有色金属行业跟踪周报

流动性回补，金属价格探底回升

增持（维持）

2026 年 11 月 28 日

证券分析师 刘奕町
执业证书：S0600526060002
liuyt@dwzq.com.cn
证券分析师 曾先毅
执业证书：S0600526070003
zengxy@dwzq.com.cn
证券分析师 徐毅达
执业证书：S0600524110001
xuyd@dwzq.com.cn
证券分析师 米宇
执业证书：S0600524110004
miy@dwzq.com.cn
研究助理 莫骁雄
执业证书：S0600126070004
moxx@dwzq.com.cn

投资要点

- **宏观环境&金属比价：加息预期进一步升温，美债收益率同步回升。**截至 2026 年 11 月 27 日，FedWatch 显示下次会议加息概率为 98.4%，较 11 月 20 日上升 9.8 个百分点。美国 10 月 CPI 季调环比上涨 0.4%，核心 CPI 季调环比上涨 0.3%，新增非农就业 16.5 万人，通胀黏性与就业韧性持续支撑市场紧缩预期。美债 2 年期、10 年期收益率分别上行 6BP、2BP，10Y-2Y 期限利差收窄 4BP。金属比价方面，金银比、锡铜比分别回落至 82.96、3.27，金铜比、铜铝比分别上行至 0.2968、4.13。

- **基本金属：宏观压力持续，铜铝价格震荡运行。1）铜：本周铜价低位震荡，沪铜收于 92590 元/吨。**宏观方面，美联储加息预期升温叠加 AI 交易降温，市场风险偏好承压；供应端，海外铜矿扰动持续，进口铜精矿现货 TC 维持在-240 美元/吨，冶炼端原料紧缺及检修制约精铜产出，国内低库存对铜价仍有支撑；需求端，交割货源释放及进口补充推动现货升水高位回落，但下游采购仍较谨慎，电网及新能源需求保持韧性，传统消费偏弱。预计短期铜价在宏观压力与低库存支撑下震荡运行。**2）铝：本周铝价震荡回落，沪铝收于 21205 元/吨。**供应端，电解铝开工产能持稳，新增产能投放暂缓；需求端，铝板带箔及铝棒产量环比增加；成本端，氧化铝价格及火电电价小幅回落，电解铝理论成本及盈利预计均有所下降。短期加息预期及海外复产或压制铝价，国内外库存持续去化对价格形成一定支撑。

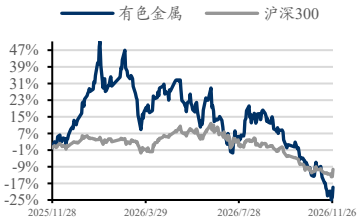
- **贵金属：美元走强叠加流动性冲击，金银价格波动加剧。**本周沪金、沪银分别收于 781.36 元/克、10344 元/千克，环比分别上涨 3.29%、6.78%。美国经济数据保持韧性，叠加美联储持续释放鹰派信号，加息预期强化，美元走强及权益市场流动性扰动加剧金银价格波动。黄金方面，美债实际收益率高位运行，地缘避险需求对金价的支撑相对有限；白银方面，除金融属性承压外，工业需求预期偏弱进一步放大银价波动。展望后市，短期金银价格仍受货币紧缩预期及流动性变化影响，需重点关注美国就业、制造业数据及权益市场表现。

- **能源金属：锂价震荡下行，钴价大幅上涨，镍价小幅回升。**电池级碳酸锂/电解钴/电解镍 11 月 27 日现货均价分别为 8.45/34.6/12.06 万元/吨，环比-7.65%/+32.31%/+2.03%。锂方面，矿端复产及新增产能爬坡带来供应增量，下游排产不及预期，采购以刚需为主，库存持续去化及部分高成本矿山停产对价格形成一定支撑，但远端供给宽松预期仍压制反弹空间。钴方面，海外主产国暂停钴出口，远期供应收缩预期叠加原料成本抬升推动钴价大幅上涨，但短期实际货源尚未出现明显短缺，下游高价承接能力有限，需警惕冲高回落风险。镍方面，印尼镍矿配额收紧及减产预期阶段性提振市场情绪，但国内精炼镍供应仍较充裕，不锈钢及三元前驱体需求偏弱，叠加美联储加息预期升温、国内外库存压力尚未缓解，镍价反弹空间受限。

- **战略小金属：供应边际恢复叠加淡季需求偏弱，锡价震荡下行。**本周沪锡收于 311020 元/吨。宏观方面，美联储加息预期维持高位，美元走强叠加 AI 交易降温，持续压制锡价。供应端，云锡检修结束后开工提升，11 月国内精炼锡产量预计增加；需求端，下游焊料开工偏弱，光伏装机同比下滑，采购以刚需为主。全球显性库存仍处历史同期低位，矿端供应约束尚未解除，对锡价形成一定支撑。预计短期锡价偏弱震荡，需关注宏观情绪及下游补库节奏。

- **稀土永磁：现货供应偏紧叠加大厂采购支撑，稀土价格延续涨势。**镨钕方面，现货供应偏紧，大厂补货及金属厂逢低采购推动价格上行；镝铽方面，现货库存维持低位，集团持续采购及磁材企业招标对价格形成支

行业走势



相关研究

《鹰派政策预期压制金属价格表现》

2026-11-22

《美国 10 月通胀超预期，金属价格承压》

2026-11-17

请务必阅读正文之后的免责声明部分

撑。需求端，下游补货仍较谨慎，整体成交增量有限。展望后市，百川盈孚预计镨钕价格以区间调整为主，镝铽价格或维持坚挺偏强运行。

- **风险提示：**宏观政策风险，下游需求不及预期风险，价格波动风险。报告中提及的“相关标的”仅为对相关公司的罗列，不构成任何投资建议。投资者在做出投资决策时，应基于独立的分析和判断，全面评估公司的基本面、行业前景及市场环境等因素。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 宏观环境&金属比价 6
1.1. 海外主要利率 6
1.2. 重要金属比价 8
2. 基本金属&贵金属：货币紧缩预期强化，金属价格普遍承压 10
2.1. 铜：宏观利空共振，低库存支撑下铜价低位震荡 10
2.2. 铝：加息预期压制铝价，国内外库存延续去化 12
2.3. 贵金属：美元走强叠加流动性冲击，金银价格波动加剧 13
2.4. 铅：终端需求偏弱，铅价震荡下行 15
2.5. 锌：紧缩预期叠加淡季需求偏弱，锌价承压回落 17
3. 小金属：宏观扰动延续，供需格局分化，金属价格涨跌互现 18
3.1. 锂：供给增量释放叠加需求偏弱，锂价震荡下行 18
3.2. 钴：海外出口政策收紧，供给收缩预期推动钴价上涨 19
3.3. 镍：供给宽松格局延续，镍价反弹动力不足 20
3.4. 锡：供应边际恢复，淡季需求偏弱，锡价承压下行 22
3.5. 钨：长单报价坚挺与下游采购谨慎并存，钨价高位偏强运行 23
3.6. 钼：原料供应偏紧与钢招价格偏弱并存，钼价涨跌互现 25
3.7. 锑：原料端支撑增强叠加出口预期改善，锑价重心上移 27
3.8. 镁：减产预期叠加成本支撑增强，镁价稳中偏强 29
3.9. 铟：电子盘拉涨提振市场情绪，铟价整体持稳 30
3.10. 稀土：现货供应偏紧叠加大厂采购支撑，稀土价格延续涨势 32
4. 风险提示 34

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: Fedwatch 加、降息预期 6
图 2: 美国 CPI、核心 CPI 读数 7
图 3: 美国非农就业读数（左轴：新增非农就业人数，单位：千人；右轴：新增非农就业人数:季调:初值:3 月中心移动平均，单位：千人） 7
图 4: 美国 2Y 国债收益率 7
图 5: 美国 10Y 国债收益率 7
图 6: 美国 5YTIPS 收益率 8
图 7: 美国 10YTIPS 收益率 8
图 8: 国债利差与通胀预期（左轴：国债收益率利差，单位%；右轴：盈亏通胀平衡，单位%） 8
图 9: 金银比 9
图 10: 金铜比 9
图 11: 铜铝比 9
图 12: 锡铜比 9
图 13: 本周铜价走势（元/吨） 11
图 14: 本周 TC 走势（美元/干吨） 11
图 15: 本周硫酸价格走势（元/吨） 12
图 16: 全球铜显性库存变化（万吨） 12
图 17: 本周铝价走势 13
图 18: 国内铝社会库存变化（万吨） 13
图 19: 本周金价走势（美元/盎司） 15
图 20: 本周银价走势（美元/盎司） 15
图 21: 本周伦铅价格走势（美元/吨） 16
图 22: 本周沪铅价格走势（元/吨） 16
图 23: 本周碳酸锂价格走势图（元/吨） 19
图 24: 碳酸锂周度产量走势（吨） 19
图 25: 本周金属钴价格走势图（万元/吨） 20
图 26: 电解钴周度产量（单位：吨） 20
图 27: LME 镍价格走势（美元/吨） 22
图 28: 电解镍市场价格走势（元/吨） 22
图 29: 近期 LME 锡价格走势图（美元/吨） 23
图 30: 历史 LME 锡价格走势图（美元/吨） 23
图 31: SHFE 锡库存变动 23
图 32: LME 锡库存变动 23
图 33: 钨精矿价格走势图（万元/吨） 25
图 34: 仲钨酸铵价格走势图（元/kg） 25
图 35: 碳化钨粉价格走势图（元/千克） 25
图 36: 钨铁价格走势图（万元/吨） 25
图 37: 钼精矿价格走势（元/吨度） 27
图 38: 本周钼铁价格走势图（万元/吨） 27
图 39: 锑锭市场价格走势图（元/吨） 29
图 40: 金属镁市场价格走势图（元/吨） 30

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 41： 本周铟价格走势图（元/公斤）.....32
图 42： 氧化镨钕价格走势（元/吨）.....33
图 43： 氧化镝、氧化铽价格走势（元/千克）.....33

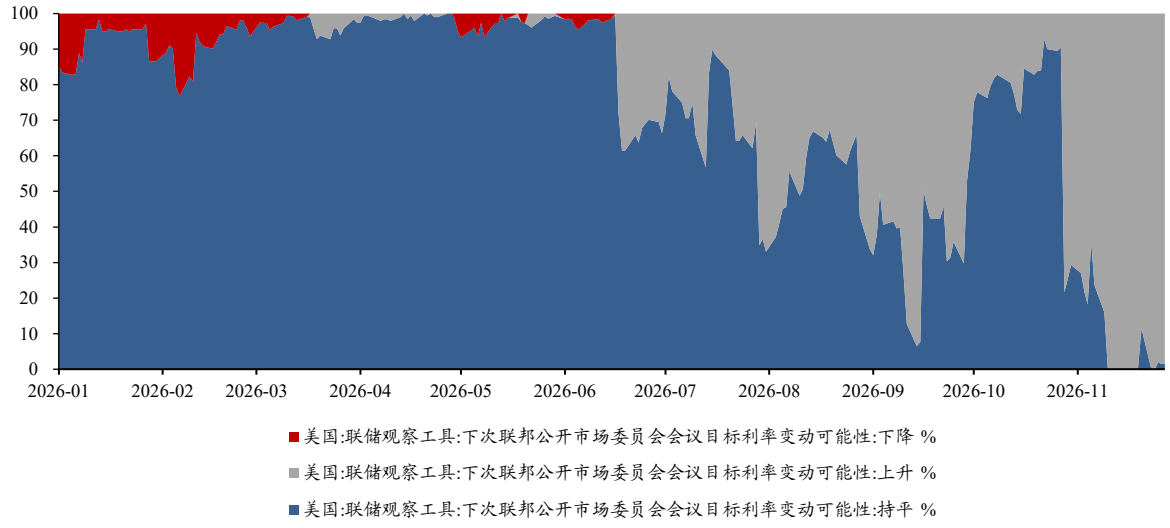
请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 宏观环境&金属比价

1.1. 海外主要利率

加息&降息预期：加息概率维持高位，较上周进一步上升。截至 2026 年 11 月 27 日，FedWatch 数据显示，维持目标利率不变的概率为 1.6%，较 11 月 20 日的 11.4%下降 9.8 个百分点；加息概率为 98.4%，较 11 月 20 日上升 9.8 个百分点；降息概率为 0.0%，较 11 月 20 日持平。

图1：Fedwatch 加、降息预期

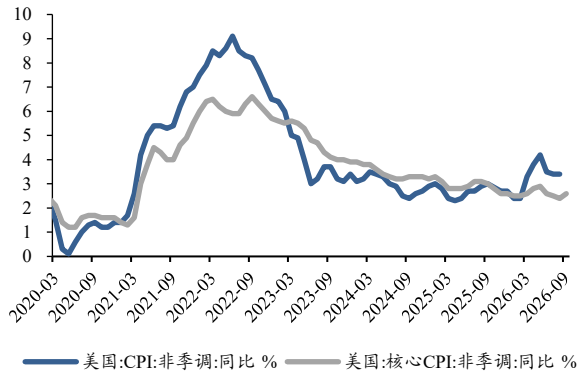


数据来源：Wind，东吴证券研究所

CPI、非农趋势：美国 10 月通胀超预期，非农就业明显回暖。2026 年 10 月美国 CPI 季调环比上涨 0.4%，核心 CPI 季调环比上涨 0.3%。同期，美国新增非农就业人数为 16.5 万人，较 9 月增加 10.5 万人；2026 年 8—10 月新增非农就业人数平均约 13.7 万人。

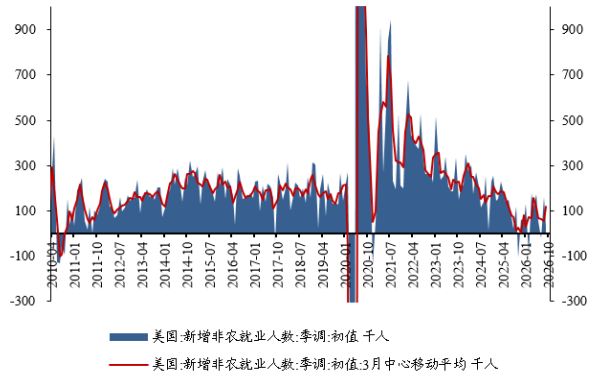
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图2：美国 CPI、核心 CPI 读数



数据来源：Wind，东吴证券研究所

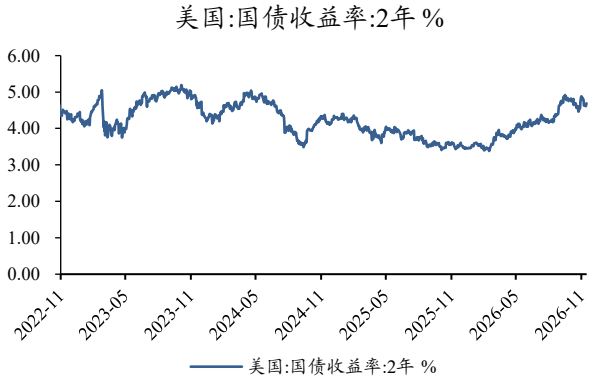
图3：美国非农就业读数（左轴：新增非农就业人数，单位：千人；右轴：新增非农就业人数:季调:初值:3 月中心移动平均，单位：千人）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

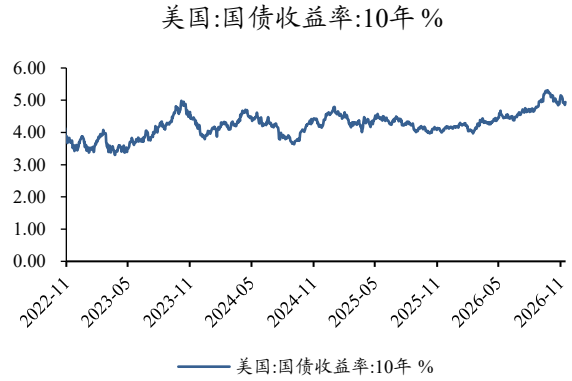
美债收益率：美债名义及实际收益率同步回升，短端名义利率升幅相对较大。截至 2026 年 11 月 27 日，美国 2 年期国债收益率为 4.69%，较 11 月 20 日上升 6BP；10 年期国债收益率为 4.94%，较 11 月 20 日上升 2BP；5 年期 TIPS 实际收益率为 2.58%，较 11 月 20 日上升 5BP；10 年期 TIPS 实际收益率为 2.79%，较 11 月 20 日上升 2BP。

图4：美国 2Y 国债收益率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：美国 10Y 国债收益率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图6：美国 5YTIPS 收益率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

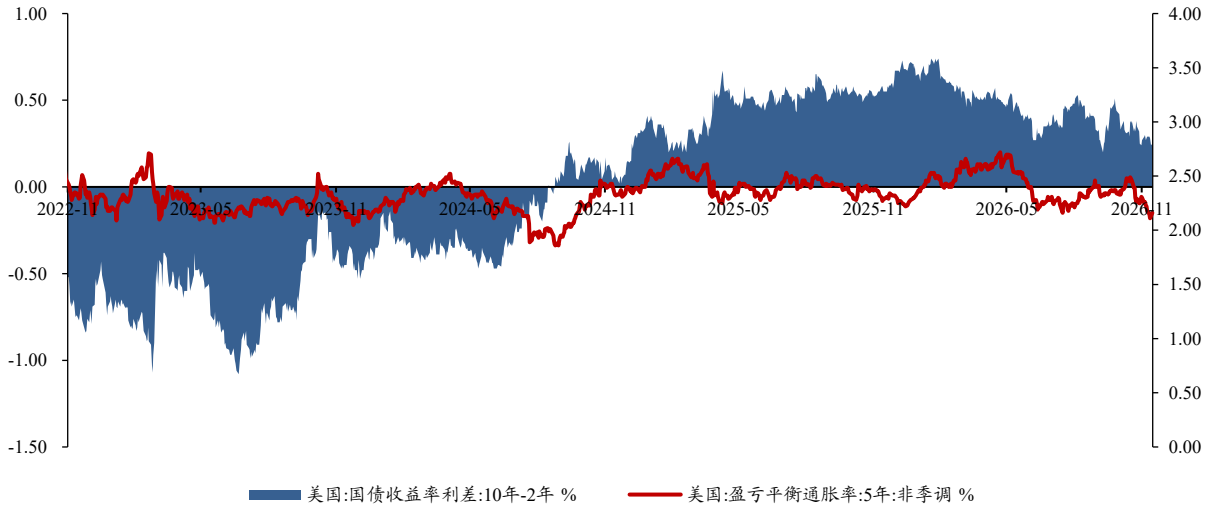
图7：美国 10YTIPS 收益率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

国债利差与通胀预期：美债期限利差小幅收窄，5 年期通胀预期继续回落。截至 2026 年 11 月 27 日，美国 10 年期与 2 年期国债收益率利差为 0.25%，较 11 月 20 日收窄 4BP；美国 5 年期盈亏平衡通胀率为 2.16%，较 11 月 20 日下降 2BP。

图8：国债利差与通胀预期（左轴：国债收益率利差，单位%；右轴：盈亏通胀平衡，单位%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

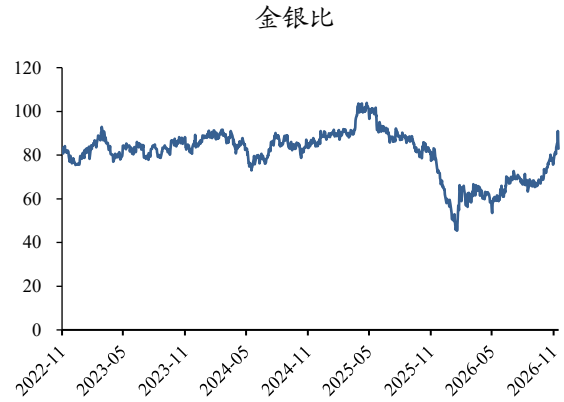
1.2. 重要金属比价

金银比、金铜比：金银比小幅回落，金铜比继续上行。截至 2026 年 11 月 27 日，金银比为 82.96，较 11 月 20 日的 83.51 下降 0.66%；金铜比为 0.2968，较 11 月 20 日的

请务必阅读正文之后的免责声明部分

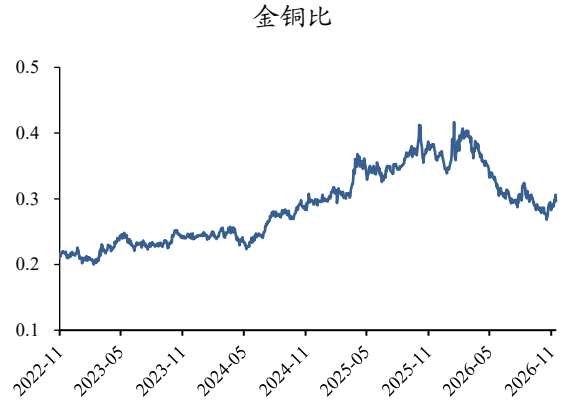
0.2893 上升 2.59%。

图9：金银比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

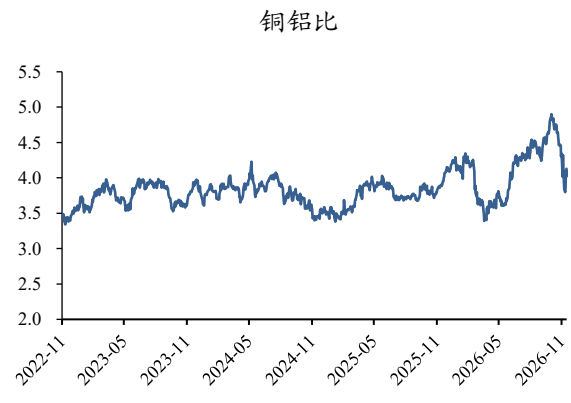
图10：金铜比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

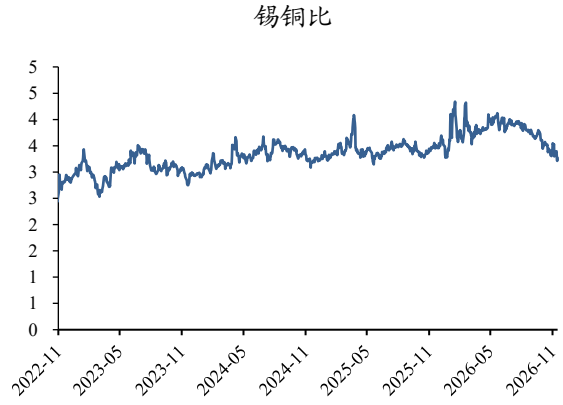
铜铝比、锡铜比：铜铝比明显回升，锡铜比继续回落，铜相对铝走强、锡相对铜走弱。截至 2026 年 11 月 27 日，铜铝比为 4.13，较 11 月 20 日的 3.84 上升 7.46%；锡铜比为 3.27，较 11 月 20 日的 3.37 下降 2.79%。

图11：铜铝比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：锡铜比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2. 基本金属&贵金属：货币紧缩预期强化，金属价格普遍承压

2.1. 铜：宏观利空共振，低库存支撑下铜价低位震荡

市场综述：截至 11 月 28 日，沪铜收于 92590 元/吨。本周沪铜主力合约延续暴跌态势，周初一度下探至 92,350 元/吨附近，触及近五个月最低水平，周跌幅超 10%。本周铜市核心矛盾是宏观“鹰派加息+AI 叙事退潮”双杀与国内极低库存、交割挤仓的激烈对抗：盘面随宏观情绪崩塌，现货升水因货源枯竭飙至历史极值，期现撕裂罕见；随后交割货源释放与进口补充令升水断崖回落，市场进入去泡沫与再平衡。美联储鹰派纪要推升加息预期、美元破 103 压制铜价，英伟达 CEO 人事变动削弱 AI 需求信心，叠加美国铜关税预期弱化、COMEX-LME 价差收窄转负及在途铜回流非美，三重利空共振加速铜价坠落；产业低库存仅构成底部支撑，难对冲宏观冲击。

供应面：矿端深度负加工费格局未改，冶炼减产已由阶段性转为持续性收缩。本周进口铜精矿现货 TC 在-240 美元/吨，依旧处于历史深度负值区间，铜矿原料紧张格局未见实质性缓解。海外矿端扰动持续：加拿大泰克资源旗下 HVC 铜矿罢工已进入第四周，巴拿马政府虽启动与第一量子关于 Cobre Panama 重启的谈判，但尚未达成复产协议，短期无法形成有效增量。国内冶炼端受极低 TC 与检修高峰双重挤压，精铜产出刚性收缩态势进一步强化。11 月电解铜预估产量环比继续下滑。为年内除春节月外的最低水平；检修复产增量已被原料端减产完全覆盖，后续产量恢复空间有限。硫酸价格低迷持续削弱冶炼利润贴补，减产已从个别月份的波动演变为逐月强化的趋势性收缩，精铜供应的刚性约束为铜价提供坚实底部。

需求端：本周电铜下游需求整体呈现“极端升水压制、终端分化、采购停滞”的特征：换月后现货升水飙升至数千元甚至近万元，彻底击穿下游接受底线，精铜杆及线缆企业畏高慎采，接货意愿降至冰点，被迫减产或仅维持刚需，错失补库窗口，市场“有价无市”；终端需求分化明显，电网及新能源仍存韧性，但家电、地产及传统消费疲软，废铜货源偏紧亦限制再生铜杆开工。随着交割货源释放与进口补充，升水自高位断崖回落，但下游观望情绪仍重，终端韧性尚未转化为实际采购，需求阶段性停滞，等待升水进一步回落及月差修复给出指引。

库存方面：全球铜库存区域分化格局延续，外盘高库存压制情绪、内盘低库存托底价格的底层逻辑依然成立。截至本周，外盘库存维持高位震荡。其中，LME 铜库存较上周的 32.75 万吨有所回升，本周在 33 万吨上方高位运行；COMEX 库存则继续稳固在 80.5 万吨左右的高位，外盘充裕的库存继续对铜价上方空间形成压制。国内方面，上期所库存在 11 月 20 日当周录得 3.0846 万吨，较上周的 2.7642 万吨出现小幅累库，但整体绝对水位依然处于极低状态。国内极低库存的现实并未改变，这意味着现货市场依旧缺乏深度回调的货源基础，一旦盘面企稳，极易引发下游逢低补库。

现货方面：受极端高升水泡沫挤出及下游畏高拒采的联合压制，本周电解铜现货市

请务必阅读正文之后的免责声明部分

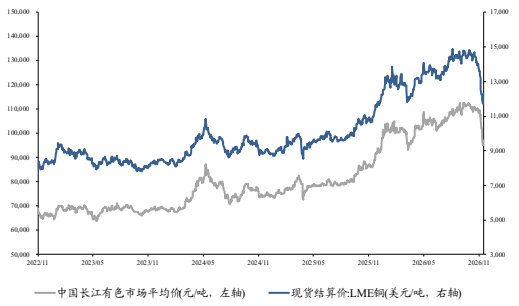
场升水重心呈现断崖式下移，剧烈去泡沫特征显著。周初市场仍延续历史极端高位报价，但随着交割货源释放、进口补充，叠加下游接货意愿降至冰点，持货商急于出货换现，纷纷大幅下调报价，导致本周现货升贴水变换极快且波动剧烈。具体来看，本周各地升贴水波动剧烈，上海 1#平水铜报 2000-5300 元/吨，广东 1#铜报 1700-6150 元/吨，山东 1#铜报 1200-3800 元/吨。各地均呈现出高位急跌后向合理区间剧烈回归的典型特征。

后市预测：宏观空头情绪的集中释放已使铜价进入超跌区域，但产业端的极低库存与冶炼持续减产构成了坚实的底部约束，铜价短期以震荡筑底为主，下方空间有限，但反弹高度受制于宏观压力的持续性。宏观层面，美联储鹰派路径与 AI 叙事降温短期内难以证伪，美元偏强继续压制估值；但产业层面，TC 历史极低、11 月产量同比降幅近 8%、国内社会库存仅 5.44 万吨，基本面并不支持铜价持续深跌。现货端，升水去泡沫进程已启动，但绝对水平仍高，下游需求的真实恢复取决于升水能否进一步回落至可承受区间。LME 累库的性质需持续跟踪：当前累积仍以 COMEX 体系库存的地理再分配为主，若后续非美地区实际可流通库存同步回升，方能将库存回流从“结构性错配”改判为供需实质宽松。

以上内容摘自百川盈孚 VIP 信息服务周刊-铜专刊-第 20261126 期。

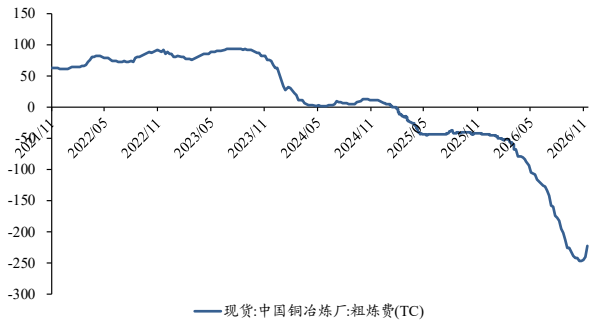
相关标的：紫金矿业、五矿资源、洛阳钼业、金诚信、西部矿业、中国有色矿业、铜陵有色、江西铜业。

图13：本周铜价走势（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

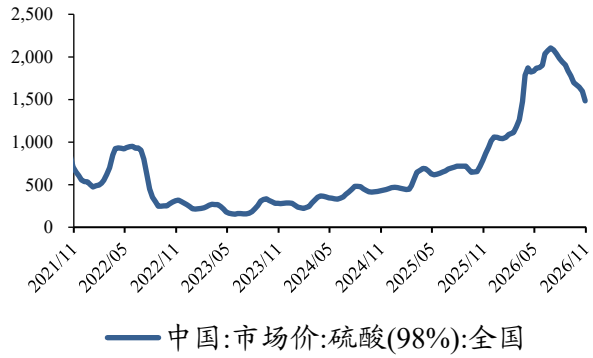
图14：本周 TC 走势（美元/干吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

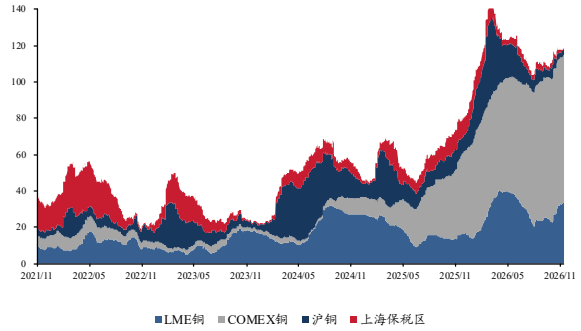
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图15：本周硫酸价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图16：全球铜显性库存变化（万吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 铝：加息预期压制铝价，国内外库存延续去化

市场综述：本周铝价震荡后下跌再反弹趋势，整体均价继续下跌。截至 11 月 28 日，沪铝收于 21205 元/吨，环比-1.76%。美联储加息预期较高、LME 部分政策出现变化；铝锭社会库存继续去库。

供应方面：本周电解铝企业生产基本保持稳定，暂无减产、复产出现，新投产产能暂缓，本周行业理论开工产能较上周继续持稳。

需求方面：本周铝板带箔产量 215047 吨，环比增加；铝棒产量 291200 吨，环比增加。

成本方面：氧化铝方面，中国国产氧化铝价格小幅下跌，本周中国国产氧化铝均价为 2644.24 元/吨，较上周均价 2646.84 元/吨下跌 2.60 元/吨，跌幅 0.10%。预焙阳极方面，本周价格继续持稳。电价方面，下游刚需采买，动力煤市场价格窄幅波动；按照电价周期计算，火电电价微跌。水电方面，水电电价暂稳。综合来说，预计本周电解铝理论成本较上周减少。

利润方面：预计本周电解铝理论成本较上周减少。海外施压使得现货铝均价继续下跌。综合来看，预计本周电解铝理论盈利幅度继续收窄。

库存方面：本周 LME 铝库存较上周继续降库，截至 11 月 26 日，LME 铝库存 21.92 万吨，较上周 22.62 万吨减少 0.70 万吨。中国方面，本周铝锭社会库存继续降库，截至 11 月 26 日，库存 40.66 万吨，较上周 42.66 万吨减少 2 万吨。

后市预测：综合来看，临近美联储 12 月议息会议，基本上市场对于 12 月继续加息持一致意见，市场价格也在消化加息预期，加之海外复产、LME 注册牌号增加等使得伦铝价格预计继续低位，后期美国对中国及其他经济体有继续增加关税的可能；而最有利

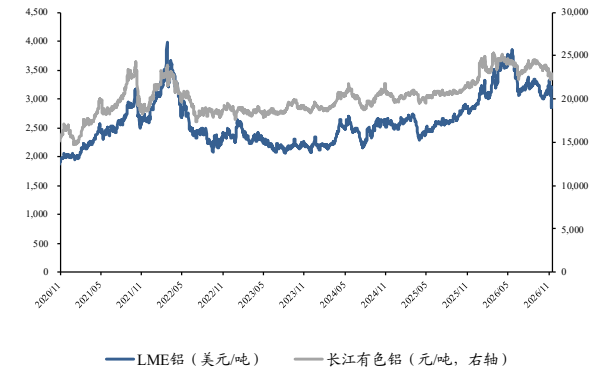
请务必阅读正文之后的免责声明部分

支撑依旧在于国内外库存，关注后期库存变化。

以上内容摘自百川盈孚 VIP 信息服务周刊-电解铝专刊-第 20261126 期。

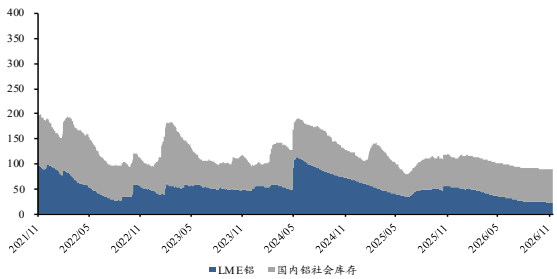
相关标的：神火股份、华通线缆、南山铝业、天山铝业、中孚实业、云铝股份、中国宏桥、宏桥控股、中国铝业（A+H）、创新实业、焦作万方、百通能源等。

图17：本周铝价走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18：国内铝社会库存变化（万吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 贵金属：美元走强叠加流动性冲击，金银价格波动加剧

市场综述：截至 11 月 28 日，沪金、沪银主连分别收于 781.36 元/克、10344 元/千克，环比分别 3.29%/ 6.78%。本周国内金银走出剧烈宽幅震荡行情，整体先大幅下挫、中间阶段性反弹、再度回落收尾，白银波动显著大于黄金。周初受美联储鹰派纪要冲击，金银同步大跌，白银工业属性放大跌幅；随后在地缘预期缓和、AI 科技股反弹带动流动性修复下迎来超跌修复，美股再度走弱又引发跨资产保证金平仓，金银再度承压下行。在实际利率高位运行的大背景下，地缘避险溢价被利率成本压制，难以形成持续支撑，白银同时承受金融紧缩与工业需求预期走弱双重压力，波动弹性持续高于黄金。

宏观分析：从宏观层面来看，美联储 10 月会议纪要释放明确鹰派信号，绝大多数官员认可后续继续加息，两名委员提出不排除单次加息 50 个基点，叠加联储官员密集偏鹰表态，市场充分定价 12 月加息 25BP，1 月加息概率走高，美元指数冲高，美债实际收益率维持高位，持续抬升无息贵金属的持有成本。美国经济数据持续展现韧性，消费者信心大幅回升、PCE 通胀黏性尚存、GDP 上修，进一步巩固紧缩预期。同时权益市场流动性冲击成为重要扰动项,AI 板块剧烈波动引发连锁平仓，资金为补足保证金抛售金银，造成多轮急跌；英伟达消息带动科技股反弹阶段，去杠杆压力短暂缓解，低位买盘回流带动金银反弹。白银除利率逻辑外，还要跟随铜等工业金属定价，工业需求预期偏弱，放大下行幅度，形成金银走势分化。

地缘方面对行情仅带来脉冲式影响，难以扭转宏观主导趋势。前期霍尔木兹海峡航

请务必阅读正文之后的免责声明部分

运扰动、美伊之间互相袭击一度推升避险预期，但在高实际利率环境下，避险溢价被利率侵蚀，金价没有走出避险牛市。后续美方表态若谈判无果，计划新年后重启对伊朗打击，伊朗倾向外交协商，市场对冲突快速升级的预期降温，阶段性缓解通胀担忧，带来短暂的反弹窗口。油价同步回落，也弱化了输入性通胀风险。整体来看，当前地缘事件更多是短期情绪扰动，风险溢价弹性有限，一旦宏观紧缩预期重新占据上风，地缘带来的反弹很快被消化，金银难以依托地缘消息走出趋势性上涨。

库存方面：截至 11 月 24 日，COMEX（纽约金属交易所）白银库存量 326349813.05 万盎司（10150.62 吨），较上周降幅 1.19%，较年初库存降幅 27.39%。上海期货交易所白银交割库存 1252.980 吨，较上周同期减少 59659 千克，降幅 4.54%，较今年年初库增幅 87.14%。

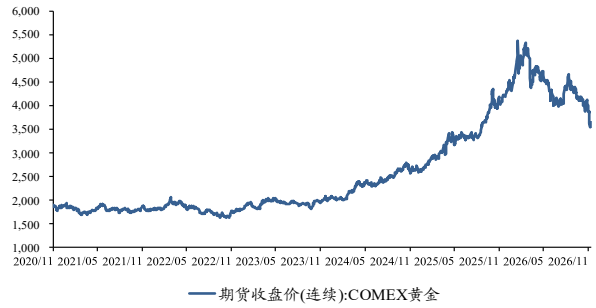
后市预测：百川盈孚预计下周 COMEX 黄金主力合约价格运行在 3300-3700 美元/盎司之间，国内黄金现货价格运行在 750-780 元/克之间；COMEX 白银价格运行在 36.0-44.0 美元/盎司之间，国内白银价格运行在 9300-9800 元/千克之间。综合来看，下周美国非农就业、ADP 就业、ISM 制造业 PMI 等数据将集中发布，若就业、制造业数据超预期走强，将再度推升美债收益率与美元，实际收益率抬升会直接压制无息贵金属，甚至触发权益市场新一轮减仓，金银容易再度下探；若就业边际走弱、制造业延续放缓，则美债收益率存在回落空间，金银有望迎来阶段性修复，但很难扭转偏空基调。美股 AI 板块波动带来的跨资产去杠杆风险仍不可忽视，一旦科技股再度走弱，保证金平仓压力会优先冲击持仓更敏感的白银。同时白银还需要同步跟踪铜等工业金属走势，海外制造业订单、国内工业消费预期变化，都会放大银价波动，工业端需求没有明显回暖前，白银难走出独立强于黄金的行情。

以上内容摘自百川盈孚 VIP 信息服务周刊-金银专刊-第 20261126 期。

相关标的：紫金黄金国际，中国黄金国际，山金国际，山东黄金，招金矿业，中金黄金，万国黄金集团，赤峰黄金，湖南黄金，株冶集团等。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图19：本周金价走势（美元/盎司）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图20：本周银价走势（美元/盎司）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.4. 铅：终端需求偏弱，铅价震荡下行

市场综述：本周（11.20-11.26）现货铅锭交易指导价运行在 15575-15800 元/吨，周平均 15690 元/吨，较前一周下跌 230 元/吨，跌幅 1.46%。伦铅运行于 1786-1825 美元/吨，沪铅主力合约运行在 15250-15630 元/吨。本周沪铅伦铅整体震荡走弱，周尾低位小幅反弹，伦铅偏弱带动内外比价修复，进口铅存在流入预期，对内盘形成压力，盘面受低仓单托底难深跌，但终端需求乏力限制反弹空间。

原生铅市场：本周原生铅流通货源仍然偏紧，冶炼厂挺价意愿强。周内济源主流品牌铅锭预售价格对 2612 合约升水 150-180 元/吨，湖南铅锭价格出厂价升水 130-160 元/吨，济源铅锭零单稀缺，个别厂家单子已排至下月，湖南现货库存整体偏低，个别持货商出货意愿不强。江西地区冶炼企业散单对 1#铅均价升水 150 元，华东仓单周内金沙对 2611 合约升水 300 元/吨，红鹭无货停报，广西南方周内逐步有散单外放，对 2612 升水 0-70 元/吨，下游对高升水抵触，成交偏淡。

再生铅市场：本周（11.20-11.26）再生铅报价回落，走势与沪铅主力合约保持同步。截至 11 月 26 日，百川盈孚再生铅现货交易指导价 15550 元/吨。一周均价 15655 元/吨，较上周下跌 245 元/吨，跌幅为 1.54%。本周受重污染天气管控以及检修的部分炼厂负荷逐步修复，产量环比小幅抬升，但冶炼端提产空间受限，合规带票货源依旧偏紧，中小炼厂原料拿货压力大于头部合规炼厂，企业多按需排产，精废差维持窄区间，电池厂根据比价灵活采购，没有明显的原料偏好。整体现货交投清淡，市场投机补库意愿偏弱。

废电瓶市场：本周（2026.11.20-2026.11.26）本周国内废电瓶价格重心继续下移。废电瓶(电动车废电瓶)均价 8855 元/吨，较上周均价下跌 1.88%。废电瓶(汽车白壳废电瓶)均价 9165 元/吨，较上周均价下跌 1.72%。废电瓶(汽车黑壳废电瓶)全国均价 9365 元/吨，较上周均价下跌 1.68%。本周废电瓶价格降势加快，铅价走势偏弱，终端消费谨慎，叠加近期原料库存相对尚可的情况下，再生铅炼厂为控成本对于废电瓶价格集中压价的情绪

请务必阅读正文之后的免责声明部分

较强烈，下半周，河南、安徽、江西等地废电瓶报价连续下跌，日跌幅达 100-200 元/吨，回收商畏跌在保证利润情况下依旧快进快出，市场整体气氛偏弱。

铅精矿市场：本周（11.20-11.26）50%品位国产铅精矿平均价格 16075 元/金属吨，较前一周价格跌 203 元/金属吨。沪铅周内大幅走降，导致铅精矿价格跟跌。铅精矿交易市场及其混乱，报价差异化明显，但趋势仍为下调形势。现有资料表明，主流炼厂采购低铅低富含的差品质矿加工费均在负数区间，从-300 到-800 元不等，含银 500 以上的高品质铅精矿加工费多在-1000~-2000 元/金属吨，部分极高品质矿竞价成交 TC 在-2000~-3500 元/金属吨附近。进口矿 TC 高品质的已经到-300 美元附近，但实际交易市场有-400 美元以下的价格，且持货商仍有惜售情绪。

铅锭库存：截至 2026 年 11 月 25 日，LME 铅库存约 256675 吨，较 11 月 18 日减少 12325 吨。截至 2026 年 11 月 26 日，上期所铅仓单库存 7608 吨，较 11 月 19 日减少 652 吨。上周上海期货交易所交割总库存 9270 吨，周减少 194 吨。社会库存方面，截至 2026 年 11 月 20 日，中国五地铅社会库存 1.55 万吨，较前一周减少 0.22 万吨。

铅锭利润：2026 年第 46 周原生铅行业理论利润-1923.42 元/吨（不含副产品），比前一周上涨 0.92%。2026 年第 46 周再生铅行业理论利润-27.81 元/吨（不含副产品），比前一周减少 221.12%，毛利润率为-0.18%。

后市预测：百川盈孚综合预计下周沪铅主力合约运行在 15300-15600 元/吨，现货预计升水收窄，现货 1#铅锭平均价格预计在 15725 元/吨（均价微涨）。宏观利空情绪消化后预计基本金属技术性反弹，铅市场供给端尚存支撑，预计铅价有条件随行反弹，但考虑消费及再生铅、进口铅的供给利空因素，铅价上升受限。

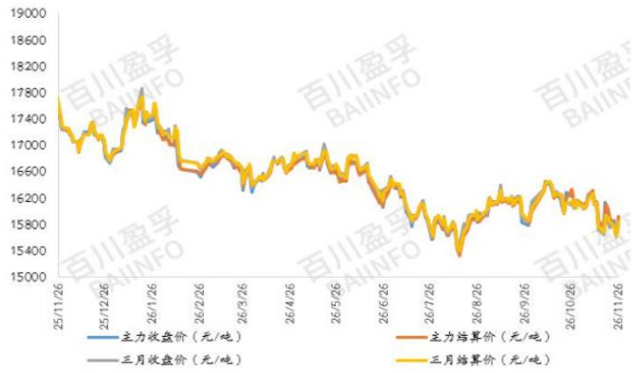
以上内容摘自百川盈孚 VIP 信息服务周刊-铅专刊-第 20261126 期。

图21：本周伦铅价格走势（美元/吨）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图22：本周沪铅价格走势（元/吨）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.5. 锌：紧缩预期叠加淡季需求偏弱，锌价承压回落

市场综述：本周（2026.11.20-2026.11.26）锌价大幅低走。截止 2026 年 11 月 26 日，0#锌锭现货周均价 23900 元/吨，较上周同期 24858 元/吨下跌 958 元/吨，跌幅约为 3.85%。本周美联储高利率延续预期压制美元计价金属。美国 10 月核心 PCE 同比 3.3%超预期，通胀粘性显现，市场迅速计价加息预期，美债收益率、美元走强，进一步压制有色风险偏好。终端淡季需求偏弱、现货承接不足，行情缺少需求端支撑，多头集中止盈，锌价持续探至近数月新低。周内仅迎来一轮短暂情绪修复：黄仁勋回归英伟达 CEO，市场对 AI 资本开支与管理层稳定性的担忧消解，风险偏好回暖带动铜锌反弹，但该反弹持续性较弱，不改整体偏弱态势。

交易情况：本周锌锭社会库存合计去库超 6000 吨，现货区域格局分化，部分仓库仓单集中注销出库，下游逢低补库带动去库，但流通品牌供给不均衡、局部货源供应偏紧。检修预期扰动部分品牌报价，现货流通成本有所抬升，入库增量整体有限。

上海市场流通货源结构较为单一，市面可流通现货以麒麟为主，其他品牌现货流通量偏少。市场提前交易驰宏下月检修预期，会泽货源基本停报，供给收缩预期升温；双燕、白银品牌现货报价偏高，区域现货溢价抬升，贸易商拿货选择有限，整体成交偏谨慎。截至 11 月 26 日，国产品牌对 2612 合约升水 255-275 元/吨，白银品牌对 2612 合约升水 350 元/吨出货。

天津市场为本轮去库主力，去库幅度在三大区域里最为突出，出库主要来自中储仓单集中注销，货物流向华北终端下游。前期北方环保管控约束生产、采购节奏，管控放开后下游企业逢盘面低位集中补库拿货，提货意愿明显释放，带动仓库出库提速，成为拉动整体去库的核心力量。截至当前，天津市场紫金品牌对 2612 合约升水 140 元/吨报价，红烨品牌对 2612 合约升水 80 元/吨。

广东市场货源持续维持偏紧状态，仓库入库量偏低，外部流入增量有限，缺乏新增货源补充，库存仅实现小幅去化。华南下游刚需维持，但受现货供给约束，采购难以放量，区域现货流动性偏紧的格局延续。截至当前，麒麟、蒙自、飞龙等品牌对 2701 合约升水 385-415 元/吨附近。

后市预测：百川盈孚预计下周伦锌参考区间 3380–3580 美元/吨，沪锌参考区间 23000–24000 元/吨。下周锌价区间震荡，利空已部分计价，或伴随短时情绪修复反弹，但持续性不强，冶炼减产预期对跌幅形成一定牵制。

以上内容摘自百川盈孚 VIP 信息服务周刊-锌专刊-第 20261126 期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 小金属：宏观扰动延续，供需格局分化，金属价格涨跌互现

3.1. 锂：供给增量释放叠加需求偏弱，锂价震荡下行

市场综述：本周（2026.11.20-2026.11.26）碳酸锂震荡下行，市场观望情绪升温。截至 11 月 26 日，工业级碳酸锂（99.2%为主）市场价格集中在 8.1-8.5 万元/吨，市场均价为 8.3 万元/吨，较上周价格下跌 6.21%；电池级碳酸锂（99.5%）市场价格集中在 8.4-8.8 万元/吨，市场均价为 8.6 万元/吨，较上周价格下跌 6.01%。本周受宏观情绪及市场多空消息扰动，碳酸锂盘面震荡走弱，带动现货价格走跌，现货端交投情绪整体清淡。期现基差小幅走弱，电碳 01 合约升水多在 500-2300 元/吨区间。产业端，锂盐厂优先保障长协订单交付，散单放货意愿较前期有所修复；当前贸易商库存维持低位，虽有逢低拿货意向，但下游采购心态偏谨慎，仅维持刚需随用随采，市场逢低询盘略有增加，实质性跟进成交有限，现货交投依旧偏弱。

供应端：本周碳酸锂产量预计环比小幅增长。锂盐厂整体开工率维持平稳，矿端复产持续推进，新增产能稳步爬坡带来供给增量；部分依赖外采原料、成本倒挂的产线存在减产、检修行为，但总量宽松格局延续。库存方面，本周库存延续去化，但去库斜率放缓。锂盐厂出货仍以长协保供为主，散单放货意愿虽有回暖，但下游受买涨不买跌心态制约，仅逢低少量刚需拿货，主动补库意愿偏弱，贸易商库存维持低位。期货仓单维持下行，前一交易日期货仓单量为 13476 吨。

需求端：下游整体排产不及预期，磷酸铁锂企业开工水平偏弱，短期排产预期偏弱。欧盟混动进口限制政策持续压制市场远期出口预期，海外储能订单释放节奏放缓，国内储能也未见明显放量。采购端呈现明显的逢低采买特征：价格下探阶段，下游刚需补库意愿有所抬升，但市场对后市看空，观望情绪较为浓厚，市场实际成交仍以刚需随用随采为主，大规模主动补库尚未出现。

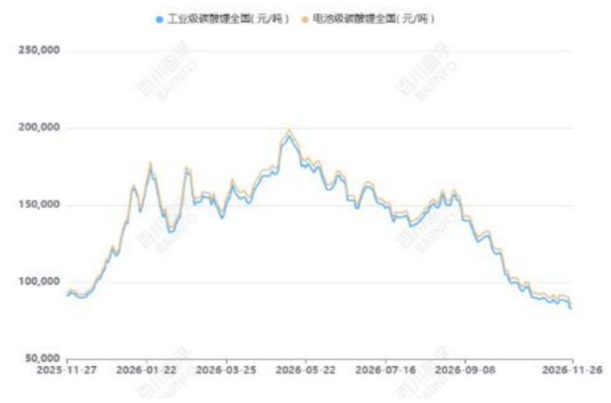
成本利润端：本周锂精矿价格跟随碳酸锂价格重心下移。11 月 26 日，进口锂辉石原矿市场均价 987 元/吨度；非洲 SC5%市场均价为 1095 美元/吨；澳洲 6%锂辉石 CIF 市场均价在 1160 美元/吨。锂精矿价格随锂盐窄幅调整，但矿价下行滞后于锂盐，外采加工利润继续被挤压。自有矿及盐湖一体化企业仍保有成本优势，但盈利空间较前期收窄，高成本产能的负反馈仍在持续，成本倒挂现象持续。

后市预测：百川盈孚预计电池级碳酸锂现货价格将在 7.5-9 万元/吨偏弱震荡运行。当前盘面暂无能够扭转偏弱基本面的强力驱动。利多方面：库存延续去化，叠加澳洲部分高成本矿山停产，对锂价下行空间形成一定支撑，同时终端排产增量传闻间断扰动市场情绪。利空方面，国内矿端复产、锂矿到港增量持续落地，叠加市场对明年需求预期偏谨慎，远端供给宽松预期难以消解；下游持续执行低库存、慢补库的采购策略，也显著压制锂价反弹高度。

以上内容摘自百川盈孚 VIP 信息服务周刊-碳酸锂专刊-第 20261126 期。

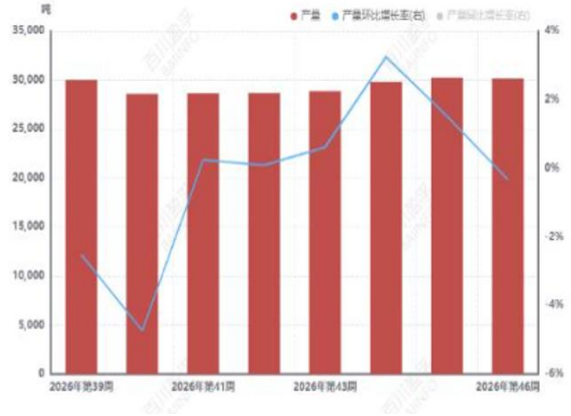
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图23：本周碳酸锂价格走势图（元/吨）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图24：碳酸锂周度产量走势（吨）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

3.2. 钴：海外出口政策收紧，供给收缩预期推动钴价上涨

市场综述：截至 11 月 27 日，电解钴现货均价为 34.6 万元/吨，环比 32.31%。本周国内钴市场行情整体呈现先偏弱整理、后受突发消息刺激大幅拉涨的格局，市场核心矛盾集中在供给收缩预期与终端需求偏弱之间的博弈。虽价格重心显著抬升，但行情属于预期驱动型上涨，现货成交并未同步放量，买卖双方分歧持续放大。

钴原料：本周政策面出现重大变化，成为行情反转的直接触发点。海外主产国相关机构宣布全面暂停钴出口，并将在数月后重新评估政策走向，出口管控力度远超市场此前预期，原料远期供应缺口预期迅速升温，盘面情绪被集中点燃。受此影响，海外外盘报价持续走强，原料结算系数同步上行，钴中间品报价坚挺，矿端供货商捂货惜售心态浓厚，低价货源难寻，外部原料端形成较强的成本与情绪支撑。不过供给端现实层面存在结构性分化，前期积压货源曾阶段性放行，港口到港有补充，短期流通资源并不紧缺，行情上行更多交易的是远期出口受限带来的潜在缺口，而非当下实际短缺。

电解钴：随着海外供给政策消息发酵，看涨情绪快速升温，报价连续上调，冶炼厂挺价态度坚决。但高价之下下游承接乏力，批量补货意愿不足，成交多依靠长协以及少量刚需散单，有价少市的格局贯穿后半周。

钴盐：硫酸钴、氯化钴前期报价偏弱、成交僵持，在原料成本抬升带动下跟涨上行。盐端冶炼企业挺价意愿随原料成本走高而增强，不过下游三元前驱体企业对高价原料抵触明显，询盘虽有增多，但跟进谨慎，采购保持随用随采，不愿锁价长单，价格上涨缺少下游订单的有效配合。

钴氧化物：四氧化三钴、氧化钴走势跟随产业链同步走强，价格重心稳步上移。下游钴酸锂终端需求修复节奏不及预期，整体订单体量没有明显增量，钴酸锂工厂采购节奏保守，仅维持基础生产用料采购，追涨意愿偏弱，高价传导阻力较大。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

后市预测：总体判断，短期钴市场依旧由海外供给政策预期主导，行情偏强震荡运行。但上行空间持续受到偏弱需求约束，盘面波动会明显放大。后续重点跟踪海外政策落地细则与实际执行力度，同时观察下游能否在价格企稳后释放补库需求；若高价持续压制成交，下游持续推进材料替代，行情存在冲高回落的风险。

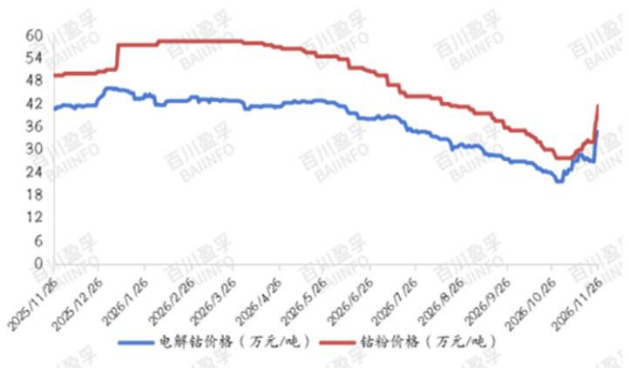
电解钴：短期在原料惜售、供给预期收紧支撑下报价偏强，但行情情绪属性偏重，资金与情绪退潮后回调风险较高，后续需要持续关注冶炼货源释放以及下游合金、磁材的承接情况。预计下周电钴价格区间震荡整理，价格区间在 33.5-38 万元/吨。

钴盐：短期跟随原料成本保持强势，挺价意愿仍存，但下游前驱体接受度不足，价量背离格局大概率延续，盐端价格能否稳住，取决于下游订单边际变化。预计下周硫酸钴价格区间在 6.9-7.8 万元/吨，氯化钴价格区间在 7.9-8.6 万元/吨。

钴氧化物：行情依托上游成本支撑维持偏强走势，钴酸锂需求难有明显起色，消费电子回暖是氧化物需求改善的关键变量；若无终端订单加持，高价会持续抑制采购，上行空间有限。预计下周四氧化三钴价格区间在 26.5-29.5 万元/吨，氧化钴价格区间在 25-28.5 万元/吨。

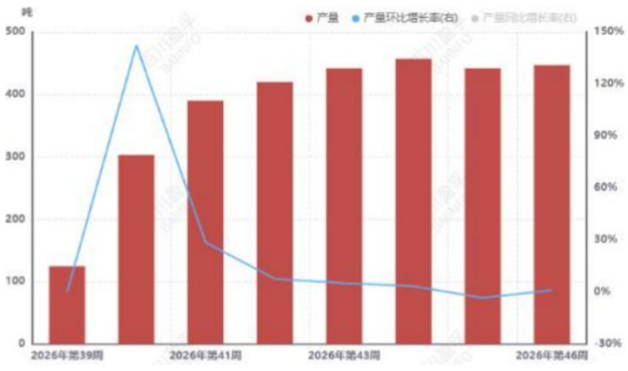
以上内容摘自百川盈孚 VIP 信息服务周刊-电解钴专刊-第 20261126 期。

图25：本周金属钴价格走势图（万元/吨）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图26：电解钴周度产量（单位：吨）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

3.3. 镍：供给宽松格局延续，镍价反弹动力不足

市场综述：本周（2026.11.20-2026.11.26）电解镍现货价格震荡运行，周度均价小幅上涨。截止到 11 月 27 日，百川盈孚镍指导价均价为 12.06 万元/吨，环比 2.03%。周初盘面延续此前弱势，主力合约一度逼近前期低点区域，市场情绪偏悲观；周中受印尼政策消息及外盘情绪修复带动，出现一轮小幅反弹，现货报价随之微幅上调，但下游追涨

请务必阅读正文之后的免责声明部分

意愿明显不足，成交以刚需为主。临近周末，反弹动能衰减，夜盘涨幅在日盘被回吐，显示资金对追高持谨慎态度。整体看，本周价格重心虽未进一步大幅下移，但反弹的持续性差，市场在弱现实与强预期之间反复摇摆。

国际市场：本周伦镍价格震荡下行，截至 11 月 25 日，本周 LME 收盘价为 15380 美元/吨，相较于上周同期下跌 2.97%，LME 结算价为 15035 美元/吨，较上周同期环比下跌 4.84%，周平均结算价为 15209 美元/吨，环比上周下跌 4.26%。本周美联储鹰派加息预期强化导致的美元走强伦镍价格大幅承压，但印尼矿业政策收紧则对中长期成本存在支撑，两者博弈下伦镍价格整体承压回落。

供应方面：本周供应端，印尼方面，主要镍企减产传闻涉及湿法与火法两条路线，为盘面提供情绪支撑，但实际执行力度与持续性存疑。印尼 2027 年镍矿配额收紧信号方向明确，但规模与执行细节未落地，市场对同类消息反应边际递减。国内精炼镍环节未见新增减产动作，供应端整体仍处于预期偏紧、现实充裕的状态。

需求方面：本周需求端仍显冷清。不锈钢排产虽有回升预期，但终端地产与家电数据未见改善，钢厂在原料采购上维持刚需节奏，对镍的补库意愿不强。三元前驱体环节更为疲弱，由于终端新能源车年底冲量不及预期，电芯厂以消耗库存为主，对前驱体的采购极为谨慎，叠加磷酸铁锂对三元路线的持续替代，硫酸镍需求缺乏增量支撑。两大下游同步走弱，需求端无法为反弹提供任何实质性助力。

成本利润方面：本周成本支撑下降，利润同步收窄。成本端印尼镍矿基准价下行，硫酸等辅料同步走弱，电解镍原料成本整体回落。但镍价承压运行且跌幅大于成本降幅，冶炼利润不升反降。分路线看，此前利润偏厚的外采废料路线，本周厚利也被明显侵蚀。整体看，成本支撑在松动，但利润未获喘息，反而因价格跌幅更大而整体承压走弱。

库存方面：本周库存压力本周未见缓解。截止到 2026 年 11 月 25 日，LME 镍库存在 27 万吨上方的高位区间，周内虽有零星单日去化，但绝对量级仍处于历史偏高水平，对价格的压制持续存在。截止到 2026 年 11 月 20 日，上期所库存为 105242 吨较上周下跌 1114 吨，国内上期所镍仓单小幅波动，社会库存整体同样处于高位，降库速度缓慢。

后市预测：百川盈孚预计短期沪镍主力区间震荡运行，参考区间 114000—124000 元/吨。宏观面，市场对美联储在 12 月议息会议上加息 25 个基点的预期概率飙升至 95%以上，持续压制有色估值。供应端，国内排产无实质减量，印尼配额收紧与减产传闻仍停留表态阶段，呈现实宽松、预期偏紧格局。需求端，不锈钢淡季压价采购，三元前驱体受磷酸铁锂替代持续承压，耗镍增量缺失。库存端，国内外精炼镍显性库存仍处高位，持续压制现货升水与盘面反弹高度。综合判断，当前市场处于弱现实与强预期博弈阶段，缺乏单边驱动。

以上内容摘自百川盈孚 VIP 信息服务周刊-镍专刊-第 20261126 期。

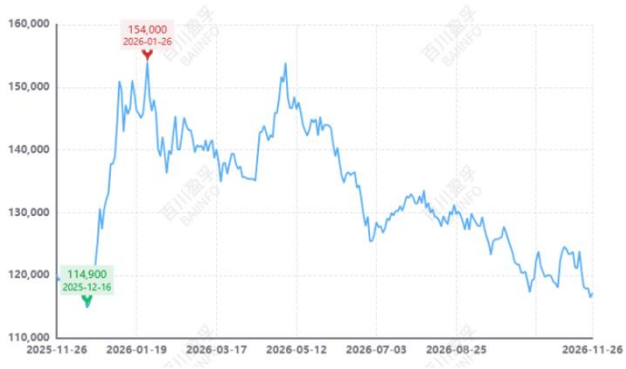
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图27：LME 镍价格走势（美元/吨）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图28：电解镍市场价格走势（元/吨）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

3.4. 锡：供应边际恢复，淡季需求偏弱，锡价承压下行

市场综述：本周（2026.11.20-2026.11.26）国内锡锭价格大幅下跌。截至 11 月 26 日，百川盈孚锡锭现货指导价为 304000 元/吨，较上周四降 34000 元/吨，跌幅 10.06%。

宏观面，美联储紧缩预期与 AI 叙事退潮形成共振压制。本周美联储 12 月加息定价维持在 95%以上高位，美元指数升至 103.8 附近、创 19 个月新高，流动性收紧直接压制有色金属估值。更关键的是，市场对 AI 交易可持续性的疑虑重燃，费城半导体指数下挫，锡作为“算力金属”的估值溢价被加速挤出——英伟达财报和黄仁勋复职带来的短暂反弹均未能扭转情绪退潮趋势。美元强势与科技板块信心动摇叠加，使锡在宏观情绪层面同时承受金融属性与产业叙事的双重抛压。

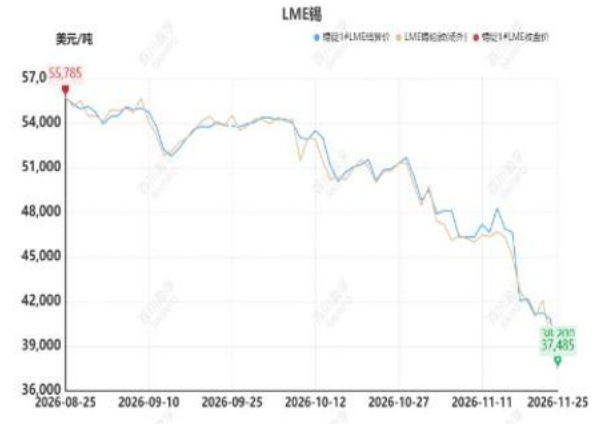
基本面，供应边际恢复、需求淡季走弱。云锡检修结束后整体开工提升，11 月国内精炼锡产量预计大幅增加，供应端从前期偏紧转向边际宽松。需求端却持续疲软，下游焊料开工不高，光伏装机同比下滑拖累传统需求，下游多以刚需采购为主、持续谨慎观望居多。

后市预测：百川盈孚预计沪锡主力合约参考区间 27-31 万元。宏观面，短期压制仍占主导，但边际情绪或有反复。市场已近乎完全定价 12 月加息 25 个基点，美元强势与利率高位对锡价的金融属性压制难以迅速解除。同时，AI 交易退潮对半导体板块的拖累尚未确认结束，锡的“算力溢价”仍面临挤出不充分的风险。不过，若 12 月加息落地后美元出现“买预期卖事实”式回落，或科技股情绪阶段性企稳，锡价可能出现超跌后的情绪修复，但趋势性反转需等待宏观叙事明确转向。基本面，供应修复与淡季需求形成短期错配，但深跌空间受硬约束保护。云锡复产 11 月精锡产量增加，下游焊料开工难以提升，多以刚需采购，但全球显性库存仍处历史同期低位，矿端约束并未解除，LME 注销仓单占比尚存，低库存的托底效力虽被削弱但并未消失。预计锡价短期以弱势寻底为主，深跌空间有限，后续拐点需观察库存是否重现去化或下游出现集中补库信号。

以上内容摘自百川盈孚 VIP 信息服务周刊-锡专刊-第 20261126 期。

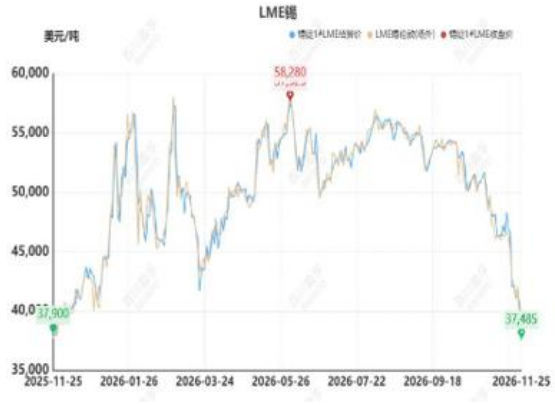
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图29：近期 LME 锡价格走势图（美元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图30：历史 LME 锡价格走势图（美元/吨）



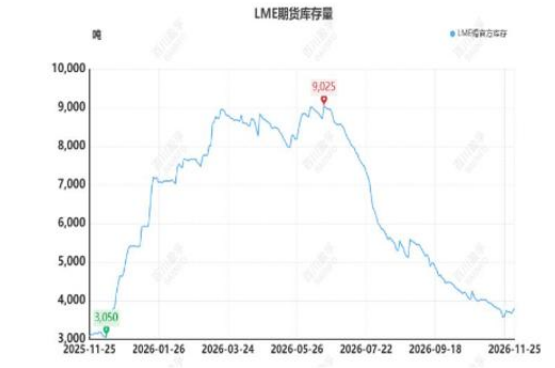
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图31：SHFE 锡库存变动



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图32：LME 锡库存变动



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

3.5. 钨：长单报价坚挺与下游采购谨慎并存，钨价高位偏强运行

市场综述：本周（2026.11.20-2026.11.26）钨价偏强。截止到 11 月 26 日，65 度黑钨精矿均价在 38.55 万元/吨，较上周持平，70 钨铁均价在 53.25 万元/吨，较上周上调 0.75 万元/吨，仲钨酸铵在 56.5 万元/吨，较上周上调 1 万元/吨；碳化钨粉在 810 元/千克，较上周持平。

本周国内钨价偏强运行，头部大企业持续挺市，长单报价维持坚挺，对行情形成明显支撑。但下游对高位原料接受度有限，场内仅有少量刚需成交跟进，上下游分歧持续加大，市场报价区间不断拉开，成交价差明显放大。市场呈现报价坚挺、成交偏淡的僵持格局，询盘多集中于低位货源，高价货源流通不畅，多空博弈氛围浓厚。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

国际方面：本周国际钨市涨跌互现。海外钨品报价维持偏高位运行，终端采购保持谨慎，主动囤货意愿不强，仅少量刚需订单成交。国内外联动更多体现在报价层面，海外需求没有明显放量，难以给国内行情带来实质性拉动。

供应方面：本周钨市原料供应稳定。国内供应端整体可控，大企业延续挺市策略，现货投放节奏偏谨慎，优先保障长单交付，低价货源较少。中小持货商心态分化，部分惜售观望，也有主体逢高价择机出货，现货流通货源松紧不一。货源议价空间差异，进一步推高场内价差，现货市场流动性偏弱。

需求方面：本周钨市需求一般。下游硬质合金及钨加工企业仍以刚需采购为主，面对高位原料保持观望，大批量补库意愿不足。终端订单传导节奏偏慢，制品端难以同步转嫁原料上涨压力，高价跟进十分有限。采购多为小单商谈，下游观望情绪较重，是制约行情进一步放量的主要因素。

成本方面：本周钨市成本维持偏高位。上游钨精矿报价坚挺，带动冶炼端原料成本维持高位，辅料及加工环节波动不大。资源端议价能力较强，冶炼企业原料采购成本支撑稳固。成本底线抬高对行情形成托底，但下游传导不畅，成本压力主要停留在冶炼环节，向下传递阻力较大。

利润方面：本周钨市利润维稳。上游资源及大型冶炼企业依托挺价行情，盈利空间保持修复，高价成交订单收益较好。中下游加工环节承压明显，原料抬升而制品售价跟进滞后，利润改善有限。不同成交价位订单收益差距拉大，行业利润持续向上游资源端倾斜，环节分化明显。

库存方面：本周钨市库存持续消耗。库存结构分化明显，大型企业主动管控现货库存，配合挺价节奏，现货投放有序。下游终端企业规避高位囤货，原料及成品库存维持低位，坚持随用随采。贸易商操作分歧，部分少量持货博弈行情，也有加快去库避险，社会流通库存没有明显累积。

后市预测：百川盈孚预计 65%黑钨精矿价格运行区间在 38-40 万元/吨；仲钨酸铵价格运行区间 56-58 万元/吨。短期来看，大厂挺市逻辑仍在，价格易维持偏强格局，但下游跟进乏力会限制上行空间，价差拉大的状态或将延续。随着年末节点推进，挺价支撑仍有持续性，后续重点关注终端订单承接情况，若需求持续偏弱，行情大概率维持高位僵持震荡。

以上内容摘自百川盈孚 VIP 信息服务周刊-钨专刊-第 20261126 期。

相关标的：中钨高新，厦门钨业，佳鑫国际资源，章源钨业，翔鹭钨业。

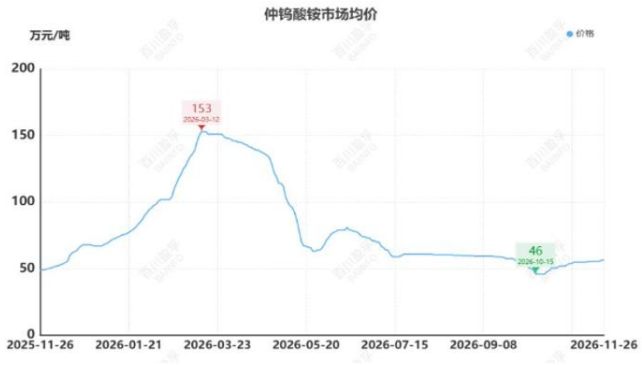
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图33：钨精矿价格走势图（万元/吨）



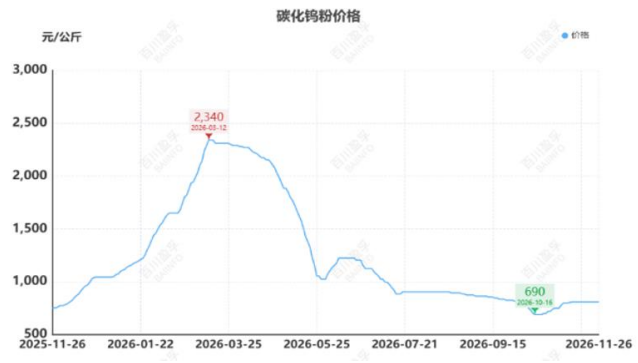
数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图34：仲钨酸铵价格走势图（元/kg）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图35：碳化钨粉价格走势图（元/千克）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图36：钨铁价格走势图（万元/吨）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

3.6. 钼：原料供应偏紧与钢招价格偏弱并存，钼价涨跌互现

市场综述：本周（2026.11.20-2026.11.26）买卖双方博弈，钼价涨跌互现。截至 11 月 26 日，中国 45-50 度钼精矿今日均价为 5365 元/吨度，较上周均价下调 0.37%；氧化钼今日均价为 5480 元/吨度，较上周均价下调 0.36%；钼铁今日均价为 33.65 万元/基吨，较上周均价下调 0.74%；一级四钼酸铵今日均价为 32.4 万元/吨，较上周均价上调 0.47%；一级钼粉今日均价为 61 万元/吨，较上周均价上调 1.24%。

本周钼市行情博弈拉锯。周初受主流钢招低价及国际价格回落双重影响，买卖双方参市意愿不足，市场交投氛围偏淡。尽管钢厂陆续进场，但带动效果有限，散货市场询盘冷清成交寥寥，采购商仅少量刚需补库，且受成本制约低价询盘为主。然而原料供应仍偏紧，持货商虽窄幅让利，但成交议价仍围绕网价区间，加之国际价格高位回升，行情重心并未下移，买卖双方商谈僵持，货源流通性欠佳。临近周末市场购销热度依旧平

请务必阅读正文之后的免责声明部分

平，市场原预期本周或有需求释放，但体量仍显不佳，叠加钢招市场量增价弱，场内偏空情绪升温，谨慎观望氛围浓郁。

供应方面：本周行情博弈盘整运行，受国际价格回落及主流钢厂开标价格偏低影响，前期停产企业继续维持当前运营状态，部分企业也多维持最低生产负荷，且存在窑线并未真正投产，留有一定库存用于后期交单生产。河南地区因安全检查持续，区域内矿山开采受限，且据当地业者反馈，检查力度未见减轻态势。叠加北方地区进入供暖季，环保管控愈加严格，预计后续货源流通性或有减弱。当前矿紧价高，以及后市行情行情尚不清晰，钼铁开工或延续低位。

需求方面：截至目前本月钢招量约在 1.1 万吨（含长单），开标价格有所回落，且与当前主流价格仍有较大差距。截至发稿日，主流钢厂短短几日连续进场招标，虽招标价格变化不大，但扰动市场情绪；散货市场询盘减少，成交寥寥，尽管低价报盘流出，但实际成交数量不多，整体货源流通性欠佳。本周为 11 月最后一周，业者预期或有需求释放，但月底将近，整体表现仍显偏弱。

成本方面：本周钼精矿价格维稳，截至 11 月 26 日，45-50 度钼精矿现款报价 5370-5400 元/吨度；50 度以上钼精矿现款报价 5400-5430 元/吨；冶金氧化钼现款报价 5490-5510 元/吨度。以当期实际生产成本测算，钼铁生产成本在 34.3 万元/基吨左右，远远高于本周实际成单价格。加之钼精矿 35-40%围绕网价 5310 元/吨度展开成交，表明矿端实际成交价格仍维持高位。

利润方面：本周钼铁生产利润倒挂压力增加。受原料成本高位支撑，市场主流报盘多较为坚挺，尽管散货市场成交不畅，但实单成交价格较上周相比暂无明显变化。不过主流钢厂近期开标价格均未站上 33 万元关口，生产企业亏损较大，且部分持货商低价报盘流出，散货市场 33.5 万元/基吨有成交达成，业者承担风险进一步加剧。

库存方面：本周库存量小幅上涨，钼铁企业按订单陆续发货，钢招节奏放缓以及贸易量的缩减，让生产企业的库存难以得到消耗。加之钢厂开标价格偏低，市场有低价货源流出，生产企业较难过度让利出货，整体成交放量欠佳。贸易商方面库存不多，部分背靠背操作，也无意加仓跟进，多以保持前期利润，快进快出为主。因此本周的企业库存仍未能得到有效消化，库存继续维持高位。

综上所述，本周行情博弈盘整的主要原因，海外钼铁及氧化钼价格宽幅回落及上涨，市场心态动。另一方面，主流钢厂连续进场而招标价格持续地位，叠加原料成本高企，业者多处于两难境地，实际可操作空间收窄。且月末最后一周，市场预期或有一定需求释放，但整体表现偏弱，场内不确定因素居多，导致钼铁与化工及其制品情况有所不同，价格涨跌互现。

后市预测：百川盈孚预计下周 45-50%品位钼精矿价格 5330-5380 元/吨度，51%氧化钼价格 5440-5480 元/吨度，60%钼铁价格 33.3-33.9 万元/基吨，一级四钼酸铵价格

请务必阅读正文之后的免责声明部分

32.3-32.5 万元/吨，一级钼粉价格 60-61 万元/吨。综合来看，钢招需求表现稳健，原料成本端价格维持高位，加之海内外价差依旧偏大，场内支撑逻辑暂未改变。不过业者进场操作多较为谨慎犹豫，场内观望氛围浓厚，前期市场走货或有所承压，但供需双方博弈矛盾，价格易涨难跌。后续重点关注新一轮海内外市场实质性成交表现。预计下周钼市行情主稳。

以上内容摘自百川盈孚 VIP 信息服务周刊-钼专刊-第 20261126 期。

图37：钼精矿价格走势（元/吨度）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图38：本周钼铁价格走势图（万元/吨）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

3.7. 锑：原料端支撑增强叠加出口预期改善，锑价重心上移

市场综述：本周（2026.11.20-2026.11.26）国内锑锭价格上调。截止 11 月 26 日，2#低砷锑锭市场均价为 9 万元/吨，周内价格上涨 0.8 万元/吨，1#锑锭市场均价为 9.25 万元/吨，周内价格上涨 0.7 万元/吨，0#锑锭市场均价为 9.45 万元/吨，周内价格上涨 0.75 万元/吨;

国内三氧化二锑价格上调。三氧化二锑 99.5%市场均价为 7.7 万元/吨，周内价格上涨 0.45 万元/吨,三氧化二锑 99.8%市场均价为 8.35 万元/吨,周内价格上调 0.7 万元/吨;

本周锑品价格重心上行，海关数据显示，10 月锑矿进口量有所减少，原料端惜售情绪升温，冶炼大厂原料成本支撑增强，厂家挺价意愿浓厚，锑锭主流报价抬升，低价货源收紧，需求端，周内刚需订单陆续释放，整体成交尚可，但对高价货源的承接仍显谨慎，

此外，锑相关物项对美出口阶段性恢复的消息持续发酵，市场看涨情绪明显升温，叠加电子交易平台盘面震荡上行，锑价重心进一步上移。氧化锑方面，在锑锭成本支撑下报价同步跟涨，但下游采购谨慎，成交以刚需为主。

国际价格：截止到 11 月 20 日，英国锑锭价格为 16000-16500 美元/吨，低端、高端较上个报价日价格不变。

溴素方面，山东地区溴素装置开工负荷偏低，企业现货库存位于中低位，供应端利

请务必阅读正文之后的免责声明部分

好对价格的支撑仍然存在。天津地区装置开工相对平稳，现货散单流通同样稀少，整体交投氛围温和。

成本端，硫磺与液氯市场均价均有下跌，利空因素占据上风。供应端，个别装置停车，个别装置仅周末开工，其余在产装置保持偏低负荷，对整体供应影响有限；后续仍有计划船期等待抵港，海外发货及到港时间暂不明确。

需求端，下游出货压力偏大，采购心态趋于保守，以刚需跟进为主；成交结构高度依赖长协订单，散单流通十分有限，场内零星成交基本来自长期合作客户按需小批量补货，新单询盘稀少，投机性备货基本缺席。

截止到 11 月 26 日，溴素市场均价为 44500 元/吨，较上周同期均价持平。

光伏方面，本周光伏玻璃产能端略有上升，但产量维持前期排产水平，实际供应暂无变化。湖南一条浮法玻璃产线转为光伏玻璃产线，行业产能端扩容 1200 吨/天，但该产线暂无点火计划，产能口径的扩容尚未转化为实际产出，对实际供应影响不大。而随着下游组件存在进一步减产计划、玻璃需求面临收缩，玻璃企业仍在酝酿第三轮减产计划的落实，但截至目前尚未有明确减产安排提出，供应收缩仍停留在预期层面。

后市预测：后市来看，原料端支撑仍存，头部大厂挺价心态尚未松动，锑价底部支撑较强；但下游高价承接偏弱，多维持刚需采购，跟涨动力有限。短期看，锑品或维持高位震荡走势，行情进一步向上仍需要成交放量配合。后续价格走势仍需重点跟踪电子交易平台盘面、下游氧化锑及阻燃等终端采购节奏，以及进口矿货源流入情况。

以上内容摘自百川盈孚 VIP 信息服务周刊-锑专刊-第 20261126 期。

相关标的：湖南黄金，华钰矿业，华锡有色，豫光金铅。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图39：锑锭市场价格走势图（元/吨）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

3.8. 镁：减产预期叠加成本支撑增强，镁价稳中偏强

市场综述：本周（2026.11.20-2026.11.26）金属镁价格整体上调，本周国内镁锭市场先稳后偏强运行，整体受供应端消息带动出现波动。周初市场运行相对平稳，报价变动不大，场内成交以零散刚需为主，买卖双方观望情绪较浓。随着主产区减产消息逐步发酵，市场对于货源收紧的预期升温，镁厂亏损压力下低价惜售心态明显，报价陆续上调，后又煤炭价格小幅上行，镁厂挺价底气更充足。但实际来看，市场减产量相对有限，行业整体供应宽松的格局并未发生根本性改变，流通货源仍有保障。需求端表现相对平淡，鉴于库存充裕而需求疲弱，使部分下游用户倾向判断涨势难续、采购意愿偏低；而部分需方担忧涨势确立推高后续成本，故整体维持谨慎观望，偶有实单购买。随着市场看涨氛围冷清，下游用户补库节奏更缓，充足的库存保障和持续疲软的消费使得需方观望情绪更浓。贸易环节分歧则有所加大，部分贸易商借行情变动参与流转，但多数保持轻库存操作，不敢大规模囤货，高价成交难以放量。

综合来看，本周价格变动仍属于情绪驱动的行情变化，需求端并未同步回暖，供需博弈持续，高价货源成交不畅的现象较为突出。

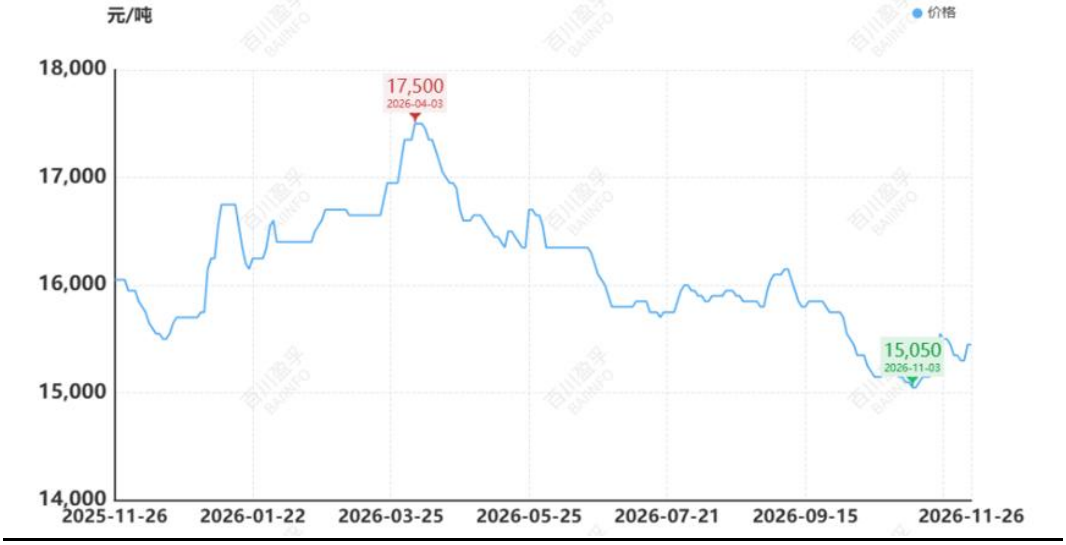
后市预测：百川盈孚预计下周金属镁价格维持偏稳震荡，99.90%镁锭府谷市场主流含税报价或运行在 15300-15600 元/吨。综合来看，预计下周镁锭价格区间震荡、涨跌两难。首先近日镁锭主产区减产计划消息偏多，供应收缩预期较强，镁厂挺价意愿浓厚，叠加煤价隐有抬头趋势，若成本支撑再有所增强，行情或存在向上试探的动力。但需求端持续形成制约，高价货源承接乏力，倘若成交持续冷清，部分厂家为回笼资金或将灵

请务必阅读正文之后的免责声明部分

活让利出货，进而对行情形成压制，多空博弈持续。

以上内容摘自百川盈孚 VIP 信息服务周刊-镁专刊-第 20261126 期。

图40：金属镁市场价格走势图（元/吨）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

3.9. 钿：电子盘拉涨提振市场情绪，钿价整体持稳

市场综述：本周（2026.11.20-2026.11.26）国内钿市场前半周价格重心下移，期现两市表现分化，但临近周末市场情绪出现反转。截至 11 月 26 日，精钿市场主流价格基本在 4550-4650 元/公斤，较上周末价格持平；粗钿市场主流价格基本在 4450-4550 元/公斤，较上周末价格持平。周初正值电子盘交割期，盘面交易活跃度明显提升，但现货并未受到有效带动，整体表现冷清。现货端多以贸易商逢低抄底收货为主，真正的下游终端接盘意愿极低。持货商方面走货不畅，面对持续走弱的价格，虽有出货意愿，但受制于需求承接不足，实际成交量十分有限，场内观望氛围浓重。到了周后期，情况有了新变化。电子盘换月进入 12 月合约后，价格快速拉涨，由前一天的 4300 元/公斤左右直接拉升至 4700 元/公斤附近。市场前期本就预计 12 月价格将保持涨势，因此这波拉涨符合预期，而现货市场受电子盘带动，持货商的挺价心态明显增强。

本周钿市各方心态在周后期出现统一。前期业者对短期普遍看空，但在电子盘 12 月合约拉涨后，上下游对价格均转为看好态势。厂家不愿再低价卖货，此时价格下跌反而不利于后续操作。下游终端的心态也发生了转变：12 月正是下游跟终端谈长协的关键时间点，如果此时现货价格下跌，极为不利于长协谈判；且下游场内目前的库存均是前期采购的高价库存，此时价格拉涨反而更有利于下游降低账面亏损、顺利推进长协。贸易商环节前期虽有抄底意愿但担忧被套，随着盘面快速拉升，部分建仓的贸易商信心得到

请务必阅读正文之后的免责声明部分

提振。

期货市场：本周铟期货价格盘面先走弱后快速拉涨。上周末当月合约价格围绕在4650元/公斤左右，截至11月26日，当月合约价格围绕在4730元/公斤左右，整体上涨80元/公斤。值得注意的是，进入12月合约后，电子盘价格由前一天的4300元/公斤强势拉升至4700元/公斤，涨势凌厉。根据平台数据，截至11月26日，铟仓单库存量为572.1吨，较11月20日的569.4吨增加2.7吨，周内库存在569.4—578.3吨区间窄幅波动，去库拐点尚未出现。本周合计交收43.0吨，其中11月23日单日交收20.6吨，但次日交收量迅速回落至12.4吨，11月25日萎缩至1.2吨。交收量前高后低，说明周初交收活跃更多是集中交仓或期现套利，并非下游真实消费放量。但随着12月合约强势启动，盘面逻辑已从前期的去库压力转向对后市的预期拉动。

供应方面：本周国内铟各生产企业整体保持稳定运行，开工率未见明显波动，短期内暂未听闻有减产或复产计划。供应端总盘子维持平稳，但在现货流转环节，部分厂家的散单出货受阻，渠道内现货流通率持续低位。

需求方面：本周终端消费市场不温不火，对铟的实际需求毫无起色。月底产业链上下游的参市意向原本均较低，但在电子盘拉涨的带动下，下游在长协谈判期间的博弈需求开始抬头。

后市预测：百川盈孚预计下周精铟、粗铟价格均在4300-5300元/公斤的宽幅预测区间运行。供需面来看，短期内各生产企业暂无明确的减产或复产动作，整体产量预期维持平稳。进入12月，下游企业原本大概率延续按兵不动，但电子盘12月合约的强势拉涨改变了市场预期。12月是企业做年度数据报告、谈长协的时间节点，价格上涨更利于企业。综合来看，随着电子盘换月拉涨以及上下游对后市心态转为一致看好，预计下周铟市主流价格将保持偏强震荡。

以上内容摘自百川盈孚VIP信息服务周刊-铟锗专刊-第20261126期。

相关标的：锡业股份，华锡有色，株冶集团。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图41：本周铟价格走势图（元/公斤）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

3.10. 稀土：现货供应偏紧叠加大厂采购支撑，稀土价格延续涨势

市场综述：本周（2026.11.20-2026.11.26）稀土价格上调。截至 11 月 26 日，氧化镨钕市场均价 73.55 万元/吨，较上周五价格上调 1.24%；氧化镝市场均价 161 万元/吨，较上周五价格上调 1.9%；氧化铽市场均价 682.5 万元/吨，较上周五价格上调 2.63%。

本周稀土市场全面上调。周内稀土价格延续涨势，镨钕镝铽同步走高，镨钕现货供应紧张，大厂补货托底，询单氛围活跃，低价货源稀缺，金属厂逢低采购，随成交增加，贸易商积极参与，主流报价抬升，金属端出货不多，下游试探询单，补货相对理性，少量成交跟进。镝价格稳步上调，集团持续采购，厂家报价坚挺，下游压价采购困难，实单跟进尚可，铽价格大幅上涨，磁材企业入市招标，对价格支撑强势，询单氛围火热，报价成交同步上移。对于后市，镨钕现货供应难有增量，需求暂无明显变化，预计镨钕价格稳中上调，镝铽价格或高位调整。

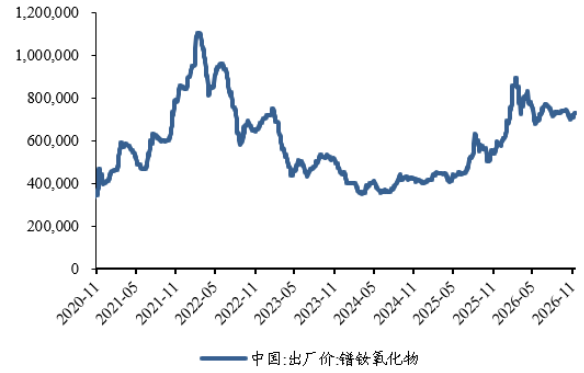
后市预测：综合来看，近期氧化镨钕场内现货数量有限，大厂采购稳价，居多商家预测，如下游需求面无明显提升下，整体行情以区间调整为主，上下调整空间有限；镝铽现货库存低位、大厂支撑力度较强，虽成交增量有限，但下行空间受限，价格整体或以坚挺偏强运行为主。

以上内容摘自百川盈孚 VIP 信息服务周刊-稀土专刊-第 20261126 期。

相关标的：中稀有色、中国稀土、北方稀土、宁波韵升、正海磁材、金力永磁。

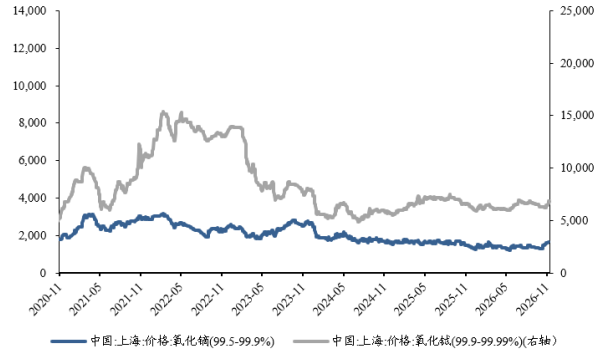
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图42：氧化镨钕价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图43：氧化镝、氧化铽价格走势（元/千克）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 风险提示

宏观政策风险，下游需求不及预期风险，价格波动风险。报告中提及的“相关标的”仅为对相关公司的罗列，不构成任何投资建议。投资者在做出投资决策时，应基于独立的分析和判断，全面评估公司的基本面、行业前景及市场环境等因素。

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn