

美元反弹，关注商品调整风险

——3月主要央行政策解读

研究院

研究员

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

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

3月全球主要央行货币政策落下帷幕：中美欧均维系按兵不动，日本央行17年来首次加息（鸽派加息），而瑞士央行成为G10中首家降息的央行。外汇市场反映剧烈，在美元指数走强带动下，瑞郎回落0.95%，澳元和纽元回落0.8%左右，新兴市场货币承压。

核心观点

■ 美元反弹，关注工业品的短期调整风险

美元反弹。3月美联储上调中性利率增加美国经济“不着陆”假设，市场短期继续修正美联储降息预期；3月日本央行谨慎加息（宽松退出不易）和瑞士央行意外降息，释放非美经济体需求压力上升，叠加中国央行3月宽松谨慎带来的短期需求释放节奏放缓。

黑色、原油、有色压力增强。全球来看，降息预期定价的分化映射到商品体现出下游需求侧的“韧性”（以美国服务型消费的黏性驱动美元实际利率回升）、中游生产侧的“压力”（高利率环境对实物消费的增量带来抑制）以及上游供给侧的“放缓”（最终传导至供给端），相关性测试显示原油、有色对美元反弹敏感。国内来看，政策落地到形成实物工作量之间仍需时间，黑色在政策传导至需求改善前压力仍存，关注短期调整风险。

■ 非美货币短期承压，商品跌出来的空间

汇率：短期非美货币震荡偏弱，俄乌冲突给欧洲经济和社会带来极大不确定性，欧洲经济基本面仍偏弱，关注短期调整风险。

大宗商品：关注调整压力释放后继续关注有色、原油，黄金和农产品的机会。一方面，当前处在美联储降息前期，调整过后，继续关注货币地缘博弈对原油价格提供的溢价，美国制造业回流对于工业金属相关远期定价转向积极。另一方面，随着放缓QT背景下利率反弹，市场通胀预期或继续改善，叠加2024年厄尔尼诺和拉尼娜快速切换对于农产品供应的扰动可能增加，关注黄金以及农产品的向上弹性。

■ 风险

经济数据短期向上波动，流动性超预期宽松

目录

宏观事件	1
核心观点	1
■ 美元反弹，关注工业品的短期调整风险	1
■ 商品跌出来的空间，非美货币短期承压	1
■ 风险	1
美元：美国宽松预期的修正	4
日元：全球负利率政策“结束”	5
瑞郎：降息提示了需求压力	6
国内：内外差异政策谨慎	7
解读：美元走强背后的定价	8
大宗商品：美元走强的压力	11
市场：定价和持仓情况分析	14
展望：欧元短期偏弱	18

图表

图 1：美元指数和负利率资产规模 单位：万亿美元	5
图 2：日本央行加息 单位：%、日元/美元	5
图 3：贬值与日本通胀水平 单位：%	5
图 4：日本就业景气度并未改善 单位：%	5
图 5：对内资产价格的承压增大 单位：%YOY	6
图 6：对外实际汇率水平高位 单位：美元/瑞郎	6
图 7：制造业趋势调查显示销售价格承压 单位：%	6
图 8：高利率下实体部门持续降杠杆 单位：%GDP	6
图 9：中美负利差保持高位 单位：BP	7
图 10：中国利率曲线扁平化 单位：%	7
图 11：实际利率高位对经济带来约束 单位：%	7
图 12：库存周期的回升仍比较谨慎 单位：%YOY	7
图 13：美元指数和国际油价的相关性显著上升 单位：美元/盎司、美元/桶、美元/枚	8
图 14：石油独立对美元定价驱动增强 单位：亿美元	8
图 15：日本金融资产“量减价增” 单位：万日元/平米	8
图 16：发达和生产、资源型经济体加息差异 单位：次	9
图 17：欧日货币政策预期分化 单位：BP	9
图 18：经济预期差和美元指数 单位：STD	10
图 19：经济预期差和人民币汇率 单位：STD	10
图 20：美国通胀热力图显示 2 月核心通胀呈现出韧性，服务型消费的驱动增强 单位：STD	10
图 21：美元指数与全球指数对比 单位：比值	11

图 22: 波动率指数和美联储超额准备金 单位: %.....	11
图 23: 美元对大宗商品影响传导的三大途径 单位: %.....	12
图 24: 2000 年至今美元指数、美元兑人民币、美元兑日元和大宗商品的相关性 单位: %.....	13
图 25: 近四轮历史美联储从加息转为降息期间的资产表现 单位: %.....	13
图 26: 近五轮历史美联储降息期间的资产表现 单位: %.....	14
图 27: 主要外汇期货持仓情况 单位: 万张, %.....	15
图 28: 英镑兑美元持仓 单位: 万张	15
图 29: 加元兑美元持仓 单位: 万张	15
图 30: 瑞郎兑美元持仓 单位: 万张	15
图 31: 日元兑美元持仓 单位: 万张	15
图 32: 欧元兑美元持仓 单位: 万张	15
图 33: 澳元兑美元持仓 单位: 万张	16
图 34: 美元指数期货持仓 单位: 万张	16
图 35: 外汇期货投机净多头持仓 单位: 万张, %.....	16
图 36: 美元指数投机净多头及其走势 单位: 万张	16
图 37: 英镑兑美元投机净多头及其走势 单位: 万张	17
图 38: 加元兑美元投机净多头及其走势 单位: 万张	17
图 39: 瑞郎兑美元投机净多头及其走势 单位: 万张	17
图 40: 日元兑美元投机净多头及其走势 单位: 万张	17
图 41: 欧元兑美元投机净多头及其走势 单位: 万张	17
图 42: 澳元兑美元投机净多头及其走势 单位: 万张	17
图 44: 欧元兑美元汇率三因素拟合模型 单位: %.....	18
图 45: 美债陡峭化和对外利差走阔 单位: BP	19
图 46: 美债陡峭化的经济影响 单位: BP	19
 表 1: 美联储 3 月 SEP 展望 单位: %.....	 4

美元：美国宽松预期的修正

3 月美联储虽然继续按兵不动，但是上调了中性利率（见表 1），美国经济“不着陆”假设下市场将继续修正美联储降息预期。

从经济展望的角度，美联储上调了对于经济增长的展望，2024 年、2025 年和 2026 年分别上调 0.7%、0.5%和 0.1%，长期展望在 1.8%不变；同时美联储上调了 2024 年核心通胀的展望，从 2.4%上调至 2.6%。

从利率展望的角度，就 2024 年而言，美联储继续释放将要降息 3 次的预期，和去年 12 月一致；但是美联储上调了对于明后年的利率展望以及更为关键的是，长期中性利率自 2019 年 6 月被下修至 2.5%以来首次上调（至 2.6%）。

表 1：美联储 3 月 SEP 展望 | 单位：%

	中值				集中趋势				范围			
	2024	2025	2026	长期	2024	2025	2026	长期	2024	2025	2026	长期
实际 GDP	2.1	2.0	2.0	1.8	2.0-2.4	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.3-2.7	1.7-2.5	1.7-2.5	1.6-2.5
12 月预测	1.4	1.5	1.9	1.8	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0	0.8-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
失业率	4.0	4.1	4.0	4.1	3.9-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.5	3.7-4.3	3.7-4.3	3.5-4.3
12 月预测	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.9-4.5	3.8-4.7	3.8-4.7	3.5-4.3
PCE	2.4	2.2	2.0	2.0	2.3-2.7	2.1-2.2	2.0-2.1	2.0	2.2-2.9	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
12 月预测	2.4	2.2	2.0	2.0	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.1-2.7	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
核心 PCE	2.6	2.2	2.0		2.5-2.8	2.1-2.3	2.0-2.1		2.4-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
12 月预测	2.4	2.2	2.0		2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1		2.3-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
加息路径												
利率	4.6	3.9	3.1	2.6	4.6-5.1	3.4-4.1	2.6-3.4	2.5-3.1	4.4-5.4	2.6-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
12 月预测	4.6	3.6	2.9	2.5	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0	3.9-5.4	2.4-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8

资料来源：FOMC 华泰期货研究院

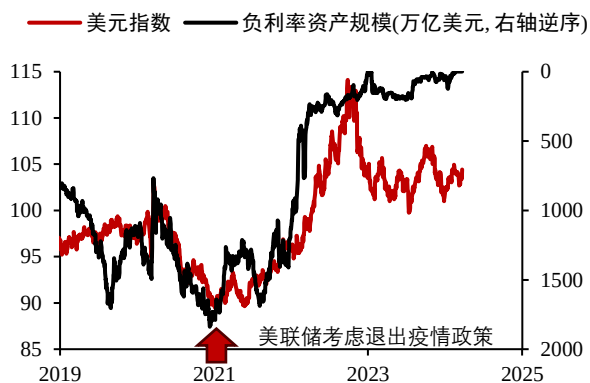
美联储上调中性利率预期，改善市场对美元资产风险偏好，需要关注的是流动性扰动。从积极的角度来看，短期美联储通过上调经济增长预期（+0.7%）和核心通胀预期（+0.2%），增强了对 2024 年的实际利率回升预期，一方面在名义利率预期维持 4.6%不变的“3 次降息”情况下，相当于是给市场释放了经济“不着陆”的假设，另一方面在中性利率上调的背景下，市场对美元资产的风险偏好也将得到提振，叠加未来三次降息和资产负债表政策的调整，美联储在美元资产市场波动率低位的情况下，继续“呵护”市场的“繁荣”热度。

从风险的角度来看，一方面，对于美国处在财政支出未明显减量，而降息和扩表未至的流动性观察窗口，另一方面，对于非美经济体，其降息带来的“利差预期差”和“经济预期差”将加大两边的反差，市场在定价美元“繁荣”的同时加大非美流动性压力。

日元：全球负利率政策“结束”

3 月全球货币政策最大的变量在于日本央行的“加息”，标志着全球货币最宽松的最宽松的阶段已经过去。对于市场而言，短期由于央行和市场之间 2023 年以来的充分沟通，叠加日本央行资产负债表政策并未转向净抛售，短期市场影响有限；长期来看，若影响当前全球经济的悲观因素逆转（日本的人口因素，资产负债表衰退因素等），则这一转向标志着全球宏观的转向。目前来看，货币层面从 2022 年安倍事件爆发到日元持续贬值驱动的日元资产价格回升，产业层面从核电站泄漏到日本汽车、电子产业¹的全球竞争力回落，日本宏观基本面的转变并不乐观，日本央行货币宽松的退出并不容易。

图 1：美元指数和负利率资产规模 | 单位：万亿美元



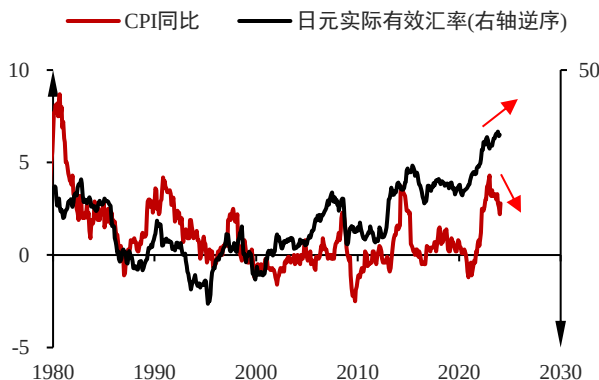
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 2：日本央行加息 | 单位：% ， 日元/美元



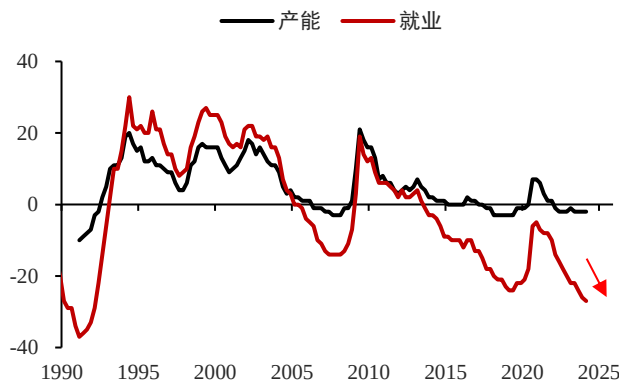
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：贬值与日本通胀水平 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：日本就业景气度并未改善 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

¹ 1986 年日本的半导体市场份额高达 39.6%，超越美国成为世界第一。日本汽车产量占全球的比重也从 1960 年的 2.9% 增长至 1990 年的 35%。日本半导体行业的市占率从 1988 年的 50.3% 大幅下滑到 2019 年不足 10%；而中国汽车出口量在 2023 年已基本超过日本成为世界第一大汽车出口国。

瑞郎：降息提示了需求压力

3月瑞士央行降息“意外”但也有其合理性，突显了全球高利率环境下，非美经济体面临的压力进一步上升。如果具体到瑞士，我们注意到在价格层面内外显著的分化状态。

对内来看，在高利率状态下，实体部门的经济活动受到的负面反馈开始上升。全球税收博弈过程中，瑞士银行2009年向美国提供客户名单；俄乌战争爆发后，瑞士宣布对俄罗斯进行制裁，从而结束了200年的中立状态，也降低了金融服务业对于瑞士经济的正面作用。瑞士国内资产价格随着全球高利率的进程而面临越来越大的压力。

对外来看，与瑞郎兑美元贬值相反的是，瑞郎的实际有效汇率在这一轮全球货币竞争中处在高位，削弱了瑞士制造的对外出口竞争力。

图5：对内资产价格的承压增大 | 单位：%YOY



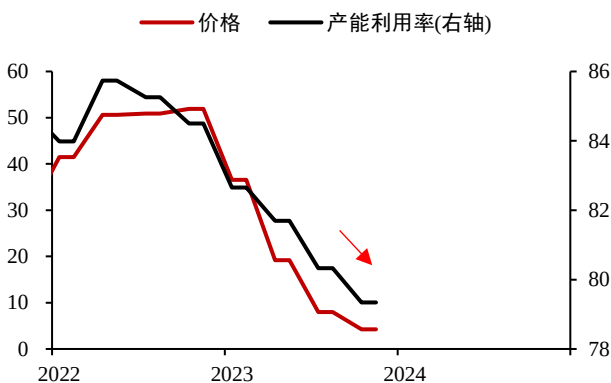
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图6：对外实际汇率水平高位 | 单位：美元/瑞郎



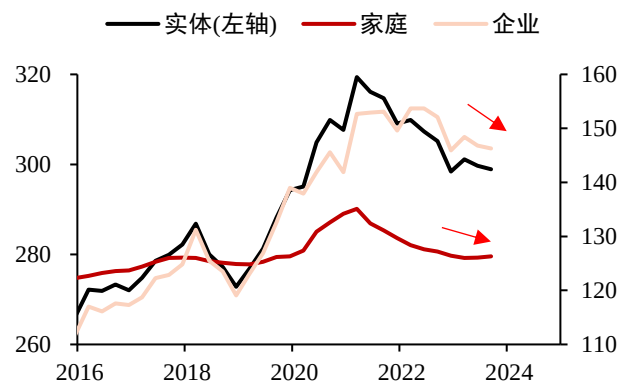
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图7：制造业趋势调查显示销售价格承压 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图8：高利率下实体部门持续降杠杆 | 单位：%GDP



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

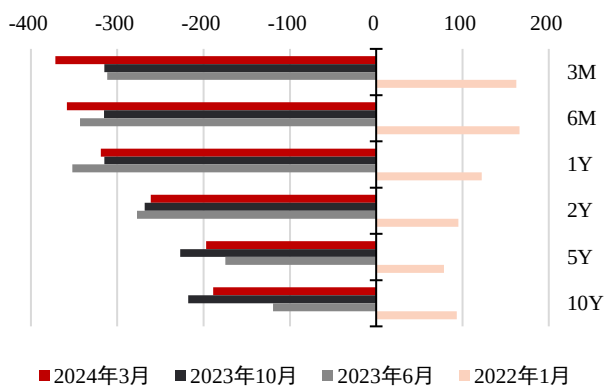
国内：内外差异，政策谨慎

3月中国央行货币政策宽松节奏放缓，趋于谨慎，背后是全球货币政策周期的宽松未至，或将继续影响中国宏观周期的改善节奏。

对内来看，经济结构调整抑制了宏观总需求的释放，周期处在相对低的象限。PPI 同比增速 18 个月的负增长显示出中上游生产部门盈利的持续弱化，使得央行谨慎地降息落后于盈利，实际利率位于高位，限制了周期的改善成色。

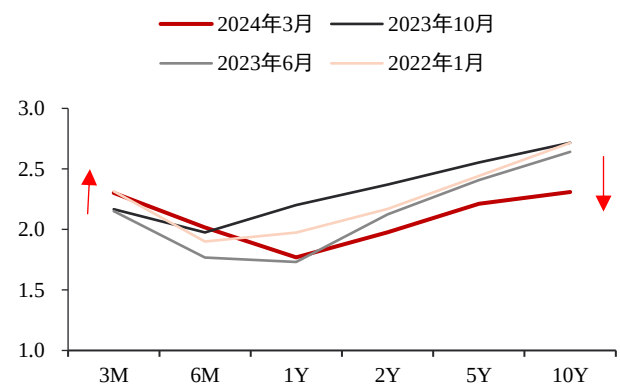
对外来看，宏观宽松逆周期也受到外部“高利率”环境的约束，2022 年下半年以来中美利差持续处在倒挂的状态，对于人民币汇率带来不小的压力。尽管 2 月份央行阶段性的落地了降息和降准政策，但是 3 月再次暂停的政策进一步宽松。在瑞士央行降息的背景，人民币兑美元顺势贬值释放部分汇率压力。

图 9：中美负利差保持高位 | 单位：BP



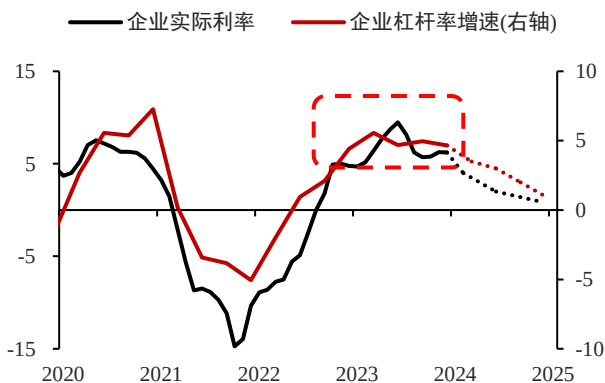
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 10：中国利率曲线扁平化 | 单位：%



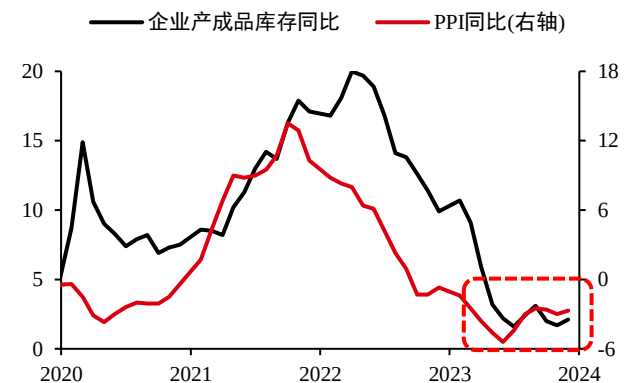
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 11：实际利率高位对经济带来约束 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 12：库存周期的回升仍比较谨慎 | 单位：%YOY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

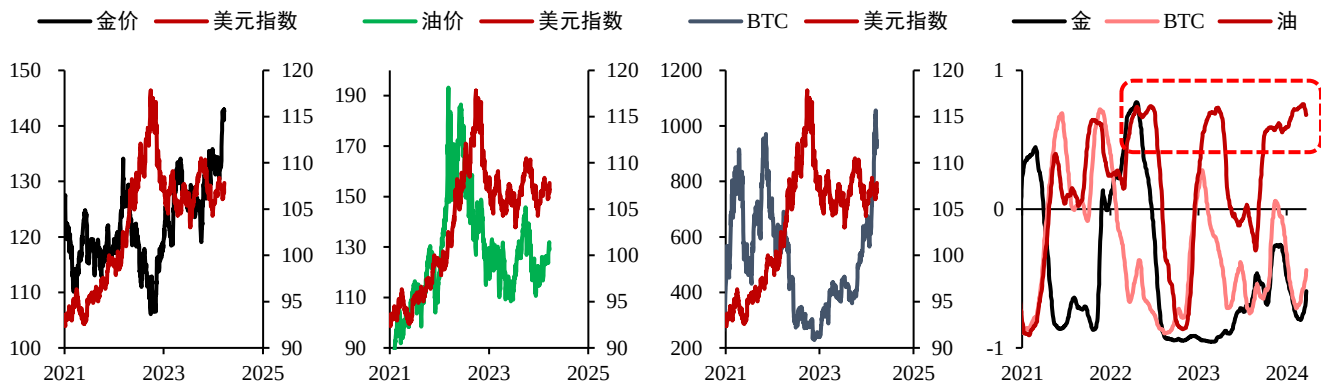
解读：美元走强背后的定价

日本央行结束负利率暗示美元体系尝试走出“非常规”政策区间，市场定价经济正常化下宏观政策结构转变带来的影响。

对于日本，市场的讨论集中于日本经济本次加息的背景在于日本经济内生循环的建立——在中美博弈的大背景下，日本资金的回流，在人口衰退中抬升薪资水平，实体部门呈现出“量减价增”式地走出资产负债表衰退。

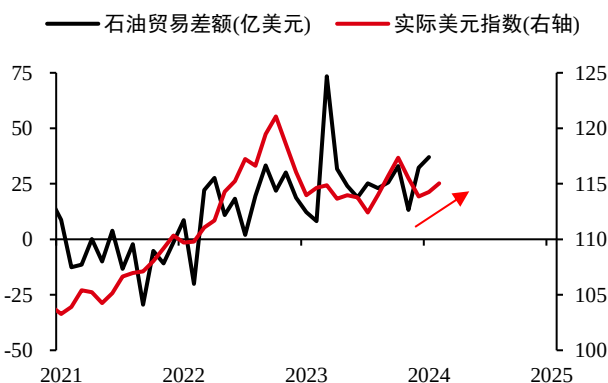
对于美国，美国页岩油产出的扩张和中东不确定风险的再次上升，驱动美国能源项下的定价能力提升，全球石油美元流动性趋紧推升美元定价。

图 13：美元指数和国际油价的相关性显著上升 | 单位：美元/盎司、美元/桶、美元/枚



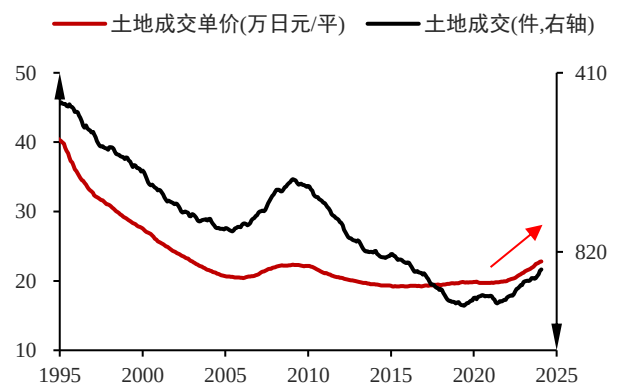
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 14：石油独立对美元定价驱动增强 | 单位：亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 15：日本金融资产“量减价增” | 单位：万日元/平米



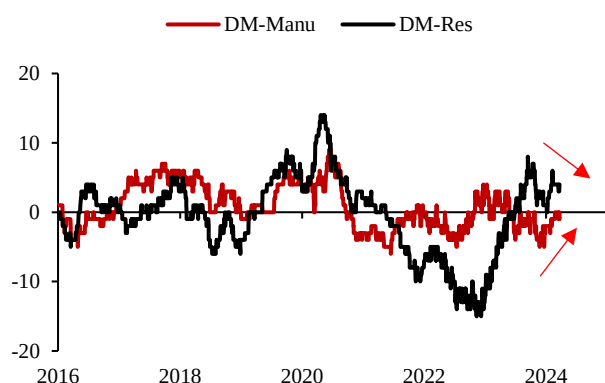
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

瑞士央行意外降息，突显全球经济体尤其是非美经济体面临的压力不是在下降，而是在上升，即使有中美博弈背景下的资金流动结构性差异形成的分化。

从货币政策的角度，发达经济体加息强度正在超过生产型经济体，驱动生产型经济体流动性压力上升。以滚动3个月不同经济体加息和降息次数作为直接统计样本，我们发现：一方面，自去年12月开始，发达经济体相对于中游以出口为导向的“生产型”经济体加息频次逐渐上升，截止3月开始超出后者，从利差的角度对于后者产生负面影响；另一方面，自去年10月开始，发达经济体相对于以原材料生产为导向的“资源型”经济体加息频次逐渐回落，暗示由资源品驱动的通胀压力趋于回落。这也形成了全球对于降息预期的定价——下游需求侧的“韧性”、中游生产侧的“压力”以及上游供给侧的“放缓”。

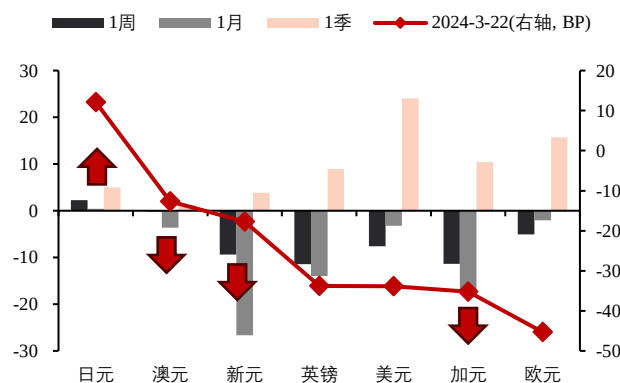
从经济预期的角度，随着3月中国政府工作报告将2024年的经济目标定在“增长5%”和“通胀3%”，市场对于未来财政支出扩张的预期和相对于2023年经济进一步企稳的预期逐渐上升，这种预期的转变需要通过一个个在短期数据层面的定价，需要观察的是2月份国内经济数据改善的节奏和持续性。同样的，与欧洲和英国央行在议息会议上下调经济和通胀展望不同的是，美联储在3月SEP经济展望（见表1）中进一步上修了对于未来的经济预测，体现出的是对于经济运行的韧性预期。中美同时在3月份给出上修的经济展望，也就意味着在当前前往目标的过程中，中国数据改善的程度和美国数据从好转向更好的程度，驱动着资产价格的波动。

图 16：发达和生产、资源型经济体加息差异 | 单位：次



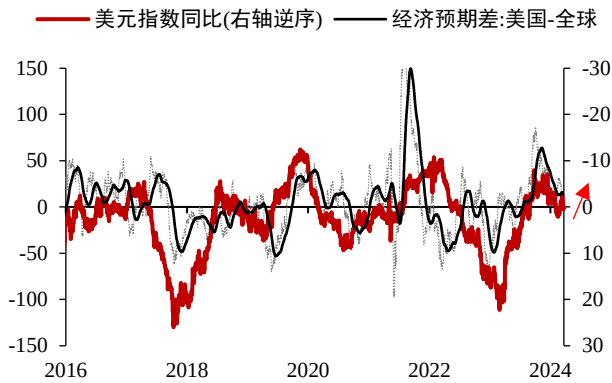
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 17：欧日货币政策预期分化 | 单位：BP



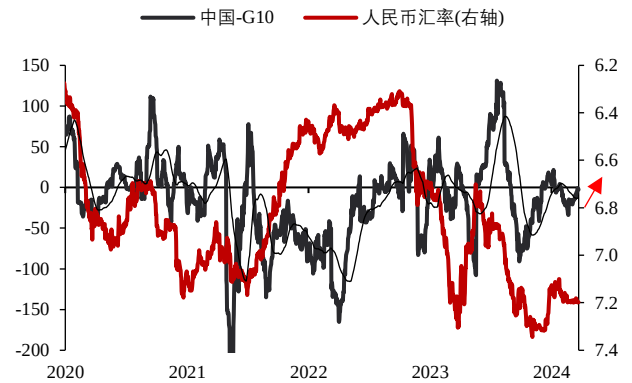
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 18：经济预期差和美元指数 | 单位：STD



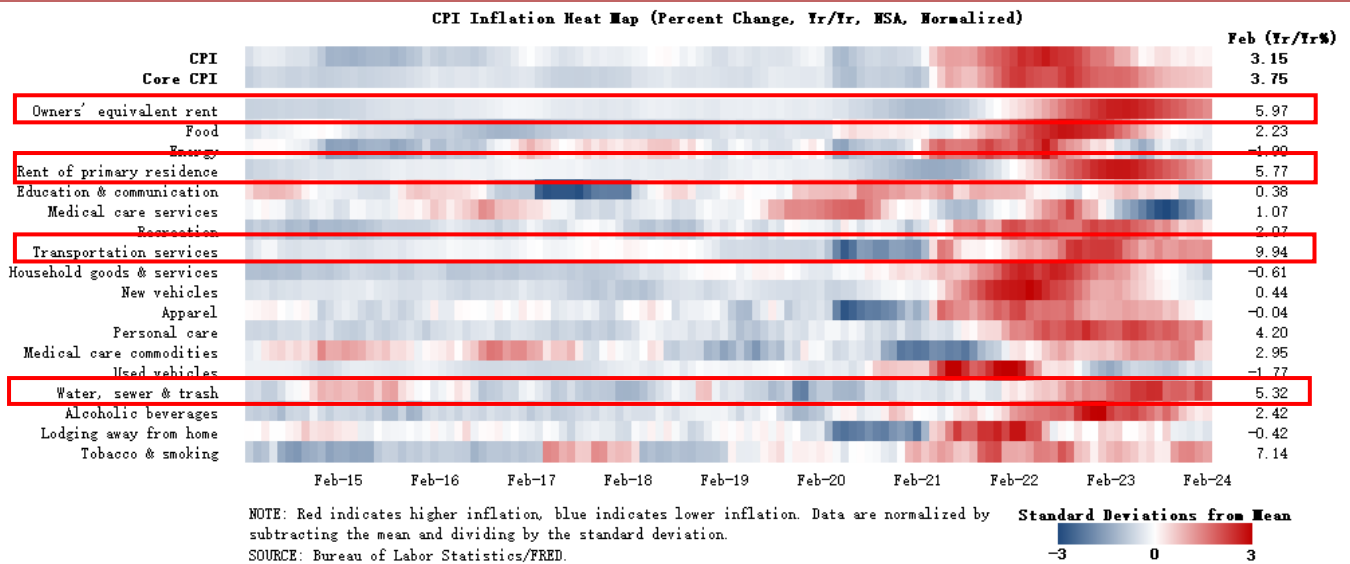
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 19：经济预期差和人民币汇率 | 单位：STD



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 20：美国通胀热力图显示 2 月核心通胀呈现出韧性，服务型消费的驱动增强 | 单位：STD



数据来源：FRED 华泰期货研究院

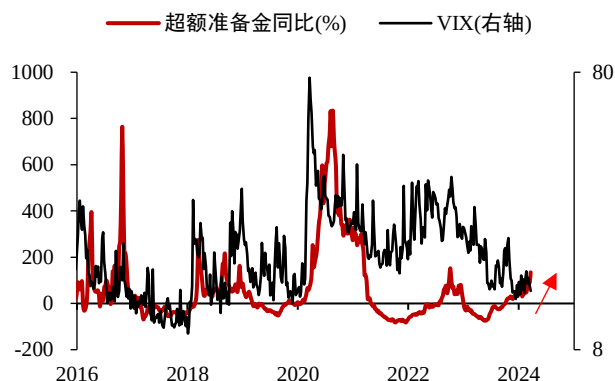
产业链上下游分化的特征，决定了本轮美元指数反弹带来的流动性压力也将出现分化。从美国通胀结构来看，截止 2 月，房屋的租金成本、交通服务成本和公用服务的成本对于通胀上行的带动依然显著，而对于食品、能源、耐用品的通胀压力出现显著放缓，显示出高利率环境对于实物消费带来了增量的抑制，但是服务型消费具有更强的黏性需求特征。

图 21：美元指数与全球指数对比 | 单位：比值



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 22：波动率指数和美联储超额准备金 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

大宗商品：美元走强的压力

传统的视角来看，美元和大宗商品呈负相关，一方面是美元目前仍是全球主流的结算货币，2023 年占全球结算比例接近 50%；另一方面美元影响全球经济周期进而对商品供需平衡表做传导。而在实际经验中，有部分阶段美元和商品会呈现正相关的关系，因此为了厘清美元兑大宗商品的影响，深挖背后的驱动，我们总结美元对大宗商品的影响路径主要有三个方面：

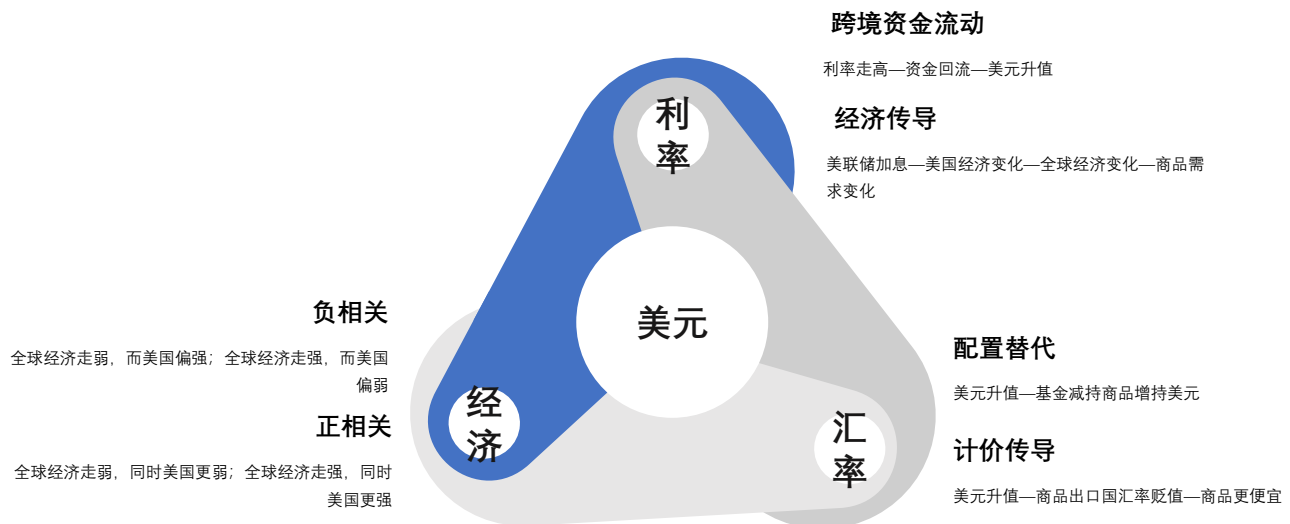
利率：利差是影响汇率的主要驱动之一，美联储通过调控基准利率来调控通胀、调控商品价格，1、通过加息带动全球资金回流美国，导致美元升值，进而作用到商品价格；2、通胀基准利率，影响美国乃至全球的商品需求，进而影响大宗商品价格。

汇率：汇率对大宗商品的传导主要体现在两个方面，1、计价传导，作为全球主流的结算货币，在大宗商品进出口贸易阶段，出口国往往会通过美元结算，也就意味着美元升值时，主要商品出口国的货币就会相对贬值，从而导致商品价格下跌；2、配置替代，美元和大宗商品一般会同时成为国际资金的配置选择，当美元走出升值趋势时，国际资金将增持美元而导致被动减持商品。上述也是传统美元和商品呈负相关的主要逻辑。

经济：汇率是一个国家综合国力的体现，经济也是汇率的一种主要驱动。其他因素不变的情况下，当全球经济共振上行，而美国经济相对更强的时候，美元相对较强，商品也表现偏强；当全球经济共振走弱，而美国相对更弱的时候，美元会相对偏弱，商品也表现偏弱，上述两个阶段美元和商品会呈现

正相关。而相关的情况，如全球经济走弱，而美国偏强；全球经济走强，而美国偏弱的背景下，美元和商品呈现负相关。

图 23：美元对大宗商品影响传导的三大途径 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

静态相关性来看，原油、有色对美元指数较为敏感。2000 年至今美元指数对主要 CRB 商品的相关性为-0.69，其中 ICE 布油、LME 铜、CRB 工业现货对美元指数负相关排序靠前，伦敦金现对美元指数的相关性仅为-0.187。

商品分板块基本面来看。黑色方面，当前整体仍偏弱，五大上市钢材品种表观消费环比多增 83 万吨，但同比仍少增 87 万吨，并未出现超季节性累库的担忧，继续关注后续需求改善的进展；有色整体受到《行动方案》的提振，后续关注中美共振补库的进展；能源短期受到俄乌冲突导致的炼厂加工量下降以及红海事件的支撑；化工板块芳烃线具有韧性，关注苯乙烯、PX、PTA 的机会；农产品方面，关注饲料和养殖板块，生猪目前是供需双弱格局，短期驱动看二次育肥的变量。贵金属方面，3 月议息会议释放放缓 QT 信号，趋势来看，无论是降息还是避险均支撑贵金属。

图 24：2000 年至今美元指数、美元兑人民币、美元兑日元和大宗商品的相关性 | 单位：%

	CRB商品指数	CRB食品现货	CRB食用油现货	CRB家禽现货	CRB金属现货	CRB工业现货	CRB纺织现货	伦敦金现	LME铜	ICE布油	DCE铁矿石
美元兑人民币	-0.11	-0.73	-0.623	-0.741	-0.801	-0.823	-0.639	-0.812	-0.743	-0.677	0.176
美元兑日元	-0.235	-0.03	0.082	-0.099	-0.113	-0.163	-0.047	-0.101	-0.173	-0.343	0.167
美元指数	-0.692	-0.279	-0.162	-0.35	-0.397	-0.433	-0.156	-0.187	-0.488	-0.624	-0.032

数据来源：Wind 华泰期货研究院

当前处在美联储降息前期，调整压力释放后继续关注有色、原油和黄金的机会。目前美联储处于加息向降息转换的过渡期，我们回溯了美联储货币政策平台期（从加息转为降息期间）的资产表现，选取历史上美联储最后一次加息结束到第一次降息期间的历史数据，研究发现：

- 风险资产先涨后跌：期间美债利率持续回落，美元指数低位徘徊后上涨，股指、商品先涨后跌，A 股表现亮眼，上证 4 个样本均录得上涨，并且平均涨跌幅领先。
- 商品分板块：有色、原油、黄金平均涨跌幅、上涨概率领先，化工、油脂油料、煤焦钢矿（1 个样本）、农副产品（1 个样本）领跌。

图 25：近四轮历史美联储从加息转为降息期间的资产表现 | 单位：%

		10Y美债利率（绝对值变化%）	美元兑人民币	美元指数	上证综指	创业板指	上证50	沪深300	中证500	中证1000	纳指	道指	Wind商品指数	软商品	油脂油料	煤焦钢矿	有色	化工	非金属建材	谷物	农副产品	黄金	原油
后一月	平均涨跌幅	-0.24	-0.56%	-2.16%	4.25%	-0.68%	-0.70%	-0.28%	1.17%	1.48%	3.13%	2.06%	2.01%	-0.91%	-2.46%	-0.55%	2.95%	-1.85%	0.72%	-2.09%	-1.09%	3.08%	6.89%
	样本上涨概率	0%	0%	0%	75%	0%	50%	50%	100%	100%	75%	50%	67%	50%	0%	0%	67%	33%	100%	33%	0%	100%	75%
后两月	平均涨跌幅	-0.34	-0.58%	-2.39%	9.39%	10.60%	2.77%	3.69%	3.67%	3.09%	-2.91%	3.60%	1.97%	-2.78%	3.71%	-0.52%	3.42%	-5.71%	-0.51%	-1.20%	-8.01%	3.25%	6.37%
	样本上涨概率	0%	25%	25%	75%	100%	50%	50%	50%	50%	50%	75%	67%	50%	33%	0%	67%	33%	0%	33%	0%	75%	75%
后三月	平均涨跌幅	-0.54	-1.12%	-2.02%	12.09%	32.06%	9.50%	11.66%	15.89%	16.67%	9.26%	8.11%	3.21%	-0.91%	5.49%	-3.07%	6.39%	-6.75%	2.95%	0.37%	-9.89%	1.36%	9.44%
	样本上涨概率	0%	25%	0%	100%	100%	50%	50%	100%	100%	100%	100%	33%	50%	33%	0%	100%	67%	0%	33%	0%	75%	75%
后半年	平均涨跌幅	-1.67	-0.59%	1.12%	27.01%	13.89%	35.84%	29.25%	14.32%	12.56%	4.21%	8.05%	-0.90%	5.02%	1.40%	3.88%	-1.07%	-10.83%	6.85%	8.00%	-13.37%	1.98%	7.76%
	样本上涨概率	0%	33%	67%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	67%	67%	67%	0%	67%	100%	33%	0%	100%	100%	0%	67%	67%
备注	样本个数	4	4	4	4	1	2	2	2	2	4	4	3	2	3	1	3	3	1	3	1	4	4

数据来源：Wind 华泰期货研究院

当真实降息周期开启，预计黄金在降息周期中仍具有相对收益。我们选取近五轮美联

储第一次降息到最后一次降息的的时段，时间分别为 2019/8/1-2020/3/16，2007/9/18-2008/12/16，2001/1/3-2003/6/25，1995/7/6-1998/11/17，1989/6/6-1992/9/4。其中：

风险资产普遍调整：期间美债利率持续回落，汇率规律不明显，股指、商品均有所调整，其中 MSCI 新兴市场在降息后一个月录得上涨，随后走弱。

商品分板块：黄金平均涨跌幅、上涨概率领先，原油、金属、工业原料领跌。

图 26：近五轮历史美联储降息期间的资产表现 | 单位：%

		10Y美债利率 (绝对值变化, %)	美元兑人民币	美元指数	上证综指	MSCI新兴市场	纳指	道指	CRB:综合	CRB:食品	CRB:油脂	CRB:家畜	CRB:金属	CRB:工业原料	CRB:纺织品	铁矿石	黄金	原油
后一月	平均涨跌幅	-0.36	0.84%	0.03%	3.79%	5.87%	2.19%	-0.19%	-0.99%	-1.27%	-0.64%	-3.02%	1.88%	-0.74%	-1.82%	-0.74%	3.68%	3.67%
	样本上涨概率	60%	60%	40%	50%	75%	60%	40%	60%	20%	20%	40%	60%	20%	40%	25%	60%	40%
后三月	平均涨跌幅	-0.14	0.15%	1.36%	0.86%	-1.57%	-7.86%	-3.40%	-0.56%	3.08%	-0.32%	-5.53%	-0.99%	-2.93%	-3.13%	-5.23%	3.13%	4.19%
	样本上涨概率	20%	40%	60%	50%	50%	60%	60%	40%	60%	40%	40%	20%	0%	60%	0%	40%	20%
后半年	平均涨跌幅	-0.41	-1.28%	0.58%	-9.11%	-1.95%	-2.60%	0.74%	3.97%	9.00%	12.38%	5.06%	1.77%	0.77%	-2.56%	8.11%	13.79%	10.11%
	样本上涨概率	20%	40%	40%	50%	25%	60%	60%	60%	60%	40%	60%	40%	40%	40%	25%	100%	80%
期间	平均涨跌幅	-1.56	-1.97%	0.79%	1.34%	-26.50%	0.87%	3.97%	-10.17%	-1.45%	-1.47%	-13.80%	-23.23%	-15.39%	-8.15%	3.70%	7.45%	-23.36%
	样本上涨概率	0%	60%	40%	25%	0%	40%	40%	20%	20%	40%	20%	0%	20%	20%	25%	60%	40%
备注	样本个数	5	5	5	4	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	4	5	5

数据来源：Wind 华泰期货研究院

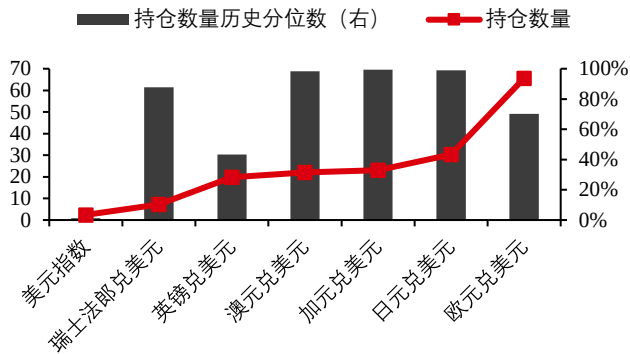
市场：定价和持仓情况分析²

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。

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 2024 年 3 月 19 日，加元、瑞士法郎、日元、澳元兑美元的持仓量持续上升，表明市场关注度提升。从具体数量来看，欧元兑美元期货的绝对持仓量最多，达 65.6 万张，持仓数量为近十年 70.1%的分位数水平，欧元兑美元期货的持仓量波动较大，本轮自 2023 年 12 月 12 日起呈现不同程度下跌，尤其是近两周降幅较大；加元兑美元、日元兑美元、澳元兑美元、瑞士法郎兑美元的持仓量水平较高，具体为近十年的 99.3%、98.9%、98.4%、87.7%的水平；英镑兑美元的持仓量处在平均水平，分位数为 43.3%。市场焦点美元指数的总持仓数量自 2020 年中起逐步下降，目前仅有 2.4 万张，分位数水平为 1.3%。

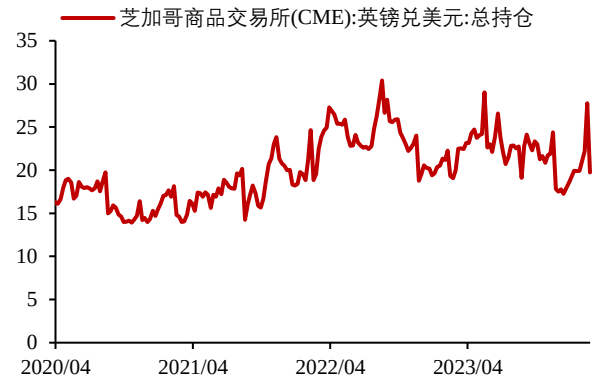
² 注：本小节所涉及历史分位数内容的时间跨度区间位 2014 年 3 月 25 日至今

图 27：主要外汇期货持仓情况 | 单位：万张，%



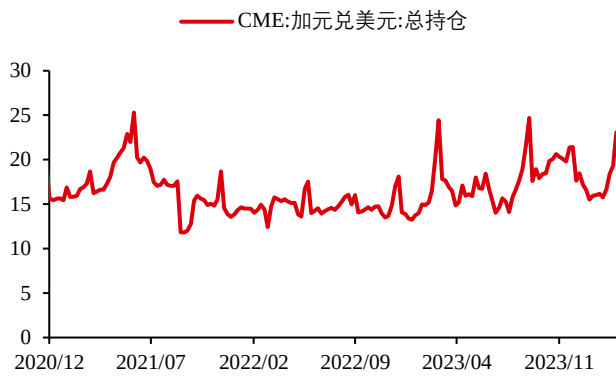
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 28：英镑兑美元持仓 | 单位：万张



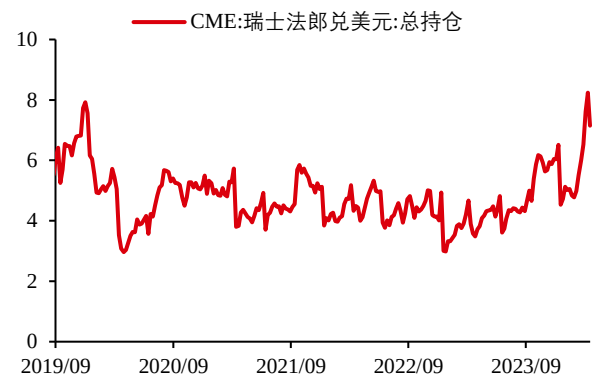
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 29：加元兑美元持仓 | 单位：万张



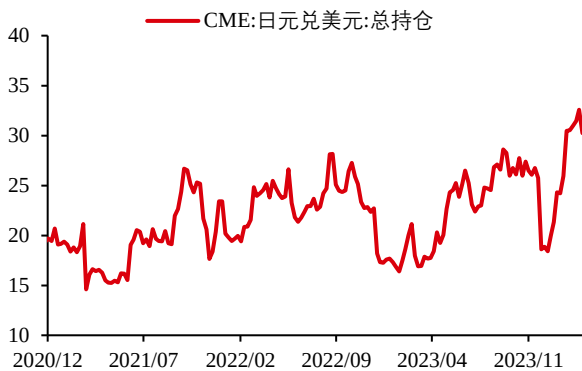
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 30：瑞郎兑美元持仓 | 单位：万张



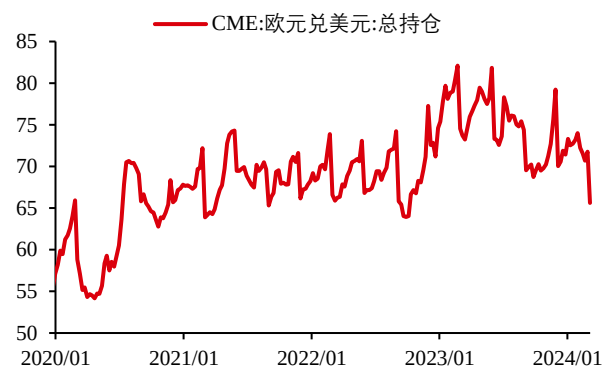
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 31：日元兑美元持仓 | 单位：万张



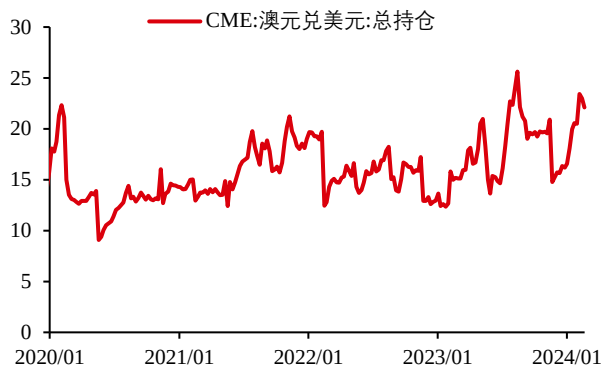
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 32：欧元兑美元持仓 | 单位：万张



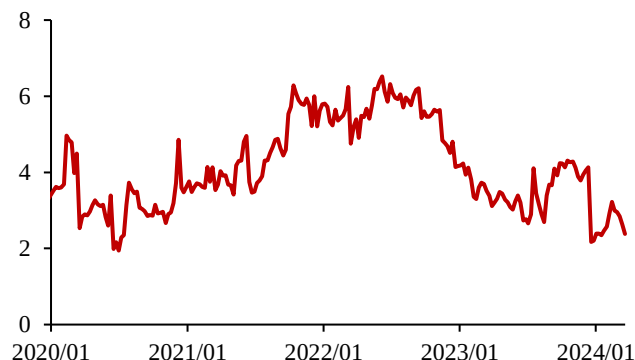
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 33：澳元兑美元持仓 | 单位：万张



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

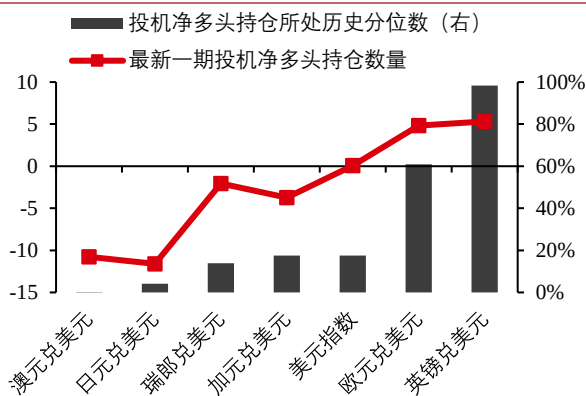
图 34：美元指数期货持仓 | 单位：万张



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

看涨英镑投机持仓上升。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于 1 月底见底回升，一揽子货币期货的投机净多头持仓分化，其中英镑兑美元净多头自 2023 年 11 月底逐步转为上升趋势，最新一期的投机净多头持仓达 5.32 万张，为近十年 98.4%的分位数水平，市场看多英镑的一致性预期较高。其余非美货币净多头持仓经历短暂增加后，再度回落，目前未见反转。

图 35：外汇期货投机净多头持仓 | 单位：万张，%



数据来源：Wind 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：万张



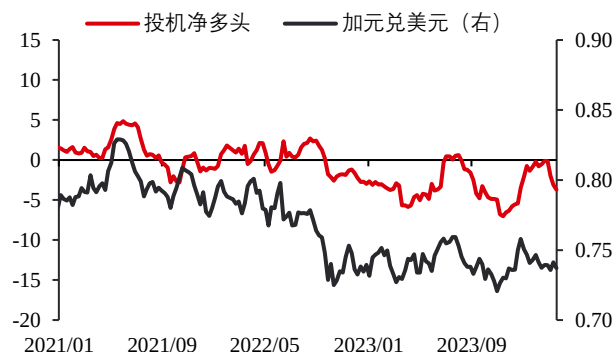
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 37：英镑兑美元投机净多头及其走势 | 单位：万张



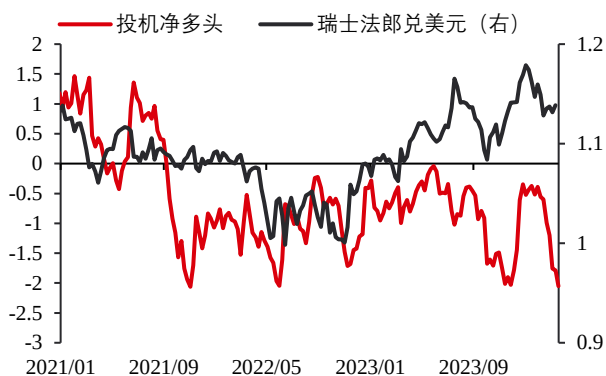
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 38：加元兑美元投机净多头及其走势 | 单位：万张



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 39：瑞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 40：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 41：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 42：澳元兑美元投机净多头及其走势 | 单位：万张



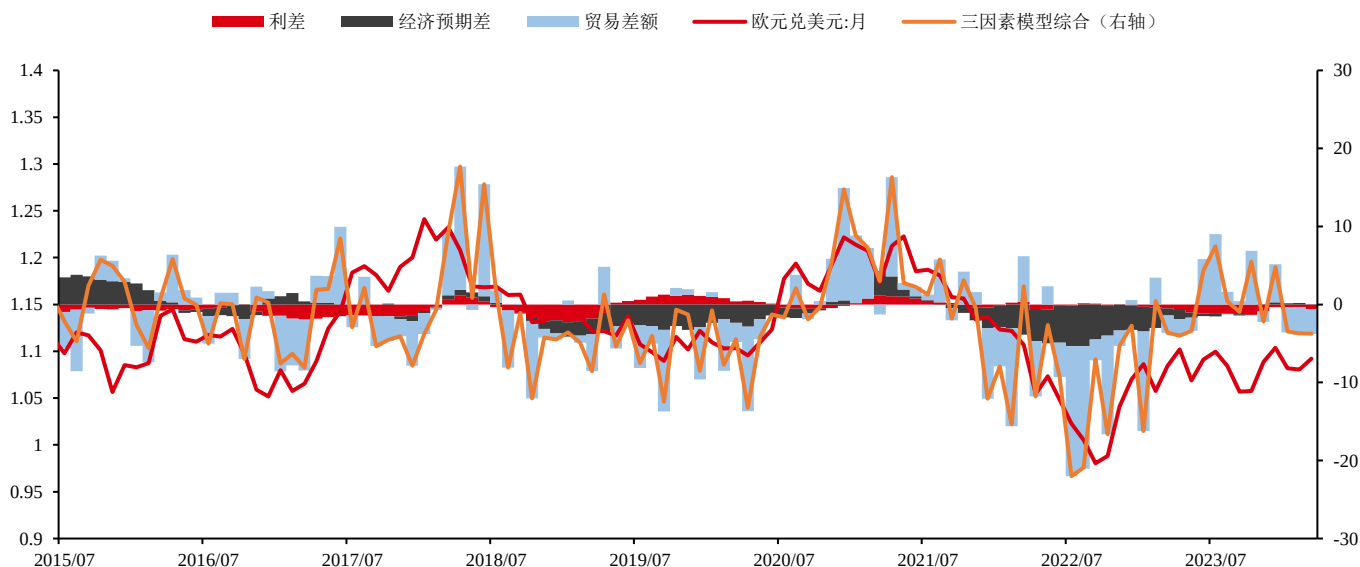
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

展望：欧元短期偏弱

欧元区经济基本面仍偏弱。欧元区 3 月制造业 PMI 初值 45.7，预期 47，前值 46.5；服务业 PMI 初值 51.1，预期 50.5，前值 50.2；综合 PMI 初值 49.9，预期 49.7，前值 49.2。其中法国和德国的产出指数和就业指数持续下降，拖累整体的 3 月制造业 PMI。在俄乌冲突给欧洲经济和社会带来极大不确定性，以及制造业回流美国的背景下，欧洲经济基本面表现仍偏弱。

欧元表现偏弱。1) 经济预期差 (chā) 不利于欧元，同步和前瞻数据显示，欧洲经济仍处于低位，并未有明显起色；2) 利差 (chā) 中性，市场计价的美联储和欧洲央行的降息时点接近，均在 6-7 月左右，但欧洲的通胀和经济相对更弱，6 月降息的概率略高于美联储；3) 净出口中性，在全球共振补库的背景下，欧洲出口有所改善，但在制造业回流美国的背景下，欧洲受益也相对低于美国。

图 43：欧元兑美元汇率三因素拟合模型 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

美联储 3 月份继续维持“利率”按兵不动的政策操作思路，实际利率的态势或将引起宏观流动性的收缩可能，美元将存在向上的反弹空间，关注买入波动率指数 (+VXM24)、卖出欧元兑美元 (-ECM24)。

商品关注黄金、有色和原油的相对溢价。1) 中国宏观债端随着 2 月货币政策的降准和降息，开启了本轮负债扩张的序幕；但是宏观资产端的扩张表现出长期性的特征，2 月份 PSL 扩张暂停，3 月份政府工作报告 3.0% 的赤字目标持平于去年，在化债背景下 4.06

万亿赤字规模和 3.9 万亿地方债限额虽然表现为政策的环比扩张，但是相比较房地产 2023 年两位数的回落，短期资产的创造仍谨慎，短期内等待国内商品调整风险的释放。

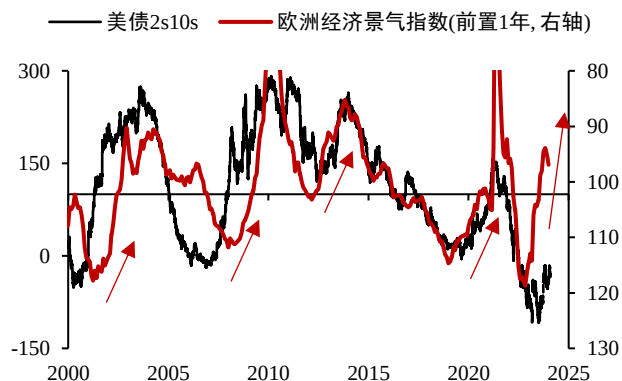
2) 当前美联储货币政策仍处在降息前的平台期，在短期美国经济“不着陆”假设下市场将继续修正美国经济展望和对美联储降息预期，关注黄金、有色和原油的相对溢价。

图 44：美债陡峭化和对外利差走阔 | 单位：BP



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 45：美债陡峭化的经济影响 | 单位：BP



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利。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