

歐元區經濟與德國大選

- 歐元區經濟分化，德國製造疲弱
- 德國保守派有望執政

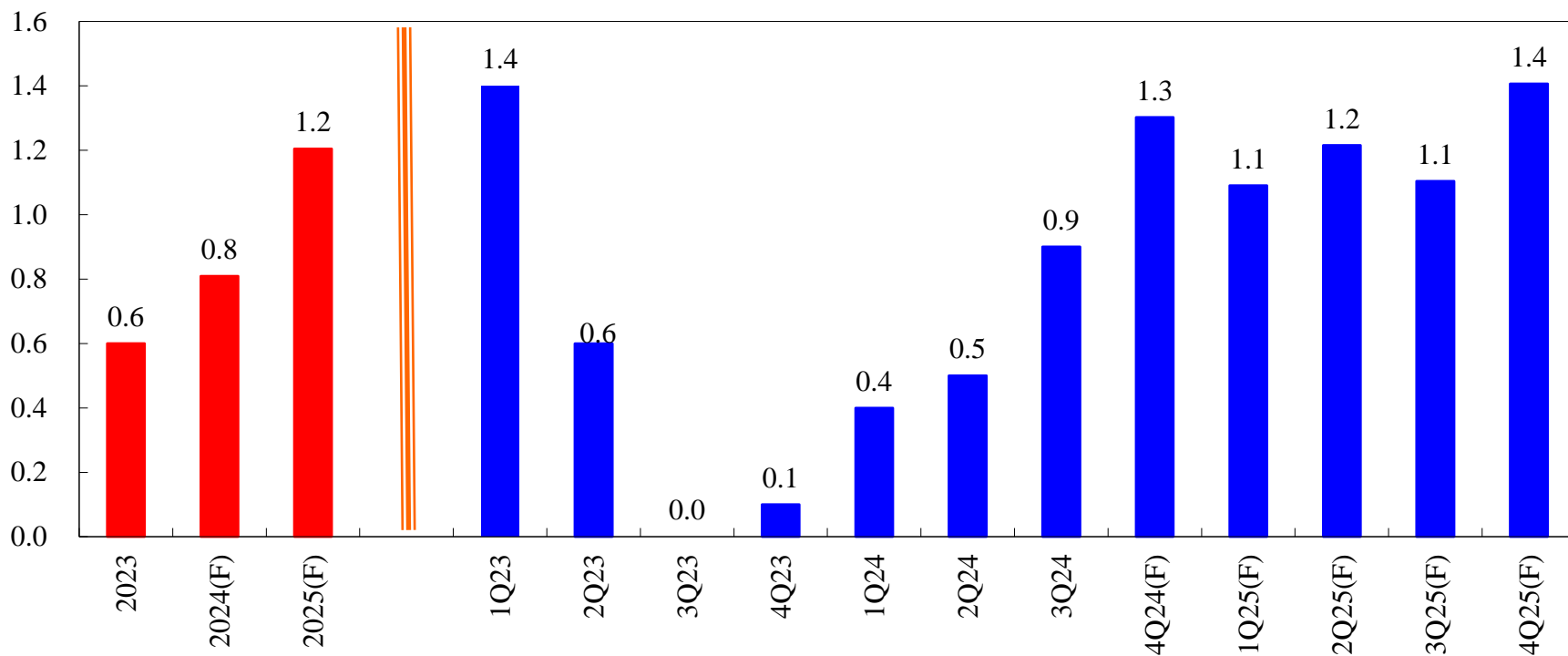
研究員 謝潤承

02/21/2025

預估2025年歐元區GDP YoY+1.2%

- 雖然服務業成長力道保持穩健，且由於通膨穩定低檔且工資持續正成長，有利於歐元區消費支出保持韌性。再加上ECB積極降息有望支撐經濟穩健成長。

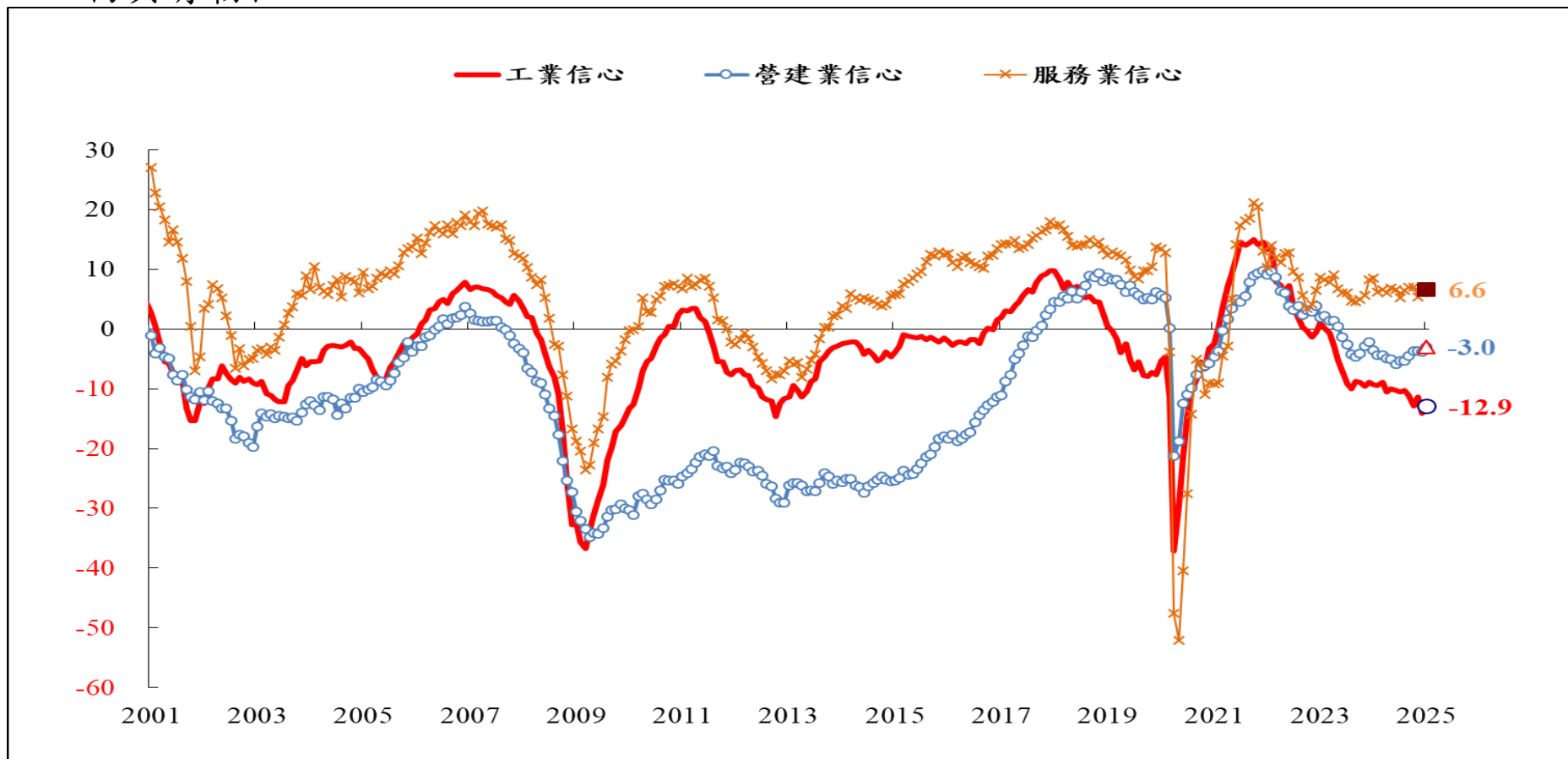
歐元區經濟成長率(%)



資料來源：歐盟統計局，Bloomberg，群益投顧預估彙整

歐元區製造業與服務業信心持續分化

- 經濟前景進一步打擊工業企業信心，尤其川普可能的關稅政策嚴重衝擊德國企業信心；持續降息有益於營建業需求；服務業持續受惠於觀光需求與實質薪資成長，仍具有韌性。



資料來源：歐盟統計局，Bloomberg，群益投顧彙整

歐元區服務業維持強韌

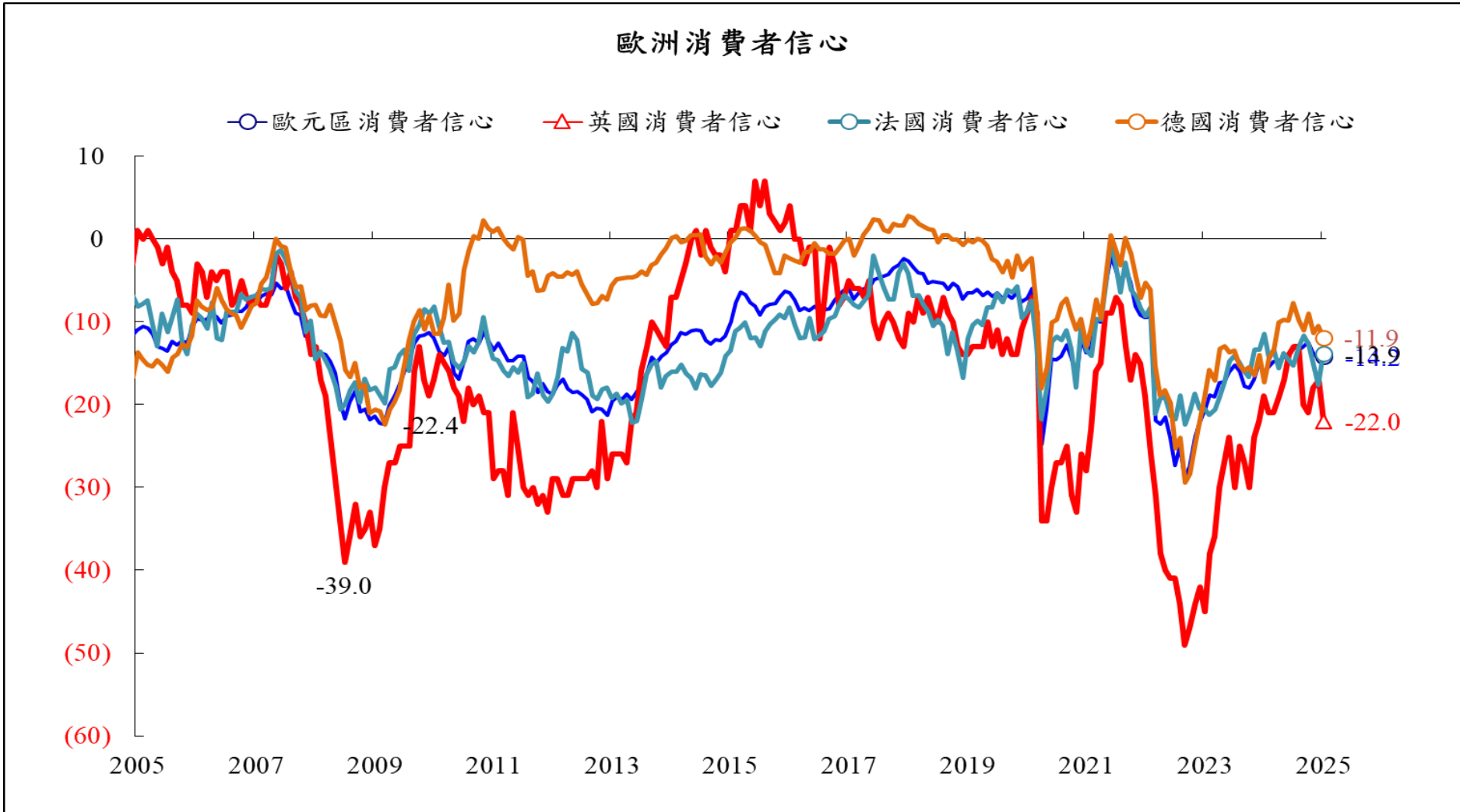
- 歐元區 01/2025製造業PMI指數為46.6；服務業PMI指數為51.3高於於50榮枯線。
- 服務業仍是主要成長動能，但是製造業疲弱也為可能的就業疲弱埋下伏筆，但是地區分化也導致成長趨勢產生差異。

	GDP 佔比	指數							MA	
		01/2025	12/2024	11/2024	10/2024	09/2024	08/2024	07/2024	6MA	12MA
歐元區製造業PMI指數		46.6	45.1	45.2	46.0	45.0	45.8	45.8	45.6	45.9
分項	76%									
德國	29%	45.0	42.5	43.0	43.0	40.6	42.4	43.2	42.8	43.0
法國	21%	45.0	41.9	43.1	44.5	44.6	43.9	44.0	43.8	44.8
義大利	16%	46.3	46.2	44.5	46.9	48.3	49.4	47.4	46.9	47.2
西班牙	10%	50.9	53.3	53.1	54.5	53.0	50.5	51.0	52.6	52.3

	GDP 佔比	指數							MA	
		01/2025	12/2024	11/2024	10/2024	09/2024	08/2024	07/2024	6MA	12MA
歐元區服務業PMI指數		51.3	51.6	49.5	51.6	51.4	52.9	51.9	51.4	51.8
分項	76%									
德國	29%	52.5	51.2	49.3	51.6	50.6	51.2	52.5	51.1	51.5
法國	21%	48.2	49.3	46.9	49.2	49.6	55.0	50.1	49.7	49.6
義大利	16%	50.4	50.7	49.2	52.4	50.5	51.4	51.7	50.8	52.1
西班牙	10%	54.9	57.3	53.1	54.9	57.0	54.6	53.9	55.3	55.5

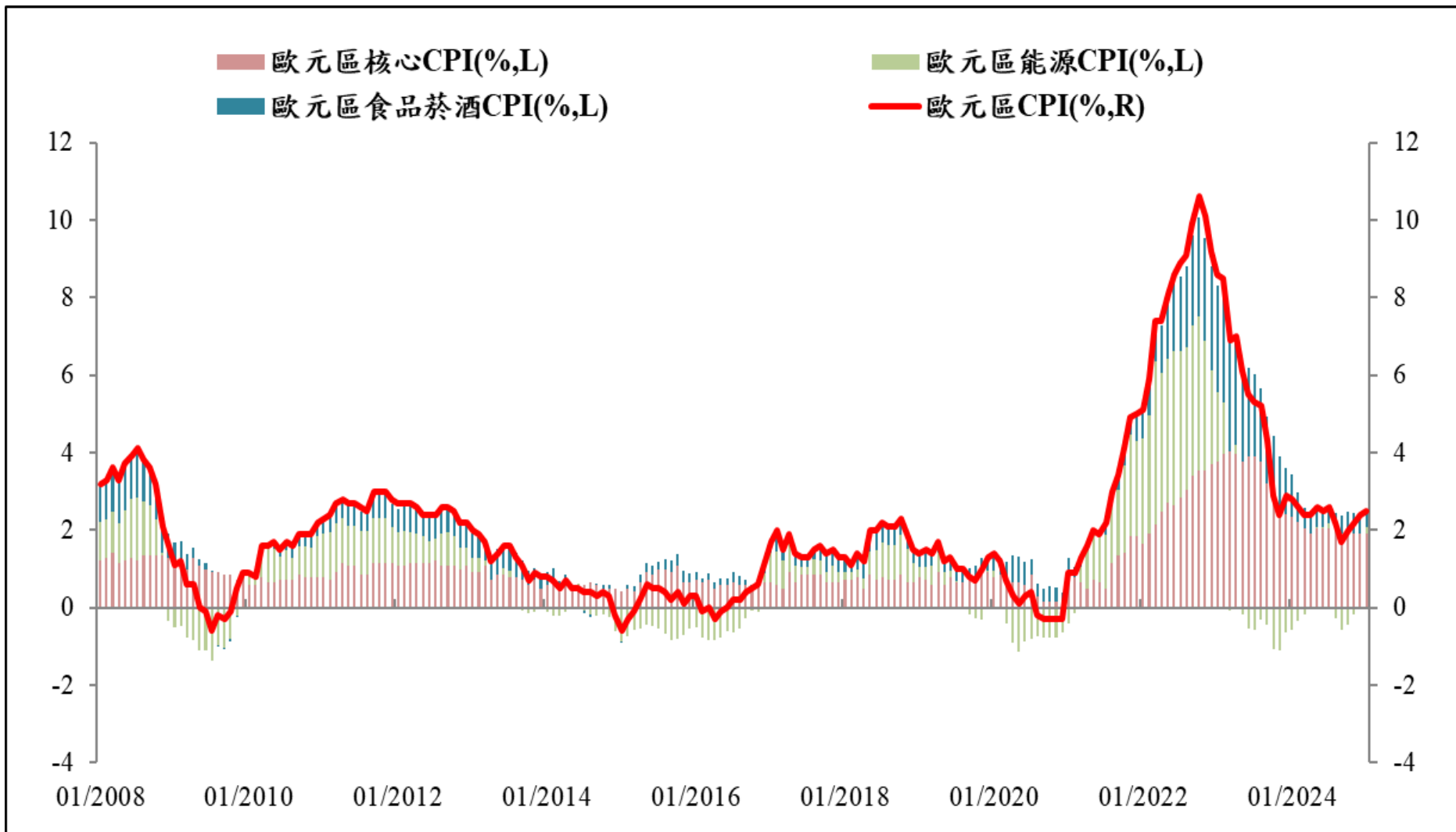
資料來源：Markit，Bloomberg，群益投顧彙整

歐洲消費者信心依然疲弱



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

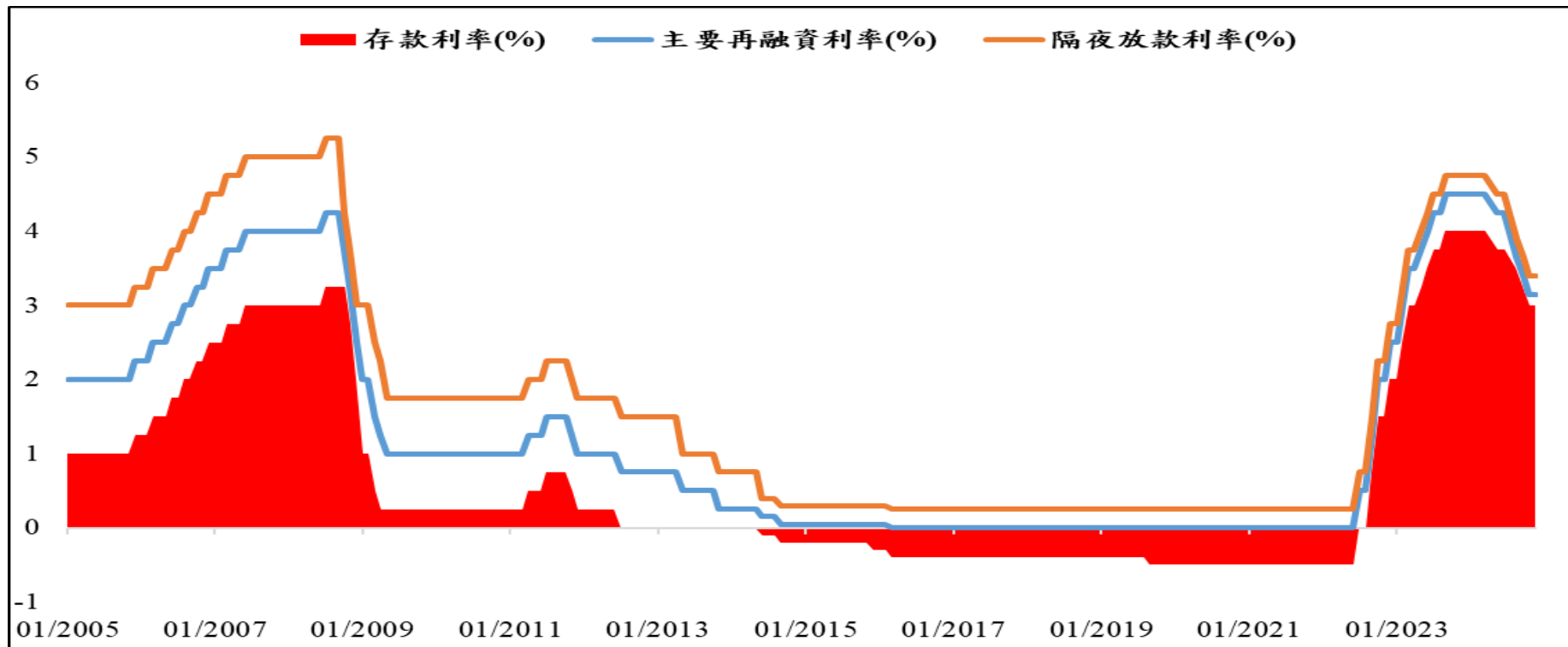
歐元區通膨趨堅，能源通膨反彈盪



資料來源：歐盟統計局，Bloomberg，群益投顧彙整

ECB 2025年有望連續降息

- ECB 1H25會議時間：01/30、03/06、04/17、06/05。



歐元區	目前	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24(F)	1Q25(F)	2Q25(F)
主要再融資利率	3.4	4.75	4.75	4.5	3.65	3.15	2.65	2.15
邊際貸款利率	3.65	4.5	4.5	4.25	3.9	3.4	2.9	2.4
隔夜存款利率	3.25	4	4	3.75	3.5	3	2.5	2

資料來源：ECB，群益投顧彙整預估

ECB下修經濟增速

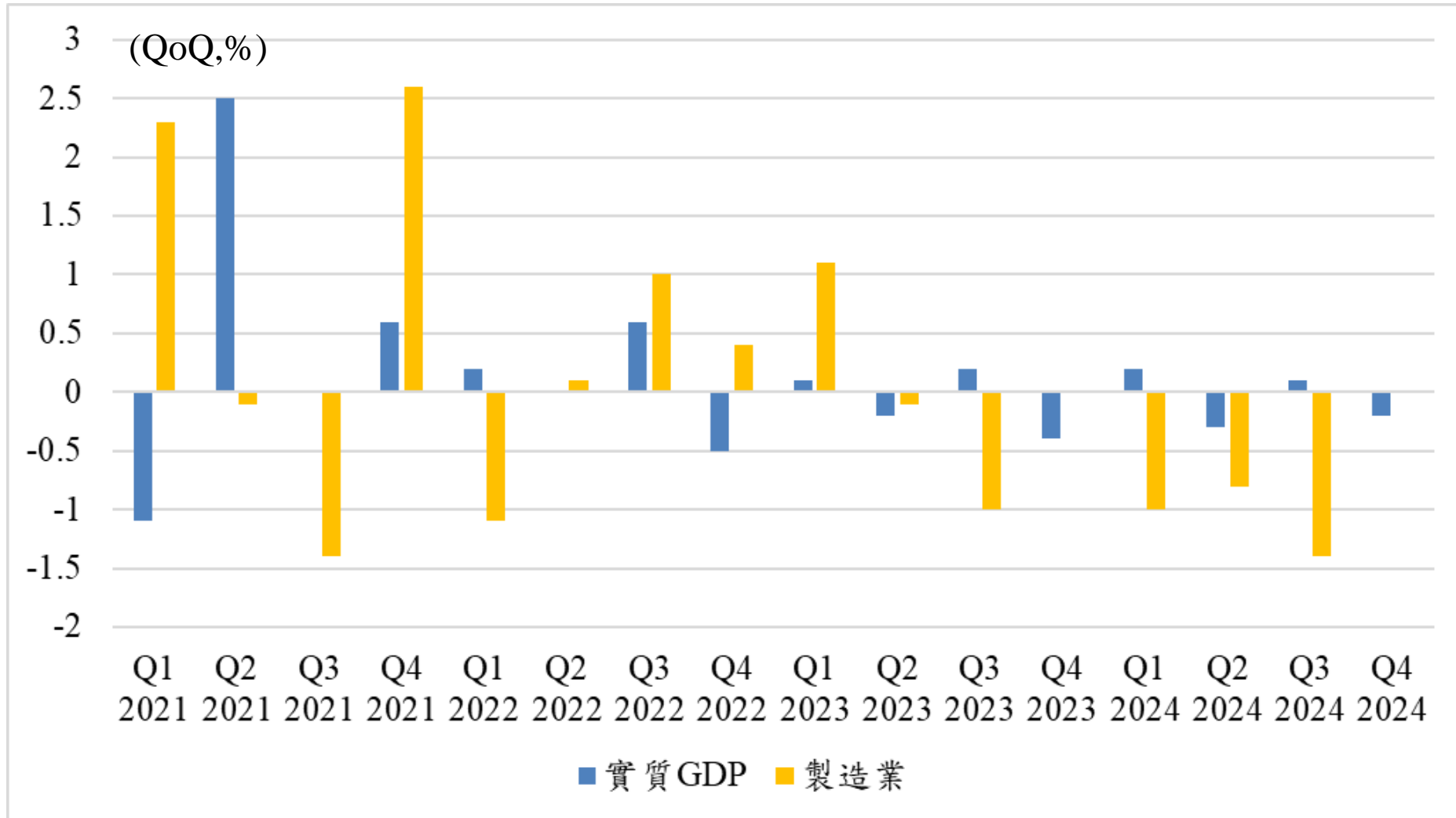
- 12/2024會議ECB下修2024~2025年歐元區GDP增速。

ECB 預估值	YoY(%)	2023年	2024年(F)	2025年(F)
12/2023	GDP	0.6(-0.1)	0.8(-0.2)	1.5
	HICP	5.4(-0.2)	2.7(-0.5)	2.1
03/2024	GDP	0.5(-0.1)	0.6(-0.2)	1.5
	HICP	5.4	2.3(-0.4)	2.0(-0.1)
06/2024	GDP	0.6(+0.1)	0.9(+0.3)	1.4(-0.1)
	HICP	5.4	2.5(+0.2)	2.2(+0.2)
09/2024	GDP	0.5(-0.1)	0.8(-0.1)	1.3(-0.1)
	HICP	5.4	2.5	2.2
12/2024	GDP		0.7(-0.1)	1.4(+0.1)
	HICP		2.4(-0.1)	1.9(2.2)

資料來源：ECB，群益投顧彙整

德國經濟與大選

德國製造業表現較差

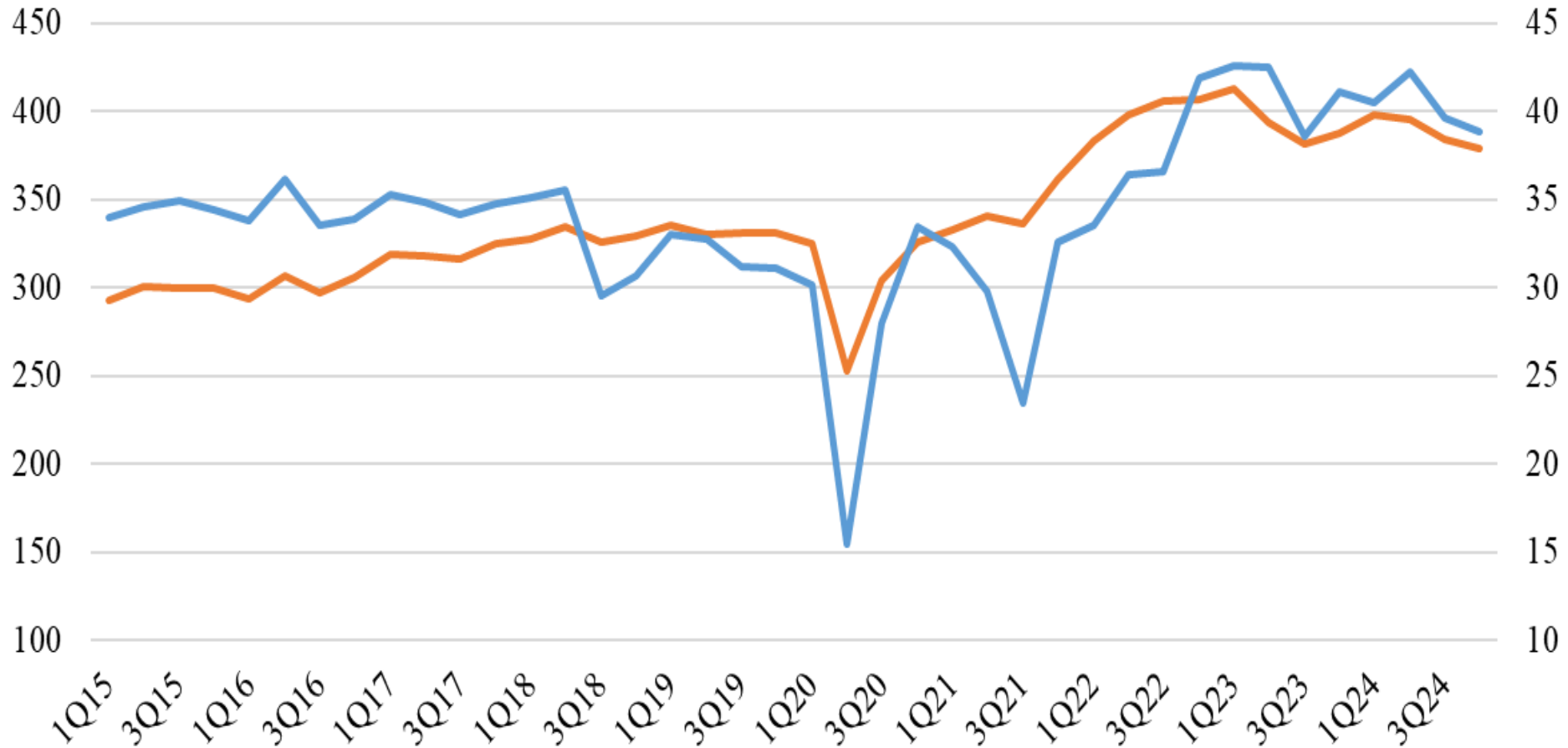


資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

德國汽車業持續承壓

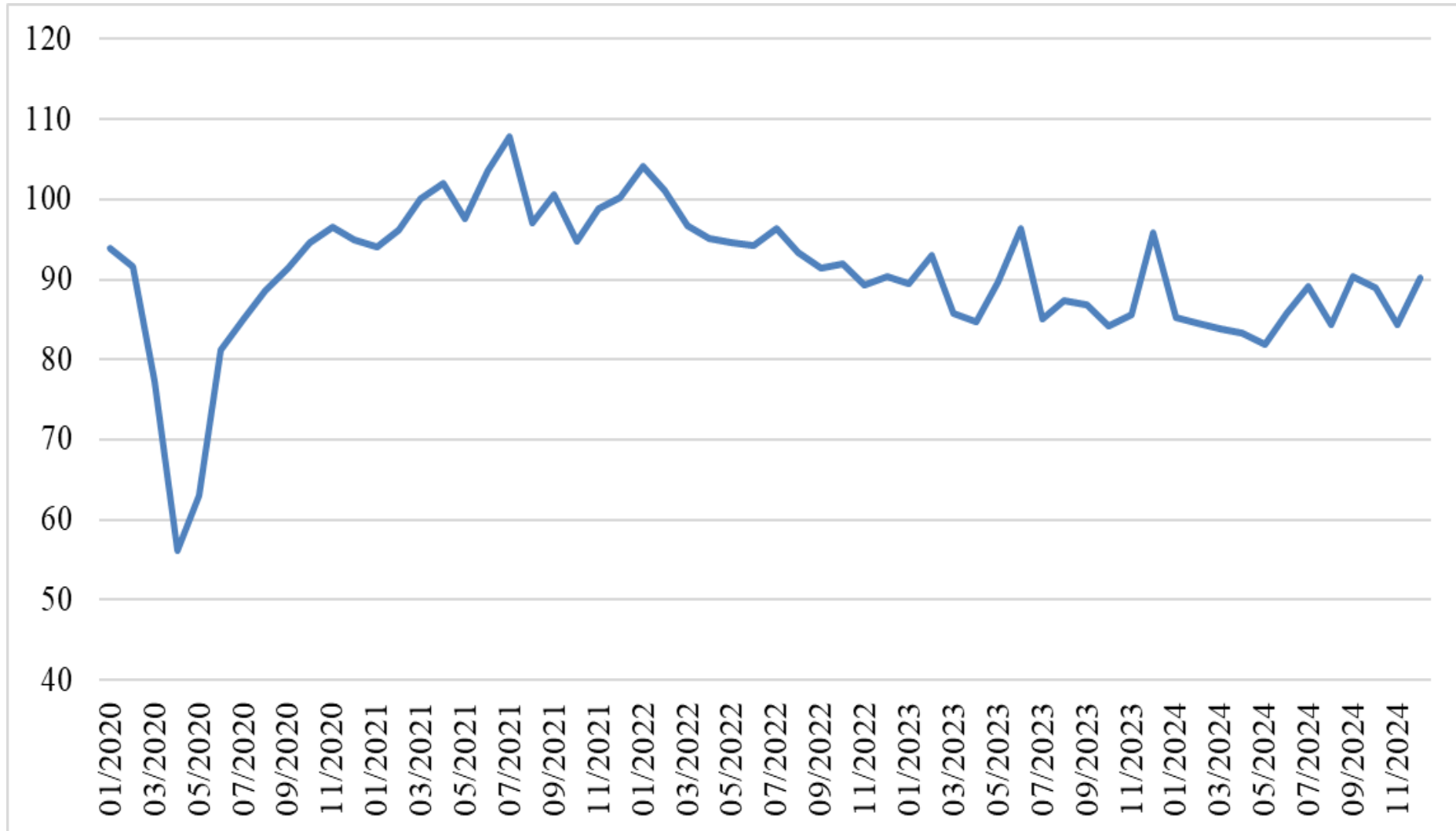
(十億)

— 總出口 — 客車出口(R)



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

德國工業訂單停滯

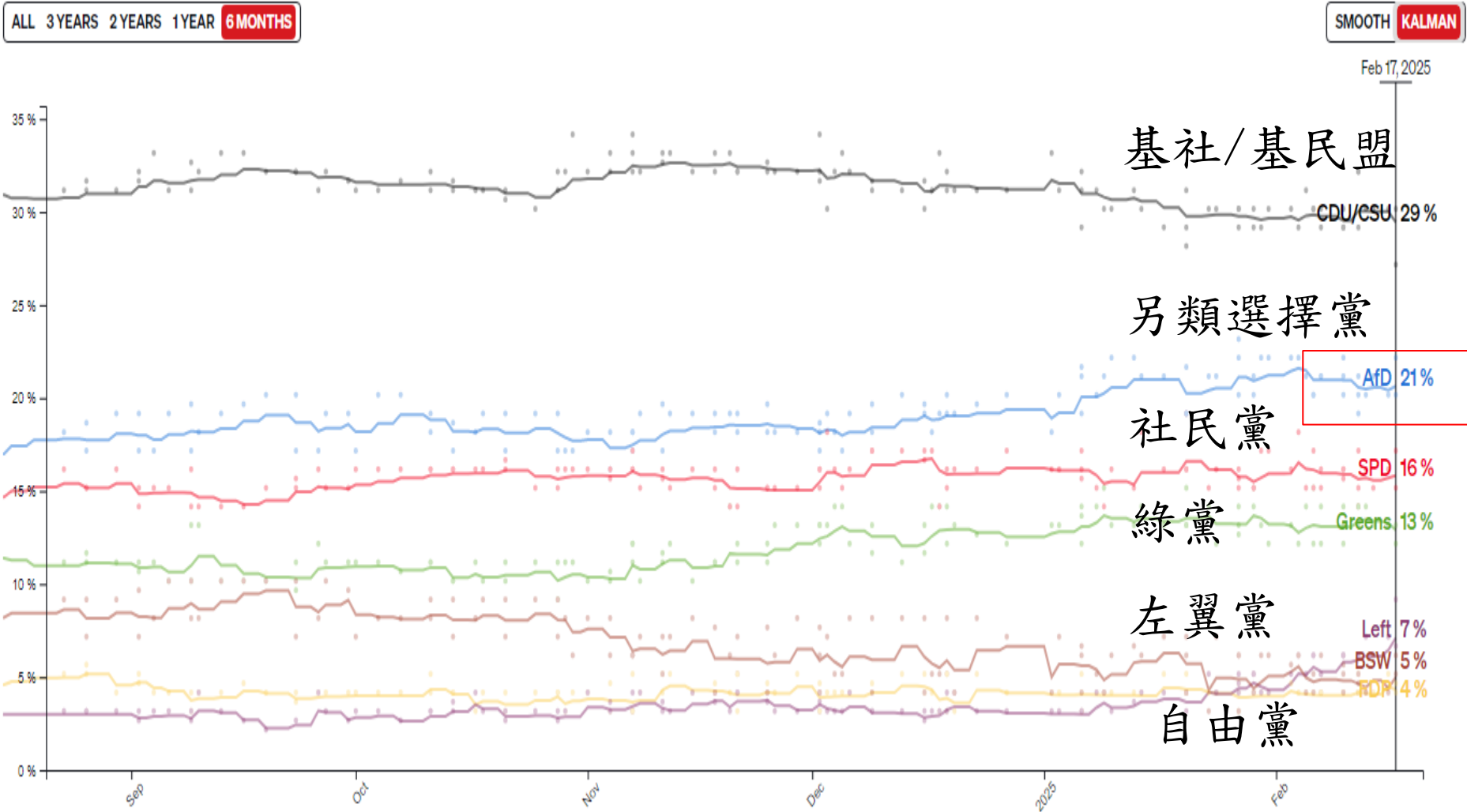


資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

02/23德國大選

- 此次提前大選源於現政府內部矛盾和信任投票未獲多數支持，紅綠燈聯盟因為經濟政策歧見而分裂，導致政局動盪。
- 德國採用混合比例代表制。選民除了投下區域候選人票（第一票）外，還會投下政黨票（第二票），後者決定最終在國會（Bundestag）的席次分配。
- 為了確保比例代表制，會設定5%的門檻，未達標者通常無法進入國會，但是有三位以上候選人當選的話則保證可以分配席次。
- 過剩席次（overhang seats）：當選人數超過分配席次
- 調整席次（leveling seats）：為確保符合全過票的比例，其他政黨可以額外取得的席次
- 因此可能使得最終國會席次數目高於法定基本數量（例如近700多席）。

尋求改變的德國



資料來源：Politico，群益投顧預估彙整

失敗者的逆襲-Friedrich Merz

- 2009年退出政壇，因為前幾年與梅克爾競選黨主席失敗，而後逐漸退出權力核心。
- 09~18年轉入私部門領域發展，並且成為多家企業的法律顧問與董事成員。
- 2018年重返政壇，但是18與21年的黨主席競選接連失利，但是21年於聯邦選舉重新選上議員，因此再次競選2022年黨主席。並且於2024年9月正式成為2025年大選的總理候選人。
- 立場：保守右派，經濟自由主義
- 01/2025與AfD合作推動加強移民限制的非拘束性動議，但是表明絕對不與AfD成立聯合政府。
- 不反對改革德國的舉債規則：0.35%的GDP限制。
- 支持將國防預算拉高至GDP的3%。



選舉可能的結果

- 假如最後得票如民調顯示，則將需要多黨聯合執政，由於CDU/CSU與社民黨有嚴重歷史情結，因此可能會出現超過4個政黨的組合，將可能導致組閣不順利。
- 因此CDU/CSU直接表明只接受兩黨組閣，因此努力推動放棄小黨的選舉策略。
- 假如小黨都未取得3席也未過5%，只有主要政黨能進入議會，原本小黨獲得的約20%的票數將被排除。
- 接著，全國固定議席數的分配將根據剩餘政黨的調整後票份進行，計算方式大致如下：
- 基民盟／基社盟： $30/82 \approx 36.6\%$
- AfD： $17/82 \approx 20.7\%$
- SPD： $15/82 \approx 18.3\%$
- 綠黨： $12/82 \approx 14.6\%$
- Left： $8/82 \approx 9.8\%$
- 就可能出現兩黨組閣的情況。

資料來源：新聞，群益投顧預估彙整

CDU/CSU主導政府可能性大增

- 勞動政策：
 - 調整所得稅率與降低社會保險費用，力求將整體負擔降至40%。
 - 免除全職員工加班工資的稅負，並提高通勤津貼來支持偏遠地區的公共服務
 - 勞動法改革以每週最高工時為基準，，讓企業運作更具彈性
 - 設立外籍專才一站式「工作與居留中心」，以簡化招聘、簽證與居留許可的流程。
- 經濟政策：
 - 將企業所得稅率降低至最高25%
 - 徹底取消團結附加費
 - 改善企業折舊政策和虧損抵銷機制，從而激勵企業加大投資
 - 簡化繁雜的法規與官僚程序，廢除影響供應鏈自由運作的現行法律，進一步減少不必要的行政負擔

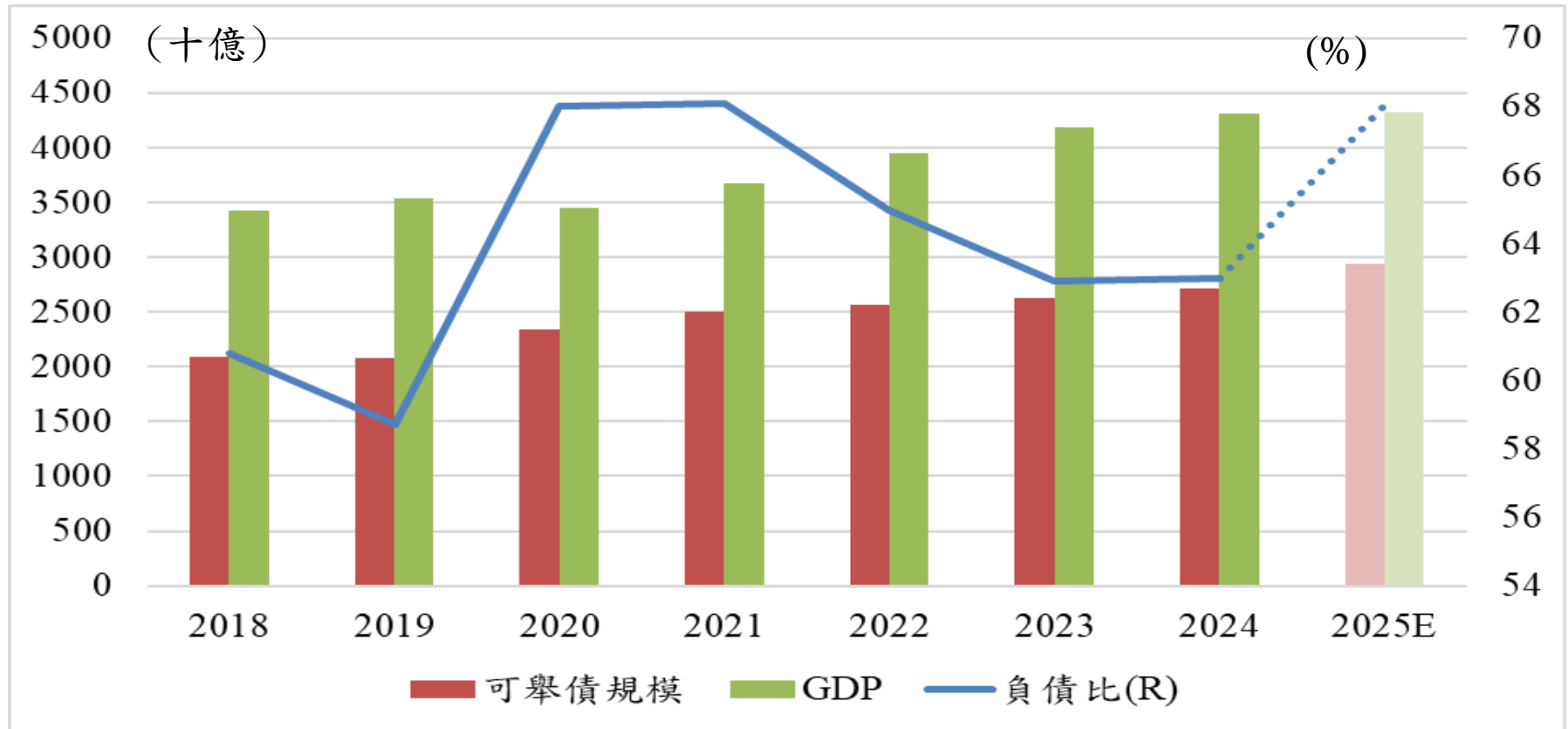
CDU/CSU主導政府可能性大增

- 經濟政策：
 - 要求企業與政府在未來十年內將研發投入提升至GDP的3.5%。
 - 成立專責的聯邦數位部門，以促使數位轉型進一步滲透到製造業的各個環節。
 - 提出建立新創保護區，為了減輕初創企業在早期面臨的官僚約束和市場風險。
 - 重塑歐洲及全球供應鏈的穩定性，並鼓勵本土化生產。這包括推動更多與歐洲及國際技術夥伴的協作，降低對外部不穩定因素的依賴。
- 能源政策：
 - 明確表示要擺脫過去意識形態驅動的政策做法，走向以民眾實際利益為依歸的路線。
 - 降低電稅與電網費用，以期大幅度降低家庭與企業的能源支出。
 - 推動建設現代化電網和儲能設施，加快可再生能源的普及與發展。
 - 不排除核能的可能性，將重啟對第四、第五代核能技術、小型模組化反應器及聚變能源的研究，甚至重新評估近期停運核電廠的運轉可能性，以確保能源供應的穩定與多元。

資料來源：新聞，群益投顧預估彙整

德國有望擴大財政支出

- Merz直接表態國防預算擴編不可能透過省吃儉用，因此不排除主動舉債，因此整體舉債比例有望因經濟疲弱與國防需求而再度回升至68%。假設2025年名目GDP僅成長0.5%，仍可以額外舉債逾2000億歐元。



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

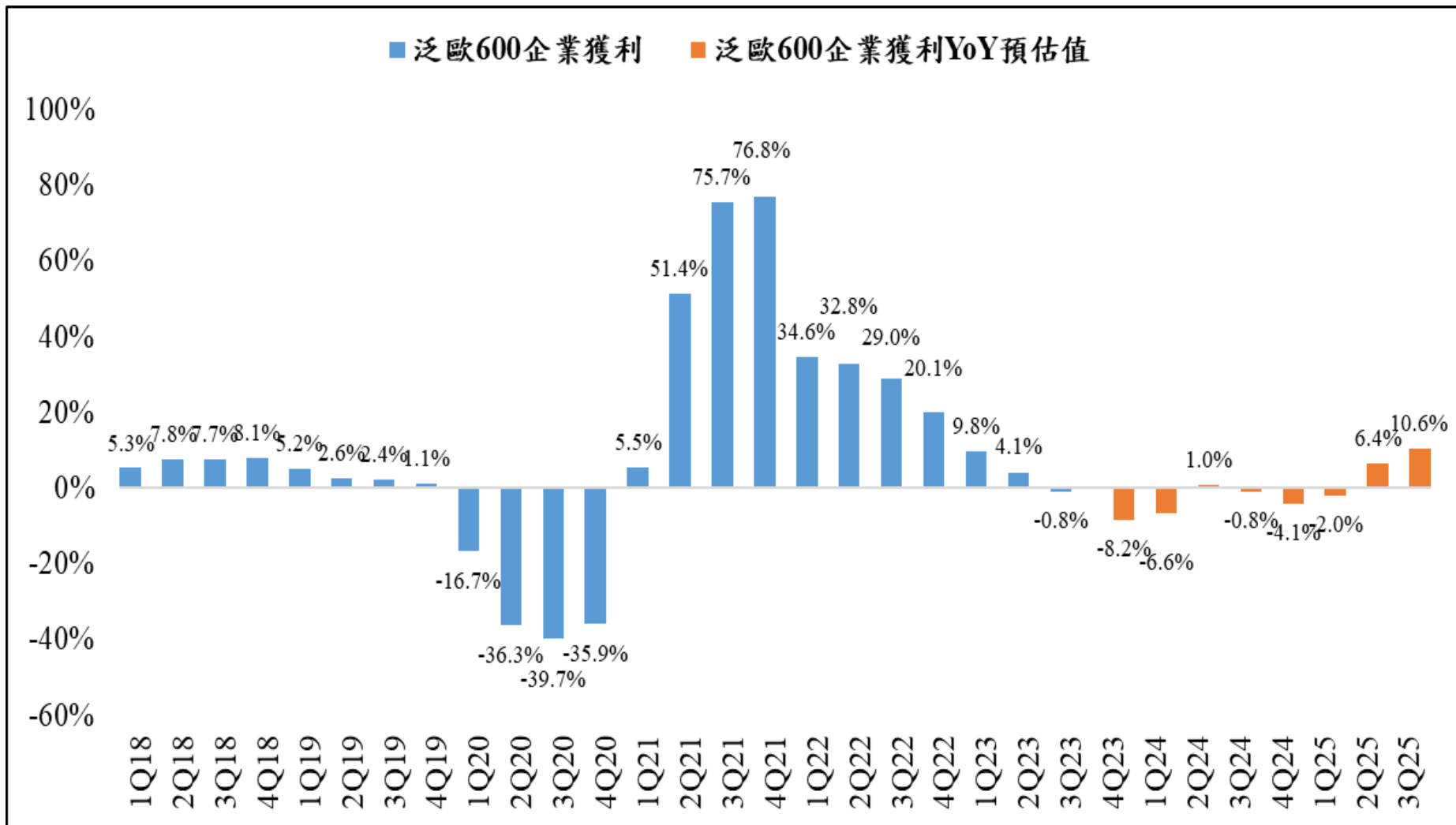
CDU/CSU主導政府可能性大增

- 能源政策：
- 提倡以市場機制推動氣候保護，堅持利用排放交易制度作為調節工具，確保在減排目標與經濟增長之間取得平衡。
- 計畫改革現行取暖法，取消過去過度干預家庭供暖費用的政策，並鼓勵採用低排放且基於開放原始碼技術的供暖系統，從而在保護環境的同時減輕民眾負擔。
- 社會政策：
- 增加贈與稅、遺產稅等的免稅額，同時堅決反對任何形式的財富稅。
- 針對退休保障，保留現行退休年齡制度，並推出「主動退休金」計畫，允許願意延後退休者在法定退休年齡後獲得每月最高2000歐元的免稅收入
- 推動早期退休金方案，鼓勵個人及私人資金儲備，幫助年輕世代為未來提早累積退休資金，並大幅簡化老人報稅程序，減輕長者負擔。
- 恢復全額農業柴油補貼
- 大幅簡化現行農業法規，消除各種繁瑣規定，使農民能夠更專注於生產與創新。

CDU/CSU主導政府可能性大增

- 邊境與移民政策：
- 主張徹底改革現行制度
- 德國應重新掌控國家邊界，實行嚴格的入境管制，對不符合法定條件者進行堅決拒絕。
- 庇護申請程序將加速，並針對來自部分高風險國家的申請者實施遣返措施
- 取消非法移民家庭團聚政策及各類自願接納計畫，並採取“床、麵包、肥皂”原則為遣返民眾提供基本生活保障
- 修改歐洲庇護法規，要求所有尋求庇護者先轉至安全第三國審理，從根本上減輕德國社會的負擔
- 針對恐怖主義與極端組織支持者，政府將實施更嚴厲的懲罰措施，包括驅逐出境、撤銷居留權甚至剝奪德國國籍
- 對於傳播仇恨、反猶言論以及極端思想的清真寺與宗教場所，將依法予以關閉。

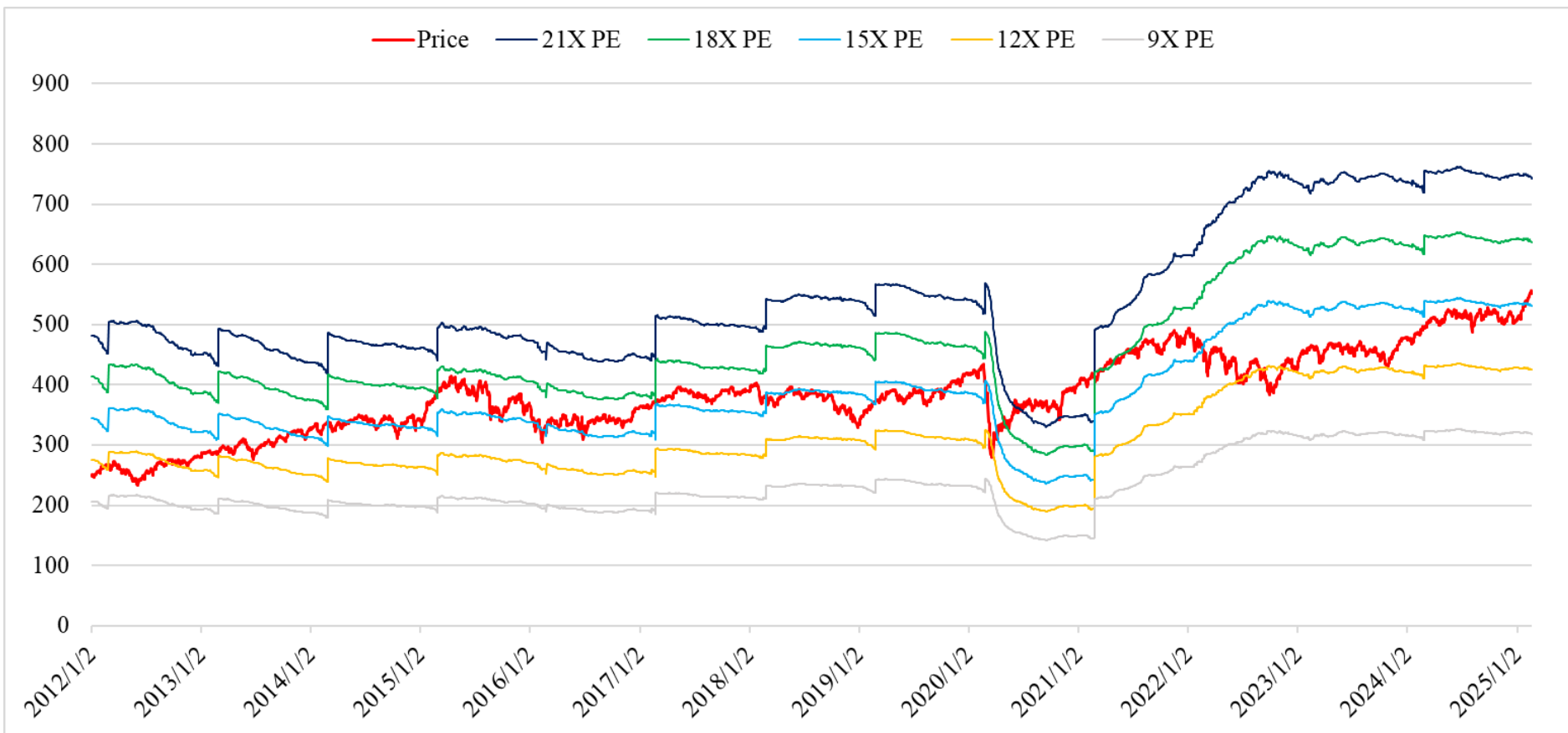
歐元區企業獲利2025年持續改善



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

歐股評價有機會繼續提升

- 歐洲內需製造以及企業規範鬆綁，再加上國防預算大幅擴編與內部採購都有可能提升歐洲國防工業與工業的營收與獲利。能源價格下降也有利於消費復甦與投資效率提升，因此歐股仍有評價提升的空間。



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

投資評等及免責聲明

投資評等說明

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

免責聲明

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。