

美元有望阶段反弹

警惕贵金属和有色板块风险

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

美元有望阶段反弹，结合我们基本面拟合模型以及持仓来看，美元指数不排除反弹至107左右的可能，若欧洲发生金融尾部风险，欧元或面临更大的冲击；

贵金属、美债期货、有色、全球股指等前期受益于弱美元资产或板块建议规避调整风险。

核心观点

■ 两大信号揭示美元有望阶段反弹

美元有望阶段反弹。2月3日当周，美元指数反弹1.05%，这是2022年10月强势美元弱若以来的最大周度涨幅。此前我们也曾在《欧元兑美元汇率2023年展望》中提示美元阶段反弹的风险，考虑到弱美元是本轮风险资产反弹的重要贡献因子，结合上周美联储加息靴子相继落地，以及1月强非农下美国经济衰退的短期证伪信号，我们认为有必要再度提示美元短期反弹对风险资产带来的风险。

信号一、欧强美弱的加息节奏，美元指数却企稳反弹。2月2日美欧央行加息靴子相继落地，呈现欧强美弱的加息节奏。美联储将基准利率上调至4.5%-4.75%区间，并且释放“研究未来加息何时停止”、“通胀压力有所放缓”等偏鸽信号，有望在未来1到2次加息25bp后暂停本轮加息步伐。与此同时，欧洲央行加息50bp，将基准利率（主要再融资利率）上调至3%，并暗示将在3月份再加息50bp。但从结果来看，市场出现“卖事实”的明显反转信号，美-欧利差企稳回升，美元指数同样开启短期反弹。

信号二、1月强非农下美国经济衰退预期短期证伪。美国1月失业率再度下行，创下1969年5月以来最低水平，时薪同比增长4.4%，高于预期，新增非农亦大超预期，或显示市场持续低估了美国就业市场的韧性。从细分数据来看，1月非农大超预期主要受服务行业高景气度及劳动力短缺贡献。超预期的就业数据给到远端美联储加息终点上调以及通胀预期上调的风险。

拟合模型显示弱美元驱动因素有所反转。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。但2月前后，随着美国经济超预期韧性以及2月加息靴子的落地，欧美经济预期差，以及欧美利差都有阶段性的反转。结合持仓结构来看，我们判断短期美元将迎来一定反弹。

欧元兑美元的多头极为拥挤。截至2023年1月24日，欧元兑美元期货的持仓数量最多，达77.76万张，持仓数量为2000年至今的100%分位数。投机净多头层面，一揽子

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

货币期货的投机净多头则逐步上升，其中欧元兑美元期货尤为明显，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13.44万张，为2000年至今的96.3%分位数，市场看多欧元一致性预期较高。总的来看，目前市场看涨欧元交易拥挤，踩踏风险明显上升。

■ 美元阶段反弹的影响

考虑到本轮美元指数短期反弹，需要关注前期计价过满的“抢跑”品种获利回吐。首先我们看主要资产和美元的近三个月相关性，其中和美元正相关较高的是Wind油脂油料、农副产品和能源；负相关性高于0.9的有Wind贵金属（负相关性最高）、焦煤钢矿、化工、美债期货，整体Wind商品和美元指数的负相关性均偏高，主要股指和美元指数也存在一定负相关。其次，从近一年的相关性来看，负相关性较为明显的是Wind有色、非金属建材、焦煤钢矿、软商品、美股。**综合来看，若美元指数阶段反弹延续，贵金属、美债期货、有色、全球股指等前期受益资产将面临短期调整的风险。**

其次，我们再来复盘本轮价格2022年11月3日至2023年2月1日的本轮弱美元下的主要品种价格/美元指数的弹性系数，简单的来讲即1%的美元指数涨幅对应某品种的涨跌幅。进一步剔除基本面波动作参考；弹性系数负向排名靠前的包括白银（-2.2%）、黄金（-1.9%）、棉花（-1.67%）、纳指（-1.3%）、标普500（-1%）、铜（-0.95%）、富时100（-0.76%）。但也需要指出的是，该弹性系数并不代表纯粹的美元指数因子影响，结论仍是落于贵金属、美债期货、有色、全球股指等前期受益资产将面临短期调整的风险。更大的风险在于本轮美元反弹和国内政府加码商品价格调控形成共振，整体商品或再度面临较大调整风险。

目录

策略摘要.....	1
核心观点.....	1
一、多因素叠加下，美元有望阶段反弹.....	5
二、欧美经济预期差支撑美元.....	7
美国经济韧性强于欧洲.....	7
欧洲能源紧平衡格局难以缓解.....	10
三、欧美利差支撑欧元.....	12
欧洲金融条件收紧趋势料继续延续.....	13
四、欧美净出口情况.....	14
重点关注能源价格变动.....	14
五、市场定价和持仓情况.....	16
持仓层面:欧元兑美元期货的交易热度持续抬升.....	16
投机净多头层面:看涨欧元交易拥挤 踩踏风险明显上升.....	18
六、欧洲企业部门面临一定尾部风险.....	20
家庭部门:杠杆率低, 债务偿还压力小, 风险相对有限.....	20
主权部门: 债务久期增加叠加固定利率债务占比高.....	20
企业部门: 杠杆率相对最高, 还本付息压力较大.....	21
七、美元短期反弹的影响.....	23
美元短期反弹的影响分析.....	23

图表

图 1: 美-欧利差企稳指向美元指数有望阶段反弹 单位: %.....	5
图 2: 美国非农就业数据 单位: 千人&%.....	6
图 3: 美国周频申领失业金人数 单位: 人.....	6
图 4: 欧元兑美元的拟合模型 单位: %.....	7
图 5: 美欧之间经济季节性和美元指数 单位: 点.....	9
图 6: 美欧之间通胀预期差调整 单位: 点.....	9
图 7: 全球主要经济体月度贸易差额 单位: 亿美元.....	9
图 8: 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: %.....	10
图 9: 欧元区制造业 PMI 下行压力较大 单位: %.....	10
图 10: 制造业产能利用率持续下行 单位: %.....	10
图 11: 西北欧大陆地区工业和电力部门消费量 单位: GWh/日.....	11
图 12: 欧盟国家天然气库存量 单位: TWh.....	11
图 13: 全球显性油品库存 单位: 百万桶.....	12
图 14: 全球卫星原油库存 单位: 百万桶.....	12
图 15: 美德经济活动差异和外汇市场定价特征 单位: %.....	13
图 16: 英美对外账户差额/GDP 的演变 单位: %GDP.....	13
图 17: 德日对外账户差额/GDP 的演变 单位: %GDP.....	13

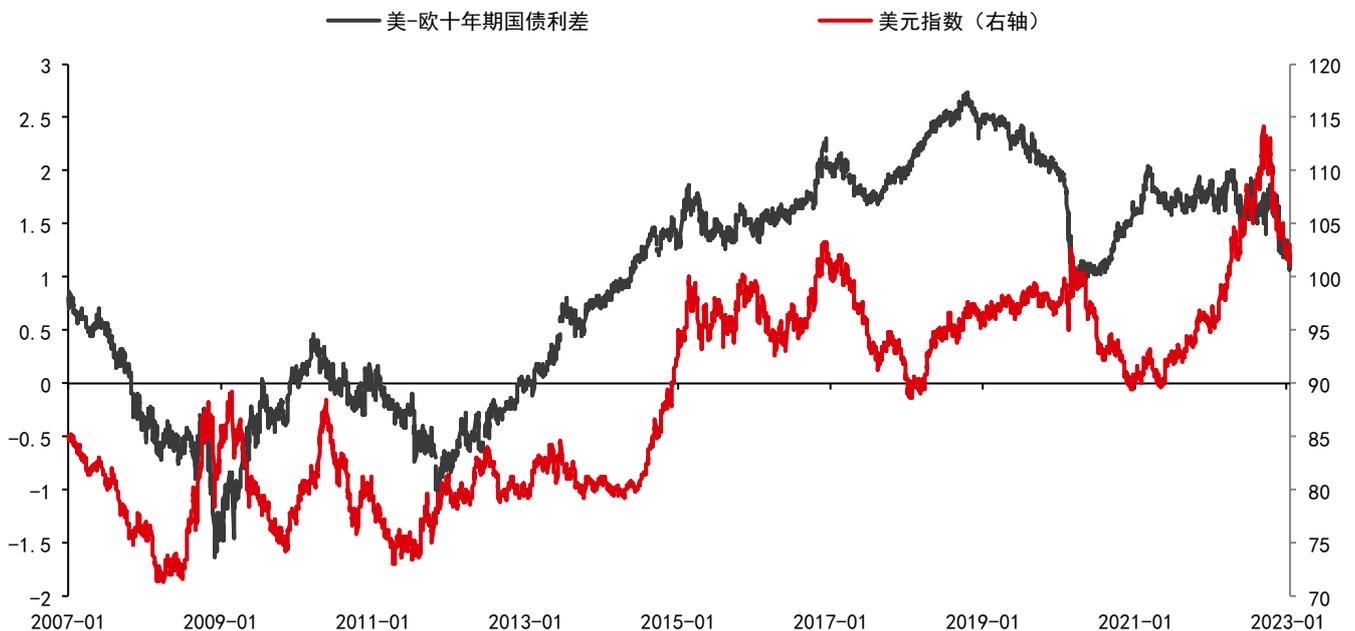
图 18:	欧元区的 CPI 与核心 CPI 单位: %.....	14
图 19:	欧元区 CPI 能源分项同比增速 单位: %.....	14
图 20:	欧元区经常账户逆差与政策利率 单位: %, 亿欧元.....	14
图 21:	欧元区成本抬升压力 单位: %.....	15
图 22:	同时伴随着被动补库存 单位: %.....	15
图 23:	货币政策收紧增加信贷压力 单位: %.....	15
图 24:	欧元区景气回落 单位: 指数点.....	15
图 25:	经常项目与油价 单位: 亿欧元, 美元/桶.....	16
图 26:	经常项目与天然气 单位: 亿美元, 英镑/色姆.....	16
图 27:	主要外汇期货持仓数量以及历史分位数情况 单位: 张, %.....	17
图 28:	英镑兑美元持仓 单位: 张.....	17
图 29:	加元兑美元持仓 单位: 张.....	17
图 30:	瑞士法郎兑美元持仓 单位: 张.....	17
图 31:	日元兑美元持仓 单位: 张.....	17
图 32:	欧元兑美元持仓 单位: 张.....	17
图 33:	澳元兑美元持仓 单位: 张.....	18
图 34:	美元指数期货持仓 单位: 张.....	18
图 35:	外汇期货投机净多头持仓及其历史分位数 单位: 张, %.....	18
图 36:	美元指数投机净多头及其走势 单位: 张.....	18
图 37:	英镑兑美元投机净多头及其走势 单位: 张.....	19
图 38:	加元兑美元投机净多头及其走势 单位: 张.....	19
图 39:	瑞士法郎兑美元投机净多头及其走势 单位: 张.....	19
图 40:	日元兑美元投机净多头及其走势 单位: 张.....	19
图 41:	欧元兑美元投机净多头及其走势 单位: 张.....	19
图 42:	澳元兑美元投机净多头及其走势 单位: 张.....	19
图 43:	欧元区房价增速处在高位 单位: %.....	20
图 44:	规模的扩大伴随着久期的拉长 单位: %GDP.....	21
图 45:	欧元区财政收支 单位: %GDP.....	21
图 46:	1 年内到期债务本金占 GDP 比重 单位: %.....	21
图 47:	欧元区未来年份到期企业债本金 单位: 万亿欧元.....	22
图 48:	欧元区未来年份到期企业债应付利息 单位: 亿欧元.....	22
图 49:	欧洲高收益债与欧洲公债收益率差 单位: %.....	22
图 50:	市场预期欧洲央行政策利率变动 单位: %.....	22
图 51:	近三个月主要汇率和主要资产的相关性 (2022/11/5-2023/2/5) 单位: %.....	23
图 52:	近一年主要汇率和主要资产的相关性 (2022/2/5-2023/2/5) 单位: %.....	23
图 53:	本轮弱美元下主要品种价格/美元指数的弹性系数 (2022/11/3-2023/2/1) 单位: %.....	24
表 1:	近几次重要 FOMC 议息会议摘要.....	5
表 2:	全球主要经济体制造业 PMI 趋势落入红色预警区间.....	8
表 3:	全球石油平衡表 单位: 百万桶/日.....	11

一、多因素叠加下，美元有望阶段反弹

美元有望阶段反弹。2月3日当周，美元指数反弹 1.05%，这是 2022 年 10 月强势美元弱若以来的最大周度涨幅。此前我们也曾在《欧元兑美元汇率 2023 年展望》中提示美元阶段反弹的风险，考虑到弱美元是本轮风险资产反弹的重要贡献因子，结合上周美联储加息靴子相继落地，以及 1 月强非农下美国经济衰退的短期证伪信号，我们认为有必要再度提示美元短期反弹对风险资产带来的风险。

信号一、欧强美弱的加息节奏，美元指数却企稳反弹。2月2日美欧央行加息靴子相继落地，呈现欧强美弱的加息节奏。美联储将基准利率上调至 4.5%-4.75% 区间，并且释放“研究未来加息何时停止”、“通胀压力有所放缓”等偏鸽信号，有望在未来 1 到 2 次加息 25bp 后暂停本轮加息步伐。与此同时，欧洲央行加息 50bp，将基准利率（主要再融资利率）上调至 3%，并暗示将在 3 月份再加息 50bp。但从结果来看，市场出现“卖事实”的明显反转信号，美-欧利差企稳回升，美元指数同样开启短期反弹。

图1： 美-欧利差企稳指向美元指数有望阶段反弹 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

表1： 近几次重要 FOMC 议息会议摘要

	2023 年 1 月会议	2022 年 12 月会议	2022 年 11 月会议	2022 年 9 月会议
经济活动	失业率保持低位，就业增长势头强劲，劳动力市场（的供需关系）仍然“极端紧俏”。	当前中性的失业率偏高，但失业率上升并不意味着劳动力市场走软，美国存在一个结构性的劳动力供应短缺，在平均小	劳动力市场非常强劲，职位空缺指标现在变得异乎寻常的重要，并未看到薪资/物价螺旋	最近的指标显示支出和生产增长放缓，劳动力市场供需关系相当紧俏，仍然缺乏（供需）

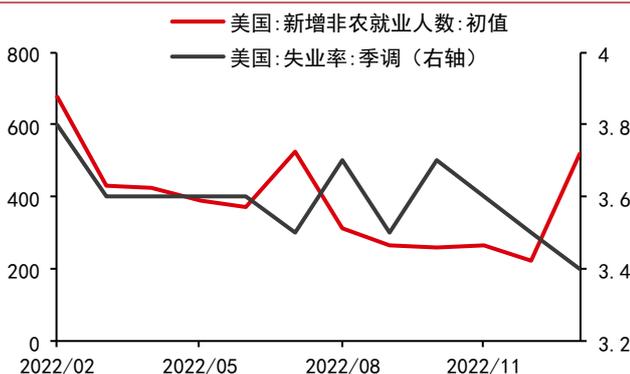
JOLTS 职位空缺数据“可能是一个重要的就业指标”。 时薪资增幅放缓方面，没有看到太多的进展 上升，就业市场过热，劳动力供不应求。 平衡关系，就业市场非常可能会出现某种程度上的软着陆。

通胀	通胀已经在一定程度上放缓，但仍然偏高。	通胀仍然偏高，这在一定程度上体现出（供需）失衡问题。	通胀仍然偏高，这在一定程度上体现出（供需）失衡问题。	通胀仍然高企，反映出与疫情有关的供需失衡、能源价格上涨和更广泛的物价压力。
对后续经济和通胀的观点	存在可以让通胀降至 2%，同时不会出现经济大幅衰退的路径，美国经济仍可能软着陆。	经济预期概要（SEP）中，美联储对美国 GDP 的预期不符合爆发经济衰退的标准。	美国经济仍有机会软着陆，但窗口正在变窄。没人知道美国经济是否会衰退，也没人知道衰退程度会有多深	没有人知道（加息/收紧货币政策的）过程是否会造成美国经济衰退。部分通胀由供给引起，商品价格已经见顶，供给冲击减弱可缓解通胀压力。
利率和购债规模	委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 4.5% 至 4.75%，正在讨论再加息几次至限制性水平，之后就暂停。将继续按原定计划削减所持美国国债和抵押贷款支持证券（MBS）。	委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 4.25% 至 4.5%，认为需要继续加息直至（对美国经济）具有“实质性的限制性。在 2023 年开始后仍将继续加息，使得中位利率预期将进一步达到 5.1% 的峰值，之后，加息周期才会与高通胀的苦战取得胜利后暂告一段落。将继续按原定计划削减所持美国国债和抵押贷款支持证券（MBS）。	委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 3.75% 至 4%，认为需要继续加息直至（对美国经济）具有“实质性的限制性。可能会在 12 月份讨论缩小加息幅度，但现在就考虑暂停加息还显得非常操之过急。将继续按原定计划削减所持美国国债和抵押贷款支持证券（MBS）。	委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 3% 至 3.25%，并预计继续上调该目标区间将是合适之举，2022 年还将加息 100-125 个基点。短期内，未计划出售 MBS。

资料来源：Wind 纽约联储 华泰期货研究院

信号二、1 月强非农下美国经济衰退预期短期证伪。美国 1 月失业率再度下行，创下 1969 年 5 月以来最低水平，时薪同比增长 4.4%，高于预期，新增非农亦大超预期，或显示市场持续低估了美国就业市场的韧性。从细分数据来看，1 月非农大超预期主要受服务行业高景气度及劳动力短缺贡献。超预期的就业数据给到远端美联储加息终点上调以及通胀预期上调的风险。

图2： 美国非农就业数据 | 单位：千人&%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

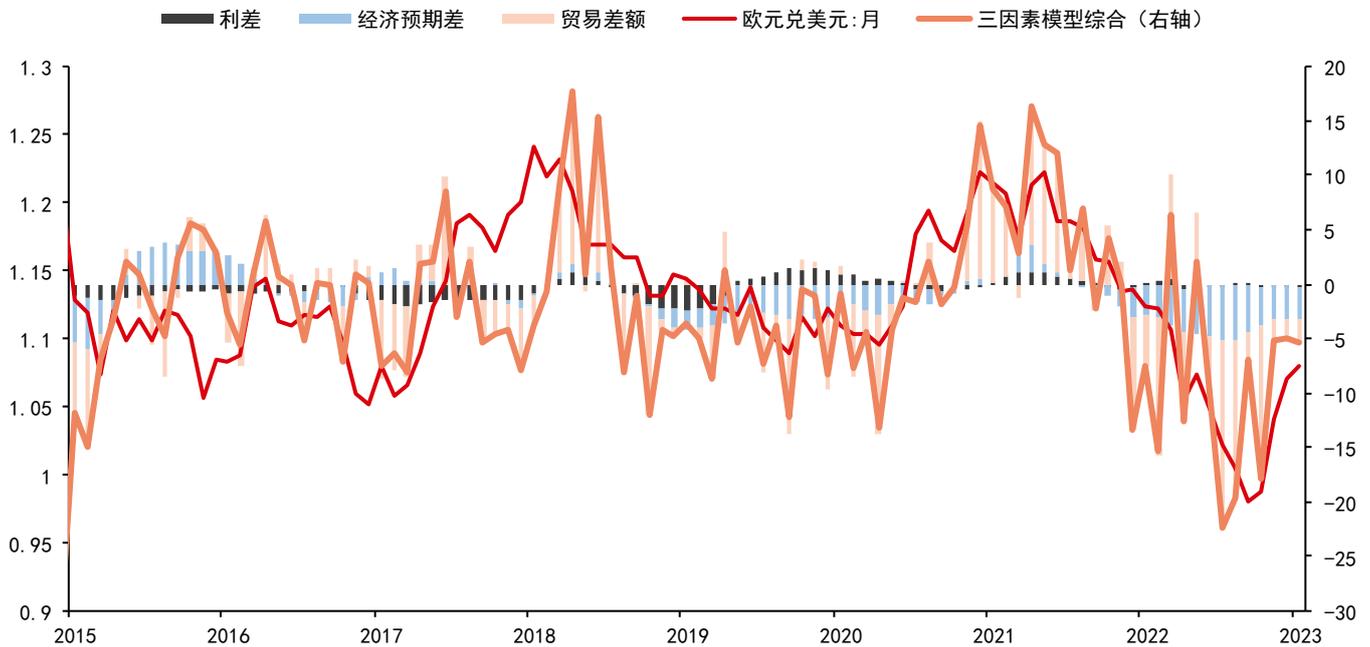
图3： 美国周频申领失业金人数 | 单位：人



数据来源：Wind 华泰期货研究院

拟合模型显示弱美元驱动因素有所反转。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。但2月前后，随着美国经济超预期韧性以及2月加息靴子的落地，欧美经济预期差，以及欧美利差都有阶段性的反转。结合持仓结构来看，我们判断短期美元将迎来一定反弹。

图4： 欧元兑美元的拟合模型 | 单位： %



数据来源：Wind 华泰期货研究院

二、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）

¹ 参见：<https://www.federalreserve.gov/newsevents/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。

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资产甚至有所增加，来支持美国的房地产市场。

表2: 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
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

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_52040

