

写在 2026 丙午赤马年之前——贵金属的灰犀牛

(一)从家国信用到金银比

证券分析师：张冬冬

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522040001

证券分析师：徐梓铭

E-MAIL: xuzm@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525050001

从美国实际利率与黄金价格脱锚之后，黄金上涨的理由更多的来自于美元信用、地缘政治、央行购金等等交易者决定的边际定价，随着伦敦金现货突破 4000 美元/盎司之后，白银在低库存的基本面、金银比的叙事、更具工业属性以及逼空交易等催化下在两个月内实现了价格翻倍的历史性上涨。

(二)沃什只是 Trigger

双“凯文”的美联储候选人对决并不是新鲜事，这次美国总统特朗普提名沃什却成为了市场交易美联储独立性缺失以及鹰派形象的契机。事实是在贵金属暴跌之前，无论从上海白银的溢价、金银比的偏离度和白银逼空交易临近结束等，还是白银期权隐含波动率、RSI 的超买情况以及历史高位的白银 ETF 成交量来说，下跌调整只是时间的问题。

(三)不踏空和降低回撤

有色行业的配置中，一直在强调的就是不押注单一结构，虽然弹性和绝对收益会降低，但在面对市场调整的同时，能够保证参与了行情的趋势以及减少浮盈损失或少亏钱。以股票为例，业务结构既有铜又有金的就不是单一结构，反之则是，以此类推。

有色是有业绩的，但中游制造加工以及下游需求的缺失使得基本面是有瑕疵的。铝和铜的基本面还是比较好的，做多铝的理由有氧化铝、电解铝、产能甚至铝代铜等等、铜在过去 AI 算力的叙事下需要更多的制造业需求来衔接上逻辑闭环。

以这两个品种为基础，结合非单一结构的有色配置，就是为了不踏空和降低回撤。2026 年伊始 5 成有色、化工，3 成科技的仓位，也会随着英伟达去年 11 月中下旬财报利多不涨的弱势调整结构结束（量价突破）从前者转移部分仓位至后者。

风险提示：

1. 历史数据仅代表过去；
2. 流动性风险；
3. 特朗普发推。

目录

一、 贵金属的灰犀牛	4
(一) 从家国信用到金银比	4
(二) 沃什只是 Trigger	4
(三) 不踏空和降低回撤	4
风险提示	4

图表目录

图表 1: 金银比下的 80/50 法则	5
图表 2: 白银 ETF 成交量历史高位	5
图表 3: 白银 3 个月期权隐含波动率飙升	6
图表 4: 白银逼空交易接近尾声	6
图表 5: 沪银溢价历史高点	7

一、 贵金属的灰犀牛

(一) 从家国信用到金银比

从美国实际利率与黄金价格脱锚之后，黄金上涨的理由更多的来自于美元信用、地缘政治、央行购金等等交易者决定的边际定价，随着伦敦金现突破 4000 美元/盎司之后，白银在低库存的基本面、金银比的叙事、更具工业属性以及逼空交易等催化下在两个月内实现了价格翻倍的历史性上涨。

(二) 沃什只是 Trigger

双“凯文”的美联储候选人对决并不是新鲜事，这次美国总统特朗普提名沃什却成为了市场交易美联储独立性缺失以及鹰派形象的契机。事实是在贵金属暴跌之前，无论从上海白银的溢价、金银比的偏离度和白银逼空交易临近结束等，还是白银期权隐含波动率、RSI 的超买情况以及历史高位的白银 ETF 成交量来说，下跌调整只是时间的问题。

(三) 不踏空和降低回撤

有色行业的配置中，一直在强调的就是不押注单一结构，虽然弹性和绝对收益会降低，但在面对市场调整的同时，能够保证参与了行情的趋势以及减少浮盈损失或少亏钱。以股票为例，业务结构既有铜又有金的就不是单一结构，反之则是，以此类推。

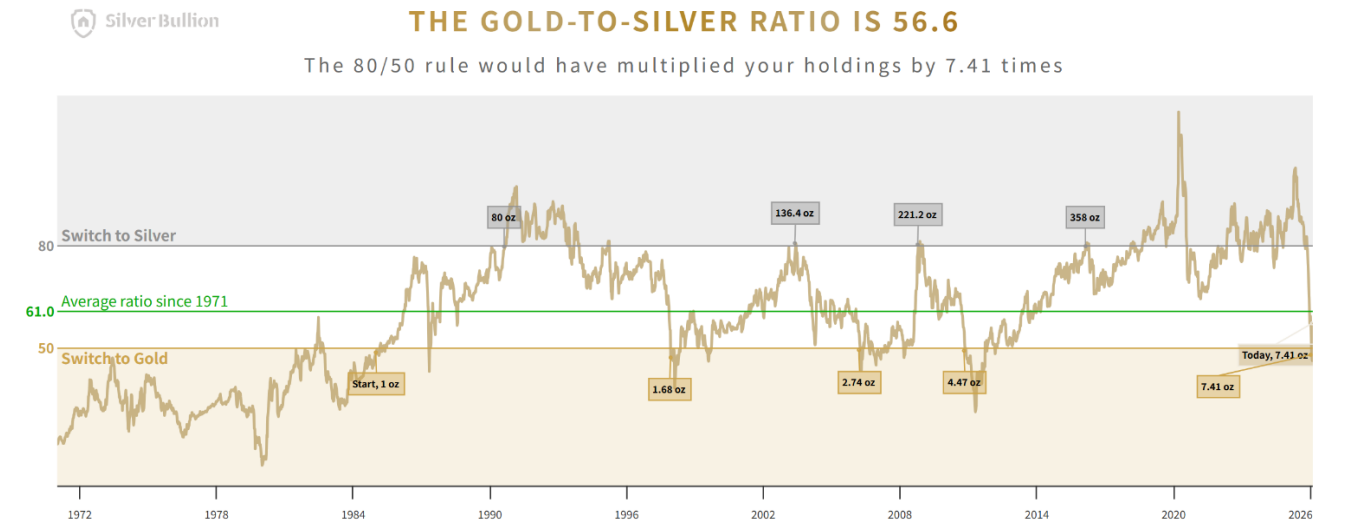
有色是有业绩的，但中游制造加工以及下游需求的缺失使得基本面是有瑕疵的。铝和铜的基本面还是比较好的，做多铝的理由有氧化铝、电解铝、产能甚至铝代铜等等、铜在过去 AI 算力的叙事下需要更多的制造业需求来衔接上逻辑闭环。

以这两个品种为基础，结合非单一结构的有色配置，就是为了不踏空和降低回撤。2026 年伊始 5 成有色、化工，3 成科技的仓位，也会随着英伟达去年 11 月中下旬财报利多不涨的弱势调整结构结束（量价突破）从前者转移部分仓位至后者。

风险提示

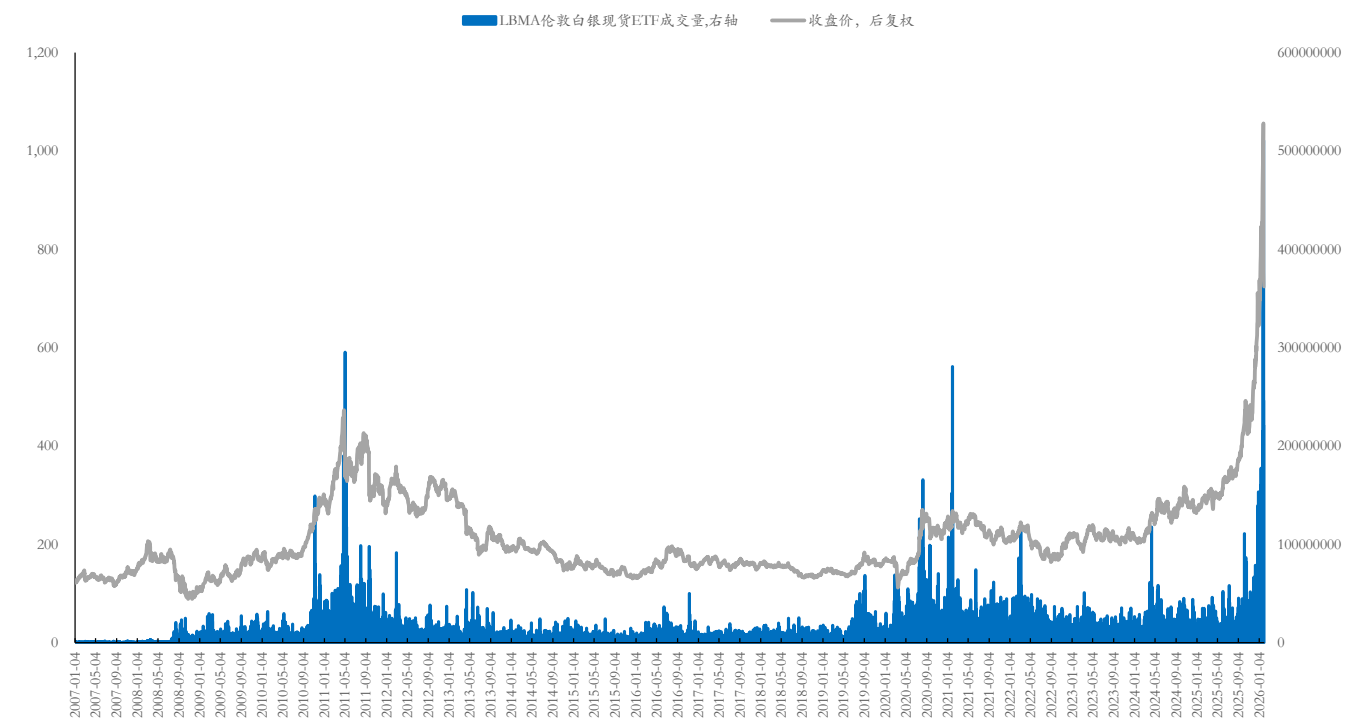
1. 历史数据仅代表过去；
2. 流动性风险；
3. 特朗普发推。

图表1：金银比下的 80/50 法则



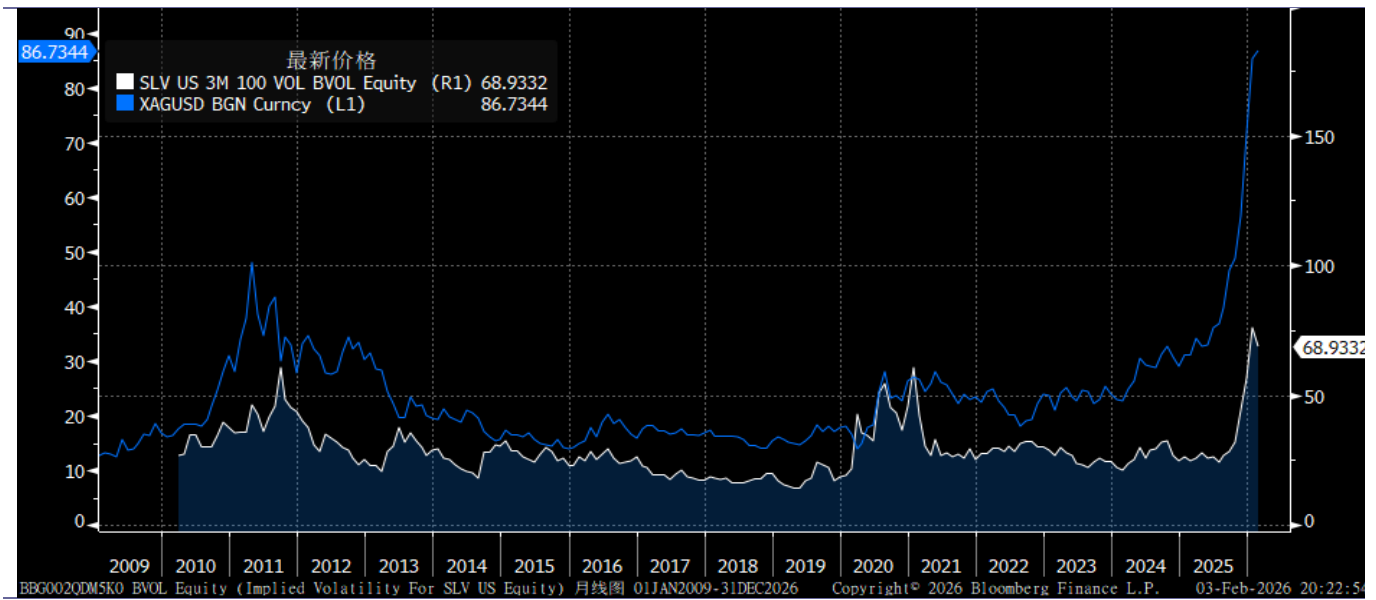
资料来源：SilverBullion，太平洋证券整理

图表2：白银 ETF 成交量历史高位

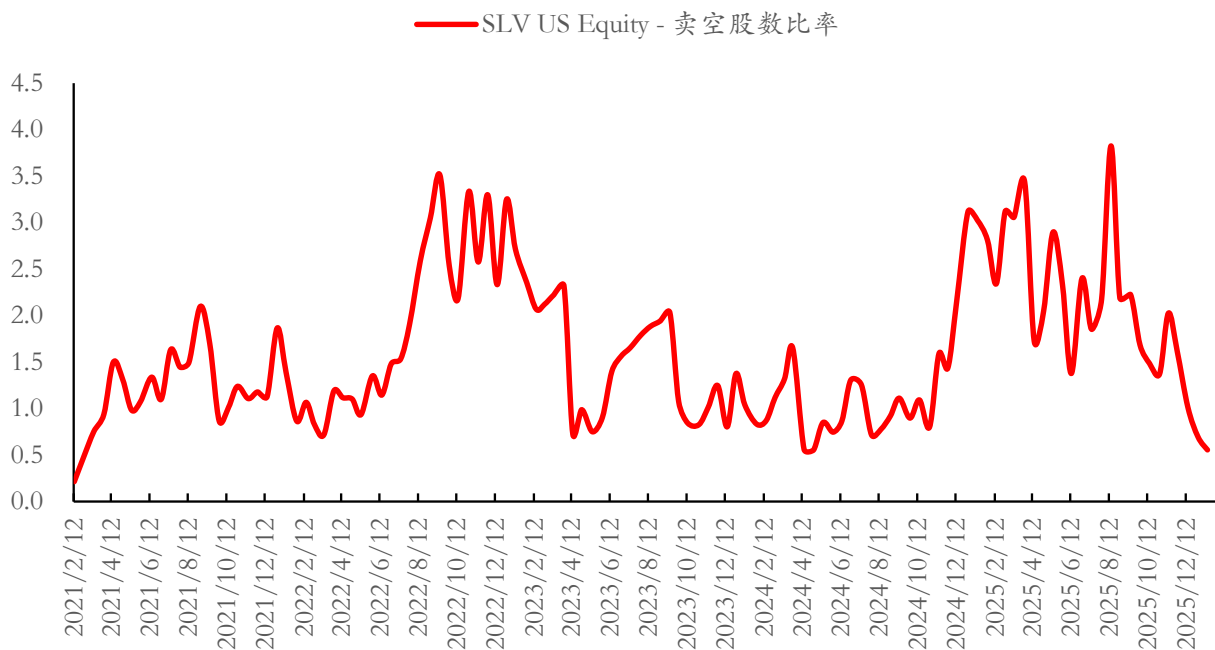


资料来源：iFind，太平洋证券整理

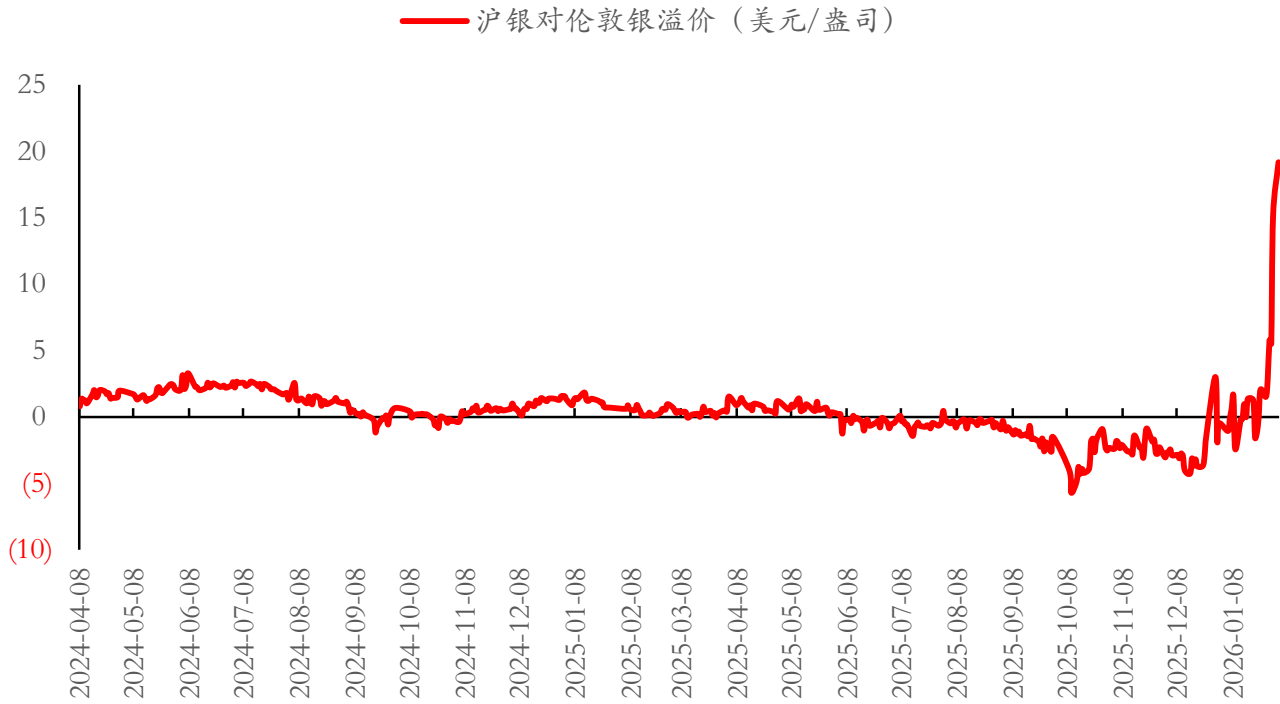
图表3: 白银3个月期权隐含波动率飙升



图表4: 白银逼空交易接近尾声



图表5：沪银溢价历史高点



资料来源：iFind，太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。