

经济疲弱而股市向好，能否持续？

——欧元区 2023Q4 经济数据分析

核心观点：

欧元区经济仍低迷，勉强避免技术性衰退。 欧盟统计局 1 月 30 日公布初步数据，2023 年第四季度欧元区 GDP 环比增幅为 0%，超过此前市场预期的负 0.1%，勉强避免了陷入技术性衰退。按年同比增长 0.1%，较第三季度 0% 的增速亦稍有提高。主要受到葡萄牙和西班牙增长拉动，而爱尔兰、德国和立陶宛经济继续萎缩。特别是作为经济引擎的德国仍在停滞和衰退边缘徘徊。同一日的 IMF《世界经济展望》对今明两年全球经济前景更加乐观，却下调了欧元区和其主要成员国的增速预测。

前瞻：拖累因素部分减弱，但不会很快消除。 欧元区近三年的增长阻力重重：从疫情影响到供应链瓶颈，再到俄乌战争的爆发雪上加霜。欧盟在地缘政治变局中忙于寻找新的能源供给，虽暂时避免了能源危机，但也造成了通胀抬升并对经济产生了额外负担。为了应对通胀大幅走高，欧央行于 2022 年 7 月开启被动加息，连续 10 次加息后累计上调 450 个基点。当前欧元区经济的利好包括通胀压力在显著回落；消费者信心指数和采购经理指数 PMI 走高，显示近期对欧元区经济前景的预期开始企稳，甚至有小幅回升。可见，打击欧元区经济复苏动力的因素近期有所减弱，但我们认为出现显著起色仍需时间，主要是考虑到内外需求疲软、通胀前景尚存变数、加息影响持续、以及中东局势、难民问题等地缘政治风险加剧四个方面的拖累。

如何理解当前经济疲弱而股市向好？ 尽管欧洲经济表现仍在停滞甚至衰退边缘，欧洲股市在数据公布后仍然继续了多日的涨势，从去年 10 月底开始已累计上涨约 13%。当前经济疲弱但股市表现仍然向好，我们认为主要有几大原因：第一、欧股成分当中最大的一些企业近期盈利超预期；第二，欧股企业收入当中的海外占比较高，约四分之一的收入来自于美洲，约两成来自于亚太地区。因此尽管欧元区经济疲弱，全球经济整体向好也能够使得欧股受益，并显著分散风险。第三，目前欧股估值仍偏低。第四，降息预期升温。从以上主要的提振因素来看，欧股目前的上涨基础并不稳固。因此在近期欧股一路向好的势头面前应当需要谨慎，预计今年内仍有上涨空间，但大概率较过去三个月更加温和，股市表现与经济基本面的分化将会逐步收敛。

欧洲经济目前的疲软实际也是其长期困境的反映。 经济仍缺乏中长期动力，德国等传统引擎熄火，使得大幅改变经济模式势在必行。与美国相比欧洲缺乏科技巨头，欧股当中的科技、通讯和可选消费等板块占比也显著低于全球和美国指数。欧盟的财政状况不及美国，快速老龄化拖累公共财政和债务前景，而新兴科技领域的竞争无疑需要国家从政策和资金层面的大量投入。欧盟在科技领域的法律和规管非常严格，使得欧洲在培育新经济动能方面更加艰难。同时，贸易和投资保护主义的抬头也将进一步损害欧洲经济竞争力。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

图：欧元区增长停滞，勉强避免衰退



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

风险提示

1. 欧洲经济进一步下行的风险
2. 德国汽车工业转型不及预期的风险

一、欧元区经济仍低迷，勉强避免技术性衰退

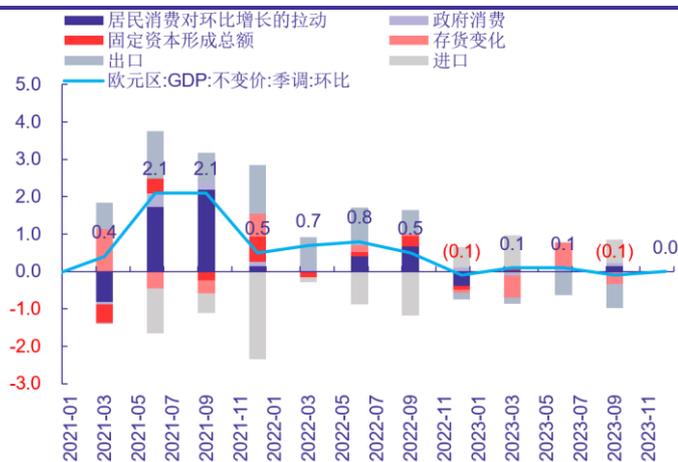
欧盟统计局 1 月 30 日公布的初步数据显示，2023 年第四季度欧元区 GDP 经季节调整后环比增幅为 0%，超过此前市场预期的负 0.1%，勉强避免了陷入技术性衰退（即连续两个季度环比 GDP 收缩）。按年同比增幅为 0.1%，较第三季度 0% 的增速亦稍有提高。

此次四季度经济数据小幅胜过预期，主要受到葡萄牙（环比增幅+0.8%）和西班牙（+0.6%）拉动，比利时和拉脱维亚也表现较好（均为+0.4%）。而爱尔兰（-0.7%）、德国和立陶宛（均为-0.3%）均出现下降。其中作为欧盟经济引擎的德国，第三季度 GDP 从负值上修到 0%，但第四季度经济更加低迷引发普遍忧虑，仍在停滞和衰退边缘徘徊。

数据公布后，欧元小幅上涨；欧洲股市继续走高，盘中创两年新高。泛欧斯托克 STOXX 600 指数收盘上涨 0.2%，连续第五个交易日上涨。法国和德国股市均收高，其中法国蓝筹股指数创历史新高。

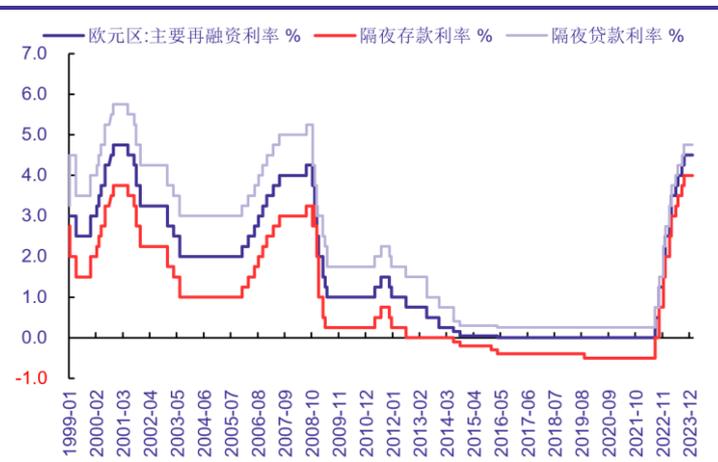
同一日 IMF 公布的《世界经济展望》对今明两年全球经济增长前景更加乐观，却下调了欧元区和其主要成员国的增速预测。考虑到俄乌战争的影响，IMF 预计欧元区在 2023 年仅将增长 0.5%，到 2024 年增长 0.9%，2025 年增长 1.7%。与 2023 年 10 月的预测相比，分别下调了 0.3 和 0.1 个百分点。

图 1：欧元区 2023Q4 GDP 增长停滞（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：欧元区刚走出连续 10 次的快速加息进程



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、前瞻：拖累因素部分减弱，但不会很快消除

欧元区近三年的增长阻力重重。从疫情的影响到供应链瓶颈，再到 2022 年俄乌战争的爆发，使得欧元区经济雪上加霜。欧盟在地缘政治变局中匆忙寻找新的能源供给，虽然暂时避免了能源危机，但也造成了通胀的抬升、并对经济产生了额外的负担。为了应对通胀大幅走高的问题，欧央行于 2022 年 7 月开启被动快速加息，连续 10 次加息后，累计抬升 450 个基点。

对欧元区经济的其中一项利好是区域内的通胀压力在显著回落。经过连续加息，欧元区调和 CPI 已经从 2022 年 10 月 10.6% 的同比峰值，下降到 2023 年 12 月的 2.9%。去除食品和能源的核心 CPI 亦在去年 12 月同步回落到同比 3.4% 的水平。

另一方面，消费者信心指数和采购经理指数 PMI 显示，近期对欧元区经济前景的预期开始企稳，甚至有小幅回升。欧元区综合 PMI 产出指数从 12 月的 47.6 上升到 1 月的 47.9，创六个月新高，尽管仍处在荣枯线以下，但降幅已经明显收窄。工业生产连续十个月收缩，但 1 月录得的制造业产量和新商品订单也都创 9 个月新高。需求的低迷仍在持续但有所缓解，服务业新业务跌幅进一步收窄。

可见，打击欧元区经济复苏动力的因素近期有所减弱，但我们认为出现显著起色仍需时间，主要是考虑到需求疲软、通胀前景存变数、加息影响持续、以及地缘政治风险四个方面的拖累。第一，由于当前欧元区经济复苏缺乏明显引擎，外需又持续疲软，新订单指数已经连续 23 个月低于产出指数，意味着企业仍在依靠已有积压订

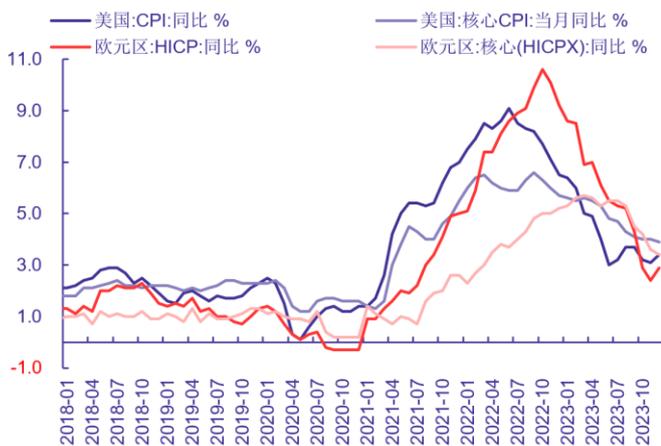
单维维持营运产出水平，一旦积压订单数持续降低，产出的增长将受到很大影响。

第二，通胀前景仍存在变数。欧元区 CPI 在去年 12 月又有所反弹，服务业通胀抬升意味着收入和物价上涨压力持续存在，与此同时“红海危机”和中东局势等地缘政治因素对供应链和物价回落再增添不确定因素。预计“红海危机”很难在短期内解除，或许将持续数月甚至一年，预计高昂运费、设备短缺、运力减少、运输时间延长将会持续一段时间，欧洲就是受影响最大的地区之一。如果中东危机升级，对欧洲通胀构成更加显著的上行压力，则推迟降息也不无可能。

第三，虽然欧央行在 1 月的议息会议声明中删除了有关物价压力和劳动力成本居高不下的措辞，为夏季甚至更早降息打开了窗口，但高利率仍将在今年大部分时候持续，而且利率对实体经济的影响仍需要较长时间传导，将持续打击私人消费意愿和企业支出，对经济复苏构成额外负担。

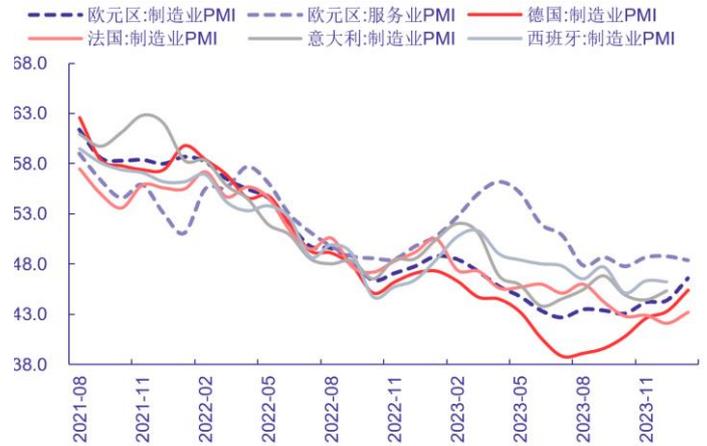
第四，今年 6 月的欧盟选举很有可能导致政治两级分化加剧，极右翼等极端主义抬头。俄乌冲突和中东局势有可能促使难民问题升温、甚至引发新一波难民危机，对乌克兰的援助也将给欧盟财政增加额外负担。这些因素都对未来几个月欧元区经济前景增添了风险。

图 3：欧元区通胀显著回落



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：欧元区 PMI 指数边际向好



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：欧元区消费者信心指数走高



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：欧元区制造业仍低迷



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、 如何理解当前经济疲弱而股市向好？

尽管欧洲经济表现仍在停滞甚至衰退边缘，欧洲股市在数据公布后仍然继续了多日的涨势，泛欧斯托克600指数和主要国家指数均上涨，意味着从去年10月底开始的欧股升势仍在继续，已经累计上涨约13%。当前经济疲弱但股市表现仍然向好，我们认为主要有几大原因：

- 第一， 欧股成分当中最大的一些企业近期盈利超预期。例如，荷兰半导体设备制造商艾司摩尔（ASML）股价在1月24日收盘飙涨近10%，创下历史新高，主要受益于电脑晶片市场复苏，去年4季度财报优于预期。奢侈品集团轩尼诗-路易威登（LVMH）股价受到4季度超预期盈利的强劲提振，于1月25日上涨超过12%，并同时推高开云集团和爱马仕等奢侈品巨头的股价。
- 第二， 欧股企业收入当中的海外占比较高。以泛欧斯托克600指数为例，仅有约一半的收入来自于欧洲本土，还有约四分之一的收入来自于美洲，约两成的收入来自于亚太地区。市值最大的上市企业例如雀巢、联合利华、罗氏、西门子等公司均在全球开展业务。因此尽管欧元区经济疲弱，全球经济整体向好也能够使得欧股受益，并显著分散风险。
- 第三， 目前欧股的估值仍低，不论和历史水平纵向对比、还是与其他国家市场横向对比，都仍在处于低位。泛欧斯托克全指数市净率仅为1.8倍，预测市盈率仅为13倍；对应标普500，则分别达到4.1倍和21倍。
- 第四， 即将降息的预期也带来整体和结构性的机会。近期市场对欧央行今年降息的预测比较激进，押注4月开始降息。欧股和美股目前受货币政策的影响状况比较相似，投资者对于美联储和欧央行的降息时点预测都在提前，成为支撑股市的重要政策因素。

从以上主要的市场提振因素来看，欧股目前的上涨基础并不稳固。欧洲区内的经济疲软，仍将拖累占到欧股近一半比重的周期股。海外经济复苏路径仍不清晰，盈利能否持续超预期是重要问题。降息的乐观预期也会大幅波动并且难以持续。因此，在目前欧股一路向好的势头面前，应当需要谨慎，预计今年内仍有上涨空间，但大概率较过去三个月更加温和，股市表现与经济基本面的分化将会逐步收敛。

四、 欧洲经济仍缺乏中长期动力

欧洲经济目前的疲软实际也是其长期困境的反映。德国等传统经济引擎熄火，使得大幅改变经济模式势在必行。与美国相比，欧洲也缺乏科技巨头，欧股当中的科技、通讯和可选消费等板块占比也显著低于全球和美国指数。新兴科技领域的竞争无疑需要国家从政策和资金层面的大量投入，但欧盟的财政状况不及美国，快速老龄化拖累公共财政和债务前景。而且，欧盟在科技领域的法律和规管非常严格，使得欧洲在培育新经济动能方面更加艰难。

图 7： 欧洲股市指数板块权重与美国及全球的对比

指数 板块 权重 (%)	MSCI欧洲			MSCI全球			MSCI美国		
	防御	周期	长期增长	防御	周期	长期增长	防御	周期	长期增长
	32.07	46.92	20.99	24.04	34.89	41.07	23.23	28.13	48.65
	医疗保健	金融	科技	医疗保健	金融	科技	医疗保健	金融	科技
	15.3	17.98	7.29	12.12	15.17	23.02	12.41	12.76	29.19
	必须消费	工业	可选消费	必须消费	工业	可选消费	必须消费	工业	可选消费
	11.55	15.97	10.61	6.84	11.11	10.88	6	9	10.85
	公共事业	原材料	通讯服务	公共事业	原材料	通讯服务	公共事业	原材料	通讯服务
	4.32	7.24	3.09	2.61	4.14	7.17	2.26	2.45	8.61
	房地产	能源		房地产	能源		房地产	能源	
	0.9	5.73		2.47	4.47		2.56	3.92	

资料来源：MSCI, 中国银河证券研究院

贸易和投资保护主义的抬头将进一步损害欧洲经济竞争力。一个最近的例子是，1月24日，欧盟发布了“欧洲经济安全一揽子计划”（European Economic Security Package）相关立法草案，将进一步收紧外国直接投资的审查力度。如果草案正式通过，对欧洲安全的考虑将由软性建议改为强制要求，并拓宽了限制领域，包括了航空和通讯等关键基础设施，AI和半导体等关键技术，原材料等关键资源的供给等。如果法案通过，将导致外国资金对欧洲的太阳能光伏、储能、新材料、半导体等热点领域的投资造成重大影响，进而反噬欧洲自身经济。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中： A 股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐： 相对基准指数涨幅 10%以上 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐： 相对基准指数涨幅 20%以上 谨慎推荐： 相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn