

20250622—原油、地缘与美元：美国例外论的结束还是重启？

美元反弹+黄金涨+10Y 美债利率上主要是通胀交易，对亚洲市场利空有限，如果是美元反弹+黄金跌+10Y 美债利率不涨(甚至下行)+铜跌，主要交易非美经济压力巨大，偏衰退交易，对亚洲市场利空较大。

分子端角度，M7 为代表的纳斯达克 100 最符合宏观利空后选择微观确定性景气品种 buy the dip 属性。

在明天开盘前，没人知道油价要涨到多少。而截止目前，也没人知道伊朗要如何进行反击(虽然目前来看，TACO 信号极其明显)。本文试图梳理一些事实，不做预测而提供几种后续可能对路径，以及如何用资产反馈情况来跟踪这一进展。预测大国战争走向这个事情不是 A 股投资者能力圈内的，建议多做预案少做预判。

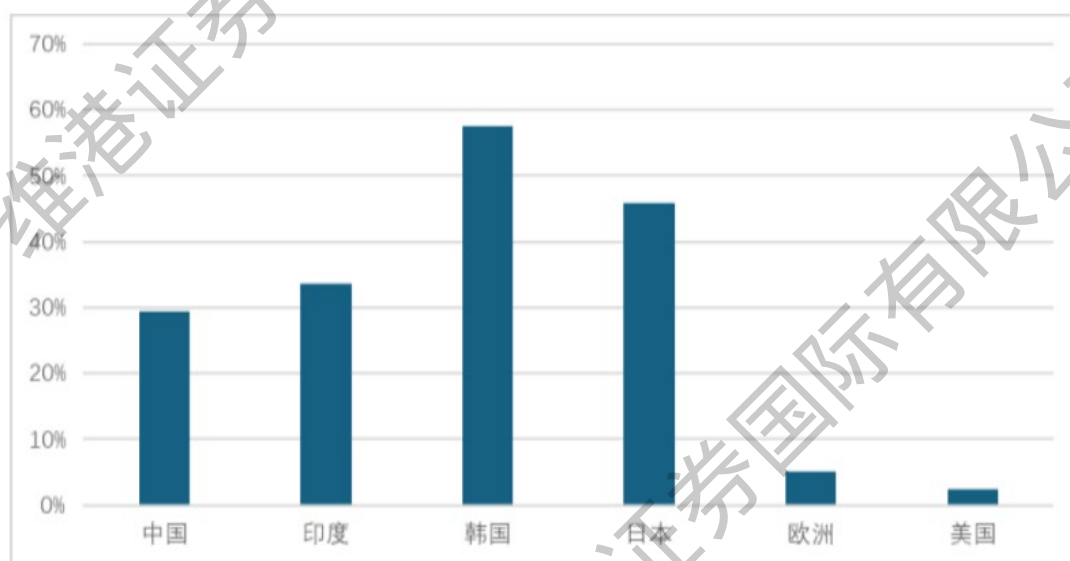
事实一：目前伊朗方面反击极其克制

我不知道怎么具体展开说这个点，但大家体感上确实如此。伊朗手里最大的牌就是关闭霍尔木兹海峡，这也是周末大家最为关心关注的。但如果从现实情况考虑，封闭海峡并不能起到伤害美国的效果，反而会伤害其东方经济合作伙伴。

事实二：霍尔木兹海峡封锁对亚洲国家的伤害远高于欧美

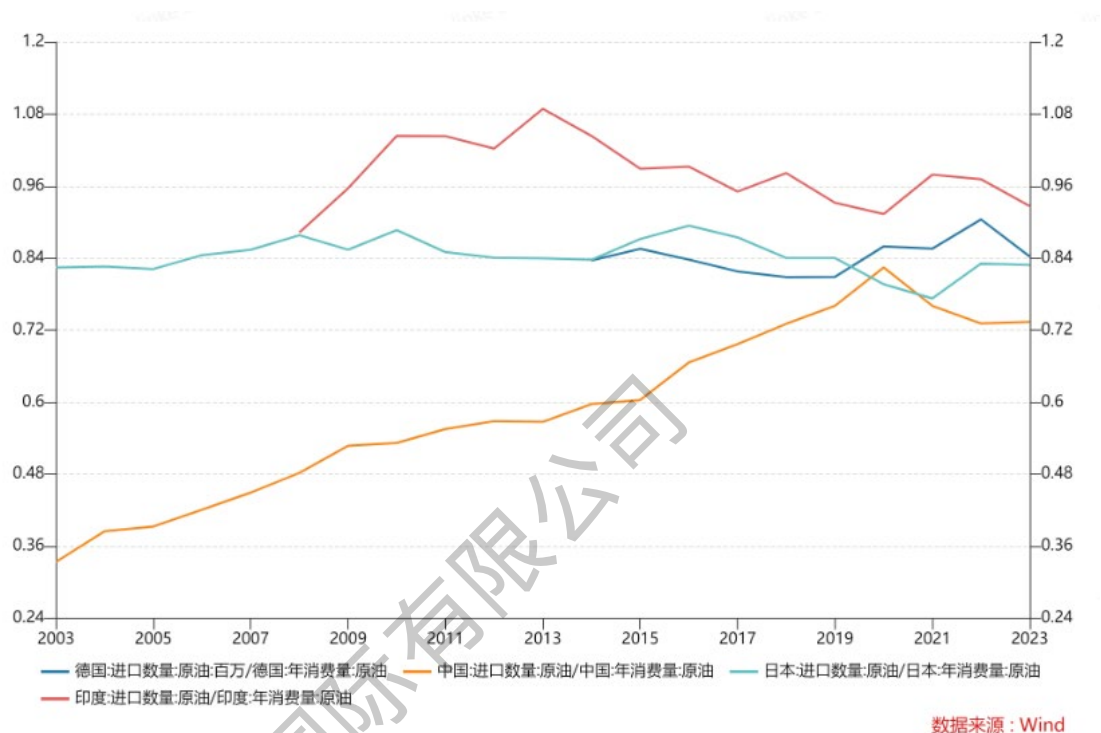
途径霍尔木兹海峡运输的原油占 2024 年全球原油消费量 20%，海运量的 30%以上；而其中大部分的出口目的地是亚洲国家。中国、印度、日本、韩国均高度依赖这部分原油进口，而**欧盟与美国几乎不受影响**。

图 3：霍尔木兹海峡进口占总原油消费比例

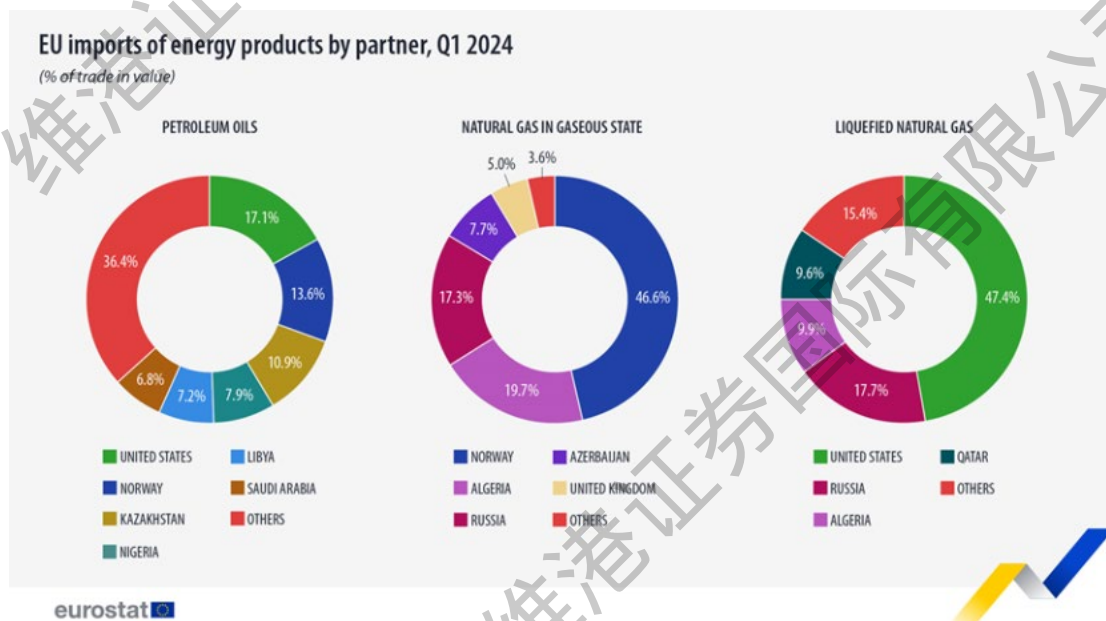


数据来源：GMF Research

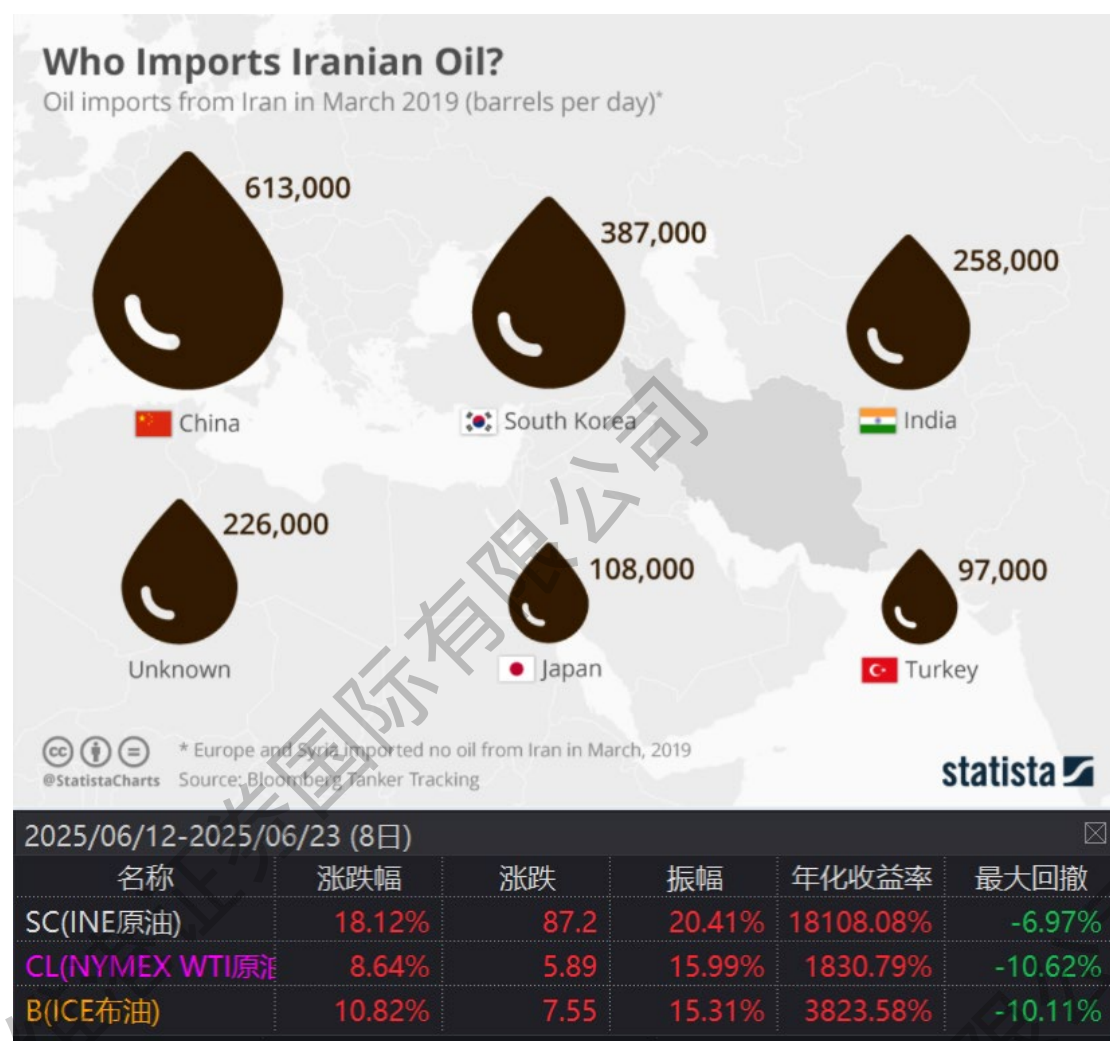
虽然欧洲国家同样是高度依赖石油进口的，如德国的进口石油占石油消费比例在 80% 左右，高于中国、和日本差不多；但**海湾国家在欧盟的石油天然气供应比例上非常非常低**。



欧盟第一大石油进口国是美国，6成石油供应来自海外国家之外。而管道天然气、液化天然气则主要靠挪威、英国、美国、阿尔及利亚、俄罗斯等供应，海湾国家对其供应占比只能放进 others 里，完全无忧断供风险。



而目前，东大是伊朗原油的第一大账面进口国，加上其他洗澡油之后更是毫无争议的最大进口国。封锁海峡并不能起到制裁西方的作用，只能影响东方这些对海湾国家友好的经济合作伙伴。



在断供担忧和航运价格上行后，从战争开始至上周五，美原油涨幅 8.6%，布伦特原油涨幅 10.8%，而上海原油涨幅 18%，远远更多。封锁海峡不该是伊朗应该考虑的选项，否则亲痛仇快。

事实三：油价反弹(而非继续暴涨)对美国通胀影响较为可控

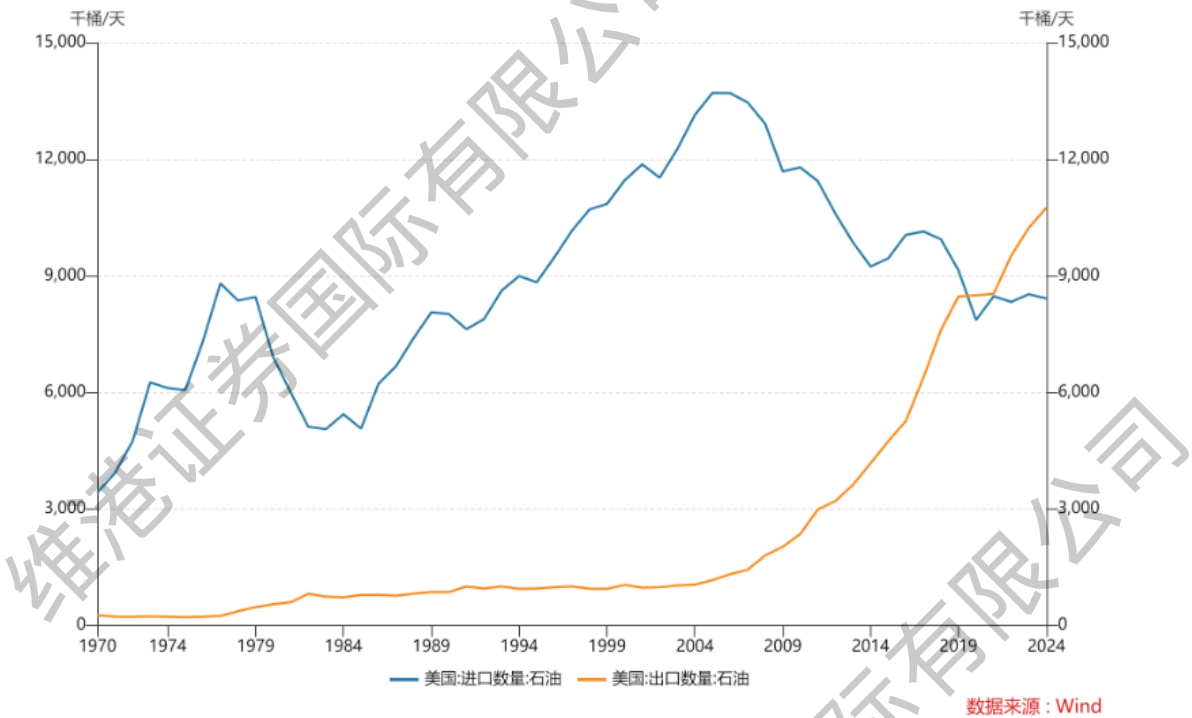
今天大摩临时加班发了一篇短评:Whats Next in Global Macro- War and Oi;其中具体测算油价中枢从 60 美元永久性上涨 10%(就后面下跌也跌不破支撑)后对各个经济体的通胀影响情况：

对美国只有千分之零点几的影响，属于统计误差范围内。对欧元区可能带来超过 0.25%以上的 CPI 增速影响，且快速反馈在数据上。对中国而言可能拉动 CPI 上行 0.2%，日本受影响幅度比中国更大。

因此虽然欧洲不会因为海峡封锁导致原油断供，但是油价上涨也会传到为他们的通胀上行，在经济走弱的背景下增加滞涨担忧。日本同理，输入性通胀强化或迫使日本央行继续考虑加息，但是这种场景仍属于滞涨而非内生性增长，对日元偏利空。6 月 12 日至今，日元对美元走弱幅度比美元指数反弹幅度多了一倍。

2025/06/13-2025/06/20 (6日)					
名称	涨跌幅	涨跌	振幅	年化收益率	最大回撤
USDX(美元指数)	0.93%	0.9095	1.58%	47.03%	-0.93%
USDEUR(美元兑欧元)	0.54%	0.0047	1.46%	25.39%	-1.05%
USDJPY(美元兑日元)	1.82%	2.60600	2.39%	111.67%	-0.73%
USDCNH(美元兑离岸人民币)	0.09%	0.00629	0.38%	3.72%	-0.33%

对中国而言坦率地讲情况复杂。一方面，CPI 上行是好事，有利于缓解通缩担忧。但另一方面，战争导致的原材料成本上行对制造业企业而言难以顺价，工业企业利润与 PMI 恐继续承压，因此不存在丧事喜办基础。



目前美国已经是全球最大的石油生产国之一、且已经成为石油净出口国，对中东战争导致的断供风险承受力早已和 70 年代无法同日而语。因此就目前的情况而言，油价涨了但是没大涨;B2 扔炸弹但是伊朗表现克制;中东盟国无人敢谴责以色列;其他国家受油价上行的负面冲击比美国更大;综合下来看，美国确实更像是那个置身事外的例外，这**可能带来美元反弹的风险**。

观测路径一:最佳剧本—各国都称自己赢了，小概率情况

特朗普:伊朗核设施目标彻底摧毁!赢了!

以色列:我爹帮我炸了伊朗核设施!赢了!

伊朗:浓缩铀提前转移，核设施几乎无损失!赢了!

战争无升级可能，闹剧结束。无事发生后市场继续定价微观要素，如后续 GPT5、DS R2 等，宏观因素透支交易后短期不能掀起更大波澜，市场脱敏。

观测路径二:非美强预期回归弱现实，中等概率情况

五月以来欧洲经济数据持续走弱但不影响市场持续抛售美元买入欧元，强预期弱现实;中东地缘问题可能导致市场回归对现实的考量。如果下周伊朗、美国、以色列仍维持本周

这种互放狠话且时不时互扔炮仗的状态，市场对WT 油价中期保持在70美元以上的担忧会大幅上升。

根据美银基金经理统计数据来看，目前**美元空头持仓为20年来最高，存在反弹风险**。目前拥度排名前四的头寸为多黄金、多M7、空美元、多欧股、空30年美债，都是去美元化叙事一条线上的蚂蚱。美元反弹有可能导致这些仓位全部反转。

Chart 1: FMS most underweight the US dollar in 20 years

Net % FMS say they are overweight the US dollar

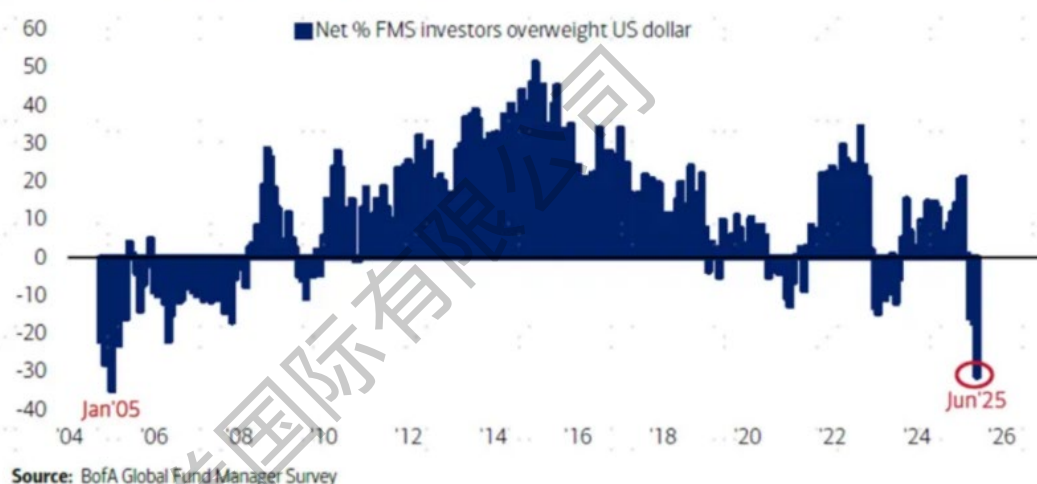
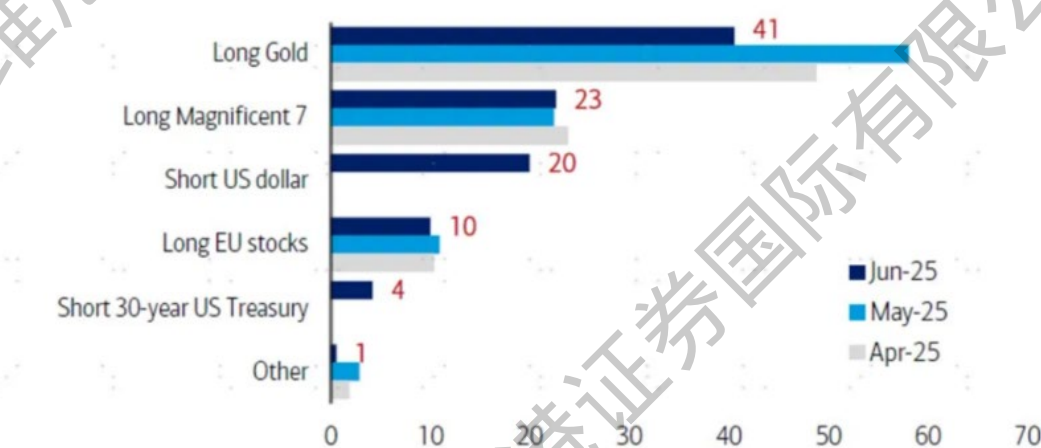


Chart 16: "Long gold" remains the most crowded trade for the 3rd month in a row

What do you think is currently the most crowded trade?



弱反馈剧本:美元指数反弹关注100压力位、黄金关注3300支撑位、10年美债小幅上行至4.4%上方，即市场总体而言更担心通胀风险，通胀本身能够为黄金提供支撑、引导美债利率反弹上行，大类资产不受显著影响，此类情况强美元引起的市场踩踏风险较低。这个情况的概率我个人认为不高，即反馈通胀分母因素。

强反馈剧本:美元指数反弹直接站上100，其中日元贬值贡献大于欧元；黄金向3200一线找支撑，回吐05.19大美丽法案以来涨幅；而美债长端利率没有上行，还是震荡偏下行的维持在4.3左右，对应铜下跌——这是一个亚洲、欧洲分子下行压力显著大于美国的剧本，美元反弹+美债利率不涨意味着全球经济下行压力更显著，美债美元避险属性回归；在这个

场景里，和德国 DAX 相关性较强的铜需要跟跌，定价非美制造业国家经济不行，反馈增长的分子因素，我认为概率更高。中国作为通缩国，因为通胀反弹导致的下跌风险有限。但是只能说跌幅预期小于日韩台、德法，不是不跌。本周周中，我们需要回顾监测聊美元替代、美债竞品逻辑的后排红利反馈如何。

其中一个对美元的反向测试点是 24 号的德国财政预算案对美元和铜的影响，昨天发过了；如果靴子落地无法给欧洲经济强提供更多的催化，那么美元可能仍然存在继续上行的压力，这个需要边走边看。

M7 如果同样受影响，那么 buy the dip 的共识性会极强，全球唯一免疫地缘影响的安全资产

观测路径三：宏大叙事的美元黄昏加速期，概率未知

如果伊朗冲突一和谈进程渺茫，打成了类似俄乌一样的拉锯战持久战；那么从最宏大的逻辑上来说，这意味着美国陷入了新一场阿富汗战争一样的泥潭，新增了一大笔无效的财政开支，从中长期角度是利空美国和美元信用的，帝国黄昏。但这个概率目前没有任何方式能够进行预测，只能做一个储备。

最后总结来看，下周最没分歧的地方在于 A 股出军费、中债涨避险。但是由于通胀预期变化，10 年中债预计难以突破 1.6 下限。从大类资产组合上看，美元反弹+黄金涨+10Y 美债利率上主要交易通胀，对亚洲市场利空有限。如果是美元反弹+黄金跌+10Y 美债利率不涨（甚至下行）+铜跌，主要交易非美经济压力巨大，偏衰退交易，对亚洲市场利空较大。