

2분기 GDP가 바꾼 것

3% 성장은 상수, 남은 질문은 '내수 자생력'



김호정 Economist
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant
jiyeon.lim@yuantakorea.com

Summary

2026년 2분기 실질 GDP는 전기비 +0.6% 성장하며 시장 컨센서스(+0.4%)와 한국은행의 기존 전망 경로(+0.2%)를 모두 상회하였다. 성장은 민간 부문이 주도한 가운데 수출물량과 서비스업, 무형자산투자에 집중된 비대칭적 확장이었으며, 두 분기 연속 재고 소진을 감안하면 최종수요 기준의 성장 속도는 헤드라인을 상회한 것으로 평가한다.

당사는 2026년 연간 성장률 전망치를 기존 2.8%에서 3.4%로 상향 조정한다. 국민계정 연례개편에 따른 통계적 기저 효과와 2분기 실적의 컨센서스 상회를 반영한 결과이며, 하반기 성장이 정체되더라도 연간 3.0% 성장이 확보되는 만큼 3%대 진입은 사실상 확정된 것으로 판단한다.

분기 성장 경로는 3분기 전기비 +0.5%(전년동기비 2.8%), 4분기 +0.3%(3.3%)를 전망한다. 3분기 전년동기비 둔화는 전년 동기의 높은 성장에 따른 기저효과이며, 계량 모형 기준 연간 성장률이 3.4% 이상으로 실현될 확률은 76~81%로 추정된다.

하반기 민간소비는 교역조건 개선에 따른 소득 유입이 주도할 전망이다. 고점 대비 20%에 근접한 주가 조정이 소비 경로에 미치는 영향은 3분기 성장률 기준 -0.14%p로 제한적인 것으로 추정되며, 기준금리는 4분기 중 1회 인상을 기본 전망으로 유지하는 가운데 8월 조기 인상 가능성이 유의미하게 높아진 것으로 판단한다.

[표 1] 2026 년 실질 GDP 전망

	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	연간 2026E
전기비 (%)	+1.8	+0.6	+0.5	+0.3	+3.4
전년동기비 (%)	+3.8	+3.7	+2.8	+3.3	

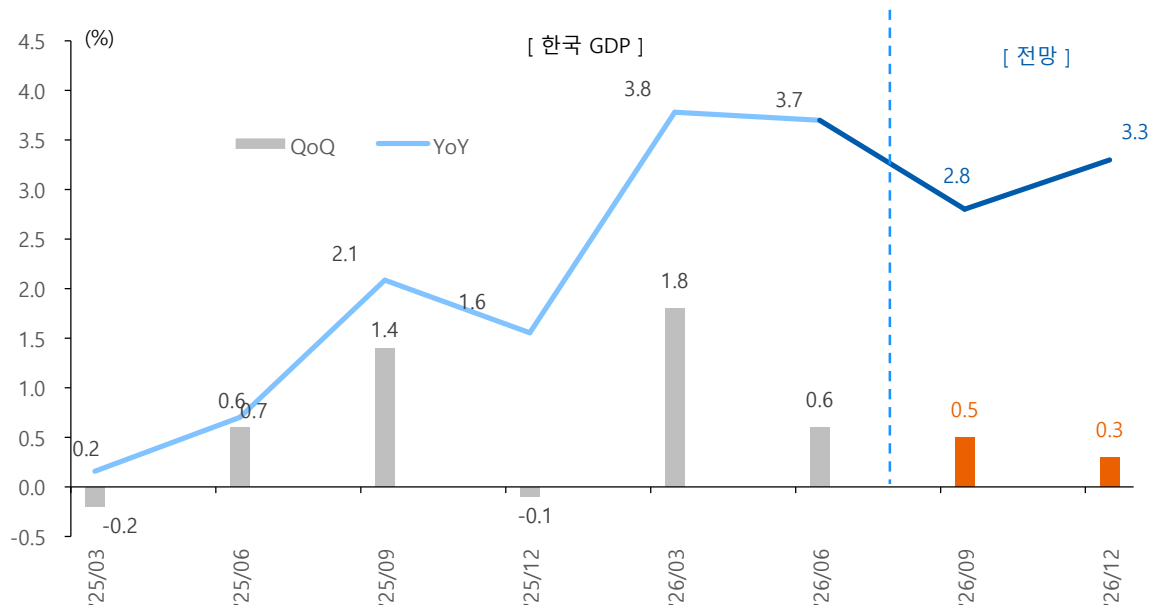
자료: 유안타증권 리서치센터

I. 2분기 GDP 서프라이즈의 본질: 지표는 빛났지만 내수 온기는 부족

2026년 2분기 실질 국내총생산(GDP)은 전분기 대비 +0.6%, 전년 동기 대비 +3.7% 성장하며 시장 컨센서스(+0.4%)와 한국은행의 기존 전망 경로(+0.2%)를 모두 큰 폭으로 상회했다. 소득 측면을 보여주는 실질 국내총소득(GDI) 역시 전분기 대비 +3.6%, 전년 동기 대비 +15.6% 급증하며 실물 생산 지표를 재차 크게 웃도는 호조를 나타냈다. 지난 1분기(+1.8%)에 이어 상반기 전체 성장률이 +3.7% 수준에 달한 가운데, 일시적인 기상 여건 등으로 급감한 농림어업 부문(-7.1%, 성장률 기여도 -0.1p)을 제외할 경우 비농림어업 기준 실질 성장률은 약 +0.7%에 이른다. 이는 한국 경제의 구조적인 생산 체력이 표면적으로 드러난 헤드라인 지표보다 한층 더 양호했음을 의미한다.

다만 이번 2분기 성장의 내실을 면밀히 살펴보면, 민간소비와 설비 및 건설투자가 고르게 확대되며 경제 전반에 온기가 퍼지는 전형적인 내수 호황 국면과는 거리가 멀었다. 성장 동력이 서비스업 생산과 지식재산권 등 무형자산 투자에 지나치게 집중된 반면, 전통적인 설비투자과 건설투자는 정체 흐름을 벗어나지 못했기 때문이다. 여기에 재고 조정과 정부 부문의 지출 축소가 전체 성장률을 제약하는 요인으로 작용했다. 따라서 이번 2분기 GDP 서프라이즈는 거시경제 전반의 전면적인 확장이 아니라, 건조한 수출 물량과 서비스업, 그리고 연구개발(R&D)을 비롯한 무형자산 투자가 특정하게 견인한 비대칭적 성장으로 해석된다.

[그림 1] 분기 성장 경로: 실적과 당사 전망



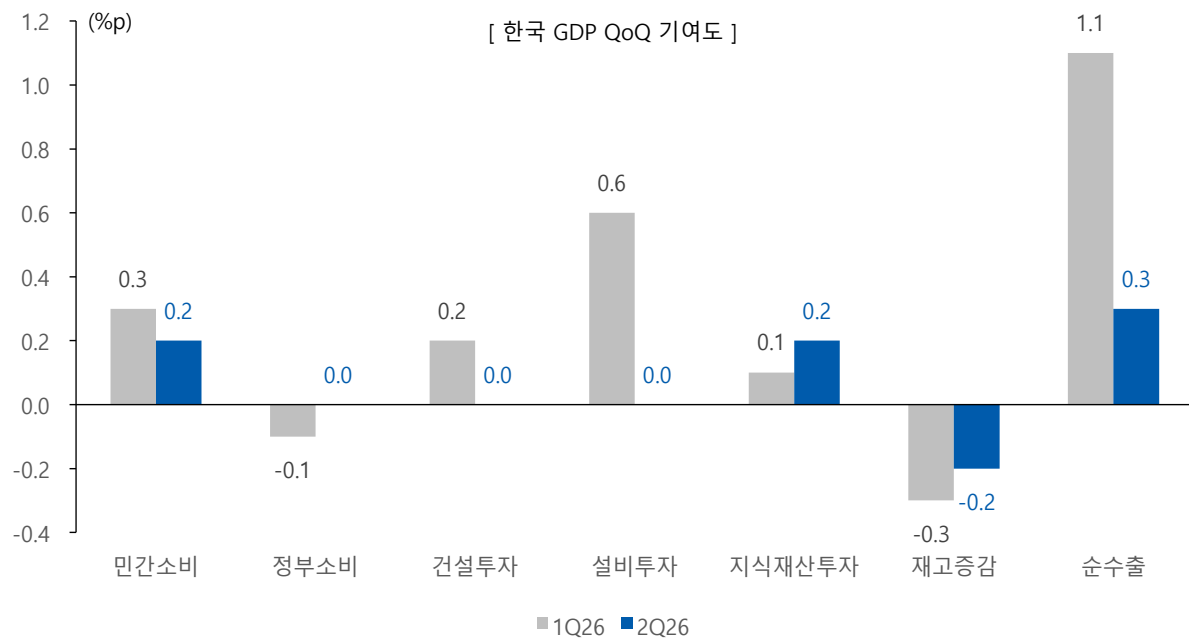
자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 2분기 성장기여도 분해 (전기비, %p)

구분	기여도	해석
내수	+0.3	민간소비 +0.2, 지식재산투자 +0.2, 설비·건설 0.0, 재고 -0.2
순수출	+0.3	수출 +0.7, 수입 공제 -0.3
민간 부문	+1.0	민간소비·민간투자·수출이 견인
정부 부문	-0.3	감소분 전액이 정부 고정자본형성
(교차) 민간 고정투자	+0.6	두 분기 연속 성장의 최대 엔진
(교차) 정부 고정투자	-0.3	관급 토목 집행의 반락
서비스업	+0.6	생산 측 성장의 중심
제조업	+0.3	반도체·기계장비

자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 지출항목별 성장기여도 비교



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

민간소비: 재화 모멘텀은 둔화, 서비스가 하단을 지지, 지원금은 완충 역할

2분기 민간소비는 가전제품 등 재화와 음식·숙박 등 서비스 지출이 동반 확대되며 전분기 대비 +0.4%, 전년 동기 대비 +2.5% 증가했다. 다만 내부 품목별 흐름을 살펴보면 상반된 궤적이 뚜렷하게 관찰된다. 명목 판매액 기준 가전제품의 전년 동기 대비 증가율은 지난 1분기 평균 +5.3%에서 4~5월 평균 +2.3%로 낮아져 증가세는 유지하되 상승 탄력이 둔화되었고, 승용차 판매 역시 +10.5%에서 -3.8%로 감소 전환하며 과거 4~5월마다 반복되던 계절적 수요 성수기 효과가 올해는 실종된 모습을 보였다. 반면, 숙박 및 음식점 업종의 카드 승인액은 4월 +11.3%, 5월 +6.7%로 견조한 증가세를 유지하며 대면 생활서비스 소비가 전체 소비 지표의 하방을 지지하는 역할을 수행했다. 참고로 판매액 지표는 물가 상승이 반영된 명목 기준인 만큼, 실제 물량 기준 소비 흐름과는 일정 부분 괴리가 발생할 수 있음을 감안해야 한다.

이번 2분기 소비 흐름에서 주목할 또 다른 핵심은 정부의 재정 지출과 자산가격 변동이 민간소비에 미친 실증적 영향력이다. 당사 계량 모형에 따르면 지난 추가경정예산 집행이 2분기 경제성장률에 기여한 폭은 약 +0.1%p 내외로 추정된다. 그러나 실제 카드 승인 데이터상 지원금 지급이 본격화된 5월에 관련 소비 업종의 유의미한 추가 지출 확대는 관찰되지 않았으며, 오히려 숙박·음식점과 여가 부문의 4월 대비 5월 계절적 증가 폭은 전년보다 축소되었다. 이는 정부 재정 지출이 가계의 신규 소비를 자극하기보다는, 기존 소비의 축소를 막는 완충 역할에 그쳤음을 의미한다. 실질적인 지원금의 순수 지출 기여 효과는 사용 기한이 종료되는 오는 9월 이후 지표를 통해 재검증할 필요가 있다. 아울러 2분기가 국내 주식시장의 사상 최고치 경신과 6월 하순의 급락이 교차하며 자산가격 변동성이 극도로 높았던 시기였음에도, 가계 소비가 급증이나 급감 없이 완만한 증가세를 유지했다는 사실은 주가 변동이 실제 소비 지출로 이어지는 자산 효과(Wealth Effect)가 상하방 모두 제한적임을 보여주는 실증 근거로 판단한다.

설비·지식재산 투자: 경제 성장을 이끈 핵심 엔진, AI 투자의 중심이 공장에서 소프트웨어로 이동

2분기 국민계정상 총고정자본형성의 성장을 기여도는 +0.2%p에 그쳐 표면적으로는 국내 투자 동력이 약화된 것처럼 보일 수 있다. 그러나 이를 지출 주체별로 분해해 보면, 민간 고정투자가 +0.6%p를 기여한 반면 정부 고정투자가 -0.3%p를 기록하며 전체 수치를 상쇄한 결과임을 알 수 있다. 지난 1분기 민간 부문 투자 기여도가 +0.8%p였음을 감안할 때, 상반기 경제 성장을 견인한 실질적인 최대 엔진은 다름 아닌 민간 고정투자였던 셈이다.

특히 투자 내부의 세부 품목 간 비중 이동은 매우 중요한 거시경제적 함의를 제공한다. 전통적인 공장 기계 등 설비투자는 1분기 +6.6% 급증한 이후 2분기 +0.2% 성장으로 둔화되었으나, 전년 동기 대비로는 +6.3% 증가세를 유지하고 있어 이를 투자 사이클의 종료가 아닌 높은 수준에서의 안정으로 해석하는 것이 타당하다. 중요한 점은 설비투자가 숨을 고르는 사이, 연구개발(R&D)과 소프트웨어 중심의 지식재산생산물투자가 전분기 대비 +3.3% 급증하며 그 자리를 강력하게 대체했다는 사실이다. 이는 2분기 국내 기업들의 투자 중심축이 공장과 장비 등 물리적 하드웨어의 단순 증설을 넘어 연구개발과 무형자산 축적으로 이동했음을 뜻하며, 글로벌 AI 투자 사이클이 인프라 구축 단계를 지나 소프트웨어와 클라우드 등 응용 서비스 영역으로 본격 확장되고 있음을 보여주는 거시경제 통계상의 명확한 실증 근거로 판단한다.

건설 및 정부 부문: 불황 보다는 1분기 조기 집행에 따른 자연스러운 숨 고르기

2분기 지출 주체별 정부 부문의 성장률 기여도(-0.3%p)를 세부 항목으로 나누어 보면, 정부 최종소비 기여도는 0.0%p로 중립을 나타냈고 마이너스 기여분 전액이 정부 고정자본형성에서 발생했다. 이는 실질 건설업 생산에서 토목 부문이 전분기 대비 -1.9% 감소한 것과 동일한 맥락이다. 다만 이러한 수치를 두고 구조적인 사회간접자본(SOC) 투자 부진이나 건설 경기 침체로 직역하는 것은 위험하다. 실질 건설기성액 기준 토목 지표는 4~5월 평균이 1분기 대비 -4.5% 감소했으나, 이는 지난 1분기에 예산 조기 집행 효과로 전분기 대비 9% 가까이 급증했던 데 따른 자연스러운 반락일 뿐 절대적인 수준 자체는 여전히 지난해 4분기 대비 3.9% 높은 상태를 유지하고 있기 때문이다. 현재 공식 통계상 공공 부문과 민간 발주 물량을 명확히 분리하기는 어렵지만, 전체 흐름을 고려할 때 1분기 재정 조기 집행 이후의 숨 고르기 성격이 우세한 것으로 판단하며 향후 하반기 정부 발주 재개 여부가 건설 경기 향방의 핵심 변수가 될 전망이다. 참고로 정부가 지급한 현금성 지원금은 국민계정 회계상 정부소비가 아닌 '가계 이전지출'로 처리되어 실제 카드가 결제될 때 민간소비 항목으로 잡히므로, 추경 예산 편성에도 불구하고 정부 부문의 기여도가 마이너스를 기록한 것은 회계적으로 완벽히 부합하는 결과다.

재고 변동: 성장을 깎아내린 재고 감소, 실상은 잘 팔려서 창고가 비워진 '우호적 소진'

2분기 재고증감은 성장률에 -0.2%p를 기여하며 지난 1분기(-0.3%p)에 이어 상반기 전체 GDP 성장률을 누적 0.5%p 끌어내렸다. 그러나 지출 부문 중 재고를 제외한 최종수요 기여도가 +0.7%p로 전체 GDP 성장률(+0.6%)을 상회했다는 점에 주목해야 한다. 이는 창고에 재고를 쌓아서 만든 성장이 아니라, 소비와 투자, 수출 등 실질적인 최종수요가 실물 경제의 확장을 이끌었음을 증명한다. 특히 2분기에는 수출 물량과 민간소비가 동시에 증가했다는 점에서 이번 재고 감소는 완성품 판매 호조에 따라 기존 재고 물량이 빠르게 소진된 건강한 감소로 보는 것이 타당하다. 다만 중동 지정학적 불안 등에 따른 원유 및 광물 공급 차질로 인해 원재료 재고가 함께 줄어들었을 가능성도 상존한다. 이번에 소진된 재고가 하반기 생산을 통해 다시 축적될 것인지 여부는 오는 7월 말 발표되는 산업활동동향의 공장 출하 및 재고 지수 순환표를 통해 1차적으로 확인할 수 있을 것으로 판단한다.

수출입: 가격 상승 효과를 빼도 반도체 물량 성장세는 견고

2분기 실질 수출은 반도체와 기계·장비를 중심으로 전분기 대비 +1.4% 증가했다. 특히 6월 통관 기준 수출이 1,022억 달러(전년 동기 대비 +70.7%)로 사상 처음 월 1,000억 달러를 돌파하고, 반도체 수출 역시 449억 달러를 기록하는 등 명목 지표는 폭발적인 성장세를 나타냈다. 반면 국민계정상의 실질 수출 증가율(+1.4%)이 상대적으로 완만하게 느껴지는 이유는 명목 지표 폭증의 상당 부분이 물량 확대보다는 가격 상승 효과에 기인하기 때문이다. 실제로 6월 무역지수 기준 수출금액지수는 전년 동기 대비 +74.8% 급등했으나 수출물량지수 상승률은 29.8%에 그쳤고, 이에 따른 내재 수출단가 상승률은 34.7%에 달했다. 그럼에도 불구하고 물가와 단가 상승분을 제거한 순수 물량 기준으로도 한국의 수출은 충분히 견고한 흐름을 유지하고 있다. 6월 중 컴퓨터, 전자, 광학기기 및 1차금속을 중심으로 수출 물량이 크게 확대되며 지난 4~5월에 일시적으로 부진했던 생산 지표를 분기 말에 성공적으로 만회한 것으로 평가한다.

수입은 자동차와 기계·장비 등 생산 및 소비 관련 재화를 중심으로 전분기 대비 +0.8% 증가해 국내 투자와 소비 수요가 지속되고 있음을 보여주었다. 그러나 수입 내부를 세부적으로 분해하면 품목별 명암이 극명하게 갈린다. 6월 수입물량지수에서 컴퓨터·전자·광학기기 등 첨단 자본재 수입은 전년 동기 대비 +39.6% 급증한 반면, 중동 지정학적 긴장 및 에너지 수요 둔화로 석탄·석유제품 수입 물량은 -22.7% 감소했다. 즉, 에너지 원재료 수입 위축이 자본재 및 소비재 수입 확대를 수치상 상쇄한 셈이다.

결국 2분기 순수출(수출-수입)의 성장 기여도 +0.3%p 내에는 수출 수요 확대라는 우호적 배경과 자원 수입 감소라는 배경이 혼재되어 있어, 순수출 기여도 상승을 온전한 경제의 질적 개선으로 결론짓기에는 한계가 있다.

한편, 수입 물량을 국내 소비와 투자 등 각 수요 항목에 배분하여 계산한 최종수요 기여도 기준으로 상반기 성장률을 재구성해 보면 한국 경제의 수출 의존도는 더욱 뚜렷해진다. 이 기준을 적용할 때 1분기 성장은 수출 +1.9%p 대 내수 +0.5%p였으며, 2분기 역시 수출 +0.5%p 대 내수 +0.2%p로 수출이 압도적 우위를 보였다. 특히 민간소비의 성장 기여도는 수입 배분 전 +0.2%p에서 수입 배분 후 +0.1%p로 절반이 축소된다. 이는 가계가 지출한 소비 증가분의 약 절반가량이 국내 산출물이 아닌 수입품 구매로 외부 누출되었음을 시사하며, 당사가 통화 및 소비 채널 분석에서 전제로 삼고 있는 높은 수입 누출률 가정이 실제 국민계정 통계로 실증되었음을 확인해 주는 대목이다.

서비스업 세부점검: IT 클라우드, 증권 거래대금, B2B 물류가 견인한 서비스업 호황의 3대 핵심 동력

2분기 서비스업은 전분기 대비 +1.1% 성장하며 생산 측면에서 경제성장의 실질적 핵심축(기여도 +0.6%p) 역할을 담당했다. 정보통신(+3.8%), 운수(+2.0%), 금융·보험(+1.8%), 도소매·숙박음식(+1.1%), 부동산(+1.0%) 등 주요 업종이 고르게 늘었으나, 각 업종의 성장을 이끈 실질 동인은 전혀 다르므로 이를 단순한 내수 회복이나 반도체 낙수 효과로 일괄 규정하기보다는 개별 채널을 분리해 분석할 필요가 있다.

가장 큰 폭으로 성장한 정보통신업(+3.8%)의 경우, 계절조정 생산지수 기준 컴퓨터 프로그래밍 및 시스템 통합업이 전분기 대비 +8.1%, 정보서비스업이 +4.1% 급증했다. 이는 국민계정상의 IT 서비스 성장이 통계 추계상의 오차가 아니라 실제 기업들의 강한 소프트웨어 수요에서 비롯되었음을 입증한다. 특히 국내 대기업 및 IT 지주사들의 AI 도입과 시스템 통합, 클라우드 서버 전환 수요가 지출 확대에 이어졌으며, 앞서 확인한 지식재산생산물투자(+3.3% 급증) 시계열과도 완벽히 일치된 궤적이다.

금융·보험업(+1.8%, 전년 동기 대비 +9.2%)의 높은 성장은 단순한 자산 가격 상승에 따른 평가이익이 아니라 증권 위탁매매와 자산운용, 은행 예대 중개 등 실제 '금융 서비스 산출물'의 실질적인 확대를 의미한다. 2분기 유가증권 및 코스닥 시장의 일평균 거래대금은 55.9조 원으로 전분기 대비 27.6% 급증해 증권사의 위탁매매 수수료 기반 부가가치 창출을 강력하게 지지했다. 또한 예금은행의 원화예금 평잔과 대출 말잔, 예대금리차 관련 대리 지표가 고르게 개선되며 은행 중개 서비스의 산출 증가도 확인되었다. 특히 자본시장의 신용 공급 채널이 급격히 확대되었는데, 2분기 증권사 신용거래용자 잔고는 일평균 35.9조 원으로 전분기 대비 15.9% 증가해 역대 최대치를 기록하며 증권사 신용공여 이자 수익 확대에 이어졌다. 반면 시중은행의 가계 및 기업 대출 전년 대비 증가율은 4%대 머물러 있어, 현재의 시중 레버리지 확대를 은행 시스템 전반의 신용 팽창이 아닌 '자본시장 증시 신용'에 편중된 현상으로 해석하는 것이 타당하다. 이처럼 자산가격 상승의 과실이 가계의 실질 소비 확대에 바로 이어지기보다 금융사의 서비스 부가가치와 이자 수익으로 우선 유입되는 구조는, 당사가 자산 효과의 소비 전이 속도를 보수적으로 판단하는 배경이기도 하다.

한편 운수업 카드승인액은 4월 -10.9%, 5월 -14.2%로 감소해 이번 반등을 가계의 여객 지출로 설명하기는 어렵다. 운수업(+2.0%) 반등의 내실을 살펴보면 여객 지출보다는 B2B 기업 물류가 중심에 서 있다. 운수업 관련 개인 카드 승인액이 지난 4월 -10.9%, 5월 -14.2%로 큰 폭 감소했다는 점을 감안할 때 가계의 국내외 여행 및 여객 수요가 성장을 견인했다고 보기는 어렵다. 대신 수출입 물동량 확대와 직결된 화물운송, 항만 물류, 항공화물 등 기업 간 거래(B2B) 채널에서의 활동 증가가 운수업 성장을 주도한 것으로 판단한다.

이는 통상 수출 물량이 급증한 이후 운송 및 물류 활동이 후행적으로 따라붙는 전형적인 실물 사이클 경로이며, 향후 3분기에도 수출 물량의 건조한 흐름이 지속될 것임을 뒷받침하는 선행 보조 지표로 해석할 수 있다. 한편, 도소매 및 숙박·음식업이 지난 1분기(+1.2%)에 이어 2분기에도 +1.1%의 안정적인 성장률을 유지한 점은 국내 대면 생활 서비스 소비의 기초 체력이 시장 우려보다 견고함을 증명한다.

GDI: 사상 최대치 찍은 소득 지표, 기업의 금고를 넘어 가게 지갑까지 퍼지기엔 아직 시간이 필요

실질 국내총소득(GDI)의 급증세는 전년 동기 대비 기준과 전분기 대비 기준의 두 시계열을 함께 대조하여 파악해야 한다. 전년 동기 대비 기준으로 GDI 증가율(+15.6%)과 GDP 성장률(+3.7%)의 격차는 1분기 9.4%p에서 2분기 11.9%p로 확대되며 역대 사상 최대치를 경신했다. 그러나 전분기 대비 기준으로는 두 지표 간의 격차가 1분기 6.9%p에서 2분기 3.0%p로 축소되었다. 이는 반도체 가격 상승 등 교역조건 개선에 따라 국내로 유입되는 누적 소득 효과의 절대 규모는 사상 최대 수준으로 커졌으나, 분기 중 추가로 개선되는 한계 모멘텀 자체는 다소 안정화되고 있음을 뜻한다.

더욱 주목할 점은 2024년 이후 GDI와 GDP의 분기 성장률 격차 누적분(총 13.1%p) 가운데 약 4분의 3에 해당하는 9.9%p가 2026년 상반기 두 분기에 집중적으로 발생했다는 사실이다. 즉, 반도체 및 수출 기업들의 대규모 소득 유입이 실현된 시점이 극히 최근이기 때문에 이 거대한 소득이 성과급 지급, 배당금 확대, 세수 증가 등을 거쳐 가게의 지갑과 실질 소비로 전이되는 낙수 효과는 아직 본격화되지 않았음을 의미한다. 실제로 현재까지 경제 지표상으로 확인되는 것은 전달 경로의 가장 앞단에 있는 기업 부문의 소득 증가와 소프트웨어 등 무형자산 투자 확대에 머물러 있으며, 가게 소득의 핵심인 임금과 영업잉여 등 분배 계정 지표는 아직 공식 발표되지 않았다. 최근 유입된 기업 부문의 사상 최대 소득이 하반기 중 실질 가게 소득 증대와 내수 소비 확장으로 연결될 수 있을지 여부는, 오는 9월 발표되는 2분기 국민소득 잠정치(분배 계정)와 이후의 월간 고용·임금 지표를 통해 지속적으로 검증해봐야 한다.

통관 수출 +57%와 국민계정 수출 +1.4%의 간극에 대하여

2분기 통관 기준 수출은 전년 동기 대비 +57.3% 폭증한 반면 국민계정(GDP)상의 수출 성장률은 전분기 대비 +1.4% 증가에 그치면서, 두 지표 사이의 큰 간극을 두고 시장의 이목이 집중되고 있다. 결론부터 밝히면 이 같은 차이는 양 통계의 집계 기준 및 산출 방식 차이에서 발생하는 자연스러운 현상이며 통계적 상충이나 오류가 아니다.

통관 통계는 수출품의 명목 달러 금액을 별도의 계절 조정 없이 전년 동기(YoY)와 비교한 원계열 지표다. 반면 국민계정의 수출은 명목 금액에서 가격 상승 효과를 제거한 실질 물량(Volume) 기준이며, 이를 계절 변동 요인까지 감안해 전분기(QoQ)와 비교한 지표다. 한국은행이 발표한 6월 무역지수가 이러한 착시 구조를 정량적으로 증명한다. 6월 수출금액지수 상승률 74.8% 가운데 실제 실질 수출 물량 상승분은 29.8%였으며, 나머지 절반 이상은 반도체 등 수출 품목의 내재 단가 상승(약 34.7% 상승)에 따른 가격 효과였다. 나아가 실질·계절조정 기준 국민계정 수출은 지난 1분기에 이미 전분기 대비 +5.9% 급증하며 물량 지표가 사상 최고치 레벨로 올라선 상태였기 때문에, 2분기 +1.4% 성장은 이처럼 높아진 실질 물량 레벨을 훼손 없이 안정적으로 유지하고 있음을 뜻한다. 요컨대 언론에 보도되는 통관 수출 57% 폭증은 주로 가격과 명목 단가 상승이 이끈 결과이며, 경제의 실제 수출 물량이 지난 1분기에 한 단계 높아진 수준을 흔들림 없이 잘 유지하고 있다는 뜻이므로, 두 지표가 서로 어긋나거나 모순되는 것은 아니다.

II. 2026년 연간 성장을 전망을 2.8%에서 3.4%로 상향

당사는 2026년 연간 실질 국내총생산(GDP) 성장률 전망치를 기존 2.8%에서 3.4%로 0.6%p 큰 폭 상향 조정한다. 이번 전망치 눈높이 상향의 구체적인 내역을 살펴보면, 지난 6월 국민계정 연례 개편과 1분기 성장률 확정치 상향에 따른 통계적 기저효과가 +0.37%p를 기여했고, 시장 기대치를 뛰어넘은 2분기 성장률 서프라이즈가 +0.23%p를 끌어올린 결과다. 반면, 하반기 성장 경로 조정이 미친 순효과는 -0.02%p로 사실상 중립적인 수준에 그쳤다. 이에 따라 향후 하반기 경제 성장률이 전분기 대비 0%에 머무는 극단적인 정체를 가정하더라도 올해 연간 성장률의 산술적 하한선은 이미 3.0%로 높아진 상태다.

당사가 예상하는 하반기 분기별 성장 경로는 전분기 대비 기준 3분기 +0.5%, 4분기 +0.3%의 완만한 확장세이며, 이를 전년 동기 대비로 환산하면 각각 2.8%와 3.3% 성장률에 해당한다. 먼저 3분기 성장률(+0.5%) 전망을 지지하는 핵심 동력은 수출과 재고, 소득의 세 가지 채널에서 확인된다. 무엇보다 미국 관세 부과 유예 기간을 적극 활용하기 위한 수출 물량 선행 확대 흐름이 실측 통계로 증명되고 있다. 실제로 7월 1일부터 20일까지 통관 기준 일평균 수출액은 전년 동기 대비 62.9% 급증했고, 특히 반도체 수출은 180.6% 급증하며 지난 2분기의 가파른 성장 속도를 오히려 웃돌고 있다. 아울러 상반기 두 분기 연속으로 빠르게 소진되었던 완제품 재고가 3분기에는 재촉적 수요로 전환될 가능성이 높으며, 앞서 확인한 국민소득(GDI) 급증에 따른 실질 기업과 가계 소득의 유입이 민간소비의 하방을 견고하게 지지할 전망이다. 다만 4분기(+0.3%)의 경우 관세 유예 종료 시점 전후의 통상 정책 불확실성과 4분기 중 예상되는 한국은행의 기준금리 추가 인상, 그리고 상반기 집중되었던 재정 증분 효과의 소멸을 감안하여 다소 보수적인 궤적으로 설정했다.

[표 3] 2026년 실질 GDP 전망

	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	연간 2026E
전기비 (%)	+1.8	+0.6	+0.5	+0.3	+3.4
전년동기비 (%)	+3.8	+3.7	+2.8	+3.3	

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

이러한 분기 궤적을 전년 동기 대비 성장률로 해석할 때는 기저효과에 따른 착시에 유의할 필요가 있다. 3분기 성장률이 전년 동기 대비 2.8%로 2분기(+3.7%)보다 낮아지는 것은 지난 2025년 3분기 성장률이 전분기 대비 +1.4%에 달했던 연중 최고치 기저효과가 작용한 수학적 결과일 뿐, 실물 경제 흐름의 실질적인 둔화를 의미하지 않기 때문이다. 실제로 기저 요인이 완화되는 4분기에는 전년 동기 대비 성장률이 3.3%로 재차 상승할 것으로 예상된다.

나아가 당사의 3분기 전망치(+0.5%)는 부문별 채널의 단순 합산 수치와 과거 통계 모형의 결과값 사이에서 거시경제 여건을 균형 있게 고려한 판단 수치다. 각 성장 채널을 단순 기계적으로 계산할 경우 3분기 성장률은 +0.42% 수준까지 낮아지는 반면, 과거 통계 데이터에 기반한 계량경제학 모형의 중앙값은 +0.79%까지 높아진다. 당사는 건조한 통관 수출과 재고 재촉적이라는 상방 요인이 자산 시장 변동성에 따른 역자산 효과의 하방 압력을 상당 부분 상쇄할 것이라는 종합적인 판단 아래 두 수치의 중간 영역인 +0.5%를 가장 합리적인 전망치로 채택했다.

[표 4] 하반기 소비 관련 채널의 성장기여 추정

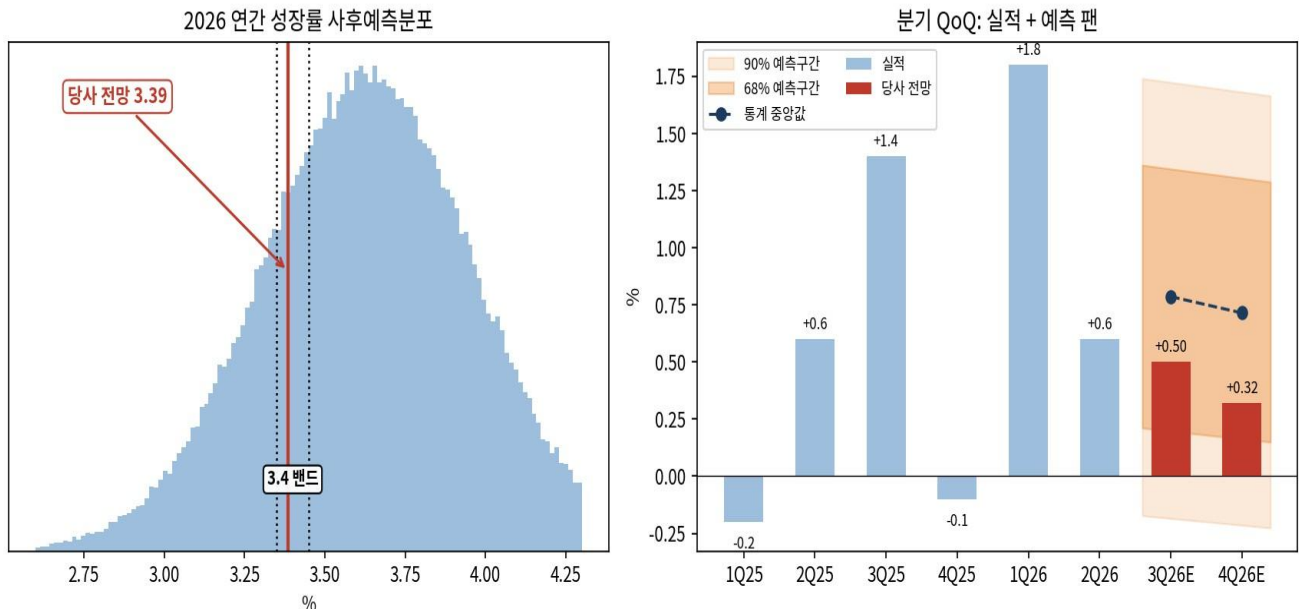
채널 (GDP 성장기여, %p)	3Q26	4Q26
조정 역자산효과 (고점 대비 -19.9%)	-0.140	+0.002
교역조건 소득 낙수 (전가율 8%)	+0.011	+0.011
재정 증분 (추경 집행 후반)	-0.008	-0.015
기준금리 (4분기 중 1회 인상)	-0.002	-0.008
상반기 텔리 잔여	-0.003	-0.003
순효과	-0.142	-0.013

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

주: 8월 연속 인상 시 3분기 순효과는 -0.147. 기준일 익일 $\pm 3\%$ 의 추가 변동을 가정하더라도 조정 채널 추정치는 -0.123~-0.156 범위에 머물러 결론에 영향을 미치지 않는다.

당사가 설정한 하반기 성장 경로는 과거 통계 시계열 모형의 사후예측분포를 기준으로 볼 때 다소 보수적인 22~27백분위 영역에 위치한다. 이는 모형이 과거 데이터만으로는 인지하지 못하는 미국의 관세 정책 시한이나 기준금리 인상 사이클 등 대외 불확실성 정보를 반영해 전망치의 눈높이를 신중하게 조정한 결과다. 그럼에도 불구하고 이 계량 모형 분포에 따르면 올해 연간 성장률이 당사 전망치인 3.4% 이상을 기록할 확률은 76~81%에 이르는 것으로 추정되며, 이는 전망치 상회(3.5% 이상) 확률이 하회(3.3% 이하) 확률보다 약 3배 이상 높다는 뜻이다. 다만, 해당 통계 모형에는 최근 자산 시장 가격 변동 경로가 직접적으로 반영되어 있지 않은 만큼, 필자가 별도로 분석한 역자산 효과의 충격 크기를 함께 고려할 때 향후 한국 경제의 실질적인 상하방 리스크는 어느 한쪽으로 치우치지 않고 양방향에 균형 있게 열려 있는 것으로 판단한다.

[그림 3] 2026년 연간 성장률 사후예측분포와 분기 예측 팬



자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

III. 통화정책 경로 점검: 8월 조기 인상 가능성 부각, 4분기 인상 전망 유지

한국은행 기준금리 경로에 대한 당사의 기본 시나리오는 오는 4분기 중(10월, 대외 여건에 따라 11월) 25bp 추가 인상을 단행할 것으로 전망한다. 그러나 앞서 2분기 국민계정 지표에서 확인된 실질 국내총소득(GDI)의 급증과 견조한 민간소비 흐름, 그리고 상반기 3.7%에 달하는 높은 경제성장률은 오는 8월 금융통화위원회(8/27)에서 연속 금리 인상을 단행할 수 있는 정책적 명분을 한층 강화하고 있다. 이에 따라 시장 일각에서 제기되는 8월 조기 인상 시나리오의 현실화 가능성 또한 무게감을 더해가는 국면으로 판단한다.

향후 통화정책 시계의 최대 관건은 8월 금통위에 앞서 확인될 7월 소비자물가(8/4)와 수도권 주택가격 및 가계대출 증가세의 제여부, 그리고 사상 최대치를 기록한 GDI 증가분이 실제 임금 상승과 가계 소비로 전이되는 강도에 달려 있다. 만약 7월 소비자물가가 지난 6월(3.2%)에 이어 3%대의 높은 상승률을 지속할 경우, 당사 역시 8월 연속 금리 인상 시나리오를 기본 전망으로 상향 조정하는 방안을 적극 검토할 방침이다. 한편, 당사 거시 계량 모형에 따르면 기준금리 인상 시점이 8월로 앞당겨지는 경우와 4분기에 단행되는 경우 간의 2026년 연간 경제성장률 차이는 분기당 0.01%p 미만으로 실물 경제에 미치는 영향은 큰 차이가 없다고 분석한다. 결국 금리 인상 시점을 둘러싼 시장 논의의 실질적인 핵심은 올해 당장의 성장률 충격이 아니라, 한국은행이 통화 완화 기대를 차단하기 위해 던지는 정책 시그널의 강도와 2027년 이후의 중장기 거시경제 궤적에 있다는 판단이다.

IV. 중장기 리스크 요인 점검: 올해 3%대 성장 전망은 탄탄하나, 2027년 재정·관세 절벽을 대비할 시점

향후 한국 경제가 마주할 리스크를 점검해 보면, 단기적인 2026년 하반기 시계에서는 실물 지표의 상방 요인이 금융 및 통상 측면의 하방 압력을 소폭 웃도는 것으로 판단한다. 우선 상방 리스크로는 미국 관세 유예 국면을 활용한 수출 물량 선형 확대와 완제품 재고 재축적 수요의 강도가 당사의 3분기 기존 전망치를 상회할 가능성이 눈에 띈다. 아울러 자산 효과의 비선형적 확장 가능성도 중요한 상방 변수다. 최근 주가 급등에 따른 평가 이익을 가계가 일시적 수입이 아닌 지속적인 가계 부의 증대로 인식할 경우, 향후 실물 소비로 전이되는 속도와 강도가 당사 추정 모델을 뛰어넘을 수 있기 때문이다(세부 채널 V장 참조). 반면 하방 리스크로는 고점 대비 20%에 근접한 주가 조정이 유발할 역자산 효과가 당사 3분기 추정치(-0.14%p)를 넘어서며 소비 심리를 위축시킬 가능성을 경계해야 한다. 또한 한국은행이 8월에 연속 금리 인상을 단행할 경우 가계 부문의 연간 이자 지출 부담이 약 12조 원 내외로 확대되며 취약 한계가구의 원리금 상환 부담이 실물 경제에 조기 현실화될 수 있다. 이 외에도 미국의 관세 유예 조치 조기 종료나 글로벌 반도체 가격 사이클의 갑작스러운 변곡점 도래 역시 배제할 수 없는 대외 하방 변수다.

이처럼 올해 남은 기간의 성장이 단기 변수들의 팽팽한 줄다리기 속에서 우호적인 흐름을 유지하더라도, 보다 구조적이고 거시적인 점검 대상은 2027년 이후의 중장기 성장 경로에 집중된다. 무엇보다 올해 상반기 경제의 하단을 지지했던 정부 재정 지출의 성장 기여도는 예산 집행 종료와 함께 2027년 1분기 중 -0.08 ~ -0.11%p 수준의 급격한 마이너스 소멸 국면을 맞이할 전망이다. 시기적으로도 이와 맞물려 미국의 관세 부과 환경 정상화(유예 종료)와 그간 누적된 한국은행 기준금리 인상의 파급 효과가 동시에 중첩될 가능성이 매우 높다. 따라서 한국 경제가 올해 달성할 3%대의 높은 성장세를 2027년에도 이어가기 위해서는, 민간 부문의 설비투자와 민간소비가 스스로 확장하는 자생적 성장 동력을 확보하여 재정 효과 소멸과 관세 부과에 따른 성장 하방 압력을 민간 부문의 내수 활력이 얼마나 방어해 낼 수 있을지가 2027년 경기 궤적의 핵심 변수로 작용할 전망이다.

V. 하반기 민간소비는 소득 경로가 주도, 자산·금리 경로의 영향은 제한적

쟁점: 소비를 둘러싼 상반된 두 견해와 본 장의 접근

KOSPI는 2분기에만 67.8% 상승하며 6월 17일 종가 기준 사상 최고치인 8,864.24pt에 도달한 뒤, 7월들어 높은 금등락을 보이고 있다. 이처럼 자산 가격이 유례없는 극심한 급등락을 거듭하는 동안에도 국내 민간소비는 전분기 대비 0.4~0.6% 수준의 완만한 증가 흐름을 꾸준히 유지했다. 이러한 대조적인 거시경제 현상을 두고 현재 금융시장에서는 하반기 민간소비 방향성에 대한 두 가지 엇갈린 시각이 공존하고 있다. 상반기 주가 급등에 따른 가계 부(Wealth)의 증가 효과가 시차를 두고 하반기 소비 확대에 발현될 것이라는 낙관적 견해와, 최근의 극심한 시장 변동성 및 단일 종목 레버리지 ETF 등 고위험 상품에서의 가계 투자 손실, 그리고 기준금리 추가 인상에 따른 이자 상환 부담 가중으로 내수 소비가 급격히 위축될 것이라는 비관적 견해다. 이 두 시각은 모두 자산 변동과 금리 변화가 소비에 미치는 영향력(파급 경로의 크기)에 대해 각기 다른 가정을 전제로 삼고 있으나, 실제 실물 경제 지표에서 그 파급력이 동일한 기준으로 정량 검증된 경우는 흔치 않다.

특히 한국 경제의 구조적 특성을 감안할 때 자산 시장의 급등락이 실질 소비 지출을 크게 흔들지 못한다는 신중론에는 탄탄한 실증적 근거가 존재한다. 한국은 국내총생산(GDP) 대비 민간소비 비중이 약 48% 수준으로 미국(약 68%)에 비해 구조적으로 낮을 뿐만 아니라, 과거 통계 시계열을 분석해 보아도 주가 변동과 가계 소비 간의 탄력성은 미국 등 선진국 대비 현저히 낮게 관찰된다. 더욱이 GDP 대비 90%를 웃도는 높은 가계부채 비율은, 주식 투자로 자산 평가 이익이 발생하더라도 이를 신규 소비 지출로 쓰기보다 기존 부채를 상환하거나 이자 비용을 방어하는 데 우선적으로 흡수하게 만드는 구조적 유인을 제공한다. 따라서 현재 시점에서 거시경제적으로 규명해야 할 핵심 과제는 단순히 자산 효과가 작다는 일반론을 확인하는 데 그치지 않고, 최근 관찰된 고점 대비 20%의 주가 조정이 실제 하반기 가계 소비 지출을 실질적으로 얼마나 제약할 것인지를 계량화하고, 이를 다른 거시 변수들과 대조하여 평가하는 데 있다.

당사가 민간소비를 결정하는 세 가지 핵심 거시 채널(소득, 금리 부담, 자산 효과)의 영향력을 단일한 계량 분석 틀 안에서 교차 검증한 결과, 하반기 민간소비의 방향성을 좌우하는 지배적인 변수는 자산 가격이나 금리가 아닌 실질 소득 경로인 것으로 판단한다. 앞서 확인된 사상 최대 규모의 실질 국내총소득(GDI) 급증과 정부의 이전지출(지원금 등) 환류가 기업 및 가계 소득 부문으로 유입되면서 하반기 소비 지출의 하단을 견고하게 지지할 전망이다. 반면 주가 급등 시기의 자산 효과나 최근 20% 조정에 따른 역자산 효과는 앞서 지적한 구조적 한계로 인해 내수 소비에 미치는 영향이 양방향 모두 제한적인 수준에 그칠 것으로 추정된다. 아울러 한국은행의 연속 기준금리 인상 가능성에 따른 가계 이자 부담 가중은 실재하는 하방 요인이 분명하지만, 그 실질적인 성장 제약 효과는 올해 하반기보다는 시차를 두고 2027년 시계에 집중적으로 파급될 전망이다.

2자산 HANK-SSJ 모형을 활용한 측정 결과

1) 주가 조정의 자산효과는 양방향 모두 제한적

소득과 금리, 자산이라는 세 가지 거시 경로가 가계 소비에 미치는 실질적인 영향력을 정확히 비교하기 위해서는, 개별 가구마다 자산 보유 형태와 소득 여건이 서로 다르다는 '가계의 이질성(Heterogeneity)'을 계량 모형에 명시적으로 반영해야 한다. 이에 당사는 예금 등 즉시 현금화가 가능한 유동자산과 주식·펀드·연금 등 비유동자산을 엄격히 구분한 2자산 이질적 가계(HANK) 모형을 설계하고, 이를 SSJ(Sequence-Space Jacobian) 방법론을 적용해 구현했다.

특히 본 계량 모형의 실증적 신뢰도를 극대화하기 위해 모형 내 정상상태(Steady-state)를 상위 20% 가구의 자산 점유율(65%), 유동성 제약에 직면한 한계가구 비중(약 28% 내외), 그리고 연간 국내총생산(GDP) 대비 유동자산(0.8배) 및 비유동자산(1.1배) 비율 등 한국 자본시장의 실제 거시와 미시 통계 데이터에 맞춰 보정했다. 나아가 소규모 개방경제의 특성을 감안해, 가계의 소비 지출 증가분 중 약 30%가 해외 수입품 구매로 빠져나가는 수입 누출을 제약까지 최종 승수 계산에 반영했다. (본 계량 모형의 세부 수학적 구조와 수치 해법, 파라미터 설정치 일람은 보고서 부록의 [표 A-1]에 수록하였다.)

주식 평가액 100원 가운데 1년 내 소비로 전환되는 금액을 단계별로 분해한 결과는 다음과 같다.

[표 5] 주식 평가액의 소비 전환 금액 분해		
단계	원/100원	감쇠 계수
유동자산 초과 소득 유입 가정 시 (모형)	10.4	해당 없음
비유동 계좌 구조 반영 시 (모형)	6.8	$\lambda_{\text{유동성}} = 0.66$
실증 관측치 (한은·당사 패널 1.6~1.9)	1.9	$\lambda_{\text{잔차}} = 0.27$

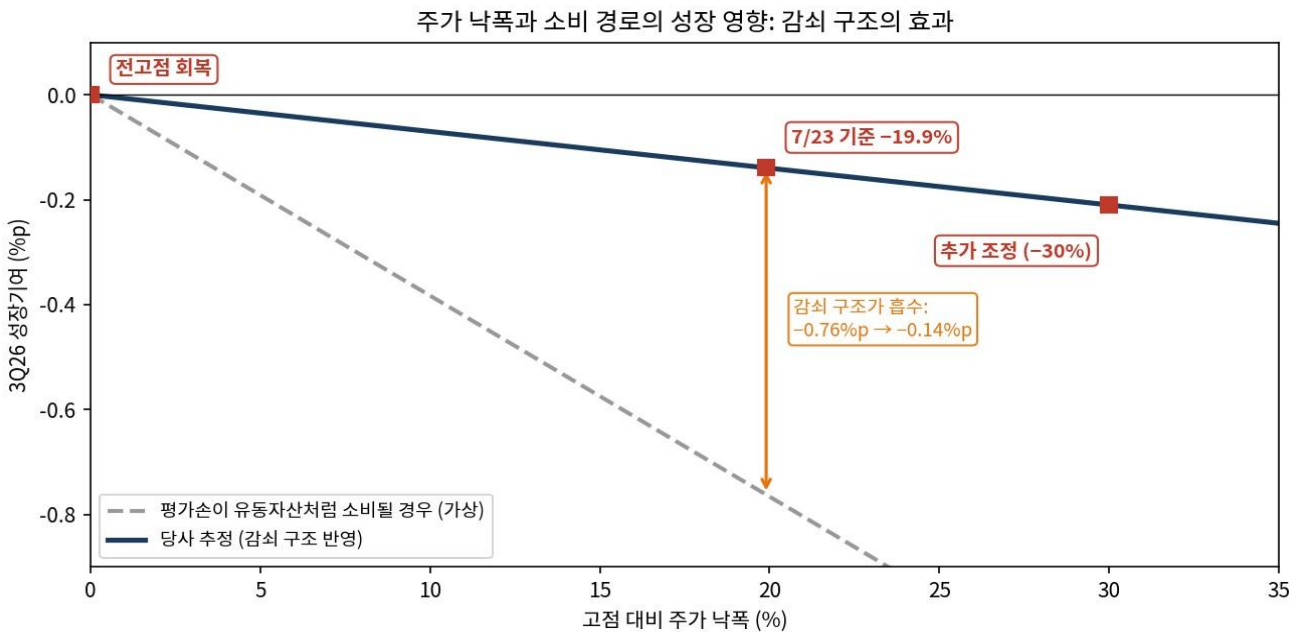
자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

계좌 분리 구조와 자산 조정 비용 등 제도적·구조적 요인이 자산 효과를 제약하는 크기는 이론적 모델 대비 약 3분의 1 수준에 그친다. 실제 거시경제 데이터에서 관찰되는 추가적인 소비 파급력 제약(잔차)은, 주가 상승에 따른 평가 이익을 가계가 영구적인 부의 증가로 인식하지 않는 보수적 심리와, 평가 이익을 신규 소비보다 기존 가계부채 상환 및 원리금 부담 완화에 우선적으로 총당하는 합리적 경제 선택이 복합적으로 작용한 결과로 해석된다. 이는 높은 가계부채 비율이 주식 시장의 자산 효과를 실질적으로 약화시킨다는 시장의 오랜 통념이 계량경제학적으로도 정확히 입증되었음을 뜻한다.

이러한 논리는 최근 주가 급락에 따른 역자산 효과가 제한적일 것이라는 판단에도 동일하게 적용된다. 통상 주식 시장 하락 국면에서는 투자자들이 평가 손실에 더 민감하게 반응한다는 손실 회피 가중치(약 1.3배 내외)가 가정되곤 하지만, 당사의 비선형 계량 모형으로 직접 검증한 탄력성 계수는 1.02에 불과했다. 이는 주가 급등에 따른 평가 이익이나 급락에 따른 평가 손실 모두가 유동성 제약이나 차입 제약으로부터 상대적으로 자유로운 고액 자산 보유 계층에 집중되는 한국 자본시장의 구조적 특성상, 하락 시에만 소비가 더 민감하게 위축되는 유의미한 비대칭성이 발생하지 않음을 증명한다. 결론적으로 주식 시장의 가격 변동 경로는 거시경제 전체적으로 가계 소비의 가파른 팽창을 유도하지도, 급격한 위축을 촉발하지도 않는다는 것을 본 모델을 통해 재확인하였다.

다만 이 같은 결론은 거시 총량(집계) 차원의 분석이며, 개별 가구 분포 측면에서는 계층별 차별화 리스크를 면밀히 짚어볼 필요가 있다. 앞서 1장에서 지적했듯 지난 2분기 증권사 신용거래용자 잔고가 역대 최고 수준까지 급증한 상황에서, 최근의 주가 조정으로 인한 레버리지 상품 투자 손실이 저연령층 및 신규 개인 투자자층에 상대적으로 집중되었을 가능성을 배제할 수 없다. 만약 해당 투자 계층의 한계소비성향이 평균적인 주식 보유 가구보다 높다면, 특정 가구를 중심으로 국지적인 소비 지출 위축이 관찰될 수 있다. 다만 이러한 계층별 소비 차별화는 고빈도 카드 승인 데이터 등을 통해 미시적 흐름을 모니터링해야 할 리스크 요인일 뿐, 거시경제 전체의 내수 소비 궤적을 좌우할 만한 핵심 변수는 아닌 것으로 판단한다.

[그림 4] 주가 낙폭과 소비 경로의 성장 영향



자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

2) 금리 인상의 이자 부담은 실재하나 성장 영향은 2027년에 집중

한편, 한국은행의 연속적인 기준금리 인상 사이클이 가계의 부채 상환 부담을 가중시키는 현실은 실재하는 분명한 하방 요인이다. 변동금리 가계부채 약 1,640조 원(전체 가계부채의 약 65% 비중)을 기준으로 할 때, 누적 50bp의 금리 인상은 연간 약 8조 원 내외, 하반기 추가 인상으로 누적 75bp에 도달할 경우 연 12조 원 내외의 이자 지출 증가를 유발한다. 특히 이러한 이자 부담의 계층별 분포는 구조적으로 역진적 성격을 띤다. 이자 지출의 증가는 한계소비성향이 높은 차입 가구에 집중되는 반면, 예금 이자 수입 증가는 상대적으로 소비성향이 낮은 고자산·저축 가구에 귀속되기 때문이다. 더욱이 은행권의 예금금리 정책 전가 속도가 대출금리보다 느리고 제한적이라는 점이 가계 간 수지 불균형을 심화시키며, 저축 완충력이 취약하고 변동금리 대출 의존도가 높은 한계가구의 원리금 상환 부담을 집중적으로 가중시키는 원인으로 작용한다.

그럼에도 불구하고 금리 인상 경로가 올해 하반기 실질 경제성장에 미치는 하방 압력이 제한적인 이유는, 충격의 절대적인 규모보다는 금리 반영의 '시차(Lag)' 구조에 기인한다. 예금 이자 증가에 따른 소득 상쇄분을 감안한 가계의 순소비 감소 효과는 50bp 인상 기준 연간 국내총생산(GDP)의 약 0.1% 내외로 추정되나, 실제 변동금리 대출의 금리 재산정 주기에는 평균 2분기 내외의 시차가 존재한다. 이에 따라, 오는 7월 금리 인상분은 4분기부터, 4분기 인상분은 내년 2027년 상반기부터 실질 가계 지출 지표에 본격적으로 반영된다. 그 결과 올해 하반기 분기 성장률에 미치는 금리 인상의 충격은 0.01~0.02%p 수준에 그치는 반면, 2027년으로 시계가 이동할수록 누적된 이자 부담이 성장 제약 요인으로 확대된다. 앞서 IV장에서 지적한 정부 재정 효과의 소멸 시점과 이자 부담의 본격화 시점이 2027년 상반기에 정확히 겹친다는 점에서, 가계부채 금리 경로는 올해 하반기가 아닌 내년도 소비 전망의 핵심 하방 리스크로 중점 관리해야 할 거시 변수다.

3) 소득 경로가 하반기 소비를 주도

결론적으로 하반기 민간소비의 거시적 궤적을 좌우하는 주도적 동력은 자산 변동성이나 금리 시차가 아닌 바로 실질 소득 경로에서 찾을 수 있다. 지난 2분기 실질 국내총소득(GDI)은 전년 동기 대비 15.6% 급증하며 실질 GDP 성장률(+3.7%)을 큰 폭으로 웃돌았고, 반도체 등 수출 호조에 따른 교역조건 개선분은 향후 성과급과 배당 배분(1년 차 전가율 약 8% 내외, 4분기 이후 집중)을 거쳐 민간 가계 소득으로 유입될 전망이다. 여기에 초과 세수의 재정 지출 환류 경로가 더해지면서, 당사 계량 모형에 반영된 소득 낙수 효과의 분기 성장률 기여도는 하반기 +0.01%p 수준에서 2027년 1분기 +0.02%p로 점진적으로 확대될 것으로 추정된다. 종합해 보면 하반기 민간소비는 실질 소득의 유입 동력이 금리 인상의 초기 시차 반영분을 상회하는 가운데, 전분기 대비 0.4% 내외의 견조한 증가 흐름을 이어갈 것으로 전망한다. 나아가 앞서 계량 분석으로 입증했듯 주식 시장의 가격 변동성은 상승 국면과 조정 국면 어느 쪽으로도 이러한 소득 중심의 완만한 소비 성장 궤적을 크게 뒤흔들지 못할 것으로 판단한다.

VI. 종합 평가 및 자본시장 함의

2026년 2분기 실질 국내총생산(GDP) 서프라이즈와 국민계정 연례 개편이 남긴 가장 큰 거시경제적 의미는 올해 연간 성장률의 눈높이가 한 단계 상향 조정되었다는 점이다. 통계적 기저효과 위에 민간 소비와 투자 부문의 탄탄한 체력이 더해지면서 연간 3%대 성장은 사실상 확고한 기조로 자리 잡았으며, 현재 시장의 핵심 쟁점은 3%대 시장 전망치의 유지 여부와 향후 파급될 리스크의 방향성에 집중되고 있다. 당사가 분석한 거시 채널 가운데 하반기 성장률을 제약하는 가장 강력한 하방 요인은 고점 대비 20%에 근접한 주식 시장 조정에 따른 역자산 효과(3분기 -0.14%p)이나, 최근 실측 지표로 확인되는 통관 수출 물량의 선형 확대와 완제품 재고 재축적 수요가 이를 상당 부분 상쇄할 것으로 판단한다. 결론적으로 올해 하반기 경제는 탄탄한 하방 경직성을 유지한 가운데 상하방 리스크가 균형을 이루는 궤적을 보일 전망이며, 실질적인 경기 둔화 우려와 구조적 점검 과제는 정부 재정 효과 소멸과 금리 인상의 이자 부담이 동시에 누적되는 2027년으로 이월된다.

이러한 거시경제 궤적이 채권 시장에 던지는 핵심 함의는 수익률 곡선의 플레트닝 압력이 우세하게 전개될 것이라는 점이다. 단기물 금리 구간에서는 연간 성장률 전망치 상황과 실질 국내총소득(GDI) 급증, 그리고 오는 8월 금융통화위원회에서의 조기 연속 금리 인상 가능성이 선반영되며 강한 상방 경직성이 이어질 가능성이 높다. 반면 장기물 금리 구간에는 2027년 1분기에 도래할 정부 재정 지출 효과의 급격한 소멸(-0.08 ~ -0.11%p)과 기준금리 인상 사이클을 누적에 따른 이자 지출 부담 본격화 등 중장기적인 경기 둔화 요인들이 순차적으로 반영될 전망이다. 시장 참여자들 사이에서 한국은행의 금리 인상 사이클 종착점이 멀지 않았다는 인식이 확산될수록, 장단기 금리차가 축소되는 커브 평탄화 기조는 한층 더 뚜렷해질 것으로 판단한다.

주식 시장 관점의 업종별 투자 전략 역시 2분기 국민계정 통계에서 확인되는 부가가치 창출 구조를 통해 시사점을 얻을 수 있다. 이번 2분기 중 부가가치 증가율이 가장 높았던 상위 업종은 금융·보험업(전년 동기 대비 +9.2%)과 정보통신업이었다. 이는 최근 자산 가격 상승과 기업 투자 확대의 과실이 가계의 실질 소비 확대로 직접 전이되기보다는, 증권사 및 은행의 수수료와 운용 수익과 기업들의 클라우드, 소프트웨어 및 연구개발(R&D) 투자 부문으로 우선 유입되고 있음을 실증적으로 증명한다. 따라서 상반기 주가 상승에 따른 자산 효과에 기대어 전통적인 내수 소비재 업종의 실적 확대를 낙관하는 것은 당사의 가계 소비 파급 분석(V장) 결과에 비추어 볼 때 과도한 기대일 수 있다. 반도체 호황 등에 따른 교역조건 개선 효과가 성과급과 배당을 거쳐 실제 가계 지갑으로 유입되는 시점은 올해 4분기 이후에나 발현될 수 있다는 시차를 충분히 감안해야 한다. 반면, 자본시장의 신용 확대와 거래대금 증가 수혜를 입는 증권 업종과 기업 R&D 지출 집중이 확인된 AI 소프트웨어 및 시스템 통합 업종은 이번 경기 확장 국면의 부가가치 배분 구조상 상대적 실적 우위가 지속될 가능성이 매우 높은 영역으로 평가한다.

향후 주시해야 할 단기 거시경제 지표의 관전 포인트는 세 가지 시점으로 압축된다. 오는 7월 31일 발표되는 6월 산업활동동향의 제조공장 출하·재고 순환표는 당사가 3분기 상방 동력으로 제시한 완제품 재고 재축적 가설을 1차적으로 검증하는 시험대가 될 전망이다. 이어 8월 1일 공표되는 7월 통관 수출 데이터는 미국 관세 부과 유예 기간을 앞둔 수출 물량의 선행 확대 흐름이 3분기에 견고하게 유지되고 있는지를 확인하는 분수령이다. 마지막으로 8월 4일 발표될 7월 소비자물가지수는 한국은행이 8월 27일 금통위에서 조기 연속 금리 인상을 단행할 것인지를 판가름하는 가장 결정적인 정책 지표로 작동할 전망이다.

부록: 모형 세부와 추정 절차

A1. 가계 부문 최적화 해법과 자산 스톡 보정

본 분석에서 구축한 거시 모형의 가계 부문은 예금 등 즉시 현금화가 가능한 유동자산(b)과 주식·펀드·연금 등 비유동자산(a)을 엄격히 구분한 2자산 이질적 가계(HANK) 구조를 기반으로 한다. 개별 가구가 직면하는 소득 과정은 Rouwenhorst의 7상태 이산화 기법($\rho=0.966$, $\sigma=0.70$)을 적용해 모형화했으며, 가계의 최적 소비·저축 정책함수는 내생격자법(EGM)을 활용한 역진귀납 방식으로 도출했다. 특히 비유동자산의 거래와 유동화 과정에는 KMV(Kaplan, Moll, and Violante) 모형 형태의 볼록 조정 비용 $x(d; a)$ 를 부과하여, 자산 가격 상승분이 즉각적인 유동성 소비로 연결되지 않는 현실적 마찰을 구현했다. 모형의 정상상태 보정 작업은 교대 1차원 브래킷 방식으로 수행되었다. 가계의 시간선회할인율 β 를 조정하여 연간 GDP 대비 총자산 비율(B+A, 1.9배)을 일치시키고, 조정 비용 함수의 스케일 파라미터 x_1 을 반복 제어하여 유동자산 비중(B, 0.8배)을 매칭함으로써 허용 오차 0.02 이내에서 수리적 균형점에 수렴시켰다.

[표 A-1] 주요 파라미터 값과 선정 근거

파라미터	값	근거
β (시간선회, 분기)	0.977	유동·비유동 자산 스톡 동시 매칭
x_1 (조정비용 기울기)	17.9	예금 스톡(연간 GDP 0.8배) 재현, 한국 가계의 포트폴리오 관성 반영
소득과정 (ρ, σ)	0.966, 0.70	한국 소득 지속성과 불평등 수준 (미국 대비 산포 하향)
수익률 (유동/비유동, 연)	1.0% / 3.8%	예금 실질금리 / 주식·연금 혼합 수익률
수입·누출률 m	0.30	소비 지출의 수입유발계수 (소비 한정 개념)
가계소득 전가율 κ	0.62	가계 가처분소득의 GDP 대비 비율
$\lambda_{\text{유동성}} / \lambda_{\text{잔차}}$	0.66 / 0.27	모형 산출 / 실증 정박 잔차(인식·부채상환 등)
조정 국면 비대칭 계수	1.02	비선형 전이경로의 직접 산출
순 이자부담 계수	GDP의 $0.19 \times \Delta i$	변동부채·예금의 총 익스포저와 성향 격차

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

A2. 자산 재평가 충격 규약 및 비선형 비대칭성 검증

주가의 급격한 변동에 따른 자산 재평가 과정은 특정 시점 t 의 수익률 서프라이즈($dr = \Delta W/A$)로 모형에 주입하여, 가계별 기존 자산 보유량에 비례해 평가 이익과 손실이 정확히 귀착되도록 설계했다. 이때 사전에 예상되지 않은 충격은 $t=0$ 시점에 도출된 MIT 반응 경로의 시점 이동 방식으로 처리했다. 이는 전체 궤적을 $t=0$ 시점에 경제 주체들에게 공표하는 비선형 완전 예견 해법을 적용할 경우, $t>0$ 시점에 발생하는 충격이 사전적으로 예상된 충격으로 작동하여 소비 반응 경로가 변질되는 이론적 왜곡(1년 차 소비 반응 기준 0.1225 vs 시점 이동 시 0.1116)을 방지하기 위한 수리적 조치다. 아울러 선형 자코비안 행렬 연산과 비선형 해법을 대조 검증한 결과, 소규모 충격 구간에서는 소비 파급 효과가 0.1110과 0.1111로 사실상 완벽히 일치함을 확인했다.

한편 주식 시장 조정 국면에서 관심이 집중되는 상·하방 비대칭성(손실 회피)의 경우, 동일한 규모의 평가 이익과 평가 손실에 대한 비선형 반응비는 1.009로 관찰되었고, 실제 시장 충격 스케일(분기 GDP 대비 -0.20배 손실 vs +0.64배 이익)을 적용한 기준에서는 1.017로 산출되어 본 분석에서는 보수적으로 1.02의 비대칭 계수를 채택했다.

다만 행동경제학적 손실 회피 성향의 추가 할증 파라미터는 학술 문헌상 부호와 크기에 대한 논쟁(손실 회피 성향은 1 초과 vs 처분 효과는 1 미만)이 지속되고 있는 점을 감안해, 기본값 1.0의 독립된 제어 변수로 분리했다.

A3. 개방경제 일반균형 집계 및 금리 채널의 수리적 구성

개별 가계 소비의 부분균형 변화(dC_{PE})가 거시경제 전체의 일반균형(dC_{GE})으로 증폭되는 과정은 소규모 개방경제의 한계소비 및 수출 제약을 반영한 행렬 방정식 $dC_{GE} = (I - \kappa(1-m) \cdot M_Z)^{-1} \cdot dC_{PE}$ 를 통해 계산되었다. 여기서 가계소득 전가율은 $\kappa=0.62$, 소비 지출 증가분 중 수입품 구매로 외부 누출되는 수입누출률은 $m=0.30$ 으로 설정되었으며, 최종 소비 지출이 국내 부가가치 및 GDP에 반영되는 비율은 0.70으로 적용했다. 단, 본 승수 연산 행렬 내부에 중앙은행의 통화정책 반응함수에 따른 내생적 상쇄 효과는 포함되지 않았으며, 이는 모형의 구조적 한계 사항으로 명시한다.

기준금리 인상이 가계 소비에 미치는 파급 경로는 기간 간 대체 효과를 순수하게 분리하기 위해, 순저축자 경제 전체가 얻는 이자 소득 윈드폴을 정부 재정으로 환수하는 리카디언 상쇄(Ricardian offset, $-A \cdot M_Z \cdot dr$) 규칙을 적용했다. 여기에 한국 가계부채 특유의 변동금리 차입자 현금흐름 충격을 반영하기 위해 총 비헤지 금리 익스포저 오버레이를 추가 보정했다. 구체적으로는 변동금리 부채(연간 GDP의 0.60배 $\times$ 한계소비성향 0.35)에서 이자성 수신 자산(연간 GDP의 0.80배 $\times$ 금리 전가율 0.5 $\times$ 한계소비성향 0.05)을 차감한 순이자 부담액 $-0.19 \times \Delta i$ (연간 GDP 대비 비율)를 산출하고, 시중은행의 대출 금리 재산정 주기를 감안한 2분기 램프 함수를 적용했다. 참고로 본 모형에는 주택 가격 및 건설 투자 연계 경로가 부재하여 실제 통화정책의 파급 효과가 다소 과소 평가되었을 가능성이 상존한다.

A4. 소득 낙수 및 정부 재정 지출 채널의 수치 명세

수출 호조에 따른 교역조건 개선 윈드폴은 2분기 실질 GDI 실적(전년동기비 +15.6% vs 실질 GDP +3.7%)을 기초로 연간 GDP의 약 10% 규모로 산정했다. 이 소득이 수출 대기업의 유보금 축적과 외국인 주주 배당 등을 거쳐 실제 가계 소득으로 전달되는 1년 차 민간 전가율은 $\varphi=0.08$ 로 보수적으로 보정했으며, 성과급 및 배당 지급 시차를 반영해 2026년 3분기부터 2027년 2분기까지 각각 [0.1, 0.2, 0.4, 0.3]의 시간 가중치를 적용해 파급시켰다.

정부 재정 부문은 지난 3월 31일 발표된 추가경정예산 사업 내역에서 도출한 유효 임펄스(이전지출 3.77조 원, 정부 최종소비 2.48조 원, 유가 보조금 0.90조 원)를 기초로 산정되었다. 예산 집행 프로파일 2종(전반 집중형/균등 분할형)과 이전지출 대상 구의 타겟팅 한계소비배수 2종(1.0배/1.3배)을 조합한 브래킷 범위로 경제적 파급 효과를 계산했다. 그 결과 추경 예산이 분기별 성장률에 미친 기여도는 2026년 2분기 $+0.10 \sim +0.13\%p$ (기존 실적에 반영 완료), 3분기 $-0.02 \sim 0.00\%p$, 4분기 $-0.03 \sim 0.00\%p$ 로 나타났으며, 연간 전체 GDP 레벨을 끌어올린 효과는 $+0.10 \sim +0.11\%p$ 로 추정된다. 다만 예산 집행 종료에 따라 2027년 1분기에는 성장률 기여도가 $-0.08 \sim -0.11\%p$ 수준으로 급격히 소멸하는 재정 절벽 현상이 발생하며, 이 소멸 폭은 연말 예산 집행의 잔여 꼬리 가정에 따라 민감하게 반응한다.

A5. 베이지안 확률 계층 추정 및 데이터 표기 규칙

미래 성장 경로의 확률 분포를 도출하기 위한 시계열 추정에는 한국은행의 현행 국민계정 빈티지 기준 실질 GDP(계절조정 전기비 성장률, 2012년 1분기~2026년 2분기, 총 관측치 58개)가 활용되었다. 본 모형은 베이지안 AR(2) 구조에 코로나19 팬데믹 기간(2020년 1분기~3분기)의 개별 더미 변수를 결합하여 켈레 정규-역감마(NIG) 분포로 추정했다. 사전분포는 비정보적 사전분포와 잠재성장을 상수에 정박된 정규분포 $N(0.46, 0.08^2)$ 의 두 가지 스펙을 적용했으며, 사후분포에서 파라미터 불확실성과 충격 오차 불확실성을 모두 반영한 20만 개의 몬테카를로 경로를 생성 및 전파했다. 두 시계열 스펙이 도출한 2026년 연간 성장률 분포의 중앙값은 각각 3.64%와 3.61%로 산출되었으며, 본문에서 언급한 전망 상회 확률(76~81%)은 이 두 스펙이 제시한 확률 구간의 양 끝단을 보고한 것이다. 단, 본 시계열 계량 벤치마크 모형에는 미국의 관세 부과 유예나 통화정책 등 외부 정책 정보가 내생적으로 포함되어 있지 않으므로, 과거 실적 평균 회귀에 따른 상방 편향의 가능성이 내포되어 있음을 밝혀 둔다.

보고서 내 데이터 및 통계 표기 규칙은 한국은행 공표 기준과 수리적 정합성을 엄격히 따랐다. 2025년 분기별 실질 GDP 레벨은 공식 발표된 계절조정 전기비 성장률(-0.2%, +0.6%, +1.4%, -0.1%)을 역산하여 연쇄화했으므로 반올림 과정에서 누적 오차 $\pm 0.05\text{p}$ 가 내포된다. 이에 따라 실적치의 전년동기비 성장률은 한국은행 공표치를 그대로 인용하고, 당사 전망치 영역에 한해서만 연쇄 역산 유도치를 표기했다. 향후 공표될 전년동기비 수치와 모형 분석 수치 간의 격차가 0.15%p를 초과할 경우 베이스 레벨을 재조정할 필요가 있다. 특히 4분기 전년동기비 성장률 전망치 3.3%는 산술적 정밀치 기준 3.25%의 반올림 경계점에 위치해 있어, 오는 9월 발표될 국민소득 잠정치 빈티지 수정에 따라 표기가 민감하게 변동될 수 있다. 주가 급락에 따른 역사적 효과 측정의 기준일은 2026년 7월 23일 종가(7,096.89pt)로 확정했으며, 이는 6월 17일 기록한 종가 기준 사상 최고치(8,864.24pt) 대비 19.9% 하락한 수준이다. 기준일 익일 전후로 주가가 $\pm 3\%$ 추가 변동하더라도 소비 경로 기여도 추정치의 오차 범위는 $\pm 0.02\text{p}$ 이내에 그쳐 본문의 거시적 결론에는 영향을 미치지 않는다. 마지막으로 본문의 λ 잔차는 가계의 보수적 심리 인식과 부채 상환 선택이 결합된 합성 식별 잔차이며 구조적 매개변수 추정치가 아님을 명시한다. 임금 경직성과 중앙은행의 내생적 반응함수를 완비한 완전 일반균형 거시 모형으로의 확장 작업은 차기 분석 자료로 진행 중이다. 아울러 이번 속보에서 2025년 2분기 성장률이 종전 +0.7%에서 +0.6%로 하향 조정된 만큼, 과거 시계열을 인용한 자료는 이번 공표 기준으로 갱신할 필요가 있다.

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.