

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

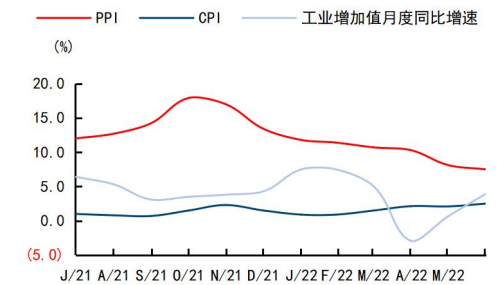
证券分析师：董德志
 021-60933158
 dongdz@guosen.com.cn
 S0980513100001

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

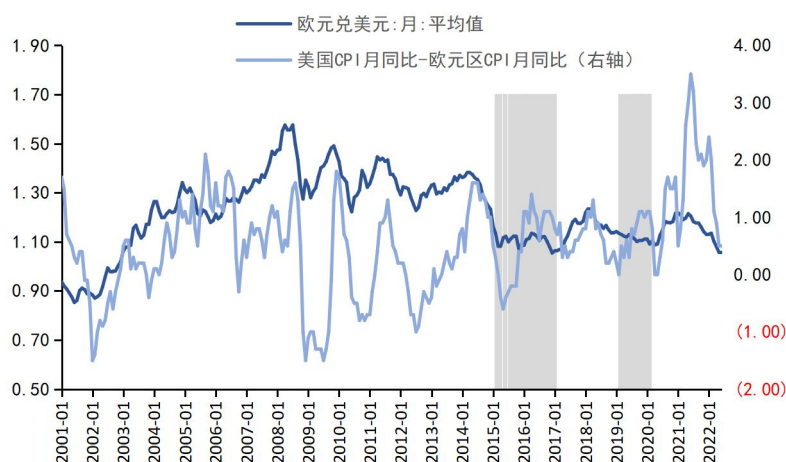
传统汇率决定理论检验欧元汇率波动

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的通货膨胀率、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）。

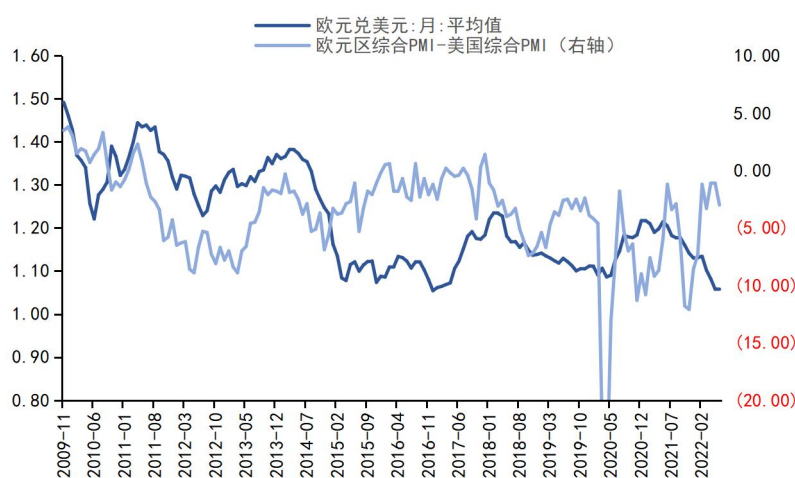
图2: 通胀差对欧元汇率解释力度较大 (%)



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。

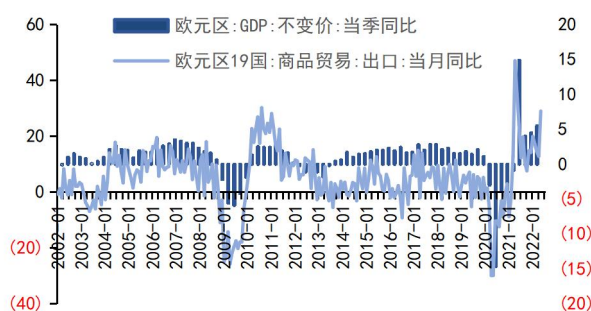
综上，我们认为，产生欧元汇率与欧美经济增速差相关性较弱这一现象的主要原因是美国与欧元区经济周期基本保持一致。与通胀相比，经济增速差对于欧元汇率的影响较弱。

图4：欧元区和美国经济走势基本保持一致（%）



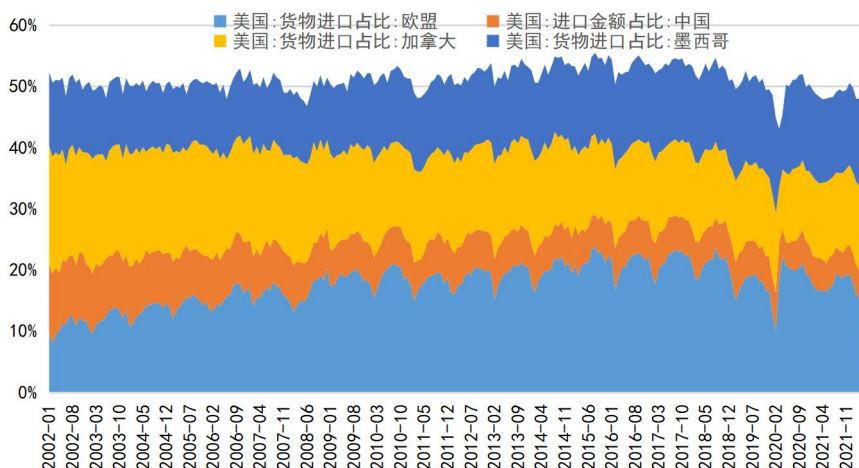
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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-意大利国债利差走阔，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-意大利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-意大利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。

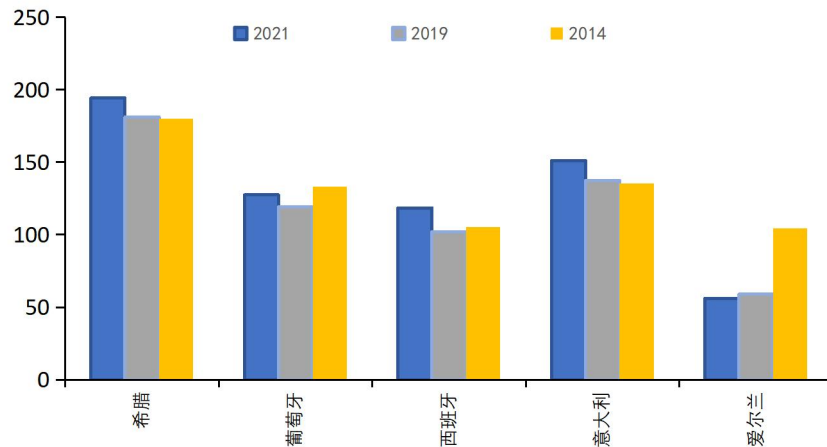
整体来看，美欧通胀差与欧元区债务风险变化可作为欧元汇率波动的主要的驱动因子。

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-意大利差已明显走阔，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

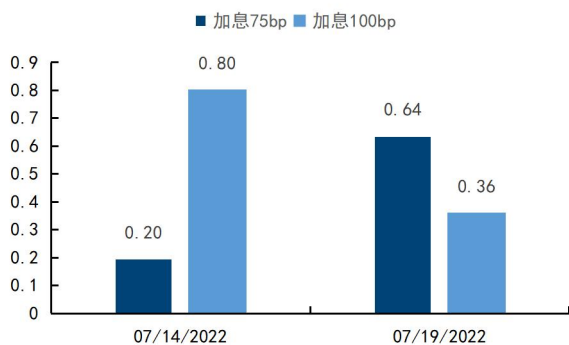
美国6月CPI再创历史新高, 近期美联储官员主要针对7月加息幅度发表了观点, 大部分官员一致支持7月加息75bp。尽管通胀高企, 但是联储官员认为单次加息75bp已经反映美联储抗通胀的态度。此外, 加息75bp至2.5%将达到美联储认为的中性利率。此外, 部分官员表示依旧将参考地产和消费数据来调整最终决策。综合来看, 美联储于7月加息75bp的可能性依旧最大。

表1: 近期美联储官员发言一览

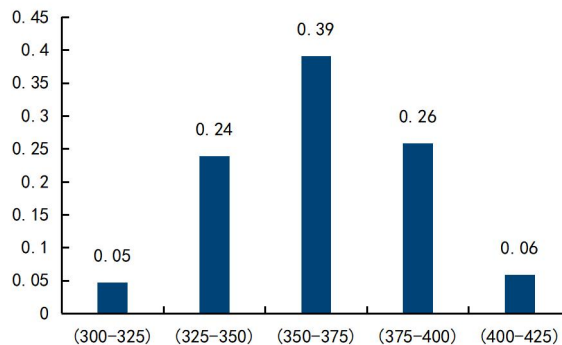
姓名	职位 (*为 2022 年票委)	发言日期	发言内容
Raphael Bostic	亚特兰大联储行长	7月15日	对大规模加息持谨慎态度, 大幅加息可能会导致经济不必要的疲软。
Loretta J. Mester	克利夫兰联储行长*	7月13日	美联储的首要任务是降低通胀, 即使这会减缓经济增长。美联储7月加息将参考其他经济指标, 预计至少加息75bp。
Chris-pher J. Waller	美联储理事*	7月14日	支持再次上调 75 bp, 该水平接近中性水平。具体决策将进一步参考消费和住房的数据
Mary C. Daly	旧金山联储行长	7月14日	支持7月加息75bp, 但不排除单次加息100bp的可能性。
James Bullard	圣路易斯联储行长*	7月14日	支持7月会议加息75bp, 加息75bp将达到中性利率的目标。支持年内加息至3.5%。
Esther L. George	堪萨斯城联储行长*	7月11日	利率的更多突然变化可能会给经济或金融市场带来压力, 这将削弱美联储实现更高利率路径的能力。

资料来源: FED、国信证券经济研究所整理

在美国6月通胀数据发布后, 市场对于7月加息100bp的预期陡升。随着美联储官员不断释放“支持7月加息75bp”的信息, 市场的加息预期显著回落。截至7月19日, 市场预期7月加息75bp概率为64%, 加息100bp概率为36%。年内最有可能加息350bp。预计接下来4次会议分别加息75bp、50bp、50bp、25bp。

图9: 市场预期7月加息概率


资料来源: CME、国信证券经济研究所整理

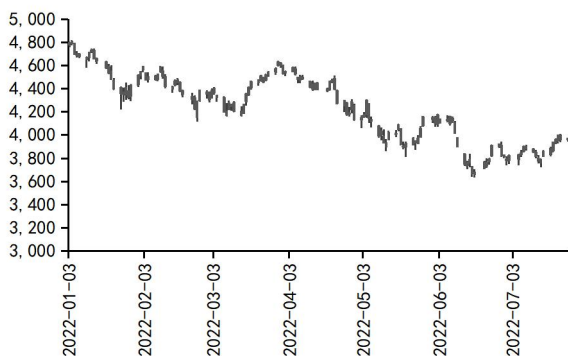
图10: 市场预期2022年内加息幅度概率


资料来源: CME、国信证券经济研究所整理

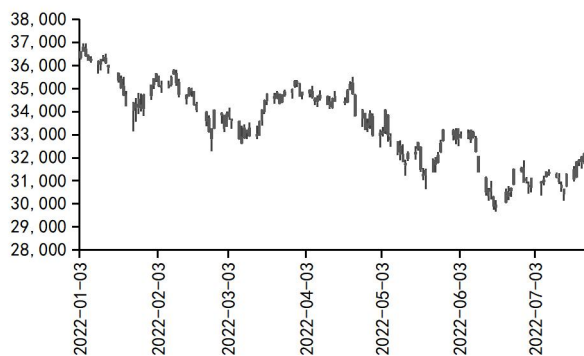
上两周主要资产走势概览

美股

在过去的两周内，美国三大股指均有所反弹。截至 7 月 25 日收盘，道琼斯工业指数报 31990.04 点，近两周上涨 816.2 点，涨幅为 2.62%。标普 500 指数收报 3966.84 点，近一个月上涨 112.41 点，涨幅为 2.92%。

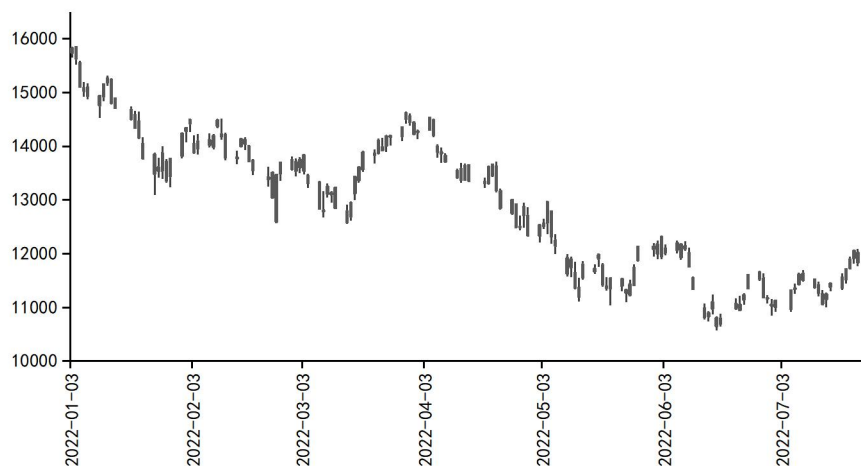
图 11: 标普 500 指数 (截至 2022-7-25)


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 道琼斯工业指数 (截至 2022-7-25)


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

纳斯达克指数截至 7 月 25 日收盘报 11782.67 点，近一个月上涨 410.07 点，涨幅为 3.61%。

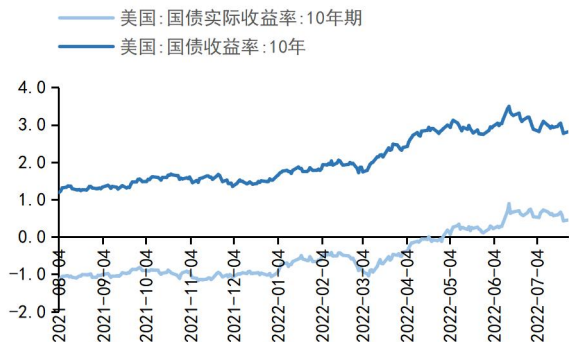
图 13: 纳斯达克指数 (截至 2022-7-25)


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

美债

近两周 2 年期和 10 年期国债收益率走势下行。截至 7 月 25 日，美国 10 年期国债利率报 2.81%，近两周以来下行 18bp，10 年期国债实际利率下行 22bp 至 0.45%；2 年期国债利率报 3.07%，近两周以来下行 7bp。

图14: 美国 10 年期国债利率 (%) (截至 2022-07-25)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 美国 2 年期国债利率 (%) (截至 2022-07-25)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

伦敦金和美元指数

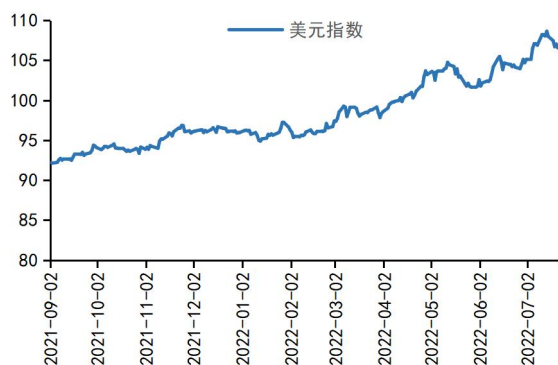
近两周伦敦金价和美元指数走势震荡。截至 7 月 25 日, 伦敦金价报 1719.51 美元/盎司, 近两周共下降 14.49 美元/盎司, 跌幅 0.84%。美元指数报 106.55 点, 近两周共下跌 1.67 个点。

图16: 伦敦金价 (美元/盎司) (截至 2022-7-25)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 美元指数 (截至 2022-7-25)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

布伦特原油和伦敦铜

近两周布伦特原油价格震荡下跌, 截至 7 月 25 日, 布伦特原油价格报 105.15 美元/桶, 两周以来共下跌 1.95 美元/桶, 跌幅为 1.82%。

近两周伦敦铜价震荡下跌, 截至 7 月 25 日, 伦敦铜价报 7463.75 美元/吨, 近两周以来共下跌 108.5 美元, 跌幅为 1.43%。

图18: 布油价格走势 (美元/桶) (截至 2022-7-25)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 伦铜价格走势 (美元/吨) (截至 2022-7-25)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032