

Market Issue

프랑스 재정 우려 대선까지 지속

- 프랑스 국채 금리가 급격히 상승하며 글로벌 증시에 금리 압박을 부과. 헤지펀드 국채 차익 거래 감소로 인한 수급적 부담도 커질 수 있음
- 재정 우려는 27년 대선까지는 이어질 가능성. 대선에서는 여당 후보 당선에 이상적이나 의회 장악력을 감안하면 RN 후보의 당선에 현실적 대안. LFI 후보 당선은 피할 필요
- 프랑스 이슈는 미국 대비 유럽 시장의 매력도를 낮추는 요인. 미국 시장 중심 흐름 지속

급격히 상승한 프랑스 국채 금리: 주식 시장에 금리 부담, 수급적 위험 가중

프랑스 재정 환경에 대한 우려가 확산되고 있다. 프랑스 10년 국채 금리의 독일 국채 대비 스프레드(140bp)는 유로존 위기의 중심에 있던 이탈리아의 레벨(110bp)을 넘어섰다. 금융 시장이 프랑스의 재정 상황을 이탈리아보다 더 심각하게 바라본다는 의미다. 프랑스 금리 상승세는 다른 주요국 금리에도 영향을 줘 주식 시장의 금리 부담을 가중 시킬 수 있다.

동시에 수급적 위험도 커질 수 있다. 헤지펀드들은 독일 국채나 스왑(유로존 평균 금리 지급 약속) 차입금을 활용해 안정적이면서 높은 수익을 주는 프랑스 국채를 매입해 차익을 누려왔다. 금리가 낮은 엔화를 빌려 고수익이 기대되는 미국, 신흥국 자산을 매입했던 엔케리 트레이드와 비슷한 구조다. 그런데 프랑스 국채 금리가 27년 예산안 통과 불확실성에 급등하면서 해당 포지션이 강제 청산되는 흐름이 나타났다. 문제는 이 흐름으로 인해 전반적인 리스크 포지션 감소 필요성이 커져 주식 시장 수급에도 문제를 줄 수 있다는 점이다.

이런 우려가 부각된 배경에는 근본적으로 프랑스의 지속적인 재정 적자에 기반하고 있는데, 재정 우려가 단기간내 해소되기 어렵다는 점이 문제다. 정치적 분열로 여당이 재정 적자를 해소하기 위한 조치를 시행하기 힘든 상황이다. 이번 2027년 예산안에도 27년 재정적자를 기존 6.5%에서 5%로 제어하는 조치들이 담겨 있지만 최종 통과가 불투명하다.

그림 1. 독일 10년 국채와의 스프레드: 프랑스 > 이탈리아



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

재정 우려를 가중 시키는 27년 대통령 선거: RN 주도 정부가 현실적 대안

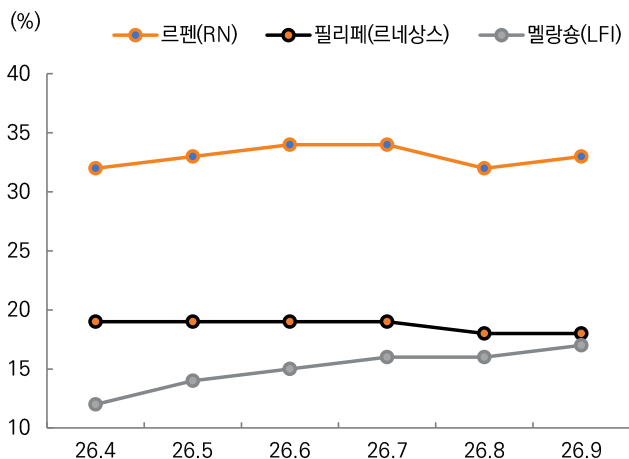
여기에 27년 4월에 예정된 대선이 재정 우려를 증폭시키고 있다. 프랑스는 두 차례에 걸쳐 대통령 선거를 치르는데 1차에서 가장 득표율이 높은 후보 두명을 추려 2차 투표에서 최종 선별하는 시스템이다. 시장이 우려하는 시나리오는 강경 우파의 RN 후보와 강경 좌파 정당 LFI의 멜랑송 후보가 1차 선거에서 선출되는 경우다. 문제는 최근 여론조사를 보면 르펜이 1위를 유지하는 가운데 멜랑송 후보의 지지율이 현 여당 후보를 추월할 조짐을 보인다는 점이다. 첫 정부를 주도하게 될 RN이나 LFI는 현 여당 대비 정책 불확실성이 높다.

재정 안정을 위해 가장 이상적인 시나리오는 여당 후보의 대통령 당선이다. 추가 재정 감축 계획을 가지고 있고, 이미 2017년부터 정권을 잡아온 정당으로서 정책적 불확실성도 낮기 때문이다. 여당 필리페 후보는 재정 적자를 2032년까지 2%로 축소하는 목표를 밝혔다.

문제는 여당이 의회 장악력이 부족하다는 점이다. 대선 직후 조기 총선을 열 수 있지만, 지지율이 낮은 여당이 과반을 차지할 가능성은 낮다. 현 정부가 재정을 안정시킬 수 있는 예산을 통과시키지 못하는 배경에는 24년 조기 총선의 영향으로 의회내 여당 의석 비중이 30%에 불과하다는 점에 기인한다. 헌법 47.3조를 활용해 의회를 우회해서 통과시키는 방안도 존재하지만 정부 불신임 투표를 통과해야 한다. 이 투표에서 과반을 확보하지 못하면 총리 사퇴와 함께 예산안도 무산된다. 2024년, 2025년에 일어난 시나리오로, 결국 다른 정당들의 요구를 수용해 기존 계획보다 높은 재정 지출이 반영된 예산을 통과시켜야 했다.

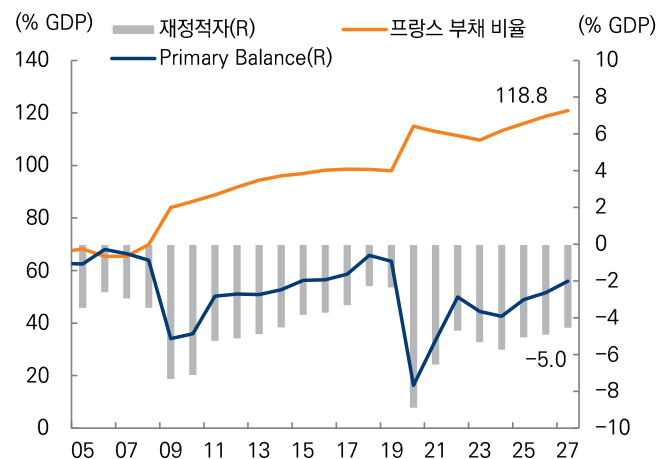
이와 같은 현실을 감안하면 의회에서 과반을 확보할 수 있는 정당이 대통령직을 차지하는 시나리오가 적정 차선택이다. 최소한 재정수지를 안정시킬 수 있는 정치적 기반이 형성될 수 있기 때문이다. 현재 여론을 감안하면 RN이 의회내 과반수도 확보할 확률이 높다. 또한 RN은 재정 긴축을 추진할 의지도 보여주고 있다. RN의 르펜 대표는 2032년까지 1,400억 달러의 순지출 감소, 18개월내 이자 비용을 제외한 기초재정수지(primary balance)를 없애 2030년까지 재정 적자를 GDP의 3% 이내로 줄이는 방안을 제안했다. 지출 감소 계획의 실제 효과는 미지수이지만, 부족한 지지율로 필요한 예산안을 통과하지 못하는 현 정부나 부채 탕감을 주장하는 강경 좌파 정당의 집권보다는 상대적으로 나은 선택이 될 수 있다.

그림 2. 프랑스 여론조사 추이: 2위 자리를 위협하는 멜랑송



자료: Politico.eu, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 프랑스 재정 적자, 부채 비율 추이



자료: CEIC, OECD, 미래에셋증권 리서치센터

이탈리아에서도 22년 총선으로 강경 우파로 분류됐던 Fdi와 연합 정당들이 상하원에서 과반을 차지한 후 보수적 재정 정책을 선보이며 재정 적자를 낮춘 이력이 있다. 기초재정수지는 24년부터 플러스로 전환돼 프랑스와 상반된 모습이다. 현재 이탈리아 재정적자는 3% 미만으로 EU 재정수칙을 준수하고 있고 부채 비율도 130%대에서 안정을 찾고 있다. 이탈리아 재정도 현재 건전하지는 않지만 프랑스의 상황보다는 양호하다는 평가를 받는 이유다.

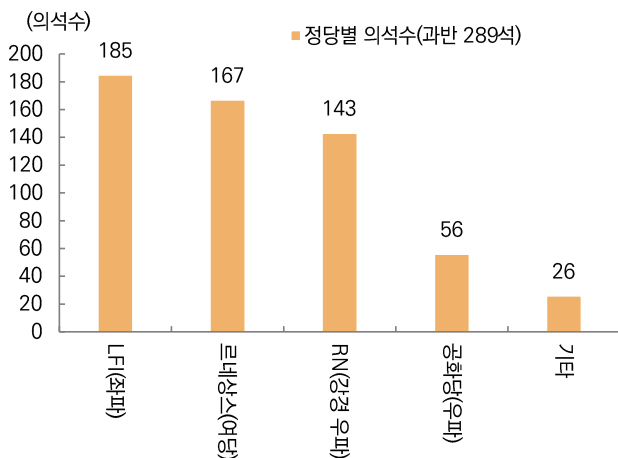
반면 절대적으로 피해야 하는 시나리오는 멜랑송 정부의 출범이다. 멜랑송 대표는 재정 긴축을 반대하고 공공서비스 및 사회 복지 지출을 늘리는 정책을 옹호하고 있다. 이를 위해 강력한 증세 정책은 내세우고 있다. 더욱 우려되는 부분은 기존 ECB가 보유한 프랑스 국채를 취소하고 EU 차원의 3% 재정적자 제한 룰의 폐지를 추진하겠다고 밝힌 점이다. 프랑스 부채 관련 우려를 한층 더 증폭 시킬 수 있는 정책 포지션들이다.

표 1. 프랑스 유력 대선 후보 재정 정책 스탠스

후보 및 정당	정책 스탠스
Le Pen (RN, 강경 우파)	· 2032년까지 2026년 대비 1,400억 유로 재정 지출 삭감 · 재정규율을 국민 투표를 통해 헌법에 도입. · 18개월 이내에 기초재정수지 균형 회복, 공공지출 GDP 대비 50% 미만으로 축소 · 재정적자를 2030년까지 3%로 줄여 부채비율을 2032년 GDP 대비 112%로 감소
Melenchon (LFI, 강경 좌파)	· 긴축재정 반대, 공공서비스 및 사회복지 지출 확대 · 부유층·자본 과세 강화. 소득세 14단계 누진세율 도입, 부유세(ISF) 부활·강화 · 유럽중앙은행(ECB)의 국채 매입 추진, EU 재정적자 3% 규칙 폐지 주장 · 국가 재정정책에 대한 민간 신용평가사의 영향력 제한 추진.
Phillipe (Renaissance, 중도)	· 재정적자를 다음 대통령 임기가 끝나는 2032년까지 2%로 축소 목표 · 재정규율을 헌법에 명시하기 위한 국민투표를 제안 · 단순한 의료 예산 확대보다 예방의료와 기술혁신을 통한 의료시스템 효율성 개선에 집중해 의료·보건 지출을 안정적으로 관리
Glucksmann (Socialists, 중도 좌파)	· 국가부채 감축을 위한 지출 절감의 필요성 인정. EU 집행위원회가 승인한 5년간 연간 200억 유로 규모의 재정 절감 계획을 현실적인 재정 조정 경로로 평가 · 급격한 재정 긴축은 경제성장 위축과 사회적 혼란을 초래할 수 있다고 비판 · 지출 절감과 추가 세수 확보를 병행

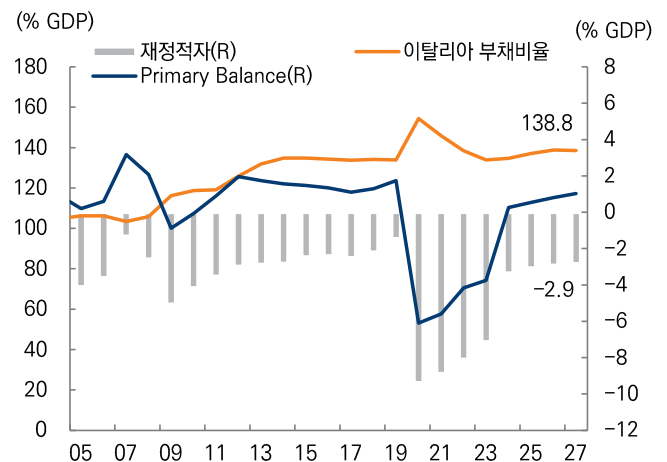
자료: 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 2024년 조기 총선 후 프랑스 의회의 구성



자료: ipu.org, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 이탈리아의 사례: Fdi 집권 후 재정 적자 감소



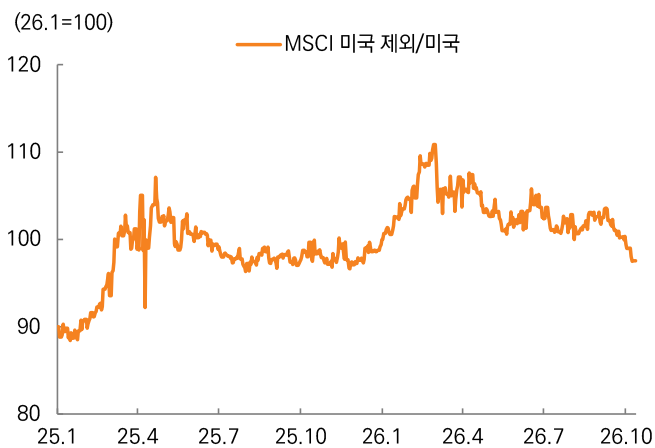
자료: CEIC, OECD, 미래에셋증권 리서치센터

프랑스 재정 우려로 미국 중심의 글로벌 증시 흐름 지속

프랑스 재정 우려가 지속되는 이상 미국 증시의 상대적 강세 흐름이 더 견고해질 전망이다. 미국 국채 금리도 물론 오르고 있지만 상대적으로 금리 영향을 덜 받는 빅테크 비중이 크다. 빅테크 기업들은 낮은 가격 부담과 안정적 수익을 기반으로 금리 상승에도 불구하고 상승세를 유지해 S&P500 지수를 지지하고 있다. 반면 유럽에서는 금융 비중이 지수내 가장 높다 (MSCI Europe 기준 약 26%). 프랑스 국채 금리가 급격히 오르면서 해당 은행들이 보유한 국채 가치에도 부정적 영향을 주며 주가에도 타격을 주고 있다.

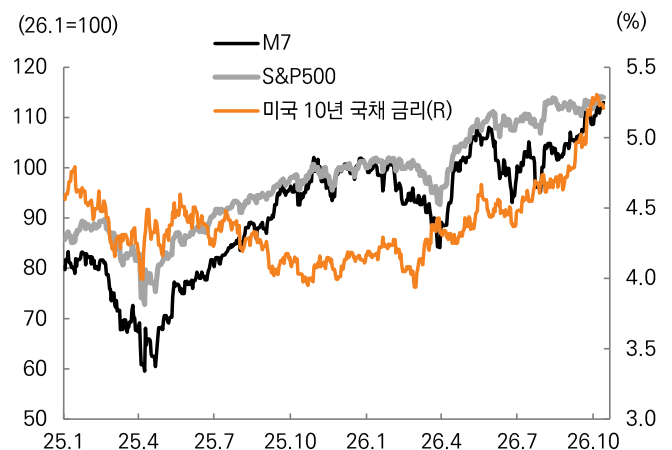
한편 미국 재정 정책과 관련해서는 부채한도 협상에 신경쓸 필요가 있다. 협상에는 민주당의 협력이 필요한데, 중간선거 결과가 반영되는 27년부터는 협상과 관련된 민주당의 입김이 더욱 거세질 수 있어 협상 난항이 예상된다. 과거 그리드락 상황에서도 부채한도 협상이 난항을 겪었는데, 23년 협상의 경우 미국 투자 등급에도 타격을 줬다. 공화당이 상하원을 모두 장악한 26년 중 부채한도의 추가 상향 조정 여부가 중요하다.

그림 6. 미국과 미국 외 지역의 상대강도



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 빅테크 기업들이 지지해주는 S&P500



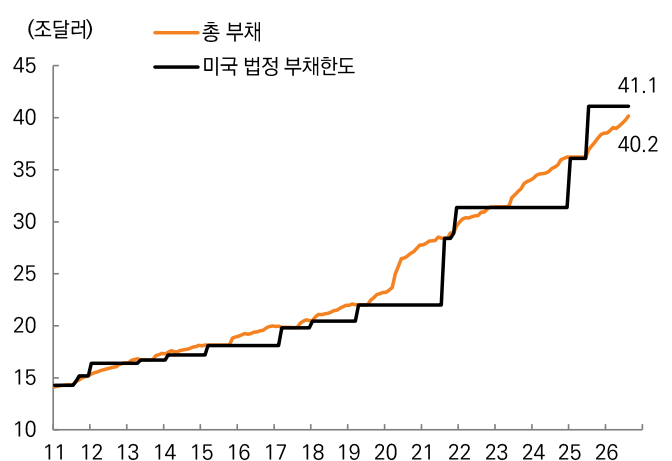
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 프랑스 국채 금리와 유럽 은행 주가



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 미국 총 부채와 부채한도 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.