Macro Comment

한국 GDP: 1% 성장 턱걸이, 회복 국면은 유지

Economist 최제민 jmchoi@hmsec.com
RA 조준우 jjw980803@hmsec.com

- 4Q GDP 역성장(QoQ -0.3%)으로 예상보다 부진, 다만 25년 연간 경제성장률 1.0%는 달성
- 4Q GDP 갭률 마이너스 폭 재차 확대됐으나, 3분기에 이어 4분기도 경기는 회복 국면에 위치
- 당사 26년 성장률 전망치 기존 1.9%로 유지. 기저효과, 수출 설비투자, 정부가 성장 견인
- K자 회복 및 성장 경로 기존 전망과 유사할 전망, 기준금리 연내 동결 기조 지속 예상

25년 4Q GDP 전기비 0.3% 역성장(전년동기비 1.5% 성장)하며 25년 1.0% 성장 턱걸이

25년 4분기 우리나라 경제성장률은 전기대비(QoQ) 0.3% 역성장을 기록했다. 전년동기비(YoY)로는 1.5% 성장했다. 4분기 성장률은 당사 전망치 QoQ -0.1%, YoY +1.6%, 시장 예상치(연합인포맥스 기준) QoQ +0.1%, YoY +1.8%를 모두 하회했다. 3분기 강한 경기 반등에 따른 기저효과(base effect)의 영향이 컸고, 민간투자 부진 지속과 수출물량이 아닌 수출가격 중심의 수출 호조가 4분기 역성장의 주요 원인으로 작용했다. 2025년 연간으로는 1.0% 성장해 당사 전망과 시장 컨센에 부합했다.

전분기대비(QoQ) 내수의 성장기여도는 -0.1%p(3분기 +1.2%p), 순수출 성장 기여도는 -0.2%p(3분기 +0.1%p)로 내수와 수출 모멘텀이 모두 약해졌다. 민간의 성장 기여도는 -0.2%p, 정부의 성장 기여도는 -0.1%p를 기록했고, 민간소비의 성장 기여도는 +0.1%p, 민간투자는 -0.5%p를 기록했다(건설투자 -0.5%p, 설비투자 -0.2%p, 재고 +0.3%). 수출은 -1.0%p, 수입은 +0.7%p 성장에 기여했다.

GDP 갭률 마이너스 폭은 재차 확대됐으나 경기 순환상 회복 국면에는 여전히 위치

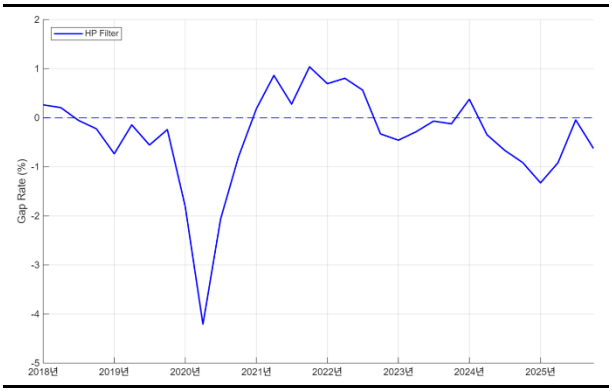
3분기 견조한 성장세로 대폭 축소됐던 GDP갭률 마이너스 폭은 4분기에 재차 확대된 것으로 나타났다. [그림 1]. 다만, GDP갭률 하락 폭이 예상보다 컸음에도 불구하고 경기순환 국면(확장, 둔화, 하강, 회복) 상에서 경기는 회복국면에 머무른 것으로 나타났다.

올해 경제성장률 전망치 1.9% 유지, 통화정책 경로에 영향 미칠 만한 내용은 없었음

당사의 26년도 한국 경제성장률 전망치는 기존 1.9%를 유지한다. 소비와 투자 부문에서 강한 회복을 기대하기는 어려우나 기저효과를 감안할 때 25년 대비 소비와 투자 모두 성장률이 높아질 것이다(특히, 건설투자는 지난 5년 연속 역성장 폭이 갈수록 확대, 민간소비도 24년 25년 모두 잠재수준을 크게 하회). 정부의 확장재정 기조와 산업정책, IT 수출 호조와 수출 호조에 따른 설비투자 확대도 성장을 견인할 전망이다. 부의 효과는 가계대출 수요 억제와 부동산 거래 위축 등에 따른 부동산 경기와 연계된 소비 위축을 감안할 때 크게 기대하기는 어렵겠으나 최근 증시 호조가 일부 긍정적 영향을 줄 소지가 있다.

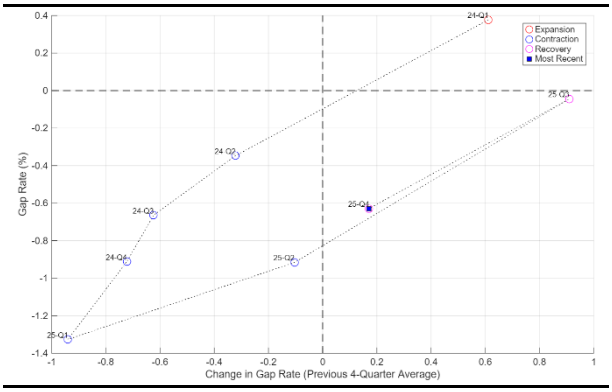
종합적으로 볼 때 4분기 GDP 역성장 폭이 예상보다 컸으나 26년도 성장경로에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 26년에도 한국 경기는 회복 국면에 위치해 있을 공산이 크고, 이에 따라 한국은행 금통위위 기준금리 동결 기조도 이어질 전망이다. 성장률은 상반기 2.3%, 하반기 1.6% 수준을 나타낼 전망이다. 한편, 내수와 수출, 반도체와 非반도체, 대기업과 중소기업 간의 회복 격차가 유지되면서 K자 회복 흐름도 여전히 이어질 전망이다.

〈그림 1〉 4Q25 GDP 갭률 마이너스폭 재차 확대



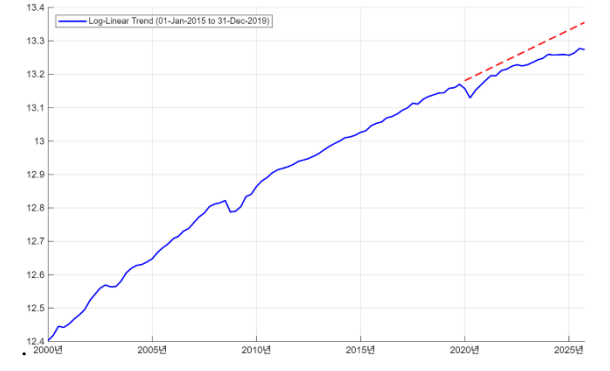
자료: 현대차증권 추정치

〈그림 2〉 성장순환: 여전히 회복국면에 위치하나, 모멘텀은 상당 폭 둔화



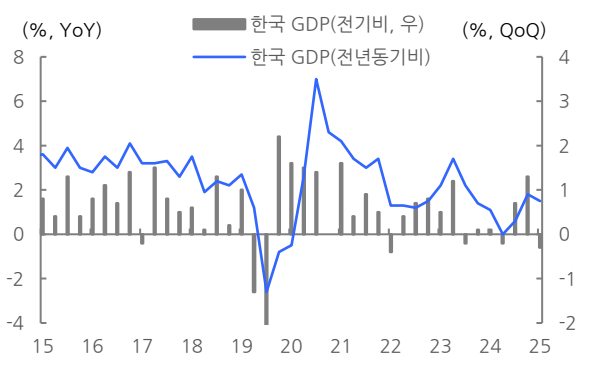
자료: 현대차증권 추정치

〈그림 3〉 추세 회복으로부터 괴리



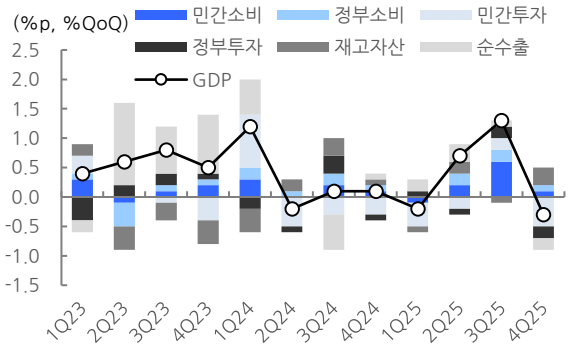
자료: ECOS, 현대차증권

〈그림 4〉 GDP 성장률 추이



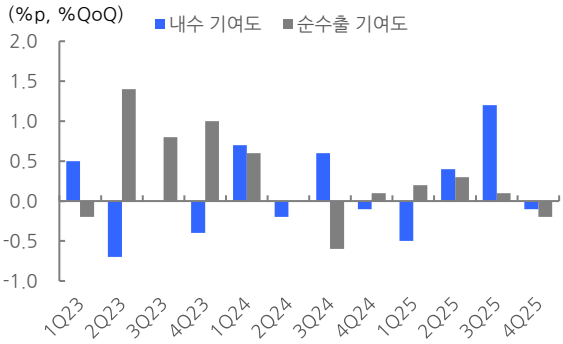
자료: ECOS, 현대차증권

〈그림 5〉 GDP 성장률 기여도 추이



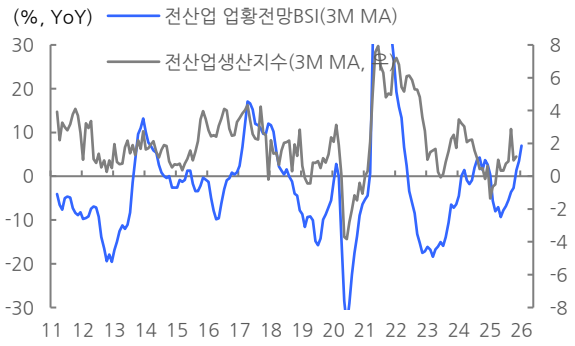
자료: ECOS, 현대차증권

〈그림 6〉 내수 기여도 및 순수출 기여도 축소



자료: ECOS, 현대차증권

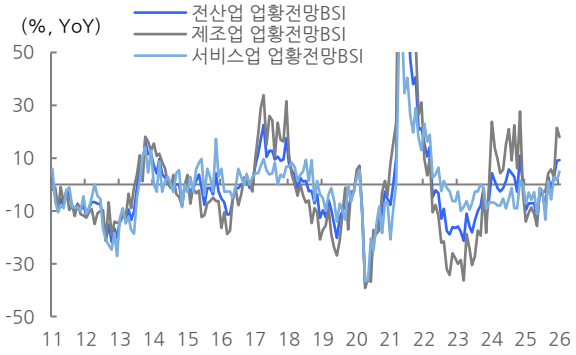
〈그림 7〉 기업심리지수(BSI) 상승



주: 업황전망BSI은 매출액가중 기준

자료: ECOS, 현대차증권

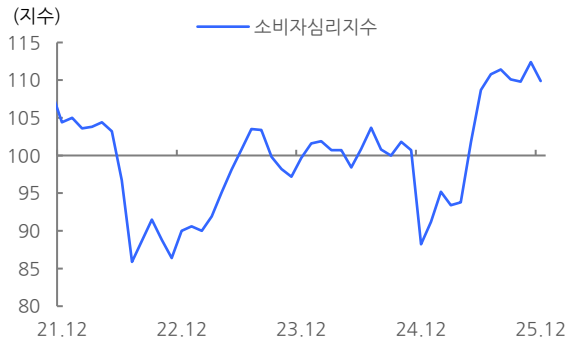
〈그림 8〉 제조업 기업심리 전망 호조



주: 업황전망BSI은 매출액가중 기준

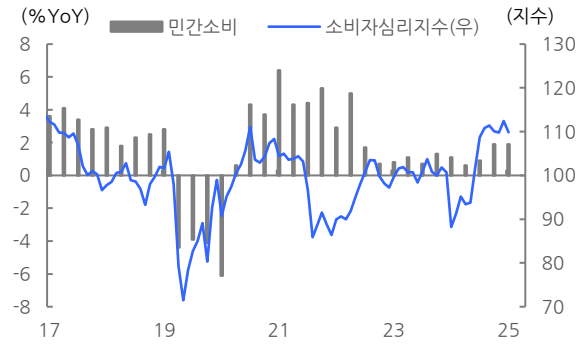
자료: ECOS, 현대차증권

〈그림 9〉 소비자심리지수 양호



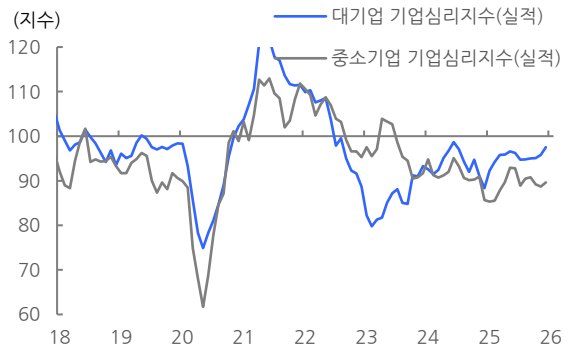
자료: ECOS, 현대차증권

〈그림 10〉 소비자심리와 민간소비



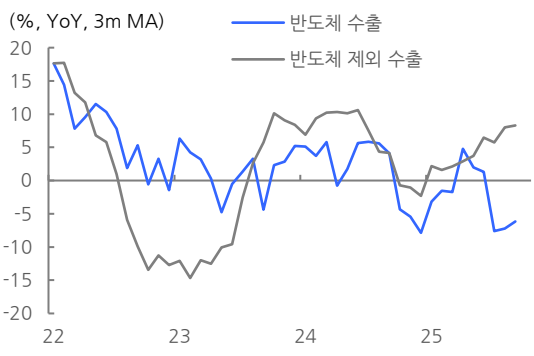
자료: ECOS, 현대차증권

〈그림 11〉 대기업과 중소기업 기업심리 괴리 확대



자료: ECOS, 현대차증권

〈그림 12〉 반도체 수출 주도 속, 비(非)반도체 수출 부진



자료: KITA, 현대차증권

2025 년 4 분기 GDP 기자회견 주요 내용

〈표 1〉 25 년 4 분기 GDP 기자회견 주요 내용 요약

Q. 작년 연간 성장률(1.0%)의 핵심 배경은?

A. 작년 성장률은 건설 부문이 성장의 하방 요인으로 크게 작용한 가운데, 수출(반도체 중심)이 견조한 증가세를 유지하고 소비도 심리 개선 · 정책 효과 등에 힘입어 회복 흐름을 보이면서 1.0% 성장을 기록. 건설이 성장에 큰 제약을 준 것이 작년 성장의 핵심 특징

Q. 건설투자가 성장률을 얼마나 제약했나? (건설이 중립적이었다면?)

A. 건설투자가 성장에 미친 제약이 이례적으로 컸으며, 건설투자가 성장에 대해 중립적이었다면 작년 연간 성장률은 2.4% 수준이 가능했을 것으로 평가. 즉, 건설 부진이 연간 성장률을 크게 깎아 먹은 구조

Q. 작년 성장 흐름은 언제부터 개선됐나?

A. 재작년 4 분기부터 성장세가 미약했고, 작년 1 분기에는 정치적 불확실성 등으로 역성장이 나타난 바 있음. 다만 이후 예상보다 빠르게 회복되면서 연간 성장률 전망치를 점진적으로 상향 수정하게 된 흐름

Q. 작년 연간 성장률 전망치를 어떻게 조정해왔나?

A. 연중 전망치는 2 월 1.5% → 5 월 0.8%로 하향 조정 후, 8 월 0.9% → 10 월 1.0%로 상향 조정. 상반기에는 정치적 불확실성과 관세 요인 등이 하방으로 작용했고, 이후에는 정책 효과와 회복 흐름이 반영되며 상향 조정된 것으로 설명

Q. 작년 4 분기 마이너스 성장(-0.28%)의 배경은?

A. 3 분기 성장률이 1.3%(연율 5.4%)로 매우 높았던 데 따른 기저효과로 4 분기 성장률이 크게 낮아질 것은 이미 예고된 상황. 여기에 더해 건설투자 등 일부 실적이 기대했던 회복 속도에 미치지 못하면서 성장률을 추가로 낮춘 요인이 겹침

Q. 3 분기 '고성장(1.3%)'이 4 분기 성장률에 미친 영향은?

A. 3 분기 성장률(1.3%)이 연율로 5.4%에 해당할 정도로 높은 수준이었던 만큼, 이후 분기(4 분기) 성장률이 상당 폭 둔화되는 것은 자연스러운 흐름. 2024 년 1 분기 서프라이즈 성장 이후 2 분기 마이너스가 나타난 사례와 유사한 패턴으로 설명

Q. 기저효과를 수치화할 수 있나? 어떤 항목에서 두드러졌나?

A. 기저효과를 정량적으로 분해해 제시하기는 어렵다는 입장. 다만 기저효과가 반영된 항목으로는 민간소비와 수출이 대표적이며, 2~3 분기 연속 빠르게 증가했던 흐름의 반작용이 4 분기에 나타났다고 설명

Q. 올해 성장세가 '작년처럼 다시 꺾일' 가능성은?

A. 한마디로 올해는 작년보다 성장세가 확대될 것으로 판단. 단기적으로 우리 경제를 뒷받침하는 축은 민간소비와 수출인데, 두 항목 모두 지난해에 이어 증가 흐름이 이어질 것으로 보고 있기 때문

Q. 올해 성장률이 작년보다 높아질 근거(3 가지)는?

A. 첫째 민간소비와 수출이 동반 증가 흐름을 이어갈 것으로 판단. 둘째 정부 예산 증가(전년 대비 3.5%) 등으로 정부의 성장 기여가 작년(+0.5%p)보다 다소 높아질 가능성. 셋째 작년에 이례적으로 성장을 크게 제약했던 건설 부문의 제약 정도가 올해는 연간 기준 상당 폭 완화될 것으로 평가

Q. 올해 성장률 전망 수준(한은/IMF)과 추가 상향 가능성은?

A. 한국은행은 현재 1.8%로 보고 있으며 상향 요소 가능성도 언급된 상황. IMF 는 1.9%를 전망. 작년 건설투자가 성장률을 1.4%p 가량 제약했는데 올해 건설이 중립 수준에 가까워지면 성장률 상방 요인으로 작용할 수 있다고 설명

Q. 작년 4 분기 성장률과 연간 성장률의 '소수점 둘째 자리'는?

A. 작년 4 분기 전기비 성장률은 -0.28%, 작년 연간 성장률은 0.97%로 제시

Q. 정치적 불확실성 · 관세 · 정책효과가 성장률에 어떻게 작용했나?

A. 정치적 불확실성(계엄 등)은 작년 1 분기 역성장에 반영된 것으로 설명. 관세와 정책효과를 정확히 분리해 계량적으로 제시하긴 어렵지만, 1.5%를 예상했다가 0.8%까지 낮아진 구간에는 정치적 불확실성과 관세가 하방으로 작용했을 가능성이 있고, 0.8~1.0%로 상향되는 과정에서는 정책효과가 일정 부분 반영됐을 것으로 언급

Q. 반도체 수출의 성장 기여도는 어느 정도인가?

A. 2025 년 성장률 중 반도체 수출의 기여도는 0.9%p 로 설명. 경제는 유기적으로 연결돼 있어 단순 차감 방식에는 한계가 있으나, 반도체 수출 증가가 연간 성장에 큰 폭으로 기여한 것으로 이해하면 된다는 취지

Q. "반도체 수출이 없었다면 성장 못 했다"는 해석이 가능한가?

A. 단순 차감은 곤란하다는 입장. 반도체 생산 · 수출이 줄면 원재료 등 수입도 함께 줄어들어 수입 차감 효과가 완화되기 때문에, 단순히 0.9%p 를 빼서 '0.1% 성장'으로 보는 해석은 과도하다고 설명. 예시로 반도체 100 생산에 약 40 수준의 수입이 수반되는 구조를 언급

Q. 4 분기 수출 기여도가 -1.0%p 로 낮게 나온 이유는? (수출은 호조인데 왜?)

A. 수출 자체가 호조여도 분기 성장률 기여도는 기저효과 및 물량 · 가격 구성 변화에 따라 낮게 나올 수 있다는 설명. 4 분기에는 2~3 분기 높은 성장의 기저효과가 크게 작용했고, 반도체 수출도 물량 주도에서 가격 상승 중심으로 전환되며 '실질 물량 증가' 기여가 제한된 측면이 있다고 설명

Q. 수출 기여도 -1.0%p 는 언제 이후 최저치인가?

A. 2022 년 4 분기에 수출 기여도 -1.4%p 가 있었고, 이후로 -1.0%p 가 최저 수준이라는 설명

Q. 4 분기 수출 부진을 설명하는 3 가지 요인은?

A. 첫째 반도체는 4 분기에 물량 주도에서 가격 상승 중심으로 전환되면서 기저효과와 맞물려 성장 기여가 낮아진 점. 둘째 자동차는 미국 현지 생산 비중 확대 전략으로 대미 직접 수출이 부정적 영향을 받은 점, 전기차 세액공제 종료로 미국 전기차 수요가 둔화된 점, 유럽에서는 중국과의 경쟁 심화가 작용한 점. 셋째 기계장비는 최대 수요처인 미국의 수요 부진과 관세 영향이 반영돼 마이너스를 기록한 점

Q. 환율 상승과 관세 영향이 수출에 준 효과는?

A. 환율은 수출에 플러스 요인을 제공했을 가능성이 있으나, 그 정도를 현 시점에서 정량적으로 말하긴 어렵다는 입장. 관세는 일부 품목(기계장비 등)에서 미국 수요 부진과 함께 부정적 요인으로 반영된 것으로 설명

Q. 4 분기 주가 급등과 4 분기 성장(-)이 동시에 나타난 이유는?

A. 증시와 실질 GDP 를 직접 비교하긴 어렵다는 입장. 반도체는 영업실적 측면에서 호조가 지속돼 증시에 반영됐으나, 4 분기 반도체 수출은 물량보다는 가격 상승 효과가 커 실질 물량 증가 기여가 제한적이었다고 설명. 과거 선투자 전략에서 동행적 투자로 전환되며 공급능력이 타이트해 '초과수요-공급 제약-가격 상승' 구조가 나타난 점도 언급

Q. 증시 호황이 GDP 에 반영된 흔적이 있나?

A. 생산 측면에서는 금융 및 보험업 성장률이 전기 대비 2.0%, 전년동기 대비 6%로 높은 성장세를 나타냈다고 부연

Q. 작년 4 분기 민간소비(+0.3%)가 의미하는 바는?

A. 2~3 분기 높은 증가에도 불구하고 4 분기에도 플러스를 유지했다는 점 자체가 의미 있다고 평가. 정책효과가 축소된 상황에서도 소비가 꺾이지 않았다는 점은 올해 흐름을 판단할 때 긍정적 시그널로 언급

Q. 추석(영업일수 · 계절요인)이 4 분기 성장률에 미친 영향은?

A. 영업일수 등 계절 요인은 계절조정을 통해 제거되기 때문에 전기비 성장률에는 큰 영향이 없다는 설명(전년동기비에는 일부 영향 가능)

Q. 올해 1% 후반 성장률이 의미하는 '분기 평균 속도'는?

A. 예컨대 연간 성장률이 1.8~1.9% 수준이라면, 이를 달성하기 위한 평균 분기 성장률은 대략 0.45% 내외의 속도로 이해하면 된다고 설명

Q. 4 분기 건설투자가 예상보다 더 부진했던 이유는?

A. 핵심 배경은 공사비가 높은 수준으로 지속되며 수익성 확보가 어려웠던 점. 재건축 · 도시정비 등 수주가 쌓여 있어도 공사비 증액을 둘러싼 조합-시공사 협상이 장기화되며 착공으로 이어지는 속도가 느려졌다고 설명. 여기에 국가정보자원관리원 화재로 나라장터(조달 시스템) 중단(9/26~10/9)이 발생해 행정 절차 측면에서 일부 영향이 있었던 것으로 부연

Q. 내구재(승용차) 소비 부진이 민간소비 회복을 제약하는 것 아닌가?

A. 승용차(특히 전기차) 소비 감소는 전기차 보조금의 조기 소진 등 마찰적 요인이 크다고 설명. 내구재는 경기 민감도가 높고 변동성이 큰 항목인 반면, 준내구재 · 비내구재는 늘어난 것으로 보고 있으며 비내구재(식료품 등) 비중이 커 4 분기에는 전반적으로 개선된 것으로 평가

Q. 승용차 소비 감소는 '기조적 약화'인가, '이연 수요'인가?

A. 연말로 갈수록 보조금이 소진된 상황에서 연초 구매 시 보조금 혜택을 받기 위해 수요가 이연된 측면이 있다고 판단. 따라서 이를 근거로 내구재 소비가 기조적으로 부진하다고 단정하기는 어렵다는 입장

Q. 4 분기 설비투자는 예상 대비 어땠나?

A. 1~3 분기 법인용 자동차 투자 등이 좋았던 흐름이 4 분기에는 조정받는 모습이 나타났고, 이 부분이 성장률에 일부 하방으로 작용했다고 설명

Q. 올해 건설투자 제약이 완화될 근거는? (왜 개선된다고 보나?)

A. SOC 예산이 전년 대비 1 조 7 천억원 증가했고, 반도체 공장 증설 및 AI 관련 투자 확대가 상반기 요인으로 작용. 다만 공사비 고착과 지방 부동산 경기 부진 등 제약 조건이 남아 있어 '큰 폭의 플러스 전환'보다는 연간 기준 '중립 수준에 가까워지는' 정도로 평가

Q. 정부 지출보다 '정부 투자' 기여가 커지나?

A. GPU 구매, R&D, SOC 등 투자 성격의 예산이 늘어난 측면을 언급하며, 올해는 정부 소비보다는 정부 투자 부문을 중심으로 정부 기여가 조금 더 반영될 가능성을 시사

자료: 한국은행, 현대차증권

▶ Compliance Notice

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 최제민의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.