

有色金属

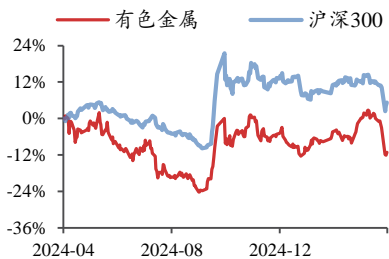
2025年04月10日

4月关注黄金板块的防守效应

——行业月报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《铜生产波动再现，关注供给边际变化—行业点评报告》-2025.2.28

《黄金深度(三)：初探美国资产货币化对金价的影响—行业深度报告》-2025.2.27

《俄罗斯计划恢复对美出口铝或将加剧中国原铝供应紧张—行业点评报告》-2025.2.25

温佳贝（分析师）

wenjiabei@kysec.cn

证书编号：S0790524040009

陈权（联系人）

chenquan@kysec.cn

证书编号：S0790123100016

冯伟珉（联系人）

fengweimin@kysec.cn

证书编号：S0790124070040

● 行业策略：4月关注黄金板块的防守效应

4月推荐黄金板块标的。2025年上半年，市场风险偏好在美国关税政策的影响下逐渐下修，市场逐渐交易美国经济边际走弱，黄金与美债等传统避险资产或将受益，工业金属、原油等商品价格在需求下修的影响受到抑制。股票市场整体风格偏保守，或将选择红利与内需板块，黄金股作为典型的防守板块或将出现相对收益，同时黄金股整体估值被低估，在企业利润逐渐释放下估值有望迎来修复，我们认为黄金板块标的仍为首选。

● 自上而下：伴随特朗普 2.0 政策落地，1月金价或将震荡走高

展望 2025 年全年，美国再通胀以及经济预期的变化将影响黄金的整体走势。2025 年上半年在特朗普政府关税逐步落地的影响下，美国就业市场或将逐渐边际走弱，市场或将交易美国经济衰退预期，美联储降息空间打开，黄金或将同时受益于流动性释放与风险对冲的资金增配，我们认为 2025 金价或仍存上涨行情，当前黄金股估值显著偏低，具备安全边际，黄金股兼具估值修复与业绩弹性，**推荐标的：中国黄金国际、山金国际、中金黄金、山东黄金，受益标的：招金矿业。**

● 自下而上：看好 2025 年铝产业链利润向电解铝环节转移

铝：特朗普于当地时间 4 月 2 日签署行政令，加征“对等关税”，虽然铝产品已受 232 条款关税约束无需缴纳对等关税，但是下游消费或受对等关税政策影响，铝价整体承压。考虑到电解铝新增产能有限叠加国内终端消费韧性较强，我们认为铝锭和铝棒有望持续去库，支撑铝价。**推荐标的有云铝股份、天山铝业、中国宏桥、神火股份，受益标的有中国铝业。**

铜：供给端，ICSG 数据显示，2025 年 1 月全球铜精矿和阴极铜产量为 190.5 和 198.7 万吨，原生精炼铜产量相对持平但仍面临原料不足困境，近期 TC 价格转负进一步印证矿端供给偏紧逻辑。考虑到 2025 年全球主要铜矿供给增量来自现有项目的爬产和扩产，预计矿端增长将进入瓶颈，供给偏紧结构难有转变。需求端，4 月 2 日美国对等关税政策正式落地，关税博弈导致全球衰退预期向上，且“232 调查”或提前落地使套利需求消退，或致铜价格短期内偏弱运行；但随着铜价回调及中国有望采取宽松政策，下游需求或有望保持韧性，对铜价形成支撑。**推荐标的：紫金矿业、洛阳钼业，受益标的：金诚信等。**

锡：多国扰动频发，全球锡产业链供应脆弱性凸显。2025 年 4 月 3 日，马来西亚位于 Pulau Indah 的锡冶炼厂由于附近燃气管道发生爆炸暂时停产。2025 年 3 月 13 日，Alphamin Resources 位于 Bisie 锡矿由于地缘冲突暂停作业；2025 年 3 月 26 日，佤邦工业矿产管理局因地震取消曼相矿区复工复产座谈会。截止 2025 年 4 月 4 日，LME 锡库存 2990 万吨，自 3 月中旬以来处于去库状态，海外低库存背景下，供应扰动频发支撑锡价中枢抬升，**受益标的：锡业股份、华锡有色。**

● 风险提示：全球新能源汽车、储能、光伏装机、半导体需求不及预期；地产开工和竣工面积不及预期；各矿山项目进展超预期；地缘政治风险。

内容目录

1、 月度策略： 4月关注黄金板块的防守效应.....	4
1.1、 自上而下： 风险偏好下修阶段，黄金等避险资产或受益.....	4
1.1.1、 美国关税政策逐渐落地，谨防美国经济衰退风险.....	4
1.1.2、 鉴于美国关税带来的经济与通胀风险，金价走势偏强.....	4
1.2、 自下而上： 看好电解铝 2025 年需求韧性与产业链利润转移.....	5
1.2.1、 铝： 关税影响铝价短期承压，看好电解铝环节利润走扩.....	5
1.2.2、 铜： 关税影响持续发酵，预计短期内铜价承压.....	5
1.3、 小金属： 供给扰动下，锡价格有望全年持续维持高位运行.....	7
2、 月度跟踪： 4月关注黄金板块的防守效应.....	9
2.1、 黄金： 风险偏好下修阶段，黄金等避险资产或受益.....	9
2.2、 铜： 关税影响持续发酵，预计短期内铜价承压.....	12
2.3、 锂： 海外供应增减并存，阶段性供需错配扰动锂价.....	14
2.4、 铝： 关税影响铝价短期承压，看好电解铝环节利润走扩.....	16
2.5、 锡： 全球锡产业链供应脆弱性凸显，锡价中枢有望上行.....	19
3、 风险提示.....	21

图表目录

图 1： 截至 04/07 当周，伦敦现货黄金为 3014.75 美元/盎司，同比+2.85%.....	9
图 2： 截至 04/07 当周，上海现货黄金为 713.98 元/克，同比+5.08%.....	9
图 3： 截至 04/07 当周，SPDR 黄金 ETF 持有量为 926.78 吨，同比+3.13%.....	9
图 4： 截至 04/01 当周，COMEX 黄金非商业持仓净多头为 23.84 万张，同比-8.86%.....	9
图 5： 2024 年 11 月美国 CPI 同比上涨 2.7%.....	10
图 6： 食品和二手车使得通胀粘性较强.....	10
图 7： 美国消费者信心指数回落较快.....	10
图 8： 美国制造业 PMI 指数位于荣枯线以下.....	10
图 9： 美国就业市场表现超预期.....	11
图 10： 市场预期 2025 年 1 月大概率维持利率不变.....	11
图 11： 美国关税政策落地后，沪铜承压下行.....	12
图 12： 截至 2025 年 3 月，LME 铜均价超 9300 美元/吨.....	12
图 13： 截止 2025 年三月中旬，TC 费用已跌破 20 美元/干吨.....	12
图 14： 美国关税政策落地后，LME 铜升贴水迅速收敛.....	12
图 15： 2024 年全球精炼铜产量同比上涨 2.5%（万吨）.....	13
图 16： 2024 年全球原生精炼铜产量同比上涨 2.7%（万吨）.....	13
图 17： 2024 年国内精炼铜产量同比上涨 5.7%（万吨）.....	13
图 18： 2024 年国内铜材产量同比下降 2.2%（万吨）.....	13
图 19： 2025 年 3 月国内阴极铜库存均值超过 25 万吨.....	14
图 20： 2025 年 3 月 LME 铜库存处于近三年高位（万吨）.....	14
图 21： 截至 2025 年 4 月 7 日，锂精矿报价 833 美元/吨.....	14
图 22： 2025 年 2 月中国锂精矿进口约 12 万吨（实物量）.....	14
图 23： 截至 2025 年 4 月 3 日，电碳报价 7.4 万元/吨.....	15
图 24： 2025 年 2 月中国碳酸锂进口约 1.2 万吨.....	15
图 25： 截至 2025 年 4 月 3 日，电氢报价 7.4 万元/吨.....	15

图 26: 2025 年 2 月中国氢氧化锂出口约 0.43 万吨.....	15
图 27: 2025 年 2 月三元材料排产环比+4.5% (万吨)	15
图 28: 2025 年 2 月磷酸铁锂排产环比-5.0% (万吨)	15
图 29: 2025 年 4 月铝价受关税政策影响承压.....	16
图 30: 2025 年 2 月中国电解铝供给过剩 46.9 万吨 (万吨)	16
图 31: 云南省 2025 年 2 月降水量同比改善明显 (单位: 毫米)	16
图 32: 2024 年 12 月云南省水电 201 亿度, 月度环比-5% (亿度)	16
图 33: 截至 2025 年 4 月 3 日, 沪铝库存约 21.5 万吨.....	17
图 34: 截至 2025 年 4 月 3 日, LME 铝库存约 45.7 万吨.....	17
图 35: 铝土矿几内亚进口价格回落	17
图 36: 中国港口铝土矿库存水平明显回升.....	17
图 37: 2024 年 2 月氧化铝单吨理论利润大幅下滑.....	18
图 38: 2025 年 2 月中国氧化铝产量 718.5 万吨, 同比+14% (单位: 万吨)	18
图 39: 2025 年 2 月电解铝单吨理论利润达 3777 元/吨.....	18
图 40: 2025 年 2 月铝产品开工率下滑 (%)	18
图 41: 2025 年 1~2 月中国房屋竣工面积累计同比-15.6%.....	19
图 42: 2025 年 2 月中国汽车产量同比+40% (万辆)	19
图 43: LME 锡价走势与半导体销售额同比增速高度相关	19
图 44: 上海期交所锡锭库存去库顺畅 (吨)	20
图 45: LME 锡库存震荡 (吨)	20
图 46: 缅甸锡精矿进口量维持低位	20
图 47: 锡精矿加工费水平较低 (元/吨)	21
表 1: 2024 年中国国内实际需求同比下滑 2.32%	5
表 2: 2024 年美国实际铜需求同比增长 12.23%	6
表 3: 2024 年巴西铜实际需求同比增长 29.46%	7

1、月度策略：4月关注黄金板块的防守效应

1.1、自上而下：风险偏好下修阶段，黄金等避险资产或受益

1.1.1、美国关税政策逐渐落地，谨防美国经济衰退风险

货币政策预期：降息预期方面，截至2025年4月7日，CME观察工具显示，市场预期2025年5月7日议息会议，美联储维持利率水平不变的概率为63.5%，降息的概率为36.5%，2025年或有4次降息。2025年4月份之前，紧缩的市场情绪并没有阻挡黄金的上涨，展望未来，降息预期在特朗普关税的影响下将逐步提升，黄金或将受益于流动性充裕而上涨。

经济及通胀预期：2025年4月3日，特朗普宣布对等关税，超市场预期，其中对中国的关税加征34%，4月4日，中国宣布对原产于美国的所有进口商品在现行适用关税税率基础上加征34%关税。通胀担忧持续但不再是主要矛盾，市场逐步交易美国经济衰退预期。

展望2025年全年，美国再通胀以及经济预期的变化将影响黄金的整体走势。2025年上半年在特朗普政府关税逐步落地的影响下，美国就业市场或将逐渐边际走弱，市场或将交易美国经济衰退预期，美联储降息空间打开，黄金或将同时受益于流动性释放与风险对冲的资金增配，我们认为2025金价或仍存上涨行情，当前黄金股估值显著偏低，具备安全边际，黄金股兼具估值修复与业绩弹性，推荐标的：中国黄金国际、山金国际、中金黄金、山东黄金，受益标的：招金矿业。

1.1.2、鉴于美国关税带来的经济与通胀风险，金价走势偏强

2025年3月31日伦敦现货黄金价格收3115.1美元/盎司，3月涨幅9.9%，沪金收730.8元/克，3月涨幅8.9%。黄金受到美国经济预期、关税预期影响，金价走强。沪金受到人民币汇率走强的影响，3月上漲幅度小于伦敦金。

1、货币政策：美联储谨慎降息、欧洲央行宽松加码、日本央行推进政策正常化

2025年3月，美联储将联邦基金利率目标区间维持在4.25%-4.5%不变，继2024年累计降息100个基点后，连续第二次暂停降息。自2025年4月1日起，将美国国债的月度缩减规模上限从250亿美元降至50亿美元，MBS缩减上限保持350亿美元不变。点阵图显示，2025年降息预期维持两次（共50个基点）。

2025年3月6日，欧洲央行宣布降息25个基点，将存款机制利率从2.75%下调至2.5%，这是自2024年6月以来的第六次降息，应对欧元区经济前景暗淡和通胀持续放缓的局面

2024年3月19日，日本央行宣布利率决议，维持政策利率0.5%不变。

2、通胀：通胀压力仍存

美联储最新经济预测显示，预计2025年核心PCE通胀为2.8%，此前预期为2.5%。

美国2月CPI同比增3.2%，预期3.1%，前值3.1%。核心CPI同比增3.8%，预期3.7%，前值3.9%，自2024年6月以来基本走平。尽管美联储已多次加息并缩减资产负债表规模以控制通胀，但通胀压力依然存在。

3、经济-就业&薪资：失业率上升，时薪难降

美国 2 月非农就业人口增长 15.1 万人，不及预期 16 万人，前值从 14.3 万人下修为 12.5 万人。2 月失业率 4.1%，高于预期值和前值 4%。就业市场整体走弱。

2025 年 2 月平均时薪同比增长 4.0%，预期增长 4.1%，前值由 4.1%修正至 3.9%。时薪仍然保持在较高水平，薪资短期较难回落。

1.2、自下而上：看好电解铝 2025 年需求韧性与产业链利润转移

1.2.1、铝：关税影响铝价短期承压，看好电解铝环节利润走扩

电解铝：特朗普于当地时间 4 月 2 日签署行政令，加征“对等关税”，对中国征收税率为 34%，其中钢铝制品、汽车及零部件等已收其他关税政策约束的商品不受“对等关税”影响；虽然铝产品已受 232 条款关税约束无需缴纳对等关税，但下游消费或受对等关税政策影响，铝价整体承压。据 Mysteel 数据，截至 2025 年 4 月 7 日，铝锭社会库存 77.1 万吨，环比上周四减少 0.3 万吨，较上一周一减少 3.5 万吨，铝锭社会库存 25.45 万吨，环比上周四增加 0.4 万吨，较上一周一减少 0.7 万吨，主要系 4 月 4 日~7 日为清明节假期，去库斜率放缓，考虑到电解铝新增产能有限叠加国内终端消费韧性较强，我们认为铝锭和铝棒有望持续去库，支撑铝价。推荐标的有云铝股份、天山铝业、中国宏桥、神火股份，受益标的有中国铝业。

1.2.2、铜：关税影响持续发酵，预计短期内铜价承压

矿产铜方面，据 ICSG 数据，2024 年全球矿产铜产量为 2288 万吨，增速为 2.2%，智利、印尼产量恢复及刚果（金）铜矿增产，抵消了巴拿马、秘鲁等地区产量下降的影响。其中，智利地区受益于 Escondida、Collahuasi 产量提升及 QB 二期爬产，全年产量同比增长 5%，刚果（金）地区则受益于中国企业项目的投产和扩产，全年产量同比提升 14%。2025 年 1 月，全球矿产铜产量为 190.5 万吨，同比增长 2.1%，环比下降 8.7%，考虑到 2025 年全球铜矿增量来自现有项目增产，矿端将维持偏紧结构。

电解铜方面，据 ICSG 数据，2024 年全球精炼铜产量为 2763 万吨，增速为 4.3%，其中原生精炼铜产量增速为 4.7%，铜精矿库存进一步消耗。2025 年 1 月，全球精炼铜产量为 240.1 万吨，同比增长 0.8%，冶炼端的原料不足问题将持续，而近期 TC 价格转负进一步印证矿端供给偏紧逻辑。

需求方面，2024 年中国铜实际需求同比下降，但四季度受出口拉动，实际需求同环比改善。2024 年全年国内铜实际需求同比下降 2.3%至 1070.3 万吨。

表1：2024 年中国国内实际需求同比下滑 2.32%

中国铜表现&实际需求月度跟踪（2025.03）					
单位：万吨	中国铜表观需求	铜材净进口	新废铜（25%）	中国铜制品出口	中国实际铜需求
2023-01	100.8	30.1	32.7	20.5	77.7
2023-02	96.8	32.2	32.2	16.3	80.5
2023-03	116.3	37.0	38.3	23.6	91.3
2023-04	109.9	36.8	36.7	24.4	85.7
2023-05	122.0	36.7	39.7	25.6	93.3
2023-06	115.5	39.8	38.8	23.2	93.3
2023-07	111.4	40.3	37.9	23.6	90.2
2023-08	125.8	43.1	42.2	22.7	103.9
2023-09	120.3	47.4	41.9	25.5	100.3

中国铜表观&实际需求月度跟踪 (2025.03)

年份	表观需求	实际需求	废铜	净进口	实际铜需求
2023-10	117.7	39.3	39.3	24.7	93.1
2023-11	120.0	39.3	39.8	25.9	93.6
2023-12	119.0	39.3	39.6	26.0	92.7
2023年1-12月	1375.5	461.2	459.2	281.7	1095.8
2024-01	125.2	44.3	42.4	27.7	99.5
2024-02	95.6	31.4	31.7	21.1	74.1
2024-03	108.5	38.0	36.6	25.6	84.2
2024-04	115.1	34.8	37.5	26.3	86.1
2024-05	111.9	36.1	37.0	24.6	86.4
2024-06	102.0	20.7	30.7	24.6	67.5
2024-07	108.8	29.9	34.7	25.4	78.6
2024-08	122.0	31.5	38.4	27.7	87.4
2024-09	132.0	40.2	43.1	27.2	102.0
2024-10	122.4	43.0	41.3	28.1	95.9
2024-11	130.1	43.4	43.4	27.5	102.6
2024-12	134.8	48.1	45.7	31.2	106.0
2024年1-12月	1408.4	441.3	462.4	317.0	1070.3

数据来源: Wind、开源证券研究所

表2: 2024年美国实际铜需求同比增长12.23%
美国铜表观&实际需求月度跟踪 (2025.03)

单位: 万吨	美国铜表观需求	铜材净进口	新废铜 (25%)	美国铜制品进口	美国实际铜需求
2023-01	11.2	0.5	2.9	29.9	38.6
2023-02	11.1	0.4	2.9	27.9	36.5
2023-03	17.9	0.4	4.6	32.2	45.8
2023-04	16.2	0.4	4.1	31.8	44.2
2023-05	14.4	0.3	3.7	34.7	45.8
2023-06	14.7	0.3	3.8	35.7	46.9
2023-07	13.4	0.4	3.5	34.5	44.9
2023-08	12.2	0.4	3.2	36.3	45.8
2023-09	13.6	0.3	3.5	35.0	45.4
2023-10	11.6	0.3	3.0	39.2	48.1
2023-11	8.7	0.3	2.3	37.3	44.0
2023-12	8.1	0.3	2.1	34.5	40.8
2023年1-12月	153.2	4.1	39.3	408.8	526.8
2024-01	23.2	0.2	5.9	34.5	52.1
2024-02	12.6	0.3	3.2	34.3	44.0
2024-03	14.7	0.2	3.7	33.7	44.9
2024-04	11.7	0.7	3.1	34.4	43.6
2024-05	18.0	0.7	4.7	32.2	46.3
2024-06	15.0	0.6	3.9	32.0	43.7
2024-07	23.7	0.0	5.9	35.3	53.1
2024-08	27.6	0.0	6.9	35.6	56.3

美国铜表观&实际需求月度跟踪 (2025.03)

年份	表观需求	净出口	新废铜 (25%)	铜制品进口	实际需求
2024-09	27.4	0.8	7.0	34.3	55.4
2024-10	16.6	0.0	4.1	35.5	47.9
2024-11	16.0	1.0	4.2	36.7	49.4
2024-12	23.2	0.9	6.0	36.6	54.6
2024年1-12月	229.8	5.4	58.8	414.9	591.3

数据来源: UN COMTRADE、开源证券研究所

表3: 2024年巴西铜实际需求同比增长29.46%
巴西铜表观&实际需求月度跟踪 (2025.03)

单位: 万吨	巴西铜表观需求	铜材净出口	新废铜 (25%)	巴西铜制品进口	巴西实际铜需求
2023-01	3.8	-0.1	0.9	1.0	3.8
2023-02	5.7	-0.1	1.4	0.9	5.1
2023-03	2.9	-0.1	0.7	0.9	3.1
2023-04	2.9	0.0	0.7	0.9	3.1
2023-05	4.3	-0.1	1.0	1.3	4.4
2023-06	1.4	-0.1	0.3	1.1	2.1
2023-07	3.7	-0.1	0.9	1.3	3.9
2023-08	3.5	-0.2	0.8	1.3	3.8
2023-09	2.3	-0.1	0.5	1.4	3.0
2023-10	3.5	-0.1	0.9	1.2	3.7
2023-11	3.0	-0.1	0.7	1.3	3.5
2023-12	2.3	-0.1	0.6	1.6	3.3
2023年1-12月	39.2	-1.2	9.5	14.2	42.7
2024-01	3.1	-0.2	0.7	1.5	3.7
2024-02	4.4	-0.1	1.1	1.2	4.4
2024-03	3.6	-0.1	0.9	1.6	4.2
2024-04	3.7	-0.2	0.9	1.3	4.0
2024-05	3.8	-0.1	0.9	1.6	4.3
2024-06	4.5	-0.1	1.1	2.7	5.9
2024-07	3.8	-0.2	0.9	1.4	4.2
2024-08	3.9	-0.1	0.9	1.5	4.4
2024-09	3.3	-0.2	0.8	1.5	3.8
2024-10	4.4	0.8	1.3	1.4	5.4
2024-11	3.5	1.8	1.3	1.3	5.4
2024-12	3.1	2.8	1.5	1.1	5.6
2024年1-12月	45.2	4.2	12.4	18.2	55.3

数据来源: UN COMTRADE、开源证券研究所

1.3、小金属: 供给扰动下, 锡价格有望全年持续维持高位运行

锡: 多国扰动频发, 全球锡产业链供应脆弱性凸显。截止 2025 年 4 月 4 日, LME 锡库存 2990 万吨, 自 3 月中旬以来处于持续去库状态, 海外低库存背景下, 供应扰动频发支撑锡价中枢抬升, 受益标的有锡业股份、华锡有色。

冶炼端: 据 ITA, 2024 年全球精炼锡产量约 37 万吨, 前五大冶炼厂分别为云锡、

明苏、云南乘风、Timah 和 MSC，供应占比分别约 23%、10%、6%、5%、4%。2025 年 4 月 3 日，马来西亚冶炼厂宣布由于 Putra Heights 附近一处燃气管道发生爆炸，公司位于 Pulau Indah 的锡冶炼厂暂时停产，此次事件可能导致部分锡金属的交付延迟。马来西亚冶炼厂 2024 年锡锭产量 1.63 万吨，每年自有锡矿产量约 2500 吨左右，大部分依赖外购。据我们计算，2024 年全球前八大锡冶炼厂平均开工率仅 51.3%，海外冶炼产能开工率普遍较低，我们认为该冶炼产能的停产对精锡供应端影响有限。

锡矿端：据 USGS，2024 年全球锡矿产量约 30 万吨，主要集中在中国、印尼、缅甸、巴西、秘鲁和刚果（金）6 个国家，供应占比分别为 23%、17%、11%、10%、10%、8%；（1）刚果（金）：2024 年刚果（金）锡矿产量达 2.5 万金属吨，同比增长 25%，是全球锡矿同比增速最快的国家，但近期饱受地缘冲突影响，2025 年 3 月 13 日，Alphamin Resources 宣布暂停公司在 Bisie 锡矿的采矿作业，主要系最近叛乱武装组织向西推进，已占领 Goma 附近部分地区（Goma 是公司锡矿出口的必经之路），考虑到人员安全问题公司决定停止运营，2024 年 Alphamin Resources 锡精矿产量达 1.73 万吨，同比+38%，约占 2024 年全球锡矿供应的 6%，考虑到复产时将面临的人员召回和设备检查等流程，若宣布复产则至少需要 2-3 周的准备时间，据 4 月 3 日中国驻刚果（金）大使馆安全形势通报，目前刚果（金）安全形势复杂严峻，刚东的北基伍省、南基伍省安全形势急剧恶化，刚军和 M23 持续激烈交火，我们认为 Bisie 矿山在 2025 年年中前复产难度较大，该矿山停产一个季度约减少 5000 金属吨锡矿供应。（2）缅甸：缅甸锡精矿多运输至中国冶炼，当地 90%锡精矿产量都集中在佤邦地区，南部和中部也有部分产量贡献。2023 年 8 月，佤邦地区宣布锡矿停产，2024 年全年中国自缅甸进口锡精矿仅 1.5 万金属吨，同比降幅超过 70%。2025 年 3 月 26 日，佤邦工业矿产管理局宣布将于 4 月 1 日举行曼相矿区复工复产座谈会，但因 3 月 28 日发生 7.9 级地震，会议取消。考虑到地震影响以及复产前的准备工作，我们认为 2 个月内也难以贡献实质性增量。

2、月度跟踪：4月关注黄金板块的防守效应

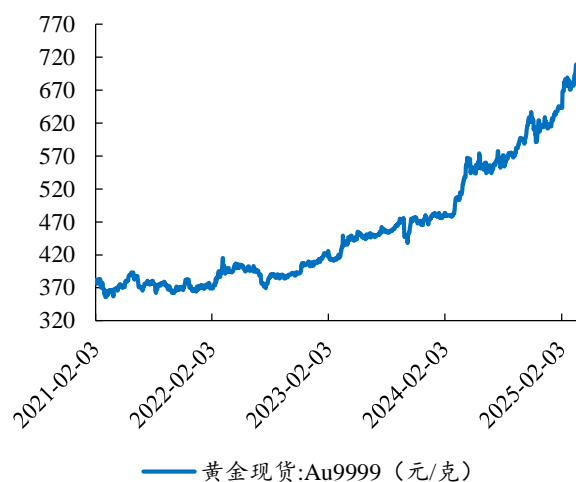
2.1、黄金：风险偏好下修阶段，黄金等避险资产或受益

图1：截至 04/07 当周，伦敦现货黄金为 3014.75 美元/盎司，同比+2.85%



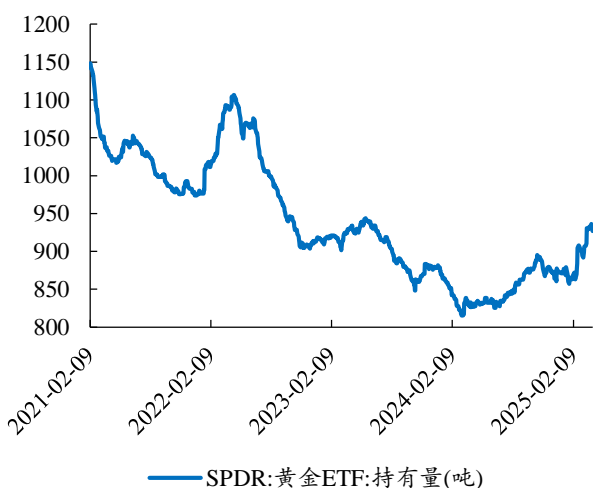
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：截至 04/07 当周，上海现货黄金为 713.98 元/克，同比+5.08%



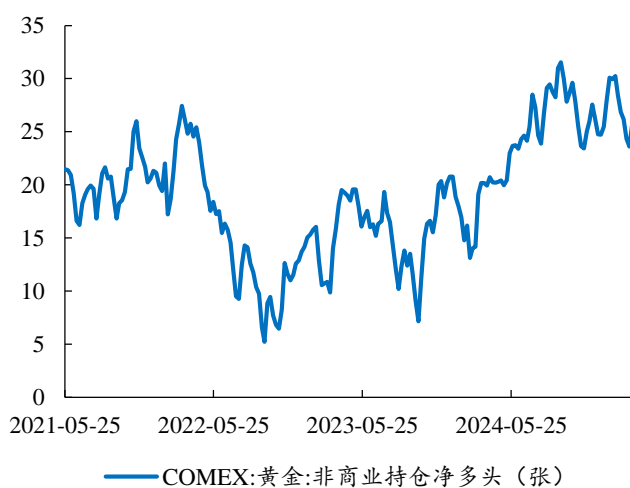
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：截至 04/07 当周，SPDR 黄金 ETF 持有量为 926.78 吨，同比+3.13%



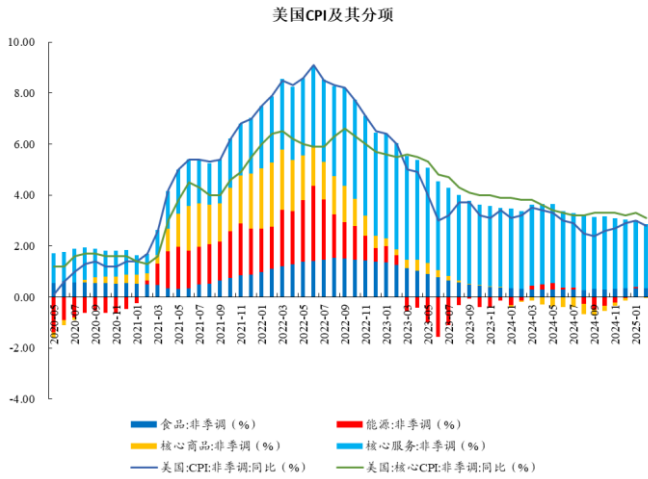
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：截至 04/01 当周，COMEX 黄金非商业持仓净多头为 23.84 万张，同比-8.86%



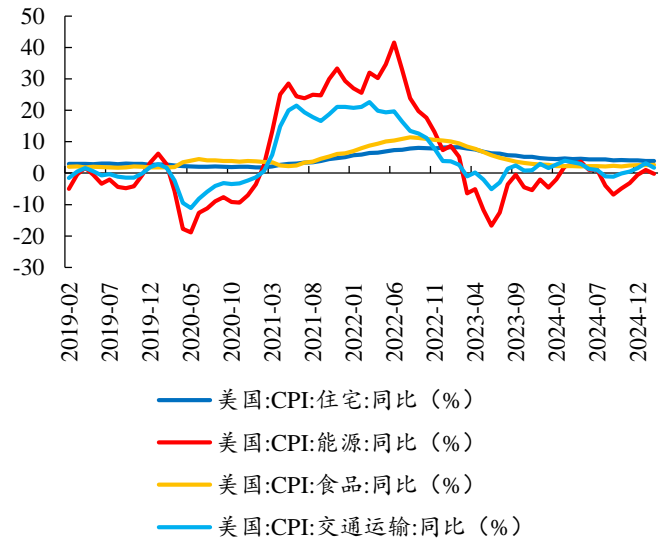
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024年11月美国CPI同比上涨2.7%



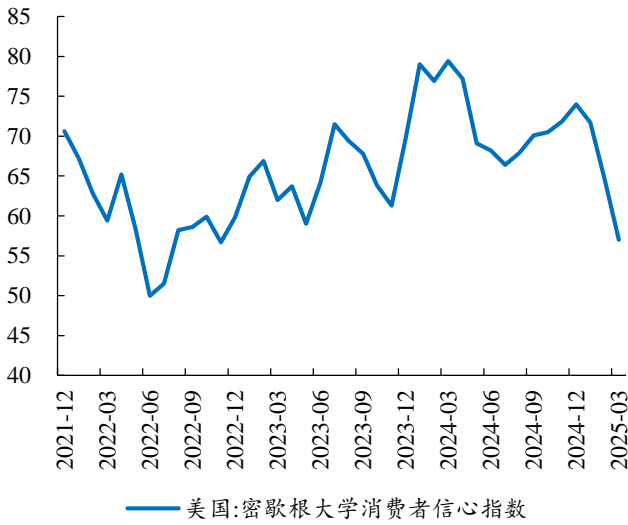
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：食品和二手车使得通胀粘性较强



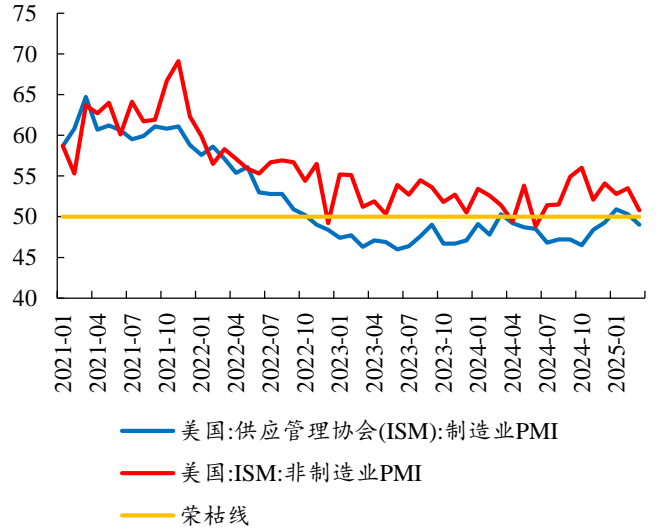
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：美国消费者信心指数回落较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：美国制造业PMI指数位于荣枯线以下



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：美国就业市场表现超预期

单位：千人	就业人数		就业新增		2025-03			
	2025-03	2025-02	2025-03	2025-02	就业新增	环比增加	权重	贡献率
非农就业人数	159,398	159,170	228	117	228	0.14%	100.00%	100.00%
私人商品生产	21,700	21,688	12	26	12	0.06%	13.61%	5.26%
采矿业	623	625	-2	4	-2	-0.32%	0.39%	-0.88%
建筑业	8,313	8,300	13	14	13	0.16%	5.22%	5.70%
制造业	12,764	12,763	1	8	1	0.01%	8.01%	0.44%
私人服务生产	114,086	113,889	197	90	197	0.17%	71.57%	86.40%
批发业	6,178	6,180	-2	5	-2	-0.03%	3.88%	-0.88%
零售业	15,595	15,571	24	-2	24	0.15%	9.78%	10.39%
运输仓储业	6,784	6,761	23	16	23	0.34%	4.26%	10.04%
公用事业	599	596	3	2	3	0.50%	0.38%	1.32%
信息业	2,939	2,941	-2	1	-2	-0.07%	1.84%	-0.88%
金融活动	9,245	9,236	9	16	9	0.10%	5.80%	3.95%
专业和商业服务	22,589	22,586	3	7	3	0.01%	14.17%	1.32%
教育和保健服务	27,130	27,053	77	60	77	0.28%	17.02%	33.77%
休闲和酒店业	16,991	16,948	43	-17	43	0.25%	10.66%	18.86%
其他服务业	6,036	6,017	19	2	19	0.32%	3.79%	8.33%
政府	23,612	23,593	19	1	19	0.08%	14.81%	8.33%
联邦政府	3,000	3,004	-4	-11	-4	-0.13%	1.88%	-1.75%
州政府	5,526	5,520	6	-4	6	0.11%	3.47%	2.63%
地方政府	15,086	15,069	17	16	17	0.11%	9.46%	7.46%

数据来源：Wind、开源证券研究所

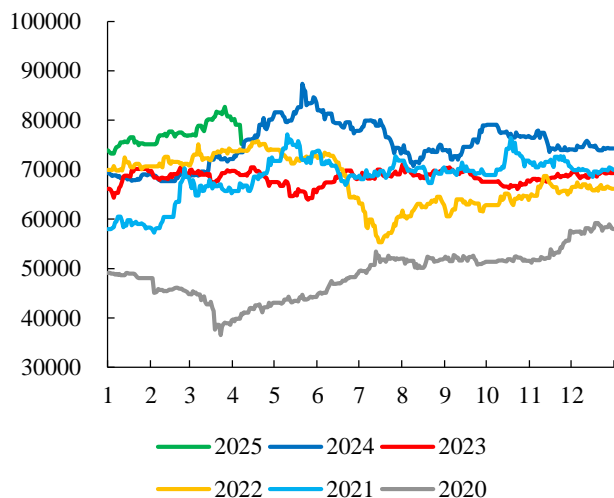
图10：市场预期 2025 年 1 月大概率维持利率不变

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	36.5%	63.5%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	31.0%	59.4%	9.5%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.9%	57.5%	13.0%	0.7%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.0%	49.7%	25.1%	4.0%	0.2%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.3%	35.1%	37.6%	14.7%	2.1%	0.1%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	15.7%	35.6%	32.7%	12.0%	1.7%	0.1%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	11.2%	28.9%	33.7%	18.9%	5.2%	0.6%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.5%	4.9%	17.4%	30.6%	28.5%	14.1%	3.6%	0.4%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.1%	1.4%	7.5%	20.2%	30.2%	25.5%	11.9%	2.9%	0.3%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.4%	2.6%	10.0%	22.1%	29.3%	22.8%	10.1%	2.4%	0.3%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.5%	3.1%	10.8%	22.6%	28.8%	22.0%	9.6%	2.3%	0.2%	0.0%
2026/9/16	0.1%	0.6%	3.3%	11.1%	22.8%	28.6%	21.7%	9.4%	2.2%	0.2%	0.0%
2026/10/28	0.1%	0.5%	3.1%	10.4%	21.7%	28.1%	22.3%	10.5%	2.8%	0.4%	0.0%
2026/12/9	0.2%	1.3%	5.3%	13.9%	23.7%	26.3%	18.6%	8.1%	2.1%	0.3%	0.0%

资料来源：CME（数据截至 2024 年 1 月 12 日）

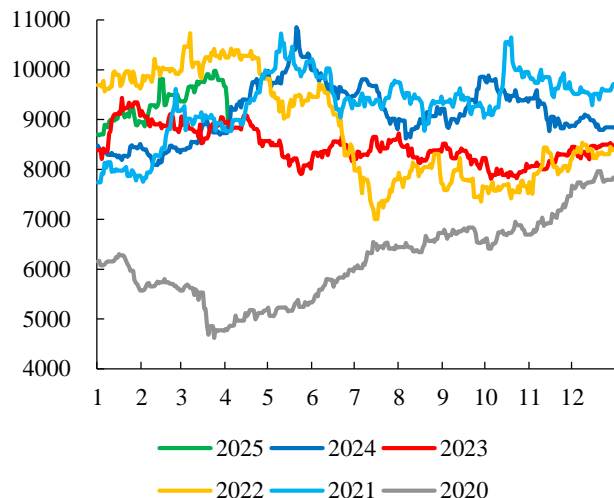
2.2、铜：关税影响持续发酵，预计短期内铜价承压

图11：美国关税政策落地后，沪铜承压下行



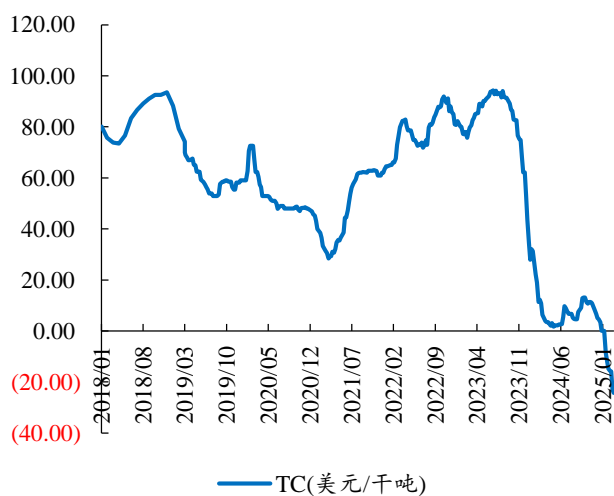
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：截至 2025 年 3 月，LME 铜均价超 9300 美元/吨



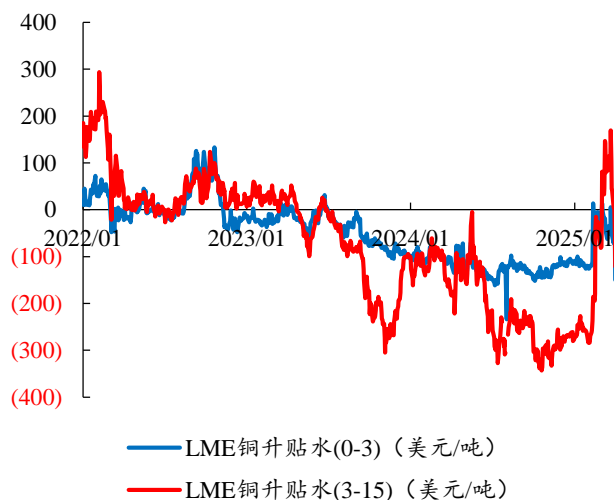
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：截止 2025 年三月中旬，TC 费用已跌破 20 美元/千吨



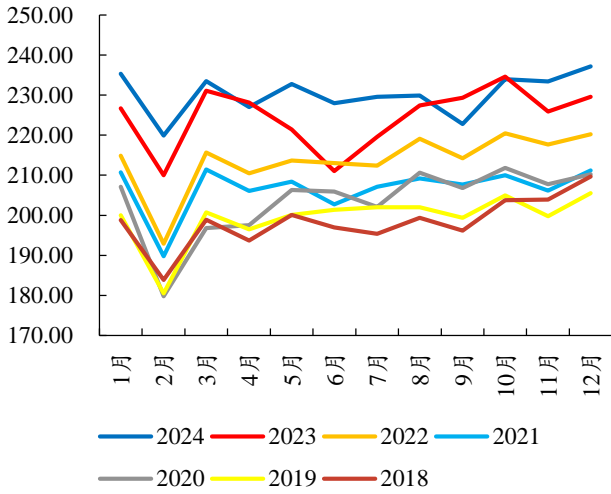
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：美国关税政策落地后，LME 铜升贴水迅速收敛



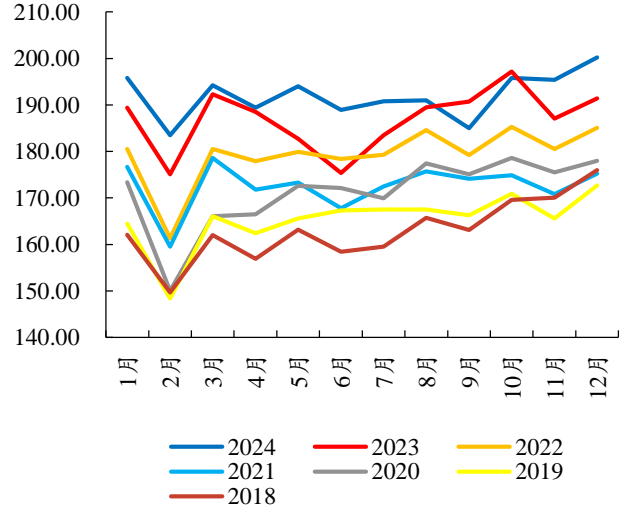
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15: 2024年全球精炼铜产量同比上涨2.5%(万吨)



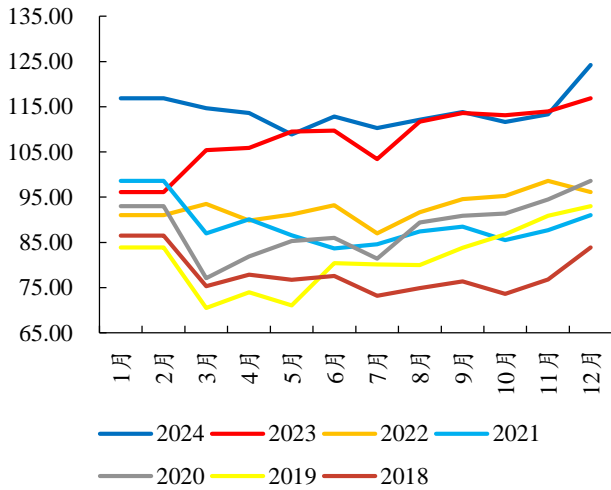
数据来源: ICSG、开源证券研究所

图16: 2024年全球原生精炼铜产量同比上涨2.7%(万吨)



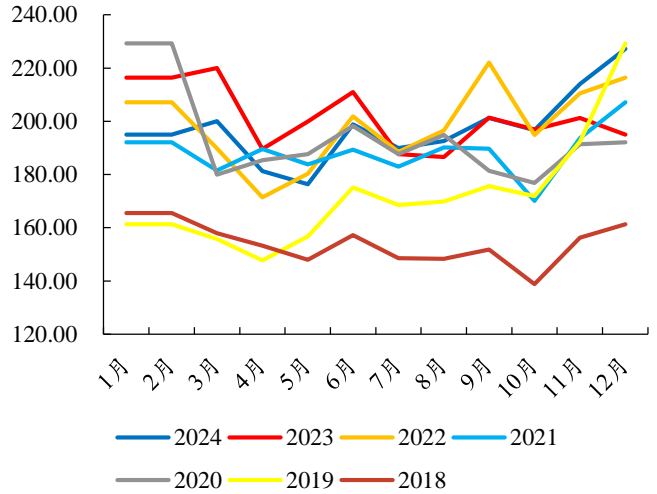
数据来源: ICSG、开源证券研究所

图17: 2024年国内精炼铜产量同比上涨5.7%(万吨)



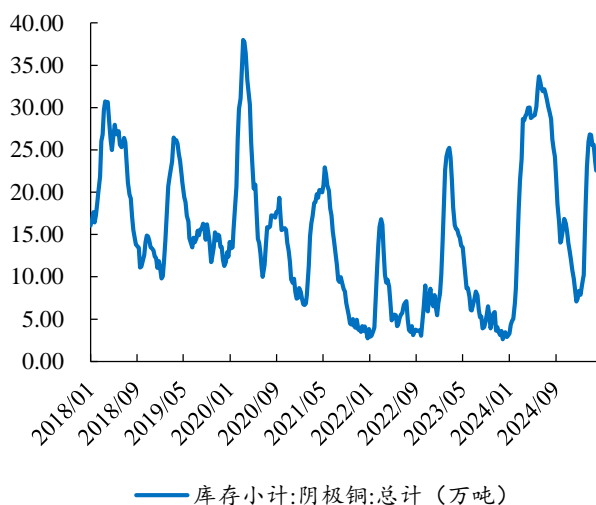
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图18: 2024年国内铜材产量同比下降2.2%(万吨)



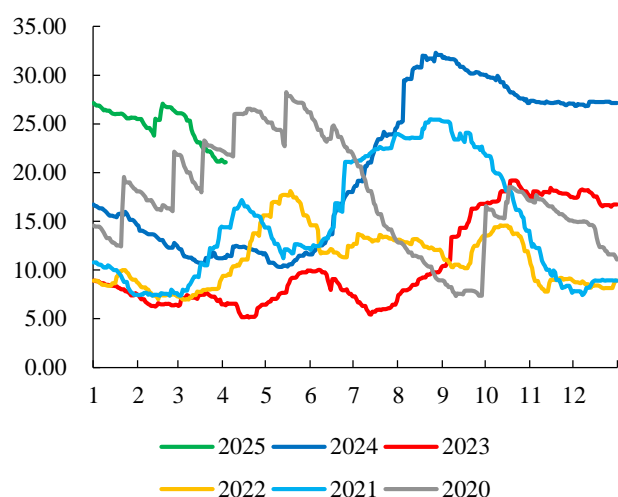
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图19: 2025年3月国内阴极铜库存均值超过25万吨



数据来源: Wind、开源证券研究所

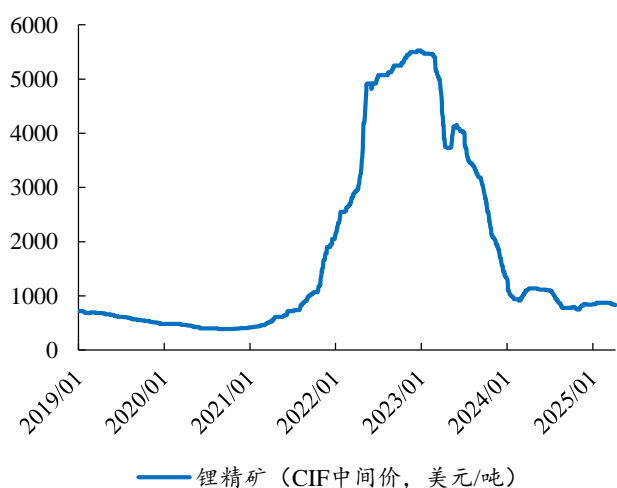
图20: 2025年3月LME铜库存处于近三年高位(万吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

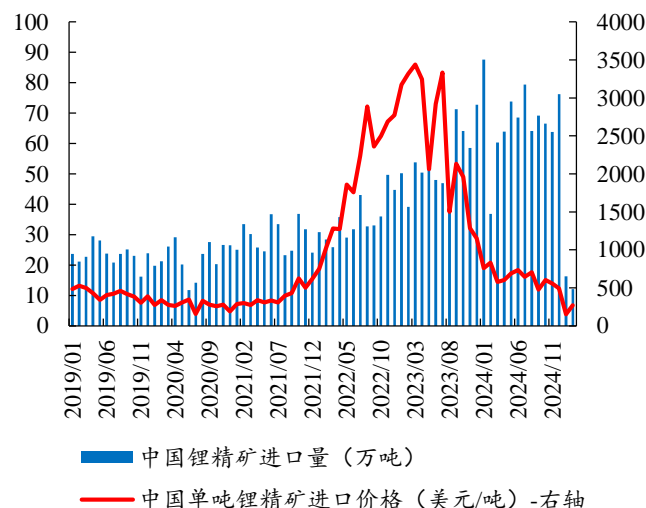
2.3、锂: 海外供应增减并存, 阶段性供需错配扰动锂价

图21: 截至2025年4月7日, 锂精矿报价833美元/吨



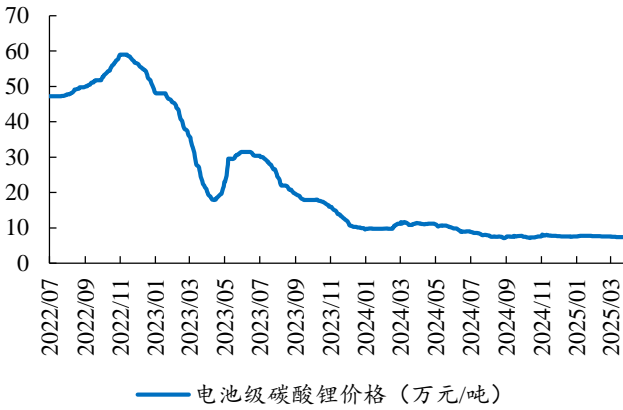
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图22: 2025年2月中国锂精矿进口约12万吨(实物量)



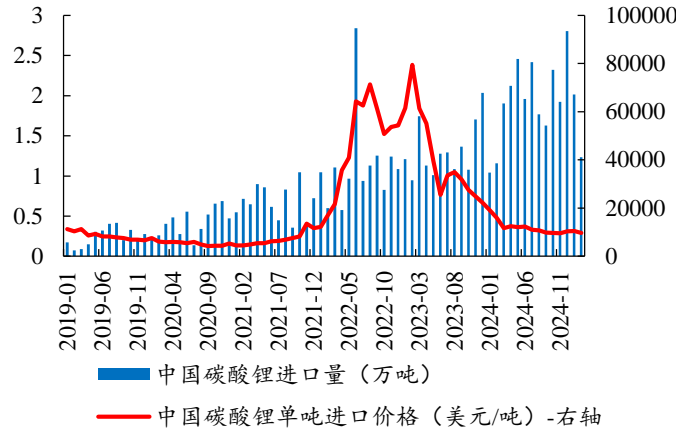
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图23: 截至 2025 年 4 月 3 日, 电碳报价 7.4 万元/吨



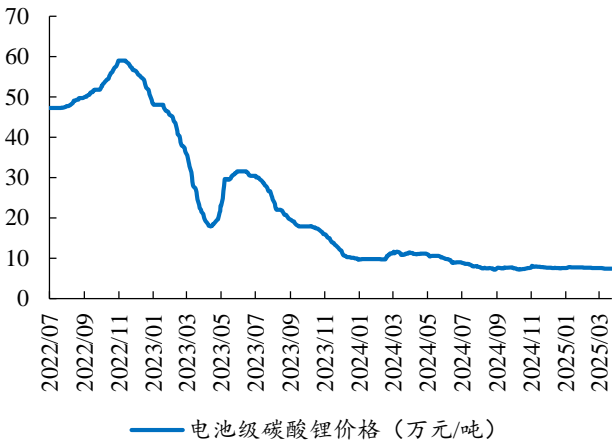
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图24: 2025 年 2 月中国碳酸锂进口约 1.2 万吨



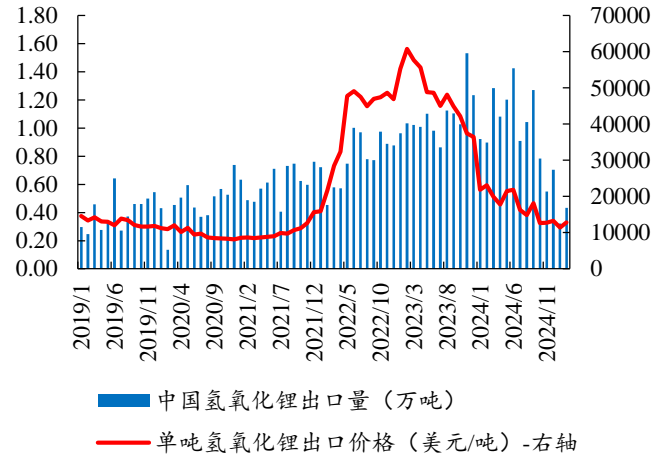
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图25: 截至 2025 年 4 月 3 日, 电氢报价 7.4 万元/吨



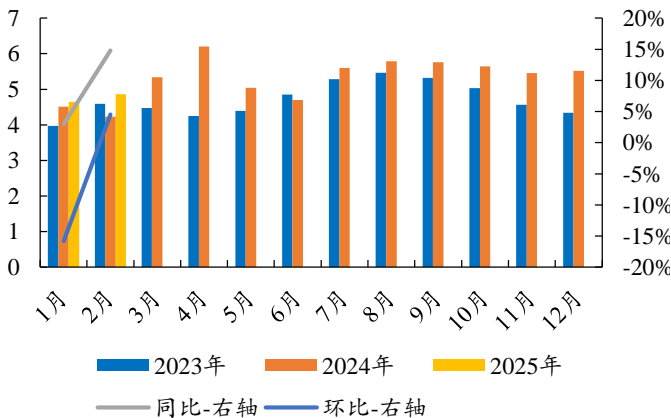
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图26: 2025 年 2 月中国氢氧化锂出口约 0.43 万吨



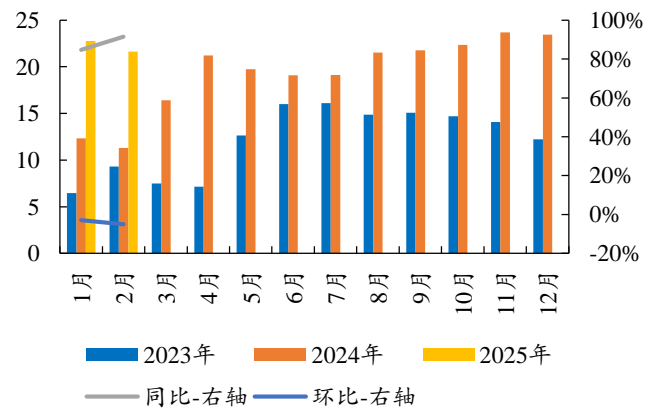
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图27: 2025 年 2 月三元材料排产环比+4.5% (万吨)



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

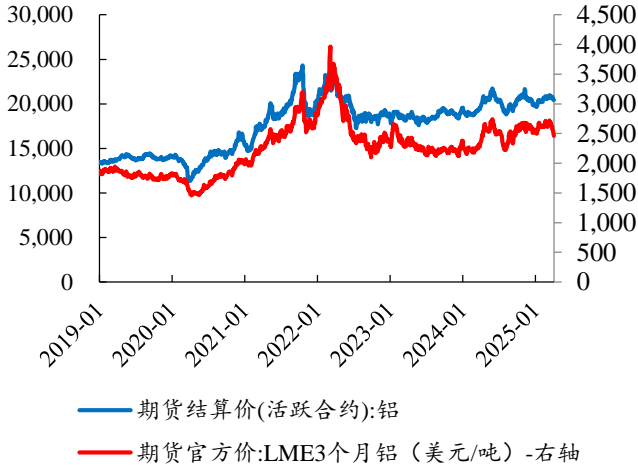
图28: 2025 年 2 月磷酸铁锂排产环比-5.0% (万吨)



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

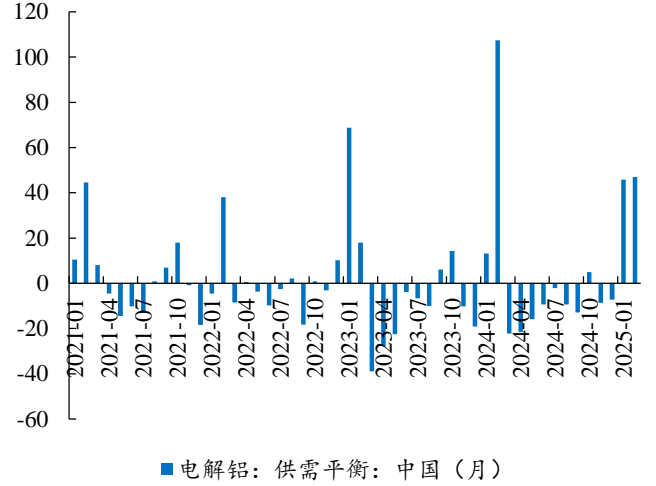
2.4、铝：关税影响铝价短期承压，看好电解铝环节利润走扩

图29：2025年4月铝价受关税政策影响承压



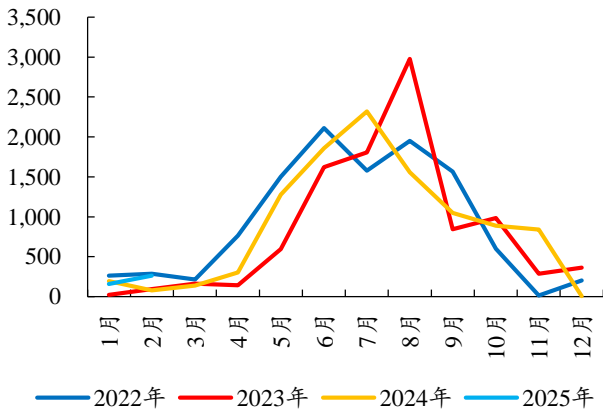
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2025年2月中国电解铝供给过剩46.9万吨(万吨)



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

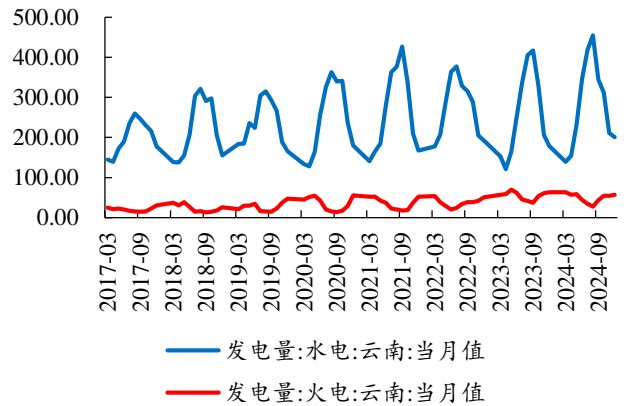
图31：云南省2025年2月降水量同比改善明显(单位：毫米)



数据来源：Wind、开源证券研究所

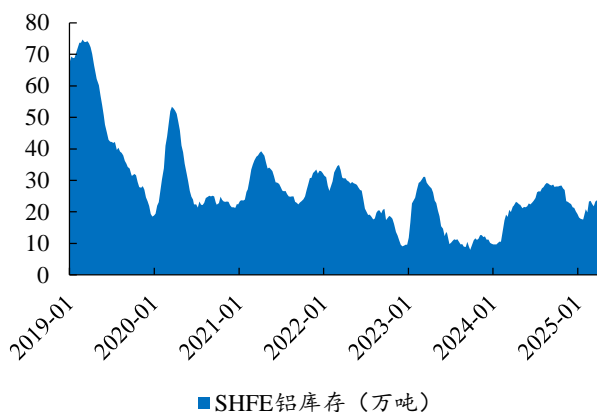
注：为云南省11个市降雨量合计值

图32：2024年12月云南省水电201亿度，月度环比-5% (亿度)



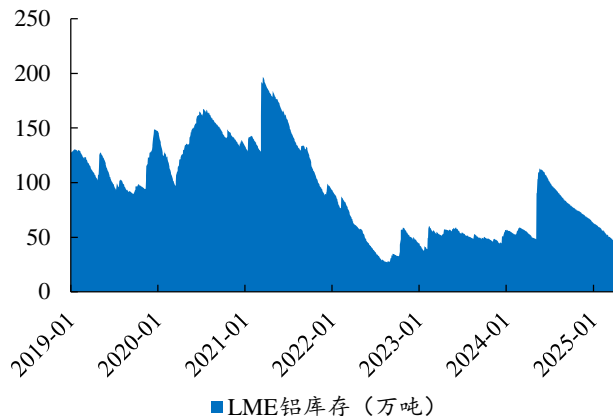
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33: 截至 2025 年 4 月 3 日, 沪铝库存约 21.5 万吨



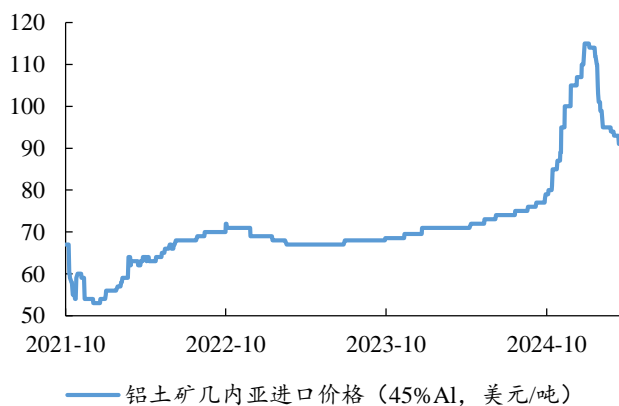
数据来源: Wind、开源证券研究所

图34: 截至 2025 年 4 月 3 日, LME 铝库存约 45.7 万吨



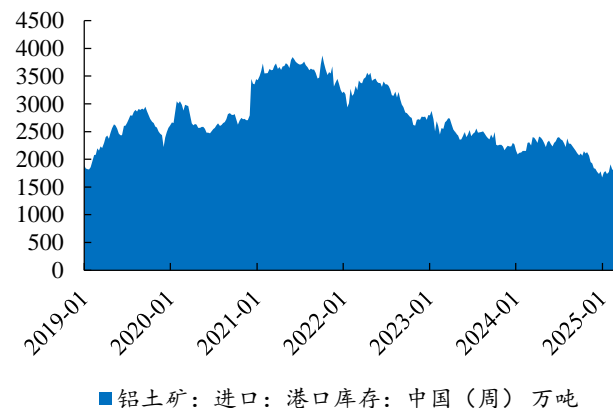
数据来源: Wind、开源证券研究所

图35: 铝土矿几内亚进口价格回落

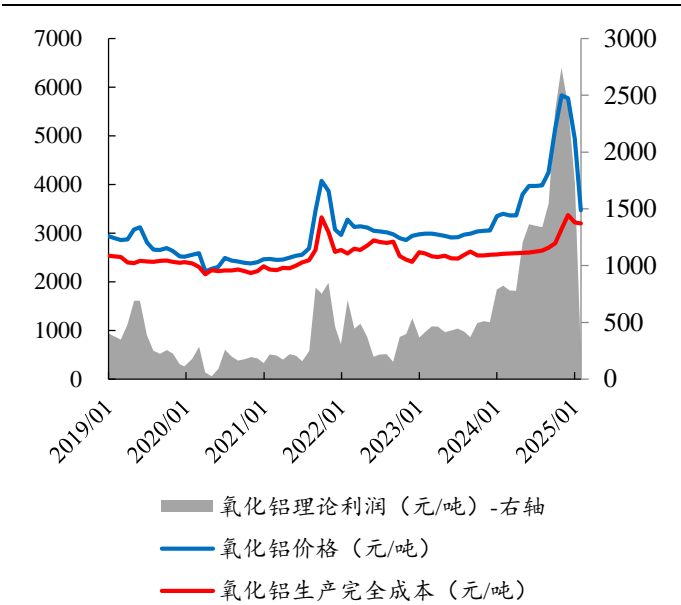


数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图36: 中国港口铝土矿库存水平明显回升

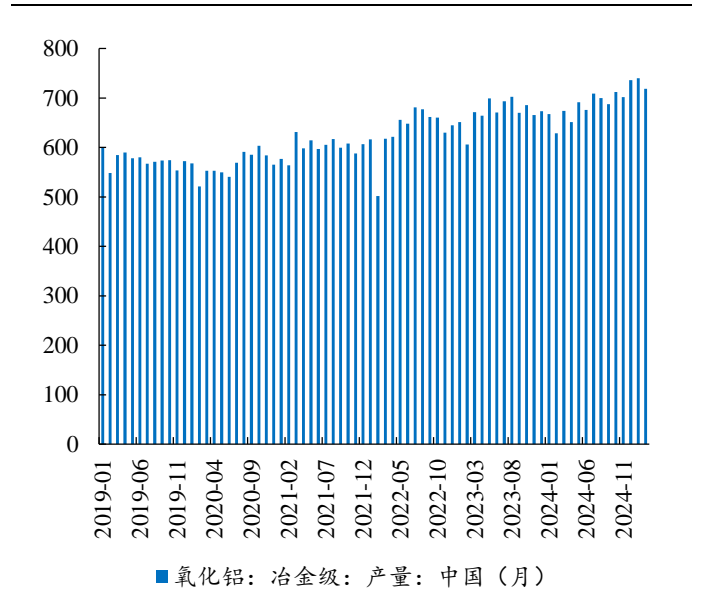


数据来源: Mysteel、开源证券研究所

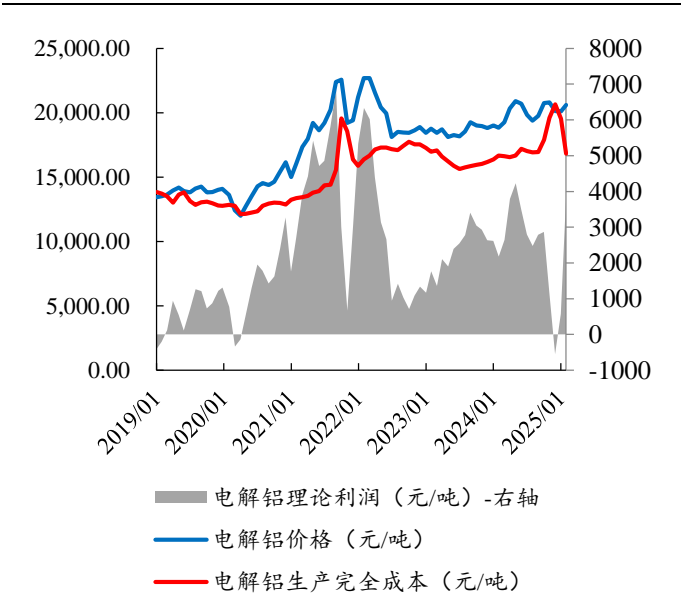
图37：2024年2月氧化铝单吨理论利润大幅下滑


数据来源：MySteel、开源证券研究所

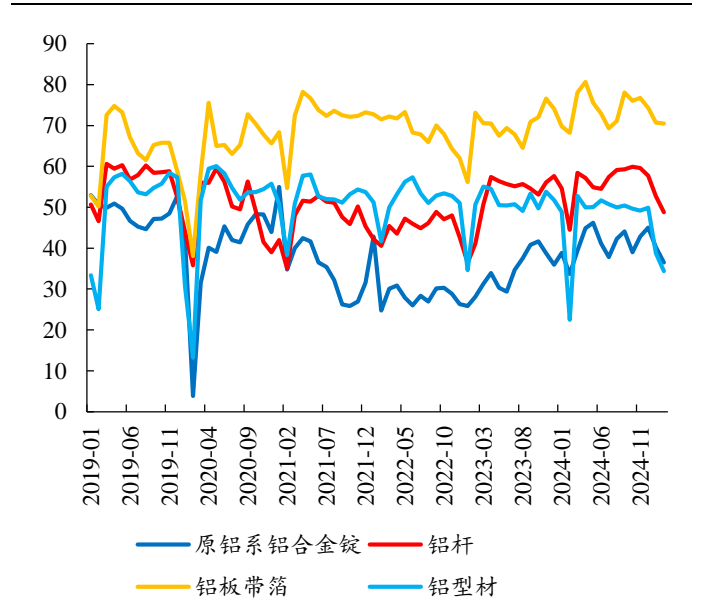
注：单吨理论利润=价格-完全成本

图38：2025年2月中国氧化铝产量718.5万吨，同比+14%（单位：万吨）


数据来源：Mysteel、开源证券研究所

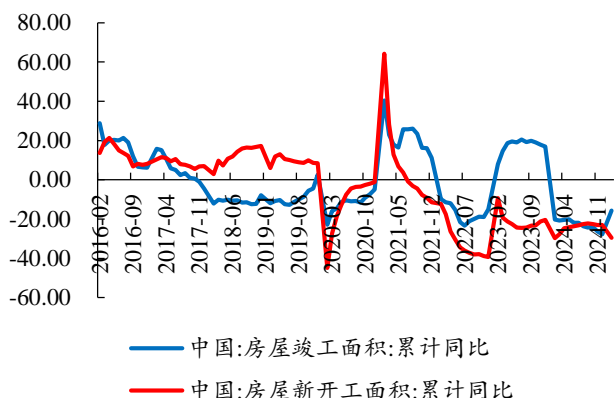
图39：2025年2月电解铝单吨理论利润达3777元/吨


数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图40：2025年2月铝产品开工率下滑（%）


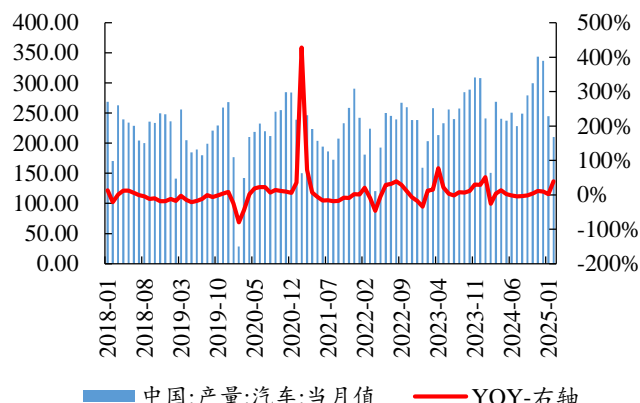
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图41: 2025年1~2月中国房屋竣工面积累计同比-15.6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

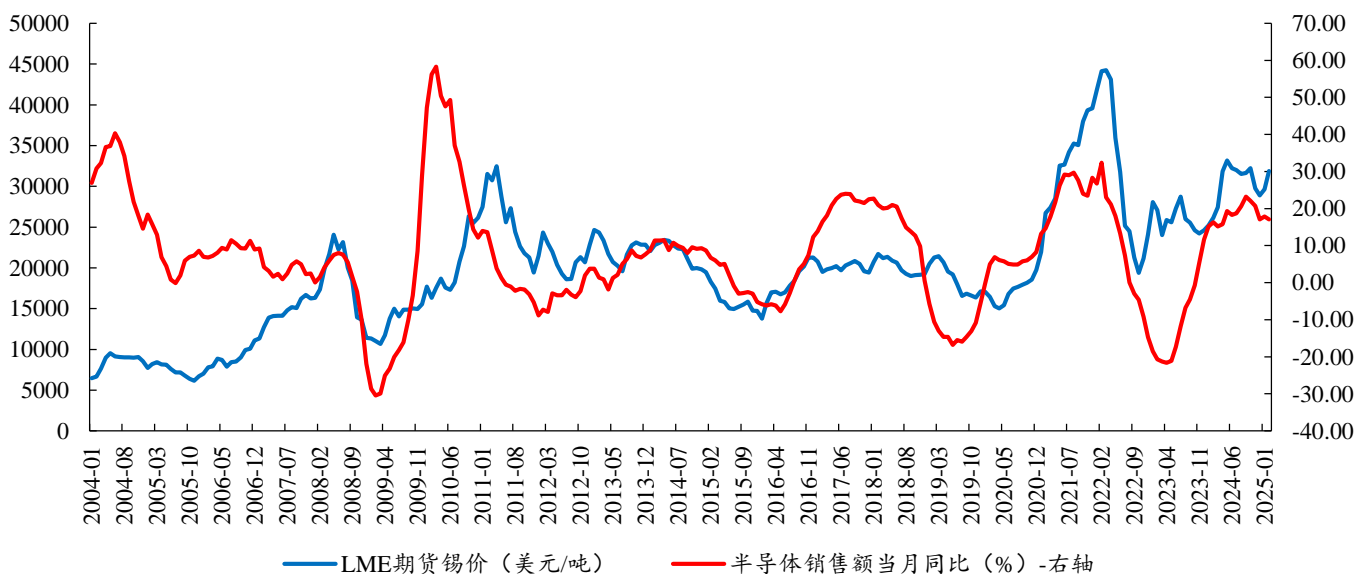
图42: 2025年2月中国汽车产量同比+40% (万辆)



数据来源: Wind、开源证券研究所

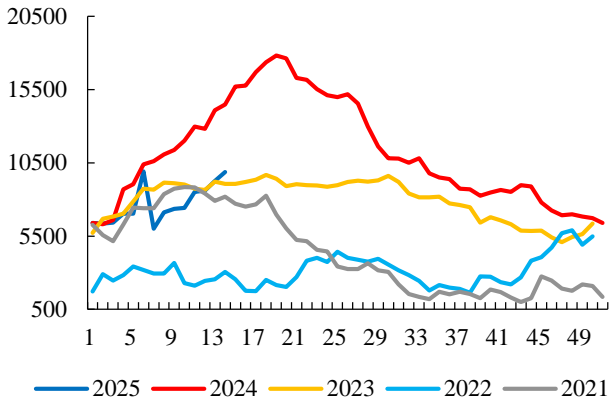
2.5、锡：全球锡产业链供应脆弱性凸显，锡价中枢有望上行

图43: LME 锡价走势与半导体销售额同比增速高度相关



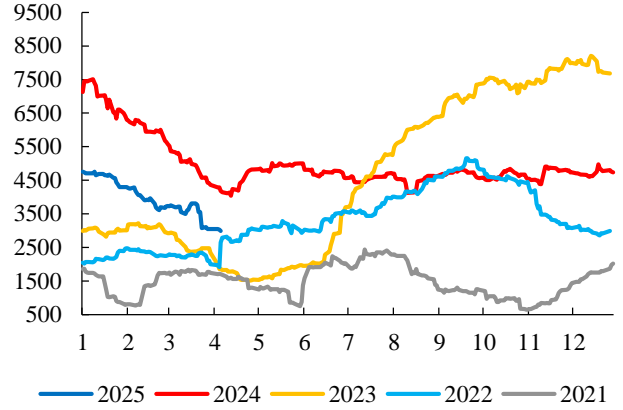
数据来源: Wind、开源证券研究所

图44: 上海期交所锡锭库存去库顺畅(吨)



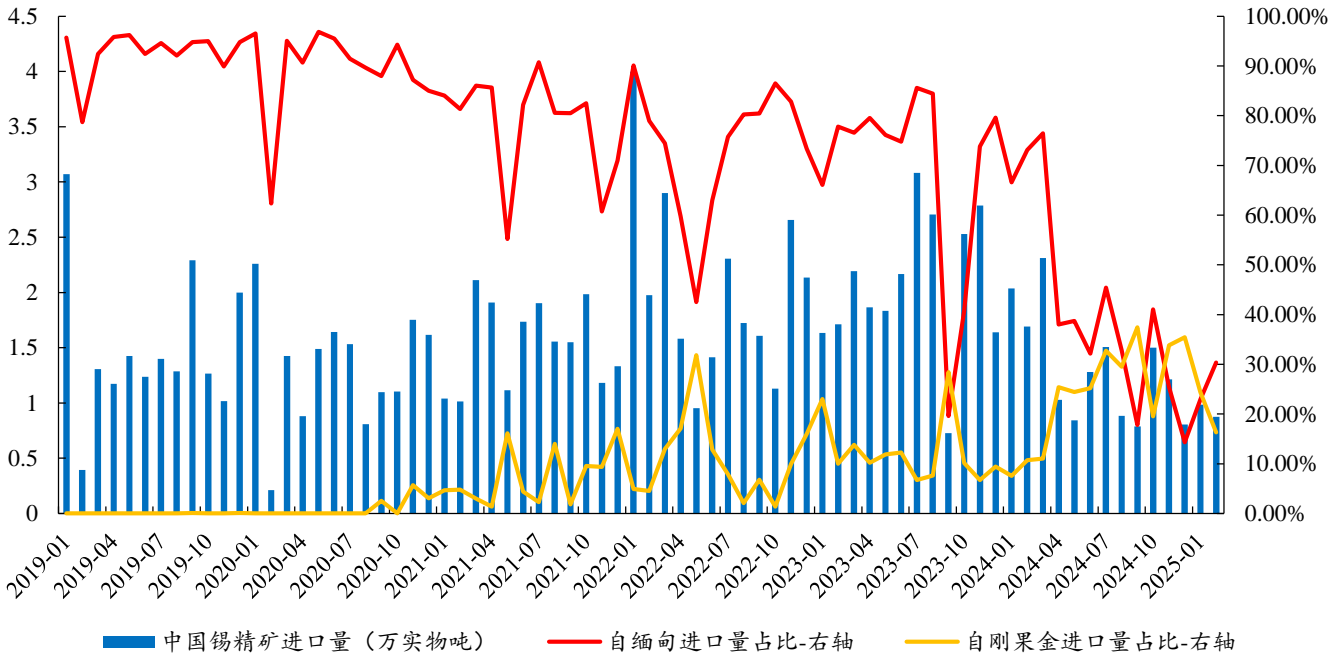
数据来源: Wind、开源证券研究所

图45: LME 锡库存震荡(吨)

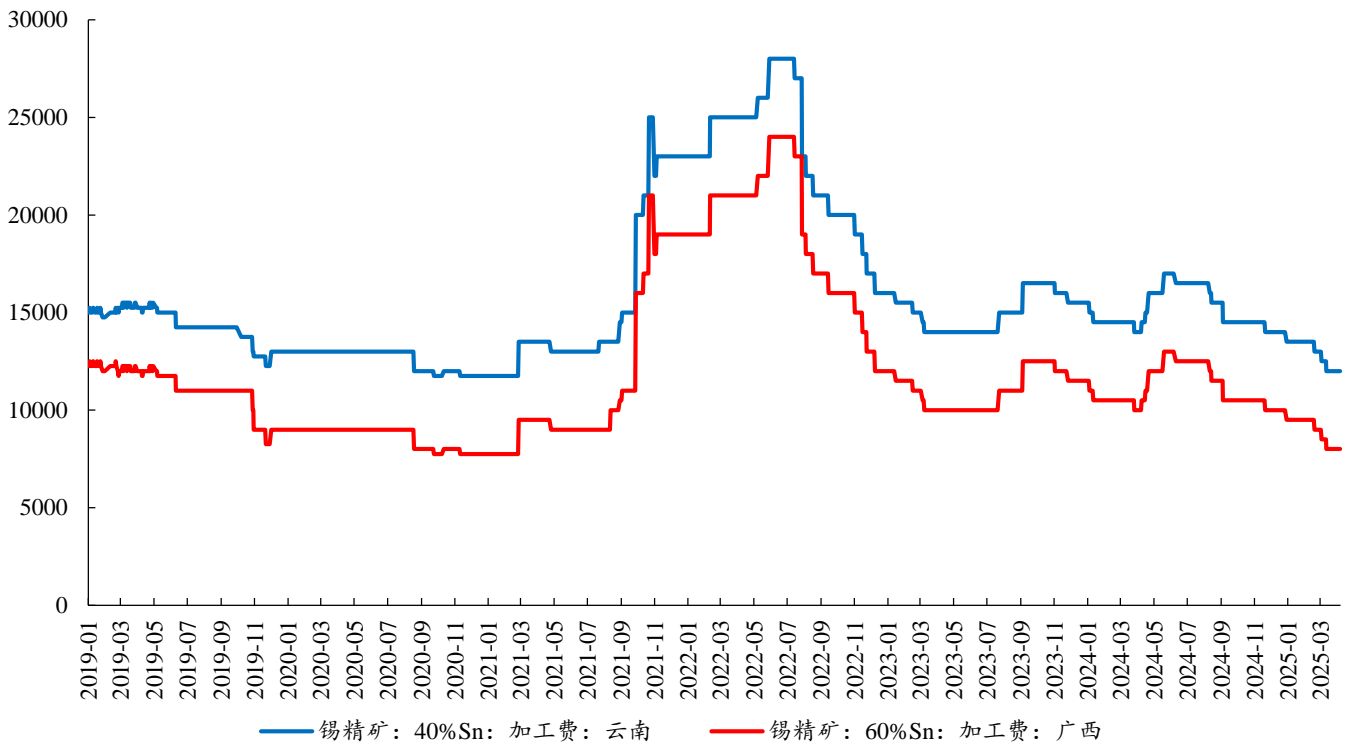


数据来源: Wind、开源证券研究所

图46: 缅甸锡精矿进口量维持低位



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图47：锡精矿加工费水平较低（元/吨）


数据来源：MySteel、开源证券研究所

3、风险提示

- (1) 全球新能源汽车、储能、光伏装机、半导体需求不及预期，各品种下游需求不及预期可能会导致价格下跌。
- (2) 地产开工和竣工面积不及预期，地产开工影响钢铁需求，竣工对铜铝需求有一定影响；
- (3) 各矿山项目进展超预期，各品种相关矿山进展超预期会加剧供给侧释放，进而影响品种价格；
- (4) 地缘政治风险，印尼、阿根廷、非洲等地区海外矿山丰富，地缘政治问题可能会导致市场波动。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn