仅供内部参考，请勿外传

策略专题研究

报告日期：2026 年 08 月 31 日

工业有色金属：供需重塑，战略资源新定价

中证工业有色金属主题指数投资价值分析

分析师：廖静池
执业证书号：S1230524070005
liaojingchi@stocke.com.cn

分析师：王大霁
执业证书号：S1230524060002
wangdaji@stocke.com.cn

分析师：倪赓
执业证书号：S1230526070008
nigeng@stocke.com.cn

相关报告

1 《九月：大盘价值与小盘成长共舞》 2026.08.30

2 《增量资金势能几何？——九类资金画像》 2026.08.29

3 《“退一”测出市场支撑，排除短线干扰、中线仍看反弹》 2026.08.29

- **中证工业有色金属主题指数（H11059.CSI）聚焦铜、铝、铅锌、稀土、钨钼、钛等工业有色金属，按过去一年日均总市值选取 30 只样本。指数以铜铝龙头构成权重底仓，稀土、钨钼、锡等管控品种提供供给弹性，能够较为集中地反映工业金属价格上涨和资源再定价在权益市场的映射。**
- **宏观层面，供给收缩与需求扩张并存，工业金属价格中枢具备支撑。**主要资源国持续通过出口限制、税费调整和产量配额等方式强化资源控制，关键金属资源的高度集中进一步放大了政策影响。需求端，数据中心、电网投资和新能源构成较为确定的现实增量，人形机器人、储能和低空经济等新兴产业打开远期空间。铜矿资本开支不足、国内电解铝产能接近政策上限，叠加战略金属出口管制升级，工业金属供需格局整体趋紧。
- **市场层面，交易拥挤与海外利率上行共同强化均衡配置诉求。**2026 年二季度基金 TMT 持仓占比升至 61.69%，A 股成交额前 5%个股的成交占比达 49.83%，均处历史高位；同期 10 年期美债收益率由年内低点 3.97%升至 4.70%，高估值资产同时面临筹码集中和贴现率上升约束。有色板块处于机构集中持仓的科技主线外，铜铝等品种又具备相对独立的产业景气逻辑，可作为组合再平衡候选方向。
- **指数层面，工业有色指数的工业金属属性较为纯粹。**指数铜铝合计权重 54.9%，稀土、钨钼、锡等管控品种合计权重 28.7%，均居同类指数首位，贵金属权重仅 7.0%。“铜铝构成底仓，小金属提供弹性”的结构，使指数既能承接主要工业金属涨价带来的盈利改善，也对战略资源供给政策保持较高敏感度。
- **指数盈利与风险收益表现同样居于同类前列。**指数 ROE 由 2024 年的 14.78%升至 2025 年的 17.07%，2026 年一致预期进一步升至 23.31%；当前 PB-LF 为 3.47 倍，处于近一年 52.0%分位，年初的估值压力已较充分消化。自“9·24”行情启动以来，指数累计上涨 122.0%，区间最大回撤 34.8%，Calmar 比率 1.49，在保持较高收益弹性的同时，回撤控制优于其他主流有色指数。
- **归因复盘显示，指数净值主要锚定铜铝价格，相对收益则受到海外实际利率的显著影响。**指数与铜、铝的 250 日滚动相关系数近一年升至 0.64 和 0.61；2016 年以来，在 10 年期美债实际利率下行月份中，指数相对沪深 300 的平均月度超额收益为 2.88%，明显好于实际利率上行阶段。当前实际利率仍处本轮周期高位，对指数相对表现形成一定约束；后续实际利率回落，将是观察相对收益修复的重要信号。
- **中银中证工业有色金属主题 ETF（560870）是中银基金旗下跟踪中证工业有色金属主题指数的场内基金，于 2026 年 5 月 25 日在上海证券交易所上市。**基金投资于标的指数成份股和备选成份股的资产比例不低于基金资产净值的 90%，且不低于非现金基金资产的 80%；管理费率为 0.15%/年，托管费率为 0.05%/年。**中银中证工业有色金属主题 ETF（A 类:028734/C 类:028735）是中银基金旗下跟踪中证工业有色金属主题指数的场外基金，于 2026 年 8 月 31 日发行。**基金投资于目标 ETF 的资产比例不低于基金资产净值的 90%；管理费率为 0.15%/年，托管费率为 0.05%/年。
- **风险提示：**全球经济及制造业需求不及预期；海外货币政策超预期收紧；矿产供给恢复快于预期；出口管制及产业政策变化；新兴产业需求兑现不及预期；工业金属价格大幅波动；指数及 ETF 产品的流动性、跟踪误差与集中度风险。

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

1 宏观角度：供需两端共同重塑工业金属定价 5
1.1 供给端：资源国政策收紧，关键金属加速再定价 5
1.2 需求端：现实需求与远景需求接续扩张 7
1.3 价格端：铜铝供需格局清晰，战略金属定价逻辑强化 8
1.3.1 铜：资本开支不足，显性库存显著回落 8
1.3.2 铝：产能接近政策上限，成本改善释放盈利弹性 9
1.3.3 战略金属：出口管制升级，稀缺性溢价强化 9
2 市场角度：拥挤与利率形成双重约束，均衡配置诉求上升 10
3 指数角度：工业有色指数——铜铝为底仓，管控品种提供弹性 11
3.1 亮点一：中大盘成分为主，铜铝底仓夯实指数基础 12
3.2 亮点二：管控品种权重居同类首位，供给政策强化稀缺性溢价 13
3.3 亮点三：盈利持续领跑同类，估值回归中性区间 14
3.4 亮点四：“9·24”以来收益弹性居前，回撤控制优于同类 15
4 指数归因复盘：净值锚定铜铝价格，实际利率影响超额收益 16
4.1 历史复盘：供给政策与全球流动性交替主导 16
4.2 价格锚：净值锚定铜铝，相关性稳定且近年趋于增强 17
4.3 宏观变量：实际利率与超额收益负相关，加息预期扰动尚未出清 18
5 产品信息：中银中证工业有色金属主题 ETF（560870）、联接 A/C（028734/028735） 19
5.1 产品：聚焦工业金属主题，锚定铜铝底仓与管控品种弹性 19
5.2 中银基金：老牌公募基金公司，综合投资能力稳健 21
6 风险提示 22

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1: 铜全球储备格局（千吨）.....6
图 2: 铝全球储备格局（千吨）.....6
图 3: 锌全球储备格局（千吨）.....6
图 4: 钼全球储备格局（千公吨）.....6
图 5: 锡全球储备格局（吨）.....6
图 6: 钴全球储备格局（公吨）.....6
图 7: 钨全球储备格局（吨）.....7
图 8: 稀土全球储备格局（公吨）.....7
图 9: 拟合金属价格指数走势.....8
图 10: 全球三大交易所铜 2026 年 4 月以来显性库存回落，现货铜价走强.....8
图 11: 铜精矿 TC 持续深度转负.....9
图 12: 铜矿资本开支长期低迷，产量增速承压.....9
图 13: 电解铝运行产能逼近政策产能上限（单位：万吨/年）.....9
图 14: 成本让利推动电解铝吨净利走阔.....9
图 15: 管制升级驱动相关金属价格中枢抬升（稀土/钼铁/锡/钨归一化价格）.....10
图 16: 全部 A 股前 5%成交额占比创历史新高.....11
图 17: TMT 行业配置比例突破 60%.....11
图 18: 10 年期与 2 年期美债收益率年内持续上行.....11
图 19: 铜铝价格中枢自 2024 年以来持续抬升.....11
图 20: 工业有色市值结构显著偏中大盘，无 300 亿元以下成分股.....13
图 21: 铜铝与小金属权重居同类首位，贵金属敞口最低.....13
图 22: 出口许可证管理目录品种权重合计居同类首位.....14
图 23: 稀土、钨钼、锡三项权重逐一居同类之首.....14
图 24: ROE 连续三年居同类之首，2026 年一致预期升至 23.3%.....15
图 25: 行业承压期，指数营收增速逆势居同类首位.....15
图 26: 四只有色指数 PB-LF 走势高度同步.....15
图 27: 近 1 年 PB-LF 滚动分位数收敛于 50%附近.....15
图 28: 相对收益六个阶段由供给政策与全球流动性交替主导（2016 年初=1）.....17
图 29: 指数与铜铝价格波峰波谷基本同步（2016 年初=100）.....18
图 30: 指数与铜铝滚动相关系数近一年升至高位.....18
图 31: 10 年期美债实际利率下行阶段对应指数相对收益走强.....19
图 32: 9 月 FOMC 的加息定价冲高后回落至 28%.....19

仅供内部参考，请勿外传

表 1: 全球主要资源国矿业政策收紧梳理 5
表 2: 现实需求场景 7
表 3: 远景需求场景 7
表 4: 去年以来中国稀土、钨、钼、锡等战略金属出口政策收紧 10
表 5: 中证工业有色金属主题指数指数编制规则 12
表 6: 四只有色金属主流指数编制规则对比 12
表 7: 924 以来工业有色指数与同类指数风险收益特征对比 16
表 8: 中银中证工业有色金属主题 ETF 基金基本信息 19
表 9: 中银中证工业有色金属主题 ETF 联接基金基本信息 20

仅供内部参考，请勿外传

1 宏观角度：供需两端共同重塑工业金属定价

1.1 供给端：资源国政策收紧，关键金属加速再定价

今年以来，主要资源国的矿业政策明显收紧，政策影响集中于全球供给的上游环节。从政策类型看，大体可归纳为四类：**一是暂停或禁止出口**，刚果（金）暂停钴出口并禁止铜精矿、钴精矿出口，纳米比亚禁止未加工稀土等矿石出口；**二是提高关税与权利金**，几内亚将铝土矿出口关税由 5.5%上调至 10%，刚果（金）将稀土、钨等纳入战略矿产清单，并将权利金由 3.5%上调至 10%；**三是收紧配额与产量**，印尼将 2026 年镍矿 RKAB 配额较 2025 年削减约 30%，几内亚拟对铝土矿出口设置上限；**四是强化国有持股**，莫桑比克新《矿业法》规定政府最低持股比例为 15%。相关政策持续压缩全球可交易供给，并抬高资源获取成本。

表1： 全球主要资源国矿业政策收紧梳理

国家	影响金属	时点	政策要点
刚果（金）	钴	2025 年	2025 年 2 月起**暂停钴出口**,累计约 8 个月，10 月 16 日**解除禁令转年度配额制**：2025 年余期 1.81 万吨，2026/2027 年各 9.66 万吨，约为该国 2024 年产量的一半。
	铜、钴	2026 年 6 月	矿业部长和对外贸易部长签署政府命令，禁止铜精矿、钴精矿**出口**；对矿业副产品**开征新税**（计税估值系数设定为 55%）；战略情况下经批可获最长一年豁免。
	稀土、钨等	2026 年 6 月	将锂、钽、铌、钨、铀、稀土六类纳入**国家战略矿产清单**，**权利金上调**：使用费率由常规 3.5%升至 10%。
几内亚	铝土矿	2025 年	2025 年 5 月撤销 51 个矿权证；12 月**出口关税**由 5.5%上调至 10%
		2026 年	拟**出口限量**，仍未实施：2026 年上限拟设 1.5 亿吨，并要求 50%货量由国有船队承运
印尼	镍	2025 年 10 月	镍矿 RKAB **审批周期收紧**：由三年期改为年度审批，已申请的 2026 年配额作废、须重新提交。
		2026 年初	**生产配额削减**：2026 年 RKAB 配额定为 2.6–2.7 亿吨，较 2025 年的 3.79 亿吨削减约 30%
加纳	铝土矿、锰等	2026 年 2 月	加纳将锰矿、铝土矿、铁矿石纳入**出口管控**，计划 2030 年全面**停止未加工矿石出口**
莫桑比克	多矿种	2026 年 5 月	新《矿业法》规定政府最低持股 15%
纳米比亚	钴、稀土等	2026 年 5 月	**禁止未加工**的锂、钴、锰、铁、石墨、稀土**出口**

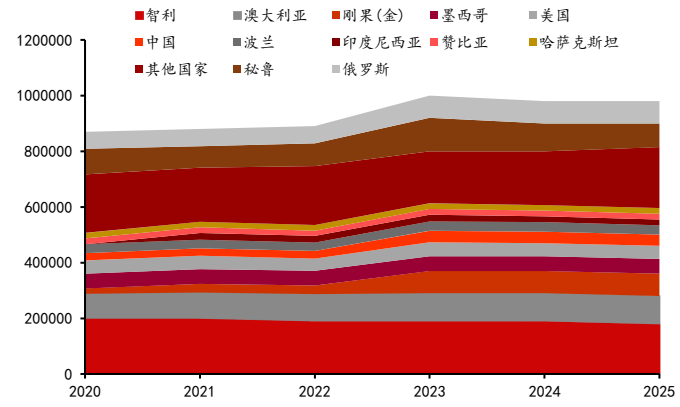
资料来源：商务部，证券时报网，观察者网，界面新闻，钛媒体，浙商证券研究所

资源国政策能够显著影响全球供给，根源在于关键金属的资源分布高度集中。全球铜储量主要集中于智利、澳大利亚、刚果（金）等国，中国占比约 4.2%；全球约 50%的钴储量集中于刚果（金），几内亚铝土矿储量占全球约 25.5%。资源集中度较高，使单一国家的出口、税收或配额政策更容易通过贸易链条传导至全球价格。

稀土、钨、钼、锡、钴等金属难以替代，并广泛应用于高端制造、国防军工和新能源产业，是典型的战略金属。我国在不同品种上的资源禀赋差异较大：稀土、钨、钼储量分别占全球约 51.8%、53.2%和 45.9%，具备一定供给主导权；铜、钴储量占比仅约 4.2%和 1.3%，对外依存度较高，资源安全的重要性进一步上升。

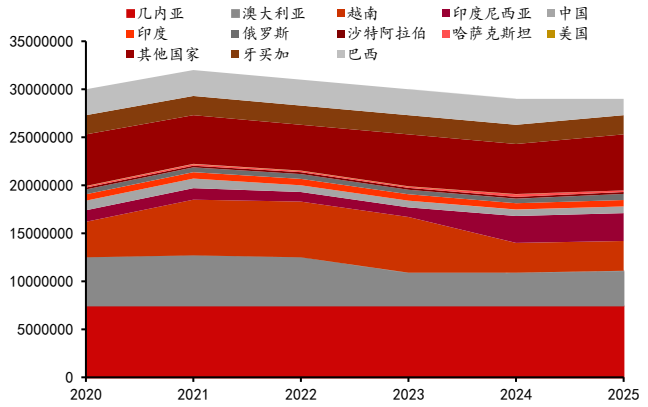
仅供内部参考，请勿外传

图1： 铜全球储备格局（千吨）



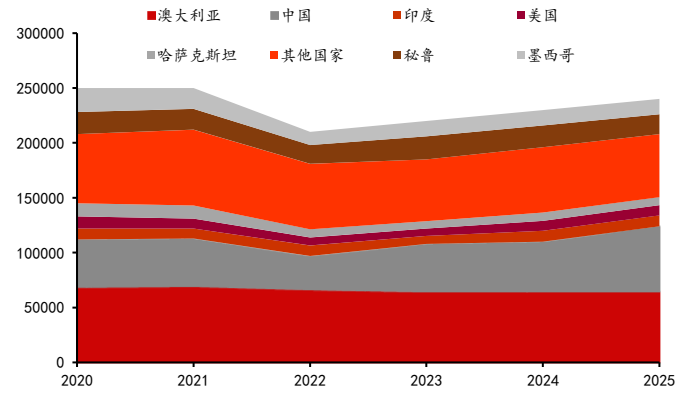
资料来源：wind，USGS，浙商证券研究所

图2： 铝全球储备格局（千吨）



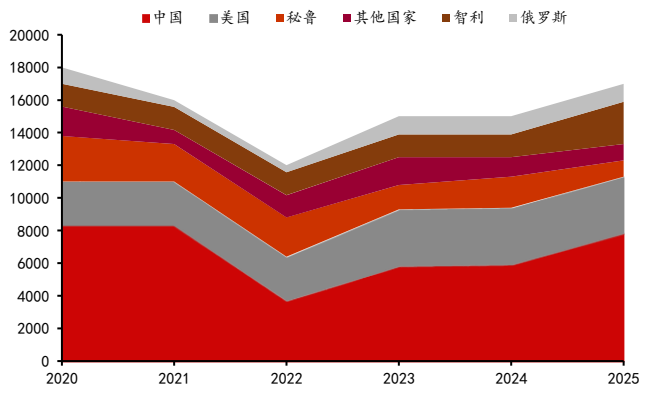
资料来源：wind，USGS，浙商证券研究所

图3： 锌全球储备格局（千吨）



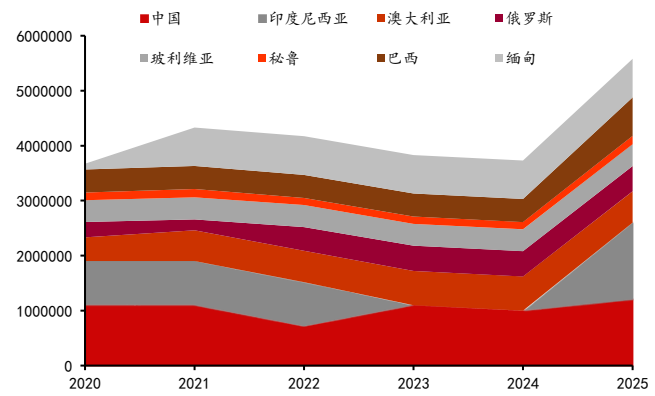
资料来源：wind，USGS，浙商证券研究所

图4： 钼全球储备格局（千公吨）



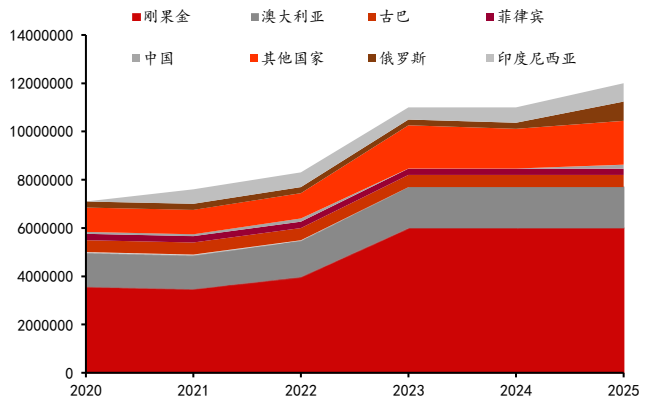
资料来源：wind，USGS，浙商证券研究所

图5： 锡全球储备格局（吨）



资料来源：wind，USGS，浙商证券研究所

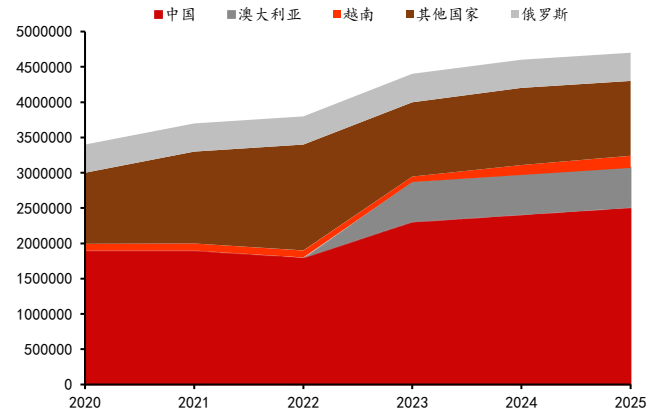
图6： 钴全球储备格局（公吨）



资料来源：wind，USGS，浙商证券研究所

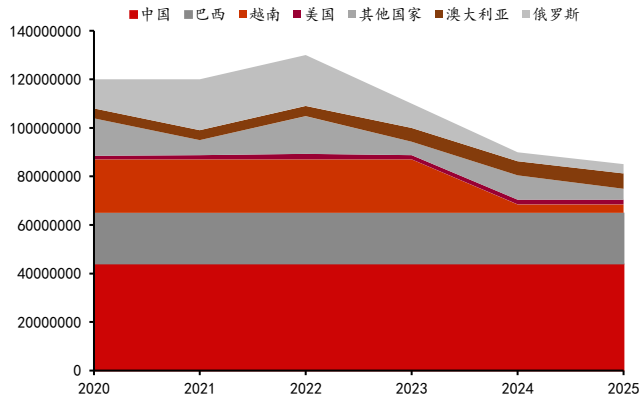
仅供内部参考，请勿外传

图7： 钨全球储备格局（吨）



资料来源：wind，USGS，浙商证券研究所

图8： 稀土全球储备格局（公吨）



资料来源：wind，USGS，浙商证券研究所

1.2 需求端：现实需求与远景需求接续扩张

当前较为确定的现实需求以铜、铝为核心，主要来自 AI 基础设施、电网投资与能源转型。据 IEA 等机构测算，数据中心用铜量有望由 2025 年的 110 万吨增至 2040 年的 250 万吨；电网用铜、铝合计需求预计由 2020 年的 1400 万吨增至 2030 年的 1900 万吨、2040 年的 2700 万吨。数据中心、电网、光伏风电和新能源汽车等场景已进入持续投入阶段，构成工业金属需求中确定性相对较强的部分。

表2： 现实需求场景

场景	对应金属	需求
AI 数据中心	铜	数据中心用铜从 2025 年 110 万吨增至 2040 年 250 万吨；
电网投资	铜、铝	电网用铜铝合计从 2020 年 14Mt 增至 2030 年 19Mt、2040 年 27Mt
光伏风电	铜	可再生能源（包括风能和太阳能）用铜强度为化石能源的 2.5–7 倍
新能源车	铜、铝	单车用铜约 53kg（燃油车 2.4 倍）；单车用铝 2030 年达 256kg；EV 用铜 2030 年达 280 万吨

资料来源：IEA，S&P Global，Fastmarkets，浙商证券研究所

远景需求主要来自人形机器人、储能、低空经济和超导等新兴场景。人形机器人主要拉动稀土永磁材料需求，储能与能源转型对应铜、铝，低空经济对应铝、钛，超导技术则涉及钛、钨等金属。相关场景当前需求体量仍然有限，但随着技术成熟和产业化推进，有望进一步拓展工业金属的需求边界。

表3： 远景需求场景

场景	对应金属	需求
人形机器人	稀土（镨钕）	预测 2040 年全球 100 亿台人形机器人，NdFeB 磁体的年需求将达当前全球年产量的 186 倍，全球磁铁产能扩张 93 倍
储能	铜、铝	全球电池储能 2030 年达 1200GW（较今增 14 倍），拉动铜（输电）铝（结构）需求
能源转型	铜 / 铝	铜需求 2040 年前增 30%；铝需求 2030 年前增 40%（IEA STEPS）
低空经济	铝、钛	轻量化铝合金与钛合金为 eVTOL 主要结构材料
超导	钛、钨	超导磁体用铌钛线材（含钛），应用于聚变、医疗与电网

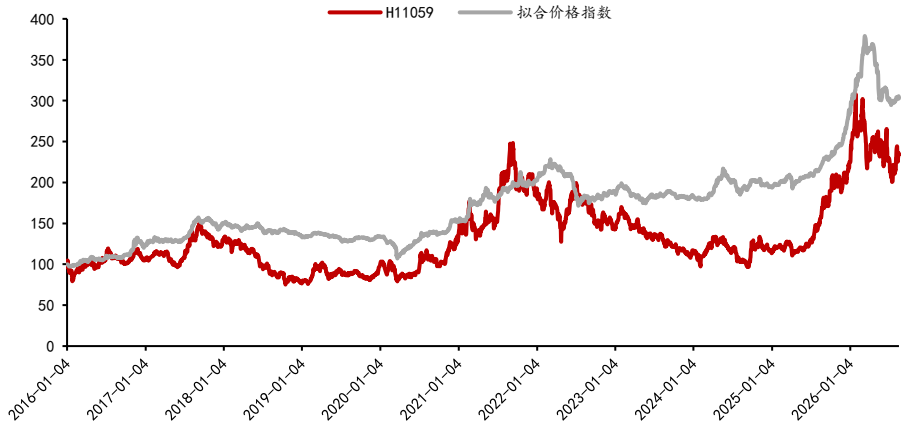
资料来源：Adamas，IEA，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.3 价格端：铜铝供需格局清晰，战略金属定价逻辑强化

以指数成分股对应的工业金属现货价格、按品种权重加权拟合而成的价格指数**呈上行趋势且几年来斜率明显抬升。**

图9： 拟合金属价格指数走势



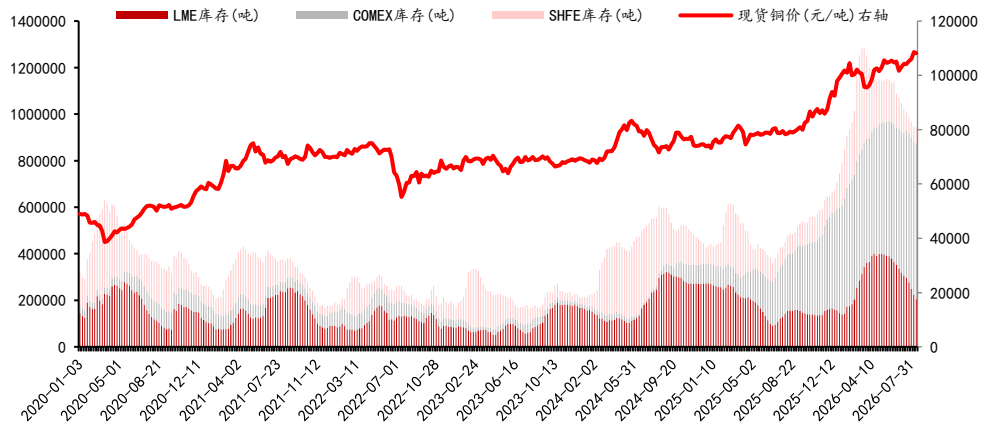
资料来源：iFinD，浙商证券研究所

注：拟合价格指数以 2016-01-04 为基期（=100），将各成分股按申万三级映射到对应工业金属（中金黄金计入铜权重），以成分股权重归一后的品种权重加权铜、铝、稀土（氧化镨钕）、钨、锌、钴、锡、钼现货的价格拟合而成

1.3.1 铜：资本开支不足，显性库存显著回落

铜的供给端呈现三个特征。一是资本开支持续下行，全球铜矿资本开支由 2020 年的约 1009 亿美元降至 2025 年的约 849 亿美元，2026、2027 年预估进一步降至 741 亿、632 亿美元；对应铜矿产量同比增速长期位于 1%附近低位，2023、2024 年分别为 0.8%、0.9%。**二是铜精矿加工费（TC）由正转负，**TC 自 2025 年初转负，至 2026 年 8 月中下旬降至约-175 美元/吨，冶炼环节加工费收入转为负值。**三是 2026 年 4 月以来显性库存显著回落，**LME、SHFE、COMEX 三大交易所库存相较 3 月高点整体偏低，现货铜价走强。

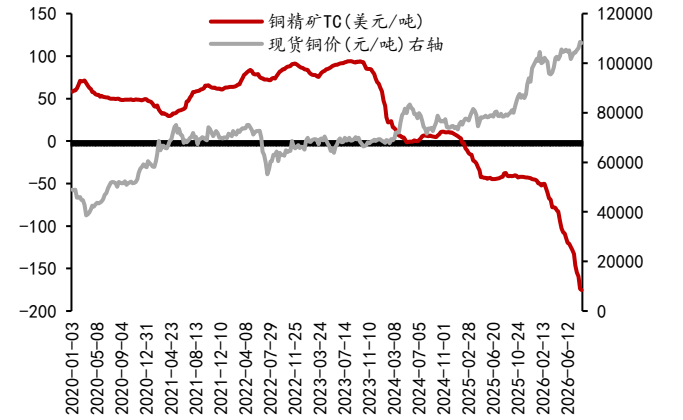
图10： 全球三大交易所铜 2026 年 4 月以来显性库存回落，现货铜价走强



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

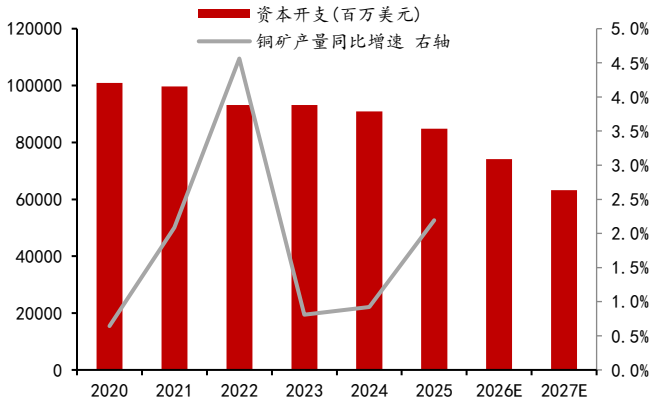
仅供内部参考，请勿外传

图11： 铜精矿 TC 持续深度转负



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

图12： 铜矿资本开支长期低迷，产量增速承压



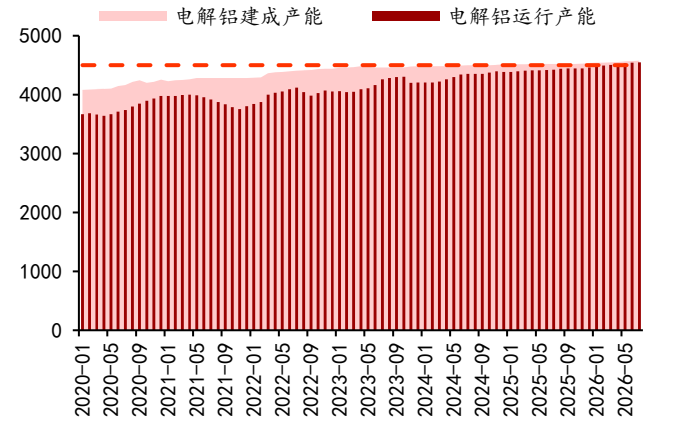
资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

1.3.2 铝：产能接近政策上限，成本改善释放盈利弹性

电解铝供给端的核心约束在于产能上限。国内电解铝建成产能与运行产能自 2024 年以来持续上升，已超过 4500 万吨的政策上限，2026 年 7 月运行产能达到 4548 万吨，建成产能达到 4576 万吨，新增产能空间受到较强约束。

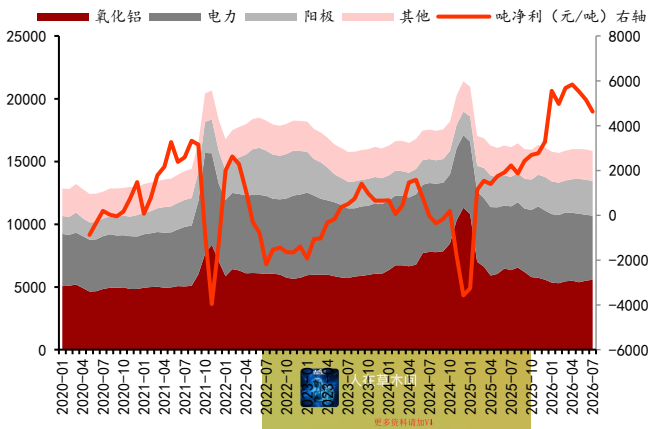
在供给总量受限的背景下，铝行业的盈利弹性更多来自成本端变化。氧化铝、电力和阳极构成电解铝完全成本的主体，其中电力成本占比较高，对吨利润影响明显。2021 年至 2022 年，成本阶段性上升一度将吨净利压至负值；2023 年后，随着主要成本项逐步回落，吨净利中枢明显修复，2026 年以来已回升至 5000 元/吨左右。在产能扩张受限、价格具备支撑的环境下，成本改善能够较为直接地转化为盈利弹性。

图13： 电解铝运行产能逼近政策产能上限（单位：万吨/年）



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

图14： 成本让利推动电解铝吨净利走阔



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

1.3.3 战略金属：出口管制升级，稀缺性溢价强化

与铜、铝由产业供需主导不同，战略金属的价格更多由政策管制决定。我国在稀土（储备占全球 51.8%），钨（53.2%），钼（45.9%），锡（20%）等品种上资源储备占优，出口管制持续收紧，推动了相关品种价格上行。

仅供内部参考，请勿外传

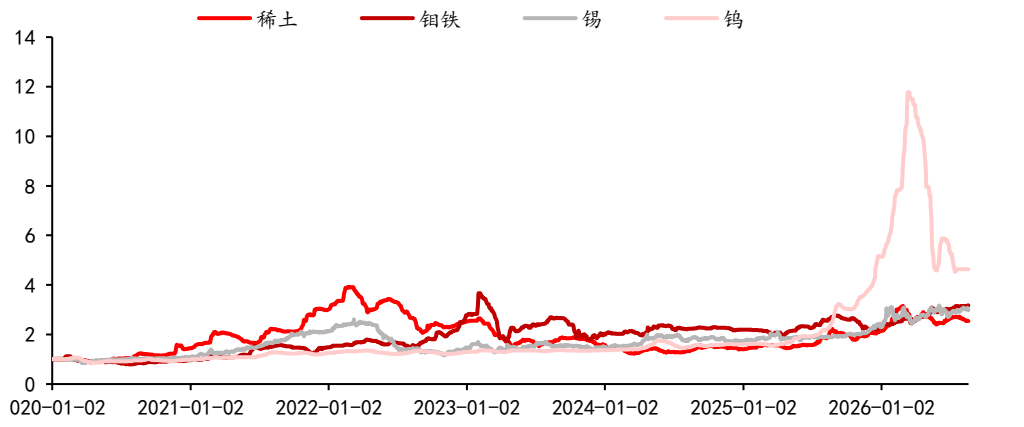
去年以来管制沿三条路径收紧：（1）品种扩围，2025 年 2 月纳入钨、钼，4 月对 7 类中重稀土实施管制，10 月补齐 12 种中重稀土，12 月稀土、钨、钼、锡一并纳入出口许可证管理；**（2）延伸至技术管控，**2025 年 10 月将稀土专用设备、原辅料及全链条技术纳入管制，并对境外含中国成分≥0.1%的产品实施域外适用，约束对象由资源本身转向生产能力的对外输出；**（3）体系法定化，**2026 年 5 月战略性矿产目录法定化并实施总量调控。价格上看，相关战略金属在管制升级的关键节点均出现价格上行。

表4： 去年以来中国稀土、钨、钼、锡等战略金属出口政策收紧

发布时间	品种	政策/文号	核心内容
2025 年 2 月 4 日	**钨**、碲、铋、**钼**、铟	商务部、海关总署公告 2025 年第 10 号	对五类物项及 25 种产品/技术实施出口管制（发布即生效）
2025 年 4 月 4 日	**中重稀土**（钐钆铽镝镥钪钇 7 种）	商务部、海关总署公告 2025 年第 18 号	对 7 类中重稀土金属、合金、靶材、氧化物等实施管制
2025 年 10 月 9 日	**中重稀土**（新增钬铒铥铕镱 5 种）+技术	2025 年第 55–58、61、62 号公告	补齐 12 种中重稀土全覆盖；管制稀土专用设备、原辅料；管制稀土全链条技术；境外含中国成分≥0.1%即需许可（域外适用）
2025 年 12 月 30 日	**稀土、钨、钼、锡**、锑、铟	《出口许可证管理货物目录（2026 年）》（商务部、海关总署公告）	2026 年实行出口许可证管理货物共 43 类，稀土、锡及锡制品、钨及钨制品、钼及钼制品、锑及锑制品、铟及铟制品均须申领出口许可证
2026 年 5 月 15 日	战略性矿产整体	《矿产资源法实施条例》（国令第 839 号）	战略性矿产目录法定化，对特定品种实施规划管控、总量调控与限定开采主体
2026 年 6 月 24 日	战略矿产两用物项（**稀土、钨、钼**等）	商务部公告 2026 年第 26 号	建立战略矿产两用物项出口管制违法违规行为举报处理机制

资料来源：商务部，海关总署，浙商证券研究所

图15： 管制升级驱动相关金属价格中枢抬升（稀土/钼铁/锡/钨归一化价格）



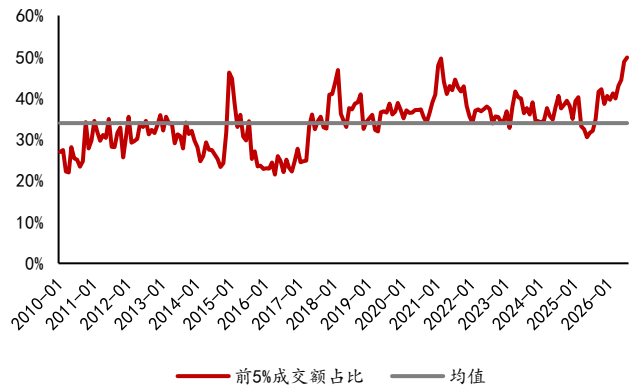
资料来源：iFinD，浙商证券研究所

2 市场角度：拥挤与利率形成双重约束，均衡配置诉求上升

交易与持仓双重集中，市场结构已趋于极端。2026 年二季度，主动偏股及灵活配置基金的 TMT 持仓占比升至 61.69%，超过此前历轮科技行情的高点；同期全部 A 股成交额排名前 5%的个股占据 49.83%的市场成交额，创 2010 年以来新高，显著高于 33.94%的长期均值。主线资产的定价已充分反映一致预期，潜在增量资金相应减少，边际定价力量趋弱。

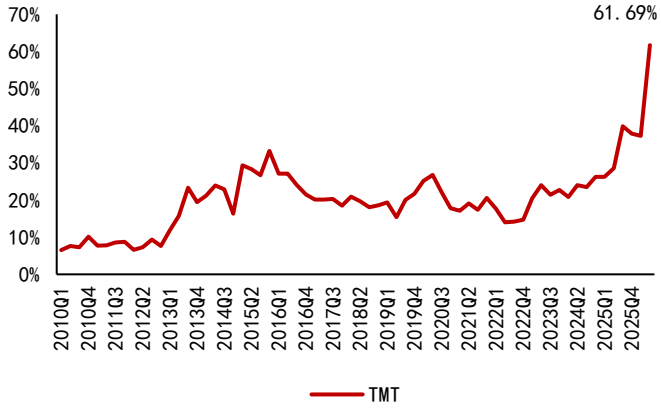
仅供内部参考，请勿外传

图16： 全部 A 股前 5%成交额占比创历史新高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图17： TMT 行业配置比例突破 60%

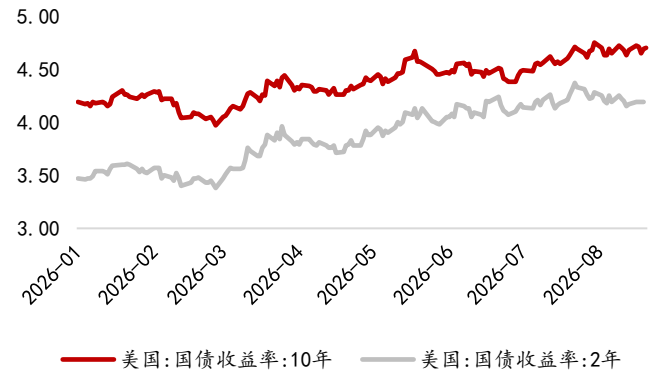


资料来源：Wind，浙商证券研究所

海外利率中枢同步抬升，进一步压缩高估值资产的定价空间。10 年期美债收益率于 2026 年 2 月 27 日触及年内低点 3.97%，此后单边上行至 8 月的 4.70%，累计上行 73 个基点；2 年期同期由 3.38%升至 4.19%，上行 81 个基点，短端幅度更大。估值端的贴现率上行与持仓端的筹码集中同时发生，主线资产在分母与分子两端均缺少进一步扩张的空间。

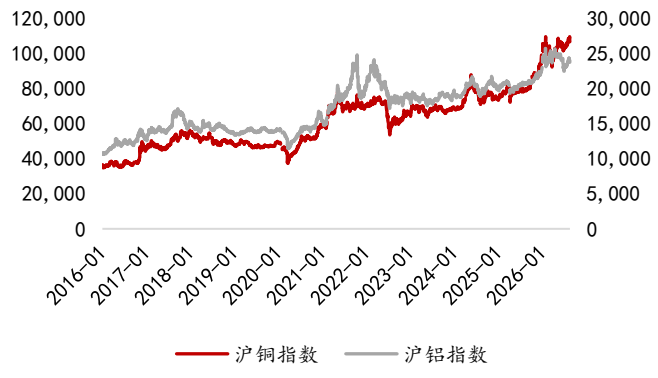
承接再平衡诉求的方向需要同时处于拥挤结构之外并具备独立景气逻辑，有色板块二者兼备。从持仓结构看，机构重仓高度集中于 TMT 链条，有色金属处于本轮风格趋同的主线之外，与现有重仓资产的重合度较低；从产业逻辑看，铜、铝价格中枢自 2024 年以来持续抬升，需求端由电网改造、数据中心建设与新能源装机共同支撑，供给端受矿端资本开支不足与国内产能上限约束。对于寻求均衡配置的机构组合而言，有色构成候选方向之一。

图18： 10 年期与 2 年期美债收益率年内持续上行



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

图19： 铜铝价格中枢自 2024 年以来持续抬升



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

3 指数角度：工业有色指数——铜铝为底仓，管控品种提供弹性

中证工业有色金属主题指数（H11059）旨在反映业务涉及铜、铝、铅锌、稀土金属、钨钼、钛等工业有色金属行业上市公司证券的整体表现。该指数由中证指数有限公司编制，2009 年 7 月 22 日发布，以中证全指为样本空间，按过去一年日均总市值选取前 30 只样本，并对多元化矿企设置 3%的单一权重上限。从品种结构看，指数以铜、铝龙头构成

仅供内部参考，请勿外传

权重底仓，稀土、钨钼等小金属提供供给与政策层面的弹性；选样聚焦叠加权重约束，共同塑造了工业金属主导的主题定位。

表5： 中证工业有色金属主题指数指数编制规则

指数名称	中证工业有色金属主题指数
指数代码	H11059
选股范畴	中证全指样本空间内，业务涉及铜、铝、铅锌、稀土金属、钨钼、钛等行业的上市公司证券
选股标准	过去一年日均成交金额排名位于样本空间前 90%；按过去一年日均总市值由高到低排名选取前 30
选股数量	30（待选样本不足 30 只时全部纳入）
调整频率	每半年调整一次，实施时间为每年 6 月和 12 月的第二个星期五的下一交易日
加权方式	调整市值加权（含权重因子）
权重限制	单个样本权重不超过 15%；多元化矿企单个样本权重上限不超过 3%；前五大样本合计权重不超过 60%
指数基日	2008 年 12 月 31 日
启用日期	2009 年 7 月 22 日
指数基点	1000 点

资料来源：中证指数有限公司，浙商证券研究所

市场跟踪有色板块的主流指数共四只，编制思路覆盖全产业链、细分龙头、资源端与工业金属主题四类定位。除中证工业有色金属主题指数（H11059）外，另有中证有色（930708）、细分有色（000811）与有色矿业（931892）。横向比较看，四只指数的核心差异在于行业覆盖广度与产业链定位。中证有色覆盖采选、冶炼与加工全产业链，强调行业整体代表性；细分有色偏向各细分赛道的规模龙头；有色矿业集中于拥有矿产资源储量的上游企业；工业有色则侧重工业金属，并通过权重约束降低非工业金属业务的影响，主题聚焦度最高。上述编制差异进一步塑造了各指数的成分与收益特征，也使工业有色呈现出“铜铝底仓、小金属弹性”的结构特征。

表6： 四只有色金属主流指数编制规则对比

对比维度	工业有色（H11059）	中证有色（930708）	细分有色（000811）	有色矿业（931892）
样本数量	30 只	60 只	50 只	40 只
选样重点	铜、铝、铅锌、稀土、钨钼、钛等工业金属	有色金属采选、冶炼与加工全产业链	规模较大、流动性较好的细分产业龙头	拥有有色金属矿产资源储量的公司
权重限制	单一样本≤15%；多元化矿企≤3%；前五大合计≤60%	单一样本≤10%	单一样本≤15%	单一样本≤10%
编制定位	工业金属主题最聚焦	行业覆盖最广、“大而全”	聚焦细分赛道龙头	聚焦上游资源端

资料来源：中证指数有限公司，浙商证券研究所

3.1 亮点一：中大盘成分为主，铜铝底仓夯实指数基础

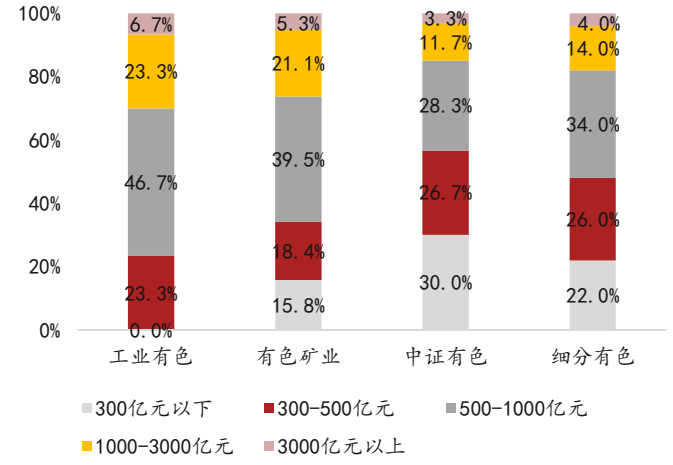
市值结构显著偏向中大盘，工业有色是同类指数中唯一无 300 亿元以下小市值成分股的指数。30 只成分股中市值 500 亿元以上占比 76.7%，为四只指数中最高；对照指数 300 亿元以下区间占比在 15.8%至 30.0%之间，中证有色以 30.0%的小市值敞口呈现明显的中小盘特征。编制规则按日均总市值精选前 30 只样本，天然截除了行业尾部标的，指数因此更少受小市值标的的流动性折价与主题炒作扰动。

仅供内部参考，请勿外传

铜铝构成指数的权重底仓，其在同类指数中的领先幅度达到 17 至 22 个百分点。指数铜铝合计权重 54.9%，显著高于有色矿业（33.0%）、中证有色（37.8%）与细分有色（35.3%）；其中铜权重 30.3%、铝权重 24.6%。铜的矿端供给受长期资本开支不足约束，铝的国内产能受政策上限锁定，两者是有色板块中供需结构最为清晰的品种；过半的合计权重使指数净值对铜铝价格的变动最为敏感，工业金属涨价周期中的盈利弹性传导路径最短。

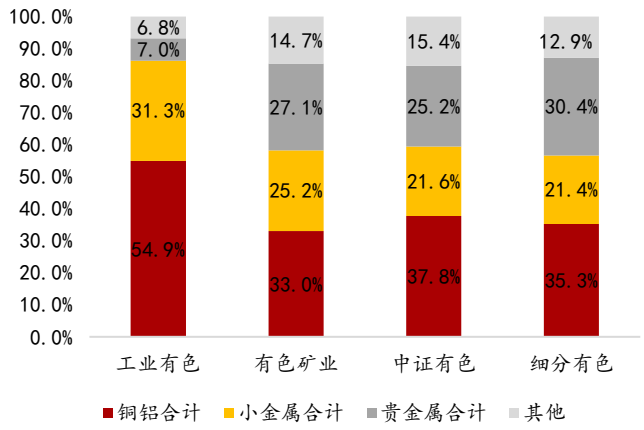
小金属提供弹性来源，指数的工业金属定价属性在同类中最为纯粹。稀土、钨钼、锡、钛、铀、锗、锆、钒钛合计权重 31.3%，较对照指数高出 6 至 10 个百分点，稀土（13.8%）、钨钼（8.9%）、锡（6.0%）三项逐一居首；这些品种处于开采配额与出口管制体系之内，供给刚性显著。与之相对，指数贵金属权重仅 7.0%，不足对照指数（25.2%—30.4%）的三分之一，“铜铝底仓 + 小金属弹性”的双层结构因此更为清晰。

图20： 工业有色市值结构显著偏中大盘，无 300 亿元以下成分股



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

图21： 铜铝与小金属权重居同类首位，贵金属敞口最低



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

3.2 亮点二：管控品种权重居同类首位，供给政策强化稀缺性溢价

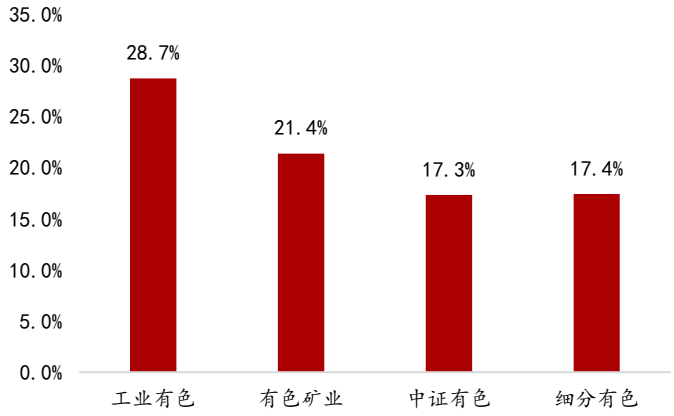
行政管控已在指数核心品种的供给端形成从产量到出口的完整闭环。产量端，稀土的开采与冶炼分离实行总量调控，指标仅配置给国家组建的稀土集团；钨、锡属国务院明令的保护性开采特定矿种，其中钨同样实行年度开采总量控制。出口端，2025 年钨钼相关物项与七类中重稀土先后纳入出口管制，2026 年起稀土、锡、钨、钼等金属及其制品出口统一实行许可证管理；2026 年 6 月施行的《矿产资源法实施条例》进一步将战略性矿产目录法定化，管控由部门规章上升为行政法规。价格上行时产量难以照常扩张，稀缺性溢价因此成为相关品种区别于一般工业金属的定价成分。

指数对这一稀缺性溢价的承接度为同类最高，权重集中于管控最严的品种。依《出口许可证管理货物目录（2026 年）》，稀土、锡、钨、钼等金属及其制品出口须申领许可证，指数在上述品种上的合计权重达 28.7%，较有色矿业（21.4%）高出 7.3 个百分点，较中证有色与细分有色（17.3%、17.4%）高出逾 11 个百分点；分品种看，稀土权重 13.8%、钨钼 8.9%、锡 6.0%，三项逐一居四只有色指数之首。品种结构与管控谱系的高度重合，**供给端政策的边际变化向指数净值的传导路径最短**；管控收紧阶段指数承接的价格弹性高于同

仅供内部参考，请勿外传

类，放松阶段的回撤压力亦相对更大。这一特征与铜铝底仓的顺周期属性形成互补，共同构成指数的双重驱动。

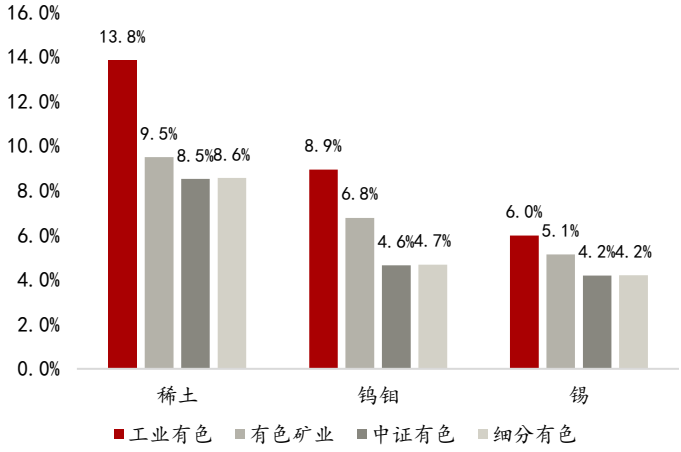
图22： 出口许可证管理目录品种权重合计居同类首位



注：出口许可证管理目录品种依《出口许可证管理货物目录（2026年）》，涵盖稀土、锡、钨、钼、锑、铟等，指数中对应品种为稀土、钨钼、锡。

资料来源：iFinD，商务部，浙商证券研究所

图23： 稀土、钨钼、锡三项权重逐一居同类之首



注：品种归属按申万三级行业结合主营业务认定，钨钼为合并口径。

资料来源：iFinD，浙商证券研究所

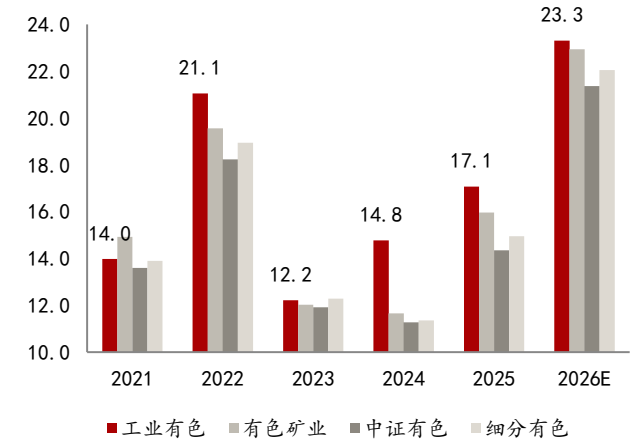
3.3 亮点三：盈利持续领跑同类，估值回归中性区间

指数的盈利能力在四只有色指数中持续居首，且在行业下行期的领先幅度最大。2024年以来，指数ROE连续三年位居同类首位——2024年为14.78%，高出三只对照指数均值3.35个百分点；2025年17.07%，2026年一致预期升至23.31%。值得注意的是，2024年恰为本轮有色行业盈利的低点年份，对照指数ROE普遍回落至11.3%附近，而指数仍维持在14.78%，领先幅度反而在该年达到最大。不含贵金属与锂钴敞口的品种结构，使指数的盈利表现更少受单一赛道波动拖累。

收入端同样呈现逆周期特征，在行业营收普遍承压的年份保持扩张。2023年与2024年，指数营业总收入分别增长15.9%和24.1%，均为四只指数中最高；其中2023年三只对照指数营收全部负增长，指数是唯一保持正增长者。2026年一致预期口径下，四只指数营收增速回升至17%至22%区间，板块整体处于扩张阶段。

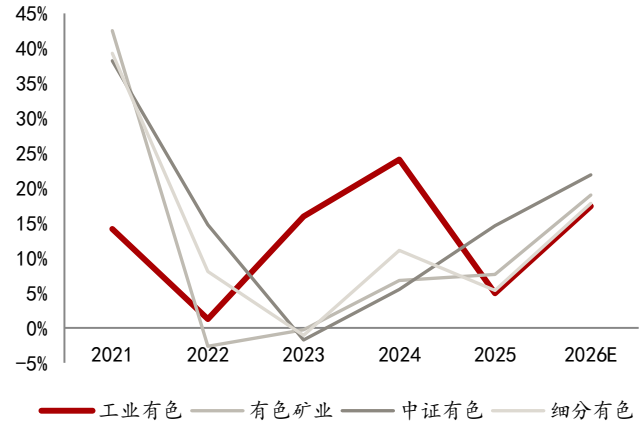
仅供内部参考，请勿外传

图24： ROE 连续三年居同类之首，2026 年一致预期升至 23.3%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图25： 行业承压期，指数营收增速逆势居同类首位

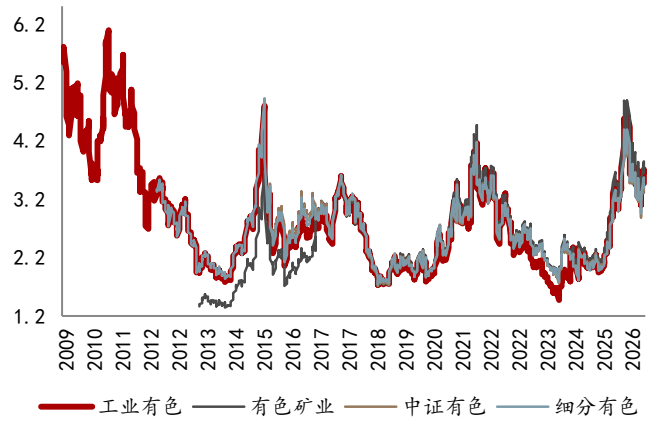


资料来源：Wind，浙商证券研究所

盈利的持续领先并未体现为估值溢价，指数当前估值居于同类中位。四只有色指数 PB-LF 走势高度同步，2015 年以来顶部与底部完全一致，估值涨落由板块贝塔主导，单一指数的成分差异不改变波动节奏。当前绝对水平为有色矿业 3.65 倍、工业有色 3.47 倍、细分有色 3.39 倍、中证有色 3.31 倍，差距有限，工业有色以同类最高的盈利能力对应同类中位的估值水平，业绩并未被额外定价。

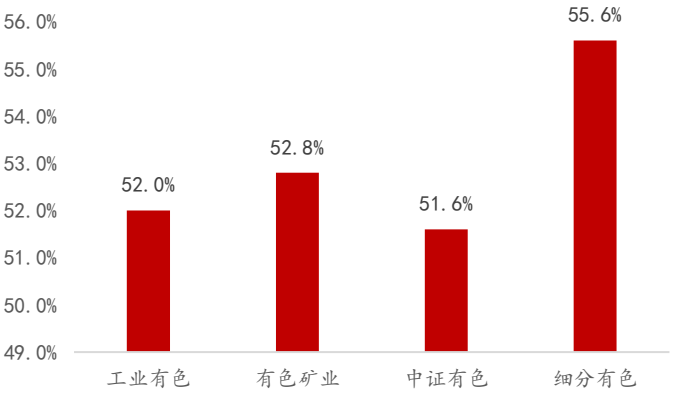
以近 250 个交易日滚动窗口衡量，指数估值已回落至中性区间，年初的过热基本消化完毕。截至 2026 年 8 月 21 日，工业有色 PB-LF 处于近 1 年的 52.0%分位，有色矿业 52.8%、中证有色 51.6%、细分有色 55.6%，四者极差仅 4 个百分点。年内路径上，四者于 1 月末同步触及 100%分位，7 月下旬回落至 25%附近，8 月以来修复至中位，本轮回调自高点释放了约 75 个分位的估值压力，幅度接近一轮完整的估值周期。当前估值相对近一年运行区间处于中位，对指数后续表现不构成压制。

图26： 四只有色指数 PB-LF 走势高度同步



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图27： 近 1 年 PB-LF 滚动分位数收敛于 50%附近



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.4 亮点四：“9·24”以来收益弹性居前，回撤控制优于同类

自 924 行情启动以来，指数累计上涨 122.0%、年化收益率 51.9%，收益弹性处于同类上沿。同期四只有色指数累计涨幅介于 108.4%—126.3%、年化收益率介于 46.9%—

仅供内部参考，请勿外传

53.4%，指数两项均位居第二，高于中证有色的 108.4%与细分有色的 108.8%逾 13 个百分点，与最高的有色矿业 126.3%仅相差 4.3 个百分点。有色板块整体为本轮行情中弹性居前的方向，而指数处于板块内部的上沿位置，行情主升阶段的进攻性突出。

指数以四者中最小的回撤实现了接近最高的收益，Calmar 比率 1.49 为同类第一。区间内指数最大回撤 34.8%，小于有色矿业的 38.0%、中证有色的 37.8%与细分有色的 37.7%，为四者中唯一低于 35%的标的；年化波动率 37.0%，与同类的 35.7%—37.2%基本处于同一水平。波动相当而回撤更小，说明指数的日度波动与同类同源，但下跌较少形成深度累积，回撤修复所需的涨幅负担相应更轻，单位回撤换取的年化收益在四者中最高。

风险调整后收益整体处于同类前列，且优势集中体现在回撤维度而非波动维度。Sharpe 比率 1.36，与有色矿业的 1.39 基本持平、高于中证有色与细分有色的 1.27；Calmar 比率 1.49，较其余三者的 1.41、1.24 与 1.25 均更高，且为指数唯一排名同类第一的风险调整指标。高弹性与低回撤并存，即为指数在本轮行情中风险收益特征的核心亮点。

表7： 924 以来工业有色指数与同类指数风险收益特征对比

指数	累计收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	Sharpe	Calmar
工业有色	**122.0%**	**51.9%**	**37.0%**	**-34.8%**	**1.36**	**1.49**
有色矿业	126.3%	53.4%	37.2%	-38.0%	1.39	1.41
中证有色	108.4%	46.9%	35.7%	-37.8%	1.27	1.24
细分有色	108.8%	47.1%	35.9%	-37.7%	1.27	1.25

注：区间为 2024 年 9 月 23 日至 2026 年 8 月 21 日，Sharpe 比率按无风险利率 1.5%计算，Calmar 比率为年化收益率与最大回撤绝对值之比

资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 指数归因复盘：净值锚定铜铝价格，实际利率影响超额收益

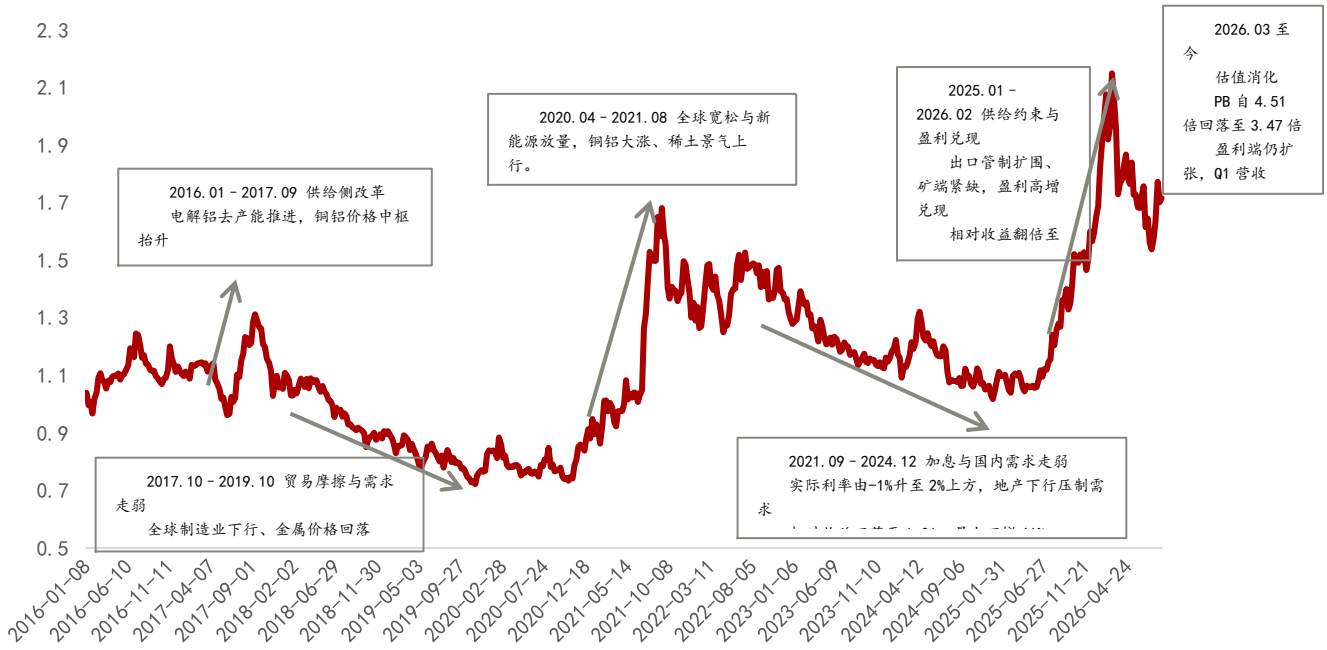
4.1 历史复盘：供给政策与全球流动性交替主导

指数相对沪深 300 的走势可划分为六个阶段，上行阶段的驱动力集中于供给端收缩与全球流动性宽松两类。2016 年初至 2017 年 9 月，电解铝供给侧改革与去产能推进，铜铝价格中枢抬升，相对收益上行 26%至阶段高点；2017 年 10 月至 2019 年 10 月，贸易摩擦升级、全球制造业下行，金属价格回落，相对收益跌至区间低点 0.73；2020 年 4 月至 2021 年 8 月，全球宽松叠加疫后复苏，铜铝大涨、稀土景气上行，相对收益上行 73%创阶段新高；2021 年 9 月至 2024 年 12 月，美联储加息与国内地产下行共同压制需求，金属价格高位盘整，相对收益持续回落至 1.01；2025 年 1 月至 2026 年 2 月，出口管制升级与矿端紧缺发酵，叠加电网与数据中心投资抬升需求预期、盈利高增兑现，相对收益翻倍并创历史新高 2.15；2026 年 3 月至今进入高位整固，相对收益自高点回落约两成。

回落阶段呈现缓慢下行、快速修复的不对称形态。两轮回落分别持续 24 个月和 39 个月，相对收益由 1.26 降至 0.73、由 1.68 降至 1.01；2025 年的修复则在一年左右完成，相对收益升至 2.15 的历史新高。回落由需求收缩驱动，产能出清与库存去化需要时间；上行由供给约束触发，价格与盈利的反应集中在较短窗口内。当前指数处于第六阶段，相对收益自高点回落约两成，回落主要来自估值消化，盈利端仍处扩张区间。

仅供内部参考，请勿外传

图28： 相对收益六个阶段由供给政策与全球流动性交替主导（2016 年初=1）



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

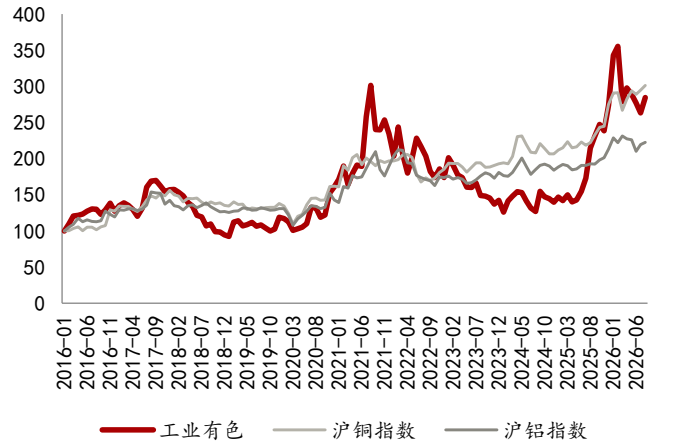
4.2 价格锚：净值锚定铜铝，相关性稳定且近年趋于增强

指数收益与铜、铝价格保持稳定的正相关，价格锚定关系与其品种结构一致。2016 年以来，指数日收益率与沪铜指数、沪铝指数的相关系数分别为 0.451 和 0.367，铜的锚定强度高于铝，与指数中铜类标的权重居首的品种结构相符。归一化走势上，指数与铜铝价格的波峰波谷基本同步，2020 至 2021 年、2025 年以来的两轮上行均与铜铝价格中枢抬升同步发生；2022 至 2023 年价格回落阶段，指数亦同步下行，未出现方向背离。锚定关系在上行与下行两个方向上均成立，指数净值即为铜铝价格周期在权益市场的映射。

滚动相关系数显示，铜铝的锚定关系长期稳定且近年趋于增强。250 日滚动窗口下，指数与铜、铝的相关系数多数时期维持在 0.4 以上，运行区间大体在 0.3 至 0.7 之间，近一年分别升至 0.64 和 0.61，为 2017 年有滚动数据以来的高位区域。**相关性的阶段性变化亦与品种结构相符。**指数与铜的相关系数在 2020 至 2021 年、2025 年以来的两轮上行阶段均处于高位，与铜价中枢抬升的时点一致，价格驱动阶段的锚定关系强于震荡阶段，工业金属价格即为指数净值的核心定价变量。

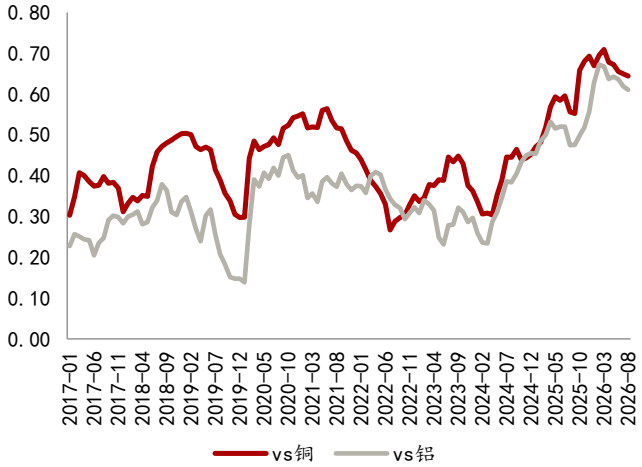
仅供内部参考，请勿外传

图29： 指数与铜铝价格波峰波谷基本同步（2016 年初=100）



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

图30： 指数与铜铝滚动相关系数近一年升至高位



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

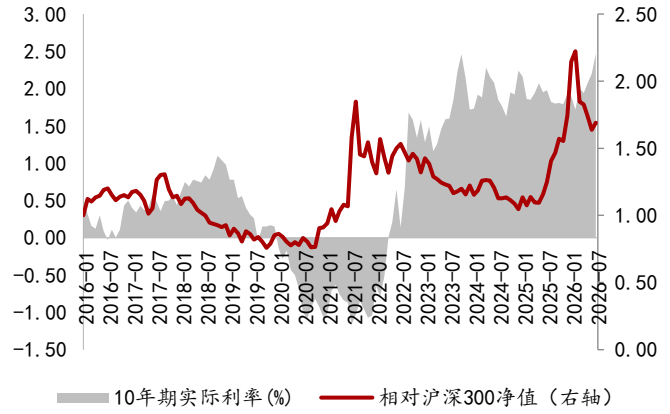
4.3 宏观变量：实际利率与超额收益负相关，加息预期扰动尚未出清

10 年期美债实际利率是解释指数超额收益的核心宏观变量。2016 年以来，在实际利率月度下行的 65 个月中，指数相对沪深 300 的平均月度超额收益为 2.88%、胜率 56.9%；在实际利率上行的 61 个月中，平均超额收益为-1.61%、胜率 36.1%；超额收益与实际利率月度变动的相关系数为-0.31。这一关系与历史复盘的阶段划分相互印证：2020 至 2021 年实际利率处于深度负值区间，对应相对收益创阶段新高；2021 年 9 月至 2024 年实际利率由-1%升至 2%上方，对应相对收益持续回落；2025 年以来降息周期开启、实际利率回落，相对收益随之翻倍。实际利率构成持有大宗商品的机会成本，其下行阶段通常对应工业金属的估值与价格中枢共同抬升。

当前时点，实际利率仍处高位且面临加息预期扰动，构成指数相对收益的主要宏观约束。截至 8 月 21 日，10 年期美债名义利率 4.70%附近、TIPS 实际利率约 2.35%，实际利率处于本轮周期的上沿而非回落通道。预期定价层面，截至 8 月 21 日，Polymarket 对 9 月议息会议的定价为维持不变 70.5%、加息 25 个基点 27.5%、降息概率仅 1.5%，加息概率自 6 月中旬快速抬升、7 月下旬一度接近五成，当前虽有回落但尾部尚未出清，市场对年内政策路径仍偏向“不降息、留有加息尾部”的分布。按照前述框架，实际利率高位叠加加息预期未消化，对应指数相对收益缺乏宏观端的向上驱动，2026 年 3 月以来的高位整固与此一致；后续实际利率的方向即为观察指数相对表现的核心变量，加息预期消化或降息周期重启带来的实际利率回落，历史上均对应相对收益的修复阶段。

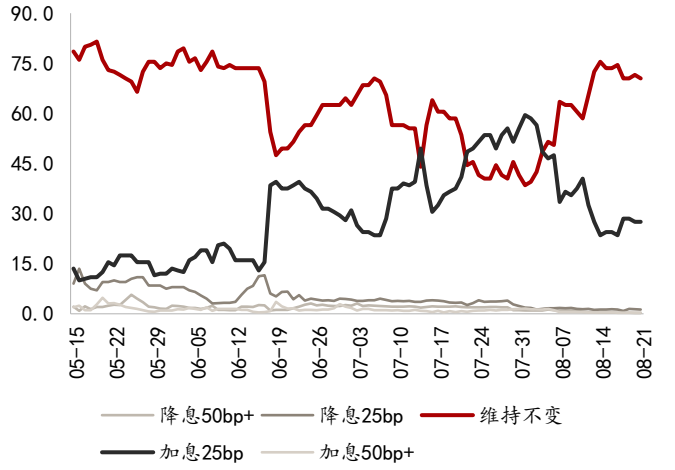
仅供内部参考，请勿外传

图31： 10 年期美债实际利率下行阶段对应指数相对收益走强



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

图32： 9 月 FOMC 的加息定价冲高后回落至 28%



资料来源：Polymarket，浙商证券研究所

5 产品信息：中银中证工业有色金属主题 ETF（560870）、联接 A/C（028734/028735）

5.1 产品：聚焦工业金属主题，锚定铜铝底仓与管控品种弹性

表8： 中银中证工业有色金属主题 ETF 基金基本信息

基金名称	中银中证工业有色金属主题 ETF
交易代码	560870.OF
跟踪指数	中证工业有色金属主题指数（H11059.CSI）
基金管理人	中银基金管理有限公司
基金托管人	江苏银行股份有限公司
基金经理	赵建忠、李念
管理费率	0.15%/年
托管费率	0.05%/年
基金类型&运作方式	被动指数型股票基金，ETF
成立日期 / 上市日期	2026 年 5 月 12 日 / 2026 年 5 月 25 日（上交所）
发行规模 / 最新规模	2.21 亿元 / 0.87 亿元
投资目标	紧密跟踪标的指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化。正常市场情况下，力争控制本基金日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.2%，年跟踪误差不超过 2%。
业绩比较基准	中证工业有色金属主题指数收益率
基金风险等级	R4—中高风险

资料来源：中银基金官网《中银中证工业有色金属主题交易型开放式指数证券投资基金产品资料概要》，浙商证券研究所

中银中证工业有色金属主题交易型开放式指数证券投资基金（基金代码：560870）是中银基金管理有限公司旗下跟踪中证工业有色金属主题指数的 ETF 产品，于 2026 年 5 月 12 日成立，5 月 25 日在上海证券交易所上市。该基金紧密跟踪中证工业有色金属主题指数（指数代码：H11059.CSI），追求跟踪偏离度与跟踪误差的最小化，在正常市场情况下力争控制日均跟踪偏离度绝对值不超过 0.2%、年跟踪误差不超过 2%，为投资者提供一键配置

仅供内部参考，请勿外传

铜、铝龙头与稀土、钨钼、锡等管控品种的场内工具。管理费率 0.15%/年、托管费率 0.05%/年，在同类指数产品中处于较低区间。

该基金的投资范围为标的指数成份股和备选成份股（含存托凭证）。为更好地实现投资目标，本基金可少量投资于国内依法发行上市的非标的指数成份股（包括主板、创业板及其他中国证监会允许基金投资的股票和存托凭证）、债券（国债、央行票据、金融债、企业债、公司债、中期票据、短期融资券、超短期融资券、次级债、政府支持机构债券、地方政府债券、可转换债券、可交换债券等）、货币市场工具、同业存单、债券回购、资产支持证券、银行存款、股指期货、国债期货、股票期权以及法律法规或中国证监会允许基金投资的其他金融工具，并可依法参与融资业务与转融通证券出借业务。

基金的投资组合比例为：**投资于标的指数成份股和备选成份股的资产比例不低于基金资产净值的 90%，且不低于非现金基金资产的 80%。**基金主要采取完全复制法，按照标的指数成份股的构成及其权重构建指数化投资组合，并根据成份股及权重的变动进行相应调整；在法律法规限制、成份股流动性严重不足或长期停牌等特殊情形下，可选择其他证券或证券组合对指数中的股票加以替换。

表9： 中银中证工业有色金属主题 ETF 联接基金基本信息

基金名称	中银中证工业有色金属主题 ETF 联接 A/C
交易代码	028734.OF/028735.OF
跟踪指数	中证工业有色金属主题指数（H11059.CSI）
基金管理人	中银基金管理有限公司
基金托管人	江苏银行股份有限公司
基金经理	赵建忠、李念
管理费率	0.15%/年
托管费率	0.05%/年
投资类型	被动指数型股票基金
发行日期	2026 年 8 月 31 日
投资目标	主要通过投资于目标 ETF，紧密跟踪标的指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化。在正常市场情况下，本基金力争净值增长率与业绩比较基准之间的日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.35%，年跟踪误差不超过 4%。
业绩比较基准	中证工业有色金属主题指数收益率*95%+活期存款基准利率*5%
风险收益特征	为 ETF 联接基金，预期风险与预期收益水平高于混合型基金、债券型基金与货币市场基金，具有与标的指数以及标的指数所代表的股票市场相似的风险收益特征

资料来源：中银基金官网《中银中证工业有色金属主题交易型开放式指数证券投资基金发起式联接基金产品资料概要》，浙商证券研究所

中银中证工业有色金属主题 ETF（A 类:028734/C 类:028735）是中银基金旗下跟踪中证工业有色金属主题指数的场外基金，于 2026 年 8 月 31 日发行。该基金紧密跟踪中证工业有色金属主题指数（指数代码：H11059.CSI），追求跟踪偏离度与跟踪误差的最小化，为投资者提供一键配置铜、铝龙头与稀土、钨钼、锡等管控品种的工具。管理费率 0.15%/年、托管费率 0.05%/年，在同类指数产品中处于较低区间。

基金以目标 ETF 为主要投资标的，方便投资者通过本基金投资目标 ETF。在正常市场情况下，本基金力争净值增长率与业绩比较基准之间的日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.35%，年跟踪误差不超过 4%。如因标的指数编制规则调整或其他因素导致跟踪偏离度和跟踪误差超过正常范围的，基金管理人将采取合理措施避免跟踪偏离度和跟踪误差进一步扩大。当标的指数成份股发生明显负面事件面临退市风险，且指数编制机构暂未作出调整

仅供内部参考，请勿外传

的，基金管理人应当按照基金份额持有人利益优先的原则，履行内部决策程序后及时对相关成份股进行调整。

资产配置策略为实现紧密跟踪标的指数的投资目标，本基金将以不低于基金资产净值90%的资产投资于目标ETF。为更好地实现投资目标，本基金可少量投资于非成份股、存托凭证、债券、资产支持证券、债券回购、银行存款、同业存单、股指期货、国债期货、股票期权、货币市场工具以及经中国证监会允许基金投资的其他金融工具。另外，在法律法规允许的范围和比例内、风险可控的前提下，基金本着谨慎原则，参与融资和转融通证券出借业务。参与融资业务时，基金将力争利用融资的杠杆作用，降低因申购造成基金仓位较低带来的跟踪误差，达到有效跟踪标的指数的目的。参与转融通证券出借业务时，基金将从基金持有的融券标的股票中选择流动性好、交易活跃的股票作为转融通出借交易对象，力争为本基金份额持有人增厚投资收益。

5.2 中银基金：老牌公募基金公司，综合投资能力稳健

中银基金于2004年在上海成立，是经中国证监会批准设立的由中国银行控股的早期公募基金公司之一，公司注册资本为10亿元人民币，总部设于上海，在北京、华南、深圳设有分公司。并设有中银资产管理有限公司和中银（新加坡）资产管理有限公司。公司前身为中银国际基金管理有限公司，于2008年正式更名为现名，是由中国银行股份有限公司与贝莱德投资管理有限公司两大全球领先金融品牌联合组建的中外合资基金管理公司。

在2023年，公司获得中国证券报评选的《金牛卓越回报奖》，获得上海证券报评选的《金基金•债券投资回报基金管理公司奖》，获得证券时报评选的《三年持续回报积极混合型明星基金奖》，获得中国人民银行评选的《中国人民银行2022年度金融科技发展奖三等奖》，获得中国基金报评选的《公募基金25年社会公益实践示范基金公司》。

仅供内部参考，请勿外传

6 风险提示

（1） 全球经济增长或制造业需求低于预期，可能削弱铜、铝等工业金属的现实需求，并对相关上市公司盈利形成压力。

（2） 海外通胀和货币政策路径存在不确定性。若美联储进一步收紧货币政策、美债实际利率持续上行，工业金属价格及相关权益资产估值可能承压。

（3） 矿山投产、再生金属供应或资源国出口恢复速度快于预期，可能缓解供给紧张程度，削弱相关品种的稀缺性溢价。

（4） 出口管制、开采配额及国内外产业政策可能发生变化，稀土、钨、钼、锡等战略金属的供给预期和价格波动可能随之加大。

（5） 数据中心、人形机器人、储能、低空经济等新兴产业发展不及预期，相关远景需求可能低于测算情景。

（6） 工业有色指数行业集中度较高，商品价格波动会放大指数净值波动。ETF还可能面临流动性、跟踪偏离、跟踪误差、折溢价及基金规模变化等风险。

仅供内部参考，请勿外传

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入 ： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增 持 ： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％；
3.中 性 ： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动；
4.减 持 ： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中 性 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看 淡 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn