MACRO
VIEW

2025. 11. 28.

MACRO팀

양지성 Analyst
jisung.yang@samsung.com

I 2026 전망 I 유럽 매크로/전략

통화 대신 재정이 경기를 견인

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 유럽 Macro: 통화 대신 재정이 견인	• 현시점에서 필요한 것은 금리 인하가 아닌 재정 확대를 통한 유효 수요 자극. 독일 재정 확대가 핵심 • 2026년은 독일 재정 확대의 본격화가 나타나는 첫해. 독일 명목 GDP 대비1.6% 이상의 부양이 나타날 것 • 유럽 재정 펀더멘털은 2010년대 대비 개선. 부채가 경제를 지원할 여력이 남아 있다는 점은 유로존 성장 전망을 지지
2 ECB 통화정책: 2026년 금리 동결	• ECB 금리 인하는 종료. 잠재 수준의 성장, 2% 수준의 물가 환경에서 금리 인하 시급성은 낮음 • 중기적으로는 재정 확대, 노동시장 개선 등 인플레이션 압력을 높일 수 있는 요인들이 나타나고 있음 • 다만, 2026년 금리 인상 전망은 시기상조. 2026년 중에는 임금 상승 압력이 본격화되기 어려울 것
3 AI 사이클의 시사점: 뒤처지는 유럽	• 유럽 경제 또한 AI 투자 확대 과정에서 혜택을 누릴 것이나, 그 영향은 간접적이고 제한적일 전망 • 유럽의 AI 관련 투자는 민간 차원, 정부 차원 모두 미국, 중국 대비 열위. 격차는 확대될 것 • 유럽의 수혜는 글로벌 경기 개선, IT 외 내구재 및 고급소비재 수요 확대 등 간접적인 경로를 통해 나타날 것
4 유럽 주식시장 전망: 제한적인 상승	• 2026년 상반기 Eurostoxx50 지수 타깃을 6,000p로 제시. 미국 증시 대비 상대 성과는 열위일 것 • AI 투자 사이클에서 유럽 수혜가 제한됨에 따라, 증시 성과 역시 상대적으로 완만하게 나타날 가능성 • AI 투자 사이클 후반부 reflation trade 본격화를 기다려야 할 때. IT/산업재/금융/유틸리티 선호

자료: 삼성증권

REPORT
CONTENTS

01 유럽 Macro 04p

02 AI 투자의 시대, 유럽의 위치 25p

03 유럽 금융시장 전망 34p

PART 01

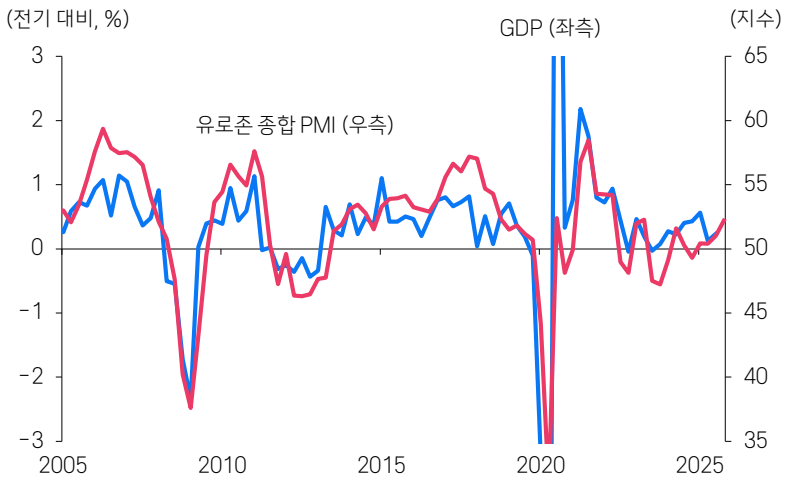
유럽 Macro

유로존 경제, 완만한 반등 흐름

▶2026년 유로존 경제성장률은 잠재 수준을 소폭 상회하는 1.3% 전망

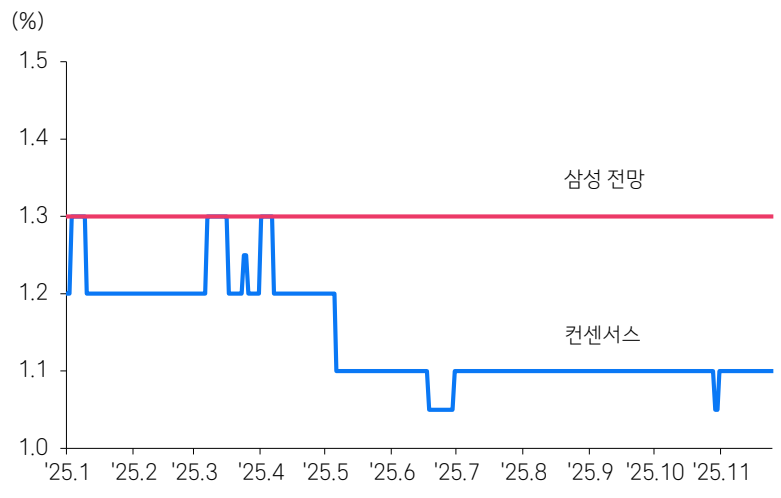
- 10월, 11월 유로존 종합 PMI는 각각 52.5와 52.4를 기록. 이는 2023년 5월 이후 최고치에 해당
- 이는 유로존 경제의 성장 압력이 잠재 수준을 상회하는 수준까지 높아졌음을 시사. 현 수준 PMI는 전기 대비 0.4% 성장률에 대응
- 현 수준 성장 압력이 지속된다면, 2026년 상반기에는 유럽 매크로 환경에 대한 투자자 인식 또한 낙관적인 방향으로 개선될 것

유로존 경제 성장, 이미 잠재 수준을 소폭 상회



자료: S&P Global, Eurostat, 삼성증권

2026년 유로존 경제성장률 전망: 삼성 1.3% vs 컨센서스 1.1%



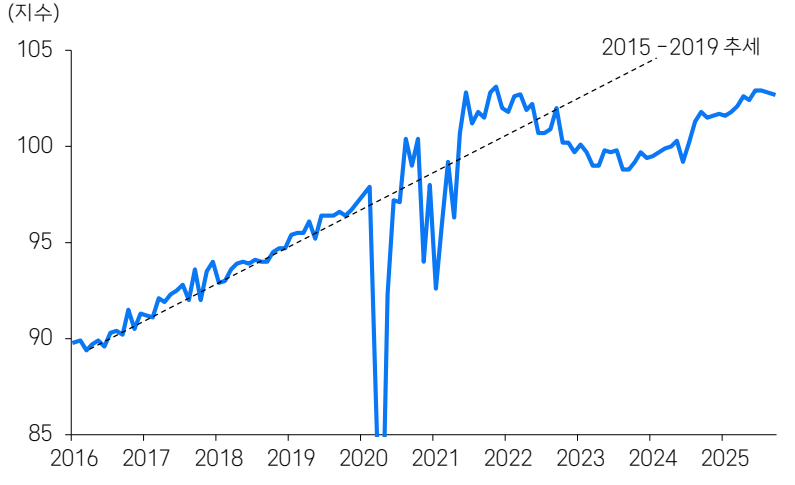
자료: Bloomberg

소비 회복은 완만하게 나타남

▶ 소비의 강력한 반등이 나타나는 상황은 아님

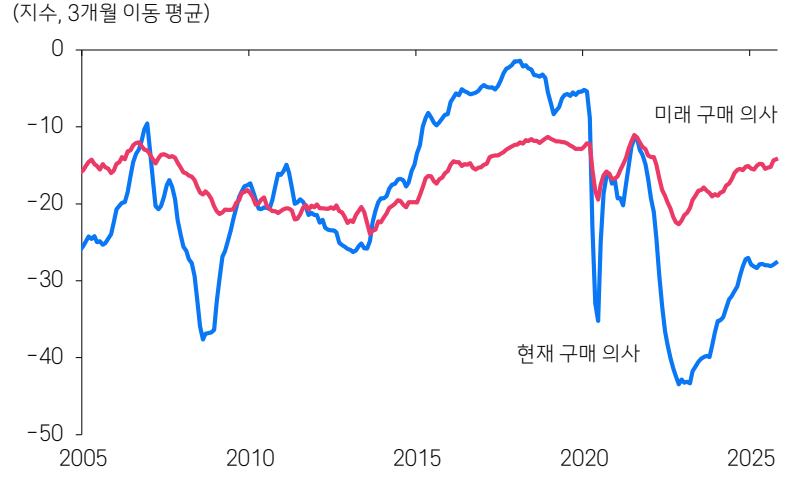
- 경기 회복에 맞춰 유로존 소비 지표 또한 반등하는 흐름이나, 그 정도가 강력하다고 보기는 어려움
- 소매 판매 물량은 전년 대비 2.6% 수준으로 완만한 개선세를 보이고 있으며, 팬데믹 이전 추세와 비교하면 여전히 큰 갭이 남아 있음
- 유로존 소비자들의 소비 의향 역시 반등하고 있으나, 여전히 경기 둔화 구간 수준의 레벨을 유지

유로존 소매 판매 물량: 길게 보면, 여전히 팬데믹 이전 추세를 회복하지 못함



자료: Eurostat

소비자 구매 의향: 개선되고 있으나, 여전히 둔화 구간 수준



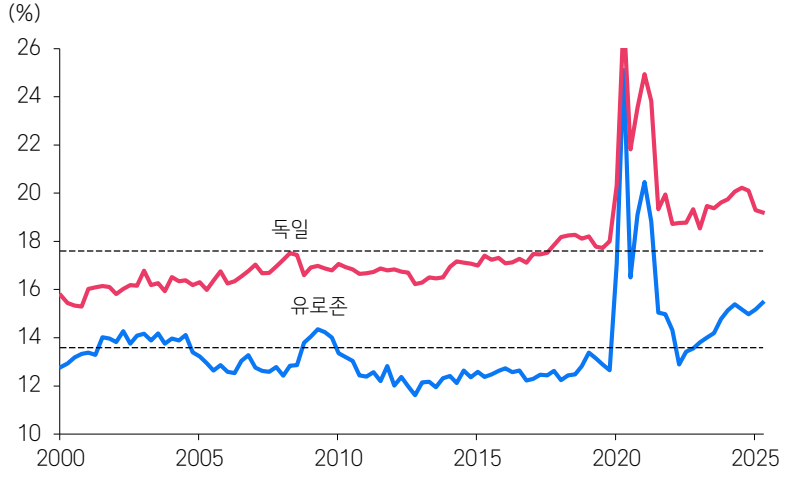
자료: European Commission

민간 소비 확대 여력은 충분

▶ 유로존 가계, 소비 여력이 부족한 것은 아님

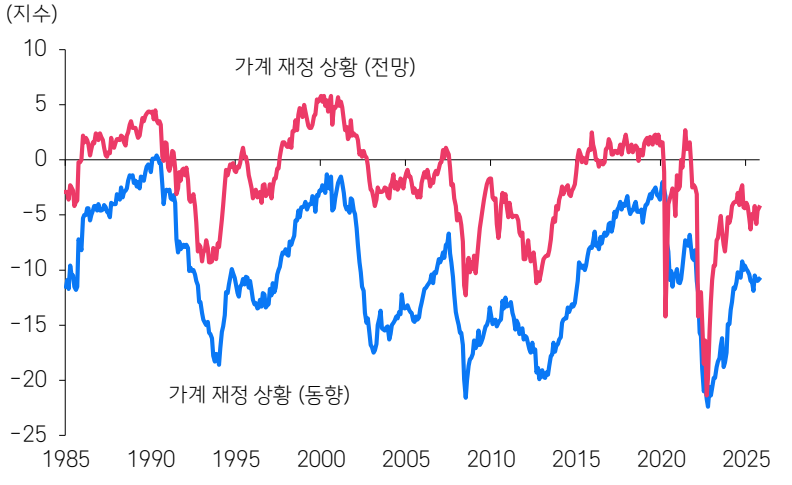
- 누적된 초과 저축과 개선된 실질 임금으로 인해, 유로존 소비 추가 확대의 여건은 마련됨
- 유로존 소비자들이 '돈이 없어서 ' 소비를 하지 못하는 상황은 아니라는 것. 유로존 저축률은 2022년 이후 장기 추세를 상당 기간 상회
- 유로존 가계의 재정 상황은 2022년 이후 가장 양호한 수준이며, 경기 침체기 수준과도 거리가 멀어짐

유로존 저축률: 누적된 초과 저축은 향후 소비 여력을 확대



자료: Eurostat

유로존 가계 재정 상황, 2022년 이후 큰 폭 개선



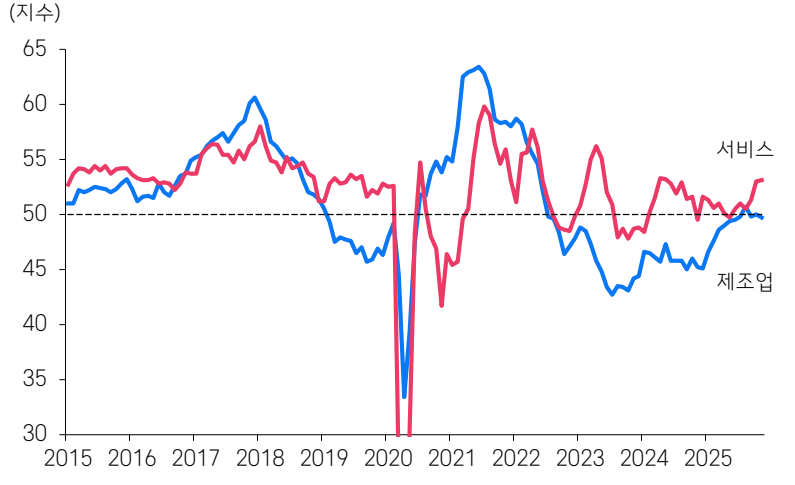
자료: European Commission

유로존 경기 개선은 서비스업이 견인

▶서비스업은 확장 국면 지속 vs 제조업은 중립 수준

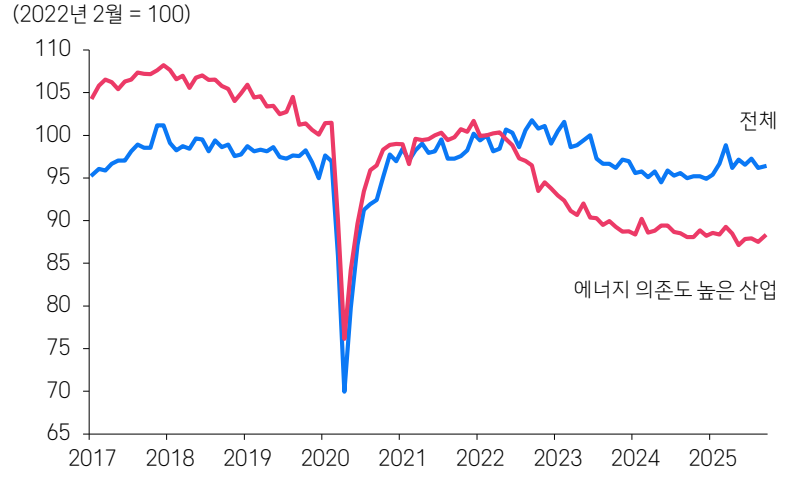
- 유로존 경기 개선은 서비스업 중심으로 진행 중. 제조업은 장기간의 침체를 거쳐 중립 수준으로 회복했으나, 호황과는 거리가 있음
- 유로존 산업 생산은 여전히 최근 고점인 2023년과 비교하면 10% 낮은 수준에 머무름
  - 에너지 의존도가 높은 산업에 국한하면, 우크라이나 전쟁 이전 대비 15% 낮은 수준. 일부 산업에서는 반영구적인 타격이 있었던 것으로 추정됨

유로존 PMI: 서비스업은 확장, 제조업은 중립 수준



자료: S&P Global

유로존 산업 생산: 여전히 고점을 회복하지 못한 제조업



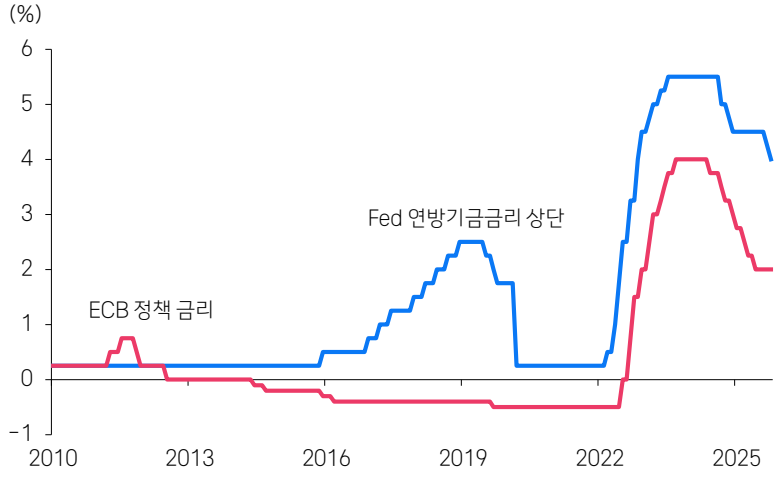
자료: Eurostat

올해 경기를 지지한 핵심 요인은 누적된 금리 인하

▶ 지금까지는 누적된 금리 인하가 핵심

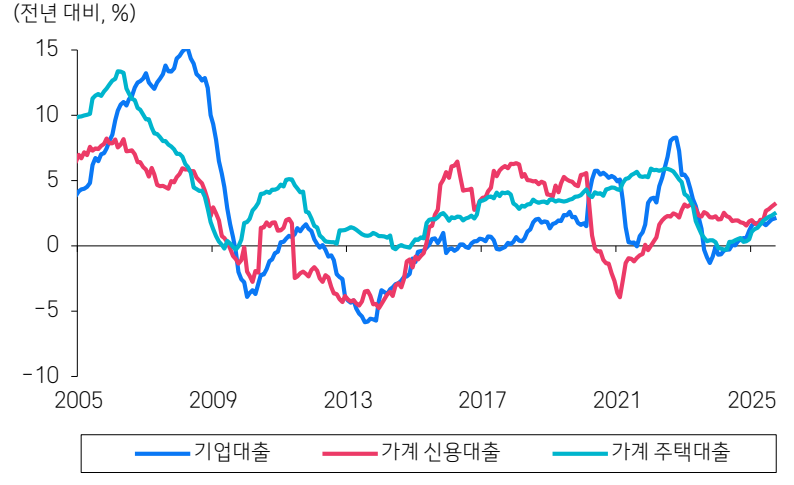
- ECB는 2024년 6월부터, 2025년 6월까지 1년 동안 정책 금리를 200bp 인하. 이는 Fed와 비교해도, 보다 공격적인 인하였음
- 금리가 낮아지며 대출이 활성화되었고, 은행들은 대출 기준을 완화하기 시작
  - 2024년 1분기 가계대출은 전년 대비 -0.3%에 그쳤으나, 2025년 3분기에는 전년 대비 +2.1%까지 높아짐
  - 기업 대출 또한, 전년 대비 +2.0%까지 개선

Fed vs ECB 정책 금리 추이: 2024년 6월부터, ECB는 200bp 인하



자료: Bloomberg

유로존 대출 추이: 금리 인하 이후 반등 흐름



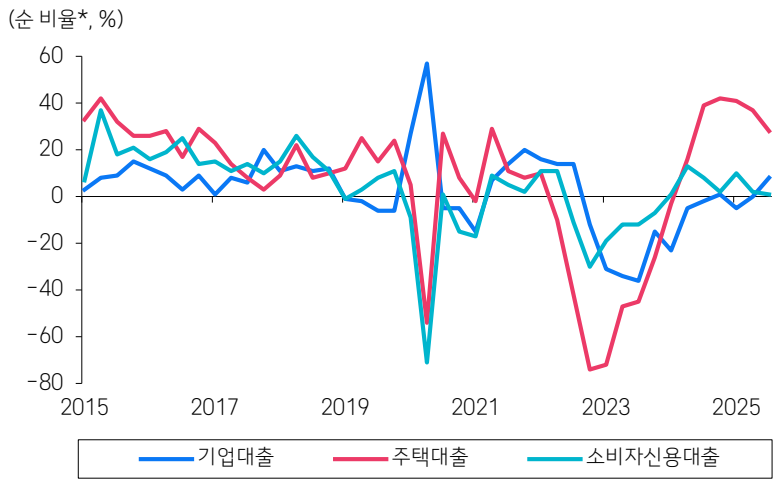
자료: European Central Bank

금리 인하 효과는 주택 부문에서 가장 두드러짐

▶ 주택 대출 증가를 보고한 은행의 비율은 급증

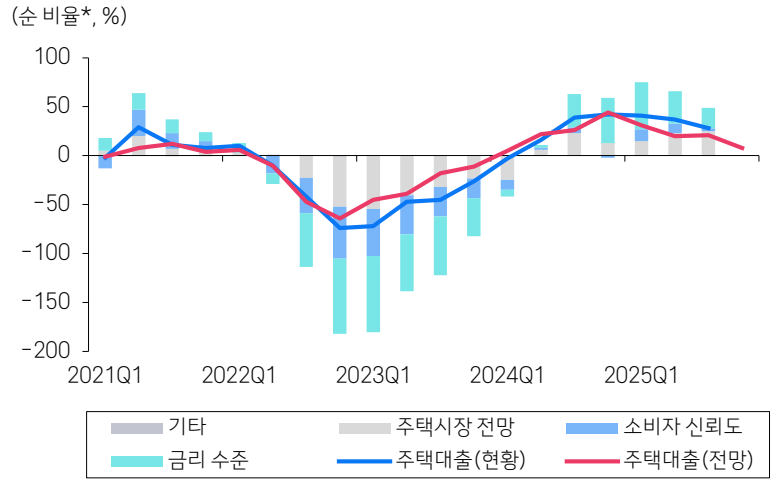
- 주택 대출 증가를 보고한 은행 비율은 2024년 이후 급증한 반면, 기업/소비자 대출 증가 보고 은행 비율은 상대적으로 완만하게 증가
- 주택 대출이 급반등을 보인 것은 당연하게도, 금리가 낮아지고 주택시장 전망이 개선된 영향
  - 대출 요인을 분해해보면, 2023~2025년 주택대출 핵심 요인이 금리 수준이었다는 것이 확인됨
  - 2025년 2분기 EU 주택 가격은 전년 대비 +5.4%를 기록했으며, 스페인(+12.8%), 포르투갈(+17.2%) 등에서는 급등이 나타남

유로존 은행 대출 서베이: 금리 인하 효과는 주택 부문에 집중



참고:* 대출 수요 증가 보고 은행 –감소 보고 은행 비율
자료: European Central Bank

주택 대출 요인 breakdown: 낮아진 금리가 주택 대출 활성화로 이어짐



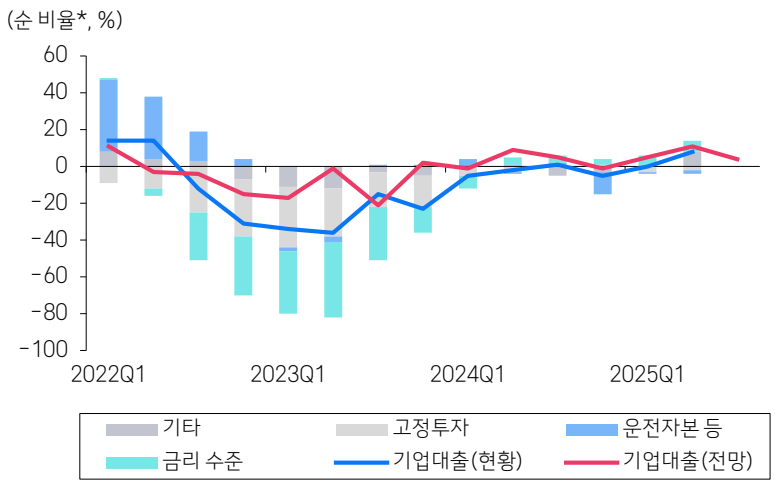
참고:* 대출 수요 증가 보고 은행 –감소 보고 은행 비율
자료: European Central Bank

반면,가계 및 기업 대출에서 금리 인하 효과는 제한적

▶2022~2024년과 달리, 금리가 높아서 문제가 되는 상황은 아님

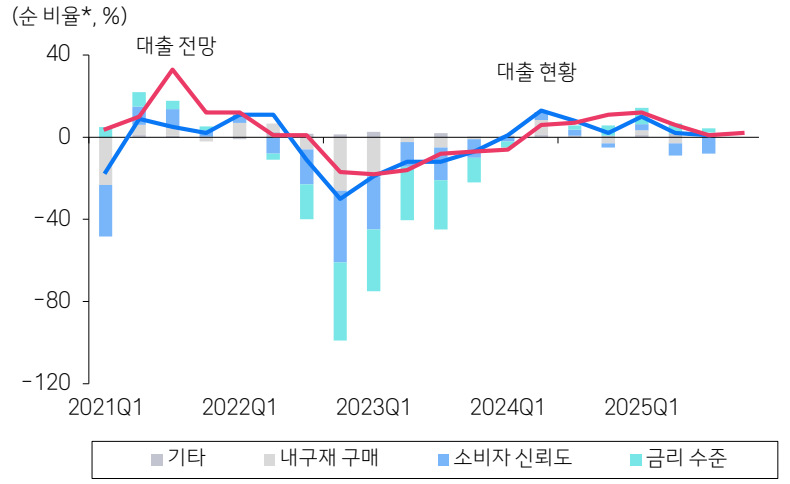
- 금리 인하가 더 필요하다고 주장하기는 어려움. 금리 수준은 이미 대출을 확대하는 요인으로 나타나고 있음
- 현재 유로존 기업들은 경기 둔화가 장기간 지속된 영향으로 투자 확대를 꺼리는 상황이며, 가계는 소비자 심리가 저조해 소비를 꺼리는 상황
  - 기업 입장에서는, 당장의 수요가 약하면 대출/투자 확대를 꺼리기 마련. 지금까지 유로존 기업들은 확장 투자보다 유동성 방어에 중점
  - 현재 기업의 대출 수요가 반등한 것은, 낮아진 금리를 활용해 부채를 재구성하려는 유인이 작용한 결과

유로존 은행 기업 대출 요인 분해: 투자 부족



참고:* 대출 수요 증가 보고 은행 –감소 보고 은행 비율
자료: European Central Bank

유로존 은행 소비자 대출 요인 분해: 소비 의향 부족



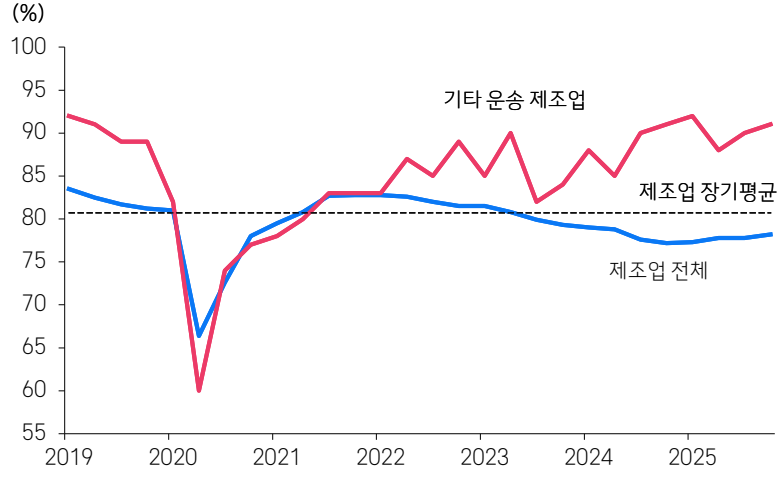
참고:* 대출 수요 증가 보고 은행 –감소 보고 은행 비율
자료: European Central Bank

향후 재정 확대의 중요성은 높아질 것

▶금리 인하 실익이 낮은 상황이기에, 통화 대신 재정이 경기를 견인해야

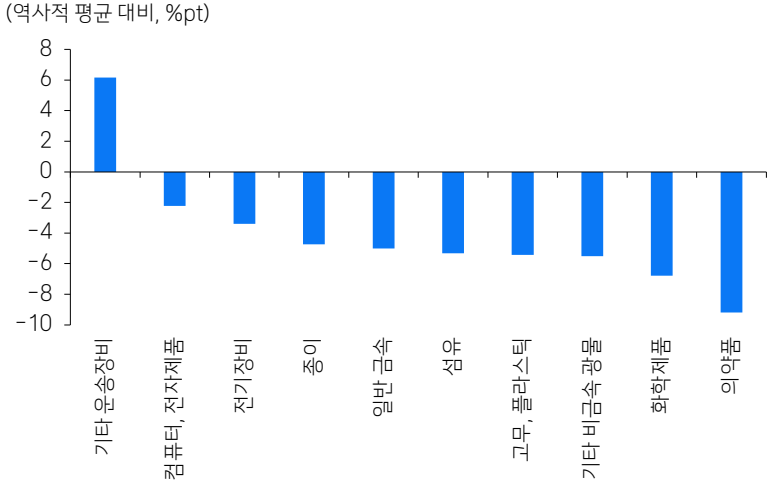
- 현 상황의 핵심은 유효 수요 부족. 기업은 유효 수요가 충분하지 않은 상황에서, 투자와 대출을 미룰 것이기 때문
- 현재 유로존 제조업의 대다수 산업은 역사적 평균을 하회하는 설비 가동률을 기록 중. 기업 투자가 확대되기 어려운 상황
  - 호황은 기타 운송 제조업(선박/철도/항공우주/군용 전투차량 제조업 등) 등 일부 산업에 국한
  - 방산은 주문 급등, 90%를 상회하는 높은 설비 가동률 유지
- 이처럼 유효 수요가 확보되어야 기업은 투자를 확대. 라인메탈은 올해 신규 탄약 공장에 5억 유로 이상의 설비 투자를 집행

제조업 설비 가동률: 호황은 일부 산업에 집중



자료: European Commission, 삼성증권

산업별 설비 가동률: 방산 등 일부 제외하면, 대부분은 여전히 수요 부족



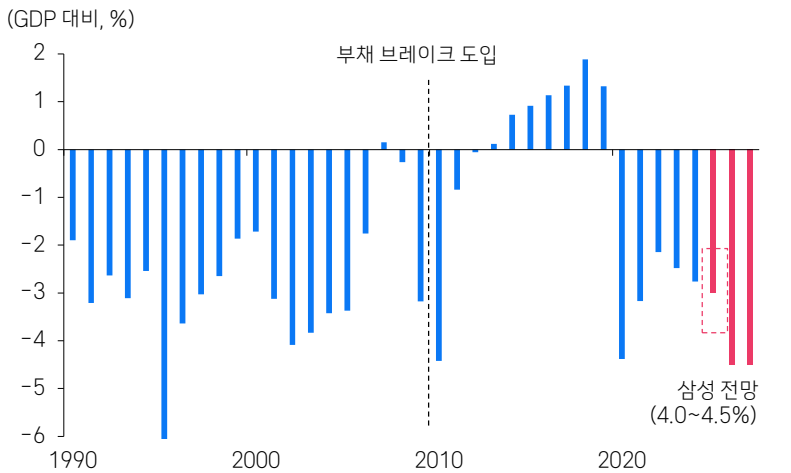
자료: European Commission

독일 2025년 재정 확대, 당초 예상에 미치지 못함

▶독일의 재정 확대, 규모보다는 속도의 문제

- 올해 2~3월, 메르츠가 대규모 지출을 발표함에 따라 독일의 구조적 전환 기대감이 높아짐
- 현시점에서 보면, 2025~2026 예산 규모는 당시 기대에 부합. 향후 독일 재정 확대가 90년대 초반 이후 최고 수준으로 높아질 것이라는 점은 유효
- 문제는 집행 속도. 2025년 예산안은 9월에야 통과. 메르츠 총리 체제 하에서 실질적인 지출 증가는 제한적이었다는 것
  - 2025년 독일 정부 적자는 3% 내외로, 2024년 대비 큰 변동이 없을 것으로 예상됨

독일 재정 적자 추이 및 전망: 2025년 재정 확대, 기대 이해



참고: 붉은 선은 당사 전망
자료: Bundesbank, 삼성증권

독일 재정 확대 관련 주요 이벤트 타임라인

날짜	이벤트	내용
2월 23일	독일 연방의회 선거	기민기사 최다 득표, 메르츠 총리 가능성 대두
3월 5일	메르츠 "Whatever it takes"	국방, 인프라 중심의 대규모 지출 구상 공개
3월 18일	연방하원 표결	대규모 지출 패키지 통과, 정책 전환 분수령
3월 21일	연방상원 표결	상원 최종 승인으로 지출 확대 확정
5월 6일	메르츠 총리 선출, 임명	하원에서 선출, 같은 날 대통령이 임명
5월 14일	메르츠 첫 의회 연설	국방, 재정 지출 확대 의지 강조
6월 25일	NATO 정상회의	2035년까지 국방비 GDP 3.5% 도달 합의
9월 18일	2025년 예산안 승인(하원)	2025년 4Q부터 집행 전망
11월 말	2026년 예산안 승인	-

자료: 삼성증권

그러나 2026년 재정 확대 본격화 전망은 유효

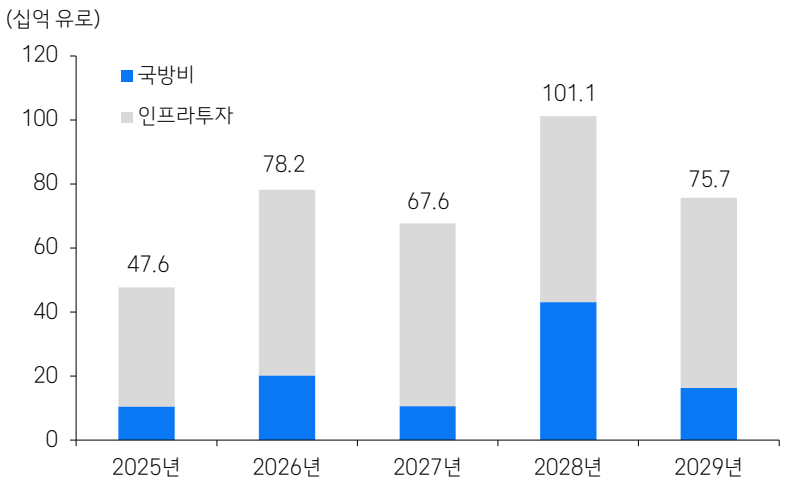
▶'메르츠발 ' 재정 지출 증가분, 2026년 780억 유로(GDP 대비 1.6%) 내외 추정

- 독일 재정 확대 핵심은 '국방비 증액 + 인프라 투자 확대'
  - 국방비는 높은 증가율이 유지되는 가운데 2028년 다시 한번 큰 폭 증가하는 경로
  - 인프라 투자는 2026년에 전년 대비 큰 폭 증액된 뒤 2029년까지 동일 규모가 유지되는 경로
- 독일 연방정부 누적지출은 2025년 4분기 이후 반등 흐름. 현재 독일은 중장기 재정 확대의 초입에 있다는 판단

독일 연방정부 누적 지출 추이: 2025년 4분기부터 유의미한 증가

참고: 핵심 예산 기준, 특별기금 미포함
자료: 독일 재무부, 삼성증권

'메르츠발' 재정 지출 증가분 추정: 2026년 재정 확대 두드러질 것



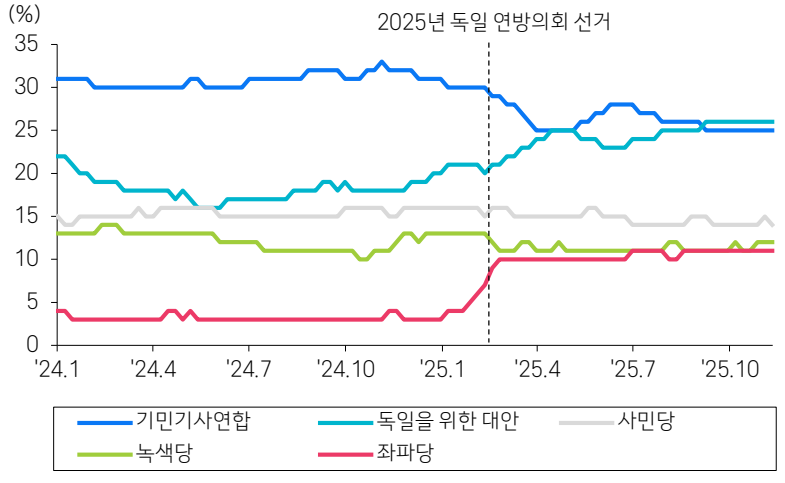
자료: 삼성증권 추정

메르츠 지지 기반이 약하다는 점은 리스크 요인

▶ 사민당과의 결속 유지가 중요, 독일 극우는 메인스트림에 진입하기 시작

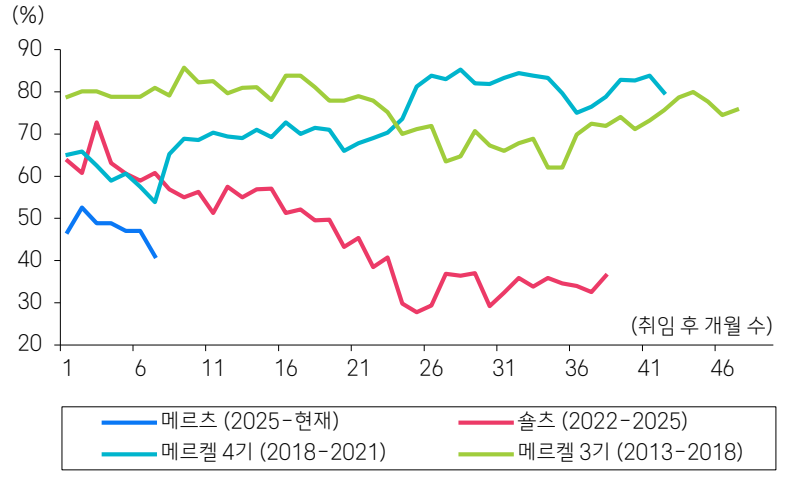
- 2026년 예산안 통과는 기정 사실에 가까워진 반면, 2027년과 그 이후는 불확실성 존재
- 기민기사연합-사민당 연정은 의회에서 52%라는 미미한 과반을 차지. 사민당 일부만 이탈하더라도 메르츠의 정책 추진에는 제동
- 복지 삭감 여부를 두고 메르츠와 사민당의 갈등이 이어지는 가운데, 메르츠 총리에 대한 초기 지지율은 최근 총리 중 최저 수준을 기록
- 2027년 예산안이 다가올수록 메르츠는 타협을 강요당할 수 있으며, 이는 정책 추진력 약화로 이어질 수 있음

독일 주요 정당 지지율 추이: 대안당 지지율, 기민기사연합을 상회하기 시작



자료: Politico

독일 주요 총리 지지율 추이: 메르츠에 대한 초기 지지, 역대 최저 수준



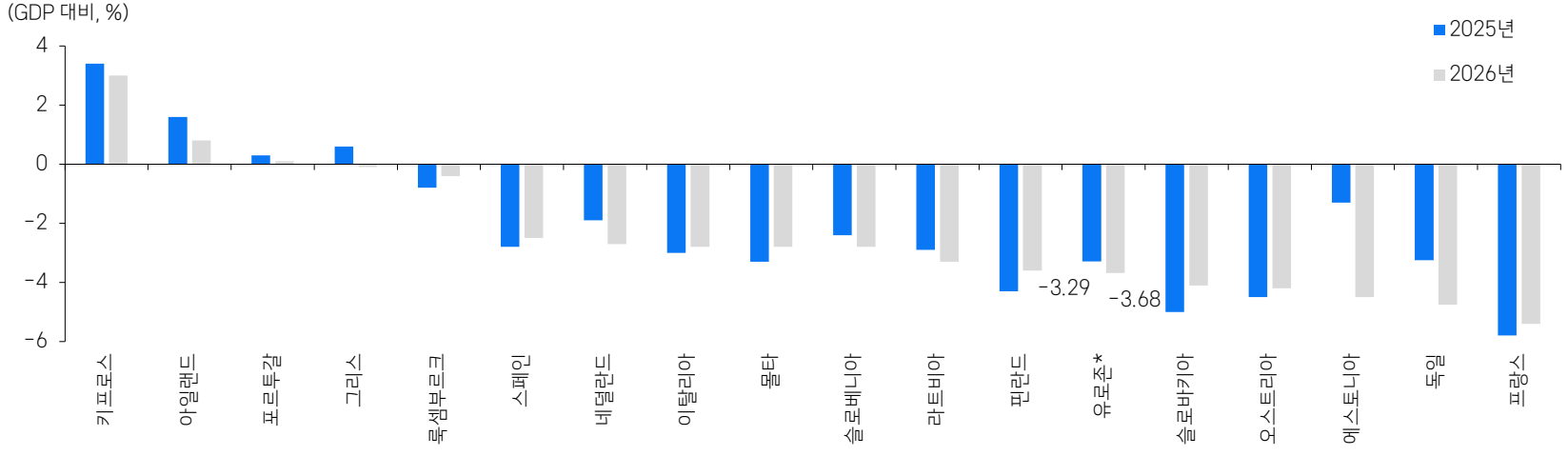
자료: Politico

유로존 전체로 보면, 재정 확대는 완만한 강도

▶ 유로존 재정 확대, 주요국 동반 확대가 아닌 독일의 나홀로 확대에 가까움

- 독일 재정 지출 확대는 상당한 규모이나(재정 적자 2025년 3% 내외 vs 2026년 4.8%), 유럽 전체로 보면 희석
- 독일과 달리 스페인과 프랑스 등 여타 주요국의 재정 수지가 2025년 수준을 유지하거나, 소폭 긴축할 것으로 예상되기 때문
- 유로존 2026년 재정 적자는 GDP 대비 3.64%로, 2025년 대비 0.4~0.6%p 확대될 것으로 예상됨. 이는 성장률을 0.3%p 높이는 요인

유로존 각국 정부 수지 전망(2025 vs 2026): 독일 주도의 완만한 재정 확대



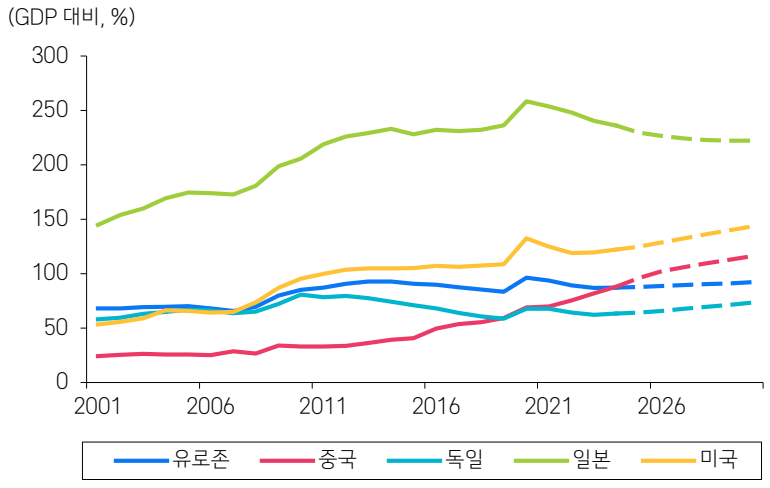
자료: European Commission, 삼성증권

유럽 재정 펀더멘털, 2010년대 대비 개선

▶ 유럽 재정 펀더멘털은 취약하다고 보기 어려우며, 부채 리스크가 부각될 가능성도 낮아짐

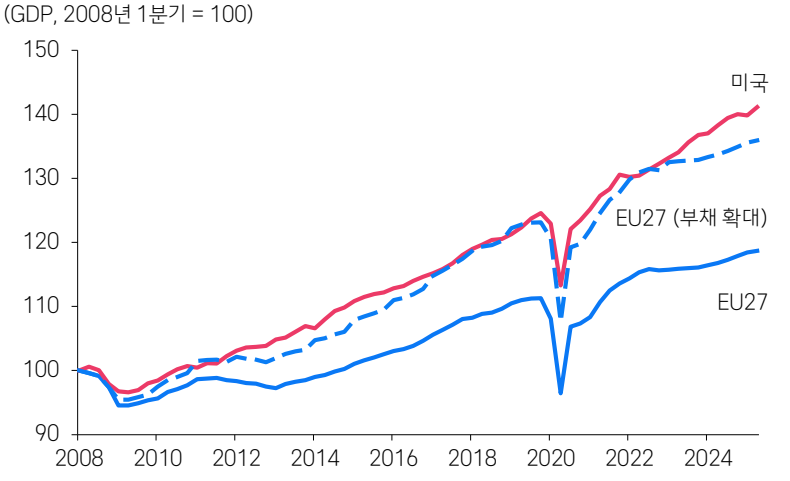
- 유로존 GDP 대비 정부 부채 비율은 88%로 미국(125%), 중국(120%, 지방정부 및 LGFV 포함 시) 대비 낮음
- 그간 재정 건전성 취약 국가로 분류되었던 남유럽 역시 개선 경로
  - 그리스와 이탈리아는 부채 비율이 높지만 재정 적자가 크지 않아 부채 수준이 유지될 것이며 스페인은 호황에 힘입어 부채 비율이 낮아질 것
  - 독일은 대규모 적자가 상당 기간 이어질 예정이나, GDP 대비 부채 비율이 62%에 그쳐 큰 문제가 되지 않음
- 중장기적으로 부채가 경제를 지원할 여력이 남아 있다는 점은 유로존 성장 전망을 지지
  - 2007년 이후, EU가 미국과 동일한 속도로 부채를 누적했다면, 미국과의 성장률 격차는 상당 부분 축소되었을 것

주요 경제 정부 부채 비율: 유로존은 부채가 경제를 지원할 여력이 남아 있음



자료: IMF

유럽이 미국과 같은 속도로 부채를 누적했다면, 성장률 격차는 축소



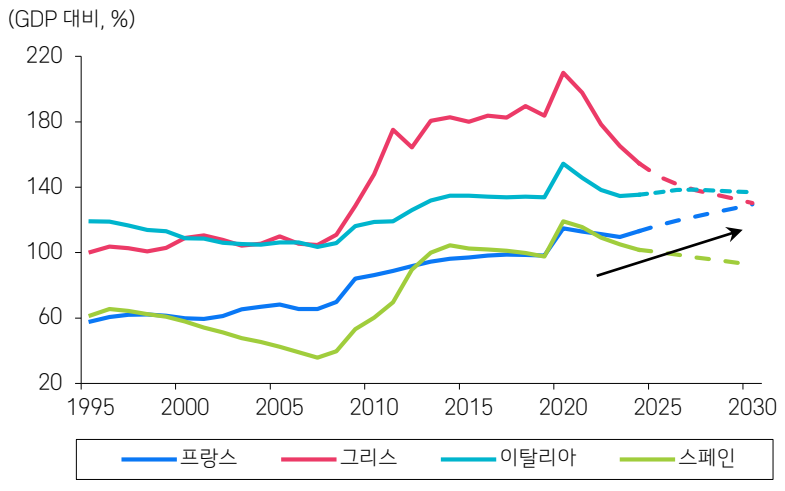
참고: 점선은 재정 승수 0.4를 가정
자료: 삼성증권

문제가 될 수 있는 것은 프랑스

▶ 프랑스 재정 건전성 우려, 단기간 내 해결 어려움

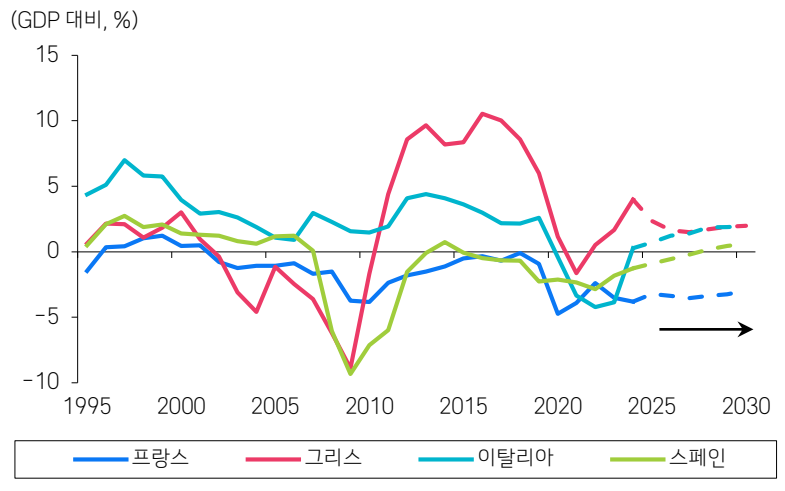
- 프랑스는 정부 부채가 높은 상황이며, 수년간 재정 적자 또한 통제되지 않을 가능성이 있음
- 정부 부채는 GDP 대비 113%이며, 2030년 130%까지 높아질 것으로 예상. 재정 적자 역시 GDP 대비 5%를 상회하는 높은 수준이 유지되는 경로
- 2030년 경 프랑스의 부채 수준은 그리스와 이탈리아를 상회하게 될 가능성도 존재

유럽 주요국 정부 부채: 프랑스, 현 경로대로라면 2030년에는 그리스를 상회



자료: IMF

유럽 주요국 재정수지: 프랑스의 재정 적자, 통제되지 않을 가능성



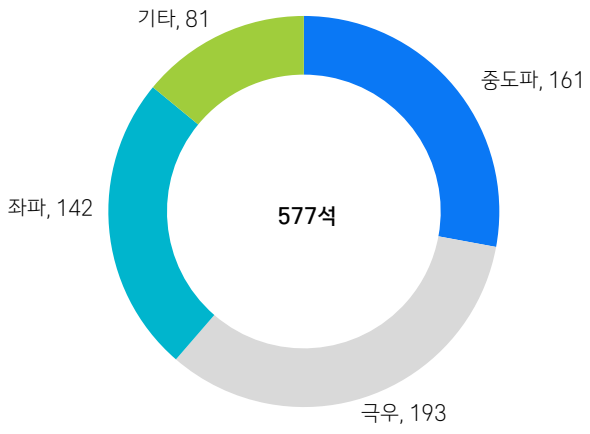
자료: IMF

프랑스, 적극적인 재정 긴축 어려운 환경

▶ 마크롱의 중도파 단독으로는 재정 건전성 확보 어려움

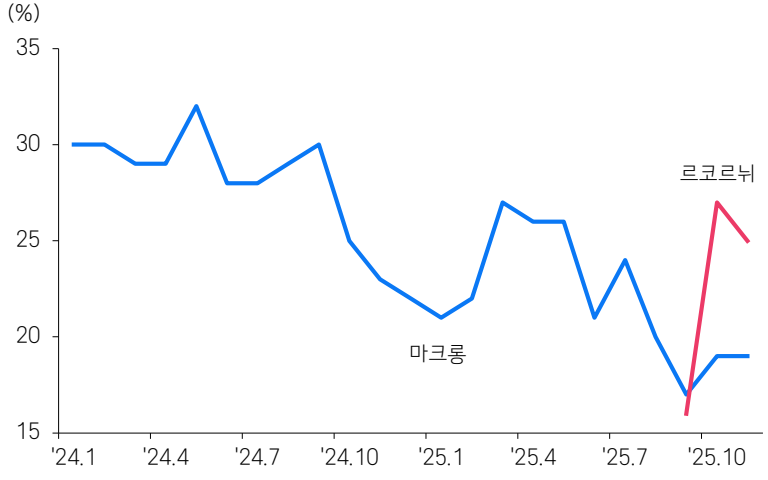
- 마크롱 대통령과 중도파가 현 의회 구성에서 1) 안정적인 통치와 2) 재정 건전성 개선을 동시에 달성할 수 없다는 점은 명확함
- 중도파의 지지 기반이 취약하다는 점이 1차적인 문제. 중도파는 좌파의 협조 없이는 정책 추진이 어려움 (여소야대)
  - 그러나, 주요 야당을 형성하는 프랑스 좌파와 극우 모두 적극적인 재정 긴축에 반대하기에 의미 있는 재정 긴축이 나타날 가능성은 낮음
- 마크롱 대통령과 르코르뉘 총리에 대한 지지율 역시 저조한 수준. 마크롱 대통령은 남은 임기 레임덕에 시달릴 것

프랑스 의회: 중도파/극우/좌파/기타 네 블록으로 분열



자료: 프랑스 하원

마크롱 지지율: 마크롱, 남은 임기 레임덕에 시달릴 가능성



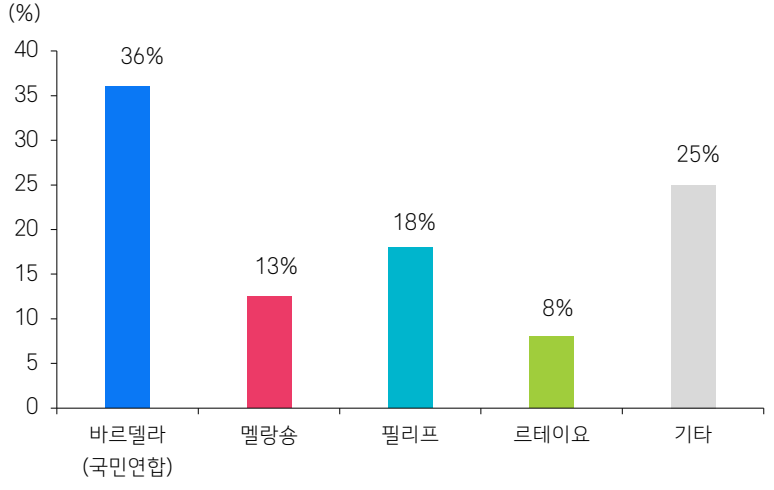
자료: 여론조사 종합

2027년 프랑스 대선은 중요 변수

▶ 프랑스 극우 대통령의 시대가 올 수 있을까

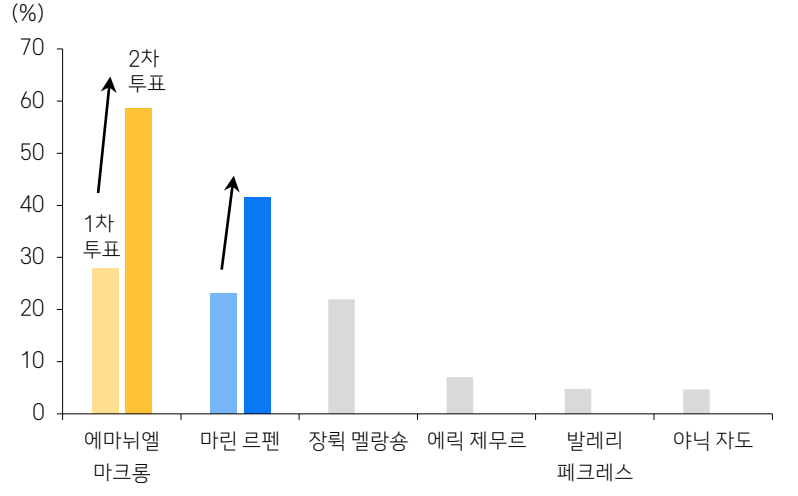
- 이러한 혼란을 해결할 수 있는 것은 2027년 대선. 새 대통령은 의회를 해산하고, 재선거를 실시해 유리한 의회 구성을 확보하려 할 가능성이 높음
- 현재 극우 국민연합 대선후보(바르델라/르펜)의 지지율이 여타 좌파 및 중도파 대선 후보들을 크게 앞서는 상황
- 중도파 진영의 패배, 극우의 승리는 재정 건전성 우려를 심화 시킴과 동시에 유럽 통합에 대한 회의론을 부각시켜 금융시장에 충격을 줄 것
- 통상적으로 프랑스의 결선투표제는 중도파에 유리하게 작용하나, 극우의 승리 가능성은 2017, 2022년보다 확연히 높아짐
  - 2026년 하반기부터, 관련 뉴스플로우에 주목할 필요

프랑스 주요 대선 주자 지지율: 1차 투표에서는 극우 우위 유력



자료: 여론조사종합

프랑스 대선 2차 투표(2022): 일반적으로 2차 투표 제도는 중도파에게 유리



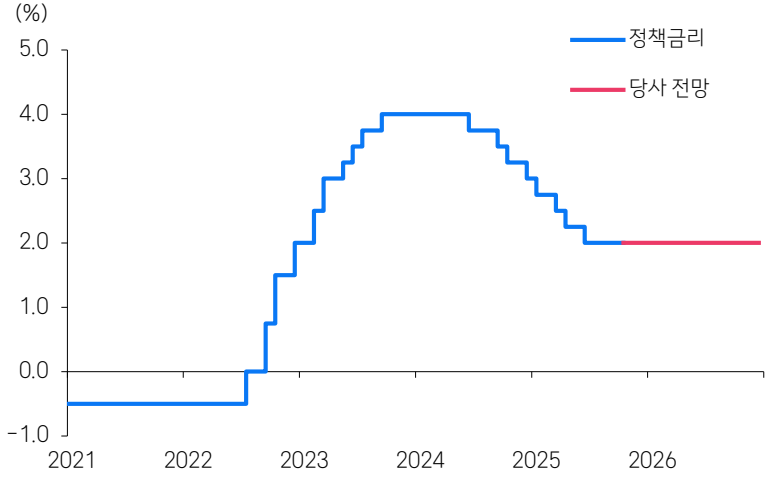
자료: 프랑스 내무부

ECB, 2026년 중 금리 동결 전망

▶ 유로존 추가 금리 인하 기준은 높은 것으로 추정

- 9, 10월 ECB 통화정책회의는 ECB의 'wait-and-see' 스탠스가 유지되고 있음을 확인할 수 있는 이벤트
- 성장이 반등하는 가운데, 인플레이션은 2% 수준에 부합하고 있어 금리 인하 시급성은 낮아짐
  - "우리는 좋은 상태에 있다 " 는 라가르드 총재의 발언이, ECB의 현 상황에 대한 평가를 대변
- 유로존 경제 지표 쇼크가 이어지지 않는 한, 단기간 내 추가 인하 기대하기 어려움

ECB 정책 금리 추이 및 전망: 2026년 동결 전망



자료: European Central Bank

ECB 9월 경제 전망(vs. 6월 경제 전망)

(전년 대비, %)	2025년 9월 전망				6월 전망 대비 변동 (%p)			
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
기본 시나리오								
성장률	0.8	1.2	1.0	1.3	0.0	0.3	-0.1	0.0
소비자 물가	2.4	2.1	1.7	1.9	0.0	0.1	0.1	-0.1
핵심 물가	2.8	2.4	1.9	1.8	0.0	0.0	0.0	-0.1

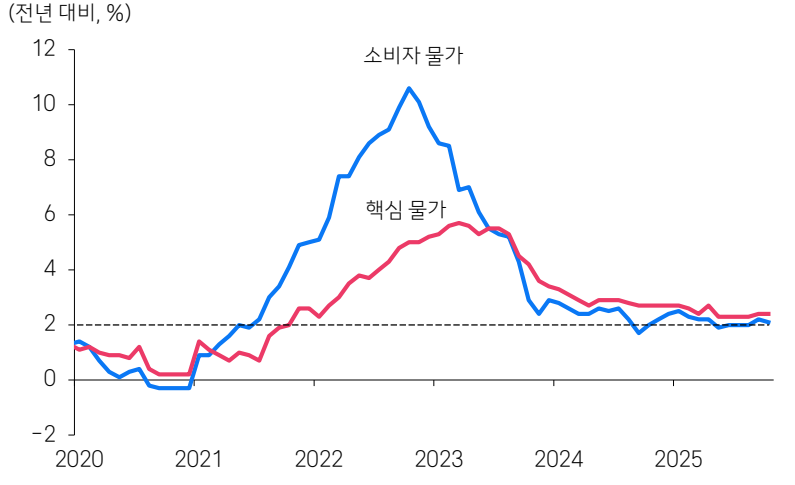
자료: European Central Bank

유로존 인플레이션은 2% 내외에서 안정적으로 유지

▶서비스 물가 또한 둔화세 이어갈 것

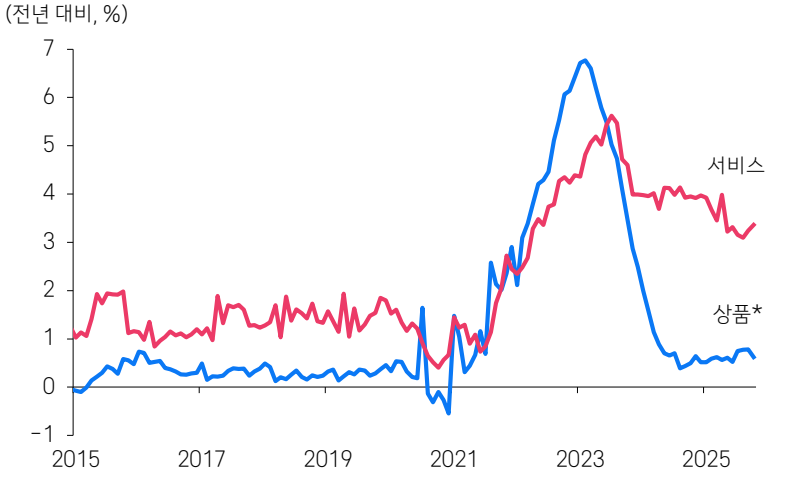
- 2026년 상반기까지, 유로존 인플레이션은 2% 내외에서 안정적으로 유지될 전망
- 유로존 인플레이션의 핵심은 서비스 물가. 유로존 소비자 물가가 2%에서 유지된 것은 상품 물가가 0%에 근접함에도 불구, 서비스 물가가 상대적으로 높은 증가율(3~4%)을 유지한 영향
  - 기여도로 분해해보면, 소비자 물가 상승률 2.1% 중 1.5%p를 서비스 물가가 설명
- 그러나, 2025년 2분기 이후 서비스 물가의 추세적 둔화가 이어지고 있어 유로존 인플레이션 상방 압력은 제한적

유로존 인플레이션(HICP): 소비자 물가 vs 핵심 물가



자료: Eurostat

유로존 서비스 물가 vs 상품 물가: 유로존 물가를 지지하는 것은 서비스



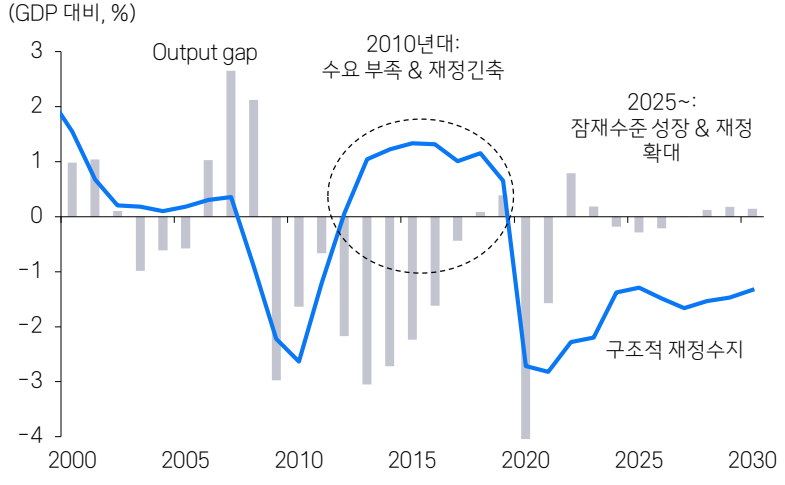
참고: 에너지 제외 상품
자료: Eurostat

중기적으로는, 인플레이션 압력을 높일 수 있는 요인들이 나타나고 있음

▶ 정책 조합의 변화, 노동시장의 개선은 중장기 인플레이션 압력을 높임

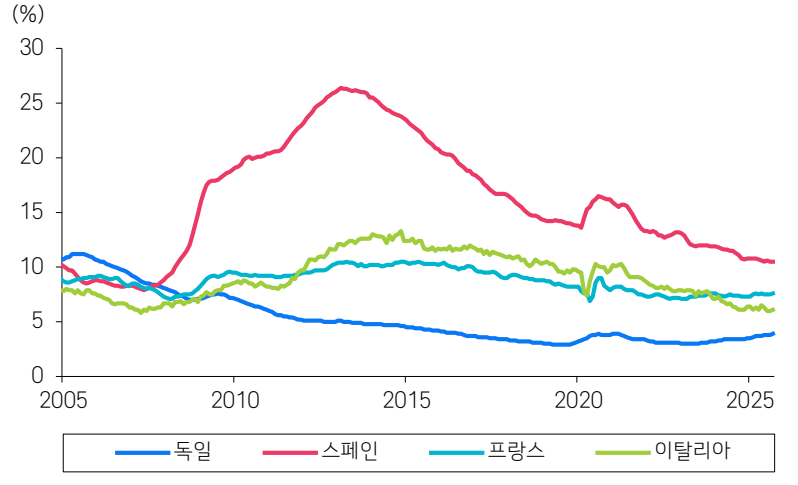
- 정책 조합: 2010년대 유럽은 수요가 부족한 가운데 재정을 긴축했으나 vs 현재의 유럽은 잠재 수준의 성장을 지속하는 가운데 재정을 확대
- 노동 시장: 2010년대 유럽은 재정위기를 겪으며 남유럽 실업률이 20%를 상회했으나, vs 현재 유럽 주요국 실업률은 역사적 저점에 근접
- 이와 같은 변화는 인플레이션의 2% 추세적 하회 가능성을 낮춤. 유로존은 한동안 2010년대의 저물가/저성장/저금리 환경으로 돌아가지 않을 것

유로존의 2010년대 저물가, 수요 부족 환경에서 재정을 긴축한 영향



자료: IMF, 삼성증권

주요국 실업률: 남유럽 실업률은 글로벌 금융위기 이전 수준으로 회복



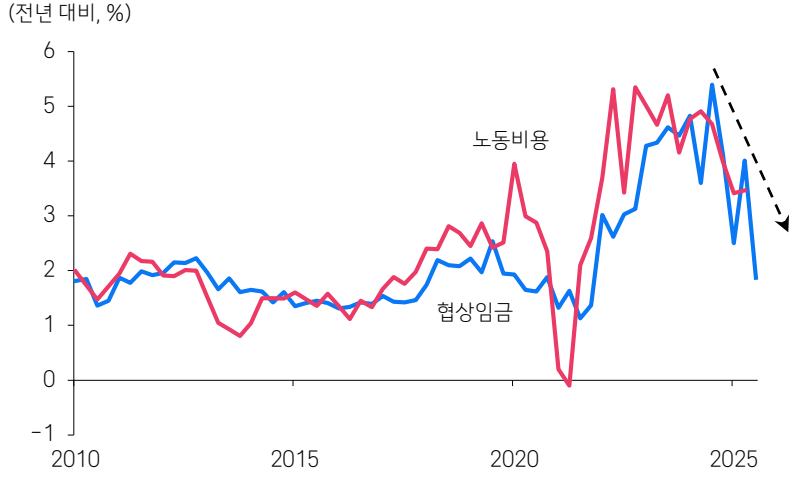
자료: Eurostat

그러나, 2026년 금리 인상 전망은 시기상조

▶2026년 중 노동시장 발 인플레이션 압력이 나타날 가능성은 낮음

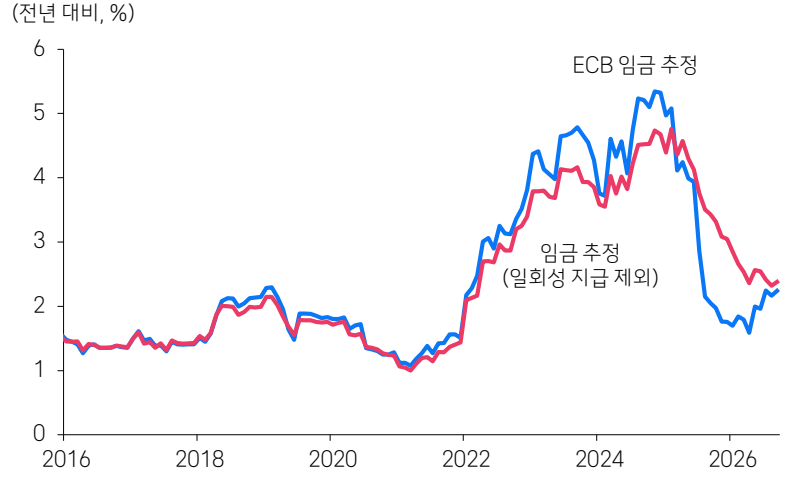
- 유로존 경기 회복, 독일 재정 확대, 남유럽 경기 호황은 금리 인상 압력을 높이는 요인이나, 아직까지는 인플레이션 조짐이 뚜렷하지 않음
- 유로존 임금 상승률은 둔화 흐름이며,ECB의 임금추적기 역시 내년 말까지 임금 상승 압력이 지속적으로 낮아지는 경로에 있음을 보여줌
- 유로존의 임금 상승률은 2년 내외 단위의 협상을 통해 이뤄지며, 상승률은 경기를 후행하여 결정되는 경향이 강함
  - 현재의 경기 반등은, 2026년이 아닌 그 이후 협상에서 반영될 가능성이 높음
- 유로존 내 인플레이션 상방 압력이 나타나더라도, 그 시점은 2026년이 아닌 2027년일 것

유로존 임금 상승률 vs 노동비용: 임금 상승률 둔화 흐름 지속



자료: European Central Bank

ECB 임금 추적기: 2026년까지 임금 상승률 둔화 흐름 이어질 것



자료: European Central Bank

PART 02

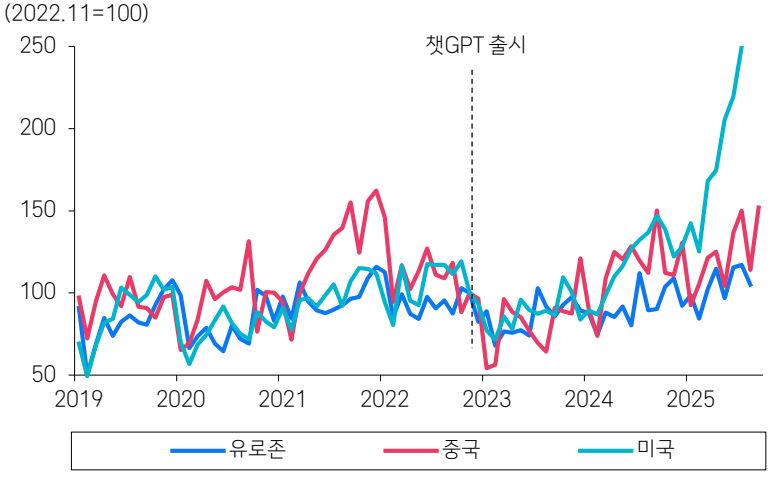
AI 투자의 시대, 유럽의 위치

AI 투자 사이클에서 뒤처지는 유럽

▶유럽, AI 관련 정량적 척도에서 미국, 중국 대비 열위

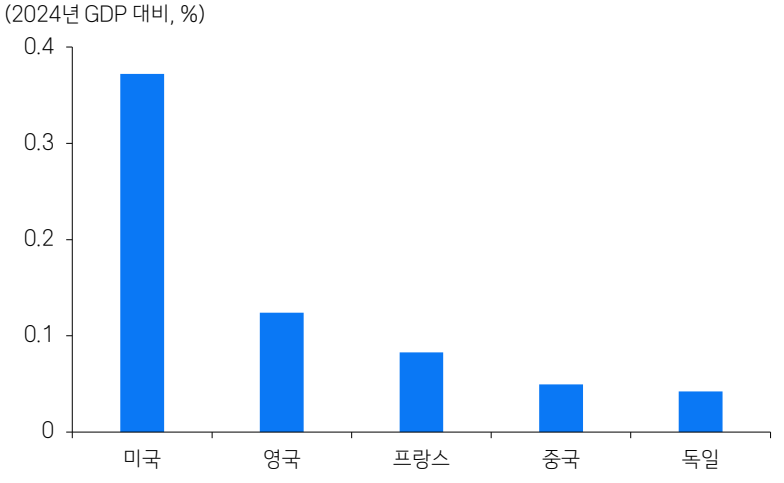
- AI 실용성/수익성에 대한 논쟁이 이어지고 있으나, 적어도 AI에 대한 '투자' 슈퍼사이클이 이어지고 있다는 점은 명확함
- AI 관련 투자는 2026년에도 고공 행진을 이어갈 것이며, AI 투자 사이클은 2028년 또는 그 이후까지 이어질 것으로 예상되고 있음
- 유럽 경제 또한 글로벌 AI 투자가 확대되는 과정에서 혜택을 누릴 것으로 보이나, 그 영향은 미국에 비해 미미할 것
- 유럽의 투자 열기가 낮다는 점은 교역 지표에서도 확인됨. ChatGPT 발표 이후 미국과 중국에서는 관련 수입이 급증했으나, 유로존에서는 관련 수입이 거의 거의 증가하지 않았음
  - AI 관련 소비 및 투자 열기가 상대적으로 낮다는 것

컴퓨터 및 관련 장비 수입: 미국, 중국과의 격차 확대



자료: UN Comtrade, 삼성증권

AI에 대한 민간 투자 (2024)



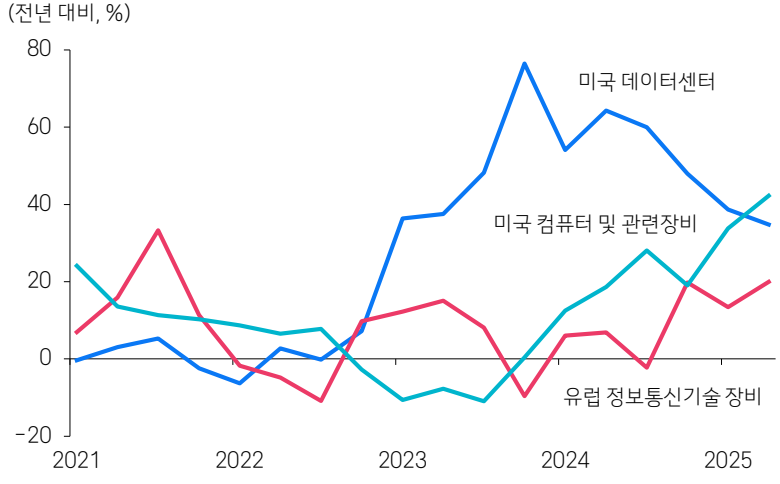
자료: Artificial intelligence report 2025

유럽의 AI 투자, 미국 대비 열위

▶ 민간 차원의 투자는 미미함

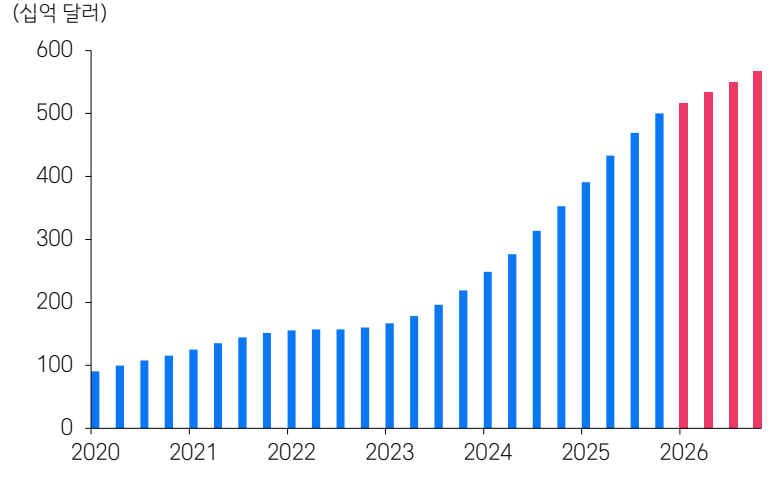
- 미국의 IT 투자는 컴퓨터 및 관련장비, 그리고 데이터센터에 대한 투자를 중심으로 급증하는 추세
- 유로존의 정보통신기술 장비 투자 또한 반등하는 흐름이나, 금액과 증가율 모두 미국과 비교하면 열위
- 기업 차원의 투자 역시 미미함. 유럽 테크(ASML, SAP 등)는 AI 투자를 선도하는 기업이 아니며, 투자 규모 역시 US 하이퍼스케일러 대비 제한적

미국과 유럽의 IT 투자: 미국 데이터센터와 정보처리기기 투자 급증



참고: 유럽은 통계 제공되는 일부 국가에 한해 계산
자료: Bureau of Economic Analysis, Eurostat

US 하이퍼스케일러 투자 계획



자료: Bloomberg

유럽 재정 확대, AI 투자와는 큰 관련이 없음

▶ 유로존 재정 확대, AI를 견인하는 요인이 아님

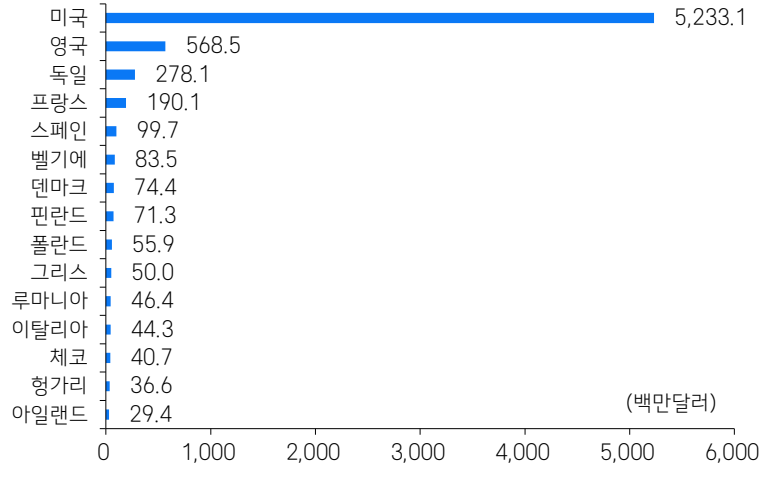
- 독일 인프라 특별기금(SVIK) 계획에 의하면, 2026년 인프라 투자 589억 유로 중 절반은 운송 인프라에 투입
  - AI 관련 영역으로 볼 수 있는 연구개발과 디지털화 등의 예산은 95억 유로에 불과
- 스페인과 이탈리아 역시 IT 지출 규모는 크지 않으며, 그조차도 AI가 아닌 분야(공공부문 디지털화, 통신망 개선 등)에 주로 배정
- 이번 사이클에서도 유럽이 미국과의 투자 격차를 좁히는 것은 불가능할 것

독일의 인프라 특별기금(SVIK) 계획: 전통 인프라에 집중

(십억 유로)	2025	2026	2027	2028	2029
교통 인프라	11.7	21.3	20.2	20.3	19.8
병원 인프라	1.5	6.0	3.5	3.5	3.5
에너지 인프라	0.9	2.1	2.8	3.2	3.0
교육 및 보육 인프라	0.0	1.2	1.4	1.4	1.5
연구개발	0.5	1.0	1.5	2.1	3.4
디지털화	4.0	8.5	8.6	8.6	8.5
주택건설	0.3	0.5	0.7	1.0	1.2
연방정부 지출 합	**18.9**	**40.5**	**38.8**	**40.1**	**40.8**
주 및 지방정부 배분	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
기후 전환기금	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
총지출	**37.2**	**58.9**	**57.1**	**58.4**	**59.2**

자료: 독일 재무부

각국 AI 공공투자 (2013-2023년 누적): 미국이 압도적



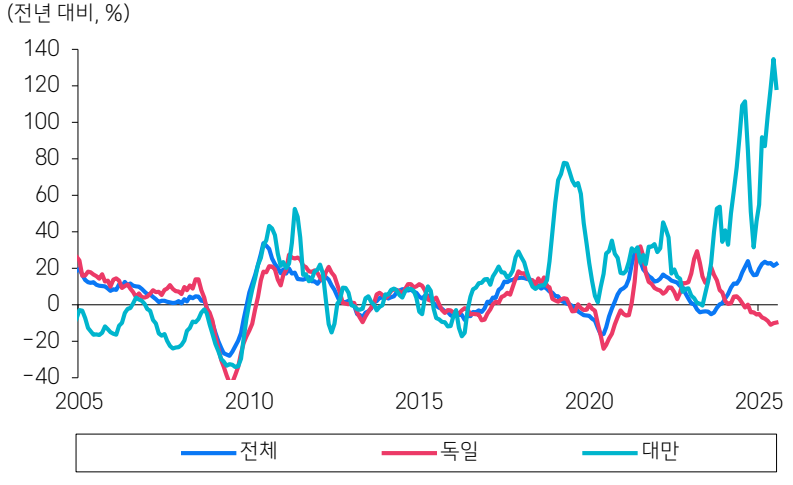
자료: Artificial Intelligence report 2025

현 사이클에서도, 유럽의 직접 수혜는 제한적

▶ 미국 주도 IT 투자 사이클에서 유럽이 뒤처지는 것이 새로운 일은 아님

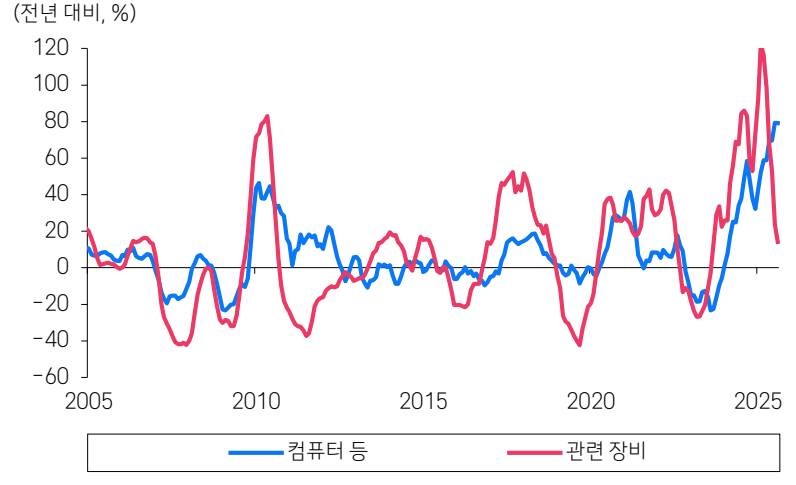
- 유럽은 IT 투자를 주도하기보다, 간접적인 수혜를 누리는 쪽
  - 1980년대 PC 사이클, 1990년대 닷컴 및 통신 사이클, 2010년대 스마트폰과 클라우드 사이클 등 주요 IT 투자 붐에서 공통적으로 나타난 현상
- 지난 4차례의 미국 주도 IT 붐에서, 미국의 IT 투자 확대로 인한 직접 수혜는 대만/중국/멕시코 등 유럽 외 제조 국가에 집중
- 현 사이클에서도 유럽은 상대적으로 소외: 독일을 비롯한 유럽 주요국의 AI 관련 대미 수출은 오히려 전년 대비 감소
  - AI 관련 핵심 품목 교역은 대만 등 아시아 제조 국가 중심으로 급증

미국의 기계류(HS code 84) 수입: 유럽 직접 수혜는 제한적



자료: U.S. Census Bureau, 삼성증권

미국의 컴퓨터, 서버, 저장 장치 수요가 급증하는 흐름



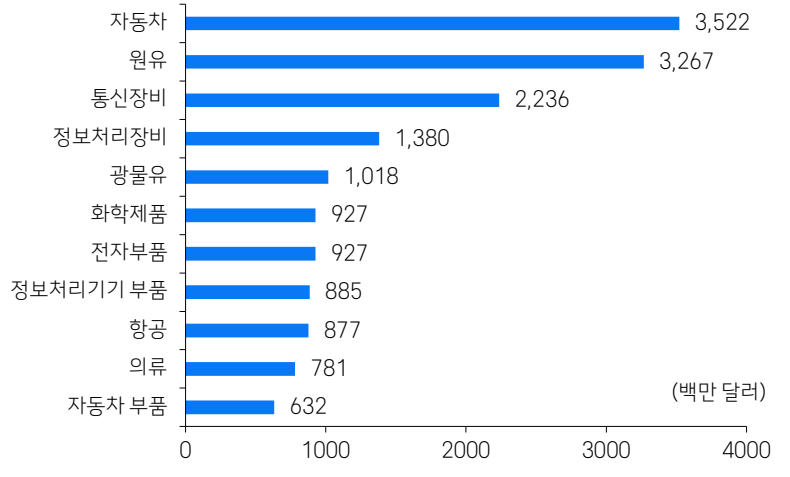
자료: U.S. Census Bureau

유럽의 수혜는 주로 간접 경로를 통해 나타남

▶ 유럽은 글로벌 경기 개선, 소비자들의 유럽 내구재/고급소비재 수요 확대를 통한 간접 수혜를 누림

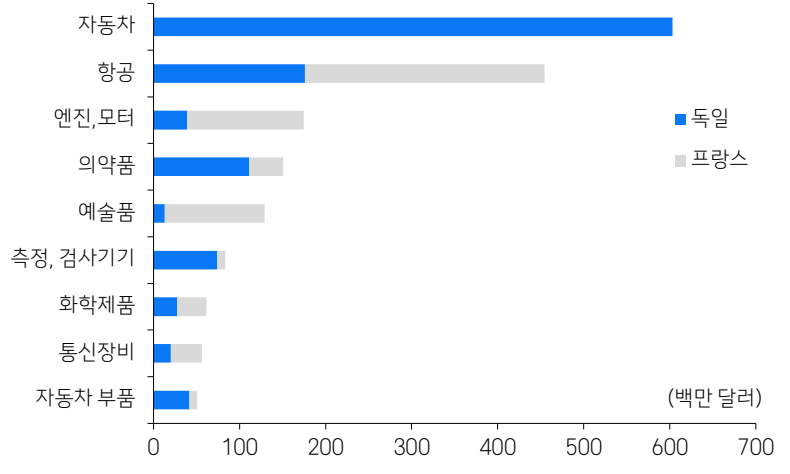
- 90년대 중반 이후 닷컴, 통신 사이클에서 미국 수입은 통신장비, 정보처리기기 관련 품목을 중심으로 급증
  - 자동차, 원유, 통신장비 및 관련품, 정보처리기기 및 관련품 수입 증가가 전체 수입 증가의 절반 이상을 설명
- 같은 기간 유럽의 대미 수출은 IT 외 내구재/고급소비재가 견인: 자동차, 예술품, 주류 수요가 급증
  - 통신장비 등 IT 수출 증가는 상대적으로 미미. 유럽의 수혜가 간접적이었음을 보여줌

닷컴버블 미국의 수입 급증 품목: 통신장비, 정보처리기기, 자동차



참고: SITC 기준, 미국의 2000년 월평균 품목별 수입 금액 – 1996년 월평균 품목별 수입 금액
자료: U.S. Census

당시 독일과 프랑스의 수출 증가는 자동차, 기계류, 고급소비재에 집중



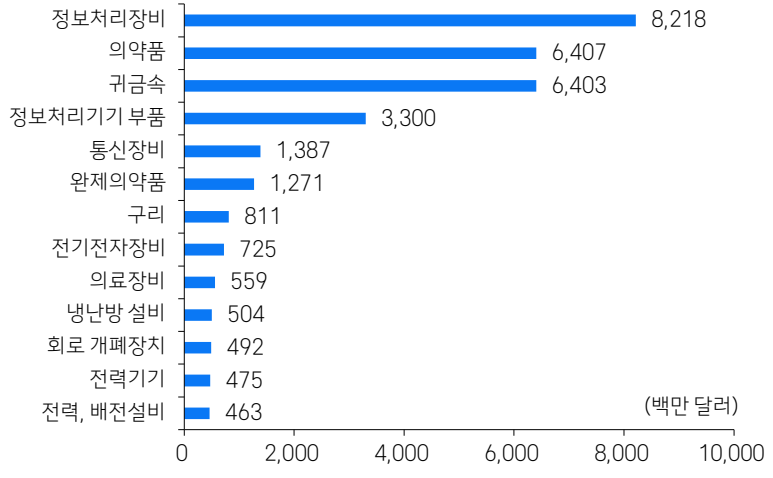
참고: SITC 기준, 미국의 2000년 월평균 품목별 수입 금액 – 1996년 월평균 품목별 수입 금액
자료: U.S. Census

현 사이클에서도, 유럽 경제 직접 수혜는 제한적

▶ 미국 수입, 정보처리기기 및 관련품을 중심으로 급등

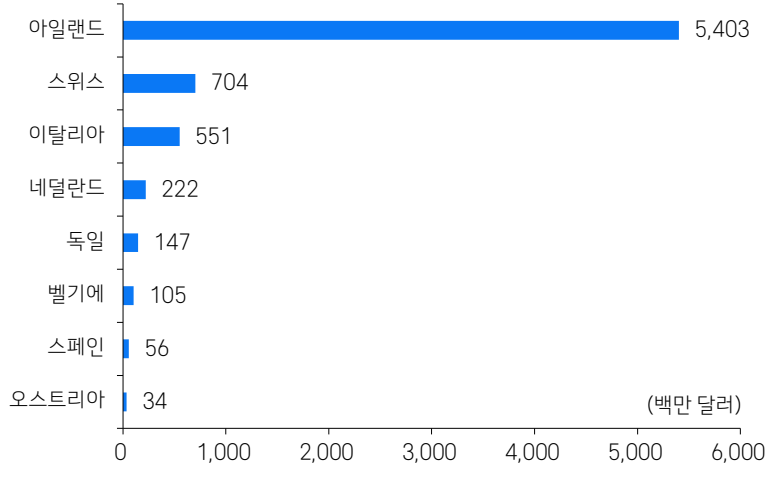
- 현 AI 사이클에서 미국 수입은 정보처리기기, 의약품, 전력 관련 기기 및 부품을 중심으로 급 반등. 유럽은 AI 핵심 품목 수출에서는 뒤처짐.
- 유럽의 대미수출은 주로 의약품을 중심으로 증가하는 양상이며, 국가별로 보면 아일랜드 의약품 수출이 두드러짐
  – 아일랜드는 미국 및 글로벌 제약사 비중이 높기에, 아일랜드의 대미 의약품 수출 급증을 유럽의 직접적인 수혜로 해석하기는 어려움

현 AI 사이클 미국 수입 급증 분야: 정보처리, 의약, 전력



참고: SITC 기준, 미국의 최근 12개월 월평균 품목별 수입 금액 – 2023년 월평균 품목별 수입 금액
자료: U.S. Census

유럽의 의약품 수출 급증, 보기보다 유럽에 미치는 영향은 제한적



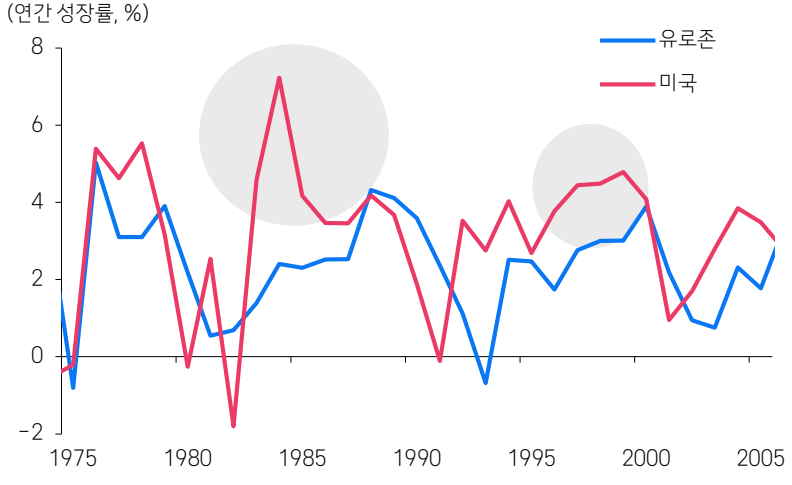
참고: SITC 기준, 미국의 최근 12개월 월평균 품목별 수입 금액 – 2023년 월평균 품목별 수입 금액
자료: U.S. Census

유럽 경제 개선은 상대적으로 완만하게, 미국을 후행해 나타남

▶ **미국 주도 IT 붐에서, 유럽 경제 지표는 개선되는 모습을 보였으나 그 강도와 시점에는 뚜렷한 차이가 나타남**

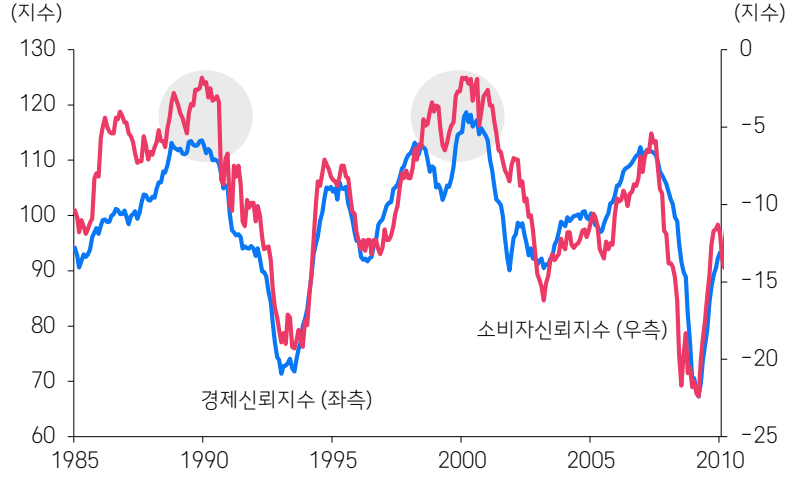
- 1980년대 PC 사이클에서도 유럽 성장률은 미국 대비 1년 이상 후행한 것으로 나타나며, 그 강도 또한 미국 대비 낮았음
  - 서독의 1983~1985년 성장률은 2.3% 내외로 동기간 5.0%를 기록한 미국과 대조됨
- 1990년대 후반 닷컴 붐 구간에서도, 유럽은 1997년경부터 성장률 2% 후반대에 진입
  - 전반적인 유럽 경제가 호황 국면에 진입했다는 인식은 닷컴 사이클이 상당 부분 진행된 1999년 이후 확산
  - 2000년에는 EU 성장률이 3.9%까지 높아지기도 했으나, 이는 여전히 4%를 상회한 미국보다는 소폭 낮은 수준

IT 투자 확대 구간, 미국 성장률은 유럽을 상회한 경험



참고: 점원은 미국 주도 IT 투자 확대 구간
자료: World Bank

유럽 경제 & 소비자신뢰 지수: 경기 호황 인식은 1999년 이후 확산



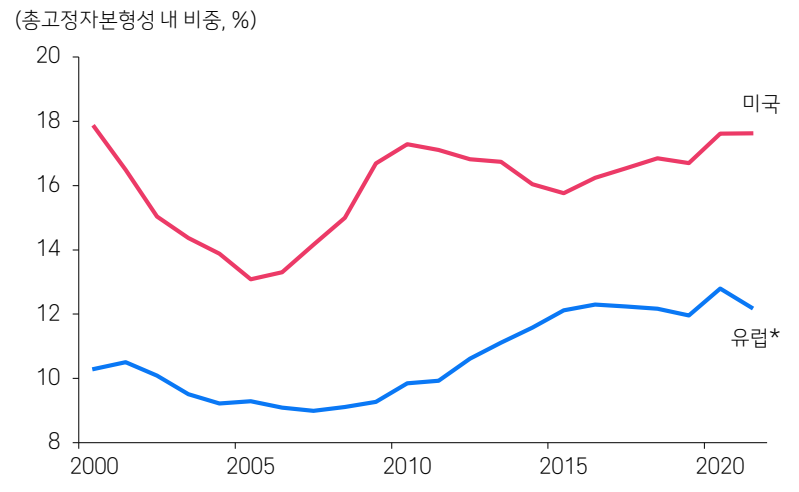
자료: European Commission

유럽의 반사이익은 부분적이고 단기적

▶ 유럽은 IT 사이클로 인한 단기적인 경기 개선 효과만을 누렸을 뿐, 그 영향을 내재화 하는 데는 실패

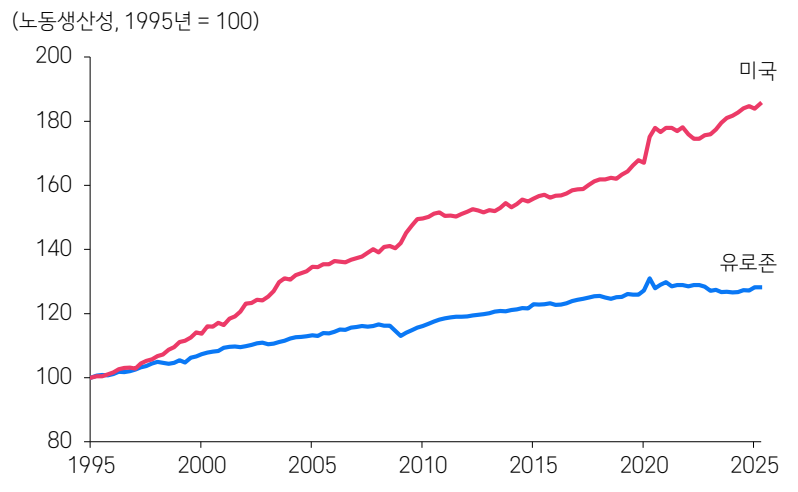
- 서유럽 주요국 생산성은 1980년대 이후 뚜렷한 둔화를 보이기 시작했으며, 1995년 이후에는 미국과 큰 격차로 벌어지기 시작
  - 이는 유럽이 IT 사이클과 신기술을 충분히 활용하지 못하고, 과거 성장 패턴에 정체된 결과
- 유럽은 전후 황금기를 지나 1980년대에 성숙기에 진입했는데, 미국이 IT 투자를 이어갈 동안 유럽은 기존 제조 강국의 지위를 유지하는 데 그침
- 현재 진행 중인 AI 투자 슈퍼사이클에서도, 유럽의 역할과 위치가 앞선 사이클과 비교해 달라졌다고 보기 어려움
- 유럽은 교역 확대에 따른 제조업 개선 및 수출 증가라는 간접적인 경기 부양 효과를 누리는 데 그칠 전망

미국과 유럽*의 ICT 투자 격차 지속



참고: 유럽 주요 4개국(독일, 프랑스, 이탈리아, 스페인)의 평균
자료: OECD, 삼성증권

미국과 유로존의 생산성 격차는 지속적으로 확대



자료: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics, 삼성증권

PART 03

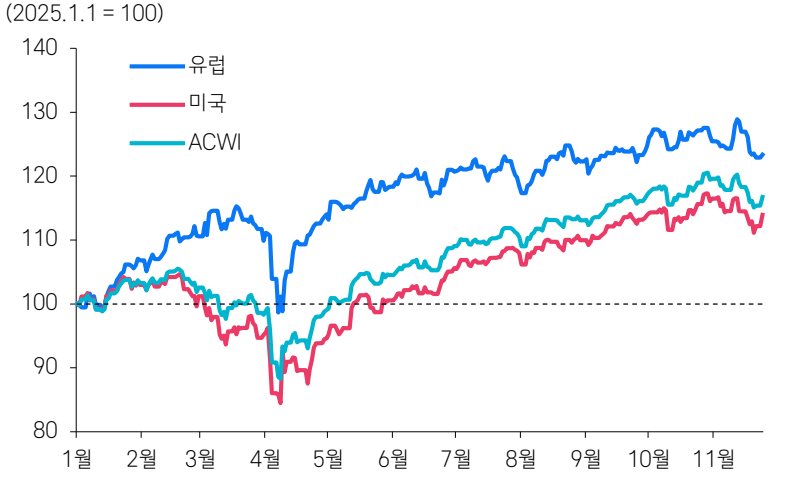
유럽 금융시장 전망

2025년 유럽 증시 Review

▶ 정책 모멘텀과 정치 불확실성 교차 속 유럽 증시 상승 마감

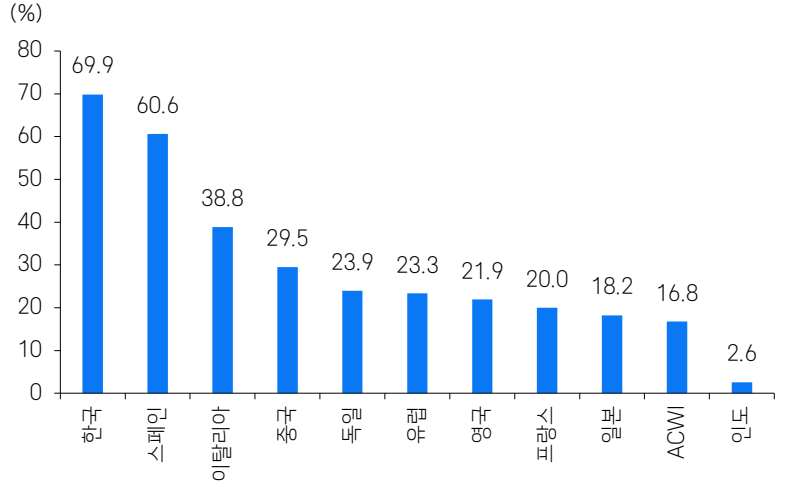
- 유럽 증시는 연초 대비 상승. YTD 기준 MSCI Europe은 +23.3%, MSCI US는 +13.9%, MSCI ACWI는 +16.8% 기록
- 상반기 유럽 증시는 독일 재정 확대, ECB 금리 인하 등에 힘입어 큰 폭 상승을 기록했으며, 주요국 증시를 아웃퍼폼
- 하반기 유럽 증시는 경기 개선 기대감에 힘입어 완만한 상승세를 이어갔으나, 미국 주도 AI/테크 사이클에서 소외되며 모멘텀은 둔화

주요국 MSCI 지수 주가 추이



자료: REFINITIV

주요국 MSCI 지수 YTD 수익률



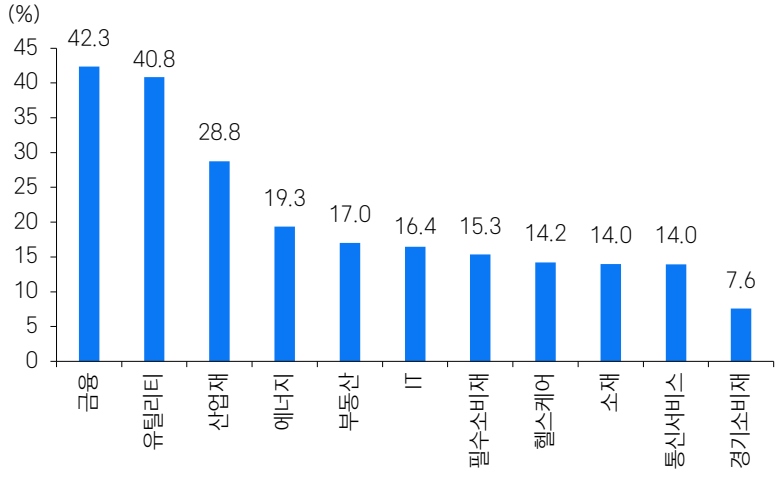
자료: REFINITIV

2025년 유럽 증시 Review

▶금융, 유틸리티, 산업재가 주도한 유럽 증시

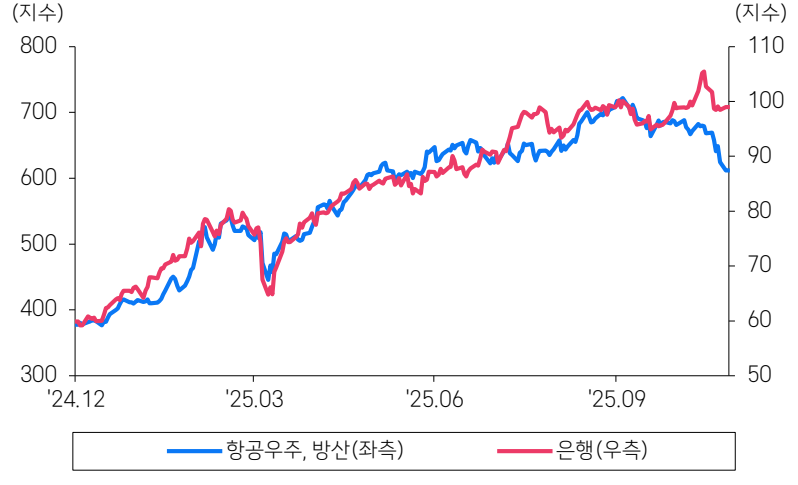
- 섹터별로는 금융(+42.3%)과 유틸리티(+40.8%) 등이 경기소비재(+7.6%), 통신서비스(+14.0%) 등을 아웃퍼폼
- 세부 산업별로는 은행(+65.3%), 항공우주 및 방산(+62.0%), 전력 유틸리티(+45.7%) 등이 강세를 보인 반면, 소비자 서비스(-17.9%), 미디어(-14.0%) 등은 부진

MSCI Europe 섹터별 YTD 수익률



자료: Bloomberg

MSCI Europe 핵심 산업 주가 지수 추이



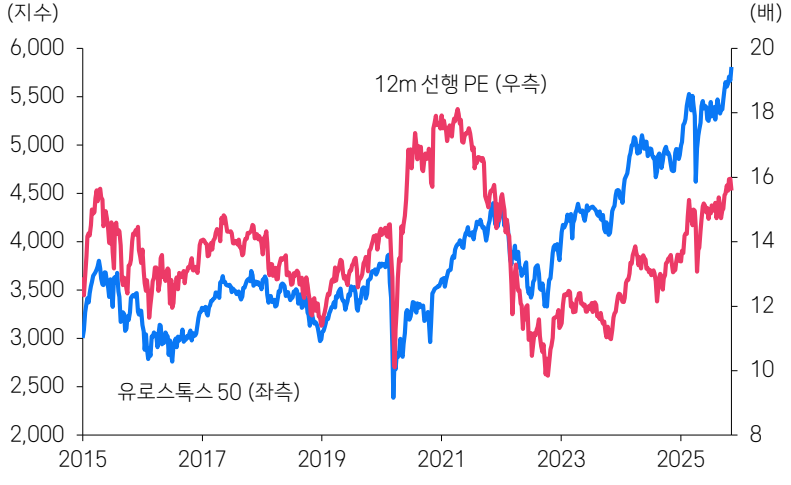
자료: REFINITIV

2026년 상반기 Eurostoxx50 target 6,000p

▶ **밸류에이션보다는 이익 전망 상향 조정이 증시를 견인할 것; 지수 투자보다는 섹터/종목 투자로 좁혀야**

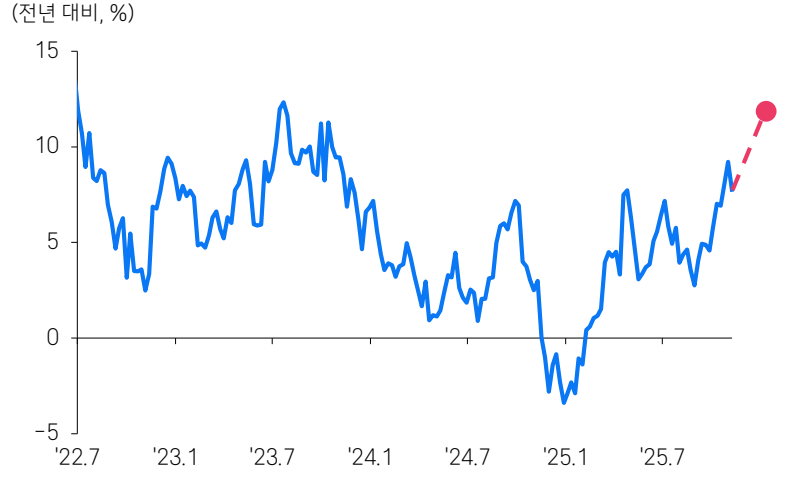
- 2026년 상반기 Eurostoxx50 타깃을 6,000p로 제시. 현 주가 지수 대비 +7% 내외의 상방 여력이 있는 것으로 평가
- 밸류에이션의 추가 상승 여력은 제한적. 현 밸류에이션은 팬데믹 직후 등 일부 구간을 제외하면 2015년 이후 최상단에 위치
- 향후 이익 전망의 상향 정도가 유럽 증시의 상방 여력을 좌우할 것. 성장 상방 압력을 고려해 당사는 8~12% 이익 상향을 가정.
  - 상대 성과로 보면, 유럽은 미국 대비 언더퍼폼 전망. 지수 투자자라면 유럽 비중 축소를 고려해야 하며, 유럽 투자는 섹터/종목으로 좁혀야 함

Eurostoxx50 주가 지수 vs 밸류에이션



자료: REFINITIV, 삼성증권

유럽 12m 선행 EPS: 추가 상승 여지



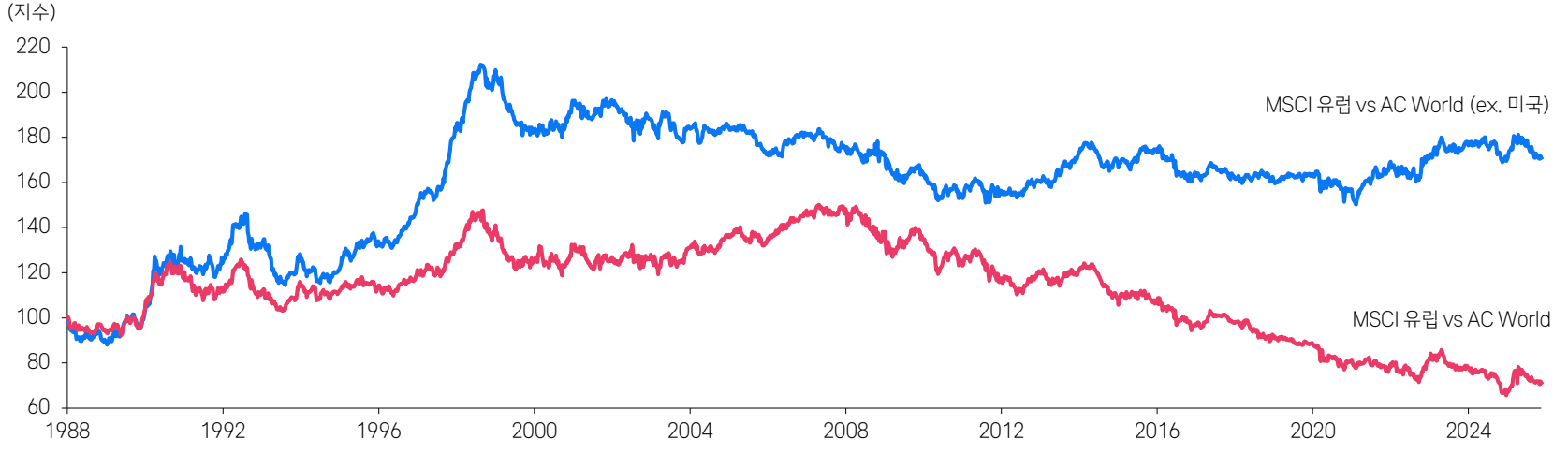
자료: REFINITIV, 삼성증권

유럽 증시 길게 보면 2023년부터 강세장

▶ 길게 보면, 현 강세장은 2023년부터 이어짐

- 1980년대 후반부터 보면, 유럽 증시는 3차례의 유의미한 강세장을 경험 (1996~1999년, 2003~2007년, 2012~2014년)
  - '90년대 중반은 닷컴/통신주 랠리, 2000년대 중반은 EM 성장, 2010년대 초반은 유럽 재정위기 이후 정책 대응이 시장 반등을 견인
- 2023년 이후 유럽은 4번째 강세장을 경험 중. 유럽 증시는 미국을 제외한 글로벌 주가 지수(MSCI AC World ex.US)를 유의미하게 아웃퍼폼

유럽 증시의 상대 성과: 유럽 증시 길게 보면 2023년부터 강세장



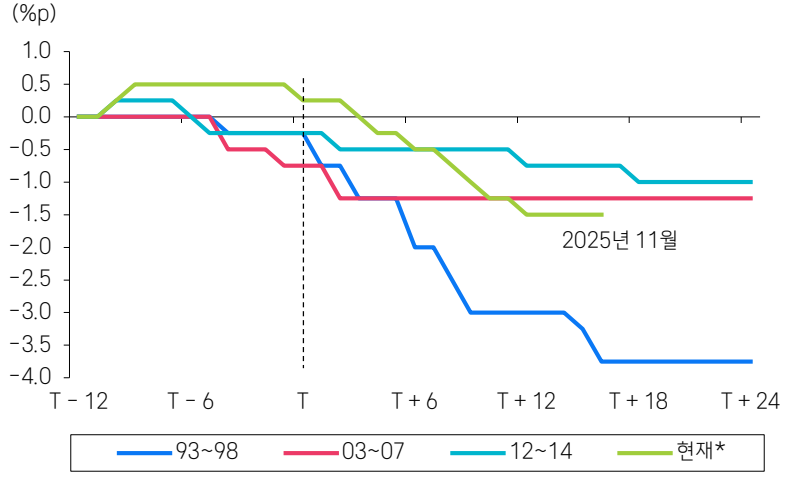
자료: REFINITIV, 삼성증권

유럽 증시 랠리, 중반부를 지난 것으로 보임

▶ 유럽 증시 2026년 상반기 아웃퍼폼 가능성은 제한적

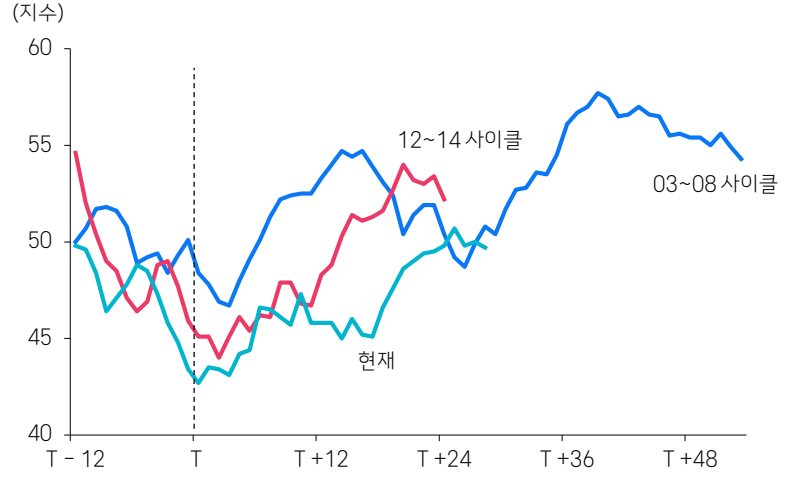
- 2023년부터 시작된 유럽의 강세장은 중반 단계를 지나고 있는 것으로 판단
- 유럽 강세장은 1) ECB 금리 인하, 2) 제조업 반등, 그리고 3) 정책 드라이브를 동반하는데, 핵심 요인 상당 부분은 약화된 것으로 보임
  - 위 요인들은 90년대 중반, 2000년대 중반, 2010년대 초반의 유럽 강세장에서 공통적으로 나타남
- 금리 인하는 종료되었으며, 정책 드라이브(독일 재정 확대)의 증시 영향력 또한 축소. 제조업 추가 개선 정도가 향후 유럽 증시를 좌우할 것

유럽 강세장의 조건 1) ECB 금리 인하



참고: T는 유럽 강세장 시작 시점
자료: 삼성증권

유럽 강세장의 조건 2) 제조업 반등



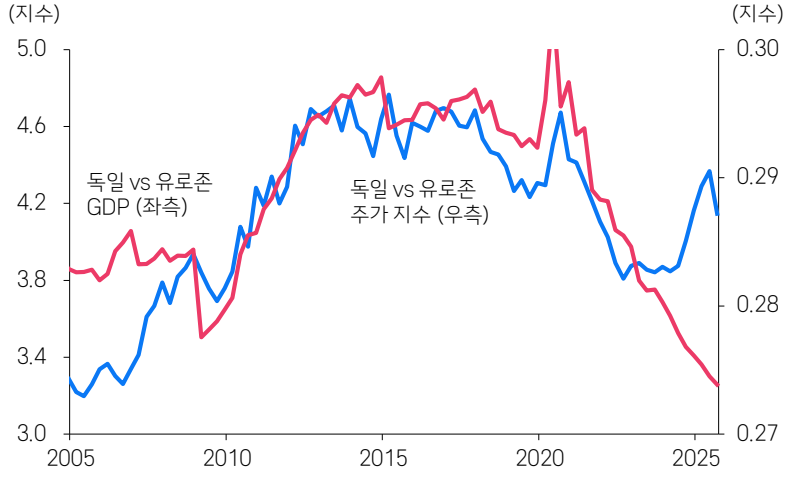
참고: T는 유럽 강세장 시작 시점
자료: 삼성증권

주가는 이미 정책 드라이브를 상당 부분 반영

▶ 독일 부양 기대감, 주가에 상당 부분 반영

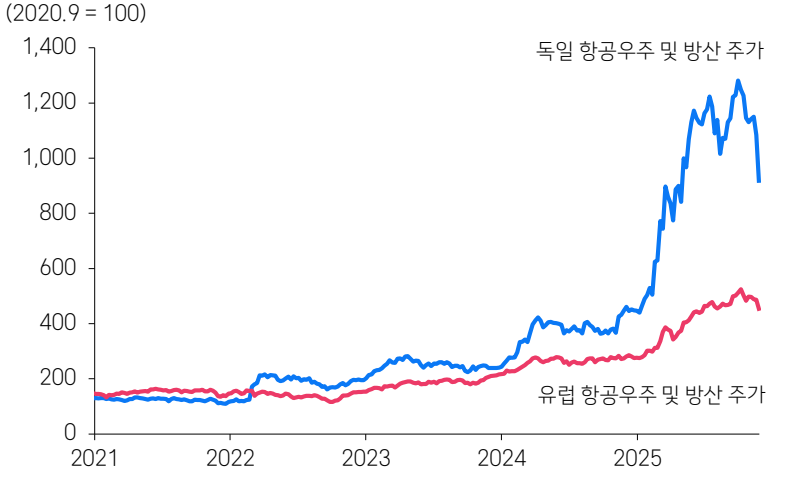
- 2026년 독일 경제성장률은 시장 예상을 상회할 것으로 예상하나, 주가의 상대 성과는 2025년 상반기 대비 완만할 것으로 예상
- 독일 증시는 잠재적인 매크로 펀더멘털 개선을 상당 부분 반영. 독일 증시의 유로존 증시 대비 상대 성과는 2025년 초 이후 급격한 우상향
- 정책 드라이브가 집중된 항공우주 및 방산 주가 역시 최근 조정에도 불구하고 유럽 peer를 상당 폭 상회
- 정책 기대감보다, 정책 현실화 구간에서 나타날 경제 및 기업이익 성적표가 중요해진 시점

독일 vs 유로존 증시 상대 성과: 독일 부양 기대감은 이미 반영



자료: REFINITIV, Eurostat, 삼성증권

독일 방산, 모멘텀 부담 확대



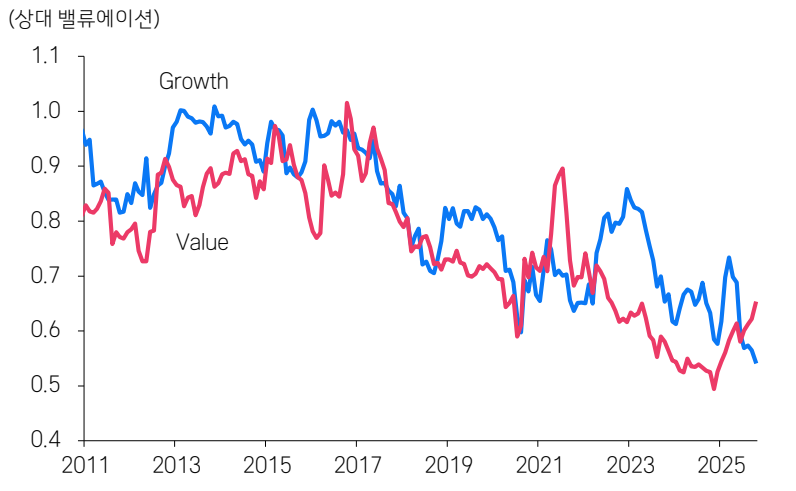
자료: Bloomberg

미국 조정이 온다면, 유럽도 조정

▶ 미국 성장주 전망은 유럽 투자자에게도 중요

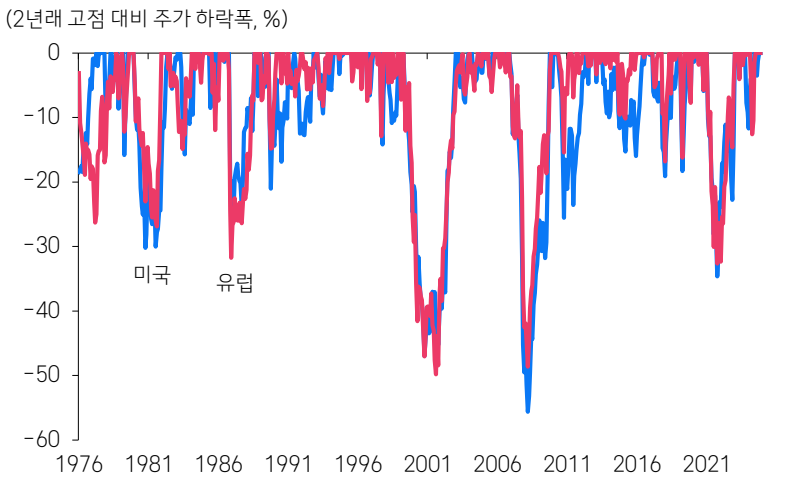
- 유럽 증시의 밸류에이션은 미국 대비 낮지만, 낮은 밸류에이션은 증시 하락을 방어하는 요인이 아님
  - PB 기준으로 보면, 유럽 성장주와 가치주 모두 미국 대비 30% 이상의 디스카운트를 적용 중
- 유럽 증시의 밸류에이션 수준과 무관하게, 미국 성장주 조정은 예외 없이 유럽에도 비슷한 폭의 조정을 유발
  - 유럽과 미국의 경제 및 금융시장이 밀접하게 연계되어 있어, '미국만의 하락, 유럽은 선방 ' 할 수 없는 구조
  - 현재, 미국 성장주 밸류에이션의 부담이 낮지 않다는 점은 유럽 증시에도 하방 리스크 요인

유럽 증시의 미국 대비 밸류에이션: 유럽 성장주, 미국 대비 큰 폭 할인



자료: REFINITIV, 삼성증권

유럽 증시 밸류에이션과 무관하게, 미국 조정은 유럽 조정으로 이어짐



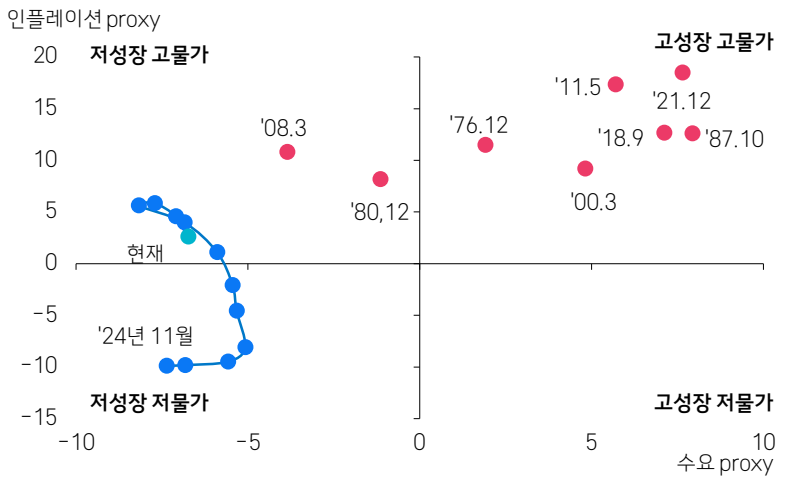
자료: Bloomberg, 삼성증권

그러나, 2026년 상반기에는 조정보다 버블 누적 가능성에 주목해야

▶ 현 US 매크로 내러티브, 큰 폭 하락 유발했던 시기와는 괴리 있어

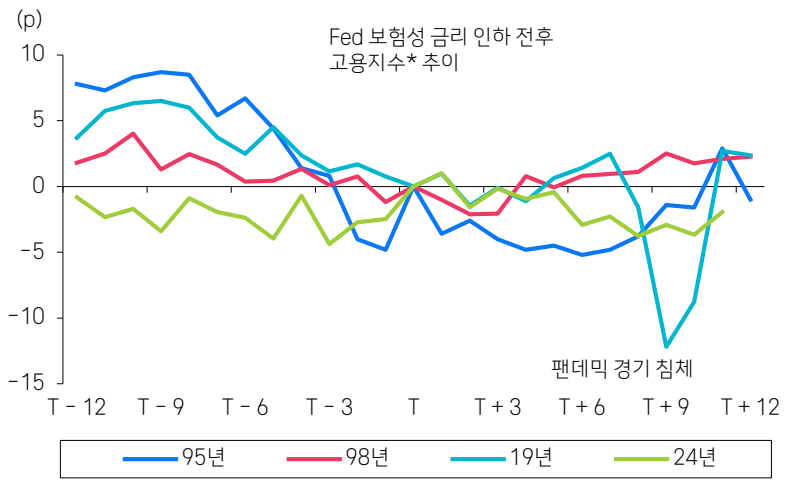
- 현재 미국의 매크로 내러티브는 '저성장 고물가'. 경제 호황과는 거리가 있고, 인플레이션 경계감은 남아 있으나 중립 수준과 큰 차이는 없는 상황
- 과거 큰 폭 하락을 유발했던 주요 사례에서, 경기와 물가 proxy가 모두 현 수준 대비 유의미하게 높았다는 점에 주목할 필요:
  - 미국 매크로 내러티브가 '고성장 고물가'에 가까워질수록 중앙은행의 적극적인 정책 대응 가능성은 제한적이며, 증시 하락 또한 큰 폭으로 나타남
- 현재 미국의 성장 및 물가 압력이 강력하지 않다는 점은, 역설적으로 중앙은행의 정책 대응을 정당화하는 요인. 이 점이 한동안 증시 하방을 지지

현재 미국의 매크로 내러티브, 대규모 조정을 촉발하는 환경과는 거리 있음



참고: 붉은 점은 과거 주요 조정 사례 초입 구간
자료: 삼성증권

미국 노동시장 둔화 우려, 단기간 내에 사라지기는 어려움



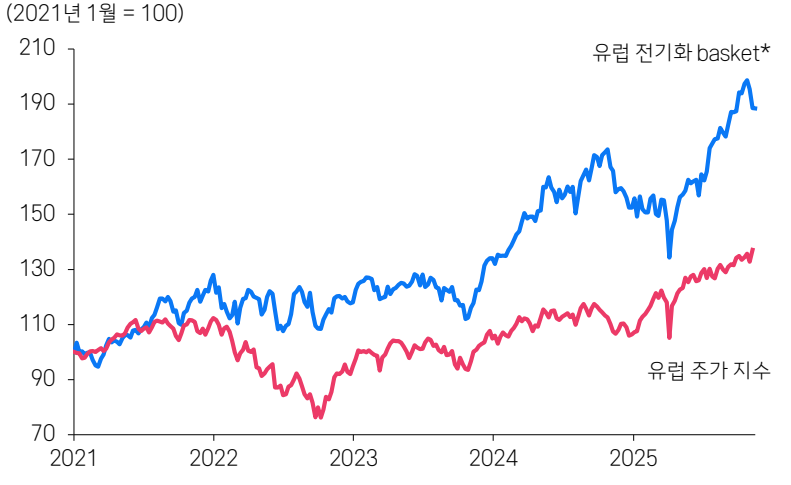
참고: ISM 제조업 및 서비스 고용 세부지수
자료: Institute for Supply Management, 삼성증권

AI 사이클에서 유럽 증시 직접 수혜는 제한적

▶ 유럽 주식 투자자는 제조업 붐을 기다려야: 상반기 IT/산업재/금융/유틸리티 비중 확대

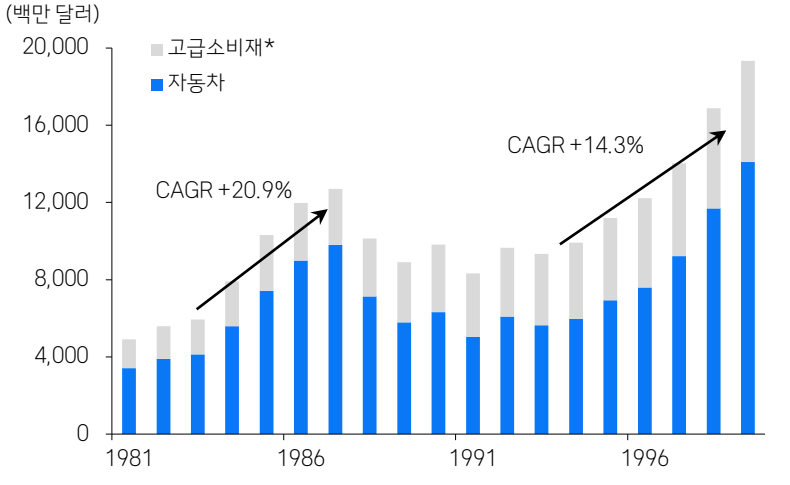
- AI 투자 확대 과정에서 유럽 또한 수혜를 누릴 것이나, 그 정도는 미국 대비 완만할 것
  - 유럽의 전기화 스토리는 유럽 전력기기/케이블/유틸리티 기업들의 리레이팅 및 이익 전망 상향으로 이어질 수 있음
- 유럽 투자자에게 본격적인 기회는 IT 랠리 후반부, 제조업 붐과 함께 나타날 것. IT 발 호황 누적 시 유럽 상품에 대한 수요는 시차를 두고 급증
  - 80년대 PC 사이클과 90년대 닷컴 및 통신 사이클 후반부에서 유럽 자동차와 고급소비재에 대한 수요가 시차를 두고 급증한 경험
  - 이는 IT에 대한 직접적 익스포저가 미미한 유럽에서도 투자 기회가 있음을 시사

유럽의 전기화 스토리에도 주목



참고: 유럽 전력기기, 케이블, 전력 유틸리티로 구성
자료: REFINITIV, 삼성증권

미국 IT 투자 확대 지속되는 경우, 유럽 내구재 및 고급소비재 수출은 급증



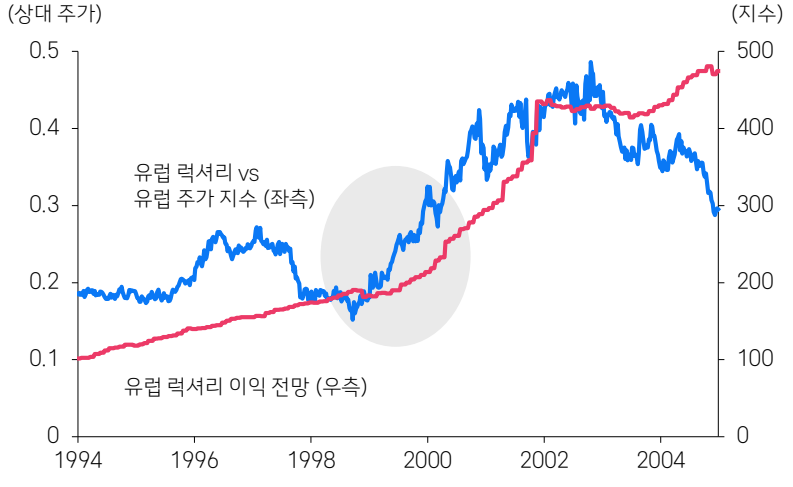
참고: 음식료, 주류, 향수, 가죽제품, 의류 등 합산
자료: UN Comtrade, 삼성증권

Reflation trade 본격화, 시간이 필요

▶ 럭셔리 등 경기소비재 아웃퍼폼, IT 투자 사이클 후반부에 두드러질 것

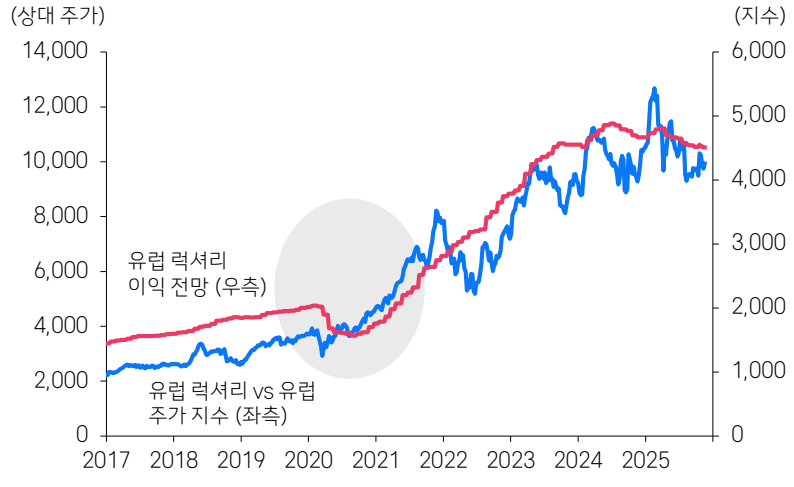
- IT 사이클 후반부에 유럽에서 랠리하는 것은 자동차 등 내구재와, 럭셔리 등 고급소비재
- 다만, 이와 같은 럭셔리/자동차 주가 아웃퍼폼을 2026년 상반기에 기대하기는 이르다는 판단
- 럭셔리 아웃퍼폼은 결국, '모두가 경기 호황인 것을 인식할 때 ' 가속화. 1999년과 2021년이 이에 해당
  - 두 시기 모두, 글로벌 종합 PMI가 55를 수개월간 상회한 구간 vs 현재 글로벌 종합 PMI는 52.9로, 모두가 호황임을 인식하는 수준과는 괴리
  - Reflation trade 본격화에는 시간이 필요

럭셔리 아웃퍼폼, 모두가 경기 호황인 것을 인식할 때 가속 (닷컴버블)



자료: REFINITIV, 삼성증권

럭셔리 아웃퍼폼, 모두가 경기 호황인 것을 인식할 때 가속 (팬데믹)



자료: REFINITIV, 삼성증권

유럽 금융, 구조적인 아웃퍼폼

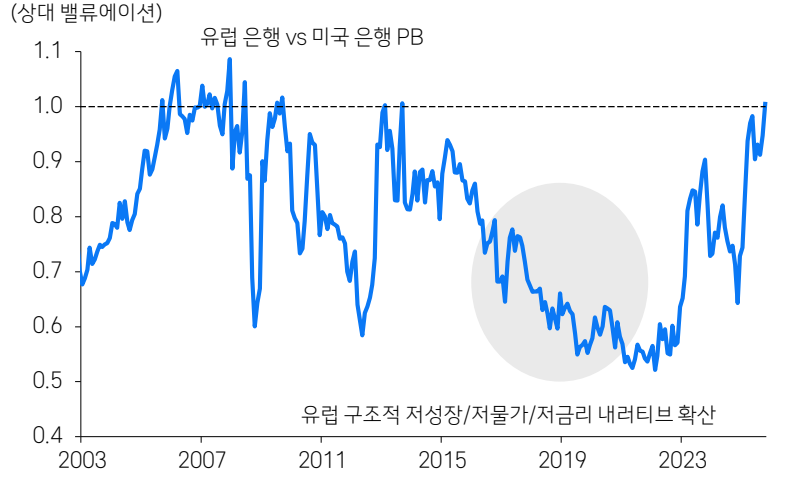
▶유럽의 정책 조합이 2010년대 '완화적 통화정책+재정긴축'에서 2020년대 '중립적 통화정책+재정 확대 ' 로 바뀌었다는 점에 주목

- 현재 유럽의 정책 조합은 '중립적 통화정책 + 재정 확대'로 바뀜. 경기 부양의 핵심 동력은 통화정책이 아닌 재정정책
- 유럽은 2010년대의 저성장/저물가/저금리 환경으로 돌아가지 않을 것. 이는 구조적 저금리 전망을 반영했던 유럽 금융주의 재평가를 촉발
  - 유럽 은행의 유럽 지수 대비 상대주가는 독일 10년물 금리와 밀접한 동행. 이는 유럽 금융주 아웃퍼폼 여력이 여전히 큰 폭으로 남아 있음을 시사
- 다만, 미국 peer와의 밸류에이션 갭이 축소되었다는 점은 모멘텀 둔화 가능성을 높임

금융주 아웃퍼폼 여력, 한참 남았다

자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 은행 vs 미국 은행 밸류에이션 갭은 축소



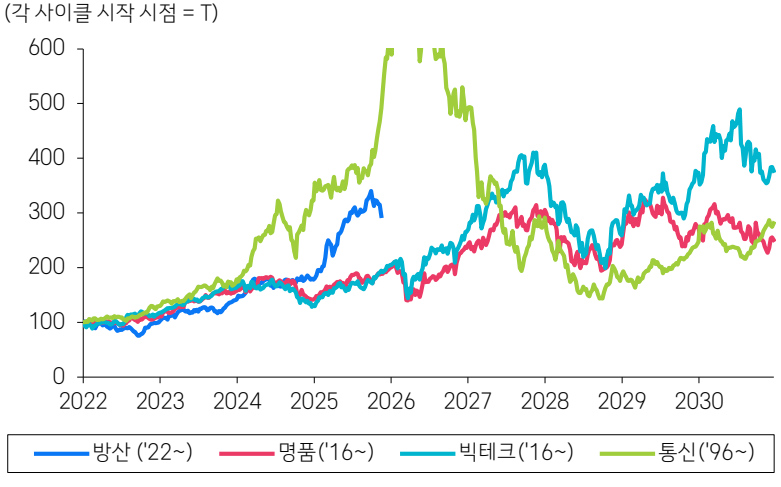
자료: REFINITIV, 삼성증권

방산, 단기 변동성은 확대

▶ 우크라이나 종전 협상, 높은 밸류에이션 부담이 방산 조정의 트리거

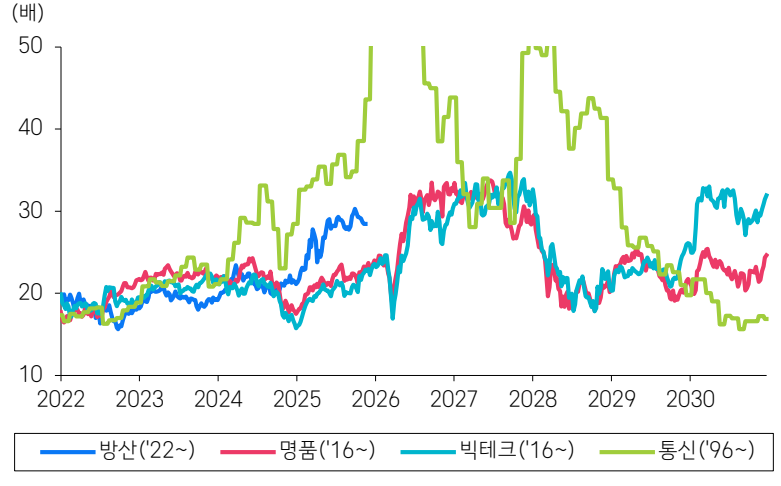
- 과거 슈퍼사이클과 비교하면, 유럽 방산의 부담은 여전히 높은 상황. 유럽 방산의 주가 모멘텀은 2010년대 명품 및 빅테크 랠리 사례를 뛰어넘음
- 밸류에이션 또한 명품과 빅테크 밸류에이션의 상단(31배)을 적용받고 있었던 상황
- 최근 우크라이나 종전 협상이 급진전됨에 따라, 방산 업황 둔화 우려가 부상. 방산 주가 역시 최근 2주간 조정

유럽 방산 주가 추이: 최근 조정에도 불구, 여전히 역사적으로 빠른 상승세



자료: 삼성증권

유럽 방산 밸류에이션: 빅테크 수준 밸류에이션



자료: 삼성증권

러-우 평화 협정안 정리

▶현재 협정 초기 단계이나, 큰 윤곽은 정해진 듯

- 세부 내용의 차이는 있으나, 미국 초안과 유럽의 수정 제안 모두 '우크라 동부를 러시아 영토로 인정, 우크라이나 단기적인 NATO가입 배제'를 포함
- 영토 및 NATO 등 핵심 쟁점은 결국 트럼프-젤렌스키 직접 협상을 통해 결정될 것

러-우 평화 협정안에 대한 미국, 유럽 제안 비교

조항	미국 초안	유럽 수정 제안	해석
1	우크라이나 주권 확인 ("Ukraine's sovereignty will be confirmed.")	주권 재확인 "Ukraine's sovereignty will be reconfirmed."	
2	러시아, 우크라이나, 유럽 간 불가침 협정	-	
3	러시아의 인근 국가 침공 금지, NATO 확장 중단	조항 삭제	
4	러시아와 NATO는 미국 중재 하에 안보 관련 대화 진행	평화협정 체결 후 진행	
5	우크라이나에 안정적 안보 보장 ("Ukraine will receive reliable security guarantees.")	강력한 보장 제공 ("Ukraine will receive robust Security Guarantees.")	
6	**우크라이나 군 병력 60만 명으로 제한 ("…Ukrainian Armed Forces will be limited to 600,000…")**	**80만 명으로 제한 ("…Ukraine's military to be capped at 800,000…")**	**80만명 가정 시 유럽 내 2위 병력 규모**
7	**우크라이나 NATO 가입 금지 ("…it will not join NATO…")**	**우크라이나 NATO 가입은 NATO 회원국 간 합의 기반으로 결정 ("…depends on consensus of NATO members…")**	**단기적인 NATO 가입은 사실상 배제**
8	우크라이나에 NATO 군대 주둔 금지 ("NATO agrees not to station troops in Ukraine.")	평시에 한해 NATO 군대의 영구적 주둔 금지 (" …not to permanently station troops …in peacetime")	
9	유럽 전투기는 폴란드에 주둔	-	
10	미국의 안보 보장 제공 조건 명시	NATO 5조에 상응하는 안보 제공 (U.S. guarantee "mirrors Article 5")	
11	우크라이나 EU 가입 자격 인정	표현 수정	
12	우크라이나 재건을 위한 기금, 인프라 패키지 시행	표현 수정	

자료: CSIS, 언론 보도 종합, 삼성증권 정리

러-우 평화 협정안 28개 정리

러-우 평화 협정안에 대한 미국, 유럽 제안 비교

조항	미국 주장	유럽 수정안	해석
13	**러시아의 글로벌 경제 재통합, 제재 단계적 해제, G8 재가입 ("Russia will be reintegrated into the global economy")**	**사소한 문구 수정**	
14	**러시아 동결자산 1,000억 달러를 우크라이나 재건에 활용. 미국은 사업 수익의 50%를 수령**	**자산은 우크라이나 재건, 재정적 보상용으로만 활용**	**유럽 제안은 러시아 자금에 대한 미국 통제권을 약화**
15	안보 문제 관련 미-러 실무 그룹 설립	우크라이나, 유럽을 그룹에 추가	
16	러시아의 불가침 정책 법제화	사소한 문구 수정	
17	미국과 러시아, 핵무기 확산 방지 및 통제 조약 효력 연장	사소한 문구 수정	
18	우크라이나 핵무기 보유 금지 ("Ukraine agrees to be a non-nuclear state …"	사소한 문구 수정	
19	자포로지예 원전 재가동, 러-우 전력 동일 분배	사소한 문구 수정	
20	양국의 문화 이해, 소수자 보호	우크라이나는 EU 규정에 따라 종교, 언어 소수자 보호	
21	**크림, 루한스크, 도네츠크 러시아 영토로 인정. 우크라이나 군은 도네츠크에서 철수 ("- Crimea, Luhansk, and Donetsk will be recognized as de facto Russian, including by the United States."**	**영토 교환 협상은 협상은 접촉선 기준 ("…. Negotiations on territorial swaps will start from the Line of Contact.")**	**미국 초안은 점령되지 않은 도네츠크 주 일부를 러시아에 양도하는 것을 포함**
22	**영토 협정 합의 후, 무력 행사를 통한 변경 금지**	사소한 문구 수정	
23	러시아는 우크라이나의 흑해 통한 곡물 수출 보장	-	
24	수감자 등 처리 위한 인도주의 위원회 설치	-	
25	**우크라이나는 100일 이내 선거 실시**	**평화 협정 체결 후 가능한 한 빠르게 선거 실시**	
26	전쟁 기간 행위에 대한 전면 사면 부여	사소한 문구 수정	
27	해당 합의는 미국이 주도하는 평화 이사회가 감독, 보장	표현 수정	
28	모든 당사자가 각서 동의 시 즉시 합의 이행 절차 시작	미국 감독 하에 양측이 합의해 진행	

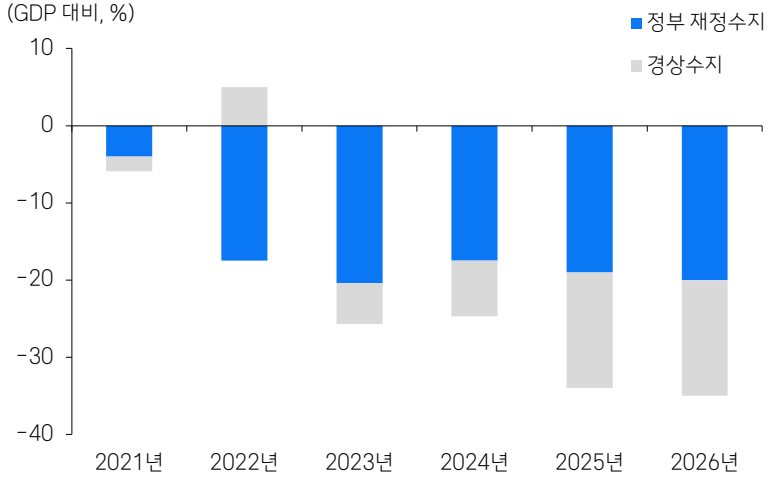
자료: CSIS, 언론 보도 종합, 삼성증권 정리

우크라이나의 전쟁 부담은 누적

▶ 우크라이나 부담 누적되고 있으나, 2026년 상반기까지는 협상 지속될 가능성

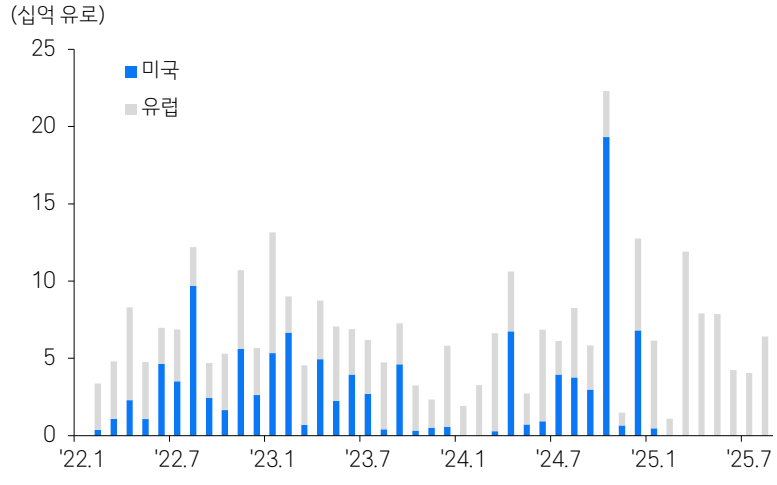
- 우크라이나는 재정, 경상 수지 모두 큰 폭 적자 상태이며 전쟁 지속을 위해서는 대외 지원에 구조적으로 의존해야 하는 상황
- 2025년부터 미국의 원조는 사실상 중단된 상태. 이는 우크라이나의 전쟁 지속력을 낮춰 종전 합의 가능성을 높임
- 현 협상안은 우크라이나에 불리한 조건을 다수(도네츠크 전면 양도, NATO 미가입 장기화, 우크라이나 선거 실시 등) 포함. 다만, 러시아 동결 자산을 우크라이나 재건에 활용할 수 있다는 조항은 우크라이나의 협상 의지를 높일 수 있음
- 과거 전쟁 사례를 보면, 협상 완료까지는 1년 이상 소요된 것이 일반적. 2025년 5월부터 시작된 현 협상은, 내년 상반기까지 이어질 가능성

우크라이나, 자력으로 전시 경제를 유지하기 어려움



자료: IMF

우크라이나 지원 추이: 미국의 우크라이나 지원, 사실상 중단



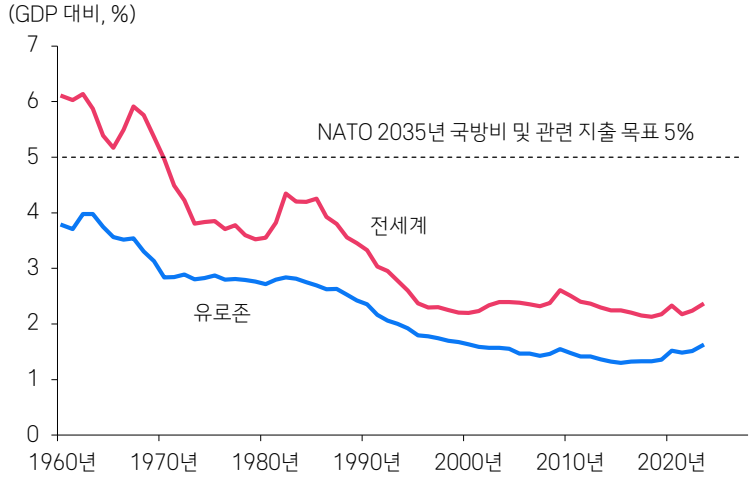
자료: Kiel institute

유럽 방산, 구조적 성장 내러티브는 유효

▶종전 협상, 유럽 방산 내러티브를 훼손하는 요인이 아님

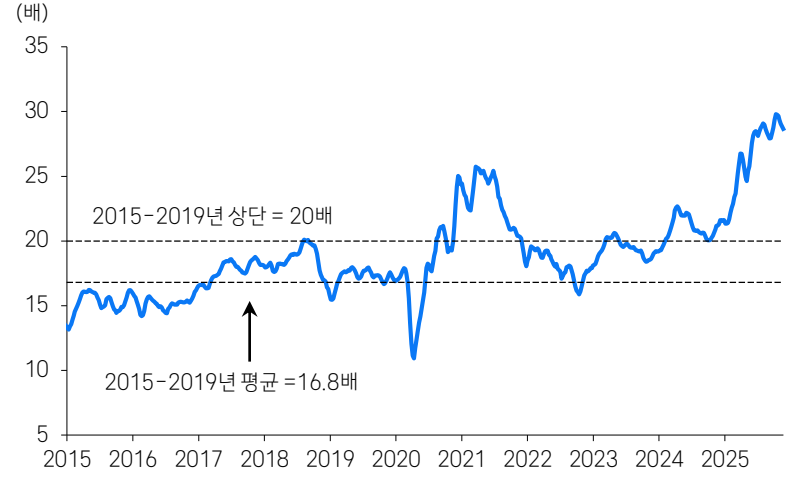
- 우크라이나 종전 협상은 단기적으로는 방산주 수주 피크아웃 우려를 키우는 요인이나, 장기적으로는 방산 내러티브를 강화하는 요인
- 우크라이나 전쟁은 유럽의 안보 자립 필요성을 높이는 이벤트. NATO는 미국의 적극적 개입 의지가 없다면 유명무실하다는 점이 확인됨
- 유럽의 방위비는 구조적인 증가 흐름을 보일 것. 2010년대 유럽 항공우주/방산 밸류에이션 상단은 2020년대의 하단으로 작용할 것
  - 밸류에이션은 12m fwd PE 기준 24배 내외에서 안정될 것으로 전망 (당사 리포트 '유럽 재무장의 의미 '25/06/30' 참고)

유럽의 방위비, 구조적인 증가 흐름을 보일 것



자료: NATO

유럽 항공우주/방산 12m fwd PE: 24배 내외 안정 전망



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