



6 月海外宏观深度报告

欧元区经济疲软，复苏前景何在

欧元区经济十年前经历过欧债危机的沉重打击，近年逐渐恢复。然而随着欧元区景气经济数据的走低，新一轮的衰退似有到来的迹象。欧元区经济提速很大程度上依赖外需，虽然受到外需走强的带动，2017 年欧元区经济出现短期好转，但进入 2018 年以来增速持续放缓，多家机构纷纷下调了对欧元区的经济增长预测。我们预计欧元区经济继续疲软，今后几年难以走出泥潭，经济增长上升或在 5 年之后。

- 欧元区整体经济发展疲软。尽管 2019 年第一季度受法国、西班牙和意大利经济复苏的影响，经济增长高于预期，GDP 同比上涨 1.2%，高于预期的 1.1%，但是 GDP 增速同比呈下降趋势；整体 PMI 表现不佳，自 2017 年开始下降，如今已跌破 50 荣枯线；由于欧元经济区整体对外依存度较高，中国经济增长放缓以及美欧贸易摩擦将给欧元经济区经济带来冲击；而作为经济区的核心，德国、法国、意大利和西班牙在 GDP 增长和 PMI 值上均表现不佳。
- 欧元经济区增长放缓主要有四方面原因。首先，汽车出口量大幅减少导致德国经济增速下滑，而同样作为欧元经济区核心的法国，投资和消费于 2018 年经历大幅下滑，意大利的固定资本形成增速也大幅下降；其次，欧元经济区发展对外依存度高，但是中美贸易战和美欧贸易摩擦拖累欧元经济区出口贸易发展；此外，英国脱欧的不确定性和民粹主义的再次兴起均对欧元区经济发展形成冲击。
- 在全球经济形势向下的情况下，欧元区经济前景低迷。债务危机带来的危害尚未完全消除，多国央行和国际机构组织下调经济增长预期；在全球流动性边际宽松的情况下，避险情绪加深，黄金成为投资趋向。
- 欧元经济区 2019 年 GDP 未必持续正增长，PMI 指数持续低迷表明制造业收缩状态，难以形成驱动经济发展，因此，欧元区整体经济基本面脆弱，对外依存度高，欧元区短期内难以走出低迷。

相关研究报告

《5 月海外宏观动态点评：欧元区 PMI 不及预期，火车头德国领跌》20190523

《宏观经济周报：欧洲央行按兵不动，保留政策调整余地》20190413

《4 月海外宏观动态点评：欧元区经济继续放缓，美国 PMI 好于预期》20190402

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

钱思韵

021-20328516

siyun.qian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100002

朱启兵

010-66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

目录

1 研究背景和意义	4
2 欧元区经济回顾及现状	5
2.1 欧元区历史 GDP 下滑	5
2.2 欧元区经济当前陷入低迷	6
2.3 欧元区整体经济趋势向下	7
2.4 欧元区主要国家增长乏力	8
3 欧元区经济放缓主要原因	12
3.1 外需疲软拖累出口	12
3.2 核心成员国内部增长掣肘	13
3.3 英国脱欧不确定性干扰	14
3.4 各国民粹主义抬头	14
4 欧元区何时走出低迷	16
5 总结	18

图表目录

图表 1. 欧元区历年 GDP	5
图表 2. 欧元区 08 年景气指数跌落	5
图表 3. 欧元区 09 年 PMI 下滑	5
图表 4. 09 年后欧元区失业率持续高攀	6
图表 5. 欧元区当前 GDP	6
图表 6. 欧元区制造业 PMI	6
图表 7. 欧元区调和 CPI 同比、环比	7
图表 8. 欧元区核心调和 CPI 同比、环比	7
图表 9. 欧元区当前失业率	7
图表 10. 欧元区季度 GDP	8
图表 11. 德国 GDP 及增速	8
图表 12. 德国制造业 PMI	8
图表 13. 德国 CPI 同比、环比	9
图表 14. 德国失业率	9
图表 15. 法国 GDP 及增速	9
图表 16. 法国制造业 PMI	9
图表 17. 法国 CPI 同比、环比	9
图表 18. 法国失业率	9
图表 19. 意大利 GDP 及增速	10
图表 20. 意大利制造业 PMI	10
图表 21. 意大利 CPI 同比、环比	10
图表 22. 意大利失业率	10
图表 23. 西班牙 GDP 及增速	10
图表 24. 西班牙制造业 PMI	10
图表 25. 西班牙调和 CPI 同比、环比	11
图表 26. 西班牙失业率	11
图表 27. 欧元区出口占 GDP 比重	12
图表 28. 欧元区贸易额	12
图表 29. 欧元区对美贸易额	13
图表 30. 欧元区对中贸易额	13
图表 31. 欧元区对美出口额	13
图表 32. 欧元区对中出口额	13
图表 33. 欧元区历年 GDP	17

1 研究背景和意义

纵观 2018 年底欧元区 19 国的整体经济，实际 GDP 同比增速已降至 2013 年来最低水平。意大利连续两个季度负增长，德国近乎陷入技术性衰退。各大国际组织纷纷调低 2019 年欧洲的增长预期。欧元区通胀回落，核心通胀踌躇不前。悲观的预测反映了该地区更为明显的经济疲软。全球经济放缓，贸易争端始终未能化解以及制造业的“异常疲软”，都冲击了欧元区的经济。与此同时，汽车行业生产受到干扰，社会动荡以及与英国脱欧有关的不确定因素也打击了市场情绪。欧央行前瞻指引中已经去除 2019 年加息的可能，并将在 9 月启动新一轮 TLTROs。

回望过去，08 年欧洲曾出现过较严重的欧元危机，冰岛、希腊、爱尔兰、葡萄牙等国家相继陷入债务危机中。此后十年欧元区漫漫复苏之路走得较长。

金融危机给冰岛金融业带来了毁灭性打击：银行短期融资来源枯竭、资本大量外逃、冰岛克朗迅速贬值、通胀率高升，冰岛也因此成为世界货币基金组织(IMF)30 年来救助的首个发达国家。为了从金融危机中恢复，冰岛允许货币贬值以促进旅游业发展，收紧货币政策，将公共资金用于缓解家庭债务，在 IMF 的帮助下施行了严格的资本管制，禁止资本流出，也禁止个人购买外汇或外国股票，银行债权人和其他国外投资者无法撤资国内资金，包括养老基金在内，禁止用于海外投资。

但是，资本管制扭曲了资本的价格，导致大量资本流失，削弱了国内外投资者对冰岛经济的信任，导致贷款和投资出现较大的风险溢价，不利于冰岛经济的长期健康发展。虽然，冰岛于 2017 年解除资本管制，但是冰岛面临着解除资本管制后不断上升的工资成本和货币升值的压力。

希腊在经历了八年的金融危机后经济快速复苏的两个主要因素：旅游业和房地产投资。希腊在 2013 年启动了“黄金签证”计划。该计划规定，任何在该国房地产市场投资超过 25 万欧元的非欧盟国家公民，将获得为期五年的签证，并有权延长有效期。中国中产阶层成为该类投资的主要力量。

然而，投资者将房产转变为可供游客短期租用、利润较高的度假屋，从而牟利，度假屋数量在五年内翻了两番，导致希腊民众能够承担的出租房供应量下降，一定程度上助长了民粹主义。

欧元区经济实力最强的德国是欧元区救助计划的最大出资方，将其承担的欧洲金融稳定基金贷款份额大幅提高，但是与以法国为首的国家不同，德国反对发行欧元债券，主张各危机国家厉行节约，减轻自身财务负担，最终危机解决采取折中方案，欧洲央行购买部分陷入危机国家的债券。

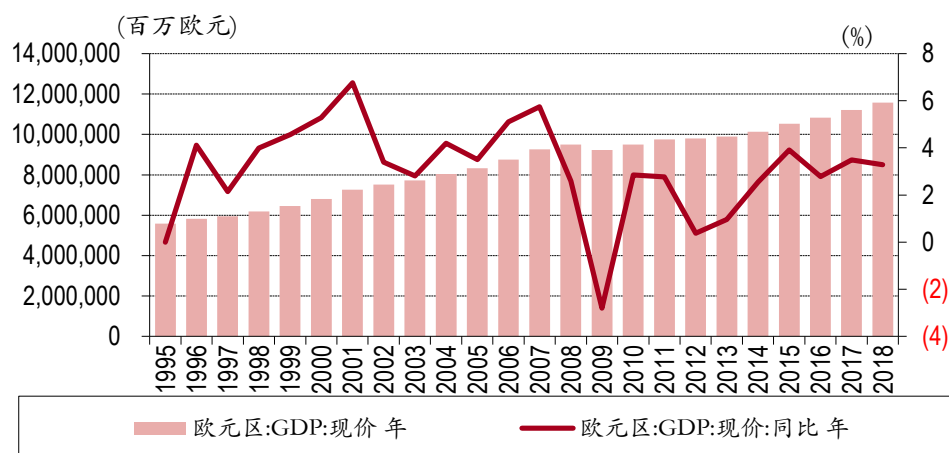
但是，作为欧元经济区的核心成员，德国制造业正面临着多重挑战，这其中包括：汽车业增长放缓、英国脱欧、中美贸易战、全球经济增长放缓。2019 年 3 月的采购经理人指数(PMI) 是 6 年半以来的最差 PMI 数值，并且德国也迎来 3 年以来第一次的就业率下降，整体经济形势不容乐观。

2 欧元区经济回顾及现状

2.1 欧元区历史 GDP 下滑

我们观察了近 20 年以来欧元区的 GDP 增加情况，发现 2008-2009 年间出现过主要的 GDP 下滑，即 08 年欧债危机。08 年当时全球陷入经济危机，欧元区也未能幸免于难。且全球危机到来时，由于欧洲是外向型经济，受冲击更大。

图表 1. 欧元区历年 GDP

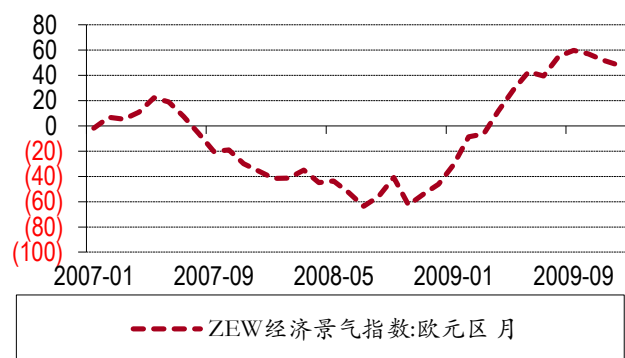


资料来源：万得，中银国际证券

经济景气指数方面，欧元区自 07 年二季度达到阶段性顶峰后一路下跌，至 08 年 7 月触底到达 -63.7，虽然在 08 年 9 月回抬到 -40.9，但次月即下滑到又一谷底，直到 09 年 4 月才恢复到正值状态。PMI 方面，08 年至 09 年欧元区的 PMI 持续跌落，09 年 2 月触及最低值 33.9，至 09 年底才逐渐恢复到危机前状态。

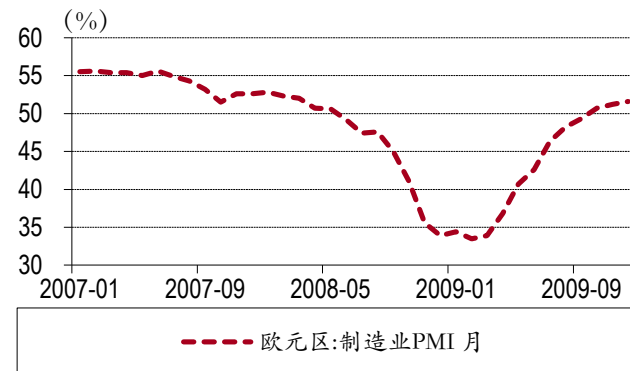
失业率方面，欧元区呈现了滞后效应，从 08 年下半年开始，失业率一路攀升，10 年 5 月达到最高点 10.1%，并维持在 10% 的高值区间至 2011 年 1 月。虽然 2011 年上半年失业率一度控制到 9.9%，但之后高失业率持续了 2 年多时间，13 年攀升至最高值 12.1%，直到 2014 年才重新开启下降通道。

图表 2. 欧元区 08 年景气指数跌落



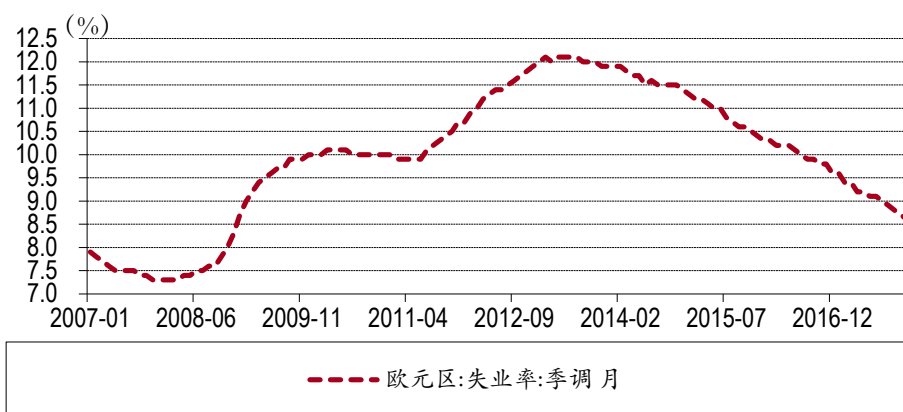
资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. 欧元区 09 年 PMI 下滑



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 09 年后欧元区失业率持续高攀



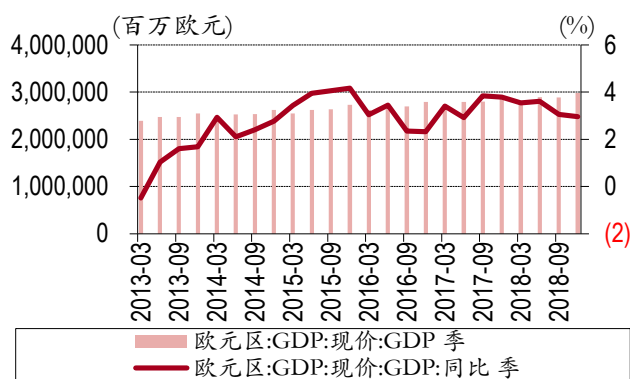
资料来源: 万得, 中银国际证券

2.2 欧元区经济当前陷入低迷

从 14 年开始, 欧元区虽然从 08 年危机中复苏, 但整体仍陷入低迷。各项主要数据均显示欧元区经济增长乏力, 复苏效果不佳。

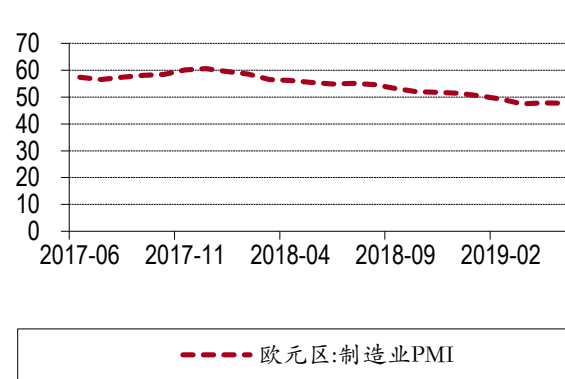
近年来欧洲 GDP 保持稳定, 18 年 12 月达到了 2982677.4 百万欧元, 但增速下滑。欧元区 PMI 表现不佳, 从 17 年底开始下降, 如今已跌破 50 荣枯线。CPI 方面, 欧洲通胀比较温和, 物价上涨水平不高, 因此维持在 1% 上方。唯一可喜的是, 失业率数据显示一直在减少, 从 13 年高点的 12.1% 下降至 19 年 3 月的 7.7%。但工资水平不见提升, 因此影响了物价的上涨。

图表 5. 欧元区当前 GDP



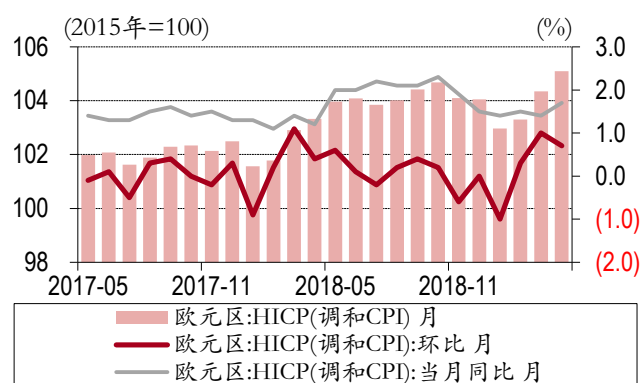
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 6. 欧元区制造业 PMI



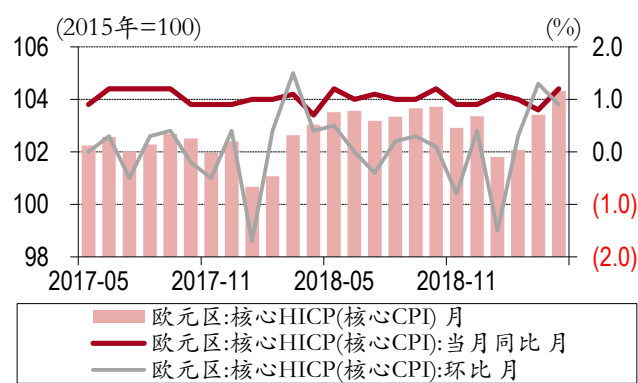
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 7. 欧元区调和 CPI 同比、环比



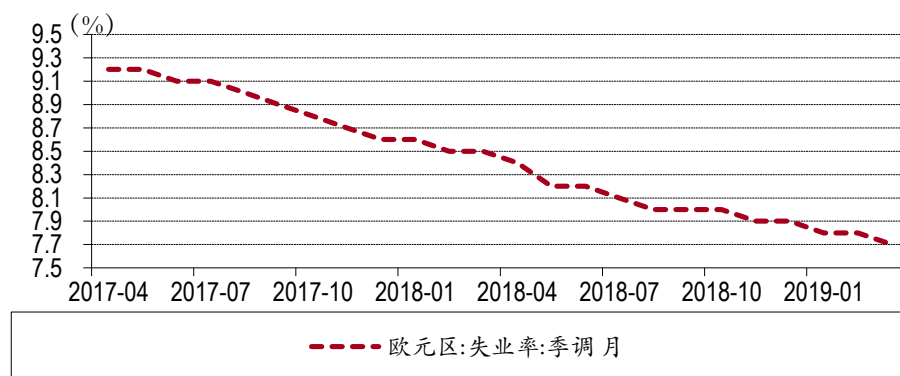
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 8. 欧元区核心调和 CPI 同比、环比



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 9. 欧元区当前失业率



资料来源: 万得, 中银国际证券

2.3 欧元区整体经济趋势向下

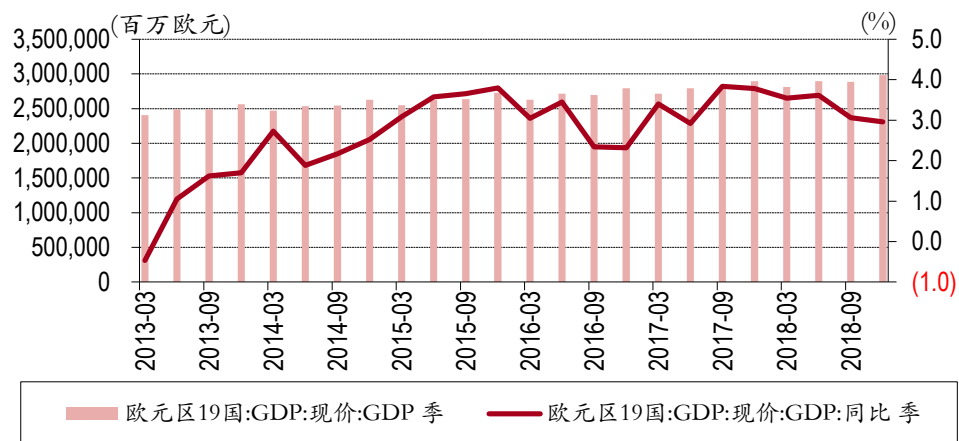
欧洲经济低迷, 且反弹力度难以预见, 整体经济趋势难以向上确立。

4月30日, 欧洲统计局公布数据显示, 欧元区一季度GDP季环比初值0.4%, 高于预期0.3%, 前值0.2%为四年新低。欧元区一季度GDP同比初值1.2%, 高于预期1.1%, 前值上修至1.2%。虽然2019年一季度欧元区经济录得正增长, 但后续是否可以持续仍存疑。我们在上文已知PMI持续下滑, 因此欧洲制造业持续收缩, 难以形成对经济的托力。

3月, 欧洲央行将本年欧元区经济增长预期下调至1.1%, 并预计2020年和2021年欧元区经济将分别增长1.6%和1.5%。国际机构也对2019年欧元区经济增长预期进行下调。经济合作与发展组织预计, 今明两年, 欧元区经济增长分别为1.0%和1.2%。

此外, 债务危机带来的负面影响尚未完全消除, 政府负债比例和银行不良资产率仍居高不下。2019年, 欧元经济区内, 有7个国家的公共债务与GDP之比接近或者超过100%。

图表 10. 欧元区季度 GDP



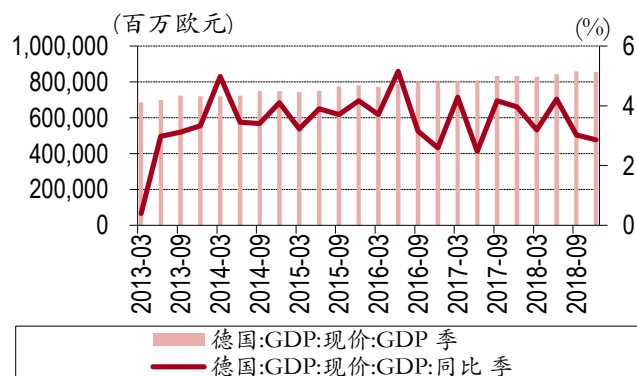
资料来源：万得，中银国际证券

2.4 欧元区主要国家增长乏力

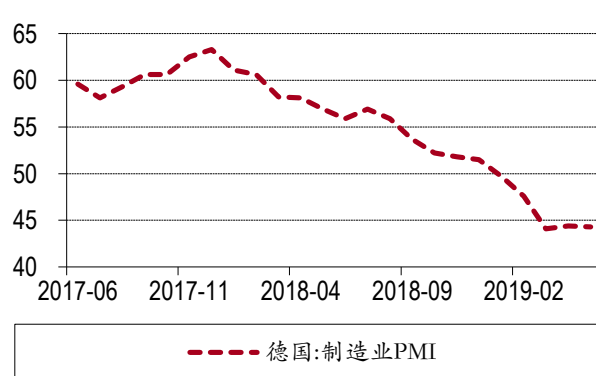
纵观欧元区主要国家，增长引擎主要是德国和法国，其次体量较大的是意大利和西班牙。

从下图中可以看出，四国的 PMI 持续下滑，均跌破了 50 荣枯线，显示制造业收缩态势确立。GDP 方面，各国在 15 年后均达到平台期，保持稳定但基本不再增长。CPI 温和，稳定在 2% 左右。另外各国的失业率均有所下跌，但人均产出没有增长，主要源于金融危机后人们普遍降低了对工资的预期，且从危机中恢复创造了更多就业岗位所致。

图表 11. 德国 GDP 及增速



图表 12. 德国制造业 PMI



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_12009

