

有色金属行业年度策略：烈火烹油，牛市仍在途



李纵横 分析师

Email: lizongheng@lcqz.com

证书: S1320524090001

投资要点:

黄金：金石之固，牛途未央

支撑黄金的长期核心逻辑未变，并在宏观转折期得到强化。美元指数正处于趋势性下行周期，特朗普政策路线为这一周期注入了深刻的时代特征，预计其对黄金的提振效应将比过往周期更为显著和持久。而美国财政与债务风险持续发酵，《大而美法案》预计将加剧其债务负担，美债信用边际受损、财政赤字推升长期通胀预期、主权信用风险上升三个维度，共同为黄金提供系统性支撑。维持对金价中长期趋势性上行的乐观判断。

在长期牛市基调下，2026 年年内金价走势预计将更加结构化。首先，货币政策推力趋于温和，美联储若采取降息，其性质更可能属于节奏与幅度均相对克制的“预防式降息”，对金价的推动作用在强度和速度上可能滞后且有限。其次，关键需求来源边际减弱：全球政经环境预期较 2025 年平稳，集中避险需求难现；同时，全球央行购金趋势虽延续，但增持节奏预计进一步放缓。因此，2026 年金价更可能走出“稳健上行”行情，波动性趋于平缓，重现由单一情绪主导的“强牛”行情条件不足。

短线视角，金价的交易逻辑将紧密围绕“美联储领导权交接”这一重大事件博弈。在提名人选公布前，市场对美联储政策独立性可能受损的担忧将交易“不确定性溢价”，支撑金价保持强势。人选落定后，则面临“预期兑现”后的获利了结压力，金价可能出现阶段性调整。若如市场预期，由与白宫政策高度协同的哈西特获提名，结合 2026 年降息“前快后缓”的节奏预判，从其获提名到正式上任前的过渡期，将成为市场集中交易“流动性边际宽松预期”与“美联储独立性受冲击”这两大主题最为流畅的窗口。

铜：供需争锋，价值涅槃

矿端供应：步入长期结构性瓶颈，议价权显著增强。随着过去两年产能集中扩张周期结束，2026 年全球可预见的新增矿山投产规模将显著下降，矿端供应正式步入中长期结构性瓶颈期。在此背景下，核心矿山的意外减产叠加主要资源产区（如南美、非洲）资源民族主义政策风险的上升，将进一步放大原本已存在的供给缺口。这决定了矿端在产业链利润分配中的优势地位和议价权将系统性增强，提示关注相关投资机会。

冶炼端：进入“零加工费”时代，行业整合加速。矿端强势地位的直

投资评级：看好（上调）

市场表现



相关报告

中美贸易摩擦升级，黄金能否再现年中牛市行情？

2025.10.13

降息落地后，金价的可能走向

2025.09.18

非农数据超预期下行，金价重获上行机遇

2025.08.04

接体现是，冶炼环节的加工费（TC/RC）被持续挤压。2026 年长协加工费已锁定于零美元/吨，标志着行业正式进入“零加工费”时代。这使得国内“反内卷”产能调控政策的落地更具紧迫性。我们预期 2026 年将成为行业被动整合的关键年份，部分高成本、中小型冶炼企业将因难以承受持续亏损而被迫退出市场，产能将进一步向具备资源、规模和成本优势的头部企业集中。

价格展望：基本面支撑坚实，波动弹性可能超预期。目前，市场对于矿端供给长期紧张已形成一致预期，这构成了铜价最为坚实的底部价值支撑。基于前文供需平衡表测算，2026 年精炼铜供需缺口预计将进一步走阔，在强劲的基本面支撑下，铜价预计将呈现“易涨难跌、中枢上移”的运行趋势。此外，需特别关注由美国市场“虹吸效应”导致的全球库存结构性失衡，非美市场极端低库存可能放大任何供给扰动，使铜价在上涨周期中展现出超预期的价格弹性。

铝：价值升维，趋势已成

铝土矿：行业对于进口资源的依赖度预计加深，矿端供应将维持相对宽松局面。**铝土矿价格底部支撑坚实，全球或将围绕 65-70 美元/吨区间震荡；**

氧化铝：2026 年国内氧化铝市场依旧难掩颓势，商品价格预期承压，主要原因包含以下三方面：新建产能的集中投放与下游需求的刚性限制形成尖锐矛盾；原材料价格预期维持低位，成本支撑力度不足；下游氧化铝库存已攀升至高位区间，未来存在明确的去库压力；

电解铝：当前阶段，铝商品属性已发生深刻转变：已从传统意义上的大宗原材料，演进为能源价值在商品层面的核心载体与映射。这一本质变化，构成了我们对铝价长期维持强势、中枢趋势性上移的核心逻辑基础。而当前铝价上涨仍部分受铜价带动，但后续有望凭借铜铝比值的均值回归动力与“铝代铜”需求增长的双重红利，获得独立的二次上行动能。2026 年铝产业链利润有望进一步向下游冶炼环节集中，相关企业业绩增长空间明确，建议关注其投资价值。

锂：迷雾初散，曙光已现

2026 年锂市将呈现“供需双增”的基本格局，但我们同时提示关注供给与需求在释放节奏上可能出现的错配风险。经历 2025 年下半年的强势反弹，当前锂价已修复至过去两年的相对高位，上游原料企业生产意愿充足，且部分此前停产的高成本产能存在复产可能，因此供给端的释放预计将较为顺畅。鉴于此，2026 年锂价走势的核心博弈点将集中于需求端的兑现节奏。2026 年是国内新能源汽车购置税减免退坡的首年，而 2025 年四季度的销量超预期增长可能已透支部分需求，对 2026 年一季度的消费形成挤占。因此，年初的需求增量或将主要依赖储能市场项目的落地进展，建议密切关注国内相关项目的建设节奏。

在 2026 年全球锂市场供需过剩预期收窄的背景下，我们对其价格中

枢持相对乐观态度，预计将较 2025 年有所上移，产业链相关企业的盈利水平有望迎来显著修复。

然而，需要提示的是，相较于供给端产能释放的较高确定性，需求侧的预期兑现仍存在不确定性风险。若下游动力电池及储能市场的实际需求增长不及预期，锂价的定价逻辑可能向成本支撑回归。因此，我们建议投资者可保持关注，待需求侧出现更为明确的实质性回暖信号后，再行布局相关投资机会，以更好地把握盈利改善的确定性。

推荐关注：山金国际（000975.SZ）、赤峰黄金（600988.SH）、紫金矿业（601899.SH）、洛阳钼业（603993.SH）、中国宏桥（1378.HK）、天山铝业（002532.SZ）、中矿资源（002738.SZ）

风险提示：核心矿山产出不及预期、美国关税政策反复、美联储货币政策调整超预期、新增原料供给超预期、下游市场需求不及预期、地缘政治事件超预期爆发等。

目 录

1. 有色金属：全球变局下的价值重估	8
2. 黄金：金石之固，牛途未央	9
2.1 回顾：超越资产波动，定义市场新锚	9
2.2 趋势：长牛逻辑未变，上行基础深化	11
2.2.1 弱美元周期深化与黄金的重估窗口	12
2.2.2 美债信用风险推升黄金定价中枢	15
2.3 展望：2026 年金价走势预期稳健	20
2.3.1 货币政策边际宽松提振黄金金融属性	20
2.3.2 短期主题：政策独立性叙事与流动性预期博弈	25
2.3.3 地缘风险趋缓，避险行情动能减弱	26
2.3.4 央行购金节奏预期趋缓	28
2.3.5 走势总结及投资机会	30
3. 铜：供需争锋，价值涅槃	30
3.1 回顾：多因子共振下的趋势性上行	31
3.2 供给端：矿端扰动升级，减产风险积聚	32
3.2.1 铜精矿：核心矿山停产加剧结构性短缺	32
3.2.2 冶炼端：加工费博弈白热化，被动减产压力积聚	35
3.3 库存：美铜虹吸效应难言终局，区域脆弱性加剧	37
3.4 需求端：电气化浪潮开启长期增长空间	40
3.5 供需平衡与铜价展望	45
4. 铝：价值升维，趋势已成	46
4.1 铝土矿：紧缺缓解，聚焦结构性溢价	46
4.2 氧化铝：产能过剩困局未解，行业盈利预期承压	50
4.3 电解铝：产能稀缺与价格强势共振，行业盈利弹性释放	54
4.3.1 铝价回顾：一波三折，不改强势依旧	54
4.3.2 供给端：增长动能衰减，瓶颈约束显现	55
4.3.3 需求端：结构优化驱动稳健增长	58
4.3.4 铜铝比收敛赋予铝价上行新动能	60
4.3.5 产业链利润重心下移，冶炼环节或成为核心受益者	61
5. 锂：迷雾初散，曙光已现	63
5.1 回顾：跌宕上行，波动中录得趋势性涨幅	63
5.2 供给端：过剩压力初步缓解	64
5.2.1 国内：复产节奏摇摆，供应弹性受限	64
5.2.2 海外：供应规模稳定增长，区域分化加剧	65
5.3 需求端：新能源汽车需求筑底，储能成为第二极	68
5.4 供需平衡及锂价展望	70
6. 风险提示	71

图表目录

图 1	2025 年主要有色金属价格涨幅.....	8
图 2	31 个申万一级行业指数 2025 年年度涨跌幅对比 (%)	9
图 3	金价年内涨幅领跑全球主要大类资产品种	11
图 4	2025 年金价走势回顾 (美元/盎司、元/克)	11
图 5	1971 年至今美元指数所经历的三轮调整周期	12
图 6	美元指数与黄金价格波动趋势 (美元/盎司)	13
图 7	相对较高的国债利差水平对 2025 年前三季度的美元指数并未形成足够的托举效应 (%) 14	
图 8	2025 年美元指数趋势性走弱对于金价上行的显著推动作用 (美元/盎司)	15
图 9	2000 年之后, 美国财政赤字规模经历了两轮快速扩张周期	16
图 10	与过去数年中所颁布的法案相比, 大而美法案将增加更多债务 (十亿美元)	18
图 11	美国预算责任委员会对大而美法案对于美国国家债务规模的影响测算	18
图 12	《大而美法案》对于美国年度国家赤字的影响 (十亿美元)	19
图 13	关税目前在美国财政收入中所占比重极为有限	19
图 14	黄金价格与美国未偿国债规模占 GDP 比重强相关 (%、美元/盎司)	20
图 15	美国国家赤字率提高助推黄金价格上行 (美元/盎司)	20
图 16	11 月美国通胀数据超预期回落 (%)	21
图 17	2025 年国际原油价格持续走低 (美元/桶)	21
图 18	房价指数前置回调 (%)	21
图 19	二手车价格回落 (%)	21
图 20	美国新增就业人数波动情况 (千人)	22
图 21	美国国内失业率小幅抬头 (%)	22
图 22	八轮降息周期中, 美国宏观经济背景 (%)	24
图 23	美联储主席候选人胜选概率	25
图 24	经贸政策不确定性逐步削减	27
图 25	地缘政治风险阶段性释放	27
图 26	2025 年全球央行购金规模有所缩减 (吨)	29
图 27	中国黄金增储节奏放缓 (万金衡盎司)	29
图 28	2012 年至今中国央行购金时点分布 (吨、美元/盎司)	30
图 29	2025 年海内外铜价走势回顾 (美元/吨、元/吨)	32
图 30	全球铜精矿产量规模波动情况 (千吨)	32
图 31	全球铜精矿月度产量规模波动情况 (千吨)	32
图 32	全球铜矿产出集中于数个超大型矿山	33
图 33	印尼 Grasberg 矿山铜矿产出规模波动情况 (千金属吨)	33
图 34	2014-2028 年间全球投产铜矿项目分布 (万吨)	34
图 35	全球精炼铜增量主要来自于中国 (千吨)	35
图 36	国内精炼铜产能规模依旧在持续扩张 (万吨)	35
图 37	加工费用持续走低, 现货冶炼亏损规模走阔 (元/吨、美元/千吨)	36
图 38	国内铜冶炼厂开工率尚维持在较高水平 (%)	36
图 39	副产品硫酸价格持续上行 (元/吨)	36
图 40	2025 年, 全球铜库存结构经历了深度调整 (万吨、美元/吨)	38
图 41	COMEX 与 LME 跨市价差走向长期化 (美元/吨)	40
图 42	全球铜库存转运进程难言终结 (吨)	40
图 43	中国是全球精炼铜的主要消费市场	41
图 44	国内铜终端行业消费结构	41
图 45	2025 年我国电解铜表观消费量大幅增长 (万吨)	41
图 46	2025 年我国电解铜实际消费量大幅增长 (万吨)	41
图 47	表观消费量月度数据波动情况 (万吨)	42
图 48	实际消费量月度数据波动情况 (万吨)	42
图 49	2025 年国内精铜杆产量大幅增长 (万吨)	42

图 50	国内精铜杆月度产量规模波动情况 (万吨)	42
图 51	国内铜管产量增速有所放缓 (万吨)	43
图 52	国内铜管月度产量规模波动情况 (万吨)	43
图 53	中国电网基本建设投资完成额月度波动情况 (亿元)	43
图 54	中国发电新增设备容量规模月度波动情况 (万千瓦)	43
图 55	国内不同类型发电设备新增容量 (万千瓦)	44
图 56	2025 年国内汽车销量大幅增长 (万辆)	44
图 57	新能源车占比持续提升 (万辆)	44
图 58	国内家用空调产量数据波动情况 (万台)	45
图 59	国内家用空调销量数据波动情况 (万台)	45
图 60	2025 年国内铝土矿消费结构	47
图 61	2025 年国内铝土矿进口结构	47
图 62	铝土矿月度进口量 (万吨)	48
图 63	国内铝土矿产量 (万吨)	48
图 64	几内亚主要铝土矿区现金成本 (美元/吨)	49
图 65	几内亚至中国海运费用 (美元/吨)	49
图 66	几内亚、澳洲铝土矿月度进口均价 (美元/吨)	50
图 67	全球近六成的氧化铝由国内生产 (千吨)	50
图 68	国内氧化铝月度产量规模波动情况 (万吨)	51
图 69	2025 年国内氧化铝企业产能利用率先抑后扬 (%)	51
图 70	2025 年国内氧化铝厂财务压力大幅增加 (元/吨)	51
图 71	2025 年国内氧化铝产能规模大幅扩张 (万吨)	52
图 72	国内氧化铝运行产能规模波动情况 (万吨)	52
图 73	2025 年国内氧化铝市场供给规模已过剩 (万吨)	52
图 74	氧化铝成本结构拆解	54
图 75	铝土矿价格与氧化铝价格呈现高度联动性 (万吨)	54
图 76	国内电解铝厂内氧化铝库存规模波动情况 (万吨)	54
图 77	国内氧化铝库存总量波动情况 (万吨)	54
图 78	2025 年铝价走势回顾 (元/吨、美元/吨)	55
图 79	我国是全球原铝的主要产地 (千吨)	56
图 80	国内电解铝产能逼近红线值, 未来已无增量空间 (万吨、%)	57
图 81	国内电解铝年度消费规模稳定增长 (万吨)	58
图 82	2022 年国内铝终端消费结构	59
图 83	2025 年国内铝终端消费结构	59
图 84	新能源车占比提升, 带动交通用铝量同步上涨 (万吨)	60
图 85	光伏组件月度产量波动情况 (GW)	60
图 86	铜铝比价上行至高位区间 (美元/吨)	61
图 87	铜铝比上行至高位区间后, 铝较铜的替代效应凸显	61
图 88	2025 年国内电解铝生产成本结构	62
图 89	国内电力价格整体呈现下行趋势	62
图 90	2025 年, 电解铝行业利润创下过去三年新高 (元/吨)	63
图 91	2025 年碳酸锂、锂精矿价格走势回顾 (元/吨、美元/吨)	64
图 92	国内碳酸锂产量月度规模波动情况 (吨)	65
图 93	2025 年与 2024 年同期国内碳酸锂供给结构对比 (吨)	65
图 94	全球锂矿供给结构拆解	66
图 95	海外碳酸锂季度产量规模波动情况 (吨)	66
图 96	澳洲锂辉石季度产量波动情况 (千吨)	66
图 97	澳洲锂精矿进口量波动情况 (万吨)	66
图 98	智利锂矿产量规模波动情况 (吨)	67
图 99	2025 年智利氢氧化锂产品出口结构	67
图 100	2025 年全球新能源汽车销量预期维持高速增长趋势 (万辆)	69
图 101	国内储能项目中标规模统计 (GWh)	70
图 102	锂离子储能电池需求量预测 (GWh)	70
图 103	2024 年、2025 年全球锂矿资源现金成本曲线对比 (元/吨、万吨 LCE)	71

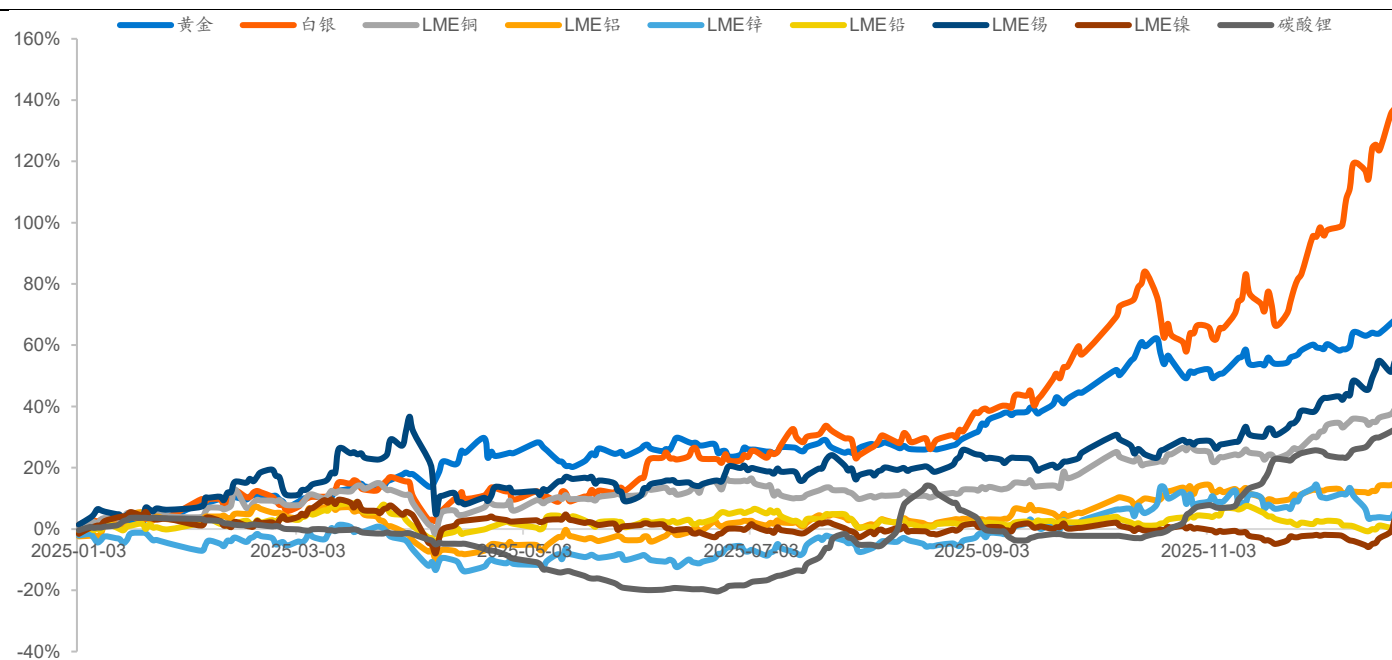
表 1	本轮对等关税战激烈交锋阶段，美元并未凸显其避险货币特征.....	14
表 2	大而美法案主要内容及对于美国国家赤字影响（亿美元）.....	17
表 3	大而美法案及特朗普关税对于美国经济和财政状况影响测算（十亿美元）.....	19
表 4	美国通胀数据拆分（%）.....	22
表 5	美国就业市场结构拆分（千人）.....	23
表 6	2026 年美联储降息节点概率分布.....	23
表 7	九十年代至今美联储八轮降息周期黄金价格表现.....	24
表 8	现任美联储理事会成员.....	26
表 9	2025 年美国国家安全战略报告主要内容梳理.....	28
表 10	全球黄金供需平衡表（吨）.....	29
表 11	2025 年影响全球铜矿产出重大扰动事件整理.....	33
表 12	2026 年铜矿主要增量来源统计（万金属吨）.....	35
表 13	国内新增铜冶炼产能整理.....	37
表 14	2025 年国内铜冶炼相关政策内容.....	37
表 15	2025 年美国铜关税时间线梳理.....	38
表 16	铜供需平衡表拆解（万吨）.....	46
表 17	2025 年几内亚铝土矿出口政策整理.....	48
表 18	2026 年国内氧化铝新建产能投产计划（万吨）.....	53
表 19	全球主要金属品种单吨耗电量对比（Kwh、万吨）.....	56
表 20	海外电解铝建成产能以及未来增量空间预测（千吨）.....	58
表 21	2026 年盐湖卤水提锂主要增量工程统计（吨 LCE）.....	65
表 22	阿根廷未来可贡献增量项目明细（万吨 LCE）.....	67
表 23	2026 年海外可贡献增量锂矿山梳理（万吨 LCE）.....	68
表 24	全球锂资源供需平衡表拆解（万吨 LCE）.....	70

1. 有色金属：全球变局下的价值重估

2025 年，是全球政治经济格局发生深刻转型的关键之年。以美国特朗普政府为代表的保守主义力量集中登台，其政策外溢效应迅速传导至欧美、日韩等主要经济体，重塑了全球竞争与合作的基本范式。在此“百年未有之大变局”下，在全球资本的深度参与下，以有色金属为代表的上游资源品，其价格运行逻辑脱离传统框架，呈现出独具时代特色的高波动性与强弹性特征。

这一年，我们见证了以黄金、白银为代表的贵金属走出历史性牛市，重新锚定了其金融与避险属性的定价基准；也目睹了更具商品属性的工业金属，在经历前期沉寂后，于下半年迎来基于基本面重估的强势补涨行情。市场正在以一种新的叙事，为资源价值进行重新定价。

图1 2025 年主要有色金属价格涨幅¹

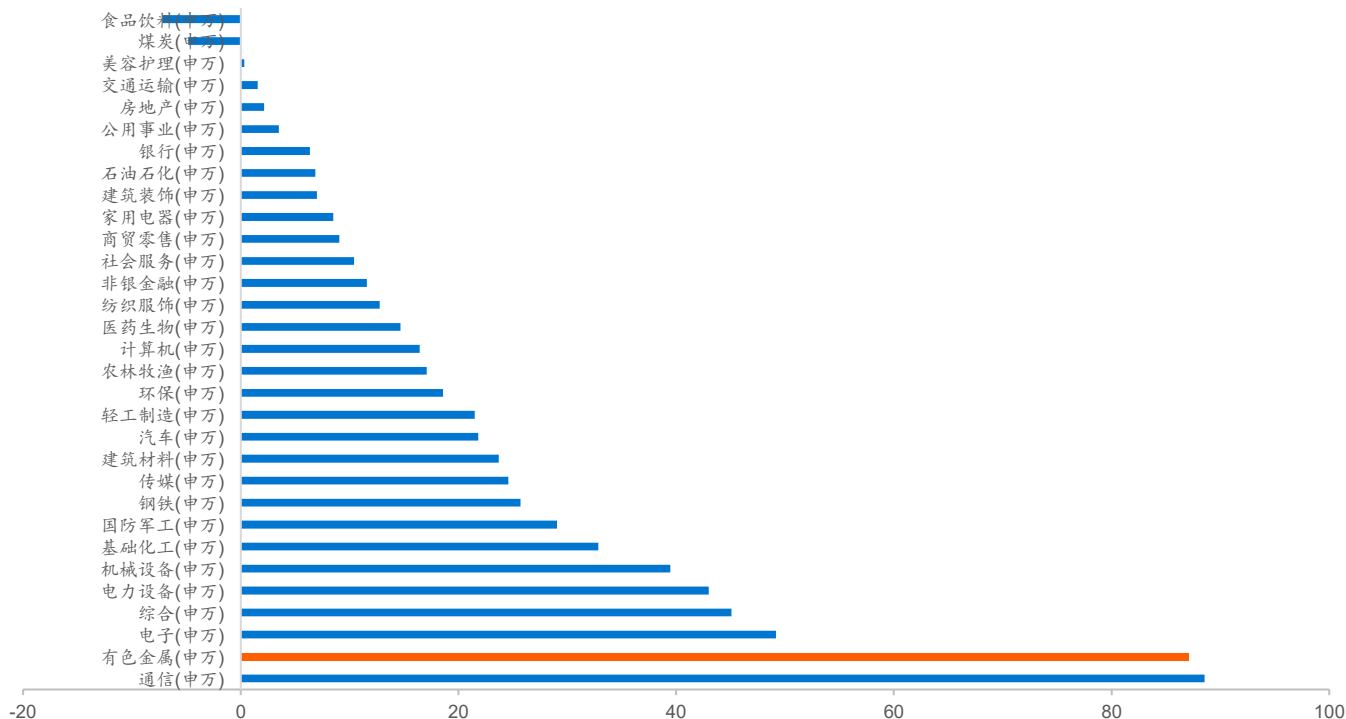


资料来源：Wind，联储证券研究院

从权益市场表现看，有色金属板块在 2025 年同样呈现历史级别的强势行情。截至 2025 年 12 月 25 日，申万有色金属指数年度累计涨幅达 87.05%，大幅跑赢市场主要宽基指数。在全部 31 个申万一级行业指数中，其涨幅高居第二，仅略次于通信行业，领涨特征极为突出。

¹ 数据统计时间区间：2025 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 25 日

图2 31个申万一级行业指数 2025 年年度涨跌幅对比² (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

展望 2026 年，大宗商品市场正站在全球供需结构历史性重塑的关键节点。多重宏观力量交织,共同定义了新的时代背景:地缘政治格局被局部战争与全球疫情深刻改写;贸易保护主义抬头,持续推高国家间物流与交易成本;与此同时,南美、中东、非洲及东南亚等全球核心资源产地的民族主义情绪高涨,不断加剧资源供给端的脆弱性与不确定性。

在此背景下,以有色金属为代表的**关键战略原材料**,已跃升为**大国博弈与全球产业链重构的核心焦点**。其定价逻辑正经历根本性演变——从传统的商品供需框架,转向叠加了国家安全与战略竞争维度的复合定价体系。一个标志性事件是,2025 年 11 月³,美国白宫政府再次扩大其“关键矿产”清单,涉及矿产品类超过 60 种,“银、铜、铅、锌、铝、镍、钴、钨等”有色金属品种名列其中,定义为对美国“经济和国家安全至关重要”的战略物资。这一政策动向意味着这些金属的战略资源属性获得了官方背书,其价值面临系统性重估。

我们判断有色金属行业正经历一场深刻的“定价范式跃迁”。其价值驱动已从单纯的工业供需,切换至“资源安全”与“战略博弈”的双重轨道。在此背景下,我们持续看好该板块的长期配置价值,其价格中枢的系统性抬升并非周期波动,而是格局重构下的必然趋势。

2. 黄金：金石之固，牛途未央

2.1 回顾：超越资产波动，定义市场新锚

经历了 2024 年罕见的贵金属牛市之后,2025 年我们再次见证了在时代海潮裹挟下,将会在金融市场中翻涌出怎样的浪花。国际金价在 2025 年再度走出趋势性的牛市行情,

² 数据统计时间区间: 2025 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 25 日

³ https://geoglobal.mnr.gov.cn/zx/kydt/zhyw/202511/t20251107_10053710.htm

连续突破数个重要价格关口，并于年内创下 4381 美元/盎司的历史新高。截至 12 月 19 日，其年内累计涨幅达 66.5%，强势表现领跑全球其他主要大类资产。黄金的持续强势，不仅反映了当前全球宏观经济与金融体系的深层变化，也正在系统性重塑市场对未来大类资产定价逻辑的认知。

复盘 2025 年金价的历史性牛市行情，可清晰拆解为两轮主升周期与两轮震荡调整期，分别对应了驱动金价上涨的避险情绪与流动性预期两大核心力量。

第一轮主升周期（1 月至 4 月）：地缘政治与贸易不确定性主导的避险行情

年初，随着特朗普开启第二任期，其激进的施政纲领迅速推升了全球政策不确定性，黄金的避险属性凸显，价格延续 2024 年末涨势；3 月，市场开始对潜在关税政策及其对全球贸易体系的冲击进行定价，金价趋势性走强；4 月 2 日，美国宣布加征“对等关税”，力度远超市场预期，引发风险资产普遍抛售；而黄金在经历短期波动后，在强烈的避险买盘推动下迅速反弹并加速上行，完成了年内第一轮流畅上涨；

第一轮震荡调整期（5 月至 8 月）：贸易风险缓和与货币政策预期反复

4 月下旬起，中美贸易紧张关系出现边际缓和信号；5 月 12 日，双方在日内瓦经贸会议后发布联合声明，标志着本轮关税战最激烈的阶段告一段落，避险情绪随之降温，金价回落；进入年中，黄金市场驱动逻辑正式切换至美联储货币政策预期；由于美国经济数据展现韧性，叠加关税可能推升通胀的担忧，美联储期间表态偏鹰派，导致市场对降息的时点和幅度预期反复摇摆，金价在此期间呈现高位震荡格局；

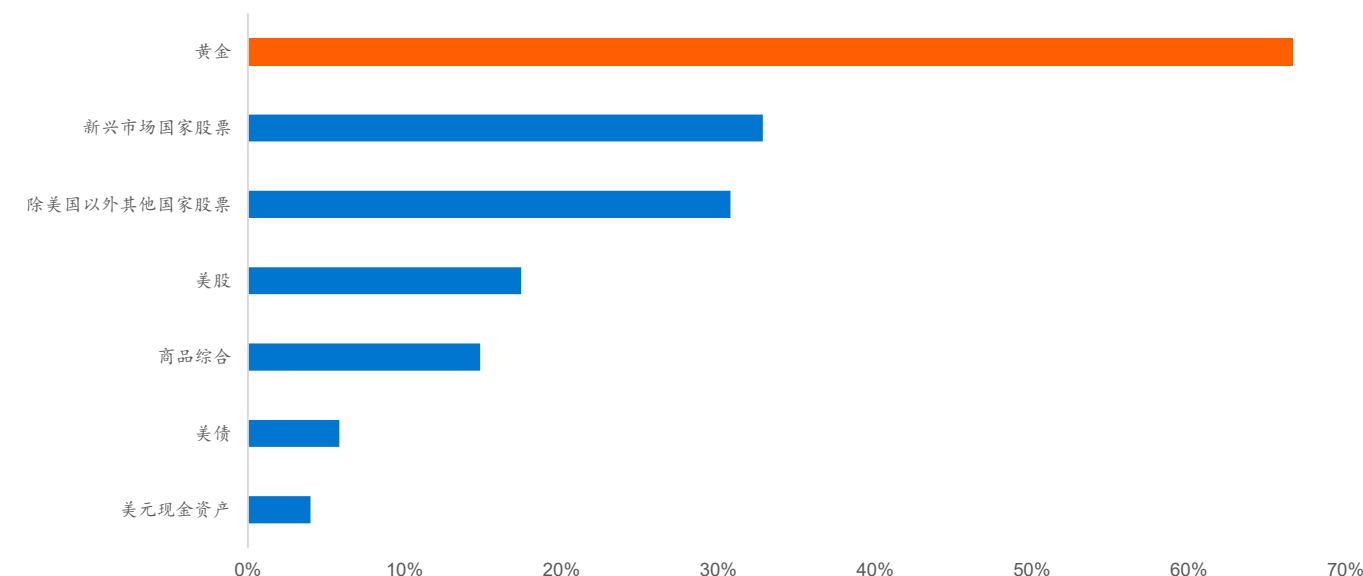
第二轮主升周期（8 月至 10 月）：流动性转向预期驱动的趋势行情

8 月底，美联储主席鲍威尔在全球央行年会上首次释放鸽派信号，市场对货币政策转向的预期得到实质性强化，流动性边际宽松的预期成为新的上行主导逻辑，推动金价开启第二轮趋势性上涨；9 月，美联储实施年内首次降息（25 个基点）；10 月，美国政府停摆事件再度激发市场避险情绪，推动金价冲至年内峰值；

第二轮震荡调整期（11 月）：政策预期再度反转

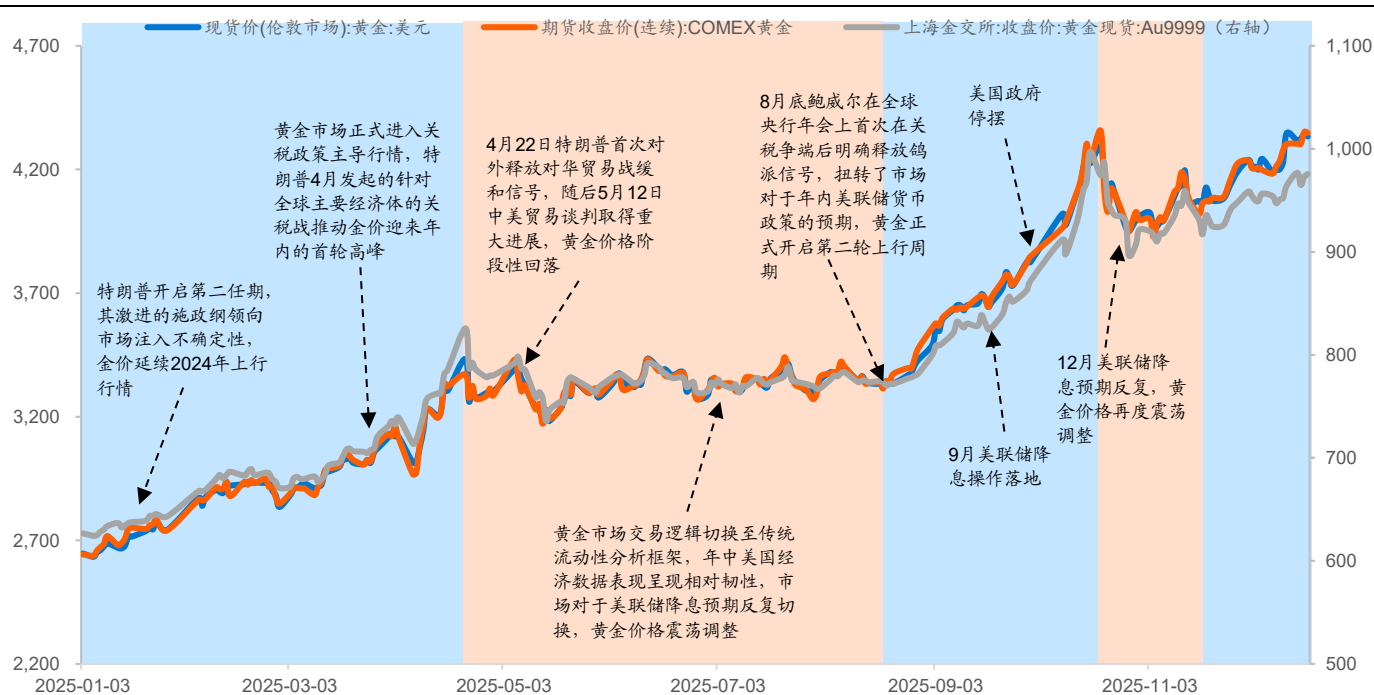
10 月末美联储完成第二次降息后，其政策表态再度转向鹰派；同时，受政府停摆影响，关键经济数据发布缺失，导致市场对 12 月继续降息的预期降温；在货币政策路径不确定性增加的背景下，金价进入新一轮震荡调整。

图3 金价年内涨幅领跑全球主要大类资产品种⁴



资料来源：世界黄金协会、Wind，联储证券研究院

图4 2025 年金价走势回顾⁵ (美元/盎司、元/克)



资料来源：Wind，联储证券研究院

2.2 趋势：长牛逻辑未变，上行基础深化

展望 2026 年，支撑贵金属市场的核心多头驱动逻辑并未发生根本性扭转，我们维持对金价中长期走势的乐观预期。

⁴ 收益率计算选取 LBMA 午盘金价、彭博美国国债全收益指数、MSCI 美国全收益指数、MSCI 除美国外世界全收益指数、MSCI 新兴市场全收益指数、彭博商品全收益指数

⁵ 数据统计时间区间：2025 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 19 日

2.2.1 弱美元周期深化与黄金的重估窗口

回顾 1980 年至今的走势，美元指数呈现出明显的周期性波动特征，大致可划分为三个完整的调整周期：

1. 第一轮周期（1980 年 1 月-1995 年 4 月）

升值阶段：历时约 62 个月，指数从 85.52 升至 158.49；

贬值阶段：随后进入长达约 122 个月的贬值期，指数由高点回落至 81.62；

2. 第二轮周期（1995 年 5 月-2011 年 4 月）

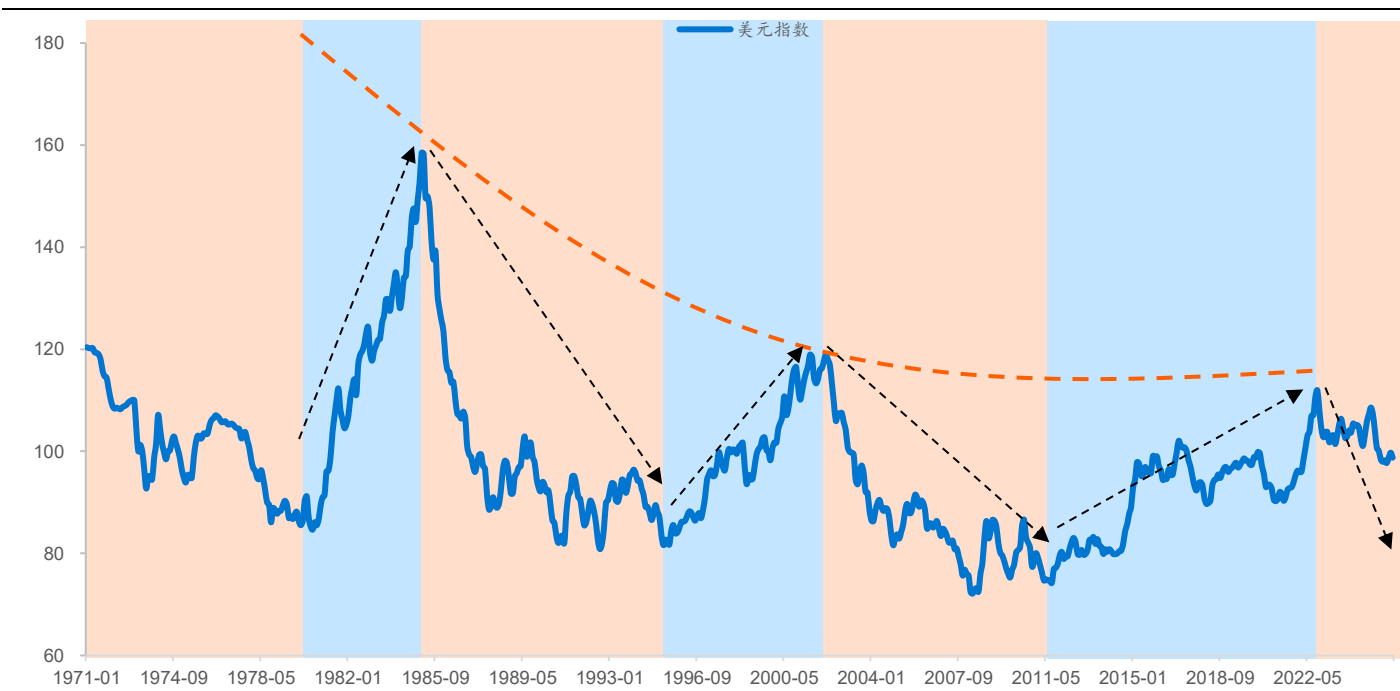
升值阶段：历时约 74 个月，指数从 82.68 上涨至 118.44；

贬值阶段：之后的约 118 个月内，指数从高位下跌至 74.69；

3. 第三轮周期（2011 年 5 月至今）

升值阶段：经历了约 118 个月的长期升值，指数从 74.93 攀升至 111.94。

图5 1971 年至今美元指数所经历的三轮调整周期



资料来源：Wind，联储证券研究院

通过对上述三轮美元指数周期的梳理，我们可以总结出以下三点结构性规律：

第一，周期峰值呈现系统性下移趋势；这主要反映了美国经济相较于其他主要经济体的相对优势正在发生边际收敛，导致美元指数每一轮牛市所能达到的绝对高度逐次降低；

第二，升值周期的持续时间被逐轮拉长；这一现象与上一规律同源，由于驱动力

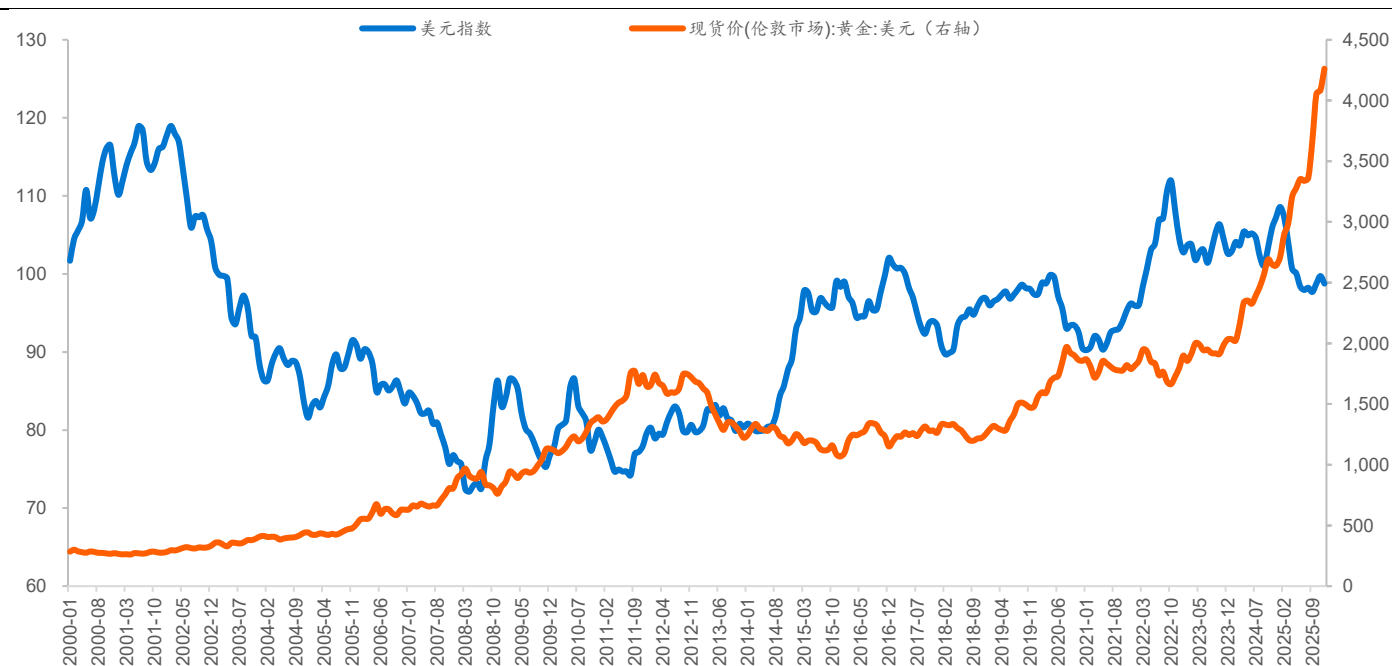
(相对经济优势)的强度减弱,美元指数需要更长的时间周期才能实现幅度相对有限的升值过程;

第三, 贬值周期通常长于升值周期;这主要与美国经济自身的深层韧性有关,这种韧性能够在一定程度上延缓或平滑美元从峰值回落的节奏,导致其贬值过程往往呈现“长周期、慢变量”的特征,耗时超过前期的快速升值阶段。

美元指数目前正处在第三轮大周期的趋势性下行阶段,结合历史规律可以推断,本轮调整的持续时间可能较为漫长。**因此,在未来数年内,美元指数中枢将面临趋势性下移的压力。**从构成上看,美元指数主要反映美元对一篮子货币(其中欧元权重最高)的相对强弱。尽管欧元区经济的结构性疲软在一定程度上为美元提供了缓冲,可能使下行过程相对平缓,但这并不改变其长期趋势性走弱的核心方向。

美元指数与黄金价格在多数时间内呈现较为显著的负相关性。这一关系的核心机制在于:黄金以美元计价,但其主要实物消费与投资需求位于美国境外。当美元指数走强时,对于持有欧元、人民币等其他货币的投资者而言,以本币计算的黄金成本上升,从而抑制购买需求;反之,美元走弱则显著降低其购买门槛,提振需求。**因此,美元指数的趋势性走弱,从计价货币与需求弹性的双重纬度,天然为黄金创造了结构性利多的市场环境。**

图6 美元指数与黄金价格波动趋势(美元/盎司)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

在年末的时间节点回看 2025 年美元指数的实际走势,可以发现其与两个经典的市场规律发生了显著背离:

第一, 美元的避险属性未能彰显;美元作为全球核心避险货币,通常在风险事件爆发时因离岸市场争抢流动性而走强。然而,在 2025 年地缘贸易风险最集中的阶段(4 月特朗普政府宣布加征“对等关税”后),美元指数不升反降,从 4 月 1 日的 104.23 迅速跌至 4 月 22 日的 98.98,跌幅达 5.04%。截至 12 月 22 日,其年内累计跌幅已扩大至 9.43%,创下近二十年来的最差年度表现;

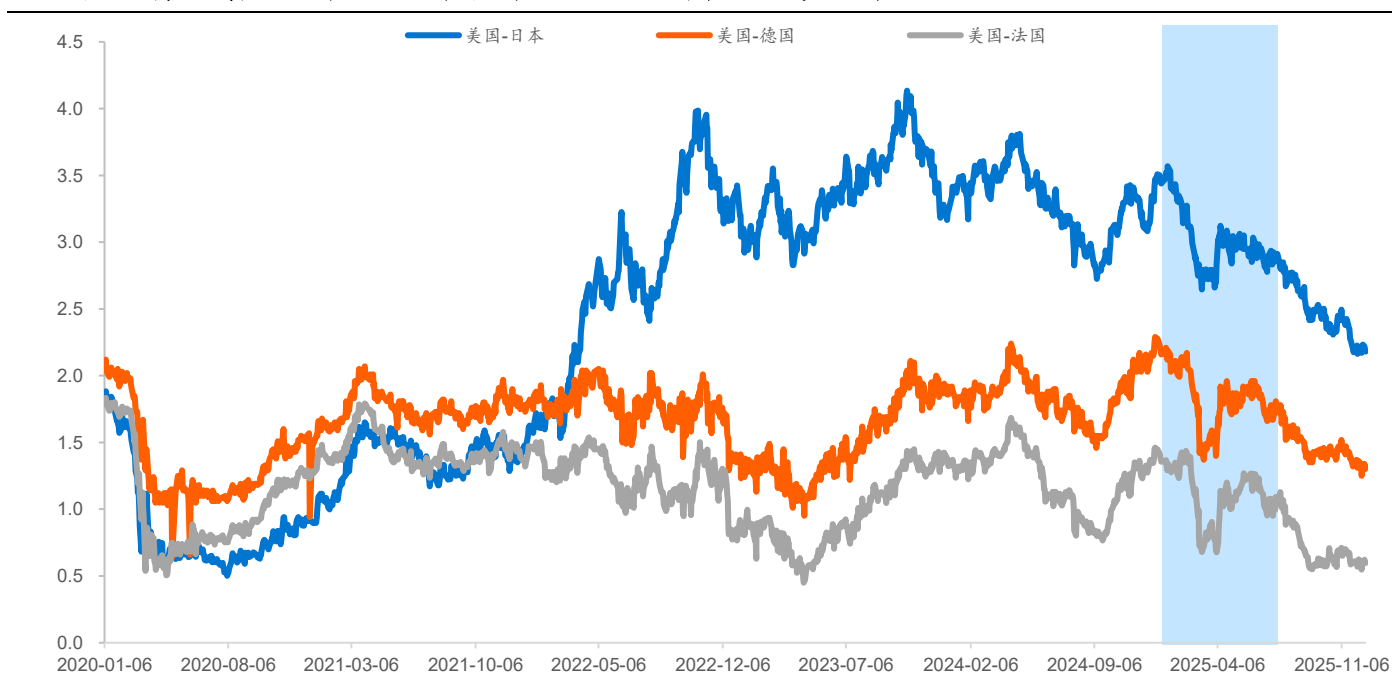
第二，**国债利差未能提供有效支撑**；历史经验表明，较高的国债收益率会吸引跨境资本流入，从而对本国货币形成支撑。2025 年前三季度，美联储货币政策调整滞后于其他主要央行，使美国对欧元区及日本的国债利差持续处于高位。但这一传统的“利差优势”并未转化为美元的升值动力，同期美元指数反而经历了年内最显著的调整。在 2025 年这一特定宏观环境下，利差对汇率的传导机制暂时失效。

表1 本轮对等关税战激烈交锋阶段，美元并未凸显其避险货币特征

名称	4月1日汇率	4月22日汇率	美元价格水平变化情况	涨跌幅
美元兑欧元	0.927	0.876	贬值	-5.50%
美元兑英镑	0.774	0.750	贬值	-3.06%
美元兑瑞郎	0.884	0.819	贬值	-7.33%
美元兑加元	1.430	1.381	贬值	-3.44%
美元兑日元	149.622	141.608	贬值	-5.36%
美元兑澳元	1.593	1.571	贬值	-1.37%
美元兑港元	7.781	7.758	贬值	-0.30%

资料来源：Wind，联储证券研究院

图7 相对较高的国债利差水平对 2025 年前三季度的美元指数并未形成足够的托举效应（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

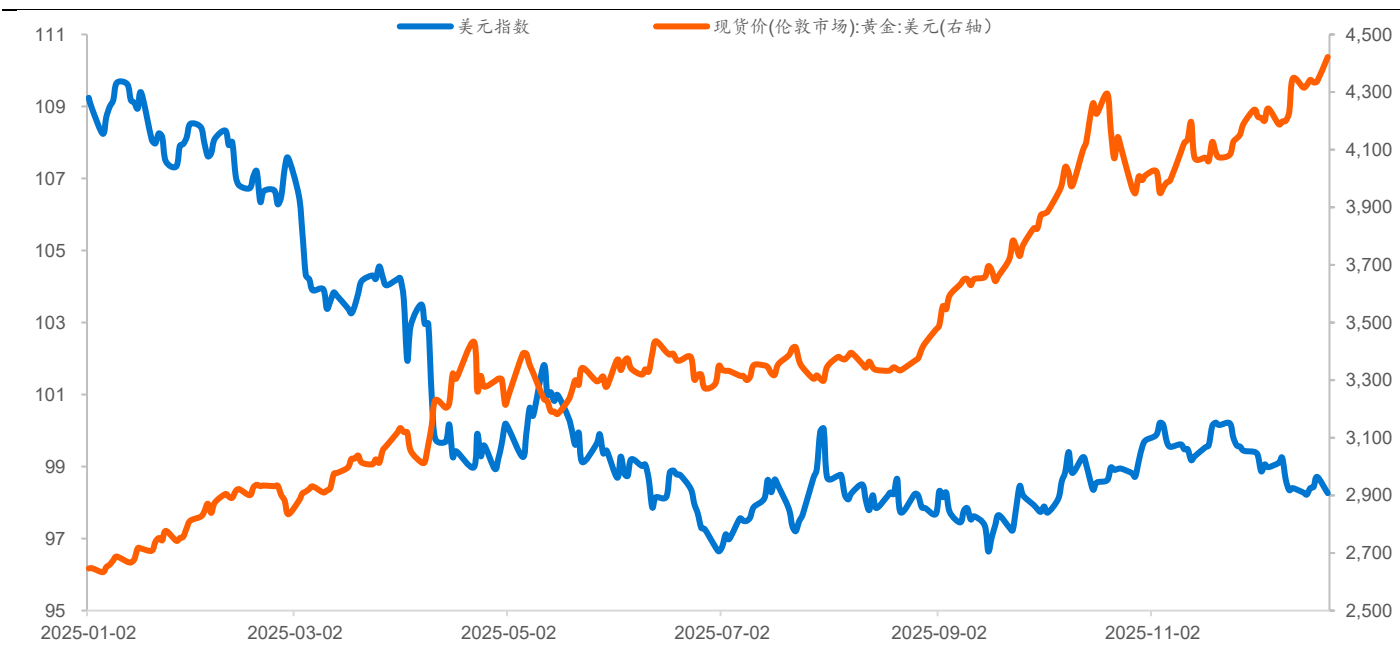
自布雷顿森林体系解体后，美元不再与特定商品锚定，但作为最主要的国际货币，它广泛充当了全球贸易与服务的核心交易媒介。因此，在全球化体系下，美元的价值实质上锚定于全球商品与服务的交易需求之上。尽管市场为其赋予了“石油美元”、“芯片美元”等标签，但其根本信誉源于美国能够以其货币换取全球、特别是中国入世后所提供的高质量、低成本工业制成品。

特朗普政府的政策取向，为当前美元指数的下行周期注入了深刻的时代特征。其力推的关税政策旨在通过贸易壁垒削减逆差，但这直接冲击了全球化贸易体系。国际贸易需求的萎缩，将系统性削弱各国为获取商品与服务而产生的美元需求。在一个“去全球化”的贸易环境下，各国持有美元的必要性与意愿可能同步降低，美元在全球货币体系中的主导地位因此面临结构性弱化风险。**这正是 2025 年特朗普政府宣布“对等关税”后，美元指数快速回落的深层逻辑。**

美元在全球货币体系中的主导地位虽不会骤然崩塌，但其系统性重构的趋势已然确立。特别是在特朗普开启第二任期后，国际货币体系变革的进程呈现出加速演绎的态势。

鉴于当前全球贸易的庞大体量与黄金资源本身的有限性，回归金本位制在实操层面并不可行。然而，在这一历史性的货币体系重塑过程中，市场波动与不确定性必然加剧。对于黄金而言，其作为非主权、终极储备资产的属性将被凸显。因此，相较于过往两轮美元调整周期，本轮美元指数的趋势性走弱，对黄金价格的提振效应预计将更为显著和持久，黄金正在迎来其价值重估的重要历史窗口。

图8 2025年美元指数趋势性走弱对于金价上行的显著推动作用（美元/盎司）



资料来源: Wind, 联储证券研究院

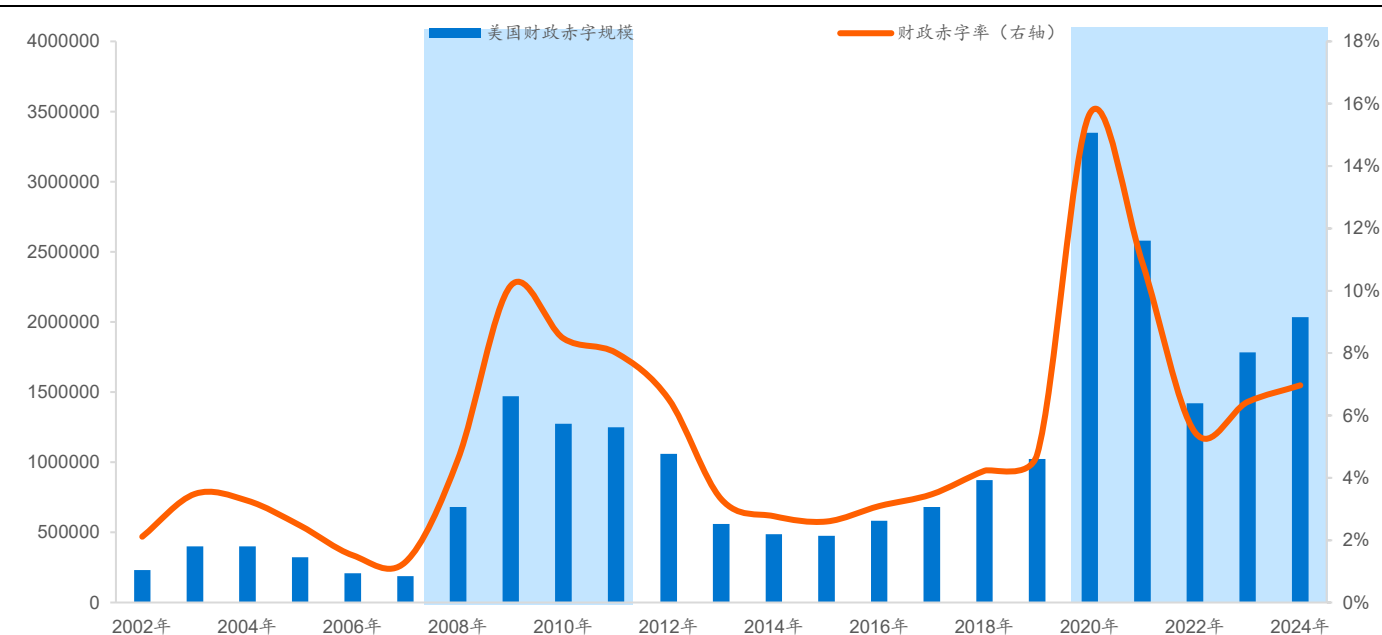
2.2.2 美债信用风险推升黄金定价中枢

自 2008 年全球金融危机爆发以来，美国政府财政可持续性问题的日益凸显，财政赤字与公共债务规模持续攀升，其增速长期超过经济增长。克林顿执政时期是最近一个实现联邦财政盈余的时间窗口；进入 21 世纪后，美国财政便转入持续性赤字状态。

2008 年全球金融危机和 2020 年新冠疫情是两个关键的加速节点。为应对 2008 年危机，美国财政赤字规模急剧扩张，2009 年赤字达 1.47 万亿美元，赤字率飙升至 10.16%，较危机前大幅上升 8.86 个百分点。随后经过约五年调整，赤字率逐步收窄至 4%-5% 的区间。

2020 年新冠疫情的爆发迫使美国政府再次启动大规模财政刺激。拜登政府的历史性扩张政策虽在短期内托底了经济与就业，但也导致赤字规模创下 3.35 万亿美元的历史峰值，赤字率跃升至 15.68%。此后三年虽有所回落，但 2022 年俄乌冲突的爆发又推动赤字规模重回上行轨道。2024 年，美国财政赤字规模仍达 2.03 万亿美元，赤字率为 6.97%，持续处于历史高位。

图9 2000 年之后，美国财政赤字规模经历了两轮快速扩张周期



资料来源: Wind, 联储证券研究院

2025 年 7 月 4 日⁶，特朗普政府正式签署并实施其标志性的《大而美法案》（Great Again Act），作为第二任期核心的国内财政与产业政策纲领。该法案旨在通过大规模财政举措刺激经济，其主要内容可归纳为以下五个方面：

- 第一， **财政空间扩张**；大幅上调美国联邦政府债务上限，将其规模扩张至 5 万亿美元；
- 第二， **个人税收减免**；将 2017 年《减税与就业法案》中的多项个人所得税条款永久化，并新增包括取消特定消费与加班收入的联邦税、扩大儿童税收抵免等减税措施；
- 第三， **企业税收激励**；永久化《减税与就业法案》的核心企业税条款，同时推行投资设备全额加速折旧、研发费用税收抵扣等政策，以鼓励企业资本开支；
- 第四， **国防与安全支出增加**；显著增加美国国防预算与边境安全支出；
- 第五， **特定领域支出削减**；相应削减在新能源补贴、医疗与社会保障、教育福利等领域的联邦支出额度。

⁶ <https://www.xinhuanet.com/20250705/7dc350ef6a4b4012ab4a83ef13c26e46/c.html>

表2 大而美法案主要内容及对于美国国家赤字影响（亿美元）

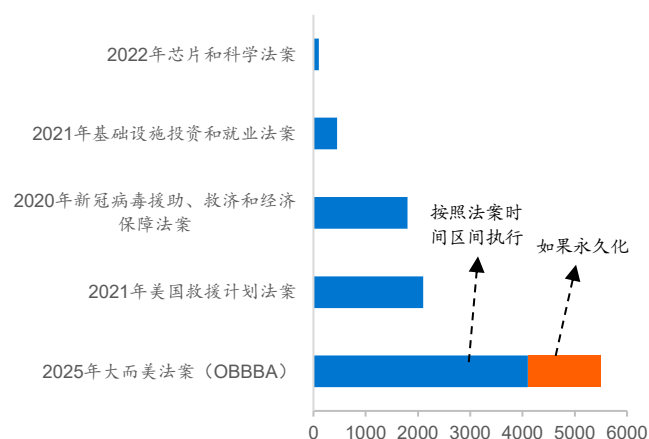
	涉及领域	具体举措	赤字扩张或增减规模	
			按照法案时间区间执行	永久化
赤字扩张领域	延长和扩大《减税与就业法案》个人税扣减	延长并扩大个人减税条款、扩大儿童税收抵免、延长和扩大遗产税削减范围等	-38860	-40600
	重启 TCJA 企业税扣减	投资一次性抵扣、研发支出扣减、利息扣除、延长并修改国际税率和征收规则等	-7720	-7720
	新增个人减税措施	小费免征、加班费免征、汽车贷款利息扣减、新增“特朗普账户”帮扶新生儿抚育等	-4180	-8330
	新增企业减税措施	更具永久性且快速的折旧机制、改革清洁能源税收抵扣机制、提升先进制造业投资抵免等	-2850	-4920
	增加移民及边境管控支出	建墙、扩大 ICE 执法范围、增加海关和边境管理局支出等	-1760	-2930
	增加国防支出	增加空军、海军、海岸警卫队支出、增强核威慑力、扩大弹药采购规模等	-1730	-4570
	其他领域	设立乡村医疗基金等	-1730	-2770
合计			-58830	-71840
赤字削减领域	削减医疗保健支出	收紧州政府申请联邦医疗资金门槛、引入更为严格的“工作要求”条款等	11020	11020
	大幅新能源补贴政策	废除电动汽车税收抵免、针对可再生能源实施针对性限制等	5400	5400
	教育系统改革	收紧助学金、削减学生贷款、对大学捐赠基金加税等	2950	2950
	削减农业补贴	限制《补充营养援助计划》福利规模增长等	2060	2060
	其他领域	抬高对个人和企业慈善捐赠税收抵扣门槛、征收汇款消费税等	3460	3460
合计			24890	24890
基础赤字影响			-33940	-46950
利息支出			-7170	-8360
总赤字影响			-41120	-55310

资料来源：Committee for a Responsible Federal Budget、CBO、联储证券研究院

从短期影响看，《大而美法案》的落地降低了美国经济政策的不确定性。其积极的个人与企业减税条款有望刺激国内企业资本开支与盈利水平；而针对特定劳动收入（如小费、加班费）的免税政策，可能激励部分劳动力重返就业市场；个税减免则直接为高收入家庭带来实质性税收优惠。

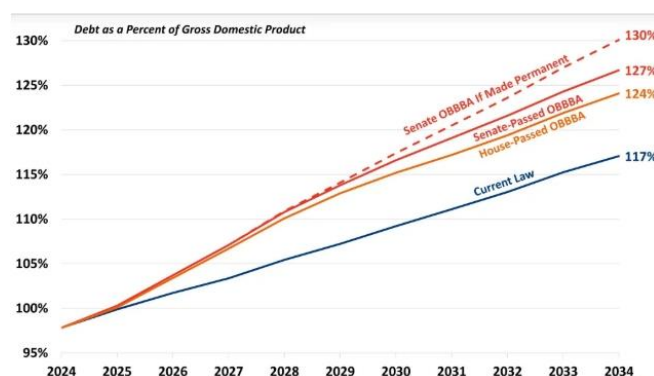
然而，从中长期视角审视，大规模财政扩张对美国经济的实际刺激效应仍存疑，但无疑将加剧市场对美国公共债务可持续性的担忧。根据美国国会预算办公室（CBO）的测算，该法案预计将在未来十年内新增财政赤字约 4.11 万亿美元；若其核心条款被永久化，新增赤字规模将进一步扩大至 5.53 万亿美元。作为对比，2020 年后主要财政法案的新增赤字规模分别为：《美国救援计划》约 2.1 万亿美元、《新冠病毒援助和经济保障法案》约 1.8 万亿美元、《基建和就业法案》约 0.45 万亿美元、《芯片和科学法案》约 0.1 万亿美元。《大而美法案》的新增赤字规模近乎等同于上述四项法案的总和。

图10 与过去数年中所颁布的法案相比，大而美法案将增加更多债务（十亿美元）



资料来源：Committee for a Responsible Federal Budget、CBO，联储证券研究院

图11 美国预算责任委员会对大而美法案对于美国国家债务规模的影响测算



资料来源：Committee for a Responsible Federal Budget，联储证券研究院

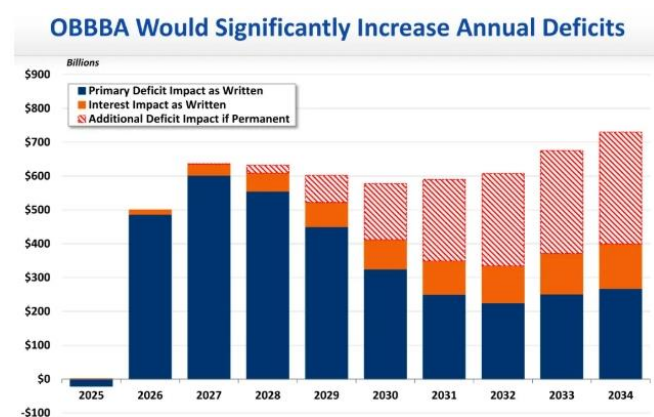
针对《大而美法案》可能加剧的财政赤字与债务问题，白宫提出的解决方案主要包含两条路径，但其最终实施效果与副作用存在较大不确定性：

第一，采取“赤字前高后低”的节奏安排，寄望于经济增长消化债务压力；法案中多数条款设有时限，导致其对年度赤字的影响不均。从现有设计看，2027-2028年将是赤字增加的高峰期，真正的财政巩固压力将被后移。这种将风险向后递延的策略，虽然可能换取短期的经济增长窗口，但会加剧通胀压力累积和债务规模膨胀等长期结构性矛盾。历史可提供镜鉴：拜登政府时期的财政扩张最终使美国陷入高通脹，迫使美联储激进加息，形成了“债务扩张-利率攀升”的负向循环；

第二，通过提高关税税率以拓宽财政收入来源；关税目前在美国联邦收入中占比很低，提高税率确实能带来显著的财政收入增量。根据美国税务基金会（Tax Foundation）的测算⁷，在现有关税政策延续的基准情景下，2025-2034年间可为美国财政带来约1.7万亿美元的额外收入。然而，这一规模仅能覆盖该法案所产生财政缺口的一半左右。更重要的是，提高关税将导致贸易自由度下降，并可能引发贸易伙伴的反制措施，这些负面影响可能会抵消甚至超过减税政策带来的大部分正向经济效应。

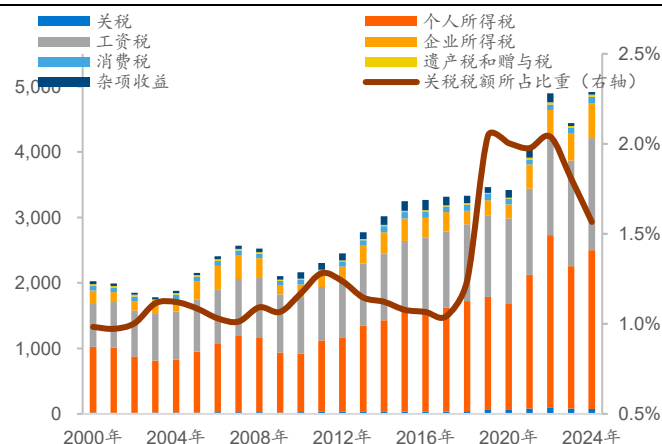
⁷ <https://taxfoundation.org/blog/trump-tariffs-tax-cuts/>

图12 《大而美法案》对于美国年度国家赤字的影响（十亿美元）



资料来源：Committee for a Responsible Federal Budget，联储证券研究院

图13 关税目前在美国财政收入中所占比重极为有限



资料来源：Wind，联储证券研究院

表3 大而美法案及特朗普关税对于美国经济和财政状况影响测算（十亿美元）

影响指标	大而美法案	现有关税法案	预期互惠关税及铜铝关税	关税影响合计
国内生产总值	1.20%	-0.50%	-0.30%	-0.80%
全职工作时间量	938000	-478000	-310000	-788000
2025-2034 年财政收入（常规）	-3973	+2065.8	+400.6	+2466.4
2025-2034 年财政收入（动态）	-3036.1	+1679.5	+12.6	+1691.9

资料来源：TAX Foundation，联储证券研究院

综合上文分析内容，我们认为《大而美法案》将进一步加剧美国原本沉重的债务负担，对于金价的趋势性上行将起到以下三方面的推动效应：

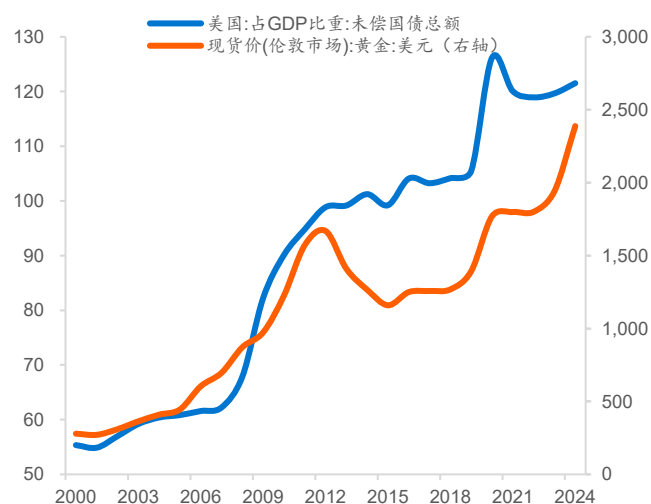
第一，美债信用边际受损，黄金作为替代性资产的价值属性凸显；美国国债长期以来被视为全球核心的安全资产。然而，持续攀升的公共债务规模及《大而美法案》对债务上限的历史性抬升，正在侵蚀市场对其信用资质的信心。作为同为重要的国际储备资产选择，黄金有望承接部分因美债信用疑虑而流出的长期配置资金。这一逻辑在数据上体现为，金价与美国未偿国债总额占GDP的比重长期保持显著的正相关性；

第二，财政赤字高企强化长期通胀预期，提振黄金抗通胀需求；大规模减税与财政支出在刺激经济的同时，可能加剧中期通胀压力。黄金作为传统的抗通胀与价值储藏工具，其价格走势与美国的财政赤字率（赤字占GDP比重）同样表现出紧密的正相关关系。历史规律表明，在美国财政赤字率快速走高的阶段，往往伴随着黄金牛市的开启；

第三，主权信用与金融体系风险上升，提升黄金的避险配置价值；主权债务的可持续性金融体系稳定性密切相关。美国债务规模的急剧扩张已引发评级机构的持续关注：继标普（2011年）和惠誉（2023年）之后，穆迪于2025年5月16日⁸将美国主权信用评级从Aaa下调至Aa1。三大国际评级机构均剥夺了美国的最高信用评级，这系统性抬升了全球金融体系的不确定性。在此环境下，资金从风险资产向黄金等避险资产转移的趋势将更为明确，为金价提供持续的上行动力。

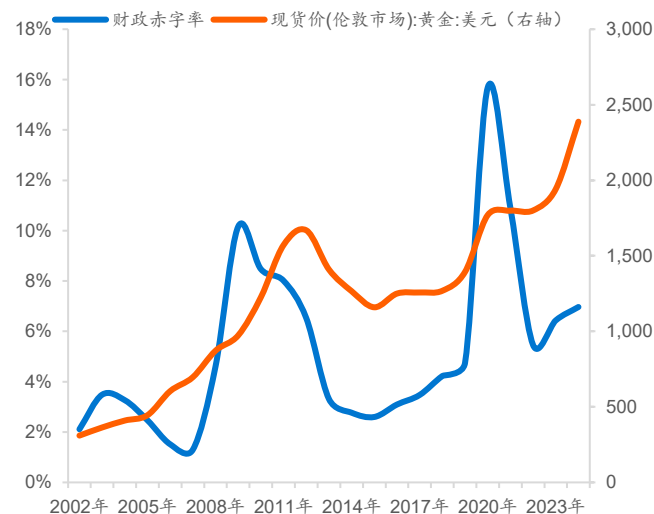
⁸ https://news.cnr.cn/native/gd/20250519/t20250519_527175567.shtml

图14 黄金价格与美国未偿国债规模占 GDP 比重强相关（%、美元/盎司）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图15 美国国家赤字率提高助推黄金价格上行（美元/盎司）



资料来源：Wind，联储证券研究院

2.3 展望：2026 年金价走势预期稳健

2.3.1 货币政策边际宽松提振黄金金融属性

通过前文回顾 2025 年金价走势，驱动黄金价格的核心逻辑在下半年已明确切换至流动性预期，市场对美联储降息路径的博弈成为主导贵金属定价的关键变量。展望 2026 年，美联储的货币政策节奏预计仍将深刻影响市场。当前，市场对于 2026 年的具体降息幅度与时机，尚未形成一致预期，这将继续成为主导金价短期波动的重要分歧点。

回顾 2025 年美国通胀表现，自 4 月起，CPI 及核心 CPI 数据均呈现上行态势，主要压力源自关税政策的传导效应。当前市场的核心分歧在于，关税对通胀的推升是一次性脉冲冲击，还是具有持续性与二阶效应。

11 月通胀数据超预期回落似乎为前者提供了初步证据：当月 CPI 同比增速为 2.7%，显著低于市场预期的 3.1%；核心 CPI 同比增速为 2.6%，亦低于 3.0% 的预期值。然而，需特别注意 10 月美国政府停摆对数据统计工作的扰动，可能导致 11 月数据存在被低估的可能性，其趋势代表性因此存疑。通胀走势的真实方向，仍需等待 12 月及后续数据的披露方能得到更有效的验证。

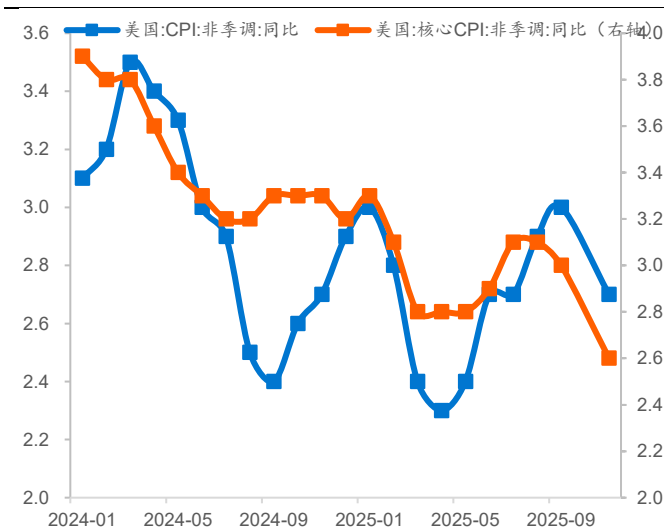
从通胀的结构性视角分析，其核心构成项在 2026 年的趋势预计整体可控，这为通胀持续缓和提供了支撑。能源分项方面，2025 年国际原油价格持续走低，预计全年跌幅约 20%。随着 OPEC+ 产油国逐步解除自愿减产，2026 年原油市场面临供应过剩几成共识，市场预期油价中枢将趋势性下移。住房租金作为服务通胀的主要驱动力，其领先指标——房价指数已在持续高利率环境下步入下行通道，预示 2026 年租金通胀压力有望继续缓解。商品通胀（以汽车为代表）的压力同样预期可控，核心观测指标 Manheim 二手车价格指数自 2025 年第二季度起已显著回落，且特朗普政府计划撤回《企业平均燃油经济性》（CAFÉ）法案，若落地可能降低汽车制造成本。

展望 2026 年，尽管关税争端的阶段性缓和有助于缓解美国国内的整体物价压力，但美国平均关税水平已系统性抬升，我们维持关税对进口商品成本的推升效应具有持续性的观点，通胀的结构性顽固特征预计将逐步显现。

综合前文对各分项的分析，我们预期 2026 年美国通胀将呈现分化格局：能源价格因供应宽松而趋势性下行，进口商品价格受关税支撑保持上行压力，居住服务成本则随

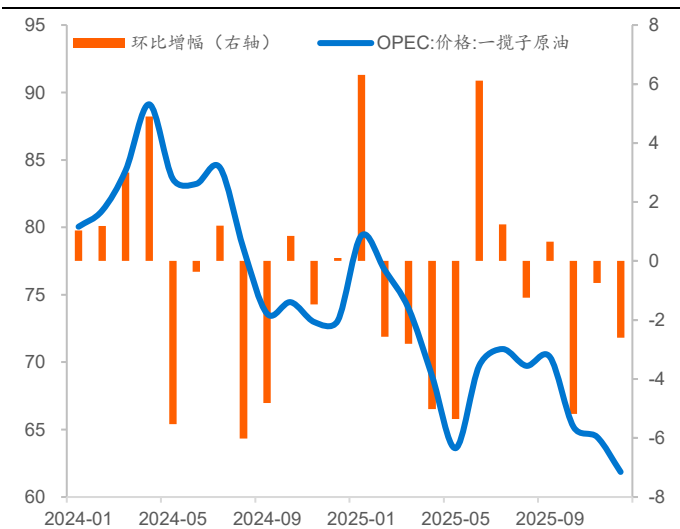
领先指标回落而逐步放缓。在此结构下，整体通胀水平预计将表现得相对温和但更具粘性，全年中枢或在 2.8%-3.0% 的区间内运行。这意味着，美联储将通胀率持续稳定在 2% 以下的政策目标，在 2026 年恐难以实现。

图16 11月美国通胀数据超预期回落(%)



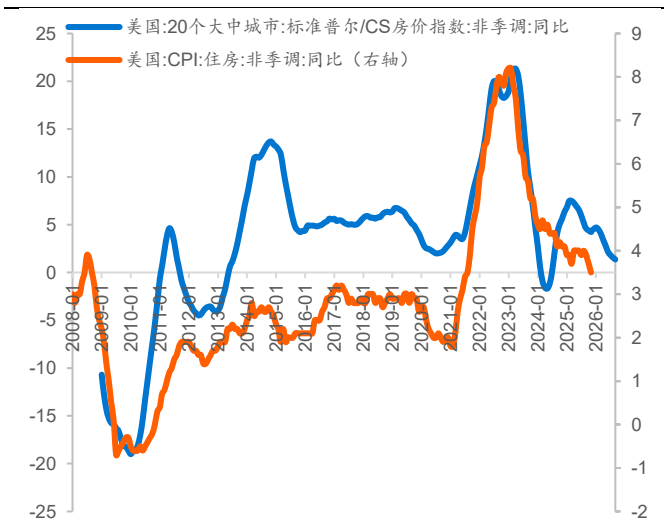
资料来源：Wind，联储证券研究院

图17 2025年国际原油价格持续走低(美元/桶)



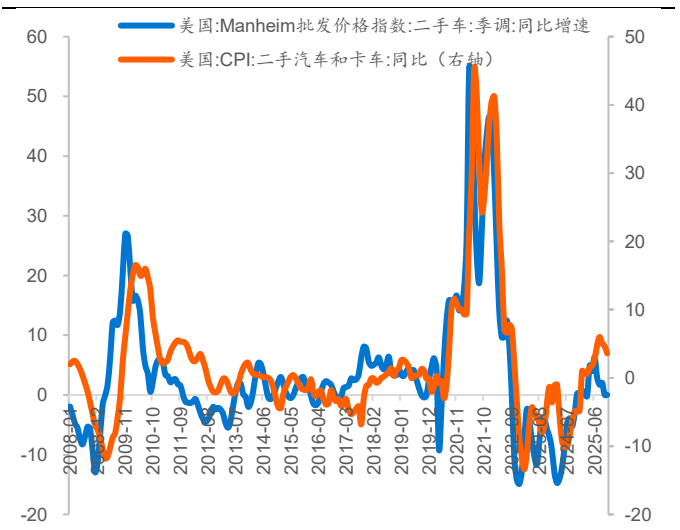
资料来源：Wind，联储证券研究院

图18 房价指数前置回调⁹(%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图19 二手车价格回落(%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

⁹ 图表对于房价指数进行了前置处理

表4 美国通胀数据拆分 (%)

指标名称	同比增速						环比增速					
	11月	9月	8月	7月	6月	5月	9月	8月	7月	6月	5月	4月
CPI	2.7	3	2.9	2.7	2.7	2.4	0.3	0.4	0.2	0.3	0.1	0.2
食品	2.6	3.1	3.2	2.9	3	2.9	0.2	0.5	0	0.3	0.3	-0.1
能源	4.2	2.8	0.2	-1.6	-0.8	-3.5	1.5	0.7	-1.1	0.9	-1	0.7
核心CPI	2.6	3	3.1	3.1	2.9	2.8	0.2	0.3	0.3	0.2	0.1	0.2
核心商品	1.4	1.5	1.5	1.2	0.7	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0	0.1
服装	0.2	-0.1	0.2	-0.2	-0.5	-0.9	0.7	0.5	0.1	0.4	-0.4	-0.2
新车	0.6	0.8	0.7	0.4	0.2	0.4	0.2	0.3	0	-0.3	-0.3	0
二手车	3.6	5.1	6	4.8	2.8	1.8	-0.4	1	0.5	-0.7	-0.5	-0.5
医疗用品	1.1	0.7	0	0.1	0.2	0.3	-0.1	-0.3	0.1	0.1	0.6	0.4
核心服务	3	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	0.2	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3
住房	3	3.6	3.6	3.7	3.8	3.9	0.2	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
医疗服务	3.3	3.9	4.2	4.3	3.4	3	0.3	-0.1	0.8	0.6	0.2	0.5
交通服务	1.7	2.5	3.5	3.5	3.4	2.8	0.3	-0.1	0.8	0.2	-0.2	0.1

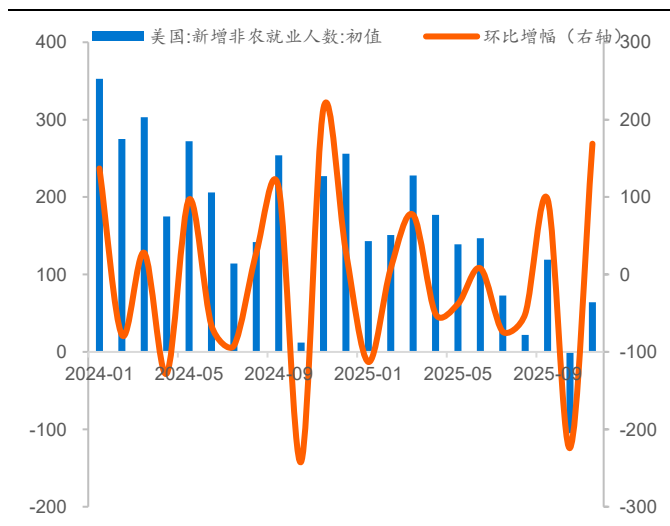
资料来源：美国劳工统计局，联储证券研究院

在稳定物价与充分就业的双重政策目标之间，美联储近期的政策天平明显向后者倾斜。国内就业市场显现的疲态，是其在 2025 年 9 月决定重启降息周期的核心考量。在 12 月的联邦公开市场委员会（FOMC）议息会议后，主席鲍威尔的公开表态也传递了明确信号，指出 12 月的再次降息操作主要是基于稳定劳动力市场的考量。

从数据表现看，下半年美国就业市场呈现放缓与韧性并存的特征。11 月新增非农就业 6.4 万人，高于市场预期的 5 万人。失业率自下半年以来温和上行，11 月录得 4.6%，较 6 月累计上升 0.5 个百分点。更具风向标意义的私营部门就业，其月度新增规模虽较上半年有所收缩，但 11 月数据仍实现小幅回升。同时，作为领先指标的 NFIB 小型企业雇佣意愿指数近期有所改善，预示着未来就业环境存在支撑。

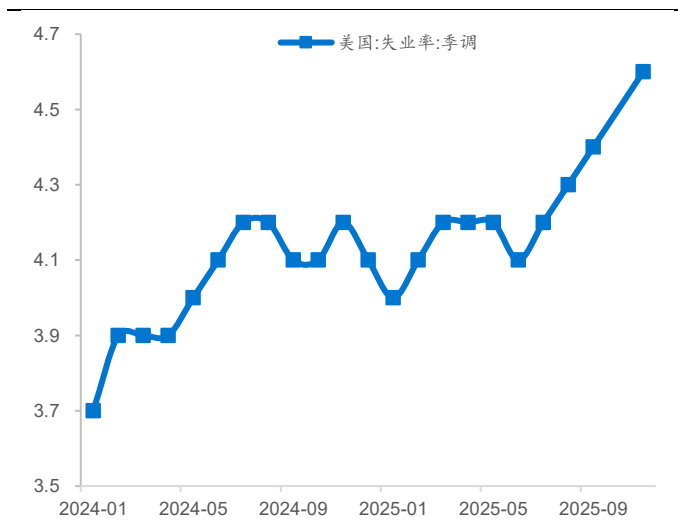
综合来看，美国就业市场已明确呈现放缓趋势，政府部门就业受停摆冲击，私营部门扩张步伐亦同步放缓。然而，失业率上行幅度可控，私营部门就业在波动中仍展现出基础韧性。我们认为，当前就业市场正处于“趋势性放缓但未失速”的温和调整阶段。

图20 美国新增就业人数波动情况（千人）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图21 美国国内失业率小幅抬头（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

表5 美国就业市场结构拆分¹⁰ (千人)

指标名称	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月
新增非农就业人数	64.00	-105.00	108.00	-26.00	72.00	-13.00	19.00	158.00	120.00	102.00	111.00
私营部门	69.00	52.00	104.00	10.00	56.00	-27.00	69.00	133.00	114.00	107.00	79.00
商品生产	19.00	-9.00	17.00	-33.00	-16.00	-21.00	-13.00	2.00	5.00	24.00	-11.00
采矿业	-4.00	1.00	-3.00	-2.00	-4.00	-2.00	-4.00	2.00	-1.00	4.00	-3.00
建筑业	28.00	-1.00	25.00	-20.00	-3.00	-2.00	2.00	0.00	5.00	12.00	-3.00
制造业	-5.00	-9.00	-5.00	-11.00	-9.00	-17.00	-11.00	0.00	1.00	8.00	-5.00
服务生产	50.00	61.00	87.00	43.00	72.00	-6.00	82.00	131.00	109.00	83.00	90.00
批发业	-2.20	2.30	8.90	-6.10	-4.40	-12.10	1.60	1.30	-4.80	7.10	-4.30
零售业	6.20	-2.40	23.40	5.40	5.70	-5.00	-14.80	4.70	16.40	-3.80	35.70
运输仓储业	-17.70	-0.50	-33.40	3.30	-5.10	3.80	-0.50	-7.60	-20.70	18.30	21.30
公用事业	1.00	0.30	-0.20	-0.90	0.40	0.30	2.60	-1.20	1.50	0.80	1.40
信息业	-4.00	-5.00	-3.00	-5.00	-6.00	-3.00	2.00	1.00	-2.00	0.00	-4.00
金融活动	-2.00	-3.00	6.00	-15.00	1.00	-6.00	7.00	5.00	3.00	15.00	14.00
专业和商业服务	12.00	-7.00	-8.00	-13.00	-13.00	-24.00	-23.00	27.00	-11.00	15.00	-35.00
教育和保健服务	65.00	59.00	56.00	34.00	80.00	51.00	70.00	85.00	65.00	65.00	62.00
休闲和酒店业	-12.00	16.00	42.00	23.00	9.00	-5.00	27.00	18.00	45.00	-34.00	-14.00
其他服务业	3.00	2.00	-5.00	17.00	5.00	-6.00	10.00	-3.00	17.00	0.00	13.00
政府部门	-5.00	-157.00	4.00	-36.00	16.00	14.00	-50.00	25.00	6.00	-5.00	32.00
联邦政府	-6.00	-162.00	-4.00	-19.00	-8.00	-9.00	-26.00	-13.00	-11.00	-13.00	3.00
州政府	3.00	-12.00	8.00	-27.00	-6.00	-4.00	-11.00	11.00	1.00	-10.00	12.00
地方政府	-2.00	17.00	0.00	10.00	30.00	27.00	-13.00	27.00	16.00	18.00	17.00

资料来源: Wind, 联储证券研究院

综合通胀与就业数据的最新演绎, 当前宏观环境为美联储货币政策提供了阶段性的观察窗口。短期内, 11月相对韧性的就业数据可能使美联储在1月选择暂缓降息, 以等待更多关于通胀和劳动力市场趋势的明确信号。然而, 从中期视角审视, 劳动力市场逐步降温及失业率的趋势性上行, 意味着美联储仍需维持宽松取向以支撑经济。根据 CME FedWatch 数据指引, 市场预期 2026 年美联储实施 2 至 3 次降息、累计幅度为 50-75 个基点的可能性较高, 且降息节奏可能呈现“前快后缓”的特征。

 表6 2026 年美联储降息节点概率分布¹¹

时间节点	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375
2026 年 1 月 28 日							19.90%	80.10%
2026 年 3 月 18 日						8.20%	44.70%	47.10%
2026 年 4 月 29 日					2%	17.30%	45.30%	35.40%
2026 年 6 月 17 日				1.10%	10%	31.90%	40.10%	16.90%
2026 年 7 月 29 日			0.30%	3.60%	16.30%	34.30%	33.40%	12.10%
2026 年 9 月 16 日		0.10%	1.40%	7.90%	22.30%	34%	26.30%	8%
2026 年 10 月 28 日		0.30%	2.40%	10.10%	24.10%	32.80%	23.40%	6.80%
2026 年 12 月 9 日	0.10%	0.60%	3.70%	12.40%	25.50%	31.30%	20.80%	5.70%

 资料来源: CME FedWatch¹², 联储证券研究院

为系统分析降息对黄金市场的影响, 我们对 1990 年至今的美联储降息周期进行了梳理, 依据其发动的宏观经济背景与政策意图, 将其划分为以下三种类型:

第一, 危机应对式降息;旨在对冲突发性重大风险事件(如金融危机、全球疫情)对经济的剧烈冲击。此类降息反应迅速、幅度大、周期较短, 属于紧急流动性支持(例如 2008 年、2020 年);

第二, 衰退应对式降息;发生于经济已出现全面衰退迹象之后(如 GDP 持续萎缩、失业率快速攀升), 属于补救性操作。其持续时间长、累计幅度深, 通常贯穿于衰退中后期(例如 1990 年、2001 年、2007 年);

¹⁰ 10 月因政府停摆, 政府部门就业人数存在失真, 故仅予列示, 未计入评价体系

¹¹ 数据更新时间: 2025 年 12 月 23 日

¹² <https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html>

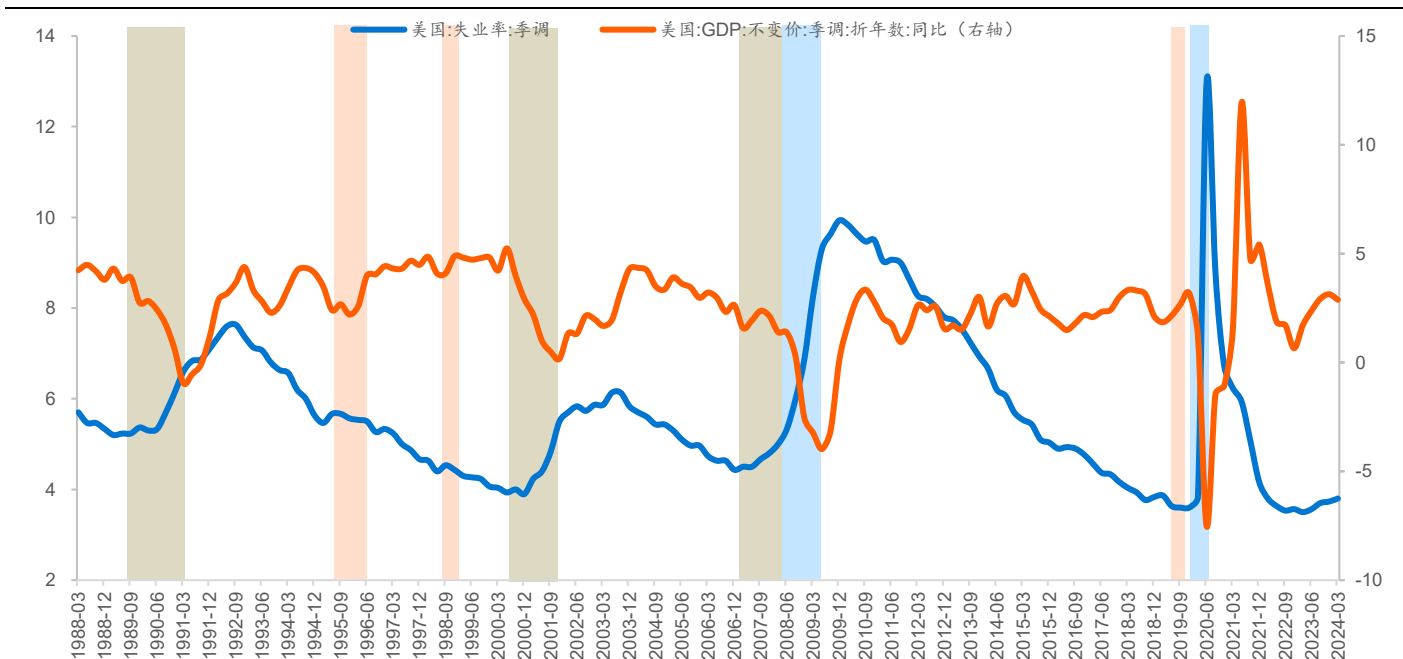
第三，预防式降息；基于部分经济指标走弱的前瞻判断，旨在平滑经济周期、防止其陷入衰退。此类操作节奏相对谨慎，持续时间和幅度灵活度较高，具有显著的前置性特征。

进一步通过对 1990 年以来八轮降息周期进行行情复盘，在流动性转向宽松的宏观背景下，金价在多数时期内与基准利率呈反向走势。值得深入分析的是两个例外周期：2008 年全球金融危机与 2020 年新冠疫情期间的降息。这两轮同属“危机应对式降息”，其初期均伴随着金价的阶段性下行。其核心原因在于，全球性系统性风险的急剧爆发会引发几乎所有大类资产的恐慌性抛售，黄金在流动性冲击下也难以独善其身。然而，若将观察窗口拉长，黄金作为避险资产的核心属性便会凸显。在市场极端情绪得到初步释放后，资金往往会重新涌入黄金以对冲不确定性，从而驱动金价展开强劲的反弹行情。

基于当前美国宏观经济数据的表现，我们认为 2026 年经济实现“软着陆”仍是基准情形。在此背景下，预期美联储的货币政策调整将更接近于预防式降息框架，其特点表现为：节奏相对温和、幅度有限，且更侧重于对即时经济数据的反馈。

流动性边际宽松天然使黄金处于相对利多的宏观环境中。历史回溯显示，在过去四轮类似的预防式降息周期中，流动性边际宽松的环境均推动了金价实现不同幅度的上涨。然而，需要强调的是，相较于为应对经济衰退而实施的、幅度大且持续时间长的衰退式降息，预防式降息对金价上涨的推动作用在强度和速度上均可能相对温和与滞后。

图22 八轮降息周期中，美国宏观经济背景（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

表7 九十年代至今美联储八轮降息周期黄金价格表现

轮次	起始时间	截止时间	时长	次数	起始利率	截止利率	降息幅度	类型	金价表现	涨跌幅
第一次	1995 年 7 月	1996 年 1 月	7 个月	3 次	6%	5.25%	75bp	预防式降息	涨	5.54%
第二次	1998 年 9 月	1998 年 11 月	2 个月	3 次	5.5%	4.75%	75bp	预防式降息	涨	0.53%
第三次	2001 年 1 月	2003 年 6 月	30 个月	13 次	6.5%	1%	550bp	衰退式降息	涨	31.38%
第四次	2007 年 9 月	2008 年 4 月	8 个月	7 次	5.25%	2%	325bp	衰退式降息	涨	21.14%
第五次	2008 年 10 月	2008 年 12 月	3 个月	2 次	2%	0.25%	175bp	应急式降息	跌	-4.39%
第六次	2019 年 8 月	2019 年 10 月	3 个月	3 次	2.5%	1.75%	75bp	预防式降息	涨	5.84%
第七次	2020 年 3 月	2020 年 3 月	1 个月	2 次	1.75%	0.25%	150bp	应急式降息	跌	-7.00%
第八次	2024 年 9 月	2024 年 12 月	3 个月	3 次	5.5%	4.5%	100bp	预防式降息	涨	1.60%

资料来源：Wind，联储证券研究院

2.3.2 短期主题：政策独立性叙事与流动性预期博弈

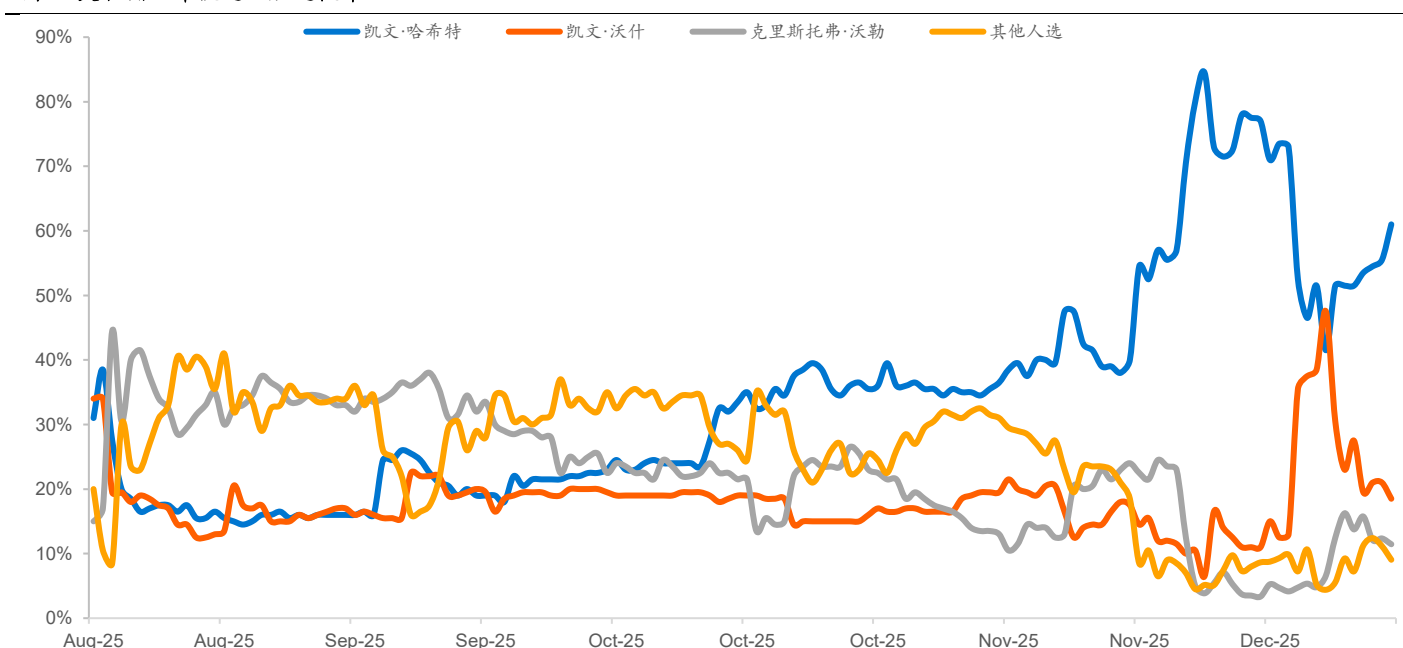
处在当前这一关键的时间节点，相较于经济数据表现，美联储主席人选的更迭可能对短期市场情绪与定价产生更为直接且显著的影响。

现任主席鲍威尔的任期将于 2026 年 5 月结束。白宫已持续释放信号，表示将于近期正式公布对这一重要职位的提名人选。根据 Polymarket 的统计数据，凯文·哈希特（Kevin Hassett）目前被视为最有可能的候选人。其他主要竞争者包括前美联储理事凯文·沃什（Kevin Warsh）以及现任美联储理事克里斯托弗·沃勒（Christopher Waller）。

凯文·哈希特的政治生涯与政策主张同特朗普政府高度绑定。在特朗普的第一任期内，他曾任白宫经济顾问委员会主席；2025 年特朗普开启第二任期后，哈希特于 1 月出任国家经济委员会主任，是现任政府经济政策的核心设计者之一。若哈希特最终获得提名并胜选，可能将从以下三个方面重塑市场预期：

- 第一，货币政策立场可能转向更积极的宽松；基于其与白宫高度一致的政治路径及近期频繁释放的鸽派言论（如强调“美国在降息方面已严重滞后”），其若上任，将更倾向于配合行政当局的财政导向，推行比当前更激进的降息路径；
- 第二，决策框架可能削弱对数据的即时依赖；在三位主要候选人中，哈西特是唯一缺乏美联储系统内部工作经验的。这引发市场担忧，其决策可能更依赖于政策直觉与行政意图，而非严格遵循由经济数据驱动的传统反应函数，从而增加政策路径的不确定性；
- 第三，美联储的独立性将面临更严峻的考验；哈西特的胜选，本身即标志着“忠诚度”在候选人遴选中的权重显著提升。这一政治逻辑若延伸到货币政策领域，势必对美联储长期维系的政策独立性原则构成结构性冲击，并可能影响其通胀信用的市场定价。

图23 美联储主席候选人胜选概率¹³



资料来源：Polymarket¹⁴，联储证券研究院

¹³ 数据统计时间：2025 年 12 月 23 日

¹⁴ <https://polymarket.com/event/who-will-trump-nominate-as-fed-chair?tid=1766467872390>

随着美联储主席提名人选公布时点的临近，我们认为，该事件已成为当前主导黄金价格短期波动的核心逻辑。基于前文所述的市场预期，我们判断，在人选正式披露前，围绕潜在激进宽松与独立性削弱的预期将持续发酵，支撑金价维持强势；在人选披露后，由于预期兑现与获利了结，金价可能面临阶段性调整。

若如市场预期，凯文·哈西特最终获得提名，在 2026 年 5 月鲍威尔任期结束前，他将以“影子主席”的身份，通过公开言论持续影响市场预期，从而提前削弱现任主席的政策权威和市场影响力。结合前文我们对美联储 2026 年降息节奏“前快后缓”的预判，从哈西特获得提名到正式上任前的这段时期，预计将成为市场交易“流动性边际宽松”与“美联储独立性受冲击”这两大主题最为集中和流畅的窗口。

此外，需要进一步明确的是，美联储的货币政策由联邦公开市场委员会（FOMC）通过集体投票决策。当前，FOMC 的内部结构呈现出显著的政策立场分化，这构成了新主席未来施政的主要制约。在由 7 人组成的理事会中，政策倾向已现分歧。而拥有投票权的 12 位地区联储主席多数对通胀保持警惕，持有相对鹰派的观点。例如，在 2025 年 12 月的议息会议上，唯二投票反对降息、主张维持利率不变的正是芝加哥联储主席古尔斯比和堪萨斯城联储主席乔治。因此，即便哈西特最终胜选，其首要挑战将是弥合内部深刻的分歧。他能够在多大程度上推动其政策议程，在很大程度上取决于其政治手腕与妥协能力，而非仅凭其个人政策偏好。FOMC 的集体决策机制，意味着任何激进的政策转向都将面临来自内部的制衡与挑战。

表8 现任美联储理事会成员

理事会成员	担任职位	党派	任期开启时间	任期截止时间
杰罗姆·鲍威尔	美联储主席	共和党	2014 年 6 月 16 日	2028 年 1 月 31 日
菲利普·杰斐逊	美联储副主席	民主党	2022 年 5 月 23 日	2036 年 1 月 31 日
米歇尔·鲍曼	美联储副主席	共和党	2020 年 1 月 30 日	2034 年 1 月 31 日
迈克尔·巴尔	美联储理事	民主党	2022 年 7 月 19 日	2032 年 1 月 31 日
丽莎·库克	美联储理事	民主党	2022 年 5 月 23 日	2038 年 1 月 31 日
斯蒂芬·米兰	美联储理事	共和党	2025 年 9 月 16 日	2026 年 1 月 31 日
克里斯托弗·沃勒	美联储理事	共和党	2020 年 12 月 18 日	2030 年 1 月 31 日

资料来源：Federal Reserve Board¹⁵，联储证券研究院

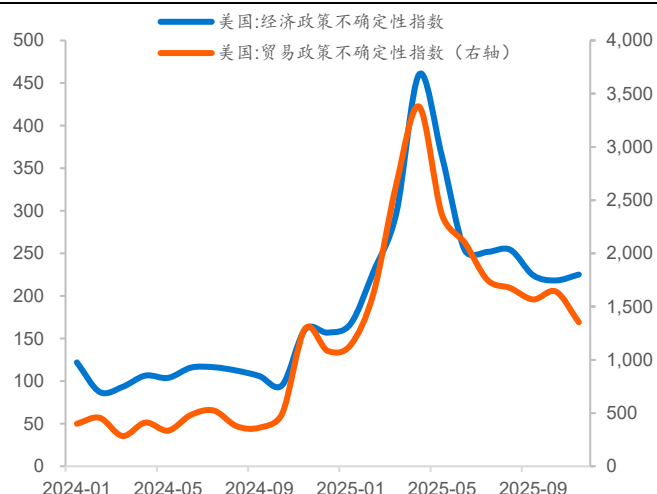
2.3.3 地缘风险趋缓，避险行情动能减弱

综合前文对 2025 年金价走势的拆解，可以发现避险情绪驱动是贯穿全年的核心逻辑之一。由特朗普政府“对等关税”政策引发的全球贸易不确定性，直接主导了上半年的第一轮主升行情。由于风险事件本身具有突发性和即时性，对其进行精确预判存在难度。但从趋势看，通过分析近期白宫政策言论及美国经济政策不确定性指数可以发现，在 2025 年年中达到峰值后，由关税引发的经贸政策不确定性确实在逐步退潮。

与此同时，下半年全球地缘政治风险压力也有所缓解，直观体现为地缘风险指数在 6 月后显著回落。值得注意的是，在复盘 2025 年金价时，地缘冲突事件（如巴以、印巴冲突）的直接推动作用并不显著。这主要源于过去数年地缘风险事件频发，市场对此类事件的定价已相对充分，导致贵金属价格对单一地缘冲击的反应呈现出明显的钝化特征。

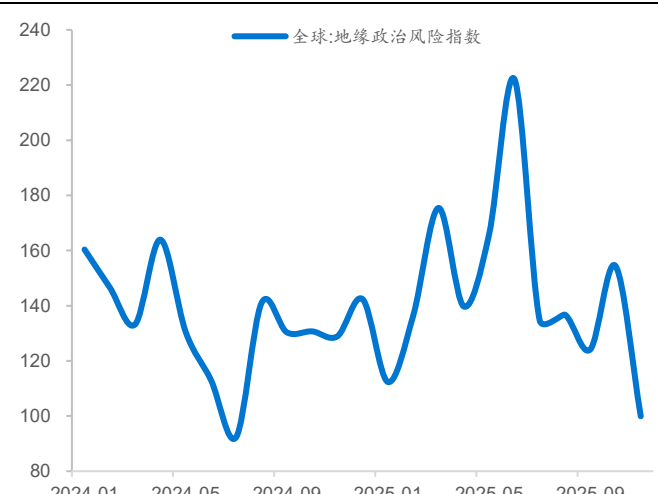
¹⁵ <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/bios/board/default.htm>

图24 经贸政策不确定性逐步削减



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图25 地缘政治风险阶段性释放



资料来源: Wind, 联储证券研究院

展望 2026 年，中美双边高层互动预计将对全球经贸环境产生重要影响。根据白宫已披露的行程，特朗普总统计划于 4 月开启其第二任期的首次访华。考虑到 2026 年适逢美国中期选举，此次元首外交对特朗普政府而言，承载着重要的外交与内政双重考量。

基于此背景，预计 2026 年上半年，中美双方的经贸交锋可能出现阶段性、策略性的缓和。作为本轮全球关税争端的核心，中美贸易关系的动态始终是关键变量。因此，双方的紧张关系若出现间歇性缓和，将被市场视为向全球经贸环境注入稳定性的积极信号。

同时，2025 年 12 月¹⁶，白宫正式发布了本届政府的《美国国家安全战略》报告，系统地阐述了特朗普总统第二任期的战略纲领。通过对该报告核心内容的解构，我们认为其标志着本届美国政府将开启一次深刻的 战略内转与全球性收缩。其核心逻辑可以概括为：以“美国优先”为根本准则，通过 全球战略资源的系统性再平衡——即强化西半球（本土防御圈）、施压盟友承担更多防务责任、主动降低在次要战略区域的资源投入——试图以更低的成本维护其经过精确界定的“核心国家利益”。由此可见，本届美国政府对于大国间长期博弈的总体方向并未改变，但在“战略收缩”这一总体思路的指引下，其行为模式预计将发生显著调整：**主动挑动地区性危机或深度介入全球性国际争端，将不再成为其优先选项。未来的战略焦点将更为集中，预期将主要围绕经贸、科技与产业竞争展开博弈。**

¹⁶ <https://www.whitehouse.gov/issues/national-security/>

表9 2025 年美国国家安全战略报告主要内容梳理

主要维度	策略总结	具体内容与举措
核心理念	美国优先的现实主义	目标重塑：摒弃“维护国际秩序”，以严格筛选的核心国家利益为唯一导向 方法论：采取“灵活的现实主义”，基于利益进行选择性与合作，淡化意识形态 内向性：持反移民、反全球化立场，视移民为威胁，宣布“大规模移民时代终结” 西半球（最高优先级）：视为“本土第一道防线”，提出“门罗主义的特朗普推论”，强调干预权，核心是打击贩毒、阻止域外控制
全球地缘战略	利益关联度分级	亚太（高优先级）：主要竞争区，推动盟友承担更多防务，通过技术合作维持军事优势 欧洲（优先级降低）：从“保护”转向“施压”，要求北约军费提至 GDP 的 5%，并寻求与俄“重建战略稳定” 中东（优先级显著下降）：明确“中东主导外交的时代已结束”，将大幅缩减常驻军力 非洲（有限合作）：合作重点转向打击极端组织与获取关键矿产
军事安全	高效威慑与成本控制	责任分摊：严厉要求盟友结束“搭便车”，承担主要防务责任 力量建设：打造“高低搭配”体系，升级核武、部署本土“金穹”导弹防御系统、投资 AI 与反无人机技术 工业基础：推动国防供应链本土化，目标 2030 年前核心武器部件 100% 美国制造
经济安全	经济民族主义与再工业化	核心定位：将“经济安全”视为国家安全基础 关键措施：通过“战略性关税”推动制造业回流；扩大全球关键矿产获取；减少关键供应链对任何对手的依赖；强化能源与金融主导地位
对华战略	承认势均力敌，聚焦经济竞争	认知转变：首次在战略报告中承认中美已“近乎势均力敌” 焦点转移：超 60% 涉华内容聚焦贸易逆差、关键矿产依赖、制造业回流和科技竞争等经济议题

资料来源：美国国家安全战略报告¹⁷，联储证券研究院

综合前文分析，我们认为 2026 年全球政治与经济环境的基准情形将趋于平稳。除偶发性、局部性地缘风险事件外，以中美经贸关系为代表的全球主要关税争端，其博弈烈度整体预计将处于可控区间。在此宏观背景下，市场因恐慌或不确定性而产生的系统性避险需求，预计将较 2025 年显著回落。作为传统避险资产，黄金难以获得类似于 2025 年 H1 由集中避险情绪所驱动的、足量的持续性买盘支持。因此，我们判断 2026 年黄金市场或难重现由避险情绪单一主导的强劲单边上涨行情，其价格驱动逻辑可能更多转向对实际利率、美元流动性及结构性配置需求的博弈。

2.3.4 央行购金节奏预期趋缓

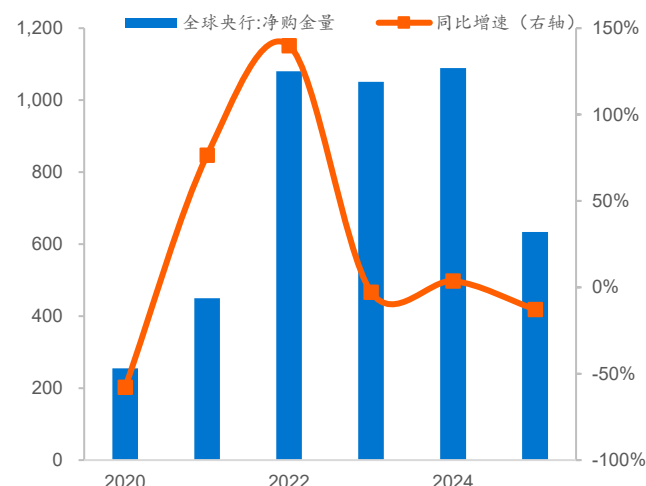
2022 年至 2024 年，黄金市场的供需格局经历了深刻的结构性调整，其中全球央行的持续性净购入成为需求侧的核心增量来源，年度净购金量连续维持在 1000 吨以上。这一行为不仅从实物层面直接支撑金价，更向市场传递了强烈的长期信心，成为推动过去三年黄金历史性牛市形成的关键力量。

进入 2025 年，全球央行购金趋势得以延续，但强度呈现边际放缓。前三季度，全球央行合计净购金 633.55 吨，购置节奏明显前置。然而，与过去三年同期相比，购金规模已出现回落，较 2024 年同期下降 12.74%。其在全球黄金总需求中的占比也降至 17.41%，为 2022 年以来首次跌破 20%。分结构看，中国人民银行是此轮央行购金潮的主力。自 2024 年 11 月重启黄金增持以来，其购金操作在 2025 年得以持续，但规模呈逐月递减趋势。至 2025 年 11 月，当月增持规模为 3 万盎司，虽为连续第 13 个月增持，但增持量已降至本轮周期以来的新低。

¹⁷ <https://www.whitehouse.gov/issues/national-security/>

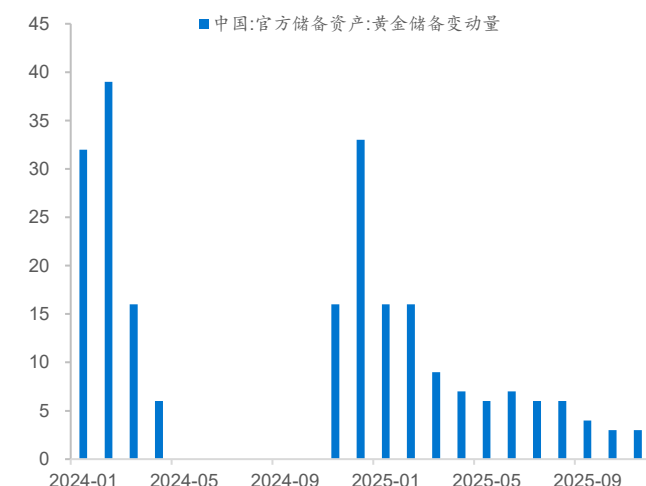
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

图26 2025 年全球央行购金规模有所缩减（吨）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图27 中国黄金增储节奏放缓（万金衡盎司）



资料来源：Wind，联储证券研究院

表10 全球黄金供需平衡表（吨）

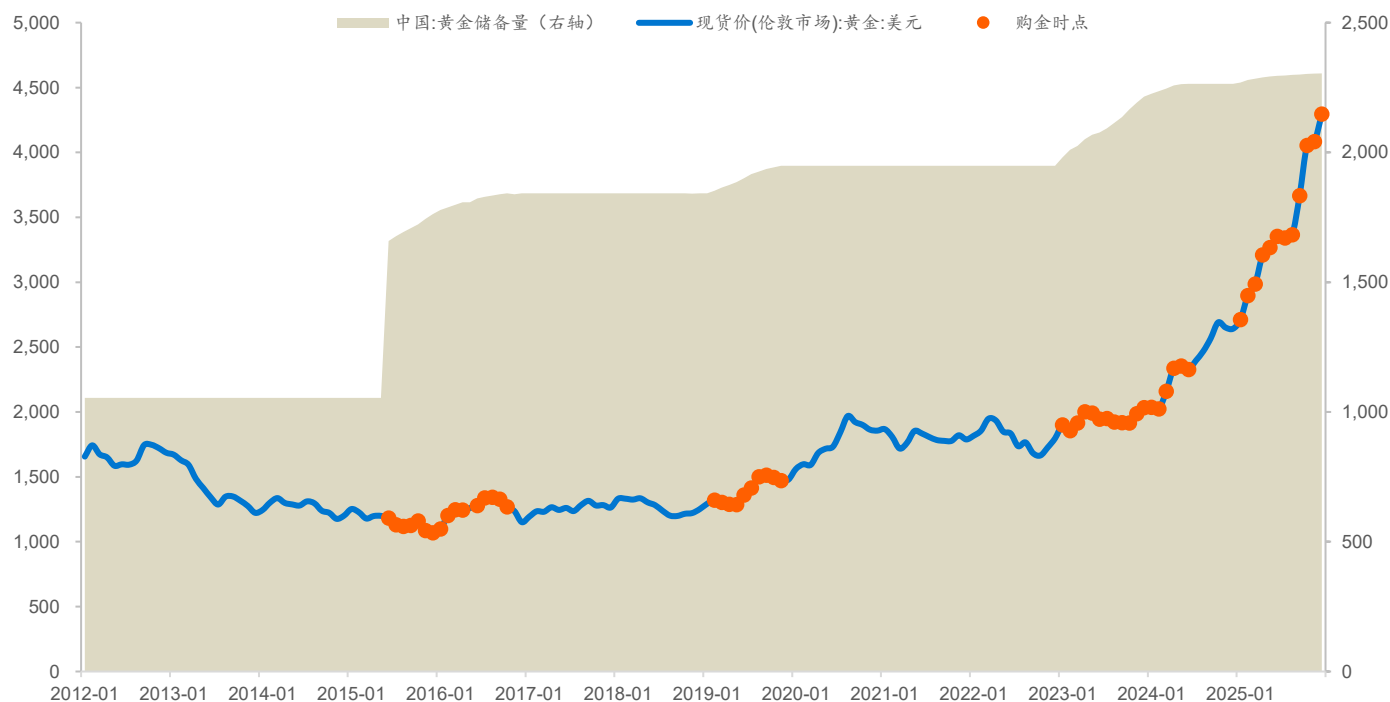
指标名称	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 Q1-Q3
黄金需求量：合计	3,701.07	4,046.51	4,728.53	4,515.05	4,623.04	3,639.68
珠宝首饰	1,331.80	2,252.38	2,208.37	2,208.20	2,026.58	1,199.16
工业	308.99	337.17	314.79	305.15	326.22	240.68
电子业	255.27	278.74	257.72	248.65	270.82	201.34
其他工业	41.87	47.08	46.79	47.10	46.52	33.13
牙科	11.85	11.35	10.27	9.39	8.89	6.21
投资	1,805.35	1,006.86	1,125.37	950.88	1,180.86	1,566.26
金条及硬币	912.78	1,195.63	1,234.89	1,195.13	1,187.25	947.45
实物金条	552.69	825.52	814.38	786.75	862.90	738.42
官方硬币	290.44	284.44	320.92	293.47	198.72	114.88
奖牌/仿币	69.65	85.67	99.59	114.92	125.63	94.14
ETF 及类似产品	892.55	-188.78	-109.51	-244.25	-6.39	618.83
央行净买入	254.95	450.11	1,080.02	1,050.81	1,089.38	633.55
黄金供应量：合计	4,739.18	4,709.68	4,774.90	4,944.10	4,957.26	3,717.41
矿产金总供应量	3,446.13	3,573.91	3,638.80	3,710.49	3,591.29	2,676.87
矿成品	3,482.72	3,579.27	3,645.34	3,641.09	3,645.44	2,716.78
生产商对冲	-36.59	-5.36	-6.54	69.40	-54.15	-39.91
再生金	1,293.05	1,135.77	1,136.09	1,233.62	1,365.97	1,040.54
供需缺口	1,038.11	663.17	46.37	429.05	334.22	77.73

资料来源：Wind，联储证券研究院

展望 2026 年，在全球政治经济格局经历深刻重构的背景下，新兴市场央行（以中国为代表）增加黄金储备的战略性需求依然坚实。这主要基于双重长期考量：其一，参考国际货币发展经验，保有相当规模的黄金储备是人民币国际化进程中的必要基础设施；其二，为应对大国博弈背景下潜在的金融风险，优化国际储备资产结构、降低对单一货币资产的过度依赖，符合国家金融安全的战略导向。

然而，持续走高的金价正对购买行为形成现实约束。2025 年央行购金节奏的放缓，已反映出其操作趋于“择机配置”而非“无限制追高”的成本敏感性。因此，我们预计 2026 年全球央行的净购金趋势将延续，但增持速度可能进一步温和放缓。其对金价的影响也将随之演变：从过去三年需求增量的主要推动力，转变为提供长期且稳固的底部结构性支撑，其边际推动效应预计将弱于 2022-2024 年的高峰期。

图28 2012年至今中国央行购金时点分布（吨、美元/盎司）



资料来源：Wind，联储证券研究院

2.3.5 走势总结及投资机会

我们认为，支撑黄金的长期核心逻辑不仅未变，反而在宏观转折期得到强化。一方面，美元指数正处于趋势性下行周期，特朗普政府“美国优先”的内向政策为这一周期注入了深刻的时代特征，预计其对黄金的提振效应将比过往周期更为显著和持久。另一方面，美国财政与债务风险持续发酵，《大而美法案》预计将加剧其债务负担，从美债信用边际受损、财政赤字推升长期通胀预期、主权信用风险上升三个维度，共同为黄金提供系统性支撑，有望持续抬升金价的长期运行中枢。因此，我们维持对金价中长期趋势性上行的乐观判断。

在长期牛市基调下，2026年年内金价走势预计将更加结构化。首先，货币政策推力趋于温和：尽管经济存在放缓压力，但在“软着陆”基准情形下，美联储若采取降息，其性质更可能属于节奏与幅度均相对克制的“预防式降息”，对金价的推动作用在强度和速度上可能滞后且有限。其次，关键需求来源边际减弱：全球政经环境预期较2025年平稳，集中避险需求难现；同时，全球央行购金趋势虽延续，但增持节奏预计进一步放缓。因此，2026年金价更可能走出“稳健上行”行情，波动性趋于平缓，重现由单一情绪主导的“强牛”行情条件不足。

短线视角，金价的交易逻辑将紧密围绕“美联储领导权交接”这一重大事件博弈。在提名人选公布前，市场对美联储政策独立性可能受损的担忧将交易“不确定性溢价”，支撑金价保持强势。人选落定后，则面临“预期兑现”后的获利了结压力，金价可能出现阶段性调整。特别值得关注的是，若如市场预期，由与白宫政策高度协同的凯文·哈西特获提名，结合2026年降息“前快后缓”的节奏预判，从其获提名到正式上任前的过渡期，将成为市场集中交易“流动性边际宽松预期”与“美联储独立性受冲击”这两大主题最为流畅的时间窗口。

推荐关注：山金国际（000975.SZ）、赤峰黄金（600988.SH）

3. 铜：供需争锋，价值涅槃

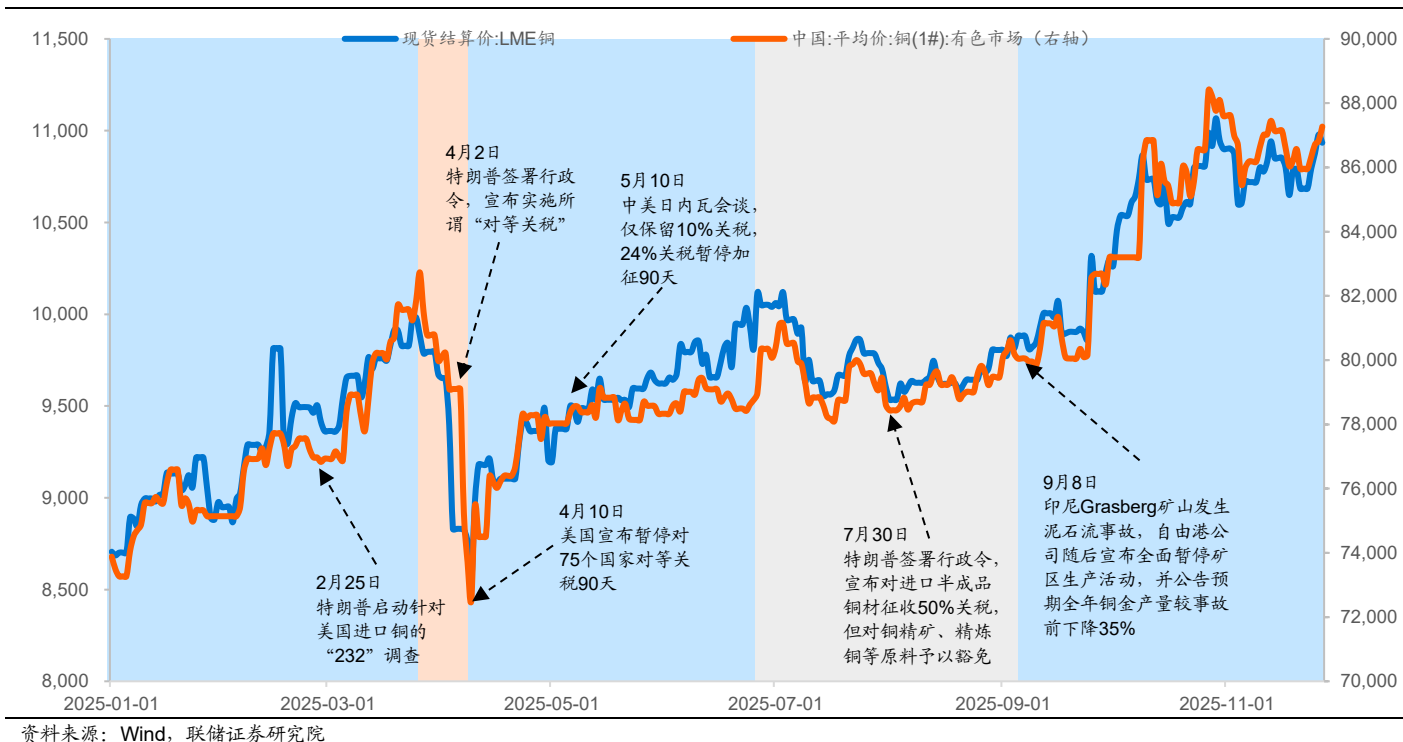
3.1 回顾：多因子共振下的趋势性上行

2025 年是全球政治经济格局深刻变革的关键年份，铜作为战略性资源品及新能源崛起所必需关键性原材料，铜价在全球资本的推动下，全年呈现出高弹性、大波动的市场特征，大国博弈、地缘政治、贸易冲突、保护主义、供给风波曾分阶段先后主导铜市行情，按照时间节点分布，我们将全年铜价走势划分为以下五个阶段：

1. **1 月-3 月：震荡上行，强势开局；**2025 年开年多家矿企公布产量报告，规模普遍不及市场预期，TC 指数在 2024 年低位水平下，再度探底，将原料荒照进现实；2 月美国政府援引 232 条款，对铜启动进口调查，对铜潜在关税可能将达到 25%，大量铜库存从 LME 等市场转移至美国，库存结构的深度调整引发了投资者强烈的做多情绪，推动一季度铜价持续上涨；
2. **4 月：急速回调，深度探底；**4 月，特朗普政府宣布对全球各主要经济体征收所谓“对等关税”，此举引发市场对全球经济衰退的担忧，风险资产遭遇普遍抛售。受此影响，全球铜价大幅下跌，2 周内近乎完全回吐前期涨幅；
3. **4 月-6 月：预期修复，铜价反弹；**4 月中旬，“对等关税”风波迎来重大转机，特朗普政府宣布相关政策暂停 90 天，并在 5 月相继与中国等国家达成初步协议，避险情绪得到阶段性释放，风险资产价格普遍修复，同时叠加铜关税节点临近，套利交易重启，共同交易下，铜价重新进入上行周期，截止至 6 月末，已近乎完全收复 4 月跌幅；
4. **7 月-8 月：政策落地，高位震荡；**7 月，美国铜关税政策落地，宣布对进口铜产品征收关税，但对精炼铜给予关税豁免，消除了此前市场对于全球铜贸易流的普遍担忧，COMEX 与 LME 铜套利窗口迅速关闭，两者价差显著收窄并逐步回归，铜市进入震荡行情，核心驱动逻辑重新回归与商品供需基本面上；
5. **9 月至今：突破前高，强势尽显；**9 月，全球第二大矿山——印尼 Grasberg 矿山因泥石流事故全面停产，使原本市场预期中的供应紧张得到现实验证，加工费进一步下探至负区间，铜价在供应端的危机催化下快速上行，再度刷新历史新高；

截止至 2025 年 12 月 1 日，LME 现货铜价上行至 11004 美元/吨，年内涨幅 26.69%；国内铜均价上行至 87480 元/吨，年内涨幅 19.04%。

图29 2025 年海内外铜价走势回顾（美元/吨、元/吨）¹⁸



3.2 供给端：矿端扰动升级，减产风险积聚

3.2.1 铜精矿：核心矿山停产加剧结构性短缺

矿端供给扩张呈现持续放缓态势。2025 年 1-9 月，全球铜精矿累计产量为 1723.21 万吨，同比增长 2.62%，增速低于此前市场普遍预期。从月度产出走势来看，产量规模自年中起明显收窄，反映供给释放节奏进一步放缓。结合当前项目投产进度与产能爬坡情况，预计 2025 年全年铜精矿产量约为 2320 万吨，虽仍维持小幅增长，但同比增速预计将回落至 1.65%，较 2024 年下降 1.11 个百分点，供给增速呈现收敛趋势。

图30 全球铜精矿产量规模波动情况（千吨）

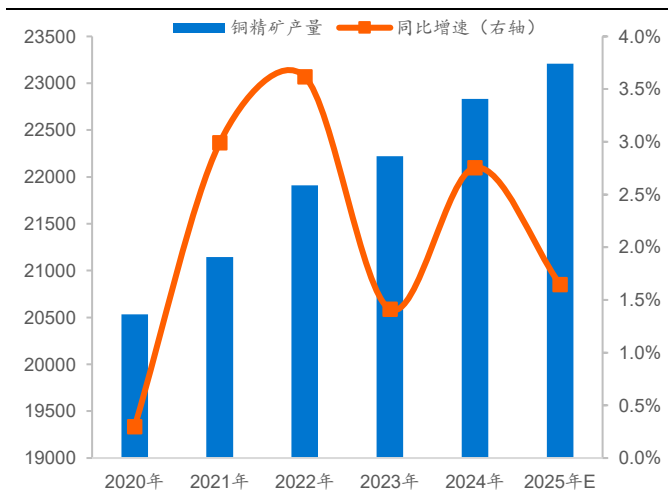
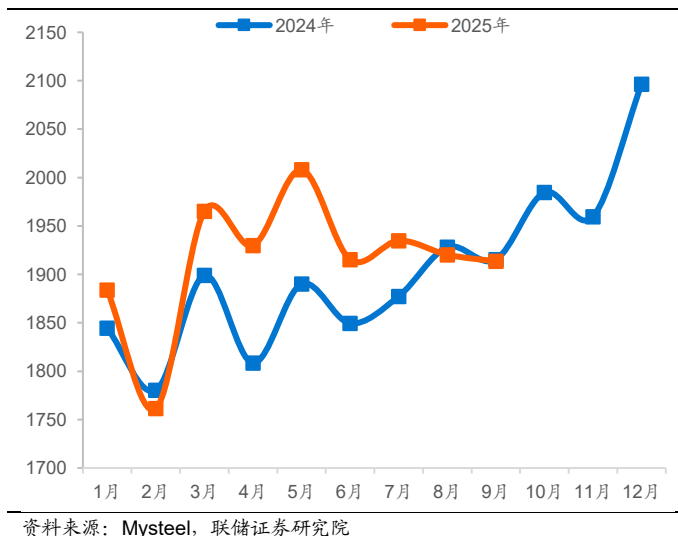


图31 全球铜精矿月度产量规模波动情况（千吨）



¹⁸ 数据统计区间：2025 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 1 日

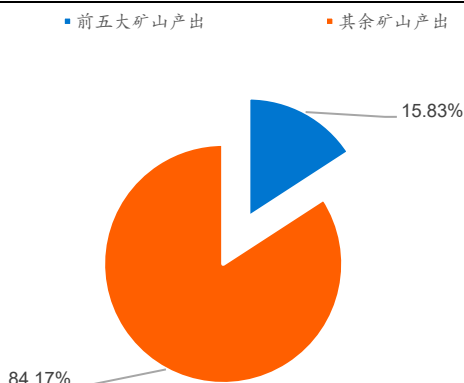
影响 2025 年铜矿产出的外在原因为核心矿山的扰动事件频发。包括 5 月艾芬豪矿业旗下刚果金 Kakula 矿山淹水导致部分矿区停产；7 月智利国家矿业所属 El Teniente 铜矿发生坍塌事故；尤其是 9 月自由港麦克莫兰旗下印尼 Grasberg 铜矿因泥石流事故停产对全球铜矿供应体系产生了重大冲击。根据国际铜研究组 2024 年统计数据显示¹⁹，全球运营和计划开发的铜矿山数量为 840 座，但供应结构分布呈现较强的头部效应，2025 年全球前五大矿山产出规模占年度铜精矿供应总量的 15.83%，因此核心超大型矿山供应稳定对于全球铜资源循环体系具有重要意义。印尼 Grasberg 矿山是全球第二大铜矿山，2024 年铜精矿产量为 81.65 万吨，约占全球产量的 3.5%。事故发生后，自由港下调了 2025 年、2026 年的产量指引，相较事故前分别调整 22.7 万吨、31.8 万吨。

表11 2025 年影响全球铜矿产出重大扰动事件整理

矿企	时间	矿山	国别	事件	影响
艾芬豪矿业	2025 年 5 月	Kakula 地下矿山	刚果金	地下矿区剧烈矿震从而引发东区严重淹水	矿山西区未被水淹，6 月重启采矿作业；东区抽水工作预计在 11 月底完成；停产导致公司将全年铜矿产量指引由年初的 52-58 万吨下调至 37-42 万吨
智利国家铜业	2025 年 7 月	El Teniente 铜矿	智利	铜矿发生坍塌事故	矿区全年产量指引由 36 万吨下调至 31.6 万吨，经济损失预计 3.4 亿美元
自由港麦克莫兰	2025 年 9 月	Grasberg 铜矿	印尼	矿山发生大规模湿性矿料涌出事故，部分区域通道中断	矿山全年铜金产量预计较事故前下降 35%

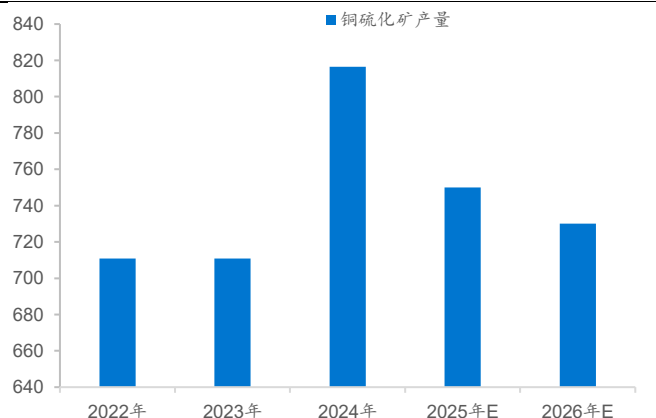
资料来源：艾芬豪矿业、智利国家铜业、自由港麦克莫兰公司公告，联储证券研究院

图32 全球铜矿产出集中于数个超大型矿山



资料来源：SMM，联储证券研究院

图33 印尼 Grasberg 矿山铜矿产出规模波动情况（千金属吨）



资料来源：SMM，联储证券研究院

为量化评估 Grasberg 铜矿停产对 2026 年铜市场的潜在影响，我们选取了巴拿马 Cobre Panama 矿山停产事件作为对标案例。2023 年 11 月，巴拿马政府以运营合同违宪为由，终止了由第一量子矿业（First Quantum Minerals）运营的 Cobre Panama 铜矿。该矿山在关停前年产能约 33 万吨，其一次性退出市场的供给冲击规模与本次 Grasberg 事件在 2026 年可能造成的产量损失体量具有可比性。在该事件宣布后六个月内，LME 现货铜价累计上涨约 24.8%（尽管其间亦受其他宏观及基本面因素影响），反映了重大供应中断对价格的显著推动作用。

参考这一历史对标，同时结合当前市场环境，我们认为 Grasberg 铜矿停产将对 2026 年全球铜市场产生以下几方面结构性影响：

第一， 缩减有效供给，加剧矿端紧缺格局。预计将有 30-35 万吨铜精矿产出在 2026 年推出供应体系，显著放大既有的矿端供需缺口，使全球精矿平衡进一步趋紧；

第二， 强化市场共识，推升风险溢价。该事件将实质性巩固并强化市场对“长

¹⁹ <https://www.chinania.org.cn/html/hangyetongji/tongji/2025/0408/58032.html>

期供应短缺”的叙事逻辑，可能吸引更多趋势型资金布局，从而催生并维持额外的阶段性风险溢价；

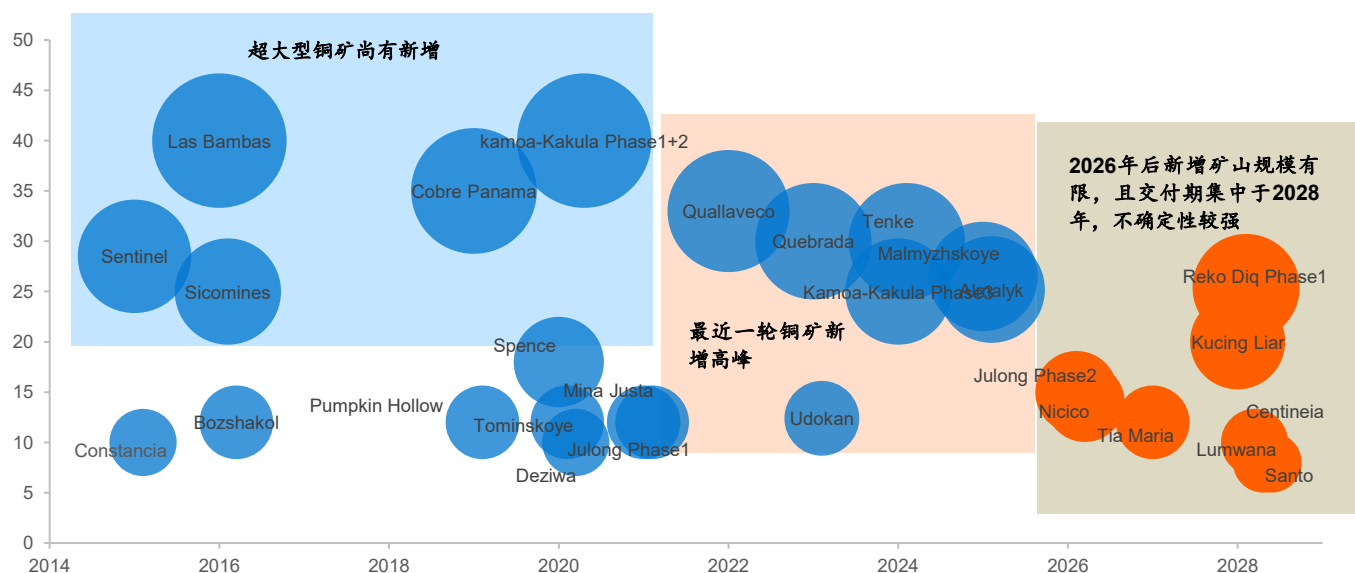
第三， 压缩冶炼利润，增加减产风险。 矿端紧缺态势将通过极低的现货铜精矿加工费（TC/RC）进一步向中下游传导，持续压制冶炼环节盈利空间，增加其减产风险，可能对精炼铜的稳定供应形成二次冲击；

第四， 系统性抬升铜价运行中枢。 综合上述影响，改事件预计将推动全球铜价定价中枢实现系统性上移，基于对标事件的弹性分析，我们预计其对于铜价的直接影响可能导致国内铜价年度价格中枢因此上行约 3000-3500 元/吨。

总结过去数年频繁出现的供应扰动事件，我们可将其系统性归为三类，即**企业运营或自然地理因素**，包括矿山资源耗竭或品位下降、极端天气、安全事故等（智利 Escondida 矿山老化、印尼 Grasberg 铜矿停产等）；**社区问题或劳资矛盾**（巴拿马 Cobre Panama 铜矿停产、秘鲁 Las Bambas 频繁罢工等）；**政策与法规变动**，包括税收与使用费率上调、经营合同审查修改等（智利矿业税改法案、刚果金重新审查关键矿山特许经营合同等）。

上述事件综合作用下，矿业公司普遍对勘探与开发资本开支采取了更为审慎的策略，致使全球铜矿供应进入阶段性瓶颈。根据国际铜研究小组（ICSG）发布的《世界铜矿、冶炼厂及精炼厂名录》统计，自 2022 年以来，全球新增大型铜矿项目（年产能超过 10 万吨）虽相对集中，且其单体规模已显著小于 2014-2019 年的行业高峰期，但仍为短期内的铜矿供应提供了增量预期。然而，展望 2026 年之后，可预见的新增矿山投产规模将显著下降，且这些项目的计划投产时间普遍集中于 2028 年及以后。考虑到当前全球范围内政策不确定性、环保要求趋严以及社区劳工问题频发等现实约束，大型铜矿项目的建设周期普遍延长，实际投产时间存在较高的延迟风险。综上，我们判断铜矿的中长期供应将步入结构性瓶颈期。在此背景下，矿端环节在铜全产业链利润分配中的话语权与溢价能力预计将进一步增强。

图34 2014-2028 年间全球投产铜矿项目分布（万吨）



资料来源：International Copper Study Group，联储证券研究院

基于对全球主要铜矿山的投产和扩建计划的梳理，我们预计 2026 年全球铜矿产量依旧可保持扩张趋势，主要增量来源于以下项目：紫金矿业旗下巨龙铜矿二期工程项目、印尼 Batu Hijau 铜矿扩建项目、铜陵有色运营的厄瓜多尔 Mirador 铜矿扩建项目等，所

统计核心项目合计贡献产能增量约为 48 万吨（未计入部分增量有限的中小型矿山）。考虑印尼 Grasberg 铜矿自四季度起停产，2026 年产出规模预计在 2025 年基础上继续缩减；同时全球存量矿山品位下滑、生产扰动风险仍然很高。综合以上新增产能与减产影响，我们预计 2026 年全球铜矿产量净增长约为 40 万吨，较 2025 年增幅收窄约 8 万吨，同时提示关注 Grasberg 铜矿复产以及 Cobre Panama 铜矿重启节奏。

表12 2026 年铜矿主要增量来源统计（万金属吨）

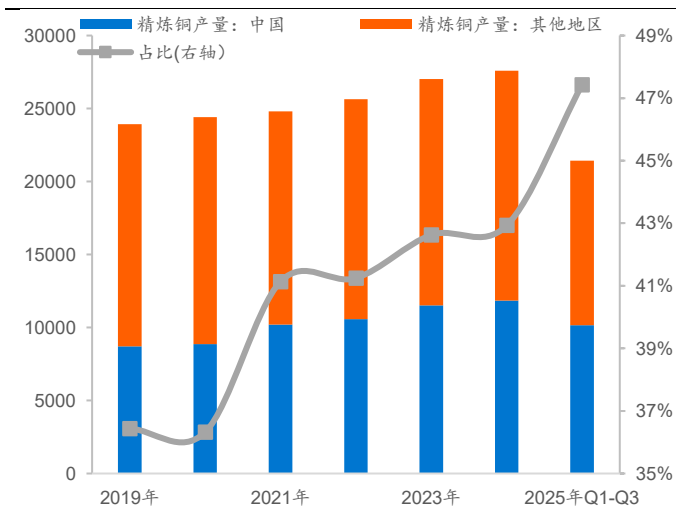
矿山名称	所在国	运营企业	2024 年	2025 年 E	2026 年 E	增量空间 E
巨龙铜矿	中国	紫金矿业	16.63	19	31	12
Batu Hijau	印尼	AMNT 集团	17.92	10.34	21.8	11.46
Mirador	厄瓜多尔	铜陵有色	10.5	18.75	25	6.25
Oyu Tolgoi	蒙古	力拓	21.5	26.8	33.21	6.41
Quebrada Blanca Phase2	智利	泰克资源	20.78	25	29.5	4.5
Tsagaan	蒙古	MAK 集团	0	2	6	4
Udokan	俄罗斯	USM 集团	1	5	8	3
Musonoi	刚果金	金川国际	1	1	1.5	0.5
合计			89.33	107.89	156.01	48.12

资料来源：SMM，联储证券研究院

3.2.2 冶炼端：加工费博弈白热化，被动减产压力积聚

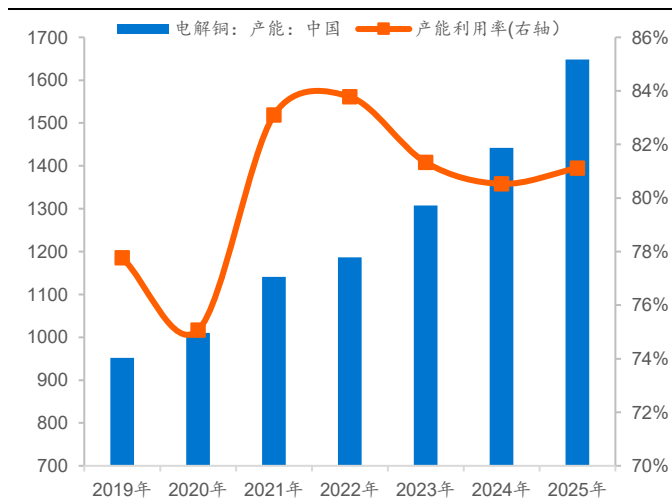
2025 年全球精炼铜冶炼规模保持扩张趋势，增量主要来源于中国。1-9 月全球精炼铜产量为 2142.05 万吨，同比增长 4.04%，增幅 83.08 万吨。其中国内精炼铜产量为 1015.96 万吨，较 2024 年同期水平扩张 129.51 万吨，占全球总量的比例达到 47.43%，较 2024 年提升 4.5 个百分点。与矿端供应逐步进入瓶颈期形成鲜明对比的是，中国的铜冶炼产能仍旧处于高速扩张周期。2025 年国内电解铜产能达到 1648 万吨，同比增长 14.28%，凸显了产业链上下游产能扩张周期的结构性分化。

图35 全球精炼铜增量主要来自于中国（千吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图36 国内精炼铜产能规模依旧在持续扩张（万吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

矿端与冶炼端产能扩张周期的结构性错配，加剧了产业链上下游的利润分配矛盾，使矿企在谈判中占据显著优势。凭借更强的定价话语权，铜精矿加工费（TC/RC）在2023年四季度与2024年四季度接连经历了两轮快速下行。至2025年2月，中国港口现货铜精矿粗炼费（TC）首次跌破零值，进入负区间。截至同年11月，TC价格已跌至-41.99美元/千吨的历史低位。

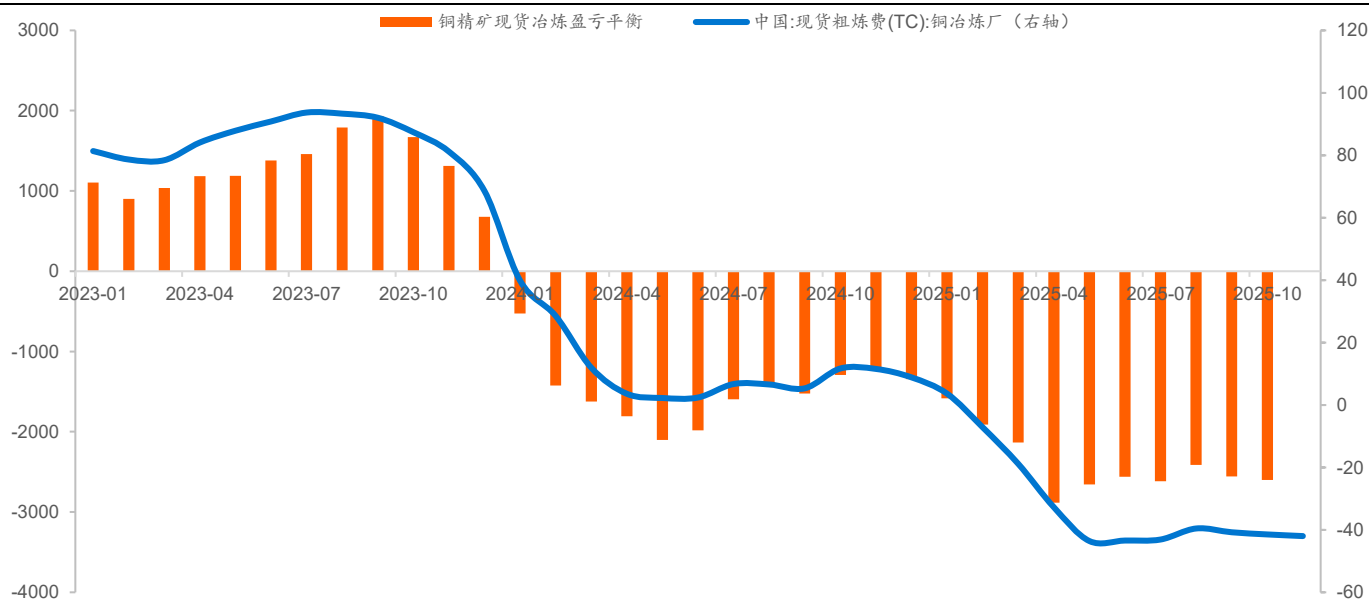
铜精矿冶炼业务普遍亏损，炼厂供应韧性超预期。根据上海有色网（SMM）的测算，2025年10月国内铜精矿现货冶炼亏损已达到2599.76元/吨。然而，与年初市场普遍预期的减产不同，2025年冶炼产量整体保持稳定，未出现明显收缩。截至11月，国内铜

冶炼厂开工率仍维持在 82.29% 的较高水平，较 2024 年同期并未显著下滑。国内铜冶炼端的供应韧性，主要由以下两方面因素支撑：

第一，长单合同维持基本利润；至 10 月，铜精矿长单冶炼尚可保持 244.79 元/吨盈利；

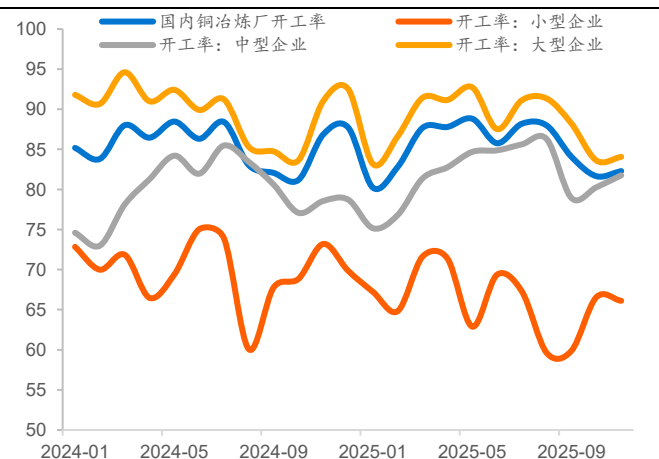
第二，副产品收益对冲业务亏损；铜冶炼过程中产出的硫酸、金银等副产品价格在报告期内大幅上涨，其收益相对缓解了炼厂主营业务的亏损压力。

图37 加工费用持续走低，现货冶炼亏损规模走阔（元/吨、美元/千吨）



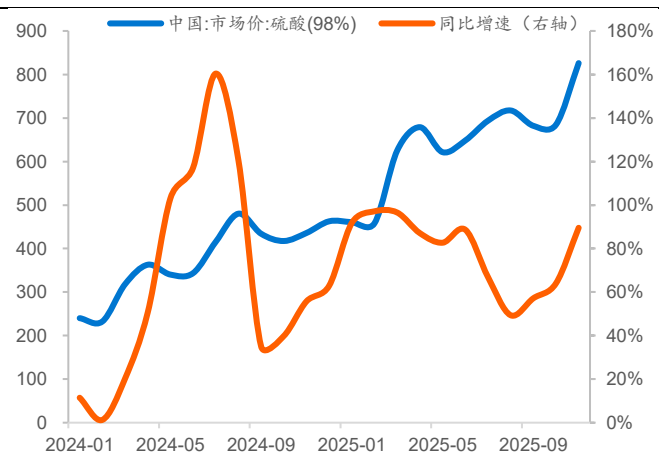
资料来源：Wind、SMM，联储证券研究院

图38 国内铜冶炼厂开工率尚维持在较高水平（%）



资料来源：SMM，联储证券研究院

图39 副产品硫酸价格持续上行（元/吨）



资料来源：Wind，联储证券研究院

展望 2026 年，国内铜冶炼行业预计将呈现以下三个核心趋势：

第一，产能扩张持续但增速放缓。国内铜冶炼产能过去数年持续扩张，根据已公布的排产计划，2026 年仍将新增产能投放。然而，受近三年行业景气度下行影响，预计新增产能规模将较 2025 年明显收窄，全年扩产规模预计约为 70 万吨；

第二，“矿强冶弱”格局延续，加工费或维持低位，建议关注中小炼厂减产对铜价的潜在推动；由于矿端产能扩张速度持续落后于冶炼端，2026年产业链上下游的矛盾预计将延续，利润分配结构难以发生根本性逆转。这一趋势已在2025年的长协谈判中得到印证：6月²⁰，智利矿商Antofagasta与中国主要炼厂达成的2026年度铜精矿长单加工费（TC/RC）最终锁定为0美元/千吨和0美分/磅，标志着行业正式进入“零加工费”时代，在此背景下，冶炼企业将主要依赖副产品收益维持运营，高成本产能或在2026年面临出清压力；

第三，行业变革元年，反内卷政策落地进度提示跟进；与此同时，一系列旨在引导行业高质量发展的政策正加速落地。2025年2月²¹，工信部、国家发改委等十一部门联合印发《铜产业高质量发展实施方案》，明确指出了“铜冶炼产能扩张较快、企业同质化竞争加剧”；9月²²，工信部等八部门印发《有色金属行业稳增长工作方案》，强调了“铜冶炼发展由产能规模扩张向质量效益提升转变”；10月²³，中国有色金属工业协会召开新闻发布会，提出严控新增产能，并建议借鉴电解铝经验，考虑设立产能天花板。反内卷政策出台对于铜冶炼行业意义重大，行业竞争格局在2026年或面临重塑，我们提示关注。

表13 国内新增铜冶炼产能整理

年份	公司名称	扩产规模
2024年		165万吨
2025年		105万吨
	赤峰金通铜业	30万吨
	营口建发盛海	30万吨
2026年E	恒邦股份	10万吨
	合计	70万吨

资料来源：SMM、公开资料整理，联储证券研究院

表14 2025年国内铜冶炼相关政策内容

发布部门	名称	时间	具体内容
工信部、发改委等十一部门	《铜产业高质量发展实施方案（2025-2027年）》	2025年2月11日	实施方案明确了资源保障、技术创新、结构调整、绿色智能转型等方面重点任务，首次提出新建矿铜冶炼项目原则上需配套相应比例的权益铜精矿产能
工信部等八部门	《有色金属行业稳增长工作方案（2025-2026年）》	2025年9月28日	强调科学合理布局氧化铝、铜冶炼等项目，避免重复低水平建设；提出逐步淘汰低效、落后产能
中国有色金属工业协会	2025年前三季度有色金属工业运行情况新闻发布会	2025年10月29日	强调“内卷”削弱了企业在原料采购方面的话语权，使行业整体利润空间收窄，影响可持续发展，并提出分类施策：一是借鉴电解铝经验，对铜、铅、锌等大宗金属考虑设立产能“天花板”，严控新增产能；二是对战略金属通过兼并重组提升集中度，增强产业链控制能力；三是在保持深加工产业充分竞争的同时，引导企业向个性化、高附加值方向转型，避免同质化竞争

资料来源：中华人民共和国工业和信息化部、中国有色网，联储证券研究院

3.3 库存：美铜虹吸效应难言终局，区域脆弱性加剧

2025年全球铜库存攀升至历史高位，下半年市场呈现出“高铜价”与“高库存”并存的局面。全球铜库存变化呈现先下降再累积的趋势，尤其在6月后，库存水平伴随全球铜价同步快速上升。截止至2025年12月5日，伦敦金属交易所（LME）、纽约商品交易所（COMEX）、上海期货交易所（SHFE）的显性库存与中国社会库存及保税区库存合计规模达到88.25万吨，处于过去三年的高位水平，较2024年同期大幅增长67.86%。库存规模的扩张近期也引发了市场对于未来潜在去库周期可能对铜价产生冲击的广泛讨论。

²⁰ <https://youse.mysteel.com/a/25062716/A8152326EEDB6598.html>

²¹ https://www.miit.gov.cn/zwgk/zcwj/wjfb/tz/art/2025/art_62193141b5d34873bf13da2026624b34.html

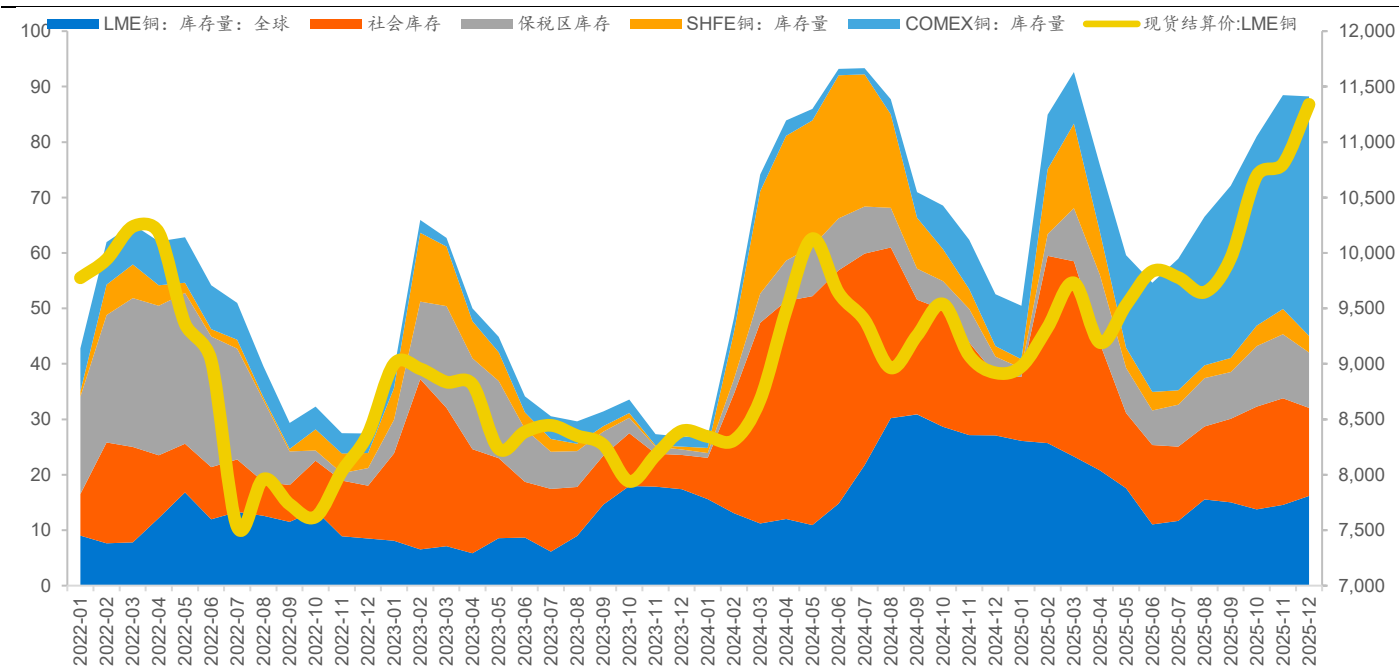
²² https://www.miit.gov.cn/jgsj/ycls/wjfb/art/2025/art_e8a675f331eb4e8dbc742d67c097051f.html

²³ <https://www.cnmn.com.cn/ShowNews1.aspx?id=466107>

论。

2025 年全球铜库存的结构发生了深刻调整。数据显示，库存增长高度集中于美国市场，COMEX 铜库存从 2024 年末的 9.37 万吨大幅增加至 43.19 万吨，净增 33.82 万吨，增幅显著。相比之下，全球库存 2025 年的总增量为 35.68 万吨，这意味着美国市场贡献了几乎全部的库存增量。与此同时，其他主要市场的库存并未同步提升：伦敦金属交易所（LME）铜库存从 27.1 万吨下降至 16.2 万吨；上海期货交易所（SHFE）铜库存仅从 1.93 万吨小幅上升至 3.03 万吨。**这种结构分化表明，全球范围内的显性库存压力实则并不均衡。**

图40 2025 年，全球铜库存结构经历了深度调整（万吨、美元/吨）



资料来源：Mysteel、Wind，联储证券研究院

美国市场对全球铜市的虹吸效应主要由特朗普政府的关税政策所推动。2025 年 2 月 25 日²⁴，美国总统特朗普签署行政命令，首次提出对进口铜加征关税的可能性，指示商务部对铜业启动 232 调查。潜在的关税壁垒导致全球贸易商纷纷加大对美铜出口量，由此产生的 COMEX 铜相较其他市场溢价所带来的套利机会进一步加速了库存结构调整的进程。虽然 2025 年 7 月 31 日²⁵，特朗普政府最终对铜精矿、精炼铜等进口铜原料予以关税豁免，仅对半成品铜材及铜密集型衍生品征收 50% 关税，但同时表示将在 2026 年重新评估这一决定，2027 年 1 月 1 日依旧可能对精炼铜征收 15% 的分阶段普遍关税。

表15 2025 年美国铜关税时间线梳理

时间节点	相关事件
2025 年 2 月 25 日	美国总统特朗普签署行政命令，指示美国商务部对铜业进行调查，研究外国铜产品的生产和进口是否会对美国经济和国家安全构成风险，商务部需在 270 日内向总统提交调查结果，宣称“铜必须在美国制造”
2025 年 3 月 4 日	特朗普在国会演讲中明确，将对进口铜、铝、钢铁征收 25% 关税，实施时间为 4 月 2 日
2025 年 4 月 2 日	由于铜、木材等商品可能受《1962 年贸易扩展法》第 232 条加征关税，因此对本轮关税征收予以豁免
2025 年 7 月 9 日	特朗普在社交媒体上发文表示，已收到一份全面的国家安全评估报告，认定有必要通过加征关税来保护美国某种关键工业原料的生产，美国将从 8 月 1 日起对进口铜征收 50% 关税
2025 年 7 月 31 日	特朗普签署行政命令，宣布对所有半成品铜材以及铜密集型衍生产品统一征收 50% 关税，但对铜原料（包括铜矿、精矿、阴极铜、阳极铜等）及废铜给予关税豁免
2025 年 7 月 31 日	白宫表示特朗普指示美国商务部评估，是否自 2027 年 1 月 1 日起对精炼铜征收 15% 的分阶段普遍关税。

资料来源：公开资料整理，联储证券研究院

²⁴ <https://cacs.mofcom.gov.cn/article/gnwjmdt/gw/mg/202507/184932.html>

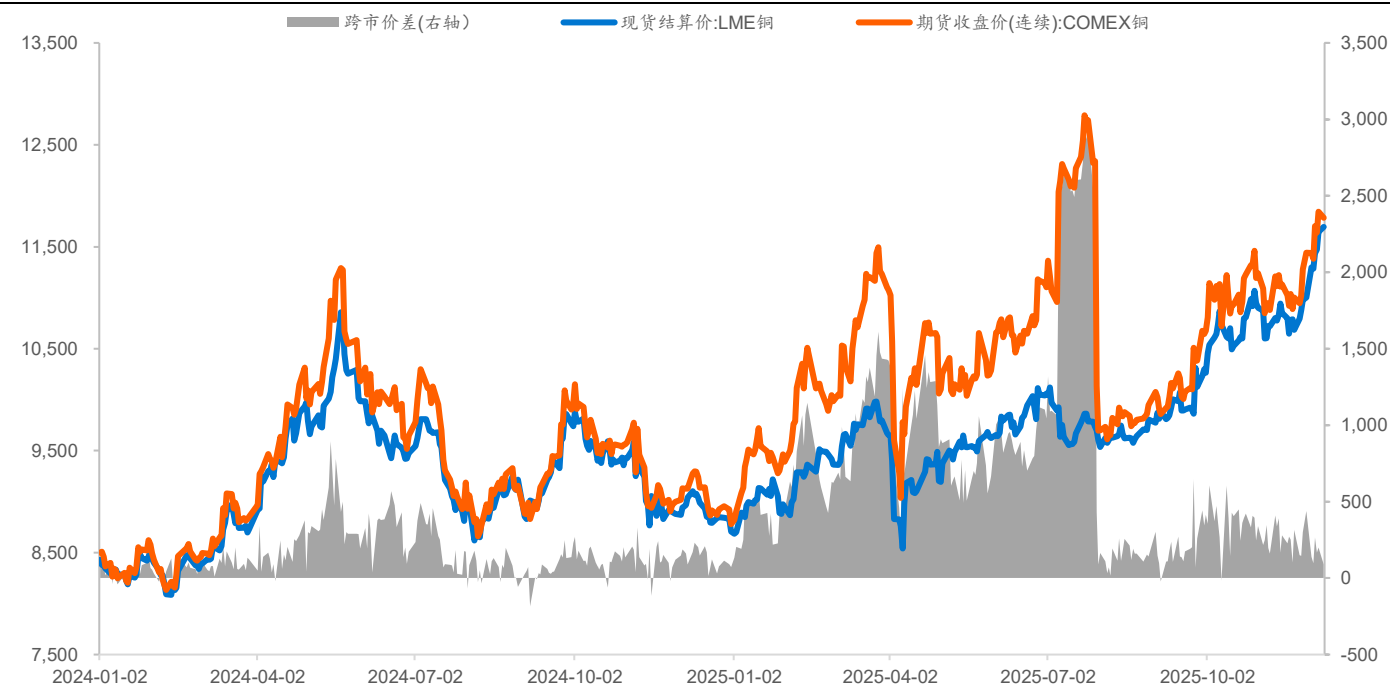
²⁵ <https://www.xinhuanet.com/world/20250731/ad608f07d0ba41028e905046e522e0b1/c.html>

我们对于 2026 年全球铜库存结构及其对于铜价的影响有以下几点判断：

- 第一，**COMEX 与 LME 的跨市场价差预计将持续存在**；尽管由美国“232 调查”引发的铜关税风波已阶段性缓和，但其不确定性远未结束，根据现有信息评估，2027 年仍存在对相关铜产品加征 15% 关税的可能性。从市场表现看，虽然两地价差在 2025 年 7 月末关税政策落地后已大幅收窄，但在整个第四季度，COMEX 对 LME 的溢价仍稳定维持在约 3% 的水平。考虑到潜在的政策风险，若 2026 年市场对关税的预期再度升温，两地价差存在再度走阔的风险；
- 第二，**美铜对全球铜市的虹吸效应难言终局**；从套利机制看，只要 COMEX 铜价相较 LME 的溢价能够覆盖跨洋运输成本，美国市场对全球现货铜的“虹吸效应”就将持续存在。2025 年第四季度，COMEX 铜期货近月合约相对 LME 现货的溢价均值维持在约 280 美元/吨，三个月远期合约溢价则高达约 500 美元/吨，这一价差水平完全足以覆盖相关物流费用。因此，贸易商将持续通过提取 LME 库存并运往美国注册入库来实现套利。这也解释了为何即使在 2025 年 8 月美国对精炼铜给予关税豁免后，COMEX 铜库存规模依然保持增长态势；
- 第三，**非美市场铜库存的结构性脆弱程度预计将进一步加深，这可能显著推高 2026 年铜价的整体波动率**。由于从美国回流库存存在较高的经济和物流壁垒，全球可用库存的地域分布正持续失衡。2025 年 12 月²⁶，瑞士大宗商品交易商 Mercuria 从伦敦金属交易所（LME）位于亚洲的仓库一次性注销了超过 4 万吨的铜库存，其流向预计为美国市场。值得注意的是，美国目前虽已吸纳全球约半数的显性库存，却并非精炼铜的主要终端消费地。这种“库存”与“实际需求”在地理上的结构性错配，意味着区域性供应紧张更容易被放大，从而加剧全球铜价的波动。基于此，我们提示关注 2026 年铜价因库存结构问题而可能展现出的超预期上行弹性。

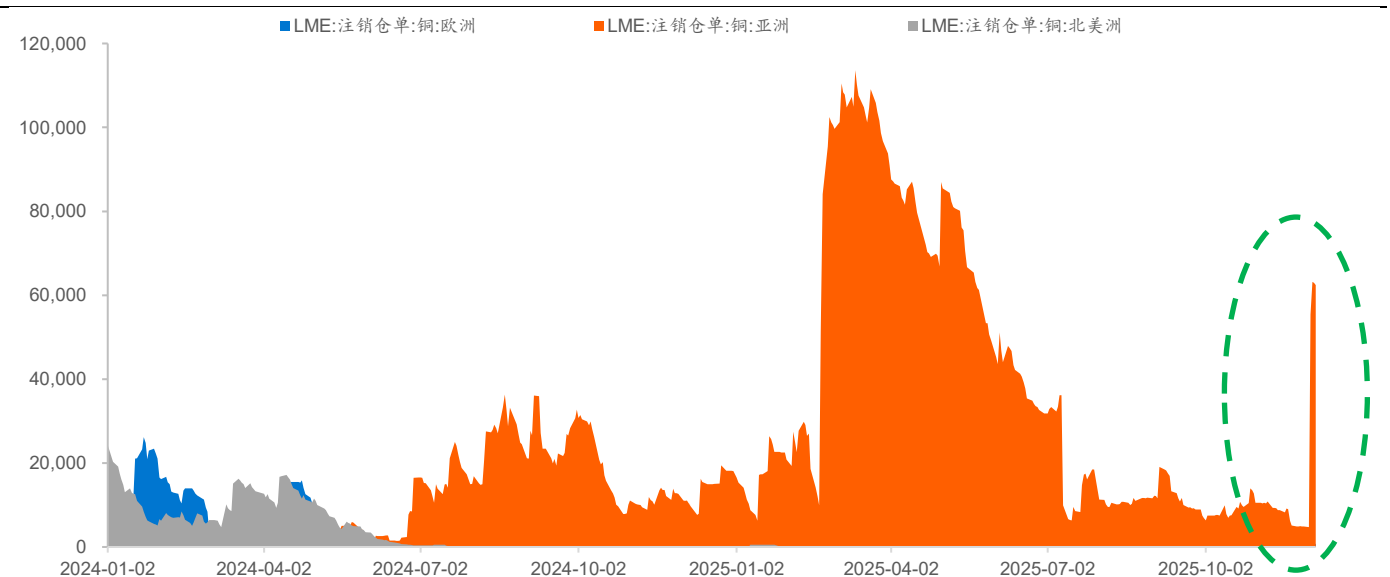
²⁶ https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_32128052

图41 COMEX 与 LME 跨市价差走向长期化（美元/吨）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图42 全球铜库存转运进程难言终结（吨）



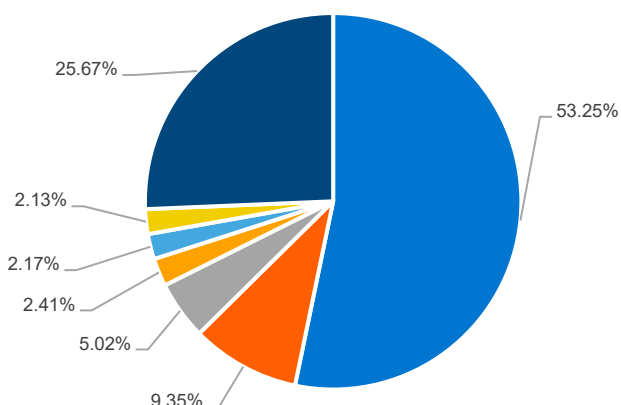
资料来源：Wind，联储证券研究院

3.4 需求端：电气化浪潮开启长期增长空间

我国是全球精炼铜的主要消费市场。2025年，全球半数以上的精炼铜由我国消费，其余重要消费市场包括欧盟、美国、日本、印度等占比分别为9.35%、5.02%、2.41%、2.17%。拆分我国的铜终端消费结构，电力基础设施建设、家电、交运、建筑、机械制造是铜的主要应用场景，2025年消费量占比分别为48.51%、13.94%、12.8%、7.6%、8.3%。

图43 中国是全球精炼铜的主要消费市场

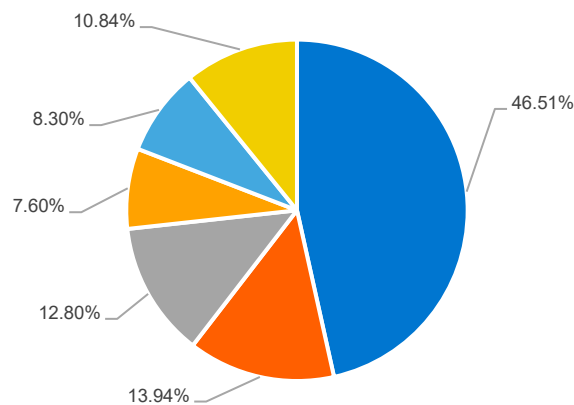
■ 中国 ■ 欧盟15国 ■ 美国 ■ 日本 ■ 印度 ■ 韩国 ■ 其他国家



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图44 国内铜终端行业消费结构

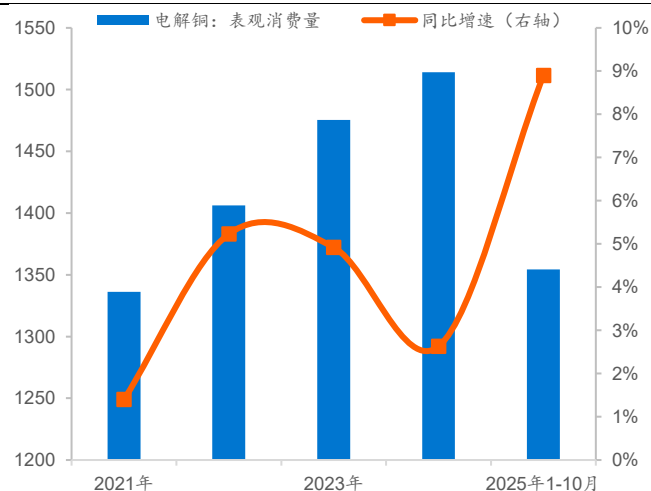
■ 电力 ■ 家电 ■ 交通运输 ■ 建筑 ■ 机械电子 ■ 其他



资料来源: SMM, 联储证券研究院

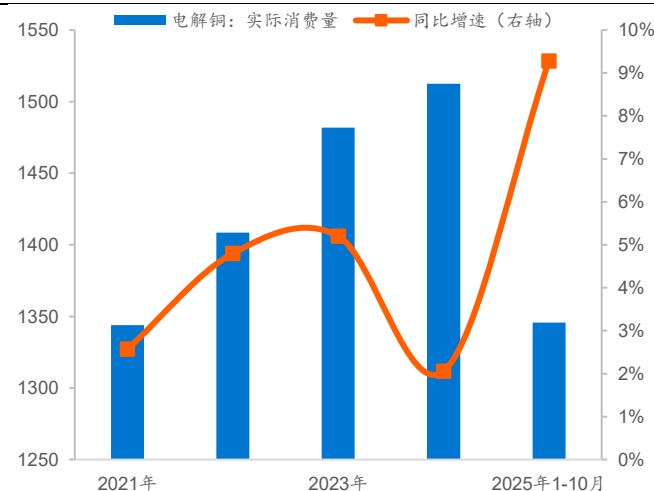
2025年,国内铜消费市场表现强劲。1-10月,电解铜表观消费量达1354.27万吨,同比增长8.9%;实际消费量为1345.7万吨,同比增长9.28%,两者增速均创下近五年新高。从月度走势看,上半年消费量持续处于五年来的高位区间;进入第三季度后,受9-10月铜价快速上涨影响,下游消费增速明显放缓,部分终端企业转而消耗自身库存以替代新增采购,导致月度电解铜消费规模阶段性收缩。

图45 2025年我国电解铜表观消费量大幅增长(万吨)



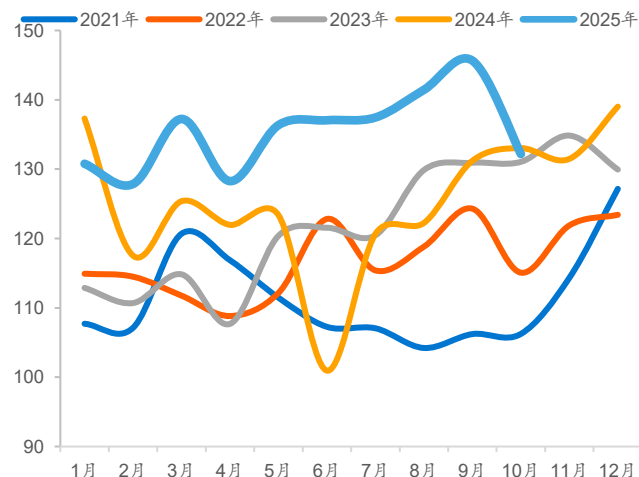
资料来源: Mysteel, 联储证券研究院

图46 2025年我国电解铜实际消费量大幅增长(万吨)



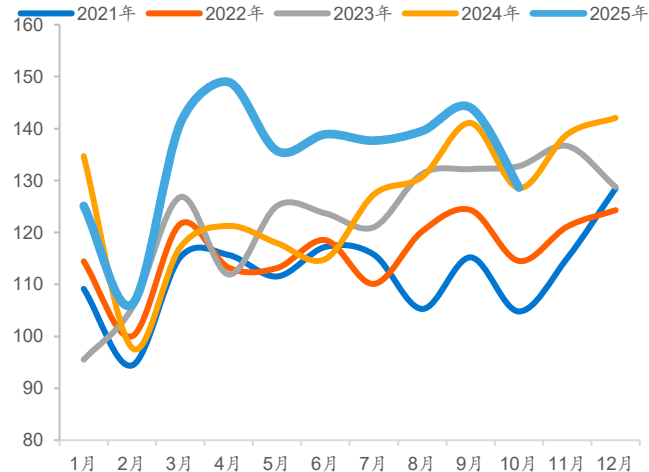
资料来源: Mysteel, 联储证券研究院

图47 表观消费量月度数据波动情况（万吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图48 实际消费量月度数据波动情况（万吨）

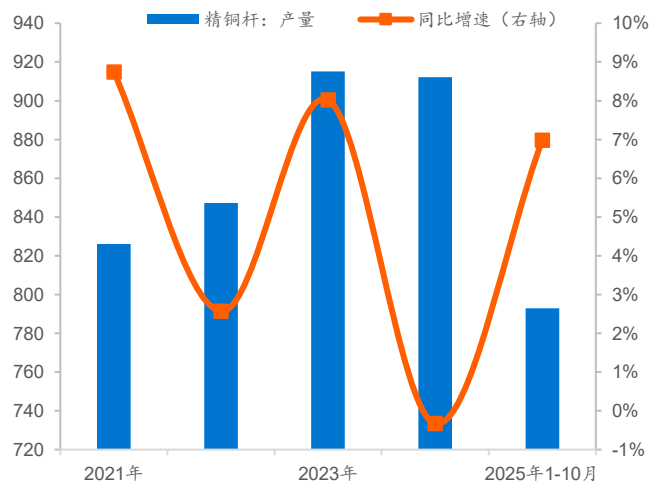


资料来源：Mysteel，联储证券研究院

2025年，国内初级铜材消费呈现结构性分化。根据我的钢铁网（Mysteel）统计数据显示，1-10月国内精铜杆产量为792.86万吨，同比增长6.98%，增速较2024年提升7个百分点，反映电网及电力基础设施等领域需求强劲。同期，铜管产量为161.36万吨，虽延续增长，但同比增速为2.32%，较2024年下滑5.45个百分点；从月度趋势看，4月以后产量规模收缩较为明显。

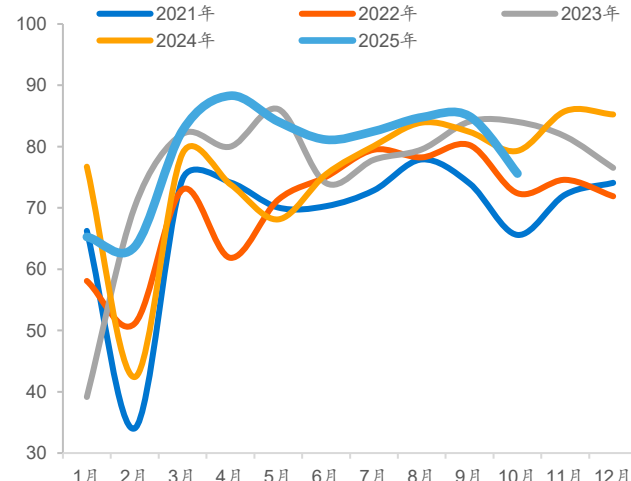
铜管下游需求主要集中于制冷家电行业。受美国关税政策预期影响，2025年1-4月存在明显的家电“抢出口”现象，短期拉动了铜管需求；政策落地后，相关需求出现阶段性回落。后续走势需密切关注国内扩内需、促消费政策的实施效果。

图49 2025年国内精铜杆产量大幅增长（万吨）



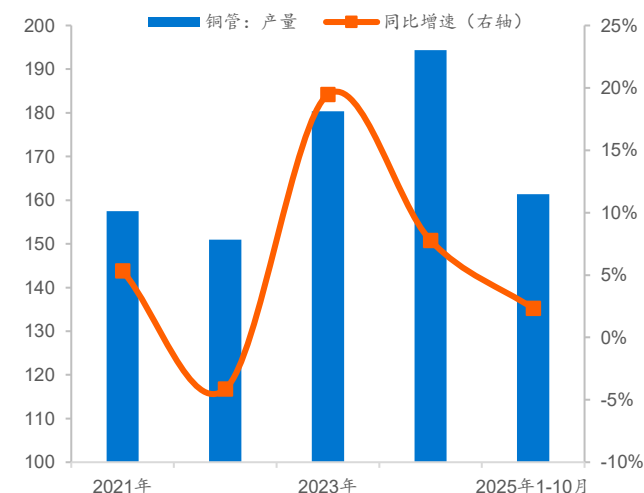
资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图50 国内精铜杆月度产量规模波动情况（万吨）



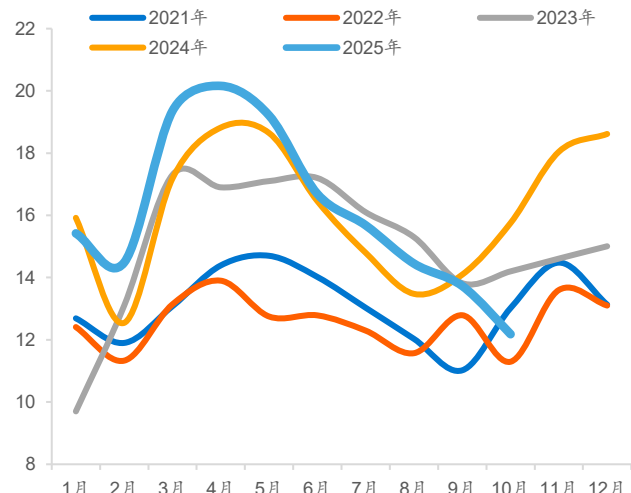
资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图51 国内铜管产量增速有所放缓（万吨）



资料来源：Myteel，联储证券研究院

图52 国内铜管月度产量规模波动情况（万吨）

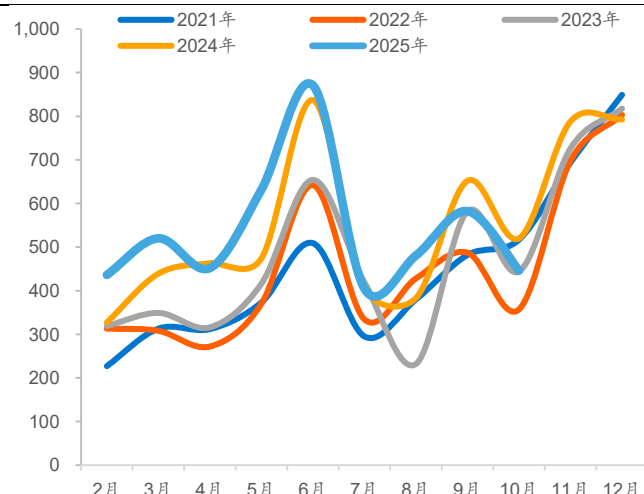


资料来源：Mysteel，联储证券研究院

2025年，电力电网基础设施建设作为国内精炼铜消费的核心领域，其逆周期调节作用凸显，未来增量需求可期。1-10月，国内电网基本建设投资完成额达到4824亿元，同比增长7.15%；同期新增发电设备容量3.98亿千瓦，同比大幅增长42.23%。在当前攻关经济增速放缓、国际贸易摩擦的背景下，预期2026年国内逆周期调整政策将持续发力，考虑到传统基建投资日趋饱和，电力电网系统的现代化、绿色化升级有望成为重点投资方向。从近两年的装机结构看，光伏与风电是新增装机的主要来源。2025年5月，国内单月光伏发电设备新增装机容量达到9291万千瓦，创下历史新高。

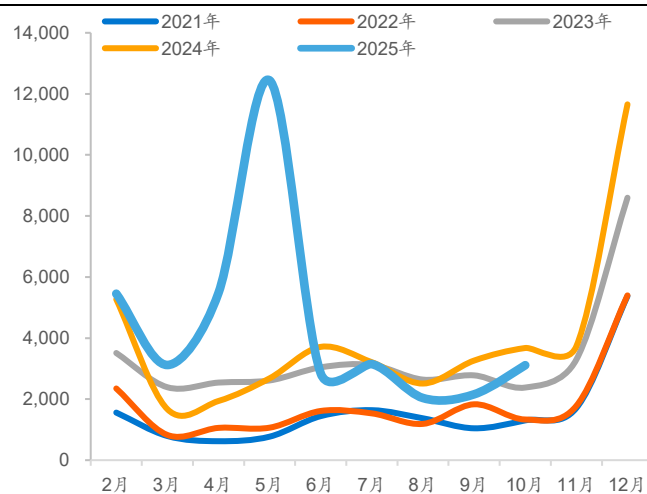
政策层面亦提供长期指引。2025年11月²⁷，国家能源局发布《关于促进新能源集成融合发展的指导意见》，明确目标在2035年建成适应高比例新能源接入的新型电力系统，并强调将大力推进新型储能设施建设。据此判断，与电网升级及储能相关领域的铜需求，将成为国内电力板块未来需求增量的关键来源。

图53 中国电网基本建设投资完成额月度波动情况（亿元）



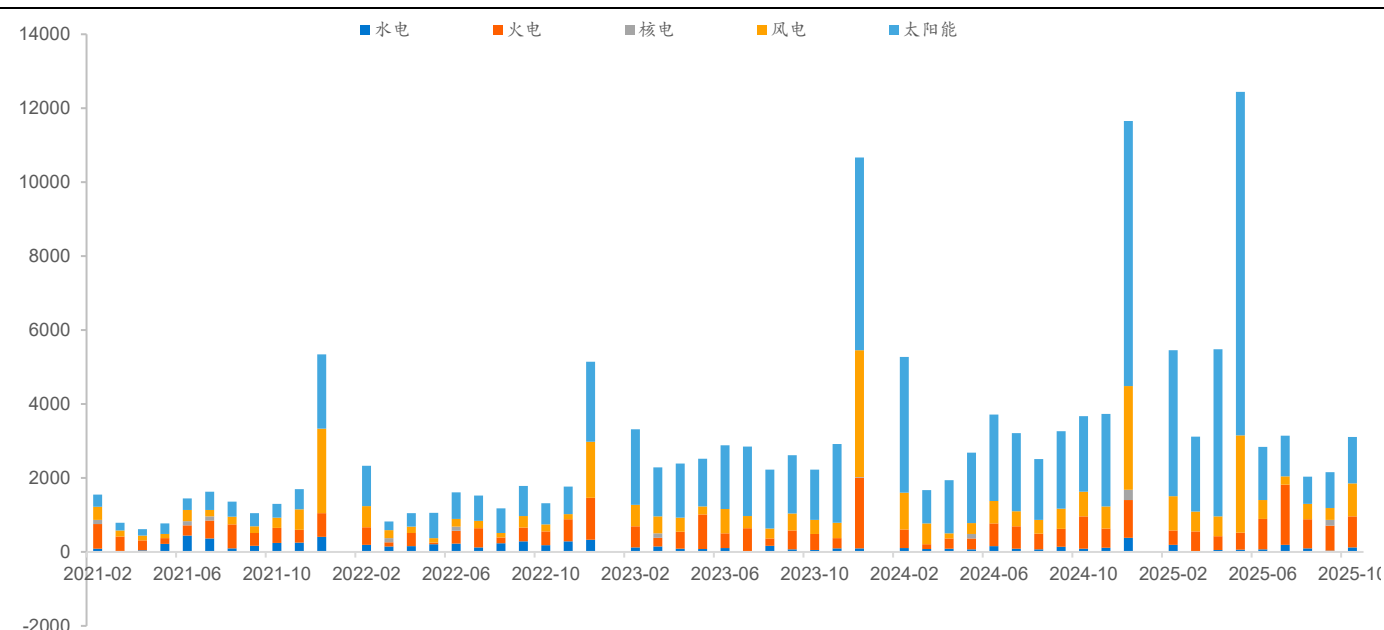
资料来源：Wind，联储证券研究院

图54 中国发电新增设备容量规模月度波动情况（万千瓦）



资料来源：Wind，联储证券研究院

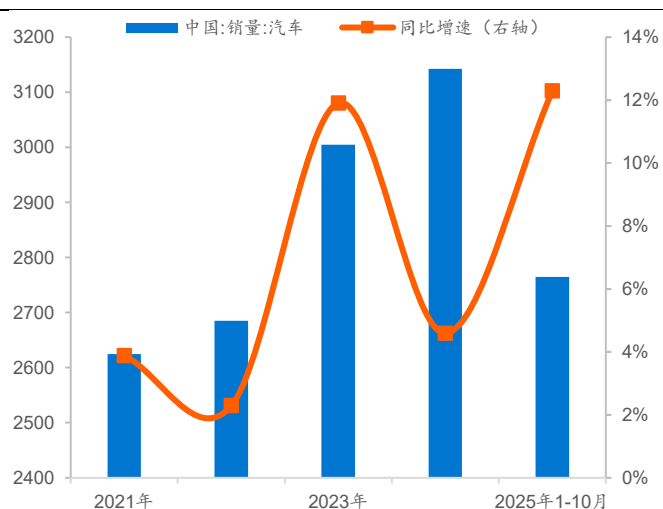
图55 国内不同类型发电设备新增容量（万千瓦）



资料来源：Wind，联储证券研究院

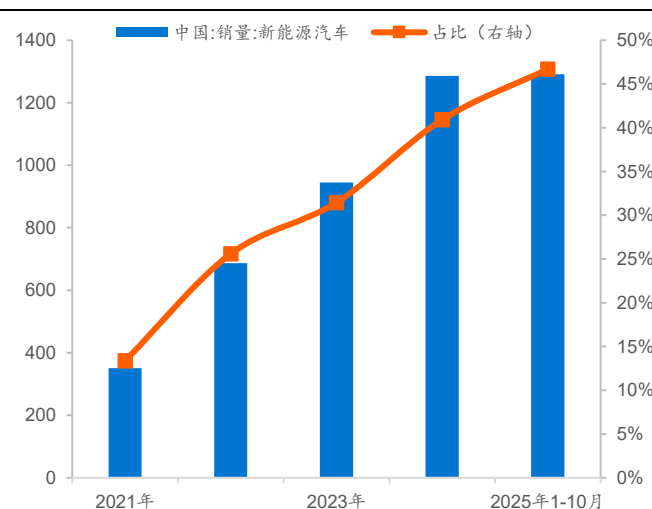
国内汽车市场销量增速预计将放缓，但电气化进程的深化将持续提升单车用铜量，对冲部分需求压力。2025年1-10月，国内汽车销量达2764.65万辆，同比增长12%，增速较2024年提升7个百分点。市场结构加速转型，同期新能源汽车销量为1291.1万辆，渗透率历史性地提升至46.7%。进入2026年，政策环境面临调整。一方面，根据2023年财政部、税务总局、工信部所发布的²⁸《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》，2026年将是新能源汽车购置税免征政策退坡的首年；另一方面，2025年延续的“以旧换新”等大规模补贴政策在2026年能否持续存在不确定性。参考历史经验，政策刺激周期后往往伴随阶段性需求透支，因此我们预计2026年汽车销量增速将有所下行。尽管如此，新能源汽车占比提升仍是确定性趋势，其持续推进将直接带动单车平均用铜量增长。这一结构性变化有望在一定程度上对冲整体销量增速放缓对铜需求的负面影响。

图56 2025年国内汽车销量大幅增长（万辆）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图57 新能源车占比持续提升（万辆）

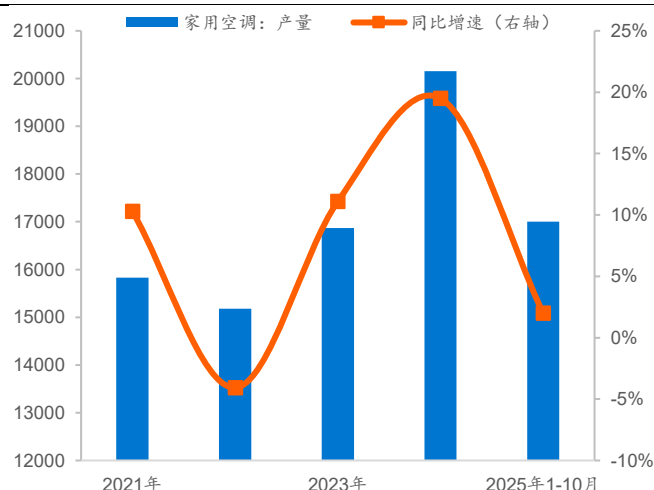


资料来源：Wind，联储证券研究院

²⁸ https://szs.mof.gov.cn/zhengcefabu/202306/t20230620_3891500.htm

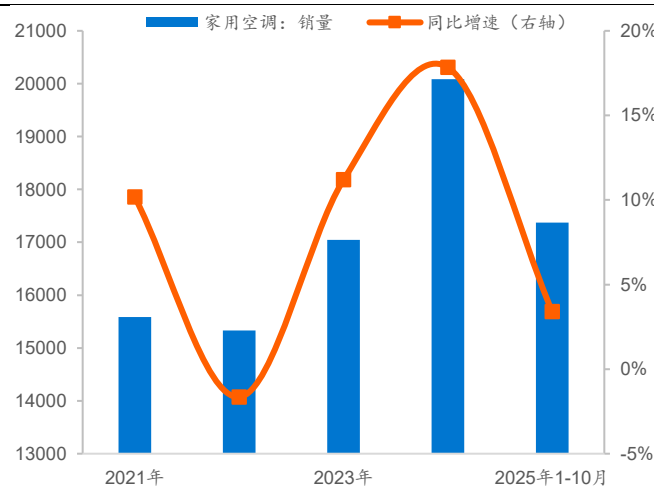
2025 年，空调市场作为铜材在家电领域的主要消费端，其产销增速呈现放缓态势。1-10 月，我国家用空调产量为 17001.46 万台，同比增长 1.99%；销量为 17373.04 万台，同比增长 3.41%，较 2024 年同期规模虽维持增长，但增速已显著回落。**展望 2026 年，国内空调市场内需预计承压。**一方面，房地产市场持续低迷，叠加白色家电社会保有量已处于相对高位；另一方面，大规模设备更新与消费品以旧换新等相关国家补贴政策的力度在 2026 年可能减弱。**因此，市场增量空间将更多依赖于海外市场的拓展。综合来看，预计 2026 年空调领域的铜材需求量将较 2025 年实现小幅增长。**

图58 国内家用空调产量数据波动情况（万台）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图59 国内家用空调销量数据波动情况（万台）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

3.5 供需平衡与铜价展望

综合前文对供需两侧的研判及平衡表拆解，我们预计 **2026 年全球铜市场将延续紧缺格局，且紧张程度较 2025 年有所加剧。**具体而言，受核心矿山停产等因素影响，全球铜精矿供需缺口预计将进一步扩大至约 34 万吨。传导至精炼环节，在冶炼产能减产预期与矿产供应紧张的共同作用下，全球精炼铜市场将呈现“紧平衡”状态，预期供需缺口约为 10 万吨，该缺口规模同样较 2025 年呈现走阔趋势。

展望 2026 年，全球铜产业链预计将迎来深刻的结构性调整与价格重估。

矿端供应：步入长期结构性瓶颈，议价权显著增强。随着过去两年产能集中扩张周期结束，2026 年全球可预见的新增矿山投产规模将显著下降，矿端供应正式步入中长期结构性瓶颈期。在此背景下，核心矿山的意外减产叠加主要资源产区（如南美、非洲）资源民族主义政策风险的上升，将进一步放大原本已存在的供给缺口。这决定了矿端在产业链利润分配中的优势地位和议价权将系统性增强，提示关注相关投资机会。

冶炼端：进入“零加工费”时代，行业整合加速。矿端强势地位的直接体现是，冶炼环节的加工费（TC/RC）被持续挤压。2026 年长协加工费已锁定于零美元/吨，标志着行业正式进入“零加工费”时代。这使得国内“反内卷”产能调控政策的落地更具紧迫性。我们预期 2026 年将成为行业被动整合的关键年份，部分高成本、中小型冶炼企业将因难以承受持续亏损而被迫退出市场，产能将进一步向具备资源、规模和成本优势的头部企业集中。

价格展望：基本面支撑坚实，波动弹性可能超预期。目前，市场对于矿端供给长期紧张已形成一致预期，这构成了铜价最为坚实的底部价值支撑。基于前文供需平衡表测算，2026 年精炼铜供需缺口预计将进一步走阔，在强劲的基本面支撑下，铜价预计将呈现“易涨难跌、中枢上移”的运行趋势。此外，需特别关注由美国市场“虹吸效应”导

致的全球库存结构性失衡，非美市场极端低库存可能放大任何供给扰动，使铜价在上涨周期中展现出超预期的价格弹性。

推荐关注：紫金矿业（601899.SH）、洛阳钼业（603993.SH）

表16 铜供需平衡表拆解（万吨）

项目名称		2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 E	2026 年 E
铜精矿	全球产量	2190	2260	2300	2321	2361
	智利	533	525	530	535	539.5
	刚果金	235	293	330	352	360
	秘鲁	245	276	260	267	268
	中国	194	182	180	187	175
	美国	123	113	110	105	107
	印尼	94.1	90.7	110	90	89.76
	俄罗斯	93.6	89	93	95	98
	澳大利亚	81.9	77.8	80	71.5	70.4
	哈萨克斯坦	59.3	74	74	75	78
	墨西哥	75.4	69.9	70	70	72
	赞比亚	79.7	71.2	68	75	78
	加拿大	52	50	45	40	42
	波兰	39.3	39.5	41	40	40
	其他国家	284.7	308.9	309	318.5	343.34
	供需缺口	66	19	-5	-16	-34
精炼铜	产量	2539	2688	2763	2812	2880
	原生铜	2124	2241	2305	2337	2395
	再生铜	415	447	458	475	485
	消费量	2584	2697	2733	2815	2890
	供需缺口	-45	-9	30	-3	-10
	产量	1028	1144	1184	1338	1397
	进口量	367	351	374	330	295
	出口量	23	28	46	70	50
	表观消费量	1372	1467	1504	1598	1642
	实际消费量	1380	1477	1512	1586.3	1637.96
	废铜实际消费量	104	90	108	115	120
	社会耗铜量	1484	1567	1620	1701.3	1757.96
	终端耗铜量					
	电力	670	718	734	753	768
	占比	46.02%	46.74%	46.51%	46.54%	46.43%
	增速	1.82%	7.16%	2.23%	2.59%	1.99%
	家电	207	212	220	222	226
	占比	14.22%	13.80%	13.94%	13.72%	13.66%
	增速	-3.27%	2.42%	3.77%	0.91%	1.80%
	交通运输	179	193	202	212	220
	占比	12.29%	12.57%	12.80%	13.10%	13.30%
	增速	8.48%	7.82%	4.66%	4.95%	3.77%
	建筑	120	123	120	118	116
	占比	8.24%	8.01%	7.60%	7.29%	7.01%
	增速	-5.51%	2.50%	-2.44%	-1.67%	-1.69%
	机械电子	126	127	131	135	139
	占比	8.65%	8.27%	8.30%	8.34%	8.40%
	增速	-2.33%	0.79%	3.15%	3.05%	2.96%
	其他	154	163	171	178	185
	占比	10.58%	10.61%	10.84%	11.00%	11.19%
	增速	5.48%	5.84%	4.91%	4.09%	3.93%

资料来源：Wind、SMM、Mysteel，联储证券研究院

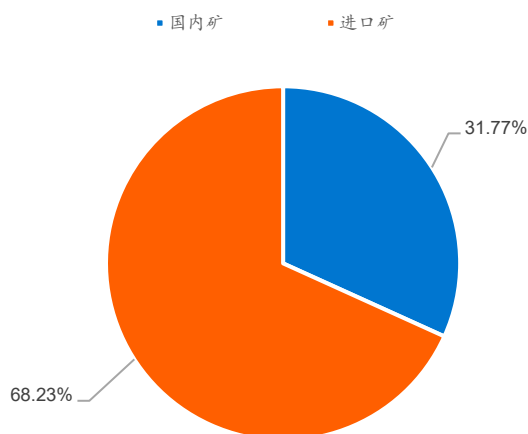
4. 铝：价值升维，趋势已成

4.1 铝土矿：紧缺缓解，聚焦结构性溢价

铝土矿供应市场呈现显著的“内外失衡”结构性特征，且进口来源高度集中。作为

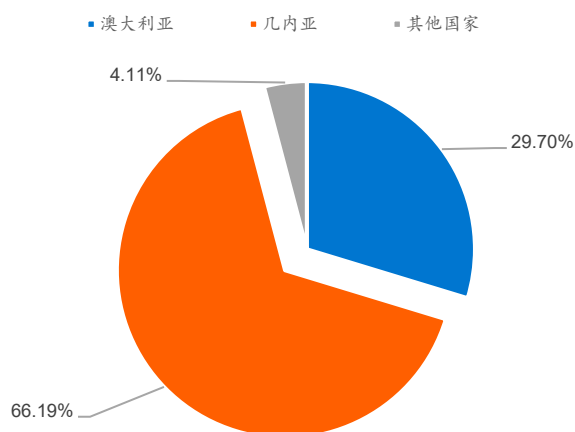
铝产业链的关键原料，铝土矿的年消耗量在主要金属品种中仅次于铁矿石。由于全球的电解铝及氧化铝产能大量集中于中国，因此我国同样成为铝土矿的核心消费市场。根据我的钢铁网（Mysteel）统计数据，2025 年 1-11 月，国内铝土矿消费量约为 1.84 亿吨，其中进口矿占据主导地位，消费占比高达 68.23%；受资源储量及矿石品位所限，国产矿占比仅为 31.77%，形成了鲜明的“外重内轻”的格局。进一步拆解进口结构可见，铝土矿的海外来源极为集中。几内亚是我国最大的铝土矿供应国，占进口总量的 66.19%；澳大利亚次之，占比 29.7%；其余所有国家合计仅占 4.11%。因此几内亚铝土矿出口稳定性和连续性，对我国铝产业链的安全与平稳运行具有重大的战略意义。

图60 2025 年国内铝土矿消费结构



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图61 2025 年国内铝土矿进口结构



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

2025 年，几内亚凭借其在全球铝土矿供应链中的关键地位，连续推出一系列政策调整，旨在强化经济主权并从资源出口中获取更大价值，其行动逻辑与全球范围内兴起的资源民族主义趋势相符。该国正试图从单纯的资源输出国，转变为掌握更多价值链主导权的参与者。具体政策路径如下：

- 第一，整顿矿业秩序，强化资源控制；**2025 年 5 月²⁹，几内亚军政府撤销了 51 个采矿许可证，其中涉及的 Axis 矿区年产能超过 4000 万吨，约占全球铝土矿供应总量的 5%。此举旨在清理未履行投资承诺的矿企，将资源向符合国家产业发展战略的主体集中；
- 第二，尝试主导物流与定价，争夺贸易话语权；**7 月³⁰，几内亚矿业部颁布新规，要求至少 50% 的铝土矿出口须由悬挂几内亚国旗或由其控制的船舶运输，并着手建立国家层面的铝土矿价格指数，意图打破长期由国际买家和航运公司主导的贸易格局，掌握关键的物流与定价权；
- 第三，延伸国内产业链，推动产业优化升级；**为改变原矿出口的单一模式，几内亚于 11 月³¹宣布将加快国内氧化铝精炼产能的建设，计划在 2030 年前建成多座氧化铝厂，旨在将更多资源附加值留在本国，逐步构建更完整的铝工业体系。

²⁹ https://geoglobal.mnr.gov.cn/zx/kczygl/zcdt/202505/t20250520_9339106.htm

³⁰ https://www.china-mcc.com/news_show-25402.html

³¹ https://geoglobal.mnr.gov.cn/zx/kczygl/zcdt/202511/t20251112_10063832.htm

表17 2025 年几内亚铝土矿出口政策整理

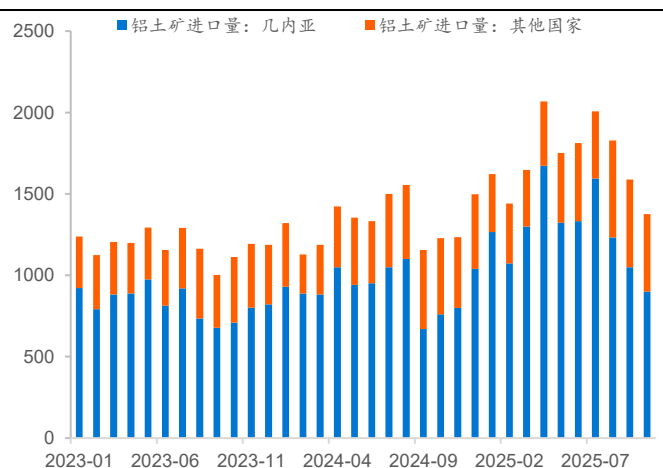
时间	主要事项
2025 年 5 月	几内亚军政府宣布撤回 51 个采矿权，理由为矿山并未按期启用或许可证没有充分利用
2025 年 7 月	几内亚矿业和地质部宣布将成立国有航运公司负责铝土矿出口，要求 50% 的铝土矿产量需由悬挂几内亚船旗的船舶运输，并着手建立铝土矿指数，旨在实现铝土矿价格透明化
2025 年 8 月	军政府颁发政令，以违反采矿法为由无偿撤销阿联酋环球铝业子公司 GAC 的铝土矿特许权，将其转授予新成立的几内亚国有控股企业
2025 年 11 月	几内亚矿业部宣布将加快氧化铝精炼厂的建设，计划于 2030 年前建成 5 至 6 座氧化铝精炼厂，将本土加工产能提升至 700 万吨

资料来源：公开信息整理，联储证券研究院

尽管面临资源国政策收紧的挑战，我国自几内亚的铝土矿进口规模仍保持了稳定增长，有效保障了国内供应链的稳定。1-10 月，自几内亚的铝土矿进口量达到 12742.7 万吨，较 2024 年同期大幅增长 38.21%。虽然 7 月后受该国季节性雨季影响，月度进口量环比有所回落，但绝对规模仍维持在近年来的高位区间。

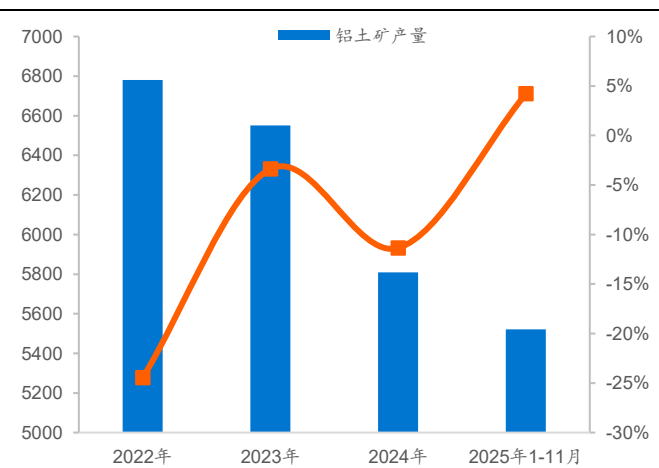
这一强劲的进口增长，成为对冲国内铝土矿资源禀赋限制的关键因素。在国产矿产量逐年下滑的背景下，稳定的海外原料补给使得 2025 年国内铝土矿整体供应格局维持相对宽松，并未出现潜在的紧张或短缺局面。

图62 铝土矿月度进口量（万吨）



资料来源：SMM，联储证券研究院

图63 国内铝土矿产量（万吨）



资料来源：SMM，联储证券研究院

展望 2026 年，铝土矿产业预计将呈现以下趋势：

第一，进口依赖度加深，矿端供应维持宽松；受国内资源禀赋限制及环保政策持续收紧的影响，铝土矿国产产量缩减趋势明显，短期内“外增内减”的供给结构难以改变。作为核心供应国，几内亚虽有强化资源控制与定价权的政策意愿，但其政权由军方主导更迭，政策稳定性与执行力存在较高不确定性。随着 2025 年被收回的采矿权在 2026 年逐步复产，海外供给总量预计仍将实现增长，考虑到国内电解铝行业已临近产能天花板，矿端整体供需结构预计将保持相对宽松；

第二，2026 年几内亚铝土矿价格预计底部支撑坚实，全年或将围绕 65-70 美元/吨区间震荡；几内亚铝土矿到岸成本主要由开采与海运两部分构成：

1.开采成本：据阿拉丁（ALD）2025 年对几内亚主要矿区的调研数据，涵盖采掘、陆运、税费、ESG 等环节的综合成本约为 35-40 美元/吨；

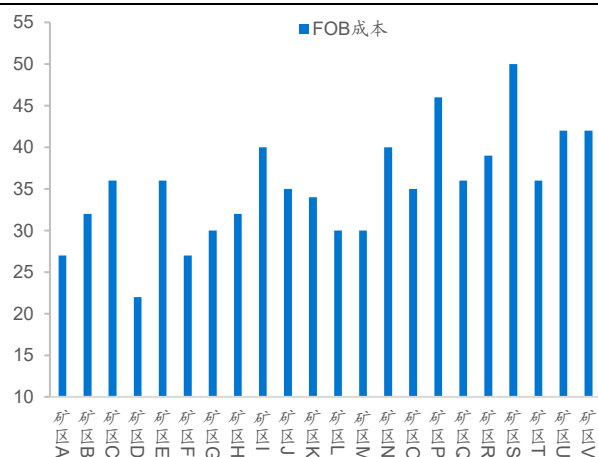
2.海运成本：几内亚至中国航线主要依赖好望角型散货船运输，过去三年海

运费均值约为 24-28 美元/吨。值得注意的是，伴随该国西芒杜铁矿于 2026 年投产，对大型散货船运力需求可能加剧，海运费存在一定上行风险。

综合测算，几内亚铝土矿的到岸综合成本约为 **60-65 美元/吨**，此区间将构成坚实的成本支撑。若市场价格大幅跌破此区间，可能引发低成本矿山的主动减产。结合对 2026 年矿端供需整体趋于宽松的判断，我们预计全年铝土矿价格将围绕 **65-70 美元/吨** 的区间震荡运行。

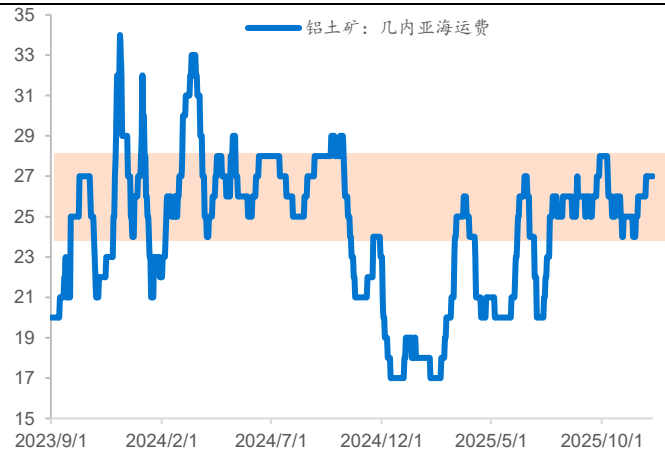
第三，需警惕供给高度依赖海外单一来源的潜在风险；自 2023 年印度尼西亚执行原矿出口禁令并退出我国主要供应体系后，铝土矿进口来源已变得极为集中。当前，几内亚政府已释放出信号，其矿业政策存在进一步收紧与强化的趋势。此外，该国每年 7 月至 10 月的雨季通常会对矿山开采与物流发运造成季节性扰动。回顾 2024 年的市场行情，在国内矿山因故大幅减产的背景下，曾引发铝土矿价格快速上涨。这一先例提示我们，在供给高度集中的结构下，任何主要产地的政策或生产扰动都可能被放大为全局性价格风险。因此，在标的筛选与评估时，建议对已实现从资源到加工全产业链一体化布局的企业给予一定的风险溢价考量。

图64 几内亚主要铝土矿区现金成本（美元/吨）



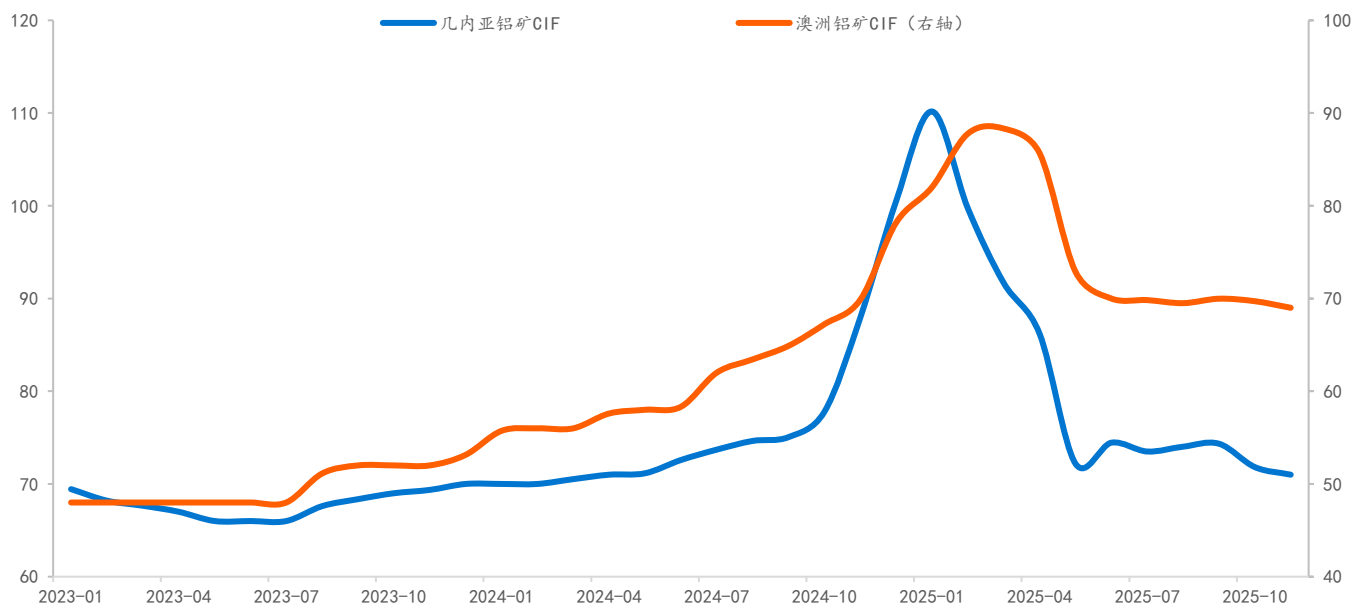
资料来源：阿拉丁，联储证券研究院

图65 几内亚至中国海运费（美元/吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图66 几内亚、澳洲铝土矿月度进口均价（美元/吨）



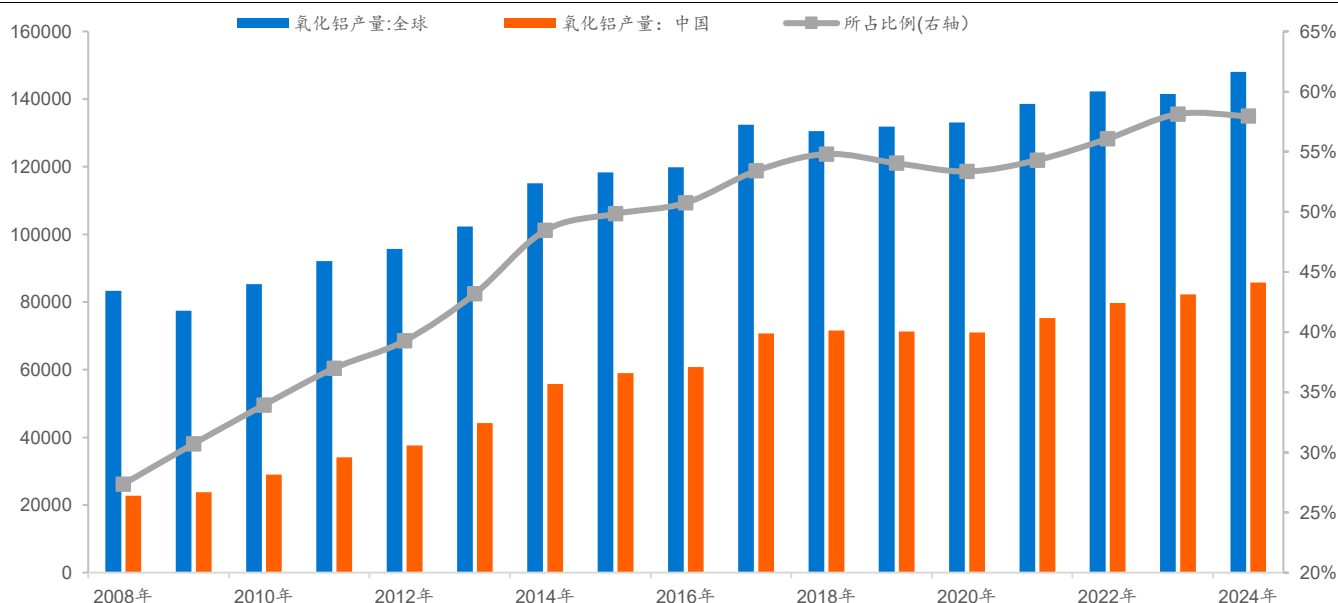
资料来源：SMM，联储证券研究院

4.2 氧化铝：产能过剩困局未解，行业盈利预期承压

氧化铝作为铝产业链的中游环节，其全球产能高度集中于我国。根据国际铝业协会（IAI）统计，2024 年中国氧化铝产量约占全球总产量的 60%，占据绝对主导地位。2025 年 1-11 月，国内氧化铝产量达到 8492 万吨，较 2024 年同期增长 12.57%。

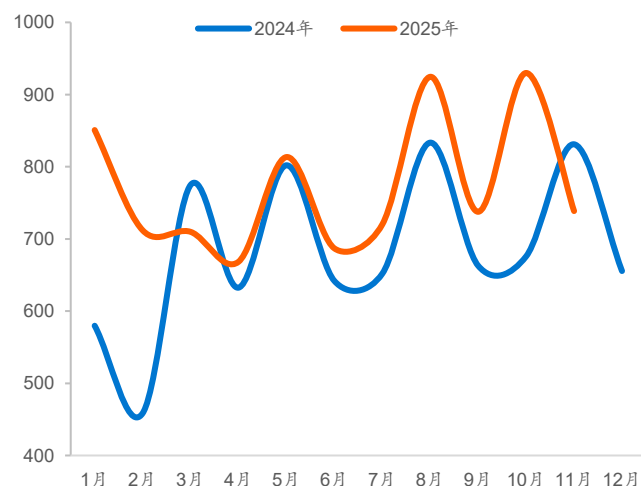
从生产节奏看，2025 年国内氧化铝产能利用率经历了阶段性调整。第二季度受上游铝土矿价格上行的影响，生产成本压力骤增，促使部分企业曾实施减产。随着后续原料价格企稳，行业开工率环比显著回升，并在第三季度推动国内产量规模创下新高，整体呈现出“先承压后恢复”的运行态势。

图67 全球近六成的氧化铝由国内生产（千吨）



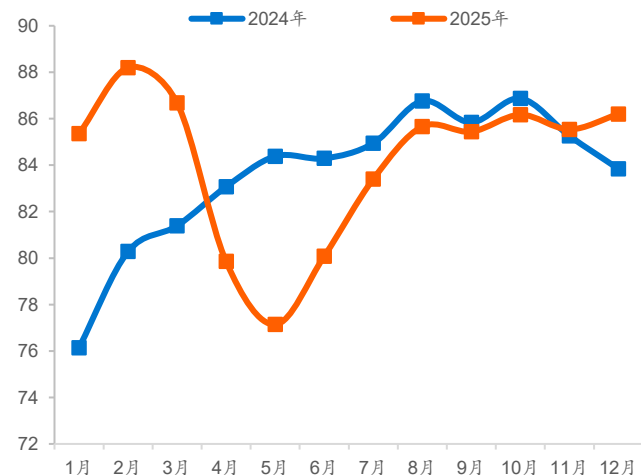
资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图68 国内氧化铝月度产量规模波动情况（万吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图69 2025 年国内氧化铝企业产能利用率先抑后扬（%）

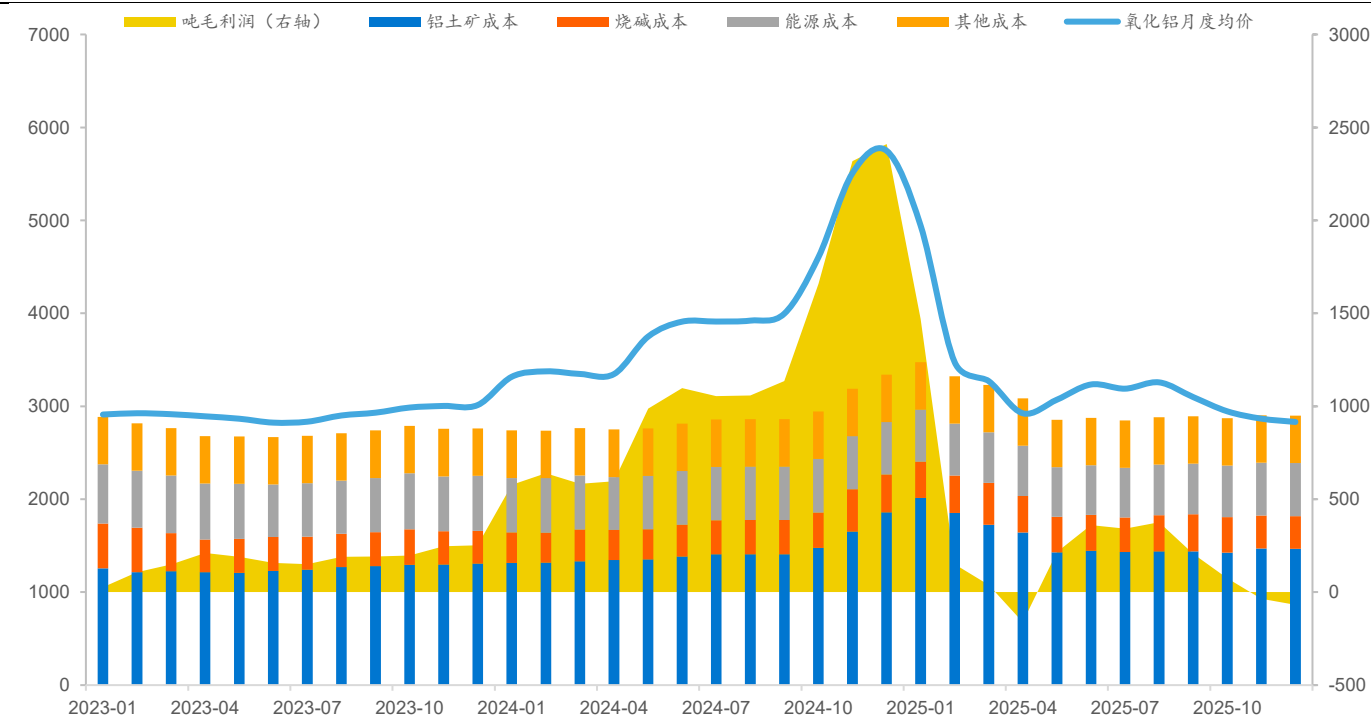


资料来源：Mysteel，联储证券研究院

2025 年，氧化铝行业利润空间遭遇显著压缩。2024 年因环保问题导致国产铝土矿减产，叠加使用进口矿与国产矿的生产线存在技术兼容性问题，引发了产能的结构性错配与检修频繁，共同推动了当时氧化铝价格的持续上行。然而，随着 2025 年沿海地区新建产能的陆续投产，以及现有产线完成技术升级与原料适配改造，市场供给能力快速恢复，导致氧化铝价格高位回落，行业利润随之大幅收缩。

从成本结构看，国内氧化铝生产成本主要由铝土矿、烧碱、能源三部分组成。据测算，自 2025 年年初起，行业利润即进入快速收缩通道。虽然在年中曾因原料价格阶段性上行而得到短暂修复，但自第三季度起，行业利润再次掉头向下。截止至 12 月 5 日，国内氧化铝售价已无法覆盖完全成本，吨产品毛利润陷入亏损区间。

图70 2025 年国内氧化铝厂财务压力大幅增加（元/吨）

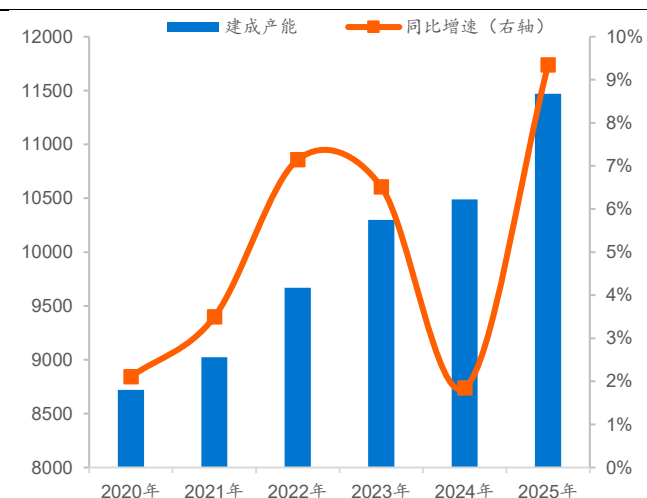


资料来源：SMM、Mysteel、Wind，联储证券研究院

氧化铝行业基本面表现疲软，其核心矛盾在于结构性的产能过剩。受过去两年价格持续走高的驱动，行业产能进入了快速扩张周期。2025 年恰逢国内新建产能集中释放，截至 11 月，全国建成氧化铝产能已达 11470 万吨，同比增长 9.34%；运行产能为 9660 万吨，同比增长 13.05%。

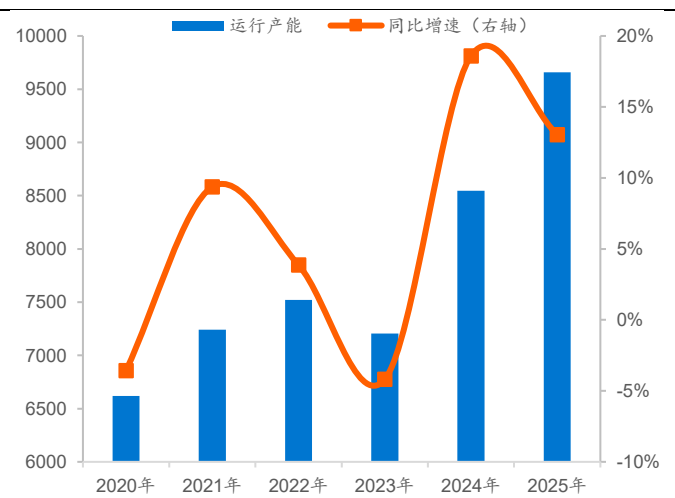
然而对比下游电解铝行业，其扩张受限于严格的产能天花板政策。2025 年国内电解铝建成产能为 4571.65 万吨，运行产能为 4455.93 万吨。按照生产一吨电解铝约需消耗 1.95 吨氧化铝的行业比例进行测算，当前氧化铝运行产能过剩约 970.94 万吨，即便将每年约 150 万吨的氧化铝产品净出口量以及约 450 万吨的其他非电解铝领域需求纳入考量范围，国内市场仍有约 400-450 万吨的过剩产能无法被有效消化，这一定量测算较为清晰的揭示了氧化铝行业面临的需求缺口压力。

图71 2025 年国内氧化铝产能规模大幅扩张（万吨）



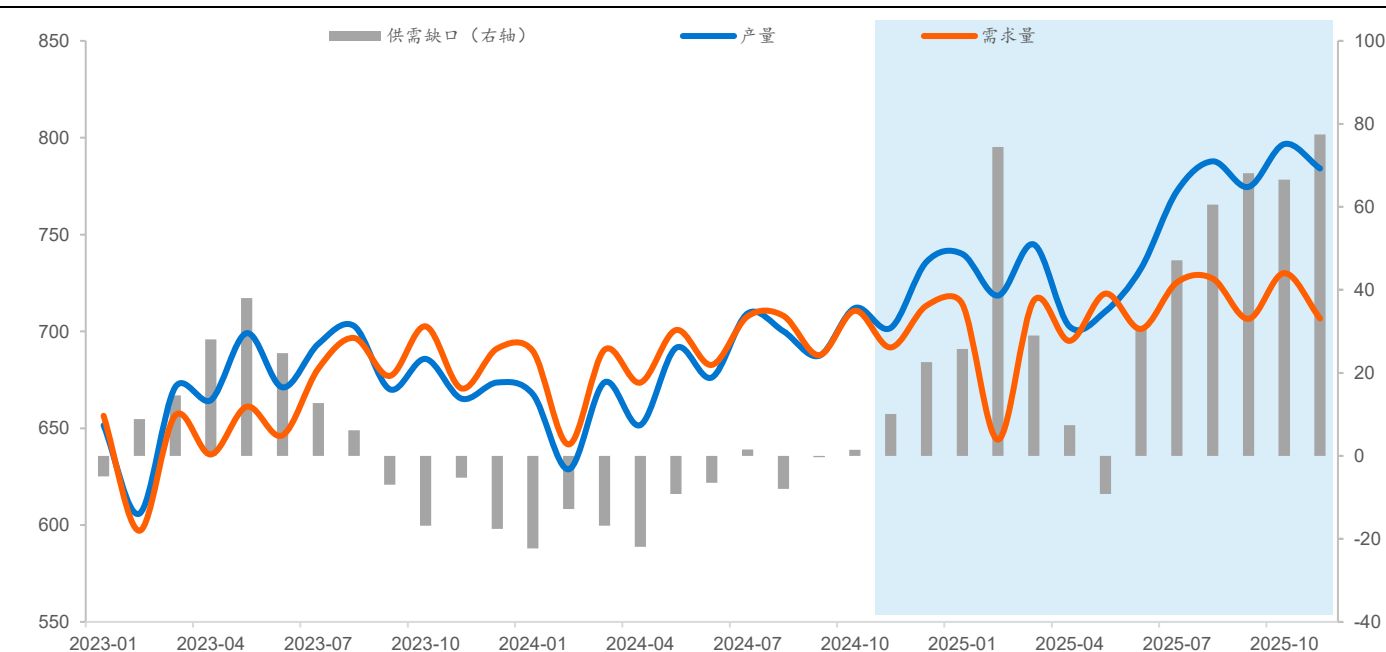
资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图72 国内氧化铝运行产能规模波动情况（万吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图73 2025 年国内氧化铝市场供给规模已过剩（万吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

我们判断，2026 年国内氧化铝市场依旧难掩颓势，商品价格预期承压，主要原因包含以下三方面：

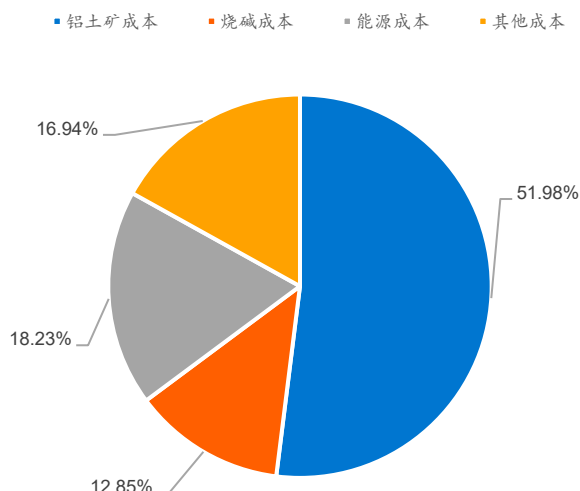
- 第一，新建产能的集中投放与下游需求的刚性限制形成尖锐矛盾；**氧化铝产线的建设周期通常为 1-2 年，受 2024 年行业高利润的驱动，大量新建项目将集中于 2025-2026 年落地市场。根据我的钢铁网（Mysteel）统计数据显示，2026 年国内计划投产的新建氧化铝规模约为 1440 万吨，且投放节奏主要集中于上半年。反观需求端，下游电解铝行业受严格的产能红线约束，且产量增量空间极为有限，因此 2025 年已现端倪的市场需求缺口，在 2026 年预计将因供给端的持续扩张而进一步走阔；
- 第二，原材料价格预期维持低位，成本支撑力度不足；**如前文所述，铝土矿作为氧化铝生产的核心原料，在其生产成本中占据决定性地位。根据上海有色网（SMM）的统计数据，2025 年铝土矿采购成本约占氧化铝总成本的 51.98%，这导致氧化铝价格与铝土矿价格呈现出高度的联动性，由于氧化铝企业可以提前锁定低价矿或调整生产计划，因此氧化铝价格通常前置铝土矿价格调整，前置周期通常为 1 个月。基于报告前文对 2026 年铝土矿市场的展望，我们预计其价格将延续低位震荡的格局。因此，来自原料端的成本支撑预计将相对疲弱，难以对氧化铝价格形成有效的上行驱动；
- 第三，下游氧化铝库存已攀升至高位区间，未来存在明确的去库压力；**受铝价走强和氧化铝价格疲软的双向作用影响，自 2025 年 6 月起，市场行为表现为氧化铝企业积极销售，而电解铝企业择机补库，共同推动下游氧化铝库存水平持续上升至过去数年的高位区间。截止至 2025 年 12 月，国内电解铝企业的厂内氧化铝库存已达 350 万吨，较 2024 年同期显著上涨 30.38%；氧化铝社会库存规模也升至 500.4 万吨，同比上涨 34.14%。在库存已处于高位的背景下，2026 年下游继续大规模累库的动力不足，反而可能因价格预期或消费节奏的变化而开启去库周期，从而对氧化铝的价格形成额外的压制。

表18 2026 年国内氧化铝新建产能投产计划（万吨）

所在区域	企业	一季度	二季度	三季度	四季度	全年
广西	A 企业	200				200
广西	B 企业	100				100
广西	C 企业		200			200
广西	D 企业			200		200
河北	E 企业	160	160			320
河北	F 企业				320	320
重庆	G 企业				100	100
合计		460	360	200	420	1440

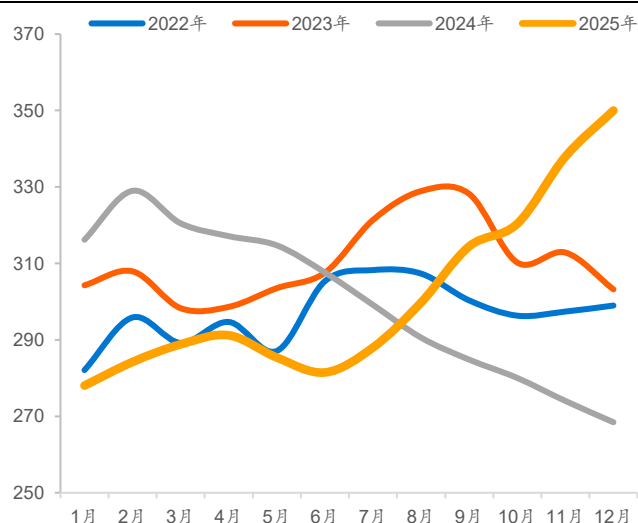
资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图74 氧化铝成本结构拆解



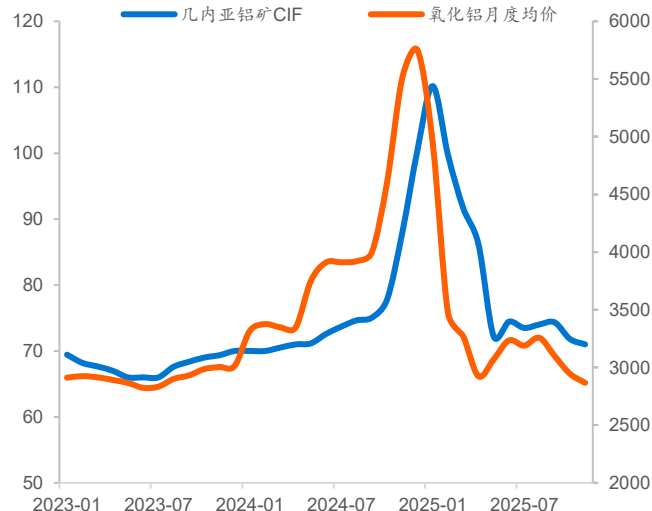
资料来源：SMM，联储证券研究院

图76 国内电解铝厂内氧化铝库存规模波动情况（万吨）



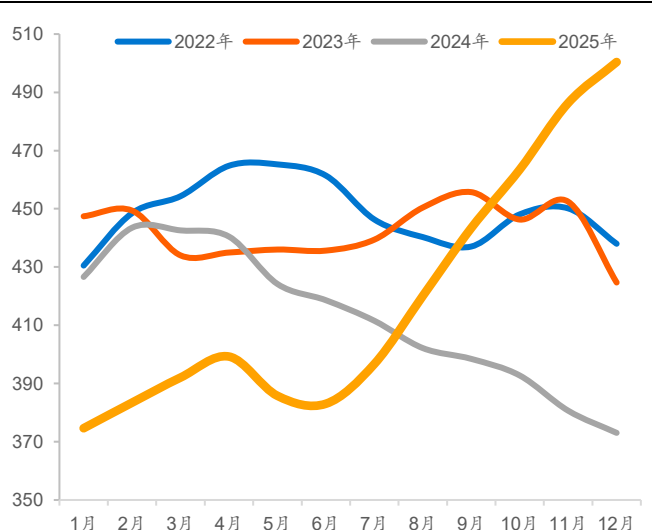
资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图75 铝土矿价格与氧化铝价格呈现高度联动性（万吨）



资料来源：SMM、Mysteel，联储证券研究院

图77 国内氧化铝库存总量波动情况（万吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

4.3 电解铝：产能稀缺与价格强势共振，行业盈利弹性释放

4.3.1 铝价回顾：一波三折，不改强势依旧

2025年国际铝价整体由宏观叙事主导，呈现先涨后跌、再趋势性上行的走势，全年涨幅显著。具体走势可拆解为以下几个关键阶段：

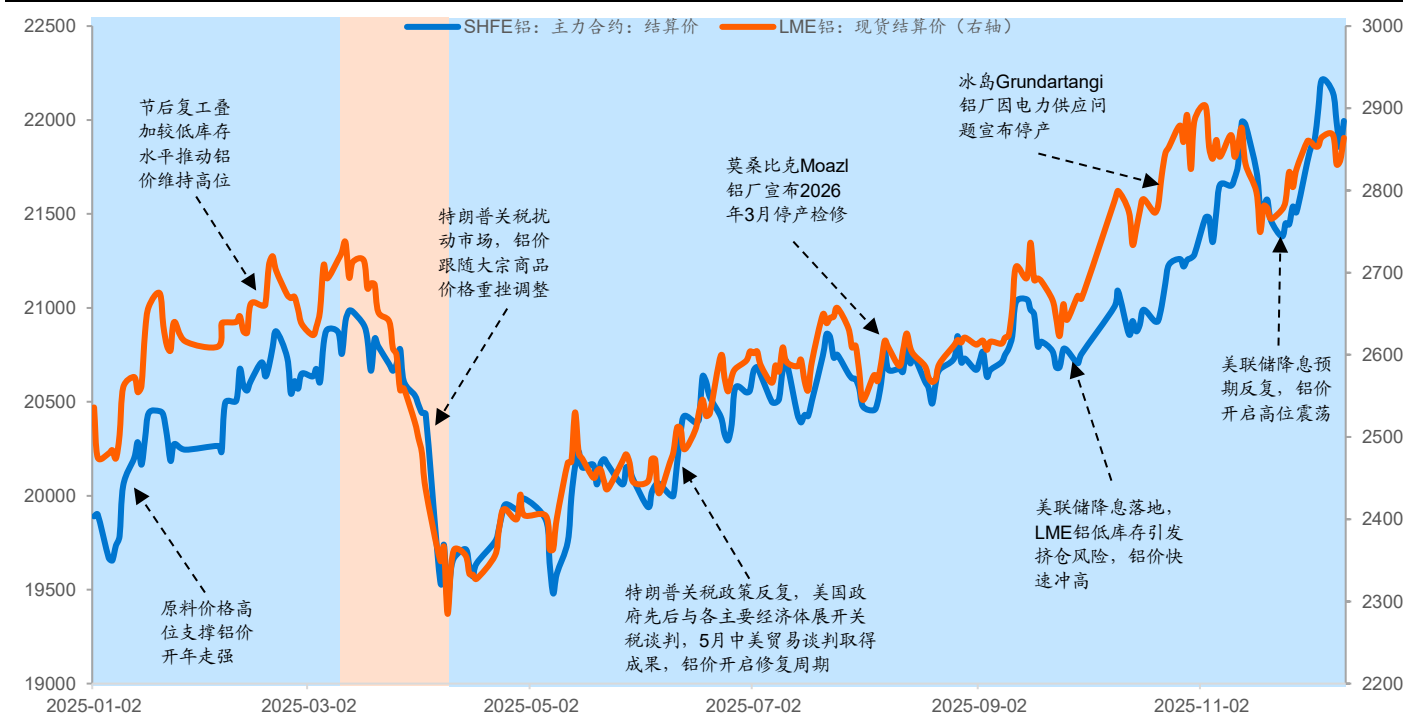
一季度：高位开局后深度回调。年初，铝土矿、氧化铝等原料价格处于高位，为铝价提供了坚实的成本支撑；春节后，随着国内复工复产稳步推进，叠加社会库存处于历史低位，铝价延续稳步上行态势；然而，自3月下旬起，市场交易逻辑转向对美国潜在关税政策的博弈；4月初，美国宣布对全球主要经济体加征“对等关税”，随后中方出台反制措施，中美贸易摩擦升级引发市场对全球贸易脱钩的广泛担忧，铝价随大宗商品市场普跌而深度回调。

二、三季度：风险缓解与修复上行。5月，伴随美国关税政策的反复及中美贸易谈判取得阶段性进展，全球贸易风险得到缓解，铝价进入修复性上涨通道。进入9月，随

随着美联储降息政策落地，同时伦敦金属交易所（LME）铝库存处于极低水平并引发挤仓行情，多重利好推动国际铝价突破前期震荡区间，进入快速上行阶段。

四季度：高位震荡收官。至12月，市场对美联储后续货币政策路径的预期出现反复，铝价在年内高位呈现震荡整理格局。截至12月12日，LME铝现货结算价报2845.5美元/吨，年内累计上涨13.07%；上海期货交易所（SHFE）沪铝主力合约走势整体跟随外盘，年内涨幅为11.98%。

图78 2025年铝价走势回顾³²（元/吨、美元/吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

4.3.2 供给端：增长动能衰减，瓶颈约束显现

基于铝生产流程的特殊属性，我们认为当前阶段，其商品属性已发生深刻转变：铝已从传统意义上的大宗原材料，演进为能源价值在商品层面的核心载体与映射。这一本质变化，构成了我们对铝价长期维持强势、中枢趋势性上移的核心逻辑基础。

电解铝是典型的高能耗行业，其生产过程的能源密集性特征尤为突出。在原铝的制备中，需要通过高压电解工艺，消耗大量能量将氧化铝中的氧离子分离，并将铝离子还原为金属铝。目前，生产每吨原铝的平均综合耗电量约为13500千瓦时，在所有主要金属品类中，其单产能耗仅次于电解镍和金属镁。然而，铝作为全球消费量最大的有色金属之一，2024年全球原铝消费量已超过7000万吨，巨大的规模使其总能耗极为可观。作为对比，每吨电解铜的制备耗电量仅约为1050千瓦时。因此，铝产业的稳定运行与发展，从根本上依赖于大规模、稳定的能源供应体系，尤其是与国家级的电力基础设施深度绑定。

³² 数据统计区间：2025年1月1日-2025年12月11日

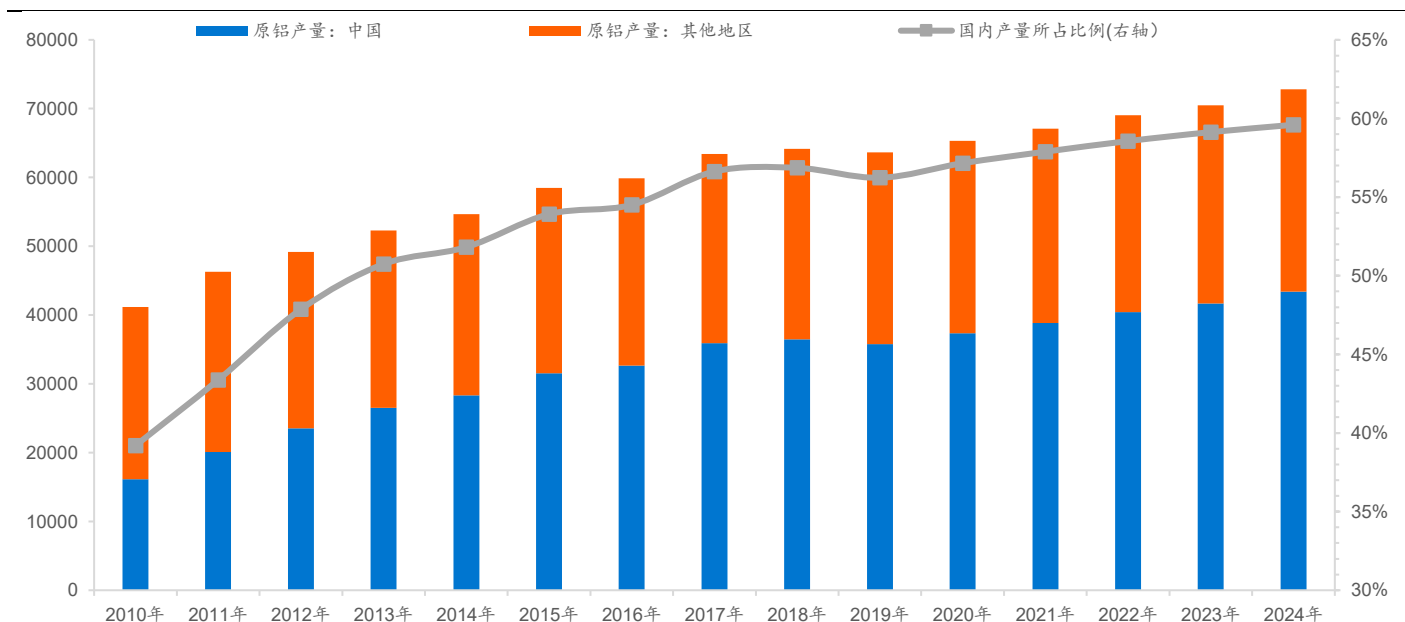
表19 全球主要金属品种单吨耗电量对比 (Kwh、万吨)

金属品种	单吨耗电量	全球年消费量
电解镍	18500	290-300
镁	16000	100-110
电解铝	13500	7000-7500
锌	3200	1350-1370
锡	2100	36-40
电解铜	1050	2700-2800
铅	800	1200-1250

资料来源：产业信息网、SMM、Mysteel，联储证券研究院

凭借完善的工业基础设施与具有竞争力的电力成本优势，中国已成为全球原铝生产的核心基地。自 2010 年以来，国内原铝产量持续稳步增长，始终稳居全球最大原铝生产国地位。2024 年，中国原铝产量达到 4339.6 万吨，占全球总产量的比重进一步攀升至 59.6%，凸显了其不可动摇的供应主导地位。2025 年 1-11 月，国内电解铝产量已实现 4055.25 万吨。基于当前生产节奏，预计全年产量将维持约 2.5% 的同比增长，中国在全球铝供应链中的压舱石作用持续巩固。

图79 我国是全球原铝的主要产地 (千吨)



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

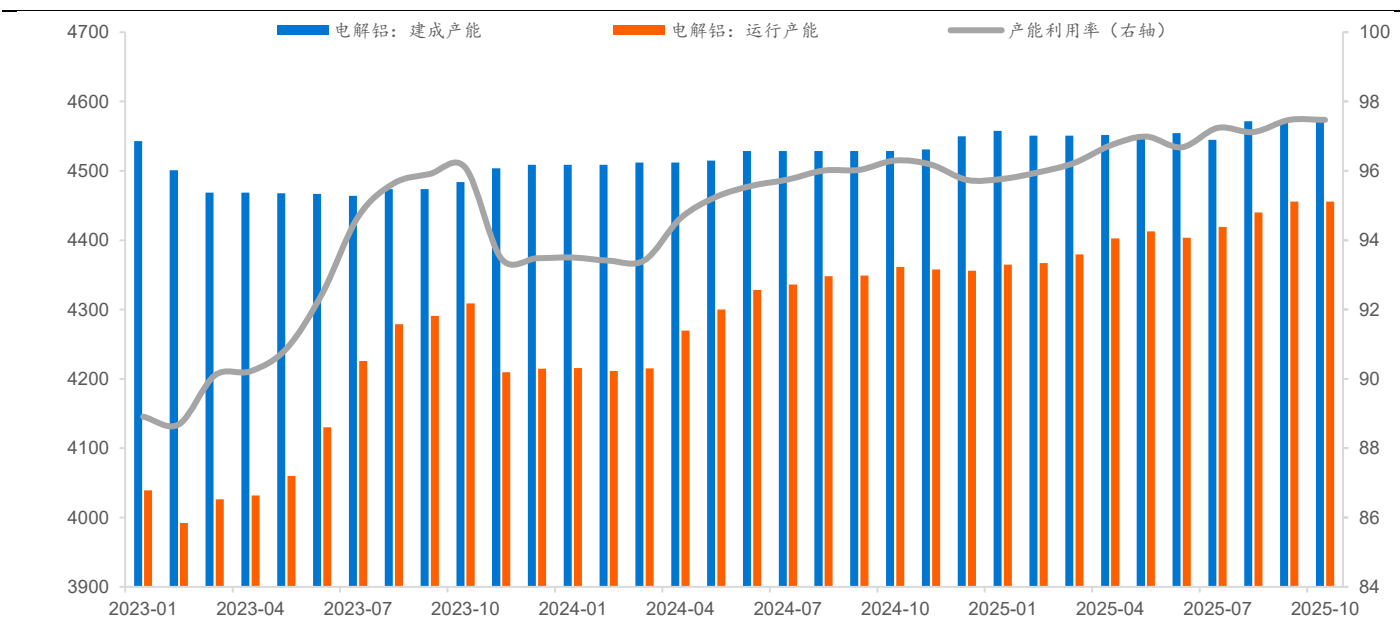
然而，电解铝行业固有的高能耗属性，决定了其产能不可能长期无序扩张。自 2017 年起³³，国内对该行业的管控持续系统化收紧，主要围绕以下三方面展开：

- 第一， **严格实施产能总量控制**：所有新建电解铝项目必须严格执行等量或减量置换原则，从源头遏制产能净增长；
- 第二， **强化能源消耗约束**：通过收紧自备电厂管理、严格执行阶梯电价政策等措施，倒逼企业节能降耗；
- 第三， **推动产业结构绿色升级**：持续淘汰落后产能，并鼓励向绿色电力生产模式转型。

³³ https://www.gov.cn/gongbao/content/2016/content_5086350.htm

随着供给侧改革与“双碳”战略的深化，国内电解铝行业现已明确形成约 4500 万吨的产能总量“天花板”。2025 年，尽管在铝价走强与原料成本低廉的双向驱动下行业利润创下数年新高，但受限于这一刚性约束，产能增幅依然有限。根据我的钢铁网（Mysteel）数据，截至 2025 年 10 月，国内电解铝建成产能为 4571.65 万吨，较 2024 年末仅增长 21.8 万吨；运行产能为 4455.93 万吨（处于“天花板”之内），较 2024 年末增长 100.1 万吨。展望 2026 年，国内产能规模已经无限逼近“天花板”极限，几乎无新增空间，多数新设项目都需要通过淘汰等量老旧产能来实现置换。这标志着远期供应结构已呈现出典型的刚性化特征，供应弹性显著降低。

图80 国内电解铝产能逼近红线值，未来已无增量空间（万吨、%）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

海外电解铝产能的扩张，受制于高昂的电力成本与薄弱的基础设施，其落地进程面临较大不确定性。从主要铝企已披露的规划看，印尼与印度是未来产能增长的核心区域。其中，印尼凭借其自有矿产资源优势，扩张计划尤为突出。根据上海有色网（SMM）统计，预计在 2026 至 2028 年间，印尼将有约 120 万吨的新增电解铝产能计划释放。然而，电解铝的高能耗特性决定了其扩张严重依赖所在国稳定、廉价的电力供应与完善的电网基础设施。海外规划产能常因这两大瓶颈，导致实际投产规模不及预期。近期案例印证了这一风险：2025 年 8 月³⁴，莫桑比克 South32 集团旗下的 Mozal 铝冶炼厂因难以承受高昂电力成本，宣布可能于 2026 年 3 月停产；同年 10 月³⁵，世纪铝业位于冰岛的 Grundartangi 冶炼厂也因电力设备问题被迫停工。即使是主要的增量市场印尼，其自身也面临电力系统瓶颈。该国尚未建成统一的全国性电网，且现有电力供应已趋于饱和，已有的镍冶炼行业同为高能耗行业。因此，印尼远期规划中的电解铝产能能否如期落地，在电力供应的可靠性与经济性两方面均存在巨大疑问与挑战。

³⁴ <https://www.asianmetal.cn/news/data/2854142/>

³⁵ <https://news.cnal.com/2025/10-22/1761101222654166.shtml>

表20 海外电解铝建成产能以及未来增量空间预测（千吨）

指标	印尼	印度	中东	俄罗斯	亚洲其他地区	澳洲	非洲	北美洲	南美洲	欧洲	合计
建成产能	775	4389	6920	4378	1982	2104	1923	4673	2402	4514	34060
2026 年	+249	+216	0	0	-200	0	0	0	0	0	+265
2027 年	+550	+90	0	0	-250	0	+120	-16	0	0	+494
2028 年	+400	+90	0	0	0	0	0	0	0	0	+490

资料来源：SMM，联储证券研究院

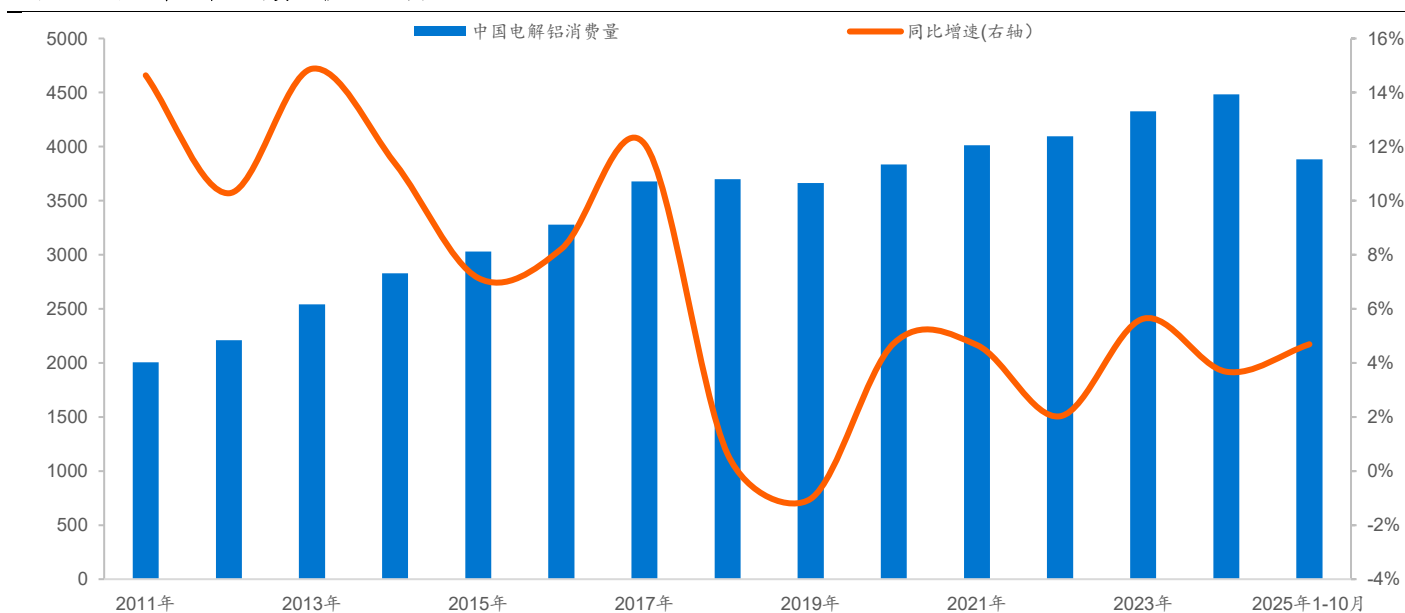
综合前文分析，我们认为铝的价值已与能源供应形成深度绑定。我国电解铝行业的蓬勃发展，其底层基石在于完备的工业基础设施与具有显著竞争力的电力成本，这一综合优势在全球范围内具备极高的不可复制性。反观海外，电解铝产能的扩张虽在规划上想象空间充足，但其落地实则依赖于对电网、交通等系统性基础设施的重构，因此面临较大的不确定性。在全球能源价格中枢上移、新旧能源体系转换进程充满挑战的时代背景下，电解铝的价值逻辑正经历深刻重塑。其定价框架预期将逐步脱离传统的商品供需博弈，而作为“固态能源”的独特属性将愈发凸显，并获得市场的系统性重估。

4.3.3 需求端：结构优化驱动稳健增长

铝下游应用领域广泛，消费规模保持稳定增长。与生产端格局一致，我国同时也是全球最大的电解铝消费市场。自 2020 年新冠疫情冲击后，国内电解铝消费增速已逐步趋稳，过去数年维持在约 4% 的年均增长水平。2025 年 1-10 月，国内电解铝消费量达到 3881.06 万吨，较 2024 年同期增长 4.69%，延续了稳健扩张的态势。

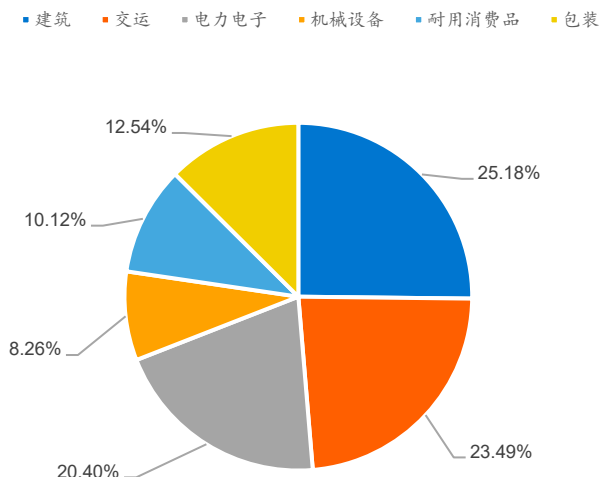
过去三年，国内电解铝的消费结构经历显著重构。随着房地产市场景气度系统性下行，其作为电解铝第一大消费领域的地位已被取代。具体而言，建筑地产领域在电解铝消费总量中的占比已从 2022 年的 25.18% 下降至 2025 年的 21.94%，降幅达 3.24 个百分点，位次退居第三。同期，退出份额主要由交通运输与电力电子两大领域承接。两者占比分别从 23.49% 和 20.4%，显著提升至 24.74% 和 24.09%，成为驱动铝消费增长的新核心动力。

图81 国内电解铝年度消费规模稳定增长（万吨）



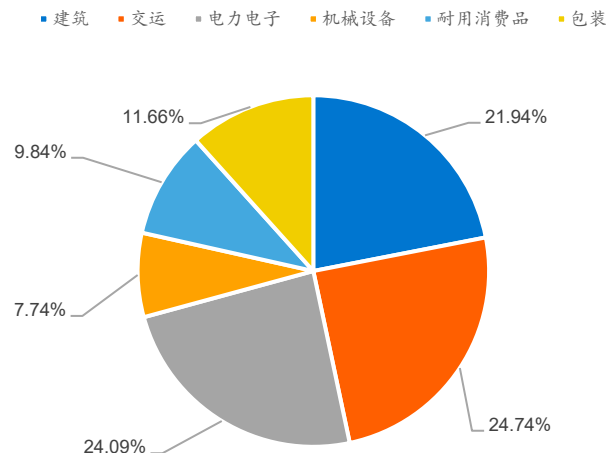
资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图82 2022 年国内铝终端消费结构



资料来源：SMM，联储证券研究院

图83 2025 年国内铝终端消费结构



资料来源：SMM，联储证券研究院

铝作为关键的能源金属，其需求与新能源汽车、光伏等绿色产业的发展深度绑定，未来市场空间广阔。

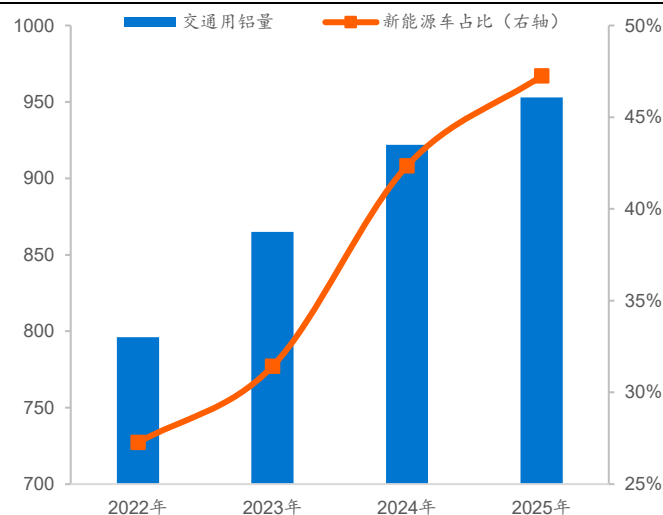
轻量化需求带动新能源车单车用铝量持续提升。在新能源汽车领域，轻量化是提升车辆续航与性能的核心技术路径之一。铝合金凭借其优异的比强度、成型性和耐腐蚀性等综合性能，成为实现轻量化的首选材料。根据吉林科学技术信息研究所的调研数据，2025 年国内新能源汽车的单车平均用铝量已达到 180-220 公斤，较传统燃油车提升约 30%，且该数值正以年均 8%-10% 的速度持续增长。

光伏行业用铝量或存波动，但能源转型长期趋势确定，新型电力设施建设将持续推动铝需求增长。在光伏产业中，铝材主要用于组件边框和支架，约占光伏系统总成本的 10%。2025 年，国内光伏制造业继续保持高景气，1-11 月光伏组件产量达 524.5 吉瓦（GW），规模与 2024 年同期基本持平。尽管国家发改委、国家能源局于 2025 年 2 月³⁶发布的《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》标志着光伏行业进入全面市场化交易新阶段，或将对产业链成本与需求节奏带来阶段性影响，但能源转型的长期趋势确定。根据³⁷《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》，“十五五”期间将加快建设新型能源体系与新型电力系统。预计与之配套的电网升级、尤其是新型储能设施的大规模建设，将持续驱动铝需求的增长。

³⁶ https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/zcfb/tz/202502/t20250209_1396066.html

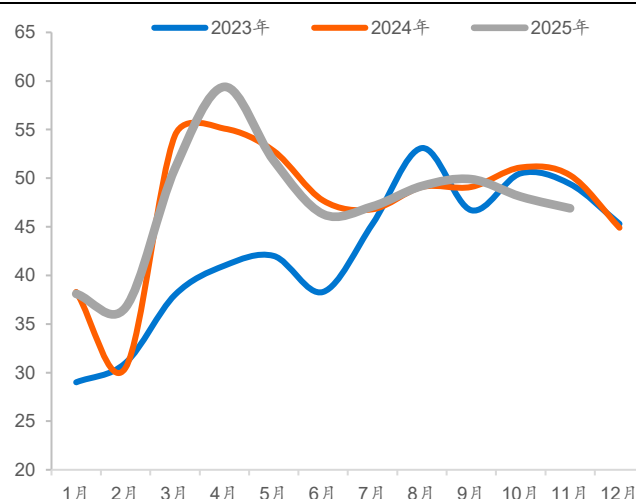
³⁷ <https://www.xinhuanet.com/energy/20251215/088a09dc35d94e2bb2d5f9afe13a49d7/c.html>

图84 新能源车占比提升，带动交通用铝量同步上涨（万吨）



资料来源：SMM、Wind，联储证券研究院

图85 光伏组件月度产量波动情况（GW）



资料来源：SMM，联储证券研究院

4.3.4 铜铝比收敛赋予铝价上行新动能

铜铝比上升至历史高位区间。2025年下半年，随着全球关税争端阶段性缓和及美联储开启降息周期，有色金属市场整体走强。铝价在第四季度虽同步上涨，但涨幅显著落后于表现更为强劲的铜价，导致铜铝价格比持续攀升并稳定在4.0以上的历史高位区间。纵观过去十年，该比值的长期中枢通常稳定在3.5附近。本次比值突破4.0，是过去十年中第三次出现类似情形，此前两次分别为：

1. **2021年3月-6月**：全球为应对新冠疫情冲击实施大规模量化宽松，强烈的经济复苏预期与美元走弱共同推动铜价金融属性与商品属性共振，价格快速上涨；
2. **2024年5月-8月**：COMEX铜库存处于历史极低位，跨市场套利交易激增引发典型的逼仓行情，交易性因素驱动铜价在短期内创下历史新高。

由于在资源稀缺性、金融属性及市场供需预期上存在差异，铝价在金属牛市初期的表现往往滞后于铜价，直观体现为铜铝比上行。然而，历史数据显示，当该比值过度偏离均值（如升至4.0上方）后，通常会进入修复周期，并伴随铝价的显著补涨：

1. 2021年6月起，比值经历约10个月修复回落至均值下方，期间铝价累计上涨72.87%；
2. 2024年8月起，比值经历约5个月修复回归至均值附近，期间铝价累计上涨18.33%。

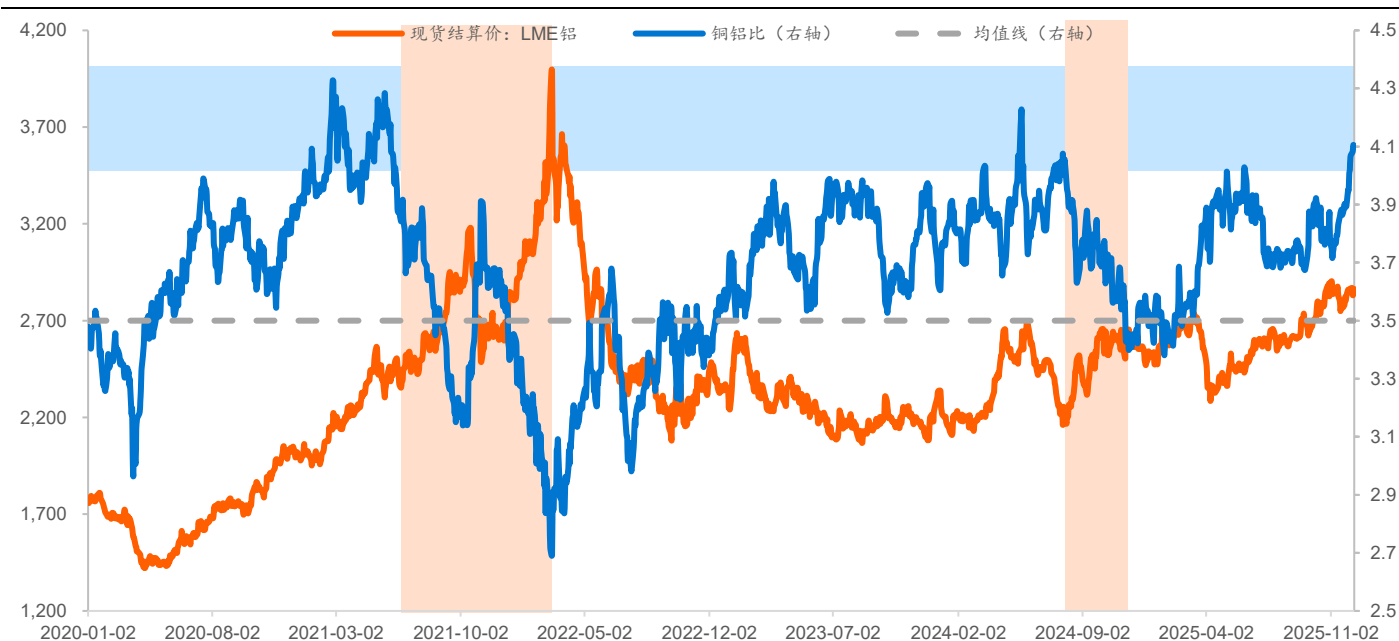
这种反复出现的均值回归现象，根源在于铜铝作为核心工业金属，在电力、交通、建筑等关键领域存在一定的材料替代性。当铜价相对铝价出现过高溢价时，“铝代铜”的经济效益便会凸显，这在产业数据上通常率先表现为电力领域铜杆对铝杆产量比值的下降，且这一替代周期往往领先于铜铝比价的正式回归。

聚焦当前市场，截至2025年12月，铜铝比价再次升至4.0以上。持续的高溢价有望重新激发下游对“铝代铜”方案的评估与应用。值得注意的是，2025年3月³⁸，工信部等十部门联合印发的《铝产业高质量发展实施方案（2025—2027年）》，已从政策层面

³⁸ https://www.gov.cn/zhengce/202503/content_7016214.htm

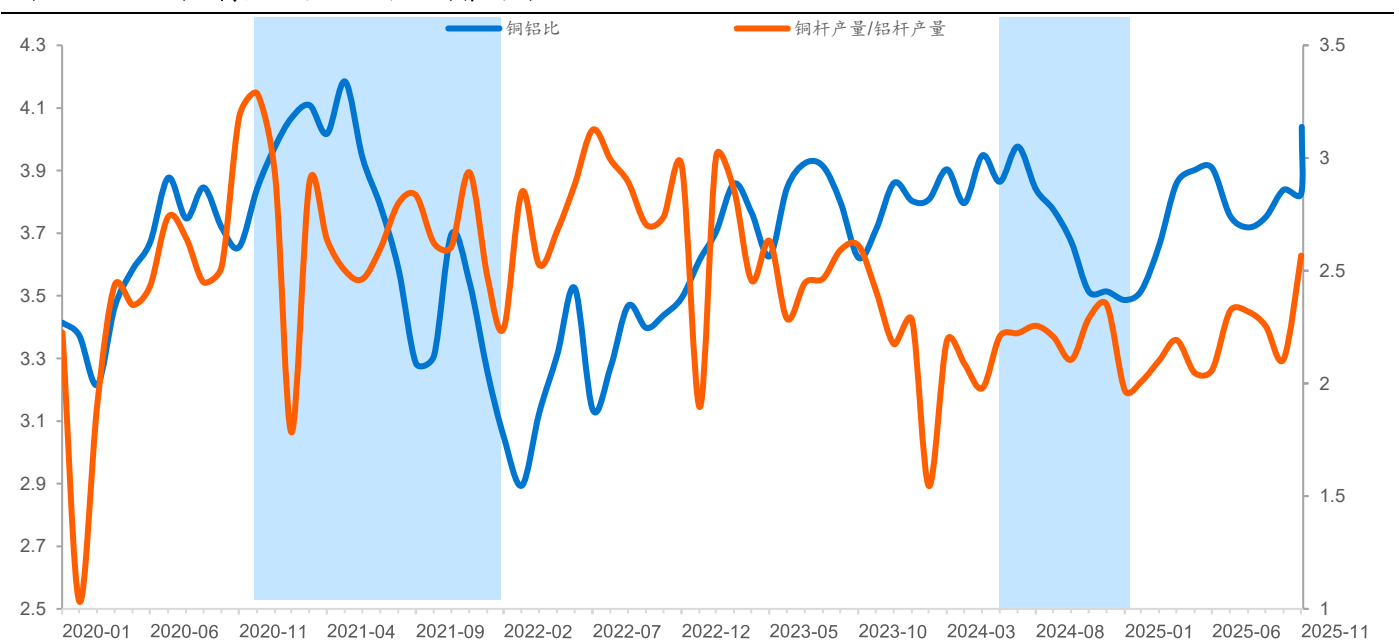
明确了“以铝代铜”对保障资源安全的重要性。综合来看，我们认为当前铝价上涨仍部分受铜价带动，但后续有望凭借铜铝比值的均值回归动力与“铝代铜”需求增长的双重红利，获得独立的二次上行动能。

图86 铜铝比价上行至高位区间（美元/吨）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图87 铜铝比上行至高位区间后，铝较铜的替代效应凸显



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

4.3.5 产业链利润重心下移，冶炼环节或成为核心受益者

2025年，国内电解铝行业彻底扭转了2024年的低迷局面，行业利润水平创下过去三年新高。2024年，虽然铝价整体走强，但上游铝土矿、氧化铝等关键原材料价格涨幅更大，导致冶炼环节利润空间受到严重挤压，四季度吨铝利润一度跌入负区间。进入2025年，随着原料价格逐步回归合理区间，产业链利润迎来再分配，盈利重心显著向下游冶炼环节转移。根据上海有色网（SMM）的统计数据显示，截至2025年11月，国内电解

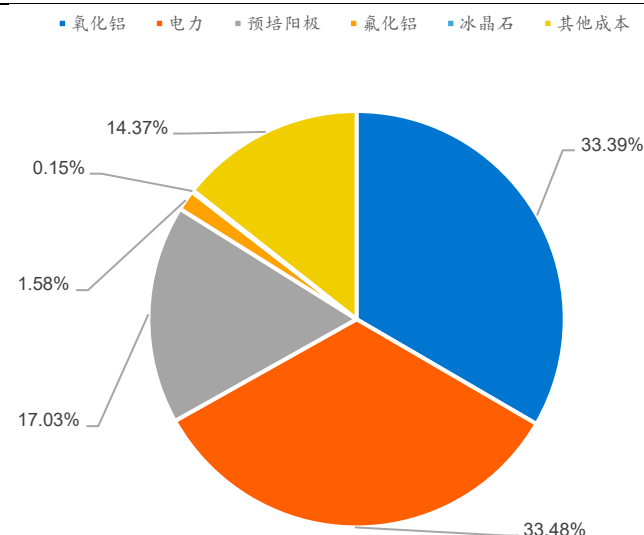
铝企业吨铝平均利润已回升至 5433.03 元，为过去三年的最高水平，标志着行业盈利能力的强劲修复。

我们判断，2026 年铝产业链利润有望进一步向下游冶炼环节集中，相关企业业绩增长空间明确，建议关注其投资价值。核心逻辑基于以下四点：

- 第一，**关键原料成本压力进一步缓解**；氧化铝在电解铝生产成本中约占 33.39%。根据前文分析，氧化铝行业供给过剩格局在 2026 年预计将进一步加剧，其价格弱势运行将直接降低冶炼企业的原料采购成本；
- 第二，**能源成本进入下行通道**；2025 年国内煤炭市场供给宽松，价格持续走低，带动整体电力成本下降。电力成本在电解铝总成本中占比约 33.48%，其下行将为冶炼环节利润扩张提供显著弹性；
- 第三，**铝价中长期支撑坚实**；基于能源属性凸显、产能天花板刚性约束及“铝代铜”等增量需求拉动，铝价中长期中枢有望维持强势，为冶炼端利润提供价格基础；
- 第四，**产业链结构赋予利润留存优势**；从全球铝产业链看，铝土矿资源丰富，储采比高；氧化铝产能虽集中于中国且面临过剩，但尚未有总量约束政策出台。相比之下，电解铝是国内唯一实施严格产能总量控制（约 4500 万吨“天花板”）的环节，且当前产能已逼近红线。这种稀缺性的供给结构，使冶炼端在产业链利润分配中具备更强的议价能力和利润留存能力。

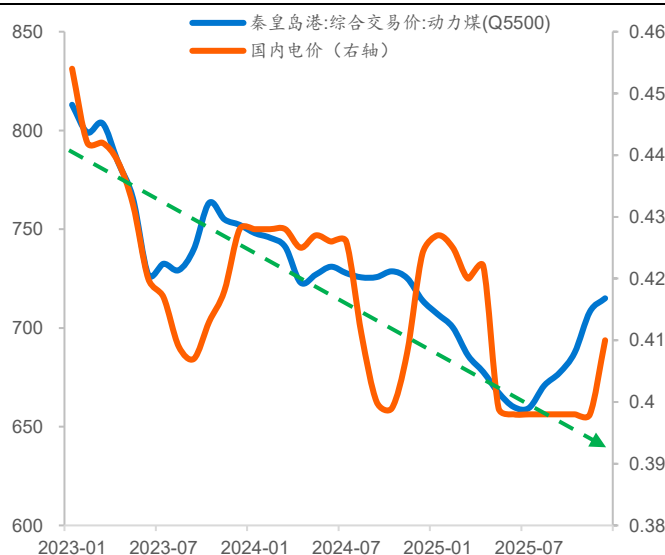
推荐关注：中国宏桥（1378.HK）、天山铝业（002532.SZ）

图88 2025 年国内电解铝生产成本结构



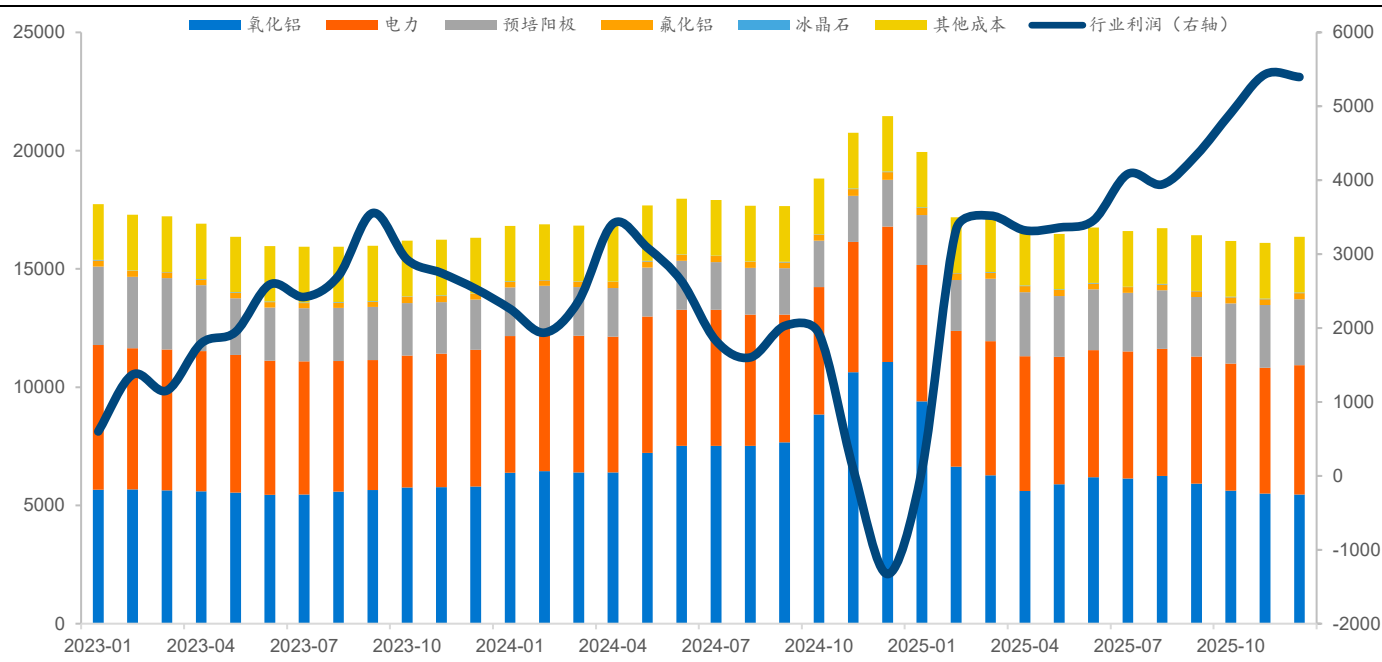
资料来源：SMM，联储证券研究院

图89 国内电力价格整体呈现下行趋势



资料来源：SMM、Wind，联储证券研究院

图90 2025 年，电解铝行业利润创下过去三年新高（元/吨）



资料来源：SMM，联储证券研究院

5. 锂：迷雾初散，曙光已现

5.1 回顾：跌宕上行，波动中录得趋势性涨幅

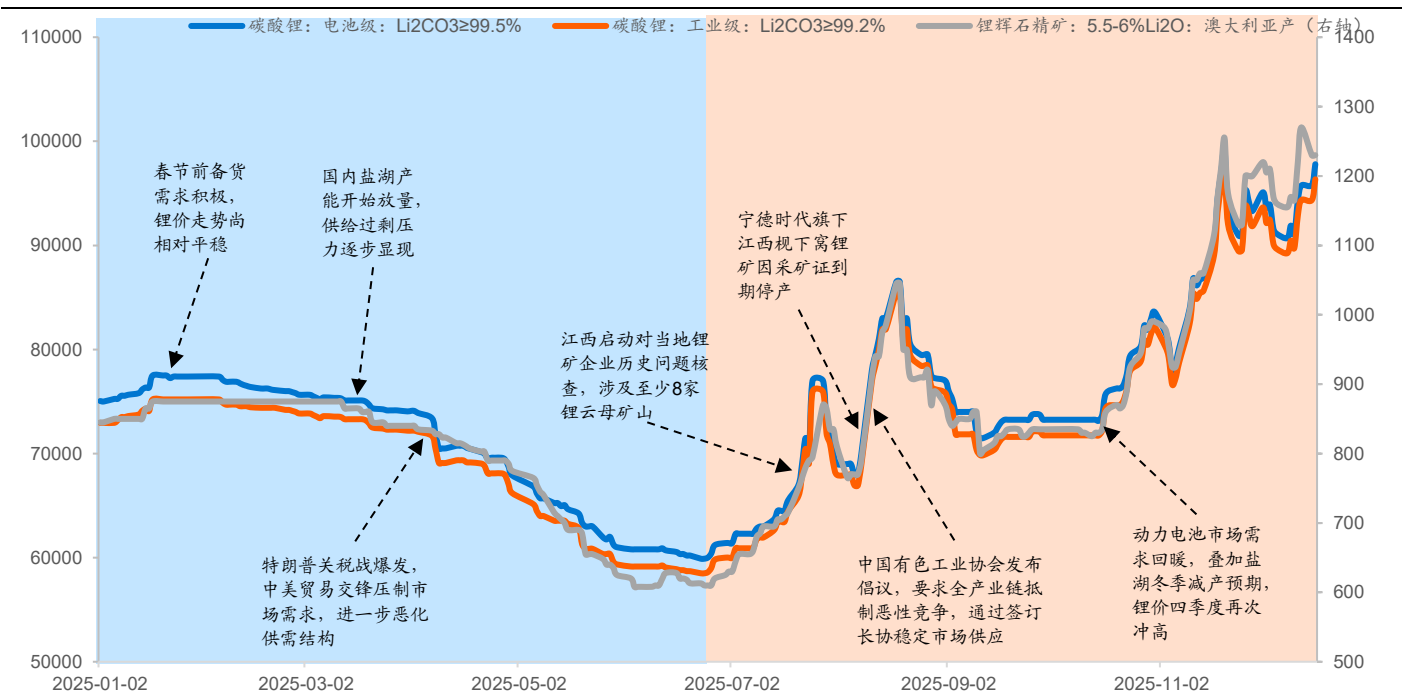
2025 年国内锂价呈现宽幅震荡、整体“先抑后扬”的运行格局，全年涨幅显著。具体走势可以年中为时间节点，分解为两个关键阶段：

上半年：供需转弱，价格深度回调。年初受春节前备货支撑，锂价运行平稳。2 月后，市场累库压力显现，价格进入下行通道。二季度，盐湖产能放量叠加美国发起全球关税战压制需求预期，锂价加速下行。至 6 月末，国内电池级碳酸锂价格一度跌破 60,000 元/吨的整数关口，创下近两年新低。

下半年：供应扰动与需求预期回暖推动价格触底反弹。进入三季度，国内产业政策调整及江西对锂矿企业的核查引发供应收缩预期。8 月，宁德时代旗下宜春视下窝锂矿因采矿证到期停产，事件驱动锂价快速触底反弹。随后因实际需求跟进不足，价格略有回落。10 月后，动力电池需求回暖与盐湖季节性减产预期共同作用，推动锂价二次冲高并进入高位震荡。

截至 2025 年 12 月 16 日，主要锂产品价格及年涨幅如下：电池级碳酸锂：97,800 元/吨，年内上涨 30.31%；工业级碳酸锂：96,350 元/吨，年内上涨 32.08%；澳大利亚锂辉石精矿（进口）：1,230 美元/吨，年内上涨 45.56%。

图91 2025 年碳酸锂、锂精矿价格走势回顾³⁹（元/吨、美元/吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

5.2 供给端：过剩压力初步缓解

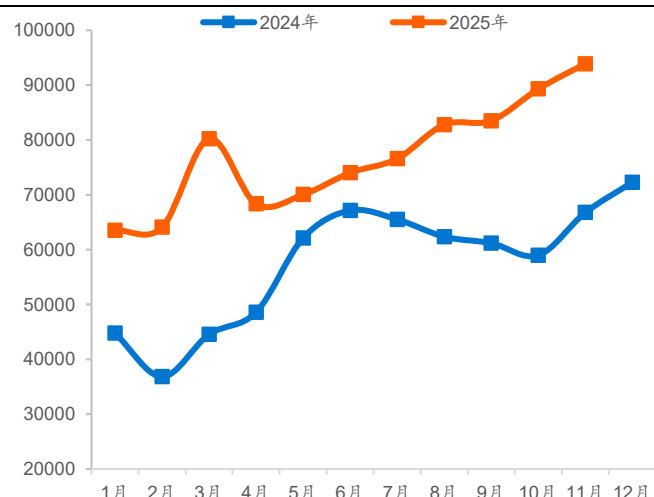
5.2.1 国内：复产节奏摇摆，供应弹性受限

2025 年，国内锂资源供应规模保持稳步扩张。根据我的钢铁网（Mysteel）统计数据，1-11 月国内碳酸锂总产量达 84.62 万吨，同比增长 36.75%，累计增产 22.74 万吨。

从原料路径看，供应结构呈现分化特征。锂辉石提锂成为最主要的增长来源，产量达 43.94 万吨，同比增加 14 万吨，增长最为显著。锂云母提锂与盐湖提锂的增速相对放缓，产量分别为 20.19 万吨 和 12.89 万吨，增量分别为 6.64 万吨 和 1.91 万吨。其增速落后主要受江西地区锂云母矿山因政策调整阶段性停产，以及青海盐湖冬季季节性停产等因素制约。

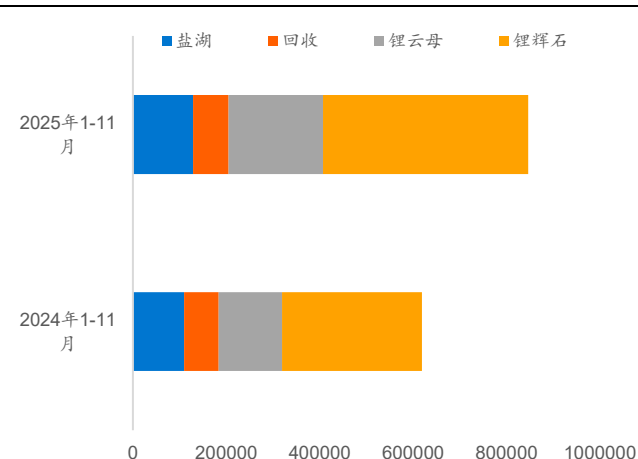
³⁹ 价格数据统计时间区间：2025 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 16 日

图92 国内碳酸锂产量月度规模波动情况（吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图93 2025 年与 2024 年同期国内碳酸锂供给结构对比（吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

我们认为，2026 年将是我国锂资源新增产能的集中释放期。。

主要增量将来源于盐湖卤水提锂项目。包括国能矿业的结则茶卡盐湖、藏格矿业的麻米错盐湖、紫金矿业的拉果错盐湖、中国盐湖青海汇信的 2 万吨/年碳酸锂工程以及盐湖股份的扩产工程在内的多个大型项目，预计将于 2026 年陆续投产并爬坡。综合考虑项目爬产进度及盐湖季节性生产特点，预计这部分产能可在 2026 年贡献约 13.5 万吨 LCE（碳酸锂当量）的产量，较 2025 年实现约 7 万吨 LCE 的净增量。

增量计算的最大变数在于宁德时代旗下江西视下窝锂云母矿的复产节奏。2025 年 8 月 9 日，宁德时代旗下江西视下窝锂云母矿因采矿证到期停产。该矿山停产前是全球主要的单体锂云母矿之一，年产能约 9-10 万吨 LCE。其复产的关键在于完成矿权矿种由“陶瓷土”至“锂矿”的变更审批，该流程需报至自然资源部。目前市场对其复产时点仍有分歧，但基于现有信息推断，若能在 2026 年内实现复产，叠加其他矿石项目的增量，预计锂云母及锂辉石路径在 2026 年可贡献约 6 万吨 LCE 的产量增长。

表21 2026 年盐湖卤水提锂主要增量工程统计（吨 LCE）

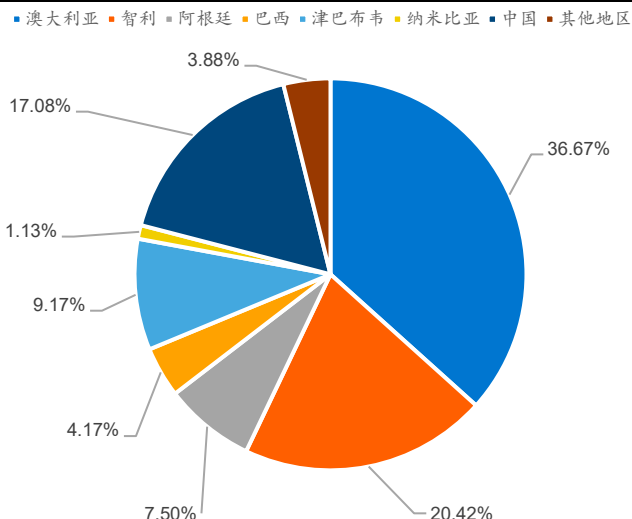
所在省份	盐湖名称	运营企业	设计产能	2025 年 E	2026 年 E
西藏	结则茶卡盐湖	国能矿业	1	0.33	0.5
西藏	麻米错盐湖	藏格矿业	5	0	1
西藏	拉果错盐湖	紫金矿业	6	1.4	3
青海	察尔汗盐湖	中国盐湖	2	0.7	2
青海	察尔汗盐湖	盐湖股份	8	4	7

资料来源：相关公司公告、公开资料整理，联储证券研究院

5.2.2 海外：供应规模稳定增长，区域分化加剧

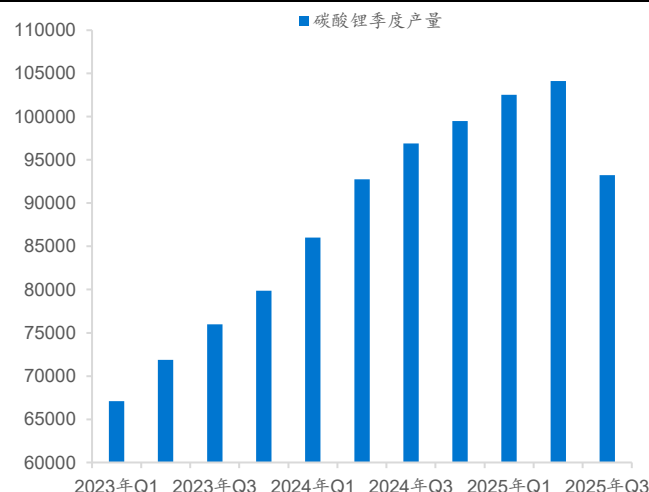
2025 年，海外锂资源供应保持稳定增长，其供给主要源自三大区域：澳大利亚的锂辉石矿山、南美洲的盐湖卤水项目以及非洲新兴的锂矿资源。根据上海有色网（SMM）对样本矿山的统计，2025 年前三季度，海外样本标的合计产量达到 29.99 万吨 LCE，同比增长 8.77%，增量约 2.42 万吨。

图94 全球锂矿供给结构拆解



资料来源: Mysteel, 联储证券研究院

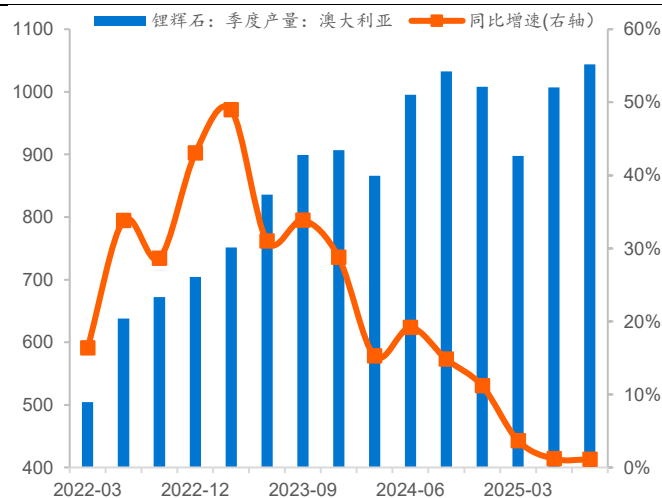
图95 海外碳酸锂季度产量规模波动情况(吨)



资料来源: SMM, 联储证券研究院

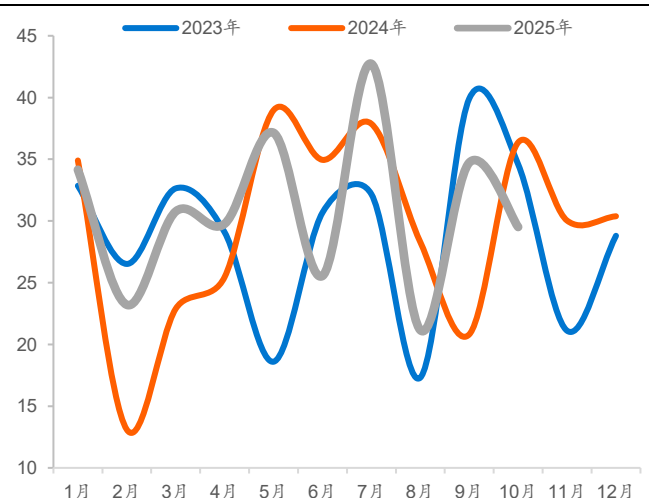
澳大利亚作为全球最大的锂资源供应国,其产量增长已接近瓶颈。2025年,该国锂辉石产量总体平稳,季度产出规模稳定在950万吨左右。2024年,在锂价持续下行的压力下,澳大利亚曾集中关停了一批高成本矿山。在当前锂价水平下,在产矿山继续大规模停产的可能性较低。但展望2026年,该国锂矿资源开发已进入瓶颈期,远期可供投产的大型绿地项目极为有限。目前明确的增量主要来自:格林布什(Greenbush)CGP3项目(预计2026年初投产,可增加52万吨锂精矿年产能)以及皮尔巴拉(Pilbara)P1000扩建项目(已于2025年建成,2026年将完成产能爬坡)。而诸如格林布什CGP4、皮尔巴拉P2000等后续扩产计划,目前尚未有明确的投产时间表。

图96 澳洲锂辉石季度产量波动情况(千吨)



资料来源: Mysteel, SMM, 联储证券研究院

图97 澳洲锂精矿进口量波动情况(万吨)

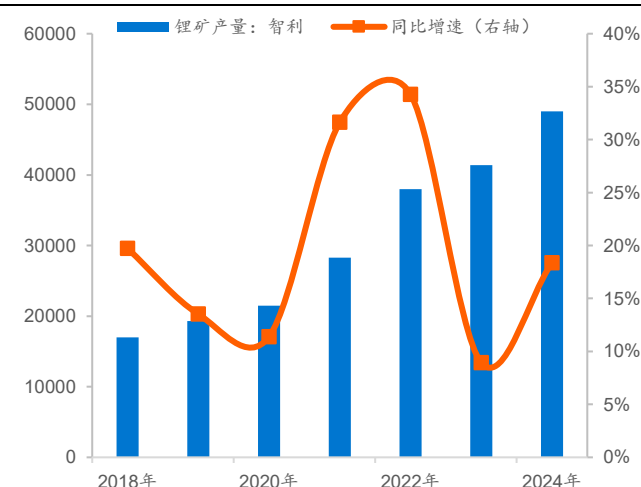


资料来源: SMM, 联储证券研究院

南美洲作为全球锂资源的核心供应地,其内部主要生产国——智利、阿根廷与巴西的2026年产能扩张节奏将呈现显著分化。智利:扩产潜力有限。作为全球第二大锂资源出口国,智利产品以面向日韩市场的氢氧化锂为主。与澳大利亚类似,该国远期可落地的绿地项目稀缺,目前仅SQM公司24万吨/年的碳酸锂扩建项目有望在2026年贡献明确增量。阿根廷:2026年海外盐湖提锂的核心增长极。阿根廷正处于产能集中释放期,Cauchari-Olaroz、Mariana、3Q等至少五座盐湖项目将于2026年进入产能爬坡阶段,预计可贡献约5.2万吨LCE的产量增量,成为全球盐湖提锂供应增长的重要来源。巴西:开发较晚,增量预期释放滞后。巴西锂矿开发起步最晚,过去几年产量增速虽快,

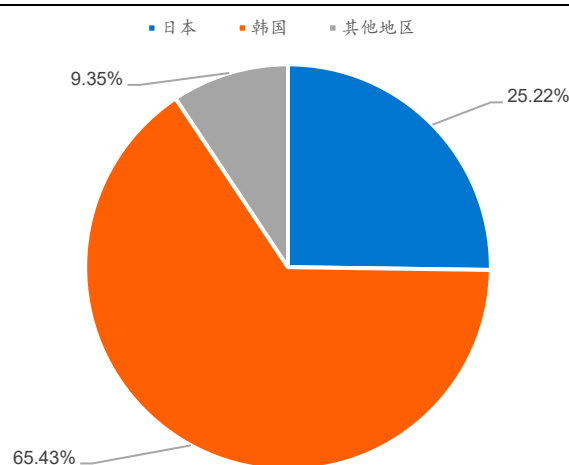
但其后续主要新建项目（如 Sigma 二期、Colina 矿山）的建设周期较长，投产时间普遍安排在 2027 年之后，因此对 2026 年的供应增量贡献预期有限。

图98 智利锂矿产量规模波动情况（吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图99 2025 年智利氢氧化锂产品出口结构



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

表22 阿根廷未来可贡献增量项目明细（万吨 LCE）

盐湖名称	运营企业	设计产能	2025 年 E	2026 年 E
Cauchari-Olaroz 盐湖	赣锋锂业	4	3	3.5
Mariana 盐湖	赣锋锂业	2	0.8	1.8
3Q 盐湖	紫金矿业	2	0.5	1.5
Centenario-Ratones 盐湖	Eramet、青山集团	2.4	1	2.3
Sal de Oro 盐湖	POSCO	4.5	1.8	3.2

资料来源：相关公司年报、公开资源整合，联储证券研究院

非洲锂矿开发起步较晚，当前产能主要由中资矿企主导运营。受资源禀赋及基础设施等因素制约，该地区矿山普遍面临较高的现金成本压力。2024 年在锂价下行周期中，主产国津巴布韦境内的多座高成本矿山经历了减产或停产。随着 2025 年锂价企稳回升，这部分产能有望逐步恢复。此外，位于马里境内的两座新建锂矿项目预计将在 2026 年进入产能爬坡阶段。综合评估复产与新增产能，预计 2026 年非洲地区锂资源可贡献约 6 万吨 LCE 的产量增量，成为全球锂供应链的重要新兴组成部分。

总结上文对于海外三处主产区 2026 年增量预测结果，澳洲锂矿、南美盐湖、非洲锂矿 2026 年分别可贡献增量 4.5 万吨 LCE、6.2 万吨 LCE、6 万吨 LCE，合计可贡献增量 16.7 万吨 LCE。

需要强调的是，上述预测基于当前锂价水平及项目按计划推进的前提。各产区，尤其是运营成本较高的矿山，其产量与国际锂价高度相关。若未来价格出现超预期下行，部分高成本产能存在减产或投产推迟的风险。此外，非洲部分矿区仍存在手工开采等非标准化生产模式，其实际产量可能较预测值存在一定偏差。

表23 2026 年海外可贡献增量锂矿山梳理（万吨 LCE）

类别	所在国	矿山名称	运营企业	2025 年 E	2026 年 E	增量空间
澳洲锂矿	澳大利亚	Greenbush CGP3	Talison、天齐锂业	18	21.5	3.5
		Pilbara P1000	Pilbara	9	10	1
		合计				4.5
南美盐湖	智利	Salar de Atacama	SQM	23	24	1
		Cauchari-Olaroz 盐湖	赣锋锂业	3	3.5	0.5
		Mariana 盐湖	赣锋锂业	0.8	1.8	1
	阿根廷	3Q 盐湖	紫金矿业	0.5	1.5	1
		Centenario-Ratones 盐湖	Eramet、青山集团	1	2.3	1.3
		Sal de Oro 盐湖	POSCO	1.8	3.2	1.4
非洲锂矿	津巴布韦	合计				6.2
		华友钴业	Arcadia 锂矿	5	5.5	0.5
		中矿资源	Bikita 锂矿	5.5	7	1.5
	马里	Premier African	Zulu 锂矿	0.5	0.8	0.3
		盛新锂能	萨比星锂矿	2.6	3	0.4
		雅化集团	Kamativi 锂矿	4	5	1
	合计	赣锋锂业	Goulamina 锂矿	4	6	2
		海南矿业	Bougouni 锂矿	1.2	1.5	0.3
		合计				6
	海外增量合计					16.7

资料来源：相关公司公告、SMM、公开资料整理，联储证券研究院

5.3 需求端：新能源汽车需求筑底，储能成为第二极

新能源汽车构成锂资源终端消费的核心市场，其销量增长的稳健性是研判 2026 年全球锂市场供需平衡的核心基准。

2025 年，中国继续作为全球新能源汽车的核心消费市场。1-11 月，国内新能源汽车累计销量达 1473.36 万辆，同比增长 30.74%，预计全年销量将攀升至 1681 万辆，再度创下历史新高，其占全球新能源车市场的份额预计也将进一步提升。在全球最大市场的带动下，全球新能源汽车销量在 2025 年保持强劲增长。全年总销量预计可达 2626.57 万辆，同比增长 25.26%。

2025 年，政策激励对新能源汽车销量的超预期增长起到了关键推动作用。据乘联会统计⁴⁰，年内汽车以旧换新补贴总额预计超过 1800 亿元，同时新能源汽车购置税免征政策得以延续，合计为消费者减免税额逾 2000 亿元。在补贴与免税的双重刺激下，国内新能源汽车市场实现了强劲增长。

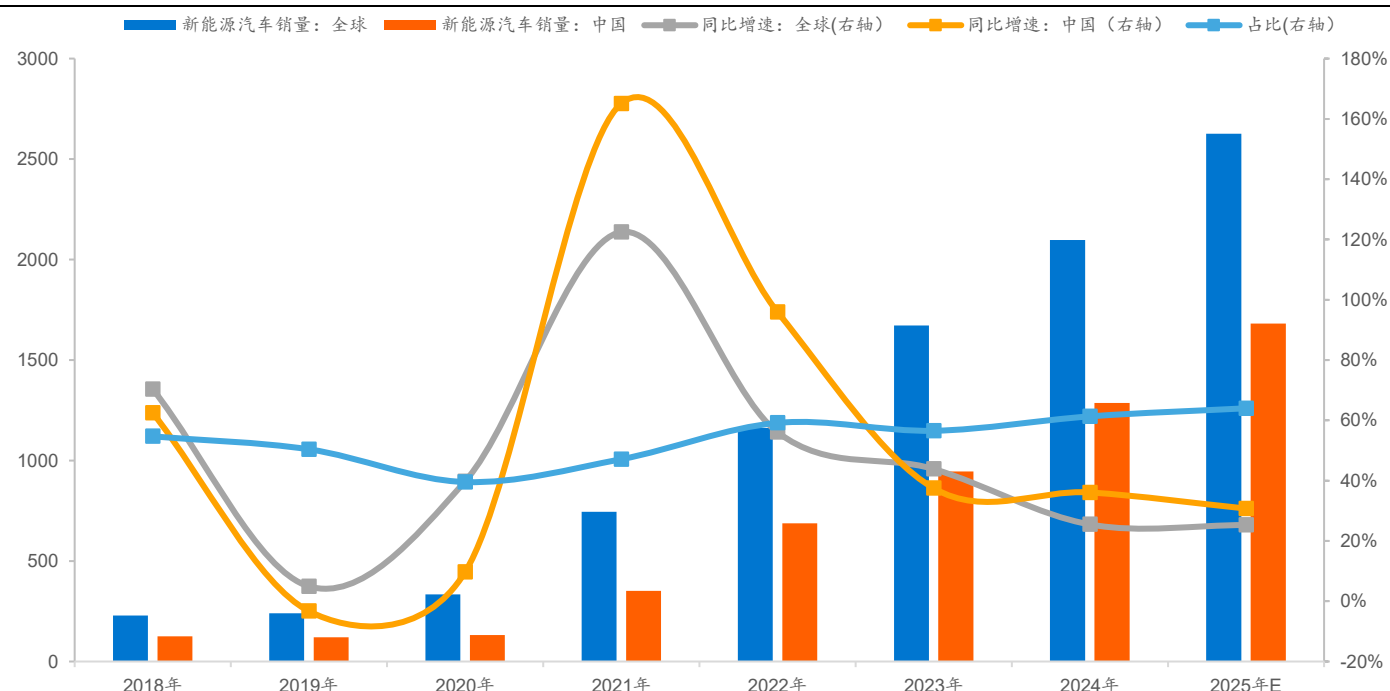
然而，展望 2026 年，政策刺激效应预计将边际减弱。虽然 12 月中央经济工作会议明确了延续“两新”政策，以旧换新补贴得以保留，但近期多地已开始细化并收紧补贴的具体要求。更为直接的影响在于，自 2026 年 1 月 1 日起，新能源汽车购置税减免比例将从 10% 下调至 5%。税收优惠规模的缩减，叠加 2025 年底因政策预期可能引发的需求前置效应，或将对 2026 年的销量增速构成一定压力。

海外市场方面，政策环境呈现分化。美国市场：联邦层面的购车补贴已于 2025 年三季度结束，加之新政府可能对新能源汽车持相对审慎态度，预计其市场增速将进一步放缓。欧洲市场：表现则更为积极，多国在 2025 年重启或加码了新能源汽车购置补贴，预计其增长势头将优于美国。

综合国内外政策演变趋势，我们预计 2026 年全球新能源汽车销量规模依旧能够延续增长，但受中国核心市场政策力度边际退潮的影响，整体增速较 2025 年可能呈现温和放缓趋势。从定量预测看，2026 年中国新能源汽车销量预计将增至 1983.59 万辆，同比增长约 18%；全球销量预计达到 3151.89 万辆，同比增长约 20%。

⁴⁰ <https://m.huanqiu.com/article/4PVdweoZFle>

图100 2025年全球新能源汽车销量预期维持高速增长趋势（万辆）



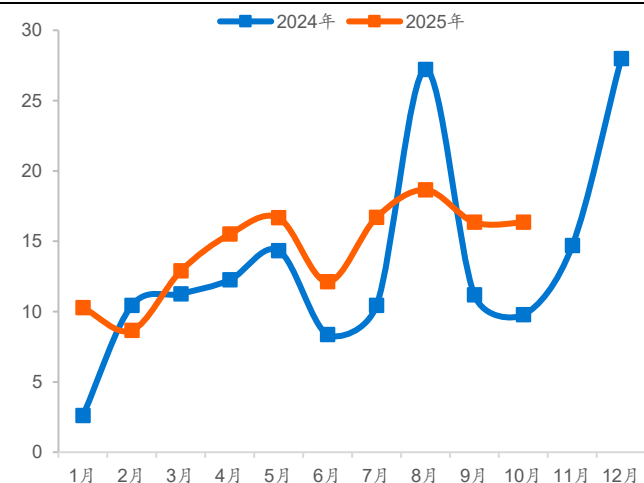
资料来源：Mysteel、Wind，联储证券研究院

储能已成为驱动锂资源需求增长的另一个关键终端市场。近年来，我国在该领域发展迅速，现已成长为全球最大的新型储能装机市场。2025年的政策层面为行业未来发展指明了清晰路径。9月⁴¹，国家发改委与国家能源局联合发布《新型储能规模化建设专项行动方案（2025年-2027年）》，首次明确提出到2027年国内新型储能累计装机规模需达到1.8亿千瓦的总体目标。根据上海有色网（SMM）统计，截至2024年底，国内该规模为8453万千瓦。以此测算，为实现上述目标，2025年至2027年间，国内新型储能装机规模的年复合增长率需维持在30%左右。

基于国内明确的政策托底与市场成熟度的不断提升，我们预计2026年储能市场将延续高速增长趋势。全球锂离子储能电池的需求量预计将提升至435.72吉瓦时(GWh)，同比增速为27.9%。

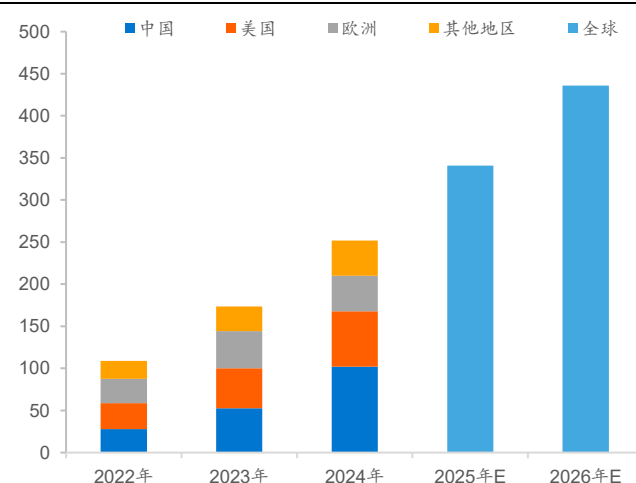
⁴¹ <https://news.cctv.cn/2025/09/12/ARTlwWZgjB44CL0zj9fe4kzL250912.shtml>

图101 国内储能项目中标规模统计 (GWh)



资料来源: SMM, 联储证券研究院

图102 锂离子储能电池需求量预测 (GWh)



资料来源: SMM, 联储证券研究院

5.4 供需平衡及锂价展望

综合对于供需两端的分析内容, 我们判断 2026 年全球锂资源供给将继续扩张, 但增速料将放缓。预计全年供给总量约为 194.88 万吨 LCE, 同比增速为 15.31%。供给增量将主要来自南美盐湖、非洲矿山及国内盐湖项目。需求侧, 新能源汽车市场的稳健增长仍是核心基本盘; 同时, 在政策驱动与市场成熟的背景下, 储能领域有望持续扮演需求增长的第二极。

总体来看, 2026 年全球锂市场仍将维持供给小幅过剩的格局, 但过剩幅度有望收窄, 预计供需盈余规模约为 7.35 万吨 LCE。

表24 全球锂资源供需平衡表拆解 (万吨 LCE)

指标名称	2023 年	2024 年	2025 年 E	2026 年 E
供给端				
澳洲矿山	37.04	45.84	49.32	53.82
南美盐湖	29.93	38.69	44.41	50.61
非洲矿山	5.2	12.5	22	28
国内锂辉石	3.43	4.35	6.91	8.91
国内锂云母	12.5	15.83	19.44	23.44
国内盐湖	9.36	12.77	14.6	21.6
回收	8	8.24	8.36	8.5
供给总量	105.46	138.22	165.04	194.88
同比增速	36.50%	23.70%	16.25%	15.31%
需求端				
新能源汽车	63.86	75.70	102.27	125.67
储能	14.71	20.14	27.25	34.86
消费电子	8.2	9	9.8	11
其他	15	15	16	16
需求总量	101.78	119.84	155.32	187.53
同比增速	27.00%	17.75%	29.60%	20.74%
供需缺口	3.69	18.38	9.71	7.35

资料来源: SMM、Mysteel、Wind, 联储证券研究院

根据对锂市场供需结构的解析, 2026 年将呈现“供需双增”的基本格局, 但我们同时提示关注供给与需求在释放节奏上可能出现的错配风险。经历 2025 年下半年的强势反弹, 当前锂价已修复至过去两年的相对高位。在此价格水平下, 上游原料企业生产意愿充足, 且部分此前停产的高成本产能 (如部分非洲矿山及国内锂云母矿) 存在复产可能, 因此供给端的释放预计将较为顺畅。鉴于此, 2026 年锂价走势的核心博弈点将集中于需求端的兑现节奏。2026 年是国内新能源汽车购置税减免退坡的首年, 而 2025 年

四季度的销量超预期增长可能已透支部分需求，对 2026 年一季度的消费形成挤占。因此，年初的需求增量或将主要依赖储能市场项目的落地进展，建议密切关注国内相关项目的建设节奏。

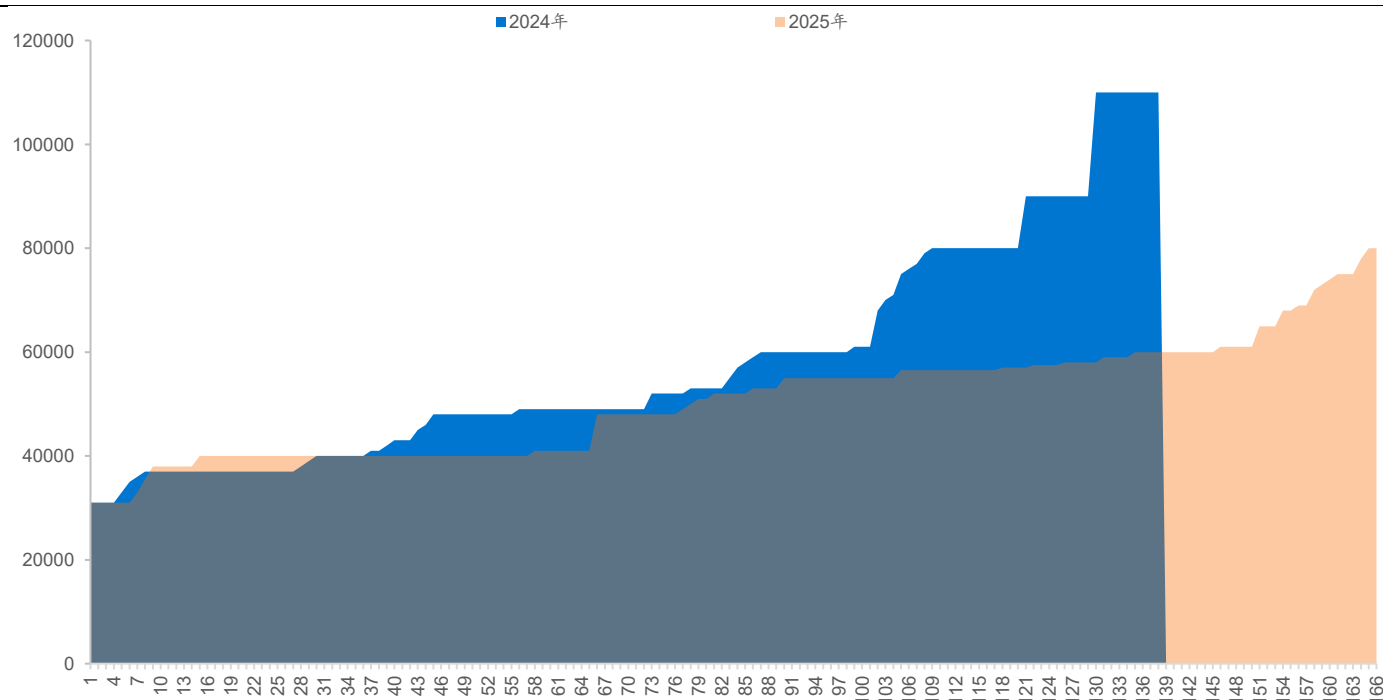
综合前文分析，在 2026 年全球锂市场供需过剩预期收窄的背景下，我们对其价格中枢持相对乐观态度，预计将较 2025 年有所上移，产业链相关企业的盈利水平有望迎来显著修复。

然而，需要提示的是，相较于供给端产能释放的较高确定性，需求侧的预期兑现仍存在不确定性风险。若下游动力电池及储能市场的实际需求增长不及预期，锂价的定价逻辑可能向成本支撑回归。值得关注的是，2025 年全球大量高成本产能已退出市场，而新增产能主要由位于成本曲线左侧的低成本盐湖项目主导，这导致行业整体成本曲线较 2024 年已系统性下移。在此结构下，成本端难以对价格形成强有力的底部支撑。一旦价格进入下行通道，多数新增项目并无迫切的减产压力，供给收缩难以迅速兑现，可能导致锂价中枢面临回调风险。

因此，我们建议投资者可保持关注，待需求侧出现更为明确的实质性回暖信号后，再行布局相关投资机会，以更好地把握盈利改善的确定性。

推荐关注：中矿资源（002738.SZ）

图103 2024 年、2025 年全球锂矿资源现金成本曲线对比（元/吨、万吨 LCE）



资料来源：SMM、Mysteel、主要矿企公司公告、公开资料整理，联储证券研究院

6. 风险提示

核心矿山产出不及预期、美国关税政策反复、美联储货币政策调整超预期、新增原料供给超预期、下游市场需求不及预期、地缘政治事件超预期爆发等。

免责声明

联储证券股份有限公司（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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路五号院 13 号楼 B 座 14 层
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000