

## 欧洲有多难？会向何处去？

## ——海外经济系列之五

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qizq.com.cn

研究助理：马骏

## 相关报告

1 宏观专题 20220308: 防疫放松需要满足什么条件？

2 宏观专题 20220315: 持而盈之，不如其已——宏观经济和资本市场春季展望

3 宏观专题 20220329: 高油价一定会带来高通胀么？

4 宏观专题 20220407: 金融稳定保障基金如何运行？

5 宏观专题 20220419: 食品价格上涨还会加速么？——物价系列报告之一

6 宏观专题 20220502: 关于缩表，需要担心什么？

7 宏观专题 20220517: 特别国债会如何安排？

8 宏观专题 20220526: 疫情后居民财富有何变化？

9 宏观专题 20220608: 加征关税取消，美国通胀能回落多少？

10 宏观专题 20220623: 居民拒绝债务，是插曲还是序幕？

11 宏观专题 20220720: 关税一旦取消，出口提振多少？

12 宏观专题 20220722: 退税和减税，有什么不同？

## 投资要点

- 近期，欧洲多国经济数据出炉，7月制造业 PMI 纷纷跌破荣枯线，二季度欧洲 GDP 数据虽仍环比正增长，但难掩衰退隐忧。那么，俄乌冲突如何影响欧洲政经格局？欧洲会否出现经济衰退？本报告对此展开分析。
- **俄乌冲突来袭，欧洲政经格局生变。** 欧盟制裁俄罗斯对自身带来较大冲击。一方面，大宗商品价格暴涨导致**欧洲地区通胀持续高企**。另一方面，能源制裁对工业生产构成约束。**通胀方面**，欧洲地区本轮通胀更多由俄乌冲突的地缘政治因素决定，欧元区通胀短期或难言见顶。**能源方面**，由于欧盟对俄罗斯的能源依赖度较高，欧盟对俄制裁造成的供给冲击导致能源价格飙升。**加剧的能源危机将冲击工业生产**，天然气涨价或断供将对工业生产造成重大打击，或冲击下游多个行业。天然气短缺带来的发电缺口短期或难以回补，**高电价对于经济的冲击也将逐步展现**。据 IMF 估算，天然气断供拖累欧盟 GDP 约 2 个百分点。高通胀和经济放缓最终带来政局动荡，欧洲经济不确定性继续上升，经济前景或更加黯淡。
- **欧洲经济衰退何时到来？** 疫情之后，欧洲经济的修复速度和修复程度不及美国，**欧洲经济动能疲弱，后续增长乏力**。一方面，欧盟家庭部门净资产修复程度低于美国，消费对经济的拉动潜力也更低。消费者信心指数持续下行指向高通胀将继续抑制消费。**另一方面**，俄乌冲突带来的原材料价格上涨和能源危机等问题对欧洲工业生产造成较大冲击，**未来净出口对欧洲 GDP 的贡献难言乐观**。欧元区制造业 PMI 指数跌破荣枯值，经济景气指数和就业预期指数等领先指标也均呈现显著的下降趋势，**经济放缓几成定局**。CPI 增速未现见顶迹象，未来欧央行或将持续加息，**但陡峭的加息路径又会加剧经济衰退的风险**。欧洲衰退概率大幅上行，美银调查显示，约 86% 的受访者认为欧盟将在年内陷入衰退。根据 OECD 综合先行指标的数据，欧元区**最快将于三季度步入衰退**。
- **欧债危机会否再现？** 目前，欧洲各国债务杠杆水平仍居高位，但近期均呈现下降趋势，付息压力相对不高。**高通胀水平也有助于加快现有债务杠杆回落，从而减轻边缘国家的偿债压力**。近期反映欧洲信用风险的多个指标已有所回落，但仍居高位。近期，**欧央行已经停止了 PEPP 和 APP 工具的净购买，两类工具过去曾有力支撑各国国债发行**，欧央行可用于稳定金融环境的资金规模或有所下降。如果仅凭 APP 和 PEPP 到期收益的灵活再投资，即便在极端情况下也难以解决边缘国的潜在债务问题。**但新政策工具 TPI 未来或将成为降低欧元区金融分化风险的有效工具**。除此之外，欧央行政策工具较为充足，多种工具或可共同应对欧元区潜在金融风险。整体来看，我们认为短期欧债危机或难以重现。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

## 内容目录

1. 俄乌冲突来袭，欧洲政经格局生变.....	- 4 -
2. 欧洲经济衰退何时到来? .....	- 7 -
3. 欧债危机会否再现? .....	- 9 -

## 图表目录

图表 1: 欧盟对俄部分制裁内容.....	- 4 -
图表 2: 欧元区通胀同比增速 (%) .....	- 5 -
图表 3: 欧元区通胀环比增速 (%) .....	- 5 -
图表 4: 欧盟能源消费来源分布 (%) .....	- 5 -
图表 5: 欧洲能源价格飙升.....	- 5 -
图表 6: 德国天然气用途 (%) .....	- 6 -
图表 7: 德国工业生产指数低于欧盟整体.....	- 6 -
图表 8: 俄天然气断供拖累欧洲各经济体 GDP (%) .....	- 6 -
图表 9: 欧美主要经济体 GDP 修复情况 .....	- 7 -
图表 10: 欧美家庭净资产修复情况.....	- 7 -
图表 11: 欧洲多国贸易差额转负 (亿欧元) .....	- 7 -
图表 12: 欧元区各经济体制造业 PMI 指数.....	- 8 -
图表 13: 欧洲各类经济领先指标均有回落.....	- 8 -
图表 14: 欧元区通胀仍在高位 (%) .....	- 8 -
图表 15: 市场预期欧央行未来加息路径 (次) .....	- 8 -
图表 16: 欧美经济衰退概率持续上升 (%) .....	- 9 -
图表 17: 欧元区综合先行指标领先经济衰退.....	- 9 -
图表 18: 各国公共债务占 GDP 比重 (%) .....	- 10 -
图表 19: 各国公共债务利息占 GDP 比重 (%) .....	- 10 -
图表 20: 预测各经济体 2021-2023 年政府债务占 GDP 变动 (%) .....	- 10 -
图表 21: 欧洲 CDS 指数冲高回落.....	- 11 -
图表 22: 德意利差有所扩大 (%) .....	- 11 -
图表 23: 欧央行各计划资产净购买 (十亿欧元) .....	- 11 -
图表 24: 欧央行购债规模基本覆盖新增债务.....	- 11 -
图表 25: 极端情况下欧猪五国新增债务难以全部覆盖.....	- 12 -
图表 26: 欧央行可能动用政策工具的优先顺序.....	- 12 -
图表 27: 欧央行各政策工具比较.....	- 13 -

近期，欧洲多国经济数据出炉，7月制造业 PMI 纷纷跌破荣枯线，二季度欧洲 GDP 数据虽仍环比正增长，但难掩衰退隐忧。那么，俄乌冲突如何影响欧洲政经格局？欧洲会否出现经济衰退？本报告对此展开分析。

## 1. 俄乌冲突来袭，欧洲政经格局生变

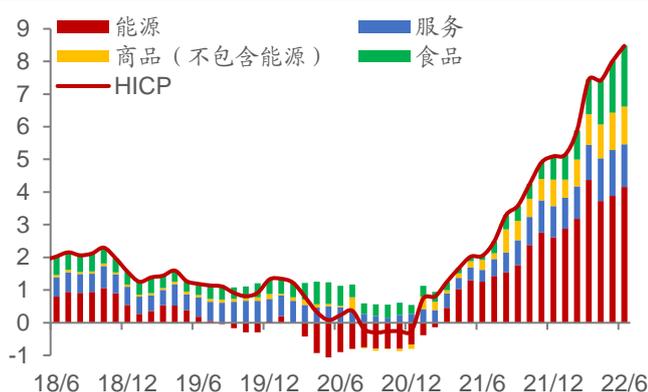
**制裁带来经济冲击。**自今年初俄乌冲突爆发以来，欧美多国先后对俄实施涉及经济、政治和科技等多个领域的制裁，对俄制裁推动国际能源、金属、农产品等大宗商品价格暴涨，同时也对欧洲自身经济造成了较大冲击。一方面，部分商品供给弹性较小，大宗商品价格暴涨导致欧洲地区通胀持续高企。另一方面，能源制裁使得欧洲地区出现新一轮能源危机，对工业生产特别是制造业构成增长约束。

图表 1: 欧盟对俄部分制裁内容

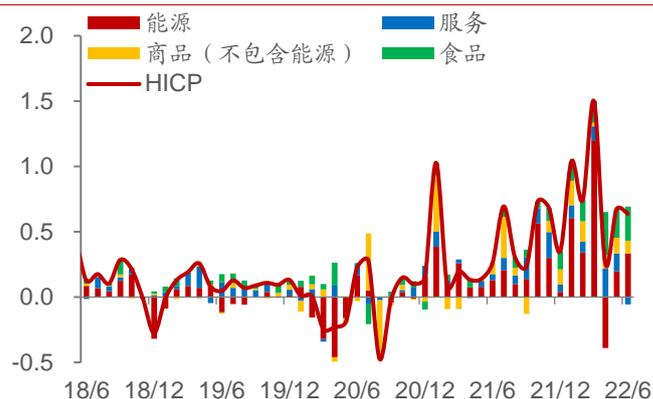


来源：WIND，中泰证券研究所

**通胀短期难言见顶。**近一年来，欧元区通胀水平持续上行，但与美国不同的是，欧元区的高通胀，主因俄乌冲突带来的能源供给冲击，更多是由外部地缘政治因素所决定的。因而俄乌冲突持续的现状或导致欧元区通胀短期维持高位，不排除随着制裁的加强而进一步上行，目前难言见顶。

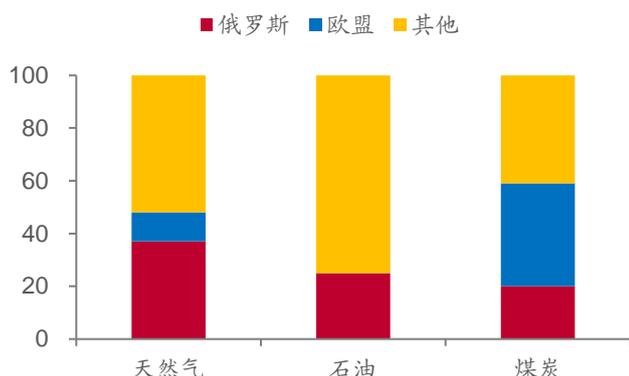
**图表 2: 欧元区通胀同比增速 (%)**


来源: CEIC, 中泰证券研究所

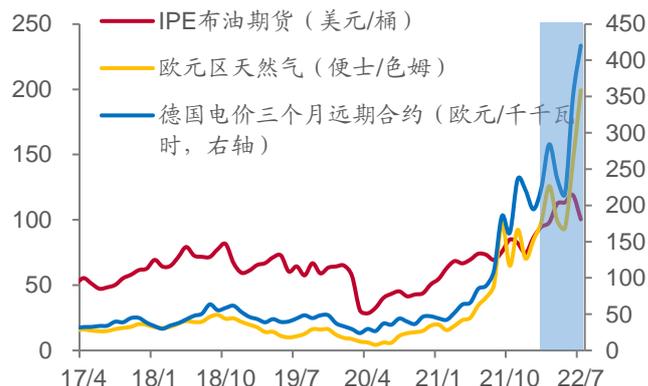
**图表 3: 欧元区通胀环比增速 (%)**


来源: CEIC, 中泰证券研究所

**能源危机加剧。**从欧盟能源消费来源分布来看，俄罗斯能源份额着实不低，天然气占比约四成，石油和煤炭占比也要在两成以上。欧洲对俄制裁后，由于供给冲击，欧元区能源价格持续上行，最近一年天然气价格上涨约四倍，德国电价更是上涨了约五倍。未来如果俄对欧能源输出规模继续紧缩，相关能源价格或仍将冲高。

**图表 4: 欧盟能源消费来源分布 (%)**


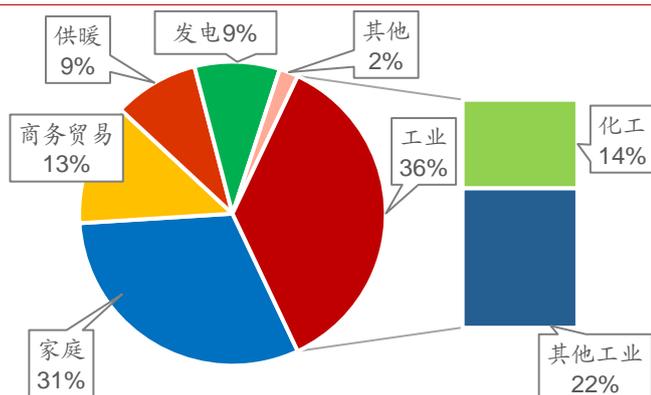
来源: BP, 中泰证券研究所

**图表 5: 欧洲能源价格飙升**


来源: Bloomberg, WIND, 中泰证券研究所, 阴影为俄乌冲突爆发后

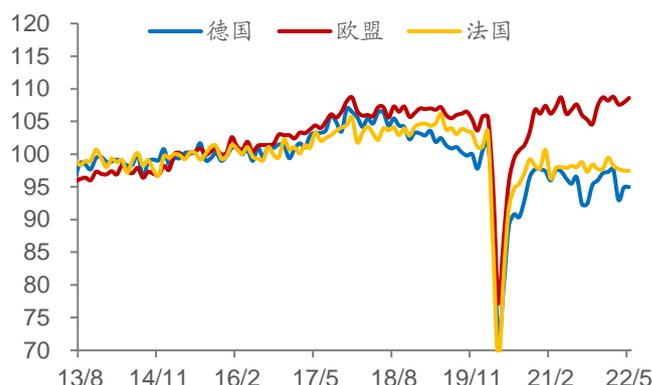
**供给约束工业生产。**天然气是欧洲工业生产和发电的重要原料。一方面，以工业生产国德国为例，约三分之一天然气用于工业生产，天然气涨价或断供将对工业生产造成重大打击。7 月底德国工商联合会发布报告指出，3500 家德国工业企业中，约 16% 的企业认为有必要减少生产或放弃部分业务领域。德国巴斯夫集团曾多次警告，若天然气供应量不足，巴斯夫将不得不缩减或完全关闭其在德国路德维希港的基地，这或将冲击下游多个行业，如农业、食品、汽车、化妆品、卫生、建筑、包装、制药和电子产品等。另一方面，在清洁和可再生能源政策的指引下，欧洲燃煤电厂与核电厂系统性退役，天然气短缺带来的发电缺口短期或难以回补。作为生活生产的根基，高电价对于经济的冲击也将逐步展现。

图表 6: 德国天然气用途 (%)



来源: Bloomberg, Eurostat, 中泰证券研究所

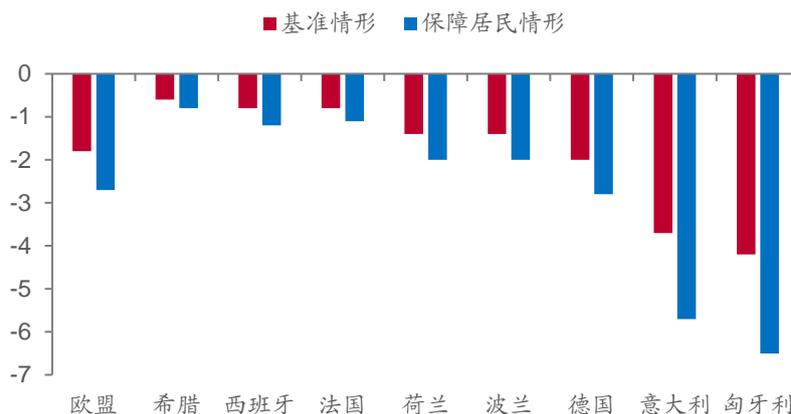
图表 7: 德国工业生产指数低于欧盟整体



来源: WIND, 中泰证券研究所

**断气影响不容小觑。**IMF 针对俄罗斯天然气供应情况进行情景模拟，基准情形下，俄罗斯天然气从目前断供到 2023 年 6 月，将拖累欧盟 GDP 增长约 2 个百分点。在天然气优先保障居民供应的情形下，俄罗斯天然气断供将拖累欧盟 GDP 增长约 3 个百分点。

图表 8: 俄天然气断供拖累欧洲各经济体 GDP (%)



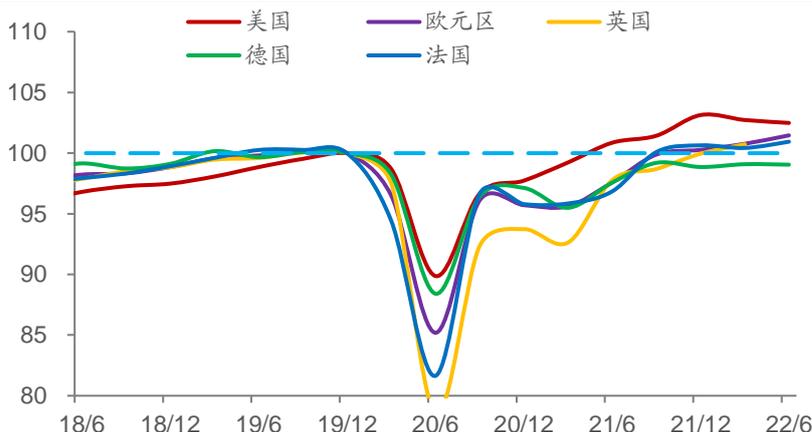
来源: IMF, 中泰证券研究所

**经济下滑引发政局动荡。**7 月以来，欧洲主要经济体政局生变，在持续的高通胀和经济放缓的环境下，高涨的生活成本与低水平的工资令民众苦不堪言，英国、法国、德国和西班牙等国家均爆发了大规模的游行罢工。在民意支持锐减的情况下，未来如果有更多经济体领导人辞职，欧洲经济不确定性将会继续上升，经济前景或更加黯淡。

## 2. 欧洲经济衰退何时到来？

**经济修复不及美国。**若以疫情前 GDP 数据作为基准，在受到疫情冲击之后，美国经济的修复速度明显领先于欧洲各国，美国于 2021 年二季度已经恢复至疫情前水平，而欧元区直到 2021 年底才恢复至疫情前水平，德国目前仍未恢复至疫情前水平。除修复速度外，欧洲经济修复程度也低于美国，指向欧洲经济动能疲弱。

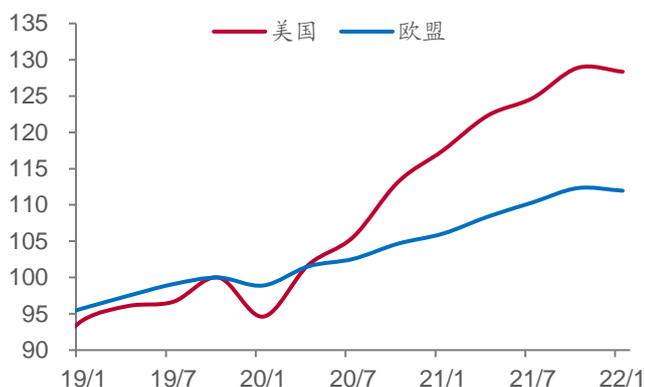
**图表 9：欧美主要经济体 GDP 修复情况**



来源：WIND，中泰证券研究所，2019 年四季度数据标准化为 100。

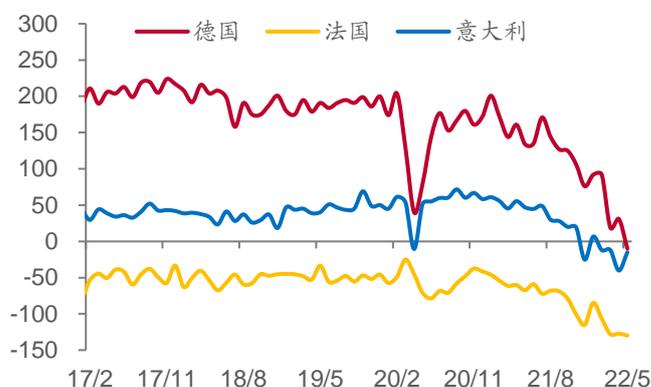
**增长动能愈发疲弱。**一方面，新冠疫情爆发后，美国实施财政刺激政策补贴居民，居民部门资产负债表修复较快，支撑同期消费维持较高水平。而欧盟家庭部门净资产修复程度低于美国，对经济的潜在拉动也更低。近日，德国 6 月零售业实际销售额同比录得-8.8%，创 1994 年以来最大跌幅。德国和法国消费者信心指数已经持续下行，到达历史低位水平。**未来高通胀带来的物价上涨仍将继续抑制消费。**另一方面，俄乌冲突带来的原材料价格上涨和能源危机等问题导致制造业成本高企，对欧洲工业生产造成较大冲击。在进口价格上行和生产受限的双重制约下，5 月德国贸易差额 30 年来首次出现逆差，未来净出口对 GDP 的贡献难言乐观。

**图表 10：欧美家庭净资产修复情况**



来源：ECB，WIND，中泰证券研究所，2019 年四季度数据标准化为 100。

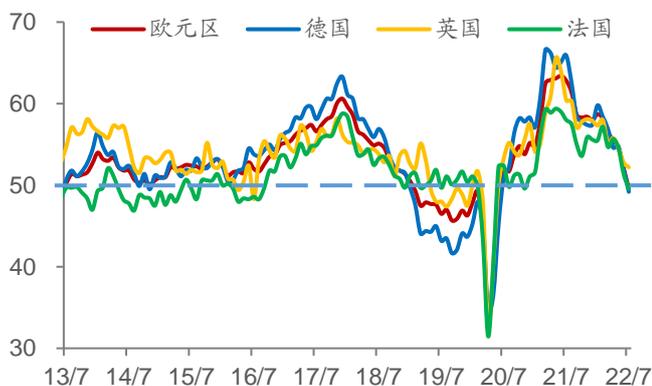
**图表 11：欧洲多国贸易差额转负 (亿欧元)**



来源：WIND，中泰证券研究所

**放缓几成定局。**从各类经济领先指标来看,欧元区主要经济体制造业 PMI 指数已经持续数月下行,除英国外,7 月欧元区、法国、德国制造业 PMI 指数均跌破荣枯值。此外,除了制造业 PMI 之外,欧元区经济景气指数、就业预期指数和欧洲经济政策不确定指数也均呈现显著的下降趋势,指向欧洲经济放缓趋势显著。

图表 12: 欧元区各经济体制造业 PMI 指数



来源: WIND, 中泰证券研究所

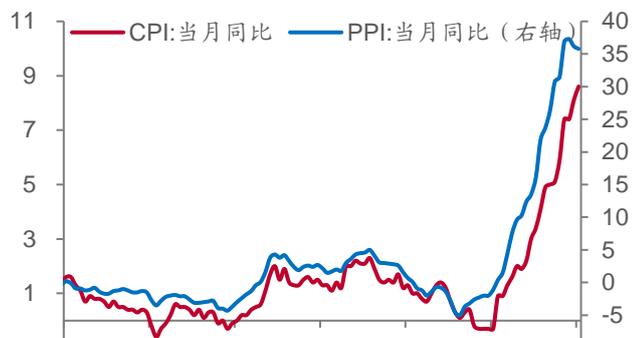
图表 13: 欧洲各类经济领先指标均有回落



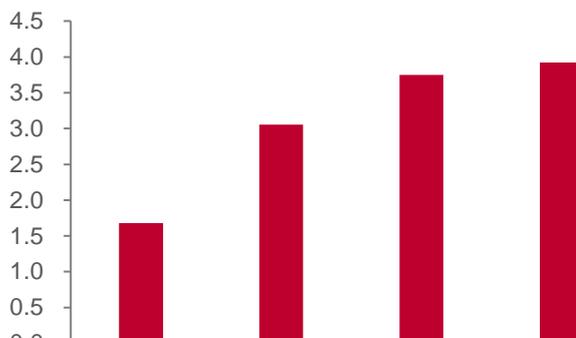
来源: WIND, FRED, Eurostat, 中泰证券研究所

**加息路径或更陡峭。**今年以来,欧元区 PPI 与 CPI 同比增速远超政策目标, CPI 增速仍未现见顶迹象。面临居高不下的通胀水平,欧央行 11 年来首次加息 50 个基点,远超市场预期。但正如前文所指出,欧元区本轮通胀主要受外部因素影响,而俄乌冲突短时间或难以结束,未来欧央行可能不得不持续加息以抑制通胀,但陡峭的加息路径又会加剧经济衰退的风险。

图表 14: 欧元区通胀仍在高位 (%)



图表 15: 市场预期欧央行未来加息路径 (次)



预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_44937](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44937)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn