

德国经济暂时摆脱衰退泥潭

报告摘要

● 主题评论：德国经济暂时摆脱衰退泥潭

- 欧洲统计局15日公布经济数据，欧元区一季度GDP同比初值为1.2%，季环比初值为0.4%，均符合预期；其中德国经济同比上涨0.6%，环比从去年第三季度的-0.2%和去年四季度的0%反弹至0.4%，暂时摆脱了衰退的泥潭。
- 德国经济反弹的主要动力在于净出口和国内消费的改善。净出口方面，一季度净出口环比增长4.14%，远高于去年三季度和四季度-16.35%和1.72%的增速，主要原因是欧元汇率的下跌带来的贸易条件改善。但是汽车业的出口表现并不是特别好，一季度汽车出口增长4.79%，增速较去年12月有所下滑。国内消费方面，德国零售销售一季度环比上涨1.07%，较上季度的-0.33%稍有改善，但是汽车销售的表现依然不佳，销售额环比下跌2.7%，其中价格上涨0.60%，销售量下降3.28%，这表明由于新排放协议导致的2018年2季度汽车销售抢跑效应的影响仍然没有完全消失。
- 综合来看，尽管一季度德国经济环比出现了比较明显的改善，暂时摆脱了经济衰退的泥潭，但是我们对德国经济仍然持比较悲观谨慎的态度，主要原因包括：（1）尽管GDP环比上升0.4%，但是同比增速为0.6%，相较于上季度的0.9%和上上季度的1.1%继续处于下滑中，创下了近6年以来的增速新低；（2）本次反弹的一个很重要原因在于汇率贬值导致的净出口增加，如果外部经济表现不佳，那么净出口改善的幅度必然是有限的，净出口的系统性提高必须依赖于外需的全面改善；（3）生产端的主要高频指标没有出现明显的改善，支柱产业汽车业的产销依然表现不佳，新排放协议对汽车业的影响继续存在；（4）英国脱欧的风险在上升，英国首相特蕾莎·梅将在6月3日宣布具体离职日期，接替者很大可能是硬脱欧派，增加了11月硬脱欧的风险。

● 大类资产走势回顾：

- 汇率：美元指数上涨至98.03。全球主要货币均出现了贬值。其中英镑贬值幅度最大，主要受到脱欧的不确定性和首相特蕾莎·梅辞职消息的影响；日元的贬值幅度在主要货币中最小，仅贬值0.12%，仍然保持着一定的避险属性。
- 商品：原油价格出现上涨。布伦特和WTI原油均上涨，主要原因是（1）OPEC4月原油产量大幅减少；（2）伊朗问题紧张局势升级；（3）沙特部分石油管线遭到也门胡塞武装攻击和损坏。黄金价格下跌1.54%；铜价下跌0.73%。
- 股债：全球股指普遍反弹。上周除美股小幅下跌外，全球其他股指均出现反弹。债券市场方面，10年期美债收益率报收2.39%。截至5月17日，10年期美德利差上升1BP至2.52%，10年期美日利差下跌5.6BP至2.458%。

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一
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。



目录

一、主题评论：德国经济暂时摆脱衰退泥潭.....	3
二、海外重点事件追踪.....	5
1、原油价格出现明显反弹.....	5
2、腾讯净利润超预期.....	5
3、海外投资者大幅抛售美股美债.....	5
4、英国首相特蕾莎·梅将给出离职日期，硬脱欧风险上升.....	6
三、海外央行与市场观点追踪.....	6
四、大类资产走势回顾.....	7
1、汇率：美元指数上涨至 98.03.....	7
2、商品：原油价格出现上涨.....	8
3、股债：全球股指普遍反弹.....	8

图表目录

图表 1：欧元区与德国经济环比出现了明显改善.....	3
图表 2：德国一季度净出口明显改善.....	3
图表 3：汽车净出口增速稍有所下滑.....	3
图表 4：德国零售销售有所改善.....	4
图表 5：德国国内的汽车销售依然不佳.....	4
图表 6：德国零售销售有所改善.....	4
图表 7：德国国内的汽车销售依然不佳.....	4
图表 8：海外央行利率决议与官员表态追踪.....	6
图表 9：海外机构主要市场观点追踪.....	7
图表 10：上周美元指数略微下滑.....	8
图表 11：上周主要货币对美元均出现贬值.....	8
图表 12：上周原油价格出现反弹.....	8
图表 13：上周黄金价格小幅下跌.....	8
图表 14：上周全球股指普遍下跌.....	9
图表 15：上周美德利差走阔，美日利差收窄.....	9

一、主题评论：德国经济暂时摆脱衰退泥潭

欧洲统计局15日公布经济数据，欧元区一季度GDP同比初值为1.2%，季环比初值为0.4%，均符合预期；其中德国经济同比上涨0.6%，环比从去年第三季度的-0.2%和去年四季度的0%反弹至0.4%，暂时摆脱了衰退的泥潭（图表1）。

图表 1：欧元区与德国经济环比出现了明显改善



资料来源：Wind，莫尼塔研究

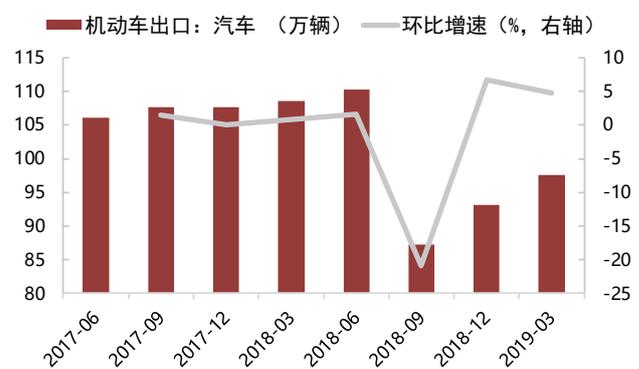
德国经济反弹的主要动力在于净出口和国内消费的改善。净出口方面，一季度净出口环比增长4.14%，远高于去年三季度和四季度-16.35%和1.72%的增速，主要原因是欧元汇率的下跌带来的贸易条件改善（图表2）。但是汽车业的出口表现并不是特别好，一季度汽车出口增长4.79%，增速较去年12月有所下滑（图表3）。

图表 2：德国一季度净出口明显改善



资料来源：Wind，莫尼塔研究

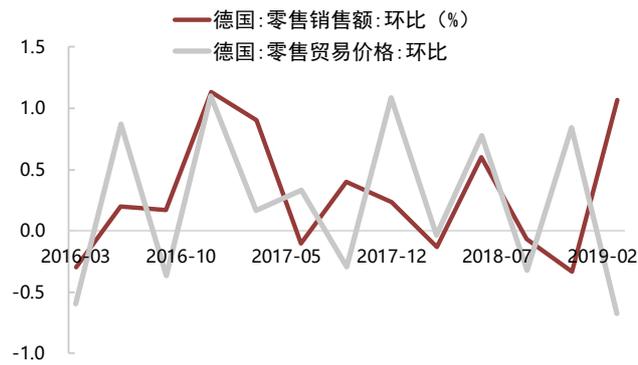
图表 3：汽车净出口增速稍有下滑



资料来源：Wind，CEIC，莫尼塔研究

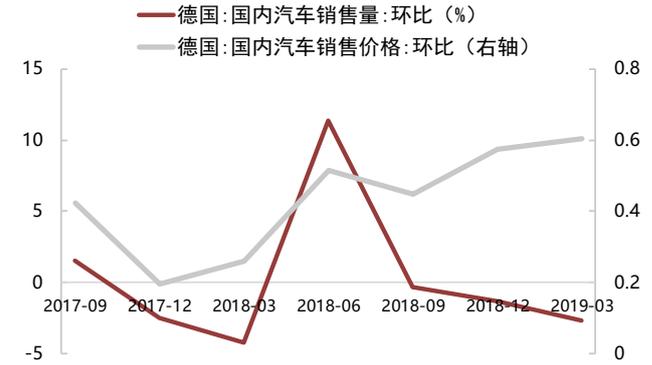
国内消费方面，德国零售销售一季度环比上涨1.07%，较上季度的-0.33%稍有改善，如果考虑到一季度零售价格环比为-0.67%，那么一季度的零售销售量的增长要更高（图表4）。但是汽车销售的表现依然不佳，销售额环比下跌2.7%，其中价格上涨0.60%，销售量下降3.28%，这表明由于新排放协议导致的2018年2季度汽车销售抢跑效应的影响仍然没有完全消失（图表5）。今年2月底，德国财政部长奥拉夫·肖尔茨表示，可能将纯电动汽车和插电式混合动力汽车的税收优惠继续延长10年，而原定计划为2021年，考虑到汽车购买提前效应的消失，即原来打算在2021年之前买汽车的人，由于税收优惠延长可能推迟购车计划，那么汽车销售在近期继续表现不佳的可能性还是比较高的。

图表 4：德国零售销售有所改善



资料来源: Wind, 莫尼塔研究

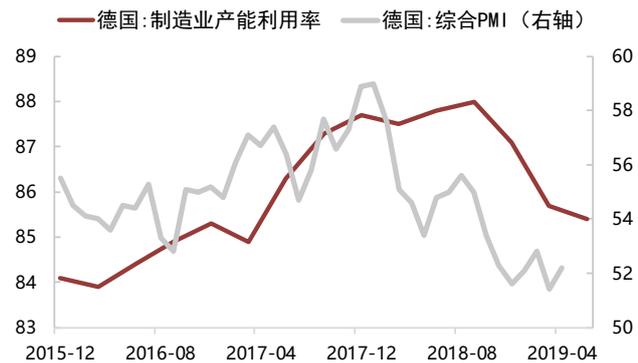
图表 5：德国国内的汽车销售依然不佳



资料来源: Wind, CEIC, 莫尼塔研究

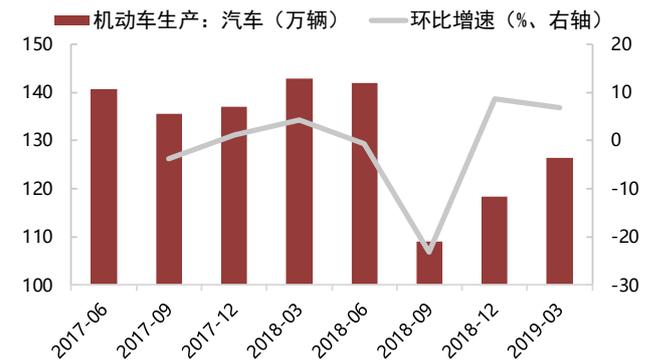
从生产端来看,截至到今年4月份,德国的工业生产指数、制造业产能利用率、制造业新订单、PMI 等主要指标并没有明显改善(图表6)。分行业看,占比最高的汽车业生产改善势头也有所放缓,环比增速从8.62%下降到6.81%(图表7)。

图表 6：德国零售销售有所改善



资料来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 7：德国国内的汽车销售依然不佳



资料来源: CEIC, 莫尼塔研究

综合来看,尽管一季度德国经济环比出现了比较明显的改善,暂时摆脱了经济衰退的泥潭,但是我们对德国经济仍然持比较悲观谨慎的态度,主要原因包括:(1) 尽管GDP环比上升0.4%,但是同比增速为0.6%,相较于上季度的0.9%和上上季度的1.1%继续处于下滑中,创下了近6年以来的增速新低;(2) 本次反弹的一个很重要原因在于汇率贬值导致的净出口增加,如果外部经济表现不佳,那么净出口改善的幅度必然是有限的,净出口的系统性提高必须依赖于外需的全面改善;(3) 生产端的主要高频指标没有出现明显的改善,支柱产业汽车业的产销依然表现不佳,新排放协议对汽车业的影响继续存在;(4) 英国脱欧的风险在上升,英国首相特蕾莎·梅将在6月3日宣布具体离职日期,接替者很大可能是硬脱欧派,增加了11月硬脱欧的风险。

二、海外重点事件追踪

1、原油价格出现明显反弹

最近几个交易日原油价格出现了明显反弹。主要的原因包括三点：（1）5月14日OPEC发布月报，由于伊朗问题和减产协议的影响，4月原油产量比上月减少3000万桶/日，至3003.1万桶/日，其中伊朗和沙特分别减少至255.4万桶/日和974.2万桶/日，同时OPEC把今年全球石油的需求调高至平均3058万桶/日，较此前预期上涨28万桶/日。6月25日至26日，OPEC、俄罗斯和其他非OPEC成员国将召开会议决定是否延长减产协议。（2）伊朗问题紧张局势升级。此前伊朗曾表示如果美国态度强硬，将会武力封锁霍尔木兹海峡，面对伊朗的强硬态度，美国的制裁措施也步步升级：5月5日，美国宣布向中东地区部署“亚伯拉罕·林肯”号航母战斗群、B-52战略轰炸机和船坞运输舰等以应对“伊朗威胁”；5月8日，美国政府宣布制裁伊朗钢铁、铝、铜等产业，随后伊朗总统鲁哈尼宣布伊朗中止履行伊核协议部分条款；5月13日，《纽约时报》称，五角大楼考虑再次加大对伊朗的制裁力度，若伊朗攻击美军或加速研发核武器，美国将调遣至多12万名美军前往中东地区。（3）5月14日中午，也门胡塞武装对沙特关键油气设施进行了大规模军事行动，沙特石油管线遭到攻击和部分损坏。

2、腾讯净利润超预期

15日盘后腾讯披露2019财年一季报。财报显示，腾讯控股第一季度净利润272亿元，高于市场预期的194亿元，同比增长17%；第一季度营收854.7亿元，同比增长16%，但略逊于市场预期的887.1亿元人民币。其中，金融科技及企业服务收入同比增长44%至人民币218亿元，是利润的主要贡献项，主要受商业支付、其他金融科技服务（例如小额贷款）及云业务所推动。对于腾讯未来的表现，尤其是游戏业务，我们依然持看好的态度，新上线的《和平精英》IOS版3天的收入达到1亿人民币，尽管部分玩家反馈国服的体验并不如之前的《刺激战场》，但由于开启了充值模块，再加上未来对游戏的优化，这一部分的收入还是值得期待的；《和平精英》甚至对之前一家独大的《王者荣耀》形成了压力，后者最近接连推出优惠活动，腾讯的这两款爆款游戏有望形成良性互动；另外国外大火的AR游戏《Pokemon Go》，腾讯已经上线手游版《一起来捉妖》，2月底开启最终不删档测试，腾讯代理的PC上大火的《堡垒之夜》也即将上线手游版。

3、海外投资者大幅抛售美股美债

美国财政部15日公布最新的国际资本流动（TIC）报告，报告显示，今年3月，海外央行减持美国国债1700亿美元，为连续六个月抛售，也是12个月内第11个月抛售，这一年期间合计抛售规模达到创记录的2650亿美元，海外央行的减持进一步收缩了美债收益率下行的空间。分国家看，中国的美债持仓四个月来首次下降，环比减少104亿美元，降至1.1205万亿美元，创2017年5月以来新低，不过持仓仍位居美债海外持有地区榜首；日本持仓再创近一年半新高，环比增加57亿美元，增至1.0781万亿美元，为连续五个月增持；英国增持333亿美元，增持规模最大，是2月增持规模的三倍多，连续增持四个月；加拿大减持125亿美元，减持规模为2011年11月以来最大，总持仓降至997亿美元，创去年9月以来新低。

股票市场方面，海外投资者也在抛售美国企业股票。根据数据显示，3月海外投资者连续11个月减持美股，创最长连续减持期，在14个月内，美股有13个月被抛售，近一年海外投资者的美股持仓流出资金合计2070亿美元，也创造了海外投资者抛售规模的最高纪录。截至今年3月份，美股表现良好，标普500指数创下1998年以来最佳一季度表现，但是海外投资者并没有涌入美股，反而以更快的速度逃离。所以今年美股走高的主要因素可能在于股票回购，而并非风险偏好的大幅转变，根据美国新闻网站Axios发布的统计，到今年4月底为止美国上市公司已经宣布的股票回购计划总额已经达到了2720亿美元。

另外，根据美国银行的统计，今年一季度投资者从美国股票基金中撤走56亿美元，转而将942亿美元投入固收基金，其中流入美国垃圾级高收益企业债的资金在3月打破月度最高纪录。这在一定程度上也反映了美国国内的资产荒现象，无论是股票、还是国债、还是高等级信用债，都无法满足投资者的风险收益需求，投资者宁愿去投资高收益垃圾债获取利息。

4、英国首相特蕾莎·梅将给出离职日期，硬脱欧风险上升

5月17日，英国执政党保守党与反对党工党为期六周的围绕脱欧协议的谈判结束，双方在该问题上未能取得任何进展，工党将继续反对特蕾莎·梅的脱欧协议，英国下议院计划于6月举行投票。特蕾莎·梅则宣布，无论脱欧协议6月3日是否能够在议会通过，她都将给出具体离职日期，并商定保守党内新领导人的选举日程。19日，特蕾莎·梅表示，她将于下月初向议员提交脱欧协议草案，包括一系列“大胆的提议”和改进后的新措施，争取议会支持她的脱欧协议，预计梅将在本月晚些时候的演讲中阐述她的提案细节。如果6月份的议案还是没有通过，同时特蕾莎·梅辞职，接替她的大概率将是个硬脱欧派首相，这无疑增加了11月硬脱欧的风险。

三、海外央行与市场观点追踪

图表 8：海外央行利率决议与官员表态追踪

美联储主要官员表态追踪			
日期	官员	有无投票权	具体内容
5月14日	美联储副主席克拉里达	无	美国经济形势良好，正处于或者接近实现美联储最大化就业和稳定物价的双重目标。不仅美国通胀正在接近2%的央行目标，关键的通胀预期也锚定在2%。同时，美国联邦基金利率已处于预估的中性利率区间之内。克拉里达支持美联储对利率政策调整保持耐心的立场，不认为目前有立即加息或降息的必要。但他也承认，为了保持经济平稳，全球主要央行的政策利率普遍下跌，较低的政策利率可能会持续很多年，也令在下次经济衰退来袭时提振经济更为困难。
5月14日	波士顿联储主席 Eric Rosengren	有	尽管经济增速将在未来两年放缓，他并不认为美国经济将陷入衰退，若贸易和金融市场的反应导致美国经济下滑，美联储有降息等政策工具，但目前FOMC没有必要为此而采取行动，保持耐心的立场可能不需要更改。现在就评估由贸易摩擦升级而带来的影响，还为时过早，全面影响将在6月1日才会出现，并且也不知道从现在到本月底之间是否会达成新协议。但如果新的关税持续下去，最终可能会拖累美国经济增长，并导致更高的通胀率。
5月14日	达拉斯联储主席 Robert Kaplan	2020年 FOMC票委	美国基准利率已位于中性利率区间之内，通胀接近2%的目标，失业率低至3.6%。尽管贸易非常关键，全球化和贸易会提振、而非伤害美国经济，但FOMC应当暂时按兵不动，美联储现在既不应降息，也不应加息，最好暂不采取行动，对美国经济形势保持观望状态。
5月14日	纽约联储主席 John Williams	永久票委	目前为止，尚未见到关税对就业和通胀带来较大影响；但更多的关税可能会提振美国通胀、并抑制美国经济增长。目前美国经济处于非常好的位置，美国货币政策也正适宜。
5月15日	堪萨斯城联储主席 George	2019年 FOMC票委	FOMC（若）降息可能会催生泡沫，并最终造成（经济）衰退。 美联储的货币政策观望状态是适宜的。 如果通胀数据与（既定的2%）通胀目标存在50个基点的偏差，那将是可以接受的。 当前，美国通胀形势并不需要美联储作出（货币）政策回应。 预计美国GDP增幅将重返2%左右。 最大的风险是特朗普的贸易政策和全球经济下滑。
5月17日	明尼阿波利斯联储主席 Neel Kashkari	2020年 FOMC票委	过去几年，由于美联储错误理解了关键信息，而采取了加息措施，直接削弱了美联储应对未来经济衰退的能力。他认为，美联储应该允许通胀率高于2%，以让美国经济得以全面恢复。
欧央行主要官员表态追踪			
日期	官员	具体内容	
5月13日	欧洲央行行长德拉吉	虽然比特币价格非常疯狂，但它无法大规模地影响经济，因此更趋向于将其视为投机性资产。	
日央行主要官员表态追踪			
日期	官员	具体内容	
		本周无日本央行官员表态	
其他央行追踪			
日期	国家	具体内容	
5月18日	加拿大央行行长 Poloz	就业市场更加真实地展示出加拿大经济的形势，不清楚未来加息时机和幅度。央行开始讨论金融系统所面临的潜在风险与货币政策的关系。	

资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 9：海外机构主要市场观点追踪

海外机构市场主要观点追踪		
日期	机构	主要观点
5月13日	全球最大债基PIMCO公共政策主管Libby Cantrill	在未来数月中，全球贸易将面临两大风险——美国退出NAFTA的潜在威胁，以及美对欧征收汽车关税的威胁。
5月13日	穆迪	当市场下跌时，ETF将放大系统性风险。根据穆迪的数据，当遭遇市场抛售时，目前规模达到3.9万亿美元的ETF可能遭到更大的冲击。
5月13日	摩根士丹利首席美股策略师Michael Wilson	如果贸易摩擦继续升级，美国企业将难以消除关税对其盈利所带来的负面影响，美国经济可能陷入衰退。从过去几周情绪指标的表现来看，投资者的情绪过于乐观（而历来投资者通常是错误的），因而未来美股将可能保持高波动率状态。Lamensdorf称，当然，美股上周的回撤再度确认了当前市场的脆弱性。现在不是买入美股的好时机。
5月13日	空头基金HDGE投资组合经理Brad Lamensdorf	对冲基金、零售基金的美股持仓，都悄悄回到了去年9月的高位。现在进入美股的投资者，或许又要面临一次去年10月那样的大跌。美股在今年前四个月持续上涨，实钱投资者已经再度超配股票，而他们进一步增持的空间也随之减少。因此，去年年底（美国）股市重要的支撑，现在已经不复存在。
5月14日	摩根大通分析师Nikolaos Panigirtzoglou	趋势追踪基金去杠杆导致了上周的美股大跌。标普500、纳斯达克等指数的期货当天交易额明显高于现货，说明上周二的抛售是由CTA等在衍生品市场的抛盘推动的。
5月14日	野村跨资产策略师Charlie McElligott	美国通胀数据不准确，统计数据存在偏差，目前的通胀统计忽略了技术成本下降对价格的影响。
5月14日	格林斯潘	美国总体家庭债务连续增长19个季度，当前较之前一个峰值高出将近1万亿美元
5月14日	美联储	美国未来两年衰退的概率极高，12个月内的衰退概率是五五开，6个月内有30%。大规模债务驱动的美国经济增长动能堪忧，下一次衰退将会“非常、非常危险”。
5月15日	新债王Jeff Gundlach	将腾讯公司2019-2021年的盈利预测分别上调5%、6%和6%，在线游戏收入预测分别上调2%、3%和4%，股票目标价上调5%至430港元。
5月15日	摩根士丹利分析师Grace Chen	全球经济衰退的风险正在攀升，不过，爆发时间并不会很近，可能在2020年下半年或者之后。正如美银美林对基金经理们展开的最新调研结果显示的那样，在大约250位合计掌管着6870亿美元的基金经理当中，多达34%的人表示他们采取了风险对冲措施，为未来三个月可能的股市大幅下跌做好了准备。这一比例创出了美银美林相关调研的最高记录。
5月15日	美银美林首席投资策略师Michael Hartnett	在全球经济不确定的背景下，各国央行增加黄金储备只是为了平衡投资组合，是一种自然的实现多元化举措，而并非是削弱美元作为全球储备货币地位举措的一部分。
5月15日	前纽约联储副主席Fogarty	股票回购本身就是操纵市场和输送利益的行为，目前美国股市“回购成瘾”可能需要经历一次“1929年式”的危机来纠正。
5月15日	Real Investment Advice专栏作家Lance Roberts	罗素指数通常被看做美国股市一个很好的领先指标。过去一年，罗素2000的确在表现上先于美股的其他股票或指数。
5月15日	投资公司Miller Tabak的管理总监Matt Maley	“Sell in May”并不总是一个好的策略。尽管从历史来看，5月-10月确实是市场表现最弱的时间区间，其中标普500有64.8%的概率上涨且平均涨幅2.04%，但依然认为，美股当前并未处于下行阶段，并且2019年的季节性因素支持美股在今年夏季上涨。根据美股的季节性特征，应该是在7月/8月卖出，而非5月卖出。此外，美银美林还指出，每个总统的4年任期中，第3年通常是美股表现最好的一年。
5月15日	美银美林技术策略团队	一季度大幅增持标普500大盘ETF看跌期权，延续抛售科技股的趋势，清仓了亚马逊、谷歌、美国大型电信运营商和卡夫亨氏。
5月15日	索罗斯基金	美银资本净流入却创下今年迄今最高纪录达47亿美元。其机构和零售客户在抄底，而对冲基金在减持。
5月15日	美银	对美股持充分乐观的态度，未改变他继续上调美股目标价的看法，他预计标普500指数年底目标价为3025点。
5月15日	瑞信首席美股策略师Jonathan Golub	随着贸易紧张局势加剧削弱美国经济增长且拖累美元，黄金将成为一种具有吸引力的避险资产。并不建议买入黄金。不要对当前金价水平过于兴奋，相对于股票和债券，现在黄金并不是很便宜。大量供应以及无法守住市场波动引发的涨势是金价面临的不利因素。
5月15日	摩根士丹利	富时罗素A第一阶段第一步的加入名单将在5月24日确认、6月24日正式生效，根据第一阶段的实施情况及A股市场的条件，纳入进程最早有可能在明年三季度加快。
5月15日	富时罗素	非洲猪瘟对肉蛋白市场的影响可能将持续数年，而随着夏天猪肉供应量的减少，猪肉的价格有望出现上涨。非洲猪瘟虽然打击了中国的猪肉市场，但却为鸡肉、牛肉、鱼肉等其他肉类创造了难得的增长空间。
5月16日	美国肉加工巨头泰森	非洲猪瘟还可能致美国猪肉价格长时间上涨。在中国，猪群的更新换代可能需要“至少20个月”，这意味着“对非国产猪肉的需求将至少持续到2020年。”
5月16日	摩根大通分析师Thomas Palmer	

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_12388

