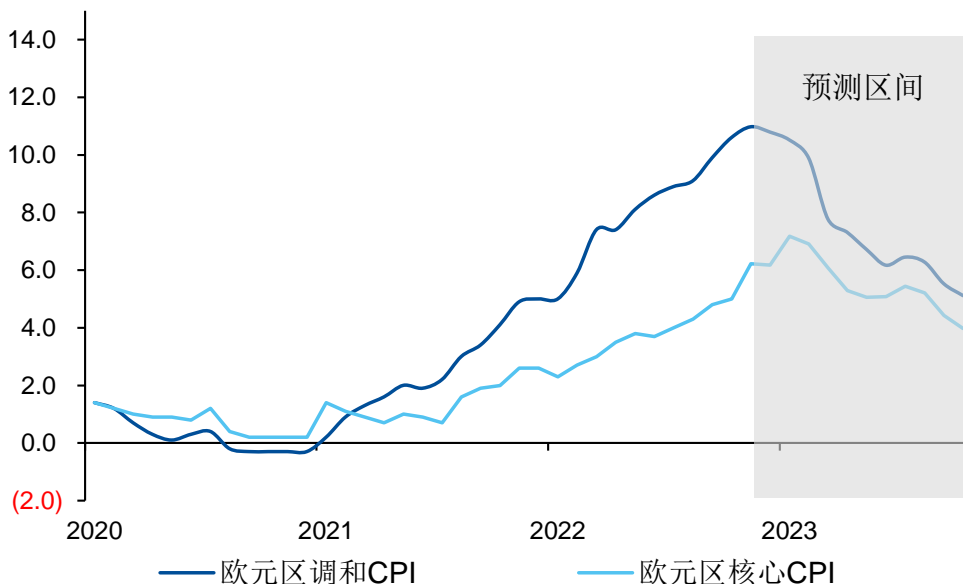




欧洲经济 2023 年展望：难逃“滞胀”

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

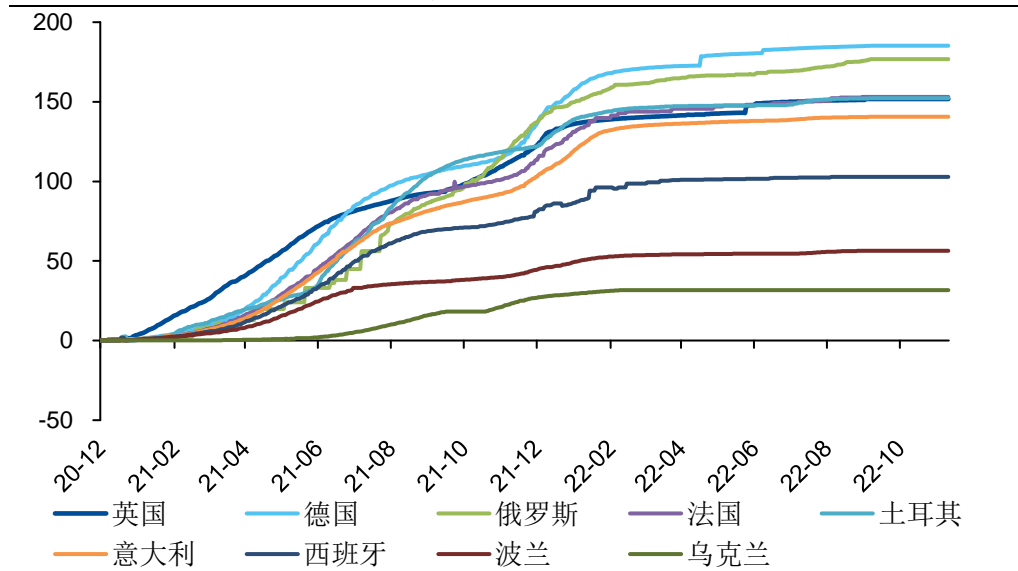
- 在美联储一连串“鹰派”加息后，美国的主要通胀指标均已出现了见顶回落的迹象。反观欧洲，通胀的顶点尚未显现。
- 我们认为欧洲地区的通胀仍有上行空间。即使假设 11 月及 12 月的环比增速明显低于此前的水平，那么欧洲地区的通胀也仍会持续上涨，至年底甚至明年初才会逐步见顶回落。我们预期在 2023 年底，通胀将会逐步下降到当前一半的水平，也就是 5.5% 左右，但仍然显著高于欧洲央行的控制目标。
- 能源问题并未终结。在美国和卡塔尔的计划项目于 2026 年左右上线之前，全球几乎不会有额外的 LNG 进入市场，所以我们也很难预期欧洲的天然气供应问题能够得到根本缓解。在新的天然气替代品出现之前，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。

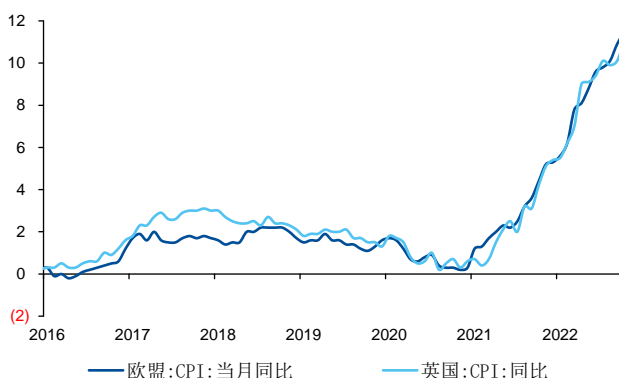
图1：欧洲地区主要国家疫苗接种情况（百万人）



资料来源：英国政府

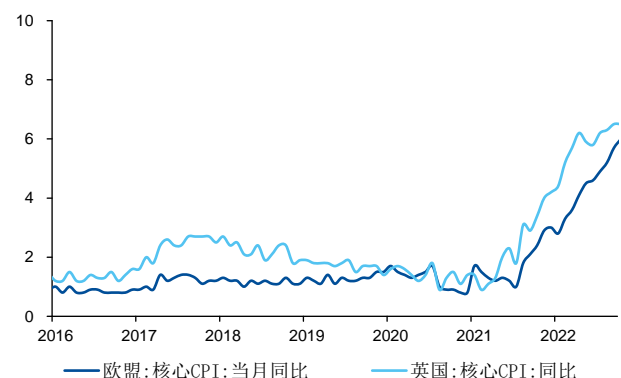
然而，年初俄乌冲突的爆发使得2022年变得波诡云谲。冲突首先打破了原有的能源供需平衡，而这在西方补贴式防疫的背景下使得通胀问题彻底爆发。随着能源价格的大幅攀升传递到商品端，欧美的通胀开始逐渐走向失控。另一方面，与美国不同的是，欧洲地区的能源对外依赖度更高，所以其有相当一部分政策需要协调由地区冲突引发的能源不稳定，这也导致其无法将降低通胀作为唯一的核目标。

图2：欧盟与英国CPI通胀率（%）



资料来源：彭博，国泰君安国际

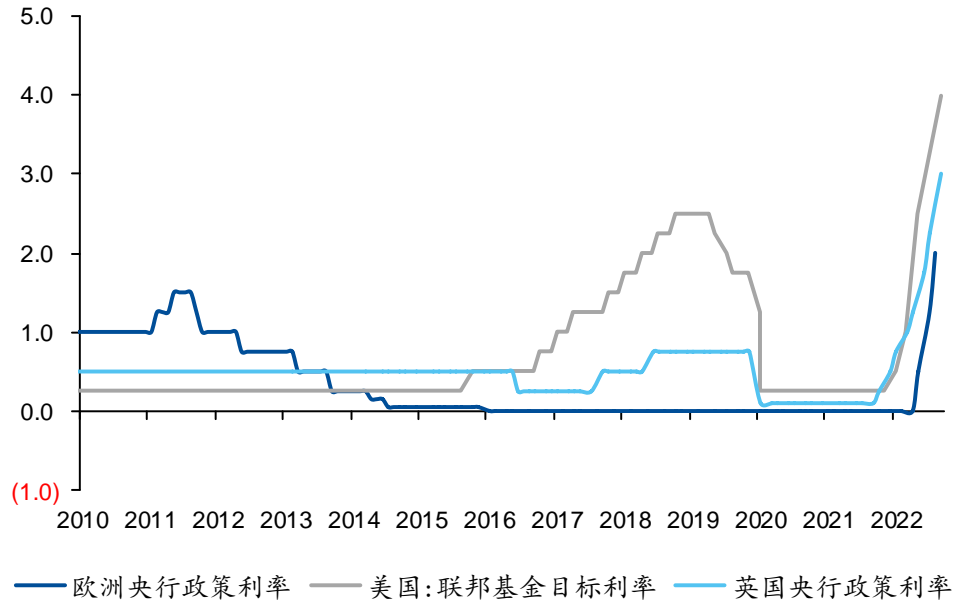
图3：欧盟与英国核心CPI通胀率（%）



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

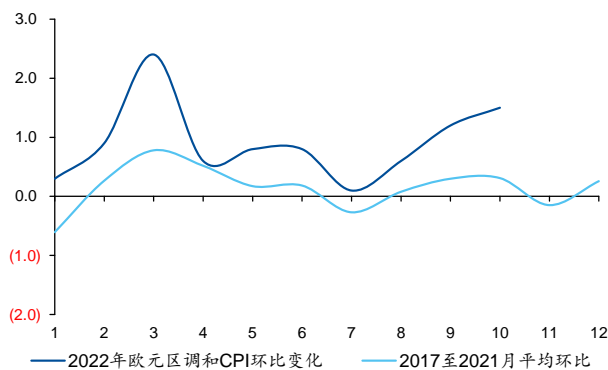
在美联储一连串“鹰派”加息后，美国的主要通胀指标均已出现了见顶回落的迹象。反观欧洲，通胀的顶点尚未显现。

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。

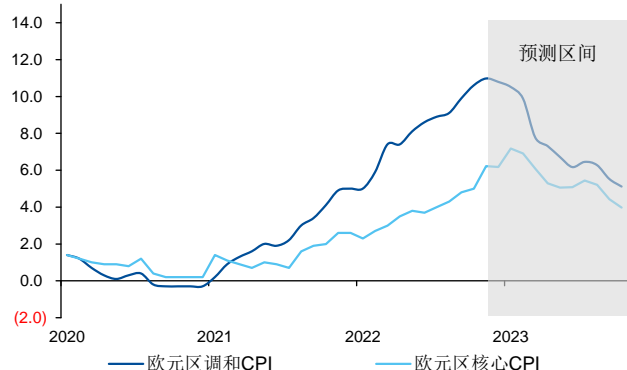
欧洲地区的通胀仍有上行空间。即使假设 11 月及 12 月的环比增速明显低于此前的水平，那么欧洲地区的通胀也仍会持续上涨，至年底甚至明年初才会逐步见顶回落。我们预期在 2023 年底，欧元区的调和通胀将会逐步下降到当前一半的水平，也就是 5.5%左右。

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

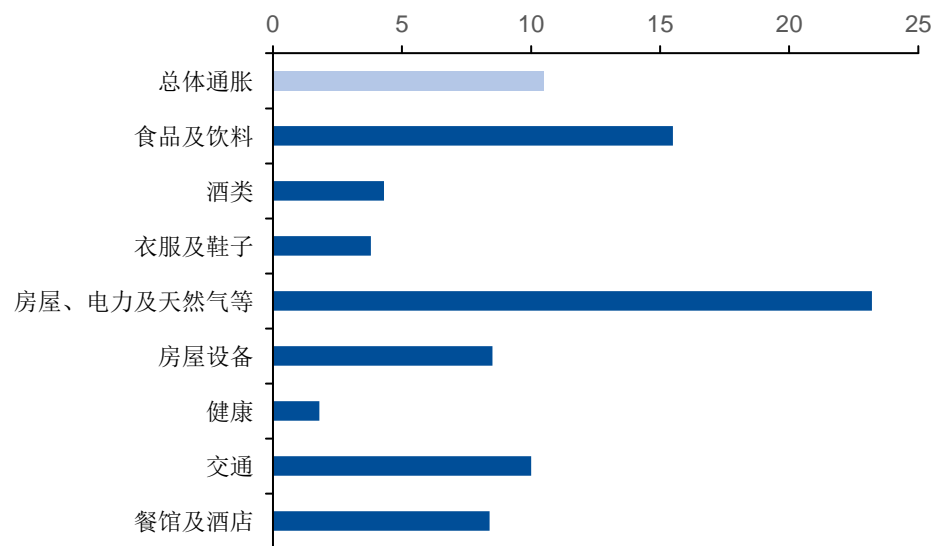
图 6：欧元区调和CPI与核心CPI走势预测



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（%）



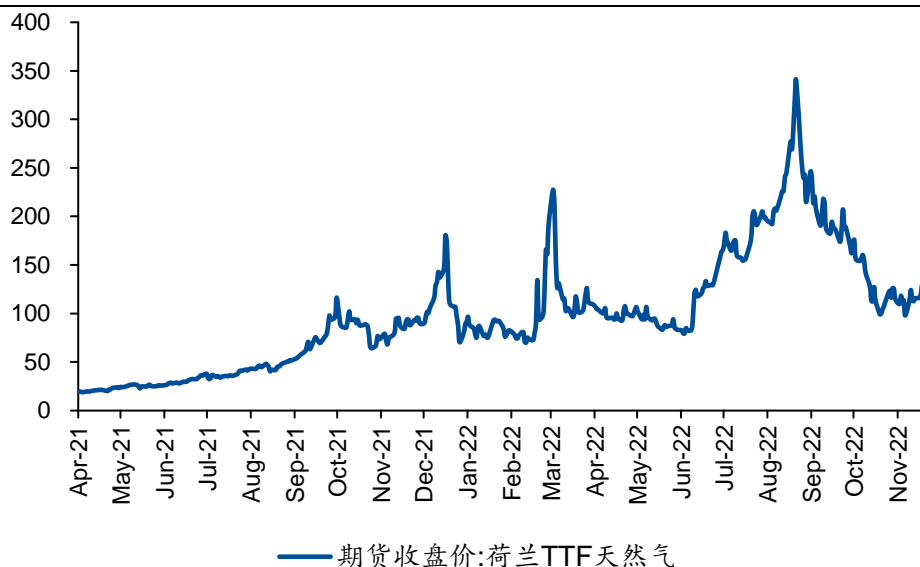
资料来源：Choice、国泰君安国际

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



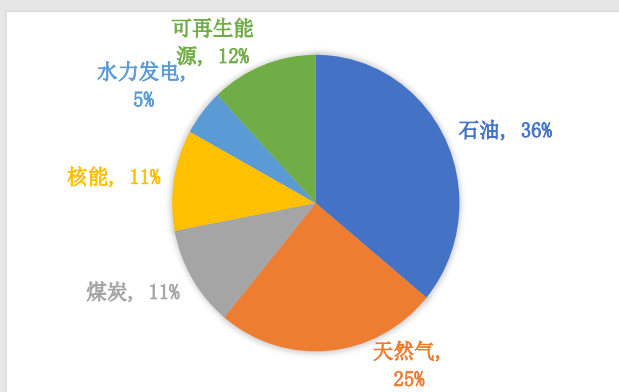
资料来源：Choice、国泰君安国际

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。

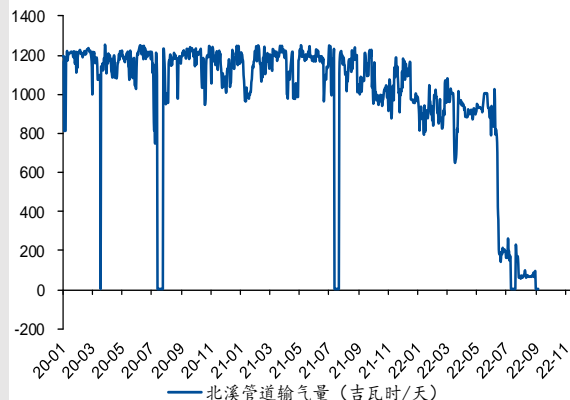
自身开源节流：在 2022 年 5 月，欧盟委员会正式公布了 REPowerEU 计划，该计划旨在减少对俄罗斯化石燃料依赖，快速推进绿色转型。太阳能利用将成为该战略的关键因素，将通过 REPowerEU 计划中的“欧洲太阳能屋顶倡议”加以推广。另一方面，在该计划公布后不久，欧洲多国宣布重启煤电，加速需求替代。再叠加过去几个月是天然气使用淡季，这给了欧盟各国相对充裕的时间来填补天然气库存。

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。

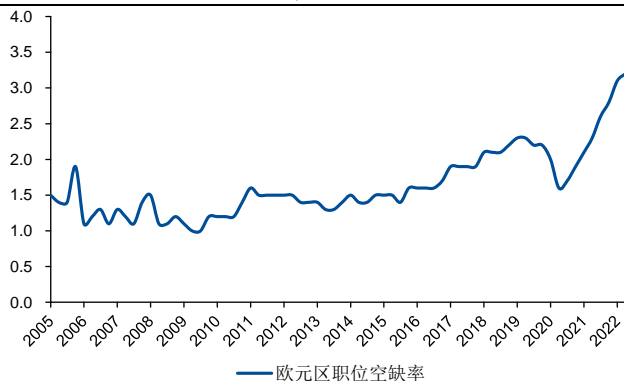
从气候变化政策议题来看，2015年《巴黎协定》中欧洲作为率先明确宣布碳中和目标的主要经济体，在降低传统能源使用率、发展绿色经济中走在了世界前列，但是在过去几年的大力绿色转型中，欧洲的传统能源开发投资大幅降低。因此欧洲各国即使被迫重启煤电，亦面临基础设施老旧、能源转化效率低等棘手问题。

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

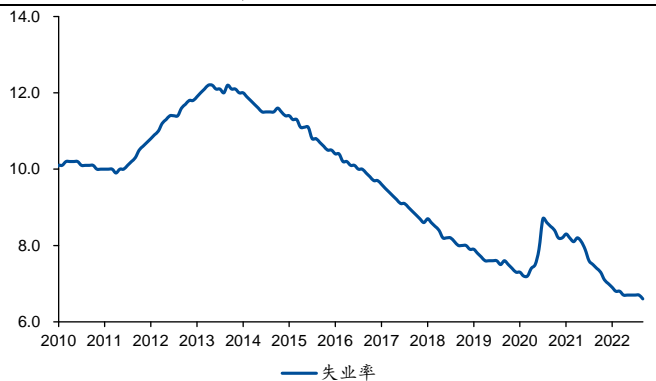
判断通胀的中长期走势，劳动力市场是一个重要的考量。根据以往宏观经济的逻辑和规律，在货币条件收紧的情况下，劳动力市场会出现降温，从而减轻通胀压力。但这一规律在目前并不适用。

图 11：欧元区职位空缺率



资料来源：财经 M 平方，国泰君安国际

图 12：欧元区失业率走势



资料来源：Choice，国泰君安国际

目前来看，欧元区的劳动力市场非常紧张，一方面职业空缺率不断攀升，企业渴望招聘大量员工；另一方面失业率则处于历史低位，这意味着劳动力供需失衡。在这种情况下，企业为了招聘员工只能大幅加薪。

在 CPI 的许多分项（尤其是服务业）的总成本中，劳动力成本的重要性意味着工资上涨与价格上涨密切相关。此外，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时间才能传导至工资端。这也意味着中期通胀水平仍将处于较高水平。

警惕“工资——价格双螺旋”。从经济学运行原理上来讲，并不是所有的工资与物价同时上涨都能被定义为“工资——通胀双螺旋”，这其中需要

包含一个重要的衔接因素——通胀预期。也就是说，一旦通胀预期失控，工人反过来将涨价预期纳入工资计划，进一步要求提高工资，这会导致“工资——价格双螺旋”形成。

由上可知，为进一步防止恶性螺旋的形成，通胀预期的管理相当重要，而这也恰恰是各国家地区中央银行的职责所在。一个高效的央行可以根据不断变化的宏观经济情况采取果断的货币政策以保持通胀预期的锚定。美联储已经通过连续多次的大幅加息稳定了通胀上升的势头，市场也普遍预期通胀开始下行。反观欧洲方面，欧洲央行也仅仅将政策利率提升到 2%，相较于美联储在通胀事宜上的强势“鹰派”，欧洲央行的“鸽派”态度是否能有效管理通胀预期有待商榷。一个值得注意的事情是，2022 年 11 月德国最大的工会与工业界集体谈判达成新的劳资协议，约定未来两年涨薪 8.5%，而这仅仅是个开始。由此中期维度我们仍需要警惕“工资——价格双螺旋”风险的进一步释放。

图 13：欧洲央行对通胀的预期

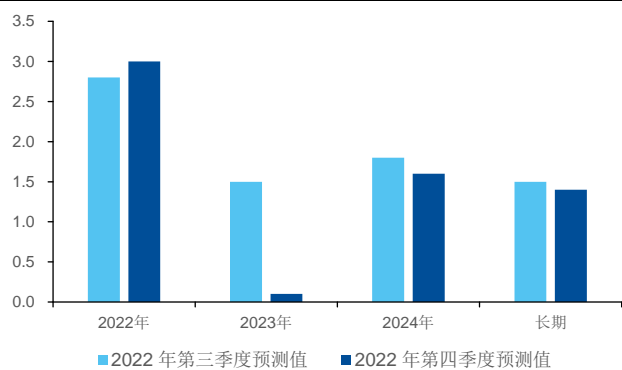
| | 2022年6月 | 2022年7月 | 2022年8月 |
|------------------------|---------|---------|---------|
| 未来 12 个月的通胀预期 (平均值) | 6.6% | 7.1% | 6.9% |
| 未来 12 个月的通胀预期 (中位数) | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 未来三年的通胀预期 (平均值) | 4.6% | 4.7% | 4.7% |
| 未来三年的通胀预期 (中位数) | 2.8% | 3.0% | 3.0% |

资料来源：Choice、国泰君安国际

2023 将陷入“温和”衰退？

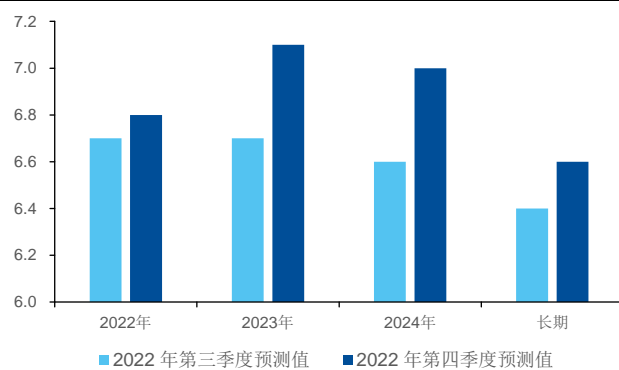
不可否认的是，能源问题短期内将会持续困扰欧洲各国，而尚未释放的劳动力市场压力相信不久后也会逐步展现，这也就意味着通胀仍会持续干扰欧洲经济。因此市场认为欧元区货币政策仍会不断趋紧，目前对欧洲央行加息终点比较一致的预期是在 2023 年 6 月之前加息至 3.25%，并在 2024 年开始降息。与此同时，我们认为欧洲在 2023 年有较大可能陷入“温和”衰退。“温和”本身并没有明确的划分标准，但大致来看，2022 年的 GDP 将会由 2021 年的 8.8% 增速下降到 3.0-3.3% 左右，并于 2023 年进一步下降至 -0.2%。与此同时，通胀仍将处于高位，这也意味着滞胀仍将是欧洲经济在 2023 年的基准情境。

图 14: 欧洲央行不同时期的GDP预测对比



资料来源: 欧洲央行, 国泰君安国际

图 15: 欧洲央行不同时期的失业率预测对比



资料来源: 欧洲央行, 国泰君安国际

2022年11月28日

宏观研究报告

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数
 评级区间: 6至18个月

| 评级 | 相对表现 |
|----|----------------------------|
| 买入 | 超过 15% 或公司、行业基本面良好 |
| 收集 | 5% 至 15% 或公司、行业基本面良好 |
| 中性 | -5% 至 5% 或公司、行业基本面中性 |
| 减持 | -15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想 |
| 卖出 | 小于-15% 或公司、行业基本面不理想 |

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数
 评级区间: 6至18个月

| 评级 | 相对表现 |
|------|----------------------|
| 跑赢大市 | 超过 5% 或行业基本面良好 |
| 中性 | -5% 至 5% 或行业基本面中性 |
| 跑输大市 | 小于-5% 或行业基本面不理想 |

利益披露事项

- 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- 除泸州银行(01983.HK)、晋商银行(02558 HK)、顺丰房托(02191 HK)、郑州银行(06196 HK)及小鹏汽车-W(09868 HK)，国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- 国泰君安或其集团公司有，或将会为过去12个月内有与本研究报告所评论的吉利汽车 (00175 HK)、中国外运- H 股 (00598 HK)、交通银行- H 股 (03328 HK)、京东集团-S W (09618 HK)、百度集团-S W (09888 HK)、金山软件 (03888 HK)、新建集团 (00659 HK)、商汤-W (00020 HK)、中国有色矿业 (01258 HK)、乐享互动 (06988 HK)、广汽集团- H 股 (02238 HK)、中国联通 (02128 HK)、合景泰富集团 (01813 HK)、旭辉控股集团 (00884 HK)、正荣地产 (06158 HK)、哔哩哔哩-W (09626 HK)、碧桂园 (02007 HK)、腾讯控股 (00700 HK)、雅居乐集团 (03383 HK)、中国奥园 (03883 HK)、龙光集团 (03380 HK)、融创中国 (01918 HK)、新世界发展 (00017 HK)、新天绿色能源 (00956 HK)、建设银行- H 股 (00939 HK)、复星国际 (00656 HK)、中国中免 (01880 HK)、科济药业-B (02171 HK)、民生银行- H 股 (01988 HK)、协鑫新能源(新) (00451 HK)、周大福 (01929 HK)、彩虹新能源 (00438 HK)、金融街物业 (01502 HK)、国美零售 (00493 HK)、深圳高速公路股份 (00548 HK)、深圳国际 (00152 HK)、中海物业 (02669 HK)、奥园健康 (03662 HK)、金科服务 (09666 HK)、雅生活服务 (03319 HK)、甘肃银行 (02139 HK)、克矿能源 (01171 HK)、滨海投资 (02886 HK)、华南城 (01668 HK)、中国旭阳集团 (01907 HK)、移卡 (09923 HK)、威高股份 (01066 HK)、阿里巴巴-S W (09988 HK)、中梁控股 (02772 HK)、四环医药 (00460 HK)、重庆银行 (01963 HK)、东方证券- H 股 (03958 HK)、中广核电力- H 股 (01816 HK)、中广核新能源 (01811 HK)、中广核矿业 (01164 HK)、江苏宁沪高速公路 (00177 HK)、药明康德 (02359 HK)、绿城中国 (03900 HK)、泉峰控股 (02285 HK)、宝龙地产 (01238 HK)、凯莱英- H 股 (06821 HK)、中国光大银行 (06818 HK)、小鹏汽车-W (09868 HK)、奈雪的茶 (02150 HK)、小米集团-W (01810 HK)、旭辉永升服务 (01995 HK)、中石化冠德 (00934 HK)、中石化炼化工程- H 股 (02386 HK)、上海石油化工股份 (00338 HK)、中国石油化工股份- H 股 (00386 HK)、泡泡玛特 (09992 HK)、晨鸣纸业 (01812 HK)、理文造纸 (02314 HK)、思摩尔国际 (06969 HK)、中关村科技租赁 (01601 HK)存在投资银行业务的关系。
- 国泰君安或其集团公司有，或将会为本研究报告所评论的中国移动- H 股 (00941 HK)、香港交易所 (00388 HK)、银河娱乐 (00027 HK)、长城汽车- H 股 (02333 HK)、友邦保险 (01299 HK)、金沙中国有限公司 (01928 HK)、中信証券- H 股 (06030 HK)、舜宇光学科技 (02382 HK)、国药控股- H 股 (01099 HK)、中国海洋石油 (00883 HK)、药明生物 (02269 HK)、美团-W (03690 HK)、快手-W (01024 HK)、小鹏汽车-W (09868 HK)、吉利汽车 (00175 HK)、比亚迪股份- H 股 (01211 HK)、建设银行- H 股 (00939 HK)、工商银行- H 股 (01398 HK)、中银香港 (02388 HK)、中国银行- H 股 (03988 HK)、汇丰控股 (00005 HK)、中国平安- H 股 (02318 HK)、中国人寿- H 股 (02628 HK)、腾讯控股 (00700 HK)、瑞声科技 (02018 HK)、中国铁塔- H 股 (00788 HK)、小米集团-W (01810 HK)、阿里巴巴-S W (09988 HK)、网易-S (09999 HK)、京东集团-S W (09618 HK)、中芯国际 (00981 HK)、阿里健康 (00241 HK)、百度集团-S W (09888 HK)、联想集团 (00992 HK)、融创中国 (01918 HK)、龙光集团 (03380 HK)、中国奥园 (03883 HK)进行庄家活动。
- 受雇于国泰君安或其集团公司或其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告内容既不代国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经手人、保荐人、承销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员、交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠,但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述,因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的,及当中的风险。在决定投资前,如有需要,投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用,而此等发布,公布,可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例,或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或牌照规定。

© 2022 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼
 电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793 网址: www.gtjai.com