



欧元兑美元汇率 2023 年展望

——兼评中金所《外汇期货仿真交易新合约上市》

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

蔡劭立

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

孙玉龙

✉ sunyulong@htfc.com

从业资格号: F3083038

投资咨询号: Z0016257

投资咨询业务资格:
证监许可【2011】1289 号

策略摘要

欧元兑美元：谨慎偏空，警惕反转风险。

从我们基本面拟合模型以及持仓来看，欧元兑美元在 1.1 有较强支撑，目前看涨欧元多头非常拥挤，需要警惕反转风险。全年欧元兑美元目标在 1 附近，一旦欧洲发生金融尾部风险，欧元或面临更大的冲击。

核心观点

■ 前言

外汇期货上市的信号已经发出。外汇期货仿真交易开始于 2014 年 10 月 29 日，由于 2015 年开始的市场环境变化外汇期货的上市不断推迟。虽然仿真交易依然存在，但是实质推进受到影响。在这种情况下 2023 年 1 月 18 日，中金所向会员单位发布外汇期货仿真交易新合约上市通知，我们理解是对于外汇期货上市推进的信号。

本报告重点展望欧元兑美元走势，未来还将围绕外汇推出系列专题报告，敬请关注。

能源价格回落以及美联储加息步伐转缓是本轮欧元转升的驱动因素。2022 年 10 月至今欧元兑美元走出一波明显升势，从我们的基本面模型来看，欧美利差和净出口是本轮欧元转升的主要驱动因素，其背后是美联储加息步伐转缓以及能源价格（原油、天然气）的回落。

■ 展望全年欧元仍难乐观

欧美经济预期差支撑美元。缺乏充足能源供应预期保障的欧洲，面临经济上较大的不确定性，与之相比，美国就业市场仍保持足够的韧性，全年来看，欧洲经济预期难以趋势性的好于美国。

欧美利差支撑欧元。今年上半年或将迎来欧洲央行相对美联储更紧的阶段，欧美利差将为欧元提供支撑。一方面是欧洲央行政策空间相对更大，目前欧洲央行的基准利率（主要再融资利率）为 2.5%，而美联储的基准利率为 4.25%-4.5%；另一方面是欧洲的通胀更具粘性，2022 年 12 月份欧元区 27 个国家的 CPI 同比上升 9.2%，相较于美国 12 月 6.5% 的 CPI，以及 12 月已经明显走低的原油和天然气等能源价格，欧洲通胀粘性仍较为凸显。

能源价格将是欧洲净出口的重要影响因素。2023 年重点关注能源价格变动，若能源危机再度发酵，欧元区经常项目逆差较大趋势预计将会延续。其中俄乌局势和气温又是重中之重，俄乌局势紧张决定着全球尤其是欧洲的天然气和石油仍处于紧平衡格局，

仍存在较大变量，欧洲的能源供给预期仍不稳定，气温则决定着欧洲冬季采暖需求以及对应的天然气供需和库存情况。

欧元兑美元的多头较为拥挤。随着本轮欧元的走强，市场热度迅速走高，根据CFTC的数据显示，截至2023年1月10日，欧元兑美元期货的持仓数量最多，达74.62万张，持仓数量为2000年至今的99.9分位数。欧元兑美元期货净多头从2022年8月份至今快速抬升，最新一期的投机净多头持仓超过13.5万张，为2000年至今的96.4%分位数，市场看多欧元一致性预期较高。

■ 欧洲企业部门偿债压力威胁欧元稳定

加息背景下的欧洲偿债压力是今年的一大关注点。2020年3月，为了应对新冠疫情，欧盟地区财政纪律有所放松，欧元区杠杆率再度大幅攀升，政府部门杠杆率由2019年12月份的83.9%攀升至2021年3月份的100.1%；居民部门杠杆率由2019年12月份的57.4%攀升至2021年3月份的62.5%；企业部门杠杆率由2019年12月份的104.3%至2021年3月份的115.2%。

从总量层面来看，居民部门的杠杆率在欧洲三大部门中处于最低位置，居民端偿债压力相对较小。高利率背景下，虽然债务总额，市场利率不断抬升，但是固定利率债务占比价高，债务久期不断增加，政府部门整体端负债端压力预计相对较小。

欧洲企业部门偿债压力威胁欧元稳定。欧洲地区企业部门债务余额1989年至今不断增加，2020年因疫情原因非金融企业部门未偿债券余额小幅跳升，由2019年12月份的14万亿欧元大幅增加至目前的16.73万亿欧元。目前欧洲高收益债利率处于近十年高位，企业端的融资成本大大增加，随着加息的持续进行，欧洲企业部门偿债压力和融资难度仍将进一步上升。一旦欧洲发生金融尾部风险，欧元或将再度面临冲击。

目录

策略摘要.....	1
核心观点.....	1
前言	5
一、 欧美经济预期差支撑美元.....	6
美国经济韧性强于欧洲.....	6
欧洲能源紧平衡格局难以缓解.....	9
二、 欧美利差支撑欧元.....	10
欧洲金融条件收紧趋势料继续延续.....	11
三、 欧美净出口情况.....	13
重点关注能源价格变动.....	13
四、 市场定价和持仓情况.....	14
持仓层面:欧元兑美元期货的交易热度持续抬升.....	14
投机净多头层面: 市场持续交易美元指数走弱, 一揽子货币走强.....	16
五、 欧洲企业部门面临一定尾部风险.....	18
家庭部门: 杠杆率低, 债务偿还压力小, 风险相对有限.....	18
主权部门: 债务久期增加叠加固定利率债务占比高.....	18
企业部门: 杠杆率相对最高, 还本付息压力较大.....	20

图表

图 1: 欧元兑美元的拟合模型 单位: %.....	5
图 2: 美欧之间经济季节性和美元指数 单位: 点.....	7
图 3: 美欧之间通胀预期差调整 单位: 点	7
图 4: 全球主要经济体月度贸易差额 单位: 亿美元.....	7
图 5: 欧洲地区主要国家财政赤字率与经常项目差额与 GDP 比重 单位: %.....	8
图 6: 欧元区制造业 PMI 下行压力较大 单位: %.....	8
图 7: 制造业产能利用率持续下行 单位: %.....	8
图 8: 西北欧大陆地区工业和电力部门消费量 单位: GWh/日.....	9
图 9: 欧盟国家天然气库存量 单位: TWh.....	9
图 10: 全球显性油品库存 单位: 百万桶.....	10
图 11: 全球卫星原油库存 单位: 百万桶.....	10
图 12: 美德经济活动差异和外汇市场定价特征 单位: %.....	11
图 13: 英美对外账户差额/GDP 的演变 单位: %GDP.....	11
图 14: 德日对外账户差额/GDP 的演变 单位: %GDP.....	11
图 15: 欧元区的 CPI 与核心 CPI 单位: %.....	12
图 16: 欧元区 CPI 能源分项同比增速 单位: %.....	12
图 17: 欧元区经常账户逆差与政策利率 单位: %, 亿欧元.....	12

图 18:	欧元区成本抬升压力 单位: %.....	13
图 19:	同时伴随着被动补库存 单位: %.....	13
图 20:	货币政策收紧增加信贷压力 单位: %.....	14
图 21:	欧元区景气回落 单位: 指数点	14
图 22:	经常项目与油价 单位: 亿欧元, 美元/桶.....	14
图 23:	经常项目与天然气 单位: 亿美元, 英镑/色姆	14
图 24:	主要外汇期货持仓数量以及历史分位数情况 单位: 万张, %.....	15
图 25:	英镑兑美元持仓 单位: 万张	15
图 26:	加元兑美元持仓 单位: 万张	15
图 27:	瑞士法郎兑美元持仓 单位: 万张	15
图 28:	日元兑美元持仓 单位: 万张	15
图 29:	欧元兑美元持仓 单位: 万张	15
图 30:	澳元兑美元持仓 单位: 万张	16
图 31:	美元指数期货持仓 单位: 万张	16
图 32:	外汇期货净多头持仓及分位数 单位: 万张, %.....	16
图 33:	美元指数投机净多头及其走势 单位: 万张	16
图 34:	英镑兑美元投机净多头及其走势 单位: 万张	17
图 35:	加元兑美元投机净多头及其走势 单位: 万张	17
图 36:	瑞士法郎兑美元投机净多头及其走势 单位: 万张	17
图 37:	日元兑美元投机净多头及其走势 单位: 万张	17
图 38:	欧元兑美元投机净多头及其走势 单位: 万张	17
图 39:	澳元兑美元投机净多头及其走势 单位: 万张	17
图 40:	欧元区房价增速处在高位 单位: %.....	18
图 41:	规模的扩大伴随着久期的拉长 单位: %GDP.....	19
图 42:	欧元区财政收支 单位: %GDP.....	19
图 43:	1年内到期债务本金占 GDP 比重 单位: %.....	20
图 44:	欧元区未来年份到期企业债本金 单位: 万亿欧元	21
图 45:	欧元区未来年份到期企业债应付利息 单位: 亿欧元	21
图 46:	欧洲高收益债与欧洲公债收益率差 单位: %.....	21
图 47:	市场预期欧洲央行政策利率变动 单位: %.....	21
表 1:	全球主要经济体制造业 PMI 趋势落入红色预警区间	6
表 2:	全球石油平衡表 单位: 百万桶/日	10

前言

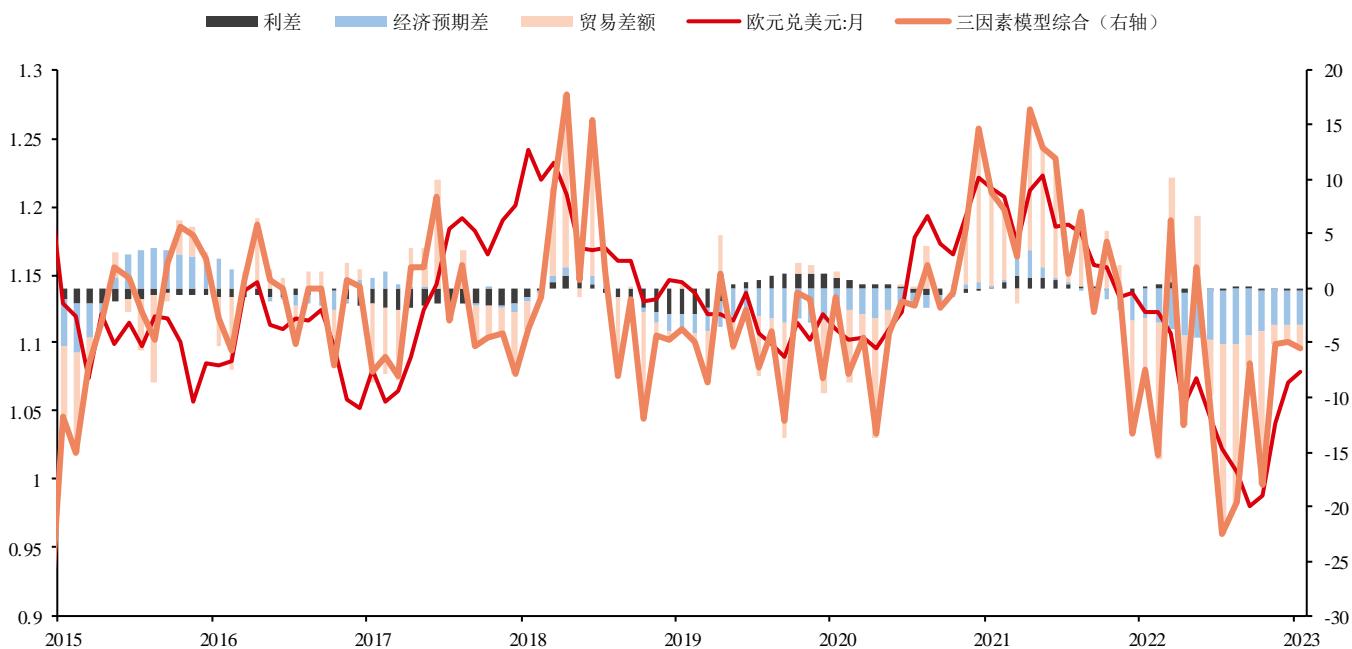
外汇期货上市的信号已经发出。外汇期货仿真交易开始于 2014 年 10 月 29 日，由于 2015 年开始的市场环境变化外汇期货的上市不断推迟。虽然仿真交易依然存在，但是实质推进受到影响。在这种情况下 2023 年 1 月 18 日，中金所向会员单位发布外汇期货仿真交易新合约上市通知，澳元兑美元期货仿真交易 AF2304 合约定于 2023 年 1 月 19 日上市交易。欧元兑美元期货仿真交易 EF2304 合约定于 2023 年 1 月 19 日上市交易。我们理解是对于外汇期货上市推进的信号。

外汇期货的上市将完善国际化进程中的风险管理。伴随着未来金融市场的进一步开放，无论对于国内企业的海外业务，还是对于国际公司的国内业务开展，在汇率波动加大的国际政经环境下，市场主体对汇率方面的风险管理需求也日益强烈。研究表明，在缺乏一个足够深度的外汇衍生品市场的情况下，容易导致汇率波动对于外贸增长形成显著影响，外汇期货的推出将有利于企业对冲经济活动中的汇率风险。

本报告重点展望欧元兑美元走势，未来还将围绕外汇推出系列专题报告，敬请关注。

能源价格回落以及美联储加息步伐转缓是本轮欧元转升的驱动因素。2022 年 10 月至今欧元兑美元走出一波明显升势，从我们的基本面模型来看，欧美利差和净出口是本轮欧元转升的主要驱动因素，其背后是美联储加息步伐转缓以及能源价格（原油、天然气）的回落。

图1：欧元兑美元的拟合模型 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

一、欧美经济预期差支撑美元

缺乏充足能源供应预期保障的欧洲，面临经济上较大的不确定性，与之相比，美国就业市场仍保持足够的韧性，全年来看，欧洲经济预期难以趋势性的好于美国。

美国经济韧性强于欧洲

从 2020 年美联储修改货币政策框架——平均通胀目标制¹，给予了美联储更长的低利率政策时间来降低财政名义债务负担²，到 2022 年鲍威尔维系价格稳定 (Price stability) 的政策宣言，显然政策的天平进入到了不得不转变的阶段，这种转变将通过直接作用于对经济总需求的影响而实现政策的效果。

对于市场来说，需要考虑的问题还是原来那一个，即在“抗通胀”过程中，谁来承担需求回落的最终任务，这和货币的定价权有很大关系。

一方面对于美国经济来说，在当前美国劳动力依然相对强劲的状态下，金融条件的收紧节奏可能只是影响美国经济从高位回落过程中需求放缓的程度，暂时没有像收益率曲线定价的向衰退进行切换的转变。

另一方面从未来的观察角度来看，随着利率继续收紧的节奏加快，对于美国国内的金融资产的负面影响也将加强——比方说房地产。2022 年 6-9 月份美联储的缩表计划执行的实际进行其实是比较犹豫的，除了总体缩减的证券资产远没有达到每月的上限之外，美联储持有的 MBS 资产甚至还有所增加，来支持美国的房地产市场。

表1： 全球主要经济体制造业 PMI 趋势落入红色预警区间

	2021												2022			
	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月		
全球	0.9	1.0	0.5	0.7	0.4	0.2	0.2	0.1	-0.3	-0.7	-0.9	-1.0	-1.3	-1.4		
美国	1.6	1.0	0.7	1.0	0.6	0.2	0.3	-0.4	-0.5	-0.5	-0.9	-1.1	-1.4	-1.6		
中国	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.7	-1.8	-0.6	-0.3	-0.9	-0.7	-0.3	-0.8	-1.5	-2.0		
欧元区	1.3	1.2	1.3	1.2	0.9	0.7	0.5	0.0	-0.5	-0.6	-0.8	-1.2	-1.1	-0.9		
日本	1.3	1.2	1.7	0.7	1.2	1.0	0.9	0.7	0.4	0.2	0.0	-0.1	-0.7	-0.7		
德国	0.7	0.7	1.1	0.9	0.6	0.2	0.3	-0.2	-0.6	-0.7	-0.9	-1.3	-1.2	-1.0		
法国	1.1	1.1	1.0	1.4	0.8	1.1	0.8	0.1	-0.4	-0.1	-0.8	-0.9	-0.7	-0.4		
英国	1.1	1.1	0.9	1.1	0.5	0.6	0.3	-0.1	-0.3	-1.4	-1.1	-1.7	-1.6	-1.9		

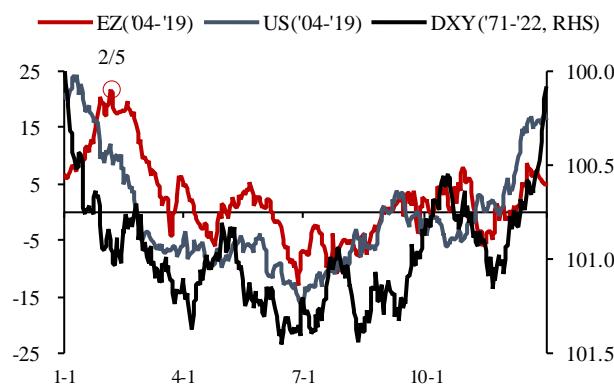
¹ 参见：<https://www.federalreserve.gov/news-events/pressreleases/monetary20200827a.htm>

² 参见华泰期货报告《[历史的拐点，美联储调整政策框架](#)》，认为未来货币政策将配合着财政政策提振经济增长，随着财政端的进一步动作——新刺激计划，将带动经济从稳定就业走向扩张需求。

	2021												2022			
	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月		
加拿大	0.6	-0.7	0.1	0.7	1.5	1.4	1.3	0.1	-0.4	0.1	-0.1	-0.7	-0.7	-2.0		
澳大利亚	0.8	-0.5	-0.5	0.5	0.9	1.5	0.3	0.6	0.3	-0.3	-0.1	-0.3	-1.2	-		
韩国	0.4	0.8	1.1	1.5	0.5	0.9	0.7	0.5	-0.1	-0.9	-1.1	-0.7	-0.4	-0.7		
巴西	-0.2	-0.2	-0.6	-0.2	0.4	0.3	0.9	0.8	0.8	0.3	0.1	0.1	-1.5	-1.5		
俄罗斯	0.6	0.5	0.6	-0.6	-2.3	-0.8	0.2	0.3	0.0	0.6	0.7	0.2	1.1	1.0		
越南	0.4	0.5	0.8	1.0	0.2	0.2	1.1	0.9	0.1	0.5	0.5	-0.1	-1.1	-1.4		
Ave	0.7	0.5	0.6	0.7	0.4	0.4	0.5	0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.7	-0.9	-1.1		

资料来源: Wind 华泰期货研究院

图2: 美欧之间经济季节性和美元指数 | 单位: 点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

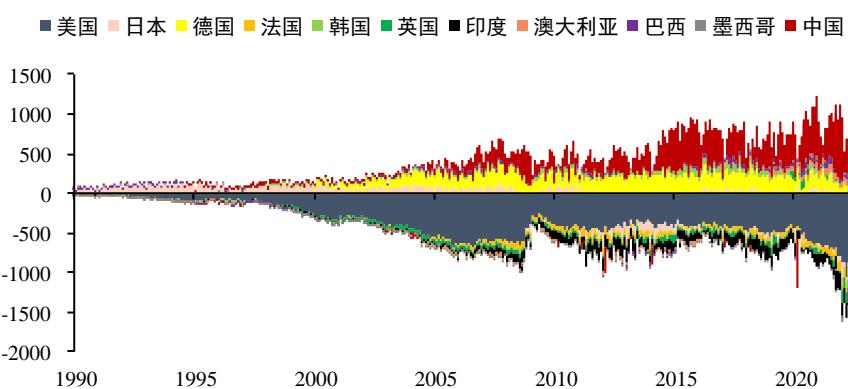
图3: 美欧之间通胀预期差调整 | 单位: 点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

美国经济的相对韧性决定了在全球经济周期共振回落的过程中，谁将是下行压力的最终承接者。无疑在本轮流动性快速收紧形成的负债压力，叠加地缘不确定性创造的成本压力，中游生产型经济体将面临不小的冲击。逆差国和顺差国的宏观账户将面临重构，2022年下半年欧洲国家贸易顺差快速收窄，从而驱动全球资本进入到流动状态。

图4: 全球主要经济体月度贸易差额 | 单位: 亿美元

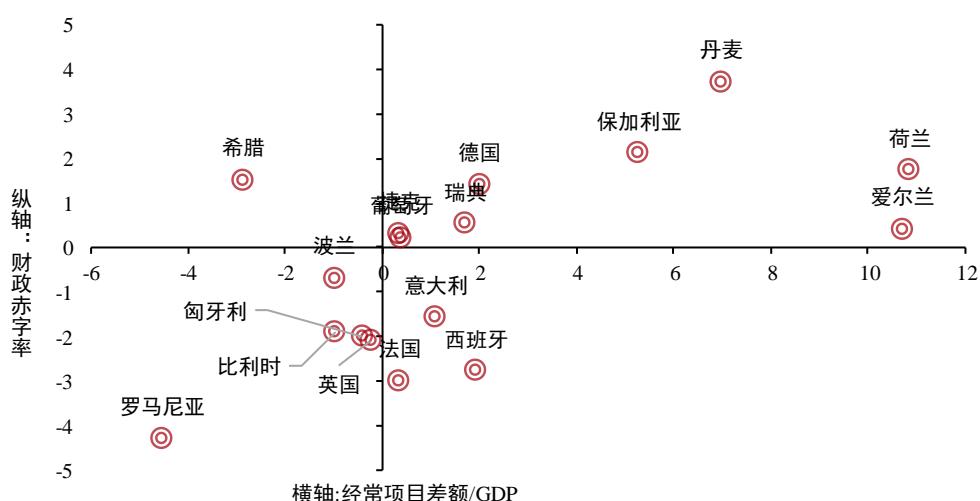


数据来源: Wind 华泰期货研究院

高额的能源成本冲击欧洲工业部门，高耗能部门冲击尤为严重，或加剧欧洲去工业化进程。目前欧元区制造业开工率不断下行，最新月份数据 81.2%，较 2021 年 9 月份高点下降 0.7%。高耗能的工业生产下滑最为明显，本文选取了几个较为典型的高耗能制造业品类。化学品、木材纸张生产、钢铁铁合金生产以及贵金属有色金属生产延续下行趋势，其中钢铁铁合金生产的下行趋势最为明显，由 2021 年 5 月份的 100.9 下行至 2022 年 9 月份的 84.8 点。

制造业增加值占欧洲 GDP 的比重逐年降低，此次能源价格的高企或会加速该进程。欧元区制造业增加值占 GDP 比重从 1996 年的 17.69% 已经下降至 2021 年的 14.88%。法国和英国去工业化进程更快，法国制造业增加值占 GDP 比重从 1996 年的 14.48% 已经下降至 2021 年的 9.18%，英国制造业增加值占 GDP 比重从 1996 年的 15.26% 已经下降至 2021 年的 8.77%。

图5：欧洲地区主要国家财政赤字率与经常项目差额与 GDP 比重 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图6：欧元区制造业 PMI 下行压力较大 | 单位：%

图7：制造业产能利用率持续下行 | 单位：%

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_52039

