



丁孟
經濟研究員
Tel:28266585
dingmeng@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

聲明：
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

歐元匯率重回歐洲央行的關注焦點

在 9 月 10 日結束的議息會議上，歐洲央行保持貨幣政策不變，調高了對未來經濟增長和通脹的預測，更重要的是，這是 2018 年以來歐洲央行第一次在貨幣政策聲明中提到對歐元匯率的關注。相比 2014 和 2018 年歐洲央行開始口頭干預歐元匯率的效果和時滯，預計歐洲央行對歐元匯率表達關注的效果將在年末或明年初浮現，並終結今年 5 月以來歐元兌美元的快速上漲勢頭。

一、上調 2020 年經濟增長和 2021 年通脹預測

儘管新冠疫情確診個案在歐洲重新上升，但歐洲央行仍然調高了對於 2020 年歐元區經濟增長的預測，並相應調低了對於 2021 和 2022 年兩年的經濟增速預測，這相當於確認新冠疫情對經濟的負面影響並不如之前預計的大：預計 2020 年歐元區 GDP 增速為 -8%，6 月份會議則預期為 -8.7%；預計 2021 年歐元區 GDP 增速為 5%，6 月時預期為 5.2%；預計 2022 年歐元區 GDP 增速為 3.2%，6 月預期為 3.3%。同時，歐洲央行亦調整對通脹的預測：預計 2020 年歐元區通脹率為 0.3%，與此前預估相同；預計 2021 年通脹率為 1%，此前預期為 0.8%。

在評論經濟和通脹前景時，歐洲央行總裁拉加德表示，數據和經濟調查表明歐元區經濟將於三季度強勁反彈；新冠疫情確診個案再次增加不利於短期經濟增長前景；但從中期來看，需求復甦最終將給歐元區帶來通脹的上行壓力；歐元區通脹將在 2021 年初轉為正值。

在回答關於通脹的問題時，歐洲央行總裁拉加德仍把通脹大幅下降歸結為一次性因素，因此，“在本次會議上沒有討論進一步增加貨幣政策刺激”。

相比 8 月末剛剛調整了貨幣政策框架，增加對通脹容忍度的美聯儲來說，歐洲央行貨幣政策相對“鷹派”的特點更為明顯，

歐元兌美元在會後曾一度升至 1.1917，但隨後回落至 1.18 附近。

二、歐元匯率再次回到歐洲央行的關注焦點

本次會議更大的看點是，自 2018 年 3 月以來，歐洲央行首次在政策聲明中提到對匯率的關注：“貨幣政策委員會將評估包括匯率在內的一系列因素對於中期通脹的影響”。在新聞發佈會的記者提問中，有 3 個問題直接涉及匯率，整個貨幣政策新聞發佈會 8 次提及匯率，拉加德表示匯率並不是歐洲央行的貨幣政策目標，但是匯率會對通脹產生影響，特別是匯率是近期通脹低迷的原因之一。由於通脹是歐洲央行貨幣政策的唯一目標，故認為高匯率將影響通脹等同於該行可對高匯率採取行動以提升通脹的認可。

從以往兩次歐洲央行表達對歐元匯率關注後的歐元表現來看，雖然歐洲央行都沒有在口頭干預後立即實行寬鬆的貨幣政策，也從不認為歐元是其貨幣政策的直接目標，但每次當歐洲央行提及對歐元升值的高度關注後，歐元兌美元的升值週期都宣告結束：

對上一次歐洲央行的會議政策聲明提及對歐元匯率的關注已是 2018 年 3 月，彼時只是提到“貨幣政策委員會持續關注匯率和金融市場條件對於通脹前景的影響”，並沒有將匯率作為低通脹的原因，在記者提問環節也沒有提到匯率，整個新聞發佈會只 2 次提及歐元匯率。即使如此，在該次會議後歐元兌美元匯率開始從 1.25 附近一路回落至最低 1.07，從歐洲央行會議表態關注歐元匯率，以至歐元兌美元下跌大約相距 1 個月的時滯。

相比美聯儲於 2018 年 3 月 20 日會議上加息，歐洲央行對匯率前景，貨幣政策環境和匯率的表態強硬程度更為接近 2014 年的情況（彼時美聯儲仍在寬鬆的貨幣政策週期中）：在 2014 年 3 月的貨幣政策會議上，時任歐洲央行行長德拉吉首次表示，強勁的歐元明顯壓低了歐洲央行的通脹表現。在是次新聞發佈會中，匯率出現了 5 次。此後四次會議中歐洲央行提及匯率的次數持續增加，分別為 8 次、20 次、11 次和 12 次，並在 6 月和 9 月的兩次會議上減息，再對應此後歐元匯率開始下跌的時滯為 2 個月，歐元兌美元匯率從最高 1.4 下跌至最低 1.04。考慮到從歐洲央行口頭干預歐元匯率至歐元兌美元開始下跌期間，美聯儲並沒有明顯收緊貨幣政策，歐元下跌可更多歸因於歐洲央行的行動。

從歐洲央行和美聯儲的貨幣政策比較來看，與 2014 年和 2018 年情況不同的是，彼時美聯儲對於貨幣政策的取態或更偏向緊縮（2018 年美聯儲加息四次）或處在寬鬆週期的末段（2014 年 10 月美聯儲退出上一輪量化寬鬆），而最近美聯儲貨幣政策表態明顯

暗示貨幣寬鬆將持續更長時間：美聯儲 8 月 27 日宣佈調整貨幣政策框架，使其更加關注就業，並允許在一段時間內通脹上升至目標水平之上。相比之前兩次，目前歐洲央行和美聯儲貨幣政策差異使得歐元面臨更大的升值壓力。

從貨幣政策進一步寬鬆的難度對比來看，2014 年 6 月是歐洲央行歷史上第一次將政策利率之一的存款借貸便利利率降至負值，相比目前進一步擴大資產購買規模或拉長資產購買的執行時間作為政策修補選項來說，彼時的政策阻力更大。

綜合之前兩次歐洲央行對歐元匯率進行口頭干預的情況，對隨後貨幣政策調整和歐元匯率變動作估計，目前歐元匯率的上升已經接近歐洲央行更嚴厲口頭干預和推出實質貨幣政策行動的臨界水平，考慮到如今美聯儲更為寬鬆的貨幣政策立場，歐洲央行出於匯率（影響通脹）的考量，更可能對高歐元匯率的前景做出反應。通過進一步調高資產購買規模或拉長資產購買的時間將可能是未來調整貨幣政策的主要方式。

過往歐洲央行關於匯率的取態均對歐元匯率產生明顯影響，鑑於歐元佔美元指數 57.6% 的比重，假設美聯儲沒有同時進一步放鬆貨幣政策，歐洲央行對歐元的影響可能意味著本輪美元指數下跌週期快將終結。

近期報告

1.	馬來西亞央行9月會議維持利率不變	李睿正	09.11
2.	境外投資者投資債券市場事宜公開徵求意見投資人民幣資產進一步加強	席帥	09.04
3.	美國大選民調解讀	丁孟	09.04
4.	印尼和菲律賓央行8月會議保持利率不變	李睿正	08.24
5.	香港失業率恐在短期內維持高位	陳蔣輝	08.21
6.	泰國第二季GDP按年縮減12.2% 連續三季環比負增長	李睿正	08.19
7.	馬來西亞第二季GDP按年縮減17.1% 近十年來首次萎縮	李睿正	08.17
8.	美元短期積弱，中長期仍有支持	張文晶	08.12
9.	菲律賓第二季GDP按年下跌16.5% 近30年來首次陷入衰退	李睿正	08.10
10.	美國總統簽署行政命令禁止與兩大中資科技企業進行交易	蔡永雄、丁孟	08.07
11.	印尼第二季GDP按年縮減5.3% 自1999年以來首次萎縮	李睿正	08.07
12.	8月份議息會議泰國央行維持利率不變	李睿正	08.06
13.	聯儲局推YCC需慎重考慮	張文晶	07.31
14.	美聯儲重申經濟刺激，關注9月政策框架調整	韓鑫豪	07.30
15.	上半年香港經濟創紀錄最大跌幅	蔡永雄	07.30
16.	印尼央行本年度第四次降息至4%	李睿正	07.21
17.	馬來西亞降息25基點至1.75%的歷史低位	李睿正	07.10
18.	菲律賓下調利率50基點至2.25%的歷史低位	李睿正	06.30
19.	泰國央行維持利率不變並下調經濟預測	李睿正	06.29
20.	印尼央行本年度第三次降息	李睿正	06.19