有色金属

报告日期：2026 年 11 月 26 日

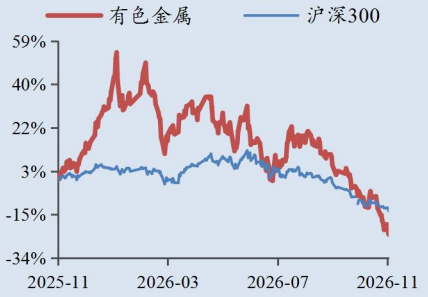
成本压力持续扩散，需求走弱约束紧缩空间

——有色金属行业点评报告

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

《鲍曼调查聚焦合规，货币政策影响有限—有色金属行业点评报告》2026.11.25

《通胀达标仍需时日，渐进紧缩基调延续—有色金属行业点评报告》2026.11.25

《财政警示过度紧缩，加息路径分歧加大—有色金属行业点评报告》2026.11.25

请认真阅读文后免责条款

事件：

当地时间 11 月 25 日，美联储发布最新一期褐皮书：截至 11 月 16 日的报告期内，12 个辖区中 8 个经济活动轻度至温和增长、4 个基本持平，消费支出变化很小，就业小幅增长，物价总体温和上涨。

观点：

- **经济增长尚有韧性，成本通胀与消费谨慎并存。**本期褐皮书基于截至 11 月 16 日的地方联储调研，反映的是企业及机构反馈而非美联储官员观点。8 个辖区经济轻度至温和增长，但内需结构并不强：消费支出总体变化很小，家庭价格敏感度较高，对非必需品采购更加谨慎。相对而言，制造业总体温和增长，部分工业板块的强劲需求对冲了消费及地产相关商品的疲弱，显示美国经济仍具韧性但并非全面过热。价格端更值得关注，能源、运输、医疗、保险、关税、原材料、金属及货运成本持续上涨，投入成本增幅总体快于产品售价；由于竞争激烈且客户对价格敏感，企业难以完全转嫁成本。该组合意味着通胀压力正由单一能源或关税因素向更广泛经营成本扩散，同时需求约束使企业利润空间受到挤压，后续通胀与盈利走势可能出现分化。

- **褐皮书强化近月加息依据，但需求走弱决定后续紧缩边界。**就业仅小幅增长，招聘主要用于替补流失人员，技术性岗位仍存在招聘困难；工资和福利涨幅由上期的“小幅”升至“温和”，叠加企业预计未来数月成本和售价继续上升，为美联储维持紧缩提供依据。同日公布的 10 月核心 PCE 超预期，亦印证通胀黏性，市场对 12 月加息 25 个基点的预期进一步强化。但褐皮书不是政策承诺，消费持平、招聘谨慎、地产及建筑走弱又表明高利率正在抑制需求，若企业难以顺利提价，成本压力可能更多体现为利润压缩而非通胀持续加速，因此不能据此线性外推 2027 年连续加息。对有色金属而言，短期加息预期及实际利率高企仍可能压制贵金属估值，工业金属则面临制造业韧性与地产、汽车、消费走弱的双向作用。建议关注 12 月 8—9 日 FOMC 声明、后续核心 PCE 与就业数据，以及企业成本能否向终端售价传导；若美元及实际利率上行而消费继续走弱，金属价格或维持高波动和品种分化。

- **评级与投资建议：**褐皮书呈现“成本压力较广、消费趋于谨慎、就业仅小幅增长”的组合，强化近月加息依据，但也提示需求端对持续紧缩的约束。预计有色金属短期维持高波动和品种分化，贵金

属关注美元及实际利率变化，工业金属关注制造业需求与地产、汽车、消费走弱的相对强弱。维持行业“推荐”评级。

- **风险提示：**美国通胀回落不及预期；美联储加息幅度或持续时间超预期；美国消费及就业走弱；企业成本传导与盈利变化不及预期；地缘政治及关税政策变化；数据引用风险。

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、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收到任何形式的补偿。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	基本面向好，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	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。据此投资所造成的任何一切后果或损失，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 号天鸿宝景大厦西配楼 F4 层	地址：兰州市城关区东岗西路 638 号文化大厦 21 楼	地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼	地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦辅楼 2 层
邮编：100033	邮编：730030	邮编：200000	邮编：518046
	电话：0931-4635761		