

“对等关税”风险加剧，商品价格大幅承压

2025年04月06日

▶ **本周 (03/31-04/04)** 上证综指下跌 0.28%，沪深 300 指数下跌 1.37%，SW 有色金属指数下跌 2.86%，贵金属 COMEX 黄金下跌 1.99%，COMEX 白银下跌 15.21%。工业金属 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡价格分别变动-6.37%、-11.18%、-6.37%、-5.49%、-10.73%、-2.48%；工业金属库存 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动-2.00%、-1.00%、-7.87%、+1.75%、+0.05%、-1.97%。

▶ **工业金属：“对等关税”政策显著抬升全球贸易成本，致商品价格调整；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：美国特朗普政府于当地时间 4 月 2 日正式宣布“对等关税”政策，全球贸易成本显著抬升，衰退风险大幅提升，商品价格迎来大幅度调整；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-26.4 美元/吨，周度环比减少 2.26 美元/吨，抗议者封锁了 Matarani 港口通往嘉能可 Antapaccay, Hudbay 和 Las Bambas 铜矿的道路，加剧铜供应紧张格局。需求端，国内铜线缆企业开工率 81.06%，环比增长 8.2pct，主要系本周铜价重心回落。铝方面，国内电解铝产能保持平稳运行态势，消费旺季加持下铝下游开工率呈现出温和复苏的迹象，推动社库加速去化，周度去库 3.7 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，钴价维持偏强震荡。锂方面，本周碳酸锂价格下跌，3 月国内碳酸锂产出达历史新高，下游需求相对维稳，预计锂价短期仍将低位震荡。钴方面，市场仍在逐步消化刚果（金）出口禁令冲击，尽管南非到港依然畅通，但未来的供应紧张预期使得上游厂商捂货惜售，市场流通货源仍维持低位，随着下游企业库存逐步消耗，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，供应端部分镍盐厂的原料库存有限，导致产量减少，市场上的硫酸镍供应相对紧张；需求端前驱体厂对镍盐有补库需求，接受度也有所提升，镍盐价格有望继续上行。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“对等关税”加剧避险属性，真金不怕火炼，继续看好贵金属价格后续表现。”对等关税”加剧避险属性，黄金于周中再创历史新高；随着特朗普宣布的对等关税政策远超预期，衰退风险上升，导致全球资产集体受挫，黄金亦有所调整。特朗普超预期关税加剧避险属性，同时使得美国的通胀预期有望再度提升，真金不怕火炼，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，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 袁浩

执业证书：S0100123090011

邮箱：yuanhao@mszq.com

相关研究

1. 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
2. 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
3. 有色金属周报 20250316：降息预期升温+需求旺季来临，金属价格上行-2025/03/16
4. 真“锂”探寻系列 14：澳矿 24Q4 跟踪：成本压力加剧，产能有望继续出清-2025/03/16
5. 铜行业动态报告：TC 降为负值，二季度铜冶炼减产吗？-2025/03/13

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	17.11	1.21	1.56	1.70	14	11	10	推荐
603993.SH	洛阳钼业	7.23	0.63	0.70	0.82	11	10	9	推荐
000807.SZ	云铝股份	16.85	1.27	2.33	2.62	13	7	6	推荐
603799.SH	华友钴业	33.23	2.25	3.00	3.57	15	11	9	推荐
002738.SZ	中矿资源	31.83	1.05	1.56	3.02	30	20	11	推荐
002756.SZ	永兴材料	32.97	1.97	1.88	3.08	17	18	11	推荐
603979.SH	金诚信	39.57	2.5	3.43	3.88	16	12	10	推荐
601168.SH	西部矿业	16.64	1.54	1.75	2.22	11	10	7	推荐
1258.HK	中国有色矿业	5.37	0.78	0.86	1.02	7	6	5	推荐
600547.SH	山东黄金	26.19	0.57	1.22	1.33	46	21	20	推荐
600489.SH	中金黄金	13.53	0.76	0.94	1.1	18	14	12	推荐
600988.SH	赤峰黄金	22.29	1.07	1.56	1.79	21	14	12	推荐
000975.SZ	山金国际	18.24	0.78	1.21	1.35	23	15	14	推荐
1818.HK	招金矿业	15.06	0.47	1.07	1.20	32	14	13	推荐
002155.SZ	湖南黄金	21.50	0.74	0.99	1.17	29	22	18	推荐
1208.HK	五矿资源	2.53	0.08	0.23	0.31	32	11	8	推荐

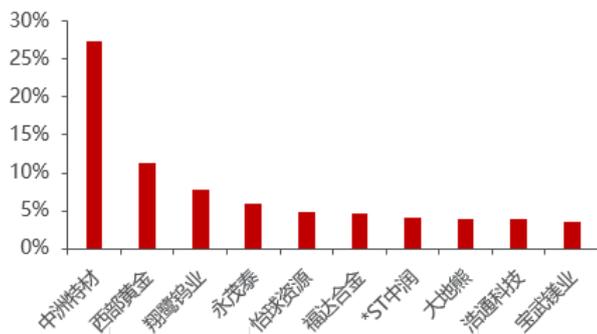
资料来源：wind，民生证券研究院预测。（注：股价为 2025 年 4 月 3 日收盘价，港币/人民币 0.93，美元/人民币 7.3，中国有色矿业、招金矿业、五矿资源为港币；其中紫金矿业、洛阳钼业、云铝股份、永兴材料、山东黄金、赤峰黄金、山金国际、招金矿业 24 年为实际值，其余为预测值）

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	14
3.1 贵金属	14
3.2 能源金属	17
3.3 其他小金属	21
4 稀土价格	24
5 风险提示	26
插图目录	27
表格目录	28

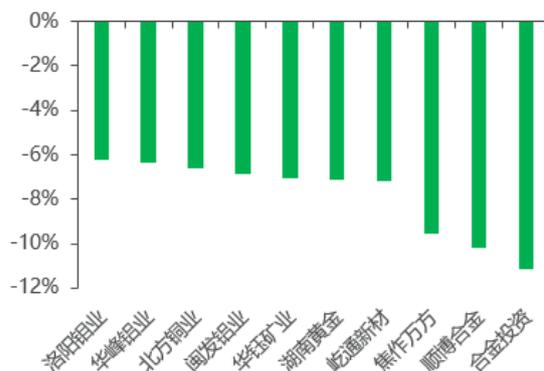
1 行业及个股表现

图 1：期间涨幅前 10 只股票 (03/31-04/04)



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 (03/31-04/04)



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 2025/04/04	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	2388	-6.37%	-5.95%	-5.60%
	铜(当月)	美元/吨	8690	-11.18%	-10.32%	-1.26%
	锌(当月)	美元/吨	2670	-6.37%	-6.43%	-8.69%
	铅(当月)	美元/吨	1911.5	-5.49%	-5.04%	-1.14%
	镍(当月)	美元/吨	14640	-10.73%	-8.18%	-2.66%
	锡(当月)	美元/吨	35005	-2.48%	-4.23%	23.00%
国内价格	铝(当月)	元/吨	20420	-1.90%	-0.29%	2.38%
	铜(当月)	元/吨	78860	-3.31%	-1.36%	7.61%
	锌(当月)	元/吨	23155	-3.94%	-1.28%	-8.35%
	铅(当月)	元/吨	17100	-2.92%	-1.98%	1.63%
	镍(当月)	元/吨	127330	-2.08%	-1.46%	2.83%
	锡(当月)	元/吨	287790	2.27%	1.93%	17.64%
基本金属库存						
铝	LME 库存	万吨	45.68	-2.00%	-1.23%	-28.03%
	上海期交所库存	万吨	21.51	-9.08%	-9.08%	6.90%
铜	LME 库存	万吨	21.08	-1.00%	-0.27%	-22.31%
	COMEX 库存	万吨	10.47	10.79%	8.82%	12.09%
	上海期交所库存	万吨	22.57	-4.06%	-4.06%	204.34%
锌	LME 库存	万吨	13.03	-7.87%	-5.73%	-44.35%
	上海期交所库存	万吨	6.85	-5.11%	-5.11%	126.69%

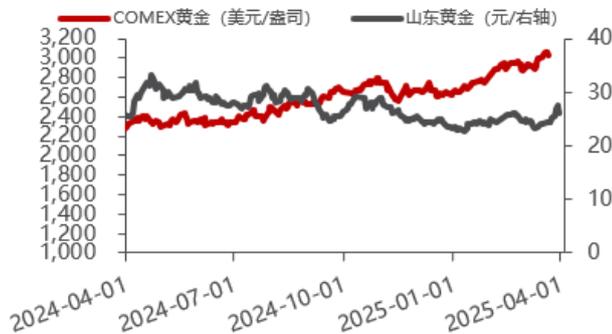
铅	LME 库存	万吨	23.53	1.75%	1.43%	-2.87%
	上海期交所库存	万吨	6.58	-3.19%	-3.19%	26.97%
镍	LME 库存	万吨	20.04	0.05%	0.85%	23.34%
	上海期交所库存	万吨	3.33	-9.94%	-9.94%	-7.94%
锡	LME 库存	万吨	0.30	-1.97%	-1.97%	-37.18%
	上海期交所库存	万吨	0.99	6.67%	6.67%	46.86%
贵金属价格						
COMEX 价格	黄金	美元/盎司	3056.10	-1.99%	-3.21%	14.41%
	白银	美元/盎司	29.53	-15.21%	-15.07%	-1.53%
国内价格	黄金	元/克	732.50	3.49%	3.27%	18.82%
	白银	元/千克	8386.00	0.62%	0.46%	10.97%
小金属价格						
	钼精矿	元/吨度	3385	0.30%	0.30%	-6.62%
	钨精矿	元/吨	143000	1.42%	1.42%	0.35%
	电解镁	元/吨	18500	#N/A	3.93%	5.71%
	电解锰	元/吨	13800	#N/A	0.00%	7.81%
	锑锭(1#)	元/吨	196000	15.29%	24.05%	37.06%
	海绵钛	元/千克	44500	0.00%	0.00%	2.30%
	铬铁(高碳)	元/吨	8400	3.70%	3.07%	11.26%
	钴	元/吨	223500	2.76%	0.00%	43.73%
	铋	元/吨	153000	-1.29%	0.00%	108.16%
	钽铁矿	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	2875	0.00%	0.00%	13.86%
	碳酸锂(工业级)	元/吨	71900	-0.14%	0.14%	-0.83%
	碳酸锂(电池级)	元/吨	73500	-0.27%	0.00%	-2.65%
	五氧化二钒	元/吨	77000	2.67%	1.32%	5.48%
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	452500	0.00%	0.00%	12.28%
	氧化钕	元/吨	459000	0.00%	0.00%	10.87%
	氧化镝	元/千克	1680	2.44%	1.20%	4.35%
	氧化铽	元/千克	6620	3.04%	1.46%	18.00%
	镨钕氧化物	元/吨	442000	0.34%	-0.56%	11.06%
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	561000	1.08%	0.00%	12.88%
	金属钕	元/吨	561000	1.08%	0.00%	12.88%
	金属镝	元/千克	2090	1.46%	0.00%	2.96%
	金属铽	元/千克	8120	0.74%	0.25%	16.42%
		镨钕合金	元/吨	442000	0.34%	-0.56%

资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

注：本周 LME 及 COMEX 商品价格数据为 4 月 4 日，国内商品价格数据为 4 月 3 日

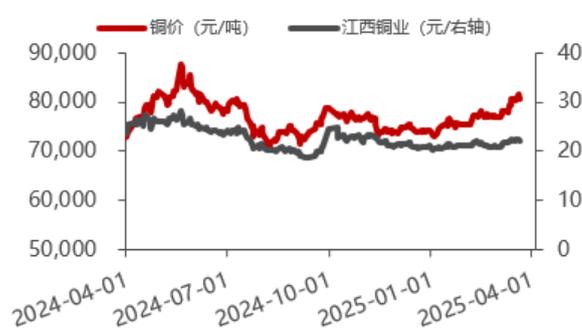
2.1 价格和股票相关性复盘

图 3：黄金价格与山东黄金股价走势梳理



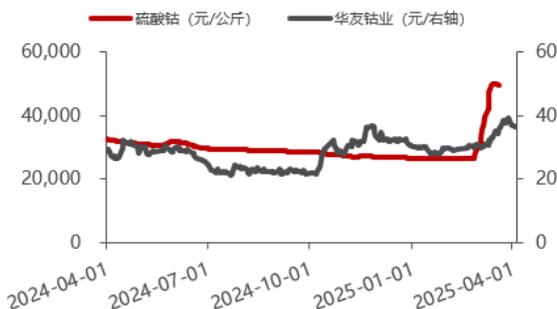
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 4：阴极铜价格与江西铜业股价走势梳理



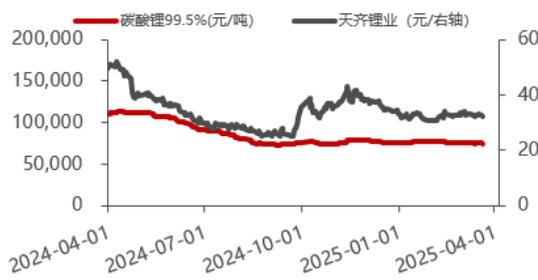
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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

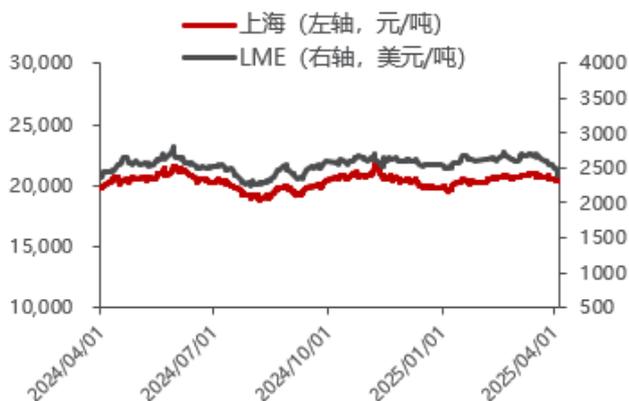
本周 (03/31-04/04)，综合各方面因素，供应端增量受限，需求端在消费旺季带动下有所回暖，库存处于去化状态，基本面为铝价提供了一定支撑。然而，海外避险情绪升温以及贸易政策等不确定因素，导致市场情绪趋于谨慎。预计短期铝价将维持震荡偏弱走势，可关注 20300-20400 元/吨的支撑位置。

表2：铝产业链价格统计

	2025-04-03		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	20550	0.0	0.00%	-70.0	-0.34%	-60.0	-0.29%	
氧化铝	3050	-20.0	-0.65%	-50.0	-1.61%	-300.0	-8.96%	
铝土矿 (澳洲进口)	739	1.0	0.13%	1.4	0.19%	-14.7	-1.95%	
铝土矿 (广西)	622	0.0	0.00%	-33.9	-5.17%	-33.9	-5.17%	
铝土矿 (山西)	689	0.0	0.00%	-33.9	-4.69%	-33.9	-4.69%	
预焙阳极	5180	0.0	0.00%	130.0	2.57%	650.0	14.35%	
动力煤	672	0.0	0.00%	0.0	0.00%	-23.0	-3.31%	

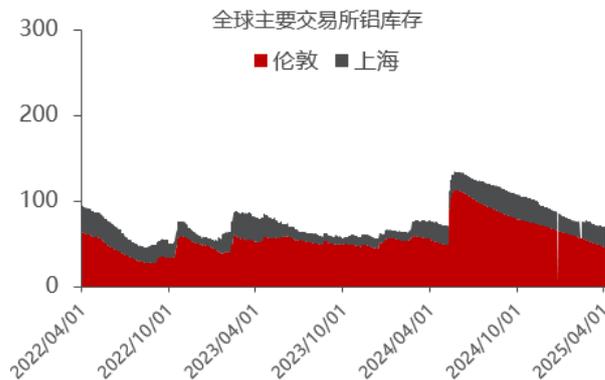
资料来源：同花顺，民生证券研究院整理

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

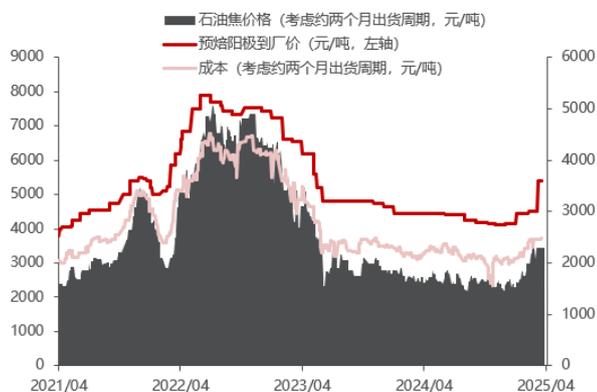
图 8：全球主要交易所铝库存 (万吨)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

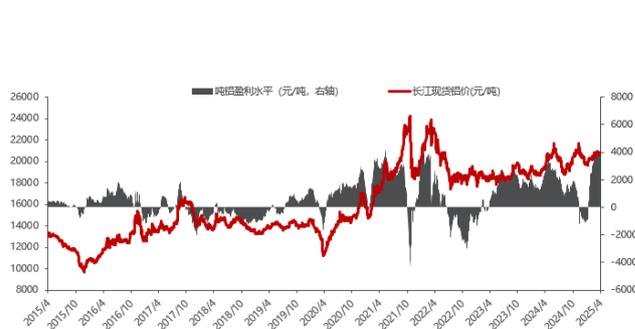
(2) 利润

图 9：预焙阳极盈利梳理 (元/吨)



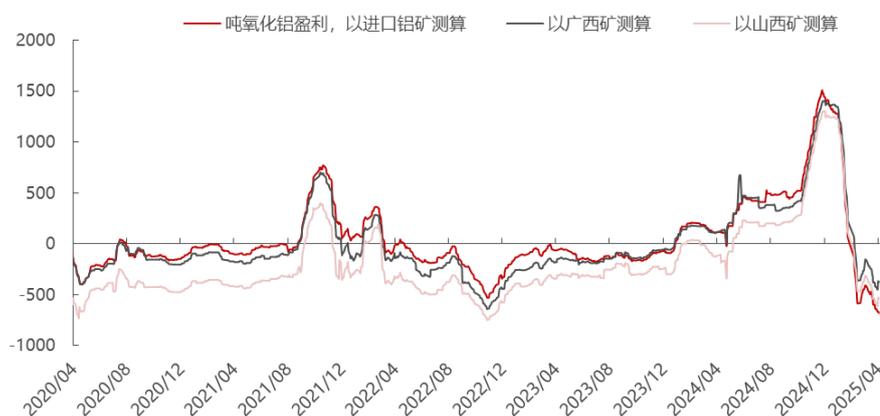
资料来源：SMM，民生证券研究院

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)

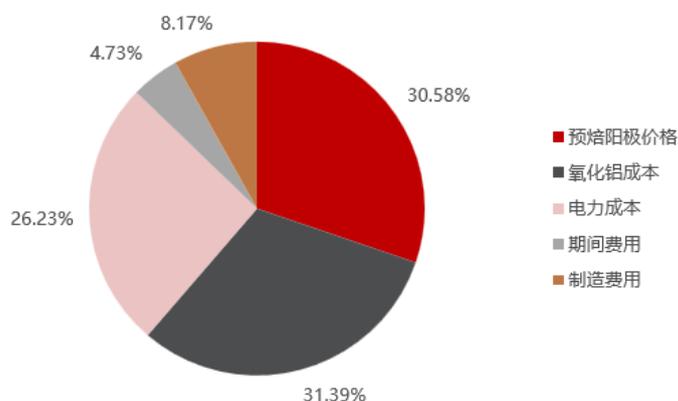


资料来源: 同花顺, 百川资讯, 民生证券研究院测算

注: 数据截至 2025.04.04

(3) 成本库存

图 12: 2025 年 3 月全国平均电解铝完全成本构成



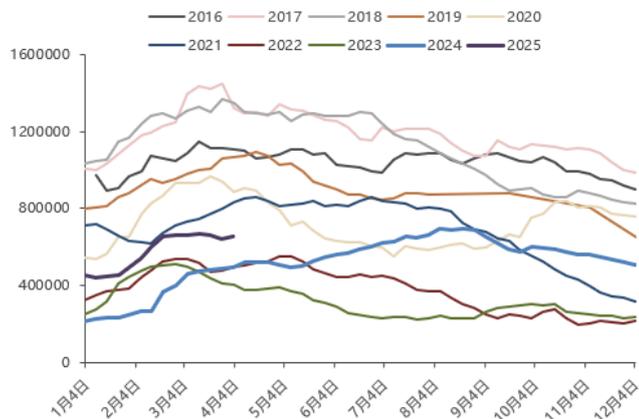
资料来源: SMM, 民生证券研究院

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
2025/3/31	3.2	29.1	4.2	12.6	2.3	1.0	1.8	25.8	80.0
2025/4/3	3.1	27.5	4.1	11.4	2.2	1.0	1.8	25.4	76.5
较上周四变化	-0.1	-1.6	-0.1	-1.2	-0.1	0.0	0.0	-0.4	-3.5

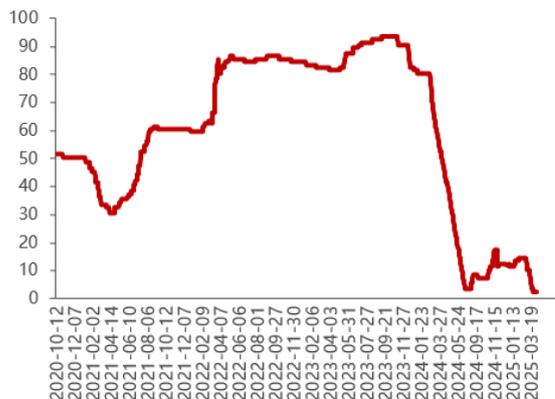
资料来源: SMM, 民生证券研究院整理

图 14: 三大期货交易所铜库存合计+保税区 (吨)



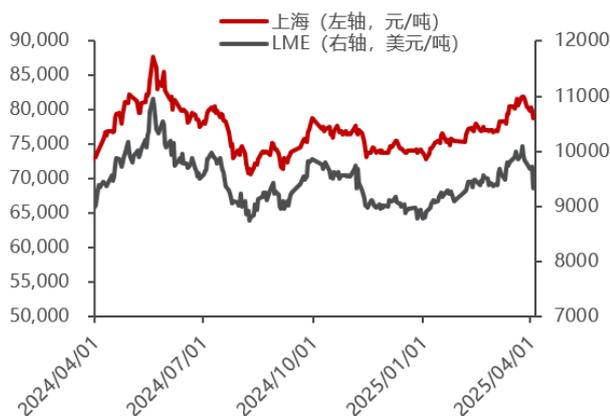
资料来源: 同花顺, SMM, 民生证券研究院
注: 2023 年以来铜保税区库存数据采用同花顺数据

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

图 18: 全球主要交易所铜库存

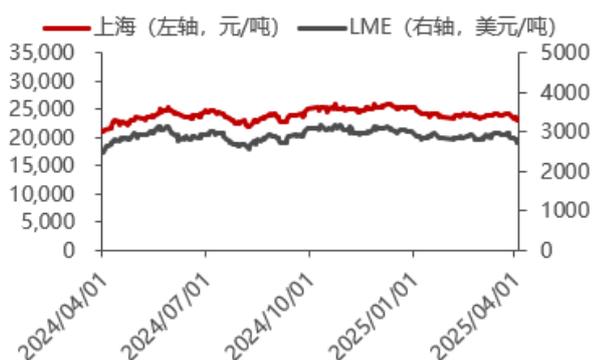
2.2.3 锌

(1) 价格周度观点

本周 (03/31-04/04), 伦锌:周初, 受上周五美国经济衰退担忧及 2 月核心 PCE 数据向好影响, 伦锌维持震荡运行;随后美国 3 月达拉斯联储商业活动指数终值录得 -16.3, 低于前值及预期值, 市场避险情绪显现, 叠加海外库存持续减少, 锌价底部支撑加强, 伦锌小幅上行;接着受特朗普即将宣布的“对等关税”影响, 宏观不确定性加强, 伦锌不断下行;然海外库存继续减少, 美国 3 月 ISM 制造业 PMI 及美国 2 月 JOLTS 职位空缺双双低于预期, 市场观望情绪较浓, 伦锌小幅上行;但在即将宣布的“对等关税”的扰动下, 伦锌出现回落;接着美国 3 月 ADP

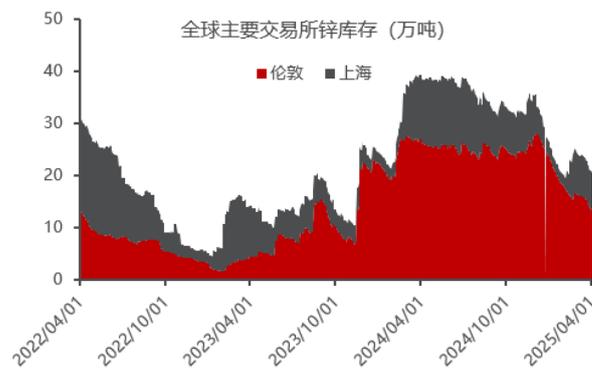
就业人数公布值为 15.5 万人，数据表现超预期，同时美国“对等关税”的正式公布使得伦锌继续下行，截至本周四 15:00，伦锌录得 2760 美元/吨，跌 91.5 美元/吨，跌幅 3.21%。**沪锌**:周初，在国内供给端增量预期及冶炼厂加工费持续上行的带动下，沪锌小幅下行;随后据 SMM 数据显示，截至 3 月 31 日，SMM 七地锌锭库存总量为 12.59 万吨，较 3 月 24 日减少 0.30 万吨，现货市场成交氛围较好，减少的社会库存对锌价起到一定支撑，沪锌不断上行，接着在外盘带动及关税扰动下，沪锌不断下行;随后在美国制造业 PMI 及劳动力数据双双低于预期的影响下，国内市场避险情绪同样加强，沪锌走高;接着在美国 3 月 ADP 就业人数超预期以及特朗普“对等关税”的作用下，沪锌走低;随后根据 SMM 数据显示，截至 4 月 3 日国内社会库存减少至 10.91 万吨，价受支撑小幅上行。截至本周四 15:00，沪锌录得 23155 元/吨，跌 615 元/吨，跌幅 2.59%。

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

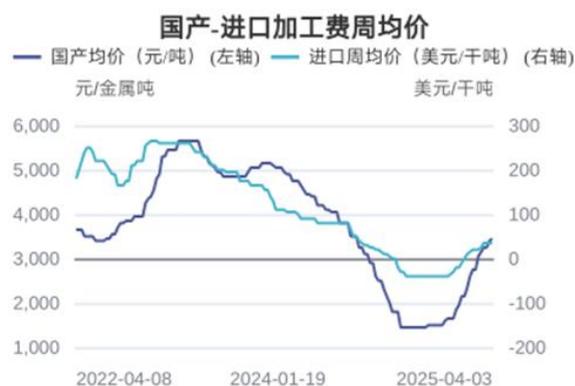
图 19: 全球主要交易所锌库存 (万吨)



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)

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
2025/3/24	6.12	1.68	3.58	0.49	0.48	0.27	0.27	11.38	12.89
2025/3/27	6.12	1.74	3.66	0.48	0.45	0.28	0.27	11.52	13.00
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
较上周四变化	-0.96	-0.36	-0.69	-0.02	0.02	-0.08	0.00	-2.01	-2.09
较本周一变化	-0.98	-0.17	-0.39	-0.02	-0.07	-0.05	0.00	-1.54	-1.68

资料来源: SMM, 民生证券研究院

图 21：锌进口盈亏及沪伦比值



数据来源: SMM

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 (03/31-04/04)，伦铅开于高位 2030 美元/吨，周内美国关税举措不断加码升级，4 月 2 日“对等关税”落地在即，不确定性因素激化市场避险需求，导致伦铅偏弱震荡。周中，伦铅继续受到美国关税事件的影响，价格进一步下挫，截至周四 16:30，收于 1949 美元/吨，跌幅 3.63%。截止周五 15:00，伦铅终收于 1964.5 美元/吨，较上周五收盘价下跌 3.26%。

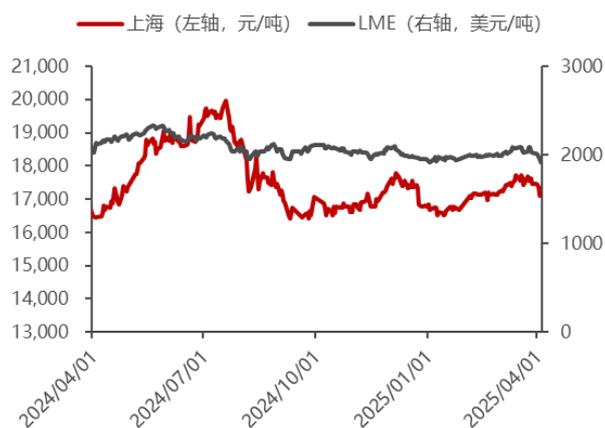
本周沪铅 2505 合约开于 17415 元/吨，上半周窄幅震荡运行，期间高位 17465 元/吨，主要受供需两弱影响，供应端因常规检修及废料回收困难导致开工率下滑，需求侧则因铅蓄电池行业进入淡季。截止周五 15:00，沪铅 2505 合约终收于 17100 元/吨，跌幅 2.64%，受伦铅大幅下挫和下游企业采购意愿低迷的影响。

锡：本周 (03/31-04/04)，沪锡市场价格在本周呈现高位震荡走势，主要受到全球供应链缺口扩大预期和缅甸地震引发的供应扰动影响。整体来看，沪锡价格波动区间在 28.3 万至 29.9 万元/吨之间。现货市场方面，由于高价抑制了下游企业的采购意愿，成交情况较为冷清，多数企业保持刚需采购，整体补库意愿较低。

市场预测:近期,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28.0万-28.9万元/吨区间震荡,投资者需密切关注刚果(金)局势进展、厄邦复产情况以及宏观政策导向,谨慎操作,避免追高风险

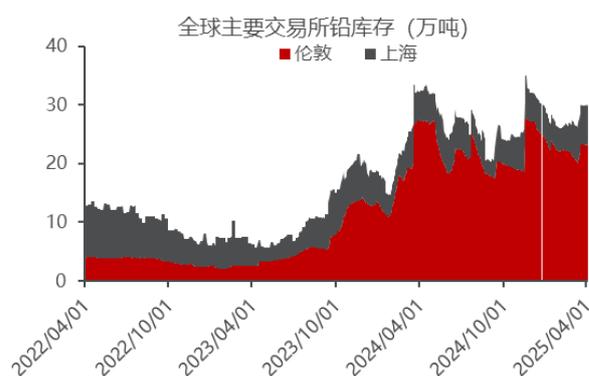
镍:本周(03/31-04/04),本周镍价呈现震荡下行的趋势,SMM1号电解镍价格在127,700至132,400元/吨之间波动,上期所镍期货价格(2505合约)则在127,200元/吨至132,250元/吨之间浮动。**宏观面上**,尽管印尼PNBP政策未能如期发布,但市场对其落地预期仍偏高,加之镍矿供应偏紧,整体对镍价形成了一定的支撑。**基本面方面**,菲律宾雨季接近尾声,镍矿出货量预期增加,但当前供应仍偏紧,中高品镍矿价格有所松动,而印尼镍矿价格持稳偏强。国内镍矿供应紧张导致冶炼厂生产驱动较弱,印尼镍铁产量稳定运行。下游需求方面,不锈钢板块整体表现疲软,春节后部分钢厂恢复生产,但整体供应有限,市场恢复较慢,下游开工率和订单量整体较弱,不锈钢库存累库。预计下周电镍价格将继续受到印尼税收政策的影响,维持偏强震荡。

图 22: 上海期交所同 LME 当月期铅价格



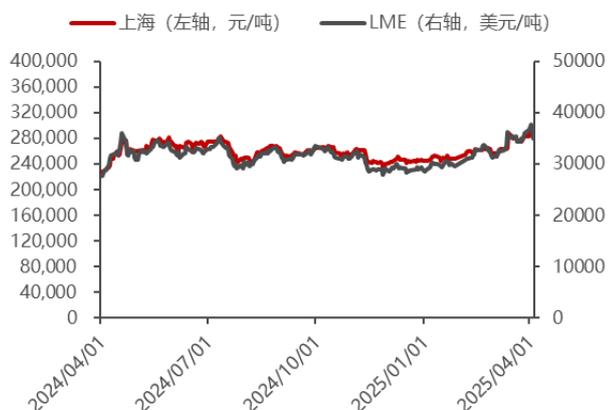
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 23: 全球主要交易所铅库存 (万吨)



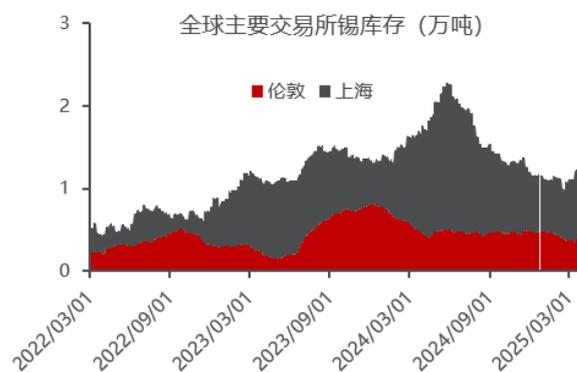
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 24: 上海期交所同 LME 当月期锡价格



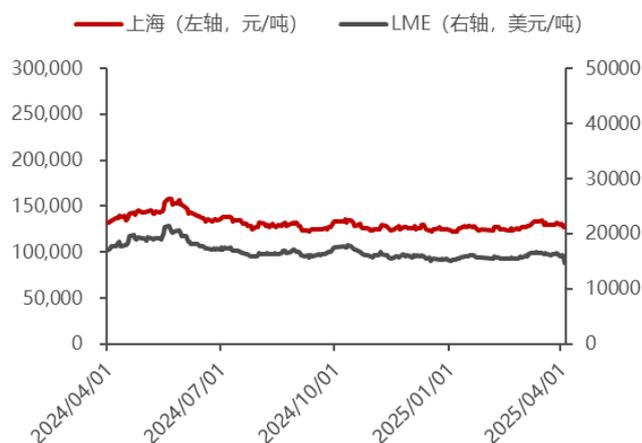
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 25: 全球主要交易所锡库存 (万吨)



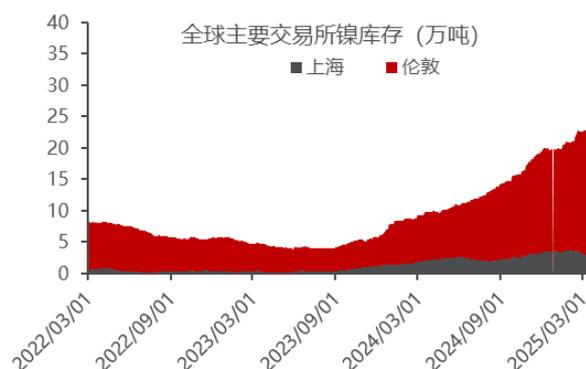
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

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)



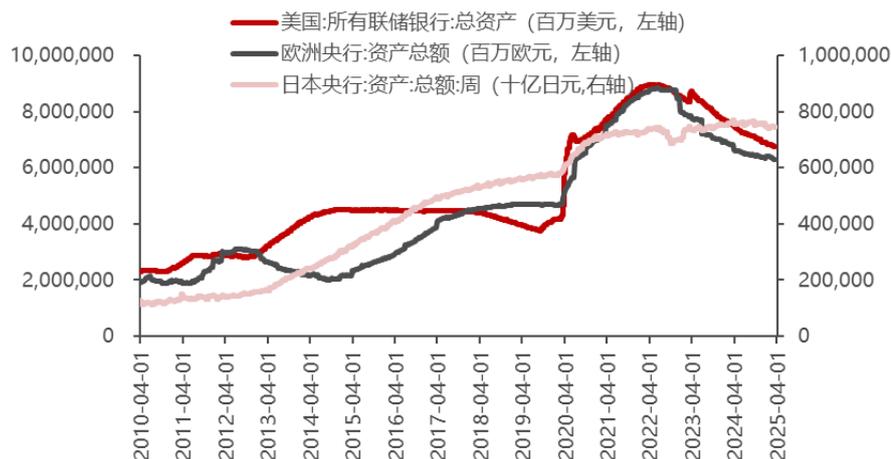
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

3 贵金属、小金属

3.1 贵金属

金银：本周 (03/31-04/03)，黄金价格上涨，白银价格上涨。截至 4 月 3 日，国内 99.95%黄金 732.77 元/克，较上周上涨 3.45%，一周平均价 729.61 元/克，较上周上涨 3.37%；国内 99.99%黄金 743.91 元/克，较上周同期上涨 4.98%，一周平均价 732.52 元/克，较上周上涨 3.72%。截至 4 月 3 日，上海现货 1#白银 8400 元/千克，较上周同期价格上涨 1.01%。一周平均价 8421 元/千克，较上周均价上涨 1.97%。截至 4 月 2 日，COMEX 白银结算价格 24650 美元/盎司，较上周同期上涨 1.25%，一周平均 34.693 美元/盎司，较上周上涨 2.36%。

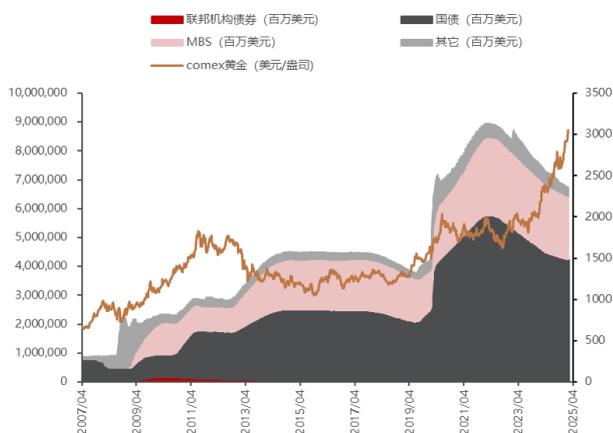
图 28：各国央行的资产总额情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

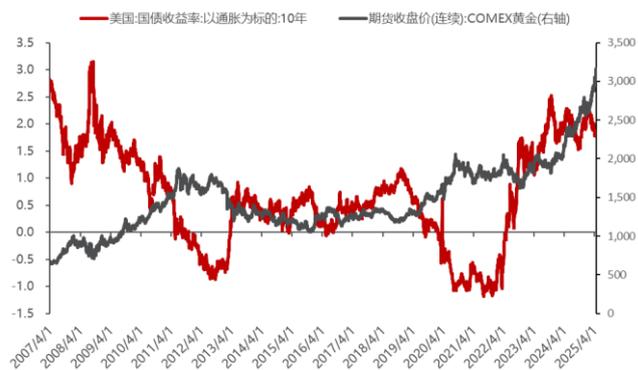
(1) 央行 BS、实际利率与黄金

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

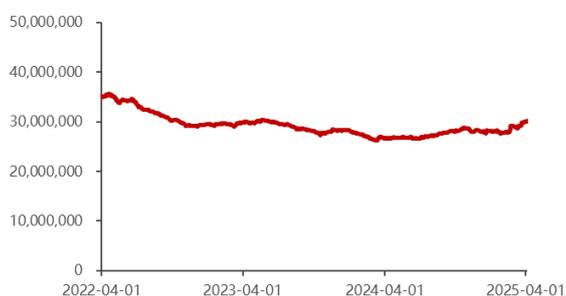
图 30: Comex 黄金与实际利率 (% , 美元/盎司)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

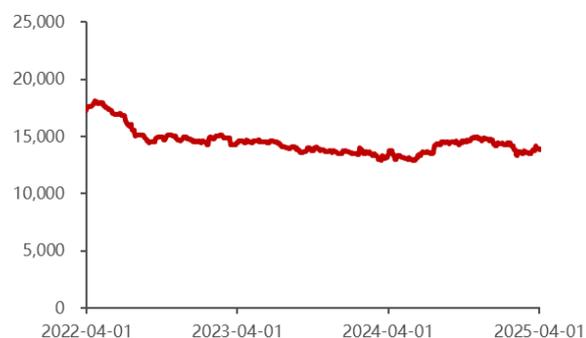
(2) ETF 持仓

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

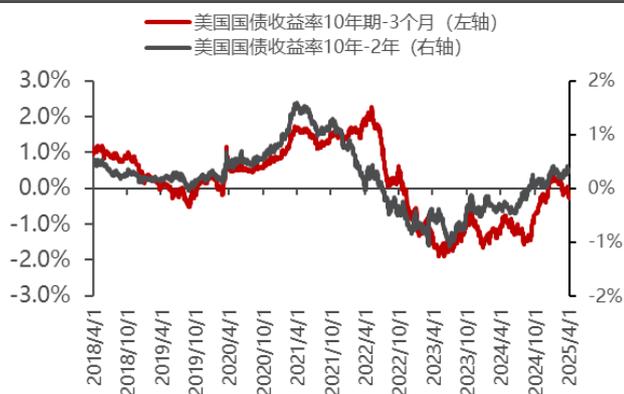
图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 吨)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

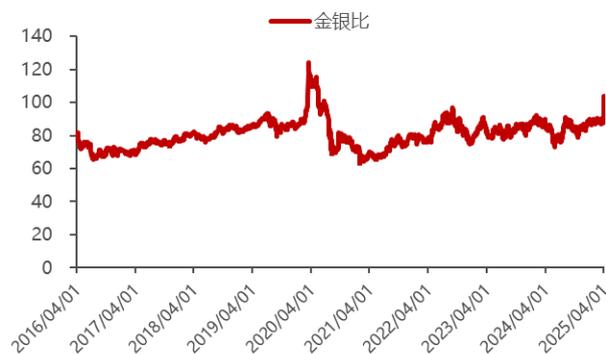
(3) 长短端利差和金银比

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 (03/31-04/04)，本周电解钴现货价格较上周小幅下跌。**从供给端来看，冶炼厂持续挺价，出货海外意愿偏强。从需求端看，下游厂商库存相对充足，买盘询盘偏淡，市场成交持续低迷。预计短期，原料价格将持续偏强运行或对电解钴价格产生一定支撑，电解钴现货市场或将维持震荡偏强格局。
- **钴盐及四钴：本周 (03/31-04/04)，四氧化三钴的价格维持稳定。**从供给方面来看，多数冶炼厂的报价保持平稳，市场逐渐回归理性。需求方面，由于大部分厂商已完成此前的采购，本周新增订单有限，市场对高价格的接受度降低，交易活跃度有所减弱，市场进入缓冲期。短期内，四氧化三钴的价格预计仍将维持在较高水平。然而，由于下游钴酸锂厂家的接货意愿不高，预计下周价格可能会出现小幅下滑。
- **三元材料：本周 (03/31-04/04)，价格均小幅上涨，**原材料方面，硫酸镍价格持续上涨，抵消了硫酸钴、硫酸锰及碳酸锂价格小幅震荡下跌的影响。市场供给仍主要依赖此前签订的长协订单，其折扣系数尚未调整，价格上涨主要体现在散单的报价上。由于三元材料厂与上游前驱体厂商的采购订单系数有所上调，三元材料生产成本依然处于较高水平，价格保持相对坚挺。在生产及订单方面，受3月原材料价格大幅上涨影响，部分电芯厂选择提前下单备货，以满足后续生产需求。尤其是小动力型电芯的需求近期复苏明显，签单情况良好。同时，海外市场对三元材料的需求有所增长，部分材料厂的海外代工订单增加。预计4月份整体排产将进一步提升。总体来看，短期内三元材料价格仍将保持坚挺，并随原材料价格波动呈小幅震荡走势。

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%	43.73%	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

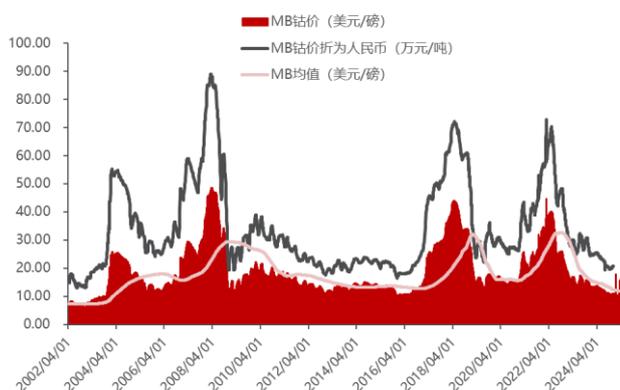
四氧化三钴	73.5%min 中国	元/公斤	202.50	0.00%	76.86%	84.93%	202.50	109.50
硫酸钴	20%min 中国	元/吨	47500.00	-2.06%	67.84%	82.69%	49500.00	26000.00
氧化钴	72%min 中国	元/公斤	170.50	0.00%	52.91%	71.36%	170.50	99.50

资料来源：同花顺，LME，上期所，COMEX，民生证券研究院整理

注：数据截至 2025 年 03 月 28 日

(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

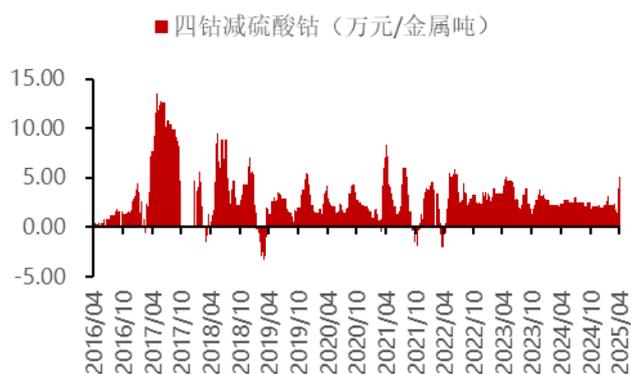
注：美元汇率为对应当日中间汇率

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

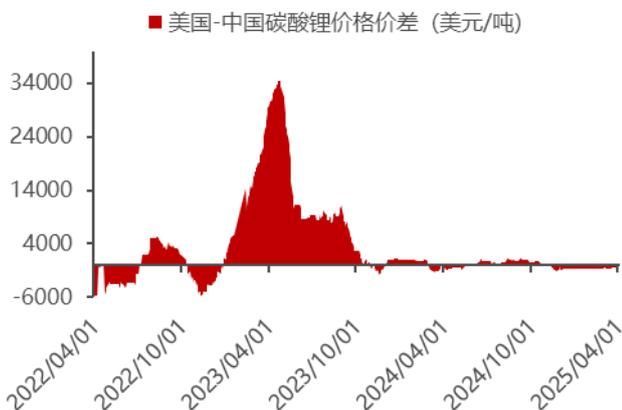
3.2.2 锂

(1) 高频价格跟踪及观点

- **碳酸锂：本周 (03/31-04/04)，碳酸锂现货价格依然呈现下跌趋势，但下跌幅度有所减弱。**从当前市场成交情况来看，以贸易商与下游材料厂间的成交为主。因一二线锂盐厂的优品碳酸锂供应量级有限，使得头部锂盐厂挺价情绪依然强烈。碳酸锂现货市场主以老货或品质不佳的货物频繁流通，贸易商为处理老货库存，以相对较低的价格点位促进与下游材料厂的成交。回顾 3 月碳酸锂供需格局，在经历了 2 月传统淡季过后，3 月碳酸锂供应及需求端产出均呈大幅回暖。且在部分碳酸锂产线的持续爬产下，3 月国内碳酸锂产出达历史新高，碳酸锂过剩格局进一步加剧，拖拽碳酸锂现货价格持续下行。进入 4 月，下游需求相对维稳，不及此前增量预期。供应端虽有部分中小厂已有减量动作，但在一二线锂盐厂的强势供应下，碳酸锂总产出预计仍处高位。整体来看，4 月碳酸锂供需均呈高位维稳，其过剩格局难以扭转。
- **氢氧化锂：本周 (03/31-04/04)，氢氧化锂价格环比上周持续阴跌趋势。**从供应端来看，本月排产基本与上月持平，主因供应较为集中，大厂生产情况相对较为稳定；需求端，得益于三元电芯的排产的微幅上行及代工订单的增加，三元材料排产环比上月有小幅微增。在进出口环比 3 月基本持平的预期下，4 月供需呈现紧平衡状态。在市场情绪上，近期部分材料厂虽然在长协和客供之外有一定需求增量，但更倾向于采用长协加量形式提货，散单采购形式较少；上游锂盐厂出于高企的锂盐库存，有较明显的出货意愿，氢氧化锂价格整体易跌难涨。
- **磷酸铁锂：本周 (03/31-04/04)，磷酸铁锂价格整体小幅下行。**在原料端，碳酸锂本周平均价格下跌约 250 元，加工费稳定未有变化。供应端，磷酸铁锂材料 4 月排产预期较 3 月未有太大变化，材料厂在本周整体维持稳定生产，但部分头部企业由于订单量相较于月初的满产计划有所减少，但二、三梯队材料厂整体生产较积极。需求端，下游电芯厂需求较稳，整体较 3 月有小幅增长。4 月，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 (03/24-03/28)，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，3 月国内钴酸锂产量环比增长 14%，主因春节假期后产业链复工加速，头部企业复产带动供应修复。行业集中度仍保持高位，CR5 为 85%，头部企业凭借原料长协、一体化成本优势主导市场。需求端，3 月为传统 3C 新品备货期，智能手机、平板电脑等终端需求环比回暖，推动电芯厂采购订单增加。预计 4 月份，需求增速放缓，钴酸锂产量环比增加 3%。

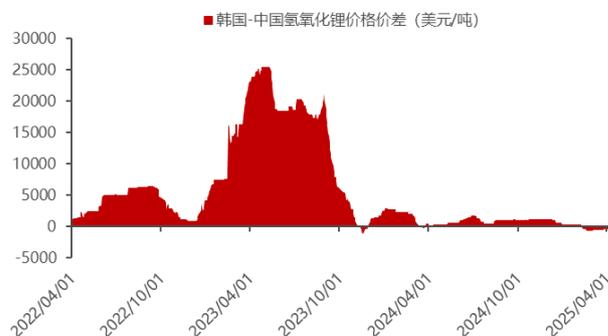
(2) 价差跟踪

图 41: 国内外碳酸锂价差



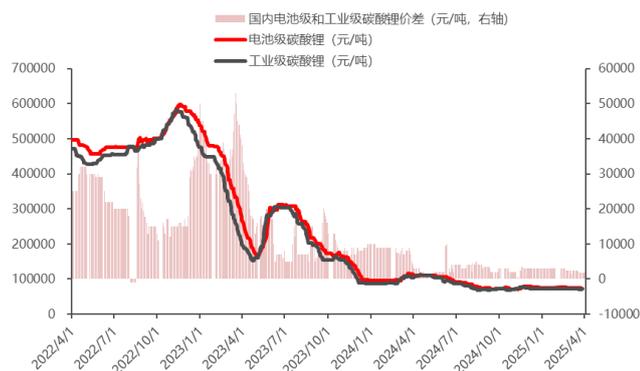
资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 42: 国内外氢氧化锂价差



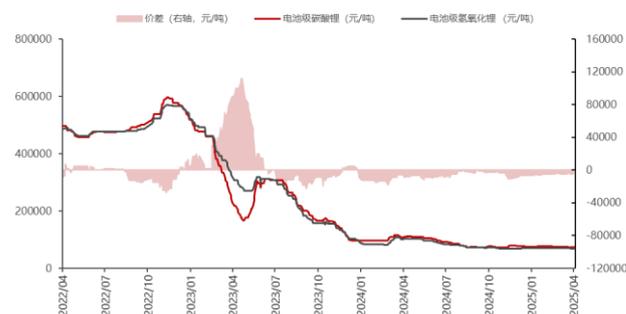
资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

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

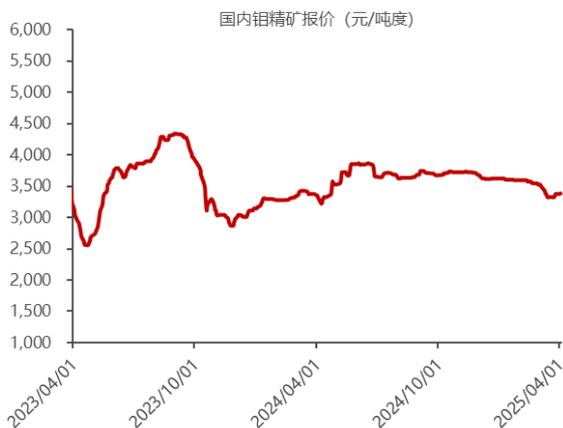
图 44: 国内电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂价差



资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

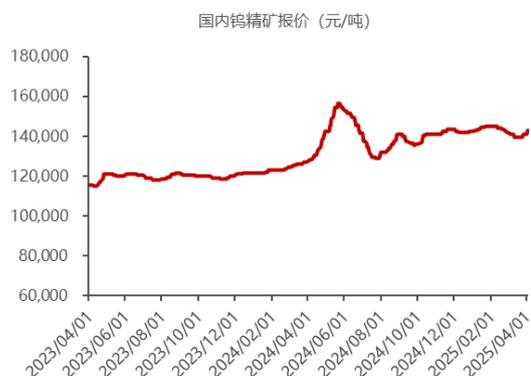
3.3 其他小金属

图 45: 国内钼精矿价格



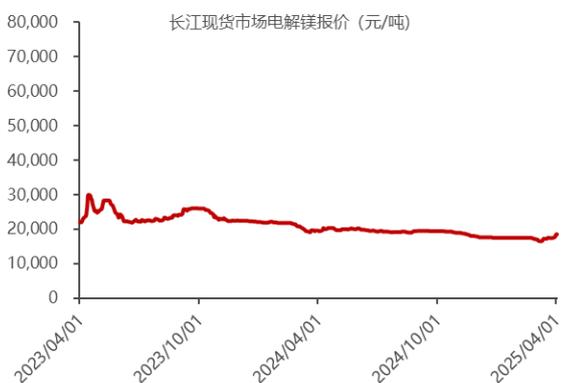
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 46: 国内钨精矿价格



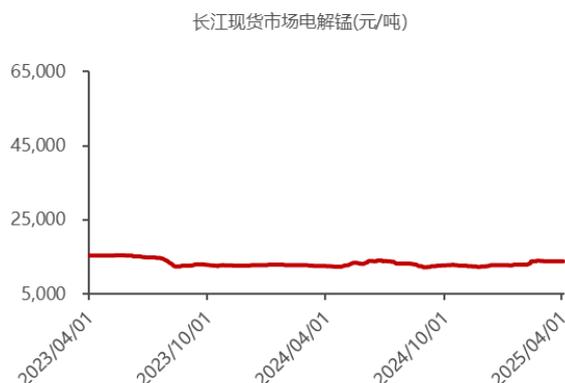
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

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



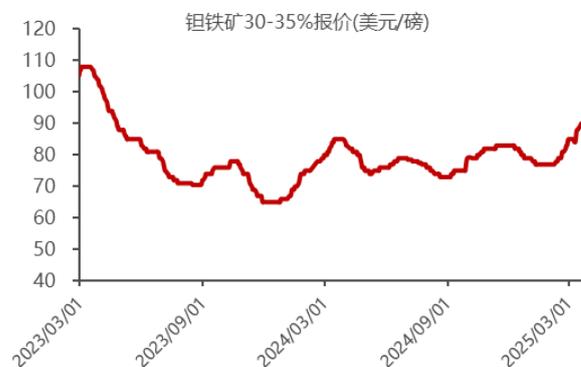
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 53: 国内精钢 99.99%价格



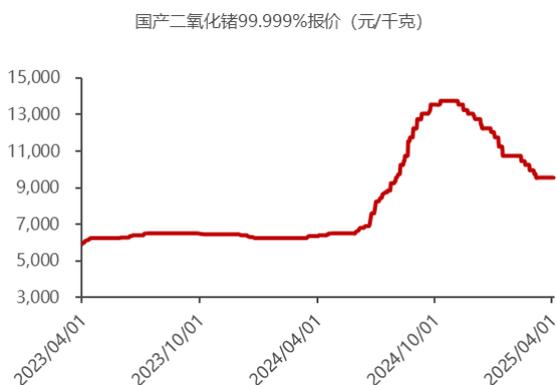
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 54: 钽铁矿 30%-35%价格



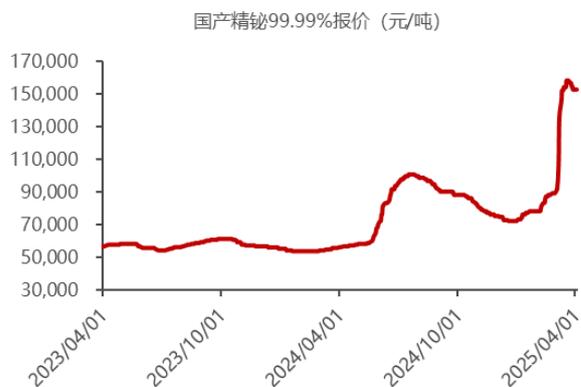
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 55: 国产氧化锆价格



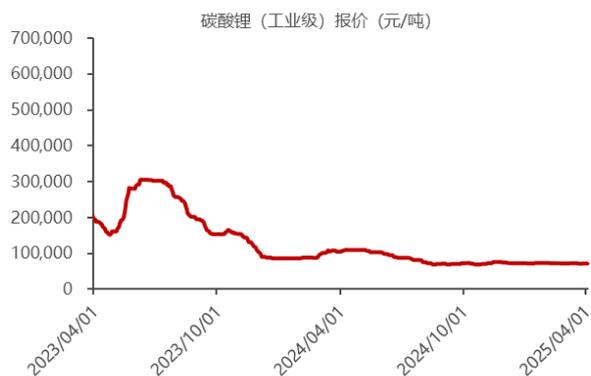
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 56: 国产精铋价格



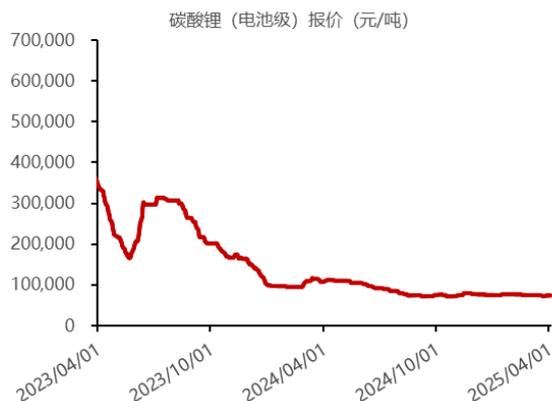
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

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

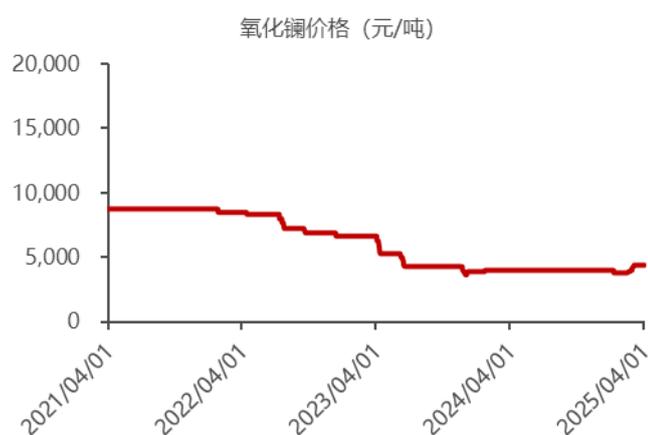


资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

4 稀土价格

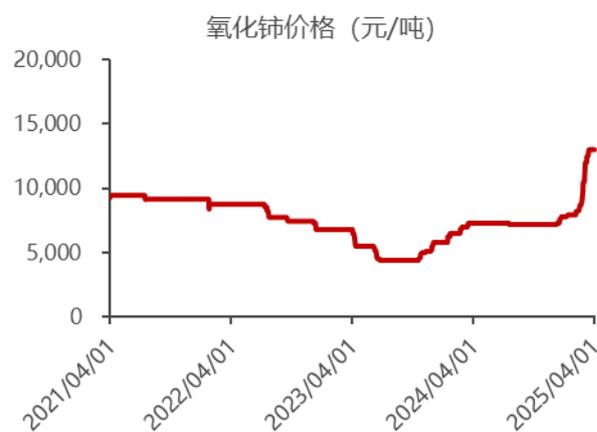
稀土磁材：本周（03/31-04/04），稀土价格整体偏稳，当前由于缅甸矿供应情况的恢复，分离厂对离子矿采购时压价力度较大，部分持货商惜售情绪依旧较重，市场低价货源并不多。。

图 59：氧化镧价格



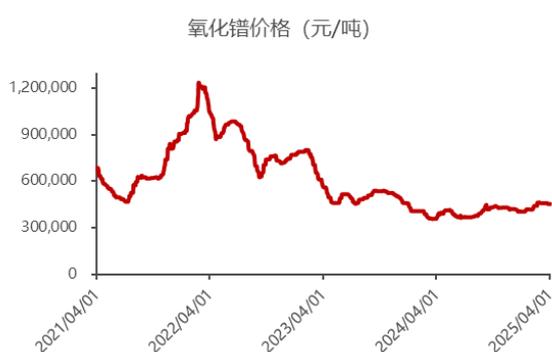
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 60：氧化铈价格



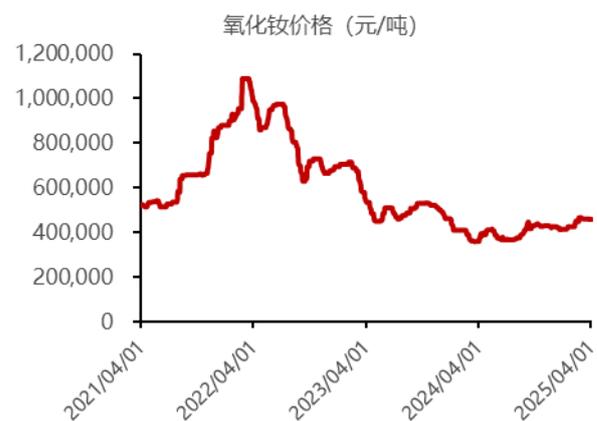
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 61：氧化镨价格



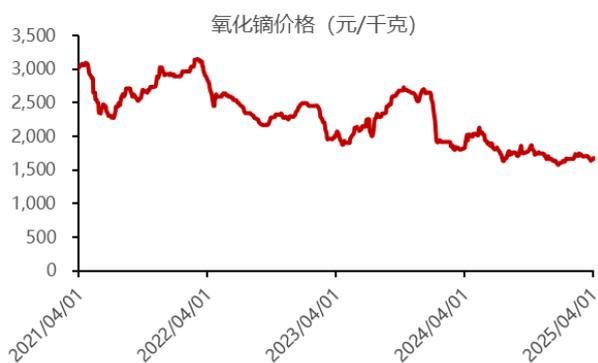
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 62：氧化钕价格



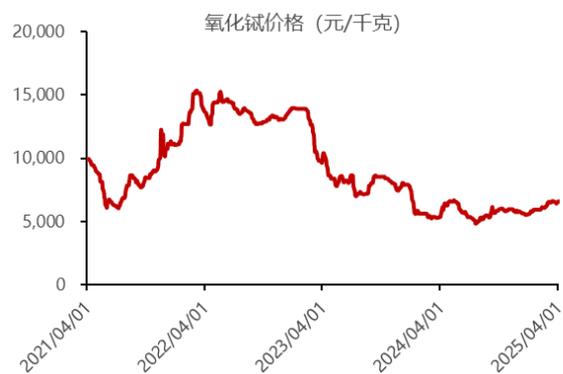
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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 (03/31-04/04)	3
图 2: 期间涨幅后 10 只股票 (03/31-04/04)	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 3 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	10
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	12
图 23: 全球主要交易所铅库存 (万吨)	12
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	13
图 27: 全球主要交易所镍库存 (万吨)	13
图 28: 各国央行的资产总额情况	14
图 29: 美联储资产负债表资产	15
图 30: Comex 黄金与实际利率 (% , 美元/盎司)	15
图 31: 黄金 ETF 持仓 (单位: 金衡盎司)	15
图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 吨)	15
图 33: 美国国债收益率 (%)	16
图 34: 金银比	16
图 35: COMEX 黄金期货结算价 (美元/盎司)	16
图 36: COMEX 白银期货结算价 (美元/盎司)	16
图 37: MB 钴美元及折合人民币价格	18
图 38: 海内外钴价及价差	18
图 39: 硫酸钴和四氧化三钴价差	18
图 40: 金属钴现货和无锡盘价格差	18
图 41: 国内外碳酸锂价差	20
图 42: 国内外氢氧化锂价差	20
图 43: 国内电池级碳酸锂和工业级碳酸锂价差	20
图 44: 国内电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂价差	20
图 45: 国内钼精矿价格	21
图 46: 国内钨精矿价格	21
图 47: 长江现货市场电解镁价格	21
图 48: 长江现货市场电解锰价格	21
图 49: 长江现货市场锑锭价格	22
图 50: 国产海绵钛价格	22
图 51: 国产高碳铬铁价格	22
图 52: 长江现货市场金属钴价格	22
图 53: 国内精钢 99.99% 价格	22
图 54: 钽铁矿 30%-35% 价格	22

图 55: 国产氧化锆价格	23
图 56: 国产精铋价格.....	23
图 57: 碳酸锂（工业级）价格.....	23
图 58: 碳酸锂（电池级）价格.....	23
图 59: 氧化镧价格.....	24
图 60: 氧化铈价格.....	24
图 61: 氧化镨价格.....	24
图 62: 氧化钕价格.....	24
图 63: 氧化镝价格.....	25
图 64: 氧化铽价格.....	25

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）	7
表 4: 锌七地库存（万吨）	10
表 5: 钴系产品价格一览.....	17

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
	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