

欧洲宏观月报

永安期货研究中心宏观团队

2024年1月7日

Contents

目录

- 01 综述
- 02 经济数据
- 03 政策动态
- 04 资产表现

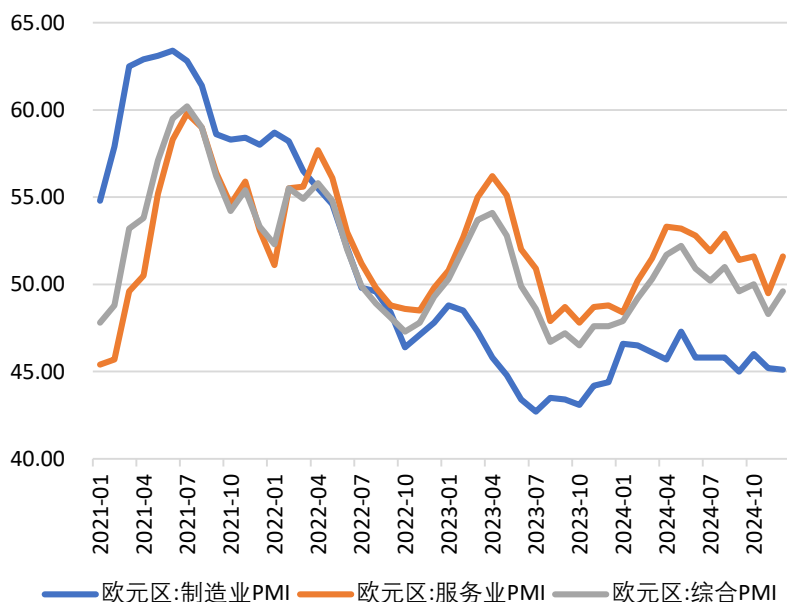
整体评估	欧元区经济活动疲软的同时，俄罗斯天然气减供原因导致价格还在上涨。12月欧洲央行对利率的表态删除“限制性”态度，市场定价2025年降息100BP。	
基本面	经济	12月制造业PMI延续疲软，服务业PMI回升，带动总体PMI上行。天然气价格提高带动通胀上涨，但是核心通胀仍然维持不变。私人消费不佳，裁员率提高。欧元区第四季度的增长可能表现一般。
	政策	财政政策方面，欧盟将再次实施预算管理制度，对部分高赤字国家启动“过度赤字程序”，其中法国财政压力较大，但是财政缩减的速度可能慢于此前预期。货币政策方面，欧央行预计继续降息，对于经济的担忧可能提前于通胀。
	资产	12月德美利差继续呈现下行趋势，欧元兑美元快速下跌，主要矛盾在于美债利率的快速上行。法国议政治不确定性使得法德国债利差从2024Q2开始明显上升，目前仍然处于高位，这将对欧元的反弹形成阻力。
主要矛盾	目前欧元区面临的首要问题并非通胀反弹，而是经济（制造业）继续恶化，因此降低利率来稳定增长对欧元区至关重要。美元：警惕美元继续走强风险，除特朗普影响外，关注美欧利差，如果联储暂停降息，欧央行继续降息，则有欧元兑美元跌破平价的可能。	
策略	预计欧央行1月继续降息25BP，经济基本面叠加政治风险的情况下，欧元长期看贬值，逢高空。	

1.1 PMI:12月制造业延续疲弱，服务业恢复扩张

- 12月欧元区PMI终值数据好坏参半，综合PMI数据继续低于50.0，主要是由于制造业PMI收缩引起的，而服务业PMI景气度回升。分项上面，新订单与产出下降，商业活动和就业继续下降，企业对未来一年的增长预期依然疲弱。
- 分国家来看，法国表现最弱，其次是德国，而意大利的产出仅略有下降。其他有综合PMI数据的国家中，西班牙逆势而上，经济活动继续扩张，由旅游业和移民带动。

表1 分国家PMI数据

图1 欧元区PMI数据



时间	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月
综合PMI										
欧元区	49.6	48.3	50	49.6	51	50.2	50.9	52.2	51.7	50.3
德国	48	47.2	48.6	47.5	48.4	49.1	50.4	52.4	50.6	47.7
法国	47.5	45.9	48.1	48.6	53.1	49.1	48.8	48.9	50.5	48.3
意大利	49.7	47.7	51	49.7	50.8	50.3	51.3	52.3	52.6	53.5
西班牙	56.8	53.2	55.2	56.3	53.5	53.4	55.8	56.6	55.7	55.3
英国	50.4	50.5	51.8	52.6	53.8	52.8	52.3	53	54.1	52.8
美国	55.4	54.9	54.1	54	54.6	54.3	54.8	54.5	51.3	52.1
制造业PMI										
欧元区	45.1	45.2	46	45	45.8	45.8	45.8	47.3	45.7	46.1
德国	42.5	43	43	40.6	42.4	43.2	43.5	45.4	42.5	41.9
法国	41.9	43.1	44.5	44.6	43.9	44	45.4	46.4	45.3	46.2
意大利	46.2	44.5	46.9	48.3	49.4	47.4	45.7	45.6	47.3	50.4
西班牙	53.3	53.1	54.5	53	50.5	51	52.3	54	52.2	51.4
英国	47	48	49.9	51.5	52.5	52.1	50.9	51.2	49.1	50.3
美国	49.4	49.7	48.5	47.3	47.9	49.6	51.6	51.3	50	51.9
服务业PMI										
欧元区	51.6	49.5	51.6	51.4	52.9	51.9	52.8	53.2	53.3	51.5
德国	51.2	49.3	51.6	50.6	51.2	52.5	53.1	54.2	53.2	50.1
法国	49.3	46.9	49.2	49.6	55	50.1	49.6	49.3	51.3	48.3
意大利	50.7	49.2	52.4	50.5	51.4	51.7	53.7	54.2	54.3	54.6
西班牙	57.3	53.1	54.9	57	54.6	53.9	56.8	56.9	56.2	56.1
英国	51.1	50.8	52	52.4	53.7	52.5	52.1	52.9	55	53.1
美国	56.8	56.1	55	55.2	55.7	55	55.3	54.8	51.3	51.7

资料来源：永安期货研究中心

1.2 能源价格抬升导致通胀上行

- 欧元区12月HICP初值同比2.4%（前值2.2%），反弹幅度略超出市场预期，连续两个月上行。俄罗斯终止从乌克兰过境向欧洲运输天然气，导致短期欧洲天然气价格上涨，叠加去年能源分项的低基数，导致了本月通胀价格的抬升。短期看来欧元区的通胀压力仍在。不过长期来看，随着欧盟逐步削减传统能源消费量，以及俄罗斯表示会通过波兰等其他途径绕道，判断长期能源价格仍然下行。剔除了能源和食品价格的核心HICP初值同比2.7%（前值2.7%）仍然可控。
- 具体水平上，德国、法国、意大利、西班牙这四个权重超过10%的国家通胀压力尚可，基本处于2%附近。
- 通胀水平比较高的国家有比利时、荷兰、克罗地亚、爱沙尼亚、斯洛伐克、希腊，通胀水平基本在3%以上。

图1 欧元区CPI数据分项

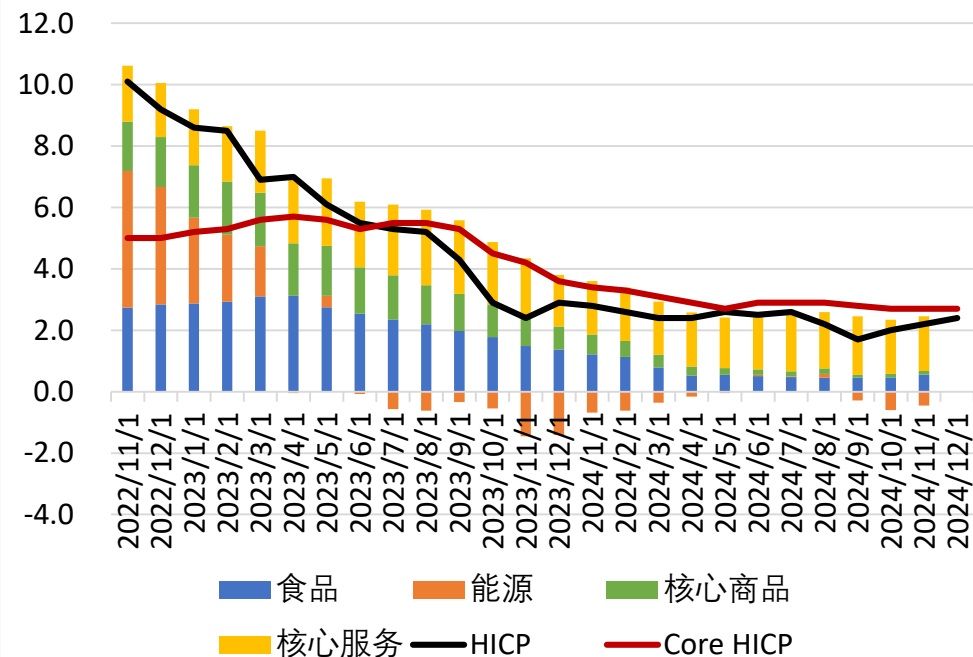


图2 欧元区国家CPI

权重排序	欧元区	权重 (%)	Dec-24	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01
1	德国	27.1%	2.8	2.4	2.4	1.8	2.0	2.6	2.5	2.8	2.4	2.3	2.7	3.1
2	法国	19.6%	1.8	1.7	1.6	1.4	2.2	2.7	2.5	2.6	2.4	2.4	3.2	3.4
3	意大利	16.6%	1.4	1.6	1.0	0.7	1.2	1.6	0.9	0.8	0.9	1.2	0.8	0.9
4	西班牙	11.5%	2.8	2.4	1.8	1.7	2.4	2.9	3.6	3.8	3.4	3.3	2.9	3.5
5	荷兰	5.7%	3.9	3.8	3.3	3.3	3.3	3.5	3.4	2.7	2.6	3.1	2.7	3.1
6	比利时	3.8%	4.4	5.0	4.5	4.3	4.3	5.4	5.4	4.9	4.9	3.8	3.6	1.5
7	奥地利	3.5%	2.1	2.0	1.8	1.8	2.4	2.9	3.1	3.3	3.4	4.1	4.0	4.3
8	葡萄牙	2.5%	3.1	2.7	2.6	2.6	1.8	2.7	3.1	3.8	2.3	2.6	2.3	2.5
9	希腊	2.3%	2.9	3.0	3.1	3.1	3.2	3.0	2.5	2.4	3.2	3.4	3.1	3.2
10	芬兰	1.8%	1.7	1.9	1.5	1.0	1.1	0.5	0.5	0.4	0.6	0.6	1.1	1.1
11	爱尔兰	1.7%	1.1	0.5	0.1	0.0	1.1	1.5	1.5	2.0	1.6	1.7	2.3	2.7
13	斯洛伐克	0.9%	3.1	3.6	3.5	2.9	3.2	3.0	2.4	2.6	2.4	2.7	3.8	4.4
12	克罗地亚	0.8%	4.5	4.0	3.6	3.1	3.0	3.3	3.5	4.3	4.7	4.9	4.8	4.8
14	立陶宛	0.6%	1.8	1.1	0.1	0.4	0.8	1.1	1.0	0.9	0.4	0.4	1.1	1.1
15	斯洛文尼亚	0.5%	2.1	1.6	0.0	0.7	1.1	1.4	1.6	2.5	3.0	3.4	3.4	3.4
16	卢森堡	0.4%	1.6	1.1	0.9	0.8	1.7	2.7	2.8	3.2	3.0	3.2	3.2	3.0
17	拉脱维亚	0.3%	3.4	2.3	2.1	1.6	0.9	0.8	1.5	0.0	1.1	1.0	0.6	1.1
18	爱沙尼亚	0.3%	4.1	3.8	4.5	3.2	3.4	3.5	2.8	3.1	3.1	4.1	4.4	5.0
19	塞浦路斯	0.3%	3.1	2.4	1.6	1.6	2.2	2.4	3.0	3.0	2.1	1.6	2.1	2.1
20	马耳他	0.1%	2.1	2.3	2.4	2.1	2.4	2.3	2.2	2.3	2.4	2.7	3.0	3.7

1.3 经济意外指数边际转好

- 11月经济数据表现差于市场预期，12月经济数据边际好转，欧洲经济经济意外指数回升。
- 从经济意外指数来看，欧洲经济还没有到企稳回升的拐点。

图1 欧美经济意外指数



1.4 就业市场收到制造业拖累

- 职位空缺率从第一季度的2.9%下降至第二季度的2.6%，说明劳动力需求有所放缓。
- 欧元区企业进行降本增效，裁员率是四年中最高的(与10月持平)。裁员再次完全由制造业驱动，因为服务业企业员工人数的小幅和缓慢增长未能抵消工厂的紧缩。

图1 欧元区就业数据

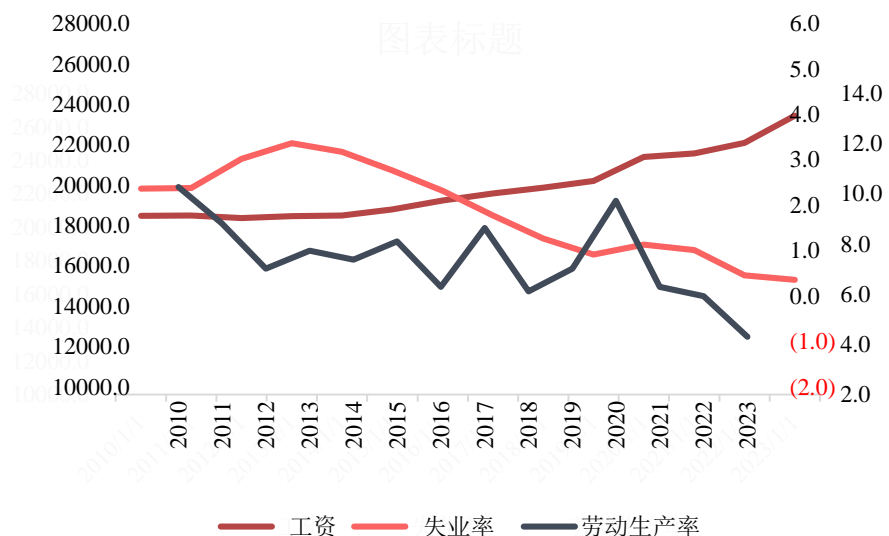


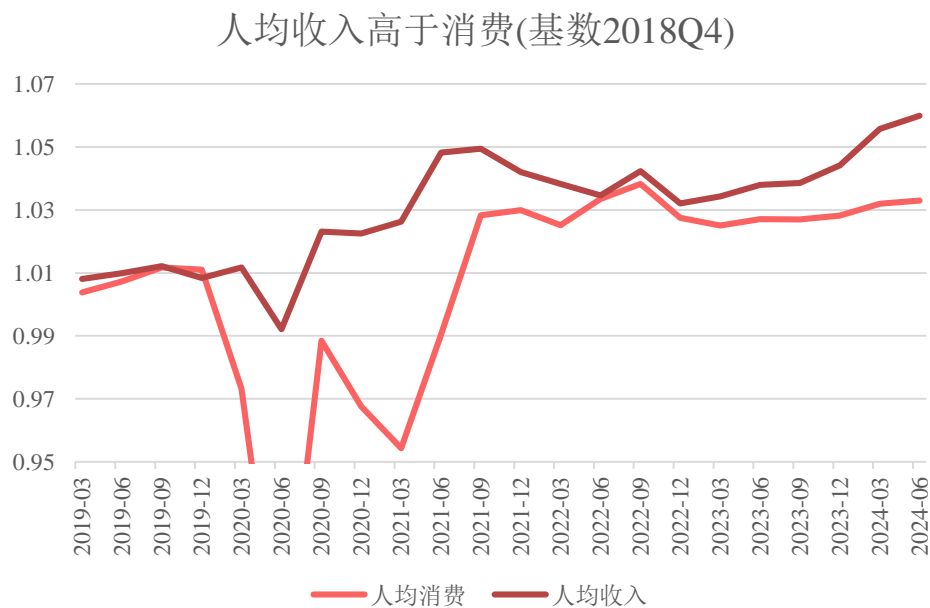
图2 欧元区职位空缺

欧元区职位空缺率 (需求/劳动力短缺情况)



1.5私人消费表现不佳

- 因为居民对经济前景较为悲观，虽然欧元区工资增长，但是私人消费表现不佳，反而储蓄率上升。



1.6 三季度GDP边际好转，第四季度增长

- 第三季度GDP同比0.9%，较二季度有所上升，主要拉动项是资本形成，拖累项是进口。各国之间差异较大，主要国家中西班牙>法国>意大利>德国。由于PMI等领先数据表现疲软，欧元区第四季度的增长可能仍然表现一般。

图1 欧元区GDP数据分项

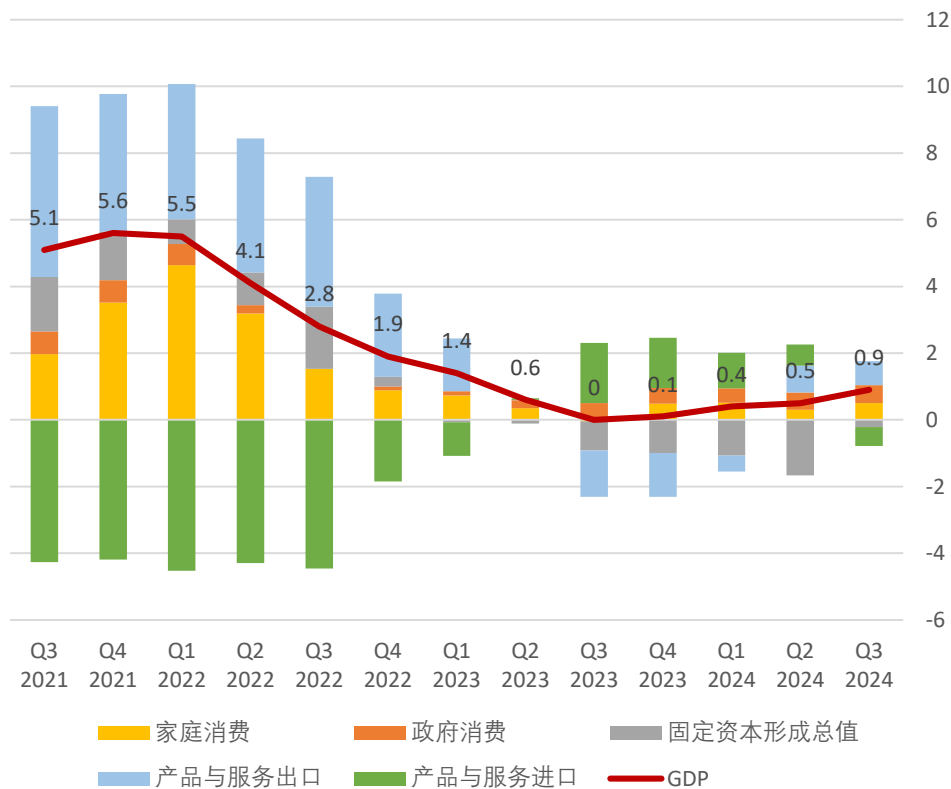


图2 欧元区各国GDP

国家	2024 Q3	2024 Q2	2024 Q1	2023 Q4	2023 Q3	2023 Q2	2023 Q1
欧元区	0.9	0.5	0.4	0.1	0	0.6	1.4
德国	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2	-0.3	0.1	0.2
法国	1.2	0.9	1.4	1.2	0.9	1.3	1.1
意大利	0.4	0.7	0.3	0.3	0.1	0.5	2.3
西班牙	3.4	3.2	2.6	2.3	2.2	2.4	3.9
荷兰	1.9	0.6	-0.7	-0.6	-0.9	-0.5	2.4
比利时	1.2	0.9	0.8	0.6	0.6	1.3	2.5
奥地利	-0.8	-1.4	-1.5	-2.4	-1.8	-1.1	2
芬兰	0.4	-1.5	-1.5	-1.7	-2.1	-0.7	-0.5
希腊	2.4	2.3	2.2	2.1	2.2	3	2
葡萄牙	1.9	1.6	1.4	2.1	1.8	2.9	3.3
爱尔兰	2.5	-3.2	-4.2	-9.9	-8.3	-3.9	-0.3
斯洛伐克	1.7	2.1	2.7	0	0	0	0
卢森堡	1.2	-0.1	-0.7	-0.5	-2	-0.6	-1.3
斯洛文尼亚	1	0.7	1.9	2.8	2.5	2.4	1.8
拉脱维亚	-1	0	0.2	1.1	2.3	1	0.3
爱沙尼亚	-0.6	-1.1	-1.4	-2.3	-2.9	-2.9	-4.3
塞浦路斯	3.8	3.5	3.8	2.7	2.4	2.2	3.1
立陶宛	2.4	1.5	2.7	0.7	0.9	1.6	-1.5
马耳他	5.4	5.8	7	6.4	7.2	9.2	5.3

2.1 政坛动荡对经济造成拖累

- 2024年下半年，欧洲主要国家政坛动荡，德国联邦议院自2005年以来首次解散，即将进行议会选举。而法国则自1997年以来首次提前举行国民议会选举。西班牙也面临2025年预算协议分歧的问题。
- 从数据可以看出，过去十年欧洲民粹主义尤其是极右翼政党在欧洲的实力显著增强。这种反建制派的崛起，限制了主流政党在议会中获得稳定多数席位的执政能力，党派分歧加大。
- 欧洲经济政策不确定性指数急速上升，政治分歧可能会直接影响这些国家处理当前重大经济问题的能力，例如提高生产率、应对美国关税等冲击。

图1 党派分歧加大

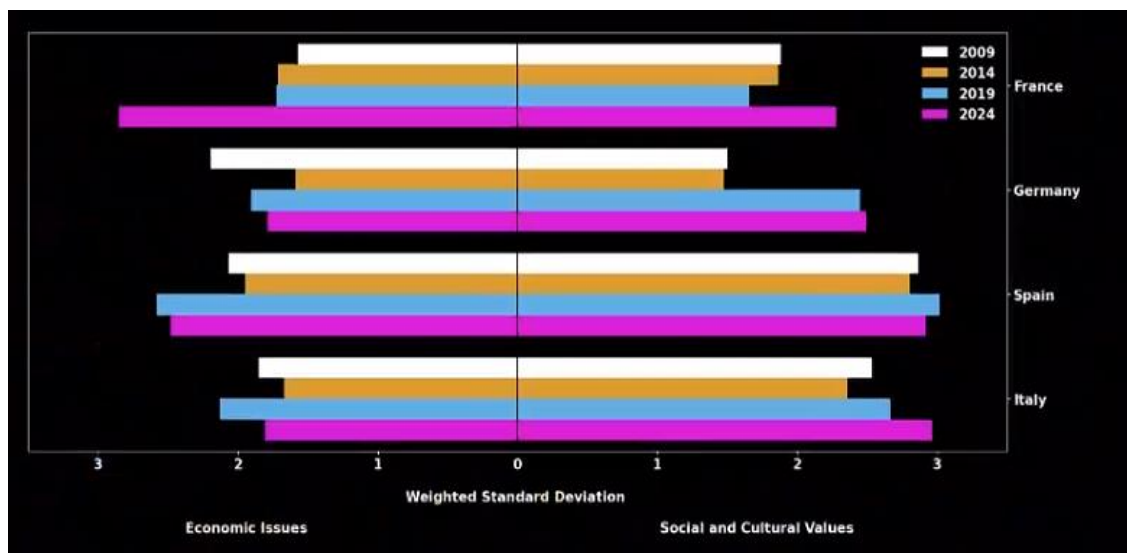
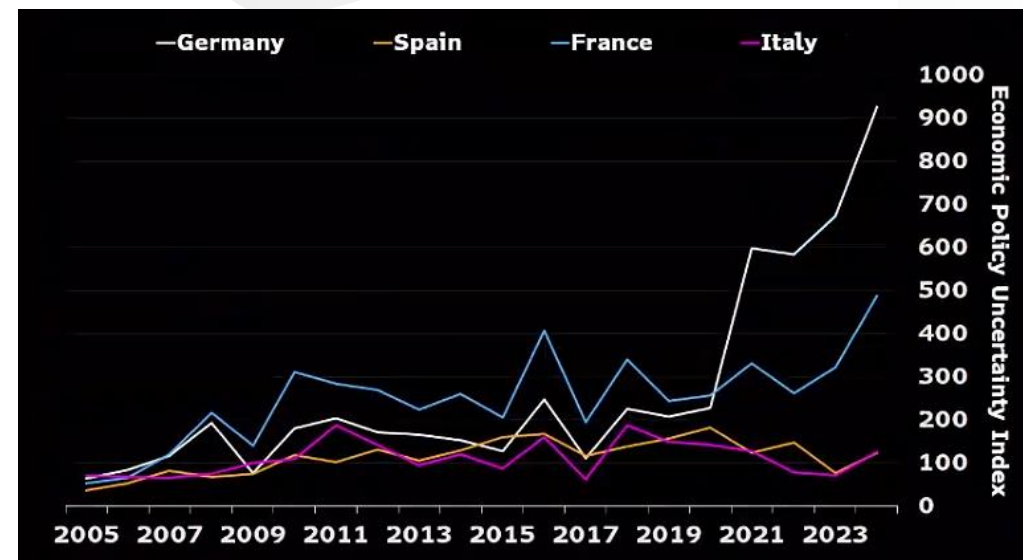


图2 政治经济不确定性上升



2.2 财政紧缩步伐可能慢于预期

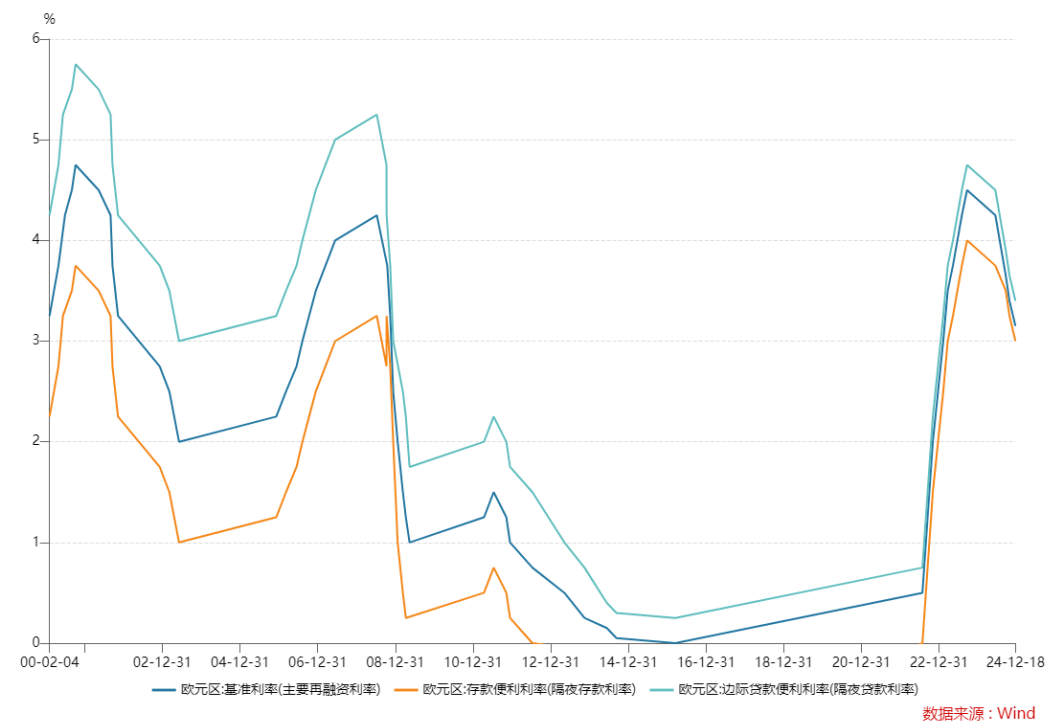
- 2024年11月26日，欧盟委员会发了一篇名为《欧洲2025年度：将新的经济治理框架付诸实践》的报告，可能成为未来几年内制定财政和经济政策的关键支撑。从计划支出中看，预计2025年欧元区的财政政策将略有紧缩。分国家来看，对5个成员国（芬兰、法国、意大利、罗马尼亚和西班牙）的财政紧缩时间从原定的4年延长至7年，对8个成员国（西班牙、葡萄牙、法国、比利时、奥地利、芬兰、荷兰和爱尔兰）启动过度赤字程序，对于这些国家而言短期可能会减少公共支出或提高税收。
- 主要国家中，法国财政面临巨大压力，法国新财政部长伦巴第上任，计划**放慢削减赤字的步伐**以寻求经济增长，目标将2025年赤字率控制在GDP的5%-5.5%（此前被不信任动议的财政法案是5%），在2029年实现赤字率到3%。不过，实现预算目标还需要取得国民议会控制权，新政府的政治基础十分薄弱，法案未来还存在较大不确定性。

2.3 ECB价格型工具：三大政策利率

- 欧央行三大政策利率是主要再融资业务利率、存款便利利率、边际贷款利率，三者之间保持固定利差。
- 12月欧央行议息会议宣布降息25BP后存款便利利率降至3.00%，主要再融资业务和边际贷款便利的利率分别降至3.15%和3.40%。



图1 欧央行三大利率



2.4隔夜利率市场预期欧央行1月继续降息

- 目前欧元区面临的首要问题并非通胀反弹，而是经济（制造业）继续恶化，因此降低利率来稳定增长对欧元区至关重要。
- 货币政策方面，欧央行1月降息的预期仍然比较充分，主要原因是经济比较疲软。目前名义通胀虽然有反弹，但是不足以对欧央行降息步伐形成阻碍，美联储今年大概率继续降息的情况下，欧央行可能继续降息。
- 幅度上认为1月可能降25BP，因为近期政策制定者的表示希望降息能循序渐进，还需要观察数据走势。如果经济数据进一步令人失望，或者通胀率在2025年初下降得更快，可能意味着欧洲央行届时将加速降息。若通胀进一步反弹，则可能放缓步伐。
- 小概率事件：美联储暂停降息，欧央行继续降息，则有欧元兑美元跌破平价的可能。
- 对于降息态度的变化：
 - 12月央行声明中，删除了“限制性”的提法。欧洲央行称，通胀前景、核心通胀及其传导将决定未来的利率路径。交易员们对欧洲央行的利率预期保持稳定，预计2025年将降息100个基点。这说明，欧央行声明中偏谨慎的态度有所改变，对未来的降息持更加开放的态度。

地区: 欧元区 »	工具: 隔夜指数掉期 »				
目标利率 3.0000	定价日期 01/08/2025				
有效利率 2.9180	当前隐含隔夜利率 2.916				
会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
01/30/2025	-0.981	-98.1%	-0.245	2.671	0.250
03/06/2025	-2.065	-108.4%	-0.516	2.400	0.250
04/17/2025	-2.787	-72.2%	-0.697	2.219	0.250
06/05/2025	-3.380	-59.3%	-0.845	2.071	0.250
07/24/2025	-3.583	-20.3%	-0.896	2.020	0.250
09/11/2025	-3.865	-28.3%	-0.966	1.950	0.250
10/30/2025	-3.985	-11.9%	-0.996	1.920	0.250
12/18/2025	-4.105	-12.1%	-1.026	1.890	0.250

3.1 股指

- 欧洲经济复苏乏力的拖累，目前，投资者暂时忽略了这些担忧，欧洲央行(ECB)降息的预期提振。
- 而法国股指此前一路向下后企稳，除了经济基本面的问题之外，政府的动荡是主要原因。

图1 欧洲股指



数据来源: Wind

3.2 国债和汇率

- 德美利差和欧元兑美元在大多时候都保持着正相关性，10月以来因为美债利率上行，德美利差呈现下行趋势，欧元快速下跌，主要矛盾在美国。
- 欧元区内部：2024年7月的法国议会选举中出现左翼、中间派、极右翼“三足鼎立”的局面，政治不确定性大幅上升，法德国债利差从2024Q2开始明显上升，目前仍然处于高位。德法10年期国债收益率利差已经跌至新低，这将对欧元的反弹形成阻力，欧元继续逢高做空的思路。

图1 美国和德国利差

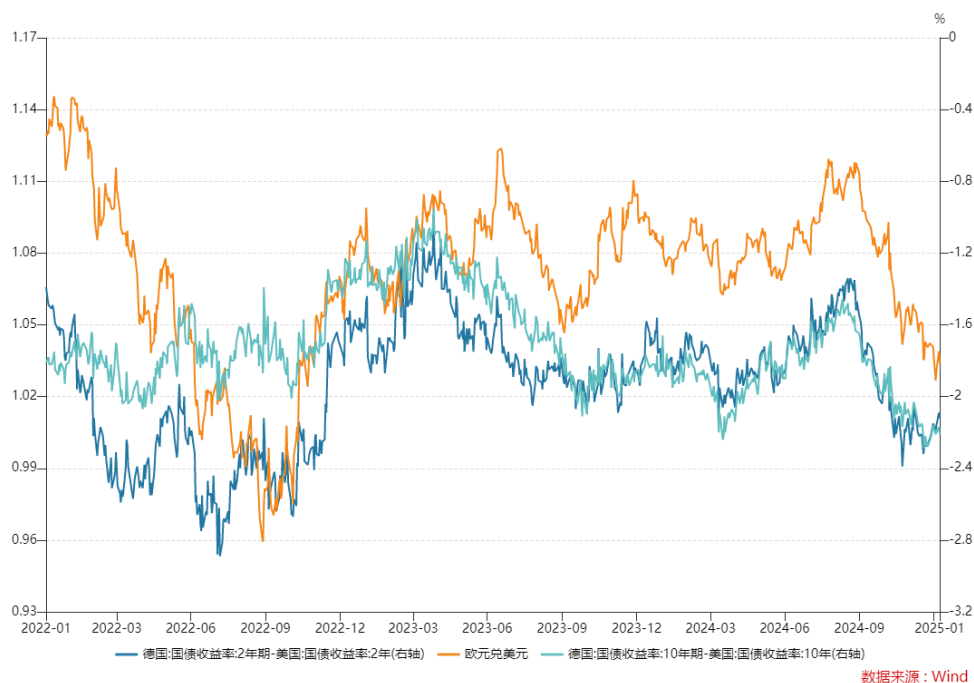
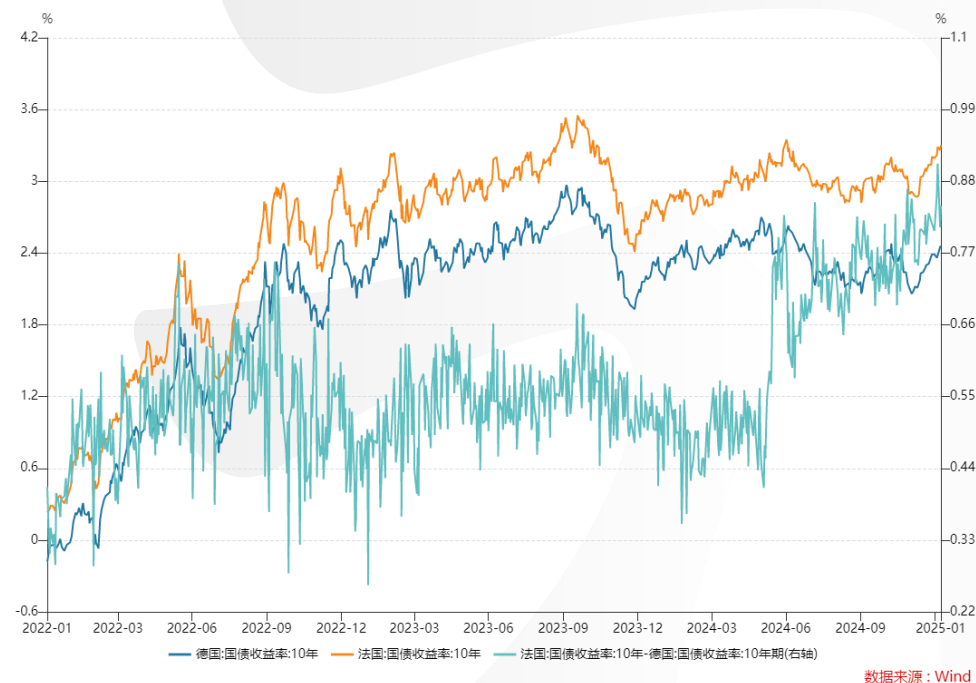


图1 法国和德国利差





股票代码：600927

谢谢
THANKS

www.yafco.com



永安期货官微



永安期货APP

免责声明

以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但我司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们提供的全部分分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我司均不承担任何责任。