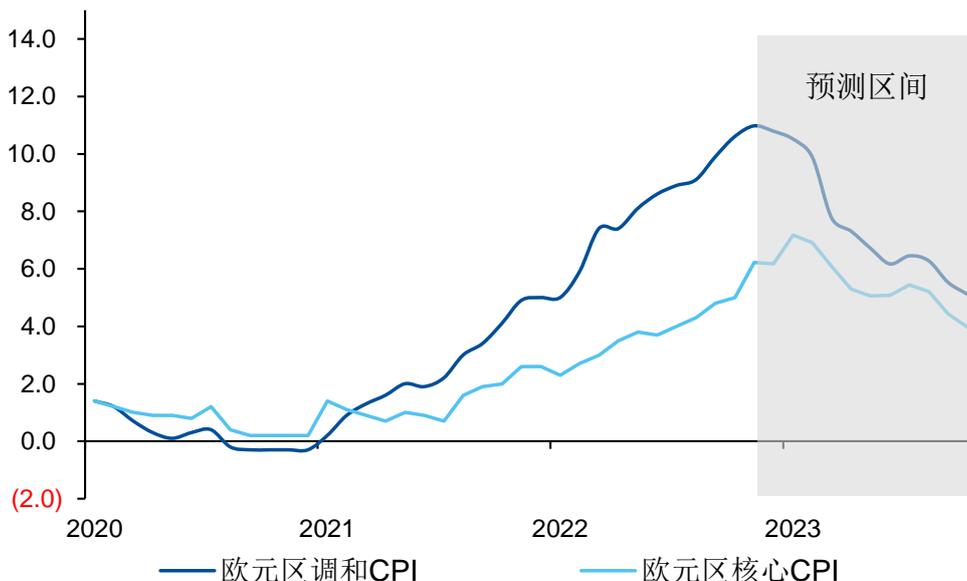




## 欧洲经济 2023 年展望：难逃“滞胀”

欧元区通胀走势预测——将在 2023 年末下降至当前一半水平



数据来源: Choice, 国泰君安国际

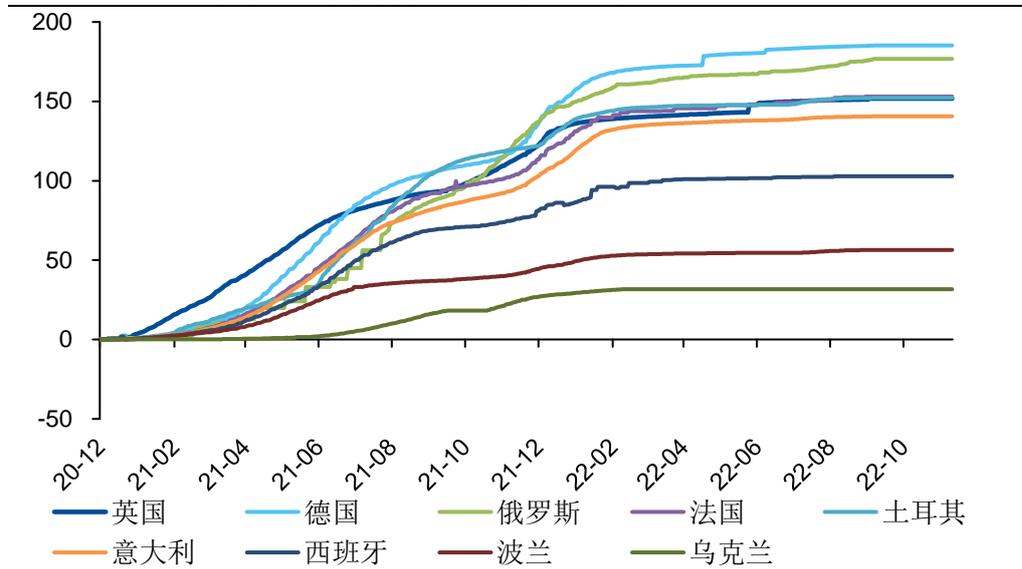
- 在美联储一连串“鹰派”加息后，美国的主要通胀指标均已出现了见顶回落的迹象。反观欧洲，通胀的顶点尚未显现。
- 我们认为欧洲地区的通胀仍有上行空间。即使假设 11 月及 12 月的环比增速明显低于此前的水平，那么欧洲地区的通胀也仍会持续上涨，至年底甚至明年初才会逐步见顶回落。我们预期在 2023 年底，通胀将会逐步下降到当前一半的水平，也就是 5.5% 左右，但仍然显著高于欧洲央行的控制目标。
- 能源问题并未终结。在美国和卡塔尔的计划项目于 2026 年左右上线之前，全球几乎不会有额外的 LNG 进入市场，所以我们也很难预期欧洲的天然气供应问题能够得到根本缓解。在新的天然气替代品出现之前，能源依旧是棘手问题。
- 工资调整的刚性以及长期性意味着早期已经出现的商品价格通胀需要较长的时间才能传导至工资端。这也意味着通胀问题短期难解。
- 目前对欧洲央行加息终点比较一致的预期是在 2023 年 6 月之前加息至 3.25%，并在 2024 年开始降息。与此同时，我们认为欧洲在 2023 年有较大可能陷入“温和衰退”。2022 年的 GDP 将会由 2021 年的 8.8% 增速下降至 3.1%，并于 2023 年进一步下降至 -0.2%。

## 2022：波诡云谲

在过去的一年中，通胀一直是研究海外宏观经济发展的重点话题。由于美国通胀显现较早及影响较大，对通胀的关注几乎都集中在美国市场。反观欧洲地区，通胀问题似乎在地区冲突以及能源问题面前多少有些被忽视。当我们站在年尾回顾年初对欧洲地区的“未来展望”时可以发现，波诡云谲贯穿了整个2022年。

作为全球最发达的主要经济体之一，欧洲是最早普及并完成大范围接种新冠疫苗的地区，整个欧洲地区在2021年底时疫苗接种完成率已经达到93.6%，在2022年第一季度末就基本完成了全面接种。在既定路线下，2022年本应是后疫情时代供应链恢复、消费反弹、经济显著复苏的元年，略有抬升的通胀将不足为惧，疫情所带来的问题也理应烟消云散。

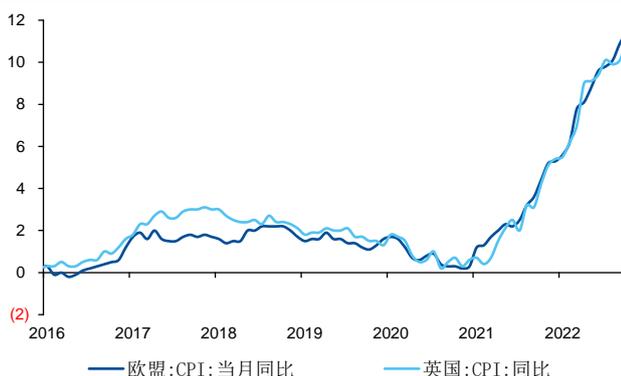
图1：欧洲地区主要国家疫苗接种情况（百万人）



资料来源：英国政府

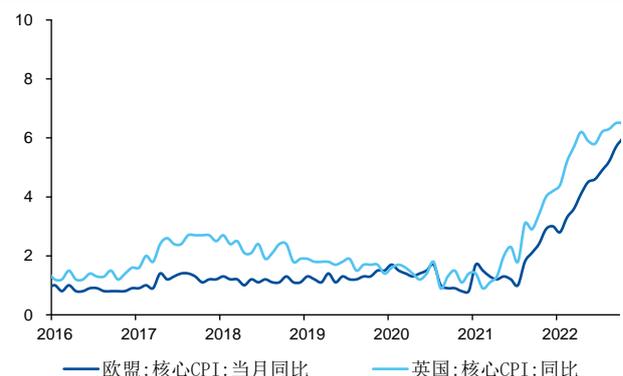
然而，年初俄乌冲突的爆发使得2022年变得波诡云谲。冲突首先打破了原有的能源供需平衡，而这在西方补贴式防疫的背景下使得通胀问题彻底爆发。随着能源价格的大幅攀升传递到商品端，欧美的通胀开始逐渐走向失控。另一方面，与美国不同的是，欧洲地区的能源对外依赖度更高，所以其有相当一部分政策需要协调由地区冲突引发的能源不稳定，这也导致其无法将降低通胀作为唯一的核目标。

图2：欧盟与英国CPI通胀率（%）



资料来源：彭博，国泰君安国际

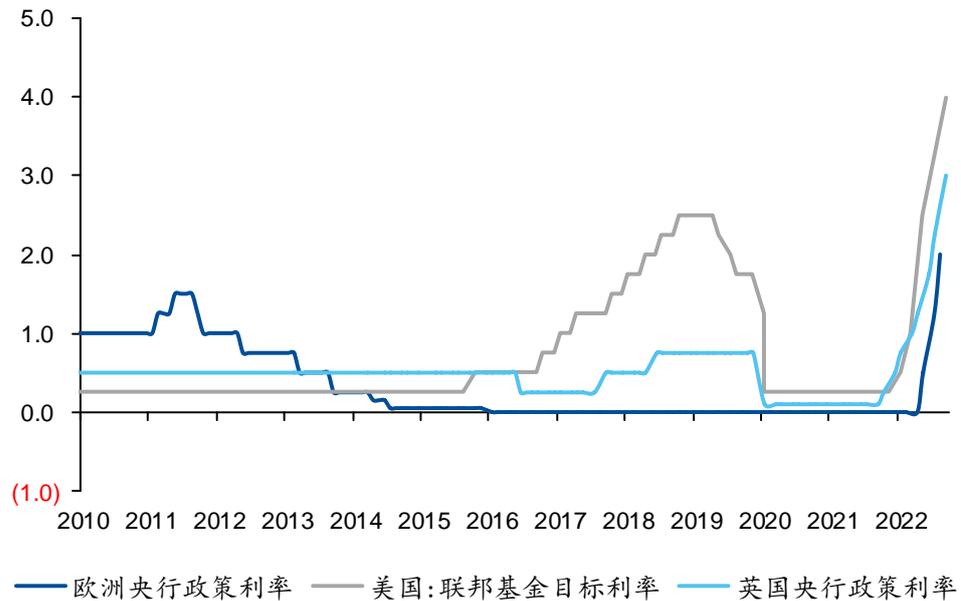
图3：欧盟与英国核心CPI通胀率（%）



资料来源：万得，国泰君安国际

与美国“鹰派”加息不同的是，受限于更为复杂的经济与政治环境，欧洲整体的加息来的更晚也更加缓和。

图 4：欧盟、英国与美国央行政策利率走势



资料来源：Choice、国泰君安国际

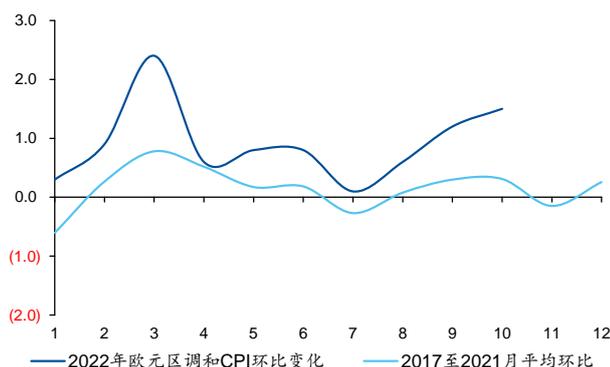
在美联储一连串“鹰派”加息后，美国的主要通胀指标均已出现了见顶回落的迹象。反观欧洲，通胀的顶点尚未显现。

### 通胀：仍有上升空间

欧洲地区的 CPI 分为总体和核心 CPI 两个大类，其中的主要区别是总体 CPI 包含较为波动的能源和食品价格，而核心 CPI 一般而言更加反映经济体中较为根本的通胀压力。从过去几个月来看，欧洲地区 CPI 的环比增速显著高于过去 5 年的季节性表现，这也在很大程度上意味着通胀的压力仍然较高。从具体水平来看，今年前 10 个月欧元区的 CPI 环比平均增速分别为 1.0%，年化水平超过 10.4%，这样的水平也不容乐观。

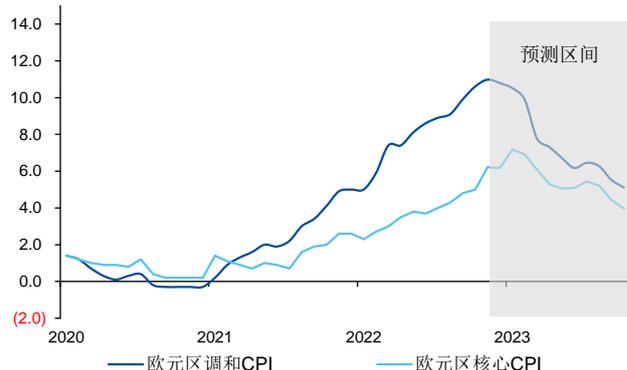
欧洲地区的通胀仍有上行空间。即使假设 11 月及 12 月的环比增速明显低于此前的水平，那么欧洲地区的通胀也仍会持续上涨，至年底甚至明年初才会逐步见顶回落。我们预期在 2023 年底，欧元区的调和通胀将会逐步下降到当前一半的水平，也就是 5.5% 左右。

图 5：欧元区调和CPI环比变化显著高于季节性



资料来源：Choice、国泰君安国际

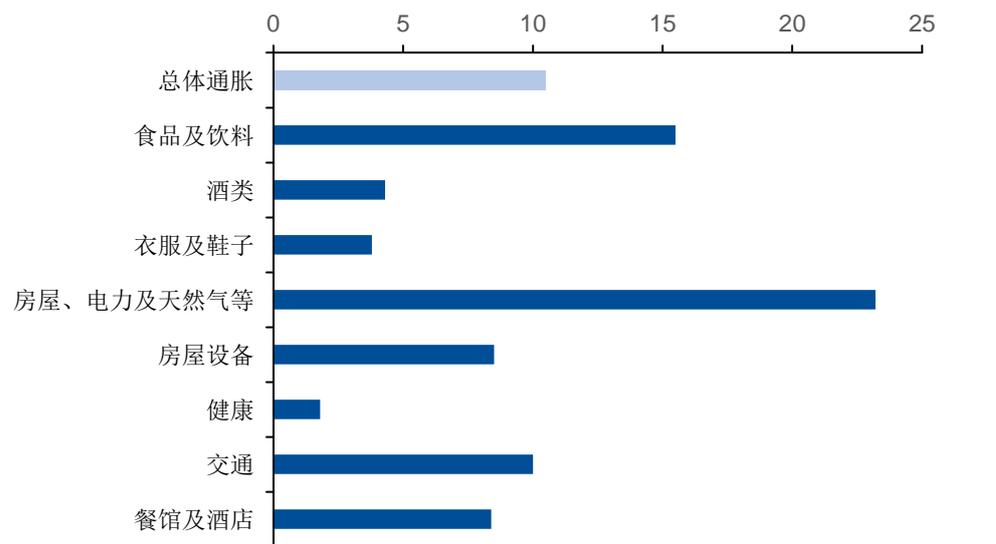
图 6：欧元区调和CPI与核心CPI走势预测



资料来源：Choice、国泰君安国际

如果寻找本轮通胀的终点，那么我们需要对 CPI 的飙升做进一步解构，当前欧元区调和 CPI 主要可以分为四个部分：能源（11%）；食品（21%）；货物（26%）；服务（42%）。而出现高通胀率的主要原因是以电力和天然气代表的能源价格飙升，该地区 10 月能源价格同比增长 41.5%，对调和 CPI 同比增长的贡献高达 42%；食品价格增长 12.4%，对调和 CPI 同比增长的贡献高达 26%。在中期维度分析欧洲通胀的走势，我们则需要从能源、劳动力的角度来进行考察。

图 7：欧元区10月通胀构成（%）



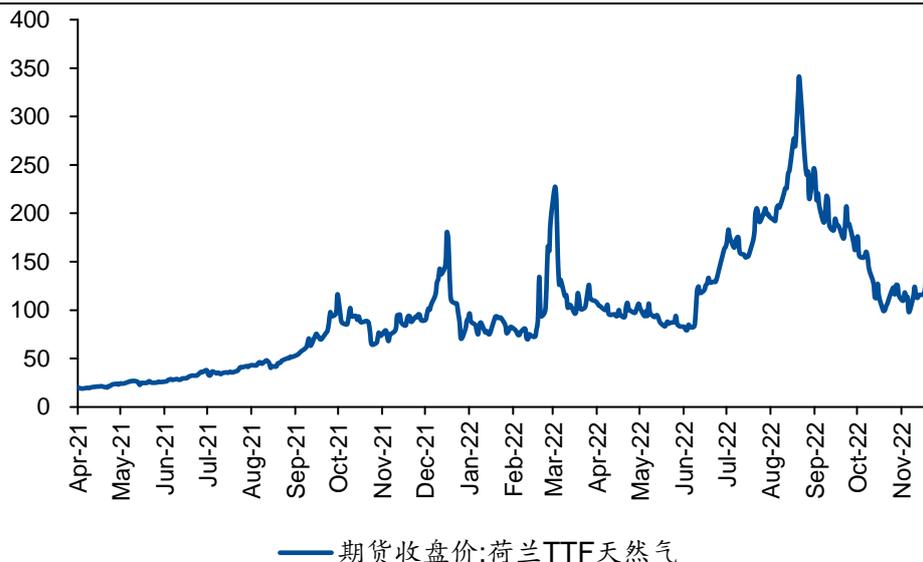
资料来源：Choice、国泰君安国际

## 能源：短期通胀的核心矛盾

我们认为，地区冲突带来的欧洲能源消费结构的变化是推高本次通胀的根本原因。近期发生了一个“反常”的事情，在欧洲仍然没有找到能完全弥补俄罗斯天然气供给的情况下，欧洲天然气出现了“负气价”的现象。这个类似于“倒牛奶现象”，即：不论通过何种方式采购的天然气，其仓储成本都非常的高昂，当天然气售价无法覆盖其成本时，厂商将面临卖越多亏越多的两难境地。在目前欧洲多国天然气库存接近极限的时候，仓储空间的压力倒逼厂商以极低价甚至负价来推动交割。

但从中长期角度而言，天然气替代的考验才刚刚开始。目前来看，即使天然气库存会加速下降，欧洲仍可以安稳地度过这个冬天。但是在中长期角度而言，欧洲不可能一直采用不计成本的方式来采购天然气。更进一步，国际能源协会（IEA）估计，即使天然气消耗量减少 11%，2023/24 年欧洲仍可能出现相当于接近天然气消耗量的 10%的空缺。在美国和卡塔尔的计划项目于 2026 年左右上线之前，全球几乎不会有额外的 LNG 进入市场，所以我们也很难预期欧洲的天然气供应问题能够得到根本缓解。在新的天然气替代品出现之前，能源依旧是棘手问题。

图 8：欧洲天然气价格



资料来源：Choice、国泰君安国际

### 俄罗斯断供下欧洲如何解决“气荒”

**美国的 LNG 供应：**年初以来，俄罗斯天然气对欧洲的供应持续下滑，目前北溪 1 号连续停运已经接近 4 个月，北溪 2 号被炸也超过了 3 个月，仅有 Velke Kapusany 管道存在少量供应；另一方面，美国 LNG 带来了持续增量。其实从年初俄乌冲突开始没多久，美国就与欧盟签署能源合作协议，承诺在 2022 年给欧盟额外 150 亿立方米的 LNG 增量，目前欧盟 LNG 增量基本来自于美国的贡献，这基本填补了 80% 的俄气空缺。

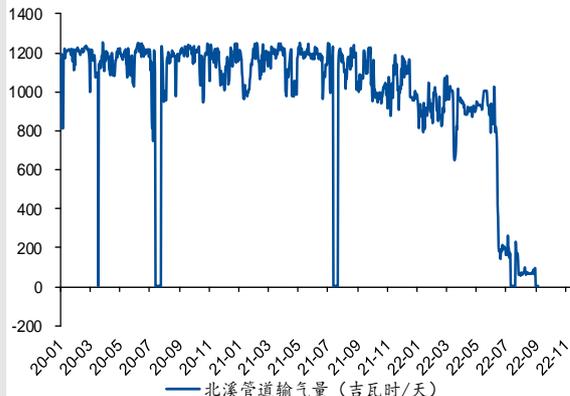
**自身开源节流：**在 2022 年 5 月，欧盟委员会正式公布了 REPowerEU 计划，该计划旨在减少对俄罗斯化石燃料依赖，快速推进绿色转型。太阳能利用将成为该战略的关键因素，将通过 REPowerEU 计划中的“欧洲太阳能屋顶倡议”加以推广。另一方面，在该计划公布后不久，欧洲多国宣布重启煤电，加速需求替代。再叠加过去几个月是天然气使用淡季，这给了欧盟各国相对充裕的时间来填补天然气库存。

图 9：欧洲能源结构



资料来源：Choice，国泰君安国际

图 10：北溪输气量



资料来源：彭博，国泰君安国际

从欧洲天然气库存接近极限以及天然气期货价格的大幅下降可以看到欧洲在能源危机之初就做好了充足的准备，当下来看能源危机似乎已经结束，但是这恰恰是欧洲能源考验的开始。

欧洲的11月至次年3月是天然气的消耗旺季，这5个月中天然气的消耗量占总消耗量的比重高达56%。在极端情况下，即俄罗斯全面断供，那么将会产生总量14%的需求缺口。即使欧盟就自愿减少15%天然气使用量达成共识，缺口仍有8.4%。这也意味着欧洲天然气库存将会快速下降，2023年初时候将会达到历史同期最低水平。

从气候变化政策议题来看，2015年《巴黎协定》中欧洲作为率先明确宣布碳中和目标的主要经济体，在降低传统能源使用率、发展绿色经济中走在了世界前列，但是在过去几年的大力绿色转型中，欧洲的传统能源开发投资大幅降低。因此欧洲各国即使被迫重启煤电，亦面临基础设施老旧、能源转化效率低等棘手问题。

这也就带来了另一个两难的抉择，如果着重发展当下亟须的传统能源，那绿色转型之路就会拖延更久；如果坚定不移发展绿色经济，那么当下的能源危机又该如何解决。换言之，发展传统经济和绿色经济之间的再平衡对欧洲而言也并非易事。

## 劳动力市场：中期通胀的决定因素

判断通胀的中长期走势，劳动力市场是一个重要的考量。根据以往宏观经济的逻辑和规律，在货币条件收紧的情况下，劳动力市场会出现降温，从而减轻通胀压力。但这一规律在目前并不适用。

图 11：欧元区职位空缺率

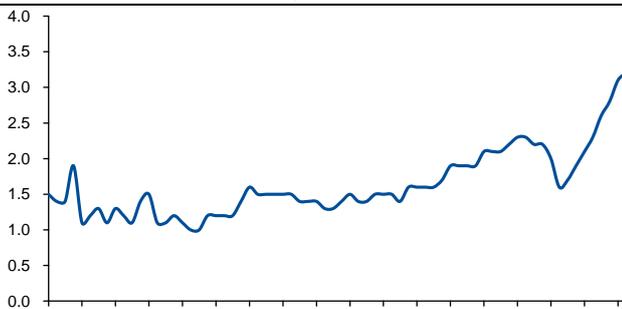
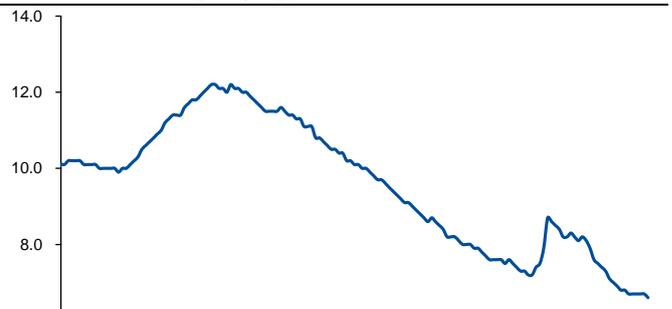


图 12：欧元区失业率走势



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\\_49502](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49502)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn