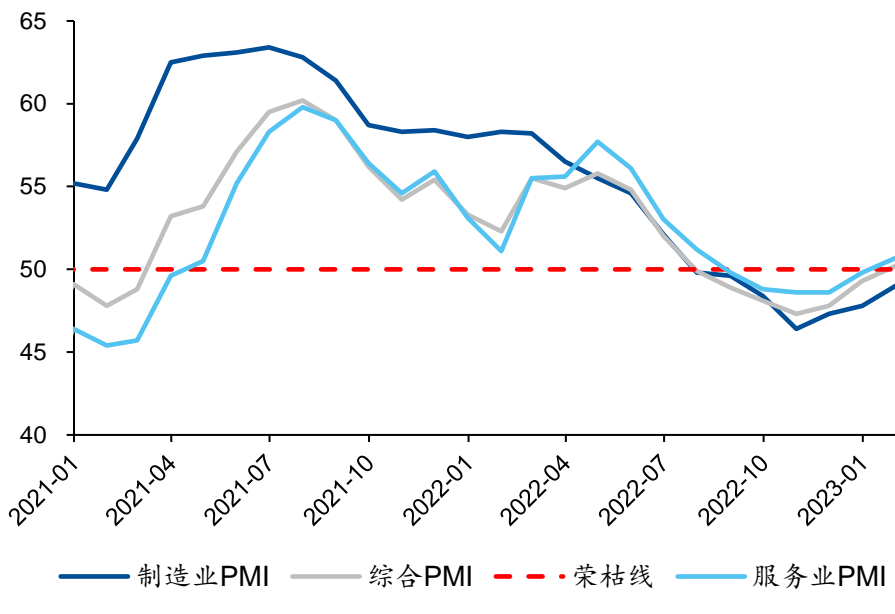




“能源危机”让欧洲避免“衰退”

欧元区将避免“衰退”



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。

随着时间的推移，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



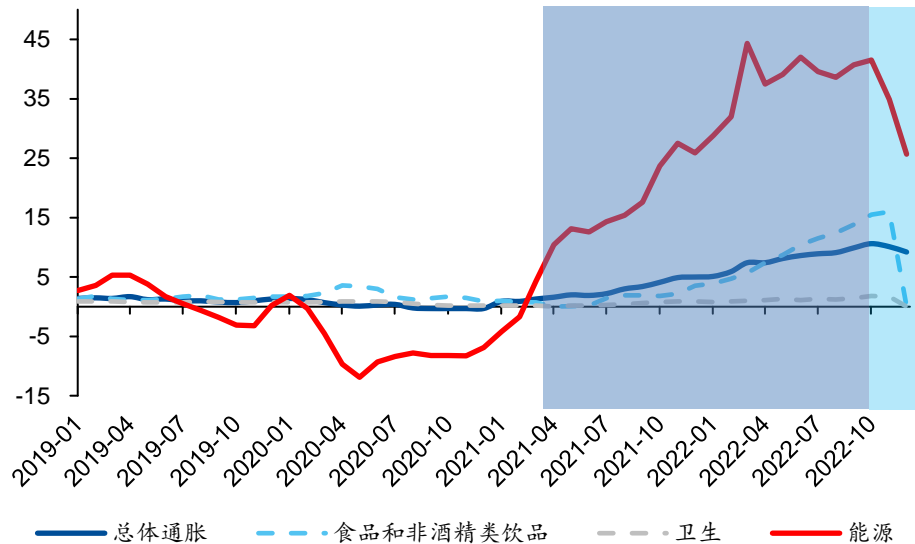
数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

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%。

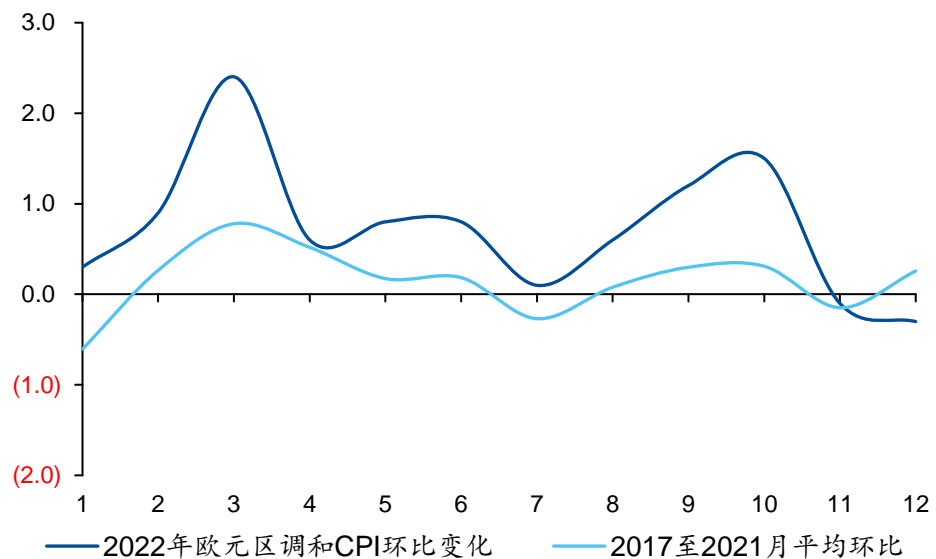
图 2：欧元区整体通胀下行



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

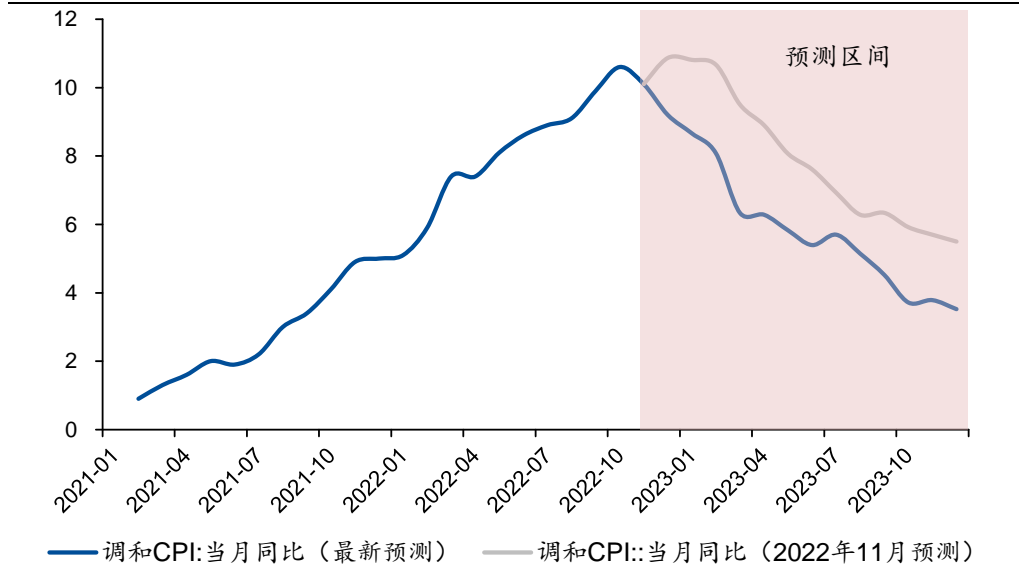
另一方面，欧元区通胀环比增速显著高于季节性的趋势已经开始扭转，这意味着通胀的增长动能开始减弱，2022 年 11 月及 12 月已经连续两个月低于历史平均水平。

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



数据来源：Choice, 国泰君安国际

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 |

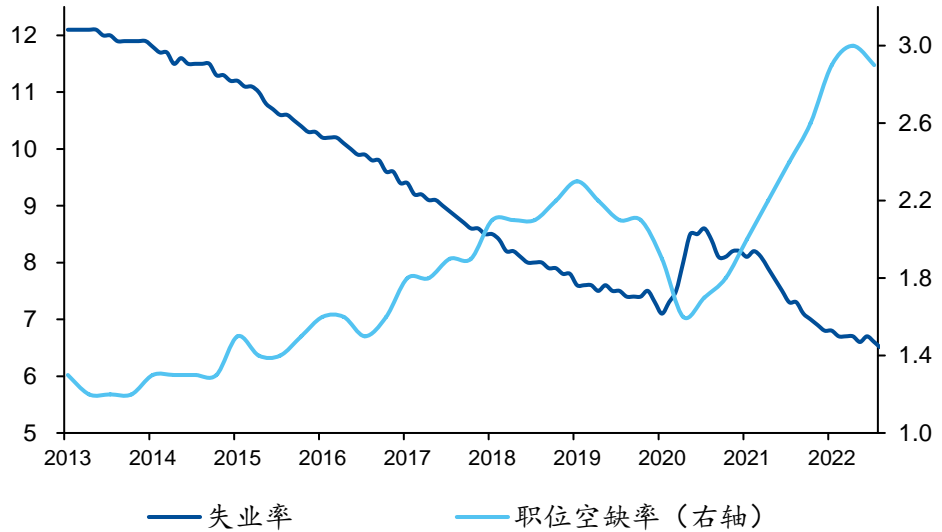
数据来源：欧洲天然气基础设施协会, 国泰君安国际

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%。

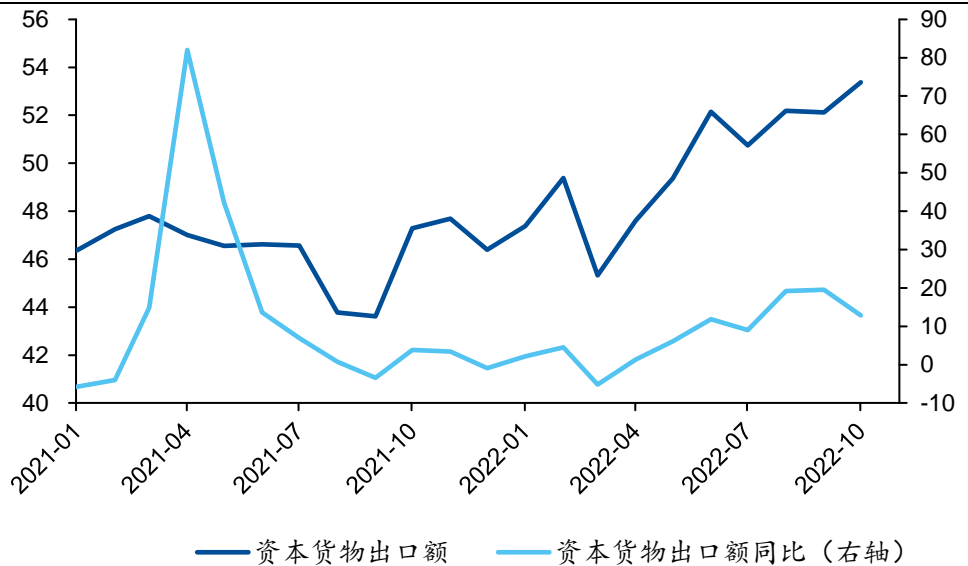
图 7：欧元区应对能源危机采取的措施

| 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。

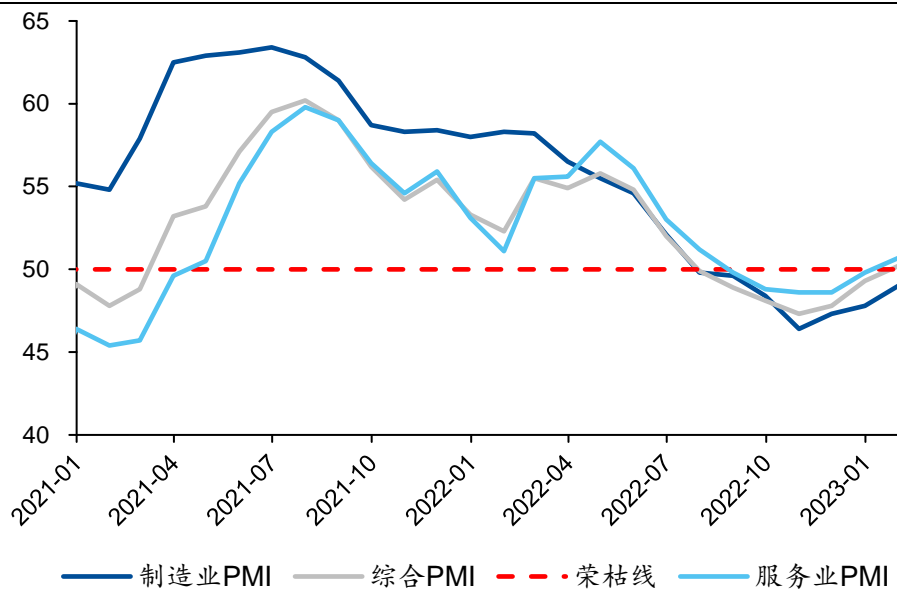
图 11：德国资本货物出口额涨幅明显



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。

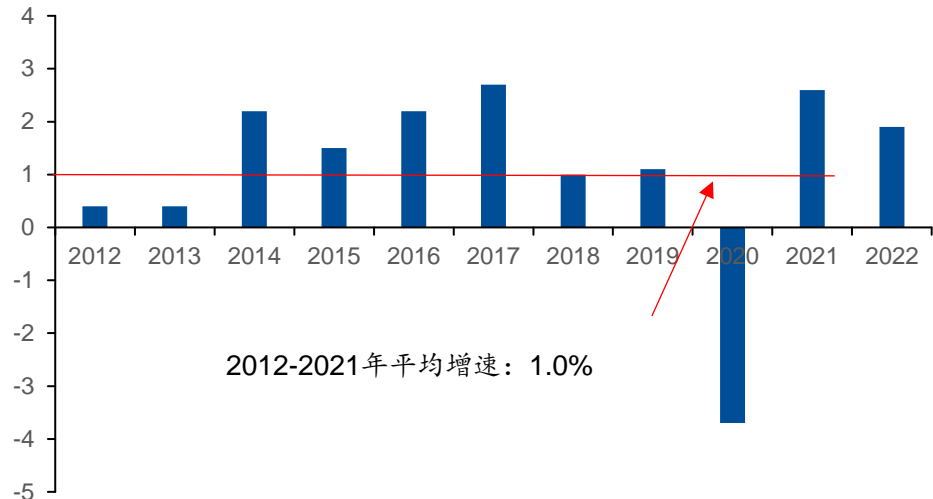
图 8：欧元区 PMI 走势



数据来源：Choice，国泰君安国际

德国经济表现超预期，表明市场此前过高估计了外部风险。作为欧元区最大的经济体，近日公布的数据显示，经过价格调整后德国 2022 年 GDP 同比增长 1.9%，高于市场预期 1.8%。不可否认的是，俄乌冲突推升的天然气价格给德国经济造成了相当大的困扰，但是德国 2022 年 GDP 依旧增长 1.9%，较 2019 年（新冠疫情开始前一年）高 0.7 个百分点，亦高于 2012 年至 2021 年的十年平均水平（1.0%）。

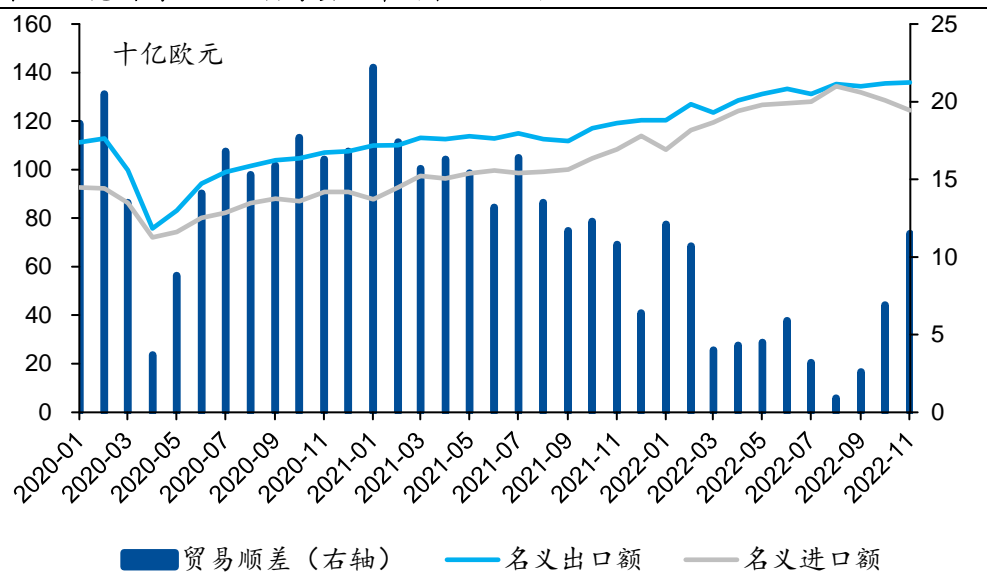
图 9：德国2022年增速高于过去10年平均水平



数据来源：德国联邦统计局, 国泰君安国际

进一步看，随着疫情的相对稳定，个人消费支出增长 4.6%，对 GDP 增长起到了核心支撑作用。经价格调整后，2022 年德国商品出口额和进口额比上年分别增长 3.2%和 6.7%。作为德国最为重要的贸易伙伴，中国的贸易数据已经在 2022 年下半年明显下滑，这也意味着支撑德国贸易的主要力量来自于欧元区自身以及其他主要发达经济体。

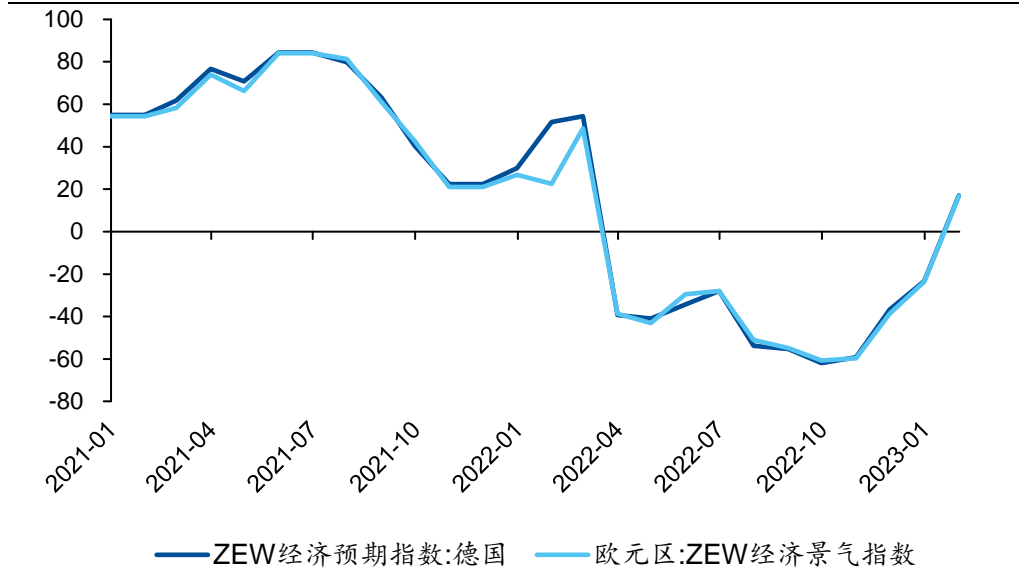
图 10：德国商品出口额持续上升（十亿欧元）



数据来源：德国联邦统计局, 国泰君安国际

往前看，反映欧元区及德国投资者情绪的指标“ZEW 经济景气指数”大幅好转。在能源问题好转、中国经济向好的背景下，能源密集型企业及出口型企业的盈利预期也开始上修，2023 年 1 月德国 ZEW 经济景气指数录得 16.9，远超预期值-15 及前值-23.3。

图 12: 投资者情绪大幅好转



数据来源: Choice, 国泰君安国际

欧元区避免“衰退”的全球意义

综合而言，欧元区大概率能够在 2023 年避免“衰退”，由于欧洲各国已经对能源问题进行相关应对，“断气”危机对于欧元区经济的下一轮冲击将明显小于 2022 年。根本上而言，产业政策对于欧元区经济走出低谷产生了根本性的影响。在受到外部冲击的背景下，正确的政策应对以及长期的思路调整，才是欧元区经济能够超预期的关键因素。

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。

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。
- 除晋商银行(02558.HK)、郑州银行(06196.HK)、亿华通(02402.HK)、顺丰房託(02191.HK)、泸州银行(01983.HK)、远大医药(00512.HK)外, 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在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的腾讯控股 (00700 HK)、阿里巴巴-S W (09988 HK)、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)、新创建集团 (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)、中国联塑 (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)、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)、洪九果品 (06689 HK)、科济药业-B (02171 HK)、民生银行-H 股 (01988 HK)、协鑫新能源 (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)、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)、兖矿能源 (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)、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)、泉峰控股 (02285 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)、瑞声科技 (02018 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)、百度集团-S W (09888 HK)、美团-W (03690 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)、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)、快手-W (01024 HK)、小鹏汽车-W (09868 HK)、中信証券-H 股 (06030 HK)、联想集团 (00992 HK)、中国移动-H 股 (00941 HK)、香港交易所 (00388 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。
- 受雇于国泰君安国际或其受雇于国泰君安或其集团公司或与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表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及之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、牵头经辦人、保荐人、包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部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领牌规定。

© 2023 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