

地缘政治风险是否会再次驱动钨价上涨？

事件描述

截至 7 月 28 日，根据中钨在线统计，中国市场 65%黑钨精矿价格 41.5 万元/标吨，自峰值回落 60.5%，较年初跌 9.8%；仲钨酸铵（APT）价格 61 万元/吨，自峰值回落 59.9%，较年初跌 9.0%。欧洲 APT 价格 3000-3279 美元/吨度（折合人民币 179.6-196.3 万元/吨），较年初涨 241.3%。

事件点评

地缘政治风险升高带来钨价弹性，而当前钨价处于第四轮周期，地缘政治冲突与科技变革相交织。长期维度上，钨价的剧烈上涨与回落，跟全球地缘政治秩序的重构过程紧密联系，历史上四轮钨价周期与时代背景结合均演绎出“世界地缘局势紧张 → 中国钨矿出口减少 → 钨价指数级上升 → 全球秩序重构/地缘局势缓解 → 全球经济复苏/中国出口增加/国家库存释放 → 钨价大幅回落”，我们认为钨价周期拐点不仅有明显的产业信号，同时将伴随着强烈的地缘政治信号。

钨产业由经济逻辑转向安全逻辑，贸易壁垒催生市场割裂与复合性定价。由于国家主权层面的贸易壁垒、上下游贸易关系绑定程度加深，中国及国际市场钨价形成明显割裂。当前欧洲 APT 维持在 3000 美元/MTU 以上高位（约 180 万元/吨），是中国内盘（60 万元/吨）的 3 倍。欧美通过底价机制、包销及承购协议，初步建立独立于中国的参考价体系，钨的价格机制由单纯供需及成本定价，逐步转向“成本+安全+交付控制”复合定价，因此国内价格回调对国际价格指示意义有限。

中国硬质合金刀具拓展条件逐步成熟，地缘风险仍存，钨价中枢面临再次抬高可能。欧美钨矿自供网络尚不满足消费循环，进口原料补充存在瓶颈，我们估算 2026 年海外供给缺口达 30% 左右。由于中国钨产品出口维持低位，叠加中国贸易商在国际市场积极收购钨废料，相关行动可能进一步缩减国际钨原料供应。2026 年 7 月初，由于硬质合金废料上涨，欧洲切削刀具协会（ECTA）呼吁：确保含钨废料回流欧洲回收循环、扩大回收产能、简化统一监管框架。随着海外刀具厂商再次密集涨价，中国高端刀具性价比加速回升，9 月传统消费旺季下游刚性需求凸显，钨价有望获得基本面支撑，但需警惕新矿山产能释放及进口矿增量可能压制国内价格反弹空间。总结而言，短期内钨市场的核心特征是内盘需求修复、外盘供给短缺、下游采购谨慎。国内供需延续弱平衡，但若地缘局势进一步恶化，全球军事及战略储备需求联动，钨价中枢则可能面临再次抬高。

风险提示： 1、全球大型钨矿超预期增产；2、贸易政策严控出口升级；3、钨金属技术替代风险。

有色金属

评级： 看好

日期： 2026.07.30

分析师 王小芃

登记编码：S0950523050002

☎：010-56307033

✉：wangxiaopeng@wkzq.com.cn

分析师 何能锋

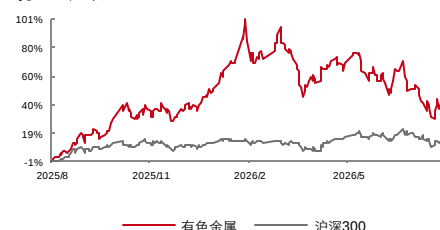
登记编码：S0950524080001

☎：010-56307033

✉：henengfeng@wkzq.com.cn

行业表现

2026/7/29



资料来源：Wind，聚源

相关研究

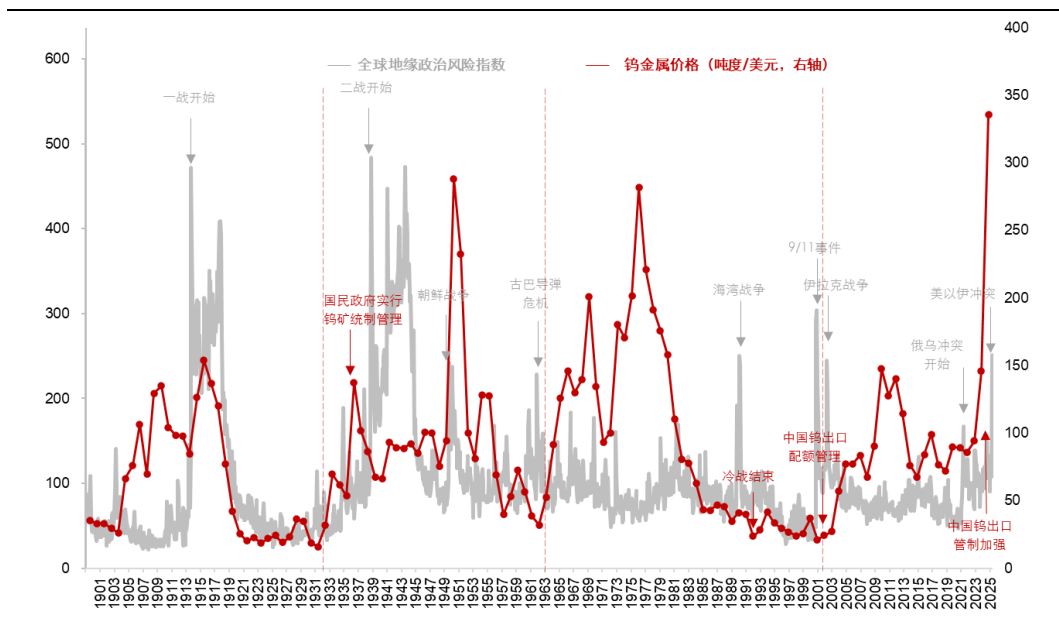
- 《未来材料巡礼之深海采矿新材料 2：经济性、资本开支结构特征与产业价值量》（2026/7/8）
- 《有色月跟踪：供需共振，驱动“算力金属”钽价值重塑》（2026/7/6）
- 《矿业巨头启示录之七：惠顿贵金属，金属流模式的极致演绎》（2026/6/12）
- 《津巴布韦锂矿干股博弈：以税换股或为中性解——津巴布韦战略矿产事件点评》（2026/6/8）
- 《盈利跃升，资源为王——2025 年及 2026 年 Q1 有色金属板块财报分析》（2026/6/8）
- 《镁电驱技术迭代突破 产业消费规模扩容——新能源汽车新材料研究之九》（2026/5/26）
- 《未来材料巡礼之深海采矿新材料 1：产业价值底座与产业进程》（2026/5/26）
- 《周期反转，盈利修复——A 股锂矿行业 2025 年报及 2026 年 Q1 财报梳理分析》（2026/5/21）
- 《中国铜企贡献 2026 年全球主要增量——中国 10 家年报全扫描》（2026/5/18）
- 《矿业巨头启示录系列之六：百年拓疆，力拓的全球资源版图构建之路》（2026/5/13）

地缘政治风险升高带来钨价弹性

1900 至今全球钨价趋势涵盖四轮周期，每轮周期（30-40 年）的钨价高点均与战争及地缘冲突相关联。根据《国内外市场钨精矿价格周期性变化及未来分析》（孔昭庆著）对钨价周期划分，第一轮周期 1900-1932 年以第一次世界大战为背景；第二轮周期 1933-1963 年以第二次世界大战为背景，由于中国禁运措施，钨价波峰出现在朝鲜战争前后；第三轮周期 1964-2002 年以美苏争霸为背景，但在核威慑背景下，地缘政治格局变化不是以总体战的方式决定，而是以苏联体制的崩解推动新格局的诞生。长期上看，钨价的剧烈上涨与回落，跟全球地缘政治秩序的重构过程紧密联系。历史上四轮钨价周期与时代背景结合均演绎出“世界地缘局势紧张 → 中国钨矿出口减少 → 钨价指数级上升 → 全球秩序重构/地缘局势缓解 → 全球经济复苏/中国出口增加/国家库存释放 → 钨价大幅回落”。由此总结，钨价周期拐点不仅有明显的产业信号，同时将伴随着强烈的地缘政治信号。

长期维度为第四轮周期地缘政治冲突与科技变革相交织，中期维度则基于产业供需力量的变化。从地缘政治风险出发，现代体系化作战模式变化扩大了钨在军事领域的应用范畴。俄乌冲突中大量使用了无人机，标志着现代战争的重心从传统的钢铁转向了电子元件，战争中钨的典型军事用途不局限在各类弹头制造中，还包括制造芯片所需的含钨电子气体与精密装备所需的工业刀具，从而大幅增强了钨的需求刚性。但中短期内钨市场或将呈现“卖方强势，买方克制”的博弈状态，买方（尤其是美国、日本等高依赖度国家）的刚性需求支撑价格，但在中国严格出口管制下，海外买家（特别是军工领域）维持刚需采购之余，将倾向于等待自身供应链恢复或有其他筹码后再进行补库。

图表 1：1900 至今钨价四轮周期中价格波峰出现以地缘政治风险升高为前置条件



资料来源：《Measuring Geopolitical Risk》，Metalary, S&P Global, USGS, 五矿证券研究所；注：2026 年钨价数据截止至 5 月

图表 2：欧美市场钨精矿价格变化周期

周期	年份	年数	价格（美元/吨度）			高低价比	重大事件
			平均	最高	最低		
I	1900~1932	33	8.29	18.13	2.33	7.78	第一次世界大战
II	1933~1963	31	22.49	74.90	4.14	18.09	第二次世界大战、朝鲜战争
III	1964~2002	39	66.55	170.67	16.27	10.49	越南战争、中东战争、东欧剧变、苏联解体

周期	年份	年数	价格（美元/吨度）			高低价比	重大事件
			平均	最高	最低		
IV	2003-2026	23	105.70	1709.89	44.93	38.06	中国经济高速增长、西方金融风暴、中美博弈、俄乌冲突、美伊战争

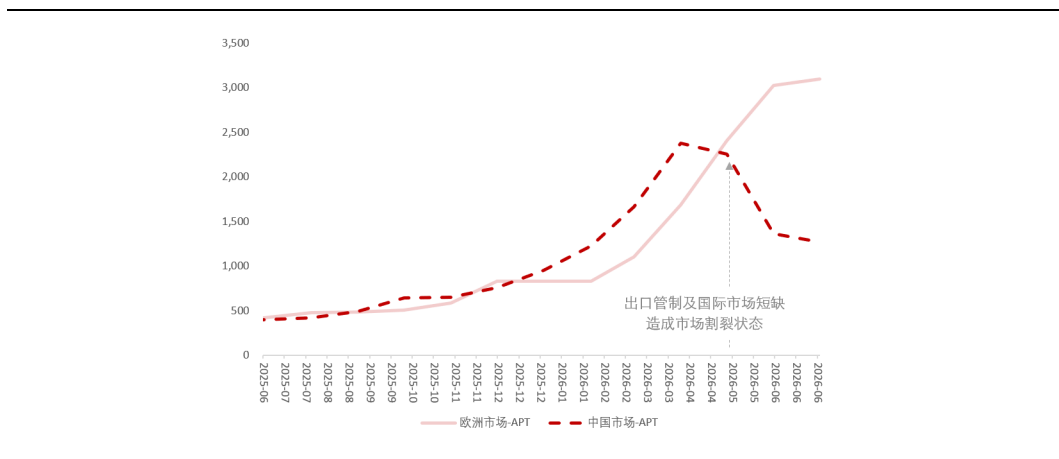
资料来源：《国内外市场钨精矿价格周期性变化及未来分析》（孔昭庆著），iFind，五矿证券研究所；注：2026 年数据截至 5 月 20 日

贸易壁垒催生市场割裂与复合性定价

钨价以往主要以大型生产厂商长单报价为主，并通过国内外报价平台整理发布，成为全球钨市场参考价。中国大型钨企每半月发布钨精矿、仲钨酸铵以及钨粉的长单报价，钨行业上下游的主要企业建立了钨价对话协商机制，中国钨协每月对钨价协商一次，提出每月的钨品指导价。钨产业目前未建立钨品期货市场，由报价平台如伦敦金属导报（Metal Bulletin，简称 MB）、亚洲金属网等采集全球企业报告，统计整理发布后，成为全球钨市场参考价。

由于国家层面的贸易壁垒、上下游贸易关系绑定程度加深，中国及国际市场钨价形成明显割裂。当前欧洲 APT 维持在 3000 美元/MTU 以上高位（约 180 万元/吨），是中国内盘（60 万元/吨）的 3 倍。美国国防部通过金库计划在盟友网络及产业之间建立底价机制，并尝试利用 AI 模型为关键矿产（包括钨）制定参考价格，意图打破中国的定价主导权。随着韩国 Sangdong（2027，二期投产）、英国 Hemerdon（2026Q3，重启投产）等海外矿山逐步增加，伦敦金属导报（MB）等西方报价平台的数据采集将更多依赖这些非中国矿商。欧美钨产业回路很可能以“欧洲 APT 基准价”或“鹿特丹到岸价”作为新锚点。Fastmarkets 新推出钨未锻制金属条周度价格评估（代码 MB-W-0006），填补了钨在高附加值加工领域长期缺乏透明基准的空白。可以看到，欧美初步建立独立于中国的参考价体系，钨的价格机制由单纯供需及成本定价，逐步转向“成本+安全+交付控制”复合定价，因此国内价格回调对国际价格指示意义有限。

图表 3：欧洲 APT 高于中国本土采购价（美元/吨度）



资料来源：iFind，五矿证券研究所

硬质合金刀具海外拓展条件逐步成熟

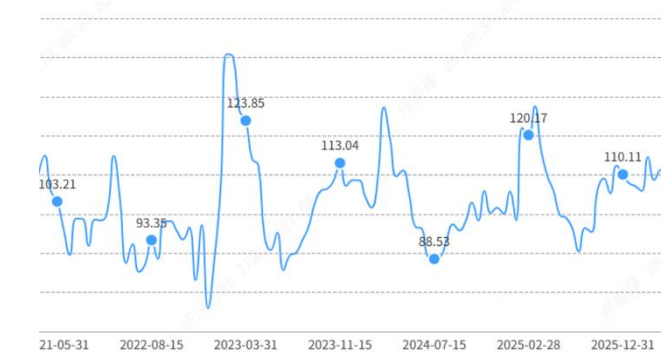
欧美钨矿供应尚不满足消费循环，进口原料补充存在瓶颈，我们估算 2026 年海外供给缺口达 30% 左右。进口方面，由于中国钨产品出口维持低位，叠加中国贸易商在国际市场积极收购钨废料，相关行动可能进一步缩减国际钨原料供应。2025 年以来中国转向进口矿石补缺、出口高附加值产品的结构优化。2026 年上半年中国进口钨产品 1.59 万吨（同比+83%），出口 5780 吨（-20%），已成为钨原料净进口国。此外根据英国《金融时报》6 月报道，中国贸

易商在美国各地积极收购钨废料，开出远高于国内回收商的价格，有时甚至高达标准市场价的五倍，或加剧国际市场钨原料短缺风险。自供方面，欧美及日韩钨金属年消费量估算为 4-5 万吨，以钨废料平均回收率 42.5%考虑，则每年需从钨矿补充 2.30-2.88 万金属吨（折钨精矿 4.47-5.59 万吨），即使回收投入率达到理论上限 56%，仍需年产 1.76 万金属吨（折钨精矿 3.42 万吨）才能维持当前消费循环。根据 USGS 于 2025 年统计情况，排除中国、俄罗斯、朝鲜及哈萨克斯坦之外的钨矿年产量为 1.16 万金属吨，可估算出断供首年欧美体系供应量将快速衰减至 2.86-3.29 万吨，海外供给缺口达 30%左右。

海外原料库存紧张信号展露，海外刀具品牌密集涨价。日本方面，住友电工等核心供应商于 2026 年内已两次上调产品价格，第二次调价涉及将部分合金制品、棒料等变更为“停止库存的特殊品项”，并对 SumiCrystal、WD 系列材质价格大幅上调 15%-25%。德国硬质合金工具制造商 SPPW 宣布，自 2026 年 5 月 1 日起对硬质合金工具引入基于重量的原材料附加费（RTZ），以直观反映实际原材料成本。7 月初，由于硬质合金废料上涨，欧洲切削刀具协会（ECTA）呼吁：确保含钨废料回流欧洲回收循环、扩大回收产能、简化统一监管框架。

下游出口条件转好，地缘政治风险仍存，钨价中枢面临再次抬高可能。上半年国产刀具终端售价高于同规格进口刀具，“价格倒挂”抑制终端需求承接。2026 年 1-6 月份，中国出口经镀或涂层的硬质合金制的金工机械用刀及片 670.13 吨（同比-15.2%），进口 475.02 吨（同比+36.4%）；出口其他硬质合金制的金工机械用刀及片 813.85 吨（同比-14.7%），进口 346.94 吨（同比+37.5%）。随着海外刀具厂商三季度再次密集涨价，中国高端刀具性价比加速回升，9 月传统消费旺季下游刚性需求凸显，钨价有望获得基本面支撑，但需警惕新矿山产能释放及进口矿增量可能压制价格反弹空间。总结而言，短期内钨市场的核心特征是内盘需求修复、外盘供给短缺、下游采购谨慎。国内上游挺价动能欠缺但继续让利意愿降低，供需双方延续弱平衡博弈，但若地缘局势风险再次上升，全球军事及战略储备需求联动，钨价中枢则可能面临再次抬高。

图表 4：温岭工量刀具行业景气指数显示 9-10 月为工业工具需求旺季



资料来源：温岭工量刀具指数，五矿证券研究所

图表 5：2026 年 5 月后地缘政治风险指数降至 200 以下



资料来源：Geopolitical Risk (GPR) Index，五矿证券研究所

风险提示

- 1、全球大型钨矿超预期增产；
- 2、贸易政策严控进出口升级；
- 3、钨金属技术替代风险。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号震旦国际大厦 30 楼 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F 邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010