

德意志联邦共和国

本次评级结果

长期本币信用等级：AAA_i

长期外币信用等级：AAA_i

评级展望：稳定

上次评级结果

长期本币信用等级：AAA_i

长期外币信用等级：AAA_i

评级展望：稳定

本次评级时间

2017年12月10日

分析师：丁翔

邮箱：dingx@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层

<http://www.unitedratings.com.cn>

评级观点

联合评级于2017年12月10日对德意志联邦共和国（以下简称“德国”）的主权信用进行了跟踪评级，决定维持其长期本、外币信用等级AAA_i，评级展望为稳定。

在本年度大选中默克尔领导的联盟党再次胜出，但组阁过程一波三折，极右翼势力首次进入国会，社会两级分化现象加剧，复杂化的政策博弈可能会降低政府的治理效率。与法国等欧盟成员国及全球其他主要国家总体可保持良好的政经关系，但与特朗普政府在全球治理理念上存在较大分歧，对俄罗斯的制裁将继续维持。受国内消费和投资的拉动，以及国际市场开始缓慢复苏的影响，德国的经济呈现出强劲的增长，通货膨胀率开始反弹，失业率屡创新低。银行业维持稳定，资本充足率较好，不良贷款率较低；为抑制经济过热，欧洲央行可能于2018年对宽松的货币政策进行小幅度调整。新政府将继续执行严格的财政纪律，确保维持财政平衡，未来几年财政盈余将继续保持。经常账户盈余突出，外部风险极低。

综上所述，德国的主权信用风险极低，按期偿付债务本息的能力很强，几乎不受可预见的不利情况影响。

评级依据

默克尔胜选，但组阁过程一波三折，极右翼势力首次进入国会，社会两级分化现象加剧，复杂化的政策博弈可能会降低政府的治理效率

在 2017 年 9 月 24 日举行的德国大选中，默克尔领导的联盟党（基民盟/基社盟）以 33% 的得票率获得 246 个联邦议院议席，保住了第一大党位置，也意味着默克尔将连任总理。但与上届大选相比，联盟党得票率猛跌 8.6 个百分点，一共失去了 65 个议席，为保守派阵营 1949 年来所取得的最低的得票率。默克尔此前两个任期的联盟伙伴社民党在此次大选中的得票率更是跌至 20.5%，创二战以后历史新低。该党因此声称将拒绝再次加入联合政府，而是要扮演主要反对党的角色。同时，极右翼的民粹主义政党德国选择党创纪录地赢得了 13.5% 的选票，成功以第三大党的身份进入联邦议会。大选的结果显示出德国社会意识分化加剧，政治格局变得更为复杂，将导致未来公共政策博弈更为激烈，从而影响政府治理的效率。

大选结束后，因为社民党声称拒绝加入联合政府，默克尔曾试图与自民党和绿党组成联合政府，但因三方立场相差太大，谈判于 11 月 20 日破裂，组阁遭遇重大挫折。11 月 24 日，德国总统施泰因迈尔邀请基民盟主席默克尔、基社盟主席泽霍费尔，以及社会民主党主席舒尔茨进行会谈，寻求解决之道。会后，舒尔茨表态：德国正处于十分复杂的局势，社民党意识到对德国和欧洲的责任，社民党成员将对未来是否参与政府管理进行投票，社民党不会在德国扮演妨碍者的角色。我们预期，社民党最终很有可能同意加入联合政府，与联盟党共同组成新一届政府。

然而，即便联盟党与社会党联合组阁成功，但因其在议会的席位下降，各项政策通过和推进的难度将会增加。尤其是与默克尔政见主张完全相反的极右翼德国选择党将成为主要反对党，其主席有可能按照惯例出任议会预算委员会主席，料将对默克尔的施政形成一定的制约。

与法国等欧盟成员国及全球其他主要国家总体可保持良好的政经关系，但与特朗普政府在全球治理理念上存在较大分歧，对俄罗斯的制裁将继续维持

同为建制派的默克尔和马克龙在本国大选中分别胜出，为巩固和加强作为欧盟领导核心的德法关系奠定了良好的基础，特别是在英国脱欧，匈牙利、波兰和比利时政府对欧盟核心理念形成冲击的情况下。但对于马克龙所提出的一系列强化欧盟成员国主张，包括防务一体化、共同的边界管制政策、共同的农业政策等，默克尔因为尚未在国内凝聚共识等原因，未明确表态支持。

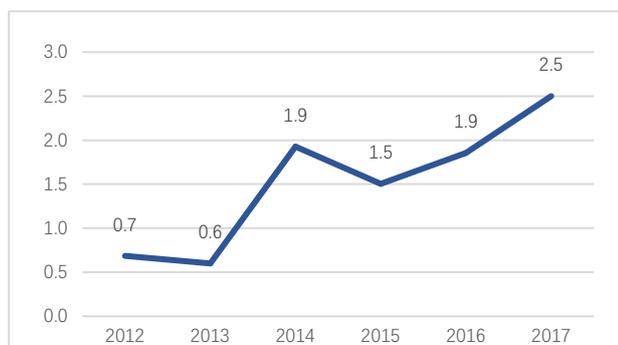
与美国关系方面，默克尔将依然视其为除欧盟外最为重要的外交关系，但鉴于与特朗普在全球化理念上的巨大差距，以及德国对美贸易的大额顺差，与美国的摩擦预计将会比此前有所增加。

在俄罗斯 2014 年将克里米亚从乌克兰强行收回后，德国宣布对其进行经济制裁，并推动欧盟采取相关制裁措施，因此与俄罗斯的关系恶化。预期中期内，德国对俄罗斯制裁措施不会取消，与俄的关系恐难以改善。

受国内消费和投资的拉动，以及国际市场开始缓慢复苏的影响，德国的经济呈现出强劲的增长，通货膨胀率开始反弹，失业率屡创新低

受国内消费和投资的拉动，以及国际市场开始缓慢复苏的影响，2017年，德国的经济增长速度预计可达到2.5%，创最近五年来新高，居同类国家前列，标志着德国经济已经完全摆脱了欧债危机的影响。未来两年，受美国加息、欧盟可能启动缩表、劳动力紧张、通胀上升可能导致欧洲央行采取相对偏紧的货币政策等因素影响，德国的经济增长率可能出现小幅下跌，但仍可维持在2%左右的较高水平。

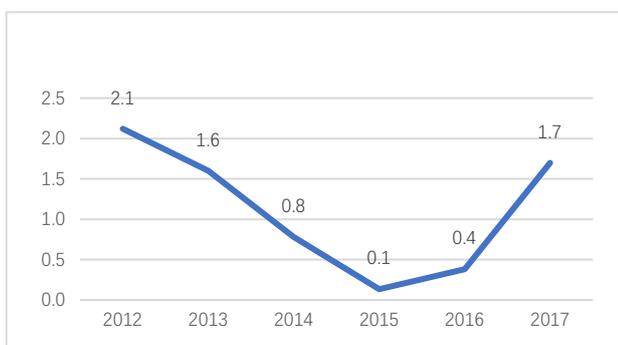
图 1: 德国 GDP 增长率 (%)



数据来源: 联合评级主权数据库, 2017 年数据为预测值

随着国际大宗商品价格的回升，以及劳动力供应趋于紧张，预计德国 2017 年的通货膨胀率将较此前出现较大幅度的上升，将从 2016 年的 0.4% 上涨至今年的 1.7%。我们预期，未来两年，这一指标将呈现继续小幅上升的态势。

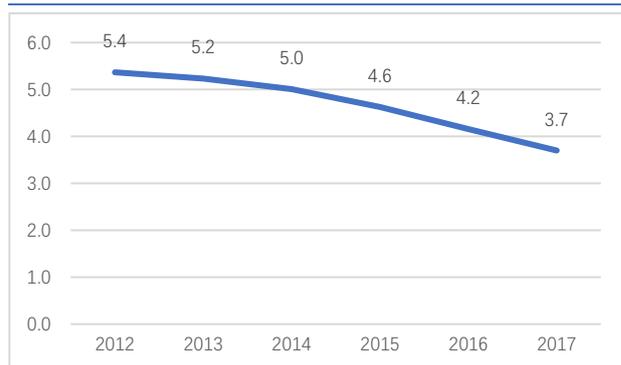
图 2: 德国通货膨胀率 (%)



数据来源: 联合评级主权数据库, 2017 数据为预测值

强劲的经济增长还拉动了德国的失业率一路走低，至 2017 年，德国的失业率预计将下降至有史以来最低纪录的 3.7%，也低于一般公认的自然失业率。未来两年，这一指标还可能继续走低，因此将带动工资水平的上升，在拉动国内消费的同时，对德国的国际竞争力造成一定的制约。

图 3: 德国失业率 (%)



数据来源: 联合评级主权数据库, 2017 数据为预测值

银行业维持稳定，资本充足率较好，不良贷款率较低；为抑制经济过热，欧洲央行可能于 2018 年对宽松的货币政策进行小幅度调整

德国的银行业总体维持了稳定，资本的充足率较好，在新的监管要求下小幅上升，资本资产比率从 2012 年的 5.7% 上升至 2016 年底的 6%；不良贷款率一路走低，从欧债危机后的约 3% 至 2016 年底下降了大约 1 个百分点。银行业存在的隐忧是盈利能力较低和杠杆率稍高，特别是一些区域性和规模较小的银行。曾经令人有所担心的德国最大银行德意志银行的经营状况有所好转。总体而言，银行业的稳定性较好，对主权信用风险不构成现实的危险。

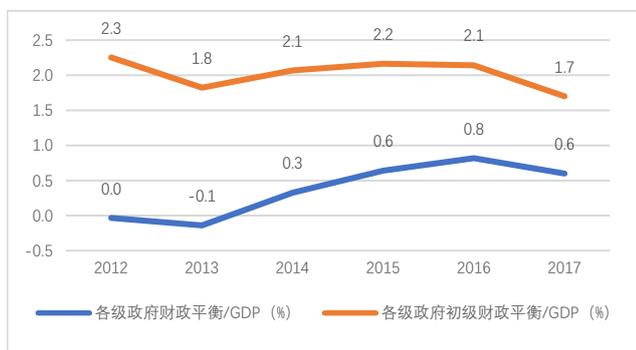
目前欧洲央行依然维持着欧债危机后推行的量化宽松和极低利率政策，且表示将维持 600 亿欧元的投放至 2017 年底。考虑到欧

欧元区经济的强劲增长将进一步推高通货膨胀及预期，以及美国缩表和贴息的进展，我们预计，2018 年欧洲央行可能将对量化宽松的规模进行小幅调整。

新政府将继续执行严格的财政纪律，确保持续保持

近年来，德国政府一直采取比较审慎的财政政策，以维持财政平衡为基本目标；即使在欧债危机后的 2012 年和 2013 年，德国也基本维持了财政的平衡。此后，随着经济的持续复苏，财政盈余的水平还保持了小幅上升的态势。中期内，主要因为人口老龄化带来的医疗支出上升，财政盈余可能将出现小幅度下降，但依然可避免赤字的出现。

图 5：德国财政和初级财政平衡/GDP

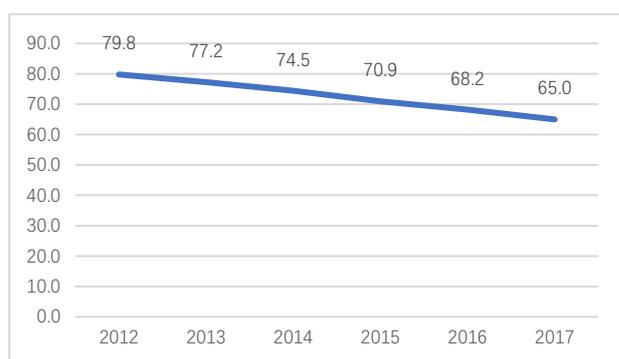


数据来源：联合评级主权数据库，2017 数据为预测值

公共债务占 GDP 比重呈持续下降趋势，债务全部为本币且平均期限较长，政府的偿债压力很低

2008 年次贷危机以后，因为德国非常严格地执行了审慎的财政政策，财政基本保持持续盈余，所以公共债务占 GDP 的比重保持了连续下降的趋势，预计将从 2010 年 81.1% 的高位下降至 2017 年的 65.0%，且有望在未来两年继续下降。

图 6：德国公共债务占 GDP 比重 (%)



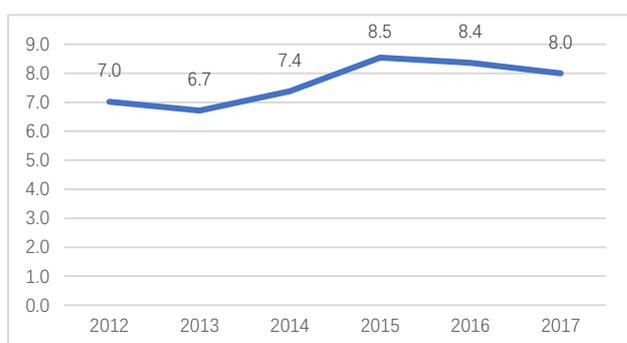
数据来源：联合评级主权数据库，2017 年数据为预测值

从公共债务的币种和期限结构看，德国的公共债务全部为本币债务，平均的期限达到了 7 年，短期债务占总债务的比例仅为 15.7%，短期内，政府的偿债压力很低。

经常账户盈余突出，外部风险极低

德国拥有极其先进和强大的制造业，出口能力很强，因此能完全弥补服务业进口的赤字，并保证了经常账户长期维持很高的盈余，在 2015 年达到 GDP 的 8.5% 历史高位后，因国际大宗商品价格的回升引起进口额上升而导致经常账户于 2016 和 2017 年出现小幅下跌，但依然可以维持在 8% 以上的高位。未来两年，随着德国国内劳动力等成本的上升，以及国际大宗商品价格继续上涨，预计德国的经常账户盈余可能会出现小幅下降。

图 7：德国经常性账户余额占 GDP 比重 (%)



数据来源：联合评级主权数据库，2017 数据为预测值

展望

综合以上，德国经济已经持续四年保持了较高增速，未来两年有可能较 2017 年小幅下降，但依然可保持在 2%左右的较高增速；

财政和经常账户能够保持盈余，且经常账户的盈余很高；公共债务占 GDP 比重持续下降，短期偿债压力很低，外部风险极小；因此确定其评级展望为稳定。

德国主权信用评级关键数据

指标	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^f
名义 GDP (十亿美元)	3,547.6	3,759.7	3,902.8	3,374.3	3,473.4	3,694.0
人均 GDP (美元,PPP)	43,533.6	45,235.4	47,140.7	47,841.7	48,850.7	50,850.0
实际 GDP 增长率 (%)	0.7	0.6	1.9	1.5	1.9	2.5
通货膨胀率 (%)	2.1	1.6	0.8	0.1	0.4	1.7
国内信贷增长率 (%)	-1.1	-10.6	5.9	-0.2	2.9	-1.9
M2 增长率 (%)	7.7	2.8	4.9	8.5	5.7	4.8
各级政府财政平衡/GDP (%)	0.0	-0.1	0.3	0.6	0.8	0.6
各级政府利息支付/GDP (%)	2.3	2.0	1.7	1.5	1.3	1.1
各级政府初级财政平衡/GDP (%)	2.3	1.8	2.1	2.2	2.1	1.7
各级政府总债务/GDP (%)	79.8	77.2	74.5	70.9	68.2	65.0
经常项目余额/GDP (%)	7.0	6.7	7.4	8.5	8.4	8.0

数据来源：联合评级主权数据库；f 表示预测值