

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

李盧霞 蘭瀾

歐元區產業鏈修復之路漫長

——歐元區經濟 2023 年度中期展望

閱讀摘要

歐元區 GDP 增速在 2022 年底顯著放緩，2023 年一季度回升但依然偏低（2022Q4：-0.1%，2023Q1：0.1%）。樂觀情形下歐洲 2023 年實際 GDP 增長 0.7%-1.0%，比 2022 年下降 2.5-2.9 個百分點。分部門看，出口與消費下滑速度減緩，其中彈性較高的消費品類擠出效應明顯，但製造業依然疲弱。下半年隨著加息收尾，影響歐元匯率的邏輯發生變化，歐元兌美元匯率預期大概率在 1.08-1.11 之間波動，英鎊兌美元匯率大概率在 1.2-1.3 之間波動。

從產業結構看，歐元區經濟現狀是能源衝擊與貨幣政策共同作用的結果：本土產業鏈碎片化帶來 2023 年上半年工業製造業持續萎縮。歐元區經濟漫長的復蘇過程（預期持續到 2024 年），很大程度上取決於工業產業鏈的修復速度。雖然預期 2023 年下半年能源供給及價格漸趨穩定，但據我們測算工業製造業與產業鏈的修復需時大約在 6-10 個月。從 GDP 的其他部門來看，服務業信號積極，休閒娛樂、旅遊、家庭服務項目回暖最為迅速。

從區域結構看，“傳統強國”德國由於其重工業的經濟特點，增長顯著弱於其他國家。德國作為傳統經濟大國，對歐元區 GDP 增速貢獻的平均值為 62.08%。2023 年德國經濟增速預期在 0% 左右，未必能夠逃離溫和衰退；長期恐比歐洲其他國家復蘇更慢。

中長期來看，融資條件收緊對經濟活動的抑制、產業鏈修復重建的困難、各國財政支持的逐漸退出、未來能源供應的不確定性將會是歐元區經濟增長的主要掣肘因素。在樂觀情形下，2024 及 2025 年 GDP 增速可反彈至 1.5% 左右。價格指數方面，我們的模型預測 2023 年 HICP：5.6-5.9%，但核心 HICP 在 2023 年內會保持高位（預測 2023 年核心 HICP：5.0-5.5%）。預期 2023 年內或再加息 1-2 次，累計幅度不超過 50BP，但年內降息概率較低（<10%）。2023 年下半年財政政策的主要目標是與貨幣政策配合令經濟保持平穩，各國政府需要在增長與價格之間取得平衡。我們預計各國政府將不會有重大預算調整，財政政策力度較 2022 年有所下降，歐元區整體的財政狀況將有所改善。

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。

歐元區產業鏈修復之路漫長

——歐元區經濟 2023 年度中期展望

圖表 1：歐元區主要經濟變量預測

	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 ¹	3.0%	3.25%	3.5%	3.50%-4%	< 4%	

數據來源：工銀亞洲東南亞研究中心

一、能源危機對歐元區產業鏈破壞較嚴重、工業不振但服務業回暖，消費和出口跌勢趨緩

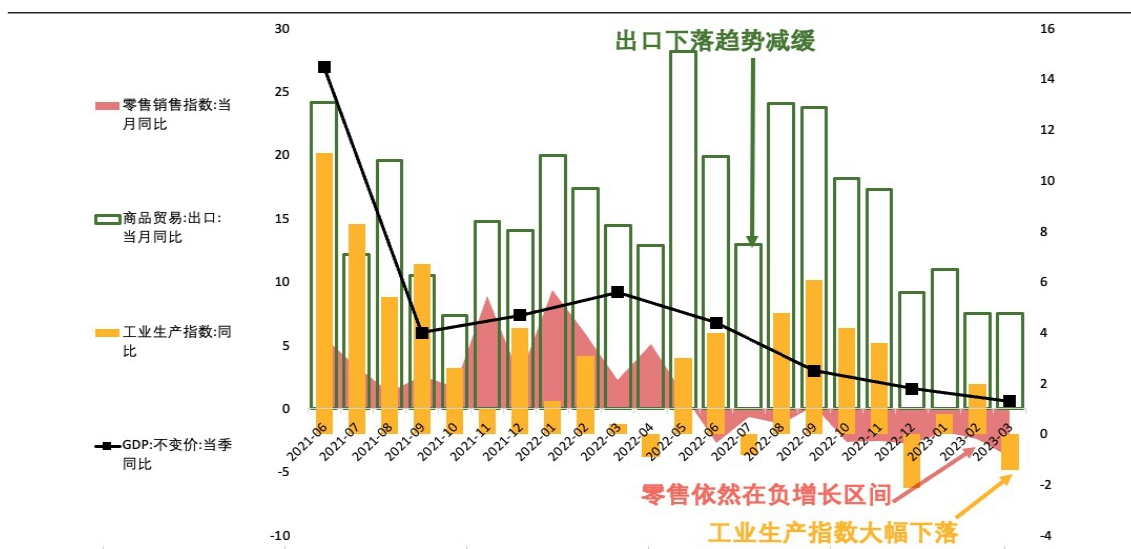
（一）工業製造業仍在萎縮，服務業信號積極

基於 2023Q1 的數據，整體經濟增速好於預期，但宏觀經濟各部門表現存在差異。首先，工業製造業下滑速度依然較快，2023 年 3 月工業生產指數在負區間（-1.4%），5 月工業 PMI 依然在榮枯線以下（44.6%）。其根源在於 2022 年能源問題對於工業產業鏈的破壞。另外部分產業鏈轉移至美國以及東南亞工廠，引致本土工業製造業產業鏈碎片化程度上升。雖然目前能源供給的衝擊減弱，但關停的工廠重新運作、產業鏈的修復均需要 6-10 個月，因此預期下半年工業製造

¹ 此利率為存款機制利率（deposit rate, DF）。

業對經濟為負向拉動。

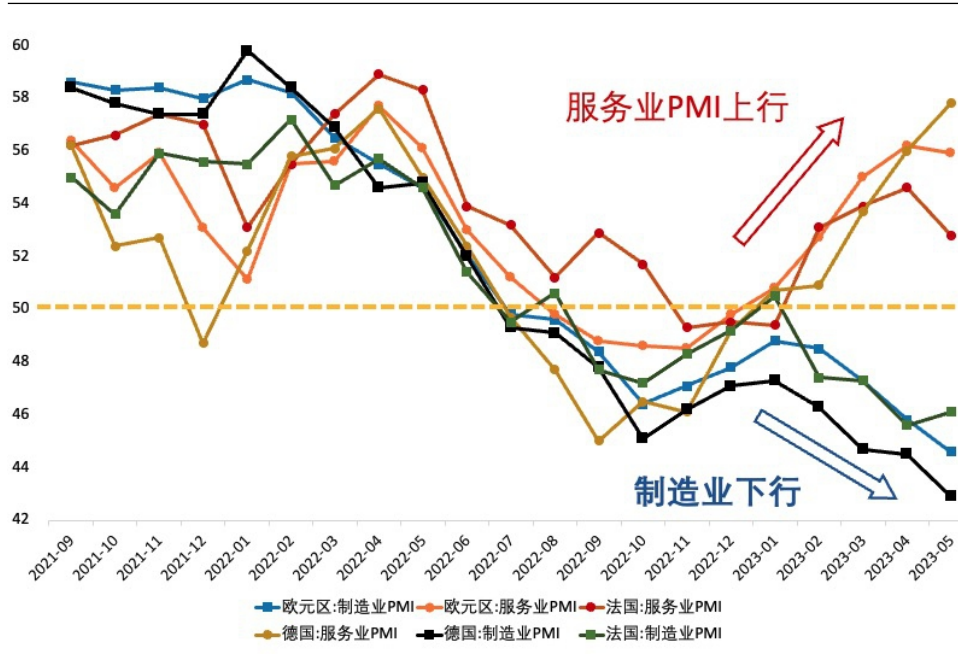
圖表 2：零售與工業生產依然處於萎縮區間，工業生產不振



數據來源：歐央行（ECB）、工銀亞洲東南亞研究中心

與工業製造業形成鮮明對比，**服務業釋放積極信號**。服務業升溫主要來源於疫情之後復蘇趨勢的延續。自 2022 年 10 月開始，服務業 PMI 已連續 6 個月保持上升趨勢，並自 2023 年 1 月升至榮枯線以上。**2023 年 4 月服務業 PMI 達到最近半年的最高點 56.2%**，比 2022 年最低點（11 月：48.5%）高出了 7.7 個百分點。德國 5 月服務業 PMI 達到了 57.8% 的高位，法國也達到了 52.8%。在服務業各項中，**休閒娛樂、旅遊、家庭服務項目回暖最為迅速**，主要得益於旅遊相關產業的迅速復蘇，但文化服務依然不甚景氣。2023 下半年預期服務業依然較樂觀，PMI 保持在榮枯線以上，並且上半年受加息衝擊的房地產服務有望小幅升溫。

圖表 3：工業製造業 PMI 下行，服務業 PMI 上行



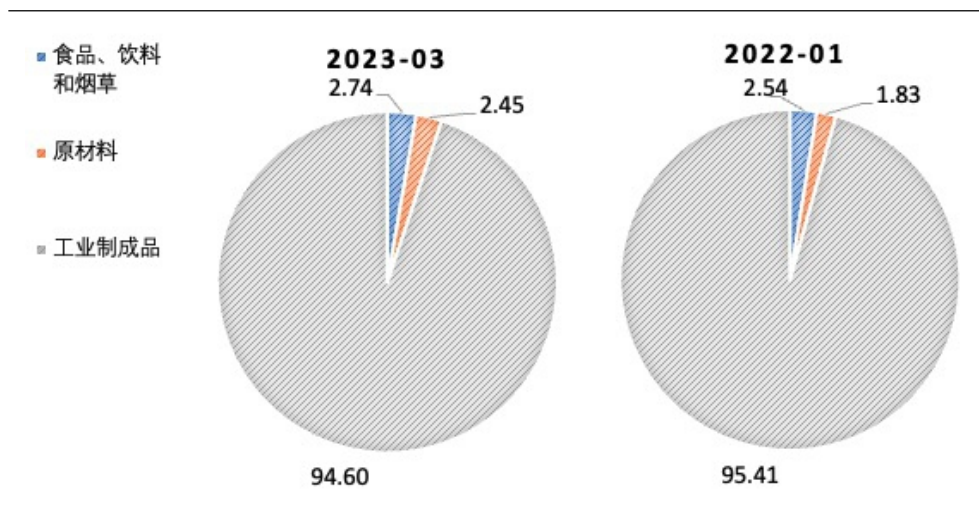
數據來源：歐央行（ECB）、工銀亞洲東南亞研究中心

（二）出口與消費下滑速度減緩，工業品出口大幅下滑，高彈性消費品擠出效應明顯

出口同比增速的下滑速度逐漸減緩，主要向下拉動項是工業產品進出口的收緊。2023年3月歐元區出口貿易同比增速為7.5%，去年同期為14.5%，下降幅度為7個百分點。工業品是歐元區向世界出口的重要組成部分，以與中國貿易為例，2022年1月歐元區與中國貨物進出口總額中，工業製成品的比例達到了95%以上。但自2022年中以來工業品同比增速大幅下降，其下降幅度遠超食品、飲料和煙草，以及原材料產品。2023年3月，工業產成品同比增速低至-16.32%，原材料為-0.65%，食品、飲料和煙草為1.59%。但即使工業產成品大幅下降也依然在進出口總額中占比超過90%。2023下半年預期出口將不會有大幅轉暖，首先因為工業製造業修

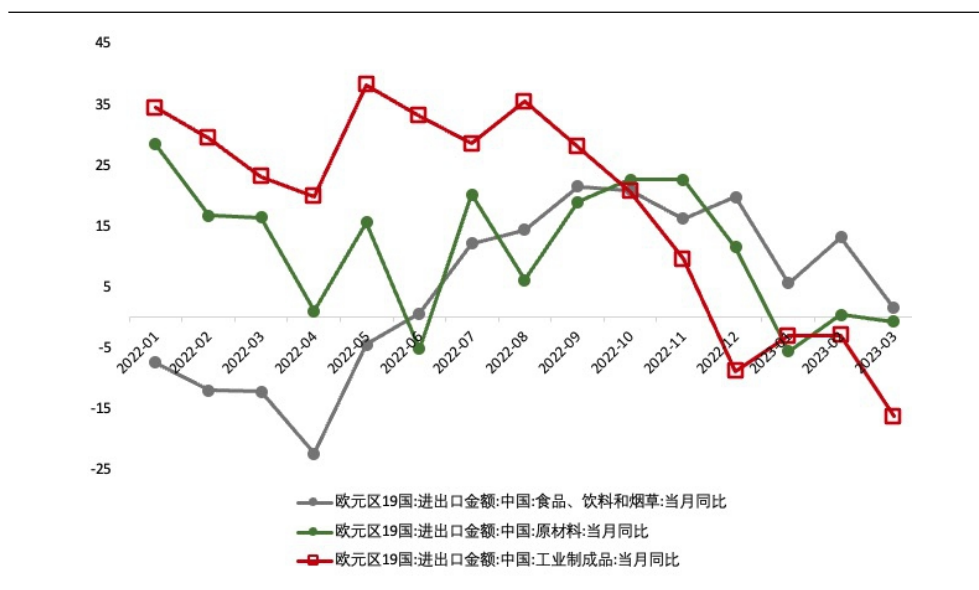
復時間較長，其次因為全球經濟放緩的壓力。

圖表 4：歐洲與中國進出口中，工業製成品占比超過 90%



數據來源：歐央行 (ECB)、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 5：歐洲與中國進出口各項中，工業製成品落幅度最大

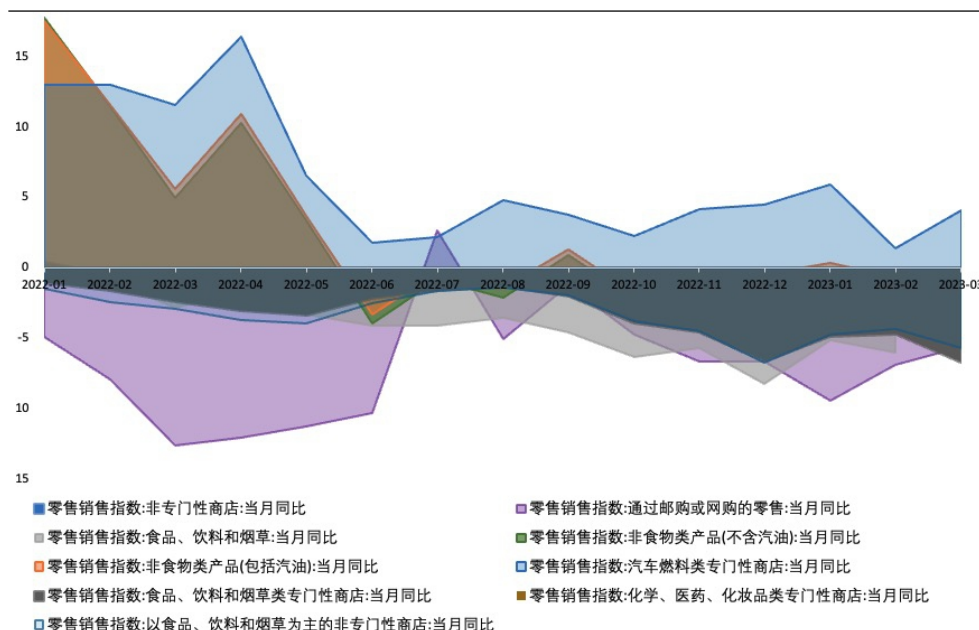


數據來源：歐央行 (ECB)、工銀亞洲東南亞研究中心

除此之外，消費的下滑趨勢也有所減緩，但依然在負增長區間。2023 年 3 月零售銷售同比增速為-3.8%，2022 年同期零售銷售同比增速為 2.3%，下滑幅度為 6.1 個百分點。分項目來看，得到政府補貼的能源相關消費表現較好，但彈性

較高的消費品類擠出效應明顯。非食物類產品以及汽車燃料類專門性商店表現較好，其下滑趨勢得到最大程度減緩。非食物類產品（包括氣汽油）/（不含汽油）在 2022 年 4 月為 10.9%（10.3%），而 6 月大幅下降-3.3%（-3.9%），2023 年 3 月基本維持不再繼續下滑。但是網購、食物飲料、以及一般商店消費均在負增長區間。從根本原因上分析，消費持續不振的主要原因是家庭部門收入顯著減少以及能源相關花費大幅上升，消費被大量擠出，其中彈性較低且得到補貼的能源相關消費表現較好，但彈性較高的消費品類依然在負增長區間。

圖表 6：歐洲零售銷售中，彈性較小並得到補貼的能源消費較穩定²



數據來源：歐央行（ECB）、工銀亞洲東南亞研究中心

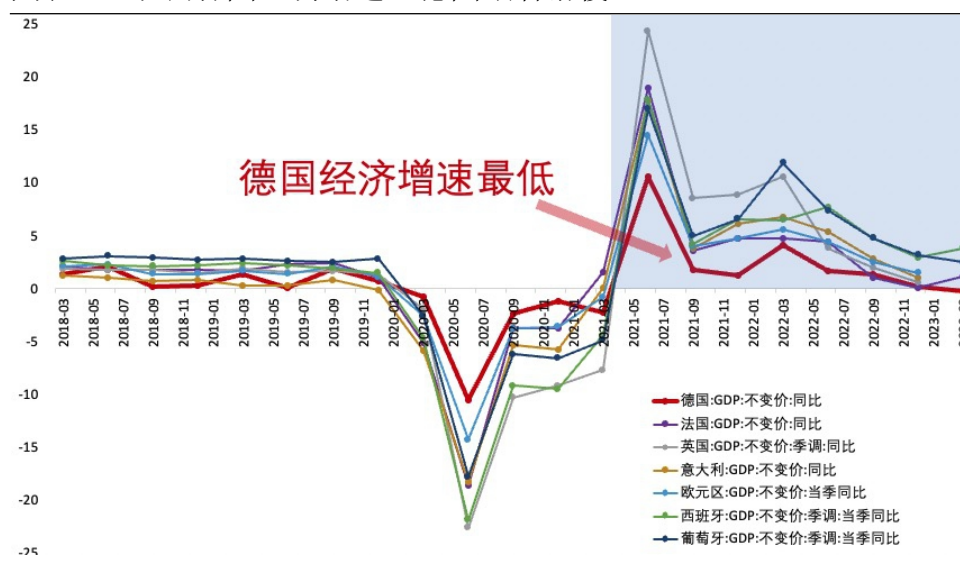
2 歐洲零售銷售指數以不變價格計算的營業額為依據計劃，通常是通過將當前價格的營業額與相應的銷售平減指數進行平減來計算的。行業分類參考歐盟統計局月度零售銷售數據分類。

二、德國經濟增速低，產業鏈破壞為主要因素

（一）重工業高度依賴，產業鏈破壞拖累德國經濟增長

2022 年中以來歐洲各國經濟增長均呈下滑趨勢，從 GDP 增速來看“傳統強國”德國顯著弱於其他國家（例如：法國、西班牙、葡萄牙、意大利等）。德國雖然在疫情期間增速較高，但自 2022 年中以來始終保持較低增速：2022 年 Q2 德國、法國、意大利的 GDP 增速分別為 1.7%、4.4%、5.4%；2023 年 Q1 以上國家分別為：-0.2%、1.1%、1.05% ，德國異常的低增長基數方面的技術因素占比很低。

圖表 7：歐洲各國經濟增速：德國顯著落後



數據來源：歐央行（ECB）、工銀亞洲東南亞研究中心

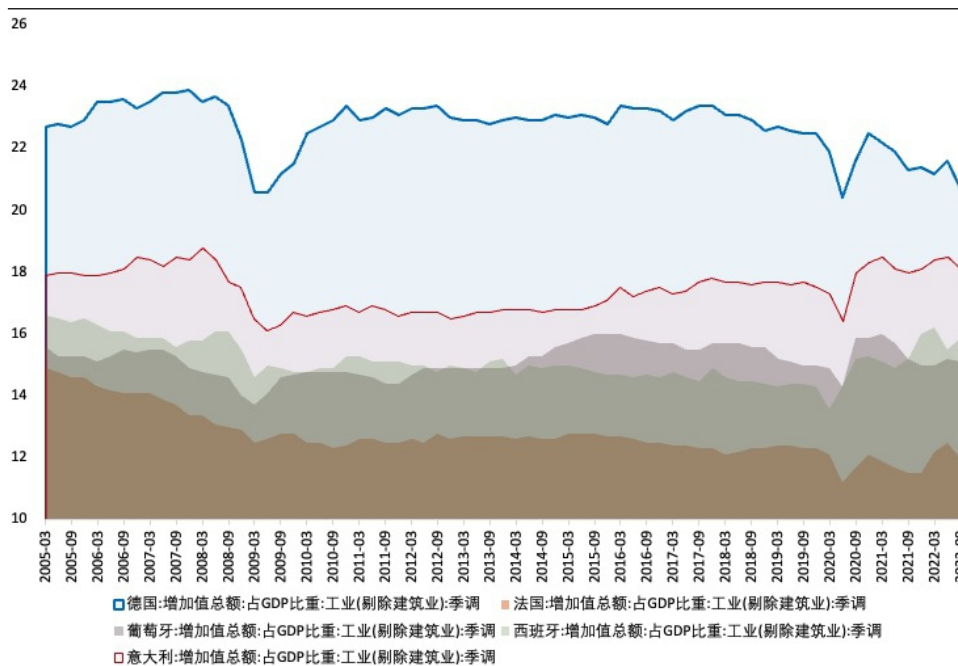
德國經濟顯著弱於其他國家主因是能源危機期間德國工業生產遭到嚴重的破壞。德國是歐元區的傳統工業強國，在 2005 年以來，德國工業生產占 GDP 的比重平均在 20%-22%，遠遠超出法國（10%-15%）、葡萄牙（14%-16%）、西班牙（13%-17%）、意大利（16%-18%）等。重工業占比較高的產

業特徵使得德國對能源依賴度（尤其是進口）很高，2021年德國能源消費總量的40%來自於進口，其中石油以及天然氣的進口比例均超出了95%。在能源供給銳減、價格飆升的2022年，德國工業大幅受創：工業增加值總額（不變價）同比增速由2021Q3的2.8%下降到2022Q4的-0.9%，工業生產指數同期從-0.7下降至-2.3，工業信心指數從24.0下滑至3.0。

（二）德國經濟或難逃離溫和衰退，拖累歐元區經濟

2023年德國經濟增速預期在0%左右，未必能夠逃離溫和衰退；長期恐比歐洲其他國家復蘇更慢。若2023年秋冬能源儲存能保持穩定，則德國經濟或可保持在正增長區間。短期內，主要增長動力將來自於服務業，預期工業製造業、消費、以及出口較難提供正向拉動力。從中長期來看，德國經濟的復蘇主要取決於產業鏈的修復速度。在全球價值鏈條（global value chain）參與度越高的國家，其經濟恢復速度越受到全球經濟的影響。並且產業鏈的修復、替代以及轉移通常是長週期的，我們預測德國GDP增長率恢復到1%左右的正常增長區間至少需要10-12個月。

圖表 8：歐元區各國中，德國工業產業占比最高



數據來源：歐央行（ECB）、工銀亞洲東南亞研究中心

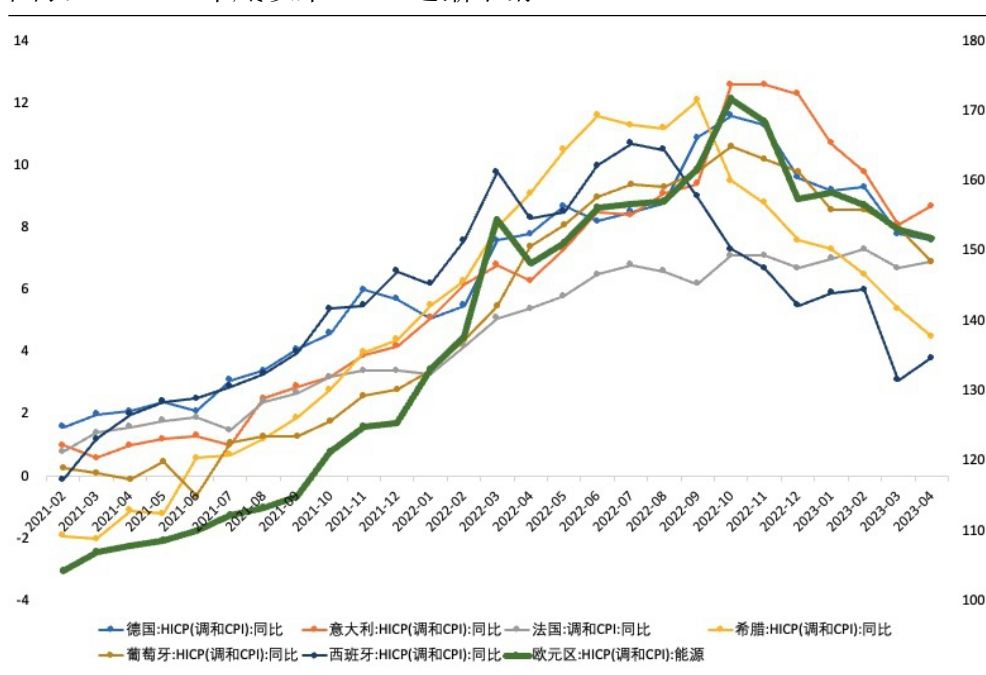
三、2023 年加息接近尾聲，財政政策力度料減弱

（一）短期核心通脹水平仍高，歐央行年內預期仍有 1-2 次加息空間

2022 年末以來能源市場的大幅調整令物價壓力明顯下降，但核心 HICP 會持續高位至少 2-3 個月。歐元區調和消費者價格指數（HICP）在 2022 年 10 月達到最高點 10.6%，在 2023 年 4 月逐漸下降至 7%，下降幅度為 3.6 個百分點。其中能源價格指數下滑速度顯著，同期從 171.75% 下滑至 151.84%，下降幅度接近 20 個百分點，但核心 HICP 自 2022 年 9 月從 4.8% 上升到 5.6%，升幅為 0.8 個百分點。從國別看，意大利（8.7%）與德國（7.6%）目前 HICP 處於較高水

平，法國（6.9%）、葡萄牙（6.9%）處於中間水平，而西班牙（3.8%）、希臘（4.5%）處於較低水平。整體看，大宗商品價格已跌至烏克蘭危機之前的最低水平，能源通脹預期在2023下半年會大幅下滑（模型預測2023年HICP：5.6-5.9%），但核心HICP會持續高位至少2-3個月（模型預測2023年核心HICP：5.0-5.5%）。

圖表 9：2022 年底以來 HICP 逐漸下滑



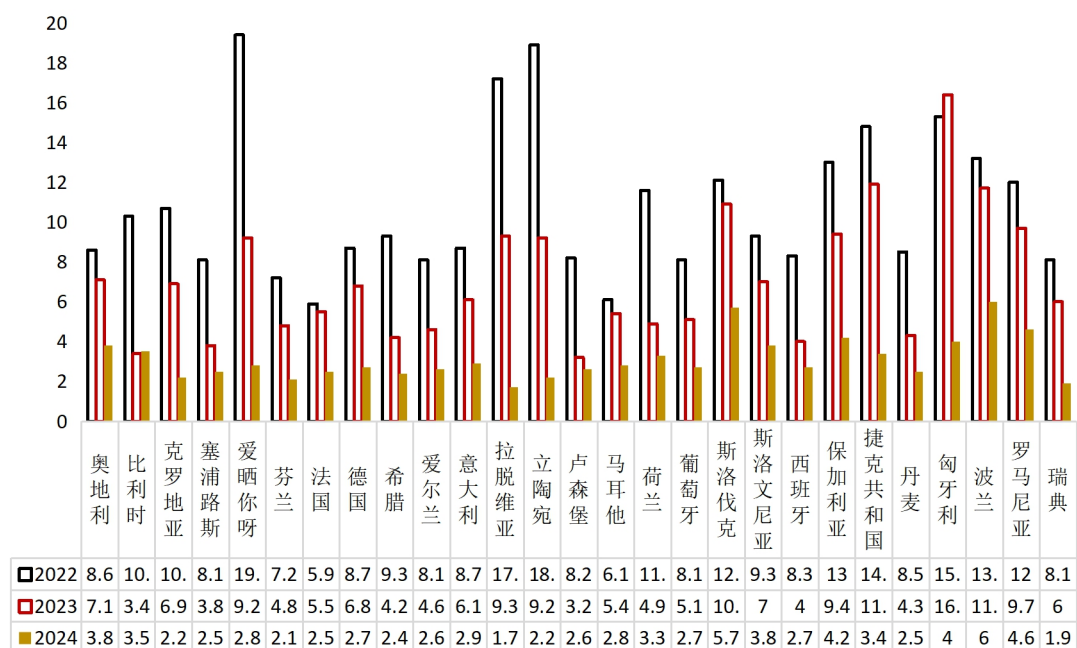
數據來源：歐央行（ECB）、工銀亞洲東南亞研究中心

同時，短期歐洲勞動力市場也較為緊張，勞動力工資同比增速仍有上升壓力，預期2023年工資平均增長5%-5.5%，到2023年底實際工資將恢復到2022年第一季度的水平；2024及2025年下降至平均3.5%-4.5%的區間。

此外，2023年預期更低的價格水平意味著財政支持必要性或有所下降，相應也可降低價格壓力。綜合以上因素，預計2024年通脹水平會有明顯回落，預計2024年HICP：

2.8-3.1%，核心 HICP：3.3-3.6%。

圖表 10：2022、2023（預測）、2024（預測）歐元區各國通貨膨脹



數據來源：歐央行（ECB）、工銀亞洲東南亞研究中心

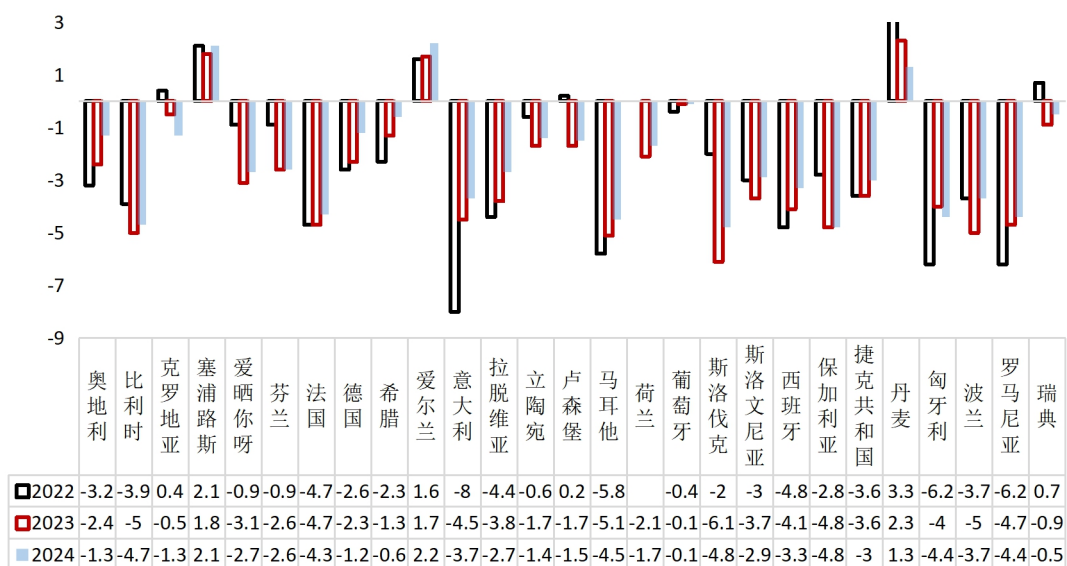
從 2022 年 7 月至今，歐央行共進行了 8 次加息，累計幅度為 400BP，存款機制利率（deposit facility, DF）由 -0.5% 上升到 3.50%。美聯儲 6 月暫停加息後預計可能還有一次加息空間，但考慮到歐央行加息週期開啟較晚，以及再次上調通脹預期的行為，我們認為歐央行加息空間或更大一些。預期 2023 年內歐央行或再加息 1-2 次，預期累計幅度不超過 50BP，年內降息概率較低（<10%）。

（二）財政政策配合貨幣政策，權衡增長與通脹目標，預期力度下降

區別於其他經濟體，歐元區 19 個國家實施單一的貨幣政策，但每個國家的中央政府都有自己的財政政策。在 2023

年的經濟轉折點，財政政策與貨幣政策互相配合，令經濟平穩著陸非常重要。在歐盟委員會發佈的對歐元區國 2023 年預算計劃草案（draft budgetary plans, DBP）的意見中，委員會建議歐元區應逐漸降低財政政策力度、對於不同國家採取差異化的財政政策，政府債務水平較高的國家應實施審慎的財政政策以確保其債務可持續性。因此我們預期：第一，2023 年下半年歐元區各國或沒有重大預算調整，財政政策力度會下降，下降主要來源於應對能源危機以及高通脹的補貼份額的減少。歐央行預測財政支出占歐元區 GDP 總額將從 1.9% 下調至 1.8%，調整幅度為 0.1 個百分點。

圖表 11：2022、2023（預測）、2024（預測）歐元區各國政府預算



數據來源：歐央行（ECB）、工銀亞洲東南亞研究中心

第二，歐元區整體的財政狀況將有所改善。由於利率在 2024-2025 將不斷下降，歐元區政府平均利息支付占 GDP 的比例也將逐漸下降趨於平緩，但政府財政赤字和債務比率預

計仍將高於疫情前的水平。歐央行預測，歐元區預算赤字在 2023 年將繼續下行，2024 年下降幅度更大(占 GDP 的 2.4%)。

第三，國家之間在財政政策上的差異依然存在。首先，與 2022 年相比，2023 年能源相關的補貼預算預計會降低，各國逐漸放開天然氣以及電力價格上限。而補貼降低的具體程度、上限如何放開將取決於不同國家的能源市場特徵以及定價模式。另一方面，2023 年一些國家可能會延續 2022 年財政政策的調整策略，例如意大利在 2022 年能源供給緊張期間對財政數據統計重新分類。

四、 相對較大的加息空間和能源價格趨穩的一般假定下，歐元和英鎊下半年壓力料減小、但波幅料擴大

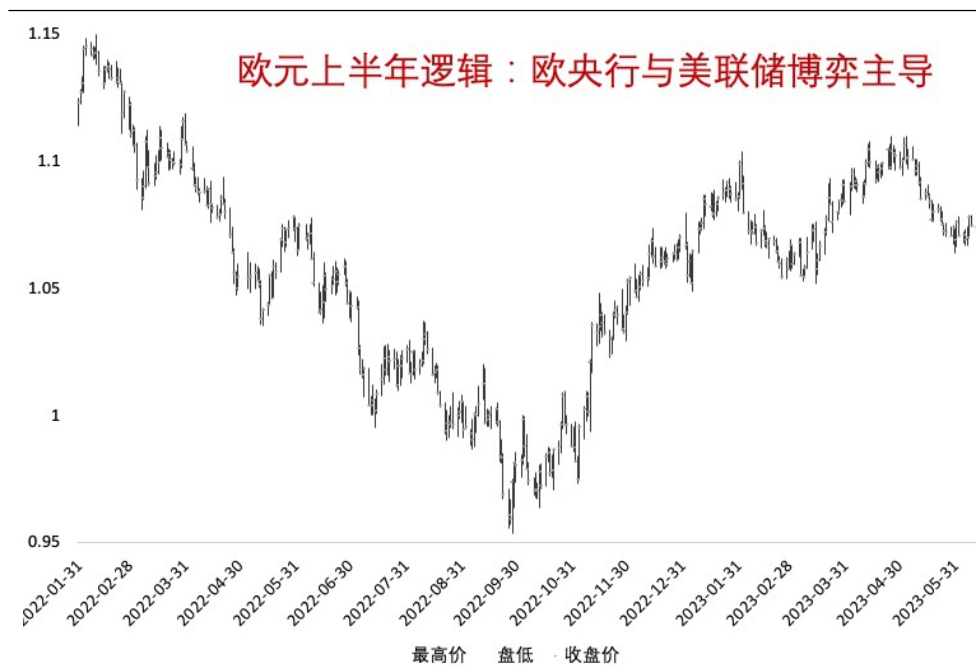
2022 年中以來，央行加息對於匯率的影響占主導地位³，然而隨著下半年加息進入尾聲，對未來經濟金融市場的不確定性預期將是影響匯率市場波動的主因。

從貨幣政策角度看，歐元的壓力較上半年將有所減弱。下半年歐央行預計最多還有 1-2 次加息，且額度不超過 50BP，但年內降息預期較低。歐央行與美聯儲加息幅度相近，但歐央行由於加息週期開啟較晚結束預計也比美聯儲更晚（或持續到 10-12 月左右）。因此在未來三個月內，來自歐央行的加息預期應不弱于美聯儲的預期。

3 以 2022 年 6 月至 2023 年 6 月的數據回歸分析，影響歐元匯率變動的一階重要（first-order important）因素是歐央行與美聯儲加息預期的相對變化，歐元區經濟數據對匯率的影響相對較弱。

另一較為重要的因素是能源價格（尤其是石油價格）對於全球外匯市場的影響。美元指數波動通常與石油價格反向相關，下半年預期石油價格波動性將高於上半年，走勢小幅上升。另外，歐元區經濟展望也與能源價格相關，在無能源進一步擾動下，經濟增長面臨的不確定性相對較小，歐洲的金融市場/銀行業相對於美國壓力偏低，因此預期歐元的波動性將弱于美元。綜合以上因素，我們預計下半年歐元兌美元波動區間將走闊，日均值預計在 1.08-1.11 之間，平均日波幅預期在 10% 以上。

圖表 12：上半年歐元匯率先降後升，形成一個較完整週期



數據來源：歐央行（ECB）、工銀亞洲東南亞研究中心

與歐元邏輯相似，英鎊下半年壓力也相對減小。英鎊上半年趨勢強于歐元，波動性也相對較小，反映英國漸漸擺脫了 2022 年財政危機的陰影。從短週期來看，英鎊從 2023 年

3 月至今的變動趨勢構成了一個中心上移的小週期：英鎊兌美元從 1.18 附近上升到 1.27（5 月初），目前圍繞 1.2 上下波動。從長週期來看，自 2022 年 4 月美聯儲加息以來歐元持續承壓，英鎊兌美元從 1.36 持續下跌，並於 2022 年 10 月跌至 1.06。2022 年 10 月-2023 年 1 月，隨著美聯儲加息預期逐漸平緩、英國加息預期逐漸增強，英鎊兌美元由回升至 1.2 附近。預期下半年英鎊兌美元波動區間走闊，日均值預計在 1.2-1.3 之間。

圖表 13：英鎊匯率相對歐元更加穩健波幅較小



數據來源：歐央行（ECB）、工銀亞洲東南亞研究中心



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。**