

2023年06月18日

鹰上加鹰？欧央行能否长期压制美元指数

定期报告

华金宏观·双循环周报（第14期）

投资要点

- ◆ **鹰上加鹰：欧央行无视美联储决定加息，并称7月继续紧缩。**当地时间6月15日，欧央行决定连续第8次加息，幅度为25BP，小幅上修2023-2025年HICP通胀，大幅上修核心通胀，拉加德发布会上称7月预计再度加息，整体立场较此前刚刚决定暂停加息但暗示下半年加息两次的美联储更加偏鹰。决议公布后欧元兑美元汇率短线大幅飙升约1.4%，周五收于1.0966，压制美元指数短线下跌0.7%至102.24 **欧央行为何突然大幅转鹰？欧元走强能否在较长时间内压制美元指数？**
- ◆ **核心通胀现实下降预期上修，欧短端利率走高推升汇率。**本轮欧央行加息能够短线大幅推升欧元汇率、压制美元指数的核心原因，在于当前欧元区核心通胀正较快速度回落，此时展现偏鹰立场令欧债短端利率大幅走高，欧美负利差迅速收窄。本次会议欧央行超预期大幅上修了2023-2024年核心HICP同比预测0.5个百分点。受此影响，德美利差两日内收窄达12BP，推动欧元兑美元汇率大幅上行。
- ◆ **欧元区是否存在“薪资通胀螺旋”存疑。**长期来看，欧央行目前对薪资上涨的关注可能是过度的，原因在于欧元区并不存在类似美国的需求过热导致的“薪资通胀螺旋”黏性。欧元区国家受到欧盟财政政策协调框架的限制，在大流行期间的财政补贴力度大幅弱于美国，受俄乌冲突和区域性能源紧张的影响，欧元区主要国家工业生产去年以来遭遇远大于美国等区域外国家的冲击，当前处于需求较美国更快降温、投资和产能更快恢复的阶段，本次经济预测中大幅下调了最终消费对经济增长的贡献，同时亦上修了固定资本形成增速预测。这种结构下，为了凸显对薪资增速的担忧而大幅下修本应上调的劳动力生产率，是本次会议逻辑最为薄弱的环节。
- ◆ **欧元区实际经济增长中枢或难以支撑欧元汇率长期走高。**汇率的长期中枢往往符合实际利差趋势，后者主要由实际经济增速所驱动，欧元区经济内忧外患，实际增长中枢或难以支撑欧元汇率长期走高。大流行以来，美国因内外部和政策原因，生产端所受的整体冲击是发达国家中最小的，欧元区与美国相比则明显经济脆弱性明显提升。德美实际利差也在22Q2以来创出新低，尽管最近几个月负利差有所收窄，但展望至中长期，实际利差中长期来看难以持续收窄，甚至可能重新扩大。我们预计近期美元指数的回落是暂时性而非趋势性的。对我们的一个深刻启示是，人民币汇率的企稳，还是要依靠我们内功的强化，既要促进制造业不断升级、向全球产业链高端行进并增强产业链的完整性、安全性，又要不断优化内需结构，稳定就业、恢复信心，最终拉动消费内需的全面恢复。这一过程中人民币汇率可能短期面临幅度可控的小幅贬值压力，但高质量发展的中长期前景有望从经常项目和资本项目两方面对人民币汇率形成长期的支撑。我们需要多一些长期的耐心和信心。关于最新的国务院常务会议所提及的一批政策措施的相关展望和分析，请参考《**新一批政策措施展望：有力有序，注重实效——国务院常务会议（2023.6.16）点评**》。
- ◆ **华金宏观—全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**本周A股通信、传媒、银行、涨幅靠前，1Y国债收益率反弹5BP，美元指数下行、人民币小升；动力煤大跌。
- ◆ **风险提示：**欧元区经济弱于预期。

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001
zhangzhongjie@huajinsec.com

相关报告

- 美联储 FOMC 会议（2023.6）点评-螺旋不降，加息不止 2023.6.15
- 5月经济数据点评-地产周期再探底，基建制造稳投资 2023.6.15
- 金融数据速评（2023.5）-基建还需维持热度，降准降息空间打开 2023.6.14
- 7天逆回购利率下调10BP 点评-降息预期兑现，三条逻辑与三点展望 2023.6.13
- 华金宏观·双循环周报（第13期）-从陆家嘴论坛、存款降息看金融支持实体经济 2023.6.11



内容目录

鹰上加鹰：欧央行无视美联储决定加息，并称7月继续紧缩	3
核心通胀现实下降预期上修，欧短端利率走高推升汇率	3
欧元区是否存在“薪资通胀螺旋”存疑	4
欧元区实际经济增长中枢或难以支撑欧元汇率长期走高	5
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	7

图表目录

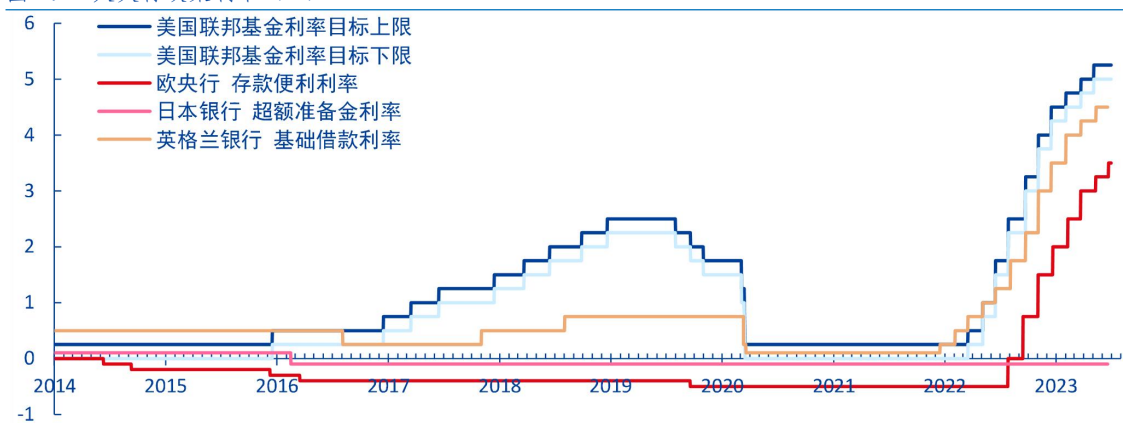
图 1：4 大央行政策利率（%）	3
图 2：美、欧、中 CPI 和核心 CPI 同比对比（%）	4
图 3：德国、美国 1Y 国债收益率与德美利差（%）	4
图 4：美国核心 CPI 同比及贡献、CPI 同比（%）	5
图 5：美、德国债 1Y 实际利率与利差变动趋势	6
图 6：全球股市：全球股市上涨，创业板领涨 5.9%	7
图 7：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周通信、传媒、银行、家电、房地产涨幅靠前	7
图 8：标普 500 及行业涨幅对比（%）：除能源外主要行业均上涨，IT、材料、可选消费涨幅靠前	7
图 9：中国国债收益率变动幅度：本周小幅上行	8
图 10：美国国债收益率变动幅度：美债收益率普遍上行	8
图 11：本周 1Y 国债收益率反弹 5BP（%）	8
图 12：美国 10Y 国债收益率小幅反弹（%）	8
图 13：10Y 国开债与国债利差进一步缩小（%）	8
图 14：3Y 信用利差大幅抬升	8
图 15：美联储本周资产规模维持不变（USD bn）	9
图 16：主要央行政策利率（%）	9
图 17：全球汇率：欧央行宣布加息后美元指数回落，欧元升值	9
图 18：美元指数下行带动人民币小幅升值	9
图 19：金价本周小幅下行	9
图 20：WTI 原油价格小幅回升	9
图 21：焦煤价格本周持平，动力煤大跌	10
图 22：本周铜价继续小幅回升	10

鹰上加鹰：欧央行无视美联储决定加息，并称 7 月继续紧缩

当地时间 6 月 15 日，欧央行决定连续第 8 次加息，幅度为 25BP，小幅上修 2023-2025 年 HICP 通胀，大幅上修核心通胀，拉加德发布会上称 7 月预计再度加息，整体立场较此前刚刚决定暂停加息但暗示下半年加息两次的美联储更加偏鹰。当地时间 6 月 15 日，欧央行公布货币政策决议，决定三大政策利率均上调 25BP，为去年 7 月以来的连续第 8 次加息，合计加息幅度达到 400BP，本次加息后，欧元区存款便利利率、主要再融资利率、边际借款便利利率分别升至 3.5%、4.0%、4.25%。本次会议小幅加息符合市场预期，但决议、声明和新闻发布会上欧央行透露出对薪资高增和劳动力市场紧张的关注，并在经济预测中大幅上修了核心通胀的预期，加之明确称当前计划 7 月再度加息而非效仿美联储暂停，欧央行与此前两天刚刚宣布暂停加息但暗示下半年仍将加息两次的美联储相比，可谓“鹰上加鹰”。决议公布后欧元兑美元汇率短线大幅飙升约 1.4%，周五收于 1.0966，压制美元指数短线下跌 0.7% 至 102.24。

欧央行为何突然大幅转鹰？欧元走强能否在较长时间内压制美元指数？人民币汇率是否可能从中受益企稳？

图 1：4 大央行政策利率（%）

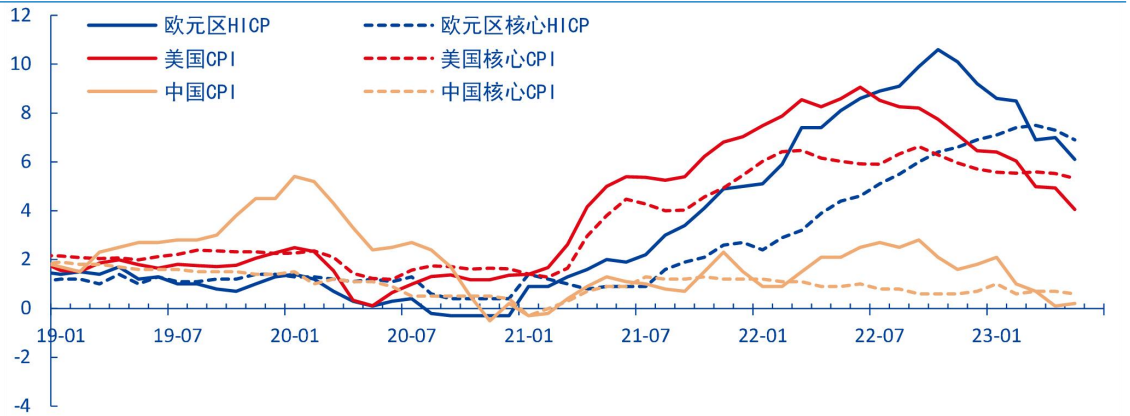


资料来源：Wind，华金证券研究所

核心通胀现实下降预期上修，欧短端利率走高推升汇率

本轮欧央行加息能够短线大幅推升欧元汇率、压制美元指数的核心原因，在于当前欧元区核心通胀正较快速度回落，此时展现偏鹰立场令欧债短端利率大幅走高，欧美负利差迅速收窄。作为在美元指数中占比超过一半的最重要的货币，欧元兑美元汇率大幅变化时往往可左右美元指数反向变动。2021 年以来欧元区通胀从连续飙升到见顶回落的过程都稳定滞后于美国。欧元区 HICP、核心 HICP 同比分别在 2022 年 10 月、2023 年 3 月达到 10.6%、7.5% 的顶部位置，分别滞后于美国 CPI、核心 CPI 顶部约 4 个月和 6 个月，见顶后欧元区通胀回落的速度整体比美国更快，HICP 同比在见顶后至 5 月的 7 个月内下降 4.5 个百分点，而同样时长内美国 CPI 同比仅回落 2.7 个百分点；欧元区核心 HICP 见顶后两个月下滑 0.6 个百分点，与美国核心 CPI 下滑幅度一致，但后者很快进入薪资通胀螺旋所导致的高通胀黏性区间，而欧元区随着核心通胀基数走高，在近期的数月内核心通胀可能仍将以较为陡峭的斜率下行。

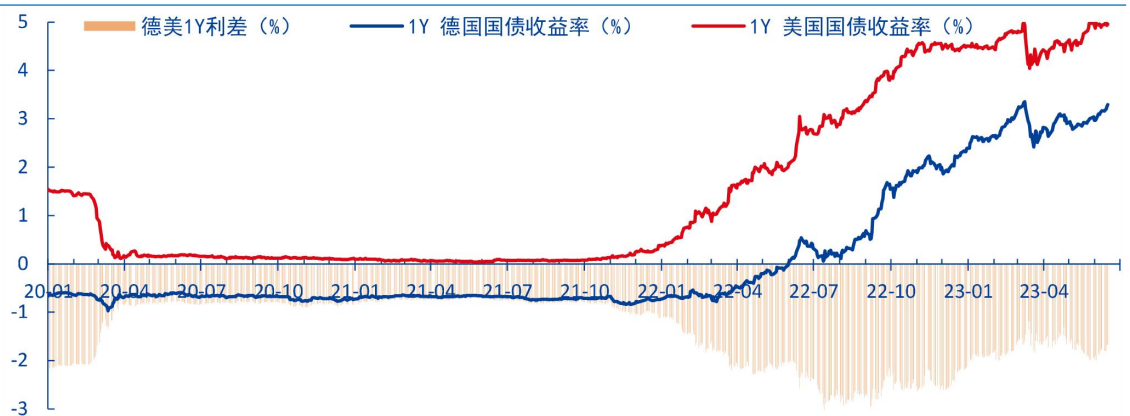
图 2: 美、欧、中 CPI 和核心 CPI 同比对比 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

在此背景下, 欧央行超市场预期大幅上修核心 HICP 预测, 令欧元区国债短端收益率大幅上行, 叠加美联储本次如期选择暂停加息令美国短端国债利率保持稳定, 美欧短债负利差迅速收窄, 是推升欧元兑美元汇率的主要原因。本次会议欧央行整体上修 2023-2025 年 HICP 同比预测 0.1 个百分点至 5.4%、3.0%、2.2%, 同时超预期大幅上修了 2023-2024 年核心 HICP 同比预测 0.5 个百分点至 5.1%、3.0%。受此超预期影响, 德国 1Y 国债收益率两日内上行 9BP, 同时 1Y 美债收益率下行 3BP, 德美利差两日内收窄达 12BP, 推动欧元兑美元汇率大幅上行。

图 3: 德国、美国 1Y 国债收益率与德美利差 (%)



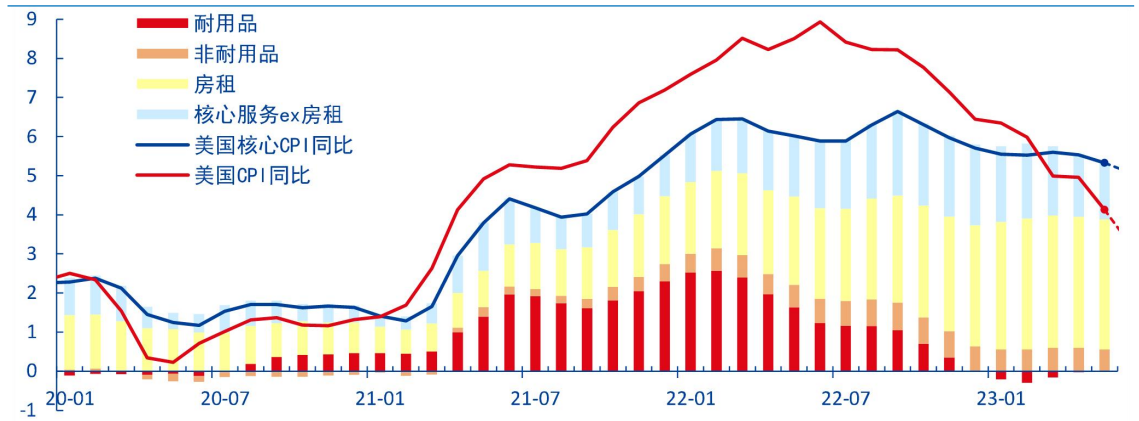
资料来源: Wind, 华金证券研究所

欧元区是否存在“薪资通胀螺旋”存疑

尽管本次欧美央行立场分化足以短期压制美元指数, 但从长期来看, 欧央行目前对薪资上涨的关注可能是过度的, 原因在于欧元区内并不存在类似美国的需求过热导致的“薪资通胀螺旋”黏性。本次会议所提供的经济预测更新结构稍显异常, 引发市场关注, 焦点在于经济增速的小幅下修 (2023、2024 年各下修 0.1 个百分点) 与单位劳动力成本的大幅上修 (2023、2024 年分别上修 0.5、0.2 个百分点) 之间似乎存有一定矛盾。会后的新闻发布会上, 多个问题也集中在上调单位劳动力成本预测的内在逻辑方面, 但欧央行官员并没有给出很有说服力的回答, 反而一方面指出欧元区近期薪资仍然高增, 另一方面又否认欧元区存在薪资通胀螺旋的可能性。我们对比美联储和欧央行本次会议对经济预测的修正即可发现其中逻辑的不同之处。美联储上修核

心 PCE 通胀同比预测的基础是对经济增速的大幅上修，其背后是大流行前一年半时间内美国政府实施的向中低收入人群倾斜的超大规模财政补贴导致长期的消费需求过热，以及居民对薪资增长预期的抬升与高通胀之间的螺旋关系，过热的需求通过薪资通胀螺旋对工业和服务业产出形成普遍的拉动，这一逻辑是比较稳健的。而欧元区国家受到欧盟财政政策协调框架的限制，在大流行期间的财政补贴力度大幅弱于美国，加之其劳动参与率本身就常年低于美国，潜在劳动力供给也实际上是比美国更大的。受俄乌冲突和区域性能源紧张的影响，欧元区主要国家工业生产去年以来遭遇远大于美国等区域外国家的冲击，当前实际上处于需求较美国更快降温、投资和产能更快恢复的阶段。欧央行对此也有相当程度的认知，在本次经济预测中大幅下调了最终消费对经济增长的贡献，同时亦上修了固定资本形成增速预测。这种经济结构下，为了凸显对薪资增速的担忧而大幅下修本应上调的劳动力生产率，是本次会议逻辑最为薄弱的环节。由此，我们认为欧元区未来可能不会出现与美国类似的、与薪资增速之间形成螺旋上升关系的核心通胀黏性，从而欧央行中期大幅下修其政策利率展望的概率在本次会后可能是大幅抬升的。

图 4：美国核心 CPI 同比及贡献、CPI 同比 (%)



资料来源：Wind，华金证券研究所

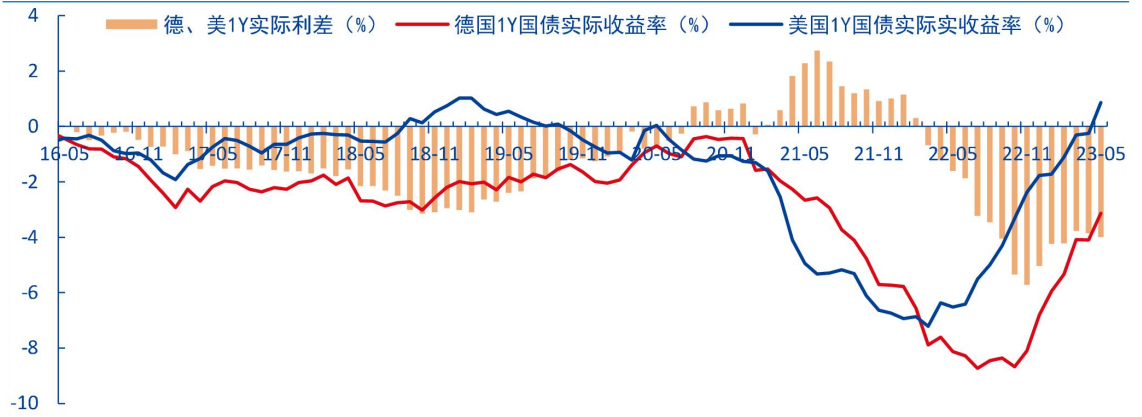
欧元区实际经济增长中枢或难以支撑欧元汇率长期走高

汇率的长期中枢往往符合实际利差趋势，后者主要由实际经济增速所驱动，欧元区经济内忧外患，实际增长中枢或难以支撑欧元汇率长期走高。汇率的短线走势更多由名义利差所代表的市场短期情绪所驱动，但在较长时间内市场会对包括长期经济增速、长期通胀水平等在内的一系列总量和结构预测进行深层次的调整，这一过程中实际利差对汇率长期中枢的驱动作用就凸显出来。大流行以来，美国因内外部和政策原因，生产端所受的整体冲击是发达国家中最小的，欧元区与美国相比则明显经济脆弱性明显提升。截至 23Q1 的四个季度内美国经济总产值达到 2019 年的 105.6%，而欧元区仅为 102.5%，德美实际利差也在 22Q2 以来创出新低，尽管最近几个月负利差有所收窄，但展望至 2025 年，美国经济增速可能重新超过欧元区，实际利差中长期来看难以持续收窄，甚至可能重新扩大。

由此，我们预计近期美元指数的回落是暂时性而非趋势性的，下半年美元指数可能逐步重新回到 103.5 附近并维持窄幅震荡格局。对我们的一个深刻启示是，人民币汇率的企稳，还是要依靠我们内功的强化，既要促进制造业不断升级、向全球产业链高端行进并增强产业链的完整性、安全性，又要不断优化内需结构，稳定就业、恢复信心，最终拉动消费内需的全面恢复。

这一过程中人民币汇率可能短期面临幅度可控的小幅贬值压力，但高质量发展的中长期前景有望从经常项目和资本项目两方面对人民币汇率形成长期的支撑。我们需要多一些长期的耐心 and 信心。关于最新的国务院常务会议所提及的一批政策措施的相关展望和分析，请参考我们前期的报告《新一批政策措施展望：有力有序，注重实效——国务院常务会议（2023.6.16）点评》。

图 5：美、德国债 1Y 实际利率与利差变动趋势

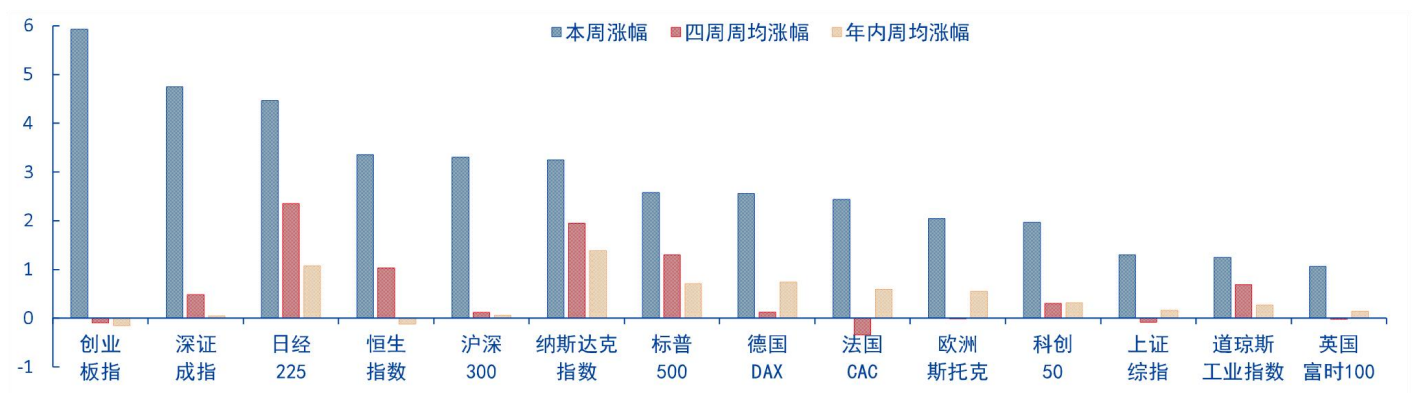


资料来源：Wind，华金证券研究所

风险提示：欧元区经济弱于预期。

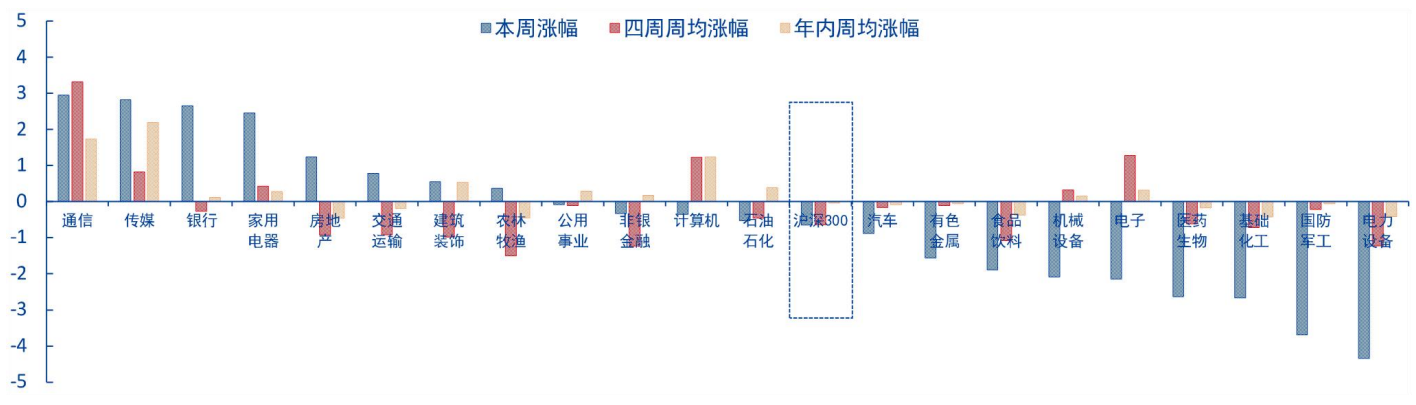
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 6: 全球股市: 全球股市上涨, 创业板领涨 5.9%



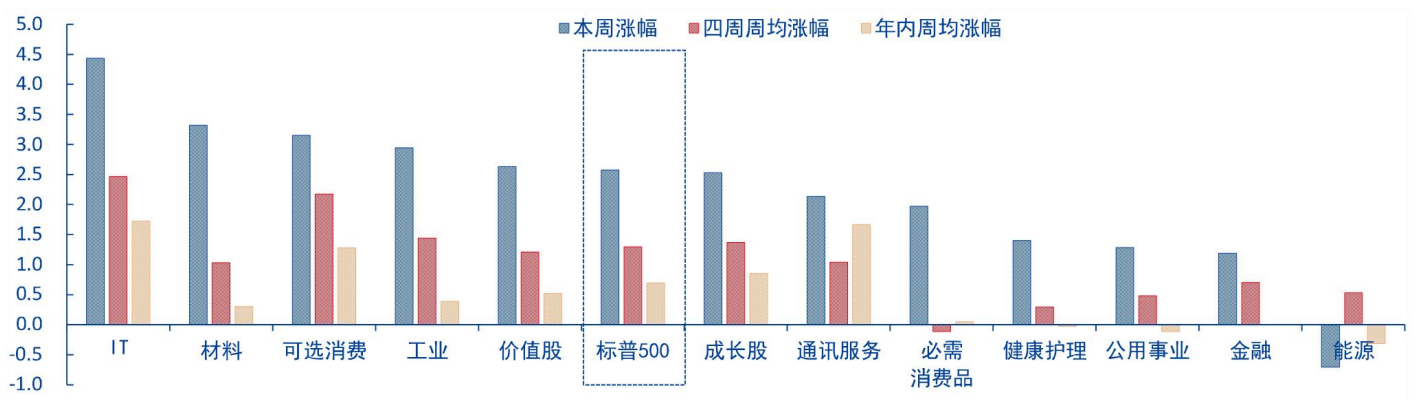
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 7: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 本周通信、传媒、银行、家电、房地产涨幅靠前



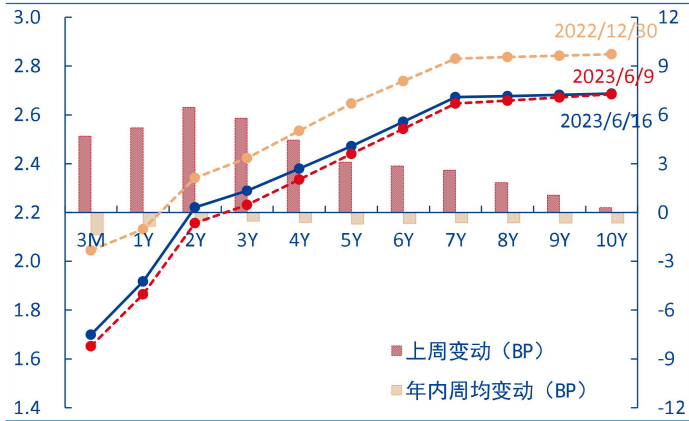
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 除能源外主要行业均上涨, IT、材料、可选消费涨幅靠前



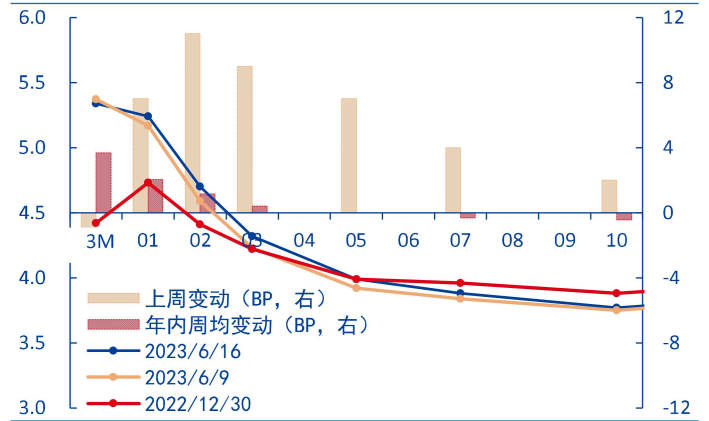
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 9：中国国债收益率变动幅度：本周小幅上行



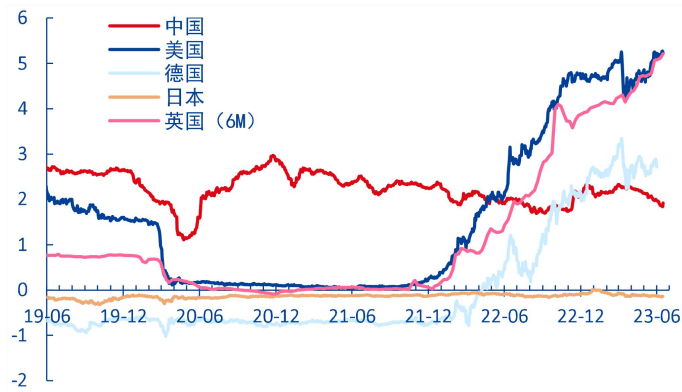
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：美国国债收益率变动幅度：美债收益率普遍上行



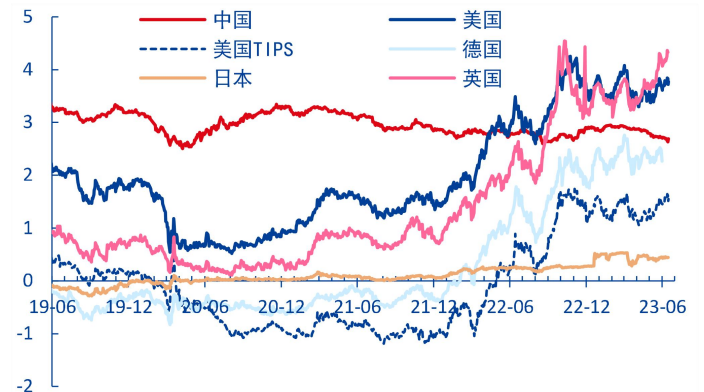
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 11：本周 1Y 国债收益率反弹 5BP（%）



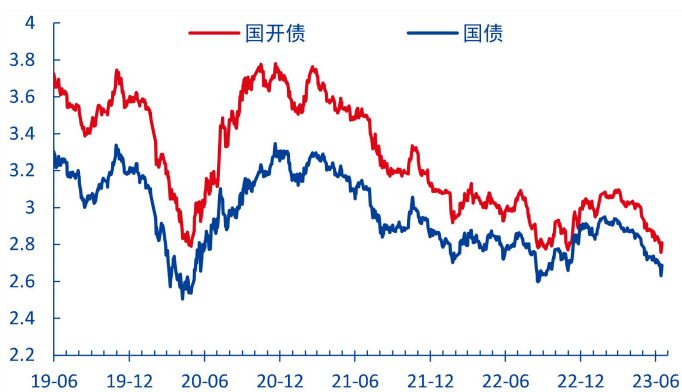
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：美国 10Y 国债收益率小幅反弹（%）



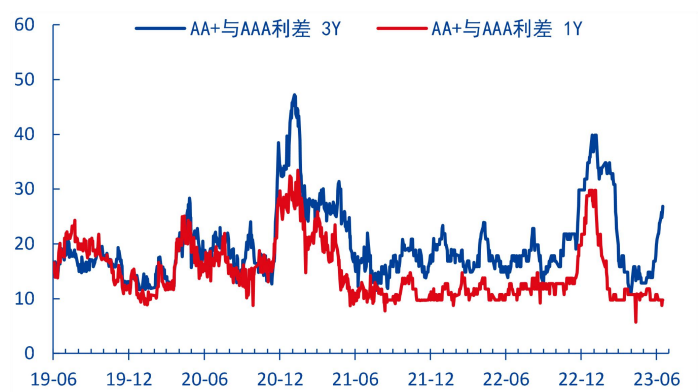
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 13：10Y 国开债与国债利差进一步缩小（%）



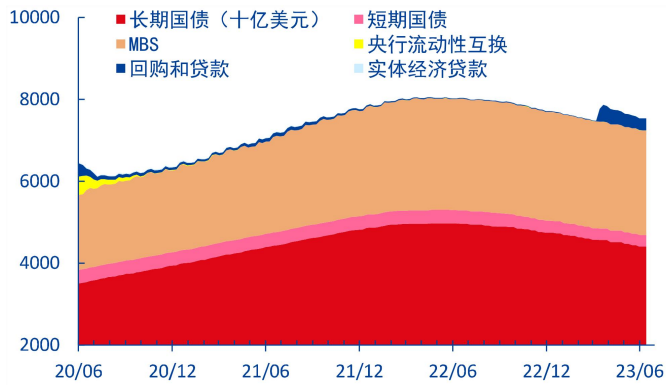
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：3Y 信用利差大幅抬升



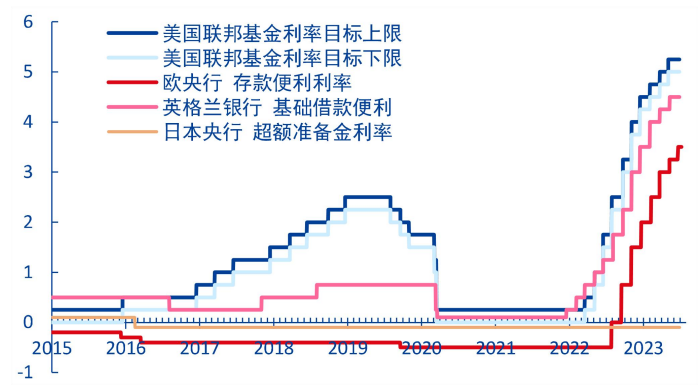
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 15: 美联储本周资产规模维持不变 (USD bn)



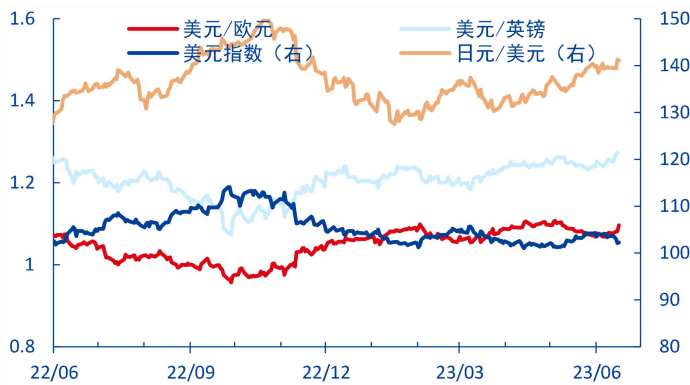
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 全球汇率: 欧央行宣布加息后美元指数回落, 欧元升值



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 美元指数下行带动人民币小幅升值



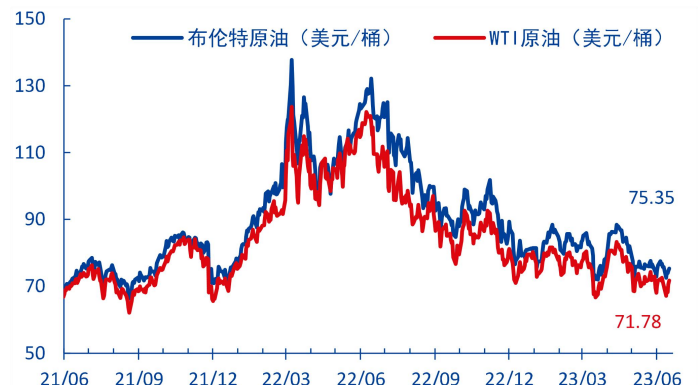
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 金价本周小幅下行



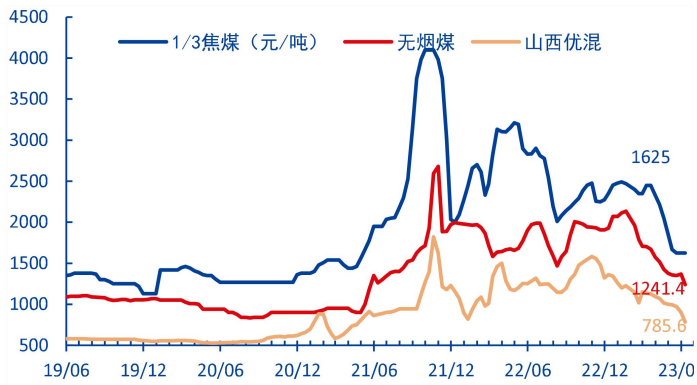
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: WTI 原油价格小幅回升



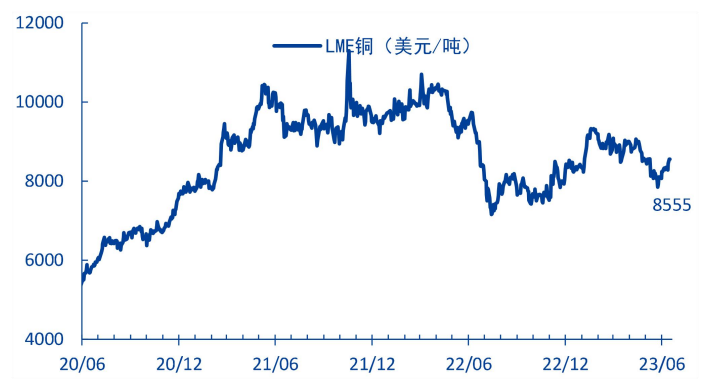
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 焦煤价格本周持平, 动力煤大跌



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 本周铜价继续小幅回升



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn