

## 研究报告

欢迎扫码关注  
工银亚洲研究



工银亚洲东南亚研究中心

李卢霞 兰澜

## 欧元区产业链修复之路漫长

——欧元区经济 2023 年度中期展望

## 阅读摘要

欧元区 GDP 增速在 2022 年底显著放缓，2023 年一季度回升但依然偏低（2022Q4：-0.1%，2023Q1：0.1%）。乐观情形下欧洲 2023 年实际 GDP 增长 0.7%-1.0%，比 2022 年下降 2.5-2.9 个百分点。分部门看，出口与消费下滑速度减缓，其中弹性较高的消费品类挤出效应明显，但制造业依然疲弱。下半年随着加息收尾，影响欧元汇率的逻辑发生变化，欧元兑美元汇率预期大概率在 1.08-1.11 之间波动，英镑兑美元汇率大概率在 1.2-1.3 之间波动。

从产业结构看，欧元区经济现状是能源冲击与货币政策共同作用的结果：本土产业链碎片化带来 2023 年上半年工业制造业持续萎缩。欧元区经济漫长的复苏过程（预期持续到 2024 年），很大程度上取决于工业产业链的修复速度。虽然预期 2023 年下半年能源供给及价格渐趋稳定，但据我们测算工业制造业与产业链的修复需时大约在 6-10 个月。从 GDP 的其他部门来看，服务业信号积极，休闲娱乐、旅游、家庭服务项目回暖最为迅速。

从区域结构看，“传统强国”德国由于其重工业的经济特点，增长显著弱于其他国家。德国作为传统经济大国，对欧元区 GDP 增速贡献的平均值为 62.08%。2023 年德国经济增速预期在 0%左右，未必能够逃离温和衰退；长期恐比欧洲其他国家复苏更慢。

中长期来看，融资条件收紧对经济活动的抑制、产业链修复重建的困难、各国财政支持的逐渐退出、未来能源供应的不确定性将会是欧元区经济增长的主要掣肘因素。在乐观情形下，2024 及 2025 年 GDP 增速可反弹至 1.5%左右。价格指数方面，我们的模型预测 2023 年 HICP：5.6-5.9%，但核心 HICP 在 2023 年内会保持高位（预测 2023 年核心 HICP：5.0-5.5%）。预期 2023 年内或再加息 1-2 次，累计幅度不超过 50BP，但年内降息概率较低（<10%）。2023 年下半年财政政策的主要目标是与货币政策配合令经济保持平稳，各国政府需要在增长与价格之间取得平衡。我们预计各国政府将不会有重大预算调整，财政政策力度较 2022 年有所下降，欧元区整体的财政状况将有所改善。

注：“工银亚洲”是中国工商银行（亚洲）有限公司的简称。

本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。

本报告版权归工银亚洲东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

# 欧元区产业链修复之路漫长

## ——欧元区经济 2023 年度中期展望

图表 1：欧元区主要经济变量预测

	2022Q4	2023Q1	2023H1F	2023H2F	2023F	2024F
GDP	-0.1%	0.1%	0.2%-0.3%	0.8%-1.1%	0.7%-1.0%	1.5%
	2023-03	2023-04	2023-05F	2023-06F	2023F	2024F
HICP	6.9%	7%	6.5%-6.6%	6.2%-6.3%	5.6%-5.9%	2.8%-3.1%
核心 HICP	5.7%	5.6%	5.7%-5.8%	5.8%-5.9%	5%-5.5%	3.3%-3.6%
利率 DF <sup>1</sup>	3.0%	3.25%	3.5%	3.50%-4%	< 4%	

数据来源：工银亚洲东南亚研究中心

### 一、能源危机对欧元区产业链破坏较严重、工业不振但服务业回暖，消费和出口跌势趋缓

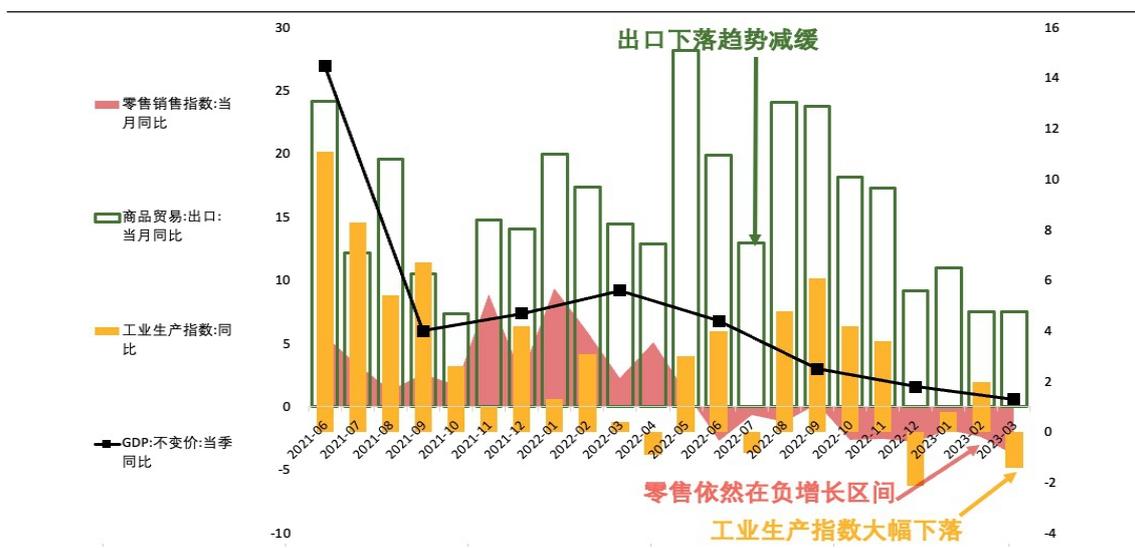
#### （一）工业制造业仍在萎缩，服务业信号积极

基于 2023Q1 的数据，整体经济增速好于预期，但宏观经济各部门表现存在差异。首先，工业制造业下滑速度依然较快，2023 年 3 月工业生产指数在负区间（-1.4%），5 月工业 PMI 依然在荣枯线以下（44.6%）。其根源在于 2022 年能源问题对于工业产业链的破坏。另外部分产业链转移至美国以及东南亚工厂，引致本土工业制造业产业链碎片化程度上升。虽然目前能源供给的冲击减弱，但关停的工厂重新运作、产业链的修复均需要 6-10 个月，因此预期下半年工业制造

<sup>1</sup> 此利率为存款机制利率（deposit rate, DF）。

业对经济为负向拉动。

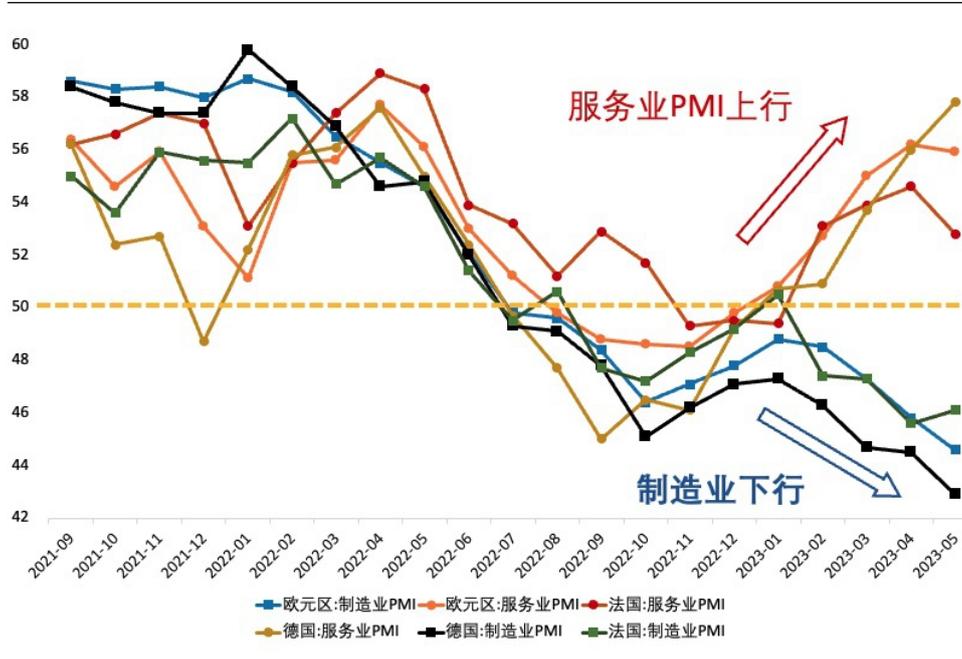
图表 2：零售与工业生产依然处于萎缩区间，工业生产不振



数据来源：欧央行 (ECB)、工银亚洲东南亚研究中心

与工业制造业形成鲜明对比，**服务业释放积极信号**。服务业升温主要来源于疫情之后复苏趋势的延续。自 2022 年 10 月开始，服务业 PMI 已连续 6 个月保持上升趋势，并自 2023 年 1 月升至荣枯线以上。**2023 年 4 月服务业 PMI 达到最近半年的最高点 56.2%**，比 2022 年最低点 (11 月: 48.5%) 高出了 7.7 个百分点。德国 5 月服务业 PMI 达到了 57.8% 的高位，法国也达到了 52.8%。在服务业各项中，**休闲娱乐、旅游、家庭服务项目回暖最为迅速**，主要得益于旅游相关产业的迅速复苏，但文化服务依然不甚景气。2023 年下半年预期服务业依然较乐观，PMI 保持在荣枯线以上，并且上半年受加息冲击的房地产服务有望小幅升温。

图表 3：工业制造业 PMI 下行，服务业 PMI 上行



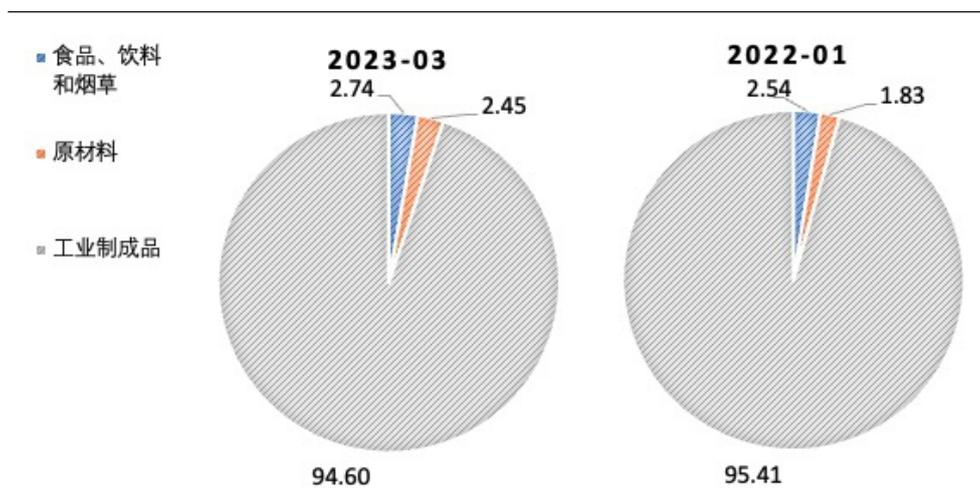
数据来源：欧央行（ECB）、工银亚洲东南亚研究中心

## （二）出口与消费下滑速度减缓，工业品出口大幅下滑，高弹性消费品挤出效应明显

出口同比增速的下滑速度逐渐减缓，主要向下拉动项是工业产品进出口的收紧。2023年3月欧元区出口贸易同比增速为7.5%，去年同期为14.5%，下降幅度为7个百分点。工业品是欧元区向世界出口的重要组成部分，以与中国贸易为例，2022年1月欧元区与中国货物进出口总额中，工业制成品的比例达到了95%以上。但自2022年中以来工业品同比增速大幅下降，其下降幅度远超食品、饮料和烟草，以及原材料产品。2023年3月，工业产成品同比增速低至-16.32%，原材料为-0.65%，食品、饮料和烟草为1.59%。但即使工业产成品大幅下降也依然在进出口总额中占比超过90%。2023年下半年预期出口将不会有大幅转暖，首先因为工业制造业修

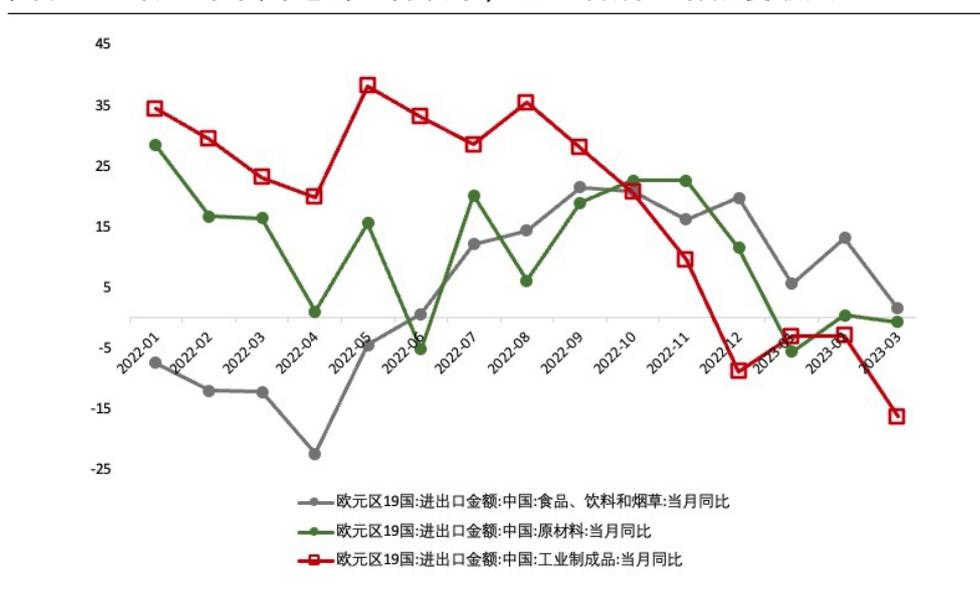
复时间较长，其次因为全球经济放缓的压力。

图表 4：欧洲与中国进出口中，工业制成品占比超过 90%



数据来源：欧央行 (ECB)、工银亚洲东南亚研究中心

图表 5：欧洲与中国进出口各项中，工业制成品落幅度最大

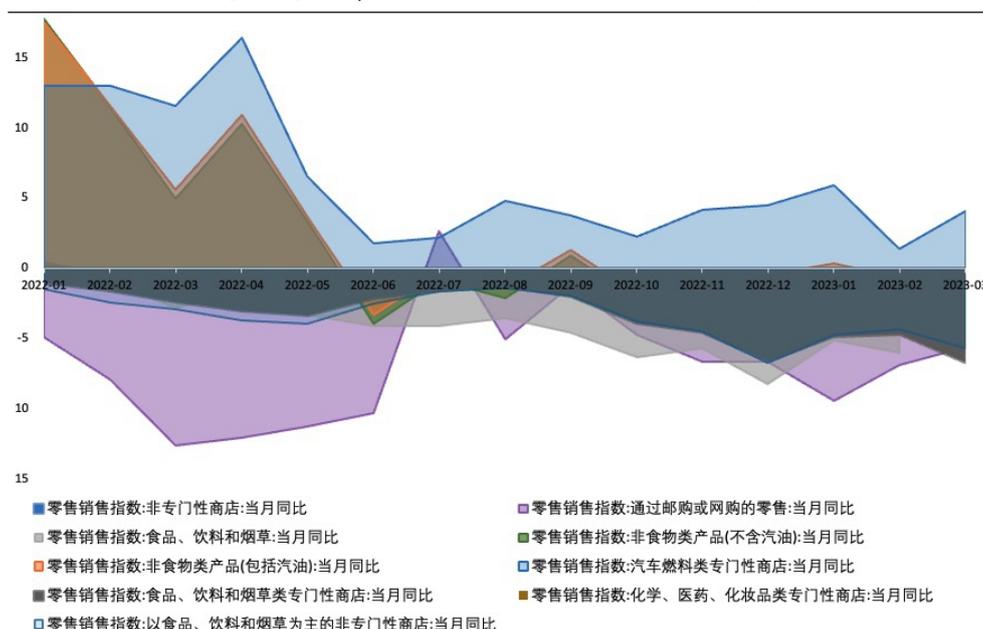


数据来源：欧央行 (ECB)、工银亚洲东南亚研究中心

除此之外，消费的下滑趋势也有所减缓，但依然在负增长区间。2023年3月零售销售同比增速为-3.8%，2022年同期零售销售同比增速为2.3%，下滑幅度为6.1个百分点。分项目来看，得到政府补贴的能源相关消费表现较好，但弹性

较高的消费品类挤出效应明显。非食物类产品以及汽车燃料类专门性商店表现较好，其下滑趋势得到最大程度减缓。非食物类产品（包括气汽油）/（不含汽油）在 2022 年 4 月为 10.9%（10.3%），而 6 月大幅下降-3.3%（-3.9%），2023 年 3 月基本维持不再继续下滑。但是网购、食品饮料、以及一般商店消费均在负增长区间。从根本原因上分析，消费持续不振的主要原因是家庭部门收入显著减少以及能源相关花费大幅上升，消费被大量挤出，其中弹性较低且得到补贴的能源相关消费表现较好，但弹性较高的消费品类依然在负增长区间。

图表 6：欧洲零售销售中，弹性较小并得到补贴的能源消费较稳定<sup>2</sup>



数据来源：欧央行（ECB）、工银亚洲东南亚研究中心

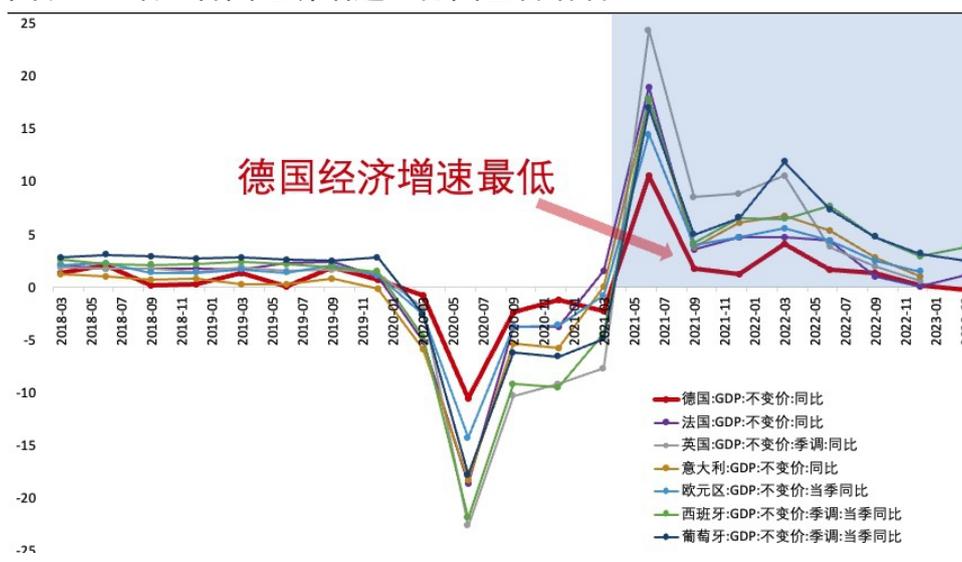
2 欧洲零售销售指数以不变价格计算的营业额为依据计划,通常是通过将当前价格的营业额与相应的销售平减指数进行平减来计算的。行业分类参考欧盟统计局月度零售销售数据分类。

## 二、德国经济增速低，产业链破坏为主要因素

### （一）重工业高度依赖，产业链破坏拖累德国经济增长

2022年中以来欧洲各国经济增长均呈下滑趋势，从GDP增速来看“传统强国”德国显著弱于其他国家（例如：法国、西班牙、葡萄牙、意大利等）。德国虽然在疫情期间增速较高，但自2022年中以来始终保持较低增速：2022年Q2德国、法国、意大利的GDP增速分别为1.7%、4.4%、5.4%；2023年Q1以上国家分别为：-0.2%、1.1%、1.05%，德国异常的低增长基数方面的技术因素占比很低。

图表 7：欧洲各国经济增速：德国显著落后



数据来源：欧央行（ECB）、工银亚洲东南亚研究中心

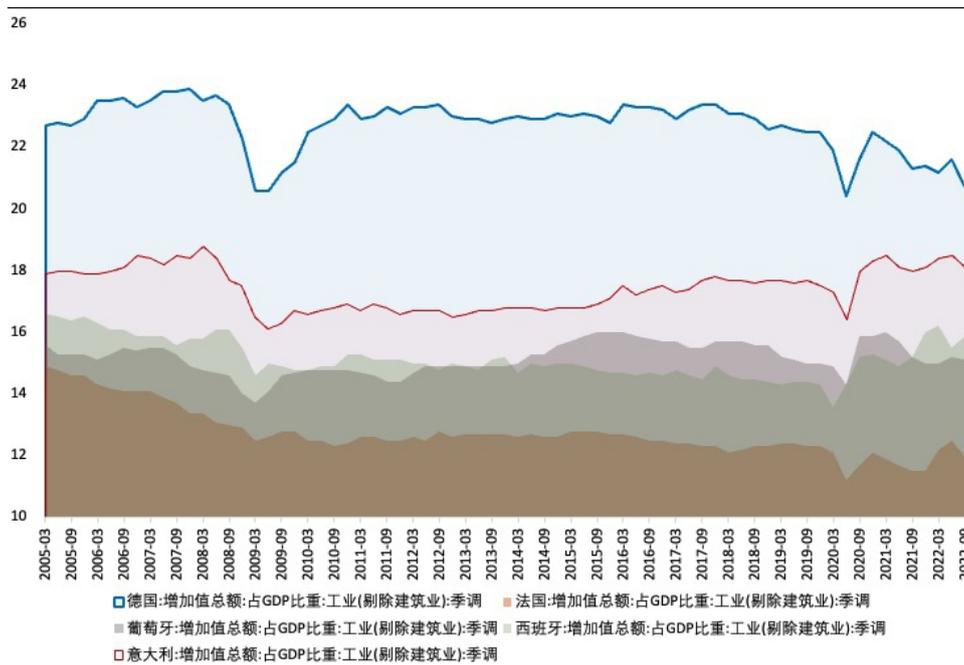
德国经济显著弱于其他国家主因是能源危机期间德国工业生产遭到严重的破坏。德国是欧元区的传统工业强国，在2005年以来，德国工业生产占GDP的比重平均在20%-22%，远远超出法国（10%-15%）、葡萄牙（14%-16%）、西班牙（13%-17%）、意大利（16%-18%）等。重工业占比较高的产

业特征使得德国对能源依赖度（尤其是进口）很高，2021年德国能源消费总量的40%来自于进口，其中石油以及天然气的进口比例均超出了95%。在能源供给锐减、价格飙升的2022年，德国工业大幅受创：工业增加值总额（不变价）同比增速由2021Q3的2.8%下降到2022Q4的-0.9%，工业生产指数同期从-0.7下降至-2.3，工业信心指数从24.0下滑至3.0。

## （二）德国经济或难逃离温和衰退，拖累欧元区经济

2023年德国经济增速预期在0%左右，未必能够逃离温和衰退；长期恐比欧洲其他国家复苏更慢。若2023年秋冬能源储存能保持稳定，则德国经济或可保持在正增长区间。短期内，主要增长动力将来自于服务业，预期工业制造业、消费、以及出口较难提供正向拉动力。从中长期来看，德国经济的复苏主要取决于产业链的修复速度。在全球价值链条（global value chain）参与度越高的国家，其经济恢复速度越受到全球经济的影响。并且产业链的修复、替代以及转移通常是长周期的，我们预测德国GDP增长率恢复到1%左右的正常增长区间至少需要10-12个月。

图表 8：欧元区各国中，德国工业产业占比最高



数据来源：欧央行（ECB）、工银亚洲东南亚研究中心

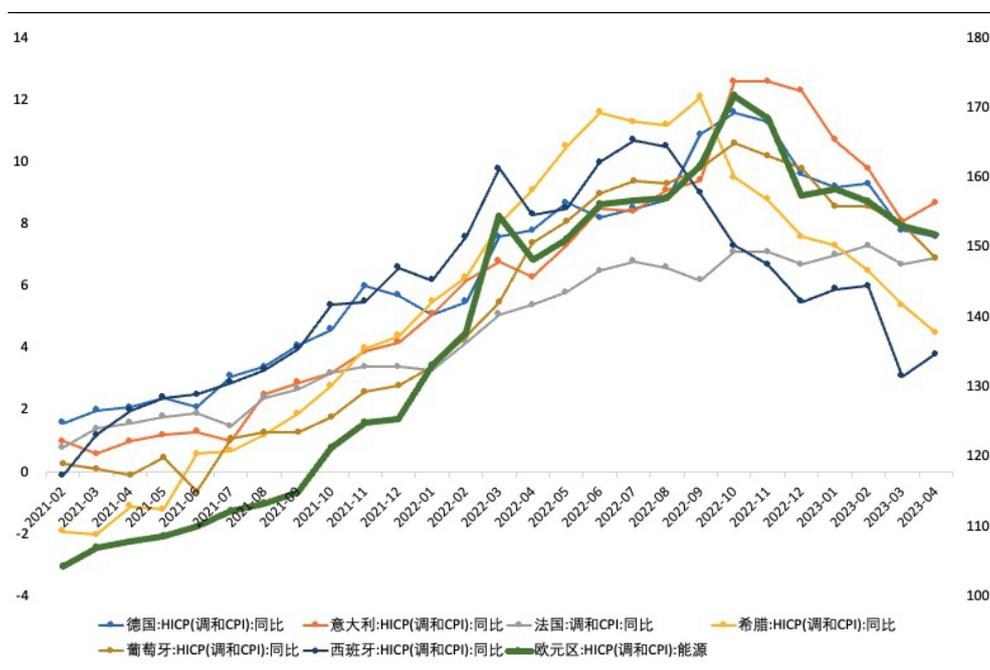
### 三、2023 年加息接近尾声，财政政策力度料减弱

#### （一）短期核心通胀水平仍高，欧央行年内预期仍有 1-2 次加息空间

2022 年末以来能源市场的大幅调整令物价压力明显下降，但核心 HICP 会持续高位至少 2-3 个月。欧元区调和消费者价格指数（HICP）在 2022 年 10 月达到最高点 10.6%，在 2023 年 4 月逐渐下降至 7%，下降幅度为 3.6 个百分点。其中能源价格指数下滑速度显著，同期从 171.75% 下滑至 151.84%，下降幅度接近 20 个百分点，但核心 HICP 自 2022 年 9 月从 4.8% 上升到 5.6%，升幅为 0.8 个百分点。从国别看，意大利（8.7%）与德国（7.6%）目前 HICP 处于较高水

平，法国（6.9%）、葡萄牙（6.9%）处于中间水平，而西班牙（3.8%）、希腊（4.5%）处于较低水平。整体看，大宗商品价格已跌至乌克兰危机之前的最低水平，能源通胀预期在2023下半年会大幅下滑(模型预测2023年HICP: 5.6-5.9%)，但核心HICP会持续高位至少2-3个月(模型预测2023年核心HICP: 5.0-5.5%)。

图表 9：2022 年底以来 HICP 逐渐下滑



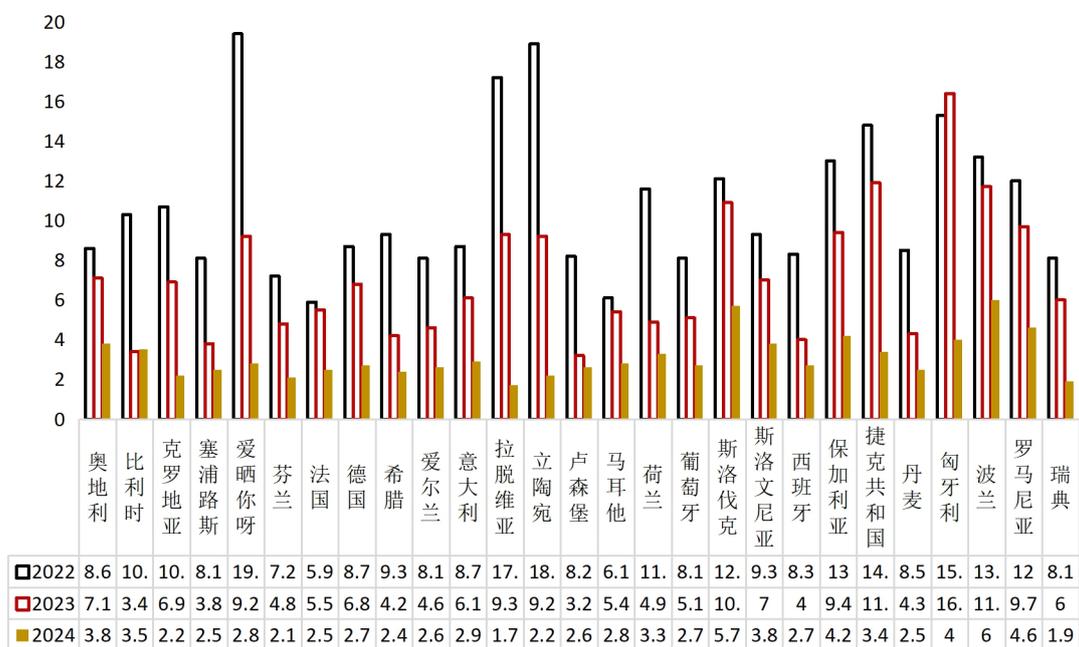
数据来源：欧央行（ECB）、工银亚洲东南亚研究中心

同时，短期欧洲劳动力市场也较为紧张，劳动力工资同比增速仍有上升压力，预期2023年工资平均增长5%-5.5%，到2023年底实际工资将恢复到2022年第一季度的水平；2024及2025年下降至平均3.5%-4.5%的区间。

此外，2023年预期更低的价格水平意味着财政支持必要性或有所下降，相应也可降低价格压力。综合以上因素，预计2024年通胀水平会有明显回落，预计2024年HICP:

2.8-3.1%，核心 HICP：3.3-3.6%。

图表 10：2022、2023（预测）、2024（预测）欧元区各国通货膨胀



数据来源：欧央行（ECB）、工银亚洲东南亚研究中心

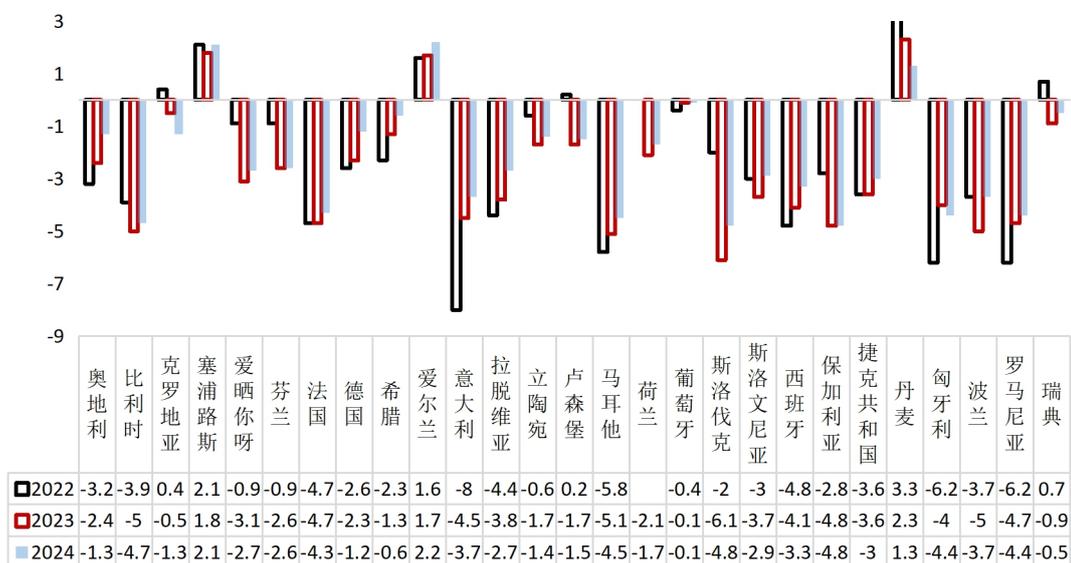
从 2022 年 7 月至今，欧央行共进行了 8 次加息，累计幅度为 400BP，存款机制利率（deposit facility, DF）由 -0.5% 上升到 3.50%。美联储 6 月暂停加息后预计可能还有一次加息空间，但考虑到欧央行加息周期开启较晚，以及再次上调通胀预期的行为，我们认为欧央行加息空间或更大一些。预期 2023 年内欧央行或再加息 1-2 次，预期累计幅度不超过 50BP，年内降息概率较低（<10%）。

## （二）财政政策配合货币政策，权衡增长与通胀目标，预期力度下降

区别于其他经济体，欧元区 19 个国家实施单一的货币政策，但每个国家的中央政府都有自己的财政政策。在 2023

年的经济转折点，财政政策与货币政策互相配合，令经济平稳着陆非常重要。在欧盟委员会发布的对欧元区国 2023 年预算计划草案 (draft budgetary plans, DBP) 的意见中，委员会建议欧元区应逐渐降低财政政策力度、对于不同国家采取差异化的财政政策，政府债务水平较高的国家应实施审慎的财政政策以确保其债务可持续性。因此我们预期：第一，2023 年下半年欧元区各国或没有重大预算调整，财政政策力度会下降，下降主要来源于应对能源危机以及高通胀的补贴份额的减少。欧央行预测财政支出占欧元区 GDP 总额将从 1.9% 下调至 1.8%，调整幅度为 0.1 个百分点。

图表 11：2022、2023（预测）、2024（预测）欧元区各国政府预算



数据来源：欧央行 (ECB)、工银亚洲东南亚研究中心

第二，欧元区整体的财政状况将有所改善。由于利率在 2024-2025 将不断下降，欧元区政府平均利息支付占 GDP 的比例也将逐渐下降趋于平缓，但政府财政赤字和债务比率预

计仍将高于疫情前的水平。欧央行预测，欧元区预算赤字在2023年将继续下行，2024年下降幅度更大(占GDP的2.4%)。

**第三，国家之间在财政政策上的差异依然存在。**首先，与2022年相比，2023年能源相关的补贴预算预计会降低，各国逐渐放开天然气以及电力价格上限。而补贴降低的具体程度、上限如何放开将取决于不同国家的能源市场特征以及定价模式。另一方面，2023年一些国家可能会延续2022年财政政策的调整策略，例如意大利在2022年能源供给紧张期间对财政数据统计重新分类。

#### **四、 相对较大的加息空间和能源价格趋稳的一般假定下，欧元和英镑下半年压力料减小、但波幅料扩大**

2022年中以来，央行加息对于汇率的影响占主导地位<sup>3</sup>，然而随着下半年加息进入尾声，对未来经济金融市场的不确定性预期将是影响汇率市场波动的主因。

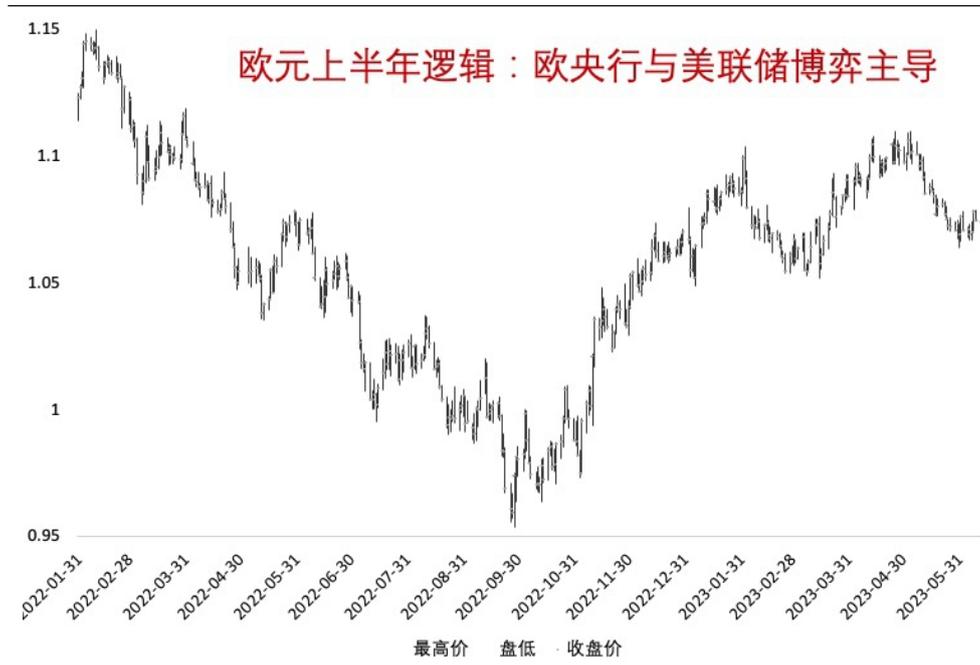
从货币政策角度看，欧元的压力较上半年将有所减弱。下半年欧央行预计最多还有1-2次加息，且额度不超过50BP，但年内降息预期较低。欧央行与美联储加息幅度相近，但欧央行由于加息周期开启较晚结束预计也比美联储更晚（或持续到10-12月左右）。因此在未来三个月内，来自欧央行的加息预期应不弱于美联储的预期。

---

3 以2022年6月至2023年6月的数据回归分析，影响欧元汇率变动的一阶重要(first-order important)因素是欧央行与美联储加息预期的相对变化，欧元区经济数据对汇率的影响相对较弱。

另一较为重要的因素是能源价格（尤其是石油价格）对于全球外汇市场的影响。美元指数波动通常与石油价格反向相关，下半年预期石油价格波动性将高于上半年，走势小幅上升。另外，欧元区经济展望也与能源价格相关，在无能源进一步扰动下，经济增长面临的不确定性相对较小，欧洲的金融市场/银行业相对于美国压力偏低，因此预期欧元的波动性将弱于美元。综合以上因素，我们预计下半年欧元兑美元波动区间将走阔，日均值预计在 1.08-1.11 之间，平均日波幅预期在 10% 以上。

图表 12：上半年欧元汇率先降后升，形成一个较完整周期



数据来源：欧央行（ECB）、工银亚洲东南亚研究中心

与欧元逻辑相似，英镑下半年压力也相对减小。英镑上半年趋势强于欧元，波动性也相对较小，反映英国渐渐摆脱了 2022 年财政危机的阴影。从短周期来看，英镑从 2023 年

3月至今的变动趋势构成了一个中心上移的小周期：英镑兑美元从1.18附近上升到1.27（5月初），目前围绕1.2上下波动。从长周期来看，自2022年4月美联储加息以来欧元持续承压，英镑兑美元从1.36持续下跌，并于2022年10月跌至1.06。2022年10月-2023年1月，随着美联储加息预期逐渐平缓、英国加息预期逐渐增强，英镑兑美元由回升至1.2附近。预期下半年英镑兑美元波动区间走阔，日均值预计在1.2-1.3之间。

图表 13：英镑汇率相对欧元更加稳健波幅较小



数据来源：欧央行（ECB）、工银亚洲东南亚研究中心