

# “算力金属”供需迎变局 美国市场囤货潮一触即发

证券时报记者 魏书光

随着6月30日美国“232关税”调查报告出具时点临近,全球AI算力相关金属市场将迎来新一轮波动。

高盛等国际投行分析,若美国落地针对铜的新一轮关税政策,美国采购方或将开启大规模囤货。当前美国COMEX铜库存已突破65万吨,创下历史高位。与此同时,国际市场上,钨、锡、钼等深度绑定AI算力产业链的小金属,供给紧张或将进一步加剧。

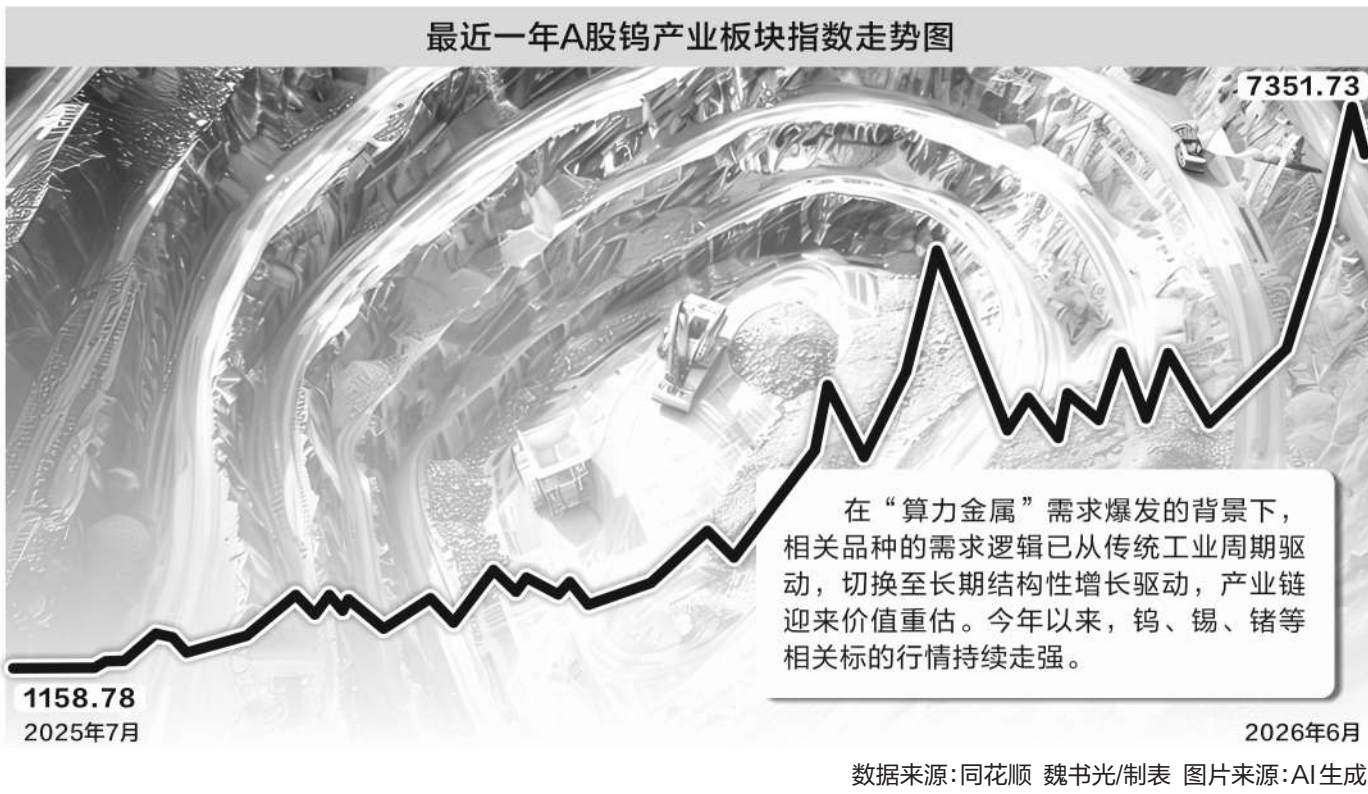
## 美国铜关税决定倒计时

去年7月,美国政府曾公布关于铜的关税方案,此前仅针对铜半成品等征收50%关税,而精炼铜暂获豁免,但计划自2027年起分阶段对精炼铜加征关税。该方案最终落地与否将在6月底敲定。美国商务部需于6月30日前提交“232关税”的调查报告,并据此作出最终决策。“232关税”全称为《1962年贸易扩展法第232条国家安全进口调查报告》,赋予美国商务部权限:调查特定商品进口规模、供应链是否损害美国国家安全、国防工业、关键产业链自主供给能力。

铜是算力产业链核心金属,也是体量最大、最核心的算力基建龙头品种。过去一年伦敦金属交易所(LME)铜价累计涨幅接近40%,美国贸易商提前布局套利,持续从LME及全球各地向COMEX(纽约金属交易所)仓库转运铜材。COMEX铜库存自2025年2月约8万吨持续走高,现已突破65万吨,创下历史新高。COMEX铜价长期高于LME铜价,背后核心逻辑是市场押注6月30日精炼铜关税政策落地。

LME数据显示,上周伦铜库存延续去库态势,最新库存为35.21万吨,创下近三个月低位。业内人士认为,若美国相关关税如期落地,美国铜价可能进一步飙升;海外其他地区铜供给持续外流,短缺压力将显著加剧。

海关数据显示,美国精炼铜进口规模同步刷新历史纪录。2025年1月至2026年5月,美国未锻轧精炼铜月均进口量约14万吨,接近2024年月均水平的两倍。剔除本土实际供需消耗后,2025年全年超额进口铜量近87万吨,2026年前五个月新增超额进口约40万吨。综合测算,18



个月内美国累积超额铜库存规模已接近120万吨。

美国新关税预期已给全球市场带来冲击。高盛在本月早些时候发布的一份报告中表示,如果美国政府拟议的关税生效,2026年下半年铜价可能会飙升至每吨14000美元以上,从而引发美国买家掀起新一轮囤货潮。

## AI上游材料供给收紧

除铜外,锡、钼、钨也是AI算力产业链关键金属。综合市场统计数据,锡价自去年11月约30万元/吨涨至当前40万元/吨,半年涨幅40%;钼钽价格较去年年末大涨158%;钨年初至6月中旬涨幅约60%。65%品位黑钨精矿当前均价52万元/吨,较2024年14万元/吨的低点累计涨幅近三倍。

在“算力金属”需求爆发的背景下,相关品种的需求逻辑已从传统工业周期驱动,切换至长期结构性增长驱动,产业链迎来价值重估。今年以来,钨、锡、锆等相关标的行情持续走强,驰宏锌锗、云南锗业等个股多次创出阶段新高。ETF产品方面,跟踪中证稀有金属主题指数

的稀有金属ETF华夏(159053),该基金单周份额增量超7000万份,规模扩张势头明显。

兴业证券首席策略分析师张启尧团队认为,今年4月以来,除了AI算力硬件持续凝聚市场共识之外,AI上游材料涨价同样是资本市场上的一条重要线索。往后看,除了AI需求拉动的结构性亮点之外,宏观层面的涨价线索也有望进一步丰富。随着夏季高温天气来临,“金九银十”经济旺季临近,7至10月将迎来年内第二个涨价窗口。

值得注意的是,供给端刚性约束在进一步强化,国内环保限产与开采指标同步收缩,且6月15日正式施行的《中华人民共和国矿产资源法实施条例》进一步确认了稀土、锂、钨等36种战略性矿产资源的法律地位,强化了全链条管控和违法从重处罚机制,政策管控升级进一步强化了市场对战略金属价值重估的预期。

当前,海外市场小金属价格涨幅远大于国内。以钨料价格为例,根据亚洲金属网,以6月20日作为基准日,近360天中国离岸、鹿特丹仓库价格上涨分别为52%、127%。业内人士分析,随着AI上游材料被各国列入国家级战略性矿产资源

目录,结合AI产业链开支的确定性明显,上游材料仍在高度景气中。

## 机构:AI基建维持高增长

今年上半年AI板块行情热度走高,引发投资者对泡沫的担忧。不过,多家机构预判,AI基建领域资本开支仍将维持高增长。

当前,全国一体化算力网建设正在加速推进。截至今年3月底,我国已建成智能算力规模188.2万P(拍算力)。为去年同期2.5倍,市场预计后续仍将保持高速增长态势。摩根资产管理投资总监杜猛在近日领航者机构策略会上表示,今年市场主要围绕产业景气度定价,AI仍是全球科技产业中“最大公约数”。

东莞证券认为,随着全国一体化算力网建设持续推进,算力基础设施自主可控的重要性进一步提升。在外部环境不确定性仍存、先进芯片及关键设备材料供应受限的背景下,国产算力芯片、存储、半导体设备和核心材料的自主可控需求更加突出。半导体设备与材料作为晶圆制造和先进封装的重要支撑环节,是国产替代持续推进的重要受益方向。

# 从通道到价值共创 平安证券多维度识别新质生产力

证券时报记者 谭楚丹

围绕“五篇大文章”,科技金融正从顶层设计走向业务落地。如何让资本真正流向早期、小型、硬科技的创新企业,成为券商投行业务转型的核心命题。

平安证券党委书记、董事长何之江近日接受证券时报记者专访时表示,新质生产力企业普遍具有研发周期长、资金需求大、融资渠道有限等特点,对长期稳定资金存在较高要求,也对投行的服务能力提出考验。

何之江表示,平安证券正从传统的通道中介向价值共创者转型,做“耐心投行”,持续加大人力资源投入,引导投行团队培育新兴领域早期硬科技项目,通过股权、债权等多元化工具,为科技企业提供全生命周期投融资服务。

## 多维度识别新质生产力

伴随“新质生产力”从政策语言走向业务实践,如何定义、识别并服务这类企业,是当前券商投行面临的重要课题。

何之江提出了一套从资本市场出发的判断思路,“从券商视角看,新质生产力并不单纯指向技术水平高,而是一套可落地、可定价、可交易的‘科技+产业+资本’闭环逻辑,即以科技创新驱动全要素生产率跃升,形成高质量、高壁垒、高增长的产业资产,并通过资本市场实现价值发现与资源配置。”

为此,他从三个维度拆解“新质生产力企业”的特质:

一是要具备科技创新的基本特征,强调技术代际突破、国产替代、全球竞争力;同时要有可观测的结果指标,比如发明专利密度、研发费用率、核心团队技术背景、国家重大专项等。

二是具备产业跃迁特质,以数据、算

力、算法、技术、人才等新型生产要素为关键发展动力的产业,必将成为新质生产力企业的主战场。

三是要成为资本市场的优质资产池,即具备向高质量、高壁垒、高增长转变的机会。结合多层次资源配置助力,新质生产力企业在不断实现资本市场价值重估后,推进新一轮的资源投入,从而实现“科技—产业—金融”的良性循环。

基于上述判断标准,不同赛道的商业化成熟度也呈现分层。何之江认为,在新质生产力的核心赛道中,数字经济、新能源商业化成熟度最高,属于成熟期产业;高端制造、新材料、生物医药的商业化属于成长期产业;未来产业商业化成熟度最低,属于导入期产业。

落到业务实践上,何之江表示,平安证券通过“政策匹配+产业评估”双维度筛选了优质新质生产力企业。“政策理解方面,我们锁定国家战略明确扶持、技术具备代际突破、产业处于高端化、智能化、绿色化升级赛道的主体,同时排除只蹭概念、无实质创新与产业化能力的企业。产业评估方面,我们综合考虑核心技术壁垒、产业赛道空间、新业态新模式等因素,重点锁定具有较强成长性的中小规模硬科技企业。”

## 从通道中介向“价值共创者”转型

新质生产力企业往往具有研发周期长、盈利不确定等特点,传统投行业务模式可能难以适配。如何调整组织架构、重建服务流程来服务科创企业,成为券商投行转型落地的关键。

何之江告诉记者,平安证券根据不同行业设定行业组,包括半导体、高端装备、健康医疗、新能源等,通过行业研究及项目经验积累提升价值发现能力,力争更早

期识别具有成长性的企业。同时,公司重点布局长三角、珠三角两大产业集群,深化与同创伟业、东方富海等创投机构的合作力度,重点服务中小规模硬科技企业。

组织架构优化和战略打法调整的背后是角色定位的转变。何之江表示,平安证券正从传统的通道中介向价值共创者转型,通过深度参与企业战略规划、资源整合与价值发现,推动产业结构优化。投行服务实体经济的核心职能已实现从单一融资支持向全生命周期陪伴的转型升级,不仅为企业提供融资渠道,更是通过专业能力赋能企业成长,实现从规模扩张到质量提升的跨越。

以去年鼎佳精密北交所IPO项目为例,平安证券作为保荐机构和主承销商,为该发行人设计“制造升级+资本赋能”的上市方案,一方面协助其扩充产能、构建更具弹性的智能制造体系,提升生产效率,缩短交货周期;另一方面推动发行人加大新技术、新工艺、新材料研发投入,持续提升产品的技术含量与附加值。

又如去年上交所首个科创可转债“智转债K1”项目,平安证券作为独家承销商通过创新的产品方案设计,帮助企业获得长期低成本资金,同时维持核心股权的稳定性。

## 精进融资服务与拓展跨境布局

资本市场今年迈入“十五五”新阶段,各家券商也在加紧制定自身的五年规划。展望未来,平安证券在科技金融领域的下一步布局逐渐清晰:一手抓创新融资工具

与产业赋能,一手抓跨境服务的常态化。

在融资工具创新方面,何之江介绍,平安证券形成“股权+债权+资产证券化”的多层次融资工具箱,为科技企业提供定制化融资方案,解决其轻资产、高风险导致的融资瓶颈,引导资本流向战略性新兴产业,加速技术成果转化。

在股权业务上,平安证券计划深耕PE渠道,扩大合作范围,加强有方向获客,突破重点行业和地区,深入研判六大未来产业趋势,捕捉市场前沿赛道机会;在债权业务上,坚持重点地区、重点产品。上述思路已取得阶段性成果。近三年来,平安证券累计承销246只科技创新公司债和企业ABS,承销规模588亿元;股权主承销半导体、新能源、高端装备制造方向的IPO及再融资14单,主承销金额超100亿元。

跨境服务则是另一条主线。随着越来越多科创企业将全球化布局纳入战略,单纯依靠A股市场已难以满足其跨境融资、并购和品牌出海的需求。

何之江表示,证券公司加快从“通道提供者”升级为“资源配置枢纽”,打通境内外资本市场、链接全球资本,既是服务科创企业高质量发展的必然要求,也是助力资本市场双向开放向纵深推进的重要举措。

何之江表示,“平安证券将依托香港子公司的国际优势,发挥境内外协同效能,从战略统筹、机制联动、人才支撑三方面持续发力,为企业对接全球资本提供专业支持,以‘A+H’双市场服务能力支持企业全球化布局,切实助力中国科技企业提升国际竞争力。”

6月25日,招商银行年度股东会现场,王小青完成了他的资本市场“首秀”。这是他4月底获聘招行第五任行长后的第一次公开亮相。

“特别感谢股东们的信任和支持。”他以此开场,并提到前任行长王良——“我从王良行长手中接过来的,是招行人39年积累的成果,是一家拥有堡垒式资产负债表的银行。”

在近70分钟交流环节中,王小青逐一回应市场关切,表示要“把事情做深做透,让招行的未来在一样中呈现不一样”。

## 保持“四个定力”

对于当前的经营环境,王小青认为“面临着很多挑战”。

其中,低利率周期下息差收窄等行业共性因素,是所有银行都要跨的坎。结构性因素则是招行特色优势带来的“阶段性代价”。具体表现为:活期存款占比较高,低利率环境下负债成本下行空间有限;零售信贷资产与非息收入占比较高,受零售不良走高及减费让利的冲击更大。

用王小青的话说,两方面因素使得招行营收、利润周期与同业相比,大周期一致,小周期略有不同,“特别体现在近两年的营收、股价同比表现上”。

面对挑战,他认为,招行最重要的是遵循年初制定的“十五五”战略规划。

王小青透露,在规划落地过程中,管理层关注四个层面:让规划更加具象化、路径更清晰;将核心业务做得更深更透;扫除落地障碍;最大程度调动12万招行人的积极性。

他强调,作为商业银行,必须保持商业银行的定力。会上,王小青也首次提出了“四个定力”:一是以客户为中心,“越是遇到挑战,越要坚持长期主义,不能急功近利”;二是资产质量优先,“在能力边界内做事,不能用明天的不良至今天的营收”;三是以大财富管理为抓手的零售业务依然是招行重要的特色和压舱石;四是在科技的投入将继续加强。

## 培育五大新动能

在保持“四个定力”的框架下,王小青披露了招行积极培育的五大中长期增长新动能。

客户深度经营被置于首位。2.2亿零售客户、380万公司客户——在他看来仍有相当一部分需求未得到满足。“这是责任,也是商机。”他表示,向内挖潜绝非不拓展新客户,“客户是招行的基础。”

财富管理是第二板斧。客户对于财富保值增值的需求极为旺盛,面对巨大市场需求,招行有能力更好地在财富管理领域巩固品牌和优势。

三是进一步巩固行业专业化经营体系。王小青表示,要和企业在同一个频道去交流,真正了解客户所处的行业和需求痛点,“我们有9个牌照,可以为客户提供综合金融服务”。

四是重点区域分行“挑大梁”。长三角、珠三角、海西、成渝、环渤海都要成为重要增长极。在王小青看来,更好地服务地方经济,贴近地方产业和客户,招行就有成长空间。

五是新的技术带来的进步空间。特别是落到更好地改进客户体验,提升内部效率,更有效及时地管理风险三个方面。

王小青认为,在每一项事情上做精做透,就是让招行能够在一样中间做出不一样。

## 财富管理“五步循环”

财富管理是招行强调的“三大能力建设”之首。王小青认为,历经多年发展,招行财富管理已经形成了一套完整的体系,且与互联网平台的方法存在一定差异。

这套体系的逻辑是“五步循环”。第一步,更精准地认知客户,了解其风险收益偏好;第二步,基于客户偏好和对资本市场的研判,提供资产配置建议;第三步,在配置框架下,推荐长期业绩经得住考验的产品;第四步,对客户投资风险波动进行动态监测,过程中持久陪伴;第五步,根据市场变化和客户需求,对方案进行动态优化。

五个环节,出发点是客户需求,落脚点则是客户的获得感、收获感和体验感。其中最为核心的,是基于客户真实风险偏好的资产配置。

王小青强调一个态度——开放。在他看来,互联网平台擅长数据分析和线上运营,社保基金在资产配置上经验成熟,证券行业对具体行业、风格和产品研究深入。而招行与保险、基金、券商都有广泛合作,“如何把券商的行业认知在生态圈中更多体现,让客户有更多维度的信息来源。”他透露,招行在研究更科学的呈现方式。

## 投资配置“攻守之道”

投资者同样关注招行自身的投资配置。王小青就债券投资、股权投资两方面给出了清晰的方向。

债券投资方面,招行目前占比32%。他表示,过去几年是债券市场牛市,这一比例参与投资比较好地分享了牛市带来的收益。“低利率环境预计将持续,全行大类资产中债券配置在30%左右,是较为适宜的。”

但策略在变。王小青判断,未来更多机会来自波动带来的交易性机会,而非利率下行。招行将在交易性机会上投入更多精力。

他强调一个原则。招行在债券投资中积累了一些浮盈,但兑现态度非常审慎,“今天的兑现,减少的是未来几年的利息收入”。

股权投资是另一条线。招行保持高度关注,这些年也分享了相应收益,未来依然是战略性关注的领域。王小青透露,招行AIC通过债转股方式,今年安排了超百亿的资金预算。

“未来我们会进一步关注以新质生产力为代表的股权领域形成的机会。”王小青表示。

近七十分钟股东会问答释放经营信号:王小青详解招行发展『施工图』

证券时报记者 马传茂