

德国经济：欧债风波的中流砥柱



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

曹阳

SAC 执业证书编号:S1000511050001
(021)5010 6413
caoyang@mail.htlhsc.com.cn

- 德国在 2008 年金融危机后复苏势头强劲，2010 年经济增长速度恢复到 3.6%，2011 年第一季度 GDP 增速更是创下 17 年来最高纪录达到 4.9%。德国经济增速不仅在欧盟中独树一帜，也要好于其它主要发达经济体。德国经济能够迅速摆脱低迷，并持续强劲反弹主要基于以下几个原因：

出口反弹带动经济复苏。德国作为世界第二大出口国，2010 年出口总值在 GDP 中的占比接近 38%，这个比例远高于世界第一出口国中国的 25%。2010 年，德国出口增长 18%，出口快速回升，带动整体经济复苏。

稳健的财政政策，保证经济稳定。虽然在经济衰退期间，德国政府通过扩大赤字来刺激经济，但经济复苏后，它已经先于其他国家实施刺激政策的“退出”战略，着力减少赤字，保证经济健康稳定发展。

就业情况良好，促进内需增长。目前德国失业率已由 09 年的高点 8.3%，迅速下降到了 7%，创下 17 年来最低水平。低失业率避免了对消费领域的巨大打击。2010 年，德国消费市场也迅速回暖，有力的帮助经济复苏。

- 欧元区面临巨大风险，德国难以独善其身。希腊主权债务危机是欧元区成立以来面临的最大的挑战，如果处理不当甚至可能造成欧元区的崩溃。德国作为欧元区最大的经济体，GDP 占比达 30% 左右，在欧元区起到举足轻重的作用。德国和欧元区的命运紧密相连，不可能脱离这个大环境，独善其身。保持欧元区稳定，就是救助德国自己，是德国无法回避的责任。
- 欧元区危机引发变革，德国或成真正领袖。由于德国在救助计划中拿出大量资金，增强了其在欧元区拥有的话语权，俨然超越了原先平起平坐的法国，成为了欧洲名副其实的领袖。德国应当利用好这个机会，在中长期则应推动欧元区的深层次变革，增强欧元区的融合程度，建立一个全新的深度货币联盟，这或许是欧债危机可以期待的最好的结果。

目 录

德国经济复苏势头强劲.....	4
经济基本面转好，复苏势头超预期	4
机械制造业强国，出口强劲反弹	5
稳健的财政政策，保证复苏势头稳定	6
就业情况良好，促进内需增长	6
希腊主权债务危机—德国面临的危局和机会	8
欧元区面临巨大风险，德国难以独善其身	8
欧元区危机引发变革，德国或成真正领袖	9

图表目录

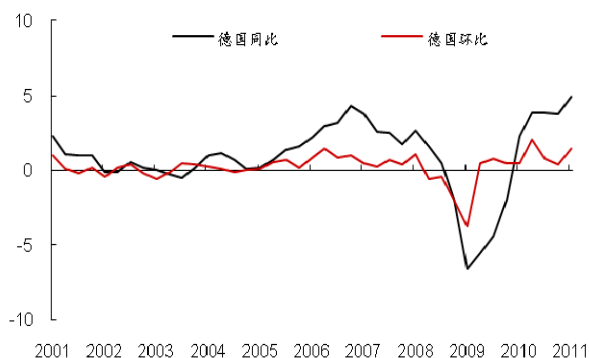
图 1:	德国 GDP 同比和环比增速较快	4
图 2:	德国 GDP 同比增速与其他发达经济体相比	4
图 3:	德国股市涨幅超欧美主要股指	4
图 4:	德国失业率低于其它主要发达经济体	4
图 5:	德国出口同比和环比增长	5
图 6:	德国工业产值和工业订单增速	5
图 7:	德国机械出口和汽车出口收益	5
图 8:	德国机械制造业订单	5
图 9:	各国政府负债占 GDP 比例	6
图 10:	各国财政赤字占 GDP 比例	6
图 11:	德国失业率保持低位, 好于其他主要经济体	7
图 12:	德国消费者信心指数高涨	7
图 13:	德国政府支出下降, 个人消费上升	7
图 14:	德国出口仍以欧盟为主要市场	8
图 15:	希腊等国 GDP 占欧盟总体比例	8
图 16:	世界各国在希腊、爱尔兰和葡萄牙债务中的风险敞口	9

德国经济复苏势头强劲

经济基本面转好，复苏势头超预期

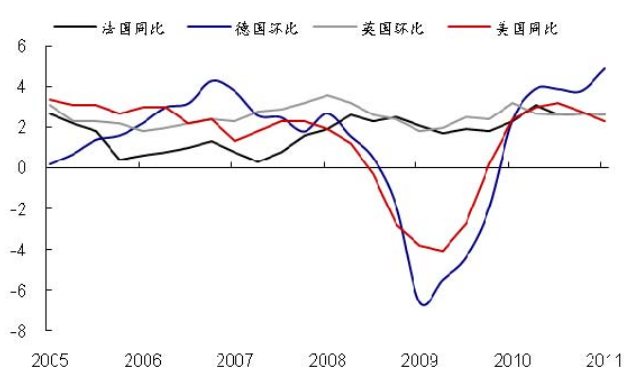
2008年，国际金融危机爆发之后，全球经济陷入低迷，2009年更是出现了罕见的全球性大衰退。德国经济也未能幸免，2009年经济增长率为-4.7%。但此后，德国经济复苏势头强劲，2010年经济增长速度恢复到3.6%，2011年第一季度GDP增速更是创下17年来最高纪录达到4.9%。德国经济增速不仅在欧盟中独树一帜，也要好于世界主要发达经济体。良好的经济复苏促进了就业率的提高，在美国仍为失业率持续高企而忧心不已的时候，德国失业率已持续下降到7%，并创出近20年以来的新低。目前，德国股市与2007年危机爆发前的水平相比已经增长了10%左右，而其他发达国家主要股指仍未恢复到2007年的水平，德国经济复苏势头好于预期，超过了大部分发达经济体。

图 1： 德国 GDP 同比和环比增速较快



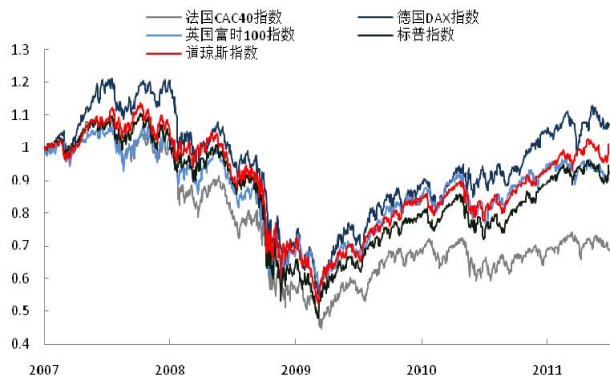
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 2： 德国 GDP 同比增速与其他发达经济体相比



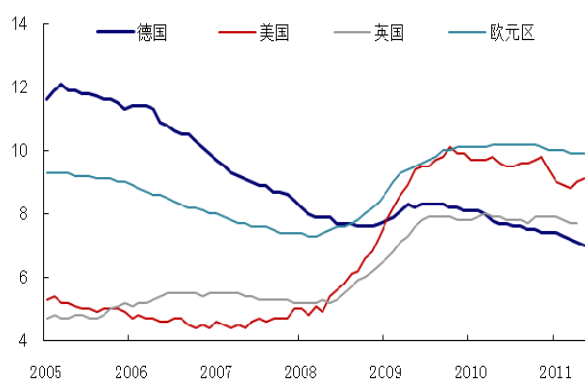
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 3： 德国股市涨幅超欧美主要股指



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 4： 德国失业率低于其它主要发达经济体



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

德国经济能够迅速摆脱低迷，并持续强劲反弹的几个重要原因：

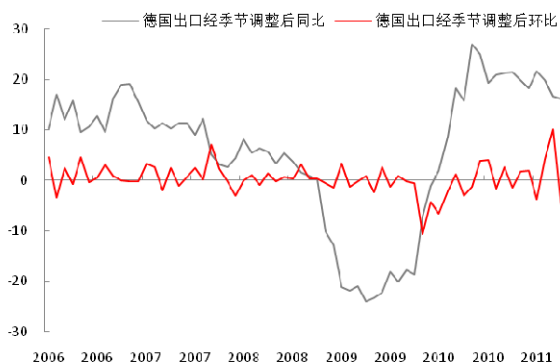
机械制造业强国，出口强劲反弹

2010 年，德国出口增长 18%，2011 年前 4 个月，德国出口平均增长率达到 18.6%，出口快速回升。德国作为传统工业强国，在高端机械制造领域一直处于世界领先地位，而其出口产品也以高技术含量、高附加值机械产品为主，在国际市场上具有较强的竞争力。随着世界经济转暖，海外市场需求强劲。

德国作为世界第二大出口国，2010 年出口总值在 GDP 中的占比接近 38%，这个比例远高于世界第一出口国中国的 25%，可见德国经济对出口的依赖性相当高。

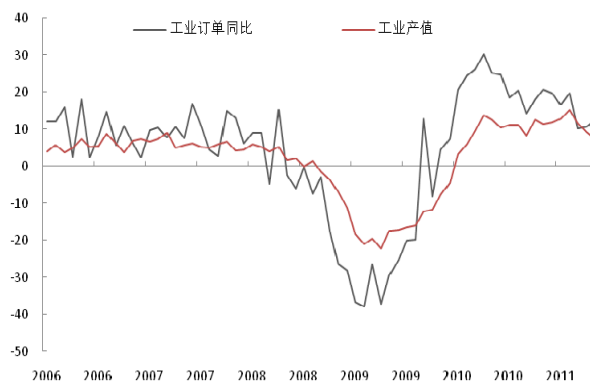
根据德国贸易促进机构的报告显示，德国机械贸易约占全球机械贸易的 20%，2011 年第一季度，德国机械装备产量增幅达 17.5%，全年销售总额预计将达 2650 亿美元。德国的机械制造业产值已回升到金融危机之前的水平，正是德国制造业出口的强劲带动作用，对整体经济起到较强的拉动效应。

图 5： 德国出口同比和环比增长



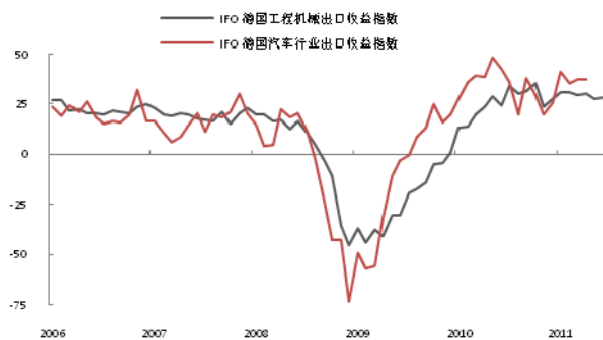
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 6： 德国工业产值和工业订单增速



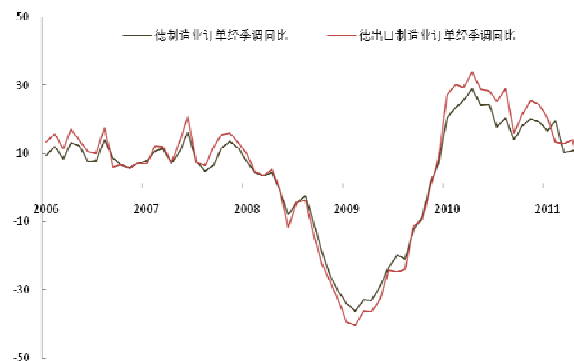
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 7： 德国机械出口和汽车出口收益



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 8： 德国机械制造业订单



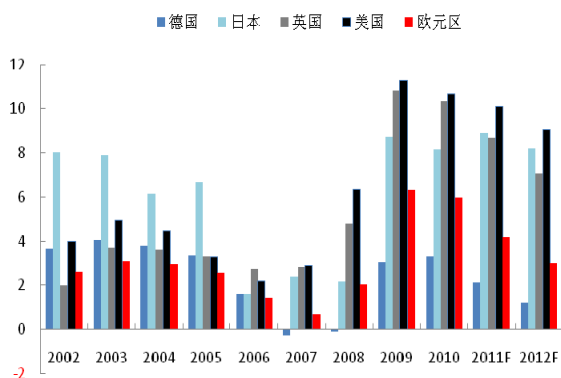
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

稳健的财政政策，保证复苏势头稳定

德国作为欧盟财政紧缩政策的主要拥护者，其国内财政政策向来以保守而著称。在很长一段时间内德国都保持了较低的债务水平，1997年至2007年间，德国贷款跟名义GDP的比值下降了11个百分点；而在同一时期内，贷款跟GDP的比值在大多数发达国家上升了80个百分点。

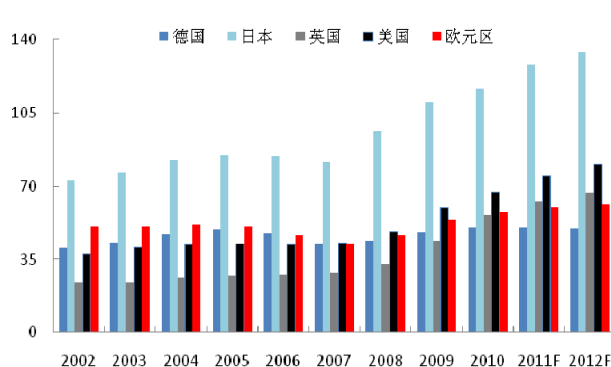
2002至2010年间，德国对外债务总额与GDP的百分比一直保持平稳并略有下降，而在其他发达国家，这个比值均有不同程度的上升。虽然在经济衰退期间，德国政府也不得不通过扩大赤字来刺激经济，但经济复苏后，它已经先于其他国家实施刺激政策的“退出”战略，有条件的实施财政紧缩计划，着力减少赤字。

图 9： 各国政府负债占 GDP 比例



资料来源：OECD，华泰联合证券研究所

图 10： 各国财政赤字占 GDP 比例



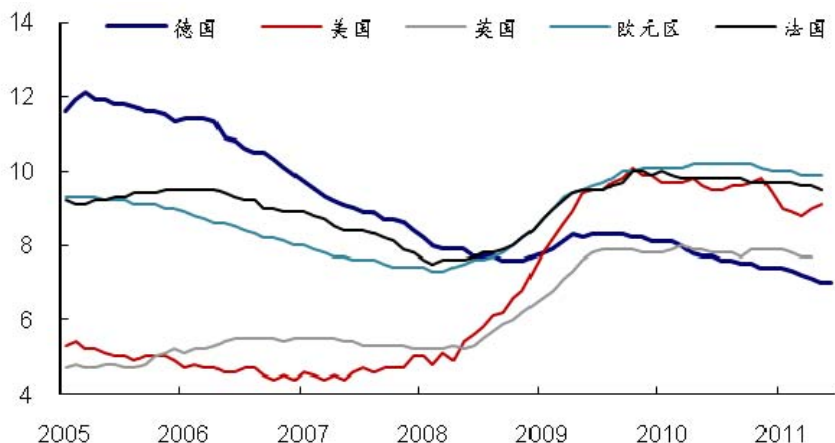
资料来源：OECD，华泰联合证券研究所

就业情况良好，促进内需增长

面对二战以来最严重的经济衰退，美国失业率达到27年来最高点的10.1%，虽然目前已经下降到9%的水平，但仍处高位，并无下行的趋势，成为美国复苏最大障碍。相比之下，尽管德国经济虽然在2009年下滑了5个百分点，但德国企业并未大量裁员，失业率仅小幅上涨。目前德国失业率已由09年的高点8.3%，迅速下降到了7%，创下17年来最低水平。

德国的就业奇迹主要归功于政府实施的“短工”政策，即德国企业不直接裁员，而是通过减少员工工资时间，消减成本。同时，德国政府对相关企业进行补贴，帮助企业渡过难关，并给予劳动者技能培训。据德国劳工部数据显示，这项政策帮助6.3万家企业保留住了将近50万个职位。

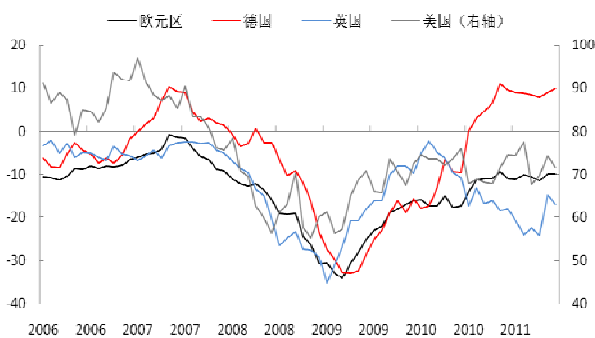
图 11： 德国失业率保持低位，好于其他主要经济体



资料来源：华泰联合证券研究所

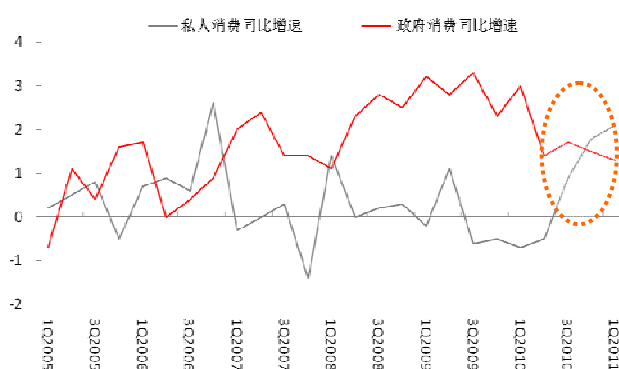
通常情况下，劳动者离开岗位越久，其重新找到工作的难度也越大。而失业后人们会减少支出消费，消费的下降会减少产品需求，加剧了失业情况，进一步导致经济恶化。因此，降低失业率对经济增长至关重要。德国的短工政策有效降低了失业率，有助于避免大量失业人口出现后对消费领域的巨大打击，防止经济陷入恶性循环。在 2008-09 年经济衰退时，政府扩大支出，拉动经济增长。2010 年，德国消费市场也迅速回暖，消费者信心指数大涨，个人消费支出同比上涨，同时政府消费开始下降。

图 12： 德国消费者信心指数高涨



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 13： 德国政府支出下降，个人消费上升



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

希腊主权债务危机—德国面临的危局和机会

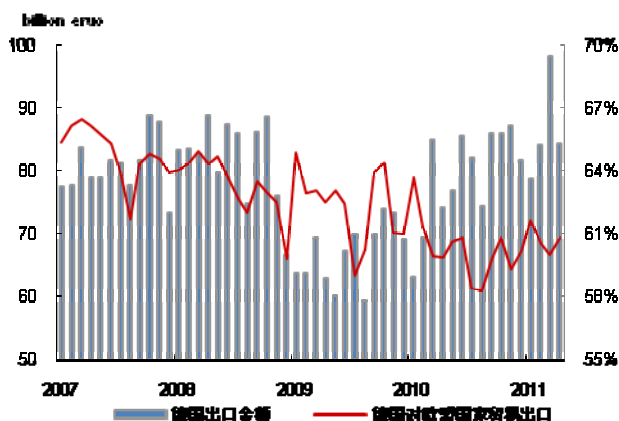
欧元区面临巨大风险，德国难以独善其身

希腊主权债务危机是欧元区成立以来面临的最大的挑战，如果处理不当甚至可能造成欧元区的崩溃。当前希腊的 GDP 只占欧元区总量的 2%，单就希腊一国而言，即便其发生主权债务违约，对于整个欧盟来并非灾难性的结果。但是如果一旦因市场恐慌引起连锁反应，导致西班牙和意大利等欧元区主要国家的债务违约，则局面可能会失控，对欧洲各国甚至世界经济带来沉重的打击。因此，希腊作为一个较小的经济体，任其发生违约而影响欧元区其它成员国造成的损失将远远高于救助所需要的成本。

在希腊主权债务危机中，德国不仅面临巨大系统性风险，也必须在解决危机中扮演了重要角色。目前，德国经济复苏势头良好，处于平稳上升阶段，但欧元区的债务危机势必会对其复苏造成负面影响。在早先达成的对希腊 1100 亿欧元的援助中，德国出资达 255 亿欧元，而随着救助计划的深化，德国或将进一步加大投入。近期，德国政府将 3 年内的融资目标提高了 10%，德国因为希腊危机背上了沉重的负担。

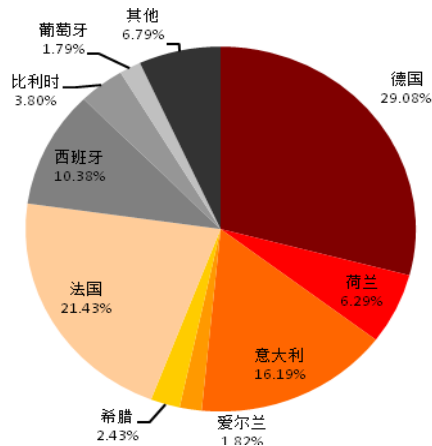
德国作为欧元区最大的经济体，GDP 占比达 30% 左右，在欧元区起到举足轻重的作用。相应来说，欧洲对德国也至关重要，在德国的出口目的地中，欧盟内国家占到了德国出口总额的 60% 以上，德国经济的复苏很大程度上依靠了这些国家的支撑。而德国在希腊、爱尔兰和葡萄牙债务中的风险敞口达到 2250 亿欧元，帮助这些国家，其实也就是帮助德国本国的银行业摆脱困境。因此，德国和欧元区的命运紧密相连，不可能脱离这个大环境，独善其身。救助危机国家，保持欧元区稳定，就是救助德国自己，是德国无法回避的责任。

图 14： 德国出口仍以欧盟为主要市场



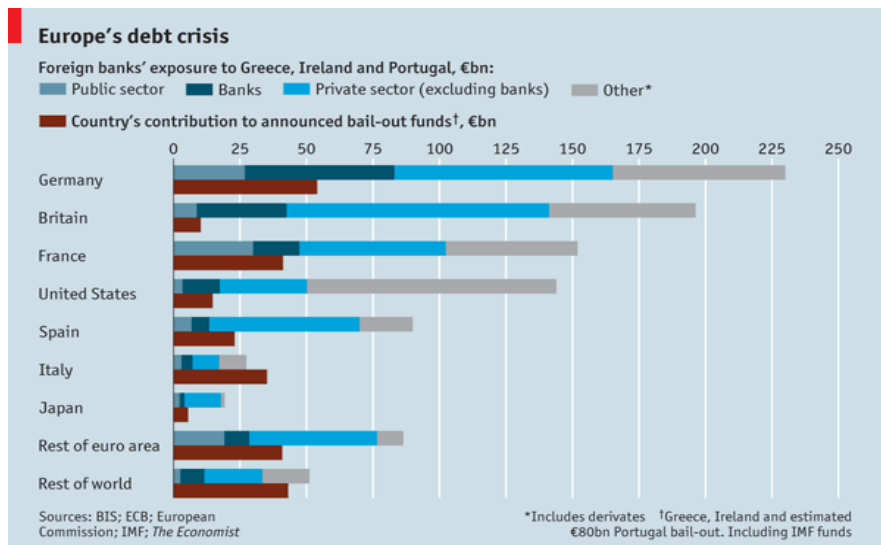
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 15： 希腊等国 GDP 占欧盟总体比例



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 16： 世界各国在希腊、爱尔兰和葡萄牙债务中的风险敞口

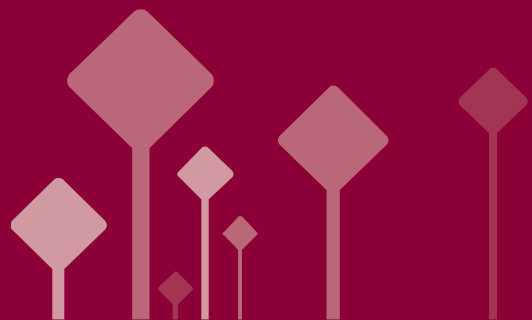


资料来源：华泰联合证券研究所

欧元区危机引发变革，德国或成真正领袖

欧元区自成立以来一直问题颇多，很多成员国无法达到欧元区苛刻的经济指标，一些国家甚至自加入之日起就没有达到欧元区的标准，只是靠包装财务数据，混入了欧元区，这也为今天的危机爆发埋下了伏笔。尽管欧盟和 IMF 已经拿出大量资金对危机国家进行救助，但这仅仅解决资金短缺的一时之危，治标而不治本。欧元区面临的根本问题是制度层面和结构性的，欧元区至今没有统一的财政政策，也缺少合作处理欧元区整体问题的明确模式，更不用说在政治层面的融合。当然，欧元诞生至今仅仅 13 年，必然还有很多需要完善和改进的地方，而目前的困境，也恰好可以视为给欧洲各国政府一种压力，为了挽救欧元区的命运，重振欧洲一体化进程，各国政府必须在危机之中艰难探索着“改革”的办法，否则若欧元区还保持目前松散的经济联盟模式不改变，或将面临成员退出甚至解体的风险。

由于德国经济的强势复苏，德国在救助计划中拿出大量资金帮助希腊和爱尔兰等国，同时增强了其在欧元区拥有的话语权，俨然超越了原先平起平坐的法国，成为了欧洲名副其实的领袖。德国应当利用好这个机会，在近期内着力处理解决好主权债务危机，避免对区内国家经济造成严重影响，而在中长期则应推动欧元区的深层次变革，增强欧元区的融合程度，建立一个全新的深度货币联盟，这或许是欧债危机可以期待的最好的结果。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn