



中信证券研究部



杨帆
政策研究首席
分析师
S1010515100001



于翔
政策研究联席首席
分析师
S1010519110003



刘春彤
政策研究分析师
S1010520080003



遥远
政策研究分析师
S1010521090003



郑辰
政策研究分析师
S1010522040003

核心观点

欧盟在全球治理中拥有举足轻重的地位，欧洲一体化的进程也在不断塑造着世界秩序。回顾历史，欧洲一体化进程在权衡与博弈中差速前行；着眼当下，欧盟各国在面对能源危机时心思各异，难免陷入“集体行动困境”；展望未来，欧洲一体化“危”中有“机”，中欧关系同样挑战与机遇并存。

■ **权衡与博弈中，欧洲一体化差速前行。**欧洲一体化经历了三个主要发展阶段，目前的欧盟已成为全球影响力最广泛的一体化组织，成员国达到 27 个，七大主要机构各司其职。欧洲一体化进程在水平方向展现出“主导国家牵头、边缘国家跟随”的特点，在垂直方向呈现出“经济一体化先行、政治一体化渐进”的特征，但这种不同步一体化也造成了欧盟在制度上的结构性缺陷，使其更易陷入“集体行动困境”，欧债危机便是典型案例。

■ **俄乌冲突引发能源危机，欧盟内部裂痕显现。**欧盟能源消费结构仍以化石燃料为主且对俄高度依赖，其中天然气因贸易格局短期难改，成为本轮俄欧能源博弈最大焦点。然而，欧盟各成员国在能源结构、对俄依赖程度等方面明显分化，风险敞口不同导致各国在内外政策上出现了严重分歧。

■ **能源冲击不断扩散外溢，次生风险担忧升级。**能源成本上升使欧元区通胀高企，叠加美联储激进加息，欧央行被迫紧缩但恐将推高衰退风险。此外，各国面临不平衡冲击，且货币紧缩与财政扩张逆向而行，或进一步放大宏观风险，多重压力使市场对于欧元区边缘国家的主权信用风险担忧升级。

■ **双重阴霾笼罩下，欧洲一体化何去何从成为影响未来国际格局的重要命题。**我们认为，此次能源危机对于欧洲一体化可谓“危”中有“机”：

□ **政治层面，安全困境或短期加速欧盟“抱团取暖”，但长期恐将损害欧洲团结。**能源风波背后仍是地缘政治博弈，安全焦虑加速了欧盟国家推进安全防务合作。但俄欧博弈的长期化也在使欧盟在对美跟随中承担着愈加沉重的代价，长期恐将损害欧洲内部团结。

□ **经济层面，欧盟内部短期分歧依然难解，但长期能源自主方向更为明确。**在能源问题上，欧盟统一方案姗姗来迟且仍难解各国根本性分歧；在宏观风险上，欧央行紧缩势头难改，边缘国家信用风险恐难在短期内得到充分缓释。但长期来看，能源危机也将推动欧盟“以危机促团结”，在能源安全领域加强独立自主，使经济一体化的长远方向更为明确。

■ **俄乌冲突使“中-美-俄”战略大三角格局生变，欧盟被迫重新寻找自身定位，中欧关系同样面临边际调整，整体来看挑战与机遇并存：**

□ **政治层面，欧盟对美加紧战略跟随，同时欧洲政治一体化短期得到促进，中欧之间的战略竞争或将边际加剧。**

□ **经济层面，俄欧能源走向脱钩，美欧经贸关系及欧洲经济一体化短期受挫，欧盟成员国或从自身利益出发，以务实态度强化对华经贸合作。**

□ **面对变局，预计中国也将保持一贯的战略定力，并积极把握同欧盟国家深化经贸合作的发展机遇，推动中欧关系行稳致远。**

■ **风险因素：**地缘政治风险超预期升级，欧央行货币政策紧缩力度超预期。

目录

权衡与博弈中，欧洲一体化差速前行	5
从煤钢共同体到欧盟，一体化探索不断升级	5
一体化进程差速推进，集体行动困局难解.....	9
俄乌冲突引爆能源危机，欧盟内部裂痕显现	12
地缘博弈推动能源价格飙涨，欧盟能源结构脆弱性凸显	12
欧盟内部能源风险敞口分化，应对政策存在严重分歧.....	15
能源冲击持续扩散外溢，次生风险担忧升级	19
能源成本上升推高通胀，欧央行加息抬升衰退风险	19
各国面临不平衡冲击，财政货币政策错位扩大危机	21
双重阴霾笼罩，欧洲一体化何去何从	23
政治层面，安全困境或加速欧洲“抱团取暖”	23
经济层面，欧盟内部分歧短期依然难解	26
世界变局之下，中欧关系将走向何方	28
国际秩序面临重塑，中欧关系挑战与机遇并存.....	28
风险因素	31

插图目录

图 1: 20 世纪欧洲一体化进程重要时间点	5
图 2: 欧盟七大主要机构组织及运作框架	8
图 3: 欧盟各国经济体量及发展水平差距巨大	10
图 4: 后入盟国家多为前华约成员国	10
图 5: 欧债危机前各国政府赤字率大幅扩大	11
图 6: 欧债危机期间各国与德国十年期国债利差显著走阔	11
图 7: 欧盟一次能源消费结构 (2021 年数据)	12
图 8: 欧盟化石能源进口来源国 (2020 年数据)	12
图 9: 2021 年全球天然气主要贸易路线	13
图 10: 俄对欧天然气管道输气量自 22 年 6 月起断崖式下滑	14
图 11: 欧盟发电结构中天然气占比近年来不断上升	14
图 12: 荷兰 TTF 价格 8 月末一度达到 330EUR/MWh	14
图 13: 欧盟国家批发电力价格大幅上涨	15
图 14: 欧盟国家天然气进口依赖度及对俄天然气依赖度 (2020 年数据)	15
图 15: 欧盟各国对俄石油进口依赖度 (% , 2020 年数据)	16
图 16: 欧盟成员国天然气储存能力及库存容量水平	17
图 17: 欧盟国家天然气库存水平对比	17
图 18: 欧盟各国曾对天然气限价产生严重分歧	18
图 19: 欧元区 HICP 特别是能源项大幅走高	19
图 20: 欧元区 8 月以来 PMI 全面跌破荣枯线	19
图 21: 欧元区及欧盟 GDP 同比与环比增速 (不变价, 季调)	20
图 22: 欧盟经济景气指数及消费者信心指数震荡下行	20
图 23: 欧元区贸易逆差不断扩大	20
图 24: 欧债收益率上升伴随欧元对美元贬值	20
图 25: 欧洲各国 2022 年 8 月 HICP 同比增速	21
图 26: 欧盟各国三季度 GDP 环比增速及对欧盟整体拉动对比 (不变价, 季调)	22
图 27: 2021.9-2022.9 各国政府为家庭和企业提供的能源补贴资金	22
图 28: 2021.9-2022.9 各国政府为公用事业企业提供的信贷/纾困资金	22
图 29: 欧盟多国政府杠杆率已超过欧债危机时期水平	23
图 30: 意大利、希腊十年期政府债与德国利差走阔	23
图 31: 波罗的海三国 2021 年人均 GDP 水平	24
图 32: 波罗的海国家与欧盟及欧元区 HICP 能源项同比增速	24
图 33: 欧盟战略指南针 (Strategic Compass) 计划内容	25
图 34: 欧央行 APP 及 PEPP 净购买规模	27
图 35: 欧央行 PEPP 分国家净购买	27
图 36: 欧盟曾在“中-美-俄”大三角中保持平衡	29
图 37: 欧盟军费支出占 GDP 比重长期保持低位	29
图 38: 2020 年起中欧贸易额已超过美欧贸易额	29
图 39: 欧盟天然气及石油自俄罗斯进口量 (3 月移动平均)	29
图 40: 欧盟在战略大三角中寻找新平衡	30
图 41: 欧盟对俄气依赖程度已从 40% 以上降低至 8.9%	30

表格目录

表 1：欧共体/欧盟成员国变化.....	8
表 2：欧元区成员国变化.....	9
表 3：欧盟对俄能源相关制裁措施	12
表 4：REPowerEU 主要目标及措施	27

■ 权衡与博弈中，欧洲一体化差速前行

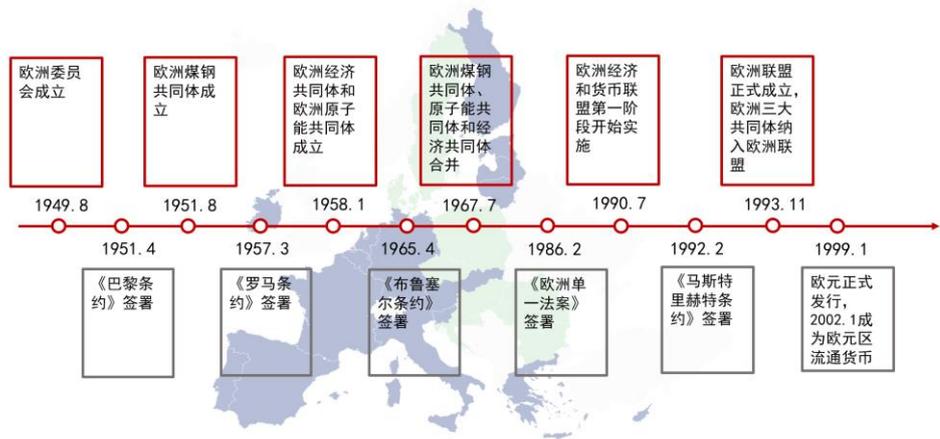
从煤钢共同体到欧盟，一体化探索不断升级

欧洲一体化的思想起源于二战后欧洲对重构国际秩序的反思，实际行动起步于 1951 年成立的煤钢共同体；历经三个主要发展阶段后，欧盟的成员国也从最初的 6 个扩展到目前的 27 个，覆盖范围从西欧扩大到几乎整个欧洲，已然成为全球影响力最广泛的一体化组织。尽管过程并非一帆风顺，但欧洲一体化始终在经济整合和政治联合两条轨道上坚定前行，对整个欧洲乃至国际格局产生着日益强大的影响。

1. 起步阶段（1951-1967）：

二战浩劫使欧洲国家重新反思战后安排，欧洲主要大国希望建设一种新国际秩序以超越传统民族主义的隔阂，避免战争浩劫再临。1950 年 5 月，法国外长舒曼（Robert Schuman）提出了“舒曼计划”，即将法德两国的煤钢生产置于共同管理之下，并向其他欧洲国家开放；1951 年，法国经济学家让·莫内（Jean Monnet）也明确了欧洲统一与联合的远景目标，同时希望通过法德和解、欧洲合作来助力法国经济的重建。1951 年 4 月，法、德、意等欧陆六国于巴黎签署了《欧洲煤钢共同体条约》（即《巴黎条约》），同年 8 月欧洲煤钢共同体正式成立，欧洲一体化迈出了关键一步。

图 1：20 世纪欧洲一体化进程重要时间点



资料来源：European Union，中信证券研究部绘制（注：蓝色区域为当前已经加入欧元区的国家，绿色区域为已加入欧盟但尚未加入欧元区的国家）

煤钢共同体的成立揭开了法德和解的序幕，并极大地鼓舞了欧洲国家走向进一步联合的信心。1955 年 6 月，煤钢共同体成员国外长在意大利举行会议探讨扩大合作的可能性，在进一步加深经济一体化上达成共识，并于次年 3 月签订了《关于建立欧洲经济共同体的条约》和《关于建立欧洲原子能共同体的条约》（合称《罗马条约》）。值得注意的是，《罗马条约》是一个特殊的无期限的国际条约，同时向其他国家开放，成为了更广泛的欧洲一体化的基础。关税同盟和共同农业政策也是《罗马条约》的重要内容，内部贸易壁垒的削减和市场的统一成为加深欧洲一体化的重要支柱。1965 年 4 月，共同体六国更进一步签

订了《布鲁塞尔条约》，将此前成立的三个共同体机构合并为统一的共同体，即欧洲共同体，至此欧洲一体化的初级阶段基本完成。

2. 欧共体阶段（1967-1991）：

欧共体的成立使欧洲一体化进入了新的发展阶段，也对其他欧洲国家产生了强大的辐射效应，特别是英国的加入成为了重要的扩大标志。20世纪60年代开始，向来对欧洲联合不感兴趣的英国由于自身与英联邦国家的联系不断削弱，且美国加强与北约合作削弱了英国在欧洲的影响，因此重新重视与欧陆国家的合作，欧共体的成就更对其形成强大吸引力。经历了十余年的申请与等待后，英国在1973年与爱尔兰和丹麦一同加入欧共体，西欧国家的联合取得重大成就。

80年代，欧共体更是实现了向南欧的重要扩张。希腊、西班牙和葡萄牙等南欧国家虽然从60年代起也在提出与欧共体建立联系的要求，却因为自身经济、政治和社会等领域不达标而不被欧共体接纳。在经历了漫长的谈判之后，欧共体出于对南欧政治稳定和共同体政治经济基础的考虑，最终分别于1981年接纳希腊、1986年接纳西班牙和葡萄牙加入，欧共体成员国总数达到12个。

1986年《欧洲单一法案》的签署，使共同体得以在经济之外的领域进一步扩大合作。1985年12月初，欧洲理事会达成了一揽子原则性协议，主要包括到1992年建立一个消除边界和贸易壁垒、要素完全自由流动的内部统一市场、以立法形式确定20世纪70年代以来形成的“欧洲政治合作”制度等。在此基础上，12个成员国外长于1986年2月签署了《欧洲单一法案》，使共同体的管辖范围扩大到了整个经济、政治、社会、科技以及环保领域，奠定了共同体内部市场的法律基础，使欧洲一体化在更多领域得到深化和发展。

3. 欧盟阶段（1991至今）：

90年代以来，欧洲内忧外患的多重压力成为了促成欧盟诞生的重要推动因素。1990年的德国统一，以及此后的苏联解体和东欧剧变，使得西欧面临空前复杂的政治形势，而海湾战争和南斯拉夫冲突更暴露出欧共体在解决重大国际问题上的无力，使其深切感受到加强政治联合和提升自身影响力的重要性。1990年6月，欧共体在都柏林举行特别首脑会议，各国原则上认可建立政治联盟的倡议；同年12月，12国首脑在罗马召开政府间会议，决定启动为期一年的欧洲经济货币联盟与政治联盟问题谈判。由于此前欧共体在经济领域的一体化奠定了坚实基础，因而经济联盟的谈判进程相对顺利，但政治联盟则经历了更多的争论与博弈。

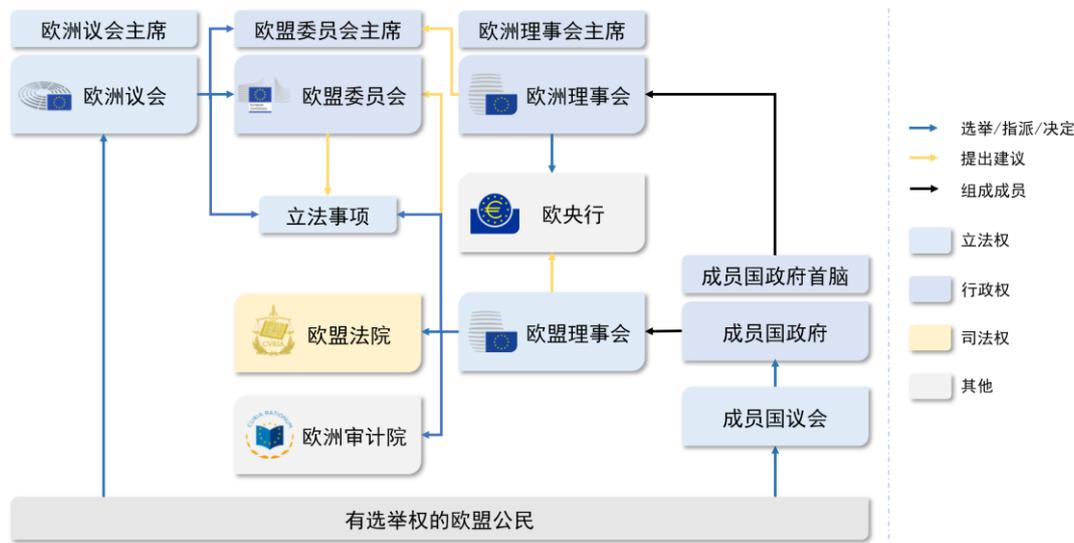
经过一年的艰苦谈判，在1991年12月举行的马斯特里赫首脑会议上，欧共体12国通过了《欧洲联盟条约》（即《马斯特里赫条约》），欧盟的框架基本形成。在完成了相对波折的成员国内部批准过程后，条约最终于1993年11月1日生效，欧盟正式宣告诞生，成为欧洲一体化进程的重要里程碑。1998年6月，欧洲央行正式成立，成为世界上第一个管理超国家货币的中央银行；1999年1月起，欧元作为欧洲统一货币正式发行，并于2002年起在成员国内流通，使得欧盟在经济一体化上达到了前所未有的高度。

欧盟成立后，又在 1995 年至 2013 年间完成了四轮扩张，成员国达到 28 个。其中 2004 年是其历史上最大规模的一次扩张，塞浦路斯、捷克、斯洛伐克等 10 国加入欧盟。到 2013 年时，欧盟已成为一个拥有 5 亿人口、GDP 占比超全球 20% 的经济政治一体化组织。此外，欧元区也在不断扩张，在 2015 年立陶宛加入后，成员国总数达到了 19 个并维持至今，2022 年 7 月欧盟理事会又正式批准克罗地亚从 2023 年起加入欧元区。

2007 年 12 月欧盟各国领导人签署的《里斯本条约》，则是《马斯特里赫条约》之后欧洲政治一体化领域里程碑式的进展。《里斯本条约》的主要改进内容包括：（1）设立欧洲理事会常任主席，以取代此前每半年轮换一次的主席国轮值机制；（2）设立欧盟外交和安全政策高级代表一职，全面负责欧盟对外政策；（3）在更多领域采用多数表决制以取代此前的一致通过制等等。在完成了 27 个成员国的全体批准之后，条约于 2009 年 12 月正式生效，赋予了欧盟独立的法律人格，大幅提高了欧盟在国际舞台上的共同行动能力，增强了欧盟内外政策的代表性和连贯性。多数表决制的推广也提高了欧盟的决策效率，使得欧盟的主要决策机构具有了更强的独立性和权威性。

《里斯本条约》在制度框架和机构设置层面基本奠定了今天的欧盟样貌，七大主要机构各司其职，共同完成欧盟法律和政策的制定与实施。目前欧盟的主要决策机构有 4 个，包括拥有行政权的欧盟委员会（European Commission）和欧洲理事会（European Council），以及拥有立法权的欧洲议会（European Parliament）和欧盟理事会（Council of the EU）。在行政上，欧洲理事会负责确定欧盟的总体政治方向和优先事项，欧盟委员会则是主要执行机构，负责实施欧盟政策及管理欧盟预算，并确保各国正确适用欧盟法律；在立法上，通常由欧盟委员会提出立法提案，经欧盟理事会与欧洲议会共同通过后成为法律。此外，还有 3 个专业性机构对其工作形成重要补充，欧盟法院（Court of Justice of the European Union）掌握司法权、欧央行（European Central Bank）决定欧元区货币政策、欧洲审计院（European Court of Auditors）负责审计欧盟账务以及财政收支。

图 2：欧盟七大主要机构组织及运作框架



资料来源：European Union，中信证券研究部绘制

不过，一体化扩张的进程也并非一帆风顺，英国 2016 年的脱欧公投以及 2020 年的正式脱欧，成为了近十年来欧洲一体化遭遇的最大冲击之一。从英欧关系历史视角来看，脱欧并非完全意外，更多是英国在欧陆政策上“光荣孤立 (Splendid Isolation)”传统的延续与回归。英国始终希望在各项共同政策上保持自己的例外身份，为此后裂痕的扩大埋下伏笔。不过，脱欧并非意味着英国将彻底切断同欧盟的联系，反而可以更加灵活自主的与欧盟建立新的双边关系安排。尽管这种英国式的孤立主义思维或较难在欧盟内部传染，但依然对一体化进程造成了不小冲击。

表 1：欧共体/欧盟成员国变化

年份	成员国变化	成员国总数
1951	法国、联邦德国、意大利、荷兰、比利时、卢森堡成立煤钢共同体	6
1973	英国、丹麦、爱尔兰加入欧共体	9
1981	希腊加入欧共体	10
1986	葡萄牙、西班牙加入欧共体	12
1995	芬兰、瑞典、奥地利加入欧盟	15
2004	塞浦路斯、捷克、爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、马耳他、波兰、斯洛伐克、斯洛文尼亚加入欧盟	25
2007	罗马尼亚、保加利亚加入欧盟	27
2013	克罗地亚加入欧盟	28
2020	英国退出欧盟	27

资料来源：European Union，中信证券研究部

表 2：欧元区成员国变化

年份	新成员国	成员国总数
1999	德国、法国、意大利、荷兰、比利时、卢森堡、爱尔兰、奥地利、芬兰、西班牙、葡萄牙	11
2001	希腊	12
2007	斯洛文尼亚	13
2008	马耳他、塞浦路斯	15
2009	斯洛伐克	16
2011	爱沙尼亚	17
2014	拉脱维亚	18
2015	立陶宛	19
2023（预计）	克罗地亚	20

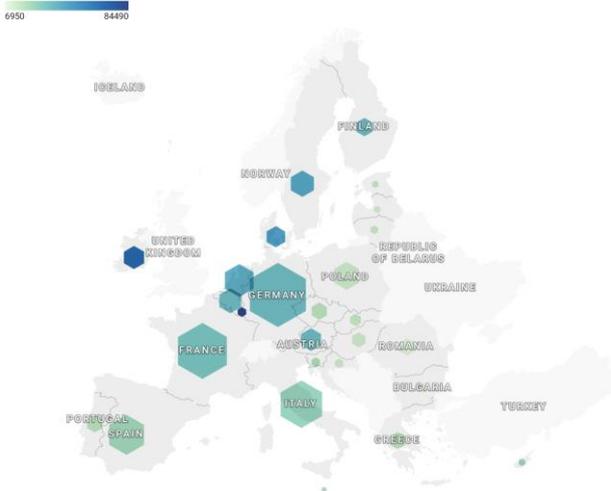
资料来源：European Union，中信证券研究部

一体化进程差速推进，集体行动困局难解

回顾历史，欧洲一体化的进程在水平和垂直方向呈现出两个维度的不同步。在水平方向，展现出“主导国家牵头、边缘国家跟随”的特点，德、法等国在欧洲一体化进程中往往扮演牵头人角色，也在是否吸纳新成员等问题上有很强的话语权，而后期入盟的边缘国家则多处于跟随状态；在垂直方向，则呈现出“经济一体化先行、政治一体化渐进”的特征，欧元区这种高度经济一体化的成就在 1999 年就早已先行实现，而欧盟的政治联合框架却直到 2009 年的《里斯本条约》时期才有了标志性进展。

欧盟各国的经济发展水平以及历史背景差异巨大，而一体化在扩张过程中吸收了更多的异质性因素，也需要更多的时间进行磨合和消化，造成了水平方向的不同步。2000 年之后加入欧盟的国家在经济基本上明显弱于先入盟国家，且历史上多为前华约成员国，欧盟吸纳其加入的原因更多在于地缘政治和意识形态上的考虑，试图占领苏联解体后留下来的中东欧地缘真空。但是，这些国家在政治经济层面均与先入盟国家存在较大差异，也为之后的融合与调整带来了更大的挑战。从 2021 年人均 GDP 水平来看，欧盟最富裕国家与最落后国家的差距甚至达到十倍有余；而从经济体量上看，德、法、意三国 2021 年 GDP 占欧盟整体比重就已经超过了 50%，而 2000 年之后入盟的 13 个国家体量之和都未达到欧盟的 20%。因此，“双速欧洲”或“多速欧洲”的非同步一体化成为各方平衡利益、磨合差异的现实选择。

图 3：欧盟各国经济体量及发展水平差距巨大



资料来源：Eurostat，中信证券研究部绘制（注：气泡大小代表各国 GDP 占欧盟比重，颜色深浅代表各国以欧元计价的人均 GDP，均为 2021 年数据）

图 4：后入盟国家多为前华约成员国



资料来源：中信证券研究部绘制（注：蓝色国家为北约成员国，红色国家及前东德曾为前华约成员国，后均加入北约）

而从垂直层面来看，超国家主义与国家中心主义两种理念的博弈造成了政治与经济一体化速度的不同步。在超国家主义理念下，成员国应将更多的主权让渡给超国家机构共同行使，试图在区域内建立类似联邦国家的政治实体，实现自上而下的一体化；而在国家中心主义理念下，主权国家才是最主要的行为体，一体化是在各国之间不断博弈谈判中自下而上推进的。两种理念的争论从欧洲一体化起步之初便已存在，在 1948 年的海牙大会上，英、丹等国主张国家中心主义下的政府间合作方案，而法、德、意等六国明显更为赞成超国家安排，而这六国也成为了此后煤钢共同体的创始成员国。纵观七十余年的欧洲一体化历史，本身也是这两大理念的博弈史，由于各国在经济层面的主权让渡相较于政治领域的让渡难度更低，因此一体化在经济领域的推进也更加顺利。

经过数十年的探索与发展，欧盟已经形成了一个介于国家与国际组织之间、混合超国家与国家间安排的特殊政治实体。在经济领域，以欧央行为代表的超国家管理机构决定着欧元区成员国的货币政策；而在政治领域，有关重大政治问题的共同决策仍以国家间安排为主。而从欧盟七大主要机构的组织性质来看，欧盟委员会、欧洲议会、欧洲法院、欧央行以及欧洲审计院均属于超国家机构，而欧盟理事会和欧洲理事会则保留着国家间合作机构的性质。因此，“欧盟”并非均质化的单一政治概念，而是由不同组织性质、不同权力来源以及不同专业分工的多个机构所组成的混合性政治实体。

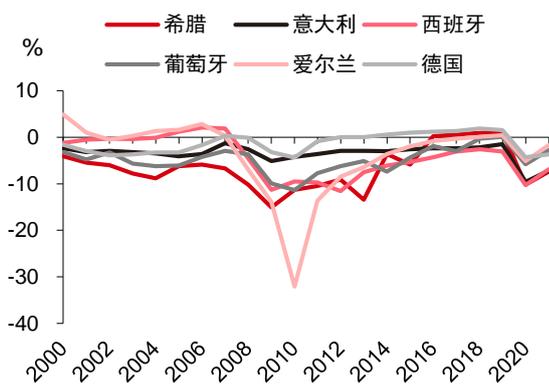
但是，这种不同步的一体化也为欧盟在制度设计上留下了结构性缺陷，使其在集体行动时可能面临严重困境。1965 年，美国政治经济学家奥尔森（M.Olson）在《集体行动的逻辑》一书中提出了“集体行动困境”这一重要命题，并在 1982 年的《国家兴衰探源》中阐明了具体应用案例。在他看来，集体行动的逻辑遵循特定规律：（1）集团中的行为体都是理性人，会按照自身利益行事；（2）规模对集体行动存在重要影响，集团规模越大，组织成本就越高，集体行动越困难；（3）除非有额外的制度安排使成员按照共同利益行事，否则个体往往有“搭便车”的倾向从而损害共同利益。因此，尽管欧盟在集体行动时的执行力远超其他一体化组织，但由于其成员国依然保留独立主权，且在许多具体领域并未形

成有足够约束力的制度安排，导致个体国家出于自身利益考量所做出的选择很可能对欧盟集体利益造成损害。

在欧洲一体化历史中，这一困局最明显的体现便是 2009 年爆发并持续数年的欧债危机。从“集体行动困境”的视角来看，虽然欧元区建立了单一市场、共同货币体系，但并未形成共同的财政和预算政策，同时缺少统一的制度监督与约束，导致经济基本面较弱的国家倾向于从自身利益出发做出“搭便车”的行为。各国利用欧元的流动性和低成本融资的便利盲目扩大公共开支，使赤字率等指标超过了《稳定与增长公约》的规定却未遭真正的处罚和约束，导致损害集体利益的行为不断加码。此外，在危机初现端倪时，德国等主要债权国又从个体理性出发不甘于承担集体救助的成本，最终导致危机愈演愈烈，损害了欧元区整体的稳定性。当各方最终意识到事态发展下去不救助的成本要远远大于救助成本时，债权国和欧央行层面才终于出台了一系列救火措施，花费了极其高昂的成本拯救了欧元区的命运，也为欧盟各国敲响了警钟。

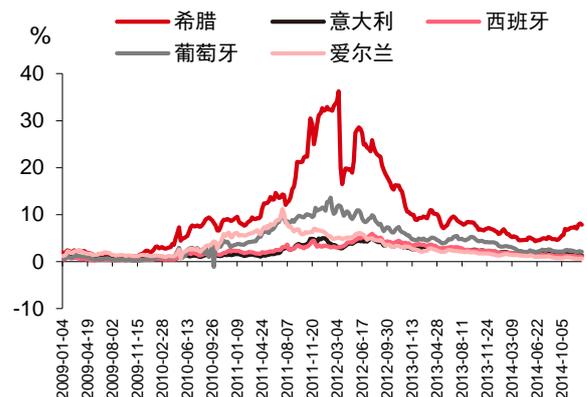
欧债危机虽然短期冲击了欧元区的稳定，但在中长期看也使欧盟意识到这种缺陷在集体行动困境中可能带来的灾难性后果，开始注重加强制度性建设，避免灾难再次重现。欧央行和欧盟在为危机国家提供救助的同时，也督促希腊等陷入债务困境的国家实施多轮财政紧缩和改革措施以尽快走出困境，通过提高公共财政可持续性和提高经济竞争力以避免危机再度爆发，并加强了对财政赤字的监督与惩罚力度。经过欧债危机之后，欧元区和欧盟非但没有走向分裂，反而利用这一危机加强了长期的政策协调与监督，解决了以往悬而未决的一系列问题，部分国家过高的福利支出也被调整至与经济发展水平更加适应。成功化解危机也令欧盟的吸引力再次提升，2013 年克罗地亚成功加入欧盟，并将于 2023 年加入欧元区，使一体化进程再上一个台阶。

图 5：欧债危机前各国政府赤字率大幅扩大



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：欧债危机期间各国与德国十年期国债利差显著走阔



资料来源：Wind，中信证券研究部

“解铃还须系铃人”，欧债危机的爆发、扩大与化解，证明欧洲一体化带来的问题只能用完善一体化的方式去解决，集体行动的困境只有通过更为有效的制度安排才能化解。欧盟作为各国让渡主权的集中行使者，总是试图在超国家与国家间这两个层面之间寻找动态平衡点，以期实现共同体整体利益与成员国利益的最优安排。“不求同步，但求同向”，欧洲一体化正是在不断的权衡与博弈中差速前行。

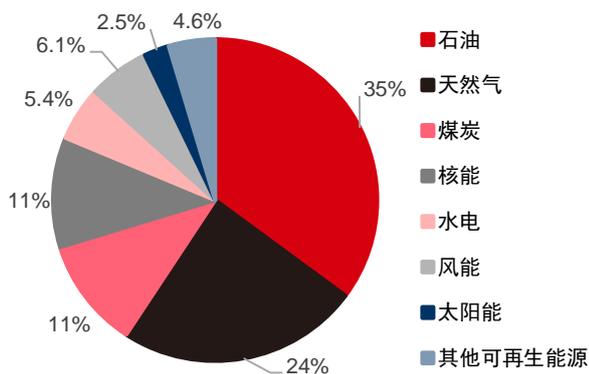
■ 俄乌冲突引爆能源危机，欧盟内部裂痕显现

欧洲刚刚走出欧债危机的阴霾不久，2022年2月爆发的俄乌冲突又再度引爆新一轮地缘政治危机，也使能源安全、粮食安全、金融安全等非传统安全问题再度浮上水面。俄乌能源博弈在推动欧洲能源价格飙涨并使次生危机愈演愈烈的同时，也对欧盟的内部团结构成了全新的严峻挑战，集体行动困境重现。

地缘博弈推动能源价格飙涨，欧盟能源结构脆弱性凸显

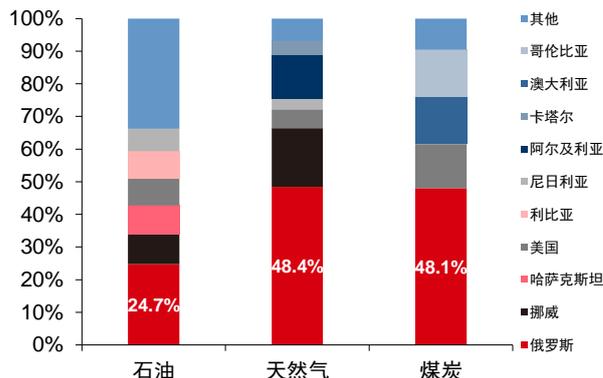
欧盟在清洁能源转型的决心和步伐上走在世界前列，但其能源消费结构目前依然以化石燃料为主，而其中自俄进口占据最大比重。化石能源支撑了欧盟7成的能源需求，而欧盟传统能源自给率又非常之低。从需求端来看，欧盟国家一次能源消费结构中占比排名前三的是石油、天然气和煤炭，2021年三者分别占比35%、24%、11%，而可再生能源总体只占13.2%。从供给端来看，欧盟能源自给率较低且对俄严重依赖，欧盟统计局的数据显示，2020年欧盟全部可用能源的自给率仅41.7%，而自俄进口高达24.4%；具体来看，欧盟的石油、天然气和煤炭进口中来自俄罗斯的又分别占了约24.7%、48.4%和48.1%。

图7：欧盟一次能源消费结构（2021年数据）



资料来源：BP，中信证券研究部

图8：欧盟化石能源进口来源国（2020年数据）



资料来源：Eurostat，中信证券研究部

俄乌冲突的爆发和局势升级，以及欧盟对俄实施的一系列能源制裁，使得欧洲能源问题随地缘博弈升级愈演愈烈。冲突爆发以来，为对俄实施极限经贸制裁施压、打击其占国民经济主导地位的能源大宗行业，欧盟已陆续出台9轮制裁措施，特别是在能源方面推出了包括禁止对俄能源投资，禁止进口俄油、俄煤以及设置俄油价格上限等一系列制裁。

表3：欧盟对俄能源相关制裁措施

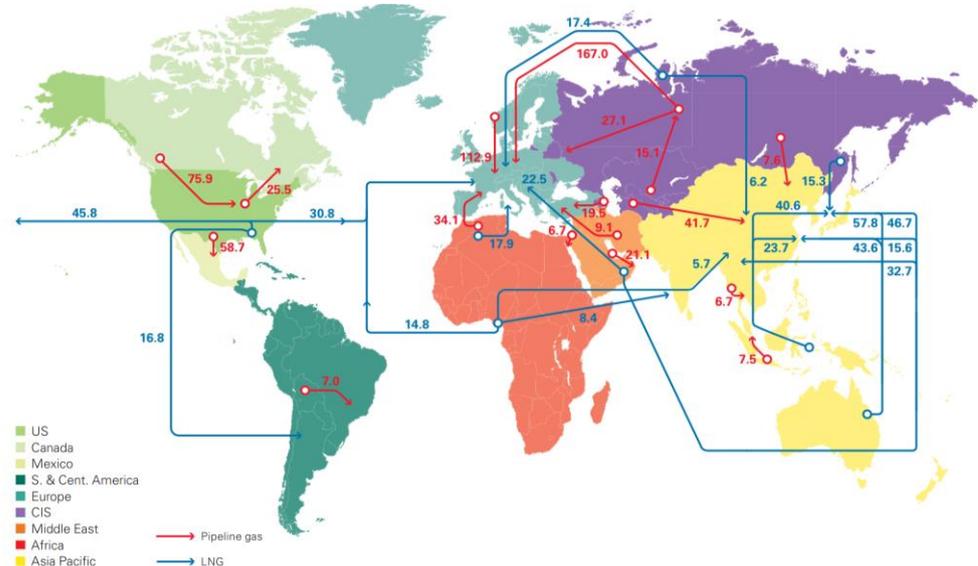
时间	涉及轮次	对俄能源相关制裁
2022.2.25	第二轮	禁止向俄罗斯出售、供应、转让或出口炼油领域的特定商品和技术，并将对提供相关服务施加限制。
2022.3.15	第四轮	禁止在俄罗斯能源部门进行新的投资。
2022.4.8	第五轮	禁止所有形式的俄罗斯煤炭和其他固态化石燃料进口。
2022.6.3	第六轮	在6个月时间内逐步禁止自俄罗斯的原油进口，在8个月时间内禁止其他精炼石油产品的进口。但通过管道运输从俄罗斯进口的原油将暂获豁免。

时间	涉及轮次	对俄能源相关制裁
2022.10.6	第八轮	禁止超过价格上限的俄罗斯石油通过海路运输至第三方。
2022.12.3	-	将产于俄罗斯的石油价格上限定为每桶 60 美元。
2022.12.16	第九轮	禁止对俄罗斯采矿业的投资。

资料来源：European Council，中信证券研究部

在化石能源中，天然气是极为特殊的一种，其贸易格局难以短期内重塑。与石油和煤炭不同，天然气或通过固定管道运输，或制成 LNG，但后者不仅有压缩冷却液化过程中的巨大能量损失，且其运输需要相应港口基础设施和特种运输船只的配套。因此，全球天然气市场的连通程度较低，多以区域性市场为主，本轮危机之前欧洲的天然气也主要被俄罗斯的管道气垄断，主要管路包括北溪（Nord Stream）、亚马尔（Yamal）、乌克兰（Ukraine transit）、土耳其溪（TurkStream）等。

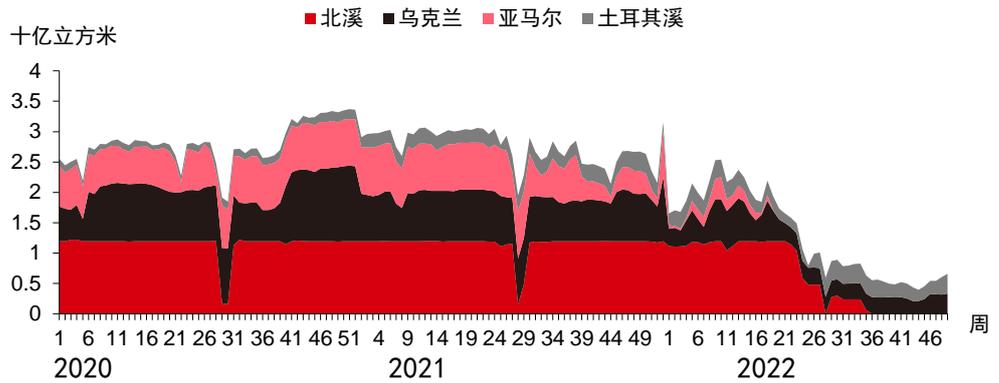
图 9：2021 年全球天然气主要贸易路线（十亿立方米）



资料来源：BP，中信证券研究部

尽管欧盟始终未对俄气实施大规模制裁，但天然气已成为此轮俄欧能源博弈最大焦点。虽然欧盟对俄石油和煤炭依赖同样不低，但不论是在贸易方式上还是在替代国家上，其能源缺口都相对天然气更易弥补。因此，欧盟在制裁中始终未正式对俄气实施全面禁运，反而是俄罗斯在控制天然气供给上更具主动性。自欧盟发出第六轮制裁宣布禁止俄油进口以后，俄罗斯当即表态将逐步暂停向“不友好国家”供气，对欧输气量也开始大幅缩减。9月2日，俄罗斯更宣布将无限期关闭“北溪1号”，并公开表示西方对其实施的惩罚性制裁是导致管道气断供的原因。9月26日，“北溪1号”和“北溪2号”天然气管路遭遇了不明原因的水下爆破，或长达半年以上的维修期使得短期内恢复供气更加困难。

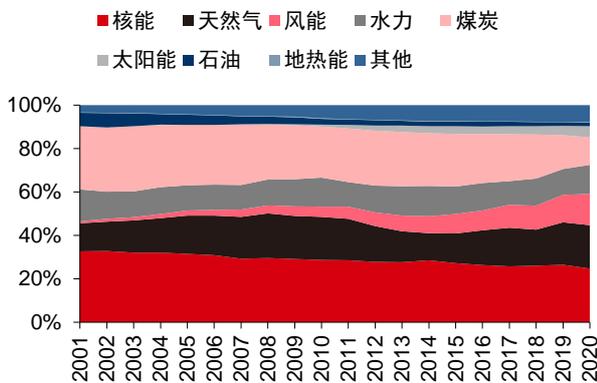
图 10: 俄对欧天然气管道输气量自 22 年 6 月起断崖式下滑



资料来源: Bruegel, 中信证券研究部

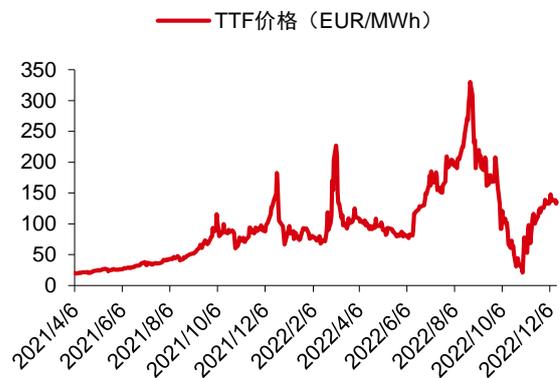
俄气断供后，欧洲国家只能被迫以极高成本进口 LNG 作为替代，导致气价电价同步飙升。2022 年 6 月以来，随着俄管道气欧洲天然气市场价格一路飙升，荷兰 TTF 价格一度触及 330EUR/MWh，相较往年平均价格增长 10 倍有余。由于欧洲电力市场批发价格由边际发电成本决定，而天然气发电厂往往是电力市场中的边际供应商，因此其发电成本基本决定了欧洲电力价格，天然气价格飙升也推动电力价格一路走高。

图 11: 欧盟发电结构中天然气占比近年来不断上升



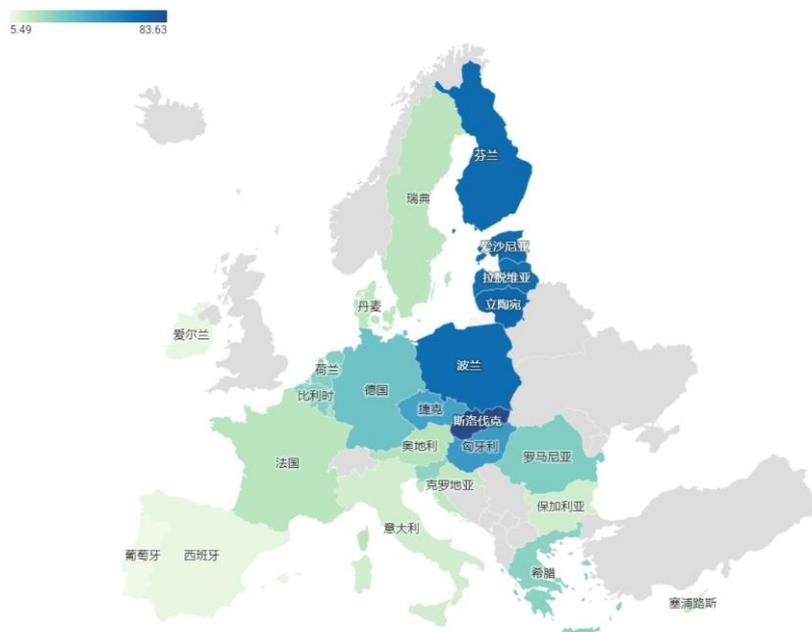
资料来源: Eurostat, 中信证券研究部

图 12: 荷兰 TTF 价格 8 月末一度达到 330EUR/MWh



资料来源: Refinitiv, 中信证券研究部

图 15：欧盟各国对俄石油进口依赖度（%，2020 年数据）

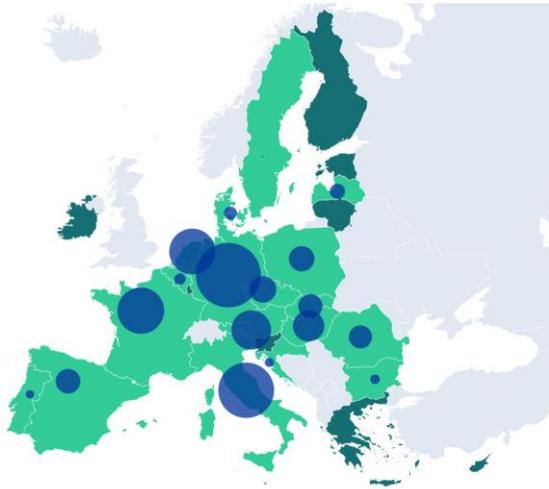


资料来源：Eurostat，中信证券研究部绘制

在对俄石油进口依赖度上，欧盟国家同样呈现出明显的地缘差别，自西向东依赖程度逐渐加深。欧洲是俄罗斯最大的石油出口市场，根据国际能源署的数据，俄罗斯每天 470 万桶原油出口中约有一半流向欧盟。具体来看，欧盟内部对俄油依赖程度存在巨大差别，波罗的海三国（爱沙尼亚、拉脱维亚、立陶宛）、中东欧国家（波兰、斯洛伐克、匈牙利）以及芬兰对俄石油依赖度都超过 50%，其中斯洛伐克更高达 83.6%，而西欧和南欧国家对俄油依赖则普遍低于 20%。同时，部分国家在寻找能源替代上也面临巨大困难，如据路透社报道，匈牙利曾表示其若将炼油厂转为处理非俄罗斯石油，还需要额外的融资支持。

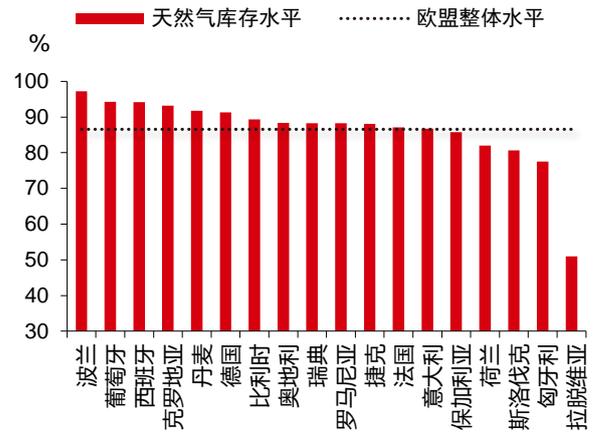
聚焦眼下，各国的天然气储存能力和库存水平也是决定其对能源风险的感受和应对政策的重要因素。根据欧盟理事会和 GIE 的统计，芬兰、爱尔兰、爱沙尼亚等国并无天然气储存能力（但与其他成员国有合作安排），而拉脱维亚等国虽有储存能力但其当前库存容量低于欧盟整体水平。其中，拉脱维亚和匈牙利库存更是低于欧盟设定的 80% 过冬水平，对于天然气价格和供给冲击更为敏感。

图 16: 欧盟成员国天然气储存能力及库存容量水平



资料来源: European Council, 中信证券研究部 (注: 浅绿色代表该国有天然气储存能力, 深绿色代表该国无储存能力但与其他成员国有合作安排; 蓝色气泡大小代表天然气库存量。数据截至 2022.12.13)

图 17: 欧盟国家天然气库存水平对比

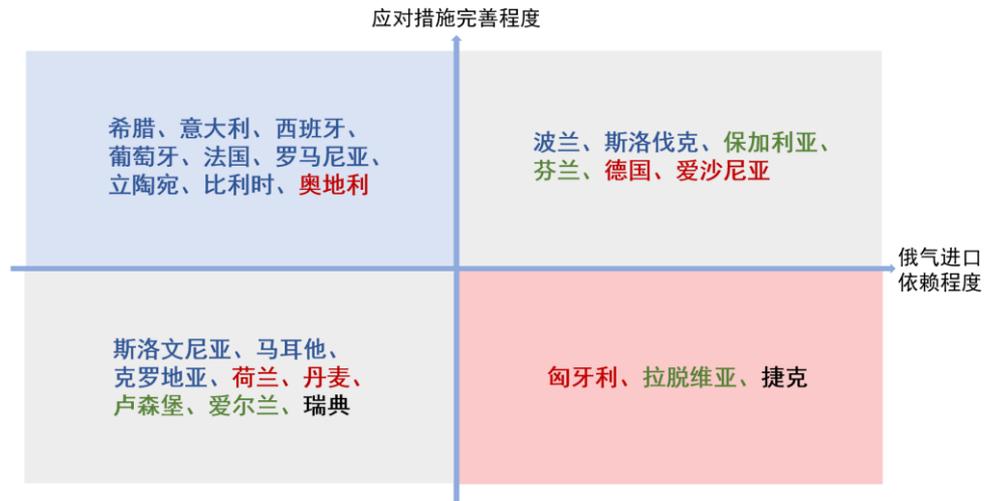


资料来源: GIE, 中信证券研究部 (注: 数据截至 2022.12.13)

因此, 各国从自身利益出发, 在讨论对俄能源禁运、限价政策时立场往往难以统一, 集体行动困境再现。由于各国面对能源危机时的风险敞口差异巨大, 成员间的严重分歧导致难以在欧盟层面达成统一安排。例如, 由于斯洛伐克、捷克、匈牙利高度依靠俄罗斯的德鲁日巴输油管道 (Druzhba Pipeline) 供应石油, 因此在 5 月份欧盟讨论第六轮制裁措施拟对俄实施石油禁运时, 匈牙利表示强烈反对, 捷克和斯洛伐克对此也表示关切, 使得方案迟迟难以通过。为达成一致同意, 欧盟层面只能做出妥协让步, 在最终公布的第六轮制裁方案中为俄罗斯原油禁运留了 6 个月“逐步实施”的宽限期, 同时对通过管道进口的俄油实施暂时豁免。

此外, 对于如何解决欧盟内部愈演愈烈的能源危机, 各国也难以在普遍性干预措施上达成统一意见。例如, 天然气限价是欧盟各国频繁讨论的重要议题, 但因分歧严重曾长期未能达成一致安排。由于各国对俄气风险敞口不同, 各成员国基于自身理性做出的选择难以在集体层面形成协调。希腊、意大利、西班牙等对俄气依赖程度较低、能源应对措施较为完善的国家, 其风险敞口显著小于对俄气高度依赖且应对措施较不完善的匈牙利等国家, 因此大都支持天然气限价, 希望以此保护消费者和工业免受气价高企的影响, 同时更不担心可能由此带来的断供风险。但是, 天然气限价若实施, 风险敞口更小的国家更可能产生“搭便车”的动机, 提高能源消耗量而不必承担气价上升的成本, 导致风险敞口更大的国家面临更为严重的断供风险。因此, 自 9 月以来欧盟层面对于天然气限价的数次磋商会议中, 风险敞口更高的德国、匈牙利等国曾多次对限价表示反对, 拉脱维亚、保加利亚等国也采取谨慎立场并多次强调需要保证供应安全。而拥有 27 个成员国的欧盟又显然是一个奥尔森所称的“大集团”, 组织和协调成本高昂, 导致限价政策长期未能达成一致。

图 18：欧盟各国曾对天然气限价产生严重分歧



资料来源：Euronews, Bruegel, 中信证券研究部绘制（注：标蓝国家曾明确支持对天然气实施限价，标红国家曾明确反对限价，标绿国家则采取谨慎立场并强调需要保证供应安全）

经过漫长的争论与博弈，欧盟最终艰难地通过了一份妥协性的限价决议。在争论持续数月未决之后，欧盟理事会主席国捷克最终选择了“有效多数”作为投票规则，要求只需至少 55% 的成员国（且至少代表欧盟人口的 65%）投票赞成即可通过相关决议。12 月 19 日，限价决议终于通过，并将于 2023 年 2 月 15 日起实施。根据协议，若荷兰 TTF 天然气期货场内价格连续三天超过 180EUR/MWh，且比同期国际市场上 LNG 基准价高出 35EUR 以上，限价机制将生效并保持至少 20 个工作日。

限价政策设置“刹车”机制以更好达成妥协，但各国根本性矛盾未解，政策效果最终或将低于欧盟预期。为了缓解持反对意见的成员国的担忧，同时避免“搭便车”行为对天然气供需格局造成更大破坏，欧盟层面也对该限价机制设置了“刹车”机制：若天然气需求短期内大幅增加，且 LNG 进口量显著减少或 TTF 交易量同比显著降低，则限价机制中止生效；同时，欧洲证券和市场管理局、欧盟能源管理合作局也将在措施生效前出具一份报告，若显示实施限价风险大于收益，欧盟将随时准备提前中止启用机制。此外，该政策只限制特定天然气期货合约的场内交易价格，并不对场外天然气的交易价格进行限制。因此，限价政策一方面并无广泛的约束力且退出条件较为宽松，另一方面也无法从根本上对不同国家的风险敞口进行调和，最终政策落地效果恐将难以满足欧盟预期。

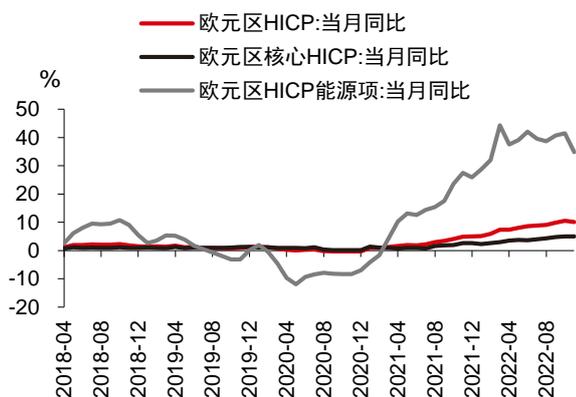
■ 能源冲击持续扩散外溢，次生风险担忧升级

随着本轮能源危机不断发酵，其冲击也持续外溢至欧洲各国经济基本面。能源冲击造成的次生风险主要表现在两个层面：一方面，抬高工业企业能源成本，推升通胀并打击消费者信心，叠加欧央行紧缩政策增加欧元区衰退风险；另一方面，各国宽财政政策与欧央行紧缩措施错位，推高边缘国家主权信用风险。

能源成本上升推高通胀，欧央行加息抬升衰退风险

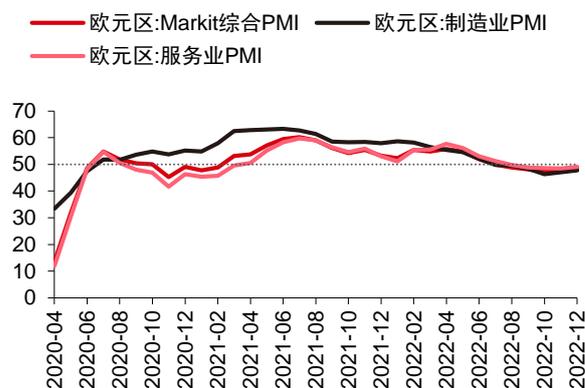
能源问题成为当下欧洲通胀的主要推手，供给缺口叠加多重风险积累对欧洲经济造成持续冲击。俄乌冲突的长期化以及俄欧能源博弈的加剧使得短期内输入性通胀压力难以缓解，而新冠疫情以来欧央行曾长期保持的宽松政策也提供了极易滋生通胀的货币环境。今年以来，欧洲通胀已不断走高，10月、11月欧元区HICP同比增速分别达到10.6%、10%，其中10月能源项同比增速更达到惊人的41.5%。冬季到来，随着用电及取暖需求的进一步上升，欧洲能源供需格局或更加严峻，飙升的能源成本也对工业企业造成了巨大压力，大量企业宣布减产或停产，欧元区制造业及服务业PMI从8月跌破荣枯线以来长期维持低位。

图 19：欧元区 HICP 特别是能源项大幅走高



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 20：欧元区 8 月以来 PMI 全面跌破荣枯线



资料来源：Wind，中信证券研究部

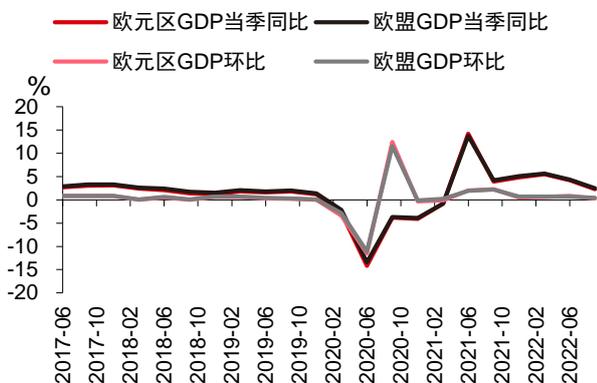
为抑制欧元区通胀“高烧”，同时面对美联储激进加息的外部压力，欧央行被迫连续采取加息动作。7月21日，欧央行决定将欧元区三大关键利率上调50bp，成为自2011年以来的首次加息；在9月、10月连续两次加息75bp之后，欧央行于12月15日再度加息50bp，使得三项主要利率中的再融资利率、边际贷款利率、存款便利利率分别达到2.50%、2.75%、2%，同时欧央行表示将于明年3月起以每月150亿欧元的速度开启量化紧缩。欧央行行长拉加德更多次重申欧央行鹰派立场，暗示将进一步多次大幅加息。

然而，欧洲本轮通胀主因能源供给侧结构性问题，从需求侧着手的紧缩性货币政策效果或十分有限，反而可能推高衰退风险。本轮能源危机的核心矛盾在于欧盟希望通过打击俄能源大宗行业以减少俄罗斯能源收入，而俄方则试图通过控制能源供应以迫使欧盟减少对乌克兰的军事援助，俄乌冲突的长期化与能源问题的扩大化使欧洲被迫承担愈加沉重的

经济代价。然而，欧央行实施的紧缩政策无法从根本上解决地缘矛盾所造成的能源缺口，而压制需求的紧缩政策反而将提高居民和企业的借贷成本从而对经济造成更大打击。欧元区及欧盟三季度 GDP 同比增速持续回落，欧盟经济景气指数及消费者信心指数震荡下行。

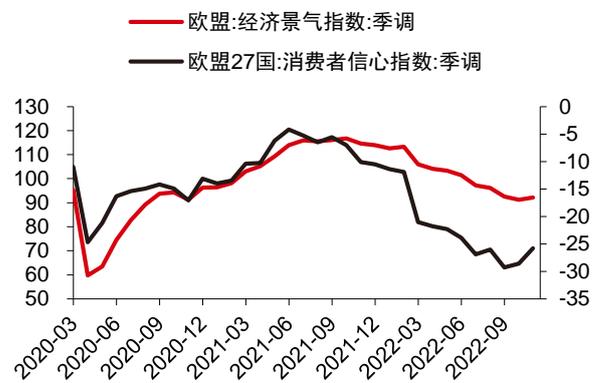
受能源危机与衰退风险双重拖累，欧元也正面临较大贬值压力。即使 7 月以来欧央行已进行两轮加息，欧元兑美元仍一路走低并跌破 1:1 关口。欧元贬值使其进口能源商品成本进一步上升，而由于其他主流货币也在对美贬值故出口提振作用有限，导致欧元区贸易逆差不断扩大。IMF 于 10 月 11 日发布的《全球经济展望》对 2022 年欧元区实际 GDP 增速预测值为 2.6%，相较于此前 7 月 26 日发布的版本调降了 0.5%，表达出对欧元区经济即将陷入衰退风险的担忧。

图 21：欧元区及欧盟 GDP 同比与环比增速（不变价，季调）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 22：欧盟经济景气指数及消费者信心指数震荡下行



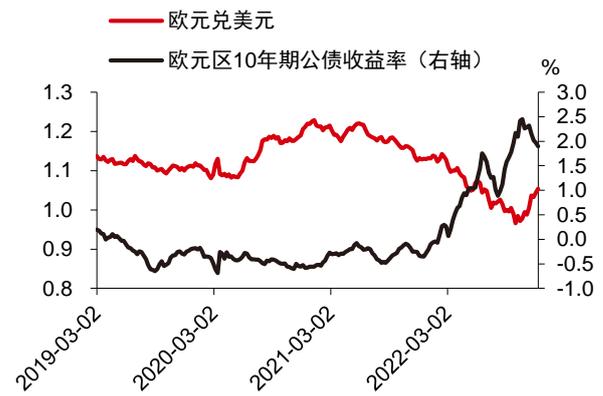
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 23：欧元区贸易逆差不断扩大



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 24：欧债收益率上升伴随欧元对美元贬值

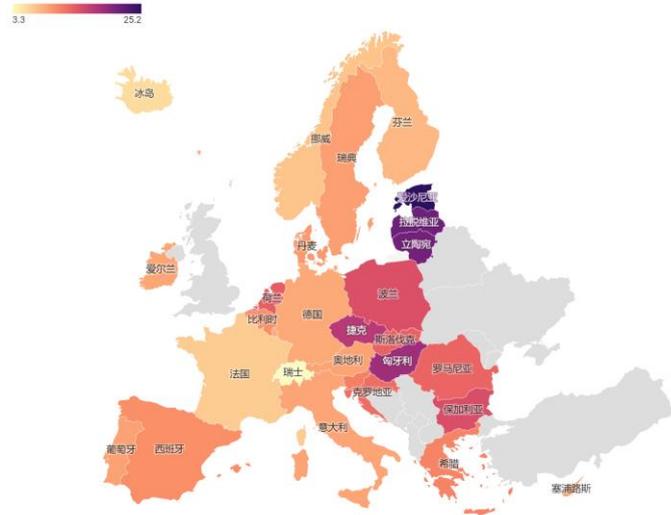


资料来源：Wind，中信证券研究部

各国面临不平衡冲击，财政货币政策错位扩大危机

在欧盟整体经济遭受考验的同时，各成员国又因能源风险敞口不尽相同从而面临着不平衡冲击。从 2022 年 8 月天然气价格涨势最快时各国 HICP 同比增速来看，波罗的海三国在本轮能源危机中首当其冲，爱沙尼亚、拉脱维亚和立陶宛 HICP 同比增速分别高达 25.2%、21.4%、21.1%，其中能源项同比增速更分别高达 100.1%、67%、65.9%；此外，对俄能源依赖同样较深的中东欧国家受影响也较为严重，匈牙利、捷克分别达到 18.6%、17.1%，保加利亚、罗马尼亚分别达到 15%、13.3%。相比之下，西欧国家情况则稍显轻松，爱尔兰、法国 HICP 同比分别为 9%、6.6%，低于欧盟整体通胀水平。

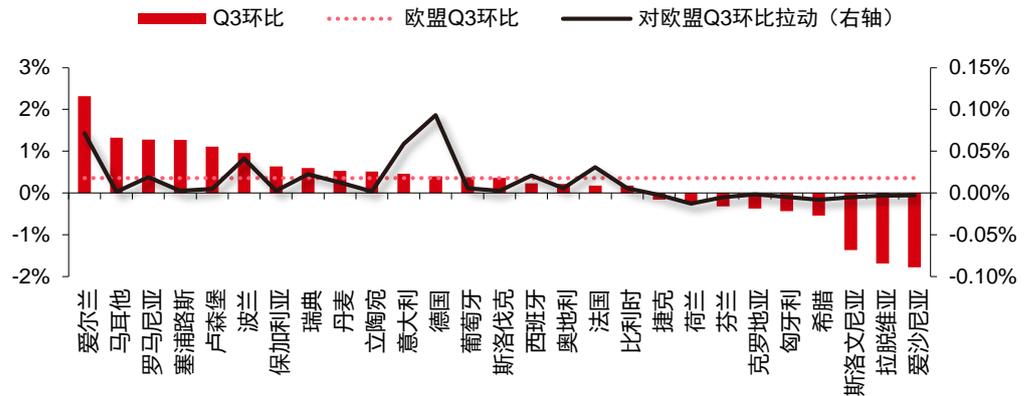
图 25：欧洲各国 2022 年 8 月 HICP 同比增速（%）



资料来源：Eurostat，中信证券研究部绘制

而从各国三季度 GDP 环比增速来看，各国受冲击程度差异同样十分明显。爱尔兰、马耳他、罗马尼亚等国环比增速领先，而斯洛文尼亚、拉脱维亚、爱沙尼亚等 9 国环比陷入负增长；波罗的海三国由于受本轮能源通胀影响最为严重，且自身基本面本就较差（三国 2021 年人均 GDP 均低于欧盟整体水平的 60%），三季度经济表现十分落后。若将各国自身经济规模纳入考量，经我们测算对欧盟三季度环比拉动正贡献排名前三的国家为德国、爱尔兰、意大利，分别为 0.09%、0.07%、0.06%；与此同时，芬兰、希腊、荷兰都对欧盟整体造成了负拖累。

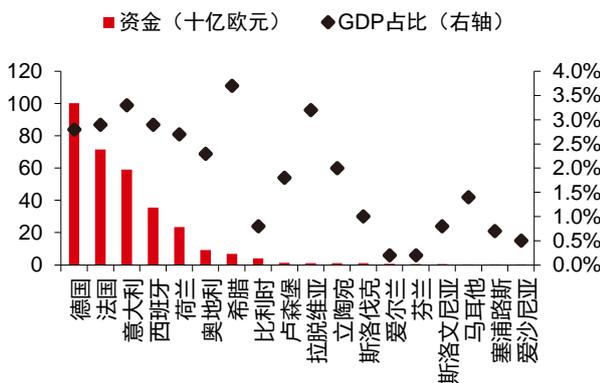
图 26：欧盟各国三季度 GDP 环比增速及对欧盟整体拉动对比（不变价，季调）



资料来源：Eurostat，中信证券研究部

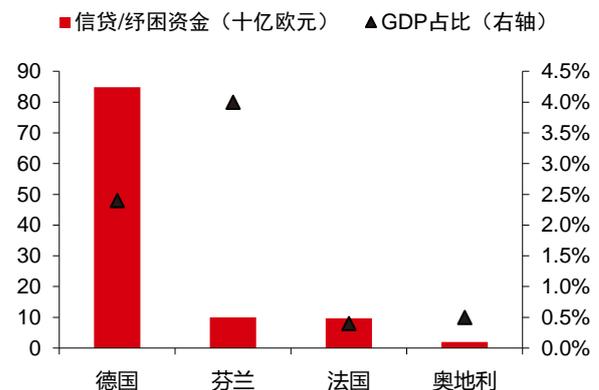
面临压力空前的能源挑战，各成员国本应通力合作、尽快形成统一的干预措施，但由于制度约束的缺失和统一协调的缺位，各国匆忙独立行动并使得集体行动困境进一步加深。由于货币与财政政策的不统一，在欧央行转向货币紧缩的大背景下，各国却纷纷推行扩张性的财政政策对冲能源风险，不少欧元区国家采取了包括能源公司国有化、设置电价上限、能源消费补贴、新能源投资补贴等扩张性财政政策。根据 Bruegel 统计，2021 年 9 月至 2022 年 9 月，欧元区国家已经累计为本国居民和企业提供了超过 3100 亿欧元的能源补贴，占 GDP 比重高达 3%；德国、芬兰、法国、奥地利则为本国公用事业企业提供了合计超过 1000 亿欧元的信贷支持或纾困资金。通过放松财政纪律来缓释能源风险对于个体国家而言是理性选择，但是整体上却损害了欧元区的财政健康，并使通胀顽疾更难根治；特别是边缘国家的政府杠杆率抬升所导致的主权信用风险担忧，对欧元造成了贬值压力，欧元的贬值反过来又进一步增加了外债偿还的压力。

图 27：2021.9-2022.9 各国政府为家庭和企业提供的能源补贴资金



资料来源：Bruegel，中信证券研究部

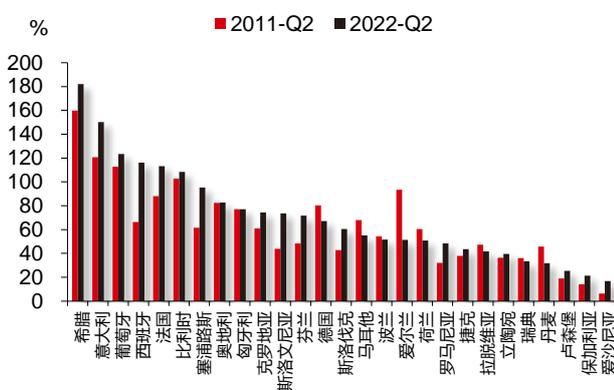
图 28：2021.9-2022.9 各国政府为公用事业企业提供的信贷/纾困资金



资料来源：Bruegel，中信证券研究部

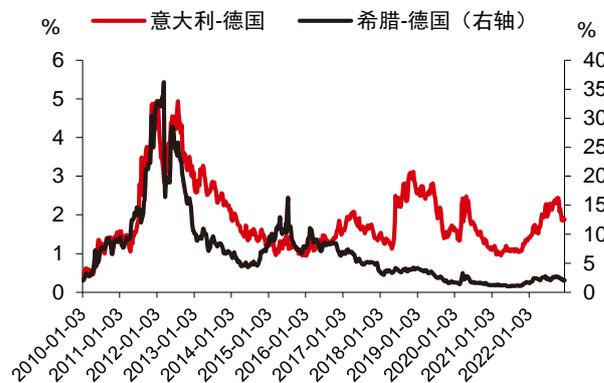
面临高通胀、高杠杆率、高差异性的多重压力，市场对于边缘国家的主权信用风险担忧逐渐升级。截至今年二季度末，希腊、意大利、葡萄牙等国家的政府杠杆率已超出欧债危机时期水平，而欧央行的加息将进一步增加高杠杆国家的经济压力和偿债成本。在多重压力的持续影响下，欧元区薄弱环节的风险敞口正变得愈加难以忽视，市场也开始计入部分主权信用风险预期。12月15日，拉加德在欧央行议息会议上坦言：“自今年6月以来，金融稳定环境已经恶化；在经济前景和财政状况双重疲软的背景下，欧元区主权债务脆弱性有所上升。”事实上，边缘国家-德国十年期国债利差自6月以来已不断走阔，截至12月18日，标志性的德意利差及希腊-德国利差分别超过了180bp和200bp，德意利差已经接近2011年欧债危机爆发初期水平，市场逐步将主权信用风险计入定价。

图 29：欧盟多国政府杠杆率已超过欧债危机时期水平



资料来源：Eurostat，中信证券研究部

图 30：意大利、希腊十年期政府债与德国利差走阔



资料来源：各国央行，中信证券研究部

■ 双重阴霾笼罩，欧洲一体化何去何从

面对能源冲击及宏观风险双重挑战，欧盟能否突破集体行动困境、欧洲一体化何去何从也成为了影响欧洲国家命运乃至未来国际格局的重要命题。欧盟的发展历程表明，一体化进程中的问题，仍需通过完善一体化的方式解决。我们认为，俄乌冲突所引发的欧洲安全焦虑在政治领域或可推动欧盟国家加速“抱团取暖”，在安全防务合作短板上加强协作，但长期来看与美国亦步亦趋或最终损害其“战略自主”的原则和内部团结；经济领域各成员国虽短期分歧难解，但长期视角下本轮危机也将会推动欧盟在能源安全领域加强独立自主，“以危机促团结”，或使经济一体化的长远方向更为确定。

政治层面，安全困境或加速欧洲“抱团取暖”

回顾历史，政治因素始终是欧洲一体化的深层推动力。二战浩劫肆虐，使欧洲国家呼唤超越传统民族国家范式的国际安排，成为欧洲一体化最初的思想火苗；冷战铁幕降下，夹在美苏之间的西欧国家在危机感中寻求联合与稳定，进行了建设超国家安排的初步尝试。进入60年代，向来不愿参与欧洲联合的英国也开始申请加入欧共体以重建自身影响力；而到了80年代，为促进南欧的政治稳定，欧共体也吸纳了经济基本面较差的希腊、西班牙和葡萄牙。成员国的扩大在壮大了共同体整体实力的同时，也对其他尚未加入共同体的国家产生了强大的吸引力，并最终成为引发东欧剧变的一个重要因素。特别是苏联解体后

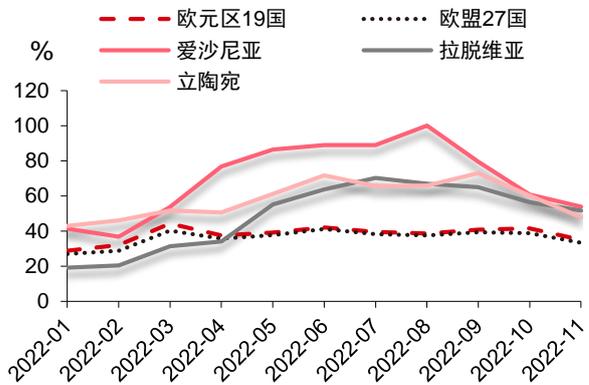
在东欧留下大片政治真空，为欧盟的向东扩张打开了空间，2004 年以来中东欧国家大批入盟，欧洲一体化进程借机实现了加速跨越。欧盟东扩也大大加强了自身的地缘影响力，增强了其在国际事务上与美国分庭抗礼的实力。

图 31：波罗的海三国 2021 年人均 GDP 水平（欧元）



资料来源：Eurostat，中信证券研究部绘制

图 32：波罗的海国家与欧盟及欧元区 HICP 能源项同比增速



资料来源：Eurostat，中信证券研究部

放眼当下，政治因素也能够更好解释为何欧洲虽忍受着能源剧痛，但在对俄态度上仍保持强硬。 欧盟国家中，波罗的海三国（爱沙尼亚、拉脱维亚、立陶宛）极具代表性：能源层面对俄高度依赖，三国在石油上对俄依赖度均超 50%，在天然气上爱沙尼亚、拉脱维亚对俄依赖度更接近 100%；经济层面亦遭严重冲击，在 8 月气价增速最快时，爱沙尼亚、拉脱维亚和立陶宛 HICP 能源项同比增速分别高达 100.1%、67%、65.9%，远超欧盟整体水平，三季度经济表现在欧盟内部也十分落后。但是，三国却在对俄制裁上却表现出相当强硬姿态，爱沙尼亚于 8 月 18 日起禁止持有该国签证的俄罗斯人入境，拉脱维亚和立陶宛也已经暂停为俄罗斯人发放新的签证。这种看似矛盾的行为背后，其实主要来自政治因素的考量：波罗的海三国与俄罗斯历史恩怨极深，又在地缘上被俄罗斯和白俄罗斯形成包围之势，俄乌冲突的爆发引发了三国极为强烈的安全焦虑，成为推动其对俄强硬的主要因素。波罗的海三国的处境与应对，也深刻反映出当下整个欧洲的复杂心态。

俄乌冲突加重了欧洲的安全焦虑，并使地缘安全困境不断加深。 在国际关系安全困境的范式下，各国无法确定彼此意图从而对他国实力的增长产生恐惧，各自为了安全不断累积防御能力，最终反而造成冲突爆发的悲剧。冷战结束以后，为制衡俄罗斯的地缘影响，欧盟利用并加强与美国的防务合作，使北约不断东扩步步紧逼，而俄罗斯出于自身安全需求则多次以强硬措施进行反击，2008 年的格鲁吉亚战争和 2014 年的克里米亚战争，都是双方矛盾积累到一定程度的集中爆发，俄乌冲突的爆发也是如此。但同格鲁吉亚战争和克里米亚战争不同，俄乌冲突中若乌克兰彻底失守，则欧洲东部直接失去重要的对俄战略缓冲。因此，欧盟国家尽管忍受着能源脱钩剧痛，但当地缘安全都已受到紧迫威胁时，只能不计成本对俄强硬加码制裁，同时以空前力度对乌军援，试图制约俄罗斯的进一步行动。

图 33：欧盟战略指南针（Strategic Compass）计划内容



资料来源：European Council，中信证券研究部绘制

外部因素助推欧洲安全防务合作加速，“抱团取暖”或成为欧盟政治一体化的短期推动力。安全防务合作是政治一体化的重要内容，但此前欧洲国家长期依赖美国在北约框架下提供的军事保护，在欧盟内部的安全防务合作缺少充足的动力。而俄乌冲突的爆发引发了欧洲国家迫在眉睫的安全焦虑，大大加速了欧盟内部的安全防务合作进展。2022年3月21日，欧盟理事会批准了从2020年开始拟制的“战略指南针（Strategic Compass）”计划，将通过提升行动能力、强化防御体系、加大建设投入、深化伙伴合作四方面措施，旨在2030年之前加强欧盟的安全和防务合作以补齐安全防务短板。各成员国层面也在积极响应这一趋势，德国3月设立1000亿欧元国防专项资金并从2024年起将每年的国防开支占GDP比重提高到2%以上，法国7月计划将2023年国防预算同比提高7.5%至440亿欧元并计划从2025年起建造1艘新航母，预计更多欧洲国家或将形成跟随，开启一轮再军事化以强化自身实力。安全焦虑为欧盟带来了统一内部立场、补足安全防务合作短板的机遇，或将使得欧洲政治一体化的进程得到短期促进。

但长期来看，俄欧博弈的扩大化和复杂化，也在使欧盟在对美战略跟随和对俄加码制裁的过程中承担着愈加沉重的代价，损害其长期奉行的“战略自主（Strategic Autonomy）”原则，长此以往或将最终损害欧洲内部团结。“战略自主”是冯德莱恩领导的欧盟委员会奉行的核心政策，也是欧盟实施其全球战略的重要原则，旨在使欧盟能自由追求对其利益有利的外交政策，以摆脱对其他国家的过度依赖。在美国特朗普政府时代，“美国优先”战略损害了同欧盟的伙伴关系，使得欧盟不得不通过强调“战略自主”来提高国际话语权，试图在中、美、俄之间取得灵活平衡。但拜登政府上台后，美国重新重视与欧洲盟友改善关系，欧盟在借机加紧对美跟随的过程中打破了平衡，在令各成员国承担日益沉重的脱钩阵痛的同时，也使其“战略自主”原则逐渐迷失方向。随着俄欧博弈的长期化，如何协调好各成员国立场，更好平衡各方的安全关切，将成为欧盟保持内外团结以及持续推进政治一体化的重要考验。

经济层面，欧盟内部分歧短期依然难解

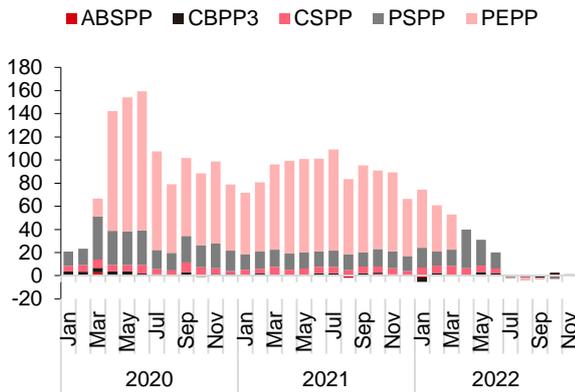
由于超国家层面的共识迟迟未能达成，各国为解决迫在眉睫的能源问题，纷纷出台行政干预措施以减少能源价格上涨对居民的影响。目前，欧洲各国多已根据自身情况各自采取降低能源关税、加强电价监管、征收暴利税、对居民户提供补贴等行政干预措施以降低能源冲击造成的影响。例如，奥地利政府 3 月计划在 2023 年年中削减 90% 的天然气和电力关税，预计将为此承担 9 亿欧元的代价；匈牙利政府 5 月宣布今明两年将对金融、能源等行业征收总计 8000 亿福林的超额利润税；德国政府 9 月更宣布将在 2024 年之前投入 2000 亿欧元以应对能源危机，主要用于补贴家庭和企业的能源费用。此类干预政策虽然或可短期缓解迫在眉睫的能源压力，但仍未能从根本上解决能源供给缺口，并可能对欧元区整体财政稳健性造成损害。

欧盟层面，统一能源干预方案姗姗来迟，但仍难化解各方分歧。9 月 30 日，欧盟委员会提出的紧急能源干预提案被正式批准通过，主要包括三方面内容：（1）降低能源需求，在明年 3 月 31 日前主动减少 10% 的用电量，其中在用电高峰时段减少 5% 的用电量；（2）限制电价，将使用可再生能源、核能和褐煤发电的企业收入上限设定为每兆瓦 180 欧元；（3）征收暴利税（solidarity contribution），建议成员国对油气、煤炭、炼化行业征收超额利润。在此基础上，欧盟委员会又于 10 月 18 日提出了新的一揽子方案，21 日经欧盟理事会批准通过，主要包括四方面内容：（1）联合购买非俄天然气以获取更优谈判价格；（2）推出新的天然气价格指数，同时建立日内价格波动管理机制；（3）加强欧盟成员国之间的团结；（4）进一步减少天然气需求，同时防止供应短缺。相比 9 月的方案，此轮措施明显更注重加强各成员国的协同合作，但仍难从根本上调和各国的能源风险敞口差异。

在能源问题之外，如何应对能源冲击所产生的宏观次生风险，也是维护欧盟和欧元区经济稳定的关键任务。回顾历史，欧洲经济一体化肇始于基本面较好的国家，欧元区扩张的过程同时也是经济货币政策向较为落后的边缘国家向下兼容的过程，但由此造成的两难问题始终悬而未决。一方面，统一的货币政策在制定时常更加倾向于德、法等国家的经济目标和诉求，对于边缘国家往往缺乏普适性，反而可能加剧区域不平衡现象；另一方面，在自由流动的统一货币区中，边缘国家作为欧元体系内的薄弱环节，一旦爆发风险事件则极易造成欧元区内的风险传染。本轮能源危机中，欧元区面临着经济衰退与杠杆率高企的问题，同时金融环境预期还将继续保持紧缩以对抗通胀顽疾，在此背景下边缘国家的尾部风险抬升使得市场担忧欧债危机般的情景再临。

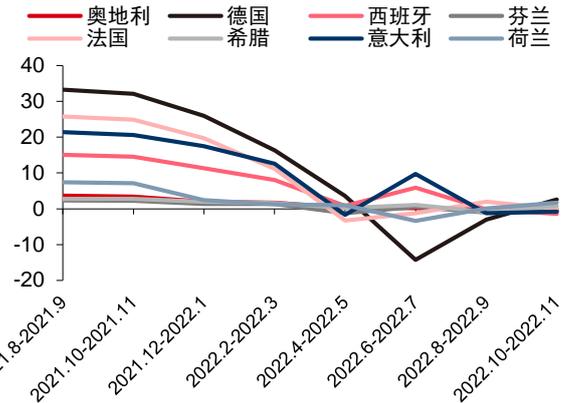
然而，欧央行保持紧缩势头不改，边缘国家的主权信用风险短期内恐难以得到充分缓释。今年 4 月开始，欧央行已经暂停了总额高达 18500 亿欧元的紧急抗疫购债计划（PEPP）的净买入，但面对市场对欧元区主权信用风险不断升级的担忧，欧央行只能被迫于 6 月 15 日迅速召开紧急会议，提出其将对即将到期的 PEPP 投资组合进行战略性再投资，不过仅限于结构调整，不会带来增量资金。7 月开始，欧央行也停止了此前每月规模约 200 亿欧元的资产购买计划（APP），在货币政策上进一步紧缩。尽管欧央行在 7 月 21 日推出了名为“传导保护机制（TPI）”的工具，可以在二级市场购买融资状况恶化国家的债券以提供信用支持，但出于防止道德风险的考虑，欧央行对于该工具的使用条件和操作规模的表述依然较为模糊。预计在欧央行鹰派姿态不改的背景下，短期内其对边缘国家的信用支持力度将十分有限。

图 34: 欧央行 APP 及 PEPP 净购买规模 (十亿欧元)



资料来源: 欧央行, 中信证券研究部 (注: APP 包含 ABSPP、CBPP3、CSPP、PSPP 四项细分计划)

图 35: 欧央行 PEPP 分国家净购买 (十亿欧元)



资料来源: 欧央行, 中信证券研究部

不过, 尽管短期内困局难解, 但从长期视角看, 本轮危机也激起了欧盟强化经济独立主权的意愿, 欧盟也希望借此机会加速能源革命, 从根本上避免类似危机重演。在深刻反思自身的能源脆弱性后, 欧盟委员会于 2022 年 3 月 8 日发布了“REPowerEU (重新赋能欧盟)”蓝图, 并于 5 月 18 日公布了更为详细的计划, 主要从节约能源、能源供应多样化、加速推进可再生能源以及智慧投资四大部分着手, 旨在逐步消除对俄罗斯化石燃料的依赖, 同时积极推动能源转型, 以提高欧洲能源系统的弹性。REPowerEU 的短期目标依然着眼于解决当前的能源问题, 主要通过多元化天然气进口和加速推进新能源项目同步推进以弥补能源供应缺口, 而中长期来看, 根据欧盟委员会的测算, 到 2030 年, 实施 Fit for 55 框架和 REPowerEU 计划每年将为欧盟节省 800 亿欧元的天然气进口支出, 120 亿欧元的石油进口支出和 17 亿欧元的煤炭进口支出。REpowerEU 表面上看虽是一份扩大欧洲新能源基础设施投资的总方案, 但其隐含的“能源安全”追求, 则通过此次危机被抬至欧盟整体战略层面的高度, 其长远目标在于使欧洲真正实现突破他国能源制约的自主选择。

总的来看, 在本轮能源危机中, 欧盟不同成员国受到的不平衡冲击以及应对政策上的不一致所造成的集体行动困境, 的确对欧盟的经济一体化产生了短期冲击; 但尽管短期困局难解, 欧盟也借此机会对自身能源问题进行了深刻反思, 将经济主权特别是能源安全提升至整体战略高度层面, “以危机促团结”, 或使欧洲经济一体化的长远方向更为确定。

表 4: REPowerEU 主要目标及措施

短期目标及措施	通过欧盟能源平台, 为所有成员国以及乌克兰、摩尔多瓦、格鲁吉亚和西巴尔干地区采购管道气、LNG 和氢气与可靠供应商建立新能源合作伙伴关系, 包括在可再生能源和低碳气体方面的合作
	建立“联合采购机制”, 代表成员国进行天然气采购谈判和签订合同
	快速推进太阳能、风能和与可再生氢项目建设, 降低约 500 亿立方米的天然气进口量
	增加生物甲烷产量, 节约 170 亿立方米气体进口
	欧盟节约能源沟通, 就公民和企业如何节省约 130 亿立方米的天然气进口提出建议
	到 2022 年 11 月 1 日之前, 将天然气填充到库存容量的 80%
中长期目标及措施	欧盟协调减少需求计划防止天然气供应中断
	支持价值 3000 亿欧元的投资和改革
	投入 30 亿欧元创新基金, 支持工业脱碳前期项目
	关于更快推进可再生能源的新立法和建议

投资天然气和电力基础设施网络

将 2030 年的能效目标从 9% 提高到 13%

将 2030 年可再生能源占比目标从 40% 提高到 45%

欧盟新提案确保工业界能够获得关键原材料

提高运输部门能效的监管措施，使运输部门能更有效地使用绿色能源

建立氢能加速器，预计到 2025 年建造 17.5GW 的电解槽，为欧盟工业企业提供 1000 万吨可再生氢能源

建立氢气的现代监管框架

到 2030 年时，使欧盟每年节省 800 亿欧元的天然气进口支出，120 亿欧元的石油进口支出和 17 亿欧元的煤炭进口支出

资料来源：European Commission，中信证券研究部

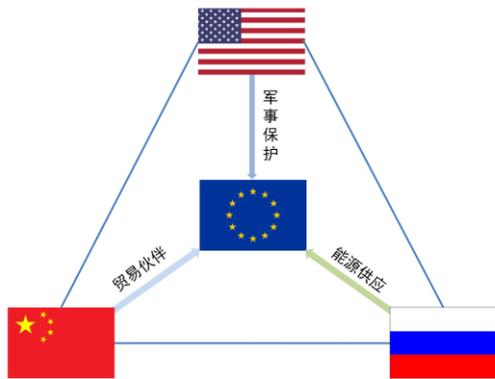
世界变局之下，中欧关系将走向何方

国际秩序面临重塑，中欧关系挑战与机遇并存

当今世界，“中-美-俄”大三角是最为重要的战略关系框架之一，深刻影响着国际秩序走向。中美俄均是独立自主的大国和联合国安理会常任理事国，在政治、经济、军事等领域均拥有在国际上举足轻重的影响地位；中美、中俄、美俄之间均建立起了极为重要的双边关系，且三对关系之间每一对关系的变化都将对另外两对产生牵动与制衡。

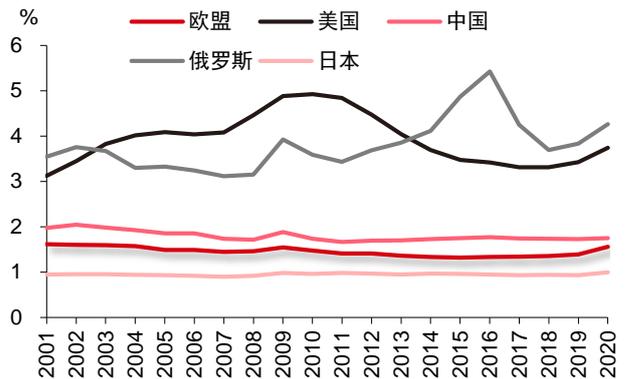
长期以来，战略大三角保持相对稳固，欧盟也因此享有相对稳定的国际环境，在中、美、俄之间取得灵活平衡。冷战结束以来，世界秩序多极化和全球治理民主化趋势不断推进，中美俄之间曾在双边、多边框架下展开过一系列合作，并长期维持着动态的战略平衡。在这样的国际环境下，欧盟通过其独特的外交灵活性，在大三角中享受着三重红利：美国主导下的北约对欧洲提供了有力的军事保护，使欧盟国家长期以来节省下巨额军费开支，整体军费开支占 GDP 比重仅不到 2%，低于其他主要国家；中欧之间建立起了极为重要的经贸伙伴关系，从进出口金额来看，自 2020 年起中国已超越美国成为欧盟最大贸易伙伴；俄罗斯则为欧洲保持着能源供应，在俄乌冲突爆发之前天然气对欧出口量逐年上升，成本低廉的管道气使得欧洲在人工成本较高的情况下依然得以维持制造业竞争优势。依靠在中、美、俄之间的灵活平衡，欧盟得以通过三重红利不断提高自身整体经济实力和政治影响力，在全球治理中扮演着日益重要的角色。

图 36：欧盟曾在“中-美-俄”大三角中保持平衡



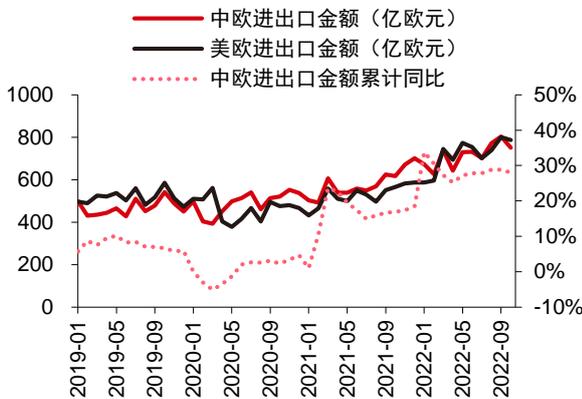
资料来源：中信证券研究部绘制

图 37：欧盟军费支出占 GDP 比重长期保持低位



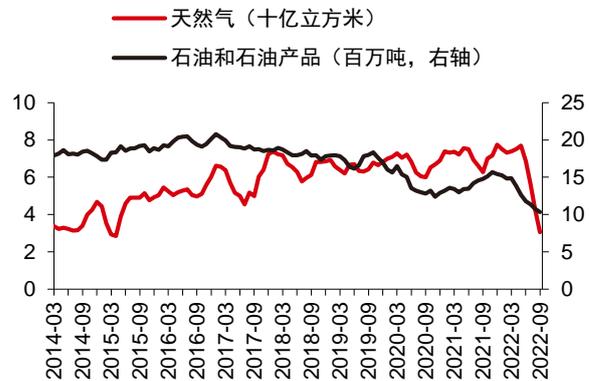
资料来源：世界银行，中信证券研究部

图 38：2020 年起中欧贸易额已超过美欧贸易额



资料来源：Eurostat，中信证券研究部绘制

图 39：欧盟天然气及石油自俄罗斯进口量（3 月移动平均）

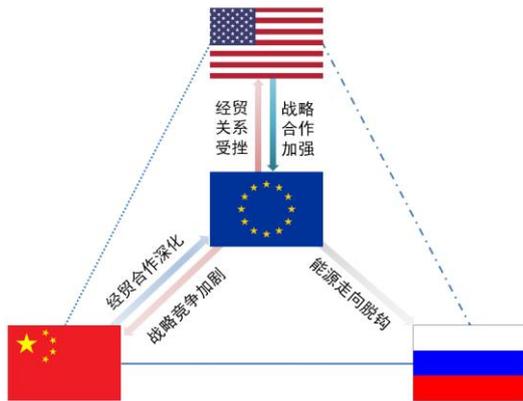


资料来源：Eurostat，中信证券研究部

但是，俄乌冲突的爆发令地缘博弈回归国际关系中心舞台，也使得中美俄之间的双边关系均产生了重要变化。拜登政府不仅在俄乌冲突爆发后的 10 个月里为乌克兰直接提供了超过 219 亿美元的军事援助（美国国防部网站数据），更于 10 月发布的《国家安全战略》中称俄罗斯是对国际秩序“最直接且持续的威胁”，又称中国是最主要的“战略竞争对手”，使中美、美俄关系面临调整。中俄之间则在军事、经贸等领域强化伙伴关系，今年以来两国空军、海军已举行多次联合军演，而根据海关总署统计，中俄贸易额今年 1-11 月累计达到 1724.06 亿美元，同比增速达到 32%。

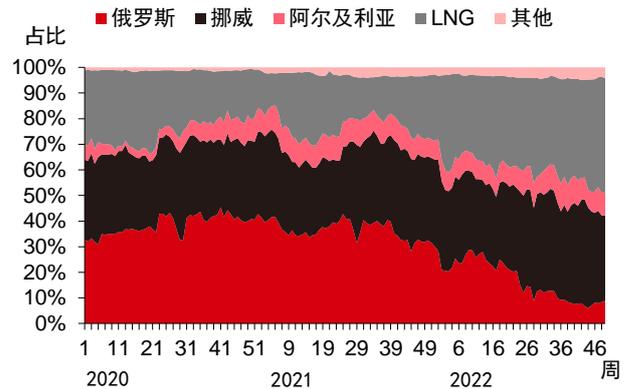
战略大三角的调整使国际秩序面临重塑，欧盟或难以维系此前精心维护的动态平衡，被迫在变局中重新寻找自身定位。在俄欧关系上，欧盟对俄气依赖程度已不断降低，包括 REpowerEU 在内的能源转型计划也将成为欧盟追求能源自主的长期战略安排，对俄能源走向脱钩或已成定局。而在美欧关系上，在政治层面，欧盟抓住拜登政府强化跨大西洋合作的机会，在共同安全防务、“价值观外交”等领域加强战略合作；但在经济层面，美国贸易保护主义思想回潮使双方经贸关系短期受挫，8 月拜登签署《通胀削减法案（IRA）》为美国绿色产业提供高额补贴，对欧盟相关产业竞争力造成严重损害，美欧 11 月为此专门成立联合工作组进行协商但仍未取得积极进展。

图 40：欧盟在战略大三角中寻找新平衡



资料来源：中信证券研究部绘制

图 41：欧盟对俄气依赖程度已从 40% 以上降低至 8.9%



资料来源：Bruegel，中信证券研究部

在此背景下，中欧关系也同样面临着重要的边际调整，整体来看挑战与机遇并存：

- **欧盟对华政策的调整受双重因素主导：**从外部看，美欧关系、俄欧关系的调整使得欧盟亟需重新校准对华关系；从内部看，欧洲一体化在经济或政治领域进展越顺利，欧盟在该领域内部凝聚力就越强，对外声音也越一致。
- **在政治层面，由于欧盟对美加紧战略跟随，同时欧洲政治一体化短期得到促进，中欧之间的战略竞争或将边际加剧。**在战略定位上，欧盟自 2019 年起便在其《战略展望（Strategic Outlook）》中将中国定义为“合作伙伴、经济竞争对手和系统性对手”，而其中的竞争性意味在俄乌冲突爆发后进一步上升，欧盟委员会主席冯德莱恩更于今年 10 月的欧盟大使年会上宣称“俄罗斯不是对基于规则的秩序的唯一及最严重的威胁”，同时强调“欧洲必须巩固保护我们价值观的能力”，影射“中国威胁”并试图渲染中欧“制度性竞争”。
- **在经济层面，由于美欧经贸关系及欧洲经济一体化短期受挫，欧盟成员国纷纷从自身利益出发，以务实态度强化对华经贸合作。**今年以来，包括巴斯夫、宝马、奥迪、空客在内的多家欧企扩大在华投资，据商务部统计，今年 1-8 月欧盟对华投资累计同比增长 123.7%；11 月 4 日，德国总理朔尔茨力排众议带领德企高管团队访华，强调与中国“脱钩”完全错误；11 月中旬召开的 G20 峰会上，法、意、西、荷等国领导人同中国举行双边会谈，均积极表态将继续加强对华经贸合作。

面对变局，预计中国也将保持一贯的战略定力，同时以更灵活的态度应对中欧关系新变化。预计中国将在坚定维护国家主权、安全、发展利益的同时，继续扩大高水平开放，积极把握同欧盟国家深化经贸合作的发展机遇。同时，中欧之间在气候变化、清洁能源、生物多样性保护等领域有着广泛战略共识和共同利益，未来合作空间巨大，或将有力推动中欧全面战略伙伴关系行稳致远：

- 在应对气候变化方面，中欧有着共同愿景，中国提出了“2030 碳达峰、2060 碳中和”的目标，欧盟也提出了“2050 碳中和”的远景规划，双方在绿色转型上拥有共同决心，在气候立法、循环经济、绿色金融领域拥有广泛合作空间；
- 在清洁能源方面，中欧企业和科研机构多年来已开展了多项包括海上风电、燃料电池和储能等技术研发和项目开发等合作，中欧之间也分别于 2021 年 2 月、9 月和 2022 年 7 月开展了三次环境与气候高层对话，双方表示未来将在能源安全、绿色能源产业、能源技术创新等领域进一步加强合作；
- 在生物多样性保护领域，双方均认同中欧应发挥表率作用，保护、保存和恢复生物多样性和生态系统。今年 12 月中国作为《生物多样性公约》第十五次缔约方大会（COP15）主席国，引领各方通过了全球高度期待的“昆明—蒙特利尔全球生物多样性框架”，在全球生物多样性治理历史上具有里程碑意义，也为中欧生物多样性保护合作奠定了坚实的制度基础。

■ 风险因素

地缘政治风险超预期升级，欧央行货币政策紧缩力度超预期。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑中信证券可能存在与本报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd. 地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ00001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH00001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@cls.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。