

评级：**增持（维持）**

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师：任恒

执业证书编号：S0740525010001

Email: renheng@zts.com.cn

分析师：刘耀齐

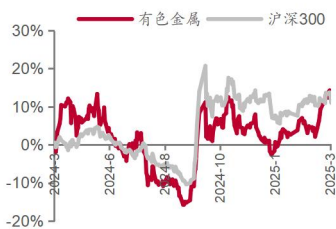
执业证书编号：S0740523080004

Email: liuyq07@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	141
行业总市值(亿元)	30,501.06
行业流通市值(亿元)	28,616.05

行业-市场走势对比



相关报告

- 1、《再议稀土&永磁板块投资逻辑》2025-03-20
- 2、《美国降息预期抬升，金属价格整体上涨》2025-03-18
- 3、《Alphamin Resources 锡矿暂停生产，供应进一步趋紧》2025-03-17

报告摘要

- **【本周关键词】**：美联储维持利率水平不变，电解铝和电解铜持续去库。
- **投资建议**：趋势的延续，维持行业“增持”评级。
 - 1) 贵金属：当前美国通胀增长相对温和，而本周初请失业金人数保持稳定，显示美国经济仍有韧性，黄金价格突破 3000 美元/盎司后短期预计将维持震荡。中长期看，美国远端国债实际收益率处于 2% 左右历史高位，高利率下美国经济压力逐步显现，随着全球信用格局重塑，贵金属价格将保持长期上行趋势。
 - 2) 大宗金属：本周，维持利率水平不变，美元温和走强，大宗金属有不同程度下跌。在长期供需格局重塑背景下，大宗金属价格进一步下行的空间有限，随着国内外政策的持续落地，行业有望迎来景气上行周期。
- **行情回顾：贵金属上涨，工业金属价格下跌。**
 - 1) 工业金属价格下跌：LME 铜、铝、铅、锌本周涨跌幅为 0.6%、-2.4%、-2.0%、-1.9%；SHFE 铜、铝、铅、锌的涨跌幅为 0.1%、-1.4%、-1.7%、-1.5%。
 - 2) 贵金属价格大幅上涨：COMEX 黄金收于 3028 美元/盎司，环比上涨 1.2%；COMEX 白银收 34 美元/盎司，环比下跌 2.4%；SHFE 黄金收于 707 元/克，环比上涨 1.7%；SHFE 白银收于 8207 元/千克，环比下跌 1.8%。
- **3) 本周有色行业指数跑输市场**：申万有色金属指数收于 4888.40 点，环比下跌 1.75%，跑输上证综指 0.15 个百分点。贵金属、金属新材料、工业金属、小金属和能源金属的涨跌幅分别为 2.27%、-0.81%、-1.12%、-4.42%、-5.09%。
- **宏观“三因素”总结：9 月以来触底回升，经济筑底震荡。**
 - 1) 中国因素：1-2 月经济表现起步平稳，发展态势良好。国内 2025 年 1-2 月全国规模以上工业增加值同比增长 5.9%（前值+6.2%）。2025 年 1-2 月全国固定资产投资累计同比增长 4.1%（前值+3.2%）。
 - 2) 美联储：美联储维持利率水平不变，同时放缓缩表。3 月 20 日凌晨，美联储公布 3 月份会议决议。会议决定维持 4.25%-4.5% 的利率水平不变，同时放缓缩表，将美国国债的每月赎回上限从 250 亿美元下调至 50 亿美元，机构 MBS 赎回上限不变。
 - 3) 欧洲经济：欧洲经济有复苏趋势。3 月欧元区经济景气指数为 39.8（前值 24.2），通胀指数为 6.0（前值-18.6）。2 月欧盟核心 CPI 当月同比为 2.8%（前值 2.9%）。
 - 4) 全球 2 月制造业景气度上行。2 月全球制造业 PMI 为 50.6，环比+0.5，维持在荣枯线上。
- **贵金属：长期上升趋势不变。**
 - 1) 黄金持仓：截至 3 月 21 日，黄金 ETF 持仓量（SPDR+iShares）1354.98 吨，环比提升 24.51 吨。
 - 2) 金价模型：截至 3 月 21 日，本周美国 10 年期国债名义收益率隐含通胀预期回升至 2.33，10 年期国债实际收益率环比降至 1.92，因此可计算出周期定价因子部分为 2027.39 美元/盎司，回落 6.11 美元/盎司，结构定价部分计算残差为 1010.76 美元/盎司，环比提升 66.21 美元/盎司。
 - 3) 金银比：截至 3 月 21 日，当前金银比 90.83，环比提升 2.97。
 - 4) 本周黄金波动的驱动因素包括：（1）3 月 FOMC 会议点阵图维持不变，并计划于 4 月放缓缩表步伐，鲍威尔积极安抚市场，美国经济衰退概率增加但仍然不高，且通胀取得进一步进展将有所延迟。（2）美国截至 3 月 15 日当周初请失业金人数为 22.3 万，略低于市场预期的 22.4 万，但略高于前值 22 万。
- **大宗金属：受供需面影响，大宗金属价格涨跌不一。**
 - 1、对于电解铝，铝价回调有效刺激出库 库存及现货市场表现偏强
 - 1) 供应方面，电解铝行业开工产能持续增加。本周电解铝行业增产为主，复产集中在四川以及新疆地区，新投产集中在青海地区。整体来看，本周电解铝行业运行产能

4375.50 万吨，较上周增加 3 万吨。根据百川，本周电解铝产量 86.21 万吨，环比增加 2.80%。

2) 盈利方面，行业即时吨盈利维持 3000 元以上。长江现货铝价 20780 元/吨，环比下降 0.91%；行业 90 分位现金成本 17646 元/吨，完全成本 18855 元/吨，目前全行业盈利，即时吨盈利达 3408 元。

3) 需求方面，下游加工开工率稳步上升。周内铝加工企业平均开工率为 62.84%，环比增加 1.22%。

4) 库存方面，国内铝元素全面去库，海外 LME 铝库去库延续。国内铝锭库存 93.6 万吨，环比减 5.2 万吨；海外方面，LME 铝库存 48.39 万吨，环比下降 0.36 万吨。全球库存 205.13 万吨，环比减少 1.79 万吨。

2、对于氧化铝，氧化铝现货价格进一步下跌，期货企稳

1) 供给方面，氧化铝产量减少。2025 年 3 月 21 日，根据钢联统计，氧化铝建成产能 10575 万吨，环比增加 0.095%；运行产能 9075 万吨，环比减少 20 万吨。氧化铝周度产量 175.4 万吨，环比上周减少 0.1 万吨。

2) 需求方面，供给过剩。氧化铝/电解铝产能运行比 2.07，供给过剩。本周氧化铝项目减停产与投产并行，氧化铝基本面维持小过剩格局，氧化铝现货价格短期仍维持偏弱运行为主。

3) 库存方面，氧化铝库存增加。库存从上周 391.4 万吨上升至 394.4 万吨，环比增加 3 万吨。

4) 盈利方面，氧化铝价格下进一步下跌。至 3 月 21 日，氧化铝价格 3174 元/吨，与上周-3.88%。铝土矿方面，国产矿 611 元/吨，环比下降 1.43%；几内亚进口矿 93 美金，环比持平。按照国产矿价计算，氧化铝成本 3096 元/吨，环比下降 1.14%，吨毛利 69 元/吨，环比减少 54%；按照几内亚进口铝土矿价格计算，氧化铝的成本 3666 元/吨，吨毛利-435 元/吨，环比减少 23.08%。

3、对于电解铜，矿冶矛盾持续加深，精炼铜出口大幅增加

1) 供给方面，铜精矿加工费再度大幅下跌。3 月 21 日 SMM 进口铜精矿指数（周报）-22.88 美元/吨，较上一期大幅下降 6.96 美元/吨，长单谈判后现货 TC 持续走低。据 SMM，巴拿马总统已批准出口 12 万实物吨 Cobre Panama 铜精矿，印尼政府亦批准 6 个月的铜精矿出口许可证。百川统计本周国内电解铜产量 23.11 万吨，环比+0.4 万吨，同比增加 1.97 万吨。

2) 需求方面，初端加工开工率恢复至正常。本周国内主要精铜杆企业周度开工率录得 69.93%，环比下降 5.21%。铜线缆企业开工率为 74.53%，环比下降 2.68 个百分点。

3) 库存方面，全球库存持续去化。海外库存方面，LME 铜库存 22.46 万吨，环比下降 0.91 万吨，较去年同期增加 11.08 万吨。COMEX 库存环比上周持稳至 9.34 万吨，较去年同期增加 6.26 万吨。国内库存方面，国内现货库存 41.95 万吨，环比增加 0.13 万吨，同比减少 3.28 万吨。全球库存总计 73.75 万吨，环比减少 0.79 万吨，同比增加 14.05 万吨，持续去库。

4) 中国 1-2 月精炼铜出口大幅增加。2025 年 1-2 月中国进口精炼铜约 53.3 万吨，同比增加 6.2%。出口精炼铜约 3.2 万吨，同比增加 131%。

风险提示：宏观波动、政策变动、测算前提假设不及预期、金属价格波动风险、产业政策不及预期的风险、下游消费不及预期的风险、研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等。

内容目录

1.行情回顾	5
1.1 股市行情回顾：A 股整体下跌，有色金属板块跑输上证综指.....	5
1.2 贵金属及基本金属：多数金属价格下跌，其中铜金保持上涨.....	6
2.宏观“三因素”运行跟踪：经济恢复动能增强	7
2.1 中国因素：1-2 月经济表现起步平稳，发展态势良好.....	7
2.2 美国因素：美联储维持利率水平不变，同时放缓缩表.....	8
2.3 欧洲因素：欧洲经济有复苏趋势.....	9
2.4 全球因素：2 月全球制造业 PMI 上行.....	9
3.贵金属：长期上升趋势不变	10
3.1 黄金定价逻辑调整，上行趋势延续.....	10
3.2 黄金 ETF 持仓环比提升，COMEX 黄金非商业多头持仓提升.....	11
3.3 金银比提升.....	12
4.大宗金属：供需紧平衡格局难以改变	13
4.1 电解铝：铝价回调有效刺激出库 库存及现货市场表现偏强.....	13
4.2 氧化铝：氧化铝现货价格进一步下跌，期货企稳.....	18
4.3 铜：矿冶矛盾持续加深，精炼铜出口大幅增加.....	20
5.投资建议：维持“增持”评级	22
6.风险提示	22

图表目录

图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅.....	5
图表 2：周内子板块涨跌幅表现.....	5
图表 3：周内有色金属领涨个股.....	6
图表 4：周内有色金属领跌个股.....	6
图表 5：基本金属及贵金属价格区间涨跌幅.....	6
图表 6：Comex 铜和 SHFE 铜比价差.....	7
图表 7：Comex 铝和 SHFE 铝比价差.....	7
图表 8：Comex 黄金和 SHFE 黄金比价差.....	7
图表 9：国内工业增加值当月同比 (%).....	8
图表 10：国内固定投资额累计同比 (%).....	8
图表 11：美国 CPI 和核心 CPI 同比 (%).....	8
图表 12：美国 PPI 同比 (%).....	8
图表 13：美国失业率季调 (%).....	9
图表 14：美国初请及续请失业金人数季调.....	9
图表 15：美联储利率政策市场预期.....	9
图表 16：美元指数走势图.....	9
图表 17：欧元区经济景气指数.....	9
图表 18：欧元区 CPI (%).....	9
图表 19：全球主要经济体制造业及服务业 PMI.....	10
图表 20：高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系 (美元/盎司).....	11
图表 21：十年期美债收益率与联邦基金利率 (%).....	11
图表 22：通胀预期与真实收益率 (%).....	11
图表 23：十年期美债实际收益率与 COMEX 黄金.....	11
图表 24：美国 CPI 与月度残差.....	11
图表 25：黄金 ETF 持仓情况 (吨).....	12

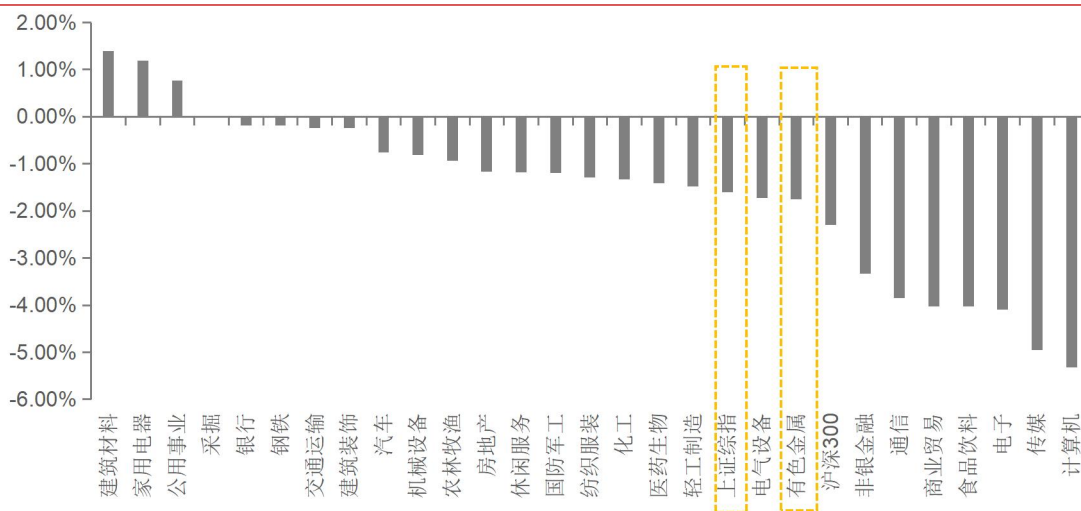
图表 26:	COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)	12
图表 27:	COMEX 黄金净持仓情况 (张)	12
图表 28:	全球央行购金 (吨)	12
图表 29:	金银比 (伦敦现货)	13
图表 30:	金银比修复行情历史复盘	13
图表 31:	电解铝企业已减产、拟减产情况 (单位: 万吨)	14
图表 32:	电解铝企业已复产、拟复产情况 (单位: 万吨)	14
图表 33:	电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况 (单位: 万吨)	15
图表 34:	国内电解铝产能周度运行情况统计 (万吨)	15
图表 35:	电解铝周度产量 (万吨)	16
图表 36:	国内电解铝月度表观需求 (万吨)	16
图表 37:	铝加工行业平均开工率 (%)	16
图表 38:	铝型材开工率 (%)	16
图表 39:	铝线缆开工率 (%)	16
图表 40:	铝板带开工率 (%)	17
图表 41:	铝箔开工率 (%)	17
图表 42:	国内铝锭总库存走势 (万吨)	17
图表 43:	国内铝棒总库存走势 (万吨)	17
图表 44:	国内铝锭年度社会库存走势对比 (万吨)	17
图表 45:	国内铝棒年度总库存走势对比 (万吨)	17
图表 46:	国内铝锭及铝棒总库存走势对比 (万吨)	18
图表 47:	国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)	18
图表 48:	全球铝年度总库存走势对比 (万吨)	18
图表 49:	LME 铝期货库存变动 (万吨)	18
图表 50:	电解铝的完全成本构成	18
图表 51:	电解铝成本曲线 (元/吨)	18
图表 52:	氧化铝运行产能 (万吨)	19
图表 53:	氧化铝库存 (万吨)	19
图表 54:	氧化铝生产成本构成	19
图表 55:	氧化铝现金成本曲线 (元/吨)	19
图表 56:	氧化铝产量 (万吨)	20
图表 57:	海内外铝土矿价格 (美元/吨; 元/吨)	20
图表 58:	铜矿 TC/RC	20
图表 59:	电解铜周度产量 (万吨)	21
图表 60:	中国电解铜制杆周度开工率 (%)	21
图表 61:	中国电线电缆周度开工率 (%)	21
图表 62:	LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)	21
图表 63:	境内及保税区社会库存变动 (万吨)	21
图表 64:	电解铜月度表观消费变动 (万吨)	22
图表 65:	电解铜社会库存变动 (万吨)	22
图表 66:	全球铜库存变动趋势 (万吨)	22

1. 行情回顾

1.1 股市行情回顾：A 股整体下跌，有色金属板块跑输上证综指

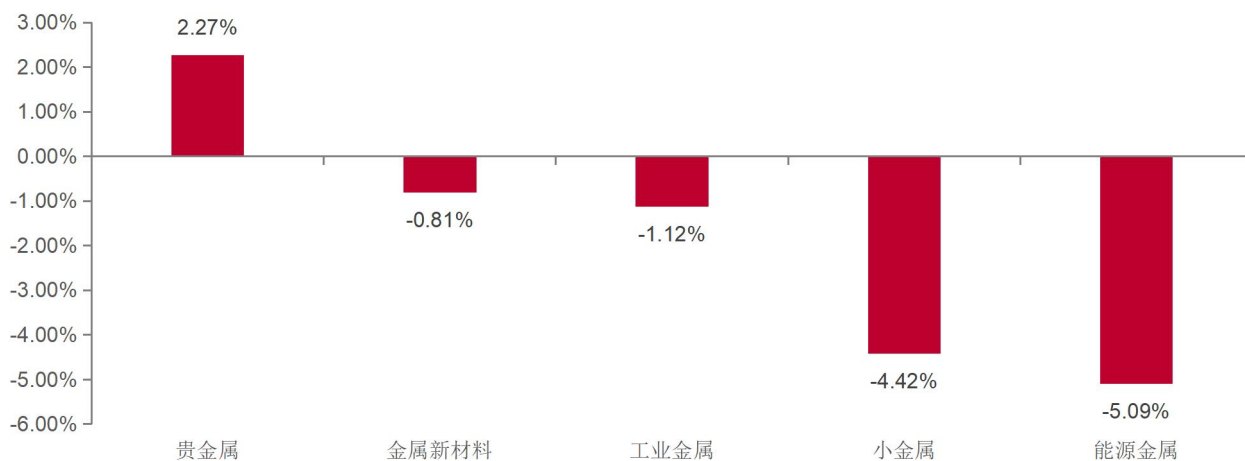
- 上证指数收于 3364.83 点，环比下跌 1.6%；深证成指收于 10687.55 点，环比下跌 2.65%；沪深 300 收于 3914.70 点，环比下跌 2.29%；申万有色金属指数收于 4888.40 点，环比下跌 1.75%，跑输上证综指 0.15 个百分点。
- 从子板块来看，贵金属、金属新材料、工业金属、小金属和能源金属的涨跌幅分别为 2.27%、-0.81%、-1.12%、-4.42%、-5.09%。

图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 2：周内子板块涨跌幅表现



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 3：周内有有色金属领涨个股

证券代码	证券名称	2025.3.21市值 (亿元)	2025.3.14市值 (亿元)	周涨跌幅
000612.SZ	焦作万方	101.10	86.20	17.3%
600988.SH	赤峰黄金	397.47	368.86	7.8%
002645.SZ	华宏科技	47.69	44.49	7.2%
002806.SZ	华锋股份	24.92	23.76	4.9%
000603.SZ	盛达资源	109.64	105.29	4.1%
002996.SZ	顺博合金	46.93	45.19	3.9%
600547.SH	山东黄金	1172.49	1133.12	3.5%
600711.SH	盛屯矿业	186.67	180.80	3.2%
002540.SZ	亚太科技	80.07	77.57	3.2%
603979.SH	金诚信	284.44	277.21	2.6%

来源：WIND，中泰证券研究所

图表 4：周内有有色金属领跌个股

证券代码	证券名称	2025.3.21市值 (亿元)	2025.3.14市值 (亿元)	周涨跌幅
002824.SZ	和胜股份	50.38	57.41	-12.3%
300337.SZ	银邦股份	102.58	116.63	-12.1%
600114.SH	东睦股份	122.78	138.75	-11.5%
002842.SZ	翔鹭钨业	19.81	22.15	-10.6%
603799.SH	华友钴业	597.41	665.64	-10.3%
300328.SZ	宜安科技	78.50	86.44	-9.2%
605376.SH	博迁新材	104.80	114.01	-8.1%
000960.SZ	锡业股份	254.44	272.05	-6.5%
002149.SZ	西部材料	107.85	115.22	-6.4%
688077.SH	大地熊	27.46	29.28	-6.2%

来源：WIND，中泰证券研究所

1.2 贵金属及基本金属：多数金属价格下跌，其中铜金保持上涨

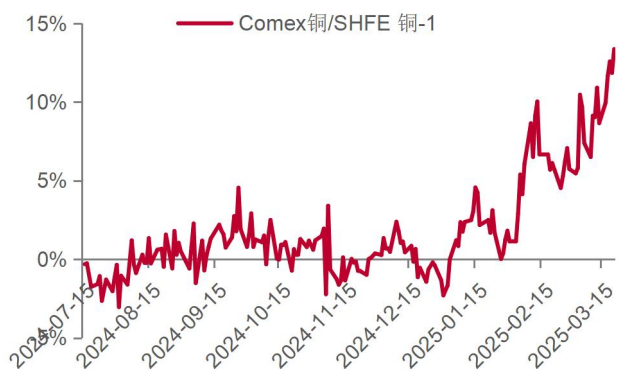
- 本周，黄金价格上涨。截至 3 月 21 日，COMEX 黄金收于 3028 美元/盎司，环比上涨 1.2%；COMEX 白银收 34 美元/盎司，环比下跌 2.4%；SHFE 黄金收于 707 元/克，环比上涨 1.7%；SHFE 白银收于 8207 元/千克，环比下跌 1.8%。
- 本周，多数基本金属价格下跌。具体来看：LME 铜、铝、铅、锌本周涨跌幅为 0.6%、-2.4%、-2.0%、-1.9%；SHFE 铜、铝、铅、锌的涨跌幅为 0.1%、-1.4%、-1.7%、-1.5%。

图表 5：基本金属及贵金属价格区间涨跌幅

	交易所	最新价格	本周涨跌幅	月度涨跌幅	年初至今涨跌幅
铜	LME	9,852	0.6%	4.3%	12.2%
	SHFE	80,610	0.1%	4.6%	9.3%
铝	LME	2,625	-2.4%	-2.1%	2.8%
	SHFE	20,700	-1.4%	0.0%	4.7%
铅	LME	2,027	-2.0%	1.7%	3.9%
	SHFE	17,430	-1.7%	2.7%	4.0%
锌	LME	2,928	-1.9%	1.8%	-2.1%
	SHFE	23,770	-1.5%	-0.6%	-6.6%
黄金	COMEX	3,028	1.2%	4.9%	14.7%
	SHFE	707	1.7%	5.6%	14.5%
白银	COMEX	34	-2.4%	5.2%	14.5%
	SHFE	8,207	-1.8%	4.3%	9.9%

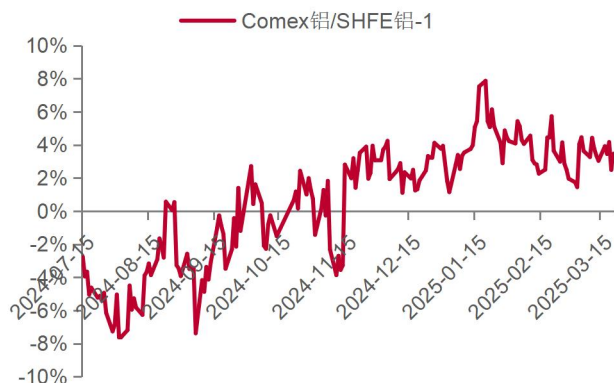
来源：WIND，中泰证券研究所，注：LME 金属单位为美元/吨，SHFE 金属单位为元/吨。

图表 6: Comex 铜和 SHFE 铜比价差



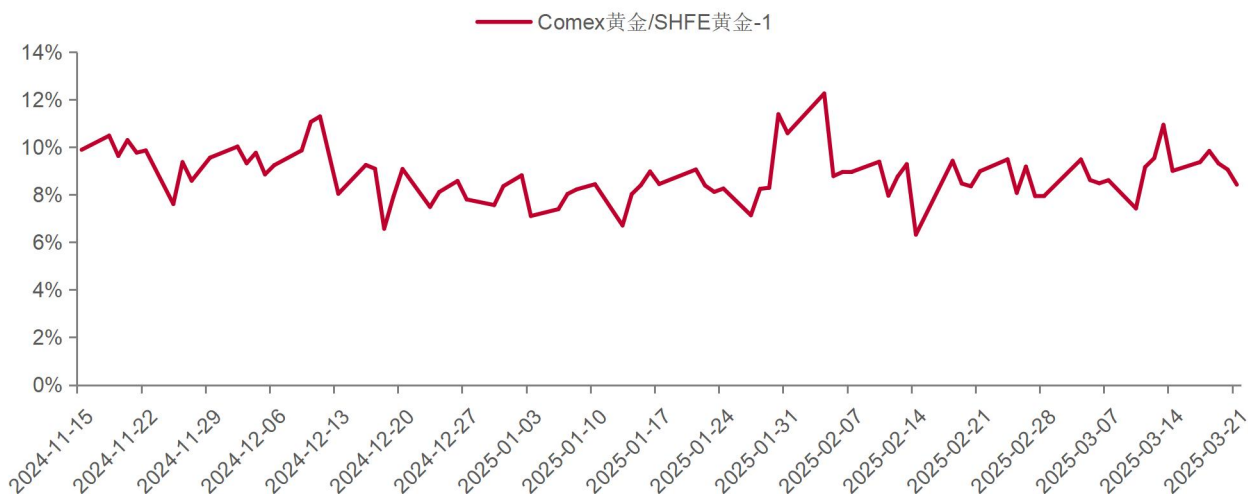
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 7: Comex 铝和 SHFE 铝比价差



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 8: Comex 黄金和 SHFE 黄金比价差



来源: WIND, 中泰证券研究所

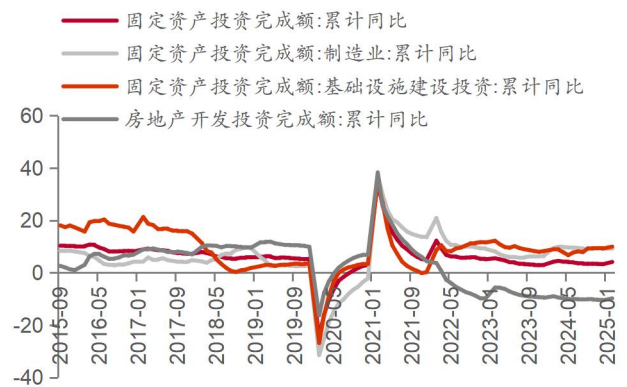
2. 宏观“三因素”运行跟踪：经济恢复动能增强

2.1 中国因素：1-2 月经济表现起步平稳，发展态势良好

- 国内 2025 年 1-2 月全国规模以上工业增加值同比增长 5.9% (前值+6.2%)。2025 年 1-2 月全国固定资产投资累计同比增长 4.1% (前值+3.2%)。

图表 9：国内工业增加值当月同比 (%)

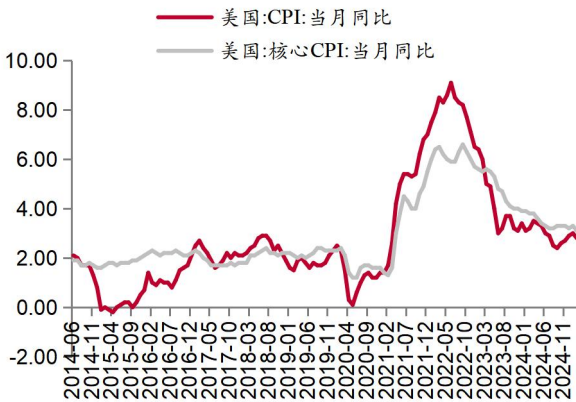

来源：WIND，中泰证券研究所

图表 10：国内固定资产投资额累计同比 (%)


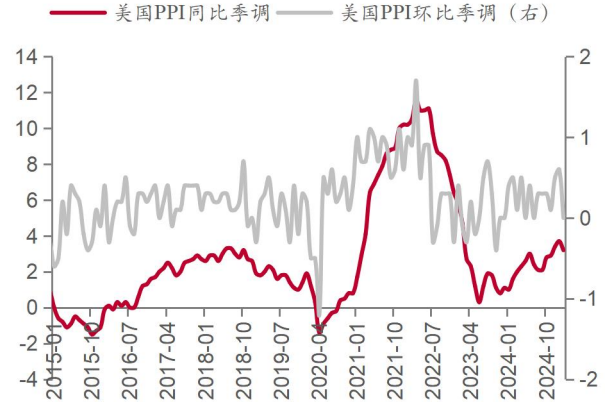
来源：WIND，中泰证券研究所

2.2 美国因素：美联储维持利率水平不变，同时放缓缩表

- 美联储维持利率水平不变：**美国 2 月 CPI 同比+2.8%（前值+3%），核心 CPI 同比+3.1%（前值+3.3%）。2 月美国 PPI 同比+3.2%（前值+3.7%），环比+0%（前值+0.6%）。3 月 20 日凌晨，美联储公布 3 月份会议决议。会议决定维持 4.25%-4.5% 的利率水平不变，同时放缓缩表，将美国国债的每月赎回上限从 250 亿美元下调至 50 亿美元，机构 MBS 赎回上限不变。
- 本周美元温和走强：**美国 3 月 15 日首次申领失业救济人数为 22.3 万人（前值 22.1 万人）。本周美元指数 104.15，环比+0.4%。

图表 11：美国 CPI 和核心 CPI 同比 (%)


来源：WIND，中泰证券研究所

图表 12：美国 PPI 同比 (%)


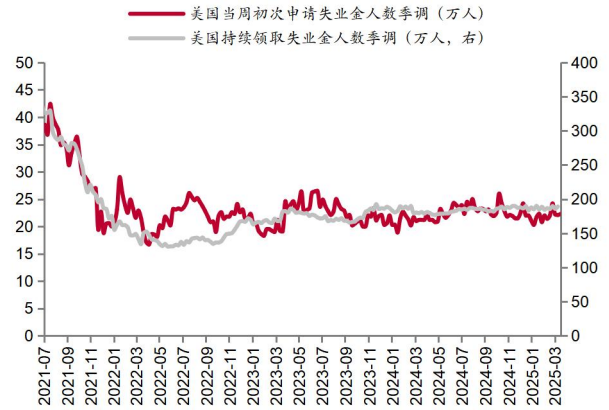
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 13: 美国失业率季调 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 14: 美国初请及续请失业金人数季调



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 15: 美联储利率政策市场预期

FED FUND FUTURES													
ZQH5	ZQJ5	ZQK5	ZQM5	ZQN5	ZQO5	ZQU5	ZQV5	ZQX5	ZQY5	ZQZ5	ZQF6	ZQG6	ZQH6
95.6713	95.6750	95.7300	95.7950	95.9175	96.0175	96.1000	96.1850	96.2675	96.3600	96.3700	96.3975	96.4150	
CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES													
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475		
2025/3/19					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	98.0%	0.0%		
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	17.6%	82.1%	0.0%			
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	14.0%	68.8%	16.9%			
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.9%	36.7%	47.4%	9.9%			
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.9%	25.8%	43.6%	23.1%	3.5%			
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	11.6%	32.1%	36.4%	16.2%	2.3%			
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.5%	19.8%	33.8%	28.3%	10.6%	1.4%			
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	7.2%	21.5%	33.1%	26.2%	9.5%	1.2%			
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.3%	2.4%	10.2%	23.9%	31.7%	22.7%	7.8%	0.9%			
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.5%	3.1%	11.3%	24.5%	31.0%	21.5%	7.2%	0.9%			
2026/6/17	0.0%	0.1%	0.6%	3.6%	12.2%	25.0%	30.4%	20.6%	6.8%	0.8%			
2026/7/29	0.0%	0.2%	1.4%	5.8%	15.4%	26.3%	27.8%	17.1%	5.3%	0.6%			
2026/9/16	0.0%	0.2%	1.2%	5.0%	13.8%	24.5%	27.6%	18.9%	7.3%	1.4%			
2026/10/28	0.0%	0.2%	1.1%	4.7%	13.0%	23.5%	27.3%	19.7%	8.3%	1.9%			
2026/12/9	0.1%	0.9%	3.9%	11.1%	21.2%	26.5%	21.4%	10.9%	3.4%	0.6%			

来源: CME, 中泰证券研究所, 注: 截至 2025 年 3 月 13 日

图表 16: 美元指数走势图

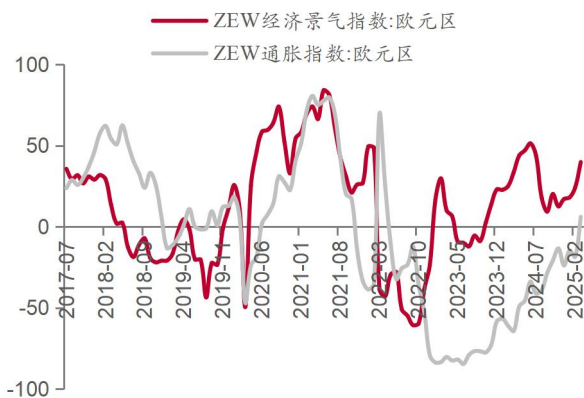


来源: WIND, 中泰证券研究所

2.3 欧洲因素: 欧洲经济有复苏趋势

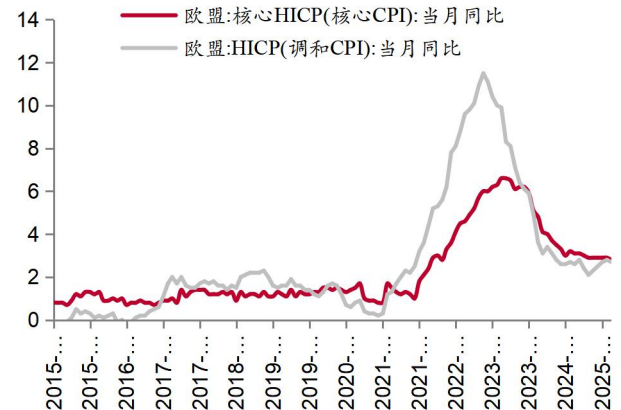
- 欧洲经济有复苏趋势。3月欧元区经济景气指数为 39.8 (前值 24.2), 通胀指数为 6.0(前值-18.6)。2月欧盟核心 CPI 当月同比为 2.8%(前值 2.9%)。

图表 17: 欧元区经济景气指数



来源: WIND, 中泰证券研究所

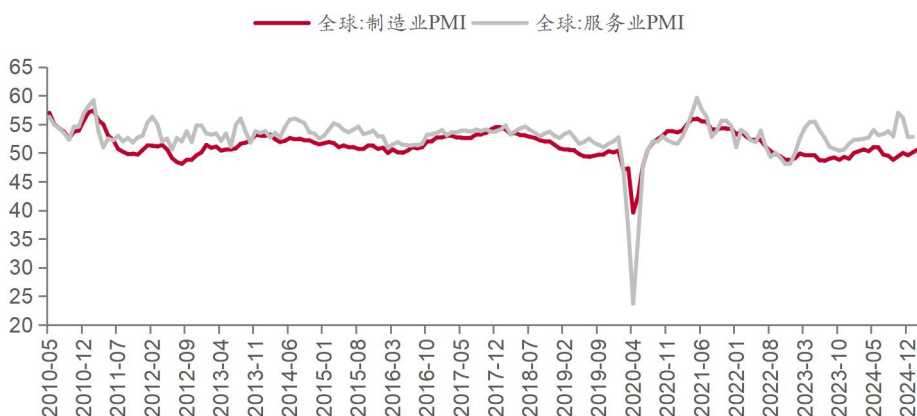
图表 18: 欧元区 CPI (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

2.4 全球因素: 2月全球制造业 PMI 上行

- **全球 2 月制造业景气度上行。**2 月全球制造业 PMI 为 50.6，环比+0.5，维持在荣枯线上。

图表 19：全球主要经济体制造业及服务 PMI


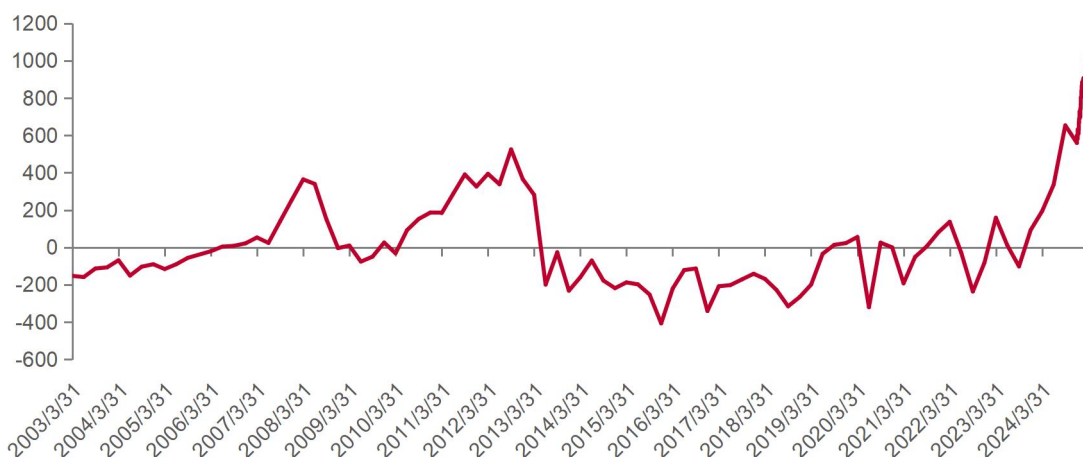
来源：WIND，中泰证券研究所

3. 贵金属：长期上升趋势不变

3.1 黄金定价逻辑调整，上行趋势延续

- **历史上金价基于美债真实收益率的预测模型有效。**通过比较金价实际利率预测模型的残差我们发现，2006 年至 2021 年，残差均值基本为零，意味着从历史周期来看，美债真实收益率的预测模型有效，两者之间存在稳定的锚定关系，但短期来看该模型会因为流动性压力、通缩及通胀担忧以及金融市场的大幅波动带来较大扰动。如下图所示，在 2008 年金融危机、2011 年油价快速上行时，该指标到达历史极高值位置（均值两倍标准差），当 2013 年欧债危机导致的流动性危机、2015 年通缩预期升温时，该指标又达到历史极低值附近（负的均值两倍标准差）。
- **本周期黄金的定价逻辑发生变化。**自 2022 年以来，由于美债体系在利息滚动支付的压力下愈发膨胀，美国财政赤字仍在增长，叠加地缘政治不确定性加剧，以及较明确的逆全球化、去美元化、黄金再货币化进程中，全球央行选择持续购入黄金，导致残差均值达到历史极高值附近，形成周期因子之外的结构性定价因子。
- 因此目前金价可以拆分为周期定价（即实际利率预测模型）和结构定价两部分，截至 3 月 21 日，本周美国 10 年期国债名义收益率隐含通胀预期回升至 2.33，10 年期国债实际收益率环比降至 1.92，因此可计算出周期定价因子部分为 2027.39 美元/盎司，回落 6.11 美元/盎司，结构定价部分计算残差为 1010.76 美元/盎司，环比提升 66.21 美元/盎司。
- **本周黄金波动的驱动因素包括：**（1）3 月 FOMC 会议点阵图维持不变，并计划于 4 月放缓缩表步伐，鲍威尔积极安抚市场，美国经济衰退概率增加但仍然不高，且通胀取得进一步进展将有所延迟。（2）美国截至 3 月 15 日当周初请失业金人数为 22.3 万，略低于市场预期的 22.4 万，但略高于前值 22 万。

图表 20：高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系（美元/盎司）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 21：十年期美债收益率与联邦基金利率（%）



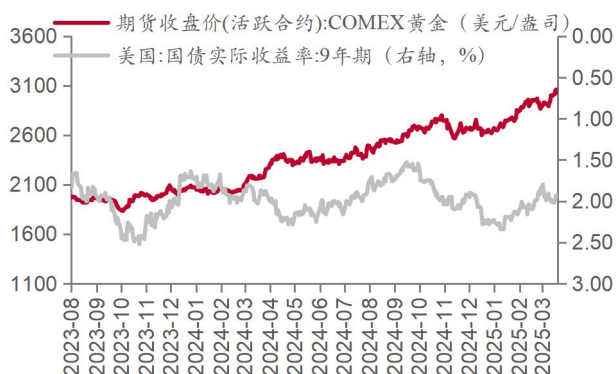
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 22：通胀预期与真实收益率（%）



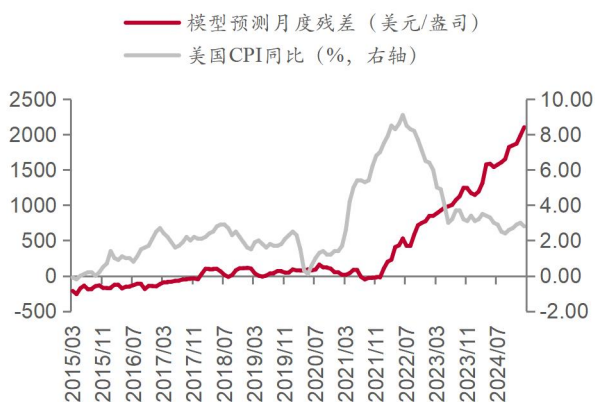
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 23：十年期美债实际收益率与 COMEX 黄金



来源：WIND，中泰证券研究所

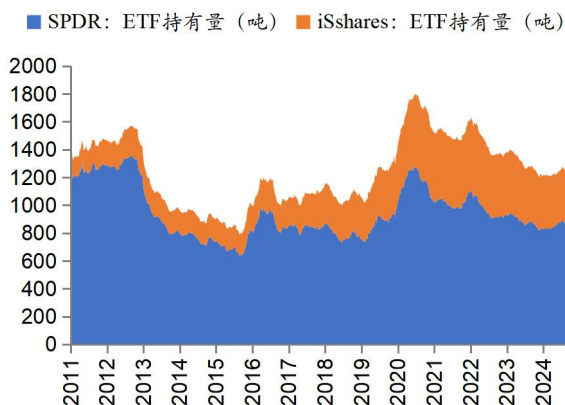
图表 24：美国 CPI 与月度残差



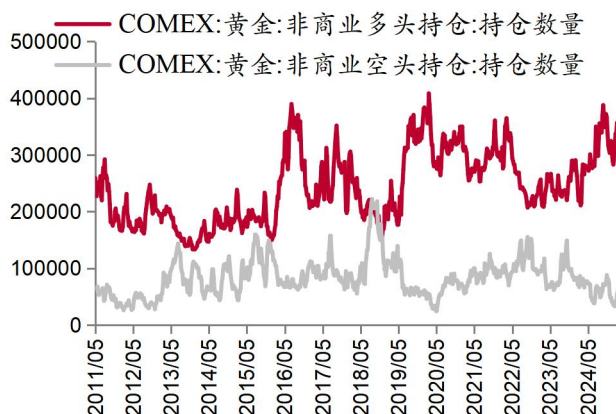
来源：WIND，中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓环比提升，COMEX 黄金非商业多头持仓提升

- 黄金 ETF 持仓环比提升，COMEX 黄金非商业多头持仓提升。**截至 3 月 21 日，黄金 ETF 持仓量（SPDR+iShares）1354.98 吨，环比提升 24.51 吨。截至 3 月 18 日，COMEX 黄金非商业多头持仓提升至 32.17 万张附近（前值 29.62 万张），同时非商业空头持仓提升至 6.37 万张附近（前值 6.01 万张附近），净多头持仓量提升至 25.79 万张（前值 23.61 万张）。

图表 25：黄金 ETF 持仓情况（吨）


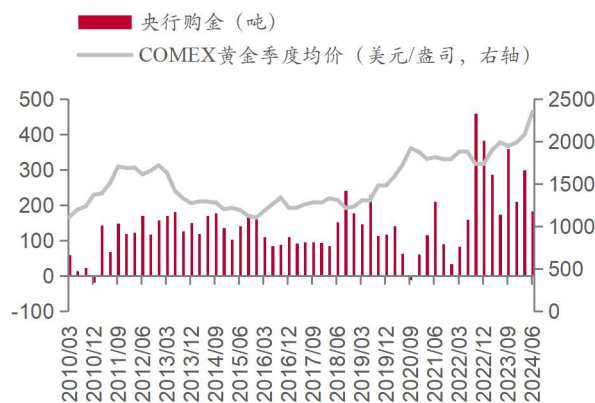
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 26：COMEX 黄金多头与空头持仓情况（张）


来源：WIND，中泰证券研究所

图表 27：COMEX 黄金净持仓情况（张）


来源：WIND，中泰证券研究所

图表 28：全球央行购金（吨）


来源：WIND，中泰证券研究所

3.3 金银比提升

- 金银比，是衡量白银相对价格高低的一个有效指标。**从 2020 年至今，金银比总体上运行于 60-90 区间，中枢水平抬升至 82，靠近区间上沿，则往往银价相对黄金被低估，金银比修复的动力则往往来源于工业属性（经济复苏期）的增强。截至 3 月 21 日，当前金银比 90.83，环比提升 2.97。

图表 29：金银比（伦敦现货）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 30：金银比修复行情历史复盘

起始日期	结束日期	修复时间(天数)	金银比变化	白银涨幅	黄金涨幅
2003/6/5	2006/5/30	1090	81.94→50.07, 变化 38.89%	190%	77%
2008/10/10	2011/4/28	930	84.39→31.71, 变化 55.31%	381%	81%
2016/2/29	2016/7/14	136	83.20→65.79, 变化 20.93%	36%	8%

来源：WIND，中泰证券研究所

4. 大宗金属：供需紧平衡格局难以改变

4.1 电解铝：铝价回调有效刺激出库 库存及现货市场表现偏强

- 供给：电解铝行业开工产能持续增加。**本周电解铝行业增产为主，复产集中在四川以及新疆地区，新投产集中在青海地区。整体来看，本周电解铝行业运行产能 4375.50 万吨，较上周增加 3 万吨。根据百川，本周电解铝产量 86.21 吨，环比增加 2.80%。
 - 1) **无新增减产。**截至 2025 年 3 月 20 日，2025 年中国电解铝已减产 4.5 万吨。
 - 2) **新增复产 2 万吨。**截至 2025 年 3 月 20 日，2025 年中国电解铝总复产规模 57.7 万吨，已复产 30.5 万吨，待复产 27.2 万吨。四川及新疆各复产 1 万吨。
 - 3) **新增投产 1 万吨。**截至 2025 年 3 月 20 日，2025 年中国电解铝新产能 241.5 万吨，已投产 5 万吨，中铝青海本周新投产 1 万吨。
- 需求：铝加工板块开工率稳步上升。**截止 2025 年 3 月 21 日，铝加工企业平均开工率为 62.84%，环比增加 1.22%。工业型材领域延续新能源驱动格局，新能源汽车产业链维持高景气运行，光伏型材主流企业基本实现满负荷生产；建筑型材呈现两极分化态势，龙头企业依托渠道优势维持正常排产，但订单结构未现明显改善；中小厂商则受制于资金压力，开工率仍处低位，仅维持现款现货的门窗订单生产。
- 库存：国内铝元素全面去库，海外 LME 铝库去库延续。**
 - 1) 国内方面，2025 年 3 月 21 日，根据钢联统计，国内铝锭库存 93.6 万吨，环比减 5.2 万吨；国内铝棒库存 53.85 万吨，环比减 4.09 万吨；国内铝锭+铝棒库存 147.45 万吨，环比减 9.29 万吨；

2) 海外方面, 截止 3 月 21 日, LME 铝库存 48.39 万吨, 环比下降 0.36 万吨。全球库存 205.13 万吨, 环比减少 1.79 万吨。

- **盈利: 行业即时吨盈利维持 3000 元以上。**长江现货铝价 20780 元/吨, 环比下降 0.91%; 行业 90 分位现金成本 17646 元/吨, 完全成本 18855 元/吨, 目前全行业盈利, 即时吨盈利达 3408 元。
- **中国进出口: 2025 年 1-2 月份未锻轧非合金铝(即铝锭)月度进口量分别为 16.15 万吨和 20.02 万吨, 同比下降 34.81%和 10.69%, 前两月累计进口 36.17 万吨, 同比降幅超 23%。2025 年 1-2 月份未锻轧非合金铝(即铝锭)出口接近 1.2 万吨, 去年同期出口量不足千吨。2025 年 1-2 月份未锻轧非合金铝(即铝锭)净进口量接近 35 万吨, 同比下降近 26%。**

图表 31: 电解铝企业已减产、拟减产情况 (单位: 万吨)

省份	企业	总产能	现运行产能	已减产	减产时间	已确定减产	或减产但未明确
河南	河南豫港龙象铝业有限公司	60	52.5	2.5	2025/1	12	
青海	中国铝业股份有限公司青海分公司	40	40	0	2025 年二季度	40	
新疆	新疆农六师铝业有限公司	163	163	0	待定	28	
山东	山东魏桥铝电有限公司	562	500	0	待定		100
山西	山西晋能集团朔州能源铝硅合金有限公司	7	5	2	2025/1		100
	总计			4.5		80	

来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 32: 电解铝企业已复产、拟复产情况 (单位: 万吨)

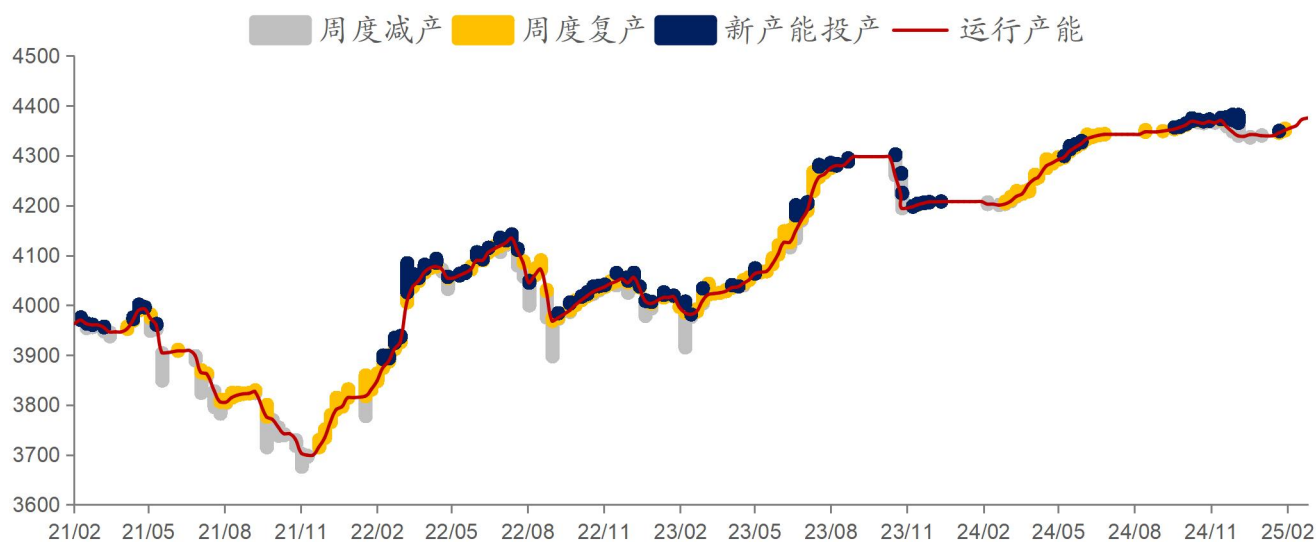
省份	企业	总复产规模	已复产	始复产通电时间	待复产	预期年内还可复产	预期年内最终实现累计
广西	广西百色广投银海铝业有限责任公司	10	0	2025 年二季度	10	10	10
广西	广西翔吉有色金属有限公司	3.5	0	2025/4	3.5	3.5	3.5
贵州	安顺市铝业有限公司	8.5	2	2025 年一季度	6.5	6.5	8.5
贵州	贵州兴仁登高新材料有限公司	1.2	0	2025 年二季度	1.2	1.2	1.2
山西	山西兆丰铝电有限责任公司	2	2	2025/2	0	0	2
四川	四川启明星铝业有限责任公司	6	6	2025/2	0	0	6
四川	四川地区电解铝企业	22.5	19.5	2025 年一季度	3	3	22.5
新疆	新疆天龙矿业股份有限公司	2	1	2025/3	1	1	2
山西	山西晋能集团朔州能源铝硅合金有限公司	2	0	待定	2	2	2
	总计	57.7	30.5		27.2	2.2	57.7

来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 33：电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况（单位：万吨）

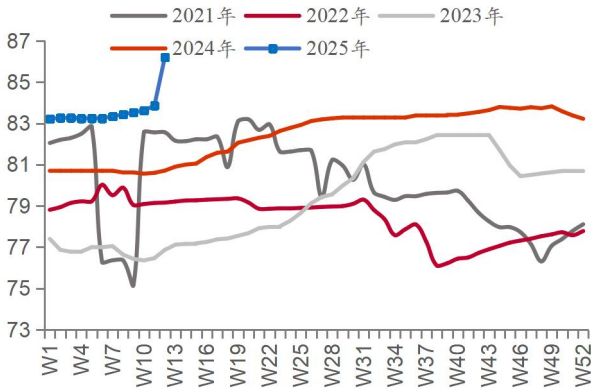
省份	企业	新产能规模	已投产	始投产时间	待投产	预期年内还可投产	预期年内最终实现累计
内蒙古	内蒙古东山铝业有限公司	20	0	2025 年四季度	20	20	20
内蒙古	内蒙古煤鸿骏铝电有限责任公司扎哈淖尔分公司	35	0	2025 年年底	35	35	35
新疆	新疆农六师铝业有限公司准东项目	28	0	待定	28	28	28
贵州	六盘水双元铝业有限公司	3.5	0	2025 年一季度	3.5	3.5	3.5
青海	中国铝业股份有限公司青海分公司	49	5	2025 年一季度	44	44	49
	鹤庆溢鑫铝业有限公司	3	0	2025/5	3	3	3
云南	云南宏泰新型材料有限公司	53	0	待定	53	53	53
云南	云南宏合新型材料有限公司	50	0	待定	50	50	50
	总计	241.5	5		236.5	236.5	241.5

来源：百川，中泰证券研究所

图表 34：国内电解铝产能周度运行情况统计（万吨）


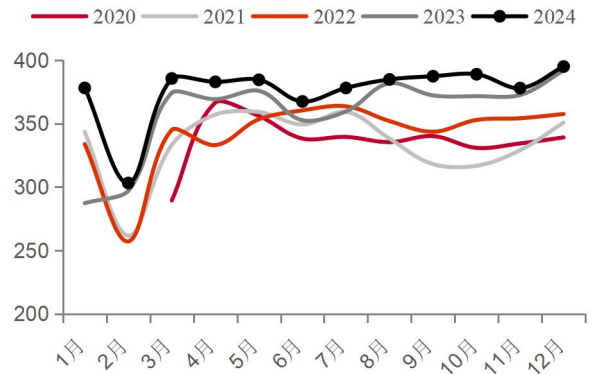
来源：百川，中泰证券研究所

图表 35: 电解铝周度产量 (万吨)



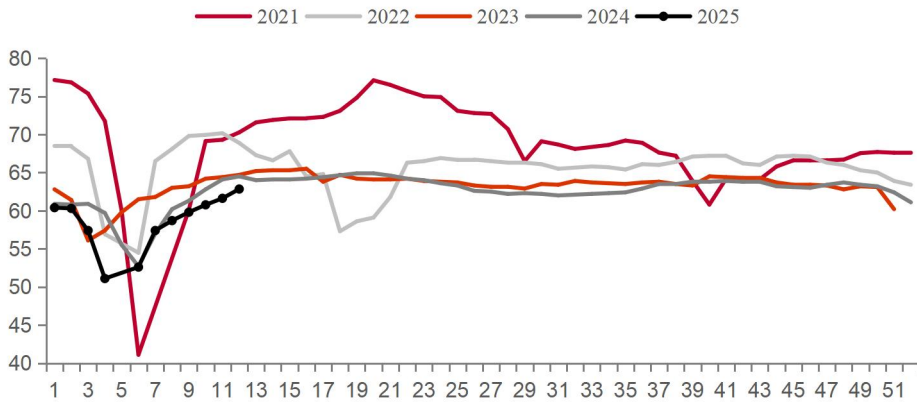
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 36: 国内电解铝月度表观需求 (万吨)



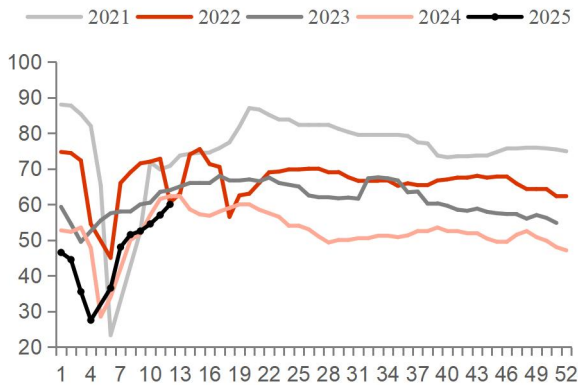
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 37: 铝加工行业平均开工率 (%)



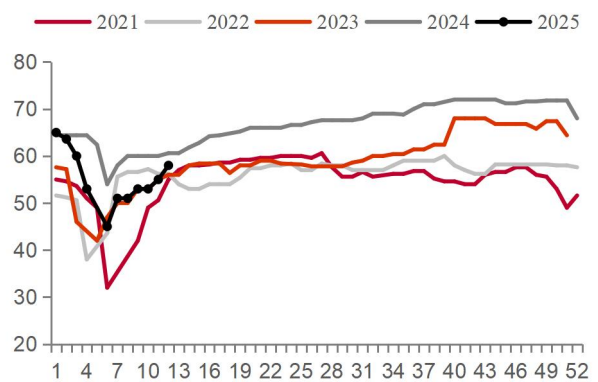
来源: WIND, SMM, 中泰证券研究所

图表 38: 铝型材开工率 (%)



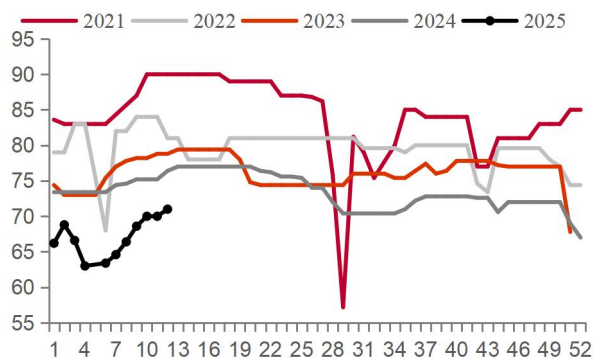
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 39: 铝线缆开工率 (%)



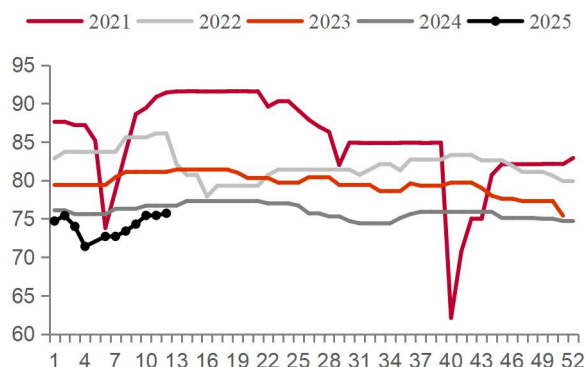
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 40: 铝板带开工率 (%)



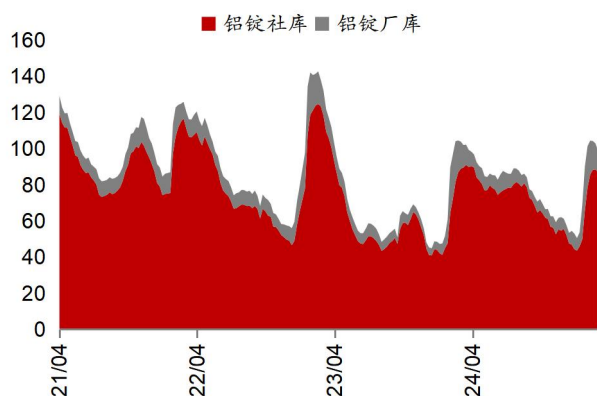
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 41: 铝箔开工率 (%)



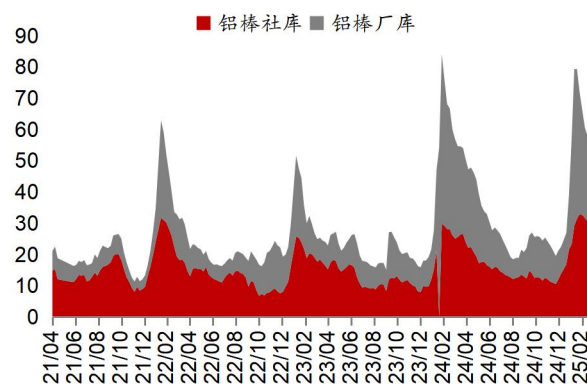
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 42: 国内铝锭总库存走势 (万吨)



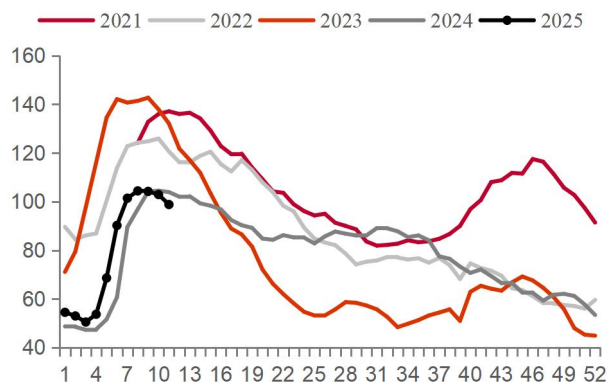
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 43: 国内铝棒总库存走势 (万吨)



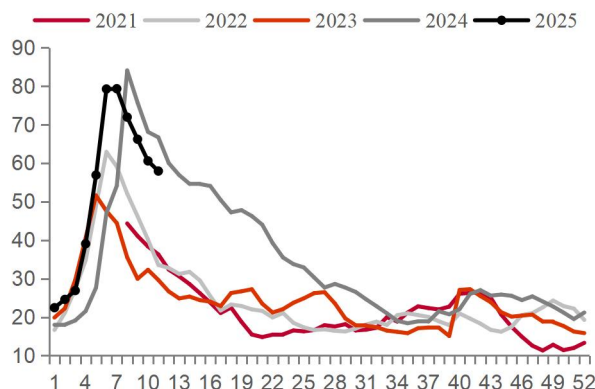
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 44: 国内铝锭年度社会库存走势对比 (万吨)



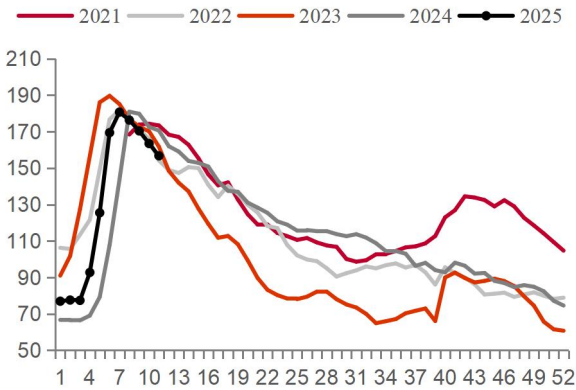
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 45: 国内铝棒年度总库存走势对比 (万吨)



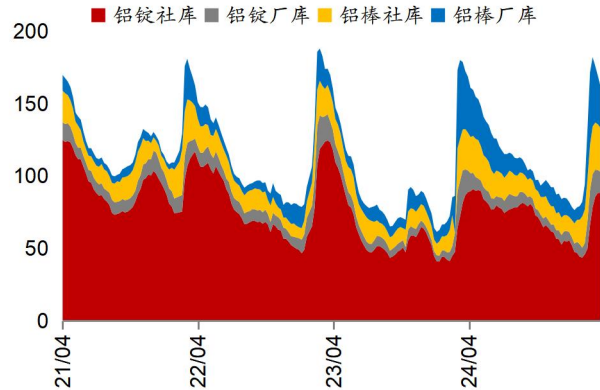
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 46: 国内铝锭及铝棒总库存走势对比 (万吨)



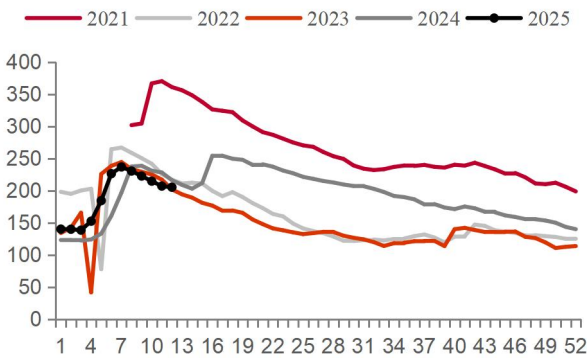
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 47: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)



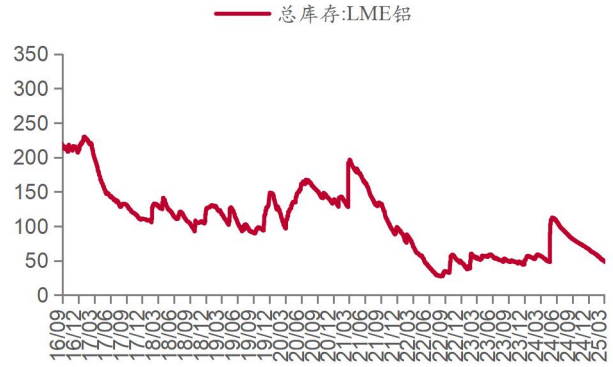
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 48: 全球铝年度总库存走势对比 (万吨)



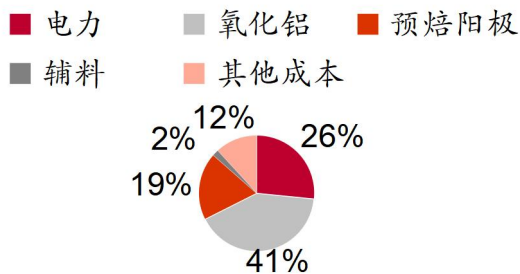
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 49: LME 铝期货库存变动 (万吨)



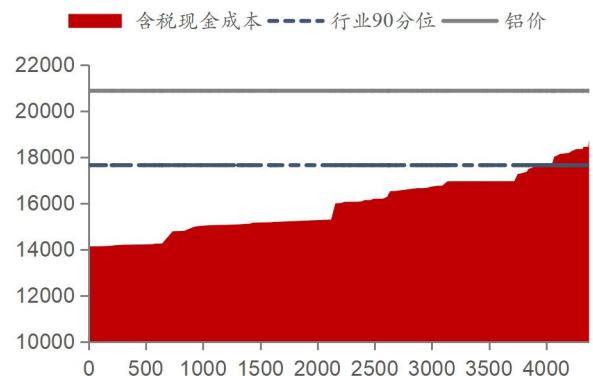
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 50: 电解铝的完全成本构成



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 51: 电解铝成本曲线 (元/吨)



来源: WIND, 阿拉丁, 钢联, 中泰证券研究所

4.2 氧化铝: 氧化铝现货价格进一步下跌, 期货企稳

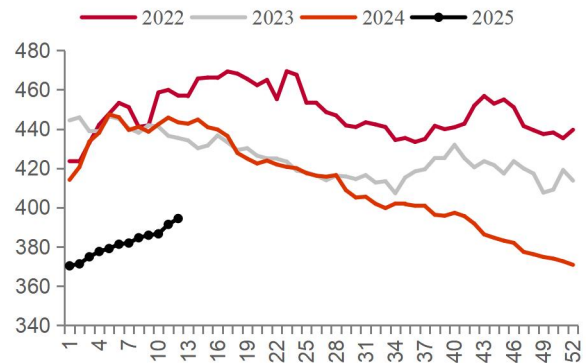
- **氧化铝产量减少。**2025年3月21日,根据钢联统计,氧化铝建成产能10575万吨,环比增加0.095%;运行产能9075万吨,环比减少20万吨。氧化铝周度产量175.4万吨,环比上周减少0.1万吨。
- **供给过剩。**氧化铝/电解铝产能运行比2.07,供给过剩。本周氧化铝项目减产停产与投产并行,氧化铝基本面维持小过剩格局,氧化铝现货价格短期仍维持偏弱运行为主。
- **库存增加。**库存从上周391.4万吨上升至394.4万吨,环比增加3万吨。
- **氧化铝价格进一步下跌。**截至3月21日,氧化铝价格3174元/吨,与上周-3.88%。铝土矿方面,国产矿611元/吨,环比降1.43%;几内亚进口矿93美金,环比下降1美金。按照国产矿价计算,氧化铝成本3096元/吨,环比下降1.14%,吨毛利69元/吨,环比减少54%;按照几内亚进口铝土矿价格计算,氧化铝的成本3666元/吨,吨毛利-435元/吨,环比减少23.08%。
- **中国进出口:**2025年1月份中国出口氧化铝19.76万吨,环比增4.9%,同比增42.9%;1月进口氧化铝3.59万吨,环比增134.8%,同比降89.8%。1月净出口氧化铝达到16.17万吨。2025年2月份中国出口氧化铝20.73万吨,环比增4.9%,同比增48.9%;1-2月出口氧化铝40.49万吨,累计同比增45.9%;2月进口氧化铝4.17万吨,环比增16.2%,同比降85.7%;1-2月进口氧化铝7.76万吨,累计同比降87.9%。2月净出口氧化铝达到16.56万吨,1-2月累计净出口达到32.73万吨。

图表 52: 氧化铝运行产能 (万吨)



来源: 钢联, 中泰证券研究所

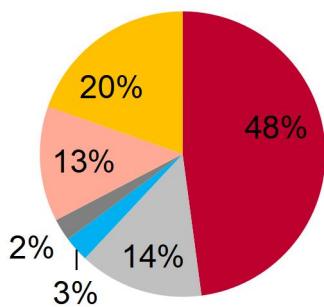
图表 53: 氧化铝库存 (万吨)



来源: 钢联, 中泰证券研究所

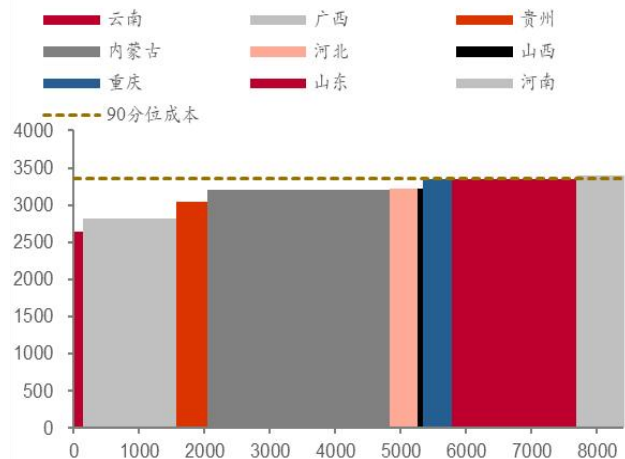
图表 54: 氧化铝生产成本构成

■ 铝土矿 ■ 液碱 ■ 石灰



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 55: 氧化铝现金成本曲线 (元/吨)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 56: 氧化铝产量 (万吨)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 57: 海内外铝土矿价格 (美元/吨; 元/吨)



来源: 钢联, 百川, 中泰证券研究所

4.3 铜: 矿冶矛盾持续加深, 精炼铜出口大幅增加

■ 供应: 矿冶矛盾持续加深, 炼厂减产预期增强

1) 铜精矿: 铜精矿加工费再度大幅下跌。3月21日SMM进口铜精矿指数(周)报—22.88美元/吨, 较上一期大幅下降6.96美元/吨, 长单谈判后现货TC持续走低。据SMM, 巴拿马总统已批准出口12万实物吨Cobre Panama铜精矿, 印尼政府亦批准6个月的铜精矿出口许可证。

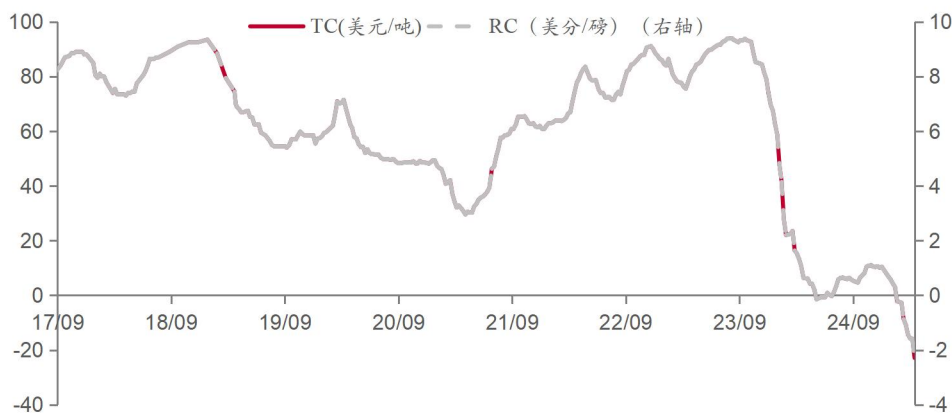
2) 电解铜: 国内炼厂周度产量回升。百川统计本周国内电解铜产量23.11万吨, 环比+0.4万吨, 同比增加1.97万吨。

■ 需求: 初端加工开工率恢复至正常。本周国内主要精铜杆企业周度开工率录得69.93%, 环比下降5.21%。铜线缆企业开工率为74.53%, 环比下降2.68个百分点。

■ 库存: 全球库存持续去化。海外库存方面, LME铜库存22.46万吨, 环比下降0.91万吨, 较去年同期增加11.08万吨。COMEX库存环比上周持稳至9.34万吨, 较去年同期增加6.26万吨。国内库存方面, 国内现货库存41.95万吨, 环比增加0.13万吨, 同比减少3.28万吨。全球库存总计73.75万吨, 环比减少0.79万吨, 同比增加14.05万吨, 持续去库。

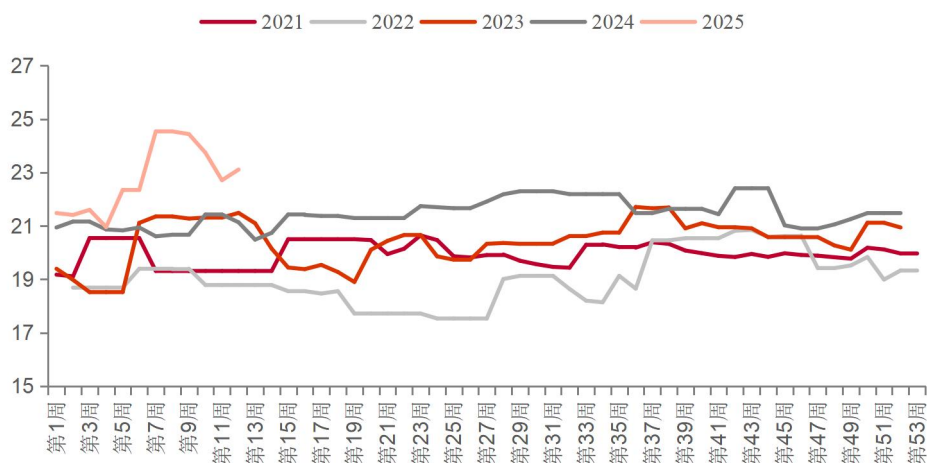
■ 中国1-2月精炼铜出口大幅增加: 2025年1-2月中国进口精炼铜约53.3万吨, 同比增加6.2%。出口精炼铜约3.2万吨, 同比增加131%。

图表 58: 铜矿 TC/RC



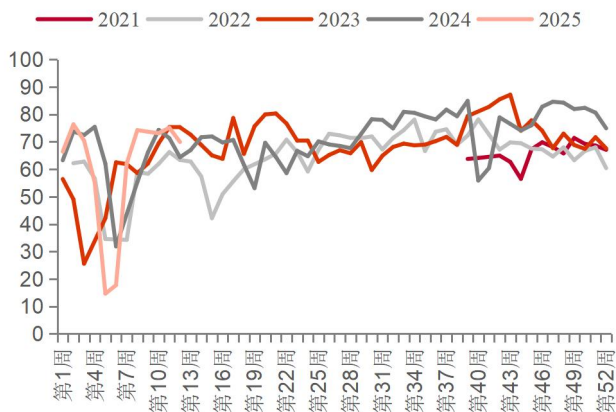
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 59：电解铜周度产量（万吨）



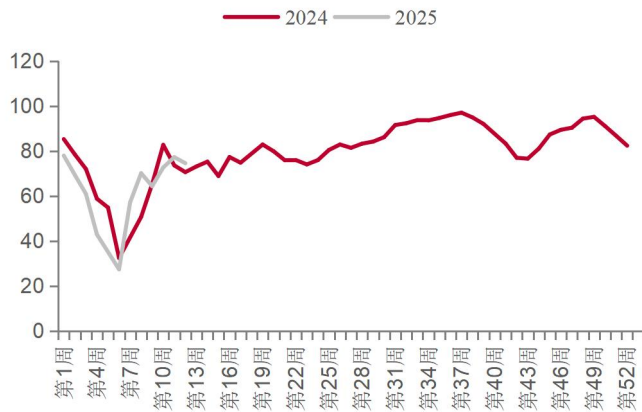
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 60：中国电解铜制杆周度开工率（%）



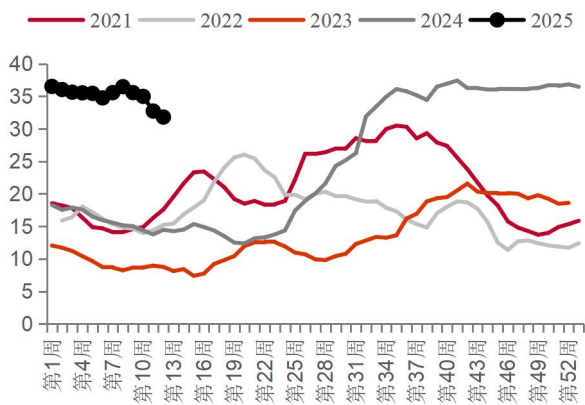
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 61：中国电线电缆周度开工率（%）



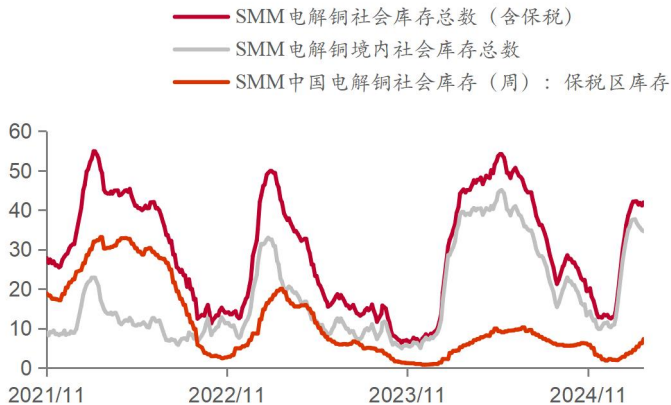
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 62：LME+COMEX 库存变动趋势（吨）



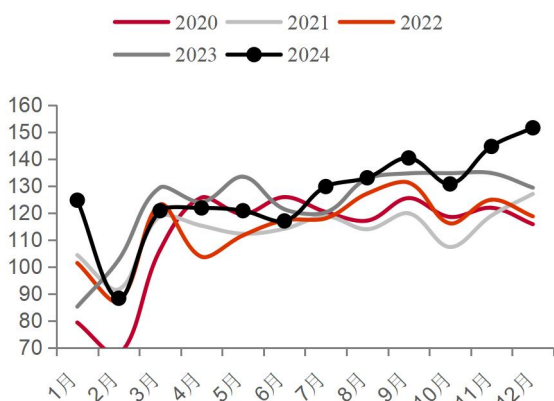
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 63：境内及保税区社会库存变动（万吨）



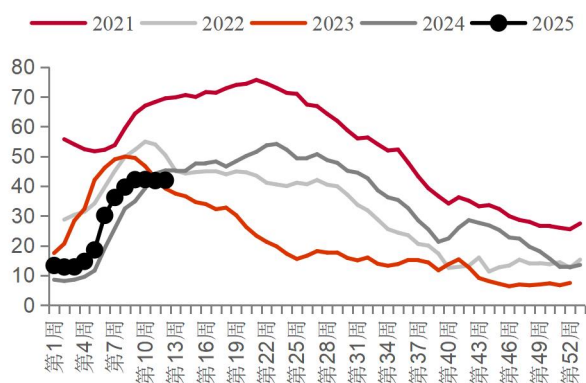
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 64：电解铜月度表观消费变动（万吨）



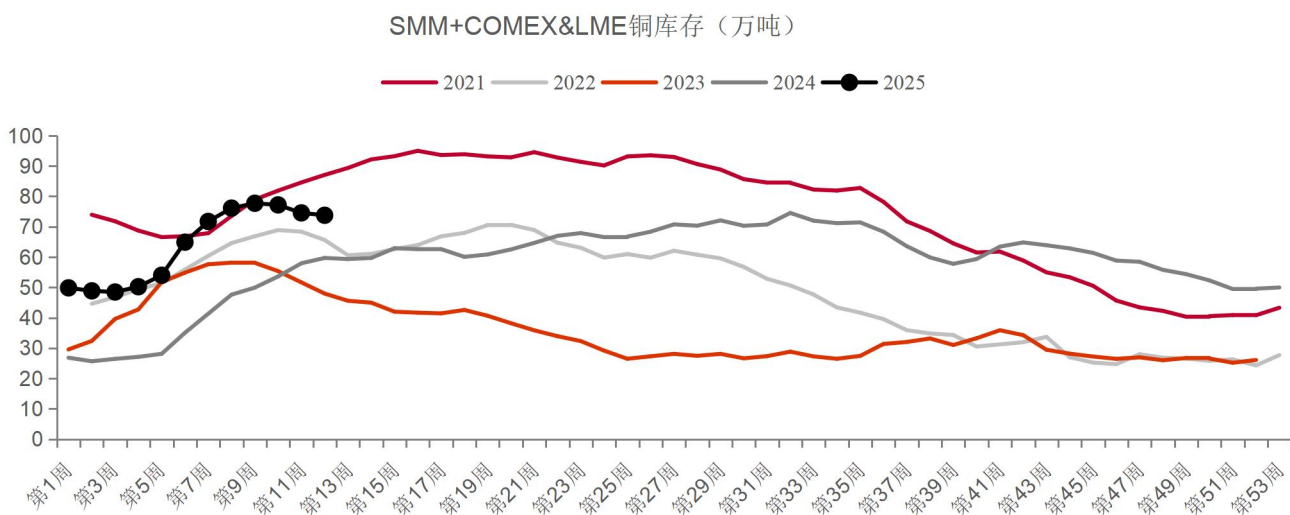
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 65：电解铜社会库存变动（万吨）



来源：SMM，中泰证券研究所

图表 66：全球铜库存变动趋势（万吨）



来源：WIND，SMM，中泰证券研究所

5.投资建议：维持“增持”评级

- 1) 贵金属：当前美国通胀增长相对温和，而本周初请失业金人数保持稳定，显示美国经济仍有韧性，黄金价格突破 3000 美元/盎司后短期预计将维持震荡。中长期看，美国远端国债实际收益率处于 2% 左右历史高位，高利率下美国经济压力逐步显现，随着全球信用格局重塑，贵金属价格将保持长期上行趋势。
- 2) 大宗金属：本周，维持利率水平不变，美元温和走强，大宗金属有不同程度下跌。在长期供需格局重塑背景下，大宗金属价格进一步下行的空间有限，随着国内外政策的持续落地，行业有望迎来景气上行周期。

6.风险提示

- 宏观经济波动带来的风险
- 政策变动带来的风险
- 测算前提假设不及预期
- 金属价格波动风险
- 产业政策不及预期的风险
- 下游消费不及预期的风险
- 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
备注：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）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。