meritz Strategy Daily

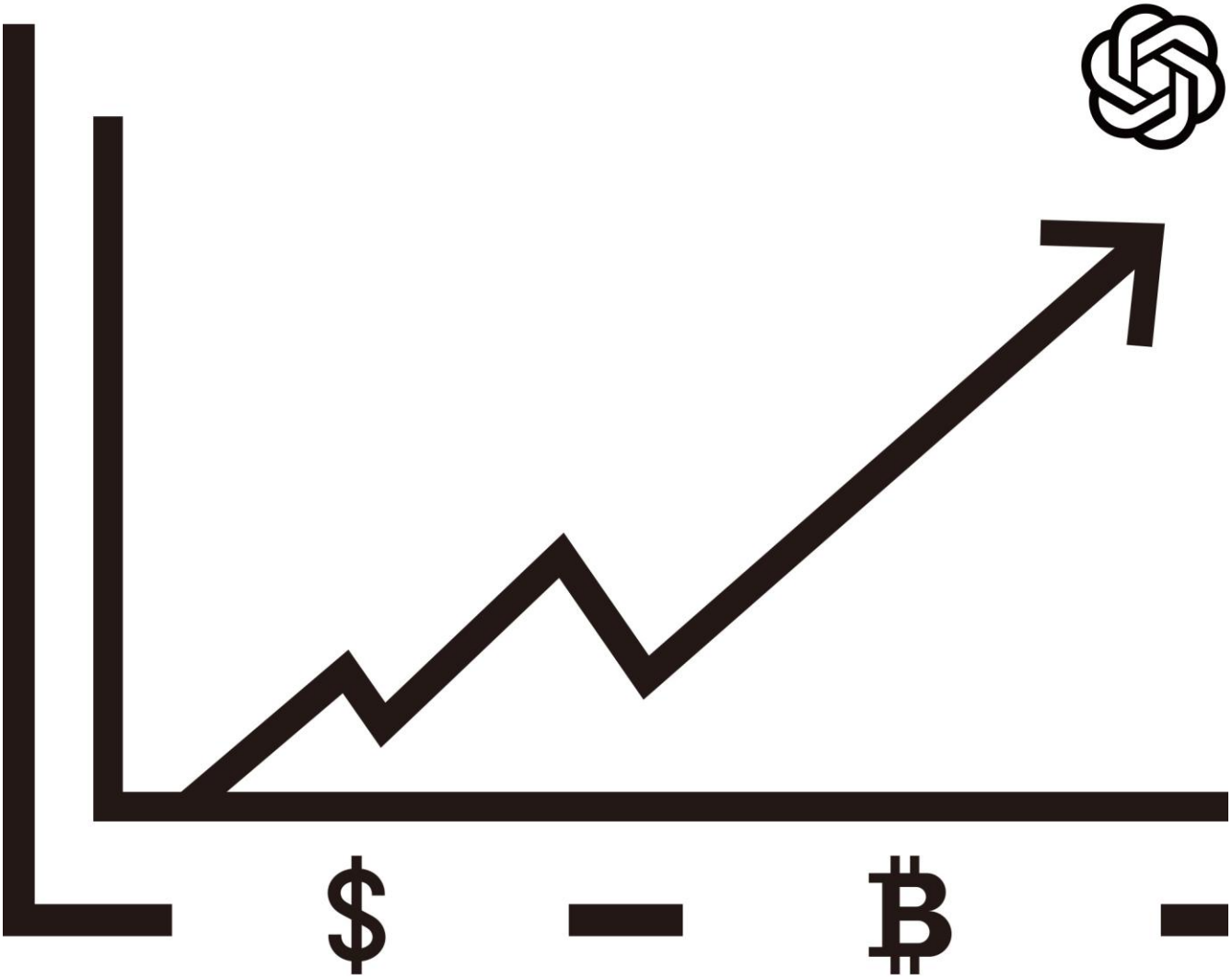
전략공감 2.0

2025. 7. 1 (화)

Strategy Idea
Macro view update: 유럽과 한국 눈높이 상향

오늘의 차트
7월 1일, 하반기 시작

칼럼의 재해석
캐나다로 보는 SMR 프로젝트



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.

meritz 메리츠증권

Strategy Idea

경제분석
Economist **이승훈**
02. 6454-4891
seunghoon.lee@meritz.co.kr

Macro view update: 유럽과 한국 눈높이 상향

- ✓ 25~26년 경제전망 조정의 골자: 미국 눈높이 하향, 유럽/한국 전망 상향
- ✓ 유럽은 제조업 회복 진행 중. 향후에는 국방지출 중심의 재정자극 가세
- ✓ 한국은 오랜만에 내수 중심 회복세 시현

1. 글로벌 경제전망 조정의 골자

오늘 전략공감2.0에서는 글로벌 경제전망 조정의 골자와 상향 조정이 수반된 유럽과 한국을 중점적으로 다룬다. 기타 지역의 전망 조정 골자는 다음과 같으며, 미국 경제(6월 고용동향)를 필두로 이후 보고서에서 자세히 다룰 기회가 있을 것이다.

미국 경제전망: 2026년까지 유럽과의 격차 축소된 상태 유지

미국: 2025년 경기회복 경로 전망 변경에 따른 기술적 조정. 2분기 수입 급감으로 순수출 기여도가 크게 개선되면서, 2분기 GDP는 전분기비 연율 기준 1.8% 성장한 이후, 하반기 들어 0.8%로 성장률이 낮아질 것임. 내년 불확실성 해소에 따른 모멘텀 회복(분기평균 연율 2.0%)을 고려하더라도, 성장률은 1.6%에 그칠 전망. 내년까지의 시계에서는 유럽과의 경기 격차가 줄어든 상태를 유지하는 것임.

소비자물가는 6~7월부터 오름세가 이어져, 4분기에는 Headline 및 Core가 공히 3% 전후에 근접할 것으로 예상. 단, 소비자들의 재량소비 축소, 이자부담 확대 등을 고려시 컨센서스가 생각하는 만큼(4Q 3.3%)의 물가상승세가 현실화될 가능성은 낮아 보임. 인플레 충격이 단기에 그치고, 경기충격이 길어질 것인 만큼 연준은 9월 인하에 착수하고, 하반기 성장세가 기대에 못 미침을 인지하면서 연내 3차례 인하를 단행할 전망. 내년 1.6% 성장률은 잠재성장률에 미달. 따라서 경기적 실업의 확대 가능성이 있고, 물가상승세가 일시적으로 확인되면 추가 인하에 나설 것.

일본 경제전망: 내수-인플레 선순환 구도는 유효

일본: 연초 이후 소비심리 악화와 대조적으로 일본은행이 집계하는 실질 소비지출은 연초 이후 레벨업. 임금-소비-인플레이션의 선순환이 높은 생활물가(쌀)로 인해 일시적으로 제약받고 있으나, 하반기 물가 안정화와 함께 구도가 복원될 것.

일본은행은 금융불안 및 경기 불확실성을 이유로 금리인상을 뒤로 미뤘으나(다음 금리인상 10월 예상), 임금 인상-서비스 물가상승에 힘입어 2027년 3월까지 Core 물가가 2%를 줄곧 상회할 가능성이 높아, 점진적 금리인상 기조를 이어갈 것. Terminal rate은 2027년 상반기 1.5%에 도달할 것.

중국: 성장세 지탱 중. 하반기는 완만한 하강에 무게

중국: 정책의 힘이 미치는 내구재 판매를 제외하면 산업생산과 투자 모두 1분기 대비 모멘텀 약화. 그럼에도 불구하고 2분기 4.8% 성장하면서 상반기 평균 5% 넘는 성장률 보일 것. 공급과잉에 따른 디플레 심화에도 불구하고 경기가 선방하고 있어 7월 정치국 회의 전후 추가 부양 혹은 부양정책 구체화 눈높이가 낮아지고 있음. 이런 구도라면 하반기 경기의 지지보다는 연착륙(완만한 하강)을 고려해야 함. 부양 카드를 아끼는 것은 향후 불확실성 확대에 대비한 포석일 수도 있음.

표1 메리츠 경제전망 요약 및 변경 내용

	GDP (% YoY)			CPI (% YoY)			정책금리 (기말, %)		
	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
미국	2.8	**1.3→1.4**	**1.9→1.6**	2.9 [2.8]	2.8 [2.8]	2.4 [2.5]	4.50	3.75	3.25
유로존	0.7	**0.9→1.2**	1.4	2.4	**2.2→2.1**	**2.0→1.9**	3.00	**1.75→2.00**	**1.75→2.00**
일본	0.1	**1.3→1.0**	1.0	2.7	3.0	2.3	0.25	**1.00→0.75**	**1.50→1.25**
중국	5.0	4.6	4.5	0.2	0.3	1.1	3.10	2.70	2.50
한국	2.0	**0.8→1.0**	**2.1→2.2**	2.3	1.9	**2.0→2.1**	3.00	**2.00→2.25**	**2.00→2.25**

주: [ ] 안의 숫자는 연간 Core PCE 전망, 정책금리는 미국 FFR, 유로존 Deposit rate, 일본 Call rate, 중국 1Y LPR, 한국 기준금리임
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

2. 유럽: 관세 충격에도 견고. 앞으로는 재정 확대가 기여

유럽의 1분기는 내수 중심 회복이었다

유로존 1분기 GDP 서프라이즈 투자/제조업 중심 성장세

지난 1분기 유로존 GDP는 전분기대비 0.61% 성장했다. 속보치 0.3%를 크게 상회하는 실적이다. 1분기는 미국발 관세충격에 앞서 교역활동이 집중되어 유로존의 GDP 서프라이즈도 일견 순수출 때문이라 오인하기 쉽다. 그러나 정작 기여도를 분해하면, 순수출기여도는 0.27%p에 불과하다. 민간소비(+0.10%p)와 총고정자본형성(투자, +0.38%p)이 대부분 성장에 기여했다. 즉, 내수 중심의 회복세가 나타나기 시작했다는 것이다. 전년대비 기준(1.53%)으로도 소비와 투자 합산 기여도는 1.07%p에 달한다.

1분기에 큰 폭 성장을 이루었기에 2분기 역성장을 우려할 수 있지만 실상은 이와 다르다. 민간소비가 심리 위축으로 다소 부진하지만, PMI로 관측되는 전반적인 서비스업 활동은 기준선 전후이며, 제조업은 걱정과 달리 연초 이후 꾸준한 회복세를 시현하고 있다. 제조업의 회복은 서베이 지표에 그치지 않고 하드 데이터에서도 관찰되고 있다. 제조업 생산은 늘었으며, 가동률은 작년 4분기 77.2%를 저점으로 올 들어 2개 분기 연속(77.3%-77.6%) 회복했다.

이는 ECB 금리인하가 3~4개 분기 시차를 두고 올 초부터 회복에 일조하기 시작했음을 시사한다. 은행권의 완화적인 대출태도와 차입비용 하락은 가계/기업 전반의 대출 증가율 개선으로도 연결되는 흐름이다.

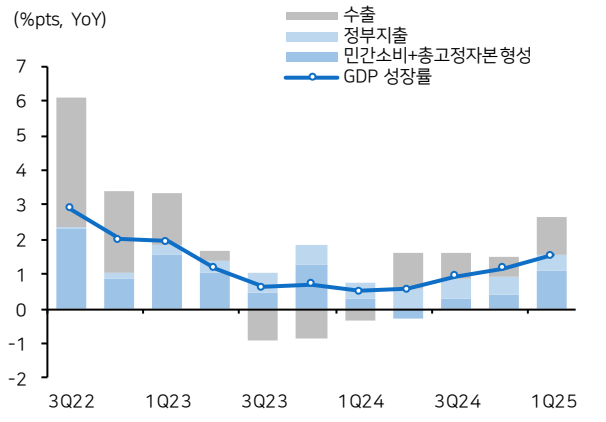
ECB 전망 상향조정 가능성

제조업의 회복을 민간소비 부진이 일부 상쇄한다는 가정 하에 올해 잔여기간 QoQ 성장률을 0~0.2%로 가정하더라도, 유로존 성장률은 1.0%를 상회한다. ECB가 올해 유로존 성장률을 0.9%로 전망한 것은 1분기 성장률 0.3% QoQ 하에, 2분기 0.2%-3분기 -0.1%이라는 수출 충격 시나리오를 고려했기 때문이다. 1분기 서프라이즈로 전망은 상향 조정될 가능성이 높아 보인다.

소비와 재정의 가세로 올해 유로존 1.2% 성장 전망

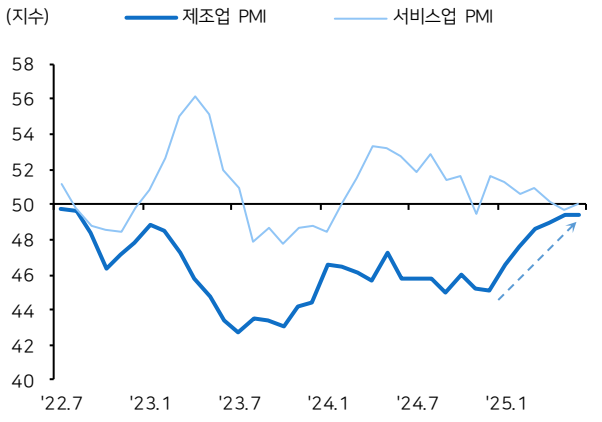
우리는 뒤늦게 수출 충격이 반영되더라도, 1) 저축률 하락에 편승한 소비회복과, 2) 재정자극 개시로 올해 유로존 성장률이 1.2%에 달하고, 2026~27년에 걸쳐 국방비 지출 중심의 재정 역할이 강화되면서 유로존 성장률이 1.4%와 1.6%까지 높아질 것으로 예상한다.

그림1 유로존 GDP 성장률 (3Q22~1Q25)



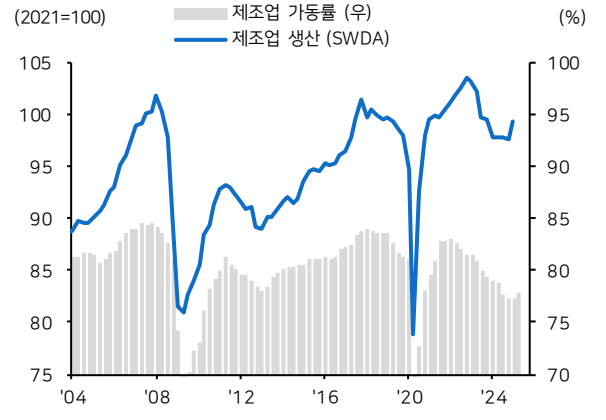
자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림2 유로존 제조업/서비스업 PMI (3Q22~2Q25)



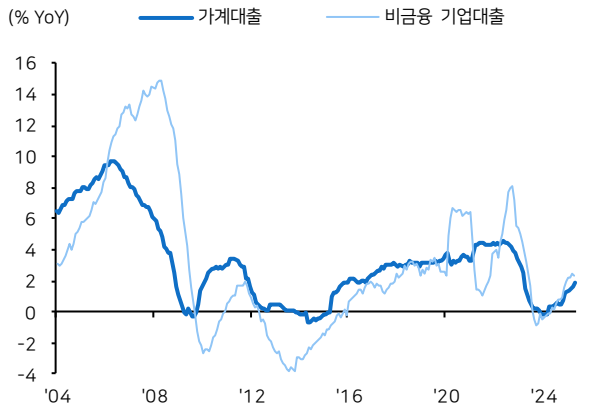
자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

그림3 유로존 제조업 생산 및 가동률



자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림4 유로존 가계대출 및 비금융 기업대출 증감률



자료: ECB, 메리츠증권 리서치센터

향후 동력은 국방비 중심 재정지출 확대: 2025년 NATO 정상회의의 시사점

향후 유로존의 중요한 성장동력 중 하나는 재정자극이며, 그 중심에 국방비 지출 확대가 자리하고 있다고 생각한다. 2025년 NATO 정상회의에서는 시장에 알려진 대로 2035년까지 각 회원국의 국방 지출을 GDP대비 5%까지 늘리는 합의가 있었다. 이 시사점이 적지 않아 별도의 섹션을 할애하여 의견을 기술한다.

나토 정상회의 합의문의 골자

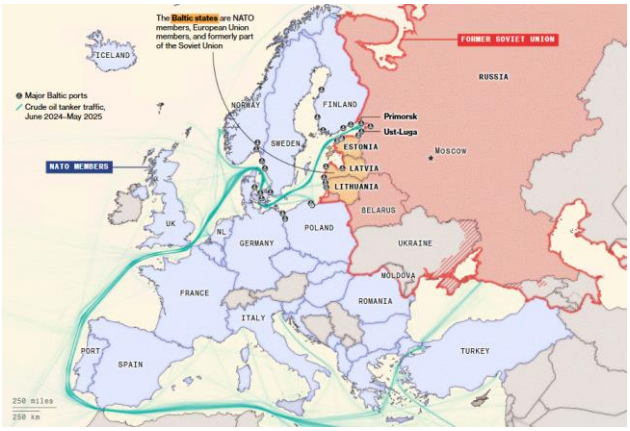
우선, 이번 정상회의에서 채택된 정상 합의문의 골자는 다음 세 가지로 요약된다: ① 워싱턴 조약의 5조, "나토 회원국에 대한 공격은 나토 모두에 대한 공격으로 간주하여 대응한다" 는 조항을 재확인했다. ② 미국과 스페인을 제외한 회원국은 2035년까지 국방지출 규모를 GDP의 5%까지 늘리며, 이 중 최소 3.5%는 인력과 장비 등 핵심 군비에 사용한다. 나머지 1.5%는 인프라, 혁신, 군사기지 등에 지출할 수 있도록 의결했다. 이 계획은 2029년 중간 점검을 거친다. ③ 대서양을 중심으로 한 산업협력과 기술 증진/혁신을 확대한다.

워싱턴 조약 5조의 재확인

워싱턴 조약 5조: 러-우 전쟁 발발 이후로 러시아와 국경을 접해 있는 국가(발트 3국 및 폴란드, 핀란드)를 침공할 수 있다는 우려가 계속 제기되어 왔고, 실제 이들이 전쟁을 계기로 국방지출을 GDP대비 3% 이상으로 크게 늘려 놓은 상태이다. 이들은 러시아 위협이 실재한다고 보지만, 전쟁이 실제로 일어나게 되면 독자적으로 대응할 수 있는 능력이 결여된다. 따라서 나토의 우산이 절대적으로 필요하다.

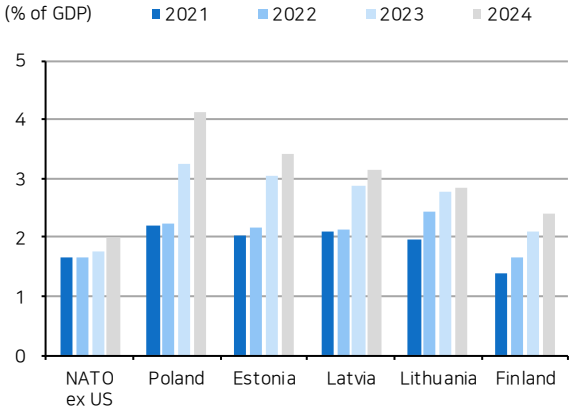
위험 인자들에 대한 "철통 같은 공동 대응(ironclad commitment)"을 재확인하고 문서화한 것은 도발을 미연에 차단하는 억지(deterrence)의 목적이 크며, 미국의 나토 관여를 지속하도록 하는 동인으로도 작용한다.

그림5 유럽: NATO 회원국 & 러시아 위협 노출국



자료: "A Putin War With NATO Would Cost the World $1.5 Trillion", Bloomberg Politics Big Take (Jun 24, 2025)

그림6 러-우 전쟁 이후 러시아 인접 국가의 국방 지출 급증



자료: NATO, "Defence Expenditure of NATO Countries, 2014~2024" (June 17, 2024)

국방지출 대규모 확대 천명

국방지출 규모 확대 약속: 대신 회원국들은 트럼프 행정부가 계속 주장해 온 GDP 대비 5%까지 국방지출을 늘리는 데 합의했다. 이미 폴란드나 발트 3국을 중심으로 이 목표에 근접하고 있는 국가들이 존재한다. 그러나 국방비 증액을 모든 회원국에게 부담하도록 한 것은 나토가 사실상 미국의 국방에 상당 부분을 의존하고 있기 때문이다. 2024년 기준 나토 전체 국방지출의 65.6%는 미국이 담당했고, 2~3위인 독일/영국과는 상당한 격차가 있음을 알 수 있다. 비용을 분담하는 것이 유럽의 전략적 자율성(자주국방 + 위급시 미국 관여)에도 부합하는 것이기에 유럽 나토 회원국 입장에서는 수용할 수 밖에 없는 카드였을 것으로 보인다.

그림7 NATO 회원국별 GDP대비 국방지출 비율 (2024E)

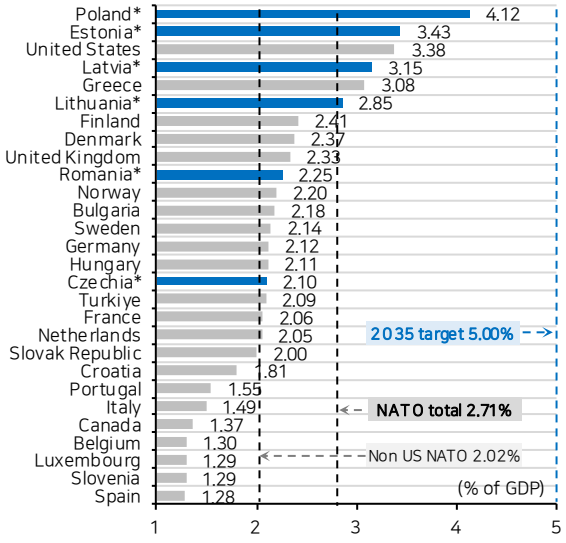
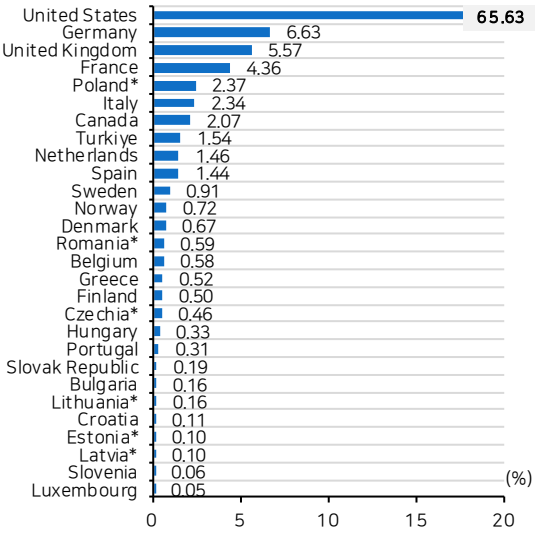


그림8 NATO 회원국별 국방지출 비중 (2024E)



주: * GDP대비 2% 이상을 국방지출에 쓸 수 있도록 법률에 정해져 있거나 정치적 합의가 있는 국가들
자료: NATO, "Defence Expenditure of NATO Countries, 2014~2024" (June 17, 2024)

주요국 중 핵심 국방지출이 유의미하게 늘어날 국가는 독일

어떤 국가의 국방 지출이 크게 늘어야 하나: 인프라나 R&D는 민간-군사에 모두 사용될 수 있는 기술에 대한 투자일 것이기에 신축적인 예산 운용이 가능할 수 있다. 2035년까지 이 부분에 대해 GDP의 1%를 쓰는 것은 허들이 비교적 낮을 수 있다. 예를 들어 독일과 프랑스는 인프라, 기타 부문에 GDP대비 0.88%와 0.68%를 이미 지출한 바 있어 부담이 크지 않다. 관건은 소위 Core defense 부분에 대해 누가 전향적으로 지출을 늘릴 것인가에 협약의 성패가 달려 있다 하겠다.

우선, 인력과 장비 등 Core defense 목표(3.5%)와 2024년 실제치 간 괴리가 비교적 큰 규모 있는 국가는 벨기에, 스페인, 이탈리아, 프랑스, 독일이다. 괴리가 크다고 해서 국방 지출이 비약적으로 늘어날 것이라 보는 것은 무리이다. 예를 들어 스페인의 경우 이번 협약을 강력히 반대하면서 일단 면제되었다.

스페인은 2024년 GDP대비 1.3% 내외의 국방지출 규모를 기존 계획보다 4년 앞당긴 2025년 2%까지 맞춘다는 것이며, 이렇게 해도 그들에게 부여된 Capability Target (예: 언제까지 1개 사단을 구성한다, 전투기 전략자산을 구비한다)를 맞추는 데에는 지장이 없다는 입장이다. 따라서 당장은 다른 국가들을 고려해야 한다.

독일은 2029년까지 계획을 구체화

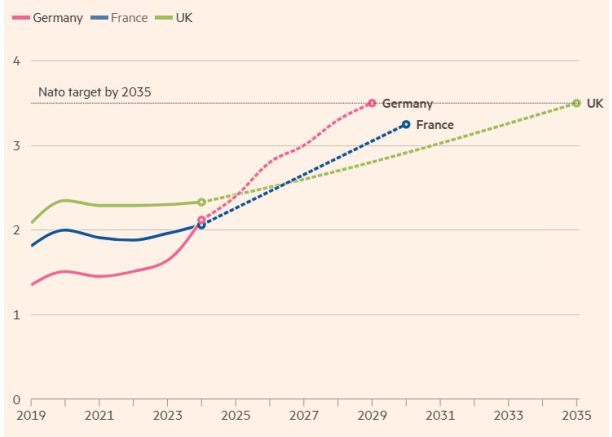
나토 정상회의 전후 국방지출 확대에 적극적인 행보를 보이는 나라는 독일, 프랑스, 영국이며 3개국 중에는 독일의 계획이 가장 구체적이다. 독일은 2029년 국방지출을 2025년 대비 70.1% 증액하면서 4년 뒤 GDP대비 3.5% 지출을 하겠다는 계획이다. 정부의 본예산 지출에서 국방이 차지하는 비중을 보면 (표 3의 A/C), 2025년 12.4%에서 2029년에는 무려 26.6%로 크게 늘어나는 구도이며, 2028년 이후로는 국방비 증액분만큼 차입이 늘어난다고 봐도 무방하다.

표2 NATO 회원국의 분야별 국방지출 / GDP

	분야별 국방지출 비중 (2024, %)				GDP대비 국방지출 (2024, %)				
	인력	장비	인프라	기타	계 (C+D)	인력(A)	장비(B)	인력, 장비 (A+B=C)	인프라, 기타 소계 (D)
2035 Goal	-	-	-	-	**5.00**	-	-	**3.50**	**1.50**
Albania	36.58	47.74	5.23	10.45	2.03	0.74	0.97	1.71	0.32
Belgium	50.17	15.16	3.89	30.78	1.30	0.65	0.20	0.85	0.45
Bulgaria	51.59	31.89	4.58	11.94	2.18	1.12	0.69	1.82	0.36
Canada	43.50	18.60	3.37	34.53	1.37	0.59	0.25	0.85	0.52
Croatia	57.85	24.20	2.22	15.72	1.81	1.05	0.44	1.48	0.32
Czechia	28.78	37.86	7.27	26.09	2.10	0.60	0.79	1.40	0.70
Denmark	26.47	29.80	2.29	41.45	2.37	0.63	0.71	1.34	1.04
Estonia	21.71	33.74	9.49	35.06	3.43	0.75	1.16	1.90	1.53
Finland	20.56	45.75	0.35	33.34	2.41	0.50	1.10	1.60	0.81
France	38.63	28.36	3.64	29.38	2.06	0.80	0.58	**1.38**	0.68
Germany	29.58	28.75	3.18	38.49	2.12	0.63	0.61	**1.24**	0.88
Greece	55.92	36.07	0.33	7.68	3.08	1.72	1.11	2.83	0.25
Hungary	23.83	47.81	4.63	23.74	2.11	0.50	1.01	1.51	0.60
Italy	59.36	22.08	2.97	15.59	1.49	0.89	0.33	**1.21**	0.28
Latvia	32.49	36.92	5.21	25.37	3.15	1.02	1.16	2.19	0.96
Lithuania	35.51	21.17	11.29	32.02	2.85	1.01	0.60	1.62	1.23
Luxembourg	21.45	43.68	10.70	24.17	1.29	0.28	0.57	0.84	0.45
Montenegro	39.62	35.76	9.28	15.34	2.02	0.80	0.72	1.52	0.50
Netherlands	38.04	36.20	3.89	21.87	2.05	0.78	0.74	1.52	0.53
North Macedonia	43.88	29.33	3.81	22.98	2.22	0.97	0.65	1.63	0.60
Norway	32.45	29.99	7.64	29.92	2.20	0.71	0.66	1.37	0.83
Poland	29.52	51.13	4.54	14.81	4.12	1.22	2.11	3.32	0.80
Portugal	58.63	21.88	3.89	15.61	1.55	0.91	0.34	1.25	0.30
Romania	43.25	30.85	10.95	14.95	2.25	0.97	0.69	1.67	0.58
Slovak Republic	39.14	27.24	5.85	27.77	2.00	0.78	0.54	1.33	0.67
Slovenia	47.48	27.27	4.84	20.41	1.29	0.61	0.35	0.96	0.33
Spain	43.90	30.30	2.65	23.14	1.28	0.56	0.39	0.95	0.33
Sweden	15.76	33.99	0.31	49.95	2.14	0.34	0.73	1.07	1.08
Türkiye	43.56	34.18	9.35	12.91	2.09	0.91	0.71	1.62	0.46
United Kingdom	28.23	36.09	3.94	31.74	2.33	0.66	0.84	1.50	0.83
United States	25.22	29.88	1.74	43.16	3.38	0.85	1.01	1.86	1.52

자료: NATO, "Defence Expenditure of NATO Countries, 2014~2024" (June 17, 2024)

그림9 독일, 프랑스, 영국의 국방지출 추이 및 계획



자료: FT(6/24), "Germany to boost defence spending at faster rate than France or UK"

표3 독일 중기 재정운용 계획 및 국방지출

(십억유로)	2025	2026	2027	2028	2029
국방 예산 (A)	**62.4**	**82.7**	**93.4**	**136.5**	**152.8**
(+) 군사 특별 기금	24.1	25.5	27.5	국방 예산과 통합	
(+) UKR 지원	8.3	8.5	8.5	8.5	8.5
국방지출 계 (B)	94.8	116.7	129.4	145.0	161.3
총 재정지출 (C)	503.0	519.5	512.7	550.4	573.8
비율 (A/C, %)	**12.4**	**15.9**	**18.2**	**24.8**	**26.6**
비율 (B/C, %)	18.8	22.5	25.2	26.3	28.1
(참고)					
총 재정수입	421.2	430.2	425.3	434.7	447.8
Net borrowing	**81.8**	**89.3**	**87.5**	**115.7**	**126.1**

자료: Bundesfinanzministerium (6월 24일), 메리츠증권 리서치센터

프랑스의 계획은 야심차지만 여러 한계가 존재

프랑스의 경우, 현행법(Military Programming Law: Loi de programmation militaire)에서 2030년까지 매년 30억 유로의 국방지출 증액을 허용하고 있다. 마크롱 대통령의 공언대로 2030년까지 국방지출이 GDP대비 3.0~3.5%로 증액되려면 현재 계획 대비 매년 300억 유로의 추가 지출이 수반되어야 한다. 법 개정도 필요하고, 재원 조달도 쉽지 않다(마크롱 대통령은 재산세 부과 및 민자 참여 등을 고려 중).

표4 프랑스 국방지출 계획 (Loi de programmation militaire)

(십억유로)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Total
국방지출	47.2	50.5	53.7	56.9	60.4	63.9	67.4	400

자료: Legifrance.gouv.fr(링크), Wikipedia, 메리츠증권 리서치센터

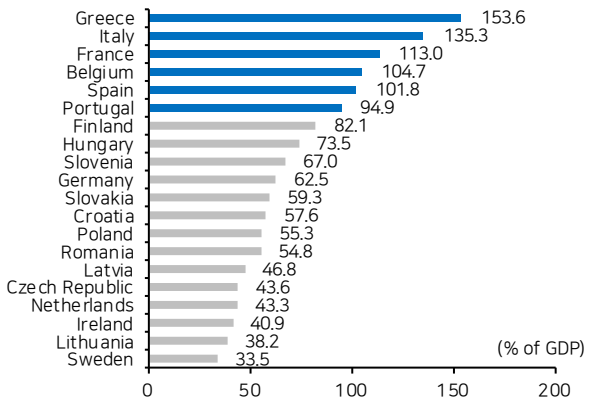
결국 2028년까지 국방지출에 대한 안정-성장 협약 면제가 답

Escape clause 활용이 대안: 프랑스나 벨기에처럼 일반정부 채무비율이 90%를 넘어 국가채무 부담이 있는 국가들은 EU가 허용한 국방비 지출에 대한 안정-성장 협약 면제 조항(National Escape Clause: 링크)을 적극 활용할 가능성이 크다는 생각이다. 올해 3월에 제안된 것으로, 2028년까지 GDP의 1.5%까지 추가 재정적자가 발생해도 국방비 지출이면 문제삼지 않겠다는 것이다(2021~24년 지출이 기준). 실제 주요국이 단기간 내에 GDP대비 핵심 국방지출을 3.5%까지 끌어올릴 지는 두고 볼 일이지만, 올해부터 2028년까지 증가세가 확대될 공산은 크다.

2028년까지 국방지출 확대-재정적자 용인 모멘텀 있을 것

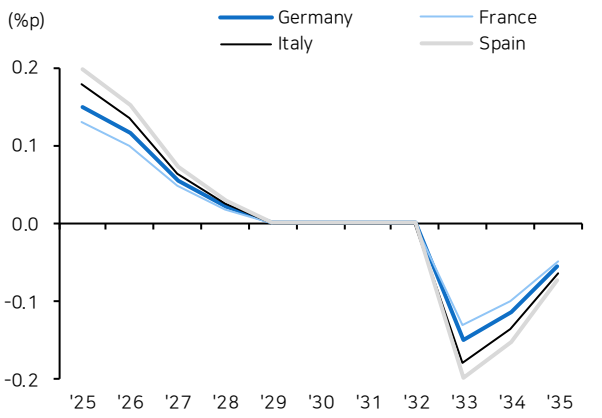
상기한 EU 제도개선 모멘텀도 있지만, 전쟁 과정과 종전 직후 병력과 장비를 단기간 내 축적해야 할 명분이 클 수 있기 때문이다. 특히 러시아와 국경을 인접한 나라들의 시급성이 두드러질 것이고, 독일을 위시한 국가들은 장비 생산에 박차를 가할 구간으로 판단된다. 이는 국방지출 과정에서 무기 생산국의 상당한 설비/건설투자 수요가 발생할 가능성을 시사한다. Mark Rutte 나토 사무총장은 정상들의 국방지출 확대 결의가 역내 수요의 창출을 의미하며, 유럽 기업들에게 생산능력을 키우라는 주문과도 같다는 발언을 했다. 이를 상기해 볼 필요가 있겠다.

그림10 유로존 국가들의 GDP대비 일반정부 채무 (2024)



자료: IMF Fiscal Monitor (Apr 2025), 메리츠증권 리서치센터

그림11 2035년까지 국방지출/GDP 3.5% 도달시 GDP 영향



주: 생산성 개선이 없는 경우. 2033년 이후 지출분 상환 가정.
자료: Bloomberg(6월 24일), "NATO Cash Bonanza May Become Europe's Lost Chance for Growth"

3. 한국: 오랜만에 내수 주도 회복

4월 전망과 달라진 것들

4월 한국경제전망 당시 도입한 가정들

지난 4월, 우리가 한국 경제전망을 하향 조정하면서 채택했던 주요 가정은 다음과 같다: ① 1~2차 추경 합계 중 GDP의 1% 내외(28조원)가 세출 확대로 편성될 것, ② 관세 충격으로 2분기 수출이 전년대비 8% 감소할 것, ③ 신정부 출범 이후 불확실성 완화, 건설기성 회복이 맞물리며 1Q를 바닥으로 경기가 반등할 것.

당시 가정과 달라진 것들

실제 상반기 말까지의 흐름은 1) 1~2차 세출추경 총액이 33조원으로 당사 예상을 웃돌았고, 2) 2분기 수출이 우려만큼 부진하지 않았으며, 3) 신정부 출범 이후 심리 개선과 이연수요 회복이 당초 예상보다 빠르게 전개될 공산이 커졌다. 이를 고려한 전망 상향 조정이다. 올해 실질 GDP 성장률은 1.0%를 예상한다.

물가와 금리에 대한 전망 조정

내년 물가상승률 2.1% 전망에는 2026년 전기료/가스요금 각 5% 인상 가능성을 반영했다. 유가가 낮아졌지만 에너지 인프라 재원 마련 차원의 인상 가능성이 있는 것으로 판단한다. 내년 말까지 두바이유 65달러, 달러/원 1,400원이 가정된 값이다. 한편, 정책대응의 축이 재정으로 빠르게 옮겨 감에 따라, 통화정책은 성장 지원보다 금융안정에 더욱 주력하게 될 것으로 보인다. 한국은행은 8월 인하를 끝으로 이번 인하 사이클을 종료할 것으로 예상한다.

표5 한국 연간 경제전망 조정 내용

(% YoY)	NEW (7월 전망)			OLD (4월 전망)		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
GDP	2.0	1.0	2.2	2.0	0.8	2.1
민간소비	1.1	1.3	1.9	1.1	1.1	1.8
정부지출	2.1	4.1	4.0	2.1	4.3	4.0
건설투자	(3.3)	(6.8)	0.8	(3.3)	(7.2)	(0.4)
설비투자	1.7	3.8	2.8	1.7	2.3	2.5
지식생산물투자	1.2	1.7	2.3	1.2	1.7	2.3
내수기여도 (%P)*	0.2	0.9	2.1	0.2	0.7	1.9
순수출기여도 (%P)	1.7	0.2	(0.0)	1.7	0.1	0.1
수출금액 (BoP)	8.2	1.9	3.6	8.2	(1.4)	4.0
수입금액 (BoP)	(1.6)	0.4	4.1	(1.6)	(2.3)	4.3
소비자물가	2.3	1.9	2.1	2.3	1.9	2.0
기준금리 (연말, %)	3.00	2.25	2.25	3.00	2.00	2.00

주: * 재고변동 포함. 자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

표6 한국 분기별 경제전망

(% YoY)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
GDP	3.4	2.2	1.4	1.1	(0.0)	0.6	1.3	2.1	1.4	2.0	1.0	2.2
민간소비	1.1	0.7	1.3	1.1	0.6	1.1	1.5	2.1	1.8	1.1	1.3	1.9
정부지출	(0.1)	2.7	3.0	3.1	2.3	3.4	5.4	5.4	1.3	1.8	4.1	4.0
건설투자	1.6	(1.2)	(6.2)	(6.4)	(13.3)	(9.3)	(3.3)	(1.7)	1.5	(3.0)	(6.8)	0.8
설비투자	(2.2)	(2.5)	6.6	5.3	5.8	6.2	1.7	1.8	1.1	1.6	3.8	2.8
수출 (BoP)	6.8	12.6	10.3	3.5	(1.1)	3.5	0.0	5.0	(7.3)	8.2	1.9	3.6
수입 (BoP)	(11.5)	0.1	6.5	(0.3)	(1.0)	(1.1)	(0.7)	4.2	(10.7)	(1.6)	0.4	4.1
소비자물가	3.0	2.7	2.1	1.6	2.1	2.0	1.8	1.9	3.6	2.3	1.9	2.1
기준금리 (기말, %)	3.50	3.50	3.50	3.00	2.75	2.50	2.25	2.25	3.50	3.00	2.25	2.25

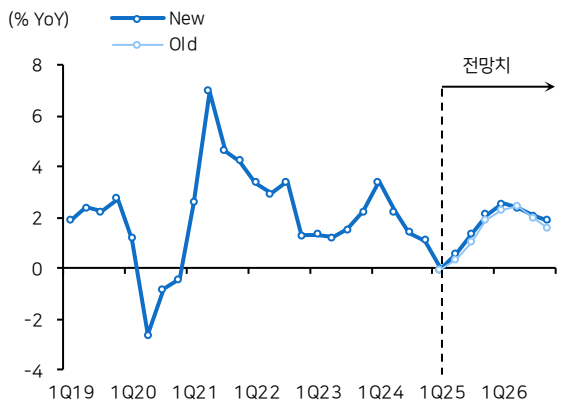
자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

이번 경기회복의 동력들

오랜만에 내수 중심 회복

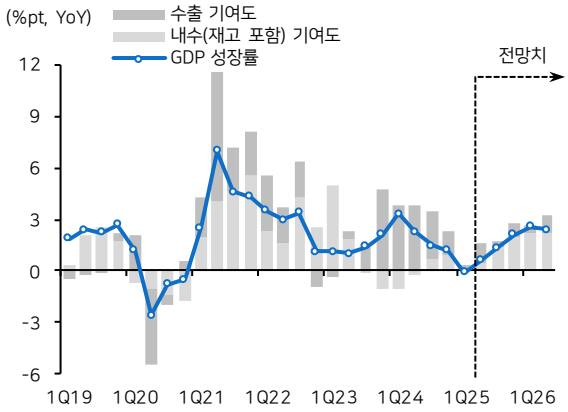
이번 사이클의 특징은 대내외 불확실성 "완화"와 정부 재정자극 강화가 맞물리면서 오랜만에 내수 회복이 나타난다는 것이다. 그 동력들을 나열하면 다음과 같다.

그림12 한국 분기별 GDP 성장률 궤적: 좀 더 빠른 회복



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림13 한국 최종수요 기여도: 오랜만에 내수 중심 회복



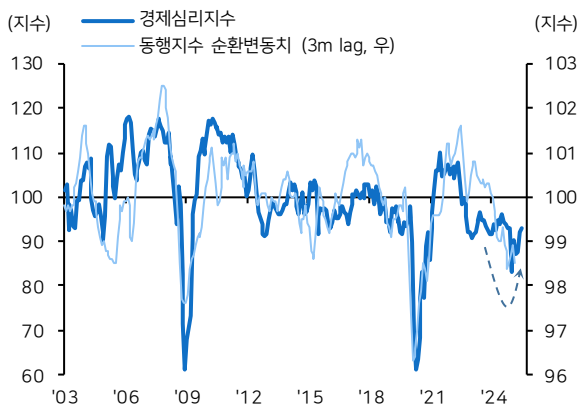
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터 추정

회복 동력 1) 불확실성 완화

첫째, 경기부양을 위한 대응 강화와 국정과제 이행을 위한 행정부의 강한 의지는 정책 불확실성을 낮추는 요인이다. 이는 작년 말과 올해 초 경제활동을 억눌렀던 경제주체 심리의 개선 요인이다. 심리의 빠른 개선은 소비자 단에서 먼저 관찰되고 있다. 6월 소비자심리지수는 108.7로 코로나19 이후 V자형 회복이 나타났던 2021년 2분기 이후 가장 높은 수준으로 뛰어 올랐다.

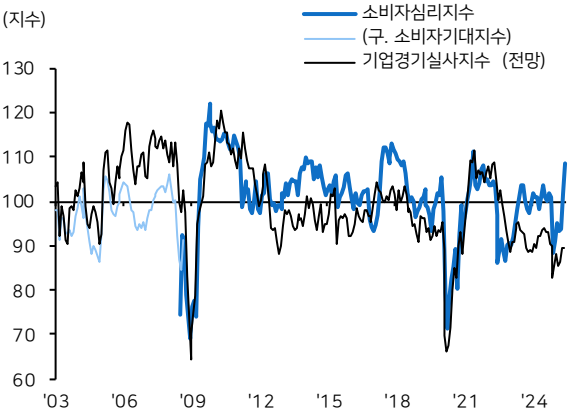
5월까지 집계된 실물지표(소매판매, 서비스업 생산)에서는 개선 조짐이 미미하다. 그러나, 대선 직후 한 주간 업태별 카드 사용액이 두 자리 수 증가세를 시현한 점은 불확실성 완화의 영향이 어느 정도 작용했음을 보여 준다. 세출 추경 중 소비여력 보강에 해당하는 11.3조원도 현금 지급이 아닌 소비지출로 귀결되는 쿠폰의 형태이다. 항구적이지는 못해도 단기적인 모멘텀 확대에 일조할 수 있는 부분이다.

그림14 한국 경제심리지수와 동행지수 순환변동치



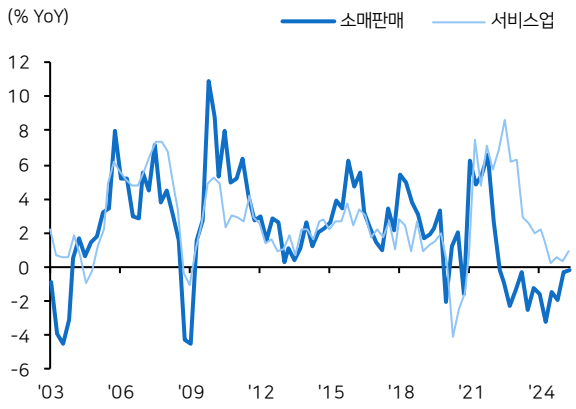
자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림15 한국 소비심리와 기업심리



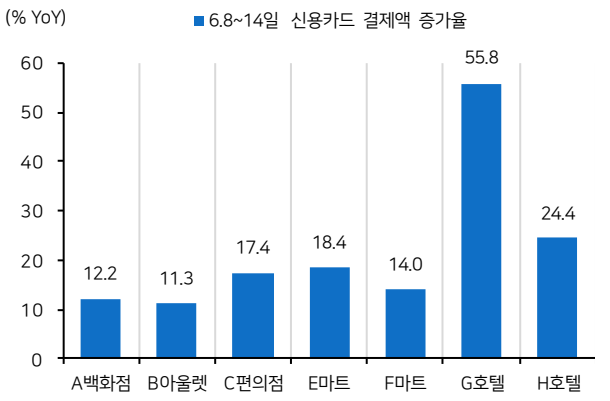
자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림16 한국 소매판매 및 서비스업 생산 증감률 (분기)



주: 2Q25는 4~5월 평균임. 자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림17 6월 둘째주 사업체별 신용카드 결제액 증가율

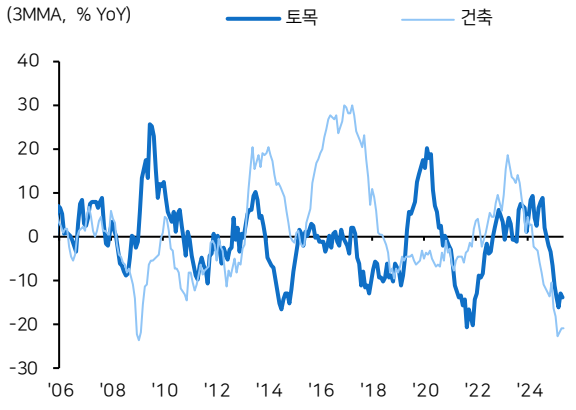


자료: 한경Aicel, 한국경제신문(6월 17일: 링크)에서 재인용

회복 동력 2) 건설경기 회복

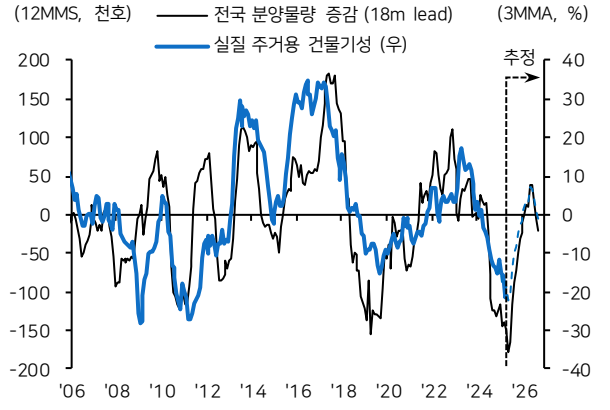
둘째, 올해 1분기 건설경기 하강을 심화시킨 요인 중 하나가 토목 예산의 소극적 집행이었고, 이러한 흐름은 5월까지도 연장되는 모습이다. 신정부 출범과 함께 예산집행이 재개되고, 집행 가능한 SOC 조기투자에 1.4조원이 투입되면 토목 실적은 개선될 수 있을 것으로 예상한다. 기조적인 부분은 주거용 건물기성이다. 분양물량의 증감이 18개월 시차를 두고 주거용 건물기성으로 연결되는데, 이를 토대로 계산하면 5월이 바닥이다. 건설경기는 점진적으로 개선되어 갈 것이며, 하반기에는 당초 예상보다 속도가 다소 빠를 것으로 기대한다.

그림18 한국 건설기성 (실질): 토목 vs 건축



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림19 전국 분양물량 증감 vs 실질 주거용 건물기성



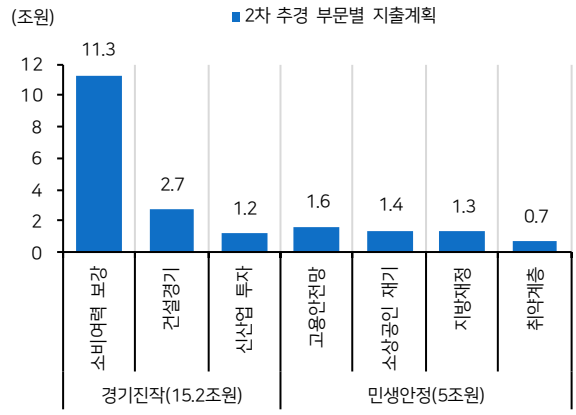
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

회복 동력 3) 추경과 확장재정

셋째, 추경편성과 확장재정 기조의 채택이다. 2009년 이후 사례에서 현재와 시중금리 수준이 비슷했던 2013년, 2015년 사례는 GDP의 1%의 편성이 당해년 경제성장률을 0.3%pt 끌어 올렸던 것으로 추산된다. 그리고 예산집행 이후 승수효과가 4개 분기 정도 지속됨을 고려한다면 내년 상반기까지 경기회복세가 이어질 것으로 보는 것이 타당하다.

전술하였듯, 올해는 1~2차 추경을 합쳐 33조원이 세출 확대 목적으로 편성되며, 이는 명목 GDP의 1.2%에 대응되는 규모이다. 아직은 결정된 바 없으나, 8월 말에 공개되는 2026년 예산안에서 올해 본예산 대비 7~8% 증액된 규모가 결정된다면 확장 재정기조의 연장이다. 컨센서스 대비 이미 높은 2026년 성장률 전망을 추가 상향 조정한 이유이다. 최선의 시나리오는 이를 마중물 삼아 민간이 동력을 이어받는 경우일 것이다.

그림20 신정부 2차 추경 부문별 지출계획



자료: 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

표7 역대 추가경정예산안의 경제적 효과

(조원)	세출 추경	세입 경정	계	% of GDP	성장률 제고 효과
2009	17.7	11.2	28.4	2.3	0.8%p
2013	7.0	12.0	19.0	1.2	0.3%p
2015	9.3	5.6	14.9	0.9	0.3%p
2016	8.9	-	8.9	0.5	0.1~0.2%p
2019	6.7	-	6.7	0.3	0.1%p

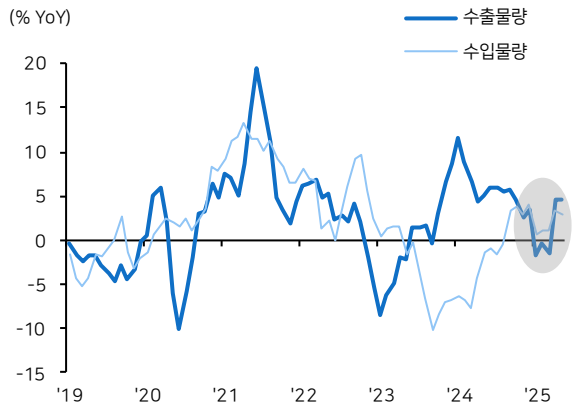
자료: 국회예산정책처, 메리츠증권 리서치센터

2Q GDP도 당초 기대(0.4%) 보다 잘 나올 것

한편, 우리는 7월 말 발표되는 한국 2분기 GDP가 전분기대비 0.6% 성장할 것으로 예상하고 있다(4월 당시에는 0.4% 전망). 2분기 건설투자가 예상보다 부진하지만, 민간소비가 개선되는 효과가 있을 것이며, 다른 한편에서는 수출이 선방한 점도 고려되어야 한다. 2분기 들어 수출물량은 증가세가 확대되었고, 수입물량 증가율과의 격차도 벌렸다. 이는 순수출기여도 개선 요인이다.

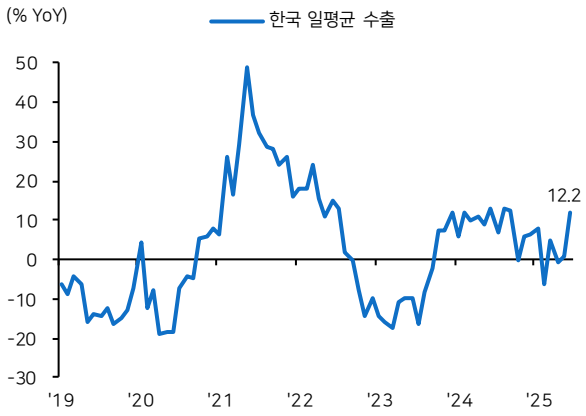
아울러, 6월 통관기준 수출도 IT/반도체 수요 개선 및 분기말 효과 등으로 일평균 기준 10% 이상 증가할 가능성이 높아 보인다(당사는 Headline 10.3%, 일평균 12.9%를 예상 중). 예상보다 선방한 2분기에 하반기 재정자극이 가세하는 것이다. 따라서 한국 경제에 대한 눈높이는 조금 높여도 무방 하겠다.

그림21 한국 수출물량과 수입물량 증감률



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림22 한국 일평균 수출(달러 표시, 금액 기준)

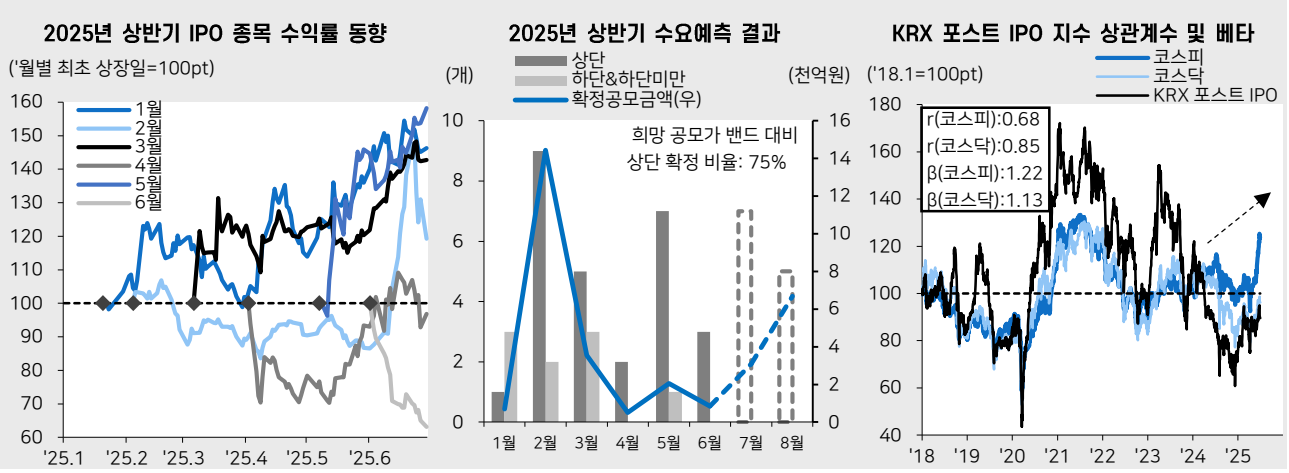


주: 2025년 6월에는 6월 20일까지의 잠정실적을 대입
자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

이수정 연구위원

7 월 1 일, 하반기 시작



주1: 7월, 8월 확정공모금액 추정치는 희망 공모가 밴드에서 모두 상단으로 확정되었을 때를 가정하고 산출
주2: KRX 포스트 IPO 지수는 신규 상장된 종목 중 15거래일이 경과한 종목이 편입 대상이 됨. 상장 후 140거래일이 경과하면 자동으로 지수에서 편출됨
자료:한국거래소, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

2025년 상반기 국내 증시에 36 종목 신규 상장

2025년 상반기 코스피, 코스닥 시장에 36종목이 신규 상장했다. 상반기 신규 상장 종목의 수익률 동향을 살펴보고자 상장월 기준으로 그룹을 형성해 수익률을 분석해봤다. 6월 30일 종가 기준으로 수익률이 가장 높은 그룹은 5월(+58.2%)이었으며, 가장 저조한 그룹은 6월(-36.9%)이었다. 전체 36종목 중 22종목이 상장 이후 플러스 수익률을 기록했으며, 전체 시가총액 가중평균 수익률은 +20.8%로 같은 기간 코스피 수익률인 +21.0%과 유사한 수익률을 기록했다.

상반기 가장 큰 IPO 건은 1조 1,994억원을 공모한 LG 씨엔에스

다음으로 상반기 신규 상장한 종목의 수요예측 결과를 살펴보면 36종목 중 27종목이 희망 공모가 밴드 상단으로 공모가를 확정했다. 월별 평균 공모 금액은 3,679억원이었으며 2월 5일에 상장한 LG 씨엔에스가 1조 1,994억원을 공모하며 상반기 가장 큰 규모를 기록했다.

하반기에도 공모주 투자는 매력적인 투자 대안이 될 수 있음

하반기에도 공모주 투자는 매력적인 투자 대안이 될 것으로 전망한다. 현재와 같은 증시 상승 국면에서 공모주 투자는 시장수익률을 상회하는 성과를 기대할 수 있기 때문이다. 실제로 신규 상장 종목으로 구성된 KRX 포스트 IPO 지수 흐름을 살펴보면 전체적인 시장 방향성은 함께 하면서 지수 상승기에 시장보다 더 높은 수익률을 기록하고 있음을 확인할 수 있다.

7~8월에 약 12건의 IPO가 있을 것으로 예상

한편 최근 국내 증시가 짧은 기간에 빠르게 상승하면서 단기 조정에 대한 불안감도 상존하고 있다. 하지만 오히려 단기 조정 국면에서는 공모주 투자가 다른 투자 대안이 될 수 있다. 현재 상장 절차를 밟고 있는 기업을 중심으로 상장 타임라인을 계산해보면 7~8월에 약 12건의 IPO가 있을 것으로 예상된다. 하반기 투자를 시작하는 시점에서 해당 기업들의 귀추에 주목할 필요가 있다.

칼럼의 재해석

문경원 수석연구원

캐나다로 보는 SMR 프로젝트 (World Nuclear News)

에너지 전환과 기후 위기 대응이 전 세계적인 화두로 떠오른 지금, 각국은 안정적이면서도 친환경적인 전력 공급 방안을 모색하고 있다. 재생에너지 (태양광, 풍력)의 한계를 극복하고 급증하는 전력 수요를 충족하기 위해 새로운 대안으로 소형모듈원자로(SMR)이 주목받고 있다.

캐나다 온타리오 주는 G7 국가 중 최초로 상업용 소형모듈원자로(SMR) 건설에 최종 투자하기로 결정했다. Darlington 부지에 GE-Hitachi의 BWRX-300 SMR 4기를 도입할 계획이다. 1기는 300MW의 출력을 내며, 대형 원전에 비해 훨씬 적은 토지 면적으로 약 30만 가구에 전력을 공급할 수 있다. 총 사업비는 209억 캐나다달러로, 모듈화와 반복 건설을 통해 단계별로 비용을 절감할 수 있다는 점이 특징이다. 2029년 1호기 완공 후 2030년 상업운전을 목표로 하고, 나머지 3기도 순차적으로 가동될 예정이다.

온타리오 주가 계산한 SMR의 발전 단가는 약 14.9캐나다센트/KWh로, 풍력 · 태양광 등 재생에너지와 비슷한 수준이다. 하지만, 재생에너지 대비 효율적인 토지 이용, 모듈화가 가능한 덕분에 향후 발전 단가가 낮아질 가능성도 기대된다. 캐나다가 SMR을 적극적으로 추진하는 배경에는 재생에너지의 간헐성, AI · 데이터센터 등 신산업의 급증하는 전력 수요, 그리고 글로벌 에너지 주도권 경쟁에서의 전략적 우위 확보라는 세 가지 요인이 자리하고 있다.

프로젝트 개요

2025년 5월 8일, G7 국가 중 최초로 캐나다가 온타리오 전력공사(OPG)의 소형 모듈원자로(SMR) 건설에 대한 최종 투자 결정을 발표했다. 온타리오 주 Darlington New Nuclear Project 부지에 GE Vernova Hitachi Nuclear Energy의 BWRX-300 SMR 4기를 도입할 계획이다. 온타리오 주는 이 프로젝트를 통해 약 30만 가구에 전력을 공급하고, 60년의 수명주기 동안 약 2,500개의 일자리를 창출할 것으로 기대하고 있다.

해당 프로젝트를 주목해야 하는 이유는 캐나다 최초의 SMR 프로젝트이기도 하지만 러시아, 아르헨티나, 중국을 제외하면 세계에서 가장 빠른 SMR 프로젝트이기 때문이다.

그림1 캐나다 온타리오 주와 SMR 건설 부지 위치

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 GE-Hitachi SMR 예상 조감도

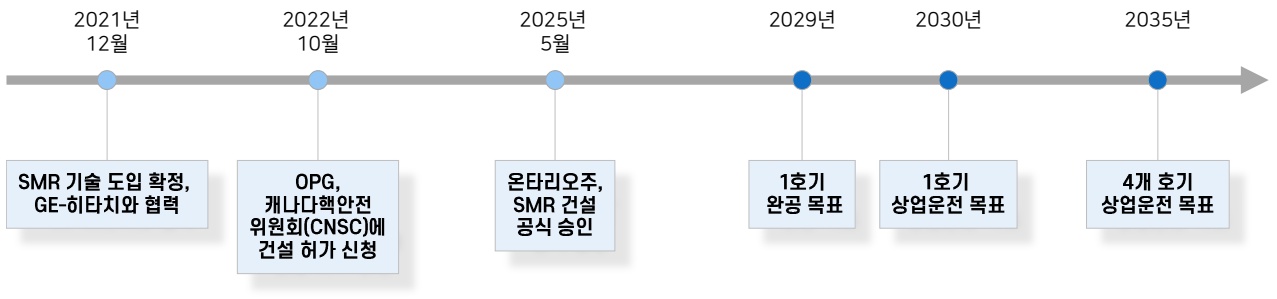
자료: OPG, 메리츠증권 리서치센터

프로젝트 비용과 일정

Darlington SMR 1호기에서 4호기까지의 추정 비용이 모듈화의 장점을 보여준다. 전체 4기 프로젝트의 총 사업비는 209억 캐나다달러(약 20조원)로 4기 중 1호기에 총 비용의 29%인 61억 캐나다달러가 투입된다. 여기에 4기 모두를 위한 도로, 하수도, 부속 건물 등의 인프라 비용 16억 캐나다달러가 더해져 총 77억 캐나다달러가 첫 단계에 투입된다(총 비용의 37%). 주목할 점은 마지막 4호기의 경우 약 33% 낮아진 41억 캐나다달러만 투입된다는 것이다. 건설 노하우가 축적될수록 비용이 감소하는 모듈화의 장점이 드러난다.

건설 일정은 2029년까지 1호기를 완공하여 2030년 상업운전을 시작하고, 나머지 2~4호기는 2030년 중반까지 순차적으로 가동할 계획이다.

그림3 온타리오 주 SMR 상업가동까지 타임라인



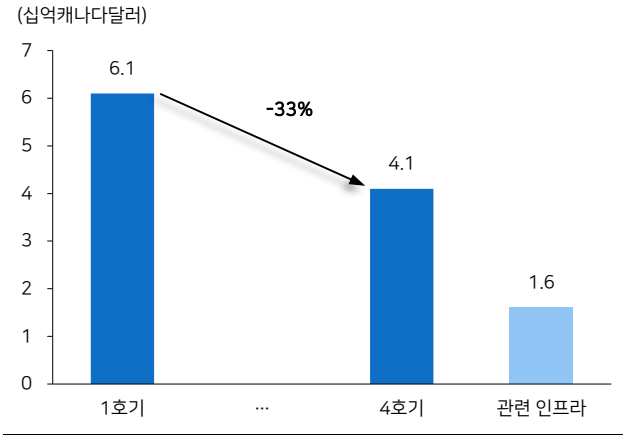
자료: OPG, 메리츠증권 리서치센터

표1 대형 원전 VS SMR 비교

단계	총 용량 (GW)	비용 (조원)	착공 시작 년도	상업가동 목표
체코 두코바니 원전 (2기)	2	건설 비용 약 26조원	2029년 (예상)	2038년
캐나다 Darlington SMR (4기)	1.2	총 사업비 약 20조원	2025년	2030년

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 모듈화의 장점을 보여주는 캐나다 SMR의 건설 비용



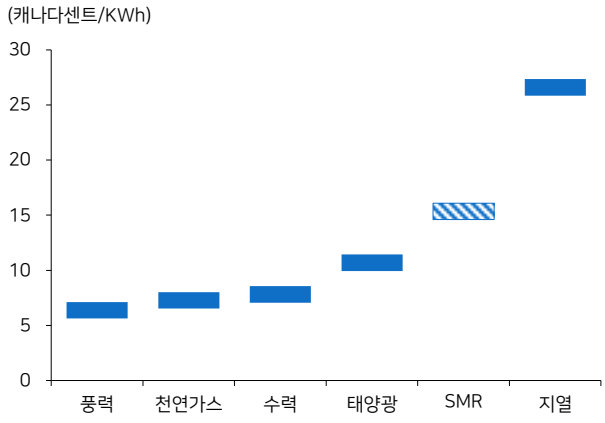
자료: OPG, 메리츠증권 리서치센터

발전 단가는?

온타리오의 독립 전력 운영기관(IESO)에 따르면 SMR 프로젝트의 예상 발전 단가는 캐나다달러 기준 약 14.9캐나다센트/KWh다. 만약 SMR 대신 풍력, 태양광, 배터리로 동일한 전력을 생산할 경우, 설비 이용률을 감안하면 5.6~8.9GW의 전력 생산 설비가 필요하며, 발전 단가는 13.6~18.4캐나다센트/KWh로 계산된다. 발전 단가는 유사하지만, 부지 효율성과 전력 공급 안정성 측면에서 SMR이 더 뛰어나다고 볼 수 있다.

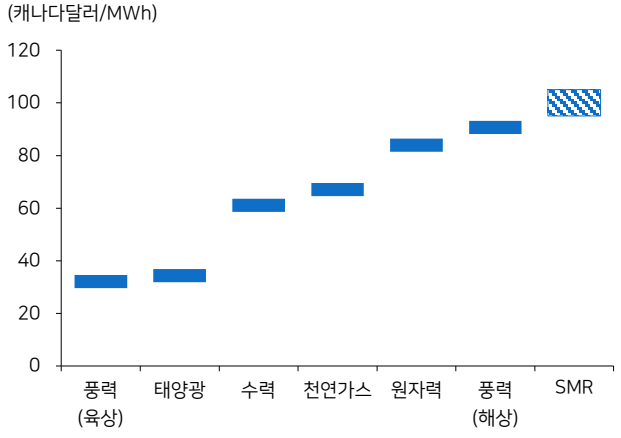
타 에너지원과의 비교를 위해 EIA가 전망한 미국의 2030년 에너지원별 예상 발전단가를 살펴보자. 온타리오 주 SMR 프로젝트의 발전단가 14.9캐나다센트/KWh를 미국달러/MWh로 변환하면 약 100달러/MWh가 된다. 이는 대형 원전 발전단가 81.45달러/MWh와 비교하면 높은 수준이다. 아직까지 SMR에게는 발전단가를 낮춰야 할 숙제가 남아있다.

그림5 캐나다 에너지원별 발전단가



주: LCOE는 2023년 기준 평균치, SMR의 LCOE는 OPG 추정값
자료: Canadian Centre for energy Information, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국의 2030년 신규 가동 에너지원별 발전단가 추정



주: SMR은 IESO 추정 단가 적용
자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

아직 부족한 경제성, 그럼에도 왜 할까?

캐나다가 SMR 프로젝트를 추진하는 이유는 크게 세가지로 요약된다. 먼저 태양광과 풍력으로 대표되는 재생에너지의 한계성 때문이다. 바람이 불지 않고, 해가 뜨지 않는 시간에도 에너지는 필요하다. 태양광과 풍력은 간헐성과 출력 불안정성이라는 구조적 한계를 지닌다. 대규모 전력 저장 기술이 아직 경제성과 안정성 측면에서 부족한 현재, 재생에너지만으로는 24시간 안정적인 전력 공급을 보장하기 어렵다.

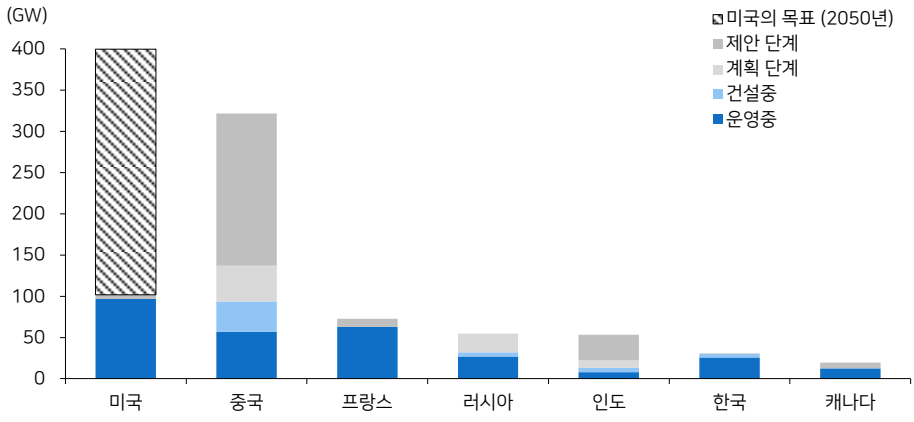
두번째는 AI 혁명은 전례 없는 전력 수요를 동반하기 때문이다. AI 데이터센터와 관련 인프라는 막대한 전력을 기반으로 한다. 그 예로 Schneider Electric에 따르면 미국의 전력수요가 2029년까지 데이터센터의 급증으로 인해 약 16% 증가할

것으로 예상된다. 신뢰성 높은 전력 공급원 즉, 원전과 SMR이 국가 경쟁력의 핵심 요소로 떠오르고 있는 이유다.

마지막 AI 및 에너지 패권 경쟁에서 뒤쳐지지 않기 위해서이다. 현재 미국에서 운영 중인 원자로 설비용량은 약 97GW로 2위 프랑스 63GW, 3위 중국 57GW 대비 압도적인 1위를 차지하고 있다. 캐나다는 8위로 12.7GW를 운영중이다. 하지만 건설 중이거나 계획된 원자로를 포함할 경우 상황은 달라진다. 미국은 추가 설비 용량이 0GW인 반면 중국은 86GW에 달해 향후 중국이 총 설비용량에서 미국을 앞지를 것으로 전망된다. 미국과 중국이 치열하게 경쟁하는 상황에서 캐나다 또한 에너지 패권에서 밀리지 않기 위해 빠른 진행이 요구되는 현황이다.

이처럼 캐나다의 SMR 프로젝트는 단순한 에너지 정책을 넘어 미래 산업 경쟁력을 위한 전략적 투자로 해석된다. 이런 상황에서 모듈화를 통한 비용 절감, 건설 기간 단축, 그리고 안정적인 전력 공급이라는 SMR의 장점이 캐나다 SMR 프로젝트를 통해 검증될 예정이다. 향후 캐나다를 넘어서 미국, 영국, 한국 등 세계가 추진하는 SMR 프로젝트를 주목해야 한다.

그림7 국가별 원자력 발전소 건설 계획



자료: World Nuclear Association, 메리츠증권 리서치센터

원문: *Canada's first SMR project: How is CAD20.9 billion cost calculated? (World Nuclear News)*