

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。

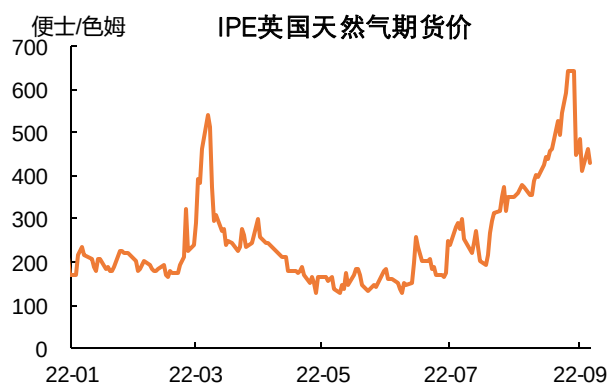
我们认为，近期欧元贬值背后有三方面催化因素：一是能源危机的恶化，二是欧盟财政被迫加码，三是英国政局变动与英镑贬值。与以往不同的是，本轮欧元贬值难以提振出口景气，反而可能削弱欧元购买力、加剧通胀压力，对欧元区经济的影响弊大于利。往后看，考虑到欧元区经济衰退渐行渐近、欧债风险难以排除、欧元中长期信誉面临挑战，这一次“欧元危机”恐怕暂时难有转机，反而还有进一步恶化的可能。

一、欧元汇率新压力

1、能源危机加深

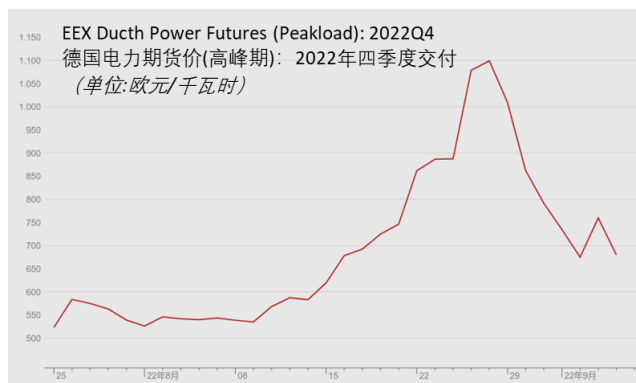
8月下旬，欧洲能源紧缺问题急剧恶化，是欧元汇率跌破平价的重要背景。IPE英国天然气期货价在8月末升至640便士/色姆，超过3月7日的高点续创历史新高，较7月均值上涨了230%。天然气涨价引发电价大涨，据欧洲能源交易所（EEX）数据，德国在今年四季度交付的电力期货价（高峰）于8月末升破1000欧元/兆瓦时，较7月末上涨200%。

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

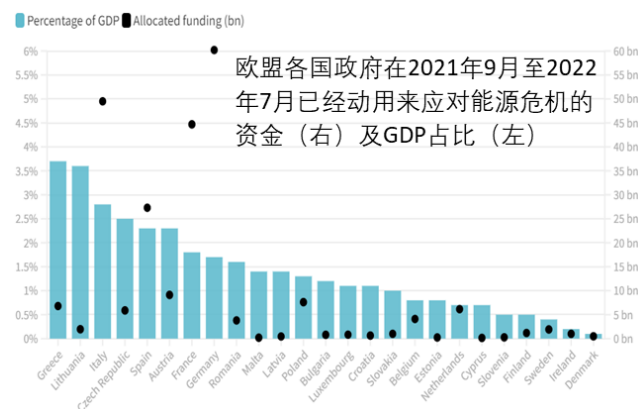
近期欧洲能源市场面临三重扰动：一是，夏季酷暑天气增加了能源需求。二是，俄罗斯天然气断供担忧“重现”与“兑现”。8月下旬俄罗斯宣布将于8月31日起检修北溪一号管道三天，这是继7月中旬以来的第二次检修，市场对断供的担忧重现。9月2日俄罗斯以“主涡轮机泄露”为由宣布“无限期”关闭管道，俄方随后“直言不讳”地将天然气断供归咎于西方的制裁，这意味着北溪一号在政治因素的阻挠下或暂难恢复。三是，欧佩克出手保护油价。8月下旬，面对伊朗石油回归与需求下滑的风险，欧佩克多国第一时间传递了将考虑减产的信号，布油重回100美元/桶上方。9月5日，欧佩克+宣布将从10月起减产10万桶/日，此举彰显了该集团维护油价的决心，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

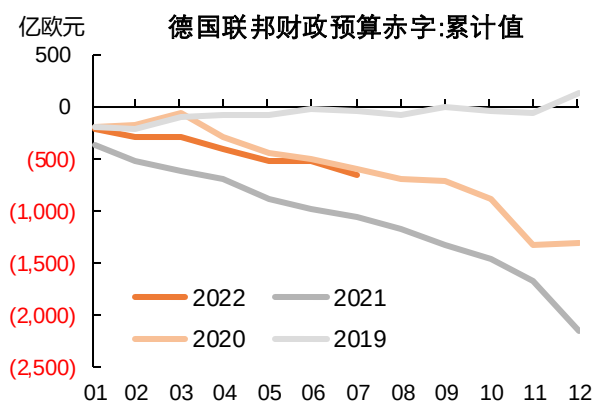
能源危机持续发酵，不断迫使欧盟财政加码。据欧洲智库 Bruegel 统计，2021 年 9 月至 2022 年 7 月，意大利、西班牙、法国和德国已分别动用价值 GDP 的 2.8%、2.3%、1.8% 和 1.7% 的资金来应对能源危机。今年以来截至 7 月，德国联邦财政预算赤字累计达 658 亿欧元，已经超过 2020 年同期水平。

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

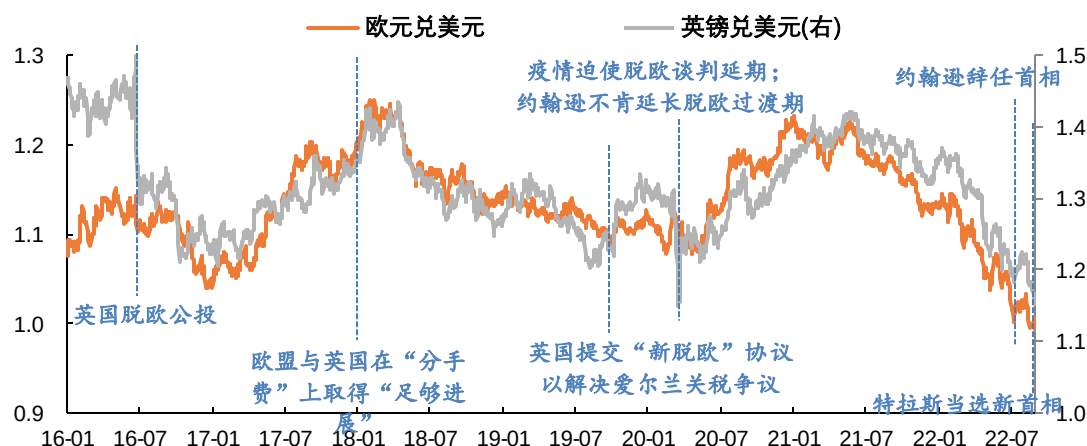
我们认为，欧盟对能源市场的干预只能缓解部分市场乱象，难从根本上解决能源危机。而且，政策干预过度的风险也在上升：一方面，过度的价格管制可能扭曲价格信号，引发供给收缩的风险，也不利于遏制需求，从而欧元区通胀可能在日后更大幅度地反弹；另一方面，快速增长的财政支出可能威胁财政纪律与欧元信誉，进一步强化欧元贬值预期。

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



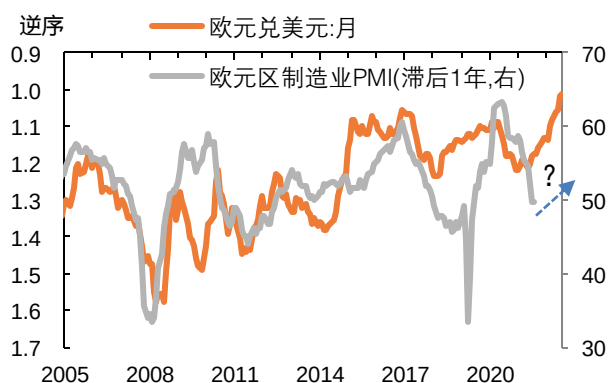
资料来源: Wind, 平安证券研究所

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。

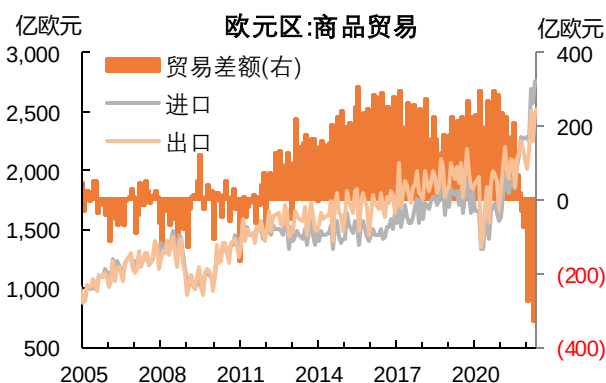
然而，我们认为，这一轮欧元贬值对出口的提振可能不及预期，对经济的整体影响弊大于利。一方面，当前欧元区进口增长快于出口，在国际原材料涨价背景下，欧元贬值对出口竞争力的提振，或难以抵消进口成本压力的上升。截至今年 6 月，欧元区商品贸易金额（欧元计，下同）已连续 8 个月呈现逆差，其中进口额同比增长 44%、出口额同比增长 20%。另一方面，全球经济下行压力加大，意味着欧元区商品出口增量空间有限。美国和中国是欧元区商品出口的重要去向。截至今年 6 月，欧元区商品出口额中，美国和中国占比累计达 22.5%，其中，由于中国需求增长放缓，欧元区对中国的商品出口额已经同比下降 3%；欧元区对美国出口额虽然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

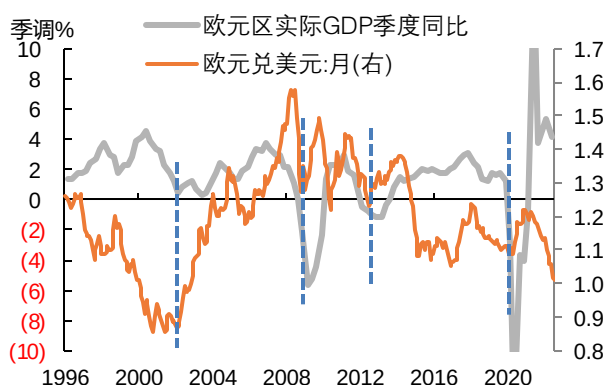
三、“欧元危机”下一步

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。

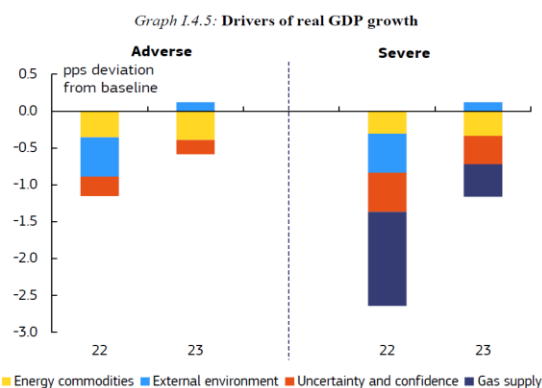
往后看，欧元区经济衰退概率很大，且时间节点或提前至年内。首先，俄罗斯天然气断供直接削弱欧元区 GDP 增长。综合欧盟委员会 5 月的春季预测报告，及 IMF 7 月的文章《俄罗斯停供天然气对欧洲经济的影响》的测算，俄罗斯天然气断供可能直接削弱全年欧元区 GDP 增长 1-2 个百分点。继而，欧元区衰退节点可能提前至今年 4 季度或明年 1 季度。其次，能源紧缺可能带来更为广泛通胀压力，抑制消费和投资需求。最后，欧央行货币紧缩可能被迫加码，进一步威胁欧元区需求增长。

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

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_45802

