



大重构（欧元区篇）

研究院

研究员

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

蔡邵立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

策略摘要

展望 2024 年，我们预计欧元区宏观政策将进入到扩张状态。在高利率下的欧洲家庭和企业部门仍面临资本的约束，宏观经济的稳定仍依赖于政府部门重新进入到扩张的路径。需求的萎缩和供给的冲击叠加，面临产能去化的压力，预计欧元区最差的阶段还未到来，关注压力对于欧洲需求和欧元定价的影响。

核心观点

■ 市场分析

杠杆周期：高利率下的欧洲家庭和企业部门仍面临资本的约束，宏观经济的稳定仍依赖于政府部门重新进入到扩张的路径。但政府支付的平均利率也出现回升，在政治因素影响约束下，难以上升的杠杆和实体预期的悲观或增加了未来的去杠杆压力。

经济周期：预计欧元区未来经济将面临更明显的下行压力。传统工业生产活动在需求萎缩和供给冲击的叠加下，面临产能去化的压力。在 2024 年上半年美联储货币政策未有实质性转向之前，全球流动性仍保持相对紧张状态，带动欧洲企业部门存在-20%的信贷降幅。预计欧元区最差的阶段还未到来，关注压力对于欧洲需求和欧元定价的影响。

流动性：欧央行短期限制性货币政策仍在延续，对欧元形成支撑的同时，对国内信用的负面影响在增大。预计 2024 年年中开始全球流动性压力增强，欧洲压力预计显性化。关注美欧宏观政策之间预期差，当前分化的政策预计需要经济的一次落地来得以扭转。

政策预期：欧洲需求压力的缓和仍需要宏观政策的转变改善实际需求。欧元走强并没有改善欧洲国际投资头寸结构，关注欧元区内部需求压力的增强对当前紧缩型宏观政策预期的修正。

■ 策略

紧缩型政策的延续也注定了未来的逆转。预计欧元在 2024 年上半年由于政策预期差仍存在上涨空间；随着年中市场对美国经济预期的逐渐修正，以及宏观政策未转变下欧洲经济压力的进一步上升，关注 6 月欧洲议会选举对于政策预期修正的可能，欧元或迎来调整时机。

■ 风险

债务流动性风险，疫情风险

目录

核心观点	1
宏观：国家资产负债表再平衡.....	3
欧元区：欧央行扩表+40%	4
杠杆周期：等待衰退的信号.....	4
1.1 家庭部门：杠杆率低，风险相对有限	5
1.2 企业部门：杠杆率高，付息压力较大	6
1.3 政府部门：作为逆周期的作用增加	7
经济周期：实质性衰退边缘.....	10
2.1 能源的再分配效应仍在路上	10
2.2 欧洲的工业结构转向高科技	11
流动性：顺差虽改善，信贷已收缩.....	13
3.1 全球流动性：产业转移，需求分配	14
3.2 外部流动性：顺差改善，欧元走强	15
3.3 内部流动性：经济回落，等待对冲	17
政策预期：等待宽松的开启.....	18
4.1 财政政策：扩张预期，落地不易	18
4.2 货币政策：货币宽松，开启扩张	19

图表

图 1：从国家资产负债表看当前全球经济的问题	3
图 2：欧央行总资产和增速 单位：万亿欧元，%YOY	4
图 11：欧元区宏观部门杠杆率 单位：%GDP	7
图 12：欧元区杠杆缺口进一步扩大 单位：%GDP	7
图 13：欧元区宏观部门占比结构 单位：%.....	8
图 14：欧元区政府杠杆也在回落 单位：%GDP	8

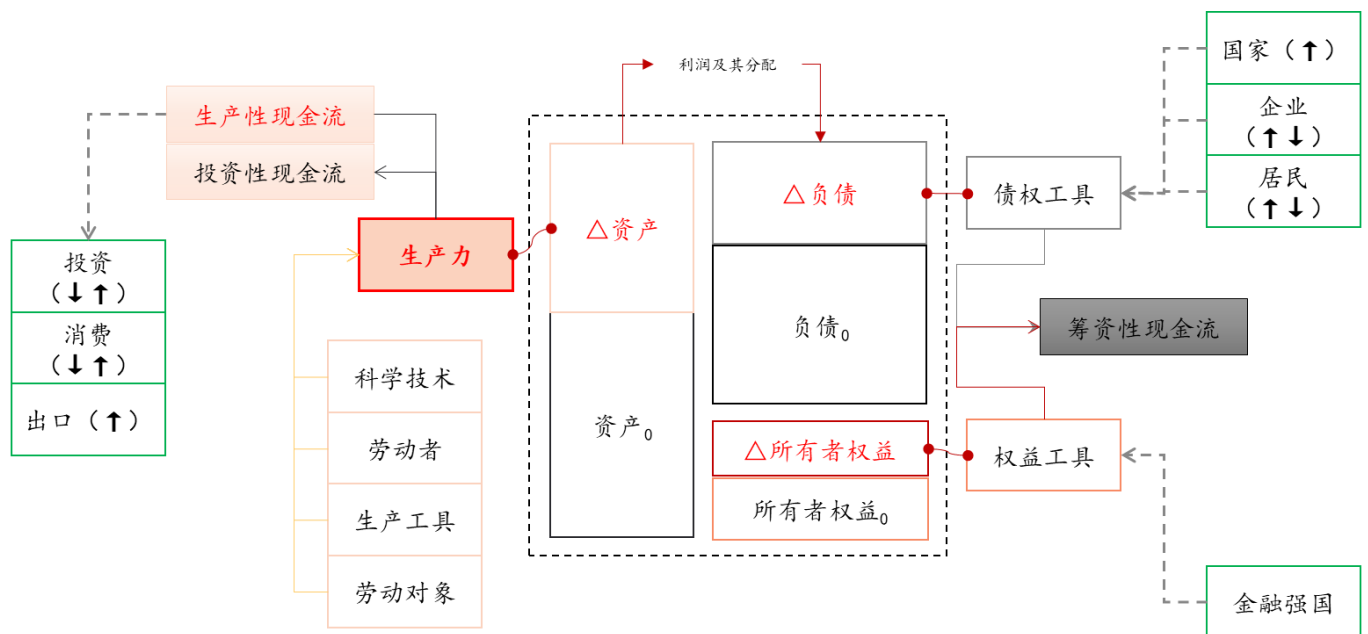
宏观：国家资产负债表再平衡

经济系统是从生产消费合一的自给自足经济系统演化而来。经过生产和消费分离、投资和储蓄的分离和结构化，通过技术和需求延伸和升级，形成“投资—生产—分配—消费—储蓄”的循环。观察经济的微观结构在于观察驱动经济运行的核心矛盾，拆解资产负债表是一个有益的尝试（见图 1）。

交易构成了经济活动的基本单元，实现从投资、生产、分配到消费和储蓄的经济活动。通过交易形成了资产负债表结构的置换。对于宏观资产负债表的左侧是价值创造过程，生产力决定着经济长期运行的方向。对于宏观资产负债表的右侧是价值分配过程，生产关系决定着经济运行的路径，全球经济杠杆率的持续上升过程是既是资产负债表中价值分配的持续不平衡问题的直接反应，也是将全球生产力扩张到极致后的结果。

经济增长模型显示，推动增长的各要素效率正在衰竭。工业革命通过技术创新，驱动人类从农业文明走向工业文明。回到经典的 AK 生产函数，工业文明中的经济增长通过技术效率和人均资本决定，即人、技术和资本。而在人口老龄化、全球收入分配导致贫富差距扩大等因素的影响下，全球生产力增长开始停滞，私人部门的需求出现了从增长放缓到债务通缩塌陷的转变，呈现出日本化现象。展望未来，有效需求不足仍将是常态。如果不考虑阶段性的库存周期波动形成的经济波动，全球经济仍处在并将长期处在生产过剩或需求不足的状况中，直到下一次平衡的到来。

图 1：从国家资产负债表看当前全球经济的问题



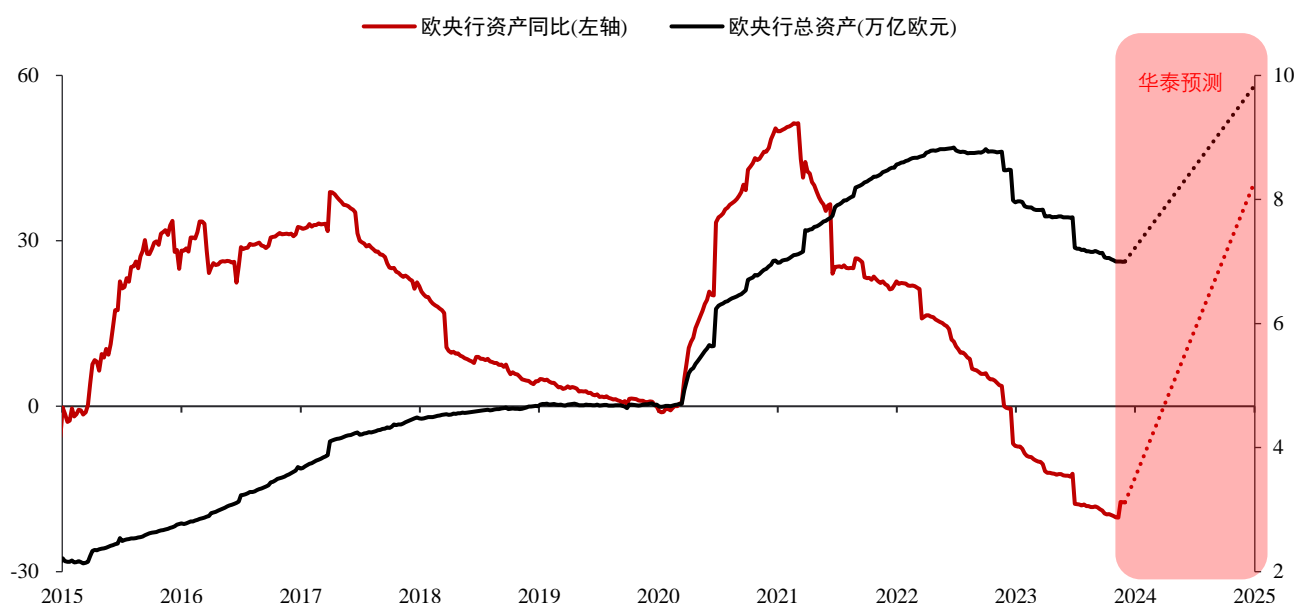
数据来源：华泰期货研究院

欧元区：欧央行扩表+40%

2023 年高能源价格的回落缓解了欧元区悲观的宏观账户压力, 但不变的是经济已经进入“衰退型顺差”的负面现实。在 2022 年以来加息应对高通胀的过程中, 欧元区的实体部门面临很大的压力。截止 10 月, 欧洲家庭部门信贷增速回落至-7%, 企业部门信贷增速回落至-2%, 政府部门信贷增速回落至-3%, 信贷回落带来的经济压力预计将进一步显现。

展望 2024 年, 欧洲依然可能是那个代价。随着欧央行当前紧缩政策的滞后效应对于 2024 年欧元区金融条件和实体经济的压力进一步增强, 我们预计欧洲财政的对冲需求也将进一步上升, 在基准假设下我们预计高利率对于 2024 年欧洲企业信贷增速将形成同比 20% 的回落, 相应的作为宏观政策的平衡, 欧洲财政扩张带来的流动性需求预计将推动欧央行从当前的缩表 (-20%) 转向扩表 (+40%) 以回应财政扩张。

图 2：欧央行总资产和增速 | 单位：万亿欧元，%YOY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

杠杆周期：等待衰退的信号

展望 2024 年, 在高利率下的欧洲家庭和企业部门仍面临资本的约束, 宏观经济的稳定仍依赖于政府部门重新进入到扩张的路径。而从现实路径来看, 欧洲大陆同时进行的两场战争已经为欧洲宏观政策的转变提供了注脚——政策的转变缺乏合适的时机, 美联储加息虽然暂停, 市场交易降低但仍缺乏更强的衰退预期 (见美国篇); 政策的驱动可能

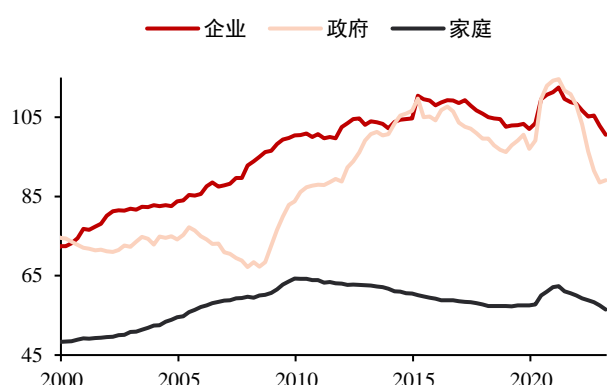
仍需要来源于欧洲内部的变量。

1.1 家庭部门：杠杆率低，风险相对有限

从总量层面来看，欧元区家庭部门的杠杆率在欧洲三大部门中处于最低位置（图 3），截止 2023 年欧元区家庭部门杠杆率为 56.5%，远低于政府部门的 89.1% 以及企业部门的 100.6%。

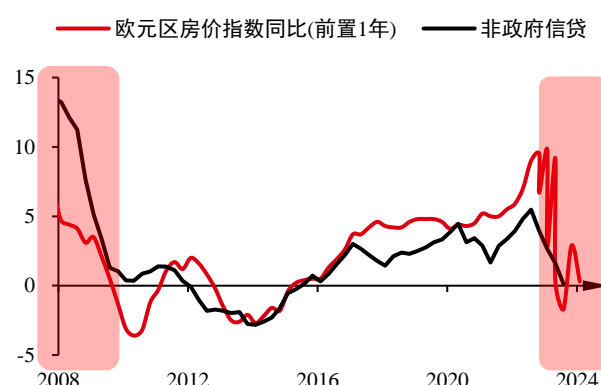
从还本付息压力来看，目前欧元区几个主要经济体的居民部门的家庭债务偿还率均低于 10%，意大利家庭债务仅为 4.3%，居民端偿债压力相对较小。同时和其他经济体不同（图 6）的是，在本轮主要经济体的货币政策收紧周期中，欧元区居民偿债率并没有出现显著的回升（图 5）。

图 3：欧元区三大部门宏观杠杆率 | 单位：%GDP



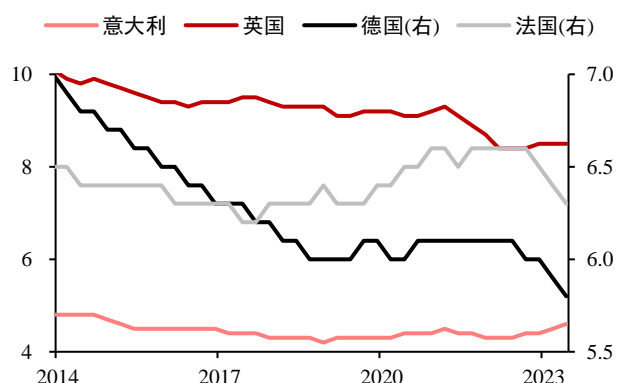
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4：欧元区房价和信贷增速比较 | 单位：%YOY



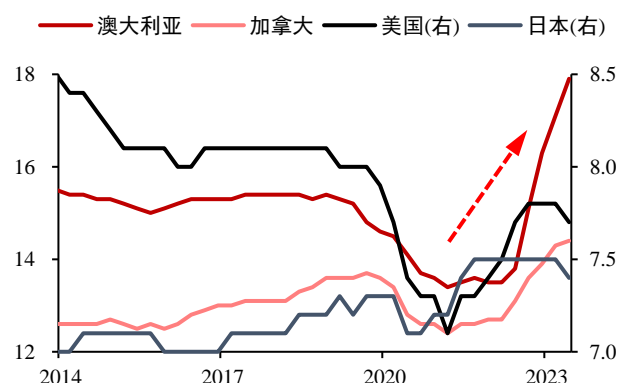
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5：主要欧洲经济体居民偿债率 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：其它国家居民偿债率 | 单位：%



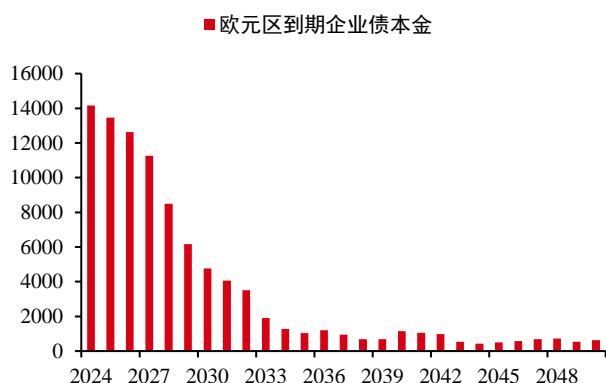
数据来源：Wind 华泰期货研究院

1.2 企业部门：杠杆率高，付息压力较大

加息背景下欧元区企业端 2024 年偿债压力需重点关注。欧洲地区企业部门债务余额 1989 年至今不断增加，2020 年因疫情原因非金融企业部门未偿债券余额小幅跳升，由 2019 年 12 月份的 14 万亿欧元大幅增加至目前的 16.73 万亿欧元。

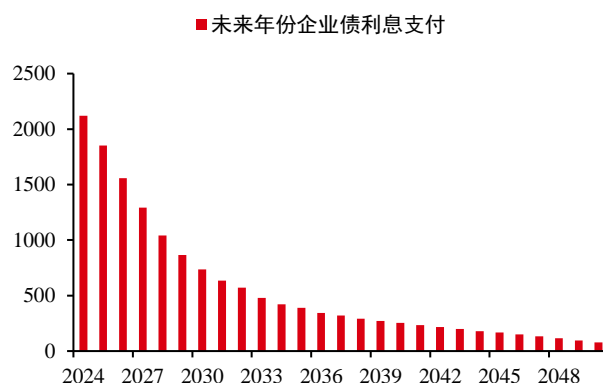
欧洲央行 2022 年至今已经连续 10 次加息，累计加息 450 个基点，不仅脱离了负利率的异常空间，也将主要再融资利率、存款便利利率、边际贷款利率推向了 4.5%，4% 以及 4.75% 的历史高位，这会明显增大未来几年欧元区企业部门的还本付息压力。考察欧元区企业部门在政策利率抬升背景下的偿债压力，偿债比率是指当年还本付息额占当年收入的比重，2020 年疫情使得欧元区企业部门债务大幅跃升，欧元区主要国家偿债比率也增加较多，回溯历史，欧元区 2003 年-2008 年的加息周期以及 2009 年至 2011 年的加息背景下，欧元区主要国家的偿债比率均有阶段性抬升。

图 7：欧元区未来到期企业债本金 | 单位：亿欧元



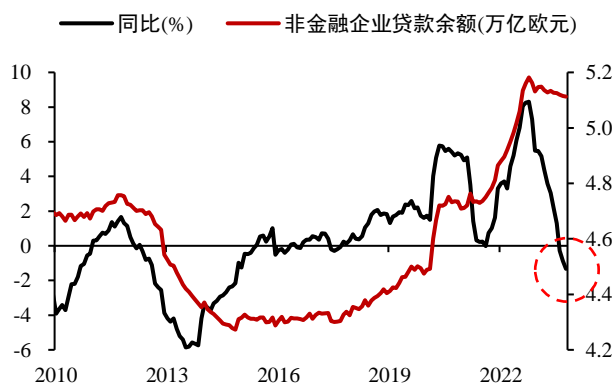
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：欧元区未来到期企业债应付利息 | 单位：亿欧元



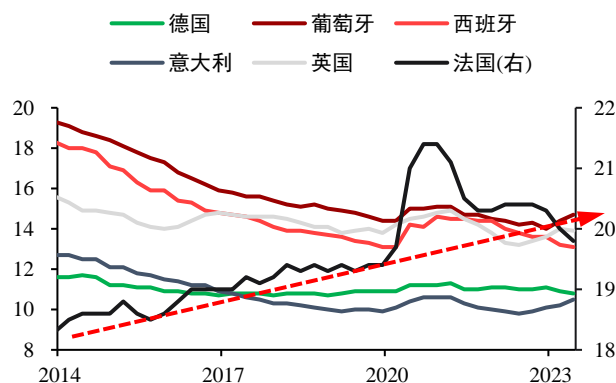
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：欧元区企业债务余额负增长 | 单位：万亿欧元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

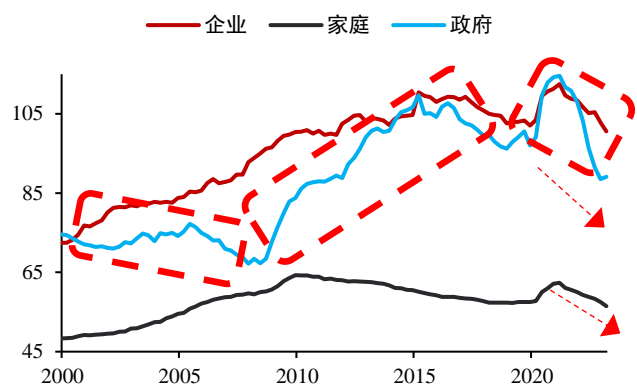
图 10：主要经济体企业偿债率 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

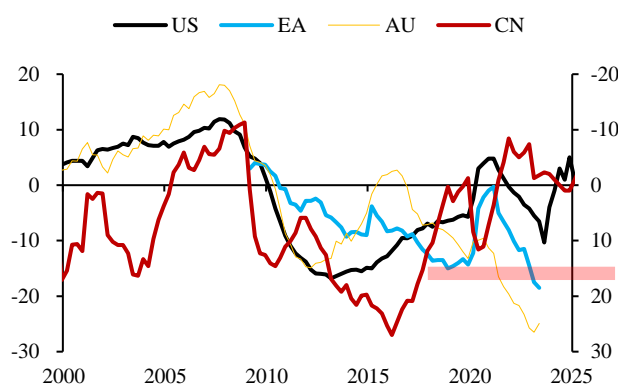
欧元区在经历了 2008 年、2011 年两次金融风波，以及 2020 年疫情影响后，实体部门杠杆率从 1999 年的 193% 跃升至 2015 年一季度的 280%，在 2020 年疫情的冲击之下，杠杆率在达到 290% 之后快速回落至 246%（2009 年的水平，见图 11）。现代信用货币体系下，危机并不能消灭杠杆，而只是将杠杆转移和累加。而这背后额很重要的推手就是货币官方的态度，对于欧元区这样的经济体更为明显。新千年的两次主要冲击下，将欧洲债务问题暴露在聚光灯下，而《马约》和《稳约》的存在使得欧元区政府难以动用财政手段为经济输血，事实上，在 IMF 等国际组织的要求下，欧元区危机国多年来受到财政纾困的影响，经济增长大幅放缓。可动用的手段摆在了货币政策面前——2008 年 11 月至 2009 年 5 月，迅速将利率从 4.25% 降至 1%；2011 年 11 月至 2015 年 1 月又将利率从 1.5% 降至 -0.1%。而随着欧央行在 2022 年开启的并不比美联储宽松的快速加息和缩表进程，杠杆率开始显著回落。

图 11：欧元区宏观部门杠杆率 | 单位：%GDP



数据来源：BIS 华泰期货研究院

图 12：欧元区杠杆缺口进一步扩大 | 单位：%GDP



数据来源：BIS 华泰期货研究院

危机驱动欧洲加杠杆。如果说 07 年金融危机之前欧元区的政府债务还能满足条约的要求，那么危机后的欧洲已经远远超过这一限制。财政纾困并不能解决整个大区的风险，通过欧洲稳定机制等方案大国救济边缘国成为这轮加杠杆的特点。

1.3 政府部门：作为逆周期的作用增加

其实纵观 1999 年欧元区正式统一货币之后，欧洲政府部门杠杆变化分为三个阶段：

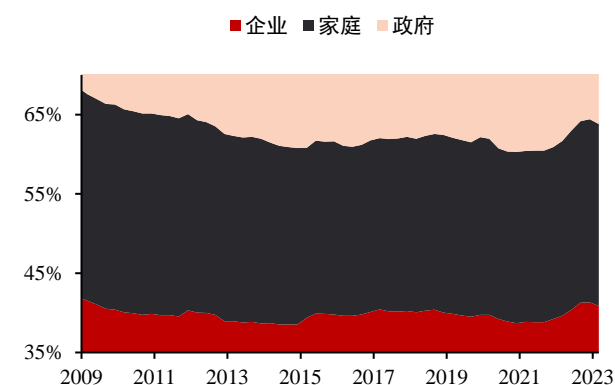
第一阶段：2000-2008 年。表现为政府部门减杠杆，居民依然加杠杆（时间持续至 2010 年，从 45% 上升至 64%），整体实体部门杠杆率缓慢的降至 66.7%（2007 年四季度）。

第二阶段：2009-2018 年。随着 2008 年全球金融风暴的袭击，尤其是 2011 年后欧洲危机的干扰直接影响了居民部门的加杠杆进程，政府部门的杠杆率呈现陡峭化趋向（2015 年一季度达到 109.6%的高位）。

第三阶段：2019-2023 年。一方面由于受到全球贸易竞争和税收竞争逐渐加剧的影响，实体部门的悲观预期扭转了政府部门去杠杆进程，另一方面在 2020 年大流行冲击下，政府部门在前期转向杠杆扩张之后，进一步提升了杠杆的空间。最终在 2022 年持续且显著的高通胀压力下，进入到了去杠杆状态。

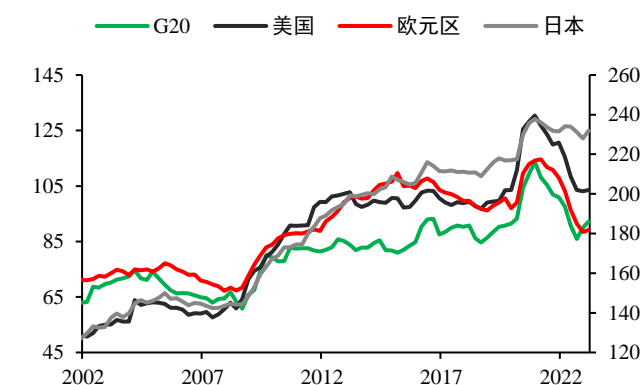
总量加杠杆并不改变欧洲杠杆缺口持续恶化的现实。同中国和美国不同的是，2008 年金融危机以及随后的 2011 年欧债危机中，尽管提升了欧元区的总体杠杆率水平，但是欧洲的杠杆缺口却始终没有得到真正的修复，即使是在 2020 年疫情带来的财政货币化阶段，欧元区依然存在-0.3%的杠杆缺口（图 12）。随着 2022 年以来的加息对抗通胀和资本外流的影响，欧元区的杠杆缺口结束了 2019 年的修复，重回 2008 年危机以来恶化路径。

图 13：欧元区宏观部门占比结构 | 单位：%



数据来源：BIS 华泰期货研究院

图 14：欧元区政府杠杆也在回落 | 单位：%GDP

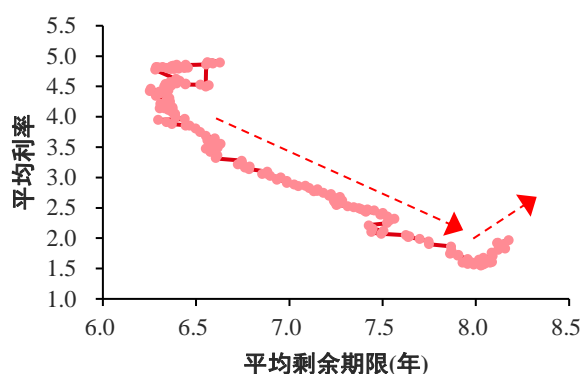


数据来源：BIS 华泰期货研究院

继续关注欧洲政府偿债压力。2020 年 3 月，为了应对新冠疫情，欧盟地区财政纪律有所放松，在居民部门杠杆率由 2019 年 12 月份的 57.4%回落至 2023 年 3 月份的 56.5%；企业部门杠杆率由 2019 年 12 月份的 104.3%回落至 2023 年 3 月份的 100.6%的背景下，欧元区政府部门杠杆率再度大幅攀升，政府部门杠杆率由 2019 年 12 月份的 83.9%攀升至 2023 年 3 月份的 89.1%。

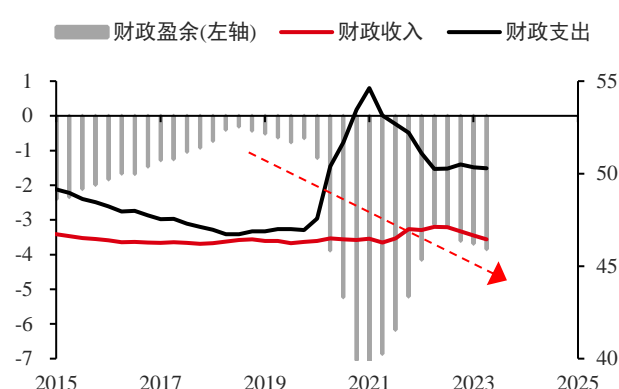
高利率背景下，政府部门整体端负债端压力预计继续增加。宽松的财政政策导致欧元区债务总额大幅抬升，2022 年下半年之前由于政策利率较低，整体偿债的利息压力相对较小，但是目前低利率时代已经不复存在，政府支付的平均利率正在回升（图 13）。

图 15：政府偿债期限和利率 | 单位：%、年



数据来源：Wind 华泰期货研究院

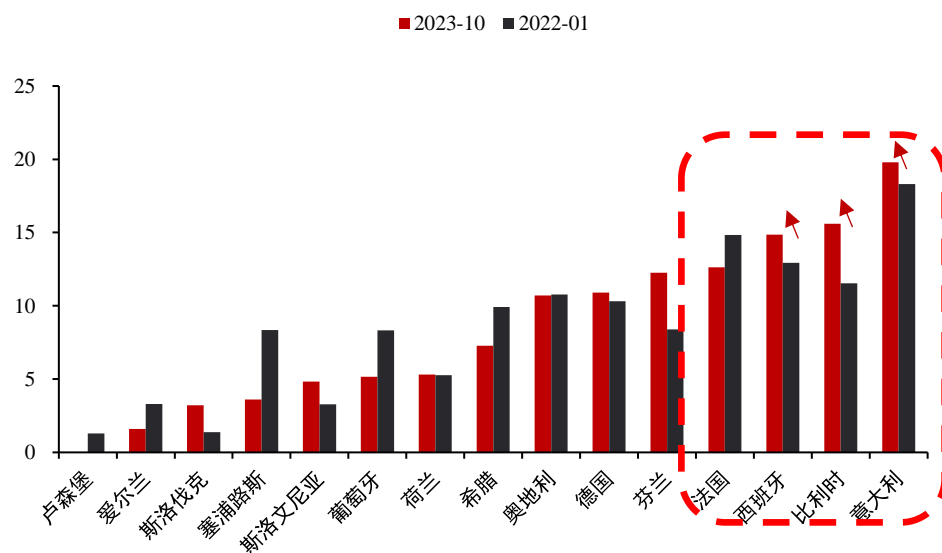
图 16：欧元区财政收支占比 | 单位：%GDP



数据来源：Wind 华泰期货研究院

总量层面压力相对较小的情况下，2023 年重点关注区域内成员国的债务风险情况。统计主要成员国 1 年内到期债务本金占 GDP 比重情况，奥地利、西班牙以及意大利一年内到期债务占 GDP 比重均超过 15%，需要密切留意三国的偿债压力。

图 17：1 年内到期债务本金占 GDP 比重 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

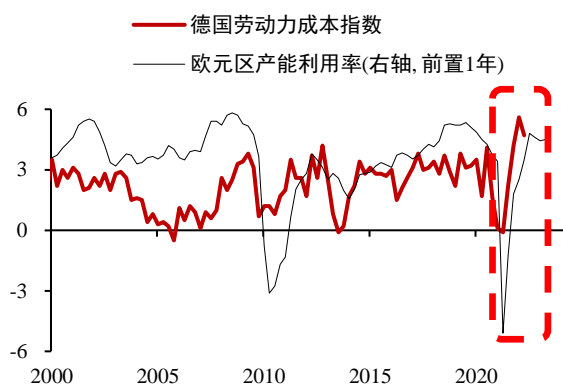
经济周期：实质性衰退边缘

展望 2024 年，我们预计等待欧元区前方的是经济更明显的下行压力。在前期能源冲击下，欧洲的实体经济面临相对严重的影响。尤其是传统工业生产活动，需求的萎缩和供给的冲击叠加，面临产能去化的压力（图 26）。随着高利率下融资活动从暂停到萎缩的转变，欧元区经济活动的放缓将进一步体现，预计欧元区最差的阶段还未到来，关注压力对于欧洲需求和欧元定价的影响。

2.1 能源的再分配效应仍在路上

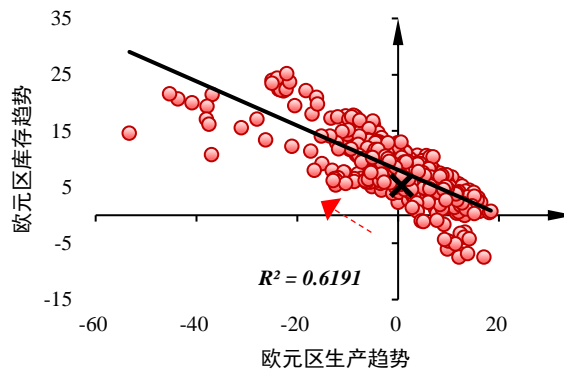
尽管经历了高价补库存和供应链的修复，国际能源价格已经回落至 2019 年之前的中枢水平，但是当前回顾其带来的影响依然是有意义的。2020-2022 年由于全球供应链的断裂、极端天气的扰动、大流行推动全球持续的宽松政策，在叠加 2022 年俄乌冲突导致市场担忧能源危机的爆发，驱动能源价格持续走高，2022 年再次创下历史新高（尤以欧洲工业强依赖的天然气价格涨幅最显著）。高能源价格之下，进一步强化了欧洲地区能源供给面临的硬约束，使得能源依赖型的欧洲¹进口金额大幅增长，欧洲地区国际收支持续恶化——欧洲经常项目下的商品进口金额大幅增加；疫后出口疲软，进口大幅增加导致欧元区经常项目逆差刷新历史记录。

图 18：疫情下欧元区面临成本压力 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 19：同时被动补库存增加了价格压力 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

2023 年能源价格回落，欧洲实体部门已无力加杠杆。在较大的经常账户逆差、通胀压力

¹ 在新能源革命未实现之前，欧洲地区能源消耗前三的是原油、天然气以及煤炭等传统能源，对于三种能源进口的依赖度较大。

以及美联储快速的加息背景下，欧洲央行自 2022 年开始主动收紧金融条件，欧洲再次进入到了“去杠杆”过程，欧元区政府部门杠杆、居民部门杠杆以及企业部门杠杆 2021 年至今不断下行——高位的能源价格在 2023 年虽然出现缓和，欧元区对外账户也出现改善，但是欧洲三大宏观部门的去杠杆进程没有停止，经常项目逆差的改善背后却是缺乏增长动力的衰退型顺差。

图 20：下游消费负增长超过一年 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 21：中游生产活动回落幅度加大 | 单位：%YOY



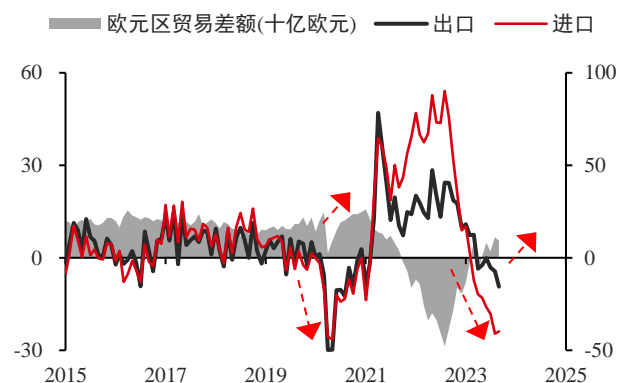
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 22：油价缓和改善了欧洲的景气度 | 单位：美元/桶



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 23：贸易条件改善背后是衰退型顺差 | 单位：%YOY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

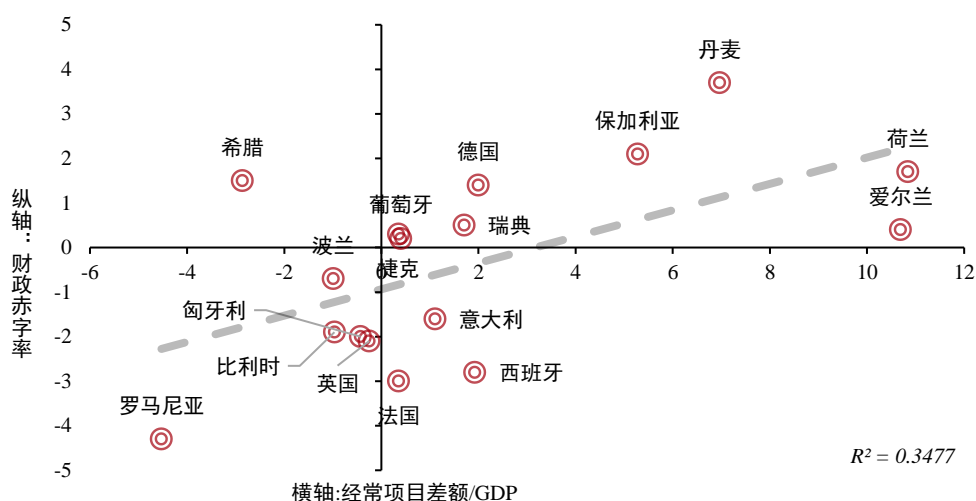
2.2 欧洲的工业结构转向高科技

高额的能源成本冲击欧洲工业部门，高耗能部门冲击尤为严重，或加剧欧洲去工业化进程（图 22）。目前欧元区制造业开工率不断下行，最新月份数据 80.0%，较 2021 年 9 月份高点下降 2.8%。高耗能的工业生产下滑最为明显，其中化学品、木材纸张生产、钢铁

铁合金生产以及贵金属有色金属生产延续下行趋势，其中钢铁铁合金生产的下行趋势最为明显，由 2021 年 5 月份的 100.9 下行至 2022 年 9 月份的 84.8 点。

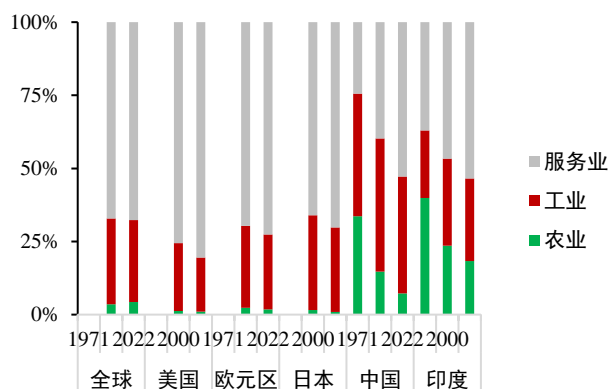
制造业增加值占欧洲 GDP 的比重进一步降低，2019 年以来的两次冲击可能加速该进程。欧元区制造业增加值占 GDP 比重从 1996 年的 17.69% 已经下降至 2021 年的 14.88%。法国和英国去工业化进程更快，法国制造业增加值占 GDP 比重从 1996 年的 14.48% 已经下降至 2021 年的 9.18%，英国制造业增加值占 GDP 比重从 1996 年的 15.26% 已经下降至 2021 年的 8.77%。

图 24：欧洲地区主要国家财政赤字率与经常项目差额与 GDP 比重 | 单位：%



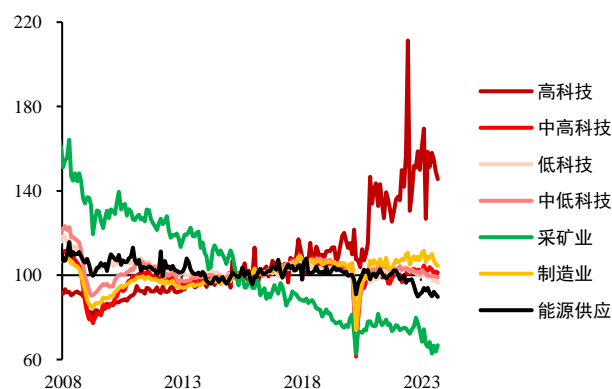
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 25：欧元区工业占比继续收缩 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

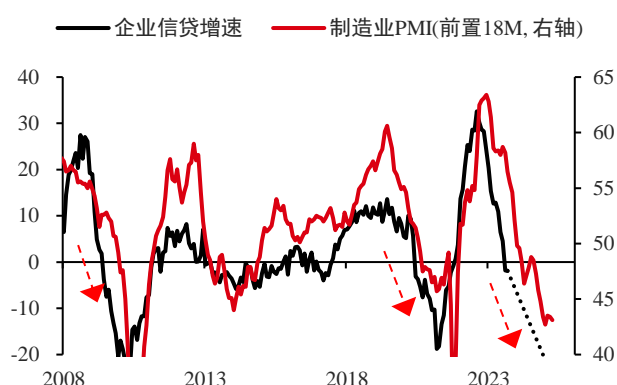
图 26：欧洲只在高科技制造业领域发力 | 单位：指数点



数据来源：iFind 华泰期货研究院

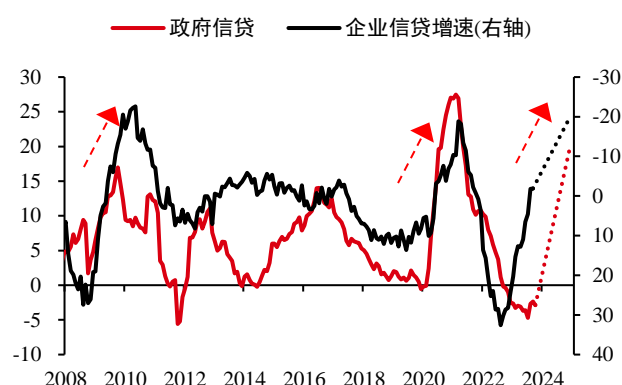
制造业景气度回落，从资产负债表的角度理解便是持续的“去杠杆”过程。衰退型顺差的获得是以内部去杠杆来实现的，在全球“高利率”推动的降需求过程中，对于生产型的欧洲而言，企业部门的去杠杆压力进一步凸显。截至 2023 年三季度，欧洲企业部门信贷增速回落至-1.9%，呈现出债务的初步去化特征。我们预计在 2024 年上半年美联储货币政策未有实质性转向之前，全球流动性仍保持相对紧张状态，带动 2024 年欧洲企业部门存在-20%的信贷降幅（图 27）。

图 27：景气度回落和实体去债务 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 28：企业信贷萎缩和政策对冲需求 | 单位：%GDP



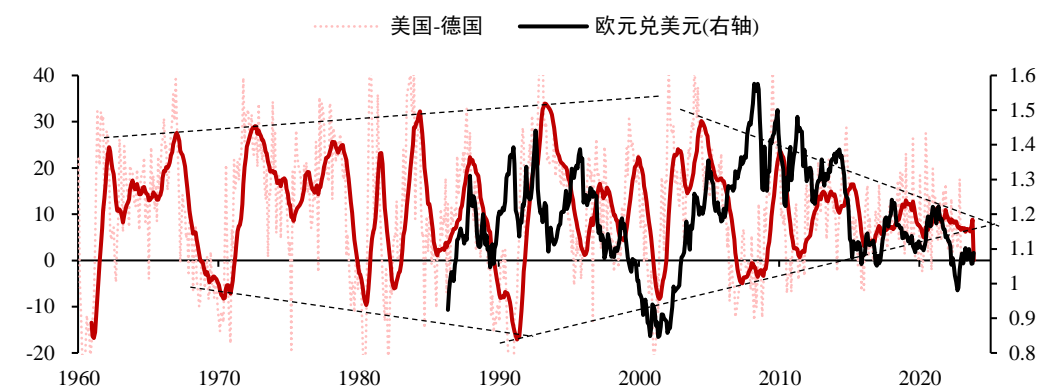
数据来源：iFind 华泰期货研究院

流动性：顺差虽改善，信贷已收缩

展望 2024 年，高利率下欧洲信贷需求的萎缩降低了区内实体经济部门对于流动性的更多需求，紧缩货币政策的效果得到显现——内部流动性需求不足的影响预计在 2024 年会有加强的体现。

2023 年 12 月在年内最后一次货币政策议息会议上，欧央行行长拉加德表示，还没有证据表明（欧元区经济）持续下滑，需要更多数据来评估欧元区通胀是否顽固，也就意味着在欧央行的日程表里，驶往 2024 年的列车里限制性的货币政策仍将延续，同此前鸽派的美联储（美联储更晚的退出紧缩性的货币政策）而言尽管对于欧元的支撑在增强，但是对于国内信用的负面影响预计更大。对于 2024 年美欧宏观政策之间预期差值得关注，分化的政策预计需要经济的一次落地来得以扭转。

图 29：美德经济活动差异和外汇市场定价特征 | 单位：%



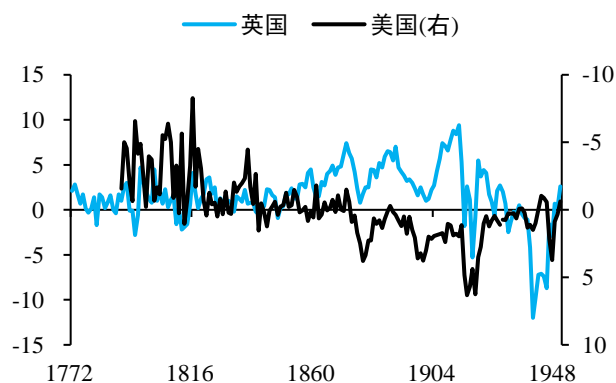
数据来源：Wind 华泰期货研究院

3.1 全球流动性：产业转移，需求分配

19 世纪以来主要经济体对外账户呈现出此消彼长的状态。

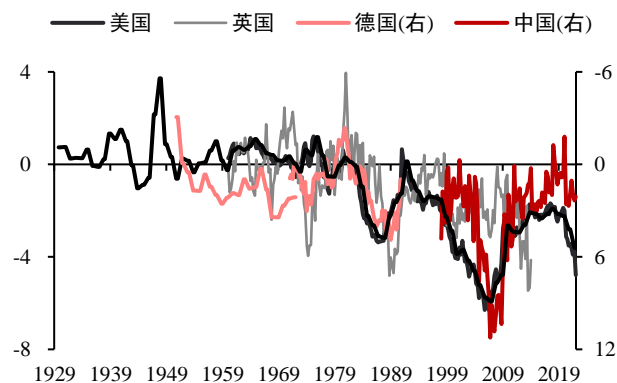
在工业革命以后，世界出口的主要来源于英国（图 30 蓝线：英国经常帐占 GDP 比重）。随着美国在世界经济份额的增加，19 世纪后期美国在全球的对外账户顺差逐渐增加，并在第一次世界大战期间取代英国，成为全球出口顺差的提供者（图 30 黑线：美国商品贸易差额占 GDP 比重）。

图 30：英美对外账户差额/GDP 的演变 | 单位：%GDP



数据来源：FRED 帕尔格雷夫世界历史统计 华泰期货研究院

图 31：德日对外账户差额/GDP 的演变 | 单位：%GDP



数据来源：FRED 帕尔格雷夫世界历史统计 华泰期货研究院

进入到 20 世纪，尤其是二战后，伴随着全球战后经济的重建，全球产业也再次转向德国和日本，成为主要的生产制造中心（图 31 粉线：德国贸易差额占 GDP 比重），并在 80 年代后，全球的制造业中心逐渐往亚洲转移，中国成为全球主要的贸易顺差提供者

(图 31 红线：中国经常项目差额占 GDP 比重)。

2008 年金融危机以来，随着美国家庭部门的去杠杆，全球贸易环境再次呈现出收缩的状态，2017 年美国的贸易战叠加 2020 年疫情的冲击，中国正式提出了“双循环”战略。

关注 2024 年年中左右弱美元预期的可能转变对于全球经济分配的二次影响，截止 2023 年，虽然美国经常项目逆差比重继续回升，但是在平衡战略影响下，国内顺差扩张程度相对有限。

从国别的宏观账户来看，二次分配中生产型经济体的需求萎缩仍将是市场关注的一个焦点。今年二季度以来随着美国金融条件的快速收紧，全球多数生产型经济体将面临逆差不得不继续扩大的压力，像 5 月份的德国，其对外贸易出现了 30 年以来的首次贸易逆差，虽然逆差额度只有 10 亿欧元，但是他反馈出的经济现实，对于德国的国家账户来说，资产创造形成的能力正在面临收缩压力（市场对于欧元兑美元的汇率预期转向平价）。德国之外其他生产型经济体也面临同样的问题，仅仅在 5 月份法国就有 60.1 亿欧元的贸易逆差、印度有 242 亿美元的贸易逆差，日本在货币政策持续宽松的竞争性贬值状态下逆差额竟然也达到了 178 亿美元，韩国和越南在 5 月份也分别出现了 17.1 亿美元和 17.3 亿美元的贸易逆差，显示出全球生产型经济体资产端创造的能力开始表现出负面的冲击状态。因而在欧元下跌风险短期有所缓和的背景下，宏观层面仍需时刻警惕欧洲风险的最终演变路径。

3.2 外部流动性：顺差改善，欧元走强

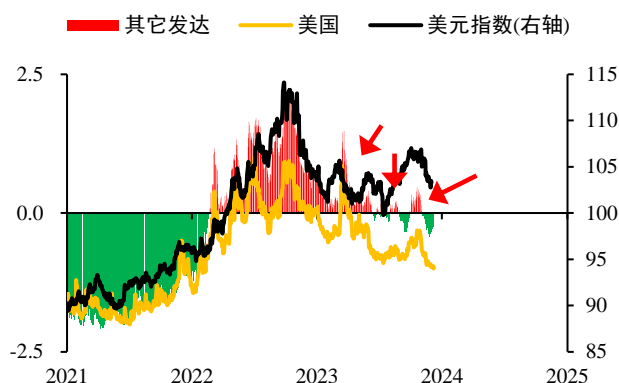
2023 年 7 月份开始全球金融市场体现的是“衰退预期”下对需求回落的定价，即美元流动性的收缩——美元走强。从实际的宏观消费数字来看，从 3 月份开始的全球金融条件收紧到 7 月份全球主要经济体景气指数大幅回落，短期内平抑了前期需求过度扩张恶化的供需矛盾。同时在国际能源价格 2023 年同比强度的减弱，抵消了美元流动性收缩带来的全球再分配效应——欧洲中的意大利、亚洲中的韩日到越南——主要生产型经济体在贸易项下的逆差在 2023 年逐渐改善。

假设在 2024 年美国经济周期的韧性驱动延续，以及美联储给出的供给约束条件在 2024 年中开始不发生明显变化的条件下，那么由于受到上游原料供给刚性²和下游需求回落

² 截止 2023 年三季度欧盟石油储量 5900 万吨，处在历史均值水平；天然气储量 1040 亿立方米，处在历史高位。但是 10 月连接芬兰和爱沙尼亚的一条主要天然气管道因泄漏被关闭，12 月胡塞武装可能威胁往来苏伊士运河的海运贸易；而巴拿马运河水位创下 73 年以来最低水平，运河管理局计划从 11 月 3 日起，运河每日通行名额从 31 个减少至 25 个，从 11 月 8 日起进一步减少至 24 个，到明年 2 月 1 日更是将减少至每天 18 个。

(2023 年底的紧缩货币政策带来的滞后效应³) 的双重压力，2024 年年中开始的美元流动性可能再次面临收缩的压力，对于中游财富的再分配效应或将进一步凸显。事实上，自 2021 年四季度开始，欧元区的国际投资头寸已经转为负值，根据 IMF 研究⁴显示，拥有负净国际投资头寸 (NIIP) 的国家的投资产生估值收益，而对于拥有正净国际投资头寸 (NIIP) 的国家则往往会经历负面估值变化，这或意味着受到 2020 年疫情冲击，尽管 2022 年欧央行持续加息提高欧元的货币息差，但是欧元在全球货币体系中的分配地位可能已经发生了根本性的变化。

图 32：金融压力指数与美元指数 | 单位：%，指数点



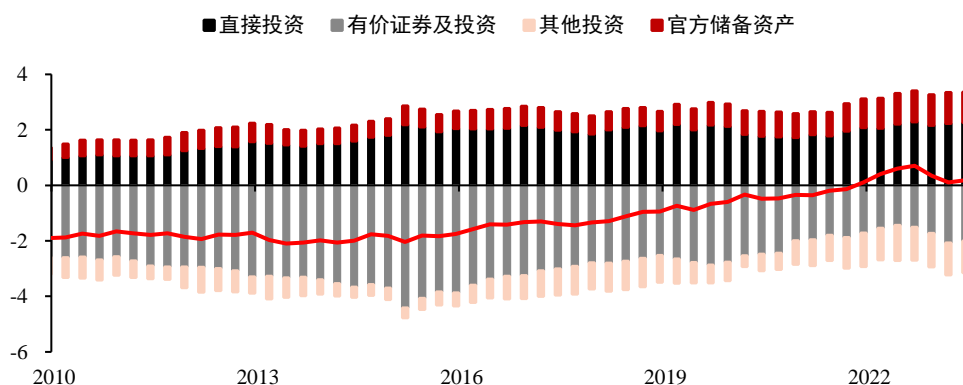
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 33：欧元区经常项顺差和油价 | 单位：%GDP



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 34：欧元区国际投资头寸从 2021 年开始转为正值 | 单位：万亿欧元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

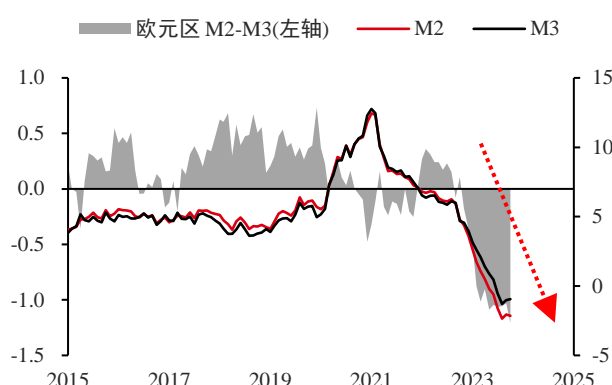
³ 图 32 对比了美国和其他发达经济体金融压力指数，并和美元指数做了走势的对比。可以发现在 2023 年 3 月美国中小银行危机之后，美国宏观政策的快速救助，虽然不可避免的带来道德风险，但是整体流动性风险相对平稳，黄色线反应的美国金融压力持续处在金融状况稳健的状态之中。相反，以欧元区为代表的发达经济体金融压力却不间断地受到负面影响，对于实体经济信贷的供给和未来的经济活动形成的制约性预计强于美国。

⁴ 参见：IMF External Sector Report 2023

3.3 内部流动性：经济回落，等待对冲

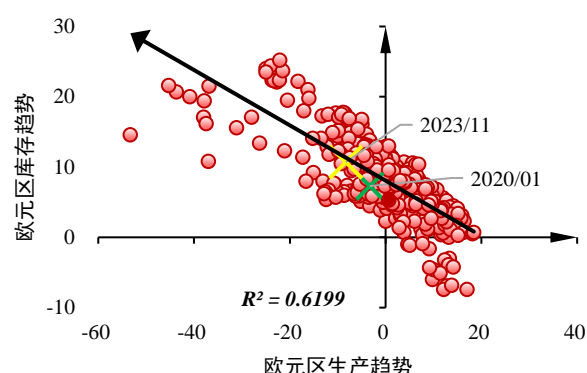
疫情后随着央行进入到高政策利率区间来缓和通胀的压力，欧洲经济受到的压力也逐渐增加。从货币的角度而言，截止 10 月欧元区 M2 同比增速跌落至 -2.14%，而 M3 同比增速已经跌至 0.94%（图 35）。自 5 月以来欧元区的货币 M 值增速都已跌落至负增长，显示出欧元货币“湮灭”的过程，对于未来的实体经济活动而言，负面影响是必然的，继而将继续削弱欧元区的经济活动（生产活动放缓，库存被动增加）。

图 35：欧元区货币和流动性增速 | 单位：%YOY



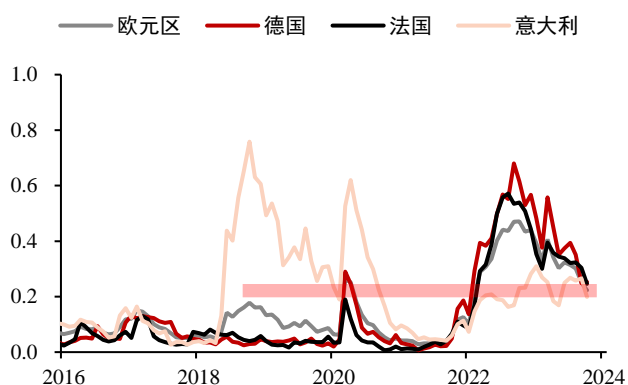
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 36：欧元区生产和库存变动 | 单位：%YOY



数据来源：FRED 华泰期货研究院

图 37：欧元区主权债务压力 | 单位：指数点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 38：欧元 TED 利差和汇率 | 单位：BP



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

政策预期：等待宽松的开启

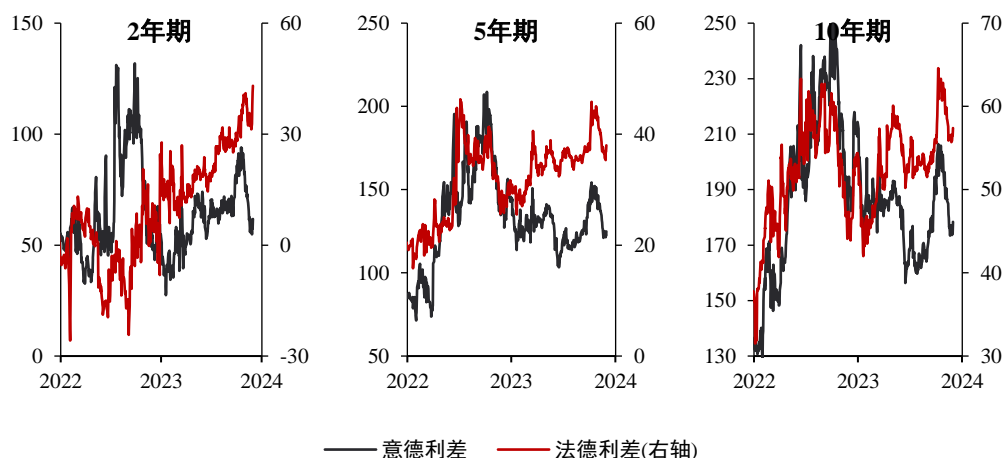
展望 2024 年，我们认为欧洲需求压力的缓和仍需要宏观政策的转变驱动实际需求的改善。欧盟委员会在 11 月 15 日在展望报告中显示，使用欧元的 20 个国家的预算赤字总额将从 2023 年的 3.2% 降至 2024 年的 2.8%，这或许意味着政策的转变仍将是一个等待的变量。

2024 年需要密切关注欧洲宏观政策的转变。一方面，欧元区 2023 年内通过主动流动性需求的降低创造了宏观政策差异性，带来欧元走强，但是欧洲国际投资头寸结构的转变并没有发生根本性的扭转；另一方面，随着欧元区内部需求压力的进一步显现，紧缩型宏观政策的维系将面临更强的压力。

4.1 财政政策：扩张预期，落地不易

俄乌冲突所引发的能源危机、快速加息所带来的未来经济衰退的压力使得欧元地区宽财政的动力较足，尤其偏向于能源补贴、减税等财政刺激方案。

图 39：欧元区成员国与德国国债利差 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

欧洲在财政政策上的不确定性或约束扩张性政策的落地。4 月 26 日，欧盟委员会提出了关于成员国公共财政预算的新规则——通过更加严格的监督和制裁来降低债务水平、加强公共投资，以增强公共财政的可持续性。该计划是欧盟自欧债危机以来规模最大、最全面的财政规则改革计划。新的财政规则决定以渐进和持续的方式降低高额的公共债务

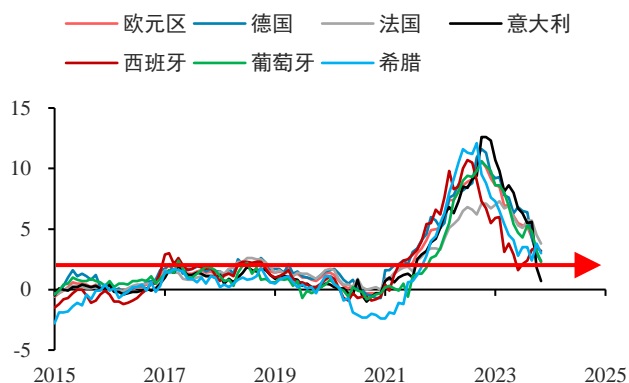
比率，改革将使财政规则更加透明、简单，提高成员国的决策自主权，强调中期财政框架的重要性，并加强欧盟委员会对政策的监督力度。12月欧盟各国财长于布鲁塞尔就稳定公约改革等议题再次进行谈判。如果规则通过，那么大多数成员国可能被迫从2024年开始大幅削减支出，以满足新的债务和赤字规则。

现实：部分欧洲国家的新财年预算出现收紧。11月11日，欧盟成员国经济和财政部长在布鲁塞尔举行第二次调解委员会会议，欧洲理事会与欧洲议会就欧盟2024年年度预算达成协议。预算总额定为1893.85亿欧元，该预算将维护欧盟的政策优先事项，并允许欧盟对不可预见的需求做出反应。12月13日，德国“交通灯”联盟已经就2024年财政预算达成一致。2024年的联邦财政预算和气候转型基金将通过削减政府开支、重新分配预算以及提高税收（特别是二氧化碳排放）的方式获得资金。

4.2 货币政策：货币宽松，开启扩张

与财政政策相对的是，欧洲的货币政策也将随着财政扩张政策的落地进入到扩张的状态。一方面，欧洲央行在12月议息会议上公布了欧元区通胀率和经济增长最新预测，预计欧元区2023年、2024年和2025年通胀率分别为5.4%、2.7%和2.1%，通胀的回落已经在政策考量之中。另一方面，现实的通胀回落速度超预期，经历了一年的货币政策收紧，截止11月欧元区通胀率相比较2022年已经显著回落。由于能源价格下跌以及食品和服务价格增速放缓，欧元区11月通胀率放缓至2.4%，为两年多来最低水平。随着当前紧缩政策的延续，在欧元区20个成员国中，已经有5个国家的通胀率低于欧洲央行2%的目标，其中包括意大利和荷兰。

图 40：欧元区 HICP 通胀回落 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

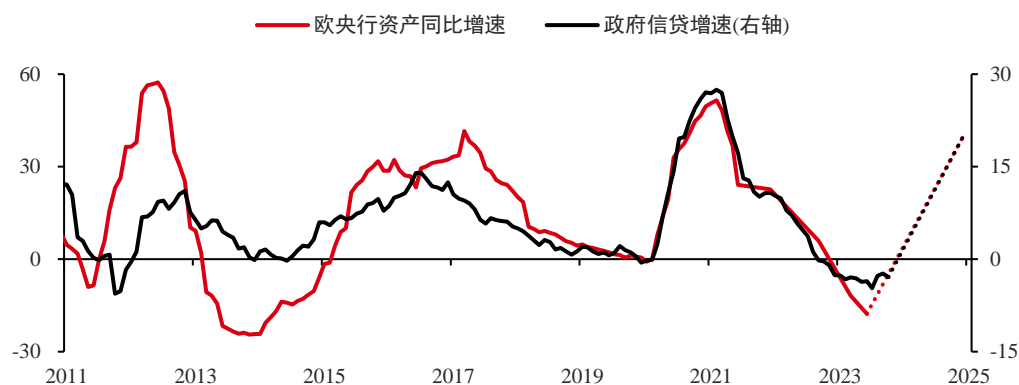
图 41：欧元区 5Y5Y 利率见顶回落 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

等待财政扩张空间的打开。在能源冲击的持续影响下，欧元区经济所面临的压力明显高于美国。2022 年开始美联储加息斜率快于欧洲，欧美利差显著扩大，欧元兑美元跌破平均平价位置，创下 20 多年新低，欧元区金融账户同样面临较大的流出压力，欧元区金融账户近四季度均值不断下行，英国金融账户差额长时间维持流出趋势。

图 42：欧元区政府信贷增速和欧央行货币增速 | 单位：%YOY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

预计 2024 年欧洲财政政策结束紧缩，走向扩张。在实体部门压力进一步增强的背景下，相对的欧洲政府部门存在“逆周期”调节的必要性。在不考虑其他约束⁵的情况下，我们已历史相同时期作为参照，预计 2024 年欧洲财政政策需要从当前-5%的紧缩状态转向+20%的扩张。

⁵ 当前欧洲内部对于财政约束的声音依然很强大

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com