

欧洲局势四部曲

摘要

欧洲经济一体化历史表明，在经济增长和一体化之间有密切联系，在经济扩张时期，由于迅速的经济增长和失业的下降缓和了内部一体化的矛盾，也削弱了国家保护主义的抵制力量，而一旦经济进入衰退，则会导致国家保护主义的复苏，致使一体化停滞甚至倒退。欧洲经济政策的三重目标是增长、稳定、凝聚，当经济增长强劲时，稳定和凝聚就可以维持，而一旦增长无法实现，则欧洲的稳定和团结就会成为一大问题，欧债危机是欧洲各国经济矛盾逐渐积累的具体体现。

始于 2015 年下半年的难民危机对于欧洲来说不啻于一场噩梦，2015 年上半年欧洲新增的非法难民就已超过 2014 年的总和，而且 2014 年难民人数已经创下历史记录，这对于仍陷在经济泥潭里的欧洲来说无异于雪上加霜。难民问题对于欧洲的冲击主要表现在两个方面：一是导致欧洲国家内部的矛盾日益激烈；二是导致民粹主义的兴起。

目前法国和德国大选是欧洲最大的变数，法国方面，勒庞已在第一轮投票中持续领先，如果她在第二轮投票中胜出的话，即使默克尔连任，欧洲也将走上风雨飘摇之路，欧元兑美元跌破平价将是大概率事件；与法国相比，德国大选的风险不至于那么高，但也存在较大不确定性，由于选择党的冲击，目前默克尔的基民盟支持率大幅下滑，已被联合执政的社民党超过，如果这种情况持续下去，而且支持率第一的社民党不与基民盟联合执政的话，德国未来的政策会存在较大不确定性，一旦同时出现勒庞当选和默克尔败选的情况，那么欧洲走上分崩离析的道路将是必然的，届时欧元将可能不复存在，也将极大地改写全球政治经济格局。不过即使德国社民党支持率最高，还是很有可能联合基民盟执政，那么默克尔连任的可能性仍然较高，而且默克尔已经不再坚持其难民政策，这意味着事情还有转机。如果勒庞败选同时默克尔连任，那么欧洲的局势在很大程度上将会稳定下来，欧元很可能开启中期上涨走势。

南华期货研究所

黎 敏

limin@nawaa.com

010-63151317-855

章睿哲

助理研究员

zhangruizhe@nawaa.com

010-63151317-855

欧洲局势四部曲

2017 年，从宏观的角度来看，美国特朗普政策的不确定性以及欧洲德法两国的大选势必成为全球的两大主题，上周我们分析了习闯会晤的内容，而且近一周以来相关消息透露出了更多的乐观信号，中美经贸关系朝良性方向发展的可能性比较大。这一周我们把目标转向欧洲，试图对欧洲局势做一个较为全面的框架式分析。目前欧洲最糟糕的结局莫过于这一全球最大的经济联合体分崩离析，而要讨论这一议题就必须从它的结合说起。

一、缘起：战后经济秩序的重建

西欧国家的一体化进程始于二战之后，在经历了两次世界大战的惨痛教训之后，欧洲在世界所处的政治经济地位迅速滑落，使得西欧各国认识到用武力谋求利益和统一是行不通的，只有联合起来才能繁荣复兴。在战后最初几年中，关税贸易总协定、欧洲经济合作组织和欧洲支付同盟先后建立，这是欧洲经济一体化的初始框架。1951 年 4 月，法国、荷兰、比利时、卢森堡、意大利和德国签署成立了欧洲煤钢共同体，1957 年 3 月，法德等六国成立欧洲经济共同体和欧洲原子能共同体，以上三个共同体统称欧共体。欧共体建立之后，西欧经济快速增长，20 世纪 50、60 年代被称为黄金岁月，60 年代末，关税同盟和共同农业政策的实施，构成了欧共体两大支柱。

20 世纪 70 年代初期油价冲击和布雷森顿体系解体使欧洲经济增长进入停滞状态，相应地经济一体化建设也陷入停滞，在保护主义下逐渐增多的各种非关税壁垒和内部矛盾分歧使经济一体化徘徊不前。面对严峻的经济形势，1985 年欧共体公布了建立内部市场的白皮书，要求消除欧共体内部残留的贸易壁垒，从而达到商品、人员、服务和资本领域内的自由流通，真正建立起一个一体化的内部市场。与此同时，1989 年发生东欧剧变，欧共体在欧洲的核心地位提高，欧自联和东欧国家表现出朝欧共体靠拢的向心力，欧洲一体化前景日益明朗。

1991 年 12 月，欧共体成员国政府首脑就欧洲联盟条约达成协议，1992 年 2 月，各国外交部长和财政部长正式签署欧盟条约（马斯特里赫特条约，简称马约）。

1994 年 1 月欧洲央行前身欧洲货币局成立；1999 年 1 月，欧元区统一货币欧元正式启用，欧洲央行执行统一货币政策；2002 年 1 月，欧元纸币和硬币开始发行；7 月，各国纸币硬币停止流通，欧元成为唯一法定货币。**欧元区的成立是欧洲一体化最大的成果，也是其瓶颈所在。**

二、金融危机：矛盾的积聚

可以同甘，无法共苦。欧洲经济一体化历史表明，在经济增长和一体化之间有密切联系，在经济扩张时期，由于迅速的经济增长和失业的下降缓和了内部一体化的矛盾，也削弱了国家保护主义的抵制力量，而一旦经济进入衰退，则会导致国家保护主义的复苏，致使一体化停滞甚至倒退。

欧洲各国在经济方面的矛盾主要体现在两个方面：

一是经济发展模式和程度的不同。欧盟内部可分为 4 组经济模式：

北欧模式，也称斯堪的纳维亚模式，包括丹麦、瑞典、芬兰，属于福利国家市场经济模式，高税收、高水平转移支付、强大的社会保障制度是主要特点；

莱茵模式，包括德国、法国、比利时、奥地利、卢森堡、荷兰（这六个是欧

共体核心国家),属于社会主义市场经济模式,主要特点是国家干预普遍存在,税收中等偏高,社会保障程度较高,工会影响较大;

盎格鲁撒克逊模式,包括英国、爱尔兰,属于自由市场经济模式,与欧盟社会主义市场经济模式的差距最大。政府尽可能减少对市场干预、资本市场高度发达、对福利制度采取最低原则、税收程度在欧洲国家中最低,社会保障程度较低,工会力量较薄弱是其主要特点;

南欧(地中海)国家包括意大利、西班牙、希腊、葡萄牙,在经济模式上与大陆模式较接近,但社会保障程度较低,社会转移支付较少,就业率较低,经济发展水平与上述三组国家差距较大。

北欧和莱茵模式在欧盟中占据重要位置,而盎格鲁撒克逊模式和南欧国家属于少数,离心力也较强。

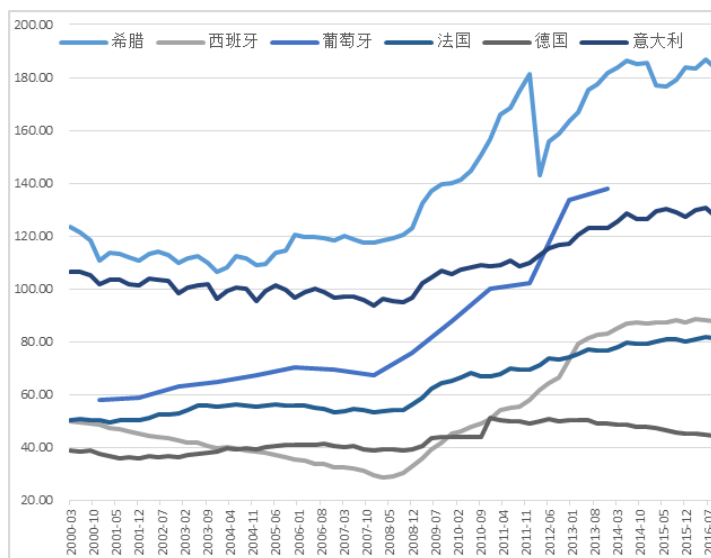
二是统一货币政策与各自分离的财政政策的矛盾。

马约规定了各成员国参与统一货币的条件,即价格稳定、汇率稳定、长期利率趋同、低财政赤字、低公共债务,包括通胀不能超过通胀率最低三国平均值的1.5个百分点;长期利率不能超过通胀率最低三国平均利率的2个百分点;必须在此前两年的时间里保持在汇率机制允许幅度内而没有贬值;政府年度预算赤字不能超过国内生产总值的3%;公共债务不能超过国内生产总值的60%。由于欧元区必须执行统一的货币政策,因此成员国将失去使用汇率工具调节本国经济的可能,如果经济发展情况趋同,则不必采用汇率工具,若经济发展出现分化,则统一的货币政策会成为一个矛盾。虽然货币政策统一了,但财政政策仍由各国负责,因此如果缺乏严格的财经纪律,欧元区经济货币的正常运行就会受阻。90年代之后,由于欧洲经济的复苏,各国经济状况好转,财政压力缓解,欧元区的成立才成为可能,但经济进入衰退之后,货币和财政政策的矛盾就开始凸显。

欧债危机是欧洲各国经济矛盾逐渐积累的具体体现。南欧国家受英美经济模式的新自由主义影响较大,依靠借债刺激经济增长或利用金融衍生品推动住房市场发展,从而导致不动产泡沫和债务困境,其财政金融与欧洲央行以稳定为导向的货币政策背道而驰,当金融危机到来时这些问题就全部暴露出来,而大陆和北欧国家的经济则正常运行,财政可持续性和工业的竞争能力使这些国家在经济危机之后能够较快复苏。欧洲内部不同国家经济发展情况的不同与统一货币政策的约束导致核心国家与边缘国家的矛盾日益凸显。

欧洲经济政策的三重目标是增长、稳定、凝聚,当经济增长强劲时,稳定和凝聚就可以维持,而一旦增长无法实现,则欧洲的稳定和团结就会成为一大问题。可以看到在欧债危机的解决过程中,一边是法德等核心国家要求希腊必须执行严格的财经纪律才可获得救助,另一边是不愿意紧缩财政的希腊政府以及日益高涨的民愤,民选国家的内在问题使得欧洲经济问题的解决遥遥无期。截至2016年3季度,希腊政府债务占GDP比重已经超过180%,是马约所规定的公共债务占GDP比重指标的3倍,这意味着欧元区对于成员国财政的约束已经名存实亡。当然,欧债危机之后,欧洲还没有走到最坏的情况,因为多年以来欧洲一体化的进程已经将这片土地的经济贸易紧密联系在一起,德国深知其繁荣强大受益于此,南欧国家若脱离欧盟或者欧元区,其境遇很可能更差,所以双方仍未走向分道扬镳的境地。

图 1、欧洲主要国家中央政府债务占 GDP 比重



三、英国脱欧与难民危机：矛盾的爆发

1. 英国脱欧

在欧洲一体化过程中，英国一直是一个不远不近的角色，由于本身属于岛国，英国和欧洲大陆的经济贸易关系相对来说没有那么紧密。早在 1948 年法国外长提出成立欧洲议会时英国即表示反对，因为担心由此会产生出超国家的权力机构从而削弱英国本身的权力；1955 年 6 月法德等国邀请英国研究建立关税同盟会议时也被英国拒绝，这则是出于可能会损害英联邦国家进口的担忧；欧共体建立之后，英国和北欧国家担心被排挤在共同市场之外，于是英国在 1956 年提出建立一个大大自由贸易区的计划，此计划遭到法德拒绝。为抗衡欧共体，英国等国于 1960 年签订欧洲自由贸易联盟条约，西欧国家由此分裂为内六和外七两个经济集团。但无论从一体化程度还是政治经济实力，欧共体都强于欧自联，欧共体作为欧洲核心和代表的地位日益明显。最终，欧共体在 1973 年接纳英国、丹麦和爱尔兰作为新成员，自那时起欧洲才结束了两个经济组织的分裂状态。另外，英国也没有加入欧元区。用通俗的话来讲，在与欧盟的关系中，英国是属于不肯屈居人下，脏活累活不肯干，但是一有便宜就想进去占一点的角色，当欧盟给予她的利益已经不再具有吸引力时，便理所当然地选择退出。所以英国脱欧之后，法德两国的态度就是：好走不送！

经济数据方面也可以看到，英国在金融危机发生之后追随美联储的货币政策，把基准利率降到了非常低的位置，由于少了欧元区货币政策的掣肘和欧债危机的困扰，英国的经济恢复要比她的欧洲盟友们更为强劲。另外，在贸易方面，英国对欧盟的出口依赖程度在持续下降，从 2013 年开始，来自欧盟进口的占比首次超过了英国出口到欧盟的比重，而且英国对欧盟的出口依赖程度要远低于其他欧洲大陆国家，再加上日益严重的难民问题，英国的脱欧并不意外，如果它仅仅只是一个独立的黑天鹅事件的话，其影响恐怕也比较有限，但问题在于英国脱欧使得欧洲范围内反欧盟反欧元区的情绪日益高涨。

图 2、英美欧基准利率对比

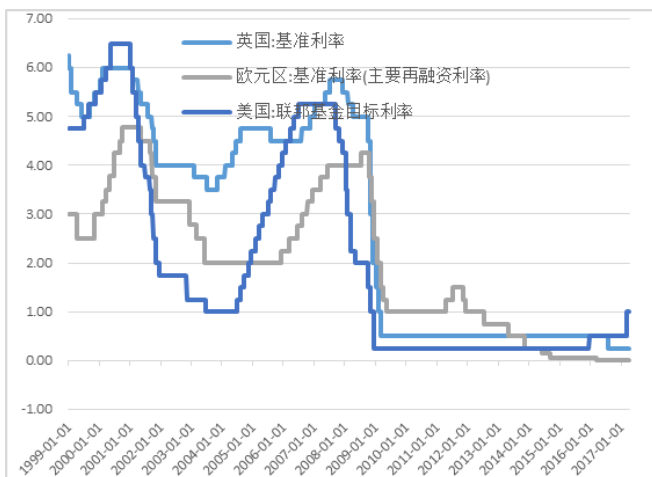


图 3、英法德意 GDP 增长情况

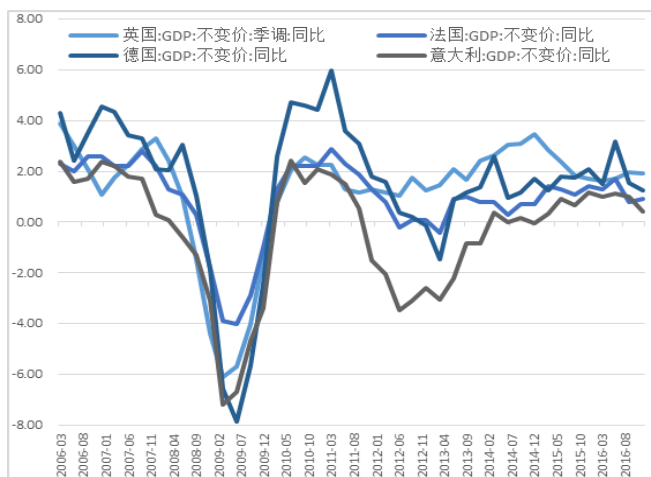


图 4、对欧盟进出口占英国本国贸易比重

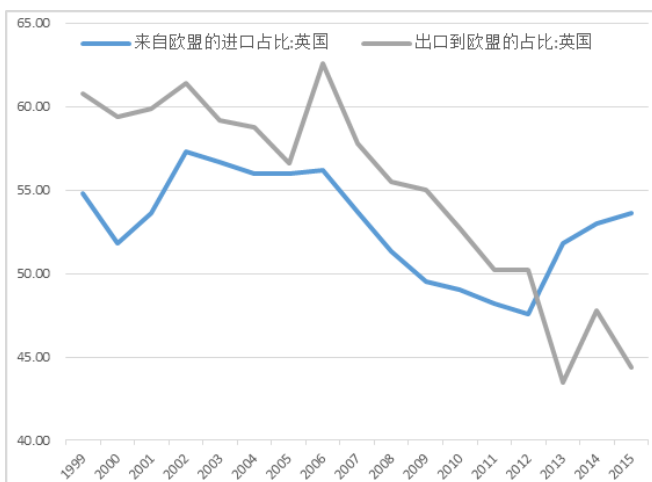
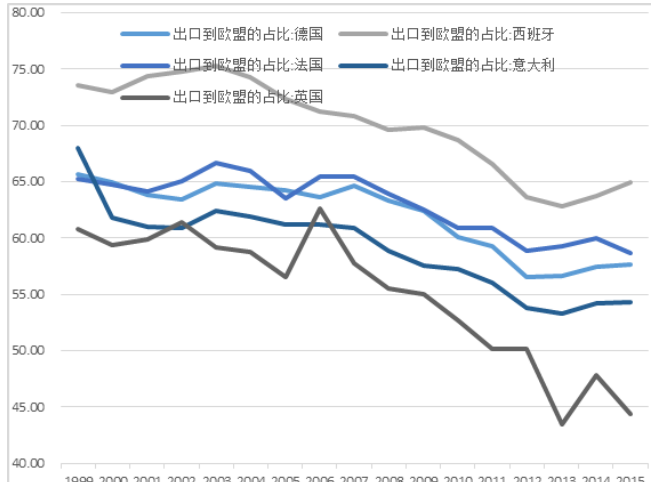


图 5、欧洲部分国家出口欧盟占本国出口比重



资料来源：WIND 资讯 南华研究

2. 难民危机

欧洲难民来自中东北非地区，以叙利亚、阿富汗和索马里的难民最多，这也是多年以来以美国为首的北约国家在中东制造战乱的结果。始于 2015 年下半年的难民危机对于欧洲来说不啻于一场噩梦，2015 年上半年欧洲新增的非法难民就已超过 2014 年的总和，而且 2014 年难民人数本身已创记录，这对于仍陷在经济危机泥潭里的欧洲来说无异于雪上加霜。难民问题对于欧洲的冲击主要表现在两个方面：

一是导致欧洲国家内部的矛盾日益激烈。在西欧国家中，德国接收难民人数最多，远高于其他国家，2015 年 9 月德国向滞留在匈牙利边境的难民开放德国边境，这一行为不仅是出于人道主义，经济方面的考量恐怕更多。在西欧国家里面，德国的经济实力毫无疑问是最强的，失业率最低，而且人口下降的情况较为严重，

劳动力不足的问题在德国更为明显。由于难民大部分是年轻人，他们或多或少能够缓解德国劳动力不足的问题。但是其他国家则不然，在 2015 年 6 月举行的欧盟峰会上，就有 12 个成员国明确反对欧盟强制分配难民的计划，对于那些失业率和财政赤字高企的国家，抵制难民并不奇怪，即使是接收难民数量仅次于德国的法国，表现也并不热心，因为法国的失业率比德国的两倍还多，人口下降的问题也没有德国那么严重。对于其他国家来说，进入德国的这些难民将来也能够合法地在各国之间流动，这也是一个强烈的隐忧。

图 6、德法两国人口增速对比

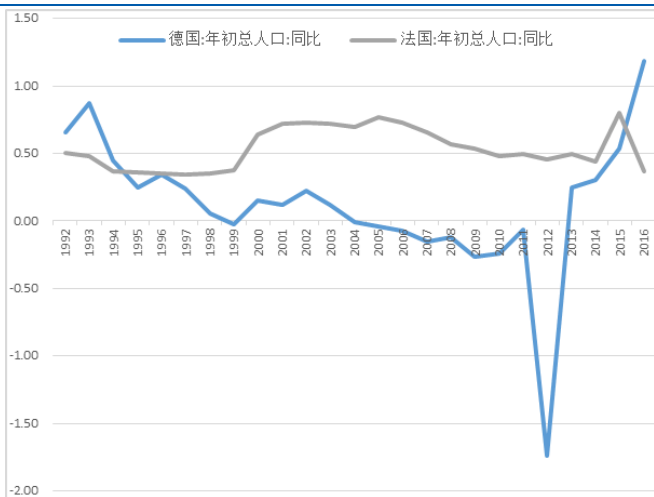
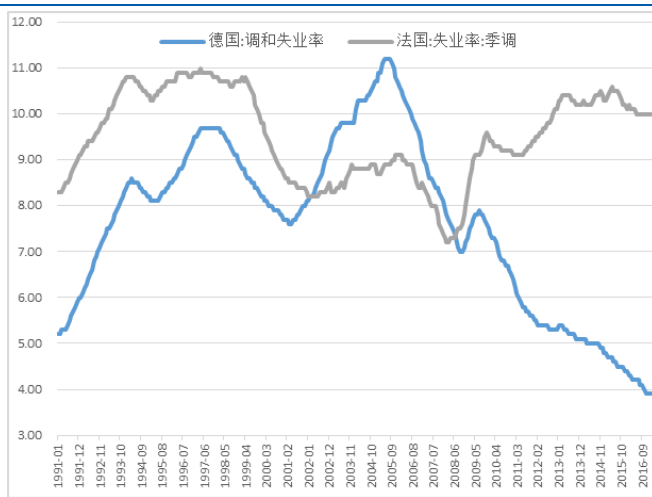


图 7、德法两国失业率对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

二是导致民粹主义的兴起。难民大量流入不仅引发了接收国民众对于工作机会减少和薪资下降的担忧，而且导致了相当大的社会冲突和安全危机。2015 年以来在欧洲发生的与难民有关的动乱事件大致如下：

2015 年 11 月 13 日，在法国巴黎市发生一系列恐怖袭击事件，造成至少 132 人死亡；

2016 年 1 月 6 日，德国科隆跨年夜时多名妇女遭性侵；

2016 年 1 月底，瑞典难民中心一名员工被一名难民刺死；

2016 年 5 月 26 日德国西南部城市达姆城音乐节发生难民集体性骚扰事件；

2016 年 7 月 18 日，阿富汗难民在德国火车站持斧砍人，造成 20 多人受伤；

2016 年 12 月 19 日，德国发生柏林血案事件，一辆重型卡车冲向柏林圣诞市场的人群，至少造成 12 人死亡，48 人受伤。

这一系列事件引发了欧洲国家民众对于难民的强烈抵制情绪，导致民粹主义情绪日益高涨。不仅是英国、意大利、希腊这样的边缘国家，甚至法国、德国内部也出现了民粹主义政党支持率的上升。在法国，移民问题给了勒庞这样的民粹主义人物可乘之机，勒庞主张反对移民，脱离欧元区和欧盟，同时还将掀起贸易保护主义。一旦勒庞当选法国总统，欧盟极有可能走上分崩离析的道路。

德国方面的情况同样不乐观，对于一向以坚毅和强硬著称的德国总理默克尔来说，最困难的问题并不在于欧盟其他国家的不满，而是来自于国内支持率的下

降，由于默克尔的难民政策，其本人的民调开始下滑，其领导的基民盟也接连在两场地方选举中遭遇滑铁卢，与此同时德国极右翼政党另类选择党异军突起，该党主张德国脱离欧元区，恢复边境管制等，这很显然也是利用了金融危机之后德国民众对于欧猪国家以及默克尔难民政策的不满情绪。

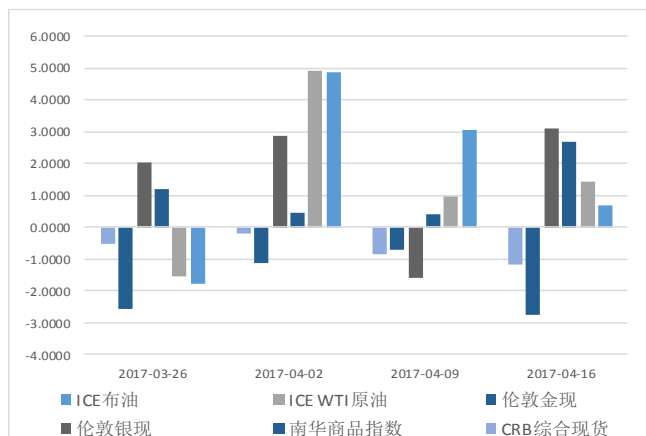
四、欧洲分崩离析？

目前法国和德国大选是欧洲最大的变数，法国方面，勒庞已在第一轮投票中持续领先，如果她在第二轮投票中胜出的话，即使默克尔连任，欧洲也将走上风雨飘摇之路，欧元兑美元跌破平价将是大概率事件；与法国相比，德国大选的风险不至于那么高，但也存在较大不确定性，由于选择党的冲击，目前默克尔的基民盟支持率大幅下滑，已被联合执政的社民党超过，如果这种情况持续下去，而且支持率第一的社民党不与基民盟联合执政的话，德国未来的政策会存在较大不确定性，一旦同时出现勒庞当选和默克尔败选的情况，那么欧洲走上分崩离析的道路将是必然的，届时欧元将可能不复存在，也将极大地改写全球政治经济格局。不过即使德国社民党支持率最高，还是很有可能联合基民盟执政，那么默克尔连任的可能性仍然较高，而且默克尔已经不再坚持其难民政策，这意味着事情还有转机。如果勒庞败选同时默克尔连任，那么欧洲的局势在很大程度上将会稳定下来，欧元很可能开启中期上涨走势。

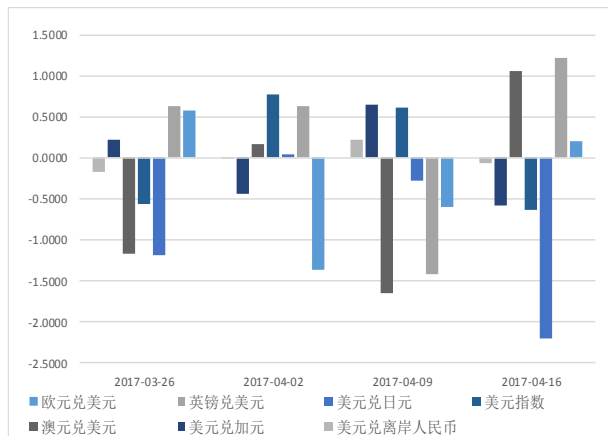
【本周全球大类资产表现】

2017年4月16日

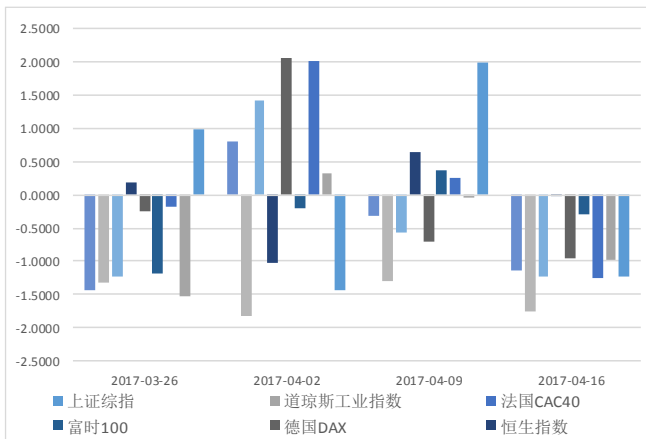
主要大宗商品涨跌幅



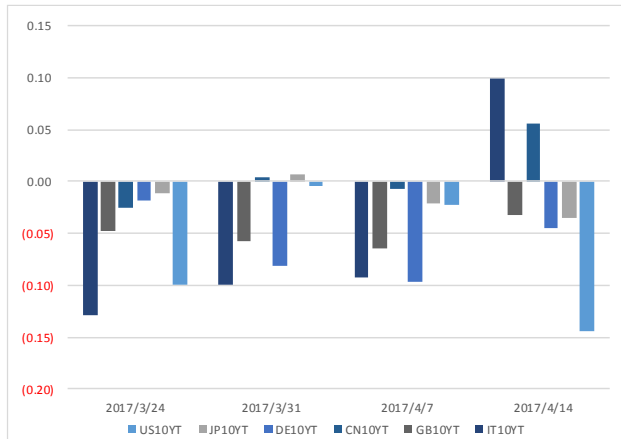
全球主要货币对涨跌幅



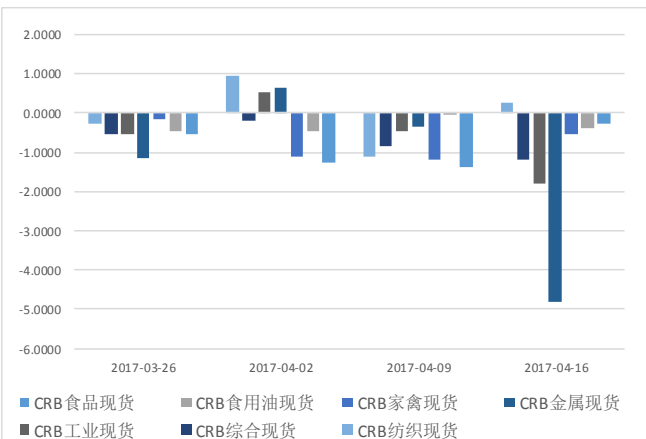
全球股指涨跌幅



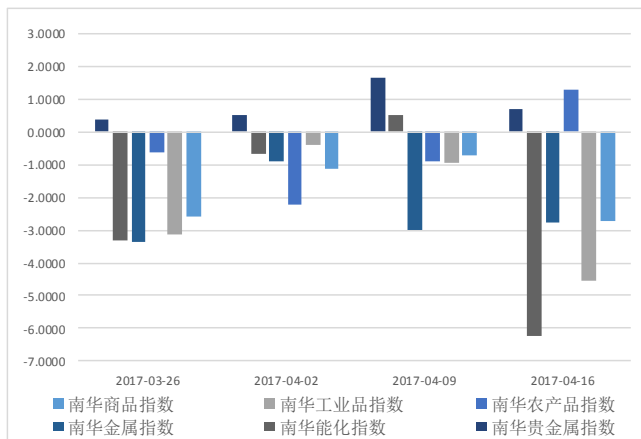
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
电话: 0577-89971820

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话: 028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号
金地商务大厦 11 楼 001 号
电话: 0931-8805310

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室
电话: 010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室
电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 802
电话: 022-88371079

上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室
电话: 02150431979

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层
电话: 021-68400692

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房
电话: 020-38809869

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室
电话: 0553-3880211

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611626

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室
电话：0351-2118001

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层
电话：0663-2663855

海宁营业部

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室
电话：0573-80703000

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235 室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二 2104-2107 室
电话：0592-2120366

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net