

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



工银亚洲东南亚研究中心

夏林峰 李卢霞 兰澜 曹凤文

黄斯佳 王靖斐 杨妍

能源阴霾下的 2023 年欧洲经济

阅读摘要

2022 年欧洲经济充满挑战，地缘冲突推升价格指数持续走高（HICP: 8.42%），预计实际 GDP 增速为 3.15%。为遏制通胀，欧央行年内 4 次升息累计 250BP；紧缩货币政策进一步拖累经济活动，同时也加剧了欧元区经济区域性“碎片化”隐忧，为此欧央行推出反金融碎片化工具 TPI。

展望 2023 年，欧洲经济预期仍面临“滞胀”压力，乐观预期下，价格指数预计触顶回落但维持高位（HICP 预测: 6.29%；核心 HICP 预测: 5.32%），且仍远高于欧央行通胀目标。能源转型引致的成本不确定性、制造业产业链断裂、以及需求低迷的拖累等，都为 2023 年欧元区经济增长蒙上阴影，预期 2023 年实际 GDP 同比增长 0.61%，其中德国面临较为严重的衰退（GDP 增长预测: -0.42%）。后续欧元走势仍有一定不确定性，但压力最大时段大概率已过。

2023 年欧洲能源市场主要面临两重挑战：一方面，能源储备料仅可支撑至 2023 年 2 季度前；另一方面，能源转型路线及成效尚不明晰。能源危机对于制造业冲击效应料在 2023 年存续，欧洲制造业或面临继续向美国和发展中国家转移的挑战。制造业萎缩对于欧洲经济衰退的影响除了拖累短期 GDP 增长，还可能拖累经济陷入供给侧陷阱：衰退→工厂利润下降→内需不振→进一步衰退，悲观预期下，预计制造业拖累 GDP 增长-1.8 个百分点，推动失业率从 6.62% 攀升到 7.15%。

2023 年欧洲宏观政策抉择依旧面临艰难权衡压力。货币政策方面，考虑到欧洲通胀压力依旧较大、加息起点偏晚，欧央行年内加息路径或较美联储略长，预计仍有 100-150 个基点加息空间、届时存款机制利率或升至 3.50% 左右，但欧元区也面临更大的增长和债务压力，具体加息实践仍将受美联储政策决定、地缘形势变化等复杂影响。此外，预期欧央行将于 2023 年 3 月启动“主动缩表”，第一阶段（2023 年 3-6 月）缩表规模为 600 亿欧元。财政政策方面，2023 年预计重点关注能源补贴、制造业补贴以及能源转型支持三大方向，但财政补贴支出也将继续增加债务负担，进一步恶化欧元区债务可持续性，边缘国家主权债务违约忧虑或将继续升温。

注：“工银亚洲”是中国工商银行（亚洲）有限公司的简称。

本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。

本报告版权归工银亚洲东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

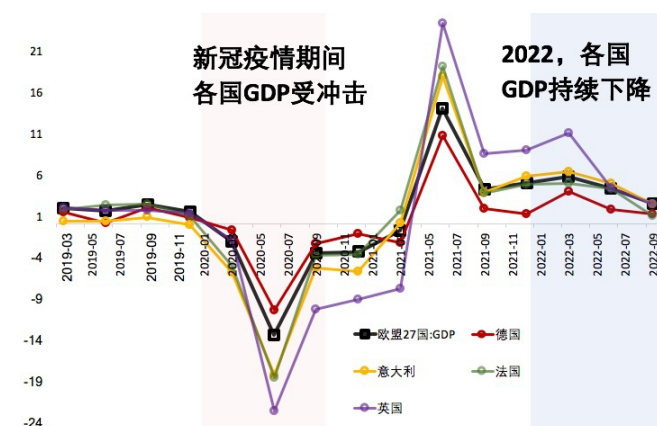
能源阴霾下的 2023 年欧洲经济

一、2023 年增长展望：主要经济指标预测

2022 年的欧洲经济充满了挑战。年中随着地缘冲突升级，宏观经济和金融市场不确定性上升，经济活动开始降温（预测 2022 全年 GDP¹同比增速：3.15%，见图表 1）。俄乌冲突带来的冲击贯穿整年，通胀持续走高（HICP：8.42%，见图表 2），并且价格上升从能源蔓延到了核心价格指数（剔除能源和食物的 HICP：5.13%）。为了遏制高企的价格指数，欧央行在 2022 一年之内四次加息，累计达到 250BP（目前存款机制利率 Deposit Facility rate：2%，见图表 3）。消费者价格指数和劳动市场的紧张程度（tightness）上升，但是工资上涨远落后于通胀，对家庭消费能力造成巨大冲击。欧洲各国由于疫情纾困及对能源的补贴，财政状况显著变差（政府债务占 GDP 百分比：91.48%，见图表 4），令市场忧虑欧洲国家主权债务问题。随着经济停滞程度的分化，欧央行重提避免欧元区碎片化的问题，推出 TPI 工具。

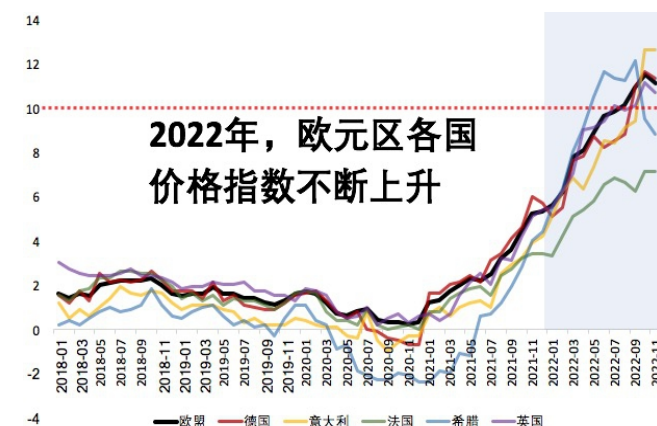
¹ 此为剔除了价格指数影响的实际 GDP 全年同比增速。本段内其他数据均为 2022 全年数值。

图表 1：欧洲经济增长：跨国分析



数据来源：Wind、工银亚洲东南亚研究中心

图表 2：欧洲价格指数：跨国分析



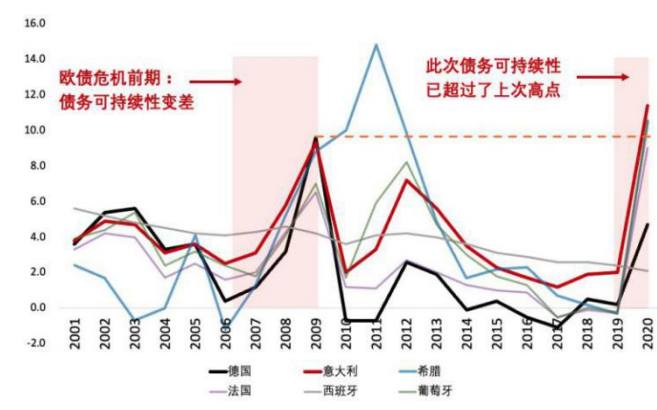
数据来源：Wind、工银亚洲东南亚研究中心

图表 3：2022 欧央行升息幅度



数据来源：ECB、工银亚洲东南亚研究中心

图表 4：欧洲各国债务可持续性



数据来源：Wind、工银亚洲东南亚研究中心

2023 年欧洲经济预期仍面临“滞胀”压力（见图表 6）。乐观预期下，价格水平预计已在 2022 年 12 月达到峰值，预期总体将有所下降（HICP 预测: 6.29%；核心 HICP: 5.32%），但仍远高于欧央行的通胀目标。除此之外，较高的价格水平预期会持续更长的时间，甚至至 2024 年中。地缘冲击会减弱，能源价格将会有所下降并成为价格指数下行的主要动力（2022 年 11 月 HICP: 10%）。分项目来看，核心 HICP 预期

较为平稳（核心 HICP：5.32%）；食品价格预期将会有小幅下降；能源价格仍有不确定性，在各项能源价格中，天然气和电力价格波幅较大，对于价格指数的扰动较为显著（见图表 7）。

图表 5：2023 欧洲经济主要指标预测结果

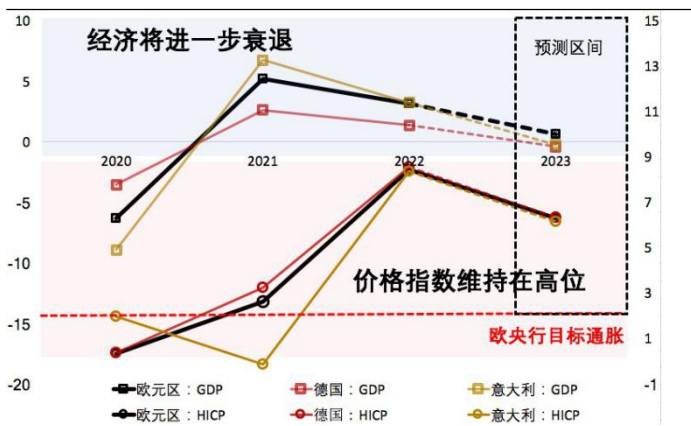
		欧元区	德国	意大利		欧元区			
经济增长	2020	-6.32	-3.58	-8.94	消费（私人部门）	2020	-7.80		
	2021	5.21	2.61	6.73		2021	3.82		
	2022	3.15	1.36	3.21		2022	4.05		
	2023	乐观	0.61	-0.42		-0.25	2023	乐观	0.67
		悲观	0.38	-0.91		-0.25		悲观	0.36
价格指数 HICP	2020	0.32	0.36	1.96	政府债务 %GDP	2020	97.33		
	2021	2.61	3.23	-0.15		2021	95.34		
	2022	8.42	8.53	8.37		2022	91.48		
	2023	乐观	6.29	6.31		6.12	2023	乐观	93.52
		悲观	7.17	7.25		6.81		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
		悲观	5.38	4.01		3.85		悲观	7.15

数据来源：Wind、ECB、IMF、工银亚洲东南亚研究中心

经济增速料将明显下滑、德国可能陷入衰退。预期在 2023 年，能源危机对于产业链的冲击效应仍存，欧洲制造业或面临继续向美国和发展中国家转移的压力。同时，欧央行加息令本就面临资金约束的企业面对更高借贷成本，对生产雪上加霜。乐观预期下，多国将可能陷入衰退（GDP 预测：0.61%；德国：-0.42%，意大利：-0.25%）。同时，制造业的成本上涨及资金约束会令企业面临较小的利润空间，因此企业的关停和减少雇员无可避免，预期失业率将攀升（7.01%）。从更长期（2024-2025 年）的角度来看，限制经济发展供给侧因素（疫情对产业链的破坏，能源危机带来的

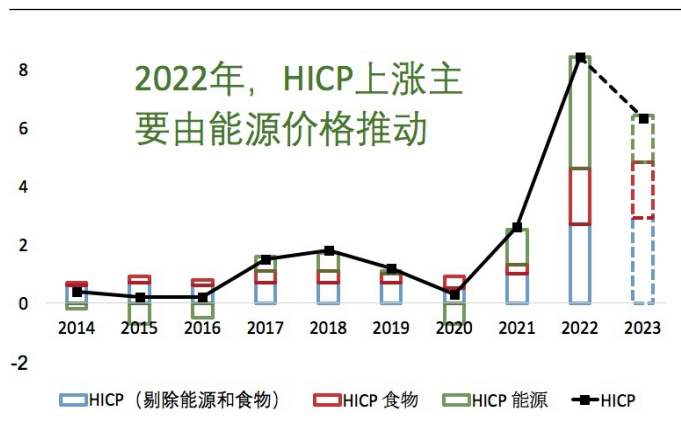
制造业不振，以及经济体信心的缺失）将随着失业率上升和工资落后于通胀变化，逐渐向需求侧蔓延（欧洲各国的内需不振，2023年消费增速预测为0.67%，见图表8-9）。

图表6：2023年欧洲依然面临“滞胀”



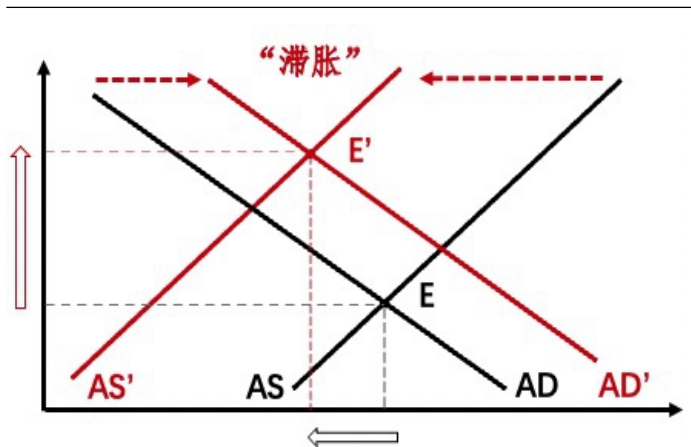
数据来源：Wind、工银亚洲东南亚研究中心

图表7：价格指数分解预测



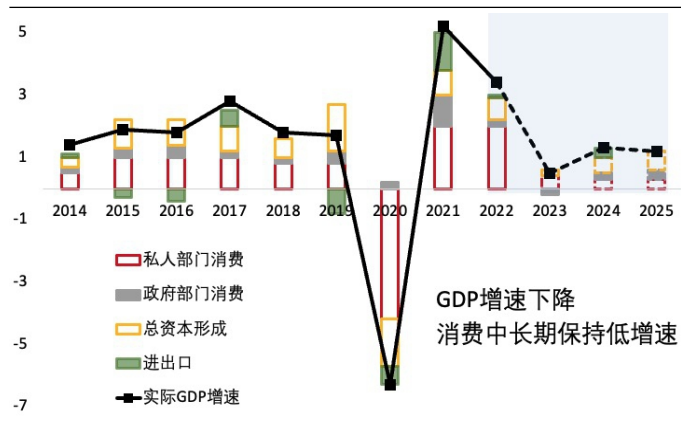
数据来源：Wind、工银亚洲东南亚研究中心

图表8：欧洲经济分析：总供给-总需求



数据来源：Wind、工银亚洲东南亚研究中心

图表9：2023年GDP分解预测



数据来源：Wind、工银亚洲东南亚研究中心

其次，货币以及财政政策将面临艰难权衡：货币政策需要平衡价格水平以及经济增长；财政政策需要平衡偿债压力以及财政（能源）补贴的力度。预期2023年，欧央行仍有100至150BP的加息空间，每次升息力度将维持在50BP或以

下。各国政府的预算平衡将进一步恶化（预测政府平衡预算占 GDP 比例: 93.52%）。

最后，预期欧元区内部增长前景进一步分化。经济增长方面，德国经济放缓的幅度最大；财政方面，综合来看意大利与希腊的主权债务可持续性为欧元区最低。

二、不确定性根源：地缘政治、能源危机以及制造业产业链迁移

1. 2023 年能源市场依然充满挑战。

2022 年 2 月俄乌冲突爆发，5 至 10 月最重要的天然气管道之一“北溪”因各种故障多次减少运输或停运，俄罗斯至欧洲的天然气运输量同比减少超过 40%。天然气价格创下历史新高，作为替代能源的石油价格更达到 2008 年以来的最高水平（见图表 10）。能源价格的大幅上涨带动通胀飙升，令生产者和家庭压力骤增，失业率攀升。

2023 年预期欧洲能源供给不足问题会持续，价格或有小幅下降，但价格处于高水平的状况可能会持续更久（这主要构成我们情景分析的悲观预期）。2022 年，包括化石燃料在内的能源价格指数比地缘冲突发生前上涨了 50%，其中煤炭能源价格上涨超过 80%。2023 年的能源价格预测取决于欧洲能源供给情况：乐观预期下，2023 年的能源价格可与 2022 年相比下降约 30%；悲观预期下（新能源路线和转型受阻），2023 年能源价格降幅约为 11%（见图表 11）。

可能导致能源不足的主要原因有两方面：首先，暖冬过后欧洲仍面临天然气短缺压力。在 2022 年冬季较温和背景下，最新数据（截至 2022 年 1 月 7 日）显示，欧盟储气量还有 83.2%，依据历史经验，当前储备可以用至 2023 年 4 月份，在气温偏暖、工业用气削减假定下，时点或可进一步延长至 2 季度末。但接下来仍面临俄罗斯天然气供应进一步下降、全球液化天然气供应紧张和价格高企²、2024 年冬季天气状况等不确定性挑战。

图表 10：2022 年能源价格波动走升



数据来源：Wind、工银亚洲东南亚研究中心

图表 11：2023 年能源价格预测



数据来源：Wind、工银亚洲东南亚研究中心

其次，欧洲能源多元化措施可持续性仍存疑，转型路线成本很高、短期难以实现。多元化措施主要包括：一是欧洲开发的天然气新路线，包括阿塞拜疆的“南方天然气走廊”、德国和卡塔尔的能源谈判等。但据卡塔尔能源部宣布，卡塔尔向德国每年 200 万吨、为期 15 年的能源供应自 2026 年期落地。二是更多使用替代资源，包括各类化石燃料（煤炭、石油）、液化天然气（LNG）、核电等。LNG 的主要气源地区

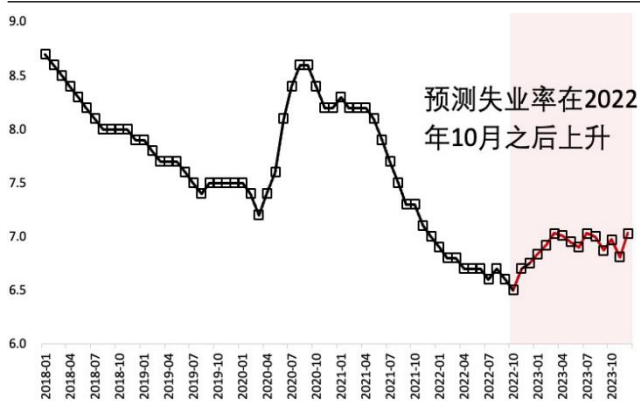
² 市场预计，在 2025 年卡塔尔 North Fields East 项目和美国新的 LNG 出口终端上线投产前，天然气价格仍会高企。

包括美国、中东、北非、挪威，但不足以完全填补俄罗斯天然气的缺口；并且 LNG 对于运输受阻的中部以及东部地区，例如德国及意大利可行性较低。英国和挪威的北海蕴藏石油能源，其产出无法满足欧洲的能源需求。法国、瑞典和英国目前已经准备增加核电生产，但产量的增加需要通过几年实现，难解燃眉之急。

2. 能源价格高企，下游制造业承压。

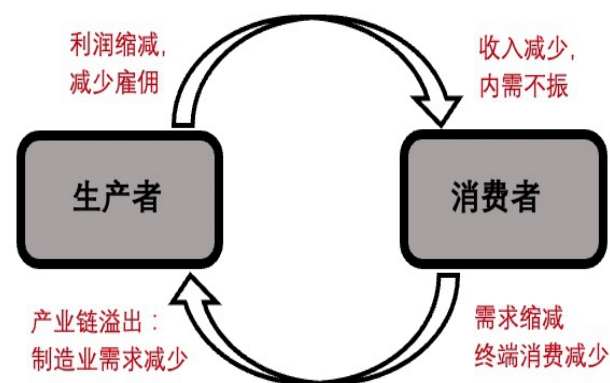
昂贵的能源成本以及需求缩减令欧洲制造业承压，尤其是能源行业下游的制造业，例如金属冶炼、化工行业、以及汽车行业。压力将主要表现为：**成本上行、利润空间缩减、工厂关闭、雇员减少**。悲观预期下，拖累 GDP 增长-1.8 个百分点，拖累失业率从 6.62% 攀升到 7.15%。

图表 12：2023 预测：失业率



数据来源：Wind、工银亚洲东南亚研究中心

图表 13：供给侧陷阱分析



数据来源：工银亚洲东南亚研究中心

除此之外，制造业的萎缩对于欧洲经济衰退的影响除了拖累 GDP，还可能陷入供给侧陷阱：“价格指数上升→工厂利润下降→内需不振→进一步衰退”。2023 年的欧洲经济衰退预期会进一步减少欧洲制造业部门的内需。加上新冠疫情

之后全球产业链和运输系统迅速修复，从欧洲之外**进口将成**为更具有吸引力的选择。高昂的人力和能源成本、进口的挤占，可能大大降低**欧洲能源依赖性企业的竞争力**。对于这些企业来说，从长远的角度，向亚洲进行迁移是可行性较高的选择。但目前，地缘冲突的不确定性仍存，**预期中短期内欧洲制造业可能多元化外迁目标地区**，亚洲之外美国是重要选择。根据德国机械设备制造联合会的一项调查，2/3的公司希望增加在美国的生产能力。

三、货币政策：加息放缓，但更高更远？

1. 通胀预测：欧元区价格指数拐点大概率已现，但核心通胀仍具粘性，预期形成“工资-物价”螺旋的可能性不大。

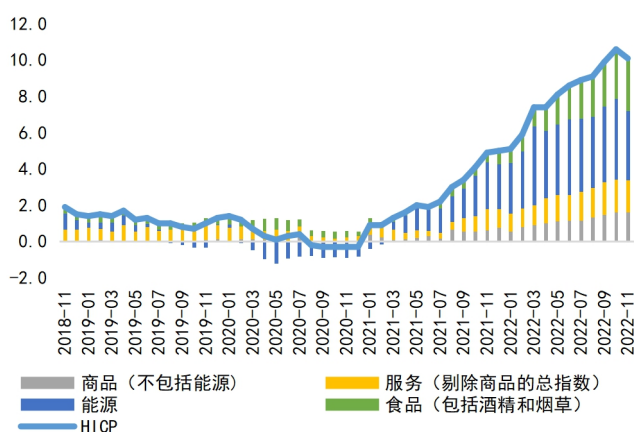
2022年欧元区通胀水平持续攀升，创历史新高。前10个月欧元区HICP同比由5.1%一路升至10.6%，创1997年有记录以来的最高水平。最新数据显示：**总体价格指数已回落，但核心通胀仍具韧性**。11月HICP同比回落至10%³，环比增速-0.1%，较前值1.5%大幅回落。但11月核心HICP⁴同比提升5%，与上月持平。依据历史经验，比起能源及食物，核心通胀无论是上涨还是回落均较为缓慢。因此，预计核心通胀预期会拖缓整体价格指数下落的速度。

³ 其中，2022年11月德国CPI（10%，前值10.4%）、英国CPI（10.7%，前值11.1%）、法国CPI（6.2%，前值6.2%）均呈下降趋势。

⁴ 欧元区的核心HICP（核心CPI）是指“不含能源、粮食、酒精和烟草的HICP”。

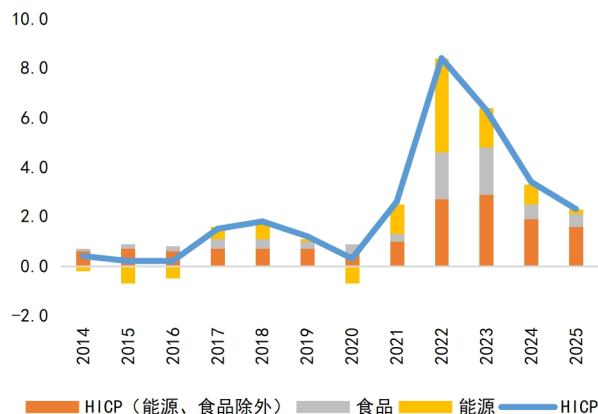
展望 2023 年，欧元区整体通胀趋于下行，核心通胀具有一定韧性，但薪资-物价螺旋发生风险不大。能源项基数仍高，但对通胀上行贡献弱化。一方面，供需矛盾或不会对能源价格形成较大上行扰动，能源价格中枢大概率下行。供给方面，俄乌冲突的演化仍有不确定性，欧洲对俄石油和天然气的限价影响或有限，俄罗斯为竞争市场份额并维持高额军备支出或将更为优惠的条件向亚洲市场销售，或间接对国际能源价格形成压力；另外，虽然 OPEC 不断推动削减原油生产的配额，但高价驱使下美国、澳大利亚等地加大能源产出亦能补位部分短缺。需求方面，2023 年全球经济下行压力整体较大，能源需求量或将弱化。另一方面，欧元最弱时段大概率已过，对缓释进口成本上行有所裨益。

图表 14：能源价格下行带动 HICP 见顶回落



数据来源：Eurostat、工银亚洲东南亚研究中心

图表 15：欧央行 12 月对欧元区 HICP 的预测



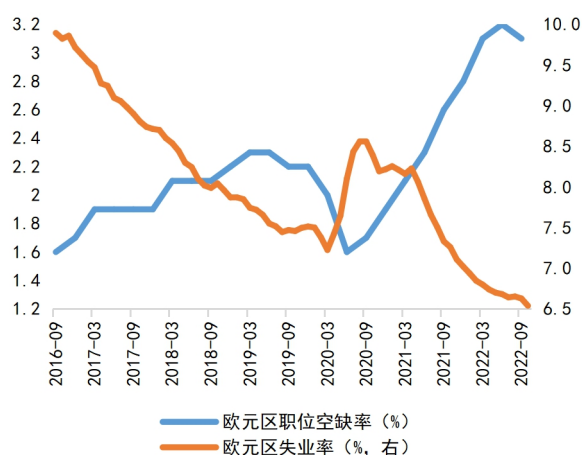
数据来源：ECB、工银亚洲东南亚研究中心

非能源项通胀仍具韧性，但薪资-物价螺旋风险不大。

考虑到企业成本持续抬升使得通胀压力将沿产业链向终端消费者传导，非能源项的通胀压力料将更持久。当前欧元区

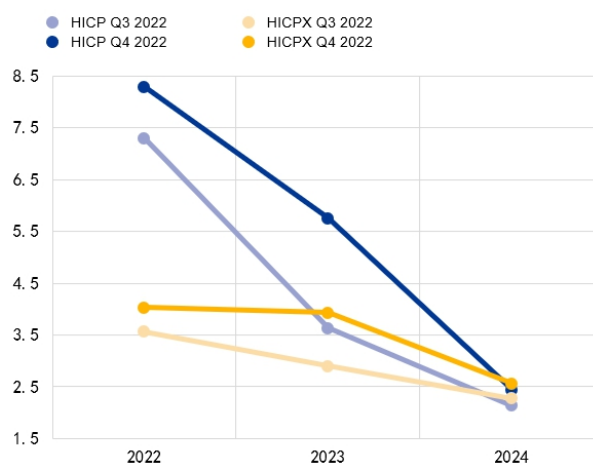
低失业率、高职位空缺率均显示就业市场处于偏紧状态，涨薪需求强劲，欧央行预期工资同比增速将从 2022 年的 4.5% 上升到 2023 年的 5.2%，薪资上涨预期将对 2023 年上半年核心通胀回落速度造成拖累，但其导致“薪资-物价”螺旋的可能性不大，理由主要在于通胀预期回落。通胀预期是“薪资-物价”螺旋形成的关键变量，欧央行 4 季度专家调查(SPF) 调查数据显示，经济衰退预期下需求料将放缓，2023 年 HICP 通胀预期较前值 7.3% 降至 5.8%，加上欧央行鹰派表态进一步打压通胀预期，因而涨薪潮向物价传导的渠道弱化（见图表 17）。根据我们测算，乐观预期下，地缘冲击会减弱，欧元区整体通胀趋于下行，能源项同比回落成为 HICP 下行的主要动力，预期 2023 年 HICP 为 6.29%，核心 HICP 为 5.32%；悲观预期下，欧洲将经历更长时间的地缘政治冲突以及俄罗斯供气减量，预期 HICP 更加有韧性，2023 年 HICP、核心 HICP 分别为 7.17%、5.38%。

图表 16: 职位空缺率较高显示就业市场仍偏紧



数据来源: ECB、工银亚洲东南亚研究中心

图表 17: 欧央行 SPF 调查显示通胀预期下行



数据来源: ECB、工银亚洲东南亚研究中心

2. 加息进程：欧央行加息周期或略长于美联储，预期2023年还有100-150BP的加息空间。

自2022年7月加息周期开启以来，欧央行为遏制通胀共4次上调基准利率、累计加息250BP，为历史最大幅度，但根据货币政策遵守的泰勒规则估计，已明显落后于曲线（见图表18-19）。与美国相比，**欧洲通胀压力更严重，欧央行加息晚于美联储却同步放缓，意味着其或将面临更长的加息周期**（见图表20），**但欧元区衰退风险、较高的主权债务压力亦压缩欧央行加息空间**。欧央行12月的前瞻指引表示，未来需要大幅（significant）、稳步（steady pace）加息，并将利率保持在充分限制性水平（sufficiently restrictive）足够长时间（long enough）⁵。由此预期欧央行2023年将继续加息100-150个基点，每次升息幅度为50BP或25BP（加息接近后期时），存款机制利率或于7月前升至3.50%左右，并维持在该水平至2023年结束（见图表21）。在1999-2001年的加息周期中，欧央行加息周期也曾略长于美联储。但欧央行偏鹰表态也有较大的预期管理成分在，后续具体政策实践仍将受美联储政策决定、地缘形势变化等复杂影响。

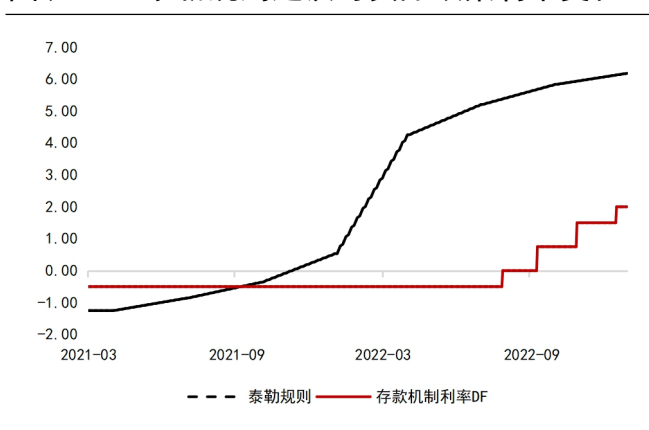
⁵ 欧央行行长拉加德（Christine Lagarde）表示，下次议息会议可能继续加息50个基点，此后或仍有2次加息。（“Based on the information that we have available today, that predicates another 50-basis-point rate hike at our next meeting, and possibly at the one after that, and possibly thereafter, but everything will also be determined by the review of data.”）

图表 18：2022 年欧洲央行主要利率变化（%）

生效日期	主要再融资利率 MRO	存款机制利率 DF	边际放款利率 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

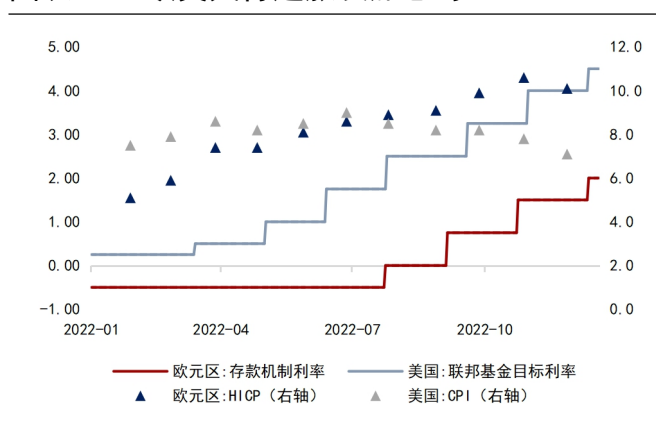
数据来源：ECB、工银亚洲东南亚研究中心

图表 19：泰勒规则建议与实际政策利率变化⁶



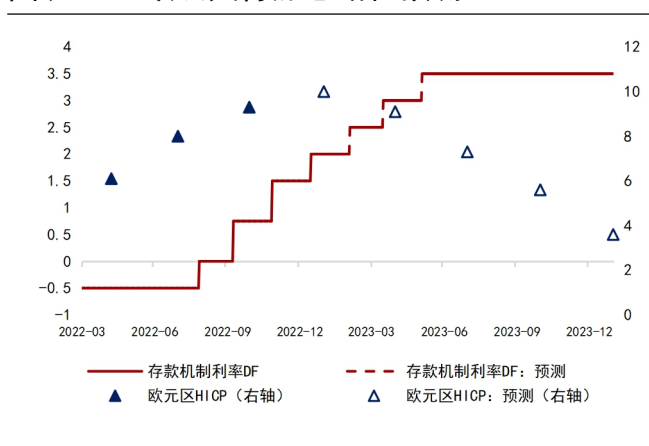
数据来源：Macrobond、工银亚洲东南亚研究中心

图表 20：欧美央行通胀及加息对比



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 21：欧洲央行加息路径预测



数据来源：ECB、工银亚洲东南亚研究中心

3. 2023 年 3 月欧央行预计将启动历史上首次“主动缩表”。

2022 年 12 月，欧央行表示计划从 2023 年 3 月以审慎有度、可预测的速度启动量化紧缩，主要方式是缩减资产购买计划 (APP) 再投资规模，为欧央行历史上首次“主动缩表”。2023 年 3-6 月为缩表第一阶段，预估平均每月缩减 150 亿欧

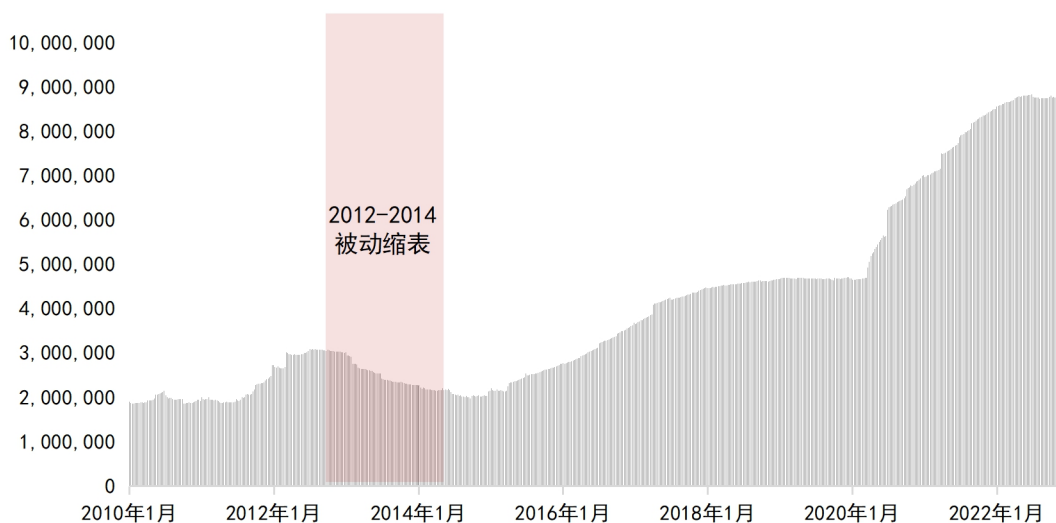
⁶ 本文应用的泰勒规则的估算公式为 Taylor rate = Neutral rate + 0.5 * (inflation - target inflation) + 0.5 * output gap。

元（约合 159 亿美元）、合计缩表 600 亿欧元，7 月以后缩减规模尚待定。

历史上欧央行也曾经历缩表，2012 年第 4 季度至 2014 年年底，随着欧债危机缓和，银行提前偿还大量 LTRO（长期再融资计划⁷），同时欧洲央行未积极续作，在此期间欧央行资产规模约收缩 30%，由 3 万亿欧元缩减至 2 万亿欧元（见图表 22），欧元区 10 年期公债收益率大幅下行 135BP 至 0.65%。对比两次缩表，存在三方面差异：**一是操作工具不同**，本轮欧央行通过减少 APP 再投资规模“主动缩表”，2012 年主要由于银行提前偿还 LTRO，欧央行对信用机构的欧元贷款下降，视作为“被动缩表”。**二是缩表幅度不同**，截至 2022 年末欧央行资产规模近 8 万亿欧元，计划第一阶段每月缩表 150 亿欧元、资产占比约 0.2%；而 2012 年末资产规模约 3 万亿欧元，整个缩表周期月均收缩约 400 亿欧元、占比约 1.3%，无论是从相对金额还是绝对金额看，本轮缩表幅度都远不及上一轮。**三是货币政策周期不同**，本轮缩表处于加息周期，而 2012-2014 年间欧央行则两次调低基准利率、合计 50BP。

⁷ 长期再融资计划：由欧央行面向银行开展的定向再融资工具，期限一般为 3 个月，也可以扩展至 6 个月或 12 个月甚至更久。

图表 22：欧洲央行资产总额（百万欧元）



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

四、财政政策：主权债务压力的新挑战

1. 2022 年欧元区偿债压力处历史高位，2023 年压力仍大。

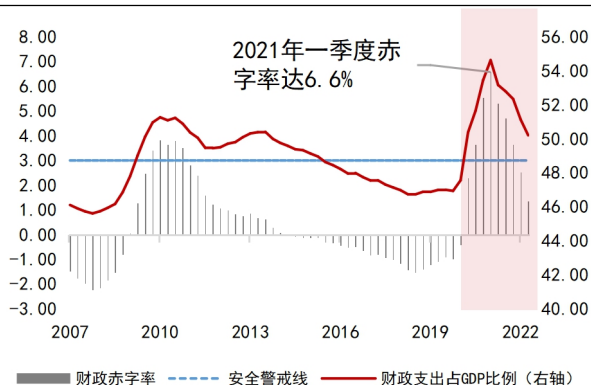
新冠疫情挫伤欧洲经济表现，政府支出拉动投资、促进消费，欧元区财政赤字率大幅上涨至 6.6% 的历史高位。2022 年以来，随着财政力度减弱，财政赤字率（1.4%）已接连降至安全警戒线以下（见图表 23）。但截至 2022 年 2 季度，欧元区政府债务规模达 12.1 万亿欧元、较 2021 年同期增长 4.1%，负债率（94.2%）处于历史较高水平⁸（见图表 24），债务压力仍重。随着欧盟宣布放松财政纪律⁹至 2023 年底，

⁸ 2022 年 2 季度欧元区政府负债率较 2010 年欧债危机初期仍高出 12.2 个百分点，亦高于过去 10 年均值水平 2.7 个百分点。

⁹ 欧盟《稳定与增长公约》要求成员国的年度预算赤字不超过国内生产总值（GDP）的 3%，债务规模不超过 GDP 的 60%，2020 年 3 月起，欧盟宣布暂停预算规则，并一度放松约束规则至 2023 年底。

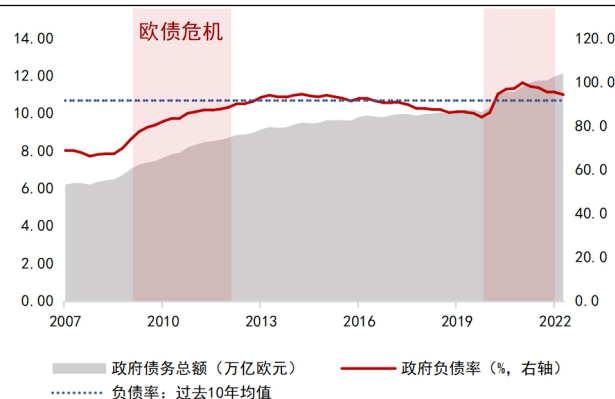
未来部分国家为应对能源和生活、生产成本危机推出的补助措施可能再次加重政府财政负担。

图表 23：欧元区财政支出及赤字率



数据来源：ECB、工银亚洲东南亚研究中心

图表 24：欧元区债务规模



数据来源：Eurostat、工银亚洲东南亚研究中心

2. 财政政策发力的取向：关注能源补贴、制造业补贴以及能源转型支持。

2022年11月欧洲议会与成员国就欧盟2023年新预算达成一致，2023年计划投资1,856亿欧元，主要用于应对通货膨胀、新冠危机以及乌克兰危机带来的影响。展望2023年，欧洲财政政策有三大发力方向值得关注：一是**能源补贴**，布鲁盖尔研究所数据显示，2021年9月至2022年11月欧盟国家花费6,004亿欧元用于能源纾困。高通胀背景下，欧洲财政政策仍需继续保护社会中最脆弱的群体免受能源价格冲击，2022年10月德国已宣布提供2,000亿欧元能源补贴，其中1,000多亿欧元用于家庭和企业（主要是补贴电费和天然气费），其余则用来补贴能源公司；二是**制造业纾困**，高能源成本挫伤欧洲工业竞争力，其中化工及金属等能源密集型行业受损最为严重，并累及电子、机械制造和汽车等下游

产业。2022 年瑞士、瑞典、芬兰、德国等相继推出应急性纾困措施，未来预期将逐步向规模适度、更有针对性、更具战略性的应对措施转变，以防范实体经济和主要产业持续萎缩。

三是能源转型支持，随着能源危机的发酵，欧洲能源转型压力进一步升级，欧洲国家预将继续出台政策鼓励新能源发展，例如德国已宣布 2023 年起为满足条件的屋顶光伏免除所得税和相应的增值税，2022 年 5 月欧盟也曾提出“渐进式”屋顶光伏立法¹⁰等。

3. 欧元区债务可持续性或进一步恶化，边缘国家主权债务违约忧虑升温。

展望 2023 年，欧洲财政补贴支出持续增加债务负担，欧央行加息加大债务付息压力，同时经济衰退风险加大削减偿债能力，欧元区债务可持续或将进一步恶化。从债务压力看，南欧边缘国家政府负债率整体偏高且高于欧债危机时期水平¹¹（见图表 25），债务总额占欧元区比重¹²（42.3%）较危机初期增加 2.2 个百分点。加息周期开启后，各国与德国 10 年期国债利差持续走阔至接近甚至高于前次危机初期水平，违约风险进一步上升（见图表 26-27）。从债务可持续性看，随着利率攀升、经济萎缩，预期欧盟区债务可持续性将在 2023 年恶化到顶（2.3%），意大利（3.6%）的主权债务可持

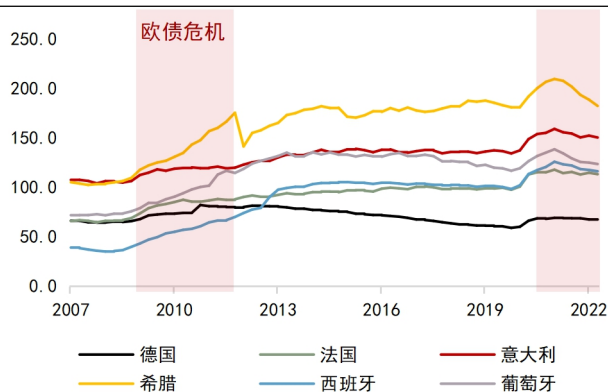
¹⁰ 即到 2026 年，所有新建公共建筑和商业楼在屋顶面积大于 250 平方米的背景下必须安装屋顶光伏，所有符合条件的现存楼栋也需要在 2027 年安装完成，而 2029 年后所有的新建住宅楼都需要强制安装屋顶光伏。

¹¹ 截至 2022 年 2 季度末，希腊、意大利、葡萄牙、西班牙的政府负债率分别升至 182.1%、150.2%、123.4% 和 116.1%，较欧债危机初期（2010 年 1 季度末）分别上升 51.4、31.5、33.0、61.2 个百分点。

¹² 具体到国别看，南欧五国债务规模占欧元区比重分别为：意大利 22.9%、西班牙 12.2%、希腊 3%、葡萄牙 2.3%、爱尔兰 2%。

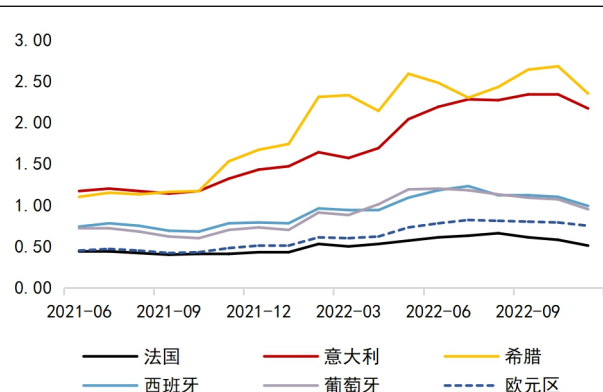
续性为欧元区最低（见图表 28）。综合来看，意大利、希腊、西班牙或成为突破可持续性边界薄弱点的概率相对较高（见图表 29）。

图表 25：欧元区国家政府负债率



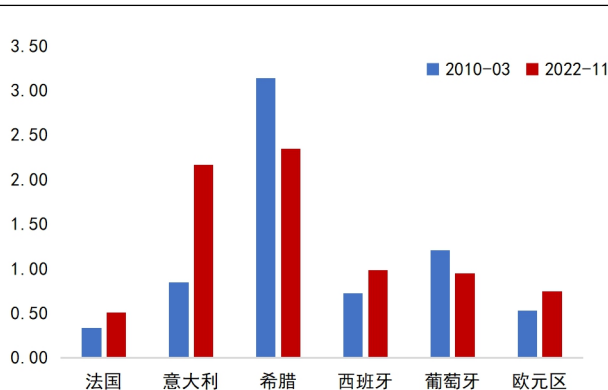
数据来源：Eurostat、工银亚洲东南亚研究中心

图表 26：对德国 10 年期国债利差



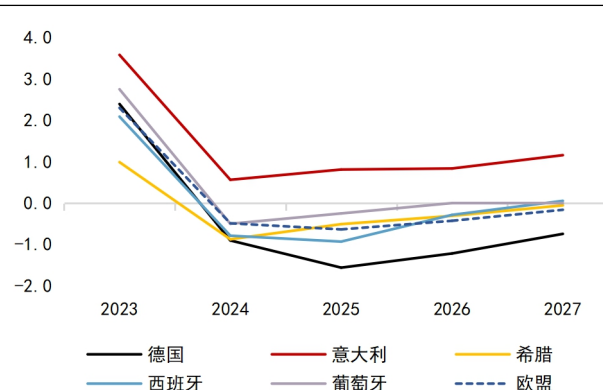
数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 27：国债利差与欧债危机时比较



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 28：欧元区国家债务可持续性预测¹³

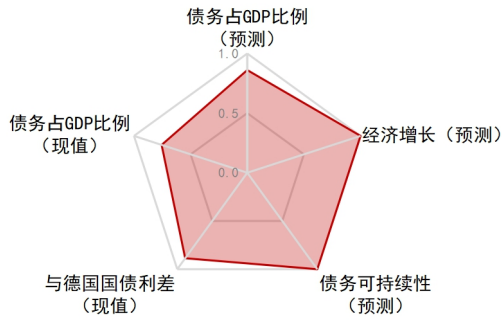


数据来源：欧盟委员会、工银亚洲东南亚研究中心

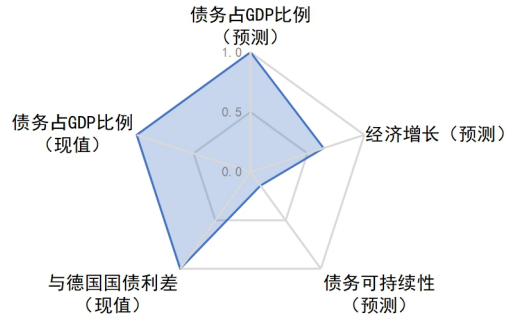
¹³ 增长率的预测来源于 IMF，隐含利率 (IIR) 为工银亚洲东南亚研究中心的预测，主要基于 ECB 发布的 2021 年及往年数据进行。

图表 29：欧元区国家债务压力综合指标¹⁴

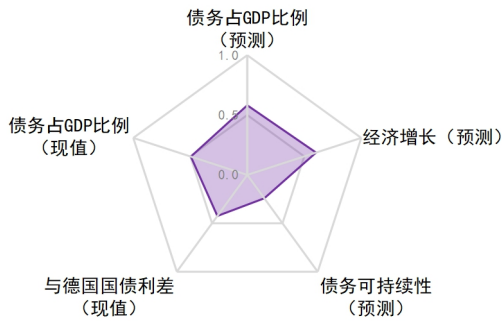
意大利



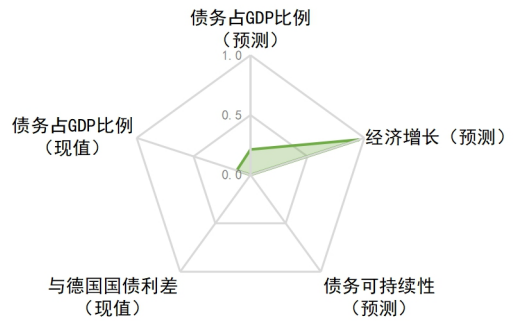
希腊



西班牙



德国



数据来源：欧盟委员会、IMF、工银亚洲东南亚研究中心

¹⁴ 蛛网模型图每一个维度指向一个衡量债务压力的指标，其阴影部分面积代表了综合衡量的每个国家债务压力。其中，债务占GDP比例、经济增长的现值和预测值均来自于IMF，债务可持续性预测值来自工银亚洲东南亚研究中心（见图表28）。



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

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**