

重估有色：产业趋势与金融属性双击

2026年有色行业有望呈现金融属性与产业趋势共振带来的重估机遇。配置上，工业金属与战略小金属为矛，贵金属为盾。

- **从轮动到共振，双轮驱动下有色有望迎来重估新机遇。**2025年，有色金属行业整体运行呈现供需错配与宏观宽松共振下的结构性上行态势，板块以显著的超额收益成为市场焦点。从全年的轮动节奏来看，呈现出贵金属先行，小金属接力，工业金属冲刺的轮动脉络。进入2026年，随着市场进入牛市第二阶段——盈利驱动上涨阶段，在“反内卷”和扩内需驱动下，国内再通胀叙事强化，有色金属的强周期属性有望体现，主要的支撑逻辑来自金融属性与产业趋势的共振催化：1) 弱美元周期开启支撑大宗商品价格；2) 地缘政治风险频发正持续强化资源品的供给刚性；3) 内需趋稳，价格修复，A股盈利因子有望回归；4) 有色行业今年在业绩端或将呈现相对高景气。本轮周期行情为非典型周期行情，呈现业绩拐点先行，股价及估值滞后的特点，与2016-2017年类似，但弱美元周期的开启以及全球地缘风险升温的大背景下，**本轮行情有望呈现金融属性与产业趋势共振带来的重估机遇。配置上，工业金属与战略小金属为矛，贵金属为盾。**
- **金融属性与产业趋势共振——2026年有色投资主线。**2026年有色板块有望实现基于其金融属性与产业趋势的双重驱动。在板块内部来看：小金属最具成长弹性，长期逻辑坚实，潜在空间最大；贵金属板块正处于业绩兑现阶段，投资属性更为稳健；工业金属风险收益特征较为均衡，是构建组合的基础性配置选择。具体来看：1) **工业金属：金融属性与产业趋势共振。**产业趋势方面，铜矿供给端受制于矿山投资周期、资源约束及地缘因素，中期趋紧态势较为明确。需求端在新旧动能转换中呈现出“总量稳中有增、结构持续优化”的态势。总体来看，中期供需格局紧平衡的状态下，铜价中枢有望获得较为坚实的支撑。金融属性方面，弱美元周期有望为铜价带来产业趋势的增强。2) **战略小金属：地缘博弈下的价值重估。**小金属板块的投资主线，正从事件驱动的题材炒作，切换至基于长期战略价值的系统性重估。以稀土为例，供给端，国内储量与产量领先，具有国际定价权。近年来中美长期博弈的格局已从战略层面重塑了稀土逻辑。需求端，新兴产业驱动需求稳步增长，出口管制的暂停有望带来年内外需修复动能。供给端的政策刚性约束与需求端的出口修复及长期成长动能，已形成强劲共振，稀土价格上行趋势尚未结束。相较2020-2022年，本轮稀土行情涨幅相对温和，龙头盈利仍有进一步释放空间。3) **贵金属：长期逻辑坚挺，业绩释放助力估值修复。**金价中长期逻辑依旧坚挺，中长期价格中枢有望维持高位，短期波动提供布局时点。股价方面，龙头年内业绩释放确定性较强，助力板块估值修复，2026年板块有望迎来盈利估值双击。
- **风险提示：**海外风险事件不确定性，贸易不确定性，宏观基本面及政策环境不确定性，海外地缘政治风险不确定性，美联储政策不确定性。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

目录

从轮动到共振：有色迎来重估机遇.....	4
有色行业 2025 年走势复盘.....	4
2026 年宏观及市场环境展望.....	5
当下行情走到哪一步？.....	9
金融属性与产业趋势共振——2026 年有色投资主线	12
工业金属：金融属性与产业趋势共振.....	12
战略小金属：地缘博弈下的价值重估.....	13
贵金属：长期逻辑坚挺，业绩释放助力估值修复.....	17
风险提示	19

图表目录

图表 1. 全 A 一级行业 2025 年度涨跌幅.....	4
图表 2. 有色行业及细分子行业 2025 年度涨跌幅.....	5
图表 3. 有色行业 2025 年走势.....	5
图表 4. 弱美元周期下商品价格有望维持高位.....	6
图表 5. 近年来海外经济政策不确定性增加.....	7
图表 6. 内需趋稳, 价格修复.....	8
图表 7. 不同年份市场风格轮动表现.....	8
图表 8. 2026 年盈利因子有望回归.....	9
图表 9. 有色行业走势与 PPI 一致性.....	9
图表 10. 有色行业盈利增速与 PPI 趋势.....	9
图表 11. 周期股经典三阶段上涨示意图.....	10
图表 12. 有色行业盈利估值走势.....	10
图表 13. 有色板块主要细分行业盈利增速.....	11
图表 14. 全球铜矿开采量与产量增速.....	12
图表 15. 铜价与 PMI 的相关性.....	12
图表 16. 铜价与美元负相关性.....	13
图表 17. 铜价与 CFTC 非商业净持仓相关性较强正相关性.....	13
图表 18. 工业金属与小金属股价弹性对比.....	13
图表 19. 稀土商品价格走势.....	14
图表 20. 国内稀土资源储量断层领先.....	15
图表 21. 近年来稀土供给指标明显放缓.....	15
图表 22. 风电需求高速增长带动钕铁硼磁材需求.....	15
图表 23. 新能源汽车的增长带动稀土永磁材料需求.....	15
图表 24. 2025 年稀土及相关技术出口管制政策.....	15
图表 25. 近年来主要资源国对小金属的供给管控措施.....	16
图表 26. 两轮稀土行情商品与股票表现对比.....	16
图表 27. 北方稀土股价与估值走势.....	17
图表 28. 北方稀土盈利与资源价格走势.....	17
图表 29. 美国双赤字压力的缓和需要弱美元环境.....	17
图表 30. 近年来全球黄金储备量持续增长.....	17
图表 31. 金价与山东黄金盈利增速趋势.....	18

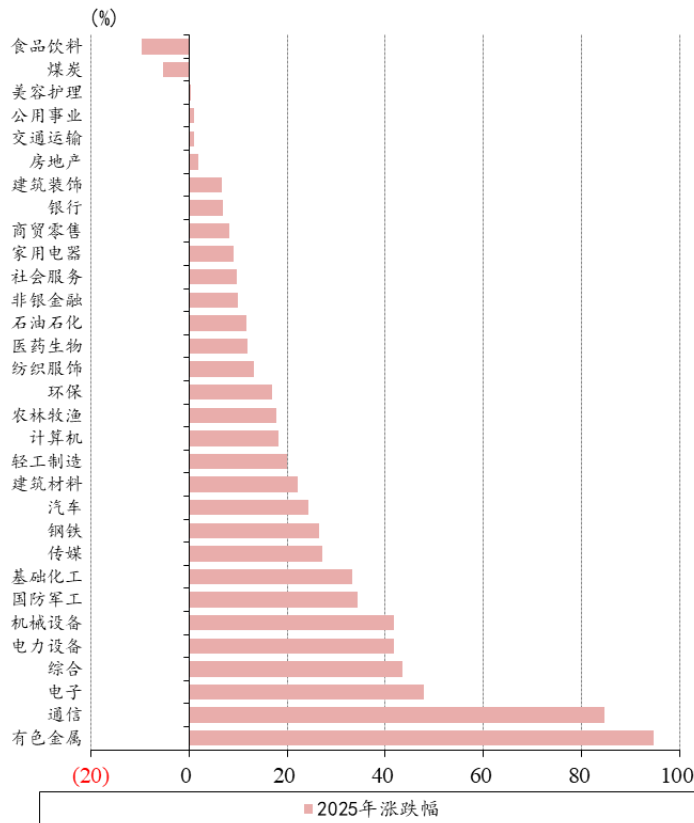
从轮动到共振：有色迎来重估机遇

有色行业 2025 年走势复盘

2025 年，有色金属行业整体运行呈现供需错配与宏观宽松共振下的结构性上行态势，板块以显著的超额收益成为市场焦点。2025 年全年，有色金属板块年涨幅达 94.73%，板块排名第一，相较万得全 A 超额收益达到了 67%，展现出强劲的抗跌性与超额收益能力。细分板块中，工业金属与能源金属后来居上，全年涨幅居前，小金属及贵金属紧随其后。

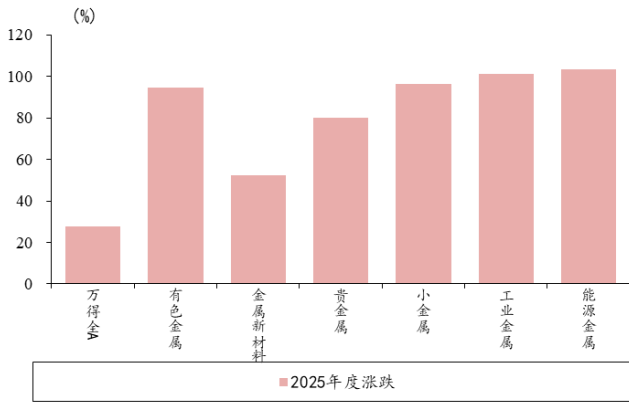
从全年的轮动节奏来看，呈现出贵金属先行，小金属接力，工业金属冲刺的轮动脉络。2025 年 4 月，在特朗普“对等关税”威胁引发全球恐慌后，黄金为代表的贵金属避险属性凸显，金价加速上行带来行业第一波机会。随后，作为反制措施的国内稀土出口管制措施出台。7 月北方稀土上调稀土精矿价格，行业供需错配预期升温，稀土为代表的战略金属价格加速上行。9 月起，钴、铜等主要金属分别因资源国政策调整以及生产事故等因素出现供给冲击，叠加美联储降息落地，锂、钴为代表的能源金属与铜价共同加速上行，构成了有色行业年内的主升行情。

图表 1. 全 A 一级行业 2025 年度涨跌幅



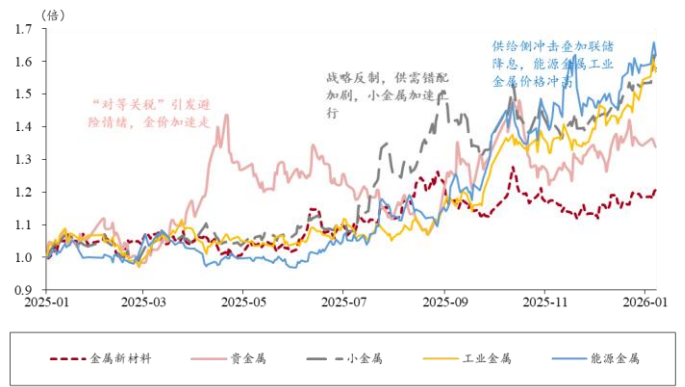
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 有色行业及细分子行业 2025 年度涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 有色行业 2025 年走势



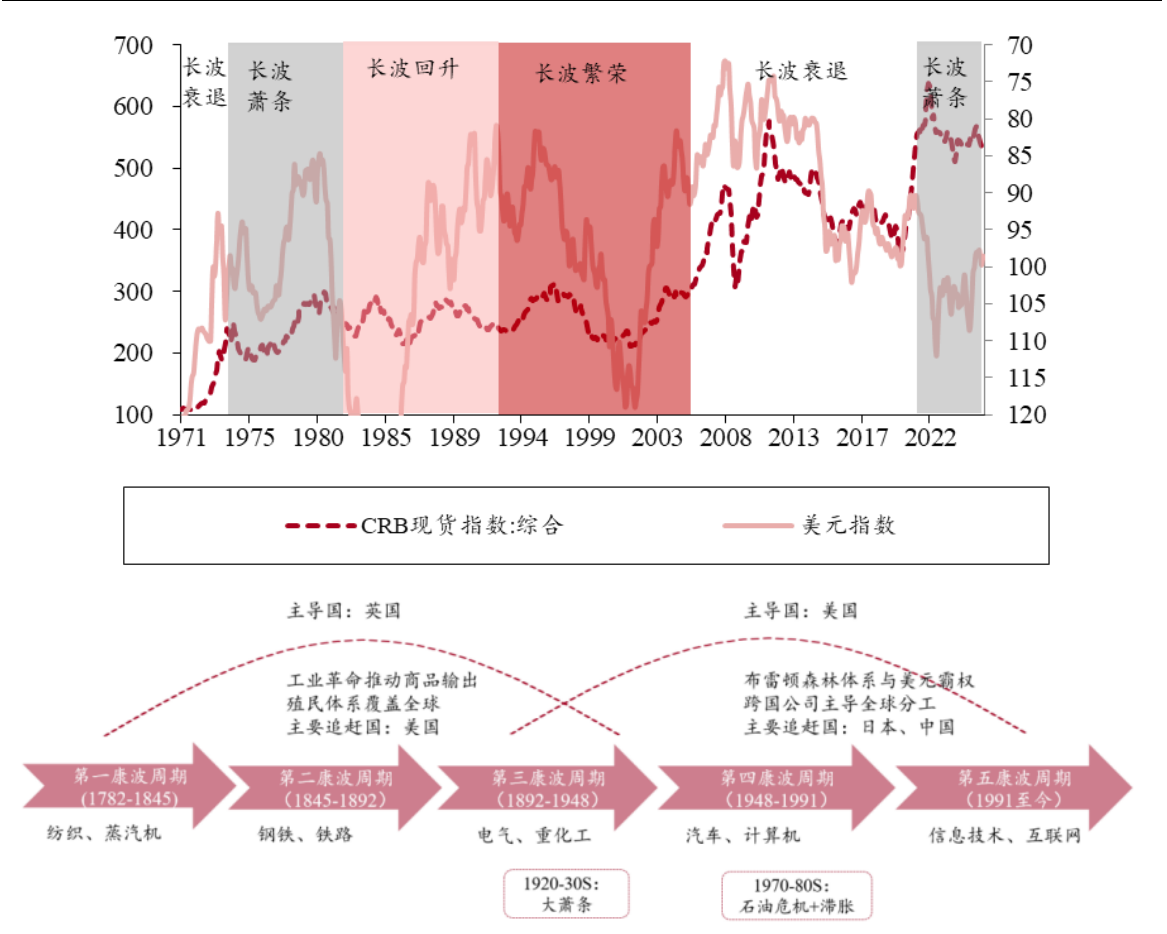
资料来源：万得，中银证券

2026 年宏观及市场环境展望

进入 2026 年，随着市场进入牛市第二阶段——盈利驱动上涨阶段，在“反内卷”和扩内需驱动下，国内再通胀叙事强化，有色金属的强周期属性有望体现，主要的支撑逻辑来自金融属性与产业趋势的共振催化。

弱美元周期开启支撑大宗商品价格。首先，2026 年的宏观环境上，最值得关注的宏观线索就是弱美元周期的开启。这一点我们在之前的深度《美元拐点：全球资产再平衡与中国科技重估》中有所讨论。虽然继任联储主席沃什的政策主张偏鹰，但我们认为这并不会改变弱美元周期的预判。一方面，美国双赤字压力的缓和需要弱美元的环境，而逆全球化趋势下美元作为安全资产的信仰已经并将持续被瓦解。短期来看，年内美联储降息落地仍为大概率事件。此外，如果以长波周期的视角，当前处于长波萧条期，历史上的长波萧条期多以全球化重构为标志，触发主导国与追赶国的战略博弈，并伴随资产价格大幅波动。最近的可类比的时间段是 1975-80 年。这一阶段伴随着美元指数走弱，大宗商品的价格抬升并维持高位震荡。我们认为未来的 3-5 年美元大概率会延续类似的情形，开启弱美元周期。美元走弱对于大宗商品价格将会形成一个有利支撑。图 4 也反映了这个经验规律。美元指数做了逆序处理，可以看到美元指数走弱（曲线上行）阶段，大宗商品价格也随之走高。

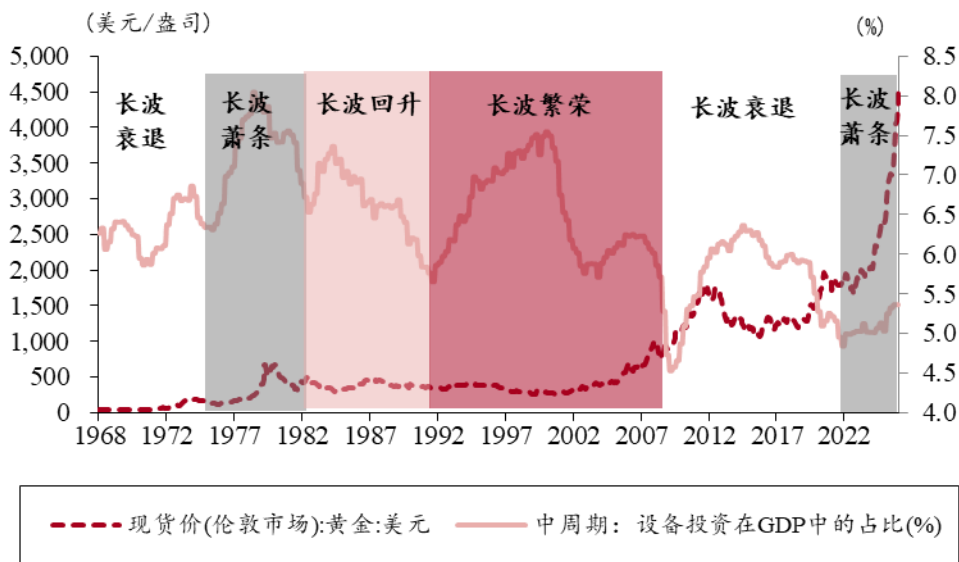
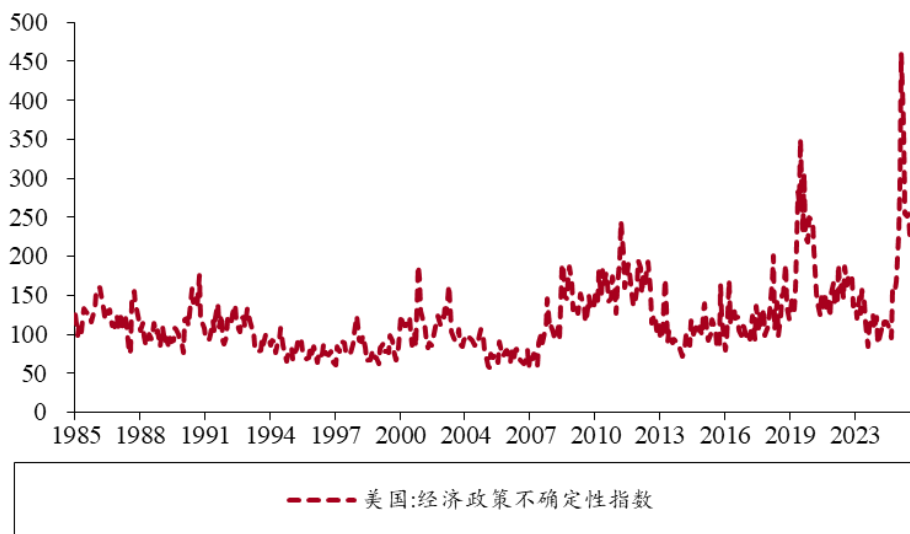
图表 4. 弱美元周期下商品价格有望维持高位



资料来源：万得，中银证券

其次，地缘政治风险频发正持续强化资源品的供给刚性。近两年来，全球地缘格局的不确定性显著上升，主要资源国政策变动、区域冲突升级、贸易与运输通道受限等事件多发，叠加海外宏观政策在高通胀与增长压力下艰难权衡，进一步放大了资源供应体系的脆弱性。我们认为，这类冲击已由以往的短期扰动逐渐演变为结构性约束，使得能源、工业金属及农产品等关键资源品的供给弹性系统性下降，需求小幅回暖亦可能引发价格大幅波动，未来一段时间，资源品的“供给溢价”预计将持续存在于定价逻辑中。

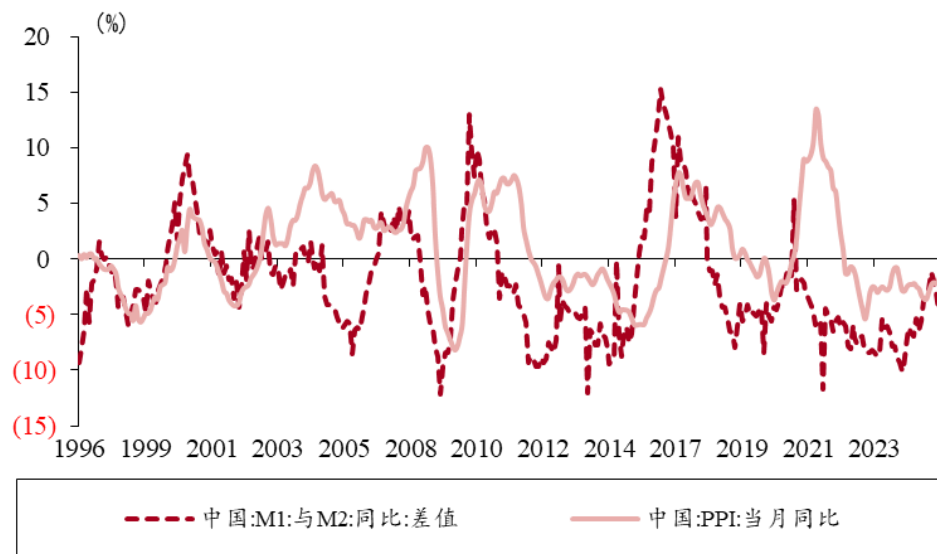
图表 5. 近年来海外经济政策不确定性增加



资料来源: 万得, 中银证券

内需趋稳，价格修复。从国内来看，2026 年国内需求大概率是趋稳的，当然这有赖于财政发力的落地情况。宏观层面目前来看比较明确的线索就是名义价格的止跌修复。一方面，我们看到 1 月发改委在发布会上再次提到“把促进物价回升作为货币政策的重要考量，发挥存量政策与增量政策的集成效率，推动形成经济增长与物价回升的良性互动”；结合 2025 年中央经济工作会议的部署，要求今年“把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量”，其中“物价合理回升”首次与“经济稳定增长”并列成为货币政策的重要考量，可见政策层对于推动年内物价回升的决心。此外，我们看到作为领先指标的 M1-M2 剪刀差也出现了一定的触底回升的迹象，一定程度上预示着年内 PPI 止跌修复仍是大概率事件。

图表 6. 内需趋稳，价格修复



资料来源：万得，中银证券

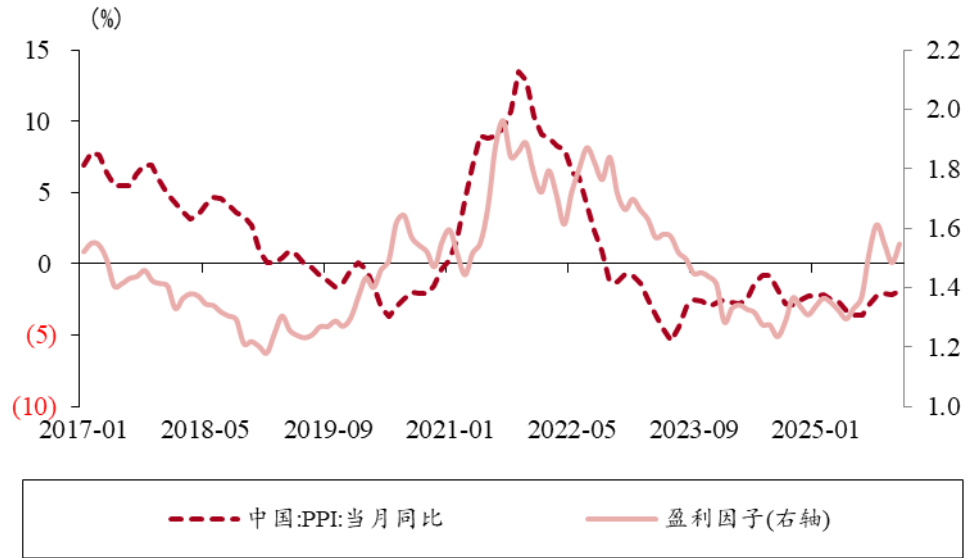
A 股盈利因子有望回归。回到 A 股市场，2026 年，伴随盈利企稳，A 股市场交易主线有望从估值->业绩因子过渡。结合我们之前的风格因子框架，盈利因子的走势与基本面具有较高的相关性。尤其 2017 年以来，PPI 与盈利因子的趋势高度相关。结合我们前面的宏观假设，2026 年盈利因子大概率上行，即高盈利组合会显著跑赢低盈利增速组合。在行业选择时，景气投资（盈利增速）将会是一个比较有效的指标。

图表 7. 不同年份市场风格轮动表现

单位:%	市值因子(小/大)	估值因子(高/低)	盈利因子(高/低)	动量因子
2010 年	29.81	20.55	26.15	4.76
2011 年	22.01	28.84	10.98	10.73
2012 年	2.35	13.02	9.54	16.18
2013 年	43.08	11.36	27.10	12.65
2014 年	24.20	17.83	8.93	5.80
2015 年	144.32	26.70	20.98	6.83
2016 年	7.57	21.02	9.72	14.44
2017 年	27.13	34.54	9.55	7.49
2018 年	20.86	17.32	14.45	3.28
2019 年	10.61	3.49	7.97	14.35
2020 年	4.45	23.86	19.77	17.33
2021 年	31.91	7.61	14.92	22.13
2022 年	4.77	17.06	6.91	20.92
2023 年	18.17	11.49	15.14	8.06
2024 年	11.00	14.35	7.25	10.55
2025 年	21.07	9.21	18.19	6.45

资料来源：万得，中银证券（注：表格中为风格因子年度表现的绝对值）

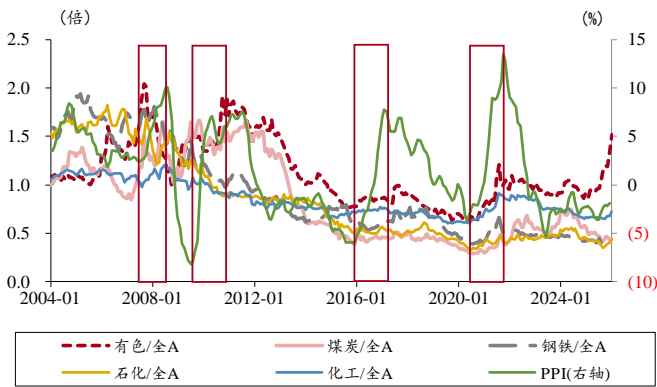
图表 8. 2026 年盈利因子有望回归



资料来源：万得，中银证券

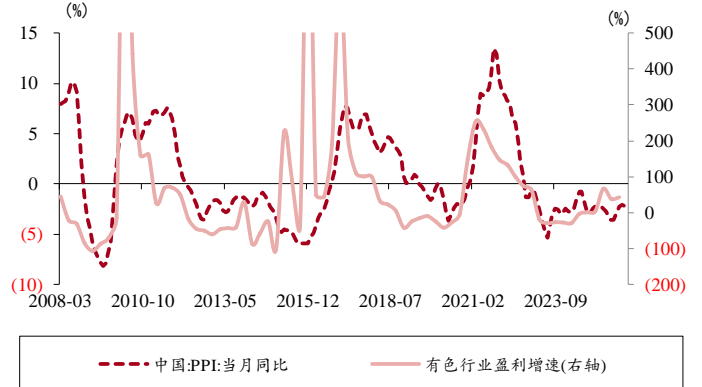
有色行业今年在业绩端或将呈现相对高景气。周期板块内部，有色行业无论从股价走势还是业绩趋势与 PPI 的相关性最强。周期板块内部进行横向比较，有色行业股价走势与业绩趋势对 PPI 的敏感性最为突出，呈现出显著的正相关性与领先性。这意味着，在当前 PPI 逐步进入上行通道的宏观线索下，有色金属行业较其他周期品具备更充分的业绩弹性与持续性。其背后逻辑主要基于以下几点：第一，有色金属作为上游资源品，其价格直接受全球通胀预期与国内工业品价格周期影响，PPI 回升往往同步或领先于金属价格的上涨；第二，行业成本端相对刚性，产品价格上行能够迅速转化为盈利改善，业绩对价格敏感度高。在 PPI 趋势向上的背景下，有色金属板块的业绩有望逐季兑现并具备较强的估值修复动力。

图表 9. 有色行业走势与 PPI 一致性



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 有色行业盈利增速与 PPI 趋势



资料来源：万得，中银证券

当下行情走到哪一步？

结合我们之前的深度框架，一轮典型的周期股上涨会分为三个阶段。如图 11 所示：第一阶段为预期驱动阶段，供给边际收缩或其他边际扰动因素引发现货资产价格上涨预期，对于未来盈利预期的边际变化驱动股价上行；第二阶段为预期兑现阶段，此时市场已经对于前期商品价格预期有了一定程度的计价，而这一阶段盈利释放的幅度往往难以达到前期市场的乐观预期，因此股价会出现一定程度预期修复驱动下的调整（例如 2016 年下半年钴行情）；第三阶段商品价格上行的主升阶段，也是周期股盈利释放的行情，随着需求改善趋势明朗，商品价格迎来主升行情，而随着商品价格的大幅上行，股票资产也迎来利润释放的快速上涨阶段，这一阶段股价上涨幅度最大（例如 2017 年的工业金属）。

图表 11. 周期股经典三阶段上涨示意图



资料来源：万得，中银证券（注：股价及现货价格为归一化数据）

本轮周期行情为非典型周期行情。图 12 展现的是有色行业股价、盈利、估值的变化情况。红框框出的是符合经典三阶段规律的时期，灰色框框的是不符合经验规律的时期。可以看到 2009-2011 年、2019-2021 年的两轮行情，都是比较典型的周期行情，行情节奏上也是比较经典的估值顶->业绩顶->股价顶。而 2014-2015 年为政策资金驱动的牛市，行情节奏上呈现了股价和估值同时见顶回落，业绩顶滞后的特点。2016-2017 年为供给侧驱动的行市，呈现业绩先行，估值与股价滞后见顶的特征。2025 年开始的这一轮行情，有色板块的业绩在 2025 年一季报出现了触底回升的迹象而股价的加速上行出现在 2025 年下半年，类似 mini 版的 2016-2017 年。

图表 12. 有色行业盈利估值走势



	2009-2011 年	2016-2017 年	2019-2021 年	2025 年
指数最大涨幅	275%	77%	177%	132%
PE 上行幅度	550%	68%	169%	78%
PB 上行幅度	259%	53%	151%	111%

资料来源：万得，中银证券

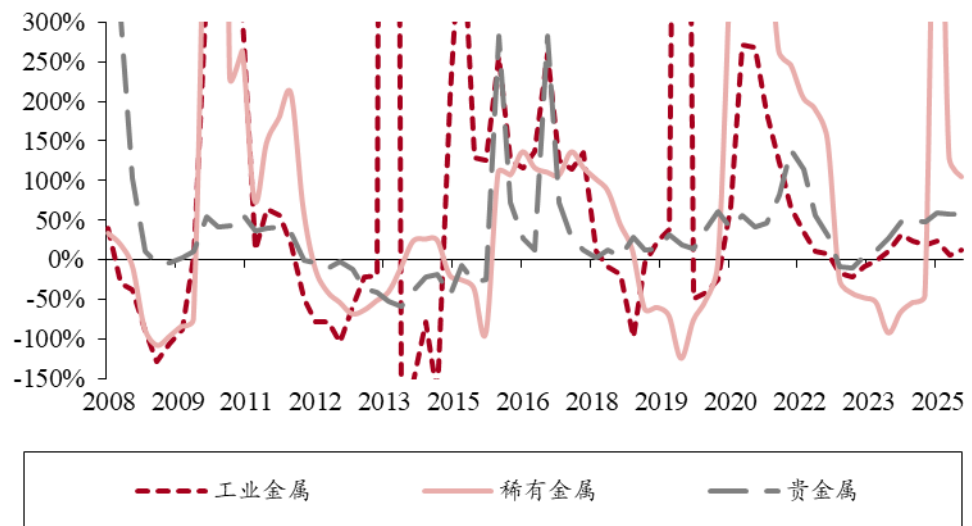
类比 2016-2017 年的行情，本行情有相似也有不同。相似点在于：1) 两轮宏观层面需求增量均有限，而更多呈现为供给刚性主导的行情逻辑；2) 市场投资者对于内需回升的信心欠缺，对于周期股投资更偏右侧，呈现业绩拐点先行->股价及估值顶滞后的特点。

本轮行情相较 2017 年的主要不同之处体现在两方面：1) 最为重要的是美元环境的差异，2017 年是强美元环境，而 2026 年是弱美元周期，对于商品价格会形成比较有利的支撑；2) 此外，Trump2.0 加深了全球对于产业链脱钩、地缘政治风险升温的预期，这也会导致部分资源品供给冲击可能性相较 2017 年明显上升。小金属作为战略资产，成为部分资源国在全球博弈过程中的重要砝码。

关注金融属性与产业趋势共振带来的结构性机遇。综上，我们认为当下时点推荐有色的重要逻辑在于金融属性与产业趋势共振带来的重估机遇。配置上，工业金属与战略小金属为矛，贵金属为盾，具体来讲：

- 1) 工业金属长期供给偏紧，弱美元趋势下价格中枢有望维持高位；
- 2) 战略小金属则依托供需紧平衡+政策驱动的双重支撑，正步入系统性价值重估的新阶段；
- 3) 贵金属作为传统避险资产，其长期走强逻辑依然坚实，短期波动反而构筑了布局良机。

图表 13. 有色板块主要细分行业盈利增速



资料来源：万得，中银证券

金融属性与产业趋势共振——2026年有色投资主线

工业金属：金融属性与产业趋势共振

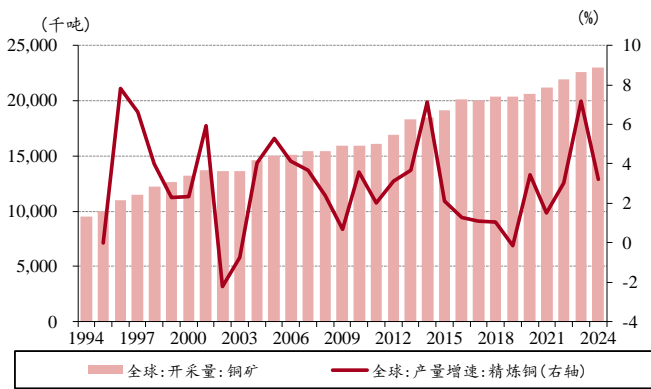
以铜为代表的工业金属是金融属性与产业趋势共振的典型代表。

供给或将持续偏紧。铜矿供给具有显著的长期属性。大型铜矿勘探到投产的周期往往长达8-10年。全球铜企资本开支在2012~2013年达到顶峰后一路下滑，2017年后全球铜企的资本开支仍处于较低位置。这意味着，中期维度下铜的供给端将会持续趋紧。

需求增量看新兴。需求端来看，从需求侧分析，当前全球铜消费仍主要集中于建筑、机械装备、交通运输等传统领域，这部分需求与经济周期高度绑定，呈现较强的顺周期波动特征。近年来需求结构正在发生深刻变迁。以新能源汽车、光伏、风电为代表的新兴绿色产业高速发展，持续贡献可观的边际需求增量，更在一定程度上对冲了传统部门可能出现的需求放缓，增强了整体需求的韧性。

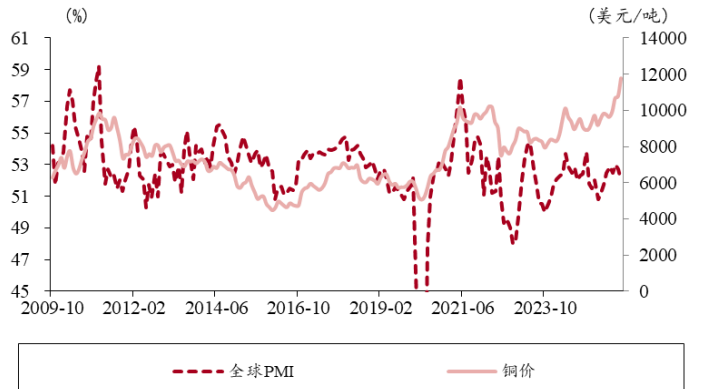
供需紧平衡支撑铜价。综合来看，铜的需求侧在新旧动能转换中呈现出“总量稳中有增、结构持续优化”的态势。与此同时，供给端受制于矿山投资周期、资源约束及地缘因素，中期趋紧态势较为明确。在供需格局紧平衡的状态下，铜价中枢有望获得长期且坚实的支撑。

图表 14. 全球铜矿开采量与产量增速



资料来源：万得，中银证券

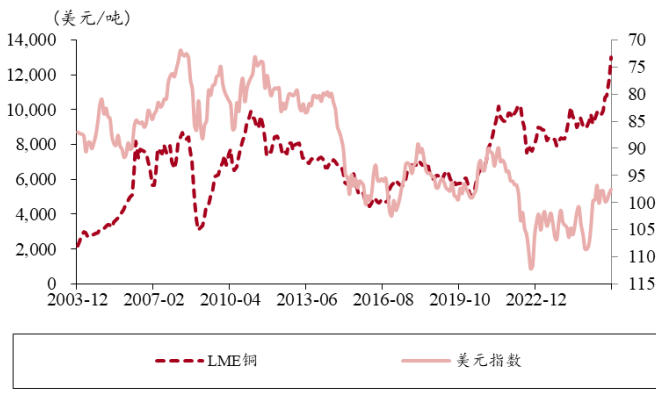
图表 15. 铜价与 PMI 的相关性



资料来源：万得，中银证券

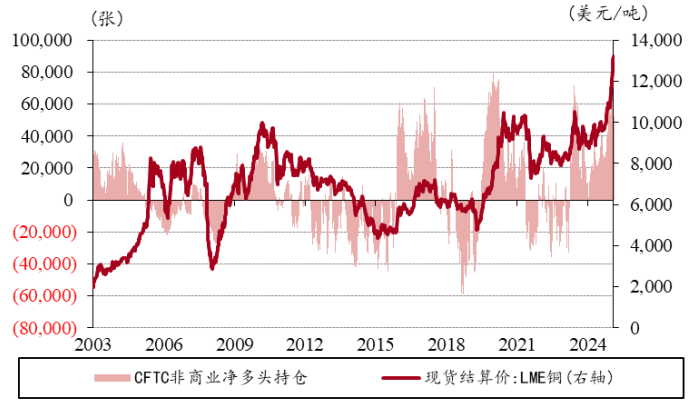
弱美元周期为产业趋势带来增强。从金融属性维度分析，美元汇率周期与铜价之间存在显著且持续的负相关关系。作为一种以美元计价的重要全球大宗商品，铜价不仅反映实体供需，也深刻受到全球流动性、利率预期与汇率变动等宏观金融因素的影响。当前来看，弱美元周期的开启，通常伴随全球流动性环境相对宽松、非美经济体增长预期改善及通胀预期升温，这从多方面对铜价形成支撑：其一，美元贬值直接降低非美元货币区域的采购成本，刺激实物需求；其二，金融资本在弱美元环境下往往更倾向于配置具备抗通胀属性的实物资产，铜的金融投资需求随之增强；其三，历史回溯表明，在美元趋势性走弱阶段，铜价多数时间表现强势。因此，尽管供需基本面是决定铜价中长期方向的核心，但金融属性的加持不容忽视。在弱美元的背景下，铜价有望在估值层面获得持续支撑，从而巩固其中高位运行的格局。

图表 16. 铜价与美元负相关性



资料来源：万得，中银证券

图表 17. 铜价与 CFTC 非商业净持仓相关性较强正相关性



资料来源：万得，中银证券

战略小金属：地缘博弈下的价值重估

另一个重点推荐的方向是小金属。小金属主要是相比铜铝这些传统工业金属来讲产量与规模较小但具有战略性与关键性的金属资源。比如稀土产品、钨、锑等。

小金属板块行情节奏上基本和工业金属一致，但幅度会更为显著。下图可见，2008 年以来，小金属板块主要存在 4 轮行情，除去 2014-15 年外，分别是 2009-2010 年、2016-2017 年、2020-2021 年，均出现在经济周期上行阶段，小金属板块的行情节奏与工业金属基本一致，但小金属板块的弹性一般会强于同期工业金属。

本轮小金属行情始于 2025 年一季度，2025 年 12 月加速冲顶。下文我们以稀土为例，阐述当前小金属板块的基本逻辑。

图表 18. 工业金属与小金属股价弹性对比



资料来源：万得，中银证券

从展示的稀土商品价格的走势，我们可以看到 2020-2021 年和 2025 年开始的这两轮行情，都伴随着稀土商品价格的大幅上行，这一点来讲，可以说近年来小金属的行情已经逐渐脱离单纯的题材炒作，愈发走向景气趋势的行情。

2025 年稀土的景气度明显是走高的。镨钕氧化物价格从年初 40 万元/吨稳步上涨至年末超 60 万元/吨。

2025 年 4 月，作为“对等关税”的反制措施，商务部和海关总署联合发布公告，对 7 类中重稀土物项实施出口管制，这是稀土价格上行的第一轮导火索。

10月9日，稀土出口管制升级，商务部宣布对稀土相关技术、设备、辅料、境外流通的中国产稀土产品等纳入出口管制。

11月7日，商务部、海关总署宣布2025年11月7日至2026年11月10日，暂停实施稀土相关出口管制，但是稀土价格依旧跟随工业金属价格出现加速上行。

图表 19. 稀土商品价格走势



资料来源：万得，中银证券

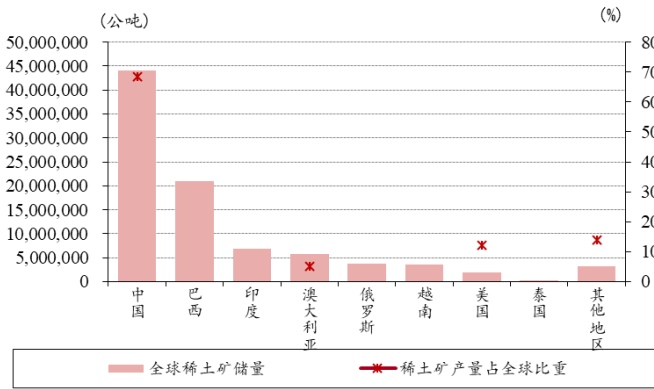
稀土的供给刚性

国内储量与产量领先，具有国际定价权。从稀土的供给端来看，2024年最新的数据全球稀土矿储量为9千万公吨，中国的储量就有4千4百万公吨，产量来看，中国稀土矿产量占全球的比重达到了68.6%。可以说国内储量与产量均占大头，具有国际定价权。

近年来稀土战略资源地位显著提升。近年来，国内稀土供应已告别过去数年的高速增长期。2024年全年的开采指标同比增速大幅收窄至5.9%，较2021-2023年显著放缓，这也反映出稀土资源已经成为我们在反制美国贸易封锁、进行地缘博弈过程中的重要砝码。此举不仅旨在改善行业基本面，更深层次地反映了稀土作为中国在高端制造与地缘战略中不可替代的核心地位。从国内的供给结构上，稀土集团成立后，国内已经形成中国稀土集团+北方稀土双寡头的供给格局，2024年北方稀土约占指标总量的70%。高度集中的产业格局，极大增强了国内在资源调配、市场议价和响应国家战略需求时的统一行动能力。

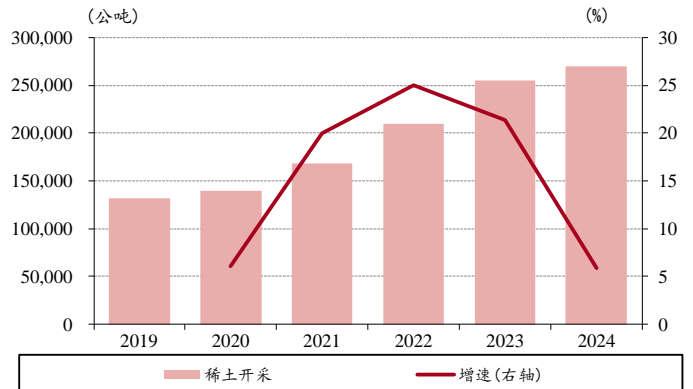
我们认为，中美长期博弈的格局已从战略层面重塑了稀土逻辑。作为关键战略资源，其国内供给将面临长期且严格的管控，供给弹性被系统性压缩。这构成了稀土价格中枢实现战略性抬升与中长期价值重估的核心逻辑。

图表 20. 国内稀土资源储量断层领先



资料来源：万得，中银证券

图表 21. 近年来稀土供给指标明显放缓

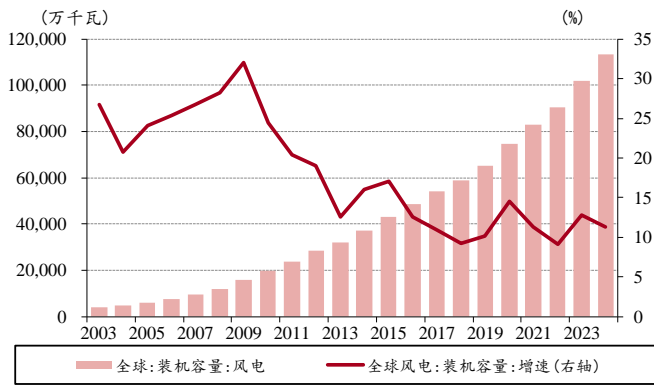


资料来源：万得，中银证券

稀土的需求增量

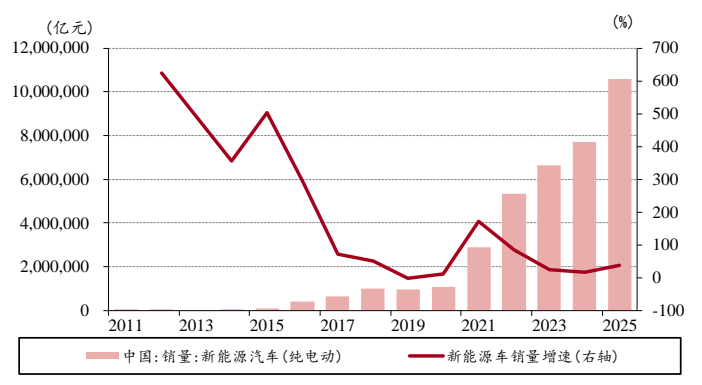
新兴产业驱动需求稳步增长。从需求的角度来看，稀土商品的需求端多数集中于新兴产业。稀土永磁材料作为新能源汽车、工业机器人、高效节能电机等高端制造领域的核心关键材料，其需求增长与新兴产业发展深度绑定。在全球绿色转型与产业升级的大趋势下，下游应用领域的市场规模正持续扩张，成为推动行业景气度上行的核心动能。

图表 22. 风电需求高速增长带动钕铁硼磁材需求



资料来源：万得，中银证券

图表 23. 新能源汽车的增长带动稀土永磁材料需求



资料来源：万得，中银证券

年内外需存在修复动能。短期来看，去年 10 月中国商务部与海关总署发布为期一年的稀土相关物项出口管制暂停，为海外市场需求修复打开了明确的政策窗口。预计 2026 年出口订单有望加速修复，这将成为 2026 年行业需求端一个确定的增量支撑。

图表 24. 2025 年稀土及相关技术出口管制政策

公告编号	涉及内容与物项
商务部、海关总署公告 2025 年第 56 号	对部分稀土设备和原辅料相关物项实施出口管制。
商务部、海关总署公告 2025 年第 57 号	对钕等 5 种中重稀土相关物项实施出口管制。
商务部公告 2025 年第 61 号	对境外相关稀土物项实施出口管制。
商务部公告 2025 年第 62 号	对稀土相关技术实施出口管制。

资料来源：商务部，海关总署，中银证券

稀土价格上行趋势尚未结束

综上所述，供给端的政策刚性约束与需求端的出口修复及长期成长动能，已形成强劲共振，稀土价格上行趋势尚未结束。

小金属投资逻辑：从题材到“战略价值”重估

我们认为，当前小金属板块的投资主线，正从事件驱动的题材炒作，切换至基于长期战略价值的系统性重估。这一判断基于以下逻辑：多数小金属的储量与产量高度集中于少数国家。而近年全球贸易保护主义抬头，促使资源国不再甘于仅提供廉价原料，转而从主动调控供给来争夺定价权。叠加当前地缘冲突频发与全球供应链脆弱性上升的宏观背景，小金属的供给更易受冲击。因此，其定价逻辑将不可避免地更多反映其长期战略稀缺性。

图表 25. 近年来主要资源国对小金属的供给管控措施

国家/地区	矿产	具体政策措施
印度尼西亚	镍	1. 全面禁止镍原矿出口，强制要求境内冶炼加工
		2. 大幅提高出口税率，如将镍的矿业特许权使用费税率从 10% 上调至 14%-19%
		3. 调整生产配额、打击非法采矿
刚果（金）	钴	1. 2025 年起实施钴出口禁令，后转向更精细的“出口配额”管理

资料来源：彭博社，华尔街见闻，矿业周刊，人民网等

当下小金属行情走到哪一步？

本轮自 2025 年启动的小金属行情演绎至今，市场更加关注其后续空间。为此，我们将本轮行情与 2020-2022 年的稀土行情进行对照，重点比较了两轮行情中，核心商品价格与龙头公司股价的区间涨幅与区间内最大涨幅，以探寻后续行情演绎潜力。

相较 2020-2022 年，本轮稀土行情涨幅相对温和。2020-2022 年，氧化镨钕期间最高涨幅达 331%，而本轮氧化镨钕价格最高涨幅仅 55%，上一轮商品价格最高涨幅为本轮价格的 6 倍。从主要股票价格来看，以北方稀土为例，上一轮最高涨幅为 653%，本轮为 205%。但也需要注意到上一轮行情的核心驱动是新能源需求增长与海外供给受阻形成的“供需共振”。而本轮行情更多呈现为由供给端驱动，因此商品与股价的绝对涨幅相对温和也是必然。

图表 26. 两轮稀土行情商品与股票表现对比

	单位：%	氧化镨钕	金属镨钕	北方稀土	中国稀土	盛和资源
2025 年	年内涨幅	51.55	47.50	117.61	65.56	111.48
	最高涨幅	55.28	52.50	205.02	145.35	188.44
2020-22 年	年内涨幅	150.00	138.95	134.77	154.93	55.43
	最高涨幅	330.77	313.01	652.61	562.50	375.58

资料来源：万得，中银证券

龙头盈利仍有进一步释放空间。尽管涨幅相对温和，但 2026 年稀土价格的上行趋势未止，板块行情的关键支撑正从“价格弹性”转向“盈利兑现”。以北方稀土为例，本轮其 PE 上行幅度显著大于 PB，显示股价上涨已领先于盈利释放。由于公司利润与稀土商品价格高度绑定，在价格上行趋势延续的背景下，龙头企业有望在 2026 年迎来显著的利润释放，这将成为板块行情持续的核心动力。

图表 27. 北方稀土股价与估值走势



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 北方稀土盈利与资源价格走势



资料来源：万得，中银证券

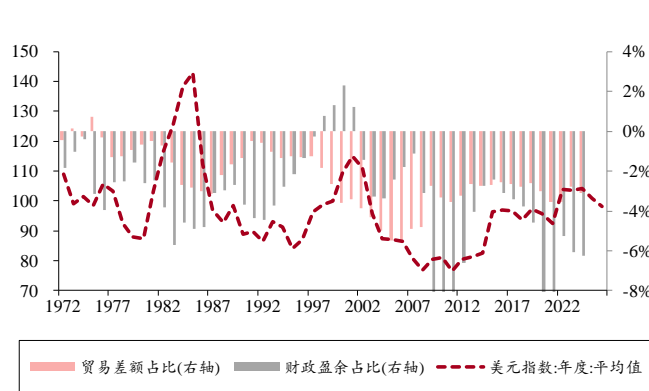
贵金属：长期逻辑坚挺，业绩释放助力估值修复

金价中长期逻辑依旧坚挺，短期波动提供布局时点

金价中长期价格中枢有望维持高位。此前市场对于黄金价格的长期上行逻辑已形成高度共识，目前来看多重核心支撑维度的底层逻辑均未发生根本性动摇。从长期视角来看，全球央行持续增持黄金储备以优化外汇资产结构、夯实货币信用基础，这一趋势仍在延续；美国全球战略布局的调整带来全球经贸与金融格局的重构，叠加地缘政治冲突的持续发酵与局部风险的反复，进一步提升了黄金的避险配置价值。而从中期维度而言，市场对美联储进入降息周期的核心预期未变，货币政策转向的大方向为金价提供了关键的流动性与利率支撑。

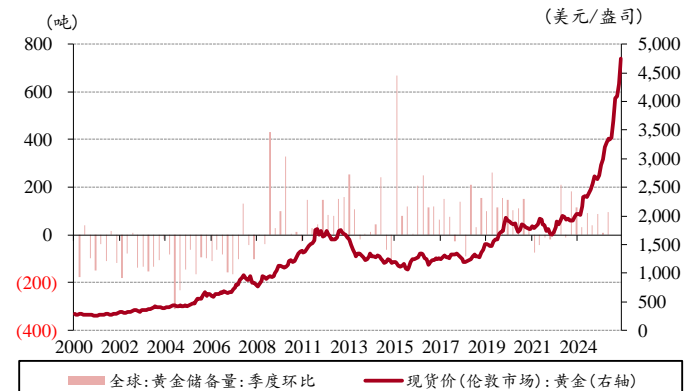
短期调整提供更优的中长期布局时点。尽管短期走势层面，黄金价格在经历了去年的持续加速上涨后，本身存在技术面的修复需求，再叠加美联储继任主席的政策主张带来市场降息预期的波动，资金面的博弈加剧，金价短期波动性增加，但这类短期波动更多是市场情绪与资金行为的阶段性反映，并未触及支撑金价长期走牛的核心逻辑，因此不会从根本上改变黄金价格的长期上行趋势，短期调整提供更优的中长期布局时点。

图表 29. 美国双赤字压力的缓和需要弱美元环境



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 近年来全球黄金储备量持续增长



资料来源：万得，中银证券

业绩释放助力板块估值修复，2026 年有望迎来盈利估值双击

我们认为，在有色金属大的行业框架内，贵金属股票是今年业绩兑现路径最清晰、确定性最高的细分方向。这一判断基于其清晰的驱动逻辑：板块公司的盈利水平与黄金等商品价格呈现出高度的正相关性。以行业龙头山东黄金为例，回溯其历史财务表现，公司的盈利增速曲线与金价的中长期趋势基本同步。而本轮金价上涨周期中，公司盈利的释放的幅度明显滞后于金价的上涨速度。

展望 2026 年，随着高位金价逐步向企业财务报表传导，相关公司的利润有望进入一个强劲的释放周期。因此，在有色各子板块中，贵金属板块不仅受益于明确的宏观与价格上行逻辑，更具备了业绩层面从预期走向兑现的高确定性，有望成为板块内部最具吸引力的配置方向之一。

图表 31. 金价与山东黄金盈利增速趋势



资料来源：万得，中银证券

综上所述，我们当下对有色金属板块的看好，主要基于其金融属性与产业趋势的双重驱动。从产业趋势看，供给刚性与来自部分新兴领域的需求边际增量，共同促成了持续的供需错配，这是价格上行的产业基础。从金融属性看，全球货币格局演变下的弱美元趋势，则为金属价格提供了金融属性的支撑。在板块内部来看：

- 1) 小金属：最具成长弹性，长期逻辑坚实，潜在空间最大；
- 2) 贵金属：属性更偏稳健，正处于业绩兑现阶段，可视作板块内的价值锚；
- 3) 工业金属：作为板块内的核心标配，其风险收益特征较为均衡，是构建组合的基础性配置选择。

风险提示

海外风险事件不确定性：美债收益率存在较大不确定性，若出现超预期上行，会对全球风险资产及风格表现带来较大冲击；

贸易不确定性：中美关税谈判结果对于市场风险偏好存在较大影响，若出现超预期结果，或冲击市场风险偏好；

宏观基本面及政策环境不确定性：国内需求复苏及稳增长政策效果存在较大不确定性，或对后市风格表现造成较大不确定性；

海外地缘政治风险不确定性：海外地缘政治风险频发，若出现较大风险因素或扰动全球风险偏好及金融市场流动性，对历史经验造成较大冲击；

美联储政策不确定性：未来美联储货币政策的具体路径、时点及力度仍存在较大不确定性。若年内政策路径与市场预期发生显著偏离，或将对各类资产价格造成冲击。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371