



# 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 |

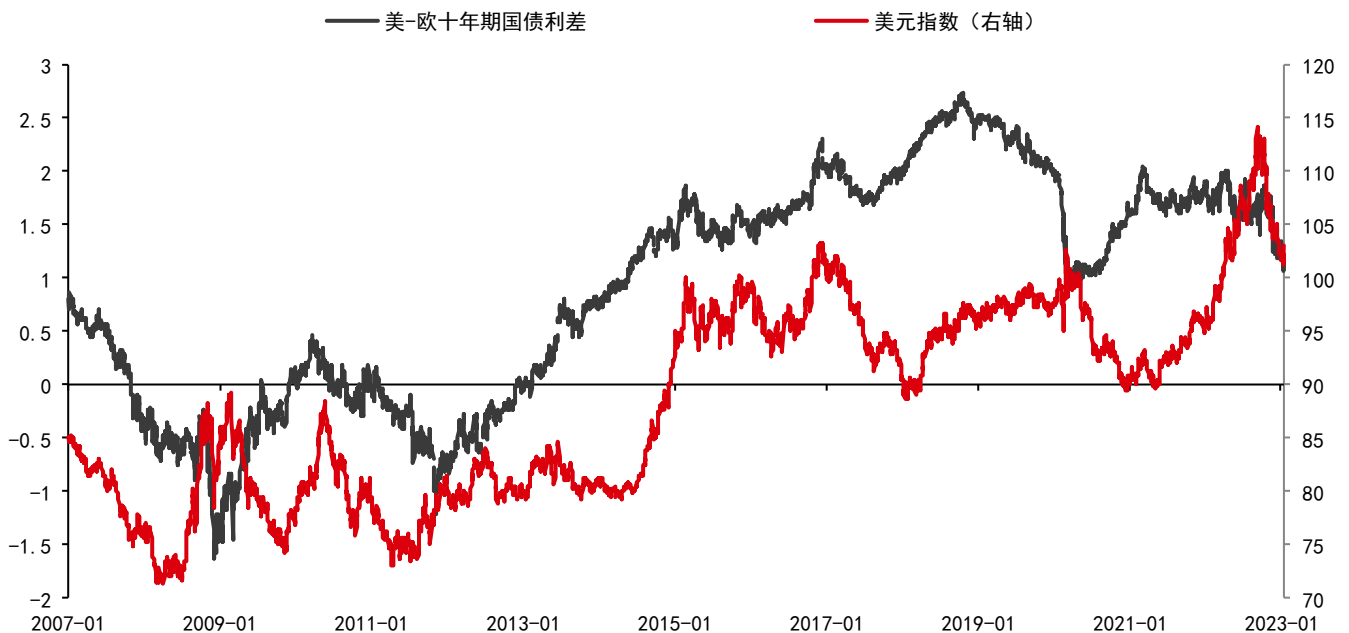
|       |  |    |
|-------|--|----|
| 图 18: | 欧元区的 CPI 与核心 CPI   单位: %.....                            | 14 |
| 图 19: | 欧元区 CPI 能源分项同比增速   单位: %.....                            | 14 |
| 图 20: | 欧元区经常账户逆差与政策利率   单位: %, 亿欧元.....                         | 14 |
| 图 21: | 欧元区成本抬升压力   单位: %.....                                   | 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） |



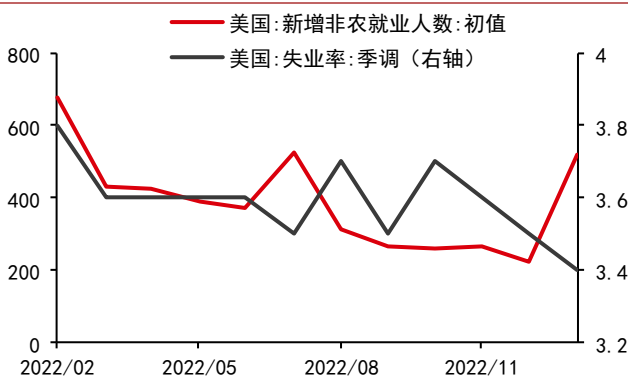
JOLTS 职位空缺数据“可能是一个重要的就业指标”。 时薪资增幅放缓方面，没有看到太多的进展 上升，就业市场过热，劳动力供不应求。 平衡关系，就业市场非常可能会出现某种程度上的软着陆。

|             |   |  |  |  |
|-------------|---|--|--|--|
| 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

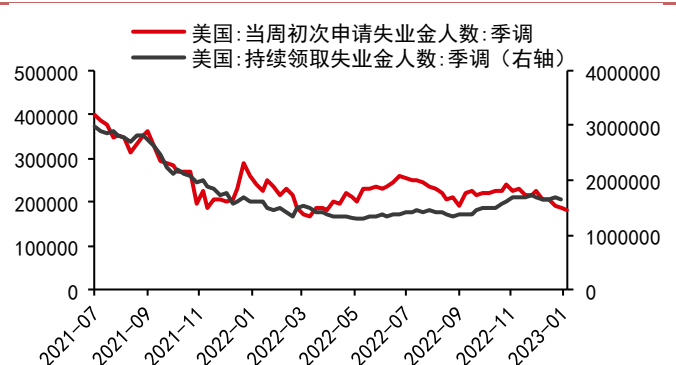
信号二、1 月强非农下美国经济衰退预期短期证伪。美国 1 月失业率再度下行，创下 1969 年 5 月以来最低水平，时薪同比增长 4.4%，高于预期，新增非农亦大超预期，或显示市场持续低估了美国就业市场的韧性。从细分数据来看，1 月非农大超预期主要受服务行业高景气度及劳动力短缺贡献。超预期的就业数据给到远端美联储加息终点上调以及通胀预期上调的风险。

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

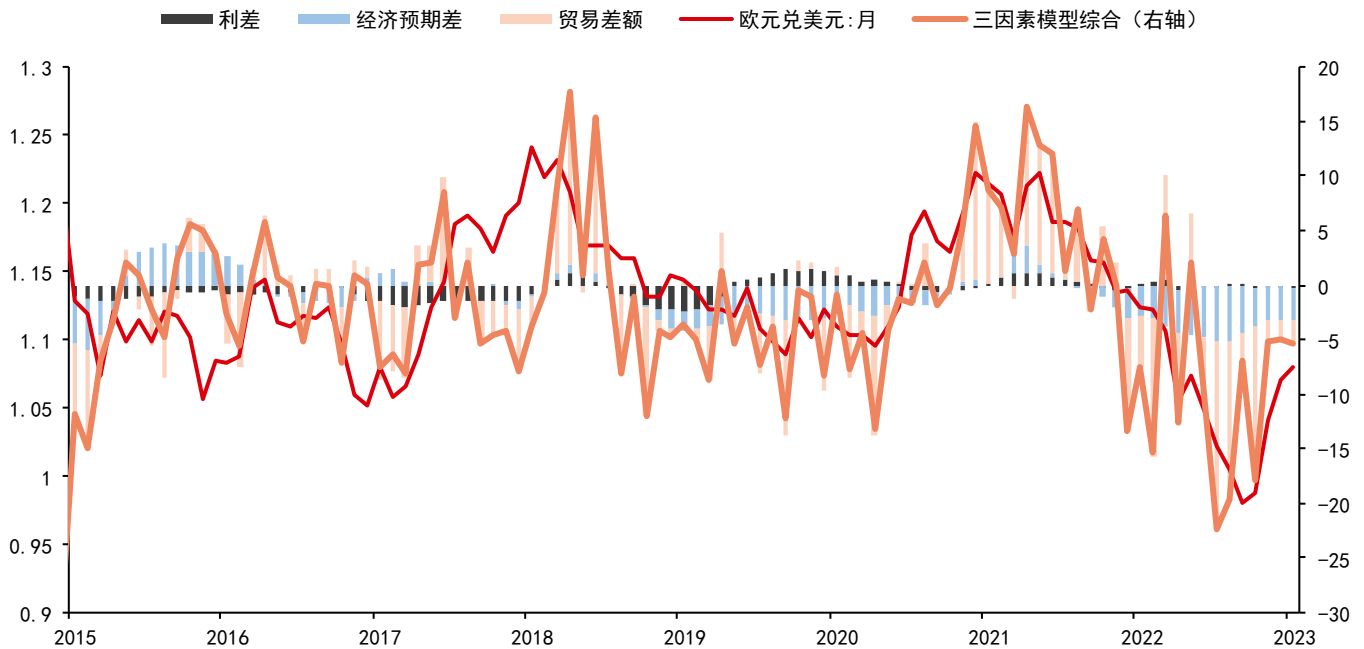
图3： 美国周频申领失业金人数 | 单位：人



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<sup>1</sup>，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<sup>2</sup>，到2022年鲍威尔维系价格稳定（Price stability）

<sup>1</sup> 参见：<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200827a.htm>

<sup>2</sup> 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。

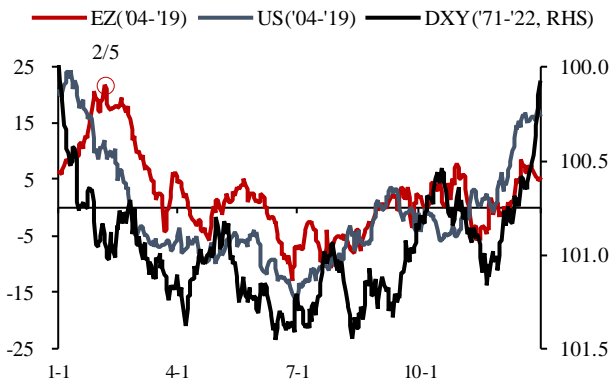
**表2： 全球主要经济体制造业 PMI 趋势落入红色预警区间**

|            | 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         |
| 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        |
| <b>Ave</b> | <b>0.7</b> | <b>0.5</b> | <b>0.6</b> | <b>0.7</b> | <b>0.4</b> | <b>0.4</b> | <b>0.5</b> | <b>0.2</b> | <b>-0.2</b> | <b>-0.3</b> | <b>-0.4</b> | <b>-0.7</b> | <b>-0.9</b> | <b>-1.1</b> |

资料来源：Wind 华泰期货研究院

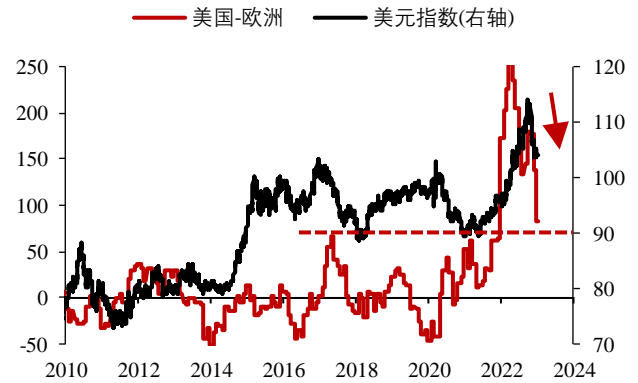


图5： 美欧之间经济季节性和美元指数 | 单位：点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

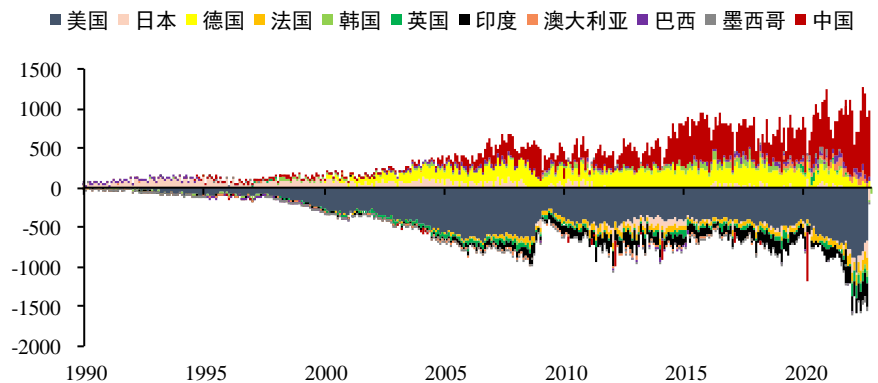
图6： 美欧之间通胀预期差调整 | 单位：点



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7： 全球主要经济体月度贸易差额 | 单位：亿美元



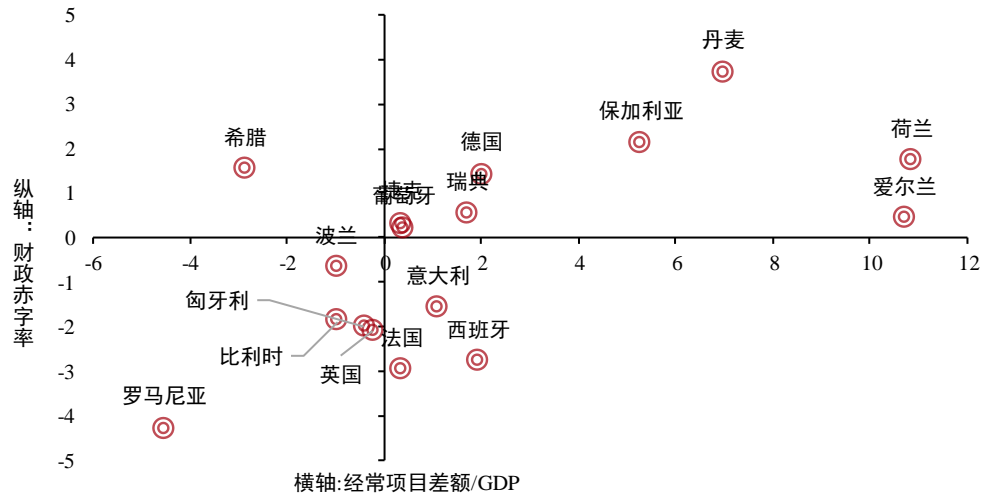
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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

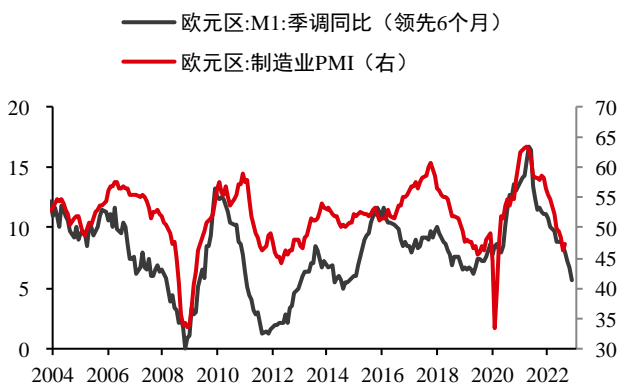
降至 2021 年的 9.18%，英国制造业增加值占 GDP 比重从 1996 年的 15.26% 已经下降至 2021 年的 8.77%。

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：%



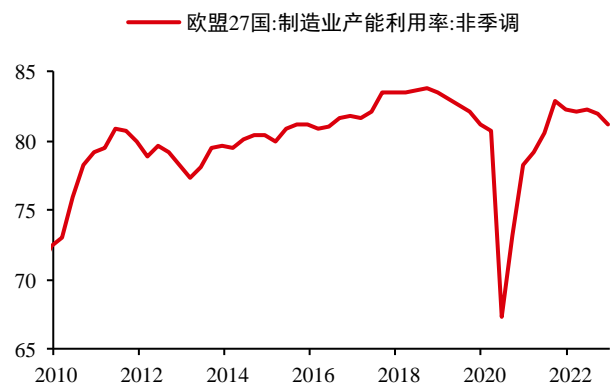
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图9： 欧元区制造业 PMI 下行压力较大 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图10： 制造业产能利用率持续下行 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

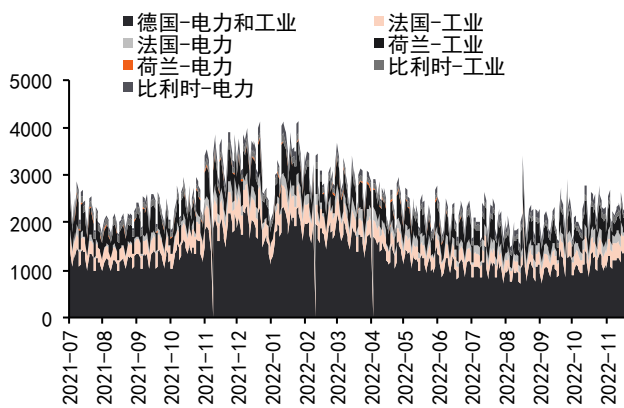
### 欧洲能源紧平衡格局难以缓解

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，仍缺乏充足的供应保障，一旦出现新的破局因素，或将再度加剧能源价格波动，冲击欧洲经济预期。

天然气价格持续回落。今年以来美国大部分地区迎来“暖冬”，几乎所有美国本土 48 州的天气都将高于平均水平。欧洲同样较为温暖，以德国为例，按照往年数据来看约有一半的冬季供暖需求发生在 1 月 15 日前，但因 12 月 19 日至 1 月 15 日，德国经历了一段“奇迹般”的暖冬，大大减少了供暖需求。受此影响，欧美天然气近期双双走弱。

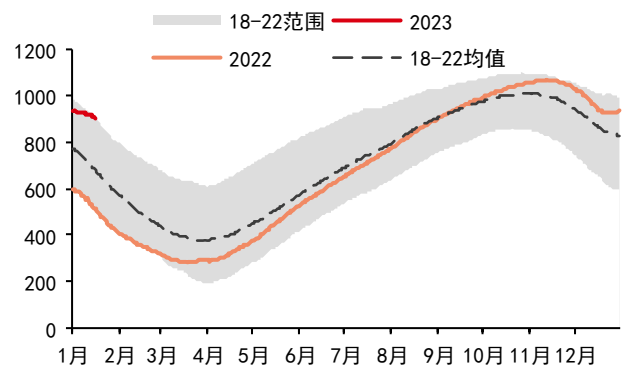
西北欧大陆地区的供应仍在一定程度上缺乏确定且充足的预期保障，暂时的供需宽松格局实则是在消费量削减的基础上。整体而言，地区市场仍较为脆弱，抵御价格波动的能力仍显不足。若北半球遭遇冷冬天气，地区内采暖需求将被极大提升，供应仍会面临短缺的风险。我们预计，ICE TTF 主力期货合约价格较今年秋季有大幅攀升的可能性，并有可能重回今年夏季 200 欧元/MWh 以上的高位（按目前汇率水平折算，约合 57 美元/百万英热单位）。

**图11：西北欧大陆地区工业和电力部门消费量**  
| 单位：GWh/日



数据来源：Refinitiv 华泰期货研究院

**图12：欧盟国家天然气库存量 | 单位：TWh**



数据来源：AGSI 华泰期货研究院

我们判断 2023 年是供应增长小年，预计全年供应增长在 100 万桶/日（如果考虑到 SPR 抛储结束，供应会更低），而需求增长同样疲软，预计在 160 万桶/日，较难超过 200 万桶/日，除非中国需求增长远超预期，我们不会对今年的需求增长给出过高期待。2022 年相对而言供需处于相对平衡或者供略小需的市场格局。因此在此基础上，我们预计 2023 年全球供需仍将维持紧平衡，供需差值大致在 50 至 100 万桶/日，伊朗是平衡表中最大的不确定因素，如果伊朗石油较早重返市场叠加沙特不减产对冲，那么增加的 200 万桶/日供应将导致 2023 年供需平衡表转为供应过剩。

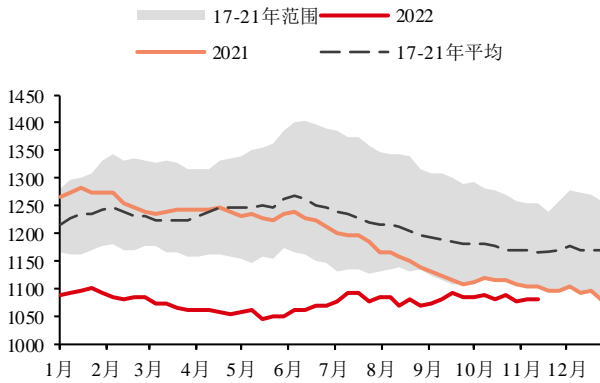
**表3：全球石油平衡表 | 单位：百万桶/日**

|           | 2022 |      |      |       |       | 2023 |      |       |       |       | 同比变化  |      |       |
|-----------|------|------|------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
|           | 2021 | Q1   | Q2   | Q3    | Q4    | 2022 | Q1   | Q2    | Q3    | Q4    | 2023  | 2022 | 2023  |
| 需求        | 97.7 | 99.4 | 98.7 | 100.3 | 100.7 | 99.8 | 99.6 | 100.5 | 102.3 | 103.0 | 101.4 | 2.1  | 1.6   |
| OECD 国家   | 44.8 | 45.8 | 45.4 | 46.6  | 46.7  | 46.1 | 46.1 | 45.7  | 46.9  | 47.0  | 46.4  | 1.3  | 0.3   |
| 非 OECD 国家 | 52.8 | 53.6 | 53.3 | 53.7  | 54.0  | 53.7 | 53.6 | 54.8  | 55.4  | 56.1  | 55.0  | 0.8  | 1.3   |
| 非 OPEC 供应 | 63.8 | 64.9 | 64.7 | 66.1  | 66.5  | 65.5 | 65.4 | 65.9  | 66.5  | 66.6  | 66.1  | 1.8  | 0.6   |
| 非欧佩克非美    | 39.4 | 39.9 | 39.3 | 40.0  | 40.0  | 39.8 | 38.9 | 39.2  | 39.4  | 39.2  | 39.2  | 0.4  | (0.6) |

|                  |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |            |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| 北美               | 24.4        | 25.0        | 25.4        | 26.1        | 26.5        | 25.7        | 26.5        | 26.7        | 27.1        | 27.4        | 26.9        | 1.4        | 1.2        |
| 前苏联地区            | 13.8        | 14.4        | 13.4        | 13.7        | 13.8        | 13.8        | 12.8        | 12.5        | 12.4        | 12.4        | 12.5        | 0.0        | (1.3)      |
| <b>OPEC 天然气液</b> | <b>5.1</b>  | <b>5.3</b>  | <b>5.4</b>  | <b>5.4</b>  | <b>5.4</b>  | <b>5.3</b>  | <b>5.4</b>  | <b>5.4</b>  | <b>5.5</b>  | <b>5.5</b>  | <b>5.4</b>  | <b>0.2</b> | <b>0.1</b> |
| Call on OPEC     | 28.8        | 29.2        | 28.6        | 28.9        | 28.8        | 28.9        | 28.8        | 29.2        | 30.3        | 30.9        | 29.8        | 0.1        | 0.9        |
| <b>OPEC 原油产量</b> | <b>26.4</b> | <b>28.5</b> | <b>28.7</b> | <b>29.5</b> | <b>29.0</b> | <b>29.0</b> | <b>28.5</b> | <b>29.0</b> | <b>30.0</b> | <b>30.0</b> | <b>29.4</b> | <b>2.6</b> | <b>0.4</b> |
| 供需差值             | (2.3)       | (0.7)       | 0.1         | 0.7         | 0.2         | 0.1         | (0.3)       | (0.2)       | (0.3)       | (0.9)       | (0.4)       | 2.4        | (0.5)      |

资料来源: EIA IEA OPEC 华泰期货研究院

图13: 全球显性油品库存 | 单位: 百万桶



数据来源: EIA IES PJK PAJ 华泰期货研究院

图14: 全球卫星原油库存 | 单位: 百万桶

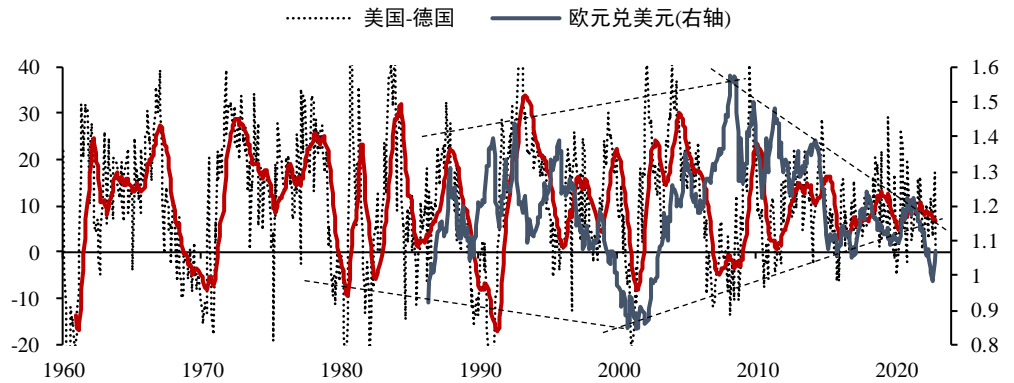


数据来源: Kpler 华泰期货研究院

### 三、欧美利差支撑欧元

与经济预期差相反, 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。一方面是欧洲央行已经相对美联储更鹰派, 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, 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%; 另一方面是欧洲的通胀更具粘性, 2023年1月份欧元区 27 个国家的 CPI 同比上升 8.5%, 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。

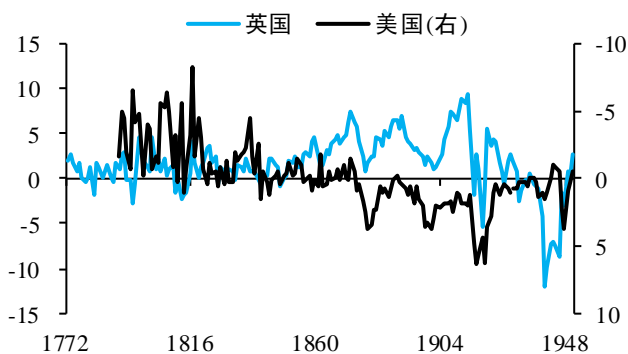
图15: 美德经济活动差异和外汇市场定价特征 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

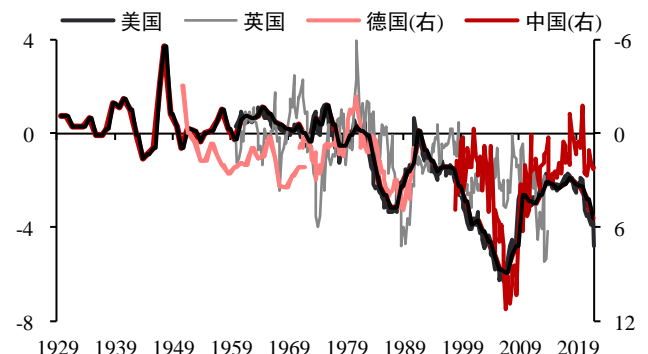
2022年7月开始全球金融市场体现的是“衰退预期”下对需求回落的定价，即美元流动性的收缩。从实际的宏观消费数字来看，从2022年3月开始的全球金融条件收紧到7月全球主要经济体景气指数大幅回落，短期内平抑了前期需求过度扩张恶化的供需矛盾。同时美元流动性收缩带来的全球再分配效应也逐渐显性化——欧洲中的意大利、亚洲中的韩日到越南——主要生产型经济体在贸易项下都出现了不同程度的逆差，而如果我们继续假设至少在短期内美联储给出的供给约束条件不发生明显变化的假设成立，那么由于受到上游原料供给刚性和下游需求回落的双重压力，美元流动性收缩对于中游财富的再分配效应将进一步凸显。

图16: 英美对外账户差额/GDP的演变 | 单位: %GDP



数据来源: FRED 帕尔格雷夫世界历史统计 华泰期货研究院

图17: 德日对外账户差额/GDP的演变 | 单位: %GDP



数据来源: FRED 帕尔格雷夫世界历史统计 华泰期货研究院

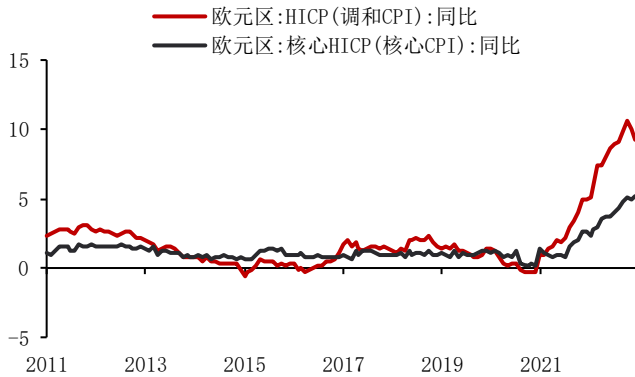
## 欧洲金融条件收紧趋势料继续延续

欧洲货币政策转向面临经常账户和资本账户双赤字约束

欧元区通胀仍面临较大压力。2022年12月份欧元区27个国家的CPI同比上升9.2%，较2022年10月10.6%的高点进一步回落。相较于美国12月6.5%的CPI，以及12月已

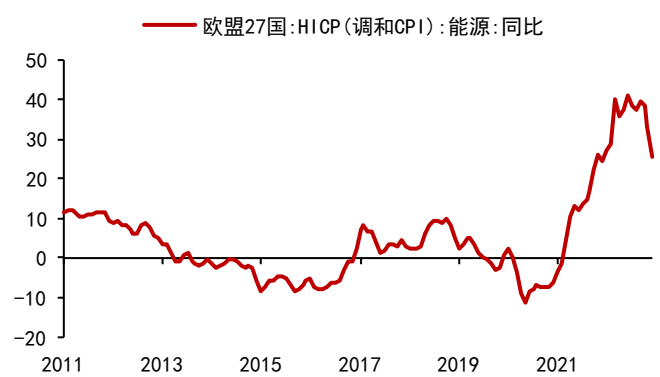
经明显走低的原油和天然气等能源价格，欧洲通胀粘性仍较为凸显。细分项目来看，能源价格回落是通胀回落的主要贡献，但食品、酒精和烟草、非能源工业品和服务的成本继续上涨。

图18：欧元区的CPI与核心CPI | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

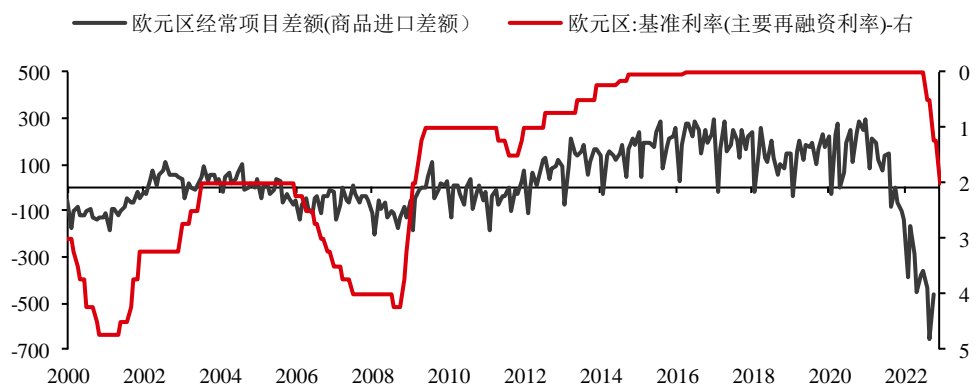
图19：欧元区CPI能源分项同比增速 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

在能源冲击的背景下，欧元区经济所面临的压力明显高于美国。2022年美联储加息斜率快于欧洲，欧美利差显著扩大，欧元兑美元跌破平均平价位置，创下20多年新低，欧元区金融账户同样面临较大的流出压力，欧元区金融账户近四季度均值不断下行，英国金融账户差额长时间维持流出趋势。叠加因能源价格高企所导致的经常账户赤字，2023年，欧洲预计仍面临较大的双赤字压力，施压欧元区货币政策的转向。

图20：欧元区经常账户逆差与政策利率 | 单位：%，亿欧元



数据来源：Wind 同花顺 Bloomberg 华泰期货研究院

## 四、欧美净出口情况

### 重点关注能源价格变动

2022年下半年能源价格高位，进口金额大增，欧洲地区国际收支持续恶化。欧洲地区请仔细阅读本报告最后一页的免责声明



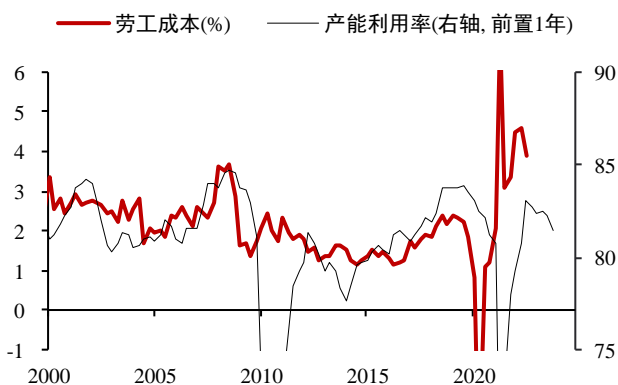
能源供给面临约束，目前欧洲地区能源消耗前三的为原油、天然气以及煤炭，对于三种能源进口的依赖度较大。2020年以来，全球持续的宽松政策叠加2022年俄乌冲突导致市场担忧能源危机的爆发，石油、天然气价格快速攀升，处于高位，导致欧洲经常项目下的商品进口金额大幅增加。出口疲软，进口大幅增加导致欧元区经常项目逆差刷新历史记录。

在较大的经常账户逆差、通胀压力以及美联储快速的加息背景下，欧洲央行主动收紧金融条件，欧元区政府部门杠杆、居民部门杠杆以及企业部门杠杆2021年至今不断下行。

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，欧洲三大部门的杠杆率与能源价格以及欧元区经常账户具有较大的相关性，三大部门去杠杆进程预计仍会维持。

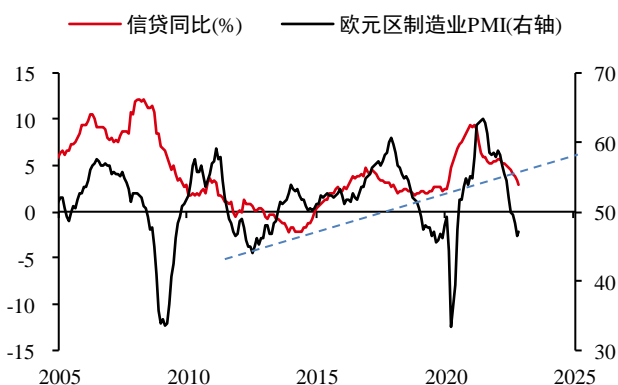
持续的金融条件收紧背景下需关注欧元区一些薄弱国家，区域内财政赤字率较高、经常项目逆差较大的成员国压力较大。从这一角度来看，希腊将是2023年欧元区重点关注的国家。

**图21： 欧元区成本抬升压力 | 单位：%**



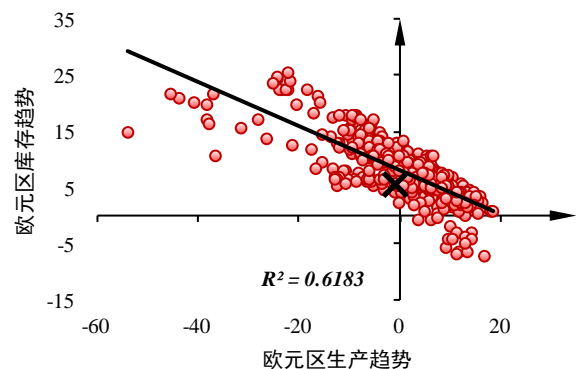
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

**图23： 货币政策收紧增加信贷压力 | 单位：%**



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

**图22： 同时伴随着被动补库存 | 单位：%**



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

**图24： 欧元区景气回落 | 单位：指数点**



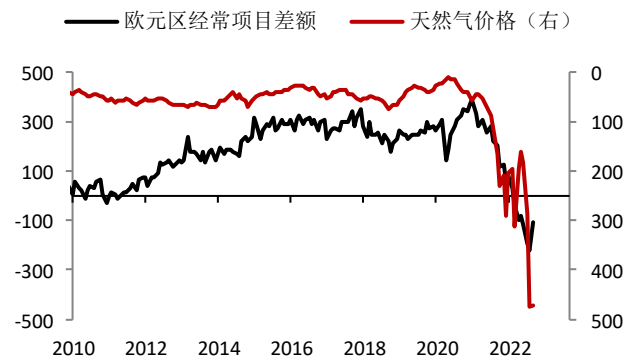
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图25：经常项目与油价 | 单位：亿欧元，美元/桶



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图26：经常项目与天然气 | 单位：亿美元，英镑/色姆



数据来源：Wind 华泰期货研究院

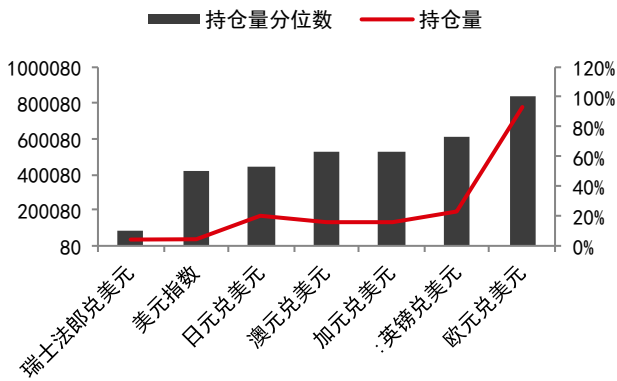
## 五、市场定价和持仓情况

美元指数衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度，一揽子货币包含欧元，日元、英镑、加拿大元、瑞典克朗以及瑞士法郎。重点关注美元指数期货及其对应的6种一揽子货币期货的持仓和持仓结构情况。（注：本小节所涉及历史分位数内容的时间跨度区间位2000年1月1日至今）

### 持仓层面：欧元兑美元期货的交易热度持续抬升

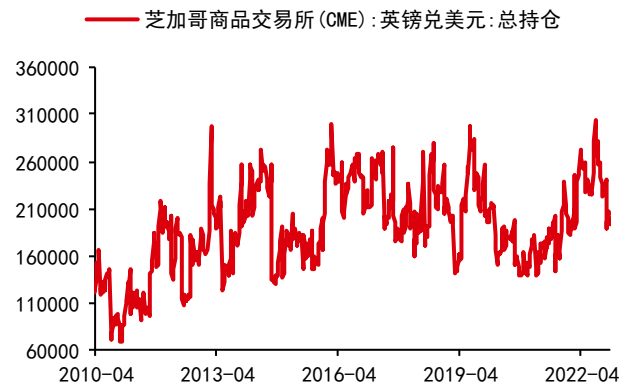
期货的持仓量能够在一定程度反映相关期货品种的交易活跃度以及价格分歧。观察主要外汇期货品种的持仓情况，截至2023年1月24日，欧元兑美元期货的持仓数量最多，达77.76万张，持仓数量为2000年至今的100%分位数，欧元兑美元期货的持仓量自上市以来不断增加，市场交易热度持续抬升；瑞士法郎兑美元期货的持仓数量最少，为3.54万张，持仓数量为2000年至今的10.8%分位数，其他主要外汇期货的持仓数量均超过50%分位数。市场关注较多的美元指数期货持仓2022年9月份至今不断下行，由9月份的约6.3万张下行至目前的约4.19万张，2000年至今的持仓分位数为49.9%。

**图27: 主要外汇期货持仓数量以及历史分位数情况 | 单位: 张, %**



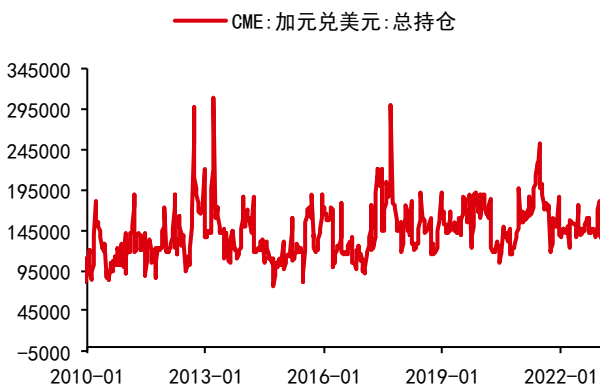
数据来源: Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

**图28: 英镑兑美元持仓 | 单位: 张**



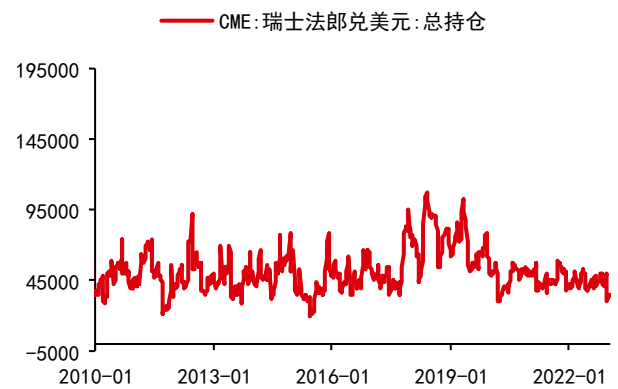
数据来源: Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

**图29: 加元兑美元持仓 | 单位: 张**



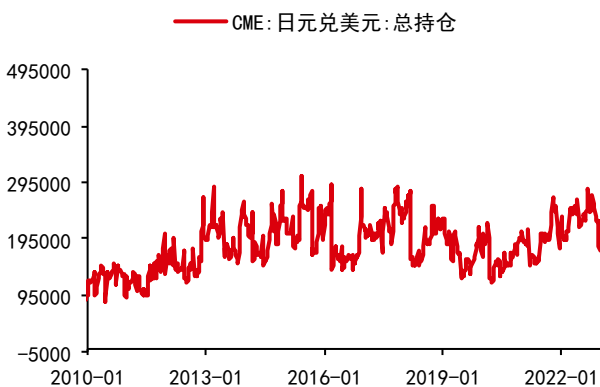
数据来源: Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

**图30: 瑞士法郎兑美元持仓 | 单位: 张**



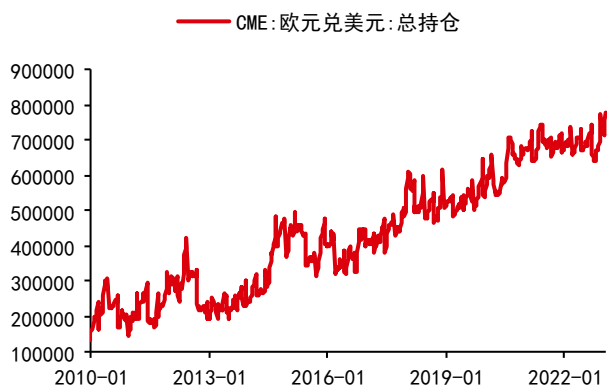
数据来源: Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

**图31: 日元兑美元持仓 | 单位: 张**



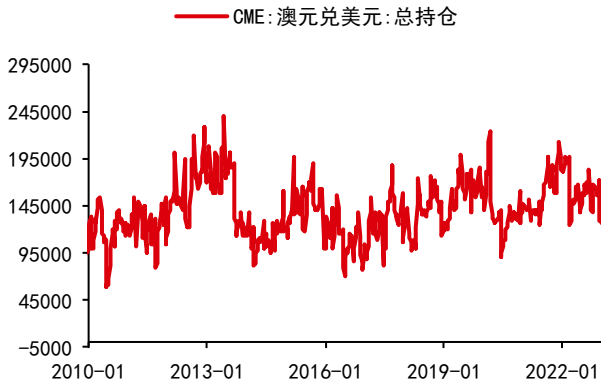
数据来源: Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

**图32: 欧元兑美元持仓 | 单位: 张**



数据来源: Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

图33: 澳元兑美元持仓 | 单位: 张



数据来源: Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

图34: 美元指数期货持仓 | 单位: 张



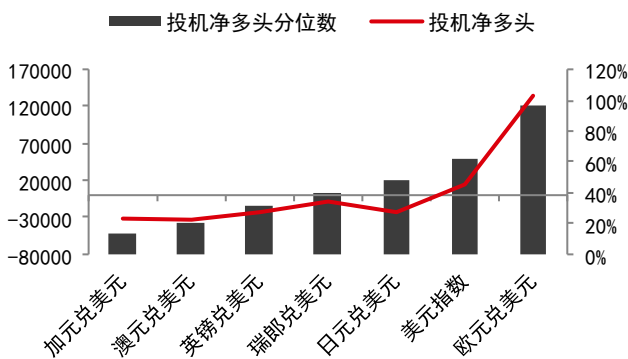
数据来源: Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

### 投机净多头层面: 看涨欧元交易拥挤 踩踏风险明显上升

2021年5月至2022年10月份,美元指数大幅上行,由期初的约89点大幅上行至2022年9月27日的114.16点,刷新近20年高位。美联储激进的加息遏制通胀、美国经济基本面相对优于欧洲、俄乌冲突所引发的市场避险情绪以及欧洲和日本央行货币收紧的相对滞后导致了美元指数的强势表现。后期,随着美国持续高幅度加息所引发的美国经济衰退担忧、欧洲央行加息步伐的追赶以及市场对于日本央行收紧货币政策的预期,美元指数10月份之后见顶回落,最新交易日美元指数收于103点,较顶部下行超过10%。

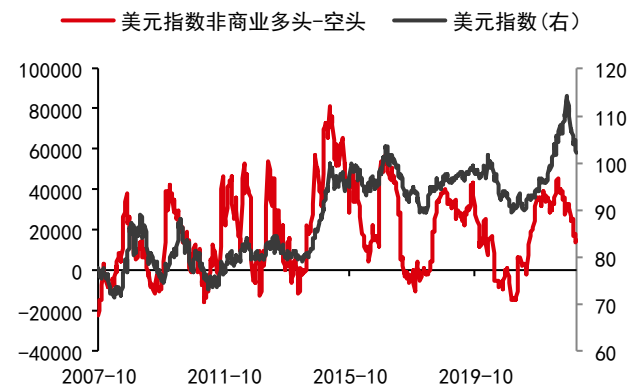
观察主要外汇期货的投机净多头持仓分布,美元指数期货投机净多头持续下行,一揽子货币期货的投机净多头则逐步上升,其中欧元兑美元期货尤为明显,2022年8月份至今快速抬升,最新一期的投机净多头持仓超过13.44万张,为2000年至今的96.3%分位数,市场看多欧元一致性预期较高。总的来看,目前市场看涨欧元交易拥挤,踩踏风险明显上升。

图35: 外汇期货投机净多头持仓及其历史分位数 | 单位: 张, %



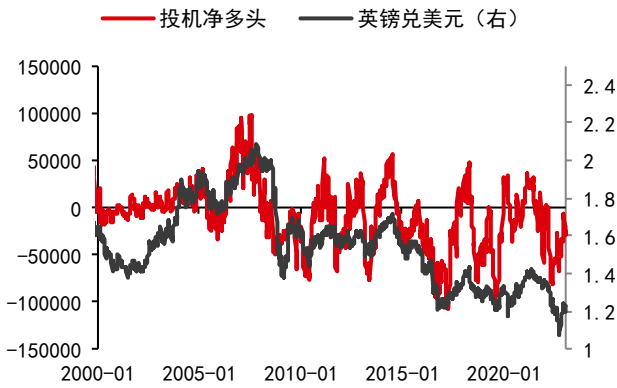
数据来源: Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

图36: 美元指数投机净多头及其走势 | 单位: 张



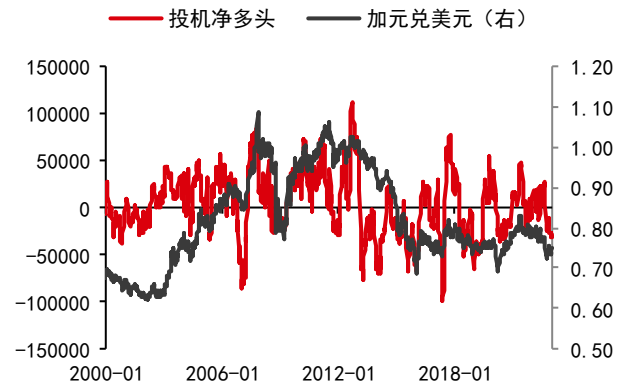
数据来源: Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

图37: 英镑兑美元投机净多头及其走势 | 单位: 张



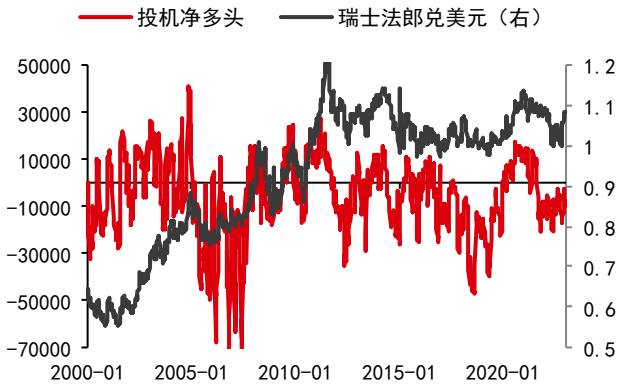
数据来源: Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

图38: 加元兑美元投机净多头及其走势 | 单位: 张



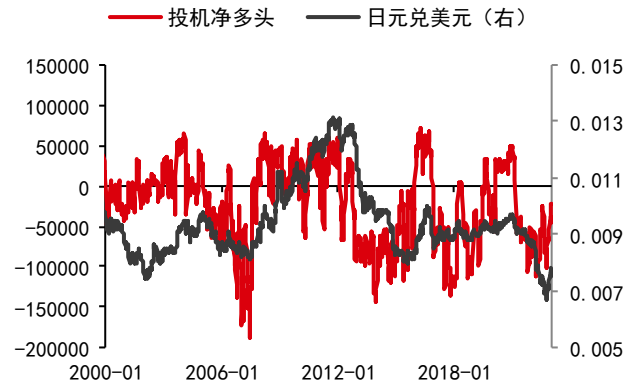
数据来源: Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

图39: 瑞士法郎兑美元投机净多头及其走势 | 单位: 张



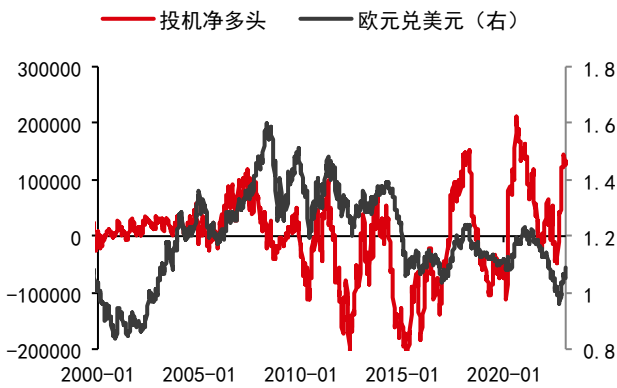
数据来源: Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

图40: 日元兑美元投机净多头及其走势 | 单位: 张



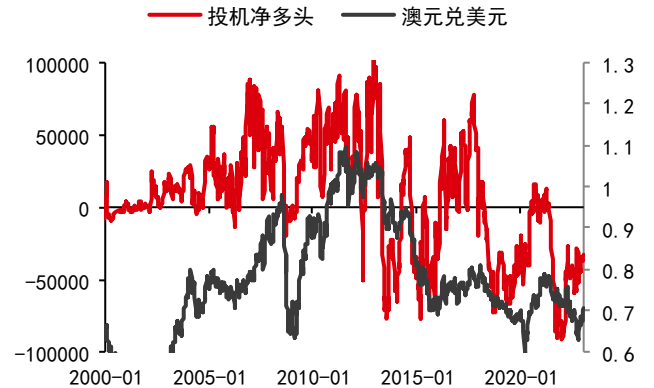
数据来源: Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

图41: 欧元兑美元投机净多头及其走势 | 单位: 张



数据来源: Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

图42: 澳元兑美元投机净多头及其走势 | 单位: 张



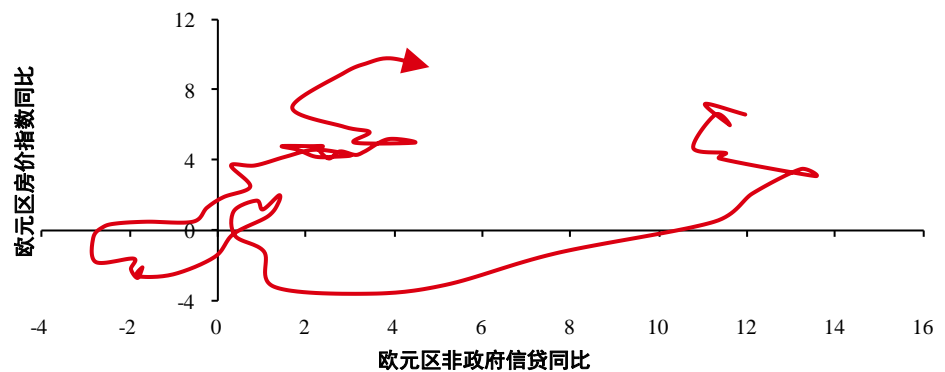
数据来源: Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

## 六、欧洲企业部门面临一定尾部风险

### 家庭部门：杠杆率低，债务偿还压力小，风险相对有限

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，欧元区家庭部门杠杆率为 59.4%，远低于政府部门的 95.7%以及企业部门的 110%；从还本付息压力来看，目前欧元区几个主要经济体的居民部门的家庭债务偿还率均低于 10%，意大利家庭债务仅为 4.3%，居民端偿债压力相对较小。

图43： 欧元区房价增速处在高位 | 单位：%



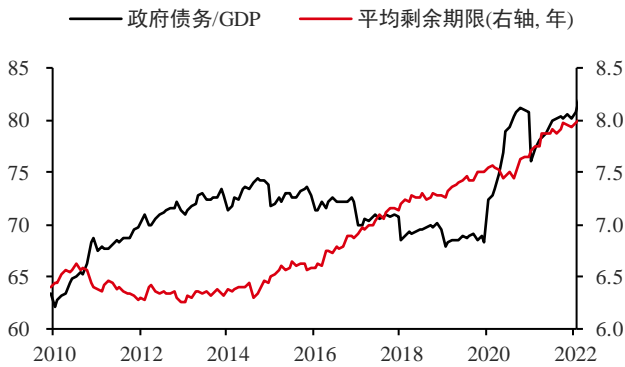
数据来源：Wind 华泰期货研究院

### 主权部门：债务久期增加叠加固定利率债务占比高

加息背景下的欧洲政府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%。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。

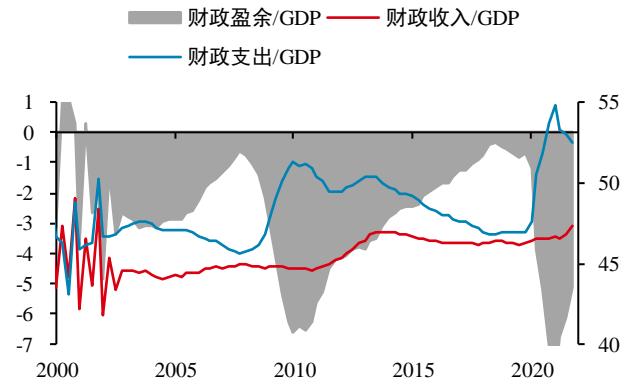


**图44：规模的扩大伴随着久期的拉长 | 单位：%GDP**



数据来源：Wind 华泰期货研究院

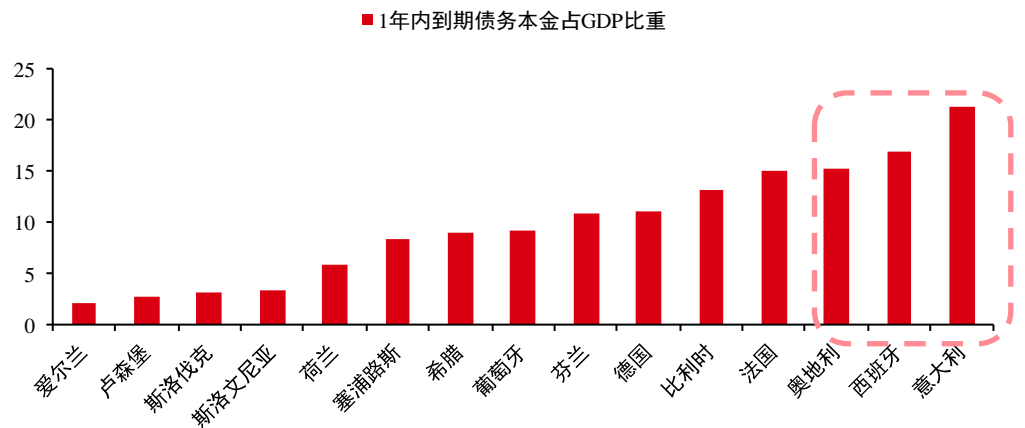
**图45：欧元区财政收支 | 单位：%GDP**



数据来源：Wind 华泰期货研究院

虽然债务规模扩大，但债务久期也在不断延长，未偿债务平均期限已经由 2010 年的约 6.5 年增加至目前的 8.1 年，短期内偿债压力相对减小，欧元区 19 国 1 年内到期债务本金占 GDP 的比重为 13.14%，2021 年 2 月份至今比例相对平稳，1-2 年内的到期债务本金占 GDP 比重为 7.58%，3 月至今延续下行趋势。未偿债务余额中固定利率债券的占比较大，占 GDP 比重超过 67%，浮动利率债券占 GDP 比重仅为 5.61%，虽然目前政策利率快速增加，但过往存量债务的利息支出压力相对较小。

**图46：1年内到期债务本金占GDP比重 | 单位：%**



数据来源：Wind 华泰期货研究院

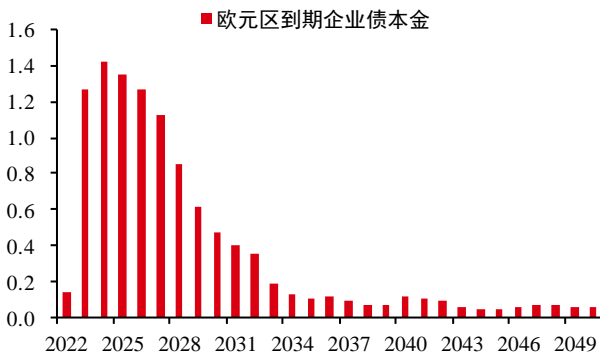
### 企业部门：杠杆率相对最高，还本付息压力较大

加息背景下欧元区企业端 2023 年偿债压力需同样关注。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。

欧洲央行 2022 年至今已经三次加息，这会明显增大未来几年欧元区企业部门的还本付息压力。考察欧元区企业部门在政策利率抬升背景下的偿债压力，偿债比率是指当年还本付息额占当年收入的比重，2020 年疫情使得欧元区企业部门债务大幅跃升，欧元区主要国家偿债比率也增加较多，回溯历史，欧元区 2003 年-2008 年的加息周期以及 2009 年至 2011 年的加息背景下，欧元区主要国家的偿债比率均有阶段性抬升。

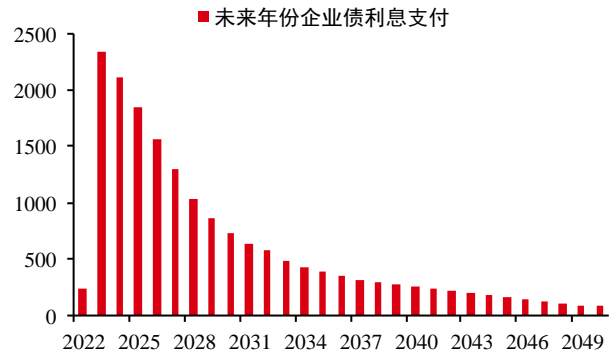
统计结果显示，2023 年欧元区企业债券应付利息为 2345 亿欧元，2024 年为 2120 亿欧元；2023 年到期的企业债本金为 12700 亿欧元，2024 年大幅增加至 14000 亿欧元，之后缓慢下降。欧洲央行多位官员近期发表鹰派言论，欧洲央行管委、奥地利鹰派央行行长霍尔兹曼支持在 12 月中旬利率制定会议上进行连续第三次的 75 基点加息，将基准借贷成本提高至 2.25%；欧洲央行执委施纳贝尔表示只要有必要，就进一步提高利率，以使通胀率重回 2% 的可持续轨道。目前市场预期欧央行政策利率将达到 2.5%，政策利率的高位也会对企业债利率形成支撑，目前高收益债利率处于近十年高位，企业端的融资成本大大增加。

图47： 欧元区未来年份到期企业债本金 | 单位：万亿欧元



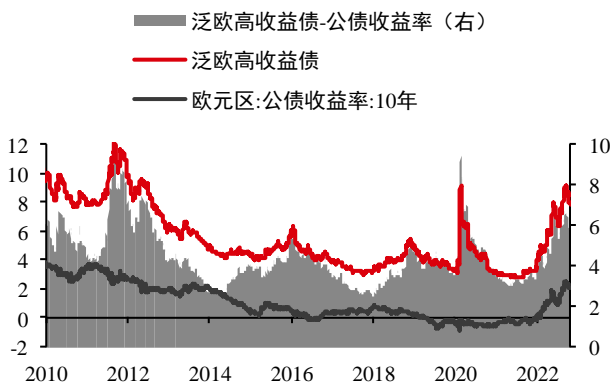
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图48： 欧元区未来年份到期企业债应付利息 | 单位：亿欧元



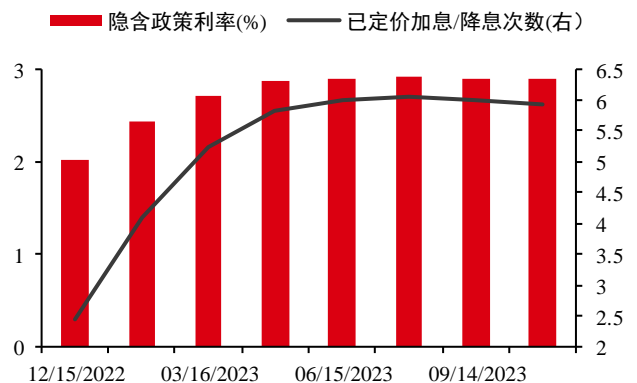
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图49： 欧洲高收益债与欧洲公债收益率差 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图50： 市场预期欧洲央行政策利率变动 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

## 七、美元短期反弹的影响

### 美元短期反弹的影响分析

考虑到本轮美元指数仅为短期反弹，并不构成趋势逻辑，更多的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。

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：%

|          | 道指     | 标普500  | 日经225  | 富时100  | 上证指数   | 3Y美债期货 | Wind商品指数 | Wind贵金属 | Wind有色 | Wind焦煤钢矿 | Wind能源 | Wind化工 | Wind非金属建材 | Wind油脂油料 | Wind软商品 | Wind谷物 | Wind农副产品 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|---------|--------|----------|--------|--------|-----------|----------|---------|--------|----------|
| 美元指数     | -0.243 | -0.387 | 0.489  | -0.837 | -0.674 | -0.908 | -0.878   | -0.918  | -0.685 | -0.907   | 0.546  | -0.905 | -0.85     | 0.717    | -0.856  | 0.382  | 0.746    |
| 美元兑人民币   | -0.083 | -0.217 | 0.605  | -0.859 | -0.732 | -0.815 | -0.872   | -0.883  | -0.6   | -0.874   | 0.458  | -0.899 | -0.902    | 0.697    | -0.883  | 0.294  | 0.639    |
| 美元兑日元    | -0.146 | -0.259 | 0.643  | -0.848 | -0.572 | -0.845 | -0.864   | -0.931  | -0.637 | -0.878   | 0.494  | -0.888 | -0.869    | 0.69     | -0.856  | 0.36   | 0.745    |
| 欧元兑美元    | 0.206  | 0.367  | -0.497 | 0.836  | 0.679  | 0.895  | 0.894    | 0.921   | 0.697  | 0.919    | -0.531 | 0.916  | 0.866     | -0.739   | 0.887   | -0.402 | -0.752   |
| 俄罗斯卢布中间价 | -0.206 | -0.126 | -0.848 | 0.715  | 0.38   | 0.568  | 0.807    | 0.847   | 0.576  | 0.802    | -0.372 | 0.787  | 0.887     | -0.66    | 0.906   | -0.364 | -0.689   |

数据来源：Wind 华泰期货研究院

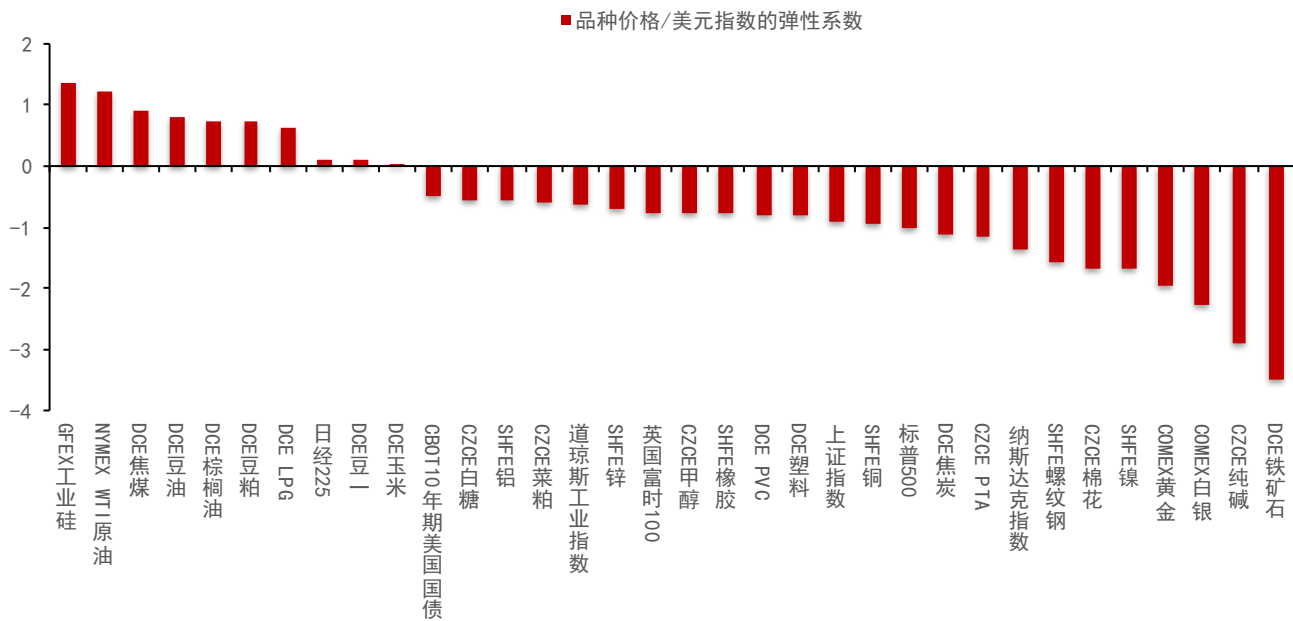
图52：近一年主要汇率和主要资产的相关性（2022/2/5-2023/2/5） | 单位：%

|          | 道指     | 标普500  | 日经225  | 富时100  | 上证指数   | 3Y美债期货 | Wind商品指数 | Wind贵金属 | Wind有色 | Wind焦煤钢矿 | Wind能源 | Wind化工 | Wind非金属建材 | Wind油脂油料 | Wind软商品 | Wind谷物 | Wind农副产品 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|---------|--------|----------|--------|--------|-----------|----------|---------|--------|----------|
| 美元指数     | -0.73  | -0.79  | 0.22   | -0.582 | -0.55  | -0.803 | -0.766   | -0.431  | -0.833 | -0.802   | -0.169 | -0.628 | -0.837    | -0.561   | -0.792  | -0.244 | 0.381    |
| 美元兑人民币   | -0.485 | -0.792 | 0.263  | -0.355 | -0.647 | -0.92  | -0.784   | -0.138  | -0.719 | -0.827   | -0.436 | -0.627 | -0.908    | -0.617   | -0.867  | -0.104 | 0.066    |
| 美元兑日元    | -0.639 | -0.784 | 0.296  | -0.483 | -0.571 | -0.879 | -0.754   | -0.337  | -0.809 | -0.791   | -0.229 | -0.587 | -0.855    | -0.572   | -0.806  | -0.183 | 0.27     |
| 欧元兑美元    | 0.736  | 0.723  | -0.236 | 0.609  | 0.507  | 0.706  | 0.72     | 0.512   | 0.827  | 0.758    | 0.053  | 0.614  | 0.779     | 0.491    | 0.727   | 0.275  | -0.48    |
| 俄罗斯卢布中间价 | 0.468  | 0.653  | -0.389 | 0.106  | 0.297  | 0.652  | 0.651    | 0.382   | 0.78   | 0.708    | 0.235  | 0.346  | 0.695     | 0.483    | 0.63    | 0.304  | -0.243   |

数据来源：Wind 华泰期货研究院

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来参考；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。

图53： 本轮弱美元下主要品种价格/美元指数的弹性系数<sup>3</sup>（2022/11/3-2023/2/1） | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

<sup>3</sup> 主要品种价格/美元指数的弹性系数=Δ某段时间内的品种价格/Δ该时间内的美元指数

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)