초과세수 추경의 명과 암

HANK-SSJ DSGE 모델이 시사하는 효과와 한계

김호정 Economist
hojung.kim@yuantakorea.com
임지윤 Research Assistant
jiyoon.lim@yuantakorea.com

1. 추경 편성 배경 및 재원 조달 구조

2026년 3월 31일, 정부는 중동전쟁에 따른 고유가 위기 극복을 명분으로 총 26.2조 원 규모의 추가경정예산안을 편성하였다. 이번 추경의 핵심 특징은 국채 발행을 배제하고 반도체 경기 호황 및 증시 상승에 따른 초과세수 25.2조 원과 기금 재원 1조 원을 활용하는 이른바 '빚 없는 추경'을 표방한 점이다. 기획예산처는 추경 편성 기간을 역대 최단인 19일로 단축하며 위기 대응의 신속성을 강조하였다.

추경의 세부 구성은 ①고유가 부담 완화 10.1조 원, ②민생 안정 2.8조 원, ③산업 피해 최소화 및 공급망 안정 2.6조 원, ④지방재정 보강 9.7조 원, ⑤국채 상환 1.0조 원으로 편성되었다. 정부는 이를 통해 경제성장률을 0.2%p 제고하고, GDP 대비 국가채무비율을 본예산 기준 51.6%에서 50.6%로 1.0%p 개선하겠다는 목표를 제시하였다.

[1] 초과세수의 세목별 구성: 이번 추경 재원의 근간인 25.2 조 원의 초과세수는 다음과 같은 세목별 증감에 기초하고 있다.

세목	기존 예산	경정 후 예산	증감액	주요 원인
법인세	86.5조	101.3조	+14.8조	반도체 경기 개선 및 기업 실적 호조
증권거래세	5.4조	10.6조	+5.2조	국내 주식 시장 거래 활성화
농어촌특별세	8.5조	13.6조	+5.1조	증시 호황에 따른 부가세수 증가
근로소득세	68.5조	73.2조	+4.8조	상용근로자 수 및 임금 상승 전망 상향
교통 · 교육 · 개별소비세	32.2조	27.5조	▽4.7조	유류세 및 자동차 소득세 인하 연장

자료: 재정경제부, 유안타증권 리서치센터

세수 구성을 보면 법인세(+14.8조)와 증권거래세(+5.2조)가 초과세수의 약 80%를 차지하고 있어 반도체와 증시 호황이라는 순환적 요인에 대한 의존도가 매우 높다. 반면 유가 직결 세목인 교통세·교육세 등에서는 4.7조 원의 감소가 예상되어, 고유가 대응을 위한 추경의 재원이 역설적으로 고유가에 취약한 구조를 띠고 있다. 반도체 업황이 꺾이거나 증시가 조정을 받을 경우 세수 전망의 하방 리스크가 현실화될 가능성이 상존한다.

2. 국채 상환 1조 원의 실효성 분석

2.1 국가채무비율 개선의 기여도 분해

정부는 초과세수의 일부인 1조 원을 국채 상환에 활용하여 국채 시장의 유통 물량을 조절하고 금리 상승 압력을 완화하겠다는 의지를 밝혔다. 또한 이를 통해 GDP 대비 국가채무비율이 1.0%p 개선될 것이라고 발표하였다. 그러나 이 수치를 분해하면 실질적 의미는 제한적이다. 국가채무비율(d)의 변화는 채무 감소 효과와 GDP 증가 효과로 분해할 수 있다. d = D/Y (D: 국가채무, Y: 명목 GDP)를 전미분하면 다음과 같다.

$$\Delta d \approx \Delta D/Y - d \cdot (\Delta Y/Y)$$

2026년 본예산 기준 국가채무(D)를 약 1,414조 원, 명목 GDP(Y)를 약 2,742조 원으로 설정하고 분해하면 다음과 같다.

[2] 국가채무비율 개선의 기여도 분해

구분	채무비율 변화	기여도
국채 1조 원 상환 효과 (⊿D/Y)	-0.04%p	약 4%
GDP 분모 확대 효과 (-d · ⊿Y/Y)	-0.96%p	약 96%
합계	-1.0%p	100%

자료: 유안타증권 리서치센터

1%p 개선 중 국채 상환이 기여하는 실질적 힘은 약 4%에 불과하며, 나머지 96%는 초과세수 반영에 따른 명목 GDP 전망치 상향, 즉 분모 확대 효과에 의존한다. 이는 부채를 상환하여 건전성이 개선된 것이 아니라, 경제 규모 전망치를 키워 비율이 낮아 보이게 하는 통계적 효과에 가깝다는 해석이 가능하다.

2.2 순유동성 공급의 불균형

시장에 공급되는 순유동성(⊿L)을 추경 지출 규모(26.2조 원)에서 국채 상환 규모(1.0조 원)를 차감하면 25.2조 원에 달한다. 국채 상환액의 25배가 넘는 규모의 유동성이 시장에 공급되는 구조에서, 1조 원의 상환이 인플레이션 기대 심리 자극과 통화량 팽창 효과를 상쇄하기에는 구조적으로 한계가 있다.

먼델-플레밍 모델의 관점에서도 국채 상환이 금리를 미세하게 낮추는 효과가 있더라도, 이는 자본 유출과 환율 상승을 유발하는 요인으로 작용할 수 있다. 즉, 채권 금리를 잡으려는 시도가 대규모 재정 지출과 결합될 경우 외환시장에는 원화 공급 과잉이라는 상충된 신호를 전달하게 된다.

3. 국채 발행 계획 및 채권시장 안정화 대책

3.1 기존 발행 계획과 추경의 관계

2025년 12월 확정된 2026년 국고채 발행 계획에 따르면, 총 발행한도는 225.7조 원, 순발행 한도는 109.4조 원이다. 정부는 '국채 발행 없는 추경'을 강조하고 있으나, 이는 기존 계획 위에 추가 발행을 하지 않았다는 의미이지, 이미 예정된 연간 순발행 109.4조 원은 그대로 집행된다. 추경 발표 이후 연간 발행 계획의 공식적인 하향 수정은 아직 확인되지 않는다.

[3] 기획재정부 2026 년 국고채 발행계획(2025.12.26) 기준, 추경 반영분은 정부 발표치 기준 추정

구분	2026년 본예산	추경 반영 추정
국고채 총 발행 한도	225.7조 원	224.7조 원 (▽1.0)
국고채 순발행 규모	109.4조 원	108.4조 원 (▽1.0)
차환 및 시장조성용 발행	116.2조 원	116.2조 원 (-)
국가채무 잔액 전망	1,413.8조 원	1,412.8조 원 (▽1.0)

자료: 기획재정부, 유안타증권 리서치센터

국고채 순발행 규모가 100조 원을 넘는 것은 코로나 시기인 2021년 이후 올해가 세 번째이며, 2년 연속 100조 원대가 이어지는 것은 이번이 처음이다. '국채를 안 찍었다'는 표현은 추가 발행을 하지 않았다는 뜻이지, 이미 대규모로 예정된 발행 자체가 줄어든 것은 아니라는 점에서 해석에 유의가 필요하다.

3.2 채권시장 안정화 3중 대응

정부는 추경 편성과 함께 채권시장 안정화를 위한 복합적 대응책을 가동하였다.

첫째, 5조 원 규모의 긴급 바이백이다. 재정경제부는 3월 26일 '채권시장 안정화 방안'을 발표하고, 3월 27일과 4월 1일에 각각 2.5조 원씩 총 5조 원의 국고채를 시장에서 조기매입하였다. 이는 중동 사태로 국고채 3년물 금리가 전쟁 발발 이후 3.6%를 돌파하며 50bp 이상 급등한 것에 대한 직접적 대응이다.

둘째, 2021년 이후 5년 만에 초과세수를 활용한 국채 순상환을 추진한다. 신규 발행액보다 만기 상환액이 많아 국채 잔액 자체가 줄어드는 구조로, 시장에 유통되는 국채 물량을 직접 감소시키는 효과가 있다.

셋째, WGBI 자금 유입 상시 점검반을 가동한다. 4월 1일 세계국채지수(WGBI) 편입 개시에 맞추어 국고실장을 반장으로 한 점검반을 구성하고, 4~11월 WGBI 추종 자금 유입 기간 동안 관계기관 회의를 수시로 개최하는 즉각 대응체계를 마련하였다.

이러한 조치들은 국채 시장의 수급 불안을 단기적으로 완화하는 데 기여할 수 있으나, 26.2조 원의 재정 확장이 야기하는 인플레이션 기대와 통화량 팽창이라는 구조적 압력을 근본적으로 해소하기에는 규모 면에서 제한적이라는 평가가 공존한다.

4. 국가채무비율의 중장기 궤적과 구조적 리스크

2026년 예산안 기준 GDP 대비 국가채무비율은 51.6%로, 처음으로 50%를 넘기는 것이었다. 추경 후 정부가 제시한 50.6%는 앞서 분석한 대로 주로 GDP 분모 확대에 의한 통계적 효과이며, 채무의 절대 규모(약 1,413조 원)에는 사실상 변화가 미미하다.

보다 우려되는 것은 중장기 궤적이다. 국가재정운용계획에 따르면 GDP 대비 국가채무비율은 2027년 53.8%, 2028년 56.2%, 2029년 58.0%로 매년 가파르게 상승할 전망이다. 재정준칙이 마지노선으로 설정한 60%에 4년 내 도달하는 경로에 놓여 있다. IMF는 보다 넓은 개념인 일반정부 부채(D2) 기준으로 2030년 64.3%까지 상승을 전망하고 있어 국제사회의 시선도 만만치 않다.

[4] 기재부와 IMF 의 국가채무비율 추정

연도	2026	2027	2028	2029
D1 (기재부)	51.6%	53.8%	56.2%	58.0%
D2 (IMF)	56.7%	58.9%	60.9%	62.7%

자료: 유안타증권 리서치센터

한국의 절대적인 부채 수준이 OECD 평균(약 110%)보다 낮다는 반론이 있으나, 핵심 쟁점은 증가 속도이다. 저출생·고령화에 따른 복지성 의무지출의 구조적 증가를 감안하면, 현재의 지출 증가율(연 평균 5.5%)을 유지할 경우 재정 여력의 급속한 소진이 불가피하다는 점에 유의할 필요가 있다.

이번 26.2조 원 추경은 중동전쟁이라는 유례없는 대외 충격에 대한 재정 대응이라는 점에서 정책적 필요성이 인정된다. 특히 국채 발행 없이 초과세수만으로 재원을 마련한 것은 1998년 이후 7번째 사례로서 재정 건전성에 대한 최소한의 배려로 평가할 수 있다.

그러나 본 보고서에서 분석한 바와 같이, 몇 가지 구조적 한계가 존재한다. 첫째, 1조 원 국채 상환의 채무비율 개선 기여도는 전체의 약 4%에 불과하며 나머지는 GDP 분모 확대 효과이다. 둘째, 초과세수의 근간인 반도체·증시 호황은 순환적 요인으로 지속가능성에 대한 불확실성이 있다. 셋째, 25.2조 원의 순유동성 공급은 인플레이션 기대와 원화 약세 압력을 동시에 자극할 수 있으며, 먼델-플레밍 모델이 시사하듯 국채 상환에 따른 미세한 금리 하락이 오히려 자본 유출을 촉진하는 역설적 효과를 낳을 수 있다. 정부의 5조 원 바이백과 국민연금 외환스와프(650억 달러 한도) 등 안정화 조치가 가동 중이나, 대외 지정학적 리스크가 이러한 미시적 대응을 압도하는 국면이 지속되고 있다. 향후 핵심 변수는 중동 전쟁의 출구 경로, 반도체 업황의 지속성, 그리고 추경 집행에 따른 실물 경제 파급 효과의 크기가 될 것이다. 정부의 재정 대응이 소기의 성과를 거두기 위해서는 추경의 경기 부양 효과가 인플레이션 압력을 넘어서야 하며, 초과세수의 지속가능성이 담보되어야 한다는 전제 조건이 충족되어야 할 것이다.

앞서 살펴본 바와 같이, 이번 26.2조 원 규모의 추경안은 '초과세수 활용'과 'WGBI 편입에 따른 수급 개선'이라는 우호적 대외 여건을 등에 업고 표면적인 재정 건전성 지표를 방어하는 데 성과를 보일 수 있을 것으로 평가된다. 그러나 국가채무비율의 개선이 실질적인 채무 상환이 아닌 명목 GDP 전망치 상향이라는 '분모 효과'에 의존하고 있다는 사실은, 이번 재정 투입이 단순한 회계적 조정을 넘어 실제로 실질 GDP 성장을 얼마나 견인할 수 있는지 분석해볼 필요가 있다. 특히 초과세수의 상당 부분이 순환적 요인에 의존하고 있고, 저출생·고령화에 따른 의무지출 압력이 거센 상황에서 '민생 안정'을 명분으로 한 대규모 이전지출이 내수 진작의 마중물이 될 수 있을지, 아니면 고물가와 고유가라는 구조적 덫에 갇혀 승수 효과가 소멸될 것인지에 대한 엄밀한 진단이 필요하다.

재정의 회계적 수치를 넘어, 26.2조 원 규모의 추가경정예산이 가계의 복잡한 의사결정 경로를 거쳐 실질적인 생산과 소비, 그리고 물가와 금리에 미치는 동태적인 파급 효과를 과학적으로 추적하기 위해 본 분석에서는 동태적 확률 일반균형(DSGE, Dynamic Stochastic General Equilibrium) 모형을 통한 시뮬레이션을 수행하였다.

DSGE 모형은 과거 지표 간의 통계적 상관관계에만 의존하던 전통적인 계량 모형(VAR 등)의 한계를 극복하기 위해 탄생했다. 정책 환경이 바뀌면 경제 주체들의 행동 양식도 바뀐다는 루카스 비판(Lucas Critique)을 수용하여, 가계의 효용 극대화와 기업의 이윤 극대화라는 미시적 기초 위에서 거시경제의 동학을 수리적으로 직조한다. 이를 통해 유가 급등과 같은 외생적 충격이나 정부의 재정 투입이라는 정책 충격이 발생했을 때, 소비, 투자, 물가, 금리 등의 거시 변수들이 어떠한 피드백 루프를 거쳐 새로운 일반균형에 도달하는지 그 인과경로를 과학적으로 추적할 수 있다. 특히 소득 보전 성격이 강한 이번 추경의 특성을 반영하여, 가계의 자산 상태와 소비 성향의 이질성을 명시적으로 모델링한 HANK(Heterogeneous Agent New Keynesian) 모델을 채택하였다.

5. 26.2조 원 민생 안정 추경 효과 추정을 위한 거시경제 모형 설계

5.1 전통적 뉴케인지언(RANK) 모형의 한계와 재정정책의 딜레마

중앙은행과 학계에서 널리 쓰여 온 전통적인 DSGE 모형으로 뉴케인지언(RANK, Representative-Agent New Keynesian) 모형은 경제 내의 모든 가계가 동일한 자산과 소득, 선호를 가진 '완벽한 평균인(단일 가계)'이라고 가정한다. 그러나 이러한 RANK 모형은 본 분석의 핵심 테마인 '민생 안정 및 고유가 부담 완화를 위한 소득 보전 예산'의 효과를 평가하는 데 치명적인 이론적 결함을 지닌다. RANK 모형은 완전한 금융 시장을 전제하므로, 정부가 현금을 지급하더라도 대표 가계는 미래의 조세 인상을 예상하여 이를 전액 저축해버린다는 리카르디안 대등 정리(Ricardian Equivalence)가 작동한다. 즉, 재정 투입에 따른 한계소비성향(MPC)이 사실상 0에 가깝게 도출되어 재정승수 효과가 구조적으로 사라지는 모순이 발생한다. 고물가와 고금리로 실질 구매력이 크게 위축된 취약계층의 현실 경제 문제를 단일한 '평균' 속에 소거해버림으로써, 소득 보전 정책의 거시경제적 실효성을 심각하게 과소평가하게 되는 것이다.

5.2 SSJ 프레임워크 기반 HANK 모형 도입

26.2조 원의 추경이 지니는 본질적 성격은 '경직된 거시경제 전체를 견인하는 것'이 아니라, '당장 쓸 돈이 없는 계층의 소득을 보전하여 즉각적인 소비 창출과 내수 방어를 유도'하는 데 있다. 이를 수리적으로 구현하기 위해 본 연구는 거시경제 방법론인 이질적 주체 뉴케인지언(HANK, Heterogeneous-Agent New Keynesian) 모형을 주력 분석 틀로 채택하였다.

1) 유동성 제약 가계(Hand-to-Mouth)의 명시적 모델링

HANK 모형은 가계의 소득과 자산 분포의 이질성(Heterogeneity)을 모형 내부에 직접 구현한다. 부동산 등 비유동성 자산에 부가 묶여 있거나 당장의 소득만으로 살아가는 유동성 제약 가구의 존재를 수리적으로 반영한다. 본 분석은 이질적 주체의 분포를 한국의 실제 자산-소득 통계에 맞게 캘리브레이션함으로써, 26.2조 원의 예산 투입이 높은 한계소비성향(MPC)을 가진 계층에 타겟팅되었을 때 거시경제 전체의 총수요를 얼마나 효율적으로 부양하는지 포착하였다.

2) 초과세수 기반의 비가역적 재정 조달(Fiscal Rule) 반영

전통적 거시 모형에서는 정부가 이전지출을 확대할 경우, 가계가 이를 미래의 조세 부담으로 인식하여 소비 대신 저축을 늘리는 리카르디안 대등 정리가 작동하여 정책 효과가 반감된다. 그러나 본 분석은 이번 추경 재원이 국채 발행이나 향후의 보편 증세가 아닌, 반도체 호황 및 증시 상승에 기인한 '초과세수(법인세 및 증권거래세)'로 전액 조달된다는 특수한 현실적 재정 준칙(Fiscal Rule)을 모형에 반영하였다.

이는 재정 지출의 재원이 기업과 자산시장의 초과 이익에서 비롯되었으며, 일반 가계의 미래 조세 부담으로 전가되지 않음을 의미한다. 결과적으로 유동성 제약 가구(HtM) 입장에서는 이번 소득 보전이 미래의 상환 의무가 전혀 없는 순소득 증가로 인식된다. 본 모형은 이러한 초과세수 조달의 특수성을 수리적으로 구현함으로써, 유동성 제약 가구가 지니는 높은 한계소비성향(MPC)이 조세 저항에 의한 삭감 없이 온전히 실물 소비로 분출될 수 있도록 논리적 정합성을 완성하였다.

3) SSJ(Sequence-Space Jacobian) 프레임워크의 융합

수많은 이질적 가계의 연속적인 의사결정과 재정 준칙의 상호작용을 일반균형 모형 내에서 연산하는 것은 극도로 복잡한 수학적 난제이다. 본 분석은 이를 해결하기 위해 글로벌 거시경제학계의 최전선에서 활용되는 SSJ(Sequence-Space Jacobian) 프레임워크를 도입했다. 경제 변수들의 전체 시계열 궤적을 하나의 벡터로 인식하고, 이질적 가계 블록을 거대한 자코비안 행렬로 처리함으로써 거시경제의 일반균형 파급 효과를 오차 없이 신속하게 도출해냈다.

5.3 파라미터 캘리브레이션 및 수리적 해석

거시 모형의 신뢰성은 모형 내부의 구조적 파라미터가 현실 경제의 펀더멘털을 얼마나 정직하게 대변하는가에 달려 있다. 본 분석은 특정 정책적 결론을 도출하기 위해 수치를 인위적으로 조작하는 이른바 과최적화(Over-fitting)를 철저히 배제하였다. 2026년 한국 경제가 마주한 제약 조건들을 다음과 같은 하이퍼 파라미터 튜닝을 수행했다.

1) 가계 부채와 소비 심리를 반영한 할인인자(β=0.9925)의 설정

거시경제 모형의 오일러 방정식(Euler Equation)에서 할인인자 β는 가계가 미래의 소비보다 현재의 소비를 얼마나 중시하는지를 나타내는 시간 선호 파라미터이다. 본 연구는 β를 0.9925으로 세팅하였는데, 이는 단순히 가정이 아니라 가계금융복지조사 실증 데이터에 기반한 계산이다.

한국 경제는 자산의 상당 부분이 부동산에 편중되어 있어, 장부상 소득과 자산은 존재하나 원리금 상환 부담 등으로 가용 현금이 부족한 이른바 '부유한 한계가구(Wealthy HtM)'의 비중이 구조적으로 높다. 본 모형은 이들을 포함한 실질적 유동성 제약 가구 비중이 현실 통계에 부합하는 약 30% 수준에 도달하도록 β를 통제하였다.

2) 수입 누출률(m =0.42) 및 환율 경로 통제

케인지언 승수 효과는 한계수입성향(m)에 반비례한다. 한국 경제의 고환율 기조와 에너지 수입 의존도를 엄격하게 적용하여 수입 누출률을 0.42로 설정하고, 무위험 이자율 평가 조건에 기반한 환율의 내생적 변동 리스크를 모형에 제어하였다. 이는 투입된 재원 100원 중 42원이 해외 에너지 및 수입재 구매로 빠져나간다는 개방경제의 구조적 제약을 의미한다. 대외 금리 차에 따른 환율 채널의 변동성 또한 통제함으로써 재정승수의 과대 추정을 차단하도록 하였다. 결과적으로 일반균형(GE) GDP 반응이 과열되지 않고 실증적 궤적을 유지하도록 설계되었다.

3) 비대칭적 소비 위축을 반영한 필립스 곡선 민감도(κ =0.04)와 유가 전이율(0.054)

물가 상승 압력은 총수요 진작에 따른 수요 견인(Demand-pull) 압력과 고유가에 따른 비용 인상(Cost-push) 압력의 결합으로 결정된다. 본 분석은 뉴케인지언 필립스 곡선(NKPC)의 기울기인 κ를 0.04로, 글로벌 유가 충격의 물가 전이율을 0.054로 조합하였다. 이전지출이 식료품 등 필수소비의 하방 경직성은 방어하지만, 불확실성으로 인해 재량소비는 위축되는 실물 경제의 비대칭적 반응을 고려한 결과다.

4) 스태그플레이션 국면의 테일러 준칙(φ_π=1.75) 동조화

중앙은행의 통화정책 반응 함수인 테일러 준칙(Taylor Rule)에서 인플레이션에 대한 가중치 φ_π를 표준적인 수치인 1.50 대비 소폭 상향안 1.75로 설정하였다. 본 모형 연산에서 도출된 명목금리의 상승 궤적은 중앙은행이 현재의 기준금리를 기계적으로 추가 인상한다는 의미가 아니다. 이는 재정 투입과 유가 충격으로 발생한 끈적한 물가 상승 기대에 대응하여, 중앙은행이 기준금리를 동결하더라도 국고채 등 시장금리에 가해지는 상방 압력을 용인하고, 금리 인하 시점을 지연시키는 '매파적 동결(Higher for longer)' 스탠스를 유지함을 수리적 편차로 표현한 것이다. 만약 모형 내에서 명목금리를 강제로 고정할 경우, 인플레이션 발생분만큼 실질금리가 하락하여 비현실적인 수요 과열이 도출된다. 따라서 테일러 준칙의 가동은 실질금리의 하락을 방어하여 물가를 억제하려는 통화 당국의 제한적 긴축 기조를 반영하였다.

[5] 파라미터 값과 선정 근거

파라미터	값	근거
ρ_Y(산출 관성)	0.7600	한국 GDP의 자기상관계수(AR(1) 약 0.87)를 참고
σ(IS 탄력성)	1.6000	IS 탄력성: Galí(2015) 중규모 모형 추정 범위, 가계부채DSR+주택+기업투자 포괄
κ(필립스 곡선 민감도)	0.0400	한국 실증 추정 중앙값 (Kang et al., BOK WP)
φ_π(테일러 준칙 물가 가중치)	1.7500	표준 테일러 준칙(1.50)보다 강한 1.75 적용, 중앙은행의 인플레이션 대응 의지 반영
φ_y(테일러 준칙 산출갭 가중치)	0.1250	표준치(0.25~0.50)의 절반, 중앙은행의 통화정책이 경기 부양보다는 물가 억제에 편중
ρ_r(금리 평활화 파라미터)	0.8500	중앙은행이 금리를 점진적으로 조정하는 현상 반영
m(한계수입성향)	0.4200	한국의 구조적인 수입의존도(수입액/GDP 비중) 및 고환율 · 고유가 기조 반영
β(할인인자)	0.9925	가계가 미래 소비를 현재 가치로 할인하는 비율로 HtM 15.8% 적용

자료: 필자직접 선정 및 분석, 유안타증권 리서치센터

6. 26.2조 원 추경의 거시경제 파급 효과 및 시사점

6.1 핵심 거시 변수 충격 반응

그림[6] HANK 모형 시뮬레이션 결과, 2026년 당해 연도(Q0~Q3)의 거시경제는 대규모 재정 투입에도 불구하고 과도한 인플레이션을 유발하지 않으며 실물 경제의 하방을 방어하는 제한적 연착륙 궤적을 그리는 것으로 확인되었다.

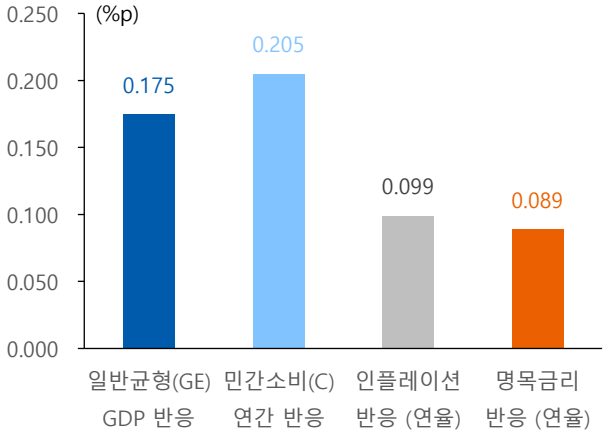
가장 유의미한 지표는 민간소비(+0.205%p)의 반응으로 보인다. 이는 유동성 제약 가구 비중을 통제한 할인인자 세팅 하에서 도출된 수치로, 고금리와 고물가로 위축된 취약계층의 구매력을 보전함으로써 내수 소비의 위축을 방어하는 하방 경직성이 모형 내에서 실증적으로 작동했음을 의미한다. 반면, 일반균형 GDP 반응(+0.175%p)은 소비 반응 대비 다소 보수적인 수준에 머물러 있다. 이는 수입 누출률 파라미터가 적용됨에 따라, 재정 투입분의 상당 부분이 글로벌 에너지 및 수입재 구매로 유출되는 개방경제의 구조적 제약이 반영된 결과이다. 즉, 이번 추경이 경제의 기초 체력을 끌어올리는 성장 동력의 기폭제라기 보다는, 경기 침체를 방어하는 수단에 가깝다고 평가할 수 있다. 주목할 점은 부작용의 최소화다. 유가 보조금 효과와 비대칭적 소비 위축을 반영한 필립스 곡선 민감도가 맞물리며 인플레이션은 +0.099%p 수준에서 억제되었다. 이에 대응하는 명목금리 상승폭 역시 +0.089%p로 통제되어, 재정 지출 확대가 구축 효과나 금융 시장의 조달 비용 급등으로 이어지는 거시경제적 사이드 이펙트는 완화한 것으로 평가할 수 있다.

6.2 총 부양 효과의 정책 수단별 연간 기여도 분해

그림[7] 전체 일반균형 GDP 부양 효과(+0.175%p)를 정책 수단별로 분해하면 직접적인 총수요를 창출하는 정부소비(+0.109%p)가 성장을 주도한다. 반면, 이전지출의 총량적 GDP 기여도는 0.004%p에 가깝게 산출된다. 이는 실효 이전 규모 자체가 GDP 대비 작고 일반균형 하에서 통화정책의 상쇄 효과가 작동하기 때문이다.

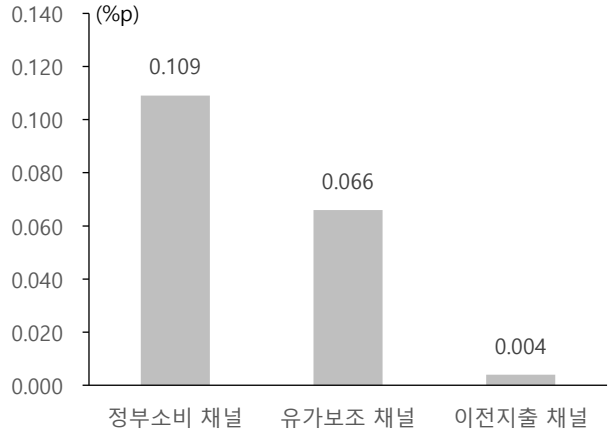
핵심적인 거시경제적 함의는 이전지출의 총량적 성장 제고 효과가 엄밀하게 제한된다는 사실이다. 단일 대표 가계를 상정하는 RANK 모형과 비교할 때, HANK 모형에서 이전지출이 창출하는 소비 증폭비는 35.8배 높게 산출되었다. 이는 정부의 현금성 지원과 같은 이전지출이 거시경제 전체의 총생산을 견인하는 성장 동력으로 작용하기에는 구조적인 한계가 명확함을 시사한다. 다만, 해당 재원은 차입 제약에 직면한 유동성 제약 가구(HtM)에 유입되어 이들의 필수 소비 위축을 상쇄하는 데 기여한다. 결론적으로 이번 추경에 포함된 이전지출은 경제의 양적 파이를 키우는 거시적 마중물이라기보다는, 외부 충격에 취약한 계층의 실물 소비 하락을 방어하는 기능에 국한되어 그 실효성을 갖는다고 객관적으로 평가할 수 있다.

[6] 핵심 거시 변수 충격 반응 요약 (2026년 연간 기준)



자료: HANK-SSJ 하이브리드 DSGE 모형을 통해 필자직접 분석, 유안타증권 리서치센터

[7] 총 부양 효과의 정책 수단별 연간 기여도 분해



자료: HANK-SSJ 하이브리드 DSGE 모형을 통해 필자직접 분석, 유안타증권 리서치센터

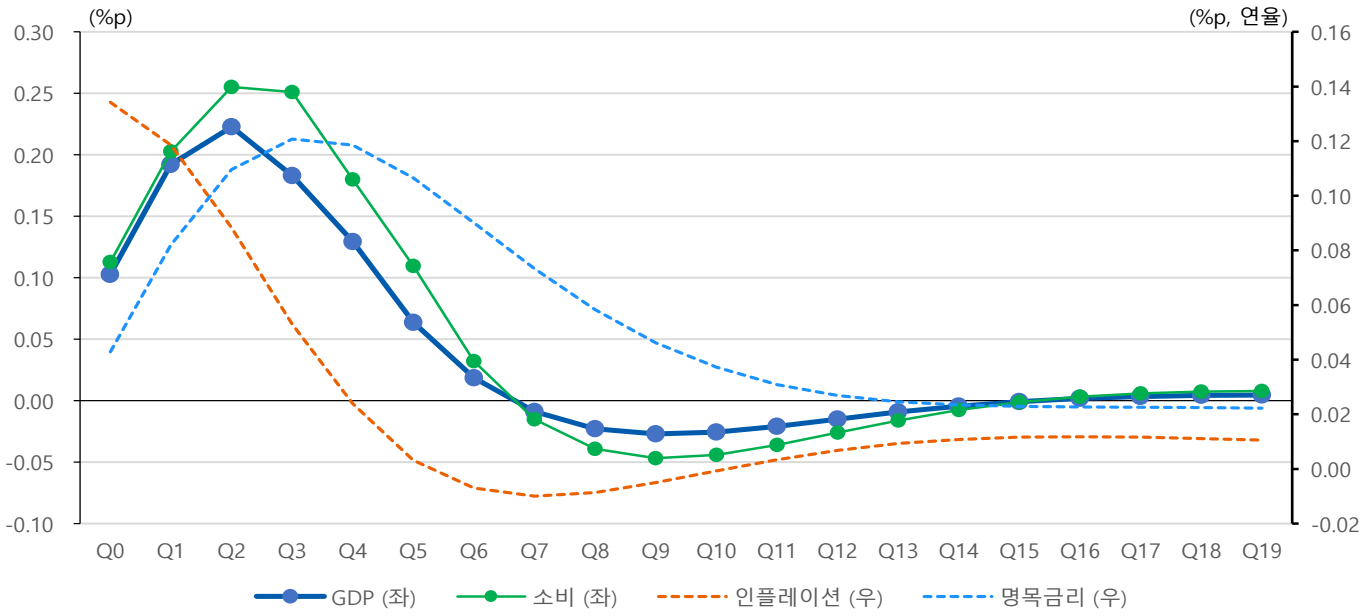
6.3 분기별 동태적 궤적 및 정책 시차 분석

그림 [8] 충격반응함수(IRF)의 궤적은 이번 26.2조 원 추경이 실물 경제에 흡수되는 과정에서 나타나는 '시간적 비대칭성'을 명확히 보여준다. 먼저 물가와 실물 변수의 시차적 Decoupling 달성이 특징적으로 확인된다. 인플레이션 압력은 추경 집행 직후인 0분기(Q0)에 조기 소멸하는 반면, 실물 소비와 GDP는 1~2분기(Q1~Q2)에 걸쳐 후행적으로 정점에 도달하는 궤적은 재정 지출의 '비용'과 '효익'이 시간상으로 분리되었음을 의미한다.

통상적인 대규모 재정 팽창 국면에서는 총수요 자극으로 인해 물가와 성장률이 동시에 급등하는 동조화 현상이 발생한다. 그러나 본 모형의 궤적에서는 인플레이션이 단기적 스파이크에 그치고 조기 안정화된다. 이는 이전지출이 유동성 제약 가구(HtM)의 필수 소비 방어에 집중되면서 거시경제 전반의 투기적 수요나 초과 수요를 자극하지 않았음을 수리적으로 방증한다. 즉, 재정 투입에 따른 가격 교란 비용은 최소화된 반면, 실물 경제를 지지하는 효과는 시차를 두고 파급된 것으로 확인된다.

다음으로 구축 효과 차단과 통화-재정 정책의 공조가 특징적으로 발견된다. 명목금리의 정점(Q3)이 인플레이션 정점(Q0)에 크게 후행하여 완만하게 형성되는 것은, 재정 확장이 민간 투자를 위축시키는 구축 효과를 성공적으로 차단했음을 시사한다. 중앙은행의 통화정책 반응(테일러 준칙)이 즉각적인 발작을 일으키지 않고 3분기에 이르러서야 완만한 정점을 기록한 것은 중요한 거시적 함의를 가진다. 이는 이번 추경이 국채 발행을 동반하지 않은 초과세수 기반으로 조달되었기 때문에, 채권 시장의 금리 급등 압력을 억제했기 때문이다. 결과적으로 재정 당국의 내수 방어 노력과 통화 당국의 물가 안정 스탠스가 충돌하지 않고, 시장의 자금 조달 비용을 안정적으로 유지하는 정책 믹스(Policy Mix)가 작동할 수 있음을 시사한다.

[8] 26.2 조 원 추경의 거시경제 충격반응함수



자료: HANK-SSJ 하이브리드 DSGE 모형을 통해 필자직접 분석, 유안타증권 리서치센터

7. 종합 평가 및 시사점

이번 26.2조 원 규모의 추경은 중동전쟁이라는 대외 충격에 대응하기 위한 신속한 조치이자, 초과세수를 활용해 추가 국채 발행을 배제했다는 점에서 재정 건전성을 고려한 정책으로 평가된다. 그러나 거시경제적 관점에서 뚜렷한 구조적 한계를 내포하고 있다. 첫째, 국가채무비율 개선 효과의 96%는 실질적 채무 상환이 아닌 명목 GDP 증가에 따른 분모 확대 효과에 불과하다. 둘째, 재원의 근간인 반도체 및 증시 호황은 순환적 요인으로 세수 기반의 지속가능성이 불확실하다. 셋째, 25.2조 원의 순유동성 공급은 인플레이션과 원화 약세 압력을 자극할 수 있으며, 국채 상환에 따른 미세한 금리 하락이 자본 유출을 촉진할 수 있는 역설적 위험(먼델-플레밍 효과)을 안고 있다. 현재 가동 중인 시장 안정화 조치에도 불구하고 대외 지정학적 리스크가 이를 압도할 가능성이 상존한다.

이러한 거시적 제약 속에서, HANK-SSJ 하이브리드 일반균형 모형을 통해 실증한 추경의 파급 효과는 '경제의 반등'이 아닌 '부작용 통제와 선별적 방어'로 요약된다. 초과세수라는 비차입 재원 활용은 조세 저항과 금리 급등이라는 거시경제적 부작용을 최대한 차단한 것으로 평가된다. 동시에, 투입된 재원은 고물가와 고금리에 가장 취약한 유동성 제약 가구(HtM)에 타겟팅되어 필수 소비 위축를 막아내는 사회적 안전망 역할을 수행한 것으로 확인되었다. 즉, 본 추경의 실효성은 무분별한 총수요 팽창을 지양하고 부작용을 가능한 최소화한 상태에서 실물 경제의 하방을 지지한 데 있다.

다만, 모형의 동태적 궤적(IRF)은 재정의 실물 방어 효과가 집행 초기인 상반기(Q1~Q2)에 집중되며, 3분기(Q3) 이후 점진적으로 소멸하여 본래의 잠재성장 궤도로 회귀함을 보여준다. 이는 이번 추경이 경제의 체질을 바꾸는 영구적 성장 엔진이 아니라, 단기적 충격을 흡수하는 일시적 '가교'에 불과함을 냉정하게 시사한다. 따라서 상반기의 단기적 내수 방어 지표를 통해 경기를 섣불리 낙관하기보다는, 향후 민간 투자의 자생력 복원과 수출의 강건성을 확인하며 거시경제의 흐름을 평가해야 할 것이다. 아울러 정책적으로도 하반기 재정 효과 소멸과 대외 돌발 변수에 대비하여, 민간 주도의 펀더멘털 개선을 위한 대책이 선제적으로 실행되어야 할 시점이다.

Appendix-HANK-SSJ DSGE 모델 소개

SSJ 기반 HANK 모형의 이론적 배경 및 방법론본 보고서의 실증 분석은 대규모 재정 투입이 거시경제 전반에 미치는 파급 효과를 추정하기 위해 최신 거시경제학 방법론인 SSJ(Sequence-Space Jacobian) 프레임워크 기반의 이질적 주체 뉴케인지언(HANK, Heterogeneous-Agent New Keynesian) 모형을 활용하였다.

전통적으로 중앙은행과 학계에서 널리 사용되어 온 RANK 모형은 경제 내의 모든 가계가 동일한 자산, 소득, 그리고 선호를 가진 단일한 '대표 가계'라고 가정한다. 이 완벽한 가계는 완전한 금융 시장에 접근할 수 있어, 일시적인 소득 충격이 발생하더라도 차입을 통해 평생에 걸친 소비를 완벽하게 평활화(Consumption Smoothing)할 수 있다. 그러나 이러한 구조 하에서는 정부가 이전지출을 늘리더라도 가계는 이를 '미래의 세금 인상'으로 인식하여 전액 저축해버린다는 리카르디안 대등 정리(Ricardian Equivalence)가 성립한다. 결과적으로 재정 정책의 한계소비성향(MPC)이 사실상 0에 수렴하게 되어, 소득 보전 정책의 내수 부양 효과를 평가할 수 없는 구조적 모순을 지닌다.

반면, 본 분석에 도입된 HANK 모형은 가계가 처한 소득과 자산의 이질성(Heterogeneity)을 모형 내부에 직접 구현한 프레임워크이다. 현실 경제에는 자산이 부동산 등에 묶여 있거나 당장의 근로 소득만으로 살아가는 이른바 '유동성 제약 가구(Hand-to-Mouth, HtM)'가 광범위하게 존재한다. HANK 모형은 이러한 불완전한 금융 시장의 현실을 반영하여 가계의 자산 분포를 모델링한다. 따라서 정부의 26.2조 원 추경과 같은 소득 보전 정책이 실행될 때, 차입 제약에 직면한 가구는 지원금을 저축하지 않고 즉각적으로 실물 소비로 전환(높은 MPC 발현)하게 된다. 이는 RANK 모형에서는 포착할 수 없는 재정 정책의 실질적인 거시경제 파급 경로를 수학적으로 정교하게 증명해 내는 핵심 기제로 작동한다.

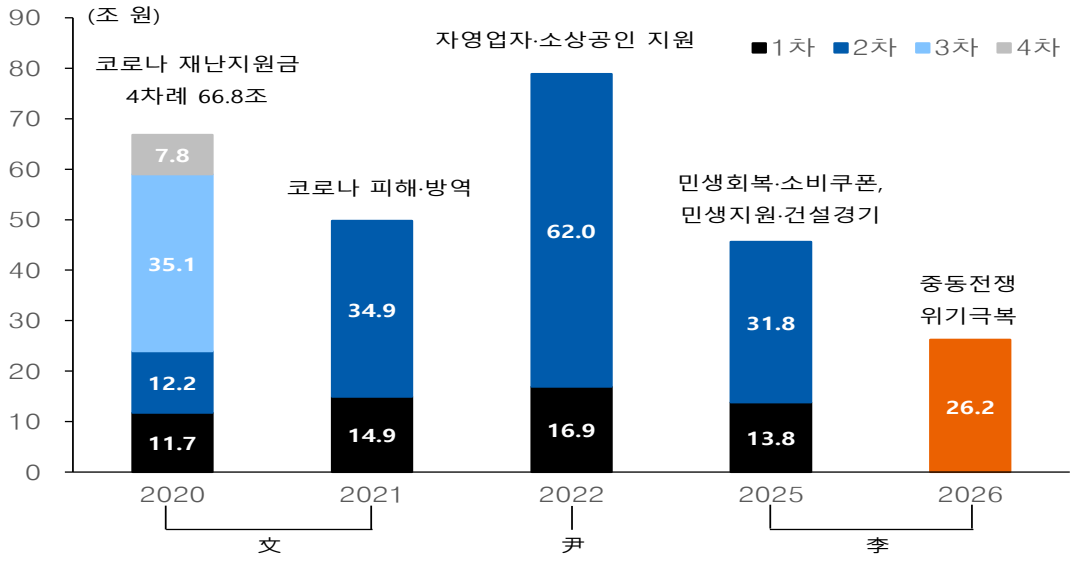
HANK 모형은 수많은 이질적 가계의 연속적인 의사결정(소비, 저축, 노동 공급 등)을 동시에 추적해야 하므로, 전통적인 거시경제 연산 방식으로는 '차원의 저주'라 불리는 극도의 복잡성에 직면하게 된다. 수백만 개의 상태 변수를 가진 경제 주체들의 자산 분포가 매 분기마다 변화하는 과정을 거시경제 일반균형 조건에 결합하는 것은 막대한 컴퓨팅 자원과 시간을 요구하는 난제이다. 이를 획기적으로 해결한 방법론이 바로 Auclert et al. (2021)에 의해 제안된 SSJ(Sequence-Space Jacobian) 프레임워크이다.

SSJ 프레임워크는 경제 변수들의 시간 흐름에 따른 전체 전이 경로를 무한 차원의 시계열 벡터(Sequence)로 인식한다. 그리고 이질적 가계 블록이 임금, 이자율, 혹은 이전지출과 같은 거시 변수의 미세한 변화에 시차를 두고 어떻게 반응하는지를 거대한 '자코비안 행렬(Jacobian Matrix)'로 압축하여 계산한다.

예를 들어, 이전지출 충격이 시간 흐름에 따라 소비에 미치는 동태적 영향을 나타내는 자코비안 행렬 $J_{(C,T)}$를 산출하면, 가계의 미시적 이질성이 거시 집계 변수에 미치는 영향을 선형적으로 빠르게 근사할 수 있다. 즉, 복잡한 HANK 모형을 시계열 공간(Sequence Space)에서의 명시적인 행렬 연산 문제로 변환함으로써, 대규모 재정 충격이 물가, 금리, 성장률에 미치는 일반균형(General Equilibrium) 파급 효과와 피드백 루프를 학술적 오차 없이 투명하게 도출해 낸다.

자료: 유안타증권 리서치센터

Appendix-2020년 이후 추경 히스토리



자료: 유안타증권 리서치센터

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김호정, 임지윤)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.