

德国为欧洲点亮曙光

——2020年欧元区经济展望之一

宏观深度

分析师

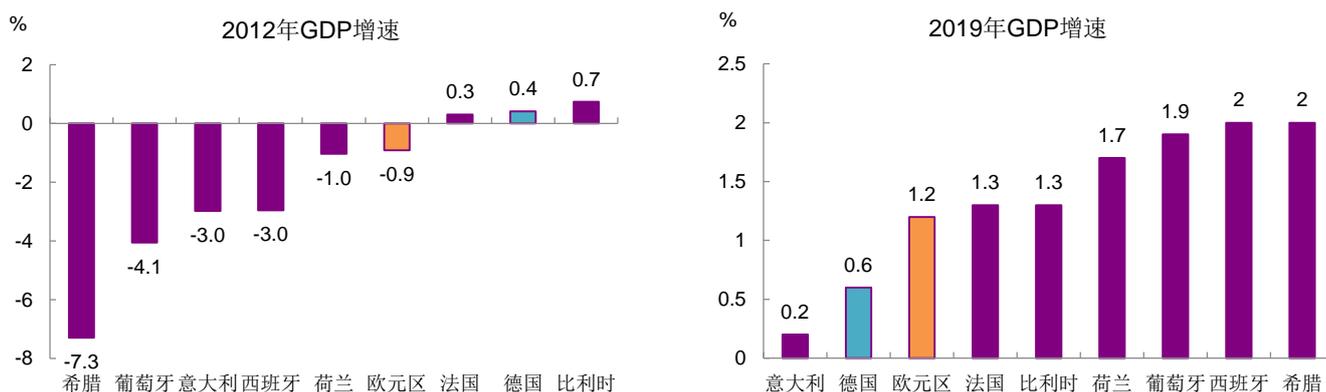
张文朗 (执业证书编号: S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebscn.com

刘政宁 (执业证书编号: S0930519060003)
021-52523806
liuzn@ebscn.com

- ◆ **2019年欧元区经济增速放缓至欧债危机以来最低水平。与上次危机不同，本轮放缓受德国影响较大，而德国经济疲软又主要受出口影响。**出口占德国GDP约47%，是经济增长的主要驱动力。分国家看，受英国脱欧、土耳其货币危机影响，2019年对英国、土耳其出口大幅下降，拖累最为明显。分行业看，汽车出口萎缩严重，欧盟出台新的尾气排放标准、英国经济下滑、中美贸易摩擦对德国汽车产业产生了较大冲击。
- ◆ **严格的财政纪律限制德国政府“宽财政”的空间。**2009年后德国政府致力于“债务刹车”计划，规定联邦政府的结构性赤字不应高于GDP的0.35%。尽管2019年德国经济下滑明显，但在财政纪律的约束下，德国政府并未大幅增加开支，财政政策未充分发挥逆周期调节的作用。
- ◆ **尽管如此，我们认为2020年德国经济仍有望实现“弱复苏”。**中美贸易摩擦缓和和有助于全球贸易回暖。全球主要市场汽车销售回升，叠加德国政府增加对新能源车补贴，利好德国汽车产业。在此基础上，欧央行维持宽松的货币政策也有助于信贷扩张。一些先行指标显示，德国经济已出现企稳迹象。
- ◆ **但由于中美经济均有下行压力，且英国脱欧不确定性仍在，欧元区经济整体的向上空间还有待观察。另外美国和欧盟之间的贸易争端还存在较大不确定性。**2017年美国总统特朗普就扬言要对从欧盟进口的汽车征收额外的关税。近期特朗普再次声称，如果欧盟不在伊核问题上配合美国，将对欧盟进口的汽车征税。如果美欧之间的贸易摩擦升级，将会成为阻碍欧元区、乃至全球经济复苏的风险因素。
- ◆ **中期来看，欧元区还有不少结构性挑战。**比如德国经济转型速度较慢，在新经济领域并未跟上中美的步伐，独角兽公司数量也远落后于中美。希腊、意大利、西班牙劳动力市场仍有大量闲置，年轻人失业率高达30%以上，内需还有扩张空间。希腊的银行坏账率仍有40%，经济金融改革任重道远。

2019年欧元区GDP增速下滑至欧债危机以来最低水平。与上次危机不同，本轮放缓受德国影响较大。2012年欧债危机时，希腊、葡萄牙、意大利等国是欧元区陷入衰退的主因（图1）。但这一次，除意大利外，其他几个边缘国家均表现良好。反倒是2012年支撑欧元区经济的德国在这一轮放缓中成为拖累。**德国经济的问题在哪？2020年能否改善？未来欧元区经济的前景如何？**

图1：德国经济：从欧元区的“拉动者”到“拖累者”



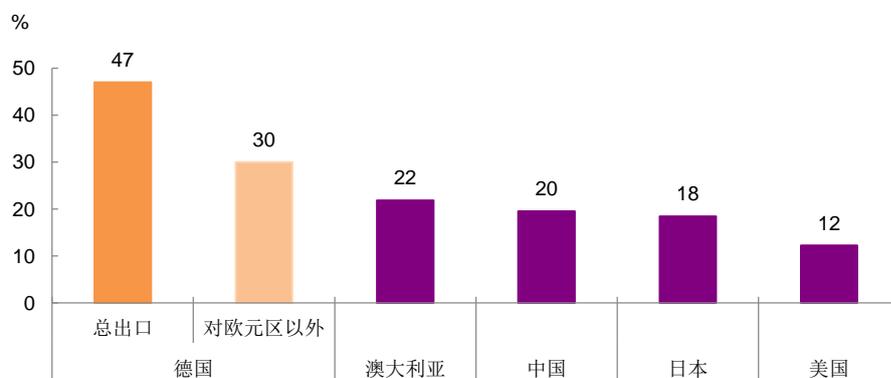
资料来源：Wind，Bloomberg，光大证券研究所。注：2019年GDP增速为Bloomberg中各机构预测的中值

出口下滑拖累德国经济

出口是德国经济增长的主要驱动力。2018年德国出口占GDP的比例高达47%，如果只看对欧元区以外国家的出口，占比也高达30%，显著高于其他主要经济体（图2）。

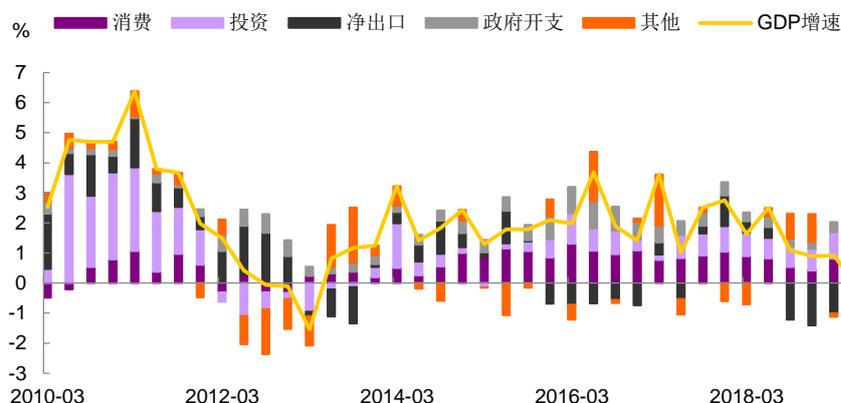
2018年后，全球经济增速放缓，贸易保护主义升级，对以出口为导向的德国产生较大影响。从2018年三季度开始，净出口对德国GDP增长的贡献率转负，在此后的四个季度中，净出口每个季度平均拖累GDP增长1.2个百分点（图3）。

图2：德国出口在GDP中占比较高



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据为2018年

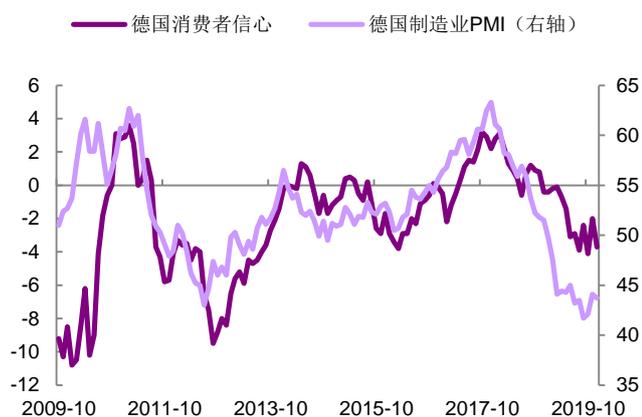
图 3：出口疲软拖累德国经济



资料来源：Wind，光大证券研究所计算。数据截至 2019 年三季度

受出口疲弱影响，德国制造业 PMI 大幅下滑，2019 年最低时降至 41，比 2012 年欧债危机时还要更低。工业产出增速一度降至 -5% 以下，工业萎缩的程度是次贷危机以来最甚（图 4-5）。

图 4：德国制造业 PMI 大幅下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至 2019 年 12 月

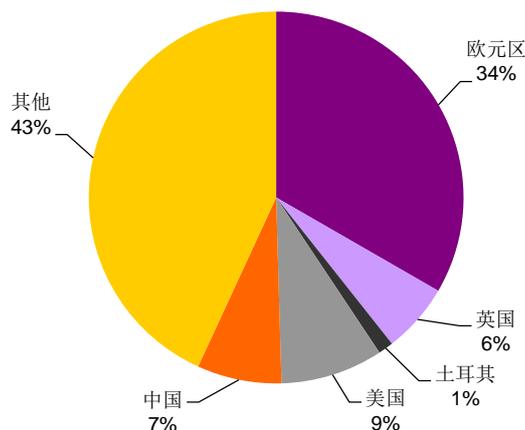
图 5：德国工业产出增速降至次贷危机以来最低



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至 2019 年 11 月

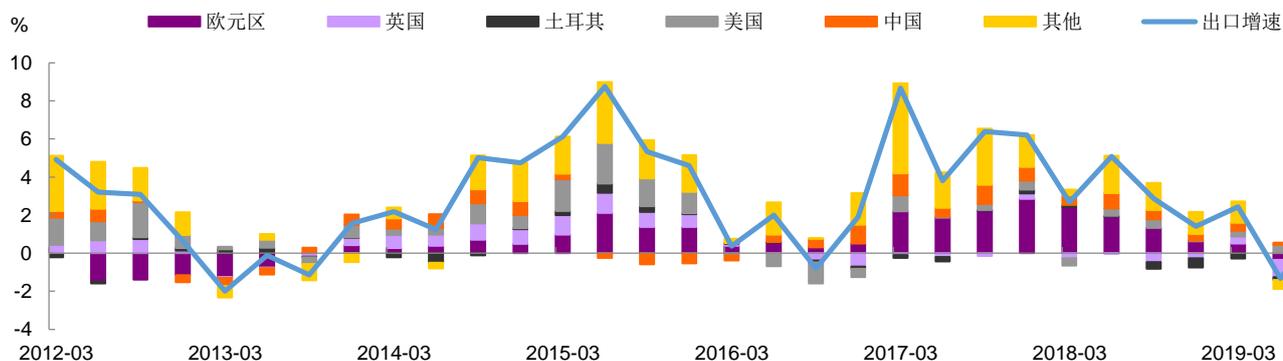
分出口目的地看，德国对主要国家出口均出现下滑，其中对英国、土耳其出口拖累最为明显。2019 年德国约 34% 的出口去往欧元区其他国家，去往美国、中国、英国比例分别为 9%、7%、6%，另有 1% 为土耳其（图 6）。2018 年后，中国经济增长放缓，中美贸易摩擦升级，使得对中美的出口都有所下降，对欧元区其他国家的出口也显著放缓，但这次带来更大拖累的是对英国和土耳其的出口（图 7）。

图 6：对主要国家出口占德国总出口的比例



资料来源：CEIC，光大证券研究所。数据为 2019 年

图 7：对主要国家出口对总出口增速的拉动率



资料来源：CEIC，光大证券研究所。数据截至 2019 年三季度

自 2016 年脱欧公投以来，英国脱欧问题一直反反复复，2018-19 年还先后经历了脱欧法案被议会否决、前首相特蕾莎梅辞职、新任首相约翰逊发起硬脱欧、以及提前大选等政治事件，英国经济面临的不确定性增加(图 8)。

尽管英国央行维持低利率、英镑贬值，但英国经济依旧表现低迷。2019 年三季度 GDP 增速下滑 1%，为欧债危机以来最低水平，通胀也降至 1.3% 的低位(图 9)。受之影响，德国对英国出口增速从 2018 年三季度以来转负，拖累较为明显。

土耳其方面，2018 年美元升值，叠加美国制裁土耳其，导致其发生汇率危机，土耳其里拉大幅贬值，经济陷入严重衰退(图 10-11)。虽然德国对土耳其的出口占比只有 1%，但由于同比增速大幅下滑，导致对整体出口增速产生了较大拖累。

图 8：英国脱欧增加政策不确定性



资料来源：Bloom et al. (2016)，光大证券研究所。数据截至 2019 年 12 月

图 9：英国 GDP 增长、通胀双双下滑



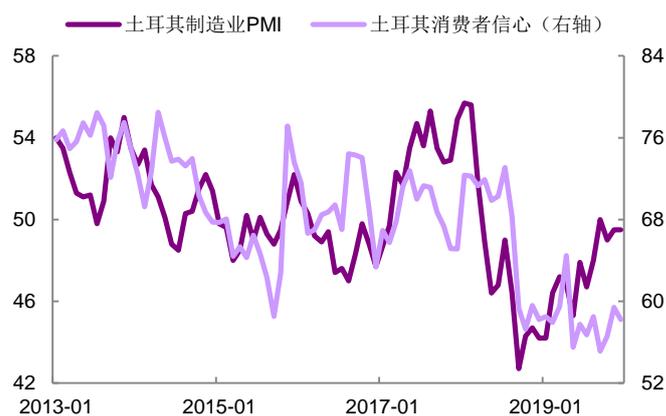
资料来源：Wind，光大证券研究所。GDP 数据截至 2019 年三季度，CPI 数据截至 2019 年 12 月

图 10：土耳其货币大幅贬值，经济一度陷入衰退



资料来源：Wind，光大证券研究所。GDP 数据截至 2019 年三季度，汇率数据截至 2019 年 12 月

图 11：土耳其制造业萎缩，消费者信心低落



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019 年 12 月

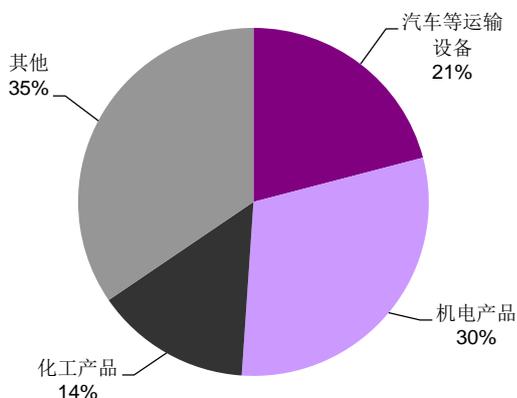
分行业来看，汽车行业出口下滑较大。德国出口的优势主要集中在机械和运输设备方面，2019 年总出口中 30% 为机电产品，21% 为汽车等运输设备，14% 为化工产品（图 12）。计算显示，2018-19 年机电产品、汽车等运输设备、化工产品出口均出现负增长，其中汽车出口拖累较为明显（图 13）。

汽车出口疲弱与多方面的因素有关。2019 年德国汽车出口中，欧元区其他国家占比最高，合计 20% 以上，英国占比 18%，美国和中国占比分别为 11% 和 6%（图 14）。2018 年 10 月，欧洲出台新的尾气排放标准，导致欧盟各国汽车销量大幅下滑。英国因为经济疲软，对汽车的需求也明显下降。两者叠加令德国汽车产量大幅下滑（图 15）。

与此同时，受中美贸易摩擦影响，2018 年从美国出口到中国的德系车同比增速大幅下降 37%。虽然这些汽车的生产不计入德国的 GDP，但销量下滑对德国三大汽车巨头（宝马、大众、戴姆勒）的利润会造成间接影响，

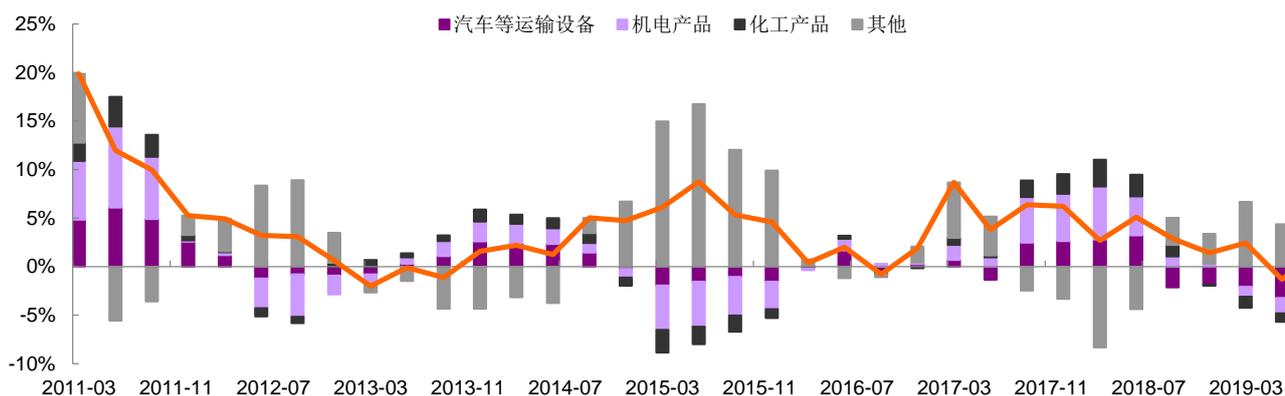
也给包括零部件生产在内的全球汽车产业链带来冲击。但总的来看，主要还是欧盟内部汽车销售疲弱对德国的影响更大。

图 12：主要行业出口占德国总出口比例



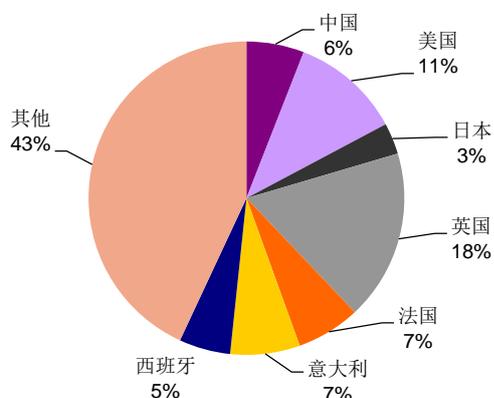
资料来源：CEIC，光大证券研究所。数据为 2019 年

图 13：主要行业出口对总出口增速的拉动率



资料来源：CEIC，光大证券研究所。数据截至 2019 年三季度

图 14：德国汽车出口目的地分布



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据为 2019 年

图 15：德国汽车产量增速大幅下滑

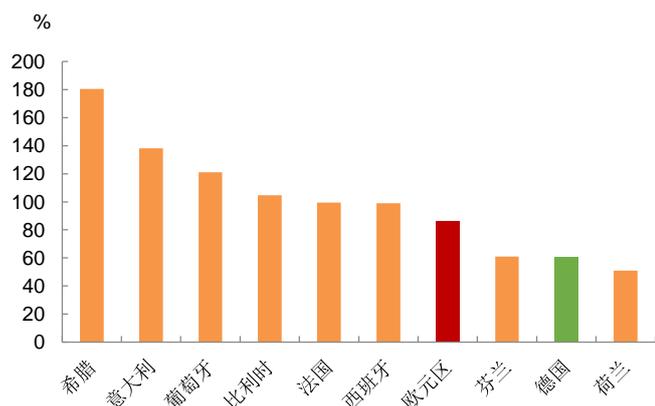


资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至 2019 年 11 月

财政纪律约束逆周期调节

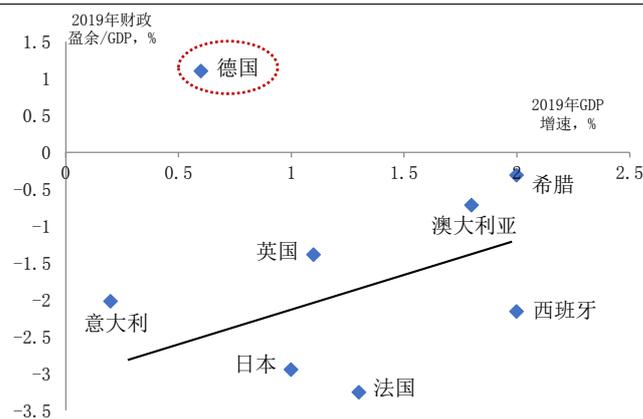
德国经济下滑，但财政政策并未发力。截至 2019 年二季度德国政府债务占 GDP 比例为 60%，比其他欧元区国家更低（图 16）。但德国政府仍严格执行财政平衡的预算目标，即便面对经济下行压力，似乎也不愿意提供更多的财政刺激，2019 年财政盈余占 GDP 比例仍达到 1% 以上。这意味着德国的财政政策并未充分发挥逆周期调节的作用（图 17）。

图 16: 欧元区主要国家政府部门杠杆率



资料来源: Wind, 光大证券研究所。数据截止 2019 年二季度

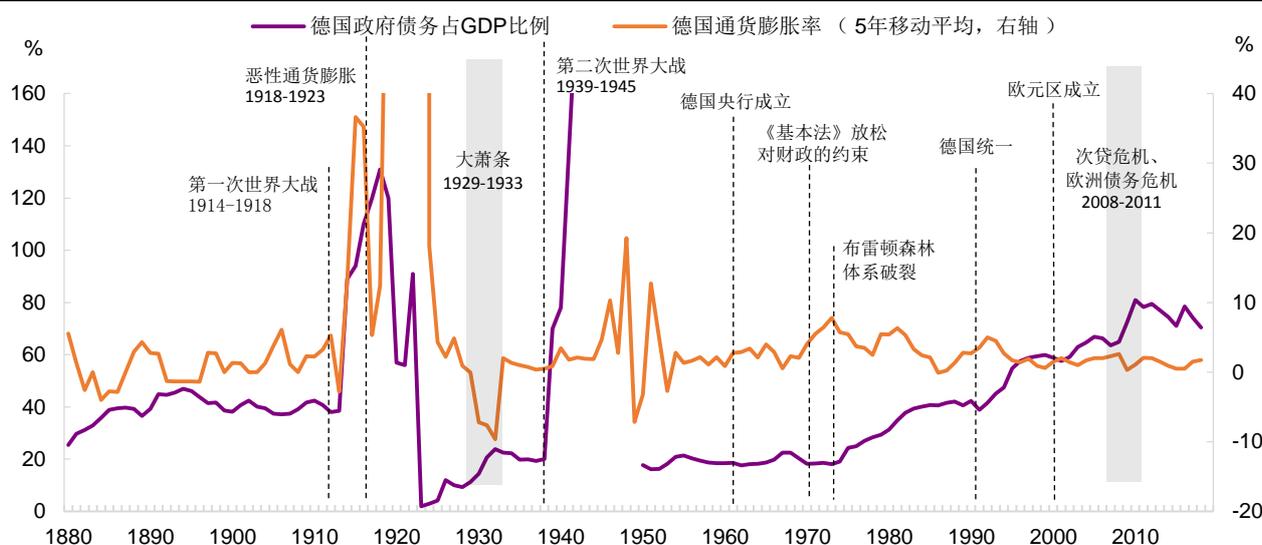
图 17: 德国财政并未充分发挥逆周期调节作用



资料来源: IMF, 光大证券研究所

德国财政思维保守有一定的历史原因（图 18）。第一次世界大战德国政府大幅增加债务，导致 1920 年代发生恶性通货膨胀。第二次世界大战时期，德国政府再次使用国家机器为战争融资，最终也带来巨大债务负担。二战后，德国经济经历了二十年的快速增长期，政府债务率得到控制。但 1969 年的《基本法》再次放松对财政的约束，此后政府债务持续上升。到 2012 年，德国政府债务/GDP 上升至 80%，为二战以来最高水平。

图 18: 德国政府债务率与通货膨胀 (1880-2018 年)



资料来源: Wind, IMF, Burret et al. (2013), Kenneth and Rogoff (2009), 光大证券研究所绘制

对此，默克尔政府于 2009 年制定了“赤字刹车”计划，规定在一般情况下（即没有大的自然灾害或经济衰退时），联邦政府的结构性赤字不高于 GDP 的 0.35%。这一规定从 2016 年开始执行。受之影响，过去几年德国政府预算始终处于盈余状态，债务率也确实有所下降。

2020，德国经济有望企稳

展望未来 3-6 个月，随着中美贸易摩擦缓和，前期汽车行业的扰动因素减弱，德国经济有望企稳。2020 年 1 月中美签署第一阶段贸易协议，叠加全球央行货币宽松，支撑总需求，帮助全球贸易修复。我们预计 2020 年中美出口增速都将小幅提升，欧元区出口也将有所改善。

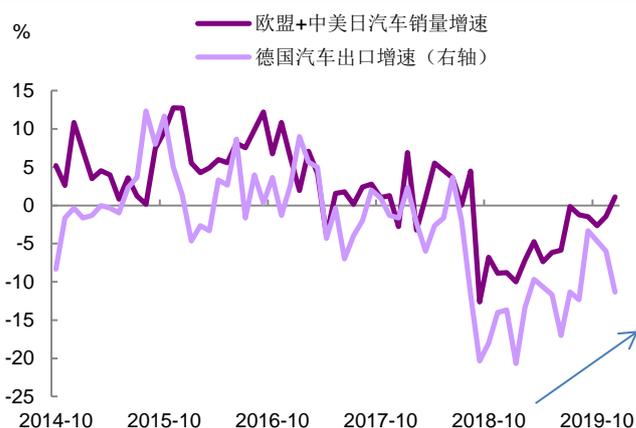
全球主要市场汽车销量回暖，利好德国。最新数据显示，2019 年 12 月欧盟 27 国汽车销量同比增长 22%，为连续第四个月正增长，表明前期因新尾气排放标准而带来的影响在减弱（图 19）。欧盟加中、美、日的汽车销量同比增速也自 2018 年 9 月以来首次转为正增长，如果这一趋势得以延续，将有利于德国汽车出口和生产的恢复（图 20）。

图 19：欧盟汽车销量增速连续四个月正增长



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至 2019 年 12 月

图 20：全球主要汽车消费国汽车销量增速转正



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至 2019 年 12 月

德国政府加大对新能源汽车补贴 德国政府上调新能源汽车补贴 德国政府上调新能源汽车补贴 德国政府上调新能源汽车补贴

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_7583



云报告
https://www.yunbaogao.cn