

欧洲经济最坏时候可能已经过去

报告摘要

近期欧洲经济数据呈现出良好走势，制造业PMI、投资信心指数、汽车产销量等数据均出现了一定的转好。我们认为，欧洲经济最差的时候可能已经过去，而随之而来的欧元汇率止跌回升，可能成为未来一段时间美元指数转弱的最主要触发因素之一。我们做出这一判断的依据有三：

依据一：欧元汇率对欧洲经济有着非常稳定的领先性

欧洲是典型的外向型经济体，商品和服务出口占GDP的比重远高于其他主要国家。从历史数据看，欧元汇率对欧洲经济有着非常稳定的领先性，领先时间在1年左右。目前欧元汇率已经下跌至1.10，处于非常低的位置，考虑到脱欧与贸易的不确定性大大减小，预计汇率对经济的提振作用将很快显现出来。简单回归可知，目前的汇率水平大致会使2020年的欧元区制造业PMI上升到55左右。

依据二：英国硬脱欧风险大幅缓释

根据目前各家民调机构和博彩公司的预测，英国保守党的民调支持率达到43%，远高于工党的32%，且保守党有超过70%的概率拿下议会超半数席位，因此鲍里斯·约翰逊大选获胜、保守党一党组阁已经是比较确定的事情，英国将大概率在2020年1月31日完成脱欧，并在2020年12月31日结束脱欧过渡期。英国硬脱欧风险出现大幅缓释，这对欧洲经济会是个有力支撑。

依据三：货币政策与财政政策也能起到一些托底作用

货币政策方面，拉加德上任后不大可能改变欧央行的鸽派立场，尽管宽松的货币政策不会对欧洲经济起到太大拉动，但至少可以为欧洲经济保持一个低利率环境，起到一定的托底作用；财政政策方面，由于财政制度的问题，欧洲大规模财政刺激的可能性非常低，但不排除会有小规模刺激为经济托底的可能性。

如果如我们所预计的欧洲经济最差的时候已经过去，由于欧洲经济外向型、弹性高的特点，再加上低基数效应，2019年的“美强欧弱”将转为2020年的“欧强美弱”，而这大概率会给美元指数带来拖累，因为从历史上看，美元指数与美欧经济之差是非常明显的正相关关系。根据我们的测算，如果只考虑英国顺利脱欧带来的英镑和欧元上涨，根据脱欧后英国与欧盟关系的紧密程度不同，将大致使得美元指数下跌0.6%-2.4%左右；当然如果再考虑到欧洲经济最差时候已过，美元指数下跌幅度可能更大。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

姚世泽

szyao@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

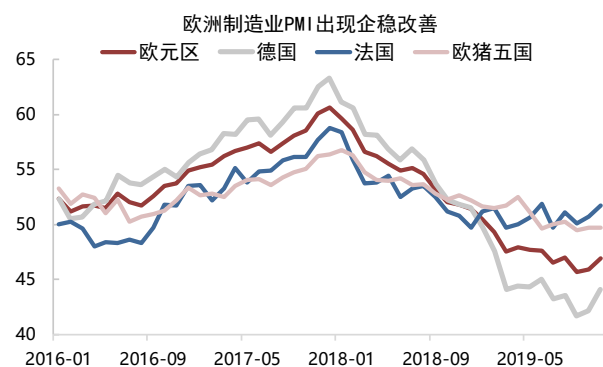
自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



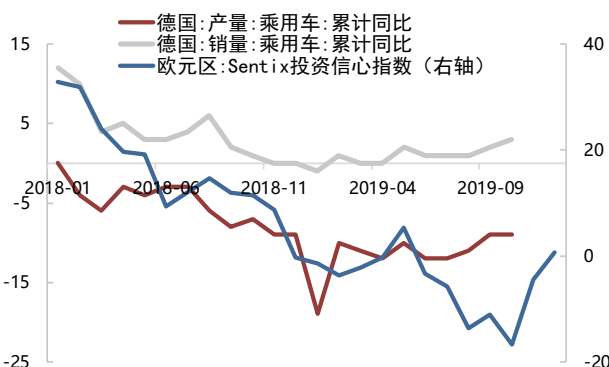
近期欧洲经济数据呈现出良好走势，制造业PMI已经连续2个月明显回升。分国家看，无论是德、法等主要国家，还是债务情况最差的“欧猪五国”（葡萄牙由于没有PMI数据，因此未计算在此合成指数内），经济景气均出现一定的修复（图1）。此外，投资信心指数、汽车产销量等数据也出现了一定程度的转好（图2）。这与前期英国脱欧陷入僵局的情势，以及欧洲经济即将步入衰退的观点相左。

图 1：欧洲制造业景气明显回升



来源：Wind，莫尼塔研究

图 2：投资信心和汽车产销量也出现一定转好



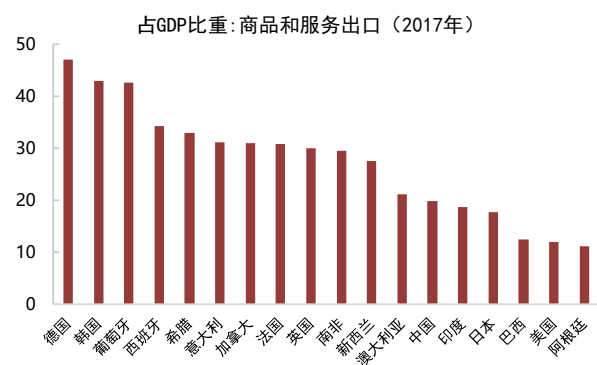
来源：Wind，莫尼塔研究

我们认为，欧洲经济最差的时候可能已经过去，即便2020年欧洲经济回温程度依然有限；而随之而来的欧元汇率止跌回升，可能成为未来一段时间美元指数转弱的最主要触发因素之一。我们做出这一判断的依据有三：

依据一：欧元汇率对欧洲经济有着非常稳定的领先性

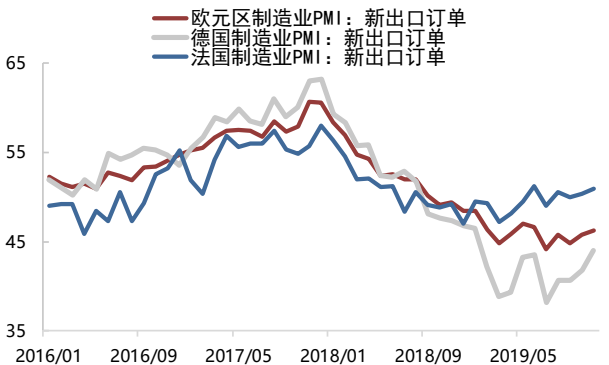
欧洲是典型的外向型经济体，商品和服务出口占GDP的比重远高于其他主要国家（图3）。从制造业PMI的分项数据看，近期欧元区、德国、法国的新出口订单出现了很明显的回升，是拉动PMI回升的重要因素之一（图4）。

图 3：欧洲经济的外向型非常高



来源：Wind，莫尼塔研究

图 4：欧元区新出口订单明显回升



来源：CEIC，莫尼塔研究

从历史数据看，欧元汇率对欧洲经济有着非常稳定的领先性，领先时间在1年左右（图5）。2016年，英国脱欧公投，欧元汇率急跌，随后的2017年欧洲经济景气明显改善；2017年，欧洲经济表现稳健，加之受特朗普刚刚就任频频受挫，美元指数一度走弱的影响，欧元汇率一路稳中有升，随后的2018年欧洲经济重陷低迷；2018年，欧元兑美元汇率从1.23的高点下跌到年末的1.14，但随后的2019年受到英国脱欧与贸易不确定性的影响，欧洲经济继续下行；2019年至今欧元又从1.14下跌到1.10，目前

汇率已经处于非常低的位置，考虑到脱欧与贸易的不确定性大大减小，预计汇率对经济的提振作用将很快显现。简单回归可知，目前的汇率水平大致会使2020年的欧元区制造业PMI上升到55左右。

图 5：从历史上看，欧元汇率对欧洲经济有着稳定的一年领先关系

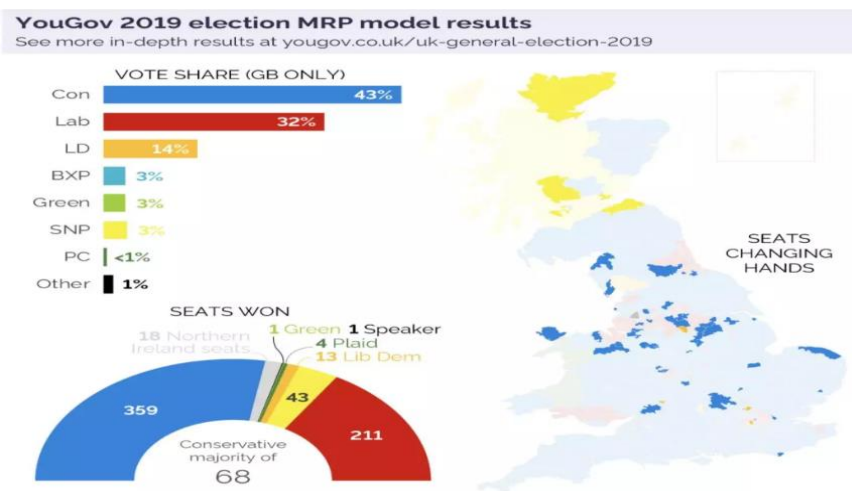


来源：Wind，莫尼塔研究

依据二：英国硬脱欧风险大幅缓释

2019年12月12日英国举行大选。根据英国权威民调机构YouGov的模拟大选结果，保守党的民调支持率达到43%，远高于工党的32%；同时，保守党也将在议会获得359个席位，比半数门槛多出34席，比其他政党合计多出68席，获得议会的绝对多数席位（图6）。其他主流民调机构的调查结果也支持了这一结论，保守党的平均支持率基本高出工党10%左右（图7）。因此，鲍里斯·约翰逊大选获胜、保守党一党组阁已经是比较确定的事情。

图 6：YouGov 公布的模拟大选结果



来源：YouGov，莫尼塔研究

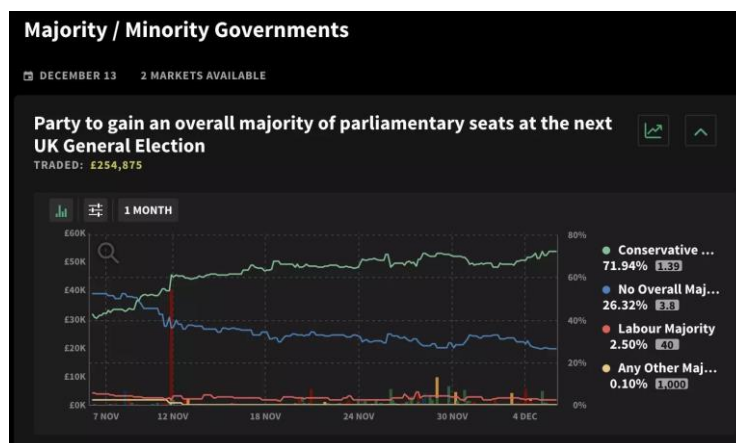
图 7：主流民调机构对英国大选的预测

Pollster	last fieldwork day	sample	Con	Lab	Lib Dem	Green	SNP/PC	Brexit
ICM	December 2 2019	2029	42	35	13	2	3	3
Kantar	December 2 2019	1096	44	32	15	3	4	2
Survation	November 30 2019	1065	42	33	11	4	4	3
Deltapoll	November 30 2019	1528	45	32	15	3	4	3
YouGov	November 29 2019	1680	43	34	13	3	4	2
Opinium	November 29 2019	2018	46	31	13	2	4	2
BMG	November 29 2019	1630	39	33	13	5	4	4
Panelbase	November 28 2019	2010	42	34	13	3	3	4
ComRes	November 28 2019	1669	43	33	13	3	3	4
Ipsos Mori	November 19 2019	1228	44	28	16	3	5	3
ORB	October 31 2019	1510	36	28	14	4	5	12
Average			42.36	32.09	13.55	3.18	3.91	3.82

来源：Reuters，莫尼塔研究

相较于2017年的英国大选，彼时保守党获得了议会650个席位中的317席，没有超过半数，因此特蕾莎·梅只能和北爱民主统一党联合组阁才能上任首相。特蕾莎·梅的脱欧协议迟迟不能获得议会通过，就是因为她必须既搞定保守党内部，又必须从其他政党那里争取一定数量的支持票。而本次大选，博彩公司数据显示，保守党将有超过70%的概率拿下超半数席位（图8）。因此，鲍里斯·约翰逊只需要搞定保守党内部，他的脱欧协议便可以在议会通过。今年10月15日晚间，保守党内硬脱欧派做出表态，确认将支持鲍里斯的脱欧协议，实际上鲍里斯早已完全搞定了保守党内部。因此，鲍里斯大概率将带领英国在2020年1月31日完成脱欧，并在2020年12月31日结束脱欧过渡期并彻底脱欧。英国硬脱欧风险出现大幅缓释，这对欧洲经济会是个有力支撑。

图 8：博彩公司数据显示，保守党有 71.94% 的概率拿下半数席位



来源：Betfair，莫尼塔研究

依据三：货币政策与财政政策也能起到一些托底作用

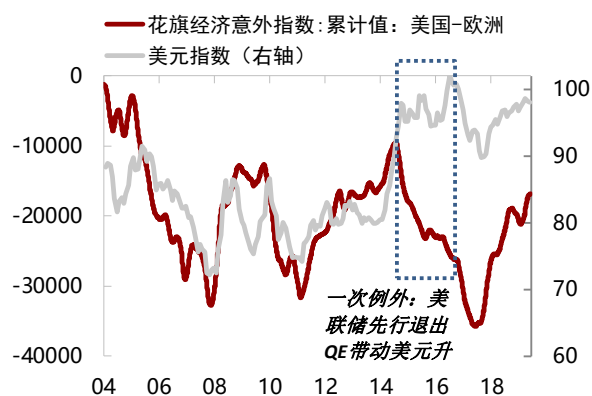
货币政策方面：2019年9月12日，欧央行宣布将存款便利利率从-0.4%下调至-0.5%；重启资产购买计划并扩大合格资产池，从11月1日起每月净购买200亿欧元资产，不设置截止日期；实行利率分层，银行超额流动性在对应的豁免额度以内的按MRO利率(0%)计息，超过部分按Depo利率计息(-0.5%)；同时将第三轮TLTRO的利率下调10BP，操作期限从2年延长至3年。2019年12月12日，欧央行召开拉加德上任之后的首次议息会议，拉加德一直非常支持欧央行的非常规政策，再加上欧央行执行委员会的鹰派人物劳滕施拉格早前宣布辞职，因此欧央行当前的鸽派立场不大可能改变。尽管宽松货币政策不会对欧洲经济起到太大的拉动，但至少可以为欧洲经济保持一个低利率环境，起到一定的托底作用。

财政政策方面：目前有能力实行大规模财政扩张的国家只有德国，但德国实行大规模财政刺激会受到以下三点约束：1) 德国财政刺激会产生很大的溢出效应，对德国经济的影响可能并不确定；2) 欧元区统一货币意味着德国财政对其他国家的赤字存在隐性担保；3) 即使德国放弃平衡预算，财

政空间仍受到《新债务限额》法案的限制，联邦政府只可以增加占GDP0.35%的债务，而要修改这一制度，必须在两院获得三分之二的多数票通过。因此，欧洲大规模财政刺激的可能性非常低，但不排除会有小规模刺激为经济托底的可能性。

如果如我们所预计的欧洲经济最差的时候已经过去，由于欧洲经济外向型、弹性高的特点，再加上低基数效应，2019年的“美强欧弱”将转为2020年的“欧强美弱”，而这大概率会给美元指数带来拖累，因为从历史上看，美元指数与美欧经济之差是非常明显的正相关关系（图9）。根据英格兰银行的测算，如果英国最终顺利协议脱欧，根据脱欧后与欧盟关系的紧密程度不同，英镑将会在2018年11月的基础上升值2%-5%（图10），也就是相比较2019年12月9日的点位上升1%-4%。欧元上升幅度稍小，弹性大概是英镑的1/3，因此欧元上升幅度大致在0.33%-1.33%之间。在美元指数中，欧元占比57.6%，英镑占比11.9%，因此如果只考虑英国顺利脱欧带来的英镑和欧元上涨，将大致使得美元指数下跌0.6%-2.4%左右；当然如果再考虑到欧洲经济最差时候已过，美元指数下跌幅度可能更大。

图 9：美元指数与美欧经济预期差是非常明显的正相关关系



来源：Wind，莫尼塔研究

图 10：英格兰银行测算的脱欧对英国经济和汇率的影响



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8383

