

2025. 3. 18

경제脈

독일 Debt Brake 개혁의 주요 논점: 배경과 개혁 방향, 그리고 시사점

▲ 경제분석

Economist 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

- ✓ 독일 건전재정의 대표적 제도인 Debt Brake의 개혁이 시작되었음
- ✓ 3/18일 의회 통과 내용은 1) 국방지출 확대와 2) 인프라 기금 조성. 모두 Debt Brake에 예외를 적용하는 것으로 근본적 개혁은 아니나, 경제전망에는 긍정적
- ✓ 독일의 태도변화가 인플레이 유발이나 EU 재정규율 훼손으로 연결될 가능성 낮아

독일 Debt brake의 역사: 도입에서 개혁까지

Debt Brake(부채 제동장치)는 통일 독일과 금융위기를 거치며 급증한 국가부채 문제를 해결하기 위해 2009년에 도입된 장치로, 연방정부 구조적 재정적자를 GDP대비 0.35%로 묶는 제도이다. 독일은 연방과 주정부가 이를 충실히 이행하며 2019년까지 성장과 재정 건전성이라는 두 마리 토끼를 잡아 왔다. 그러나 코로나19 이후 독일의 경제성장률이 타국 대비 뒤쳐 지면서 재정규율 부작용인 공공투자 부족만 성화와 제도의 경직성이 부각되었다. 올해 2월 총선과 트럼프의 Pivot-to-Russia를 계기로 개혁이 급물살을 탔고, Merz 차기 총리의 정치적 결단에 힘입어 오늘에 이르게 되었다.

개혁의 내용과 향후 방향

3월 18일 독일 의회를 통과하는 Debt brake 개혁 내용은 1) GDP대비 1% 이상의 국방비 지출을 제동 대상에서 면제, 2) 5,000억 유로의 인프라 기금 조성, 3) 균형재정을 적용받던 지방정부의 신규채무 허용(GDP대비 0.35%) 등이다. 연말까지 지속 가능한 방향으로 항구적 개편 논의도 이어진다. 1), 2)는 특별조항 신설을 통해 Debt brake를 면제받는 것이기에, 근본적인 개혁으로 보기 어렵다. 하지만 인프라 투자와 국방비에 GDP의 0.8%와 0.9%를 쓸 수 있게 되었다는 것만으로 독일 경기에는 개선에는 긍정적이라 볼 수 있다.

앞으로 보다 지속 가능한 방식으로 Debt brake가 추가 개혁될 필요가 있다. 이와 관련하여 분데스뱅크는 공공투자 확대를 목적으로 GDP의 0.9~1.4%까지 구조적 재정적자 한도를 확대하자고 주장한다. 정치적 이해관계에 따른 난항이 예상되지만 만약 관철될 경우 경제전망에 추가 upside로 작용할 수 있겠다.

경제 및 금융시장 시사점

재정적자 확대를 사실상 용인하는 독일의 달라진 행보를 반영하여, 2025~26년 유로존 GDP성장률 전망을 기존 0.9%와 1.2%에서 1.0%와 1.4%로 상향 조정한다. 재정정책도 시차가 존재하기에 당분간은 통화정책 대응이 필요하다. ECB는 6월까지 예치금리를 2%로 보낸 이후 인하를 중단할 것이다. 독일의 개혁이 인플레이 부활로 연결될 가능성은 낮다. GDP gap이 정상화되는 수준이기 때문이다.

건전재정의 모범생이었던 독일의 태도변화가 EU 재정규율을 훼손하는 재료도 아닐 것이기에 질서 없는 유로존 역내의 시중금리 급등을 우려할 필요도 없다. 과잉채무 국가는 여전히 긴축재정을 이어가야 한다. 앞으로 EU가 공동으로 추진하는 사안들은 독일과 Frugal 4 등 재정건전성이 확보된 국가들의 몫일 것이다.

1. 독일 Debt Brake의 역사: 도입에서 개혁까지

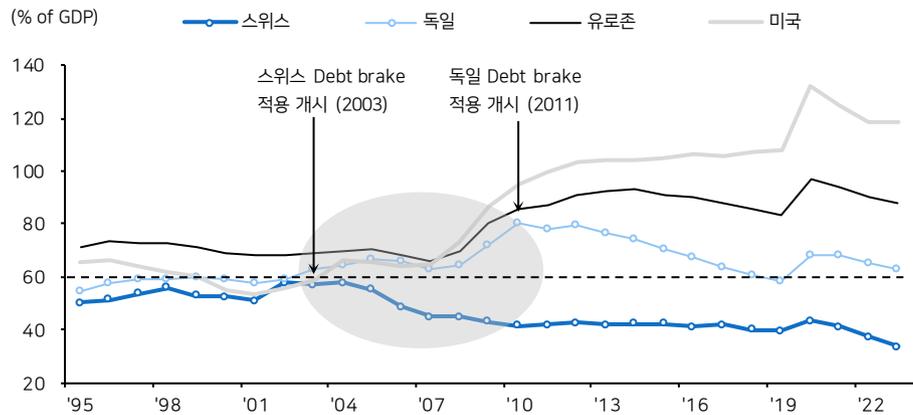
독일 Debt Brake 도입의 배경

독일은 2009년에 연방정부의 구조적 재정적자를 GDP대비 0.35% 이내로 규율하는 Debt Brake (Schuldenbremse: 부채 제동장치)를 제정하여 현재까지 운영해 오고 있다. 이와 같은 독일의 건전재정은 매우 오랜 역사를 지닌다. 연방재정은 1969년부터 독일 기본법(Grundgesetz; 헌법과 동일한 위상)을 통해 규율되었고, 부채 제동장치가 있기 전에도 “연방정부의 순차입(net borrowing)이 투자지출 규모를 넘지 않는다”는 규정을 통해 균형재정을 지향해 왔다.

유럽연합(EU)은 1992년 마스트리히트 조약으로 탄생한 안정·성장 협약(SGP: Stability and Growth Pact)를 통해 1) 일반정부 재정적자와 채무를 각각 GDP의 3%와 60% 이내에서 관리하고, 2) 관련 기준이 위반된 상태에서 GDP대비 적자와 채무의 추세적인 축소가 없을 경우 강제적인 조정 절차인 과잉채무 시정조치(Excessive Debt Procedure)를 취하는 데 합의한 바 있다. 상기한 조항이 존재함에도 독일이 Debt Brake를 채택한 배경으로는 크게 두 가지를 들 수 있다.

- 첫째, 내부 요인으로는 독일 특유의 질서자유주의(Ordo-liberalism) 문화를 들 수 있다. 이는 자유시장이 이론상의 이상처럼 작동하도록 국가가 적극적으로 개입해야 함을 강조하는 신념이다. 장기간 독일이 양입제출(量入制出: 수입을 예측하고 이에 맞춰 지출을 계획) 원칙 하에 균형재정을 지향해 온 것은, 이러한 상태가 이들의 이상임을 시사하는 대목이다. 차입이 아닌 저축을 통한 투자로 2차 대전 이후 복구에 성공한 경험도 재정규율을 정당화했을 것이다.
- 둘째, 대외변수로는 스위스가 독일에 앞서 이미 2003년부터 Debt Brake를 제정, 운영해 오며 성공적으로 국가채무를 관리한 사례가 영향을 미쳤다. 스위스는 2008~09년 금융위기 한 가운데에서도 국가채무 비율이 43~44%를 유지했다. 통일 이후 빛이 쌓여 왔고, 결국 금융위기 대응 과정에서 재정적자와 국가채무가 SGP 기준을 넘어버린 독일에겐 스위스는 멋진 롤모델이었을 것이다.

그림1 GDP대비 일반정부 채무비율: 스위스 vs 독일, 유로존, 미국



자료: IMF WEO (Oct 2024), 메리츠증권 리서치센터

독일 Debt Brake 도입의 의미

2009년 들어 금융위기 기간 중 늘어난 부채를 줄여야 한다는 정부의 의지가 커지면서, 독일은 2009년에 기본법 개정으로 장치를 마련했고, 2011년 예산부터 이를 적용하기 시작했다. 때마침 2010년부터 그리스를 필두로 유럽 재정위기가 본격화 되면서 독일은 건전재정의 아이콘이자 유럽의 모범생으로 자리매김할 수 있었다.

최근에 와서야 독일 Debt Brake의 부작용이 드러나고 있지만, 유럽 재정위기의 발발과 맞물린 독일의 건전재정 행보는 다른 나라의 재정정책에도 적잖은 영향을 미쳤다. 독일은 2011년 3월 EU정상회담에서 회원국 모두가 독일과 같은 제동장치를 마련해야 한다고 주장했다. 이 주장이 모두에게 적용되지는 못했지만, 오스트리아는 2011년 말에 실제로 Debt Brake를 도입(링크)했다. 더 나아가 2012년 3월 EU 회원국의 "Fiscal Compact" 합의¹에도 영향을 주었다.

Debt Brake는 매우 엄격한 재정 규율

Debt Brake 자체는 매우 엄격한 재정규율이다. 연방정부의 구조적 재정한도를 정하고, 지방정부에게도 균형재정을 적용하도록 하고 있다. 빠져나갈 구멍이 없도록 촘촘하게 고안되었다는 점은 다음의 특징에서 확인할 수 있다.

- 첫째, 연방정부가 운용하는 기금에 대해서도, 그 기금이 자체적인 재원조달 권한을 지난다면 정부가 빚을 내는 것으로 간주하고 Debt brake를 적용한다.
- 둘째, 정부가 다른 경제주체와의 금융거래를 통해 수입을 얻어 적자를 줄였다 해도 규율을 잘 지킨 것이 아니게 된다. 민영화로 통한 정부수입 증가분을 재정수지 산입에 계상했던 구(舊) 기본법 115조의 내용과 다른 것이다.
- 셋째, 정부가 제어할 수 없는 자연재해나 비상사태는 적용 예외로 두지만, 이마저도 기준을 넘어서 용인된 채무에 대한 장기적인 상환계획이 수반되어야 한다. 심지어 코로나19 대응을 위해 예외가 적용되었던 2020~22년의 대규모 채무도 2042년까지 상환계획이 마련되어 있다.

표1 독일 Debt brake의 주요 내용

구분	주요 내용
도입	2009년 독일 기본법 개정; 2011년부터 적용. 기본법 제109조와 115조에서 규정
취지	건전재정 도모. 구조적 재정적자의 누중분이 GDP의 1.5%를 초과하게 되면 제동장치가 발효됨
연방정부	구조적 재정적자 한도: GDP대비 0.35% (엄격히는 2016년~)
지방정부	균형재정 (2020년부터 적용)
정부운용 기금	해당 기금에게 자체적인 재원조달 권한이 부여될 경우 Debt brake의 대상임
예외	정부가 제어할 수 없는 자연재해나 비상사태 그러나 이 때 늘어난 적자에 대한 장기상환 계획을 마련해야 함 (2020년 이후 적자분에 적용 중)
기타	정부의 금융거래 (예: 민영화로 인한 지분매각 수익)로부터 비롯되는 수입은 고려하지 않음

자료: Deutsche Bundesfinanzministerium(독일 연방 재무부), "Germany's Federal Debt Rule", 메리츠증권 리서치센터

¹ Fiscal Compact(링크): 특정국이 EU재정규율을 준수한다고 간주하는 조건을 마련.

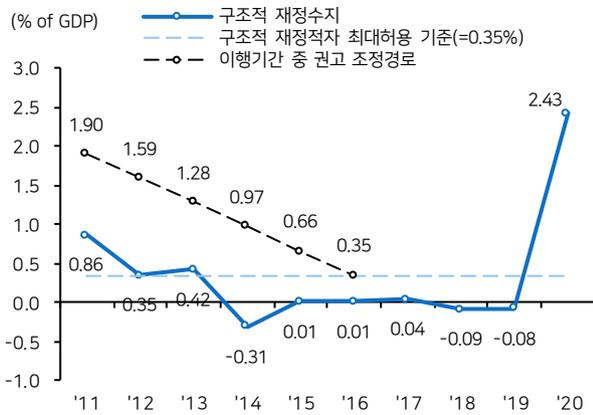
특정국의 구조적 재정수지가 이들의 중기재정 목표(Medium-Term Objective: MTO)에 부합하고, 구조적 재정적자가 GDP의 0.5%를 넘지 않을 때, 국가채무 비율이 60%를 현저히 하회하고 장기적인 재정의 지속가능성 위험이 적다면, 구조적 재정적자는 GDP의 1%까지 설정될 수 있음. 이는 과잉부채 국가가 점진적으로 채무비율을 낮추는 기준으로 작용.

이행기간이 종료되기 전에 중앙, 주 정부, 지방정부가 달성에 성공

독일은 2011~15년 구간을 시범적인 이행기간(transitional period)으로 정하면서 1) 연방정부의 2016년 GDP대비 구조적 재정적자 비율이 0.35%에 수렴할 수 있도록 하는 가이드라인을 정했고, 2) 2015년까지 구조적 재정적자가 벤치마크인 0.35%를 누적적으로 상회한 부분이 있더라도 2016년에 이를 고려하지 않기로 했다. 주(州)정부(Länder) 재정은 2020년부터 동 원칙을 적용 받도록 규정했다.

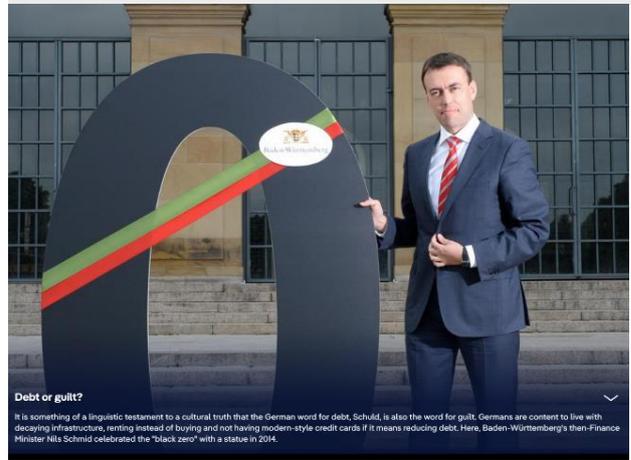
그런데 독일은 연방과 주/지방정부가 모두 2014년부터 Debt brake를 준수했을 뿐 아니라 이를 초과 달성하며 2019년까지 6년 연속 재정흑자 기초를 이어 갔다. 심지어 적자(red)을 내지 않음을 상징하는 "Black Zero(Schwarze Null)", 즉 균형재정 달성은 성과였고, 일부 지방정부에서는 기념할 만한 사안이기도 했다.

그림2 Debt Brake 이행기간의 구조적 재정적자 기준과 실제



자료: 독일 연방 재무부, "Germany's Federal Debt Rule"

그림3 재정적자를 내지 않는 것은 일부 지방정부의 치적



주: 2014년 Baden-Württemberg州 재무장관 Nils Schmid가 Black Zero를 기념하는 장면임

자료: "Father of the Black Zero: Germany's love affair with austerity", dw.com

코로나19 이후 순기능 보다 역기능 대두

Debt Brake를 준수하며 균형재정 혹은 재정흑자를 이어 갔던 2019년까지는 큰 문제가 없었다. 구조적 재정흑자에도 산출갭(Output gap)은 (+)였다. 그러나 코로나19 이후 1) 러시아-우크라이나 전쟁이 터지면서 러시아산 가스에 의존해 오던 독일의 에너지 비용이 급등했고, 2) 글로벌 교역이 Tech 중심으로 재편되는 등 불리한 경제환경이 조성되면서, 유럽의 맹주이자 제조업 강국이라는 독일 고유의 강점은 점차 약화되었다.

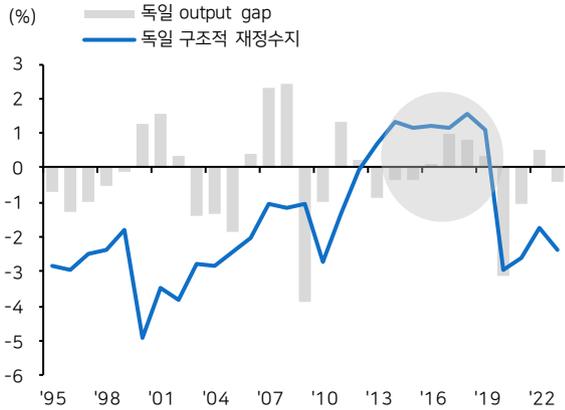
2022년 이후 독일의 경제성장세는 유로존 전체뿐 아니라 프랑스, 이탈리아, 스페인과 비교해서도 계속 뒤처지고 있다. 그리고 이는 건전재정을 고수하느라 공공투자 확대에 소극적인 정부가 경기침체를 더욱 방관한다는 비난으로 되돌아왔다. 엄격한 재정규율의 장점은 이제 지나치게 경직적이라는 비판에 직면하게 되었고, 비판에 비례하여 개혁의 목소리도 지난 수 년간 제기되어 왔다.

지난 수 년간 개혁의 필요성 커져

독일 중앙은행인 분데스뱅크는 이미 2022년부터 Debt Brake가 EU의 fiscal compact에 준하는 "구조적 재정적자/GDP 0.5% 용인" 수준까지 개정되어야 한다고 주장해 왔고, 2023년 12월 IFO의 경제전문가 서베이² 에서도 응답자의 54%가 Debt brake의 개혁 및 폐지에 찬성하면서, 1) 순투자 혹은 2) 지출의 일부를 적용 대상에서 제외할 것을 주장했다(그림 8).

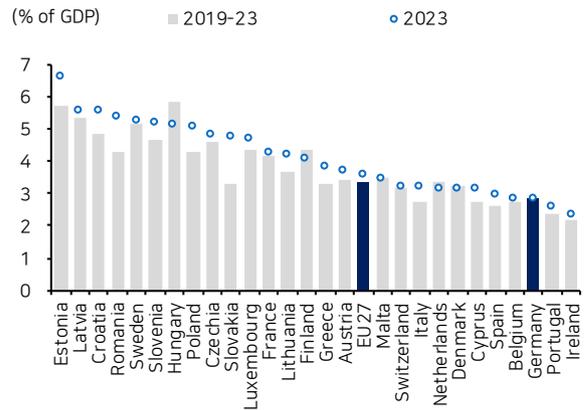
특히, 2023년 11월 헌법재판소가 코로나19 대응 목적으로 발행한 600억 유로의 미사용 부채를 기후 관련 사안에 전용하는 것을 위헌이라 판시한 것을 계기로 2024년 엄격한 재정준칙이 부활하게 됐지만, 회의적인 시각도 함께 늘었다. IFO의 2023년 12월 서베이에서는 국가채무비율이 안정화되는 것 말고 경제나 구조 개혁, 정치 안정에 별 도움이 못될 것이라는 의견이 다수를 점했다(그림 9).

그림4 독일 일반정부 구조적 재정수지와 Output gap



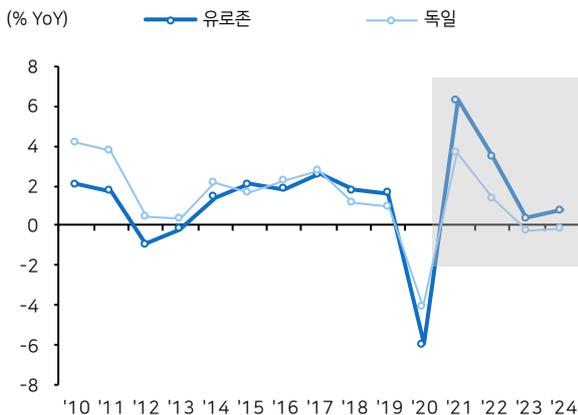
주: 일반정부 = 연방(Federal), 주(State), 지방(Municipal)을 모두 합한 개념
 자료: IMF WEO (Oct 2024), 메리츠증권 리서치센터

그림5 GDP대비 정부투자 (총고정자본형성) 비율



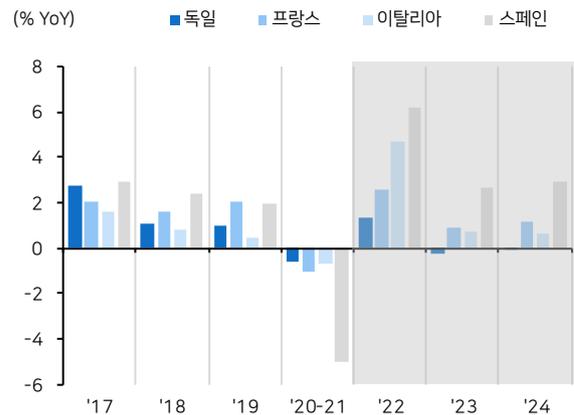
자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림6 실질 GDP성장률 비교 (1): 유로존 전체 vs 독일



자료: European Commission, 메리츠증권 리서치센터

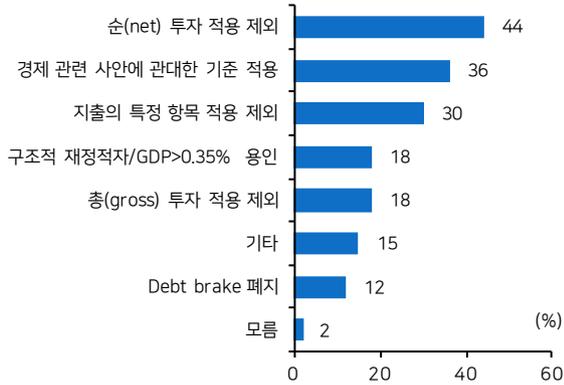
그림7 실질 GDP성장률 비교 (2): 독일 vs 유로존 주요3개국



자료: European Commission, 메리츠증권 리서치센터

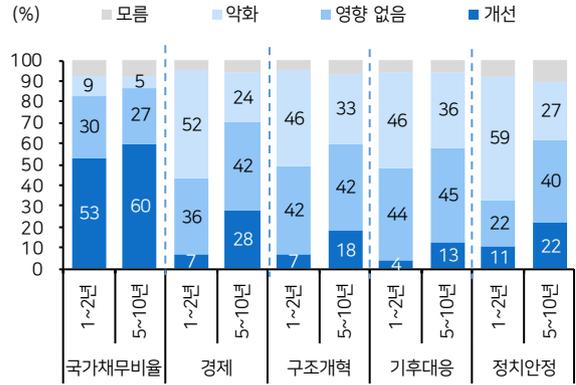
² ifo and Frankfurter Allgemeine Zeitung Economists Panel (2023년 12월)
 "The German Debt Brake – Anchor of Stability or Blocker of Investments (링크)"

그림8 Ifo survey: Debt brake의 개혁 방법



자료: ifo(2013년 12월), 메리츠증권 리서치센터

그림9 Ifo survey: '23.11월 현재판결의 경제 부문별 영향



자료: ifo(2013년 12월), 메리츠증권 리서치센터

최근 개혁 논의가 급물살을 타게 된 이유

최근에 와서 Debt Brake 개혁 논의가 본격화된 계기는 크게 두 가지로 요약된다.

- 첫째, 내부 요인으로는 Olaf Scholz 내각(사민당: SPD)의 실각과 조기총선을 들 수 있다. 독일 경제가 2023~24년 역성장하는 등 부진이 심화되는 과정에서도 자유민주당 당수인 Christian Lindner³ 전임 재무장관이 2025년 건전재정 강화를 고수하면서 민심이 더욱 이반되었다. 결국 사민당, 자민당, 녹색당의 3당 연정이 붕괴되면서 2025년 2월 23일 조기총선에까지 이르게 되었다.

재정과 경기 문제가 조기 총선의 계기가 되었기에 정부가 어떻게 부양을 할 것인지가 화두일 수 밖에 없었다. 이는 인프라 투자와 Debt Brake 개혁의 연계로 귀결되었다.

- 둘째, 대외 요인은 트럼프 행정부 2기 출범 이후 달라진 국방·외교 전략의 나비효과이다: 1) 러시아-우크라이나 종전 협상을 미국-러시아 주도로 진행하려 했고, 2) 우크라이나 일부에 대한 러시아 점유권 유지를 옹호하는 등 "Pivot to Russia"에 가까운 행보를 보였다.

미국은 NATO에 대해서도 회원국의 국방비 지출 확대를 주장하면서, 과거에 비해 관여를 덜 하거나 심지어는 탈퇴할 가능성까지 내비쳤다. 이는 유럽 내부적으로 자주국방 강화 필요성을 높이는 동시에 국방지출 확대를 자극하는 요인이 되었다.

³ Lindner 前 장관은 엄격한 재정규율을 중시하는 자유민주당(FDP)의 당수로 Scholz 내각의 연정 파트너였음

조기 총선 결과와
독일 의회 지형 변화

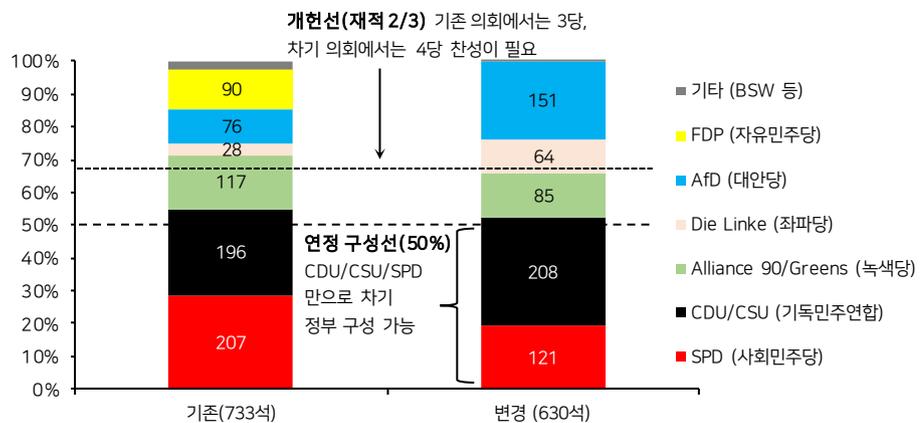
이러한 환경에서 조기 총선이 치뤄졌고, Friedrich Merz가 이끄는 기독교민주연합(CDU/CSU)이 승리(208석)하면서 4년 만에 정권을 재탈환했다. 기존 수권당인 사회민주당(SPD)은 원내 제3당(121석)으로 밀렸다. 정당별 의석 수도도 변화가 컸다. 독일을 위한 대안당(AfD, 76석→151석, 원내 제2당)과 좌파당(Die Linke, 28석→64석)이 크게 약진했다. 반면 Lindner 전 재무장관이 당수로 있는 건전재정주의의 자유민주당(FDP)은 원내 진출에 실패했다.

현행 의회 회기 종료(3/24) 전
개혁 법안 통과 필요성 커져

독일 의회의 지형 변화가 중요한 이유는, 왜 차기 의회가 아닌 현행 의회에서 Debt Brake 개혁 법안을 통과시키려 했는지와 직결되기 때문이다. 이번 개혁은 인프라 투자 기금 조성 과 국방비 증액을 골자로 하기에 헌법에 명시된 Debt Brake의 개정을 필요로 한다(재적 의원 2/3 이상 찬성 필요). 현재 개정에 찬성하는 정당은 1) 원래부터 개혁을 주장해 온 SPD와, 2) 총선 승리 이후 입장 변화가 생긴 CDU/CSU⁴, 그리고 3) Greens(녹색당)이다. 이들은 현행 의회 기준 520석을 점하여 재적 의원 2/3를 넘는다. 차기 의회로 넘어갈 경우, 개정을 반대하는 대안당(AfD)을 제외하면 좌파당이 협조해 주어야 한다.

좌파당은 원래 "Golden Rule", 즉 공공부문 순투자가 늘어나는 만큼의 적자를 용인하자고 주장해 왔고, 경직적인 Debt Brake는 폐지하자는 입장이었다. 공공 인프라를 비롯한 정부주도 투자 확대는 옹호하지만, 정당의 반군사적(anti-militarist) 성향에 기반하여 국방비 지출 확대는 강력히 반대해 왔다. 따라서 현재는 국방비 지출 확대까지 동의하는 3당 합의로 개정안을 통과시킨다는 것이 차기 총리인 CDU 당수 Merz의 입장이다. 차기 의회에서 Debt Brake의 추가 개혁이 논의될 것인데, 이미 불만이 커진 이들의 요구를 어떻게 수용하는지가 관건일 것이다.

그림10 조기 총선 ('25. 2. 23) 이후 독일 의회(Bundestag)의 의석 변화



주: 기존 의회는 3월 24일까지 유효. 새로운 의회는 3월 25일에 출범
자료: Deutsche Bundestag, 메리츠증권 리서치센터

⁴ 당초 Debt Brake가 CDU 출신의 메르켈 총리 주도로 입안된 것이었고, CDU 당내에서도 "Debt Brake는 우리 존재의 이유" 라고 이야기할 정도의 강경파가 많았음. Merz 당수가 입장 선화를 하게 된 배경은 민의의 수용, 즉, 건전재정을 옹호하는 당의 지지자들 사이에서도 Debt Brake 개혁을 옹호하는 비율(CDU 지지자의 55%)이 높아졌기 때문. (German Council on Foreign Relations(DGAP) 2025년 1월 서베이: 독일어 링크)

2. Debt Brake 개정 합의 사항 및 향후 개혁 방향

다음 내용이 3월 18일 의회(Bundestag)와 3월 21일 주정부 대표(Bundesrat) 의결을 거쳐 공표될 예정이다. 주요 내용과 당사의 해설을 함께 달았다.

국방지출 규모 확대

국방지출: "GDP대비 1%에 상응하는 부분까지만 Debt Brake를 적용하고, 그 이상의 지출에 대해서는 적용을 면제한다."

최근 20년간 연방정부 예산상의 국방비 지출은 2009년(1.0%)과 2024년(1.1%)을 제외하면 GDP대비 1%를 항상 소폭 밑돌았다(그림 11). 즉, GDP의 1%란 기존 방식에서 변화가 없을 때를 의미한다. 그 이상의 경우에 Debt Brake 적용을 면제하는 것이기에, 향후 기존에 없던 대규모 지출이 가능해졌다고 볼 수 있다.

특히, 2022년 러-우 전쟁을 계기로 마련된 특별 군사기금(기본법 87a 조항 개정 통해 1,000억 유로 "한도" 설정)이 2027년 소진될 예정이다. 일반 예산에서 국방 지출 여력을 크게 늘려 놓지 않는다면 독일 국내뿐 아니라 대외적인 요구(EU 공동방위기금 설립, NATO 국방비 증액 요구 등)에 부응하기 어려워 질 것이다.

인프라 투자 기금 설립

인프라 투자: "연방(federal), 주(state), 지방(municipal)의 인프라 투자를 위한 기금을 설립하며, 5,000억 유로 규모로 12년간 운영한다."

최초 CDU/CSU와 SPD 합의(3월 6일)에서는 민간방위, 교통, 의료, 에너지, 교육, 과학, 디지털 R&D에 10년간 5,000억 유로를 사용하고 이 중 1,000억 유로를 필요한 지방정부에 배정한다고 되어 있었다. 각론에 대해 반대하는 녹색당의 요구를 수용하는 과정에서, 운영 시한은 10년에서 12년으로 늘고, 5,000억 유로 중 1,000억 유로는 녹색 전환(Green Transition) 목적으로 사용하기로 했다. 이러한 기금의 설립 사실이 기본법에 신규조항으로 적시될 것이다.

이상의 내용은 2024년 5월, 독일 거시경제연구소(IMK/IW)에서 제시한 향후 10년간 공공투자 필요액 5,957억 유로의 84%에 준하는 금액이며, 문헌에서 제시된 내용에 지출처가 부합하고 있다(표 2). 매년 GDP의 0.8% 내외에 상응하는 금액이 인프라 투자 확충에 소요될 것으로 추정할 수 있다.

주 정부 적자 용인

주(州)정부 균형재정 원칙 변화: "미래에 주 정부도 GDP대비 0.35%까지 부채를 일으킬 수 있다."

현행 주 정부는 균형재정을 유지하도록, 지방정부는 주 정부 재정정책에 부합하도록 규정되어 있다. 실상은 연방정부 재정의 방향과 주 정부, 지방정부의 적자 및 채무비율이 함께 움직여 왔다(그림 14, 15). 주 정부가 GDP대비 0.35%까지 적자를 용인할 수 있음은 공식적인 Debt Brake의 구조적 재정적자 한도가 기존 GDP대비 0.35%에서 0.7%로 확대되는 것이다.

연말까지 항구적 개혁 재정비

추가 개혁 예고: "항구적이고 추가적인 개혁을 요하게 될 Debt Brake의 현대화를 위한 위원회를 운영 중이며, 법제화를 2025년 말까지 추진한다."

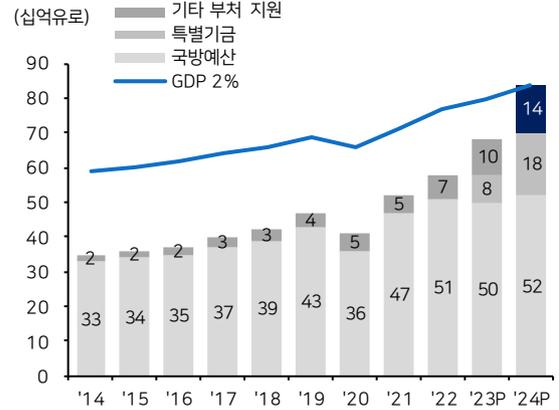
이번 개정이 인프라 투자와 국방지출에 대한 Debt Brake 예외 적용의 성격이 짙기 때문에 항구적인 규정의 현대화 작업을 연말까지 지속한다는 의미이다. 이에 대해서는 후술하도록 한다.

그림11 독일 연방정부 국방비 지출 및 GDP대비 비율



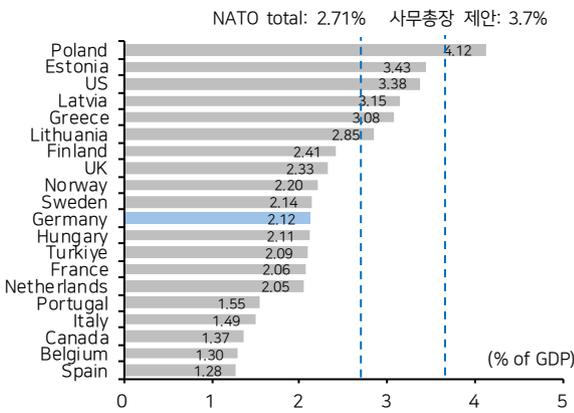
자료: 독일 연방 재무부, Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림12 독일 국방지출의 구성: 예산 + 기금 + 타부처 지원



주: 2024년은 GDP대비 2% 국방지출 맞추기 위해 타 부처에서 140억 유로 지원이 필요하다는 의미로 ifo가 2023년에 추정한 것. 실제 독일은 불용액 까지 동원하여 2024년 총 908억 유로 지출 통해 2% 타겟을 맞추었음.
 자료: ifo(2023년 9월), 메리츠증권 리서치센터

그림13 NATO 회원국의 GDP대비 국방비 지출 (2024E)



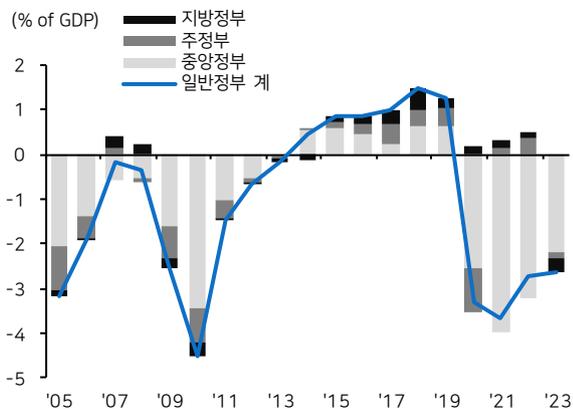
자료: "Defense Expenditure of NATO countries (2014~2024)" (Jun 2024)

표2 향후 10년간 독일 인프라 투자 필요액

구분	구분	금액 (십억유로)
지방정부 인프라투자	지방 인프라 구축	177.2
	공공교통 확장	28.5
교육	학교 종일반 확대	6.7
	대학 시설 확충	34.7
주거용 건물 건설	중앙정부 부담	36.8
전국 단위 인프라 투자	철도망 확충	59.5
	연방 고속도로	39.0
환경 보호 및 기후 적용	탈 탄소화	200.0
	기후적응 관련 지방정부 지출	13.2
계		595.7

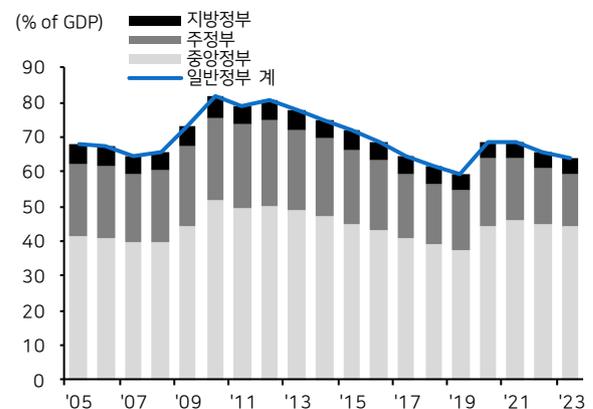
자료: IMK/IW, "Challenges for the Debt Brake" (May 2024)

그림14 독일 중앙, 주, 지방정부 재정수지 (GDP 대비)



자료: Deutsche Bundesbank, 메리츠증권 리서치센터

그림15 독일 중앙, 주, 지방정부 채무 (GDP 대비)



자료: Deutsche Bundesbank, 메리츠증권 리서치센터

향후 개혁 방향

향구적 개혁의 방법

개정안이 의회를 통과하게 되면, 구조적 재정적자 한도가 연방 및 주정부 각각 GDP대비 0.35%가 되면서 사실상 0.7%가 된다. 인프라와 관련한 특별기금 조항이 신설되어, 2022년 군사기금(Armed Forces Fund) 설립 때와 마찬가지로 5,000억 유로 조성이 합법화될 것이고, 국방비 지출의 한도는 사실상 없어진다.

특정한 사안이 발생할 때마다 재적 의원 2/3 이상의 찬성을 요하는 기본법의 개정을 통해 특별 조항을 신설하는 절차를 밟는 것이 다소 비효율적일 수 있기에, 향구적 개혁을 통해서 현대화된 건전재정을 도모하자는 것이 CDU 주도의 연정이 도모하는 중장기 개혁 방향이다.

2025년 3월 분데스뱅크 제안 GDP대비 부채비율 60%를 기준으로 0.9~1.4% 구조적 재 적자 한도를 설정

이러한 논의에 앞장서 목소리를 내 왔던 곳이 분데스뱅크이다. 분데스뱅크는 2022년에도 EU 규정을 독일에 준용하자는 주장을 하면서, GDP대비 국가채무 비율이 60% 이상일 때 구조적 재정적자를 GDP의 0.5%까지, 60% 미만일 때 1.0%까지 허용하자고 했다([2022년 보고서: 링크](#)). 2025년 3월 4일에는 최근 실정에 맞는 개혁 방향을 제시하며, 정부 투자 확대를 위한 재원 마련의 목적으로 GDP의 0.9%(국가채무비율 60% 이상)~1.4%(60% 미만)으로 구조적 재정적자 한도를 설정하자는 방안을 주장했다 (표 3, [링크](#)).

대신 조건으로, 1) 투자의 범위를 명확히 한정할 것, 2) 필요한 경우 국방비 등 특정 용처에 대해 지출 한도를 설정할 것, 3) GDP대비 부채비율이 60%를 하회하여 추가 적자 용인 한도가 열리더라도 이를 특정한 용처로 예비하지 않을 것, 4) 부채비율 60%를 기준으로 하는 EU 규율을 준수할 것 등을 명시하고 있다. 이렇게 해야 EU 내에서 독일의 재정 리더십이 더욱 명분을 얻을 수 있기 때문이다.

표3 안정적 국가재정과 투자 강화를 위한 Debt Brake 개혁 제안 (2025년 3월 4일)

구분	내용
구조적 재정적자 한도	<ul style="list-style-type: none"> ■ GDP대비 국가채무>60%일 때 0.9%, <60%일 때 1.4% ■ 0.9%는 전부 혹은 거의 정부투자 확대(정부 고정자본형성 + 국방 장비 구입 등) 재원 ■ <60%일 때 추가 0.5%p는 "low debt base" 이며, 특정 목적으로 예비될 재원 아님
투자 강화	<ul style="list-style-type: none"> ■ "투자" 의 범위를 명확히 한정할 필요 ■ 예: 정부 예산 밖에 있는 철도공사에 대한 투자는 범위에 포함. 여타 민간부문에 대한 investment grant는 범위에서 제외 ■ 필요시 입법부가 특정 용처(예: 국방)에 대한 GDP대비 지출한도 명기할 수 있음
60% 기준	<ul style="list-style-type: none"> ■ 국가채무 비율 60%를 벤치마크로 삼는 EU규정에 부합 ■ 분데스뱅크는 구조적 재정적자/GDP 1.5%에서도 채무비율이 60%를 소폭 하회할 것으로 전망* ■ 매우 보수적인 가정을 적용: 잠재성장률 0.4% + 물가목표 2% = 장기 명목성장률 2.4%
기타	<ul style="list-style-type: none"> ■ EU 재정규율이 달라진다면, debt brake의 내용도 달라질 필요 ■ EU 공동기금 출자 등 자국 국채발행 통한 재정 소요 늘어날 수 있기 때문
기금 사용과의 차이점	<ul style="list-style-type: none"> ■ 특별기금 조성은 debt brake의 근본적 개편에 대한 대안일 수는 있음 ■ 상대적으로 적용이 수월할 수 있으나, 장기 재정계획 가시성은 근본적 개편시가 더 큼

주: * 당사의 분석도 유사. 관련 내용은 윤여삼, "전략공감2.0: 티거(Tiger)의 부활, 독일 재정 부스팅" (3월 11일) 참고
 자료: Deutsche Bundesbank, "Sound Public Finances, Strong Investment: A Proposal to reforming the debt brake"

**개혁이 없다면 중장기적인
적자 한도는 크게 줄 수 있음**

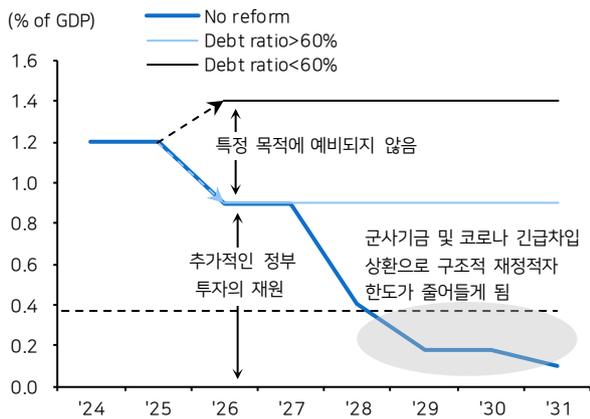
한편, 분데스뱅크는 제시된 개혁이 이루어지지 않았을 때 중장기 구조적 재정적자 한도가 당초의 GDP대비 0.35%를 크게 하회할 위험을 우려한다. 개혁이 없다면 2022년 군사기금 출자분 상황이 2028년부터 도래하며, 코로나19 대응 과정에서 긴급 차입한 부분에 대한 상황이 2031년부터 가속화된다(2030년까지 매년 90억 유로, 2031년 이후 140억 유로). 따라서 개혁을 할 때 상기한 상황부담을 덜어 내는 조항을 같이 산입할 필요성도 제시한다(그림 16).

분데스뱅크는 Debt Brake를 보다 지속 가능한 방법으로 개혁하자는 입장이며, 폐지를 원하는 진영은 아니다. 이들은 코로나19 이후 마련된 여러 특별기금이 임시 방편적 대안이 될 수는 있지만, 장기 재정계획 가시성을 떨어뜨릴 뿐 아니라 재정 규율을 유명무실하게 만들 수 있다고 여러 차례 경고해 왔다. 오히려 정부가 운영하는 여러 기금들의 투명성을 제고하는 방향으로 가야 한다는 입장이다⁵.

**정치적 합의:
무엇을 주고 받을 수 있는가?**

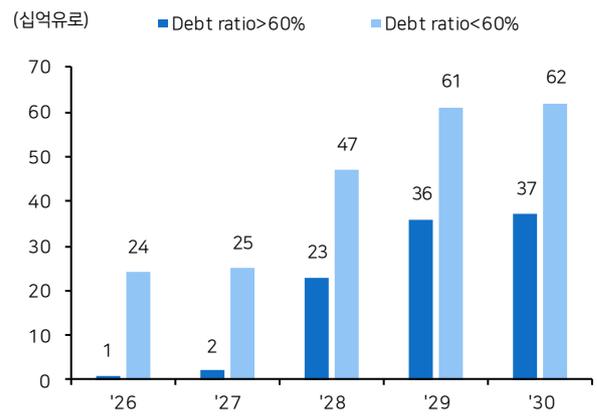
중장기 개혁으로 가는 과정에는 정치적 합의가 필요하다. 차기 의회에서는 극좌(Die Linke, 좌파당)와 극우(AfD: Alternative für Deutschland, 대안당)의 목소리가 커진다. 대안당이 경직적인 재정규율을 계속 옹호하며 추가 개혁에 반대 목소리를 낸다면, Merz가 주도하는 연정은 이번 기본법 개정에서 합의한 녹색당과 원론적인 개혁 찬성 입장을 보여 온 좌파당을 끌어 안아야 한다. 이 경우 녹색당이 3월 합의에서 주장한 국방비의 범위를 국가안보 개념(사이버 테러, 공급망 확보)으로 확대시켜 GDP의 1.5% 초과분에 대한 Debt Brake 면제를 수용하거나, 좌파당이 주장하는 공공투자 추가 확대 혹은 배분 개편 등을 고려할 수 있을 것이다.

그림16 개혁 시나리오에 따른 중장기 구조적 재정적자 한도



자료: Deutsche Bundesbank (Mar 2025), 메리츠증권 리서치센터

그림17 개혁시 현행 대비 추가 차입할 수 있는 연도별 한도



자료: Deutsche Bundesbank (Mar 2025), 메리츠증권 리서치센터

⁵ Deutsche Bundesbank(2023), "The growing significance of central government's off-budget entities" ([링크](#))
Table 5.2 & 5.3 of Deutsche Bundesbank(2024), Public finances, Monthly Report, August 2024 ([링크](#))

3. 유럽 경제에 대한 추가 논점 점검

경제전망과 통화정책 시사점

독일 경기회복 전망과
유로존 경제전망 상향 조정

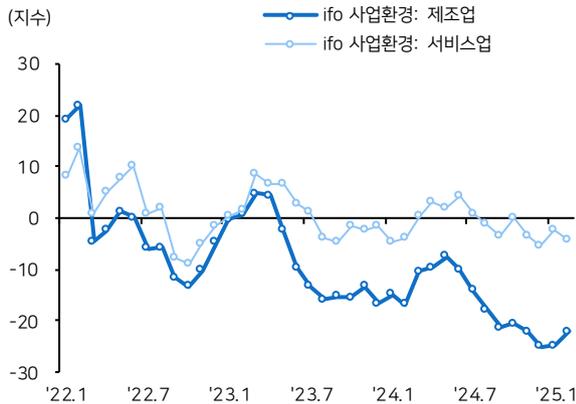
이번 Debt Brake 개혁에 따른 인프라 투자 및 국방지출 확대에 힘입어 독일 경제는 2년간의 역성장을 끝내고 2025년 이후 정(+)의 성장세로 복귀하게 될 것이다. 매년 인프라와 국방비에 각각 GDP의 0.8%와 0.9%⁶가 투입되고, 보수적인 재정승수 0.5(문헌에 따라 4분기 동안 재정승수 0.4~0.7로 추정)와 금리 상승에 따른 일부 구축효과 등을 고려, 2025~26년 독일 GDP 성장률은 컨센서스인 0.3%와 1.0%보다 소폭 높은 0.4%와 1.2%로 제시한다(2024년 -0.2%).

이를 반영, 2025~26년 유로존 성장률 전망은 기존 0.9%와 1.2%에서 1.0%와 1.4%로 상향 조정한다. 2026년 이후 경제전망은 분데스뱅크가 주장한 중장기 Debt Brake 개혁 채택과 이행 여하에 따라 추가 조정 가능성도 남아 있다.

ECB는 6월까지 금리인하 후
마무리

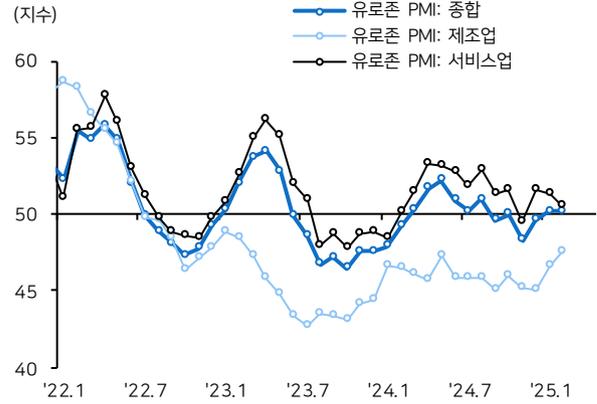
올해 경제전망 상향조정 폭이 제한적인 것은 정책 시차 때문이다. 당장 Debt Brake의 한도를 올리더라도 국채 발행을 통한 조달과 프로젝트의 집행에는 수 개월의 시간이 소요될 것이다. 따라서 올해 상반기까지는 통화정책의 역할이 필요하다는 생각이다. ECB가 3월 수정 경제전망에서 Headline 물가전망을 높인 반면, Core 전망을 낮추며 기초적 인플레이션 안정에 대한 확신을 보여준 점을 고려해 보았을 때, 1) 4월과 6월 25bp 인하와 2) 예치금리가 중립수준으로 인식되는 2.00%에 도달한 이후 인하 중단이라는 당사의 기본 시나리오는 유효하다 하겠다.

그림18 독일 ifo 경제환경 지수: 제조업 vs 서비스업



자료: ifo Institute, 메리츠증권 리서치센터

그림19 유로존 종합, 제조업, 서비스업 PMI



자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

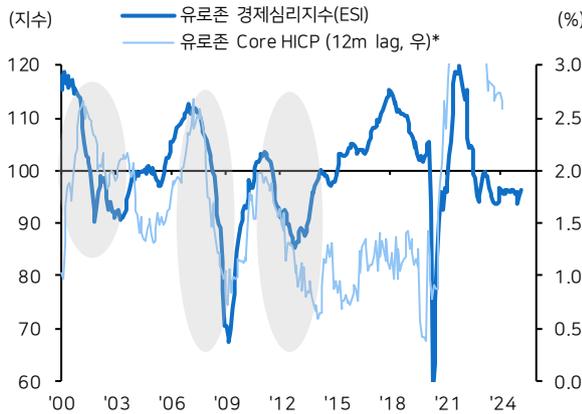
⁶ ReArm Europe 8,000억 유로 중 미사용 기금 1,500억 유로를 제외한 6,500억 유로를 개별 회원국의 국채발행으로 충당한다는 가정. 이 때 개별국의 국채발행액은 명목GDP에 비례한다고 가정하면, 독일의 경우 2024년 유로존 명목GDP의 24%로 1,561억 유로 부담. 4년으로 나누면 390억 유로, 2024년 GDP의 0.91%에 준함

재정정책이 인플레이 부활로 연결될 가능성은 낮아 보임

한편, 이번 독일의 Debt Brake 개혁과 앞으로의 항구적 개편이 인플레이 부활을 통해 ECB의 금리인상을 유발할 것이라는 일부의 주장에는 동의하지 않는다. 만약 재정정책이 없었더라면 중기적으로 Output gap이 (-)인 상태가 지속되면서 인플레이션의 언더슈팅 위험을 걱정해야 하는 단계였기 때문이다. 2025~27년까지 Output gap을 균형 혹은 소폭의 (+) 상태에 있게 만드는 정책대응을 통해 2%에 근접한 인플레이션 흐름이 장기화되는 그림이 유력하다고 생각한다.

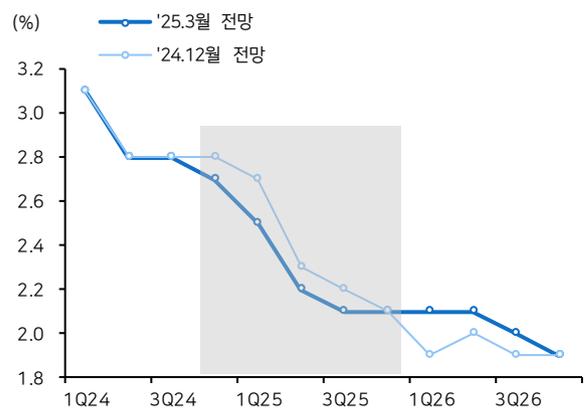
독일 국채금리 3%대 진입 및 안착도 1) 성장세 제고에 대한 확신 및 2) 인플레이션 기대가 좀 더 부각되어야 한다고 본다. 그 조건은 항구적 개혁 어젠다의 충족과 Debt Brake 한도의 영구 상향 조정(분데스뱅크 안)과 민간의 자생적 회복력 강화일 것이다. 이르면 2027년 정도가 그 시점이 될 것으로 예상된다.

그림20 유로존 경제심리지수와 Core HICP 상승률



주: * 신선품/에너지 제외. 회색 음영은 Output gap이 (-)였던 구간임
자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림21 ECB 유로존 핵심물가 (HICPX) 전망 변화



자료: ECB Staff Macroeconomic Projections, 메리츠증권 리서치센터

EU 재정규율 훼손 아님.
재정건전성 절대 확보 노력은 반드시 필요

독일의 Debt Brake 개혁이 EU 재정규율의 훼손을 가져올까?

우리는 독일의 Debt Brake 개혁이 유럽 재정규율의 훼손을 가져올 것으로 생각하지 않는다. 오히려 경직적인 재정규율을 고수했던 독일이 오히려 EU 기준에 수렴하는 행보를 보이는 것으로 이해한다. EU의 재정규율은 1) SGP에서 정한 "GDP 대비 재정적자 3%, 국가채무 60% 이내 관리" 라는 원칙 하에, 2) 구조적 재정적자 한도(부채비율 60% 이상이면 GDP의 0.5%, 미만이면 1.0%)를 정하고, 3) 부채비율이 60~90%인 국가가 매년 0.5%pt, 90% 이상인 국가가 매년 1%pt씩 비율을 낮춘다는 협약으로 요약된다(EU framework for fiscal policies: [링크](#)).

통합된 EU를 유지하기 위해서는 절대적인 재정건전성 확보 노력이 필수적이다. 질서 없는 적자 혹은 채무의 용인은 국가별 금리차이와 펀더멘털의 차이 확대로 귀결될 수 밖에 없기 때문이다. 부채비율이 높은 나라는 적자국채 발행의 상당 부분을 이자상환에 사용해야 한다. 때문에 부양을 하거나 투자를 할 수 있는 여력이 제약이 생길 수 밖에 없다.

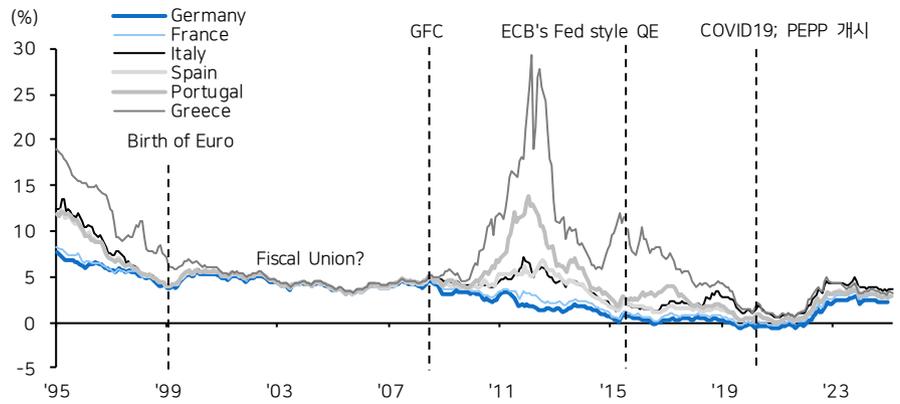
유럽 전반의 금리 급등 위험 제한적

프랑스 등 과잉채무 조정 프로그램 대상 국가들은 EU에서 규정한 특별한 사안 (예: 국방지출)을 제외하면 부채비율을 낮추기 위한 긴축재정을 가져가야 한다. 반면 빚을 좀 더 내야 한다면 재정건전성 측면에서 우위에 있는 국가들이 부담하는 것이 합리적일 수 있고, 그래서 독일의 결정이 환영 받는 것 같다. 우리는 유럽 전역에 걸친 금리 급등 위험이 제한적일 가능성에 무게를 실는다.

향후 Frugal 4의 역할 기대

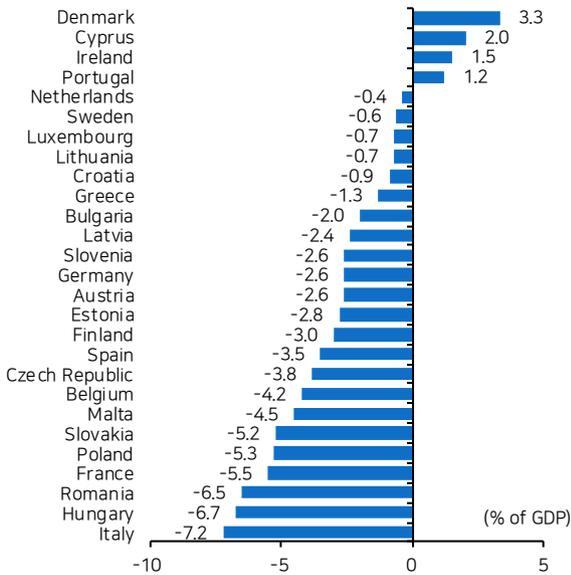
통념과 달리, 독일 이상으로 SGP를 충실히 이행해 온 나라들이 많다. 근검절약 4인방(Frugal 4)이라 불리는 오스트리아, 덴마크, 네덜란드, 스웨덴이 대표적이다. 스웨덴의 경우 코로나19를 제외하고 지난 20년간 한 차례도 SGP를 위반한 적이 없었다(표 4~5). 향후 EU공동기금 확대 등의 사안에서 이들 역할을 주목한다.

그림22 유럽 주요국의 10년물 국채 금리 추이



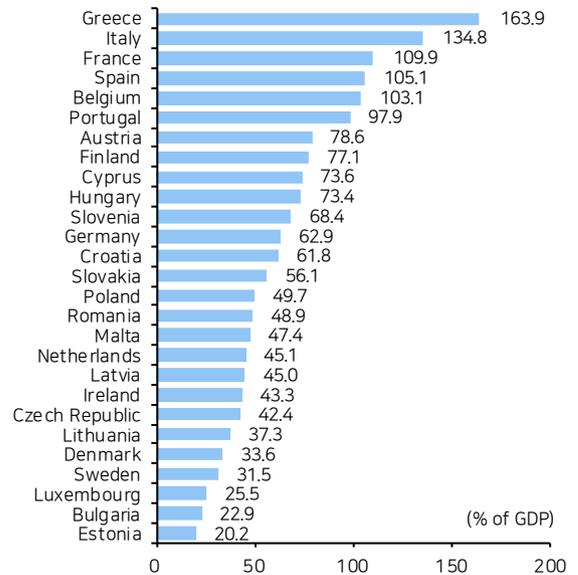
자료: CEIC data, 메리츠증권 리서치센터

그림23 주요국 일반정부 재정수지 비율 (2023)



자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림24 주요국 일반정부 채무 비율 (2023)



자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

표4 SGP compliance: 일반정부 재정적자 비율 < 3% 준수 여부

지역	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23
Austria	Y	Y	Y	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	N	N	N	Y
Belgium	Y	Y	Y	Y	N	N	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y	N	N	N	N
Bulgaria	Y	Y	Y	Y	N	N	Y	Y	Y	N	Y	Y	Y	Y	Y	N	N	Y	Y
Croatia	N	Y	Y	Y	N	N	N	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	N	Y	Y	Y
Cyprus	Y	Y	Y	Y	N	N	N	N	N	N	Y	Y	Y	N	Y	N	Y	Y	Y
Czech Republic	N	Y	Y	Y	N	N	Y	N	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	N	N	N	N
Denmark	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	N	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Estonia	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	N	Y	Y	Y
Finland	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	N	Y	Y	Y	Y	Y	N	Y	Y	N
France	N	Y	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	Y	Y	N	N	N	N
Germany	N	Y	Y	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	N	N	Y	Y
Greece	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	N	N	Y	Y
Hungary	N	N	N	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	N	N	N	N
Ireland	Y	Y	Y	N	N	N	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y	N	Y	Y	Y
Italy	N	N	Y	Y	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	N	N	N	N
Latvia	Y	Y	Y	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	N	N	N	Y
Lithuania	Y	Y	Y	N	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	N	Y	Y	Y
Luxembourg	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	N	Y	Y	Y
Malta	Y	Y	Y	N	N	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	N	N	N	N
Netherlands	Y	Y	Y	Y	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	N	Y	Y	Y
Poland	N	N	Y	N	N	N	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y	N	Y	N	N
Portugal	N	N	Y	N	N	N	N	N	N	N	N	Y	N	Y	Y	N	Y	Y	Y
Romania	Y	Y	Y	N	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y	Y	N	N	N	N	N
Slovakia	Y	N	Y	Y	N	N	N	N	Y	N	Y	Y	Y	Y	Y	N	N	Y	N
Slovenia	Y	Y	Y	Y	N	N	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y	N	N	N	Y
Spain	Y	Y	Y	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	Y	N	N	N	N	N
Sweden	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	N	Y	Y	Y

자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

표5 SGP compliance: 일반정부 채무비율 < 60% 준수 여부																			
지역	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23
Austria	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Belgium	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Bulgaria	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Croatia	Y	Y	Y	Y	Y	Y	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Cyprus	N	Y	Y	Y	Y	Y	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Czech Republic	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Denmark	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Estonia	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Finland	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
France	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Germany	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	Y	Y	N	N	N	N
Greece	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Hungary	Y	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Ireland	Y	Y	Y	Y	N	N	N	N	N	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Italy	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Latvia	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Lithuania	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Luxembourg	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Malta	N	N	N	N	N	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Netherlands	Y	Y	Y	Y	Y	Y	N	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Poland	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Portugal	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Romania	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Slovakia	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Slovenia	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Spain	Y	Y	Y	Y	Y	Y	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Sweden	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y

자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

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.