

전략공감 2.0

Strategy Idea

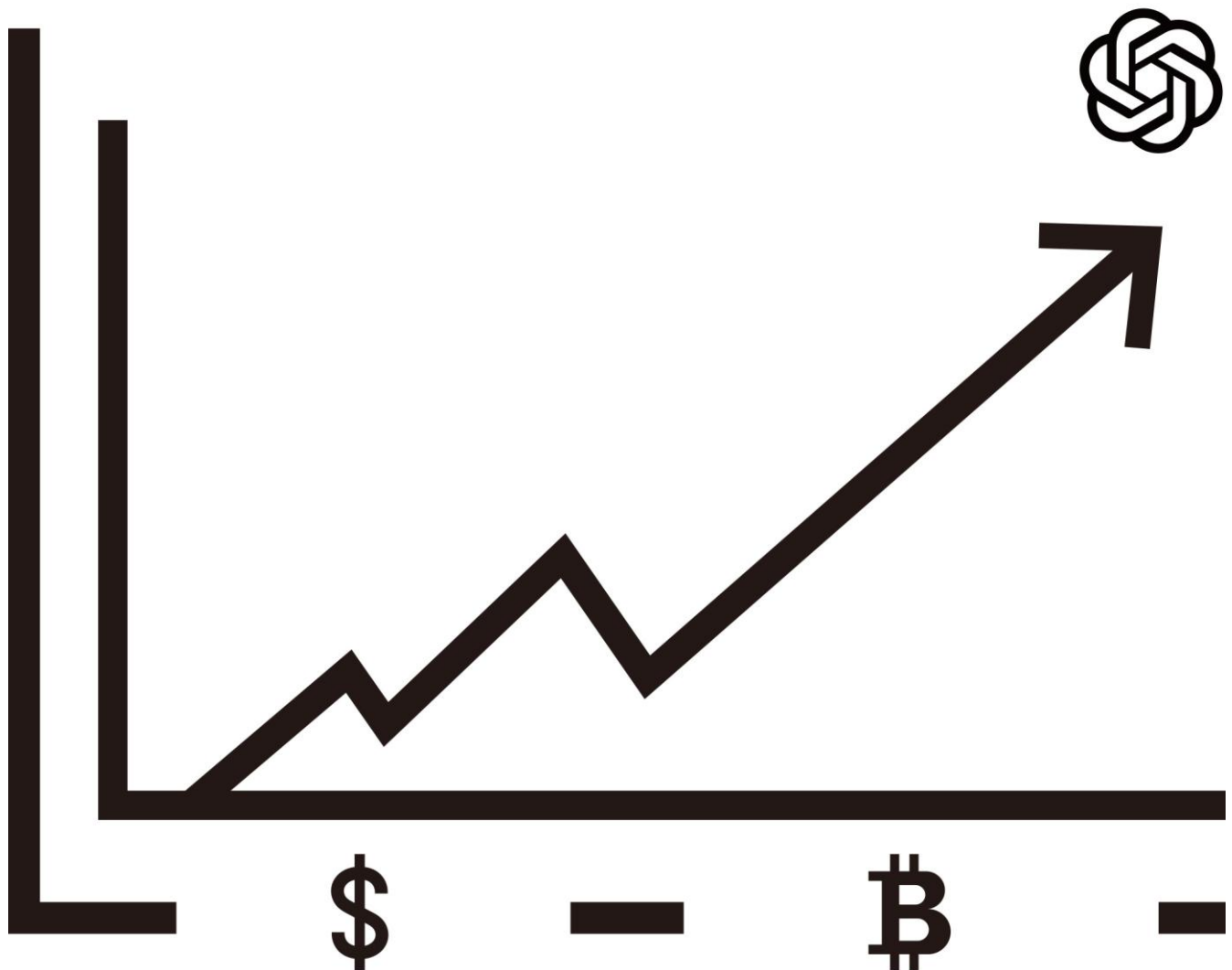
한국 2Q GDP 프리뷰 및 한은 연속 인상 가능성 점검

오늘의 차트

높아진 실적 허들: 서프라이즈보다 중요한 것

칼럼의 재해석

AbbVie-Apogee Therapeutics 딜로 보는 I&I 시장의 Next Move



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

한국 2Q GDP 프리뷰 및 한은 연속 인상 가능성 점검



경제분석

Economist 이승훈

seunghoon.lee@meritz.co.kr

- ✓ 당사는 한국 2Q26 실질 GDP가 0.7% QoQ / 3.8% YoY 성장할 것으로 예상
- ✓ 2분기 명목 GDP가 17%대에 달하는 반면, 하반기 소비자물가는 하향 안정화 예상
- ✓ 과거 연속 인상은 시급히 물가/금융안정 도모해야 할 때 단행. 지금은 과거 사례와 거리가 있음

한국 2Q26 GDP preview: 0.7% QoQ / 3.8% YoY 예상

최근에 주식, 채권시장 참여자들을 막론하고 한국 통화정책에 대한 관심이 높아졌다. 질문은 1) 인상의 종착점(terminal rate), 2) 7~8월 연속 인상 (back to back hike)의 가능성과 타당성, 그리고 3) 신현송 총재의 GDI, 명목 GDP에 대한 언급으로 압축된다. 일각에서는 현재 선도금리가 금리인상의 종착점을 너무 높게 보는 반면, 7~8월 연속 인상의 가능성을 폄하하고 있다는 지적도 있다. 이는 자연스럽게 이번 목요일(23일) 발표되는 2분기 GDP에 대한 관심으로도 연결되고 있다.

연합인포맥스 서베이에 따르면, 2분기 GDP 전망의 중간값은 0.4% QoQ이지만, 범위는 +1.0%에서 -0.2%로 대단히 넓게 분포되어 있다. 전망기관들은 경기가 좋다는 것에는 동의하지만, 2분기 성장세를 보는 것에는 정도의 차이가 크다. 우리는 0.7% QoQ/3.8% YoY로 예상한다. 전망 분포의 상단에 가깝다. 이하에서는 1) 2분기 경제성장률 전망의 근거와 2) 높은 성장세가 구현되는 것이 연속 인상을 정당화할 요인이 되는지에 대한 생각을 다루도록 한다.

표1 한국 분기별 GDP성장률 추이 및 2Q26 예상치

(% YoY)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E
GDP(2020 prices)	0.2	0.7	2.1	1.6	3.8	3.8
민간소비	0.5	1.0	2.0	2.4	2.7	2.4
정부소비	2.1	2.5	2.9	3.6	3.1	3.6
건설투자	(12.7)	(11.3)	(7.9)	(7.2)	(1.9)	(0.5)
설비투자	4.7	2.7	0.7	(1.9)	4.4	6.9
수출물량	1.5	4.3	6.8	4.6	11.8	10.2
수입물량	1.6	3.4	4.5	3.9	8.5	7.5
내수기여도 (%p)	0.0	0.1	0.9	1.1	2.1	2.2
순수출기여도 (%p)	0.1	0.5	1.2	0.4	1.9	1.6

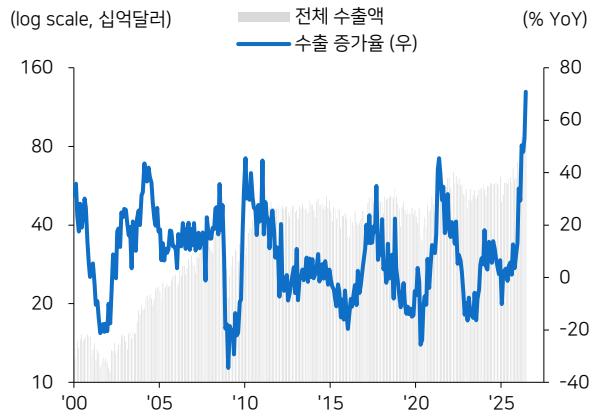
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터 추정

수출: 물량 증가를 동반한 회복

2분기 통관기준 수출은 전년대비 57.3% 증가하며 1분기 증가폭인 38.4%를 가볍게 넘어섰다. 6월 수출은 70.7%나 늘어나며 1978년 10월 이후 가장 큰 폭 신장세를 기록했고, 절대 규모도 1,000억 달러를 넘어섰다. 그러나 실질 GDP에는 금액이 아닌 물량(volume)이 집계되기에, 반도체에 집중된 가격 상승 효과를 제외하고 봐야 한다. 이를 나타낸 것이 그림 2의 수출물량/단가 분해이다.

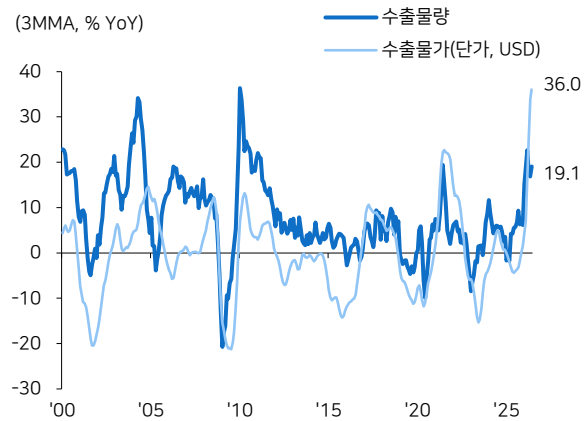
2분기의 경우, 반도체 판가 급등에 힘입어 수출물가가 전년대비 36.0%나 상승한 것으로 집계된다. 수출물량지수도 전년대비 19.1% 상승하면서, 상승폭에 있어 1분기(22.6%)와 큰 차이가 없는 것으로 계산된다. 수출물량 급증 동인은 반도체 보다는 컴퓨터 부품(SSD)이며, 여기에 전기동 등 AI인프라 투자에 필요한 1차 금속, 기타 제조업 제품 등이 가세하고 있다. 이상은 GDP 수출물량 10% 이상을 시사한다. 2분기에는 수입물량 증가세도 함께 유지되면서, 순수출 기여도가 1.6%pt로 1분기보다 소폭 낮아질 것이다. 그래도 상당히 높은 수준이다.

그림1 한국 수출액과 증가율 추이



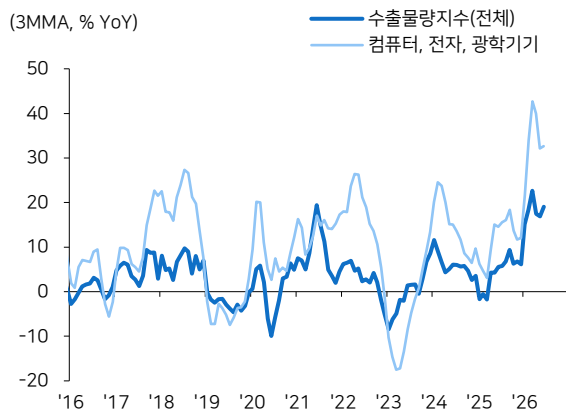
자료: 산업통상부, 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림2 한국 수출물량과 수출단가



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한국 수출물량: 전체 vs 컴퓨터, 전자, 광학기기



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한국 수출물량지수: 업종별 증감률

(% YoY)	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
수출물량지수	9.4	6.2	22.6	19.1
음식료품	5.6	0.8	8.4	8.0
섬유 및 가죽제품	(2.1)	(7.9)	(1.4)	1.4
목재 및 종이제품	0.8	(0.3)	8.9	11.8
석탄 및 석유제품	4.4	6.7	8.1	(12.2)
화학제품	6.0	0.6	8.8	(1.7)
비금속 광물제품	0.3	(4.3)	(6.6)	(3.3)
1차금속제품	2.5	(1.6)	12.3	16.0
금속가공제품	1.8	(3.9)	9.3	2.7
컴퓨터, 전자, 광학	18.4	12.1	42.7	32.6
반도체	30.9	5.2	25.1	9.5
컴퓨터	(16.3)	19.4	115.6	103.7
전기 장비	2.8	(4.1)	(0.8)	0.1
기계 및 장비	(4.5)	(5.4)	(0.1)	4.5
운송장비	10.8	2.5	1.5	0.2
기타제조업제품	2.0	(5.4)	8.9	7.4

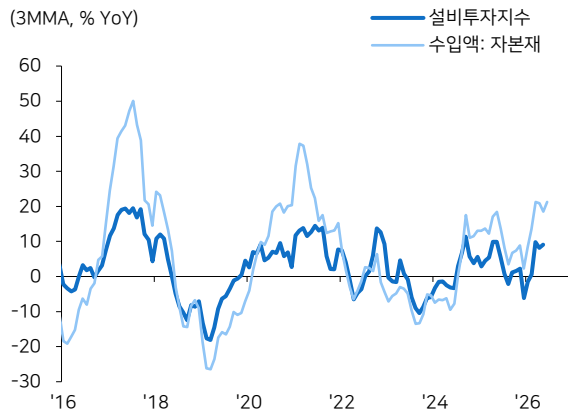
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

설비/건설투자: 개선세 연장

투자지표들은 개선세가 예상된다. 설비투자는 자본재 수입의 확대에 신장세가 가속화될 것으로 예상된다(1분기 4.4%→2분기 6.9%). 설비투자는 운송장비보다는 기계류 주도로 이루어지고 있는데, 반도체 제조용 장비(전년대비 51.6% vs 1분기 29.2%)가 그 중심에 있다. 반도체 제조용 장비를 제외한 자본재 수입도 10% 늘어나며 제조업 전반의 투자 수요를 확인시켜 줄 것이다.

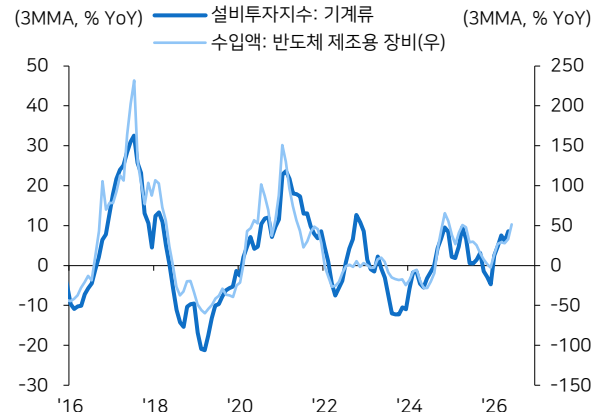
건설투자는 전년대비 위축된 모습(1분기 -1.9% → 2분기 -0.5%)을 이어갈 것이나, 그 감소폭은 점차 줄어드는 양상이다. 주거용 건물 건설은 과거 분양실적에 후행하여 반등 중이나, 공기 지연과 건축비 부담 등 이슈로 추세보다 낮은 기성실적을 보이고 있다. 원래는 올해 하반기가 건설기성 회복의 정점이지만, 완만한 회복이 연장될 가능성이 크다. 이 밖에 비주거용 건물건설과 토목도 건설투자 감소 폭 완화에 기여할 전망이다.

그림5 한국 설비투자 지수와 자본재 수입액



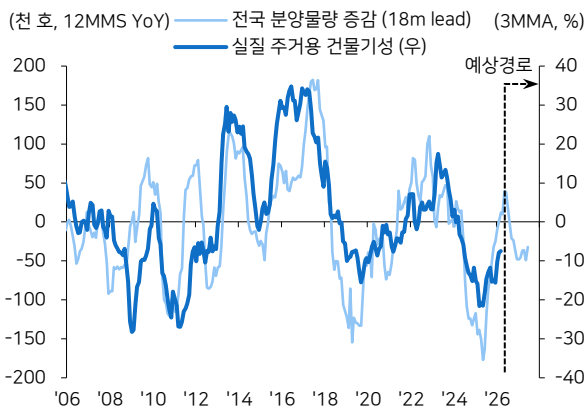
자료: 국가데이터처, 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림6 한국 기계류 설비투자자와 반도체 제조용 장비 수입



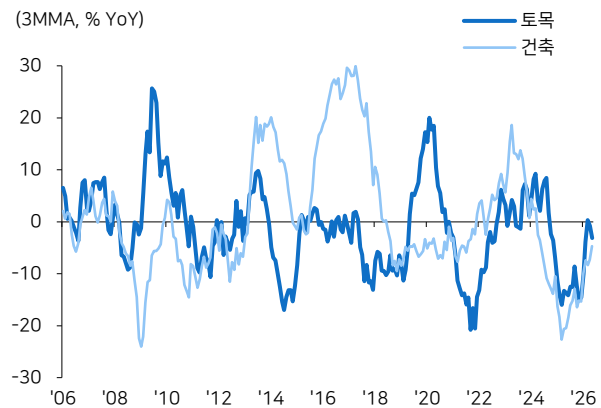
자료: 국가데이터처, 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림7 전국 분양물량 증감 and 실질 주거용 건물기성



자료: 부동산114 REPS, 국가데이터처, 메리츠증권 리서치센터

그림8 실질 건설기성: 토목 vs 건축



자료: 국가데이터처, 메리츠증권 리서치센터

민간소비: 모멘텀 둔화

민간소비는 1분기에 비해 모멘텀이 둔화될 전망(1분기 2.7%→2분기 2.4%)이다. 4월까지의 재화와 서비스 모두 1분기에 비해 신장세가 가속화되는 모습이었으나, 5월 중순 이후 주간 신용카드 사용액 증가율이 둔화되기 시작하여 6월 하순에는 둔화 속도가 빨라졌다. 월드컵 특수의 소멸과 더불어 국내 증시 조정으로 인한 부정적인 부의 효과가 작용했을 가능성이 있다.

증시 조정이 이어지면서, 수출 호조 및 기업실적 전망의 추가 상향조정에도 불구하고 7월 소비심리는 악화될 가능성이 있다. 그러나 수급 교란 등에 따른 조정이 마무리되면서 증시가 반등을 재개할 개연성에 무게를 둔다. 이에 따라 소비자들의 소비성향을 나타내는 소비심리도 기준선을 재차 웃돌 것으로 예상된다.

현재까지의 진단은 국내 경기회복세가 수출에 그치지 않고, 설비투자와 민간소비 등 내수 영역에까지 확산되고 있음을 보여 준다. 질적으로도 양호한 회복이다.

그림9 메리츠 한국 민간소비 Tracker



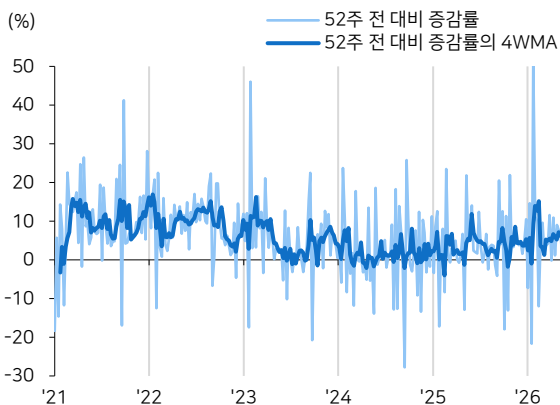
주: 민간소비 tracker = 소매판매 * 43.1% + 서비스업 * 56.9%
자료: 국가데이터처, 메리츠증권 리서치센터

그림10 한국 일평균 수출증감률과 소비심리



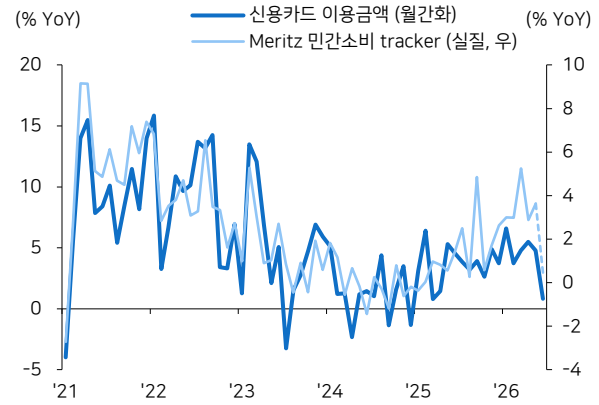
자료: 산업통상부, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림11 한국의 주간 신용카드 사용액



자료: 국가데이터처 Nowcast 지표, 메리츠증권 리서치센터

그림12 한국 신용카드 이용금액과 메리츠 민간소비 Tracker



자료: 국가데이터처 Nowcast 지표, 메리츠증권 리서치센터 추정

통화정책 논점

2분기 GDP 발표 이후 컨센서스 상황 가능성: 상기한 요인에 의해, 2분기 GDP가 1분기와 유사한 성장세를 기록하면, 당사를 포함한 대부분의 2026년 GDP성장률 전망이 3%를 웃돌게 될 것으로 예상된다. 하반기의 신장세 연장은 1) 하반기 중 60%를 상회하는 통관수출 실적(반도체 제외 품목은 물량 증가 동반), 2) 기업부문 capex 확대, 그리고 3) 정부의 확장재정 기초 연장 등에서 비롯될 것이다.

명목 GDP와 CPI: 9월 초 발표될 2분기 명목 GDP성장률은 17.4%를 예상한다. 3.8%의 실질 성장에 디플레이터 상승률 13.6%를 상정한 값이다. 내수 디플레이터는 2.4%로 1분기(1.9%)보다 소폭 상승한 수준에 그치겠지만, 명목 수출과 수입이 57.1%와 32.5% 늘어나는 영향에 그대로 노출될 것이다. 이미 원화표시 수출입물가 급증이 그 가능성을 보여 준다. 내수와 수출만을 더한다면 디플레이터 상승률은 16%에 육박하지만, 수입을 차감하면 13.6%이 나온다. **7월 23일 속보치에서는 1분기와 마찬가지로 실질 GDI의 대폭 개선이라는 형태로 나타날 것이다.**

반면, 소비자물가는 GDI와 명목 GDP의 폭발적인 성장에 비해서는 다소 안정적인 흐름을 보여줄 가능성이 크다. 8월 4일 발표되는 7월 CPI는 전년대비 2.7%를 예상하며, 작년 8월 통신비 인하 기저효과를 고려했을 때 8~9월은 3.1%와 3.0%를 기록할 것으로 보인다. 이후 종전 협상이 재개되고 유가가 안정화되며 4분기 CPI는 2.4%까지 내려온다는 것이 우리의 견해이다.

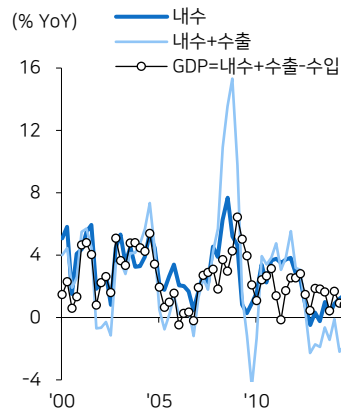
통화정책의 고민: 실질 GDI나 명목 GDP만 본다면 두 자리 수 증가율일 가능성이 큰 반면, 소비자물가는 안정적인 흐름을 유지하는 양상이다. 여기서 통화정책의 고민이 시작될 수 있으며, 우리의 생각은 다음과 같다.

연내 CPI가 하향 안정화 궤적을 그릴 가능성이 크다는 것은 당장 물가를 잡기 위한 대응이 시급하지 않을 수 있음을 보여준다. 반면, 실질 GDI가 큰 폭으로 늘었다는 것은 분배국민소득에서 나눠 먹을 수 있는 규모가 커졌음을 의미하며, 이론적으로는 개인들의 가처분소득을 증대시켜(즉, 구매력을 개선시켜) 수요측 물가압력을 유발할 수 있는 요인이 될 수는 있다. 다만 GDI가 어떻게 늘었는지에 따라 다른 결과가 도출된다.

실질 GDI가 늘어나면 피용자보수(임금), 영업잉여(사내유보, 주주환원), 정부 세입으로 귀결되게 된다. 이 중 **1) 임금소득이 늘어나게 된다면 직접적으로 개인가처분 소득에 긍정적 영향을 미친다.** 반면 **2) 실질 GDI 증가가 기업이윤 확대를 중심으로 나타나면 법인세 증가, 사내유보나 투자, 주주환원 등의 형태로 분배가 이루어져 단기적으로 가계로의 전가율이 낮을 수 있다.** 지금은 후자에 해당된다.

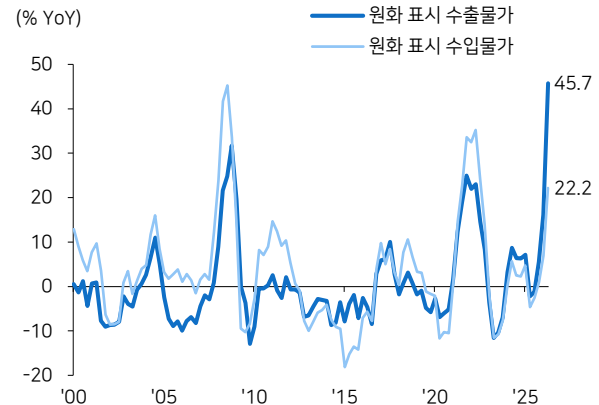
또한, 임금 등 성과급 급증도 반도체 산업에 국한된 이야기이다. 이들 임직원의 소비지출 확대가 승수효과를 일으킨다면 다른 문제겠지만 이는 상당한 시차를 수반하며, 당장의 물가압력을 끌어올릴 것이라 단정할 수도 없다. 낙수효과의 확대에 정부 재분배 기능 강화가 수반되어야 할 수도 있다.

그림13 국내수요, 최종수요, GDP 디플레이터



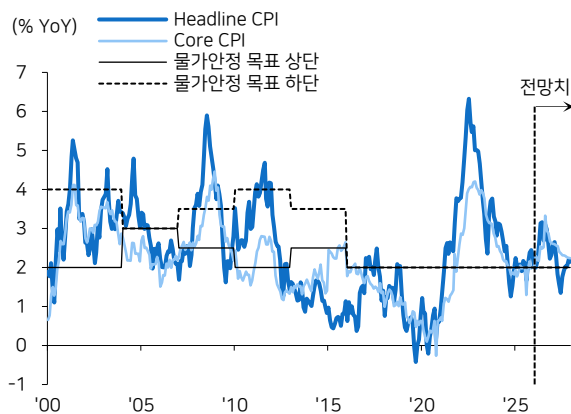
주: 2026년 2분기 숫자는 당사 추정치임
 자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림14 원화 표시 수출물가 및 수입물가 증감률



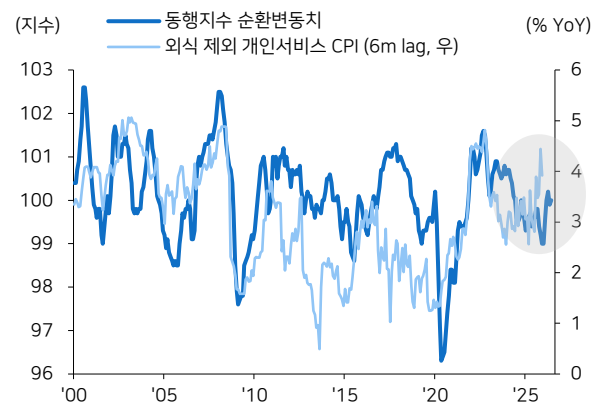
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림15 한국 Headline CPI와 Core CPI, 물가안정목표



자료: 국가데이터처, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림16 한국 동행지수 순환변동치와 외식제의 서비스 물가



자료: 국가데이터처, 메리츠증권 리서치센터

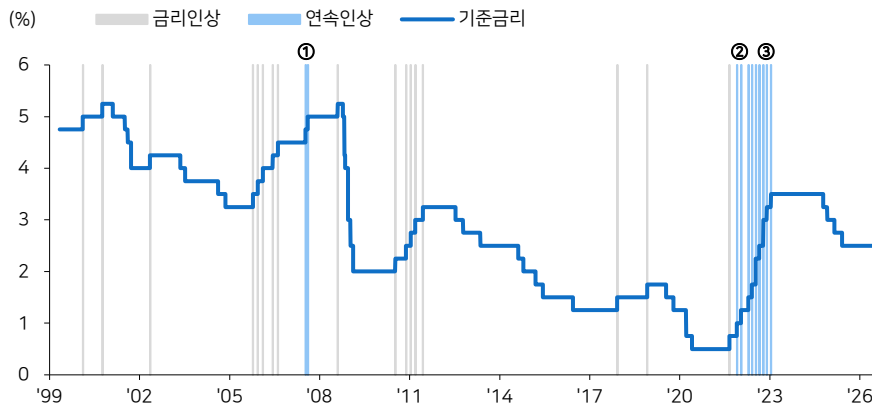
한국은행의 연속 인상 가능성: 연속 인상 역사의 재음미

과거 한국은행은 금리를 올린 후 몇 달간 실물경제, 물가, 신용, 외환시장의 반응과 정책금리 인상의 누적 파급효과를 관찰하면서 추가 대응을 모색하는 방식을 선호해 왔다. 그럼에도 금리인상 사례 중 연속 인상이 있었던 사례가 있었으니, 바로 1) 2007년 7~8월, 2) 2021년 11월~2022년 1월, 3) 2022년 4월~2023년 1월의 경우이다. 금융위기 이후 회복기였던 2010년 11월부터 2011년 6월까지 비교적 빠른 인상이 있었으나, 2~3개월에 한 번 꼴로 인상하는 형태를 취해 왔다.

사실 2)~3)은 같은 사이클이며, 인플레이션을 억제해야 하는 초강수(Case 3)를 두기 전에 금융불균형(주택가격 상승) 억제를 위해 미국보다 먼저 금리를 올렸던 것이 Case 2이다. 2007년(Case 1)의 경우, 수출/설비투자 호황 속에, 민간대출(가계+기업) 증가율이 14%를 넘어가던 상황이었기에 금융완화/신용팽창 정상화가 필요했던 구간이었다.

요약하면, 과거의 연속 인상 케이스는 1) 경기호황 속에 유동성 팽창에 대응해야 하는 환경, 2) 주택가격이 급등하여 완화적 여건을 빠르게 거두어야 하는 상황, 그리고 3) 인플레이션율이 높아져 고착화될 위험을 하루 속히 낮춰야 하는 환경에서 발생한 것으로 볼 수 있다. 올해 GDP성장률이 잠재 성장률(1.8~2.0%)을 훌쩍 뛰어넘는다는 환경 말고는 금융안정이나 물가안정을 “시급하게” 도모해야 하는 상황이었던 것이다.

그림17 1999년 이후 한국은행 정책금리 추이



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

표2 과거 한국은행 기준금리(콜금리) 연속 인상 사례

연속 인상 국면	횟수와 총 인상폭	당시 경제여건	물가 상황	연속 인상의 핵심 근거	성격
① 2007.7~2007.8월	2회, +50bp 4.50→5.00%	▪ 수출 두 자릿수 증가, ▪ 소비·설비투자 동반 확대. ▪ 2007년 1분기 GDP 4.0% YoY, 설비투자 10.8%, 수출 14.6%	▪ '07.6월 CPI 2.5%, 근원 2.3% 수준으로 안정적인 편	▪ 시중유동성 풍부. 중기대출 등 금융기관 여신 급증 ▪ 인플레이 억제보다는 과도한 금융완화 및 신용팽창 정상화에 장점	▪ 경기, 유동성 대응 긴축 ▪ 인상 조정된 콜금리 목표도 경기회복 뒷받침하는 수준
② 2021.11~2022.1월	2회, +50bp 0.75→1.25%	▪ 수출 호조와 더불어 백신/방역완화로 소비 반등. ▪ 2021~22년 성장률 4.0%, 3.0% 전망 ▪ 저금리 장기화에 따른 주택가격 상승 및 가계부채 증가세 확대	▪ 21년 10월 CPI 3.2%, 근원 2.4% ▪ 12월 CPI 3.7%	▪ 경기회복이 견조한 가운데 물가압력이 예상보다 확대 ▪ 동시에 주택가격, 가계부채 등 금융불균형 축소 필요	▪ 경기 정상화에 따른 통화완화 정도의 축소 ▪ 코로나 초저금리 회수 및 물가 대응
③ 2022.4~2023.1월	7회, +225bp 1.25→3.50%	▪ 상반기는 리오프닝과 수출로 회복세 지속 ▪ 하반기부터 수출 둔화, 2023년 성장률 전망 1.7%까지 하향	▪ '22.3월 CPI 4.1%→7월 6.3% ▪ '22년 12월 CPI 5.0%. Core CPI 4.0%	▪ 고물가 고착과 임금-물가 상호작용 차단, 기대인플레이션 안정 ▪ 하반기에는 원화 약세에 따른 수입물가·외환부문 위험까지 가세 (50bp 인상)	▪ 인플레이션 억제 위한 비상 긴축 ▪ 경기둔화를 감수하며 인상을 지속

자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터 정리

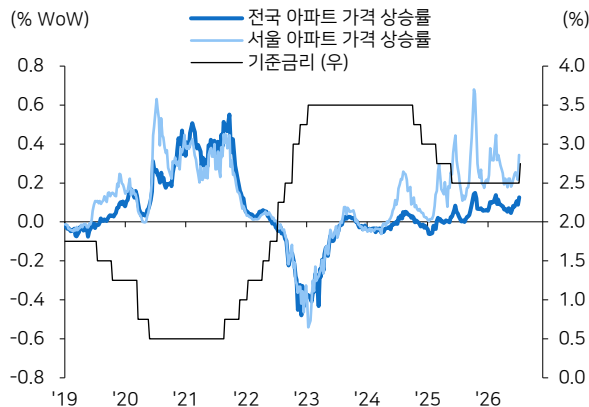
다시 현재로 돌아와서 금융안정 환경을 점검해 보자.

- 첫째, 서울/수도권을 중심으로 주간 아파트 가격 상승세가 가속화되고 있으나, 2021년의 경우처럼 전주대비 0.5%를 뛰어넘는 과열은 아니다. 당시는 전국 단위 상승이었고, 지금은 서울 중심 상승이라는 것도 차이가 있다.

- 둘째, 주택시장 과열이라면 주택담보대출이 크게 늘어야 하지만, 현재는 대출규제 등 신용이용 제약이 있는 상태이다. 아파트 가격 상승세 확대와 별개로 주택담보대출 증가율은 둔화되어 6월 현재 2.4%에 불과하다. 오히려, 담보가 없는 신용대출이 증시로 유입되었을 위험이 조금 더 크다.
- 셋째, 신용팽창이 이루어지고 있다는 지적이 있지만, 기업대출 중심이며, 이를 고려해도 시중은행의 민간대출 증가율은 6월 기준 3.9%이다. 명목 GDP 성장률이 두 자리 수를 기록하고 있다는 점과 비교해 보면, 민간부채비율의 상승 압력이 큰 것도 아니다.

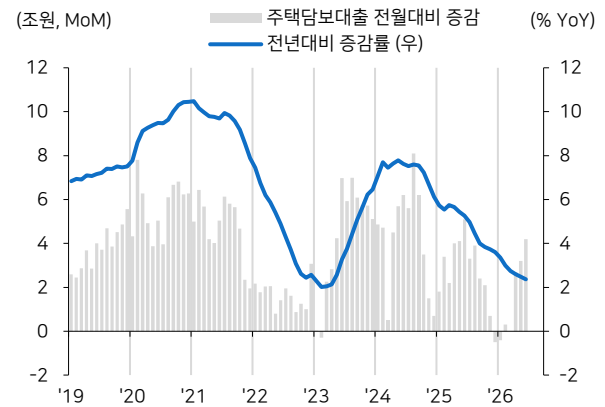
이상의 진단을 통해서 도출할 수 있는 결론은, 올해 반도체 중심의 수출 호황이 내수로 파급되며 경기가 좋은 것은 사실이지만, 물가안정과 금융안정, 그리고 유동성 팽창 억제를 위해 시급히 금리를 연속적으로 올려야 하는 환경과는 다소 거리가 있다는 생각이다. 다음 금리인상 시점으로 10월을 제시하는 이유이다.

그림18 전국 및 서울 아파트 가격 주간 상승률과 기준금리



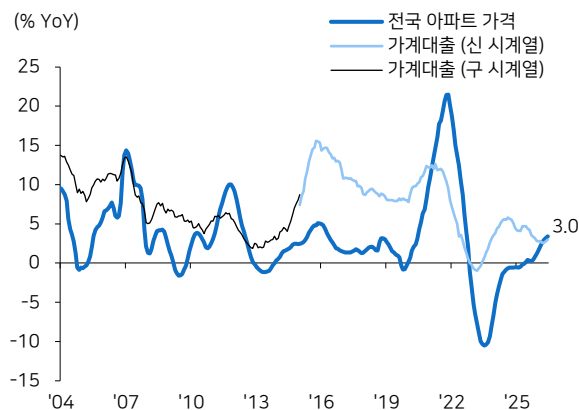
자료: KB부동산, 한국은행 "금융시장 동향", 메리츠증권 리서치센터

그림19 한국 주택담보대출: 전월대비 증감, 전년대비 증감률



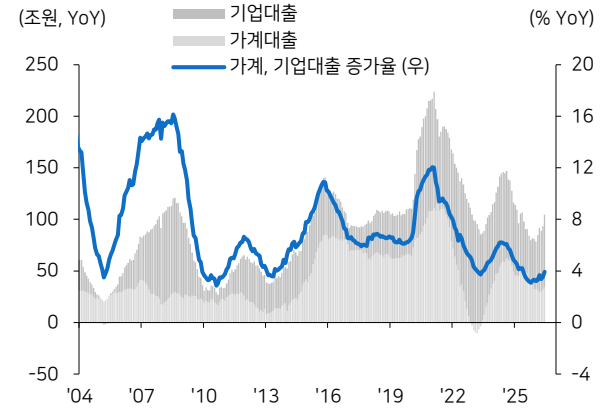
자료: 한국은행 "금융시장 동향", 메리츠증권 리서치센터

그림20 전국 아파트 가격과 가계대출 증감률



자료: KB부동산, 한국은행 "금융시장 동향", 메리츠증권 리서치센터

그림21 시중은행 민간대출 증감 및 증감률

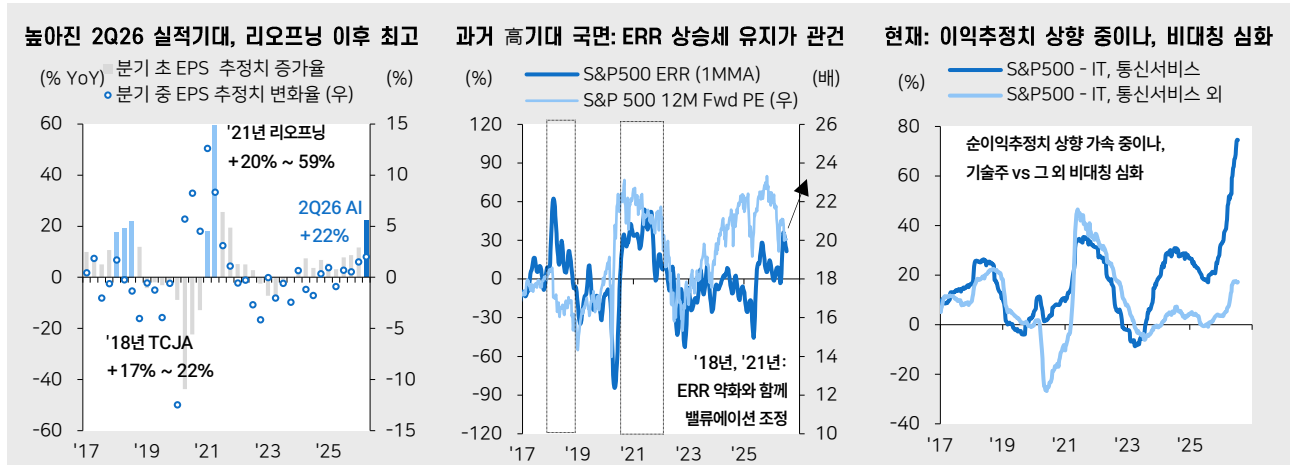


자료: 한국은행 "금융시장 동향", 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

박보경 연구원

높아진 실적 허들: 서프라이즈보다 중요한 것



자료: Bloomberg, Refinitiv I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

PHLX가 고점 대비 -20% 하락하며 기술적 약세장에 진입하는 등, 최근 AI 투자 내러티브를 둘러싼 불안을 대변하며 주도섹터의 변동성이 확대되고 있다. 이에 2Q 빅테크 실적발표가 안도감 형성의 계기로 작용할 지에 이목이 집중되고 있다.

다만 이미 실적 기대가 높기 때문에 서프라이즈에 대한 보상보다 실망에 따른 하방 위험이 더 클 수 있다는 우려도 존재한다. 2Q26 예상 순이익 성장률은 +22%로, 2021년 리오프닝 이후 가장 높은 수치이며, 실적시즌 개막 이후에도 2Q26 추정치는 +2% 상향은 지속되고 있다. 이미 높아진 눈높이가 반영되어 있는 만큼, 단순 서프라이즈만으로는 추가 상승 동력을 확보하기 어려울 수 있다는 것이다.

과거 실적기대가 높았던 사례에서도, 이후 증시 추세는 서프라이즈 여부보다 ERR (Earnings Revision Rate)과 더 밀접하게 관련되어 왔다. 실제로 2018년, 2021년 일회성 이익 모멘텀이 약화되기 시작한 시기에 ERR과 밸류에이션이 동반 조정되었다. 즉 높은 이익 수준이 유지될 수 있다는 신뢰가 뒷받침되어야 하는 것이다. 과거와 달리 현재는 추정치가 상향되는 기업의 비중이 확대되고 있다.

ERR 개선세에도 불구하고 불안이 이어지는 이유는 이익개선 기대가 AI 투자 수혜 섹터에 편중되어 있기 때문이다. 여타 섹터의 예상 순이익 증가율도 +17%까지 회복했으나, 여전히 IT·통신서비스의 추정치 증가율이 +75%로 압도적이다. 이익 성장의 상당 부분이 AI 투자 지속을 전제하고 있는 만큼, 개별 뉴스플로우도 투자 사이클 전반에 대한 우려로 확대 해석될 수 있는 상황이다.

그 신뢰를 가장 먼저 검증하는 이벤트가 바로 금주 시작되는 빅테크 실적발표이다. 대규모 CapEx 집행이 당연해진 지금, 이를 지속할 수 있는 수요·수익화 경로가 함께 확인되어야 현재의 ERR 개선 경로도 정당화될 수 있을 것이다.

칼럼의 재해석

김현비 연구원

AbbVie-Apogee Therapeutics 딜로 보는 I&I 시장의 Next Move (Barron's)

AbbVie가 Apogee Therapeutics를 109억 달러에 현금 인수할 계획을 발표했다. 이에 Apogee Therapeutics의 주가가 역대 최고 수준으로 급등하며 시장의 주목을 받았다. 해당 거래는 양사 이사회의 승인을 통과했으며 오는 3분기에 완료될 예정이다.

Apogee Therapeutics의 아토피 치료제 후보 물질인 Zumilokibart의 인수는 새로운 타겟으로의 확장이라기 보다는 AbbVie의 강점인 면역학 포트폴리오를 공고히 하려는 전략이다. AbbVie는 과거 Humira의 특허 만료 이후 Skyrizi, Rinvoq로 매출 감소를 성공적으로 방어한 바 있으나, 최근 경쟁 약물의 위협으로 인해 새로운 성장 동력이 절실했던 상황이다. 이러한 상황에서 Zumilokibart는 Dupixent 대비 높은 효능과 24주라는 복용 주기로 인해 경쟁력을 갖췄다고 평가받고 있다.

물론 임상 2상이라는 개발 단계를 고려할 때 이례적으로 높은 프리미엄을 준 가격이다. 이번 인수는 AbbVie는 올해 주당 조정 수익을 약 14센트, 2027년에는 46센트 희석할 것으로 예상하며, 2032년이 되어서야 회사의 주당 순이익을 증가시킬 전망이다. 그럼에도 불구하고 장기적으로는 AbbVie가 세운 면역학 제국을 지키는 중요한 화력이 될 수 있다.

AbbVie는 왜 검증되지 않은 약을 샀을까?

2026년 6월 22일, AbbVie가 Apogee Therapeutics를 주당 135.11달러, 총 109억 달러에 인수한다고 발표했다. 이는 직전 종가 대비 49.5% 프리미엄을 준 가격으로, AbbVie가 약 6년 만에 강행하는 최대 규모의 M&A 딜이다.

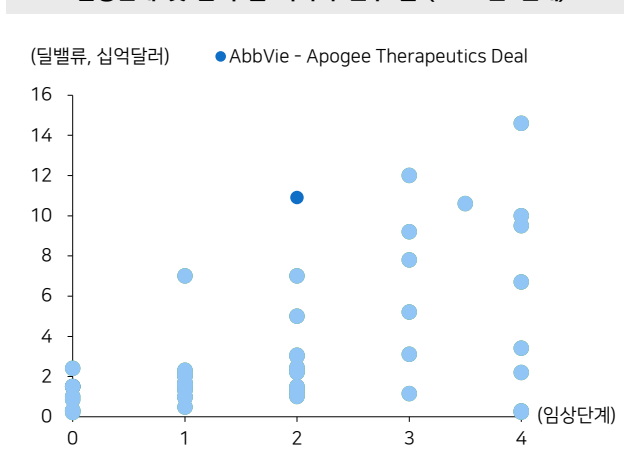
핵심 자산 Zumilokibart(연구명 APG777)는 인수 시점에 임상 3상 개시를 앞둔 단계였다. 3상은 대규모 환자에서 효과를 최종 입증하는 단계이고, 그 앞의 2상은 약이 듣는지 소규모로 확인하는 단계다. 면역질환에서 2상을 마친 약이 3상으로 넘어가는 비율은 면역질환 기준 평균 약 28%에 그친다. 실제로 2025년 체결된 100억달러 안팎의 딜은 대부분 허가를 받은 자산이었다. Merck는 약 100억달러에 Verona를 사며 FDA 허가를 받은 COPD 치료제 Ohtuvayre를 손에 넣었고, Sanofi는 선급금 91억 달러(마일스톤 포함 최대 95억 달러)에 Blueprint를 사며 이미 팔리고 있는 희귀면역질환 치료제 Ayvakit을 인수했다.

표1 Abbvie-Apogee Therapeutics 딜 상세

구분	내용
딜 종류	100% Acquisition
딜 밸류 (백만달러)	10,900
인수 기업	AbbVie Inc
피인수 기업	Apogee Therapeutics Inc
핵심 자산	Zumilokibart
후속 자산	APG333, APG273, APG279
최고 임상 단계	Phase 2
발표 시기	2026-06-22

자료: Global Data, 메리츠증권 리서치센터

그림1 임상단계 및 금액 별 빅파마 인수 딜 (2025년~현재)



주: 각 딜의 앵커 파이프라인 기준, 앵커 부재 시 최고 임상 단계를 준용
x=0은 pre-clinical, x=3.5는 pre-registration, x=4는 marketed를 의미

자료: Global Data, 메리츠증권 리서치센터

Reuters에 따르면 Zumilokibart의 3상 데이터는 2028년, 허가는 2030년경, EPS 기여는 2032년부터로 전망된다. 즉, AbbVie는 상업화까지 최소 4년 이상이 남아 있는 자산에 100억달러 이상을 선제적으로 투자한 셈이다.

1) I&I 시장의 두 번째 특허 절벽

그 배경에는 먼저 특허 절벽이 있다. 글로벌 면역질환 시장의 선두주자인 AbbVie는 블록버스터 약물 Humira의 특허 만료(2018년 EU, 2023년 US) 이후 한 차례 LOE를 경험했다. 이후 Humira 매출은 2022년 212억달러에서 2024년 90억달러까지 감소했지만, Skyrizi와 Rinvoq의 성장을 통해 회복에 성공했다.

다만 두 번째 특허 절벽이 다가오고 있다. J&J의 Stelara는 2025년 바이오시밀러 출시 후 이미 매출이 40% 이상 감소했고, Sanofi의 Dupixent(2031), AbbVie의 Skyrizi(2033)도 순차적으로 LOE 구간에 진입할 예정이다. 2025~2030년 I&I 시장의 LOE 규모는 2,000~4,000억달러로 추정되며, 항암시장에 이어 두 번째로 크다.

표2 글로벌 빅파마 면역 질환 제품 매출 상위 10위

회사명	상위 매출 제품	타겟	2025년 매출 순위	2025년 매출액 (백만달러)	2026 1Q 매출 순위	2026 1Q (백만달러)	특허 만료 예상 시기
Sanofi	Dupixent	IL-4Ra	1	18,458	1	4,881	2031
AbbVie	Skyrizi	IL-23	2	17,562	2	4,483	2033
AbbVie	Rinvoq	JAK1	3	8,304	3	2,119	2037
Novartis	Cosentyx	IL-17	4	6,668	5	1,566	2029
J&J	Stelara	IL-23	5	6,078	10	656	만료
Roche/Novartis	Xolair	IgE	6	5,602	6	904	만료
J&J	Tremfya	IL-23	7	5,156	4	1,608	2031
AbbVie	Humira	TNFA	8	4,540	9	688	만료
GSK	Trelegy Ellipta	R / M3 / β2-AR	9	4,024	7	871	2031
BMS	Orencia	CD80/CD86	10	3,705	8	818	2026

주: Xolair는 Roche(미국) 매출과 Novartis(미국 외) 매출 합산

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

2) 차별화 요소는 효능과 투약 편의성

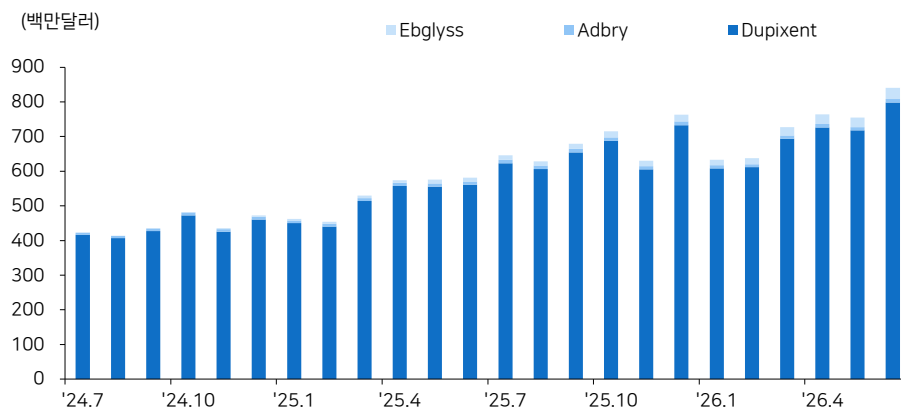
Zumilokibart의 타겟인 IL-13은 Dupixent, Adbry, Ebglyss 등 다수의 블록버스터 약물들이 시장에서 검증한 기전이다. 그럼에도 높은 프리미엄이 가능했던 이유는 기존 치료제 대비 향상된 효능과 투약 편의성이다.

APEX 2상 Part B 중용량군에서 16주 EASI-75는 65.9%(위약 23.4%), EASI-90은 47.4%, EASI-100은 16.5%를 기록하며 기존 생물학적 제제 상단 수준의 효능을 확인했다. 반감기를 약 77일까지 연장해 유지요법 기준 3개월 또는 6개월 1회 투여 가능성도 입증했다. 52주 데이터에서 Q3M과 Q6M의 EASI-75 유지율은 각각 75%, 85%를 기록했다. Dupixent(2주 1회), Ebglyss(4주 1회) 대비 연간 투약 횟수

를 크게 줄일 수 있다는 뜻으로, 이는 장기치료가 필요한 면역질환에서 중요한 경쟁력이 될 수 있다.

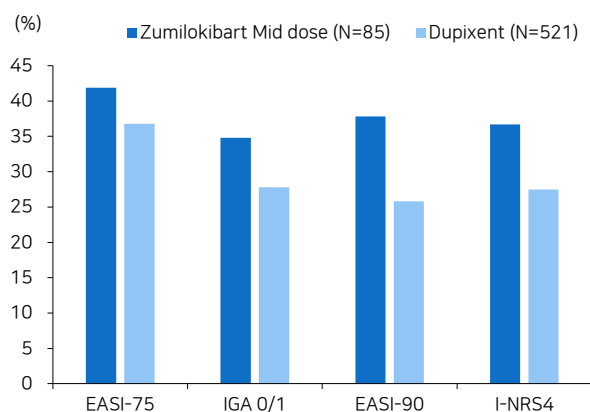
실제로 주요 빅파마들의 임상 단계 I&I 파이프라인 209개 중 투약 편의성 개선을 목표로 개발 중인 자산은 총 56개로 전체의 26.8%를 차지했다. 이는 차세대 타겟을 통한 효능의 개선 뿐 아니라, 투약 편의성 개선이 현재 빅파마들의 관심사에 부합하고 있음을 의미한다.

그림2 이미 시장에서 검증된 IL-13 타겟 약물들의 WAC 추이



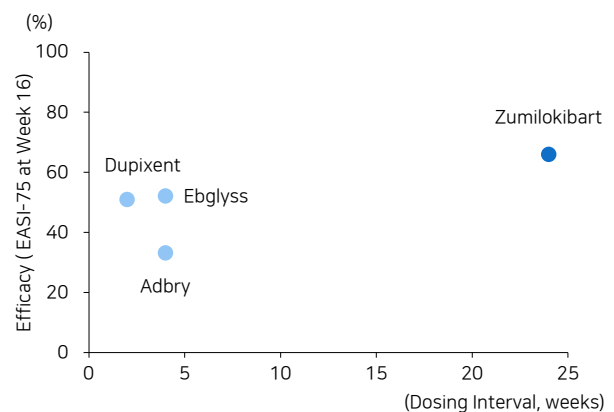
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 주요 유효성 지표 비교 (Placebo-adjusted)



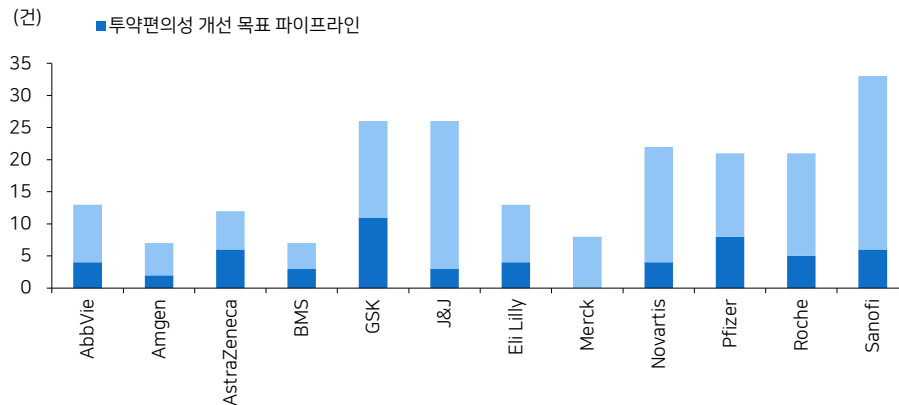
자료: Apogee Therapeutics, 메리츠증권 리서치센터

그림4 기존 IL-13 타겟 약물 대비 효능 및 투약 주기 비교



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림5 임상 진행 중인 빅파마 I&I 질환 파이프라인 현황



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

I&I 시장에서의 K-바이오텍의 좌표

국내 바이오텍은 후기 임상과 상업화를 직접 수행하기보다 초기 또는 중기 단계에서 기술이전하는 사업 모델이 일반적이다. 빅파마의 딜 시점이 임상 3상에서 2상으로 앞당겨진 것은 기술이전 및 회수 시점이 빨라질 수 있다는 점에서 긍정적이다. 다만 임상 2상 거래가 확대될수록 서구권 환자 데이터, 경쟁약 직접 비교 등 요구되는 데이터 수준은 높아질 가능성이 있다.

기술 측면에서는 IV를 SC로 전환하는 제형 변경, 반감기 연장, 장기지속형 제형 등이 투약 편의성을 높이는 핵심 요소다. 특히 SC 전환과 반감기 연장은 Zumilokibart 사례처럼 I&I 자산의 경쟁력을 높일 수 있다. 효능 축에는 IL-18·TL1A·FcRn 같은 차세대 타겟 자산이 초·중기 단계에서 형성되어 있으나, 아직 임상 초기 단계로 효능 우위의 증명이 필요하다. 한편 절벽의 반대편에서는 I&I 바이오시밀러 역량이 함께 수혜를 볼 수 있다.

원문: *Why AbbVie Is Spending \$11 Billion to Buy Apogee Therapeutics
—and Why the Stock Is Rising (Barron's)*