

BOK 이슈노트



이번 교역조건 개선은 왜 다른가: 반도체 경기 호조의 실물경제 파급영향

이종용

한국은행 조사국 조사총괄팀 차장
Tel. 02-759-4202
jw.lee@bok.or.kr

김다애

한국은행 조사국 조사총괄팀 과장
Tel. 02-759-4166
kda14@bok.or.kr

한진수

한국은행 조사국 조사총괄팀 조사역
Tel. 02-759-4150
jinsu.han@bok.or.kr

2026년 7월 19일

우리 경제는 반도체 경기 호조에 힘입어 올해 1/4분기 국내총생산(GDP)이 전년동기대비 3.8%의 높은 성장률을 나타내었으며, 반도체가격 상승에 따라 교역조건도 크게 개선되면서 국내총소득(GDI)은 GDP를 훨씬 웃도는 13.2% 증가하였다. 이러한 GDI의 증가는 가계 구매력과 기업 투자여력을 확충함으로써 향후 내수 회복을 뒷받침할 것으로 기대된다. 특히 글로벌 반도체 수요가 지속되는 가운데 교역조건 개선과 이에 따른 GDI 증가세가 장기간 이어질 경우, 그 거시경제적 파급효과는 과거와 다른 양상을 보일 수 있다. **본고에서는 이번 교역조건 개선의 특징과 내수 파급효과를 과거 사례와 비교·분석하고, 정책적 시사점을 도출하고자 한다.**

이번 교역조건 개선은 과거와 뚜렷이 구별되는 특징을 보인다. 2000년대 이후 현재까지 네 차례의 교역조건 개선기 중 과거 세 차례(2009년, 2015~16년, 2020년)는 모두 국제유가 등 수입물가의 하락이 주된 요인이었던 반면, **금번에는 반도체가격 강세에 따른 수출물가 상승이 개선을 이끌고 있다.** 더욱이 최근 반도체 경기 확장국면은 단기적인 수급 요인을 넘어 AI 확산에 따른 구조적 수요 증가에 기인하고 있다는 점에서, 그 폭과 지속 기간이 과거 사이클을 상회할 가능성이 높다. 이에 따라 **양호한 교역조건 흐름이 상당 기간 지속되며 GDI가 견조한 증가세를 이어갈 것으로 전망된다.**

이러한 차별화된 특징으로 내수에 미치는 파급영향도 과거와 달라질 것으로 보인다. 소비 측면에서 과거에는 유가 하락이 교역조건 개선을 주도하면서 이에 따른 소득 증가가 일시적인 것으로 인식되었으나, 이번에는 반도체에 대한 구조적 수요가 수출가격 상승과 교역조건 개선을 이끌고 있어 소득 증가의 지속성이 과거보다 높게 인식될 가능성이 크다. 여기에 주가 상승에 따른 자산효과(wealth effect)까지 더해지면서 소비 개선세가 강화될 것으로 예상된다. **투자** 측면에서도 과거 교역조건

- 본 자료의 내용은 한국은행의 공식견해가 아니라 집필자 개인의 견해라는 점을 밝힙니다. 따라서 본 자료의 내용을 보도하거나 인용할 경우에는 집필자명을 반드시 명시하여 주시기 바랍니다.
- 조사총괄팀 강보민 조사역, 경기동향팀 양준빈 과장(소비), 이현아 과장(투자), 재정산업팀 김형준 과장(재정)이 보고서 작성에 도움을 주었습니다. 본 논고의 완성도를 높일 수 있도록 아낌없는 조언과 유익한 의견을 주신 이지호 부총재보, 이동렬 조사국장, 김민식 거시전망부장, 박창현 조사총괄팀장께도 감사드립니다.



한국은행

개선기에는 유가하락에 따른 비용절감형 수익개선이 시차를 두고 투자로 이어졌다면, 이번에는 글로벌 반도체 수요 확대에 기반한 수익성 개선이라는 점에서, 반도체 기업을 중심으로 투자가 보다 신속하게 확대될 가능성이 높다. 나아가, 이번 교역조건 개선은 글로벌 AI 확산과 지정학적 리스크 완화에 따른 국제유가 안정화 전망이 맞물려, 그 충격의 크기와 지속성이 상당할 것으로 예상되는 만큼, 내수로의 파급효과가 과거에 비해 크게 나타날 것으로 판단된다.

다만 최근 교역조건 개선의 수혜가 IT 등 특정 부문에 집중되어 있다는 점은 거시경제적 파급력을 일부 제약하는 요인으로 작용한다. 가계 부문에서는 임금상승과 자본이득이 한계소비성향과 자산효과가 상대적으로 낮은 고소득·고자산층에 편중되어 있으며, 산업별로도 IT를 제외한 여타 부문은 대체로 그간의 업황부진과 지정학적 리스크에 따른 비용상승 압력으로 투자부진이 이어질 것으로 보인다. 또한 반도체 산업은 생산·고용유발효과가 낮은 데다, 제조장비의 높은 수입의존도와 글로벌 공급망 재편에 대응한 해외직접투자 확대도 내수 파급효과를 제약하는 요인이다.

종합하면, 이번 반도체 경기 호조와 이에 따른 교역조건 개선의 큰 폭 개선은 향후 내수 증가세를 지지하는 핵심 동인이 될 것으로 판단된다. 하지만 그 혜택이 일부 산업·계층에 편중되어 있는 만큼, 거시경제적 성과를 어떻게 활용하느냐에 따라 중장기 성장경로가 달라질 수 있다. 따라서 미래 성장 기반을 확충하는 동시에 성과가 폭넓게 확산되도록 함으로써, 지속가능한 성장 기반을 구축하는 정책적 노력이 필요하다. 특히 IT 주도의 성장세가 상당 기간 지속될 것으로 예상되는 만큼, 글로벌 경쟁력을 유지·강화하기 위해 국내 반도체 산업 생태계를 유기적으로 연계하고 그 기반을 공고히 할 필요가 있다. 아울러 높은 IT 의존도에 따른 경기·재정·금융 변동성 확대 리스크를 경계하는 한편, 반도체 호조의 성과가 생산적 투자보다 부동산 등 비생산적 부문으로 유입될 경우 발생 가능한 금융불균형 확대 가능성에도 유의해야 한다. 중장기적으로는 생산요소 등 자원이 IT 부문으로 과도하게 집중되면서 나타날 수 있는 여타 핵심산업의 생태계 붕괴와 계층 간 불균형 심화 가능성도 유념하여 정책을 설계하여야 할 것이다.

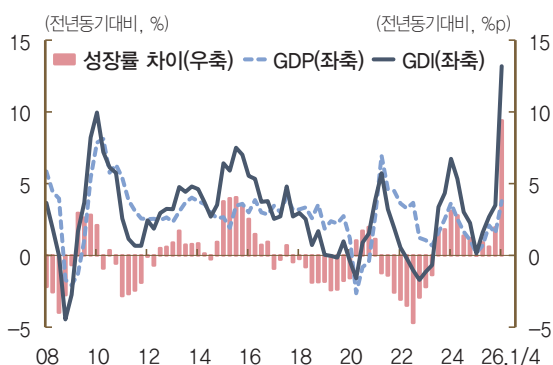
I. 검토배경

1. 최근 우리 경제는 반도체 경기 호조에 힘입어 국내총생산_{GDP}이 높은 성장세를 지속하고 있다. 나아가 국내총소득_{GDI}은 교역조건 개선이 더해지면서 GDP를 크게 상회하는 증가세를 나타내고 있다.¹⁾ 특히, 지난 1/4분기중에는 GDP가 전년동기대비 3.8%_{전기대비 1.8%}로 크게 성장하였는데, GDI는 이를 훨씬 웃도는 13.2%_{8.7%} 증가하여 두 지표 간 격차_{9.4%p}는 관련 통계 편제_{1960년} 이후 최대 폭을 기록하였다. **[그림 1, 표 1]** 이러한 흐름의 배경에는 반도체 경기 호조가 자리하고 있다. 물량 측면에서는 반도체 수출 확대가 GDP 성장에 기여하는 한편, 가격 측면에서는 메모리가격 상승²⁾으로 교역조건 개선이 가세하면서 GDI를 추가로 끌어올리고 있다. **[그림 2]**

2. 이처럼 교역조건 개선에 따른 높은 GDI 증가세는 가계의 구매력과 기업의 투자여력을 확충하여 향후 내수 회복세를 뒷받침할 것으로 기대된다. 일반적으로 교역조건이 개선되면 수입품에 대한 실질구매력이 높아지고 수출기업의 이익이 늘어난다. 이는 임금·자산소득, 투자자금으로 배분되는 경로를 거쳐 소비와 투자·고용으로 파급될 수 있다. 역사적으로 보더라도 소비·투자 등 내수는 GDI와 동행하거나 1~2분기 후행하며 높은 상관관계³⁾를 보였다. 앞으로도 AI 확산에 기반한 반도체 수요 지속으로 양호한 교역조건 흐름이 장기화될 경우, 기초적인 내수의 상방압력 외에도 물가, 재정 등 거시경제 전반에 미치는 파급효과와 정책적 함의가 달라질 수 있다. **본고에서는 이번 교역조건 개선의 특징과 내수 파급효과를 과거 사례와 비교·분석하고, 정책적 시사점을 도출하고자 한다.**

1/4분기중 GDP와 GDI 간 성장 격차는 통계작성 이래 최대

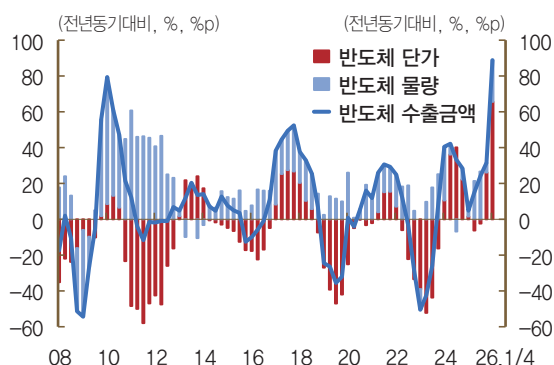
[그림 1] GDP·GDI 성장률



자료: 한국은행

반도체 수출물량이 늘어나는 가운데 최근 가격이 큰 폭 상승

[그림 2] 반도체 수출금액 분해



1) 실질GDI는 교역조건 변화를 반영한 구매력 기준 소득으로 교역조건 개선시 실질GDP를 상회한다(실질GDI = 실질GDP + 교역조건 변화에 따른 실질무역손익).

2) 반도체 가격 상승은 수출디플레이터를 통해 GDP디플레이터에 상방압력으로 작용함에 따라 명목GDP 성장률도 높은 수준(26.1/4분기 전년 동기대비 17.1%, 전기대비 10.5%)을 나타내고 있다.

3) 2000.1/4~2026.1/4분기중 GDI 증가율과 내수의 성장기여도 간 시차상관계수는 당분기 0.60, 1분기 0.67, 2분기 0.55로 높은 수준이다.

26.1/4분기 GDI 증가율이 GDP를 크게 상회

[표 1] 분기별 GDP 및 GDI 증가율

(전년동기대비, %, %p)	25.1/4	2/4	3/4	4/4	2025년	26.1/4
▶실질GDP(A)	0.2	0.7	2.1	1.6	1.1	3.8
▶실질GDI(B)	0.1	1.6	2.7	3.5	2.0	13.2
└ 격차(B-A)	0.0	0.9	0.6	1.9	0.9	9.4
▶명목GDP(C)	2.9	3.4	4.8	6.3	4.4	17.1
└ 격차(C-A)	2.8	2.7	2.7	4.8	3.2	13.3

자료: 한국은행

II. 최근 교역조건 개선의 특징

3. 이번 교역조건 개선은 세 가지 측면에서 과거 개선기와 차별화된다. ① 국제유가 등 수입물가 하락이 개선을 이끌었던 과거와 달리, 이번에는 수출물가 상승이 교역조건 개선을 견인하고 있다. ② 그리고 이러한 수출물가 상승은 주로 IT 부문이 주도하고 있다. ③ 나아가 AI 확산에 따른 반도체 가격 상승과 중동긴장 완화에 따른 유가 안정화 전망을 감안할 때, 양호한 교역조건과 이에 따른 견조한 GDI 증가세는 상당 기간 이어질 것으로 예상된다.

특징 1 과거와 달리 수출물가 상승이 교역조건 개선을 견인

4. 과거에는 대부분 국제유가 등 수입물가의 하락이 교역조건 개선을 주도했던 반면, 최근에는 유가 상승에도 불구하고 수출물가가 더 크게 오르면서 교역조건이 개선되고 있다. 실제로 2000년대 이후 교역조건이 개선된 총 네 차례 시기 중^{09년, 15~16년, 20년, 현재}, 앞선 세 차례의 개선기에는 경제위기와 원유공급 과잉으로 인한 국제유가 하락이 주요 동인이었다. 또한 과거에는 교역조건의 개선 폭이 작아 GDI-GDP 증가율 간의 격차^{1.5~2.4%p}도 최근에 비해 미미한 수준이었다. [표 2, 그림 3]

한편, 과거 IT 혁명기^{2003~06년}, 클라우드 확대기^{2016~18년} 등 이전의 반도체 호황기에는 반도체 가격 상승에도 불구하고 글로벌 성장세 확대로 유가가 더 크게 오르면서 교역조건이 오히려 악화된 바 있다.

과거에는 대부분 국제유가 등 수입물가 하락이 교역조건 개선을 주도

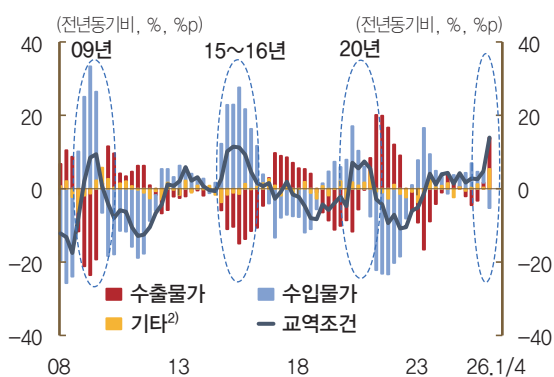
[표 2] 2000년 이후 주요 교역조건 개선기와 현재 비교¹⁾²⁾

개선기	주요 요인		수출물가 (%)	수입물가 (%)	GDP 성장률(%)	GDI 증가율(%)	GDI-GDP (%p)
▶2009년 (09.1/4~09.4/4분기)	수입물가 하락	• 유가하락: 글로벌 금융위기	-14.0	-16.7	0.8	2.7	1.9
▶2015~16년 (14.4/4~16.4/4분기)		• 유가하락: 美세일붐, 사우디 증산	-8.4	-13.5	3.0	5.4	2.4
▶2020년 (20.2/4~21.1/4분기)		• 유가하락: 팬데믹	-2.0	-5.9	-0.3	1.2	1.5
▶2026.1/4분기	수출물가 상승	• 반도체 가격 상승: AI 확산	14.9	5.4	3.8	13.2	9.4

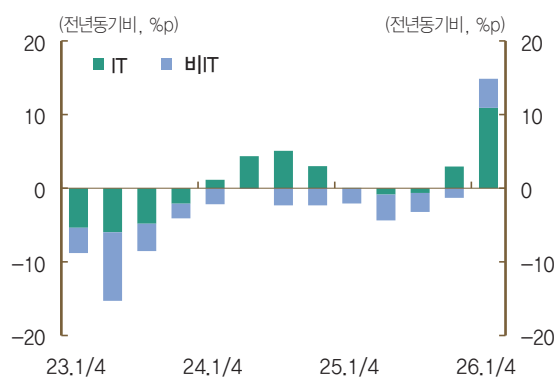
주: 1) 전년동기대비 증가율의 기간중 평균 2) 노란색 음영은 금번 반도체 경기 호조기를 의미
자료: 한국은행

금번 교역조건 개선기는 수출물가, 그중에서도 반도체 가격 상승이 견인

[그림 3] 교역조건 변화¹⁾의 수출입물가 기여도



[그림 4] 수출물가 중 IT 기여도³⁾



주: 1) 순상품교역조건지수를 로그차분
2) 수출입물가 분해시 통관물가 이용하여 시산함에 따라 계약시점과 통관시점 간 차이에 의해 발생되는 부분(기타)
3) IT는 컴퓨터·전자 및 광학기기 기준
자료: 한국은행

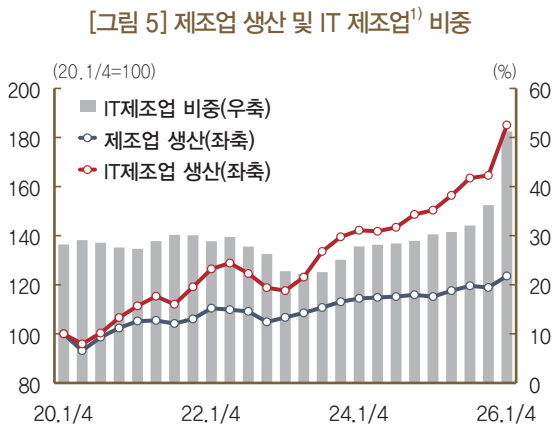
특징 2 수출물가 상승은 대부분 반도체 등 IT 부문에 기인

5. 이번 교역조건 개선은 수출물가 중에서도 반도체 가격 상승이라는 특수 요인에 주로 기인하고 있다.

지난 1/4분기중 반도체 가격이 전년동기대비 92.5% 급등함에 따라, 같은 기간 수출물가 상승분의 73.4%를 반도체를 포함한 IT 부문이 기여하였다.^[그림 4] 그 결과 순상품교역조건지수는 국제유가 상승에도 불구하고 22.8% 상승하였으며, 실질무역이익¹은 사상 최대치^{GDI 대비 6.3%}를 기록하였다.

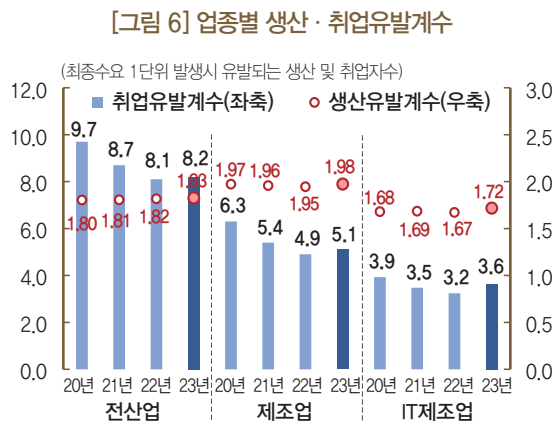
6. 이 같은 반도체 가격 급등은 산업 내 IT 비중을 단기간에 끌어올리며 산업구조의 편중도를 심화시키고 있다. 전체 제조업에서 IT 제조업이 차지하는 비중은 과거 30% 미만에서 올해 1/4분기중 51%로 높아졌고, 전산업 대비로도 8% 내외에서 18.8%까지 상승하였다. [그림 5] IT 제조업의 경우 생산·고용유발효과가 상대적으로 낮고 변동성은 높은 점을 감안할 때, IT 부문의 비중 확대는 향후 거시경제의 변동성을 과거보다 확대시킬 소지가 있는 것으로 판단된다. [그림 6]

제조업 중 IT 비중이 빠르게 상승



주: 1) IT 제조업은 컴퓨터·전자·광학기기 기준
자료: 한국은행

IT 제조업의 생산·취업유발효과는 낮은 편



특징 3 양호한 교역조건 흐름이 상당 기간 지속될 전망

7. 향후 AI 확산에 따른 반도체 수요 지속과 지정학적 리스크 완화에 따른 유가 하향안정화 전망을 감안할 때, 양호한 교역조건 흐름이 이어지면서 GDI가 GDP를 상당폭 웃도는 증가세가 상당 기간 지속될 것으로 예상된다. 금번 반도체 확장국면은 빅테크기업 간 시장선점 경쟁과 AI 인프라 투자 지속, 피지컬^{Physical}·에이전틱^{Agentic} 등 AI 활용영역 확대 등으로 그 폭과 지속기간이 과거 사이클을 상회하고 있다. [그림 7] 이처럼 AI 확산에 기반한 추세적 수요확대^{trend}와 반도체 공급증가 속도가 수요를 따라가지 못하는 경기적 측면^{cycle}의 초과수요가 맞물리며 반도체 가격의 강세는 상당 기간 이어질 전망이다. 또한 그간 중동궤 충격으로 크게 상승하였던 국제유가가 중동긴장 완화로 하락 추세를 보일 것으로 예상됨에 따라, [그림 8] 수출·수입 물가 모두 교역조건에 우호적으로 작용하며 GDI의 견조한 증가세⁴⁾를 견인할 것으로 판단된다.

4) 수출물가 상승과 수입물가 하락은 GDP디플레이터에 상반압력으로 작용하면서 금년 명목GDP 성장을 역시 높은 수준을 나타낼 전망이다.

반도체 확장국면은 상당 기간 지속될 전망

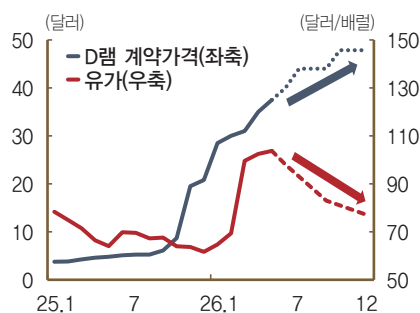
[그림 7] 2000년 이후 반도체 경기 사이클 비교¹⁾

주: 1) 로그변환 후 장기선형추세를 식별하고 갭을 산출, 음영은 반도체 경기확장기

2) 26.6월 이후는 TrendForce 및 주요 IB 평균(6. 14일 이후 업데이트한 5개 기관 대상: MS, Citi, JPM, GS, BofA) 전망치

자료: WSTS, TrendForce, Bloomberg

반도체 가격 강세 지속, 유가 안정화 예상

[그림 8] 유가·반도체 가격 상승률 추이 및 전망²⁾

III. 반도체 경기 호조의 파급영향

과거 교역조건 개선기의 소비·투자 파급

8. 이번 교역조건 개선이 과거와는 차별화된다는 점에서 거시경제적 파급영향 또한 다르게 나타날 가능성이 있다. 우선 과거 교역조건 개선기의 내수 반응을 분석한 결과, 민간소비 확대 효과는 제한적이었던 반면 투자는 시차를 두고 유의미하게 늘어난 것으로 추정되었다.

9. 과거 유가 하락에 따른 교역조건 개선이 실질무역이익 증대를 통해 가계의 실질구매력을 높였음에도, 실제 민간소비로의 전이 효과는 미약했다. Schmitt-Grohé · Uribe(2018) 방법론을 원용하여 분석한 결과,⁵⁾ 교역조건 충격에 대한 민간소비의 반응⁶⁾은 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.^[그림 9-10] 이는 과거 교역조건 개선이 외생적이고 변동성이 높은 유가의 변동에 주로 기인하였던 탓에 가계가 소득 증가를 항구적 소득이 아닌 일시적인 소득으로 인식한 데 따른 결과로 판단된다(Schmitt-Grohé · Uribe · Woodford, 2022). 아울러 2010년대 이후 자산투자 확대^{목적성 저축, 고령화 가속}·생애주기 저축, 저성장기 진입^{예비적 저축} 등으로 가계의 저축성향이 구조적으로 강화되면서 소득-소비 간 연계가 약화된 점도 영향을 미친 것으로 보인다.^[그림 11]

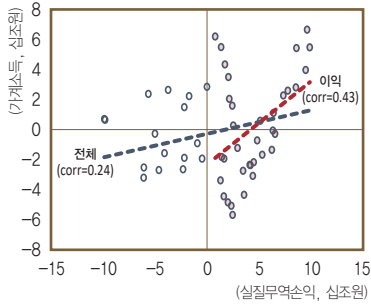
5) 6변수 SVAR 모형으로 교역조건, 무역수지/GDP, 민간GDP, 민간소비, 투자, 실질실효환율을 변수로 이용하였다. 자세한 내용은 <참고> 「교역조건 충격의 경제적 효과 추정」을 참조하길 바란다.

6) 충격 발생 초기에는 소비가 감소하는 것으로 추정되었는데, 이는 가계가 교역조건 개선을 일시적 현상으로 인식해 저축을 늘린 데다, 수입재 가격이 점차 하락할 것으로 기대하면서 소비를 이연했기 때문인 것으로 해석된다(Ostry · Reinhart, 1992).

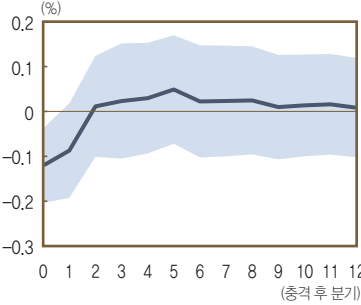
교역조건 개선에 따른 무역이익 발생 시 가계소득이 증가하나 민간소비 변화는 미미

가계저축률은 상승 추세

[그림 9] 실질무역손익과 가계소득¹⁾



[그림 10] 교역조건 충격 → 소비²⁾



[그림 11] 가계저축률 추이³⁾



주: 1) 1975~2025년 기준, 가계소득은 실질가계총처분가능소득의 추세 대비 차이(deviation)

2) 음영은 90% 신뢰구간

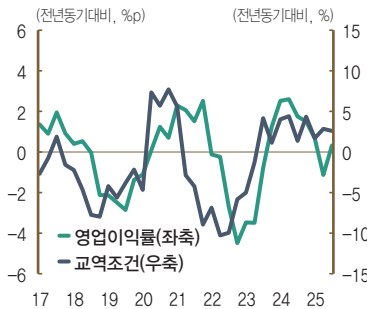
3) 가계순저축률 기준

자료: 저자 추정, 한국은행

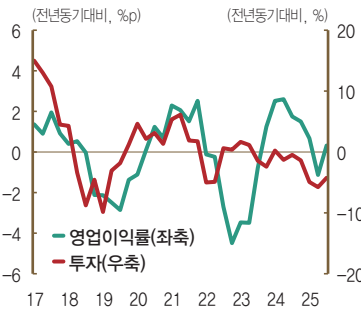
10. 반면 과거 교역조건 개선은 기업 수익성 증대를 통해 투자 확대에 유의한 영향을 미친 것으로 나타났다.^[그림 12-13] 과거에는 국제유가 등 수입물가 하락에 따른 비용절감형 수익성 개선으로, 에너지 의존도가 높은 제조업과 건설업을 중심으로 영업이익이 늘고 투자여력이 확충되었던 것으로 평가된다.⁷⁾ 다만 당시의 수익성 개선이 수요확대가 아닌 비용절감에 기인함에 따라 기업은 생산 능력을 즉각적으로 늘리기보다는 영업환경 개선에 대한 기대가 형성된 이후^{약 3분기}에야 투자를 늘렸던 것으로 판단된다.^[그림 14]

교역조건 개선시 기업 영업이익 증가하고, 이는 시차를 두고 투자 확대로 파급

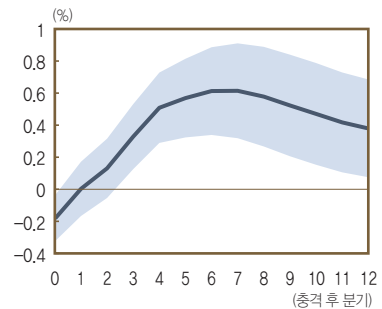
[그림 12] 교역조건과 영업이익률



[그림 13] 영업이익률과 투자¹⁾



[그림 14] 교역조건 충격 → 투자²⁾



주: 1) 투자 = 설비투자 + 건설투자, 2023년 이후에는 건설경기 부진으로 영업이익률과 투자 간 관계가 약화

2) 음영은 90% 신뢰구간

자료: 한국은행, 저자 추정

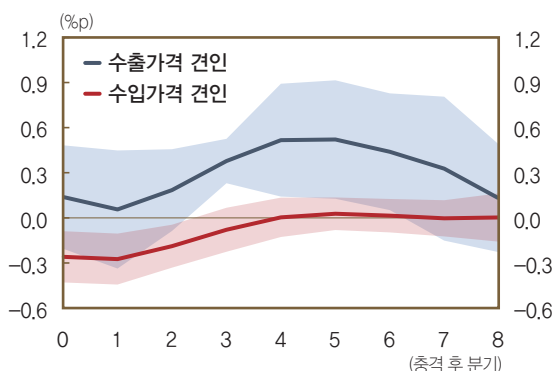
7) 국제유가 10% 상승시 국내 제조업 생산비용은 평균 0.71% 상승하는 것으로 추정되며(산업연구원, 2026), 건설투자의 경우 유가상승이 공사비에 빠르게 반영됨에 따라 3~4분기 시차를 두고 감소하였다(한국은행 경제전망보고서, 26.5월).

수입가격 하락형 vs. 수출가격 상승형

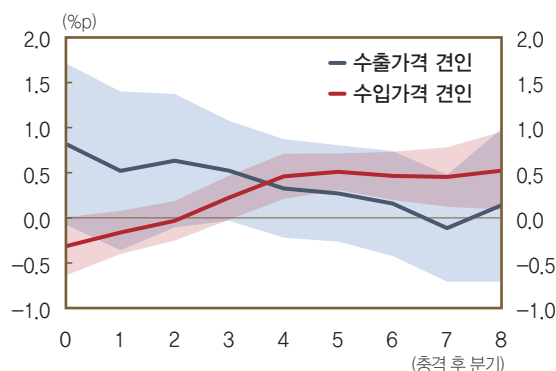
11. 추가적으로 교역조건 개선의 동인이 수입물가 하락인지, 수출물가 상승인지에 따라 소비와 투자의 반응이 어떻게 달라지는지 분석하였다.⁸⁾ 추정 결과, 과거 수출가격이 교역조건 변화를 견인했던 시기에는 앞선 수입가격 하락기와 달리 소비가 유의하게 증가하고, 투자가 시차 없이 초기부터 즉각적으로 늘어나는 것으로 나타났다.^[그림 15~16] 수출가격 상승 시에는 매출 확대가 동반되면서 임금상승으로 이어지는 소득 파급효과가 보다 강하고(Hummels *et al.*, 2014),⁹⁾ 글로벌 수요 확대를 기반으로 생산능력을 신속히 확충하려는 유인이 작용했던 것으로 평가된다. 반면, 수입물가가 교역조건 변화를 주도했던 시기에는 앞선 분석 결과와 마찬가지로 소비확대 효과가 제한적이었으며 투자도 시차를 두고 완만히 증가하는 경향을 보였다.

수출물가가 교역조건 변화를 견인했던 시기에는 소비가 유의하게 늘어나고 투자도 즉각적으로 증가

[그림 15] 교역조건 개선의 국면별 소비 반응¹⁾



[그림 16] 교역조건 개선의 국면별 투자 반응¹⁾



주: 1) 음영은 90% 신뢰구간
자료: 저자 추정

최근 반도체 경기 호조에 따른 교역조건 개선의 파급영향

12. 이상의 분석 결과를 종합하면, 이번 반도체 경기 호조는 AI發 글로벌 수요 증가에 기인하는 “수출물가 상승형 교역조건 개선” 국면임을 감안할 때, 교역조건 충격의 규모가 크고 지속성 또한 높아 향후 내수로의 파급효과가 과거보다 크게 나타날 가능성이 있다.

8) 교역조건 충격에 대한 수출·수입물가의 상대적 기여도를 기준으로 교역조건 변화를 수입물가 견인기와 수출물가 견인기로 국면을 구분한 후 상태존 국소투영법(State-dependent Local Projection)을 적용하여 분석하였다. 분석기간(02.1/4~25.4/4분기) 중 수입물가가 교역조건 변화를 견인한 시기는 20회, 수출물가가 견인한 시기는 5회로 나타나, 후자의 표본 수가 작아 추정의 불확실성이 큰 점은 유의할 필요가 있다. 자세한 내용은 <참고> 「교역조건 충격의 경제적 효과 추정」을 참조하길 바란다.

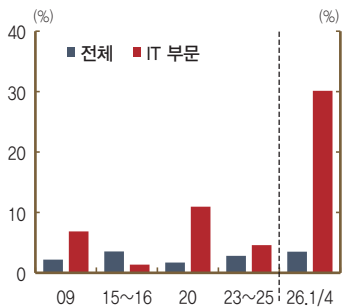
9) 수출호조(export demand shock)에 따른 수익개선 시의 임금 전가율이 비용절감형(input cost shock)에 비해 높은 경향을 나타낸다.

① 소비

13. 최근 반도체 경기 호조는 소득경로^{임금상승}와 자산가격 경로^{주가상승}를 통해 소비증가 모멘텀을 뒷받침할 전망이며, 교역조건 충격의 지속성이 높아 과거 개선기보다 소득증가에 대한 인식이 강화될 가능성이 있다.
14. 먼저 소득경로를 살펴보면, IT 부문 중심의 임금 상승세가 가계의 소득 기반을 확충함에 따라 향후 소비 개선세가 확대될 것으로 예상된다. 특히, 최근의 임금상승률이 과거 교역조건 개선기에 비해 크게 높은 수준인 데다,¹⁰⁾ [그림 17] GDI의 큰 폭 증가가 반도체 사이클 요인 외에도 글로벌 AI 확산에 따른 구조적^{trend} 수요에 상당부분 기인하고 있어 가계는 소득증가를 일시적인 것보다 지속적인 것으로 인식할 가능성도 있다.
15. 자산가격 경로 측면에서도, 가계의 주식시장 참여가 팬데믹 이후 크게 늘어난 가운데,^[그림 18] IT기업의 실적 호조로 주가도 가파른 상승세를 지속하면서 자산효과가 이어질 전망이다. 실제로 지난해 가계가 주식을 통해 거둔 자본이득은 400조원을 상회하여 가계소득^{총처분가능소득 1,508조원}의 약 4분의 1에 달했다.^[그림 19] 다만 주가가 단기간에 급등한 상황에서 향후 주가 변동성이 확대될 경우, 불확실성 경로를 통해 자산효과가 제약될 수도 있다.

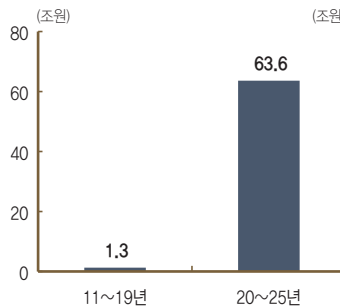
최근 임금상승률, 과거 교역조건
개선기보다 크게 높은 수준

[그림 17] 교역조건 개선기별 임금상승률



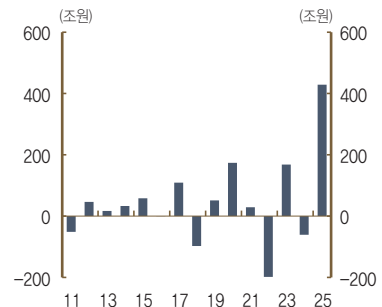
팬데믹 이후 가계 주식 매매액은
큰 폭 증가

[그림 18] 가계 주식 순매입액¹⁾



가계의 주식을 통한 자본이득이
400조원 상회

[그림 19] 가계 주식 자본이득²⁾



주: 1) 펀드 포함

2) 자본이득 = 주식자산변동액 - 순매입액, 펀드 포함

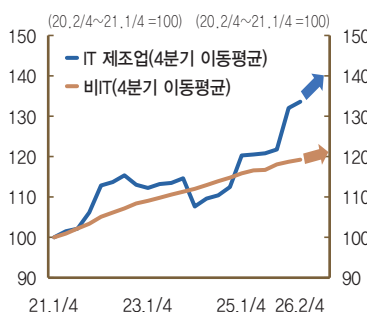
자료: 한국은행, 고용노동부, 김민수 외(2026)

10) 최근 반도체 기업의 대규모 성과급 지급으로 임금상승률이 과거 반도체 호조기에 비해서도 상당히 높은 수준이다.

16. 이러한 수혜가 한계소비성향과 자산효과가 상대적으로 낮은 고소득·고자산층에 집중되어 있다는 점은 전체 소비 파급효과를 제약할 수 있다. 최근 임금상승의 대부분이 종사자수 비중이 매우 낮은¹¹⁾ 반도체 등 IT 부문에 집중되어 있으며,^[그림 20] 이들은 대체로 대기업종사·고소득층에 속한다. 주식 자본이득 역시 상당부분 고자산층에 귀착되는데,^[그림 21] 이들의 자산효과 크기_{4~5분위} 0.01¹²⁾는 하위 계층에 비해 작은 수준이다.^[그림 22]

임금상승은 주로 IT 부문에 집중

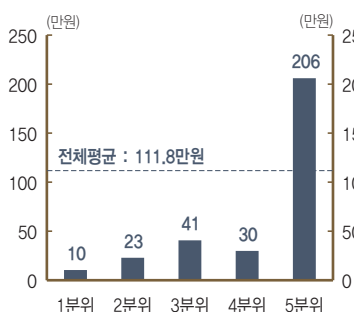
[그림 20] IT 및 비IT 명목임금



자료: 고용노동부(사업체노동력조사)

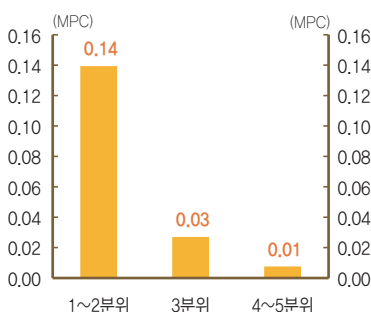
주식 자본이득의 상당부분이 자산효과가 낮은 고자산층에 귀착

[그림 21] 자산분위별 주식 자본이득¹⁾



주: 1) 20~24년중 연평균 자본이득 추정치
자료: 김민수 외(2026)

[그림 22] 자산분위별 주식 자산효과²⁾



2) 주식자산 1원 증가당 소비효과

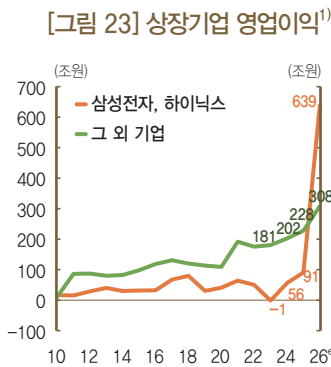
11) IT 제조업(KSIC 26·27) 종사자수 비중은 26.4월 기준 2.6%에 불과하다(사업체노동력조사).

12) 우리나라 전체 자산효과는 0.013으로 독일(0.038), 프랑스·미국(0.032), 일본(0.022)에 비해 낮은 수준이다(김민수 외, 2026).

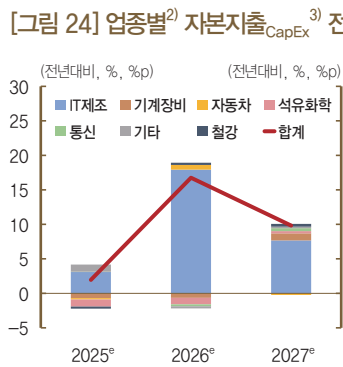
② 투자

17. 투자는 반도체 기업의 가파른 실적 개선세를 바탕으로 빠르게 확대될 전망이다. [그림 23] 무엇보다 최근의 영업이익 증대가 글로벌 수요 확대에 기반하고 있다는 점에서, 과거 수입물가 하락에 따른 교역조건 개선기에 비해 투자 집행 시차가 단축되어 투자가 빠르게 늘어날 가능성이 있다. 실제로 주요 예측기관들도 삼성전자와 SK하이닉스의 자본지출^{CapEx}이 지난해 75조원에서 금년 120조원, 내년 150조원¹³⁾으로 대폭 확대될 것으로 전망하고 있다. [그림 24-25] 반면, IT를 제외한 여타 부문의 투자는 그간의 업황 부진과 누적된 고유가 충격에 따른 비용상승 압력이 맞물리면서 부진한 흐름을 이어갈 것으로 보인다.

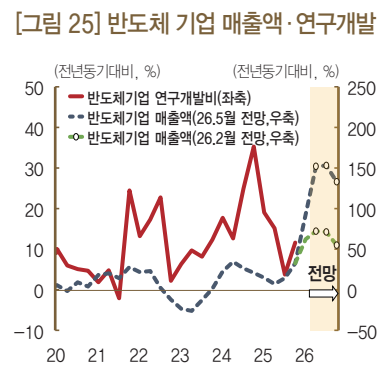
반도체 기업 영업이익 대폭 증가



IT 제조업 투자는 크게 증가 전망



반도체 연구개발 투자 확대 예상



주: 1) 7.13일 기준, 그 외 기업은 전업종 기준

2) 전체 CapEx 증가율에 대한 업종별 기여도. 가중치로 업종별 GDP설비투자 비중(24년)을 활용.

3) 국내 상장기업 연결 재무제표 기준. 설비·건설투자 등 유형자산투자를 주로 포함.

자료: FnGuide, Bloomberg, 한국은행

18. 다만 국내 반도체 산업은 제조장비 투자의 상당부분^{60%}을 수입에 의존¹⁴⁾하고 있는 데다 최근 글로벌 공급망 재편 대응을 위한 해외직접투자도 확대¹⁵⁾되고 있어, 국내 투자로의 파급효과를 일부 제한하는 요인으로 작용할 수 있다. 아울러 반도체 호조가 장기간 지속될 경우, 과거 2000년대 호주 등 자원수출국 사례처럼 특정 부문의 높은 임금과 투자수익률이 여타 부문의 인력·투자를 흡수하여 성장기반을 잠식하는 이른바 ‘네덜란드병^{Dutch disease}’의 발생 가능성에도 유의할 필요가 있다.¹⁶⁾

13) 대한민국 대도약 3대 메가프로젝트로 인해 더욱 늘어날 가능성이 크다.

14) 여타 제조장비의 수입비중은 35%이다(2023년 산업연관표).

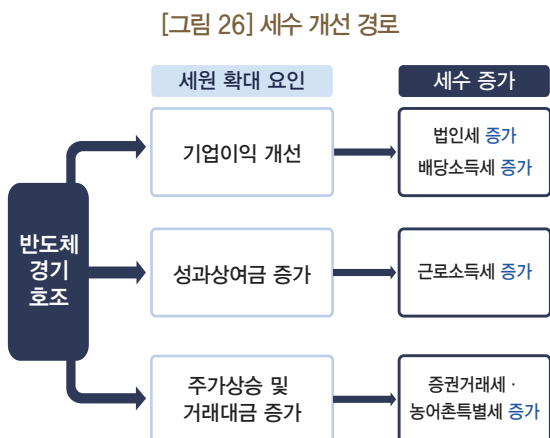
15) 최근 미·중 패권경쟁, 팬데믹, 러·우 전쟁 등으로 경제안보 패러다임이 부상하면서 전세계적인 글로벌 공급망 다변화와 기술경쟁이 대두되고 있는데, 국내 기업들은 이에 전략적으로 대응하기 위하여 해외직접투자를 확대하고 있다. 향후 이러한 해외투자의 수익이 국내로 얼마나 환류되는지에 따라 투자의 파급영향이 달라질 수 있을 것으로 보인다(황설웅 외, 2026).

16) 현재 우리나라는 원화약세가 지속된다는 점에서 네덜란드병과 상이하지만, 반도체 부문으로의 자원집중이 심화될 경우 유사한 구조적 왜곡이 나타날 가능성도 경계해야 한다.

③ 재정

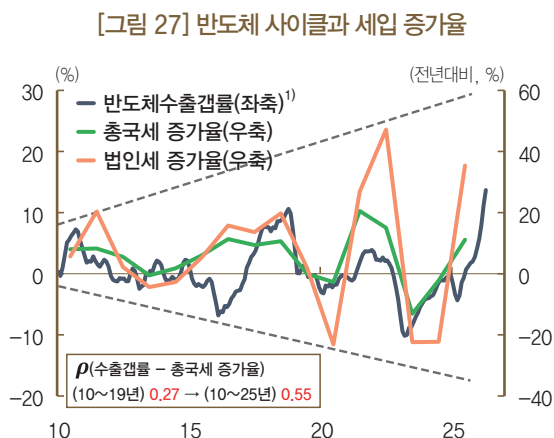
19. 재정 측면에서는 IT기업 실적 호조가 세수 증대로 이어지며 중장기 재정운용 여건이 크게 개선 될 것으로 예상된다. 다만 반도체 업황 변동에 따라 세수 변동폭도 커질 우려가 있다. 우선 반도체 호조에 기반한 기업이익 및 성과급 증가, 증시호황 등에 힘입어 세수는 법인세, 근로소득세, 증권거래세를 중심으로 세입 여건이 개선될 전망이다. [그림 26] 또한 반도체 수출가격 상승으로 명목GDP가 크게 증가하면서 정부·가계 부채비율 하락 등 매크로 레버리지 완화에도 기여할 것으로 기대된다. 반면, 단기적인 반도체 수급 변화로 인해 세수 변동성이 확대될 수 있다는 점은 하방리스크이다. 코로나19 이후 반도체 수출과 세수 증가율 간의 상관관계가 한층 높아졌는데, 이 같은 동행성 심화는 세수 전망의 불확실성을 가중시키고 안정적인 재정지출 계획 수립을 제약하는 요인이다. [그림 27]

반도체 경기호조는 법인세·소득세 확대로 이어질 전망



주: 1) 반도체 수출액을 로그변환한 후 장기선형추세를 제거하여 산출
자료: 관세청, 국회예산정책처, 한국은행

반도체 사이클에 따라 세입 변동성이 확대



IV. 종합 평가

20. 종합하면, 최근 반도체 경기 호조와 이에 따른 교역조건 개선은 향후 내수 증가세를 지지하는 핵심 동인으로 작용할 것으로 판단된다. 특히 이번 교역조건 개선은 과거 유가 하락이 견인했던 국면과 달리, 글로벌 반도체 수요의 구조적 증가에 따른 수출 호조에 상당 부분 기인하고 있다는 점에서 그 규모와 지속성이 모두 클 것으로 평가된다. 이에 따라, 교역조건 개선이 내수로 파급되는 효과 또한 과거보다 크게 나타날 가능성이 있다.
21. 다만, 반도체 호조의 직접적인 수혜가 일부 산업·계층에 편중되어 있다는 점을 감안할 때, 거시경제적 성과를 어떻게 활용하느냐에 따라 중장기 성장 경로가 달라질 수 있다. 따라서 미래 성장기반을 확충하는 동시에 그 성과가 경제 전반으로 폭넓게 확산될 수 있도록 정책적 지원이 필요하다.
22. 우선, IT 주도 성장세가 상당 기간 지속될 것으로 예상되는 만큼, 글로벌 경쟁력을 유지·강화하고 지속가능한 성장의 토대를 마련하기 위해 국내 반도체 산업 생태계의 기반을 공고히 해야 한다. 반도체 산업의 성과가 국내 소재·부품·장비 기업은 물론 여타 제조업 전반으로 원활히 확산되고, 반도체 클러스터를 중심으로 부문 간 연계성이 강화될 수 있도록 국내 산업 생태계를 유기적으로 통합·고도화해 나가야 할 것이다.
23. 이와 함께 IT 의존도가 크게 높아진 상황에서 경기·재정·금융 변동성이 확대¹⁷⁾ 될 수 있는 리스크를 경계하는 한편, 반도체 호조의 성과가 생산적 투자보다 부동산 등 비생산적 부문으로 유입될 경우 발생 가능한 금융불균형 확대 가능성에도 유의해야 한다. 아울러 물가 측면에서는 교역조건 개선 충격이 향후 서비스 등 비교역재를 중심으로 수요측 상방압력으로 작용할 수 있다.¹⁸⁾ 중장기적으로는 생산요소 등 자원이 IT 부문으로 과도하게 집중되면서 나타날 수 있는 여타 핵심산업의 생태계 붕괴와 계층 간 불균형 심화 가능성도 유념하여 정책을 설계하여야 할 것이다.

17) 세수 여건의 반도체 의존도 심화로 향후 재정여력이 반도체 경기에 따라 크게 변화될 수 있다. 실제로 지난 2021~22년 IT 호조기에 발생했던 초과세수가 이후 업황 조정 국면에서 세수 결손으로 빠르게 반전된 바 있다.

18) 물가 측면에서는 교역조건 개선 충격이 내수를 뒷받침하며 비교역재를 중심으로 물가에 상방압력으로 작용하는 경로와 환율절상을 통해 물가의 하방압력으로 작용하는 경로가 있다. 다만 최근 대규모 경상수지 흑자에도 불구하고 환율이 높은 수준을 지속하고 있는 점을 고려할 때 후자의 환율경로는 아직 제한적인 것으로 평가된다.

〈참고〉

교역조건 충격의 경제적 효과 추정

교역조건 변화가 국내 경제에 미치는 영향을 다음과 같은 3단계로 분석하였다. 먼저 ① Schmitt-Grohé · Uribe(2018) 방법론을 원용하여 구조적 벡터자기회귀모형^{SVAR}을 통해 교역조건 충격^{Terms of Trade(TOT) shock}을 식별하고 충격반응함수를 도출하였다. 다음으로 ② 교역조건 충격의 주요 동인에 따라 각 시기를 수출물가 견인기 또는 수입물가 견인기로 분류한 후, ③ 시기별로 교역조건 충격이 소비 · 투자에 미친 영향을 상태의존 국소투영법^{State-dependent Local Projection}으로 추정하고 비교하였다. 분석대상 기간은 2002년 1/4분기부터 2025년 4/4분기로 설정하였다.

① SVAR 충격반응분석

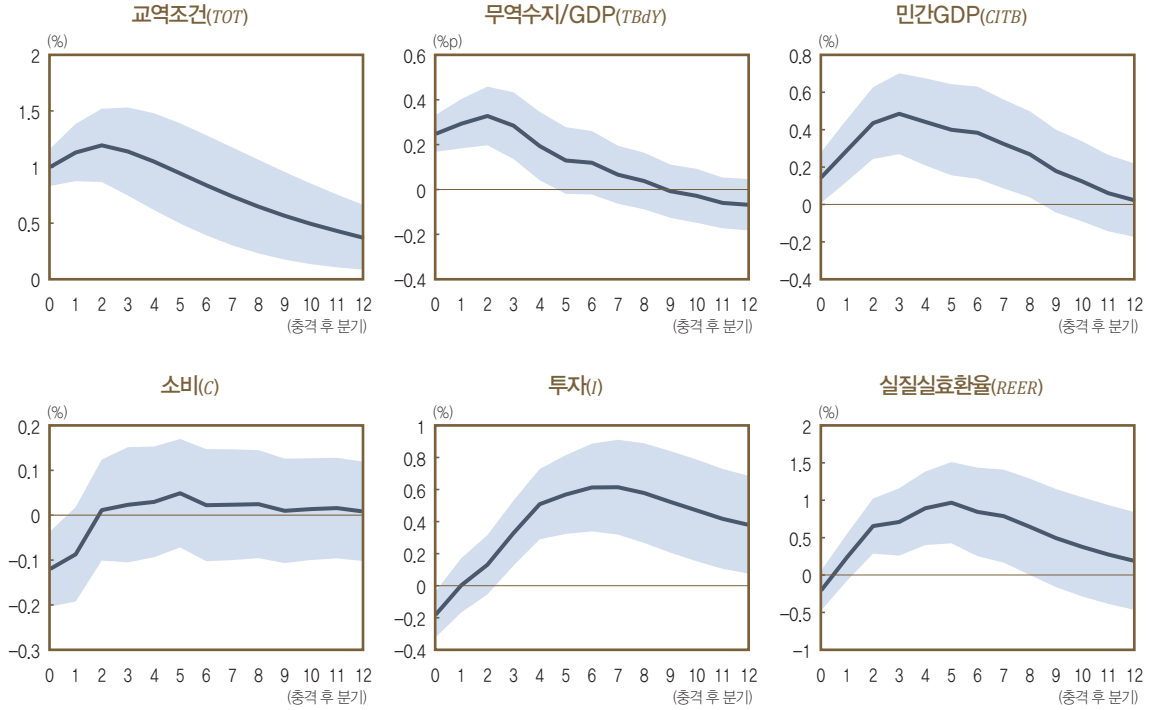
SVAR 모형의 구조는 다음과 같다.

$$\begin{bmatrix} 1 & 0_{(1 \times 5)} \\ -\alpha_{0(5 \times 1)} & A_{0x(5 \times 5)} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \log TOT_t \\ x_t \end{bmatrix} = \sum_{l=1}^4 \begin{bmatrix} \rho_l & 0_{(1 \times 5)} \\ \alpha_{l(5 \times 1)} & A_{lx(5 \times 5)} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \log TOT_{t-l} \\ x_{t-l} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \phi'_{TOT(3 \times 1)} \\ \Phi_{x(5 \times 3)} \end{bmatrix} D_t + \begin{bmatrix} \varepsilon_t^{TOT} \\ \varepsilon_t^x \end{bmatrix}$$

$$x_t = [TBdY_t, \log(CITB_t), \log(C_t), \log(I_t), \log(REER_t)]'$$

TOT_t 는 순상품교역조건지수, $TBdY_t$ 는 무역수지_(TB) / GDP_(Y) 비율(%), C_t 는 소비_(민간, 실질, S.A.), I_t 는 투자_(건설+설비, 실질, S.A.), $CITB_t (= C_t + I_t + TB_t)$ 는 민간GDP, $REER_t$ 는 실질실효환율이다. 소규모 개방경제임을 감안하여 교역조건은 국내변수에 영향을 받지 않고 외생적으로 AR(4) 과정을 따르는 것으로 가정하였다. 교역조건 충격은 $shock_t^{TOT} = \varepsilon_t^{TOT} / \sigma(\varepsilon^{TOT})$ 로 표준화하였다. 한편, Uribe · Schmitt-Grohé(2017)에 따라 비선형 추세를 통제하기 위해 이차 시간추세^{quadratic time trend}인 $D_t = [1, t, t^2]$ 를 포함하였다.

추정 결과, 교역조건 개선충격 발생 시 국내 투자, 무역수지가 증가하며 실질실효환율이 절상되는 것으로 나타났다. 반면, 소비는 유의한 변화가 없었다. [그림 28]

[그림 28] 교역조건 충격에 따른 충격반응함수¹⁾²⁾

주: 1) 음영은 90% 신뢰구간 2) 1% 충격에 대한 반응
자료: 저자 추정

② 교역조건 변동의 주요 요인에 따른 시기 구분(수출물가 견인기 vs. 수입물가 견인기)

SVAR에서 식별된 교역조건(p_t^X/p_t^M) 충격이 수출물가(p_t^X) 또는 수입물가(p_t^M)에 의해 주도되었는지를 기준으로 시기를 구분하였다. 단기 잡음에 따른 오분류 가능성을 줄이고자 교역조건 충격의 크기가 일정 수준 이상인 시기($|shock_t^{TOT}| \geq 0.75\sigma$)를 대상으로 하였다. 이를 위해 다음과 같이 수출물가와 수입물가에 대한 자기회귀 모형을 추정하였다:

$$\Delta \log(p_t^X) = \alpha_X + \sum_{l=1}^4 \phi_l^X \Delta \log(p_{t-l}^X) + \sum_{l=1}^4 \psi_l^X \Delta \log(p_{t-l}^M) + \eta_t^X$$

$$\Delta \log(p_t^M) = \alpha_M + \sum_{l=1}^4 \phi_l^M \Delta \log(p_{t-l}^M) + \sum_{l=1}^4 \psi_l^M \Delta \log(p_{t-l}^X) + \eta_t^M$$

$$s_t = \text{sign}(shock_t^{TOT}), \quad a_t^X = \max(s_t \eta_t^X, 0), \quad a_t^M = \max(-s_t \eta_t^M, 0)$$

각 물가의 기여도는 $share_t^X = \frac{a_t^X}{a_t^X + a_t^M}$, $share_t^M = \frac{a_t^M}{a_t^X + a_t^M}$ 로 정의한다. $share_t^X \geq 0.6$ 인 경우를 수출물가 견인기, $share_t^M \geq 0.6$ 인 경우를 수입물가 견인기로 분류하였다. 총 91개 관측시기 중 수입물가 견인기($D_{import,t} = 1$, otherwise 0)는 20회, 수출물가 견인기($D_{export,t} = 1$)는 5회로 식별되었다. 한편, 두 비중이 모두 0.6 미만인 경우는 *mixed* 시기($D_{mixed,t} = 1$)로, $|shock_t^{TOT}| < 0.75\sigma$ 인 경우는 *weak* 시기($D_{weak,t} = 1$)로 분류하였다.

③ 시기별 상태의존 국소투영분석(State-dependent Local Projection)

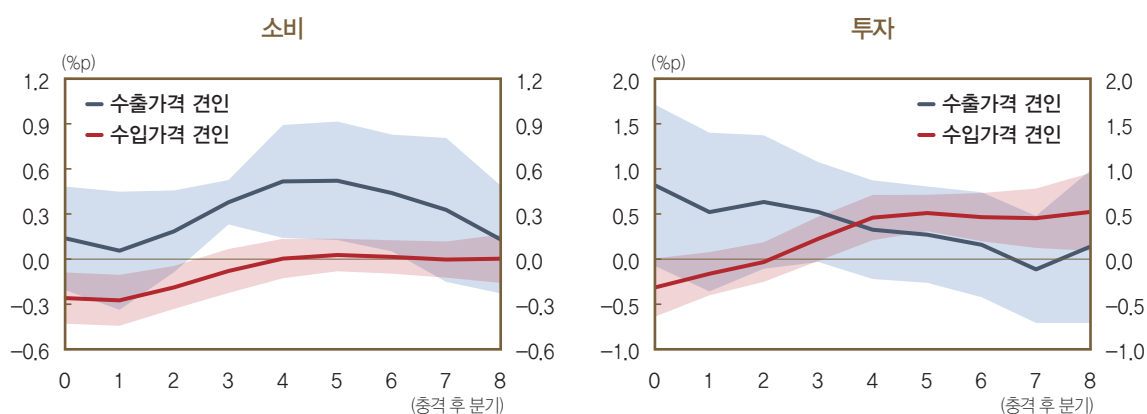
시기별 교역조건 충격의 파급효과를 추정하기 위해 상태의존 국소투영법을 적용하였다.¹⁹⁾ 또한, 충격반응함수가 단기 표본 변동에 과도하게 반응하는 문제를 완화하기 위해 Barnichon · Brownlees(2019)를 참고하여 smooth local projection을 이용하였다.

$$y_{t+h}^{C \text{ or } I} = \alpha_h + \beta_h^X shock_t^{TOT} D_{export,t} + \beta_h^M shock_t^{TOT} D_{import,t} + \delta_h' S_t + \Gamma_h' Z_t + \varepsilon_{t+h}^{(h)}, \quad h = 0, 1, \dots, 8$$

$S_t = [D_{mixed,t}, D_{weak,t}]'$, Z_t : SVAR 6변수의 1~2분기 시차항, 세계산업생산지수, 한·미 1년물 국고채금리

추정 결과, 수입물가 하락이 교역조건 개선을 주도한 시기에는 소비가 유의한 반응을 보이지 않았고 투자는 시차를 두고 증가했다. 반면, 수출물가 상승이 견인하는 국면에서는 소비가 시차를 두고 유의하게 늘어났고 투자는 즉각적으로 증가하는 것으로 나타났다. [그림 29]

[그림 29] 교역조건 충격에 대한 국면별 반응¹⁾²⁾



주: 1) 음영은 90% 신뢰구간
2) 1% 충격에 대한 반응
자료: 저자 추정

19) 분석에는 GDP 대비 무역수지 비율과 국고채금리를 제외하고는 로그값에서 이차 시간추세를 제거한 변수를 활용하였다.

〈참고문헌〉

김민수, 추성윤, 곽법준. (2026). 우리나라 주식 자산효과에 대한 평가. BOK 이슈노트, 제2026-10호. 한국은행.

한국은행. (2026). 건설자재 공급 차질과 유가 상승의 건설투자 영향. 경제전망보고서, 2026년 5월호.

홍성욱, 이원복, 강성우, 김정현. (2026). 미국·이란 전쟁의 리스크 확산과 한국에 미치는 영향. 산업연구원.

황설웅, 안지민, 유성현. (2026). 경제안보 패러다임 부상과 우리나라 투자의 구조적 전환. 경제전망 보고서 5월호, 한국은행.

Barnichon, R., & Brownlees, C. (2019). Impulse response estimation by smooth local projections. *Review of Economics and Statistics*, 101(3), 522-530.

Hummels, D., Jørgensen, R., Munch, J., & Xiang, C. (2014). The wage effects of offshoring: Evidence from Danish matched worker-firm data. *American Economic Review*, 104(6), 1597-1629.

Jordà, Ò. (2005). Estimation and inference of impulse responses by local projections. *American Economic Review*, 95(1), 161-182.

Ostry, J. D., & Reinhart, C. M. (1992). *Private saving and terms of trade shocks: Evidence from developing countries*. IMF Staff Papers, 39(3), 495-517.

Schmitt-Grohé, S., & Uribe, M. (2018). How important are terms-of-trade shocks? *International Economic Review*, 59(1), 85-111.

Schmitt-Grohé, S., Uribe, M., & Woodford, M. (2022). *International macroeconomics: A modern approach*. Princeton University Press.

Uribe, M., & Schmitt-Grohé, S. (2017). *Open Economy Macroeconomics*. Princeton University Press.

Copyright © BANK OF KOREA. All Rights Reserved

- 본 자료의 내용을 인용하실 때에는 반드시 “BOK 이슈노트 No. 2026-16에서 인용”하였다고 표시하여 주시기 바랍니다.
- 자료 내용에 대하여 질문 또는 의견이 있는 분은 커뮤니케이션국 커뮤니케이션기획팀(02-759-4759)으로 연락하여 주시기 바랍니다.
- 본 자료는 한국은행 홈페이지(<http://www.bok.or.kr>)에서 무료로 다운로드 받으실 수 있습니다.