

## 20260201—贵金属大波动之后，避险资产风险化和风险资产避险化的观察：如果美元阶段性见底

1. 当传统意义上被认为具有避险资产属性的金银成为全民赌具，吸引了最低风偏的大妈和最高风偏的币圈大佬共襄盛举加杠杆梭哈时，那么这个资产就成为了典型的风险资产。其定价完全取决于击鼓传花的筹码游戏能延续多久，与基本面没有一分钱关系。什么叫避险资产的定义可能不清晰，比如大饼曾经当过避险资产，日元也当过，但后来他们都不是了。我对避险资产的定义是，持有它并不是为了获取法币定价的账面财富，而是到了最极端的那天它能为自己和家人换一张诺亚方舟的船票，换半个救命的馒头。单田芳老先生讲过的长春之围时小黄鱼换炊饼，是真实发生过的事情。

当投机客们用法币计价的快速增值财富效应去衡量金银时，他们可以是一切，唯独就不是避险资产。



白银期货见顶之前的隐含波动率已经达到了 24 年 10 月 8 日，即 9.24 之后国庆开盘时顶 20cm 涨停开盘的科创 50 的隐含波动率一样的水平，巧合的数字背后是同样赌红了眼的同一批人。当上涨来到了过劳死阶段，那么不是空头在发力，而是多头在多杀多去杠杆

2. 因此完全没有理由讨论所谓联储主席的新人选、他的货币政策前瞻对贵金属波动有何影响。梭哈加速的钱不知沃什为何许人，割肉的动因也与此无关，脆弱性本身就是原因。时速 240km/h 的跑车被一块 24 克重的石子绊一下轮胎都会车毁人亡，不是石子太硬，而是车速不该如此快。我们会反复强调贵金属、有色金属主力合约平值 I 在 20 以下时具备的配置性机会，即是因为去美元化是一个为期十年以上的长期过程，各国央行买金不是打板梭哈而是细水长流持续增配。在很低的波动率下，老乡看不上这种看起来贵、并且死气沉沉没法一夜暴富的资产，人家看不上时候才是好买点。作为一只反复尝试把，太阳叫升起来的公鸡到这时候我会继续打鸣的，正如过去一样。

除非全球化合作分工的幻影重归，否则 CN-US 各自努力自主可控的趋势即意味着用美元计价的实物资产硬通货没涨完，所以让讨论“黄金历史大顶”的人滚远点。这里唯一的问题就是，即使再看多 A 股，也不应该在 24 年 10 月 8 号大笔梭哈；那天上证 3674 点，如果那天上头了，等后面 4000 点往上的时候大概不赚钱反而亏钱，因为肯定早早割肉再没回来

你需要等待一个避险资产回归避险资产本该有的波动率状态。不要急，着急必早泄。

3. 周五值得关注的不仅只有金银。我不想现在讨论沃什的缩表观点是否有巨大的宏观影响正如一年前的今天认真分析马斯克的政府效率部将如何降低美国赤字率的讨论在面

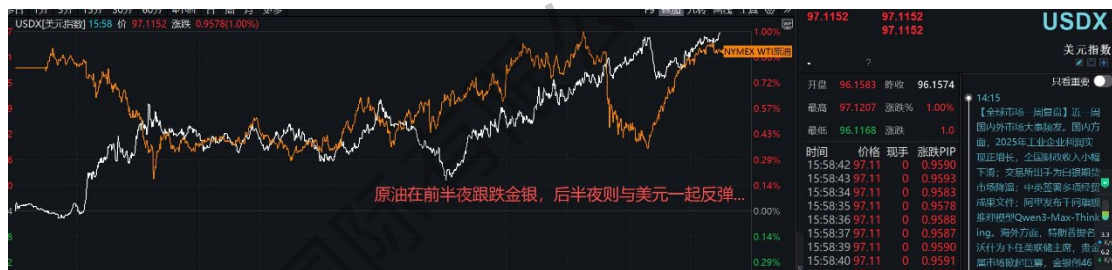
大美丽法案的那一刻统统沦为了笑柄。G7 不可持续的财政扩张的潘多拉魔盒打开之后，就合不上了。但问题是美元黄昏不等于美元极夜，如今继续讨论美元快速加速下跌利多金银的叙事遇到了阶段性逆风。

在星期三，贝森特出面为川普擦屁股——美国支持强势美元。这并不意味着美国财政部支持美元反弹，而是表明态度，美元下跌引起的美元、美债循环卖出是不可接受的。而川普选择了一位建制派的偏鹰联储主席候选人而非降息马屁精哈塞特和米兰，则进一步确认川普不是个傻 B，他也会避免非美国国家集体不信任美元的糟糕情况发生，

所以不是鸽，不是鹰，而是 TACO，是维护美元信任的一种尝试。

即使长期的去美元化趋势存在，但每次 TACO，都是大家阶段性重新缓和美元信用担忧的节点。毕竟和美元相比，欧元日元明显更不可信。

银跌最多，金跌更少，而原油跟随美元反弹。



如果我们做一个长周期拟合会发现原油价格和美元指数有较高的相关性，说明目前的波动真的不是交易宏观基本面变动，单纯是投机度狂热的资产多杀多。在川普悄然对 ICE 闹剧降温后，我们要尊重的一个经济学常识是：美国 AI 资本开支仍然强劲，在财政支持下、累计降息幅度影响下仍能够主导经济增长回暖；过低的油价会限制油气企业资本开支，因此需求回升后，投机度较低的实物资产如原油仍可以反馈美国经济增长优于欧洲日本。

通胀周期三段论，先金银，后铜铝，然后是石油化工农产品，这个规律目前来看也还在生效，



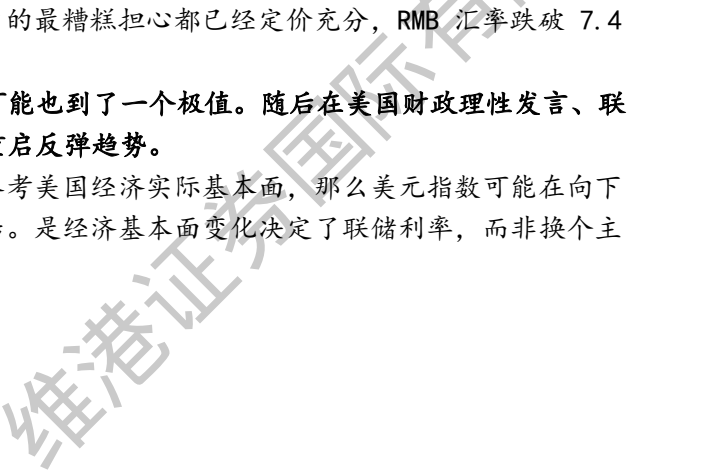
这也就让本周美元的向下假突破，看起来非常像 25 年 4 月 RMB 汇率的向上假突破。



彼时对 CN 经济增长、对 CN 出口的最糟糕担心都已经定价充分，RMB 汇率跌破 7.4 后是一轮持续的升值。

而此时对 US 内部混乱的定价，可能也到了一个极值。随后在美国财政理性发言、联储主席独立性担忧降温后，美元可能重启反弹趋势。

在宏大叙事阶段性降温后，如果参考美国经济实际基本面，那么美元指数可能在向下假突破后重归 99-100 的震荡区间上沿。是经济基本面变化决定了联储利率，而非换个主席就能随便拍脑门。





5. 既然宏大叙事降温，那我们需要重新关注微观。怎么评价上个星期的美股财报季？那就是数据确认了 AI 泡沫论并不属实，但 AI 大厂已经呈现出了 15 年前 iPhone 和诺基亚一样的分化。

Gemini3、Genie3、Claude 4.5 和中国廉价 Agent 四管齐下，让中小互联网企业、包括进步迭代较慢的硅谷巨头已经呈现出十几年前的诺基亚、HTC 一般的败象。资本开支本身不是问题，开支换不来增长才是问题。活到最后的人才配讨论泡沫破灭，而更多玩家都在路上消失掉了。

这种 FOMO 是停不下来的，也让台积电、ASML 包括存储器等半导体中上游企业的财报确认，必须在 Agent 的 B 端付费模式初见苗头的时刻，把大规模资本开支的赌局进行下去，不然经营稳健审慎的结果，就是和摩托罗拉、诺基亚一样，成为被人遗忘的那个老登。但是正如微软和 META 的分化一样，不是大撒币本身就能解决问题，而是需要内部残酷竞争。

在移动互联网周期，苹果和谷歌用了五年时间让诺基亚彻底出局。



然而在当下，这种迭代可能是五倍速快进的。微软只是在三个季度的资本开支里落后他人 Copilot 在 Claude 面前就已经被判死缓了。至于其他软件公司更不必提，人人网的旧事犹在眼前。



这种动物精神，足够支撑 26 年中美的企业资本开支，也足够支撑经济数据增长。也足够让美元阶段性见底。大家都不关心增长而只关心安全时，贵金属+有色金属只交易宏大叙事和地缘问题。而在增长变化重启时，我基于基本面的拍脑门是，化工是下一个有色金属(半个)，而另外的半个是半导体 FAB 代工+设备。让微观的重归微观，让驱动增长的部门回归该有的定价。在经历过 2022-2023 年的折磨后我不敢再说“错杀”这个词了，但是周五的贵金属去杠杆对于中美半导体，可能确实是一个连带下跌的错杀。

No panic. 如果美元阶段性见底，那么意味着中美半导体(包括恒科里的硬科技，外卖就算了，发红包的元宝也打扰了)能够撑起增长的大旗，脱离大饼的掣肘提供更好的增长前景。

或许明天会更差，但是现在我愿意交易明天会更好。我相信你已经记不住工业革命时英国首相的名字是谁，但是大家都记得当时改良蒸汽机的人的名字，叫瓦特。

能拿到文明新阶段入场券的，的确还是 G2 的企业家们。

中期选举的结果或许能影响未来两年，但是 AGI 影响未来 N 个未来两年。坚持 AI (上游半导体) 不动摇。

维港证券国际有限公司

维港证券国际有限公司