

# 채권 브리프

## 프랑스 재정불안, 국고채에는 어떤 기회인가

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

### Check Point

- 프랑스 10년 금리 4.9%, 독일 대비 145bp: 재정·정치 불확실성이 추가 위험프리미엄으로 반영
- 핵심은 즉각적인 지급불능보다 재정 조정의 실행력: 감축안 발표에서 예산 통과·집행으로 신뢰 회복 필요
- 시스템 위기 확산보다 단계적 대응을 예상: 프랑스·EU의 재정 조정과 필요시 TPI 등 ECB의 시장 기능 방어
- 과거 유럽 재정위기는 국가별 금리 차별화를 유발: 취약국 금리 상승과 독일·미국채 강세가 동시 진행
- 원화 약세가 외국인 국고채 이탈을 의미하지는 않음: 2010~2012년 46.9조원 순매수, 중장기물 수요 유지
- 국내 채권은 안전자산 선호의 반사이익에 주목: 방어적 수요가 금리 상승을 제한하되, 하락 폭은 국내 재료에 좌우될 것

### 프랑스 위기 성격: 재정 문제와 정치 문제가 서로 증폭

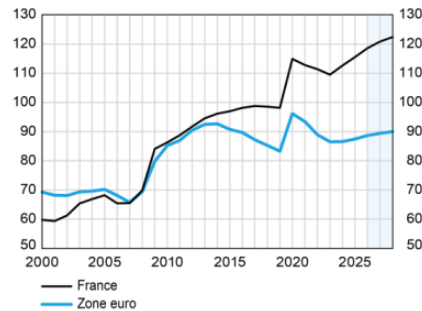
10월 19일 기준 프랑스 10년 국채금리는 4.9% 부근까지 상승했으며, 독일 국채 대비 스프레드는 약 145bp로 확대됐다. 이는 글로벌 고금리 부담에 더해 프랑스의 재정 건전성과 정책 실행 능력에 대한 우려가 추가 위험프리미엄으로 반영되고 있음을 의미한다. 우선 재정 측면의 주요 부담은 높은 부채비율에도 적자 축소 속도가 충분하지 않다는 점이다. GDP 대비 정부부채 비율은 약 119%, 26년 재정적자는 GDP 대비 5.4% 수준이다. 정부는 27년 예산안에서 증세와 지출 절감을 통해 적자비율을 약 5%로 낮추려 하지만, 여전히 EU 기준인 3%를 크게 웃돈다. 시장이 주목하는 것은 단기적인 부도 가능성보다 중기적으로 부채비율을 안정시킬 수 있는 재정 조정의 규모와 실현 가능성이다. 따라서 감축안 발표만으로 신뢰를 회복하기는 어려우며, 예산안 통과와 구체적인 집행 실적이 확인되기 전까지 재정 불안이 지속될 가능성이 크다.

문제는 이러한 재정 조정을 뒷받침할 정치적 기반이 취약하다는 점이다. 의회 내 분열과 긴축에 대한 사회적 반발, 27년 대통령 선거를 앞둔 정치적 이해관계가 맞물리면서 지출 삭감과 세입 확충에 대한 합의가 쉽지 않다. 최근 시위와 사회적 혼란 역시 감축안의 지속성과 실행 가능성에 대한 의구심을 더욱 키우고 있다. 당장은 재정 조정 지연이 국채금리 상승을 유발하고, 높아진 조달비용이 추가 긴축을 요구하면서 정치적 저항을 다시 확대하는 악순환이 우려된다. 다만 금리 상승이 기존 부채 전체의 이자비용에 즉시 반영되는 것은 아니며, 신규 발행과 만기 차환을 통해 부담이 점진적으로 누적되는 점을 고려할 때 현재는 즉각적인 지급불능 위기보다 정치적 교착이 재정 신뢰와 차환 여건을 악화시키는 국면으로 판단하며, 향후 예산안 처리와 국채 입찰 소화, 은행 조달시장으로의 전염 여부가 주요 분기점이 될 전망이다.

그림1. 프랑스 vs. 유로존 정부 부채 비율: 프랑스의 GDP 대비 정부부채 비율은 상승세를 이어가며 2028년 약 122%로, 유로존 평균 약 90%와의 격차가 확대될 전망이다. 이는 현재의 재정 조정만으로 부채비율을 안정시키기 어렵다는 의미로 해석

**Graphique 15 : Dette publique en France et en zone euro**

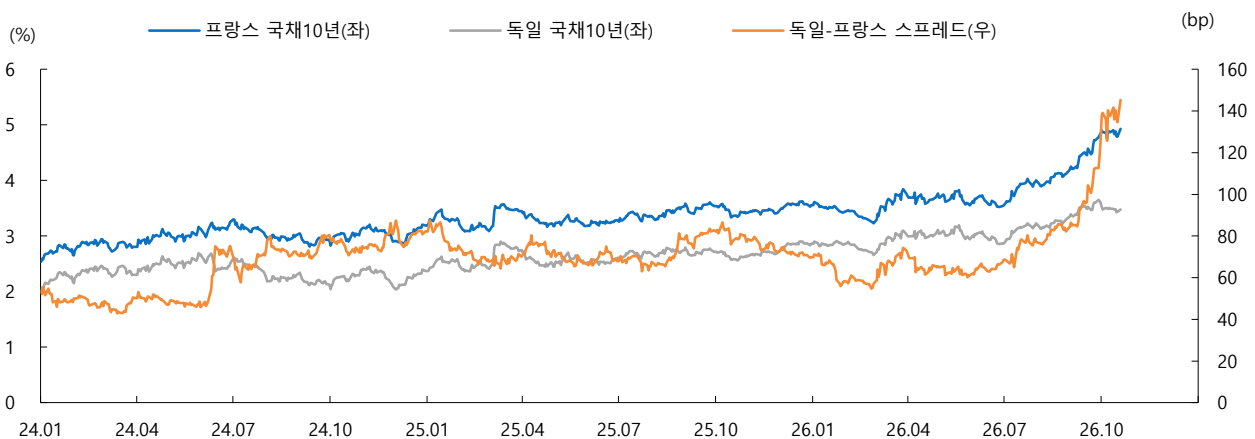
(en % du PIB)



Sources : Insee et Eurostat jusqu'en 2025, projections Banque de France et Eurosysteme sur fond bleuté.

자료: 프랑스중앙은행, iM증권 리서치본부

그림2. 프랑스 국채 금리 및 독일 국채금리와 스프레드 추이: 프랑스의 독일 대비 스프레드는 올해 중반 60~80bp 수준에서 최근 약 145bp까지 빠르게 확대. 프랑스 금리 상승을 유로존 공통 요인만으로 설명하기 어려워졌다는 의미



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

### 예상 대응 단계: 재정 신뢰 회복이 출발점, ECB는 시장 기능을 방어

프랑스 재정불안에 대한 대응은 우선 정부의 재정 조정과 정치적 합의를 통한 신뢰 회복에서 출발할 전망이다. 정부는 지출 삭감과 세입 확충을 포함한 다년도 적자 감축 경로를 제시하고, 예산안 통과와 실제 집행을 통해 이행 능력을 입증해야 한다. EU와의 협의 및 재정 규율에 따른 점검도 이러한 신뢰를 뒷받침하는 과정이 될 것이다. 다만 과도한 긴축은 성장과 세수를 위축시킬 수 있어, 단기적인 감축 규모보다 경제 충격을 관리하면서 지속할 수 있는 조정 계획이 중요하다. 이러한 자구 노력은 향후 ECB가 시장 안정에 나설 경우에도 개입의 정당성을 확보하는 기반이 될 수 있다.

재정 조정 노력에도 국채시장 불안이 지속되면 다음 단계는 ECB가 우선 구두 개입을 통해 무질서한 시장 움직임에 대응할 의지를 강조할 가능성이 크다. 국채 불안이 은행의 자금 조달과 대출시장으로 번질 경우에는 유동성 공급을 통해 금융시스템으로의 전염을 차단할 수 있다. 유로존 전반에서 채권 수급 부담과 시장 기능 저하가 나타난다면 QT 속도 조정이나 만기 원금 재투자 재개도 검토 가능한 수단이다. 다만 현재 APP·PEPP 재투자가 종료된 만큼 이는 새로운 정책 결정을 필요로 하며, 프랑스만의 재정 신뢰 문제를 해결하는 데에는 한계가 있을 것으로 보인다.

위 조치에도 불구하고 프랑스 국채의 스프레드 확대가 펀더멘털로 설명하기 어려운 수준으로 진행되고 통화정책 전달을 심각하게 훼손한다면, ECB는 TPI를 통한 선별적 국채 매입을 검토할 수 있다. 그러나 TPI는 재정 악화에 따른

금리 상승을 무조건 억제하는 수단이 아니다. ECB는 EU 재정 규율 준수 여부와 부채 지속가능성, 거시정책의 적절성 등을 종합적으로 평가한다. 따라서 프랑스가 재정 조정 약속을 이행하면서 과도한 시장 불안에 직면한 경우에는 개입 명분이 강화되지만, 정책 불이행으로 위험프리미엄이 상승한 경우에는 활용이 제약될 수 있다.

또한 그럼에도 시장 접근성이 심각하게 훼손된다면 ESM의 조건부 금융지원과 OMT 등 보다 강한 대응이 논의될 수 있다. OMT는 적절한 EFSF·ESM 프로그램에 따른 엄격한 정책 조건을 필요로 하므로, 정치적 부담도 커질 수 있다. 따라서 기본적으로는 프랑스의 점진적 재정 조정과 EU의 이행 점검, ECB의 시장 안정 의지가 결합해 불안을 관리하는 경로를 예상하며 향후 불안 확산 정도에 따라 QT 조정, TPI 및 조건부 금융지원 등은 불안의 성격과 확산 정도에 따라 선택·병행될 전망이다.

표1. 프랑스 재정위기 확산 시 예상 대응 단계: 재정 신뢰 회복이 출발점, ECB는 시장 기능을 방어

| 단계                   | 예상 조치                                  | 다음 단계로 조건                      | 채권시장 해석                   |
|----------------------|----------------------------------------|--------------------------------|---------------------------|
| ① 프랑스 자체 조정          | 현실적인 지출 삭감·세입 확충, 다년도 적자 감축 계획, 예산안 통과 | 발표한 계획이 의회·사회적 반발로 실행되지 않음     | 감축 규모보다 실행 가능성을 평가        |
| ② EU와 정책 신뢰 확보       | EU 재정 규율 아래 조정 경로 협의·점검, 집행 실적 제시      | 계획 반복 수정, 권고 불이행, 성장 악화로 목표 이탈 | EU와의 협조가 ECB 지원 명분도 뒷받침   |
| ③ ECB 구두 개입·유동성 대응   | 무질서한 시장 움직임에 대응하겠다는 메시지, 필요시 은행 유동성 공급 | 국채 유동성 악화가 은행 조달·대출시장으로 전염     | 유동성 위기와 국가 지급능력 문제를 구분    |
| ④ QT 속도 조정·재투자 재개 검토 | APP·PEPP 만기상환에 따른 보유자산 축소 속도 완화        | 유로존 전반의 시장 기능·정책 전달에 부담        | 민간이 흡수해야 할 채권 물량을 줄이는 효과  |
| ⑤ TPI 검토·가동          | 조건을 충족하는 국가의 국채를 선별적으로 매입              | 펀더멘털로 설명하기 어려운 무질서한 스프레드 확대    | 프랑스 위험프리미엄의 과도한 상승을 직접 제어 |

자료: IM증권 리서치본부

## 과거 유럽 재정위기 사례 점검과 시사점

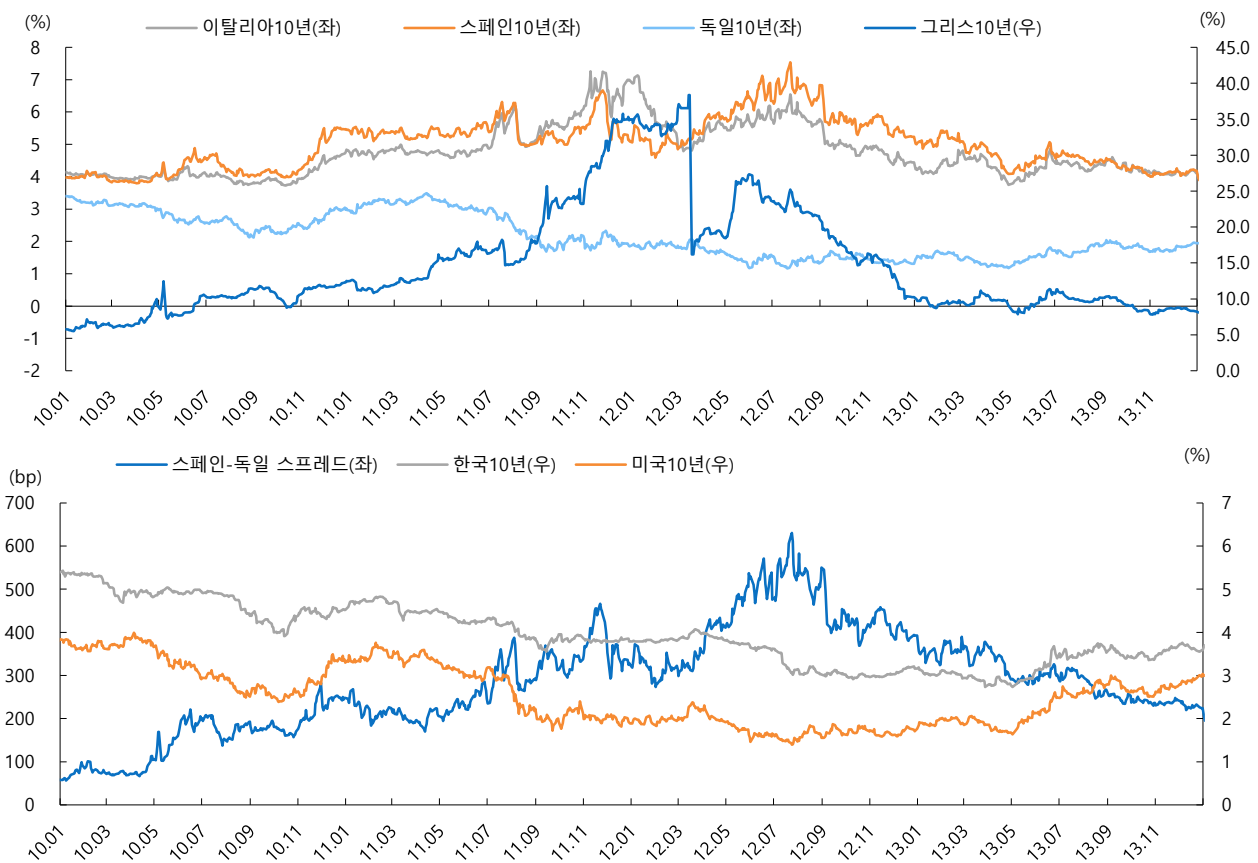
10~12년 유럽 재정위기 당시 채권시장의 특징은 국채금리의 일괄 상승이 아니라 국가별 신용위험에 따른 차별화였다. 그리스에서 시작된 재정불안이 이탈리아·스페인으로 확산되면서 취약국 국채에는 차환과 채무상환 위험에 대한 추가 보상이 요구됐다. 반면 독일과 미국 국채에는 안전자산 수요가 집중됐다. 위기가 대형국으로 확산된 11년 하반기 이탈리아 10년 금리는 6월 말 4.88%에서 연말 6.98%로 상승했지만, 같은 기간 독일은 2.99%에서 1.85%, 미국은 3.17%에서 1.88%로 하락했다. 재정위기는 위험이 발생한 국가의 금리를 높이는 동시에, 상대적으로 신뢰도가 높은 국가의 금리를 낮추는 요인으로 작용했다. 한국 국고채는 위기 초기부터 미국채와 동일하게 움직이지는 않았다. 10년 4월 말부터 5월 말까지 미국 10년 금리는 약 36bp 하락했지만, 한국 10년 금리는 11bp 상승했고 원/달러 환율은 약 85원 올랐다. 당시 국내 지정학적 긴장도 겹쳤다는 점을 고려해야 하지만, 글로벌 위험 회피가 달러 선호와 원화 약세로 연결될 경우 미국채 강세에도 국고채는 일시적으로 약해질 수 있음을 보여준다. 11년 하반기에는 미국채와 국고채가 함께 강해졌으나, 미국 10년 금리가 약 128bp 하락하는 동안 한국은 50bp 하락하는 데 그쳤다. 한국채도 경기 둔화에 반응했지만, 달러 안전자산에 대한 수요는 미국채에 더 강하게 집중된 것으로 해석된다.

국고채 강세가 확대된 것은 대외 불안에 국내 통화정책 변화가 결합한 12년이였다. 6월 말부터 7월 25일까지 한국 10년 금리는 3.62%에서 3.01%로 61bp 하락해 미국채 하락 폭인 약 26bp를 웃돌았다. 한은은 그해 7월 기준금리를 3.25%에서 3.00%로 인하했고, 10월에는 2.75%로 추가 인하했다. 이는 해외 불안이 방어적 채권 수요를 유발하더라도, 국고채의 지속적인 강세에는 국내 성장 둔화와 기준금리 경로 변화가 중요하다는 점을 시사한다. 이후 ECB의 OMT 체계 발표 등으로 극단적 위험이 완화되자, 연말 미국과 한국의 10년 금리는 여름 저점에서 일부 반등하는 흐름을 보였다. 외국인 수급에서는 위기에도 국고채 매수가 유지됐다. 외국인은 10년 24.28조원, 11년 17.61조원, 12년 4.98조원 등 3년간 국고채를 총 46.86조원 순매수했으며, 10~11년에는 모든 달에 순매수를 기록했다. 또한 원/달러는 10년 4월 저점 대비 6월까지 약 158원, 2011년 8월 저점 대비 10월까지 약 150원

상승했지만 외국인 국고채 순매수는 이어졌다. 따라서 원화 약세만으로 외국인 채권 이탈을 판단하거나, 외국인 현물 순매수만으로 국고채 강세를 예상하기는 어렵다는 판단이다.

현재 프랑스 사태도 미국채와 한국 국고채의 방어적 수요를 뒷받침할 수 있지만, 과거와 같은 금리 하락 경로를 그대로 적용하기는 어렵다. 초기에는 달러 선호와 원화 약세로 국고채 강세가 제한될 수 있고, 이후에도 국내 물가와 한은 정책 경로가 바뀌지 않는다면 추세적인 금리 하락에는 한계가 있다. 또한 프랑스 국채에서 이탈한 자금의 한국채 대체 매수 가능성과 유럽계 금융기관의 유동성 확보 매도 가능성이 공존한다.

그림3. 유로존 주요 금리와 스프레드, 미국채 및 한국 국고채 반응: 10~12년 유럽 재정위기 당시에는 취약국 국채금리 상승과 안전자산 금리 하락이 동시에 나타나는 차별화 발생. 같은 시기 미국채와 한국 국고채 금리는 전반적으로 하락해, 유럽의 신용불안이 역외에서는 안전자산 선호와 경기 둔화·통화완화 기대를 강화한 것으로 해석



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표2. 미국 국채와 한국 국고채 반응: 초기 충격에는 차별화, 이후에는 동반 강세

| 구간                | 미국 10년 변화 | 한국 10년 변화 | 원/달러 변화 | 주요 특징                       |
|-------------------|-----------|-----------|---------|-----------------------------|
| 2010년 4월 말→5월 말   | -35.8bp   | +11.0bp   | +84.7원  | 미국채 강세에도 한국채 약세·원화 약세       |
| 2011년 6월 말→연말     | -128.4bp  | -50.0bp   | +75.2원  | 동반 강세지만 미국채 강세 폭이 훨씬 큼      |
| 2012년 6월 말→7월 25일 | -25.6bp   | -61.0bp   | -5.7원   | 국내 정책 전환과 결합하며 국고채 강세 확대    |
| 2012년 7월 25일→연말   | +36.3bp   | +15.0bp   | -77.0원  | 위기 완화로 안전자산 강세 일부 되돌림·원화 회복 |

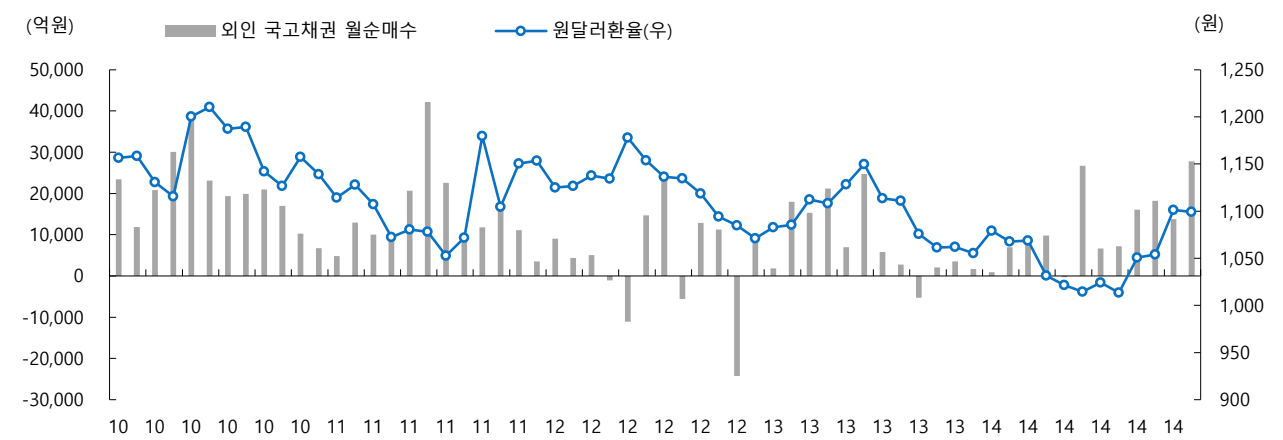
자료: iM증권 리서치본부

### 프랑스 불안에 대한 방어적 수요: 미국채와 한국 국고채 방향 점검

한편 10~12년 유로존 재정위기 당시에는 취약국 국채금리가 상승하는 가운데 독일·미국 국채로 안전자산 수요가 집중됐지만, 국내 시장에서는 원화 약세와 외국인의 국고채 매수가 동시에 나타났다. 원/달러 환율은 10년 4월 저점 1,104원에서 6월 1,261.5원으로, 2011년 8월 저점 1,049.5원에서 10월 1,199.5원으로 상승했다. 반면 외국인은 10년과 11년 매월 국고채를 순매수했으며, 연간 순매수 규모도 각각 24.28조원과 17.61조원에 달했다. 이는 글로벌 위험 회피에 따른 달러 선호가 원화 약세를 유발하더라도, 원화채권에 대한 투자 수요까지 일괄적으로 위축되는 것은 아님을 보여준다. 물론 외국인 매수가 국고채 강세를 즉시 보장하지는 않았다. 10년 5월에는 외국인이 국고채를 3.93조원 순매수했지만, 원/달러는 전월 말 대비 약 85원 상승하고 한국 10년 금리도 11bp 올랐다. 당시 국내 지정학적 긴장도 영향을 줬지만, 현물 매수에도 환율 불안과 다른 투자자의 위험 축소가 금리 상승 압력으로 작용할 수 있다는 점이 중요하다. 이후 경기 둔화와 국내 통화완화 기대가 강화되면서 국고채 강세가 확대됐다. 특히 12년에는 외국인 전체 순매수가 4.98조원으로 줄었지만, 1년 이하 구간을 7.36조원 매도하는 동안 1년 초과 구간에서는 약 12.33조원을 매수했다. 총량 감소 속에서도 중장기물 수요는 유지된 것이다.

결론적으로 현재 프랑스 재정불안은 유로존 전반의 시스템 위기로 확산되기보다, 프랑스의 재정 조정과 EU의 이행 점검, 필요시 ECB의 시장 안정 조치가 단계적으로 진행되며 관리될 가능성이 크다. 프랑스-독일 스프레드 확대가 주변국과 은행 조달시장으로 광범위하게 전염되거나, 국내 외화 조달 여건 악화와 외국인 국고채 매도로 연결되는 신호도 뚜렷하지 않다. 오히려 프랑스 국채의 상대적 매력력이 약해지는 과정에서 우량 국채로의 자금 재배분과 글로벌 안전자산 선호가 미국채·한국 국고채의 수요를 뒷받침할 가능성에 주목한다. 과거 2010년에도 원화 약세 속에서 외국인의 국고채 순매수가 지속됐다는 점은 환율 불안과 한국채에 대한 투자 수요가 공존할 수 있음을 보여준다. 즉 테일 리스크의 경로가 아닐 경우 프랑스 불안에 따른 방어적 수요는 국고채 금리의 추가 상승을 억제하고 강세를 지지하는 요인이 될 수 있다. 따라서 단계적 정책 대응이 위기 확산을 제한하는 가운데, 안전자산 선호에 따른 미국채와 국고채의 반사이익을 함께 고려해야 할 시기일 것으로 판단된다.

그림4. 외국인의 국고채 순매수(월간 누적)과 원달러 환율: 원/달러 환율은 10년 4월 저점 1,104원에서 6월 1,261.5원으로, 2011년 8월 저점 1,049.5원에서 10월 1,199.5원으로 상승. 반면 외국인은 10년과 11년 매월 국고채를 순매수했으며, 연간 순매수 규모도 각각 24.28조원과 17.61조원 기록



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

#### Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
  - 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김명실)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.