MACRO
VIEW

2025. 12. 17.

MACRO팀

양지성 Analyst
jisung.yang@samsung.com

I 1월 I 유럽 매크로/전략 Monthly

영국 재정 및 정치 리스크 점검

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.

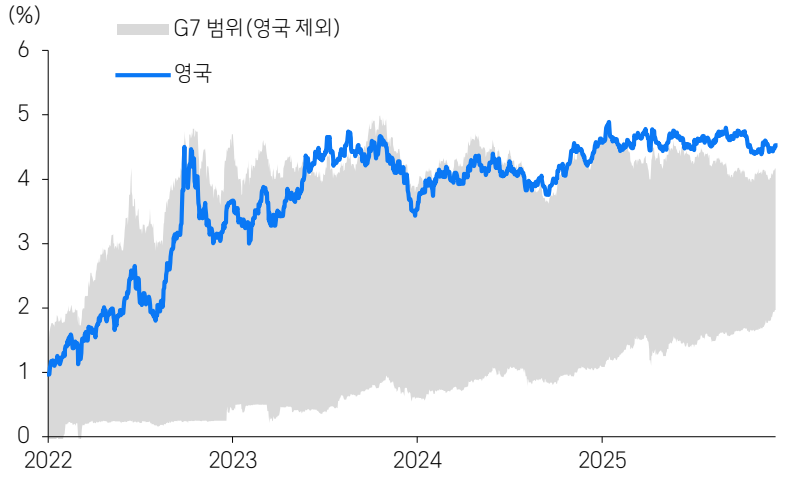
삼성증권

Sick Man of the G7?

▶영국 장기 금리, 2022년 트러스 사태 이후 만성적인 고금리 환경에 진입

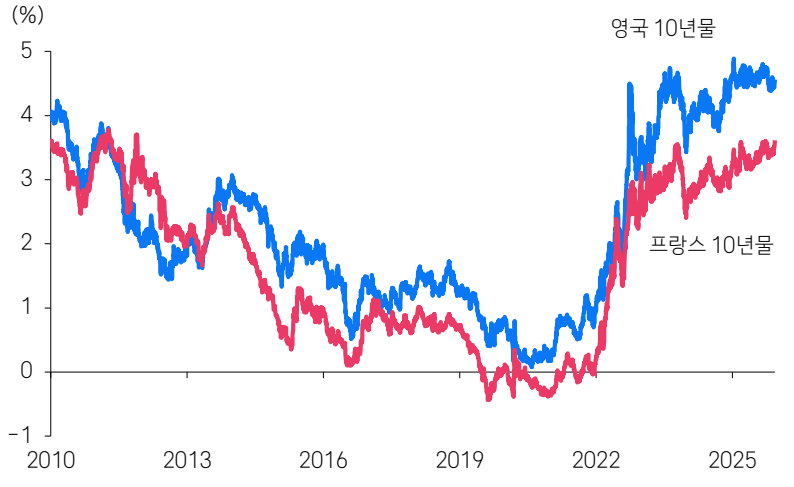
- 영국 매크로에서 두드러지는 현상 중 하나는 높은 장기 금리. 2022년 트러스 미니 버짓 이후, 영국 10년물 금리는 장기간 4%를 상회
- 영국 10년물 금리는 G7내 최상단에 위치하며, 재정 우려 부각된 프랑스와 비교해도 100bp 내외의 스프레드가 유지됨

영국 10년물 금리, G7 내 최상단에 위치



자료: Bloomberg, 삼성증권

재정 우려 부각된 프랑스와 비교해도, 장기 금리는 높은 수준



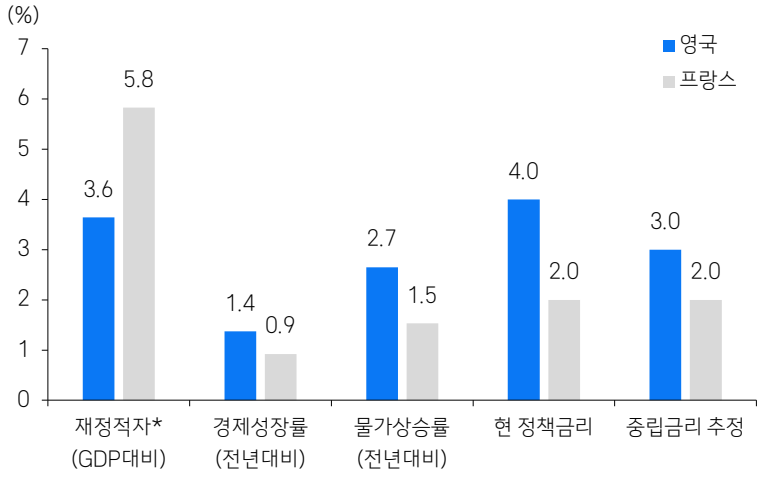
자료: Bloomberg

영국의 높은 장기 금리, 원인은 복합적

▶ 프랑스와 비교하면, 성장/물가/정책 금리 수준이 모두 상대적으로 높다는 점이 금리 수준에 영향

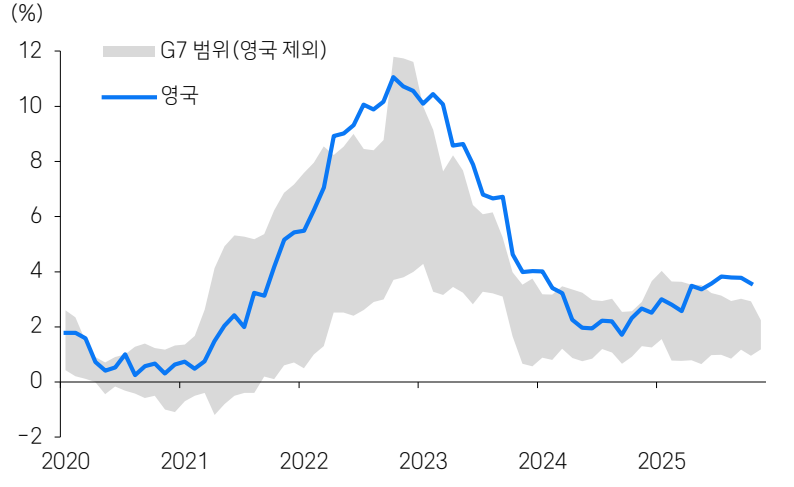
- 재정 건전성 측면만 보면, 프랑스의 금리 상방 압력이 더 높다고 볼 여지도 있음
  - 프랑스의 적자 전망(2025-2027년 평균 GDP 대비 5.8%)이 영국 재정 적자 전망(GDP 대비 3.6%)을 크게 상회
  - 프랑스의 GDP 대비 정부 부채 비율은 113%로 영국(101%)을 상회
- 그러나, 여타 요인은 영국의 고금리를 지지: 프랑스와 비교하면, 영국 연간 성장률은 0.5%p, 물가 상승률은 1.2%p 높으며 정책 금리는 200bp 높음

영국 vs 프랑스 주요 매크로 지표 비교



참고: IMF 기준, 2025~2027년 전망치 평균
자료: IMF, CEIC, Bloomberg, 삼성증권

영국의 인플레이션 압력, G7 내에서는 가장 두드러짐



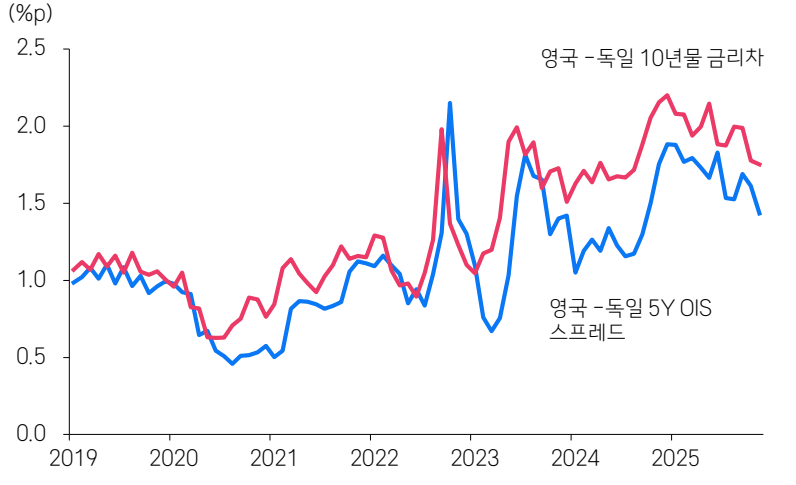
자료: Bloomberg, 삼성증권

영국의 상대적 고금리, 정책 금리 기대감으로 대부분 설명됨

▶ 영국의 높은 장기 금리, 정치 및 재정 우려보다 매크로 펀더멘털로 설명함이 타당

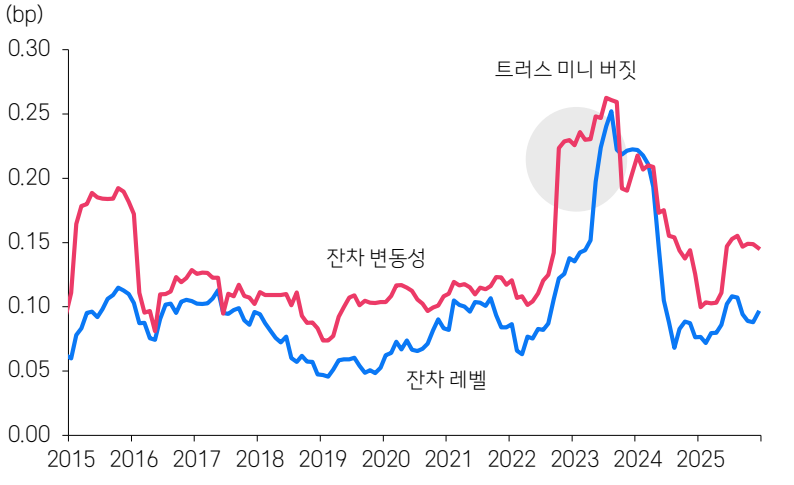
- 영국-독일 장기 금리차는 대부분 영국-독일 5Y OIS로 설명됨. 이는 통화정책 기대감이 금리차의 핵심 변수임을 의미
- 정책 기대로 설명되지 않는 부분(잔차)의 영향력은 제한적. 잔차 레벨은 트러스 이전 시대와 크게 다르지 않음: 투자자들이 정책 금리 기대 외 요소(재정 불안, 정치 불안 등)를 강력하게 금리에 pricing 중인 것으로 보기 어렵다는 의미. 잔차의 변동성 또한 소폭 높아지는데 그침
  - 트러스 미니 버짓 당시에는 잔차의 레벨과 변동성이 모두 급등한 바 있음. 현 상황은 트러스 미니 버짓 구간과는 큰 괴리가 존재
- 현재 영국의 높은 장기 금리는, 정치 및 재정 불안보다 매크로 펀더멘털(성장/인플레 전망)과 정책 금리 기대감으로 설명함이 타당

영국과 독일의 장기 금리 격차, 대부분 정책 금리 기대감으로 설명 가능



자료: Bloomberg, 삼성증권

정책 기대(OIS)로 설명되지 않는 부분: 변동성은 다소 높으나 레벨은 낮음



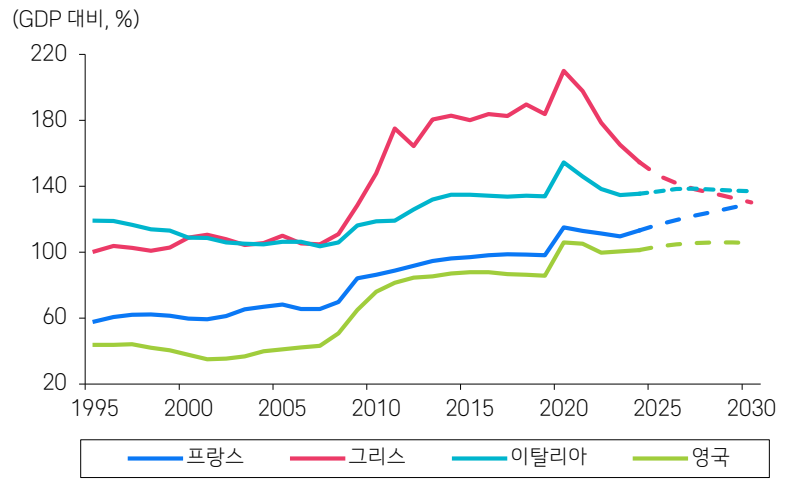
참고: 12개월 이동 평균
자료: 삼성증권

영국 재정 펀더멘털, 프랑스와 향후 경로에서 큰 차이 보일 것

▶ 현 상황은 유사한 측면이 있으나, 향후 궤적에서는 큰 차이

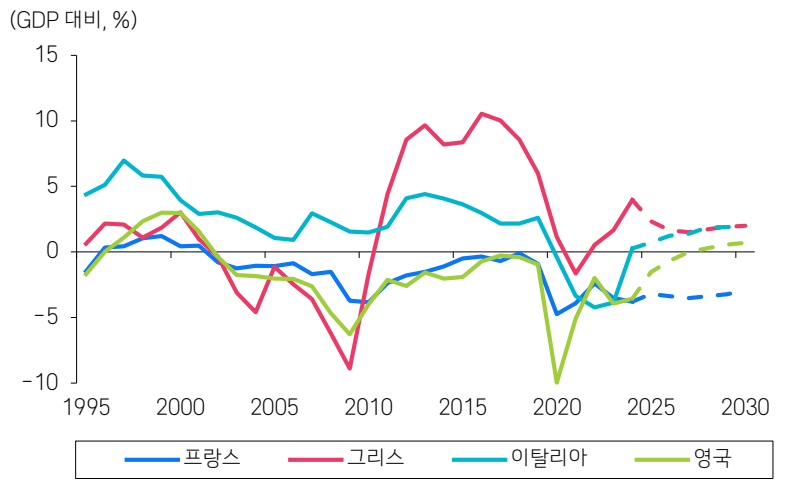
- 프랑스와 영국의 재정 펀더멘털, 유사한 측면이 있음. 두 국가 모두 부채 비율이 높고 큰 폭의 재정 적자를 기록하고 있다는 공통점
  - 영국의 GDP 대비 정부 부채 비율은 101%, 프랑스의 정부 부채 비율은 113%로 유럽 주요국 중 최고 수준
  - 영국의 GDP 대비 구조적 재정 수지는 -3.6%, 프랑스의 구조적 재정 수지는 -3.8% 수준(IMF 기준)
- 다만 향후 궤적에 있어서는 큰 차이를 보일 것. 영국은 적자가 점차 완화되며 정부 부채 비율이 유지될 것으로 예상되나, 프랑스는 적자가 해소되지 않는 가운데 부채 비율이 지속적으로 높아질 것으로 예상됨. 향후 예상 경로만 보면, 영국보다는 프랑스가 우려되는 상황

유럽 주요국 정부 부채



참고: 점선은 IMF 전망
자료: IMF

유럽 주요국 재정 수지



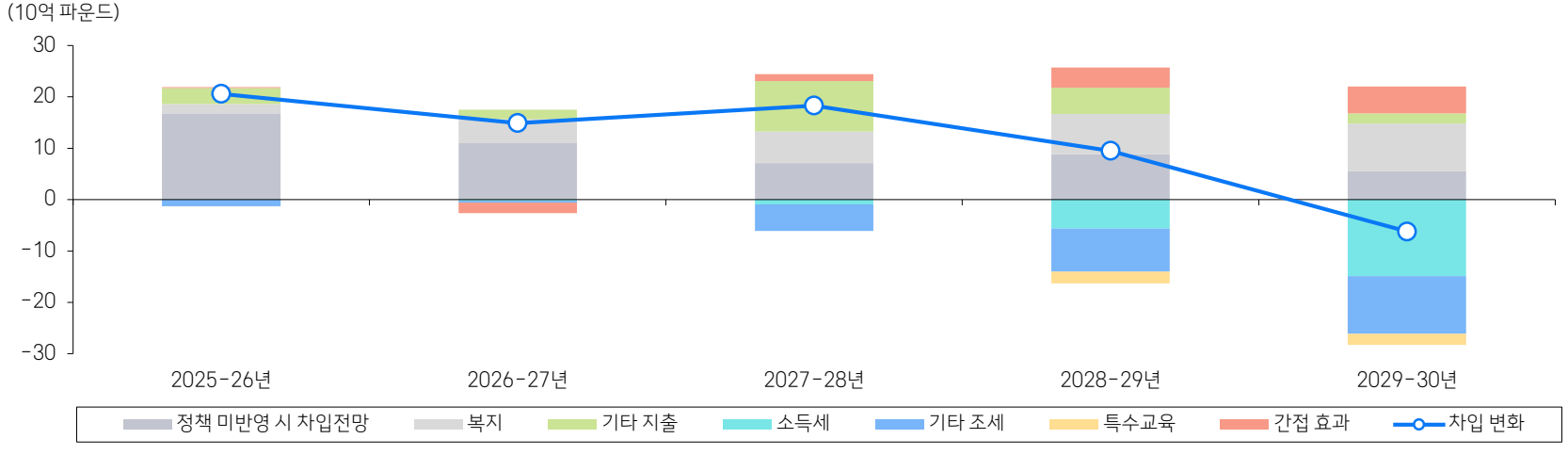
참고: 점선은 IMF 전망
자료: IMF

영국 예산, 'Spend now, pay later'

▶스텔스 증세로 평가되는 리브스의 가을 예산

- 이번 영국 가을 예산, 재정 규율을 준수하는 가운데 상당한 증세를 동반
  - 핵심 조치는 소득세 기준 동결: 고소득자 기준이 '31년까지 동결됨에 따라, 현 15% 수준인 고율 납세자 비중은 '30년 25% 수준으로 높아질 전망.
- 다만, 리브스 재무장관의 계획은 5년 전망 중 초기 몇 년은 지출을 확대하고, 2029년부터 지출 억제 및 증세를 통해 재정 규율을 충족하는 것임 (Spend now, pay later). 2029년에 총선이 예정되어 있기에, 해당 시점에 노동당이 증세 및 지출 억제를 적극적으로 추진하기 어려울 것이라는 지적이 제기되며, 영국이 실제로 2029년에 지출을 억제할 수 있을지는 추후 재평가가 필요

2025년 3월 대비 영국 차입 전망 변화



자료: OBR

(참고) 영국 예산안 세부 내용

▶ 소득세 기준 동결이 핵심

- 소득세 기준 동결과 연금 기여금 면세 혜택 축소 등이 재정 건전화 핵심 조치

영국 가을 예산 정책 결정으로 인한 재정 전망 변경(vs. 3월)

(10억 파운드)	2025-26	2026-27	2027-28	2028-29	2029-30	2030-31
총 재정 효과						
총 재정 효과	3.8	3.9	11.2	0.6	-11.7	-13.9
명목 GDP 대비 비율(%)	0.1	0.1	0.3	0.0	-0.3	-0.4
조세 정책	-1.3	-0.7	-6.1	-13.9	-26.1	-29.8
지출 정책	4.9	6.6	16.0	12.9	11.3	11.8
직접 재정 효과						
조세 정책	**-1.3**	**-0.7**	**-6.1**	**-13.9**	**-26.1**	**-29.8**
소득세 과세 기준 동결	0.0	0.0	0.0	-3.5	-8.0	-12.7
연금기여금 NICs 면제 축소	0.0	0.0	0.1	0.1	-4.7	-2.6
부동산, 저축, 배당 관련 세율 인상	0.0	-0.3	-1.0	-2.2	-2.1	-2.2
전기차 주행거리 기준 과세	0.0	0.0	0.0	-1.1	-1.4	-1.9
도박세 개편	0.0	-0.8	-1.1	-1.1	-1.1	-1.2
고가 자산 할증	0.1	0.1	0.1	-0.4	-0.4	-0.4
연료세 동결	0.0	2.4	0.9	0.9	0.9	0.8
지출 정책	**4.9**	**6.6**	**16.0**	**12.9**	**11.3**	**11.8**
기존 복지 정책 철회	1.8	2.2	3.9	5.6	6.9	7.9
기타	3.1	4.4	12.1	7.3	4.4	3.9
합계	**3.6**	**5.9**	**9.9**	**-1.0**	**-14.8**	**-18.0**
명목 GDP 대비 비율(%)	**0.1**	**0.2**	**2.9**	**0.0**	**-0.4**	**-0.5**

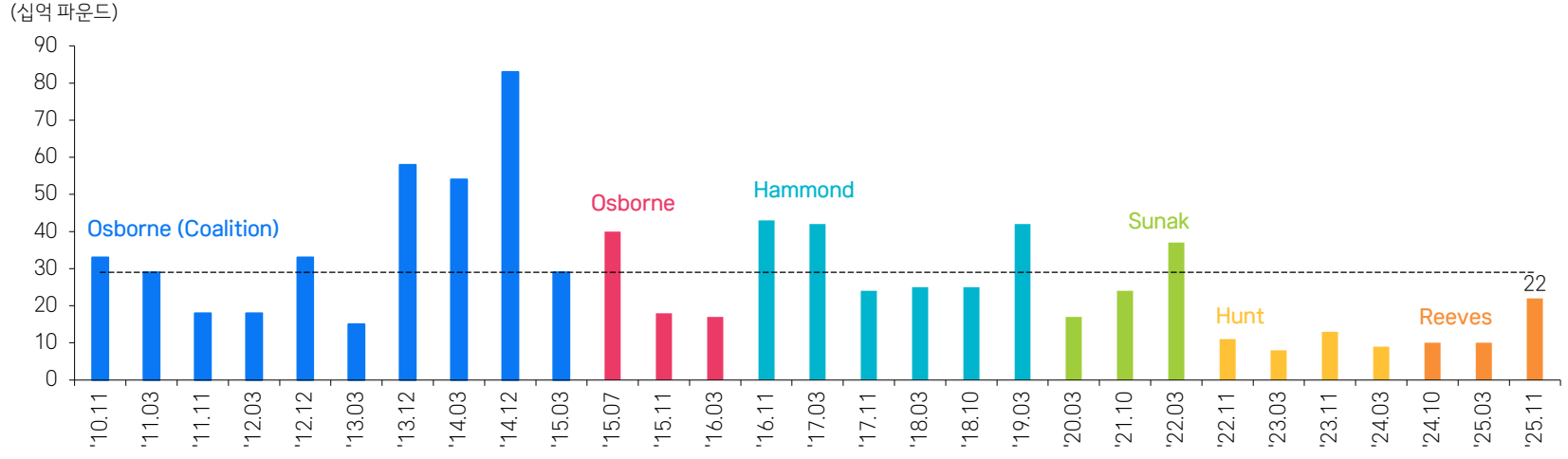
참고: (+)는 차입 확대, (-)는 차입 축소
자료: OBR

중기 헤드룸은 확보

▶증세에 힘입어, 헤드룸은 2022년 이후 최고 수준까지 상승

- 이번 예산안의 재정 건전화 조치가 2029년 이후로 집중되어 있다는 약점에도 불구하고, 채권시장 초기평가가 긍정적인 이유는 헤드룸이 높기 때문
  - 영국식 재정논쟁에서, 헤드룸이란 재정 규율을 깨지 않고 쓸 수 있는 재정 지출의 여유분을 의미
- 현 정책 경로가 유지된다는 가정하에 영국 재정 위기 발생 가능성은 낮아진 것으로 판단. 이번 예산안은 시장이 납득할 재정 건전화 조치를 동반

재정 규칙에 대한 여유분(Headroom): 2022년 이후 최고 수준의 헤드룸 확보



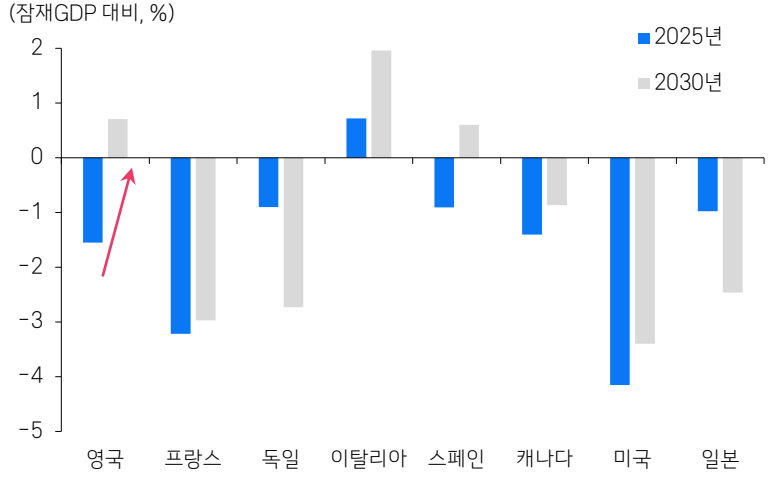
자료: OBR

계획 유지된다면, 영국 재정 위기 가능성은 제한적

▶ 프랑스, 미국과 달리 영국은 재정 건전성이 개선되는 경로

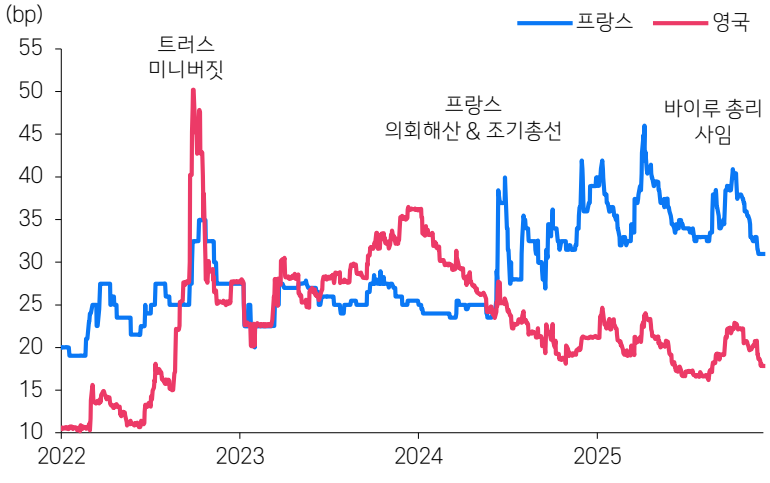
- 미국, 프랑스와 달리 영국의 재정 건전성은 개선되는 경로. 구조적 재정 수지는 2030년 (+) 전환될 것으로 예상됨
  - 미국과 프랑스는 2030년에도 GDP 대비 3%를 상회하는 구조적 적자 유지
- 시장 역시 영국의 리스크를 상대적으로 낮게 평가. 영국의 5Y CDS 프리미엄은 20bp 내외로 프랑스(30~35bp) 대비 낮은 수준에서 유지

주요국 구조적 재정 수지: 프랑스, 미국과 달리 영국은 재정 건전성 개선 경로



자료: IMF

영국 vs 프랑스 5Y CDS 프리미엄



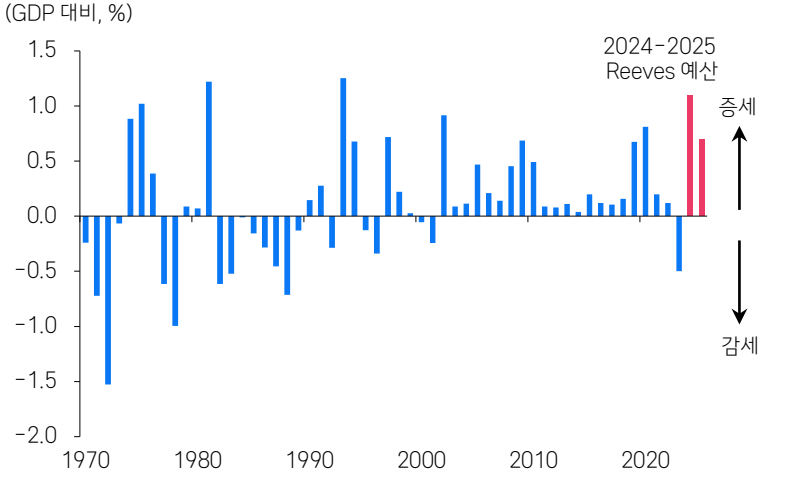
자료: REFINITIV

영국 납세자 부담, 역사적 고점 수준으로

▶ 조세 부담, 사상 최고

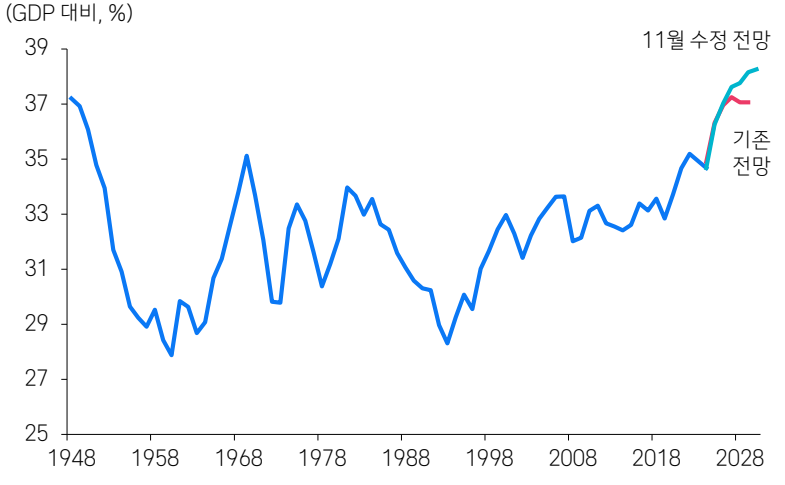
- 2024, 2025년 연이은 대형 증세로 인해 리브스는 1970년대 이후 가장 큰 폭으로 세금을 인상한 재무장관으로 기록될 것
- 연이은 증세 영향으로, 2030/2031년 세수입은 GDP의 38.3%까지 상승할 전망. 이는 세계 2차대전 직후 수준을 상회하는 역사적 고점에 해당
- 이번 예산안이 투자자들의 재정 우려를 낮추는 데는 효과적이었으나, 늘어난 세금 부담으로 인해 유권자들의 반발이 예상됨

영국 예산안 별 순 세입 효과: 지난 2년간 리브스 증세, 수십년래 최고 수준



자료: OBR, 삼성증권

영국 세입 추이 및 전망: 역사적 고점 수준을 기록할 영국 조세 수입



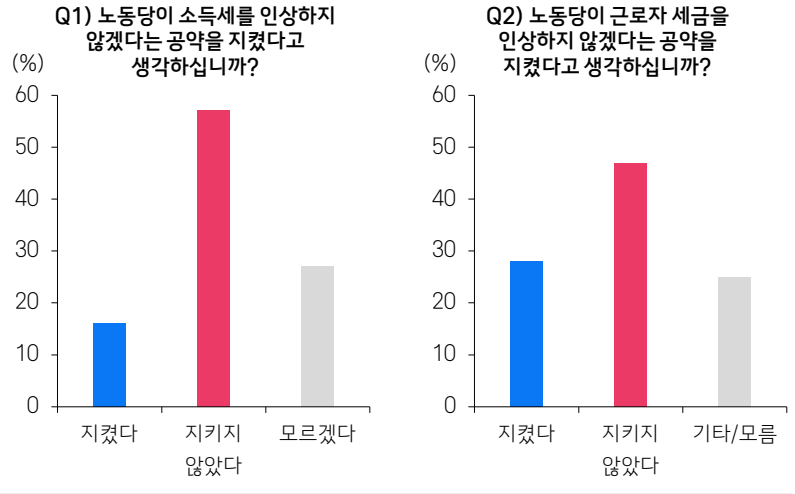
자료: OBR

스타머-리브스 경제정책, 영국 내 지지 상실

▶ 유권자 지지를 상실한 스타머-리브스

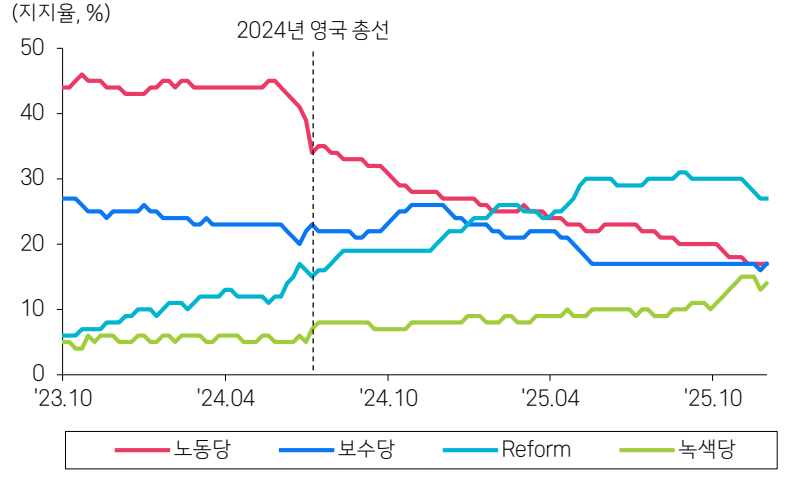
- 영국 유권자는 노동당이 핵심 공약("노동자들의 세금을 인상하지 않겠다")을 어겼다고 여김
- 2024년 상반기 50%에 근접했던 노동당의 압도적 지지율은, 현재 20%를 하회하는 수준까지 하락
- 경제 문제 뿐 아니라, 이민 정책에 대한 실망감도 이어진 결과
  - 현 수준의 지지율이 이어진다면, 노동당 내에서도 리더십 교체에 대한 의견이 대두될 수 있음

영국 유권자, 노동당이 공약을 어겼다고 여김



자료: 주요 여론조사, Ipsos

노동당, 총선 이후 지지율 상실



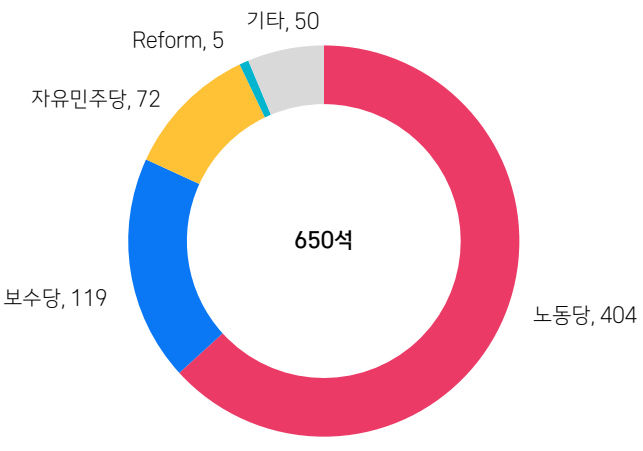
자료: Politico

스타머-리브스 체제는 위기

▶ 스타머-리브스 지지율, 사임 시나리오 고려해야 할 수준

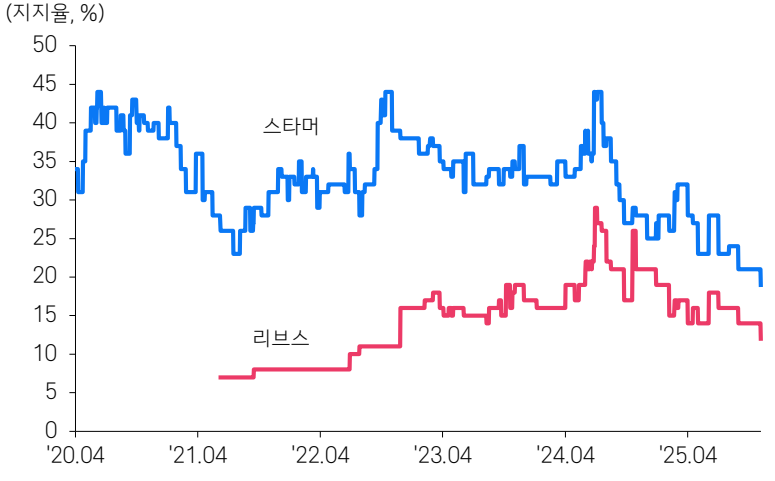
- 영국 재정 위기 가능성보다, 리더십 변화(총리, 재무장관 교체) 가능성에 주목할 필요
- 현시점 기준, 노동당은 하원에서 큰 폭의 과반을 차지하고 있어 정책 추진 여력은 견조. 단기적으로는 내각의 정책 추진력에 큰 제약은 없음
- 노동당 내에서의 리더십 변화 가능성에 주목할 필요. 현 체제에서 선거를 승리할 수 없다는 인식이 확산된다면, 총리는 교체될 것
  - 지지율 하락으로 인한 자진 사임, 당내 재경선(노동당 내 하원의원 20% 이상의 요구가 있을 경우 시행) 등의 가능성
- 스타머 지지율은 이미 과거 사임/교체되었던 총리들의 지지율 수준을 하회함

영국 의회 구성(~2029): 의회 내 리더십은 유지되나…



자료: UK parliament

스타머-리브스 체제는 위기: 지지율은 20%를 하회



자료: Politico

영국 역대 총리 사임/퇴진 사례

▶스타머에 대한 당내 압박은 지속

- 스타머에 대한 지지율(19%)은 과거 총리들의 사임 시기 지지율 수준을 하회. 당내 사임 요구 점차 높아질 가능성
- 당장 사임하지 않더라도, 2026년 5월 지방선거 결과가 부진할 경우 스타머 총리 리더십에 대한 의문은 다시 제기될 것

영국 총리 사임/퇴진 사례 정리

총리	재임 기간	사임 시기	사임원인	개인 지지율	여당 지지율	다음 총선까지 남은 기간	비고
마거릿 대처	1979년 5월 ~1990년 11월	1990년 11월	당내 도전으로 인한 자진 사임 ('폴택스' 도입 등에 따른 여론 악화로 지지 약화)	24~25%	28~38%	약 1년 6개월	차기 총선 패배 우려로 지도자 교체 요구 부상
토니 블레어	1997년 5월 ~2007년 6월	2007년 6월	당내 압력에 따른 자진 사임 (장기 집권 피로 누적, 이라크 전쟁 등 정책 논란)	33~36%	30~36%	약 3년	고든 브라운에게 권한 이양
데이비드 캐머런	2010년 5월 ~2016년 7월	2016년 6월	브렉시트 국민투표 패배에 따른 자진 사임	28~32%	30~36%	약 4년	국민투표 직후 사임 표명
테레사 메이	2016년 7월 ~2019년 7월	2019년 6월	자진 사임(당대표 경선 전 사퇴 표명). 브렉시트 합의안 부결, 조기총선 실패 등으로 지지 상실	10~26%	20~25%	약 3년	브렉시트 교착, 지지율 급락으로 조기 퇴진
보리스 존슨	2019년 7월 ~2022년 9월	2022년 7월	자진 사임 (내각 동반 사퇴로 인한 사실상 축출). 스캔들, 선거패배, 당내 반대 대두 등 복합적 원인	19~25%	29~31%	약 2년 5개월	당내 장관들의 사퇴 압박으로 퇴진. 리즈 트러스로 교체
리즈 트러스	2022년 9월 ~2022년 10월	2022년 10월	자진 사임. 미니 버짓 파동으로 금융시장 혼란 초래	10~16%	20~28%	약 2년	영국 역사상 최단기간 재임 후 퇴진
키어 스타머	2024년 7월~	-	-	19%	18~20%	약 3년 8개월	증세 반감, 이민 정책 반감 점증으로 인한 지도자 교체 요구 부상

자료: 여론조사종합, 삼성증권 정리

스타머-리브스 체제가 종료된다면

▶ 총리-재무장관 교체로 인해 재정 정책 기조가 수정된다면, 금융시장 변동성 재차 확대될 수 있음

- 현 체제가 유지되는 경우나, 스트리팅 등 재정 신중파가 집권하는 경우 시장에는 큰 영향이 없을 것
- 그러나 레이너/번햄 등 공공지출 확대를 지지하는 인물이 집권하고, 대규모 공공지출 확대가 발표되는 경우 금리는 단기 상방 압력을 받을 것
  - 레이너/번햄 집권 & 대규모 지출 확대 공언 나타나는 경우 트러스 2.0과 유사한 채권시장 변동성 확대 가능성

UK 리더십 변화 시나리오

현상 유지	• 스타머-리브스 체제가 낮은 지지율을 유지하며, 남은 임기를 지속 (~2029) • 채권 시장 안도, 장기 금리 완만한 하락 경로
총리 교체(신중파)	• 스타머-리브스를 대체해 노동당 내 재정 신중파(스트리팅 등)가 집권 • 정부의 지출 억제책 지속될 것이라는 시장 평가 유지, 장기 금리 완만한 하락세 지속
총리 교체(급진파)	• 스타머-리브스를 대체해 레이너/번햄 등 공공지출 확대를 지지하는 급진파 집권 • 장기 금리 상승 압력, 2026년 중에도 금리 수준은 4.3~4.5% 내외에서 유지
급진 총리 & 재정 대규모 확대	• 레이너/번햄 등이 총리로 취임한 뒤, 공공 지출과 차입을 대폭 늘릴 것이라고 밝히는 경우 • 트러스 2.0에 준하는 채권시장 충격. 10년물 금리는 단기적으로 5.0%를 테스트할 가능성

자료: 삼성증권

잠재적인 스타머 대안

▶총리 교체론 대두된다면, 주요 후보의 재정 확대 의지에 주목해야

- 스타머 사임 또는 당내 경선을 가정할 경우, 다음의 4인이 주로 차기 대안으로 거론
- 번햄/레이너는 적극적인 재정 확대를 지지하는 반면, 스트리팅/밀리밴드는 상대적으로 온건한 재정 확대를 지지하는 것으로 분류됨

스타머 퇴진 시 차기 총리 후보군

이름	Angela Rayner	Andy Burnham	Wes Streeting	Edward Miliband
생년	1980	1970	1983	1969
경력	• 노동당 하원의원 ('15~) • 노동당 부대표('20~'25) • 부총리 겸 장관('24~'25)	• 노동당 하원의원('01~'17) • 문화, 미디어, 스포츠 장관('08~'09) • 보건부 장관('09~'10) • 맨체스터 시장('17~현재)	• 노동당 하원의원('15~현재) • 보건부 장관('24~현재)	• 노동당 하원의원('05~) • 에너지, 기후변화 장관('08~'10) • 노동당 대표('10~'15) • 에너지 안보 장관('24~)
이념/키워드	사회민주주의, 온건 좌파, 실용주의	사회주의, 좌파, 지역분권	실용주의, 시장친화	사회민주주의, 좌파
정책성향	공공 투자 확대. 공공주택 확대, 노동권 강화, 안보/이민 분야 상대적으로 강경	재정 확대 지지, 공공 주택 투자, 고소득자 증세, 핵심 산업 국유화 지지	공공 의료 개혁, 노조 규제 반대 민영화 지지	녹색전환 지지, 반긴축, 양극화 해소, 공공투자 확대를 통한 민간투자 유치 주장
비고	"총리직 관심 없다" 발언 전력	의원직이 아닌 시장직 수행 중이기에, 당내 경선 즉각 추진 어려움	당내에서는 상대적 우파/중립으로 분류	

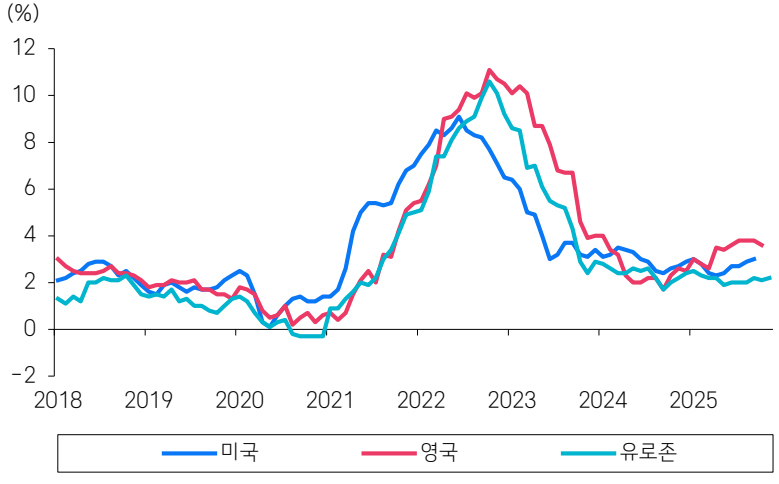
자료: 언론보도 종합, 삼성증권 정리

영국의 인플레이션, 높은 임금 상승률의 영향

▶ 영국의 높은 인플레, 노동시장 요인으로 상당 부분 설명 가능

- 영국의 상대적으로 높은 인플레이션, 상당 부분은 노동시장발 임금 상승 압력으로 설명됨
- 핵심 소비자 물가 상승률 궤적은 대체로 민간 부문 임금 상승률과 동행하는 경향
- 영국 민간 부문 임금 상승률이 상대적으로 높은 수준을 유지하는 것은 노동 공급 차질, 서비스업 호조 등 복합적인 요인이 작용

CPI: 영국 소비자 물가 상승률, 미국과 유로존을 상회하나...



자료: Bloomberg

임금 상승 압력이 영국 인플레이션을 상당 부분 설명

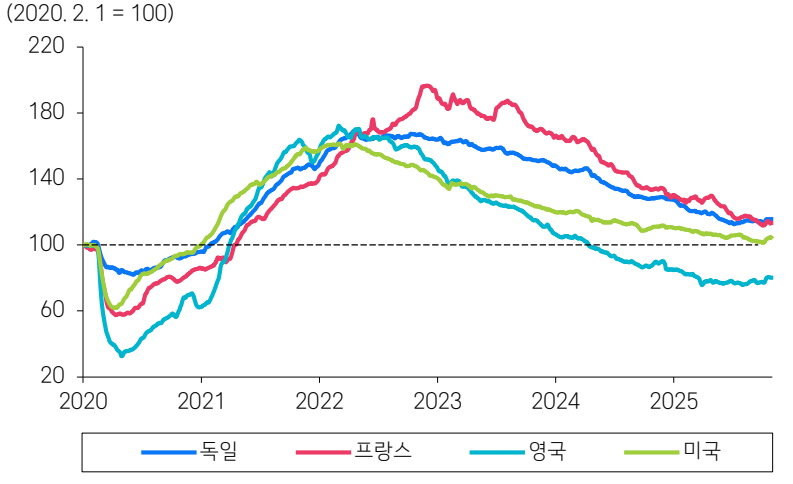
참고: 민간 부문 임금(보너스 제외) 기준, 3개월 이동 평균
자료: UK Office for National Statistics

임금 상승률 둔화 흐름 이어질 것

▶ 임금 상승률, 방향성보다는 시간의 문제

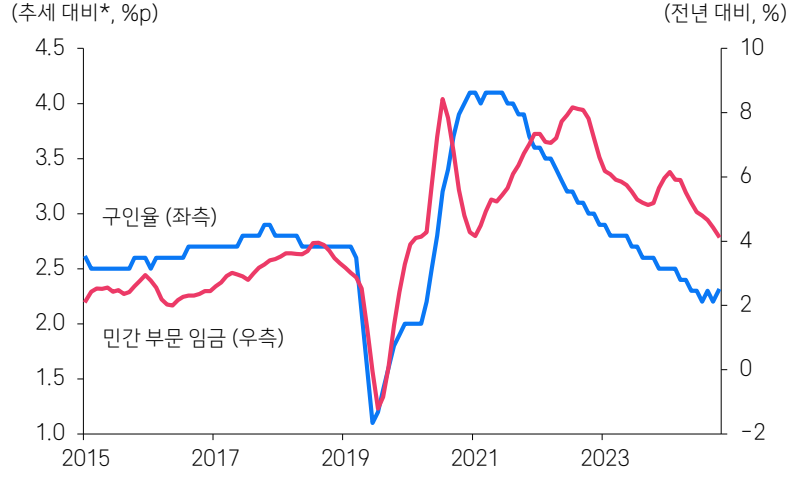
- 2026년 중에는 임금 상승률 둔화, 핵심물가 상승률 하락, 영국 장기 금리의 완만한 하락이 나타날 것으로 전망
- 주요국 구인광고 건수, 구인율 등 노동시장 보조지표는 임금 상승 압력이 점차 낮아지고 있음을 보여줌
  - 구인광고 건수는 팬데믹 이전 수준을 크게 하회하며, 구인율 또한 2021년 이후 지속적으로 하강하는 흐름

주요국 구인광고 건수: 영국은 팬데믹 이전 수준을 하회



자료: Indeed

빈 일자리 비율 하락, 임금 상승률 하락으로 이어질 것



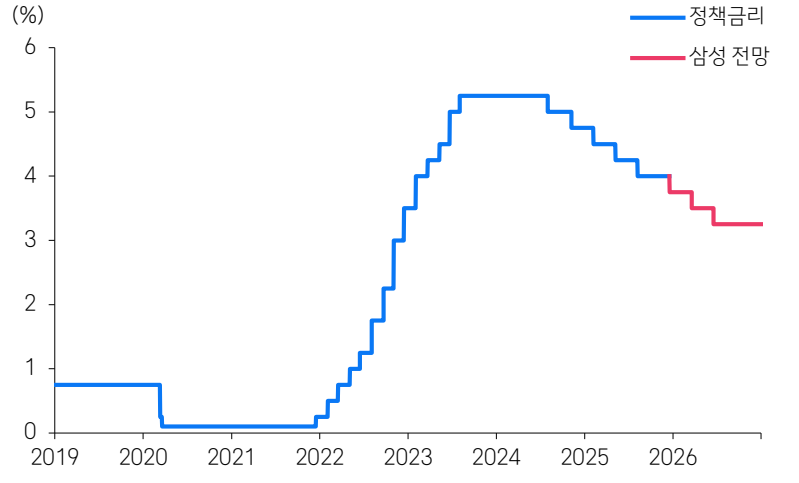
참고: 5년 이동 평균 대비
자료: UK Office for National Statistics

BOE, 2026년 중 2회 추가 인하 전망

▶영국 장기 금리 또한 완만한 하락 나타날 가능성; 2026년 말 영국 10년물 금리 4.2% 전망

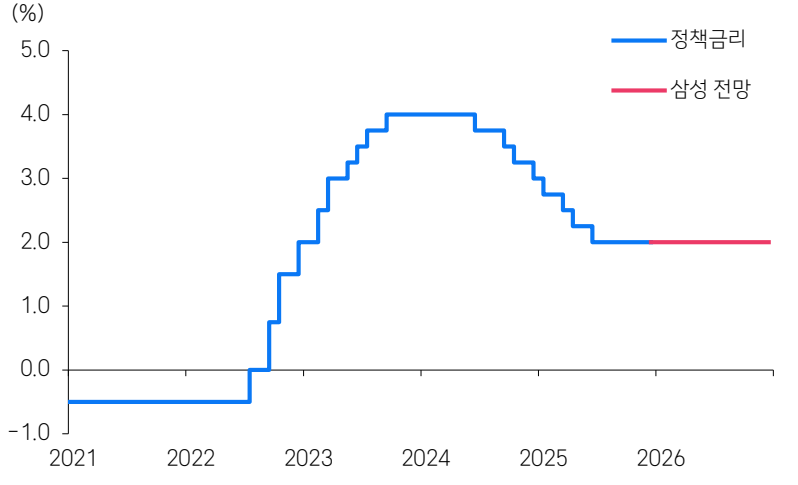
- 디스인플레이션 재개로 인해, BOE의 금리인하 흐름 역시 이어질 것. 당사는 2026년 중 2회 인하를 전망
- 반면, ECB는 2026년 중 금리를 동결할 것으로 예상됨. ECB와 BOE간 디커플링 이어질 것
  - 유로존은 완만한 경기 확장과 함께 2% 초반 수준의 물가 상승률이 유지되고 있어 정책 금리 변경 유인이 낮음
- 영국 장기 금리 또한 완만한 하락 보일 것. 2026년 말 영국 10년물 금리 4.2% 전망

BOE 정책 금리 추이 및 전망: 2026년 중 2회 인하 전망



자료: Bank of England, 삼성증권

ECB 정책 금리 추이 및 전망: 2026년 동결 전망



자료: European Central Bank, 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