



2026 年 1 月 6 日

供应扰动加剧，铜价延续上行

核心观点及策略

- 宏观方面，虽然2026年一季度降息预期稍有回落但美联储整体仍处于宽松周期之中，特朗普即将提名新任主席令市场担忧美联储独立性下降，在全球电气化转型和AI科技驱动产业革命的背景下，铜作为具备优秀导电性能的关键金属，在支撑数据中心、电动汽车及基础电网设施中的地位不可或缺；国内方面，央行将灵活高效运用降准降息，今年继续实施扩张型财政政策以扩大内需，坚持科技创新与产业升级相融合，进一步谋求高质量发展。
- 基本面来看，智利北部矿山突发罢工加剧精矿供应扰动，全球精铜产能或进入收缩期，国内进口量环比回落；消费端，传统行业年底需求遇冷，新兴产业提供广阔的增量空间，海外非美地区库存下滑，美铜库存加速上行且占比超50%。
- 整体来看，三季度中美经济均展现出较强韧性，全球AI驱动产业革命为金属带来了广阔的需求前景，美联储如愿降息令市场风险偏好升温。预计1月铜价将延续强势上行的走势，关注金银铜的内在联动性。
- 风险点：联储12月暂停降息，美国经济现衰退迹象全球经济增长放缓

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

从业资格号：F03084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

何天

从业资格号：F03120615

投资咨询号：Z0022965

目录

一、2025 年 12 月铜行情回顾	4
二、宏观经济分析	5
1、美联储新任主席人选即将落地，美国三季度经济增长超预期	5
2、美国制造业缺乏复苏迹象，欧元区制造业仍陷萎缩	6
3、灵活高效运用降准降息，2026 年继续扩大“国补”政策范围	7
三、基本面分析	8
1、海外中断矿山复产缓慢，2026 年长协 TC 基准价再度下探	8
2、11 月国内精铜产量环比持平，海外精铜产能释放受阻	11
3、精铜进口量同比降幅扩大，废铜进口环比回升	14
4、COMEX 库存高位上行，国内社会库存低位反弹	15
5、传统行业需求遇冷，新兴产业消费成长空间较大	16
四、行情展望	22

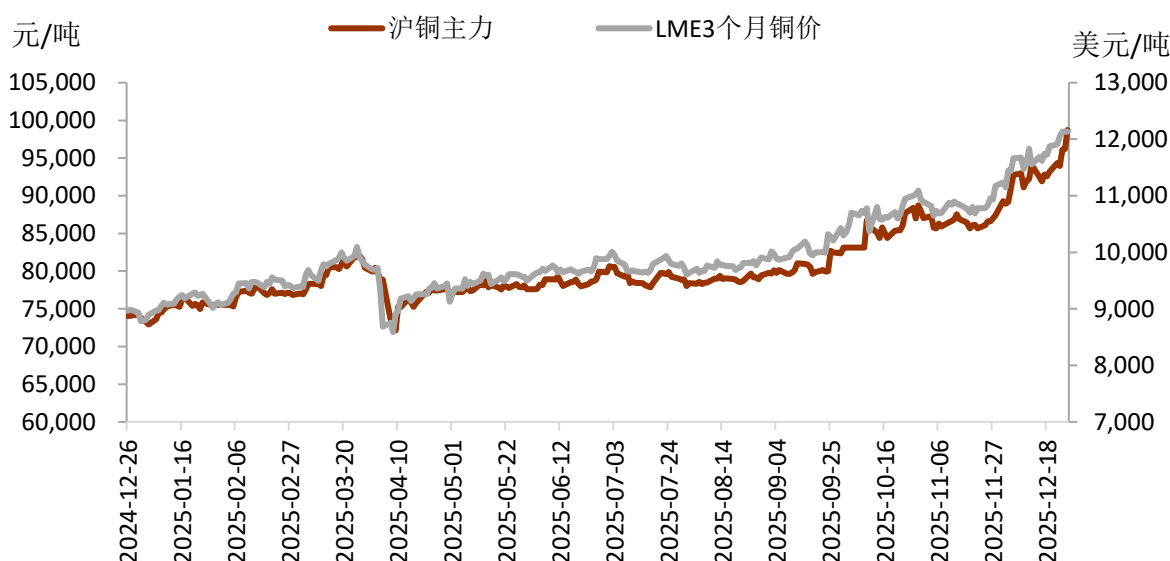
图表目录

图表 1 铜期货价格走势	4
图表 2 上海现货铜升贴水走势	5
图表 3 发达国家 GDP 增速	8
图表 4 美欧制造业 PMI	8
图表 5 中国 GDP 增速	8
图表 6 中国 PMI 指数	8
图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势	12
图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化	12
图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化	12
图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势	13
图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势	13
图表 12 中国铜材产量及增速变化	13
图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化	13
图表 14 中国精炼铜产量变化	13
图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化	13
图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化	14
图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化	14
图表 18 中国废铜进口单月变化	15
图表 19 中国废铜进口累计变化	15
图表 21 LME 铜库存	16
图表 22 SHFE 和保税区库存走势	16
图表 23 全球显性库存	16
图表 24 COMEX 美铜库存	16
图表 23 电源投资完成额变化	21
图表 24 电网投资完成额变化	21
图表 25 房地产开发投资增速变化	21
图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化	21
图表 27 空调产量增速变化	21
图表 28 家用空调库存变化	21
图表 29 汽车销量变化	22
图表 30 新能源汽车产量及销量变化	22

一、2025 年 12 月铜行情回顾

2025 年 12 月，铜价整体呈加速上行走势，伦铜从月初的最低 11120 美元一线逐步震荡上行至 12960 美金一线再创新高，沪铜从 87500 大幅上涨至 102500 一线附近，整体价格重心持续上移。一方面，美联储新任主席人选将于近期公布，或为明年延续宽松基调铺平道路，美国三季度经济韧性强劲提振金属市场需求前景，美元指数疲软对铜价形成有力支撑；另一方面，全球非美地区库存严重错配，海外三大中断矿山复产节奏缓慢，而 CPST 小组与安拓敲定的 2026 年长协 TC 基准价仅为 0 美元/干吨再创新低，全球冶炼产量释放陷入瓶颈，宏观环境回暖和基本面趋紧形成共振。截至 12 月 31 日，伦铜报收于 10901.5 美元/吨，月度涨幅为 5.8%；沪铜报收于 87010 元/吨，月度涨幅为 4.7%。12 月人民币汇率大幅升值逼近整数关口主因美联储 12 月如期降息后释放鸽派信号，新任主席人选即将落地而市场普遍预计其将倾向于拥护降息，沪伦比值临近月末降至 7.68，铜市场则维持外强内弱的格局。

图表 1 铜期货价格走势



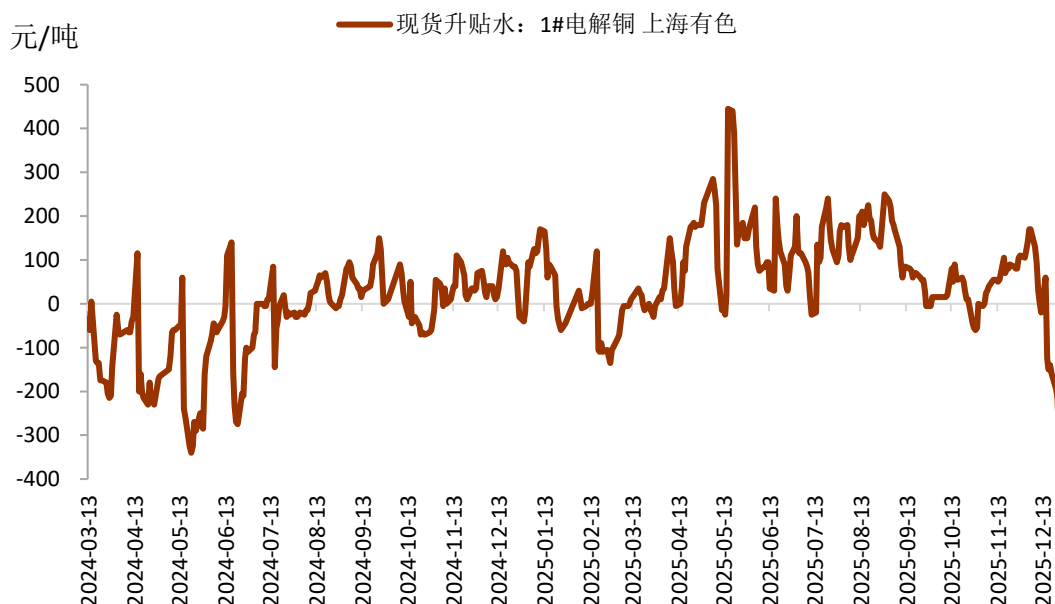
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

12 月以来，国内精铜终端消费承受较大下行压力，铜价短期涨幅较大令初端加工企业难觅点价良机，铜缆线企业生产成本大幅抬升令临近年底采买意愿减弱，电网投资项目建设赶工期并未兑现，而基建工程和轨道交通难以提供持续增量，房地产竣工增速未见好转迹象，传统行业消费陷入低增长阶段；空调年底内销排产再度下滑，仅铜箔及铜板带等应用于新能源汽车及 PCB 电路板在通信及电子电气领域需求表现良好，而光伏焊带和五金结构件等同步进入淡季。12 月底社会库存小幅回升至 20 万吨附近，现货

敬请参阅最后一页免责声明

升贴水从月初的升水逐步转向月末的深度贴水，整体运行区间在-340~+105 元/吨之间。截止月底，华东 8mmT1 电缆线杆加工费大幅降至-400-0 元/吨，创近几年以来新低，主因国内铜价涨幅较大后终端线缆需求大幅回落，而初端加工必须维持生产确保下游基础供应令加工费被迫下探至负值区间；从近月盘面结构来看，当月和次月 C 结构持续走扩，远月 B 结构幅度收窄，主因国内库存持续反弹承压近月合约，而高铜价下远月需求暂无显著乐观预期。虽然国内库存小幅反弹但总体基数仍然偏低，国内供需维持紧平衡状态，海外 LME 注册仓单的偏紧令市场担忧明年精铜平衡表转向紧缺，但当前国内下游对铜价存在抵触情绪，令内贸市场为维持正常走货整体转向贴水。整体预计 2026 年 1 月传统行业消费将延续季节性低迷，新兴产业用铜具备一定韧性，尤其是 AI 算力需求带来的数据中心建设期将为带来较大的消费增长空间，预计内贸铜升水整体重心将维持贴水但幅度将有所收窄，预计整体消费端将继续忍受高铜价带来的利润收缩压力。

图表 2 上海现货铜升贴水走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、宏观经济分析

1、美联储新任主席人选即将落地，美国三季度经济增长超预期

美联储 12 月如期兑现降息后，当前联邦基金利率已来到了 3.5%~3.75% 的区间，最新点阵图显示将在 2026 和 2027 年各有一次降息，新任理事米兰仍然投出唯一反对票主张降息 50 个基点，但其中 7 名美联储官员预计 2026 年将不会降息，4 名官员认为将有两次 25 个基点，鲍威尔并未延续释放鹰派信号，会后其表示美联储将继续致力于朝

着中性利率方向调整，目前已处于中性利率区间的上端，就业市场似乎逐渐降温，但通胀仍然偏高，若无新关税政策，商品类通胀将在明年第一季度见顶，人工智能可能是就业疲软的原因之一，大规模国债购买计划将于 26 年 4 月前完成。特朗普政府表示新任美联储主席将于 1 月初左右公布，其必须站在拥护降息的立场上，当前最热门人选凯文·哈赛特表示若特朗普政府意见有效将会重点参考，美联储仍有很大的降息空间，潜在的就业轨迹是坚实的，但同时也会保持央行货币政策的独立性。我们认为美国政府对美联储人事任命和政策路径的持续干预将令明年一季度宽松预期继续发酵，而新任主席人选的最终敲定将为明年延续宽松基调奠定基础。

美国 11 月 CPI 同比+2.7%，剔除波动较大的食品和能源后核心 CPI 同比涨幅放缓至 2.6%，均低于预期，其中住房价格同比涨幅收窄至 3%，为四年多以来的最小涨幅，虽然没有 10 月份的环比数据作为对比，但已经一定程度表明关税带来的短期通胀对终端消费的边际影响正在逐步减弱，通胀或已进入了明确的下行趋势的起点，数据强化了美联储延续宽松路径的空间。经通胀调整后的美国第三季度 GDP 年化增速意外录得 4.3%，其中消费者支出三季度同比增长 3.5%，远高于第二季度的 2.5%，尽管面临高昂的借贷成本压力，但美国家庭整体的消费意愿仍然强劲，而在投资端则表现分化，非住宅类投资增速大幅放缓至 2.8%，住宅类投资对经济形成拖累第三季度下降 5.1%，这份数据反映的是在美国政府长时间停摆前的美国经济表现，随后而政府创纪录的停摆预计将对四季度经济构成显著影响，当前 BEA 尚未安排 10 月和 11 月 PCE 数据公布日程，若仅就凭三季度个人消费支出 PCE 指数来看（初值为 2.9%），仍然高于 2%的中长期目标，将对 2026 年延续宽松路径形成一定挑战，我们总体预计明年一季度美联储或将暂时转向按兵不动的立场。

2、美国制造业缺乏复苏迹象，欧元区制造业仍陷萎缩

美国 11 月 ISM 制造业 PMI 收缩至 48.2，不及前值的 48.7，已连续第九个月低于 50 的荣枯线，分项数据中新订单指数大幅降至 47.4(环比-2%)，表明制造业市场需求相当乏力，未完成订单积压量也创七个月以来的最大降幅；就业指数仅为 44(环比-2%)，工厂用工需求持续降温，大约 25%的受访者报告就业状况缩水；物价支付指数录得 58.5(环比+0.5%)，为历经五个月下滑后的首次回升；生产指数却录得四个月以来的最快扩张但尽管如此 2025 年以来的产出表现总体并不稳定，此外制造商和客户的库存继续减少，但降幅较此前一个月有所放缓。

欧元区 12 月制造业 PMI 初值录得 49.2，低于预期的 49.9。其中德国制造业产出萎缩成为主要拖累项，德国 12 月制造业 PMI 初值仅为 47.7，新订单的停滞不前凸显海外市场需求的疲软，企业对经济健康状况、地缘政治风险及国际竞争力的担忧持续升温。而法国尽管制造业 PMI 大幅回升至 50.6，创三年多以来的新高，但服务业 PMI 意外降

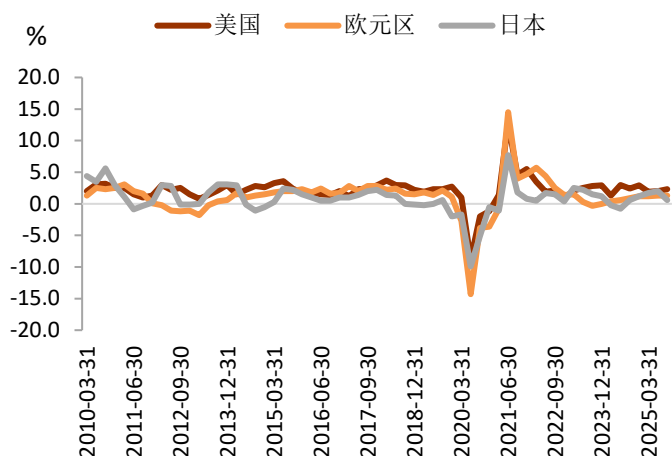
至 50.2，商业活动的低迷抵消了制造业反弹带来的经济复苏前景，虽然法国制造业和服务业的就业均实现广泛增长，但企业对未来的利润增长预期却有所减弱，政治的不确定性和国内消费信心的低迷压制了商业活动，部分企业对 2026 年的需求端持悲观态度。整体来看，欧央行 12 月虽然继续维持三大关键利率不变，行长拉加德表示预期欧元区增长前景将更加乐观，预计明年欧元区经济增长将小幅回升至 1%，但我们认为处于弱复苏的经济环境可能将货币政策路径重新带回缓慢宽松的节奏。

3、灵活高效运用降准降息，2026 年继续扩大“国补”政策范围

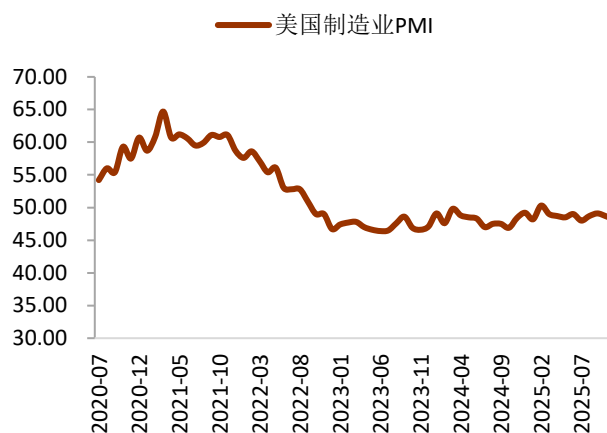
央行 2025 年四季度货币政策会议强调，当前外部环境变化影响加深，世界经济增长动能不足，贸易壁垒增多，主要经济体经济表现有所分化，通胀走势和货币政策调整存在不确定性。我国经济当前总体运行平稳，稳中有进，具有高质量性，经济发展不断取得新成效，但仍面临供需矛盾较为突出。央行在当前经济环境下将继续实施适度宽松的货币政策，加大逆周期和跨周期调节力度，更好发挥货币政策工具总量和结构的双重功能，加强货币财政政策协同配合，促进经济稳定增长和物价合理回升。建议发挥增量政策和存量政策集成效应，综合运用多种工具。加强货币政策调控，根据国内外经济金融形势和金融市场运行状况，把握好政策实施的力度、节奏和时机，保持流动性合理充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配，促进社会融资综合成本低位运行。同时，要有效落实好各类结构性货币政策工具，加强扩大内需、科技创新和中小微企业等重点领域的金融支持。用好证券、基金和保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，探索常态化的制度安排，全力维护资本市场的稳定。

国家发改委、财政部印发了《关于 2026 年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，明确 2026 年国补范围及补贴标准和工作要求。2026 年国补主要有四类，即汽车报废、汽车置换、家电和数码、智能产品。与 2025 年国补相比，少了家装、电动自行车两大类。数码国补对象是手机、平板、智能手表手环、智能眼镜等 4 类产品，相比 2025 年新增了一项智能眼镜。从补贴力度来看，在汽车报废更新方面，2026 年国补则是按购买新车的车价给予一定比例（12%或 10%）补贴，且补贴上限仍延续 2025 年标准（即 2 万元或 1.5 万元）。在家电国补方面，2026 年补贴范围缩小的同时，补贴价格比例也从此前的 20%降至 15%，每件家电补贴最高额度从此前的 2000 元降至 1500 元。同时，也将继续实施汽车报废更新和汽车置换更新补贴；继续实施家电以旧换新补贴，支持范围聚焦冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器等 6 类产品；将数码产品购新补贴拓展为数码和智能产品购新补贴，支持范围包括手机、平板、智能手表（手环）、智能眼镜和智能家居产品（含适老化家居产品）。我们预计明年扩大内需的财政补贴政策将有望逐步从单纯的商品补贴转向包含服务性消费的双轮驱动。

图表 3 发达国家 GDP 增速

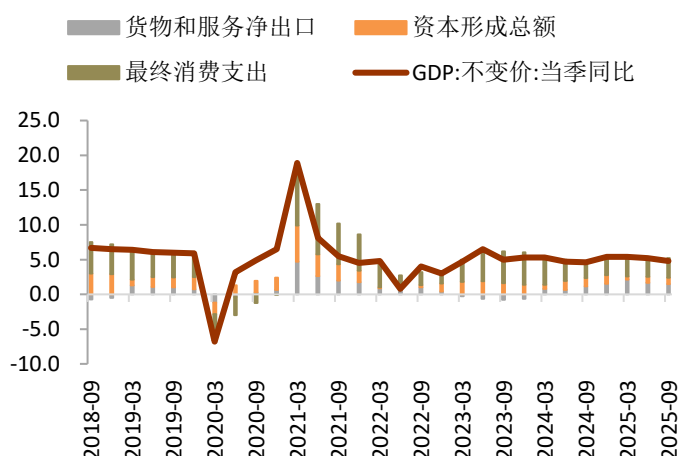


图表 4 美国制造业 PMI

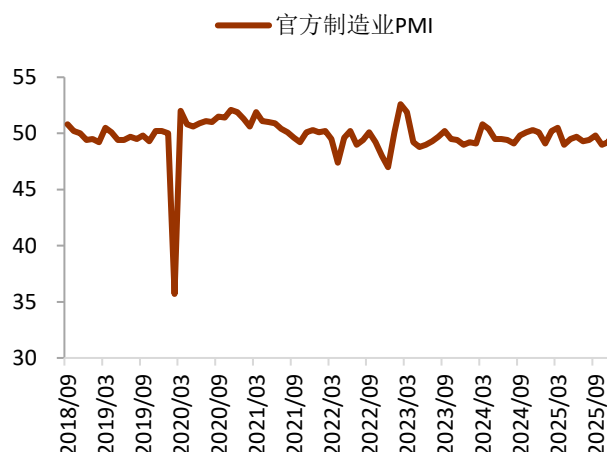


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 中国 GDP 增速



图表 6 中国 PMI 指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、基本面分析

1、海外中断矿山复产缓慢，2026 年长协 TC 基准价再度下探

CPST 小组与安拓法加斯塔最终敲定 2026 年铜精矿长协 TC/RC 基准价为 0 美元/干吨和 0 美分/磅，再创历史新低，这一数字背后凸显全球市场对 2026 年铜精矿总体供应紧缺的担忧，在不考虑干扰因素的情况下，我们预计 2026 年全球铜精矿供应增速将低于 1.5%，主因海外中断矿山复产进程缓慢，而新增矿山投产周期推迟、并持续受到地缘政治风险及地方政府资源保护主义的影响。

Capstone 铜业公司旗下智利 Mantoverde 铜金矿的主要工会与公司就新劳动合同

的谈判破裂后，数百名矿工于周五（当地时间）启动罢工行动。曼托韦德第二工会在周五发布的声明中表示，已储备充足资源以维持至少两个月的罢工，并称此次罢工可能导致公司损失高达 1.6 亿美元。该工会指出，其 645 名会员于当地时间上午 8 点开始罢工，此前双方在周四晚间未能达成协议。工会称，由于公司未同意其最终诉求，谈判宣告破裂，而该诉求每年预计成本约 50 万美元，仅占公司 14 亿美元预期营收的 0.03%。总部位于加拿大的 Capstone 铜业公司在周四晚间调解谈判失败后发表声明称，愿意通过谈判解决争端，并表示罢工工人约占该矿山员工总数的一半，占公司总员工数的 22%。公司预计罢工期间矿山产量将维持在 30% 左右。Capstone 铜业公司持有 Mantoverde 矿山 70% 的股权，三菱材料（Mitsubishi Materials）持有剩余 30% 股权。该矿山 2025 年铜产量预期为 2.9-3.2 万吨。

从今明两年的新增投产及扩产的项目来看，力拓旗下位于蒙古的奥尤陶盖勒铜矿今年第三季度达 8.9 万吨，同比+78%，前三季度总产量达 24.13 万吨，同比+62%。尽管选矿厂于今年 9 月为优化生产流程例行维护但当季产量仍创历史新高，这主要得益于地下矿山产能的持续提升，原矿品位符合预期的提高以及矿石回收率的相应提升。其中项目地表输送系统的投入使用，令高品位矿石对产量贡献进一步增加，同时露天矿开采顺序得到优化，矿料品位逐级提升，共同推动产量增长。公司预计 2025 年 OT 产量同比增幅或达到 50%，目前公司正与蒙古国政府就采矿权转让事宜进行沟通，以推动 Entrée-Oyu Tolgoi 合资区域 1 号矿段的开发作业，项目产能扩张若能顺利进展，预计将从 2028 年至 2036 年之间年均铜产量达到 50 万吨。

泰克资源旗下位于智利的 QB 铜矿产能临近年底呈现一定的复苏迹象，今年二季度以来该项目产能释放进展缓慢，引发市场对其运营可能性尤其是公司在于英美资源 530 亿美元并购案中扮演未来关键角色的质疑。当前 QB 项目的球磨机处理量与铜回收率已逐步达到预期水平，三季度的改善计划主要为基础设施升级，包括 59% 的旋流器已完成更换，完成了三个新岩台的建设，另外两座岩台将于 2026 年年中建成，公司预计 2026 年上半年将完成尾矿系统的关键组成部分建设，并于同年下半年推动 QB 项目进入稳健的运营状态。此前泰克与英美资源的并购案的核心亮点为双方计划建设一条 15 公里长的传送带，计划将与 QB 铜矿相距 15 公里的 Collahuasi（科亚瓦西）铜矿的高品质矿石输送至 QB 项目的新加工厂进行生产，我们预计若计算 QB 铜矿与科亚瓦西铜矿整合后的庞大综合体，总产量或超过每年 100 万吨，这将成为继智利 Escondida 之后又一座百万级别产能的铜矿项目。

洛钼铝业表示公司计划将斥资 10.8 亿美元用于扩建旗下位于刚果的 KFM 湿法混合铜矿，预计项目建成后将带来 10 万吨左右的年均增量，公司将于 2027 年逐步启动项目二期工程，以此巩固其在全球市场的地位，其一期项目已于 2023 年年底达到满负荷的状态，目前 KFM 年产能为 15 万吨，2024 年洛钼旗下 TFM+KFM 两大矿山的合计总产量已达 65 万吨，今年第三季度洛阳铝业铜产量为 19 万吨，今年前三季度累计产量达 54.3

万吨，已完成今年 60-66 万吨指引产量的 86%。

五矿资源旗下位于秘鲁的 Las Bambas 铜矿第三季度产铜 10.29 万吨，同比+14%，其上半年产量已跻身全球第五大铜矿山。得益于 Chalcobamba 与 Ferrobamba 两大矿坑的开采工作保持稳定，其铜回收率创下 91.3% 的历史记录，几乎未受任何外部因素干扰，选矿品位与回收率均保持在较高水平。唯一的干扰因素在于三季度后秘鲁地区原住民的非法采矿导致该项目产量稍有受损，非法采矿的集中区域是五矿资源未来投资计划中关键的待开发区域，根据公司最新的评估数据，过去 15 年间，这些“非法采矿者”已先后从拉斯邦巴斯项目的拟矿场中开采月 9 万吨铜。而当地的阿普里马克原住民采矿社区联合会表示，该区域均为手工采矿者，他们拥有祖先遗留下来的土地所有权及临时开采许可，足以对抗五矿资源的合同权利。2025 年 MMG 铜产量指引区间为 46.6-52.2 万吨，较 2024 年产量约增加 10 万吨。

由必和必拓、泰克资源、嘉能可和日本三菱商社联合控股的位于秘鲁的 Antamina 铜矿，该项目预计 2026 年产量将大幅增长约 20% 达到年产 45 万吨，随后几年将稳定保持在年均 40 万吨的水平。安塔米纳目前正在投资 20 亿美元进行扩建，以确保产能的逐步扩张，若实现 2026 年的生产计划，该项目有望超越 Cerro Verde 铜矿和 Las Bambas 铜矿成为秘鲁最大的铜矿山，预计该项目的矿石将于 2027 年开始进入加工，今年指导产量预计为 38 万吨。

第一量子旗下的 Kanshashi 铜矿三季度铜产量为 4.7 万吨，环比增加 17%，得益于 S3 扩建项目于今年 8 月的顺利投产，目前该矿山 C1 的现金成本为 1.34 美元/磅，季环比下降 0.13 美元，公司预计 S3 项目的顺利推进将有效推动总体矿山第四季度及 2026 年的铜和黄金产量的提高。2025 年 Kanshashi 铜矿的指引产量从 16-19 万吨小幅调整至 17.5-18.5 万吨。旗下同样的位于赞比亚的 Sentinel 铜矿第三季度产量为 5.2 万吨，环比+19%，得益于选矿厂更高的吞吐量以及 2 号坑内破碎机的搬迁工作已顺利完成，预计将于今年第四季度投入使用，该矿山今年指导产量为 19-20 万吨，预计明年赞比亚两大矿山将有 3-4 万吨的增量。

英美资源旗下的位于智利的 Los Bronces 铜矿第三季度产量为 4.18 万吨，同比+14%，得益于严格按照开采计划推进、原矿矿石品位提升以及选矿厂吞吐量和回收率的改善。此外，Donoso2 期矿区开发进度快于预期，整体矿山开采的灵活性持续提升，目前该阶段已能开采出更多高品位和易处理的矿石，2 期预计将于 2027 年初全面完成开发。英美资源维持 2025 年指导产量 69-75 万吨不变，其中智利地区 38-41 万吨，秘鲁地区 31-34 万吨。

ICSG(国际铜研究小组)最新数据显示，2025 年 10 月全球铜精矿产量为 193.8 万吨，同比-2.4%，降幅有所扩大，2025 年 10 月全球精炼铜产量为 238.6 万吨，消费量为 235.1 万吨，10 月精炼铜市场供应过剩 3.5 万吨。智利统计局数据显示，智利 11 月铜产量为 45.2 万吨，同比-7.2%。秘鲁能源矿业部数据显示，秘鲁 10 月铜产量为 24.8

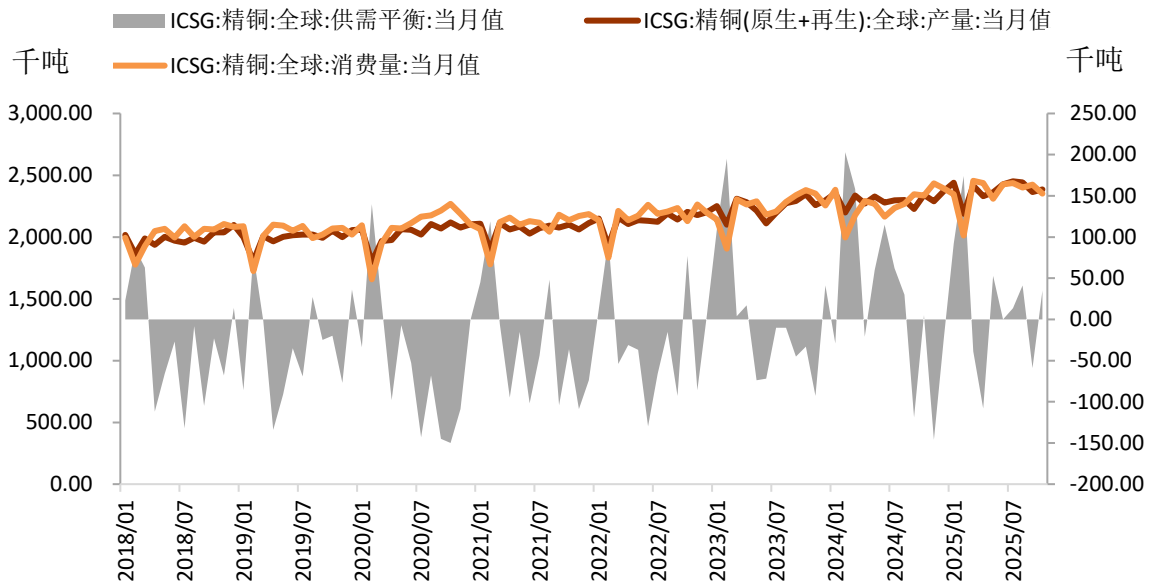
万吨，同比+4.8%，2025 年 1-10 月秘鲁铜总产量达 229.6 万吨，同比+3%。

2、11 月国内精铜产量环比持平，海外精铜产能释放受阻

SMM 数据显示，我国 11 月我国电解铜产量为 110.34 万吨，同比+9.8%，今年 1-11 月我国电解铜累计产量达 1225.68 万吨，同比+9.8%。11 月国内产量环比基本持平，主因硫酸和金银等副产品的利润持续维持高位，一定程度弥补了冶炼端的利润损失这令国内头部大型冶炼厂仍能维持现金成本线以上的利润水平，虽然 770 号文下发后我国废铜国内供应边际下滑，废铜杆企业开工率不足 3 成，但我国 11 月铜精矿进口量单月仍达 252.6 万吨，同比增幅高达 13.1%，有效弥补了冷料供应略显不足的困境。12 月底，四川凉山铜业 12.5 万吨阴极铜精炼项目启动局部投料试车，标志着项目从建设阶段转向全面投产阶段，预计将于 2026 年 3 月生产出第一批成品。

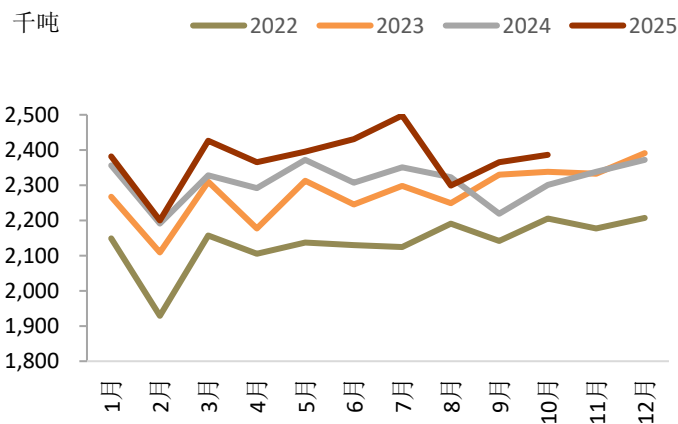
海外方面，由于今年东南亚地区铜精矿长单加工费的大幅收敛，上半年部分海外地区精铜产能被迫陷入停减产的境地。今年 2 月嘉能可旗下的位于菲律宾的 PASAR 冶炼厂已被动停产，今年损失产量为设计产能的 20 万吨，目前尚不确定复产时间；3 月嘉能可旗下位于智利的 Altonorte 冶炼厂因熔炉问题导致停产，目前仍全面暂停运营并启动了不可抗力条款，预计明年损失产量多达 35 万吨；日本金属生产商 JX Advanced Metals 公司宣布旗下位于日本的泛太平洋冶炼厂（年产能 65 万吨）将在未来削减数万吨的精炼铜产能以应对冶炼利润大幅收缩的影响，此外，另一家嘉能可旗下的位于澳大利亚的 Mount Isa 冶炼厂表示公司已遇到前所未有的市场环境，持续高昂的综合成本增加以及铜精矿的供应紧缺难以缓解令企业陷入了不可持续的状态，预计明年将有 5 万吨左右的小规模减产。从明年增产情况来看，紫金旗下的卡莫阿铜矿配套的 35 万湿法冶炼一体化产能将延期至今年四季度投产，目前该项目的上游卡库拉矿段的地下抽水工作仍在进行中，具体矿区全面恢复运营将在明年的 2-3 月份以后；自由港旗下的 Manyar 因 Grasberg 铜金矿今年正遭遇地震带来的突发性矿难，预期矿区阶段性恢复运营不会早于 2026 年第二季度，因此尽管设计产能高达 50 万吨，但明年实绩贡献的产量增长或低于 40 万吨，而同为自由港控股的位于印尼的 PT Gresik 因地下供氧设备故障，检修时间继续延长预计将于明年第一季度左右复产。整体上看，在全球精矿供应增速放缓并且中断矿山短期内实现无法有效复产的背景下，12 月国内冶炼产量将难有增长空间，海外精铜产能释放步伐将继续放缓。

图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

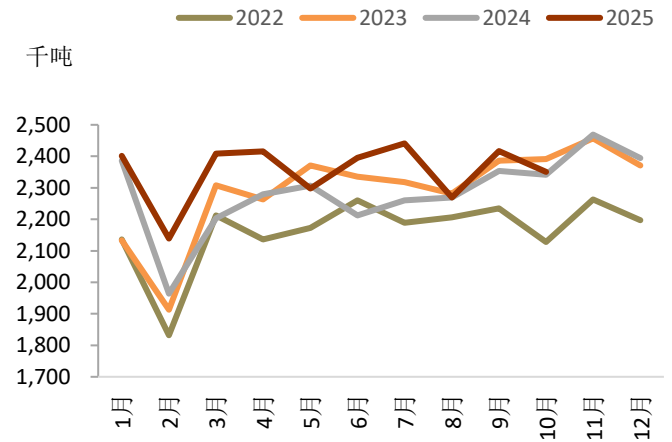


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化

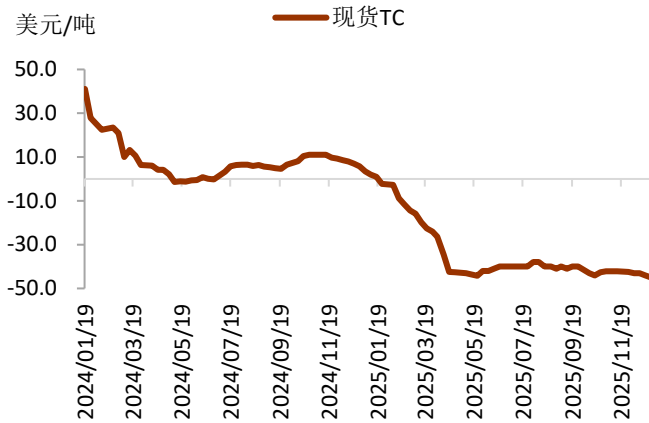


图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化

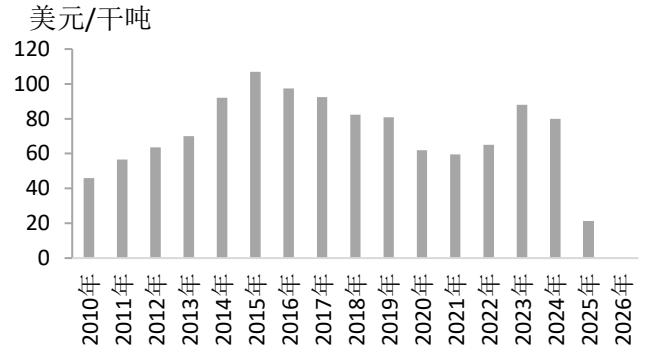


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

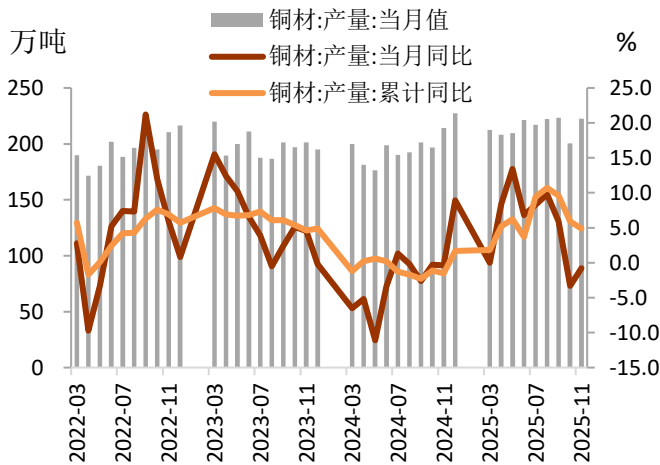


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

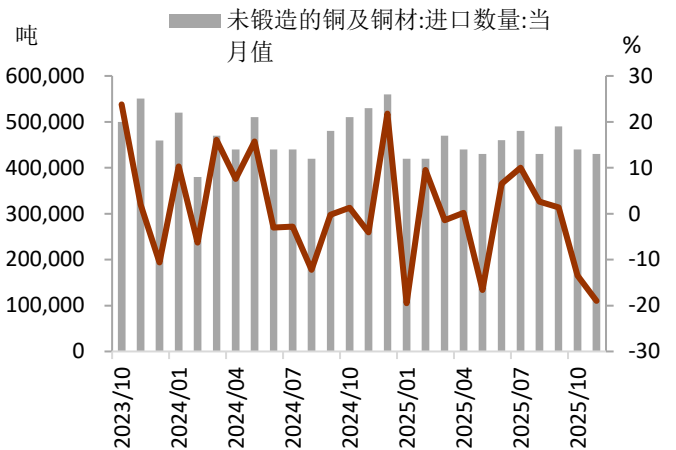


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 12 中国铜材产量及增速变化

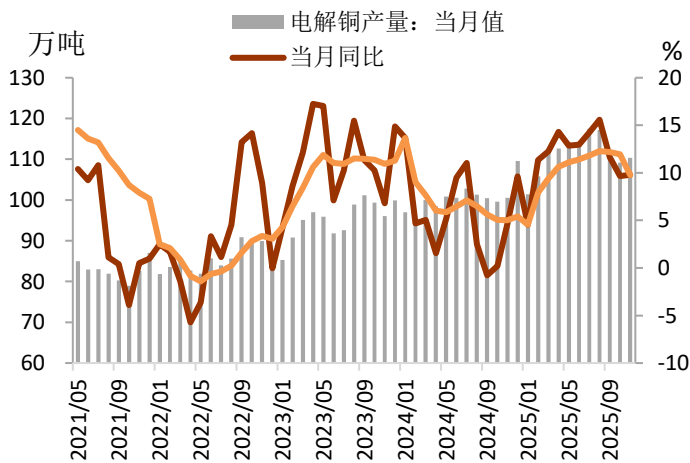


图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

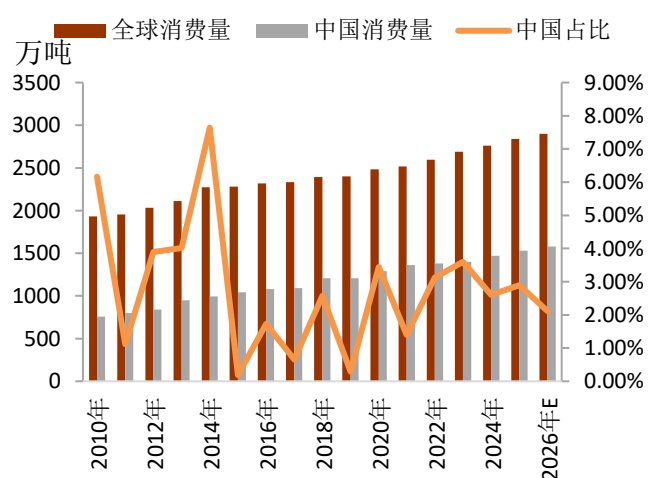


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 14 中国精炼铜产量变化

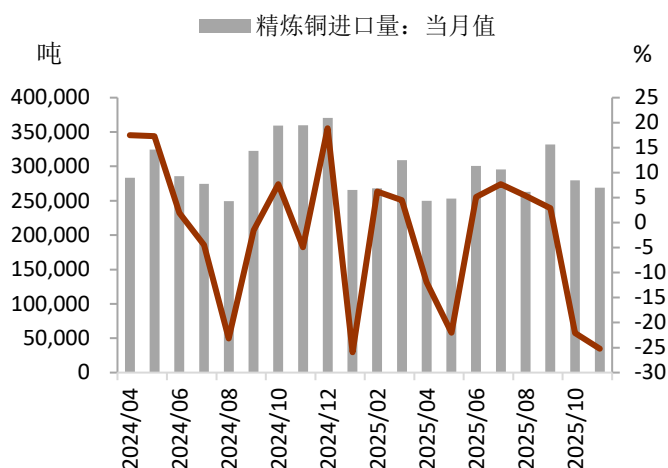


图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化

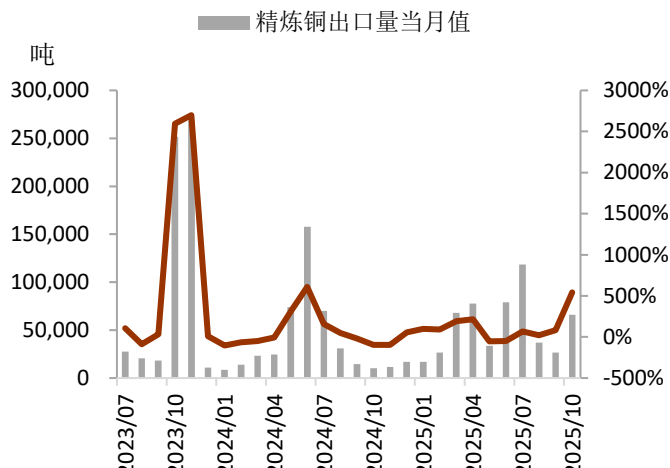


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、精铜进口量同比降幅扩大，废铜进口环比回升

海关数据统计，今年 1-11 月我国未锻造铜及铜材累计进口量为 488 万吨，同比-19%；1-11 月铜矿砂及精矿进口量为 2761.55 万吨，同比+8%；1-11 月精炼铜进口量达 308.5 万吨，同比降幅扩大至 8.3%，其中 11 月进口量回落至 26.9 万吨，同比大幅下降 25.2%，进口量下滑主因美铜关税溢价高企导致海外货源优先选择发往北美地区交仓，而南非德班港货运有所阻塞令非标湿法铜到港量持续下滑。海外来看，12 月以来美铜库存高位持续上行，虹吸效应正在主导全球货物流向加速运往北美地区。

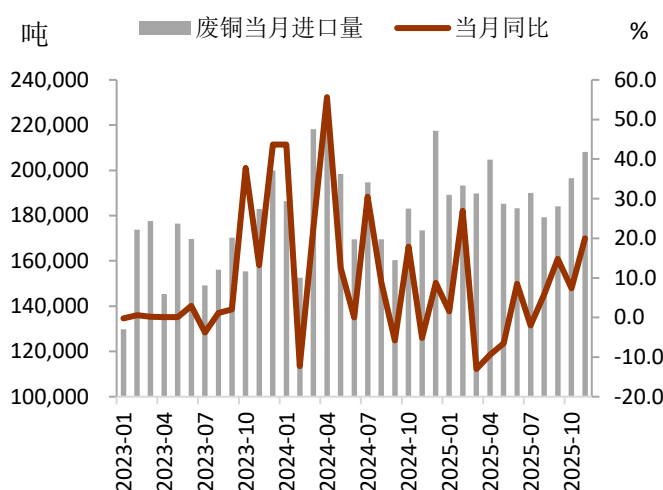
12 月洋山铜提单溢价回升至 45 美金/吨，进口窗口持续关闭，剔除人民币汇率因素后沪伦比值波动区间维持 1.13-1.14，主因 LME 亚洲库存重心持续下移，上海保税区库存高位回落，海外货源到港量的减少未能对国内低库存环境形成有效补充，洋山仓单和提单美金溢价低位逐步反弹；此外市场仍然预期美国或将于 2026 年中对精炼铜征收关税，强烈的关税溢价预期支撑南美货源优先发往北美地区注册交仓，非美地区供应则延续偏紧格局，预计我国 12 月进口量将面临进一步下滑的风险。

废铜进口方面，今年 1-11 月我国废铜总进口量达 210.4 万吨，同比+3.63%，自去年二季度美国废铜进口量骤降以来，我国逐步转向进口日韩泰国等东南亚国家及时填补冷料供应缺口，未来我国将继续扩大东南亚市场的废铜进口量，与此同时，我国冶炼企业将积极响应工信部今年上半年发布的《铜产业高质量实施方案》，强化再生资源回收利用，鼓励矿铜冶炼企业建立废铜资源回收利用网络，利用现有铜冶炼系统处理含铜再生资源。政策方面，770 号文《关于规范招商引资行为有关政策落实事项的通知》将继 783 号文后继续深化废铜行业改革，取消地方政府为招商引资中如税收返还、土地优惠和财政补贴等措施，此举一定程度上增加了废铜制杆企业的负税率，令江西和安徽多数

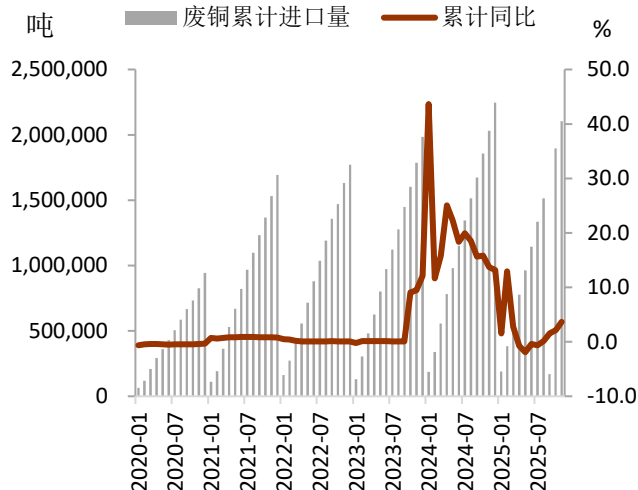
敬请参阅最后一页免责声明

企业失去成本优势后被迫陷入停工和减产局面，废铜供应逐步趋紧。

图表 18 中国废铜进口单月变化



图表 19 中国废铜进口累计变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、COMEX 库存高位上行，国内社会库存低位反弹

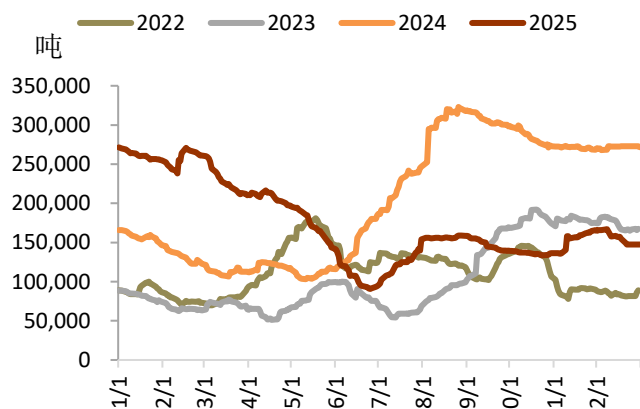
12 月以来国内库存逐步低位反弹，整体运行区间上移至 20-25 万吨，月底上海保税区库存降至 11.02 万吨，上期所库存则维持 11.1 万吨，截止 12 月 26 日全球显现库存(含上海保税区)升至 86.2 万吨，全球库存延续上行，其中 COMEX 美铜库存已大幅升至 48.3 万吨，占全球比重超 50%，国内社会库存从低位逐步反弹至 25 万吨。从国内来看，由于上月铜价延续上行趋势，终端消费难有尚佳表现，社会库存进入缓慢累库周期，当前国内已逐渐摆脱低库存压力。在国内库存持续上升过程中，近月结构并未打破 Contango 状态但幅度有所收窄，LME 的 0-3 则因 LME 注册仓单量的大幅回落维持 30 美金左右的 B 结构，较上月同样有所收窄。

截止 1 月 2 日，LME、COMEX 和 SHFE 三大交易所的库存分别为 14.5 万吨、49.9 万吨和 14.5 万吨，总计达 79 万吨，较上个月大幅增加 10.6 万吨，LME 注销仓单比例升至 24%，伦铜 0-3 的 B 结构有所收窄，而 COMEX 库存仍在高位持续上行，主因美国重建传统制造业的意愿十分强烈，美国已将铜列为关键性战略矿产资源，将进一步建立美国本土铜产业链体系，吸引实物套利持续向北美地区转移。

截止 1 月 2 日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）升至 24.1 吨，环比上月大幅增加 3.7 万吨。其中 SHFE 总库存升至 14.5 万吨，月环比增加 4.7 万吨，上海保税区降至 9.61 万吨，月环比减少 1.01 万吨。上期所库存持续表明高铜价对终端消费的抑制作用逐步增强，线缆企业难以寻觅逢低补库或战略性采购的机会，而保税区库存下行表明海外主流货源流入量有所下降加之进口持续处于亏损状态，打压贸易商信心，总体上国

内库存继续增加，并将逐步进入季节性累库阶段。整体上，全球显性库存延续上行，国内库存逐步回升，COMEX 高位持续增加，LME 仓单库存回落，海外货源仍然首选北美作为出口地区，预计 2026 年 1 月全球显性库存将延续高位震荡。

图表 21 LME 铜库存

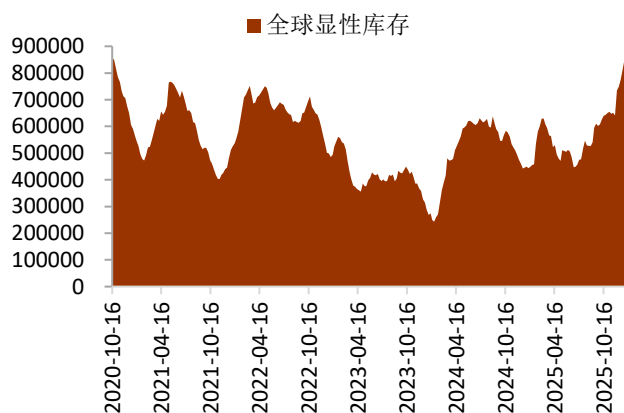


图表 22 SHFE 和保税区库存走势

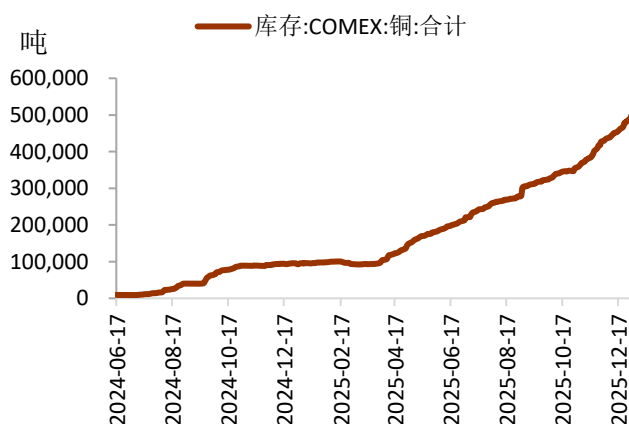


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 23 全球显性库存



图表 24 COMEX 美铜库存



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

5、传统行业需求遇冷，新兴产业消费成长空间较大

电网投资累计增速放缓，10 月铜缆线企业开工率不足 7 成

国家能源局数据显示，2025 年 1-11 月我国电网工程投资完成额达 5604 亿元，同比增长 5.9%；2025 年 1-11 月我国电源工程投资完成 8500 亿元，同比下降 1.8%。截至 11 月底，全国累计发电装机容量 37.9 亿千瓦，同比增长 17.1%。其中，太阳能发电装机容量 11.6 亿千瓦，同比增长 41.9%；风电装机容量 6.0 亿千瓦，同比增长 22.4%。1-

11 月份，全国发电设备累计平均利用 2858 小时，比上年同期降低 289 小时。

“十五五”时期，随着我国新能源渗透率、电力电子化程度以及供需随机性的持续提升，电网发展正面临安全保供、技术创新和机制改革等多重挑战，会议明确指出十五五期间我国电网总投资额要突破 5 万亿，若计划投资总额平均分配，每年电网投资完成额有望达 1 亿元。首先，近年来大规模新能源产业开发对输电通道、主干电网及配电网承载能力提出更高的要求；其次，大规模新能源并网与电力电子设备的应用密切相关，需进一步贯通发配输用四个环节的安全治理机制；第三，新能源充电桩、分布式新能源、精密加工和芯片制造等领域均对供电可靠性、电能质量和绿色用能提出了更高的要求。另外，复杂环境与资源约束近年来也一定程度阻碍西部地区电网建设的进程，“十五五”时期，西北预计将出现一定比例的“沙戈荒”，西南水电等大型能源基地外送需求迫切，但输电走廊资源日益紧缺，此外，高海拔、极寒天气以及深海环境的电网建设面临绝缘施工和防护的较大难题。我们认为，未来五年的中国电网发展将进一步构建新型电网体系，构建坚强主干电网网架，强化分布式新能源就地消化，因地制宜地建设智能微电网，融入中断绿色用能，提升整体电网末段的用电可靠性。在相对高铜价的环境下，预计 2026 年 1 月我国电网投资用铜仍将受到抑制。

光伏行业进入反内卷攻坚期，风电增速边际回升

根据电力企业联合会数据，1-11 月我国光伏装机容量 274.9GW，同比+33.2%，其中 11 月装机量意外升至 22GW，边际增量有所回升。政策端，此前均以国有能源企业招标为主导的光伏组件及系统采购模式，助长了低价恶性竞争的风气，六部委最新召开会议强调将建立资产化的决策模式，光伏电站的投资要高度市场化，优秀供应商通过可融资性获得溢价，进而鼓励上游制造业实现高质量形成良性循环，下游能源央企也要培养资产化的思维，让光伏资产活起来。另一方面，随着光伏首批地面电站项目进入退役期，未来回收环节的重要性与日俱增，根据某咨询公司数据统计，晶体硅光伏组件中玻璃、铝及半导体材料合计占比高达 92%，另含约 1% 的银等贵金属。若实现高比例回收，到 2030 年可从废弃组件中回收约 145 万吨碳钢、110 万吨玻璃、54 万吨塑料、26 万吨铝、17 万吨铜、5 万吨硅及 550 吨银，原材料累计价值约 77 亿元，市场前景十分广阔。

去年 12 月市场监管总局在安徽合肥对光伏行业开展价格竞争秩序合规指导。市场监管总局通报了光伏行业价格违法问题和风险，并指出，当前光伏行业存在的低质竞争、同质化重复建设等“内卷式”竞争行为，让企业普遍面临盈利困境，扭曲了市场资源配置，抑制了企业在技术创新与产品升级上的投入意愿，形成“劣币驱逐良币”效应。市场监管总局强调，全行业要充分认识整治光伏行业“内卷式”竞争的重要性。光伏企业要依法依规开展生产经营，严禁价格串通、价格欺诈等不正当价格行为；坚决杜绝虚假宣传、商业贿赂等不正当竞争行为。发电企业要切实承担起应负责任，在光伏项目招标中坚持优质优价，加强对产品质量的要求。行业协会要切实履行自律职能，引导企业通

过创新提升、质量优化和服务升级实现共赢，共同推动形成健康有序、可持续发展的行业生态。

1-11 月，我国风电装机总容量为 82.5GW，同比+59.4%，我们上调全年风电装机总量预期至 85-90GW。2025 年四季度以来，由于陆风装机受建造和维护成本高企影响，而海风则因的投资建设周期长、成本高，且投资回报率不稳定，部分风电机受到地域条件的限制导致的发电量长期不稳定，且铝线缆在风力发电以及短距离输送场景中对铜缆线的替代性正不断加强。整体预计到今年年底前我国风电装机将维持低增速，今年风光行业用铜总量将出现 10%左右的降幅。

房地产市场信心有待修复，70 城房价跌幅环比走扩

国家统计局数据，2025 年 1-11 月我国全国房地产开发投资总额为 78591 亿元，同比下降 15.9%，其中，住宅投资 60432 亿元，同比下降 15%，1—11 月份，房地产开发企业房屋施工面积 656066 万平方米，同比下降 9.6%。其中，住宅施工面积 457551 万平方米，同比下降 10%。房屋新开工面积 53457 万平方米，同比下降 20.5%。其中，住宅新开工面积 39189 万平方米，同比下降 19.9%。房屋竣工面积 39454 万平方米，同比下降 18%。其中，住宅竣工面积 28105 万平方米，同比下降 20.1%。

从价格层面来看，11 月 70 个大中型城市新建商品住宅价格指数同比下降 2.8%，70 个大中型城市二手房价格同比下降 5.7%，降幅环比有走扩的趋势，主因房地产仍未摆脱信心不足的大环境压力，二手房因挂牌量的持续激增导致量价持续走低。今年我国房地产市场总体较为低迷仍在筑底震荡，“十五五”四中全会强调将推动房地产行业高质量发展，主因当前房地产市场面临新房去化难、二手房挂牌量高企等结构性问题，传统的高杠杆、高周转、高负债发展模式已难以为继，单纯依靠政策刺激难以根本性企稳。因此，高质量发展将成为房地产行业的必然选择。会提出要加大保障和改善民生力度，扎实推进全体人民共同富裕，房地产作为民生保障的重要方面，其保障属性将得到进一步强化。未来，政府将加大保障性住房建设力度，通过增加公共租赁住房、廉租房、经济适用房等供应，满足低收入群体的住房需求。同时，还将完善住房保障体系，建立健全住房保障对象认定、住房保障标准制定、住房保障资金筹措等机制。此外，建立新的“人—房—地—钱”联动机制的建立将有助于稳定房价，避免房价的大幅波动，让购房者能够更加理性地做出购房决策。与此同时财政端将着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。由于地产竣工端承接了 80%的地产用铜量，而新开工的面积长期低迷拖累竣工面积预期，中期难以看到竣工端向上修复的动力，预计 2026 年 1 月我国房地产仍将处于低位运行的状态。

空调排产量逐月递减，“以旧换新”政策将继续实施

国家统计局数据显示,2025 年 1-11 月我国空调总产量达 1.5 亿台,同比下降 23.4%,11 月我国家用空调销量为 1049.2 万台,同比下降 31.8%,1-11 月家用空调累计销量为 1.84 亿台,同比增长 0.45%。截止 10 月底,全国家用空调工业库存为 1411 万台,环比-1%。我国家用空调销售淡季降温明显,虽然去年下半年国补力度的减弱市场难以复制上半年的脉冲式需求,销量下滑将一定程度拖累空调厂商 2026 年的排产计划。

产业在线数据显示,国内空调市场正经历深刻的结构性调整。传统渠道与新兴渠道呈现出截然不同的发展趋势。线下实体门店客流量持续下滑,经销商库存压力增大,普遍采取“以销定采”的保守策略。产品端则呈现“K 型分化”特征。一方面,价格敏感型消费者推动中低端市场份额增长;另一方面,高端产品在“双 11”期间相对表现亮眼。但是整体终端销售相较以往大促期间有明显下滑。国补退坡给国内市场带来了前所未有的压力,部分在政策红利期实现高速增长的品牌,则因基数效应调整幅度较大,面临更大的转型压力。短期内,家用空调行业仍将处于调整阶段。今年 12 月及 2026 年第一季度,内销排产继续承压,行业整体将聚焦于去库存和消化高基数。长期来看,结构性机遇正在浮现。今年中央政策已基本定调,2026 年“以旧换新”将继续实施,且补贴更加倾向于节能环保产品,这将推动白电行业向高端化、绿色化方向持续升级。

新能源汽车产销维持高增长

中汽协数据,今年 1-11 月我国新能源汽车产销分别完成 1490.7 万辆和 1478 万辆,同比分别增长 31.4%和 31.2%。其中,11 月新能源汽车产销分别完成 188 万辆和 182.3 万辆,同比分别增长 20%和 20.6%。1-11 月我国新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 47.5%,占比持续走高。出口方面,1-11 月我国新能源汽车出口 231.5 万辆,同比增长 100%,再创年内新高。

2026 年新能源汽车补贴体系将迎来结构性变革,核心体现在中央与地方权责划分和技术标准提升两大方向,第一,中央与地方补贴体系重构,中央财政将退出普惠性补贴领域,转为地方政府主导的差异化补贴模式。这要求消费者更密切留意本地政策变化,以往全国统一价的补贴模式将逐渐退出舞台。第二,补贴对象精准定位,政策重点向农村市场倾斜,城市消费者需更多关注地方消费券等替代支持政策,例如,深圳已试点将补贴资金转为充电桩建设专项补贴。技术标准和补贴力度也将同步调整,其中购置税优惠幅度缩减至 50%,报废补贴上限预计为 35%,技术标准提升体现为插混车型纯电续航里程门槛值提高 132%,并将在 2026 年全面停止燃油车购置补贴。预计购车补贴政策的退坡将对新能源汽车市场需求构成一定的边际下行压力,值得注意的是,截止 2024 年底中国汽车保有量为 3.53 亿辆,同比 2023 年增加 1651 万辆,同比+4.9%。其中新能源汽车的保有量仅仅只有 3140 万辆,仅占汽车总量的 8.9%,纯电为 2209 万辆,占新能源汽车总量 70.3%。在油换电的需求趋势不可逆转的背景下,我国新能源汽车市场需求的空

间仍然较大，预计 2026 年 1 月我国新能源汽车销量将维持年底加速冲刺的节奏，预计 2025 年全年新能源汽车总销量将达 1650 万辆。

AI 算力需求令数据中心建设进入加速期

根据 Synergy 数据，截止 2025 年底，全球公共数据中心数量已达 1.1 万个，其中 9703 个为主机托管数据中心，1297 个为超大规模数据中心，而头部三大云厂商亚马逊、微软和谷歌合计占据了全球超大规模数据中心总容量的 58%。从行业发展趋势来看，互联网和电商等大型企业对超大规模和主机托管数据中心的需求日益增加，近年来亚马逊网络服务、微软 Azure 及谷歌云正持续拓展其全球数据中心的布局，预计 2025 年全球数据中心市场规模将突破 2300 亿美元，年复合增长率将超过 10%，随着全球产业数字化、云计算、AI 大模型、学习机器及物联网生态等领域的加速发展，企业及终端用户对数据处理和存储的需求正不断增加。

随着市场对 AI 算力需求的大幅提升，我们预计 2025 年全球数据中心耗电量将达到 715 太瓦时，全球数据中心的规模将达到 82GW，2026 年将进一步增长到 95GW，同比增长 16%。近年来，由于使用 AI 服务的人口基数的不断增加，单位数据中心的用铜量也在逐渐递增，预计到 2026 年将达到每吉瓦 7.1 万吨左右，将为全球带来约 105 万吨左右的用铜增量。

传统行业旺季表现不旺，新兴产业保持较快增长

整体需求端来看，新能源汽车产销保持强劲增速，数据中心用铜提供广阔增长空间，而电网投资项目建设受阻，空掉消费转为负增速，风光装机量边际回升，房地产竣工难有起色，12 月我国传统行业需求遇冷，但新兴产业提供广阔的增长前景，新趋势正替代传统动能成为消费发力点，预计 1 月国内精铜消费将保持稳健，传统行业与新兴产业分化将进一步加剧。

图表 23 电源投资完成额变化

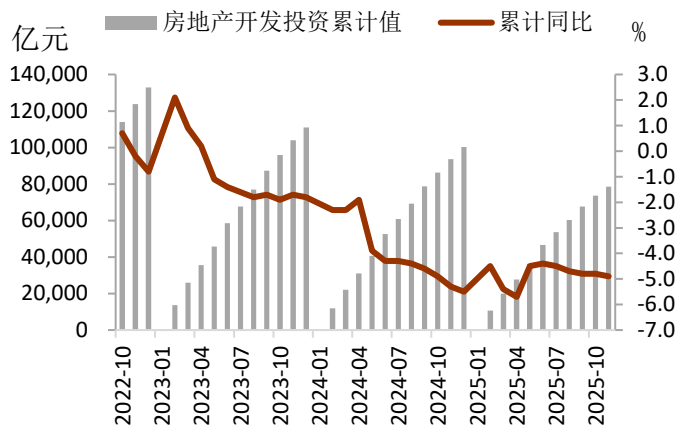


图表 24 电网投资完成额变化

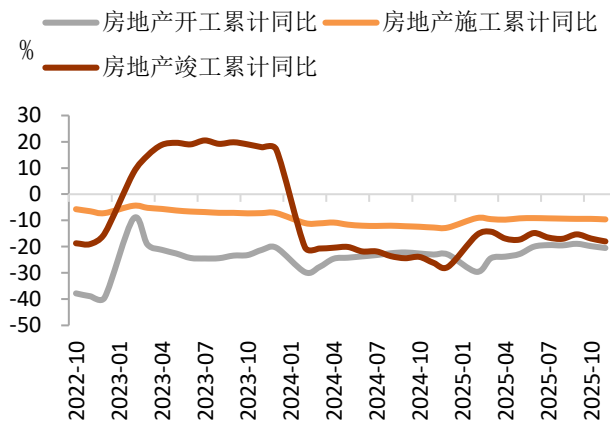


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 25 房地产开发投资增速变化

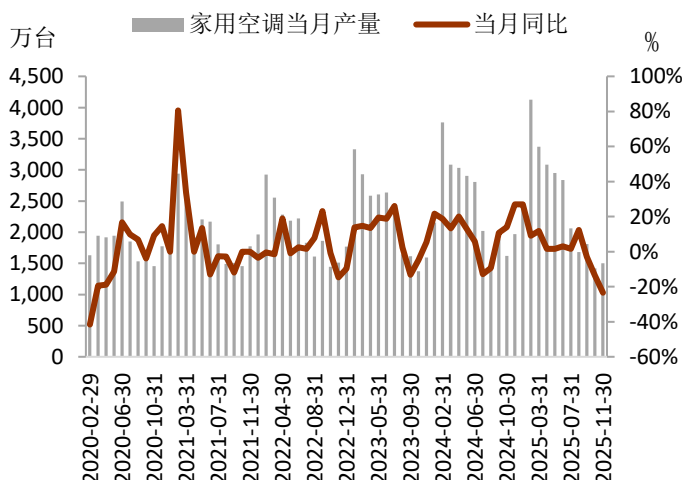


图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化

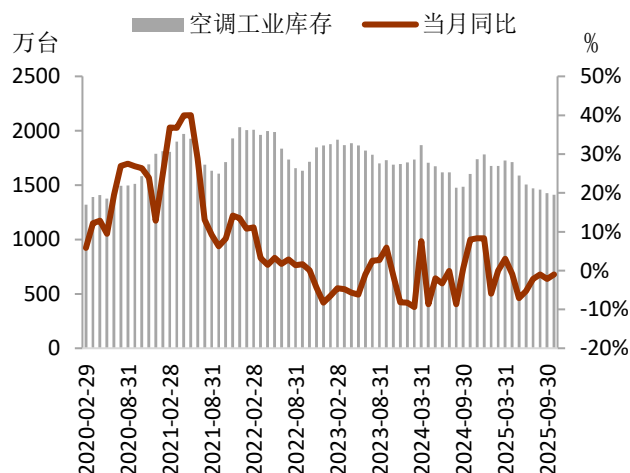


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 27 空调产量增速变化



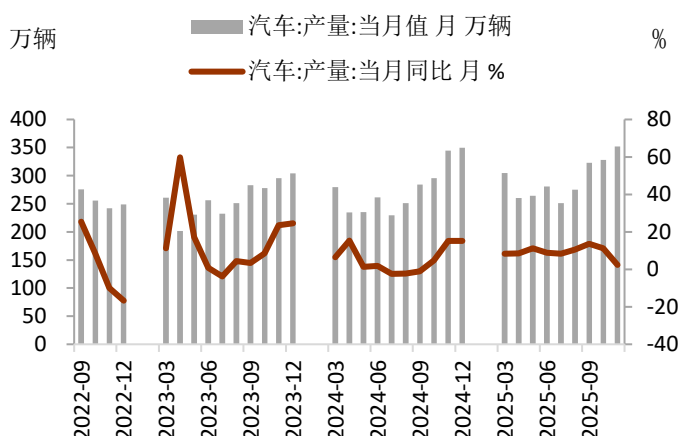
图表 28 家用空调库存变化



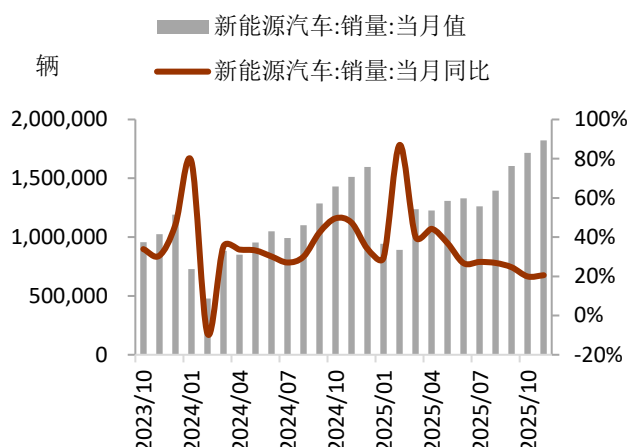
资料来源: iFinD, 产业在线, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图表 29 汽车销量变化



图表 30 新能源汽车产量及销量变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、行情展望

宏观方面，虽然 2026 年一季度降息预期稍有回落但美联储整体仍处于宽松周期之中，特朗普即将提名新任主席令市场担忧美联储独立性下降，在全球电气化转型和 AI 科技驱动产业革命的背景下，铜作为具备优秀导电性能的关键金属，在支撑数据中心、电动汽车及基础电网设施中的地位不可或缺；国内方面，央行将灵活高效运用降准降息，今年继续实施扩张型财政政策以扩大内需，坚持科技创新与产业升级相融合，进一步谋求高质量发展。

基本面来看，智利北部矿山突发罢工加剧精矿供应扰动，全球精铜产能或进入收缩期，国内进口量环比回落，紧平衡格局延续；消费端，传统行业年底需求遇冷，新兴产业提供广阔的增量空间，海外非美地区库存下滑，美铜库存上行且占比超 50%。

整体上，三季度中美经济均展现出较强韧性，全球 AI 驱动产业革命为金属带来了广阔的需求前景，美联储如愿降息令市场风险偏好升温。预计 1 月铜价将延续强势上行的走势，关注金银铜的内在联动性。

风险点：美联储通胀重新抬头，全球经济增速显著放缓

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室

电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B1 栋 9 楼 910、911 室

电话：025-57910823

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。