

德国，到底怎么了？

—— 欧洲经济系列之一

宏观深度

◆ 要点

德国经济在 2019 年无论是实际表现还是前瞻指数都逊于预期，第三季度德国更有可能陷入技术性衰退。拖累德国经济下滑的主要因素是出口疲弱，从 2018 第二季度开始，净出口平均拉低德国 GDP 接近 1 个百分点。然而未来德国所面临的挑战更可能是趋势性而非波动性的。

德国在上世纪 90 年代从处于亚健康状态向“欧洲经济发动机”转变时，享受到了全球经济一体化的红利。东欧解体、对老龄化担忧、内部比较优势更集中于非消费行业等因素共同构建了德国工资偏低，财政制度严格，内需占比较低，出口导向的经济模式。这种增长模式让德国在经济全球化时如鱼得水。然而，随着“反全球化思潮”的兴起，德国出口导向型的经济模式就有可能受到结构性的冲击。

特别是德国的前 5 大出口国中，美、中、英对德国的进口将趋势性减弱，而德国的财政政策短期也难以放松，这都可能对德国经济带来结构性的挑战，有可能让德国经济增速下一台阶。我们估计未来德国经济增速有可能从 2012 年至 2018 年的 2% 左右，下滑至 2019-2025 年的 1% 左右，不排除欧元兑美元汇率突破 1 的可能。

分析师

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

周子彭 (执业证书编号：S0930518070004)
021-52523803
zhouzipeng@ebcn.com

欧洲之星面临困境

德国位于中西欧，国土面积 35.7 万平方公里，南北距离为 876 公里，东西相距 640 公里，从北部的北海与波罗的海延伸至南部的阿尔卑斯山，气候温和，季节分明。北与丹麦相连，东面与波兰和捷克接壤，东南临奥地利，西南偏南为瑞士，西同法国、卢森堡和比利时相界，西北毗荷兰。

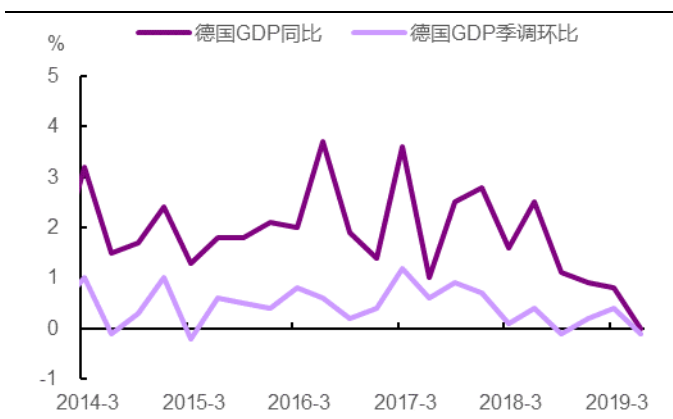
2018 年末，德国人口数为 8,302 万，为欧盟中人口最多的国家¹。2018 年德国国内生产总值为 4 万亿美元²，为欧洲第一大经济体，分别占欧盟和全球 GDP 的 21.3%和 4.7%。德国目前是世界第三大贸易国，2018 年其进出口金额为 28442 亿美元³，分别占欧盟和全球进出口金额的 21.9%和 7.2%。

德国在全球政治演进中，也扮演着重要的角色。它是欧洲联盟的创始成员国之一，为申根区一部分，并于 1999 年推动了欧元区的建立。德国也是联合国、北大西洋公约组织、八国集团、20 国集团及经济合作与发展组织的重要成员。

经济黯然失色

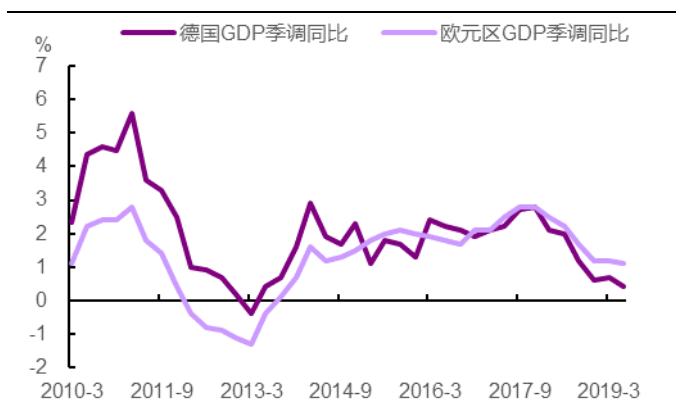
2019 年上半年德国经济增延续了 2018 年以来的下行趋势。2019 年 2 季度，德国 GDP 同比增速录得零增长，季调环比更是录得 -0.1%的增长，不及 1 季度的 0.4%，是继 2018 年 3 季度以来的又一次负增长（图 1）。与增长同样低迷的欧元区整体相比，“欧洲之星”德国表现甚至更为糟糕，从 2018 年开始，德国 GDP 季调同比⁴增速已然落后于欧元区的平均增速（图 2）。

图 1：2019 年德国 GDP 增速持续下行



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019 年 2 季度

图 2：2017 年后德国 GDP 增速落后欧元区平均水平



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019 年 2 季度

外贸下滑

从 2018 年 3 季度开始，德国的净出口连续拖累 GDP 同比增速平均接近 1 个百分点（图 3），成为近期拖累德国经济增长的最主要因素。

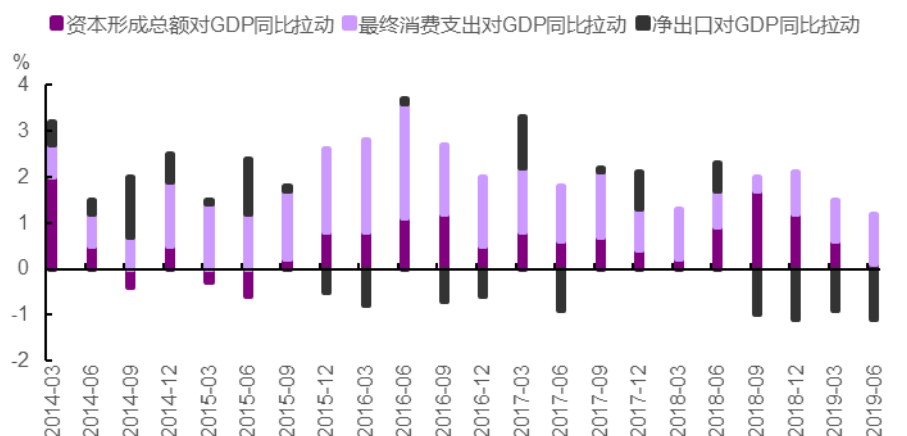
¹ 欧盟统计局

² 世界银行

³ 德国统计局

⁴ 截至发稿，欧元区只公布了 2019 年 2 季度的季调环比

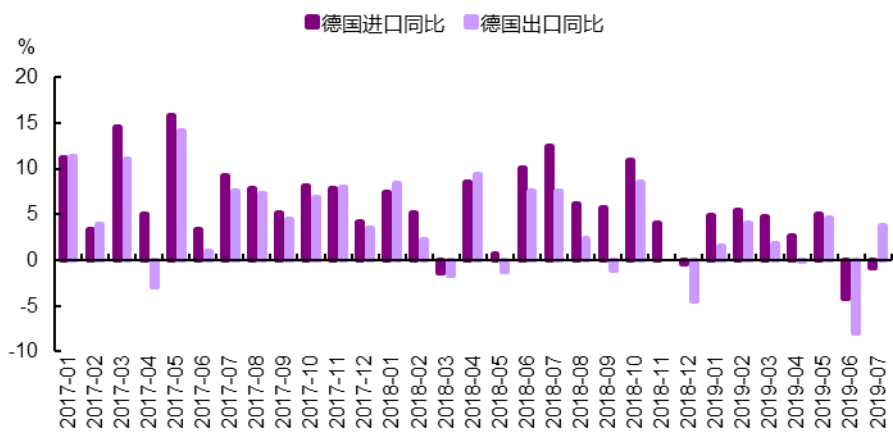
图 3：净出口对德国经济拖累较大



资料来源：Wind，光大证券研究所

尽管 2019 年 7 月，德国季调出口同比增速为 3.8%，但 2019 年 6 月德国出口同比增速只有-8.0%，且 2 季度出口额同比下滑 1.3%，这是自 2013 年第 1 季度以来最差增速。出口同比大幅下行，也带动了进口原材料金额的下行，2019 年 6、7 月德国的进口金额录得了-4.2%和-0.9%的负增长。与 2017 年和 2018 年同期相比，2019 年德国进出口同比增速均出现明显下滑（图 4）。

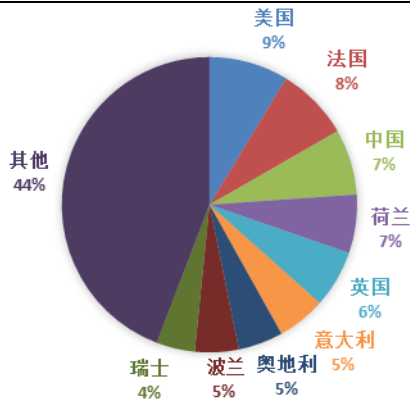
图 4：2019 年进出口同比增速较 2017 年与 2018 年同期皆下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019 年 7 月

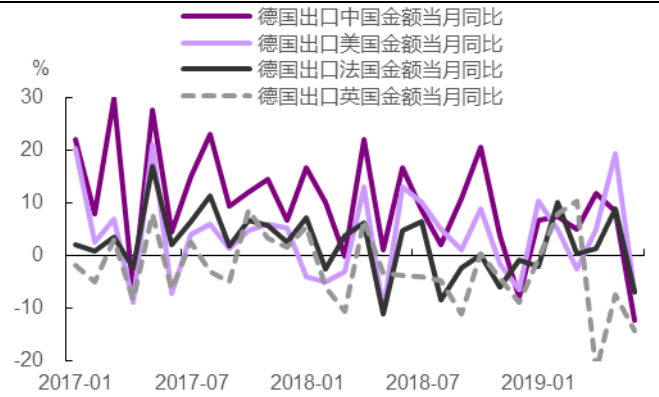
分国家来看，德国对总计占其出口额超过 30% 的主要贸易伙伴美国、法国、中国、英国，6 月出口额同比全部负增长，其中对中国出口同比录得 12.4% 的负增长，对英国同比录得 14.4% 的负增长，是下滑幅度较大的两个国家。

图 5：2018 年德国对各贸易出口国出口额占比



资料来源：WTO，光大证券研究所

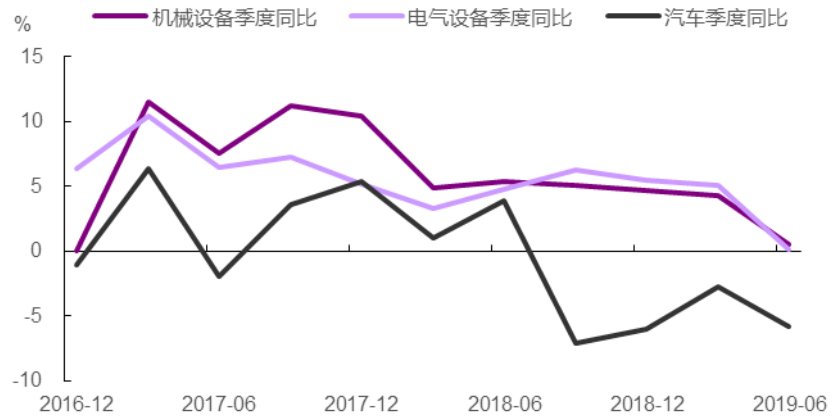
图 6：2019 年 6 月德国对中英出口负增长幅度较大



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019 年 6 月

分行业来看，占德国出口额最大的三个行业的出口增速，明显受到全球需求放缓的影响，自 2017 年开始出现下行趋势。其中出口占比最大的机械设备（占 2018 年出口额的 17%），2019 年 2 季度同比增速从 1 季度的 4.3% 降至 0.51%；出口占比第二的汽车（占 2018 年出口额的 17%）同比增速由前值的 -2.8%，下滑至 -5.8%；占比第三的电气设备（占 2018 年出口额的 11%）同比增速由 2019 年 1 季度的 5% 下滑至 2 季度的 0.2%。

图 7：德国出口占比最大的三行业增速皆有放缓趋势



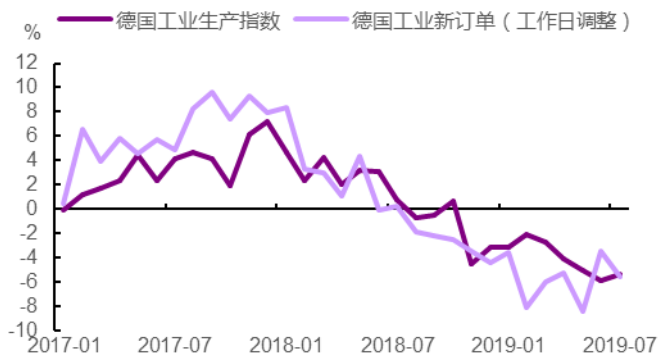
资料来源：CEIC，光大证券研究所，数据截至 2019 年 6 月

出口疲弱带动制造业下滑

2019 年德国 6 月工业增加值季调后环比下滑 1.5%，大幅低于 -0.5% 的市场预期。同比值为 -5.2%，已经连续收缩 5 个月，也大幅低于 -3.2% 的市场预期，更是自 2009 年 11 月以来最差的月份。此外，更宽泛表示工业生产状态的德国工业生产指数于 2019 年 6 月和 7 月同比分别下滑 5.9% 和 5.3%，而同期制造业订单指数同比分别下降 3.5% 和 5.6%，下滑幅度同样较大（图 8）。2019 年 6 月，分行业生产指数中，在德国制造业中占据重要位置的机械电

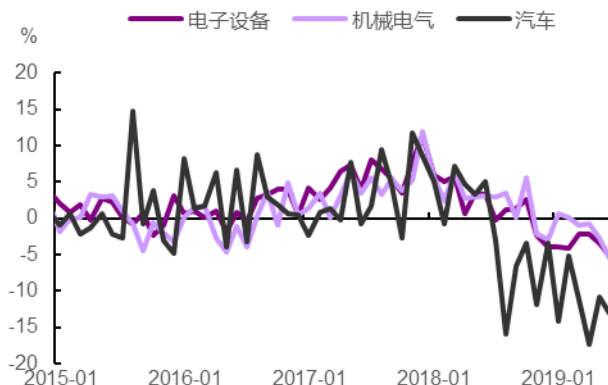
气设备、汽车、电子设备同比则分别下滑 5.6%、13.1%和 5.2%（图 9）。德国制造业下滑的势头似乎越来越明确。

图 8：工业生产指数和工业新订单指数同比持续为负



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019 年 7 月

图 9：德国主要工业行业生产指数同比收缩趋势明显

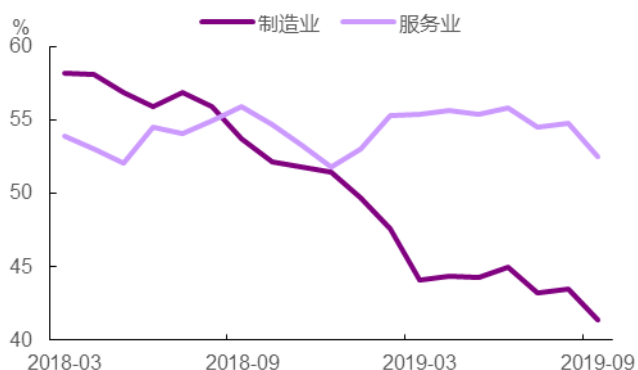


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019 年 6 月

经济景气指标下滑严重

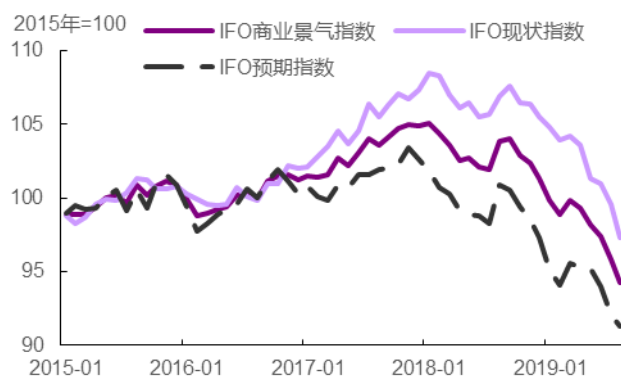
受市场广泛关注的德国制造业指数，经济状况调查和商业景气指标也已呈下滑趋势，投资和企业信心出现恶化。一方面，从 2019 年 1 月开始，德国制造业 PMI 已经连续 9 个月位于枯荣线以下，9 月份制造业 PMI 再次较 8 月下滑 1.8 个百分点至 41.4%（图 10）。另一方面，代表投资人信心的 ZEW 调查显示 8 月份投资人对德国当前经济状况的判断和对未来六个月的预期均跌至数年未见的低点：对德国经济状况的判断下滑至 -13.5，为 2010 年 5 月以来的最低值，对未来六个月的预期下滑至 -44.1，为 2011 年 12 月以来的最低值。最后，德国的 IFO 商业指数也连续恶化。德国 IFO（伊福经济研究所）通过调查超过 9,000 家制造业、服务业、贸易及建筑业从业人员所得到的德国商业景气、商业现状和商业预期指数都呈现出连续下行的趋势。

图 10：和服务业 PMI 相比，制造业 PMI 下滑较快



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019 年 9 月

图 11：德国 IFO 商业指数延续 2018 以来的下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019 年 8 月

那么，德国经济究竟怎么了？未来何去何从？当前德国面临的经济困境究竟是一个短期的扰动还是一个较长期的趋势呢？

结构优势成劣势——并非扰动这么简单

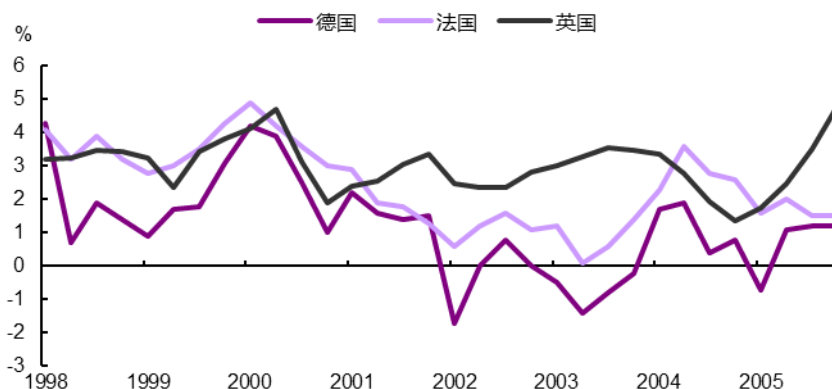
两德统一后，内生的经济调整压力，让德国享受了全球化的红利，也强化了德国出口导向型的经济特征。自 2017 年以来，逆全球化思潮，以及单边主义抬头，全球贸易疲弱给德国经济带来挑战。尽管 2019 年 9 月上旬德国政府仍预计德国“不会出现显著衰退”，但德国经济疲弱并非只是“扰动”这么简单，其背后存在着长期的结构性因素。当全球化出现逆转时，原本支撑德国外向型经济的结构优势或已产生反作用力。

20 世纪 90 年代的因果

2008 年次债危机之后，由于更为稳健的劳动力市场和经济增速，德国被称为欧洲的“经济引擎”和“欧洲之星”。然而 20 世纪 90 年代，德国却处于亚健康状态。1989 年柏林墙倒塌之后，统一的德国经历了短暂的劳动人口红利期，但随后巨额的养老金和其他社会福利开销，以及经济结构整合，给德国经济带来的巨大的压力。

两德统一，使得西德福利开支大幅度增加。据估计，从 1991 年到 2003 年间，从西德地区向东德地区的净资产转移数目高达 9000 亿欧元，相当于当时德国半年的 GDP 规模。从 1998 年到 2005 年，德国的年均 GDP 增速仅有 1.2%（图 12），在欧洲大陆处于垫底的位置，甚至在 2003 年，德国还发生了一次经济衰退。

图 12：1990 年之后很长一段时间，德国经济增速在欧洲处于垫底位置

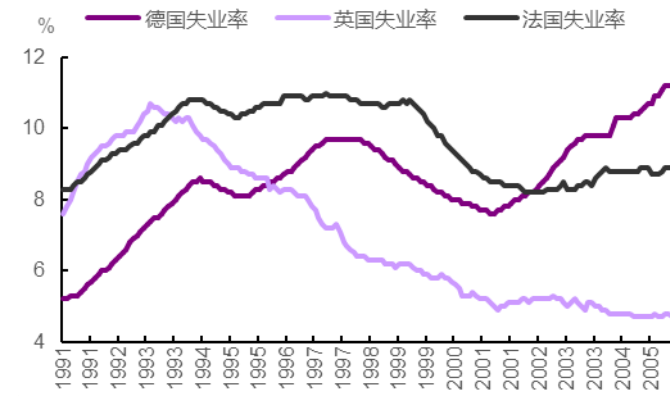


资料来源：Wind，光大证券研究所

两德统一时，西德有 6364 万人口，为了吸纳东德的 1611 万人口，同时改造过去 50 年累积下来的落后的工厂和生产体系，1990 年代到 2000 年代初德国不得不经历了一个失业率快速上涨的阶段。失业率从 1991 年接近 5% 上升到 2005 年的超过 11%（图 13），到 2005 年已经高于同时期大多数的欧洲国家包括英国和法国。在失业率上升的同时，1990 年代初，德国通胀还经历了一个较高的阶段，2001 至 2002 年以及 2004 至 2005 年间也经历了通胀上行的阶段。

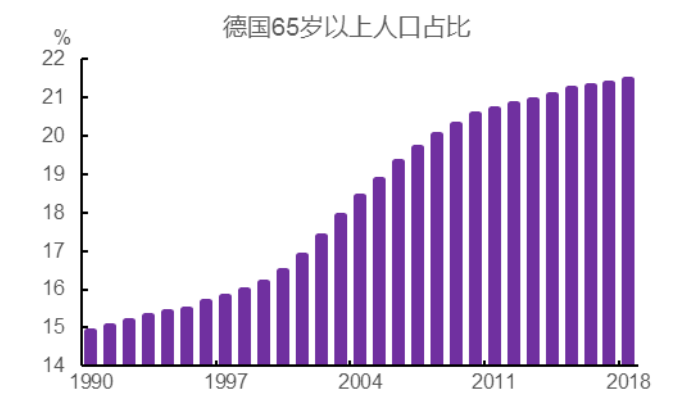
更让当时的德国人担忧的是即将到来的老龄化挑战。1990年代的德国人知道，65岁以上的人口占比将在未来20年内从15%左右快速上行至22%左右（14）。德国养老问题的加剧，也为当时德国的经济增长预期蒙上一层阴影。

图 13：东欧剧变后德国的失业率开始上升



资料来源：世界银行，光大证券研究所

图 14：德国也面临老龄化挑战



资料来源：OECD，光大证券研究所

劳动力市场调整和全球化使德国成为出口依赖型国家

历史上，德国政府巨额战争赔款引发的恶性通胀曾对当时德国的经济民生造成了严重伤害。对政府债务、通胀以及养老问题的重视，深深植根于德国的民族特性中。

1990年代德国内部面临的就业和养老压力推动德国进行了劳动力市场改革，叠加国际贸易环境的变动，最终使得德国经济结构严重依赖全球化贸易体系。

首先，从劳动力市场来看，内外因素推动的一系列德国劳动力市场改革，压低了德国的失业率，但同时也压低了德国工人工资，抑制了家庭消费和政府开支。从内部因素来看，东西德统一后，由于沉重的经济融合负担，德国失业率开始上升，德国政府希望通过劳动力市场改革来提高效率，为养老金体系提供支持。2003-2005年德国政府推动了一系列影响深刻的劳动力市场改革，即所谓的哈茨改革。改革方案的前一部分主要关注创造新型就业机会，引入额外的工资补贴，重组联邦就业局，后一部分重点在于大幅减少长期失业者的失业救济金，并希望能鼓励更多人投入劳动市场中。

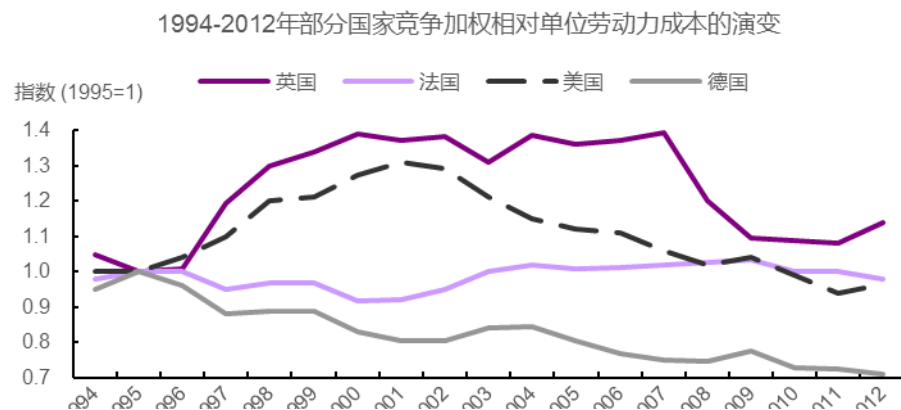
从外部因素来看，进入90年代，中东欧国家的“铁幕统治”也宣告结束，而这些德国的邻国具有大量廉价的劳动力，为德国本国的劳动力市场带来了潜在的冲击。90年代之前，德国和这些国家间的交流被“铁幕”阻隔。2000年，德国平均年薪为27990欧元，是捷克、匈牙利、波兰等东欧国家的5倍左右。德国和匈牙利、波兰等国的教育体系也十分相似，尤其体现在对职业教育的重视上。德语在中东欧地区的广泛使用也促进了德国和这些国家劳动力市场间的渗透。外部充裕的替代劳动力的存在，使得德国的工人工资定价体系变得更为“去中心化”，没有国家层级的定价（事实上德国直到2015年才有全国级别的最低工资法规）。国内高企的失业率，以及中东欧大量廉

价的劳动力，让德国的工会或职工组织的谈判力下降，造成了工人们的低工资。比如，1991年到1999年间，德国每年每1000个劳动者平均花费11天劳动时间用于罢工，但是到了2000年至2007年，这一数字仅为5天。这两个时段分别对应着英国的30和30天，法国的73和103天，以及意大利的158和93天。

此外，德国财政平衡的政策又压低了德国公务员的工资。二战以后，西德从1960年代到1980年代初，为了应对生产过剩危机和石油危机曾使用过三次逆周期的宽松财政政策。但是财政刺激政策的效果与设想相距较远，还导致了结构性的赤字和政府债务的上升。所以从1982年科尔担任新联合政府总理以后，德国开始了以“压缩预算规模、减少预算赤字、削减福利支出、减税鼓励投资”为代表的新保守主义时代。2005年默克尔出任德国总理，更是继续推动平衡预算政策，并于2009年修改宪法将政府举债限额修订为“自2016年起，不考虑经济周期引起的赤字，财政赤字率不能超过0.35%”。偏紧财政平衡政策压低了德国公务员的工资。

德国的劳动力市场改革取得了较为显著的成果，让德国的劳动力在全球化的浪潮中保持了竞争力，但如影随形的是工资较其他发达国家开始出现下滑。在2005年至2008年期间，德国失业率从近11%下降到7.5%，在全球金融危机期间也几乎没有增加。截止到2019年7月，德国的调和失业率已持续降至两德统一以来的最低点3.1%。而从1995年开始，德国工人的单位劳动成本开始持续下滑，这与英、法、美等其他发达国家的工人工资形成了鲜明对比。

图 15：德国的单位劳动成本远远低于其他发达国家



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_9949

