

海外宏观双周报

欧元下行压力几何——复盘欧元汇率波动的宏观驱动力

核心观点

传统汇率决定理论检验欧元汇率波动：传统理论认为 A 兑 B 的名义汇率与 AB 的通胀水平及实际汇率有关。利率平价理论认为，在投资者风险偏好为中性的情况下，A 国国债利率低于 B 国国债利率，A 兑 B 贬值。由于一国的名义利率与该国的通货膨胀率、经济增速相关，参考上述两个基本理论，我们猜想欧元汇率与欧美经济增速差、通货膨胀差具有很大相关性。

经过观察发现，2015 年以前，欧元汇率与美欧 CPI 月同比之差基本呈正相关，但 2015 年 2 月至 2017 年 1 月、2019 年 2 月至 2020 年 2 月相关性减弱。

欧元汇率与欧美经济增速差在绝大部分时间相关性较弱。我们认为，产生欧元汇率与欧美经济增速相关性较弱这一现象的主要原因是美国与欧元区经济周期基本保持一致，与通胀相比，经济增速差对于欧元汇率的影响较弱。

相比经济增速差，美国和欧洲的 CPI 差值能更好解释欧元汇率的波动。

风险偏好对欧元汇率的影响增大：考虑到利率平价理论的前提是投资者的风险偏好为中性，我们联想到投资者风险偏好的变化是否会对欧元汇率有一定的影响，当欧元区的风险上升时，欧元汇率下跌。我们用德国和意大利的长期国债利差来量化欧元区的债务风险。

在 2008 年以前，德国和意大利长期国债利差保持稳定，而在 2009 年欧洲债务问题出现之后，德-意国债收益率之差与欧元汇率在大部分时间走势趋同。德-意国债利差也较好地弥补了上述 CPI 增速差在 2015 年 2 月至 2017 年 1 月、2019 年 2 月至 2020 年 2 月两个时点对欧元汇率解释力度的下降。

综上，美欧通胀差与欧元区债务风险变化可作为欧元汇率主要的驱动因子。

欧央行加息在即，欧元汇率走势方向性仍不明显：欧元区几大边缘国的政府杠杆率大幅上升，目前基本接近甚至超过欧债危机后的最高水平。近期德意利差已明显走阔，若欧央行加大加息幅度，会增加边缘国政府的再融资成本，进一步刺激避险资金的流出。

欧央行于 7 月会议推出新型救助工具 TPI：旨在购买剩余期限为 1-10 年的公共部门证券。但目前其具体实施效果尚不得而知，若该救助计划效果未达预期，也会激化市场的避险情绪，进一步推动欧元汇率下行。

通胀变化的不确定性也是欧元汇率波动的一大风险。7 月全球大宗商品普遍下跌，欧美通胀预计均将得到缓解，但美国与欧元区的通胀之差走势如何尚不确定。

欧美经济走势分化恐成为欧元汇率波动的另一个风险点。之前来看，欧美经济增速差与欧元汇率走势相关性不高的主要原因是欧美经济走势的趋同。而俄乌战争对欧洲供应链影响深远，未来欧美经济走势可能出现分化。

在物价飙升，经济大幅放缓的大环境下，欧元区国家的内部矛盾可能会激化，降低欧元区国家的稳定性，引发避险资金进一步外流。

风险提示：海外疫情再度爆发对经济影响程度超预期、全球大宗商品价格再迎上涨、极端气候对全球供应链造成冲击。

经济研究 · 宏观周报

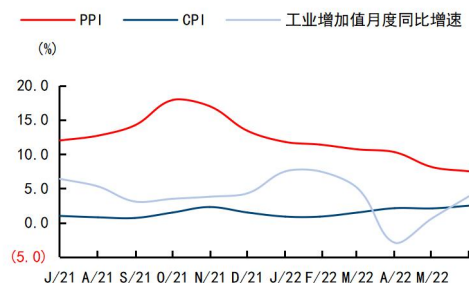
证券分析师：董德志
 021-60933158
 dongdz@guosen.com.cn
 S0980513100001

证券分析师：季家辉
 021-61761056
 jijiahui@guosen.com.cn
 S0980522010002

基础数据

固定资产投资累计同比	6.10
社零总额当月同比	3.10
出口当月同比	17.90
M2	11.40

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济宏观周报-7月食品价格明显上涨，生产资料价格明显下跌》——2022-07-25
- 《宏观经济宏观周报-疫情有限反弹会拖累但大概率不会打断经济向上修复进程》——2022-07-19
- 《宏观经济宏观周报-国内疫情反弹，经济修复放缓，短期内通胀仍不是关注焦点》——2022-07-11
- 《宏观经济宏观周报-6月国内服务业景气面明显扩大，内需修复或加速》——2022-07-04
- 《海外宏观双周报-衰退预期升温，美国政策走向如何？》——2022-07-01

内容目录

欧元下行压力几何——复盘欧元汇率波动的宏观驱动力	4
传统汇率决定理论检验欧元汇率波动	4
风险偏好对欧元汇率的影响增大	6
欧央行开启加息周期，欧元汇率走势方向性仍不明显	7
美联储官员发言与市场加息预期跟踪	8
上两周主要资产走势概览	9
美股	9
美债	10
伦敦金和美元指数	11
布伦特原油和伦敦铜	11
免责声明	13

图表目录

图1：今年以来，欧元汇率显著下行（%）	4
图2：通胀差对欧元汇率解释力度较大（%）	5
图3：欧美经济增速差与欧元汇率关联度不高（%）	5
图4：欧元区和美国经济走势基本保持一致（%）	6
图5：欧元区出口增速与欧元区 GDP 有很大相关性（%）	6
图6：欧元区出口美国占比较为稳定并持续上升（%）	6
图7：德意利差与欧元汇率（%）	7
图8：欧元区边缘国加杠杆幅度较大（%）	8
图9：市场预期 7 月加息概率	9
图10：市场预期 2022 年内加息幅度概率	9
图11：标普 500 指数（截至 2022-7-25）	10
图12：道琼斯工业指数（截至 2022-7-25）	10
图13：纳斯达克指数（截至 2022-7-25）	10
图14：美国 10 年期国债利率（%）（截至 2022-07-25）	11
图15：美国 2 年期国债利率（%）（截至 2022-07-25）	11
图16：伦敦金价（美元/盎司）（截至 2022-7-25）	11
图17：美元指数（截至 2022-7-25）	11
图18：布油价格走势（美元/桶）（截至 2022-7-25）	12
图19：伦铜价格走势（美元/吨）（截至 2022-7-25）	12
表1：近期美联储官员发言一览	9

欧元下行压力几何——复盘欧元汇率波动的宏观驱动力

今年以来，欧元兑美元汇率大幅下行，截至 7 月 25 日，年内跌幅已逾 10%，甚至盘中一度跌过平价。欧元下跌的简单逻辑是欧美央行货币政策背离，以及俄乌战争的爆发极大影响了欧元区经济增长。本文对欧元历史的涨跌进行复盘，进一步探究影响欧元汇率波动的宏观因子。

图1：今年以来，欧元汇率显著下行（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

传统汇率决定理论检验欧元汇率波动

货币名义汇率的定义如下： $E_{AB} = e_{AB} \times (P_A/P_B)$ （ E_{AB} 为A兑B的名义汇率， e_{AB} 为A兑B的实际汇率， P_A 为A国物价水平， P_B 为B国物价水平）。由此可见，传统理论认为A兑B的名义汇率与AB的通胀水平及实际汇率有关。一般来说，在经济增长率高的国家，实际汇率也会上升越快。

利率平价理论认为，两国间相同时期的名义利率只要有差距存在，投资者即可利用套汇或套利等方式赚取价差，两国货币间的汇率将因为此种套利行为而产生波动，直到套利的空间消失为止。由此可以得出，在投资者风险偏好为中性的情况下，当欧元区成员国国债利率低于美国国债利率，欧元兑美元贬值。

由于一国的名义利率与该国通货膨胀率、经济增速和货币政策相关，参考上述两个基本理论，我们猜想欧元汇率与欧美经济增速差、通货膨胀差具有很大相关性，并分别构建欧元汇率-欧美 PMI 差值，欧元汇率-美欧 CPI 增速差来验证以上猜想（欧元兑美元汇率下跌表示欧元贬值，反之，欧元升值）。

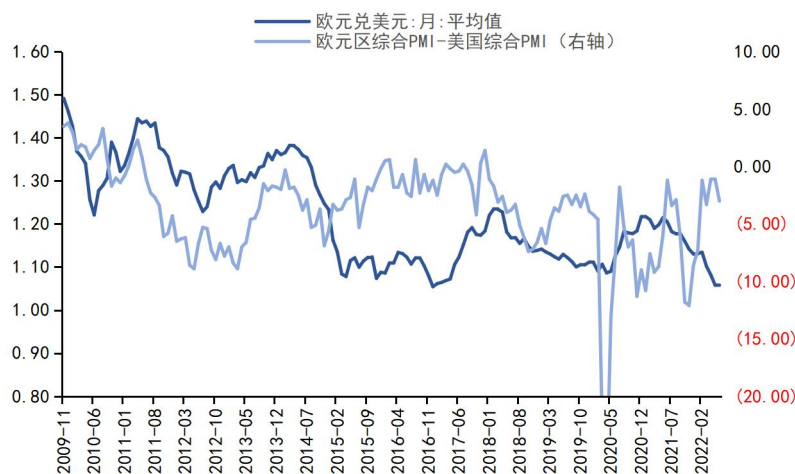
图2: 通胀差对欧元汇率解释力度较大 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

经过观察发现, 2015 年以前, 欧元汇率与美欧 CPI 月同比之差基本呈正相关, 但 2015 年 2 月至 2017 年 1 月、2019 年 2 月至 2020 年 2 月二者相关度减弱。整体来看, 通胀是欧元汇率的一个比较重要的宏观驱动因素。

图3: 欧美经济增速差与欧元汇率关联度不高 (%)



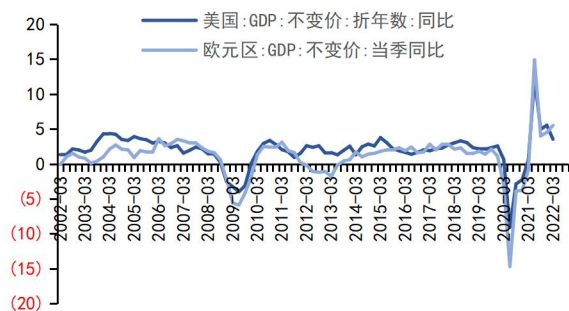
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

同时按照传统理论, 当欧元区的实际经济增速大于美国时, 欧元汇率会上升。但我们发现欧元汇率与欧美 PMI 差值在绝大部分时间相关性较弱。为此, 我们对欧元区经济展开进一步研究。

可以发现, 作为资源稀缺, 高新技术发达的经济体, 欧元区的进出口占 GDP 比重非常大, 出口增速基本代表了欧元区的经济走势。同时, 欧元区出口的商品占美国进口的比重也非常稳定并位居几大经济体前列。由此可以得到美国-欧元区经济增长轮动的逻辑: 美国经济好-进口需求上升-欧元区出口增速上升-欧元区经济好。

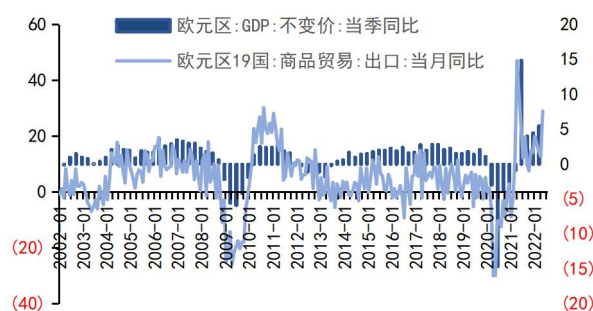
综上，我们认为，产生欧元汇率与欧美经济增速差相关性较弱这一现象的主要原因是美国与欧元区经济周期基本保持一致。与通胀相比，经济增速差对于欧元汇率的影响较弱。

图4：欧元区和美国经济走势基本保持一致（%）



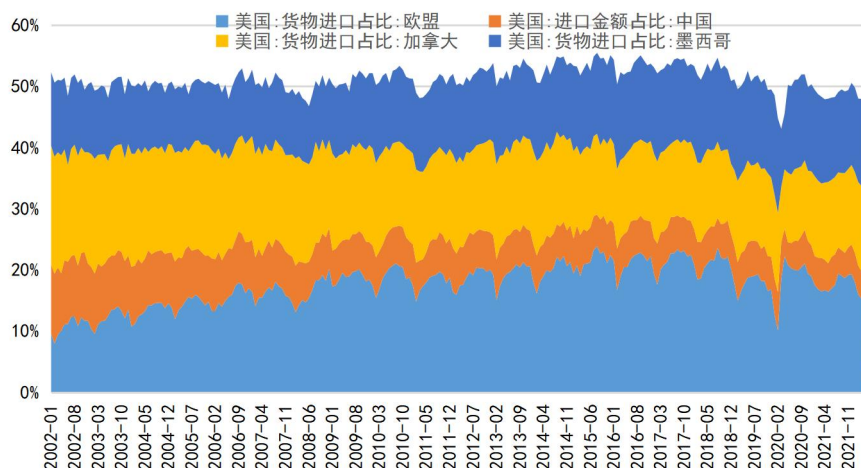
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：欧元区出口增速与欧元区 GDP 有很大相关性（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：欧元区出口美国占比较为稳定并持续上升（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

风险偏好对欧元汇率的影响增大

通过上述检验，我们得出了美欧通胀差为欧元汇率重要影响因子的结论，但如何解释美欧通胀差在2015年2月至2017年1月、2019年2月至2020年2月对欧元汇率解释力度下滑？考虑到利率平价理论的前提是投资者的风险偏好为中性，我们联想到投资者风险偏好的变化是否会对欧元汇率有一定的影响，当欧元区的风险上升时，欧元汇率下跌。

一般来说，有两种情况将改变投资者的风险偏好，转为青睐避险货币。其一是欧盟边缘国的主权债务风险上升，其二是战争或者突发的政治事件带来的风险。对于第一种，我们可以用德国和意大利的长期国债利差来量化欧元区的债务风险（德

国为欧元区核心国，债务风险非常小，其利率基本可以参作欧元区无风险利率）。一般来说，当德-意国债利差走阔，市场认为欧元区的主权债务风险上升，避险资金开始从欧洲流出，欧元汇率下跌。

图7：德意利差与欧元汇率（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

可以明显的看到，在 2008 年以前，德国-意大利长期国债利差保持稳定，而在 2009 年欧洲债务问题出现之后，德-意国债收益率之差与欧元汇率在大部分时间走势趋同。同时德-意国债利差也较好地弥补了上述 CPI 增速差在 2015 年 2 月至 2017 年 1 月、2019 年 2 月至 2020 年 2 月两个时点对欧元汇率解释力度的下降。

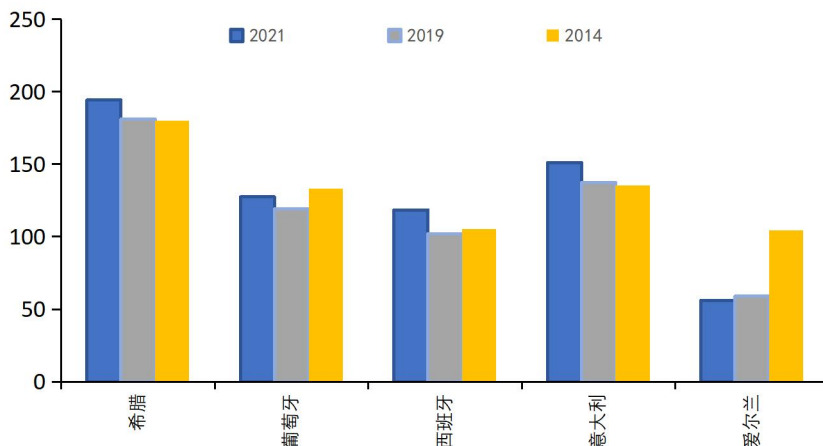
整体来看，美欧通胀差与欧元区债务风险变化可作为欧元汇率波动的主要的驱动因子。

欧央行开启加息周期，欧元汇率走势方向性仍不明显

欧央行于 7 月会议大幅加息 50bp，欧元汇率在欧央行加息后保持震荡。我们认为，欧元仍存在较大的不确定性。一方面，欧元区几大边缘国的政府杠杆率在货币政策宽松时大幅上升，目前基本接近甚至超过欧债危机后的最高水平，近期德-意利差已明显走阔，若欧央行加大加息幅度，会增加边缘国政府的再融资成本，进一步刺激避险资金的流出。

同时欧央行于 7 月会议推出新型救助工具 TPI：旨在购买剩余期限为 1-10 年的公共部门证券。但目前其具体实施效果尚不得而知，若该救助计划效果未达预期，也会激化市场的避险情绪，进一步推动欧元汇率下行。

图8: 欧元区边缘国加杠杆幅度较大 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

此外, 通胀变化的不确定性也是欧元汇率波动的一大风险。目前来看, 7 月全球大宗商品普遍下跌, 欧美通胀预计均将得到缓解, 但美国与欧元区的通胀之差走势如何尚不确定。

再者, 欧美经济走势分化恐成为欧元汇率波动的另一个风险点。参考上述结论, 我们认为欧美经济增速差与欧元汇率走势相关性不高的主要原因是欧美经济走势的趋同。但目前来看, 俄乌战争对欧洲供应链影响深远, 未来欧美经济走势可能出现分化, 影响欧元汇率走势。

最后, 在物价飙升, 经济大幅放缓的背景下, 欧元区国家的内部矛盾可能会激化, 降低欧元区国家的稳定性, 引发避险资金进一步外流。

美联储官员发言与市场加息预期跟踪

美国 6 月 CPI 再创历史新高, 近期美联储官员主要针对 7 月加息幅度发表了观点, 大部分官员一致支持 7 月加息 75bp。尽管通胀高企, 但是联储官员认为单次加息 75bp 已经反映美联储抗通胀的态度。此外, 加息 75bp 至 2.5% 将达到美联储认为的中性利率。此外, 部分官员表示依旧将参考地产和消费数据来调整最终决策。综合来看, 美联储于 7 月加息 75bp 的可能性依旧最大。

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44416

