

## 德国大选：结果解读、影响预测指南



报告发布日期 2021年09月22日

## 研究结论

2021 德国大选在即，选举结果预计不日公布，而后续联合政府组建、组阁的艰难进程，则最终决定德国在后默克尔时代的政治政策走向。围绕大选的选情理解、联合政府组建的情景预测、未来政治政策走向对市场的主要影响，本文展开简析，帮助读者构建在投资端对本次大选的必要理解及对潜在市场影响的准备。

- **德国大选：选什么？** 德国大选本身选出联邦议会议员。此后，依照惯例，德国总理将由选举结果中的多数党领袖担任。而在大选当中获得了议会主要席位数量的政党，将经由协商、博弈，组成联合政府，共同开启一个新政治周期。
- **大选在即，选情如何？** 政坛明星的离开，导致本届选举选情非常焦灼。三大政党交替领跑，8月份以来，社民党支持率加速上升，成为选前冲刺阶段最重要的形势变化。最终民调显示，社民党成为选前民调支持率最高的党派。但是大党优势不显著，多数党地位归属仍不明。党派间支持率差值很小，难以预测谁将成为第一大政党并推举德国总理。
- **联合政府组合方式，才最终决定未来政策走向预期。** 大选投票结果和相应的议席分配，仅是德国换届的第一重竞争和博弈，第二重博弈则是各政党基于自身实力、政治立场，合纵连横之后，确定的新一届联合政府的组合方式。由于各政党政治立场各有不同，具体政策主张甚至常常相互冲突。因此，联合政府组合的形式才最终决定了对未来德国政治政策走向的预期判断。
- 影响联合政府组合选项的逻辑主要来自于三个层次：首先，加总的政治势力始终是优先考量；第二，政党政策主张与政治立场；第三，政府和政策主导权的争夺。综合三层逻辑，我们在报告中罗列了可能性较高的新政府组合形式，并按照可能性进行排列。
- **市场影响：左翼政府上台或助推欧洲利率走高，欧元走向取决于美欧政策相对强度。** 截至目前，本届德国大选最明确的趋势是左翼政治力量崛起——进一步左转的社民党、左翼的绿党均有支持率跃升，且社民党实现领跑，有望推举下一任德国总理。
- 相较于过往执政的默克尔和她背后的联盟党，德国左翼政党拥有更加积极的社会政策主张，转化到投资语言，这意味着扩张性的财政政策预期。鉴于欧洲财政刺激整体上仍处于早期阶段，如果未来左翼的德国政府上台，有较大概率以欧盟核心和领导国的身份，加速德国和整个欧洲的财政扩张进程。财政扩张加速叠加货币收紧趋势显现，可能会助推德国和欧洲债券收益率水平在将来呈现更加明显的走高趋势。
- 汇率方面，美元指数自6月以来持续走强，也对应到欧元的相对弱势，虽然后续欧洲财政、货币双双偏软的政策格局有望改变，但是美国财政扩张、货币紧缩的预期仍然可能相对更强，未来仍然难言欧元偏弱格局的扭转。
- 此外，大选对德国/欧洲的政治、外交立场影响相对有限：对华强硬的自民党、绿党即使加入联合政府，也大概率处于从属地位，而领跑的社民党、联盟党均坚持务实的对华政策立场。
- 绿党大概率入阁，在德国，一个环保政府的成立，已经是箭在弦上。这将有助推碳中和在全球范围的政策共振。

## 风险提示

- 本届德国大选选情焦灼，民调数据误差可能引致错误的预测结果

**证券分析师** 王仲尧  
021-63325888\*3267  
wangzhongyao1@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860518050001  
香港证监会牌照：BQJ932

**证券分析师** 孙金霞  
021-63325888\*7590  
sunjinxia@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860515070001

**证券分析师** 曹靖楠  
021-63325888\*3046  
caojingnan@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520010001

**联系人** 陈玮  
chenwei3@orientsec.com.cn

## 相关报告

Taper 靴子落地仅一步之遥：——9月 2021-09-23  
FOMC 会议点评  
疫情反弹对就业影响浮现，而市场或已有预期：——8月美国非农数据点评 2021-09-05  
乐观情形下年内可启动 taper：Jackson 2021-08-30  
Hole 央行峰会的影响与展望

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 目 录

1 德国大选：选什么？ .....	4
2 大选在即，选情如何？ .....	5
三大政党交替领跑 .....	5
大党优势不显著，多数党地位归属仍不明 .....	5
3 联合政府组合方式，才最终决定未来政策走向预期 .....	6
主要政党的政治立场 .....	6
联合政府组合的三个逻辑 .....	7
首先，加总的政治势力始终是优先考量 .....	7
第二，政党政策主张与政治立场 .....	7
第三，政府和政策主导权的争夺 .....	8
未来联合政府组合的几种可能性预测 .....	8
4 市场影响：左翼政府上台或助推欧洲利率走高，欧元走向取决于美欧政策相 对强度 .....	9
若左翼上台，或强化宽财政政策取向 .....	9
叠加货币政策收紧趋势，助推欧洲利率继续走高，欧元走向取决于美欧政策相对强度 .....	10
大选对德国/欧洲的政治、外交立场影响相对有限 .....	11
绿党大概率入阁，新环保政府强化碳中和的全球政策共振 .....	11
风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1：德国联邦议会选举机制示意图.....	4
图 2：一年以来德国大选各政党的民调支持率变化.....	5
图 3：2017 年德国大选选前民调的支持率.....	6
图 4：2021 年德国大选选前民调支持率（其中第一行是截至 9 月 20 日的最新民调数据）.....	6
图 5：主要政党的政治立场坐标（蓝色为右翼政党，红色为左翼政党）.....	6
图 6：四大政党及其候选人的政治政策立场.....	7
图 7：联合政府组合的几种可能性列举.....	8
图 8：德国财政赤字率、负债率（%）.....	9
图 9：欧洲财政刺激计划主要内容（亿欧元）.....	10
图 10：欧洲财政刺激计划流程和进度示意.....	10
图 11：2021 德、美 10 年期国债收益率走势（%）.....	11
图 12：2021 欧元兑美元汇率及美元指数走势.....	11

2021 德国大选在即，选举结果预计不日公布，而后续联合政府组建、组阁的艰难进程，则最终决定德国在后默克尔时代的政治政策走向。

围绕大选的选情理解、联合政府组建的情景预测、未来政治政策走向对市场的主要影响，本文展开简析，帮助读者构建在投资端对本次大选的必要理解及对潜在市场影响的准备。

## 1 德国大选：选什么？

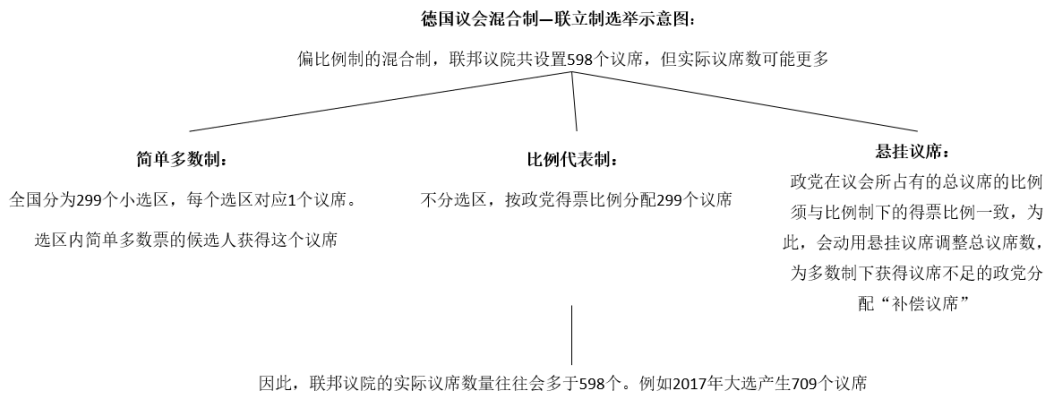
德国是议会共和制政体，德国的大选其实就是德国联邦议会的选举。

德国大选本身选出联邦议会议员。此后，依照惯例，德国总理将由选举结果中的多数党领袖担任。而在大选当中获得了议会主要席位数目的政党，将经由协商、博弈，组成联合政府，共同开启一个新的政治周期。

德国议会标准议席设置为 598 席，每位选民投 2 张票。第一张票投给所在选区候选人，全国划分的 299 个小选区各自选出选区内获票最多的候选人；第二张票投给政党，不分选区，按政党的得票比例再分配 299 个议席。最后用悬挂议席来补偿政党较比例代表制投出缺失的议席数量。因此最终产生的议会席位通常大于 598 席。

在德国统一后，多数情况下联合政府由 2-4 个政党执政，极少数情况一党执政。需要特别一提的是，经历过特殊历史的德国，对极端政党崛起、做大警惕性较强，因此规定得票率高于 5% 的政党才有资格进入议会。因此只有取得一定支持率的政党，才有可能对德国政治政策走向产生影响。

图 1：德国联邦议会选举机制示意图



数据来源：Wiki、东方证券研究所

从 3 月到 9 月，德国共有六个州级行政单位举行议会选举，比照各政党在各州的历史战绩，州级选举结果对大选结果有一定的指导意义。而德国大选最终将在 9 月 26 日举行，数日后确定选举结果和议会席位分配，从而决定总理默克尔的继任者，以及联合政府的政党组成。

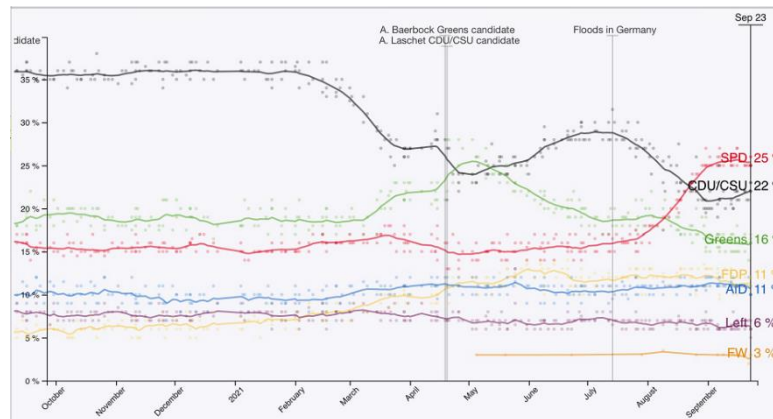
## 2 大选在即，选情如何？

此次大选划定了后默克尔时代的起点，也因此，政坛明星的离开，导致本届选举选情非常焦灼。

### 三大政党交替领跑

自选举和民调启动以来，至少有联盟党（默克尔所属政党，中右翼）、绿党（左翼，环保主义）、社民党（中左翼）三支政党曾经在选情当中领跑。8月份之前，联盟党、绿党交替领跑，8月份以来，社民党支持率加速上升，成为选前冲刺阶段最重要的形势变化。最终，截至9月20日当周民调显示，社民党（图表中缩写为SPD）支持率已经超越联盟党、绿党，录得25%，成为民调支持率最高的党派。

图2：一年以来德国大选各政党的民调支持率变化

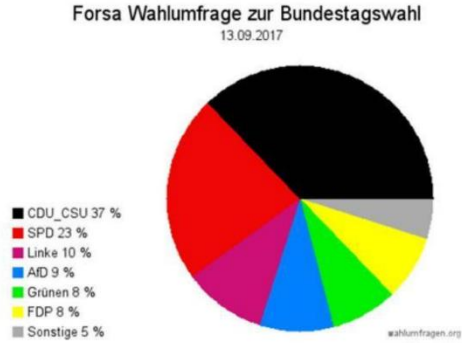


数据来源：Politico、东方证券研究所

### 大党优势不显著，多数党地位归属仍不明

默克尔时代，德国大选选情相对明朗。在选前，第一大党与第二大党、大党与中小党派之间，往往相互可以拉开 10pct 以上的支持率差值（见 2017 选前民调饼图）。但是截至目前，分列民调第一、第二的社民党（SPD）、联盟党（CDU/CSU）支持率分别录得 25%、22%，差值仅 3pct，也就是说，尚且难以预测下一任德国总理出自哪一党派，而这一要素，在对未来德国政治政策走向的预测当中是关键。分列第三、第四的绿党（GRÜNE）、自民党（FDP）支持率也分别有 15%、12%，与第一梯队两支政党差距，显著小于往届选举情形。此外，偏极端的左翼党（Linke）和选择党（AfD）也有一定的民调支持率，但是由于其极端性，选举后被纳入政府执政的可能性较小。

图 3：2017 年德国大选前民调的支持率



数据来源：INSA、东方证券研究所

图 4：2021 年德国大选前民调支持率（其中第一行是截至 9 月 20 日的最新民调数据）

Datum	CDU/CSU	SPD	GRÜNE	FDP	LINKE	PIRATEN	FW	AFD	Sonstige	Befragte	Zeitraum
20.09.2021	22 %	25 %	15 %	12 %	6,5 %	-	-	11 %	8,5 %	○ · 2.054	17.09.-20.09.
18.09.2021	21 %	26 %	15 %	12 %	6 %	-	3 %	11 %	6 %	TOM · 1.502	13.09.-17.09.
13.09.2021	20,5 %	26 %	15 %	12,5 %	6,5 %	-	-	11,5 %	8 %	○ · 2.062	10.09.-13.09.
11.09.2021	20 %	26 %	15 %	13 %	6 %	-	-	11 %	9 %	TOM · 1.152	06.09.-10.09.
06.09.2021	20,5 %	26 %	15,5 %	12,5 %	6,5 %	-	3 %	11 %	5 %	○ · 2.052	03.09.-06.09.
04.09.2021	20 %	25 %	16 %	13 %	7 %	-	-	12 %	7 %	TOM · 1.427	30.08.-03.09.
30.08.2021	20 %	25 %	16,5 %	13,5 %	7 %	-	-	11 %	7 %	○ · 2.015	27.08.-30.08.
28.08.2021	21 %	24 %	17 %	13 %	6 %	-	-	11 %	8 %	TOM · 1.247	23.08.-27.08.
23.08.2021	23 %	23 %	17 %	13 %	7 %	-	-	11 %	6 %	○ · 2.119	20.08.-23.08.
21.08.2021	22 %	22 %	17 %	13 %	7 %	-	-	12 %	7 %	TOM · 1.352	16.08.-20.08.
18.08.2021	25 %	20 %	17,5 %	12,5 %	6,5 %	-	-	11 %	7,5 %	○ · 2.080	13.08.-16.08.
14.08.2021	25 %	20 %	18 %	12 %	7 %	-	-	11 %	7 %	TOM · 1.450	09.08.-13.08.
09.08.2021	25,5 %	17,5 %	17,5 %	12,5 %	6,5 %	-	3,5 %	11,5 %	5,5 %	○ · 2.118	06.08.-09.08.
07.08.2021	26 %	18 %	18 %	12 %	7 %	-	-	11 %	8 %	TOM · 2.002	02.08.-06.08.
02.08.2021	27,5 %	18 %	18 %	13 %	7 %	-	-	11 %	5,5 %	○ · 2.090	30.07.-02.08.
31.07.2021	27 %	17 %	18 %	13 %	6 %	-	-	11 %	8 %	TOM · 1.196	26.07.-30.07.
26.07.2021	27 %	17,5 %	17,5 %	13 %	6 %	-	-	12 %	7 %	○ · 2.007	23.07.-26.07.
24.07.2021	27 %	17 %	18 %	13 %	7 %	-	-	11 %	7 %	TOM · 1.316	19.07.-23.07.

数据来源：INSA、东方证券研究所

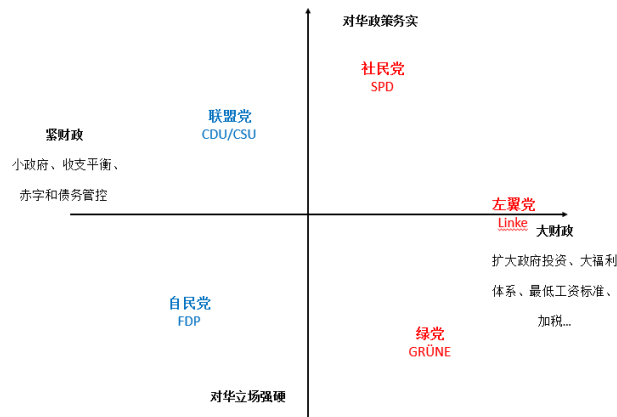
### 3 联合政府组合方式，才最终决定未来政策走向预期

如我们在第一部分所述，大选投票结果和相应的议席分配，仅是德国换届的第一重竞争和博弈，第二重博弈则是各政党基于自身实力、政治立场，合纵连横之后，确定的新一届联合政府的组合方式。由于各政党政治立场各有不同，具体政策主张甚至常常相互冲突。因此，联合政府组合的形式才最终决定了对未来德国政治政策走向的预期判断。

#### 主要政党的政治立场

首先我们需要大致了解入围本次选举几支政党的基准政治立场。以传统的政治光谱划分，几支政党可以划分为左翼、中左、中右和右翼。从而在市场最关注的外交（对华政策、对欧盟态度）和社会经济政策立场上，此次选举中主要政党大致在以下的坐标系当中作如是分布——

图 5：主要政党的政治立场坐标（蓝色为右翼政党，红色为左翼政党）



数据来源：Wiki、东方证券研究所



在竞选过程当中，四个最大概率进入未来联合政府的政党及其候选人的政治政策立场主张表述整理如下——

图 6：四大政党及其候选人的政治政策立场



<b>总理候选人</b>	奥拉夫·朔尔茨 (Olaf Scholz)	阿敏·拉舍特 (Armin Laschet)	安娜琳娜·贝克伯 (Annalena Baerbock)	克里斯蒂安·林德纳 (Christian Lindner)
<b>政党</b>	德国社会民主党 SPD	联盟党(基民盟、基社盟) Union(CSU/CDU)	绿党 Grüne	自由民主党 FDP
<b>民调支持</b>	25%	22%	15%	12%
<b>意识形态</b>	社会民主主义	基督教民主主义、自由保守主义	绿色政治	经济自由主义、古典自由主义
<b>政治立场</b>	中间偏左 (加强福利体系, 应对气候变化, 提高工人薪资, 加大政府投资, 提高欧元区对经济危机的韧性)	中间偏右 (强化欧盟, 支持移民, 对普京政府持温和立场)	中间偏左 (关注气候问题, 对能源转型和妇女政策有研究, 强化欧盟, 统一欧洲外交政策)	中间偏右 (支持自由市场经济, 尽量减少国家干预, 关注教育议题, 改善德国科技基建)
<b>对华态度</b>	曾表示, 德国和中国已经是关键的贸易伙伴, 它们需要相互学习并共同努力发展数字经济	希望与中国建立更紧密的关系, 反对将华为排除在德国5G网络	认为在人权议题上, 欧盟必须运用自己的经济力量作为杠杆, 为投资协定设置谈判条件, 保证中国为欧洲企业提供法治安全	重视中国崛起带来的挑战, 曾会晤香港反对派, 在人权问题、香港问题上反对中国, 支持增加对华施压

数据来源: Wiki、INSA、东方证券研究所

可以看到, 名列第一、第三的社民党、绿党属于中左和左翼政党, 在社会经济领域均有更加积极的政策主张, 第二、第四的联盟蛋糕、自民党则属于中右、右翼, 财政立场比较保守, 相对主张小政府的经济社会治理逻辑。而在外交特别是对华政策方面, 社民党、联盟党两支大党均相对亲和、务实, 而绿党、自民党两支小党则强硬。

## 联合政府组合的三个逻辑

从过去德国大选后的组阁经验来看, 我们总结影响联合政府组合选项的逻辑主要来自于三个层次——

### 首先, 加总的政治势力始终是优先考量

具体来说, 对应用到政府中的各政党, 在联邦议会当中获得加总过半数的席位, 形成多数政府, 否则无论政府内部政策立场是否统一, 政策本身都很难在立法层面上推进、落地。

### 第二, 政党政策主张与政治立场

通常来说, 主要政党倾向于选择与自身政治政策立场接近的政治盟友进入联合政府, 以避免政府内部左右互搏的不必要阻力。所以基准情形下左翼政党与左翼亲和, 右翼政党与右翼亲和。

### 第三，政府和政策主导权的争夺

但是在政党之间的政治力量接近的情况下，过去的德国政治经验证明，选择一个强大的立场接近的盟友，还是一个羸弱的立场对立的对手进入政府，通常会成为主导组阁的多数党真实的烦恼。强大的“盟友”随时有可能夺走政治舞台灯光的聚焦，或者在立场分歧时，摇身一变成为政策推进的强力阻碍。

上一届红黑联盟（联盟党+社民党）也恰是在政治力量势均力敌的情形下组阁，而后频繁爆发摩擦和政策分歧，最终使得多数人在换届后不再看好红黑联盟重现的可能性。

因此，在我们的分析当中，在保障了第一逻辑（加总能够成为多数政府）的前提下，我们认为中小政党反而具有更高的进入联合政府的可能性。

### 未来联合政府组合的几种可能性预测

综合我们分析的三层逻辑，下一届德国联合政府，从可能性的高到低排列，主要有如下可能性较高的组合形式——

图 7：联合政府组合的几种可能性列举

组合	政党	政治光谱	势力格局	现有支持率加总	有望组成多数政府
1	社民党+绿党+自民党	双左翼+右翼	社民党独大	52%	√
2	社民党+绿党+左翼党	纯左翼	社民党独大	47%	√
3	联盟党+自民党+绿党	双右翼+左翼	联盟党独大	49%	√
4	社民党+联盟党+绿党	双左翼+右翼	两党均势	62%	√
5	社民党+联盟党+自民党	双右翼+左翼	两党均势	59%	√
6	社民党+联盟党	左翼+右翼	两党均势	47%	√

数据来源：INSA、东方证券研究所

上表中罗列的组合可能性，在选战中支持率的加总都在 50%上下，从而有望组建出多数政府，这是我们对联合政府组合预测的前提逻辑。

此后，组合 1 是我们目前明确认为可能性最大的一种联合政府组建形态：当社民党在选战中胜出，选择两支第二梯队政党进入政府，同时绿党又在政治光谱上与社民党接近，或是社民党胜选后组阁的最优解。组合 2 由于左翼党部分政策主张过于偏激，容易产生政府内的政策冲突，因此虽然这种组合打造出了纯粹的左翼政府，但是可能性稍低。

在联盟党胜出成为第一大党情形下，组合 3 的“牙买加组合”（黑+黄+绿）与组合 1 逻辑镜像，或为最优解。

鉴于联盟党、社民党在最近的政治周期当中不愉快的执政经历，以及由此导致的社民党进一步左转趋向，我们整体调低了红黑联盟（联盟党、社民党同时出现在联合政府）组阁的可能（组合 4-6）性预测，但这部分组合仍然还是具备现实条件的组阁策略。



唯一确定的一点是，此次选举德国各政党政治势力的相近、政策立场的分野都是历史上比较显著的情况，预计联合政府组阁进程会比较艰难而缓慢。保守预期下，市场或将待到 2022 年初，方可在最终的联合政府组合结果当中明确预期后续德国政治政策走向。

## 4 市场影响：左翼政府上台或助推欧洲利率走高，欧元走向取决于美欧政策相对强度

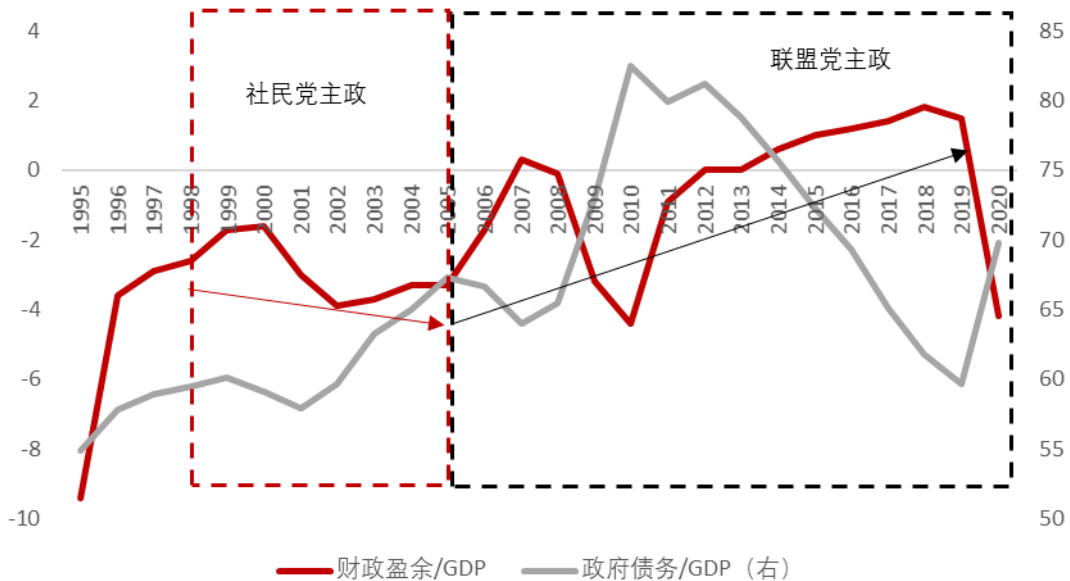
### 若左翼上台，或强化宽财政政策取向

显而易见的是，截至目前，本届德国大选最明确的趋势是左翼政治力量崛起——进一步左转的社民党、左翼的绿党均有支持率跃升，且社民党实现领跑，有望推举下一任德国总理。

相较于过往执政的默克尔和她背后的联盟党，德国左翼政党拥有更加积极的社会政策主张，转化到投资语言，这意味着扩张性的财政政策预期。

从东西德合并以来的财政周期走向来看，社民党主政时代财政扩张（赤字率、政府负债率走高），联盟党主政时代财政紧平衡的趋势是十分明显的。社民党施罗德执政期间，德国赤字率年平均 3.5%，联盟党默克尔执政期间，从 3.3% 的赤字率逆转到 1.1% 的财政盈余（截至 2019 年，不考虑 2020 年的特殊宏观环境）。

图 8：德国财政赤字率、负债率（%）



数据来源：Wind、东方证券研究所

过去 15 年默克尔和联盟党的长期执政，甚至给市场留下了深刻的“德国政治始终紧守保守的财政纪律”的刻板印象。我们预期，如果社民党携左翼政府回归德国政坛领导地位，扩张社会福利体系、增厚公共部门支出和投资等主张，将会在后疫情时代进一步强化德国、欧洲，乃至全球的宽财政政策取向。

当然，在联盟党成为多数党，或进入联合政府的情形下，宽财政的政策预期将会受到较大幅度的削弱。

## 叠加货币政策收紧趋势，助推欧洲利率继续走高，欧元走向取决于美欧政策相对强度

新冠疫情冲击、修复至今，欧元区财政政策节奏较之美国扩张偏慢，货币政策则在 2021 年收紧偏慢。

财政端，欧盟在 2020 年就设计并形成了欧洲版本的财政刺激计划：长期财政框架+下一代欧盟计划。前者是总计 1 万亿的长期性的财政收支框架，后者是政府支出、投资增强的 7500 亿投资基金设置，规模总计约 1.8 万亿欧元。

该财政刺激计划在 2020 年完成了审议、表决，2021 年 6 月份开始以发行欧盟债券方式进行债务融资，并在随后财年，以连续的财政收入不断为支出提供支持。也就是说，欧洲的财政刺激计划目前仍处在起步阶段，进度明显滞后于美国。

图 9：欧洲财政刺激计划主要内容（亿欧元）

	长期财政框架	下一代欧盟计划	加总
1. 单一市场，创新和数字化	1328	106	1434
2. 凝聚力，复原力和价值观	3778	7219	10997
3. 自然资源与环境	3564	175	3739
4. 移民和边境管理	227	—	227
5. 安全与防御	132	—	132
6. 邻里与世界	984	—	984
7. 欧洲公共行政	731	—	731
<b>总计</b>	<b>10743</b>	<b>7500</b>	<b>18243</b>

数据来源：欧盟、东方证券研究所

图 10：欧洲财政刺激计划流程和进度示意



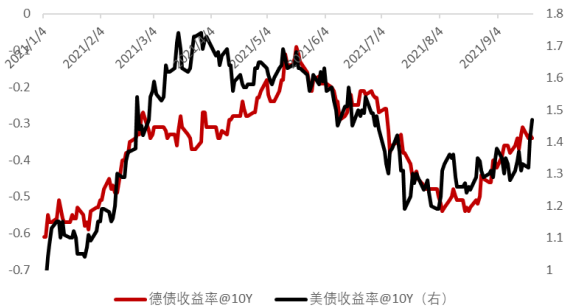
数据来源：wiki、东方证券研究所

鉴于欧洲财政刺激整体上仍处于早期阶段，如果未来左翼的德国政府上台，有较大概率以欧盟核心和领导国的身份，加速德国和整个欧洲的财政扩张进程。

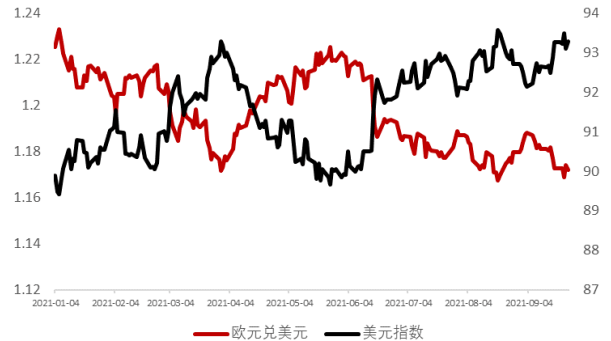
而在货币端，欧央行已经在最近的会议当中表态，可能放缓欧央行资产购买（PEPP 计划）节奏。财政扩张加速叠加货币收紧趋势显现，可能会助推德国和欧洲债券收益率水平在将来呈现更加明显的走高趋势。

汇率方面，美元指数自 6 月以来持续走强，也对应到欧元的相对弱势，这也是我们此前提到的“新冠疫情冲击、修复至今，欧元区财政政策节奏较之美国扩张偏慢，货币政策则在 2021 年收紧偏慢”的必然结果。

向后看，虽然德国新政治周期的启动，有望改变欧洲财政、货币双双偏软的政策格局，但是另一方面，我们也需要考虑到美国后续的宏观政策组合走向：Q4，拜登基建在国会待闯关，而 taper 则预计在年内靴子落地。拜登基建承诺的财政扩张规模较欧洲的财政计划更大，而 taper 对央行资产购买的约束力，也较灵活的欧央行 PEPP 计划更具货币政策收紧的可信度。因此未来仍然难言欧元偏弱格局的扭转。

**图 11：2021 德、美 10 年期国债收益率走势（%）**


数据来源：Wind、东方证券研究所

**图 12：2021 欧元兑美元汇率及美元指数走势**


数据来源：Wind、东方证券研究所

## 大选对德国/欧洲的政治、外交立场影响相对有限

虽然众多市场参与者，特别是中国资本市场的参与者，都对大选后的德国/欧洲外交立场和对华政策变化有所警惕，但是在目前的选情格局下，我们不认为在这一领域将会很快出现重要的政策边际变化。

如我们在第二、三部分分析的那样，进入选举核心圈的四大政党当中，主要是绿党、自民党抱持强硬的对华政策，而有望成为多数党、推选下一任总理的社民党、联盟党，均秉持亲和、务实的外交政策立场。作为“配菜”登场的政党，不容易将包括对华政策在内的外交政策打造成为新一届政府的核心施政领域。

至于区域一体化立场和对欧盟的政策态度，现有的主流政党更是在 2017 年前后的极右翼冲击后形成了一致的政治立场，分歧有限。

## 绿党大概率入阁，新环保政府强化碳中和的全球政策共振

凭借贴合政治潮流的纲领，以及相当的支持率和选票，绿党进入新一届政府已经是大概率事件。

这使得迎合、亲近绿党及其政治诉求，成为未来任何一支进入联合政府的政党的必要选择。在德国，一个环保政府的成立，已经是箭在弦上。这将会助推碳中和在全球范围的政策共振，以及相关产业、赛道的投资机会。

## 风险提示

本届德国大选选情焦灼，民调数据误差可能引致错误的预测结果。报告对联合政府组合及其可能性的排列，主要依据大选进行过程中的民调支持率数据。由于本届选情竞争激烈，党派间民调支持率水平相差较小，民调数据的统计误差，可能使得预测结果的可能性排列较真实情况出现偏差。

## 分析师申明

---

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

---

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)