

德意志联邦共和国

2020 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

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: 2020 年 12 月 22 日

<p>本次评级使用的评级方法、模型:</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="width: 70%;">名称</th> <th>版本</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>联合资信评估有限公司主权信用评级方法</td> <td>V3.0.201910</td> </tr> <tr> <td>联合资信评估有限公司主权信用评级模型(打分表)</td> <td>V3.0.201910</td> </tr> </tbody> </table> <p>注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露</p> <p>分析师: 王倩 程泽宇</p> <p>邮箱: lianhe@lhratings.com</p> <p>电话: 010-85679696</p> <p>传真: 010-85679228</p> <p>地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层 (100022)</p> <p>网址: www.lhratings.com</p>	名称	版本	联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910	联合资信评估有限公司主权信用评级模型(打分表)	V3.0.201910	<p>本次评级模型打分表及结果:</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>本币指示评级</th> <th colspan="2">AAA_i</th> <th>本币评级结果</th> <th>AAA_i</th> </tr> <tr> <th>外币指示评级</th> <th colspan="2">AAA_i</th> <th>外币评级结果</th> <th>AAA_i</th> </tr> <tr> <th>评价内容</th> <th>评价结果</th> <th>风险因素</th> <th>评价要素</th> <th>评价结果</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td rowspan="3">政治经济表现</td> <td rowspan="3">A</td> <td>国家治理</td> <td></td> <td>A</td> </tr> <tr> <td>宏观经济政策和表现</td> <td></td> <td>A</td> </tr> <tr> <td>结构特征</td> <td></td> <td>E</td> </tr> <tr> <td rowspan="3">公共财政实力</td> <td rowspan="3">b</td> <td rowspan="3">财政收支及政府债务状况</td> <td>财政收支状况</td> <td>c</td> </tr> <tr> <td>政府债务负担</td> <td>c</td> </tr> <tr> <td>政府偿债能力</td> <td>e</td> </tr> <tr> <td rowspan="3">外部融资实力</td> <td rowspan="3">b</td> <td rowspan="3">国际收支及外部债务状况</td> <td>国际收支</td> <td>a</td> </tr> <tr> <td>外债压力</td> <td>c</td> </tr> <tr> <td>外债偿付能力</td> <td>g</td> </tr> <tr> <td colspan="4" style="text-align: center;">调整因素和理由</td> <td>调整子级</td> </tr> <tr> <td colspan="4" style="text-align: center;">-</td> <td style="text-align: center;">-</td> </tr> </tbody> </table> <p>注: 政治经济表现及相应各级因素由高到低分为 A、B、C、D、E、F 六个等级; 公共财政实力、外部融资实力及相应各级因素由高到低分为 a、b、c、d、e、f、g 七个等级; 模型内指标为五年加权平均值; 通过政治经济表现和公共财政实力矩阵分析模型得到本币指示评级结果, 结合外部融资实力表现得到外币指示评级结果</p>	本币指示评级	AAA _i		本币评级结果	AAA _i	外币指示评级	AAA _i		外币评级结果	AAA _i	评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	政治经济表现	A	国家治理		A	宏观经济政策和表现		A	结构特征		E	公共财政实力	b	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	c	政府债务负担	c	政府偿债能力	e	外部融资实力	b	国际收支及外部债务状况	国际收支	a	外债压力	c	外债偿付能力	g	调整因素和理由				调整子级	-				-
名称	版本																																																												
联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910																																																												
联合资信评估有限公司主权信用评级模型(打分表)	V3.0.201910																																																												
本币指示评级	AAA _i		本币评级结果	AAA _i																																																									
外币指示评级	AAA _i		外币评级结果	AAA _i																																																									
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果																																																									
政治经济表现	A	国家治理		A																																																									
		宏观经济政策和表现		A																																																									
		结构特征		E																																																									
公共财政实力	b	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	c																																																									
			政府债务负担	c																																																									
			政府偿债能力	e																																																									
外部融资实力	b	国际收支及外部债务状况	国际收支	a																																																									
			外债压力	c																																																									
			外债偿付能力	g																																																									
调整因素和理由				调整子级																																																									
-				-																																																									

¹ 本评级结果为主动评级结果, 评级资料主要来源于公开信息, 与委托评级相比, 评级调查工作(可能无)和评级信息存在不充分等局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议, 联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。

评级概况：

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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，确定维持其长期本、外币主权信用等级AAA_i，评级展望为稳定。

2019年，卡伦鲍尔继上年末接替默克尔当选基民盟党主席后，德国政局维持稳定。受工业产出持续疲软和全球经济增长乏力等内、外部因素拖累，德国经济增速同比有所下降，通货膨胀下行，失业率小幅下降。德国经济及产业结构总体保持稳定，银行业资产质量持续改善，在低利率环境下银行业盈利表现有所下滑。受减税力度加大及公共支出增加影响，德国财政盈余水平同比小幅下滑，但政府债务水平小幅回落，财政收入对政府债务的保障能力在高水平继续增强。德国经常项目盈余水平同比虽有所收窄但依然维持高额顺差，其全球第二大净债权国地位继续对政府偿债能力形成很强支撑。德国外债水平仍然很高且有所上行，但政府外债占比较低，且短期政府外债很少，经常账户收入对政府外债的保障能力很强，同时德国强大的国际地位、欧元区低息的融资环境、畅通的融资渠道均将对政府外债的偿还能力形成很强支撑。

2020年以来，卡伦鲍尔意外辞职令德国政局不确定性有所加大，但鉴于德国政治成熟度及党际共识较高，预计不会影响后续总体政策方向。由于疫情以来的封锁措施影响，德国经济将在短期内陷入衰退，但有望在2021年随着疫苗的积极进展以及需求的修复而迅速反弹。应对疫情的大规模财政支出将打破德国长期以来的财政盈余状态，政府债务也将出现上行，但鉴于德国经济基本面和财政实力的稳健表现，预计2021年以后德国财政状况将出现较快好转。疫情对外部需求的冲击短时难以消除，加上供应链受阻、国内工业品产量下降等原因，德国的出口预计仍然难以强劲反弹，但同时油价有望保持在较低水平令进口额增速有望维持低位，总体看德国的经常账户盈余水平仅将略有下降，外部状况也将维持稳健，政府对外偿付能力依然稳定。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 宏观经济规模庞大，经济结构多元，人均 GDP 水平很高，国家竞争力很强

德国是欧洲最大的经济体和世界第四经济强国，工业基础雄厚，服务业发达，具有高素质的劳动力、强大的创新能力、高生产率以及安全稳定的投资框架。德国农业发达，机械化程度很高。德国是世界汽车制造强国，汽车是其最重要的出口产品，同时其在机械设备制造、电子电气、化工制药、信息通信等领域也具有极强的产业竞争力，2019年进入世界500强的德国企业有29家。2019年2月，德国发布《国家工业战略2030（草案）》，目的即是在激烈的国际竞争和数字化时代确保德国企业的国际竞争力和科技领先地位。根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2019年德国的全球竞争力指数为81.8，在全球141个经济体中排名第7位，较上年下滑4位，主要是由于互联网基础设施的陈旧、高税收造成的劳动力成本昂贵以及地区公共安全的下滑，但其全球竞争力依然很强。

2. 德国具有良好的财政纪律和审慎的财政规划，政府财政常年盈余，政府债务水平较低

得益于良好的财政纪律和审慎的财政规划，多年来德国政府的财政收支结构保持了高度稳定，保证了财政不出现赤字。2019年，德国一般政府的财政盈余为524.7亿欧元，相当于GDP的比值为1.5%，同比略有下降，但财政状况依然稳健。截至2019年底，德国政府债务为20,530.3亿欧元，相当于GDP的比值为59.5%，同比小幅下降且继续处于较低水平。

新冠疫情暴发以来，经济衰退以及德国政府为应对疫情的财政支出也将令政府财政状况暂时走弱。疫情以来，德国政府已推出多轮财政救助计划，对企业进行减税或延期交税，并提供流动性资助，总规模达到了近9,000亿欧元，这些措施将打破德国长期以来对预算保持平衡的承诺，结束其自2014年以来的1%以上的财政盈余状态。同时，德国议会也宣布暂停了2020年的“债务刹车”机制，以允许政府发行规模创纪录的2,178亿欧元新债，为危机应对和财政刺激措施融资。预计德国2020年的财政赤字和政府债务水平可能将分别超过8%和70%。但另一方面，考虑到新冠疫苗研制的积极进展以及德国经济基本面和财政实力的稳健表现，预计2021年以后德国财政状况将出现较快好转。

3. 德国经常项目维持高额顺差，其全球第二大净债权国地位也将继续对政府偿债能力形成较强的支撑

得益于企业的高效率以及德国制造的强大吸引力，德国常年以来维持了对外贸易的高额顺差。2019年，由于全球经济疲弱、外需放缓以及贸易争端等因素影响，德国进出口增速双双下降，出口额同比下降3.5%，大于进口降幅（2.7%），贸易盈余规模同比回落9.0%至2,232.5亿美元，拖累经常账户盈余水平小幅降至7.1%，但德国的经常账户盈余水平依然很高。此外，德国是世界第二大净债权国，且净债权规模逐年上升。截至2019年底，德国对外净债权达27,769.7亿美元，相当于GDP的比值高达71.9%，同比大幅上升近10个百分点，对外债偿还形成了很强的保障。中期内，疫情对外部需求的冲击短时难以消除，加上供应链受阻、国内工业品产量下降等原因，德国的出口预计仍然难以强劲反弹，但同时油价有望保持在较低水平令进口额增速有望维持低位，总体看德国的经常账户盈余水平仅将略有下降，外部状况也将维持稳健，政府对外偿付能力依然稳定。

4. 卡伦鲍尔意外辞职令德国政局不确定性有所加大，但德国政治成熟度及党际共识较高，国家治理能力依然很强

在德国总理默克尔宣布放弃在2021年连任基民盟党主席一职之后，2018年12月7日，有“小默克尔”之称的卡伦鲍尔接替默克尔，当选基民盟党主席，2020年2月，由于图林根州的州长选举中执政的基民盟图林根州分部无视卡伦鲍尔的一再要求和警告，私下与德国选择党联手，助推自由民主党竞选人克梅里希成功当选州长等原因，卡伦鲍尔随后宣布辞去基民盟主席一职，同时宣布将不再作为总理候选人参加2021年德国议会选举，引发德国和欧洲政坛震动，为德国政局后续走势增添了不确定性。虽然鲍尔表示将留任国防部长并继续看守基民盟直至选出新的主席，但如果德国政治生态进一步恶化，默克尔提前卸任，不排除德国提前举行大选的可能。总体看，

德国的主流政党基民盟支持率较高，且各党派对于国内政策及欧洲事务的总体方向能够达成较高的共识，政治成熟度高，中期内其财政经济政策仍具有较强的稳定性，国家治理能力将继续保持在很高水平。2019年，德国国家治理各项指标的百分比均值为89.3，虽同比略有下滑，但仍明显高于AAA_i级国家的平均水平（81.3）。

主要关注：

1. 德国经济对外贸的依赖性较强，较易受到外部环境变化的影响

德国作为一个开放型经济体，经济增长对外贸的依存度较高。2019年，德国进出口总额相当于GDP的比值达到88.0%，同比略有下降，但近五年总体呈波动上升趋势，对外贸的依存度在发达国家中处于很高水平，如美国的外贸依存度仅不足30%，德国经济在保持了较高开放度的同时，增长也将在较大程度上受到外部环境变化的影响。

在全球均陷入严重衰退的背景下，德国经济也受到了沉重打击。为遏制疫情，德国实行了停工停产等限制措施，家庭消费、机械和固定资本形成总额均大幅下降，2020年前三季度GDP同比增幅分别为-2.1%、-11.2%和-4.2%，预计全年经济萎缩程度将达到6.0%，2021年随着疫苗的积极进展以及需求的修复经济增速有望迅速反弹至4%以上。

2. 国家总体外债水平很高，经常账户收入对外债的保障程度较弱；但政府外债水平占比较低，短期偿付压力不大

截至2019年底，德国外债总额达到55,881.1亿美元，相当于GDP的比值高达144.7%，同比上升4.2个百分点，虽然仍显著低于AAA_i级国家均值，但仍处于很高水平，经常账户收入相当于外债总额的比值不足40%，保障程度较弱。但另一方面，截至2019年底，从外债结构看，德国外债主要由金融机构持有（31%），政府外债在总外债中的占比为21.7%，虽同比略有上升，但占比依然较低。从期限结构看，德国外债中短期外债占比约36%，同比略有下降，短期偿付压力较大；政府短期外债在政府外债中的占比约为7%，政府短期外债偿付压力不大。

3. 人口老龄化将在一定程度上制约德国经济发展潜力

由于人口寿命长以及“少子化”现象严重，德国的人口老龄化趋势突出。根据世界银行统计，2019年德国65岁以上的人口占比达21.6%，老龄化程度仅次于日本。65岁及以上的人数将在2050年达到435万，届时德国将超过日本，成为人口年龄最大的经合组织国家。老龄化现象的加剧将令财政负担加重，经济增长潜力也将在一定程度上遭到削弱。

评级敏感性因素

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑下调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 中期内经济衰退状况无法扭转，财政状况持续恶化，政府债务水平继续大幅上升；
2. 欧元区部分国家的债务状况大幅恶化，债务共担机制下德国的财政风险显著上升，负债状况受到明显拖累。

附件 1:

德国 2015-2019 年主要数据

项目	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
宏观数据					
名义 GDP (亿欧元)	34,490.5	33,564.1	32,598.6	31,347.4	30,261.8
名义 GDP (亿美元)	38,615.5	39,655.7	36,813.0	34,689.0	33,579.3
实际 GDP 增速 (%)	0.6	1.3	2.6	2.2	1.5
CPI 增幅 (%)	1.3	2.0	1.7	0.4	0.7
失业率 (%)	3.1	3.4	3.8	4.2	4.6
结构特征					
人均 GDP (美元)	46,472.6	47,832.1	44,537.1	42,124.3	41,107.2
最终消费支出占 GDP 的比值 (%)	72.8	72.3	72.2	72.7	72.7
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	21.4	21.6	20.8	20.0	19.7
净出口占 GDP 的比值 (%)	5.8	6.2	7.0	7.4	7.6
第一产业占 GDP 的比值 (%)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
第二产业占 GDP 的比值 (%)	26.8	27.5	27.4	27.5	27.1
第三产业占 GDP 的比值 (%)	62.4	61.8	61.8	61.8	62.2
产品税净额占 GDP 的比值 (%)	10.0	9.9	9.9	10.0	10.0
银行业资本充足率 (%)	18.6	18.9	19.4	18.8	18.3
银行业不良贷款率 (%)	1.1	1.2	1.5	1.7	2.0
银行业 ROA (%)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
银行业 ROE (%)	4.1	5.1	6.3	6.6	7.5
公共财政					
财政收入 (亿欧元)	16,105.6	15,538.5	14,851.6	14,267.5	13,648.6
财政收入/GDP (%)	46.7	46.3	45.6	45.5	45.1
财政支出 (亿欧元)	15,580.9	14,922.0	14,407.6	13,903.7	13,357.9
财政支出/GDP (%)	45.2	44.5	44.2	44.4	44.1
财政盈余 (亿欧元)	524.7	616.5	444.0	363.7	290.7
财政盈余/GDP (%)	1.5	1.8	1.4	1.2	1.0
政府债务总额 (亿欧元)	20,530.3	20,685.6	21,186.7	21,689.9	21,851.1
政府债务总额/GDP (%)	59.5	61.6	65.0	69.2	72.2
财政收入/政府债务 (%)	78.4	75.1	70.1	65.8	62.5
外部融资					
出口总额 (亿美元)	18,109.3	18,775.0	17,391.0	15,982.5	15,752.5
进口总额 (亿美元)	15,876.8	16,322.8	14,814.8	13,418.5	13,202.1
净出口 (亿美元)	2,232.5	2,452.2	2,576.1	2,564.0	2,550.4
经常账户收入 (亿美元)	21,523.9	22,284.3	20,642.2	19,063.5	18,802.8
经常账户余额 (亿美元)	2,731.7	2,923.9	2,867.1	2,951.2	2,888.2
经常账户余额/GDP (%)	7.1	7.4	7.8	8.5	8.6
国际投资净头寸 (亿美元)	27,769.7	24,354.5	22,057.5	16,968.1	15,350.7
国际投资净头寸/GDP (%)	71.9	61.4	59.9	48.9	45.7
外债总额 (亿美元)	55,881.1	55,728.9	57,197.1	50,297.9	49,807.0

外债总额/GDP (%)	144.7	140.5	155.4	145.0	148.3
政府外债总额 (亿美元)	12,128.3	11,938.8	13,387.5	13,246.8	14,455.3
政府外债/外债总额 (%)	21.7	21.4	23.4	26.3	29.0
经常账户收入/外债总额 (%)	38.5	40.0	36.1	37.9	37.8
经常账户收入/政府外债 (%)	177.5	186.7	154.2	143.9	130.1

数据来源：世界银行、IMF、欧盟统计局，德国央行、欧洲央行，联合资信整理

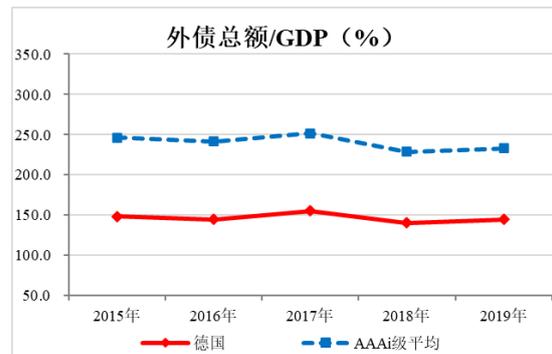
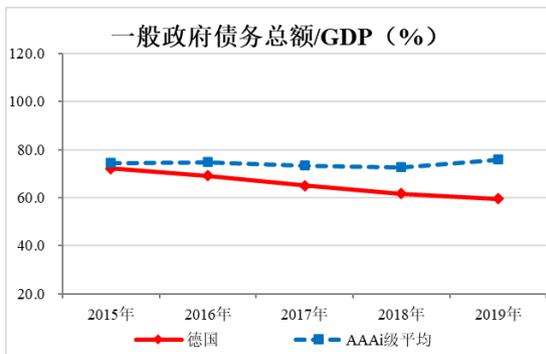
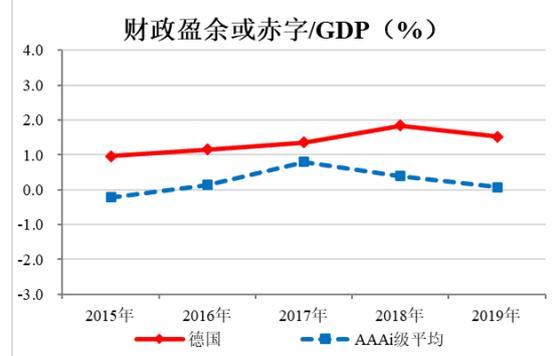
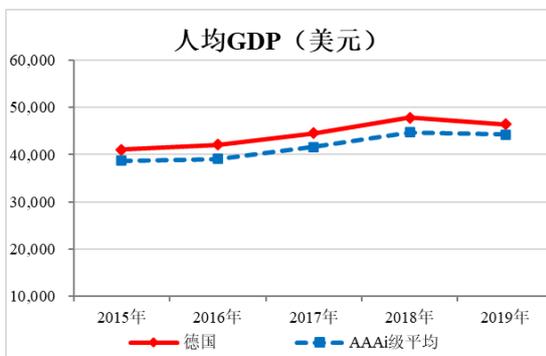
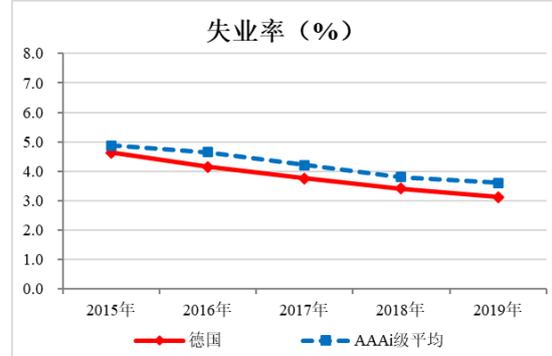
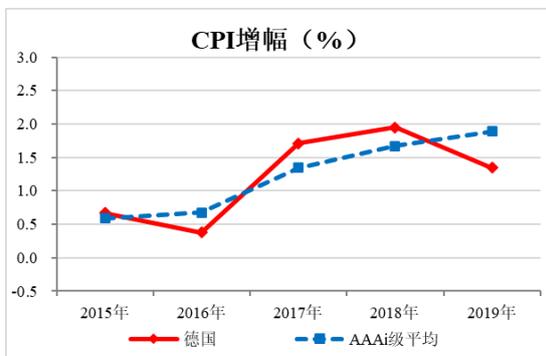
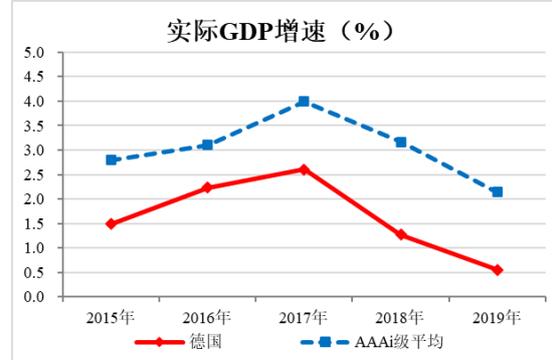
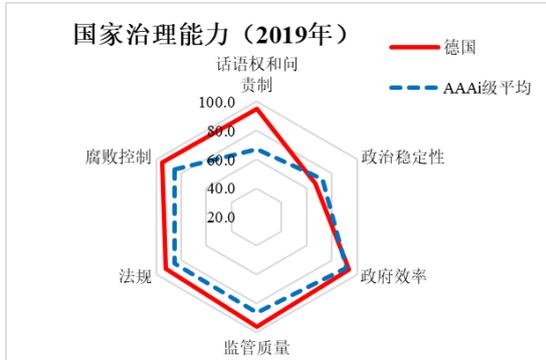
表 2 德国 2020-2021 年核心数据及预测

项目	2020 年一季度	2020 年二季度	2020 年第三季度	2020 年预测	2021 年预测
实际 GDP 增速 (%)	-2.1	-11.2	-4.2	-6.0	4.2
CPI 增幅 (%)	1.6	0.8	-0.1	0.5	1.1
失业率 (%)	4.5	6.0	6.3	4.3	4.2
人均 GDP (美元)	45,698	44,664	48,724	45,466	51,967
财政盈余/GDP (%)	0.4	-9.2	-	-8.2	-3.2
政府债务总额/GDP (%)	61.1	67.4	-	73.3	72.2
经常账户余额/GDP (%)	7.7	4.7	-	5.8	6.8
外债总额/GDP (%)	150.8	139.3	-	162.3	154.3

数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF、欧盟统计局、德国统计局、欧洲央行，预测数据来源于联合资信

附件 2:

相近信用等级国家主要数据对比



数据来源: 世界银行, IMF, 联合资信整理

附件 3:

国家主权长期本外币信用等级设置及其含义

联合资信国家主权长期信用评级包括长期外币信用评级和长期本币信用评级，国家主权长期本、外币信用等级均划分为三等十级，分别用 AAA_i、AA_i、A_i、BBB_i、BB_i、B_i、CCC_i、CC_i、C_i 和 D_i 表示，其中，除 AAA_i 级和 CCC_i 级（含）以下等级外，每个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于基础等级。具体等级设置和含义如下：

等级	级别	含义
投资级	AAA _i	信用风险极低，按期偿付债务本息的能力极强，几乎不受可预见的不利情况的影响。
	AA _i	信用风险很低，按期偿付债务本息的能力很强，基本不会受到可预见的不利情况的影响。
	A _i	信用风险较低，按期偿付债务本息的能力较强，有可能受到环境和经济条件不利变化的影响。
	BBB _i	信用风险一般，具备足够的能力按期偿付债务本息，但易受环境和经济条件不利变化的影响。
投机级	BB _i	存在一定信用风险，尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击。
	B _i	信用风险较高，保障债务安全的能力较弱，目前能够偿还债务本息，债务的保障能力依赖于良好的商业和经济环境。
	CCC _i	信用风险较高，债务保障能力较弱，触发信用风险的迹象增多，违约事件已经成为可能。
	CC _i	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C _i	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D _i	已经违约，进入重组或者清算程序。