

宏观深度报告

2022 年欧洲经济和市场前瞻

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- 2022 年，美联储开启紧缩周期，美国 and 大部分新兴市场可能承压，而欧元区却值得格外关注。我们对欧元区经济和市场有四个关键判断：
- **判断一：经济复苏不温不火。**2022 年，欧元区经济大概率延续温和复苏态势。一方面，欧元区经济复苏的空间仍存，IMF 最新预计 2022 年美欧经济增速相当。另一方面，2022 年欧元区货币和财政支持或进一步减弱。此外，围绕乌克兰的地缘政治冲突升温、德国新政、法国大选等欧元区内外外部政治变化，也可能分散政府支持经济复苏的精力。
- **判断二：“能源通胀”触顶回落。**2021 年，欧元区核心通胀压力不算大，能源危机是通胀压力的主要来源。近年来欧盟传统能源对外依存度过高，凸显了其能源安全的脆弱性。不过，2022 年欧元区通胀压力或难进一步受能源危机助推。据欧央行预测，截至 2022 年底，欧元区 HICP 能源分项可能在基数原因下回落 20% 以上。在经济复苏不温不火的节奏之下，**欧元区通胀压力或可控，或难对货币政策构成紧约束。**
- **判断三：债务压力牵制央行。**新冠疫情以来，欧元区债务压力显著加剧，其中意大利的债务风险最高。2020-2021 年欧央行的紧急购买计划（PEPP）下购买了大量意大利国债，有效缓解了意大利债务压力，意大利与欧元区国债利差甚至有所缩窄。据欧央行最新政策，欧央行将于 2022 年一季度结束 PEPP 投资。我们测算，即便之后适度加码传统资产购买计划（APP），其每月 100-200 亿欧元的增量，仍将明显少于此前 PEPP 每月 500-800 亿欧元的购债规模。鉴于意大利等欧盟成员的债务压力，我们认为 **2022 年欧央行减码节奏不会过快，且不会于年内加息。**
- **判断四：欧元股市高看一眼。**2022 年开年以来，美股经历明显调整，欧股已显示出更强韧性。2022 年欧元股市的韧性来自四个方面：**1）从盈利看**，欧元区经济复苏有望继续带动企业盈利修复。**2）从绝对估值看**，当前欧股估值处于相对合理水平。截至 2022 年 1 月 24 日，德国 DAX30、法国 CAC40 和美国标普 500 指数的 PE-TTM 分别为 15.3 倍、21.4 倍和 24.2 倍，分别处于近十年历史分位的 22%、56% 和 78%。假设估值回归历史中位数，基于 EPS 一致预期，我们估算上述三个股指未来 12 个月预计涨幅分别为 32.5%、49.4% 和 9.1%。**3）从相对估值看**，2020 年以来，欧美 M2 比值的降幅与 MSCI 欧洲与 MSCI 美国指数比值的降幅相当。2022 年，因通胀压力缓和、政府债务压力较大，欧央行货币政策将维持相对宽松，欧美 M2 比值有望明显回升，带动欧股跑赢美股。**4）从资本流动角度看**，历史上美联储加息时的美元指数不一定走强，且欧元区经常项目盈余能够支撑欧元汇率，欧元汇率贬值压力不大，资金外流压力可控。
- **风险提示：**欧洲新冠疫情影响超预期，欧央行货币政策紧缩力度超预期，美联储紧缩对欧洲市场的影响超预期等。

正文目录

判断一：经济复苏不愠不火.....	4
判断二：“能源通胀”触顶回落.....	6
判断三：债务压力牵制央行.....	8
判断四：欧元股市高看一眼.....	10

图表目录

图表 1	欧美实际 GDP 增长率比较	4
图表 2	欧元区经济复苏节奏持续落后于美国	4
图表 3	欧洲央行扩表幅度不及美联储	5
图表 4	欧元区货币供应增速落后于美国	5
图表 5	欧元区财政刺激力度远小于美国	5
图表 6	财政压力限制欧元区新增财政支出	5
图表 7	欧元区服务业 PMI 近期回落但仍高于枯荣线	6
图表 8	新一轮新冠确诊死亡率显著下降	6
图表 9	2021 年以来欧洲天然气价格暴涨	6
图表 10	欧元区能源价格推升通胀率	6
图表 11	近年来欧洲天然气对外依存度加深	7
图表 12	2020 年俄罗斯对欧洲的管道天然气供给下滑	7
图表 13	欧洲天然气与电力价格或于 2022 年一季度触顶	7
图表 14	2022 年欧元区能源通胀或在基数效应下回落	7
图表 15	意大利政府债务压力在新冠疫情后被放大	8
图表 16	欧盟国家 2022 年财政立场：意大利仍将扩张	8
图表 17	历史经验显示，意大利很难单纯通过紧缩预算来恢复公共债务的可持续性	8
图表 18	欧央行 PEPP 计划分地区资产购买量	9
图表 19	PEPP 购买的意大利国债甚至略高于其新增未偿国债	9
图表 20	新冠疫情以来意大利与欧元区 10 年国债利差甚至有所缩窄	9
图表 21	欧央行 PEPP 规模已经趋势下降	10
图表 22	欧央行计划小幅增加 APP 规模，以承接 PEPP 的中止	10
图表 23	2021 年欧元股市表现亮眼	11
图表 24	2020-2021 年欧元股市复合涨幅不算太高	11
图表 25	德国和法国上市企业每股盈利增速与 PMI 走势正相关	11
图表 26	欧股估值水平低于美股，修复概率也更大	12
图表 27	由于盈利增速有空间、估值水平偏低，2022 年欧股跑赢美股的概率很高	12
图表 28	欧美股市差异很大程度上源于货币政策差异	13
图表 29	今年初以来欧股相对美股的弱势正在“纠偏”	13
图表 30	美欧国债利差可能有所扩大	13
图表 31	欧美国债利差与欧元兑美元汇率有一定同步性	13
图表 32	历史上，美联储加息期间的美元指数并非都是走强的	14
图表 33	2015 年以来，欧元区经常项目盈余波动与欧元兑美元汇率走势有很高的同步性	14
图表 34	2015 年以来，当欧元汇率稳定或走强时，资本流入欧元市场均较稳定	15

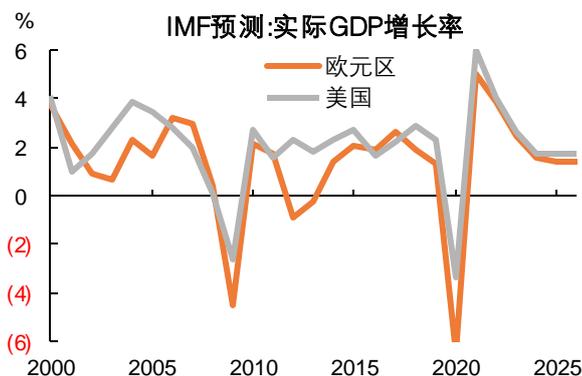
2021年，欧元区经济相比2019年仍处收缩状态，节奏落后于以美国为代表的其他发达经济体。但能源危机使欧元区通胀率持续攀升。2022年开年以来，因俄罗斯与乌克兰地缘政治冲突升级，欧洲股市而一度遭受重挫，令市场对欧股和欧洲经济的前景增添一份悲观情绪。但2022年开年至1月21日，MSCI美国指数大幅下跌8.3%，MSCI欧洲指数仅回调2.2%，相对MSCI美国指数取得了6.1%的相对收益。

我们认为，2022年，美联储紧缩背景下，美股和大部分新兴市场股市承压，欧元股市却值得格外关注。我们对欧元区经济和市场有四个关键判断：一是，经济仍将处于复苏阶段，节奏不温不火；二是，通胀压力或难进一步受能源危机助推，对货币政策的约束也相对有限；三是，以意大利为代表的欧盟成员债务风险较高，并进一步掣肘欧央行政策转向；四是，在盈利继续修复、相对估值合理、货币政策友好、欧元汇率相对稳定的背景下，或可对欧洲股市高看一眼。

判断一：经济复苏不温不火

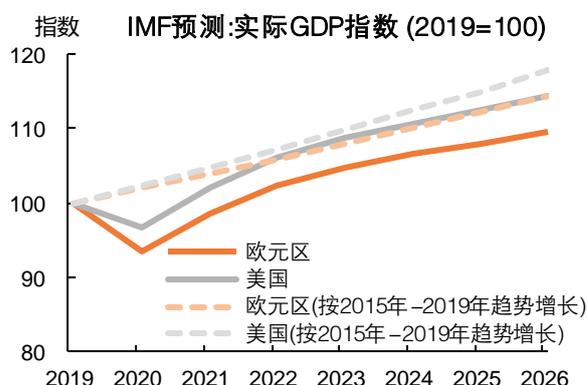
2021年欧元区经济相比2019年仍处收缩状态，复苏节奏明显落后美国。2020年，欧元区经济在新冠疫情冲击后全年收缩6.4%。2021年，欧元区经济实现较强复苏，IMF最新（2022年1月）预计2021年欧元区实际GDP同比增长5.0%，但相比2019年仍处于收缩状态。对比来看，美国在2020年经济收缩3.4%后，预计于2021年增长6.0%，两年复合增长已经转正。展望2022年，IMF预计欧元区经济增长3.9%，欧元区经济三年复合增长仅0.7%，仍然低于新冠疫情前的趋势增长水平；而预计美国经济增长4.0%，能够基本回归新冠疫情前的趋势增长水平，继而欧元区经济复苏将进一步落后于美国（图表1、2）。

图表1 欧美实际GDP增长率比较



资料来源：IMF(2022.1更新),平安证券研究所

图表2 欧元区经济复苏节奏持续落后于美国

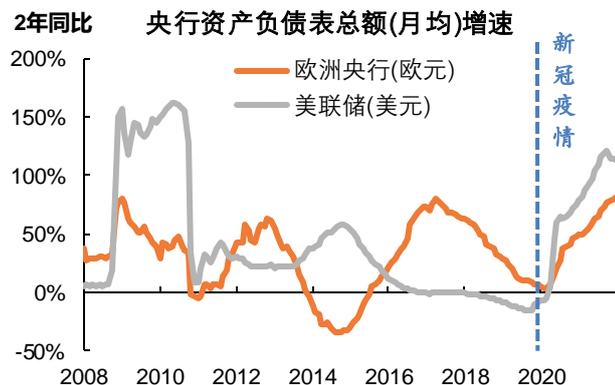


资料来源：IMF(2022.1更新),平安证券研究所

货币和财政刺激力度有限是欧元区经济复苏不快的主因。2021年，欧元区经济历经新冠疫情反复、能源吃紧与供应链中断等多重冲击，但类似的困难同样发生于美国。与美国不同的是，欧元区货币和财政政策刺激力度较弱。

货币政策方面，欧洲央行货币政策保持相对克制。欧洲央行总资产在2020年2月和2021年12月之间增加了3.9万亿欧元，同期美联储资产新增4.6万亿；截至2021年12月，欧洲央行总资产规模两年同比扩大81%，小于美联储的112%（图表3）。欧元区货币供应也不及美国（图表4），欧元区M2在2020年2月和2021年11月之间扩张17%，同期美国M2扩张了39%。

图3 欧洲央行扩表幅度不及美联储



资料来源: Wind,平安证券研究所

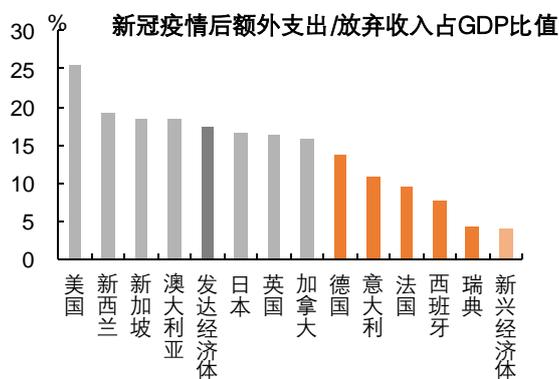
图4 欧元区货币供应增速落后于美国



资料来源: Wind,平安证券研究所

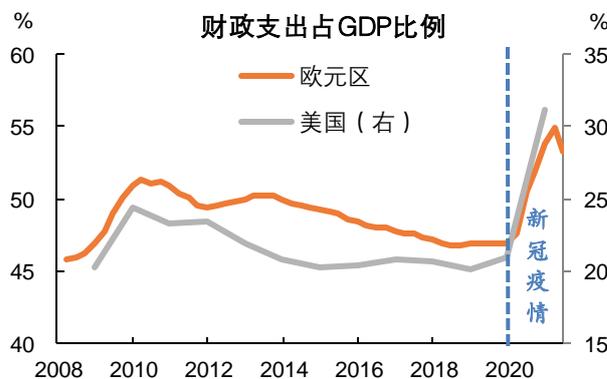
财政政策方面，欧元区财政刺激力度也远小于美国。据 IMF 统计，截至 2021 年下半年，全球发达经济体平均动用了其 GDP 的 17.3% 以应对疫情冲击，美国的这一数字高达 25.4%，德国、法国、意大利和西班牙仅 7.6-13.6% (图 5)。一方面，欧元区自身财政压力限制了新增财政支出，因新冠疫情前欧元区财政支出已占 GDP 的 45-50%，远高于美国的 20-25% (图 6)。另一方面，欧央行货币宽松的空间和力度有限，也难以像美联储那样与美国财政“配合”大幅压降政府债务成本。

图5 欧元区财政刺激力度远小于美国



资料来源: Wind,平安证券研究所

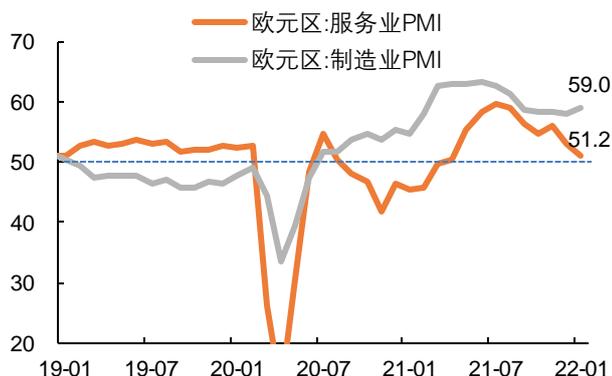
图6 财政压力限制欧元区新增财政支出



资料来源: IMF(2021.7),平安证券研究所

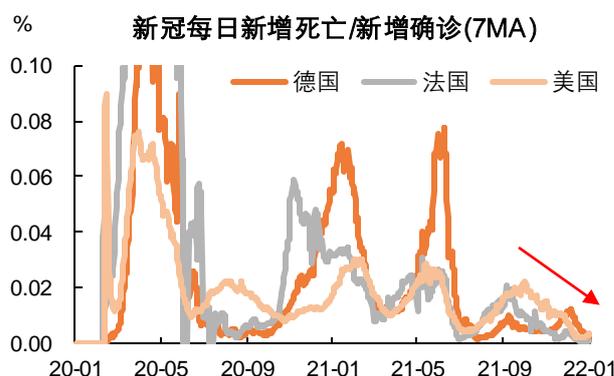
展望 2022 年，欧元区经济大概率延续温和复苏态势。一方面，欧元区经济复苏的空间仍存。欧元区经济走势的大方向仍是不断走向新冠疫情前的潜在增长水平，具体主要表现于服务业复苏，这与美国等发达经济体的复苏路径相似。2022 年一季度，欧元区服务业复苏节奏因 Omicron 病毒引发的新一轮疫情而暂时放缓 (图 7)，但鉴于新冠确诊死亡率已然显著下降 (图 8)，预计欧元区服务业复苏的大方向不变。另一方面，原本力度有限的货币和财政支持，在 2022 年的力度还将进一步减弱。货币政策方面，欧央行或于 2022 年一季度结束大流行紧急购买计划 (PEPP)，承接以适度加码的传统的资产购买计划 (APP)，资产购买的整体节奏呈放缓趋势。财政政策方面，欧盟财政立场整体将转向紧缩。IMF 预计 2022 年欧元区财政赤字率将比 2021 年下降 4.3 个百分点，至 3.3%，预计同期美国赤字率下降 3.9 个百分点，至 6.9%。此外，欧元区外部政治变化，也可能分散各国政府支持经济复苏的精力：当前俄罗斯与乌克兰的地缘冲突升温，对欧盟成员的经济和政治安全构成一定威胁；德国由三党联合组建的新内阁刚刚起步，短期或仍需要磨合；法国将于 2022 年 4 月迎来大选，现任总统马克龙正在面对来自另外两位右派候选人的竞争，后者当选还可能一定程度上威胁自由经济的政策基调。

图表7 欧元区服务业 PMI 近期回落但仍高于枯荣线



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表8 新一轮新冠确诊死亡率显著下降

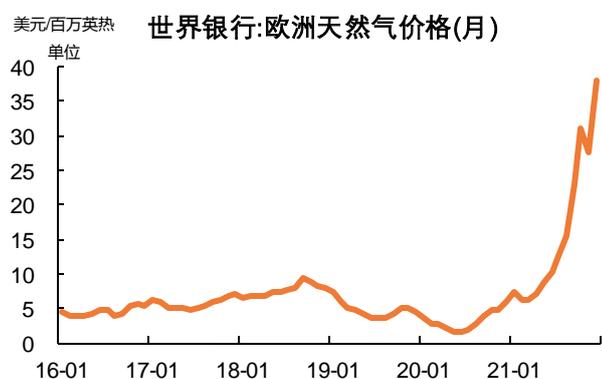


资料来源: Wind,平安证券研究所

判断二：“能源通胀”触顶回落

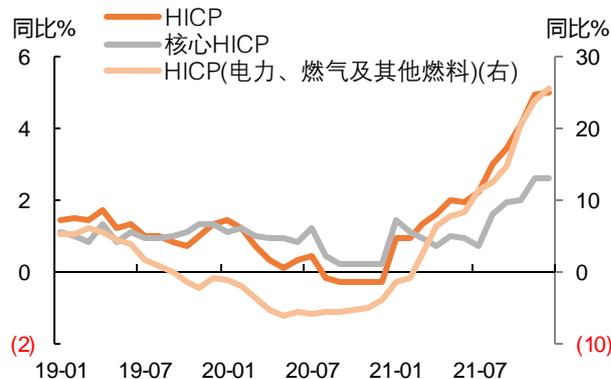
2021年能源危机是欧元区通胀压力的主要来源。2021年欧洲天然气价格暴涨超5倍、两年累计上涨超7倍(图表9),同时也推升石油、煤炭、电力等其他能源品价格。虽然欧元区因货币和财政刺激力度受限、需求复苏势头不及美国,但能源品涨价仍显著推升欧元区通胀率。2021年末,欧元区调和通胀率(HICP)能源分项(包含电力、燃气及其他燃料)同比上扬达25%,助力HICP同比破5%,核心HICP同比升至2.6%(图表10)。对比来看,美国CPI同比破7%,核心CPI同比高达5.5%。可以看出,欧元区核心通胀压力明显小于美国。

图表9 2021年以来欧洲天然气价格暴涨



资料来源: Wind,世界银行,平安证券研究所

图表10 欧元区能源价格推升通胀率

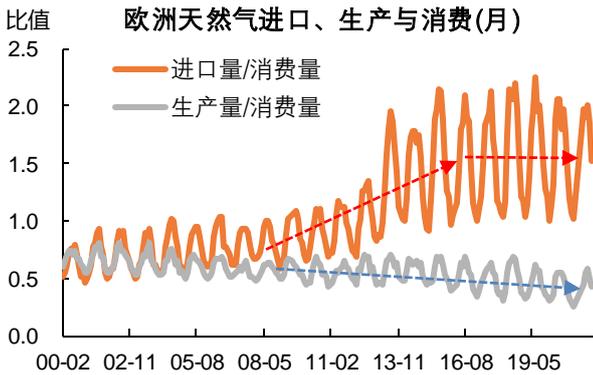


资料来源: Wind,平安证券研究所

欧洲能源危机凸显了其能源安全的脆弱性:首先,近年来欧盟的传统能源对外依存度过高。由于欧盟大力推进绿色能源转型计划,长期限制对天然气和煤炭等化石燃料的本土投资,使其在传统能源上严重依赖进口。据EIA数据,2013年以来,欧元区天然气进口量占消费量比重由100%以内显著上升至150%左右,其生产量占消费量比重则长期下滑(图表11)。其次,俄罗斯与欧盟的地缘政治博弈进一步为欧洲天然气供给平添了不确定性。俄罗斯是欧洲最大的天然气供应国,根据欧盟统计局数据,2019年欧盟27国自俄罗斯天然气进口量占进口总量的38%左右,高于2010年的30%。然而,俄罗斯被认为正在利用当前的能源危机向欧盟施压,以推动极具争议的“北溪2号”天然气管道项目更早获批。据BP公司数据,2020年俄罗斯管道天然气出口至欧洲的数据较2019年明显下滑,倒退回2017-18年水平(图表12)。据CEIC《ISI Foresight 2022》

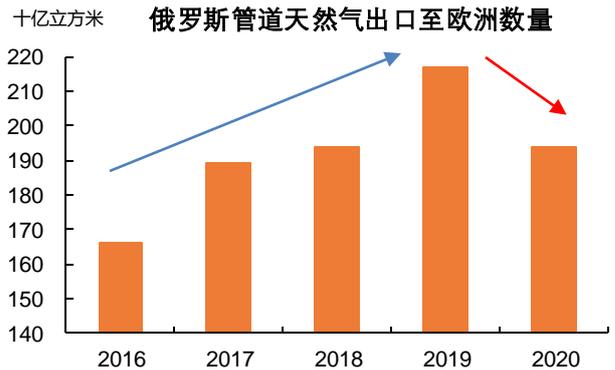
报告，截至 2021 年底，俄罗斯国有能源巨头俄气公司并未额外增加对欧洲的天然气供应。2021 年 12 月 29 日，俄罗斯总统普京公开称，北溪 2 号管道已竣工，并随时可以开始向欧洲供应天然气。但目前，俄罗斯与乌克兰的地缘政治矛盾可能阻碍北溪 2 号顺利投入使用。最后，欧盟目前也很难扩大来自非俄地区的天然气进口。除俄罗斯外，欧盟自然也可寻求来自其他地区的天然气进口。不过，近年来中国、印度等亚洲国家的天然气需求也在增长，且正在加快自身的能源转型步伐，因此欧盟面对的是更高的进口价格和更少的可采购份额。据中国海关数据，2021 年 1-10 月中国天然气出口数量累计同比仅增长 8.3%，基本持平于 2019 年同期增速水平；与此同时，中国天然气及人造气出口价格指数在 2021 年 10 月同比增长达到 83%。

图表 11 近年来欧洲天然气对外依存度加深



资料来源: Wind,EIA,平安证券研究所

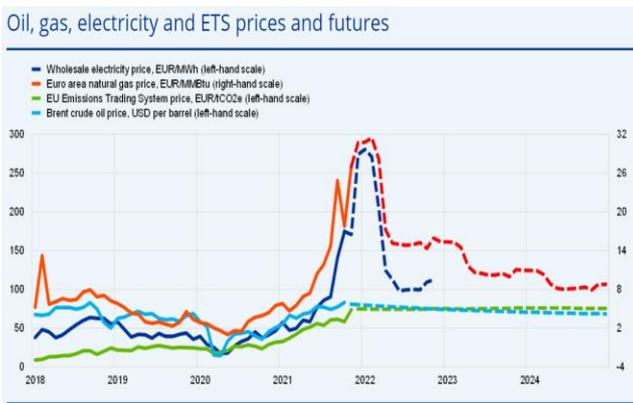
图表 12 2020 年俄罗斯对欧洲的管道天然气供给下滑



资料来源: Wind,BP,平安证券研究所

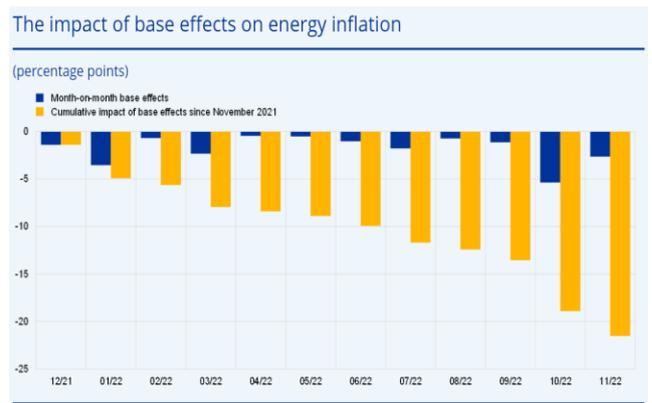
不过，2022 年欧元区通胀压力或难进一步受能源危机助推。欧洲能源危机背后多为长期性因素，很难根治，因此预计其天然气等传统能源价格在 2022 年仍将明显高于新冠疫情发生前水平。但即便如此，当前欧元区能源品价格涨幅或已接近极限。据欧央行预测，欧元区天然气与电力价格或于 2022 年一季度触顶后显著回落（图表 13）。继而，截至 2022 年底，欧元区 HICP 能源分项可能在基数原因下累计回落 20%以上（图表 14）。在欧元区经济复苏整体维持不愠不火的节奏之下，欧元区通胀率有望回归 2%左右的理想水平。

图表 13 欧洲天然气与电力价格或于 2022 年一季度触顶



资料来源: ECB,平安证券研究所

图表 14 2022 年欧元区能源通胀或在基数效应下回落

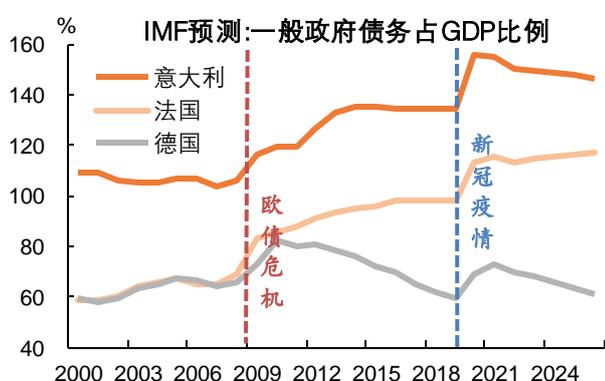


资料来源: ECB,平安证券研究所

判断三：债务压力牵制央行

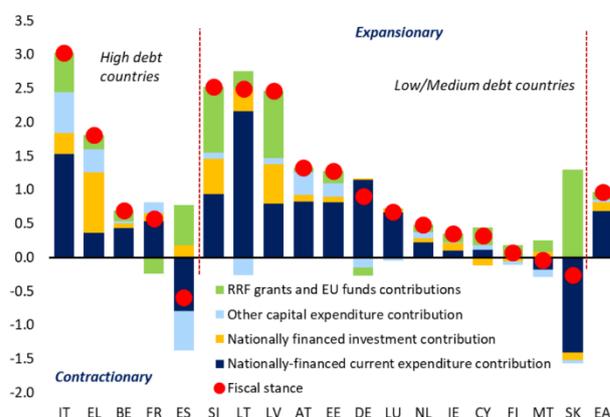
新冠疫情以来，欧元区债务压力显著加剧，其中意大利债务风险最高，已受到欧盟委员会特殊“关照”。2020年以来，欧盟成员国经济受疫情冲击而显著收缩，加上欧盟增加了用于经济纾困的财政支出，使其政府债务率显著攀升。2020年，意大利的一般政府债务与GDP比值已由2019年的135%飙升至155%（图表15）；IMF预计，2021-2022年，意大利一般政府债务占GDP比例将保持在150%以上。与此同时，意大利预算赤字在2020年和2021年都超过了GDP的9%。标普公司在2021年7月估算，到2022年，意大利银行资产负债表中的不良贷款比例可能会上升到10%。欧盟委员会2022年预算草案（2021年11月）中定义五个“高负债”成员分别是意大利、比利时、法国、希腊和西班牙。因意大利债务压力最大，欧盟仅对意大利提出特别要求，在其国内预算制定过程中限制国家自付经常支出（nationally financed current expenditure）的增长。不过，欧盟预计2022年意大利财政仍然处于扩张状态，且财政扩张幅度在所有成员中名列前茅（图表16）。

图表15 意大利政府债务压力在新冠疫情后被放大



资料来源：IMF, Wind, 平安证券研究所

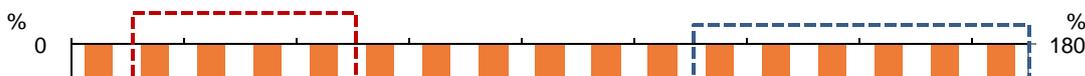
图表16 欧盟国家2022年财政立场：意大利仍将扩张



资料来源：欧盟委员会（2021.11），平安证券研究所

历史经验证明，单纯削减财政支出很难化解债务风险。尽管意大利被建议采取更加审慎的财政政策，但根据2010年欧债危机的经验，意大利很难单纯通过紧缩预算来恢复公共债务的可持续性。2011-2014年期间，即使意大利在欧盟委员会的监督下财政赤字略有缩窄，其债务率仍然不减反增（图表17）。根本原因在于，欧盟成员不能通过货币贬值来提振出口，抵消预算紧缩和总需求收缩的影响，因此没有动力主动削减足够的公共开支。

图表17 历史经验显示，意大利很难单纯通过紧缩预算来恢复公共债务的可持续性



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_36786



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn