

相关研究

《倒挂非衰退，但难再加息——兼论当前的美国经济》2019.04.04

《美国消费缘何长期走强？——“消费和创新”系列之一》2019.04.03

《不走老路，股债双牛——海通证券研究所总量研究会议纪要》2019.04.01

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:李金柳

Tel:(021)23219885

Email:lj11087@htsec.com

证书:S0850518070004

联系人:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

经济趋势向下，货币持续宽松

——兼论当前的欧洲经济

投资要点:

- **主引擎失速，欧洲经济陷困境。**进入2018年以来，欧洲经济增速出现明显下滑，四季度欧元区GDP同比增速更是下降至1.1%，创下2013年以来的最低值。**分需求来看**，净出口对欧盟经济的拉动由2017年的正向转为负向，贡献了GDP增速回落的主要部分，消费对GDP的拉动作用也有所减弱。**分国家来看**，2018年德国、法国和意大利的经济增速均出现明显回落，其中四季度德国GDP同比下滑至0.6%，远低于2017年同期的2.8%，而法国和意大利GDP增速也下降至1%和0%。尽管欧洲的主要国家经济出现回落，但是仍然有部分国家经济表现不错，西班牙和芬兰GDP同比增速一直维持在2%以上，而匈牙利和波兰的经济更是表现出持续回暖。**具体来说，德国外需差，意法内需弱。**德国经济下滑与WLTP测试规程导致汽车停产有关，但出口是其主要拖累，2018年后两个季度净出口对德国GDP同比的拉动率下降至-1%以下。而法国和意大利的经济问题主要出在国内，两国投资在2018年都经历了大幅下滑，消费增速相比于去年四季度也有所下降。
- **欧洲经济问题出在哪。一是外需走弱拖累出口。**欧洲出口规模下降并不是独立现象，在全球经济走弱和贸易摩擦不断的大环境下，全球贸易规模都出现萎缩。同时，欧洲内部主要国家需求减弱也是各国出口下滑的重要原因。以德国为例，汽车停产对德国出口带来了短期冲击，但是去年德国主要贸易伙伴的需求走弱才是出口下降的根本原因，而出口下降导致德国工业生产回落，并拖累消费。展望今年，全球主要国家经济将延续弱势，出口或继续成为欧洲经济的主要拖累。**二是英国脱欧历程一波三折。**2018年11月，特蕾莎·梅与欧盟达成英国脱欧初步协议，随后英国内部就脱欧协议进入了拉锯战，今年举行的三次议会投票均未通过首相提交的脱欧协议。英国脱欧的不确定性一方面加大了英镑的汇率波动，另一方面又冲击了英国企业信心，抑制了投资。目前欧盟允许英国脱欧延期至10月，但脱欧最终走向仍不明朗。**三是各国民粹主义升温。**近年来，民粹主义回潮在欧洲各国迅速扩张，18年更是对意大利、德国等国的政治格局产生较大冲击。民粹主义源于欧洲长期工业不景气和现有高福利间的冲突，短期内难以消除。由民粹问题引发的法国黄背心运动、意大利预算危机等事件，已经对所在国经济造成了明显冲击。随民粹主义一同蔓延的欧洲怀疑主义预计也会在今年5月的欧洲议会选举中集中体现。尽管议会疑欧派占比大幅上升并不会对欧央行行长人选产生实质影响，但也会导致部分领域议案通过变得更加困难，增加政治不确定性。
- **经济趋势向下，货币持续宽松。**考虑到外部需求继续走弱和内部政治不确定性仍然较大，我们认为未来欧洲经济仍将趋势向下。首先，全球经济增长将进一步放缓，美欧贸易摩擦升温，欧洲对外出口增速难以出现明显回升。其次，英国脱欧谈判仍未看到曙光，无论最终以何协议脱欧，对英国和欧洲经济的冲击也一定存在。最后，民粹主义升温在今年可能引发更多黑天鹅事件，加剧经济动荡。而欧洲各国经济走弱反过来又会通过贸易传导到欧洲其他国家，加剧共振。**目前欧央行已释放宽松信号，外部环境宽松叠加经济下行持续，欧央行将保持货币宽松。**3月议息决议上，欧央行表示年内不会加息，并决定于9月重启新一轮定向长期再融资操作(TLTRO)，而欧央行继任者大概率将延续德拉吉主张。目前许多国家的央行货币政策均转向宽松或者维持宽松，在货币政策外部压力不大的情况下，欧洲央行将更加关注国内经济，考虑到今年经济趋势向下，欧央行货币政策将持续宽松。

目 录

| | |
|------------------------|----|
| 1. 主引擎失速，欧洲经济陷困境..... | 5 |
| 2. 欧洲经济问题出在哪..... | 6 |
| 2.1 外需走弱拖累出口 | 6 |
| 2.2 英国脱欧一波三折 | 8 |
| 2.3 民粹主义升温..... | 10 |
| 3. 经济趋势向下，货币持续宽松 | 12 |

图目录

| | | |
|------|----------------------------|----|
| 图 1 | 欧盟 GDP 各分项拉动率 (%) | 5 |
| 图 2 | 德国、法国和意大利 GDP 同比 (%) | 5 |
| 图 3 | 西班牙、匈牙利、芬兰和波兰 GDP 同比 (%) | 5 |
| 图 4 | 德国制造业销售额和机动车销售额总比 (%) | 6 |
| 图 5 | 德国 GDP 各分项拉动率 (%) | 6 |
| 图 6 | 意大利和法国的固定资本形成同比 (%) | 6 |
| 图 7 | 意大利和法国的最终消费同比 (%) | 6 |
| 图 8 | 波罗的海干散货指数和 OECD 领先指标 | 7 |
| 图 9 | 欧盟内部和对外出口同比增速 (%) | 7 |
| 图 10 | 德国对法、意、中出口同比 (3 个月平均) (%) | 7 |
| 图 11 | 德国工业生产指数和出口同比 (%) | 7 |
| 图 12 | 美国、德国、日本和中国制造业 PMI (%) | 8 |
| 图 13 | 英国脱欧回顾 | 8 |
| 图 14 | 英镑兑欧元汇率 | 9 |
| 图 15 | 英国信心指数 | 9 |
| 图 16 | 英国脱欧未来关键时点 | 9 |
| 图 17 | 英国脱欧对欧盟 GDP 影响的测算 | 10 |
| 图 18 | 英国脱欧对英国 GDP 影响的测算 | 10 |
| 图 19 | 法国零售销售同比增速 3 个月移动平均值 (%) | 11 |
| 图 20 | 意大利政府债务占 GDP 比重 (%) | 11 |
| 图 21 | 欧盟政治系统 | 12 |
| 图 22 | 欧元区 GDP 同比 (%) | 13 |
| 图 23 | 美国、德国、英国和日本 10 年期国债收益率 (%) | 13 |

表目录

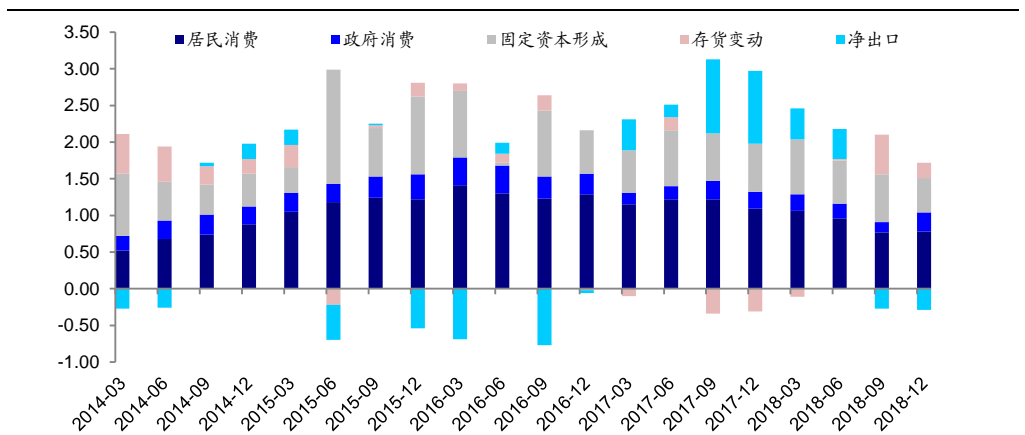
| | |
|---------------------------|----|
| 表 1 欧洲各国民粹主义政党及代表性观点..... | 10 |
| 表 2 19 年任满到期的欧盟关键职位..... | 12 |

1. 主引擎失速，欧洲经济陷困境

2018年欧洲经济增长持续回落。受到外需走强的带动，2017年欧洲经济出现短期好转，欧盟和欧元区GDP同比增速双双达到2.4%。但是进入2018年以来，欧洲经济增速出现明显下滑，其中2018年四季度欧盟GDP同比增速回落至1.4%，而欧元区GDP同比增速更是下降至1.1%，创下2013年以来的最低值。

欧洲经济主要的失速点在出口，同时消费也有一定拖累。分需求来看，净出口对欧盟经济的拉动由2017年的正向转为负向，2018年四季度净出口对欧盟和欧元区的GDP拉动率相比于2017年同期分别下降1.28和1.68个百分点，贡献了GDP增速回落的主要部分。除了净出口下降以外，消费对GDP的拉动作用也有一定程度的减弱，2018年四季度消费对欧盟和欧元区的GDP拉动率相比于2017年同期分别下降0.31和0.32个百分点。

图1 欧盟GDP各分项拉动率（%）

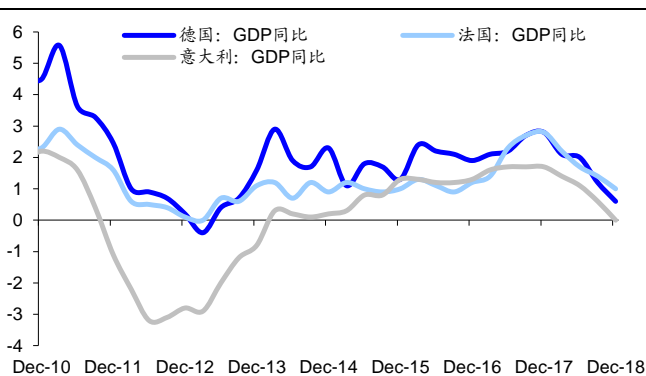


资料来源：Wind，海通证券研究所

欧洲经济的问题主要出在德国、法国和意大利。分国家来看，德国、法国和意大利在欧洲经济中的地位至关重要，2018年三者GDP在欧元区总GDP的占比分别达到29%、20%和15%，合计超过60%。而2018年德国、法国和意大利的经济增长均出现明显回落，其中四季度德国GDP同比下滑至0.6%，远低于2017年同期的2.8%，法国和意大利GDP增速也下降至1%和0%。

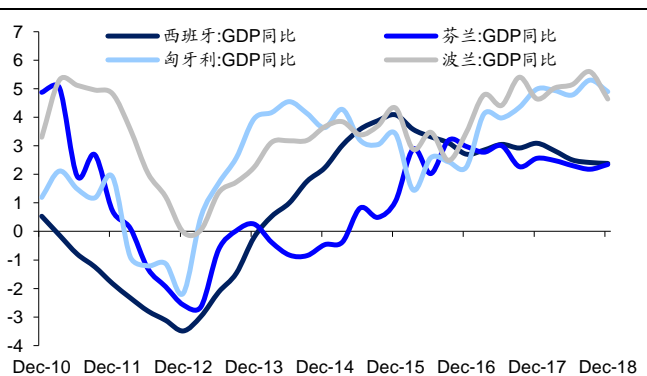
而部分欧洲国家的经济仍然运行良好。尽管欧洲的主要国家经济出现回落，但是仍然有部分国家经济表现不错。例如同为欧元区的西班牙和芬兰，2018年GDP同比增速一直维持在2%以上，而欧盟国家匈牙利和波兰的经济更是表现出持续回暖态势，四季度GDP同比增速分别达到4.9%和4.6%。

图2 德国、法国和意大利GDP同比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

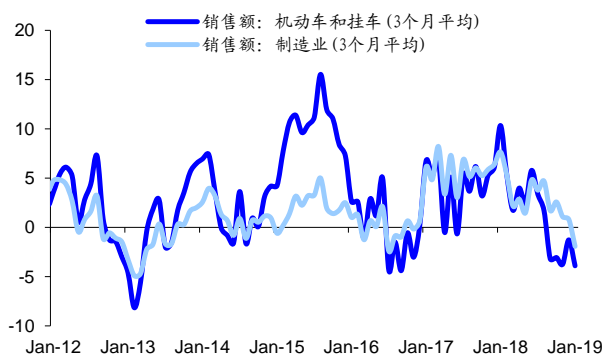
图3 西班牙、匈牙利、芬兰和波兰GDP同比（%）



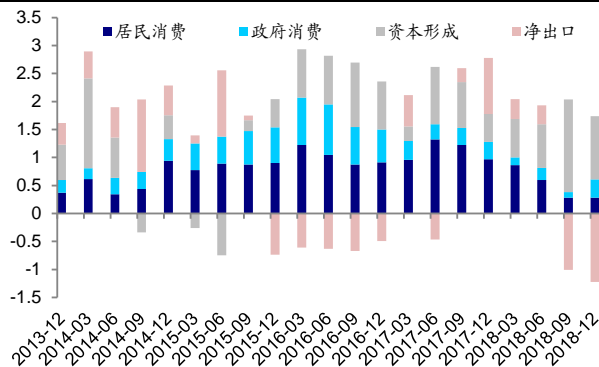
资料来源：Wind，海通证券研究所

德国经济下滑与 WLTP 测试规程实施有关。2018 年 9 月欧洲推出新的轻型车测试程序 (WLTP) 取代欧洲驾驶周期 (NEDC)，这意味着汽车生产企业面临更加严格的油耗和排放标准。为了应对这一变化，许多德国汽车生产企业暂停了部分车型的生产，导致三季度开始德国汽车出厂量出现明显下滑，汽车销售同比增速持续为负。汽车属于制造业重要的下游产品，汽车产量的下降也意味着汽车产业链中上游的零部件需求回落，导致制造业整体生产低迷。

更大的问题是出口增速大幅下降。德国 GDP 增速下滑始于 2018 年三季度，三、四季度 GDP 同比相比于二季度分别下降 0.8 和 1.4 个百分点。从德国 GDP 分项来看，GDP 的主要拖累来自于净出口的大幅下降，2018 年后两个季度净出口对 GDP 同比的拉动率下降至-1%以下，基本相当于德国 GDP 的下降幅度。

图4 德国制造业销售额和机动车销售额总比 (%)


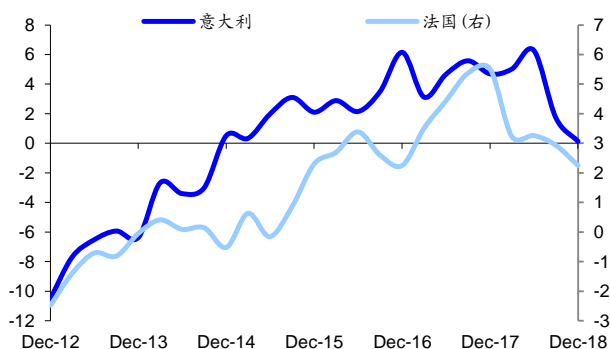
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 德国 GDP 各分项拉动率 (%)


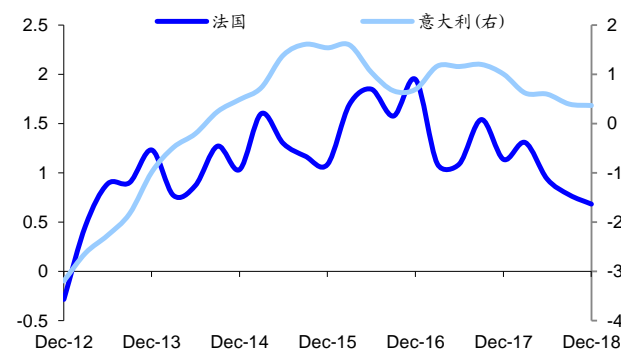
资料来源: Wind, 海通证券研究所

法国和意大利的经济问题主要出在国内。与德国一样，法国和意大利出口增速也出现了一定程度回落，但是两个国家的国内问题更为突出，特别是两国投资在 2018 年都经历了大幅下滑。2018 年四季度意大利固定资本形成同比增速下降至 0.1%，远低于第二季度的 6.3%，而法国固定资本形成同比增速也仅为 2.3%，相比去年同期下降 3.2 个百分点。

除了投资增速下降幅度较大以外，2018 年四季度意大利和法国的消费增速相比于去年同期也分别下降了 0.45 和 0.64 个百分点，考虑到消费在经济中的权重较高，消费增速下滑也对经济增长产生了一定的向下压力。

图6 意大利和法国的固定资本形成同比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 意大利和法国的最终消费同比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2. 欧洲经济问题出在哪

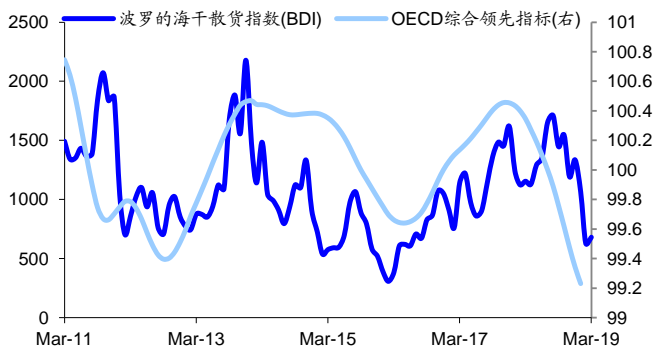
2.1 外需走弱拖累出口

实际上，欧洲经济的问题主要出在以下几个方面：

一是全球经济走弱，导致欧洲出口下降。前面已经提到，欧盟 GDP 增速下降主要是受到对外出口下滑的拖累，而欧洲出口规模下降并不是独立现象。在全球经济走弱和贸易摩擦不断的大环境下，全球贸易规模均出现萎缩，代表贸易活跃度的波罗的海干散货指数从 18 年三季度开始出现明显下滑。

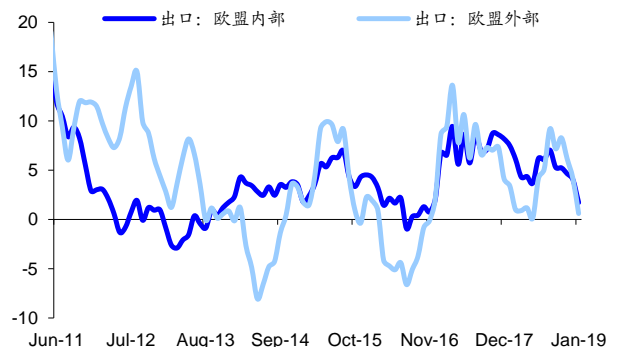
而欧洲内部主要国家需求减弱也是各国出口下滑的重要原因。由于存在地域优势，欧盟国家之间的贸易往来规模远高于欧盟对外出口规模，而去年下半年开始欧盟国家内部的出口规模也出现明显回落，19 年 1 月同比增速已经下滑至 2.3%。欧盟国家内部的贸易下滑与主要国家经济状况不佳相关，也就是说，**欧洲各国经济增速放缓会通过国家间的贸易往来传导到其他国家。**

图8 波罗的海干散货指数和 OECD 领先指标



资料来源：Wind，海通证券研究所

图9 欧盟内部和对外出口同比增速 (%)

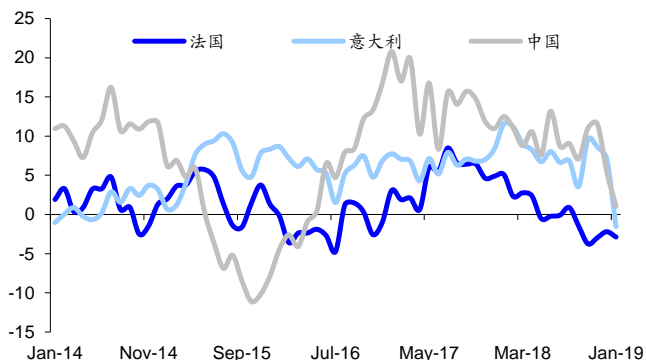


资料来源：Wind，海通证券研究所

德国就面临着主要贸易伙伴需求减弱的冲击。前面提到德国经济增速下降的主要原因是出口大幅回落，特别是从 9 月开始出口同比增速跌入负值。由于汽车是德国主要的出口产品之一，汽车停产确实带来了短期的出口冲击，但是去年德国主要贸易伙伴的需求走弱才是德国出口下降的根本原因。以中国为例，去年 12 月我国进口同比增速下降至 -7.7%，同时期德国对我国的出口同比增速下降至 -7.6%。而受到经济走弱影响，法国和意大利进口需求也持续转弱，德国对法国和意大利的出口同比增速也一度跌至 -6%。

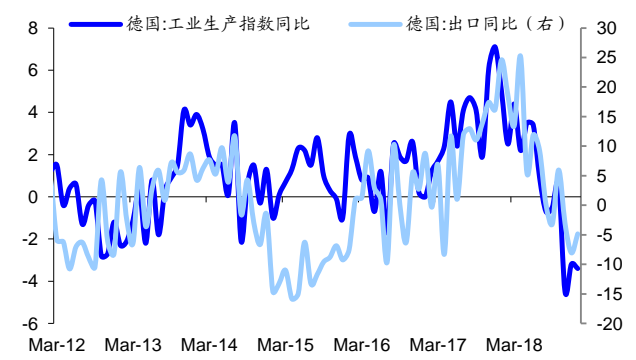
出口下降导致工业生产回落，并拖累消费。作为一个依赖出口的国家，德国商品和服务出口占 GDP 的比重达到 47%，出口与工业生产密切相关。2018 年外部需求的减弱导致德国工业生产指数同比持续下降至 19 年 1 月的 -3.4%，工业生产减缓会通过居民收入减少进一步影响消费，2018 年三季度和四季度居民消费同比增速下滑至 0.4%，远低于二季度的 1.0%。

图10 德国对法、意、中出口同比 (3 个月平均) (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 德国工业生产指数和出口同比 (%)

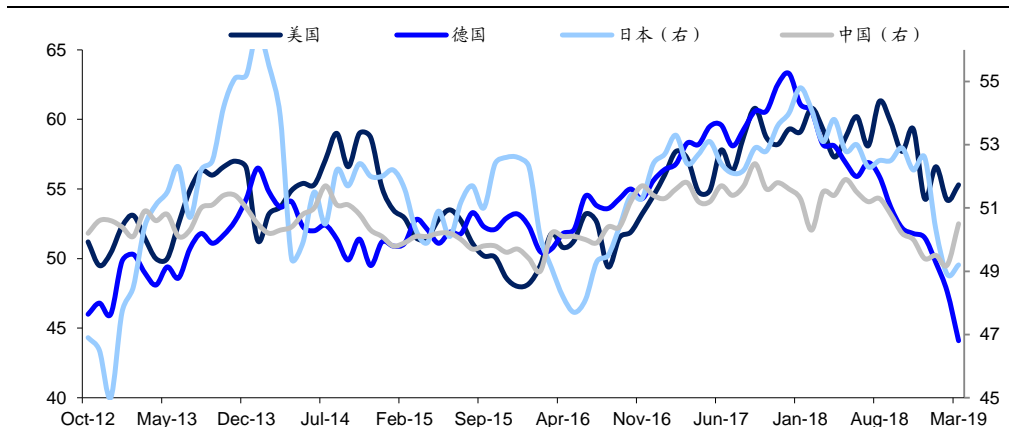


资料来源：Wind，海通证券研究所

而展望今年，全球主要国家经济或将延续弱势。去年美国表现一枝独秀，但是美联储多次加息对经济的压力在去年末已经显现，同时今年美国财政刺激力度也远不及去

年。去年以来日本需求明显转弱，19年1、2月机械订单同比增速更是下降至-11.5%和-2.7%，同时10月日本将上调消费税率也会对经济造成短期冲击。相比之下，今年中国经济可能逐步企稳，但是我们不会再走放水刺激投资的老路，这意味着经济反弹力度不会太大。此外，4月9日特朗普宣布将对价值110亿美元的欧盟产品征收关税，随后欧盟回应准备实施报复性关税，美欧贸易摩擦不确定性明显上升。全球需求走弱叠加贸易摩擦升温或导致出口继续成为今年欧洲经济的主要拖累。

图12 美国、德国、日本和中国制造业 PMI (%)



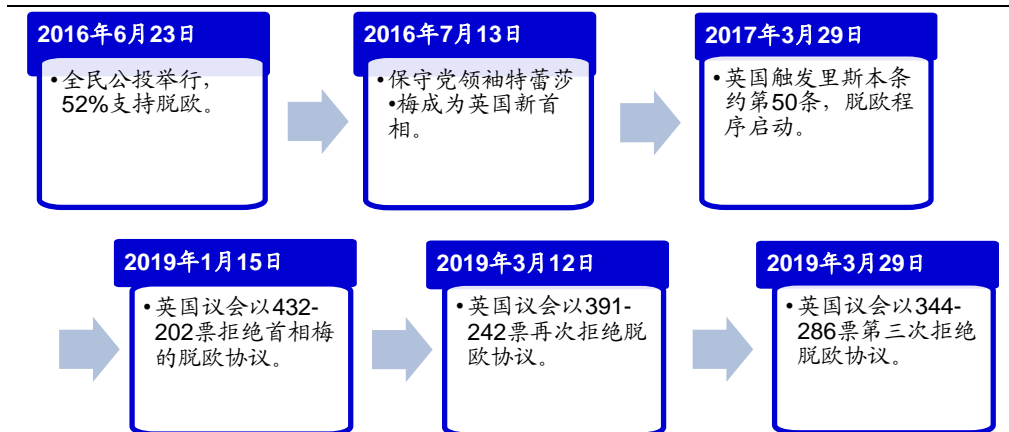
资料来源：Wind，海通证券研究所

2.2 英国脱欧一波三折

二是英国的脱欧历程一波三折。2016年6月23日英国进行了全民公投，脱欧阵营以52%的得票率获胜，这标志着英国的脱欧进程正式拉开了序幕。随后，特蕾莎·梅成为英国新首相，并于2017年3月29日触发《里斯本条约》第50条，开启了英国脱欧两年倒计时。经过了漫长的商讨，2018年11月，特蕾莎·梅同意与欧盟签署脱欧协议，随后欧盟委员会也批准了英国脱欧协议。自此，脱欧的焦点从英国同欧盟的博弈转向了英国内部的首相同议会的博弈。

特蕾莎·梅同议会就脱欧协议进入了拉锯战，英国内部脱欧协议迟迟未定。2019年1月英国议会首次就特蕾莎·梅与欧盟达成的脱欧协议进行投票，最终以432票反对、202票支持大比例不通过。议员们主要的反对理由是担心协议中关于北爱尔兰的Backstop Plan未设定期限，可能导致北爱尔兰与英国分裂而长期留在欧盟。随后，英国和欧盟于2019年3月11日共同发表了一个声明，强调此计划仅为临时措施，但第二次就该协议进行投票仍以失败告终。3月29日，议会就具有法律效力的退出协议进行第三次投票，但仍然以344票反对、286票支持未通过。

图13 英国脱欧回顾

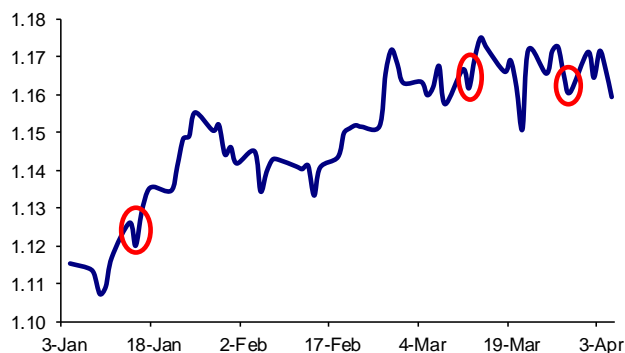


资料来源：BBC，海通证券研究所

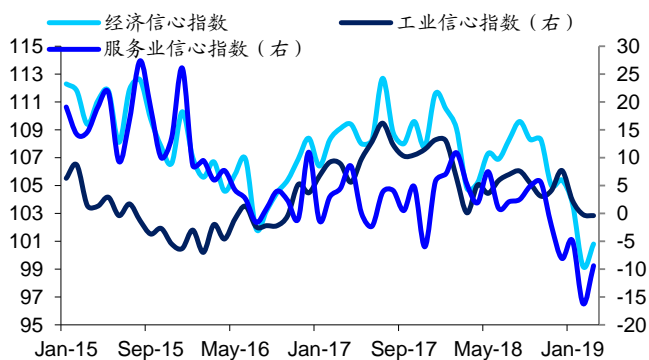
从短期来看，英国脱欧进程对于汇率波动有着明显的影响。事实上，每当梅的脱欧

协议被英国议会否定时，外汇市场当天都会表现为英镑相对于欧元贬值，也就是说英镑兑欧元的汇率达到一个小低谷。具体而言，2019年1月14日，1英镑约等于1.1260欧元，而协议被否后，英镑迅速贬值为1.1199欧元/英镑。2019年3月11日，英镑兑欧元的比例为1.1666欧元/英镑，议会再次否决协议后英镑贬值为1.1616欧元/英镑。2019年3月28日，英镑同欧元的兑换比例为1英镑约等于1.1648欧元/英镑，一天后英镑便贬值为1.1605欧元/英镑。因此，英国脱欧进程的变化明显地加大了英镑的汇率波动。

从中长期来看，英国脱欧影响投资。由于现在还不能确定英国同欧盟未来贸易合作关系的紧密程度，企业的投资意向明显下降。这主要是由于企业担心未来英国脱欧带来关税等贸易成本上升，进而导致在英企业的出口价格上升并影响销量。事实上，英国相关信心指数今年以来下滑趋势明显。经济信心指数已经从2018年底的105.4%跌到了2019年3月的100.8%，下降了4.6个百分点；工业信心指数从7.7%下降到了-0.4%；服务业信心指数也从-8.1%下降到了-9.4%。

图14 英镑兑欧元汇率


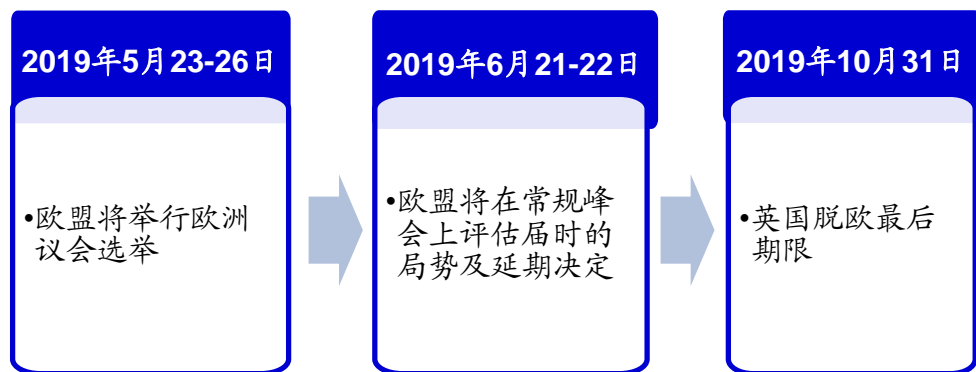
资料来源：Wind，海通证券研究所

图15 英国信心指数 (%)


资料来源：CEIC，海通证券研究所

欧盟于3月22日、4月10日两次允许英国延期脱欧。按照最初的计划，英国本应于2019年3月29日脱欧。但是，2019年3月22日欧盟无条件同意将脱欧截止日期后延到了4月12日。随后，梅在4月5日致函欧盟要求进一步延期至6月30日。**4月10日，欧洲理事会主席唐纳德·图斯克将召开欧盟理事会会议，决定将脱欧推迟至10月31日，并将于6月进行审查。**倘若英国能在5月22日前通过脱欧协议，那么英国无须参加5月23日至5月26日的欧洲议会选举。

硬脱欧可能性较低，但脱欧最终走向仍不明朗。由于无协议脱欧对欧英双方均有不利影响，因此双方都不愿意看到硬脱欧的情况出现。从目前的发展情况来看，欧盟连续两次允许英国延期脱欧，英国议会大比例反对无协议脱欧的动议都表明了双方针对这一问题的明确态度。但是在2019年3月27日进行的指示性投票中所有选项都没有获得议会通过，也反映出之前英国政府内部并没有达成一致意见，未来最终以何种协议脱欧目前仍不明朗。

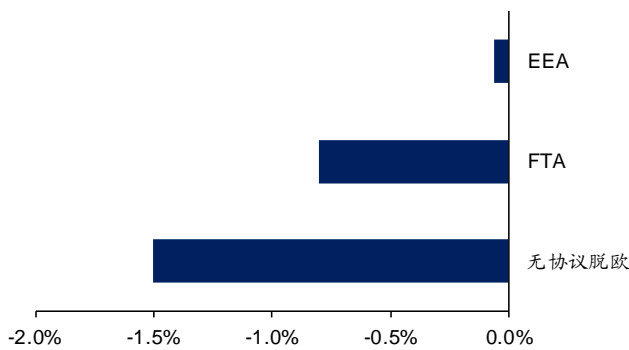
图16 英国脱欧未来关键时点


资料来源：BBC，海通证券研究所

英国脱欧可能致使欧盟和英国的 GDP 增速放缓。不同的脱欧协议会导致不同的贸易关系和资本人员流动，而这些将导致英国同欧盟进行往来时自由度不同，进而对欧盟及英国的经济产生不同的影响。根据 IMF 以及英国政府的报告测算结果，无协议脱欧会使得欧盟和英国 GDP 增速分别下降 1.5% 和 7.7%；自由贸易协定脱欧（FTA）会使得欧盟和英国 GDP 增速分别下降 0.8% 和 4.9%；而加入欧洲经济区（EEA）会使得欧盟和英国 GDP 增速分别下降 0.06% 和 1.4%。

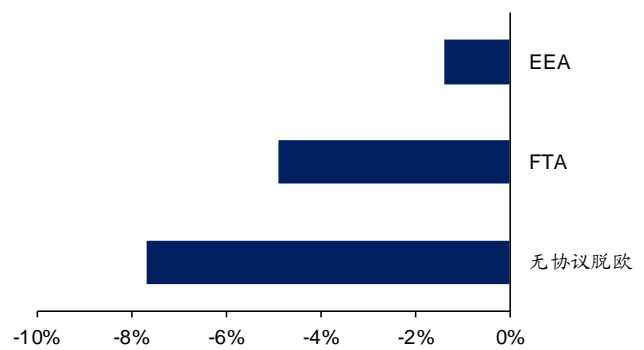
其中在无协议脱欧的情况下，英国将直接根据 WTO 的相关规定同欧盟进行贸易往来、收缴关税，既不参与单一市场也不参与关税同盟；FTA 则假设英国退出欧盟后，尽管不参加单一市场或关税同盟，但会同欧盟达成自由贸易协定并保持零关税；而 EEA 则意味着英国将留在单一市场中，保持零关税且允许货物、人员、服务和资本在欧洲经济区内自由流动，此时英国脱欧的影响将降到最小。就之前特蕾莎·梅同欧盟达成的脱欧协议来看，其更偏向于自由贸易协定脱欧，希望在零关税以降低贸易成本的同时保持一定的自由。

图17 英国脱欧对欧盟 GDP 影响的测算



资料来源：IMF，海通证券研究所

图18 英国脱欧对英国 GDP 影响的测算



资料来源：EU Exit Long-term economic analysis，海通证券研究所

2.3 民粹主义升温

三是各国民粹主义升温。近年来，反精英、反建制、反官僚的民粹主义回潮，在欧洲各国迅速扩张，18 年更是对意大利、德国等国的政治格局产生较大冲击。在意大利，民粹政党五星运动和联盟党组成联合政府执掌政权，同时，在匈牙利和波兰等国，已经成为执政党的民粹政党进一步巩固了势力。此外，德国的另类选择党和法国的国民联盟虽仍是在野党，但其在国会中席位数量大幅提升，公开渠道的发声也日渐频繁，对执政党决策施加了不容小觑的影响力。而就其主要观点而言，尽管这些政党散布在欧洲各国、意识形态也有左有右，但在部分领域，其观点重合度很高，且大多民粹政党也都持欧洲怀疑主义观点，反对欧元区的单一货币政策及欧盟进一步一体化。

欧洲大陆民粹主义升温是由多个因素共同导致的，08 年的金融危机以及随后的欧洲主权债务危机是导致民粹主义崛起的直接导火索，欧盟对危机的处理方式，其纾困方案及附加的严苛条款受到受助国和债权国的一致指责。难民危机也是激发民众不满、转而支持民粹政党的另一重要原因。但从根本而言，欧洲长期工业不景气、经济增速放缓和现有高福利间的冲突引发了民粹主义的爆发，短期内难以消除。

表 1 欧洲各国民粹主义政党及代表性观点

| 国家 | 民粹主义政党 | 国内政坛地位 | 主要观点 |
|-----|--------------|------------|--|
| 意大利 | 五星运动党 联盟党 | 民粹政党组成联合政府 | 五星运动党：反建制的左翼民粹主义、欧洲怀疑主义、环境保护主义，反对欧盟扩大权力 联盟党：右翼民粹主义，主张扩大地方自治权，强烈反对非法移民及欧盟在难民危机中的难民分配政策 |
| 匈牙利 | 青年民主主义者联盟 | 10 年至今为执政党 | 右翼民粹主义，长期反对穆斯林移民，领导人曾提出“要警惕一个人口混杂、没有认同感的欧洲” |
| 波兰 | 法律与公正党 | 波兰第一大党 | 右翼民族保守主义，属于疑欧派的欧洲保守改革联盟，强调欧盟应为波兰服务而非相反 |
| 奥地利 | 自由党 | 与保守党组成联合政府 | 右翼民粹主义，反移民、反欧盟 |
| 德国 | 另类选择党 | 德国第一大在野党 | 反对欧盟单一货币政策，推行严格的反移民政策 |

| | | | |
|-----|------|--------------|--|
| 西班牙 | 我们能党 | 西班牙第三大党 | 左翼民粹主义党，欧洲怀疑主义，提倡直接民主 |
| 瑞典 | 民主党 | 国会第三大党 | 右翼民粹主义，反移民 |
| 法国 | 国民联盟 | 曾参选 17 年总统大选 | 极右翼民粹主义政党，反移民、反欧盟，征收关税或通过贸易壁垒等方式对抗廉价进口 |

资料来源：维基百科，海通证券研究所整理

近期由民粹问题引发的法国黄背心运动、意大利预算危机等事件，已经对所在国经济造成了明显冲击。法国黄背心运动是一场于 18 年 11 月 17 日开始的抗议运动，示威者起初因不满油价持续上扬以及马克龙政府计划于 19 年调高燃油税而上街抗议，随后示威者的诉求迅速扩大到其他领域，如提升工人及中产阶级的购买力以及要求总统马克龙下台等。即便政府已于 18 年 12 月同意取消燃油税上调计划，但抗议活动仍未结束，至今已持续近 5 个月。持续不断的抗议活动已经给法国经济造成了严重损失，法国零售销售同比增速由 18 年 10 月的 4.8% 骤跌至 11 月的 1.7%，并仍在持续下行，法国财政部长更表示，抗议活动已拖累 GDP 季环比 0.2 个百分点。

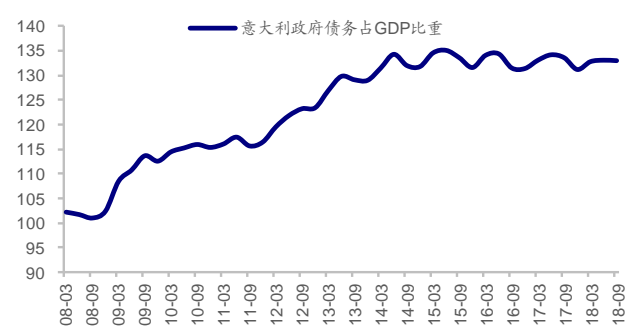
意大利新组阁的民粹政府于 18 年 10 月向欧盟提交了 19 年财政预算草案，其中，19 年财政赤字占 GDP 的比例为 2.4%，逼近欧盟规定的 3% 上限。考虑到意大利政府债务占 GDP 的 130%，远超欧盟制定的 60% 标准，欧盟委员会驳回了该预算案并要求意大利政府削减财政赤字。为避免欧盟对意大利启动惩戒程序，意大利政府将 19 年财政赤字占 GDP 的比例下调至 2.04%。而为了继续履行为低收入人群提供补贴、降低退休年龄等带有民粹主义色彩的竞选承诺，政府将不得不缩减在促进投资等方面的开支，修改版的预算案中，意大利财政部同时将 19 年经济增速预期下调了 0.5 个百分点。

图19 法国零售销售同比增速 3 个月移动平均值 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图20 意大利政府债务占 GDP 比重 (%)

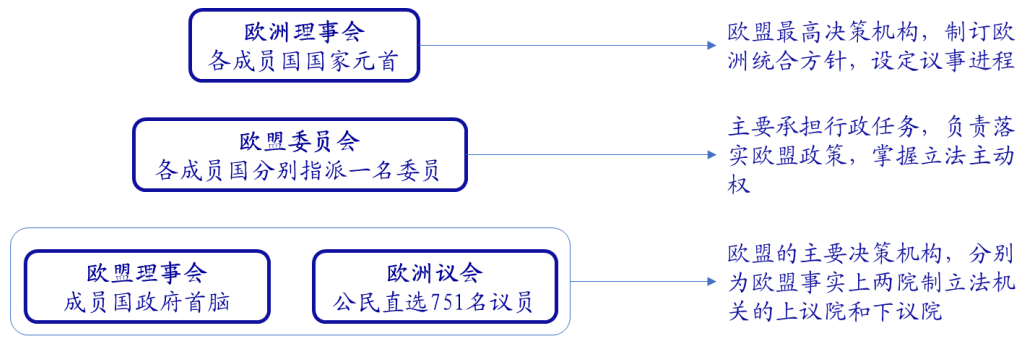


资料来源：Wind，海通证券研究所

随民粹主义一同蔓延的欧洲怀疑主义也会在今年 5 月的欧洲议会选举中集中体现。欧洲议会是欧盟事实上的两院制立法机关的下议院，同上议院欧盟理事会共同行使决策权，今年 5 月将对议会的全部 751 个席位进行换届改选。当前第八届欧洲议会中，以欧洲怀疑主义为导向的政党占据了 28% 的席位，而据 POLITICO 的最新民调显示，疑欧派将在 5 月选举中赢得约 36.4% 的席位，上升近 10 个百分点。

由于欧洲怀疑主义有左翼政党也有右翼政党，对欧盟的情绪强烈程度也有所不同，他们不可能在欧洲议会中统一为一个大型党团，但他们将能在特定议题中组成临时联盟，以推动欧盟向他们所希望的方向改革。具体而言，疑欧派大都希望压缩欧盟预算，而将更多资金投入旨在减少成员国经济和社会差距的凝聚基金中，他们也大都反对紧缩性的财政政策，并对自由贸易协定持怀疑态度，一个疑欧派占比大幅上升的欧洲议会会使得这些领域议案的通过变得更加困难，但由于疑欧派的占比仍未过半，他们将难以真正重塑这些议案。

图21 欧盟政治系统



资料来源：海通证券研究所整理

此外，多个欧盟关键职位也都将于 19 年换届改选，欧洲理事会拥有其中大部分职位的任命权。只有欧洲议会主席和欧盟委员会主席的任命需要欧洲议会过半票数通过，欧洲理事会主席由欧洲理事会通过合格多数投票（55%的成员国赞成，且这些成员国人口占欧盟总人口的 65%以上）任命，欧央行行长也是由欧洲理事会通过合格多数投票任命，欧洲议会对其任命仅有质询权而无否决权。从这些关键职位的任命方式来看，欧洲议会中疑欧派占比的上升很难对这些职位的任命造成实质性影响。

表 2 19 年任满到期的欧盟关键职位

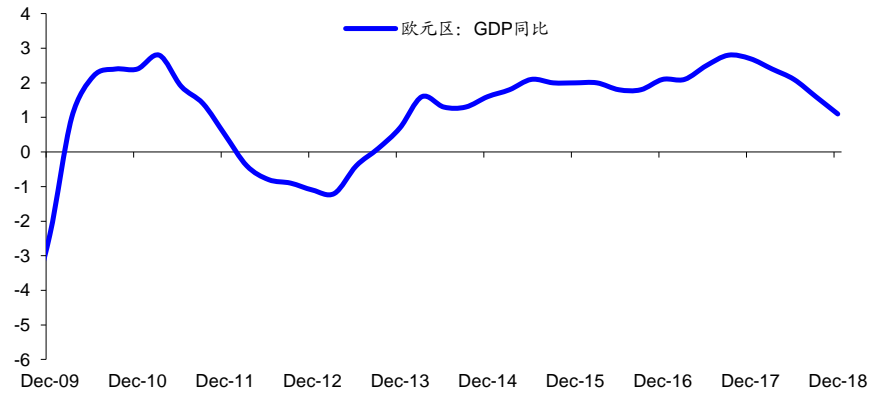
| 职位/现任 | 任命方式 | 国籍/党派 | 任满日期 | 是否可连任 |
|--------------------------|-------------------------------|---------|----------|--------------------------------------|
| 欧洲议会主席 Antonio Tajani | 欧洲议会投票选举产生 | 意大利/EPP | 19.7.31 | 可连任一次，19 年 EPP 可能将此职位转交给同一执政联盟中的 S&D |
| 欧盟委员会主席 让-克洛德·容克 | 欧洲理事会提名，同时需要欧洲议会简单多数通过 | 卢森堡/EPP | 19.10.31 | 是，但容克表态不寻求连任 |
| 欧洲理事会主席 唐纳德·图斯克 | 欧洲理事会通过合格多数投票任命 | 波兰/EPP | 19.11.30 | 已经是第二任期，不可再连任 |
| 欧央行行长 马里奥·德拉吉 | 欧洲理事会通过合格多数投票任命，欧洲议会对其任命仅有质询权 | 意大利 | 19.10.31 | 否 |

 资料来源：www.consilium.europa.eu，海通证券研究所整理

3. 经济趋势向下，货币持续宽松

考虑到外部需求继续走弱和内部政治不确定仍然较大，我们认为未来欧洲经济仍将趋势向下。首先，今年全球经济增长或进一步放缓，同时美欧贸易摩擦有所升温，就算汽车短期停产对出口的干扰消失，欧洲对外出口增速也难以出现明显回升。

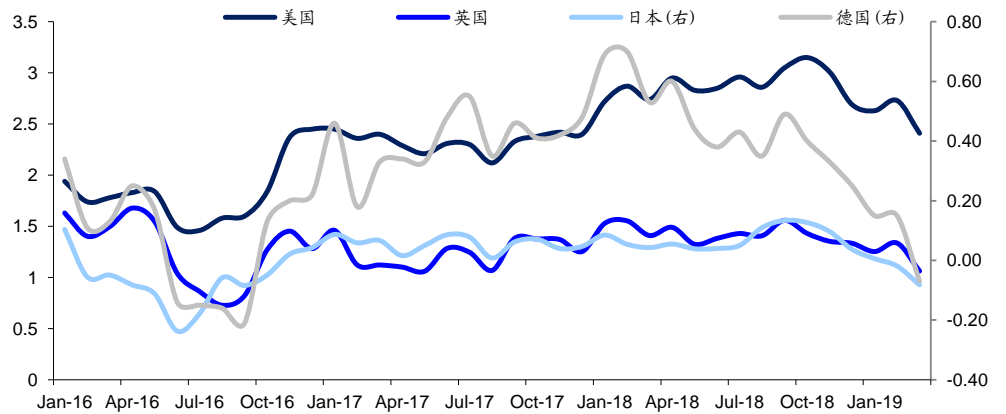
其次，英国脱欧谈判仍未看到曙光，巨大的不确定性阻碍了英国和欧洲其他国家之间的投资贸易活动。而最终无论是哪种脱欧协议结果，对英国和欧盟其他成员国的经济冲击也一定存在。最后，民粹主义升温本质上是经济增长放缓与高福利组合不可持续引发的矛盾，今年在欧洲经济进一步放缓的情况下，可能出现更多加剧经济动荡的黑天鹅事件。3 月份欧洲央行将欧元区 2019 年 GDP 增速预期由此前的 1.7% 大幅下调至 1.1%。

图22 欧元区 GDP 同比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

目前欧央行已释放宽松信号。3月议息决议上,欧央行表示年内不会加息,相比于之前暗示的6月之前不加息有所推迟。同时,欧央行宣布9月重启新一轮定向长期再融资操作(TLTRO),旨在为银行提供足够资金支持他们为非金融企业和家庭发放贷款。此前市场担心10月央行行长换届是否会带来货币政策不确定性,但是前面的分析已经表明央行行长人选的决策权在欧洲理事会手中,并且目前热门人选的政策主张与德拉吉一致。

外部环境宽松叠加经济下行持续,欧央行将保持货币宽松。目前许多国家的央行货币政策均转向宽松或者维持宽松,各国国债收益率下行也反映出市场对各国货币政策转向的预期。3月美联储议息会议释放明确的鸽派信号,今年暂停加息的同时将于9月结束缩表。而日本央行也一直维持着宽松的货币政策,央行行长近期还表达了进一步宽松的可能。在货币政策外部压力不大的情况下,欧洲央行将更加关注国内经济,考虑到今年经济趋势向下,欧央行货币政策将持续宽松。

图23 美国、德国、英国和日本 10 年期国债收益率 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队
李金柳 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 nyum@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹莹(021)23154122 py110297@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjz11852@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

| | | |
|--|--|---|
| 电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com | 煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com | 电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com |
| 基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com | 计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com | 通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com |
| 非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com | 交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lj12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com | 纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com |
| 建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com | 机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com | 钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com |
| 建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf112225@htsec.com | 农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com | 食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com |
| 军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昭 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com | 银行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com | 社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com |
| 家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com | 造纸轻工行业 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com | |

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com