

首席周观点：2026 年第 26 周

2026 年 7 月 2 日

首席观点

周度观点



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属行业：金属行业 2026 半年度展望（II）：有色及贵金属--供需博弈强化定价逻辑，流动性定价分化影响市场宽度

金属行业强势定价具有四大核心要素，流动性市场分化式定价影响估值弹性及市场宽度。自 2022 年年中至今，金属行业已进入结构性的强势定价周期，同期上期有色金属指数上涨 63.9%，申万有色金属市值上涨 224.6% 并于 26Q1 突破 6.5 万亿元。我们认为决定此轮金属强势定价周期的核心要素分别为刚性化的供给、弹性化的需求、持续化的政经扰动以及分化的金融定价。从决定商品定价重心的供需层面观察，金属行业刚性化的供给源于全球矿业上游资本勘探弱米格拉周期的显现及延续，上游矿端产量实际有效供给增速的低速对中游金属冶炼产品的产出增速形成刚性垂直化扩散；但需求端则受益于全球算力基建投资及新质生产力升级等产业链迭代而加深了金属的科技生产要素定义，科技金属需求端结构性的扩张令金属需求曲线的右移弹性发生质变，从而在供需平衡的角度强化了各金属品种的定价逻辑。另一方面，全球政经环境依然呈现高扰动，全球多线冲突僵持且经济对抗加剧，货币储备体系及贸易结算体系显现重构，而资源民族保护主义则抬头明显，这一方面加剧了金属供应链的扰动风险，另一方面则大幅推升了各金属隐含波动率的定价。此外，利率及流动性市场的远期定价对金属市场的估值变化形成扰动。全球再通胀预期强化下，流动性市场已经回到“再通胀收紧”与“再衰退宽松”的分化式定价，我们认为全球央行资产负债表的再调整政策对金属行业的估值弹性及市场宽度或起到实质影响，亦是年内需要关注的流动性核心变量。

全球金属行业上游进入弱供给周期。全球金属品种的矿端有效供给增量延续刚性化特征。2025 年全球金属矿业上游勘探投入在 2024 年降 3% (124.8 亿美元) 基础上进一步下滑 0.64% 至 124 亿美元，海外市场的高融资成本、有效矿山项目品位的弱化、全球政经环境挥发所带来的远期增长预期波动等均令全球矿业项目上游资本支出环境恶化。从最新数据观察，2025 年绿地勘探项目的数量占勘探项目比例持续降至新的纪录低点（2024 年 27.9 亿美元 @22.36%，2025 年 26.04 亿美元 @21%），而全球活跃的勘探项目同样较 2024 年的低点 -2% 至 2166 个。但与之对应的在产矿区项目投入占矿区项目投入比例却持续增长（如 2025 年占比已升至 40%），数据充分显示全球矿业投资环境的复杂化令资本风险偏好出现明显弱化。考虑到绿地项目勘探投入的实质性减少将令实际产能释放的滞后效应更为显著，我们认为全球矿业的供给状态在 2028 年前或延续强刚性化特征。

厄尔尼诺或明显推升全球通胀水平。厄尔尼诺发生后或对全球农产品种植及矿产品开采形成

直接影响，从而从供给端收缩角度再定价相关产品的供需平衡状态并形成显著的价格上行压力。厄尔尼诺会令全球降水格局出现转变，表现为东南亚地区及澳大利亚干旱（传统的硬商品、软商品及矿产品生产区域），南美的巴西、秘鲁、智利等地出现洪涝（传统重要的矿产品生产区域）；而我国可能出现的南涝北旱则会影响相关农产品产量。从金属产品角度观察，厄尔尼诺现象对铜、镍及白银的生产扰动较大。由于商品的定价基于自身供需平衡表状态的调整，厄尔尼诺现象的出现会带动商品开始交易天气因素造成的供给收缩，并且推升商品价格的上行压力。从近 20 年历史三轮强厄尔尼诺现象的数据统计观察，全球 CPI 抬升幅度约 +0.7%--+2%，全球食品 CPI 抬升幅度约 +3.5%--+6%，而该阶段中国平均 CPI 约 2.7%。

全球流动性市场边际增量显现紧缩，全球央行资产负债表仍然处于谨慎扩表状态。从综合统计的数据观察，全球央行净降息比例已由 25 年 9 月的 85.8% 降至 26 年 6 月的 45.76%。数据的变化显示全球多数央行自 2024 年 9 月开始的降息循环出现变化，反映市场对于降息预期大幅降温的同时也意味着全球流动性市场的边际增量开始出现紧缩。**当前市场处于再通胀“收紧”与再衰退“宽松”的分化式定价**，市场的通胀数据、就业及经济数据、FED 的结构性政策预期以及全球汇率及实际收益率的变化对金属行业实际的估值和定价环境产生影响。

铜：供应端长周期结构性弱化，需求弹性持续提升。从供给侧观察，铜矿上游勘探获得资源量已出现断崖式下降。全球总铜矿发现量由 1990—1999 年的 7.05 亿吨降至 2010—2019 年的 1.63 亿吨，降幅达 76.9%；而 2020-2024 近 5 年期间，全球仅新增 6 个铜矿项目，累计获得新增铜资源量仅 880 万吨。另一方面，根据五年内启动的 26 个主要铜矿项目，2026—2030 年全球铜矿单位成本或仍有 20% 以上的上涨压力。实际产量方面，虽然硫酸价格上行短期刺激中国精炼铜生产，但中长期产量增速或仍阶段性弱化。同时，中东硫磺出口扰动叠加中国硫酸出口禁令实施或加剧全球精炼铜供应风险。从需求侧观察，2026 年至今，中国精炼铜消费仍呈强韧性，电力需求增长持续推升中国铜终端消费。根据我们统计的用铜行业样本观察，2025 年四大行业（家电、交运、建筑及电力）的样本数据用铜量约为 1363.2 万吨，占中国 2025 年铜消费总量 1683 万吨的 81%。2025 至 2028 年间，该四大行业用铜量或累计增长 284.1 万吨至 1647.4 万吨，期间 CAGR 或达 6.5%。除传统行业以外，AI 算力投资等新兴需求亦将大幅提升全球及中国铜消费量。综合观察，我们认为在低碳能源结构转型、新能源基建支持下及 AI 算力基建背景下，2025-2028 年间，全球精炼铜消费或由 2816 万吨升至 3321 万吨，期间 CAGR 或达 5.6%。

铜板块相关标的：紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、江西铜业、西部矿业。

铝：电解铝供应短缺风险上行，供需结构或持续优化。从上游供给侧观察，中国铝行业上游供给已显现结构性收缩，铝土矿自给率严重不足。中国铝土矿供给进口依赖度 2025 年已升至 90%，且约 75% 的铝土矿进口来源地为几内亚。考虑到几内亚或于 26 年 6 月公布铝土矿出口管制政策，年内铝土矿进口扰动或大幅强化中国铝土矿供应刚性化特征。同时，需求限制叠加环保管制或持续引导中游氧化铝产能优化。电解铝方面，中国电解铝产能天花板锁定为 4500 万吨，年内约 100% 的产能利用率暗示实际供给弹性的丧失；而美以伊冲突已实质性加剧全球电解铝供应短缺且明显提升海外电解铝生产成本，这意味着全球电解铝实际供给量将面临极强刚性化特征。考虑到新能源汽车、光伏、电网等产业发展将持续推动电解铝需求增长，电解铝行业的供需结构仍处于优化周期。

铝板块相关标的：中国铝业、云铝股份、神火股份、南山铝业。

黄金：黄金价格或呈现趋势性的易涨难跌。黄金已进入商品定价层面上结构性偏紧状态，供需基本面将决定黄金定价的底部中枢。黄金消费的韧性仍基于央行购金规模的高企。巴塞尔协议III的执行对黄金作为央行一级资本的属性再定义继续推动全球央行购金的持续增长。2025年全球央行购金量达863.3吨，相当于全球实物黄金消费最大经济体中国的年度消费量。至26H1，全球央行黄金储备总量已升至3.66万吨，占外汇储备总额的27.7%。考虑到全球货币体系及交易结算体系的重构，全球央行购金仍将呈现系统性、趋势性及持续性的特征。另一方面，黄金消费的弹性体现于实物黄金持仓ETF的明显扩容。2025年，全球黄金实物持仓ETF年增长量达803吨，接近2020年高位（2020年增长893吨），相当于全球实物黄金消费第二大经济体印度的年度消费量。从黄金金融端定价逻辑考虑，避险溢价、汇率平价、流动性溢价及通胀平价四大核心要素均在发酵。其中，尽管流动性收缩提升了黄金持有的机会成本，但历史数据显示加息周期内并不对金价形成持续的强周期性压制。从近20年的数据观察，每一轮的紧缩周期开始短期内对金价会形成压制，但若将时间周期拉长至6个月以上，黄金会表现出结构性的强势。美联储进入加息周期六个月后，黄金的平均回报率是+11%，远高于美股和美元的平均回报率；而一年后黄金的平均回报率约7.6%，高于美股和美元平均回报率约6.3%及2.2%。

黄金板块相关标的：赤峰黄金、山金国际、四川黄金、紫金矿业、山东黄金。

白银：全球白银供需结构或维持偏紧状态。矿端供应的刚性特征或仍延续。由于独立银矿白银产量占比仅约26%，而伴生矿产量占比则超70%，导致白银的开采计划受铜、铅、锌等市场影响严重，白银矿端自身供给弹性受限。2025-2028年间，全球白银矿端供应年均增速仅为0.6%。回收银产量的提升短期内难以抵消矿端供应增速周期性放缓的影响，我们预计2025-2028年间，全球白银供应量或由32476吨增长至33618吨，期间CAGR或为1.2%，白银总供应或维持较低增速。我们对白银需求进行分类拟合发现：新能源汽车、环氧乙烷催化剂、半导体行业持续发展有助于工业用银需求的韧性维持；而黄金投资属性的增强或持续提升白银投资需求弹性。综合统计各数据变化，我们认为2025-2028年间全球白银需求CAGR或达到2.3%，由2025年的43816吨增长至2028年的46862吨。这意味着白银供需结构将维持偏紧状态，且供应缺口或由2025年的2690吨逐渐放大至3492/3973/4064吨。

白银板块相关标的：兴业银锡，盛达资源。

铂金：铂金市场或维持结构性短缺。全球铂矿产量供给状态强刚性，近十年间整体供给周期性收缩。从供给周期的变化观察，全球铂矿年均供应量由2016-2019的189.7吨均值下降8.5%至2022-2025年间的174吨。全球矿石品位下降，叠加矿端供给持续面临的天气、限电、安防、维护、资本削减等供应链事件冲击供给状态弱化。参考各公司对下属矿山的资本开支计划与产量指引，我们认为2026-2028年间，全球铂金矿端产量或难以增长，年产量分别为161.6/159/157.2吨。而全球的铂金需求呈现强韧性特点，除工业需求受益于玻璃纤维产能持续释放及热辅助磁记录（HAMR）硬盘渗透率提升而有底部持续性攀升外，金铂比价的攀升（十年均值为1.86，26M6为2.48）所带来的投资性需求亦有助于需求曲线的持续外扩。2023-2025年间，全球铂金市场已连续三年显现供应缺口，年供应缺口分别为-6.8/-16.5/-21.3

吨。铂金供应的持续短缺将有效消耗 2023 年以前铂金供应过剩积累的地上库存。据 WPIC 数据，至 2025 年底，全球铂金库存量已降至 67 吨，仅等于三个月的需求量。考虑到全球铂金的供给刚性状态以及需求有韧性的预期，预计 2026-2028 年间全球铂金市场或维持结构性短缺，供需缺口或为-7.8 吨/-7 吨/-6 吨。

铂金板块相关标的：贵研铂业，中信金属。

风险提示：政策执行不及预期，利率超预期急剧上升，金属库存大幅增长及现货贴水放大，市场风险情绪加速回落，区域性冲突加剧及扩散。

参考报告 行业 《2026 半年度展望（II）：有色及贵金属--供需博弈强化定价逻辑，流动性定价分化影响市场宽度》，2026-6-18



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, 021-25102909, liuhang-yjs@dxzq.net.cn

电子行业：电子行业 2026 半年度策略：2026 年下半年 AI 硬件的跃迁与突围

年初至 2026 年 6 月 18 日，电子行业指数（中信）跑赢沪深 300 指数。我们分析认为 2026 年全球 AI 大模型与智能体应用爆发，科技巨头 AI Capex 持续高增，直接拉动了上游算力硬件设施的需求与资本开支强度，相关环节业绩进入高增兑现期。2026 年一季度起，全球半导体及硬件供应链迎来“结构性涨价潮”：AI 算力相关的晶圆代工、先进封测、高端芯片、高端 PCB 及被动元件等核心环节供需趋紧，价格上行；同时上游原材料（电子布/铜箔等）的刚性供给进一步强化了成本传导逻辑。除此以外，华为提出“韬(T)定律”，主张以“时间缩微”替代“几何缩微”，指导产业发展的新原则。2026 年初至 2026 年 6 月 18 日，电子行业指数（中信）上涨 61.02%，沪深 300 指数上涨 4.74%，创业板指数上涨 29.07%。2026 年 Q1 基金持有电子行业总市值为 7201.06 亿元，占流通 A 股市值比重为 3.82%；2026 年 Q1 电子板块基金持仓市值前十的公司凸显在 AI 基础设施 Capex 维持高强度的背景下，机构对 AI 算力产业链国产化的集中押注。2026Q1 基金持仓电子行业总市值在申万一级行业中排名第二。

2026 年一季度起，全球半导体迎来全产业链结构性涨价潮，展望未来，AI 浪潮推动电子行业进入新发展阶段，三大核心领域增长动能明确看好方向如下：（1）MLCC（2）液冷（3）玻璃基板：

- （一）**MLCC**：AI 算力引爆高端需求，结构性缺口推动超级周期。本轮 MLCC 上行核心由 AI 服务器驱动：单机柜 MLCC 用量达百万颗级，价值量随 GB200 至 Rubin 平台迭代飙升，从 H100 约 3000 美元跃升至 VR200 约 22000 美元，涨幅显著。供给端，日韩大厂产能优先向 AI 级高容倾斜，扩产周期长达 18-24 个月，叠加车规需求共振，

高端BB比率持续高于1,交期延长至20周以上。海外原厂方面村田制作所率先出手,4月1日起对AI服务器用MLCC涨价15%到35%。与此前库存周期不同,本轮由AI算力基建刚性需求主导,高端与通用品K型分化明确。国产厂商加速突破材料配方与车规/AI认证,承接紧缺产能外溢。推荐:火炬电子;受益标的:三环集团、风华高科、宏明电子等。

(二) **液冷**: AI算力密度跃升,热管理向机柜级架构升级。本轮液冷放量核心由AI高功耗机柜驱动,GB200/NVL72等平台将单机柜功率推至120kW级以上,传统风冷触及物理瓶颈,液冷从机房空调升级为机柜级基础设施刚需。需求端,IEA预计全球数据中心用电2030年将翻倍,AI加速服务器能耗增速显著领跑,且渗透率仍处早期(多数机构液冷机架占比<10%),后续提升空间广阔。供给端,冷板、快接(UQD)、Manifold及CDU等长交期部件产能受限,海外龙头通过并购整合端到端方案,国内厂商则加速全链条交付能力建设。受益标的:英维克、申菱环境、科创新源、金富科技。

(三) **玻璃基板**: AI算力突破封装极限,TGV良率决定量产节奏。AI高带宽互连与HBM堆叠推动封装向10 μ m以下线宽演进,传统有机基板触达物理天花板,玻璃基板凭借绝缘低损、高平整度及面板级扩展性成为下一代关键载体。产业核心瓶颈已由材料转向TGV(玻璃通孔)加工良率——通孔成形、填铜质量与热可靠性是决定量产经济性的唯一门控。全球进度锚定Intel官宣2026-2030年量产窗口,台积电CoWoS玻璃方案处于供应链验证阶段。上游高纯玻璃仍由康宁/肖特/AGC主导,国内厂商中沃格光电、京东方A在TGV全制程与面板级试验线进度领先。2026年为量产验证关键节点,建议跟踪相关公司大客户认证与良率爬坡信号。受益标的:沃格光电、京东方A、凯盛科技、彩虹股份、天承科技、德龙激光、帝尔激光、美迪凯等。

风险提示: AI资本开支不及预期、行业景气度下行、技术迭代风险、中美贸易摩擦加剧、行业渗透放缓等。

参考报告:《电子行业2026半年度策略:2026年下半年AI硬件的跃迁与突围》,2026-06-23

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数):
以报告日后的6个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐:相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐:相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

回避:相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数):
以报告日后的6个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好:相对强于市场基准指数收益率5%以上;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编:100033

电话:010-66554070

传真:010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编:200082

电话:021-25102800

传真:021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编:518038

电话:0755-83239601

传真:0755-23824526