

宏观动态跟踪报告

“欧元危机”，暂无转机

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- 本篇报告从欧洲视角出发，讨论近期欧元加速贬值的原因、影响和前景。
- 一、欧元汇率新压力。1) 能源危机加深。8月下旬，欧洲能源紧缺问题急剧恶化，欧洲能源市场面临三重扰动：一是，夏季酷暑天气增加了能源需求；二是，俄罗斯天然气断供担忧“重现”与“兑现”；三是，欧佩克出手保护油价，布油曾重回100美元/桶上方。2) 政策“饮鸩止渴”。欧盟成员积极推动“价格管制+财政补贴”的能源纾困措施，但效果并不理想。而且，政府干预过度的风险也在上升：一方面，过度的价格管制可能引发供给收缩的风险；另一方面，快速增长的财政支出也可能威胁财政纪律与欧元信誉，强化欧元贬值预期。3) 英国政局波动。近期英国政局变化冲击英镑汇率、并对欧元形成一定拖累。8月下旬，前首相约翰逊承诺追加对乌克兰的军事援助，既增加了英国财政压力，又不利于缓解地缘冲突，促使英镑加速贬值。9月6日新首相特拉斯上台，其对外政策强硬，英国经济可能进一步受到地缘政治的负面影响。
- 二、欧元贬值利与弊。通常情况下，汇率贬值有望一定程度上对冲经济下行和资本外流压力。据历史经验，欧元贬值对制造业和出口景气的提振有望在今年下半年开始显现。但这一轮欧元贬值对出口的提振可能不及预期，对经济的整体影响可能弊大于利。一方面，欧元区商品贸易持续逆差，欧元贬值对出口竞争力的提振，或难以抵消进口成本压力的上升。另一方面，全球经济下行压力加大，意味着欧元区商品出口增量空间有限。
- 三、“欧元危机”下一步。1) 衰退渐行渐近。当前欧元区经济尚未衰退，欧元汇率难言触底。往后看，欧元区经济衰退概率很大，且时间节点或提前至年内。值得一提的是，当前的欧元区和1970年代的美国有诸多相似之处，不排除欧元区出现严重“滞胀”、陷入深度衰退的可能。2) 欧债风险犹存。第一，欧元贬值预期升温、削弱欧元资产吸引力，或引发欧债抛售。第二，欧元区经济下行，以及政府出于应对能源危机增加财政开支，可能威胁财政可持续性。第三，欧央行更可能是危机的“助推者”而不是“解决者”。本轮欧央行加息节奏和高度均可能超过2011年。即便欧央行在7月祭出TPI工具，以期预防过度抛售行为，但通胀压力将极大地限制欧央行的实际救助能力。3) 欧元信誉濒危。从经济上看，面对能源和经济危机，这一次德国更可能成为欧元区财政货币联盟的“绊脚石”而不是“压舱石”。从政治上看，欧元区正在面对内部割裂和国际影响力弱化的困境。即使日后国际能源紧缺逐渐缓解、美国衰退逐步兑现，使欧元汇率有所回暖，但欧元信誉可能难以“回到从前”。
- 风险提示：地缘政治局势变化，国际能源价格下跌，美国经济更快下行等。

2022年8月下旬以来，欧元兑美元汇率在大部分时间里低于1，曾于9月6日盘中跌破0.99，年内已贬值近13%。我们在报告《“强势美元”强自何处》中，讨论了美国经济在本轮能源冲击中处于相对优势，继而货币紧缩也更有底气，促使美元大幅走强、令大部分非美货币汇率承压。本篇报告主要从欧洲视角出发，讨论近期欧元加速贬值的原因、影响和前景。

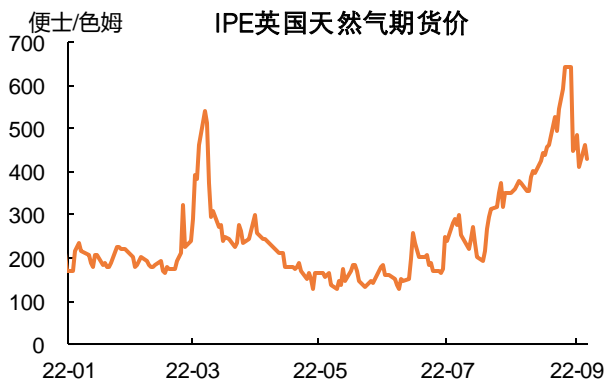
我们认为，近期欧元贬值背后有三方面催化因素：一是能源危机的恶化，二是欧盟财政被迫加码，三是英国政局变动与英镑贬值。与以往不同的是，本轮欧元贬值难以提振出口景气，反而可能削弱欧元购买力、加剧通胀压力，对欧元区经济的影响弊大于利。往后看，考虑到欧元区经济衰退渐行渐近、欧债风险难以排除、欧元中长期信誉面临挑战，这一次“欧元危机”恐怕暂时难有转机，反而还有进一步恶化的可能。

一、欧元汇率新压力

1、能源危机加深

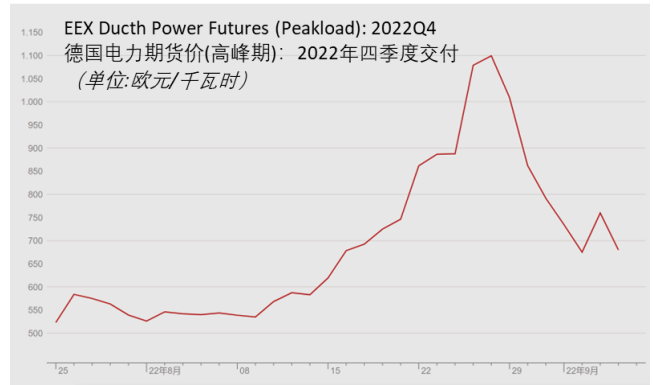
8月下旬，欧洲能源紧缺问题急剧恶化，是欧元汇率跌破平价的重要背景。IPE英国天然气期货价在8月末升至640便士/色姆，超过3月7日的高点续创历史新高，较7月均值上涨了230%。天然气涨价引发电价大涨，据欧洲能源交易所（EEX）数据，德国在今年四季度交付的电力期货价（高峰）于8月末升破1000欧元/兆瓦时，较7月末上涨200%。

图表1 8月下旬欧洲天然气价格超过前高



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表2 8月下旬德国电力期货价急剧上涨



资料来源: EEX,平安证券研究所

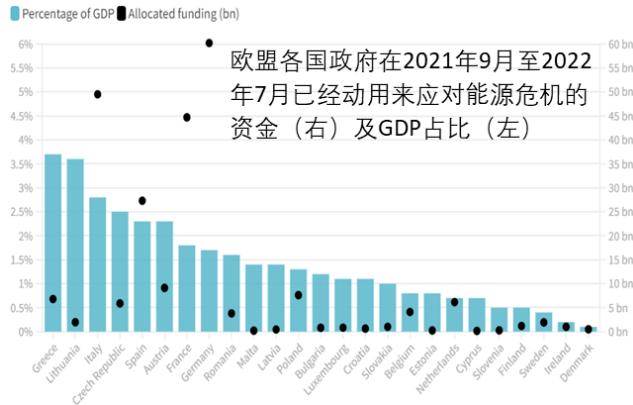
近期欧洲能源市场面临三重扰动：一是，夏季酷暑天气增加了能源需求。二是，俄罗斯天然气断供担忧“重现”与“兑现”。8月下旬俄罗斯宣布将于8月31日起检修北溪一号管道三天，这是继7月中旬以来的第二次检修，市场对断供的担忧重现。9月2日俄罗斯以“主涡轮机泄露”为由宣布“无限期”关闭管道，俄方随后“直言不讳”地将天然气断供归咎于西方的制裁，这意味着北溪一号在政治因素的阻挠下或暂难恢复。三是，欧佩克出手保护油价。8月下旬，面对伊朗石油回归与需求下滑的风险，欧佩克多国第一时间传递了将考虑减产的信号，布油重回100美元/桶上方。9月5日，欧佩克+宣布将从10月起减产10万桶/日，此举彰显了该集团维护油价的决心，而国际油价的变数也加大了欧洲能源通胀风险。

2、政策“饮鸩止渴”

今年以来，欧盟成员积极推动“价格管制+财政补贴”的能源纾困措施，但效果并不理想。德国9月4日公布了新一轮650亿欧元的通胀救助计划，此前已公布两轮价值300亿欧元的救助计划，但仅起到短暂效果。德国6月CPI同比由7.9%回落至7.6%、环比由0.9%降至0.1%，但7月CPI环比反弹至0.9%、8月CPI同比反弹至7.9%。随着8月能源价格进一步上涨，欧盟正在考虑对能源市场实施力度更大的干预政策，具体措施将在9月9日的欧盟能源部长级会议上宣布。

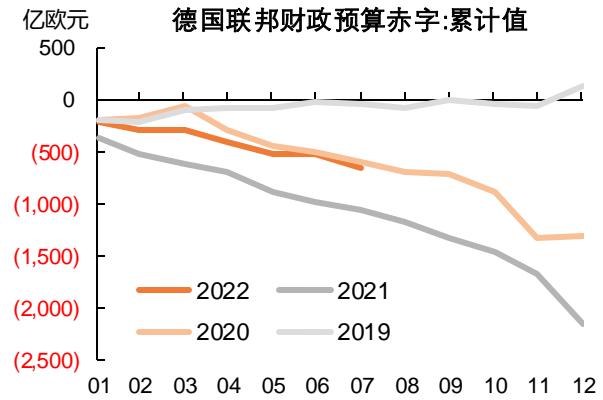
能源危机持续发酵，不断迫使欧盟财政加码。据欧洲智库 Bruegel 统计，2021 年 9 月至 2022 年 7 月，意大利、西班牙、法国和德国已分别动用价值 GDP 的 2.8%、2.3%、1.8%和 1.7%的资金来应对能源危机。今年以来截至 7 月，德国联邦财政预算赤字累计达 658 亿欧元，已经超过 2020 年同期水平。

图表3 欧盟成员动用大量财政资金应对通胀危机



资料来源: Bruegel, 平安证券研究所

图表4 德国预算赤字已经超过2020年同期水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

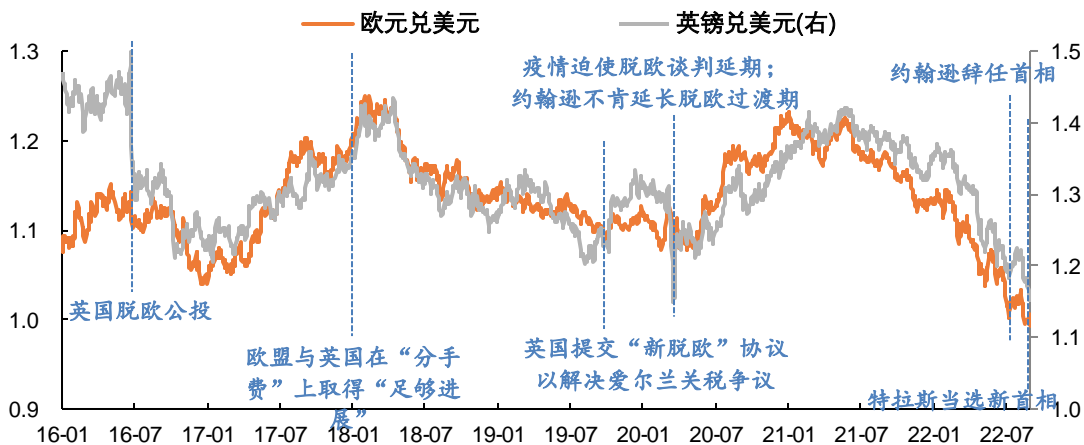
我们认为，欧盟对能源市场的干预只能缓解部分市场乱象，难从根本上解决能源危机。而且，政策干预过度的风险也在上升：一方面，过度的价格管制可能扭曲价格信号，引发供给收缩的风险，也不利于遏制需求，从而欧元区通胀可能在日后更大幅度地反弹；另一方面，快速增长的财政支出可能威胁财政纪律与欧元信誉，进一步强化欧元贬值预期。

3、英国政局波动

近期英镑快速贬值或对欧元汇率形成拖累。今年 8 月，欧元兑美元汇率整月下跌 1.7%，英镑兑美元则大幅下跌 4.5%。历史经验显示，英镑与欧元兑美元汇率保持较强同步性，背后是其经济政治上的高度关联。例如 2020 年 3 月 18-19 日，英镑兑美元汇率两日暴跌 4.7%，主因疫情导致脱欧谈判延期、市场对英国“硬脱欧”的担忧加剧，同期欧元兑美元也下跌了 2.8%。

近期英国政局变化对于英镑和欧元的影响均偏负面。近期，英镑的快速贬值，一方面是英国经济亦饱受能源危机的摧残，另一方面也与英国政局变动有关。前首相约翰逊继 7 月 7 日宣布辞职后，更加急于援助乌克兰，以期留下最后的政治遗产。8 月下旬，约翰逊访问乌克兰并承诺追加 5000 万英镑军事援助，这既增加了英国财政压力，又不利于缓解地缘政治冲突，促使英镑加速贬值。9 月 5 日，特拉斯当选保守党党魁、继任新首相，其外交理念强硬，曾声称必要时将“按下核按钮”，未来英国经济可能进一步受到地缘政治的负面影响。首先，特拉斯称将加倍支持乌克兰，可能进一步煽动俄乌冲突；其次，其对欧盟更加强硬，英欧贸易合作恐面临更多阻力；再次，其对俄罗斯和中国展露敌意，在北溪一号断供、欧盟积极推动中欧天然气管道建成的背景下，英国能源进口前景更显黯淡。对内经济政策上，特拉斯考虑动用价值超过千亿英镑的财政支出补贴能源消费，虽属应急之举，但亦有“饮鸩止渴”之嫌。

图表5 英镑与欧元兑美元汇率保持较强同步性，背后是其经济政治上的高度关联



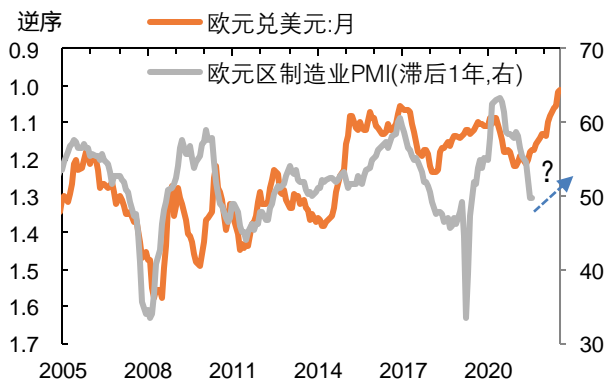
资料来源: Wind,平安证券研究所

二、欧元贬值利与弊

通常情况下，汇率贬值不完全是坏事，反而能够在国际贸易和资本流动中发挥“平衡器”作用，有望一定程度上对冲经济下行和资本外流压力。历史经验显示，欧元区作为出口导向型经济体，欧元适度贬值对其出口和经济具有拉动作用。2005 年以来的数据显示，欧元汇率与欧元区制造业 PMI 有领先 1 年左右的相关性。本轮欧元贬值始于 2021 年 6 月，按照常理，欧元贬值对制造业和出口景气的提振有望在今年下半年开始显现。

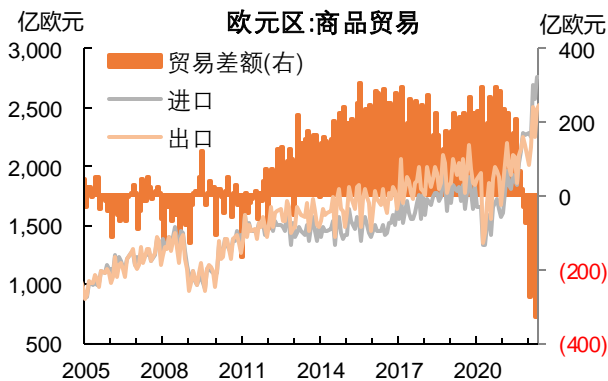
然而，我们认为，这一轮欧元贬值对出口的提振可能不及预期，对经济的整体影响弊大于利。一方面，当前欧元区进口增长快于出口，在国际原材料涨价背景下，欧元贬值对出口竞争力的提振，或难以抵消进口成本压力的上升。截至今年 6 月，欧元区商品贸易金额（欧元计，下同）已连续 8 个月呈现逆差，其中进口额同比增长 44%、出口额同比增长 20%。另一方面，全球经济下行压力加大，意味着欧元区商品出口增量空间有限。美国和中国是欧元区商品出口的重要去向。截至今年 6 月，欧元区商品出口额中，美国和中国占比累计达 22.5%，其中，由于中国需求增长放缓，欧元区对中国的商品出口额已经同比下降 3%；欧元区对美国出口额虽然同比增长 28%，但考虑到美联储紧缩将进一步抑制需求，美国进口需求也可能放缓。

图表6 欧元汇率与制造业 PMI 有领先 1 年的相关性



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表7 欧元区商品进出口额均增长、但贸易持续逆差



资料来源: Wind,平安证券研究所

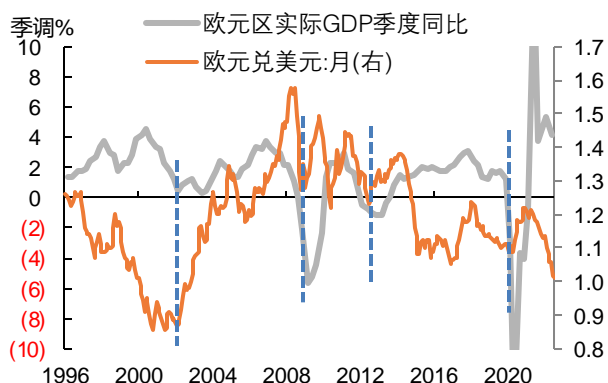
三、“欧元危机”下一步

1、衰退渐行渐近

当前欧元区经济尚未衰退，欧元汇率难言触底。历史经验显示，如果欧元贬值与经济下行同时发生，那么欧元反弹往往出现在经济增长停滞或萎缩之后。例如 2002 年 1 季度、2009 年 1 季度、2012 年 3 季度以及 2020 年 2 季度，这几个欧元汇率触底的节点，背景均是欧元区实际 GDP 季度同比低于 0.5%（多数时候已经陷入萎缩）。对比当下，欧元区实际 GDP 在今年 2 季度同比仍增长 4% 左右，经济衰退尚未兑现，或也意味着欧元汇率尚未触底。

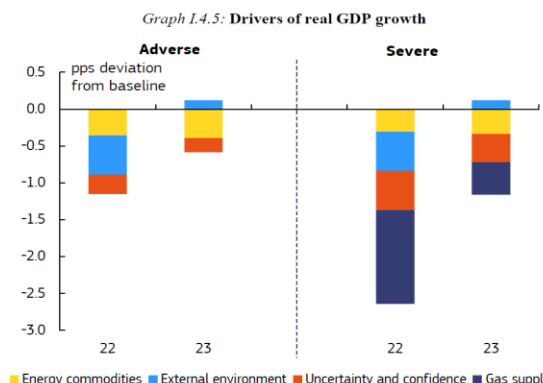
往后看，欧元区经济衰退概率很大，且时间节点或提前至年内。首先，俄罗斯天然气断供直接削弱欧元区 GDP 增长。综合欧盟委员会 5 月的春季预测报告，及 IMF 7 月的文章《俄罗斯停供天然气对欧洲经济的影响》的测算，俄罗斯天然气断供可能直接削弱全年欧元区 GDP 增长 1-2 个百分点。继而，欧元区衰退节点可能提前至今年 4 季度或明年 1 季度。其次，能源紧缺可能带来更为广泛通胀压力，抑制消费和投资需求。最后，欧央行货币紧缩可能被迫加码，进一步威胁欧元区需求增长。

图表8 欧元反弹往往出现在经济增长停滞或萎缩之后



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表9 天然气断供将直接削弱欧元区 GDP 增长



资料来源：欧盟委员会(2022.5),平安证券研究所

值得一提的是，当前的欧元区和 1970 年代的美国有诸多相似之处。第一，欧元区经济对能源高度依赖但惨遭供给冲击，正如页岩油革命前的美国，遭遇了 1973 年和 1979 年的两次石油危机。第二，欧元区货币紧缩可能受到“碎片化”问题的牵制，正如当年美联储紧缩受到政界反对，错过遏制通胀的最佳时机。第三，欧元区政府对价格的干预可能过度，正如 1971-74 年尼克松政府的价格管制引发更加严重的稀缺性。因此，不排除欧元区出现严重的“滞胀”、继而陷入深度衰退的可能。

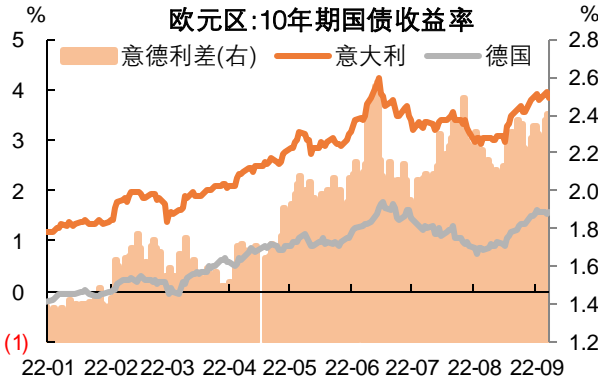
2、欧债风险犹存

近期外部环境恶化再度冲击欧债市场。6 月下旬至 8 月中旬，欧元区主权债市场有所回暖，10 年德债利率一度回落至 1% 以下，10 年意债最低回落至 3% 以下。国际大宗商品价格回调、美联储紧缩预期降温、美债利率回落等外部环境改善是主因。但 8 月下旬以来，10 年德债利率重回 1.5%、10 年意债利率重回 4% 以上的“警戒线”水平。9 月 6 日，10 年期意大利和德国国债利差扩大至 2.4 个百分点，达到 7 月下旬以来的最高水平，也是欧债风险上升的信号。这足以说明，当能源价格反弹、美联储紧缩预期升温等外部环境重新恶化后，欧债市场仍会受到冲击。

“欧债危机”再度爆发的风险仍不容小觑。第一，近期欧元汇率持续跌破平价这一关键点位，且汇率贬值预期仍在升温，这或削弱国际资本配置欧元资产的信心，引发欧债抛售。近期 CME 欧元兑美元非商业空头持仓占比显著高于历史均值，且呈上升态势。第二，欧元区经济下行与财政收入减少，以及近期政府为应对能源危机增加财政开支，均可能威胁成员国的财政可持续性，引发市场对脆弱成员国主权债违约的担忧。第三，欧央行更可能是危机的“助推者”而不是“解决者”。2011 年欧央行曾两次加息引燃债务危机。这一次，欧央行出于通胀压力而大幅加息，预计加息终点至少将达到 1.5-2%，无论是加

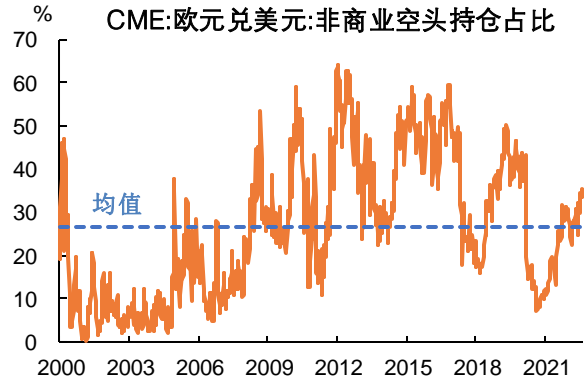
息 的 节 奏 还 是 高 度 均 可 能 超 越 2011 年。正 如 我 们 前 期 报 告 《 欧 债 风 险 再 审 视 》、《 欧 央 行 加 息 四 问 》 中 不 断 强 调 的， 当 前 欧 元 区 成 员 的 债 务 率 和 赤 字 率 均 超 越 2010 年， 且 作 为 欧 洲 经 济 火 车 头 的 德 国 其 经 济 增 长 也 遭 遇 “ 逆 风 ”。 即 便 欧 央 行 在 7 月 祭 出 传 导 保 护 机 制 (TPI, Transmission Protection Instrument)， 以 期 预 防 对 成 员 国 主 权 债 的 过 度 抛 售 行 为， 但 反 通 胀 压 力 将 极 大 地 限 制 欧 央 行 的 实 际 救 助 能 力， 且 近 期 欧 债 利 率 反 弹 或 也 说 明 欧 央 行 的 预 期 引 导 效 果 有 限。

图 表 10 8 月 中 旬 以 后 欧 债 利 率 反 弹、 意 德 利 差 走 阔



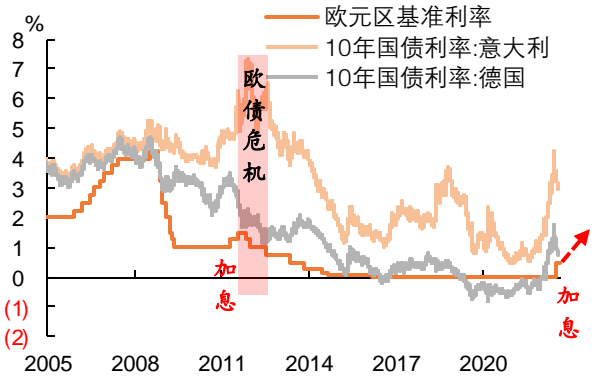
资料来源: Wind,平安证券研究所

图 表 11 期 货 市 场 显 示， 欧 元 汇 率 贬 值 预 期 仍 在 升 温



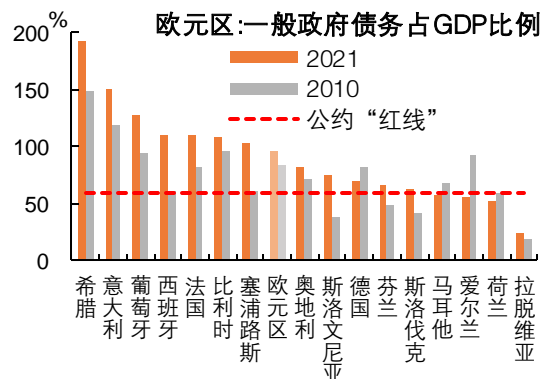
资料来源: Wind,平安证券研究所

图 表 12 本 轮 欧 央 行 大 幅 加 息 可 能 冲 击 欧 债 市 场



资料来源: Wind,平安证券研究所

图 表 13 2021 年 欧 元 区 多 数 成 员 债 务 率 已 超 越 2010 年



资料来源: Wind,平安证券研究所

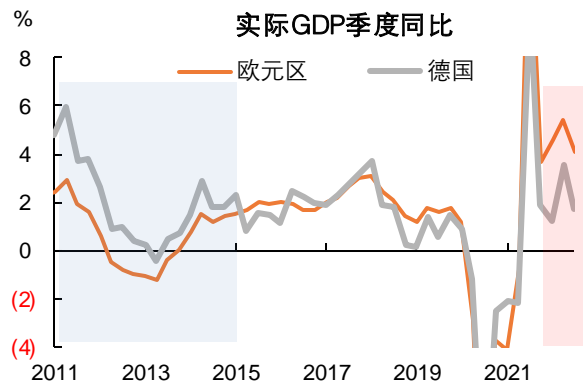
3、 欧 元 信 誉 濒 危

当 欧 元 汇 率 跌 破 平 价， 市 场 很 难 不 去 审 视 欧 元 的 中 长 期 价 值 与 信 誉。 从 经 济 上 看， 欧 洲 能 源 危 机 的 爆 发， 暴 露 出 欧 元 区 长 久 以 来 的 能 源 安 全 和 经 济 安 全 问 题。 当 危 机 来 临 时， 尤 其 当 主 要 成 员 已 经 “ 自 身 难 保 ” 的 背 景 下， 欧 元 区 成 员 通 过 加 强 合 作 来 共 度 难 关 显 得 过 于 理 想。 值 得 一 提 的 是， 这 一 次 德 国 更 可 能 成 为 欧 元 区 经 济 的 “ 绊 脚 石 ” 而 不 是 “ 压 舱 石 ”。 2010 年 欧 债 危 机 期 间， 德 国 经 济 具 备 较 强 韧 性， 引 领 欧 元 区 经 济 走 出 危 机。 今 年 德 国 经 济 增 长 不 及 欧 元 区 整 体 水 平， 7 月 以 来 制 造 业 景 气 已 经 弱 于 法 国。 这 也 解 释 了， 在 欧 央 行 考 虑 增 购 脆 弱 成 员 国 主 权 债 时， 为 何 德 国 央 行 率 先 表 达 了 反 对 与 疑 虑。

从 政 治 上 看， 欧 元 区 正 在 面 对 内 部 割 裂 和 国 际 影 响 力 弱 化 的 困 境。 事 实 上， 自 2016 年 英 国 脱 欧 后， 欧 元 体 系 的 团 结 已 经 出 现 明 显 裂 痕。 2021 年 德 国 前 总 理 默 克 尔 结 束 任 期， 意 味 着 欧 盟 失 去 了 核 心 领 导 人 物。 目 前， 无 论 是 新 任 德 国 总 理 朔 尔 茨， 还 是 法 国 总 统 马 克 龙， 似 乎 都 欠 缺 “ 火 候 ”。 今 年 俄 乌 冲 突 的 演 化， 亦 暴 露 了 欧 盟 在 处 理 政 治 和 军 事 危 机 方 面 的 能 力 缺 陷。 此 外， 欧 洲 能 源 危 机 也 阻 碍 了 欧 盟 在 绿 色 能 源 领 域 的 进 展， 全 球 应 对 气 候 变 化 的 “ 旗 手 ” 进 退 失 据， 可 能 导 致 欧 盟 国 际 影 响 力 进 一 步 下 滑。

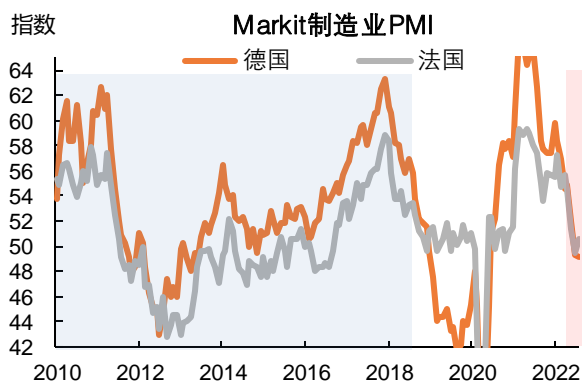
总之，本次“欧元危机”可能只是欧元信誉崩塌的序幕。即使日后国际能源紧缺逐渐缓解、美国衰退逐步兑现，使欧元汇率有所回暖，但欧元信誉可能难以“回到从前”。

图表14 德国经济增速落后于欧元区整体水平



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表15 德国制造业景气开始落后于法国



资料来源: Wind,平安证券研究所

风险提示: 地缘政治局势具有不确定性，国际能源价格超预期下跌，美国经济下行压力超预期，美联储紧缩力度不及预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033