

전략공감 2.0

Strategy Idea

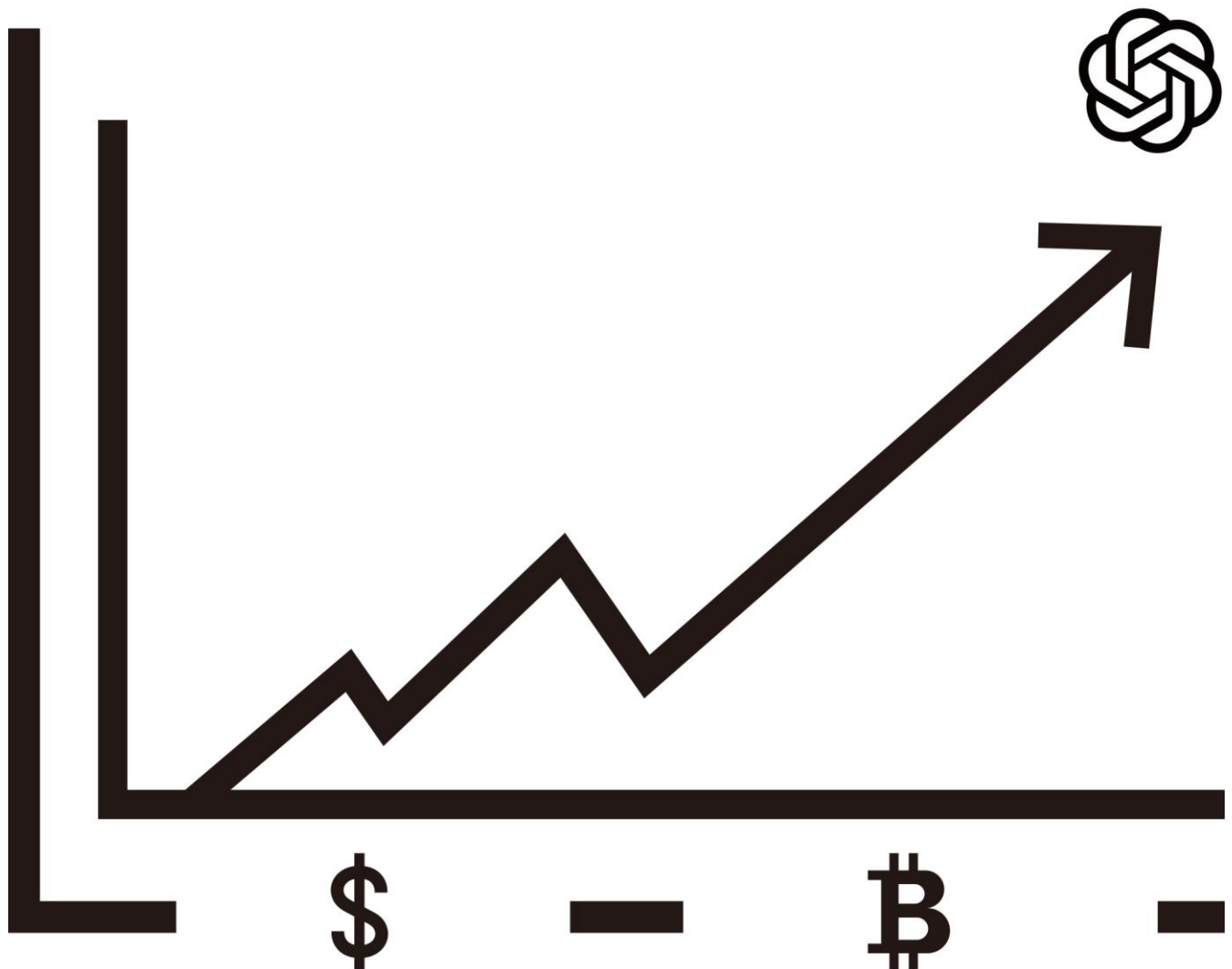
프랑스 재정위기 가능성 점검

오늘의 차트

중·EU 하이브리드 쿼터 영향 점검

칼럼의 재해석

내 몸은 내가 젤 잘 알아?! 나보다 나를 잘 아는 AI



본 조사분석자료는 제 3 자에게 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.

Strategy Idea

프랑스 재정위기 가능성 점검



경제분석

Economist 이승훈
seunghoon.lee@meritz.co.krRA 박민서
mspark@meritz.co.kr

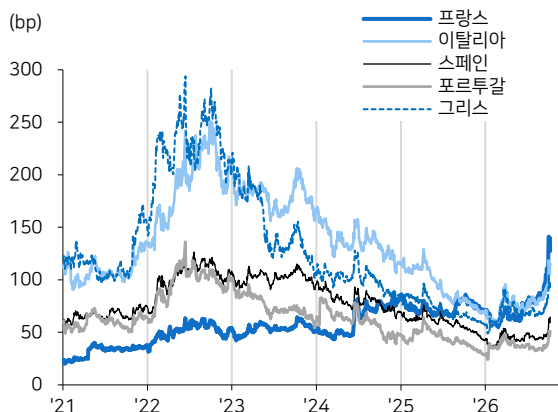
- ✓ 프랑스(OAT)와 독일(Bund) 10년 국채 스프레드가 140bp까지 확대: 재정불안 우려 커져
- 구조적 문제(큰 정부, 재정건전화 지연, 정치분열)에 저쿠폰 장기국채 차환 압력이 가세
- ✓ 재정이 불안한 것은 사실. 그러나 아직 위기는 아니며 타국으로의 확산도 거의 안되고 있음
- 프랑스 정부가 430억 유로 재정긴축 담긴 내년 예산 제안; 난항이 있으나 심의 중
- ✓ 결국 정부안에 가깝게 예산 통과되고, 대권주자들이 재정건전성 의지 키운다면 OAT 안정화될 것

OAT-Bund spread가 2012년 수준으로 확대: 프랑스 재정불안 심화 시사

프랑스 국채(OAT; Obligation Assimilable du Trésor) 금리의 고공행진이 이어지며 독일 국채(Bund)와의 스프레드를 벌리고 있다. 10월 14일 현재 프랑스(4.84%)와 독일(3.57%)과의 10년 국채 스프레드는 137bp로, 2010년대 초반 재정위기를 겪었던 남유럽 국가들의 수준을 상회하고 있다. 프랑스와 독일 국채 스프레드 140bp는 2011~12년 남유럽 재정위기가 이탈리아와 스페인으로 확산되어 나갈 때 프랑스로의 “전염” 가능성이 우려되며 반영되었던 수준(140~170bp)과 유사하다.

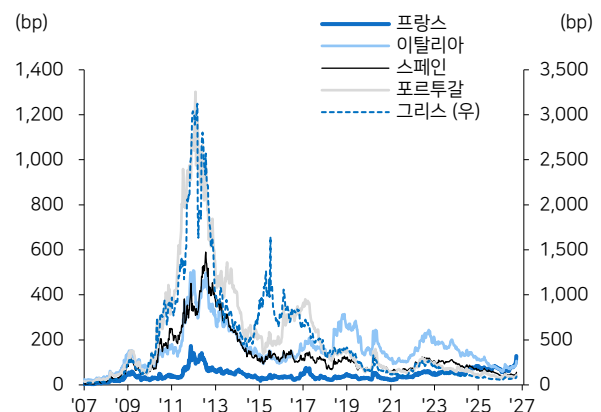
글로벌 국채금리의 동반 상승 속에 유독 프랑스 금리 상승세가 빠르고, 독일과의 스프레드 또한 빠르게 확대되고 있다는 점은, 프랑스 재정불안 우려와 과거와는 다른 국면으로 가고 있음을 의미한다. 과거 재정위기 당사국의 독일 대비 스프레드가 500bp를 상회한 바 있기에 현재 프랑스 재정위기가 현실화되었다고 볼 수는 없다. 하지만 불안한 것은 사실이다. 오늘 전략공감2.0은 이 문제를 다룬다.

그림1 유럽 주요국 국채 10년물의 독일 국채 대비 스프레드 (1)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 유럽 주요국 국채 10년물의 독일 국채 대비 스프레드 (2)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

1. 프랑스 재정불안 심화 원인 점검

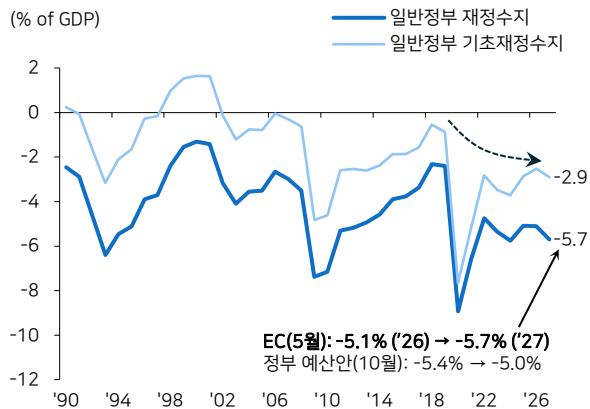
구조적 문제: 큰 정부와 재정건전화 지연

프랑스의 재정불안이 누적된 원인으로는 1) 오랜 기간 큰 정부를 꾸려 오면서 비대해진 살림, 2) 재정건전화 지연, 그리고 3) 국채 이자부담 급증을 들 수 있다. 먼저, 프랑스는 일반정부(General government) 지출이 2002년 이후 GDP의 50%를 줄곤 상회해 왔고, 이에 비례하여 재정수입(≒조세부담률)도 유로존 내 최고 수준을 유지하고 있다. 2025년을 기준으로 보면 이자부담을 제외한 일반정부 지출은 GDP의 55%, 일반정부 수입은 52.1%에 달한다.

글로벌 금융위기 이후 2017년까지는 프랑스의 기초재정수지(이자비용을 제외한 재정수지) 적자폭은 점차 줄어 균형에 근접하고 있었다. 그러나 재정건전화 진전의 이면에는 세금이 너무 높아 민간 경제를 제약한다는 인식이 자리했다. 마크롱 행정부 초기인 2018년, 이를 타개하기 위한 공급측 개혁 차원의 감세를 단행한다. 세율이 낮아지면 투자가 늘며 생산성이 증가할 것이라 기대했기 때문이다.

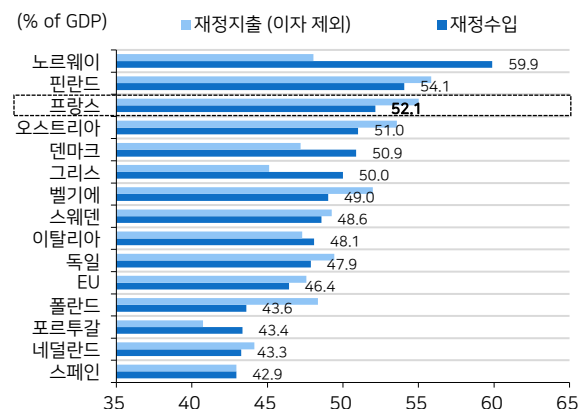
이 과정에서 계획대로라면 감세분 만큼 지출개혁이 이루어져야 했으나, 2020~21년의 코로나19와 2022년의 러시아-우크라이나 전쟁발 에너지 위기로 재정건전화가 더욱 지연되었다¹. 2023~24년은 저성장에 따른 세수부족까지 겹치며 기초재정수지 적자폭이 GDP의 3%를 웃돌며 상황은 더욱 악화되었다. 2025~26년은 증세로 기초재정적자폭을 줄였으나, 정치적 교착으로 지출 구조개혁(연금개혁이 대표적)은 계속 지연되었다. 유럽 집행위원회는 올해 5월, 추가적인 개혁이 없을 경우 2027년 재정적자비율이 2026년 대비 상승한 5.7%에 달할 것임을 지적한 바 있었다.

그림3 프랑스 재정적자/GDP 비율



자료: European Commission('26.5월), 메리츠증권 리서치센터

그림4 유럽 각국의 GDP대비 재정수입, 지출 비율 (2025)



자료: European Commission('26.5월), 메리츠증권 리서치센터

¹ Bruegel, "National fiscal policy responses to the energy crisis"에 따르면, 2021년 9월부터 2023년 1월까지 에너지 위기 대응 차원에서 배정된 프랑스 예산은 921억 유로로 GDP의 3.7%에 달했음

2027년부터 저쿠폰 장기국채 상환/차환 본격화

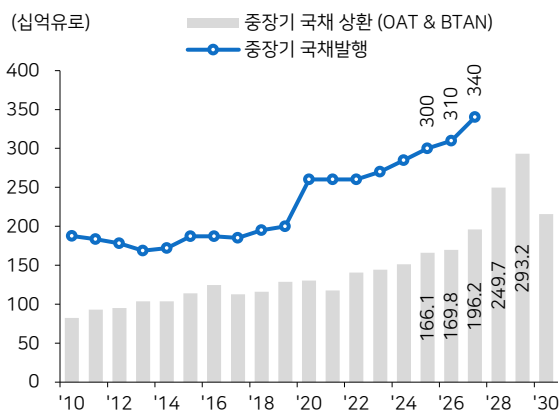
여기에, 코로나19 직후 저금리 구간에서 발행된 국채 상환이 도래했고, 상환/차환을 위해 신규발행을 높은 금리에서 해야 하다 보니 부담해야 하는 이자와 절대적인 증장기 채권발행 규모가 늘었다.

2027년 상환 예정 장기 국채는 1,962억 유로로 2026년의 1,698억 유로 대비 15% 늘어난 규모이다. 2028~29년의 경우 2,497억 유로와 2,932억 유로로 더욱 늘게 된다. 증장기 국채발행은 기존 국채 상환부담과 당해년의 기초 재정적자를 커버해야 하기에 2027년 증장기채 총 발행액도 3,400억 유로로 커졌다(2025~26년 3,000억과 3,100억 유로). 2028~29년 발행규모는 상환 압력만 고려해도 추가 적인 증가가 불가피하다. 공급부담 가중에 대한 우려가 증폭될 수밖에 없다.

기존 채권을 상환하고 이를 새로운 국채로 갈아 끼우는 과정에서 나타날 부담도 크다. 2026년부터 2030년까지의 5개년 동안 각 해 별로 만기가 도래하는 증장기채의 평균쿠폰은 1.26%(2026년), 1.70%(2027년), 1.10%(2028년), 2.11%(2029년), 1.82%(2030년)이다. 현행 10년 만기 국채금리 4.84%에 비하면 현저히 낮은 수준이기에 실효 이자부담 증가로 연결될 수밖에 없다.

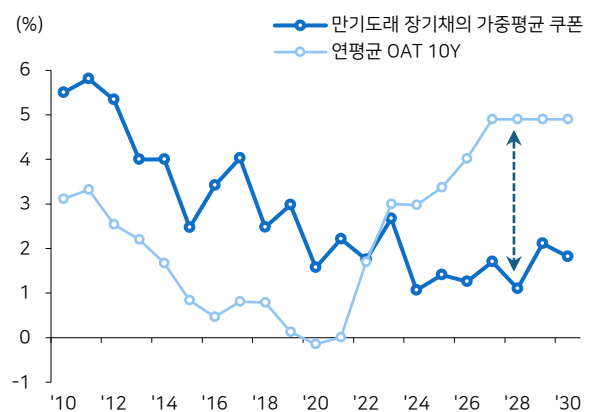
이제는 실질 성장률(g: IMF 전망 '26년 0.4%, '27년 0.7%) 대비 실질금리(r)가 크게 높아지며 더욱 강력한 재정개혁(기초재정적자 조정) 만이 재정건전성 제고를 담보할 수 있게 되었다.

그림5 장기국채 발행부담 및 저쿠폰 발행부채 차환 압력



주: OAT(2~50년 만기 국채), BTAN(중기 통안채: 13년 이후 중단)
자료: Agence France Tresor, 메리츠증권 리서치센터

그림6 만기도래 장기채의 가중평균 쿠폰과 시중금리



주: 2027~30년은 프랑스 10년 국채금리 4.9%를 대입
자료: Agence France Tresor, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2. 2027년 예산안: 이번에는 긴축 재정 통과가 가능할까?

급기야 프랑스 행정부는 재정적자/GDP 비율을 2026년 5.4%에서 2027년 5.0%로 낮추는 내년도 예산안을 10월 1일 의회에 제안했다. 올해 재정적자비율이 기존 5.1%에서 5.4%로 높아진 것은, 1) 중동 전쟁 장기화에 따른 에너지 보조금 부담, 2) 올해(2026년) 경제성장률 부진(프랑스 정부 0.5%, IMF 0.4% vs 예산 편성 당시 0.7~1.0%), 3) 고금리에 따른 이자비용 급증 등이 맞물린 결과이다. 여기에서 다시 재정적자비율을 줄이는 방향으로 가겠다는 것이다.

당연하게도 2027년 예산안에는 430억 유로 규모의 새로운 긴축 재정 프로그램이 포함되어 있다. 중앙정부 예산을 동결하고, 사회보장 지급을 동결하거나 줄이며, 기업부문 사회보험료와 연금수령자들에 대한 세금 감면을 축소하는 사실상의 증세 조치도 있다. 프랑스 정부는 현재 상황을 방지할 경우 내년 재정적자/GDP 비율이 6.5%까지 확대될 수 있다고 진단했다.

관건은 정치권이 이러한 예산안에 협조적으로 나설 지에 있다. 2025년의 경우, 당시 바르니에(Barnier) 총리 주도의 행정부가 600억 유로 규모의 세입/지출 조정을 추진했지만, 르펜의 RN(국민행동)이 이를 반대했고, 행정부가 헌법 49조 3항을 통한 강행 의지를 내비치자 의회가 총리를 불신임했던 전례가 있다.

2026년의 경우도 불신임 표결 반복과 야당과의 거래로 예산을 먼저 성립시키는 과정에서 긴축이 약화되었다. 이러한 전례는 프랑스에서 긴축안이 무리 없이 의회를 통과하리라 예단하는 것은 무리임을 시사한다. 때문에 금융시장도 재정적자가 GDP대비 6%를 넘어갈 수 있다는 시나리오를 걱정하는 것이다.

프랑스 장기금리 하향 안정화 조건

그렇다면 반대로 프랑스 장기금리가 안정화되기 위한 조건은 무엇일까?

첫째, 정부안 대로, 혹은 이에 가까운 형태로 2027년 예산안이 통과되는 것이다. 연금수급자들이 물가상승률보다 적은 수급 상승률을 받아들이도록 하는가, 주택/가족수당 동결이나 선택적 증세에 정치권이 동의하는 지 여부가 핵심이다. 다음으로는, 의회의 동의가 있는 상태로 법과 재정이 실제 집행되는지가 중요하다.

표1 2027년 예산안 중 긴축재정 주요 내용		
부문	주요 내용	주요 내용
중앙정부/공공기관	1) 국방 제외 예산 동결, 2) 중앙부처/공공기관 인원 축소	€9.0bn
사회보장	1) 연금 indexation 억제, 2) 의료·약가 절감, 3) 병가 급여 개혁, 4) 일부 사회급여 동결	€12.0bn
지방정부	1) 지방정부 지출 증가를 물가상승률 수준으로 제한	€5.5bn
세입	1) 기업 사회보험료 감면, 2) 대기업 surtax 연장, 3) 연금수령자 세금감면↓, 4) 교통·당류 등 과세 확대	€16.5bn
소계	상기한 PLF+PLFSS 신규조치 효과	€43.0bn
기존 조치	작년 결정된 조치의 full effect: 의료비 본인부담 확대, 실업보험 개혁 등	€11.0bn
총계		€54.0bn

자료: Info.gouv.fr, "Compte rendu du Conseil des ministres du 01 Octobre 2026"

둘째, 대선 후보들이 재정건전화 의지를 보여 주어야 한다. 하지만 현실적으로 쉽지 않다. 현재 원내 1당 진영인 좌파연합 내 다수당(LFI)의 당수 Melénchon은 지출 축소나 연금 삭감에 반대하며, 심지어 ECB가 보유한 프랑스 채권 일부를 탕감하자는 주장을 해오고 있는 인사이다. 우파인 Le Pen(RN, 원내 제3당)은 지출 삭감에 그나마 우호적이다.

문제는 노령연금 개혁(은퇴연령 연장, 수급 축소 등)에 대해서는 현재 집권 중인 중도를 제외한 그 어떤 진영도 환영하지 않는다는 것이 고질적인 문제이다. 역설적으로, 공공행진 중인 프랑스 국채금리가 상기 두 가지 조건이 충족되도록 하는 시장의 압박 역할을 한다는 관점에서 향후 상황을 주시할 필요가 있겠다.

현재까지의 상황을 보면, 10월 1일 제안된 예산안(430억 유로의 긴축재정) 및 연금수령자 세금감면 축소 안이 의회 재정위원회를 모두 통과하지 못했다. 한편, 사회당(PS)이 예산안을 폐기하려는 안을 본회의에 상정했는데, Le Pen의 RN이 즉시 폐기 시도를 적극적으로 막으며 부결되었다.

따라서 예산안 자체의 성립 가능성은 커졌으나, 정부안 일부 수정 및 정치권과의 타협이 불가피하게 되었다. 2026년 예산안을 올해 2월에 뒤늦게 통과시킬 때, 프랑스 정부는 핵심 연금개혁 어젠다(법정 은퇴연령 연장, 완전연금 수령에 필요한 보험가입기간 동결)를 2027년 대선 이후로 미룬다는 카드로 사회당을 설득했다.

만약 2027년에도 긴축안의 요체인 사회지출 삭감이나 연금수급액의 물가상승률 연동 약화를 또 양보하게 된다면 긴축 의지가 퇴색되며 프랑스 국채의 추가 할인(즉, 금리 상승)이 불가피해질 것이다. 예산안이 430억 유로를 소폭 밀도는 300억 유로 이상의 적자 감면으로 귀결된다면 시장이 안도할 가능성이 크다 하겠다.

표2 각 정당의 재정개혁 및 성장전략 스탠스

	중도 (Renaissance, Horizons 등)	Socialist Party (PS)	Mélenchon (LFI)	Le Pen (RN)
재정적자 축소	■ 강하게 인정	■ 인정	■ 우선순위 낮음	■ 최근 매우 강조
축소 방법	■ 지출 억제 + 구조개혁 ■ 성장률 제고	■ 증세 중심 ■ 제한적 지출조정	■ 증세 + 확장재정 ■ debt restructuring 성격	■ 대규모 지출삭감 중심
부유층 세금	■ 대체로 반대 또는 제한적	■ 강한 찬성	■ 강한 찬성	■ 일부 부유세 수용
기업세 / 생산세	■ 인하 선호	■ 인상 또는 감면 축소	■ 대폭 인상	■ 감세/기업지원, 지출삭감 병행
사회보험료	■ 감면 옹호. 특히 고용에 부과되는 조세 및 사회보험료 부담 축소 옹호	■ 감면 축소 가능	■ 감면 축소 · 증세	■ 선택적 감면 유지/확대 가능
연금 삭감	■ 은퇴연령 연장, 개혁에 적극적	■ 반대	■ 강력 반대	■ 대체로 반대
공공지출	■ 구조적인 GDP 대비 비중 ↓	■ 보호/확대	■ 적극 확대	■ GDP 50% 이하로 축소
공무원 · 정부조직	■ 인력/기관 효율화, 지출통제	■ 대규모 감축에 부정적	■ 확대 또는 보호	■ 행정비용/기관 축소 강조
과잉부채 개선안	■ 기초재정수지 개선, 잠재성장률 상승	■ 세입확대로 개선	■ ECB 보유채권 일부 탕감 주장	■ 기초재정수지 흑자, 재정적자 축소 법제화(Golden rule)
EU fiscal rules	■ 기본적으로 준수	■ 준수하되 유연성 요구	■ 강하게 비판	■ 재정건전성은 강조하지만 EU와 충돌 가능
성장전략	■ 투자, 고용, 생산성 제고 ■ 기업경쟁력 개선	■ 수요 · 공공투자 + 재분배	■ 강한 재정확장 · 공공투자	■ 규제완화, 감세 ■ 국내산업 보호주의
금융시장 시사점	■ 가장 익숙; 신뢰도 높음	■ 중간 정도 우려	■ 가장 큰 tail risk	■ Rhetoric은 개선됐으나 실행 가능성에 대한 의구심

주: 금융시장 시사점은 각 정당의 공식 입장이 아니라 정책내용을 바탕으로 한 당사 평가임

자료: 각 정당 공식자료, Le Monde(8월 29일), Reuters(10월 2일, 10월 6일, 10월 13일), 메리츠증권 리서치센터

3. 타국으로의 전염 가능성, 그리고 과거 재정위기의 재현 여부

타국으로의 전염 가능성

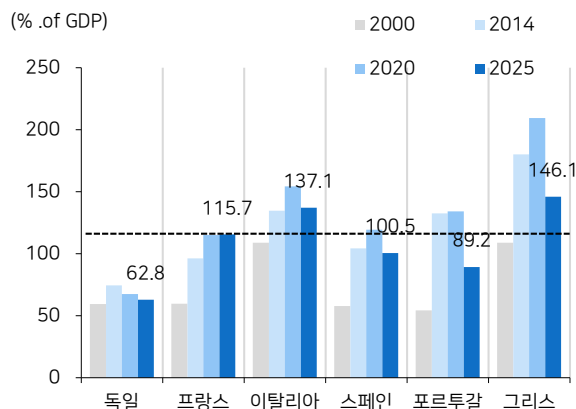
마지막으로 점검할 논점은 1) 프랑스 재정불안이 타국으로 전염되고 있는가와 2) 프랑스가 재정위기로 들어갈 것인가에 있다. 1)의 문제를 쉽게 이야기하면, 국가(일반정부)채무 비율이 GDP대비 100%를 넘고, 심지어 프랑스보다 비율이 높은 국가들이 프랑스와 같이 도매금으로 취급당하게 될 지 여부가 되겠다. 이는 이미 우리가 10월 13일 전략공감2.0, “오늘의 차트: 프랑스, 낮아지는 신뢰와 높아지는 금리”에서 다룬 바 있었다.

이탈리아나 그리스도 독일과의 국채금리 스프레드를 벌리고 있지만, 프랑스보다 스프레드 확대 폭이 적은 이유는, 1) 국가채무비율(stock)이 각각 137%(이탈리아)와 146%(그리스)로 116%인 프랑스를 크게 상회하고 있음에도, 2) GDP대비 재정적자가 프랑스 대비 훨씬 작기 때문이다. 그리스는 재정흑자로 기울었고, 이탈리아도 이자비용을 포함한 재정적자가 작년 4분기 이후 3개 분기 연속 GDP대비 3% 이내로 줄어 들었다(안정 성장협약(SGP) 재정적자 충족).

향후 타국으로의 재정불안 전염 본격화 여부와 관련해서 봐야 하는 것은, 유럽 은행 주가와 대출태도일 것이다. 국채금리가 고공행진을 거듭할 경우 은행의 채권 평가손이 확대되고, 심할 경우 신용공여를 제약할 수 있기 때문이다. 이 경우 은행부실이 국채시장으로 전염될 가능성을 우려해야 한다. 2011~12년 스페인과 아일랜드가 경험했던 경로이다. 이는 아직 나타나지 않고 있다.

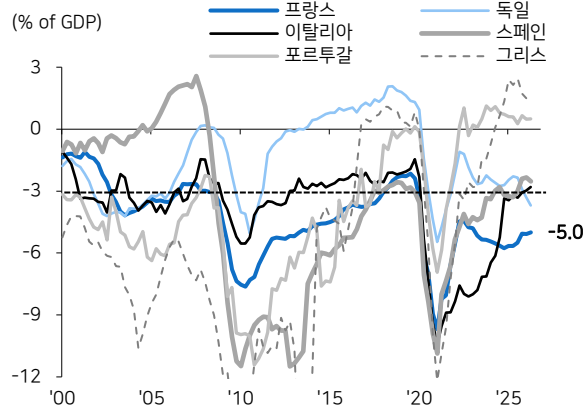
타국으로의 전염이 확산되어 독일 국채 대비 이탈리아, 그리스 국채 스프레드가 더욱 벌어진다면 ECB가 TPI(Transmission Protection Instrument)로 이들 국채를 사주며 전염을 차단할 가능성을 생각해야 한다. 한편, TPI는 프랑스에 직접 적용이 어려워 보인다. TPI 동원 조건이 1) EU 재정 프레임워크 준수, 2) 심각한 거시경제 불균형 없음, 3) 재정의 지속 가능성, 4) 건전하고 지속 가능한 거시경제 정책 존재를 전제로 하기 때문이다. 프랑스는 3)~4)의 조건을 충족시키지 못한다.

그림7 유럽 주요국 일반정부 채무비율



자료: European Commission, 메리츠증권 리서치센터

그림8 유럽 주요국 일반정부 재정수지 (분기별, 이자비용 포함)



자료: European Commission, 메리츠증권 리서치센터

과거 재정위기의 원인과 프랑스와의 차이점

끝으로, 현재 프랑스 상황을 2010년대 남유럽 재정위기와 유사하다고 이야기하기는 어렵다고 생각한다. 재정위기를 경험한 국가와 프랑스가 유사점을 띠는 것은 국가채무 비율이 높고, 재정건전성을 관찰시킬 수 있는지에 대한 신뢰성 문제에 있다. 반면, 1) 쌍둥이 적자의 심화(그리스, 포르투갈), 2) 부동산 시장 위축-은행 위기로부터의 전염(아일랜드, 스페인)과는 거리가 있다.

가장 유사한 과거 사례는 2011년 이탈리아다. 당시 이탈리아는 높은 국가채무 비율과 더불어 베를루스코니(Berlusconi) 정부의 정책실행과 건전한 재정으로의 조정(fiscal adjustment) 능력에 대한 의구심이 존재했었다. 프랑스의 2027년 예산안이 원활하게 통과되고, 내년 대권주자들이 확고한 재정 건전성 제고 의지를 드러내는 게 무엇보다 중요함을 보여 주는 역사적 교훈이다.

표3 2010년대 남유럽 재정위기 전개 방향과 2026년 프랑스와의 유사성

국가	위기 전 핵심 취약성	직접적인 위기 발화점	위기 증폭 매커니즘	현재 프랑스와의 유사성
Greece 2010	- 구조적 재정적자 + 매우 높은 부채비율 + 대규모 경상적자 (11% of GDP) + 경쟁력 상실 2009년 재정적자비율 15%, 부채비율 130%	재정통계 대폭 수정 → 정부 숫자 신뢰 붕괴 → Market access 상실	외국인 투매 → 금리 급등 → 긴축 → 경기침체 → debt/GDP 악화 → 은행 B/S 압박	낮음~중간. 프랑스도 국가채무 비율이 높고, 재정 신뢰성 문제 있으나, 통계 신뢰 문제, 대규모 경상적자와 두 자리 수 재정적자 비율 X
Ireland 2010	- 민간 신용/부동산 버블 - 은행자산이 GDP의 수 배, 도매금융 의존	부동산 붕괴 → 은행 대손 → 정부가 은행부채 보증 · recap	- Bank → sovereign loop - 은행손실이 국가재정으로 이전되어 debt 급증	낮음. 프랑스는 은행, 주택시장이 원인 아님. 다만 국제위기 심화가 은행으로 전염은 가능
Portugal 2011	- 저성장, 낮은 생산성 + 경쟁력 악화 - 만성적 재정적자 및 대외불균형 심화	유로존 위기전염 + 정부 · 은행의 wholesale funding access 악화	- 저성장 → Debt 부담 ↑ → 위험 프리미엄 ↑ → 긴축 → 성장 추가 악화 - 동시에 대외 조달 창구가 갑작스럽게 막힘	중간. 프랑스도 저성장 및 재정조정 난항 있으나, 당시 포르투갈처럼 GDP대비 10%대 경상적자나 막대한 외자의존 X
Spain 2011~12	- 민간부채, 부동산 버블 - Cajas의 부동산 대출 집중	주택가격 붕괴 → 은행 자본부족 → Bankia 등 문제 부각	- 주택시장 → 은행 → 국채로 위험 전염 - 은행 bailout 우려가 국채 위험을 높이고, 국채위험이 다시 은행 자금조달 여건 악화	낮음. France의 출발점은 정부재정. 단, 위기 진행시 Sovereign-bank loop 발생 가능
Italy 2011	- 높은 Debt/GDP + 저성장 + 대규모 차환 부담 - 반면, 재정/경상적자 및 은행여건은 그리스보다 훨씬 건전	- 그리스 발 남유럽 재정위기 전염 - Berlusconi 정부 정책 실행능력에 대한 신뢰 하락	- 정부 정책 신뢰 ↓ → 이탈리아-독일 스프레드 ↑ → 조달금리 상승 → 재정의 지속가능성 우려 ↑ - 은행 funding까지 악화	매우 높음. 실제 국가부도, 구제금융 신청보다 정부가 필요한 fiscal adjustment을 실행할 수 있는가가 시장의 질문임
France 2026	- 구조적 재정적자 지속 및 120%대 Debt/GDP - 복지지출의 경직성 + 낮은 잠재성장률 2027~29 저쿠폰 debt rollover	- 과반 정당 없음 + 2027 선거 → 재정조정 실행 가능성 의심 - 글로벌 금리 동반 상승 요인 가세	- 정치적 분열 → 재정 조정 지연 → 장기국채 위험 프리미엄 급증 → 차환비용과 이자부담 증가 → 필요한 primary adjustment ↑ → 정치적 난항 가중	- 현재는 재정신뢰성 문제일 뿐, Funding crisis 아님. - IMF도 현 속도의 재정긴축으로는 2029 EDP 총료가 어렵고 거시경제 · 재정 간의 악순환 위험이 있다고 평가 중

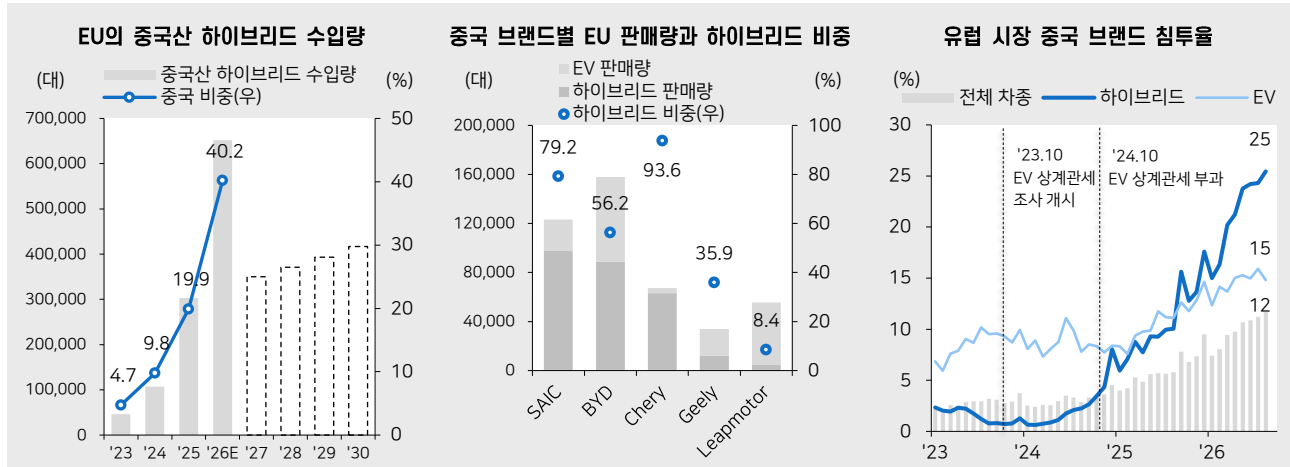
주: 위기 발발 원인 및 전개경로는 IMF 사후평가를 바탕으로 당사 재분류

자료: IMF, European Stability Mechanism(ESM), ECB, 메리츠증권 리서치센터 정리

오늘의 차트

최선휘 연구위원

중·EU 하이브리드 쿼터 영향 점검



주1: '26년은 1~7월 누적 수입량을 단순 연월화한 수치. '27~'30년 점선은 쿼터 상한(블룸버그 보도 기준)

주2: '26년 1~7월 EU27 하이브리드 판매 상위 5개 그룹. 하이브리드=PHEV+HEV

주3: 유럽(EU-EFTA-영국 합산) 판매대수 기준. 중국 브랜드에는 Polestar, DR, EVO, Chery-Ebro, Stellantis-Leapmotor Ventures 포함

자료: Eurostat, SNE Research, Dataforce, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

중국과 EU는 10월 베이징 통상협약에서 하이브리드 교역에 관한 잠정 합의를 이뤘다. 블룸버그에 따르면 EU는 이르면 12월 1일부터 중국산 하이브리드 수입을 첫째 35만 대로 제한하고, 이후 한도를 매년 6%씩 늘려 4년간 운용할 계획이다.

하이브리드는 그동안 전기차 관세의 우회로였다. '24년 10월부터 중국산 EV에는 최고 45.3%의 관세가 부과됐지만, 하이브리드에는 일반관세 10%만 적용됐다. 관세 격차 속에 EU의 중국산 하이브리드 수입량은 '24년 11만 대에서 올해 1~7월 연월 65만 대로 6배 가까이 늘었고, EU 역외 하이브리드 수입의 40%를 넘어섰다.

합의가 원안대로 시행되면 단기 물량 감소는 불가피하다. 첫째 쿼터가 올해 연월 수입량의 54%에 불과하기 때문이다. 다만 충격은 기업별로 상이할 전망이다. 올해 1~7월 누적 EU 하이브리드 판매는 SAIC(9.8만 대)와 BYD(8.9만 대)가 가장 많고, 전체 판매 중 하이브리드 비중은 Chery가 94%로 가장 높다. 반면 Geely와 Leapmotor는 EV 중심 판매 구조로 영향이 제한적이다.

중장기 영향은 제한적일 전망이다. EV 상계관세가 부과된 '24년 10월 이후에도 유럽 EV 시장의 중국 브랜드 점유율은 8%대에서 현재 15%까지 높아졌다. 관세를 감수한 EV 수출이 이미 대체 경로로 작동하고 있고, 역내 생산도 늘고 있다. Chery는 합작사 Ebro를 통해 바르셀로나에서 차량을 조립하고 있고, BYD는 4분기 헝가리 공장 양산을 앞두고 있다. 쿼터 역시 중국 브랜드의 유럽 점유율 확대를 막기는 어려울 것으로 판단한다.

칼럼의 재해석

우서현 연구원

내 몸은 내가 젤 잘 알아? 나보다 나를 잘 아는 AI (Bloomberg)

“내 몸은 내가 제일 잘 안다”는 말도 머지않아 옛말이 될지 모른다. 최근 구글의 Fitbit Air를 구매해 사용하기 시작했다. 화면도, 알람도 없는 가벼운 밴드지만 손목 위 센서는 하루 종일 심박수와 활동량을 측정하고, 잠든 사이에는 수면과 수면 단계 등을 기록한다. AI가 나보다 더 꾸준히 내 몸을 관찰하고, 내가 알아채지 못한 변화도 찾아내기 시작한 것이다.

이 변화는 웨어러블 하나의 유행으로 끝나지 않을 것이다. AI의 경쟁 무대는 데이터센터와 LLM 모델에서, 일상 속 기기로 확장되고 있다. 빅테크 기업들의 투자처가 구체화되면 필요로 하는 반도체 종류와 양도 역시 달라진다. 그간 첨단반도체에 집중됐던 관심은 각종 인터페이스 반도체로 확장될 수 있다. AI의 진화가 반도체 산업의 새로운 수요를 어디까지 넓힐지 주목할 시점이다.

나보다 나를 더 잘 아는 AI?

아침에 눈을 떴다. 분명 7시간은 잔 것 같은데, 몸은 천근만근이다. 오늘 운동을 갈지, 커피를 짬하게 한 잔 더 마셔야 할지 고민된다. 그런데 앞으로는 이런 고민을 AI가 먼저 해결해 줄지도 모른다. “어제는 충분히 잤지만, 몸이 완전히 회복되지는 않았어요. 오늘은 무리하지 말고 가볍게 운동하는 게 어떨까요?” -Google Health-

손목에 찬 Fitbit Air나 Whoop가 심박수, 활동량, 밤사이 수면을 측정하고 AI가 이를 종합해 오늘의 컨디션을 알려주는 식이다. 내가 일일이 앱을 열어 수치를 확인하고 해석할 필요도 없다. 내 몸 상태를 먼저 파악한 AI가 오늘 하루를 어떻게 보내면 될지 먼저 알려주는 것이다.

BambooHR 조사에 따르면, 미국 직장인의 하루 평균 AI 사용 시간은 87분으로 이용 목적 역시 정보 검색이나 단순 반복 작업과 같은 업무 보조 활동에 국한된다. AI는 더 이상 하루 87분 동안만 존재하지 않을 것이다. 사용자의 일정과 건강, 소비와 업무를 실시간으로 이해하며 하루 종일 함께하는 존재로 진화하고 있다.

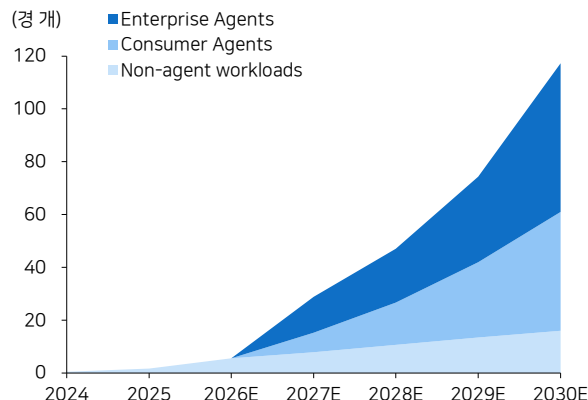
내년부터는 Agent AI가 생성하는 데이터(토큰)가 인간이 생성하는 규모를 뛰어넘을 것으로 예상된다 (그림2). 빅테크들은 소비자들의 맞춤형 데이터를 확보하고 이를 자신들의 AI 생태계로 획일화하기 위해 더욱 노력할 것이다.

그림1 구글 신규 웨어러블 기기: Fitbit Air



자료: Google, 메리츠증권 리서치센터

그림2 글로벌 월간 토큰 소비량 전망: 2027년 AI > 인간



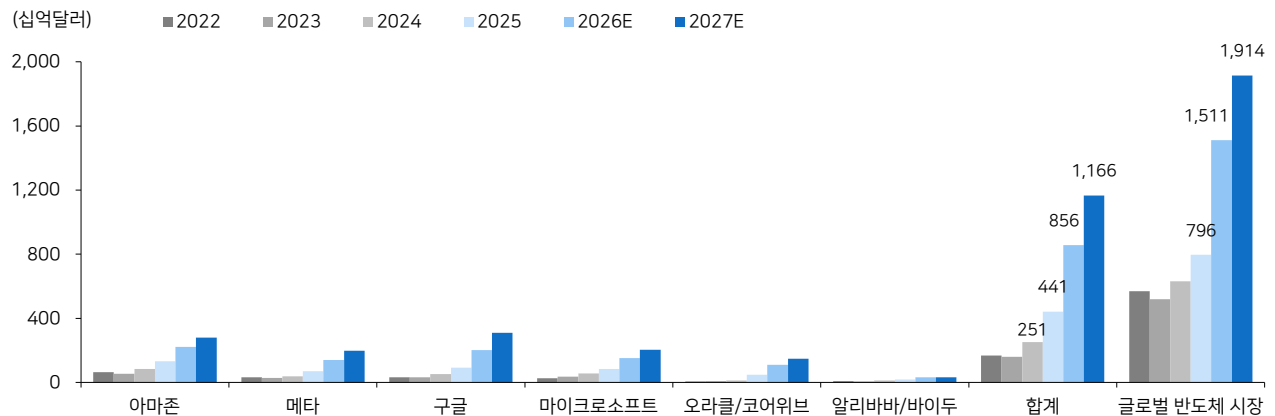
자료: 골드만삭스, 메리츠증권 리서치센터

2027년 AI Capex 1조달러의 행선지는?

내년 주요 빅테크 기업들의 Capex는 사상 처음 1조달러를 넘어설 전망이다. **‘주목할 점은 이제 이들의 투자처가 조금씩 구체화되고 있다는 것이다’**. 지난 2년간 AI 경쟁은 비교적 단순했다. 더 많은 데이터센터를 확보하고, 경쟁사보다 더 뛰어난 LLM 모델 구축이라는 ‘동일한 자산’과 ‘서비스’ 경쟁에 중점을 두었다. 요즘은 각자의 AI를 소비자들의 일상 속으로 침투시키기 다양한 시도가 확인된다.

메타는 Muse와 AI 글라스를, 구글은 Gemini 기반의 안드로이드와 Fitbit 생태계를, 아마존은 미국 전역에 보급된 Alexa를 중심으로 한 가정용 AI를 구축 중이다. 모델 성능의 격차는 언제든 좁혀갈 수 있지만, 사용자를 이해하고 생태계를 견고히 하는 역량은 쉽게 따라잡기 어렵다. 결국 앞으로의 AI 경쟁은 누가 더 똑똑한 모델을 보유했는가보다, 누가 더 오랜 시간 사용자와 함께하며 더 많은 데이터를 축적하는가에 의해 결정될 가능성이 높다.

그림3 빅테크 Capex 추이 및 전망: 2026E/2027E 0.9조달러/1.2조달러 (vs 글로벌 반도체 시장 규모 1.5조달러/1.9조달러)



자료: Bloomberg, 세계반도체무역통계기구, 메리츠증권 리서치센터

표1 주요 빅테크 AI 전략 정리

기업	기존 핵심 전략	AI 하드웨어 · 소비자 접점 전략	주요 AI 모델 · 서비스
Meta	소셜 네트워크 · 광고 · 콘텐츠 생태계	AI 글라스로 카메라 · 음성 · 시각 정보를 확보. 일상에서 상시 작동하는 개인형 AI 에이전트 구축	Llama, Meta AI, Muse
Google	검색 · 광고 · Android · 클라우드	스마트폰, 스마트 글라스, 건강관리 기기로 확장. Fitbit Air와 건강 데이터 기반 개인화	Gemini, Google Health Coach
Amazon	전자상거래 · AWS · 물류	가정 내 Alexa를 접점으로 AI 생태계 발전 도모. 음성 기반 쇼핑 · 일정 관리 · 스마트홈 제어를 통합	Alexa+, Amazon Nova
Apple	iPhone 중심 하드웨어 · 서비스 생태계	iPhone · Apple Watch · AirPods · Mac을 연결. 온디바이스 AI와 개인정보 보호를 차별화 요소로 활용	Apple Intelligence, Apple Foundation Models
Microsoft	Windows · Office · 기업용 클라우드	Copilot을 PC와 업무 환경에 통합. 클라우드와 로컬 연산을 결합해 AI 에이전트의 실행 기반을 구축	Copilot, Phi
NVIDIA	GPU · 가속 컴퓨팅 · AI 개발 플랫폼	데이터센터용 AI 인프라에서 로봇 · 자동차 · 개인용 AI 컴퓨팅까지 플랫폼 확장	Nemotron, Isaac, DRIVE

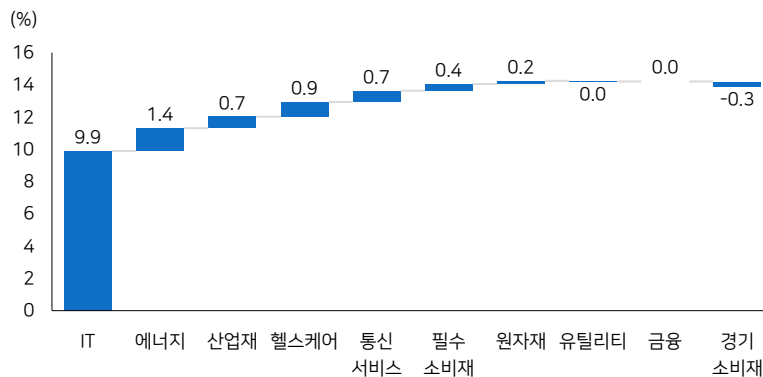
자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

AI가 만들어낸 변화는 이미 숫자로 확인되고 있다. 비단 지난주까지, S&P500, 대만 가권지수 등 글로벌 주요 증시의 신고가 행진이 재개되었으며, S&P500 내에서 가장 큰 기여를 한 섹터 역시 IT(AI)였다. 2026년 S&P500은 YTD +13.9%를 기록하고 있으며, 그중 IT 섹터가 +9.9%로 지수를 견인 중이다 (그림 4, 5).

국가 단위로 보더라도 차이는 뚜렷하다. AI 인프라와 생태계를 확보한 국가들은 생산성과 투자 확대의 수혜를 누리고 있는 반면, 그렇지 못한 국가들은 성장률 둔화가 확인된다. AI는 더 이상 미래의 기술이 아니라, 이미 경제와 기업 실적, 그리고 자산 가격을 움직이는 핵심 변수로 뿌리내렸다.

내년도 역시 역대 최대 수준의 Capex 자금 집행이 예정되어 있다. 빅테크 기업들의 구체화된 AI 전략이 또 한번, IT 산업 전반의 공급 균형에 부담을 가할 것으로 전망된다. 특히, 각 사의 하드웨어 출시 계획은 그간 소외되었던 레거시 기업들에게도 AI의 변화를 실감할 수 있게 도울 것이다.

그림4 2026년 S&P500 섹터별 수익률 기여도 분류



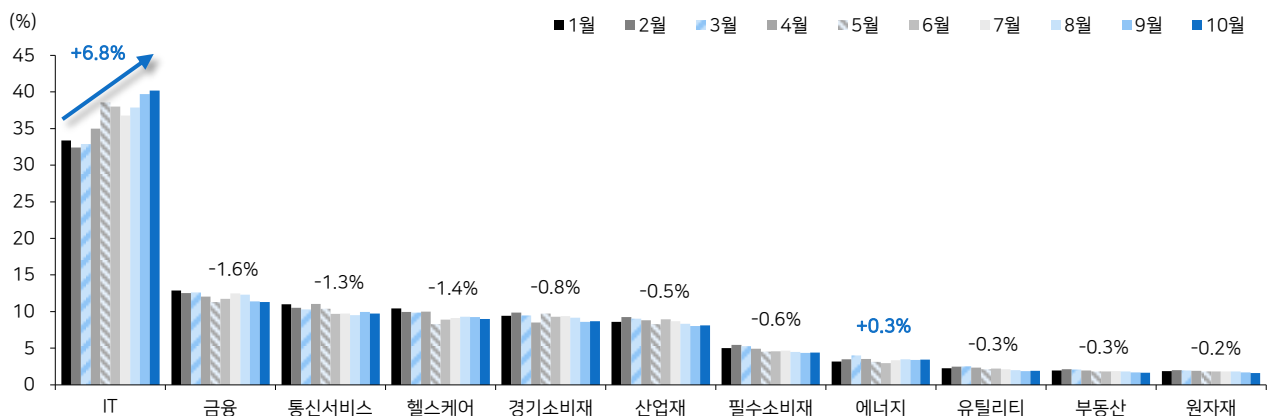
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

표2 주요국 분기별 GDP 성장률 추이

(% YoY)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E
미국	2.6	2.2	2.2	1.7
대만	15.4	12.9	12.9	11.4
한국	3.8	3.7	3.3	2.9
일본	1.9	1.4	0.4	0.4
독일	0.7	1.0	1.0	1.1
영국	0.8	1.4	1.1	1.3
중국	5.0	4.3	4.3	4.5
인도	8.6	7.8	7.0	7.0

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 2026년 S&P500 섹터별 구성 비중 변화: IT 쏠림 강화 가속화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

지난 2년 동안 시장의 관심은 GPU/HBM 등 소수 첨단 제품에 집중되었지만, 실제로는 훨씬 넓은 영역에서 수혜가 나타나고 있다. 모든 공정의 파운드리 가동률이 회복하고 있으며, 기판과 패키징 투자 역시 역사적 수준으로 확대되고 있다.

특히, 레거시 파운드리 회복률에 주목할 필요가 있다. 비메모리 반도체의 경우, 각 제품마다 쓰임새와 활용 목적이 달라, 필요로 하는 파운드리 공정이 나뉘게 된다. 예를 들어, 자동차에 들어가는 반도체의 경우 1) 높은 안정성 요구, 2) 칩 사이즈 제약으로부터 자유롭기 때문에 기존 공정을 유지하고자 한다.

선두업체들이 AI 수요 대응을 위해 선단 공정을 중심의 Capa 확장을 진행하면서, 성숙 공정에서의 수요 다변화가 진행됨에도 불구하고 공급은 제한적으로 남아있다. 특히, 지난해부터 SMIC(93%)/화홍반도체(93%)/DB하이텍(94%)의 가동률이 TSMC를 제외한 주요 파운드리 업체를 상회하고 있다 (그림6).

특히, 중국 반도체 기업들의 실적 개선에 주목한다. 중국은 실리콘 웨이퍼부터 파운드리까지 반도체 공급망의 생산 기반을 독자적으로 보유하고 있다. 이들 기업의 실적에 주목하는 이유는 단순히 중국 내수 시장의 회복을 확인하기 위해서가 아니다. 대규모 생산 능력을 보유한 중국 기업들의 가격 정책은 글로벌 공급망의 가격 결정에도 지대한 영향을 미치기 때문이다. 중국 기업들이 저가 경쟁에서 벗어나 가격을 인상하고, 그 변화가 시장 전반으로 확산되는 것이 확인된다면 국내의 레거시 반도체 기업들의 수익성 회복으로 연동된다.

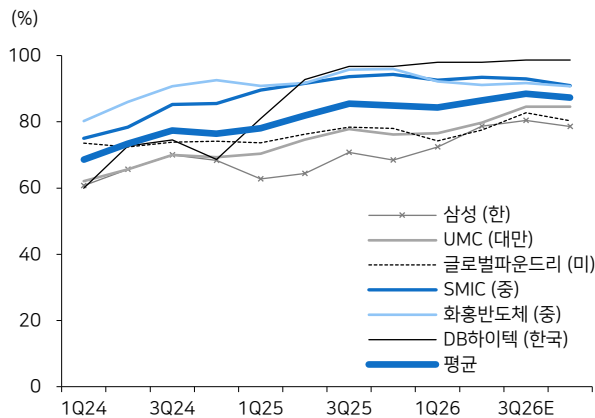
물론, 일부 기업의 실적/ASP 개선만으로 산업 전체의 가격 상승을 단정할 수 없으나 주요 중국 업체에서 확인되는 실적 개선과 가격 환경의 변화는 오랜 기간 이어진 공급 과잉과 공격적인 가격 정책의 완화 가능성을 보여주는 초기 신호로 해석 가능하다.

표3 1H26 중국 아날로그 반도체 기업 실적 정리: 업황 반등 속 실적 차별화 극명

기업명 (종목코드)	영문명	1H26 매출 (억 위안)	매출액 증가율 (% YoY)	지배주주순이익 (억 위안)	순이익 증가율 (% YoY)	매출총이익률 (%)
圣邦股份 (300661)	SG Micro	25.95	42.70	4.20	109.28	51.8
纳芯微 (688052)	Suzhou Novosense Microelectronics	25.40	66.73	0.68	흑자 전환	32.1
杰华特 (688141)	JoulWatt Technology	17.18	44.72	-5.20	적자 확대	23.9
思瑞浦 (688536)	3PEAK	16.06	69.19	3.08	368.52	49.0
上海贝岭 (600171)	Shanghai Belling	16.06	19.22	1.14	-14.9	27.47
南芯科技 (688484)	SOUTHCHIP Semiconductor Tech	15.46	5.19	-0.45	적자 전환	35.3
晶丰明源 (688368)	Shanghai Bright Power Semiconductor	14.52	98.54	0.87	449.09	37.2
艾为电子 (688798)	Awinic Technology	13.50	-1.40	0.95	-39.39	31.1
天德钰 (688252)	Jadard Technology	12.05	-0.22	1.38	-9.42	24.5
英集芯 (688209)	Shenzhen Injoinic Technology	8.09	15.24	1.04	100.01	36.5
富满微 (300671)	Shenzhen Fuman Electronics Group	6.78	77.04	0.91	흑자 전환	26.13
芯朋微 (688508)	Wuxi Chipown Micro-electronics	6.65	4.57	1.58	74.13	35.1
希荻微 (688173)	Halo Microelectronics	5.29	13.35	-0.30	적자 축소	28.8
明微电子 (688699)	Shenzhen Sunmoon Microelectronics	4.84	69.26	0.85	흑자 전환	32.97
必易微 (688045)	Shenzhen Kiwi Instruments	4.52	59.95	0.38	흑자 전환	33.2

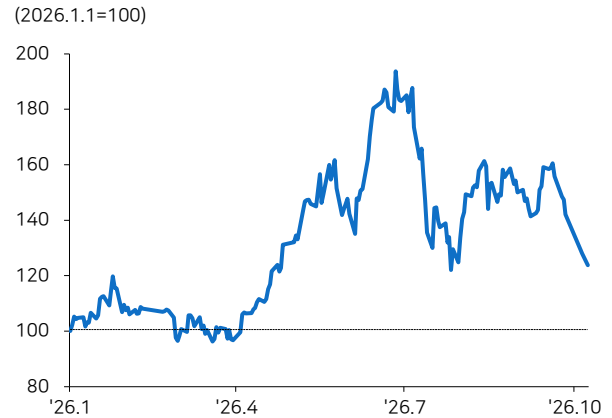
자료: sina finance, 메리츠증권 리서치센터

그림6 글로벌 파운드리 기업 가동률 추이: 레거시 우위



자료: TrendForce, 메리츠증권 리서치센터

그림7 중국 아날로그 반도체 기업 2026년 주가 변화 (표3 기업)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

AI 하드웨어 춘추전국시대 임박

최근 시험장에서는 스마트워치뿐 아니라 안경과 반지까지 검사 대상에 오르고 있다. AI 하드웨어가 손목을 넘어 일상 전반으로 확장되는 모습이다. 시장의 변화는 투자와 기업가치에서도 드러난다. Whoop는 2026년 3월 시리즈G 투자 유치에 성공적으로 마무리하며 기업가치 101억달러를 인정받았다. 스마트링 사업자인 Oura 역시 상장을 추진할 만큼 성장세를 입증했으며, IPO 시점을 검토하며 건강 데이터를 기반으로 한 웨어러블 시장의 가능성을 보여줬다.

이러한 변화는 기존 웨어러블 전문 기업에 그치지 않는다. 기존 하드웨어 시장의 절대 강자들도 AI를 새로운 기기에 접목하고 있다. 삼성전자와 구글은 젠틀몬스터/위비 파커와 협력해 Gemini 기반의 AI를 글라스를 공개했으며, 화웨이도 신체 측정 기능을 강화한 웨어러블 제품군을 확대하고 있다. 메타 역시, Ray-Ban AI 글라스를 통해 사용자의 시각과 음성을 AI에 연결하며 시장을 선도하고 있다.

애플 역시 스마트 글라스 경쟁에 앞서 스마트홈으로 AI 접점을 넓히고자 한다. 금주 공개한 HomeView는 Siri AI를 탑재한 기기로 영상 통화/홈 모니터링/도어벨, 온도조절기 등 가정 내 기기 제어를 스마트폰을 기반으로 통합하여 자체 AI 플랫폼을 만들고자 한다.

기업별 접근 방식은 다르지만, AI 경쟁이 모델 성능을 넘어 사용자의 데이터와 일상생활 접점을 확보하는 하드웨어 생태계 경쟁으로 확대되는 양상이다.

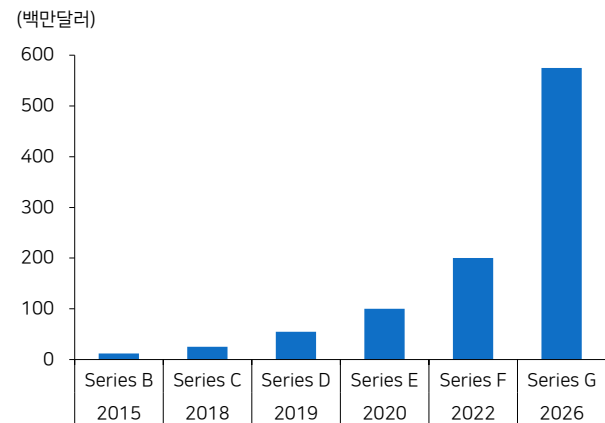
이러한 변화는 그간 일부 품목으로 집중됐던 반도체 확보 경쟁이 이미지/센서/저전력 프로세서/통신칩 등으로 넓어질 수 있을까라는 새로운 질문을 던질 것이다. 2027년 새로운 AI 기기의 등장이 반도체 수요로 얼마나 이어지는지 확인하는 시기가 될 것이다. 산업의 변화를 간과하고 있지는 않은지, 불확실성에 따른 디스카운트 수준이 적절한지 점검할 필요가 있다.

표4 AI 하드웨어 주요 뉴스 정리

분류	기업	주요 뉴스	시사점
웨어러블	구글	Gemini의 스마트폰 · 웨어러블 확장	AI 플랫폼의 하드웨어 접점 확대
	Whoop	시리즈 G 투자 유치	개인 건강 데이터 시장 확대
	삼성	AI 가전 및 웨어러블 생태계 강화	기기 간 AI 연결 확대
	메타	Ray-Ban AI 글라스 및 AI 기능 강화	시각 · 음성 기반 AI 확장
	Oura	IPO 추진 및 상장 일정 연기	스마트 링 시장의 성장 기대
스마트홈	아마존	Alexa 중심의 AI 에이전트 · 스마트홈 강화	음성 명령에서 기기 제어로 진화
	애플	Siri 기반 AI 스마트홈 기기 개발	AI의 주거 공간 진입
전용 AI	오픈AI	개인형 AI 하드웨어 개발 추진	전용 AI 기기 시장 가능성

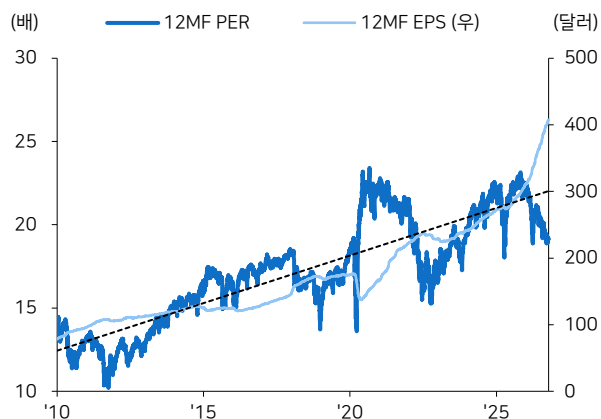
자료: 언론종합, 각사, 메리츠증권 리서치센터

그림8 Whoop 투자 타임라인: 기업가치 101억달러 등극



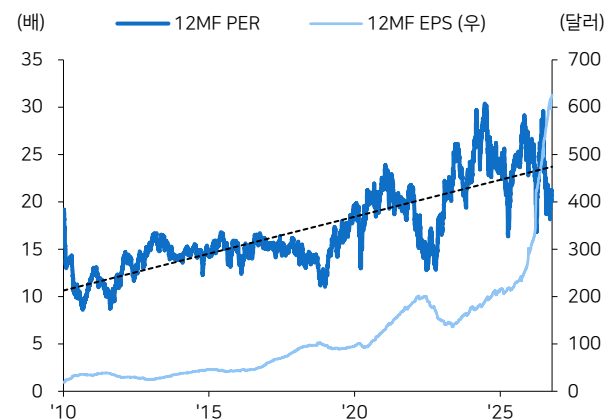
자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

그림9 S&P 500, 12MF PER/EPS 추이: PER 추세 하향 이탈



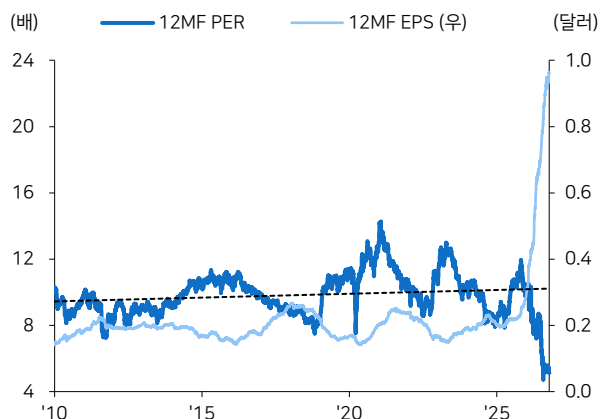
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 필라델피아 반도체 지수: PER 추세 하향 이탈



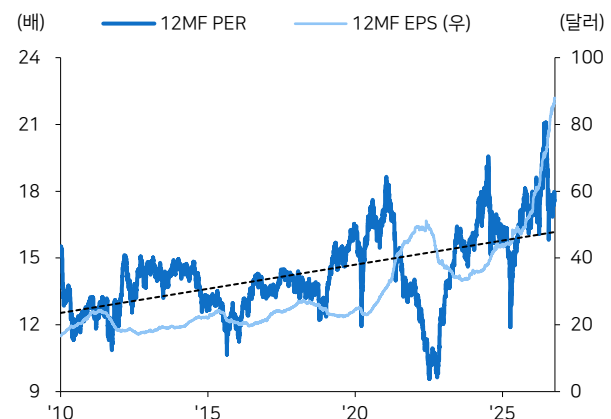
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 코스피, 12MF PER/EPS 추이: PER 역사적 하단



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 대만 가권지수: PER 건조한 방어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: Google's Fitbit Air Tracker Gives Whoop Some Serious Competition (Bloomberg)