

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,有色板块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。

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,伦敦铜较去年累计上涨 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,有色资源分布于全球各地,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”,仅这两个交易日,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,稍有风吹草动便会引发获利盘抛售,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,但当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。

冶炼和压延加工工业的利润比 2024 年增长三倍,有色金属冶炼和压延加工业则增长 22.6%,但是化学原料和化学制品制造业、纺织业、石油和天然气开采业、煤炭开采和洗选业均呈不同程度下降,降幅分别为 7.3%、12.0%、18.7%、41.8%。

伍超明认为,上游价格能否顺畅地传导至中下游,是决定 PPI 回升幅度与持续性的关键。而这一传导机制能否畅通,根本上取决于终端需求的恢复程度。随着内需政策的持续推进,预计今年 PPI 同比有望于 4 月—5 月转正,全年呈“前快后稳”走势。

“传统的上游价格向下游传导的机制在 2012 年之后发生了明显变化,CPI 与 PPI 走势持续背离。”银河证券首席宏观分析师张迪基于实证数据表示,在终端需求相对扩张、政策协同发力的阶段,生产端价格变动更容易向消费端传导,PPI 对

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/制图

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、能源转型与 AI 产业成为核心增长引擎,而铜在新能源、电网、数据中心等领域具有

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,货币宽松大概率乃确定选项;其次是供需维度,在国家安全、资源供给等因素影响下,有色资源品供给受阻、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。

CPI 的正向影响相对显著。不过,在经济结构调整深化、内需不足或国际大宗商品价格波动但终端需求承接能力有限的阶段,价格传导机制则明显弱化甚至阶段性失效。值得关注的是,随着近年来需求约束特征凸显,消费价格对生产价格的反向约束作用有所增强。

当前,宏观层面已发出明确信号,共同指向 2026 年物价将趋势回升。2026 年是“十五五”规划开局之年,预计政策重心将进一步向国内经济聚焦,从供需两端协同发力。在需求侧,中央经济工作会议将“坚持内需主导”置于重点工作首位,着力提振消费,并推动投资止跌回稳。在上述政策合力下,物价走势温和回升将成为大概率事件。

张迪认为,从成本端来看,中短期内物价回升仍将由国际大宗商品价格上行所带来的成本拉动及替代品拉动效应主

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。

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将有利于提振消费,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。

随着全球商品价格进入上行阶段,原材料价格上涨将首先通过成本渠道向国内生产端传导,持续对工业品出厂价格形成支撑,从而为 PPI 提供中短期上行动力。在此基础上,上游成本向下游传导将逐步显现,并对终端消费品价格形成支撑,带动 CPI 温和回升。

“受原材料价格上涨驱动,PPI 与 CPI 的走势分化与传导逻辑成为债市定价的核心。这意味着原材料价格上涨虽能推动 PPI 由负转正,但对 CPI 的拉动仍会受限于终端消费的竞争和利润缓冲。”百亿债券私募机构万柏基金认为,原材料价格作为产业链最上游的变量,其上涨的确能拉动 PPI 回升,但我国市场由于中游厂商的竞争压力较大,对下游企业的议价能力较弱,加上上下游需求修复存在黏性,PPI 向 CPI 的传导效率已降至约 0.3—0.4 的弱相关区间,且存在 3—6 个月的滞后效应。

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,行情的结构化分化加剧,“固收+”产品的权益增强部分被加大了难度。国信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,除了基础资产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配置升级,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的策略内核,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 年或仍面临一些逆境,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。

国金资管预判,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 许盈