

# 2026年有色金属行业分析

联合资信 | 工商评级二部

2024—2025年中国有色金属行业景气度逐季修复、年末抬升，2026年景气指数延续上行，进入“正常”区间中部，供需两端修复支撑较为全面。全球经济复苏节奏分化，国内宏观经济回暖，PPI同比由降转升，行业盈利与生产持续改善。预计2026年行业有望在稳增长政策、美联储降息、新兴产业需求拉动下稳中向好，但国际贸易摩擦与地缘政治仍可能带来一定扰动。

(1) 铜：我国铜矿资源匮乏，对外依存度高，2026年铜精矿长单加工费降至零，行业进入“零加工费”阶段，冶炼企业主动开展产能压减与自律调整。2025年铜价创下历史新高，2026年一季度有所回落，全年市场大概率延续供需紧平衡格局，冶炼企业面临较大经营压力。

(2) 铝：中国铝土矿对外依存度较高，2025年氧化铝价格自高位明显回落，电解铝价格重心有所上移；消费结构呈现建筑领域需求持续收缩、新兴领域需求较快增长的分化态势。电解铝受政策红线约束呈紧平衡，2026年电解铝价格中枢有望稳步上移。

(3) 铅：2025年全球及国内铅矿产量收缩，铅精矿供应偏紧、加工费持续处于低位，下游铅酸蓄电池需求受锂电池替代影响而偏弱，2026年铅价缺乏强趋势驱动，大概率维持区间震荡运行。

(4) 锌：2025年全球锌矿供应进入增长较为明显的周期，LME锌均价同比小幅上升，但2026年供应端存在一定过剩压力，需求端亦有所支撑，价格波动幅度可能加大。

(5) 黄金：2025年伦敦现货黄金全年涨幅较大，为近数十年以来最大年度涨幅；2026年在降息预期与避险需求支撑下，金价仍有望获得支撑。

(6) 稀土：2025年多数稀土产品价格整体上涨，稀土价格指数均值同比上升；2026年出口管制力度延续，配额增速放缓，对稀土产品价格形成支撑。

(7) 镍：2025年全球镍市场整体仍处于供应过剩格局，印尼削减镍矿开采配额成为关键影响变量，2026年镍价大概率呈震荡运行态势，需密切关注印尼政策执行情况。

(8) 钴：2025年刚果（金）实施严格出口配额管理，全球钴市场由过剩转为供应紧缩，2026年钴价中枢有望进一步上移。

(9) 锂：2025年碳酸锂价格在低位区间运行，年末受供给和储能需求推动出现明显反弹；2026年供需处于偏紧平衡状态，价格中枢预计将有所上移。



## 一、行业概况

有色金属行业主要包括有色金属矿采选、冶炼以及压延加工业，行业周期性明显，景气度波动大且易受国际整体供需形势和政治经济局势影响。2024年春节假期后，在中国宏观经济政策支持、新兴产业需求拉动、价格与利润回升、国际市场复苏等多重因素共同作用下，中国有色金属产业景气指数呈持续回升态势。

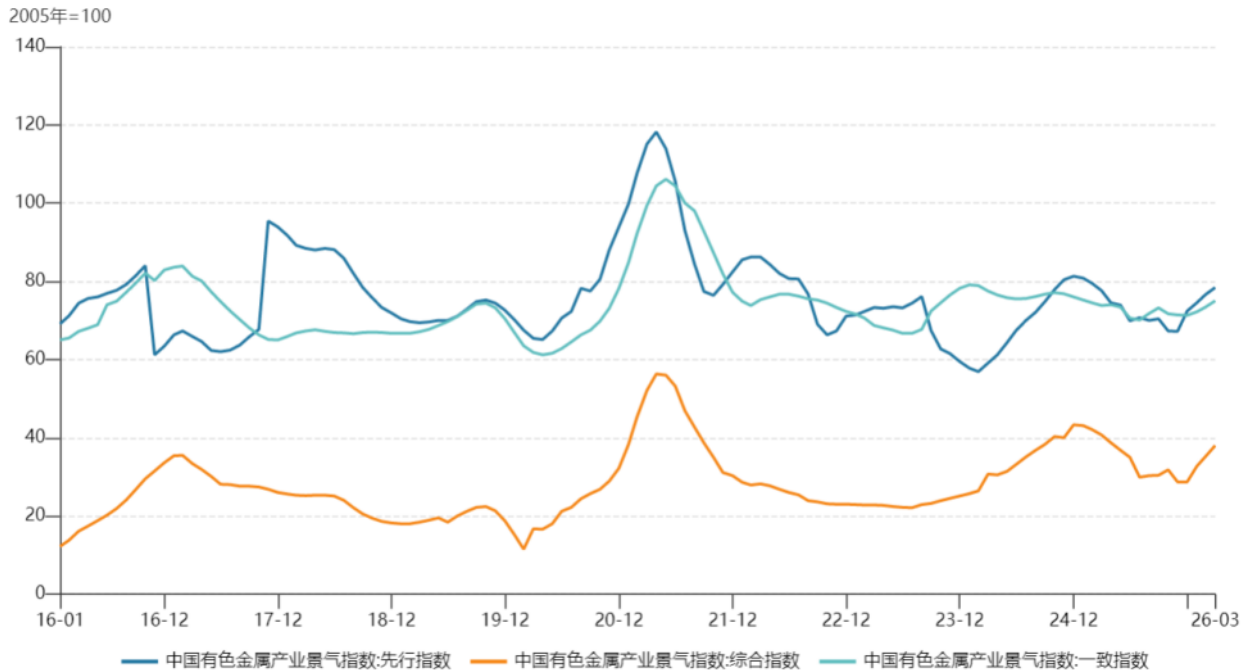
2024年，中国有色金属产业景气指数整体在“正常”区间低位运行，全年呈现“逐季温和修复、年末小幅抬升”的特征，景气指数从年初的29.8逐步回升至年末的32.6，全年均值为31.3，处于“正常”区间中下部，修复动能偏弱。

进入2025年，行业景气度呈现“前低后高、加速修复”的趋势：上半年景气指数延续低位震荡，1-8月景气指数均低于2024年同期水平，9月景气指数为30.4，较上月上升0.1个百分点，先行指数为70.4，较上月上升0.4个百分点，一致指数为69.7，较上月下降2.1个百分点，景气指数延续上升趋势但仍处于“正常”区间中下部；下半年起，随着下游需求回暖、政策支撑发力，景气度加速上行，10月升至31.8，11-12月延续修复态势，年末景气指数达34.5，同比大幅回升1.9个百分点，全年均值为30.6，虽略低于2024年，但下半年修复动能显著增强，年末景气度已明显超过2024年同期水平。

进入2026年，行业景气度进一步加速上行。2026年3月，中国有色金属产业景气指数升至38.0，较上月大幅上升2.8个百分点，先行指数78.4，较上月上升1.8个百分点，一致指数为75.0，较上月上升1.6个百分点，景气指数上升趋势显著，已升至“正常”区间中部，较2024年末、2025年末水平分别提升5.4个百分点和3.5个百分点，行业供需两端的修复支撑已较为全面。

在构成景气指数的12项指标中，LMEX指数、M2、汽车产量、家电产量、有色金属固定资产月投资额、有色金属进口额、十种有色金属产量、发电量、营业收入、利润总额及有色金属出口额等11项指标均位于“正常”区间，仅商品房销售面积指标位于“偏冷”区间，行业基本面修复的韧性持续显现。

图1 中国有色金属产业景气指数走势概况



资料来源：Wind，联合资信整理

国际经济方面，2025 年全球增长动能偏弱、区域分化明显：美国制造业 PMI 全年多数月份在荣枯线下方震荡，仅年末出现弱修复；欧元区受需求疲软拖累，制造业持续处于收缩区间，经济整体温和衰退。进入 2026 年，全球复苏节奏仍未同步：美国 3 月 ISM 制造业 PMI 为 52.7，连续第三个月扩张，但新订单动能放缓、就业趋于收缩，复苏基础并不牢固；欧元区 3 月综合 PMI 终值上修至 50.7，仍较 2 月明显回落，创九个月新低，修复动能再度走弱。

国内方面，2025 年宏观经济呈弱修复态势：制造业 PMI 全年在荣枯线附近波动，PPI 同比持续负增长，工业领域通缩压力尚未完全缓解。进入 2026 年，供需回暖、景气回升的态势更加明确：3 月制造业 PMI 为 50.4，在连续两个月收缩后重返扩张区间；PPI 同比由降转升至 0.5%，结束了长达 41 个月的同比下降，有色金属等行业价格明显回升，为行业盈利与生产修复提供了支撑。

预期 2026 年全年，在“十五五”开局之年，稳增长政策发力、美联储降息周期延续、新兴产业对有色金属需求持续增长的背景下，中国有色金属产业景气指数有望保持“稳中向好”态势，但国际贸易摩擦加剧和地缘政治危机或仍将对有色金属产品出口及行业价格造成一定扰动。

## 二、细分行业运行概况

有色金属行业细分子行业较多，且不同子行业之间行业景气度表现存在一定差异，本

报告将聚焦于铜、铝、铅、锌、黄金、稀土、镍、钴和锂等 9 种金属进行分析。

### （一）铜

中国作为全球精炼铜的最大生产国与消费国，铜矿资源相对匮乏且禀赋条件有限，对海外进口矿产资源的依赖程度较高。2025 年，受原料端供应趋紧及避险资金流入影响，铜价升至历史高点，但铜精矿加工费降至负值区间，铜冶炼企业面临的经营压力明显加大。进入 2026 年，年度长单加工费基准价格调整至零水平，行业由此步入“加工费归零时期”，冶炼领域竞争格局的调整全面推进，后续需对相关企业的盈利状况与运营态势保持持续关注。

全球铜资源主要分布在智利、秘鲁、澳大利亚等地区，中国铜矿资源匮乏且禀赋不足。2025 年，全球铜矿供应端扰动频繁，刚果金 Kamoakakula 铜矿因矿震减产 28%，印尼 Grasberg 铜矿因矿井堵塞暂停作业，此外，El Teniente、Quellaveco、Antamina 等矿山因矿体坍塌、投产不及预期或停工问题进一步收缩供应，以上矿山合计减量已达 57 万吨，受此影响，根据美国地质调查局（USGS）数据，2025 年全球铜矿端产量为 2300 万吨，增速约为 0%。2025 年，中国铜矿产量约 180 万吨，同比变动不大。根据国家统计局数据当期精炼铜产量为 1472 万吨，同比增长 10.4%。据此估算国内矿山铜精矿自给率约为 12.29%，资源自给率仍处于低水平。根据中国海关总署数据，2025 年中国铜矿砂及其精矿进口量为 3031 万吨，同比增长 7.9%，继续保持增长态势，对海外进口矿产资源的依赖程度进一步加深。

2025 年，铜精矿长单加工费（TC/RC）基准价定为 21.25 美元/吨和 2.125 美分/磅，相较于 2024 年的 80 美元/吨和 8.0 美分/磅降幅显著。年末，智利铜矿生产商安托法斯塔与国内头部冶炼厂达成协议，将 2026 年铜精矿长单加工费（TC/RC）基准定为 0 美元/吨和 0 美分/磅，较 2025 年长单价格出现大幅度下调，行业由此进入“零加工费”阶段；现货市场方面，粗炼加工费 TC 从年初的个位数水平持续下行，降至-40 美元/吨以下的负值区间，并在此区间内维持较长时间，冶炼企业面临成本压力明显上升的局面。在此背景下，行业自律性调整措施全面推进。中国有色金属工业协会暂停了约 200 万吨的新建及违规铜冶炼产能；中国铜原料联合谈判小组（CSPT）所属 16 家核心企业达成一致，计划于 2026 年主动压降铜冶炼产能负荷 10%以上（涉及超过 90 万吨产能）。上述措施从产能管控与自律减产两个层面形成闭环，推动铜冶炼行业从规模扩张向质量提升方向转型。

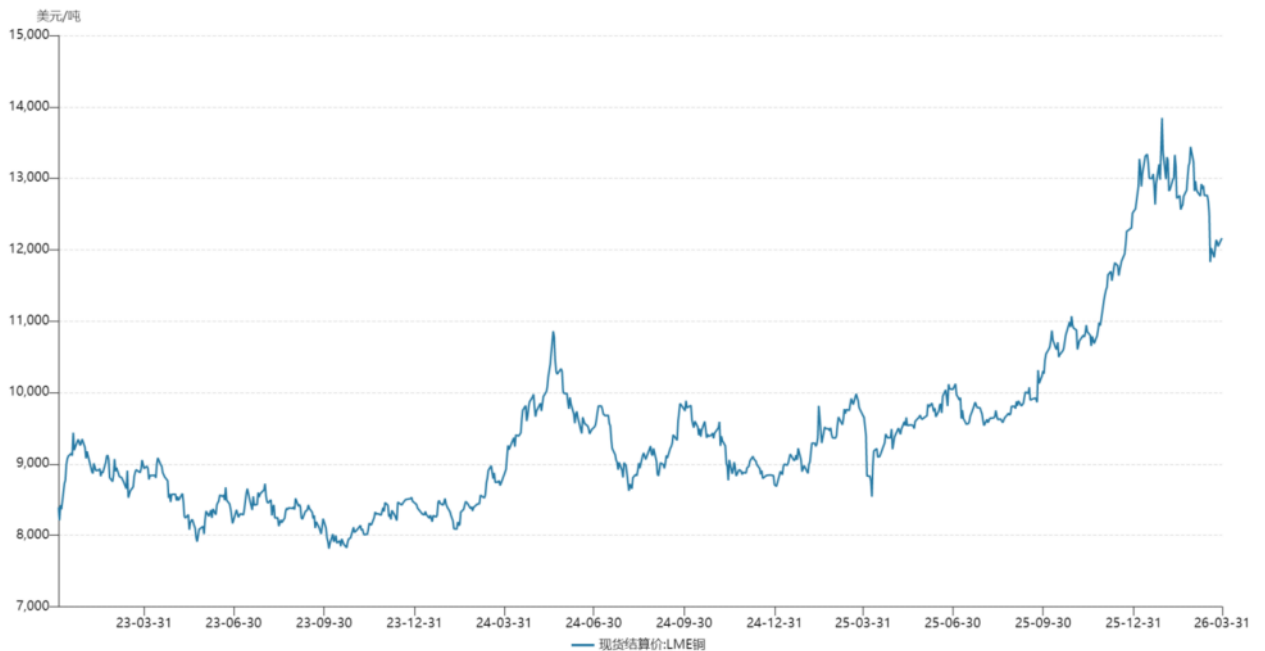
图 2 中国铜精矿现货粗炼费变化趋势



资料来源：Wind，联合资信整理

从市场价格表现来看，2025 年铜价整体呈现上半年先升后降再回升、下半年持续上涨的运行特征。12 月 29 日，LME 铜价盘中一度触及 12960 美元/吨，创历史新高；沪铜价格最高升至 102660 元/吨，亦为历史最高水平。2025 年末，国内电解铜现货价格突破 100000 元/吨。影响铜价上行的主要因素包括：铜原料端供应持续偏紧；受美国对铜加征关税预期影响，部分铜库存向美国转移，全球精铜供应出现结构性短缺；AI 等新兴产业发展对铜需求形成拉动，叠加远期需求预期增强，在美元信用走弱的背景下，避险资金流入贵金属及工业金属板块，对铜价产生上行影响。进入 2026 年，一季度铜价受需求走弱及流动性压力影响表现偏弱。2026 年 3 月，国内铜社会库存最高约为 60 万吨，为近五年高点；铜价自 1 月高点 105500 元/吨回落至约 92000 元/吨，最大回落幅度约为 12.8%。此后，伴随上述因素的逐步缓解，铜价自 4 月以来呈回升态势。

图 3 2023 年以来 LME 铜价走势



资料来源：Wind，联合资信整理

展望 2026 年，供应端受秘鲁等地缘政治风险、海外矿山生产扰动及成本抬升影响，铜价具备较强底部支撑；冶炼端因加工费持续深度倒挂，行业正主动推进产能调整。需求端在宽松流动性环境下获得支撑，AI 基建、新能源转型等领域带来新增量，但 AI 基建用铜实际需求存在不及预期的可能。综合来看，全球铜市场有望延续供需紧平衡格局。

## （二）铝

2025 年，铝产业链呈现上游原料宽松、中游氧化铝过剩、下游电解铝紧平衡的显著结构性分化格局。铝土矿供应充足、进口依赖度偏高；氧化铝产能集中释放，库存持续累积、价格大幅走弱；而电解铝受政策产能约束，供给刚性较强，新兴产业需求拉动消费，铝价全年重心抬升。展望 2026 年，铝土矿宽松格局延续，氧化铝过剩压力仍存、价格维持弱势，电解铝供需紧平衡进一步强化，价格中枢稳步上移，产业链将持续分化运行态势。

全球铝土矿资源主要分布在几内亚、澳大利亚、巴西等国家，下游氧化铝和电解铝产能则主要集中在中国。2025 年末，中国氧化铝与电解铝产能分别约占全球总产能的 50% 以上。

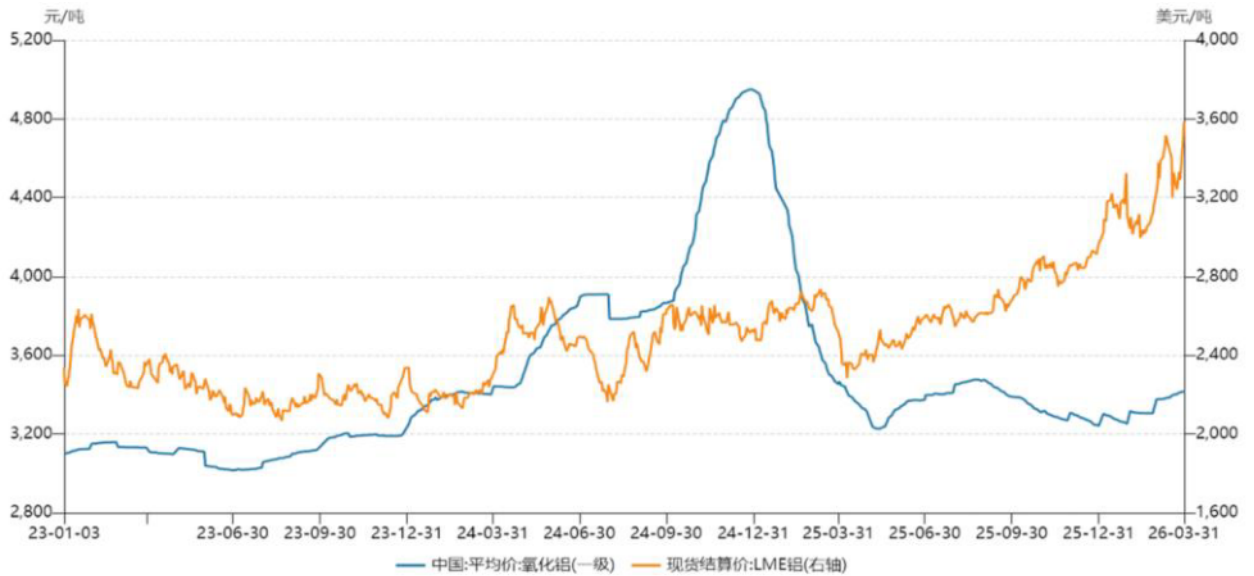
2025 年全球铝土矿供应整体宽松过剩，全年总产量约 4.51 亿吨，同比增长 2%，几内亚、澳大利亚为核心供给国，其中几内亚新增产量约 1600 万吨，叠加澳大利亚、印尼及非主流产地增量，总供应增量超 2500 万吨，显著高于氧化铝需求约 1160 万吨的增幅；中国作为全球最大消费国，2025 年铝土矿进口量超 2 亿吨、同比大幅增长 30%，对外依存度升至 77%，进口来源高度集中，几内亚占比约 74%、澳大利亚占比约 19%，合计超 93%。展望 2026 年，全球铝土矿供给将继续扩张，几内亚、塞拉利昂等国新增产量预计超 3500 万

吨，整体仍维持宽松格局，但若几内亚出口管控政策严格执行，供应过剩或转为紧平衡；中国进口规模预计保持高位，来源结构短期内难以明显优化，高对外依存度与集中依赖风险仍将持续。

2025 年国内氧化铝市场呈现产能井喷、供应大幅过剩、需求刚性偏弱的格局。全年国内氧化铝总产量达 9445 万吨、同比增长 9.4%，总产能突破 1.08 亿吨。开工率区域分化显著，广西（沿海）、内蒙古（能源成本低）等低成本产区开工率达 80%，晋豫鲁传统产区（本地铝土矿枯竭、能源与环保成本高）利用率不足 70%。需求端受电解铝产能天花板约束，全年氧化铝总消费约 9210 万吨，增速仅 1.8%；进出口由净进口转为净出口，全年进口 120 万吨、出口 255 万吨，净出口 135 万吨；社会库存从年初 302 万吨升至年末 467 万吨，行业过剩压力持续累积。展望 2026 年，国内氧化铝供强需弱、宽松过剩延续。供应端，广西、云南新增产能集中释放，全年新投约 900 万~1060 万吨，总产量有望达 1.04 亿吨、同比增 9.7%；叠加印尼低成本货源进口冲击（预计进口 500 万吨），总供给进一步扩张。需求端，电解铝产量增速约 1.5%，全年国内氧化铝过剩量约 200 万吨，高成本产能持续亏损、被动减产，价格维持低位运行，行业加速优胜劣汰与结构优化。

2025 年国内电解铝产能受 4500 万吨政策红线严格约束，行业产能增长近乎停滞，全年电解铝产量约 4420 万吨，同比小幅增长 1.8%，产能利用率维持高位，供给刚性特征显著。消费端呈现明显结构性分化，地产、建筑等传统领域用铝需求持续收缩，新能源汽车、光伏、电网储能等新兴领域用铝需求快速扩容，成为消费核心增量，叠加铝材出口补充，国内电解铝总消费稳步提升，市场整体维持紧平衡，社会库存常年运行于低位区间。展望 2026 年，国内电解铝以产能置换为主，新增投放规模有限，总产量增速预计维持 1.5% 左右，供给端缺乏弹性；需求端新兴产业用铝需求延续高增长态势，基建项目持续托底用铝需求，传统建筑用铝改善幅度偏弱，整体消费增速稳步上行，电解铝供需紧平衡格局进一步固化。

图 4 2023 年以来中国氧化铝和 LME 铝价格走势



资料来源：Wind，联合资信整理

从价格表现来看，2025 年氧化铝市场呈现明显波动，价格从年内高点回落至成本线附近。1 月至 5 月上旬，氧化铝价格由约 4500 元/吨区间跌至约 2700 元/吨区间。年初随着铝土矿供应紧张逐步缓解，国内氧化铝开工率回升，新增产能陆续落地，价格持续下跌。5 月上旬至 7 月下旬，受几内亚撤销部分企业采矿证、原料端出现干扰等因素影响，氧化铝价格从低位反弹至约 3500 元/吨区间。7 月下旬至 12 月，随着行业利润有所修复，企业开工率回升，社会库存持续上升并创出新高，氧化铝价格再度回落至年内低点。电解铝方面，2025 年电解铝价格重心总体有所抬升。1 月至 3 月中旬，沪铝价格从约 19600 元/吨区间最高上涨至约 21000 元/吨区间；3 月中旬至 4 月上旬，美国宣布“对等关税”后，市场不确定性增加，沪铝价格快速跌至约 19000 元/吨区间；4 月中旬至 12 月，中美达成协议暂缓加征高额关税，美联储于 9 月重启降息，铝价持续上行，达到近几年高点约 22400 元/吨区间。

展望 2026 年，氧化铝行业供应过剩压力持续压制价格，预计全年价格中枢较 2025 年进一步下移，整体偏弱震荡运行。上半年新增产能集中投放、库存高企，氧化铝价格易在低位运行；下半年亏损产能被动减产、原料端存在阶段性扰动，价格或小幅修复，但上行空间有限，整体围绕成本线波动。电解铝方面，在产能红线约束下供给刚性较强，新能源、电网等新兴需求持续发力，供需紧平衡格局延续，叠加宏观流动性宽松支撑，预计 2026 年铝价中枢稳步上移，整体表现显著强于氧化铝，年内预将呈现震荡偏强走势。

### （三）铅

2025 年全球及国内铅矿储量、产量同步收缩，铅精矿供给偏紧推动加工费大幅下行，进口矿加工费深陷负值，冶炼企业成本控制承压明显。消费端以铅酸蓄电池为核心刚需支撑，但轻型电动车领域锂电替代持续挤占铅酸电池需求，行业消费呈现结构性分化。价格

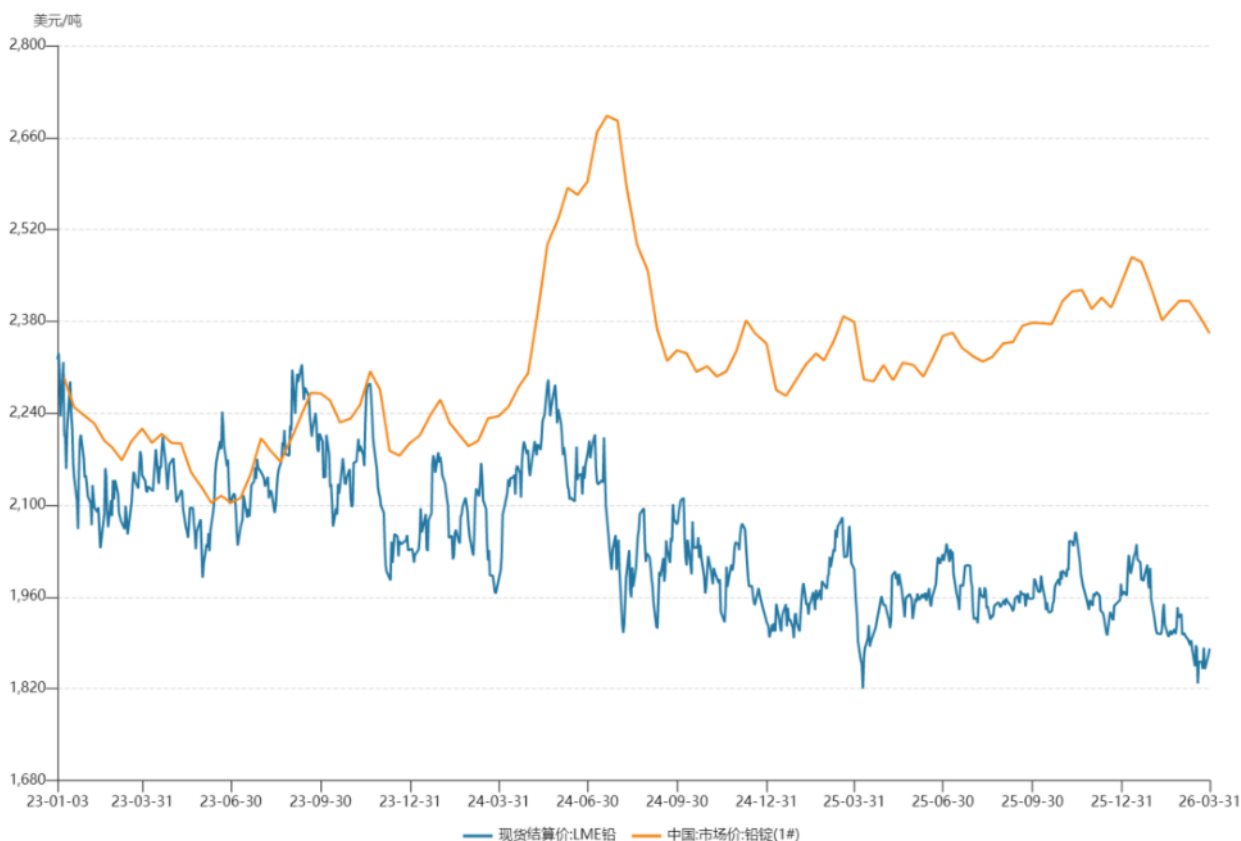
层面 2025 年国内铅价维持区间窄幅震荡，2026 年一季度先冲高后回落；展望 2026 年，铅精矿偏紧格局延续、加工费仍处低位，下游需求增速放缓，供需边际转弱下铅价或将延续区间震荡运行态势。

铅锭主要来源于原生铅和再生铅两个渠道。原生铅通过火法冶炼铅精矿制得，再生铅则通过回收废旧铅材进行冶炼。全球铅精矿资源主要分布在澳大利亚、中国、秘鲁、俄罗斯等国家。根据美国地质调查局（USGS）数据，2025 年全球铅矿总储量约为 9500 万吨，同比下降 1.04%。其中，澳大利亚 3400 万吨、中国 2200 万吨，合计占据全球近 60% 的储量。2025 年，全球铅矿产量同比下降 2.17% 至 450 万吨，中国为全球最大的铅生产国，产量约 190 万吨，占全球的 42.22%，同比下降 2.06%，与全球趋势同步收缩。

加工费方面，根据中国有色金属工业协会及上海有色网（SMM）2025 年全年数据，国内铅精矿（Pb50）平均加工费约 450 元/金属吨，同比 2024 年下降 30%~35%；进口铅精矿加工费全年均值约 -100~-120 美元/干吨，长期处于深度负值区间。原料端供应持续紧张，冶炼企业原料获取难度及盈利空间均受到明显挤压。

铅酸蓄电池是中国精铅初级消费中最主要的产品，其次为铅合金和铅材。2025 年，中国铅消费量保持增长。其中，铅酸蓄电池在传统应用领域的需求保持相对稳定，但是锂电池在轻型电动车渗透率提升（2024 年达 20%），对部分铅酸电池需求有一定挤压。

图 5 2023 年以来铅价走势



从价格来看，2025 年国内铅价呈窄幅震荡走势，全年均价在 16850~17300 元/吨区间，较 2024 年全年均价 17176 元/吨略有下移。2025 年上半年价格相对偏强，下半年走势稳中偏弱，供需关系较为紧缩，对价格上涨空间形成抑制。2026 年 1-3 月，铅价呈现“先稳—冲高—回落”的走势。年初受补库预期冲高至 17650 元/吨，随后因春节淡季影响回落，3 月份延续偏弱运行，主流价格在 16500~16750 元/吨区间。

展望 2026 年，铅精矿供应仍将维持偏紧格局，全球增量有限、国内矿山复产缓慢，进口矿加工费大概率持续深度负值、国内 TC 低位震荡，冶炼端原料约束依旧显著。下游需求呈结构性分化：铅酸蓄电池在汽车启动、储能等领域保有刚需，但电动自行车领域受锂电替代与政策退坡影响小幅走弱，整体消费增速放缓。供需格局由紧转小幅过剩，铅价缺乏支撑。

#### （四）锌

**2025 年，全球锌矿供应进入增长阶段，锌行业下游传统领域平稳，新能源领域高增长，LME 锌年均价较上年同期震荡上行。2026 年，锌价中枢预计维持在较高区间，且价格波动幅度可能有所加大。**

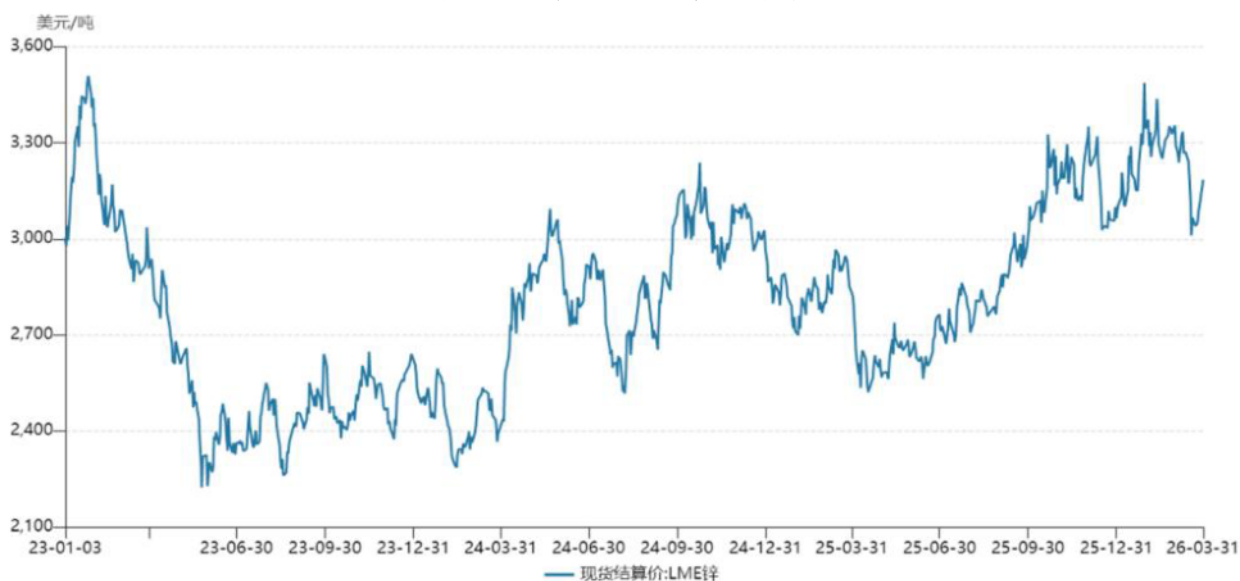
根据美国地质调查局（USGS）数据，全球锌储量主要集中在澳大利亚和中国等地，锌全球总储量 24000 万吨，澳大利亚以 6400 万吨占全球 26.67%，位列第一，中国锌矿储量约 6000 万吨，占全球的 25.00%，位列第二。2025 年，全球锌矿供应进入增长周期，2025 年全球锌矿产量同比增长 9.24%至 1300 万吨，主要得益于海外矿山扰动因素缓解、新增及复产产能集中释放，叠加下游基建、汽车行业复苏带动镀锌需求回暖，前期供给缺口得到有效修复，中国作为全球最大的锌生产国，产量 410 万吨，同比增长 2.50%，产能稳步释放支撑全球矿产量增长。

需求方面，目前锌主要应用于国内的基础设施、建筑、交通工具、耐用品消费、机械等领域，占比分别为 33.0%、23.0%、15.0%、14.0%、6.0%。具体从应用情况来看，房地产仍然是主要拖累。汽车领域，据中国汽车工业协会数据，2025 年我国汽车产销量均突破 3400 万辆，新能源汽车产销量均超 1600 万辆，国内新车销量占比突破 50%，带动锌合金与电池连接件需求，单车耗锌约 30~40kg。同时，我国家电出口韧性强，2025 年镀锌板出口约 1400 万吨，贡献耗锌增量约 4 万吨，但内需偏弱。而新能源成锌行业核心增长引擎。2025 年，中国光伏新增装机容量为 3.17 亿千瓦（即 317GW），较上年增长 14%，带动耗锌近 100 万吨。并且风电塔筒、法兰镀锌需求随风电装机增长而提升。另外，锌离子电池试点扩大，2026 年储能用锌需求或破 10 万吨。

从价格来看，与 2024 年相比，2025 年锌价运行中枢显著上移，2025 年 LME 锌现货结算价整体呈震荡上行态势，年初价格在 2700 美元/吨左右，年末攀升至 3300 美元/吨以

上，期间虽有小幅回调，但整体趋势向上。从供给端看，全球锌矿产能释放低于预期，部分产区受环保政策、矿山品位下降等因素影响，产量增长乏力；同时冶炼环节受能源成本上升、环保标准趋严制约，开工率有所回落，市场供给偏紧。从需求端看，新能源产业对锌的需求持续增长，镀锌钢材在建筑、汽车领域的应用保持稳定，叠加全球经济复苏背景下，工业生产活动回暖，带动锌消费回升。

图 6 2023 年以来 LME 锌价走势情况



展望 2026 年，全球锌矿供应预计延续增长态势，但实际兑现情况仍存在不确定性，可能面临一定的过剩压力。中东地缘政治风险以及海外冶炼厂减产风险可能对锌价形成一定支撑。整体来看，锌价中枢预计维持在较高区间，且价格波动幅度可能有所加大。

## （五）黄金

2025 年，黄金市场行情表现较为强劲，伦敦现货黄金全年涨幅创下近数十年来的最高纪录，年末收盘价处于历史相对高位。2026 年初，金价在涨至阶段性高点后出现较为明显的回调，市场多空分歧有所扩大。考虑到潜在的经济不确定性，黄金作为避险资产的地位有望进一步凸显。

根据世界黄金协会数据，2025 年全球黄金总需求达 5002 吨，创历史新高。全球央行净购金 863 吨，成为黄金需求的重要支撑。黄金 ETF 全年净增 801 吨，金条和金币需求达 1374 吨（价值 1540 亿美元）；尽管金饰需求因高价同比下降 18%，但其消费金额仍同比增长 18%至 1720 亿美元。供给方面，全球金矿供应量同比增长有限，回收金量有所增加。

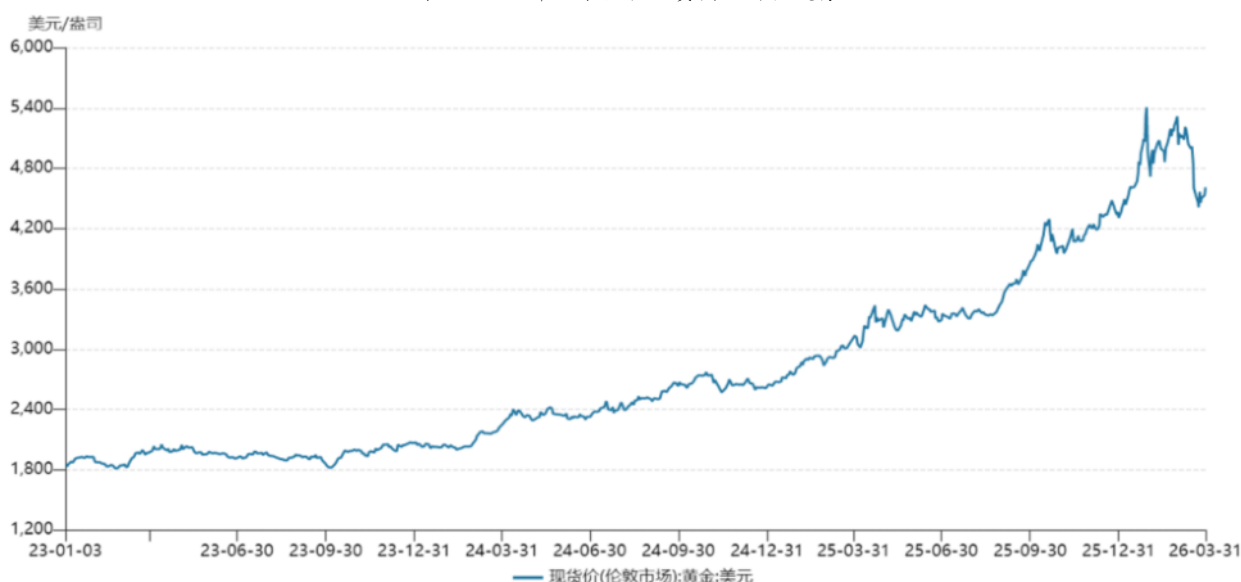
根据中国黄金协会统计数据，2025 年中国原料黄金产量 381.339 吨，同比增长 1.09%，继续保持平稳增长。同期，进口原料产金 170.681 吨，同比增加 13.817 吨，同比增长 8.81%。

国内原料和进口原料共计生产黄金 552.020 吨，同比增加 17.914 吨，同比增长 3.35%。受高价抑制，中国黄金消费量同比下降 3.57%，其中黄金首饰消费同比下降 31.61%，但金条及金币消费同比增长 35.14%，工业及其他用金需求保持稳定。中国人民银行 2025 年继续增持黄金，截至 2025 年底，中国黄金储备达到 2306.32 吨。

作为资源类行业，黄金矿产资源保有量在很大程度上决定了黄金企业的发展空间和核心竞争力。中国金矿资源主要分布于山东、云南、江西等地区，集中于大型黄金企业。黄金矿山经过长期的开采，大部分矿山出现矿石品位下降，部分矿山出现资源枯竭、资源接替困难的情况，境内有限的矿产资源逐步成为黄金行业发展的瓶颈；同时，新建矿山普遍存在开采难度大的问题，使矿产开发对企业科技及装备水平的依赖性日益增强；另外，伴随能源、物流及人工成本上涨，黄金综合生产成本不断上升，而企业海外矿产布局又需直面地缘政治波动带来的经营不确定性。

因黄金兼备商品属性与金融属性，现阶段黄金需求主要分为全球央行购金、商品制造消费以及市场投资需求。2025 年，随着全球降息预期增强、美国关税政策升级、地缘政治扰动加剧，黄金避险投资需求明显增加。从价格来看，2025 年黄金市场涨幅较大，伦敦现货黄金全年大幅上涨，年末收于 4307.95 美元/盎司，为 1979 年以来最大年涨幅。进入 2026 年初，受结构性买盘的推动，金价冲高至 5405.00 美元/盎司，随着美以伊冲突升温，通胀预期增强，美联储进一步降息空间被压制，金价震荡回调，2 月以来伦敦现货黄金价格在区间内宽幅震荡。

图 7 2023 年以来伦敦现货黄金价格走势



资料来源：Wind，联合资信整理

展望 2026 年，全球经济复苏动力相对偏弱，地缘政治冲突短期内预计仍将持续。美联储降息预期以及全球“去美元化”进程的推进，可能使黄金的避险属性继续受到关注，2026

年金价或仍有上行空间。需关注的是，随着美国关税政策及全球政经局势的演变，投资需求的变化可能引发金价波动幅度加大。

## （六）稀土

中国是全球稀土资源储量最大的国家。2025年，在稀土开采冶炼配额严格管控、出口管制政策落地实施，叠加下游需求支撑共同作用下，多数稀土产品价格整体震荡上行。展望2026年，稀土出口监管维持从严态势，年度开采及冶炼分离配额扩容节奏或有所放缓，供给端偏紧格局有望延续，仍对稀土价格形成支撑；同时，人形机器人、低空经济等新兴产业快速发展，将持续拉动永磁材料增量需求，为稀土消费开辟新的增长空间。

稀土是不可再生的重要战略资源，是改造传统产业、发展新兴产业及国防科技工业的关键元素。根据美国地质调查局（USGS）数据，中国稀土资源储量居世界第一，约为4400万吨，约占全球储量的49%。

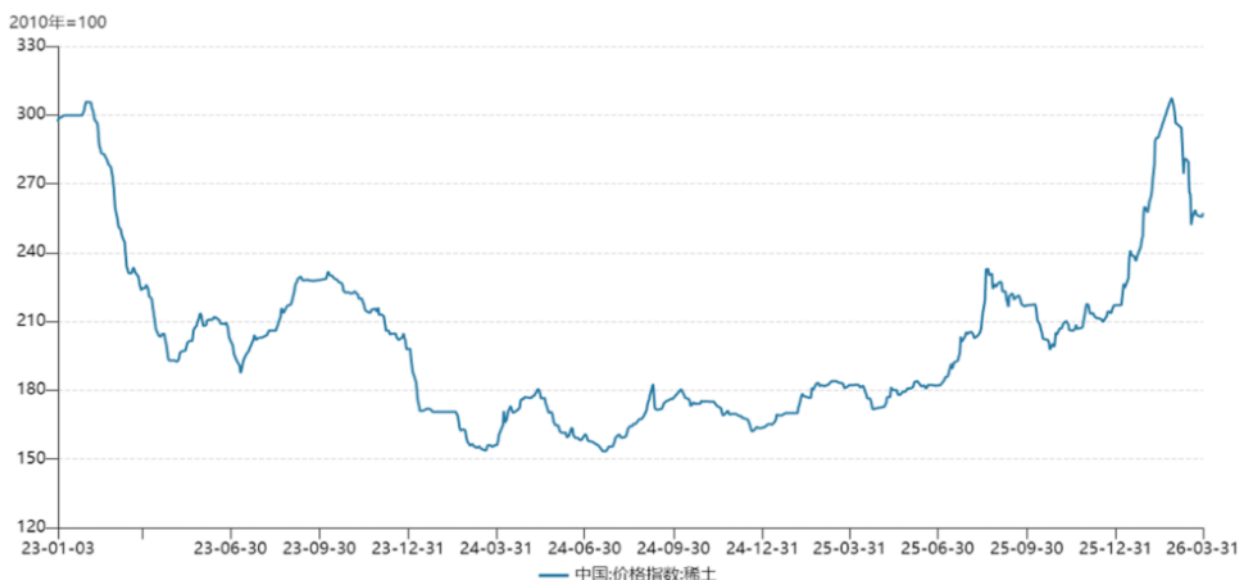
不同稀土资源类型在地理分布上差异较为明显，中国稀土资源整体呈现“南重北轻”的特点。北方以白云鄂博矿为代表，主要生产轻稀土，其储量超过全国的80%。南方矿点则比较分散，主要为分布于江西、广东、福建、湖南、广西等南方省区的离子型稀土矿，以重稀土为主，其储量占中国重稀土资源的90%。中国已形成内蒙古包头、四川凉山（轻稀土）和以江西赣州为代表的南方五省（中重稀土）三大生产基地，具有完整的采选、冶炼、分离技术以及装备制造、材料加工和应用工业体系，可生产400多个品种、1000多个规格的稀土产品。产业格局方面，中国稀土产业已形成由中国稀土集团、中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司、厦门钨业股份有限公司（以下简称“厦门钨业”）三大稀土集团为主导，以北方轻稀土和南方中重稀土为地域资源分布的集约化发展新阶段和新格局。2023年，厦门钨业与中国稀土集团成立中稀厦钨（福建）稀土矿业有限公司、中稀金龙（长汀）稀土有限公司两家合资公司，在福建稀土矿业开发、冶炼分离、深加工等领域实现深度合作；2024年，广晟集团将广东省稀土产业集团有限公司100%股权无偿划转至中国稀土集团，稀土行业集中度和资源优化配置能力进一步提升。

由于稀土资源的过快开采和消耗，中国对于国内稀土开采与分离进行严格的额度控制。2025年7月，《稀土开采和稀土冶炼分离总量调控管理暂行办法》施行以加强中国稀土管控，稀土开采与出口等各环节的总量控制趋严。2024年，工信部与自然资源部下达稀土开采总量和冶炼分离总量控制指标分别为270000吨和254000吨，较2023年指标分别增加15000吨和10150吨，增幅分别为5.88%和4.16%，2025年起，稀土总量控制指标已不再由官方公开披露，仅内部下发至企业；据业内信息，2025年首批开采指标同比有所下调，全年指标及供给影响仍待进一步明确。

从供给端看，国内受开采总量控制，环保安检等持续收紧，中小矿持续出清；需求端，

新能源革命带动磁材需求增长。在政策推动与市场需求增长的共同作用下，2025 年多数稀土价格整体上涨，稀土价格指数年均值为 194.0 点，年内高低点相差约 35.8%，市场波动较为剧烈。

图 8 2023 年以来稀土价格指数走势



资料来源：Wind，联合资信整理

从细分品种来看，2025 年轻稀土价格经历高位回落后再度反弹，中重稀土价格则呈现先抑后扬的走势。自 2025 年第四季度以来，稀土市场走势进一步分化：轻稀土受稀土精矿成本上调、下游需求预期增长以及出口管制趋严等因素支撑，在高位震荡后再度企稳上行；中重稀土则因海外高价抑制需求，叠加获利盘集中了结，整体价格表现承压。进入 2026 年，随着供需格局逐步变化以及出口管制措施的实施，稀土产品价格进一步上升。

2025 年 4 月 4 日起，我国正式对钐、钇、铽、镝等中重稀土相关物项实施出口管制；在此基础上，2026 年 1 月 6 日进一步出台政策，加强对日本两用物项出口管制，重点禁止军事用户、军工用途及清单内企业（如三菱造船、川崎重工等）采购。据行业估算，2025 年中国稀土磁材出口量约 5.96 万吨，同比增长 2%；其中 7-12 月出口 3.55 万吨，同比增长 16%，显著高于上半年，显示出口管制常态化后，海外新能源、风电等领域对中国稀土磁材的刚性需求仍具韧性，美国、欧洲等主要市场在许可框架下成为主要增量来源。

展望 2026 年及以后，国内稀土供给侧配额增速预计将继续放缓，需求端人形机器人、低空经济等领域可能成为稀土需求的新增长点，稀土行业供需格局有望进一步调整。受新能源汽车、节能电机、风力发电等领域增长带动，预计未来高性能钕铁硼磁材需求量或将具有较大的增长空间。

## （七）镍

中国红土镍矿资源相对匮乏，长期依赖海外进口。2025年，全球镍产业仍呈供给过剩格局，市场过剩规模在2025年至2026年间预计有所波动，但整体维持过剩态势，镍价呈现低位震荡格局。印尼政策边际收紧成为影响镍市场的重要变量，后续需密切关注相关政策落地进展。

镍具备优良的耐腐蚀、耐高温、防锈及强韧性，是不锈钢、合金钢与高性能合金的关键原料，约70%镍消费集中于不锈钢领域，广泛用于建筑、家电、化工装备与工业制造；在电池领域，镍是高镍三元锂电池（NCM/NCA）的核心正极材料，支撑新能源汽车与储能产业发展，传统镍氢、镍镉电池应用则逐步缩减。据世界金属统计局（WBMS）发布的2025年全年数据，全球精炼镍产量380.71万吨、消费量351.68万吨，供应过剩29.03万吨，2025年镍市场仍处供应过剩格局，但过剩量较2024年（约35万吨）有所收窄，不锈钢需求偏弱、新能源电池用镍增长不及供给扩张是主因。

中国为全球不锈钢生产大国，红土镍矿冶炼的高镍铁是不锈钢生产的主要原料之一，国内镍矿资源较为匮乏且多为硫化矿，每年需进口大量镍砂矿及精矿以满足国内需求。2025年，中国镍矿进口总量为4226.32万吨，同比增加416.73万吨，增幅10.94%，其中，自菲律宾进口总量3655.54万吨，同比增加202.41万吨，增幅5.86%，菲律宾仍是中国镍矿最主要的进口来源国。

从价格来看，2025年LME镍价整体低位震荡，LME镍均价低于2024年均价。具体来看，2025年初，印尼、菲律宾正值雨季，镍矿开采和运输受阻，以及镍矿价格走高，冶炼厂成本上行，镍价震荡上行；2025年4月，美国宣布对等关税后，镍价迅速大幅下跌，随后市场恐慌情绪平复，镍价从低点反弹，但由于市场供应过剩压力仍较为明显，且需求端疲软，镍价持续承压，呈现缓慢下跌趋势；12月，受印尼计划2026年起大幅削减镍矿RKAB生产配额的消息，LME镍价出现强势反弹。2026年，LME镍价加速冲高并回落，在印尼表态镍价维稳的支撑下呈现震荡态势。截至2026年3月底，LME镍现货结算价报收16860美元/吨。

图9 2023年以来LME镍价走势



资料来源：Wind，联合资信整理

展望 2026 年，镍价或延续震荡运行态势，需关注印尼政策执行及下游需求复苏节奏。2026 年 3 月，印度尼西亚将 2026 年镍矿开采配额削减至约 2.1 亿吨，较 2025 年目标下降超过四成，这一政策变动可能会对全球镍供给格局产生一定影响。

## （八）钴

中国钴市场需求较为旺盛，高度依赖进口以满足国内消费。2025 年，全球最大钴生产国刚果（金）实施出口禁令，其后转为严格的配额管理制度，这一政策变化根本性扭转了市场持续多年的供应过剩格局，钴价全年涨幅超过一倍。展望 2026 年，钴价中枢有望进一步上移。

钴是重要的战略物资，其矿产资源多分布于刚果（金）、澳大利亚、印度尼西亚等地。根据美国地质调查局数据，2025 年全球钴矿产量约 31 万吨，同比增长 6.9%；其中刚果（金）仍是全球最大钴矿生产国，产量约 23 万吨，占全球总产量的 74.2%。印度尼西亚快速崛起为第二大生产国，2025 年产量占比提升至 14.2%。刚果（金）具有地缘政治不稳定、资源民族主义政策（如矿业税上调、出口管制）频发等特点，具有较大的单一供应风险。

中国钴资源匮乏，钴矿品位较低，钴矿产量在全球范围内占比低，但中国是全球最大的精炼钴生产国，2025 年精炼钴全球产量占比约为 70%~80%。作为钴消费大国，中国国内钴产量无法满足境内需求，主要依靠从刚果（金）进口。根据公开数据，2025 年，中国钴矿砂及其精矿进口量为 130.212 吨，同比下降 85.25%，主要系主要钴矿生产国刚果（金）实施钴原料出口禁令所致。

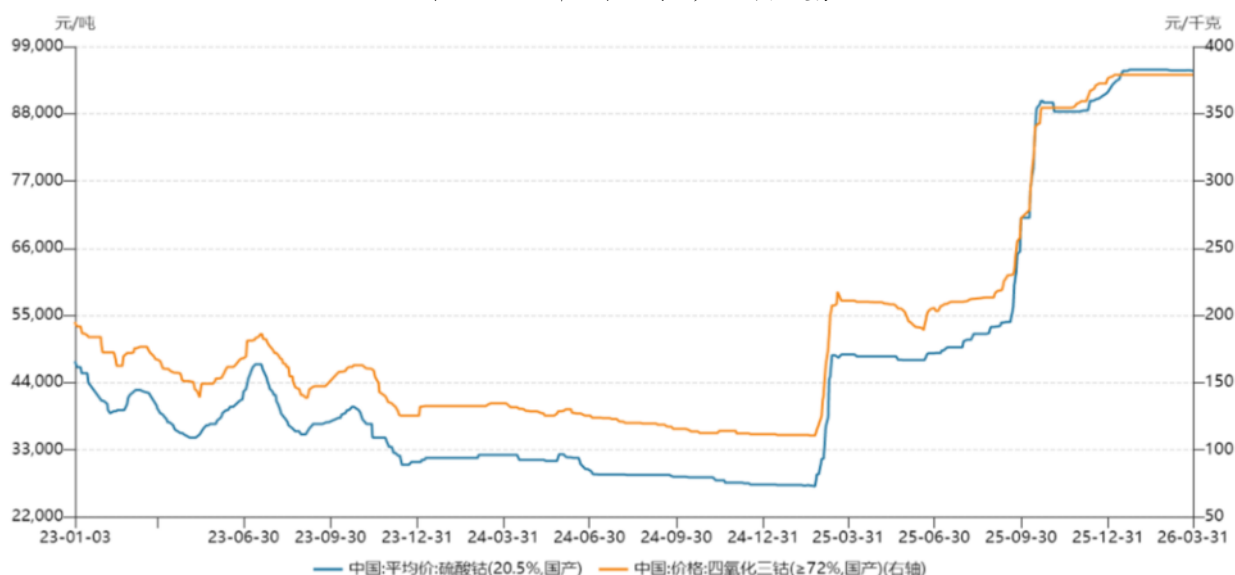
消费方面，钴需求主要集中在消费电池及动力电池领域，如消费电池正极材料 LCO 及

动力电池三元正极材料。消费电子如智能手机、可穿戴设备、平板电脑、PC 等下游行业规模巨大，其使用的消费电子对钴盐的需求形成一定支撑，但近年来受到中国消费需求增幅放缓、存储芯片价格大幅上涨的影响，笔记本电脑等终端产品出货量下降。动力电池应用方面，根据 SNE Research 统计，2025 年全球动力电池装车总量达 1,187GWh，同比增长 31.7%。其中，动力锂电池中三元锂因为含钴而有着更高的能量密度，受到市场的高度认可，带动其正极材料的需求上升，刺激钴盐需求，但磷酸铁锂凭借成本优势在入门级和中端市场快速渗透，在中低端市场应用中，对三元电池的市场空间有一定挤压作用。未来，全球范围内纯电动汽车仍有望保持增长，随着国内纯电动汽车的普及，高端动力电池的市场规模预计仍将增长。

2025 年 2 月 24 日，刚果（金）政府宣布暂停钴出口 4 个月，以调节全球市场供应。6 月 21 日，由于市场上钴库存量持续处于较高水平，刚果（金）将此禁令延长 3 个月（至 9 月 22 日）。10 月 12 日，刚果（金）公布了钴出口配额明细：2025 年剩余时间钴出口配额为 1.81 万吨；2026 年、2027 年各出口 9.66 万吨，相当于刚果（金）2024 年矿山产量的 44%。这一系列政策使全球钴市场从长期供应过剩转为供应紧缩。至 2025 年底，钴价大幅上涨，库存下降，市场恢复供需紧平衡状态。

从价格来看，2025 年初刚果（金）出口禁令实施后，国产四氧化三钴（ $\geq 72\%$ ）和国产硫酸钴（ $\geq 20.5\%$ ）价格均出现明显上涨，全年钴价上涨超过一倍。进入 2026 年，随着刚果（金）宣布继续延长钴出口禁令 3 个月，钴价进一步上升。

图 10 2023 年以来主要钴产品价格走势



资料来源：Wind，联合资信整理

展望 2026 年，刚果（金）钴出口配额制度持续收紧（年度配额仅 9.66 万吨，较 2024 年供应量缩减超 55%），全球钴的供需格局可能发生转变，钴价中枢或继续上移。但需关注

的是，钴价大幅上涨后，下游三元电池材料领域可能加速“去钴化”技术替代，对钴的长期需求形成一定制约。

## （九）锂

锂金属已成为全球重要的工业金属之一。全球锂资源储量丰富，但中国锂资源仍以进口为主。2025年，中国锂矿储量取得重大突破，锂资源进口依赖程度有望降低。同年，碳酸锂价格全年呈先抑后扬走势，上半年受前期产能集中释放拖累，价格在低位区间震荡运行；下半年随着国内锂资源供给端整顿深化，叠加储能与动力电池需求回暖，供需格局由过剩转向紧平衡，锂价出现明显回升。展望2026年，市场供需关系趋于紧平衡，价格中枢较2025年有望上移。

全球锂资源丰富且分布广泛，主要以卤水型矿床和硬岩型矿床的形式存在。近年来，锂在动力电池和储能电池领域的应用日益增多，推动了全球对锂资源的勘探和开发，锂矿储量和资源量均不断增加。根据美国地质调查局（USGS）数据，截至2025年底，全球锂金属资源量总计约1.5亿吨，折合约8.0亿吨LCE，同比增长30.4%；锂金属储量3,700万吨，折合约2.0亿吨LCE，同比增长23.3%。全球锂资源主要分布于智利、澳大利亚和阿根廷等国家。2025年1月8日，自然资源部中国地质调查局宣布，中国锂矿找矿取得一系列重大突破，在西昆仑-松潘-甘孜发现了长达2800千米世界级锂辉石型锂成矿带，累计探明650余万吨，资源潜力超3000万吨。自此，中国锂矿储量的全球占比从2024年底的6%上升至16.5%，从世界第六跃至第二，开始重塑全球锂资源格局。由于中国盐湖杂质含量较高、锂离子浓度偏低，提锂加工难度大，加之中国硬岩锂矿储量较小，2025年中国锂资源仍高度依赖进口。根据中国有色金属工业协会锂业分会数据，2025年，中国进口锂精矿约775.1万吨，同比增长约39.4%，主要来源于澳大利亚及部分非洲国家。

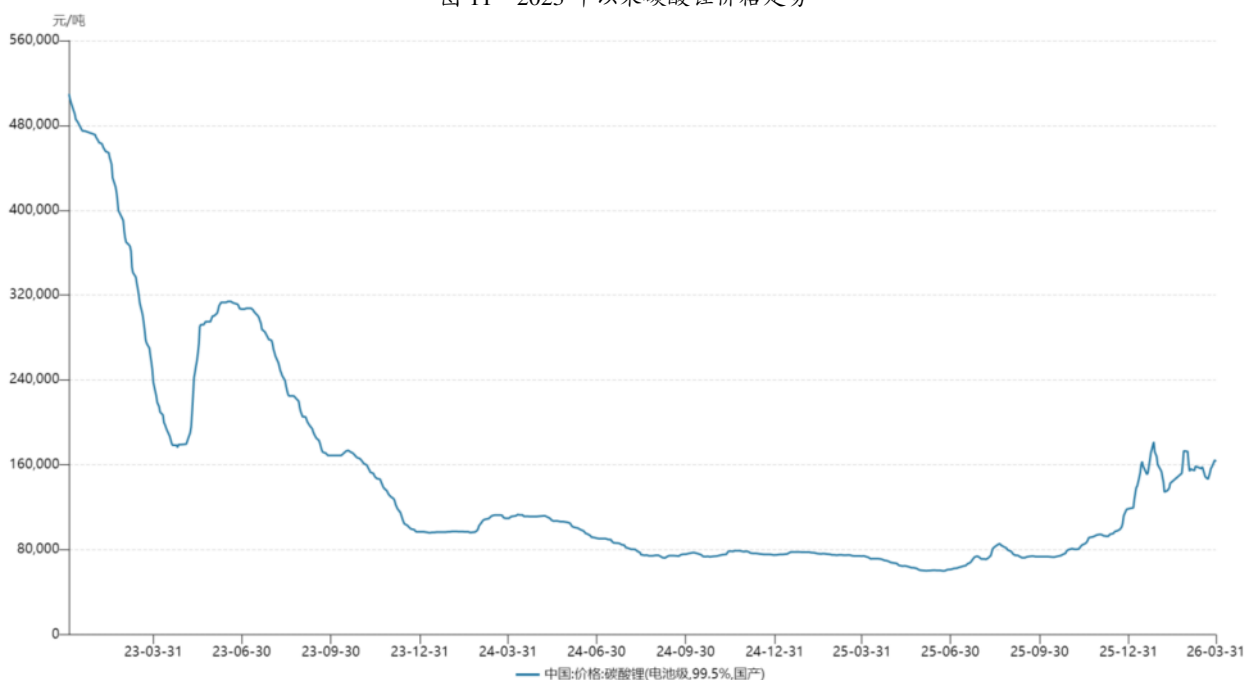
锂资源可通过初步提取后，经过多次加工成为电池级碳酸锂、电池级氢氧化锂等锂盐产品，进而用于制作锂电池等产品。因此，下游锂需求主要为新能源汽车动力电池和储能电池等。近年来，锂金属已迈入全球重要工业金属之列。中国新能源汽车近年来进入加速发展期，2025年中国新能源汽车市场保持高速增长，全年产量达1662.6万辆（中国汽车工业协会数据），同比增长29%。光伏和风力发电的高速发展亦推动了储能行业的发展进程，进而带动锂电池需求的快速增长。根据高工产研储能研究所（GGII）统计，2025年全球储能锂电池出货量为630GWh，同比增长85%。

碳酸锂方面，2025年，中国碳酸锂产能达到178万吨，产量为97.6万吨，同比增长39.3%，较2024年70万吨的增长幅度进一步扩大。产量增速从2024年的35.35%提升至39.3%，主要得益于盐湖提锂项目放量、锂辉石端产能扩张以及部分原生产氢氧化锂的产线灵活转向生产碳酸锂。氢氧化锂方面，中国已成为全球氢氧化锂的最大生产国和出口国，

但 2025 年中国氢氧化锂产量为 35.6 万吨，同比下降 13.9%，与此前连续增长的态势形成反转，主要受海外需求走弱，关税政策具有不确定性及海外新能源汽车消费增速放缓、影响高镍三元电池出海节奏。

从价格来看，2025 年初起碳酸锂价格持续处于低位，2025 年下半年，受下游补库需求增强，以旧换新补贴持续刺激，电池级碳酸锂价格冲高回落。2025 年第四季度，部分锂盐厂因成本倒挂再度停产，供应端收缩，社会库存持续去化，碳酸锂价格最终超过前期高点。电池级碳酸锂价格从 2025 年 12 月初的 9.44 万元/吨低点上涨，至 2026 年 1 月下旬达到 18.16 万元/吨，涨幅约为 95%，上游供应偏紧的影响已传导至现货市场。

图 11 2023 年以来碳酸锂价格走势



资料来源: Wind, 联合资信整理

展望 2026 年，锂行业供给增速放缓，受海外矿山增量有限、国内环保及资源管控约束，新增产能释放偏谨慎；需求由新能源汽车与储能双轮驱动，叠加新兴产业边际拉动，整体需求保持较快增长。行业供需由过剩转向紧平衡、库存偏低，锂盐价格中枢有望震荡上移；同时需留意钠离子电池替代、低锂化技术进步及新增产能超预期投放，对价格形成一定压制。

### 三、行业关注

#### 1. 中国矿产资源禀赋不足，资源获取难度加大

中国有色金属矿产资源禀赋总体偏弱，对外依存度高，资源获取难度持续加大。

矿产资源是经济社会发展的重要物质基础，在全球能源转型过程中具有关键作用。从

整体来看，中国有色金属资源分布不均衡、保障程度差异显著：稀土、钨、钼等优势资源储量相对充足，而铜、铝、镍、钴、锡、铅、锌等大宗及关键金属资源保障程度较低，属于紧缺范畴。2025年，国内锂矿资源勘查取得突破，储量有所增长，锂资源自给率小幅提升；但铜、铝、镍、钴等核心矿产对海外进口的依赖程度依然较高，供应链稳定性面临挑战。

对于有色金属矿采选业企业而言，核心竞争力直接取决于矿产储量规模与矿石品位水平。在全球优质矿石资源日益稀缺、地缘政治博弈加剧的背景下，企业需通过自主地质勘查、海外资源并购及产业链协同等方式持续扩充资源储备，夯实发展基础。战略性关键矿产的供应安全问题已成为大国博弈的核心领域，这一趋势对有色金属企业的资源掌控能力、全球布局能力和风险应对能力提出了更高要求。

## 2. 全球矿业成本高企，对企业 ESG 提出更高要求

有色金属行业是碳排放的重要来源之一。“双碳”目标的推进要求企业开展技术设备的升级改造，部分高能耗、高排放企业的生产经营及产能扩张面临更多政策约束，转型升级过程也推动有色金属企业的用能成本及去碳成本有所上升。近年来，受能源及大宗商品价格上涨、低品位矿山占比提高、技术熟练工人短缺、通胀压力外溢、矿业税上升等因素影响，全球矿业企业运营成本持续高企。此外，有色金属企业在海外项目中还面临社区与社会关系、气候变化、生产安全等与 ESG 相关的风险。

## 3. 有色金属价格存在诸多影响因素，波动无法避免

有色金属行业产品价格随宏观经济形势变化而波动。金属价格受到全球经济与贸易格局、国际供需关系、货币与金融政策、低碳转型进程以及下游产业需求等多种因素共同影响。2025年，美国关税政策调整、美联储降息周期启动、中东地缘政治局势变化等因素均对有色金属价格产生了影响。有色金属企业的经营业绩与产品价格波动之间存在显著关联。若产品价格出现大幅波动，企业运营可能面临一定压力。在此背景下，企业需关注关键矿种资源储备的提升，并审慎、适时地运用金融衍生工具进行风险管理。

## 4. 冶炼企业存在持续经营压力

中国多数大宗有色金属矿产自给率较低，在矿产资源定价方面影响力有限。国内企业业务主要集中于冶炼及加工环节。有色金属冶炼业务处于产业链中端，其利润主要来源于市场加工费与企业实际加工费之间的差价。当加工费处于相对较低水平时，冶炼环节企业的盈利空间受到压缩。2025年，铜精矿加工费降至负值，2026年长单加工费基准降至0美元/吨，铜冶炼企业因此面临较大经营压力。冶炼企业需关注加工费变动趋势，合理控制原材料库存，并提升副产品回收利用水平，以降低加工费偏低对经营带来的影响。



## 联系人

投资人服务 010-85172818-8088 [investorservice@lhratings.com](mailto:investorservice@lhratings.com)

## 免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。