

研究報告

歡迎掃碼關注
工銀亞洲研究



工銀亞洲東南亞研究中心

夏林峰 李盧霞 蘭瀾 曹鳳文

黃斯佳 王靖斐 楊妍

能源陰霾下的 2023 年歐洲經濟

閱讀摘要

2022 年歐洲經濟充滿挑戰，地緣衝突推升價格指數持續走高（HICP:8.42%），預計實際 GDP 增速為 3.15%。為遏制通脹，歐央行年內 4 次升息累計 250BP；緊縮貨幣政策進一步拖累經濟活動，同時也加劇了歐元區經濟區域性“碎片化”隱憂，為此歐央行推出反金融碎片化工具 TPI。

展望 2023 年，歐洲經濟預期仍面臨“滯脹”壓力，樂觀預期下，價格指數預計觸頂回落但維持高位（HICP 預測:6.29%；核心 HICP 預測:5.32%），且仍遠高於歐央行通脹目標。能源轉型引致的成本不確定性、製造業產業鏈斷裂、以及需求低迷的拖累等，都為 2023 年歐元區經濟增長蒙上陰影，預期 2023 年實際 GDP 同比增長 0.61%，其中德國面臨較為嚴重的衰退（GDP 增長預測：-0.42%）。後續歐元走勢仍有一定不確定性，但壓力最大時段大概率已過。

2023 年歐洲能源市場主要面臨兩重挑戰：一方面，能源儲備料僅可支撐至 2023 年 2 季度前；另一方面，能源轉型路線及成效尚不明晰。能源危機對於製造業衝擊效應將在 2023 年存續，歐洲製造業或面臨繼續向美國和發展中國家轉移的挑戰。製造業萎縮對於歐洲經濟衰退的影響除了拖累短期 GDP 增長，還可能拖累經濟陷入供給側陷阱：衰退→工廠利潤下降→內需不振→進一步衰退，悲觀預期下，預計製造業拖累 GDP 增長-1.8 個百分點，推動失業率從 6.62% 攀升到 7.15%。

2023 年歐洲宏觀政策抉擇依舊面臨艱難權衡壓力。貨幣政策方面，考慮到歐洲通脹壓力依舊較大、加息起點偏晚，歐央行年內加息路徑或較美聯儲略長，預計仍有 100-150 個基點加息空間、屆時存款機制利率或升至 3.50% 左右，但歐元區也面臨更大的增長和債務壓力，具體加息實踐仍將受美聯儲政策決定、地緣形勢變化等複雜影響。此外，預期歐央行將於 2023 年 3 月啟動“主動縮表”，第一階段（2023 年 3-6 月）縮表規模為 600 億歐元。財政政策方面，2023 年預計重點關注能源補貼、製造業補貼以及能源轉型支持三大方向，但財政補貼支出也將繼續增加債務負擔，進一步惡化歐元區債務可持續性，邊緣國家主權債務違約憂慮或將繼續升溫。

注：“工銀亞洲”是中國工商銀行（亞洲）有限公司的簡稱。

本報告的預測及建議只作為一般的市場評論，僅供參考，不構成任何投資建議。

本報告版權歸工銀亞洲東南亞研究中心所有，並保留一切法律權利。任何機構或個人未經授權，不得以任何形式修改、複製、刊登、引用或向其他人分發。

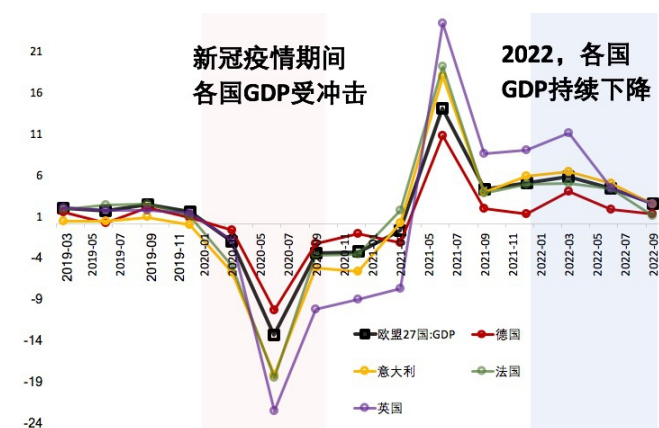
能源陰霾下的 2023 年歐洲經濟

一、2023 年增長展望：主要經濟指標預測

2022 年的歐洲經濟充滿了挑戰。年中隨著地緣衝突升級，宏觀經濟和金融市場不確定性上升，**經濟活動開始降溫**（預測 2022 全年 GDP¹同比增速:3.15%，見圖表 1）。俄烏衝突帶來的衝擊貫穿整年，**通脹持續走高**（HICP:8.42%，見圖表 2），並且價格上升從能源蔓延到了核心價格指數（剔除能源和食物的 HICP:5.13%）。為了遏制高企的價格指數，**歐央行在 2022 一年之內四次加息**，累計達到 250BP（目前存款機制利率 Deposit Facility rate:2%，見圖表 3）。消費者價格指數和勞動市場的緊張程度（tightness）上升，但是**工資上漲遠落後於通脹**，對家庭消費能力造成巨大衝擊。歐洲各國由於疫情紓困及對能源的補貼，財政狀況顯著變差（政府債務占 GDP 百分比:91.48%，見圖表 4），令市場憂慮**歐洲國家主權債務問題**。隨著經濟停滯程度的分化，歐央行重提避免**歐元區碎片化**的問題，推出 TPI 工具。

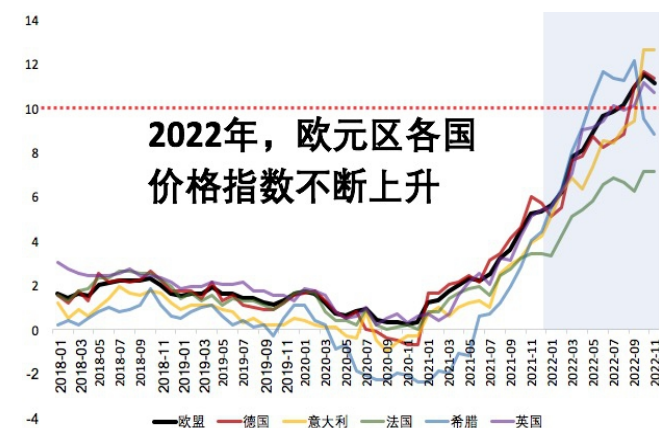
¹ 此為剔除了價格指數影響的實際 GDP 全年同比增速。本段內其他數據均為 2022 全年數值。

圖表 1：歐洲經濟增長：跨國分析



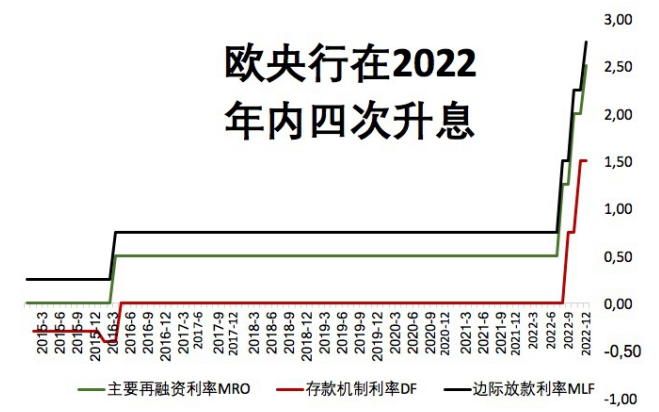
數據來源：Wind、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 2：歐洲價格指數：跨國分析



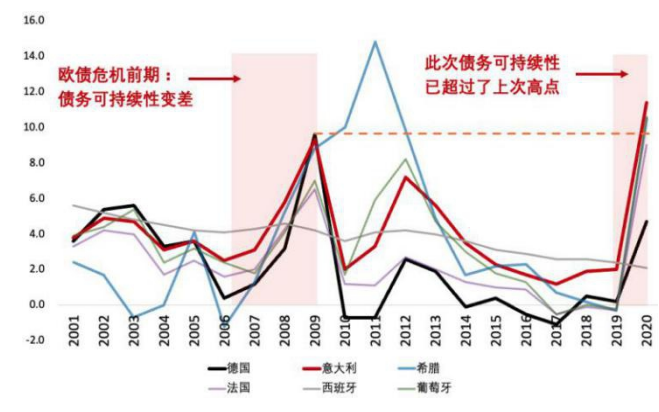
數據來源：Wind、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 3：2022 歐央行升息幅度



數據來源：ECB、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 4：歐洲各國債務可持續性



數據來源：Wind、工銀亞洲東南亞研究中心

2023 年歐洲經濟預期仍面臨“滯脹”壓力（見圖表 6）。樂觀預期下，價格水平預計已在 2022 年 12 月達到峰值，預期總體將有所下降（HICP 預測:6.29%；核心 HICP:5.32%），但仍遠高於歐央行的通脹目標。除此之外，較高的價格水平預期會持續更長的時間，甚至至 2024 年中。地緣衝擊會減弱，能源價格將會有所下降並成為價格指數下行的主要動力（2022 年 11 月 HICP:10%）。分項目來看，核心 HICP 預期

較為平穩（核心 HICP：5.32%）；食品價格預期將會有小幅下降；能源價格仍有不確定性，在各項能源價格中，天然氣和電力價格波幅較大，對於價格指數的擾動較為顯著（見圖表 7）。

圖表 5：2023 歐洲經濟主要指標預測結果

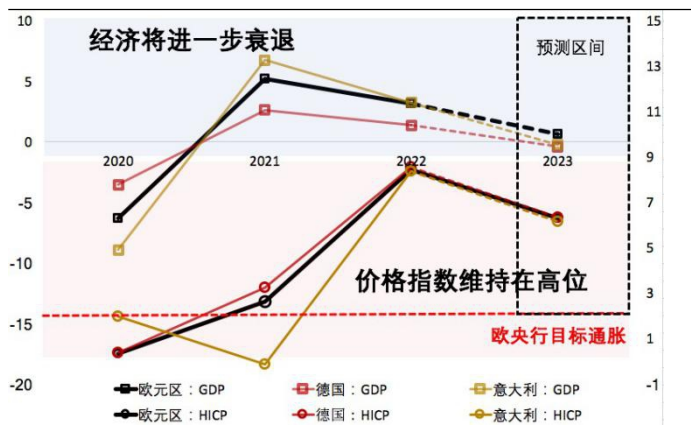
		欧元区	德国	意大利		欧元区	
经济增长	2020	-6.32	-3.58	-8.94	消费 (私人部门)	2020	-7.80
	2021	5.21	2.61	6.73		2021	3.82
	2022	3.15	1.36	3.21		2022	4.05
	2023 乐观	0.61	-0.42	-0.25		2023 乐观	0.67
	2023 悲观	0.38	-0.91	-0.25		2023 悲观	0.36
价格指数 HICP	2020	0.32	0.36	1.96	政府债务 %GDP	2020	97.33
	2021	2.61	3.23	-0.15		2021	95.34
	2022	8.42	8.53	8.37		2022	91.48
	2023 乐观	6.29	6.31	6.12		2023 乐观	93.52
	2023 悲观	7.17	7.25	6.81		2023 悲观	96.37
价格指数 HICP (剔除能源和食物)	2020	0.71	0.72	0.80	失业率	2020	7.94
	2021	1.54	2.20	0.48		2021	7.74
	2022	5.13	3.78	3.13		2022	6.62
	2023 乐观	5.32	3.85	3.36		2023 乐观	7.01
	2023 悲观	5.38	4.01	3.85		2023 悲观	7.15

數據來源：Wind、ECB、IMF、工銀亞洲東南亞研究中心

經濟增速料將明顯下滑、德國可能陷入衰退。預期在 2023 年，能源危機對於產業鏈的衝擊效應仍存，歐洲製造業或面臨繼續向美國和發展中國家轉移的壓力。同時，歐央行加息令本就面臨資金約束的企業面對更高借貸成本，對生產雪上加霜。樂觀預期下，多國將可能陷入衰退（GDP 預測：0.61%；德國：-0.42%，意大利：-0.25%）。同時，製造業的成本上漲及資金約束會令企業面臨較小的利潤空間，因此企業的關停和減少雇員無可避免，預期失業率將攀升（7.01%）。從更長期（2024-2025 年）的角度來看，限制經濟發展供給側因素（疫情對產業鏈的破壞，能源危機帶來的

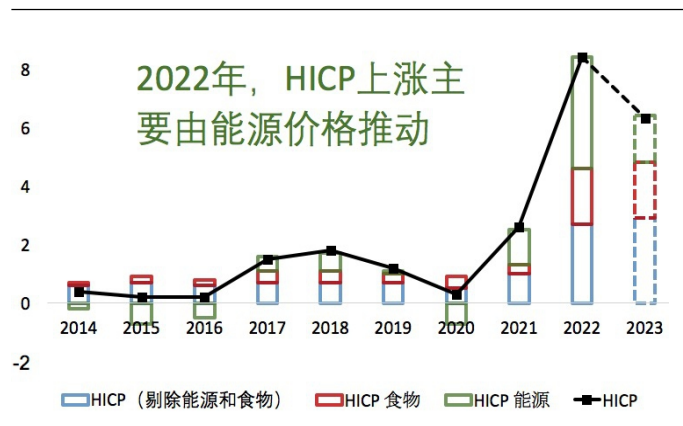
製造業不振，以及經濟體信心的缺失）將隨著失業率上升和工資落後於通脹變化，逐漸向需求側蔓延（歐洲各國的內需不振，2023年消費增速預測為0.67%，見圖表8-9）。

圖表 6：2023 年歐洲依然面臨“滯脹”



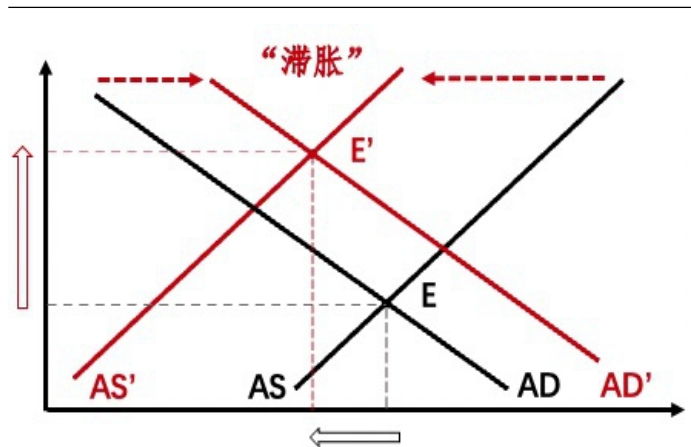
數據來源：Wind、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 7：價格指數分解預測



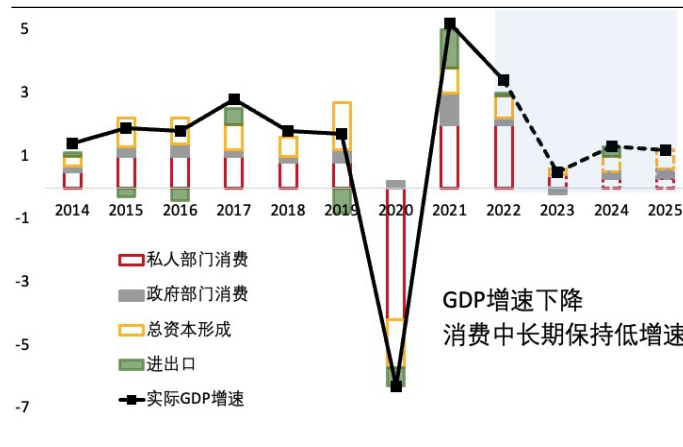
數據來源：Wind、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 8：歐洲經濟分析：總供給-總需求



數據來源：Wind、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 9：2023 年 GDP 分解預測



數據來源：Wind、工銀亞洲東南亞研究中心

其次，貨幣以及財政政策將面臨艱難權衡：貨幣政策需要平衡價格水平以及經濟增長；財政政策需要平衡償債壓力以及財政（能源）補貼的力度。預期 2023 年，歐央行仍有 100 至 150BP 的加息空間，每次升息力度將維持在 50BP 或以

下。各國政府的預算平衡將進一步惡化（預測政府平衡預算占 GDP 比例:93.52%）。

最後，預期歐元區內部增長前景進一步分化。經濟增長方面，德國經濟放緩的幅度最大；財政方面，綜合來看意大利與希臘的主權債務可持續性為歐元區最低。

二、不確定性根源：地緣政治、能源危機以及製造業產業鏈遷移

1. 2023 年能源市場依然充滿挑戰。

2022 年 2 月俄烏衝突爆發，5 至 10 月最重要的天然氣管道之一“北溪”因各種故障多次減少運輸或停運，俄羅斯至歐洲的天然氣運輸量同比減少超過 40%。天然氣價格創下歷史新高，作為替代能源的石油價格更達到 2008 年以來的最高水平（見圖表 10）。能源價格的大幅上漲帶動通脹飆升，令生產者和家庭壓力驟增，失業率攀升。

2023 年預期歐洲能源供給不足問題會持續，價格或有小幅下降，但價格處於高水平的狀況可能會持續更久（這主要構成我們情景分析的悲觀預期）。2022 年，包括化石燃料在內的能源價格指數比地緣衝突發生前上漲了 50%，其中煤炭能源價格上漲超過 80%。2023 年的能源價格預測取決於歐洲能源供給情況：樂觀預期下，2023 年的能源價格可與 2022 年相比下降約 30%；悲觀預期下（新能源路線和轉型受阻），2023 年能源價格降幅約為 11%（見圖表 11）。

可能導致能源不足的主要原因有兩方面：首先，暖冬過後歐洲仍面臨天然氣短缺壓力。在 2022 年冬季較溫和背景下，最新數據（截至 2022 年 1 月 7 日）顯示，歐盟儲氣量還有 83.2%，依據歷史經驗，當前儲備可以用至 2023 年 4 月份，在氣溫偏暖、工業用氣削減假定下，時點或可進一步延長至 2 季度末。但接下來仍面臨俄羅斯天然氣供應進一步下降、全球液化天然氣供應緊張和價格高企²、2024 年冬季天氣狀況等不確定性挑戰。

圖表 10：2022 年能源價格波動走升



數據來源：Wind、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 11：2023 年能源價格預測



數據來源：Wind、工銀亞洲東南亞研究中心

其次，歐洲能源多元化措施可持續性仍存疑，轉型路線成本很高、短期難以實現。多元化措施主要包括：一是歐洲開發的天然氣新路線，包括阿塞拜疆的“南方天然氣走廊”、德國和卡塔爾的能源談判等。但據卡塔爾能源部宣佈，卡塔爾向德國每年 200 萬噸、為期 15 年的能源供應自 2026 年期落地。二是更多使用替代資源，包括各類化石燃料（煤炭、石油）、液化天然氣（LNG）、核電等。LNG 的主要氣源地區

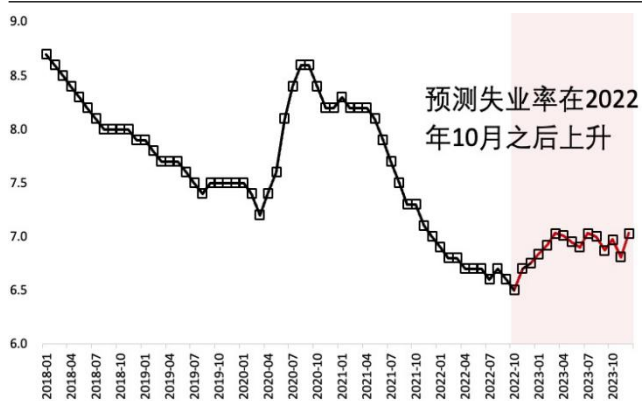
² 市場預計，在 2025 年卡塔爾 North Fields East 項目和美國新的 LNG 出口終端上線投產前，天然氣價格仍會高企。

包括美國、中東、北非、挪威，但不足以完全填補俄羅斯天然氣的缺口；並且 LNG 對於運輸受阻的中部以及東部地區，例如德國及意大利可行性較低。英國和挪威的北海蘊藏石油能源，其產出無法滿足歐洲的能源需求。法國、瑞典和英國目前已經準備增加核電生產，但產量的增加需要通過幾年實現，難解燃眉之急。

2. 能源價格高企，下游製造業承壓。

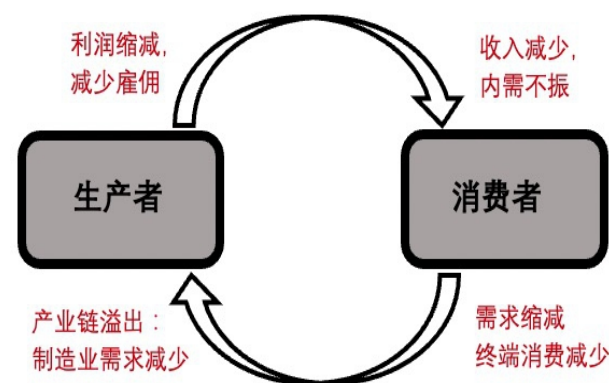
昂貴的能源成本以及需求縮減令歐洲製造業承壓，尤其是能源行業下游的製造業，例如金屬冶煉、化工行業、以及汽車行業。壓力將主要表現為：**成本上行、利潤空間縮減、工廠關閉、雇員減少**。悲觀預期下，拖累 GDP 增長-1.8 個百分點，拖累失業率從 6.62% 攀升到 7.15%。

圖表 12：2023 預測：失業率



數據來源：Wind、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 13：供給側陷阱分析



數據來源：工銀亞洲東南亞研究中心

除此之外，製造業的萎縮對於歐洲經濟衰退的影響除了拖累 GDP，還可能陷入供給側陷阱：“價格指數上升→工廠利潤下降→內需不振→進一步衰退”。2023 年的歐洲經濟衰退預期會進一步減少歐洲製造業部門的內需。加上新冠疫情

之後全球產業鏈和運輸系統迅速修復，從歐洲之外進口將成為更具有吸引力的選擇。高昂的人力和能源成本、進口的擠佔，可能大大降低歐洲能源依賴性企業的競爭力。對於這些企業來說，從長遠的角度，向亞洲進行遷移是可行性較高的選擇。但目前，地緣衝突的不確定性仍存，預期中短期內歐洲製造業可能多元化外遷目標地區，亞洲之外美國是重要選擇。根據德國機械設備製造聯合會的一項調查，2/3 的公司希望增加在美國的生產能力。

三、貨幣政策：加息放緩，但更高更遠？

1. 通脹預測：歐元區價格指數拐點大概率已現，但核心通脹仍具粘性，預期形成“工資-物價”螺旋的可能性不大。

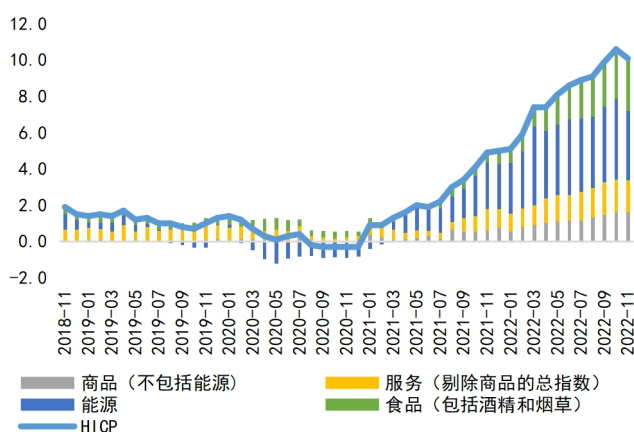
2022 年歐元區通脹水平持續攀升，創歷史新高。前 10 個月歐元區 HICP 同比由 5.1% 一路升至 10.6%，創 1997 年有記錄以來的最高水平。最新數據顯示：總體價格指數已回落，但核心通脹仍具韌性。11 月 HICP 同比回落至 10%³，環比增速-0.1%，較前值 1.5% 大幅回落。但 11 月核心 HICP⁴ 同比提升 5%，與上月持平。依據歷史經驗，比起能源及食物，核心通脹無論是上漲還是回落均較為緩慢。因此，預計核心通脹預期會拖緩整體價格指數下落的速度。

³ 其中，2022 年 11 月德國 CPI（10%，前值 10.4%）、英國 CPI（10.7%，前值 11.1%）、法國 CPI（6.2%，前值 6.2%）均呈下降趨勢。

⁴ 歐元區的核心 HICP（核心 CPI）是指“不含能源、糧食、酒精和煙草的 HICP”。

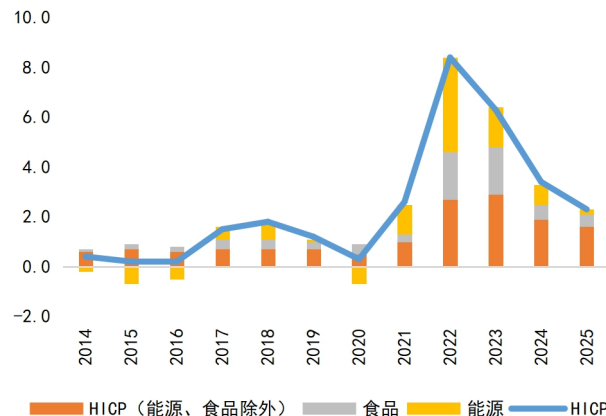
展望 2023 年，歐元區整體通脹趨於下行，核心通脹具有一定韌性，但薪資-物價螺旋發生風險不大。能源項基數仍高，但對通脹上行貢獻弱化。一方面，供需矛盾或不會對能源價格形成較大上行擾動，能源價格中樞大概率下行。供給方面，俄烏衝突的演化仍有不確定性，歐洲對俄石油和天然氣的限價影響或有限，俄羅斯為競爭市場份額並維持高額軍備支出或將以更為優惠的條件向亞洲市場銷售，或間接對國際能源價格形成壓力；另外，雖然 OPEC 不斷推動削減原油生產的配額，但高價驅使下美國、澳大利亞等地加大能源產出亦能補位部分短缺。需求方面，2023 年全球經濟下行壓力整體較大，能源需求量或將弱化。另一方面，歐元最弱時段大概率已過，對緩釋進口成本上行有所裨益。

圖表 14：能源價格下行帶動 HICP 見頂回落



數據來源：Eurostat、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 15：歐央行 12 月對歐元區 HICP 的預測

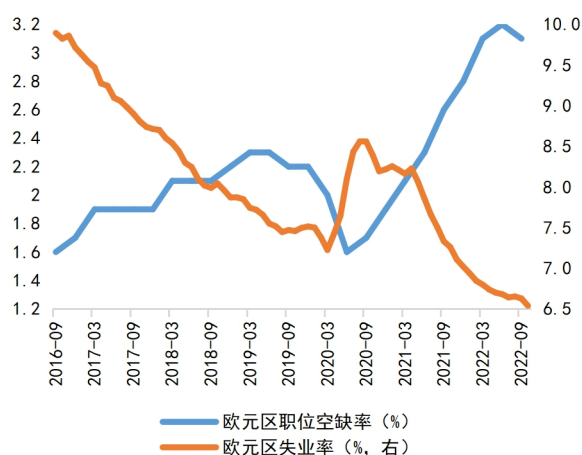


數據來源：ECB、工銀亞洲東南亞研究中心

非能源項通脹仍具韌性，但薪資-物價螺旋風險不大。考慮到企業成本持續抬升使得通脹壓力將沿產業鏈向終端消費者傳導，非能源項的通脹壓力料將更持久。當前歐元區

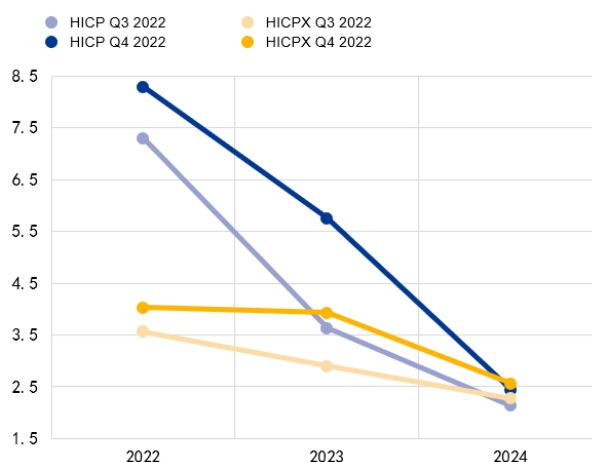
低失業率、高職位空缺率均顯示就業市場處於偏緊狀態，漲薪需求強勁，歐央行預期工資同比增速將從 2022 年的 4.5% 上升到 2023 年的 5.2%，薪資上漲預期將對 2023 年上半年核心通脹回落速度造成拖累，但其導致“薪資-物價”螺旋的可能性不大，理由主要在於通脹預期回落。通脹預期是“薪資-物價”螺旋形成的關鍵變量，歐央行 4 季度專家調查(SPF) 調查數據顯示，經濟衰退預期下需求料將放緩，2023 年 HICP 通脹預期較前值 7.3% 降至 5.8%，加上歐央行鷹派表態進一步打壓通脹預期，因而漲薪潮向物價傳導的渠道弱化（見圖表 17）。根據我們測算，**樂觀預期下**，地緣衝擊會減弱，歐元區整體通脹趨於下行，能源項同比回落成為 HICP 下行的主要動力，預期 2023 年 HICP 為 6.29%，核心 HICP 為 5.32%；**悲觀預期下**，歐洲將經歷更長時間的地緣政治衝突以及俄羅斯供氣減量，預期 HICP 更加有韌性，2023 年 HICP、核心 HICP 分別為 7.17%、5.38%。

圖表 16: 職位空缺率較高顯示就業市場仍偏緊



數據來源: ECB、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 17: 歐央行 SPF 調查顯示通脹預期下行



數據來源: ECB、工銀亞洲東南亞研究中心

2. 加息進程：歐央行加息週期或略長於美聯儲，預期 2023 年還有 100-150BP 的加息空間。

自 2022 年 7 月加息週期開啟以來，歐央行為遏制通脹共 4 次上調基準利率、累計加息 250BP，為歷史最大幅度，但根據貨幣政策遵守的泰勒規則估計，已明顯落後於曲線（見圖表 18-19）。與美國相比，歐洲通脹壓力更嚴重，歐央行加息晚于美聯儲卻同步放緩，意味著其或將面臨更長的加息週期（見圖表 20），但歐元區衰退風險、較高的主權債務壓力亦壓縮歐央行加息空間。歐央行 12 月的前瞻指引表示，未來需要大幅（significant）、穩步（steady pace）加息，並將利率保持在充分限制性水平（sufficiently restrictive）足夠長時間（long enough）⁵。由此預期歐央行 2023 年將繼續加息 100-150 個基點，每次升息幅度為 50BP 或 25BP（加息接近後期時），存款機制利率或於 7 月前升至 3.50% 左右，並維持在該水平至 2023 年結束（見圖表 21）。在 1999-2001 年的加息週期中，歐央行加息週期也曾略長於美聯儲。但歐央行偏鷹表態也有較大的預期管理成分在，後續具體政策實踐仍將受美聯儲政策決定、地緣形勢變化等複雜影響。

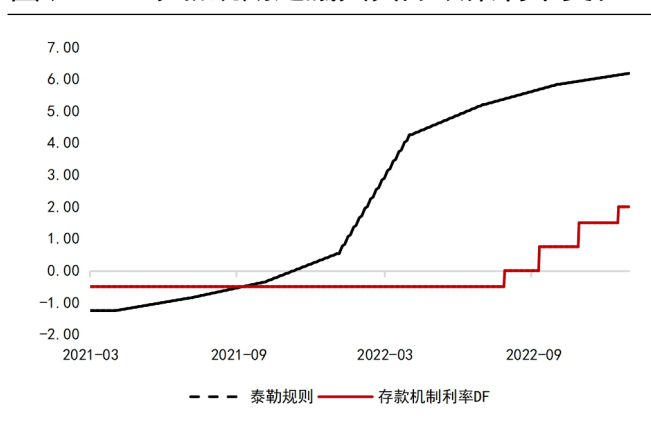
⁵ 歐央行行長拉加德（Christine Lagarde）表示，下次議息會議可能繼續加息 50 個基點，此後或仍有 2 次加息。（“Based on the information that we have available today, that predicates another 50-basis-point rate hike at our next meeting, and possibly at the one after that, and possibly thereafter, but everything will also be determined by the review of data.”）

圖表 18：2022 年歐洲央行主要利率變化 (%)

生效日期	主要再融 資利率 MRO	存款機 制利率 DF	邊際放 款利率 MLF	加息幅度
2022/07/27	0.50	0.00	0.75	50BP
2022/09/14	1.25	0.75	1.50	75BP
2022/11/02	2.00	1.50	2.25	75BP
2022/12/21	2.50	2.00	2.75	50BP

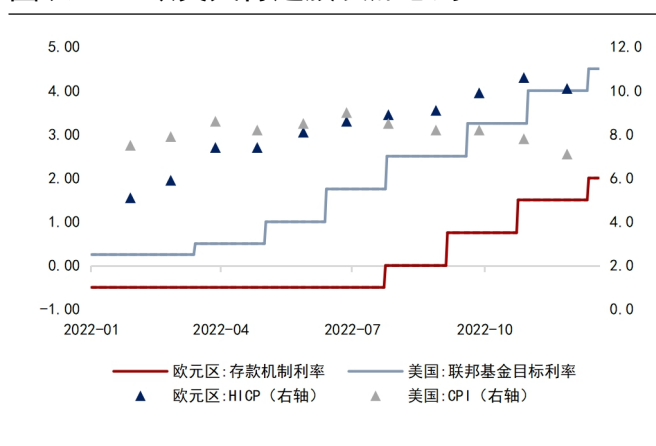
數據來源：ECB、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 19：泰勒規則建議與實際政策利率變化⁶



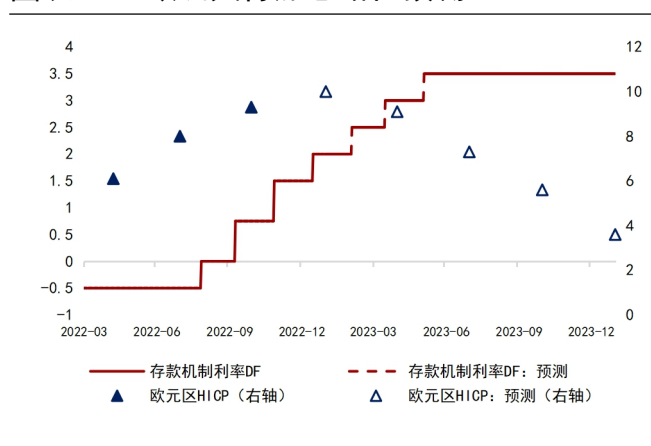
數據來源：Macrobond、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 20：歐美央行通脹及加息對比



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 21：歐洲央行加息路徑預測



數據來源：ECB、工銀亞洲東南亞研究中心

3. 2023 年 3 月歐央行預計將啟動歷史上首次“主動縮表”。

2022 年 12 月，歐央行表示計劃從 2023 年 3 月以審慎有度、可預測的速度啟動量化緊縮，主要方式是縮減資產購買計劃（APP）再投資規模，為歐央行歷史上首次“主動縮表”。2023 年 3-6 月為縮表第一階段，預估平均每月縮減 150 億歐

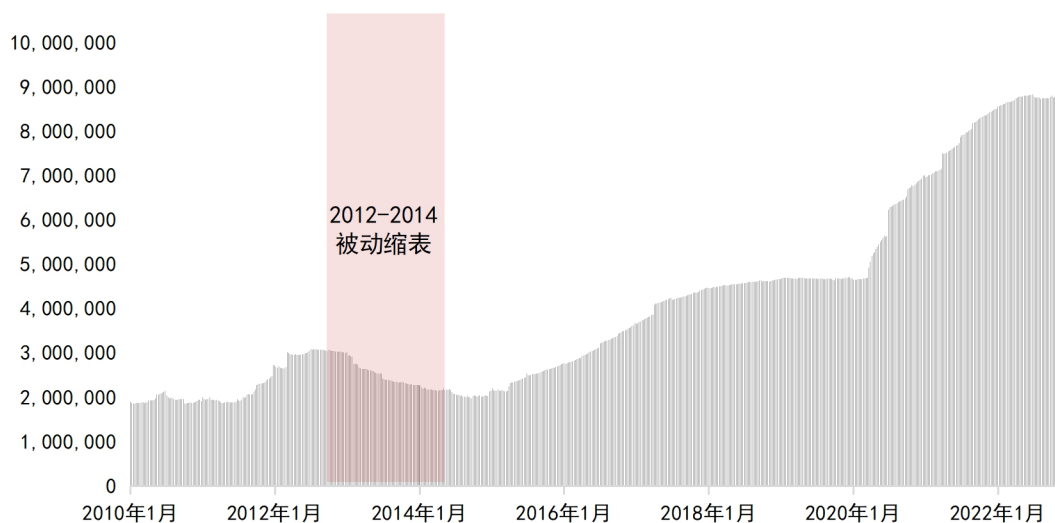
⁶ 本文應用的泰勒規則的估算公式為 Taylor rate = Neutral rate + 0.5 * (inflation - target inflation) + 0.5 * output gap。

元（約合 159 億美元）、合計縮表 600 億歐元，7 月以後縮減規模尚待定。

歷史上歐央行也曾經歷縮表，2012 年第 4 季度至 2014 年年底，隨著歐債危機緩和，銀行提前償還大量 LTRO（長期再融資計劃⁷），同時歐洲央行未積極續作，在此期間歐央行資產規模約收縮 30%，由 3 萬億歐元縮減至 2 萬億歐元（見圖表 22），歐元區 10 年期公債收益率大幅下行 135BP 至 0.65%。對比兩次縮表，存在三方面差異：一是操作工具不同，本輪歐央行通過減少 APP 再投資規模“主動縮表”，2012 年主要由於銀行提前償還 LTRO，歐央行對信用機構的歐元貸款下降，視作為“被動縮表”。二是縮表幅度不同，截至 2022 年末歐央行資產規模近 8 萬億歐元，計劃第一階段每月縮表 150 億歐元、資產占比約 0.2%；而 2012 年末資產規模約 3 萬億歐元，整個縮表週期月均收縮約 400 億歐元、占比約 1.3%，無論是從相對金額還是絕對金額看，本輪縮表幅度都遠不及上一輪。三是貨幣政策週期不同，本輪縮表處於加息週期，而 2012-2014 年間歐央行則兩次調低基準利率、合計 50BP。

⁷ 長期再融資計劃：由歐央行面向銀行開展的定向再融資工具，期限一般為 3 個月，也可以擴展至 6 個月或 12 個月甚至更久。

圖表 22：歐洲央行資產總額（百萬歐元）



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

四、財政政策：主權債務壓力的新挑戰

1. 2022 年歐元區償債壓力處歷史高位，2023 年壓力仍大。

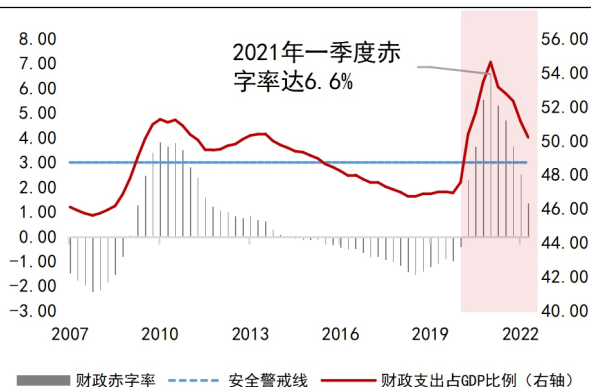
新冠疫情挫傷歐洲經濟表現，政府支出拉動投資、促進消費，歐元區財政赤字率大幅上漲至 6.6% 的歷史高位。2022 年以來，隨著財政力度減弱，財政赤字率（1.4%）已接連降至安全警戒線以下（見圖表 23）。但截至 2022 年 2 季度，歐元區政府債務規模達 12.1 萬億歐元、較 2021 年同期增長 4.1%，負債率（94.2%）處於歷史較高水平⁸（見圖表 24），債務壓力仍重。隨著歐盟宣佈放鬆財政紀律⁹至 2023 年底，

⁸ 2022 年 2 季度歐元區政府負債率較 2010 年歐債危機初期仍高出 12.2 個百分點，亦高於過去 10 年均值水平 2.7 個百分點。

⁹ 歐盟《穩定與增長公約》要求成員國的年度預算赤字不超過國內生產總值（GDP）的 3%，債務規模不超過 GDP 的 60%，2020 年 3 月起，歐盟宣佈暫停預算規則，並一度放鬆約束規則至 2023 年底。

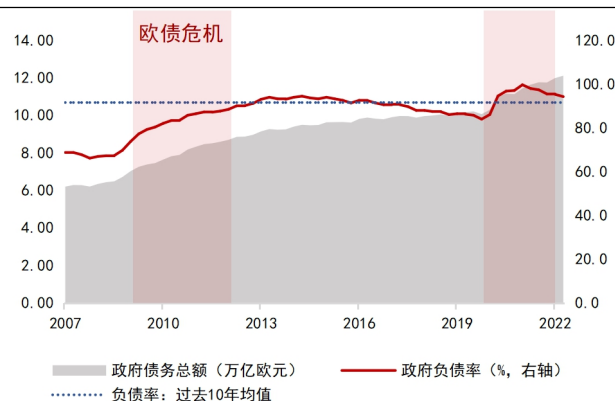
未來部分國家為應對能源和生活、生產成本危機推出的補助措施可能再次加重政府財政負擔。

圖表 23：歐元區財政支出及赤字率



數據來源：ECB、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 24：歐元區債務規模



數據來源：Eurostat、工銀亞洲東南亞研究中心

2. 財政政策發力的取向：關注能源補貼、製造業補貼以及能源轉型支持。

2022 年 11 月歐洲議會與成員國就歐盟 2023 年新預算達成一致，2023 年計劃投資 1,856 億歐元，主要用於應對通貨膨脹、新冠危機以及烏克蘭危機帶來的影響。展望 2023 年，歐洲財政政策有三大發力方向值得關注：一是**能源補貼**，布魯蓋爾研究所數據顯示，2021 年 9 月至 2022 年 11 月歐盟國家花費 6,004 億歐元用於能源紓困。高通脹背景下，歐洲財政政策仍需繼續保護社會中最脆弱的群體免受能源價格衝擊，2022 年 10 月德國已宣佈提供 2,000 億歐元能源補貼，其中 1,000 多億歐元用於家庭和企業（主要是補貼電費和天然氣費），其餘則用來補貼能源公司；二是**製造業紓困**，高能源成本挫傷歐洲工業競爭力，其中化工及金屬等能源密集型行業受損最為嚴重，並累及電子、機械製造和汽車等下游

產業。2022 年瑞士、瑞典、芬蘭、德國等相繼推出應急性紓困措施，未來預期將逐步向規模適度、更有針對性、更具戰略性的應對措施轉變，以防範實體經濟和主要產業持續萎縮。三是**能源轉型支持**，隨著能源危機的發酵，歐洲能源轉型壓力進一步升級，歐洲國家預將繼續出臺政策鼓勵新能源發展，例如德國已宣佈 2023 年起為滿足條件的屋頂光伏免除所得稅和相應的增值稅，2022 年 5 月歐盟也曾提出“漸進式”屋頂光伏立法¹⁰等。

3. 歐元區債務可持續性或進一步惡化，邊緣國家主權債務違約憂慮升溫。

展望 2023 年，歐洲財政補貼支出持續增加債務負擔，歐央行加息加大債務付息壓力，同時經濟衰退風險加大削減償債能力，歐元區債務可持續或將進一步惡化。從債務壓力看，南歐邊緣國家政府負債率整體偏高且高於歐債危機時期水平¹¹（見圖表 25），債務總額占歐元區比重¹²（42.3%）較危機初期增加 2.2 個百分點。加息週期開啟後，各國與德國 10 年期國債利差持續走闊至接近甚至高於前次危機初期水平，違約風險進一步上升（見圖表 26-27）。從債務可持續性看，隨著利率攀升、經濟萎縮，預期歐盟區債務可持續性將在 2023 年惡化到頂（2.3%），意大利（3.6%）的主權債務可持

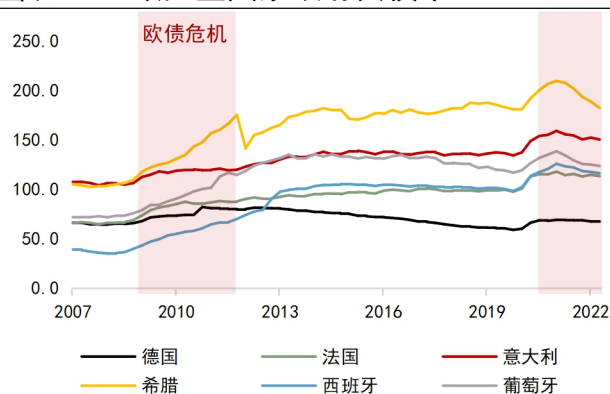
¹⁰ 即到 2026 年，所有新建公共建築和商業樓在屋頂面積大於 250 平方米的背景下必須安裝屋頂光伏，所有符合條件的現存樓棟也需要在 2027 年安裝完成，而 2029 年後所有的新建住宅樓都需要強制安裝屋頂光伏。

¹¹ 截至 2022 年 2 季度末，希臘、意大利、葡萄牙、西班牙的政府負債率分別升至 182.1%、150.2%、123.4% 和 116.1%，較歐債危機初期（2010 年 1 季度末）分別上升 51.4、31.5、33.0、61.2 個百分點。

¹² 具體到國別看，南歐五國債務規模占歐元區比重分別為：意大利 22.9%、西班牙 12.2%、希臘 3%、葡萄牙 2.3%、愛爾蘭 2%。

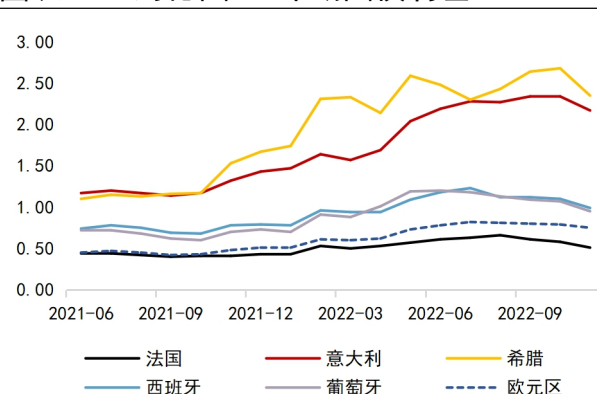
續性為歐元區最低（見圖表 28）。綜合來看，意大利、希臘、西班牙或成為突破可持續性邊界薄弱點的概率相對較高（見圖表 29）。

圖表 25：歐元區國家政府負債率



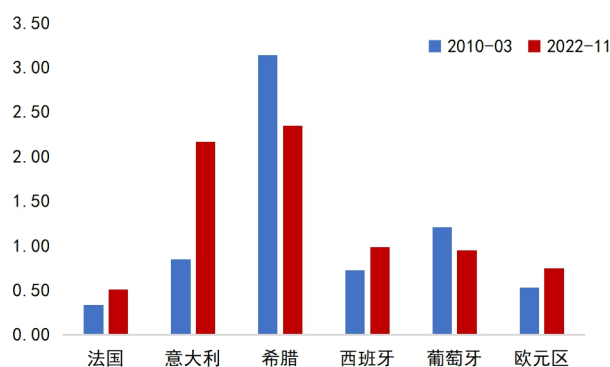
數據來源：Eurostat、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 26：對德國 10 年期國債利差



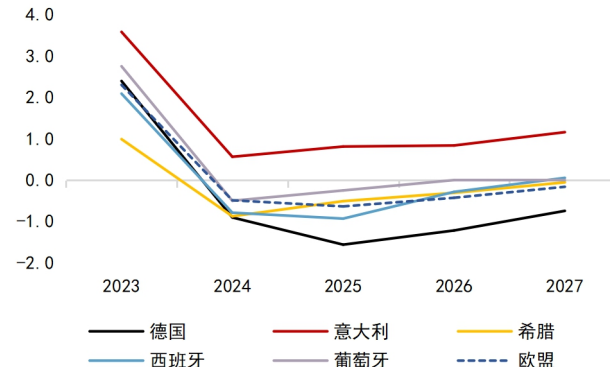
數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 27：國債利差與歐債危機時比較



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 28：歐元區國家債務可持續性預測¹³

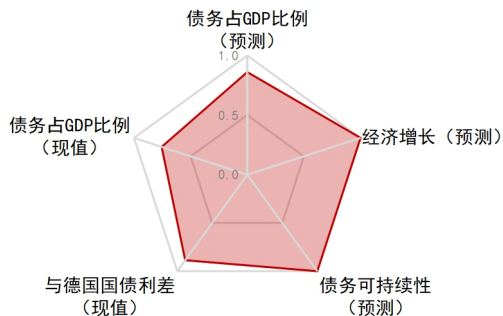


數據來源：歐盟委員會、工銀亞洲東南亞研究中心

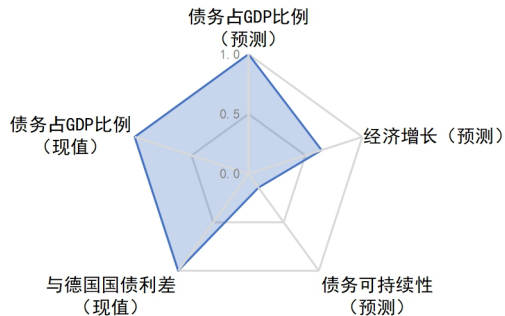
¹³ 增長率的預測來源於 IMF，隱含利率（IIR）為工銀亞洲東南亞研究中心的預測，主要基於 ECB 發佈的 2021 年及往年數據進行。

圖表 29：歐元區國家債務壓力綜合指標¹⁴

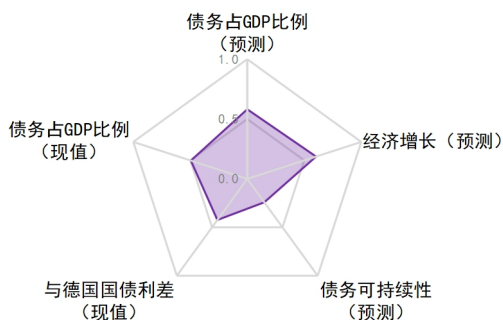
意大利



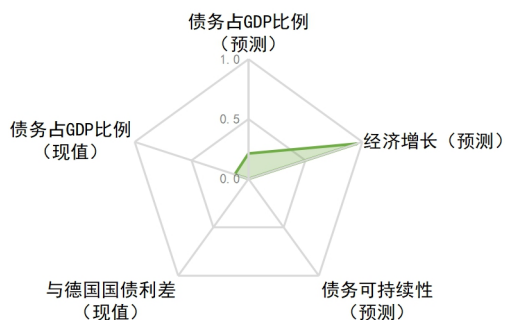
希腊



西班牙



德国



數據來源：歐盟委員會、IMF、工銀亞洲東南亞研究中心

¹⁴ 蛛網模型圖每一個維度指向一個衡量債務壓力的指標，其陰影部分面積代表了綜合衡量的每個國家債務壓力。其中，債務占GDP比例、經濟增長的現值和預測值均來自於IMF，債務可持續性預測值來自工銀亞洲東南亞研究中心（見圖表28）。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構
及/或作者的意見及分析，並不代
表香港中資銀行業協會意見。**