

## 海外市场分析

# 金银：“历史性”下跌之后？



分析师：陶川

执业证书：S0590525110006  
 邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：邵翔

执业证书：S0590525120004  
 邮箱：shaoxiang@glms.com.cn

分析师：林彦

执业证书：S0590525110007  
 邮箱：linyan@glms.com.cn

2026年02月07日

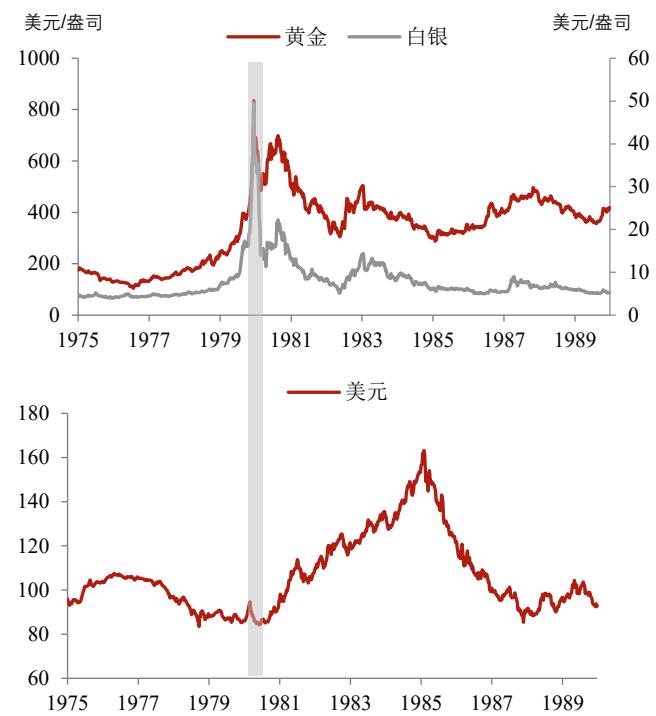
- **金银近期创下了“历史性”的下跌**，对于背后原因的分析已经很多，在此我们只想探讨一个问题，**金银牛市结束了吗？**
- 我们虽然也会提示短期内波动较大，不过从三个维度我们认为后续金银的行情可能是盘整降波，而不是趋势性终结。
- **第一是终结的条件还不成熟**。我们回顾贵金属的“大牛市”，1970年以来涨幅大而且伴随着弱美元周期的主要有两段：1970s年代和21世纪初，**而大涨的终结时点分别是在1980年和2011年**。终结的条件主要看来有两个：一是出现调控投机的政策，比如交易所提高贵金属保证金比例；二是货币政策开始出现明显的偏“鹰”转向。而从相关资产的表现来看，最典型的是这两年都是**美元新一轮强势周期的起点**。
- 就目前而言，我们确实看到了**芝加哥商品交易所连续提高白银、黄金等贵金属的保证金比例**，但把特朗普提名Walsh作为货币政策转向信号依据不足，降息的政策方向并没有变。与此相对，历史上，**1980年是沃尔克执掌美联储、大力紧缩治理高通胀，2011年则是美联储结束了第二轮量化宽松（QE2）**。
- 除此之外，在当前美国面临高负债困境+宽松周期的背景下，**确实尚难做出美元指数将迎来新一轮牛市的判断**。
- **第二是市场的波动有较为明显的局部性**。与之前的市场大波动不同，金银的“历史性”波动并没有扩散，主要的股债汇市场波动虽然有所提高，但极为有限。
- **踩踏和“流动性”问题如果只是局部的，那市场的表现可能时“来日方长”**。资金可能暂时性流出贵金属、流向其他资产，而等波动逐步回归正常之后，再次流回贵金属的可能性依旧不小。
- **第三是从大的商品周期来看，当前可能还处于初期阶段**。我们在之前的报告《百年浮沉，商品距离“大牛市”还缺什么？》对比了当前和之前5轮商品上涨大周期，如果把2020年作为起点，除了贵金属和部分有色金属比较突出外，**多数能源和农产品都有些上涨不足**。
- 如果我们依旧抱有对商品上涨大周期的“信念”，**那么能源和农产品的补涨阶段**，贵金属作为重要资产类别亦将参与行情，尽管其价格弹性可能相对有限。
- 基于此，上周的金银“历史性”大跌虽然颇具震撼力，**但目前对于市场主线叙事的影响反而可能不是那么大**。美联储主席提名Walsh的政策变化也许能够重构市场叙事，但这需要时间。接下来关注什么？
- **金银或将逐步进入“降波”行情**——单边大幅上涨或下跌出现的频率有望降低。
- 既然市场的交易情绪还在，**关注流出金银的资金会去哪？**一方面关注部分尚处价格洼地的商品，一方面可能也会引发股市风格的变化（之前金银和成长风格较为相关）。
- **至少短期内金银的部分避险功能或将被削弱，谁来填补？**关注原油等滞涨的地缘资产品种，以及债市的机会。

## 相关研究

1. 2026年1月PMI点评：1月PMI：开年的微妙信号-2026/01/31
2. 海外市场点评：美联储：“新主席”的政策轨迹-2026/01/30
3. 资产配置系列报告：百年浮沉，商品距离“大牛市”还缺什么？-2026/01/30
4. 美联储政策观察：暂停降息的醉翁之意-2026/01/28
5. 海外市场分析：美元：“蓄谋已久”的贬值？-2026/01/28

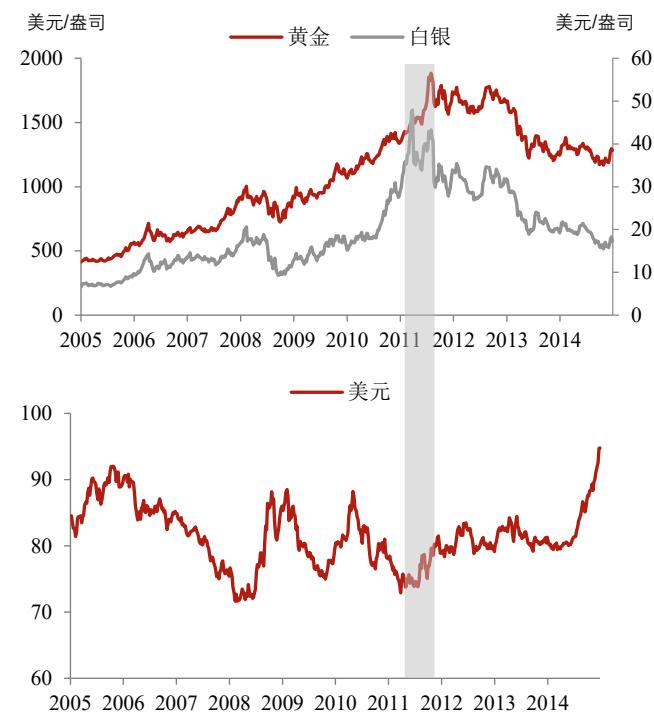
- **风险提示：**特朗普政府超预期加征关税，导致全球市场动荡；美国经济衰退导致大类资产集体动荡。

图1：金银见顶：1980年



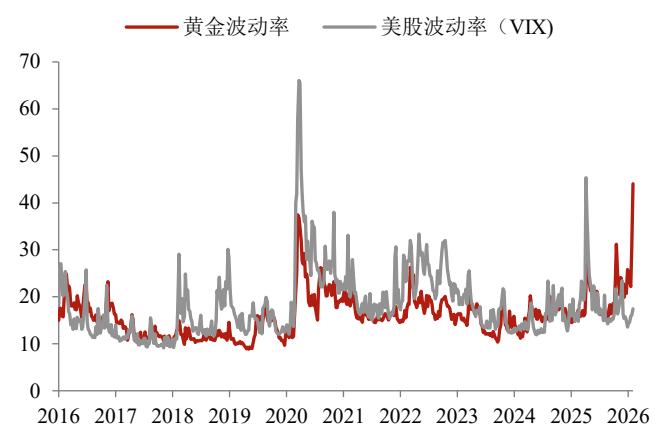
资料来源：彭博，国联民生证券研究所

图2：金银见顶：2011年



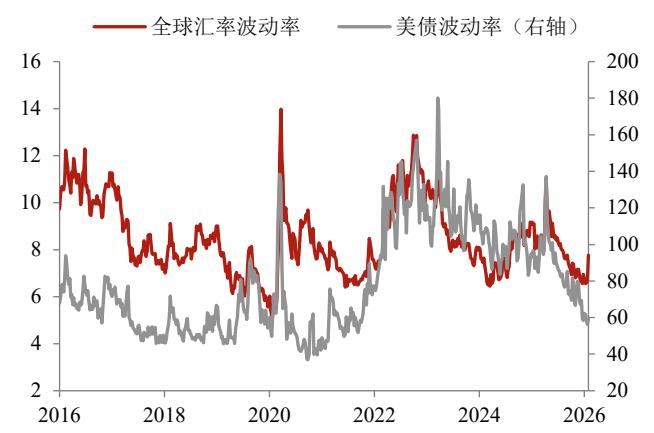
资料来源：彭博，国联民生证券研究所

图3：本轮波动主要集中在贵金属，股市相对有限



资料来源：彭博，国联民生证券研究所

图4：贵金属动荡对于汇率和债市的影响也比较有限



资料来源：彭博，国联民生证券研究所

图5：2000年以来部分主要大宗商品的年度涨跌情形：2020年以来能源和农产品上涨滞后

年份	年度收益率 (%)																				上涨占比								
	(布)原油	天然气	取暖油	汽油	焦煤	玉米	大豆	豆粕	豆油	小麦	DCE铁矿石	铜	螺纹钢	铝	锌	镍	铅	黄金	白银	铂金	糖	咖啡	可可	棉花	活牛	瘦肉猪			
2000	-4.8	319.7	31.3	-		13.3	8.2	33.2	-7.7	12.5		-2.3		-3.9	-16.8	-16.4	-6.3	-5.5	-15.0	41.7	66.7	-47.9	-9.4	22.7	17.2	4.3	48%		
2001	-16.6	-73.7	-39.3	-		-9.8	-15.7	-24.7	5.1	3.4		-21.8		-14.6	-24.7	-19.7	10.8	2.0	-1.0	-19.1	-27.5	72.8	-42.9	-15.0	0.4	26%			
2002	44.0	86.3	57.2	-		12.8	35.3	13.7	39.1	12.5		6.6		0.5	-2.4	25.5	-14.8	24.8	4.9	22.6	3.0	30.3	54.3	43.7	10.5	-9.6	83%		
2003	5.3	29.2	5.5	-		4.3	38.5	44.6	31.2	16.0		48.8		18.0	33.2	132.9	71.8	19.5	24.0	34.2	-25.5	7.9	-25.0	46.7	2.5	3.5	87%		
2004	34.1	-0.6	34.7	-		-16.8	-30.6	-32.8	-26.0	-18.4		38.9		23.3	23.6	-10.3	40.0	5.4	14.6	6.5	59.4	59.7	2.1	-40.4	13.8	43.0	61%		
2005	45.8	82.6	40.5	-		5.4	9.9	21.3	3.3	10.3		40.6		16.3	52.7	-10.0	4.1	18.4	30.0	12.7	62.4	3.2	-2.8	21.0	5.3	-14.6	83%		
2006	3.2	-43.9	-7.5	-7.9		80.9	13.5	-2.7	37.4	47.7		40.6		24.2	125.6	154.0	57.9	23.0	45.5	17.1	-20.0	17.8	8.7	3.7	-2.2	-5.5	70%		
2007	54.2	18.8	65.5	54.5		16.7	75.4	72.7	67.0	76.6		5.9		-16.6	-45.1	-23.4	50.7	31.3	15.3	34.2	-7.9	7.9	24.5	21.0	6.4	-6.2	78%		
2008	-51.4	-24.9	-46.8	-59.3		-10.6	-18.9	-9.4	-31.9	-31.0		-53.6		-36.0	-49.6	-55.4	-60.3	5.5	-24.3	-38.7	9.1	-17.7	31.0	-27.9	-12.2	5.2	17%		
2009	70.9	-0.9	50.7	103.6		1.8	6.9	4.5	21.2	-11.3		137.3		45.6	113.5	58.8	137.8	24.0	49.1	55.9	128.2	21.3	23.4	54.2	1.8	7.8	91%		
2010	21.6	-20.9	20.1	19.5		51.7	34.0	18.0	43.1	46.7		32.9		25.8	11.6	-3.5	33.8	6.4	29.7	83.7	21.5	19.2	76.9	-7.7	91.5	25.5	21.6	88%	
2011	13.3	-32.1	15.4	9.5		2.8	-14.0	-16.4	-9.8	-17.8		-22.7		-11.4	-18.8	-25.2	-24.2	-21.3	10.2	-9.8	-21.1	-27.5	-5.7	-30.5	-36.6	13.9	5.7	29%	
2012	3.5	12.1	3.8	4.7		8.0	18.4	35.9	-5.6	19.2		6.3		-12.0	2.5	12.2	-9.2	14.8	7.0	8.3	9.9	-16.3	-36.6	6.0	-18.1	5.7	1.7	75%	
2013	-0.3	26.2	1.1	-0.9		-39.6	-7.5	4.1	-21.0	-22.2		-7.0		-12.6	-13.9	-0.5	-18.6	-5.1	-28.3	-35.9	-10.9	-15.9	-23.0	21.2	12.6	3.5	-0.3	25%	
2014	-48.3	-31.7	-40.0	-48.5		-16.5	-5.9	-22.3	-16.7	-17.6	-2.6	-42.3		-16.8	-22.0	4.1	6.0	9.0	-15.8	-1.5	-19.5	-11.8	-50.5	7.4	-28.8	23.2	-4.9	23%	
2015	-35.0	-19.1	-40.4	-11.7	-23.5	-9.6	-14.5	-27.5	-4.4	-20.3		-32.2		-24.4	-29.4	-17.9	-26.2	-41.8	-2.9	-10.5	-11.5	-26.2	5.0	-23.9	10.3	5.0	-18.0	26.4	
2016	52.4	59.3	54.8	31.4	154.0	-1.9	14.4	18.4	12.7	-13.2		81.1		17.4	60.5	12.5	60.2	13.5	11.5	8.6	15.8	1.1	28.0	8.2	-33.8	11.6	-12.4	10.6	85%
2017	17.7	-20.7	21.8	8.1	-16.8	-0.4	-4.5	-0.1	-3.9	4.7		-25.2		31.7	42.7	33.3	30.1	27.5	23.9	13.7	7.2	3.6	-22.3	-7.9	-11.0	11.3	3.4	8.5	62%
2018	-19.5	-0.4	-19.0	-26.4	10.6	6.9	-7.3	-2.0	-16.7	17.9		10.8		-20.3	-8.2	-19.3	-25.6	-16.5	-18.8	-2.1	-9.4	-14.8	-20.6	-19.3	27.7	-8.2	1.5	-15.0	23%
2019	22.7	-25.5	20.7	28.3	-16.5	3.4	6.9	-2.1	25.2	11.0		28.6		6.3	-1.9	-1.8	-8.1	31.5	-4.9	18.9	15.3	22.1	11.6	27.3	5.1	-4.4	-0.1	17.1	65%
2020	-21.5	16.0	-27.2	-17.0	24.3	24.8	39.5	44.8	25.6	14.6		55.3		25.8	11.2	10.6	19.8	18.6	3.5	24.4	47.4	10.7	15.4	-1.1	2.5	13.1	-9.4	-1.6	77%
2021	50.2	46.9	57.8	58.2	36.9	22.6	1.0	-5.2	29.9	20.3		-36.6		26.8	7.8	41.6	31.0	26.0	17.4	-3.5	-11.6	-10.3	21.9	76.3	-3.2	44.1	23.0	15.9	77%
2022	10.5	20.0	44.3	10.4	21.1	14.4	14.3	16.2	13.3	2.8		25.3		-14.6	-10.0	-16.2	-16.5	43.2	-0.2	-0.1	2.9	11.3	6.1	-26.0	3.2	-26.0	11.5	7.6	69%
2023	-10.3	-43.8	-24.1	-14.5	-21.3	-30.5	-14.9	-19.3	-25.0	-20.7		21.7		2.1	-1.3	0.1	-11.6	-45.0	-12.0	13.4	0.2	-7.3	2.7	12.6	61.4	-2.8	12.2	-22.5	35%
2024	-3.1	44.5	-9.1	-4.8	-48.0	-2.7	-22.8	-20.3	-16.8	-12.2		-25.3		3.5	-18.4	7.9	12.0	-7.9	-5.5	27.5	21.4	-10.2	-6.4	69.8	178.2	-15.6	11.6	19.6	38%
2025	-18.5	1.5	-8.6	-14.8	2.8	-4.0	3.2	-4.3	20.8	-8.1		3.7		41.1	-5.9	17.4	4.5	9.3	2.5	64.4	141.4	127.6	-22.1	9.1	-48.1	-6.0	19.7	4.7	62%
累计收益率 (2002-2011, %)	241.0	93.5	235.2	119.9		149.1	150.2	113.5	174.6	131.2		275.3		68.1	222.9	281.9	272.4	191.7	233.1	144.8	200.5	201.7	77.9	177.1	65.2	51.0			
累计收益率 (2020-2025, %)	7.2	85.0	33.1	17.4	15.7	24.5	20.4	11.9	47.9	-3.2		44.0		84.7	-16.6	61.5	39.2	44.2	5.6	126.1	201.8	121.8	17.7	140.6	194.0	6.9	68.5	23.8	

资料来源：彭博，国联民生证券研究所

注：1. 上述使用的均为相应商品期货的价格进行计算，空白表示数据缺失。

2. 2002年至2011年为上一轮大宗商品上涨大周期，具体可参见报告《百年浮沉，商品距离“大牛市”还缺什么？》。

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的利益。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；北交所以北证 50 指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事；本公司自营部门及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

 **无锡** 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

 **上海** 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

 **北京** 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

 **深圳** 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室

