

有色金属

报告日期：2025年04月07日

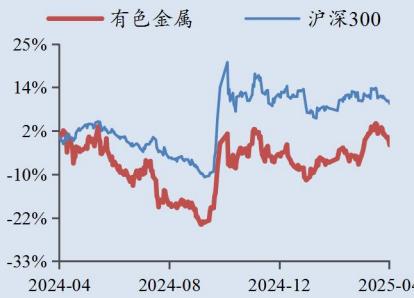
## 黄金市场流动性受美股 Risk Off 冲击，长期逻辑或强化

——有色金属行业周报

## 华龙证券研究所

投资评级：推荐（维持）

## 最近一年走势



分析师：景丹阳

执业证书编号：S0230523080001

邮箱：jingdy@hlzq.com

## 相关阅读

- 《黄金向上动能较强，工业金属预期回暖—有色金属行业周报》2025.03.31  
《黄金续创新高，工业金属预期回暖—有色金属行业周报》2025.03.24  
《美非农就业引市场担忧，降息预期或仍平稳—有色金属行业周报》2025.03.11

## 摘要：

- 特朗普宣布对等关税政策向所有贸易伙伴征加关税，黄金跳水，但长期逻辑强化。维持有色行业“推荐”评级。
- 当地时间4月2日，美国总统特朗普在白宫签署两项关于“对等关税”的行政令，宣布美国对贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，并对某些贸易伙伴征收更高关税。4月4日，中方公布一系列反制措施。关税方面，国务院关税税则委员会发布公告，自2025年4月10日12时01分起，对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征34%关税。出口管理措施方面，商务部、海关总署宣布4月4日起对7类中重稀土相关物项实施出口管制措施。此外，相关部门宣布出口管制管控名单和不可靠实体清单，对美国进行还击。受美国关税政策冲击，4月3日、4日，美股连续两天暴跌，市值蒸发超5万亿美元。
- 黄金短期受美股 Risk Off 冲击，长期逻辑或强化。美国关税政策调整幅度超过市场预期，美股核心资产集中去风险，美股连续两天大幅跳水，超5万亿美元的下跌引起包括黄金等避险方向在内的几乎所有种类资产流动性丧失。为了回补保证金以应对美股暴跌带来的踩踏，持有黄金、大宗商品等资产的投资被迫套现来追加保证金，黄金在这两天也冲高回落，现货黄金4日收跌2.47%。但是，短期流动性带来的下跌并不影响黄金长期走强逻辑，甚至在关税政策下，该逻辑有所强化。若美对其他国家关税如期落地，各种上游原材料及中游制成品成本上升带来的输入性通胀将推高美国通胀水平，美国经济走向滞胀的可能性增加。尽管3月美非农就业数据超预期，但鲍威尔在讲话中对特朗普关税政策的影响持悲观态度，并表示调整货币政策为时尚早，市场预期的降息节奏或进一步放缓。长期来看，高关税带来的高通胀和经济放缓不可避免，黄金在此背景下向上确定性更强。
- 投资建议：美国关税政策或导致美国通胀，黄金长期逻辑可能强化。建议关注紫金矿业(601899.SH)、赤峰黄金(600988.SH)。
- 风险提示：金价高位震荡；关税政策调整超预期；海外利率波动风险；财政政策落地不及预期；海外通胀波动风险；海外地缘政治风险；数据引用风险。

表：重点关注公司及盈利预测

股票代码	股票简称	2025/04/03	EPS (元)				PE				投资评级
		股价 (元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E	
600988.SH	赤峰黄金	22.29	0.48	1.06	0.8	0.94	29.0	14.7	27.9	23.7	增持
601899.SH	紫金矿业	17.11	0.79	1.21	1.52	1.73	22.7	15.0	11.3	9.9	增持

数据来源：Wind，华龙证券研究所（紫金矿业预测来自华龙证券研究所，其他预测来自万得一致预期）

## 内容目录

1 行业周度回顾 .....	1
1.1 本周市场走势 .....	1
1.2 主要金属价格及库存变化 .....	2
1.3 重点上市公司公告 .....	3
2 贵金属 .....	3
3 工业金属 .....	6
4 风险提示 .....	9

## 图目录

图 1: 申万一级行业周涨跌幅 .....	1
图 2: 有色金属各子行业周涨跌幅与主要指数对比 .....	1
图 3: 有色个股周涨幅前五 .....	2
图 4: 有色个股周跌幅前五 .....	2
图 5: 美国 CPI 变动情况 .....	4
图 6: 美国 PPI 变动情况 .....	4
图 7: 美国失业率及非农薪酬变动情况 .....	5
图 8: 美国 ISM 制造业 PMI 变动 .....	5
图 9: 美国国债收益率变动情况 .....	5
图 10: COMEX 金价与 10 年美债变化关系 .....	5
图 11: 黄金 ETF 持仓变化 .....	6
图 12: COMEX 黄金非商业持仓变化 .....	6
图 13: 铜金比 (LME 现货铜/伦敦现货黄金) 变化 .....	6
图 14: 油金比 (布伦特原油/伦敦现货黄金) 变化 .....	6
图 15: 中国电解铜月产量 .....	7
图 16: 中国电解铜表观消费量 .....	7
图 17: 中国电解铜现货库存 .....	7
图 18: 中国电解铜期货库存 .....	7
图 19: 低氧铜杆汇总均价 (元/吨) .....	8
图 20: 紫铜带汇总均价 (元/吨) .....	8
图 21: 中国电解铝产能利用率 (%) .....	8
图 22: SHFE 铝连续合约收盘价 (元/吨) .....	8
图 23: SHFE 铝期货库存 (吨) .....	9
图 24: LME 铝期货库存 (吨) .....	9

## 表目录

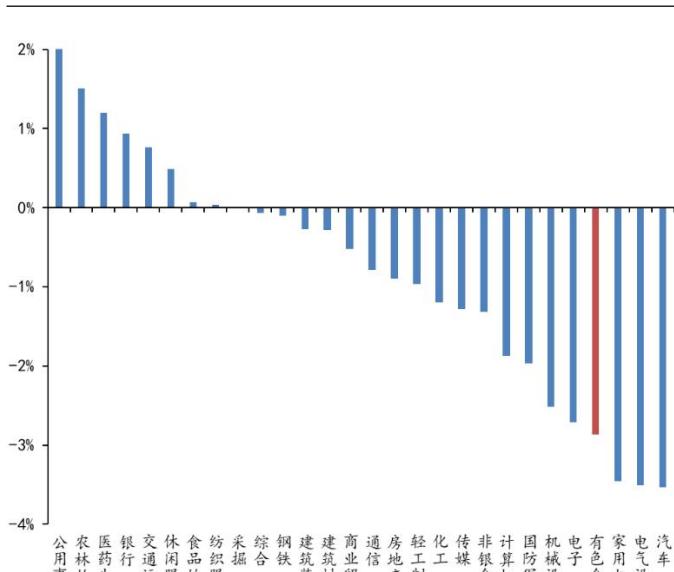
表 1: 主要工业金属价格变动 (数据截止至 2025.4.6) .....	2
表 2: 主要贵金属价格变动 (数据截止至 2025.4.6) .....	2
表 3: 主要金属库存变动 (数据截止至 2025.4.6) .....	3

## 1 行业周度回顾

### 1.1 本周市场走势

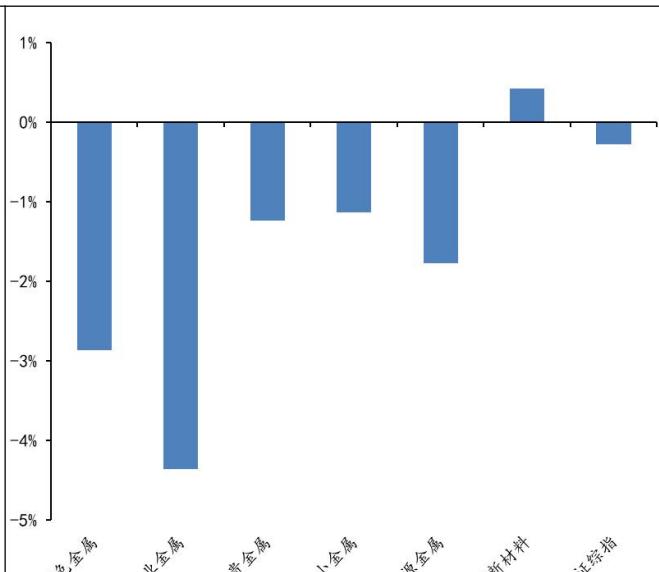
2025年3月31日-4月3日，申万有色金属指数跌2.86%。有色金属二级子行业中，工业金属-4.36%，贵金属-1.24%，小金属-1.14%，能源金属-1.77%，金属新材料0.43%，同期上证综指-0.28%。

图1：申万一级行业周涨跌幅



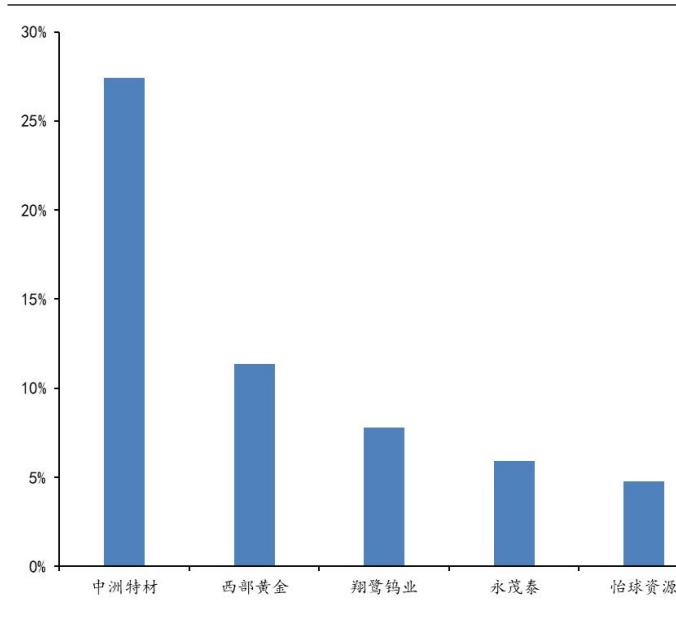
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图2：有色金属各子行业周涨跌幅与主要指数对比

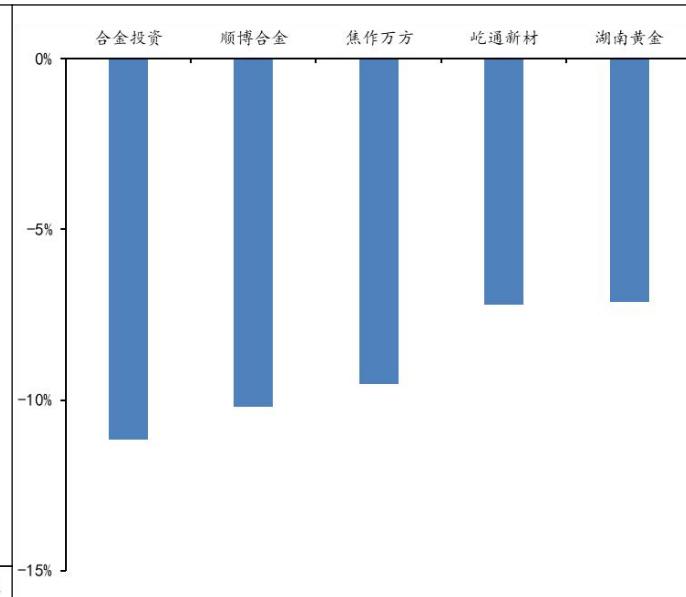


数据来源：Wind，华龙证券研究所

个股涨幅前五为中洲特材（27%）、西部黄金（11%）、翔鹭钨业（8%）、永茂泰（6%）、怡球资源（5%）；个股跌幅前五为合金投资（-11%）、顺博合金（-10%）、焦作万方（-10%）、屹通新材（-7%）、湖南黄金（-7%）。

**图 3：有色个股周涨幅前五**


数据来源：Wind，华龙证券研究所

**图 4：有色个股周跌幅前五**


数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 1.2 主要金属价格及库存变化

**表 1：主要工业金属价格变动（数据截止至 2025.4.6）**

品种	单位	最新值	周环比	月环比	年同比
LME 铜	美元/吨	8780	-10.36%	-6.47%	-6.39%
LME 铝	美元/吨	2379	-6.63%	-9.30%	-2.72%
LME 铅	美元/吨	1906	-5.90%	-5.29%	-10.83%
LME 锌	美元/吨	2657	-7.00%	-5.76%	0.80%
LME 镍	美元/吨	14758	-9.90%	-7.59%	-16.36%
LME 锡	美元/吨	35378	-2.32%	12.47%	23.48%
SHFE 铜	元/吨	78860	-1.98%	2.50%	6.60%
SHFE 铝	元/吨	20420	-0.78%	-1.02%	2.48%
SHFE 铅	元/吨	17100	-2.01%	-0.70%	3.89%
SHFE 锌	元/吨	23155	-2.59%	-2.22%	8.86%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

**表 2：主要贵金属价格变动（数据截止至 2025.4.6）**

品种	单位	最新值	周环比	月环比	年同比
COMEX 黄金	美元/盎司	3056	-1.99%	4.37%	32.28%
COMEX 白银	美元/盎司	30	-15.19%	-9.33%	9.25%
国内黄金	元/克	739	4.23%	7.10%	57.91%
国内白银	元/千克	8286	-0.96%	1.71%	41.21%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表3：主要金属库存变动（数据截止至 2025.4.6）

品种	单位	最新值	周环比	月环比	年同比
LME 铜	万吨	21	-1.00%	-19.23%	87.34%
LME 铝	万吨	46	-2.00%	-12.92%	-14.92%
LME 铅	万吨	24	1.75%	11.24%	-14.31%
LME 锌	万吨	13	-7.87%	-19.56%	-50.27%
SHFE 铜	万吨	23	-4.06%	-15.57%	-22.65%
SHFE 铝	万吨	22	-9.08%	-4.33%	-2.00%
SHFE 铅	吨	65796	-3.19%	10.49%	27.07%
SHFE 锌	吨	68543	-5.11%	-12.50%	-44.65%
COMEX 黄金	万盎司	4507	3.98%	14.24%	153.52%
COMEX 白银	万盎司	49007701	3.74%	18.44%	69.82%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

### 1.3 重点上市公司公告

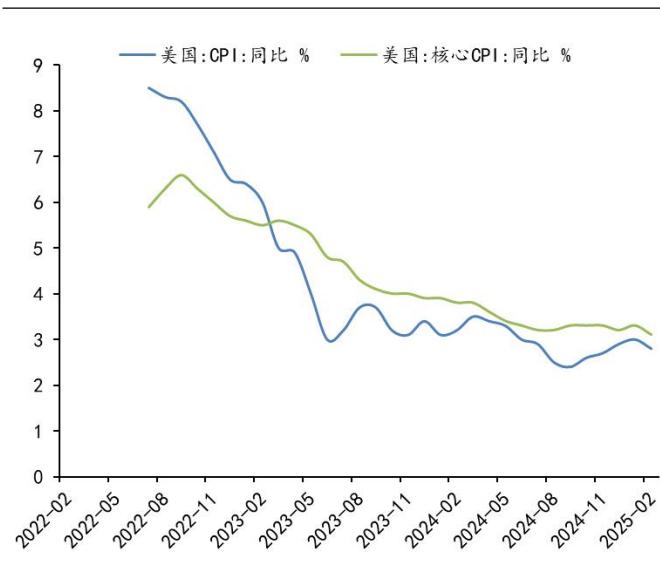
【紫金矿业】关于对外出售资产完成交割的公告。4月7日，公司发布公告：2025年1月1日，公司澳大利亚全资子公司 Norton Gold Fields Pty Ltd（“诺顿金田”）与 Minerals 260（澳交所上市公司，股票代码：M16）签署协议，约定诺顿金田将其全资子公司 Bullabulling Gold Pty Ltd（以下简称“标的公司”）100%股权出售给 M16，交易对价包括现金 1.565 亿澳元及 M16 向诺顿金田零对价增发的价值 1,000 万澳元股票。

截至本公告日，诺顿金田已收到现金 1.565 亿澳元及价值 1,000 万澳元的 8,333 万股 M16 股票（占 M16 增发后总股本的 3.87%），本次交易已正式完成交割。标的公司持有 Bullabulling 金矿（以下简称“BAB 项目”）100%权益。根据 JORC 标准，截至 2024 年末，BAB 项目拥有资源量金 72 吨，平均品位 1.2 克/吨。2014 年 9 月，诺顿金田以约 2,500 万美元对价收购标的公司 100%股权，并启动针对 BAB 项目低品位资源的堆浸工艺开发研究。截至目前，相关研究未能达到预期效果，项目至今尚未开发。截至 2024 年末，标的公司总资产 4,056 万澳元，净资产 1,097 万澳元。

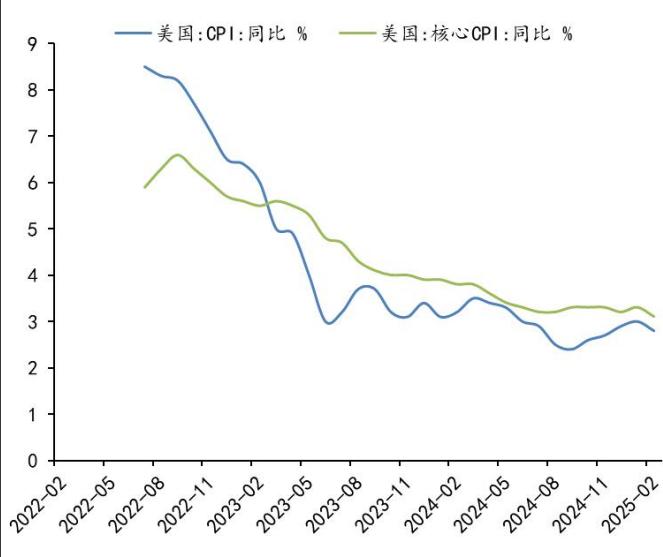
## 2 贵金属

黄金短期受美股 Risk Off 冲击，长期逻辑或强化。美国关税政策调整幅度超过市场预期，美股核心资产集中去风险，美股连续两天大幅跳水，超 5 万亿美元的下跌引起包括黄金等避险方向在内的几乎所有种类资产流

流动性丧失。为了回补保证金以应对美股暴跌带来的踩踏，持有黄金、大宗商品等资产的投资被迫套现来追加保证金，黄金在这两天也冲高回落，现货黄金4日收跌2.47%。但是，短期流动性带来的下跌并不影响黄金长期走强逻辑，甚至在关税政策下，该逻辑有所强化。若美对其他国家关税如期落地，各种上游原材料及中游制成品成本上市带来的输入性通胀将推高美国通胀水平，美国经济走向滞胀的可能性增加。尽管3月美非农就业数据超预期，但鲍威尔在讲话中对特朗普关税政策的影响持悲观态度，并表示调整货币政策为时尚早，市场预期的降息节奏或进一步放缓。长期来看，高关税带来的高通胀和经济放缓不可避免，黄金在此背景下向上确定性更强。

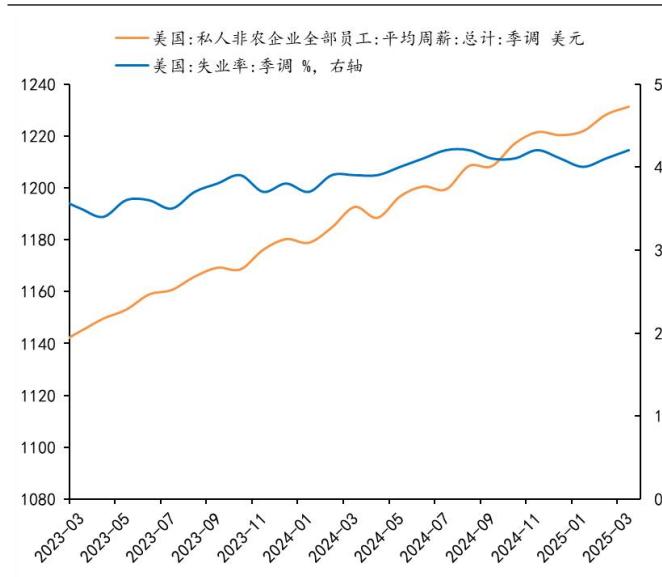
**图 5：美国 CPI 变动情况**


数据来源：Wind，华龙证券研究所

**图 6：美国 PPI 变动情况**


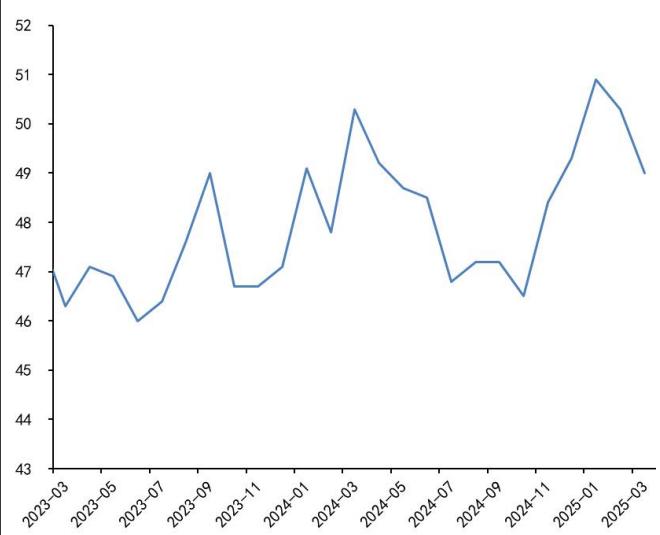
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 7：美国失业率及非农薪酬变动情况



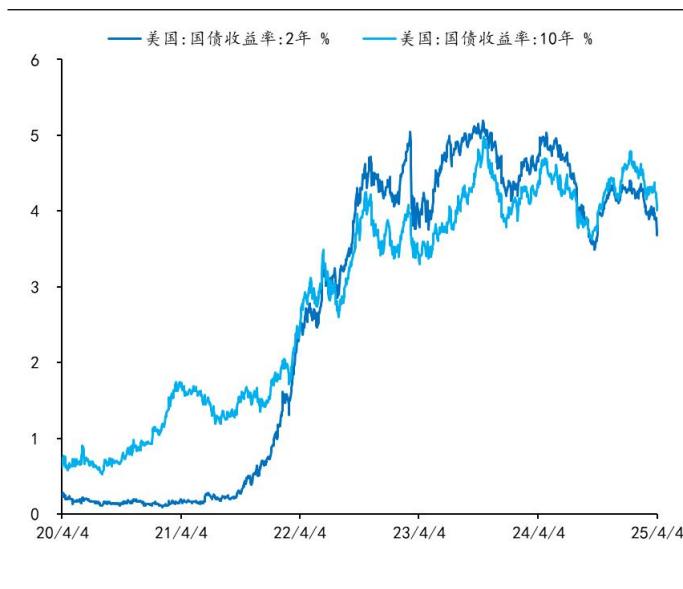
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 8：美国 ISM 制造业 PMI 变动



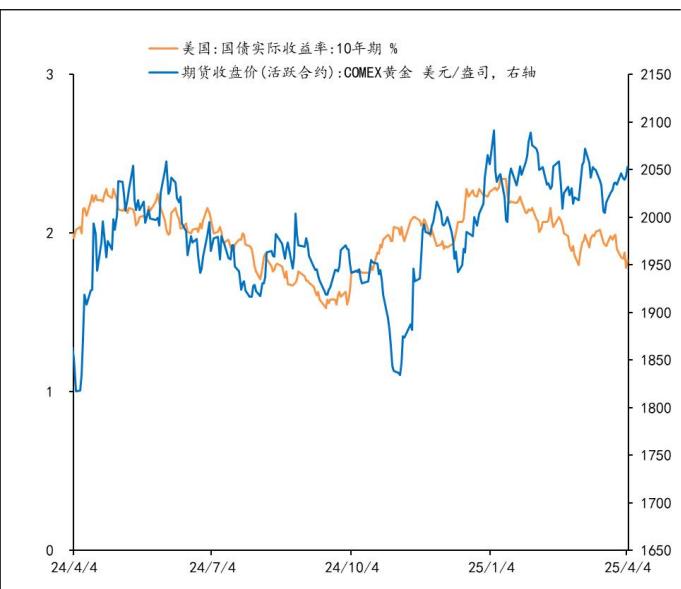
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 9：美国国债收益率变动情况



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 10：COMEX 金价与 10 年美债变化关系



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 11：黄金 ETF 持仓变化

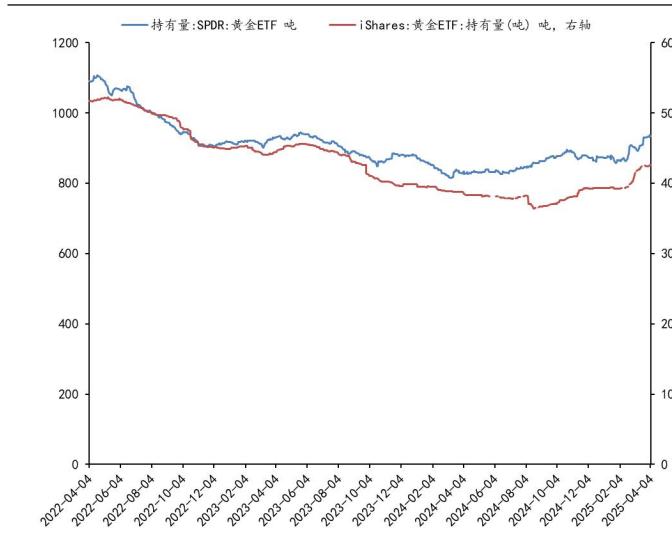


图 12：COMEX 黄金非商业持仓变化

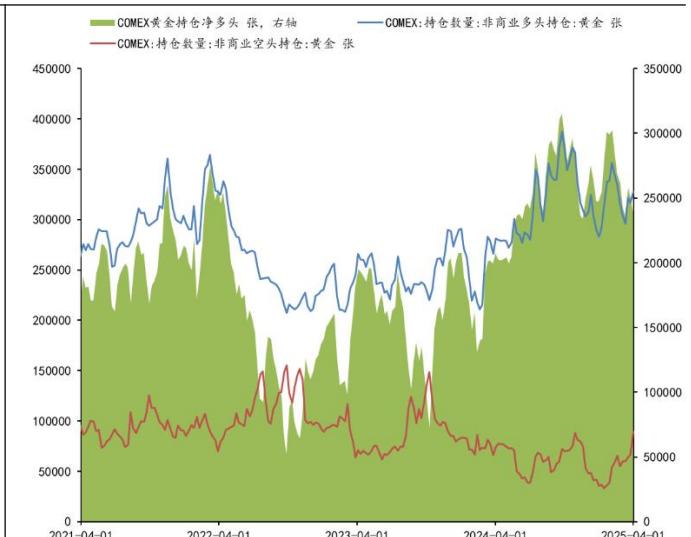


图 13：铜金比（LME 现货铜/伦敦现货黄金）变化

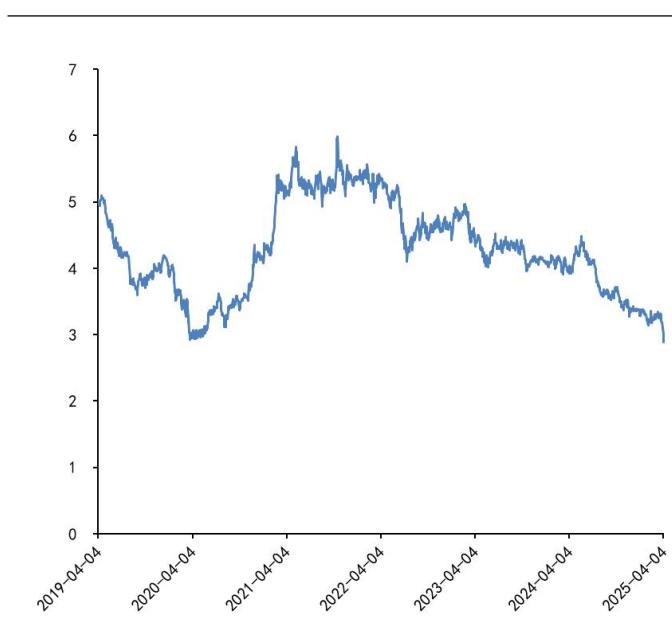
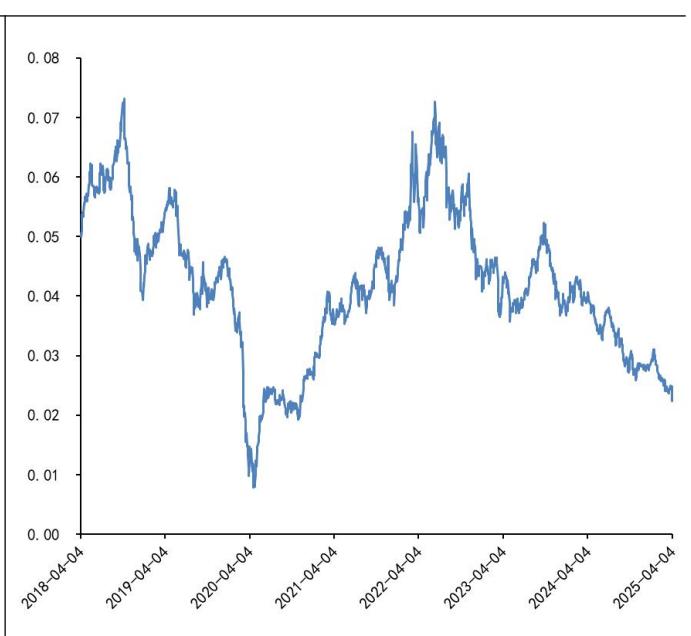
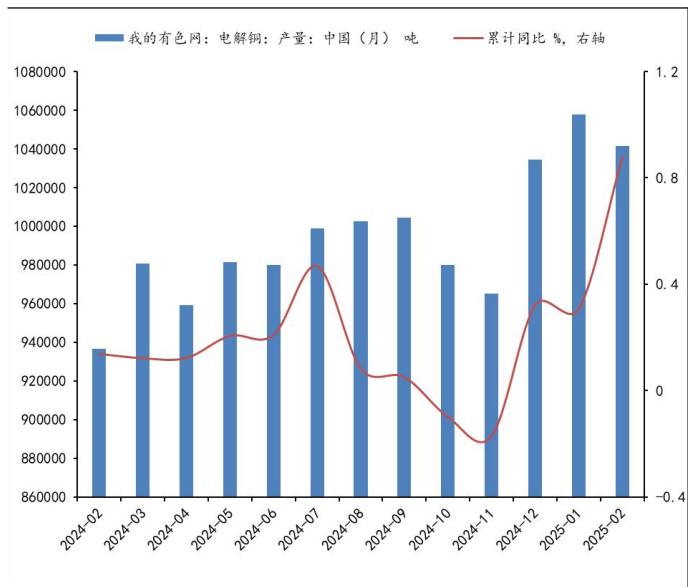


图 14：油金比（布伦特原油/伦敦现货黄金）变化



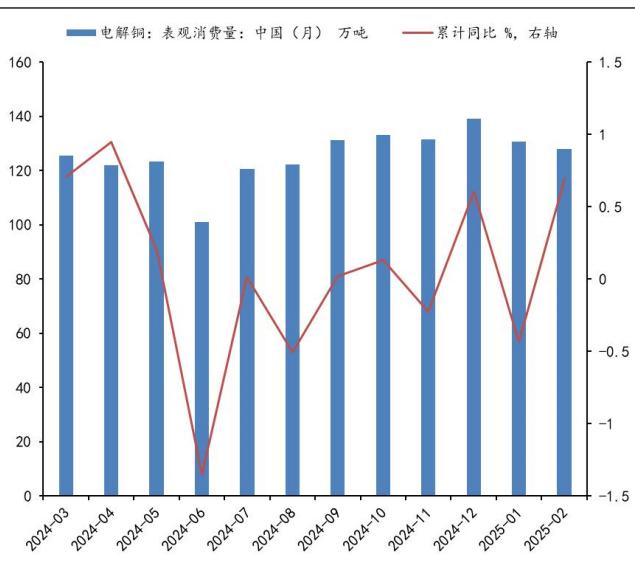
### 3 工业金属

图 15：中国电解铜月产量



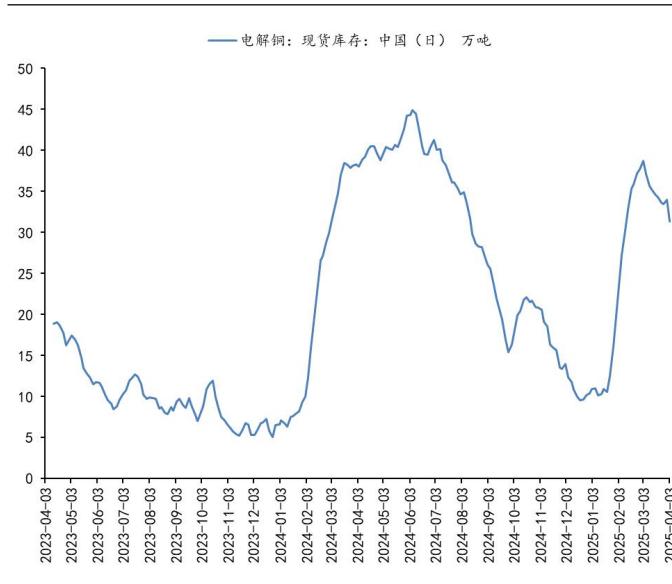
数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

图 16：中国电解铜表观消费量



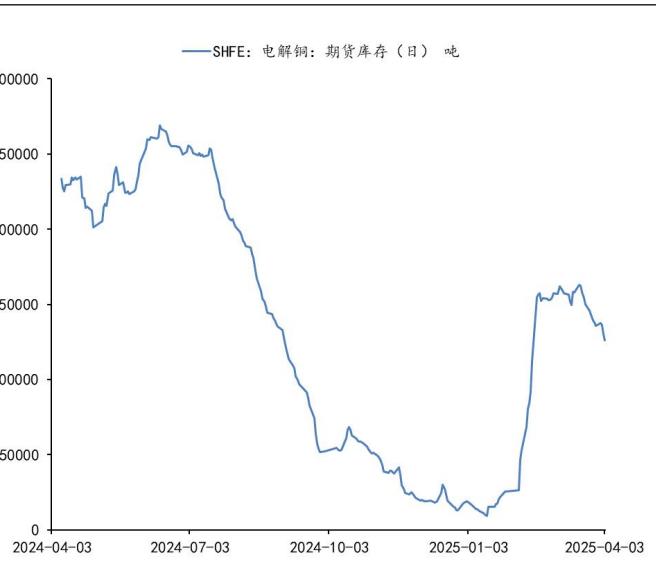
数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

图 17：中国电解铜现货库存



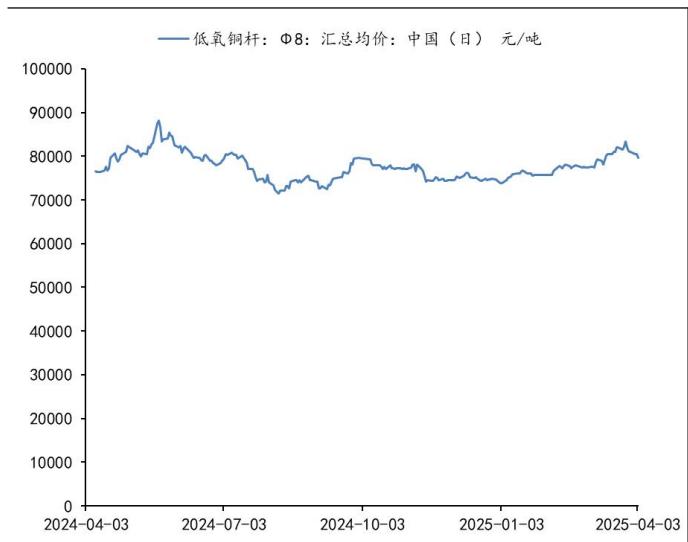
数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

图 18：中国电解铜期货库存



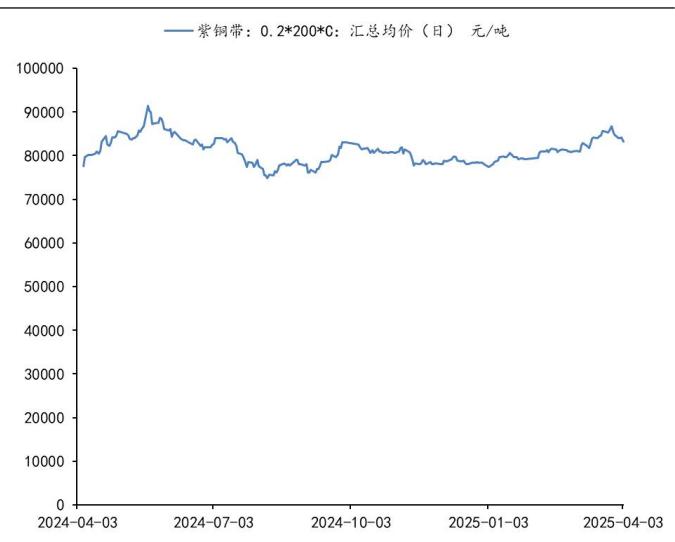
数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

图 19：低氧铜杆汇总均价（元/吨）



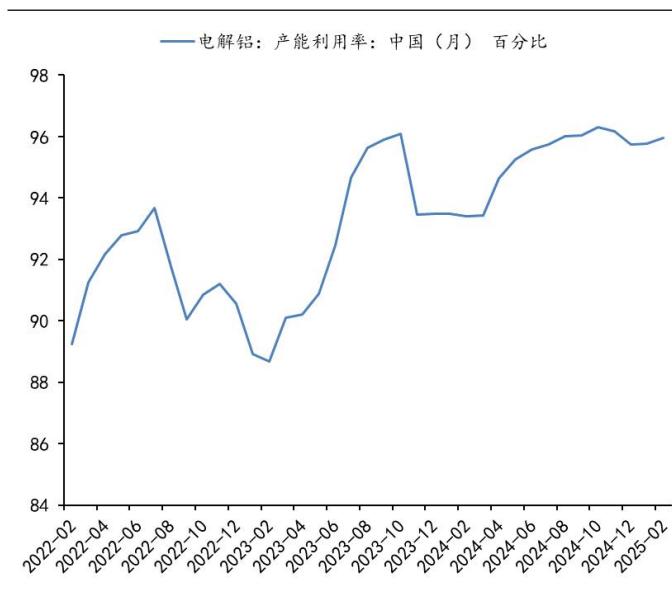
数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

图 20：紫铜带汇总均价（元/吨）



数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

图 21：中国电解铝产能利用率 (%)



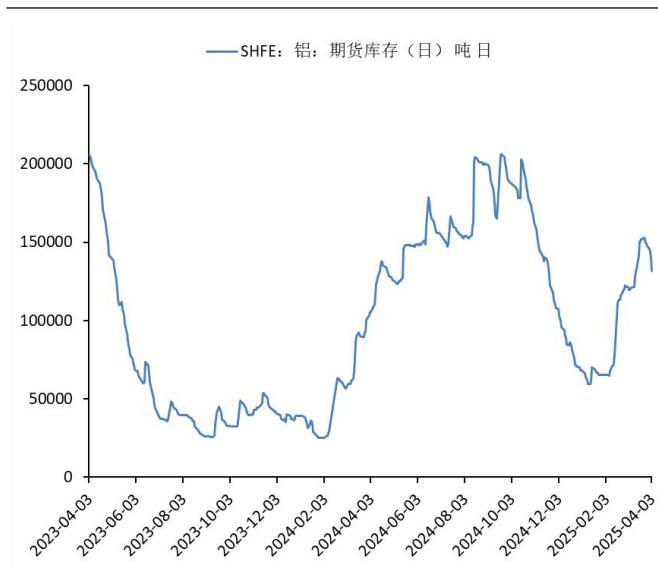
数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

图 22：SHFE 铝连续合约收盘价（元/吨）



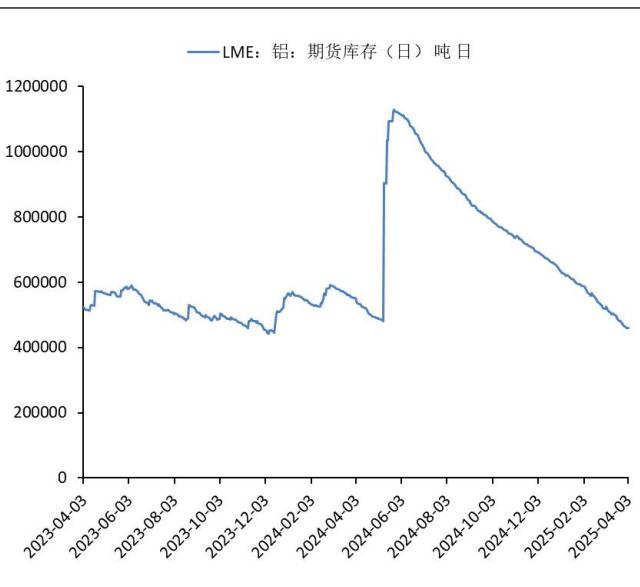
数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

图 23: SHFE 铝期货库存 (吨)



数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

图 24: LME 铝期货库存 (吨)



数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

## 4 风险提示

黄金价格可能高位震荡。短期博弈剧烈，交易热度高，金价可能震荡。

关税政策调整超预期。美国对贸易伙伴征加对等关税，短期可能冲击金属价格。

海外利率波动风险。美联储等海外央行货币政策变动直接影响贵金属价格及宏观经济预期。

财政政策落地进度不及预期。一系列财政政策公布后，落地进度尚需逐步跟进。

海外通胀波动风险。美国通胀水平及经济数据仍存在波动可能，对降息预期产生影响，从而影响金属价格。

海外地缘政治风险。海外地缘政治事件可能引起极端避险情绪，从而影响金属价格。

数据引用风险。本文中的数据引用来源可靠的来源，测算周密，数据经过多次审核，但是不排除有误差的可能性，请以实际为准。

## 免责及评级说明部分

### 分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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补偿。据此入市，风险自担。

### 投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面淡，行业指数落后沪深300指数

### 免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以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。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。

### 版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

### 华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046