



欧洲经济的三重大山



“We were standing on one side of a massive river of uncertainty and hardship, both from the health and economic point of view. And we couldn't even see the other side of the river - Christine Lagarde （从健康学和经济学的角度来看，我们正站在一条充满不确定性和困难的巨大河流的一侧。我们甚至看不到河的另一边——拉加德）”。

本文分析了当前欧洲（欧元区及英国）经济的三大风险。从经济增长来看，今年一季度以来欧洲经济增速正在显著放缓且中长期欧洲内部经济分化或将加剧。从通胀水平来看，受到疫情反复，俄乌冲突和偏紧的劳动力市场三大因素影响，欧元区和英国平均通胀水平今年预计将显著抬升。尽管目前数据并未显示欧洲存在经济衰退的迹象，但高通胀压力持续势必增加未来欧洲经济实质性的“滞胀”风险。从金融市场来看，大宗价格波动加剧和俄罗斯能源“去欧元化”或将弱化欧洲金融市场稳定性。叠加美联储强势加息政策，部分大型金融机构可能经由欧美大宗商品期货交易所或大宗现货供应链渠道遭受流动性冲击，从而诱发潜在系统性风险。

尽管自 2021 年二季度以来，欧洲（欧元区及英国）经济整体强劲反弹。但伴随疫情反复以及俄乌局势的爆发，2022 年一季度欧洲经济整体增速开始显著放缓。具体来看，我们比较了今年一季度和去年下半年欧洲经济驱动因素的前后变化。

首先，私人消费正在放缓。尽管欧元区和英国的私人消费对经济增速

拉动仍然强劲，但进入 2022 年一季度，可支配劳动收入自去年一季度以来首次出现下滑，导致私人消费支出开始放缓。随着全球经济下滑，通胀压力抬升以及乌俄地缘危机的叠加影响，欧元区和英国消费者信心持续下滑。欧元区的消费者信心指数在 2022 年 4 月下降至-22，创下自 2020 年 4 月以来的最差水平。同样，欧元区经济信心指数自今年 2 月以来显著下降。预计私人消费预期和经济信心转弱将进一步传导影响居民储蓄抬升，这将对最终私人消费支出带来进一步的抑制。

其次，供应瓶颈对投资增长的不确定性正在增加。疫情蔓延和乌俄危机下的供给冲击，阻碍了欧洲供应链和物流体系进一步恢复，这直接冲击了欧洲交通运输，建筑以及有色金属三大行业。原材料供给受阻，基础设施建设放缓以及物流阻塞导致了欧洲固定投资形成额对经济增长拉动的不确定性增高。比如欧元区的供应瓶颈直接导致欧洲半导体材料供应缺口加大，影响今年 3 月欧盟乘用车销量同比下降 20.5%。

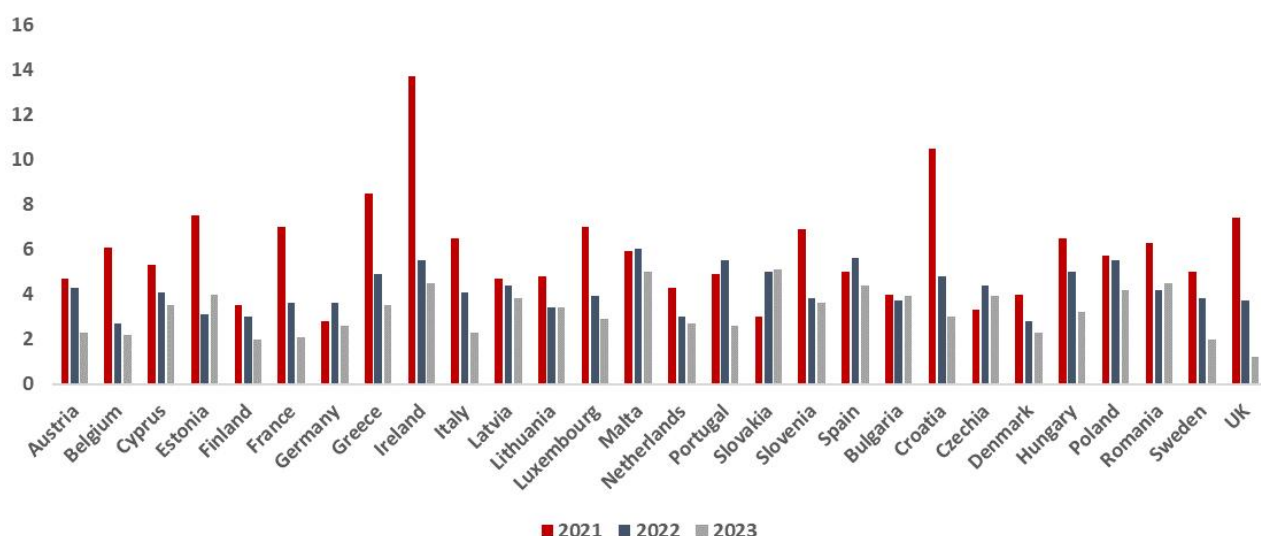
从最新的 4 月欧元区和英国制造业 PMI 数据来看，供应链瓶颈已经持续影响欧元区和英国工业制造业生产活动，并显著提高了欧元区和英国供应商的订单交付时间。考虑到欧洲供应链当前的修复状况，我们预计供给瓶颈对欧洲交通运输，建筑以及有色金属三大行业的影响将持续至 2023 年年初。

同时，供应瓶颈的外溢效应正在限制部分私人消费。受到交通运输和物流瓶颈的影响，部分耐用品零售商无法及时取货，这直接影响了欧元区

内个人最终消费支出。

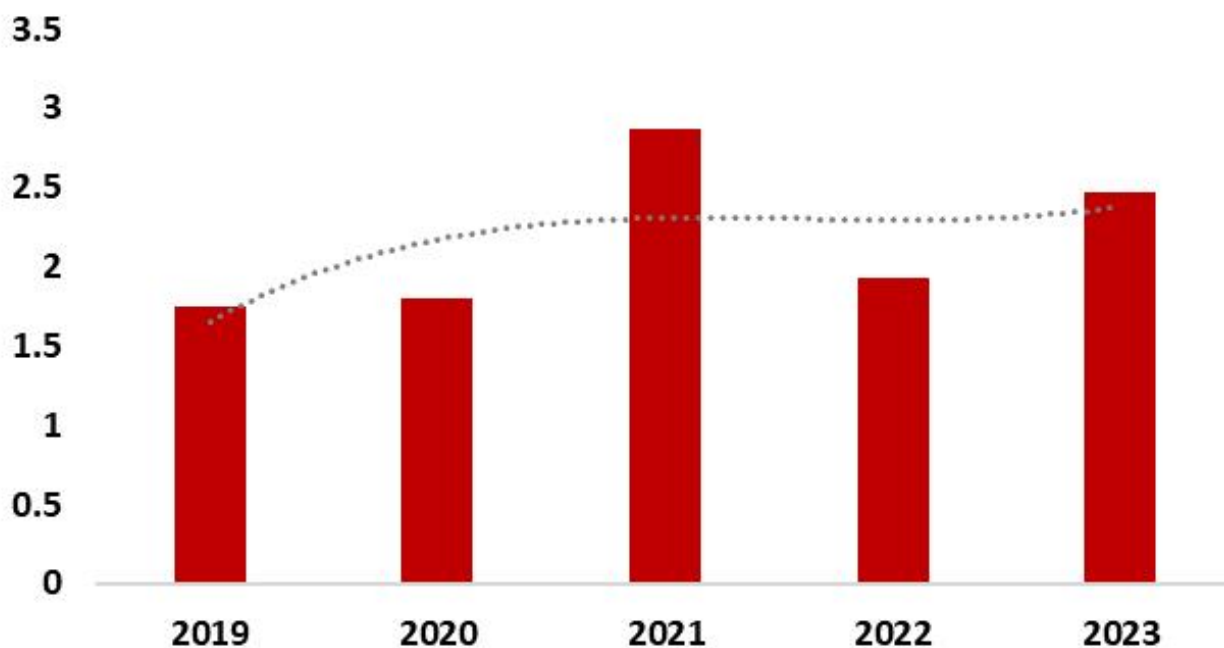
最后，欧元区内的经济分化问题或将持续。疫情影响和地缘危机不仅仅导致欧洲整体经济增长预期下滑，这也将进一步加剧欧洲经济内部的复杂性和分化性。从我们构建的欧洲经济分化指数来看，尽管今年欧元区及英国的经济分化将有所收窄，但明年欧洲经济增长的分化情况或将卷土重来。这种明显的分化在很大程度上与供给冲击带来的结构性影响有关。此外，疫情和地缘冲击对欧洲经济大国的影响或将更具持续性。我们通过俄乌冲突对经济影响的拟合分析，发现今年及明年英国、法国及意大利三大欧洲经济体将持续受到供给瓶颈和地缘冲突的显著影响。

图 1：欧元区 27 国及英国经济预测%



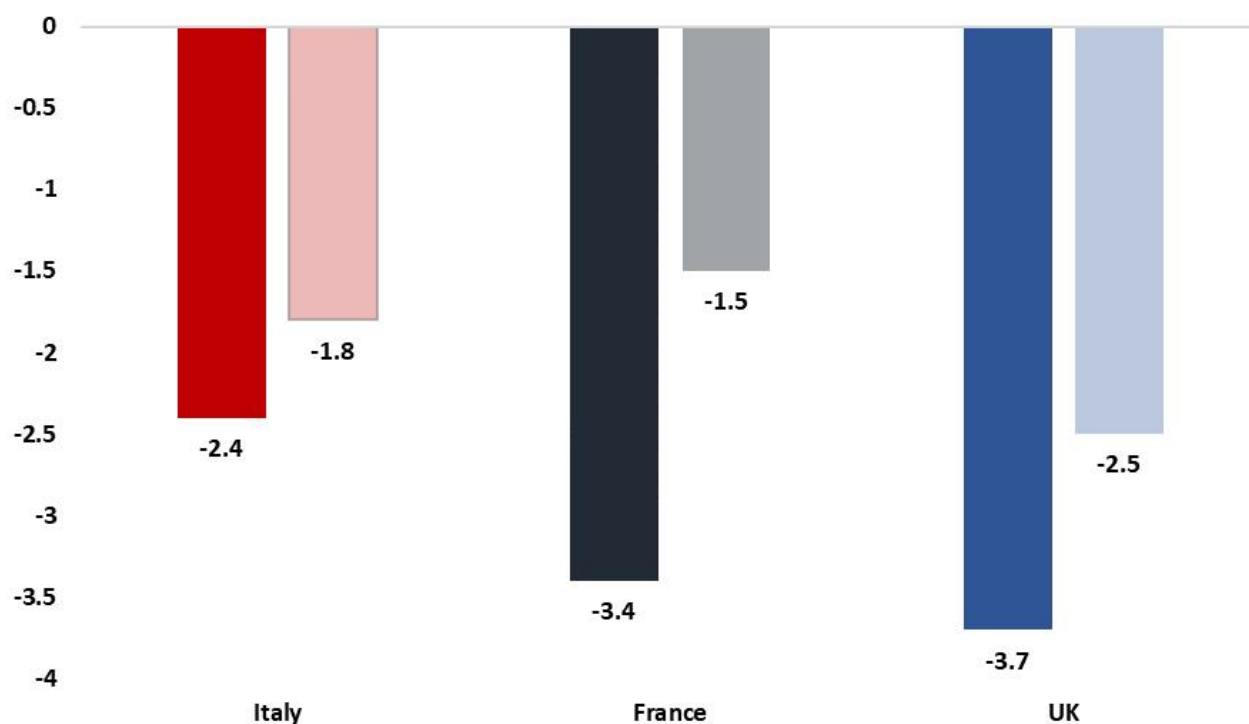
数据来源：ECB，工银国际估算

图 2：欧洲经济分化指数



数据来源：ECB，工银国际估算

图 3：地缘冲突对欧洲主要经济体的冲击 2022-2023%



数据来源：工银国际估算

同美国一样，欧洲正在面临持续上升的通胀压力。基于我们的预测，

今年欧元区平均通胀率或接近 6%，英国的平均通胀率或攀升至 7%以上。尽管目前的数据并未显示欧洲存在经济衰退迹象，但高通胀压力持续势必增加未来欧洲经济实质性的“滞胀”风险。

首先，疫情反复为欧洲通胀中枢进入上升通道提供了基础。在俄乌冲突爆发前，欧洲通胀压力就因疫情暴发和供应链瓶颈显著受到影响。如 2021 年全球液化天然气的供应量相比疫情前的年平均增长（2019 年为 10%）水平少了一半。这是因为面对疫情影响，多数液化天然气出口国选择提前削减产能。比如，挪威的液化天然气出口去年整体下降了 93%。作为全球最大的天然气消费区，欧元区的能源结构中四分之一依赖天然气，天然气供应快速收紧，为欧洲通胀中枢抬升提供了基础支持。

其次，俄乌危机刺激了欧洲高通胀的加速。长期以来欧洲经济整体严重依赖俄罗斯能源。自 2017 至 2021 年以来，欧盟对俄罗斯天然气的依赖程度超过 40%，欧盟 27%的石油进口和 46%的煤炭进口均来自俄罗斯。在农产品方面，俄罗斯和乌克兰分别是全球第一大和第五大小麦出口国，两国谷物出口总量占全球比重为 40%（其中，小麦出口量共计约占全球小

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_42123

