

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者: 温颖坤 中国银行法兰克福分行

吕昊旻 中国银行研究院

电话: 010 - 6659 4016

签发人: 陈卫东

审稿: 钟红 边卫红

联系人: 初晓

电话: 010 - 6659 6624

* 对外公开

** 全辖传阅

*** 内参材料

全球外汇市场研究系列之三:

欧元汇率下跌的原因、影响及前景*

2022 年以来, 能源供应短缺等因素引发欧元区经济前景不确定性上升, 欧元区货币政策紧缩步伐滞后于美国, 导致欧元兑美元汇率持续走弱, 并跌破平价, 对欧洲经济金融发展产生重大影响。未来一段时期内, 欧元汇率走势难以发生显著变化, 长期或将逐步趋于平稳。

2022 年以来，能源供应短缺等因素引发欧元区经济前景不确定性上升，欧元区货币政策紧缩步伐滞后于美国，导致欧元兑美元汇率持续走弱，并跌破平价，对欧洲经济金融发展产生重大影响。未来一段时期内，欧元汇率走势难以发生显著变化，长期或将逐步趋于平稳。

一、欧元汇率下跌的成因分析

2022 年以来，在地缘政治冲突和美欧金融周期差异的影响下，欧元对美元持续贬值，贬值幅度接近 20%。俄乌冲突爆发后，欧元兑美元汇率一路下行。2022 年 7 月 13 日，欧元兑美元首次跌破 1:1，之后迭创 20 年来新低。2022 年 9 月，欧洲央行行长拉加德表示，欧洲央行不会跟随其他央行步伐，而将保持自身货币政策的可选择性、渐进性和灵活性，货币政策调整将取决于真实的数据和对经济前景的持续评估。受欧洲货币政策紧缩步伐滞后美国影响，欧元兑美元汇率继续下行，并徘徊在 0.97 附近。

(一) 地缘政治冲突是欧元走弱的最主要因素

地缘政治冲突导致欧洲能源短缺，助推通胀上行，促使经济增长放缓，导致欧元走弱。2022 年以来，受地缘政治冲突持续影响，欧元区能源和食品价格飙升、供应瓶颈问题持续不见好转，导致物价水平持续高位运行。2022 年 9 月，欧元区调和消费者价格指数 (HICP) 同比增长 9.9%，高于预期，再创历史新高，能源价格同比涨幅超过 40% (图 1)。

欧元区消费者信心指数跌至历史低点，高通胀正在改变消费者的消费行为和习惯。面对成本上升和供应链中断压力，欧元区多数企业的成本转嫁空间逼近底线。虽然欧洲央行大幅度加息举措释放了对抗高通胀的明确信号，但无法真正解决石油和天然气供应短缺的困境。俄乌冲突、供应瓶颈问题持续、通胀水平久高不下连续打击消费者信心，导致欧洲经济活动明显放缓，欧元汇率进一步走低。

图 1：欧元区通胀及其组成部分



资料来源：欧洲中央银行

（二）欧洲金融周期相对滞后美国，令欧元持续承压

欧美货币政策紧缩节奏存在差异性，促使欧元兑美元持续贬值。2022年9月，美联储再次宣布加息75个基点，年内连续第五次加息，将联邦基金利率目标区间上调至3%-3.25%。相形之下，欧洲央行加息的幅度和力度远小于美联储。2022年以来，欧洲央行先后进行两次加息，累计加息125个基点。货币政策紧缩节奏的差异拉大了美欧之间的利差，加剧资本流向美国市场，进一步支撑美元强势升值，而欧元汇率不断走低。

欧元区内部债务可持续性和偿债能力存在国别差异，导致欧洲央行应对高通胀的货币政策调整空间有限。2020年新冠疫情暴发以来，欧洲央行推出大流行紧急购债计划（PEPP），促使欧洲央行资产负债表规模扩张近4万亿欧元，导致欧元区各国政府负债率不断攀升。截至2022年一季度末，欧元区负债率排名前五的国家分别为希腊（189.3%）、意大利（152.6%）、葡萄牙（127%）、西班牙（117.7%）和法国（114.4%）。当前，欧元区成员国经济复苏存在不平衡，各国抵抗能源危机能力存在差异，导致各成员国偿债能力不同，由此引发欧元区外围国家债券收益率与核心国德国、法国国债收益率的利差走宽，欧元区金融碎片化风险上升，欧洲央行紧缩的货币政策空间受到限制，难以持续支撑欧元汇率回升。

二、欧元汇率下跌的经济金融影响

欧元疲软给欧洲带来了诸多阻碍经济发展的隐患。从中长期看，欧元持续贬值既不利于欧洲经济持续稳定的发展，也会影响全球经济和金融的稳定。

(一) 欧元疲软导致进口品价格上涨，引发通货膨胀

在欧元贬值背景下，能源、粮食及原材料等商品进口成本上升，导致欧元区通胀水平居高不下。欧元下跌给欧洲家庭和企业带来更大压力。当前，欧元疲软使主要以美元支付的进口商品更贵，特别是能源、与美元挂钩的油气，使得欧盟成员国能源成本飙升，通胀问题愈发严重，欧洲家庭和企业被创纪录高通胀所困。能源成本高企对整个经济的影响使价格压力蔓延到越来越多的行业。欧洲央行预计，核心通货膨胀指标（不包括食品和能源价格）仍处于较高水平，将在 2022 年达到 3.9%，2023 年达到 3.4%，2024 年达到 2.3%。有弹性的劳动力市场和一些弥补通胀上升的追赶措施可能会推动工资水平增长，形成“物价-工资”螺旋上升风险。当前，欧元区工资协议表明，工资动态上升态势总体仍然可控，但工资增速远高于历史平均水平。由于能源和食品大宗商品价格极度上涨，以及经济重新开放、供应短缺和劳动力市场紧张带来的上行压力，欧盟通胀压力将会持续。欧洲央行预计，2022 年四季度欧元区调和 CPI 将维持在 9% 以上，2022 年平均水平为 8.1%（较 6 月上调 1.3 个百分点），2023 年为 5.5%（较 6 月上调 1.3 个百分点），2024 年为 2.3%（较 6 月上调 0.2 个百分点）。

(二) 欧元下跌导致投资者信心下降，经济衰退风险增加

欧元大幅度贬值造成全世界对欧元的信心下降，欧元区经济前景黯淡。一是高通胀抑制了欧洲经济的支出和生产，天然气供应中断又加剧了这些不利因素造成的后果。二是在主要经济体收紧货币政策背景下，全球需求疲软，贸易条件恶化，对欧元区经济的支持减少。三是全球不确定性依然很高，欧洲的商业信心大幅下降。

当前，俄乌冲突造成的冲击正随着时间的推移而不断扩大，欧元汇率大幅下跌导致经济活动明显放缓。俄乌冲突和与之相关的不确定性严重打击了企业和消费者信心，贸易中断正导致新的原材料短缺。2022 年以来，欧洲能源成本急剧上升，促使欧元区通货膨胀率显著飙升，屡创新高。同时，受疫情反复影响，全球供应链紧张情况

并无好转，加之运输和生产成本不断提高，终端消费品价格不断上涨，以奶制品为代表的食品价格表现尤为明显。2022 年 9 月，欧元区综合采购经理人指数（PMI）降至 18 个月低点，连续第三个月处于收缩区间。制造业继续受到能源成本高企、供应链瓶颈和需求下降的影响，服务业几乎跌至荣枯线附近。这表明，受生活成本上升影响，疫情后消费服务支出反弹的积极影响正在减弱。近期，欧盟委员会经济景气指数（ESI）进一步下降，工业信心指标显著减弱，服务业信心指标在较小程度上减弱，消费者信心指标仅略高于新冠疫情暴发前触及的低谷。欧洲央行预计，2022 年欧元区实际 GDP 增速为 3.1%，2023 年将显著放缓至 0.9%。受能源供应中断、通胀上升和相关信心指数下降的影响，与 2022 年 6 月的预测相比，2023 年欧元区 GDP 增长前景被下调 1.2 个百分点，2024 年 GDP 增长前景被下调 0.2 个百分点。

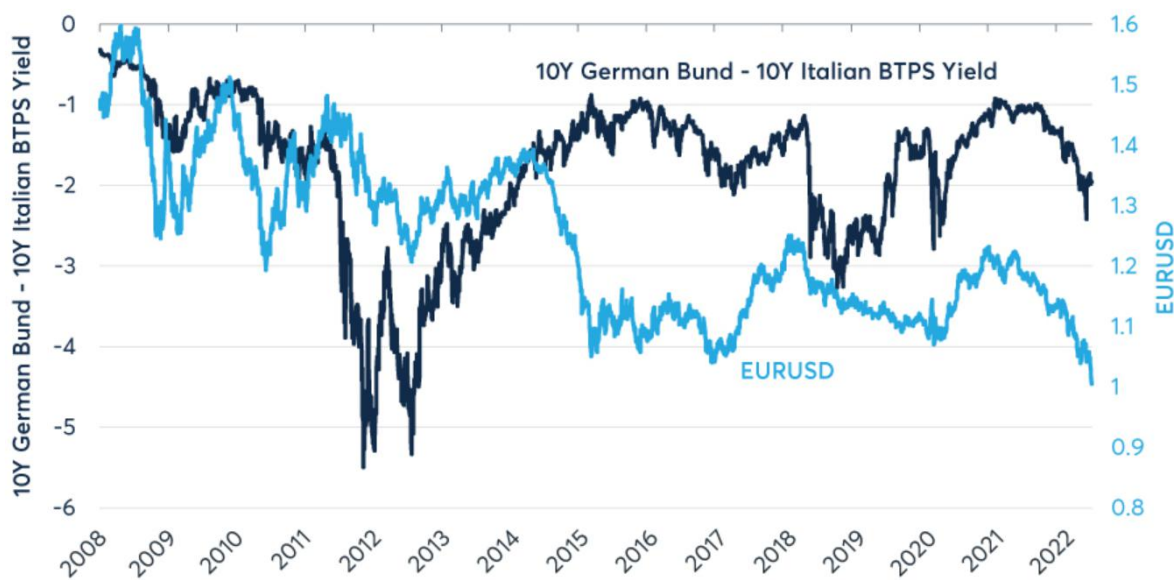
（三）欧元贬值加速资本外流

资本大量流向美国，使欧元疲软和资本外流互为因果，形成恶性循环。同时，欧元作为国际储备和结算货币的地位受到削弱。欧元持续贬值，引发市场对欧元的信任程度下降，导致大量资本外逃。进一步，资本外流影响欧元区的投资增长，使欧洲的资本市场投资环境恶化，严重阻碍了欧洲资本市场的改革和深化。欧洲资本的外流以及资本市场的僵化和分割又进一步打压欧元，形成欧元贬值和资本外流的恶性循环。

（四）欧洲金融碎片化风险攀升

疲软的欧元和由此产生的价格上涨加大了欧洲中央银行的紧缩压力。2022 年以来，在通胀持续高企背景下，欧洲中央银行连续两次加息 125 基点，将关键利率上调至 0.75%。货币政策收紧预期促使欧洲债券收益率大幅上升，特别是意大利等公共债务水平较高的国家，债券收益率涨幅更为显著。截至 2022 年 10 月 14 日，德国与意大利主权债券利差扩大至 2.60%，较年初上升 122 个基点（图 2）。德国与意大利等国的主权债券利差拉大，促使欧洲金融碎片化风险进一步加大。

图 2：欧元区成员国主权债息差与欧元兑美元走势（%）



资料来源：彭博

三、欧元汇率的未来走势

(一) 短期看，欧元仍将维持疲弱态势

欧元或许出现技术反弹，但总体大概率将继续承压，欧元兑美元将在 1:1 平价水平附近波动。从内因来看，能源供应问题仍将是引领食品、其他非能源产品和服务价格上涨的主要驱动因素，欧元区通胀水平将在较长时间内超过 2% 的通胀目标。在高通胀压力下，欧洲经济滞胀风险抬升，投资者对欧元信心将会进一步下挫，欧元下跌走势难以短期扭转。从外因来看，欧洲经济金融周期滞后于美国，美联储如果继续采取鹰派立场激进加息，欧洲央行加息步伐很可能难以同步跟进，息差和美元资产的“避风港”属性都将推动美元兑欧元继续保持强势地位。2022 年 3 月以来，美联储已将联邦基金利率区间由 0-0.25% 上调至 3%-3.25%。相较之下，欧洲央行 7 月开启加息，将存款便利利率由 -0.5% 升至 0.75%。当前，美欧短期利差明显走宽，欧元汇率承压。市场参与者借入短期低利率货币投资于利率相对较高的货币获取套利，而套利交易规模的持续扩大也将刺激美元继续升值。市场预期，2022 年美联储将继续保持加息节奏，联邦基金利率上限大概率升至 4.4%，2023 年或将达到 4.6%。相比之下，欧洲央行的货币政策紧缩节奏受困于欧元区内部经济结构失衡，加息步伐相对缓慢，欧元短期仍将弱于美元。

（二）中长期看，欧元汇率将止跌回稳

中长期内，随着能源市场再平衡、不确定性下降、供应链瓶颈得到解决和通胀压力趋缓，尽管融资条件仍然严峻，但欧元区经济增长或将反弹。根据欧洲央行委员分析，2024 年欧元区经济增速将大幅上升至 1.9%，2025 年或将进一步复苏。在此背景下，欧洲经济复苏支撑欧元逐步走强，欧元兑美元汇率也会逐步回升。但地缘政治冲突引发的不确定性将持续影响欧洲经济，欧元可能无法回到俄乌冲突前对美元的强势汇率水平。