

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,

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

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

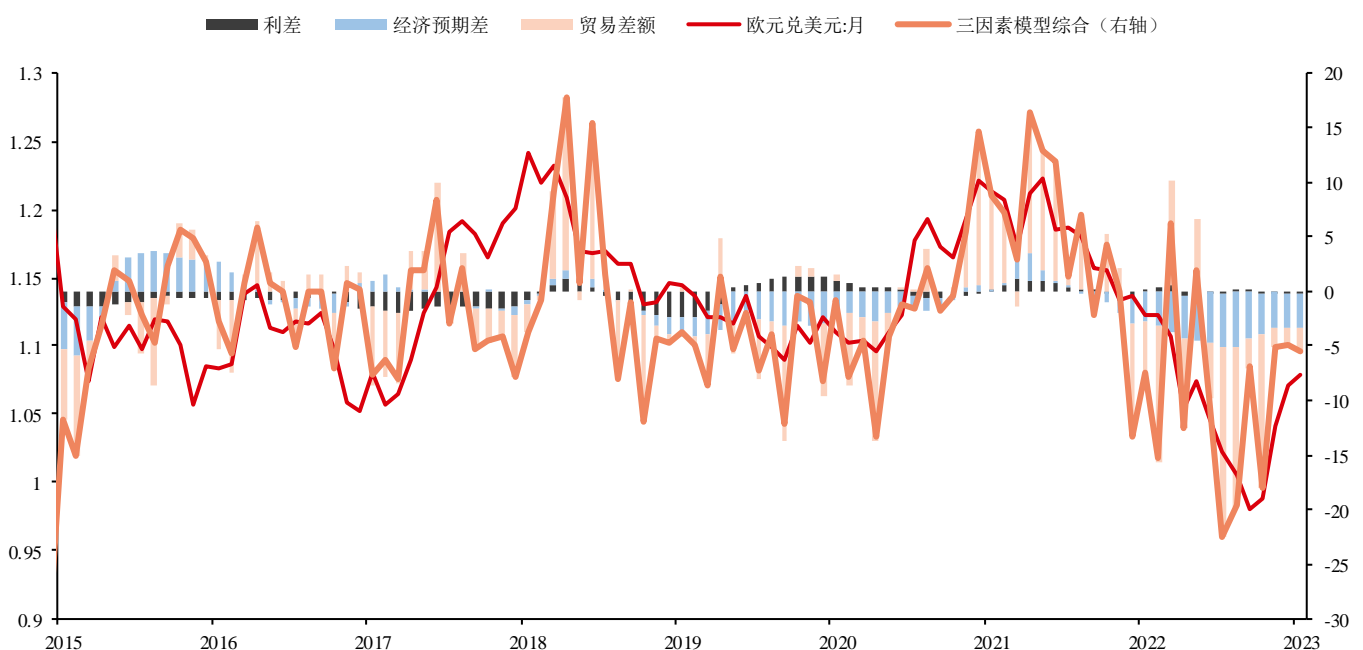
外汇期货上市的信号已经发出。外汇期货仿真交易开始于 2014 年 10 月 29 日，由于 2015 年开始的市场环境变化外汇期货的上市不断推迟。虽然仿真交易依然存在，但是实质推进受到影响。在这种情况下 2023 年 1 月 18 日，中金所向会员单位发布外汇期货仿真交易新合约上市通知，澳元兑美元期货仿真交易 AF2304 合同约定于 2023 年 1 月 19 日上市交易。欧元兑美元期货仿真交易 EF2304 合同约定于 2023 年 1 月 19 日上市交易。我们理解是对于外汇期货上市推进的信号。

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

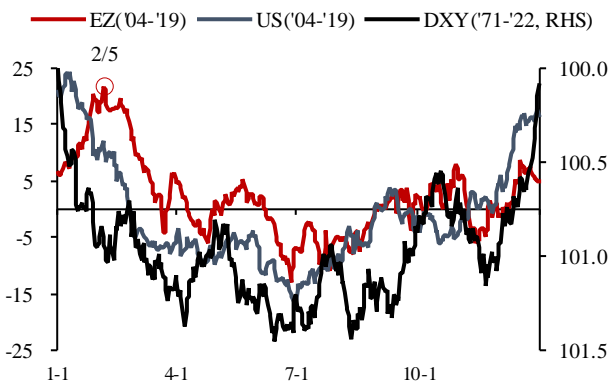
¹ 参见：<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200827a.htm>

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。

	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

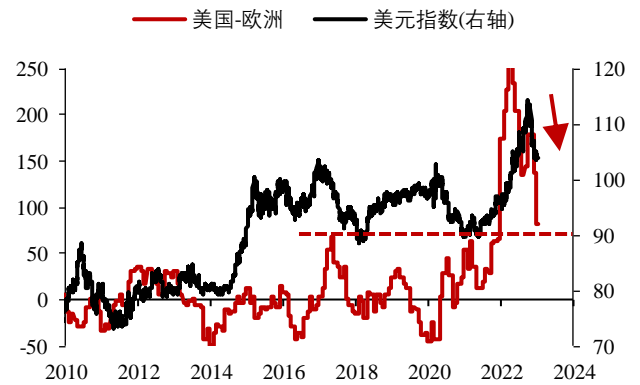
资料来源: Wind 华泰期货研究院

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

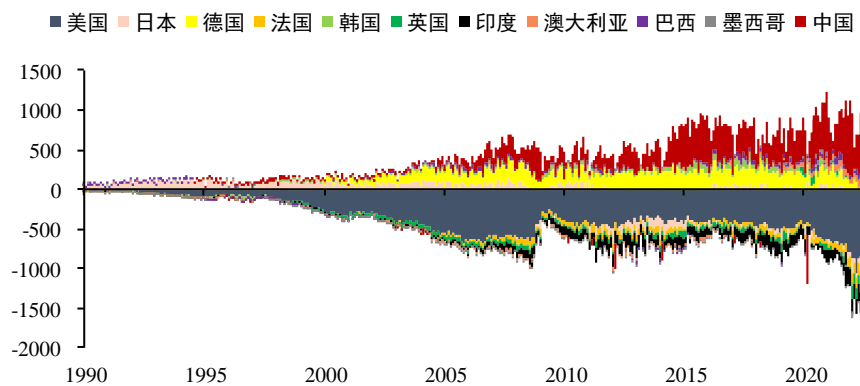
图3: 美欧之间通胀预期差调整 | 单位: 点



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

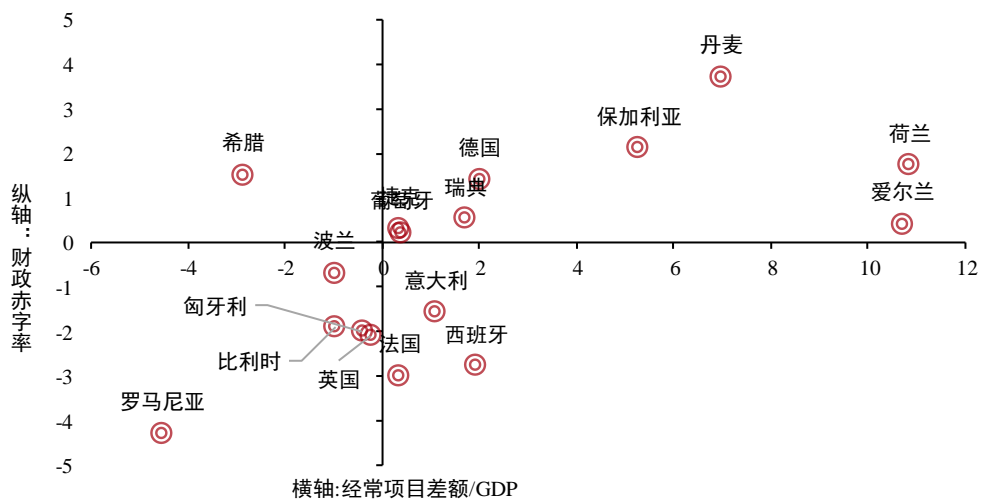


数据来源: Wind 华泰期货研究院

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。

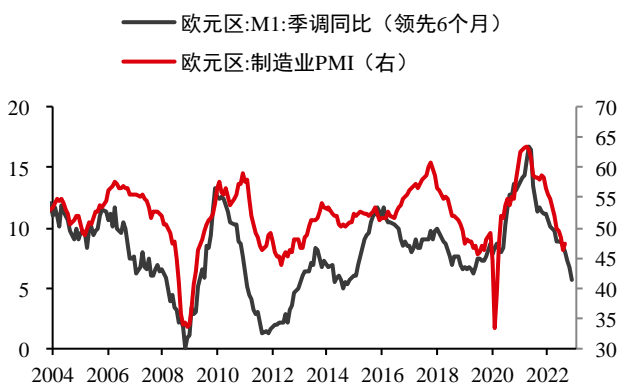
制造业增加值占欧洲 GDP 的比重逐年降低，此次能源价格的高企或会加速该进程。欧元区制造业增加值占 GDP 比重从 1996 年的 17.69% 已经下降至 2021 年的 14.88%。法国和英国去工业化进程更快，法国制造业增加值占 GDP 比重从 1996 年的 14.48% 已经下降至 2021 年的 9.18%，英国制造业增加值占 GDP 比重从 1996 年的 15.26% 已经下降至 2021 年的 8.77%。

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：%



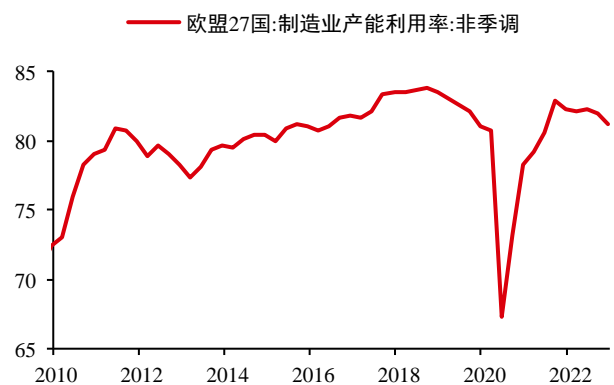
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图6： 欧元区制造业 PMI 下行压力较大 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7： 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

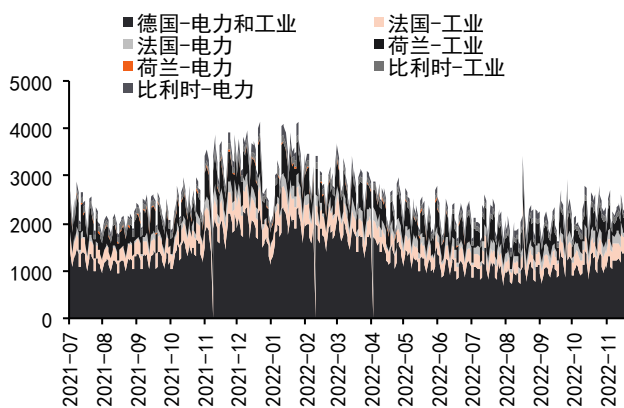
欧洲能源紧平衡格局难以缓解

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。

近期北半球“暖冬”驱动天然气价格回落。美国大部分地区又迎来“暖冬”，美国国家海洋和大气管理局最新的 6-10 天气温预报显示，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。

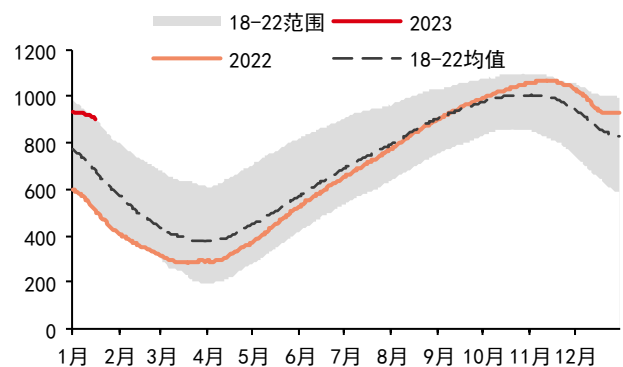
西北欧大陆地区的供应仍在一定程度上缺乏确定且充足的预期保障，暂时的供需宽松格局实则是建立在消费量削减的基础上。整体而言，地区市场仍较为脆弱，抵御价格波动的能力仍显不足。若北半球遭遇冷冬天气，地区内采暖需求将被极大提升，供应仍会面临短缺的风险。我们预计，ICE TTF 主力期货合约价格较今年秋季有大幅攀升的可能性，并有可能重回今年夏季 200 欧元/MWh 以上的高位（按目前汇率水平折算，约合 57 美元/百万英热单位）。

图8：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9：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

展望 2023 年的供需平衡表，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。

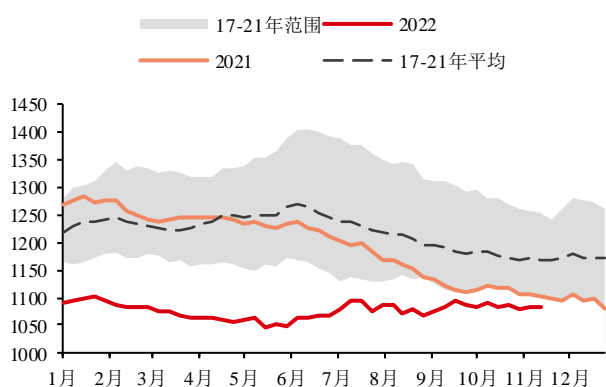
因此在此基础上，我们预计 2023 年全球供需仍将维持紧平衡，供需差值大致在 50 至 100 万桶/日，伊朗是平衡表中最大的不确定因素，如果伊朗石油较早重返市场叠加沙特不减产对冲，那么增加的 200 万桶/日供应将导致 2023 年供需平衡表转为供应过剩。

表2： 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)
OPEC 天然气液	5.1	5.3	5.4	5.4	5.4	5.3	5.4	5.4	5.5	5.5	5.4	0.2	0.1
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
OPEC 原油产量	26.4	28.5	28.7	29.5	29.0	29.0	28.5	29.0	30.0	30.0	29.4	2.6	0.4
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10： 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11： 全球卫星原油库存 | 单位：百万桶



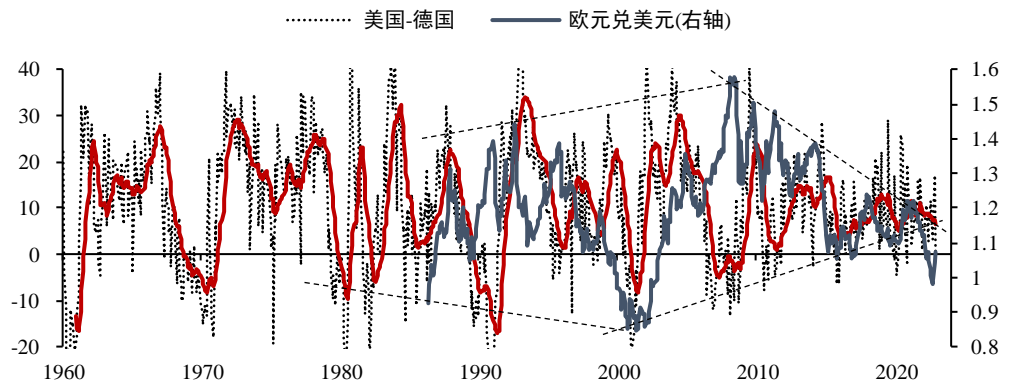
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

二、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。一方面是欧洲央行政策空间相对更大，尽管美联储和欧洲央行 12 月均加息 50bp，但加息落地后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已经上调 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。

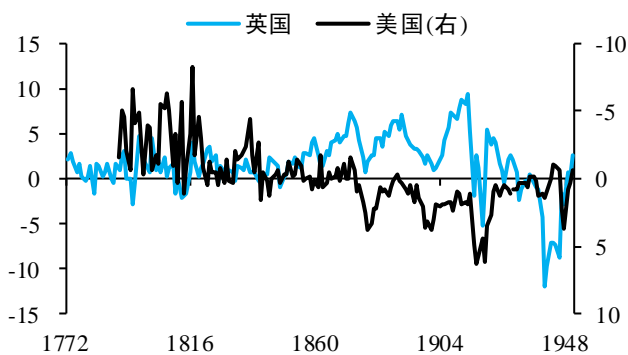
图12： 美德经济活动差异和外汇市场定价特征 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

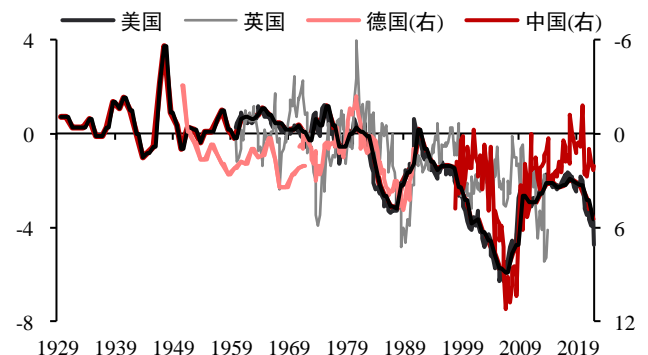
2022 年 7 月开始全球金融市场体现的是“衰退预期”下对需求回落的定价，即美元流动性的收缩。从实际的宏观消费数字来看，从 2022 年 3 月开始的全球金融条件收紧到 7 月全球主要经济体景气指数大幅回落，短期内平抑了前期需求过度扩张恶化的供需矛盾。同时美元流动性收缩带来的全球再分配效应也逐渐显性化——欧洲中的意大利、亚洲中的韩日到越南——主要生产型经济体在贸易项下都出现了不同程度的逆差，而如果我们继续假设至少在短期内美联储给出的供给约束条件不发生明显变化的假设成立，那么由于受到上游原料供给刚性和下游需求回落的双重压力，美元流动性收缩对于中游财富的再分配效应将进一步凸显。

图13： 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14： 德日对外账户差额/GDP的演变 | 单位：%GDP



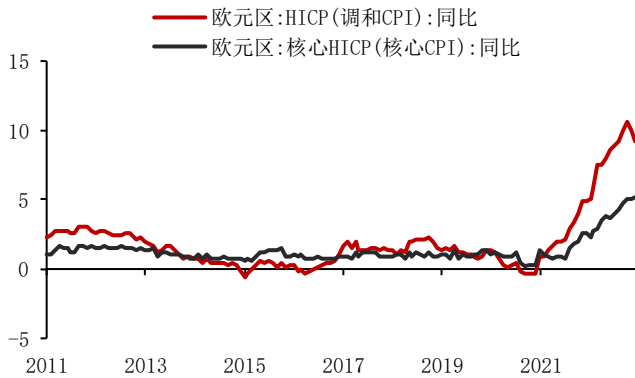
数据来源：FRED 帕尔格雷夫世界历史统计 华泰期货研究院

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

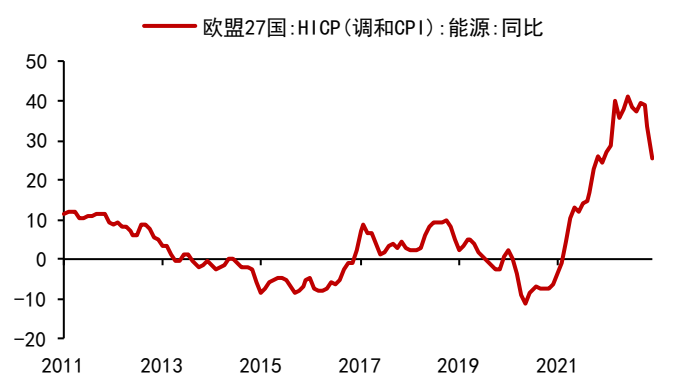
欧元区通胀仍面临较大压力。2022 年 12 月份欧元区 27 个国家的 CPI 同比上升 9.2%，较 2022 年 10 月 10.6% 的高点进一步回落。相较于美国 12 月 6.5% 的 CPI，以及 12 月已经明显走低的原油和天然气等能源价格，欧洲通胀粘性仍较为凸显。细分项目来看，能源价格回落是通胀回落的主要贡献，但食品、酒精和烟草、非能源工业品和服务的成本继续上涨。

图15： 欧元区的CPI与核心CPI | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

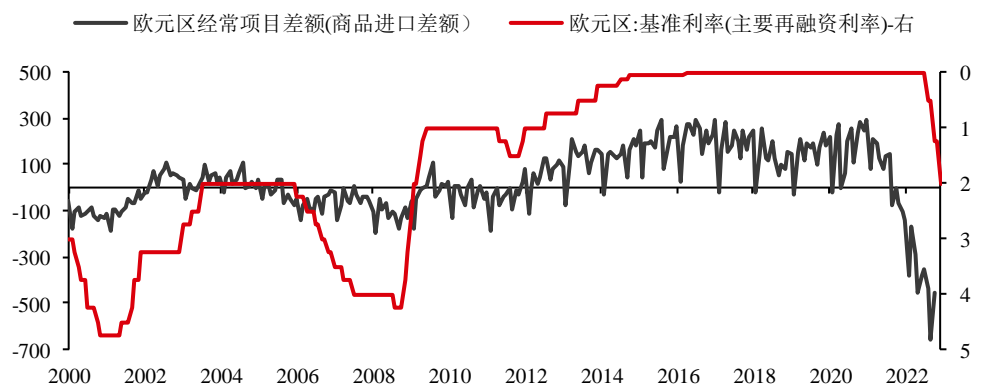
图16： 欧元区CPI能源分项同比增速 | 单位：%



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17： 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

三、欧美净出口情况

重点关注能源价格变动

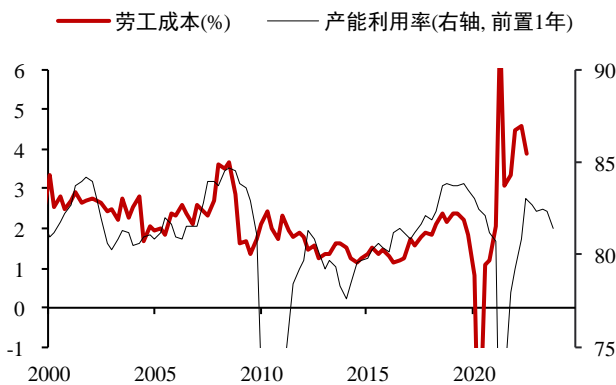
2022 年下半年能源价格高位，进口金额大增，欧洲地区国际收支持续恶化。欧洲地区能源供给面临约束，目前欧洲地区能源消耗前三的为原油、天然气以及煤炭，对于三种能源进口的依赖度较大。2020 年以来，全球持续的宽松政策叠加 2022 年俄乌冲突导致市场担忧能源危机的爆发，石油、天然气价格快速攀升，处于高位，导致欧洲经常项目下的商品进口金额大幅增加。出口疲软，进口大幅增加导致欧元区经常项目逆差刷新历史记录。

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。

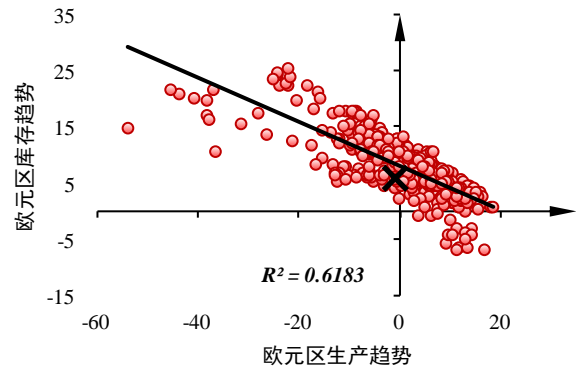
持续的金融条件收紧背景下需关注欧元区一些薄弱国家，区域内财政赤字率较高、经常项目逆差较大的成员国压力较大。从这一角度来看，希腊将是 2023 年欧元区重点关注的国家。

图18： 欧元区成本抬升压力 | 单位：%



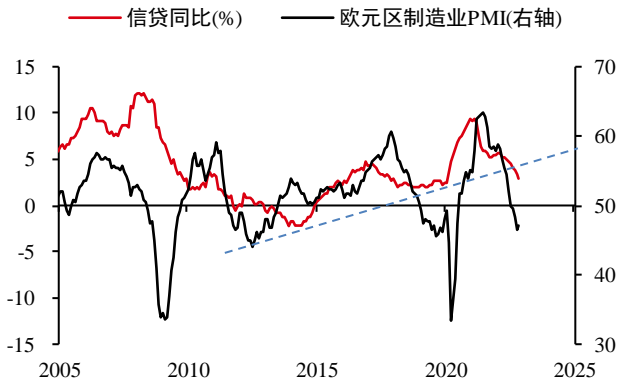
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图19： 同时伴随着被动补库存 | 单位：%



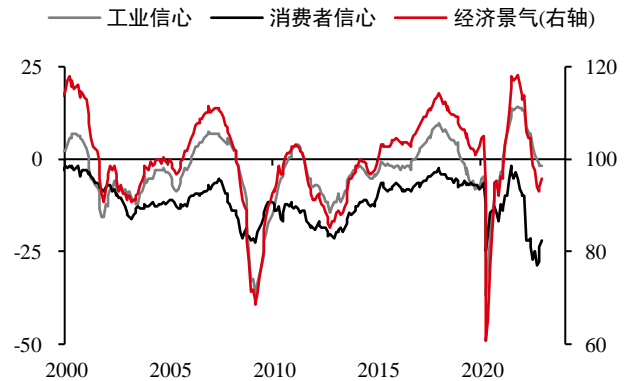
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图20： 货币政策收紧增加信贷压力 | 单位：%



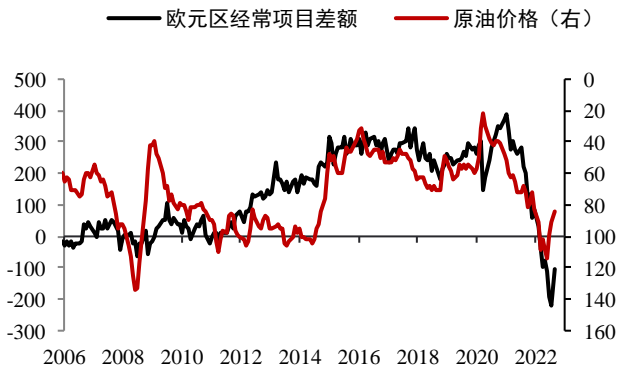
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图21： 欧元区景气回落 | 单位：指数点



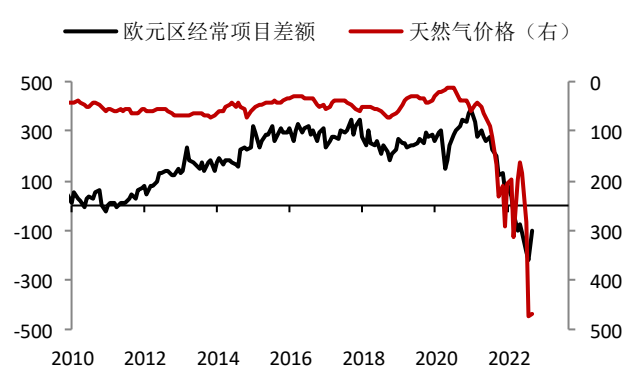
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图22： 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23： 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

四、市场定价和持仓情况

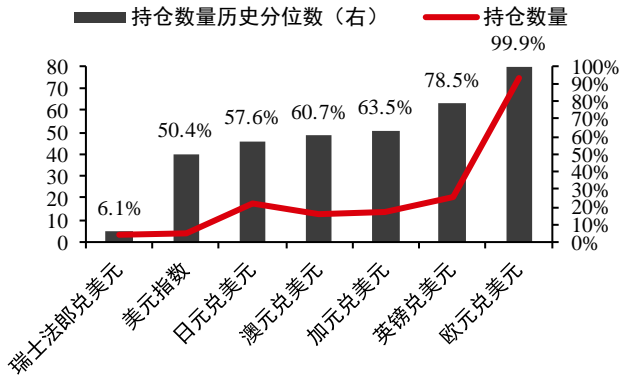
美元指数衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度，一揽子货币包含欧元，日元、英镑、加拿大元、瑞典克朗以及瑞士法郎。重点关注美元指数期货以及其对应的6种一揽子货币期货的持仓和持仓结构情况。(注：本小节所涉及历史分位数内容的时间跨度区间位2000年1月1日至今)

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3.33万张，持仓数量为2000年至今的6.1%分位数，其他主要外汇期货的持仓数量均

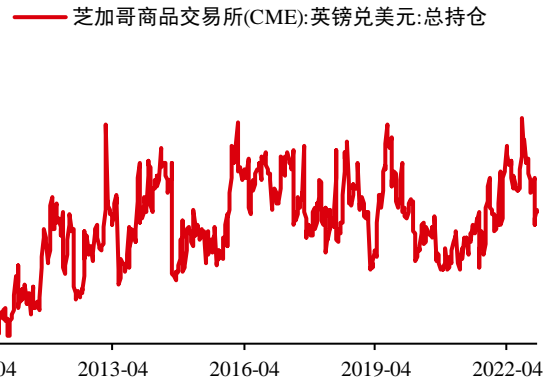
超过 50%分位数。市场关注较多的美元指数期货持仓 2022 年 9 月份至今不断下行，由 9 月份的约 6.3 万张下行至目前的约 4.18 万张，2000 年至今的持仓分位数为 50.4%。

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，%



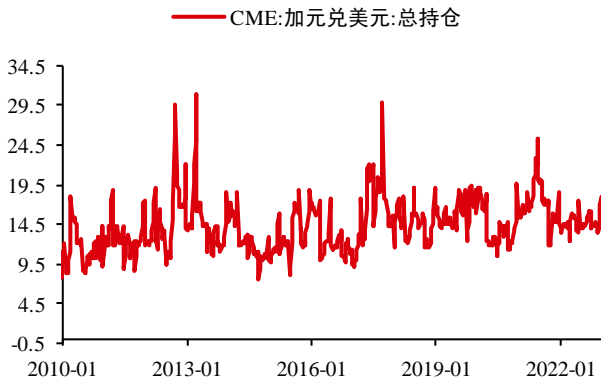
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图25： 英镑兑美元持仓 | 单位：万张



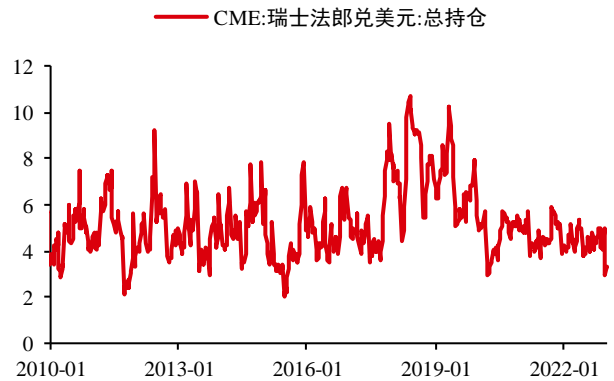
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图26： 加元兑美元持仓 | 单位：万张



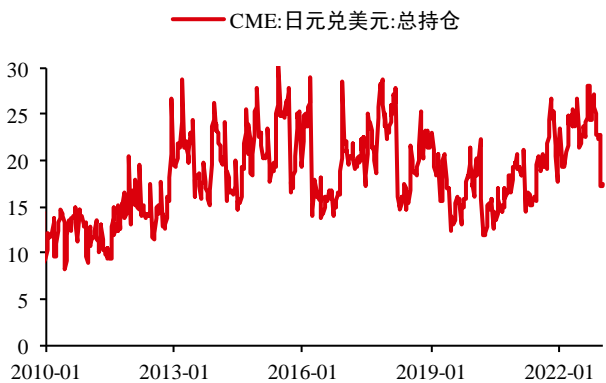
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图27： 瑞士法郎兑美元持仓 | 单位：万张



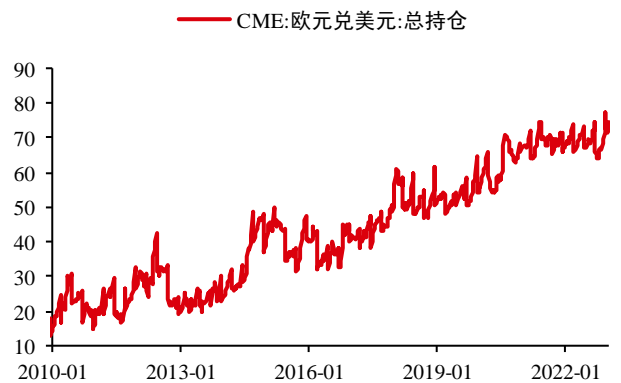
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图28： 日元兑美元持仓 | 单位：万张



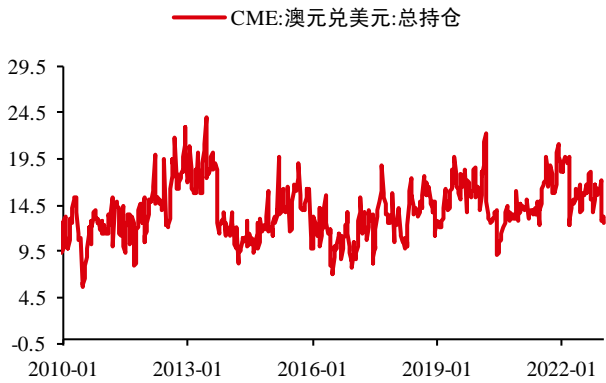
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图29： 欧元兑美元持仓 | 单位：万张



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图30: 澳元兑美元持仓 | 单位: 万张



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图31: 美元指数期货持仓 | 单位: 万张



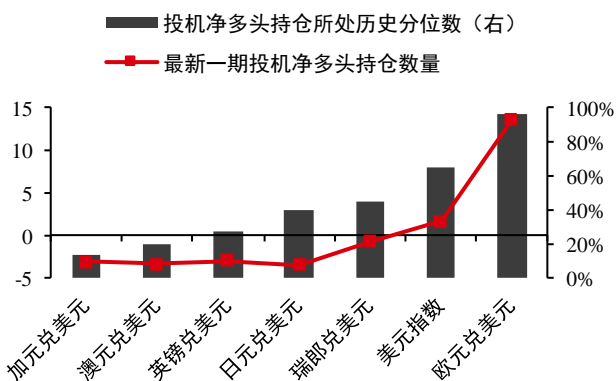
数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

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

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102.46点, 较顶部下行超过10%。

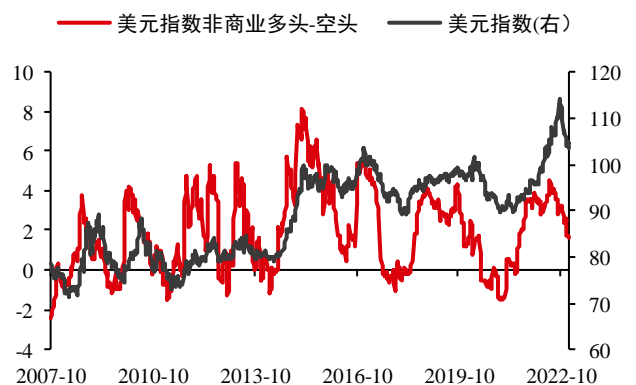
观察主要外汇期货的投机净多头持仓分布, 美元指数期货投机净多头持续下行, 一揽子货币期货的投机净多头则逐步上升, 其中欧元兑美元期货尤为明显, 2022年8月份至今快速抬升, 最新一期的投机净多头持仓超过13.5万张, 为2000年至今的96.4%分位数, 市场看多欧元一致性预期较高。总的来看, 目前市场看空美元, 看多一揽子货币的一致性较高。

图32: 外汇期货净多头持仓及分位数 | 单位: 万张, %



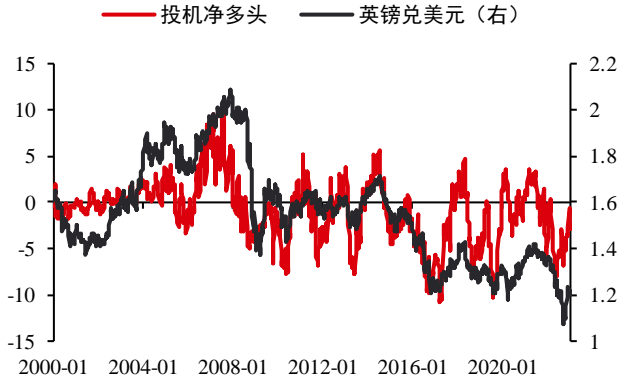
数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图33: 美元指数投机净多头及其走势 | 单位: 万张



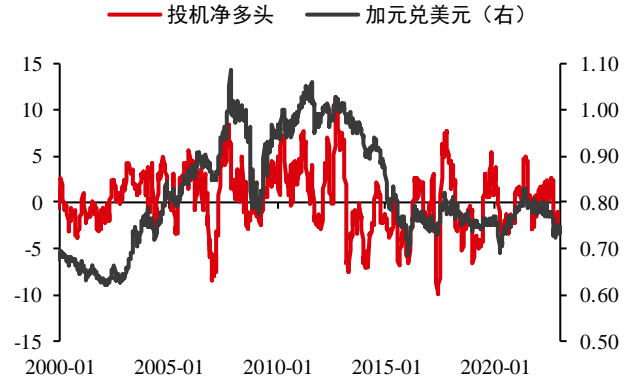
数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图34: 英镑兑美元投机净多头及其走势 | 单位: 万张



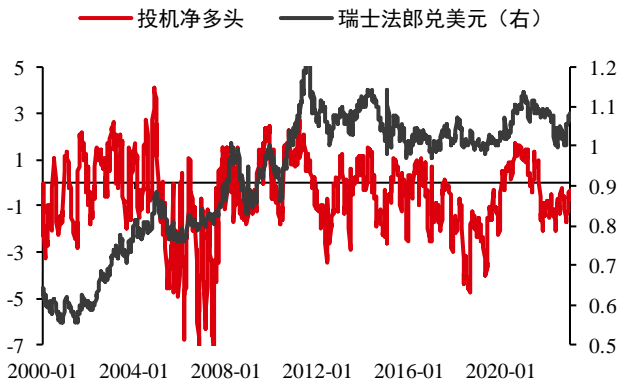
数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图35: 加元兑美元投机净多头及其走势 | 单位: 万张



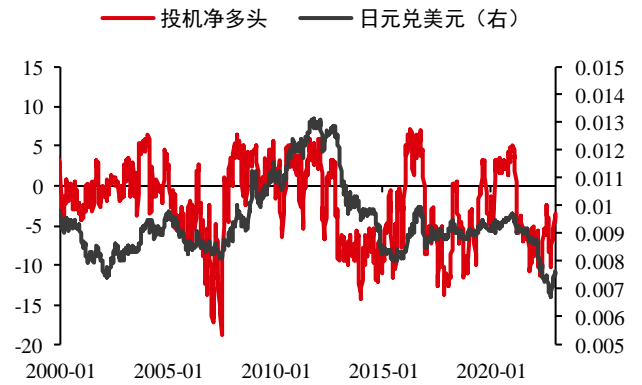
数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

36: 瑞士法郎兑美元投机净多头及其走势 | 单位: 万张



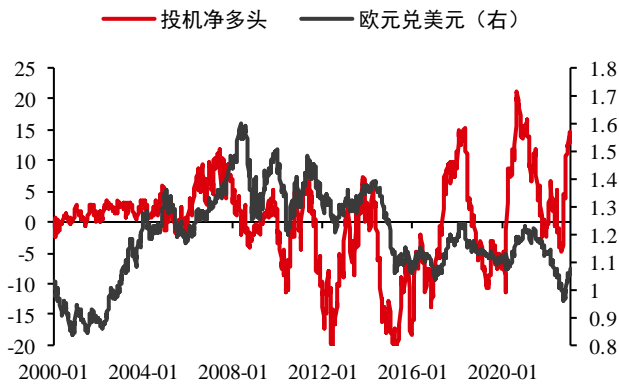
数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图37: 日元兑美元投机净多头及其走势 | 单位: 万张



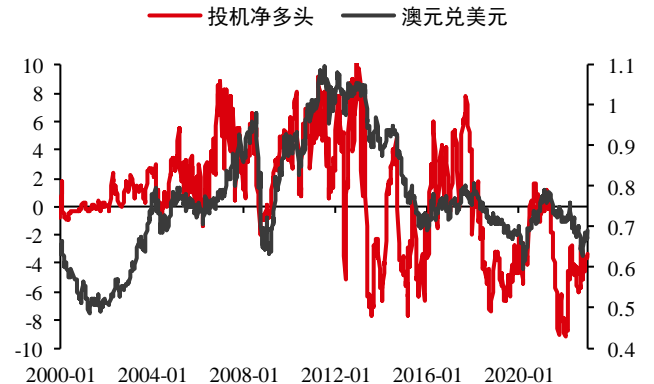
数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图38: 欧元兑美元投机净多头及其走势 | 单位: 万张



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图39: 澳元兑美元投机净多头及其走势 | 单位: 万张



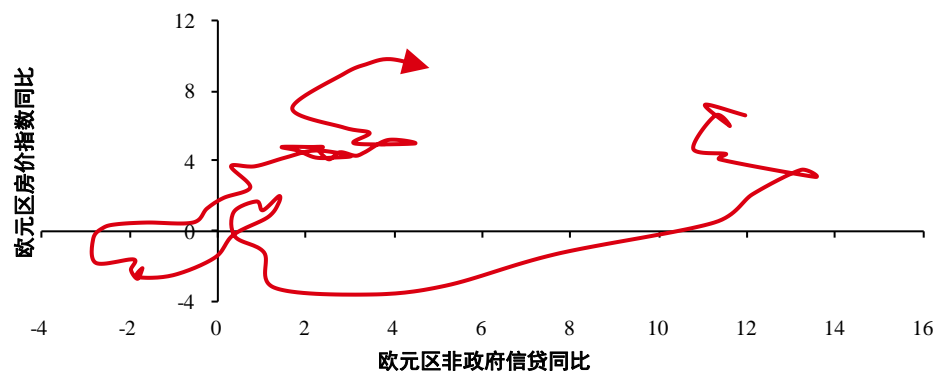
数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

五、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40： 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。宽松的财政政策导致欧元区债务总额大幅抬升，2022 年之前由于政策利率较低，整体偿债的利息压力相对较小，但是目前低利率时代已经不复存在。2022 年欧洲央行为了抑制通胀连续四次加息，欧央行 12 月 15 日宣布将欧元区三大关键利率均上调 50 个基点，这是欧央行今年第四次加息。此次加息后，主要再融资利率、边际贷款和存款工具的利率将分别上调至

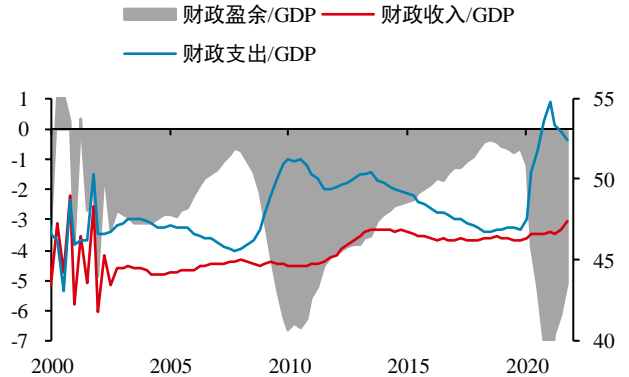
2.50%、2.75%和2%。欧元区未偿债务总额不断增加，截至2022年12月份，欧元区19国未偿债务占GDP的比重超过83%，不断刷新新高。

图41：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42：欧元区财政收支 | 单位：%GDP



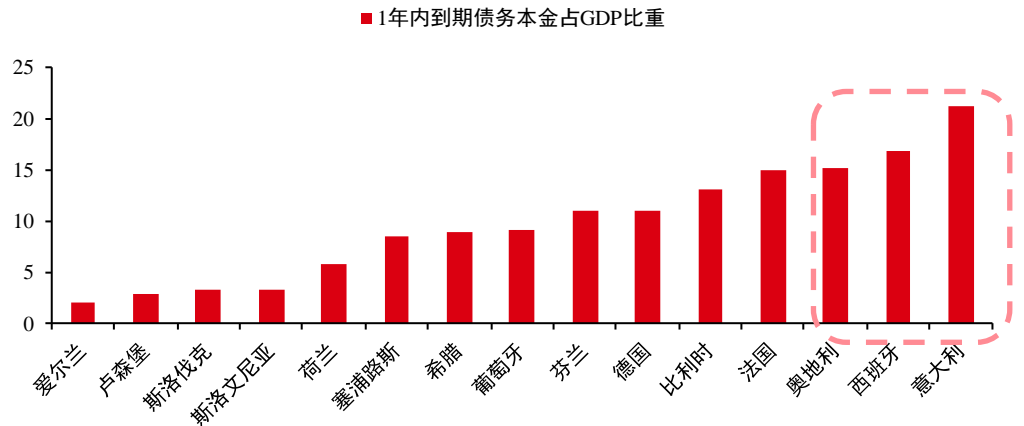
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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。

目前欧洲过去12个月2年内到期政府债务利息支出接近3000亿欧元，政府债务利息支出占GDP的比重2013年至今逐年下行，2021年度占比约为2.4%。2022年政策利率大幅抬升，将会在一定程度上增加未来的政府端债务的偿还压力。彭博统计结果显示2023年国债利息支付约为3675亿欧元，2024年国债利息支付约为4000亿欧元，之后便逐年减少，虽然2023年、2024年国债利息支出不断增加，但相对目前3000+亿欧元的年度利息支付增幅较小，总体来看政府端的利息支付压力相对有限。

总量层面压力相对较小的情况下，2023年重点关注区域内成员国的债务风险情况。统计主要成员国1年内到期债务本金占GDP比重情况，奥地利、西班牙以及意大利1年内到期债务占GDP比重均超过15%，需要密切留意三国的偿债压力。

图43： 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

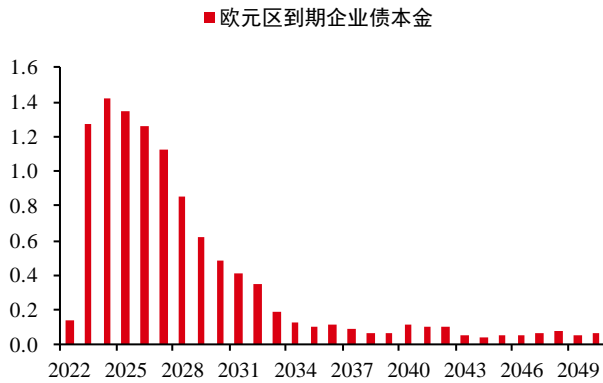
企业部门：杠杆率相对最高，还本付息压力较大

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。

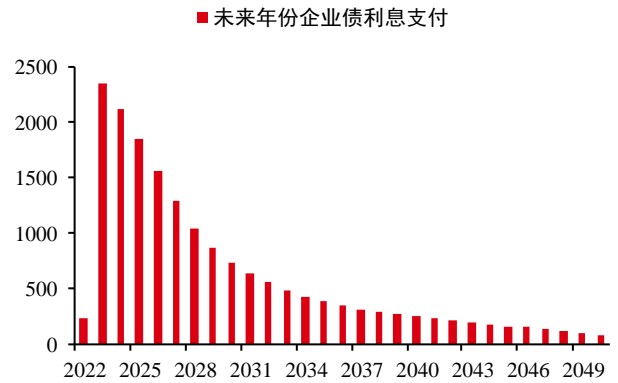
统计结果显示，2023 年欧元区企业债券应付利息为 2345 亿欧元，2024 年为 2120 亿欧元；2023 年到期的企业债本金为 12700 亿欧元，2024 年大幅增加至 14000 亿欧元，之后缓慢下降。欧洲央行多位官员近期发表鹰派言论，欧洲央行管委、奥地利鹰派央行行长霍尔兹曼支持在 12 月中旬利率制定会议上进行连续第三次的 75 基点加息，将基准借贷成本提高至 2.25%；欧洲央行执委施纳贝尔表示只要有必要，就进一步提高利率，以使通胀率重回 2% 的可持续轨道。目前市场预期欧央行政策利率将达到 2.5%，政策利率的高位也会对企业债利率形成支撑，目前高收益债利率处于近十年高位，企业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

图44: 欧元区未来年份到期企业债本金 | 单位: 万亿欧元



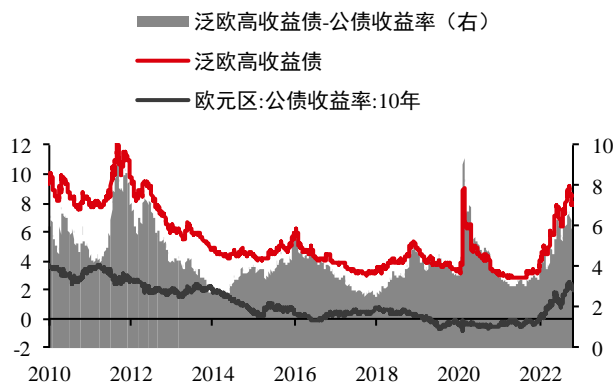
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图45: 欧元区未来年份到期企业债应付利息 | 单位: 亿欧元



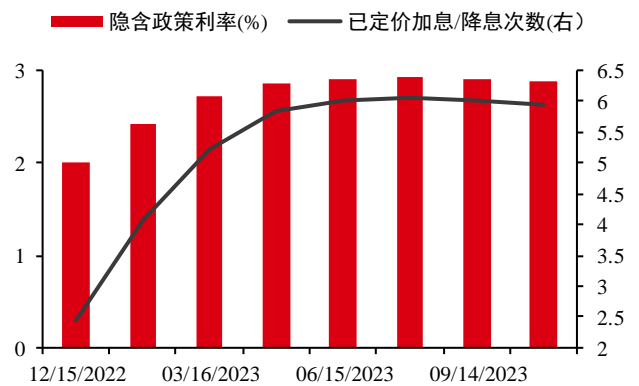
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图46: 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47: 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

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