

## 德国大选：结果解读、影响预测指南



报告发布日期 2021年09月22日

## 研究结论

2021 德国大选在即，选举结果预计不日公布，而后续联合政府组建、组阁的艰难进程，则最终决定德国在后默克尔时代的政治政策走向。围绕大选的选情理解、联合政府组建的情景预测、未来政治政策走向对市场的主要影响，本文展开简析，帮助读者构建在投资端对本次大选的必要理解及对潜在市场影响的准备。

- **德国大选：选什么？** 德国大选本身选出联邦议会议员。此后，依照惯例，德国总理将由选举结果中的多数党领袖担任。而在大选当中获得了议会主要席位数量的政党，将经由协商、博弈，组成联合政府，共同开启一个新政治周期。
- **大选在即，选情如何？** 政坛明星的离开，导致本届选举选情非常焦灼。三大政党交替领跑，8月份以来，社民党支持率加速上升，成为选前冲刺阶段最重要的形势变化。最终民调显示，社民党成为选前民调支持率最高的党派。但是大党优势不显著，多数党地位归属仍不明。党派间支持率差值很小，难以预测谁将成为第一大政党并推举德国总理。
- **联合政府组合方式，才最终决定未来政策走向预期。** 大选投票结果和相应的议席分配，仅是德国换届的第一重竞争和博弈，第二重博弈则是各政党基于自身实力、政治立场，合纵连横之后，确定的新一届联合政府的组合方式。由于各政党政治立场各有不同，具体政策主张甚至常常相互冲突。因此，联合政府组合的形式才最终决定了对未来德国政治政策走向的预期判断。
- 影响联合政府组合选项的逻辑主要来自于三个层次：首先，加总的政治势力始终是优先考量；第二，政党政策主张与政治立场；第三，政府和政策主导权的争夺。综合三层逻辑，我们在报告中罗列了可能性较高的新政府组合形式，并按照可能性进行排列。
- **市场影响：左翼政府上台或助推欧洲利率走高，欧元走向取决于美欧政策相对强度。** 截至目前，本届德国大选最明确的趋势是左翼政治力量崛起——进一步左转的社民党、左翼的绿党均有支持率跃升，且社民党实现领跑，有望推举下一任德国总理。
- 相较于过往执政的默克尔和她背后的联盟党，德国左翼政党拥有更加积极的社会政策主张，转化到投资语言，这意味着扩张性的财政政策预期。鉴于欧洲财政刺激整体上仍处于早期阶段，如果未来左翼的德国政府上台，有较大概率以欧盟核心和领导国的身份，加速德国和整个欧洲的财政扩张进程。财政扩张加速叠加货币收紧趋势显现，可能会助推德国和欧洲债券收益率水平在将来呈现更加明显的走高趋势。
- 汇率方面，美元指数自6月以来持续走强，也对应到欧元的相对弱势，虽然后续欧洲财政、货币双双偏软的政策格局有望改变，但是美国财政扩张、货币紧缩的预期仍然可能相对更强，未来仍然难言欧元偏弱格局的扭转。
- 此外，大选对德国/欧洲的政治、外交立场影响相对有限：对华强硬的自民党、绿党即使加入联合政府，也大概率处于从属地位，而领跑的社民党、联盟党均坚持务实的对华政策立场。
- 绿党大概率入阁，在德国，一个环保政府的成立，已经是箭在弦上。这将有助推碳中和在全球范围的政策共振。

## 风险提示

- 本届德国大选选情焦灼，民调数据误差可能引致错误的预测结果

**证券分析师** 王仲尧  
021-63325888\*3267  
wangzhongyao1@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860518050001  
香港证监会牌照：BQJ932

**证券分析师** 孙金霞  
021-63325888\*7590  
sunjinxia@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860515070001

**证券分析师** 曹靖楠  
021-63325888\*3046  
caojingnan@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520010001

**联系人** 陈玮  
  
chenwei3@orientsec.com.cn

## 相关报告

Taper 靴子落地仅一步之遥：——9月 2021-09-23  
FOMC 会议点评  
疫情反弹对就业影响浮现，而市场或已有预期：——8月美国非农数据点评 2021-09-05  
乐观情形下年内可启动 taper：Jackson 2021-08-30  
Hole 央行峰会的影响与展望

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

1 德国大选：选什么？ .....	4
2 大选在即，选情如何？ .....	5
三大政党交替领跑 .....	5
大党优势不显著，多数党地位归属仍不明 .....	5
3 联合政府组合方式，才最终决定未来政策走向预期 .....	6
主要政党的政治立场 .....	6
联合政府组合的三个逻辑 .....	7
首先，加总的政治势力始终是优先考量 .....	7
第二，政党政策主张与政治立场 .....	7
第三，政府和政策主导权的争夺 .....	8
未来联合政府组合的几种可能性预测 .....	8
4 市场影响：左翼政府上台或助推欧洲利率走高，欧元走向取决于美欧政策相 对强度 .....	9
若左翼上台，或强化宽财政政策取向 .....	9
叠加货币政策收紧趋势，助推欧洲利率继续走高，欧元走向取决于美欧政策相对强度 .....	10
大选对德国/欧洲的政治、外交立场影响相对有限 .....	11
绿党大概率入阁，新环保政府强化碳中和的全球政策共振 .....	11
风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1: 德国联邦议会选举机制示意图.....	4
图 2: 一年以来德国大选各政党的民调支持率变化.....	5
图 3: 2017 年德国大选选前民调的支持率.....	6
图 4: 2021 年德国大选选前民调支持率（其中第一行是截至 9 月 20 日的最新民调数据）.....	6
图 5: 主要政党的政治立场坐标（蓝色为右翼政党，红色为左翼政党）.....	6
图 6: 四大政党及其候选人的政治政策立场.....	7
图 7: 联合政府组合的几种可能性列举.....	8
图 8: 德国财政赤字率、负债率（%）.....	9
图 9: 欧洲财政刺激计划主要内容（亿欧元）.....	10
图 10: 欧洲财政刺激计划流程和进度示意.....	10
图 11: 2021 德、美 10 年期国债收益率走势（%）.....	11
图 12: 2021 欧元兑美元汇率及美元指数走势.....	11

2021 德国大选在即，选举结果预计不日公布，而后续联合政府组建、组阁的艰难进程，则最终决定德国在后默克尔时代的政治政策走向。

围绕大选的选情理解、联合政府组建的情景预测、未来政治政策走向对市场的主要影响，本文展开简析，帮助读者构建在投资端对本次大选的必要理解及对潜在市场影响的准备。

## 1 德国大选：选什么？

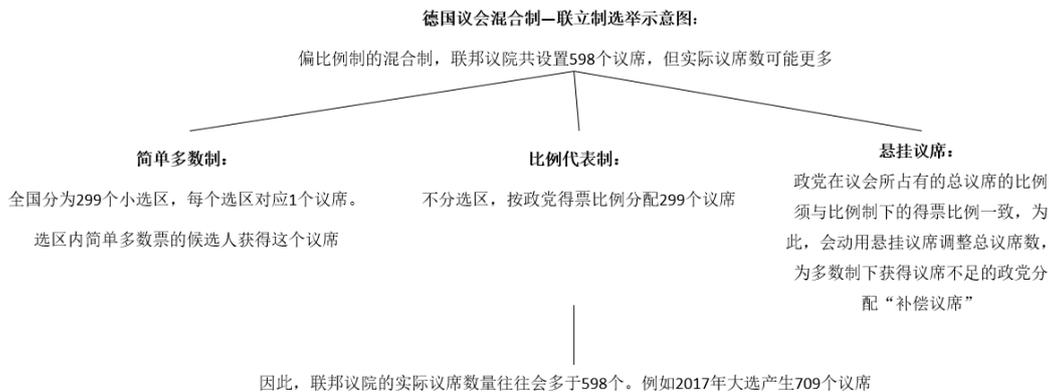
德国是议会共和制政体，德国的大选其实就是德国联邦议会的选举。

德国大选本身选出联邦议会议员。此后，依照惯例，德国总理将由选举结果中的多数党领袖担任。而在大选当中获得了议会主要席位数量的政党，将经由协商、博弈，组成联合政府，共同开启一个新的政治周期。

德国议会标准议席设置为 598 席，每位选民投 2 张票。第一张票投给所在选区候选人，全国划分的 299 个小选区各自选出选区内获票最多的候选人；第二张票投给政党，不分选区，按政党的得票比例再分配 299 个议席。最后用悬挂议席来补偿政党较比例代表制投出缺失的议席数量。因此最终产生的议会席位通常大于 598 席。

在德国统一后，多数情况下联合政府由 2-4 个政党执政，极少数情况一党执政。需要特别一提的是，经历过特殊历史的德国，对极端政党崛起、做大警惕性较强，因此规定得票率高于 5% 的政党才有资格进入议会。因此只有取得一定支持率的政党，才有可能对德国政治政策走向产生影响。

图 1：德国联邦议会选举机制示意图



数据来源：Wiki、东方证券研究所

从 3 月到 9 月，德国共有六个州级行政单位举行议会选举，比照各政党在各州的历史战绩，州级选举结果对大选结果有一定的指导意义。而德国大选最终将在 9 月 26 日举行，数日后确定选举结果和议会席位分配，从而决定总理默克尔的继任者，以及联合政府的政党组成。

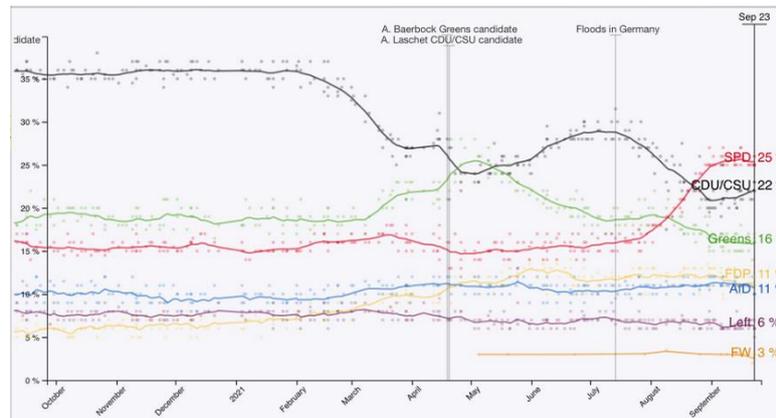
## 2 大选在即，选情如何？

此次大选划定了后默克尔时代的起点，也因此，政坛明星的离开，导致本届选举选情非常焦灼。

### 三大政党交替领跑

自选举和民调启动以来，至少有联盟党（默克尔所属政党，中右翼）、绿党（左翼，环保主义）、社民党（中左翼）三支政党曾经在选情当中领跑。8月份之前，联盟党、绿党交替领跑，8月份以来，社民党支持率加速上升，成为选前冲刺阶段最重要的形势变化。最终，截至9月20日当周民调显示，社民党（图表中缩写为SPD）支持率已经超越联盟党、绿党，录得25%，成为民调支持率最高的党派。

图2：一年以来德国大选各政党的民调支持率变化



数据来源：Politico、东方证券研究所

### 大党优势不显著，多数党地位归属仍不明

默克尔时代，德国大选选情相对明朗。在选前，第一大党与第二大党、大党与中小党派之间，往往相互可以拉开10pct以上的支持率差值（见2017选前民调饼图）。但是截至目前，分列民调第一、第二的社民党（SPD）、联盟党（CDU/CSU）支持率分别录得25%、22%，差值仅3pct，也就是说，尚且难以预测下一任德国总理出自哪一党派，而这一要素，在对未来德国政治政策走向的预测当中是关键。分列第三、第四的绿党（GRÜNE）、自民党（FDP）支持率也分别有15%、12%，与第一梯队两支政党差距，显著小于往届选举情形。此外，偏极端的左翼党（Linke）和选择党（AfD）也有一定的民调支持率，但是由于其极端性，选举后被纳入政府执政的可能性较小。

图 3：2017 年德国大选前民调的支持率



数据来源：INSA、东方证券研究所

图 4：2021 年德国大选前民调支持率（其中第一行是截至 9 月 20 日的最新民调数据）

Datum	CDU/CSU	SPD	GRÜNE	FDP	LINKE	PIRATEN	FW	AFD	Sonstige	Befragte	Zeitraum
20.09.2021	22 %	25 %	15 %	12 %	6,5 %	-	-	11 %	8,5 %	○ · 2.054	17.09.-20.09.
18.09.2021	21 %	26 %	15 %	12 %	6 %	-	3 %	11 %	6 %	TOM · 1.502	13.09.-17.09.
13.09.2021	20,5 %	26 %	15 %	12,5 %	6,5 %	-	-	11,5 %	8 %	○ · 2.062	10.09.-13.09.
11.09.2021	20 %	26 %	15 %	13 %	6 %	-	-	11 %	9 %	TOM · 1.152	06.09.-10.09.
06.09.2021	20,5 %	26 %	15,5 %	12,5 %	6,5 %	-	3 %	11 %	5 %	○ · 2.052	03.09.-06.09.
04.09.2021	20 %	25 %	16 %	13 %	7 %	-	-	12 %	7 %	TOM · 1.427	30.08.-03.09.
30.08.2021	20 %	25 %	16,5 %	13,5 %	7 %	-	-	11 %	7 %	○ · 2.015	27.08.-30.08.
28.08.2021	21 %	24 %	17 %	13 %	6 %	-	-	11 %	8 %	TOM · 1.247	23.08.-27.08.
23.08.2021	23 %	23 %	17 %	13 %	7 %	-	-	11 %	6 %	○ · 2.119	20.08.-23.08.
21.08.2021	22 %	22 %	17 %	13 %	7 %	-	-	12 %	7 %	TOM · 1.352	16.08.-20.08.
16.08.2021	25 %	20 %	17,5 %	12,5 %	6,5 %	-	-	11 %	7,5 %	○ · 2.080	13.08.-16.08.
14.08.2021	25 %	20 %	18 %	12 %	7 %	-	-	11 %	7 %	TOM · 1.450	09.08.-13.08.
09.08.2021	25,5 %	17,5 %	17,5 %	12,5 %	6,5 %	-	3,5 %	11,5 %	5,5 %	○ · 2.118	06.08.-09.08.
07.08.2021	26 %	18 %	18 %	12 %	7 %	-	-	11 %	8 %	TOM · 2.002	02.08.-06.08.
02.08.2021	27,5 %	18 %	18 %	13 %	7 %	-	-	11 %	5,5 %	○ · 2.090	30.07.-02.08.
31.07.2021	27 %	17 %	18 %	13 %	6 %	-	-	11 %	8 %	TOM · 1.196	26.07.-30.07.
26.07.2021	27 %	17,5 %	17,5 %	13 %	6 %	-	-	12 %	7 %	○ · 2.007	23.07.-26.07.
24.07.2021	27 %	17 %	18 %	13 %	7 %	-	-	11 %	7 %	TOM · 1.316	19.07.-23.07.

数据来源：INSA、东方证券研究所

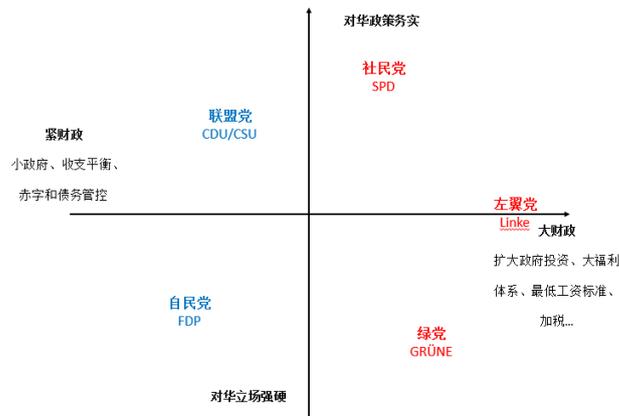
### 3 联合政府组合方式，才最终决定未来政策走向预期

如我们在第一部分所述，大选投票结果和相应的议席分配，仅是德国换届的第一重竞争和博弈，第二重博弈则是各政党基于自身实力、政治立场，合纵连横之后，确定的新一届联合政府的组合方式。由于各政党政治立场各有不同，具体政策主张甚至常常相互冲突。因此，联合政府组合的形式才最终决定了对未来德国政治政策走向的预期判断。

#### 主要政党的政治立场

首先我们需要大致了解入围本次选举几支政党的基准政治立场。以传统的政治光谱划分，几支政党可以划分为左翼、中左、中右和右翼。从而在市场最关注的外交（对华政策、对欧盟态度）和社会经济政策立场上，此次选举中主要政党大致在以下的坐标系当中作如是分布——

图 5：主要政党的政治立场坐标（蓝色为右翼政党，红色为左翼政党）



数据来源：Wiki、东方证券研究所

在竞选过程当中，四个最大概率进入未来联合政府的政党及其候选人的政治政策立场主张表述整理如下——

图 6：四大政党及其候选人的政治政策立场



<b>总理候选人</b>	奥拉夫·朔尔茨 (Olaf Scholz)	阿敏·拉舍特 (Armin Laschet)	安娜琳娜·贝克伯 (Annalena Baerbock)	克里斯蒂安·林德纳 (Christian Lindner)
<b>政党</b>	德国社会民主党 SPD	联盟党(基民盟、基社盟) Union(CSU/CDU)	绿党 Grüne	自由民主党 FDP
<b>民调支持</b>	25%	22%	15%	12%
<b>意识形态</b>	社会民主主义	基督教民主主义、自由保守主义	绿色政治	经济自由主义、古典自由主义
<b>政治立场</b>	中间偏左 (加强福利体系, 应对气候变化, 提高工人薪资, 加大政府投资, 提高欧元区对经济危机的韧性)	中间偏右 (强化欧盟, 支持移民, 对普京政府持温和立场)	中间偏左 (关注气候问题, 对能源转型和妇女政策有研究, 强化欧盟, 统一欧洲外交政策)	中间偏右 (支持自由市场经济, 尽量减少国家干预, 关注教育议题, 改善德国科技基建)
<b>对华态度</b>	曾表示, 德国和中国已经是关键的贸易伙伴, 它们需要相互学习并共同努力发展数字经济	希望与中国建立更紧密的关系, 反对将华为排除在德国5G网络	认为在人权议题上, 欧盟必须运用自己的经济力量作为杠杆, 为投资协定设置谈判条件, 保证中国为欧洲企业提供法治安全	重视中国崛起带来的挑战, 曾会晤香港反对派, 在人权问题、香港问题上反对中国, 支持增加对华施压

数据来源: Wiki、INSA、东方证券研究所

可以看到, 名列第一、第三的社民党、绿党属于中左和左翼政党, 在社会经济领域均有更加积极的政策主张, 第二、第四的联盟蛋糕、自民党则属于中右、右翼, 财政立场比较保守, 相对主张小政府的经济社会治理逻辑。而在外交特别是对华政策方面, 社民党、联盟党两支大党均相对亲和、务实, 而绿党、自民党两支小党则强硬。

## 联合政府组合的三个逻辑

从过去德国大选后的组阁经验来看, 我们总结影响联合政府组合选项的逻辑主要来自于三个层次——

### 首先, 加总的政治势力始终是优先考量

具体来说, 对应用到政府中的各政党, 在联邦议会当中获得加总过半数的席位, 形成多数政府, 否则无论政府内部政策立场是否统一, 政策本身都很难在立法层面上推进、落地。

### 第二, 政党政策主张与政治立场

通常来说, 主要政党倾向于选择与自身政治政策立场接近的政治盟友进入联合政府, 以避免政府内部左右互搏的不必要阻力。所以基准情形下左翼政党与左翼亲和, 右翼政党与右翼亲和。

### 第三，政府和政策主导权的争夺

但是在政党之间的政治力量接近的情况下，过去的德国政治经验证明，选择一个强大的立场接近的盟友，还是一个羸弱的立场对立的对手进入政府，通常会成为主导组阁的多数党真实的烦恼。强大的“盟友”随时有可能夺走政治舞台灯光的聚焦，或者在立场分歧时，摇身一变成为政策推进的强力阻碍。

上一届红黑联盟（联盟党+社民党）也恰是在政治力量势均力敌的情形下组阁，而后频繁爆发摩擦和政策分歧，最终使得多数人在换届后不再看好红黑联盟重现的可能性。

因此，在我们的分析当中，在保障了第一逻辑（加总能够成为多数政府）的前提下，我们认为中小政党反而具有更高的进入联合政府的可能性。

### 未来联合政府组合的几种可能性预测

综合我们分析的三层逻辑，下一届德国联合政府，从可能性的高到低排列，主要有如下可能性较高的组合形式——

图 7：联合政府组合的几种可能性列举

组合	政党	政治光谱	势力格局	现有支持率加总	有望组成多数政府
1	社民党+绿党+自民党	双左翼+右翼	社民党独大	52%	√
2	社民党+绿党+左翼党	纯左翼	社民党独大	47%	√
3	联盟党+自民党+绿党	双右翼+左翼	联盟党独大	49%	√
4	社民党+联盟党+绿党	双左翼+右翼	两党均势	62%	√
5	社民党+联盟党+自民党	双右翼+左翼	两党均势	59%	√
6	社民党+联盟党	左翼+右翼	两党均势	47%	√

数据来源：INSA、东方证券研究所

上表中罗列的组合可能性，在选战中支持率的加总都在 50%上下，从而有望组建出多数政府，这是我们对联合政府组合预测的前提逻辑。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_27149](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27149)

