

相关研究

《财政如何“加力提效”？——海通宏观
2023年年度展望（财政篇）》2022.12.26
《货币如何“类财政”？——海通宏观
2023年年度报告（货币篇）》2022.12.21
《美元的再“变局”——海通宏观 2023
年年度展望（海外篇）》2022.12.20

欧洲滞胀：影响哪些中国制造？

投资要点：

- **欧洲经济前景如何：**我们认为，当前欧洲通胀短期内或难以明显回落，一方面由于能源价格的回落向消费者零售价格的传导具有时滞，另一方面，未来能源价格仍具有一定的不确定性。而在高通胀与欧央行持续加息的影响下，消费或将维持低迷，企业生产与投资的意愿也将继续承压，经济增速面临较大下行压力，**2023年欧洲滞胀格局或将持续。**
- **如何影响我国出口：**根据我们的测算，2023年欧洲经济放缓对我国出口的拖累或在2个百分点左右。从具体行业来看，机电与纺织制造业或受到较大影响。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@htsec.com

证书:S0850520120001

联系人:王宇晴

Tel: (021)23154148

Email:wyyq14704@htsec.com

目 录

1. 欧洲经济前景如何?	4
2. 如何影响我国出口?	6
3. 哪些行业或受冲击较大	8

图目录

图 1	能源价格高企是欧洲高通胀的主因	4
图 2	天然气短缺是本轮能源危机的核心	4
图 3	高通胀下居民实际收入已呈负增长 (%)	5
图 4	消费信心指数低迷	5
图 5	欧央行快速加息 (%)	5
图 6	制造业与服务业 PMI 均跌落荣枯线之下	5
图 7	各行业 PMI 下降幅度与能源密集度	5
图 8	2023 年欧洲 GDP 同比增速或明显放缓	6
图 9	2023 年欧洲通胀或仍将处于高位	6
图 10	欧盟是全球贸易的主要参与者之一 (2021 年, %)	6
图 11	欧盟是我国内地出口的第二大目的地 (2021 年)	6
图 12	欧盟进口结构 (2021 年)	7
图 13	我国对欧盟出口商品以机电产品为主	7
图 14	我国对欧盟出口与欧洲 GDP 增速相关度较高 (%)	7
图 15	我国对欧盟出口与欧盟进口增速相关度也较高 (%)	8
图 16	近期欧盟从中国进口占比逐渐回落 (%)	8
图 17	下游制造业对欧出口或受较大影响 (出口占比为 2021 年数据)	8
图 18	欧洲消费需求的生产诱发系数	9
图 19	欧洲投资需求的生产诱发系数	9
图 20	2009 年与 2012 年或具有相似的滞胀背景 (%)	9
图 21	机电、贱金属及纺织等制造业对欧出口或受较大影响	10

回顾 2022 年，在地缘冲突的影响下，欧洲能源价格高企，通胀不断刷新历史新高，欧洲生产与消费活动均有所放缓。展望 2023 年，前所未有的高通胀或难以快速回落，欧央行多位管委坚定的加息决心也让欧洲经济前景更加黯淡。未来欧洲经济前景如何？作为我国出口的第二大目的地，若欧洲经济放缓会对我国出口带来什么样的影响？又会对哪些行业带来较大的冲击？本篇专题试图对以上问题进行梳理。

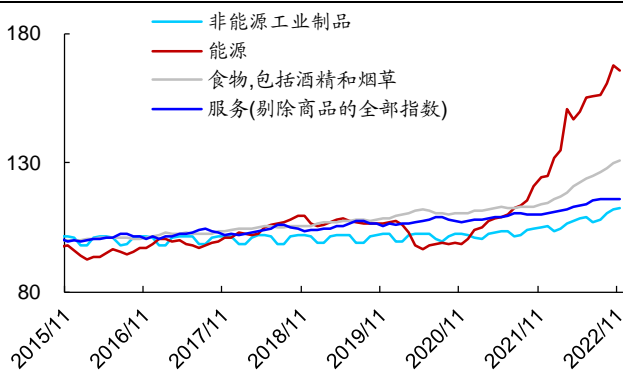
1. 欧洲经济前景如何？

能源价格飙升是欧洲高通胀的主因。当前欧洲通胀处于历史罕见的高点。其中，能源价格高企是推升欧洲通胀的核心动力。而本轮欧洲能源危机的主因则是在地缘冲突下，俄罗斯输送至欧洲的管道天然气大幅下滑导致的天然气短缺。荷兰 TTF 天然气期货价格在 2022 年 8 月一度飙升至 339 欧元/兆瓦时，是 2021 年 1 月的 17 倍。

通胀显著回落或仍需要时间。10 月 27 日以来，欧盟天然气库存填充率基本维持在 94% 以上，天然气价格近期也显著回落。但要看到能源通胀的明显降温或仍需要一定时间。一方面，由于能源供应商通常会提前准备用户所需电力，能源批发价格的变化向消费者零售价格的传导具有一定时滞。

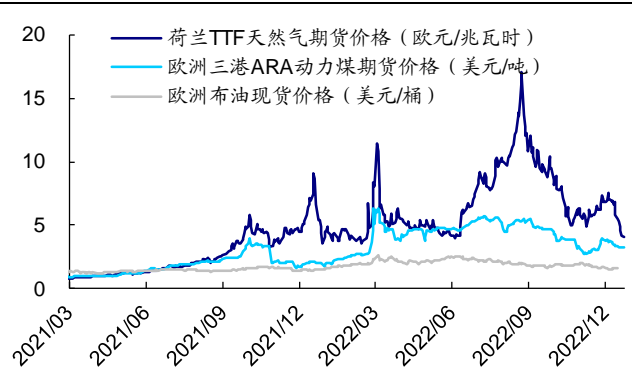
另一方面，能源价格或仍将具有一定的不确定性。尽管当前欧洲天然气库存填充率较高，但其库存总量仅占全年消费的 23% 左右。而 12 月与 1 月一般为用气高峰期，消费量占全年的 25%。随着冬季用气需求释放，库存将逐步下滑。并且在地缘冲突尚未结束的情况下，俄罗斯天然气供应量仍具有较大的不确定性，或仍将给欧洲能源价格带来额外扰动。

图1 能源价格高企是欧洲高通胀的主因



资料来源：WIND，海通证券研究所

图2 天然气短缺是本轮能源危机的核心

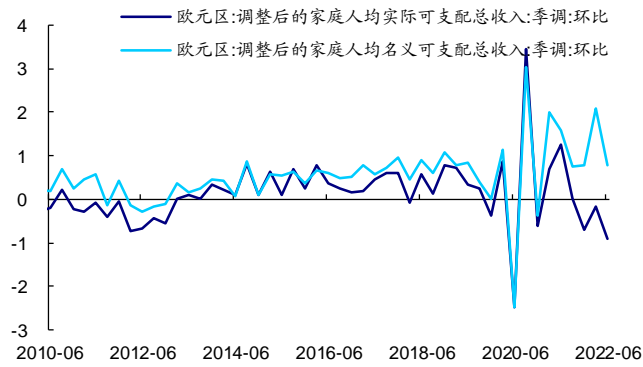


资料来源：EIA，Investing，海通证券研究所

高通胀下消费或将持续低迷。剔除通胀影响后，欧元区人均实际可支配收入环比增速已持续三个季度为负。此外，2022 年二季度，欧盟家庭净储蓄率回落至 13.2%，已与疫情前水平相当（2019 年 4 季度为 13.2%）。在实际收入下降以及超额储蓄消退的影响下，居民消费意愿与消费能力或受到一定的压制，当前欧盟 27 国消费者信心指数处于历史低位，10 月零售销售指数的同比增速也处于负值区间。

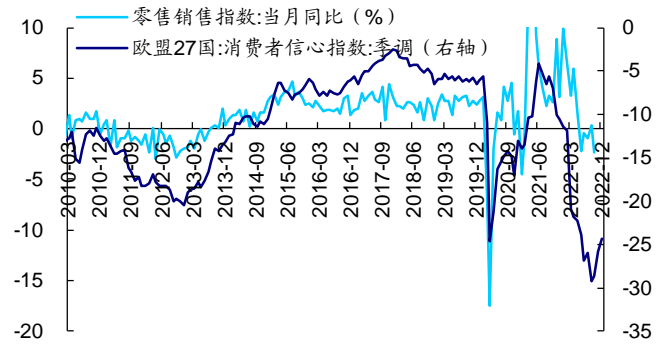
从欧盟的经济结构来看，居民消费支出占欧盟 GDP 的比重高达 51%，是 GDP 最大的贡献项，消费的疲软或将使欧盟经济承担较大的下行压力。

图3 高通胀下居民实际收入已呈负增长 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图4 消费信心指数低迷

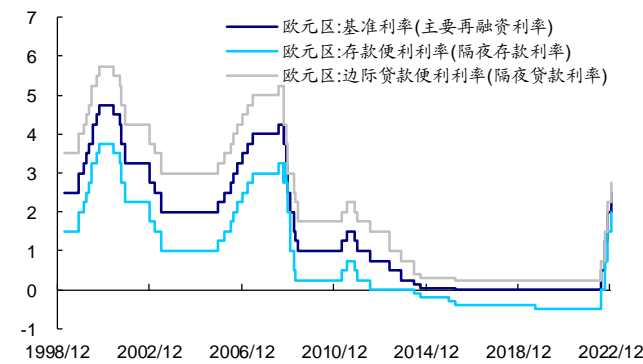


资料来源: WIND, 海通证券研究所

企业的生产与投资也将承压。在前所未有的通胀压力下, 欧央行自 2022 年 7 月以来已加息 250BP, 其中 9 月和 10 月连续加息 75BP, 较为少见。并且由于当前欧洲通胀形势仍较为严峻, 欧央行鹰派立场仍然坚定, 多位官员均表态未来还将进一步加息。

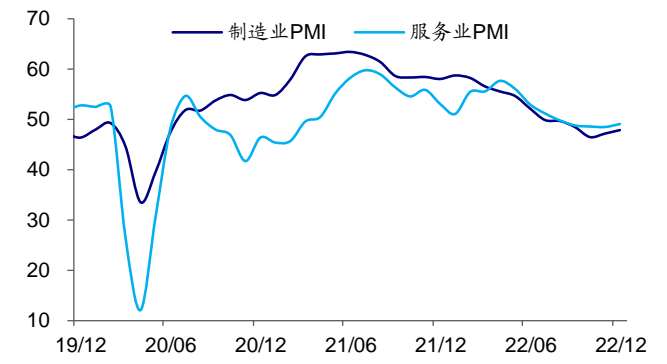
加息带来的金融条件收紧会推升企业的融资成本, 抑制投资意愿; 高通胀也会提高企业生产成本, 压缩盈利空间, 使得企业投资和生产活动下滑。从目前的数据来看, 欧洲制造业与服务业景气度均不断回落, 其中制造业 PMI 已连续 6 个月处于荣枯线之下。

图5 欧央行快速加息 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

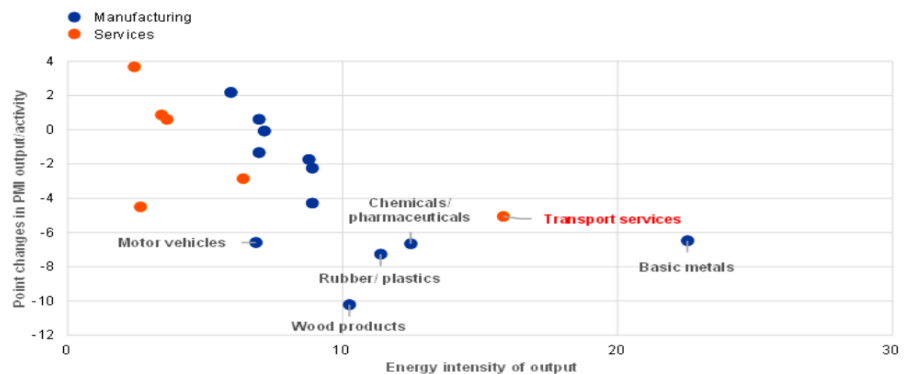
图6 制造业与服务业 PMI 均跌落荣枯线之下



资料来源: Wind, 海通证券研究所

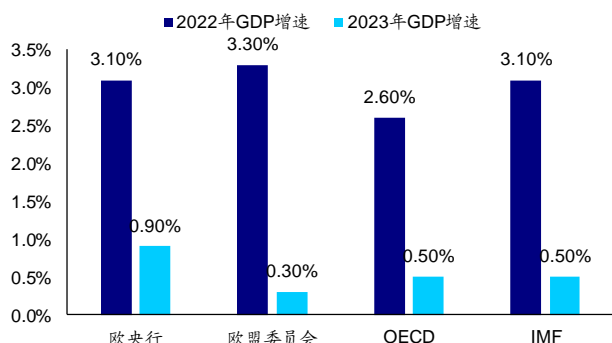
能源密集度较高的行业景气指数下降更大。具体行业来看, 大多数制造业的 PMI 指数在 2022 年三季度有所恶化 (与 2022 年二季度相比)。其中能源密集度较高的行业, 如基础金属制造业、化工与医药制造业和橡胶塑料制造业等承受了更大的成本上升压力, PMI 下降的幅度更大。服务业中, 同样较为依赖能源的交通运输业也面临了较大冲击。

图7 各行业 PMI 下降幅度与能源密集度

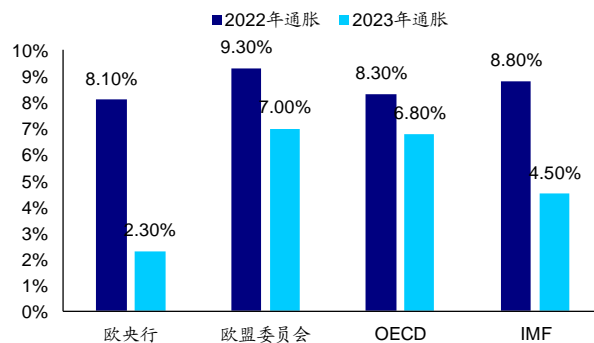


资料来源: CES, S&P Global, OECD, 欧央行, 海通证券研究所, 截止时间为 2022 年 9 月

2023年欧洲滞胀格局或将持续。较多机构预测2023年欧洲经济增速将明显放缓，但尚且不会陷入明显的衰退，经济增速仍能保持小幅的正增长。其中欧委会认为2023年欧洲GDP增速将从2022年的3.3%回落至0.3%。但在对通胀的预测上，多数机构认为欧洲通胀在2023年或仍将维持相对高位，难以回落至2%以下的政策目标。

图8 2023年欧洲GDP同比增速或明显放缓


资料来源：ECB，欧委会，OECD，IMF，海通证券研究所（欧盟委员会为对欧盟的经济预期，其与均为对欧元区的经济预测）

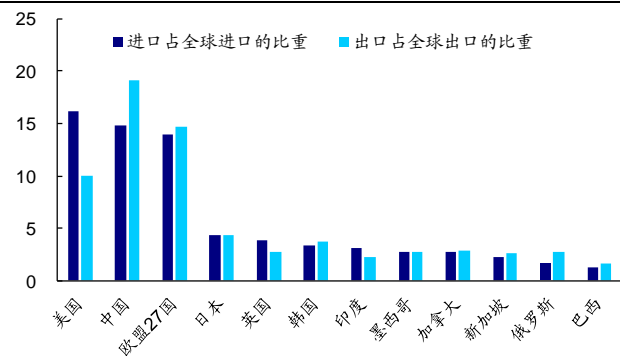
图9 2023年欧洲通胀或仍将处于高位


资料来源：ECB，欧委会，OECD，IMF，海通证券研究所（欧盟委员会为对欧盟的经济预期，其与均为对欧元区的经济预测）

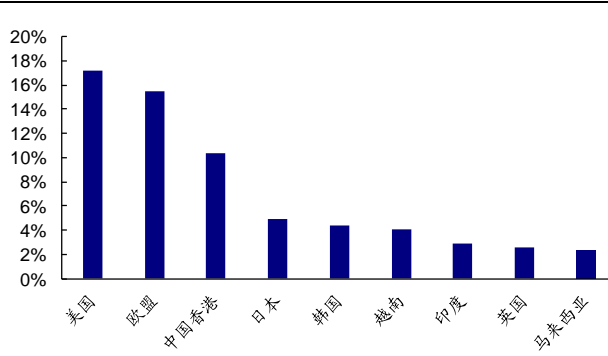
2. 如何影响我国出口？

欧盟在全球贸易中扮演着举足轻重的角色。美国、中国与欧盟是目前世界贸易的三大主要参与者。2021年，欧盟27国进口占全球总进口的比重为13.9%，出口占比为14.7%，仅次于中国。因此，欧洲经济放缓带来的需求下滑，或将对世界贸易带来一定的负面冲击。

欧盟与我国的贸易联系较为紧密。我国是欧盟第一大贸易伙伴。2021年，欧盟从中国进口商品占其总进口的22%，远高于其他国家（第二名美国进口占比仅为11%）。此外，欧盟也是我国出口的第二大目的地。2021年，我国对欧盟27国出口约占总出口的15%左右。仅次于美国。因此，欧洲滞胀格局持续或也将对我国出口产生明显拖累。

图10 欧盟是全球贸易的主要参与者之一（2021年，%）


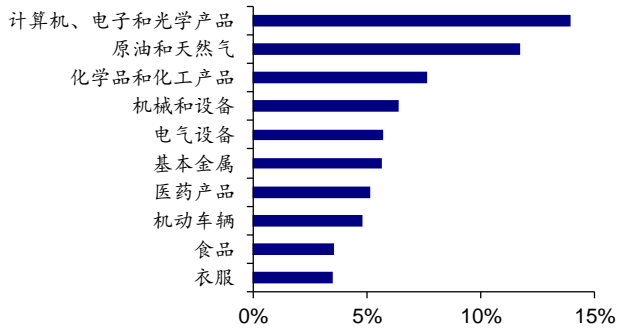
资料来源：Eurostat，海通证券研究所

图11 欧盟是我国内地出口的第二大目的地（2021年）


资料来源：UN Comtrade，海通证券研究所

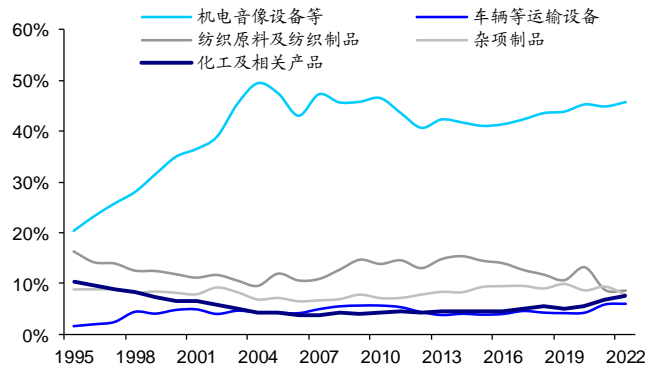
其中，机电产品是我国与欧盟贸易的核心部分。从欧盟进口结构来看，计算机、电子和光学产品，原油和天然气，化学品和化工产品等是其三大主要进口商品。其中，2021年计算机、电子和光学产品占总进口的比重达到了14.0%。我国向欧盟出口的商品也主要以机电产品为主，2021年在对欧盟总出口的比重达到了44.9%，远高于其他出口的商品。

图12 欧盟进口结构（2021年）



资料来源：Eurostat，海通证券研究所

图13 我国对欧盟出口商品以机电产品为主



资料来源：WIND，海通证券研究所

根据我们的测算，2023年欧洲经济放缓，对我国出口的拖累或在2个百分点左右。具体测算细节如下。

测算方法一：利用欧盟GDP增速来推算与我国对欧盟出口。由于我国对欧盟出口主要受欧盟自身需求影响，这一需求可使用欧盟GDP增速来近似替代。从历史数据也可以看出，欧盟27国现价GDP同比增速与我国对欧盟出口金额的同比增速之间具有较高的相关性（由于出口为名义值，因此使用名义GDP增速进行对比，以保持对比口径一致）。因此我们利用1998年-2022年的欧盟名义GDP增速对中国对欧盟出口增速进行线性回归测算。

回归结果发现，欧盟名义GDP增速下降一个百分点，对应中国对欧盟出口增速回落2.7个百分点。假设2023年欧盟实际GDP同比增速如欧委会所预测，从2022年的3.3%回落至0.3%（下滑3个百分点），通胀增速由2022年的9.3%回落至7.0%（下滑2.3个百分点），在此情况下，我国对欧盟出口增速或将下滑14.3个百分点。由于我国对欧盟出口占总出口的15%左右，则2023年欧盟经济增速放缓或拖累我国出口2.1个百分点。

图14 我国对欧盟出口与欧洲GDP增速相关度较高（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

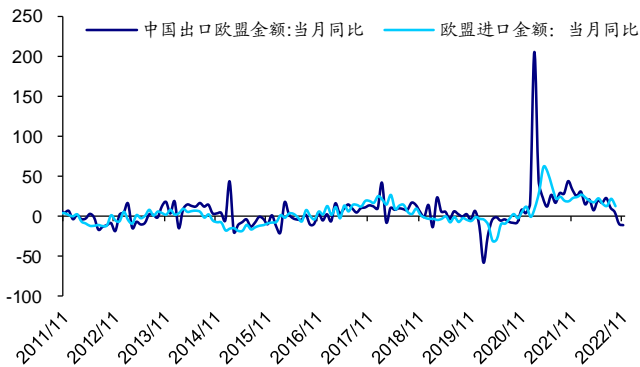
测算方法二：利用欧盟进口增速与欧盟从中国进口比重变化来推算我国对欧盟出口。我国对欧盟的出口金额可以表示为：欧盟进口金额 * 欧盟向中国进口占比。其中，在欧盟进口额的预测方面，WTO认为，欧洲高企的能源价格会对居民消费支出产生挤出效应，并提升制造业生产成本，使其进口面临较大的压力，2023年欧盟进口增速或将由2022年的5.4%下降到2023年的-0.7%。

在中国进口比重方面，由于海外供给在疫情初期受损，我国得益于生产的快速恢复，在全球中的出口份额快速提升。欧盟从中国进口的比重也在2020年与2021年明显增加。但随着海外供应链的逐步恢复，欧盟从中国进口的份额逐渐回落，且这一回落趋势在明年或仍将持续。我们假设2023年欧盟从中国进口的比重回落至疫情前水平（18%左右）。

根据对欧盟 2023 年进口额以及欧盟从中国进口占比的假设，我们可以计算出 2023 年中国出口欧盟金额以及同比增速。测算发现，2023 年，我国对欧盟出口增速或较 2022 年下降 10 个百分点，拖累我国出口 1.5 个百分点左右。

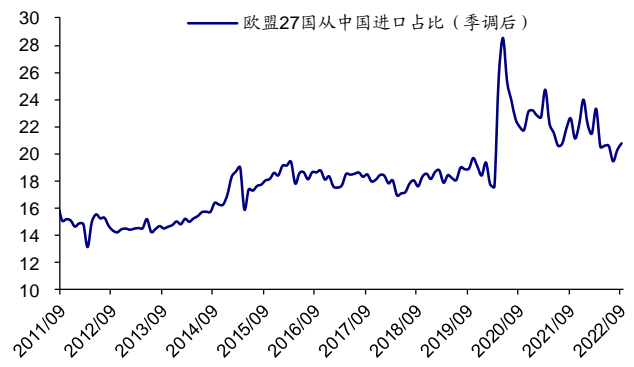
但以上测算也有不足之处。其仅考虑了欧盟需求放缓对我国出口的直接冲击，并未考虑欧盟需求下降情况下，一些与我国贸易联系较为紧密的东盟国家出口也将回落，从而减少从我国进口的商品的这一间接影响，因此可能会低估欧盟对我国出口的冲击。

图15 我国对欧盟出口与欧盟进口增速相关度也较高 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图16 近期欧盟从中国进口占比逐渐回落 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

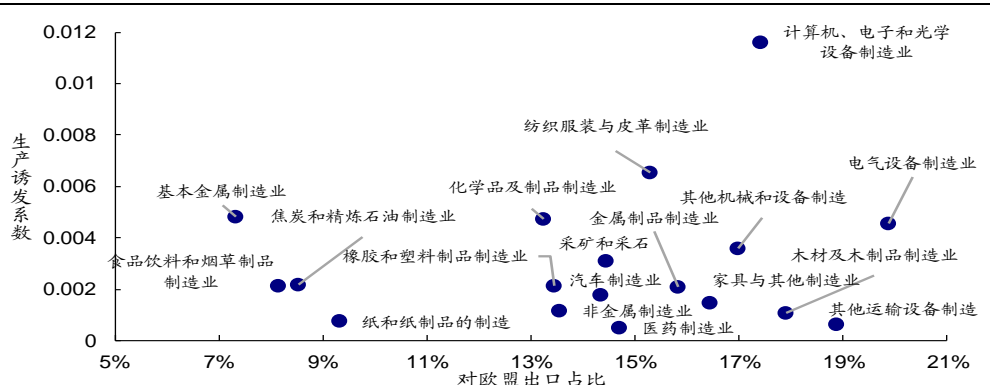
3. 哪些行业或受冲击较大

机电产品的出口下滑幅度或较大。由于欧洲经济放缓时，对不同行业的需求收缩程度可能不尽相同，因此不同行业出口受到的冲击也将存在差异。我们利用 2014 年 WIOT 全球投入产出表，测算了欧盟 27 国对我国各行业的生产诱发系数，即欧盟最终需求变动一个单位所诱发的我国各行业生产的变化。

通过计算发现，计算机、电子和光学制造业，纺织服装与皮革制造业以及电气设备制造业的生产诱发系数均较高。这也意味着当欧盟经济放缓时，对这些行业的需求收缩也会更加剧烈。同时，这些行业在我国对欧盟出口中占据着较高的比重，其中电气设备制造业占比最高，达到了 19.8% 左右。因此，在明年欧盟经济放缓的情况下，机电产品这类受外需放缓影响较大且占出口比重高的行业，或将对我国出口产生较大的拖累。

而造纸、焦炭和石油以及食品饮料制造业生产诱发系数较小，且占我国对欧盟出口的比重相对较低，未来对出口的影响或相对有限。

图17 下游制造业对欧出口或受较大影响 (出口占比为 2021 年数据)



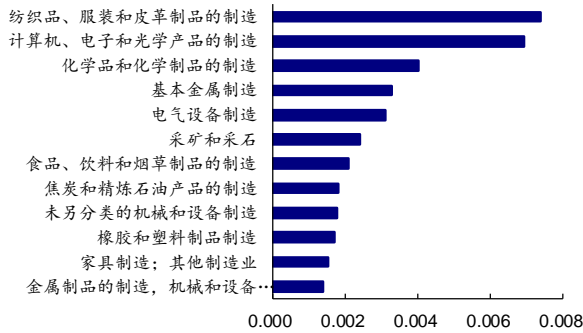
资料来源: WIOT, UN Comtrade, 海通证券研究所

具体来看，不同类型的终端需求对我国各行业的生产拉动也存在差异。其中，消费需求变化对我国生产影响最大的三类行业分别是纺织服装与皮革、计算机，电子和光学

以及化工产品。而投资需求变化则更多地影响我国计算机，电子和光学产品、基本金属与机械设备制造的生产。

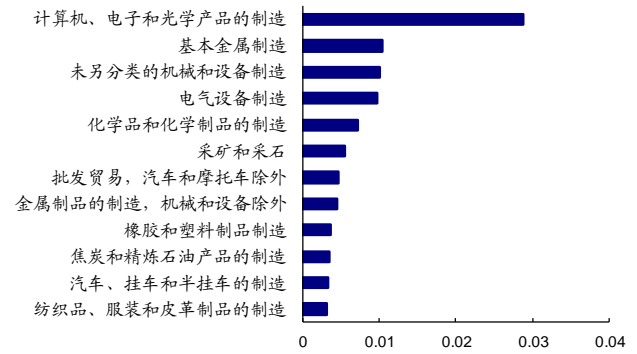
从影响大小来看，欧盟投资需求对我国各行业生产的拉动作用要远高于消费需求。由此可见，我国出口商品或主要服务于欧盟的企业生产。但在能源通胀高企与欧央行持续加息的影响下，欧盟企业的投资意愿或明显下滑，对于受投资需求影响较大的计算机、电子和光学产品制造业等行业而言，其出口或承受更大的压力。

图18 欧洲消费需求的生产诱发系数



资料来源：WIOD，海通证券研究所

图19 欧洲投资需求的生产诱发系数

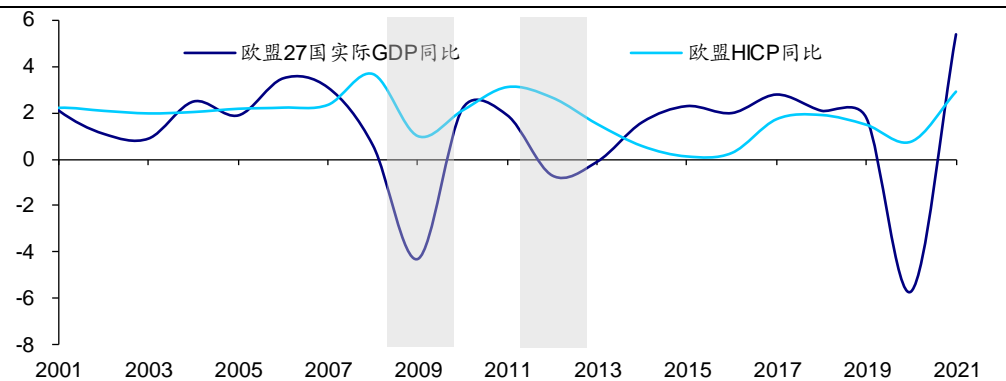


资料来源：WIOD，海通证券研究所

除了使用生产诱发系数来测算外需放缓对各行业的不同影响之外，我们也可以通过复盘历史数据，比较在相似的经济环境下，我国各行业对欧盟出口的表现来判断可能受影响较大的行业。

根据前文的分析，我们预计 2023 年欧洲经济增速将明显放缓，通胀将逐渐从高点回落。从历史上来看，2009 年与 2012 年这两个时点或与未来欧洲的滞胀特征较为接近。从经济方面来看，2009 年与 2012 年欧盟分别经历了金融危机与欧债危机两次大的冲击，GDP 同比增速较前一年均有明显的下滑。从通胀方面来看，在 2008 年与 2011 年，国际能源价格均经历了较大幅度的上涨，欧洲调和 CPI 均处于高位。在 2009 年与 2012 年，通胀均逐渐从高位回落，或与未来欧洲通胀的演绎路径较为相似。

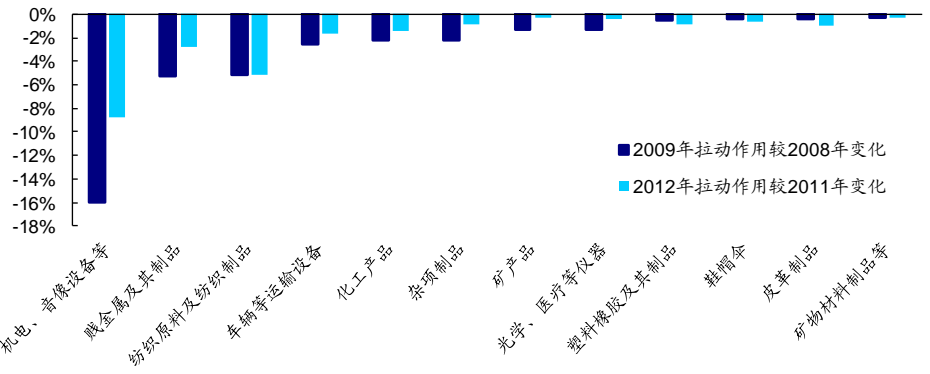
图20 2009 年与 2012 年或具有相似的滞胀背景 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

从历史上看，机电、贱金属与纺织行业在滞胀时期对出口的拖累最大。我们测算了 2009 年与 2012 年各行业对出口的拉动作用分别相较于 2008 年和 2011 年的变化。可以看出，当经济呈现出一定的滞胀特征时，对出口拖累最大的三大行业分别是机电音像、贱金属及其制品以及纺织等行业。而这一结果也与前文从国际投入产出表进行测算的结论相一致。

图21 机电、贱金属及纺织等制造业对欧出口或受较大影响



资料来源：UN Comtrade，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。