

有色金属“昨夜雨疏风骤” 机构犹唱“中长期向好”歌

证券时报记者 沈宁 许孝如

去年四季度以来,有色金属市场掀起了一轮上涨风暴。以黄金、白银为代表的贵金属带头走强,之后涨势逐步蔓延至铜、铝、锡等工业金属,有色金属的股票价格与商品价格也发生了共振。

在较为一致的共识下,市场投机性有

所强化,并一度引发板块动荡。立足当下,如何理解有色金属价格的长期逻辑和未来走势?

近日,多位业内专家接受证券时报记者采访时普遍认为,伴随着美元走弱,在供应端趋紧的背景下,作为稀缺资源品的有色金属有望实现价格中枢继续抬升。

近日,中国有色金属工业协会副会长段绍甫在相关新闻发布会上提出,完善铜资源储备体系建设,扩大国家铜战略储备规模,探索进行商业储备机制,通过财政贴息等方式选择国有骨干企业试行商业储备。除了储备精炼铜之外,也可研究将贸易量大、容易变现的铜精矿纳入储备范围。

国金证券研究所金属组组长吴晋恺认为,有色金属基本面发生了重大变化,供应、需求、库存三方面皆出现了重要转折。供应方面,低资本开支、国内“反内卷”和海外资源民族主义等,对多类有色金属的供给产生了重要影响;需求方面,过去五年有新能源,未来五年有人工智能(AI),同时还有欧美的制造业重建等,进一步拉动了需求;库存方面,这是一轮由美国总统特朗普第二任期带来的逆全球化补库行情,过去二十余年以全球化效率为前提的全球库存研究框架即将失效,取而代之的将是逆全球化库存周期。

1 多因素推动有色金属走强

一段时间以来,有色金属市场涨幅亮眼。2025年全年,伦敦金涨幅高达65%。2026年涨势延续,截至2月5日证券时报记者发稿时,该品种年内涨幅为近14%;伦敦银去年累计上涨148%,今年以来累计涨幅也达到了超10%;号称“大宗商品之王”的铜同样涨势如虹,伦敦铜去年累计上涨43%,今年涨幅接近4%。此外,其他金属品种也都实现了不同幅度的上涨。

有机机构认为本轮有色金属价格大涨,主要源于逆全球化时代和降息通道下,稀缺资源品兼具全球货币体系重构与供给约束之利好,双重共振下实现了价值中枢提升:一方面,全球央行的购金逻辑,转向强调资产安全与主权控制的“战略储备”行为,且海外制造业回流带动了有色金属战略补库需求;另一方面,有色金属分布于全球各地,共同面临品位衰减、地缘扰动压制等挑战,造成供给紧缺进一步推升了价格弹性。

2 交易拥挤引发市场动荡

在贵金属价格持续刷出新高的同时,投资者追涨情绪明显升温,投机性需求占比也快速提高。上周和本周,全球市场接连遭遇“黑色星期五”“黑色星期一”,仅此两个交易日,金银就将过去一个月积累的涨幅抹去,价格波动之剧烈创出了历史纪录。

在不少分析人士看来,此次贵金属闪崩带动的有色金属市场短期调整,背后问题是交易过于拥挤。在投机力量极度看好后市且行情已涨幅较大的情况下,稍有风吹草动便引发获利盘抛售,从而导致踩踏。不过,此次市场经历回调后也迅速做出了修复。

以黄金为例,分析该品种的投资、投机需求变化可发现,伴随着金价上行,全球黄金ETF的持仓显著增长,散户持仓比例也快速上升。截至2月4日,全球最大黄金ETF——SPDR Gold Trust的持仓量达1081.95吨,较去年同期的863.05吨增长25.36%。国内方面,华安黄金ETF(518880)最新持仓约125.92吨,较去年增长159.63%,规模突破1200亿元。

期货市场同样呈现类似变化,全球黄金、白银期货的持仓量和交易量都有明显放大。近期,因为交易所的风控措施调整持续加强,市场的热度有所降温。

中信期货认为,贵金属是全球定价的品种,但目前国内定价权正逐渐提升。举例而言,在近两个月的上涨过程中,亚盘

交易时段贵金属价格往往表现更强,尤其是在去年12月海外圣诞节交易清淡期,贵金属行情仍表现得如火如荼,今年1月后白银的内盘溢价持续走高,均反映了国内资金力量对定价权的影响在扩大。

据证券时报记者了解,受贵金属火爆行情影响,一些期货公司的客户咨询和开户量也明显增加。在现货市场上,还可以看到一股买金买银的热潮,市场炒作情绪高涨。

在吴晋恺看来,在贵金属价格上涨中,投机因素和基本面因素可能各占一半。因为多数国家并没办法像美国一样发展AI,但又得承担美国发展AI所导致的通胀,购入黄金就变成了迫不得已的选择,因此可以看到多数非美国家央行购金以及黄金ETF持仓在持续增长。

从更宏观的角度来看,国信期货首席分析师顾冯达表示,以贵金属为代表的战

略资源品,当前行情已明显脱离传统大类资产定价和短期供需分析框架,进入“宏观变局下的资金驱动阶段”。他认为,这一阶段剧烈的市场波动,本质上是一场高杠杆资金推动的逼空行情与情绪博弈,其风险同样清晰可见——极端波动下,高杠杆持仓容易引发连锁强平;交易所同步上调保证金、加强监管,将直接冲击投机盘的流动性。此外,如果价格短期计入了过多的乐观预期,任何宏观叙事的边际变化都可能触发持仓盘集中获利了结。

有色金属若延续涨势,有望带动CPI温和回升

证券时报记者 魏书光

去年8月份以来,以基本金属为代表的上游原料价格大幅飙升,工业品出厂价格指数(PPI)已连续5个月改善,12月居民消费价格指数(CPI)更是创近3年来最高涨幅。当前,铜等上游材料价格持续攀升,今年内PPI、CPI能否进一步低位回升引发关注。

“无论是从历史规律,还是从当前政策的传导路径来看,上游行业都是预判今年PPI回升节奏、幅度的关键所在。”财信金控首席经济学家、财信研究院副院长伍超明

对证券时报记者表示,当前PPI回升主要集中于少数上游行业,呈现明显的结构性特征,本轮上涨动力主要来自煤炭、黑色金属及有色金属,传统石化等板块尚缺席但仍有提升空间。

据国家统计局数据,2025年黑色金属

| 2026年至今主要金属及能源金属涨幅统计 (截至2月5日) | | | |
|----------------------------------|------|--------|----------|
| 排名 | 品种名称 | 年内涨幅 | 类别 |
| 1 | 沪银 | 18.63% | 贵金属/工业金属 |
| 2 | 伦敦金 | 13.28% | 贵金属 |
| 3 | 沪金 | 13.11% | 贵金属 |
| 4 | 沪锡 | 13.07% | 工业金属 |
| 5 | 伦敦银 | 10.93% | 贵金属/工业金属 |
| 6 | 碳酸锂 | 9.21% | 能源金属 |
| 7 | 钯金 | 4.12% | 贵金属/催化剂 |
| 8 | 沪铜 | 2.79% | 工业金属 |
| 9 | 铂金 | 2.48% | 贵金属/催化剂 |
| 10 | 沪铝 | 2.01% | 工业金属 |

数据来源:文华财经 许孝如/制表

3 涨价压力向下游传导

有色金属是众多下游行业的原材料,本轮涨价无疑会对下游行业产生不同程度的影响。

金瑞期货铜分析师孟昊称,近期有色金属价格的定价逻辑,正在从短期供需转向更宏大的维度。从宏观层面看,全球主要经济体财政支出持续扩张,美联储仍处于降息周期并存在扩表预期,市场流动性整体充裕,对宏观因素高度敏感的有色金属天然受益。从微观层面看,铜市场同时具备供给与需求两端的“远期概念”:在供应端,近年来新矿投产有限,叠加矿端扰动频发,铜矿紧张的长期逻辑并未缓解;在需求端,全球经济呈现“K型”分化,能

不可替代性,远期消费中枢存在抬升预期。如此,铜价吸引了更多偏长期配置的资金持续入场。

在孟昊看来,近期有色金属的普适性上涨,与市场讨论的“反内卷”政策关联度并不高,更多是宏观叙事变化与资金重新定价的结果。他同时认为,有色金属价格走高,显著压缩了部分下游行业的利润空间。目前,虽然尚未看到空调、汽车等终端产品价格明显上涨,但下游企业已在积极采取降本措施。比如,在空调等行业中,市场已开始讨论“以铝代铜”的可行性;在制造环节中,也出现了“以钢代铝”“以铝节铜”等趋势。这意味着,如果终端价格短期保持稳定,那么上游涨价的压力已通过产业链内部调整得到了逐步消化。

4 短期震荡不改中长期向好

受访人士普遍认为,贵金属与有色金属的中期逻辑尚未被破坏,但短期需警惕高位震荡风险。

有机构预计,在逆全球化背景下,有色金属商品的长期中枢稳中有升,尤其是成长型资源品,主要原因有三方面:首先是货币维度,当前美国关税政策等损耗美元信用,且全球应对不确定性时,货币宽松大概率仍确定选项;其次是供需维度,在国家安全、资源供给等因素影响下,有色金属供给受阻,成本上行是大势所趋;最后是AI的快速发展强势拉动了全球电力需求,供需受其影响的有色商品显然受益。

对于有色金属的后市,吴晋恺相对乐观,他认为这是一轮“一低+四高”的超级周期,投资方面可区分为两条线索,即AI链和“反内卷”链——AI链对应的投资机会,包括非美地区的黄金、美国AI链的铜铝锡;“反内卷”链存在的机会,比如国内“反内卷”利好的钢铁、稀土、钨、锂等,海外“反内卷”利好的印尼镍、刚果(金)的钴。

中信期货表示,短期来看,投资者对美联储政策预期有所反复,贵金属杀跌对有色板块形成冲击,但考虑到春节前下游有备货需求,估计价格快速回落后有利于提振消费,供需改善或有望稳住价格,预计有色板块短期转为震荡;中长期来看,美联储独立性风险和弱美元预期仍在,供需整体改善的预期也在,有色板块仍将维持震荡偏强的走势,基本金属中的铜、铝、锡及镍的价格走势值得看好。

虽然普遍看好中长期行情,但受访人士也提醒投资者,在市场亢奋时应当多保持冷静。顾冯达称,本轮行情中,相关品种的金融属性明显压倒商品属性,一旦宏观叙事松动,缺乏即时强劲现货需求支撑的品种,调整幅度可能超出市场预期。对投资者而言,战略上可继续看好2026年上半年贵金属与有色板块的结构性机会;战术上,则需在春节前这一敏感窗口主动管理风险,降低仓位、锁定浮盈,耐心等待回调后出现的再布局机会。

在居民资产配置持续向金融资产转移的大背景下,兼具稳健性与进攻性的“固收+”产品,仍是券商资管2026年布局的重点业务。

近日,多家券商资管在接受证券时报记者采访时表示,当前“固收+”产品面临债券底仓收益下降、权益增强难度上升的双重压力,相关策略正经历深层次转型。面对挑战,多家机构正从多资产、运用量化工具、风控等维度推进“固收+”产品的迭代升级。

展望年内股债走势,机构普遍认为,今年债券表现将较去年改善,预计收益率水平维持震荡,权益市场则有望在震荡中走强。

传统“固收+”模式面临挑战

证券时报记者采访发现,在债券收益率处于历史低位、股市呈现结构性行情的大环境下,“固收+”策略的传统运作模式遭到了挑战。多家机构指出,债券的“安全垫”功能正在减弱,而权益部分的增强又因市场分化加剧而提升了难度。

一方面,当前债券底仓波动加大,票息保护减弱。国金资管相关负责人对证券时报记者表示,当前债市收益率已进入历史低位区间,传统票息收益贡献下降,预计2026年债市继续保持宽幅震荡,底层债券资产的波动可能直接冲击组合的稳定性。中泰资管固收公募投资部总经理程冰也认为,债市波动加大尤其是长端利率波动加剧,若风险预算不足,容易导致组合整体风险失控。

另一方面,随着沪指突破4000点,行情的结构分化加剧,“固收+”产品的权益增强部分被加大了难度。国金资管相关负责人告诉证券时报记者,当前权益市场结构性分化加剧,传统“固收+权益”策略的择时和选股难度增加,容易陷入“追高杀跌”或“踏空行情”的困境。光证资管也提到,当前权益资产的机会更多呈现轮动特征,对行业研判与个股选择提出了更高要求。

第一创业资管相关负责人表示,在当前市场环境下,“固收+”策略正经历深层次转型压力。首先是利率下行周期延续,使得依赖票息收益的传统运作模式难以为继;其次是债市波动加剧抬升了底仓风险,而股市结构性分化又显著增加了权益增强端的选股难度,导致整体策略收益的确定性下降,波动放大,这对管理人的多资产配置能力提出了更高要求。

“‘固收+’面临的挑战是多方面的,由于资产轮动加快,需要提升多资产组合能力。”程冰表示,除了基础设施债券部分的波动加大,从资产的性价比而言,股市上涨还推动了机会成本的上升,资金会向权益、量化等高收益品种扩散,“固收+”传统配置的低波权益部分可能面临下跌,需要做组合调整。

多维度推进“固收+”升级

证券时报记者采访发现,面对挑战,券商资管正在从多资产、运用量化工具、风控等多个维度推进“固收+”产品的迭代升级。

一是拓展资产边界,降低组合相关性。第一创业资管称,公司正推动多元资产投资升级,突破传统股债二元框架,纳入低相关性另类资产,提升组合的抗周期韧性。国信资管也表示,“多资产多策略”配置是平衡收益与风险的有效路径,“固收+”策略必须突破传统单一框架,转向更丰富的资产类别和策略工具,可通过加入商品、衍生品等资产,分散单一市场风险。

二是强化量化与系统化投资能力。多家机构正通过量化工具与系统化框架,来提升投资纪律性与稳定性。第一创业资管运用数据驱动方法挖掘资产组合与增强信号,避免对单一市场机会的过度依赖。国信资管建议,通过定量分析构建长期有效策略内核,减少主观干预;光证资管则提出,可借助量化工具辅助仓位管理与标的的选择。

三是风控前置,严守回撤与产品定位。风险控制,被普遍视为“固收+”产品的生命线。国金资管将严控回撤作为提升客户持有体验的核心。财通资管通过精细化的久期管理与风险预算匹配,来控制仓位与集中度风险。第一创业资管则建立了以回撤为导向的产品管理机制,坚决防范风格漂移。

机构预测股市震荡走强

股市和债市的投资难度加大,如何挖掘结构性机会?受访机构普遍认为,2026年债券表现将较去年改善,预计收益率水平维持震荡,权益市场则有望在震荡中走强。

“2026年,债券投资,尤其是资管类账户的债券投资机会将大于2025年。债券市场的收益率在去年抬升后,可能呈现短端票息更高、长端波动加大的格局,曲线可能进一步陡峭化。”程冰说。

财通资管相关负责人表示,2026年市场资金对权益和大宗的预期较强,叠加“十五五”开年财政可能提前发力,一季度债市长端或承压,预计债市利率或偏震荡运行,利率上行及下行空间均较为有限,可关注调整后的波段交易机会。

国信资管则分析,债市风险在2025年已经充分释放,2026年或仍面临一些逆风,但整体表现有望较去年出现边际改善,预计收益率水平偏向宽幅震荡,趋势上行和下行的条件均不具备。

光证资管预计,2026年债券市场仍将处于“上有顶、下有底”的震荡格局,尚未形成较为清晰的交易主线,债市重新面临赔率不足的矛盾,策略上信用债相对具备配置价值。

对于股市,机构则认为不乏结构性机会,A股有望在宽松环境中震荡走强。

第一创业资管看好科技成长、顺周期与前沿主题三大方向,包括人工智能(AI)产业链、有色、锂电、商业航天等。

国金资管预计,市场或维持“大盘为主、先成长后价值”的节奏,大盘/红利风格或与具备业绩支撑的成长赛道共振,投资者可关注AI、机器人、顺周期与资源、金融与红利等板块的机会。

国泰海通资管权益投研团队认为,A股有望在宽松环境中震荡走强,呈现结构性机会,今年上半年可重点布局光伏、券商、半导体、消费电子、基础化工等行业。

底仓收益降权益增强难
券商资管“固收+”出招应变

证券时报记者
许孝如