

瑞银Joni Teves:

金价上半年或冲击5000美元 白银和铜价结构性支撑渐强

1月20日，国际金价在避险需求推动下再度刷新历史新高，伦敦金现货价格、COMEX黄金期货价格双双突破4700美元/盎司。2026年以来，国际贵金属市场延续强势格局，铜价亦在高位运行。

随着全球宏观不确定性加剧，贵金属及基本金属的市场走势备受关注。瑞银贵金属策略师Joni Teves日前在接受中国证券报记者专访时表示，多元化配置需求是本轮金价上行的核心驱动力，机构投资者、零售投资者及各国央行均在增持黄金以应对宏观不确定性。她预计金价上半年仍有上攻动能，若市场对美联储独立性的担忧持续升温，金价在上半年有望冲击5000美元/盎司关口。白银则受益于金价上涨的带动及自身供需缺口收窄，今年或挑战100美元/盎司。铜市场在能源转型需求拉动下，供需格局趋紧，价格中枢有望抬升。

●本报记者 葛瑶



视觉中国图片

金价后市仍有上涨空间

Teves表示，黄金市场正经历结构性变化，多元化配置已成为推动金价上涨的核心动力。这一趋势体现在机构投资者、零售投资者和官方部门等各类需求主体。在宏观环境充满不确定性、政策可预测性下降的当下，投资者迫切需要分散风险，而黄金正是这一趋势的最大受益者。

从价格走势看，瑞银对今年年末金价的基准预测为4500美元/盎司，但当前金价已超越这一水平。Teves认为，金价的上涨行情将主要集中在上半年。若市场对美联储独立性的担忧持续发酵，避险资金将加速涌入黄金市场，有望推动金价冲击5000美元/盎司的心理关口。她表示，政治不确定性是当前推动金价上行的重要风险因素，任何地缘局势的升级或美国经济数据弱于预期，都可能在短期内引发新一轮的买盘。

进入下半年，随着美联储逐步退出宽松周期，金价上涨动能或将减弱。Teves解释称，尽管近年来黄金与实际利率的相关性有所弱化，但从长期视角

看，实际利率仍是持有黄金的机会成本，美联储的政策路径和市场利率预期仍将对金价产生实质影响。当市场开始预期美联储未来可能收紧货币政策、利率趋于上升时，黄金配置需求将有所回落。

然而，Teves表示，这一轮回调的幅度将远小于2013年那轮牛市终结后的深度调整。原因在于黄金已逐渐成为投资组合中核心配置的资产。即便在利率走高、对增长担忧减弱的环境下，投资者仍会保留一定的黄金持仓，而非完全退出。

在下行风险方面，Teves提示需关注三点：一是若美国公布一系列强劲经济数据，可能对金价形成阶段性压力；二是若政治不确定性出现缓和迹象，可能触发获利了结；三是农历新年后实物需求进入传统淡季，任何负面的宏观因素都可能导致金价出现较深回调。但她同时表示，金价下方存在支撑：各国央行预计将陆续逢低买入，当前正值实物黄金需求旺季，且仍有大量长期投资者等待适当时机。

白银供需缺口持续收窄

谈及白银市场，Teves表示，黄金价格仍是白银走势的主要驱动因素，但供需基本面的影响正在逐步增强。当前白银市场正处于有统计记录以来持续时间最长的供需缺口阶段，库存持续下降，这意味着任何需求激增或供给冲击都将对价格产生更大影响。

去年四季度的市场表现已初步印证了这一判断。彼时伦敦市场白银租赁利率大幅攀升，反映出短期流动性趋紧。Teves认为，这并非意味着全球白银即将耗尽，而是白银的物流调配——包括在正确的地点交付正确规格的白银——需要时间，因此会阶段性地出现流动性紧张。她提醒投资者，这种市场动态在未来一年可能出现得更加频繁，需要保持警惕。

在价格预测方面，瑞银给出的白银年末目标价为75美元/盎司，Teves认为上半年存在更大弹性空间。若金价冲击5000美元/盎司，白银有望同步冲击100美元/盎司的整数关口。从金银比价看，当前比价已大幅下降，但仍具有进一步下行空间。不过她提

醒道，金银比价的下行趋势不会是一条直线，由于白银波动性更大，若市场进入盘整阶段，白银的跌幅往往超过黄金，届时比价可能快速反弹。

下半年，若宏观环境如预期演变，随着金价见顶回落，白银也将跟随调整。Teves称，白银与黄金有两个主要差异：第一，白银缺乏央行购买的托底支撑，因此下跌时回调幅度可能更大；第二，投资者普遍将白银视为战术性交易品种而非长期持有资产，这要求投资者在操作上更加灵活。

此外，Teves提醒关注美国232条款调查的进展。

若最终确认白银及铂、钯免征关税，前期因关税不确定性和流入美国的白银可能回流市场，缓解供应紧张局面，从而对价格形成短期压力。

在投资策略上，Teves建议投资者为更高的波动性做好准备，保持仓位灵活性。对于白银而言，“灵活操作”这一原则尤为关键，因为缺乏各国央行托底意味着下行风险更大，投资者需要具备快速应对市场新动态、及时调整仓位的能力。

供需趋紧支撑铜价中枢

在基本金属领域，Teves援引瑞银金属矿业团队观点表示，该团队对铜市场持看多立场，核心逻辑在于供需基本面趋紧。预计2026年铜需求增速将达到2.5%至3%，而矿山及精炼产能的增长率不足1%，供需缺口将导致市场供应收紧。

从需求端看，能源转型和电网建设是拉动铜消费增长的主要引擎。随着全球加速推进清洁能源发展，铜在电力基础设施中的应用需求持续扩大。瑞银团队预计，这一增长趋势具有可持续性，2027年需求增速或在2026年的基础上进一步升至3%左右。

供给端则面临多重约束。过去一年，矿山端频繁出现生产扰动，导致市场对未来几年供给增长的预期持续下修。Teves表示，与贵金属类似，铜市场同样面临供给受限的结构性问题，这将为价格形成中长期支撑。

不过，Teves也坦言，近期铜价的快速上涨在一定程度上由投机资金推动，价格已阶段性偏离基本面。去年12月和今年初流入的投机性资金若出现回撤，铜价可能经历一轮盘整。但她认为，适度的价格回调反而有利于市场回归基本面，为后续行情打下更坚实的基础。

在需求韧性方面，Teves表示，尽管高价环境下始终存在需求替代的风险，但该团队基准预期并未纳入短期需求破坏的情景。工业品的需求响应通常存在时滞，短期内难以看到明显的替代效应。

当被问及当前时点黄金、白银、铜三种金属的投资吸引力比较时，Teves表示，三种金属的投资逻辑存在本质差异。铜更多反映经济增长预期，黄金侧重避险和多元化配置，白银则兼具工业属性和贵金属属性。考虑到三种金属均处于历史高位附近，若必须选择，她个人更倾向于黄金。理由在于，地缘不确定性将持续为金价提供支撑，且一旦出现回调，各国央行买盘、实物需求和长期配置资金将提供更坚实的下方支撑。

展望后市，Teves提示两大情景可能显著改变当前判断：一是若美国经济在AI生产率提升驱动下强劲复苏，通胀黏性叠加经济韧性可能促使美联储更快收紧货币政策，届时黄金的叙事逻辑将面临挑战；二是若债券市场出现剧烈震荡，美联储可能被迫大幅降息，届时金价将获得更强上行动能。她建议投资者密切跟踪宏观数据变化，在这个充满变数的年份保持灵活应对。

金价突破4700美元创新高 四家机构热议后市走向

●本报记者 马爽

近期，国际黄金市场热度持续攀升，价格一路高歌猛进，并迭创历史新高。Wind数据显示，截至北京时间1月20日17时15分，伦敦现货黄金一举冲破4700美元/盎司整数关口，最高触及4731.54美元/盎司；纽约商品交易所（COMEX）黄金期货同步走强，峰值达4738.0美元/盎司，两大核心品种2026年以来累计涨幅分别达9.38%、9.31%，对于金价强势表现的原因及后续走势，多位业内分析师给出了各自观点。

东证衍生品研究院宏观策略首席分析师徐颖表示，近期国际金价维持高位运行，核心驱动力源于市场避险情绪升温与美元信用进一步弱化。地缘局势方面，继委内瑞拉之后，美国总统特朗普再度向伊朗施压，但其态度随后边际软化，速战速决的可能性下降，美国最终并未对伊朗采取袭击行动。与此同时，美欧地区矛盾持续升温，叠加地缘风险带来的不确定性，市场避险情绪持续对金价形成支撑。政策层面，美联储主席鲍威尔遭刑事诉讼，本质上是特朗普施压美联储降息的体现，这一事件进一步加剧了市场对美联储独立性的担忧，资金做多大宗商品的意愿显著增强，以此对冲法币潜在风险。经济与货币政策预期上，近期美国经济数据表现尚可，短期未显现衰退迹象，通胀存在温和回升动力，美联储降息意愿偏低；加之美联储独立性受扰背景下，多数官员讲话维持“鹰派”基调，市场暂无增量刺激政策出台。不过，贵金属市场仍面临多重利空因素：一是美国关键矿产清单暂未对白银、铜等金属加征关税，相关资源的炒作热潮短期降温；二是芝商所调整贵金属保证金模式，上海期货交易所同步对白银期货实施提保限仓措施，政策层面意在为市场降温；三是白银及有色金属价格近期涨幅过快，已脱离实际供需基本面，前期积累的风险亟待释放。综合来看，短期金价波动概率加大，建议投资者等待回调后再布局多头寸。

广发期货研究所贵金属研究员叶倩宁表示，近期，局部地区贸易冲突升级，加剧了市场担忧情绪，避险资金纷纷涌入黄金市场，推动国际黄金价格在结束短暂回调后再度走强，并创下了历史新高。从宏观层面来看，美国近期公布的一系列经济数据显示，其就业市场与通胀水平持续放缓，但部分领域在美联储降息政策的提振下已出现边际改善。尽管美联储内部对就业与通胀目标的权衡仍存在分歧，短期政策取向趋于谨慎，但贸易摩擦升级与地缘风险引发的避险需求，正驱动资金提前布局黄金资产，为金价上涨打开中长期空间。在此背景下，全球主流机构纷纷上调金价预期，部分机构投资者选择提前“抢跑”配置黄金，进一步对金价形成强劲支撑。从短期走势来看，黄金市场将更多受美国经济数据对美联储政策预期的传导，以及地缘局势波动的扰动，价格大概率维持偏强震荡态势。

紫金天风期货分析师刘诗瑶表示，2026年开年以来，美债收益率、美元指数与贵金属价格出现罕见同涨现象，核心原因在于美国经济基本面的强劲韧性，这也意味着货币政策已不再是在左右贵金属价格的主要矛盾。一方面，美国经济数据表现向好，叠加市场加息押注“鹰派”官僚凯文·沃什将出任美联储新主席，进一步强化了美联储降息预期降温；另一方面，美国消费能力相较于欧洲更具优势，为美元指数提供了有力支撑，即便市场普遍认为鲍威尔年内不会再次实施降息，也未能抑制金价强势表现。近期，伦敦现货黄金价格再度刷新历史新高，这一表现反映出贵金属在地缘局势风险与美国经济韧性叠加的背景下，已呈现出明显的“逻辑脱敏”特征。值得关注的是，黄金市场无视“美元指数上行、利率抬升”的传统压制因素，走出独立上涨行情，这种“脱敏”式走势反而进一步增强了市场对金价继续上涨的信心。

正信期货首席宏观分析师蒲祖林表示，短期来看，金价在委内瑞拉事件冲击下斩获丰厚避险溢价，尽管冲突持续时间较短，却已预示2026年全球地缘局势不确定性将显著上升，这一宏观趋势势必对风险资产价格走势形成剧烈扰动。预计在伊朗问题及格陵兰岛相关争端尘埃落定前，黄金市场将持续获得充足避险溢价支撑，价格呈现易涨难跌格局，甚至存在加速上行的可能。但需警惕的是，当前金价已明显高估，依据现有分析框架及估值模型测算，其涨幅已透支未来近十年的增长空间；即便对标1980年金价脱离估值锚的极端情形，国际金价短期上涨高点或触及5200美元/盎司，中长期则需重点防范避险溢价褪去后的估值回调风险。

密集“打卡”热门标的的 机构开年积极掘金A股机遇

●本报记者 胡雨

2026年以来，脑机接口、商业航天、具身智能多个热门概念板块轮番活跃，A股市场结构性机遇涌现。从机构2026年初调研上市公司路径看，与上述热门概念板块密切相关的多家上市公司成为“香饽饽”。调研纪要显示，上市公司脑机接口产品2026年商业化落地进展如何，商业航天火箭结构件业务现有产能情况等话题备受关注。

从市场表现看，近几个交易日A股震荡调整，带动多个热门概念板块降温，但业内机构认为，在政策支持、行业重要事件催化以及技术持续突破等众多利好影响下，脑机接口、卫星等多个产业投资机遇仍然值得重视。

多个热门概念板块受追捧

在1月7日盘中股价创出阶段新高后，脑机接口概念股翔宇医疗近期出现调整。不过，Wind数据显示，截至1月20日收盘，其2026年以来累计涨幅仍超过19%。作为机构2026年开年调研最关注的标的，翔宇医疗累计接待前来调研的机构208家次，数量在同时期接待机构调研的上市公司中高居第一。

从翔宇医疗披露的调研纪要看，公司脑机接口产品2026年商业化落地进展如何、公司脑机接口产品在医院的使用模式等与脑机接口相关的话题备受机构关注。对此，翔宇医疗表示，公司脑机接口产品覆盖的作业疗法、运动疗法、认知言语、吞咽等康复场景有望快速落地，目前产品主要以医企协同、科研合作模式进入医院，随着医生、患者对主动康复效果的认可和产品应用意愿持续提升，后续将逐步从科研转化为临床应用。

像翔宇医疗这样因贴合市场热门概念而受到投资机构关注的热门标的在近期并不鲜见。2026年以来，A股结构性投资机遇持续涌现，脑机接口、具身智能、商业航天等投资主题受到市场热烈追捧，也引发投资机构高度关注，多只相关标的成为机构调研的“心头好”。

以训练数据为主业的海天瑞声，2026年以来累计接待前来调研的机构207家次，数量仅次于翔宇医疗。调研纪要显示，公司如何看待具身智能数据业务以及在相关方向是否有具体计划受到机构关注。

海天瑞声表示，公司非常看好具身智能数据领域这一高增长的新兴赛道，已组建具身智能数据专项团队开展相关业务；公司已与多家机器人本体厂商展开合作，并与若干家头部科技大厂及地方政府启动订单需求对接，正在推进相关样例数据交付与训练场方案的设计与落地，为下一步具身智能数据业务的加速发展奠定坚实基础。

1月6日至1月15日，超捷股份在短短10天内便接待了5批机构调研，累计接待机构接近130家次，数量在同期接待机构调研的上市公司中位居第五。公司披露的调研纪要显示，其商业航天火箭结构件业务现有产能情况、商业航天业务团队有哪些优势等是机构发问的重点。

超捷股份回应称，公司在2024年上半年完成铆接产线建设，产能为年产10架，后续根据订单情况可以随时增加产能；公司商业航天业务核心团队经验丰富，已形成“老带新”的良性机制，既有资深技术及制造人员在关键工艺环节提供支撑，也持续培养新的生产制造人员，保障了技术的延续和制造体系的稳定。

积极挖掘产业投资机遇

从2026年以来机构调研上市公司整体情况来看，截至1月20日中国证券报记者发稿时，合计有373家上市公司接待机构调研。从行业分布情况来看，电子、机械设备行业关注度相对较高，均有超过50家公司接待机构调研；计算机、电力设备等行业均有超过30家公司接待机构调研，基础化工、生物医药、汽车等行业同样是机构调研关注的重点方向。

近几个交易日，A股整体震荡调整，科技成长方向随之降温，脑机接口、商业航天等板块出现明显回落。不过在业内机构看来，政策支持、行业重要事件催化叠加技术持续突破，有望带动相关产业持续发展，长期投资价值值得投资者关注。

以脑机接口为例，在华金证券医药行业分析师刘颤然看来，脑机接口产业进入商业化落地关键元年，政策引领、技术迭代叠加临床突破共振，推动行业快速发展。短期来看，预计非侵入式下游应用率先放量，侵入式技术加速突破，优先布局非侵入式康复设备与消费级应用，建议重点关注产品获批并开始逐步贡献收入的公司，同时密切关注侵入式技术的研发和临床进展。

对于商业航天板块，目前航天科技集团召开2026年度工作会议，明确大力推进商业航天发展。在东方证券国防军工行业分析师罗楠看来，商业航天板块近期虽有调整，但不改中长期产业趋势，政策推动下，航天强国建设有望加速：“我国可回收火箭技术研发有望迎来多方力量共同突破，未来随着政策不断提供支持、火箭运力提升和可回收技术加速推进，卫星产业将进入发展快车道，卫星制造、发射、运营等全产业链均有望受益。”