

兴业证券资源品相关投资机遇会议纪要

2025 年 10 月 23 日 星期四

兴证期货 · 研究咨询部

有色金属研究团队

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

李艳婷

从业资格编号: F03146166

投资咨询编号: Z0022609

联系人

李艳婷

liyanting@xzfutures.com

内容提要

2025 年 10 月 16 日，兴业证券经济与金融研究院相关团队特邀相关产业与政策专家、相关上市公司、主流投资机构共同探讨“十五五”规划及相关投资机会。本次会议就宏观形势、策略分析、基本金属、小金属和贵金属等近期备受瞩目的议题展开分析。多位专家从历史比较和产业视角解读了当前市场环境下的挑战与机遇。

报告目录

一、会议基本信息	3
二、【策略】“健康牛”：无惧波动，重在结构	4
三、【金属】各国关键矿产清单与资源之争	5
四、刚果(金)钴出口配额对未来价格的影响	6
五、铜矿干扰超预期，冶炼遇难题，需求稳向上促铜价	6

图表目录

图表 1. 会议议程	3
------------------	---

一、会议基本信息

2025年10月16日，兴业证券经济与金融研究院相关团队特邀相关产业与政策专家、相关上市公司、主流投资机构共同探讨“十五五”规划及相关投资机会。本次会议就宏观形势、策略分析、基本金属、小金属和贵金属等近期备受瞩目的议题展开分析。

图表 1. 会议议程

13:15-13:35	● 【宏观】秩序重构，再上新阶 岳小博 兴业证券宏观联席首席
13:35-14:35	● 宏观经济形势分析与“十五五”展望 上海财经大学教授 专家简介：博士生导师；上海国际金融中心研究院资本市场首席研究员；在《经济学季刊》《管理世界》等期刊发表学术论文四十余篇，出版多本专著。曾主持完成国家社科重点以及财政部、发改委、中国人民银行、上海市等委托的课题研究，研究成果多次获得国家主要领导和省部级领导的批示。
14:35-14:55	● 【策略】“健康牛”：无惧波动，重在结构 张倩婷 兴业证券策略联席首席
14:55-15:15	● 【金属】各国关键矿产清单与资源之争 李怡然 兴业证券金属首席
15:15-16:15	● 【钴专家】刚果（金）钴出口配额对未来价格的影响 王 总 上海千钴实业总经理
16:15-17:15	● 【铜专家】铜矿干扰超预期，冶炼遇难题，需求稳向上促铜价 耿志瑶 SMM铜事业部高级分析师

数据来源：兴业证券，兴证期货研究咨询部

二、【策略】“健康牛”：无惧波动，重在结构

兴业证券策略联席首席张倩婷女士对 A 股市场的历史行情复盘和当下行情的发展进行了分析。主要内容如下：

复盘过往中美关税冲击下的历史行情：回顾 2019 年 4 月与 2025 年 4 月两次关税摩擦突发升级阶段，与本轮类似，此前均经历一轮上涨，而在摩擦升温期，反制品种、红利防御品种与内需板块均韧性较强；但随着关税冲突缓和，除出口链迎来修复外，市场也均回归交易此前主线，即 2019 年回归到核心资产主线，2025 年回归到新兴产业主线。2025 年 4 月，市场自 2024 年 9 月开启上涨，至 2025 年 4 月美国对等关税实施前，TMT 及机器人、消费补贴产业主题类板块表现占优，随着 4 月对等关税超预期落地，农业、军工等反制品种、红利品种和内需消费板块表现相对较好，而随着关税冲突缓和，出口链与新兴产业主线表现占优，市场陆续修复且回归主线交易。

关税冲击方面，十月份的冲击力比 4 月的要明显小一些。一方面，市场情绪比四月份更强一些，前期经历了一轮普涨行情，市场对熊市的担忧情绪减弱了不少，且四月份关税冲击虽然导致节后市场快速的大幅下跌，但是市场很快修复，强化了交易者的信心。另一方面，居民储蓄向股市转移的现象也对股市起到一定的支撑作用。再者，国家对于资本市场的呵护态度始终未变，必要时将再度托底，市场具备较强底线思维。4 月市场动荡中，国内各方积极应对，以中央汇金为代表的“国家队”出手维稳，监管层、官媒集中表态呵护，多家央国企、上市公司也公告并实施了增持、回购，成为市场信心快速修复的重要支撑。

但也需要关注到两个风险，一是当前市场估值较年初已经上升一个台阶。一方面，从 PE 的分位数在中值以上的行业的数量来看，2019 年和今年 4 月份的时候大概为十一二个行业，但是目前预计有 20 多个行业。另一方面，从估值最高的 20%和估值最低的 20%的股票占比情况来看，现在两头的占比偏高，中间的占比偏少。**二是部分板块杠杆资金分布增加。**截至 10 月 10 日，两融余额已突破 2.4 万亿元，占 A 股流通市值比例为 2.56%。4 月两融余额 1.78 万亿元，占 A 股流通市值比例为 2.33%。与 4 月相比，部分行业的杠杆资金占比也更高，包括社服、家电、汽车、通信、医药等，如遇显著回调，融资资金可能率先撤出。

整体来看，美国当前的经济和政治处境更加无法承受关税再升级带来的后果。中期选举临近、就业数据恶化、联合盟友等反制筹码耗尽，美国当前的经济和政治处境已然不同于 4 月对等关税时期，更加无法承受关税再升级带来的后果。此次摩擦升级仍是谈判过程中积累筹码的手段，最终实质性落地的可能性较小。特朗普将关税生效日期设定为 10 月底 APEC 峰会之后，

因此 11 月 1 日之前大概率仍会选择与中国谈判，达成阶段性共识。

2025 年，虽然股市受到阶段性的冲击，但是整体还是属于“健康牛”的行情，后续还是继续关注结构性行情。

三、【金属】各国关键矿产清单与资源之争

兴业证券金属首席李怡然先生对当前备受瞩目的铜、稀土、黄金等矿产资源的行业逻辑和发展空间进行了分析。主要内容如下：

铜：美国近几年开始陆续将重要金属纳入关键矿产清单和关税政策调整范围，铜也被纳入其中。全球开始进入争夺上游资源的白热化竞争，美国表现的尤其明显，这两年，美国开始进入非洲市场，尤其是开始介入刚果金市场，而刚果金是我国企业重点布局铜矿的产地之一。如果大国开始聚焦争夺矿石资源，且在中美博弈的过程中，资源型小国开始从中寻求两头获利，可能造成资源的结构性紧张，推涨资源定价，铜未来仍有发展空间。

稀土：供应端，中国实行总量控制原则不变，缅甸和美国等易受政治风波和地区局势影响，因此全球稀土供给释放存在一定不确定性。需求端，受益于新能源汽车、风电和机器人、欧洲军工补库需求的增长，稀土供需或将处于紧平衡状态。建议未来关注拥有稀土矿端资源的企业和拥有成熟产线的企业。

黄金：2023 年以来，黄金的货币属性不断抬升，在市场认知转换与增量加持下，带来潜在的投资机会。宏观叙事视角下，美国周期深度金融化的隐忧与去美元化为黄金的货币属性的表达打开空间；风险偏好角度，关注美国“对等关税”对实体经济萎缩与美股市场 EPS 下修带来的长尾风险，美国劳动力市场的边际走弱或将引发经济衰退预期的增强；利率端，从美联储资产负债表观察，美国金融市场流动性或将面临考验，美联储降息与 QE 释放流动性概率增加，或带动美国长端利率的下降，黄金同时受到机会成本下降与流动性增加的溢价。需求端：贸易结算多元化与长端美债减持影响下，央行或将持续增持黄金，在美联储降息周期内，实物黄金 ETF 的流入存在较大增长空间，此外，年内关注《巴塞尔协议III》实施带来实物黄金需求的增加，或将导致现货市场流动性短缺，同时纸黄金市场供给的减少也将减轻黄金价格上涨的阻碍。

四、刚果(金)钴出口配额对未来价格的影响

上海千钴实业的总经理（王总）对刚果（金）钴出口配额对钴行业未来发展的影响进行了分析与展望。主要内容如下：

钴产业基本情况。2024 年全球钴总产量约 28.16 万金属吨，从分国别来看，刚果(金)钴产量约 21.99 万金属吨，占比约 78%；印尼钴产量约 3.1 万吨，占比 11%。目前 98%的钴是作为大铜矿和镍矿的副产品开采的，以铜钴伴生为主(60%)、镍钴伴生为辅（38%），而原生钴矿占比仅 2%。刚果(金)铜钴主要分布于南部的加丹加地区，包含一系列超大矿床；印尼红土镍矿产能提振，随着 HPAL 新项目的落地，将带动钴副产品产量持续增长。

未来刚果金钴出口配额政策影响较大。刚果金最新出台对中国的钴出口配额相对严格，主要针对矿山企业和政府平台，资源向头部集中，且冶炼厂没有直接配额，钴原料供应压力加大。且前期钴已经停止出口一段时间，目前国内已经出现原料短缺的压力，而刚果金出口运输至中国预计需要 90-110 天左右，即使现在发运，也要到元旦左右到港，国内目前原料短缺已经逐渐显现，后续一段时间压力可能持续凸显。

五、铜矿干扰超预期，冶炼遇难题，需求稳向上促铜价

SMM 铜事业部高级分析师耿志瑶女士从供应和需求角度对铜当前的供需逻辑进行了分析，并对未来的市场发展进行了展望。主要内容如下：

矿端压力加大，2026 年度的长单加工费不容乐观。矿的产量预计会继续下调，因为今年的矿端的扰动过多，甚至有些影响是超预期的，比如印尼的格拉斯伯格铜矿。基于矿端的扰动增多，矿端产出压力加大，目前部分大型的贸易商在伦敦开会，探讨下一年度的长单定价。据悉，Codelco 上调 2026 年欧洲的电解铜长单溢价为 325 美元/吨，创下有史以来最高纪录。2024 年和 2025 年 Codelco 对欧洲电解铜长单溢价均为 234 美元/吨。SMM 预计 2026 年的铜精矿供需平衡预计会恶化至近-40 万金属吨，2026 年冶炼厂长单加工费或将从 2025 年的 21.25 美元/干吨降至-20 美元/干吨，冶炼厂进入巨幅亏损模式，进一步影响全球冶炼厂的产量。目前日本、韩国等国家精炼铜产量已有下滑风险，未来看中国冶炼厂如何应对。

废铜供应压力加大。一方面，政策压力或使得国内废铜成本大幅上升。去年，公平竞争审查条例尚未严格执行，今年又下发了 770 号文，涉及招商引资规范相关内容。一般商品基本上是征收 13%的增值税，但是对于废铜来说，目前并不是按 13%的税率征收，实际税率可能只有 5%-6%左右的票点。但是去年反向开票之后，部分厂商已经增加了 1%左右的票点，如果后续执行 770

号文，购买废铜的厂商或将面临 13% 的增值税成本，这意味着，相较前期，多增加了将近百分之六的税率，成本大幅抬升，因此，政策的隐形压力随时可能影响废铜的正常生产和销售。另一方面，今年我国从美国进口废铜的量显著下降。上半年，因 COMEX 溢价过高，很多的废铜厂商转为用 LME 去结算，且因为今年的关税问题，我国从美国进口废铜的量也在持续下滑，部分转口到日本、马来西亚或者泰国，再进口到中国来。

下游刚需采购对高铜价的接受力度有所提升。2023 年底以来，铜价经历了三轮大幅上涨行情，均上涨至历史性高位区间，但是前两次的上涨过程中，下游刚需采购对高铜价的抵抗情绪相对较浓，但此次铜价上涨至 85000 元/吨左右时，下游仍然维持正常的刚需采购，相较于之前，下游对于价格的接受度有所提高，也印证了当前铜基本面的修复。

终端消费仍有核心驱动。SMM 预计，2025 第四季度，为对冲美国关税冲击，保全年 GDP 增长目标实现，国内基建投资增速可能突破 8%。2025 年，铜需求预计实现 4.79% 增速，作为“十四五”规划收官之年，电力行业成为拉动需求的核心驱动力，国家电网计划投资 6500 亿元冲刺年度目标，叠加 2025 年光伏行业集中投产，双重利好下，电力行业用铜量预计达 817.4 万吨，同比增加 37.2 万吨。与此同时，交通运输行业用铜需求同步增长，预计全年用铜量达 276.2 万吨，同比增加 29.6 万吨。该行业增长核心源于电动汽车渗透率继续增加，且纯电动车对增程式电动车的替代加速，直接推动电动车领域用铜量再度爆发。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。