

## 欧洲，“弱”而不同

### ——欧洲经济跟踪

宏观深度

#### ◆要点

2018年底欧洲整体的经济增长低于预期，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，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。

但是在核心国家趋弱的背景下，欧洲边缘国家的增长仍然表现出一定的韧性。尽管各国失业率水平不尽相同，但整体呈下滑态势，2017年以来工资增速上行的路径并未被打破。即便是在英国脱欧，德国汽车工业受贸易摩擦影响，法国“黄马甲”事件的大背景下，2019年初，英、德、法在部分宏观数据中仍表现亮眼。这似乎意味着，宽松的政策环境叠加劳动力市场的好转，2019年欧洲的经济仍然存在希望。

在全球发达国家经济增速普遍放缓，货币政策边际宽松的背景下，欧元兑美元短期可能依然有贬值压力，不过在劳动力市场复苏的带动下，如果欧洲的内部风险因素逐步得到缓解，欧元在中期依然有升值的可能。

#### 分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebcn.com](mailto:zhangwenlang@ebcn.com)

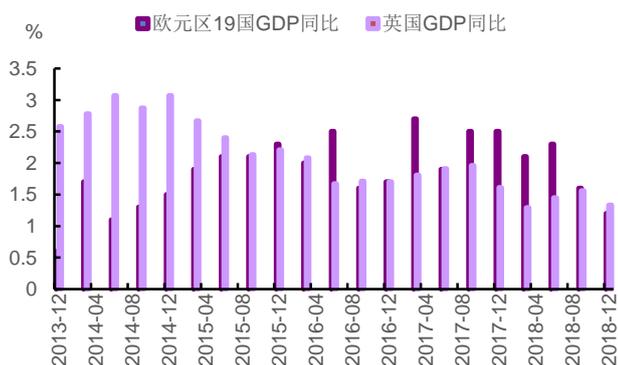
周子彭 (执业证书编号：S0930518070004)  
021-52523803  
[zhouzipeng@ebcn.com](mailto:zhouzipeng@ebcn.com)

## “弱”而不同

2018年第四季度欧元区 and 英国 GDP 增速延续放缓趋势（图 1）。2018年第四季度欧元区 GDP 同比增长 1.2%，较 2017 年同期增速下降 1.3 个百分点，其下滑幅度大于同期的英国（-0.28 个百分点）和美国（+0.61 个百分点）。而国际机构对欧洲经济的预期也大幅下调，2019 年 1 月份国际货币基金组织（IMF）对欧元区 2019 年度 GDP 增速的预测为 1.60%，较 2018 年 10 月的预测下调了 0.3 个百分点；2019 年 3 月份 OECD 更较 2018 年 11 月的预测下调了 0.8 个百分点。

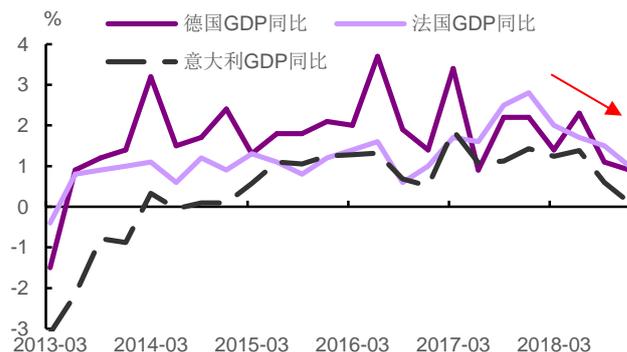
然而在欧洲整体经济下行的大背景下，欧洲各国经济增长并不相同。德法意等核心国家面临增速下行压力，但诸如立陶宛、西班牙、芬兰等边缘国家表现却相对较好。欧元区的经济火车头德国，在 2018 年后两个季度的 GDP 环比增速分别为 -0.2% 与 0.0%，勉强摆脱技术性衰退的风险。法国则由于“黄马甲”事件，经济受到较大冲击，第 3、4 季度 GDP 环比增长分别为 0.26% 与 0.27%，低于 2017 年同期 2.5% 和 2.8% 的增长率。意大利则陷入了技术性衰退，2018 年第 3、4 季度 GDP 环比增速，分别为 -0.13%，-0.22%（图 2）。

图 1：欧洲整体增长动能趋弱



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：德法意面临增速下行压力



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2018 年 Q4

而欧洲非核心国家比如立陶宛、西班牙、芬兰 2018 年第 4 季度的 GDP 环比增速均大于 2%，其中立陶宛的增速最大为 5.4%（表 1）。

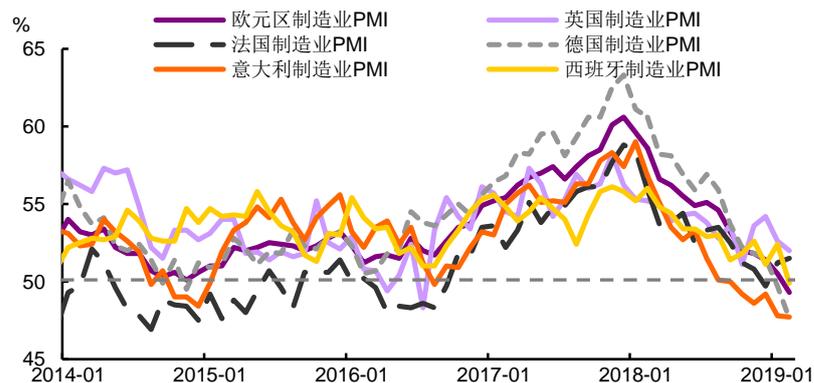
表 1: 欧元区边缘国家 GDP 环比增速 (单位: %)

	立陶宛	西班牙	芬兰	马耳他	荷兰	葡萄牙	比利时	奥地利	爱尔兰
2018 Q4	5.4	2.8	2.8	2.0	1.8	1.5	1.4	1.2	0.3
2018 Q3	1.5	2.2	1.5	12.0	0.5	1.0	1.1	1.4	3.6
2018 Q2	3.7	2.3	1.5	11.5	2.8	2.4	1.3	1.9	8.6
2018 Q1	3.8	2.2	2.9	4.3	2.1	1.8	1.1	3.8	-1.8
2017 Q4	3.1	2.9	2.7	2.4	3.7	3.3	2.8	3.9	11.8
2017 Q3	4.1	2.6	1.3	7.8	3.1	2.3	0.6	2.9	20.1
2017 Q2	3.1	3.5	2.0	5.1	3.5	1.5	1.6	2.0	13.2
2017 Q1	4.5	3.3	4.2	6.0	2.1	3.0	2.6	2.6	-18.6
2016 Q4	5.2	2.3	1.5	12.2	3.1	3.1	1.1	4.3	48.1
2016 Q3	4.8	3.1	4.4	6.5	4.3	4.7	0.8	2.0	-5.2
2016 Q2	2.6	2.7	1.2	1.3	0.7	1.6	3.0	0.7	1.6
2016 Q1	1.2	2.7	4.8	1.8	3.9	1.7	0.8	2.7	7.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所

欧洲制造业 PMI 也同样呈现“弱”而不同的格局。从 2018 年初开始, 欧洲主要国家制造业 PMI 就开始走弱 (图 3), 但部分国家的制造业 PMI 进入 2019 年后出现小幅反弹。2019 年 2 月, 欧元区制造业 PMI 为 49.3%。这是自 2013 年 7 月以来首次低于 50% 的枯荣线。近期 PMI 表现最差的德国, 其制造业 PMI 指数经历了 14 个月的快速下降, 于 2019 年 2 月跌至 47.6%。意大利的制造业 PMI 则自 2018 年 10 月以来就持续处于 50% 以下。不过英国的制造业 Markit PMI 指数表现波折, 但仍稳定在 50 以上, 2019 年 2 月为 52%, 好于欧元区。而法国虽经历“黄马甲”运动, 使其制造业 PMI 在 2018 年 12 月跌至 49.7%, 但随后两个连续反弹, 2019 年 2 月已反弹至 51.5%。

图 3: 欧洲主要国家制造业 PMI 均徘徊在 50% 以下



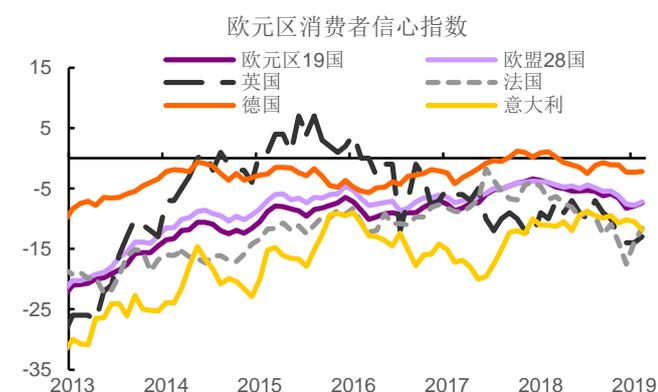
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2019 年 2 月

### 2019 年欧洲消费略显转机, 但意大利仍拖后腿

受全球贸易和内部政治问题扰动影响, 2018 年欧洲大陆内需走弱, 消费者信心指数全年下行走势。但进入 2019 年, 欧盟和欧元区的消费者信心指数出现了小幅上行, 但是意大利仍拖后腿 (图 4)。从已公布的消费数据来看, 整体上 2018 年欧洲的最终消费支出同比增速疲弱, 第三四季度德国、法国、意

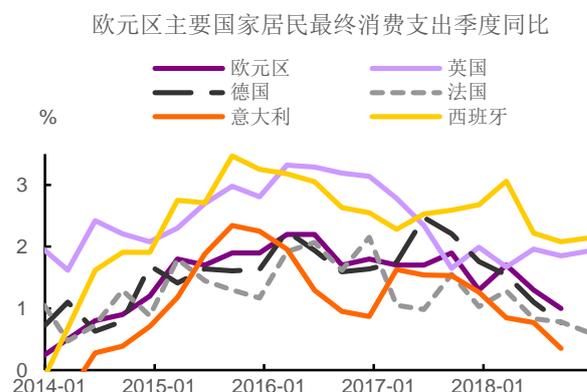
大利居民最终消费支出同比增速较低且持续下行，不过英国、西班牙则在2018年底就开始呈现微弱上行的态势。

图 4：2019 年初欧洲消费者信心指数略有转稳迹象



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019 年 2 月

图 5：2018 年底西班牙和英国消费增速出现回暖

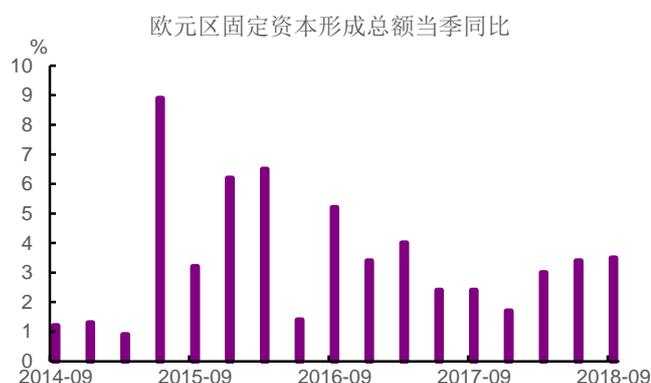


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2018 年 Q4

### 英国与欧元区，投资“跷跷板”

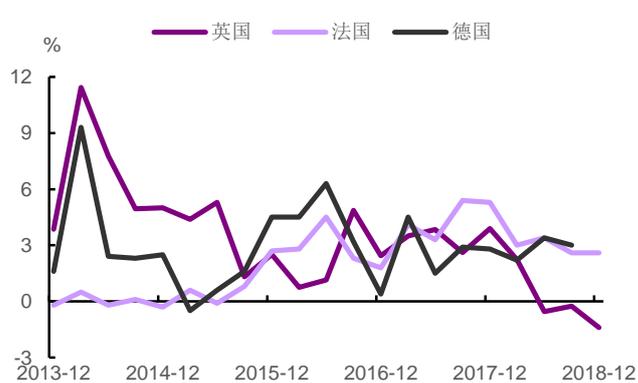
欧元区投资 2018 年出现回暖迹象，而英国投资却持续下行。欧元区固定资本形成总额增速自 2015 年以来持续下行，但自 2018 年开始有形成了上行的态势，截至 2018 年 3 季度处于 3.5% 左右的位置（图 6）。欧元区固定资本形成增速上行的同时，伴随着的却是英国投资的下滑。自脱欧公投后，由于市场表现强于预期，英国投资增速曾一度上行。但随着英国脱欧日期临近，越来越多的投资者开始将目光从英国转向欧元区，英国投资增速在 2018 年出现大幅下滑，从 2017 年 4 季度的 3.9% 一路下滑到 2018 年 4 季度的 -1.4%（图 7）。

图 6：欧元区固定资本形成小幅回弹



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：欧洲的投资上升可能是以英国为代价



资料来源：Wind，光大证券研究所

### 欧洲就业市场好转，意大利是个例外

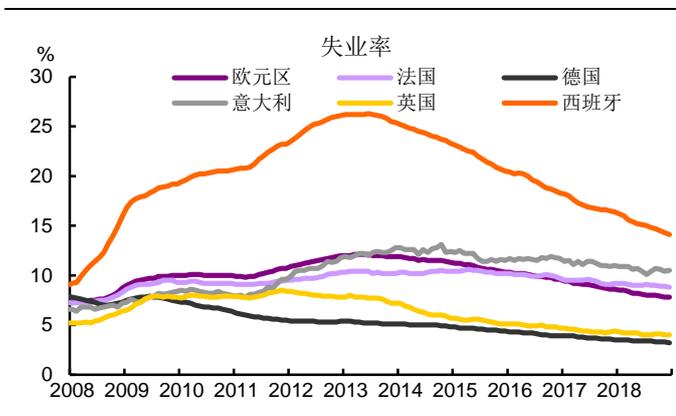
与经济增长波动起伏不同的是，欧洲劳动力市场处于持续好转路径中。自 2012 年欧债危机之后，欧洲的失业率一直处于下降通道，至 2018 年 12 月，欧元区的失业率已下降至 7.9%，较 2013 年高点下滑近 4.2 个百分点。英国的失业率一直低于欧元区整体，2018 年 12 月已落至 4%，低于其次债危机前的水平，甚至是 30 年来的低点（图 8）。当年的“欧猪五国”，失业率也开始

下滑,以西班牙为例,2018年其失业率明显下降,2018年12月失业率为14.3%,同比减少2.2个百分点,比2013年的高点下降了11.9个百分点。

但不同国家之间失业率水平差异较大,意大利甚至略有回弹。德国失业率在欧洲处于较低的位置,目前保持在3%左右,而西班牙、意大利的失业率较高,均大于10%。意大利2019年1月意大利失业率为10.5%,较2018年12月增长0.96个百分点,25岁以下年轻人的失业率为33%,较2108年12月增长0.61个百分点。

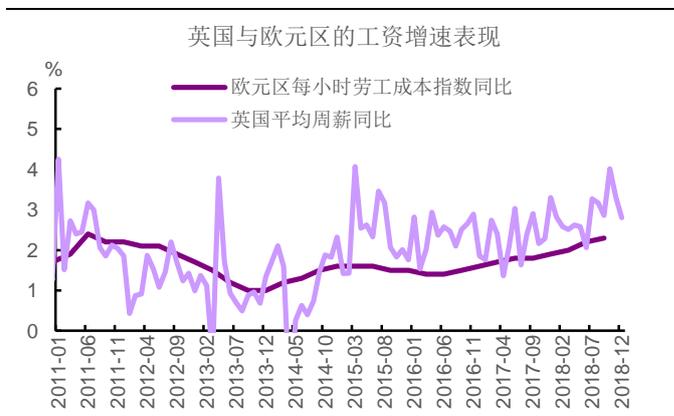
**劳动力工资持续缓慢上行。**欧元区每小时劳动力成本指数长期保持着正增长。2014年第一季度其同比增速落至历史低点1.1%之后开始触底反弹,2018年第三季度增速已上行至2.3%。英国平均周薪同比增速自2014年4月出现-1.4%的增速之后一直保持着正增长,近两年的增速水平维持在3%左右(图9)。

图8: 欧元区失业率持续下降



资料来源: Wind, 光大证券研究所

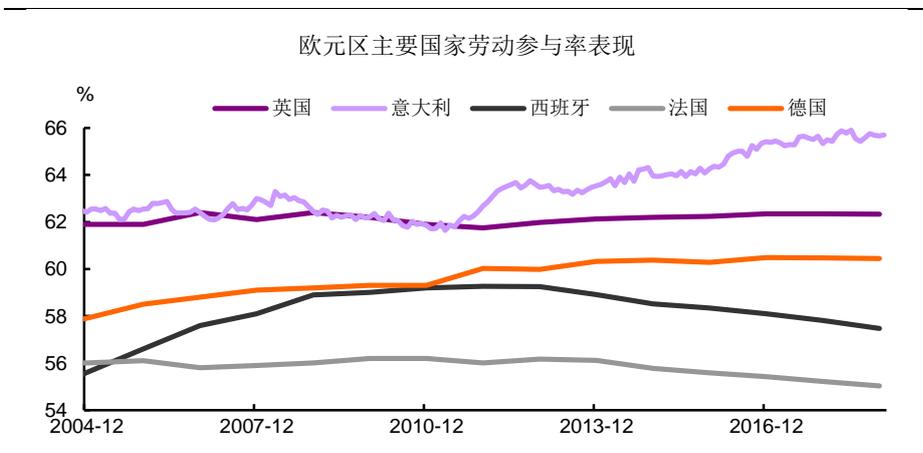
图9: 英国与欧元区工资增速水平有微弱回升趋势



资料来源: Wind, 光大证券研究所

从劳动参与率的角度来看,自2018年底以来,欧洲主要国家的劳动参与率都没有出现上升的现象。特别是意大利劳动参与率上升的势头在2018年开始减弱,一定程度上也表明意大利的政治危机已经影响到了实体经济的恢复(图10)。

图10: 欧元区主要国家劳动参与率分化



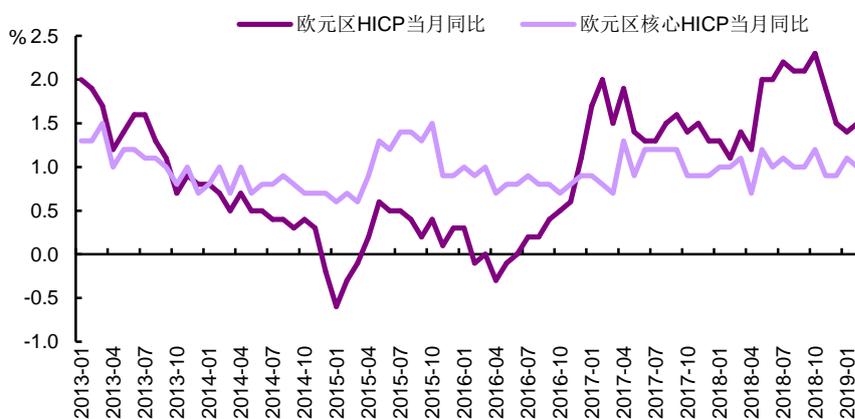
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至2018年12月

## 2019 年欧央行将维持宽松基调

受到 2018 年 4 季度欧洲的经济数据显然低于欧央行此前预期的影响，2019 年 3 月 7 日的欧央行会议大幅下修了对 2019 年 GDP 增长预期至 1.1%，比 2018 年 12 月欧央行的预期下行 0.6 个百分点。

而 2018 年下半年，欧洲整体通胀的踌躇不前，也让欧央行失去了加息的底气。如图 11 所示，欧洲的调和通胀从 2018 年 10 月的 2.3%，急剧下行到 2019 年初的 1.4%-1.5% 的水平，而核心调和通胀（HICP）的增速则持续维持在 1% 附近。在欧洲整体需求还相对偏弱、工资增速平稳的情况下，预计 2019 年欧洲通胀仍难有大的起色，这为欧央行继续推进宽松的货币政策提供了空间。

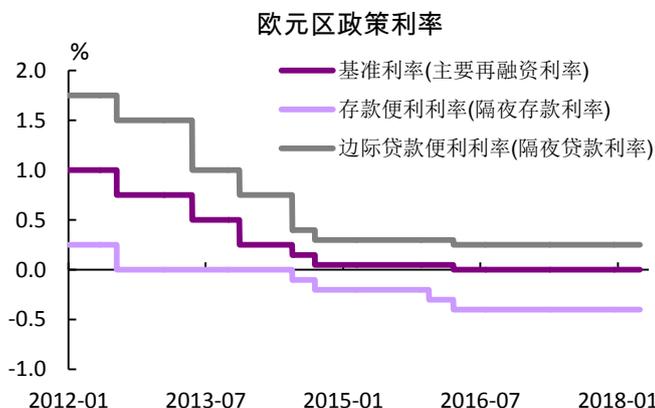
图 11：欧洲通胀压力并不高



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019 年 2 月

根据欧央行的利率前瞻指引，预计欧央行 2019 年，将继续保持 2016 年以来的三大利率保持不变。目前欧央行的三大利率分别为：主要再融资利率(Main Financing Operations)，利率水平为 0%；隔夜贷款利率 (Marginal Lending Facility)，利率水平为 0.25%；隔夜存款利率 (Deposit Facility) 利率水平为 -0.4% (图 12)。

图 12：2019 年欧央行将保持 2016 年底以来的“三大利率”水平不变



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019 年 2 月

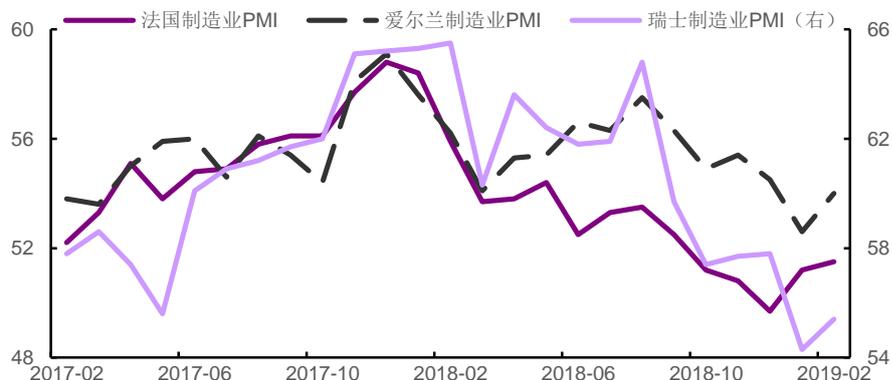
受 2018 年底欧洲经济增长低于预期的影响，欧央行 3 月份宣布 9 月开启为期两年的定向长期再融资操作（TLTROs）。这一宣布早于市场认为的 6 月的可能公布时间点，也被市场认为是欧央行态度转鸽的重要信号<sup>1</sup>。TLTROs 通过货币政策引导，向对特定企业友好的商业银行提供低成本的贷款，以疏通货币政策传导渠道。欧洲央行第一批和第二批 TLTROs 分别在 2014 年和 2016 年启动，绝大部分将于 2020 年 6 月到期。2019 年新一轮 TLTROs 将在全球经济增长预期下行的环境下，可能对欧洲经济起到支撑作用，而意大利银行业往往是 TLTROs 的最大收益者。

## 今年欧洲或许没那么糟

欧央行主席德拉吉将于 2019 年 10 月完成其 8 年的欧央行主席的任期，他很可能成为欧央行历史上收尾任期内未加息的主席。在当前欧洲经济发展面临下滑压力，内部政治性事件频发，外部面临贸易摩擦的一致预期下，欧央行持续宽松的货币政策环境，或许对经济的影响没有大家想象的那么无力。

实际上，2019 年前两个月的部分宏观数据的好转信号，或许预示着 2019 年的欧洲经济并没有 2018 年底看起来的那么糟糕。

图 13：触底反弹的 PMI 或许是欧洲经济反弹的前瞻信号

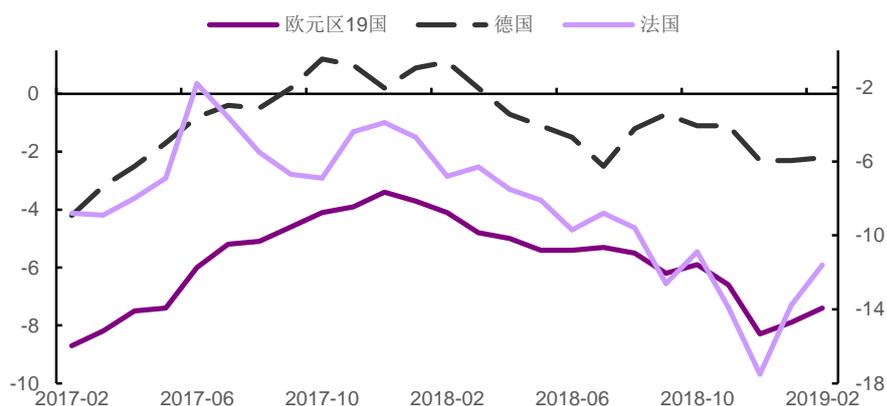


资料来源：Wind，光大证券研究所

欧洲各国在 2018 年经历了较为严重的下滑后，部分国家的制造业 PMI 已经于 2019 年年初出现反弹。即便“黄马甲”运动的纷扰仍在继续，但法国制造业 PMI 在 2019 年 1 月反弹至 51.2%，2 月稳定在 51.3%，法国工业展现出强大的韧性。欧洲经济体量排名第六的瑞士，其制造业 PMI 于 2019 年 1 月达到低点 54.3%，2 月则反弹至 55.4%，结束 5 个月的下滑。爱尔兰则同样在 2019 年 2 月大幅反弹至 54.0%。虽然目前欧洲大部分国家制造业 PMI 还是处于下滑中，但是在欧元区劳动力市场表现良好的背景下，部分国家制造业 PMI 的反弹或许会成为欧洲工业增长的回弹的前瞻性信号。

<sup>1</sup>事实上，欧央行刚于 2018 年 12 月宣布停止扩大量化宽松规模。

图 14：消费者信心指数触底反弹



资料来源：Wind，光大证券研究所

另外，在就业、工资增速表现稳健的背景下，欧洲家庭部门收入上升，2019年初欧元区消费者信心也开始触底回弹。而德国与法国消费者信心指数均在2018年12月触及最低点，随后出现回弹。这对寄希望于通过消费来拉动经济的欧洲大陆而言，无疑是个利多。总体来看，欧元区消费者信心或许将随着就业市场而好转，期待欧洲消费回弹并非捕风捉影。

而英国在脱欧越发临近之时，其国家统计局（ONS）公布了1月份GDP同比增速为0.5%。数值是2016年以来最好的成绩。这表明当前脱欧的不确定性导致英国进入衰退的风险并不高。2019年1月份，英国的服务业、制造业、建筑业都录得了正增长，或许都是一个好的兆头。

欧洲2019年1、2月的数据存在一些亮点，为打破欧洲经济下行的一致预期提供了潜在的“希望”。值得注意的是，数据本身可能存在一定的季节性，局部的转好最终能否推动整体的转好，还跟全球整体经济环境的走势，密切相关，这需要后续进一步的跟进和研究。

## 但是欧洲面临的挑战依然艰巨

内、外部政治和贸易的不确定性对欧洲经济有着巨大的影响。进入2019

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\\_13561](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13561)

