

交銀金融

2025 年 3 月號 第 201 期

環球金融市場部研究組

聚焦特朗普主導的俄烏和平談判進展： 歐盟的長期債務化前景或難以避免

摘要

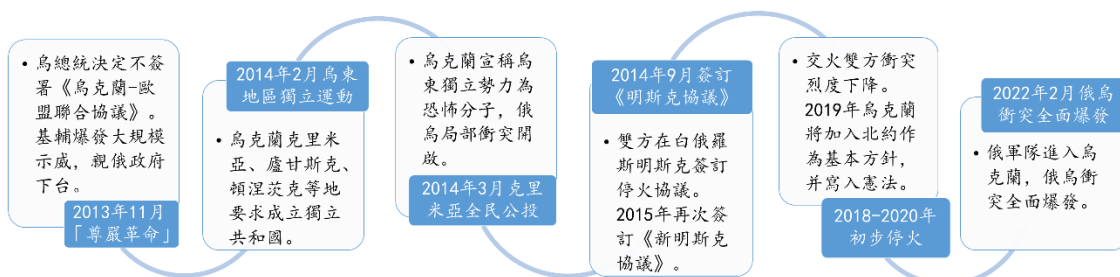
- 自 2022 年 2 月俄烏衝突全面爆發以來，國際政治經濟結構出現了巨大的轉變。美歐共同防務關係加強、雙向經貿聯繫升溫；而俄羅斯能源出口則轉向亞太市場。
- 特朗普上任以來積極推動俄烏衝突和平談判，但其非常規性、收縮性的外交主張孤立了歐洲盟友，令歐洲面臨獨立防務的較大壓力。
- 由於歐洲已成為美國能源商品的最主要市場，預計特朗普將以安全保障及加徵關稅為籌碼，迫使歐洲加大購買美國能源產品。
- 長期來看，在地緣衝突、議會分裂、貿易受損的多重衝擊下，歐債供給料將膨脹，歐股波動性或加劇，需留意歐債利率上行或會引發希臘、意大利等重債國的主權債務風險問題。

一、國際地緣政治及經貿結構的巨變：俄烏衝突的始末

（一）2014 年以來俄烏衝突的時間軸

1、俄烏衝突大事記（見下圖）

圖 1-1：2014 年以來俄烏衝突經歷了局部爆發、短期停火、續全面升級的三個階段



數據來源：烏克蘭政府網、俄羅斯外交部官網

（二）俄烏地緣衝突對國際政治經濟結構的影響

1、國際地緣政治格局出現巨大轉變

俄烏衝突從局部激化至全面爆發，其導火線是烏克蘭在美、歐鼓動下試圖全面西傾，令俄羅斯面臨極大的地緣政治威脅。自 2022 年 2 月俄羅斯發起的特別軍事行動至今超過 3 年，烏克蘭已失去烏東地帶的大片領土，而在共同向烏軍增援及對俄制裁的過程中，美、歐的盟友關係有所強化。

➤ 俄羅斯的地緣安全與頓巴斯地區民族的自決訴求：

1991 年蘇聯解體之後，北約開始推行美國提出的東擴計劃，以達到遏制俄羅斯及掌控歐洲的戰略目的。截止 2024 年 4 月，波羅的海三國已全部加入北約，俄羅斯與北約成員國的陸地邊界達到 1,700 公里以上，給俄羅斯帶來極大的地緣安全壓力。俄羅斯主張美國需承諾阻止北約進一步東擴，並拒絕原蘇聯成員國加入北約，同時不會在原蘇聯成員國、非北約成員國領土建立軍事基地及進行軍事活動。

此外，俄羅斯方面認為 2014 年的廣場運動實際上是美國支持的違憲政變，通過政變後上台的親西方政府難以代表烏東地區（以俄羅斯族為主）的利益訴求。2022 年，俄羅斯正式承認頓巴斯地區的頓涅茨克及盧甘斯克人民共和國為獨立國家，並發動了針對烏克蘭的「特別軍事行動」，目的是為對抗烏克蘭「極具侵略性的恐俄症及新納粹主義」，以實現頓巴斯地區俄羅斯民族自決權，俄烏衝突就此全面爆發。

圖 1-2：1991 年以來，北約持續東擴對俄羅斯地緣安全造成極大壓力（淺色覆蓋區域為北約成員國）



數據來源：北約

➤ **烏克蘭對領土主權完整及安全保障的訴求：**

截止 2025 年 2 月底，除克里米亞共和國通過公投方式加入俄羅斯聯邦之外，目前俄羅斯實際控制烏克蘭的領土包括頓涅茨克、盧甘斯克、扎波羅熱及赫爾鬆四州，約佔烏克蘭領土的 20%。烏克蘭方面認為國家領土及主權完整是不可談判的，即烏克蘭無法任何接受俄烏衝突現狀（即烏東四州脫離烏克蘭獨立）的調停。

此外，由於烏克蘭不屬於任何軍事聯盟（雖然烏克蘭在 2018 年已經將加入北約作為基本方針寫入憲法，但該主張並未獲得北約通過），因此《布達佩斯備忘錄》並不能完全保護該國的國家安全。烏方希望能夠得到西方國家（主要是指北約）實質性的安全保障，並且通過一個更新的「歐洲-大西洋安全機制」確保烏克蘭的安全。

➤ **2022 年至 2024 年底（特朗普上任前），歐盟與美國的共同防務體系有所加強：**

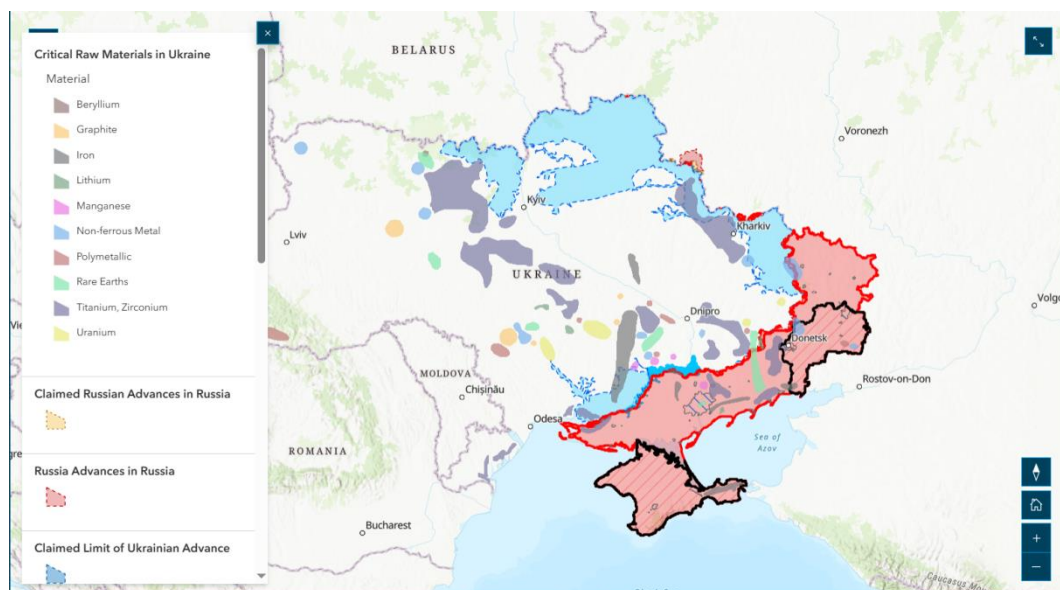
自俄烏衝突全面爆發以來，在西方共同價值的牽引下，美歐之間共同防務的盟友關係有所強化，大西洋兩岸加強了在支援烏克蘭及制裁俄羅斯方面的協同性。

在對烏克蘭援助方面，自 2022 年俄羅斯發動特別軍事行動以來，美國已經累計向烏克蘭提供了約 665 億美元的軍事援助，歐盟對烏克蘭軍隊提供的援助亦累計達 492 億歐元，其中的 431 億歐元由歐盟成員國提供，以滿足烏克蘭軍事及防務需求。

在對俄羅斯制裁方面，美歐均採取對涉及俄羅斯軍工、科技、能源及金融產業

及企業高管層，俄羅斯議員、高級政府官員，以及俄羅斯央行、主權財富基金在內的多種主體實施制裁行動。根據俄羅斯央行的資料，截止 2025 年 3 月俄羅斯約有外匯儲備 6,391 億美元，而俄羅斯海外金融資產中約有 3,000 億美元（包括貨幣及政府債券等）已處於西方國家的實際控制下，當中歐盟持有 2,215 億美元（74%）的俄羅斯凍結資產。

圖 1-3：截止 2025 年 3 月，俄羅斯實際控制的烏克蘭領土已經佔其全部領土的 20% 左右



數據來源：戰爭研究協會（Institute for the Study of War）

2、國際經濟格局出現重大轉變

俄烏衝突對國際經濟格局的改變是深遠的、結構性的，總體來看拜登任內美歐的貿易聯繫更加緊密，俄羅斯轉向亞太地區，環球經濟結構的轉變是地緣政治結構轉變的顯著反映。

➤ 一是國際能源供需格局出現變化。

自 2022 年以來，歐盟對俄羅斯的海運原油及煤炭禁令陸續出台，同時實施了與俄羅斯天然氣脫鈎的長期計劃，從而導致近年來歐洲的能源進口量下降而價格抬升；由於歐盟對俄羅斯能源產品的限制，令歐洲能源消費出現巨大供需缺口，因此美國取代俄羅斯成為其能源產品的第一大來源地。根據美國能源信息署的數據，2024 年美國原油出口量較 2021 年累計上升約 26%，主要是對歐盟原油出口的快速增長：以德國、法國為例，2024 年美國向兩國出口的原油產量較 2021 年的分別累計攀升了 80% 和 74%。

另一方面，俄羅斯的原油產品轉向了亞太市場。根據國際能源署的數據，中國

已經取代歐盟成為俄羅斯最大的原油出口地（佔比超過 30%），緊隨其後的是印度（佔比超過四分之一）。根據中國海關總署數據，俄羅斯近年已經取代沙特成為中國最大原油進口來源國；俄羅斯目前也是我國主要的液化天然氣進口來源國。此外，印度對俄羅斯的原油進口也在飆升，俄羅斯原油進口佔印度原油總進口的比重，從俄烏衝突前的不到 2% 飆升至 2024 年的 40% 左右。

- **二是國際貿易格局出現變化。**由於美歐對俄羅斯的共同制裁，跨大西洋貿易聯繫更趨緊密，因此俄羅斯與中國之間的經貿聯繫也大幅升溫。

自俄烏衝突爆發以來，歐盟與俄羅斯之間的貿易額逐年減少，而歐盟與美國之間的貿易則顯著增加，歐盟與美貿易額佔歐盟貿易總額比重從 2021 年的 5.86% 上升至 7.09%，2024 年起美國取代了中國成為歐盟最大的貿易夥伴。相對的，歐盟作為美國最大貿易夥伴的地位也有所上升，特別是美國已經基本佔據了俄羅斯對歐洲的能源市場。

另一方面，由於美歐對俄羅斯的大規模經貿制裁，俄羅斯與中國的貿易聯繫顯著升溫；截止 2024 年三季度，與中國雙邊貿易額佔俄羅斯當季度貿易總額的 36%，較 2021 年累計上升了 17 個百分點，而與歐盟的雙邊貿易額佔俄羅斯貿易總額的比重為 9.8%，較三年前下降了 26 個百分點。2023 年起中國取代了歐盟，成為俄羅斯最大的貿易夥伴。

圖 1-4：2022 年以來美國原油產品出口量持續攀升，主要是受到對歐洲地區出口增長的帶動

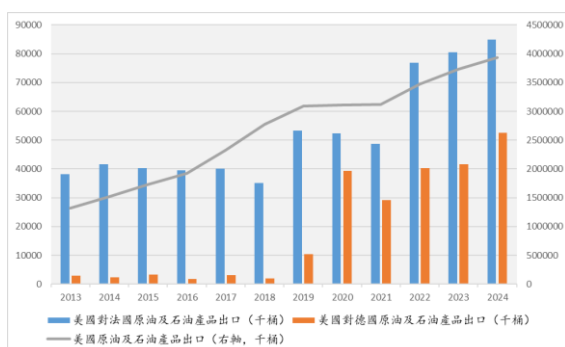
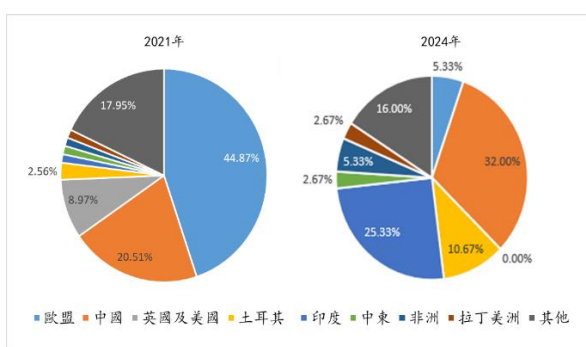


圖 1-5：俄羅斯轉向亞太市場，中國成為俄羅斯最大原油出口國（圖為俄羅斯原油產品出口國別結構）



數據來源：美國能源信息署、國際能源署

圖 1-6：美國與歐洲的經貿聯繫由於地緣政治及國際貿易環境的演變而逐漸升溫

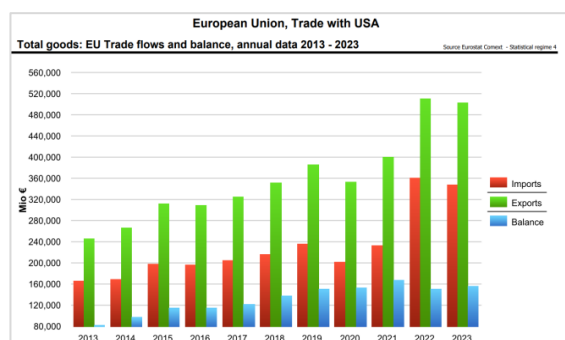
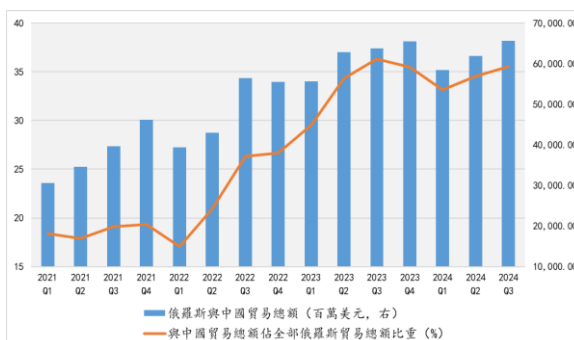


圖 1-7：2022 年以來，中國與俄羅斯的經貿聯繫也在逐步加強



數據來源：歐盟委員會，Bloomberg

二、特朗普主導的俄烏衝突談判前景：歐洲的債務化

（一）當前美國主導的俄烏衝突談判進展

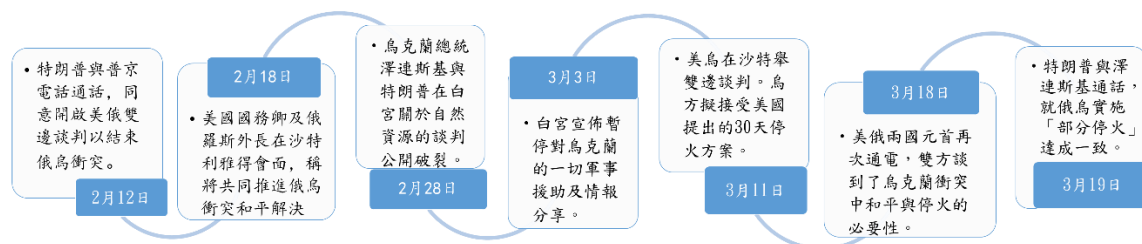
✚ 以特朗普為代表的右翼勢力秉承外交收縮主張，無意提高美國在俄烏衝突上的存在感，而崇尚減稅節支的共和黨人也反對援助烏克蘭帶來的高額財政成本。自 2 月以來，美國新任政府在俄烏衝突方面的立場已與其歐洲盟友背道而馳（促使烏克蘭接受烏東分裂現狀、拒絕為對烏克蘭提供實質性安全保障），其立場的 180 度轉變為國際地緣政治形勢帶來了重大變數，市場再次面臨著國際政治經濟的較大不確定性。

✚ 「團結的歐洲」：歐洲對美國撤回對烏援助的應對措施。美國政府的猝然轉向令當前仍是由傳統建制派主政的歐洲各國普遍出現強烈的擔憂情緒，歐盟（除匈牙利之外）共同呼籲成員國在共同防務問題上作出團結。

➤ 系統性放寬歐盟成員國對國防開支的預算限制：歐盟的 27 個成員國均同意歐洲委員會應放寬對各國的財政預算限制，以提升各國防務支出水平。此舉預計將釋放 6,500 億歐元額外資金，並將帶動各個國家的國防開支佔 GDP 比重至 5% 左右（目前北約成員國的防務開支要求是 2%）。

➤ 包括德、法、英在內的歐洲國家各自宣布增加本國防務開支水平：德國新任總統默茨 3 月初稱將修改德國憲法中的「債務剎車」條款，計劃將超過 GDP1% 的國防支出排除在財政赤字約束機制之外，預計將釋放千億歐元的國防資金，目前該議案已經過德國議會表決通過。法國總統馬克龍也呼籲將國防開支佔 GDP 比重提升到 3%-3.5%（該國目前的防務開支佔比 GDP 約 2.1%）。英國總理斯塔默也稱在 2027 年之前將該國防務開支佔比提升至 GDP 的 2.7%，並以最終達到目標的 3% 水平。

圖 2-1：截止 2025 年 3 月 20 日，特朗普主導的俄烏衝突談判大事記



數據來源：衛報

圖 2-2：由於美國的大力資助，北約成員國中歐洲國家及加拿大的防務支出佔比常年低於北約平均水平

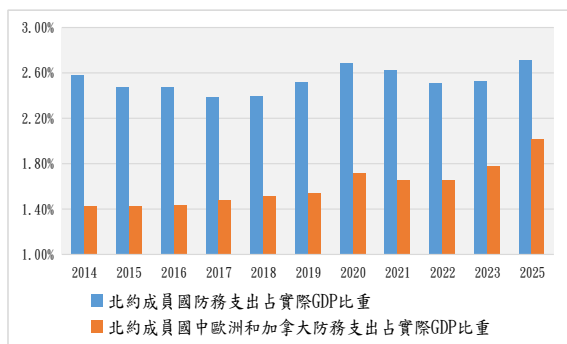


圖 2-3：對歐洲防務支出擴張的預期推動 10 年期德債息 3 月以來快速攀升



數據來源：北約，Bloomberg

(二) 美國主導俄烏衝突談判的後續走向推演

1、美俄一致目標：共同推動停火，實現雙邊關係的部分正常化。

2022 年以來，俄羅斯經濟受到俄烏衝突及西方經貿制裁的影響，受到了較大的負面衝擊；而俄烏衝突帶來的供應鏈問題也令美國國內物價壓力居高不下，對外軍事援助也令沉重的債務負擔增加額外壓力：

- **俄羅斯方面**，在 2022 年陷入衰退之後，2024 年俄羅斯的實際 GDP 同比增長 3.9%，失業率下跌至 2.4%，整體來看有所好轉；但從具體分項來看，國防開支較大（全年達到 10.4 萬億盧布，佔 GDP 比重約 6.7%）令當年財政赤字達到 1.7%。去年 12 月普京簽署了 2025 年至 2027 年俄羅斯聯邦預算法案，根據法案，2025 年俄羅斯國防開支金額將達到佔 GDP 比重的 6.31%，較上年增長了 30%，佔預算支出的 32.5%。

此外，國際油價總體下行及對能源產品的外需轉弱令俄羅斯 2024 年出口較 2022

年峰值的 6,410 億美元累計下降了 28%。而西方的貿易制裁還讓本土物價持續高企，2024 年 CPI 按年升幅達到 8.5%，俄羅斯央行基準利率也達到 17.5% 的高位水平。

- **美國方面**，2022 年 2 月至今，在俄烏衝突引發供應鏈擾動的影響下，美國整體及核心 CPI 分別累計上漲 12% 及 13%（當中食品價格累計上漲了 15%），物價上漲的強勁勢頭令美聯儲在 2022 年中開啟激進的緊縮操作，累計加息 525 個基點，令聯邦基金利率目標區間一度達到 5.25%-5.50% 的高位。

2024 財年，美國財政赤字達到 1.8 萬億美元，同比增長 8.2%。其中國防開支達到 8,260 億美元，佔當年財政總支出的 12.2%，同比增長 7.2%；截止今年 3 月，美國政府債務存量規模達到 36.2 萬億美元，而截止 2024 年第三季度的美國外部債務存量則為 23.6 萬億美元，同比分別增長 5.1% 及 29%，美國當前的債務規模已經膨脹至難以持續的境地。

圖 2-4：俄烏戰爭給俄羅斯財政支出帶來巨大負擔，並導致俄羅斯通脹高企，出口受阻

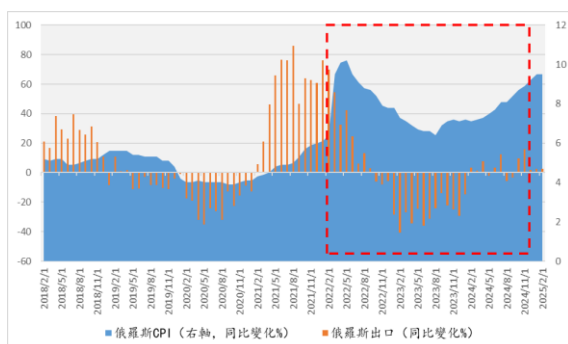


圖 2-5：俄烏衝突令美國能源物價一度飆升，自此之後赤字率維持高位，政府債務規模快速擴大



數據來源：Bloomberg

2、美俄利益分歧：貿易結構的強競爭關係令兩國合作基礎較為薄弱

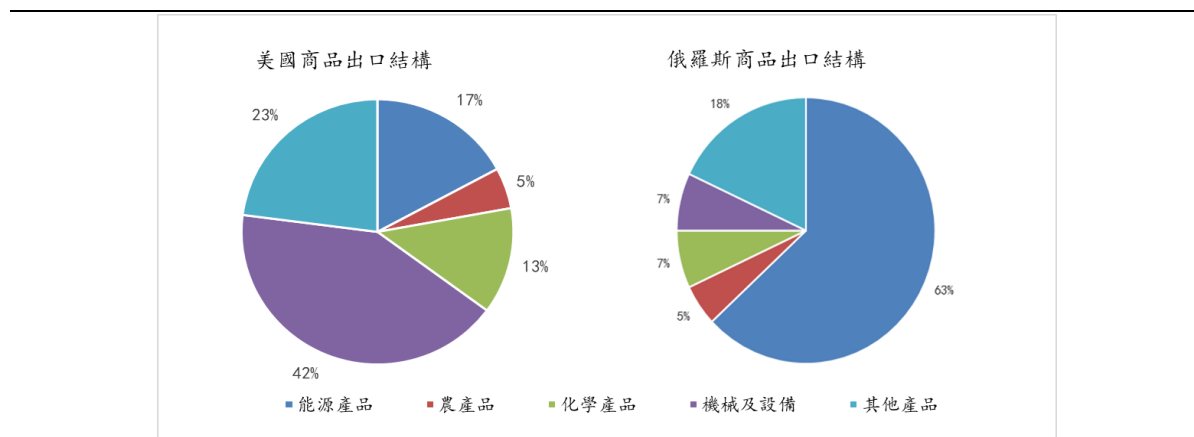
根據世界銀行及歐盟委員會的數據顯示，2024 年歐洲 GDP（購買力平價計算）佔世界總額的 14.2%，2023 年進出口貿易量分別佔世界總額的 14.3% 及 13.7%。歐盟經濟體量巨大、營商環境優越，是作為能源及原料出口國的美俄在國際貿易中共同爭奪的重要市場。

- **歐盟主要以能源及原材料進口，化工產品、機械出口為主**。根據歐洲委員會的數據顯示，截止 2024 年 4 季度，美國是歐盟能源進口的主要來源（佔比達到 16.4%），同時也是歐盟機械設備、化工產品及其他製成品的主要出口地；中國則是歐盟機械品及其他製成品進口的主要來源。歐盟的食品出口主要是向英國及美國兩地。
- **美國主要是以資本及消費品進口、工業用品及原材料（主要以能源）出口為主**。

根據美國國會的研究報告，2023 年美國主要向歐盟出口石油及天然氣，以及藥品和航天航空部件；歐盟主要向美國出口藥品、機動車及一般機械用品。

- 俄羅斯主要是以機械及電子設備、消費品、汽車進口，能源、金屬及農產品出口為主。2024 年俄羅斯主要的貿易夥伴為中國、印度及土耳其；而在 2021 年，俄羅斯的能源產品佔歐盟總能源進口的比重達 27.3%，但在 2024 年 4 季度已經下降至 5.7%。由於俄烏衝突帶來國際供應鏈劇烈轉型，俄羅斯從歐盟的進口也逐步被亞太經濟體取代。
- 從美、歐、俄三方的貿易結構來看，可見美國與俄羅斯的進出口結構相似，都是以礦物原料及農產品出口，以工業品及消費品進口為主；而歐洲地區則是以能源進口、工業品出口為主。美、俄分別與歐洲在國際貿易上具有較強的互補性，但美俄之間因為進出口結構相似而具有較強的競爭關係，雙邊合作基礎相對薄弱。

圖 2-6：美國與俄羅斯商品出口結構較為相似，兩國貿易競爭關係較強，合作基礎薄弱



數據來源：Bloomberg、Trading Economics

3、特朗普主導俄烏衝突談判的預算：美對俄經貿制裁大概率在實質上將會持續，而對烏克蘭的援助僅僅在形式上得到保留

- 由於美俄之間存在國際貿易領域的競爭關係，預計美國不會坐視歐洲與俄羅斯關係走向正常化。特別是在中美博弈持續升級的大背景下，歐洲已是美國能源商品出口最為重要的市場之一。據美國能源局的數據，歐盟是美國最大液化天然氣出口地區，佔美國全部液化天然氣出口量的 60%；而美國對歐盟出口的汽油亦佔美國全部汽油出口比重的 22%。
- 另一方面，美國也將以安全保障和關稅為籌碼促使歐盟繼續加大對美國能源的採購量。當前歐盟對美國的出口依賴度較高，2024 年對美出口佔歐盟總出口的 21%，而歐盟的主要出口產品為一般工業器械和設備、道路車輛、藥物及化學品，對美國長期存在巨額貿易順差。若美國減少歐盟進口或提升關稅稅率，將令歐

盟經濟面臨巨大的打擊。

- 因此美對俄的經貿制裁大概率會在實質上持續，而對烏克蘭的安全支援則會在形式上得到保留，以達到其整合及控制歐洲資源的戰略目的。

圖 2-7：俄烏衝突爆發後，美國取代俄羅斯成為歐盟能源進口的
主要來源

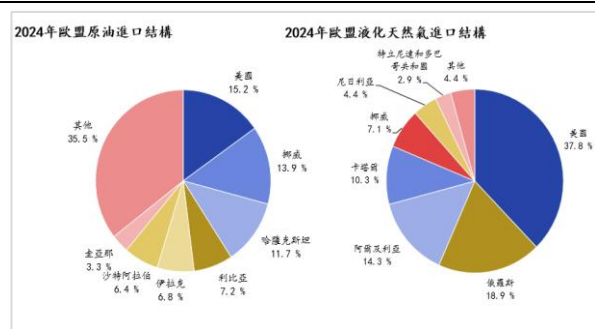
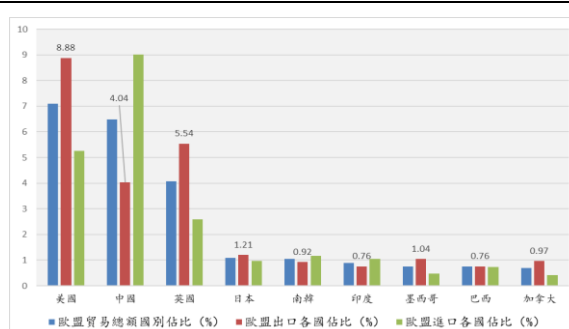


表 2-8：歐盟對美國淨出口依賴度較高，美國或以貿易
為籌碼迫使歐洲加大能源進口



數據來源：歐盟統計局, Bloomberg

（三）債務化的歐洲：歐洲地緣衝突及國際貿易長期走向的預算

1、經濟基本面：供應鏈危機及國際貿易摩擦令經濟內生動能轉弱

- 能源危機導致生活成本上升，對企業投資及居民消費造成打擊，大規模的財政補貼令政府開支惡化，歐盟整體債務規模已經顯著上升

自 2022 年 3 月至今，歐盟整體 CPI、能源及食品 CPI 分別累計上漲了 16.6%、16.7%及 26.6%，歐洲央行為遏制物價上升，自 2022 年 3 月起累計加息了 450 個基點，給製造業帶來較大的衝擊。生活成本上漲令企業投資及居民消費造成衝擊，也讓歐洲各國政府承擔了包括能源補貼在內的較大財政負擔，截止 2024 年三季度，歐盟政府債務率達到 81.6%，財政赤字率達到 3.1%，均大於《穩定及增長公約》規定的 60%及 3%以下的水平，當中法國、西班牙、意大利的政府債務規模自 2022 年以來分別累計上升了 13.3%、14.5%及 7.1%，公債膨脹速度較快。

除此之外，地緣政治動盪及經濟內生動能的疲弱也讓歐洲面臨著國際資本淨流出的問題。以德國為例，2023 年德國國際直接投資金額同比下滑了 38.16%至 724 億美元；而從歐元區組合投資的角度來看，地緣局勢動盪及歐洲央行加息操作令 2024 年歐元區證券市場淨流入僅有 309 億歐元，較 2021 年的 1,594 億歐元回落了接近 81%。

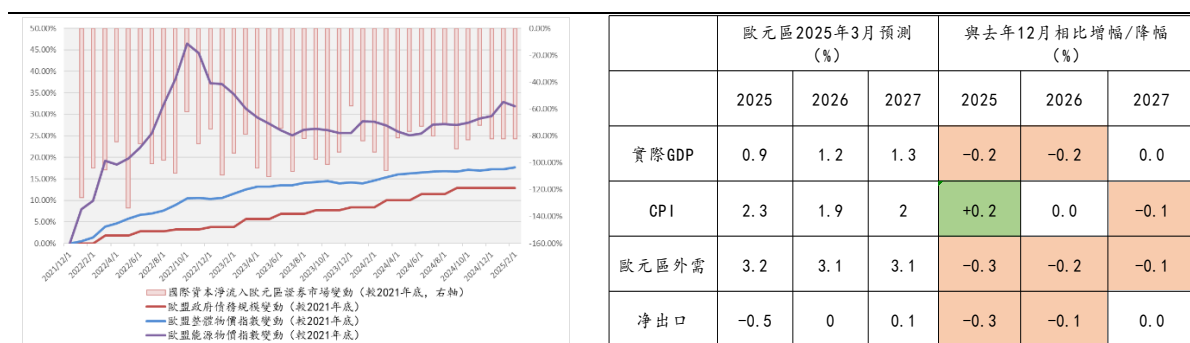
- 特朗普後續的貿易保護主義政策面臨升級態勢，也給歐洲進出口帶來較大的不

確定性。

2025 年 3 月 12 日特朗普對美所有進口鋼鐵及鋁製品加徵 25% 的關稅，歐盟委員會在當日稱將採取對等反制措施，涉及到美國產品價值 260 億歐元（約合 280 億美元）。而特朗普隨後更威脅若歐盟落實對美國威士忌加徵關稅的措施，則美國將對法國等歐盟國家包括葡萄酒、香檳在內的酒精飲料徵收 200% 關稅，歐盟與美國的貿易摩擦面臨再次全面升級的風險。

我們預計 4 月 2 日美國的「對等關稅」或對歐洲經濟造成較大的拖累。去年全年歐盟對美出佔其總出口的 20% 以上，而歐盟也是美國前三大貿易逆差來源地，2024 年美國對歐盟商品貿易赤字達到 2,356 億美元，雙邊長期存在貿易不平衡問題。特朗普上個任期已與歐盟關於鋼鐵及鋁進口、大型民用航天器補貼及科技企業監管等問題產生貿易摩擦，結合特朗普在競選時所宣稱將提升基準關稅至 10% 水平左右，預計國際貿易環境的惡化將嚴重衝擊出口（歐洲央行就本季度的經濟顯示，估計 2025 年淨出口的變幅將從 0.3 個百分點下調至 -0.5%）。

圖 2-9：地緣局勢動盪導致生活成本抬升，歐盟成員國 表 2-10：特朗普關稅政策將給歐洲國際貿易帶來衝擊，
的債務規模持續上漲，國際資本流入減少 歐洲央行下調對今年淨出口增長預測



數據來源：Bloomberg、歐洲央行

2、地緣政治圖景：難民及防務問題撕裂社會共識，挫傷歐洲政府的執政能力

➤ 俄烏衝突及美國戰略收縮令歐洲獨立防務壓力持續攀升

俄烏衝突讓歐洲地緣政治形勢趨於緊張，令歐洲國家防務成本顯著上升。據世界銀行的資料顯示，歐盟軍事防務開支佔其 GDP 的比重從 2015 年的 1.3% 開始緩慢攀升，在 2019 年開始增速加快，至 2023 年底達到 1.7%。其中與俄羅斯和烏克蘭接壤國家（包括波蘭、丹麥等國）的軍事防務開支比重增速較快，拉高了歐盟整體防務開支水平。

此外美國新任政府對北約的興趣降溫，也給歐洲獨立防務帶來較大的壓力。歷史上美國一直是北約最主要的資助方，根據北約在 2024 年 12 月的報告顯示，美國國防開支約佔整個北約國防開支的三分之二，而非美北約成員國國防開支總額不到美國的半數。特朗普曾多次表達美國退出北約的意圖，同時敦促北約

其他成員國提升國防開支佔 GDP 的比重從 2%至 5%，也給歐洲國家獨立防務帶來較大壓力。

➤ 歐洲難民問題引發的議會分裂及極右翼勢力抬頭，成為歐洲推進統一政策的較大阻礙

根據聯合國難民署的數據，由於俄烏衝突導致大量烏克蘭難民湧入，居住在歐盟的難民佔全球難民總數的比例已自 2021 年的 20%迅速上升至 2023 年底的 30%以上。截至 2023 年底，歐盟的難民比例佔總人口的比重為 1.5%。隨著難民湧入歐盟的人數越來越多，對歐盟各國的經濟、社會安全以及政治的矛盾愈加尖銳。

歐盟民眾對難民的接收及安置政策態度不一，這也導致歐盟各國的右翼勢力在近年迅速崛起，加劇了政壇內部的對立和分化。目前 27 個歐盟成員國中，有 7 個國家的第一大黨為極右翼；而極右翼成為第二大黨的國家也有 7 個（包括歐洲兩大經濟體的德國和法國）。極右翼勢力反對外來移民、質疑歐洲一體化主張，崇尚民粹主義，基本上反對對俄羅斯制裁及向烏克蘭軍事援助，阻礙歐洲團結及各國政府推進統一有力的政策主張。

圖 2-11：美國是北約成員國最大資助方，美國的戰略收縮戰略令歐盟成員國將面臨巨大國防開支壓力

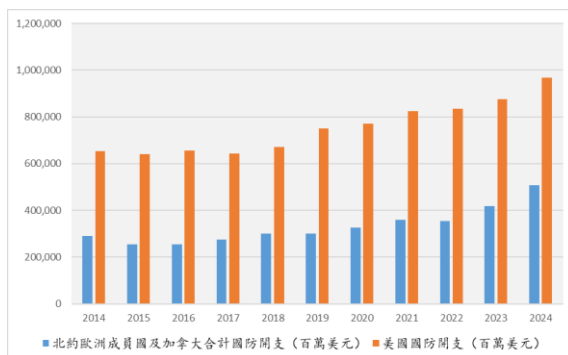
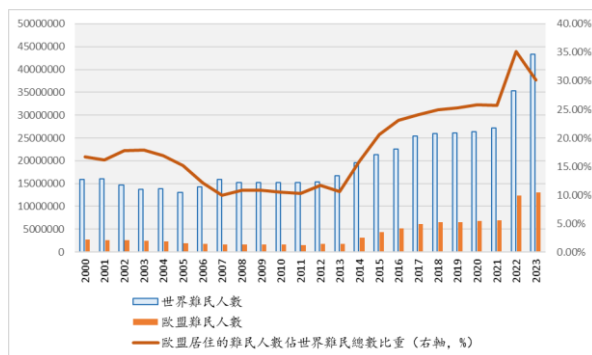
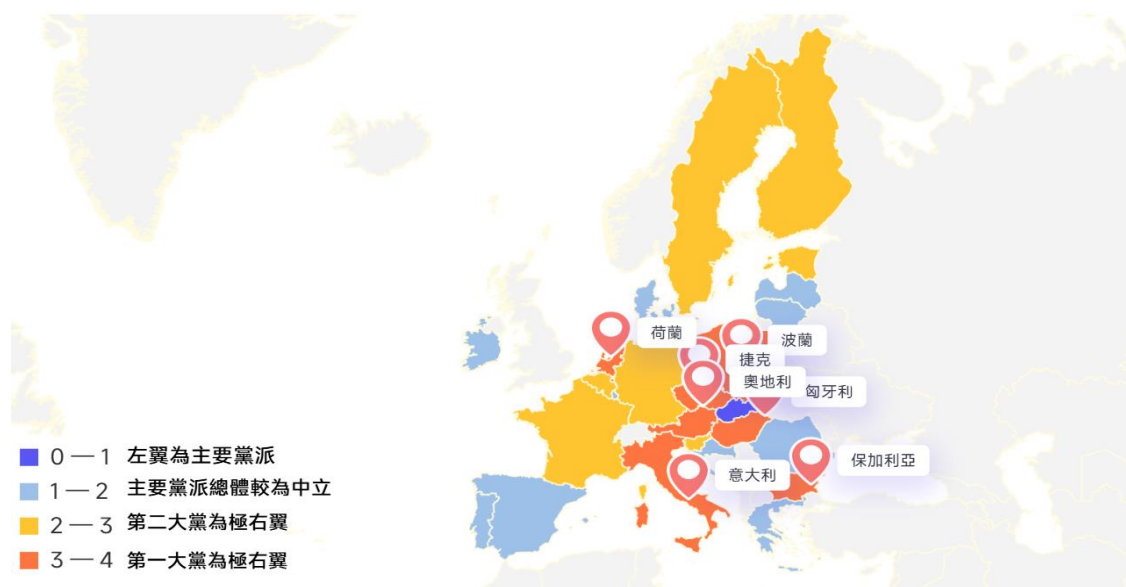


圖 2-12：受地緣衝突影響，歐盟難民人數持續增加，隨之而來的是犯罪率的攀升，影響社會穩定性



數據來源：Bloomberg，聯合國難民署

表 2-13：難民問題撕裂社會共識，歐洲各國右翼勢力正在崛起，令各國政壇趨向分裂



數據來源：Bloomberg

3、大類資產走勢預判：歐債供給料將顯著擴大，需留意包括希臘、意大利、西班牙等重債國主權債務危機重燃的風險

➤ 從歐債供給來看，歐洲經濟基本面疲弱、國際貿易形勢不確定性，加上防務開支擴大、議會分裂令執政能力弱化等將顯著影響歐洲經濟增長的動能。因此無論俄烏衝突最終走向如何，長期來看歐債的供給將會顯著攀升，並帶動歐債利率普遍上行，需留意包括希臘、意大利在內的歐洲重債國主權債務或將重燃風險。而從更短期的角度來看，由於歐洲國家政壇內部的「左右互搏」，擴張性財政政策較難在分裂的議會迅速實施；因此，市場對歐債供給加大的預期或在短期內存在一定的回調可能。

➤ 從歐元匯價來看，3 月以來歐元的攀升勢頭強勁，主要的因素是：1) 美俄達成停火談判的預期升溫，歐洲獨立防務的壓力擴大支撐歐債及歐元走強；2) 美國方面因關稅、削減政府開支等非常規政策打擊經濟主體信心，基本面初步顯示出轉弱跡象，市場對美聯儲本年降息次數的預期上升；3) 歐洲央行對後續降息的預算偏向中性，特別是首次傳達出「暫停降息」的政策訊號；4) 從市場情緒來看，對歐元走勢的預期從年初至今經歷了較大的轉變，CFTC 非商業歐元空頭已經降低至去年 12 月水平，歐元看漲情緒持續升溫。

另一方面，隨著 4 月美國將公布其影響廣泛的「對等關稅」政策，以及歐洲政壇內部針對巨額財政擴張陷入拉鋸，預計在避險情緒升溫及對歐債擴張預期回調的背景下，歐元後續或面臨一定下行壓力。

➤ 從歐股後市走勢來看，俄烏衝突達成和平解決的前景或為歐股帶來提振作用，

且歐洲國家擴大防務開支、釋放基建資金亦將有助於加速修復疲弱的經濟基本面，以上都為目前估值較低的歐洲股市帶來動力。另一方面，美國將於 4 月 2 日開啟全面「對等關稅」或對歐洲進出口帶來較大的負面衝擊，而國際貿易環境的不確定性也將壓制企業及消費者的信心，在宏觀不確定性提升的影響下，預計歐股波動性將顯著加大，短期或有所回落。

圖 2-14: 歐債供給擴張實際落地還需要經過多番博弈，預計短期歐元及歐債息漲勢或經歷回調

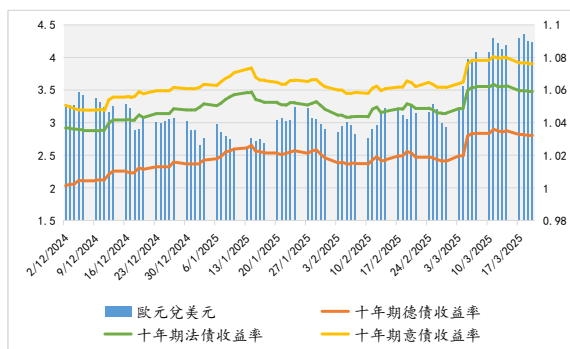
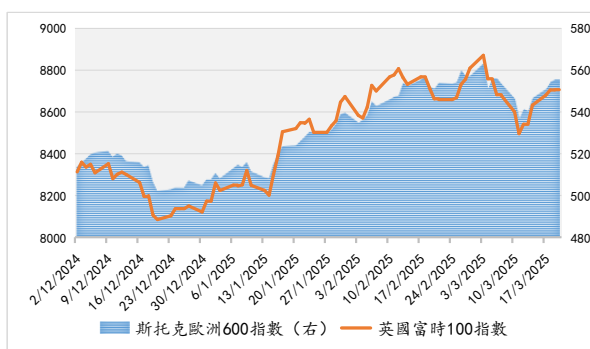


圖 2-15: 歐股受俄烏和平前景提振，但歐洲央行暫停降息、國際貿易局勢波動或令歐股一定面臨壓力



數據來源：Bloomberg

【 免責聲明 】

本檔所提供的數據乃從相信屬可靠之來源搜集。交通銀行股份有限公司對該等數據、意見或推測的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本檔所載之任何數據、意見或推測承擔責任或法律責任。在本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本檔並無就其中所述任何證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何聲明。投資者不應只根據本檔而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本檔並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本檔只供一般參考用途，本檔（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售檔，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部份。

本檔內容未經本行授權，不能作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式發給其他人。
本文件內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。