IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

IBKS Economy Monitor

Focus on Week: 4Q25 한국 GDP 시사점 ➡ 한은 금리 인하 필요성과 환율 상승의 본질적 이유

높아진 2026년 성장률 기대, 하지만 만만치 않은 현실을 보여주는 4Q25 GDP ➡ 생각보다 더 부진한 건설경기, 반도체 가격과 환율 효과 제외하면 미지근한 수출, 정책 효과 제외하면 여전히 부진한 민간소비

연초부터 가파르게 상승해 멀리 보이던 KOSPI 5,000포인트 선에 도달한 주식시장과 달리 경제는 여러가지 불안한 요인들과 우려들이 제기되는 상황이지만 반도체 중심의 주식 호황의 영향이 반영되며 우리 경제 성장률 전망치(컨센서스)도 상향 조정되는 흐름에 있다. 지난해 11월 1.8% 수준이었던 올해 경제성장률 컨센서스는 현재 2.0%를 넘어서는 흐름이다. 주식시장만큼 뜨겁지는 않지만 경제에 대한 기대감도 높아진 상황이다. 하지만 실제 올해 경제가 지금 형성되어 있는 기대만큼 반등할 수 있을까?

이번 주 발표된 지난해 4/4분기 우리나라 GDP 속보치는 그게 만만치 않은 숙제임을 보여준다. 이번에 발표된 지난해 4/4분기 성장률은 전기대비 -0.3%, 전년동기대비 1.5%로 시장에서 형성되었던 기대치인 전기대비 0.2%, 전년동기대비 1.9%를 크게 하회했다. 단순히 하회한 것이 아니라 역성장을 한 것으로 나타난 것이다. 지난해 3/4분기 성장률이 추경 효과 등으로 워낙 높게 나타난(전기대비 1.3%) 상황이라 4/4분기는 역기저효과로 인해 분기 성장률이 낮아질 것이라고 예상은 했지만 역성장을 했다는 것은 생각보다 우리 경제의 모멘텀이 강하지 못함을 의미한다. 4/4분기 역성장에 가장 크게 기여한 것은 예상보다 더 부진했던 건설경기다. 건설투자 기여도는 한 분기 만에 다시 큰 폭의 마이너스로 전환되었다. 투자부진은 건설투자에만 국한되지는 않았고 설비투자 기여도 역시 한 분기 만에 마이너스로 전환되었다. 투자에 이은 두번째 요인은 아이러니하게도 순수출기여도의 마이너스 전환이다. 수입보다는 수출 감소의 영향이 컸다. 물량 기준 수출이 마이너스전환된 것인데 이는 지금 우리가 보는 수출경기 호황에 얼마나 반도체 가격 상승 및 환율 영향이 많이 반영되어 있는지를 보여준다. 마지막으로 민간소비 둔화다. 민간소비는 기여도가 마이너스로 전환되지는 않았지만 3/4분기 대비해 보면 큰 폭으로 둔화되었다. 이 차이만큼이 소비쿠폰으로 대표되는 정책효과였다고 볼 수 있다. 이 정책 효과를 빼고 보면 기조적인 소비 경기는 여전히 부진한 흐름이 이어지는 것으로 볼 수 있다.

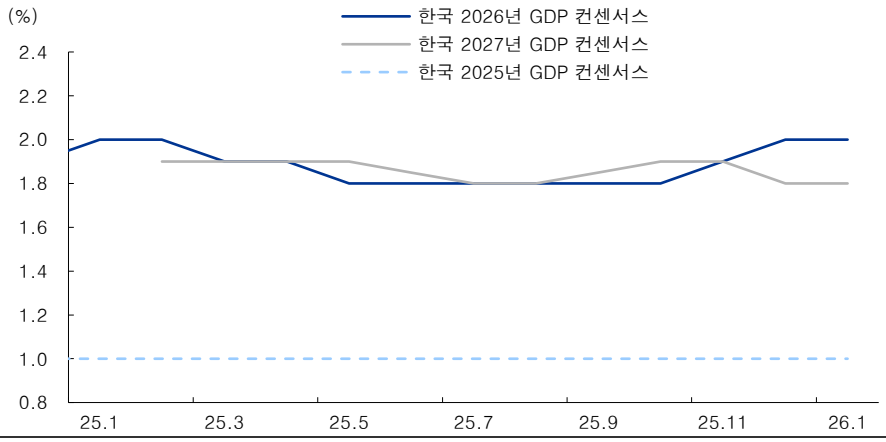
관건은 올해 이 부진한 흐름이 얼마나 개선될 수 있을 것인가? 하는 것이다. 기저효과와 지난해 대비 큰 폭으로 늘어난 재정 지출 등을 감안하면 지난해보다 높아진 성장률 수치를 받아들 수 있겠지만 지금 정부나 시장 참여자들이 기대하는 또는 지금 주식시장의 강세를 뒷받침할 만큼의 성장률 회복을 예단하기는 쉽지 않아 보인다. 지난 4/4분기 성장률을 기대에 미치지 못하게 한 요인들이 아직 유효해 보이기 때문이다.

Economist
정 용 택
02) 6915-5701
ytjeong0815@ibks.com

김 예 슬
02)6915-5526
chchu93@ibks.com

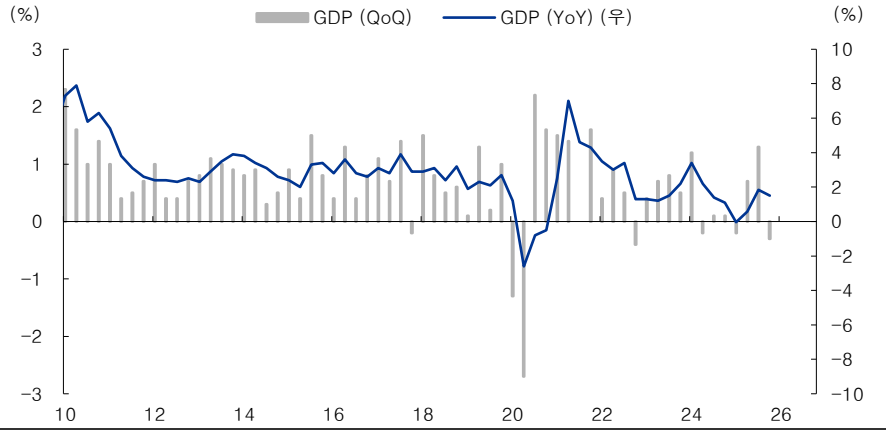
본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

그림 1. 2025년(1.0%)보다 높게 형성되어 있는 2026년 GDP 성장률 전망치 (2.0%)



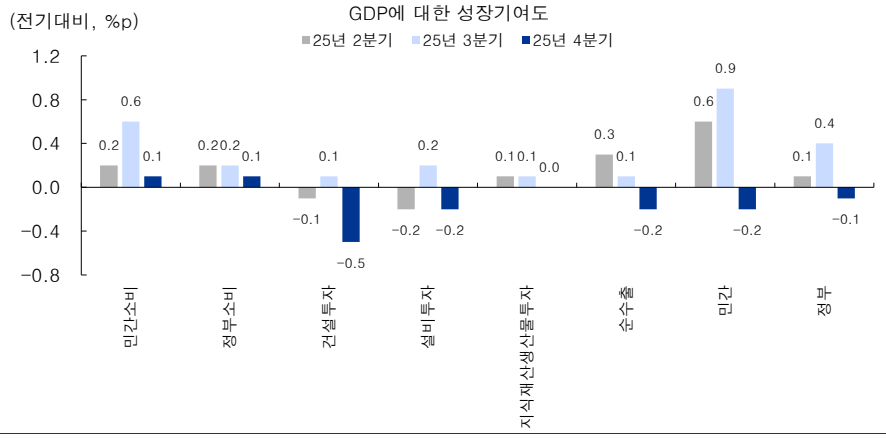
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 2. 시장 기대치 하회하며 다시 전기대비 마이너스로 전환된 2025년 4/4분기 경제성장률



자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 3. 기저효과 외 부진 이유는 건설투자 부진, 순수출 기여도 하락, 민간소비 둔화



자료: 한국은행, IBK투자증권

재정지출 확대만으로 가능할까? ➡ 관세 부담과 여전한 대외불확실성, 모순적인 상황에 놓여 있는 건설투자, 정책 효력을 잠식하는 소비여력 축소, 가계 및 기업의 신용위험 증가 ➡ 추가적인 정책 자극이 필요

우선 수출 부문에 대해서 보면, 우리 경제가 수출 경기에 민감하게 반응하는 만큼 과거 우리 경제 성장률의 궤적을 보면 우리나라 양대 수출 교역국인 미국과 중국 경제성장률과 매우 밀접하게 움직인다. 2025년과 2026년 미국 경제성장률에 대한 컨센서스는 각각 2.0%와 2.1%로 비슷한 수준이다. 하지만 중국 경제성장률 기대치는 2025년 5.0%에서 2026년 4.5%로 둔화되는 쪽으로 형성되어 있다. 반도체 경기가 호황을 이어가겠지만 중국의 부진 가능성 등 대외 수요에 대한 낙관이 쉽지 않음을 보여준다. 또 하나 고민할 필요가 있는 것은 관세 부담이 부과된다는 것이다. 한국은행은 2025년과 2026년 관세로 인한 GDP 영향을 각각 -0.45%pt와 -0.60%pt로 추정했다. 지난해보다 올해 더 영향을 미치는 것인데 2025년 관세 영향이 관세 결정과 관련한 불확실성이 비중 있게 포함되어 있다면 2026년은 온전히 정해진 관세율에 따라 지불되는 부담이 반영된 것이다. 올해 성장률에 반영되는 수출 기여도가 그만큼 부담을 받는 다는 이야기다.

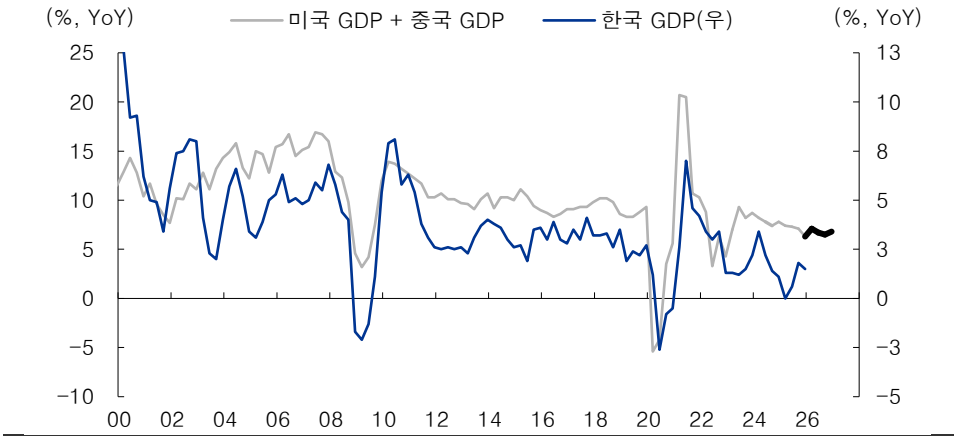
더 중요한 것은 내수 회복이다. 수출은 경제성장률이 크게 낮았던 지난해에도 성장률을 떠받히며 양호한 흐름을 보였다. 반면 내수는 지난해 하반기 분위기가 조금 살아났지만 최근 몇 년 동안 계속 침체되는 흐름을 보였다. 어쩌면 내수 회복 폭이 올해 경제성장률 수준을 결정한다고도 할 수 있다. 그러면 확대되는 재정만으로 비교적 큰 폭의 배수 회복이 가능할까? 이 역시 상황은 만만치가 않아 보인다.

우선 '침체된 건설투자를 어떻게 할 것인가?'부터 걸린다. 기저효과가 반영되며 수치상으로는 마이너스 폭을 줄이겠지만 뚜렷하게 개선될 수 있을지는 예단하기 어렵다. 건설경기가 처한 모순적인 상황 때문이다. 현재 우리나라 건설투자는 침체국면이지만 부동산 경기는 과열되어 있는 모순적인 상황이다. 이런 모순적인 상황은 정부의 정책 여력과 효과를 제한한다. 정부는 위축된 건설투자를 활성화 하고 싶지만 이로 인한 부동산 시장이 과열되는 것을 경계해야 한다. 또한 최근까지 정부의 부동산 시장에 대한 정책은 과열을 식히는 쪽으로 진행되고 있다. 하지만 이 정책의 강도는 건설투자를 추가적으로 위축시켜서는 안되고 부동산 가격이 소비에 미치는 영향도 고려하지 않을 수 없다. 이런 상황이 계속 이어진다면 건설투자 위축이 경제성장률을 잠식하는 부정적인 영향이 개선되는 폭도 제한적일 수 밖에 없다. 당연히 건설경기는 여전히 위축 상태일 수 있고 건설PF 불안과 같은 신용 문제 역시 계속 진행형으로 남을 수 밖에 없다.

또다른 부분은 소비 경기 회복이 기대만큼 크지 않을 가능성이다. 소비 부문은 지난해 소비쿠폰에서 보듯 정부가 가장 많은 노력을 기울이고 있는 부분이고 가장 많은 재정 지출을 할당하고 있지만 소비 쿠폰 효과가 사라진 지난 4/4분기 수치에서 볼 수 있듯 추세적으로 얼마나 더 개선될 수 있을지는 미지수다. 소비를 결정하는 본질적인 요인이 소비여력이 후퇴하고 있기 때문이다. 지난해 하반기 이후 임금 증가율은 둔화되었다. 이를 반영해 지난 해 3/4분기 이후 소비자전망조사에서 생활 형편 및 향후 임금 수준에 대한 항목도 하락하고 있다. 향후 이 흐름이 개선되기도 쉽지 않아 보인다. 우리나라 빈일자리수 통계를 보면 지난 2024년 이후 지속적으로 마이너스를 보이고 있다. 일자리가 계속 줄어들고 있는 것이다. 소비 여력의 약화는 당연히 정부의 소비부양 효과를 제한하는

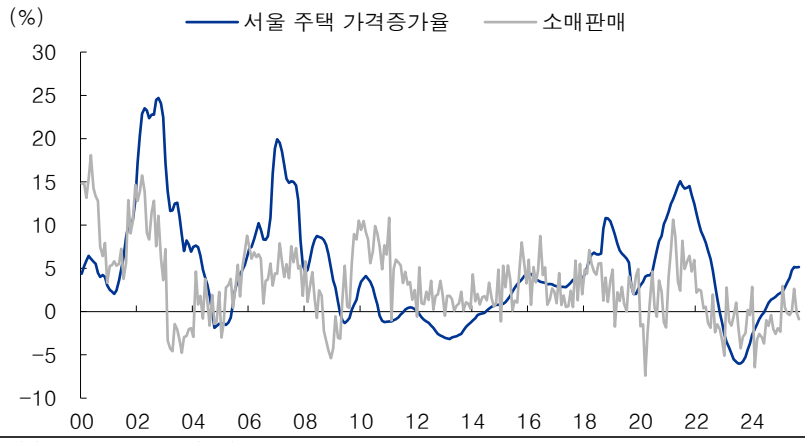
요인이다. 그리고 여기서 가계 건전성으로 눈을 돌려보면 높아진 가계부채 문제와 맞물려 가계에 대한 신용위험을 증폭시키는 요인으로도 작용한다. 신용위험 문제는 가계 부문에만 있지 않다. 오히려 기업 부문에서 더 우려감이 높다. 올해 우리나라 기업실적은 반도체 부문의 호황에 힘입어 전체 이익 규모로 보면 사상최고치를 경신하고 있다. 하지만 조금 더 들여다 보면 양극화가 훨씬 더 심화되고 있다는 점도 알 수 있다. 전체 기업 이익 증가에도 불구하고 당초 계획했던 이익을 달성한 기업 비중은 줄어드는 반면 당초 계획에 미달하는 기업 비중은 계속 늘어나고 있는 상황이다. 삼성전자 등 몇몇 기업의 막대한 이익이 전체 시장에 대한 시선을 왜곡하고 있는 것이다. 양극화는 산업별 그리고 기업규모별로 심화되는데 특히 중소기업 부문은 이미 상당 부분 신용위험에 노출되어 있는 상황이다.

그림 4. 2025년보다 소폭 상향되는 미국 성장률과 지난해보다 크게 낮은 중국 경제 성장률 전망 감안하면 한국 성장률에 반영되는 수출 기여도는 지난해와 크게 차이가 나지 않을 것으로 보임



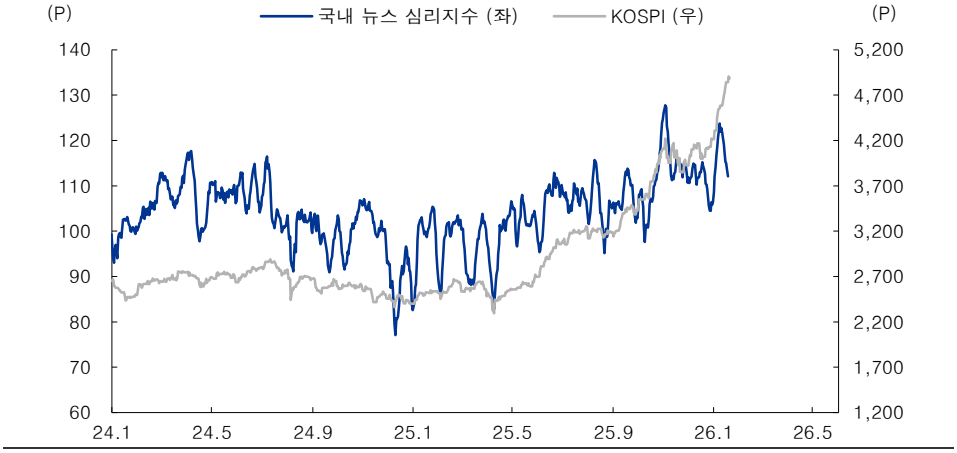
자료: Bloomberg, 한국은행, IBK투자증권

그림 5. 부동산 경기는 과열이지만 건설투자는 침체인 모순적인 상황 ➡ 모순적인 상황은 정부의 정책적 딜레마로 연결



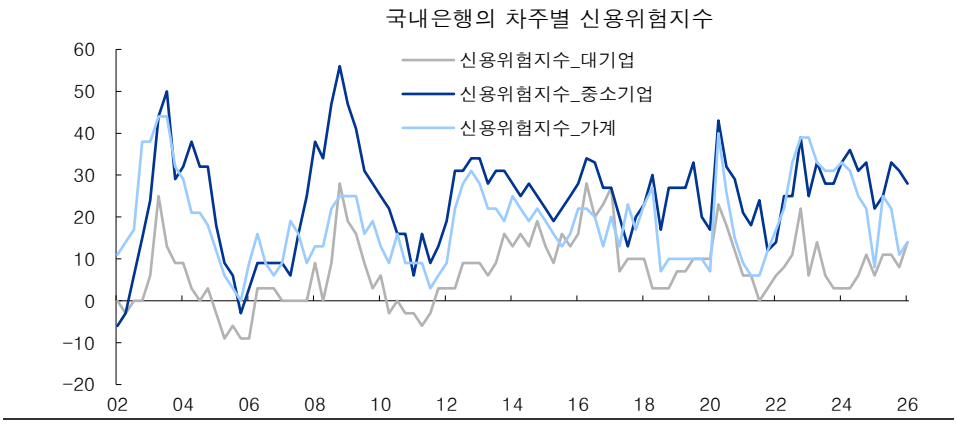
자료: 통계청, 국토교통부, IBK투자증권

그림 6. 가파른 주식시장 상승에도 불구하고 경기에 대한 불안감은 다시 증가하는 모습 ➡ 소비나 투자 등 내수에 대한 기대를 높이지 못하는 이유



자료: 한국은행, 한국거래소, IBK투자증권

그림 7. 더 심화되는 기업간산업간 실적 양극화와 이미 크게 높아진 중소기업 부문 신용위험



자료: 한국은행, IBK투자증권

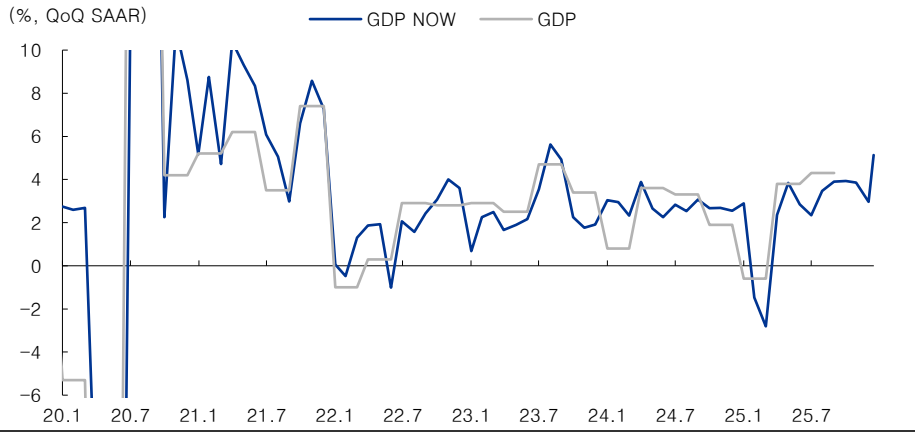
2.0% 내외의 성장률이 달성되기 위한 또 다른 조건으로 중단된 한국은행의 금리 인하가 재개될 필요성 ➡ 환율불안 중요한 걸림돌이지만 환율 불안의 본질적 이유는 결국 미국 대비 부진한 성장률

기대치를 하회해 마이너스로 전환된 지난해 4/4분기 성장률이 자극한 불안은 다시 한국은행 금리 인하에 대한 기대를 되돌아보게 한다. 이번 1월 금융통화위원회를 통해 한국은행 금리 인하는 시장에서 거의 사라진 듯하다. 하지만 우리는 정부가 매우 적극적인 재정 확대를 꾀하고 있는 상황에서 지금 정부가 천명하고 있는 성장률 수준을 맞추기 위해서는 한국은행 금리 인하 재개가 필요하다는 입장이다. 앞서 언급한 우려와 불안을 낮추기 위해 필요한 것이 금리 부담을 낮춰주는 것으로 보기 때문이다. 이런 우려와 증가하는 위험에 필요한 것은 금리 부담을 낮춰주는 것이다. 가계와 기업의 이자부담을 낮춰

주어 소비로 돌릴 여력을 늘려주는 효과도 있고 신용위험을 낮춰 안정적으로 관리하는 것이 기업간 양극화를 완화할 수 있다고 보기 때문이다. 불확실성을 낮춰줌으로써 투자 활동에 조금 더 집중할 수 있게 하고 투자가 조금 더 활성화 됨으로써 소비여력 증가를 자극하는 쪽으로 이어질 수 있다. 한국은행도 이미 언급한 것처럼 우리 경제는 여전히 디플레갭 상황에 있다. 이는 통화정책의 방향이 인플레에 대한 우려보다는 경기에 대한 대응 쪽으로 비중을 둘 필요가 있음을 의미한다. 그리고 추가적인 금리 인하가 이루어진다면 0.1~0.2%pt 정도의 GDP 성장률 증가 효과도 기대할 수 있다.

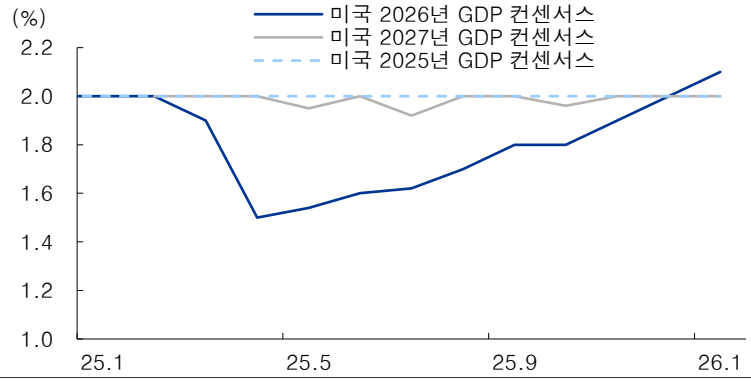
문제는 환율이다. 지난해 하반기 들어서며 한국은행 금리 동결은 부동산 가격 불안에서 불안에서 시작되었지만 최근 상황은 환율 불안이 한국은행 금리 동결의 가장 중요한 요인으로 보인다. 정부의 노력과 개입에도 불구하고 원화가 약세를 보이는 것은 대외 투자가 늘어나는 수급적인 이유나 과도하게 형성된 원화 약세 심리, 일본 엔화 약세와의 연동성 등이 나열되지만 이번에 발표된 4/4분기 GDP는 원화 약세의 본질적인 원인에 대해 생각하게 한다. 지난 4/4분기 우리 경제성장률은 기대치를 하회하며 부진한 흐름을 보였지만 미국 경제성장률은 다른 모습이다. 최근 발표된 미국 4/4분기 GDP Now를 보면, 5.4%(전분기 연율)까지 상향조정되는 모습을 보이고 있다. 이런 흐름을 반영해서인지 올해 경제성장률에 대한 시장 컨센서스도 우리나라보다 훨씬 가파르게 상향 조정되는 모습을 보이고 있다. 결국 문제의 본질은 역전되고 확대되는 경제성장률 모멘텀의 차이를 환율이 반영하고 있는 것이다. 이 경기 모멘텀의 차이가 자산 수익률에 대한 기대 차이로 반영되며 서학개미들을 자극하는 것이고 기관투자가들이나 기업들의 투자에도 영향을 미치는 것이다. 결국 원/달러 환율을 추세적으로 안정시키는 보다 근본적인 동인은 단순히 금리차 개선이나 수급 조절이 아니라 벌어지는 경제 성장률 격차를 빨리 시정하는 것이다. 한국은행이 환율을 이유로 금리를 동결하고 있지만 최근 좁혀지는 금리차에도 환율이 빠르게 상승하고 있음을 생각해 본다면 환율 부분에 지나치게 몰입하기 보다는 통화정책의 다른 부분도 여지를 줄 필요가 있다는 판단이다.

그림 8. 셧다운 등 여러 논란에도 불구하고 5%(전기비연율)대로 더 높아진 미국 4Q25 GDP now



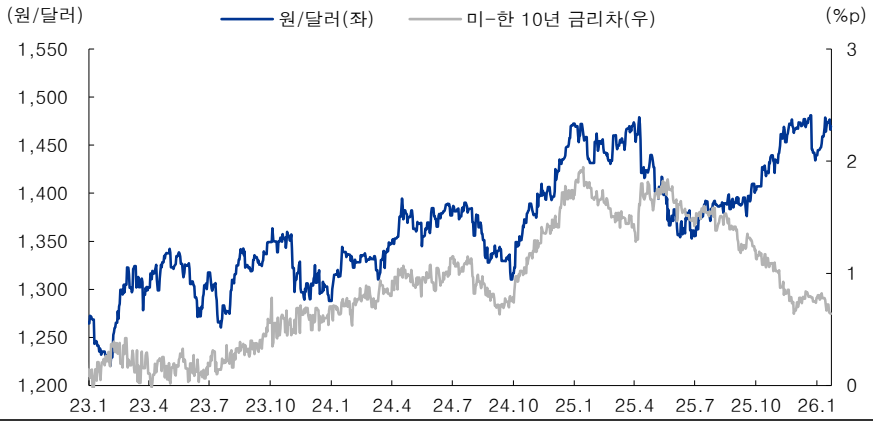
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 9. 2026년 미국 경제성장률 전망 컨센서스도 가파르게 상향 조정되는 모습



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 10. 여러가지 고민거리를 던져주는 금리차와 환율 ➡ 지난해 하반기 이후 크게 축소된 한국과 미국의 금리차에도 불구하고 가파르게 상승하는 환율



자료: Bloomberg, IBK투자증권