2020 年 7 月 15 日（星期三）

宏观报告 – 数据点评

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

欧洲经济在疫情封锁结束后开启复苏

- **5月欧洲主要经济体的零售展现强劲反弹**
- **工业产出和工厂订单状况喜忧参半**
- **预计欧洲的复苏会比美国相对平稳**

新看点。欧洲主要经济体5月的零售数据显示出与美国相似的情形，即自经济重启以来，消费者支出强劲回升，表明补偿性需求初步出现明显释放。然而，就供给端而言，这种复苏在德国相对有限，工业产出的改善不及预期，但法国和意大利的回升更为强劲，这在很大程度上反映了这两个国家最初的封锁措施比德国更加严格。

补偿性需求释放强于预期。欧洲零售额在5月份强劲复苏（欧元区：15.0%，德国：13.9%，法国：25.6%，意大利：24.3%，英国：11.7%，均为环比），表明消费者需求出现了明显反弹。总体的规律可以总结为，3月和4月跌幅较大的国家（法国和意大利）在5月出现了更大幅的反弹。而英国的恢复则较慢一些，主要因其重启的时间晚得多。对于这四个经济体来说，零售业的复苏主要来自在封锁期间受创最严重的分项出现了强劲反弹，特别是耐用消费品，如服装、运动服饰和装备，以及汽车。这一趋势与美国经济重启后零售业复苏的情况大体一致。

供应数据攀升。5月欧洲经济体的工业产出反弹明显（欧元区：12.4%；德国：7.8%；法国：19.6%；意大利：42.1%；英国：6.0%，均为环比），但与其他两个欧元区国家相比，德国的反弹形势并不喜人。德国5月的工业产出的复苏主要受益于资本货物的大幅增长（+27.6%），尽管5月汽车产量出现了明显的改善（+101.2%），但反弹幅度远低于同期的法国（+558.6%）。此外，建筑业产出一直是德国工业产出的主要拖累因素。至于解除封锁时间相对较迟的英国，其5月制造业产出（+8.4%）对工业产出的贡献最大。总体而言，考虑到解除封锁的速度，欧洲的产能复苏普遍快于美国。

自解除封锁以来，欧洲新冠疫情得到有效遏制。解除封锁后这四个欧洲主要国家的单日确诊病例数均持续逐步下降并呈稳定态势。与美国部分地区确诊人数飙升不同的是，德国肉制品加工厂是欧洲唯一出现疫情二次爆发的地方，并且很快就得到了有效控制。

我们的观点。展望未来，我们认为在当前新冠疫情控制措施持续有效的前提下，欧元区和英国的经济复苏已整体步入正轨，并有望在未来几个月持续好转。但未来数月复苏步伐将有所放缓，因为低基数效应将在夏季逐渐消退。最新的软数据，比如商业信心和消费者信心指数均表明6月和7月经济状况将持续改善。整体而言，相比起美国，我们对欧洲经济复苏的中期情况略微乐观，原因是大西洋两岸新冠疫情发展情况截然不同，或令欧洲复苏进程不会像美国那样坎坷不平。

郭圆涛, PhD

+852 3189 6121
jessieguo@cmschina.com.hk

张轩扬, PhD

+852 3189 6751
harringtonzhang@cmschina.com.hk

钱鹭, CFA

+852 3189 6752
edithqian@cmschina.com.hk

相关报告

1. 宏观报告 - 美国6月就业数据超预期 (2020/07/03)
2. 美国经济展望 – 翻篇疫情；重回轨道 (2020/06/24)
3. 绝地求生 III：在经济恢复中寻找机会 (2020/06/22)
4. 美联储维持量化宽松步伐，但未提及收益率曲线控制 (2020/06/11)
5. 东边日出西边雨：关于中概股的思考 (2020/06/08)
6. 通往白宫之路 (2020/06/04)
7. 绝地求生 II：对经济衰退和资本市场的思考 (2020/05/12)

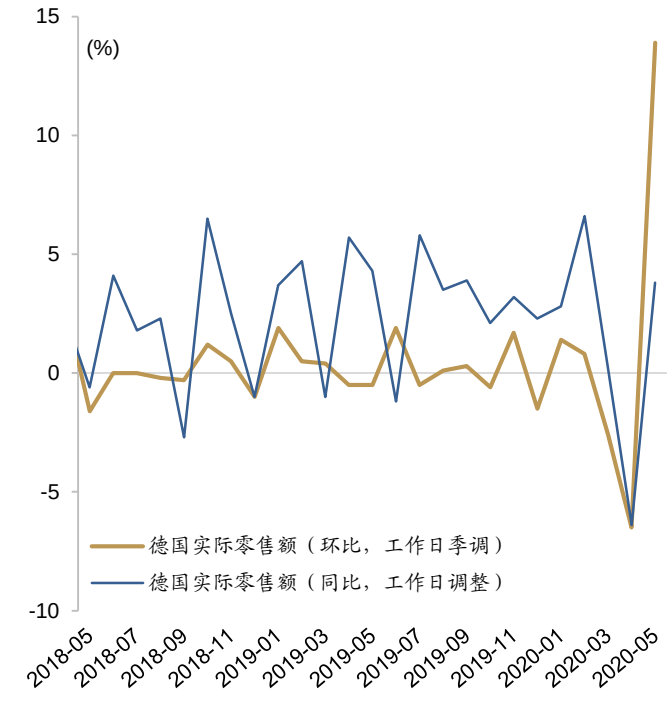
图表

图表 1：经济重启后德国实际零售额在 5 月出现强劲反弹（环比和同比）.....3
图表 2：欧盟统计局法国实际零售贸易指数在 5 月份呈现强劲复苏.....3
图表 3：4 月底经济重启后，5 月份意大利零售额出现大幅反弹.....4
图表 4：由于经济重启较晚，5 月英国零售销售的复苏比其欧洲大陆邻国更为温和.....4
图表 5：德国 5 月工业产出复苏态势较其欧元区邻国相对温和.....5
图表 6：德国 5 月汽车产量反弹拉动整体工业产出复苏.....5
图表 7：法国工业产出在经济重启后显示强劲复苏态势.....6
图表 8：法国 5 月汽车产量在全国经济重启中飙升.....6
图表 9：意大利 5 月工业产出环比增长为欧洲主要经济体中最高.....6
图表 10：耐用消费品产出拉动意大利工业产出复苏.....6
图表 11：英国制造业产出拉动其工业产出复苏，虽然复苏态势相对温和.....7
图表 12：英国工业产出的分项复苏幅度较其他欧洲国家分布更加均衡.....7
图表 13：德国的 PMI 仍处于收缩区间.....8
图表 14：法国 6 月份 PMI 已反弹至扩张区间.....8
图表 15：欧元区 PMI 出现明显反弹，但仍处于收缩区.....9
图表 16：英国 6 月份制造业和综合 PMI 已回升至扩张区间.....9

消费需求

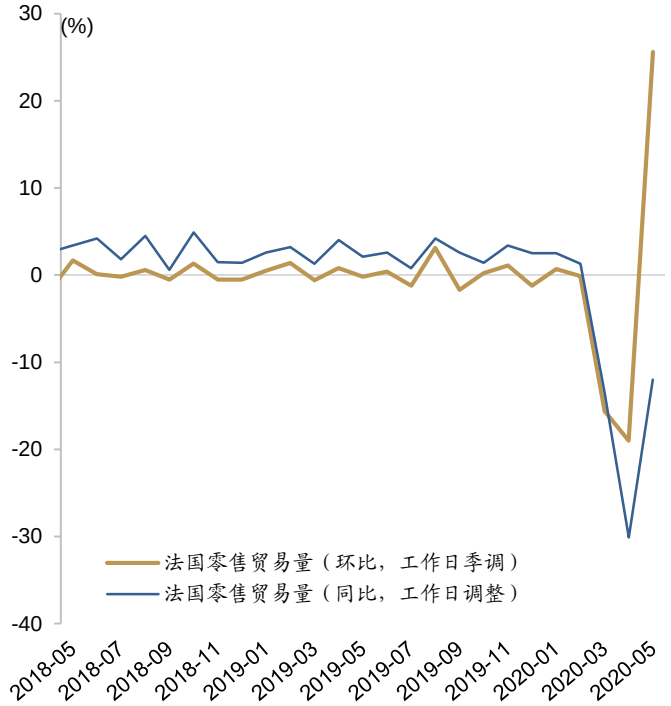
德国的实际零售额在 4 月份触底，环比下降了 6.5%（3 月：-2.6%），之后在 5 月经济重启后反弹了 13.9%。法国的零售贸易数据显示，法国的零售额也在 4 月触底，环比下跌 19.0%（3 月：-15.6%），但复苏速度比德国快，5 月份增长了 25.6%，这在很大程度上反映了法国应对新冠疫情的封锁措施比德国严厉得多。意大利的情况也类似，该国是欧洲封锁措施最严格的国家之一，3、4 月份零售额分别下降了 21.2%和 10.7%，随后 5 月回升 24.3%。英国重启经济的时间明显晚于欧洲大陆的国家，其实际零售额在 3 月和 4 月分别收窄 6.0%和 18.8%，随后 5 月回升 11.7%。

图表 1：经济重启后德国实际零售额在 5 月出现强劲反弹（环比和同比）



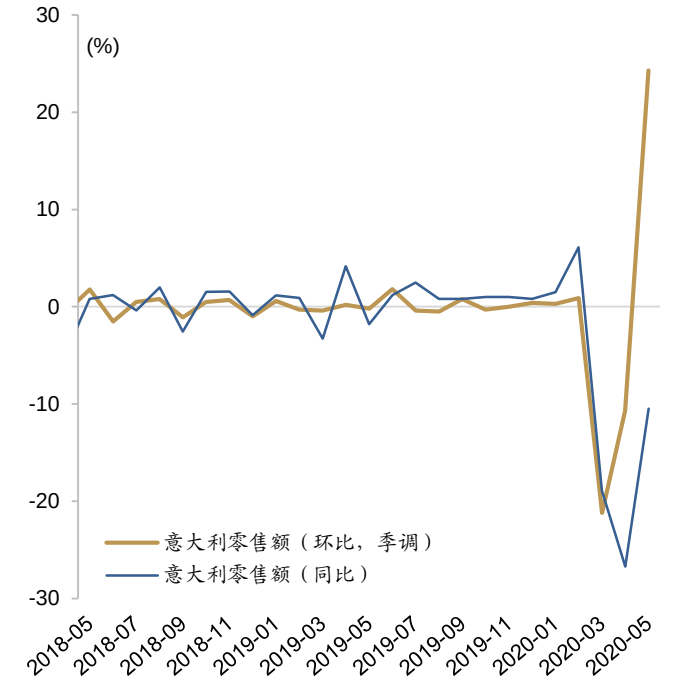
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 2：欧盟统计局法国实际零售贸易指数在 5 月份呈现强劲复苏



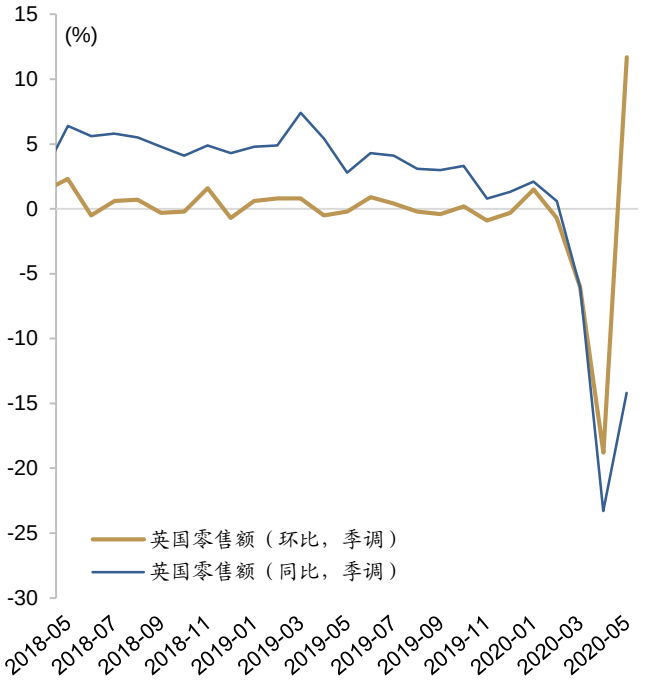
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 3：4 月底经济重启后，5 月份意大利零售额出现大幅反弹



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 4：由于经济重启较晚，5 月英国零售销售的复苏比其欧洲大陆邻国更为温和

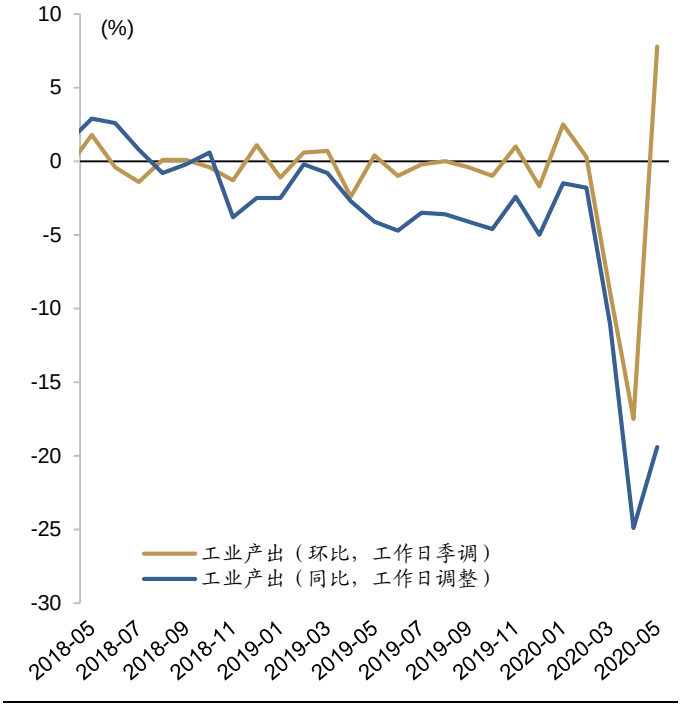


资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

生产活动

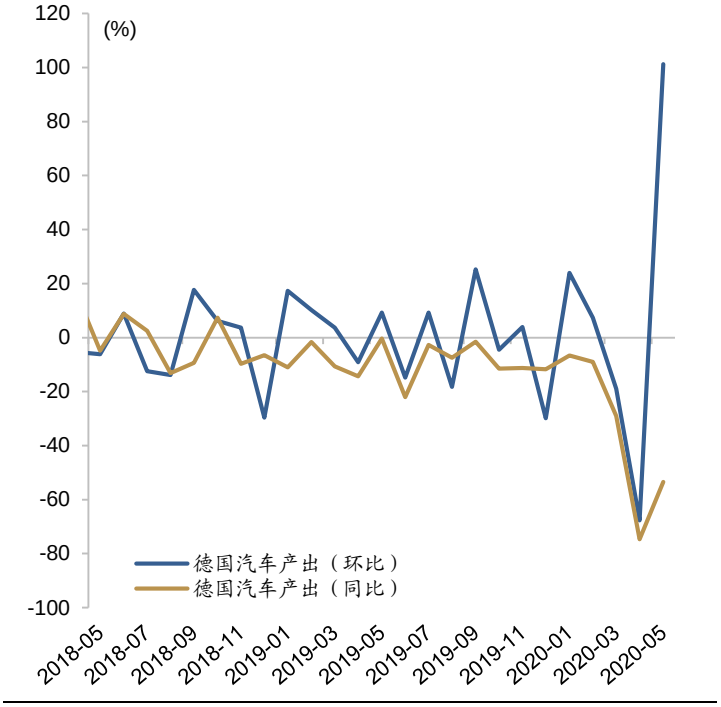
德国5月工业产出的反弹情况不尽如人意，环比增长7.8%，显著低于市场预期。同比收缩幅度减小5.5个百分点至19.4%，仍远低于疫情前的产出水平。汽车产量环比激增101.2%（4月：-67.7%），成为德国工业产出改善的最大贡献因素。法国5月工业产出环比反弹19.6%，其中汽车产量环比飙升558.6%（4月：-89.9%），反弹态势明显比德国强劲。意大利5月工业产出环比飙升42.1%，主要受耐用消费品生产环比增长381.2%的推动。英国工业产出环比反弹6.0%（4月：-20.2%），较其他国家而言上升相对温和，因其解除封锁的时间比欧元区国家晚得多。制造业产出带动了反弹，橡胶和塑料产品（32.5%）拉动制造业产出实现8.4%的月度增幅。但截至2020年5月的三个月与截至2020年2月的三个月相比，总产出下降了15.5%，这是由于制造业产出下跌了18.0%导致的。

图表 5：德国 5 月工业产出复苏态势较其欧元区邻国相对温和



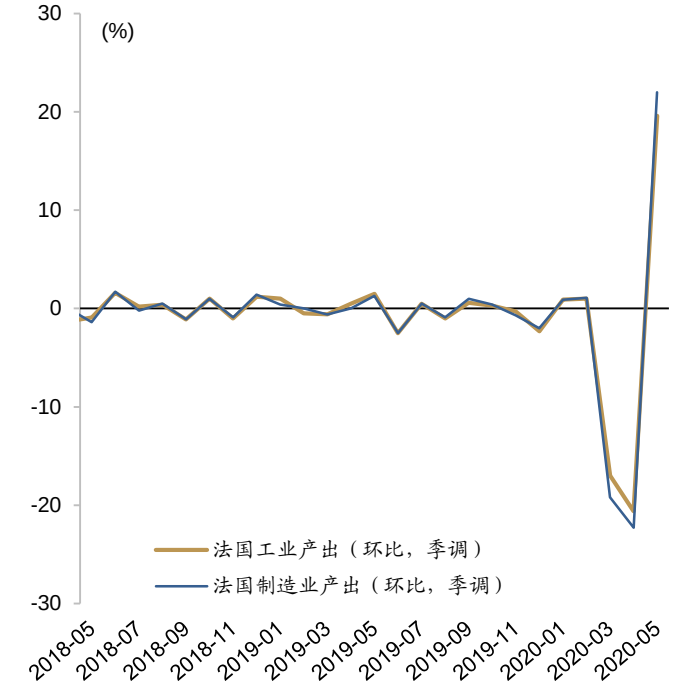
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 6：德国 5 月汽车产量反弹拉动整体工业产出复苏



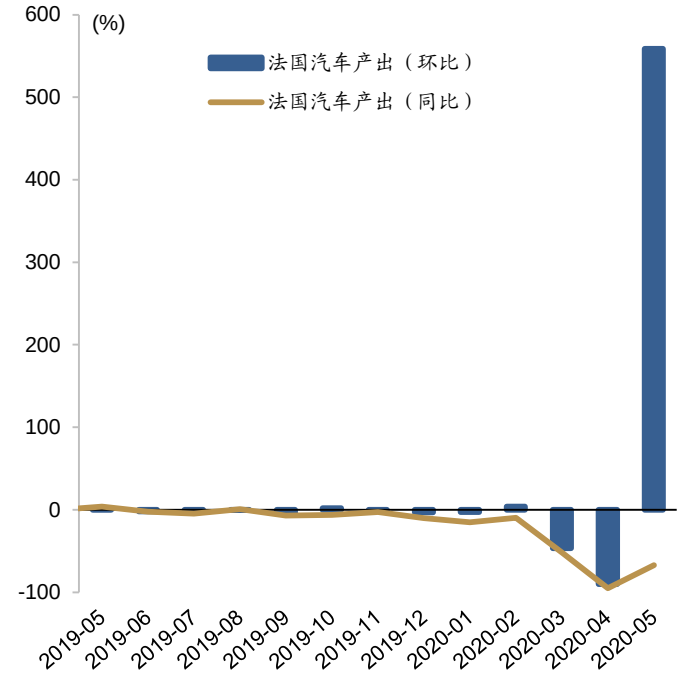
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 7：法国工业产出在经济重启后显示强劲复苏态势



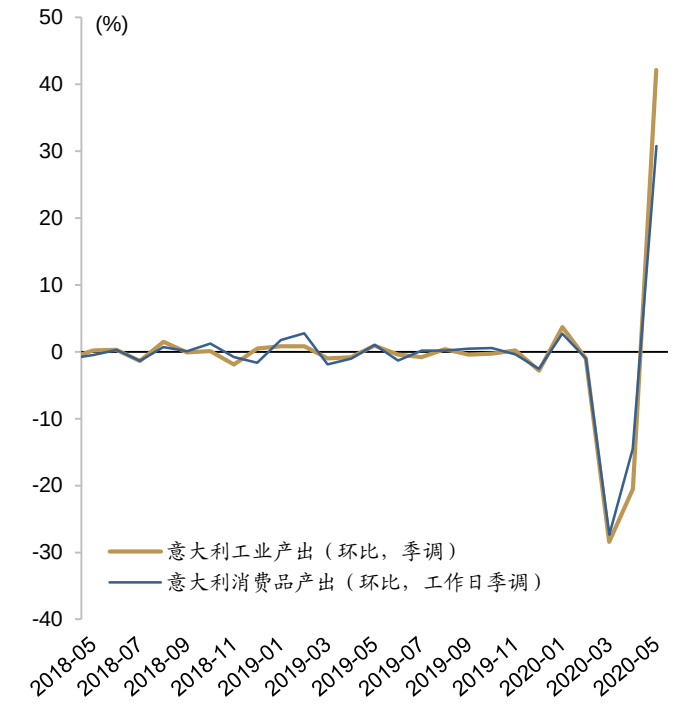
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 8：法国 5 月汽车产量在全国经济重启中飙升



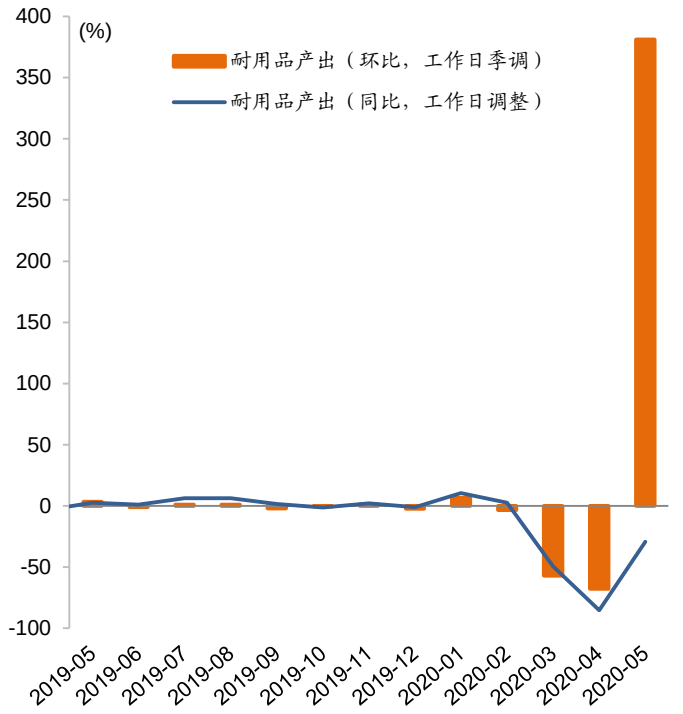
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 9：意大利 5 月工业产出环比增长为欧洲主要经济体中最高



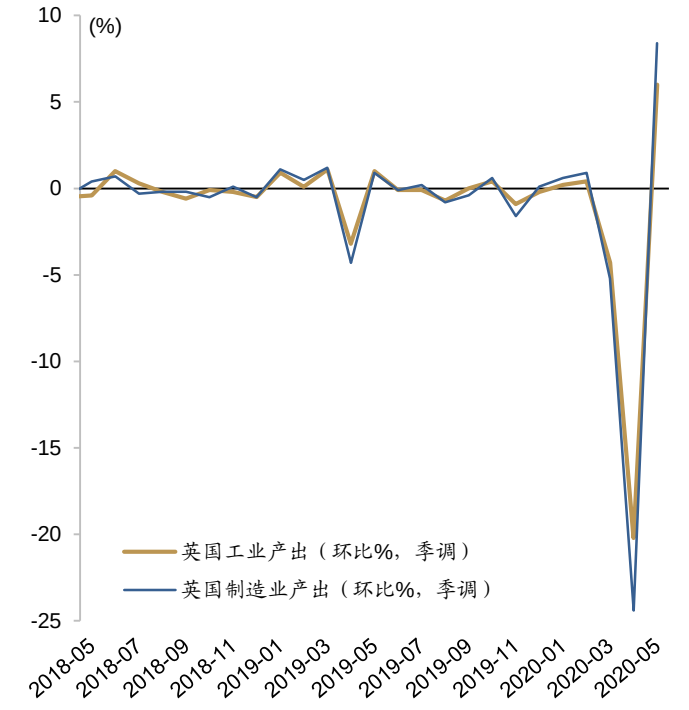
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 10：耐用消费品产出拉动意大利工业产出复苏



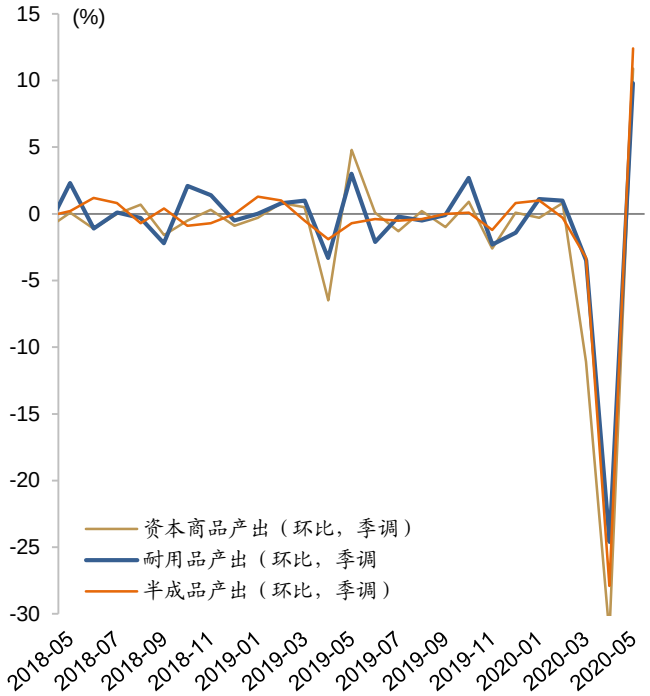
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 11：英国制造业产出拉动其工业产出复苏，虽然复苏态势相对温和



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 12：英国工业产出的分项复苏幅度较其他欧洲国家分布更加均衡

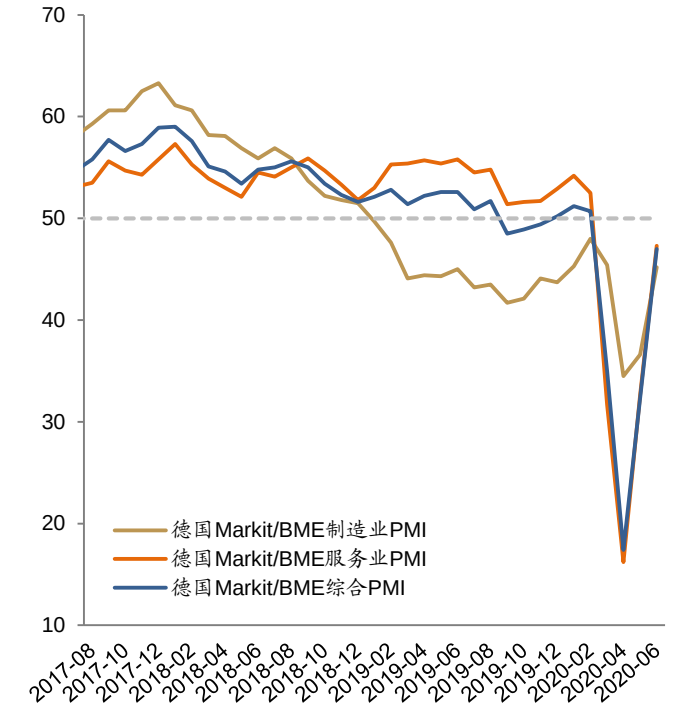


资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

商业景气度

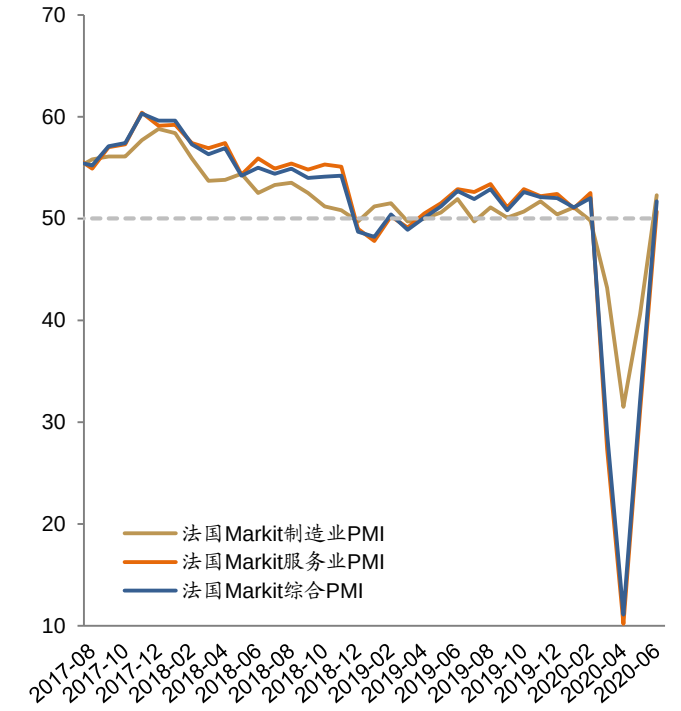
欧洲各主要经济体的采购经理人指数（PMI）在 4 月份均已触底，一些国家甚至在 6 月份恢复至枯荣线以上水平。6 月份，法国制造业和服务业 PMI 均升至 50 的临界点以上（分别为 52.3 和 50.7），4 月曾触底至 31.5 和 10.2。英国制造业 PMI 在 4 月份跌至 32.6 触底后，6 月份也达到 50.1，进入扩张区间；服务业 PMI 也修复至 47.1（4 月：13.4）。然而，欧元区整体的景气指数却稍差人意，6 月份制造业 PMI（47.4）和服务业 PMI（48.3）仍处于收缩区间。这在一定程度上是由于欧元区最大经济体-德国 6 月份所有 PMI 均仍然低于 50。

图表 13：德国的 PMI 仍处于收缩区间



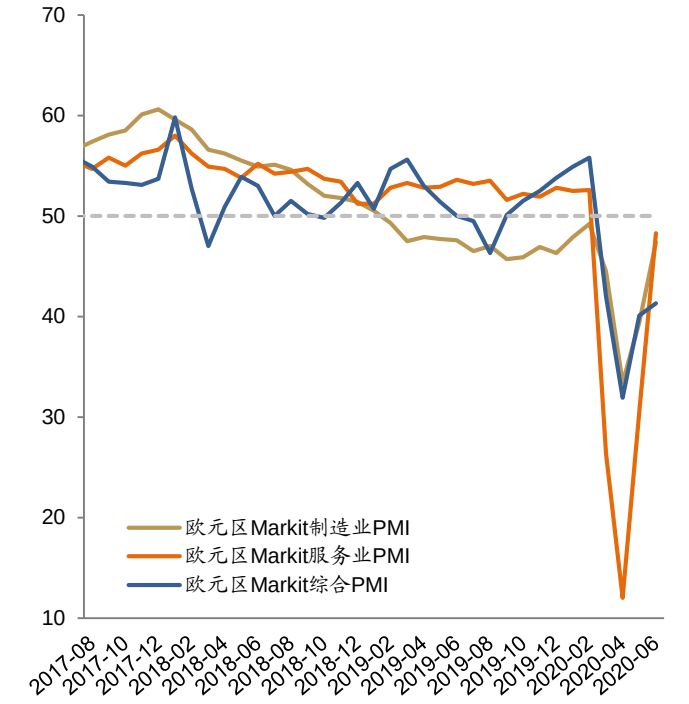
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 14：法国 6 月份 PMI 已反弹至扩张区间



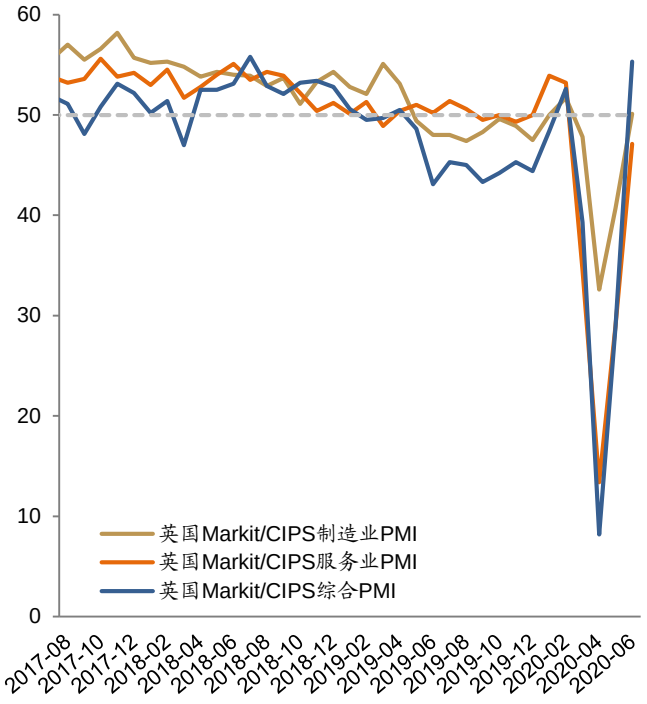
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 15：欧元区 PMI 出现明显反弹，但仍处于收缩区



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 16：英国 6 月份制造业和综合 PMI 已回升至扩张区间



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html 或 http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称"招商证券"）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及／或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司　版权所有

香港
招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828