

경제주평

■ 다섯 마리 그레이 스완(Gray Swan),
그 그림자가 드리운다

- 체계적 위험(Systematic Risk) 충격에 선제적으로 대비하자



목 차

■ 다섯 마리 그레이 스완(Gray Swan), 그 그림자가 드리운다

- 체계적 위험(Systematic Risk) 충격에 선제적으로 대비하자

Executive Summary	i
1. 개 요	1
2. 과거 글로벌 경제 위기의 경험	3
3. 5대 그레이 스완	5
4. 시사점	21
<참고 문헌>	25

비상업 목적으로 본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재할 경우 내용의 출처를 명시하면 자유롭게 인용할 수 있으며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.

연구본부 : 주 원 연구본부장 (2072-6235, juwon@hri.co.kr)

Executive Summary

□ 다섯 마리 그레이 스완(Gray Swan), 그 그림자가 드리운다

- 체계적 위험(Systematic Risk) 충격에 선제적으로 대비하자

■ 개 요

코로나 팬데믹 이후 글로벌 경제는 전반적으로 큰 위기에 직면한 바가 없으나, 시간이 갈수록 펀더멘털이 취약해지고 유동성이 경제를 떠받치는 불안정성 국면에 진입해 있어 향후 글로벌 경제를 위협할 가능성이 있는 시스템 리스크 요인을 식별할 필요가 존재한다. 글로벌 경제가 스스로의 복원력 또는 새로운 성장 동력의 출현으로 펀더멘털이 강화되기 전에 체계적 위험(Systematic Risk)이 현실화된다면, 심각한 경제위기에 빠질 가능성이 매우 높다고 판단된다. 체계적 위험이란 실물 경제나 금융 시장 전반에 큰 영향을 미치는 거시적 요인으로, 글로벌 시장 단위에서 발생하는 메가 리스크(Mega Risk)를 말한다. 체계적 위험(Systematic Risk)에는 블랙 스완(Black Swan), 화이트 스완(White Swan), 그레이 스완(Gray Swan)이 있는데, 본 보고서에서는 향후 발생 가능성이 높아 보이는 다섯 가지 그레이 스완을 내용으로 작성되었다. 블랙 스완은 예측 불가능성을 가지는 체계적 위험으로 기존의 경험이 전무하기 때문에 솔루션이 존재하지 않는다. 따라서 본 보고서의 주된 내용은 과거 경험했던 대규모의 체계적 위험 중 현재 글로벌 시장 상황에서 발생 가능성이 비교적 높은 그레이 스완을 규명하는 목적으로 작성되었기 때문에, 리스크가 현실화될 경우의 대응 방안보다는 그 이전에 어떠한 대비를 해야 하는지를 모색하는 방향으로 서술되었다.

< 주요 체계적 위험 >

구 분	예측가능성	해결책	사 례	유 례
블랙 스완 (Black Swan)	X	X	9·11 테러 글로벌 금융위기	Nassim Taleb(2007) 「The Black Swan」
화이트 스완 (White Swan)	○	○	미·중 통상 전쟁	Nouriel Roubini and Stephen Mihm(2011) 「Crisis Economics」
그레이 스완 (Gray Swan)	○	X	코로나 팬데믹	—

■ 과거 글로벌 경제 위기의 경험

21세기에 들어 글로벌 시장 전반에 체계적 위험이 현실화하는 경우가 자주 발생하면서 초불확실성 시대가 시작되었다. 1970년대 오일쇼크 이후 글로벌 시장은 주

목할 만한 큰 위기가 없었으나, 1990년대 말 동아시아 외환위기를 시작으로 글로벌 시장 전반을 강도 높은 침체에 빠지게 하는 체계적 위험이 자주 등장하였다.

< 세계 및 한국 경제성장률 추이와 체계적 리스크 >



자료: 현대경제연구원(IMF 및 한국은행 통계를 이용).

주: 외환위기와 카드채위기는 국내 실현 체계적 리스크, 중국 경착륙 리스크는 비실현 리스크로 분류하는 시각도 다수.

체계적 위험이 실현될 경우 높은 대외의존도를 가지는 한국 경제에 상당한 충격 파를 줄 것이며, 이에 따른 GDP 손실을 만회하는 데에 오랜 시간이 소요되면서 잠재성장률을 하락시키는 영향을 미친 것으로 판단된다. 1960년 이후 한국 경제성장률이 1% 미만에 머물렀던 시기는 1980년(△1.5%), 1998년(△4.9%), 2009년(0.8%), 2020년(△0.7%)의 네 번에 불과한데, 각각 오일 쇼크, 외환 위기, 금융 위기, 코로나 팬데믹 위기의 영향이다. 또한, 경제 위기에 따른 손실을 만회하는 데에도 상당한 시간이 소요되면서, 잠재성장률 하락의 한 가지 원인으로 작용했다고 판단된다.

< 한국 실질 GDP 추이 >



< 경제 위기 전후(±5년) 연평균(CAGR) 경제성장률 >

	위기 전	위기 후
외환 위기	8.3%	5.2%
	(93~97)	(00~04)
금융 위기	4.6%	3.0%
	(04~08)	(11~15)
코로나 위기	3.0%	1.6%
	(15~19)	(22~26)

자료: 현대경제연구원(한국은행 통계 이용).

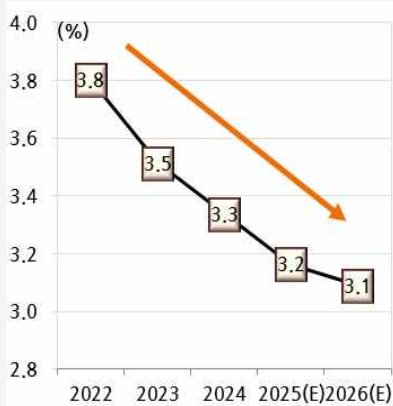
주: 1) 25년과 26년은 연구원 전망 기준
2) 당해년(침체) 및 익년(반등) 제외.

■ 5대 그레이 스완

① 산업 대전환기에 수반되는 중장기 저성장 국면으로의 진입

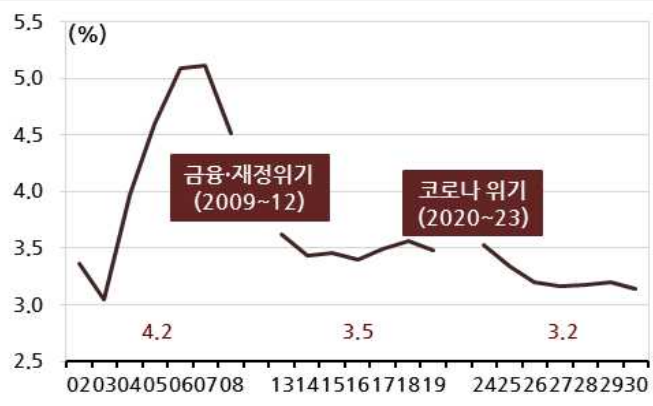
(의미) 글로벌 경제 전반이 저성장 기조를 장기간 이어가고 있는데, 이는 일시적인 현상이 아니라 장기 경기 변동에 원인이 있을 가능성이 존재한다. 글로벌 경제 성장률은 2022년을 정점으로 2026년까지 하락하는 추세를 보인다. 특히, 글로벌 경제 성장률은 금융·재정위기 이전 연평균 4.2%에서 코로나 팬데믹 위기 이전 3.5%, 향후 3.2%로 추세적인 저성장 기조가 장기화 중이다. 이는 단기적인 키친 파동(Kitchin Wave)의 범위를 넘어서, 중기 주글라 파동(Juglar Wave)이나 장기 콘트라티에프 파동(Kondratiev Wave) 상의 경기 전환점에 현재 글로벌 경제가 위치하고 있을 가능성을 보여준다.

< 세계 경제성장률 추이 >



자료: IMF(October 2025).

< 세계 경제성장률(3년 이동평균) 추이 및 전망 >



자료: IMF 통계를 이용한 계산.

(배경) 중장기 경기 변동의 전환점에서는 일정 수준의 투자 수익률(투자 대비 성과)이 확보되지 않는 경향이 있기 때문에 경제의 저성장 국면이 장기간 지속될 가능성이 존재한다. 1990년대 후반 닷컴 버블 당시 미국의 투자가 크게 늘어난 바가 있는데 결국은 과잉투자로 구조조정 국면에 진입하면서 저성장 국면이 나타난 바 있다. 장기적 관점에서는 구(舊)산업혁명 시대와 신(新)산업혁명 시대 간 기술체화(Technological Embodiment)기에 위치할 경우, 기존 주력 산업의 구조조정과 신기술이 적용된 신산업(비즈니스 모델)이 정착되기까지 상당한 시간이 필요하며 이때 경제 전반의 성장력이 크게 약화될 수밖에 없다. 최근 글로벌 금융위기 이후 최근까지 노동생산성 증가율이 낮아지는 사례는 3차 산업혁명기에서 4차 산업혁명(DX, AX)으로 이행되는 기술 체화기로도 볼 수 있다.

(영향) 글로벌 경제의 저성장이 장기화될 경우 제한된 부가가치 확보를 위한 보호무역주의 대두와 사회 양극화의 심화에 따른 정부 재정 지출 수요 급증 가능성이 존재한다. 최근 보호무역주의 강화 원인에는 다양한 요인들이 존재하지만, 저성

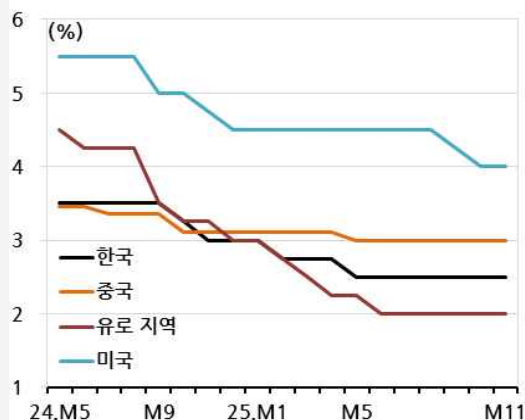
장이 장기화되면서 세계 전체로 부가가치가 충분하지 않아 국가 간 부가가치 획득 경쟁이 심화되었기 때문으로 보이며, 향후에도 이러한 추세가 장기화된다면 수출 의존도가 높은 한국 경제에 위협이 될 것으로 판단된다. 특히 수출 침체가 고용 시장의 문제로 이어질 경우 다른 시장보다 사회 양극화에 부정적인 영향을 더 크게 미치기 때문에, 결국 사회 내 복지 재정 확대의 요구가 높아질 수밖에 없다.

② 유동성 장세에 기반한 자산 시장 버블 붕괴

(의미) 주식 시장을 중심으로 자산 가격이 빠르게 높아지는 최근의 추세에 대해 긍정적인 관점과 부정적인 관점이 공존하는데, 이중 부정적인 시각에서는 자산 시장 버블의 가능성이 높으며 버블은 결국 조정을 받을 수밖에 없다는 주장이 존재한다. 주식 시장의 가치가 실물 경제에 비해 어느 정도의 비율을 가지는지를 판별하는 버핏 지수(Buffett Indicator)는 최근 200%를 상회하면서 주식 시장 버블의 가능성이 대두 중이다. 한편, S&P500 주가수익비율(PER)은 최근 30배를 상회하면서 기업 실적(주당 순이익) 대비 주가가 고평가되었다는 회의론의 근거가 되고 있다.

(배경) 전 세계적으로 코로나 팬데믹 이후 공급된 유동성이 충분히 회수되지 못하는 상황에서, AI에 대한 낙관적 전망이 시중의 풍부한 유동성을 자산 시장으로 유입하는 동력으로 작용한다. 주요국 정책금리의 인하 기조가 장기간 이어지면서 글로벌 시장 전반에 유동성이 크게 확대된 것으로 판단된다. 광의통화 기준으로 글로벌 유동성의 GDP 비율은 코로나 팬데믹 이후 하락세를 보이다가 최근 다시 상승 추세를 보이고 있다. 특히 미국은 장기적인 추세가 상승세인 가운데, 중국의 경우 코로나 이후에도 비율이 빠르게 높아지는 모습이다. 이러한 글로벌 유동성의 증가는 경기 침체를 극복하기 위한 주요국 정부의 재정 지출 확대와 완화적 통화 정책 기조의 영향을 받은 것으로, 정책의 의도와 다르게 일부 자금이 자산 시장으로 유입되는 결과로 이어질 수 있다.

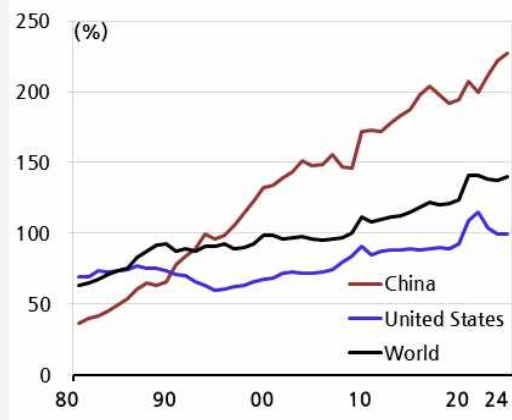
< 주요국 정책금리 추이 >



자료: 한국은행.

주: 미국은 상단 기준.

< 글로벌 유동성/GDP 비율 추이 >



자료: IMF IFS.

주: Broad money 기준.

(영향) 비판론에 근거하여 만약 자산 시장 버블이 붕괴될 경우 금융 위기 당시와 같은 글로벌 신용 경색이 발생하면서 국제 금융 시스템이 큰 위기에 직면할 것으로 전망된다. 최근 자산 시장은 실물 경제에 바탕을 둔 호황이 아니기 때문에, 충격이 발생할 경우 큰 변동성을 보일 가능성이 높다. 이 경우 글로벌 금융위기 당시와 같은 역 레버리지에 따른 증거금 부족, 파생상품을 통한 위협의 전가 확대 등으로 대규모의 글로벌 신용 경색이 발생할 우려가 존재한다. 특히 한국 경제는 해외의존도가 높고 내수의 안전판 역할이 취약한 가운데, 금융 시장이 주요 선진국 시장과 동조화하는 경향을 고려할 경우 해외의 신용 경색이 국내 시장에 전이되면서 상당 기간 실물 경제와 자산 시장이 침체 국면에서 벗어나지 못할 것으로 판단된다.

③ 중국 경제의 3대 함정

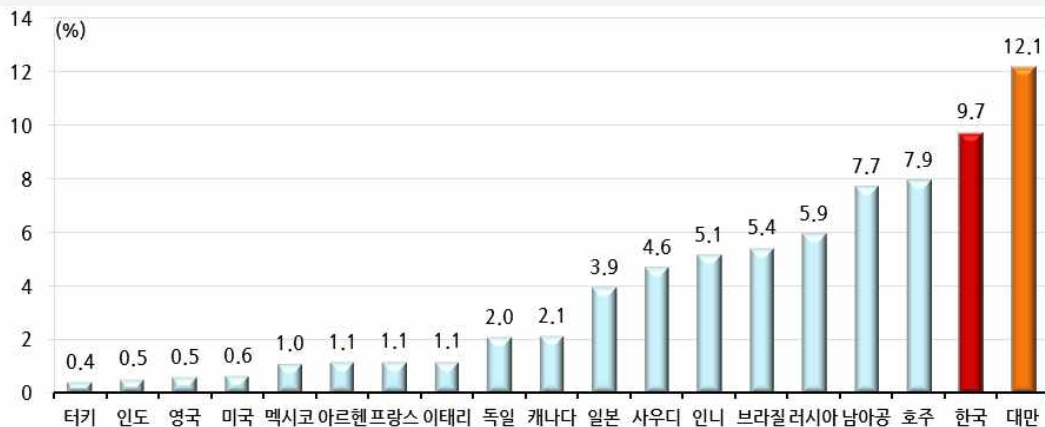
(의미) 중국 경제는 단기적으로 유동성 함정(Liquidity Trap), 중기적으로 투키디데스 함정(Thucydides Trap), 장기적으로 중진국 함정(Middle Trap)에 직면하고 있을 개연성 존재한다. 유동성 함정이란 디플레이션 상황에서 정부가 완화적 통화정책 또는 확장적 재정 정책으로 경기를 진작시키려는 노력을 하지만, 시장이 반응하지 않으면서 장기 디플레이션 국면에 진입하는 현상을 의미한다. 최근까지도 중국 정부가 금리 인하 및 재정 확대를 통해 적극적인 경기 부양 노력을 하고 있지만 중국의 물가가 장기간 마이너스에서 벗어나지 못하고 있다. 투키디데스 함정이란 기존 강자가 신흥 강자의 부상을 억누르면서 충돌이 발생하고 이에 따라 신흥 강자의 도약이 상당 기간 지체되는 현상을 의미하는데, 중국에 대한 미국의 전방위적 견제가 대표적 사례이다. 중진국 함정이란 개도국에서 선진국으로 넘어가는 과정에서 많은 국가들이 구조 개혁에 실패하면서 저성장을 경험하는데, 지금 중국 경제의 부침이 이러한 중진국 함정에 일부 영향을 받고 있는 것으로 판단된다. 이 경제 체질 변화에 실패하여 영원히 중진국에 머무는 경우가 많으며 중국 경제가 어떤 경로를 선택할지는 불확실해 보인다.

(배경) 유동성 함정은 중국 주택시장의 침체에 근본적인 원인이 있으며, 투키디데스 함정은 중국 경제 고성장에 대한 미국 사회 내 위기의식의 발로이며, 중진국 함정은 내부적으로 성장을 이끌 생산요소가 고갈되어 가고 있기 때문으로 판단된다. 중국의 부동산·건설 시장은 경제 성장에 약 30% 내외의 영향을 미치는 것으로 추정되는데, 주지하다시피 부동산 시장의 침체가 장기화되는 모습이다. 근본적인 해결책은 디레버리징을 통한 신속한 구조조정이나, 이는 경제주체들에게 많은 고통을 줄 수 있는 비(非)포퓰리즘적 정책이라 중국 정부가 시장 구조조정에 적극 나설 수가 없는 상황이다. 미국의 중국에 대한 견제 또는 봉쇄 전략의 경제적 배경은 중국 경제의 빠른 추격을 막고자 하는 것으로 해석된다. 중국/미국 GDP 비율은 2000년 약 12%에서 최근 약 70%로 빠르게 높아졌다. 이에 얼마 전까지만 해도

일부 IB들은 2030년대에는 중국의 경제 규모가 미국의 규모를 추월할 것이라는 예측을 내놓기도 하였다. 한편, 중국의 중진국 함정은 향후 양적 생산 요소(노동, 자본투자)의 확충 속도가 현저히 떨어지면서 성장잠재력 자체가 빠르게 하락할 것이라는 평가에 근거한다.

(영향) 중국 경제가 중장기 저성장 국면으로 진입할 경우 중국 의존도가 높은 한국 경제 성장을 크게 위협할 것으로 전망된다. 2024년 기준 한국의 중국 의존도는 9.7%이며, 이는 수입을 고려하지 않을 경우 한국 GDP의 9.7%가 중국 시장 수요에 의존한다는 의미이다. G20 국가 중 한국보다 높은 중국 의존도를 보이는 국가는 없기 때문에 중국에 위기가 발생할 경우, 한국 경제가 상대적으로 강도 높은 충격을 받을 것으로 보인다.

< G20 및 대만의 중국 의존도(대중국수출/GDP, 2024년) >



자료: 현대경제연구원.

주: IMF 통계를 이용한 계산.

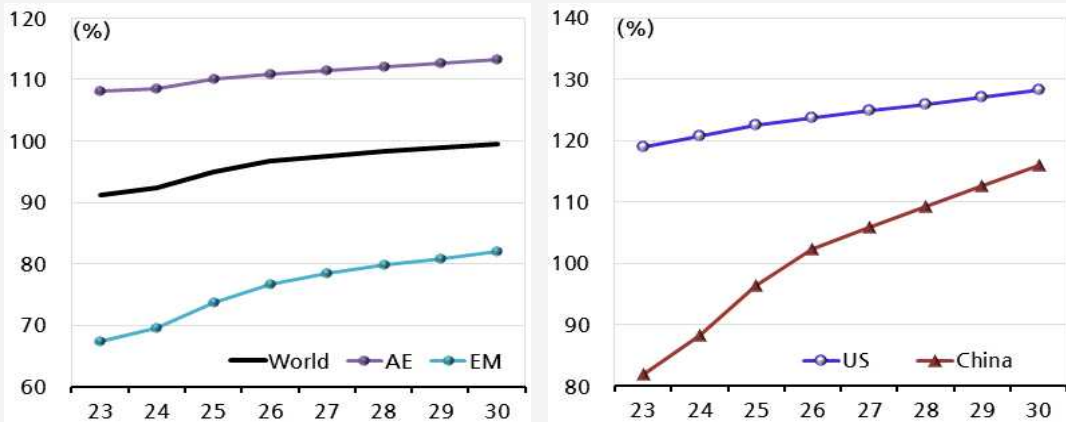
④ 유럽 재정위기의 글로벌 확장판

(의미) 최근 일부 국가가 아닌 전 세계적인 정부부채 급증 현상이 발견된다. 과거 유럽 재정위기의 경우 EU 회원국 중 일부 국가(PIGS)가 포퓰리즘(Populism)적 정책 도입 과정에서 과도한 복지 지출에 의해 재정이 악화되는 경우이다. 그러나, 최근의 재정위기 문제는 일부 국가에 국한된 것이 아니라 전 세계적인 현상인 것이 특징이다. IMF에 따르면 세계 정부부채/GDP 비율은 코로나 팬데믹 직전인 2019년 83.7%에서 2020년 98.9%까지 높아지고 2022년에 89.9%로 다소 둔화된 바 있다. 그러나 이후 증가세로 돌아서 2025년 95.0%에 달할 것으로 추정되며 2030년에는 100%에 이를 것으로 전망된다.

(배경) 다양한 요인으로 정부 재정 지출 수요가 급증하는 가운데, 저성장으로 세수 확충이 충분하지 않아 재정수지 적자가 만성화되고 있기 때문으로 판단된다. 코로나 팬데믹 위기 당시 내수 불황을 극복하기 위해 전 세계적인 정부 지출의 확

대가 있었으나, 팬데믹이 끝난 이후에도 재정 지출의 증가세가 지속 중이다. 이는 포퓰리즘에 기반한 복지 재정 수요에도 원인이 있지만, 최근 주요국 정부가 기존 주력 섹터의 성장 정체를 극복하고 신성장 동력 확보를 위한 대규모 투자에 나서고 있기 때문으로 판단된다. 이러한 재정 지출 확대 하에서 대부분 국가들이 저성장 국면에 위치함에 따라 충분한 세수 확보가 어렵고, 결국 이는 많은 국가들의 재정 여건이 악화되는 결과로 이어지고 있다. 만약 재정수지 적자 장기화로 정부 부채가 급증하고 어느 순간 임계치를 넘어설 경우 과거 유럽 재정위기의 확장판인 글로벌 재정위기가 현실화될 가능성이 존재한다.

< 선진국 및 신흥국 정부부채/GDP 비율 > < 미국 및 중국 정부부채/GDP 비율 >



자료: IMF.

주: Primary net lending (+) / net borrowing (-), General government, Percent of GDP 기준.

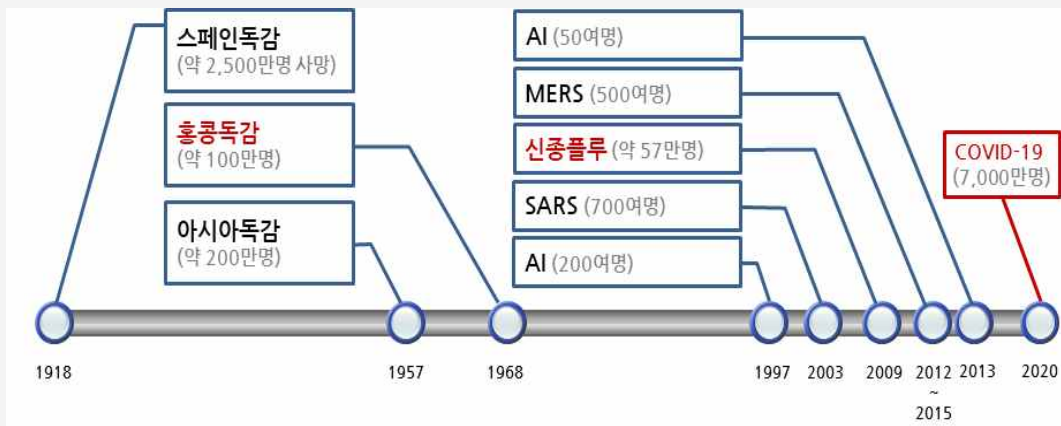
(영향) 글로벌 재정위기가 현실화될 경우 주요국이 동시에 긴축 재정에 돌입하면서 코로나 팬데믹 이후 경제 성장을 견인했던 공공 부문의 기여도가 급락, 즉 글로벌 경제의 전방위적 침체가 예상된다. 유럽 재정위기가 PIGS 국가에 한정된 재정위기였음에도 불구하고 당시 EU 경제성장률은 2011년(재정위기 직전) 2.0%에서 2012년(재정위기 시작) △0.7%로 급락한 바 있다. 나아가 같은 기간 글로벌 경제성장률은 4.1%에서 3.4%로, 선진국은 1.8%에서 1.2%로, 신흥국은 6.2%에서 5.3%로 급락하였다. 대외 의존도가 높은 한국도 경제성장률이 2011년 3.7%에서 2012년 2.5%로 크게 하락하였다. 나아가 세계적으로 국채 발행 물량 과다로 고금리가 뉴노멀이 되어 소비와 투자의 침체를 유발하면서, 장기 디플레이션 국면에 진입할 가능성도 배제할 수 없다고 생각된다.

⑤ 질병(Disease)-X 발 뚝스데이(Doomsday) 팬데믹(Pandemic)

(의미) 지난 코로나 팬데믹으로 많은 인명 피해는 물론 글로벌 시장이 락다운(Lockdown)되면서 큰 경제 위기를 경험한 바 있는데, 또 다른 팬데믹발 경제 위기의 가능성은 항상 상존한다. 1990년대 이후 세계적으로 고위험군 질병의 발생이

3~4년 주기로 반복되면서 인명 피해, 생산성 저하 등 사회경제적 피해가 발생하였다. 특히 가장 최근의 코로나 팬데믹은 WHO(세계보건기구)의 2025년 10월 기준 공식 집계상 사망자 수가 약 7,000만 명에 달하며, 약 77억 명이 감염되었던 것으로 추정된다.

< 주요 팬데믹과 추정 사망자 수 >



자료: 현대경제연구원.

주: () 내 수치는 사망자 수로 WHO 및 주요 연구 기관의 대략적인 추정치.

(배경) 새로운 팬데믹의 다양한 후보 질병군이 존재하며 나아가 질병-X와 같은 인류가 경험하지 못한 강력한 전염병이 나타날 수 있는데, 특히 우려스러운 점은 모빌리티 기술의 발전으로 향후 팬데믹이 자주 발생할 것으로 예상된다. 코로나 팬데믹이 엔데믹이 되었다고 하더라도 또 다른 팬데믹의 가능성은 항상 존재한다. WHO 포스트팬데믹 후보 목록으로는 크리미아 콩고출혈열, 필로바이러스병(에볼라, 마버그), 메르스(중동호흡기증후군), 사스(중증급성호흡기증후군), 라싸열 니파바이러스, 리프트밸리열 등이 있다. 이들 질병은 그동안 의학계에서 많은 연구가 진행되어 백신이나 치료제 개발 단계에 이르고 있기 때문에 사실 팬데믹이 발생하더라도 일정 부분 대응이 가능한 측면이 있다. 그러나 가장 우려되는 바는 인류가 경험한 적이 없으면서 고(高)전염성을 가지는 ‘Disease X’ 라는 개념이 있다. 그 출현 가능성을 떠나 이 미지의 질병이 창궐할 경우, 대응 방법이 없어 코로나 팬데믹을 훨씬 넘어선 피해가 발생할 수 있다. 특히, 모빌리티 기술이 빠르게 발전하고 운송 서비스 가격이 하락하면서 인류의 이동성이 크게 높아져 있다는 점은 미지의 팬데믹이 가까운 시간 내 다시 도래할 가능성을 증대시켜 주고 있다.

(영향) 코로나 팬데믹의 사례에서 이동의 제한, 생산 시설 가동 중단 등에 따른 경제적 손실을 유발하며, 특히 글로벌 공급망이 붕괴되면서 중요 자원의 수입의존도가 높은 국가가 더 큰 어려움에 처할 가능성이 존재한다. 세계적 팬데믹(pandemic, 대유행)은 필연적으로 GVC(Global Value Chain, 글로벌 가치사슬)의 붕괴를 가져오게 되며, 이는 교역의존도가 높은 한국 경제에 외수와 내수의 동반 불

황이라는 큰 위기로 작용할 전망이다. 특히, 팬데믹이 극대화되어 전면적인 글로벌 락다운(Lockdown)이 발생할 경우, 부존 자원이 부족하여 사회를 유지하는 데 필요한 대부분의 원자재를 해외 수입에 의존하는 한국에 치명적인 위협이 될 수 있다.

■ 시사점

그레이 스완이 언제 출현할지는 사실 아무도 모른다. 그러나 그레이 스완이 목도 되는 순간, 글로벌 경제는 재앙적 불황을 경험하게 될 것은 분명하다. 특히, 이러한 체계적 위협은 해외 시장 의존도가 높은 한국 경제에 더 큰 충격으로 다가올 수 있다. 그레이 스완의 특성은 일단 위기가 발생하면 솔루션이 없다는 점이다. 따라서 그 어두운 그림자가 드리우는 지금, 미리 그 가능성을 상정하여 위기 발생 시 피해를 최소화할 수 있는 선제적 대응 전략이 마련될 필요가 있다. 이를 위해서는, **첫째**, 글로벌 중장기 저성장 국면과 이후 전개되는 새로운 산업 혁명 시대에 대응하여 구조 개혁 지속과 신성장 동력 확보에 주력해야 한다. **둘째**, 자산 시장 변동성 급증에 따른 제2의 금융위기 가능성을 고려하여 시스템의 건전성을 높여나가야 한다. **셋째**, 한국 경제의 입장에서 중국 경제가 미치는 기회 요인 및 리스크 요인을 객관적이고 장기적으로 판단하고, 이를 통해 불과(不過, 지나치지 않음) 및 불부족(不不足, 모자르지 않음)의 중용(中庸)적 대응이 요구된다. **넷째**, 재정의 지속 가능성 제고 노력을 통해 거시경제 안정화 수단을 확충하고 경제·사회적 문제 해결 능력을 높여나가야 할 것이며, 재정 정책의 효율성을 높여 한정된 재원으로 최대의 효과를 낼 수 있는 시스템 구축이 필요하다. **다섯째**, 지난 코로나 팬데믹의 경험을 살려 방역 정책에서 노정된 문제점들을 개선하여 새로운 팬데믹에 더 효율적이고 효과적으로 대응할 수 있는 국가 방역 시스템을 재정립하고, 락다운하에서도 작동이 가능한 시장 시스템을 모색해야 한다.

1. 개요

○ 코로나 팬데믹 이후 글로벌 경제는 전반적으로 큰 위기에 직면한 바가 없으나, 시간이 갈수록 펀더멘털이 취약해지고 유동성이 경제를 떠받치는 불안정성 국면에 진입해 있어 향후 글로벌 경제를 위협할 가능성이 있는 시스템 리스크 요인을 식별할 필요가 존재

- 대부분 국가들이 확실한 경기 회복 신호를 보이지 않고 있어 글로벌 경제 전반의 실제 펀더멘털은 취약하다고 보이며, 유동성이 실물 경제의 부진을 보완하고 있는 것으로 판단

- IMF는 지난 글로벌 경제 전망 World Economic Outlook, October 2025에서 글로벌 경제의 방향성이 여전히 부정적이라는 관점을 피력함¹⁾
- 특히, 미국을 제외한 나머지 국가들에게서 뚜렷한 경기 확장의 모습이 발견되지 않는 취약한 펀더멘털에서 보호무역주의의 확산으로 시장의 빠른 회복은 기대하기 어려워 보임
- 그나마 고물가 충격 이후 주요국들이 정책금리 인하로 시장에 유동성을 공급하면서 실물 경제의 부진을 완화하는 모습임

- 글로벌 경제가 스스로의 복원력 또는 새로운 성장 동력의 출현으로 펀더멘털이 강화되기 전에 체계적 위험이 현실화된다면, 심각한 경제위기에 빠질 가능성이 매우 높다고 판단

- 시장 위험 Market Risk은 크게 비체계적 위험 Unsystematic Risk과 체계적 위험 Systematic Risk으로 구분됨
- 비체계적 위험이란 기업 단위 또는 최대 산업 범위에서 발생할 수 있는 리스크로, 기업의 실적 부진, 파업 등과 산업 내 수급 불균형 등과 같은 미시적 요인에 의해 발생하며 대부분 대응이 가능하며 전체 경제에 미치는 영향은 크지 않음
- 반면 체계적 위험이란 실물 경제나 금융 시장 전반에 큰 영향을 미치는

1) IMF의 지난 글로벌 경제 전망(World Economic Outlook, October 2025)의 타이틀은 「Global Economy in Flux, Prospects Remain Dim(글로벌 경제는 변화하고 있으나 향후 전망은 여전히 어둡다)」이며, 그 보고서의 내용 중에는 “slowdown in global growth with risks remaining tilted to the downside(경제 성장 둔화와 함께 하방 위험이 여전히 존재한다)” 는 언급이 있음.

- 거시적 요인으로, 글로벌 시장 단위에서 발생하는 메가 리스크임
 - 체계적 위험은 경제주체가 그 위험의 가능성을 인식한다고 하더라도 대응이 불가능하며, 현실화될 경우 경제 전반에 미치는 파급력이 막대하여 이를 극복하는 데에 상당한 시간이 소요됨
- 체계적 위험에는 블랙 스완 Black Swan, 화이트 스완 White Swan, 그레이 스완 Gray Swan이 있는데, 본 보고서에서는 향후 발생 가능성이 높아 보이는 다섯 가지 그레이 스완을 내용으로 작성
- 블랙 스완은 예측 불가능성을 가지는 체계적 위험으로 기존의 경험이 전무하기 때문에 솔루션이 존재하지 않음
 - 화이트 스완은 충분히 예측이 가능하면서도 솔루션이 있는 경우이나 그 해결책은 경제 내 많은 고통을 유발하기 때문에, 리스크의 파급력을 인식하면서도 적극적인 대응을 하지 않아 위기를 초래하는 경우가 혼함
 - 그레이 스완은 과거의 사례에서 예측가능한 리스크인 점은 화이트 스완과 유사하나, 리스크가 재현되더라도 해결책이 없어 경제에 미치는 부정적 영향을 대비하지 못함
- 본 보고서의 주된 내용은 과거 경험했던 대규모의 체계적 위험 중 현재 글로벌 시장 상황에서 발생 가능성이 비교적 높은 그레이 스완을 규명하는 목적으로 작성되었기 때문에, 리스크가 현실화될 경우의 대응 방안보다는 그 이전에 어떠한 대비를 해야 하는지를 모색하는 방향으로 서술

< 주요 체계적 위험 >

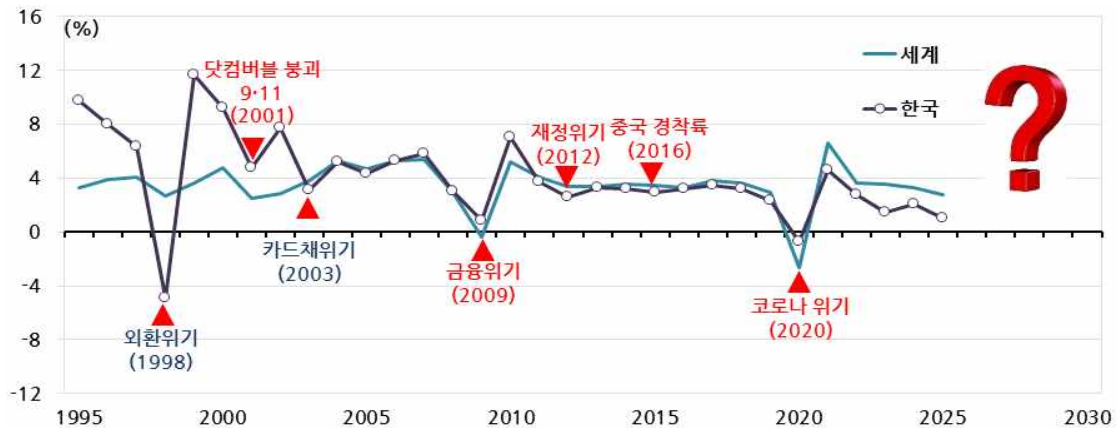
구 분	예측가능성	해결책	사 례	유 례
블랙 스완 (Black Swan)	X	X	9·11 테러 글로벌 금융위기	Nassim Taleb(2007) 「The Black Swan」
화이트 스완 (White Swan)	○	○	미·중 통상 전쟁	Nouriel Roubini and Stephen Mihm(2011) 「Crisis Economics」
그레이 스완 (Gray Swan)	○	X	코로나 팬데믹	—

2. 과거 글로벌 경제 위기의 경험

○ 과거 체계적 위험이 현실화될 경우 글로벌 및 한국 경제에 큰 충격이 발생

- 21세기에 들어 글로벌 시장 전반에 체계적 위험이 현실화하는 경우가 자주 발생하면서 초불확실성 시대가 시작
 - 1970년대 오일쇼크 이후 글로벌 시장은 주목할 만한 큰 경제 위기가 없었으나, 1990년대 말 한국을 포함한 동아시아 외환위기를 시작으로 글로벌 시장 전반을 강도 높은 침체에 빠지게 하는 체계적 위험이 자주 등장함
 - 그중에서 9·11 테러로 인한 2001년의 경제 위기는 블랙 스완에 가까운 위기로 식별되나, 이외 대부분의 경제 위기는 그레이 스완으로 보임
 - 단, 리먼 브라더스의 파산으로 시작된 글로벌 금융위기는 그러한 대규모 신용 경색 사례가 거의 없어 당시 블랙 스완의 범주에 들었을 것으로 판단됨²⁾
 - 최근의 위기는 코로나 팬데믹 위기이었으나, 그 파급력이 컸음에도 과거 팬데믹의 경험이 있었기 때문에 그레이 스완으로 분류된다고 생각됨

< 세계 및 한국 경제성장률 추이와 체계적 위험 >



자료: 현대경제연구원(IMF 및 한국은행 통계를 이용).

주: 외환위기와 카드채위기는 국내 실현 체계적 리스크, 중국 경착륙 리스크는 비실현 리스크로 분류하는 시각도 다수.

2) 코로나 팬데믹 위기를 제외하고 가장 큰 충격의 강도와 침체 지속 기간이 가장 길었던 글로벌 금융 위기는 2008년 패니메이(Fannie Mae)와 프레디맥(Freddie Mac)이 부실화되면서 시작되었는데, 이로 인해 서브프라임모기지 시장이 붕괴되어 투자은행(IB)인 베어스턴스가 2008년 3월에 파산하고 2008년 9월에 리먼브라더스가 파산함. 그러나 IMF는 그것을 위기로 인식하지 않았는데, IMF의 2008년 10월 보고서의 2009년 글로벌 경제성장률 전망치는 3.0%(실제치 △0.3%)로 긍정적인 관점을 유지함.

- 체계적 위험이 실현될 경우 높은 대외의존도를 가지는 한국 경제에 상당한 충격파를 줄 것이며, 이에 따른 GDP 손실을 만회하는 데에 오랜 시간이 소요되면서 잠재성장률을 하락시키는 영향을 미친 것으로 판단
 - 체계적 위험의 현실화에 따른 경제 위기가 발생하면 대외의존도가 높은 한국 경제의 특성상 위기의 충격을 내수가 완충하기 어려워, 경제가 높은 변동성을 가짐
 - 1960년 이후 한국 경제성장률이 1% 미만에 머물렀던 시기는 1980년 $\Delta 1.5\%$, 1998년 $\Delta 4.9\%$, 2009년 0.8%, 2020년 $\Delta 0.7\%$ 의 네 번에 불과한데, 각각 외환 쇼크, 외환 위기, 금융 위기, 코로나 팬데믹 위기의 영향임
 - 또한, 경제 위기에 따른 손실을 만회하는 데에도 상당한 시간이 소요되면서, 잠재성장률이 하락하는 한 가지 원인으로 작용했다고 판단됨³⁾
 - 외환 위기 이전 5년 연평균 성장률은 8.3%인데, 이후 5년 연평균 성장률은 5.2%로 크게 낮아짐
 - 또한, 금융 위기와 코로나 위기 전후로 경제성장률은 각각 연평균 1.6%p 및 1.4%p씩 낮아짐

< 한국 실질 GDP 추이 >



자료: 현대경제연구원(한국은행 통계 이용).

< 경제 위기 전후(±5년) 연평균(CAGR) 경제성장률⁴⁾ >

	위기 전	위기 후
외환 위기	8.3%	5.2%
	(93~97)	(00~04)
금융 위기	4.6%	3.0%
	(04~08)	(11~15)
코로나 위기	3.0%	1.6%
	(15~19)	(22~26)

주: 2025년과 2026년은 연구원 전망 기준.

3) 물론 성장론의 관점에서 잠재성장률은 경제발전단계(시간이 흐름)에 따른 자연스러운 하락 추세가 있고, 생산요소 측면에서 생산가능인구의 감소, 자본 축적 저하, 기술 혁신 둔화 등의 요인이 작용하는 바가 크다고 생각됨. 그러나, 대외의존도가 높은 경제일 경우 급작스러운 해외 시장 수요 충격이 발생하게 되면 과잉 공급 국면에 진입하면서 내수 비중이 높은 경제에 비해 상대적으로 큰 규모의 생산 조정과 인력 조정이 이어질 수 있는데, 이러한 충격을 시장이 효율적으로 완충시키지 못하면서 자원의 항구적인 손실이 발생하여 잠재성장률을 하락시키는 요인으로 작용할 수 있다고 생각됨.

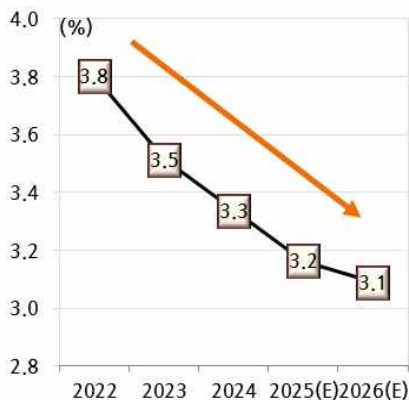
3. 5대 그레이 스완

① 산업 대전환기에 수반되는 중장기 저성장 국면으로의 진입

○ 의미 및 배경

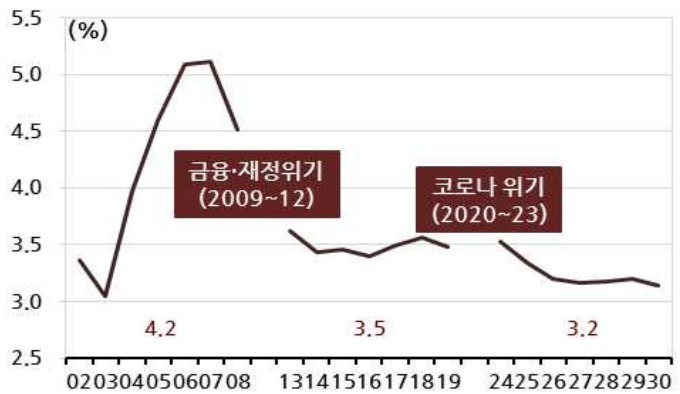
- (의미) 글로벌 경제 전반이 저성장 기조를 장기간 이어가고 있는데, 이는 일시적인 현상이 아니라 장기 경기 변동에 원인이 있을 가능성이 존재
 - IMF의 전망치에 근거한다면 2025년과 2026년의 경제성장률이 전년 대비 0.1%p씩 하락하는 모습임
 - 이러한 성장률 하락의 원인을 2025년에 새로이 들어선 트럼프 행정부의 보호무역주의와 같은 글로벌 교역 시장의 충격⁵⁾에서도 찾을 수 있음
 - 그러나 더 길게 본다면 글로벌 경제성장률은 2022년을 정점으로 2026년까지 하락하는 추세가 나타남
 - 특히, 글로벌 경제성장률은 금융·재정위기 이전 연평균 4.2%에서 코로나 팬데믹 위기 이전 3.5%, 향후 3.2%로 추세적인 저성장 기조가 장기화 중임
 - 이는 단기적인 키친 파동 Kitchin Wave의 범위를 넘어서, 중기 주글라 파동 Juglar Wave이나 장기 콘트라티에프 파동 Kondratiev Wave 상의 경기 전환점에 현재 글로벌 경제가 위치하고 있을 가능성을 보여줌

<글로벌 경제성장률 추이>



자료: IMF(October 2025).

<글로벌 경제성장률(3년 이동평균) 추이 및 전망>



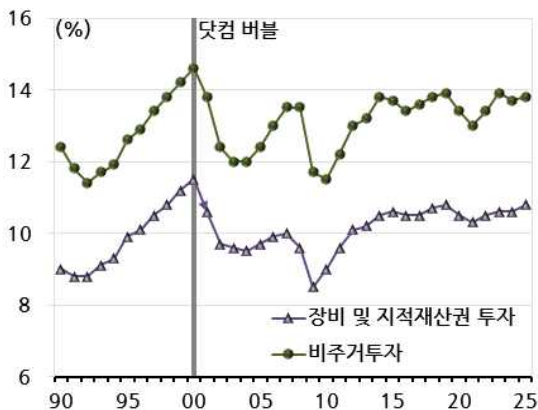
자료: IMF 통계를 이용한 계산.

4) 당해연도(침체) 및 익년도(반등) 제외.

5) 최근 글로벌 경제의 저성장 배경은 글로벌 공급망 구조가 글로벌 가치 사슬(GVC)보다 국내 가치 사슬(DVC) 비중이 높아지면서, 글로벌 교역 탄성치(교역증가율/경제성장률)이 낮아지는 모습임. 비교우위 원리가 적용되는 GVC 비중이 낮을수록 글로벌 경제 전체의 부가가치가 축소되면서 경제성장률을 하락시키는 원인으로 작용함.

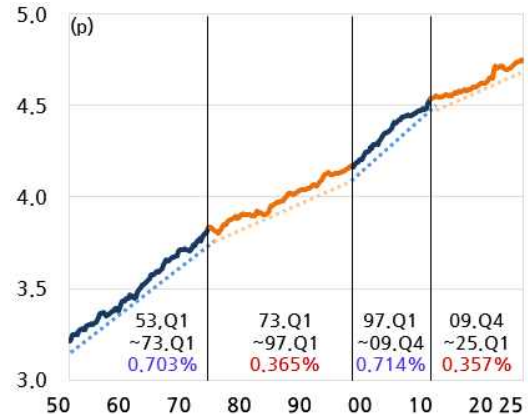
- (배경) 중장기 경기 변동의 전환점에서는 일정 수준의 투자 수익률 투자 대비 성과가 확보되지 않는 경향이 있기 때문에 경제의 저성장 국면이 장기간 지속될 가능성이 존재
 - 중기 파동의 관점에서 유망 분야에 대한 투자가 붐을 형성하면서 시장에 많은 공급자들이 부채율을 높이면서 과잉투자에 나서는 경향이 있음
 - 그러나, 투자에 대한 성과가 기대했던 시한 내 나타나지 못하면서 기업의 부채 상환에 대한 부담이 커지고, 신용 창출이 필요한 다른 주체들의 지출 여력을 위축시키게 됨
 - 1990년대 후반 닷컴 버블 당시 미국의 투자가 크게 늘어난 바가 있는데 결국은 과잉투자로 구조조정 과정에 진입하면서 저성장 국면이 나타남
 - 장기적 관점에서는 구舊 산업혁명 시대와 신新 산업혁명 시대 간 기술체화 Technological Embodiment기에 위치할 경우, 기존 주력 산업의 구조조정과 신기술이 적용된 신산업 비즈니스 모델이 정착되기까지 상당한 시간이 필요하며 이때 경제 전반의 성장력이 크게 약화될 수밖에 없음
 - 1973~97년까지 미국의 노동생산성 증가율이 낮아지는 사례는 2차 산업혁명기 전기와 3차 산업혁명Ⅱ 간의 기술 체화기로 인식될 수 있음
 - 또한, 글로벌 금융위기 이후 최근까지 노동생산성 증가율이 낮아지는 사례는 3차 산업혁명기에서 4차 산업혁명 DX, AX으로 이행되는 기술 체화기로 볼 수 있음

< 미국 비주거투자⁶⁾/GDP 비중 추이 >



자료: 현대경제연구원.
주: BEA 통계 이용 계산.

< 미국 노동생산성 지수(로그) 추이⁷⁾ >



자료: 현대경제연구원(2025a)
주: BLS 통계 이용 계산.

6) Nonresidential = Structures + Equipment + Intellectual property products.

7) 그림 내 숫자는 기간중 평균 분기 증가율(로그 차분)을 의미.

○ 영향

- 글로벌 경제의 저성장이 장기화될 경우 제한된 부가가치 확보를 위한 보호무역주의 대두와 사회 양극화의 심화에 따른 정부 재정 지출 수요 급증 가능성이 존재

- 최근 보호무역주의가 강화되는 원인에는 다양한 요인들이 존재하지만, 저성장이 장기화되면서 세계 전체로 부가가치가 충분하지 않아 국가 간 부가가치 획득 경쟁이 심화되었기 때문으로 보이며, 향후에도 이러한 추세가 장기화된다면 수출의존도가 높은 한국 경제에 위협이 될 것으로 판단
 - 많은 국가들의 부부의 축적 속도가 소비 증가 속도를 따라가지 못하면서 내부적 불만이 쌓이게 되고, 이는 보호무역주의 또는 자국 이익 우선주의를 표방한 정치 세력의 등장으로 이어짐
 - 대표적인 예가 2017년부터 부상한 미국의 보호무역주의인데 트럼프 1기 2017~2020 뿐만 아니라 다음 바이든 행정부에서도 중국에 대한 고관세를 유지하였던바, 미국 내 다소의 여론은 보호무역주의를 지지하고 있는 것으로 보임
 - 나아가 최근 EU조차도 보수 정권이 들어서고 철강 등 민감한 품목에 대해 관세를 인상하는 등 보호무역주의는 전 세계적으로 확산 중임
 - 따라서 향후 저성장의 장기화는 이러한 보호무역주의 트렌드를 한층 더 강화시킬 수밖에 없으며, 수출 의존도가 높은 한국 경제의 성장력을 위축시킬 우려가 존재함

- 한편, 저성장은 고용 시장 절벽으로 이어지면서 민간 주체들의 구매력이 크게 약화되어 사회 양극화가 심화될 가능성이 높아, 많은 국가들이 재정 지출 수요 급증 현상에 직면할 가능성이 높다고 판단
 - 중장기 경기 변동의 전환점에서 나타나는 전형적인 모습은 기존 산업의 구조조정과 고용 시장의 위축임
 - 고용 시장에 문제가 생길 경우 다른 시장보다 사회 양극화에 부정적인 영향을 더 크게 미치기 때문에, 결국 사회 내 복지 재정 확대의 요구가 높아질 수밖에 없음

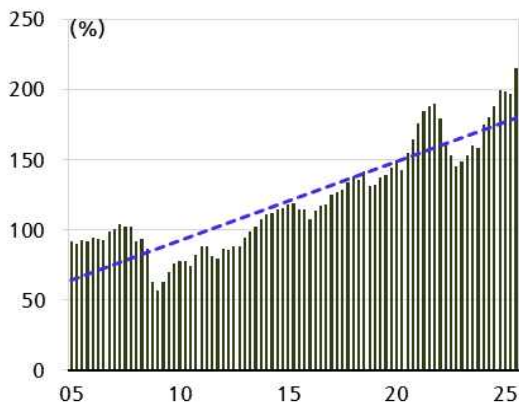
② 유동성 장세에 기반한 자산 시장 버블 붕괴

○ 의미와 배경

- (의미) 주식 시장을 중심으로 자산 가격이 빠르게 높아지는 최근의 추세에 대해 긍정적인 관점과 부정적인 관점이 공존하는데, 이중 부정적인 시각에서는 자산 시장 버블의 가능성이 높으며 버블은 결국 조정을 받을 수밖에 없다는 주장이 존재

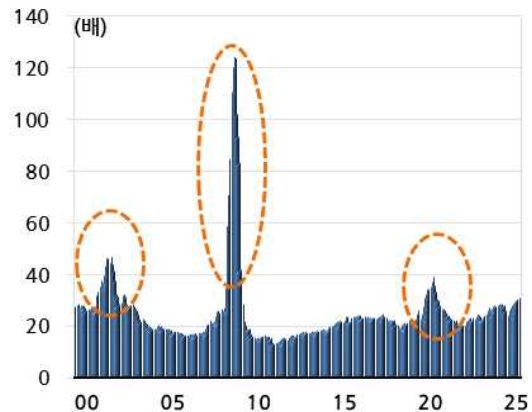
- 주식 시장의 가치가 실물 경제에 비해 어느 정도의 비율을 가지는지를 판별하는 버핏 지수 Buffett Indicator는 최근 200%를 상회하면서 주식 시장 버블의 가능성이 대두됨
- 다만, 2005년 이후 버핏 지수 자체가 추세적으로 상승하고 있어, 지표의 유용성 측면에 대해서는 검증이 필요한 상황임
- 한편, S&P500의 주가수익비율 PER은 최근 30배를 상회하면서 기업 실적주당 순이익 대비 주가가 고평가되어 있다는 회의론의 근거가 되고 있음
- 여기서 주가란 현재의 실적뿐만 아니라 미래 실적에 대한 기대도 반영되는 부분이 있기 때문에 반드시 버블을 의미한다고는 말하기 어려움
- 예를 들어 AI 등과 같은 기술주가 강세를 보이는 것은 현 실적보다 기업의 미래에 대한 시장의 낙관적인 전망이 힘을 얻고 있기 때문으로 판단됨

< 분기별 미국 버핏 지수⁸⁾ 추이 >



자료: Bloomberg.
주: 일일지수의 분기 평균.

< 월간 S&P500 PER 추이 >

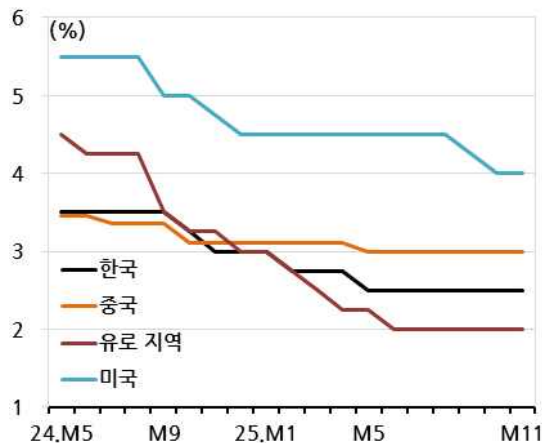


자료: Mulptl.
주: 가장 최근 치는 2025년 11월.

8) Wilshire 5000 to GDP Ratio.

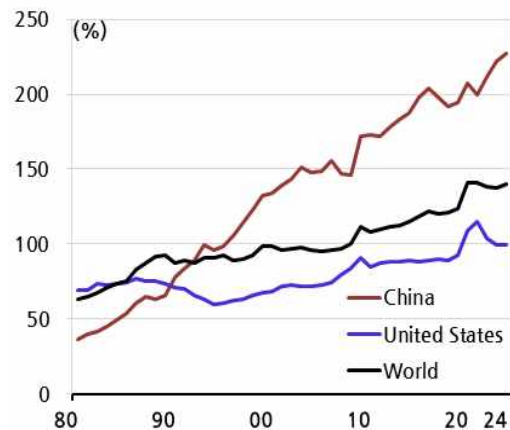
- (배경) 전 세계적으로 코로나 팬데믹 이후 공급된 유동성이 충분히 회수되지 못하는 상황에서, AI에 대한 낙관적 전망이 시중의 풍부한 유동성을 자산 시장으로 유입하는 동력으로 작용
 - 주요국 정책금리의 인하 기조가 장기간 이어지면서 글로벌 시장 전반에 유동성이 크게 확대된 것으로 판단됨
 - IMF-IFS 상 광의통화 기준으로 글로벌 유동성의 GDP 비율은 글로벌 금융 위기 당시인 2009년에 100%를 넘어섰으며, 코로나 팬데믹 위기 때인 2021년에 141.3%로 사상 최고치를 기록함
 - 그 이후 하락하다가 2024년에 들어 140.0%로 2023년의 137.8%보다 높아지는 상황임
 - 최근 약 20년 간의 추세를 보면 중장기적으로 글로벌 유동성/GDP 비율은 상승 추세를 지속하는 모습임
 - G2인 미국과 중국의 유동성/GDP 비율을 보면, 미국은 장기적인 추세가 상승세인 가운데, 중국의 경우 코로나 이후에도 비율이 빠르게 높아지는 모습을 볼 수 있음
 - 이러한 글로벌 유동성의 증가는 경기 침체를 극복하기 위한 주요국 정부의 재정 지출 확대와 완화적 통화정책 기조의 영향을 받은 것으로, 정책의 의도와 다르게 일부 자금이 자산 시장으로 유입되는 결과로 이어짐

< 주요국 정책금리 추이 >



자료: 한국은행.
주: 미국은 상단 기준.

< 글로벌 유동성/GDP 비율 추이 >



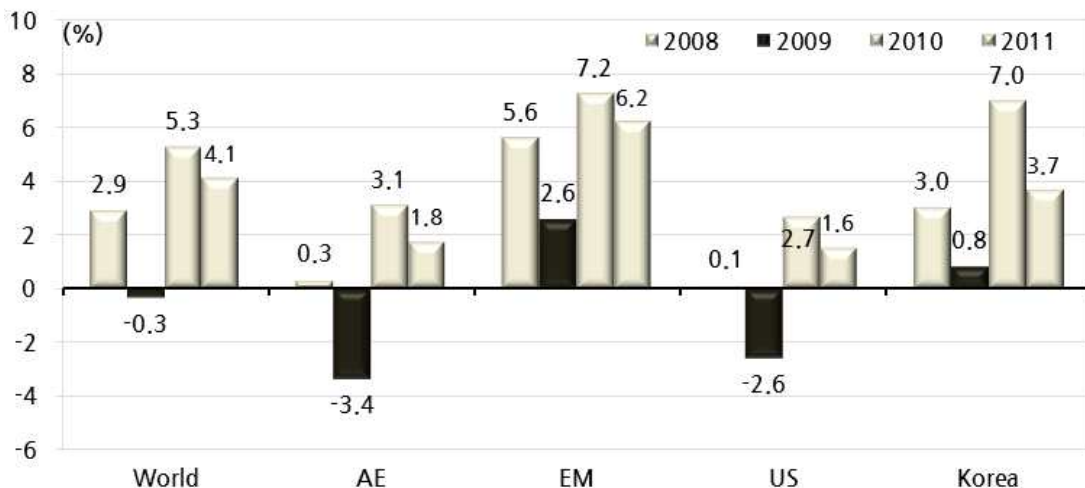
자료: IMF IFS.
주: Broad money 기준.

○ 영향

- 비관론에 근거하여 만약 자산 시장 버블이 붕괴될 경우 금융 위기 당시와 같은 글로벌 신용 경색이 발생하면서 국제 금융 시스템이 큰 위기에 직면할 것으로 전망

- 글로벌 경제는 코로나 팬데믹 위기와 이어지는 인플레이션 충격을 극복한 지 얼마 되지 않았기 때문에, 펀더멘털이 여전히 취약한 것은 분명함
- 특히, 교역 시장에서 보호무역주의가 확산되면서 국제분업구조 상 각국들이 교역을 통해 부가가치를 창출할 수 있는 상황이 아닌 것으로 판단됨
- 즉, 최근 자산 시장은 실물 경제에 바탕을 둔 호황이 아니기 때문에, 충격이 발생할 경우 큰 변동성을 보일 가능성이 높음
- 이 경우 글로벌 금융위기 당시와 같은 역 레버리지에 따른 증거금 부족, 파생상품을 통한 위험의 전가 확대 등으로 대규모의 글로벌 신용 경색이 발생할 우려가 존재함
- 특히 한국 경제는 해외의존도가 높고 내수의 안전판 역할이 취약한 가운데, 금융 시장이 주요 선진국 시장과 동조화하는 경향을 고려할 경우 해외의 신용 경색이 국내 시장에 전이되면서 상당 기간 실물 경제와 자산 시장이 침체 국면에서 벗어나지 못할 것으로 판단됨

< 금융위기 충격(2009년) 이후 글로벌 경제성장률 변화 >



자료: IMF.

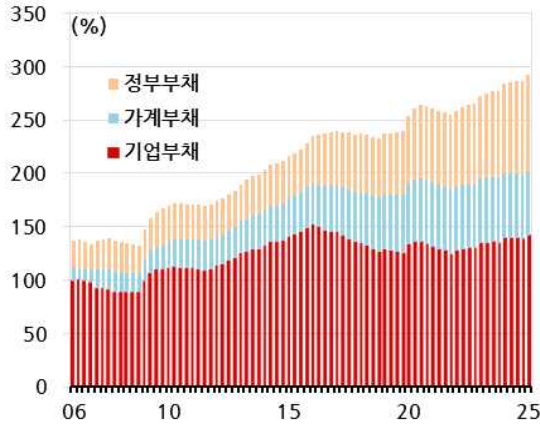
③ 중국 경제의 3대 함정

○ 의미와 배경

- (의미) 중국 경제는 단기적으로 유동성 함정 Liquidity Trap, 중기적으로 투키디데스 함정 Thucydides Trap, 장기적으로 중진국 함정 Middle Trap에 직면하고 있을 개연성 존재
 - 유동성 함정이란 디플레이션 상황에서 정부가 완화적 통화정책 또는 확장적 재정 정책으로 경기를 진작시키려는 노력을 하지만, 시장이 반응하지 않으면서 장기 디플레이션 국면에 진입하는 현상을 의미함
 - 최근까지도 중국 정부가 금리 인하 및 재정 확대를 통해 적극적인 경기 부양 노력을 하고 있지만 중국의 물가가 장기간 마이너스에서 벗어나지 못하고 있음
 - 투키디데스 함정이란 기존 강자가 신흥 강자의 부상을 억누르면서 충돌이 발생하고 이에 따라 신흥 강자의 도약이 상당 기간 지체되는 현상을 의미하는데, 중국에 대한 미국의 전방위적 견제가 대표적 사례임
 - 중진국 함정이란 개도국에서 선진국으로 넘어가는 과정에서 많은 국가들이 대대적인 구조 개혁 과정에 빠지면서 저성장을 경험함
 - 또한 상당수 국가들이 체질 변화에 실패하여 영원히 중진국에 머무는 경우가 많은데, 중국 경제가 어떤 경로를 선택할지는 불확실함

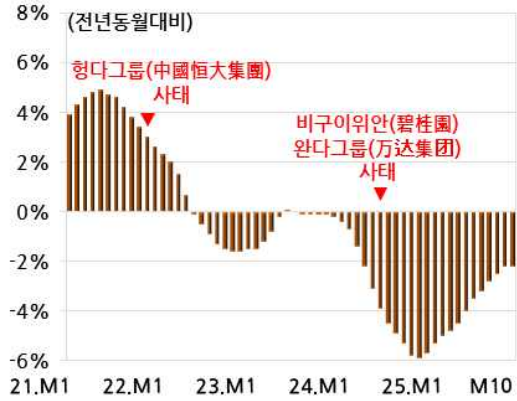
- (배경) 유동성 함정은 중국 주택시장의 침체에 근본적인 원인이 있으며, 투키디데스 함정은 중국 경제 고성장에 대한 미국 사회 내 위기의식의 발로이며, 중진국 함정은 내부적으로 성장을 이끌 생산요소가 고갈되어 가고 있기 때문으로 판단
 - 중국의 부동산·건설 시장은 경제 성장에 약 30% 내외의 영향을 미치는 것으로 추정되는데, 주지하다시피 부동산 시장 침체가 장기화되는 모습임
 - 근본적인 해결책은 디레버리징을 통한 신속한 구조조정이나, 이는 경제주체들에게 많은 고통을 줄 수 있는 비非 포퓰리즘적 정책임
 - 따라서 중국 정부가 시장 구조조정에 적극 나설 수가 없는 상황이며, 오히려 정부부채 확대를 통한 연착륙을 시도 중임

< 중국 비금융 부문 부채의 GDP 비율(분기말) 추이 >



자료: BIS.

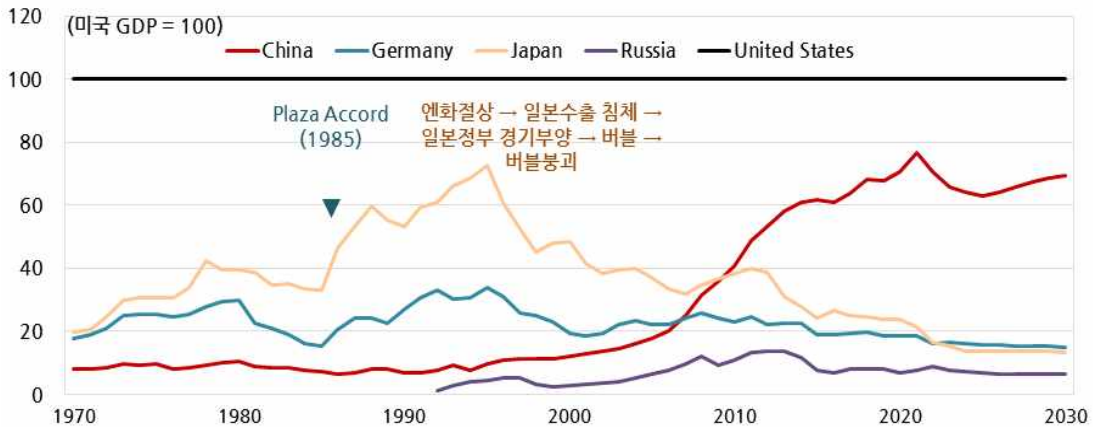
< 중국 주택가격지수 증가율 추이 >



자료: 国家统计局.

- 미국의 중국에 대한 견제 또는 봉쇄 전략의 경제적 배경은 중국 경제의 빠른 추격을 막고자 하는 것으로 해석됨
- 중국/미국 GDP 비율은 2000년 약 12%, 최근 약 70%에 달할 정도로 중국 경제의 추격이 매우 빠른 속도를 가짐
- 이에 대하여 얼마 전까지만 해도 일부 IB들은 2030년대에는 중국의 경제 규모가 미국의 규모를 추월할 것이라는 예측⁹⁾을 하기도 함

< 미국 GDP 대비 주요국 GDP 비율 추이 >



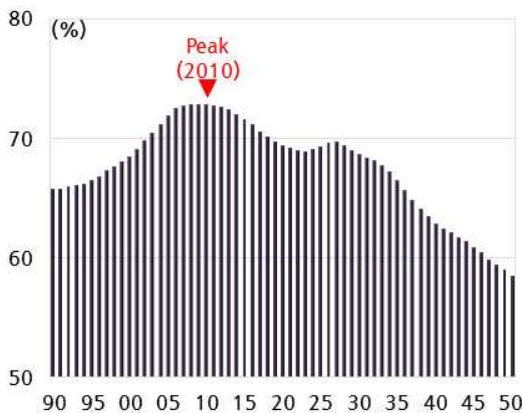
자료: 현대경제연구원(2025a).

주: The United Nations Statistics Division 통계 이용 계산.

9) 몇 년 전만 하더라도 중국의 경제 규모가 미국을 추월하는 시기에 대하여 EIU는 2039년, 골드만삭스는 2035년, OECD는 2030년으로 예측한 바 있음. 그러나 최근 시장에서는 중국 경제 규모가 영원히 미국 수준에 도달하지 못할 것으로 바뀌는 분위기임.

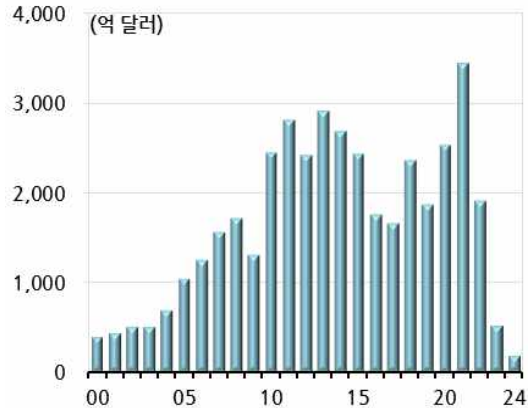
- 한편, 중국의 중진국 함정은 중국의 양적 생산 요소 노동, 자본투자의 확충이 미흡하면서 성장잠재력 자체가 하락하고 있다는 평가에 근거함
- 중국의 생산가능인구 15~64세는 2021년 9억 8,600만 명 수준으로 추정되는데, 2100년에는 3억 7,800만 명으로 60% 이상 급감할 것으로 전망됨
- 특히, 생산가능인구/총인구 비중이 정점을 지나는 시기가 중국의 경우 너무 이른 것으로 판단됨
- 중국의 생산가능인구/총인구 정점 시기는 2010년으로 이때 1인당 GNI는 4,340달러임
- 참고로 한국의 정점 시기는 2017년으로 국민소득은 30,290달러이며, 일본은 1992년으로 당시 국민소득은 31,030달러임
- 다른 양적 생산 요소인 자본투자의 경우 중국의 고정자산투자 증가율이 2022년 5%에서 2024년에 2.8% 그리고 2025년 1~3분기 $\Delta 0.5\%$ 로 지속적인 하락세를 보이면서 자본 축적이 정체되는 현상이 관찰됨
- 특히, 중국 산업 구조 고도화에 도움이 되는 FDI 외국인직접투자가 2021년 3,441억 달러에 달하기도 하였으나, 2023년에 513억 달러 그리고 2024년에 186억 달러로 크게 축소됨
- 다만, 대규모 R&D 투자가 지속 중이고 관련 인력들이 육성되고 있어 TFP 증가율 총요소생산성 증가율, 기술 혁신에서의 성장 동력은 유지되고 있는 것으로 판단됨

< 중국 생산가능인구/총인구 비중 추이 및 전망 >



자료: UN 「World Population Prospects 2022」.

< 외국 자본의 대 중국 FDI 투자 규모 추이 >



자료: SAFE(国家外汇管理局).

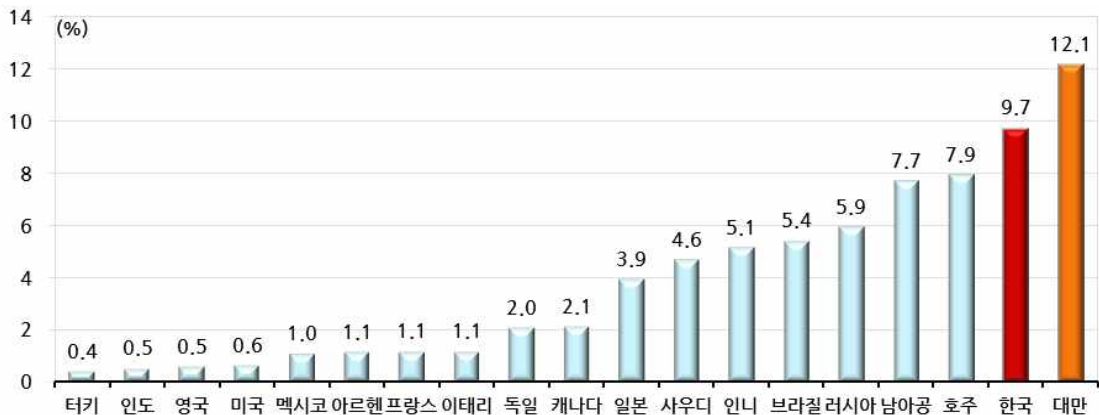
주: 자본/금융수지 계정 중 FDI 채무 기준.

○ 영향

- 중국 경제가 중장기 저성장 국면으로 진입할 경우 중국 의존도가 높은 한국 경제 성장을 크게 위협할 것으로 전망
- 간접적으로는 글로벌 경제와 교역의 상당한 비중을 차지하는 중국 시장의 저성장은 파급 효과를 통해 글로벌 경제 전체의 성장 속도를 둔화시킬 것이며, 이는 수출에 의존하는 성장 구조를 가진 한국 경제에 큰 부담으로 작용
- 직접적으로는 한국의 높은 중국 의존도(대중국수출/GDP)로 중국 시장에 문제가 발생할 경우, 한국 경제가 다른 국가들에 비해 상대적으로 심각한 타격을 입을 가능성이 존재
 - 2024년 기준 한국의 중국 의존도는 9.7%이며, 이는 수입을 고려하지 않을 경우 한국 GDP의 9.7%가 중국 시장 수요에 의존한다는 의미임
 - G20 국가 중 한국보다 높은 중국 의존도를 보이는 국가는 없기 때문에 중국의 위기가 발생할 경우, 이로 인해 한국 경제가 상대적으로 강도 높은 충격을 받을 것으로 보임

$$\begin{aligned}
 \text{중국 의존도(\%)} &= \text{대중국 수출의존도} \times \text{경제의 수출의존도} \times 100 \\
 &= \frac{\text{대중국 수출액}}{\text{총수출액}} \times \frac{\text{총수출액}}{\text{국내총생산}} \times 100
 \end{aligned}$$

< G20 및 대만의 중국 의존도(대중국수출/GDP, 2024년) >



자료: 현대경제연구원.
주: IMF 통계 이용 계산.

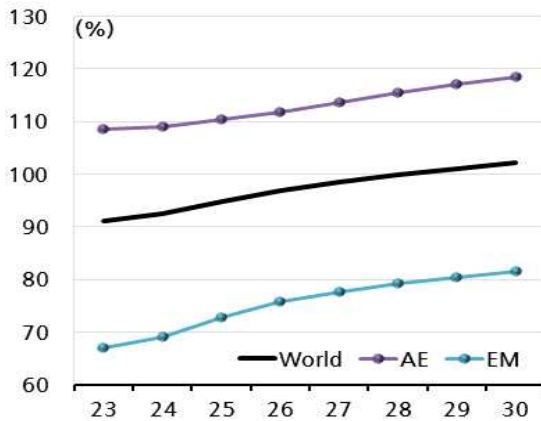
4 유럽 재정위기의 글로벌 확장판

○ 의미와 배경

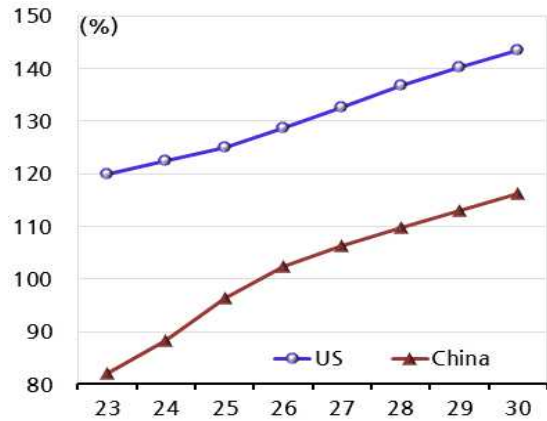
- (의미) 최근 일부 국가가 아닌 전 세계적인 정부부채 급증 현상이 발견

- 과거 유럽 재정위기의 경우 EU 회원국 중 일부 국가 PIGS가 포퓰리즘 Populism적 정책 도입 과정에서 과도한 복지 지출에 의해 재정이 악화되는 경우¹⁰⁾임
- 그러나, 최근의 재정위기 문제는 일부 국가에 국한된 것이 아니라 전 세계적인 추세적 현상인 것이 특징임
- IMF에 따르면 세계 정부부채/GDP 비율은 코로나 팬데믹 직전인 2019년 83.6%에서 2020년 98.7%까지 높아지고 2022년에 89.6%로 둔화됨
- 그러나 이후 증가세를 지속하여 2029년에 약 102%에 이를 것으로 전망됨
- 선진국과 신흥국도 동일한 추세를 보일 것으로 예상되는 데, 특히 신흥국 정부부채가 급속히 증가 중국은 2023년 약 82%에서 2026년 100%를 상회할 것으로 추정할 우려가 존재함

< 선진국 및 신흥국 정부부채/GDP 비율¹¹⁾ >



< 미국 및 중국 정부부채/GDP 비율 >



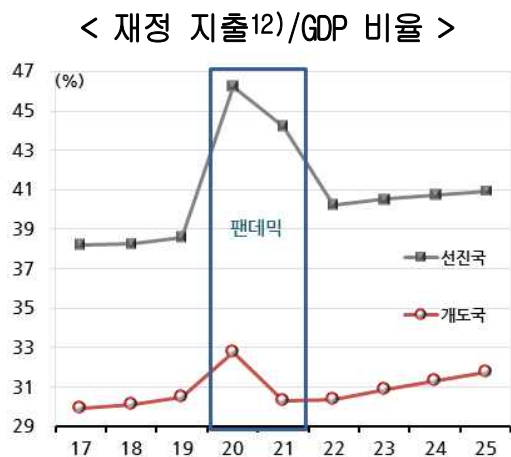
자료: IMF.

주: 세계 정부부채/GDP 비율은 선진국과 신흥국의 GDP 가중치를 이용하여 계산.

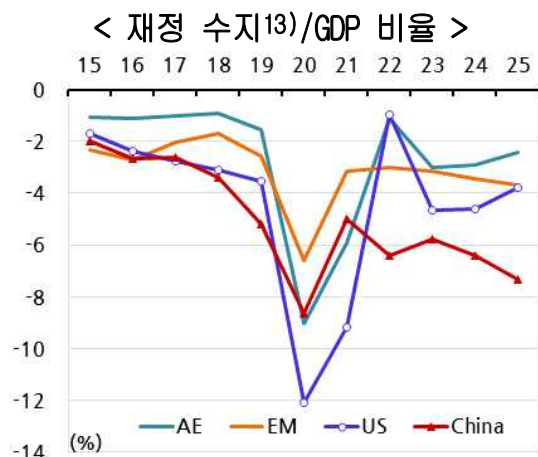
10) 2010년 유럽 재정위기는 2008년 글로벌 금융위기 대응 과정에서의 포퓰리즘 확산 및 PIGS(포르투갈, 이탈리아, 그리스, 스페인)를 중심으로 한 재정 악화가 원인으로 판단됨. PIGS 국가부채 비중은 포르투갈 2008년 75.6%에서 2010년 100.1%, 이탈리아가 105.8에서 118.8%, 그리스가 110.9%에서 147.8%, 스페인이 39.6%에서 60.3%로 급증하면서 위기가 발생함 - 현대경제연구원(2025b), “국내외 금융리스크 점검과 시사점”, 경제주평, 25-18.

11) Gross debt, General government, Percent of GDP.

- (배경) 다양한 요인으로 정부 재정 지출 수요가 급증하는 가운데, 저성장으로 세수 확충이 충분하지 않아 재정수지 적자가 만성화되고 있기 때문
 - 코로나 팬데믹 위기 당시 내수 불황을 극복하기 위해 전 세계적인 정부 지출의 확대가 있었으나, 팬데믹이 끝난 이후에도 재정 지출의 증가세가 지속 중임
 - 이는 포퓰리즘에 기반한 복지 재정 수요에도 원인이 있지만, 최근 부상하는 ‘국가자본주의’의 대두에도 원인이 있다고 판단됨
 - 현재 글로벌 경제는 기존 주력 섹터의 성장 정체를 극복하고 신성장 동력 확보를 위한 대규모 투자가 필요하지만, 상당수 국가가 코로나 팬데믹을 거치면서 민간 섹터의 모험 정신이 약화되고 자본력이 고갈되면서 충분한 성장 엔진을 확보하지 못하고 있는 상황임
 - 이를 보완하기 위해 정부 자금의 투입이 필요하고 결국 재정지출을 급증시키는 또 다른 원인이 되는 것으로 판단됨
 - 이러한 재정 지출 확대 속에서 대부분 국가들이 저성장 국면에 위치함에 따라 충분한 세수 확보가 어렵고, 결국 이는 많은 국가들이 재정 수지 적자 국면에서 벗어나지 못하는 상황으로 이어짐
 - 재정수지 적자 장기화로 정부부채가 급증하고 어느 순간 임계치를 넘어설 경우 과거 유럽 재정위기의 확장판인 글로벌 재정위기가 현실화될 가능성이 존재함



자료: IMF.



자료: IMF.

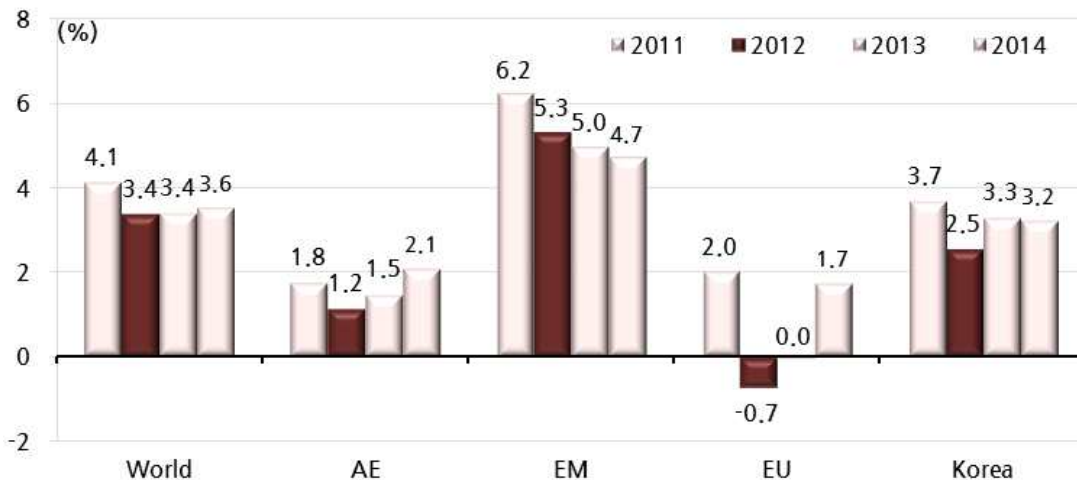
12) Expenditure, General government.

○ 영향

- 글로벌 재정위기가 현실화될 경우 주요국이 동시에 긴축 재정에 돌입하면서 코로나 팬데믹 이후 경제 성장을 견인했던 공공 부문의 기여도가 급락, 즉 글로벌 경제의 전방위적 침체가 예상
 - 유럽 재정위기가 PIGS에 한정된 위기였음에도 불구하고 당시 EU 경제성장률은 2011년 재정위기 직전 2.0%에서 2012년 재정위기 시작 Δ 0.7%로 급락함
 - 나아가 같은 기간 글로벌 경제성장률은 4.1%에서 3.4%로, 선진국은 1.8%에서 1.2%, 신흥국은 6.2%에서 5.3%로 급락함
 - 대외 의존도가 높은 한국도 경제성장률이 2011년 3.7%에서 2012년 2.5%로 급락함

- 세계적으로 국채 발행 물량 과다로 고금리가 뉴노멀이 되어 소비와 투자의 침체를 유발하면서, 장기 디플레이션 국면에 진입할 개연성이 존재
 - 특히, 이때 중앙은행들이 완화적 통화정책에 나서더라도 국채 시장의 공급 과잉을 해소할 수 없어, 정책이 무효화되는 유동성 함정에 빠질 수 있음
 - 국채 시장에서는 선진국 경화 硬貨 채권 물량이 많아지면서 한국과 같은 비경화국들의 채권 수요가 감소하는 현상도 예상되는데, 이에 따라 비경화국 채권 금리가 더 오르면서 자본 조달에 어려움이 발생할 것으로 전망됨

< 유럽 재정위기 충격(2012년) 전후 글로벌 경제성장률 변화 >



자료: IMF.

13) Primary net lending (+) / net borrowing (-), General government

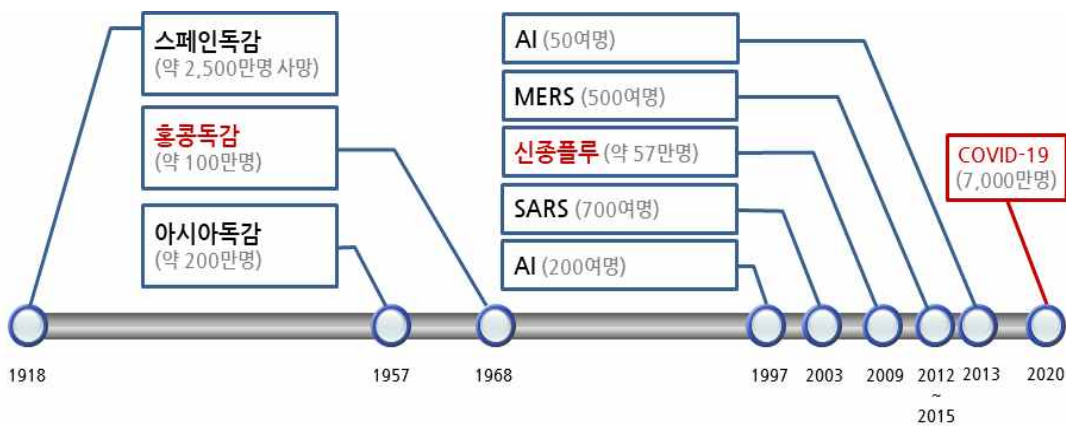
⑤ 질병(Disease)-X 발 뚝스데이(Doomsday) 팬데믹(Pandemic)

○ 의미와 배경

- (의미) 지난 코로나 팬데믹으로 많은 인명 피해는 물론 글로벌 시장이 락다운 Lockdown되면서 큰 경제 위기를 경험한 바 있는데, 또 다른 팬데믹 발 경제 위기의 가능성은 항상 상존

- 1990년대 이후 세계적으로 고위험군 질병의 발생이 3~4년 주기로 반복되면서 인명 피해, 생산성 저하 등 사회·경제적 피해가 발생함
- 2000년 이후 발생한 주요 고위험군 질병으로는 사스 SARS, 중증 급성 호흡기 증후군, 조류독감, 신종플루, 메르스 MERS, 중동호흡기증후군, 에볼라 등임
- 가장 충격 강도가 컸던 전염병은 코로나 팬데믹인데, WHO 세계보건기구의 2025년 10월 기준 공식 집계한 코로나19 사망자 수는 약 7,000만 명에 달하며, 약 77억 명이 감염되었던 것으로 발표됨
- 이는 1918년 스페인 독감 약 2,500만 명 사망, 1968년 홍콩 독감 약 100만 명 사망, 2009년 신종플루 약 57만 명 사망보다 훨씬 인명 피해가 컸던 팬데믹으로 기록됨

< 주요 팬데믹과 추정 사망자 수 >



자료: 현대경제연구원.

주: () 내 수치는 사망자 수로 WHO 및 주요 연구 기관의 대략적인 추정치.

- (배경) 새로운 팬데믹의 다양한 후보 질병군이 존재하며 나아가 질병-X와 같은 인류가 경험하지 못한 강력한 전염병이 나타날 수 있는데, 특히 우려스러

운 점은 모빌리티 기술의 발전으로 향후 팬데믹이 자주 발생할 가능성이 높다는 점

- 코로나 팬데믹이 엔데믹이 되었다고 하더라도 또 다른 팬데믹의 가능성은 항상 존재함¹⁴⁾
- WHO 포스트팬데믹 후보 목록으로는 크리미아 콩고출혈열, 필로바이러스 병 에볼라, 마버그, 메르스 중동호흡기증후군, 사스 중증급성호흡기증후군, 라싸열 니파바이러스, 리프트밸리열 등임
- 이들 질병은 그동안 의학계가 많은 연구를 통해 해당 전염병에 유효한 백신이나 치료제 개발 단계에 이르고 있기 때문에, 실제 팬데믹이 발생하더라도 일정 부분 대응이 가능한 측면이 존재함
- 그러나, 인류가 경험한 적이 없는 전염성이 높으며 피해 규모가 막대할 수 있는 ‘Disease X’ 라는 개념이 있는데, 그 가능성을 떠나 만약 이러한 미지의 질병이 창궐할 경우 코로나 팬데믹을 넘어선 피해가 발생할 수 있음

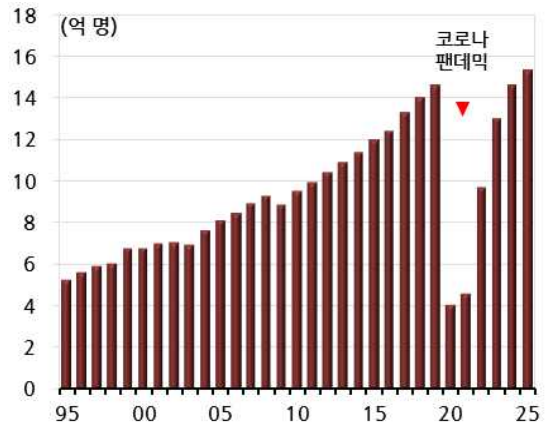
< 포스트 팬데믹 후보 목록 >

주요 전염병	치명률
크리미아콩고출혈열	10~50%
조류독감	52%
필로바이러스병(에볼라, 마버그)	50%
메르스(중동호흡기증후군)	35%
사스(중증급성호흡기증후군)	9.6%
니파바이러스	40~75%

자료: WHO.

주: 치명률은 WHO 최근 자료에 기반¹⁵⁾.

< 세계여행객수(International Tourism Arrival) 추이 >



자료: UNWTO.

- 특히, 과거에 비해 모빌리티 기술이 빠르게 발전하여 운송 서비스 가격이 하락하면서 인류의 이동성이 크게 높아져 있다는 점은 미지의 팬데믹이 가까운 시간 내 다시 도래할 가능성을 증대시켜 주고 있음

14) Eleni Smitham and Amanda Glassman(2021)에 따르면, 메타바이오타(Metabiota) 연구팀은 향후 COVID-19 규모 이상의 팬데믹 발생 확률을 연평균 2.5~3.3%로 추정함.

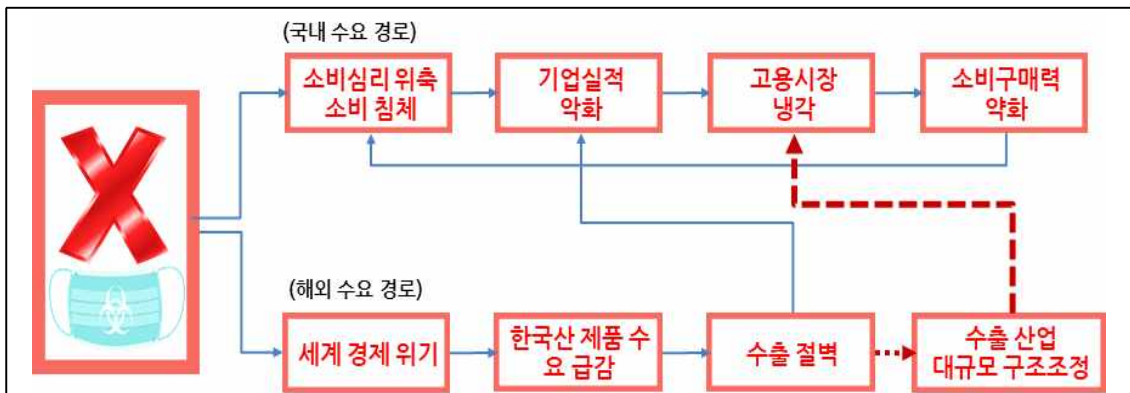
15) 치명률(%) = (사망자 수 ÷ 확진자 수) × 100. WHO의 최근 Fact Sheet 자료에 적시된 수치를 인용하였으나, 다만 이는 각국 보건기관에서 WHO에 보고한 자료에 기반하였기에 WHO는 이에 대하여 과대 또는 과소 추정되었을 가능성을 언급하고 있음.

- 세계 여행객수는 1995년 5억 3,000만 명에서 코로나 팬데믹 직전인 2019년 14억 7,000만 명으로 급증한 바 있음
- 코로나 팬데믹 당시인 2020년에 4억 1,000명으로 크게 하락하였으나, 팬데믹이 끝나면서 다시 2025년 약 15억 4,000만 명으로 역대 최고치를 기록할 가능성이 높으며 향후에도 이러한 이동성이 계속 증가하는 추세를 가질 것으로 판단됨
- 코로나 팬데믹 당시 감염자의 증가 속도가 과거에 비해 매우 높았던 경험에서, 전염력이 일정 수준 이상인 질병의 확산 속도는 이미 인류가 통제할 수 없다는 것을 의미함

○ 영향

- 코로나 팬데믹의 사례에서 팬데믹의 재발은 이동의 제한, 생산 시설 가동 중단 등에 따른 경제적 손실을 유발하며, 특히 글로벌 공급망이 붕괴되면서 중요 자원의 수입의존도가 높은 국가가 더 큰 어려움에 처할 가능성이 존재
 - 세계적 팬데믹 pandemic, 대유행은 필연적으로 GVC Global Value Chain, 글로벌 가치사슬의 붕괴를 가져오게 되며, 이는 교역의존도가 높은 한국 경제에 외수와 내수의 동반 불황이라는 큰 위기로 작용할 전망이다
 - 특히, 팬데믹이 극단화되어 전면적인 글로벌 락다운 Lockdown이 발생할 경우 부존 자원이 부족하여 사회를 유지하는 데 필요한 대부분의 원자재를 해외 수입에 의존하는 한국 경제에 치명적인 위협이 될 수 있음

< Disease-X 발 팬데믹의 경제 파급 경로 >



자료: 현대경제연구원.

4. 시사점

첫째, 글로벌 중장기 저성장 국면과 이후 전개되는 새로운 산업 혁명 시대에 대응하여 구조 개혁 지속과 신성장 동력 확보에 주력해야 한다.

- 글로벌 경제의 구조적 저성장 국면 진입에 대응하여, 생산성 제고를 통한 생존력 및 경쟁력 강화와 적극적인 미래 핵심 성장 동력 확보 노력이 필요함
- 현재 시장은 3차 산업혁명에서 4차 산업혁명으로 넘어가는 과도기 국면으로 이해되며, 지난 80년대의 생산성 논쟁 시대와 유사한 측면이 있다고 판단됨
- 현재의 저성장 과도기에서 가장 중요한 부분은 생산성 제고를 통한 비용 절감으로 산업과 기업의 생존력을 보장하는 것임
- 나아가 새로운 산업 혁명기의 특성인 승자독식의 시장 지배구조를 감안하여 새로운 기술을 받아들이고 비즈니스 모델화하는 노력이 지속적으로 이루어져야 할 것임
- 한편, 미래 신기술·신산업의 헤게모니를 쥐고 있는 미국 중심의 경제 블록에 들어가야 하는 것은 당연하나, 우리의 핵심 시장인 중국 시장에서의 기업 간 글로벌 협력 관계 유지를 통해 시장 내 경쟁력을 높여 나가야 할 것임
- 중장기적으로 기술 패권 경쟁이 격화되는 트렌드에 대응하기 위해, 효율적인 R&D 시스템 구축, 모험·창의적인 연구 장려, 질 높은 과학기술인력 육성 등을 통해 핵심·원천 기술 확보에 주력해야 할 것임

둘째, 자산 시장 변동성 급증에 따른 제2의 금융위기 가능성을 고려하여 시스템의 건전성을 높여나가야 한다.

- 금융시장의 변동성 급증에 대응하여, 금융 당국의 대외 신인도 제고 및 시장 내 심리 안정 노력이 지속되어야 할 것임
- 이에 대응하여 신흥 시장 및 금융·원자재 시장의 자금 유출입에 대한 모니터링 강화와 이상징후를 분석할 수 있는 조기경보시스템이 필요함
- 나아가, 기업은 신흥 시장 진출발작 가능성에 대응하여 외환 포트폴리오를 점검하고, 주요 원자재 가격 변동성 대응 시스템을 확충해야 할 것임
- 특히, 위기 발생 시 충격이 집중될 수 있는 경제 내 취약 계층에 대한 현황을 파악하고, 실제 위기가 발생할 경우를 대비한 단계별 지원 방안을 마련할 필요도 있음

셋째, 한국 경제의 입장에서 중국 경제가 미치는 기회 요인 및 리스크 요인을 객관적이고 장기적으로 판단하고, 이를 통해 불과 不過, 지나치지 않음 및 불 부족 不足, 모자르지 않음의 중용 中庸적 대응이 요구된다.

- 중국은 우리의 인접 국가이면서 거대한 시장을 가지고 있고, 제조업 기반이 튼튼하기 때문에, 우리 기업들이 수출 및 수입을 중국에 의존할 수밖에 없는 불가피성이 존재함
- 그러기에 중국 시장에 대한 리스크가 현실화될 경우를 상정한 대응 전략이 필요하며, 이를 위해서는 중국 시장 내 버블과 기업 부실 이슈의 방향성을 예의주시하고 이와 관련된 중국의 정책적 대응의 유효성과 부작용에 대한 실체적 분석이 필요함
- 또한, 미국과의 기술패권 경쟁으로 벌어지는 중국의 외교적 갈등이 동아시아 공급망 지형을 크게 변화시킬 가능성에 대응하여 주력 수출 시장 및 핵심 중간재 수입 시장의 다변화를 추진해야 할 것으로 판단됨

- 한편, 중국 금융 시장 궤 리스크 확대에 대비하여 우리 금융·외환 시장에 대한 모니터링을 강화하고 안전판을 구축해야 할 것임
- 또한, 수출을 넘어 공급망 차원에서도 중국 이외 시장에 대한 다변화 노력이 지속되어야 할 것이며, 경우에 따라서는 잠재력이 높은 신흥 시장을 선택하여 안정적인 중간재에 대한 공급망을 확보하는 전략도 추구해야 할 것임

넷째, 재정의 지속가능성 제고 노력을 통해 거시경제 안정화 수단을 확충하고 경제·사회적 문제 해결 능력을 높여나가야 할 것이며, 재정 정책의 효율성을 높여 한정된 재원으로 최대의 효과를 낼 수 있는 시스템 구축이 필요하다.

- 최근 국가자본주의의 부상과 같은 글로벌 트렌드를 감안한다면, 상당수 국가들이 안전성보다는 성장성에 초점을 맞추어 정부의 시장 개입을 빠르게 확대하고 있다고 판단됨
- 이는 잠재성장률의 하락을 막고, 미래 신성장 동력을 선점하기 위한 필수 불가결인 과정으로 이해될 수 있으나, 결국 안정성이 훼손된 성장은 그 한계에 봉착하면서 경제 위기로 이어지는 많은 사례가 존재함
- 따라서 재정 지출의 효율성을 높일 수 있는 운용의 묘가 필요한데, 이를 위해서는 경직성 지출의 비중을 줄이고, 1년이나 또는 수년 단위로 지출 항목별 제로베이스 검토 시스템을 확대시킬 필요가 있음
- 특히, 사회의 재정 수요가 있더라도 정부의 지출이 상당한 민간 부문의 구축 효과를 유발할 가능성이 높은 분야에 대해서는 전향적인 재검토를 통해 재정 계획을 다시 수립해야 할 것임
- 나아가 복지 지출을 정부 재원만으로 충당할 경우 늘어나는 복지수요를 재정이 감당할 수 없기 때문에, 민간 단체와의 공조를 통해 정부 부담을 일정 부

분이라도 줄여나가는 노력이 요구됨

- 한편, 지금의 상황을 볼 때 예상되는 재정위기는 결국 세계로 확산될 것이나, 처음에는 재정 건전성이 취약한 일부 국가에서 시작될 것이기 때문에, 글로벌 시장에서 재정 위기가 닥칠 가능성이 높은 후보군을 선정하고 해당 국가에 대한 한국 경제의 의존도가 이러한 국지적 리스크를 완화시킬 수 있는 헷징 전략이 마련되어야 할 것임

다섯째, 지난 코로나 팬데믹의 경험을 살려 방역 정책에서 노정된 문제점들을 개선하여 새로운 팬데믹에 더 효율적이고 효과적으로 대응할 수 있는 국가 방역 시스템을 재정립하고, 락다운하에서도 작동이 가능한 시장 시스템을 모색해야 한다.

- 지난 코로나 팬데믹 기간의 과정을 살펴보면, 방역의 핵심은 백신 개발이고 이는 제약 기술이 선진화된 미국에서만 가능했던 점을 생각한다면, 우리 제약 산업 스스로가 고도화와 경쟁력 향상을 지속 추진해야 할 것임
- 정부 차원에서도 리스크가 큰 신약 개발 분야의 민간 투자가 확대될 수 있는 제도적 지원 시스템을 구축해야 할 것임
- 동시에 백신의 대량 생산 능력도 중요한바 여기에서는 우리 기업들이 강점을 가지고 있기 때문에, 이러한 분야에서도 적극적인 효율적 생산 기술 확보를 위한 연구개발 투자 확대 노력이 요구됨
- 또한 팬데믹이 발생할 경우를 대비하여, 사회 시스템이 아무 문제 없이 작동될 수 있도록 정부 및 공공 기관의 ‘컨틴전시 플랜 contingency plan’ 수립 및 그 실행 능력 점검이 요구됨
- 사후적 대응의 관점에서 팬데믹이 일단 발생하면 무엇보다도 정책 당국과 국민 간의 상황에 대한 객관적 인식 공유와 질병을 조기에 극복할 수 있다는

공감대를 형성하여 민간 주체들의 불안감을 해소하는 것이 필요함

- 이를 위해서는 이번 사태로 발생하는 다양한 사회적 갈등에 대해 원칙적이고 확고한 자세를 견지하고, 국민들에게 정부가 상황을 완벽하게 컨트롤하고 있다는 인식을 확산시키는 것이 중요함
- 나아가 팬데믹으로 피해가 집중되는 계층, 산업이 어디인지를 우리가 확인한 바가 있기 때문에, 정부의 팬데믹 대응 노력의 효율성을 극대화하기 위해 대응 우선순위를 미리 정해놓을 필요가 있음 **HRI**

<참고 문헌>

□ 통계

Bloomberg.

BLS(<https://www.bls.gov>).

BEA(<https://www.bea.gov>).

ECOS(<https://ecos.bok.or.kr>).

IMF-IFS(<https://www.imf.org>).

Multpl(<https://www.multpl.com>).

SAFE-国家外汇管理局(<http://m.safe.gov>).

The United Nations Statistics Division(<https://unstats.un.org>).

UNWTO(<https://www.untourism.int>).

WHO(<https://www.who.int>).

□ 국내외 문헌

Eleni Smitham and Amanda Glassman(2021). “The Next Pandemic Could Come Soon and Be Deadlier”, Center for Global Development BLOG POST.

IMF(2025). 『World Economic Outlook(October 2025)』 .

Nassim Taleb(2007). 「The Black Swan: The impact of the highly improbable」, Random House.

Nouriel Roubini and Stephen Mihm(2011). 「Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance」, Penguin Books.

UN(2021). 「World Population Prospects 2022」, UNDESA/POP/2021/ TR/NO. 3.

현대경제연구원(2025a). “잠재성장률 3% 달성의 걸림돌과 극복 방안”, 경제 주평, 25-15.

현대경제연구원(2025b), “국내외 금융리스크 점검과 시사점”, 경제주평, 25-18.

주 원 연구본부장 (2072-6235, juwon@hri.co.kr)