

20250626—弱美元和 Zoltan 的商品牛市逻辑再复盘

从 2022 年开始，美元—商品的估值逻辑有四个不同阶段；目前的阶段里，我倾向于认为 22 年 Zoltan 的商品牛市逻辑在开始生效。

我们按几个不同时间点切片，来给美元弱+商品牛的叙事做个总结。2022 年开始，去美元化是少部分央行的战略性行为，不考虑资本利得，无资本市场联动影响，是最左侧信号。2023-2024 年期间，美元黄昏利好商品可认为是伪命题但 24 年开始黄金与美元利率框架脱钩，是偏左信号。2025 年 4 月后，对美国联邦政府信用的不信任主导了一轮实际的去美元化配置行为，全球汇率市场、权益市场(A 股之外)均能观测到持续性资金回流，黄金的估值逻辑传导给其他美元商品，是商品走强的一个分母端中期信号。

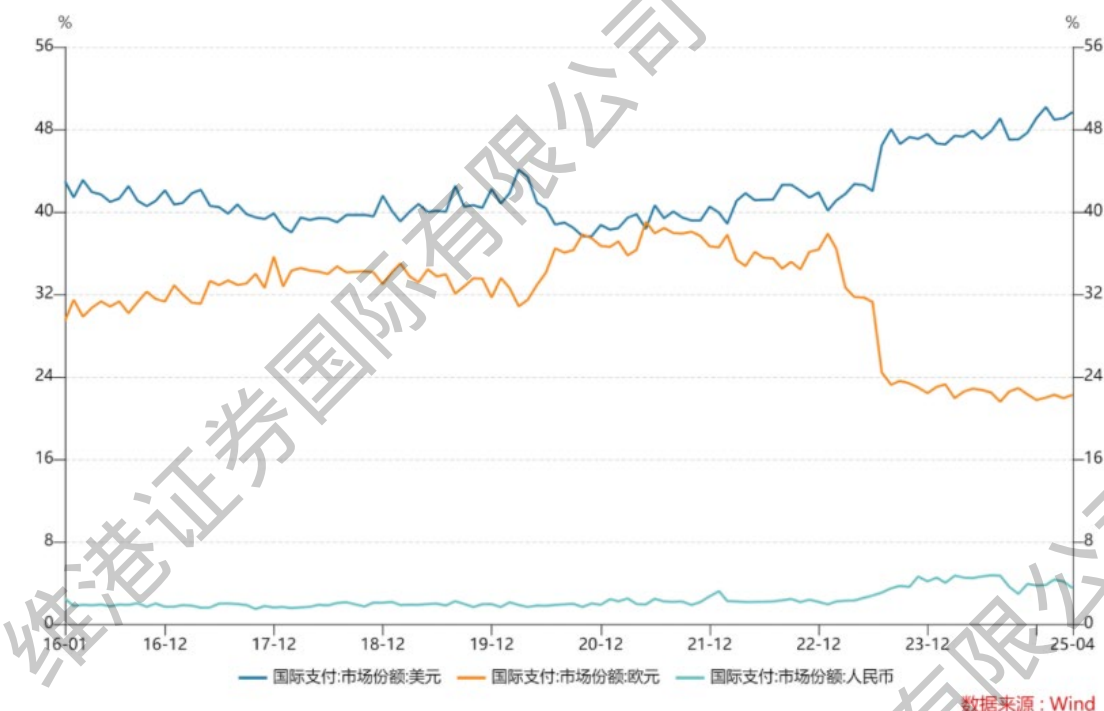
从目前而言**我们观测到的信号不是美元走弱利多商品，而是商品和美元的相关性系数在减弱**。以铜为例，21-23 年铜价与美元相关性系数为-0.65，负相关统计结果显著；而 2024 年黄金新叙事后，美元与铜价相关性系数骤降至-0.2， R^2 仅为 0.05，是一个统计检验完全不显著的结果。因此对我们而言，适度降低美元流动性在商品价格分析中的权重，而更加关注不同商品供需边际如欧洲需求的意义可能更大。2024 年后，铜价与德国 DAX 指数相关性从 0.35 上升至 0.70， R^2 从 0.128 上升至 0.50。



阶段一:2022 年俄乌冲突

期间 Zoltan 的宏大叙事广为流传，核心观点为战争打破过去三十年的全球化产业链分工，加大经济体之间的脱钩断链分歧。因此作为全球贸易货币的美元地位受到挑战，商品输出国会减少美元储备，而增加黄金作为中央银行资产负债表替补。

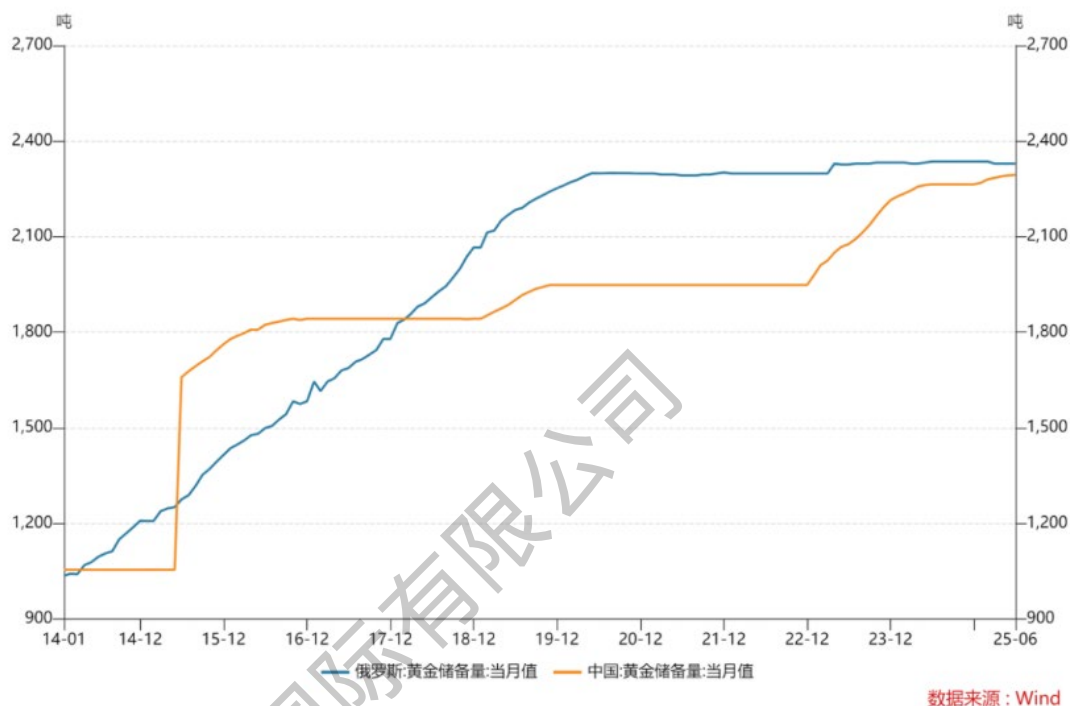
此外，美国供给占比有限的资源品铜铝受益于美元平价购买力下降导致的美元本位价格上涨，原油煤炭等也同理。但 2022 年全年，我们应认为这个去美元化利多商品的叙事只是个次要因素，而非主要因素，由于供应链断供和能源危机影响，欧洲、日韩经济显著弱于美国。而中国方面由于疫情和地产影响，经济更是显著偏弱。而与此同时美国刚刚走出百万人口出清的 covid-19，叠加此前持续的财政 C 端补贴导致美国呈现出高增长+高通胀组合，因此全球资本市场交易的核心是非美分子衰退+美国分母紧但分子相对最优，**这种场景下美元在全球结算市场的份额占比反而是大大提升的**，因此并不符合去美元化叙事，商品市场的分化表现是油强、有色震荡、黑色走熊，同时定价美强和非美弱，分子分化为



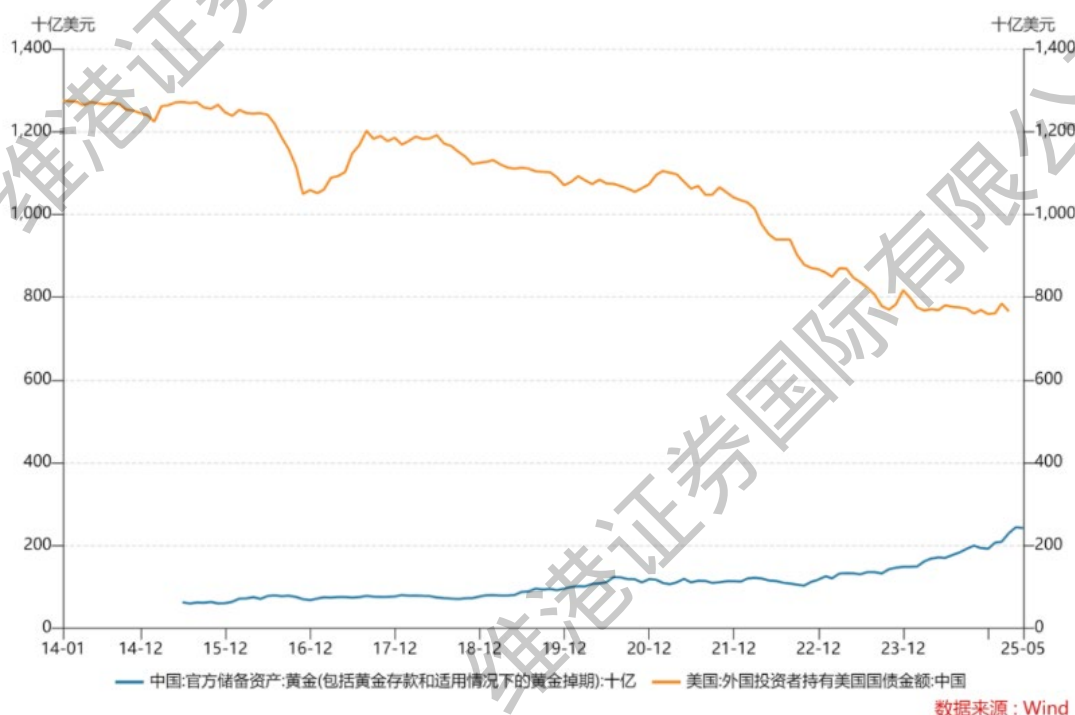
然而这一年里，去美元化没有任何实质性变动吗？有。俄罗斯海外资产被 G7 国家查封是一个彻底的信任脱钩信号，在与接近央行人士私下交流后我们可以得到两个信息：

第一，这个事件对中俄双方都是未曾设想的巨大冲击，**是对西方金融体系信任的转折点**。期间俄罗斯央行稳定市场的经验，是中方非常重视的：俄罗斯在 2014 年入侵克里米亚后长期受西方金融制裁，俄央行黄金储备长期高于中国。俄方通过加息+强力资本管制、强行回收市面上的黄金和美元流通份额成功避免了金融危机。

第二，以俄乌为转折点中国央行开始将减持美债、增持黄金以追赶其他主流国家黄金储备比例，以俄为师。俄乌冲突前中国央行的黄金储备占外汇储备比例仅为 4% 左右，而俄罗斯为 30%，德法为 60% 以上。



用三年的时间，中国已从美债第一大持有国降级为第三大持有国，黄金储备比例上升到 6.5% 左右(但这个公开数据严重低估，央行还有瑞士和卢森堡的白手套)。

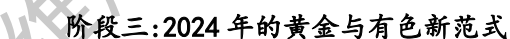


但是在 2022 年本身，这个事情不具备全球宏观的投资学意义。因为这个去美元化叙事的主要参与方只有中俄双方，并且这种增持黄金减持美债的行为并不考虑价格因素，因此完全不构成那一年的 FICC 市场主流叙事。

阶段二:2023 年的商品小年

2023 年是去美元化叙事的低潮之年。年初开始中国 reopen 后经济复苏持续低于预期，通缩趋势强化;因而有色和其他工业金属价格均受中国需求不足压力掣肘，此外在 A|

因此虽然 23 年中国央行大幅公开增持黄金，但是黄金价格表现并不好；这仍不是全球 FICC 市场关注的重点。

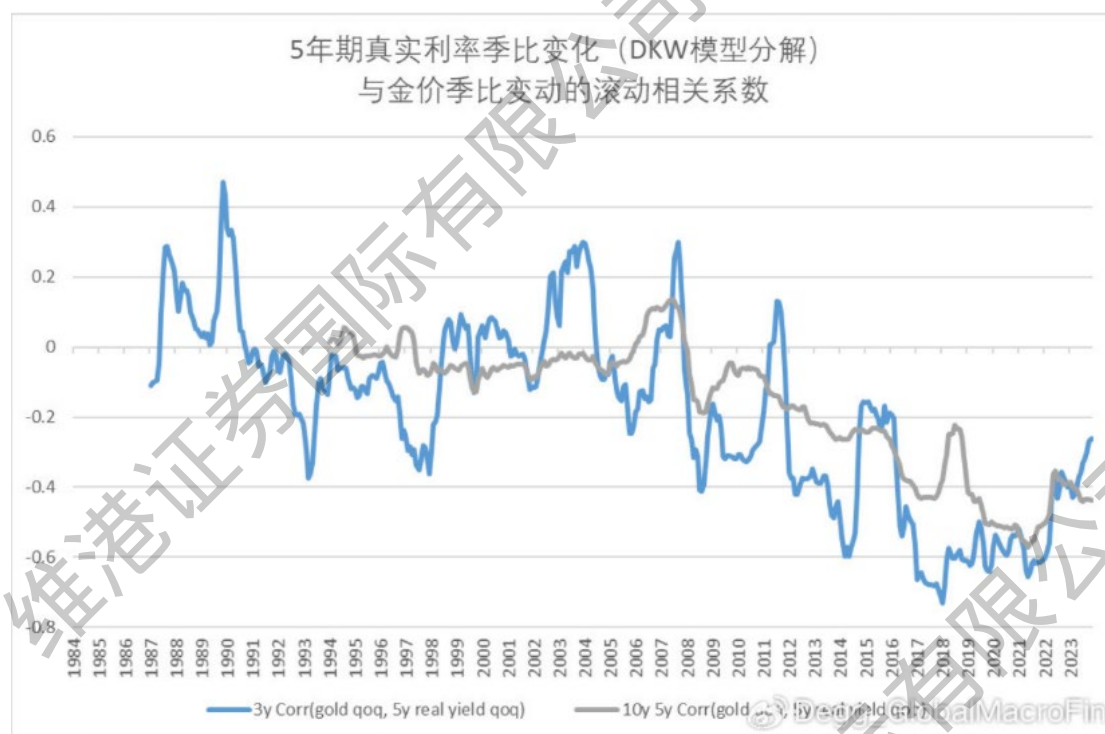


但是我们却看到美股受益于美国分母宽松预期，但是黄金、和铜却都高开低走，震荡下行的走势并不反馈美元分母宽松的利好。那段时间市场的核心担忧，是怕美国通胀快速回落杀总量分子，虽然AI分子独立，但是大宗不独立，因此市场刻舟的是2019年降息剧本：降息落地那么黄金利好出尽，要跌通缩。



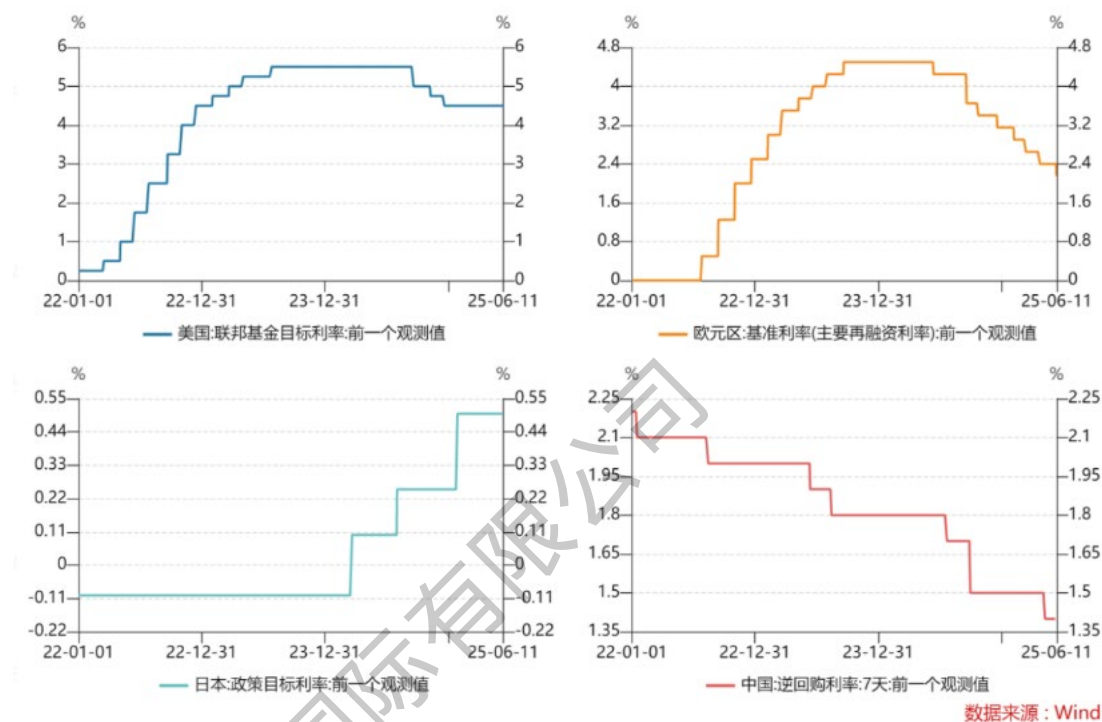
而随后的 2024 年 3-5 月，才是真正意义上美元黄昏实然的开始:3 月后，**铜和黄金共振上涨**。铜的理由有好多个，分母端是认为降息预期、分子端是认为冶炼厂低 TC 减产、未来 AI 用铜需求等，总体而言**铜交易的还是美国叙事，而不是去美国化叙事**。但是这段期间美国非农和通胀又超预期，降息预期继续后置;尤其是铜被库存证伪跌了回来但金不跌，大部分人(包括我自己)当时看不懂的地方就在于这个估值范式的脱钩。

事后诸葛亮维度，我们可以这样总结这个背离:美国实际利率与黄金的跷跷板关系并非长期存在的，而是 2008 年全球 QE 后新出现的低利率阶段特性:在金融危机之前本不存在这个关系。**而如果美国的高赤字和高通胀问题是长期化的，即中性利率从 2%上调到 3%是一个美联储能够明确的长期趋势，那么黄金价格不再需要遵循 2009-2022 年的美国低利率区间，美国实际利率和金价的正相关性。**



在这个环境下，黄金自身的供需平衡关系变化是真正的去美元化叙事。即全球各国央行作为黄金的主要买家，其买卖黄金的行为不再唯美联储马首是瞻，而是仅将美元利率作为其投资决定的参考之一，更加以我为主，这个事情是中期维度的弱美元信号;这种分手如果用付鹏总结那就是 WW3 预期，美国和非美央行各干各的，相互独立。

当**美联储加息区间中国央行可以降息、美联储暂停加息区间欧洲央行可以持续降息、日本央行可以独立加息**，且汇率市场总体保持稳定，这种降低货币政策连通性的行为本身就**和减持美债增持黄金一样是去美元化的标志**，大家都不听你的了。



但是直到这一步，我们仍应该说去美元化和商品牛市本身毫无关联。因为直到 24 年 Q3，铜还是先在 9 月抢跑美国降息且就业回暖的软着陆，而 11 月又被川普交易=高利率强美元低油价锤回原地。因此我们总结来看，2022-2024 年我们都应该认为中俄央行战略储备维度是去美元化的，但全球金融资本市场维度不存在这个趋势。因此，弱美元=商品牛的预期反复交易但反复打脸，美国例外论持续存在

阶段四:2025 年的 X 升西落

美国例外论在 2025 年遇到了 N 充考验:首先是 DS 叙事，对美国科技领先构成了利空扰动。其次是以德国为代表的西欧各国重启财政扩张，在美国战略收缩后独立重建国防和制造业;最后是贸易摩擦和美国减赤大幅低于预期，导致主权评级被下调。在当前欧美通胀回落幅度都略超预期的环境里，这才更符合 2022 年 Zoltan 的叙事;通胀不再是交易的核心

原油层面，涨跌主要反馈 OPEC 供给博弈。铜层面，美国铜铝关税上调带动的 LME-COMEX 库存变动是扰动，中期趋势是交易欧洲需求。

黄金上涨的外溢性带动其他美元商品价格回升。同时美元对美国数据给出非对称反馈:利多数据弱反馈，利空数据强反馈。以上的点状迹象，共同构成了资产价格与美元相关性下降的结论。

黄金=美元替代的这个逻辑我们不需要念经，2022 年之后的趋势已经证明了这个点的存在。我们需要讨论的是黄金进步外溢给商品走牛的分子分母逻辑都是什么？

分子层面，在目前的情况下我们认为和 23-24 年不同的地方在于，原油和铜铝尝试对美国需求走弱信号弱反馈。原油的美国需求占大头，但在目前美国汽油裂解价差反季节性走低区间，市场更愿意交易 OPEC 增产不及预期的利多和欧洲需求改善预期。

铜铝方面，关税主导的库存搬运对价格的解释性在降低。考虑到美国占铜表需的比例仅为 6%左右，铜开始降低对美国分子的交易、而更重视 CN 需求企稳和欧洲需求改善预期，这是一个结束前两年美国例外论信仰而回归 22 年之前的正常估值框架的变化，说白了就是更多的商品不再需要看美元脸色了，如果基本面应该上涨那就可以涨。

指标名称 ↓ 频率 单位	美国:消费量:精炼铜/全球:消 费量:精炼铜 年	中国:消费量:精炼铜/全球:消 费量:精炼铜 年	德国:消费量:精炼铜/全球:消 费量:精炼铜 年
2023	0.06	0.60	0.03
2022	0.07	0.57	0.04
2021	0.07	0.56	0.04
2020	0.07	0.58	0.04
2019	0.08	0.53	0.04
2018	0.08	0.52	0.05
2017	0.08	0.51	0.05

对其他如煤、后排有色的商品而言，我们也应认为需要根据基本面一事一议，如果后续美国内需走弱不构成其进一步的基本面利空，那么非美市场的商品走阿尔法修复是完全合理的。

因此回到开头的内容，我们不应认为这是美元落、商品升，而是很多商品不再需要顾及美元来参考自己的定价了。