

“对等关税”驱动避险需求，金价创新高

2025年04月12日

➤ 本周 (04/04-04/11) 上证综指下跌 3.11%，沪深 300 指数下跌 2.87%，SW 有色指数下跌 3.26%，贵金属 COMEX 黄金上涨 3.72%，COMEX 白银上涨 0.85%。工业金属 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡价格分别变动-2.50%、-1.57%、-1.72%、2.05%、-4.42%、-14.90%；工业金属库存 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动-3.61%、-0.80%、-10.50%、+7.19%、+2.12%、+3.46%。

➤ **工业金属：特朗普“对等关税”政策反复，市场不确定性增加，工业商品价格大幅波动；但内需韧性有望对冲外部风险，托底工业金属价格。核心观点：美国征收“对等关税”政策反复，中美博弈升级，美国衰退风险加剧，商品价格大幅波动；国内 3 月制造业 PMI 连续第二个月处于扩张区间 (50.5%)，内需韧性有望对冲外部风险，托底工业金属价格。铜方面**，供应端，本周 SMM 进口铜精矿指数报-30.89 美元/吨，周度环比减少 4.49 美元/吨，冶炼端亏损压力加剧，智利 Sierra Gorda 铜矿因发生安全事故停产，24 年铜产量 14.6 万吨，Matarani 港口通往嘉能可 Antapaccay, Hudbay 和 Las Bambas 铜矿的道路于周一恢复畅通，道路封锁持续一周多时间，对铜矿生产、运输影响较小。需求端，国内铜线缆企业开工率 84.67%，环比增长 3.61pct，主要系关税导致铜价重心回落，前期积压的需求释放。**铝方面**，国内电解铝运行产能接近产能天花板，成本端氧化铝现货继续下跌，需求端因铝价下跌，新订单小幅增长，周度去库 2.1 万吨。**重点推荐：洛阳钼业、紫金矿业、西部矿业、金诚信、中国有色矿业、五矿资源、中国铝业、中国宏桥、天山铝业、云铝股份、神火股份。**

➤ **能源金属：刚果(金) 禁钴出口政策影响延续，原料库存加速去化，钴价预计进入第二阶段。锂方面**，美国关税政策影响产业链情绪，锂价继续下跌，部分中小盐厂开始减产，但一二线大厂保持稳定生产，供应过剩格局未改，预计锂价短期仍将低位震荡。**钴方面**，刚果金限制钴出口影响持续，钴盐厂保持惜售挺价策略，此前国内电钴库存偏高，随着限制持续，国内库存预计加速去库，但由于关税带来的情绪冲击，本周钴价小幅下移。随着产业链库存逐步消耗，我们预计后续开始补库时供给紧缺或加剧，钴价仍有较大上涨空间。**镍方面**，供应端伦镍重心下移，硫酸镍成本支撑走弱，需求端下游谨慎观望，但由于供需偏紧、库存低位，硫酸镍下跌空间有限。**重点推荐：华友钴业、腾远钴业、寒锐钴业、藏格矿业、中矿资源、永兴材料、盐湖股份。**

➤ **贵金属：特朗普关税政策反复加剧避险属性，金价再创新高，继续看好贵金属价格后续表现。特朗普“对等关税”政策反复，市场不确定性增加，中美关税升级，美国衰退风险加剧，美元指数+美债大跌，提升避险属性，金价再创历史新高。特朗普关税政策反复，中美关税升级，加剧市场对美国滞胀和衰退的担忧，同时美元+美债大跌，黄金避险需求提升，全球央行持续购买黄金+“去美元中心化”趋势不改，继续看好贵金属价格后续表现。中长期来看，去美元中心化+美元信用弱化为主线，看好金价中枢上移。白银价格短期承压更加明显，交易工业需求的回落，一旦金银比创极值+经济企稳，银价弹性相对更高，价格有望创历史新高。**重点推荐：万国黄金集团、赤峰黄金、山金国际、招金矿业、山东黄金、中金黄金、湖南黄金，关注中国黄金国际，白银标的推荐盛达资源、兴业银锡。****

➤ **风险提示：需求不及预期、供给超预期释放、海外地缘政治风险。**

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

相关研究

1. 人形机器人材料需求系列报告之二：3D 打印赋能人形机器人升级迭代-2025/04/10
2. 真“锂”探寻系列 15：南美盐湖 24Q4 跟踪：成本被低估，扩产进度放缓-2025/04/08
3. 有色金属周报 20250406：“对等关税”风险加剧，商品价格大幅承压-2025/04/06
4. 有色金属周报 20250329：工业金属高位震荡，金价再创历史新高-2025/03/29
5. 有色金属周报 20250323：联储宽松信号+国内旺季，金属价格上行-2025/03/23

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
601899.SH	紫金矿业	17.15	1.21	1.56	1.70	14	11	10	推荐
603993.SH	洛阳钼业	6.59	0.63	0.70	0.82	10	9	8	推荐
000807.SZ	云铝股份	14.53	1.27	2.33	2.62	11	6	6	推荐
603799.SH	华友钴业	30.73	2.25	3.00	3.57	14	10	9	推荐
002738.SZ	中矿资源	28.88	1.05	1.56	3.02	28	19	10	推荐
002756.SZ	永兴材料	30.59	1.97	1.88	3.08	16	16	10	推荐
603979.SH	金诚信	35.78	2.50	3.43	3.88	14	10	9	推荐
601168.SH	西部矿业	15.29	1.54	1.75	2.22	10	9	7	推荐
1258.HK	中国有色矿业	4.62	0.78	0.86	1.02	6	5	5	推荐
600547.SH	山东黄金	29.65	0.57	1.22	1.33	52	24	22	推荐
600489.SH	中金黄金	14.27	0.76	0.94	1.10	19	15	13	推荐
600988.SH	赤峰黄金	25.7	1.07	1.56	1.79	24	16	14	推荐
000975.SZ	山金国际	20.03	0.78	1.21	1.35	26	17	15	推荐
1818.HK	招金矿业	16.86	0.43	0.99	1.11	39	17	15	推荐
002155.SZ	湖南黄金	22.91	0.74	0.99	1.17	31	23	20	推荐
1208.HK	五矿资源	2.23	0.08	0.23	0.31	29	10	7	推荐

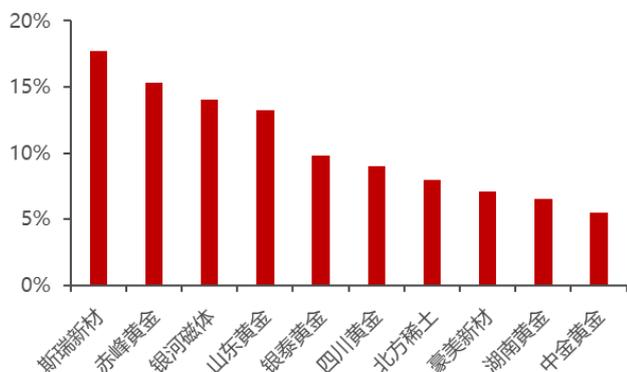
资料来源：wind，民生证券研究院预测。(注：股价为 2025 年 4 月 11 日收盘价，港币/人民币 0.93，美元/人民币 7.3，中国有色矿业、招金矿业、五矿资源为港币；其中紫金矿业、洛阳钼业、云铝股份、永兴材料、山东黄金、赤峰黄金、山金国际、招金矿业 24 年为实际值，其余为预测值)

目录

1 行业及个股表现	3
2 基本金属	3
2.1 价格和股票相关性复盘	5
2.2 工业金属	5
2.3 铅、锡、镍	11
3 贵金属、小金属	15
3.1 贵金属	15
3.2 能源金属	18
3.3 其他小金属	22
4 稀土价格	25
5 风险提示	27
插图目录	28
表格目录	29

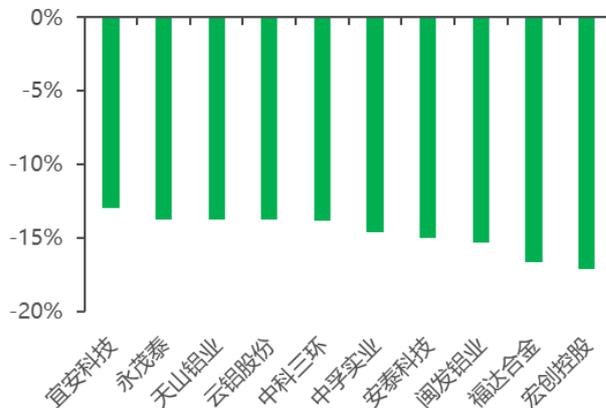
1 行业及个股表现

图 1：期间涨幅前 10 只股票 (04/07-04/11)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 2：期间涨幅后 10 只股票 (04/07-04/11)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

2 基本金属

表 1：金属价格、库存变化表

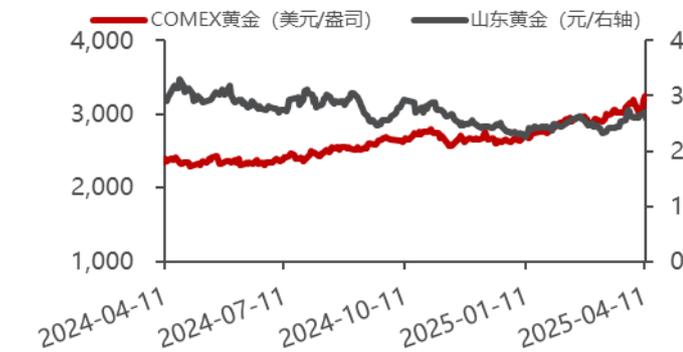
		单位	价格/库存 2025/04/11	一周来	变化 本月上	今年来
基本金属价格						
LME 价格	铝(当月)	美元/吨	2397	-2.50%	-5.57%	-5.22%
	铜(当月)	美元/吨	9184	-1.57%	-5.22%	4.35%
	锌(当月)	美元/吨	2661	-1.72%	-6.75%	-8.99%
	铅(当月)	美元/吨	1911.5	-2.05%	-5.04%	-1.14%
	镍(当月)	美元/吨	15020	-4.42%	-5.80%	-0.13%
	锡(当月)	美元/吨	31495	-14.90%	-13.83%	10.66%
国内价格	铝(当月)	元/吨	19640	-3.82%	-4.10%	-1.53%
	铜(当月)	元/吨	75230	-4.60%	-5.90%	2.66%
	锌(当月)	元/吨	22405	-3.24%	-4.48%	-11.32%
	铅(当月)	元/吨	16825	-1.61%	-3.55%	0.00%
	镍(当月)	元/吨	121300	-4.74%	-6.13%	-2.04%
	锡(当月)	元/吨	257450	-10.54%	-8.82%	5.24%
基本金属库存						
铝	LME 库存	万吨	44.22	-3.61%	-4.37%	-30.32%
	上海期交所库存	万吨	20.56	-13.08%	-13.08%	2.21%
铜	LME 库存	万吨	20.88	-0.80%	-1.23%	-23.06%
	COMEX 库存	万吨	11.78	13.23%	22.51%	26.18%
	上海期交所库存	万吨	18.29	-22.25%	-22.25%	146.64%
锌	LME 库存	万吨	11.94	-10.50%	-13.64%	-49.02%
	上海期交所库存	万吨	6.39	-11.60%	-11.60%	111.20%

铅	LME 库存	万吨	24.74	7.19%	6.68%	2.16%
	上海期交所库存	万吨	6.26	-7.82%	-7.82%	20.89%
镍	LME 库存	万吨	20.45	2.12%	2.90%	25.86%
	上海期交所库存	万吨	3.06	-17.15%	-17.15%	-15.31%
锡	LME 库存	万吨	0.31	3.46%	2.95%	-34.03%
	上海期交所库存	万吨	1.04	12.12%	12.12%	54.37%
贵金属价格						
COMEX 价格	黄金	美元/盎司	3254.90	3.72%	3.09%	21.85%
	白银	美元/盎司	32.20	0.85%	-7.39%	7.37%
国内价格	黄金	元/克	728.88	-0.95%	2.76%	18.23%
	白银	元/千克	7746.00	-7.94%	-7.21%	2.50%
小金属价格						
	钨精矿	元/吨度	3345	-1.18%	-0.89%	-7.72%
	钨精矿	元/吨	143500	0.35%	1.77%	0.70%
	电解镁	元/吨	17900	-3.24%	0.56%	2.29%
	电解锰	元/吨	13900	0.72%	0.72%	8.59%
	铋锭(1#)	元/吨	240000	0.00%	0.00%	67.83%
	海绵钛	元/千克	44500	0.00%	0.00%	2.30%
	铬铁(高碳)	元/吨	8700	3.57%	6.75%	15.23%
	钴	元/吨	217500	-2.68%	-2.68%	39.87%
	铋	元/吨	146000	-4.58%	-4.58%	98.64%
	钼铁矿	美元/磅	91	0.00%	0.00%	15.19%
	二氧化锆	元/千克	9550	0.00%	0.00%	-18.72%
	铟	元/千克	2700	-6.09%	-6.09%	6.93%
	碳酸锂(工业级)	元/吨	69800	-2.92%	-2.79%	-3.72%
	碳酸锂(电池级)	元/吨	71400	-2.86%	-2.86%	-5.43%
	五氧化二钒	元/吨	76500	0.66%	2.00%	4.79%
稀土						
稀土氧化物	氧化镧	元/吨	4400	0.00%	0.00%	10.00%
	氧化铈	元/吨	13000	0.00%	0.00%	66.67%
	氧化镨	元/吨	451000	-0.33%	-0.33%	11.91%
	氧化钕	元/吨	455000	-0.87%	-0.87%	9.90%
	氧化镝	元/千克	1690	0.60%	1.81%	4.97%
	氧化铽	元/千克	7125	7.63%	9.20%	27.01%
	镨钕氧化物	元/吨	428000	-3.17%	-3.71%	7.54%
稀土金属	金属镧	元/吨	21500	0.00%	0.00%	-4.44%
	金属铈	元/吨	31000	0.00%	0.00%	24.00%
	金属镨	元/吨	556000	-0.89%	-0.89%	11.87%
	金属钕	元/吨	556000	-0.89%	-0.89%	11.87%
	金属镝	元/千克	2100	0.48%	0.48%	3.45%
	金属铽	元/千克	8825	8.68%	8.95%	26.52%
	镨钕合金	元/吨	428000	-3.17%	-3.71%	7.54%

资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

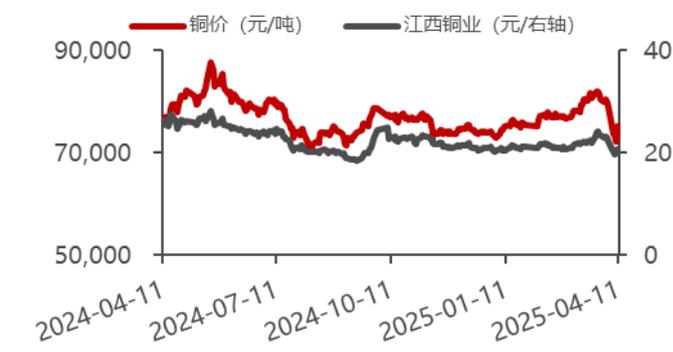
2.1 价格和股票相关性复盘

图 3: 黄金价格与山东黄金股价走势梳理



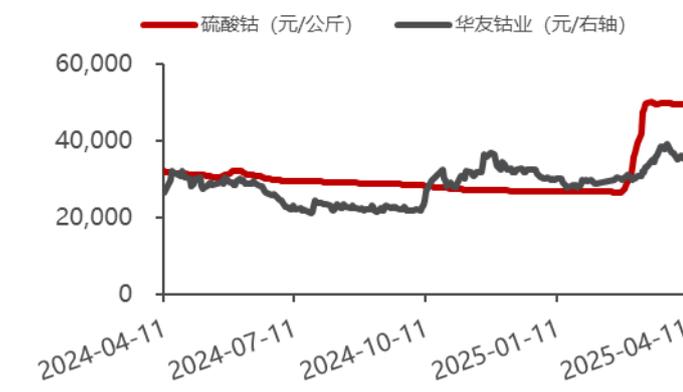
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 4: 阴极铜价格与江西铜业股价走势梳理



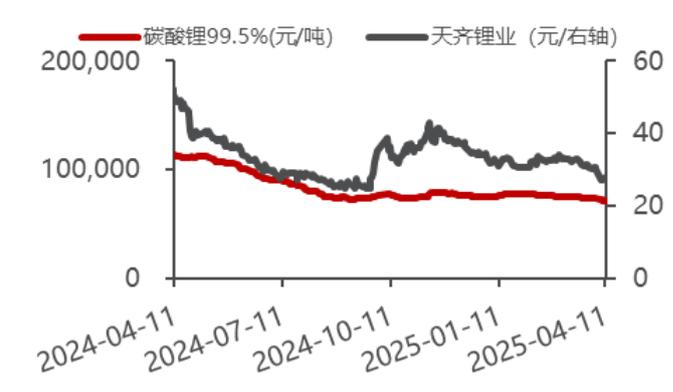
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 5: 华友钴业股价与硫酸钴价格走势梳理



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 6: 天齐锂业股价与碳酸锂价格走势梳理



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

2.2 工业金属

2.2.1 铝

(1) 价格周度观点

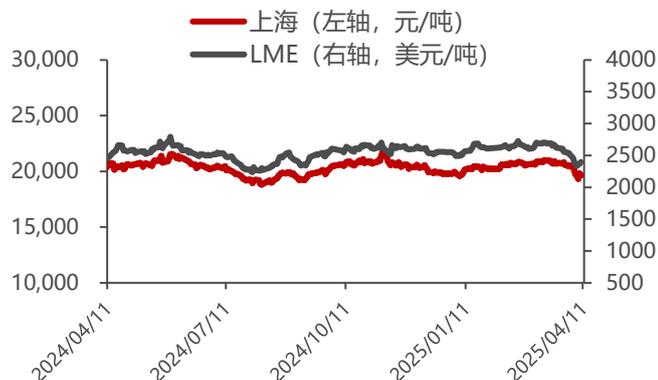
本周 (04/07-04/11), 中美互征关税升级直接冲击全球铝贸易链。贸易壁垒抬高了产业链成本, 加剧全球铝市供需错配风险, 致使海外避险情绪升温, 市场情绪趋于谨慎。供应端增长受限: 步入 2025 年 4 月, 电解铝运行产能随着相关企业启槽达产而再度上升。4 月底, 国内电解铝年化运行产能将小幅提升至 4,392 万吨/年。然而, 国内产能天花板限制了供应端的大幅增长, 这成为铝价底部支撑因素之一。

表2：铝产业链价格统计

	2025-04-09		日变化		周变化		月变化	
	价格 (元/吨)	元/吨	涨跌幅	元/吨	涨跌幅	元/吨	涨跌幅	
电解铝	19530	-340.0	-1.71%	-1020.0	-4.96%	-1250.0	-6.02%	
氧化铝	2950	-16920.0	-573.56%	-100.0	-3.28%	-380.0	-11.41%	
铝土矿 (澳洲进口)	741	-19128.9	-2582.32%	1.8	0.25%	-12.8	-1.70%	
铝土矿 (广西)	622	-19248.5	-3097.10%	0.0	0.00%	-33.9	-5.17%	
铝土矿 (山西)	689	-19180.7	-2782.63%	0.0	0.00%	-33.9	-4.69%	
预焙阳极	5180	-14690.0	-283.59%	0.0	0.00%	130.0	2.57%	
动力煤	672	-19198.0	-2856.85%	0.0	0.00%	-21.0	-3.03%	

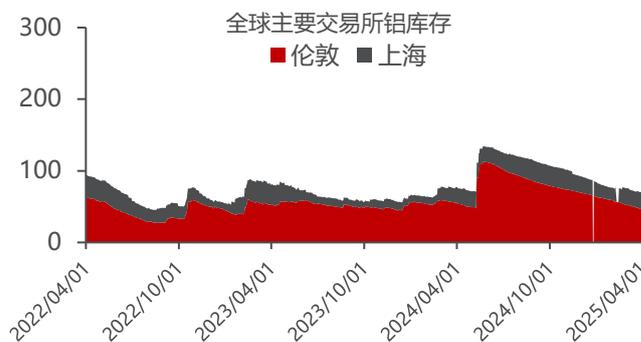
资料来源：同花顺，民生证券研究院整理

图 7：上海期交所同 LME 当月期铝价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

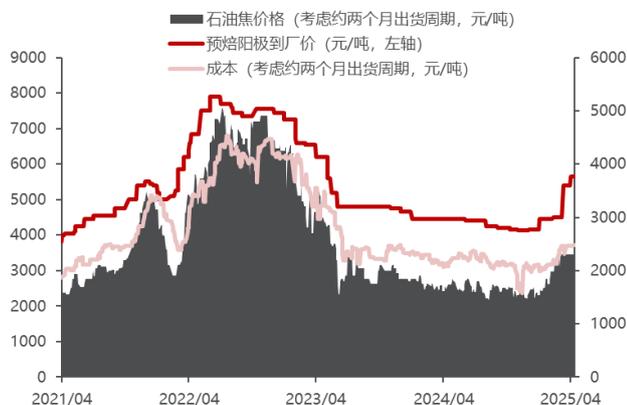
图 8：全球主要交易所铝库存 (万吨)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

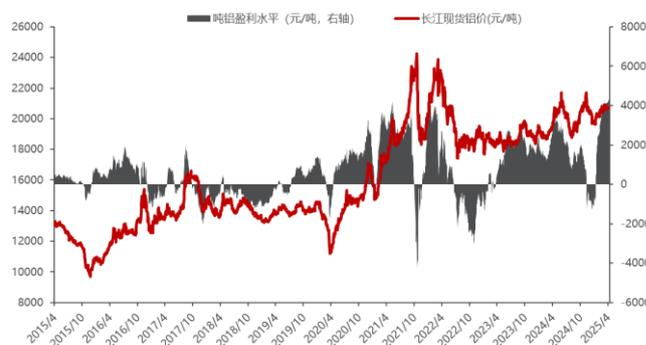
(2) 利润

图 9：预焙阳极盈利梳理 (元/吨)



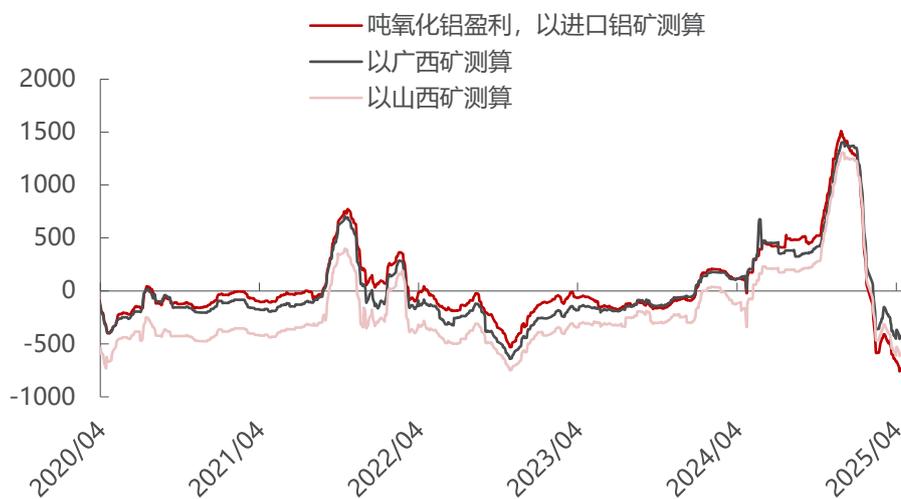
资料来源：SMM，民生证券研究院

图 10：电解铝单吨盈利梳理



资料来源：SMM，民生证券研究院

图 11: 氧化铝单吨盈利梳理 (单位: 元)

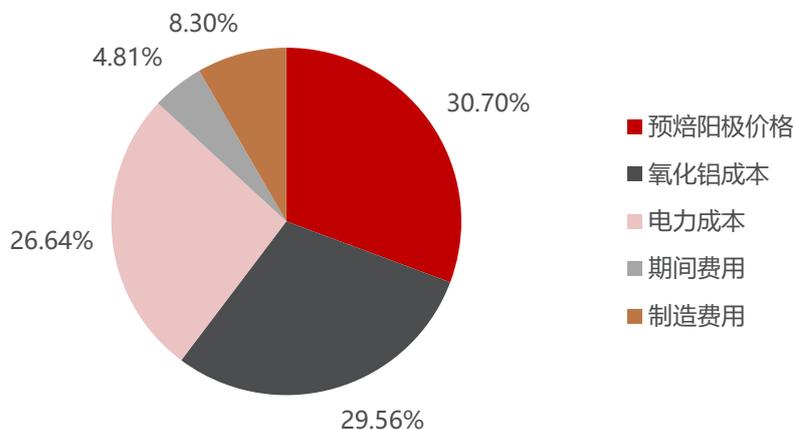


资料来源: 同花顺, 百川资讯, 民生证券研究院测算

注: 数据截至 2025.04.10

(3) 成本库存

图 12: 2025 年 4 月全国平均电解铝完全成本构成



资料来源: SMM, 民生证券研究院

表3：国内主要地区电解铝社会库存（单位：万吨）

日期	上海	无锡	杭州	巩义	天津	重庆	临沂	佛山	合计
2025/4/7	3.1	27.4	4.1	12.1	2.2	1.0	1.8	25.7	77.4
2025/4/10	3.2	26.0	3.9	11.3	2.1	1.0	1.8	25.1	74.4
较上周四变化	0.1	-1.4	-0.2	-0.8	-0.1	0.0	0.0	-0.6	-3.0

资料来源：SMM，民生证券研究院整理

图 13：国产和进口氧化铝价格走势



数据来源：SMM

资料来源：SMM，民生证券研究院；注：图中澳大利亚氧化铝 FOB 价格为右轴

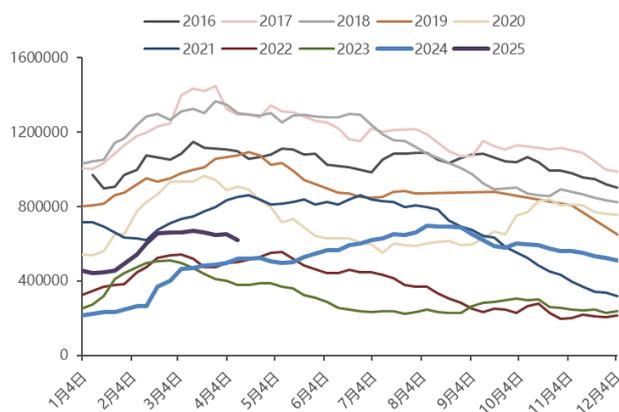
2.2.2 铜

(1) 价格周度观点

本周 (04/07-04/11)，宏观方面，美国特朗普政府于 4 月 2 日发布的“对等关税”政策超出市场预期，政策落地后，市场对全球贸易成本抬升及供应链分化的担忧加剧，美股期货大幅下挫，纳斯达克指数期货跌幅超 4%，LME 铜价一度跌至 8100 美元/吨。4 月 9 日关税生效前夕，特朗普突然宣布暂停额外对等关税 90 天此举缓解短期贸易摩擦升级风险，铜价迅速反弹至 8800 美元/吨上方。然而，政策仍存两大不确定性：一是针对中国的关税未暂停，且美方释放“125%惩罚性关税”信号；二是铜虽被暂时豁免，但特朗普称“重大药品关税即将到来”，暗示关键品类豁免或为临时性安排，后续调整风险仍存。随着 CPI 数据不及预期，美元指数跌破 100 点大关，支撑伦铜周内逐渐回升至 8900 美元/吨以上。

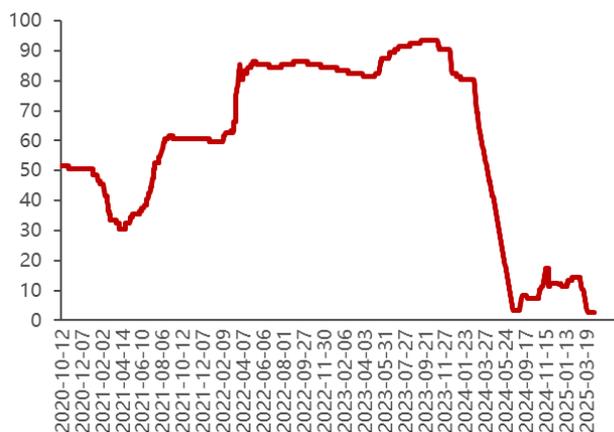
基本面方面，本周铜精矿市场现货 TC 继续走跌，矿山对冶炼厂 TC 实盘成交于-30 美元/吨以下。电解铜方面，随着周初比价大开进口活跃度明显增加，保税区连续两月垒库后首次去库。国内方面，周内因铜价下行下游订单暴增，社会库存亦大幅去化。沪铜近月合约 BACK 结构扩大，远月结构亦完全反转。

图 14: 三大期货交易所铜库存合计+保税区 (吨)



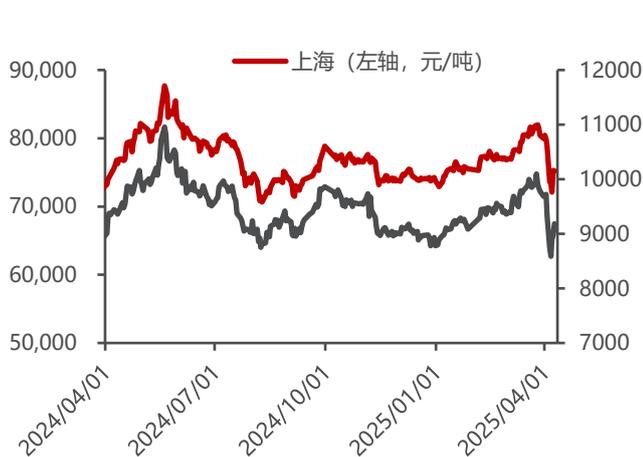
资料来源: 同花顺, SMM, 民生证券研究院
注: 2023 年以来铜保税区库存数据采用同花顺数据

图 15: 铜精矿加工费 (美元/吨)



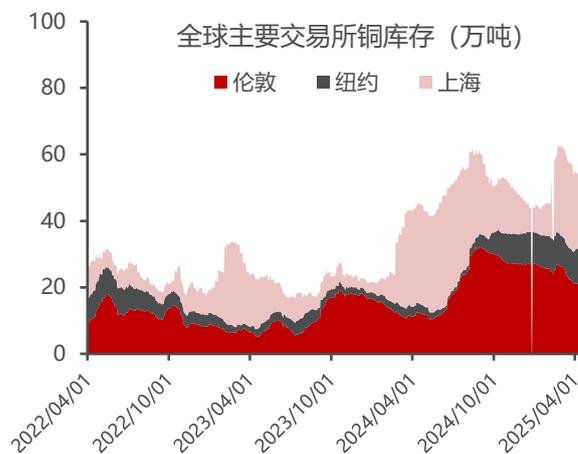
资料来源: 同花顺, SMM, 民生证券研究院

图 16: 上海期交所同 LME 当月期铜价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 17: 全球主要交易所铜库存 (万吨)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

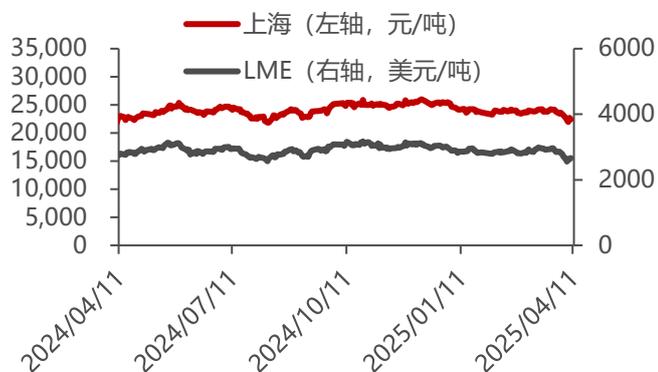
2.2.3 锌

(1) 价格周度观点

本周 (04/07-04/11), 伦锌: 周初, 受上周美国 3 月失业率高于前值及预期值影响, 伦锌小幅走高; 随后受对等关税影响, 市场对未来贸易市场发展产生

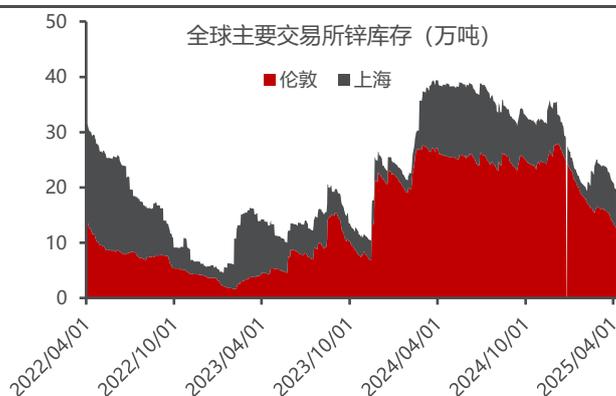
担忧，伦锌不断走低；接着有多家美媒报道称，白宫国家经济委员会主任凯文·哈塞特表示，特朗普正考虑对部分国家暂停征收 90 天关税，关税缓解消息放出后伦锌走高；然白宫紧急辟谣暂停关税新闻，同时特朗普表示不会暂停对等关税措施并拒绝欧盟提议的互免关税政策，伦锌走低；随后面对即将生效的对等关税，市场情绪大受打击，伦锌继续走低；接着虽市场担忧情绪较浓，但在海外库存持续减少及美国 3 月 NFIB 小型企业信心指数低于预期的影响下伦锌短暂进行震荡；随后在对等关税生效 13 小时后特朗普又宣布对大部分经济体暂停实施对等关税政策，伦锌在此情况下不断走高，截至本周四 15:00 伦锌录得 2656.5 美元/吨，跌 13.5 美元/吨，跌幅 0.51%。**沪锌**：周初，在外盘带动影响下沪锌不断走高；接着虽市场情绪近期受对等关税消极影响压制，但基本上供给端后续增量预期仍存，国内多地矿加工费不断上行，库存仍处于相对低位，同时海外传出对等关税暂停实施消息，市场情绪短暂回暖，沪锌维持震荡波动；随后对等关税暂停消息被白宫辟谣，市场对后续国际贸易担忧加剧，沪锌不断走低；接着在对等关税生效 13 小时后，特朗普宣布对大部分经济体暂停实施对等关税政策，市场贸易信心加强，截至本周四 15:00，沪锌录得 22705 元/吨，跌 450 元/吨，跌幅 1.94%。

图 18: 上海期交所同 LME 当月期锌价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 19: 全球主要交易所锌库存 (万吨)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

(2) 加工费&社会库存

图 20: 国产-进口锌加工费周均价



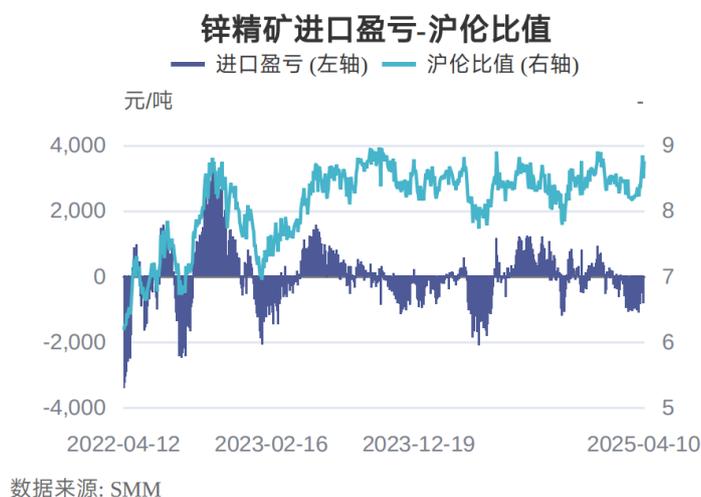
资料来源: SMM, 民生证券研究院

表 4: 锌七地库存 (万吨)

国内主流消费地锌锭社会库存 (含SHFE仓单 单位: 万吨)									
日期	上海	广东	天津	江苏	浙江	山东	河北	原三地总计	七地总计
2025/3/31	6.14	1.55	3.36	0.48	0.54	0.25	0.27	11.05	12.59
2025/4/3	5.16	1.38	2.97	0.46	0.47	0.20	0.27	9.51	10.91
2025/4/7	5.47	1.52	2.75	0.44	0.47	0.18	0.27	9.74	11.10
2025/4/10	5.09	1.36	2.59	0.39	0.35	0.16	0.27	9.04	10.21
较上周四变化	-0.07	-0.02	-0.38	-0.07	-0.12	-0.04	0.00	-0.47	-0.70
较本周二变化	-0.38	-0.16	-0.16	-0.05	-0.12	-0.02	0.00	-0.70	-0.89

资料来源: SMM, 民生证券研究院

图 21: 锌进口盈亏及沪伦比值



资料来源: SMM, 民生证券研究院, 注: 沪伦比值为右轴, 进口盈亏单位为元/吨

2.3 铅、锡、镍

铅: 本周 (04/07-04/11), 伦铅开于 1901 美元/吨, 盘初短暂冲高至 1925 美元/吨, 但因中美互加关税事件持续发酵, 上半周美元指数高位运行, 有色金属普跌, 伦铅周中探低至 1837.5 美元/吨; 周中, 特朗普宣布对大部分经济

体暂停 90 天实施对等关税政策，市场情绪有所缓解，伦铅价格反弹；截止周五 15:00，伦铅终收于 1898.5 美元/吨，跌幅 0.68%。

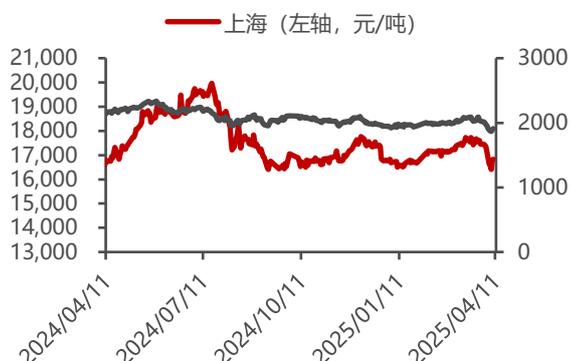
沪铅 2505 合约开于 17415 元/吨，上半周窄幅震荡运行，期间高位 17465 元/吨，主要受供需两弱影响，供应端因常规检修及废料回收困难导致开工率下滑，需求侧则因铅蓄电池行业进入淡季。截止周五 15:00，沪铅 2505 合约终收于 17100 元/吨，跌幅 2.64%，受伦铅大幅下挫和下游企业采购意愿低迷的影响。

锡：本周 (04/07-04/11)，沪锡市场价格在本周经历了剧烈波动，受到缅甸地震及刚果（金）锡矿停产等供应端扰动影响，价格一度冲高至接近 30 万元/吨的年内新高。然而，随着美国对华加征关税政策落地以及 Bisie 矿区复产预期升温，市场避险情绪激增，沪锡价格大幅回落，最低下探至 252000 元/吨。整体来看，沪锡价格在 254100-266280 元/吨区间内弱势震荡。现货市场方面，尽管期货价格大幅波动，但下游及终端企业逢低补库需求释放，现货成交较为火热，多数贸易商反馈成交多为 1-3 车，客户询价采买积极。不过，冶炼厂方面由于价格下跌，出货意愿不高，整体表现出捂货惜售的情绪。

市场预测：美国宣布对多国征收“对等关税”的措施，引发市场对全球经济和金融市场的担忧。高盛集团预测未来 12 个月美国经济出现衰退的概率升至 35%，美元指数波动对有色金属价格形成一定压制。国内锡矿市场整体供需格局偏紧，**供应方面**，云南与江西精炼锡冶炼企业开工率开始回落，受原料紧张制约，特别是缅甸复产进度滞后及上周末发生的 7.9 级地震加剧了市场对锡矿供应的恐慌情绪。**需求方面**，下游焊料企业以刚需采购为主，高价抑制补库意愿，但“以旧换新”政策及家电排产高位对需求形成潜在支撑。展望未来，沪锡价格短期内或围绕 25.2 万-26.9 万元/吨区间震荡，投资者需密切关注刚果(金)局势进展、佤邦复产情况以及宏观政策导向，谨慎操作，避免追高风险

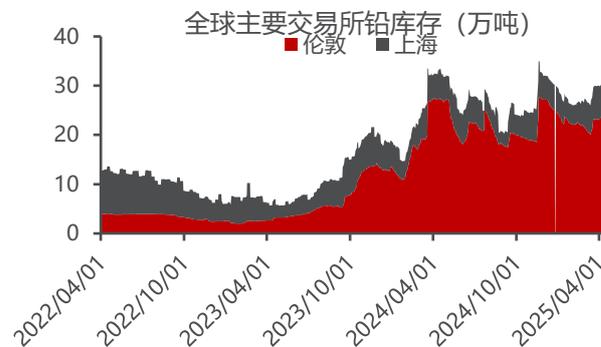
镍：本周 (04/07-04/11)，本周镍价呈现暴跌后低位震荡走势，SMM1 号电解镍价格在 118,750 至 124,800 元/吨之间波动，上期所镍期货价格(2505 合约)则在 115,450 元/吨至 121,850 元/吨之间浮动。**宏观方面**，中美关税政策的反复对镍价造成较大扰动，市场情绪剧烈波动。特朗普宣布对华加征 34% 关税后，镍价大幅下跌，随后因美国宣布暂停关税 90 天的消息而有所反弹。**基本面方面**，国内冶炼厂镍矿库存低位，菲律宾镍矿发运量增加但到港仍需时间，印尼处于开斋节假期生产负荷降低，镍矿供应依然紧张。需求端，不锈钢厂对高镍生铁询盘冷清，短期内高镍生铁价格承压下行。

图 22: 上海期交所同 LME 当月期铅价格



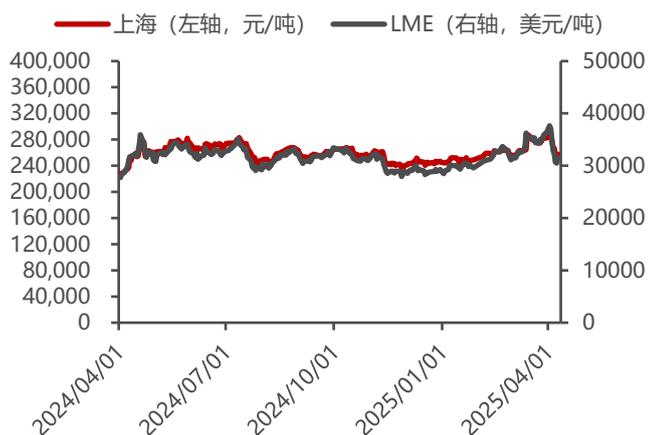
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 23: 全球主要交易所铅库存 (万吨)



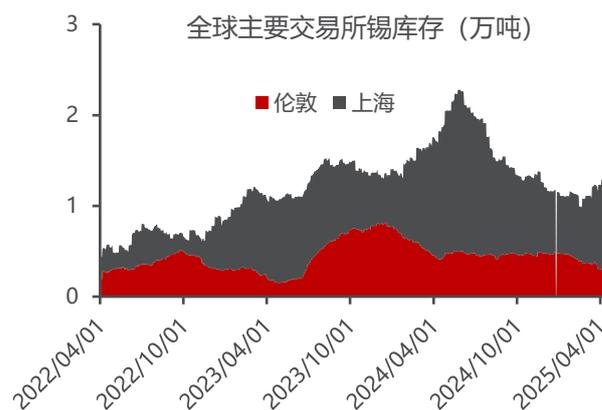
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 24: 上海期交所同 LME 当月期锡价格



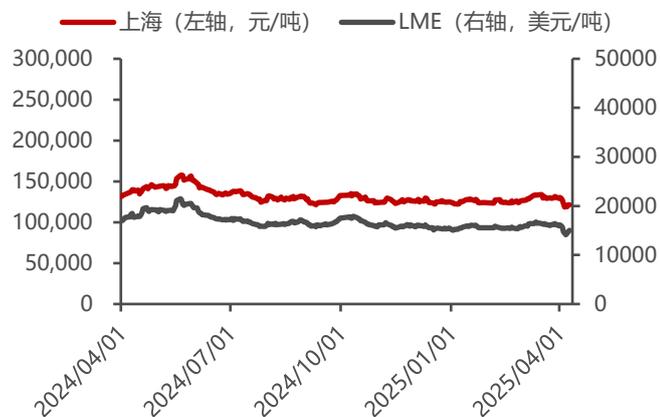
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 25: 全球主要交易所锡库存 (万吨)



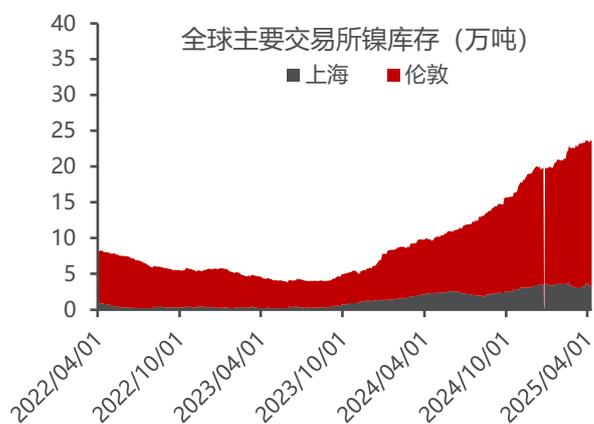
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 26: 上海期交所同 LME 当月期镍价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 27: 全球主要交易所镍库存 (万吨)



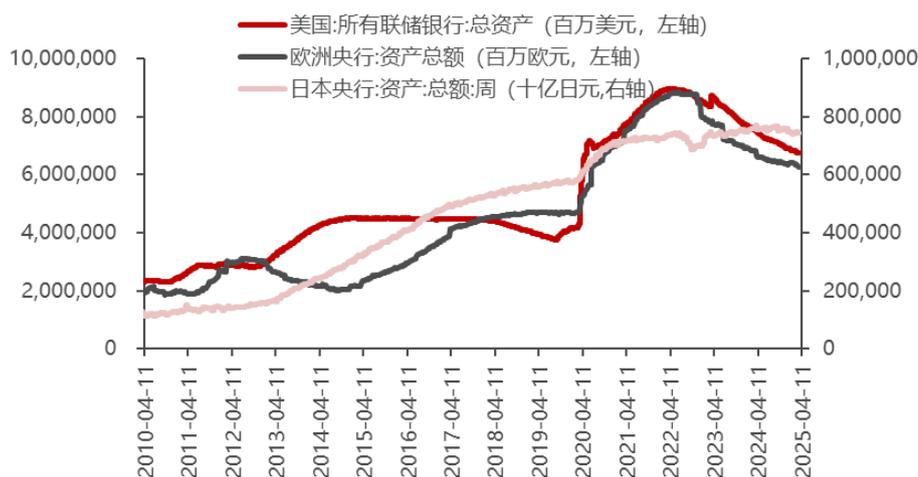
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

3 贵金属、小金属

3.1 贵金属

金银：本周 (04/07-04/11)，金银价格涨跌互现。截至 4 月 10 日，国内 99.95%黄金市场均价 731.70 元/克，较上周均价上涨 0.29%，上海现货 1#白银市场均价 7735 元/千克，较上周均价下跌 8.15%。周内金银价格主要受关税升级影响，在美国全面征收关税引发全球经济衰退的担忧之后，投资者转而将美元作为避风港。与此同时，持有大量美债的外资可能抛售债券以反制关税，叠加美国众议院推进减税政策，长期美债承压。尽管避险资金部分流入黄金市场，但力度受制于流动性压力。

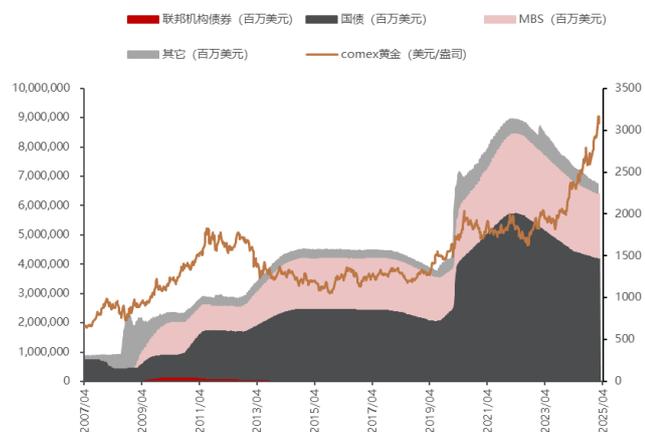
图 28：各国央行的资产总额情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

(1) 央行 BS、实际利率与黄金

图 29: 美联储资产负债表资产



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

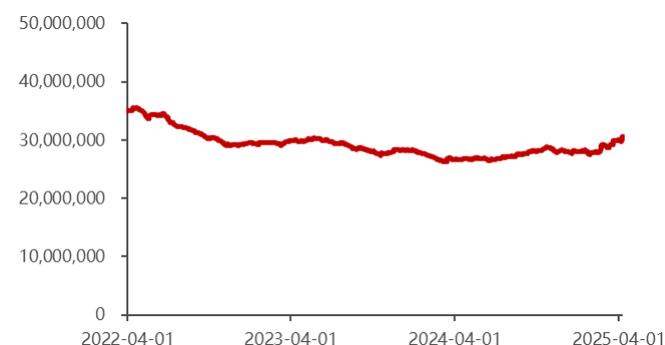
图 30: Comex 黄金与实际利率 (% , 美元/盎司)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

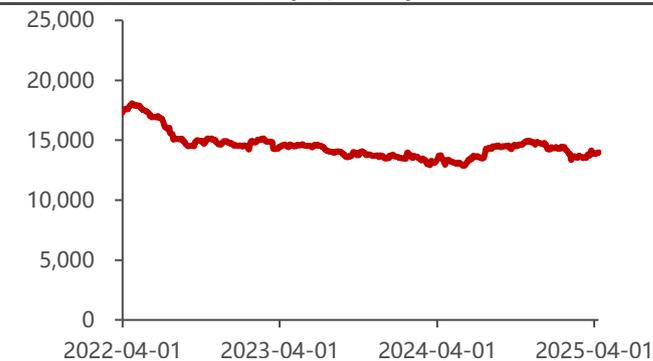
(2) ETF 持仓

图 31: 黄金 ETF 持仓 (单位: 金衡盎司)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

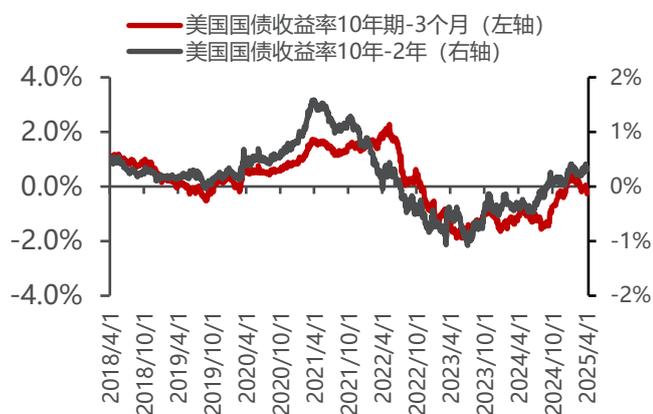
图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 吨)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

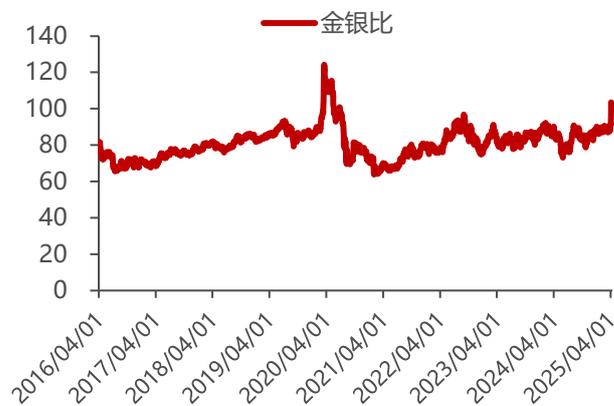
(3) 长短端利差和金银比

图 33: 美国国债收益率 (%)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 34: 金银比



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

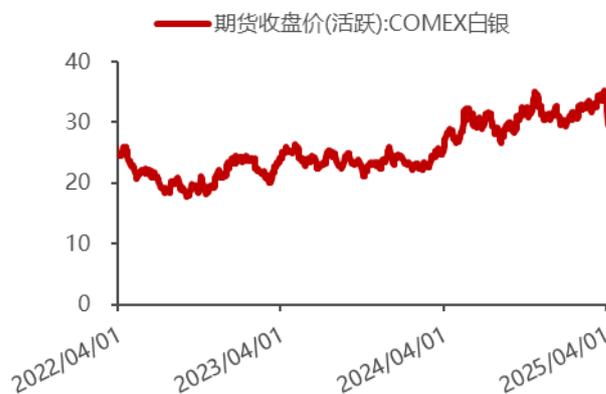
(4) COMEX 期货收盘价

图 35: COMEX 黄金期货结算价 (美元/盎司)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 36: COMEX 白银期货结算价 (美元/盎司)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

3.2 能源金属

3.2.1 钴

(1) 高频价格跟踪及观点

- **电解钴：本周 (04/07-04/11)，本周电解钴现货价格出现下跌。**从供给端来看，目前市场现货库存偏高，价格下跌情况下，冶炼厂出货意愿偏弱。从需求端看，下游情绪普遍谨慎，询盘买盘较淡。综合来看，因电解钴整体库存水平偏高，同时叠加宏观事件扰动，电解钴现货价格维持弱势运行。
- **钴盐及四钴：本周 (04/07-04/11)，四氧化三钴的价格呈现小幅下滑趋势。**在供给方面，多数冶炼厂的报价维持稳定，市场逐渐回归理性。需求方面，由于大部分厂商已完成前期采购，本周新增订单有限，市场对高价接受度下降，交易活跃度减弱，市场进入缓冲期。
- **三元材料：本周 (04/07-04/11)，价格小幅下调，**在原材料方面，受美国加征关税政策影响，硫酸镍、硫酸钴、硫酸锰和氢氧化锂价格出现小幅回落，碳酸锂价格则出现较大幅度下调。市场供给仍主要依赖此前签订的长协订单，目前其折扣系数尚未调整。大动力型三元材料因直接出口至美国的比例较低，目前订单尚未受到关税政策的显著影响，第二季度订单相较第一季度已有所恢复。相比之下，小动力型及消费型三元材料由于其终端产品出口至美国的占比较高，受关税政策影响较为明显，后续订单或存在下滑风险。

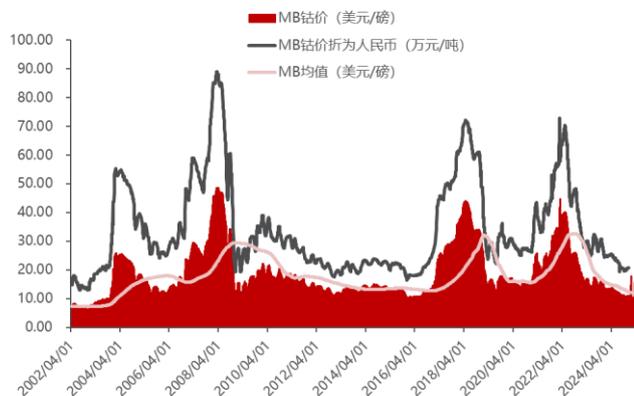
表5：钴系产品价格一览

品种	产品类别	价格单位	当周价格	单周变动	1个月变动	年初至今	12个月最高	12个月最低
钴粉	99.5%min 中国	元/公斤	263.50	2.73%	54.55%	62.15%	263.50	162.50
MB 钴	低级钴	美元/磅	15.88	0.79%	49.76%	44.98%	16.13	9.95
金属钴	99.8%min 中国	元/公斤	223.50	2.76%	31.09%	39.87%	223.50	149.50
钴精矿	6-8% 中国到岸	美元/磅	5.75	0.00%	18.56%	19.79%	5.85	4.75
四氧化三钴	73.5%min 中国	元/公斤	202.50	0.00%	33.66%	84.93%	202.50	109.50
硫酸钴	20%min 中国	元/吨	46500.00	-2.11%	17.72%	78.85%	49500.00	26000.00
氧化钴	72%min 中国	元/公斤	170.50	0.00%	26.77%	71.36%	170.50	99.50

资料来源：同花顺，LME，上期所，COMEX，民生证券研究院整理

(2) 价差跟踪

图 37: MB 钴美元及折合人民币价格



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

注: 美元汇率为对应当日中间汇率

图 38: 海内外钴价及价差



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 39: 硫酸钴和四氧化三钴价差



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 40: 金属钴现货和无锡盘价格差



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

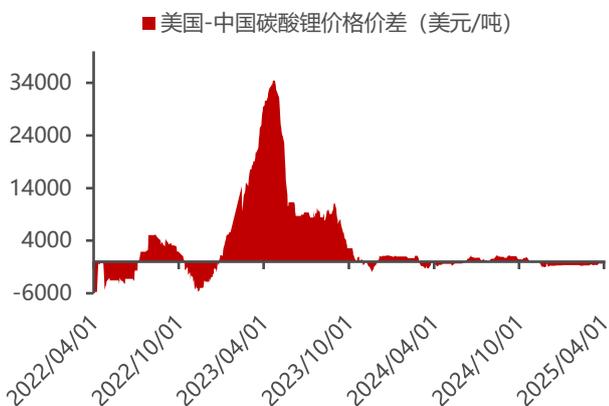
3.2.2 锂

(1) 高频价格跟踪及观点

- **碳酸锂：本周 (04/07-04/11)，碳酸锂现货市场成交价格重心显著下移。**
电池级碳酸锂指数价格由周初的 72698 元/吨下跌至 71787 元/吨，周跌幅达 911 元/吨。受宏观因素影响，市场波动显著加剧。从宏观层面来看，美国对华加征关税的政策动向对市场情绪产生显著冲击，成为本周价格波动的主要推手。基本面来看，4 月行业维持供需双稳格局，供应过剩压力仍未得到有效缓解。供应方面，尽管部分中小锂盐厂已开始减量，但一二线大厂维持稳定生产，行业整体供应仍处于高位。下游材料厂普遍持观望态度，仅维持刚需采购，市场交投活跃度未有明显提升。上游报价虽有所松动，但与下游心理价位仍存在明显差距，买卖双方持续博弈。当前市场供应过剩压力仍未得到有效缓解，叠加宏观政策的不确定性，短期碳酸锂价格仍将维持震荡偏弱走势。
- **氢氧化锂：本周 (04/07-04/11)，氢氧化锂价格环比上周下跌幅度有所加大。**主因供需双方成交折扣的下行调整和碳酸锂价格大幅下跌的拖拽。在市场情绪低迷、需求增速较缓的情况下，锂盐厂库存高企、出货意愿较强，报价有小幅下移趋势，导致长单及散单较为普遍成交的折扣高幅环比三月初有所下探。叠加近日碳酸锂较低价位的拖拽，氢氧化锂价位跌幅较前期有增大趋势。
- **磷酸铁锂：本周 (04/07-04/11)，磷酸铁锂价格整体降幅较大，**下降约 485 元/吨。主要由于在原料端，碳酸锂在本周的价格整体出现了大幅下降，降价约 2150 元；加工费本周暂时未有较大变化。供应端，材料厂在本周整体维持稳定生产，开工率与 3 月差不多。需求端，下游电芯厂需求较稳，较 3 月有所增长，但增幅较小。另外，4 月起，部分材料厂将与电芯厂针对第二季度加工费重新谈涨。
- **钴酸锂：本周 (04/07-04/11)，钴酸锂延续供需博弈格局，**
4.2V/4.4V/4.5V 钴酸锂主流报价分别为 22.4 万元/吨、22.7 万元/吨、23.7 万元/吨。供应端，随着 3 月产业链复工复产完成，行业产能利用率已恢复至高位，SMM 预计 4 月排产环比增加 3%；需求端，二季度作为 3C 电子产品消费旺季，将推动电芯厂采购需求增加。价格方面，钴酸锂价格主要受原材料价格影响，本周钴和碳酸锂的价格较为稳定，因此钴酸锂价格近期变动不大，此外，钴酸锂生产企业现阶段多持观望态度，表示近期不会大规模出货。

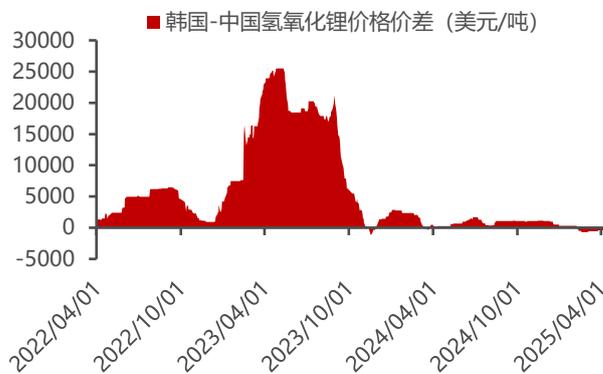
(2) 价差跟踪

图 41: 国内外碳酸锂价差



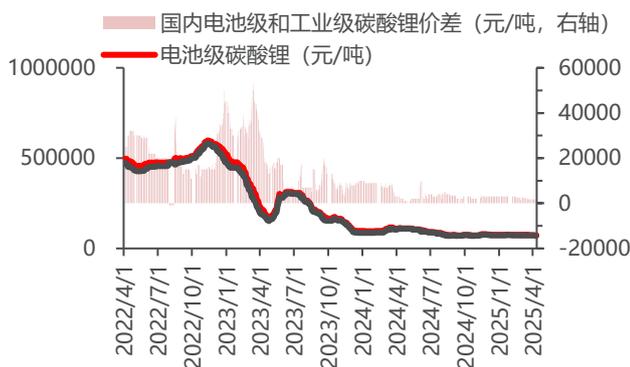
资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 42: 国内外氢氧化锂价差



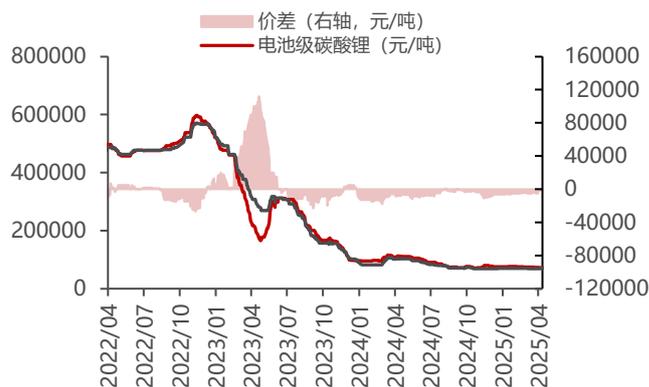
资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 43: 国内电池级碳酸锂和工业级碳酸锂价差



资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

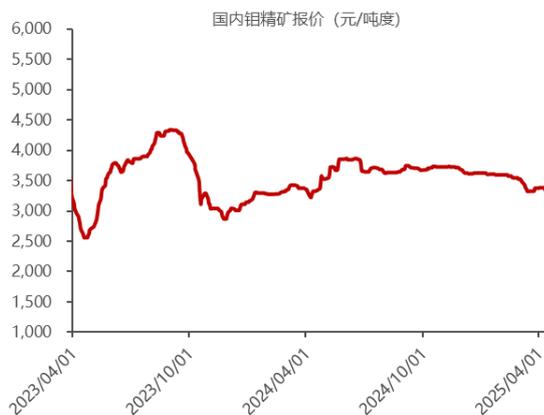
图 44: 国内电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂价差



资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

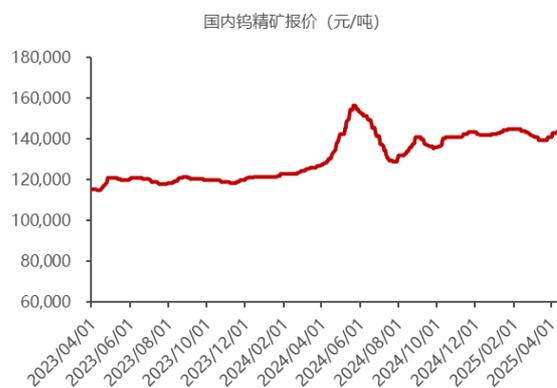
3.3 其他小金属

图 45: 国内钼精矿价格



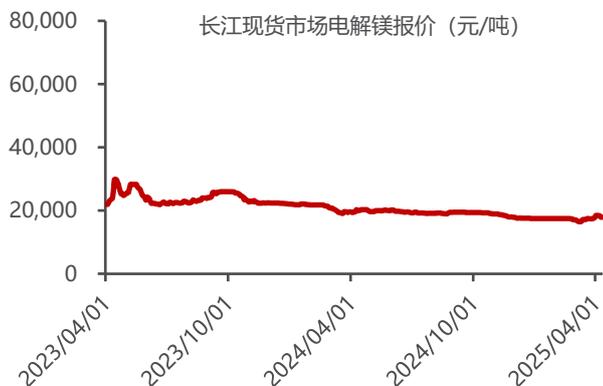
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 46: 国内钨精矿价格



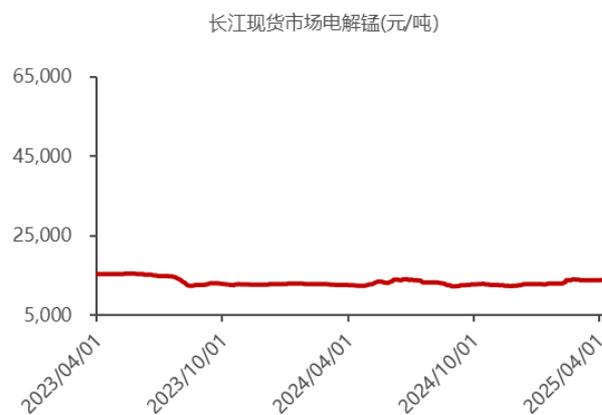
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 47: 长江现货市场电解镁价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 48: 长江现货市场电解锰价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 49: 长江现货市场锑锭价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 50: 国产海绵钛价格



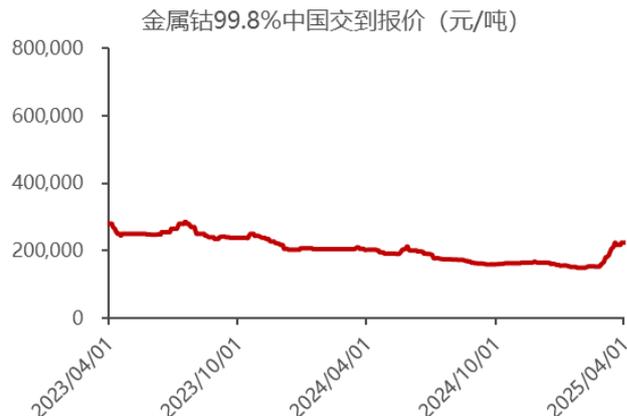
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 51: 国产高碳铬铁价格



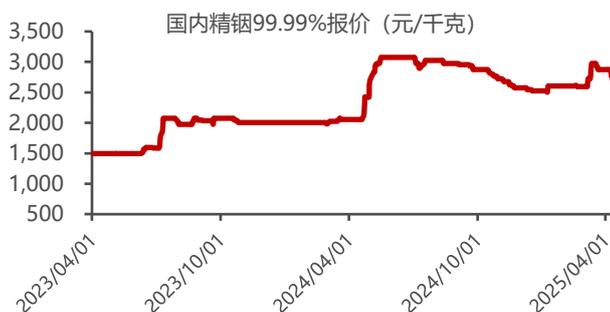
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 52: 长江现货市场金属钴价格



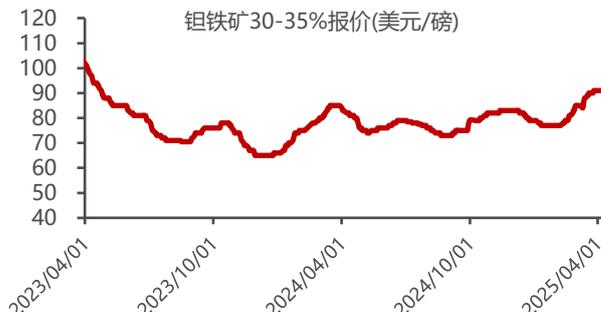
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 53: 国内精锆 99.99%价格



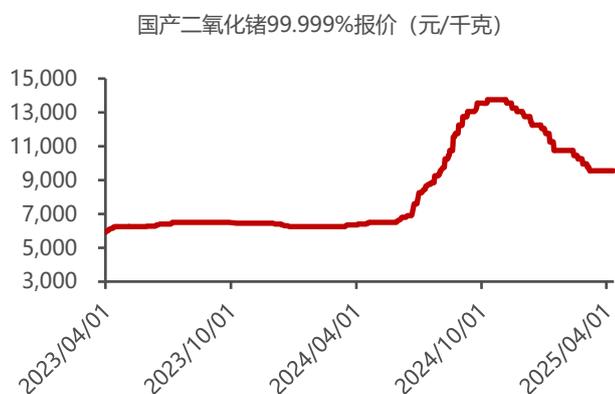
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 54: 钽铁矿 30%-35%价格



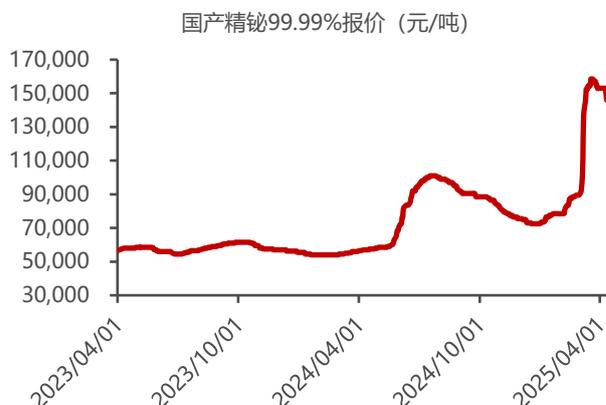
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 55: 国产氧化锆价格



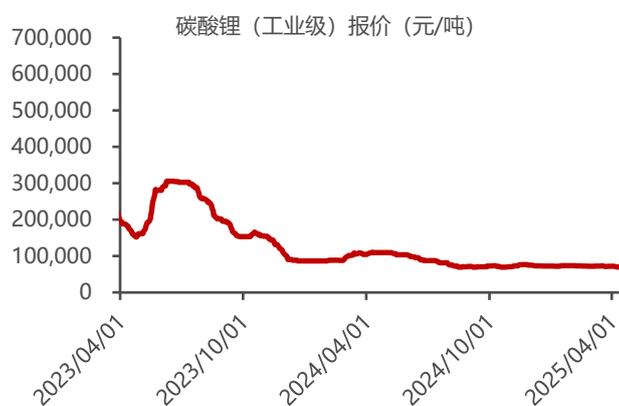
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 56: 国产精铋价格



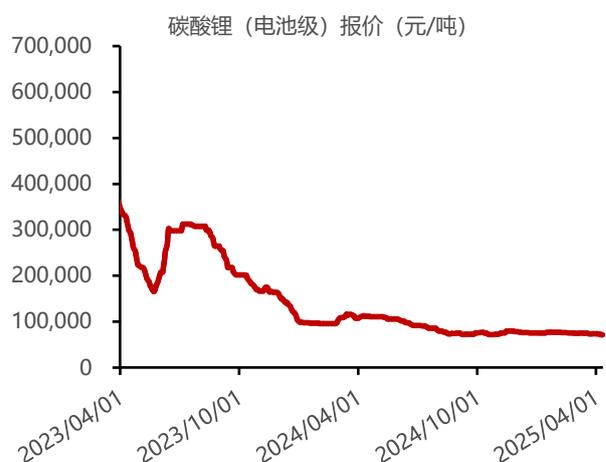
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 57: 碳酸锂 (工业级) 价格



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 58: 碳酸锂 (电池级) 价格



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

4 稀土价格

稀土磁材：本周（04/07-04/11），稀土价格整体呈现震荡走势，中重稀土价格上涨明显，而氧化镨钕价格相对偏弱。市场观望情绪浓厚，下游采购积极性不高，导致整体成交较为低迷。SMM 预计受出口管制政策影响，短期内中重稀土价格仍将保持强势，而轻稀土价格可能继续承压。

图 59：氧化镧价格



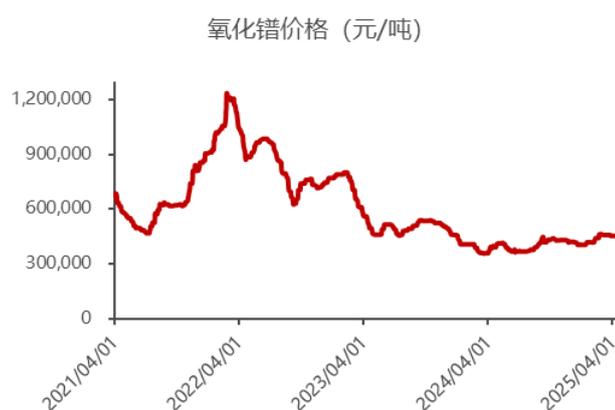
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 60：氧化铈价格



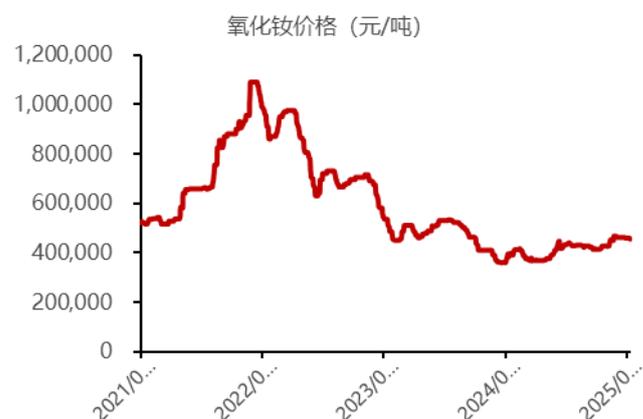
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 61：氧化镨价格



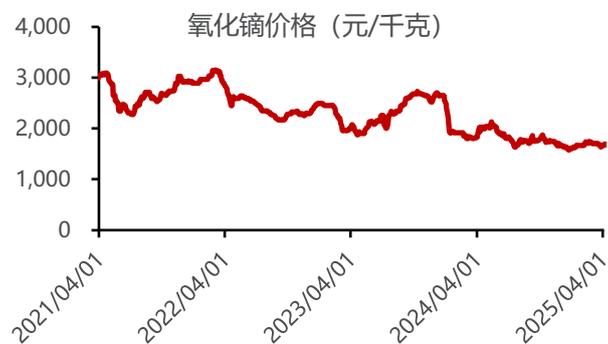
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 62：氧化钕价格



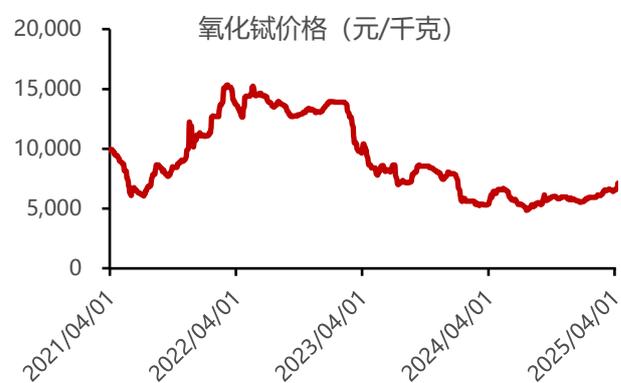
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 63: 氧化镓价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 64: 氧化铯价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

5 风险提示

1、需求不及预期：若全球经济出现系统性下滑风险，则会对各类金属需求端产生打击，需求恢复或存在弱于预期的风险。

2、供给超预期释放：受限于产能，加上供应干扰较大，供给端释放较慢，若资本开支大幅上升，供应可能有超预期释放。

3、海外地缘政治风险：俄乌冲突持续影响供应，同时地缘冲突风险也影响市场避险情绪，影响未来金属需求。

插图目录

图 1: 期间涨幅前 10 只股票 (04/07-04/11)	3
图 2: 期间涨幅后 10 只股票 (04/07-04/11)	3
图 3: 黄金价格与山东黄金股价走势梳理	5
图 4: 阴极铜价格与江西铜业股价走势梳理	5
图 5: 华友钴业股价与硫酸钴价格走势梳理	5
图 6: 天齐锂业股价与碳酸锂价格走势梳理	5
图 7: 上海期交所同 LME 当月期铝价格	6
图 8: 全球主要交易所铝库存 (万吨)	6
图 9: 预焙阳极盈利梳理 (元/吨)	6
图 10: 电解铝单吨盈利梳理	6
图 11: 氧化铝单吨盈利梳理 (单位: 元)	7
图 12: 2025 年 4 月全国平均电解铝完全成本构成	7
图 13: 国产和进口氧化铝价格走势	8
图 14: 三大期货交易所铜库存合计+保税区 (吨)	9
图 15: 铜精矿加工费 (美元/吨)	9
图 16: 上海期交所同 LME 当月期铜价格	9
图 17: 全球主要交易所铜库存 (万吨)	9
图 18: 上海期交所同 LME 当月期锌价格	10
图 19: 全球主要交易所锌库存 (万吨)	10
图 20: 国产-进口锌加工费周均价	11
图 21: 锌进口盈亏及沪伦比值	11
图 22: 上海期交所同 LME 当月期铅价格	13
图 23: 全球主要交易所铅库存 (万吨)	13
图 24: 上海期交所同 LME 当月期锡价格	13
图 25: 全球主要交易所锡库存 (万吨)	13
图 26: 上海期交所同 LME 当月期镍价格	14
图 27: 全球主要交易所镍库存 (万吨)	14
图 28: 各国央行的资产总额情况	15
图 29: 美联储资产负债表资产	16
图 30: Comex 黄金与实际利率 (% , 美元/盎司)	16
图 31: 黄金 ETF 持仓 (单位: 金衡盎司)	16
图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 吨)	16
图 33: 美国国债收益率 (%)	17
图 34: 金银比	17
图 35: COMEX 黄金期货结算价 (美元/盎司)	17
图 36: COMEX 白银期货结算价 (美元/盎司)	17
图 37: MB 钴美元及折合人民币价格	19
图 38: 海内外钴价及价差	19
图 39: 硫酸钴和四氧化三钴价差	19
图 40: 金属钴现货和无锡盘价格差	19
图 41: 国内外碳酸锂价差	21
图 42: 国内外氢氧化锂价差	21
图 43: 国内电池级碳酸锂和工业级碳酸锂价差	21
图 44: 国内电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂价差	21
图 45: 国内钼精矿价格	22
图 46: 国内钨精矿价格	22
图 47: 长江现货市场电解镁价格	22
图 48: 长江现货市场电解锰价格	22
图 49: 长江现货市场锑锭价格	23
图 50: 国产海绵钛价格	23
图 51: 国产高碳铬铁价格	23
图 52: 长江现货市场金属钴价格	23
图 53: 国内精钢 99.99% 价格	23
图 54: 钽铁矿 30%-35% 价格	23

图 55: 国产氧化锆价格	24
图 56: 国产精铋价格	24
图 57: 碳酸锂 (工业级) 价格	24
图 58: 碳酸锂 (电池级) 价格	24
图 59: 氧化镧价格	25
图 60: 氧化铈价格	25
图 61: 氧化镨价格	25
图 62: 氧化钕价格	25
图 63: 氧化镝价格	26
图 64: 氧化铽价格	26

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 金属价格、库存变化表	3
表 2: 铝产业链价格统计	6
表 3: 国内主要地区电解铝社会库存 (单位: 万吨)	8
表 4: 锌七地库存 (万吨)	11
表 5: 钴系产品价格一览	18

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收到任何形式的补偿。

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；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

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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。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。

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、发表、篡改或引用。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。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

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；518048