

# 전략공감 2.0

## Strategy Idea

Strategy Indepth 시리즈 1-2 (해설판)

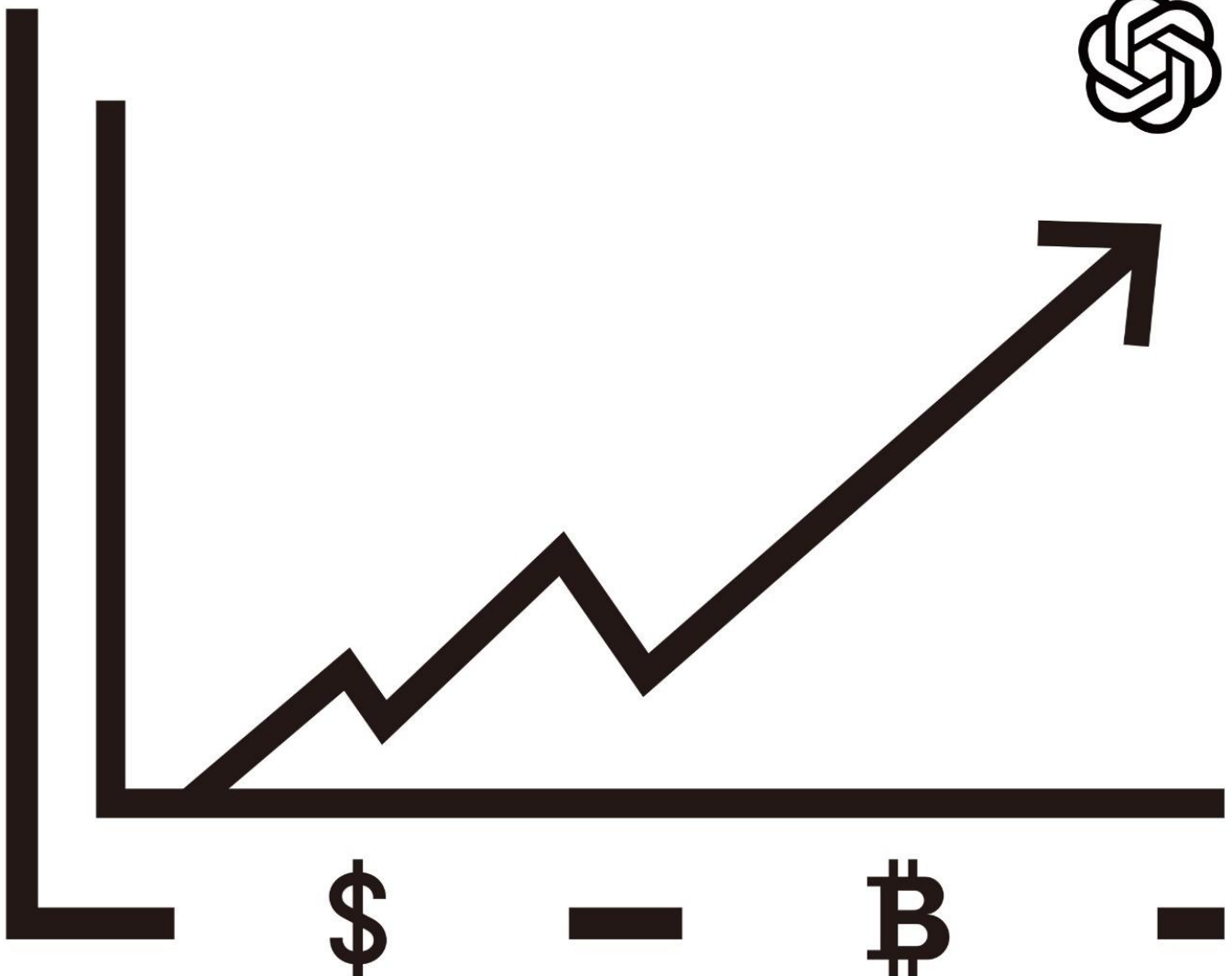
[중국] G2 AI Agent

## 오늘의 차트

상반기 회사채 발행시장 리뷰

## 칼럼의 재해석

미 국방 전략의 변곡점: 새로운 전략적 요구



본 조사분석자료는 제3자에게 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

본 자료의 원본은 2025년 5월 16일 발간된  
[Strategy Indepth - G2 AI Agent] 임



글로벌 투자전략 - 신흥국  
Analyst 최설화  
02. 6454-4883  
xuehua.cui@meritz.co.kr

## Strategy Indepth 시리즈 1-2 (해설판)

## [중국] G2 AI Agent

- ✓ 딥시크의 부상과 함께 중국 내 B2C 중심으로 AI Agent 사용 증가
- ✓ 중국 빅테크들은 중장기 슈퍼 Agent 출현 시대에 적극 대비하는 양상
- ✓ 승자독식의 시대 진입보 강화 예상, 텐센트와 알리바바 선호 vs. 바이두 중립

## DeepSeek의 부상, 중국 AI 산업 개화의 발판 마련

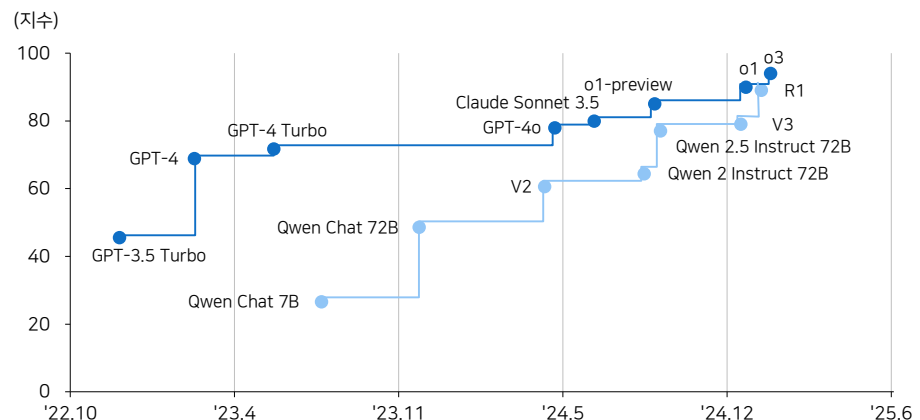
딥시크 부상과 함께 중국 AI  
경쟁력 빠르게 상승

2025년 중국의 LLM들은 글로벌 AI 경쟁에서 급격한 존재감 확대를 보이며, 기술력과 비용 효율성 측면에서 모두 두각을 나타냈다. 특히 DeepSeek, Alibaba의 Qwen3, Tencent의 Hunyuan Turbo, Baidu의 ERNIE, ByteDance의 Doubao 등은 OpenAI, Anthropic과 같은 글로벌 선두 업체들과의 성능 격차를 빠르게 좁히거나 특정 영역에서는 능가하면서 전 세계적으로 주목받고 있다(그림 1).

파급효과: 성능 개선, 가격 하락

지난 1년간 중국 LLM들은 1) 추론 성능이 크게 개선된 반면 2) 가격은 더 낮추면서 미국 중심의 시장 구도에 균열을 일으켰을 뿐만 아니라, 중국 내 AI 산업이 빠르게 확산될 수 있는 발판을 만들었다.

그림1 4Q24부터 미국 AI 모델과 빠르게 격차를 축소하는 중국 AI 모델



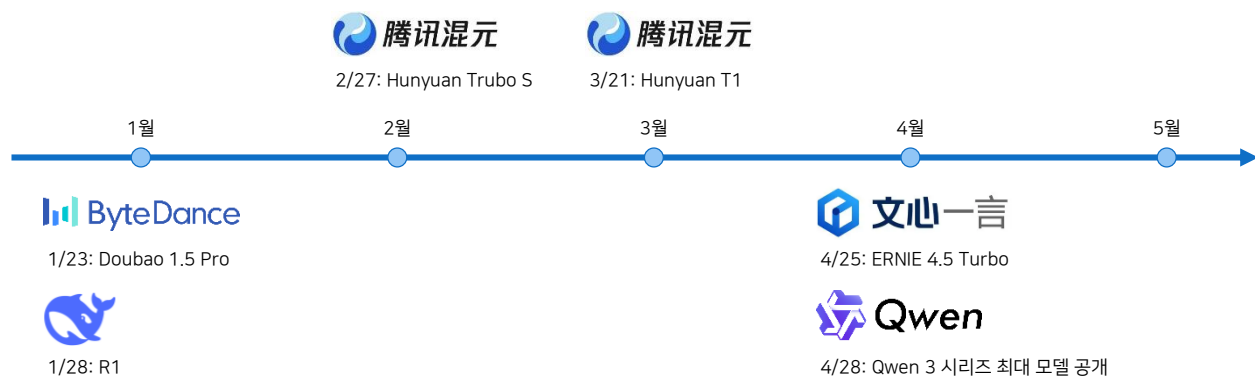
주: 짙은 파랑색은 미국 AI 모델 vs. 옅은 파랑색은 중국 AI 모델, 지수는 모델 수준을 나타냄  
자료: Artificial Analysis, 메리츠증권 리서치센터

올해 중국 AI 산업 내 뚜렷한 변화는 빅테크들이 복잡한 문제를 해결하는 특화된 모델들이 속속 발표되고 있다는 점이다(그림 2).

바이트댄스는 1월에 자사 플래그십 LLM 업데이트 버전인 Doubao 1.5 Pro를 내놓으며 OpenAI 최신 모델의 추론 벤치마크에서 우위를 보인다고 발표했다. 이는 중국 기업들이 수학, 프로그래밍, 논리 등 어려운 영역에서 서구 모델을 따라잡거나 앞서기 시작했음을 시사한다.

또한 알리바바 Qwen3 모델은 119 언어를 지원하고 텍스트, 이미지 등 멀티모달 입력을 처리할 수 있도록 설계했다. 바이두의 New ERNIE 4.5 Turbo 모델도 텍스트-비전 멀티모달 능력이 GPT-4를 상회한다고 설명했다. 이런 대형 모델들은 모두 효율성과 성능을 동시에 잡기 위해 설계 되었으며, 여러 언어들이 보강되며 동남아시아 등 비영어권 시장에서의 경쟁력을 높이고 있다.

그림2 DeepSeek R1 이후 중국 빅테크 앞다투어 추론 모델 출시



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 올해 중국 주요 빅테크들의 추론 모델 구조 및 특징, 발표시점 정리

기업	모델명	모델 구조	클라우드 운영 방식	특징	출시 시점
DeepSeek	R2	Dense (추정)	상용 API + 오픈소스 일부	탁월한 기술력과 효율성	2025년 5월 예정
	V3	Dense	상용 API + 오픈소스		2025년 3월 업데이트
Alibaba	Qwen3	MoE + Dense 혼합	Alibaba Cloud API, 오픈소스 병행	추격, 생태계 확보	2025년 4월 28일
	QwQ-32B	Dense	Alibaba Cloud API		2025년 3월
Tencent	Hunyuan Turbo S	Hybrid Transformer	Tencent Cloud API	속도와 추론력	2025년 2월 27일
	Hunyuan T1	Hybrid-Mamba	Tencent Cloud API		2025년 3월 21일
Baidu	ERNIE 4.5 Turbo	Dense + 멀티모달	Baidu Cloud API	가장 늦게 따라옴	2025년 4월 25일
	ERNIE 5	멀티모달 (강화)	Baidu Cloud 예정		하반기 출시 예정
ByteDance	Doubao 1.5 Pro	MoE	ByteDance Cloud API	추론강화, 국산칩 사용	2025년 1월 말
	Seed-Thinking v1.5	MoE	미공개		2025년 4월

자료: 각 사, 현지 언론, 메리츠증권 리서치센터

## 중국 내 AI Agent 시장 경쟁 구조

중국의 AI Agent 시장,  
매우 빠른 속도로 성장 예상

AI Agent의 기반이 되는 LLM 모델이 중국에서 빠르게 늘어나며 그 다음 단계인 AI Agent 사용이 늘고 있다. 특히 MCP(Model Cotext Protocol), A2A(Agent to Agent) 등 기술이 발달하면서 보다 유용한 Ai Agent의 사용을 가속화하고 있다는 생각이다(MCP 관련 내용은 5/27 전략공감 [미국] G2 Ai Agent 참고).

중국 리서치기관 LeadLeo에 따르면 중국의 AI 에이전트 시장 규모가 2023년의 약 554억 위안에서 2028년에는 8,520억 위안으로 연평균 72.7%의 속도로 성장할 것으로 전망되고 있다. 이는 AI 에이전트 시장이 기술 발전에 따른 성장뿐만 아니라 기존 비즈니스 모델의 재구성까지 반영하고 있다.

4가지 유형의 기업들이 참여,  
각자 다른 강점과 전략으로 시장  
주도권 경쟁 시작

현재 중국의 AI Agent 시장에 참여하는 기업들을 크게 1) 빅테크, 2) 산업에 특화된 SaaS 기업, 3) 마누스와 같은 스타트업, 4) 화웨이, 샤오미처럼 하드웨어 기반 기업으로 구분할 수 있다. 모두 서로 다른 강점과 전략에 기반해 시장 주도권을 두고 점차 강한 경쟁을 펼치고 있다.

**1. 빅테크** 해외와 마찬가지로 중국도 빅테크가 자체 개발한 LLM 모델과 유저 기반의 힘으로 에이전트 시장을 주도하고 있다. 각 빅테크들을 모두 자체 강점을 살리면서 에이전트 생태계를 구성하고 있다.

빅테크가 산업 주도 세력

<표 2>에 보는 것처럼 바이트댄스는 'Coze Space'라는 일반 사용자 친화적 플랫폼을 통해 Agent를 쉽게 만들 수 있도록 설계했고, 알리바바는 개발자와 기업 대상으로 범용 에이전트를 운영함과 동시에 Agent 스타트업인 마누스와의 협력을 통해 경쟁력을 강화 중이다. 텐센트는 WeChat과 QQ 같은 메신저 생태계를 활용해 'Yuanqi Agent'를 선보였고, 광고·게임·엔터테인먼트 등 기존 서비스와 AI Agent를 결합했고 바이두는 'Agent Builder'로 웹 검색과 문서 처리에 강점을 두고 있다. 한편 화웨이는 자체 칩과 OS 기반으로 디바이스 내장형 Agent로 스마트폰·PC·자동차 분야에서 집중하고 있다.

표2 중국 빅테크들의 주요 AI Agent와 제품 특징 비교

회사	Agent	LLM 모델	가격	전략적 특징
바이트댄스	Coze Space	Doubao 1.5 Pro	0 ~ \$39/월	사용이 쉬운 에이전트 제작 플랫폼
알리바바	Qwen	Qwen3 시리즈 모델	0~\$75/월	범용 Agent, 마누스와 전략적 협력
텐센트	Yuanqi	Hunyuan Turbo S	입력: 0.8위안/100만 토크, 출력: 2.8위안/100만 토크	Wechat 생태계 내 활용, 광고, 게임 등 실사용과 연동
바이두	AgentBuilder	ERNIE 시리즈	입력: 0.8위안/100만 토크, 출력: 2.0위안/100만 토크	웹 검색 + 데이터 처리에 강점
화웨이	Pangu Agent		-	기기 내 AI 통합 정부와 산업 특화 B2B 전략

자료: 메리츠증권 리서치센터

트래픽 확보를 위해 생태계 내 에이전트 기능 빠르게 보급 중

특히 빅테크들은 B2C 영역에서 AI Agent 트래픽을 확보하기 위한 경쟁이 치열해지고 있다. 이 과정에서 기존 다양한 생활 영역에서의 앱을 보유하고 강한 트래픽을 갖고 있는 텐센트의 우위가 돋보인다.

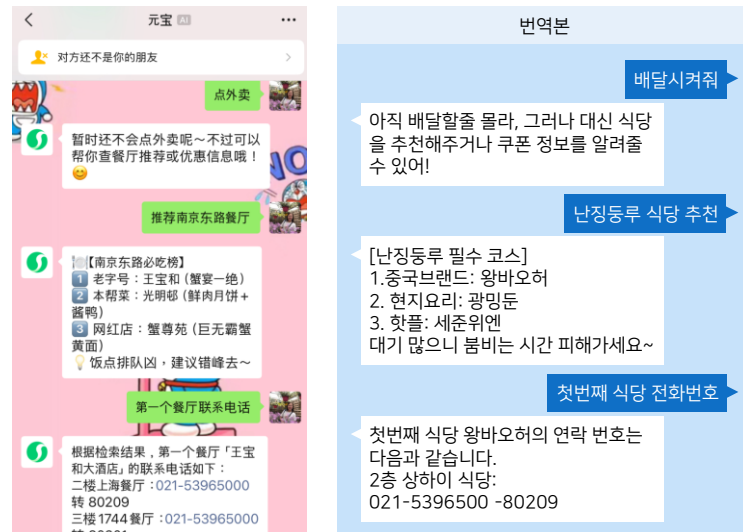
텐센트 사례: 위엔바오 AI 비서

예를 들어 텐센트의 위엔바오(Yuanbao, 元宝) AI 비서 출시는 성공적인 락인 효과를 창출했다. 올해 2월에 출시된 이 서비스는 Wechat 플랫폼에서 친구 추가가 된 다음부터, 실시간 대화를 통해 AI 비서 역할을 한다. DeepSeek LLM을 기반으로 챗 서비스를 제공하기 때문에 이 채널에서 자료 검색, 식당 추천 등이 기능을 완성할 수 있다(그림 3).

알리바바: 여행플랜 에이전트

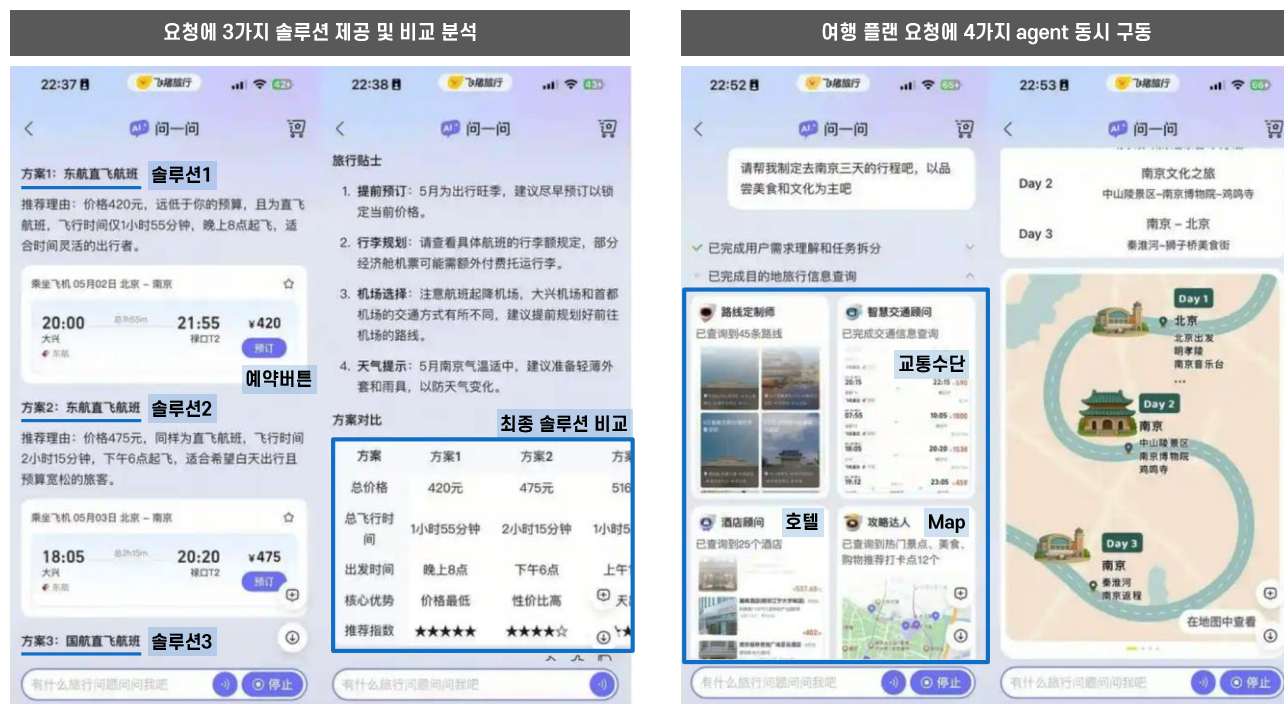
알리바바도 비슷하다. 알리바바는 자사 생태계 내의 기업용 협업 및 커뮤니케이션 플랫폼인 DingTalk(딩딩)에 적용해 사용자의 사무업무 효율성과 자동화 효율을 개선하고 있고, 웹 기반의 에이전트인 쿼크(Quark)를 출시했다. 뿐만 아니라 자사 생태계 내 여행 플랫폼 페이지주(Feizhu, 飞猪)에 여행 플랜을 완성해주는 에이전트 기능을 도입해 관심을 끌고 있다. 예를 들어 소비자가 '2000위안 예산 안에서 베이징부터 난징까지 비행기로 여행, 5월 중 언제가 가장 적절해?'라고 물으면 실시간 데이터 확인 후 솔루션 제시 및 솔루션 비교를 해주고, 예약을 바로 할 수 있는 링크까지 제공하는 것이다. 사용자들의 피드백은 생각보다 효율적이라는 평가가 많았다.

그림3 텐센트의 위엔바오 AI Agent 기능 테스트



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 여행 플랫폼 Feizhu에서의 AI Agent 기능 수행 화면



자료: 바이두, 메리츠증권 리서치센터

SaaS 기업들, 특정 분야 경험으로  
빠르게 에이전트 도입

**2. 산업에 특화된 SaaS 기업** 이들은 특정 산업에 강한 소프트웨어 기업이다. 금융, 교육, 헬스케어, 의료, 해외수출 등 산업의 업무 특성과 문제를 잘 이해하고 있어 특정 목적에 최적화된 AI Agent 서비스를 제공할 수 있는 것이 강점이다. 관련된 많은 기업들이 중국 주식시장에 상장되어 있는데, 시가총액이 비교적 큰 기업들로 는 금융 에이전트를 제공하는 동화순(300033), 문서 처리 에이전트인 킹소소프트 오피스(688111), 음성 기반 에이전트인 iFlytek(002030) 등이 있다. <표 3>에서는 중국증시에 상장된 30개의 주요 에이전트 상장기업과 업무에 대한 설명을 정리해 두었다.

표3 중국의 30개 AI Agent 서비스를 제공하는 상장기업 정리

	유형	회사명	종목 코드	시가총액 (십억원)	Agent 제품명	설명
1	금융	동화순	300033	29,552	Agent Studio)	매우 적은 코딩으로 금융 톨 및 투자/위험관리 기능 통합.
2	금융	EWTOUCH	688590	1,177	ACE 제품군 (Agent/Client/Ent.)	금융, 리스크, 고객 상담 등 지능형 자동화 처리 제공.
3	문서 처리	KINGSOFT OFFICE	688111	27,622	WPS AI	콘텐츠 생성, 요약, 수정, 문서 분석 등 스마트 오피스 도우미
4	문서 처리	FOXIT	688095.sh	1,287	AI Assistant	PDF 편집, 요약, 포맷 조정, 문서 요약, 보안 검사 기능 포함
5	다중지능 플랫폼	IFLYTEK	002230.SZ	22,081	다중 지능 협력 Agent	Director, Creative, Optimization 등 다중 에이전트 구성, 마케팅 및 창작 자동화.
6	ERP	용우네트워크	600588	9,697	(YonBIP 기반	ERP 시스템 내 재무/공급망/HR 등 통합 분석, 리스크 대응
7	ERP	KINGDEE INT'L	0268.HK	9,185	AI Agent + 클라우드 ERP	업무 자동화 및 고객 중심 ERP 통합 운영 지원.
8	통합 플랫폼	KUNLUN	300418	8,037	Skywork.ai	AI Agent 5개 조합 플랫폼. 멀티 작업 자동화.
9	창의S/W	Meitu	1357.HK	5,066	영상/디자인/뷰티 AI Agent	AI 기반 미용·사진 편집·영상 도구 제공
10	창의S/W	WONDERSHARE	300624	2,437	통합형 AI Agent / 디지털인	영상 편집·스크립트·AI 배치, 디지털 전시 콘텐츠 생성 지원.
11	의료	위닝헬스	300253	4,614	WINEX Copilot	병원 정보 시스템 연동(HIS/EMR), 진료 자동화 및 효율 향상.
12	의료	RUNDA MEDICAL	603108	2,328	"양익소해" 의료 Agent	IVD 결합, 진료 보조, 병력 조회, 임상 판단, 병원 업무 최적화 등 의료 AI 에이전트 기능.
13	기업 서비스	HAND	300170	3,750	업무 흐름 자동화 Agent	ERP/CRM/SCM 등 업무 전반에 적용, 기업 업무 자동화 구현
14	기업 서비스	RICHINFO	300634	2,264	Rich AIBox / 응용 Agent	AI 이메일·챗봇·고객 응대·디지털 도우미 등을 통합한 기업형 서비스 플랫폼.
15	기업 서비스	DARK HORSE	300688	941	정책 지원 Agent	중소기업 대상 정부 정책 검색, 이해, 신청 지원
16	OA	WEAVER 네트워크	603039	3,436	AI Agent + OA	OA 흐름 내 문서작성, 내부 인식 등 AI 도우미 역할
17	OA	SEELYON	688369	658	저코드 Agent 개발 플랫폼	HR, 금융, 법률 등 다양한 분야의 Agent 구축 지원.
18	교육	DOUSHEN	300010.sz	3,042	"초지인" AI 교사	AI 교사 역할로 수업 지도, 작문 피드백, 학습 보조 등 지원
19	교육	JIAFAET	300559.sz	900	교육 Agent	교육 시험, 감시, 분석 등 지원. 인공지능 기반 스마트 시험 응시
20	마케팅	MARKET INGFORCE	2556.hk	2,060	Agentforce	AI 마케팅 모델 Tforce 중심 운영. AI 기반 마케팅 자동화.
21	이커머스	SMZDM.COM	300785	1,435	"소치(小值)" AI 쇼핑 비서	소비자 행동 예측·다차원 비교·AI 추천 통해 의사결정 지원
22	이커머스	RAYCLOUD	688365	1,091	이커머스 운영 서비스 Agent	주문 처리, 고객 응대 자동화, AI 기반 데이터 분석 및 최적화
23	이커머스	BIOCYTOGEN-B	2315.HK	909	AI麦可/Mentarc 등	AI 기반 외자 상담·고객 발굴·선별·번역·계약 등 무역 프로세스 자동화.
24	사법/정부 서비스	SHGBIT	603918	1,329	사법/행정 AI Agent	지능 법률 문서 생성, 사법 클라우드 플랫폼, 스마트 재판 솔루션
25	채용	CAREER Int.	300662	1,212	AI 채용 Agent	MatchSystem 연동으로 채용 도구 자동화, PC 기반 톨 제공
26	채용	TONGDAO LIEPIN	6100.hk	346	AI 면접관 "취팡·Doris"	대화형 AI 면접 시스템. 인공지능이 질문 생성 및 후보 매칭
27	프로그래밍	EAZYTEC	688258	1,131	AI 코딩 Agent	Multi-Agent 구조로 코드 자동 생성, 업무 분해, 개발 생산성 향상.
28	출판	GUOMAI	301052	695	AI 교정/콘텐츠 보조 도구	원고 교정, 주제 기획, 출판 프로세스 최적화, 내부 품질 향상 지원.
29	스포츠	SHUHUA SPORTS	605299	683	AI 피트니스 도우미	AI 기반 운동 루틴 생성, 훈련 강도 분석, 맞춤형 피트니스 코칭 기능
30	스포츠	KEEP	3650.HK	441	AI 트레이너 "Kaka"	사용자 데이터 기반 운동 분석·추천. 맞춤형 스마트 트레이닝 설계

주: 시가총액은 5/14일 종가 기준, 적용환율 1위안=200원

자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터



스타트업은 산업 내 새로운  
도전자로 빅테크 위협

**3. 스타트업** 대표적인 기업이 마누스다. 지난 3월 마누스는 에이전트 계의 딥시크로 불리며 국내외 주목을 받았는데, 그 이유는 비개발자도 자연어로 명령을 입력해 에이전트를 쉽게 만들 수 있도록 지원했기 때문이다. 한편 최근 다른 스타트업 지푸(Zhipu)도 AutoGLM 루미네이션을 무료로 공개하며 시장 주목을 받고 있다. AutoGLM은 자체 개발한 GLM-Z1-Air 고성능 모델을 기반으로 경쟁사 대비 빠른 처리 속도와 무료 제공으로 일반 사용자와 중소기업에 매력적인 대안을 제공하고 있다. 그 외에도 대화형 에이전트인 Firefly, 업무 자동화형 에이전트 Yi AI 등 스타트업들이 나타나고 있으며 AI 생태계에 도전장을 내고 있다.

표4 중국의 주요 AI 에이전트 스타트업

기업	제품 소개	특징	기업가치
Manus	범용 에이전트	코드 없이 Agent 생성, 다양한 LLM 연동 가능	5억달러
Zhipu	AutoGLM	음성 명령으로 초고속 시행 에이전트, 자체 모델	30억달러
Firefly Demension	대화형 에이전트	자체 모델+실행 플랫폼 제공	미공개
Yi AI	업무 자동화형 Agent	중소기업용 업무자동화 도구	10억달러

주: 기업가치는 Manus '25년 4월, Zhipu와 Yi AI는 '24년 말 기준

자료: 현지 언론, 메리츠증권 리서치센터

그림5 에이전트계 딥시크로 불린 manus



자료: manus, 메리츠증권 리서치센터

그림6 AutoGLM, 음성으로 모든 프로세스 완성



자료: Zhipu, 메리츠증권 리서치센터

**4. 하드웨어 기반 Agent** 화웨이, 샤오미 등이 대표적이다. 이들은 스마트폰, 스마트 품, 차량 등 실제 사용자가 존재하는 디바이스 단말에 에이전트를 탑재해 사용자가 별도 앱을 사용하지 않고도 음성이나 화면을 통해 쉽게 AI 기능을 활용할 수 있도록 한다. 예를 들어 샤오미는 샤오아이(Xiaoai) 음성 비서를 통해 스마트홈 기기 또는 자동차 내 다양한 기능들을 제어할 수 있는 것처럼 이다.

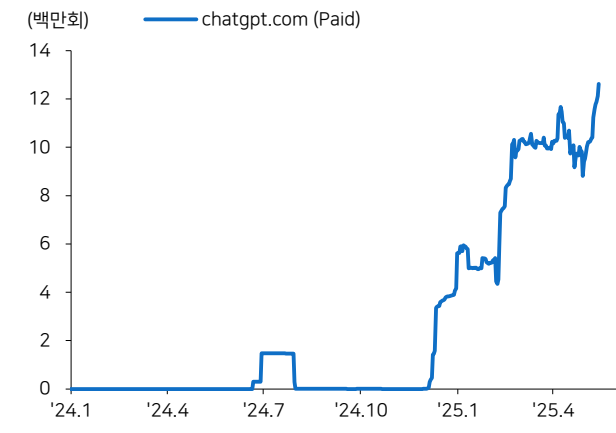


## 중국 AI Agent 시대: 빅테크 옥석 가리기가 필요한 이유

### 향후 1년 뒤 AI 에이전트 사용자 증가

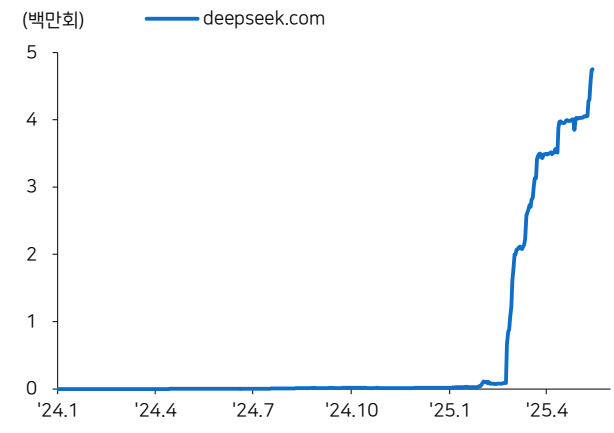
사실 1년 전 대비 Chat GPT를 사용하는 이용자가 크게 늘었다. 이는 LLM 강화 학습 효과와 함께 사용감이 많이 개선되었기 때문이다. AI Agent도 비슷할 것이라고 생각한다. 아직은 추상적이고 Agent의 추천도 신뢰하기도 어렵지만, 앞으로 1년간 MCP, A2A 등 기술의 발전 및 글로벌 선두기업들의 제품 효능 개선과 함께 Agent의 사용이 지금보다 훨씬 많아질 것이다.

그림7 유료 ChatGpt 트래픽 추이



자료: Worldwide, 메리츠증권 리서치센터

그림8 DeepSeek 트래픽 추이



자료: Worldwide, 메리츠증권 리서치센터

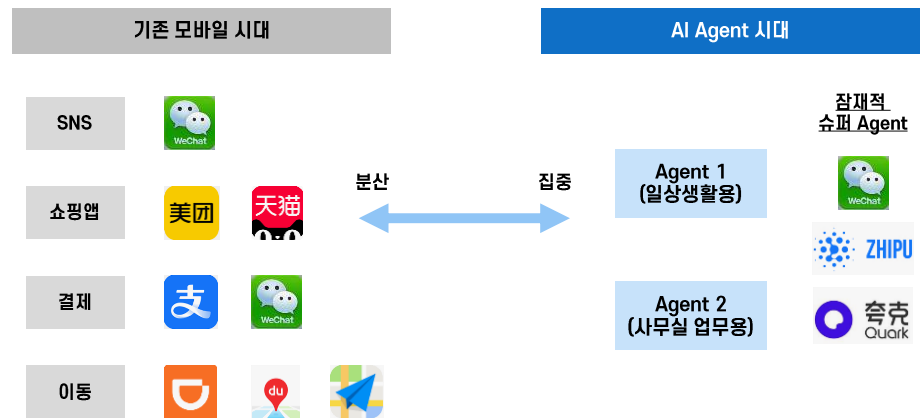
### 빅테크 간 슈퍼 Agent를 위한 경쟁 심화 예상

중요한 것은 중장기적으로 이러한 에이전트 사용이 늘어나면서 본격적으로 AI Agent 시대를 맞이하게 되면 <그림 9>에 보는 것처럼 기존 모바일 생태계 내 기존 트래픽 구조가 완전히 변하게 될 가능성이 높다는 점이다. 구체적으로 사용자는 더 이상 특정 플랫폼에서 '검색 → 클릭 → 판단'이라는 과정을 하지 않는다. 대신 가장 효율적인 슈퍼 에이전트에 들어가서 기존의 검색과 상품 구매, 항공권 예약 등 서비스를 이용하는 것이다. 기술의 발전과 함께 에이전트가 효율적일수록 사람들은 1~2개의 슈퍼 에이전트를 사용하게 될 가능성이 높으며, 이 경우 트래픽은 그 슈퍼 에이전트에만 남는 것이고 기타 모바일 앱은 지금보다 더 사용 가치가 낮아질 수 있다.

### 텐센트, 알리바바 선호 바이두는 중립

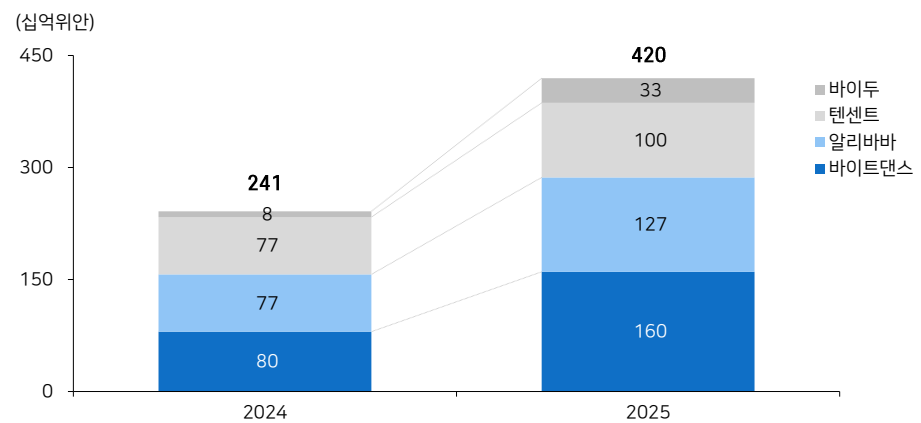
이렇듯 사람들의 사용 행태가 바뀌게 되면 현재 존재하는 중국 빅테크 내에서도 옥석 가리기가 필요해진다. 즉 현재의 빅테크 중에서 에이전트 시대의 트래픽을 잡을 수 있는 플랫폼이 살아남게 되고 승자독식을 할 수 있다. 반대로 슈퍼 에이전트를 만들지 못한다면 AI 에이전트 시대에 뒤처지게 된다. 아직은 산업 초기 단계에서 그 우위를 가리기 어렵다. 다만 현재 관련 분야에서 잘하고 있는 빅테크는 텐센트와 알리바바이고, 바이두는 상대적으로 열위에 있다고 본다. 최근 바이두와 텐센트의 실적에서도 상반된 양상을 확인할 수 있다(그림 12). 이런 맥락에서 중국 빅테크 중 텐센트와 알리바바를 선호, 바이두는 중립이다.

그림9 AI Agent 시대 트래픽 구조 변화 예시 그림



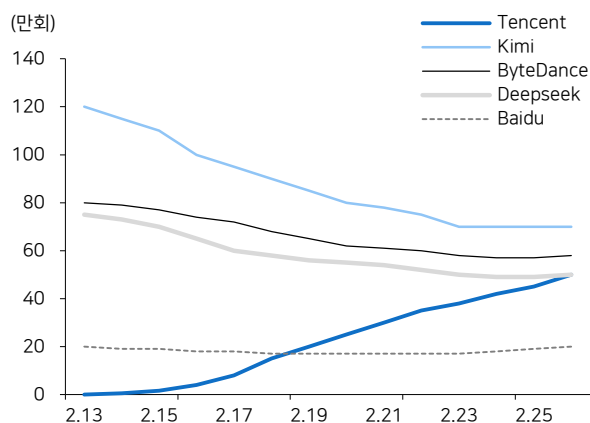
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 2025년 중국의 주요 빅테크들의 AI 투자 계획: '24년대비 +75%



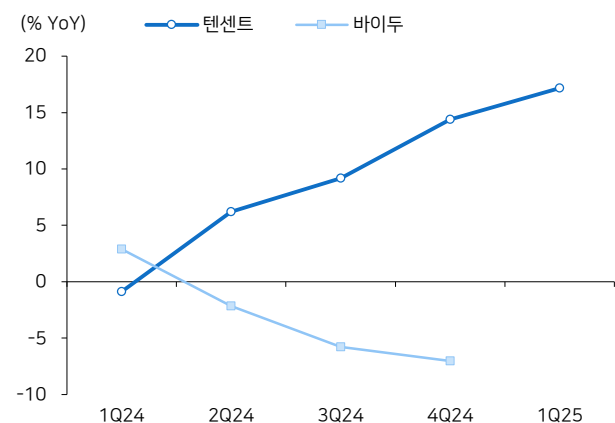
자료: 각 사, 현지 언론, 메리츠증권 리서치센터

그림11 텐센트의 AI 비서 위엔바오 출시 후 일간 활성자수



자료: Insights, 메리츠증권 리서치센터

그림12 텐센트와 바이두의 AI 기반 매출액 증가율 비교

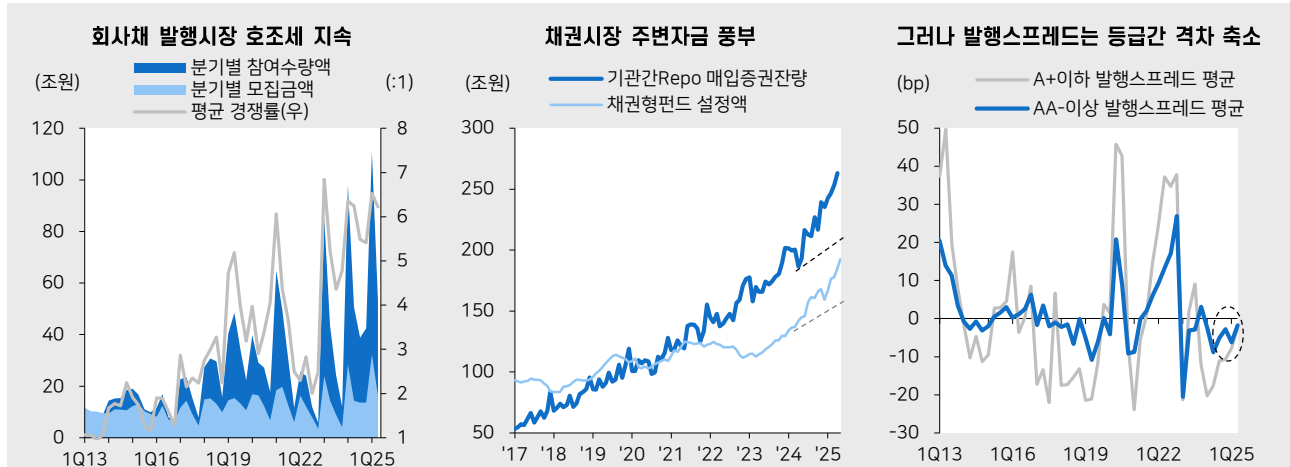


주: 텐센트는 게임과 SNS가 포함된 VAS 사업 매출, 바이두는 온라인 광고 매출  
 자료: 각 사, Wind, 메리츠증권 리서치센터

## 오늘의 차트

윤여삼 연구위원

## 상반기 회사채 발행시장 리뷰



주: 첫번째 차트의 2Q25 참여수량액과 모집금액은 4월 1일부터 5월 27일까지의 값에 전년도 6월 값을 더하여 시산

자료: 인포맥스, 한국예탁결제원, 메리츠증권 리서치센터

## 회사채, 발행자 우위 시장

상반기 회사채 발행시장은 연초에 역대 최고치 참여수량액을 기록한 후에도 발행 호조가 이어지고 있다. 시장금리가 큰 폭으로 하락하고 있어 캐리 수요는 증가하고 있지만, 공급 사이드에서는 대내외 불확실성이 여전히 높아 단기차입금을 장기차입금으로 전환하는 것에 그쳐 발행자 우위의 시장이 지속되고 있다.

## 대부분 차환목적 발행

올해 4월까지 누적된 일반회사채의 자금용도별 발행규모 중 차환 비중은 82.8%였지만, 운영과 시설투자는 각각 15.3%, 1.9%에 불과했다. 지난 5년간 발행목적 구성이 평균적으로 차환은 65.3%, 운영은 23.6%, 시설투자는 13.5%인 것과는 상당히 대조적이다.

커져가는 수요와 달리  
제한적인 공급물량

채권시장 주변에 대기자금이 풍부해 회사채 수요예측에서 전반적으로 오버부킹이 이뤄지고 있다. 채권형펀드 잔고는 올해 들어서 더욱 가파르게 증가하고 있으며, Repo 거래를 통해 매입한 채권의 총 잔액도 그 어느 때보다 빠르게 늘어나고 있다. 이러한 흐름이 계속된다면 내년 만기도래 물량까지 당겨와서 일시적으로 순발행이 증가할 수는 있겠지만, 선제적 자금조달 효과가 사라지고나면 크레딧 공급물량은 수요 대비 제한적일 수 있다.

하위등급 회사채도  
점차 수요 유입 될 것

그러나 회사채 발행시장 강세 이면에는 상위 신용등급 기업과 하위 신용등급 간의 양분화 구조가 나타나고 있었다. 신용등급이 높고 업종이 우호적인 기업은 자금조달 여건이 빠르게 회복되며 민평금리 대비 낮은 수준으로 발행에 성공한 반면, 비우량 기업은 미매각 사례가 발생하거나 우호적인 발행시장 환경을 누리지 못하고 있는 모습이다. 다만 당국의 증권사 운용규제 개편 과정에서 모험자본 공급 의무화가 신설되었기 때문에 하반기부터 하위등급 회사채에도 온기가 점차 확산될 가능성이 엿보인다.

## 칼럼의 재해석

이수정 연구위원

## 미 국방 전략의 변곡점: 새로운 전략적 요구 (RAND)

엘브리지 콜비는 미국 국방 전략 변화의 핵심 사상가이자 실현자로 부상하고 있다. 그는 2025년 4월 미 국방부 정책차관으로 상원 인준을 받아 취임했다. 트럼프 1기 행정부에서도 전략 및 전력 개발 담당 부차관보를 역임하며 국방부의 초점을 중국으로 전환하는 데 기여했다. 피트 헤세스 국방장관이 2025년 3월 서명한 '국가 국방 전략 중간 지침' 메모는 국방부가 본토 방어와 중국과의 잠재적 전쟁 억제에 집중하고, 유럽 등 다른 지역에서는 위험을 감수할 것을 지시하고 있다. 이는 콜비의 '거부 전략' 및 자원 재배치 논리와 부합한다. 또한 지난 5월 2일 미 국방부는 대변인을 통해 국방 전략(NDS)\* 개발을 엘브리지 콜비에게 시작하도록 지시했다. 그가 새로운 국방 전략 개발 권한을 부여 받았다는 사실은 거부 전략이 단순한 이론적 논의를 넘어 실질적인 국방 정책의 근간을 형성할 것으로 예상된다.

\*NDS(National Defense Strategy)는 미 국방부의 전략적 로드맵 역할을 담당

## 미 국방 전략의 변곡점: 새로운 전략적 요구

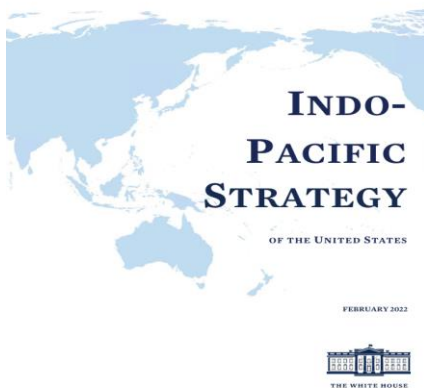
현재 글로벌 안보 환경은 미중 전략 경쟁 심화, 러시아-우크라이나 전쟁 장기화, 중동 지역 불안정 등 다층적 위협으로 특징지어진다. 이러한 복잡성은 미국의 기존 전략(통합 억제)에 대해 새로운 요구와 한계를 동시에 제기하고 있다.

미중 전략 경쟁은 미국 국가 안보의 최대 관심사로, 헤리티지 재단은 이를 소련 붕괴 이후 미국이 직면한 가장 큰 외부 위협인 '신냉전'으로 규정한다. 중국은 경제적으로나 군사적으로 소련보다 더 강력한 적대국으로 평가되며, 인도-태평양 지역에서 패권을 장악하고 국제 질서를 재편하려는 의지를 보인다.

## 협력과 통합을 통한 견제에 중점

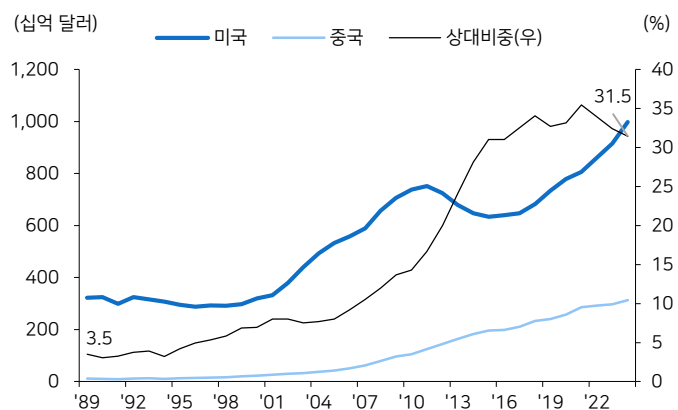
2022년 바이든 행정부 시절 백악관이 발표한 인도-태평양 전략 보고서는 자유롭고 개방적인 인도-태평양 구상을 표방하며 중국을 규칙 기반 질서에 대한 가장 중대한 도전으로 규정한다. 그리고 중국과 단순한 대결보다는 동맹 및 파트너 국가들과의 협력과 통합을 통한 견제에 중점을 두었다.

그림1 인도 태평양 전략 보고서(2022)



자료: National Archives

그림2 미국, 중국 군사비 지출 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

기존의 협력 중심 전략의 한계 인식 확산 -> 근본적 재검토 요구

그러나 당시 전략은 구호에 그친 측면이 있었다는 평가가 나온다. 실질적인 군사력 재배치나 예산 조정이 뒤따르지 않아 레토릭을 현실로 바꾸는 문제에는 불확실성이 남아있기 때문이다. 이후 우크라이나 전쟁으로 유럽 안보 지형이 악화되고, 중국의 대만 위협이 가시화\*되는 등 상황이 급변하자, 기존의 협력 중심 전략만으로는 역부족이라는 인식이 확산되었다. 이에 기존 전략의 한계를 보완하는 근본적 재검토가 요구되었다.

\* 중국은 지난 10년간 국방 예산을 꾸준히 증액하며 세계 최대 해군 및 미사일 전력을 보유하게 됨. 이는 미국이 직면한 군사적 도전이 "이전과는 비교할 수 없을 정도로 크다"는 인식을 강화했음

표1 통합 억제 전략과 거부 전략

범주	인도-태평양 전략 보고서(2022)	거부 전략
핵심 비전	자유롭고 개방된 인도-태평양 질서 유지	중국의 지역 패권 및 대만 침공 저지
주요 위협	중국의 증대하는 도전	중국(단일 최우선 위협으로 집중)
동맹 접근 방식	기존 동맹 강화 및 신규 파트너십 확대	동맹의 압도적인 책임을 통한 부담 분담, 잠재적 철수 및 조건부 지원
주요 군사 초점	지역 평화, 번영을 지원하기 위한 국방 주둔 확대 및 현대화, 통합 억제를 핵심으로 역량 강화	장거리 정밀 타격, 스텔스 항공기, 잠수함, 미사일 방어 체계
자원 배분 철학	미국의 역할 강화 및 파트너와의 전례 없는 협력	제한된 자원을 인도-태평양에 집중, 타 전장 / 군종에서 투자 전환

자료: National Archives, The Marathon Initiative, 메리츠증권 리서치센터

거부 전략으로의 변화 흐름

위 표는 아래 내용에서 자세하게 다룰 '거부 전략'과 기존 전략과의 비교를 통해, 미 국방 전략의 주요 전환점을 보여준다. 2022년 광범위하고 협력 중심적인 접근 방식에서 이제는 중국을 단일 최우선 위협으로 설정한다. 제한된 자원을 특정 군사 역량에 집중하며 동맹국에 더 큰 책임을 요구하는 '거부 전략'으로의 변화가 뚜렷하게 나타난다. 이는 미국의 전략적 우선순위와 자원 배분 방식에 근본적인 변화가 있음을 시사한다.

## 엘브리지 콜비의 '거부 전략'

트럼프 2기 행정부의 국방부 정책 차관으로 임명된 엘브리지 콜비

엘브리지 콜비는 미국 국방 전략 변화의 핵심 사상가이자 실현자로 부상하고 있다. 그는 2025년 4월 미 국방부 정책차관(Under Secretary of Defense for Policy)으로 상원 인준을 받아 취임했다. 이는 국방부 내에서 세 번째로 높은 직위이자 국가 안보 정책 수립의 핵심 역할을 담당한다. 트럼프 1기 행정부에서도

전략 및 전력 개발 담당 부차관보를 역임하며 2018년 국방 전략(NDS) 수립에 핵심적인 역할을 했고, 당시 NDS는 국방부의 초점을 중국으로 전환하는 데 기여했다.

2021년 발간된 콜비의 저서 "The Strategy of Denial: American Defense in an Age of Great Power Conflict"에서 제시된 '거부 전략'은 미국의 군사 자원을 인도-태평양 지역에 집중하고, 유럽 및 기타 지역의 동맹국들에게는 자체 방어에 대한 더 큰 책임을 요구하는 것을 골자로 한다. 여기서 '거부'란 적이 군사적 목표를 달성하는 것을 물리적으로 불가능하게 만들거나, 그 비용을 감당할 수 없을 정도로 높여 공격 의도 자체를 꺾는 '거부적 억제(Deterrence by Denial)'에 집중하는 것을 의미한다.

거부 전략은 가장 중요한 위협에 자원을 집중하려는 실용적인 접근 방식

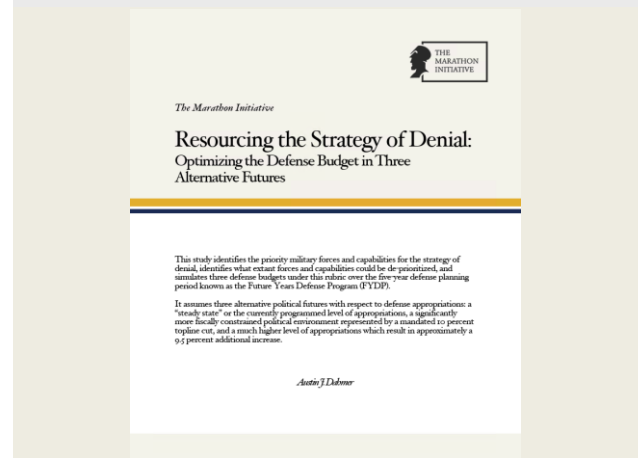
콜비의 전략은 미국이 "다수의 전장에서 동시다발적 분쟁을 수행할 역량이 부족하다"는 현실 인식을 바탕으로 한다. 이는 미국이 '단 한 번의 대규모 강대국 전쟁'에만 집중할 수 있다는 2018년 국방 전략의 한계를 인정한 것이다. 따라서 미국은 제한된 국방 자원(시간, 예산, 군사력)을 인도-태평양, 특히 중국과의 대만 유사시를 포함한 패권 경쟁에 최우선적으로 재배치해야 한다고 강조한다. 이러한 '선택과 집중'은 국방 예산의 효율성을 극대화하고, 가장 중요한 위협에 자원을 집중하려는 실용적인 접근 방식이다.

그림3 Elbridge A. Colby



자료: U.S. Department of Defense

그림4 마라톤 이니셔티브 보고서



자료: The Marathon Initiative

콜비가 공동 설립한 마라톤 이니셔티브는 2023년 2월 "거부 전략 재원 조달: 세 가지 대안적 미래에서 국방 예산 최적화(Resourcing the Strategy of Denial: Optimizing the Defense Budget in Three Alternative Futures)" 보고서를 발표했다. 이 보고서는 거부 전략을 뒷받침하는 구체적인 군사 역량 우선순위와 현실적인 예산 배분 모델을 제시한다.

표2 마라톤 이니셔티브 - 거부 전략에 따라 제안된 자원 재배치

범주	제안된 변경 사항	전략적 근거	영향을 받는 주요 프로그램
육군 예산	연간 약 684억 달러 감축	인도-태평양 집중, 다중 전장 동시 수행 역량 부족	M1A2 에이브럼스 전차, AMPV 장갑차, AH-64 아파치 헬기, UH-60 블랙호크 헬기 (조달 중단/축소)
해군 예산	연간 약 423억 달러 증액	인도-태평양 해양 패권 유지, 중국 견제 우선순위	오하이오급 잠수함 수명 연장, 버지니아급 공격 잠수함, 유도 미사일 호위함 (추가 구매)
공군 예산	연간 약 411억 달러 증액	인도-태평양 공중 우세 유지, 장거리 타격 능력 강화	B-21 전략 폭격기, 차세대 항공 지배(NGAD) 전투기 (개발 가속화)
기타	연간 약 147억 달러 감축(국방 전반적 예산에서) 핵심 탄약 비축, 국방 산업 기반 투자, 인도-태평양 인프라 개선	거부 전략의 핵심 역량 강화, 장기전 대비	-

자료: The Marathon Initiative, 메리츠증권 리서치센터

## 트럼프 2기 행정부에서의 '거부 전략'

트럼프 2기 행정부는 '미국 우선주의'와 '힘을 통한 평화'를 기조로 삼아 보다 단호한 국방 정책을 추진할 것으로 예상된다. 이는 해외 군사 개입을 줄이고 외교 정책 목표 달성을 위해 군사력을 선별적으로 사용할 준비가 되어 있음을 의미한다. 동맹국들에게는 '부담 분담(burden sharing)'에 대한 강력한 요구가 예상되며, 자국 방어에 대한 더 큰 책임을 지고 미국 장비 구매를 지속적으로 요구할 것이다. 이는 트럼프의 외교 정책 특징인 거래적 접근 방식과 일치한다. 이러한 흐름 속에서 엘브리지 콜비는 트럼프 2기 행정부의 국방부 정책차관으로 취임했다.

새로운 국방 전략 개발 권한을 부여받은 콜비

한편 피트 헉세스 국방장관이 2025년 3월 서명한 '국가 국방 전략 중간 지침(Interim National Defense Strategic Guidance)' 메모는 국방부가 본토 방어와 중국과의 잠재적 전쟁 억제에 집중하고, 유럽 등 다른 지역에서는 위험을 감수할 것을 지시하고 있다. 이는 콜비의 '거부 전략' 및 자원 재배치 논리와 부합한다. 또한 지난 5월 2일 미 국방부는 대변인을 통해 국방 전략 개발을 콜비에게 시작하도록 지시했다. 그가 새로운 국방 전략 개발 권한을 부여 받았다는 사실은 단순한 이론적 논의를 넘어 실질적인 국방 정책의 근간을 형성할 것으로 예상된다.

그림5 국방 전략 가이던스에 대한 메모(2025.5.1)



SECRETARY OF DEFENSE  
1000 DEFENSE PENTAGON  
WASHINGTON, DC 20301-1000

MAY 01 2025

MEMORANDUM FOR ALL DEPARTMENT OF DEFENSE PERSONNEL

SUBJECT: National Defense Strategy

This memorandum provides my guidance to develop the National Defense Strategy (NDS).

The NDS is the single most important document to ensure the Department is operating in accordance with the President's and my intent. In order to drive urgent action on President Trump's imperatives to put America First and achieve Peace Through Strength, the NDS process will commence immediately, using the 2025 Interim National Defense Strategic Guidance as its basis and framework.

The Under Secretary of Defense for Policy will lead the NDS process with review and feedback from across the Department's Components at the principal level. The NDS drafting team will be led by Policy with a Joint Staff deputy. In addition, each of the Services will provide a strategist at the O-6/OS-15 level to the NDS drafting team.

All DoD Components should be maximally responsive to the NDS drafting team throughout the process. In order to rapidly drive change toward an America First defense strategy, I have directed that a final draft of the NDS be provided to me no later than August 31, 2025.

This is a time of great danger, but we will meet it. DoD will deliver on the President's charge to achieve Peace Through Strength. There is no time to lose.

자료: U.S. Department of Defense



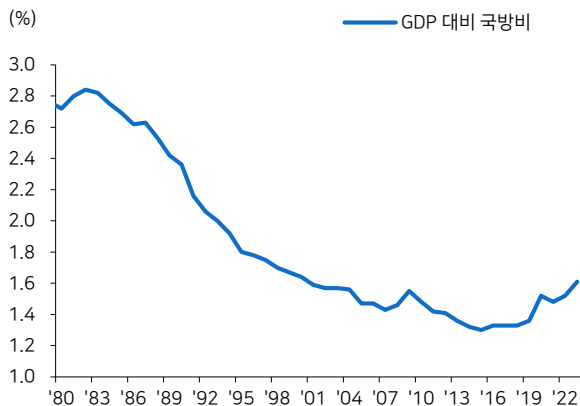
다만 실제 정책 결정 과정에서는 다양한 정치적, 군사적, 외교적 요인이 작용하여 콜비의 '거부 전략'이 일정 부분 절충되거나 점진적으로 구현될 가능성도 존재한다. 국방부 내부의 관료적 저항과 이해관계, 그리고 의회의 견제는 급진적인 변화를 늦출 수 있는 요인이다. 이러한 내재된 관성으로 인해 '거부 전략'의 완전한 실현은 예상보다 더디게 진행될 수 있으며, 여러 차례의 타협과 점진적인 변화를 통해 구현될 가능성이 높다.

## 실제 나타나고 있는 변화

### ① NATO 가입국 방위비 증액 흐름

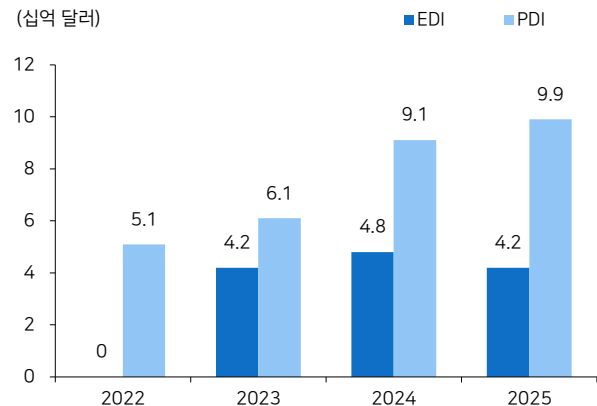
트럼프 행정부의 NATO 방위비 증액 요구와 러시아-우크라이나 전쟁의 장기화는 유럽 국가들의 국방비 증액 흐름을 가속화하고 있다. 트럼프는 NATO 회원국들에게 GDP 대비 5% 국방비 지출 목표를 요구했으며, 이를 충족하지 못할 경우 집단 방위 조항인 제5조 적용에 대한 미국의 지원이 조건부로 이루어질 수 있음을 시사했다. 독일은 2024년에 이미 NATO 목표인 GDP 대비 2%를 달성했으며, 향후 5% 목표를 따를 것임을 보도했다.

그림6 유럽 GDP 대비 국방비 추이



자료: SIPRI, 메리츠증권 리서치센터

그림7 유럽 및 인도-태평양 방위 태세 예산 추이



자료: U.S. Department of Defense, OUSD, 메리츠증권 리서치센터

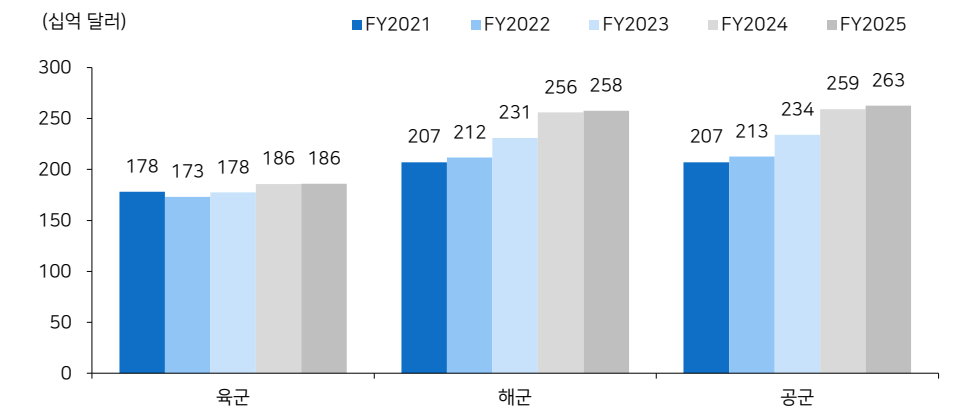
### ② 주한미군 역할조정론

지난 4월 4일 주한미군의 패트리엇 미사일 중동 순환 배치는 미군 자산의 전략적 유연성 확대 및 다른 전장으로의 전력 재배치 시그널로 해석할 수 있다. 또한 주한미군 일부 병력이 괌 등 다른 지역으로 이전할 수 있다는 WSJ의 보도는 미군이 중국 견제에 집중하는 방향으로 주한미군의 역할을 재정의하려는 구체적인 움직임으로 해석된다.

### ③ 육군 예산 감축 및 해군/공군 예산 증액 흐름

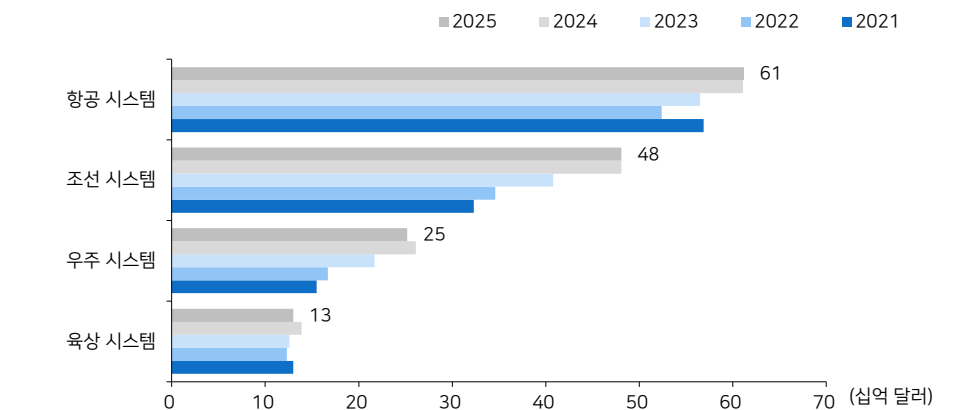
FY2026 재량 지출 예산안에서 미 국방부는 전년도 집행된 예산액(8,926억 달러) 대비 13.4%(1,193억 달러) 증액된 1조 119억 달러를 요구했다. 구체적 예산안엔 차세대 미사일 방어막(골든 돔), 조선소 및 산업 인프라 투자, 6세대 전투기 플랫폼 투자, 핵 억지력 현대화, 우주 산업 투자 등이 담겼다. 육군에 대한 예산액 비중은 지속적으로 감소하는 추세이다. 이는 마라톤 이니셔티브가 제안한 자원 재분배와 궤를 같이하는 것으로 볼 수 있다.

그림8 미국 부문별 국방 예산 편성 추이



자료: U.S. Department of Defense, OUSD, 메리츠증권 리서치센터

그림9 시스템별 조달 & 연구 예산액 추이



자료: U.S. Department of Defense, OUSD, 메리츠증권 리서치센터

### 콜비의 '거부 전략' 기조 유지 시 전망

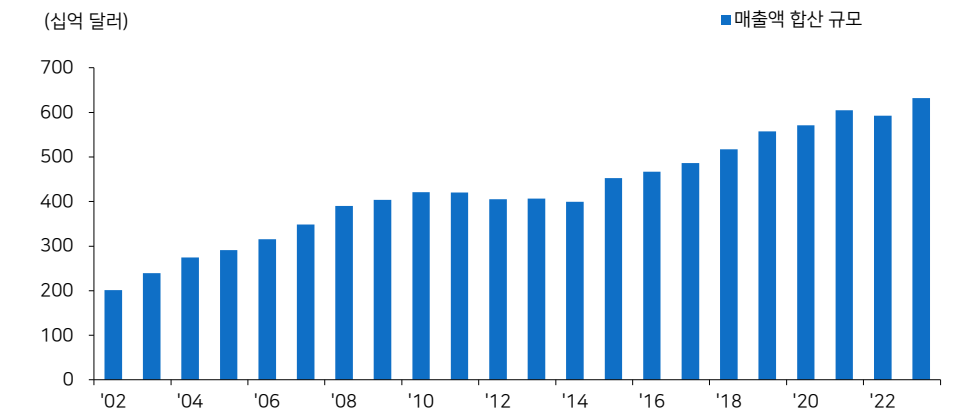
'거부 전략'이 강조하는 우선순위 역량은 인도-태평양 지역에서 중국을 억제하는데 필수적인 능력들이다. 이는 방위 산업의 특정 부문에 성장 동력을 제공할 수 있다. 구체적인 부문으로는 장거리 정밀 타격 미사일, 스텔스 항공기, 미사일 방어

시스템(골든 돔) 등과 같은 고기동성·고정밀 무기체계이다. 해당 첨단 무기 수요를 대응할 수 있는 특정 우주·방산 기업에 수혜로 작용할 수 있다.

고기동성·고정밀 무기체계 및 방위비 증액 흐름은 특정 우주, 방산 기업에 수혜로 작용

나아가 콜비는 모든 지역에 미국의 안보 우산을 제공하는 것은 비현실적이라고 주장하며 동맹국들이 자력 방위 역량을 강화하도록 유도해야 한다고 본다. 따라서 기존 미국 동맹국들의 방위비 증액 기조는 이어질 것으로 보이며 이는 방산 업종의 추가적인 성장 재료로 작용할 수 있다.

그림10 방산 부문 매출액 상위 100개 기업의 매출액 합산 규모



자료: SIPRI, 메리츠증권 리서치센터

원문: *The Indo-Pacific: What You Need to Know Now*(RAND Corporation)