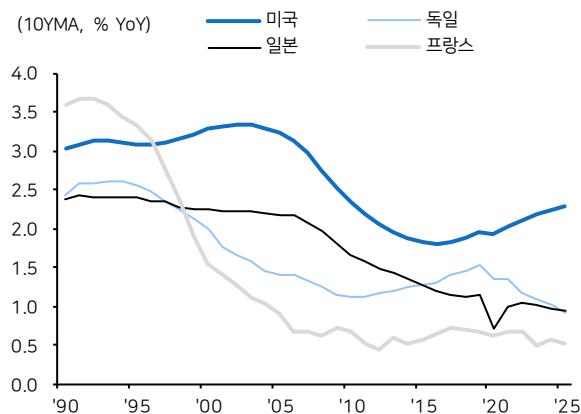
주지하다시피 미국은 15~64세 인구가 2050년까지 계속 증가하며, 이에 따라 2050년 노인부양비율도 40%를 밟도는 비교적 젊은 인구구조를 장기간 유지할 수 있다. 아울러 산업구조의 재편과 혁신을 기반으로 한 생산성 제고는 여타 선진국과 달리 오히려 최근 들어 잠재성장률이 개선되는 결과를 냉고 있다. 중장기 성장 체력이 다른 나라대비 우위라는 것이다.

특히 핵심적인 요인

- 1) 미국 국채의 풍부한 유동성
- 2) 달러 기축통화→화폐주초차익

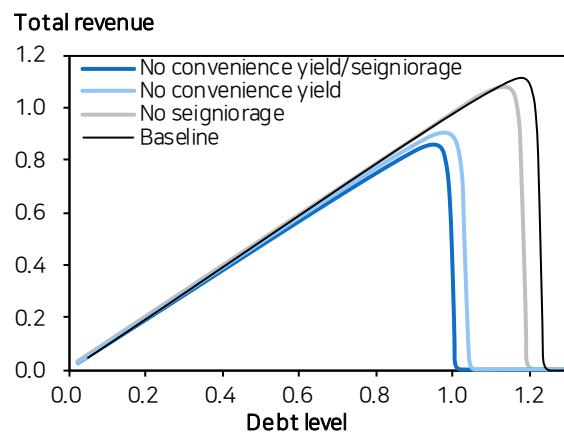
또 다른 부분은 다음과 같다. 첫째, 미국 국채 시장의 유동성이 풍부(liquid)하여 국채가 담보 여력을 충실히 수행할 수 있어 다른 형태의 부채에 비해 미국채가 상대적으로 낮은 금리로 선호된다(convenience yield). 둘째, 미 달러화가 기축통화이기에 대외부문(Foreign entities)의 달러보유 수요가 존재하여 미국 정부에게 화폐주초차익(Seigniorage revenues)을 부여한다는 것이다. NBER의 최근 연구(그림 14)는 이 두 가지 특징이 미국의 국가 채무여력을 그렇지 않은 경우보다 GDP대비 22%만큼 늘려주는 동인이 되고 있다고 분석하고 있다. 쉽게 말하면, 미국이니까 괜찮다는 것이다.

그림13 잠재성장률 추세 (10년 이동평균)



자료: IMF WEO를 이용하여 메리츠증권 리서치센터 계산

그림14 미국만이 지니는 특수한 재정여력



자료: Choi et al., "Exorbitant privilege and the sustainability of US public debt", NBER

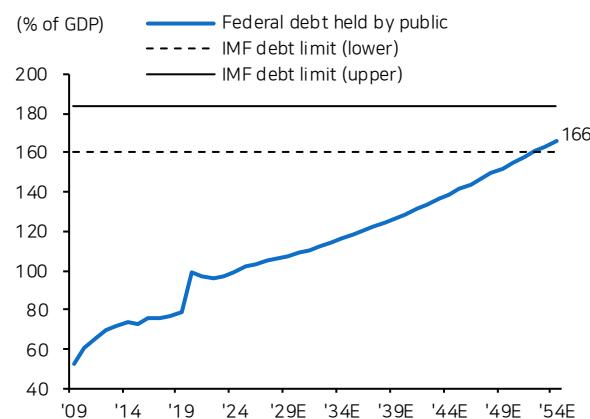
재정여력이 충분하니, 건전화는 필요 없지 않은가?

공약 미이행에도 건전화는 필요 : 2054년 연방채무는 한도 도달

미국만의 특징이 국가채무 여력을 늘려주고 있으니 적어도 미국만큼은 재정건전화 노력이 불필요하다고 볼 수도 있겠다. 그러나, 트럼프 대통령이 공약을 이행하지 않는다 하더라도 미래에 재정건전화 논의는 반드시 필요하다. 미국 의회예산처(CBO)가 올해 3월 실시한 장기 재정추계는 현행법대로 세입과 세출이 이루어질 경우 2054년 GDP대비 연방채무가 166%에 달할 것이라 예상하고 있으며, 이는 앞서 본 미국의 채무한도 범위인 160~183% 안으로 들어오는 것이다.

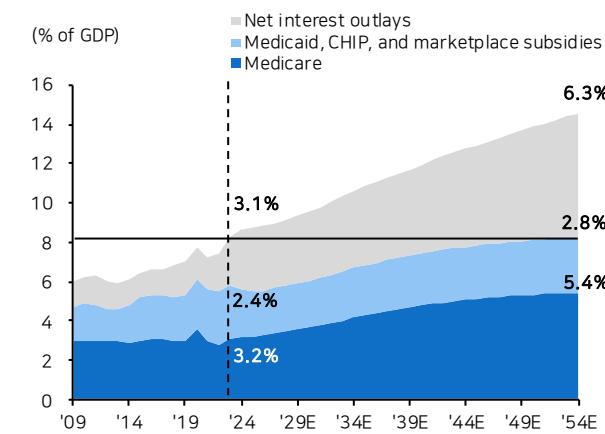
지출이 크게 늘어나는 항목들은 인구 노령화 진행에 따른 헬스케어, 그리고 채무 규모가 늘어남에 따라 계속 불어나는 이자 부담에 기인한다. 헬스케어 지출은 2024년 GDP대비 5.6%에서 30년 후에는 7.2%로, 순이자지출은 동 기간 중 3.1%에서 6.3%로 증가한다는 추정이다.

그림15 미국 연방부채/GDP와 IMF Debt limit (2011)



자료: CBO, "The Long-term budget outlook: 2024~54" (March 2024), IMF(2011)

그림16 향후 지출증가 항목들: 헬스케어와 이자부담



자료: CBO, "The Long-term budget outlook: 2024~54" (March 2024)

그렇다면 재정건전화는 어떻게 할 수 있는가?

PWBM의 재정건전화 방안 검토

: 세금↑, 지출↓

하지만 해당 방안들은 검토 필요

Penn Wharton Budget Model에서는, "연방채무를 줄이는 정책 옵션들(Policy Options for Reducing the Federal Debt, 2024년 4월)"을 통해 1) 소득세 최고세율/법인세 인상, 2) 정년 및 메디케어 수급 연령 상향, 3) 재량지출 감축, 4) 간접세 인상과 소득세 과표조정 등 옵션들을 적용했을 때의 효과를 추정하고 있다. 세금을 올리고 지출을 감축하자는 것인데, 몇 가지 논점이 제기될 수 있다.

- 첫째, 세금 인상이나 지출 축소가 급진적이지 않아야 한다. 지금과 같은 상황은 아니지만, 1953년(한국전쟁 직후)과 1969년(미군의 베트남 국경 철수)의 경우 전비지출의 정상화 차원에서 급격한 지출 축소와 세금 인상이 있었고, 이는 재정긴축 "충격"이 되어 리세션을 유발했다.
- 둘째, 지출 감축이 반드시 효과를 낼 것이라 단정짓기 어렵다. 글로벌 금융위기 이후 선진국 재정위기 과정에서 미국도 재량지출 축소를 통해 재정적자 비율을 낮췄던 경험이 있었다. 그러나 당시 저성장-저물가의 고착화로 인해 국가채무 비율을 낮추는 데에는 실패했다.
- 셋째, 자율적으로 정치적 합의 하에 이런 옵션들이 제기되는 것은 그나마 낫다. 신용등급의 강등 혹은 2022년 Gilt tantrum 당시처럼 시장의 징벌이 있은 후에 정책선회를 하게 된다면 금융불안까지 키우는 작업이 될 수 있다.

따라서 가능성 높은 방안은
금융억압(financial repression)

그렇기에 미국이 만약 재정건전화에 돌입하게 될 경우 위의 옵션 말고 다른 대안을 선택할 가능성이 있어 보인다. 2차 세계대전 이후 1946년부터 1982년까지 국가채무비율을 낮추는 데 썼던 이른바 "금융 억압(financial repression)" 정책이다. 실제 이 정책은 큰 충격 없이 미국의 국가채무비율을 장기간에 걸쳐 현격히 낮추었다는 점에서 채무비율 조정의 모범적 사례로 거론되기도 한다.

금융 억압의 핵심

: 인플레를 통한 낮은 실질금리

금융 억압을 통한 부채비율 조정은 실질금리를 낮게 유지시키는 데에 있다. 실질금리를 명목금리에서 소비자물가 상승률을 차감한 것이라 한다면, 핵심 요소는 “인플레이션”에 있다고 봐야 할 것이다. 인플레이션을 통해 국가채무비율의 분모에 해당하는 명목 GDP를 크게 띄운 정책이라는 의미이다.

약한 fiscal dominance를 시사

: 중앙은행이 인플레에 소극적

이러한 금융 억압은 재정적자의 누적이 인플레를 유발하는 가운데서 중앙은행이 소극적으로 대응함을 의미하는 것이기에 약한 형태의 fiscal dominance(재정 우위; 통화정책이 재정정책에 예속되는 것)이다. 반대는 monetary dominance(통화정책이 인플레를 제어하고 재정정책이 안정적 부채수준을 도모)이다.

중앙은행 독립성 저해 사례

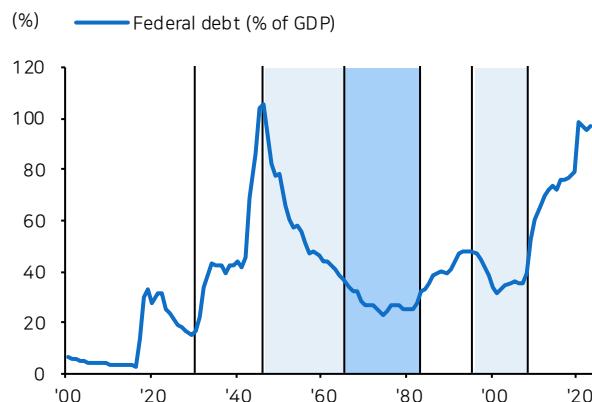
: '65-'82년 Great inflation 시기

돌이켜 보면, 1946~82년 부채비율 조정기는 중앙은행의 독립성이 저해되었던 시기였다. 2차 세계대전이 끝났음에도 1951년까지 연준은 금리 목표제를 이어 갔다. 1965~82년의 Great inflation 구간은 인플레이션율의 항구적 상승에도 불구하고 중앙은행의 적극적 대응이 결여되고 미봉책으로만 일관했던 시기이다. 당시 명목금리가 높아지는 환경에서 실질금리를 끌어내린 것은 연평균 6.6%에 달하는 인플레이션이었다 (그림 18).

2029년 전후 재현될 가능성

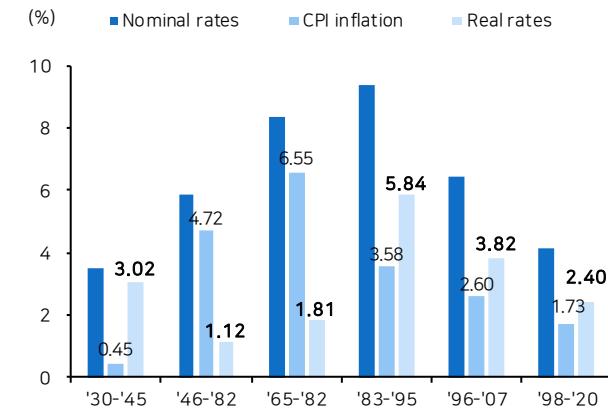
부채 문제가 겉잡을 수 없이 커지거나 전술한 확장재정의 부작용이 나타나기 시작하면 financial repression이 재현될 가능성도 적지 않다고 봐야 할 것이다. 차기 대통령 임기가 종료되는 2029년 전후가 유력한 시점일 수도 있다.

그림17 미국 연방채무/GDP (1900~2023)



자료: Office of Management and Budget, 메리츠증권 리서치센터

그림18 구간별 명목 국채금리(10년), CPI, 실질 국채금리



자료: Federal Reserve, US BLS, Measuringworth.com, 메리츠증권 리서치센터

조금은 불편한 이야기: 중앙은행의 선택과 시중금리

중장기적인 측면에서 시중금리가 잘 내려오지 못할 수 있는 이유

중장기 그림이 이러하다면, 시중금리는 어떻게 될까? 사실 금리를 보는 입장에서는 시중금리가 잘 내려오지 못할 까봐 걱정이 된다. 이유는 다음과 같다.

1) 확장재정이 단기에는 긍정적

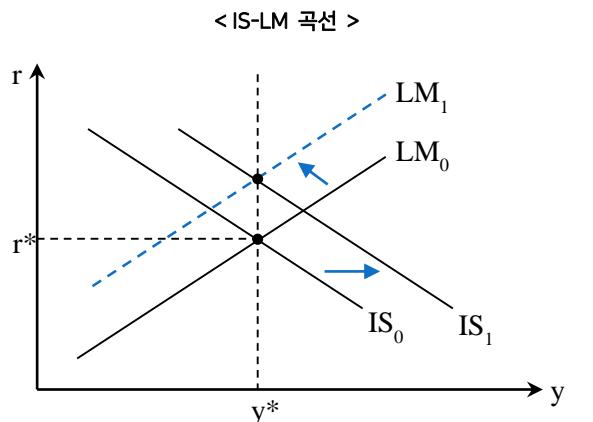
첫째, 트럼프의 확장재정정책은 장기에 부정적일 지 몰라도 단기에는 경기에 긍정적이다. 2026년 이후 GDP성장률을 들어올려 (+)의 산출갭(positive output gap) 상태를 장기화시킬 수 있으며, 수요측 인플레이션 요인으로 작용한다. 장기균형을 도모하고자 하는 중앙은행이 독립적이라면, 금리를 쉽게 낮추기 어려워질 수 있다. 긴축적인 영역에서 벗어나기 어려운 환경이 될 수 있다는 의미이다.

2) 금융억압→중앙은행이 소극적, 기간프리미엄 상승

둘째, 미국이 재정건전화에 임하고, 그 방법으로 금융 억압을 선택하게 될 경우 우리는 1965~82년 Great inflation 시대를 참고해야 한다. 당시 인플레이션율이 계속 올랐고, 중앙은행이 소극적으로나마 대응할 것이라는 기대(Short-term rate expectation의 상승)와 더불어 기간 프리미엄 상승이 동기간 중 10년물 국채금리를 계속 들어올리는 요인으로 작용했음에 주목할 필요가 있다.

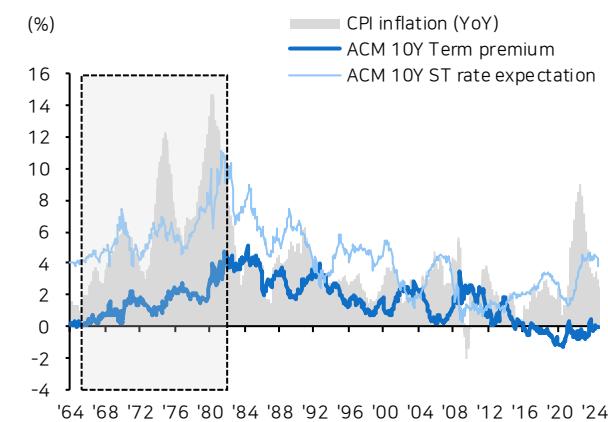
기간 프리미엄의 상승에는 1) 인플레이션으로 유발된 부분과 더불어 2) 재정적자속에 따른 발행 부담(수급) 내지는 fiscal dominance 현실화 우려가 함께 작용했을 가능성이 있다. 명목 장기국채의 상승 압력이 중장기적으로 부상할 위험에 주목해야 한다고 생각한다.

그림19 재정확대 이후 장기균형 도모: 통화정책은 긴축적이어야



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림20 Great inflation: 단기금리 기대, 기간 프리미엄 ↑



자료: US BLS, New York Fed "Treasury Term Premia", Adrian/Crump/Moench

다른 나라에 미칠 파급효과(spillover)에도 주목할 필요가 있다.

다른 나라에 미칠 파급효과

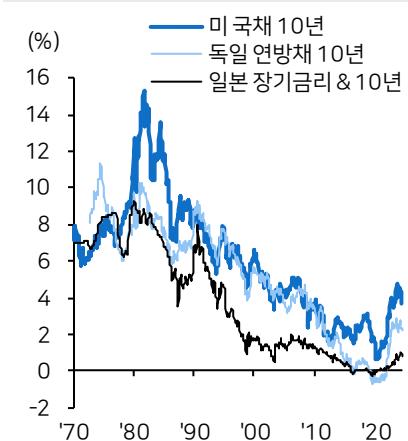
1) 장기금리 동조화

첫째, 장기물 채권금리의 벤치마크 역할을 하는 미국 명목금리의 상승 압력은 기간 프리미엄을 중심으로 타국의 장기금리에 영향을 줄 수 있다. 1970년대 이후 50년동안 정도의 차이는 있지만 독일과 일본의 장기금리는 미국과 동조화되어 움직여 왔고, 최근의 흐름에 비추어 보면 글로벌 공통의 거시경제 환경과 무관한 모습도 보였다.

2) 통화가치 절하

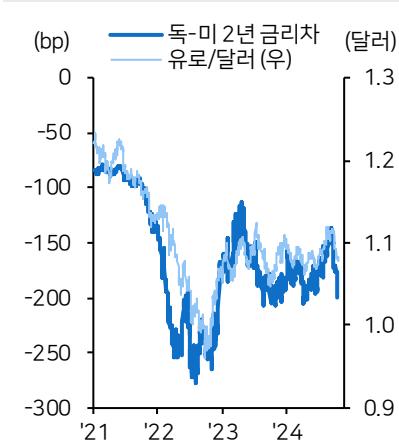
둘째, 주요국 간 경제 편디멘털의 차이로 만약 금리차가 벌어진다면 주요 선진국 통화를 중심으로 달러화 대비 통화가치가 절하될 위험이 발생할 수 있고, 쏠림이 있을 경우 이를 방어 위한 정책 옵션들이 선택될 가능성도 있다. 물론 이는 외환 시장에서 달러패권이 계속 유지될 때의 일일 것이다. 만약 미국 재정의 지속 가능성 문제가 불거지게 될 경우 강달러 일변도가 아닐 수 있기 때문이다.

그림21 장기금리의 동조화



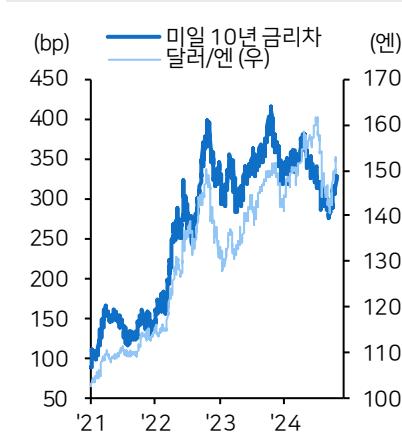
자료: 각국 중앙은행, IMF, 메리츠증권 리서치센터

그림22 통화절하 압력(1): EURUSD



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 통화절하 압력(2): USDJPY



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2025년: 확장재정 없이도 미국 경제 우위 환경 지속

앞서 다른 내용은 '25년의 문제 X'

지금까지 우리는 미국의 나홀로 확장재정 강행의 배경, 효과, 금융시장 영향을 다루었다. 트럼프 행정부의 확장재정 선택(TCJA 영구화)은 2025년 하반기의 이벤트일 것이며, 시차를 두고 효과는 2026년에 나타날 것이기에 2025년에 관련 우려가 표면화될 가능성은 크지 않다. 그리고 2025년은 중앙은행들이 금리를 함께 내리는 환경이기에 시중금리도 상방 보다는 하방이 좀 더 열려 있다고 생각한다.

2025년은 확장재정 배제하더라도
미국 우위 환경 지속

우리는 내년에도 우수한 민간 내수 편디멘털에 기반한 미국 우위의 경제환경이 연장될 것으로 생각하고 있다. 지역별 전망의 골자는 다음 페이지에 정리했고, 경제 전망 이전에 경제脈이나 전략공감2.0을 통해 이미 뷰가 제시된 부분은 링크를 달아 두었다.

지역별 경제전망 정리

1) 미국

- 미국: 미국은 추가적인 확장재정이 아니더라도, 소비와 고용을 중심으로 민간 내수 체력 우수하다. 인플레이션이 내려오고 있어 통화긴축을 점차 완화하고 있기도 하다. 경제 편더멘털이 우수하기 때문에 금리인하를 해도 빠르게 중립으로 갈 필요가 없는 국가로 판단된다. 급하게 중립으로 가지 않을 것이라는 언급은 11월 FOMC 기자회견에서도 있었다. 우리는 2025년 말 FFR을 3.50%, 2026년 Terminal rate으로는 3.25%를 예상한다. ([링크1: 경기](#)) ([링크2: 10월 고용](#)) ([링크3: FOMC](#)).

2) 유럽

- 유럽: 유럽은 순환적 요인과 구조적 요인이 병존하면서 민간 내수가 취약한 상태이다. 순환적 요인은 금리인하가 좀 더 진행되면 해결될 일이지만, 글로벌 시장에서의 경쟁력 저하와 생산성 개선 미진 등 구조적 문제가 존재하여 성장과 회복을 제약 중이다. 유럽은 재정건전화 중이며, 구조개혁은 한참 걸릴 것이기에 금리인하에 경기 모멘텀을 의존해야 하는 국가이다. 우리는 2025년 9월 DFR이 2.0%까지 인하될 것으로 보나, 경기회복 미진과 인플레 언더슈팅의 경우는 1.5%까지 terminal rate을 열어야 할 것이다 ([링크](#)).

3) 일본

- 일본: 일본은 3분기 들어 실질임금이 상승세로 돌아섰다. 자연재해 혹은 우려로 민간소비가 아직 충분히 개선되지 못했지만, 올해 말과 내년 초를 기점으로 회복세가 강해질 국가이다. 설비투자와 비주거용 건설투자도 동반 개선되면서 내수회복에 힘을 실어줄 것이다. 물가도 2025년까지는 2%를 상회하면서 점진적 통화정책 정상화를 지지할 것이다. 우리는 2025~26년 말 콜금리 목표를 0.75%와 1.00%으로 전망한다. 정책금리가 올라도 마이너스 실질금리 기조가 이어지는 것이며, 결국 이는 국가채무 비율의 하락까지 이어질 것으로 본다.

4) 중국

- 중국: 중국은 민간 자생력이 취약하여 확장적인 재정/통화정책이 필요한 지역이다. 9월 말 이후 중국 정부가 확장적 정책을 천명한 것은 긍정적으로 평가한다. 다만 확장정책의 내용이 경기진작보다는 부동산과 지방정부 재정부실 완화 등 추가 하방 위험 억제에 집중되어 있어 중국 경제가 올해보다 성장세가 높아지는 것을 기대하기는 어렵겠다.

5) 한국

- 한국: 우리나라로 설비투자가 수출 회복에 뒤이어 개선되는 것을 제외하고는 민간 내수가 강하다고 보기 어렵다. 더욱이, 2025년은 건설투자 하강이 본격화 되는 시기이다. 우리나라는 급격한 노령화 진행에 따라 미래 재정소요에 대비 할 필요성이 크다는 점에서 선제적 재정건전화를 진행 중인 것으로 판단한다. 경기모멘텀 대응은 따라서 통화정책에 의존하는 바가 클 것이다. 우리는 2025년 3분기까지 한국은행 기준금리가 2.50%에 도달할 것으로 보고 있다 ([링크](#)).

주요국 통화정책 전망 중에서는, 미국이 금리인하를 덜할 위험이 좀 더 크고 유럽이 금리인하를 많이 할 가능성이 좀 더 크다. 이상은 외환시장 관점에서 금리차 변동에 따른 약달러를 기대하기 어려운 환경으로 전개될 수 있음도 의미한다.

표4 주요국 경제전망 요약

	민간 내수 체력	확장재정	통화긴축 완화	(% YoY)	2024E	2025E	2026E
미국	○	○/△	○	GDP	2.7	1.8	2.0
				FFR(연말, %)	4.50	3.50	3.25
유럽	△	X	○	GDP	0.6	1.0	1.2
				ECB DFR(연말, %)	3.00	2.00	2.00
일본	○ (복원 중)	X	X	GDP	-0.1	1.2	0.9
				BOJ Call rate(연말, %)	0.50	0.75	1.00
중국	△	△ (위험 관리)	○	GDP	4.8	4.6	4.3
				PBOC 1Y LPR(연말, %)	3.10	2.85	2.75
한국	△	X	○	GDP	2.2	1.8	1.9
				한은 기준금리(연말, %)	3.25	2.50	2.50

자료: 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.