

독일 총선 Preview: 재정준칙 완화 강도 주목



Fixed Income Strategist

지백연

☎ (02) 3772-1541

✉ byji@shinhan.com

안재균

☎ (02) 3772-1298

✉ jk.ahn@shinhan.com

독일 총선: 기민련/사민당 연정 예상, 녹색당 합류 여부 확인 필요

베이스 시나리오: 기민련과 사민당 두 당의 대연정

오는 2월 23일 독일 조기총선에 시장의 이목이 집중된다. 작년 말 SPD(사민당), FDP(자민당), Greens(녹색당)이 연립한 신호등 연정이 붕괴된 후 솔츠 현 총리에 대한 의회 불신임안이 가결되면서 선거가 7개월 앞당겨졌다.

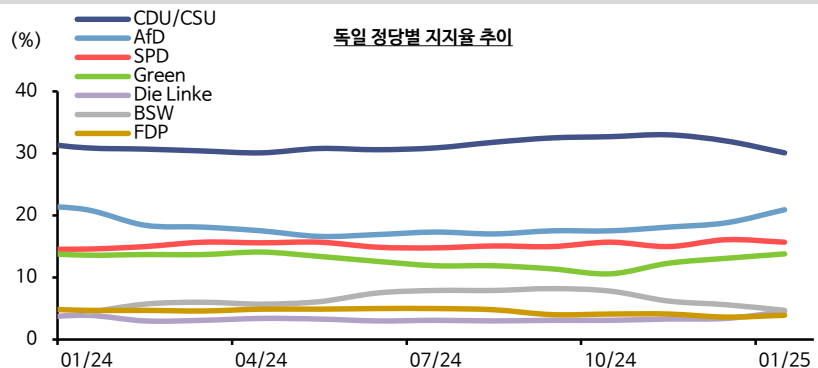
여론조사에서는 CSU/CDU(기민기사연합; 이하 기민련)가 30% 지지율을 유지하면서 1당이 확실시되고 있다. 그러나 과반 의석 확보에는 실패할 공산이 높아 다른 정당과의 연정이 필요한 상황이다. 기민련 메르츠 대표는 극우 성향 정당인 AfD(대안당)과의 연립 가능성을 차단했다. 녹색당과는 선거 캠페인 과정에서 이민자 정책 등 여러 현안에서 정치적 의견 갈등을 드러냈다. 역사적으로 메르켈 총리 집권 하에서 세 차례 연정 내각을 수립한 사민당과의 연합이 유력하다.

두번째 시나리오: 기민련/사민당 과반 확보 실패 → 녹색당 연정 합류

변수는 자민당과 BSW 같은 군소정당이 5% 득표율을 넘어서 수 있을지 여부다. 독일 연방 의회 선거에는 지지율 5%를 상회하지 않는 군소 정당은 의석 확보를 제한하는 조항이 있다. 4% 지지율의 자민당과 BSW가 현재 여론조사대로 5% 이상 득표에 실패한다면 기민련/사민당 연정의 과반 의석 확보가 가능해진다.

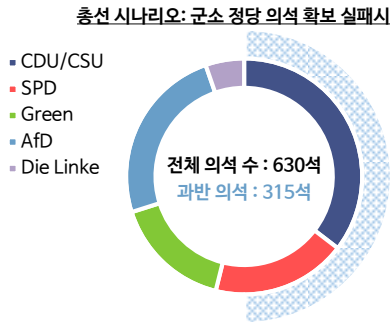
다만 일부 정당의 득표가 5%를 넘기면 기민련/사민당 지지율은 과반을 하회할 수도 있다. 이 경우 한 개 당을 추가로 영입해야 한다. 작년말 신호등 연정이 솔츠 총리가(사민당) 린드너 재무장관을(자민당) 해임하는 과정에서 붕괴된 만큼 이번 총선에서 자민당과 사민당이 다시 연립정부를 형성할 가능성은 낮다. 녹색당과의 3당 연정이 두번째로 가능한 시나리오다.

독일 정당별 지지율 추이: 과반 정당 부재에 여러 시나리오 존재



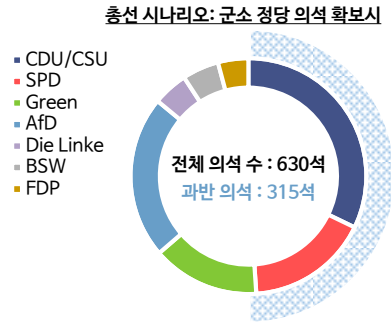
자료: The Guardian, 신한투자증권

Base Scenario: 기민련/사민당 과반 확보



출처: The Guardian, 신한투자증권/ 패턴: 과반 확보 요구 의석 수

Second Scenario: 기민련/사민당/녹색당 3연정



출처: The Guardian, 신한투자증권/ 패턴: 과반 확보 요구 의석 수

총선 이후 정책 전망: 1. 재정준칙 완화, 2. 이민자 제한 조치 강화

1. 부채 브레이크 수정은 기정 사실, 관건은 완화 규모

채권시장 입장에서 이번 총선의 가장 큰 관전 포인트는 재정준칙 개정이다. 독일은 GDP 대비 재정적자 상한을 0.35%로 강제하는 ‘부채 브레이크’가 확장 재정을 막아서고 있다. 독일 경기는 2년 연속 마이너스 성장률로 사실상 침체 구간에 들어섰다. 현재 기민련과 사민당, 녹색당은 대체로 지출 확대 필요성에 공감하고 있다. 부채 브레이크 개정을 위해 필요한 의석 수는 전체의 3분의 2이다. 준칙 개정에 반대하는 자민당과 AfD 의석 합이 33%를 상회할 가능성은 적은 만큼 총선 후 완화 논의가 본격화될 것으로 예상된다.

1-1. 베이스 시나리오: 적극적 완화 관측 가능성 낮음

관건은 부채 브레이크의 완화 규모가 될 전망이다. 우선 베이스 시나리오에서 GDP 대비 재정적자 규모가 대폭 높아질 가능성은 낮게 판단한다. 기민련/사민당 내각 구성시 기민련의 의석 비중은 70%에 근접한다. 기민련 메르츠 대표는 국방 예산 확대 등 일부 항목에서 부채 브레이크 개정 필요성을 인정했으나 당론은 기본적으로 현행 유지를 선호한다. 기민련의 주도로 이루어질 부채 브레이크 개정은 국방 분야 지출 목적에 국한될 공산이 높다.

1-2. 두번째 시나리오: 재정 확대 규모 커질 가능성

두번째 시나리오에서 독일 GDP 대비 재정적자 비율이 예상보다 크게 상승할 수 있다. 녹색당이 기민련/사민당 연정에 합류한다면 내각 구성 정당 중 사민당과 녹색당의 의석 비중은 약 50%까지 상승한다. 사민당과 녹색당은 국방 예산 증액에 더불어 노후된 인프라 투자와 기후 변화 대응을 위해 비교적 적극적인 지출 확대를 주장한다. 기민련이 재정건전성 유지 스탠스를 고수하기에 부담스러운 정치적 환경이 조성될 수 있다. 재정준칙 개정에서 녹색당과 사민당의 주도권이 높아지는 만큼 보다 적극적 부채 브레이크 완화가 예상된다.

2. 이민자 제한 조치: 시나리오 관계 없이 강화될 전망

2023년 이후 AfD(독일 대안당)의 지지율 약진에도 주목할 필요가 있다. 2023년 5월 만하임에서 발생한 경찰 피습을 시작으로 독일 내 반이민 정서가 확대됐다. 이에 2023년 중반부터 극우 성향의 대안당이 사민당과 녹색당을 제치고 지지율 2위 정당으로 자리매김했다. 최근 뚜렷한 경기 둔화에 따른 실업률 상승도 외국인 노동자를 비롯한 이민자에 대한 반감을 계속 부추기고 있다.

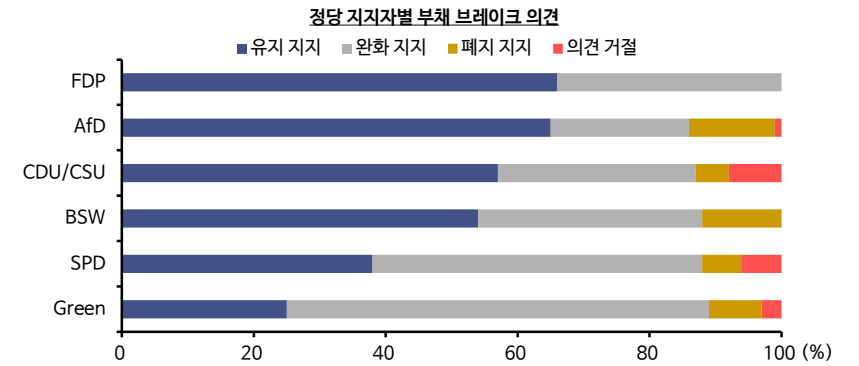
대부분 정당이 대안당과의 연립 정부 구성을 배제하고 있다. 그러나 AfD의 성장세는 독일 사회에서 이민자 유입에 대한 반감이 강해지고 있음을 반영한다. 어떤 형태의 내각이 구성되는지 관계 없이 AfD의 강경한 반이민 스탠스는 어느 정도 정부 정책에 반영될 가능성이 높다.

독일 정당별 공약 점검

	기민련 (CSU/CDU)	사민당 (SPD)	녹색당 (Green)	독일 대안당 (AfD)
부채 브레이크	- 기본적으로 현행 유지 선호 - 국방 등 일부 분야에서 완화 가능 의견	부채 브레이크 완화 지지	부채 브레이크 완화 지지	부채 브레이크 완화 반대
재정 지출, 공공 투자	노후 인프라 투자 확대 필요	- 노후 인프라 투자 확대 필요 - 투자 확대 기업에 대한 세금 인센티브 제공 - 전기차 보조금 지급	- 연금 재원 확보 위한 시민 기금 조성 제안 - 전기차 보조금 지급	투자 관련 보조금 대거 삭감
국방	- 국방비 GDP 대비 2%까지 확대 필요 - 우크라이나 지원 확대	- 국방비 GDP 대비 2%까지 확대 필요 - 우크라이나 지원 확대	- 국방비 증액 지속에 동의 - 우크라이나 지원 확대	- 러시아 제재 완화 - 징병제 검토
기업, 세금 관련 정책	법인세 인하 지지	1억 유로 이상 자산가 대상 재산세 부과	부유세 부과 지지	감세 정책 지지
이민자, 노동 정책	강한 국경 통제 및 이민 제한 정책 선호	최저임금 인상 (12 → 15유로)	난민 추방 등 반이민 정책 반대	강한 국경 통제 및 이민 제한 정책 선호

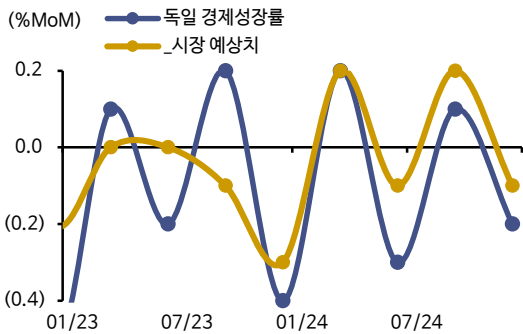
자료: 언론종합, 신한투자증권

녹색당이 가장 부채 브레이크 완화에 적극적인일 가능성 높음



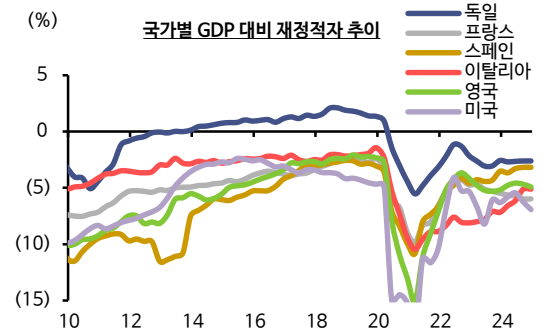
자료: Stern, 신한투자증권

부진이 이어지고 있는 독일 경기



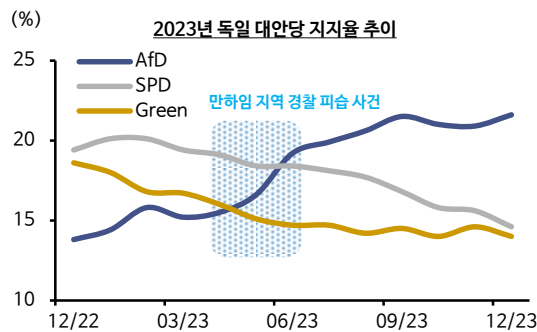
출처: Bloomberg, 신한투자증권

주요국 대비 긴축적 수준의 독일 재정정책



출처: Bloomberg, 신한투자증권

반이민 정서에 23년 이후 극우 정당 지지율 급등



출처: The Guardian, 신한투자증권

높은 실업률 또한 이민자 유입 반감 확대 요인



출처: Bloomberg, 신한투자증권

ECB 통화정책 경로 훼손 가능성 낮음. 재정정책 모니터링은 필요

1-1. 베이스 시나리오: 통화정책 경로 훼손 가능성 낮음

당장 유로존 금리 인하 경로의 훼손 가능성은 낮게 평가한다. 우선 베이스 시나리오 아래에서 독일 재정 확대 여력은 제한될 공산이 높다. 메르츠 대표는 국방 예산을 GDP 대비 2% 수준 증액을 목표로 두고 있다. 현재 국방 예산의 규모가 GDP 대비 1.2% 수준인 점을 감안하면 기민련 내각 장악시 부채 브레이크 완화 폭은 0.8%p 내외일 전망이다. 유로존 전체 GDP에서 독일 경제가 차지하는 비중은 약 30%다. 유로존 전체 기준 지출 확대 효과는 약 0.2~3%p 수준에 그칠 것으로 예상된다. 일반적으로 선진국 재정 승수효과가 1 미만인 점을 감안하면 유로존 경기를 자극할 수 있을 정도로 충분한 수치는 아니라는 생각이다.

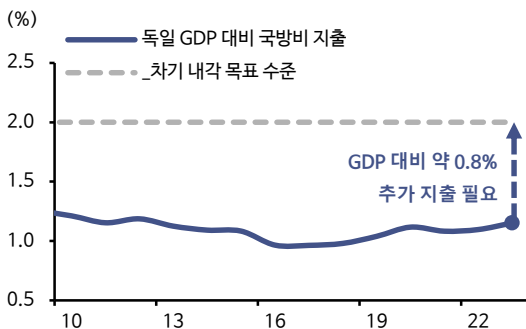
미진한 재정 확대 여력을 감안하면 유로존 경기 부양을 위한 통화정책의 중요도는 지속될 전망이다. 중립 수준으로의 통화 완화는 계속 이어질 가능성이 높다. 라가르드 총재가 제시한 유로존 중립금리 밴드는 1.75~2.25% 수준이다. 현재 예금금리가 2.75%로 여전히 제약적인 수준에 머물러 있는 만큼 상반기 연속 인하 기대는 이어질수 있다는 생각이다. 2025년중 예금금리 2% 도달을 가정하면 2.5%의 현재 독일 10년물 국채금리는 여전히 매력적인 레벨이다.

1-2. 두번째 시나리오: 향후 정책 강도 모니터링 필요

두번째 시나리오가 현실화될 경우 향후 정책 강도를 모니터링할 필요가 있다. 부채 브레이크 개정에 비교적 열려있는 녹색당이 연정에 가세하면 향후 지출 확대 스탠스가 강화될 수 있다. 유로존 통합 재정준칙인 GDP 대비 3% 상회 가능성은 낮지만, GDP 대비 1%p 이상의 적자폭 확대는 충분히 발생 가능하다.

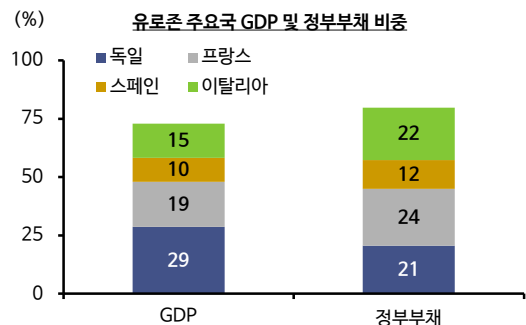
두번째 시나리오에서의 재정 적자 폭은 예측 불확실성이 높다. 기민련과 녹색당, 사민당이 방점을 두고 있는 부채 브레이크 완화 명분이 서로 다르다는 점에 주목할 필요가 있다. 기민련은 국방 지출, 사민당은 인프라 투자, 녹색당은 기후 변화 대응 차원에서 지출 확대 필요성을 강조한다. 세 당의 다른 이해관계 속 어떤 정치적 합의점이 도출될 수 있을지 예단이 어렵다. 따라서 향후 내각의 정책 스탠스를 지속적으로 모니터링할 필요가 있다.

GDP 대비 0.8%p 수준 재정 완화 예상



출처: Bloomberg, 신한투자증권

독일 경제 규모는 유로존 전체의 30% 수준

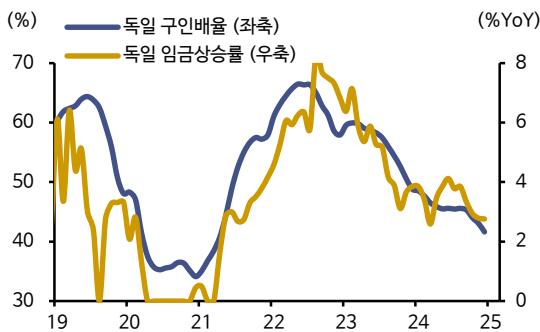


출처: Bloomberg, 신한투자증권

2. 이민자 유입 제한이 고용시장 인플레이션 자극할 가능성은 낮음

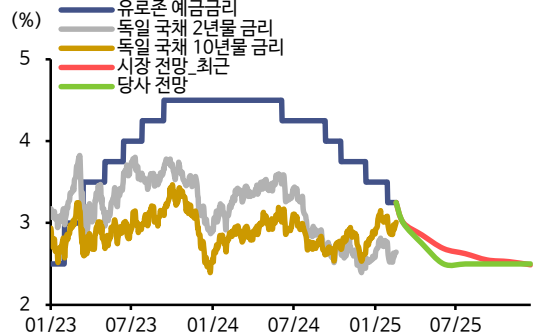
이민자 배척에 따른 고용 수급 문제가 유로존 금리 인하 경로에 문제를 일으킬 가능성 또한 낮다. 이민자 유입 제한은 보통 임금발 인플레이션 압력을 가중시키는 요인이다. 하지만 부진한 경기가 이어지면서 독일 고용 상황은 코로나 팬데믹 당시 수준까지 악화되고 있다. 독일 실업자 대비 구인 건수 비율은 41.6%로 2020년 평균치 39%에 근접했다. 임금상승률은 2.76%로 2019년 수준을 크게 하회한다. 다른 선진국 고용 상황과 다르게 노동시장의 초과수요가 제한된 상황에서 임금 인플레이션 상승이 부각될 우려는 낮게 판단한다.

팬데믹 당시 수준으로 냉각된 독일 고용시장



자료: Bloomberg, 신한투자증권

연속적 인하 및 2% 기준금리 도달 예상 유지



자료: Bloomberg, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 지백연, 안재균).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.