

2020年3月3日

宏观经济



欧洲疫情是“关键下行风险”

—— 疫情宏观分析系列之十七

宏观动态

2月下旬以来，意大利疫情扩散大幅超预期，市场对欧元区经济担忧增加。意大利经济本就比较脆弱，受疫情影响，经济陷入衰退的概率上升。如果疫情在德国、法国大规模蔓延，将给欧元区经济带来较大下行风险，不仅可能扑灭欧洲复苏的曙光，还可能波及美国。美国与欧洲的金融关联比较紧密，即使美国实体经济受到的影响不大，金融渠道的短期冲击也值得高度关注。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)

021-52523808

zhangwenlang@ebcn.com

刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)

021-52523806

liuzn@ebcn.com

联系人

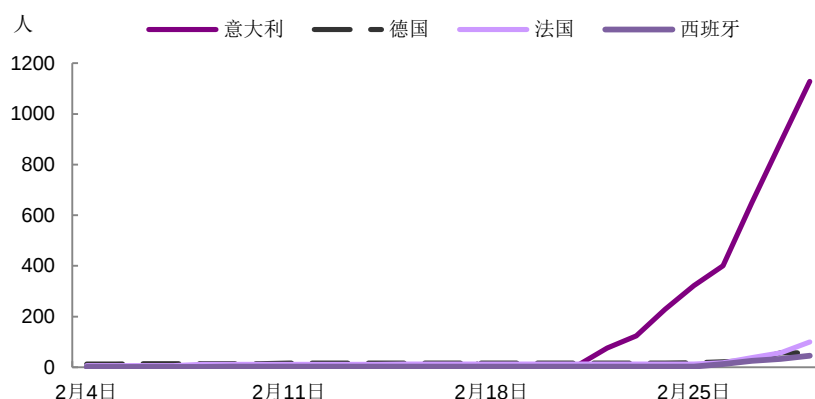
郑宇驰

021-52523807

zhengyc@ebcn.com

2月下旬以来,新冠疫情在欧洲呈现蔓延态势,其中,意大利确诊病例增速较快,法国、德国也有所增加。根据世界卫生组织(WHO)的数据,截至2月29日,意大利共确诊病例1128例,法国100例,德国57例,西班牙45例,其余欧元区国家也大都有确诊病例。国际资本市场一度出现恐慌,10年期美债收益率跌至1.3%,美国股市也因此出现抛售。如果疫情在意大利和欧洲继续扩散,影响有多大?是否会波及美国经济增速,并进一步拖累其资本市场?

图1: 欧洲主要国家确诊病例数

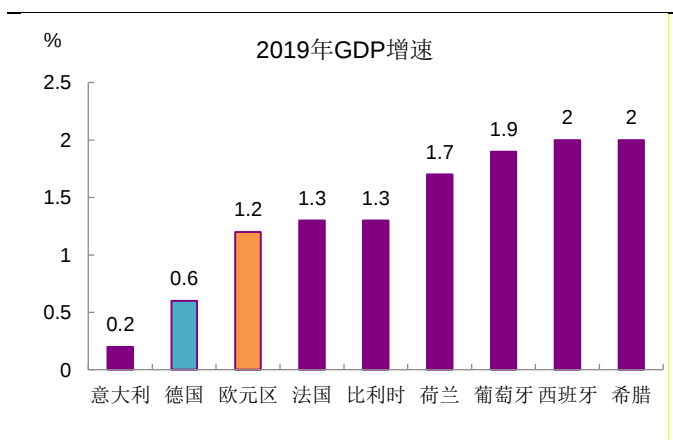


资料来源: WHO, 光大证券研究所。数据截至2020年2月29日

意大利经济本就脆弱

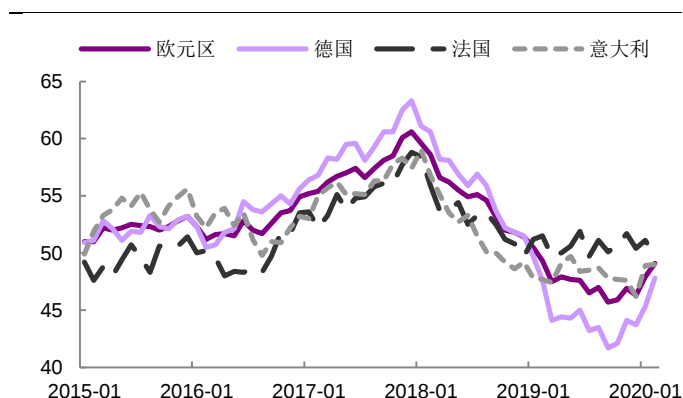
2019年欧元区GDP增速仅为1.2%,是欧债危机以来最低。其中,意大利是经济表现最差的国家,2019年GDP增速仅为0.2%,可以说已经是在经济衰退的边缘(图2)。疫情发生前,一些指标显示欧元区有企稳的迹象,比如德国的制造业PMI和IFO信心指数已有所反弹,但突如其来的疫情增加了复苏的不确定性(图3)。

图2: 意大利是欧元区表现最差的国家



资料来源: Wind, 光大证券研究所

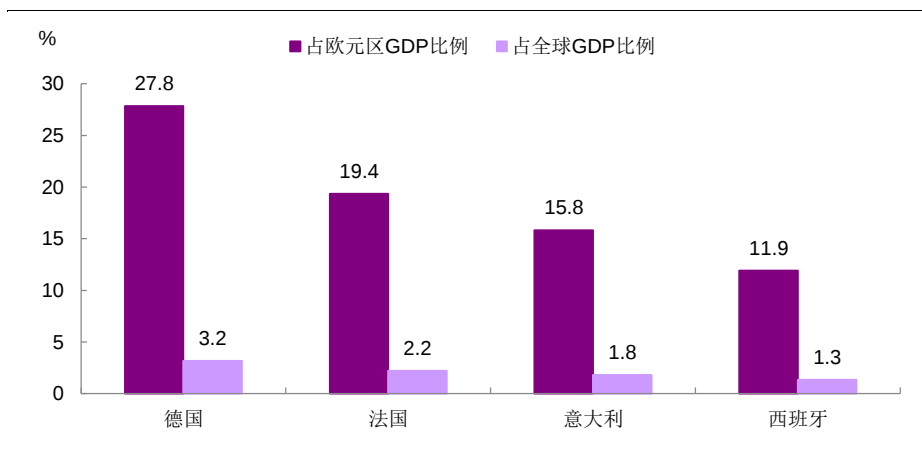
图3: 欧元区制造业PMI曾有企稳的迹象



资料来源: Wind, 光大证券研究所。数据截至2020年2月

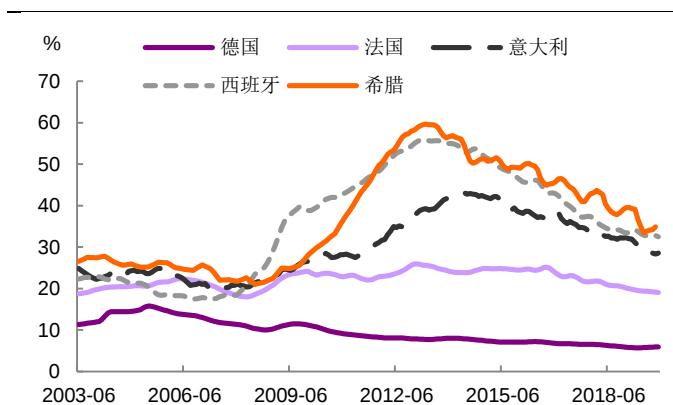
就意大利而言，其年轻人失业率高，内需不足，经济十分脆弱。意大利是欧元区第三大经济体，仅次于德、法。其经济总量占欧元区 GDP 的 15.8%，占全球 GDP 的 1.8%（图 4）。2014 年后，欧元区主要国家失业率明显下降，但意大利 25 岁以下年轻人的失业率仍高达 20% 以上，劳动力市场远未达到充分就业的水平（图 5）。欧债危机后意大利的经济复苏主要依靠出口，而投资和消费增长缓慢，到 2019 年还未达到危机前的水平（图 6）。

图 4：欧洲主要国家经济总量占欧元区和全球 GDP 的比例



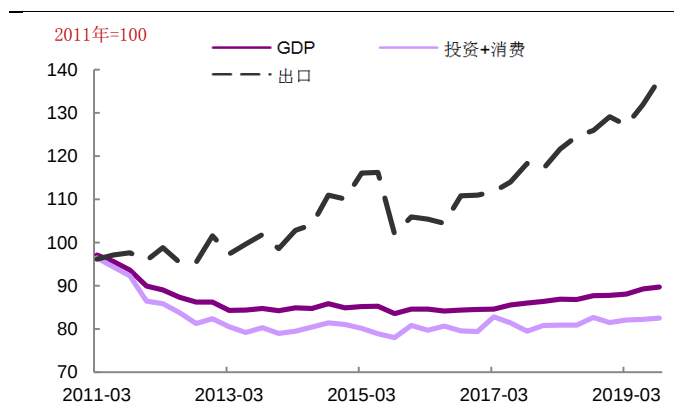
资料来源：Wind，光大证券研究所。数据为 2018 年

图 5：意大利 25 岁以下年轻人失业率仍然较高



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据为 3 个月移动平均值，时间截止 2019 年 12 月

图 6：欧债危机后，意大利复苏主要靠出口，内需疲弱



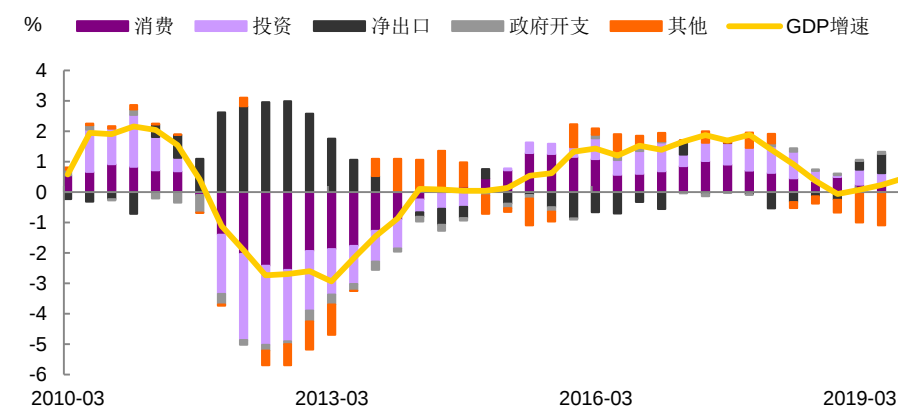
资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至 2019 年三季度

疫情发生后，意大利政府已采取各种防控措施，甚至包括“封城”。意大利北部的五个大区已关闭所有学校、博物馆、音乐厅和电影院，时尚活动和体育赛事也被迫取消、延期。政府对疫情最严重的伦巴第大区和威尼托大区的 11 个市镇实行“封城隔离”，涉及五万余名民众。不过，与中国和美国相比，欧洲政府的动员能力较弱，这也意味着疫情在欧洲扩散的风险相对更高。

往前看，意大利经济陷入技术性衰退的概率上升。2019 年意大利经济表现极为疲弱，消费、投资、库存增长都非常乏力（图 7），再加上长期以

来的结构性问题，经济前景不容乐观。另外意大利政府债务率高，财政空间有限，预计刺激政策的力度也不会很大。

图 7：意大利 GDP 增速和各分项的贡献率



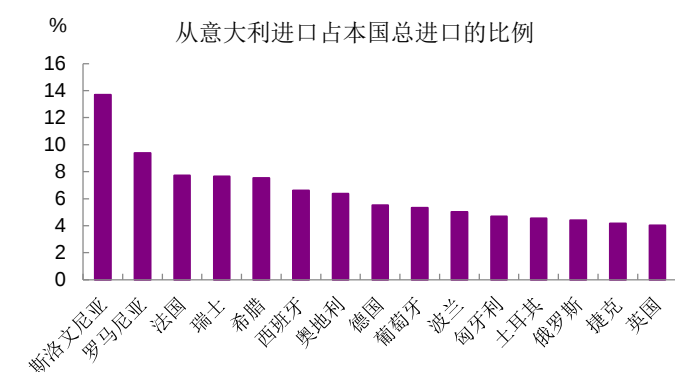
资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至 2019 年三季度

哪些国家和行业受影响？

意大利经济下滑将带来外溢效应，欧洲国家“首当其冲”。从供给端来看，从意大利进口商品比例更高的国家，受影响更大。如图 8 所示，这些国家主要是欧洲国家，其中包括法国、德国等欧元区主要经济体。分行业看，意大利出口占全球总出口比例较高的是皮革、鞋、纺织服装等行业，“封城”带来的停工停产将对这些行业的全球供应带来扰动（图 9）。

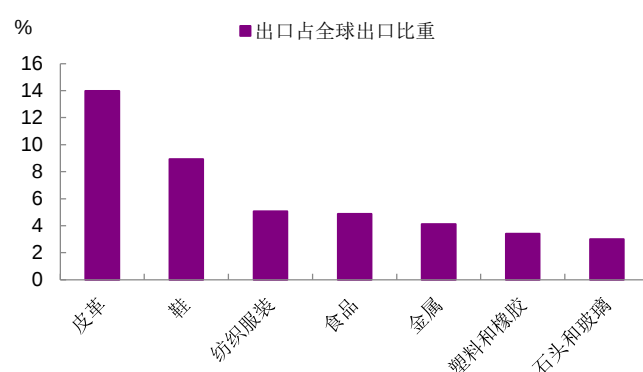
从需求端来看，向意大利出口商品占比更高的国家，受影响更大。在全球出口量前 50 的国家中，向意大利出口比例较高的包括罗马尼亚、西班牙、法国等欧洲国家（图 10）。结合进口的情况看，说明欧洲国与国间的贸易联系增加紧密，这也体现了贸易的区域性特征。

图 8：进口对意大利依赖度较高的国家



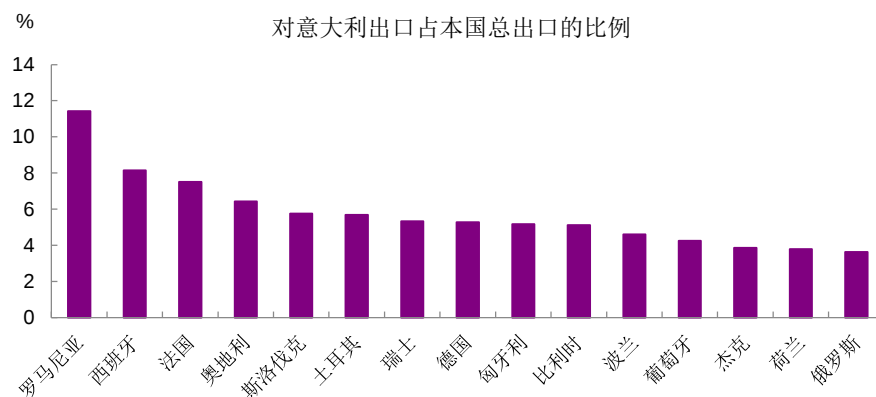
资料来源：Wind，光大证券研究所。数据为 2018 年

图 9：意大利出口占全球总出口比例较高的行业



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据为 2018 年

图 10：出口对意大利依赖度较高的国家



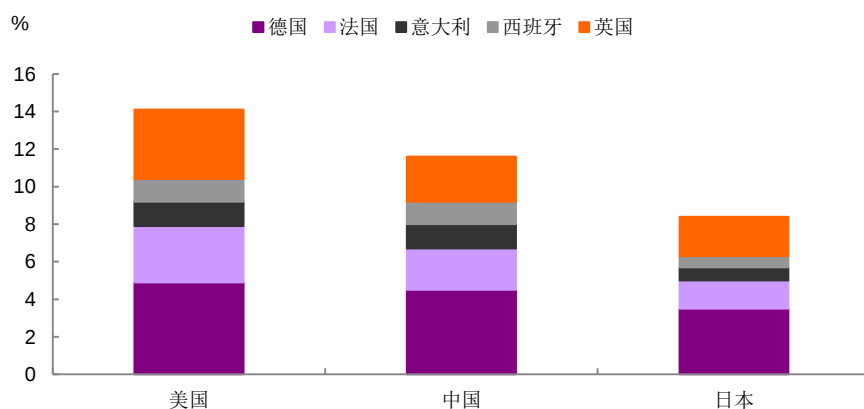
资料来源：WITS，数据时间为 2018 年

我们曾在 2020 年 1 月 22 日深度报告《德国为欧洲点亮曙光》中指出，2020 年德国经济仍有望实现“弱复苏”。中美贸易摩擦缓和有助于全球贸易回暖。全球主要市场汽车销售回升，叠加德国政府增加对新能源车补贴，利好德国汽车产业。在此基础上，欧央行维持宽松的货币政策也有助于信贷扩张。一些先行指标显示，德国经济已出现企稳迹象。但是意大利疫情恶化无疑给德国复苏蒙上了阴影。

如果疫情扩散到其他欧洲国家，那么外溢效应将会更大。目前除意大利外，法国的累计病例数在欧洲国家中排名第二，且有进一步上升的趋势，德国、西班牙、英国紧随其后。如果这些国家的经济活动也因为疫情而受到较大冲击，对全球贸易将是极为负面的影响。

数据显示，美国对德、法、意、西、英五国出口占美国总出口比例为 14%，而中国和日本对这五国的出口占本国总出口比例分别为 11.6%和 8.4%（图 11）。欧盟也分别是美国、中国、日本的第一、二、三大商品出口目的地。

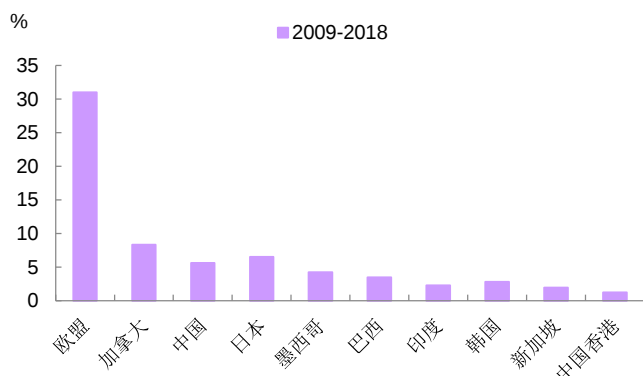
图 11：对欧洲主要国家出口占本国总出口的比例



资料来源：<https://oec.world/>，数据时间为 2018 年

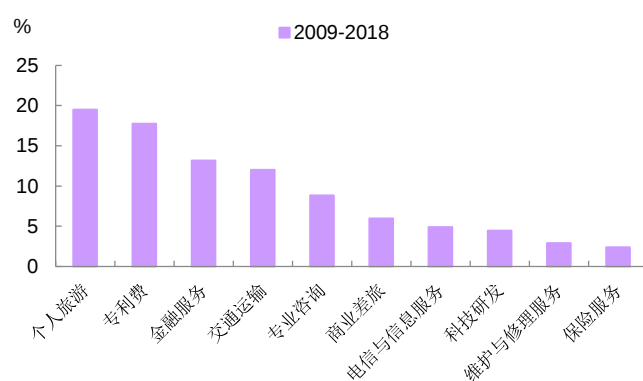
此外，欧盟也是美国最大服务出口目的地。2018 年美国对欧盟的服务出口占总服务出口的 31%，排名第一，且远高于排名第二、三的加拿大和中国（图 12）。分类别看，美国的服务出口主要集中在个人旅游（19%）、专利费（18%）、金融（13%）、交通运输（12%）等方面（图 13）。

图 12：欧盟是美国第一大服务出口目的地



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据为 2009-18 年平均

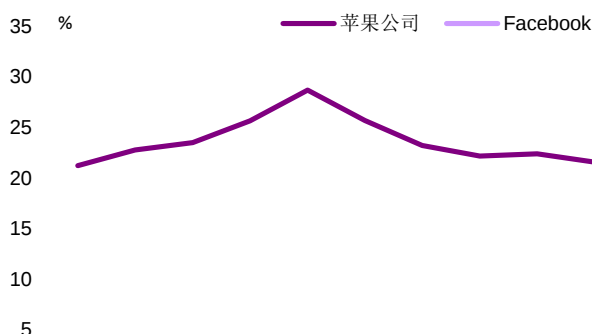
图 13：美国各类服务出口占总服务出口比例



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据为 2009-18 年平均

美国科技公司欧洲收入占比不低。在全球化的背景下，美国科技公司的业务遍布世界，来自于欧洲的收入占比并不低。以苹果和 Facebook 为例，2019 年两者欧洲收入占比分别为 23.2%和 23.8%，而苹果公司近年来的欧洲出口和投资总收入占比在 21.5%~28.7%之间波动（图 14）。

图 14：苹果公司和 Facebook 的欧洲收入占比



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_6852

