MACRO
VIEW

2025. 8. 29.

MACRO팀

양지성 Analyst
jisung.yang@samsung.com

| 8월 | 유럽 매크로/전략 Monthly

프랑스 정치 불안 심화

본 자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보 제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료는 합리적인 정보를 바탕으로 작성된 것이지만, 투자권유의 적합성이나 완전성을 보장하지 못합니다. 따라서 투자 판단의 최종 책임은 투자자 본인에게 있으며, 본 자료는 어떠한 경우라도 법적 책임소재의 증빙으로 사용될 수 없습니다.

삼성증권

유럽 매크로/전략 Key views

유럽 매크로/전략 Key views

1 프랑스 리스크: 정치 불안 심화

- 바이루 총리에 대한 불신임 여부가 9/8 투표를 통해 결정. 바이루 총리 퇴진 가능성이 높음
- 불신임된다면, 마크롱 대통령은 의회 해산보다는 새 총리 임명을 선택할 가능성이 높음. 정치적 혼란은 지속될 것
- 프랑스의 재정 적자 및 공공 부채 우려는 단기간에 해소되지 않을 것. 중장기 리스크 요인으로 주목해야

2 유럽 Macro: 회복 시나리오는 유효

- 무역 불확실성에도 불구, 유로존 경기 회복은 진행 중. 누적된 금리 인하가 경기 개선을 견인
- 제조업은 2022년 6월 이후 처음으로 확장 국면으로 전환. 유로존 경제는 완만한 성장세 이어가는 흐름

3 ECB 통화정책: 연내 금리 동결

- ECB, 'wait-and-see' 기조 유지. ECB 주요 인사 커뮤니케이션은 다소 매파적
- 유로존 물가가 목표에 부합하는 가운데, 성장은 개선세를 보이고 있어 ECB 금리 인하 시급성은 낮음
- 당사 기본 전망은 연내 동결. 추가 인하 나타나더라도 하반기 한 차례에 그칠 것

4 유럽 주식시장: 단기 변동성 확대

- 9월 Eurostoxx 50 5,200~5,600 전망. 프랑스 리스크로 인한 단기 변동성 확대 여지는 남아있음
- 프랑스 리스크 피크 아웃 직후에는 낙폭 과대/방어주/금융주 중심의 반등 나타날 것
- 유로존 제조업 확장 국면 전환은 증시 리더십 변화 가능성을 시사. 소외된 deep cyclical 반등에 주목

자료: 삼성증권

REPORT
CONTENTS

01 프랑스 리스크 04p

02 유럽 금융시장 전망 16p

PART 01

프랑스 리스크

프랑스 정치 불안 심화

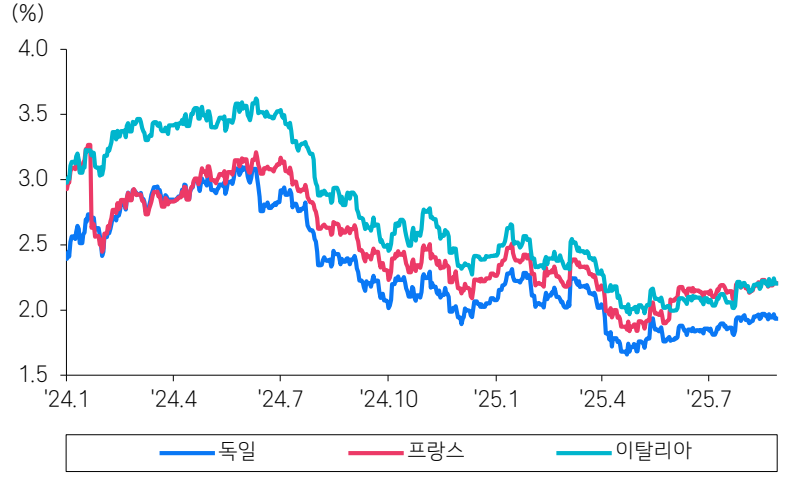
▶ 프랑스 바이루 총리, 불신임 리스크에 직면

- 프랑스의 프랑수아 바이루 총리에 대한 신임 투표가 9/8로 예정. 이는 사실상 바이루 총리의 2026년 긴축 예산안에 대한 지지/반대 투표
- 바이루 총리는 프랑스의 막대한 부채와 재정 적자를 국가 생존의 문제로 지적하며, 2026년 예산안을 통한 재정 건전성 개선 계획을 제시
- 핵심은 2026년 예산안을 통해 국방비 증액과 복지 지출 삭감을 병행하겠다는 것. 이를 둘러싼 정치적 대립이 총리 불신임 위기로 발전한 상황
- 프랑스 정치 불안의 proxy인 프랑스 – 독일 10년물 금리 스프레드는 78bp까지 확대되었으며, 프랑스 10년물 금리는 이탈리아 수준까지 높아짐

프랑스 – 독일 10년물 금리 스프레드 추이

자료: Bloomberg

프랑스 10년 금리, 이탈리아 수준까지 높아짐



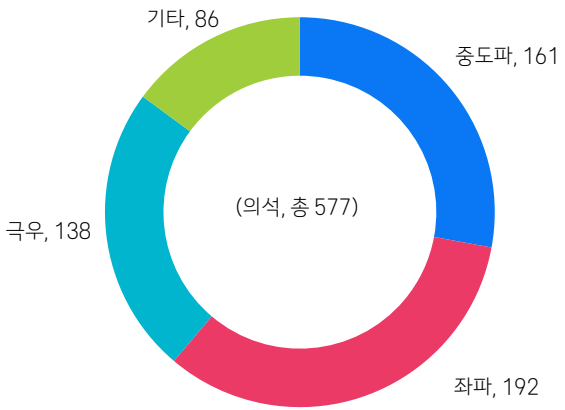
자료: Bloomberg

직접적인 원인: 여소야대 환경에서의 복지 삭감, 국방비 확대 시도

▶ 여소야대 환경에서의 복지 지출 삭감, 국방비 지출 확대 시도가 국민적 반대에 부딪힘

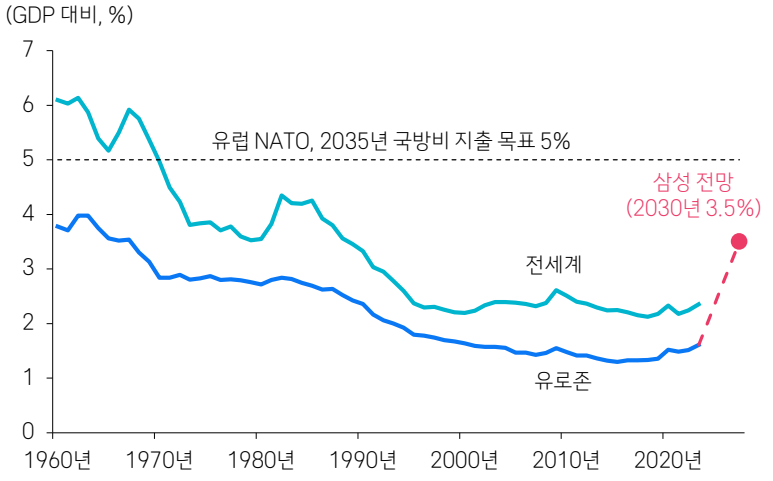
- 프랑스 의회는 2024년 6월 조기 총선 이후 좌파/중도/극우 세 블록으로 분열. 마크롱과 바이루의 중도파 의석 비중은 50% 미만(여소야대)
- 정치적 기반이 약화된 상황에서 복지 지출 삭감, 국방비 지출 확대를 추진한 것이 총리 불신임 리스크 확대로 이어짐
  - 중도파는 재정 적자 축소를 지지 vs 좌파와 극우는 재정 적자 축소에 반대
- 여기에 최근 국방비 지출 확대 논의가 더해지면서 재정 갈등은 심화. 당사는 유럽 국방비 확대 과정에서 최대 리스크가 프랑스임을 언급한 바 있음
  (유럽 국방비 확대 논의는 당사 기 발간 자료 '유럽 매크로/전략 하반기 전망 – 유럽 재무장의 의미. 2025. 6. 30. ' 참고)

프랑스 의회: 2024년 6월 이후 좌파/중도/극우 세 블록으로 분열



자료: 프랑스 의회

국방비: 유럽 NATO, 1960년대 이후 최고 수준을 목표



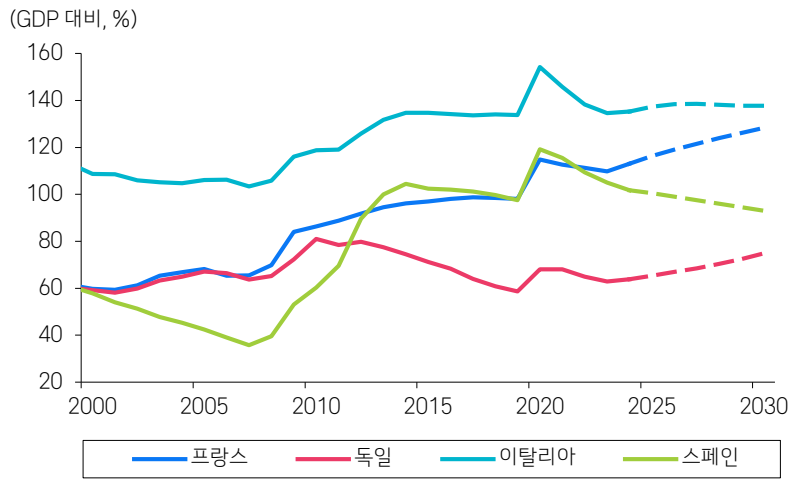
자료: NATO

근본적인 문제: 취약한 재정 건전성

▶ 프랑스 재정 펀더멘털은 유로존 주요국 중 가장 취약

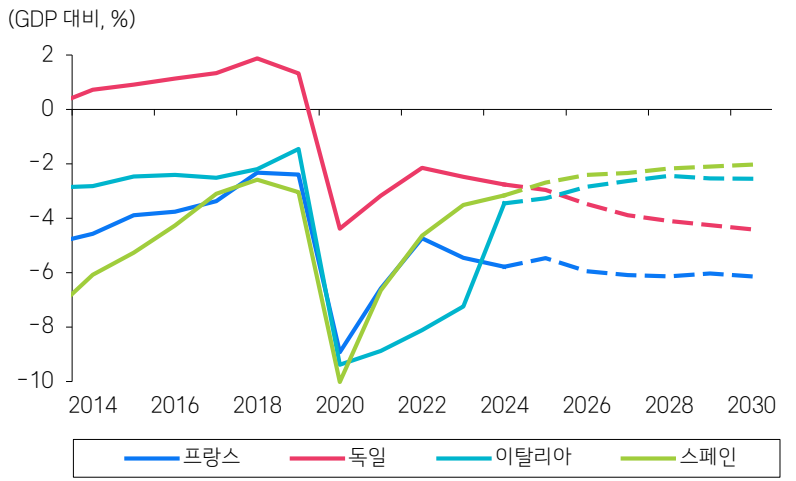
- 프랑스의 정부 부채는 GDP 대비 113%로 주요국 중 이탈리아 다음으로 높으며, 증가 속도는 주요국 중 가장 빠를 것으로 예상됨
- 재정 적자는 GDP 대비 -5 ~ -6% 수준으로 주요국 중 가장 높으며, 2030년까지 축소되지 않을 것으로 예상됨
- 즉, 프랑스는 부채도 많고, 적자도 심화되는 경로에 있음

주요국 정부 부채 추이 및 전망: 프랑스 부채 증가 흐름



참고: 점선은 향후 전망
자료: IMF

주요국 재정 적자 추이 및 전망: 프랑스 적자 심화 흐름



참고: 점선은 향후 전망
자료: IMF

(참고) 바이루 총리 예산안 핵심 내용

- 바이루 총리의 예산안은 공공 부문 임금 동결, 법정 공휴일 축소 등의 방안을 포함. 이로 인해 국민적 지지를 상실(예산안 지지율 10% 내외)
- 좌파는 오히려 더 많은 재정을 투입해 복지를 늘려야 한다고 주장하며, 극우 또한 급격한 긴축에는 반대

프랑스 2026년 예산안 핵심 내용

카테고리	핵심 내용	세부 내용	예상 세수 확보 효과
복지, 공공 부문 지출 동결	복지 및 급여, 세율 구간, 대부분 공공지출을 2025년 수준에서 유지	바이루 "연금 수급자의 1인당 연금액, 공무원 임금 등을 2025년과 동일하게 유지할 것"	37억 유로
법정 공휴일 축소, 노동시간 유연화	법정 공휴일 2일 폐지, 노동시간 유연화를 통한 생산성 확대	폐지 공휴일 후보로 부활절 다음날 (Easter Monday), 5월 8일 (2차 세계대전 승전 기념일) 등이 거론.	42억 유로
실업보험 제도 수정	재취업 유인 강화를 통한 실업보험 제도 수정	실업보험 수급자가 보다 빨리 일자리를 탐색하도록 유도 실업보험금 수급 관련 기준 강화.	-
공공 부문 인력 감축	2026년부터 공무원 3,000명 순감	퇴직 3명 중 1명은 미충원 방침. 공공지출 인건비 통제	-
국방비 증액	2026년 방위비 증액	유럽 NATO 국방비 타깃 조기달성 목표	-
세입 확보	부분 증세, 복지 개편	고소득자 대상 연대세 등 증세, 연금생활자 공제 축소	-

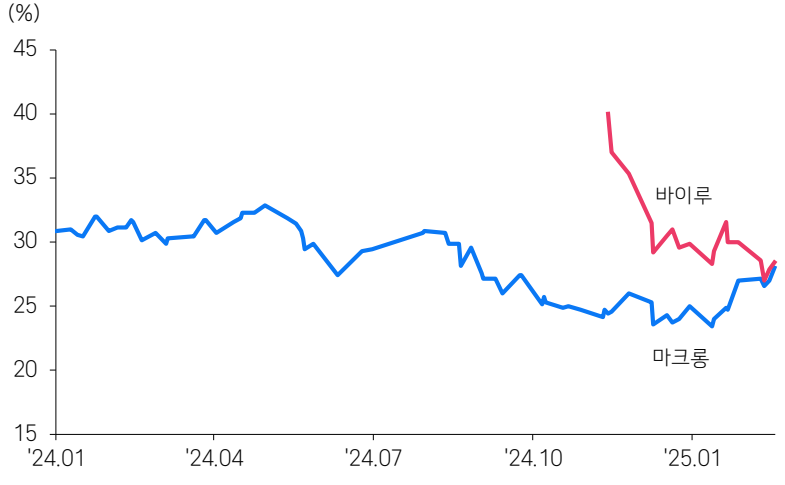
자료: 삼성증권 정리

기본 시나리오: 바이루 총리 퇴진

▶바이루 총리, 신임 투표 승리 가능성은 제한적

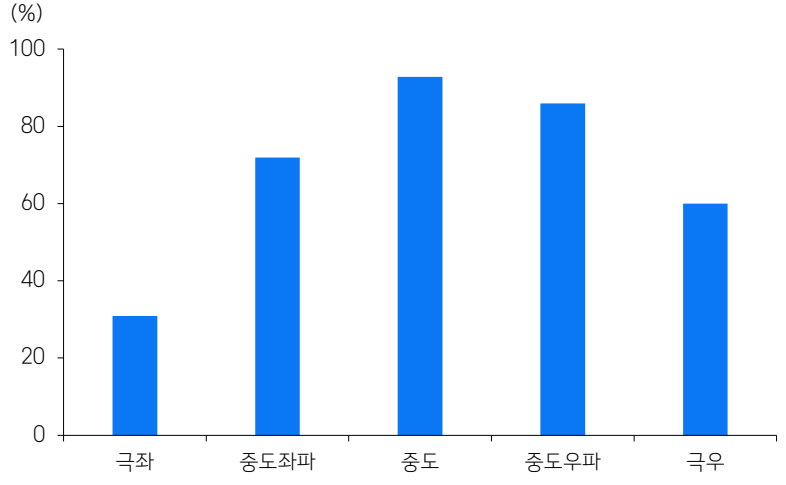
- 마크롱 대통령과 바이루 총리의 중도파의 지지 기반은 약화된 상황. 지지율은 30%에 불과. 총리 불신임 가능성이 높음.
- 사회당 등 일부 정당이 불신임에 반대하는 것으로 입장을 바꾼다면 판도는 달라질 수 있으나, 현재까지 뉴스플로우는 불신임 우위
  - 바이루 총리가 야당과의 협상 의지를 보이고 있으나, 야당 측에서의 입장 전환은 나타나지 않았음. 좌파와 극우 모두 총리 퇴진 입장을 고수.
- 극우 및 좌파는 인기가 없는 예산안을 공격하며 지지율을 높이는 것이 유리하다고 판단할 것

마크롱, 바이루 지지율 추이: 지지 기반이 약화된 중도파



자료: 주요 여론조사 종합, 삼성증권

극우와 좌파, 지난 2025년 예산안에도 반감*



참고: * '예산안이 통과되어 안정을 되찾는 것이 중요했다고 생각하십니까?' 질문에 대한 답변
자료: Elabe

총리 불신임 이후 시나리오

▶ 마크롱 대통령은 1) 새로운 총리 임명, 2) 조기 총선 중에 선택해야. 국민연합(RN)은 새 총리 체제에서도 지속적인 불신임 시도 가능

- 마크롱 대통령은 조기 총선보다는 새로운 총리 임명을 선호할 것. 현재 중도파 지지 기반이 약해 조기 총선의 실익이 낮기 때문
- 반면, 극우 국민연합(RN)은 중도파의 재정 긴축 기조에 지속적으로 반대하면서 조기 선거를 유도할 것
- 마크롱이 새 총리를 임명한다 하더라도, 여소야대 환경이 유지될 것이기에, 새 총리 또한 안정적인 총리직 수행은 어려울 전망
- 정치적 혼란은 마크롱 대통령의 임기 만료까지 지속될 가능성

마크롱은 총리 임명과 조기 총선 중에 선택해야

1 새로운 총리 임명

- 신임 총리는 현재의 다당 난립 의회에서 다시 신임을 얻어야
- 2024년 6월 조기 총선을 치렀으나, 결과적으로 의회 분열이 심화되었기 때문에 마크롱은 조기 총선을 꺼릴 수 있음
- 다만 새 총리 체제 하에서도, 좌파 혹은 극우 협조 없이는 정책추진 불가능. 새 총리 또한 안정적인 총리직 수행은 어려울 것

2 조기 총선 실시

- 총리가 연달아 불신임된 이상(2024년 12월 미셸 바르니에 전 총리 또한 불신임), 정상적 국정 운영은 불가하다는 판단 가능
- 조기 총선 실시하더라도 마크롱과 중도파에게 유리한 결과 나올 가능성은 낮음

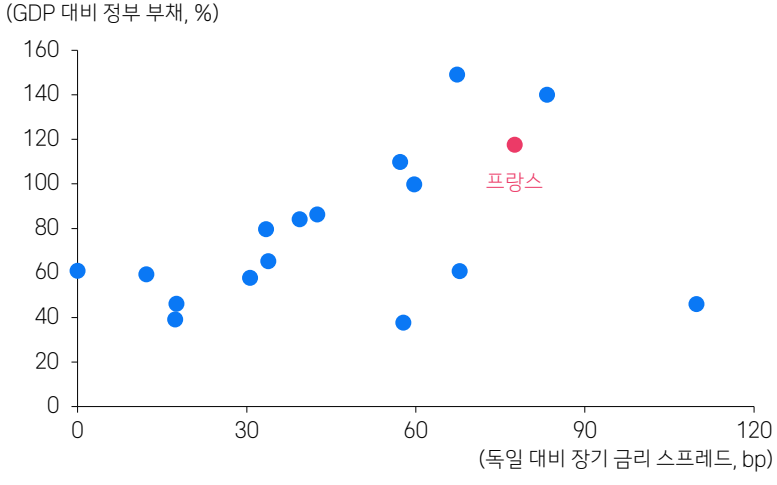
자료: 삼성증권

프랑스 재정 건전성 우려 이어질 것

▶ 현재 프랑스 금리 수준, 펀더멘털과 괴리 크다고 보기 어려움

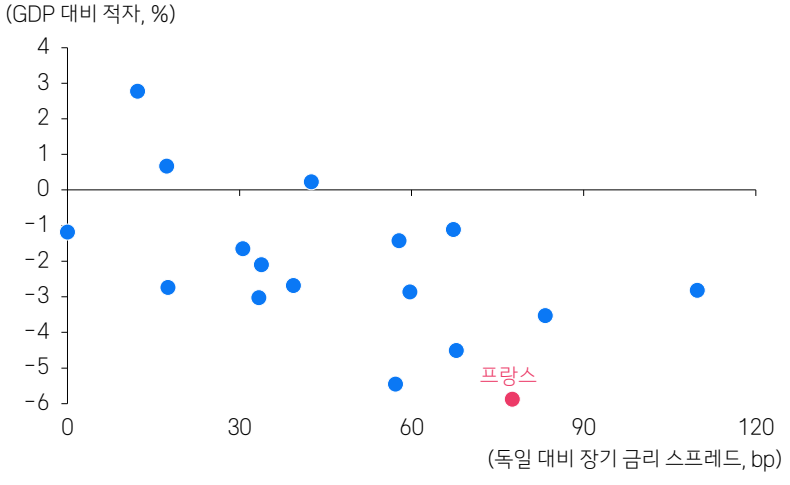
- 프랑스 정치 리스크가 피크 아웃 하더라도, 프 – 독 장기 금리 스프레드는 점진적 축소에 그칠 것
- 의회 과반, 그리고 국민 여론이 재정 적자 축소에 반대한다는 점은 변하지 않기 때문
- 또한, 프랑스의 재정 적자와 부채 수준을 고려해도 현재 프랑스 금리 수준이 과도하다고 보기 어려움
- 현재의 총리 불신임 여부와 무관하게, 프랑스 재정 적자 및 공공 부채 우려는 중장기 리스크 요인으로서 지속적으로 재조명될 것

유로존 각국 정부 부채 수준*과 장기 금리 스프레드(vs 독일 10년)



참고: IMF의 2025~2027년 예측
자료: Bloomberg, IMF

유로존 각국 적자 수준*과 장기 금리 스프레드(vs 독일 10년)



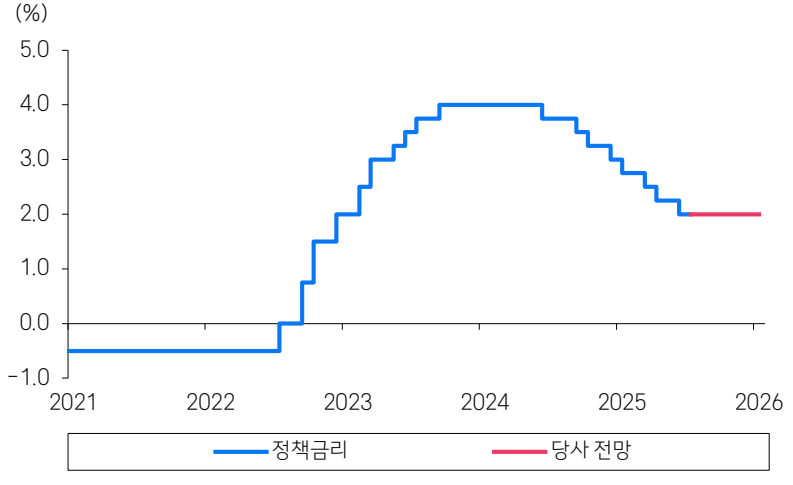
참고: IMF의 2025~2027년 예측
자료: Bloomberg, IMF

프랑스 외 지역으로의 전이 가능성은 낮음

▶ECB 대응 여력은 충분; 2010년대 남유럽 스타일 재정 위기 우려는 과도

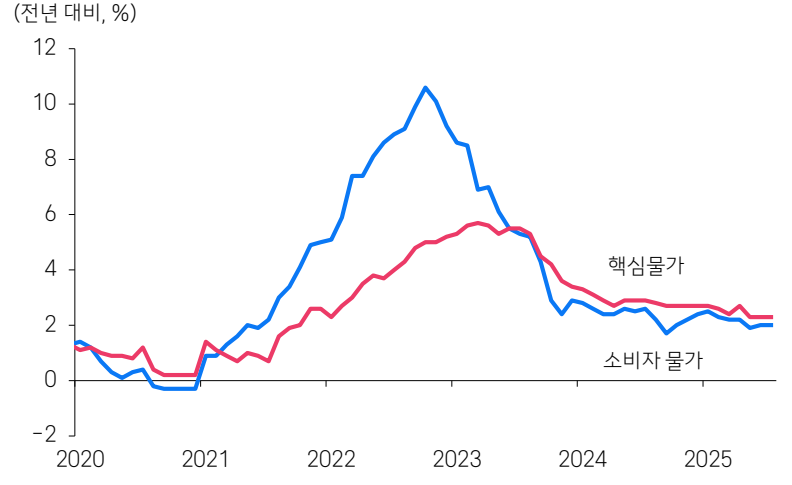
- 현재까지 ECB는 매파적 스탠스 유지. 경기 전망이 개선되는 가운데, 물가는 2% 목표에 부합하기 때문. 외생적 충격 없다면 연내 동결이 유력.
- 다만, 프랑스 정치 불안 심화되는 경우, ECB는 TPI와 금리 인하를 통해 금융시장을 지원할 여력 충분.
- 정책 대응 여력이 충분하기에 프랑스 외 지역으로의 전이 가능성은 제한적: 2010년대 남유럽 스타일의 재정 위기 연쇄 폭발 우려는 과도

ECB 정책 금리 추이 및 전망



자료: European Central Bank

유로존 소비자 물가: Headline vs Core



자료: Eurostat

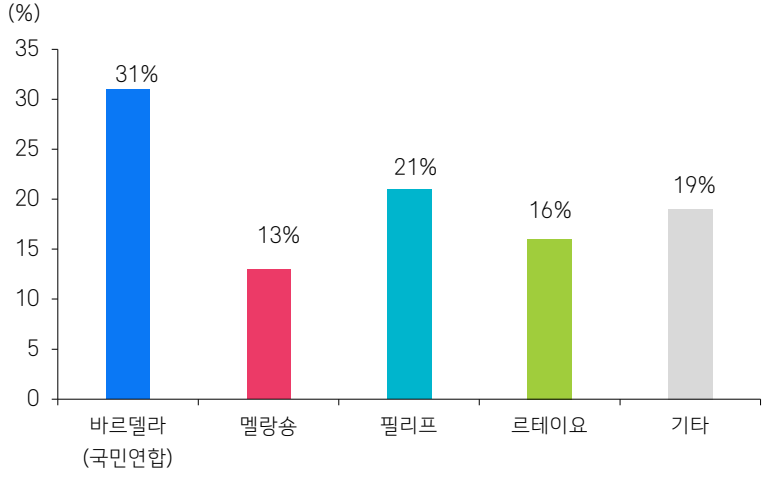
2027 프랑스 대선 미리 보기

▶2027 프랑스 대선은 중장기 중요 변수: 극우 지지율 높지만, 대선 승리는 장담할 수 없음

- 한편, 중도파의 지지 기반 약화, 극우 국민연합 지지율 확대 흐름은 2027년 프랑스 대선에서의 극우 집권 우려를 높임
- 이미 극우 국민연합 대선 후보(바르델라 유력)에 대한 지지는 좌파 및 중도 후보를 크게 상회
- 다만, 프랑스의 결선 투표 제도로 인해 극우는 승리를 장담할 수 없음. 프랑스는 1차 투표 이후 상위 후보 2인이 결선 투표를 진행

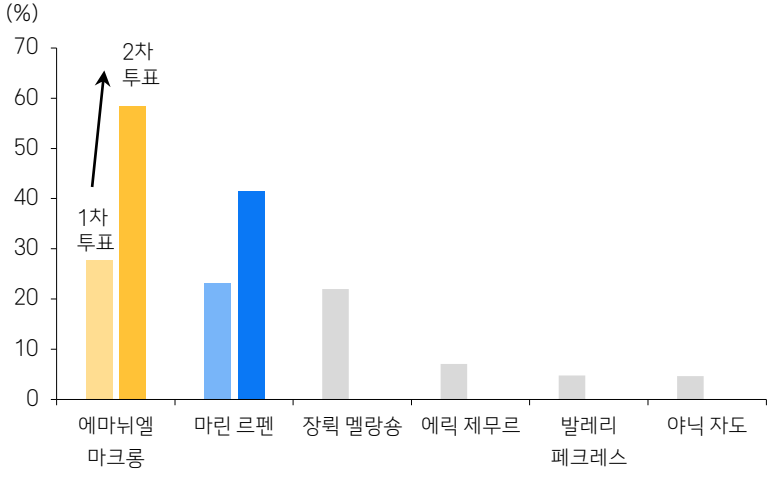
– 1차 투표에서 지지 후보가 탈락한 회색 지대 유권자들은 중도 후보에 투표하는 경향이 강함. 이로 인해 2017년, 2022년 대선에서도 극우(르 펜)는1차 선거에서 상대적으로 선전한 뒤, 결선 투표에서 큰 격차로 패배. 극우 대통령 등장 가능성을 높게 평가하기에는 이른 시점

주요 대선후보 지지율: 극우 국민연합(RN) 우위



자료: 주요 여론조사 종합, 삼성증권

프랑스 결선 투표제는 일반적으로 극우에 불리하게 작용(2022 프랑스 대선)



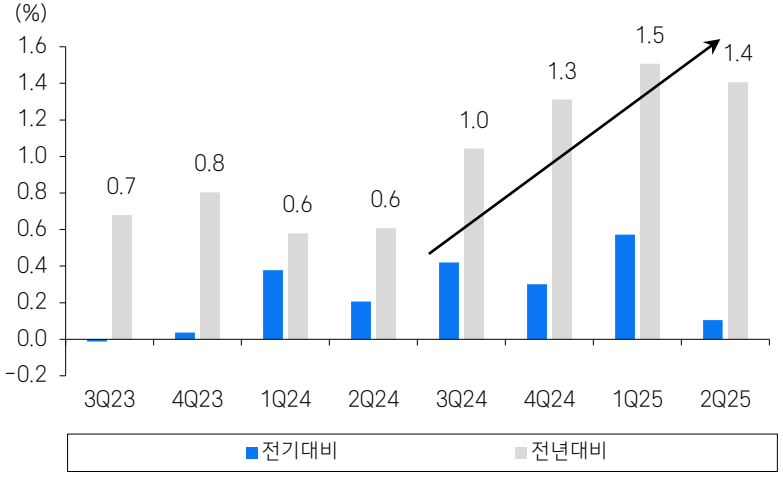
자료: 프랑스 내무부

우려와 달리, 양호한 유로존 매크로 펀더멘털

▶ 유로존 매크로 펀더멘털은 양호

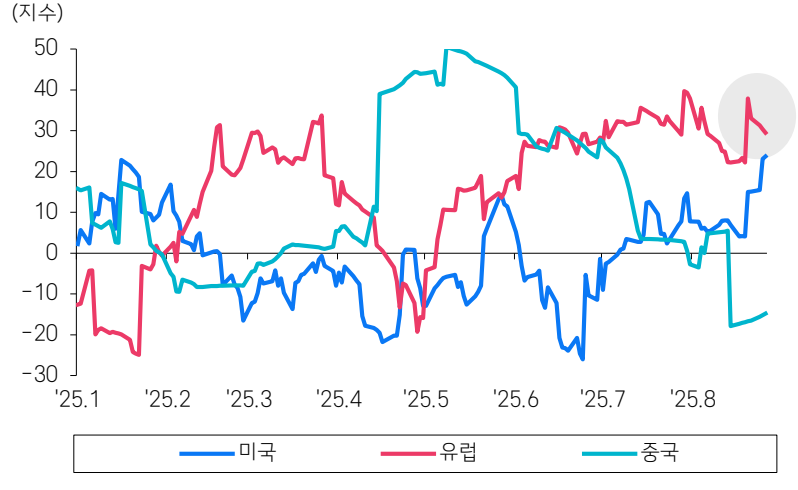
- 2분기 유로존 성장률은 전기 대비 0.1%, 전년 대비 1.4%를 기록. 이는 잠재 수준(1.2%)을 상회하는 성장 궤적
- Citi 경제 서프라이즈 역시 상대적으로 높은 수준. 글로벌 주요 경제권 대비 유럽이 우위
  - 2Q 무역 불확실성 확대에도 불구, 2025년 5월 이후 빠르게 반등해 높은 수준을 유지

유로존 성장률: 잠재 수준 상회



자료: Eurostat

Citi 경제 서프라이즈 지수: 유럽 우위 지속



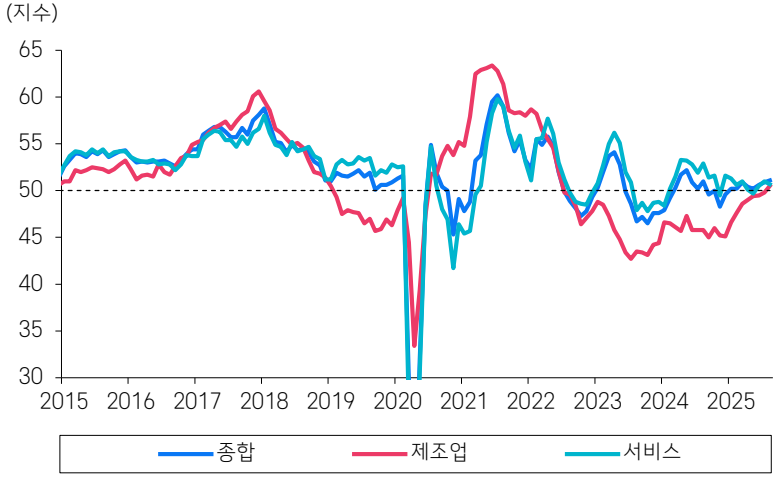
자료: Citi

유로존 제조업도 확장 국면으로 전환

▶ 유로존 제조업 침체는 종료, 통화/신용 지표 회복세도 이어져

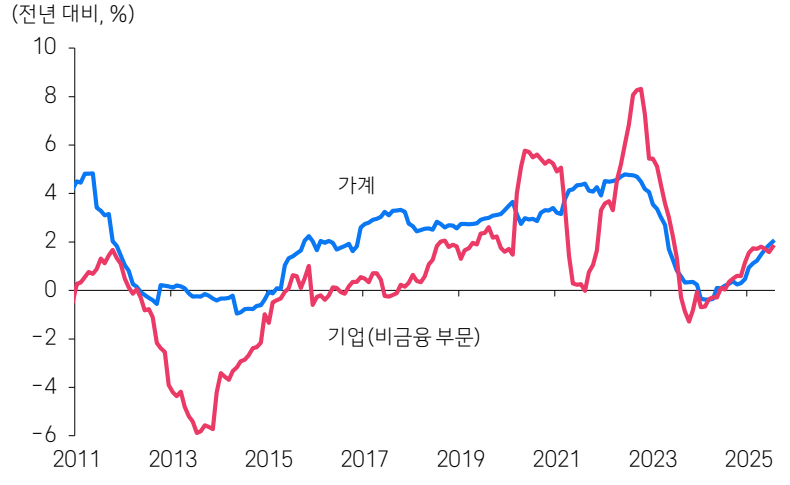
- 8월 유로존 제조업 PMI는 51.1을 기록해 7월(50.9) 대비 상승. 이는 유로존 경제가 완만한 확장을 이어가고 있음을 시사
- 특히, 제조업 PMI가 50.5를 기록해 2022년 6월 이후 처음으로 확장/수축의 기준선인 50을 상회했다는 점에 주목해야. 유럽 제조업 침체는 종료
- 누적된 금리 인하에 힘입어 가계 및 기업의 대출 또한 증가율을 높여가는 흐름

유로존 PMI: 유로존 제조업 확장 국면 전환



자료: S&P Global

가계 및 기업 대출 증가 흐름



자료: European Central Bank

PART 02

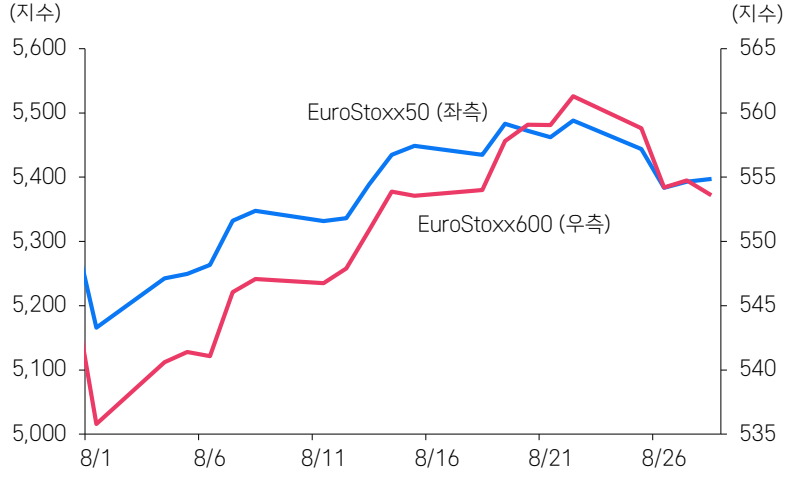
유럽 금융시장 전망

8월 유럽 증시 Review

▶ 무역 불확실성 완화, 경기 개선에 힘입어 상승

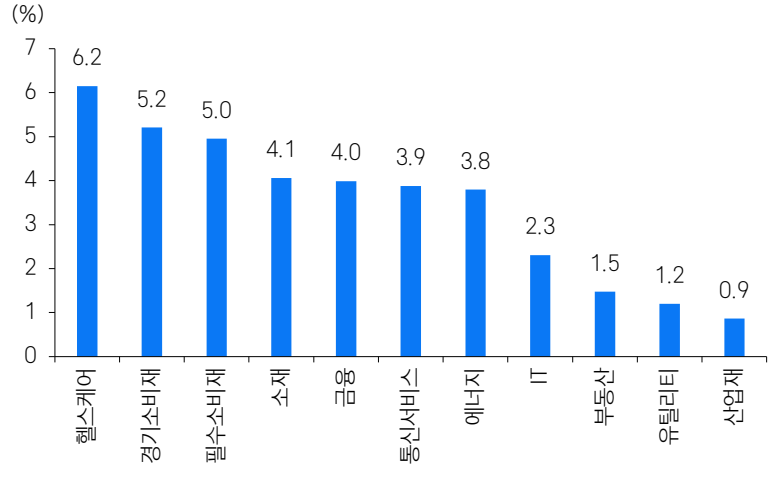
- 유럽 증시는 상승. EuroStoxx50과 EuroStoxx600은 +1.4%, MSCI Europe은 +3.6% 기록
- 미국과의 무역 합의 이후, 소외주 중심의 증시 반등이 나타남. 다만, 월 후반 프랑스 리스크가 부각되며 상승폭은 일부 축소
- 섹터별로는 헬스케어(+6.2%)와 경기소비재(+5.2%) 등이 유틸리티(+1.2%)와 산업재(+0.9%) 등을 아웃퍼폼
- 세부 산업별로는 자동차 및 부품 (+5.6%), 제약 바이오(+5.2%) 등이 강세를 보인 반면, 소프트웨어 및 서비스(-6.0%), 상업 및 전문 서비스(-9.6%) 등은 부진

8월 유럽 주가 지수 추이



자료: Bloomberg

8월 MSCI Europe 섹터별 수익률



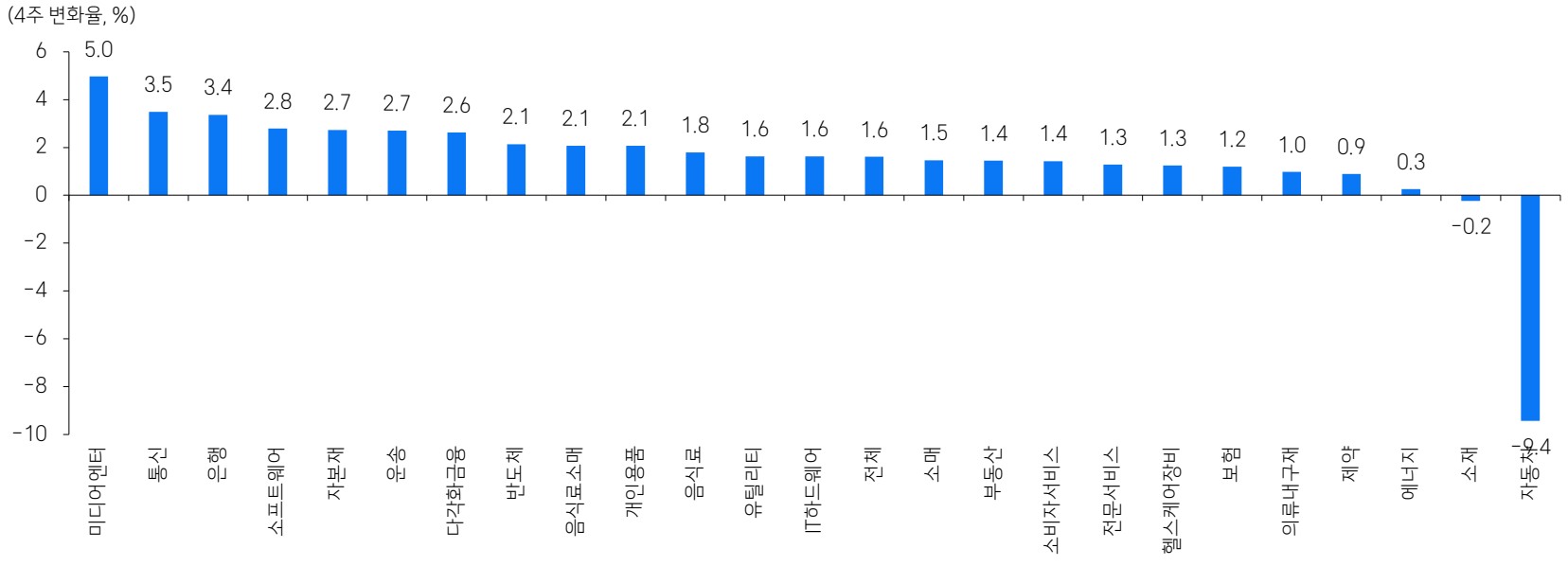
자료: : REFINITIV

기업 이익 점검

▶ 눈높이 하향 조정의 증거는 없음

- 4주 전과 비교하면, 오히려 전반적인 이익 전망(12개월 선행 EPS)은 상향 조정
- 자동차는 큰 폭 하향 조정되었으나, 동시에 금융/자본재 등 기존 주도 섹터의 이익 전망 또한 상향 조정
- 누적된 금리 인하의 효과가 높아진 관세 등 경기/기업이익 하방 압력을 상쇄하고 있는 것

MSCI Europe GICS2 동향: 이익 전망 변화



자료: REFINITIV, 삼성증권

프랑스 리스크, 정점 통과 신호는 확인되지 않음

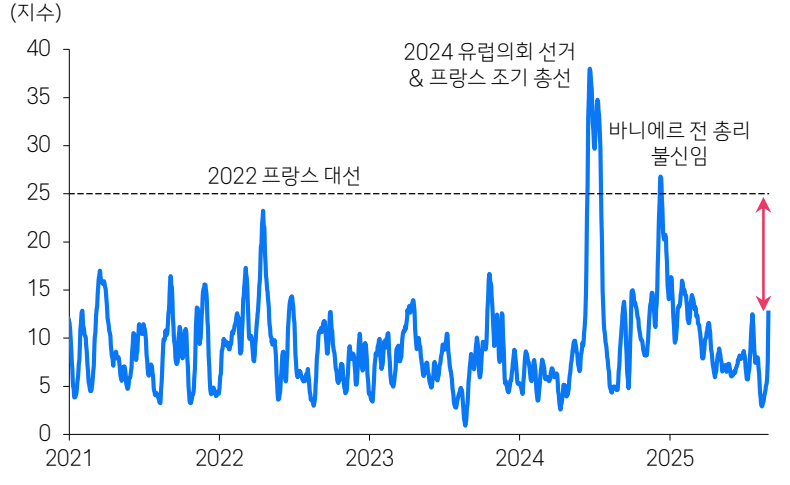
▶ 프랑스 – 독일 장기 금리 스프레드 90bp 까지는 열어 둬야

- 프랑스 총리가 불신임 투표에서 승리하지 못할 것이라는 시각 확산된다면, 프랑스 자산 매도 이어질 가능성. 스프레드 90bp까지는 열어 둬야
- 프랑스 정치 불확실성 지수 역시, 과거 정치 리스크 부각 구간 레벨에 미치지 못함. 뉴스플로우에 따라 패닉 추가 심화 여지 있음을 의미
- 불신임 여부 결정되기까지(9/8) 유럽 금융시장 변동성 구간은 지속될 전망

프랑스 – 독일 10년물 금리 스프레드: 스프레드 추가 확대 가능성

자료: Bloomberg

프랑스 정치 불확실성 지수: 패닉 추가 심화 여지



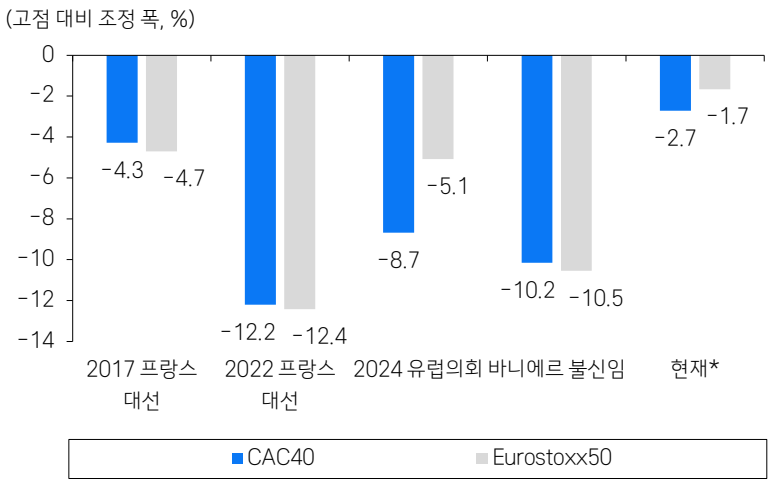
자료: Bloomberg

단기적으로는 보수적 접근

▶ 프랑스 주식, 프랑스 금융주 언더퍼폼 가능성

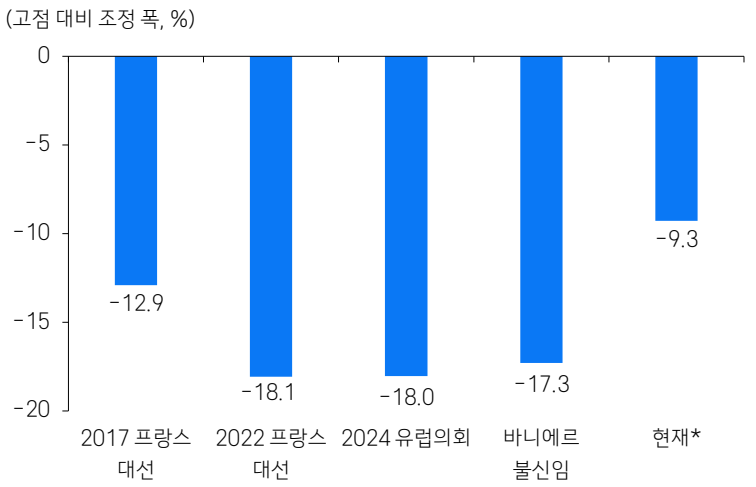
- 과거 프랑스 정치 불안 심화 사례에서, 프랑스 CAC40은 -10%, 프랑스 금융주는 -17% 내외의 하락이 나타난 경험
- 현재 프랑스 증시와 프랑스 금융주의 하락폭은 각각 -3%와 -9% 내외. 불확실성 심화 가능성을 고려하면 매수로 전환하기에는 이른 시점
- 단기적으로는 유럽 증시에 대한 보수적 접근이 유리. 매수 전환의 시그널로는 다음을 고려:
  1) 프랑스 – 독일 장기 금리 스프레드 90bp 상회 또는 피크아웃, 2) CAC40 조정 폭 10% 상회 3) ECB 금리 인하론 확산

프랑스 정치 불안 심화 구간 증시 성과: CAC40 vs Stoxx50



참고: * 8월 26일 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

프랑스 정치 불안 심화 구간 증시 성과: 프랑스 금융주



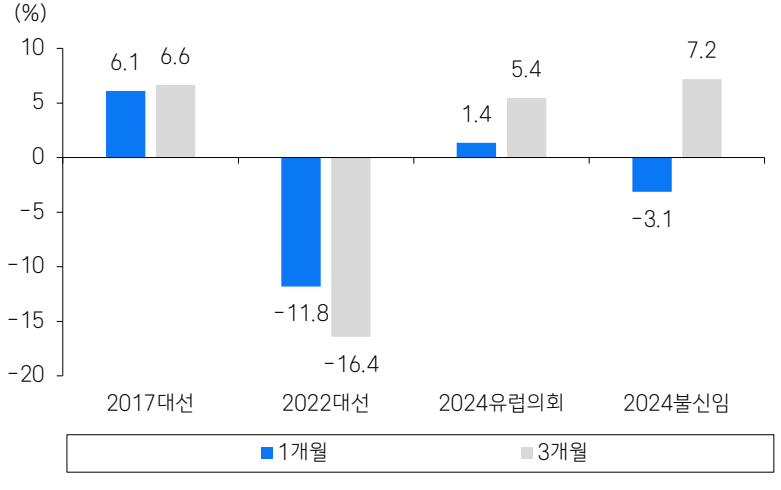
참고: * 8월 26일 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

프랑스 리스크 정점 통과 이후

▶변동성 피크아웃 직후에는 금융주/방어주로 대응

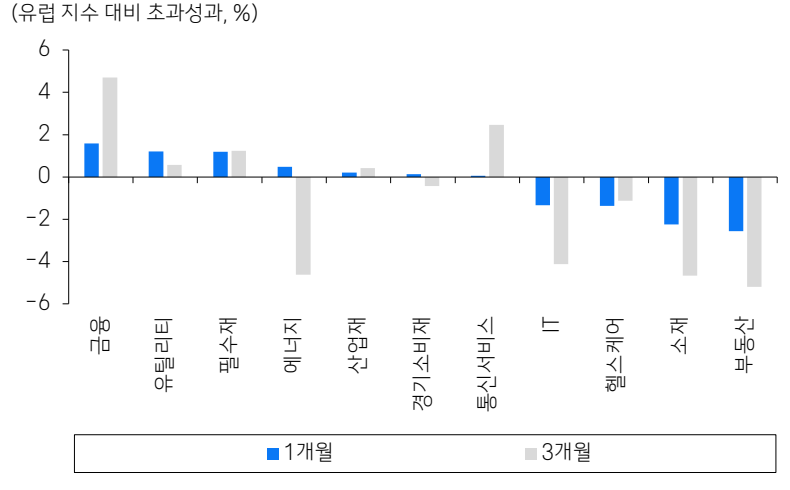
- 과거 4차례(2017대선, 2022대선, 2024 유럽의회 선거, 2024 바르니에 전 총리 불신임) 프랑스 리스크 peak out 이후 유럽 증시 성과를 점검
- 2022년을 제외하면, 증시 반등세가 재개되는 모습.
- 산업별로 보면, 금융주와 방어주(유틸리티, 필수재 등)가 증시 반등을 주도
  - 이번 사이클에서도, 단기적으로는 낙폭 과대주/금융주 중심의 반등이 나타날 전망

프랑스 리스크 정점 통과 이후 증시 성과: 유럽 증시 성과는 상이



자료: REFINITIV, 삼성증권

프랑스 리스크 정점 통과 이후 증시 성과: 금융/유틸리티/필수재 아웃퍼폼



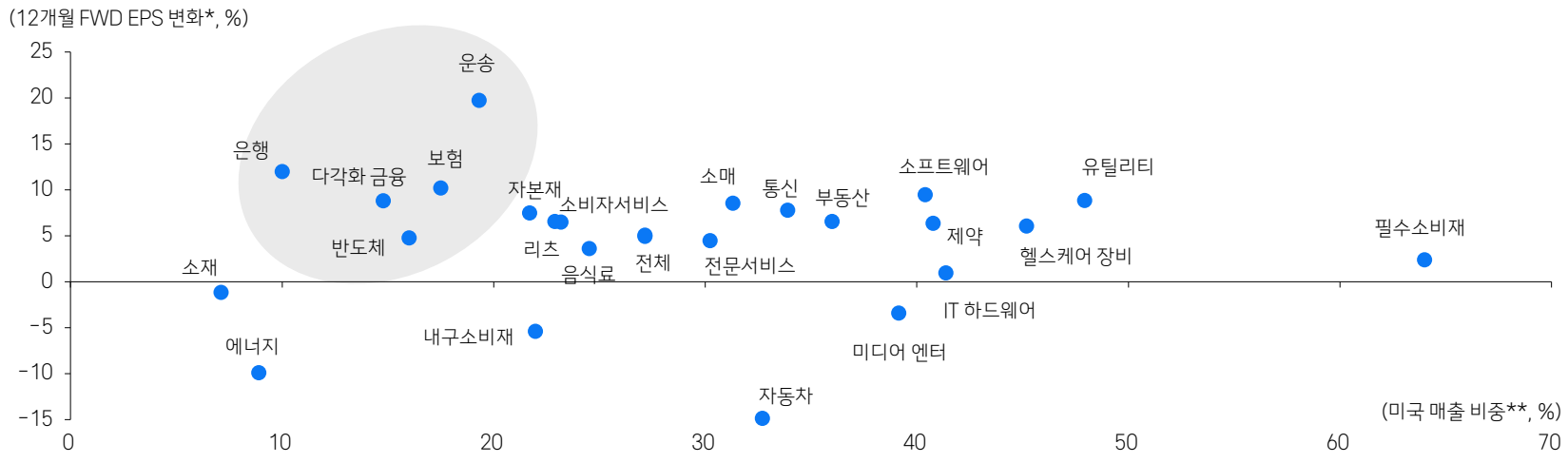
자료: REFINITIV, 삼성증권

내수주 & 정책수혜주 구조적 우위는 유지

▶ 내수주 및 정책수혜주를 핵심으로, 수출주는 밸류에이션 플레이로 접근

- 내수주와 정책수혜주의 수출주 대비 우위는 지속될 것. 해외 매출 비중이 낮고, 이익 전망이 개선되는 산업이 구조적 우위
  - 유럽 금융/자본재/반도체를 비중 확대하고, 유럽 미디어엔터/필수소비재를 비중 축소 고려
- 수출주는 밸류에이션 리바운드를 노리는 트레이딩 관점으로 접근

MSCI 유럽 증시 산업별(GICS2) 미국 매출 비중 vs 이익 전망



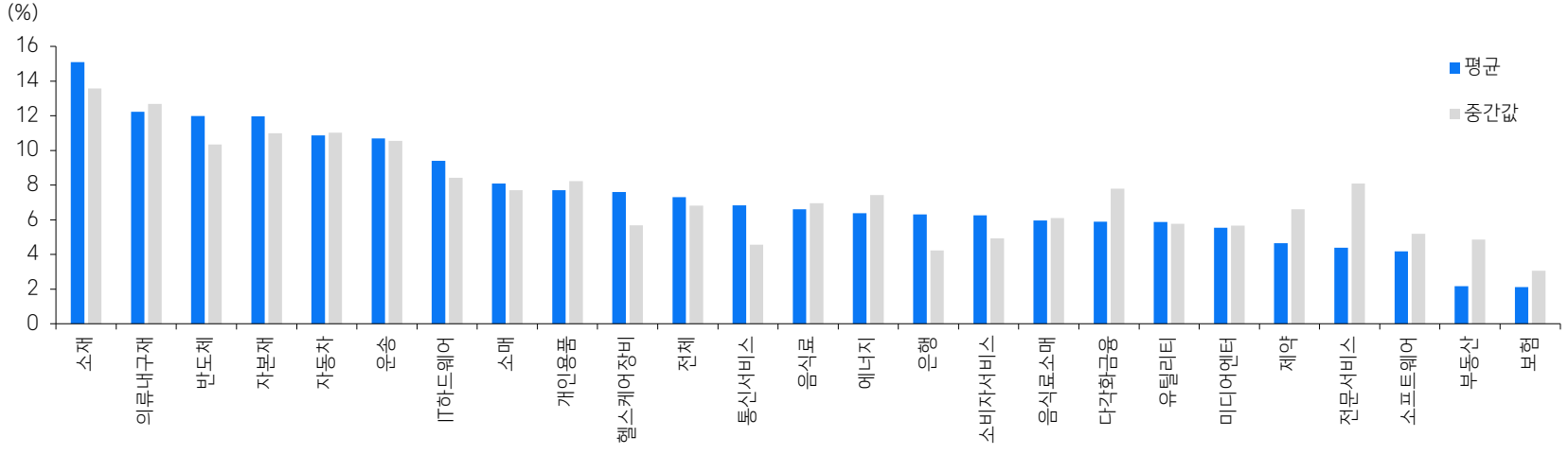
참고: * 2025년 4월 이전 대비. ** 각 산업(GICS2) 내 시총 상위 5개 기업의 중간값
자료: REFINITIV, 삼성증권

제조업 회복, 소외된 cyclical 반등으로 이어질 가능성

▶ 럭셔리/자동차/소재에 긍정적

- 유로존 제조업 업황은 2022년 6월 이후 처음으로 확장 국면에 진입(PMI 기준). 유로존 제조업의 장기 침체는 종료
- 유로존 제조업의 장기 침체 후 확장 전환은 deep cyclical의 주가 따라잡기로 이어짐
  - 과거 사이클 복기해보면, 소재/경기소비재/산업재/IT 아웃퍼폼이 나타남
- 제조업 회복이 이어진다면, 금융/산업재 중심의 유럽 증시 리더십에도 변화 나타날 것. 그간 소외되었던 럭셔리/자동차/소재 반등 가능성 주목

유로존 제조업 장기 침체 종료 이후* 섹터별 수익률(3M) : deep cyclical 우위



참고: *제조업 PMI 수축 이후 50 상향 돌파 기준
자료: REFINITIV, 삼성증권

Compliance Notice

- 본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
  따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확히 반영되었습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA