



高瑞东：消失的欧洲 “滞胀”？





核心观点

2022年，在地缘政治形势紧张等因素冲击下，欧洲通胀持续走高，经济增长加速放缓。同时，美联储持续快速收紧货币政策，又迫使欧央行跟随大幅收紧流动性，进一步加剧了欧洲经济的衰退预期，金融市场表现出股债双杀的“滞胀”交易特征。然而，2022年四季度以来，欧元区经济表现显著好于各方预期，消费者通胀见顶回落，金融市场也随之走出“滞胀”交易。

向前看，在供应链压力显著回落，能源供应冲击缓和的背景下，欧元区经济增长展现出较强韧性，衰退风险明显减小，但延迟效应导致短期内通胀压力依然强劲。欧央行将会更加聚焦于对抗通胀，加息节奏、终点利

率以及维持高利率的时长会更显鹰派，考虑到美国同样面临强就业下的高通胀，全球流动性收紧的不确定性，仍将放大金融市场波动，美元指数的波动也会进一步加大。

经济增长：能源供应冲击缓和，增长前景显著改善，衰退风险明显减小

在供应链压力显著回落，能源供应冲击缓和的背景下，欧元区经济增长展现出较强韧性，衰退风险明显减小。投资端，商业投资还在放缓，但是企业投资信心已经开始修复，主要拖累来自于住宅投资。消费端，家庭消费在 2022 年四季度依然表现疲软，但消费者的可支配收入、家庭财务预期和消费信心都开始呈现修复态势。外贸端，欧元区进、出口增速差自 2022 年四季度开始收敛，贸易逆差显著收缩，随着能源价格进一步回落和供应链压力的缓解，贸易前景有望继续改善。从综合信心指数来看，欧盟委员会、Sentix 和 CEIC 等编制的欧元区经济景气指数，均已出现一定程度的回升，IMF 等组织纷纷上调了欧洲经济增长预期。

通货膨胀：能源补贴和价格回落主导通胀缓和，但短期内通胀压力依然强劲

在财政补贴、能源价格回落和基数效应的推动下，欧元区消费者通胀已经进入回落通道，但考虑到前期增加的生产成本仍在向终端商品蔓延，短期内的通胀压力依然强劲。数据显示，1 月份欧元区 HICP 为 8.6%，环比降低 0.6 个百分点，较 2022 年 10 月高点下行 2.0 个百分点，贡献主要

源于能源价格大幅下行。

同时，1月份欧元区核心 HICP 上行至 5.3%，非能源工业制品的通货膨胀率上升到 6.7%，服务型通货膨胀率维持 4.4%，供应链压力和疫情防控的延迟效应，仍在推高部分商品和服务价格。另外，在强劲劳动力市场的支持下，工资增长存在较强支撑，薪资压力正在加强。因而，欧元区消费者通胀虽已见顶回落，但短期内压力依然强劲。

基于调查和市场交易数据测算的欧元区长期通胀均在 2%左右，但对 2023 年 HICP 的回落幅度存在较大分歧，总体认为 2023 年 HICP 仍将维持高位。

市场影响：增长韧性拖累通胀回落，加息难言尾声

欧洲作为全球需求的主要贡献者，其经济衰退风险的减弱，将减弱全球经济放缓的趋势，尤其是将改善我国对外贸易预期。同时，在较有韧性的经济增长的支撑下，欧央行将会更加聚焦于对抗通胀，加息节奏、终点利率以及维持高利率的时长会更加激进，将对全球资本流动和金融市场产生更多扰动，美元指数波动也会进一步加大。

风险提示：欧洲能源供应冲击加剧；全球经济放缓超预期。

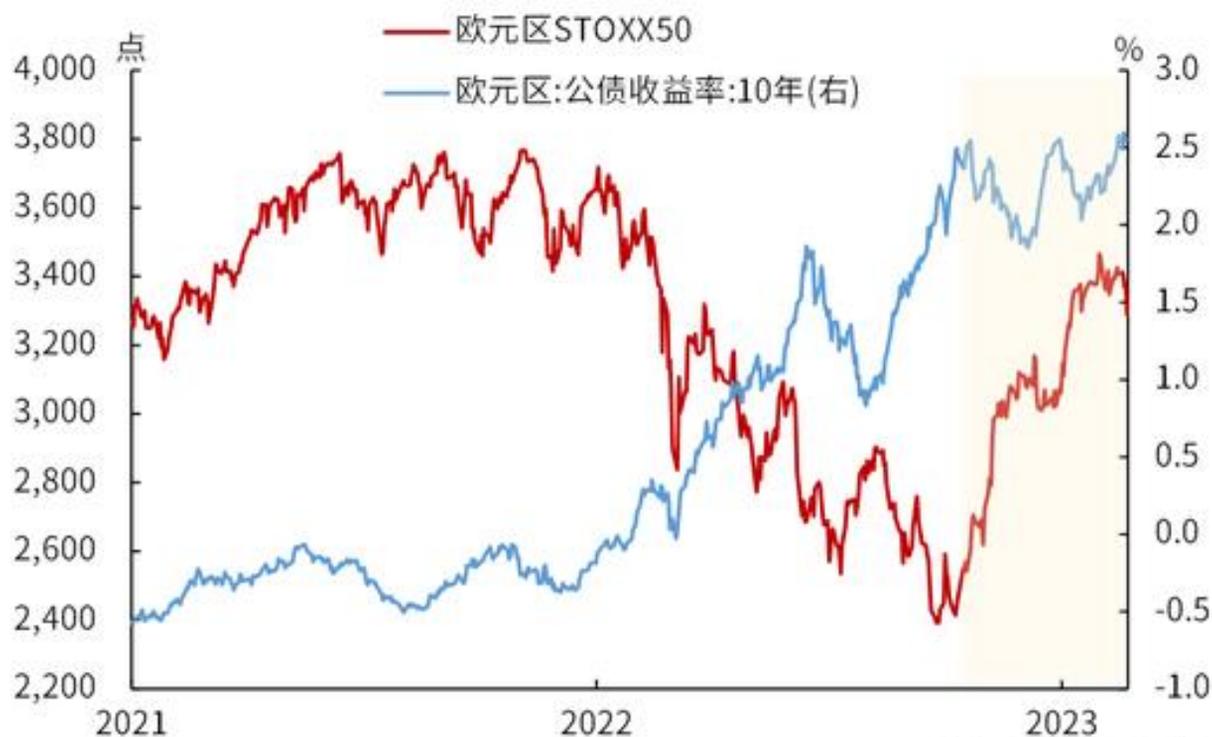
1、“滞胀”交易淡出欧洲市场

经济表现超预期，驱动“滞胀”交易淡出欧洲市场。2022年以来，受地缘政治形势、能源短缺和全球流动性收紧等因素影响，欧洲在通胀持续

走高的背景下，经济增长也在加快放缓。同时，美联储持续大幅收紧货币政策，又推动欧洲央行不得不跟随大幅收紧流动性，进一步加剧了欧洲经济的衰退预期，金融市场表现出股债双杀的“滞胀”交易特征，并且出于对欧元区边缘国债务偿还能力的担忧，意大利、希腊等国主权债务 CDS 利差显著上行。

然而，2022 年四季度以来，欧元区经济表现显著好于预期，通胀见顶回落，国际货币基金组织、欧盟委员会等组织，纷纷上调了欧元区经济预期，金融市场定价也逐渐走出“滞胀”交易，股票指数大幅修复，债券收益率呈现窄幅震荡态势。

图 1：欧元区股票和债券市场年后走出“滞胀”交易



资料来源：彭博，光大证券研究所

高瑞东宏观笔记
数据截至 2023 年 2 月 24 日

图 2：欧洲主权债务风险定价已显著回落



资料来源：彭博，光大证券研究所

数据截至 2023 年 2 月 24 日

那么，前期金融市场为何担忧欧洲经济会走向“滞胀”，又为何逐渐淡出“滞胀”交易，欧洲经济和金融市场趋于稳定，又会如何影响全球经济和金融市场？

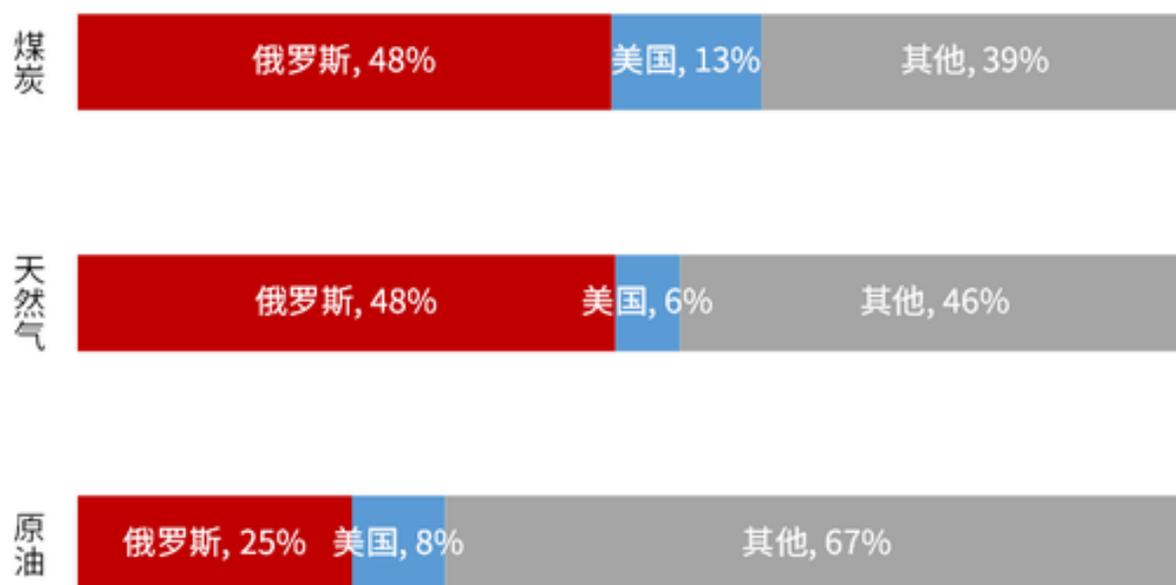
2、欧洲“滞胀”担忧从何而来？

地缘政治形势急剧变化是压垮欧洲的最后稻草。疫情以来，欧美大规模的货币宽松和财政刺激，以及供应链紧张，导致全球大宗商品价格大幅上行并维持高位，但相关因素的边际冲击在 2021 年末已经渐近尾声，能源等大宗商品价格本有望在 2022 年逐步企稳回落。但在 2022 年 2 月 24 日，俄罗斯意外地对乌克兰开展特殊军事行动，再度加剧了能源和粮食

价格上行动力。

欧元区的能源自给率相对较低，欧盟统计局报告显示，欧元区超过 60% 的能源依赖于进口，其中，固体燃料、天然气和原油的最大进口来源均为俄罗斯。在俄乌冲突发生后，欧美相继对俄罗斯能源出口实施制裁措施，能源价格持续上行，显著提升了欧洲的生产和生活成本。同时，能源短缺导致欧洲制造业产能大幅收缩，生产的萎缩进一步导致了生活成本上行。

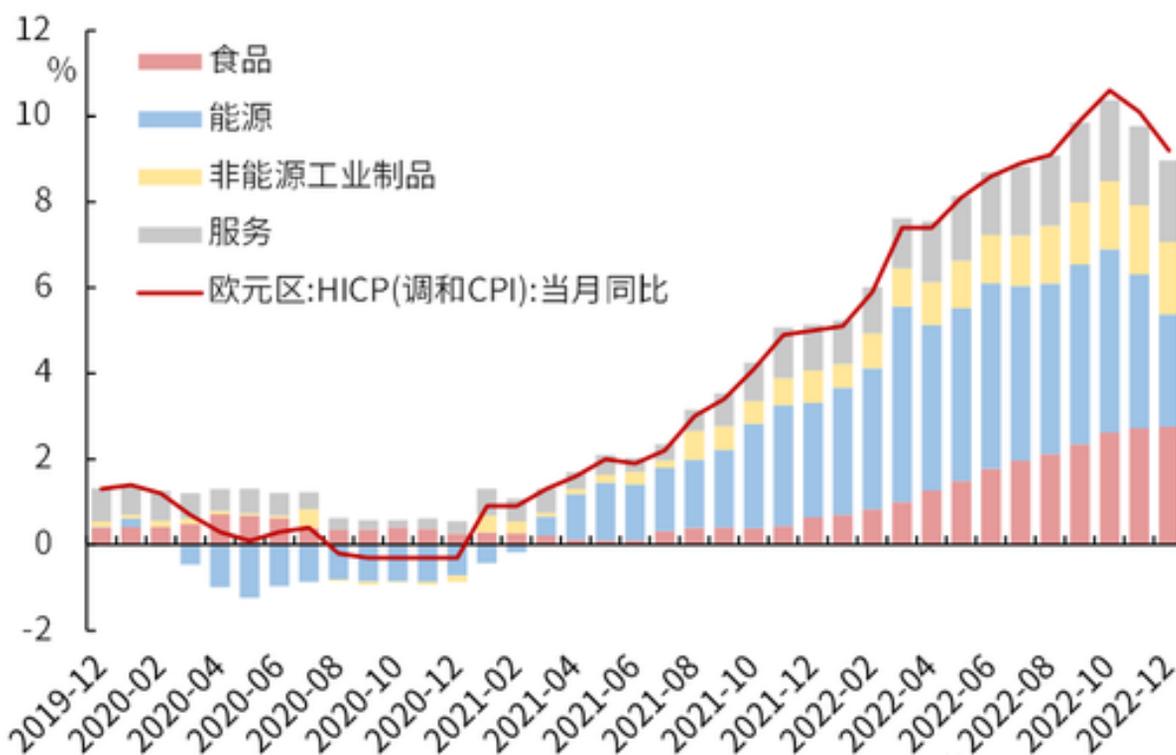
图 3：欧盟能源进口高度依赖俄罗斯



高瑞东宏观笔记

资料来源：欧盟统计局，光大证券研究所；数据为 2021 年的欧盟能源进口结构。

图 4：食品和能源是推升欧元区消费者通胀的主要因素



资料来源：彭博，光大证券研究所；数据截至 2022 年 12 月。

—高瑞东宏观笔记—

地缘政治形势同样是欧洲经济收缩的主导因素。在能源短缺和成本上行等多重因素的冲击下，欧元区实际 GDP 季调环比增速，从 2022 年第二季度的 0.9% 大幅下行至第三季度的 0.3%，并于四季度进一步下行至 0.1%。

一则，能源供应冲击导致欧元区制造业产能大幅收缩。俄乌冲突发生

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_52916

