

铜：需求结构重塑 沪铜步入新纪元

内容提要：

- ◆ 2025 年铜市在“政策扰动+供应紧缩”双重驱动下走出历史级行情。年初政策预期升温推升价格；二季度关税冲击与矿端收紧博弈，价格深跌反弹；三季度高位震荡，事件与政策交织；四季度宏观压制缓和、供应焦虑加剧，推动铜价强势突破，沪铜主力合约年末突破 9.4 万元/吨，伦铜触及 1.16 万美元/吨，双双创历史新高。
- ◆ 宏观层面，美联储全年降息三次，但进程分歧明显，年末定调“鹰派落地”，2026 年降息节奏预计缓慢且反复。国内“十五五”规划开局，政策托底明确，高质量发展主线为铜需求提供结构性支撑。中美贸易政策仍是重要变量，关税预期间歇性扰动市场情绪与贸易流向。
- ◆ 供给端进入紧平衡阶段。全球铜矿产量增速仅约 1%，新增项目贡献不足，地缘与运营风险持续侵蚀供应弹性。铜精矿 TC/RC 深陷负值并进一步下探，冶炼行业盈利模式崩塌，步入“负利润”生产常态。2026 年全球精炼铜产量增速或转为负增长，标志产能扩张周期迎来强制性调整。
- ◆ 需求端结构性分化延续。新兴领域仍是核心动能，新能源汽车渗透率突破 53%；电网投资维持高位但增速趋稳；AI 算力基础设施崛起成为长期需求新故事。传统领域持续承压，房地产竣工下行拖累建筑用铜；家电增速受政策退坡与出口放缓影响预计回落。
- ◆ 展望 2026 年，低库存背景下供应瓶颈难以缓解，为铜价提供强支撑。尽管传统需求疲软，但绿色转型与数字化进程奠定长期需求基础。预计全年铜价中枢将维持高位，波动加剧，上行空间取决于供应恢复进度与新兴需求增长强度。

有色金属/铜

陈 啸

从业资格证：F3056981

投资咨询证：Z0023101

TEL：0516-83831160

E-MAIL：

chenxiao@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

政策利多 vs 紧供给支撑

沪铜破局在即（季报）

202509

供给持续趋紧 沪铜蓄势待发

（半年报）202507

加息周期落幕 沪铜伺机而动

（年报）202412

第一部分 2025 年铜期货行情回顾

2025 年，铜市迎来历史级别行情。美国关税“靴子”落地，铜精矿加工费持续深跌，多空博弈加剧，全球铜价整体呈现宽幅区间震荡走势。

第一阶段（1-3 月）：政策预期升温，价格温和上行

年初，特朗普政策悬念与国内两会稳增长预期共同提振市场情绪。春节前下游备库需求对价格形成支撑，铜价重心温和上移。2 月下旬，美国正式启动对进口铜的“232 条款”国家安全调查，引发全球贸易流向扰动，大量现货铜开始流向美国 COMEX 仓库，美铜较伦铜溢价初步走阔，沪铜主力合约价格逐步抬升。

第二阶段（4-6 月）：关税冲击与供需紧张博弈，价格深 V 反弹

4 月初，美国宣布实施全球对等关税政策，中方采取反制措施，宏观不确定性骤增，市场避险情绪升温，铜价遭遇重挫，伦铜一度跌至 8105 美元/吨，沪铜主力合约最低探至 71320 元/吨。进入 5 月，中美贸易关系出现缓和迹象，市场抢出口预期支撑价格企稳。与此同时，供应端扰动开始凸显，5 月末刚果（金）Kamoa-Kakula 铜矿因突发事故停产，加剧市场对矿端收紧的担忧，铜价自低位持续反弹，收复大部分跌幅。

第三阶段（7-9 月）：高位区间震荡，政策与事件交织

7 月，国内“反内卷”及重点行业稳增长政策信号释放，为工业金属需求提供预期支撑。然而 7 月末美国宣布对部分铜产品加征 50% 关税（豁免铜精矿及阴极铜），引发贸易流恐慌，美伦价差快速收敛，铜价承压回落至 7.8 万元/吨附近。随后市场焦点重回基本面，在“金九银十”传统旺季预期下，铜价下方支撑显现。9 月中下旬，全球第二大铜矿印尼 Grasberg 遭遇不可抗力事故并宣布停产，预计造成显著产量损失，供应收紧预期刺激铜价再度走强，沪铜主力合约涨至 8.3 万元/吨附近。

第四阶段（10-12 月）：宏观压制缓和与供应焦虑加剧，价格强势突破

四季度，宏观环境趋于友好。中美关税风险减弱、地缘政治局势缓和以及国内中长期政策规划出台，共同提振市场风险偏好。11 月，中国铜原料联合谈判小组（CSPT）达成共识，计划 2026 年起降低铜产能负荷 10% 以上，强化了矿端长期趋紧的预期。12 月初，LME 亚洲仓库铜注销仓单单日激增超 5 万吨，引发现货交割担忧，市场对区域性供应短缺的焦虑情绪推动铜价突破上行。至年末，沪铜主力合约突破 9.4 万元/吨，伦铜触及 1.16 万美元/吨，双双创出历史新高。

图 1. 2025 年沪铜与伦铜走势回顾



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

第二部分 宏观分析

一、国外宏观：美联储年内降息三次 美元指数高位回落

2025 年美元指数高位回落，下半年以来于 100 关口之下震荡运行，降息预期逐渐主导市场情绪，美元指数开启震荡下跌之路，随着美联储 12 月降息“靴子”落地，美元指数在 12 月 16 日报收 98.21。

美联储政策：2025 年，美联储货币政策完成了从观望到落地的关键转折。继 9 月启动本轮首次降息后，10 月和 12 月均再度下调基准利率 25 个基点。年末联邦基金利率落于 3.5-3.75% 区间，尽管全年方向明确，但进程充满分歧，12 月的降息被市场解读为“鹰派落地”，鲍威尔虽承认利率已接近中性上沿、商品通胀有望见顶，但点阵图指引 2026-2027 年分别或仅有一次降息。

展望 2026 年，货币政策的不确定性不降反增。12 月会议上已出现明确的反对降息票，且有 7 名官员认为 2026 年无需降息。与此同时，现任主席鲍威尔任期将于 2026 年 5 月届满，新任主席人选的货币政策倾向将成为影响全球流动性的重要变量。综合来看，2026 年美联储的决策将更多在内部较为分裂的委员会中反复博弈，在缺乏完整数据（受此前政府停摆影响）的模糊环境下试探。预计 2026 年仅有 1-2 次降息，节奏缓慢且易于反复，这将为市场带来更多的预期波动。

图 2. 美元指数走势回顾



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

关税政策扰动所引发美伦价差剧烈波动：随着美国于 7 月 30 日公布的 232 条款铜产品调查结果明确排除了对铜矿石及阴极铜加征关税，进入四季度后，关税政策对铜市的直接影响已阶段性弱化。然而，调查进程本身并未终止，美国商务部长预计将于 2026 年 6 月底前向特朗普总统提交更新的美国铜市场评估报告。这说明至少在未来半年内，为规避潜在政策风险而进行的结构性备库行为仍可能延续，COMEX 铜库存的“虹吸效应”或将持续存在，从而继续加剧非美地区显性库存的紧张与供需格局的失衡。美国关税政策影响主要划分为三个阶段：

第一阶段（2025 年 1 - 2 月）：特朗普对铜加征关税预期开始显现，其通过公开演讲、共和党参议院贸易委员会政策文件、钢铝关税先行落地以及铜 232 调查启动等一系列事件，不断推升市场担忧，COMEX 与 LME 铜价差初步扩大。

第二阶段（2025 年 3 - 6 月）：铜关税政策未有新增细节出台，市场关注点转向基本面。COMEX 库存快速累积与 LME 库存持续去化形成对比，库存分化对价差构成压制。

第三阶段（2025 年 7 月）：特朗普在铜关税立场上出现反复。7 月 9 日其宣称拟对铜征收 50%关税，价差应声飙升至 30%的历史高位；而至 7 月 31 日又宣布对精炼铜实行关税豁免，价差随之迅速。

图 3. 2025 年美伦价差宽幅波动



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

二、国内宏观：“十五五”规划主线为铜价提供上行动能

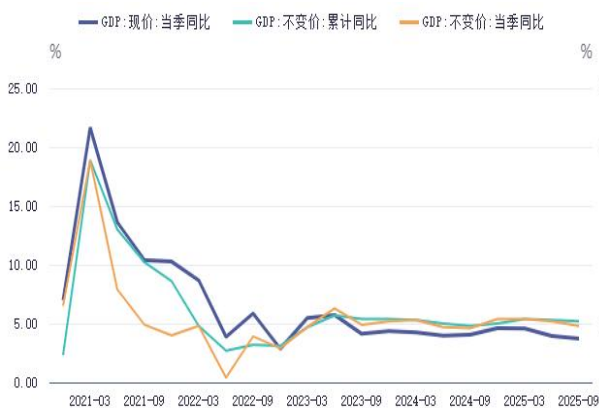
2025 年以来，面对全球贸易结构重构与传统制造业的内外压力，我国经济以深化科技创新与产业升级为核心，持续推进高质量发展。前三季度，国内经济运行总体平稳、稳中有进，GDP 累计同比增长 5.2%，其中三季度增长 4.8%，工业生产、就业与居民收入保持稳定。更为关键的是，经济结构持续优化，新旧动能转换有序，针对“内卷式”竞争的综合治理政策逐步显效，为工业金属需求提供了更具韧性的宏观环境。

从结构上看，增长动能转换特征显著。工业领域，前三季度装备制造业与高技术制造业增加值同比分别增长 9.7% 与 9.6%，明显快于全行业增速；3D 打印设备、工业机器人、新能源汽车等前沿产品产量同比增幅均接近或超过 30%。需求侧，社会消费品零售总额同比增长 4.5%；固定资产投资虽整体微降，但剔除房地产后实现 3% 的正增长，其中高技术产业投资如信息服务、航空航天等领域增速尤为亮眼。外需方面，在外部环境复杂背景下，出口仍实现 4% 的增长，民营企业与机电产品成为重要支撑，对“一带一路”国家贸易持续拓展。

政策层面，《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》明确以高质量发展为主题，强调“五个以”“两个推动”“一个确保”，系统描绘了未来发展方向。具体产业布局上，一方面着力打造新能源、新材料、航空航天等新兴支柱产业，催生万亿级市场空间；另一方面前瞻布局量子科技、生物制造、脑机接口等未来产业，旨在中长期内再造高技术产业版图。与此同时，“人工智能+”行动被提升至战略高度，将通过加强基础研究、攻关核心技术、深化融合应用，推动人工智能成为赋能千行百业、保障民生福祉的关键基础设施。

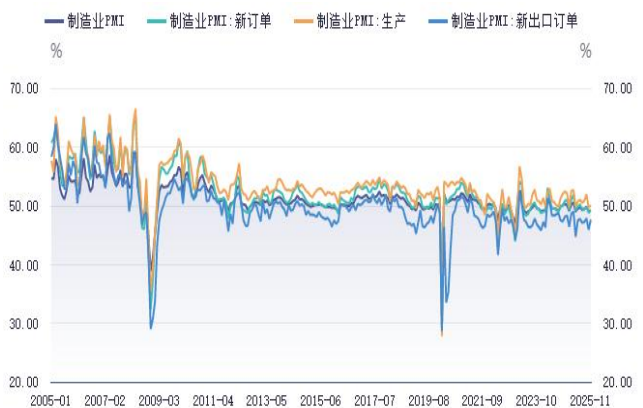
展望 2026 年，作为“十五五”规划的开局之年，预计政策将以扩张型财政政策与适度宽松的货币政策协同发力，坚持创新驱动与改革开放，进一步巩固经济回升向好基础。在此背景下，宏观环境有望继续为铜价提供稳固的需求侧预期支撑与结构性上行驱动。

图 4. 中国 GDP 现价当季值、当季同比



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 5. 制造业 PMI



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

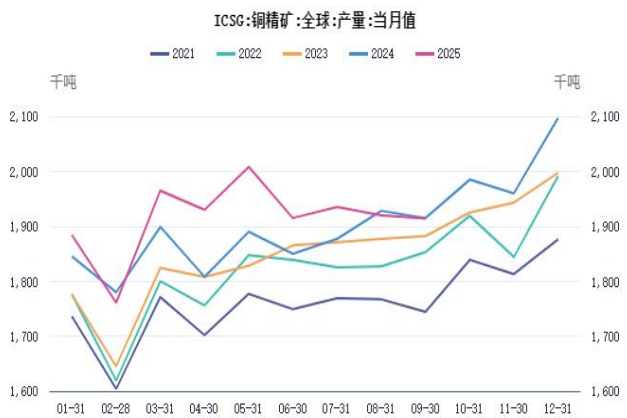
综合来看，2026 年全球宏观环境将在“美联储货币政策摇摆”与“中国需求托底”之间寻找新平衡。铜价走势将同时受到海外流动性预期波动、贸易政策反复、以及国内结构性政策支撑等多重因素影响。宏观层面的博弈将加剧价格的阶段性波动，但全球绿色转型的长期方向仍将为铜的中长期需求提供底层逻辑。市场需重点跟踪美联储内部更迭、美国货币政策动向及国内需求侧政策的落地节奏与力度。

第三部分 供给端分析

一、铜矿供应：增量兑现不足，紧平衡格局或将延续

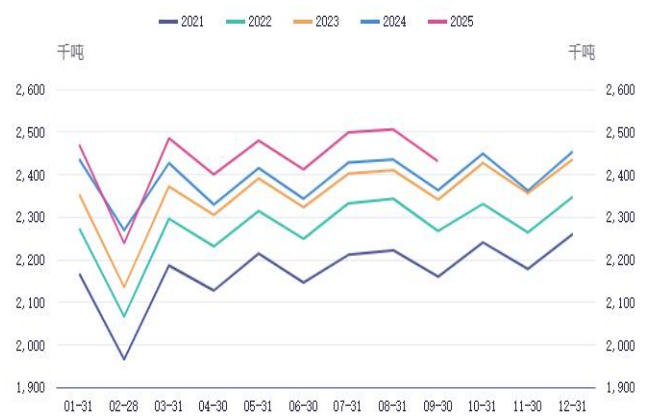
2025 年，全球铜矿供应正式步入历史性的低增长阶段。尽管中资及国际矿企持续在非洲、南美等地推进资本开支，但主流矿山因资源品位衰减、运营事故及地缘政策不确定性导致的减产规模，远超新增产能的释放速度。ICSG 数据显示，2025 年 1-9 月全球铜精矿产量约 1914 万吨，同比仅持平，全年实际增速或仅为 1%。铜精矿现货加工费（TC/RC）深陷负值区间并长期徘徊，直观印证了矿端紧缺现状。展望 2026 年，预计“增量不足、扰动常在”构成的紧平衡格局或将贯穿全年始终。

图 6. ICSG 铜精矿全球产量当月值：千吨



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 7. ICSG 铜精矿全球产能当月值：千吨



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

1. 主流矿山增量有限

紫金矿业（西藏巨龙铜矿二期）与铜陵有色（厄瓜多尔 Mirador 二期）是新投产项目的主要贡献者，预计分别带来 15 万吨与 6 万吨的增量，但其爬产进度与初期运营稳定性仍需观察。俄罗斯 Udokan 铜矿的扩产预计贡献约 4.5 万吨。第一量子旗下 Cobre Panama 铜矿的复产（预计 10 万吨）与艾芬豪 Kamoā-Kakula 铜矿的产量恢复（预计 8 万吨）是市场重要期待，但前者受制于巴拿马政府资源国有化的强硬立场，复产时间可能迟于预期；后者则需完成因地震事故引发的复杂地下排水与修复工作。

值得注意的是，即便是增长项目，其实际产出也面临约束。例如，力拓旗下蒙古奥尤陶勒盖（OT）铜矿虽通过地下矿扩产驱动 2025 年高增长，但后续进一步扩张依赖于与蒙古政府的复杂谈判。泰克资源智利 QB 项目虽运营状况改善，但欲实现与 Collahuasi 矿联动打造“百万吨级综合体”的愿景，仍面临巨额投资与长周期建设，短期贡献有限。

2. 干扰率常态化，地缘与运营风险构成持续威胁

2025 年高达 78 万吨的意外减产表明，供应脆弱性已成为常态而非例外。这一趋势预计将在 2026 年延续。自由港印尼 Grasberg 铜矿的泥石流矿难不仅导致 2025 年大幅减产，其分阶段缓慢复产的安排亦将压制 2026 年的产量弹性。智利 Codelco 旗下老旧矿山（如 El Teniente）的结构性安全问题，以及嘉能可 Antamina 铜矿进入低品位开采阶段，均构成持续的产量损耗。巴拿马 Cobre Panama 铜矿面临较为严峻的地缘与政策风险，其谈

判进程将直接影响全球可流通矿量。秘鲁 Las Bambas 铜矿面临社区冲突与非法采矿问题，则是运营环境不确定性的长期代表。这些非技术性因素正成为扰动供应链的关键变量。

综合来看，2026 年全球铜矿供应难以提供宽松环境，预计全球铜矿名义新增产量预计仅为 53.3 万吨，且增长动能显著弱化。新增项目数量与体量有限，且爬产速度受制于技术、资本与政策条件；而频发的运营中断与地缘风险或成为常态，持续侵蚀本已微薄的有效增量。矿端紧张格局将沿产业链向下游冶炼与精炼环节传导，成为支撑铜价中枢的核心基本面要素。市场需密切关注主要项目（如 Cobre Panama、Grasberg）的实际复产进度。

表 1：2026 年全球新扩建及中断铜矿产出增量：万吨

矿山	地区	矿企	2026 年增量 E
Tenke Fungurume	刚果金	洛阳钼业	10
Batu Hijau	印尼	AMNT	10
Antamina	秘鲁	泰克资源	6
Mirador II	厄瓜多尔	铜陵有色	5
巨龙铜矿	中国	紫金矿业	5
Udokan(湿法)	俄罗斯	USM	4
Malmyzh	俄罗斯	RMK	4
QB II	智利	泰克资源	3
Oyu Tolgoi	蒙古	力拓	3
EI Teniente	智利	Codelco	2
Kansanshi S3	赞比亚	第一量子	2
玉龙铜矿	中国	西部矿业	1
红泥坡铜矿	中国	凉山矿业	0.5
朱诺铜矿	中国	紫金矿业	0.5
Alacran	哥伦比亚	Cordoba Minerals	0.5
Fishtie	赞比亚	第一量子	0.5
EI Domo	厄瓜多尔	Hillside	0.3
Kamoa-Kakula	刚果金	紫金&艾芬豪	0 (暂定)
Cobre Panama	巴拿马	第一量子	0 (暂定)
Grasberg	印尼	自由港	0 (暂定)
ISA	澳大利亚	必和必拓	-4

合计			53.3
----	--	--	------

2025 年全球铜矿供应脆弱性持续凸显，消息面扰动频发，短期产能恢复受限，中长期供应链稳定性面临严峻挑战。

表 2：2025 年全球铜矿重大事件一览

2025 年 2 月	加拿大第一量子矿物公司宣布，关于 Cobre 巴拿马铜矿的最终听证会从原定的 2023 年 9 月推迟到 2026 年 2 月，该矿是全球最大的铜资源之一，在 2023 年 11 月因巴拿马最高法院宣布其合同违宪而关闭，此次听证会意味着短期难以复产。但巴拿马总统 3 月 13 日表示已批准出口 12 万实物吨 Cobre Panama 铜精矿
2025 年 4 月	全球最大的铜矿之一秘鲁安塔米纳铜矿发生事故，运营经理遇难。该矿启动全面停工以确保安全，正在调查事故。进一步加剧了全球铜矿供应链的紧张。
2025 年 5 月	全球铜矿供应扰动增加，脆弱性愈发凸显。刚果（金）局势持续紧张，导致相关锡矿暂停产，同时刚果（金）也有大型铜矿，铜矿的开采和运输也受到一定程度的扰动。5 月刚果金 KK 矿发生矿震，直接导致 Kakula 矿区的生产严重受损，全年产量目标因此明显下调。
2025 年 6 月	五矿资源在秘鲁的 Lasbamas 铜矿项目因当地社区环保抗议多次陷入停滞。刚果金的 TFM 铜钴矿因 NGO 推动的环保调查被迫暂停扩建。
2025 年 7 月	秘鲁能源与矿业部 7 月 4 日宣布大幅调整“全国临时采矿正规化计划”，将注册矿工人数从 8.2 万人削减至 3.16 万人。这一政策导致 5.06 万名矿工被移出名录，随即引发矿区抗议浪潮。数百名非正规矿工封锁了五矿资源、嘉能可等国际矿企的关键运输通道，全球第三大产铜国的供应链再度陷入动荡。
2025 年 8 月	8 月 1 日智利安第斯山脉埃尔特尼恩特铜矿深处发生灾难性塌陷。六名工人丧生，采矿活动完全停止。此次事故主要影响了 RecursosNorte 和 Andesita 矿段。目前 Codelco 方面确认已获得矿业监管机构批准，可部分重启 ElTeniente 铜矿，其中四个靠近坍塌事故发生地的地方的矿区将继续关闭。
2025 年 9 月	印尼哥拉斯伯格铜矿场（Grasberg mine）地下矿井发生通道泥土堵塞，导致七名矿工被困，矿场作业暂停。该矿是世界上最大的铜金矿之一，24 年铜矿产量为 81.6 万吨，加剧铜精矿供应紧缺担忧。

资料来源：公开资料整理、SMM、CRU 新纪元期货研究

二、冶炼端：铜精矿 TC 维持深度负值

2025 年，全球铜冶炼行业在“矿石紧缺”与“产能扩张”的极矛盾中艰难运行。进口铜精矿现货加工费（TC/RC）全年深陷负值区间，并于 12 月下探至-43.13 美元/吨的历史低位，这直观宣告冶炼环节定价权的彻底丧失，行业利润模型发生根本扭转。

1. 加工费体系崩塌，行业步入“负利润”生产常态

自 2023 年四季度起，铜加工费开启断崖式下跌，并于 2025 年初击穿零值进入负区间。这一趋势在年中

Antofagasta 与中国头部冶炼厂达成的第二轮长协谈判中得到确认，TC 基准被锁定于 0.0 美元/千吨。此举标志传统的以加工费为核心的盈利模式已难以为继。冶炼厂维持生产并实现微弱现金流平衡，高度依赖于硫酸、金银等副产品的价格表现。2025 年下半年，得益于化工及贵金属市场的相对强势，副产品收益一定程度上对冲了主产品的严重亏损，延缓了国内精炼铜产量下滑的节奏，导致产能出清进程慢于市场预期。

2. 产能结构性过剩与地域错配加剧行业困境

与矿山端增长乏力形成鲜明对比，全球冶炼产能正处于新一轮扩张周期，但地理分布极不均衡。新增产能主要集中在中国、印度及非洲刚果（金）等地区，而铜精矿的增量却严重不足。这种“产能增、原料紧”的错配，导致冶炼端对有限矿石资源竞争白热化，这也是加工费陷入深度负值的根本原因。国内冶炼行业已面临系统性产能过剩局面。

展望 2026 年，在长协加工费或进一步下探的背景下，冶炼行业的困境难以实质性缓解。尽管副产品仍将提供关键利润缓冲，但持续亏损状态终将不可持续。预计 2026 年国内冶炼企业被动减产的可能性将显著上升。这一过程可能由头部企业通过联合检修或压减产能负荷的方式触发。

图 8. 铜精矿现货粗炼费 TC：美元/吨



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 9. 铜精矿现货精炼费 RC：美分/磅



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

三、精炼铜：国内精炼铜产量再上新台阶

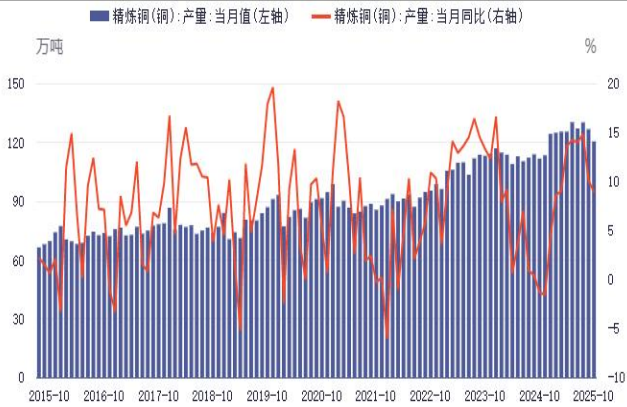
2025 年，全球铜冶炼行业在原料端历史性紧缺与自身产能持续扩张的深刻矛盾中运行。铜精矿加工费（TC/RC）长期深陷负值区间，行业利润模型完全重构。尽管面临系统性亏损压力，但副产品收益支撑与新增产能投放，使全球精铜产量仍维持增长，行业出清节奏缓慢且被动。预计 2026 年，在政策干预与市场亏损的双重驱动下，被动减产将成为行业主旋律，全球冶炼产能增长将显著放缓。

1. 国内冶炼：产量惯性增长与政策干预下的转折点

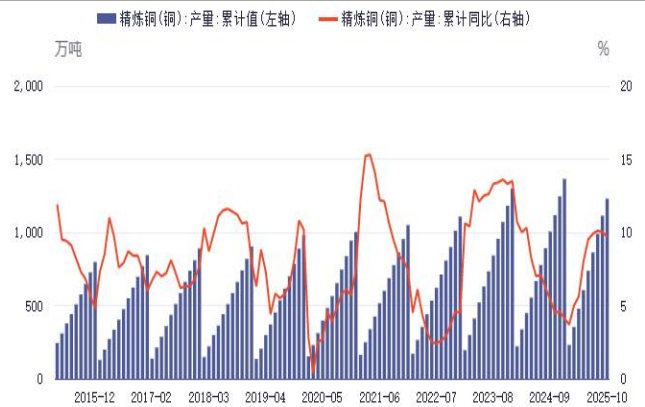
尽管加工费极度扭曲，2025 年中国精铜产量在新增产能驱动下仍保持高位。据同花顺数据统计，1-11 月累计产量达 1225.68 万吨，同比增长 11.8%。增长主要源自铜陵有色金新铜业（50 万吨）、金川防城港二期（30 万吨）等大型项目的投产达产。副产品硫酸、金银的高收益成为冶炼厂维持现金流、延迟检修的关键缓冲。

图 10. 中国精炼铜当月值：万吨

图 11. 中国精炼铜累计值：万吨



资料来源：iFinD 新纪元期货研究



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

然而转折信号已明确显现。一方面，政策层面开始纠偏，有色金属工业协会证实国家已叫停约 200 万吨规划新增产能，旨在遏制盲目扩张。另一方面，行业自救机制启动，中国铜原料联合谈判小组（CSPT）已达成共识，计划于 2026 年主动减产 10% 以上，以应对扭曲的加工费市场。同时，四季度以来，因税收优惠取消导致废铜供应收紧，进一步约束原料来源。

表 3：2026 年国内新增冶炼产能：万吨

	冶炼厂名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	投产日期
1	金川集团（防港城）	40	30	2026 年
2	金川集团（本部）	30	0	2026 年
3	凉山矿业股份有限公司	0	12.5	2026 年
4	铜陵有色	0	50	2026 年
5	赤峰金通铜业	30	20	2026 年
合计		100	112.5	

资料来源：SMM 新纪元期货研究

2. 海外冶炼：成本压力触发停产潮，新增项目进度迟缓

海外冶炼企业同样在承受极端加工费与高昂运营成本的压力，2025 年已出现一波被动停产潮。嘉能可旗下菲律宾 PASAR（损失 20 万吨）与智利 Altonorte（损失 35 万吨）冶炼厂因亏损或故障停产；日本 JX Metals 及嘉能可 Mount Isa 冶炼厂也宣布了减产计划。这凸显出在原料全球性紧缺背景下，缺乏低成本副产品和政策支持的海外冶炼厂更为脆弱。

2026 年海外新增产能同样面临挑战。紫金矿业卡莫阿配套的湿法冶炼项目因矿山复产推迟而延期；自由港印尼 Manyar 项目（50 万吨设计产能）也受 Grasberg 矿难影响，实际贡献量受限。展望 2026 年，预计海外精铜净新增产能仅约 60 万吨，增速下滑至 2.1% 的低位，远不能弥补因停产导致的供应缺口。

表 4：2025-2026 年海外新增冶炼产能：万吨

	冶炼厂名称	国家	投产日期	新增产能
1	Kamoa	印度	2025 年 4 季度	35
2	Kansansh	印尼	2026 年	12
3	Manyar	刚果（金）	2026 年 2 季度	50
4	PT Gresik	赞比亚	2026 年 1 季度	35
5	JX Metals	印尼	2025 年 3 季度	-10
6	PASAR	菲律宾	2025 年 2 季度	-20
7	Altonorte	智利	2025 年 2 季度	-35
合计				67

资料来源：SMM 新纪元期货研究

综合来看，2026 年全球铜冶炼行业将步入“增量受限、存量调整”的新阶段。国内在政策引导与行业自律下，将从数量扩张转向存量优化，产量收缩是大概率事件。海外则受制于成本与运营问题，产能复苏缓慢。全球精铜供应增速或将因此显著放缓。预计 2025 年全年精铜产量约 1330 万吨，同比增长 10% 左右；展望 2026 年，精炼铜产量或将降至 1300 万吨之下，同比增速转为 -2.5% 左右，这将是近年来首次预期负增长，标志产能扩张周期迎来强制性调整节点。

四、进出口：美国虹吸效应下中国铜出口陡增

据最新海关总署数据显示，中国 2025 年 10 月未锻轧精炼铜阴极及阴极型材进口 28.16 万吨，环比减少 15.46%，同比减少 21.94%。2025 年 1-10 月份累计进口 283.25 万吨，同比减少 6.20%。出口方面，中国 2025 年 10 月未锻轧精炼铜阴极及阴极型材出口 6.59 万吨，环比增加 149.47%，同比增加 541.88%；1-10 月累计出口 55.55 万吨，同比增加 29.90%。

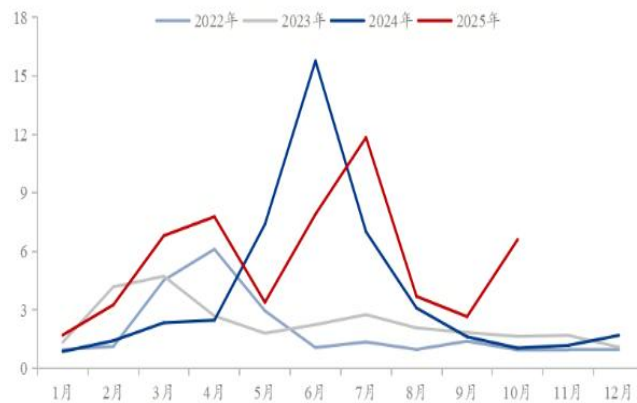
进口方面，10 月份来看，国内精炼铜进口环比再度表现减少，其中减少的主要来源国以非洲刚果金品牌货源为主，由于月内 LME-COMEX 套利价差部分时间再度有所扩大，例如非洲、南美品牌货源亦重新转运至美国本土境内，国内进口到船抵港货源阶段性表现减少；另一方面，随着节假日后铜价上涨走高，进口比价恶化，窗口表现较大幅度亏损，期间难以支撑进口铜清关进口，同时国内下游企业消费受抑明显，进口贸易商同样进口积极性有限。出口方面，10 月份国内精炼铜出口环比重新表现明显增加。具体来看，虽 10 月份国内仍处于国内冶炼厂检修高峰期，但节后铜价重心上移明显，进口亏损幅度迅速扩大，且部分时间比价亏损至千元每吨以上，国内出口窗口表现打开；叠加高铜价背景下，下游加工企业采购需求相对疲弱，致使部分冶炼厂锁定盈利窗口，月内积极部署出口计划。

图 13. 中国精炼铜进口累计值：万吨



资料来源：Mysteel 新纪元期货研究

图 14. 中国精炼铜出口累计值：万吨



资料来源：Mysteel 新纪元期货研究

第四部分 需求端分析

2026 年，全球铜需求将延续结构性分化特征。以新能源汽车、电网升级为代表的新兴领域仍将提供核心增长动能，但增速面临放缓压力；而传统建筑地产等板块预计持续拖累整体需求。据 Mysteel 数据统计，电解铜表观消费量为 1354.27 万吨，虽整体增速将较 2025 年有所回落，需求增长的质量与结构性特征将更为突出。

图 12. 沪铜表观消费量



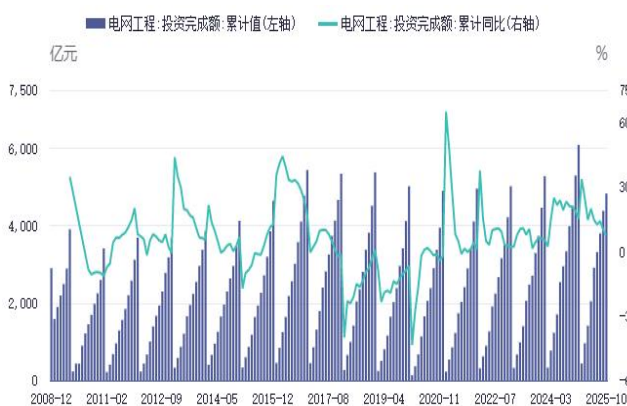
数据来源：钢联数据

资料来源：iFinD 新纪元期货研究

一、传统消费领域：竣工下行周期临近 需求压力增大

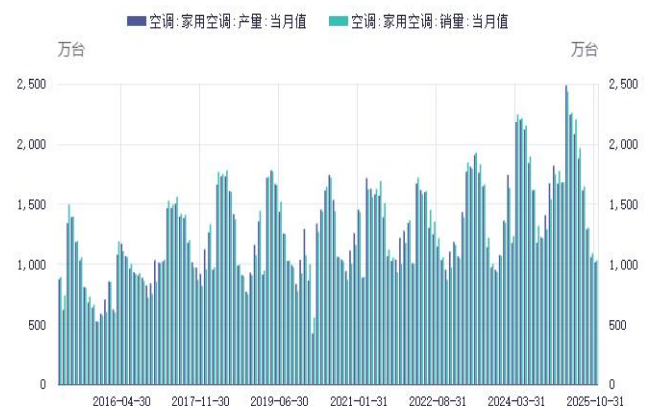
据同花顺数据统计显示，1-10 月中国电网投资累计完成总额仅为 4824 亿元，累计同比增速为 7.2%，仅仅完成全年目标总额的 60.3%。“十五五”规划明确电网总投资额将突破 5 万亿元，确立了中长期的建设强度。2025 年作为开局之年，电网投资已展现逆周期调节特征，国网与南网投资合计刷新历史记录。然而，投资重点正从规模扩张转向构建新型电力系统，聚焦于主干网架强化、分布式能源消纳、配电网智能化及极端环境下的电网可靠性。受此影响，尽管投资总额维持高位，但单位投资的用铜强度可能因技术升级（如更高电压等级、更高效输电）而优化，且建设节奏可能更为均衡。展望 2026 年，预计电网投资增速将维持在 3-3.5% 的平稳区间。。

图 15. 电网基本建设投资完成额：亿元



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 16. 家用空调当月产销量：万台



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

2025 年 1-10 月中国空调总产量 2.3 亿台，累计同比增长 3%。1-10 月中国空调出口累计达 5243.0 万台，

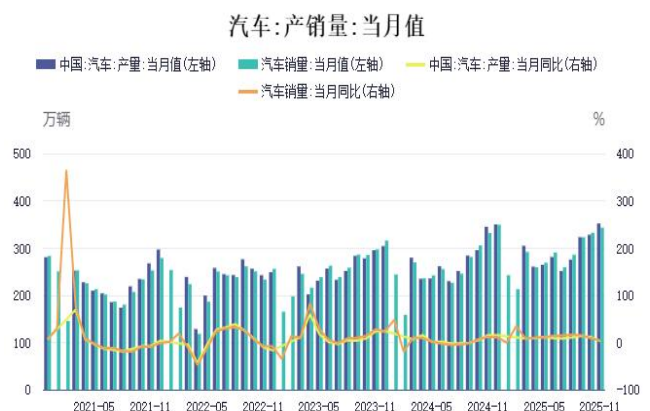
累计同比下降 1.1%。1-10 月我国家用空调累计销量 1.73 亿台，同比增长 3.4%，截止 9 月底，家用空调库存 1425.70 万台，同比下降 2.2%。2025 年家电消费受益于“以旧换新”国补政策及抢出口效应表现超预期。展望 2026 年，这两大驱动因素均将减弱。国内补贴政策的边际刺激效应递减，且前期需求存在一定透支；海外在经历库存累积与关税政策扰动后，进口需求趋于谨慎。同时，原材料成本高企持续挤压厂商利润，而终端售价传导不畅，进一步抑制生产积极性。综合来看，2026 年家电领域用铜增速或将从 2025 年的高位显著回落至低位区间，对整体消费的贡献降至约 0.5 个百分点。

图 17. 中国房地产销售、新开工竣工面积累计同比增速



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 18. 中国汽车产销量当月值：万辆



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

房地产方面，据同花顺数据统计显示，2025 年 1-10 月我国房地产开发投资累计总额 7.35 万亿，累计同比下降 4.8%。1-10 月我国商品房销售面积累计为 7.19 万平方米，同比下降 6.8%，其中住宅销售面积为 6.03 万平方米，同比下降 7%，房地产新开工面积累计为 4.90 万平方米，同比降幅为 19.8%，而房地产竣工面积达 3.48 万平方米，累计同比降幅仍达到 16.9%。虽然新开工、竣工面积同比降幅虽较极端值有所收窄，但绝对规模仍处于下行通道。“十五五”规划强调加大民生住房保障，推动建立“人一房一地一钱”联动新机制，其核心在于防范系统性风险与构建新模式，而非刺激新一轮高周转建设。展望 2026 年，鉴于竣工端承接了绝大部分地产用铜，而其恢复严重滞后于新开工，预计建筑领域用铜仍将面临负增长，对整体铜消费形成拖累。行业出清与模式转型期间，铜需求难以看到趋势性反转。

二、新兴领域：新能源维持高增 AI 算力异军突起

2025 年 1-10 月，全国累计发电装机容量 37.5 亿千瓦，同比增长 17.3%。其中，太阳能发电装机容量 11.4 亿千瓦，同比增长 43.8%；风电装机容量 5.9 亿千瓦，同比增长 21.4%。10 月全国新增光伏装机容量 12.6GW，较 9 月的 9.66GW 环比增长 30.4%。光伏方面，全球装机增速在 2025 年抢装潮后预计放缓。国内“反内卷”政策旨在遏制低价恶性竞争，推动行业整合与技术进步，但短期可能抑制产能无序扩张。更为关键的是，铜铝价差波动强化了“铝代铜”的替代效应，光伏系统的单位用铜强度呈现下降趋势。风电方面，陆上风电受制于建设维护成本，海上风电则面临长周期与高投资门槛。同样受到材料替代的影响。全球装机量虽有望增长，但对铜的边际需求拉动减弱。展望 2026 年，预计风光发电领域用铜总量或出现下降，行业增长对铜需求的拉动作用将显著弱于前几个周期。

新能源汽车方面，中汽协数据显示，2025 年 11 月，新能源汽车产销分别完成 188.0 万辆和 182.3 万辆，同比分别增长 20%和 20.6%。2025 年 1-11 月，新能源汽车产销分别完成 1490.7 万辆和 1478.0 万辆，同比分别增长 31.4%和 31.2%。较年初中汽协预计的 1600 万辆已完成计划的 93%，基本能够实现目标，其中新能源汽车总销量达到汽车总销量的 53.2%。新能源汽车仍是铜需求增长最确定的领域之一。2025 年在政策激励下，产销量与渗透率均再上新台阶。展望 2026 年，购置税优惠等补贴政策将迎来结构性退坡，地方主导的差异化补贴模式将取代全国统一的普惠性补贴，或对短期消费情绪产生一定影响。然而“油换电”的长期趋势不可逆转，结合车企技术迭代、车型丰富与出口潜力，预计新能源汽车销量有望对铜增速大幅提升。

图 19. 光伏和风电新增装机量：万千瓦



图 20. 中国新能源汽车产销量当月值：万辆



AI 算力方面，在传统消费领域增长趋缓的背景下，以人工智能算力为核心的新一代数字基础设施，正快速崛起为铜需求不可忽视的新增长极。其驱动力并非来自单一的硬件需求，而是源于构建大规模、高可靠数据中心（尤其是 AI 数据中心）所带来的全方位物理设施建设。

根据行业测算，一个标准的 1 兆瓦（MW）数据中心，其电力配送、冷却系统、服务器连接及建筑布线等环节的综合用铜量约为 6.58 吨。相较于传统工业领域，这一单位耗铜强度极为可观。随着全球科技巨头及各国政府竞相投入 AI 军备竞赛，数据中心的建设对上游原材料的需求呈现出持续性特征。

彭博新能源财经（BNEF）在《新能源市场长期展望报告》中预测，基于未来十年全球新增数据中心 IT 负载的估算，与此配套的新建数据中心年用铜需求预计将达到约 40 万吨的平均水平，并可能在 2028 年前后达到 57.2 万吨的峰值。从更长期的视角看，2025 年至 2035 年，全球数据中心建设的累计用铜量预计将超过 430 万吨。这一规模相当于全球最大产铜国智利一年的总产量，意味着数据中心领域将在未来十年内，再造一个百万吨级别的新兴铜消费市场。

展望 2026 年，AI 算力基础设施对铜需求的直接贡献可能尚不及新能源汽车或电网领域，但其增长轨迹的确定性与长期潜力已不容忽视。它代表了铜消费结构从传统工业向数字时代的关键延伸。随着更多超大规模数据中心项目从规划步入建设阶段，其对铜实际消费的拉动将从预期逐步转化为可统计的实物量，并为铜的长期需求故事提供更具时代性的支撑。

三、库存端：全球铜库存处于低位 “虹吸效应” 显著

自 2025 年 2 月特朗普政府启动“232 条款”对美国铜进口进行国家安全调查以来，大量实物铜开始流向美国，三大交易所铜库存走势分化，LME 铜库存创历史新低，非美地区显性库存快速回落。而随着美国进口关税政策落地时间提前，非美地区库存短缺出现缓解。截至 12 月 16 日，COMEX 铜库存为 45.46 万吨；LME 铜库存为 16.66 万吨；上期所铜库存为 8.94 万吨。

展望 2026 年，全球铜库存预计将从前期的结构性失衡转向区域性紧平衡常态化的新阶段。库存总量进一步激增的动能趋于减弱。2025 年下半年以来，随着美国关税政策细节明朗及部分豁免条款实施，由政策恐慌引发的跨洋“抢货”潮已告一段落，COMEX 库存从峰值回落。同时，中国冶炼行业在极低加工费压力下计划减产，以及海外部分冶炼厂因成本问题持续关停，将从供应端抑制全球精炼铜的产量增长，从而减缓库存累积速度。重点关注中国冶炼减产的实际执行力度以及美国针对 2027 年关税的产业预备动向。

图 21. 近五年上期所铜库存走势



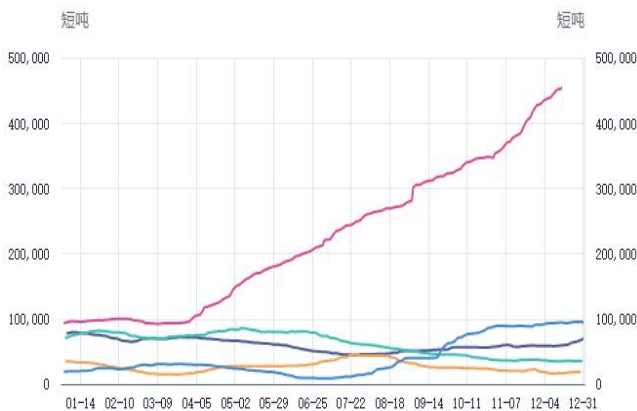
资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 22. 近五年 LME 铜库存走势



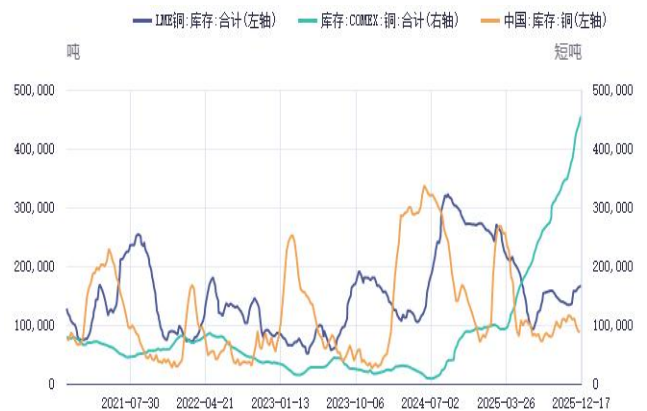
资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 23. 近五年 COMEX 铜库存走势



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 24. 全球三大交易所铜库存走势



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

第五部分 总结与展望

宏观方面，2026 年全球宏观环境将在“美联储货币政策摇摆”与“中国需求托底”之间寻找新平衡。美联储内部意见分化、主席更迭在即，预计仅有 1-2 次缓慢降息，流动性预期反复可能加剧市场波动。国内“十五五”规划开局，扩张型财政与适度宽松货币政策协同发力，以高质量发展为主题，为铜价提供稳固的需求侧预期与结构性上行动能。美国对铜进口的“232 调查”进程仍存不确定性，将继续阶段性影响贸易流向与市场情绪。

供给方面，全球铜矿供应正式步入低增长时代，新增项目有限且爬产缓慢，而地缘政治、社区冲突、运营事故等干扰因素趋于常态，预计全年矿端难有实质性宽松。铜精矿加工费（TC/RC）深度负值格局难以扭转，冶炼环节定价权丧失，行业持续亏损。在政策干预（新增产能叫停）与行业自律（CSPT 计划减产）下，国内精炼铜产量增速料将显著放缓甚至转负；海外冶炼厂受成本压力制约，复产与新投产进度迟缓。全球精炼铜供应增速预计将大幅回落，原料紧缺将充分传导至金属端，供应缺口可能进一步显现。

需求方面，房地产竣工面积难以趋势性回升，建筑用铜继续拖累；电网投资总额维持高位但增速趋稳，单位用铜强度因技术升级可能优化；家电领域在政策刺激效应减弱后增速预计回落。新兴领域提供主要增量，新能源汽车渗透率仍有提升空间，是需求增长最稳定一环；光伏、风电装机增速虽可能放缓，但绝对量依然可观；AI 算力基础设施爆发式建设，正成为中长期铜需求不可忽视的新兴力量，预计将逐步贡献可观的实物消费量。

展望 2026 年，铜市场核心矛盾仍集中于宏观情绪摇摆与供给偏紧的博弈中。全球显性库存处于历史低位，且矿紧格局难有改善，对铜价起到兜底作用。需求侧虽有传统领域拖累，但新能源转型构筑的长期需求基础依然牢固。预计全年铜价将延续高位运行格局，中枢有望维持于历史较高水平。价格上行的高度和流畅度，将取决于全球主要矿山的实际复产进度、国内需求刺激政策的力度以及美联储货币政策的演绎。

风险点：美国关税政策超预期收紧、美联储降息节奏不及预期或转向鹰派、全球铜矿供应恢复快于预期、国内需求政策落地效果不及预期。

免责声明

本研究报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本报告仅反映撰写人的分析方法和观点，不代表新纪元期货股份有限公司的立场。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所获得许可，并注明出处为新纪元期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼8-9层

南京分公司

电话：025-84706666

邮编：210019

地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

成都分公司

电话：028-68850968

邮编：610096

地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952

邮编：518001

地址：深圳市罗湖区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

上海分公司

电话：021-61017395

邮编：200122

地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室（名义楼层16E）

徐州营业部

电话：0516-83831101

邮编：221009

地址：徐州市云龙区秦郡路1号淮海经济区金融服务中心三区5（原8）号楼1-901-12、13

南京营业部

电话：025-84787996

邮编：210008

地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京营业部

电话：010-84261747

邮编：100020

地址：北京市朝阳区朝外大街22号8层803B

广州营业部

电话：020-87750826

邮编：510110

地址：广州市越秀区沿江中路298号中区3806房

苏州分公司

电话：0512-69560991

邮编：215127

地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

重庆营业部

电话：023-67900698

邮编：404007

地址：重庆市南岸区江南大道2号1栋1单元5-8号