


分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoliang@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

➤ 我们在今年1月5日的报告《美元：谁来给“史诗级上涨”降降温？》中判断：“我们对于美元的看多观点是谨慎的，美元冲高后回落是‘大势所趋’，我们预计这个拐点就会出现在第一季度。高点可能在110上方，但不会触及2022年的高点。”近期作为“美国例外论”中最具代表性的资产——美元指数开始“原路返回”跌至103附近，几乎已经回吐了之前我们所说的“史诗级上涨”。

➤ 美元指数的高低是国际收支的结果，而非原因。疫情后全球资金加速回流美国，支撑美元指数一直处在较高的区间。这里面既有加息带来的套利空间也有AI叙事的驱动。而两者目前都开始有所松动，作为国际结算货币，美元的变化势必影响全球资产配置的再平衡。

➤ 近期宏观逻辑的方向基本如当时报告撰写的“剧本”演绎：美国方面，除了关税上的“摇摆”外，特朗普政府在初期会引导偏紧的财政政策来控通胀和稳利率。非美方面，欧洲的俄乌局势和动荡政局会出现积极信号。当然在“情节”上还是出现了“意外”，其中最出乎意料的可能就是近期俄乌冲突的进展——从纯粹的地缘冲突发酵成欧洲“觉醒”的契机。

➤ 欧洲“觉醒”的叙事给了全球资金流向变局的想象空间，但光有想象空间不够，节奏和幅度对于投资可能更加重要。这背后有两个核心问题：一是加国防军工支出、德国财政扩张不等于欧盟的财政一体化，而缺乏一体化财政才是欧元资产的核心弱点；其次增加的国防支出是主要用于发展本土军工还是用于进口相关装备，还存在不确定性——如果是后者那可能利好的就是其他经济体，比如美国或中国。

➤ 我们认为欧洲财政的持续推进不会一帆风顺，因此美元快速下跌可能已经接近尾声，100是非常强的支撑，短期内要警惕的是美元的阶段性反弹，而后续进展更有赖于美国 and 欧洲之间经济基本面的变化——今年欧洲的空间先前无疑是被低估的。

➤ 我们倾向于认为如果10年期美德利差能回到100bp之内（当前在140bp左右），美元大概率跌破100；如果10年期美德利差倒挂，美元指数有望跌破90。短期而言这个门槛不低，我们试着从市场定价、叙事演绎和潜在风险进行分析：

➤ **市场剧烈的再定价：预期太低+政策意外转向。**今年年初即使考虑到俄乌局势的缓和，市场还在不断调低对于欧盟和德国2025年增速的预期。直到美乌谈判“翻车”意外成为欧洲财政框架变化的“契机”：

➤ 德国候任总统默茨（Merz）提出的成立5000亿欧元的基建基金（占2024年德国名义GDP的11.6%，10年内落地），同时修改宪法、豁免国防支出受到的“债务刹车”约束+欧委会主席冯德莱恩德8000亿欧元额外国防支出提议。如果落地，这将是2010年欧债危机后德国紧缩财政的标志性转变，如果能推而广之，这可能是欧盟“财政紧缩+去杠杆”时代结束的“契机”。

➤ **当前定价如何？**欧洲财政“觉醒”是当前欧系资产的主要驱动——德债收益

相关研究

1. “美国不是例外”系列报告：二季度美国的流动性挑战-2025/03/11
2. 海外市场点评：美股在跌什么？-2025/03/11
3. 2025年2月通胀数据点评：CPI“转负”，这次有何不同？-2025/03/09
4. 2025年2月外贸数据点评：如何看待“抢出口”不及预期？-2025/03/09
5. 美国就业数据点评：2月非农的“隐忧”-2025/03/08

率大涨，欧元升值，以及欧股更高的超额收益。

➤ **当前 2.8% 以上的 10 年德债收益率是比较合理的。**当前的德债背后至少有两层经济含义：未来一至两个月内，欧洲和德国的制造业重回扩张（PMI 回到 50 以上，见图 6）；今年德国经济走出衰退和负增长。恰巧，高盛在上周也将 2025 年德国经济增速由 0% 小幅上调至 0.2%。汇率方面，10 年德债利差收敛到 140bp 左右，1.08 以上的欧元对应 104 以下的美分。

➤ **但对德债站上 3%，我们认为应该保持谨慎。**以史为鉴，2011 年在通胀担忧下，欧央行在美联储仍处于宽松周期的背景下率先引导、并开启加息（4 月），当年第一季度 10 年德债收益率站上 3%，但经济随后放缓回落、欧债危机持续发酵，最终 10 年德债收益率在第二季度就跌破 3%，并进入下行通道。与彼时相比，相向而行的货币政策恐难出现，毕竟德国的通胀预期远低于美国。

➤ **欧洲“觉醒”定价进一步上升的短期障碍主要在两个层面：**

➤ **经济层面，在美国经济明显放缓、关税风险不断的背景下，汇率升值和利率上涨的负反馈尤其明显。**作为典型的开放型经济体，欧盟的经济很依赖出口（商品和旅游服务等），欧元如果出现升值“抢跑”，很可能在财政支出还没发挥内需作用的情况下，出口增速下滑就先行显现。除此之外，德国经济本身仍尚处于衰退的边缘。

➤ **各国面临的债务难题迥异，会让上述问题更加复杂——边缘欧盟国家的金融压力可能会更大。**面对存量债务高的问题，美国选择削减开支、引导衰退预期的紧缩手法，中国可以通过置换用时间换空间。而在缺乏统一财政的情况下，边缘欧盟国家只能选择在债台高筑下继续承压。

➤ **法国、意大利和西班牙首当其冲。**欧盟 8000 亿的额外防务支出计划本质还是要各国政府继续增加负债：欧盟国家四年内每年将国防支出占 GDP 比例提高 1.5 个百分点，约合 6500 亿美元；另外欧盟向成员国提供 1500 亿的低息贷款。在欧盟四大国中，除了德国，法、意、西都存在不小的债务风险。

➤ **制度层面，欧盟与中美相比，最大的区别是没有统一有力的中央政权，这注定全面的财政转向会充满坎坷：**

➤ **第一道坎：分裂的议会。**例如德国政府通过修宪来走扩张之路的有利时间窗口非常有限。德国无论是成立特殊基金还是豁免“债务刹车”约束，都需要联邦议院三分之二的多数票支持。相对比较明确会支持财政扩张的是“联盟党+社民党+绿党”的党团。

➤ 比较尴尬的是该党团在新一届联邦议院中席位占比，将由之前的超过 70%，减少至不及 2/3（图 8 至 9）。根据德国基本法，大选后 30 天内新议院需要召开首次会议，这意味着 3 月 25 日前是德国推进国内财政转向的“黄金窗口”：如果绿党不“反水”，预计成立基建基金和国防预算修宪的诉求能够成功落地，但 3 月之后继续推进其他扩张诉求的难度会明显上升。

➤ **第二道坎：“中央决策”难，欧盟各国各怀心思。**欧盟的架构缺乏强有力的、自上而下的中央决策，碰到重大问题的决策还需要欧盟 27 国一致同意。比如共同的外交安全政策，欧盟层面的预算条款等。

➤ **潜在的不稳定因素——匈牙利和意大利。**两国都是右翼政府执政且与美国关

系密切，不排除会“从中作梗”，比如上周四召开的欧盟峰会，在欧盟继续向乌克兰提供财政支持的问题上，匈牙利总理欧尔班选择了反对。

➤ **从国防到财政：欧洲逃不开的风险点。**综合以上分析，对于欧盟财政转向的后续演绎，我们认为“开弓没有回头箭”，**至少在未来四年内欧盟国防开支的增加是毫无疑问**（当然，四年后也存在美国新政府在对欧外交军事政策上改弦易辙，导致欧盟相应减少开支的可能），但在支出和负债增加的过程中，由于缺乏统一的中央财政架构，**债市的脆弱性是绕不开的难题。**

➤ **尾部风险可能来自于“欧债危机 2.0”。**法国、意大利等高负债国家债务的明显扩张，叠加日央行在通胀压力下继续加息（日本机构是欧债的重要投资者），可能使得这些国家债券收益率大涨、债务评级下调，导致欧洲银行业风险积聚、欧元贬值。

➤ **应对这一风险，可能的三个情景（可能性从大到小）：**

➤ **情景 1：欧洲央行启动债券购买。**欧央行在 2022 年 6 月成立了 Transmission Protection Instrument (TPI) 传输保护工具购买相应政府债券，旨在防止其他国家国债收益率和德债之间的利差过大导致欧元区解体风险。**这相当于重启 QE 放水，利多欧股和欧债，但是利空欧元。**

➤ **情景 2：欧盟成立统一债券工具进行融资。**为了减轻国家负担，由欧盟委员会或者下属机构通过发行共同债券的方式筹集资金，增加国防支出。如果落地，这将是继 2020 年为应对疫情成立“下一代欧盟”（Next Generation EU，简称 NGEU）复苏计划后，在非特殊时期推进财政一体化的又一步，**无疑增强市场对于欧元资产的信心。**当然这一举措落地的难度不小。

➤ **情景 3：欧盟国防支出计划“落空”。**支出和债务分配方案无法获得各国议会的支持，最终欧盟整体增加的国防支出规模四年内少于计划的至少“8000 亿欧元”。**欧洲财政范式转型失败，欧元资产全面“退潮”。**

➤ **风险提示：**欧盟峰会没有通过增加国防支出的议案，导致欧洲财政转向破裂；美国经济超预期陷入衰退，导致全球经济放缓，欧洲也受拖累。

图1：美股纳斯达克指数“跌落神坛”



资料来源：彭博，民生证券研究院

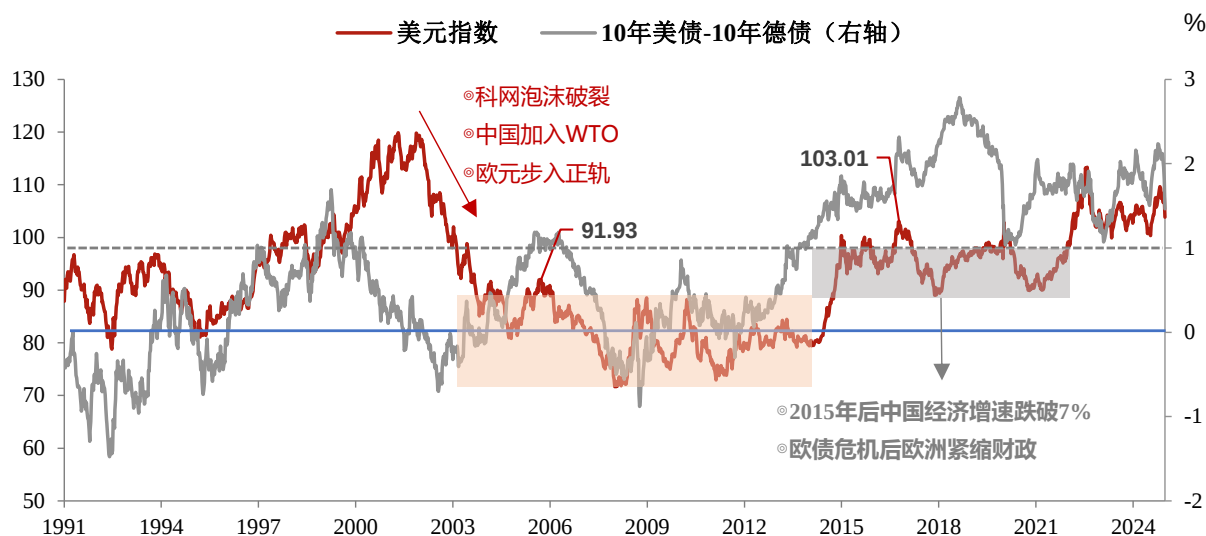
注：大选日指的是 2024 年 11 月 5 日（美东时间）美国总统大选。

图2：美元指数近期也是加速下跌



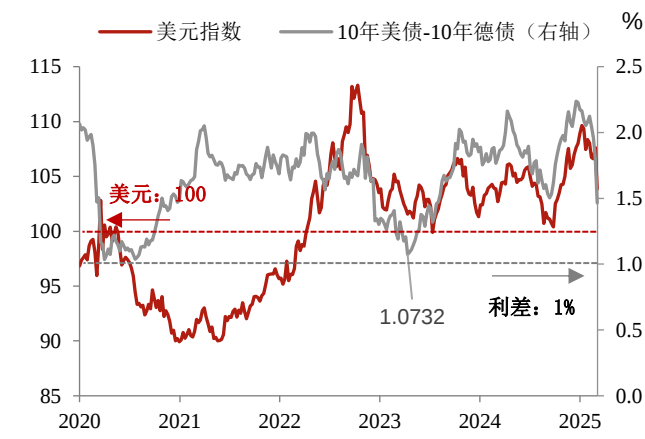
资料来源：彭博，民生证券研究院

图3：美元指数和德美利差：结构性因素和波动区间



资料来源：彭博，民生证券研究院

图4：美德利差大幅收窄驱动美元指数贬值



资料来源：彭博，民生证券研究院

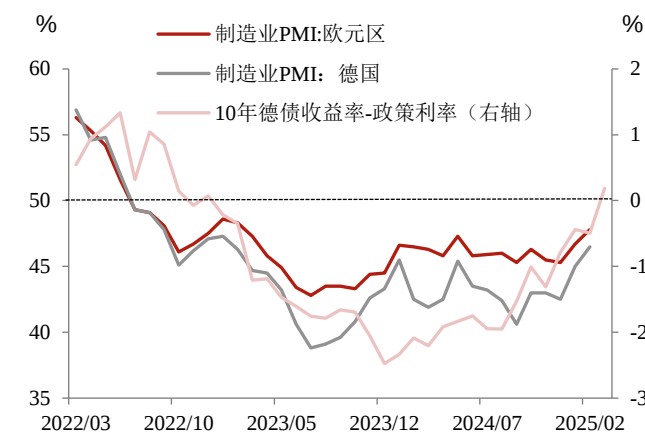
图5：欧洲财政更积极可能有利于欧股的超额表现



资料来源：彭博，民生证券研究院

注：政府杠杆率的数据截至2024年6月30日，MSCI股市的数据截至2025年3月7日。

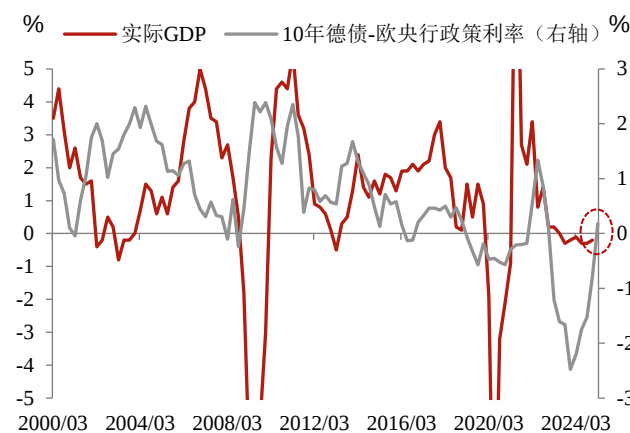
图6：长端德债利率的短期含义：制造业重回扩张



资料来源：彭博，民生证券研究院

注：政策利率指的是欧央行的主要再融资利率（MRO）。

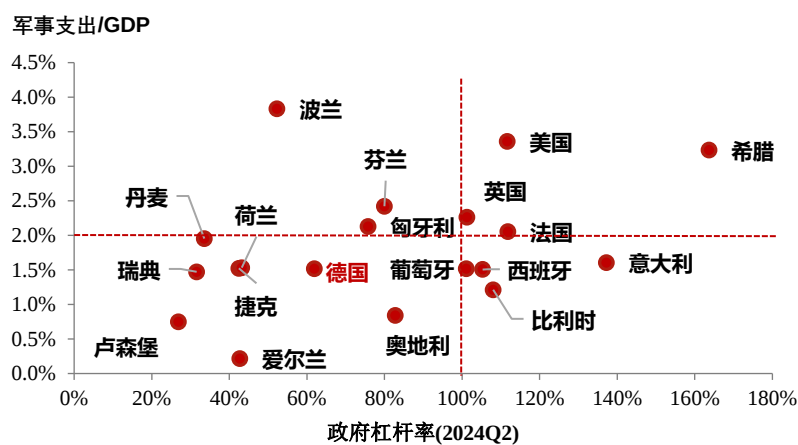
图7：长端德债收益率的中期含义：走出负增长



资料来源：彭博，民生证券研究院

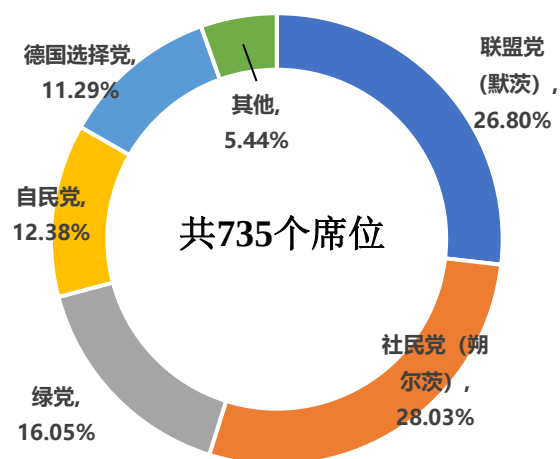
注：政策利率指的是欧央行的主要再融资利率（MRO）。

图8：欧盟部分国家和美国国防支出和杠杆率



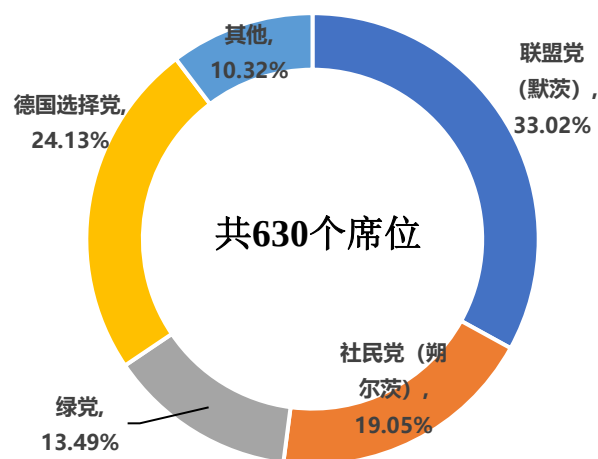
资料来源：BIS, SIPRI, 民生证券研究院
注：军事支出数据为 2023 年。

图9：德国第 20 届联邦议院党派构成



资料来源：Federal Returning Officer, 民生证券研究院

图10：德国第 21 届联邦议院党派构成



资料来源：Federal Returning Officer, 民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048