



宏观研究报告

2023年1月30日

周浩

+852 2509 7582

hao.zhou@gtjas.com.hk

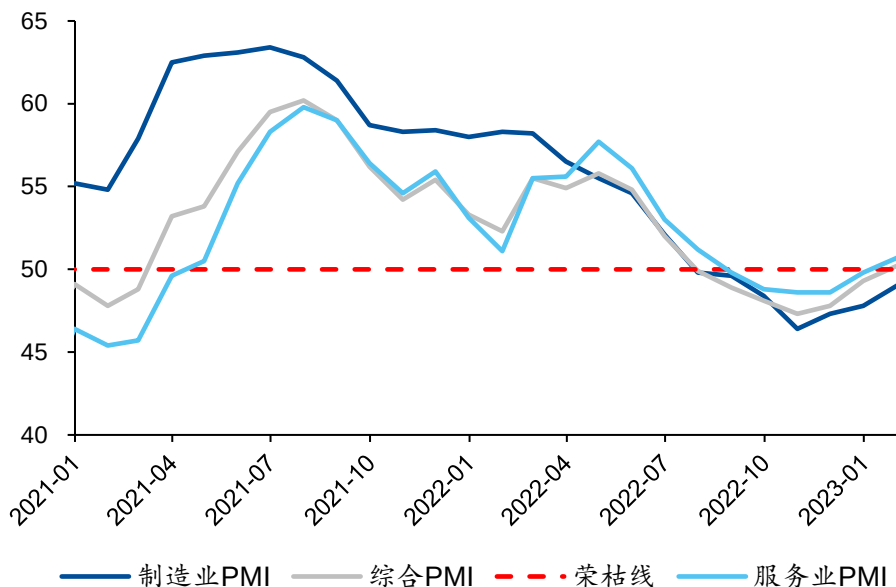
孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

“能源危机”让欧洲避免“衰退”

欧元区将避免“衰退”



退”

数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

- 暖冬的带来让欧洲顺利度过了“断气”带来的能源危机。运气似乎站在了欧洲人这一边，但正像德国人在斯大林格勒战役中的失败不能怪罪于凛冽的寒冬一样，理解欧洲经济超预期背后的根本原因，才更加重要。
- 从总量政策来看，大规模的财政补贴减轻了能源危机对于经济的冲击，但更加重要的是，面对能源危机的长期影响，欧洲各国采取了大规模的产业转型政策。欧盟各国制定了“能源系统数字化”计划，该计划预期在 2030 年前在基础设施方面投资 5650 亿欧元，以大力发展光伏和新能源汽车产业；除此以外，欧盟还加大了对液化天然气产业的投资力度。
- 作为欧洲经济的火车头，德国经济表现也强于预期。其贸易表现也十分突出，资本品作为德国出口的最主要部分，也一直表现突出，这也在一定程度上表明欧洲各国在加速制造业转型。
- 综合而言，欧元区大概率能够在 2023 年避免“衰退”。在经济前景改善的背景下，欧洲央行也会有更大的空间来应对通胀，尽管本轮通胀大概率已经见顶回落，但由于主要通胀指标仍然在高位，欧洲央行将仍然保持“鹰派”加息。在本周的议息会议上，欧洲央行加息 50 个基点也已经成为基准情境。这也将有利于欧元汇率进一步走强。
- 作为 2023 年第一个被证伪的主要宏观预判，欧元区大概率能避免衰退也意味着全球经济的下行风险出现了一定程度的收敛，这对于风险资产而言有正面意义。

伴随着俄乌冲突带来的通胀以及“断气”等一系列风险事件，欧洲经济最早显露出了“衰退”的迹象。随着欧元的贬值以及英国养老金危机，欧洲陷入长期“衰退”似乎也板上钉钉。但 2023 年刚过去一个月，市场开始重新定价欧洲的“衰退”风险，从各方面情形来看，欧元区很可能在 2023 年实现增长，这也意味着欧元将回到 1.10 上方。与此同时，尽管通胀出现见顶迹象，但衰退风险下降也意味着欧洲央行将持续“鹰派”加息至通胀受控。

对市场而言，欧元区“衰退”落空可能是 2023 年第一个被证伪的主要宏观预判，找到欧洲经济超预期的关键点，才能够让我们更好地了解新的地缘政治背景下的全球经济。

感谢暖冬？

时至今日，俄乌冲突已经持续将近一年的时间，原本欧洲主要的天然气输送管道“北溪”亦停运超过 4 个月。在全球新增天然气供应量有限及寒冬的预期下，欧洲基准 TTF 荷兰天然气期货价格一度飙升至接近 340 欧元/兆瓦时，为俄乌冲突爆发时的 4 倍左右。飙升的天然气价格也成为了本轮全球范围通胀走高的重要因素。

随着时间的推进，寒冬并没有如期而至。近期世界气象组织的统计显示，2023 年伊始，许多欧洲国家冬季气温创历史新高。去年 12 月至今年 1 月期间，西班牙和东欧多个国家以及多地气温都突破了同期的历史最高纪录。欧洲各地数百个气象站在这两个月间监测到了同期史上最高日均气温。同时，西班牙、法国、德国、英国等欧洲多国的国家气象水文部门宣布 2022 年是他们有史以来全年平均气温最高的一年。

图 1：欧洲基准 TTF 荷兰天然气期货价格大幅下跌



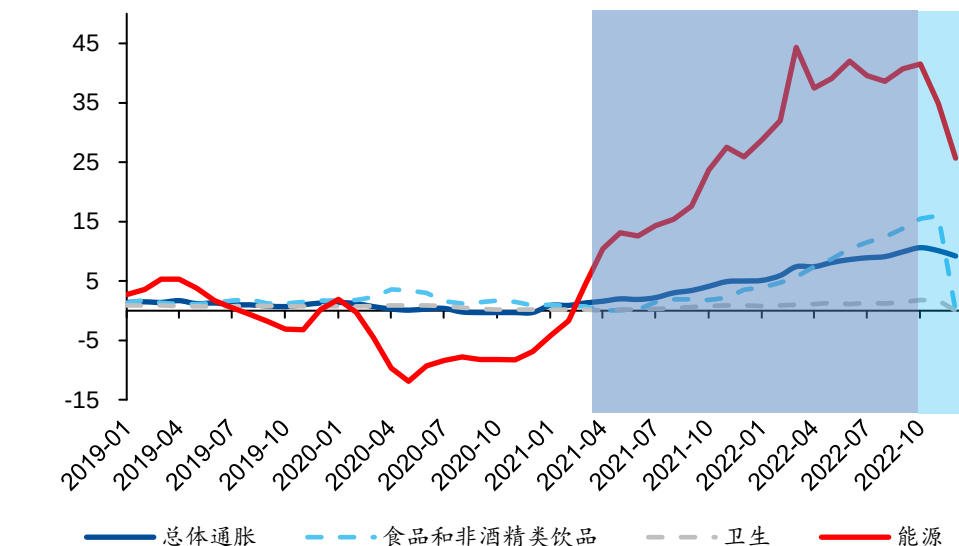
数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

暖冬的到来极大程度上缩减了供热对天然气的需求，欧洲基准 TTF 荷兰天然气期货价格延续了之前的大幅回落趋势。截至 2023 年 1 月中旬，期货价格已经低于俄乌冲突爆发前的水平。在天然气价格走低的情况下，能源价格不应该继续推动通胀高企；另一方面，随着中国 2023 年经济预

期的大幅上修，欧元区出口有望迎来显著改善。欧洲 2023 年的衰退预期似乎也应该画上一个问号？

随着天然气价格的迅速回落，欧元区整体通胀也随之下行。欧元区 2022 年 12 月的能源通胀已经由同年 10 月最高的 41.5% 大幅连续回落至 25.7%，受此推动，整体通胀率亦由 10 月最高的 10.6% 连续回落至 9.2%。

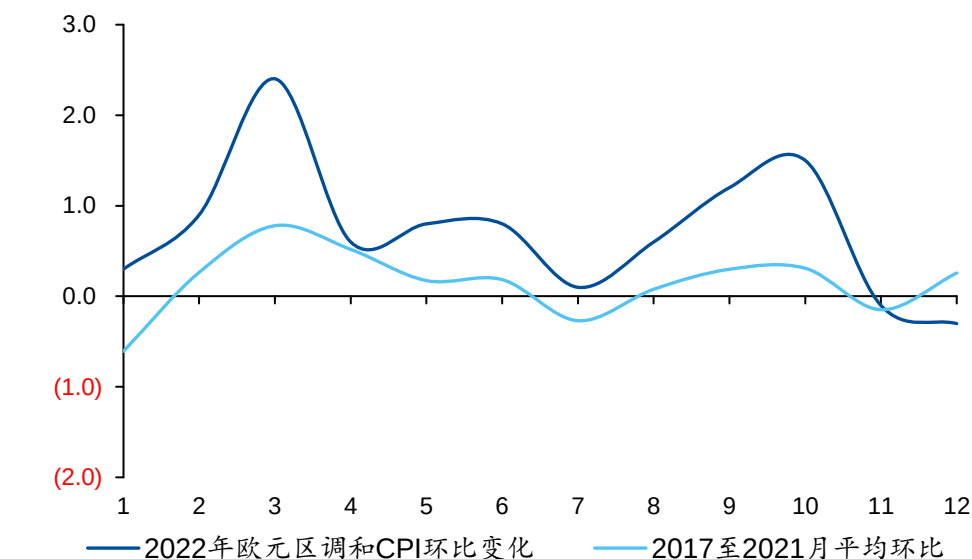
图 2：欧元区整体通胀下行



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

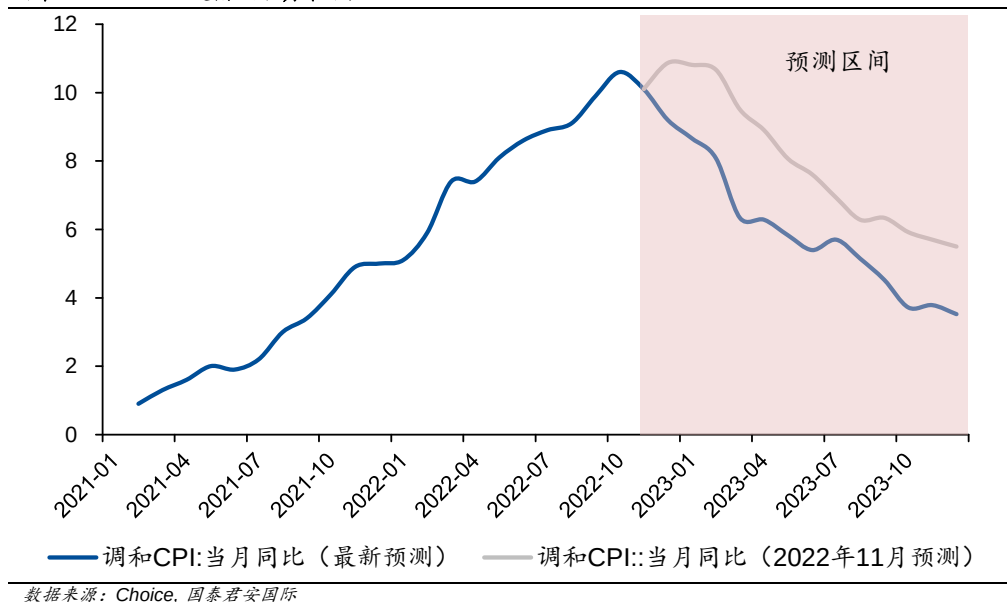
另一方面，欧元区通胀环比增速显著高于季节性的趋势已经开始扭转，这意味着通胀的增长动能开始减弱，2022 年 11 月及 12 月已经连续两个月低于历史平均水平。

图 3：欧元区通胀环比增速开始回归过去 5 年平均水平



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

图 4：欧元区通胀预期下调



能源库存超预期

暖冬的到来极大程度上缓解了天然气消耗的压力，欧盟的天然气库存储量超过最大储量的 80%，短期内天然气压力不会显著回升。欧洲天然气基础设施协会(GIE)数据显示，截止 2023 年 1 月 15 日，欧盟 27 国的天然气储量超过最大储量的 80%，德国作为最主要的天然气消耗国，库存储量甚至超过 90%。暖冬导致对天然气消耗需求的较少可以在相当程度上缓解整体天然气需求的压力，短期来看，天然气需求压力不会显著回升，通胀压力有望持续放缓。

图 5：欧盟主要国家天然气库存水平

	天然气库存比例 (%)	变化趋势(%)
欧盟	81.49	-0.2
法国	79.2	-0.47
德国	90.38	-0.09
意大利	79.02	-0.24
荷兰	75.63	-0.17

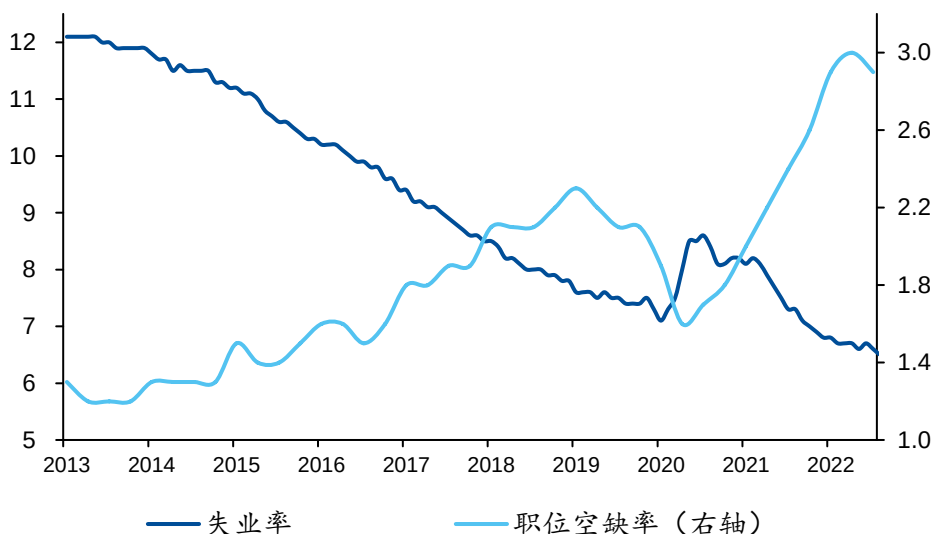
数据来源：欧洲天然气基础设施协会, 国泰君安国际

劳动力市场保持热度

如果说天气在很大程度上帮助了欧洲人，但欧洲经济超预期的根本原因大概率不是因为幸运或者天气。进一步来看，劳动力市场的火热意味着经济维持着较好的动能。一方面，即使在能源价格高企的去年上半年，职位空缺率都处于上行趋势中；另一方面，在紧张的企业用工环境中，欧元区的失业率开始走低，并迭创历史低点。在之前通胀大幅高走的背景下，欧元区多个国家的工会已经通过罢工的形式确定了未来的涨薪方案。与此同时，欧洲央行（ECB）基于通胀补偿的考虑，在 2022 年 12 月的最新预测中将 2022-2024 年的累积工资增长较 2022 年 9 月的预测

值上调 1.4 个百分点。

图 6：欧元区失业率与职位空缺率走势



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

政策发力更为关键

从总量政策来看，财政端的支持在很大程度上减轻了能源危机的冲击。为应对俄乌冲突带来的能源问题，欧洲各国不约而同地采取了多种财政措施。根据 Bruegel 的统计，欧洲各国已经拨款 7055 亿欧元用于缓解能源危机带来的影响。欧盟拨款总计 6004 亿欧元，其中德国支出 2640 亿欧元，占 2021 年 GDP 的 7.4%；英国拨款 970 亿欧元，占 2021 年 GDP 的 3.5%。

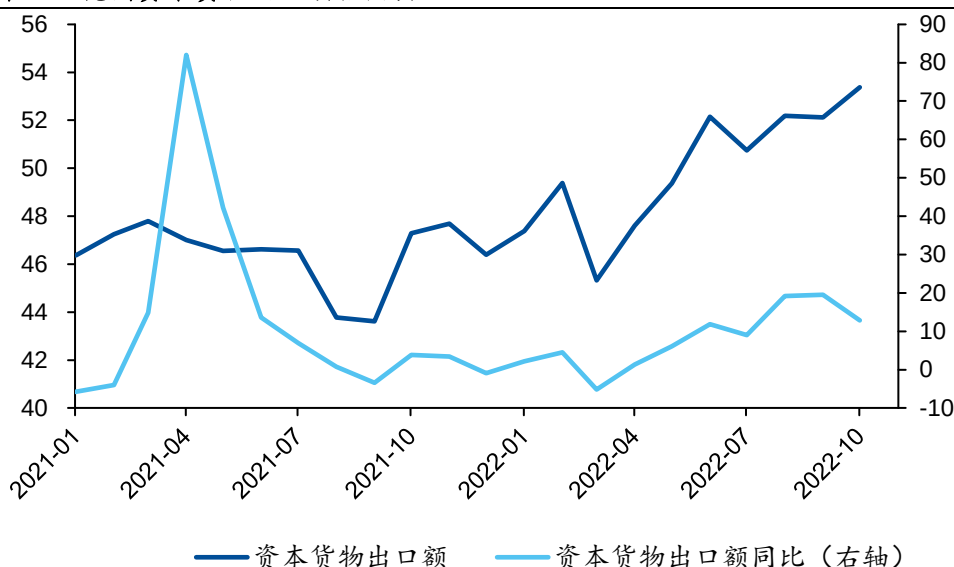
图 7：欧元区应对能源危机采取的措施

国家/政策	法国	德国	意大利	荷兰	西班牙
降低能源税/增值税	已执行	已执行	已执行	已执行	已执行
零售价格监管	已执行	已执行		已执行	已执行
批发价格监管	已执行				已执行
向弱势群体转移资金	已执行	已执行	已执行	已执行	已执行
对国有企业的授权	已执行				
暴利税/监管		已宣布	已执行	已宣布	已执行
商业支持	已执行	已执行	已执行		已执行
其他	已执行	已宣布			

数据来源：Bruegel, 国泰君安国际

更加重要的是，为了应对中长期能源危机，欧盟各国也开始加大对制造业的支持力度，制定了“能源系统数字化”计划，该计划预期在 2030 年前在基础设施方面投资 5650 亿欧元，以大力发展光伏和新能源汽车产业；除此以外，欧盟还加大了对液化天然气产业的投资力度。德国作为欧洲经济的最重要组成部门，受益于政策支持，其工业生产并没有受到太多能源问题的干扰，尤其是核心的资本货物出口额在衰退预期的背景下持续增长。

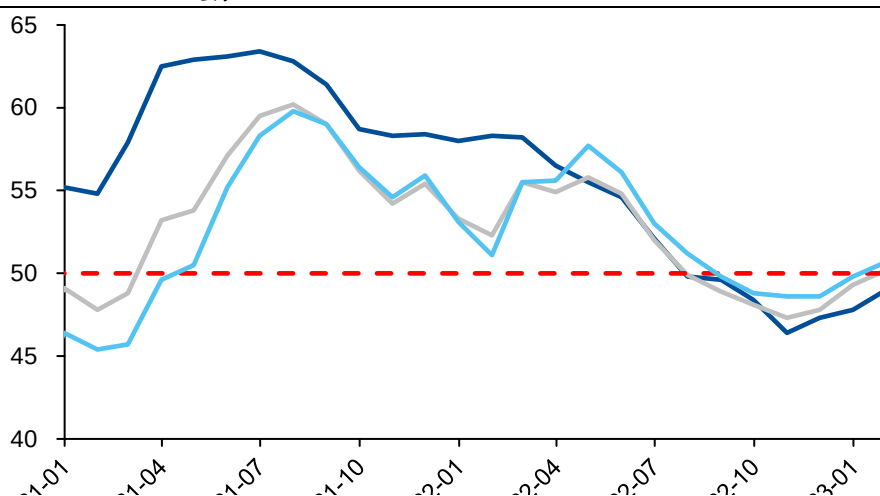
图 11：德国资本货物出口额涨幅明显



数据来源：德国联邦统计局, 国泰君安国际

这一系列的政策效果在 2022 年末开始逐步显露，欧洲的经济指标开始出现回暖迹象。欧元区综合 PMI 初值及服务业 PMI 初值在 2023 年 1 月扭转了约半年的收缩趋势，回到了荣枯线上方；虽然制造业 PMI 仍处于收缩区间，但是收缩幅度也大幅改善。

图 8：欧元区 PMI 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_51881

