

2025. 1. 2



▲ 경제분석

Economist 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

경제脈

2025년 국내 경제전망 업데이트

- ✓ Review: 12월 수출은 서프라이즈, 내수 부진은 심화
- ✓ 2024~25년 GDP성장률 전망 하향조정: 올해 상저하고의 형태 더욱 뚜렷해질 것
- ✓ 하반기 경기회복 견인 요인: 재정과 통화정책의 policy mix
- ✓ 한국은행 연내 75bp 인하 전망 유지. 단, 다음 인하는 1월일 가능성 높아

월말월초 국내 경기 Review

한국 12월 수출(6.6% YoY)은 선진국 연말 소비시즌 덕에 서프라이즈를 낸 반면, 국내 수요 환경은 부진했다. 11월 산업활동동향에서는 소비/건설투자 부진이 이미 진행 중임이 확인되었으며, 12월 들어 나타난 급격한 심리 악화는 이러한 부진을 심화시키는 요인이 되고 있다. CPI는 4개월 연속 2%를 하회했다(12월 1.9%).

2024~25년 한국 GDP성장률 전망 2.1%와 1.5%로 하향; 26년은 2.0%으로 상향

다소 낙관적이었던 수출 전망을 조정하고, 상반기 경기하강이 깊어질 가능성을 반영, 2024~25년 국내 경제전망을 2.1%와 1.5%로 낮춘다(기존 2.2%와 1.8%). 26년 전망은 2.0%로 상향한다. 올해 경기궤적의 상저하고 형태가 더욱 뚜렷해질 것이다.

상반기는 반도체 수출 증가율이 둔화되는 가운데, 반도체를 제외한 수출을 들어올릴 대외 모멘텀이 약하다. 결국 미국 제조업 투자수요 회복에 편승한 수출 회복 확산은 하반기에 가서 기대할 수 있을 것이다. 또한 상반기 중 1) 국내 건설투자 하강 지속, 2) 불확실성 확대에 따른 소비/설비투자 회복 지연 등이 맞물릴 것으로 예상된다. 올해 상반기에 예산의 75%를 집행하고 나면 하반기에 추경 편성이 불가피할 것이다. 이것이 불확실성 완화와 더불어 하반기 경기를 추가 개선시키는 자극제가 될 것으로 예상하며, 효과가 연장되며 2026년 성장률을 들어 올릴 것이다.

2025년 CPI 전망 1.8%로 하향 조정

2025년 한국 CPI 전망은 2.0%에서 1.8%로 하향 조정한다. 연평균 두바이유와 달러/원 가정으로 74.3달러/배럴과 1,395원을 도입했다. 이러한 환경에서 내수부진이 서비스 물가압력을 경감시키고, 원화 약세에서 비롯된 수입물가 압력의 CPI 전이를 제약한다는 전망이 반영되었다. 1월을 제외하면 올해 내내 CPI 상승률은 2%를 하회할 가능성이 커 보인다.

2025년 연내 기준금리 75bp 인하 전망 유지. 단, 다음 인하는 1월이 유력

성장의 하방 위험이 크게 부각된 가운데, 인플레이션율이 한은 목표치를 밀도는 환경은 적극적 기준금리 인하를 가능케 하는 요인으로 판단한다. 우리는 2025년 말 한은 기준금리 전망 2.25%를 유지하는 가운데, 다음 금리인하 시점으로 2월보다 1월이 유력할 것으로 예상한다. 한은이 작년 4분기부터 경기를 우선시하는 방향으로 정책반응함수를 변경했음을 반영한 전망이다. 달러/원의 레벨이나 변동성이 관건일 것이나, smoothing operation을 포함한 다양한 외환시장 안정화 방안 병행으로 조속한 인하를 가능케 할 것으로 본다.

1. 월말월초 한국경제 지표 Review

12월 수출은 예상 상회
단, 일시적 요인들 가세

수출: 12월 수출은 전년대비 6.6% 늘어나며 당사(5.3%) 및 시장 컨센서스(3.8%)를 상회했다. 반도체(+31.5%)와 컴퓨터(데이터센터 수요; +118.0%)가 주도하는 가운데, 주요 수출국의 연말 소비시즌 영향과 관세 확대 우려가 맞물리며 무선통신기기(+16.1%)와 가전(+3.8%) 수출이 증가한 점이 서프라이즈 요인으로 작용했다. 자동차(-5.3%) 수출은 완성차 업계 부분과업과 11월 폭설/강풍 이후 안전점검 영향 등 조업차질이 연장되면서 역성장에서 벗어나지 못하고 있다.

서프라이즈를 만들어 냈던 무선통신기기와 가전이 전체 수출에서 차지하는 비중은 2024년 연간 기준 각각 2.5%와 1.2%에 불과하여 이들 수출의 향방이 전체 수출 궤적에 미치는 영향은 제한적이다. 반도체 수출(비중: 20.8%)의 향방과 미국 제조업 투자수요에 편승한 비반도체 수출(주로 산업재)의 회복 여부가 중요하겠다.

표1 한국 월간 수출실적: 2024년 1~12월

	비중 ('24, %)	'24.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	2023	2024
전체	-	18.2	4.2	3.0	13.6	11.5	5.6	13.9	10.9	7.1	4.6	1.4	6.6	(7.5)	8.2
일평균	-	5.9	11.8	9.8	11.1	8.9	13.0	7.1	13.2	12.5	(0.2)	5.8	6.6	(7.1)	8.6
(선박제외)	-	4.2	11.6	7.8	11.4	6.9	15.4	8.7	11.1	10.7	1.5	3.8	8.1	(7.8)	8.4
지역별															
미국	18.7	27.2	9.1	11.3	24.2	15.5	17.7	9.4	10.9	3.4	3.4	(5.2)	5.5	5.4	10.5
EU	10.0	5.2	(8.4)	(6.8)	(7.1)	(0.6)	(18.2)	(1.5)	15.6	4.7	5.7	0.9	15.1	0.2	(0.2)
일본	4.3	10.8	1.2	(11.8)	18.0	1.6	(6.8)	9.9	5.8	(1.3)	(2.6)	(2.4)	6.0	(5.2)	2.0
중국	19.5	16.2	(2.4)	0.4	10.0	7.5	1.9	14.7	7.9	5.7	10.8	(0.7)	8.6	(19.9)	6.6
ASEAN	16.7	6.0	0.8	(1.2)	9.5	21.2	11.8	11.7	0.8	(0.2)	(4.5)	0.4	2.1	(12.6)	4.5
중동	2.9	14.0	(13.1)	(14.9)	1.0	(3.7)	2.1	56.2	(2.8)	15.0	(0.7)	17.6	(0.2)	7.4	5.0
중남미	4.2	28.3	24.6	14.2	38.1	25.4	(9.0)	29.9	28.4	(5.8)	21.1	20.2	16.0	(7.3)	17.8
품목별															
반도체	20.8	56.2	66.7	35.7	56.1	54.4	50.9	50.2	38.8	37.1	40.3	30.8	31.5	(23.7)	43.9
평판디스플레이	2.7	2.1	20.2	16.1	16.3	15.8	26.0	2.4	(4.9)	(4.3)	(22.7)	(22.0)	(3.3)	(12.1)	0.9
무선통신기기	2.5	(14.2)	(16.9)	5.1	11.3	9.3	3.8	53.3	50.1	16.5	19.7	(3.3)	16.1	(10.2)	11.2
가전	1.2	14.1	(4.5)	(2.7)	9.3	6.9	(0.3)	9.0	(5.0)	(14.0)	5.0	(13.9)	3.8	(1.0)	0.4
컴퓨터	1.9	37.5	17.8	24.5	75.5	48.5	58.9	61.7	181.6	132.0	54.1	122.3	118.0	(53.3)	76.7
자동차	10.4	24.7	(7.9)	(5.0)	10.2	4.7	(0.4)	(9.2)	(4.4)	4.9	5.4	(13.6)	(5.3)	31.1	(0.1)
자동차 부품	3.3	10.2	(3.1)	(6.8)	2.8	(5.3)	(11.7)	2.3	(3.6)	(6.6)	5.9	(8.0)	5.8	(1.6)	(1.8)
선박	3.7	76.1	12.0	98.9	5.7	116.3	(39.8)	(36.5)	78.3	75.2	(28.5)	70.8	(15.8)	19.9	17.6
일반기계	7.5	13.7	0.3	(10.5)	(0.4)	(3.9)	(8.2)	17.7	(5.9)	(13.4)	(8.1)	(19.0)	(7.0)	4.6	(4.1)
철강제품	4.9	2.0	(10.1)	(7.9)	(5.8)	(12.0)	(24.3)	(5.2)	(2.0)	(4.7)	8.6	1.2	2.9	(8.5)	(5.4)
석유화학	7.0	4.6	(2.6)	(1.6)	13.0	7.6	11.9	18.2	6.5	(1.2)	10.1	(5.8)	1.8	(15.9)	5.0
석유제품	7.4	13.7	(3.7)	3.7	18.2	6.5	10.5	15.6	(2.0)	(18.5)	(34.5)	(18.7)	(12.2)	(17.3)	(3.3)
섬유류	1.5	7.9	(12.0)	(14.4)	1.0	1.4	(11.2)	1.2	(5.0)	(8.5)	2.3	(3.8)	(3.2)	(11.3)	(4.0)
유망 품목															
OLED	2.0	(14.9)	12.7	6.9	6.4	11.6	30.8	3.4	(3.2)	(1.1)	(26.4)	(23.4)	6.8	(7.8)	(1.4)
SSD	1.6	57.4	21.7	29.5	107.2	60.5	81.2	82.5	250.0	168.7	67.8	194.4	160.5	(61.0)	103.6
MCP	5.4	76.4	117.1	69.0	119.6	112.2	74.6	108.8	100.4	83.4	88.8	78.1	71.6	(22.0)	88.1
바이오	2.2	3.3	9.2	9.9	21.4	18.7	(6.0)	29.0	39.1	10.0	18.5	19.7	(2.4)	(18.1)	13.1
의약품	1.4	6.5	21.6	13.0	29.5	34.4	(5.5)	41.5	73.8	19.8	25.4	36.3	(4.6)	(21.8)	22.0
이차전지	1.2	(25.4)	(18.7)	(23.0)	(20.0)	(19.4)	(20.4)	(0.3)	(4.6)	(11.8)	(9.1)	(26.4)	(13.5)	(1.5)	(16.5)
화장품	1.5	70.4	11.0	0.5	26.0	14.3	5.6	29.6	18.1	10.9	35.6	19.5	25.5	6.4	20.5

자료: 산업통상자원부, 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

11월까지 이미 설비투자 제외한 내수 부진 진행

내수: 11월 산업활동동향에 따르면, 수출 사이클에 연동되는 설비투자(+2.6% YoY; 이하 전년대비 증감률)를 제외한 소비와 건설부문의 부진이 이어지고 있다. 재화 소비 흐름을 보여주는 소매판매(-1.9%)는 올해 3월 이후 계속 감소하고 있고, 진폭이 작은 서비스업 생산이 운송, 정보통신, 금융 주도로 완만한 증가세(10월 +2.1%, 11월 +1.0%)를 유지할 뿐이다. 건설기성은 토목과 건축 공히 위축이 심화되며 감소폭을 키웠다(10월 -10.8%, 11월 -12.9%). 한편, 주택 중심의 11월 건설수주(+69.0%) 급증은 2026년 상반기 건설투자 개선 요인이다.

12월 들어 심리악화로 부진 심화 위험 부각

심리: 12월 초부터 언론기사에 반영된 심리가 악화되기 시작했고, 이는 시차 없이 소비자와 기업부문 심리의 동반 악화로 연결되었다. 한국은행의 12월 소비자심리지수(CSI)와 전산업 기업심리지수(CBSI)는 각각 88.4와 87.0으로 각각 전월대비 12.3pt와 4.5pt 급락했고, CBSI 전망(2025년 1월 전망) 지수(82.4)는 실적치보다 더 하락(-7.3pt)했다. 소비와 투자 의향이 급격히 얼어붙으며 이미 부진한 내수를 더욱 냉각시킬 소지가 커진 것이다.

CPI는 4개월 연속 2% 하회

물가: 12월 소비자물가지수는 전년대비 1.9%(전월대비 0.4%) 상승하며 당사와 시장 컨센서스(1.7%)를 상회했다. 원화 약세 심화(12월 평균 달러/원 1,434원) 및 원유도입단가 하방경직성(장기계약 등 영향)으로 석유류 물가가 전월대비 상승했고, 연말 여행수요 급증에 따른 관련 서비스물가(항공료, 콘도이용료, 여행비 등)의 상승폭이 예상보다 컸다. 비록 예상을 상회하는 물가상승이지만 9월 이후 4개월째 2%를 밑돌고 있다.

표2 한국 월간 내수지표 실적: 2024년 1~12월

(% YoY, 불변지수)	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24*
소매판매	(3.3)	0.8	(3.4)	(2.0)	(2.8)	(3.6)	(2.2)	(1.5)	(2.2)	(0.9)	(1.9)	-	(2.0)	(2.8)	(1.9)	(1.4)
(자동차 제외)	(3.9)	3.2	(2.8)	(1.5)	(2.1)	(1.1)	(2.2)	(1.1)	(2.5)	(2.3)	(1.0)	-	(1.3)	(1.6)	(1.9)	(1.7)
서비스업 활동	4.3	1.0	0.9	2.4	2.0	0.6	1.8	0.9	(0.5)	2.1	1.0	-	2.0	1.6	0.7	1.6
설비투자	7.1	(0.8)	(4.3)	0.4	(1.4)	(3.3)	18.1	7.1	7.2	5.5	2.6	-	0.3	(1.5)	10.8	4.0
기계류	8.7	(1.6)	(8.5)	(2.7)	(2.8)	0.0	4.9	0.0	10.5	12.2	9.7	-	(0.9)	(1.8)	5.2	10.9
운송장비	(0.6)	1.5	9.6	10.1	3.1	(11.2)	63.4	30.3	(3.4)	(10.2)	(14.6)	-	3.9	(0.2)	29.0	(12.5)
건설기성	17.0	0.7	(3.5)	0.6	(3.2)	(6.0)	(4.9)	(9.6)	(14.0)	(10.8)	(12.9)	-	4.1	(3.0)	(9.6)	(11.9)
건축	16.0	(1.6)	(4.8)	(0.2)	(4.8)	(11.7)	(8.3)	(13.2)	(16.2)	(11.8)	(16.5)	-	2.7	(5.8)	(12.6)	(14.2)
토목	20.7	10.0	0.2	3.6	2.7	11.8	9.2	4.0	(7.2)	(7.7)	(0.5)	-	8.8	6.4	1.2	(4.0)
건설수주 (명목)	(39.3)	(4.7)	11.3	51.2	(16.6)	36.9	52.0	25.5	12.3	10.7	62.9	-	(15.6)	20.9	27.6	35.2
주택 (명목)	12.9	27.1	15.7	72.9	22.4	2.9	5.9	(12.2)	9.9	20.1	113.4	-	17.9	23.8	2.7	64.2
CSI (지수)	101.6	101.9	100.7	100.7	98.4	100.9	103.6	100.8	100.0	101.7	100.7	88.4	101.4	100.0	101.5	96.9
BSI (지수, 실적)	89.4	87.8	89.4	91.3	92.9	95.7	95.1	92.5	91.2	92.1	91.5	87.0	89.1	90.8	93.1	90.7
BSI (지수, 차월전망)	88.1	90.1	88.8	91.7	91.8	93.1	93.4	92.7	92.6	89.8	89.7	82.4	89.0	92.2	92.9	87.3
소비자물가	2.8	3.1	3.1	2.9	2.7	2.4	2.6	2.0	1.6	1.3	1.5	1.9	3.0	2.7	2.1	1.6
(ex 식료품, 에너지)	2.5	2.5	2.4	2.3	2.2	2.2	2.2	2.1	2.0	1.8	1.9	1.8	2.5	2.2	2.1	1.8

주: * 12월 실적치가 없는 지표는 10~11월 평균

자료: 통계청, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

2. 한국 경제전망 조정의 주요 골자

성장률 전망

한국 24~25년 GDP전망 하향
26년 전망은 상향

우리는 2024~25년 한국 GDP성장률 전망을 기존 2.2%와 1.8%에서 2.1%와 1.5%로 하향 조정한다. 2026년 전망의 경우 기존 1.9%에서 2.0%로 상향한다. 전망 조정의 골자는 다음과 같으며, 기존 한국경제 전망과의 직접 비교를 원하시는 독자는 [링크](#)를 참고하시기 바란다.

1) 수출 전망 하향 조정

첫째, 2024~25년 수출(BoP, 금액 기준) 전망을 기존 9.0%와 6.6%에서 8.5%와 4.0%로 하향 조정하며, 2025년 수출물량 가정도 기존 3.6%에서 2.7%로 내린다. 2024년 12월 통관수출 실적이 우리 예상을 웃돌았지만, 4분기 전체로는 4.2%로 연간 전망에서 제시했던 수준(BoP 기준 7.8%)을 하회할 공산이 커졌다.

2025년의 경우 반도체 수출증가율 둔화 환경에서 非반도체 수출을 견인할 미국 투자수요가 2분기에나 반등할 것으로 전망한다. 여기에 시차를 두고 산업재 수출이 살아날 시점은 하반기일 것이다. 상반기는 공백기로 수출증가율이 계속 둔화될 것이다. 한편, 통관기준 반도체 수출증가율이 2024년 43.9%에서 2025년 21.0%로 둔화되는 그림에서 수출 역성장(=기업실적 감익) 가능성은 낮다.

2) 건설투자 전망 하향 조정

둘째, 2024~25년 건설투자 전망을 기존 -2.4%와 -4.4%에서 -2.9%와 -5.2%로 하향 조정했다. 이는 내년 상반기까지 건설투자가 예상보다 빠르게 하강할 가능성을 반영한 것이다. 주거용 건물기성의 궤적은 분양물량에 18개월 시차를 두고 움직인다는 기존 전망에 부합하지만 토목공사의 부재가 이미 작년 4분기부터 토목기성 역성장의 형태로 가시화되고 있다. 건설투자가 감소폭을 줄이기 시작하는 시점은 올해 3분기, 다시 성장하는 시점은 2026년 상반기로 예상한다.

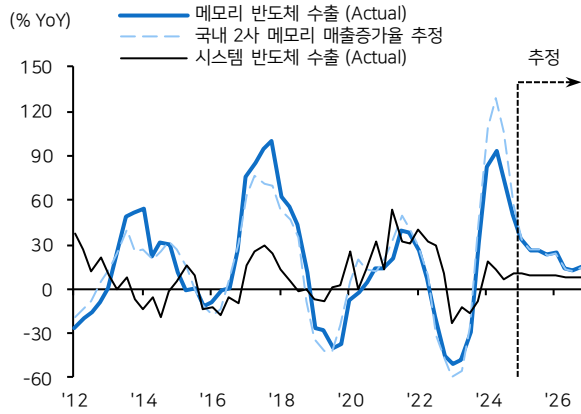
3) 소비/설비투자 회복 지연 위험

셋째, 정치 및 정책 불확실성 확대에 따른 경제주체들의 심리 악화가 소비와 설비 투자회복 지연으로 귀결될 위험을 반영하였다. 2025년 민간소비 전망은 1.7%에서 1.4%로, 설비투자 전망은 3.6%에서 3.2%로 낮춘다. 단, 제반 불확실성 영향이 올해 1분기를 정점으로 점차 완화될 것임을 고려, 2025년 민간소비와 설비투자 전망의 상반기 값을 낮추는 대신 하반기 값을 소폭 올렸다.

4) 하반기 재정자금 확대 반영

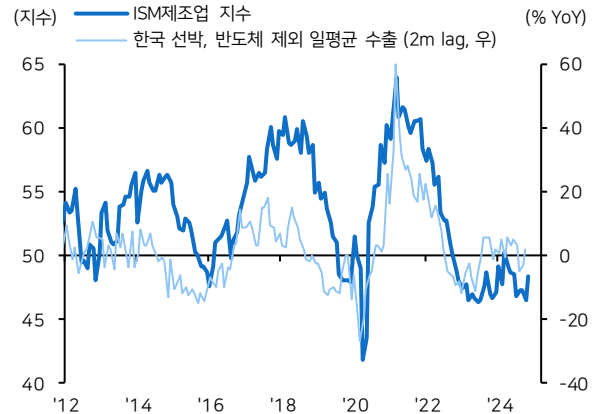
넷째, 분기별 궤적이 상저하고를 떨 것이라는 견해는 유지하지만, 기존 전망에 비해 상반기 하강의 골이 깊은 대신, 하반기 이후 소비, 투자, R&D 등의 회복세가 강화되는 형태가 될 것이다. 여기에는 전술한 불확실성 완화와 더불어, 정부가 하반기 중 GDP의 1% 내외 규모 추경을 편성할 것임을 가정한 것이다. 2025년 예산안 발표 당시 도입한 올해 명목 GDP성장률 가정은 4.8~5.3% 정도로 보인다. 우리는 올해 명목 GDP성장률을 2.4%로 추정한다. 이러한 가정 하에서는 추경 편성시 세출과 세입을 함께 고려할 필요성이 생길 수 있다.

그림1 한국 반도체 수출 추정



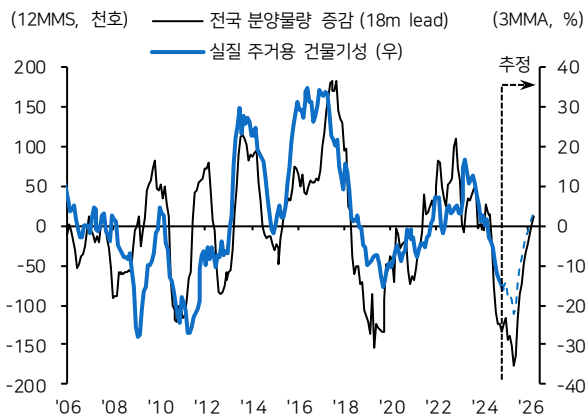
주: 국내 2사 메모리 매출증가율 전망에 근거한 수출 추정임
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림2 미국 ISM제조업 지수와 한국 선박, 반도체 제외 수출



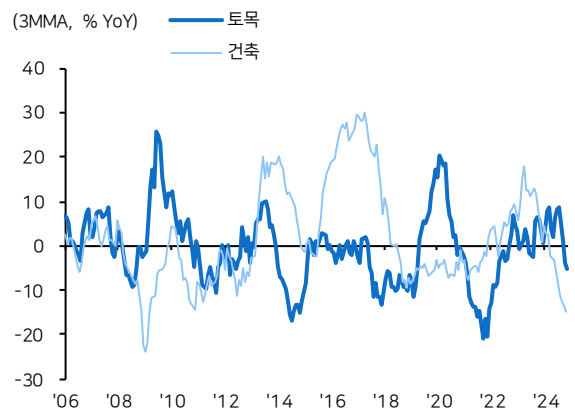
자료: US ISM, 산업통상자원부, 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한국: 전국 분양물량 증감 vs 실질 주거용 건물기성



자료: 부동산114, 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림4 한국 건설기성: 토목 vs 건축



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림5 한국은행 ESI와 동행지수 순환변동치



자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국 CSI: 현 상황 평가 및 전망 항목 동반 악화

(지수)	1H 평균	7월	8월	9월	10월	11월	12월
현재 생활형편	89	91	90	90	90	91	87
현재 경기판단	69	77	73	71	73	70	52
생활형편 전망	94	95	94	94	96	94	86
향후경기 전망	80	84	81	79	81	74	56
취업기회 전망	84	86	83	83	83	79	65
소비지출 전망	110	111	109	108	109	109	102

자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

표4 한국 연간 경제전망 변경 내용

(% YoY)	NEW (25년 1월)			OLD (24년 10월)		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
GDP	2.1	1.5	2.0	2.2	1.8	1.9
민간소비	1.2	1.4	1.7	1.2	1.7	1.4
정부지출	1.8	3.6	3.8	1.8	2.8	3.3
건설투자	(2.9)	(5.2)	0.2	(2.4)	(4.4)	(0.4)
설비투자	1.5	3.2	2.1	2.1	3.6	1.8
지식생산물투자	1.1	2.9	2.6	1.0	2.7	2.5
내수기여도 (%P)*	0.3	1.2	1.7	0.5	1.4	1.4
순수출기여도 (%P)	1.8	0.4	0.3	1.7	0.5	0.5
경상수지 (USD\$)	89.4	103.9	106.9	83.7	98.3	103.8
(% of GDP)	4.6	5.5	5.5	4.4	5.1	5.1
수출금액 (BoP)	8.5	4.0	3.8	9.0	6.6	5.3
수입금액 (BoP)	(1.0)	3.2	3.7	(0.4)	3.7	3.9
소비자물가	2.3	1.8	2.0	2.3	2.0	2.0
기준금리 (연말, %)	3.00	2.25	2.25	3.00	2.25	2.25

주: * 재고변동 포함

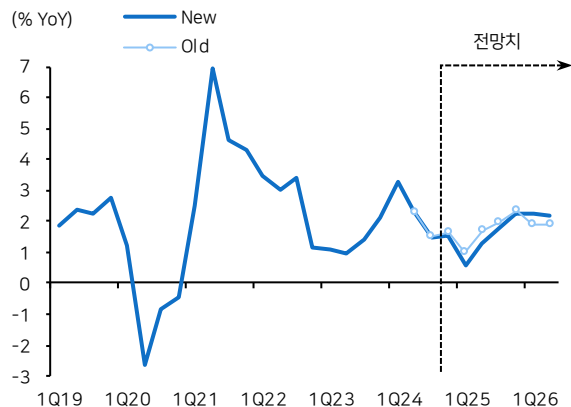
자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

표5 한국 분기별 경제전망 (New)

(% YoY)	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
GDP	3.3	2.3	1.5	1.5	0.6	1.3	1.8	2.3	1.4	2.1	1.5	2.0
민간소비	1.0	0.9	1.4	1.3	0.6	1.4	1.5	2.0	1.8	1.2	1.4	1.7
정부지출	(0.5)	2.3	2.6	2.9	3.4	3.3	3.8	3.8	1.3	1.8	3.6	3.8
건설투자	1.6	(0.5)	(5.7)	(6.2)	(7.0)	(7.4)	(4.8)	(1.7)	1.5	(2.9)	(5.2)	0.2
설비투자	(1.0)	(2.5)	5.9	3.8	2.1	3.8	3.8	3.0	1.1	1.5	3.2	2.1
수출 (BoP)	6.6	12.6	10.8	4.5	3.5	2.0	4.5	6.0	(7.1)	8.5	4.0	3.8
수입 (BoP)	(11.2)	0.3	6.3	1.8	3.0	0.9	4.6	4.4	(10.0)	(1.0)	3.2	3.7
소비자물가	3.0	2.9	2.1	1.6	1.7	1.8	1.8	1.9	3.6	2.3	1.8	2.0
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

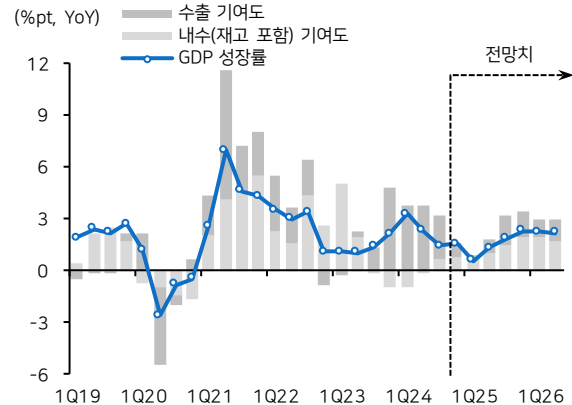
자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림6 한국 분기별 경기궤적: New vs Old



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림7 한국 GDP성장률과 최종수요 기여도



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터 추정

인플레이션 전망

2025년 인플레 전망 하향조정

2025년 한국 소비자물가 전망은 기존 2.0%에서 1.8%로 하향 조정한다. 2026년 전망 2.0%는 유지한다. 올해 1월의 경우 원화 약세와 설 명절을 앞둔 농산물 수요 등이 맞물리며 소비자물가 상승률이 2.0%까지 상승하겠지만, 그 이후로는 대체로 2%를 소폭 밑도는 상승세를 이어갈 것으로 예상된다. 이번 전망의 특징은 다음과 같다.

1) 환율, 유가 가정 변경

첫째, 수정 소비자물가 전망에 도입한 연평균 달러/원과 두바이유 전망은 각각 1,395원과 74.3달러/배럴이다. 환율 가정은 상향하고, 유가 전망은 낮추었다. 만약 2025년 내내 1,460원이 유지된다고 가정하면 연간 소비자물가 상승률은 2.0~2.2%까지 높아질 수 있다. 이 정도의 물가상승률은 한국은행의 금리인하를 제약할 수준이 아닐 것이다.

2) 외식 제외 개인서비스 선행지표 변경

둘째, 외식 제외 개인서비스 물가의 선행지표로 동행지수 순환변동치를 채택하고 여기에 6개월 시차를 두어 추정했다. 원래 서비스물가는 후행지표이며, 통상 동행지수를 선행지표로 사용한다. 당사가 선행지수 순환변동치를 사용했던 것은 선행지수가 동행지수에 정의상 선행한다는 점을 고려한 것이었다. 그러나 최근 들어 그 관계가 깨졌다. 가정 변화 결과, 올해 개인서비스 물가상승세가 확대된다는 기존 궤적에서 향후 둔화되는 방향으로 전망이 바뀌었다. 반대로 올해 하반기 이후 경기회복은 시차를 두고 내년 서비스 물가상승으로 연결될 것이다(2026년 CPI 상승률 전망 2.0%의 근거 중 하나임).

3) 원화 약세의 영향 반영
4) 가스요금 5% 인상 반영

셋째, 원화 약세는 1) 원화 표시 원유도입단가 뿐 아니라, 2) 최근 글로벌 식품 가격 상승과 맞물리면서 원화 표시 식품 수입물가 상승세를 가속화시키고 있다. 여기에 시차를 두고 외식이나 가공식품 물가가 올해 2~3분기에 움직일 가능성이 생겼다. 그럼에도 내수부진으로 인해 소비자들에게 부담이 크게 전가되지는 않을 것임이 우리의 기본 가정이다. 넷째, 유틸리티 요금은 4월 가스요금 5% 인상을 가정(연간 CPI +0.1%p 상승 요인)하고 있으며, 전기료 인상은 없는 것으로 보았다.

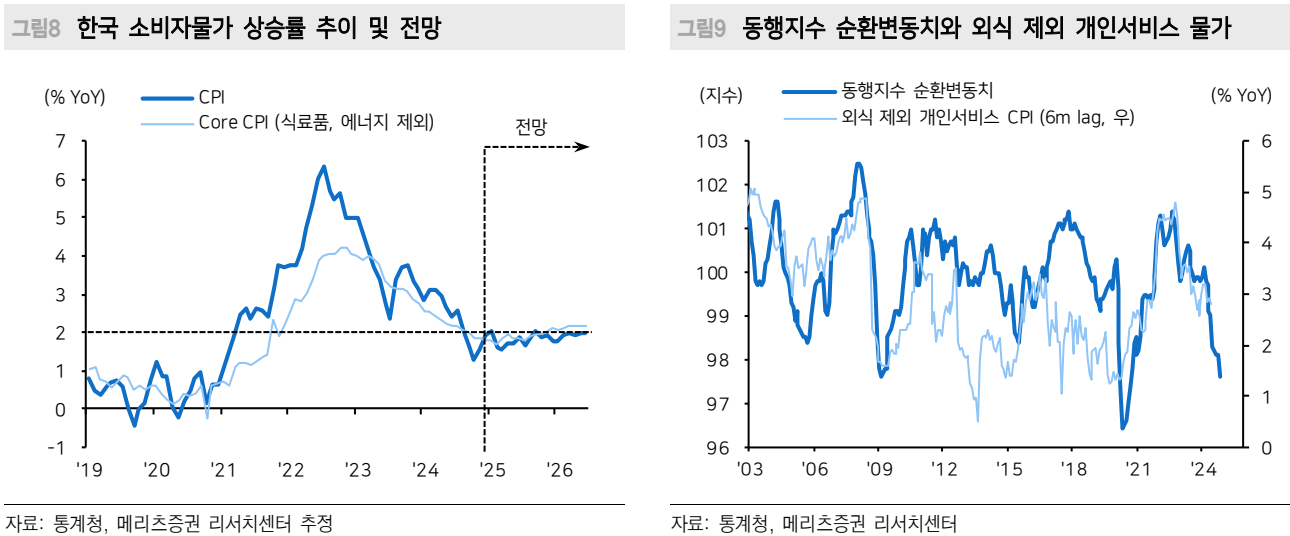
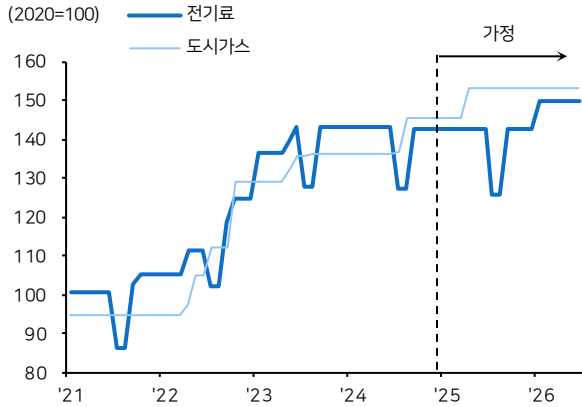


그림10 전기료 및 도시가스 요금 추이 및 가정



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림11 원화 표시 식품 수입물가와 가공식품 CPI



자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

통화정책 전망: 1월 인하가 baseline

한은, 2월보다는 1월 인하
가능성 높아

우리는 연내 한국은행 기준금리가 분기별 한 번 꼴로 총 75bp 인하되어 2.25%에서 금리인하가 마무리될 것이라는 기본 시나리오를 채택하고 있다. 다만 최근 불확실성 확대-심리 위축-연초 내수 부진 심화로 경기하방 위험이 두드러지고 있음을 고려한다면, 2월보다 1월 금리인하 가능성이 높은 것으로 판단한다.

이 과정에서 높아진 달러/원 레벨이나 변동성이 관건일 것이나, 작년 4분기부터 성장 지원으로 정책반응함수가 바뀐 점을 고려한다면 smoothing operation 외에 다양한 환시 안정화 방안(외평채 발행 고려, NPS와의 스왑 확대 등)을 병행하면서 금리인하에 나설 유인이 클 것으로 예상된다. 연준이 상반기 중 금리인하를 쉬는 것은 고려대상의 우선순위가 아닐 것이다.

우리 예상보다 인하를 더 할
가능성이 덜 할 가능성보다 큼

대안 시나리오로는 연말 2.50%보다 2.00% 가능성이 더 큰 것으로 판단한다. 현재는 내수부진 심화를 막기 위한 Policy mix가 시급히 집행되어야 하는 시점이다. 상반기 재정조기집행 가속화는 국채 발행 역시 상반기 중에 집중될 것임을 의미한다. 이로 인한 시중금리 상승 위험을 완충할 필요가 있을 것이며, 시차를 두고 통화정책이 경기진작을 도모하는 경로를 생각한다면 연초 연쇄 인하까지 카드에 올릴 필요가 있다고 생각한다. 어디까지나 당위성 관점에서의 대안 시나리오이다.

Compliance Notice

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.