

强于大市

有色金属行业周报

美国中期选举迎来分裂政府，金属价格波动中枢抬升

美国 11 月 3 日中期选举中民主党从共和党手中夺回国会参众两院控制权，国会与白宫走向分立，打破此前共和党同时掌控行政与立法的格局。我们认为本次变盘的核心不是某项政策立刻反转，而是旧的关税与财政定价锚松动、政策可预测性下降，市场将重新评估关税、财政与利率路径，经美元、实际利率和风险偏好渠道放大有色金属与黄金的宏观波动，金属单边趋势更难形成、波动中枢倾向抬升。ADP 数据显示 10 月美国私营部门新增就业 8.6 万人、连续两月持平且高于约 7.5 万的预期，其中交通运输新增 3.9 万为近两年最大增幅，我们认为数据弱中趋稳而非重新过热，但薪资韧性与岗位空缺回升支撑服务通胀粘性，抬升美联储 12 月加息选项权重，经美元与实际利率渠道短期压制金属金融属性。

本周贵金属超跌反弹，SHFE 金、银分别涨 1.72%、2.27%，COMEX 金、银分别大涨 5.01%、5.72%；工业金属普跌而镍逆势大涨，LME 镍涨 7.65%、SHFE 镍涨 4.74%，SHFE 铜、锡分别跌 3.51%、4.86%；库存端国内深度去化，SHFE 铅、铝、铜分别大降 48.29%、30.58%、24.13%，LME 铜逆势累积 15.57%至 31.7 万吨、LME 锌去化 8.93%。

支撑评级的要点

- **美国中期选举民主党重夺参众两院，分裂政府下有色宏观波动中枢上移。**在 11 月 3 日举行的美国中期选举中，民主党已从共和党手中夺回国会参众两院控制权，选后国会与白宫走向分立，打破了此前共和党同时掌控行政与立法的格局。我们认为，这次变盘的核心不是某一项政策立刻反转，而是旧的关税与财政定价锚松动、政策可预测性下降，市场会重新评估关税、财政与利率路径，经美元、实际利率和风险偏好渠道放大有色金属与黄金的宏观波动，金属单边趋势更难形成、波动中枢倾向抬升。
- **美国 10 月 ADP 就业超预期，强化美联储 12 月鹰派选项。**薪资处理机构 ADP11 月 4 日公布，10 月美国私营部门新增就业 8.6 万人，连续第二个月持平该水平，高于华尔街约 7.5 万的预期，其中交通运输新增 3.9 万、为近两年最大增幅，医疗服务继续充当招聘主力。我们认为，这份数据是弱中趋稳而非重新过热，绝对增速仍处历史低位，但薪资韧性和岗位空缺回升支撑服务通胀粘性，抬升了美联储 12 月加息选项的权重，经美元与实际利率渠道短期压制金属金融属性。

高频数据

- **贵金属超跌反弹强势修复，COMEX 金银涨逾 5%。**截至本周五，SHFE 金、SHFE 银收盘价分别为 870 元/克、12,367 元/吨，较上周变化 1.72%、2.27%；COMEX 黄金、COMEX 白银收盘价分别为 4,080 美元/盎司、52 美元/盎司，较上周变化 5.01%、5.72%。
- **工业金属普跌镍价逆势大涨，国内库存深度去化铜价承压。**截至本周五，SHFE 铜、SHFE 铝、SHFE 铅、SHFE 锌、SHFE 镍、SHFE 锡收盘价分别为 104,260 元/吨、23,030 元/吨、15,970 元/吨、25,270 元/吨、122,740 元/吨、343,340 元/吨，较上周变化-3.51%、-1.56%、-1.02%、-2.24%、4.74%、-4.86%；LME 铜、LME 铝、LME 铅、LME 锌、LME 镍、LME 锡收盘价分别为 13,756 美元/吨、3,073 美元/吨、1,887 美元/吨、3,719 美元/吨、16,385 美元/吨、46,460 美元/吨，较上周变化-2.65%、0.33%、-0.95%、-2.78%、7.65%、-4.09%。

  截至本周五，SHFE 铜、SHFE 铝、SHFE 铅、SHFE 锌、SHFE 镍、SHFE 锡库存分别为 3.4 万吨、13.3 万吨、1.3 万吨、12.6 万吨、10.6 万吨、0.4 万吨，较上周变化-24.13%、-30.58%、-48.29%、-6.28%、-0.75%、-16.41%；LME 铜、LME 铝、LME 铅、LME 锌、LME 镍、LME 锡库存分别为 31.7 万吨、22.8 万吨、30.4 万吨、14.7 万吨、27.2 万吨、0.4 万吨，较上周变化 15.57%、-1.56%、-2.37%、-8.93%、-2.25%、-3.60%。

投资建议

- **AI 等科技深化发展有望带动需求，供需紧平衡推升价格。**建议关注云南锗业、西部矿业、江西铜业、紫金矿业、洛阳钼业、盛达资源、兴业银锡、锡业股份、华钰矿业。
- **中东地区铝产能复产周期长，高油价增加运输成本，关注供给收紧下铝板块投资机会。**建议关注创新新材、宏桥控股、南山铝业、明泰铝业、云铝股份。
- **印尼政府年内镍矿配额同比大幅缩减，镍价中枢有望系统性上移。**建议关注华友钴业、格林美。
- **地缘政治冲突下黄金具有稀缺性，通胀逐步消退美国或重启降息。**建议关注中国黄金、紫金矿业、洛阳钼业、山东黄金、招金黄金、紫金黄金国际。
- **稀土价格上涨，头部企业技术壁垒高，价格传导能力强。**建议关注北方稀土、盛和资源、中稀有色、中国稀土、金力永磁。

评级面临的主要风险

- 全球宏观经济下行风险，地缘政治或导致关键资源产区的地缘冲突、贸易政策变动或物流中断风险，以及下游需求结构性转换等风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

有色金属

证券分析师：王靖添
jingtian.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300522030004

证券分析师：何贯嘉
guanjia.he@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300525040002

目录

1. 近期行业热点事件 5

1.1 美国中期选举民主党重夺参众两院，分裂政府下有色宏观波动中枢上移 5
1.2 美国 10 月 ADP 就业超预期，强化美联储 12 月鹰派选项 5

2. 行业高频动态数据跟踪 6

2.1 板块数据跟踪 6
2.2 贵金属数据跟踪 7
2.3 工业金属数据跟踪 8
2.4 稀土金属数据跟踪 13

3. 风险提示 15

图表目录

图表 1. FedWatch 美元加息概率.....5
图表 2. 本周板块变动情况（申万一级行业分类）.....6
图表 3. 有色金属板块细项本周变动情况.....6
图表 4. 有色金属与万得全 A 走势.....6
图表 5. 本周板块涨幅前十&后十个股.....6
图表 6. 贵金属价格变动.....7
图表 7. ETF 持仓贵金属.....7
图表 8. 美债利率对比金价.....7
图表 9. 美元指数对比金价.....7
图表 10. 美国 CPI、PCE 对比金价.....7
图表 11. 美国就业失业率.....7
图表 12. COMEX 黄金、白银期货收盘价.....7
图表 13. 金银比（金价/银价）.....8
图表 14. 金油比（金价/油价）.....8
图表 15. 基本金属价格变动.....8
图表 16. 基本金属库存变动.....8
图表 17. 全球矿山铜月产量（千吨）.....9
图表 18. 全球原生精炼铜月产量（千吨）.....9
图表 19. 全球再生精炼铜月产量（千吨）.....9
图表 20. 国内电解铜产量统计.....9
图表 21. 国内电解铜产能利用率.....9
图表 22. LME 铜库存变化（吨）.....9
图表 23. SHFE 铜库存变化（吨）.....10
图表 24. LME+COMEX+SHFE 铜库存变化（吨）.....10
图表 25. 1#电解铜升贴水中间价（元/吨）.....10
图表 26. LME 铜升贴水（美元/吨）.....10
图表 27. 铜矿加工费.....10
图表 28. 铜精废价差.....10
图表 29. 中国电解铝在产产能（万吨）.....11
图表 30. 中国电解铝产量（万吨）.....11
图表 31. 中国电解铝库存（万吨）.....11
图表 32. LME+COMEX+SHFE 铝库存变化（吨）.....11
图表 33. 中国原铝进出口数量（吨）.....11
图表 34. 中国未锻轧铝及铝材进出口数量（吨）.....11
图表 35. A00 铝升贴水中间价（元/吨）.....12
图表 36. LME 铝升贴水（美元/吨）.....12

图表 37. 四省铝土矿价格（元/吨）.....12
图表 38. 四省氧化铝价格（元/吨）.....12
图表 39. 稀土金属及其氧化物价格变动.....13
图表 40. 稀土进口额（亿元）.....14
图表 41. 稀土出口额（亿元）.....14
图表 42. 稀土进口量（吨）.....14
图表 43. 稀土出口量（吨）.....14

1. 近期行业热点事件

1.1 美国中期选举民主党重夺参众两院，分裂政府下有色宏观波动中枢上移

事件：新华社华盛顿 11 月 5 日电，在 3 日举行的美国中期选举中，民主党从共和党手中夺回国会参众两院控制权，选后国会与白宫走向分立。（来源：证券时报）

图表1. FedWatch 美元加息概率

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.0%	22.0%	78.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.0%	17.7%	67.1%	15.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.0%	7.7%	39.1%	44.6%	8.6%	0.0%	0.0%
2027/4/28	3.8%	23.3%	41.8%	26.7%	4.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.0%	0.0%	1.1%	9.2%	28.4%	37.7%	20.5%	3.1%	0.0%
2027/7/28	0.0%	0.0%	1.0%	8.7%	27.1%	37.0%	21.7%	4.3%	0.2%
2027/9/15	0.0%	0.0%	1.1%	8.8%	27.2%	36.9%	21.5%	4.3%	0.2%
2027/10/27	0.0%	0.0%	0.7%	6.4%	21.5%	33.9%	26.3%	9.6%	1.5%
2027/12/8	0.0%	0.3%	3.1%	12.7%	26.7%	30.7%	19.3%	6.2%	0.9%

资料来源：CME，中银证券

我们认为：民主党胜出更多源于选民对现政府的不满而非对其政纲的认同，且民主党在两院席位均未达到推翻总统否决所需的三分之二多数，未来两年府会拉锯、国会调查与相互掣肘将成为常态。货币端。美联储 10 月以 10 票对 2 票维持联邦基金利率在 3.75%至 4.00%，美联储理事库克和克利夫兰联储主席哈马克投票支持加息，联邦基金期货定价 12 月加息 25 个基点

此前共和党同时掌握白宫与国会，偏强关税、扩张财政的组合推进阻力较小，市场已把这套预期计入定价；府会分治之后，对内大规模财政刺激和对外关税升级的落地难度都明显上升，但两党在对华经贸和关键矿产上长期存在共识，更可能是节奏调整而非方向逆转，溢价难以一次性出清。分裂政府通常对应财政扩张受限、长端利率上行空间被压制的组合，理论上对美元和实际利率偏空，反而对黄金和工业金属的金融属性构成中期偏友好的环境，但这一链条能否兑现，高度取决于通胀数据和美联储 12 月议息的取向，选后初期不宜线性外推。政治僵局本身又具备避险属性，叠加全球央行购金，黄金或获得短期支撑。

1.2 美国 10 月 ADP 就业超预期，强化美联储 12 月鹰派选项

事件：美国 10 月 ADP 私营部门新增就业 8.6 万个、高于市场预计的 7.5 万个，招聘广度扩散至交通、医疗、酒店餐饮、金融和建筑等多个行业，ADP 首席经济学家理查森称跳槽者被奖金、加班、更长工时和更高基础工资吸引；报道同时指出，自 2024 年年中以来美国月增职位长期低于 10 万、不到历史均值一半，裁员处于低位但招聘同样低迷，劳工统计局数据显示 9 月每个失业者对应的空缺职位数为 1.06 个、高于 8 月的 1.02 个，联邦基金期货当时定价美联储将在 12 月及 2027 年再次加息。（来源：证券时报）

我们认为：新增就业 8.6 万人虽超预期，但只是连续第二个月停留在同一个低位平台，月增不足 10 万、不到历史均值一半的大格局没有改变，超预期更多反映前期过度悲观的预期被修正，而不是招聘趋势的方向性反转，因此不能据此判断经济重新过热、也不构成强制加息的理由。跳槽者需要靠奖金和涨薪才被吸引、全员周薪资总指数维持 4%至 5%的年增，叠加空缺职位与失业者之比回升至 1.06，说明劳动力供求虽然降温但并未松弛，工资对服务通胀的支撑仍在。

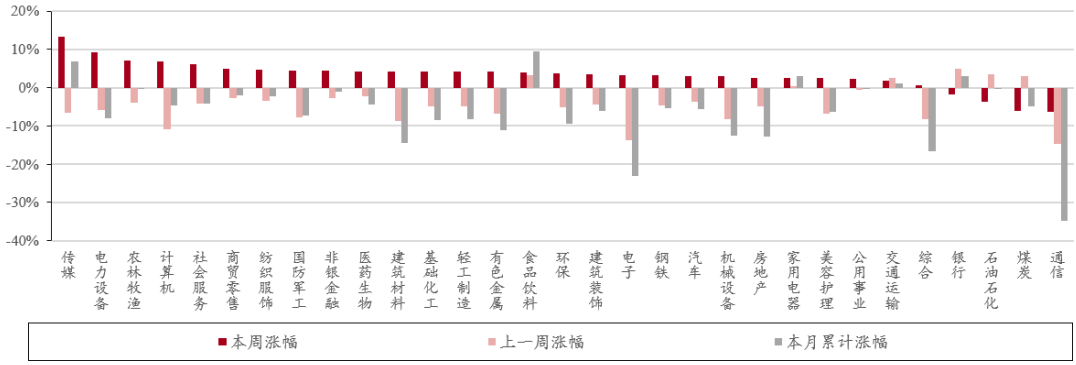
对 12 月议息而言，就业保持稳健使美联储更能专注控通胀目标，若随后的非农和 CPI 同样偏强，市场就要重新评估期货定价中的加息路径，美元和美债实际利率易上难下；但 ADP 只是非农的前瞻指标，两份报告月度之间常有明显背离，一旦非农走弱或通胀继续回落，暂停加息仍有充分依据，数据落地后市场更可能进入高频数据驱动的震荡而非立刻交易单边鹰派。就业韧性强化高利率维持更久的预期，短期压制黄金估值，但政策不确定、财政受限和央行购金的中长期支撑未变，回调更偏波动而非趋势逆转；工业金属同样受高利率压制估值。

2. 行业高频动态数据跟踪

2.1 板块数据跟踪

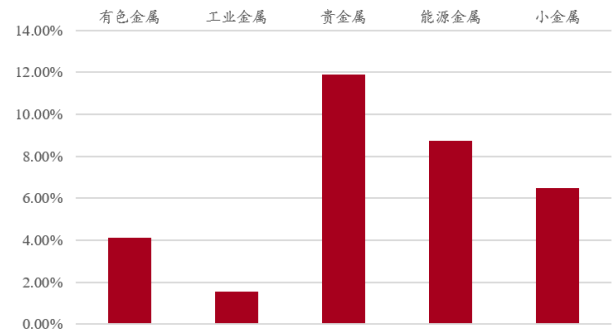
按申万一级行业分类标准，有色板块本周上涨 4.13%（上周下跌 6.81%）；有色板块涨跌幅由高到低排名 14/31，较上周排名上升 10 位。本周交易日 31 个申万行业指数共有 27 个行业板块实现上涨，其中传媒行业涨幅 13.41%居首位。

图表2. 本周板块变动情况（申万一级行业分类）



资料来源：Wind，中银证券

图表3. 有色金属板块细项本周变动情况



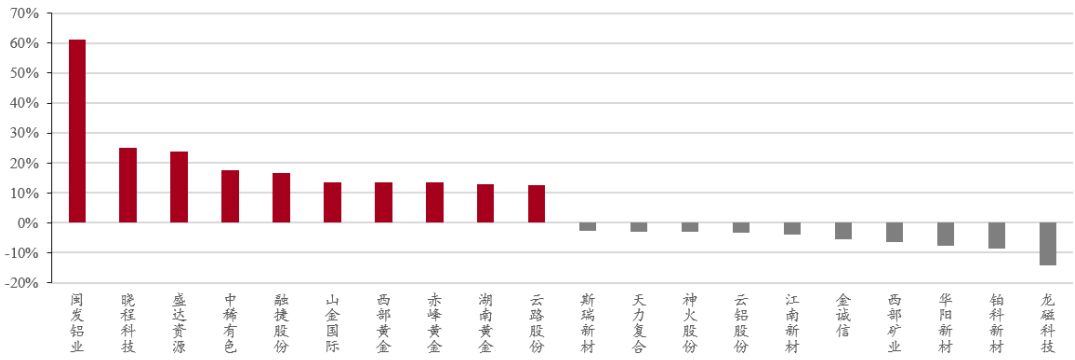
资料来源：Wind，中银证券

图表4. 有色金属与万得全 A 走势



资料来源：Wind，中银证券

图表5. 本周板块涨幅前十&后十个股



资料来源：Wind，中银证券

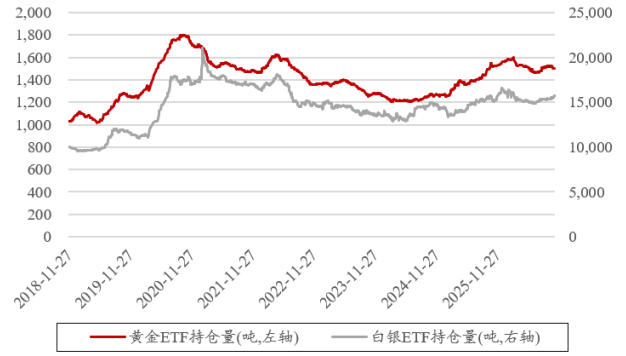
2.2 贵金属数据跟踪

图表6. 贵金属价格变动

名称	本周价格	周变化	周环比(%)	月环比(%)	年同比(%)
COMEX 黄金(美元/盎司)	4,080	195	5.01	(2.70)	2.38
SHFE 金(连三)(元/克)	870	15	1.72	(4.47)	(5.22)
COMEX 白银(美元/盎司)	52	3	5.72	(15.80)	8.68
SHFE 银(连三)(元/吨)	12,367	274	2.27	(17.44)	8.23

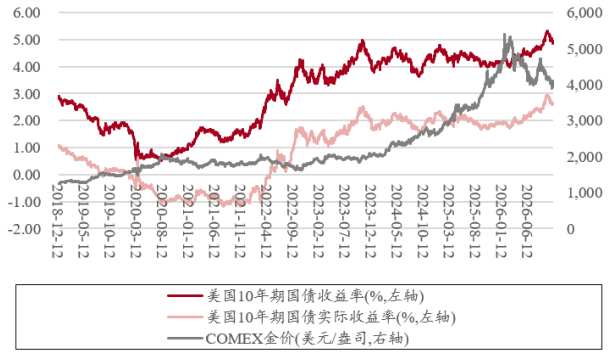
资料来源：Wind，中银证券

图表7. ETF 持仓贵金属



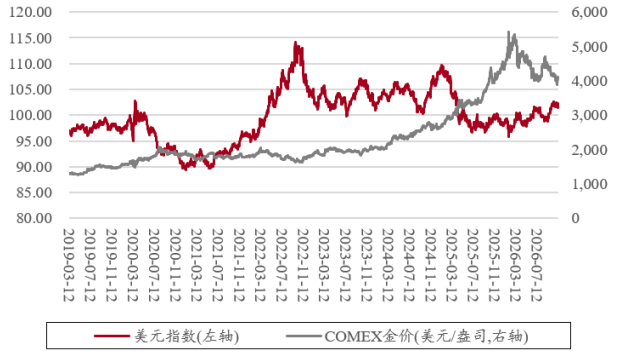
资料来源：Wind，中银证券

图表8. 美债利率对比金价



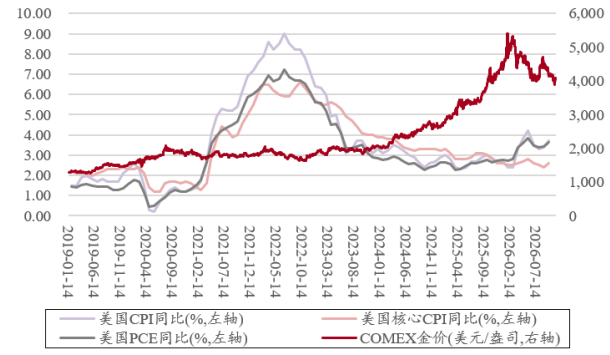
资料来源：Wind，中银证券

图表9. 美元指数对比金价



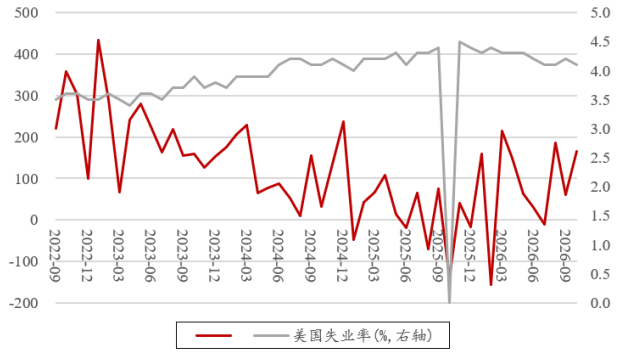
资料来源：Wind，中银证券

图表10. 美国 CPI、PCE 对比金价



资料来源：Wind，中银证券

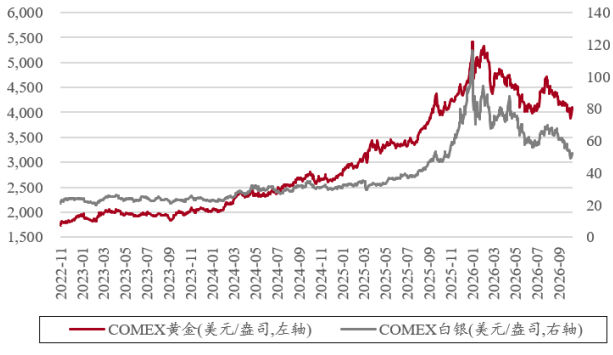
图表11. 美国就业失业率



资料来源：Wind，中银证券

注：由于美国政府停摆，2025 年 10 月失业率未采集

图表12. COMEX 黄金、白银期货收盘价



资料来源：Wind，中银证券

图表13. 金银比（金价/银价）



资料来源：Wind，中银证券

图表14. 金油比（金价/油价）



资料来源：Wind，中银证券

2.3 工业金属数据跟踪

图表15. 基本金属价格变动

名称	本周价格	周变化	周环比(%)	月环比(%)	年同比(%)
LME 铜(美元/吨)	13,756	(375)	(2.65)	(4.54)	28.71
SHFE 铜(元/吨)	104,260	(3,790)	(3.51)	(4.94)	20.78
LME 铝(美元/吨)	3,073	10	0.33	(2.26)	8.07
SHFE 铝(元/吨)	23,030	(365)	(1.56)	(3.36)	6.47
LME 铅(美元/吨)	1,887	(18)	(0.95)	0.80	(7.37)
SHFE 铅(元/吨)	15,970	(165)	(1.02)	(1.30)	(8.38)
LME 锌(美元/吨)	3,719	(107)	(2.78)	(1.43)	21.88
SHFE 锌(元/吨)	25,270	(580)	(2.24)	(4.41)	11.44
LME 镍(美元/吨)	16,385	1,165	7.65	4.56	8.83
SHFE 镍(元/吨)	122,740	5,550	4.74	0.57	2.50
LME 锡(美元/吨)	46,460	(1,980)	(4.09)	(14.18)	29.92
SHFE 锡(元/吨)	343,340	(17,540)	(4.86)	(16.18)	21.14

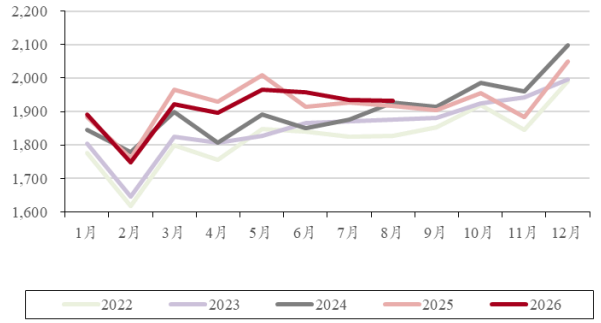
资料来源：Wind，中银证券

图表16. 基本金属库存变动

名称	库存量	周变化	周环比(%)	月环比(%)	年同比(%)
LME 铜库存(万吨)	31.67	4.27	15.57	30.33	135.49
SHFE 铜库存(万吨)	3.38	(1.08)	(24.13)	(12.64)	(70.86)
LME 铝库存(万吨)	22.76	(0.36)	(1.56)	(4.72)	(58.50)
SHFE 铝库存(万吨)	13.26	(5.84)	(30.58)	(54.08)	16.76
LME 铅库存(万吨)	30.40	(0.74)	(2.37)	(13.05)	47.93
SHFE 铅库存(万吨)	1.35	(1.26)	(48.29)	(75.96)	(62.62)
LME 锌库存(万吨)	14.69	(1.44)	(8.93)	15.40	330.72
SHFE 锌库存(万吨)	12.64	(0.85)	(6.28)	(11.90)	22.26
LME 镍库存(万吨)	27.20	(0.63)	(2.25)	(4.30)	7.45
SHFE 镍库存(万吨)	10.57	(0.08)	(0.75)	(1.64)	187.70
LME 锡库存(万吨)	0.39	(0.01)	(3.60)	(11.80)	30.59
SHFE 锡库存(万吨)	0.40	(0.08)	(16.41)	(44.16)	(32.35)

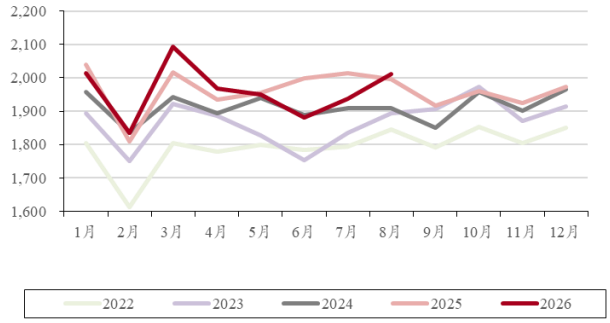
资料来源：Wind，中银证券

图表17. 全球矿山铜月产量（千吨）



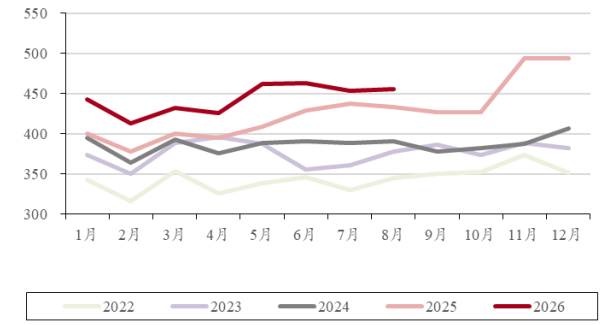
资料来源：Wind，中银证券

图表18. 全球原生精炼铜月产量（千吨）



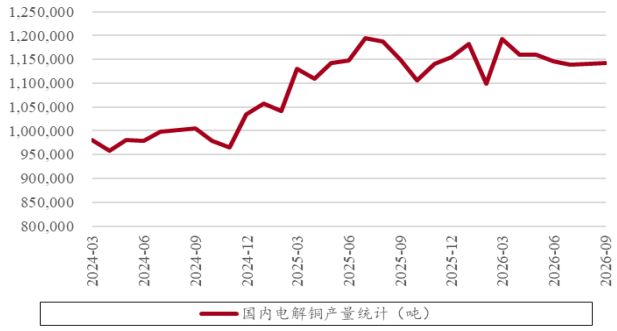
资料来源：Wind，中银证券

图表19. 全球再生精炼铜月产量（千吨）



资料来源：Wind，中银证券

图表20. 国内电解铜产量统计



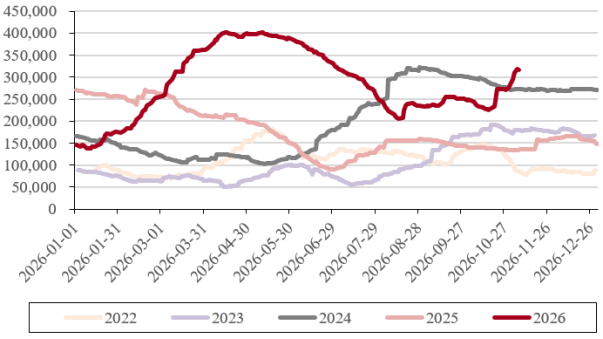
资料来源：Mysteel，中银证券

图表21. 国内电解铜产能利用率



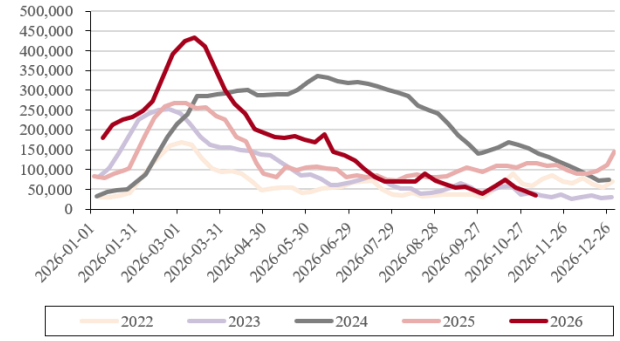
资料来源：Mysteel，中银证券

图表22. LME 铜库存变化（吨）



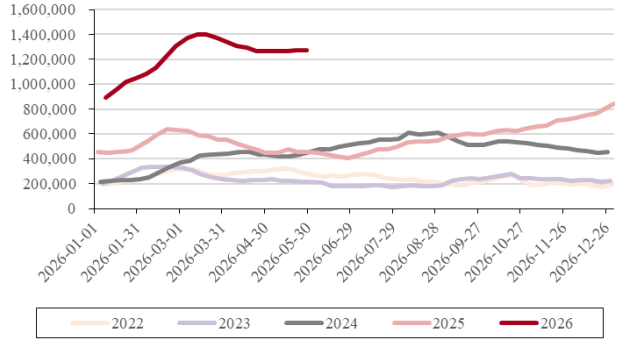
资料来源：Wind，中银证券

图表23. SHFE 铜库存变化（吨）



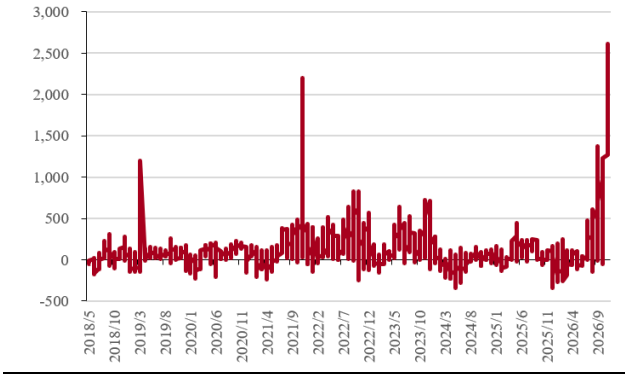
资料来源：Wind，中银证券

图表24. LME+COMEX+SHFE 铜库存变化（吨）



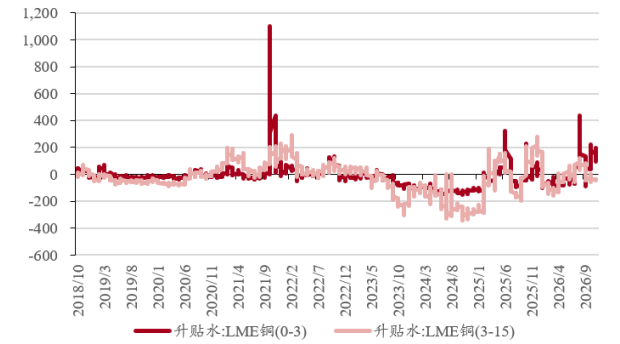
资料来源：Wind，中银证券

图表25. 1#电解铜升贴水中间价（元/吨）



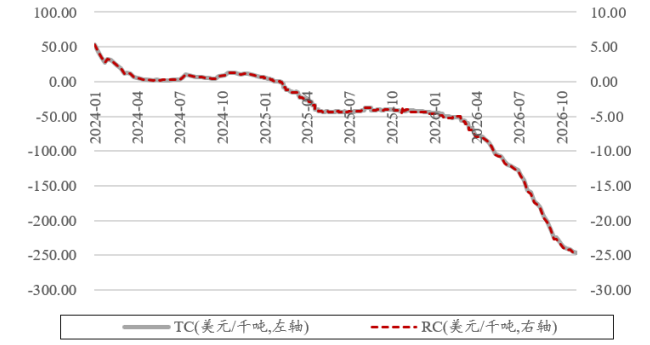
资料来源：Wind，中银证券

图表26. LME 铜升贴水（美元/吨）



资料来源：Wind，中银证券

图表27. 铜矿加工费



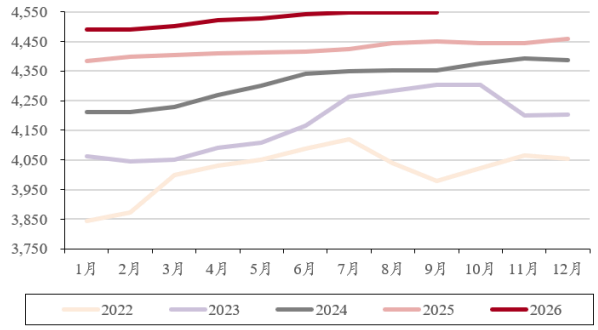
资料来源：Wind，中银证券

图表28. 铜精废价差



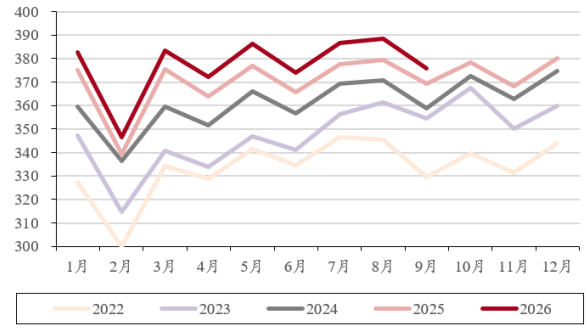
资料来源：Wind，中银证券

图表29. 中国电解铝在产产能（万吨）



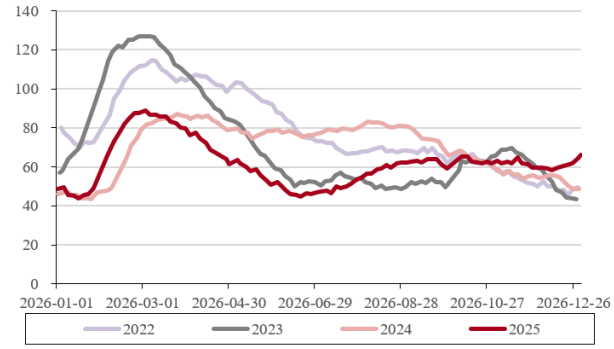
资料来源：Wind，中银证券

图表30. 中国电解铝产量（万吨）



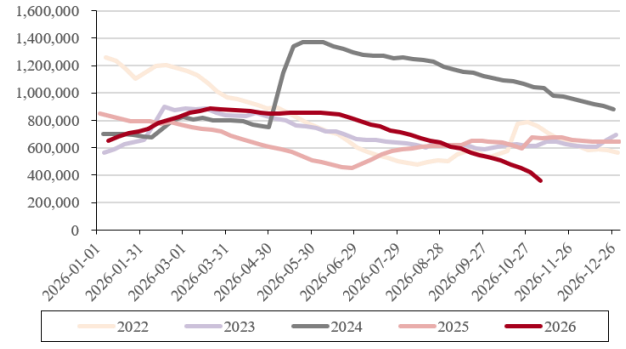
资料来源：Wind，中银证券

图表31. 中国电解铝库存（万吨）



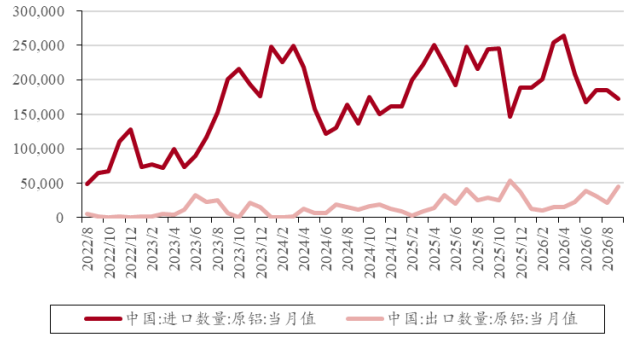
资料来源：Wind，中银证券

图表32. LME+COMEX+SHFE 铝库存变化（吨）



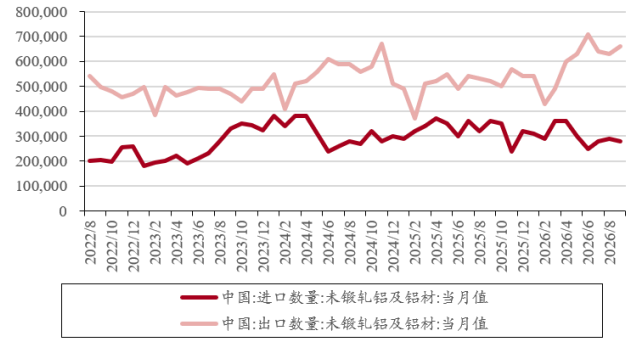
资料来源：Wind，中银证券

图表33. 中国原铝进出口数量（吨）



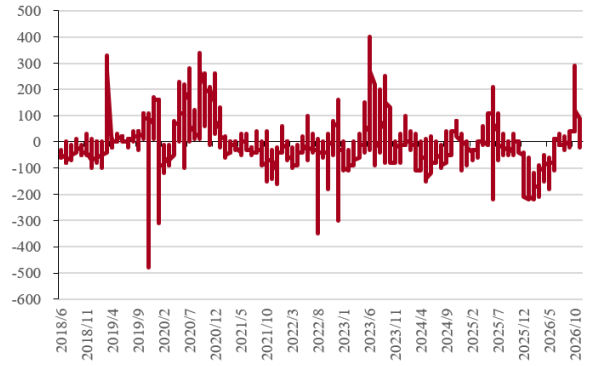
资料来源：Wind，中银证券

图表34. 中国未锻轧铝及铝材进出口数量（吨）



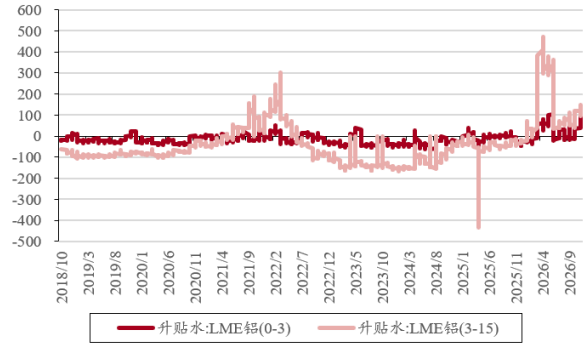
资料来源：Wind，中银证券

图表35. A00 铝升贴水中间价（元/吨）



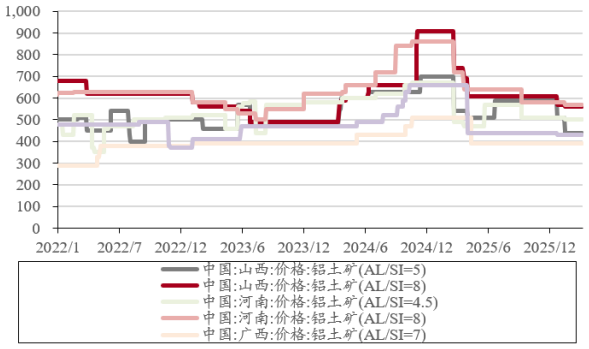
资料来源：Wind，中银证券

图表36. LME 铝升贴水（美元/吨）



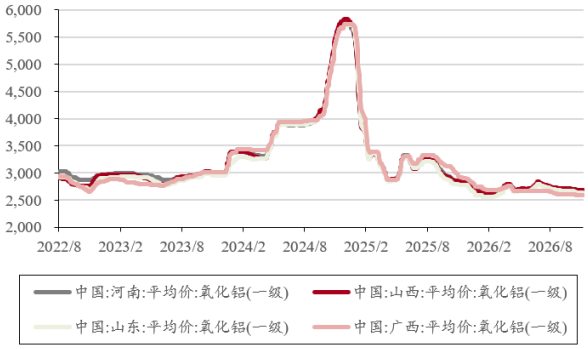
资料来源：Wind，中银证券

图表37. 四省铝土矿价格（元/吨）



资料来源：Wind，中银证券

图表38. 四省氧化铝价格（元/吨）



资料来源：Wind，中银证券

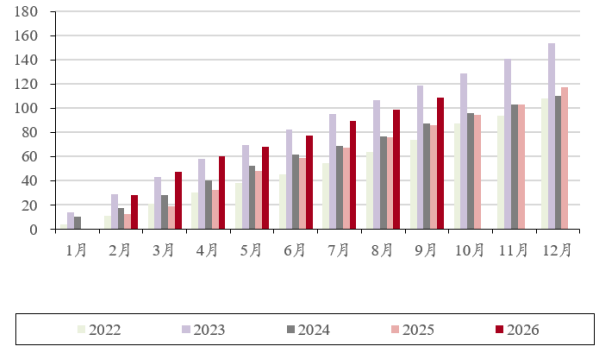
2.4 稀土金属数据跟踪

图表39. 稀土金属及其氧化物价格变动

产品名称	产品规格	本周价格（万元/吨）	周变化（万元/吨）	周同比（%）	月同比（%）	年同比（%）
氧化镨钕	Pr6O11+Nd2O3/TREO≥99%, Nd2O3//TREO≥75%	71.21	(0.11)	(0.15)	(3.81)	31.46
金属镨钕	TREM≥99%, Pr≥20%-25%, Nd≥75%-80%	86.26	(0.84)	(0.96)	(3.70)	29.73
金属钕	Nd/TREM≥99. 9%	92.30	(0.60)	(0.65)	(2.95)	34.59
金属镨	Pr/TREM≥99.9%	96.88	(1.29)	(1.31)	-	-
氧化镝	Dy2O3/TREO≥99.5%	144.36	1.05	0.73	1.13	(7.43)
氧化铽	Tb4O7/TREO≥99.99%	628.86	(4.99)	(0.79)	(3.82)	(5.19)
氧化镧	TREO≥97. 5%, La2O3/REO≥99. 99%	0.60	0.00	0.00	0.00	33.33
氧化铈	TREO≥99%, CeO2/REO≥99.95%	1.34	0.01	0.75	(4.29)	16.52
氧化镧铈	TREO≥99%, La2O3/REO:35%±2, CeO2/REO 65%±2	0.62	0.00	0.00	0.00	44.19
金属铈	TREM≥99%, Ce/TREM≥99%, C≤0.05%	2.80	0.00	0.00	(0.36)	(2.78)
金属镧	TREO≥99%, La/TREM≥99%, C≤0.05%	2.12	0.00	0.00	0.00	9.84
金属镧铈	TREO≥99%, La/TREM:35%±2, Ce/TREM:65%±2, Fe≤0.5%, C≤0.05%	2.03	0.01	0.50	1.00	16.00
碳酸镧(折佰)	TREO≥45%, La2O3/REO≥99.99%	0.39	0.00	0.00	0.00	50.00
碳酸铈(折佰)	TREO≥45%, CeO2/REO≥99.95%	1.29	0.00	0.00	(3.01)	25.24
碳酸镧铈(实物)	TREO≥45%, La2O3/REO:33-37, CeO2/REO:63-68%	0.23	0.00	0.00	(1.29)	91.67
氧化镨	TREO≥99%, Pr6O11/TREO:99.0%-99.9%	74.20	(1.13)	(1.50)	(3.72)	31.33
氧化钕	TREO≥99%, Nd2O3/TREO:99.0%-99.9%	73.26	(1.49)	(1.99)	(4.24)	29.66
氧化镥	Lu2O3/TREO≥99.5%	505.00	0.00	0.00	0.00	-
氧化铕	TREO≥99%, Eu2O3/REO≥99.99%	17.25	0.25	1.47	1.47	4.55
氧化钆	Gd2O3/TREO≥99.5%	16.94	(0.40)	(2.31)	(11.54)	5.22
氧化钐	Sm2O3/TREO≥99.5%	1.65	0.01	0.61	0.61	6.45
氧化铒	Er2O3/TREO≥99%	73.10	1.60	2.24	9.10	117.04
氧化钬	Ho2O3/TREO≥99.5%	65.52	(0.10)	(0.15)	2.78	31.70
氧化钇	Y2O3/TREO≥99.99%	6.20	0.07	1.14	3.33	35.37
钆铁	TREM≥99%, Gd≥75%	16.40	(0.33)	(1.97)	(10.63)	-

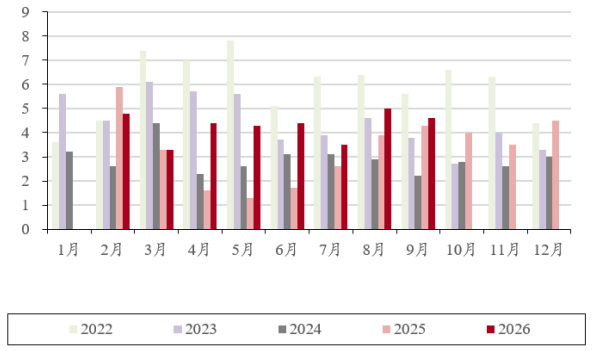
资料来源：包头稀土产品交易所，中银证券

图表40. 稀土进口额（亿元）



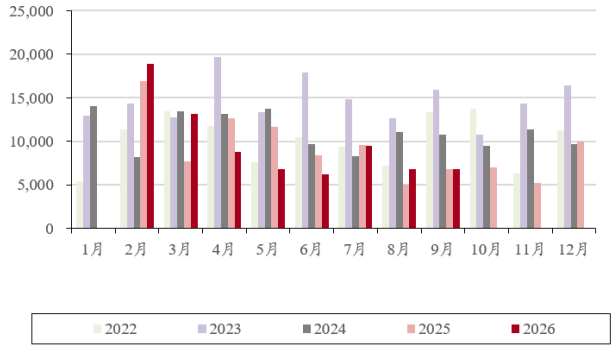
资料来源：包头稀土产品交易所，中银证券

图表41. 稀土出口额（亿元）



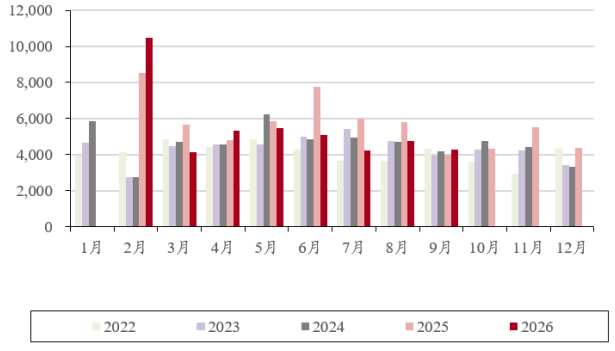
资料来源：包头稀土产品交易所，中银证券

图表42. 稀土进口量（吨）



资料来源：包头稀土产品交易所，中银证券

图表43. 稀土出口量（吨）



资料来源：包头稀土产品交易所，中银证券

3. 风险提示

全球宏观经济下行风险。全球经济增长放缓或主要经济体货币政策超预期紧缩，可能显著抑制有色金属的工业与投资需求，导致金属价格承压下行，对行业整体盈利构成压力。

地缘政治与供应链安全风险。关键资源产区的地缘冲突、贸易政策变动或物流中断，可能加剧原材料的供应紧张，推高生产成本，并干扰全球供应链的稳定运行。

下游需求结构性转换风险。传统领域需求疲弱若未能被新能源等新兴需求完全对冲，将导致供需失衡。同时，技术替代的加速或产业化不及预期，可能对特定金属的长期需求结构产生深远影响。

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由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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刊载或转发的，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
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