

首席宏评系列第79期

透视疲弱的欧洲经济

■ 核心摘要

1) 2019 年年初以来，欧洲经济增速显著下行且持续弱于美国。核心国家德国表现尤其低迷，其中出口增速与投资增速乏力是主要原因，在财政政策上过于保守也是重要原因。

2) 受经济增速下行与通胀低迷影响，欧洲央行不得不重新降息与重启量宽，德国与法国国债市场也因此出现了负利率现象。

3) 预计未来一段时间内，欧元对美元汇率的低迷仍将持续，这一方面是因为欧洲经济表现弱于美国经济，另一方面欧洲央行与美联储均在放松货币政策。此外，2019 年底的英国脱欧前景的不确定性，也将继续打压欧洲的股票市场与外汇市场。

2019 年以来，全球主要经济体增速处于集体下行态势。但欧洲经济表现严重弱于美国，这也是为何 2019 年年初至今欧元对美元汇率总体上显著下跌的原因。例如，2019 年第一、二季度，美国 GDP 同比增速分别为 2.7%与 2.3%，而欧盟 GDP 同比增速分别为 1.6%与 1.2%。

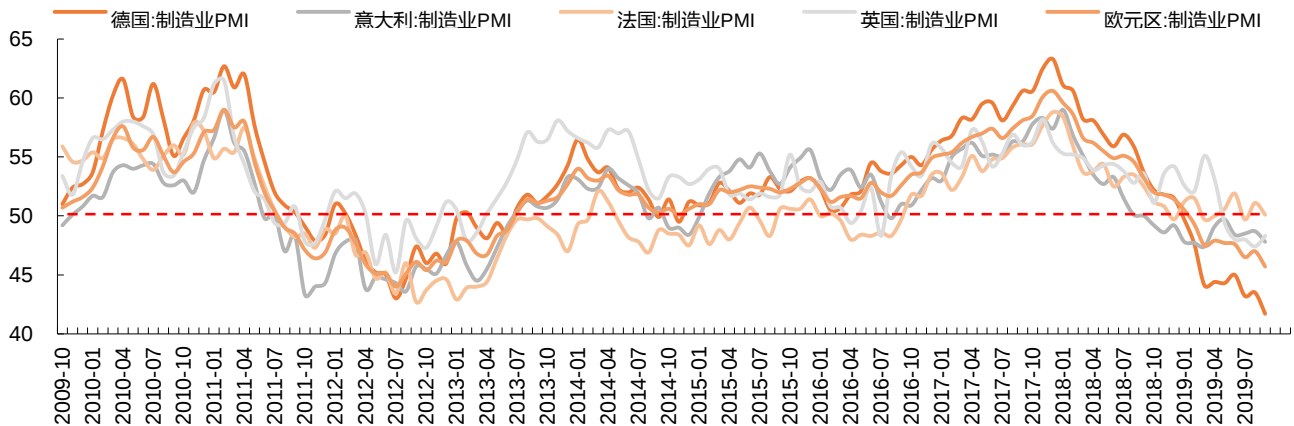
从历史上来看，一般而言，当欧洲经济下行时，核心国家（例如德国、法国）经济增速通常高于外围国家（例如意大利、希腊）。但近期欧洲经济下行却出现了一个特殊现象，即核心国家德国经济减速明显。2018 年第三季度至 2019 年第二季度，德国 GDP 同比增速分别为 1.1%、0.9%、0.8%与 0.0%，不仅显著低于法国与英国（2019 年第二季度分别为 1.4%与 1.3%），甚至低于希腊（2019 年第二季度为 1.9%）。与德国经济同样糟糕的是意大利，2019 年前两个季度的 GDP 同比增速分别为 -0.2%与 0.0%。

作为经济增速先行指标的制造业采购经理指数（PMI）则预示着更大的下行压力。欧元区 PMI 从 2019 年 1 月起已经连续 9 个月低于 50 的荣枯线，9 月份为 45.7。在德、英、法、意四个大国中，在 2019 年 9 月，只有法国的 PMI 略高于 50（不过也仅为 50.1）。德国的 PMI 指标当前在四个大国中处于最糟糕的水平，不仅从 2019 年 1 月至 9 月连续 9 个月低于 50，而且 2019 年 9 月份仅为 41.7。PMI 的糟糕表现，意味着欧洲经济未来一段时间增长状况不容乐观。

为何当前德国经济增速如此糟糕呢？从国内三驾马车对经济增长的贡献来看，导致德国经济增速显著下滑的主要原因，一是净出口贡献持续为负，二是固定资产投资贡献低迷。2018 年第三季度至 2019 年第二季度，净出口对德国 GDP 增长的贡献持续为负，2019 年第二季度更是达到 -1.1 个百分点。2018 年第三季度至 2019 年第二季度，固定资产投资对 GDP 增长的贡献由 1.6 个百分点下降至 0.1 个百分点。换言之，出口表现不尽如人意，以及国内企业缺乏投资意愿，是德国经济下行的最重要原因。

由于欧洲经济在 2017、2018 年总体上表现不错，欧洲央行在 2018 年年底停止了量化宽松。但由于经济增速从 2018 年下半年以来开始下滑，尤其是 2019 年以来下滑加速，导致欧洲央行不得不逆转过去的收缩政策。2019 年 9 月 12 日，欧洲央行宣布将政策性利率下调 10 个基点至 -0.5%，并且将从 11 月起重启量化宽松政策（以每月 200 亿欧元的规模开始购买债券）。

图表1 欧元区及英法德意制造业 PMI 走势

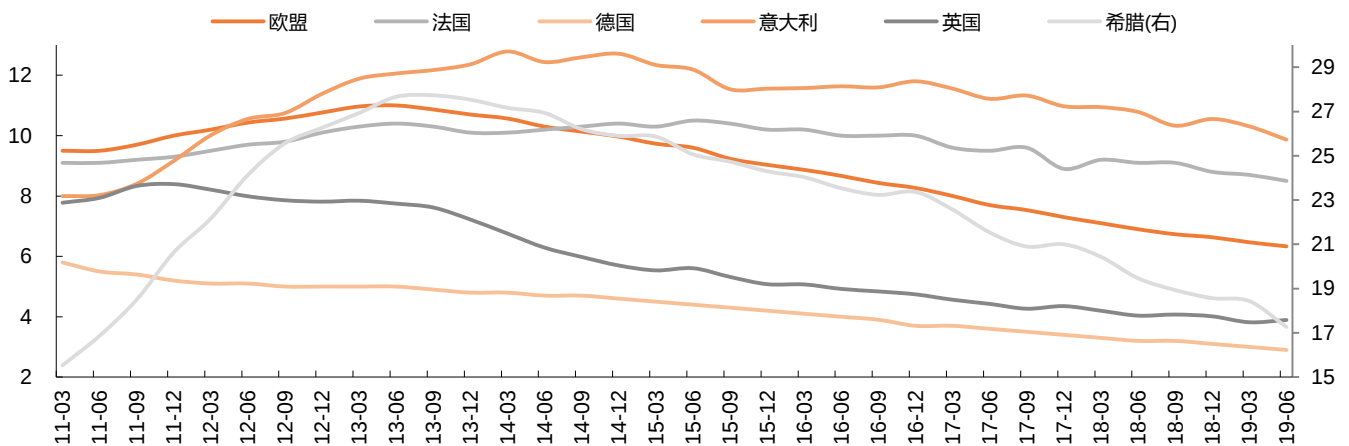


资料来源：WIND，平安证券研究所

欧洲央行重新放松货币政策的一个重要原因，是欧元区国家通货膨胀率显著低于2%的合意目标。例如，2019年9月，德国、法国、意大利、希腊的CPI同比增速分别为1.2%、0.9%、0.4%与-0.1%。不过，当前欧元区国家劳动力市场状况差别较大。2019年第二季度，希腊与意大利的失业率分别高达17.3%与9.9%，法国的失业率为8.5%，而德国的失业率仅为2.9%。因此，虽然本国经济增长疲弱，德国国内仍有较强的声音反对欧洲央行再度放松货币政策。

当前市场上与学术界对欧洲国家的一个批评是，有些欧洲国家过早地收紧了财政政策，导致稳定经济增长的压力过度压在了货币政策上。这个问题最突出的就是德国，从2013年第四季度至2019年第二季度，德国综合财政结余占GDP比率已经连续23个季度为正。与此同时，德国政府债务占GDP比率在欧洲主要大国中是最低的，截至2019年第二季度仅为61.2%。如果说希腊、意大利这些重债国（截至2019年第二季度政府债务占GDP比率分别为182.1%与138.6%）保持财政盈余或者较小的财政赤字是必须的话，那么在本国经济显著减速的背景下，德国继续保持财政盈余的做法的确就值得商榷了。

图表2 欧盟及欧洲诸国失业率走势（%）

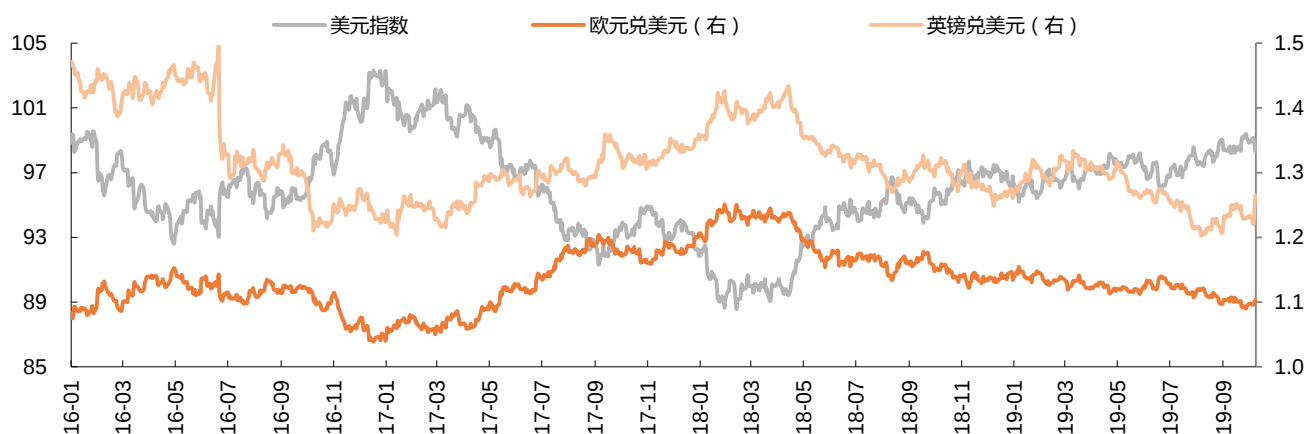


资料来源：WIND，平安证券研究所

由于经济增速下行、通货膨胀低迷，部分欧洲国家国债收益率重新出现了负利率现象。德国从2019年5月底至今、法国从2019年6月底至今，10年期国债收益率双双持续为负。德国的10年期国债收益率更是一度达到-0.7%的历史新低。国债市场负利率现象，一方面说明投资者为未来经济增长与通货膨胀的预期十分低迷，另一方面也说明投资者风险偏好显著下降、避险情绪显著增强。后一方面也与2019年以来中美贸易摩擦加剧、发达国家国内政治不确定性上升、中东地缘政治冲突加剧等现象加剧了全球范围内的不确定性有关。

综上所述，2019 年初以来，欧洲经济增速显著下行且持续弱于美国。核心国家德国表现尤其低迷，其中出口增速与投资增速乏力是主要原因，在财政政策上过于保守也是重要原因。受经济增速下行与通胀低迷影响，欧洲央行不得不重新降息与重启量宽，德国与法国国债市场也因此出现了负利率现象。预计未来一段时间内，欧元对美元汇率的低迷仍将持续，这一方面是因为欧洲经济表现弱于美国经济，另一方面欧洲央行与美联储均在放松货币政策。此外，2019 年底的英国脱欧前景的不确定性，也将继续打压欧洲的股票市场与外汇市场。

图表3 美元指数、欧元兑美元、英镑兑美元走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

报告作者：

首席经济学家：张明 中国社科院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任，国际金融研究中心副主任，研究员、博士生导师
证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）
证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）
证券分析师：薛威 投资咨询资格编号：S1060519090003 电话（021-20667920）邮箱（XUEWEI092@PINGAN.COM.CN）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

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_9495

