



2026年2月11日

战略属性价值抬升，铜价中枢上移

核心观点及策略

- 宏观方面，美联储1月暂停降息，新任提名主席沃什主张的“降息+缩表”政策组合短期内或难以实施，其政策独立性仍将受到挑战。美国当前以聚焦核心利益为优先，试图扩大对西半球关键矿产和资源的获取，而我国也计划扩大铜战略储备规模，增强在铜产业链上游谈判中的话语权和供应链稳定性，主要经济体赋予了铜更高的战略金属价值；国内方面，央行将维持适度宽松货币政策，坚持扩大内需，提高财政赤字率，深入实施科技创新和产业升级相结合。
- 基本面来看，部分主要矿企2025年铜产量不及预期，全球中断矿山复产缓慢，国内进口量延续回落；消费端，传统行业未见明显起色，新兴产业提供稳定边际增量，美铜关税溢价引发虹吸效应致使全球库存持续错配。
- 整体来看，在AI驱动产业革命的大背景下，主要经济体对关键矿产资源的博弈进一步加剧，有色金属的估值中枢将全面抬升，美联储新提名主席缩表政策短期恐难以实现，美国就业总体疲软背景下今年依然将延续宽松叙事。预计2月铜价将延续震荡上行，预计伦铜运行区间将在12500-14000美金/吨之间波动。

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、2026年1月铜行情回顾	4
二、宏观经济分析	5
1、美联储新任主席提名出炉，美国欲扩大对关键矿产资源的获取力度	5
2、美国12月制造业萎缩，欧元区制造业延续缓慢复苏	6
3、我国计划扩大铜战略储备规模，中国AI发展驱动铜消费增长	7
三、基本面分析	9
1、铜矿供应紧缺现实延续，现货TC负值继续走扩	9
2、1月国内精铜产量环比持平，海外精铜产能释放受阻	11
3、12月精铜进口降幅超30%，废铜进口边际回升	14
4、COMEX库存高位持续攀升，国内社会库存低位反弹	15
5、传统行业需求遇冷，新兴产业消费增长空间较大	16
四、行情展望	22

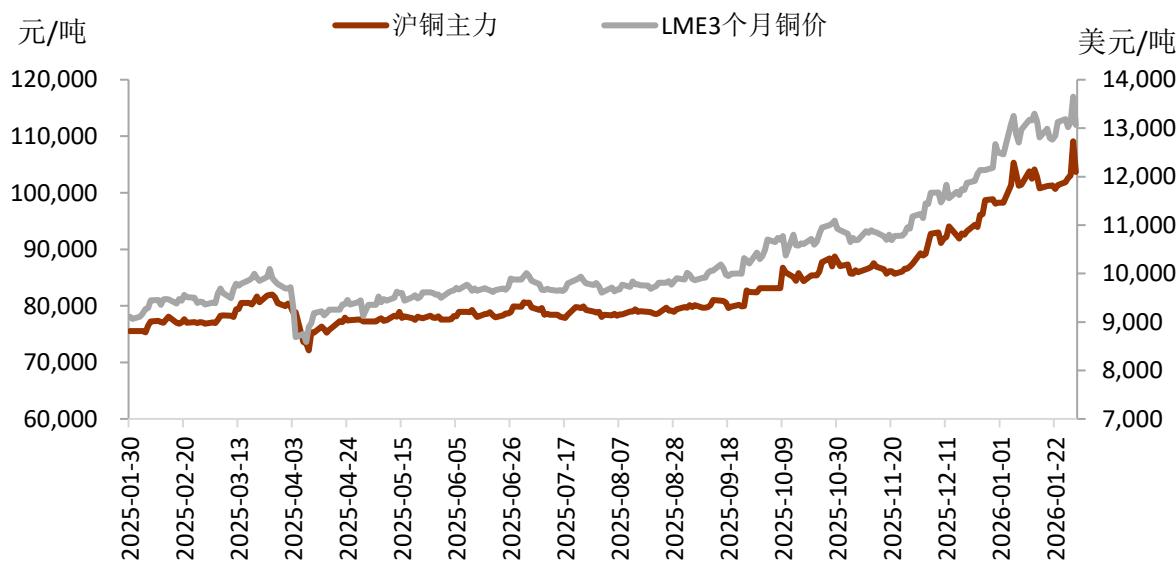
图表目录

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	9
图表 6 中国 PMI 指数	9
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、2026年1月铜行情回顾

2026年1月，铜价整体呈加速冲顶后快速回落走势，伦铜从月初的最低12400美元一线逐步震荡上行并最高上冲至14500美金再度创下历史新高后大幅回落，沪铜从99100大幅上涨至113800一线附近后大幅调整，整体价格重心抬升但伴随着剧烈的高位波动。一方面，特朗普政府对美联储货币政策和人事任命的强烈干预令市场对美联储能否捍卫独立性产生质疑，另一方面，去年年底发布的美国国家安全战略报告称要全面掌控西半球，扩大对关键矿产和稀有资源的获取力度令贵金属和有色品种的估值中枢不断抬升，而就在新任提名主席沃什主张的“降息+缩表+放松监管”货币政策框架或将一定程度在中期提振美元同时，令全球资本市场避险情绪大幅回落，金银多头资金集体高位获利了结引发踩踏令市场短期陷入巨震。截至1月30日，伦铜报收于13070.5美元/吨，月度涨幅为4.6%；沪铜报收于102600元/吨，月度涨幅为4.4%。1月人民币汇率小幅升值主因美元指数低位偏弱震荡，但宣布新任提名主席沃什后美元指数短期反弹，估值或将向上修复，沪伦比值临近月末小幅降至7.84一线，而内外铜市场则保持外强内弱的格局。

图表1 铜期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

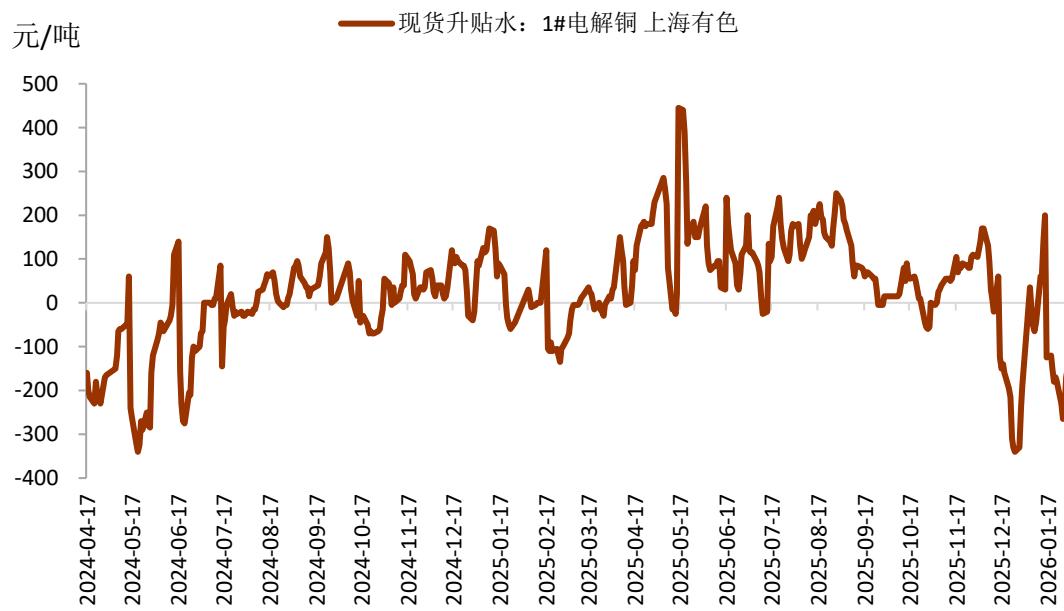
开年以来，国内精铜终端消费整体承压运行，铜价下旬后的加速上行令初端加工企业难以寻觅补库时机，铜缆线企业成本大幅抬升令采买意愿偏弱，电网投资滞后项目未能在年初形成脉冲式的反弹，而基建工程和轨道交通年初项目开工同样放缓，房地产竣工同比仍维持负增长，传统行业消费陷入行业淡季和积极性淡季的双重困境；空调开年

敬请参阅最后一页免责声明

4 / 24

维持消费淡季国补政策总体力度不如去年同期，而电子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消费不容乐观，新能源汽车销量表现良好提振锂电铜箔企业开工率持续位于高位。1月底社会库存快速回升至 32.5 万吨附近，现货升贴水从月初的小幅升水逐步转向月末的深度贴水，整体运行区间在-230~+200 元/吨之间。截止月底，华东 8mmT1 电缆线杆加工费大幅降至-300~300 元/吨，延续低位运行，主因铜价快速上涨后线缆订单消费略显乏力，而铜杆企业前期套保头寸面临较大压力导致必须加快成品销售速度来平衡期现两端的损益；从近月盘面结构来看，近月合约 C 结构有所收窄，主因国内库存淡季快速反弹，而远月降息预期回落叠加需求增长空间同步承压。虽然全球显性库存已突破百万吨大关，但 COMEX 库存占比已超过 50%，这令全球库存陷入严重错配，但 LME 显性库存反弹后软挤仓情绪有所消退，LME0-3 也逐步转向 C，这令高铜价对需求的拖累影响在结构上得以逐步体现。整体预计今年 2 月传统行业将在铜价高位调整后呈现一定复苏迹象，新兴产业仍将维持高增长，预计内贸铜升水整体重心将有所抬升，贴水幅度或逐步收窄，但当前现实高库存及季节性累库预期下转向升水的条件仍不充分。

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、美联储新任主席提名出炉，美国欲扩大对关键矿产资源的获取力度

1 月 30 日，特朗普敲定美联储主任主席提名人选，曾经的鹰派理事现如今成为美联储

新任提名主席的凯文沃什，其主张的货币政策框架为降息+缩表+放松监管的组合，整体鸽派立场或低于此前预期，而其核心框架并非大规模缩表和超预期降息的相悖组合，而是具有其逻辑自洽的货币经纪哲学，其缩表的方式、目的、货币与财政政策的配合程度方面需要更深层次的解读，或者说缩表的本质是为了更好的降息，而并非执着于遏制通胀，并通过鼓励民间信贷派生而非央行持续提供流动性增强经济增长，因此美元指数或将走入中期向上修正的周期。但沃什表示并不会担忧关税引发的通胀风险而放弃降息，在AI驱动产业变革并提升生产效率的情况下，这类科技进步会在美国通胀预期稳定的背景下提供更好的经济增长。

去年12月美国发布国家战略安全报告，全面阐述从去年1月特朗普上任以后的外交策略，今年主题为聚焦美国“核心利益”，全面掌控西半球，我们认为美国自去年二季度以来持续囤积铜库存及收购格陵兰岛的行为，核心目的为了扩大对全球关键矿产和资源的获取力度，重建美国铜产业链体系，推动本土再工业化，同时监控全球供应链和技术进步，强化其“能源主导”和“金融主导”地位，试图保持美国科技和经济的绝对优势。2月初特朗普又计划启动一项战略关键矿产储备项目名为“金库计划”，首批资金规模约120亿美元，将用于美国汽车企业、科技公司和制造商等采购并存储关键矿产资源，旨在帮助企业对冲关键原材料价格波动风险，并无需自行囤积大量库存。此外，在人工智能领域，2026年美国将从全球范围内的贸易战转向“关键领域堡垒化”，推动制定由美国主导的人工智能、量子计算等美国标准，并通过建立所谓“印太经济框架”构建排除中国的经济体系，在芯片、矿产、医药等核心领域建立本土和友好国家堡垒，通过改革金融工具在南半球与我国争夺发展主导权。我们认为美国在“市场准入”和“知识产权保护”等核心问题上仍将高筑壁垒，仍将重塑全球贸易体系的规则，以此更好的保护美国产业和打压竞争对手。我们认为全球主要经济体对关键矿产和资源的博弈将进一步加剧。

2、美国12月制造业萎缩，欧元区制造业延续缓慢复苏

美国12月ISM制造业PMI收缩至47.9，不及前值的48.2，已连续第十个月低于荣枯线，分项数据中新订单指数已连续第四个月收缩，出口订单依然较为疲弱，生产指数实现温和增长但幅度有限，原材料成本位于高位，ISM支付价格指数环比升至58.5，就业人员指数连续第11个月下降，生产商以最快的速度削减原材料库存，许多企业正逐步转向消化现有库存应对疲弱的订单，供应商交货时间延长，挤压订单持续减少，制造业中共有15个行业出现收缩，其中服装、木制品和纺织业行业跌幅较大。美国本土制造业复苏之路仍举步维艰。

欧元区1月制造业PMI初值录得49.4，但仍位于萎缩区间。其中德国制造业产出

萎缩成为主要拖累项，德国 1 月制造业 PMI 初值升至 48.7，新订单缺乏增长动力，制造业库存继续消耗，内生经济增长并未完全复苏。而法国尽管制造业 PMI 继续回升至 51，企业对生产前景和终端消费回暖的乐观预期升至三年以来最高水平，尽管面临阶段性的关税冲击和国内财政赤字等压力，但法国经济仍展现出超强韧性，法国央行预计去年四季度法国 GDP 增速将达 0.2%，2026 年有望超过 1%。欧央行 12 月会议纪要显示，当前货币政策处于良好状态，能够在支撑经济增长和控制通胀方面取得平衡，欧央行将保持高度灵活性，对利率向上或向下调整都保留充分选择权，美国关税的影响比之前预测的更加温和，企业投资和政府在基建和国防方面的支出都将在未来数年支持经济增长。我们认为欧元区将维持良好的经济复苏势头，欧央行将维持更偏中性的利率政策。

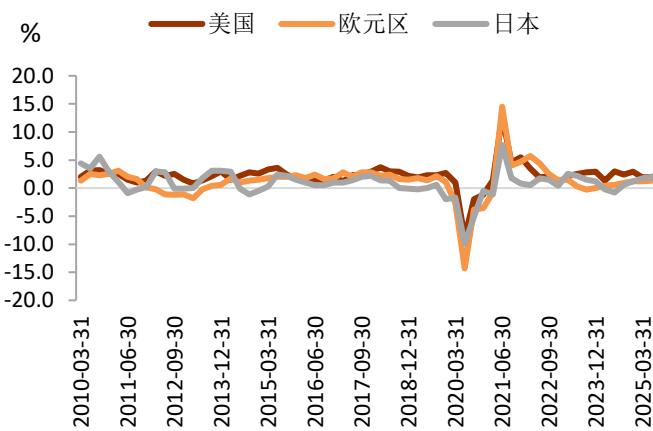
3、我国计划扩大铜战略储备规模，中国 AI 发展驱动铜消费增长

2月初，中国有色金属工业协会表示我国将全面完善铜资源储备建设，扩大国家铜战略储备规模，探索进行商业储备机制，将通过国家财政贴息等方式选择国有骨干企业试行商业储备方案；除了储备精炼铜以外，我国也将逐步把贸易量较大、容易变现的铜精矿纳入储备范围，我国将通过进口绑定的方式，要求海外矿商和国内企业签订长期采购协议，锁定未来 5 年的铜矿供应，保障原料进口来源。这一表态明确了我国未来的铜资源战略发展方向，由于铜是关系我国国计民生和国民经济发展的重要战略资源，我国作为全球最大的铜精矿进口国和精炼铜生产国，铜资源禀赋却相对匮乏，中国的精炼铜产量占 49%但铜精矿储量仅占 4%，2026 年长单加工费再创历史新低，今年国内冶炼厂将面临高成本困境下的减产压力，因此，将铜精矿纳入战略储备方案，有助于增强中国在铜产业链上游谈判中的话语权，缓解冶炼企业原料端压力，提升供应链的稳定性。早在去年年初工业和信息化部联合印发的《铜产量高质量发展实施方案》就已明确指出，对于矿山采选企业，方案将推动企业向资源保障更强、技术创新能力更高的方向发展，有助于提升企业资源自给率，增强产业话语权，对于冶炼企业，方案有助于严控国内铜冶炼新增产能，促进铜精矿加工费 (TC) 合理回升，改善企业盈利现状和现金流，降低企业信用风险，推动行业长期健康发展。因此，本次国储的计划十分清晰，我国将着力扩大铜战略储备规模，根据部分市场机构的推测，中国当前的铜战略储备规模以精炼铜为主，总量大约在 120-150 万吨之间，当前中国正计划将该储备量逐步增加至 400 万吨左右，约为目前国内三个月的消费量，因此未来超过 250 万吨的补库量或成为战略储备的刚性需求和安全底线。此外，我国计划到 2027 年将铜矿的自有资源量增至 5%-10%，将再生铜利用率提高至 30%，以逐年降低对海外铜矿的高度依赖，构建更灵活的多层次储备体系。

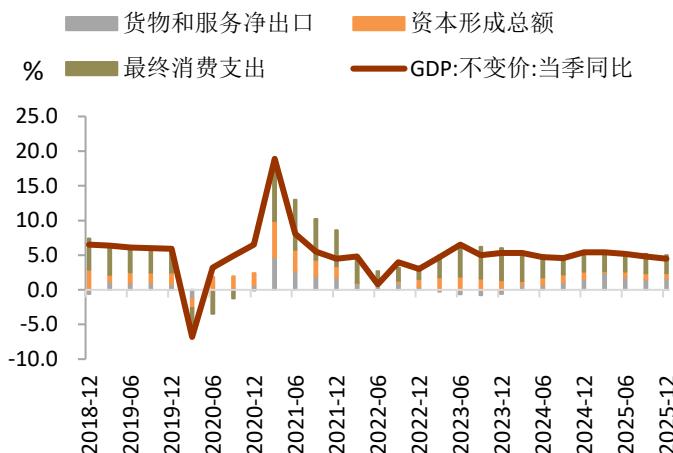
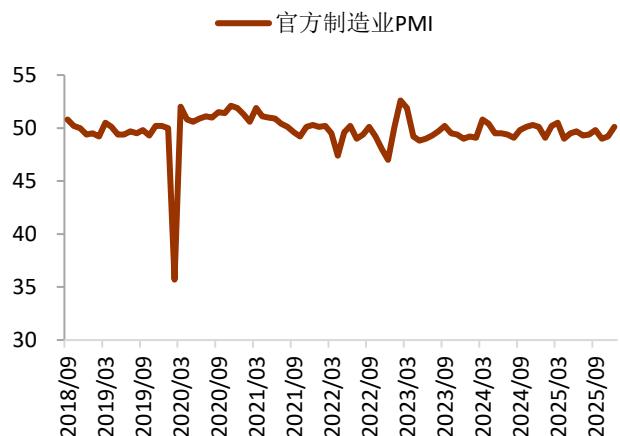
1 月下旬，阿里云正式发布旗舰机推理大模型 Qwen3-Max-Thinking，在多项全球权威评测中超越 GPT-5.2 及 Gemini3 Pro，标志着中国 AI 模型推理机制的代际飞跃并跻

身全球顶尖行列，AI 算力需求的爆发将进一步拉动我国数据中心建设快速发展，我国人工智能领域的蓬勃发展将极大地为国内铜消费提供广阔的市场空间。

中国 12 月规模以上工业企业同比增长 5.3%，2025 年 1-12 月累计同比增长 0.6%，四年来首次实现正增长。2025 年，各地区各部门加紧实施更加积极有为的宏观政策，加快推进新型工业化，推动工业经济稳定向好运行。全年工业企业利润实现增长，扭转了连续三年下降态势，其中装备制造业、高技术制造业等新动能支撑作用明显，传统产业利润结构持续优化，工业经济发展质效不断提升。高技术制造业为工业高质量发展注入强劲动力。2025 年，规模以上高技术制造业利润较上年增长 13.3%，高于全部规模以上工业 12.7 个百分点。从行业看，智能电子产品创造消费新潮流，带动智能消费设备制造行业利润较上年增长 48.0%，其中智能无人飞行器制造、智能车载设备制造行业利润分别增长 102.0%、88.8%；半导体领域产业链实现“加速跑”，相关的集成电路制造、半导体器件专用设备制造、电子元器件与机电组件设备制造、敏感元件及传感器制造行业利润分别增长 172.6%、128.0%、49.1% 和 33.3%；医疗领域高质量发展效果显现，基因工程药物和疫苗制造、生物药品制造、口腔科用设备及器具制造行业利润分别增长 72.7%、37.1% 和 29.7%。我国经济发展结构正不断迈向高技术、高智能、绿色低碳的方向，我国经济长期企稳向好的势头并未改变。

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、铜矿供应紧缺现实延续，现货 TC 负值继续走扩

1 月国内铜精矿周度现货 TC 再度下探至 -50 美金/吨下方，创历史新高，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不足 1.5%，虽然 Capstone 旗下位于智利北部的 Mantoverde 铜金矿罢工结束恢复生产，但海外主要中断矿山复产进程缓慢，而新增矿山受投产周期推迟、地区武装冲突道路封锁及地方政府对矿产资源保护干预的影响。

加拿大 Capstone 公司近期表示，旗下位于智利北部的 Mantoverde 铜金矿的工会已批准了一项新的三年期的劳动合同，结束了一个多月以来的罢工状态，目前主要矿区已全面恢复生产，上月代表约 645 名工人（约占曼托维德公司直接雇员总数的 50%）的第二工会，在劳资谈判破裂后拒绝了公司提出的付款方案，并领导了此次罢工。罢工导致该矿产量降至正常产量的约 55%。2025 年该矿山铜产量达 6.23 万吨铜精矿及 3.28 万吨的阴极铜。其中 Capstone 持有 70% 的股份，而日本三菱材料有限公司持有 30% 的股份。

嘉能可 (Glencore) 2025 年铜产量同比下降 11% 至 85.2 万吨，达到预期范围的下限，原因是矿石品位下降和运营限制对产量造成影响，与此同时，投资者也更加关注其被规模更大的竞争对手力拓潜在收购的可能性。去年产量基本符合此前预测的 85 万至 87.5 万吨的预期范围，这得益于第四季度产量的反弹。分析师表示，截至 12 月的三个月内，铜产量环比增长 12%，达到 26.8 万吨，与 BMO 资本市场的预期一致。嘉能可预计 2026 年铜产量将在 81 万至 87 万吨之间，与去年 12 月的预测基本一致，主要受智利科拉瓦西 (Collahuasi) 铜矿（嘉能可与英美资源集团共同拥有）矿石品位下降和水资源限制的影响。该预测区间的中点值较此前预测的 93 万吨有所下调。由于全球推动低

碳能源、人工智能和国防开支的增长，交易员预期铜供应将趋紧，铜价已达到历史新高。嘉能可表示，其目标是通过新建和重启矿山，到 2035 年将年铜产量提高到约 160 万吨，但如果并购谈判取得进展，这一长期战略可能会有所改变。

BHP(必和必拓)2025 年四季度铜铜产量为 49.05 万吨，同比-4%，环比-6%，2025 年财年总产量达 201.35 万吨，同比+2.8%。其中旗下位于智利的 Escondida 铜产量为 31.72 万吨，同比-6.7%，环比-3.6%，产量减少主因选矿品位下半年下调至 0.93%，上半年为 1.03%，2026 财年 Escondida 的铜指导产量从 115-125 万吨上调至 120 万-127.5 万吨，且受入选品位提升影响，产量预计将集中于上半年释放。全年入选矿石品位预期由此前的约 0.85% 调整为 0.85%-0.90%。目前公司正在评估 2027 财年产量目标，预计将高于现有中期产量指引。Escondida 铜矿增产优化项目持续推进，新选矿厂的环境影响评估许可预计将于 2026 财年下半年提交审批。旗下位于秘鲁的 Antamina 四季度产量为 3.82 万吨，同比+25.2%，环比+12.7%，主因开采品位有效提升，配合矿区安全管理与运营效率改善共同推动产量增长。旗下南澳三矿四季度产量为 7.51 万吨，同比+5.3%，矿石开采量创历史新高，叠加上年同期受天气因素影响出现供电中断，本期产量实现同比增长，而 Carrapateena 铜矿矿石出坑量增加，但因入选矿石品位按计划下调至 1.19%（2025 财年上半年为 1.41%），产量增长幅度有所收窄。公司预计 2026 财年铜指导产量将上调至 190-200 万吨。

安托法加斯塔 1 月底发布公告称，2025 年公司铜总产量达 65.37 万吨，同比-1.6%，不及此前产量指引预期，核心项目的产量提升被矿石品位下滑的不利因素充分抵消。该公司此前曾预测 2025 年铜产量为 66-70 万吨，这家在智利运营四座铜矿的企业，继续维持 2026 年铜产量展望不变为 65-70 万吨，其中 Los Pelambres 铜矿预计将实现产量提升。受智利比索持续贬值的利好影响，安托法加斯塔将 2025 年资本支出预期下调至 34 亿美元，而公司此前发布的 2025 年资本支出指引为 36 亿美元。智利环境监管机构于 1 月 23 日宣布，因安托法加斯塔矿业旗下 Centinela 铜矿在 2019 至 2020 年期间未遵守水资源管理相关规定，对该企业处以约 77.5 万美元的罚款。智利国内正遭遇持续干旱天气，该国核心矿区的水资源短缺问题因此进一步加剧，而安托法加斯塔矿业长期以来一直谋求扩大 Centinela 铜矿的运营规模。

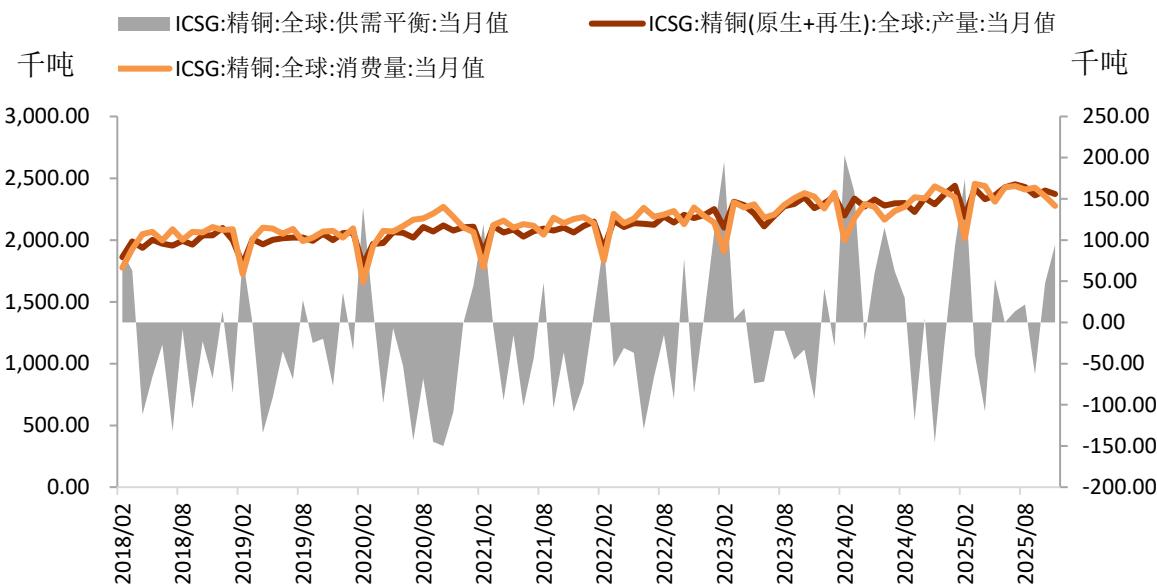
ICSG(国际铜研究小组)最新数据显示，2025 年 11 月全球铜精矿产量为 192.3 万吨，同比-1.9%，边际降幅收窄，2025 年 11 月全球精炼铜产量为 237.1 万吨，消费量为 227.7 万吨，11 月精炼铜市场供应过剩 9.4 万吨。智利统计局数据显示，智利 12 月铜产量为 54 万吨，同比-4.7%。智利国家铜业委员会 Cochilco 上调了 2026 年铜价预测，预计铜平均价格将达到 4.95 美元/磅。该机构上调预测值的依据是强劲需求预期、美元走弱以及地缘政治风险。Cochilco 去年 11 月已将预测值上调至每磅 4.55 美元。该机构预计 2027 年铜均价将达 5.00 美元/磅。

2、1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，2026 年 1 月我国电解铜产量为 119.7 万吨，同比+16.3%，今年 1 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 12 月铜精矿进口量单月仍高达 270.4 万吨，同比增幅达 7.3%，有效弥补了冷料供应略显不足的困境。

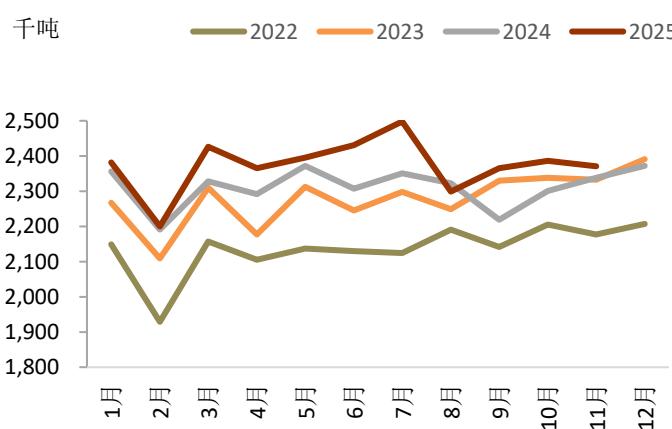
海外方面，由于今年东南亚地区铜精矿长单加工费的大幅收敛，上半年部分海外地区精铜产能被迫陷入停减产的境地。去年 2 月嘉能可旗下的位于菲律宾的 PASAR 冶炼厂已被动停产，去年损失产量为设计产能的 20 万吨，目前尚不确定复产时间；去年 3 月嘉能可旗下位于智利的 Altonorte 冶炼厂因熔炉问题导致停产，目前仍全面暂停运营并启动了不可抗力条款，预计明年损失产量多达 35 万吨；日本金属生产商 JX Advanced Metals 公司宣布旗下位于日本的泛太平洋冶炼厂（年产能 65 万吨）将在未来削减数万吨的精炼铜产能以应对冶炼利润大幅收缩的影响，此外，另一家嘉能可旗下的位于澳大利亚的 Mount 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，预计今年将有 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消费处于季节性淡季的背景下，2 月国内冶炼产量将环比回落，而海外精铜产能释放也将受制于海外矿山的供应趋紧难有较大增长空间。

图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势



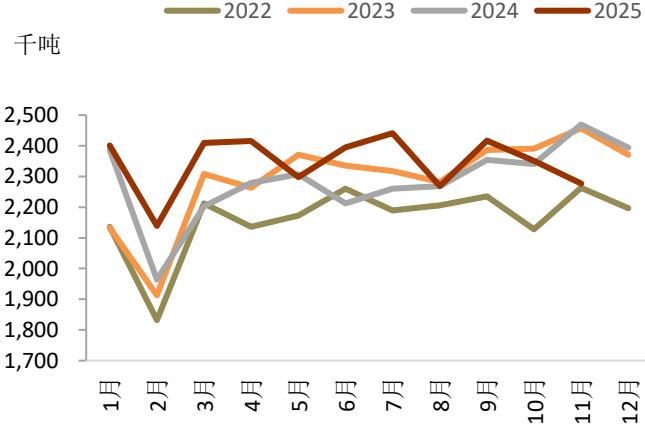
资料来源： iFinD，铜冠金源期货

图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化



资料来源： iFinD，铜冠金源期货

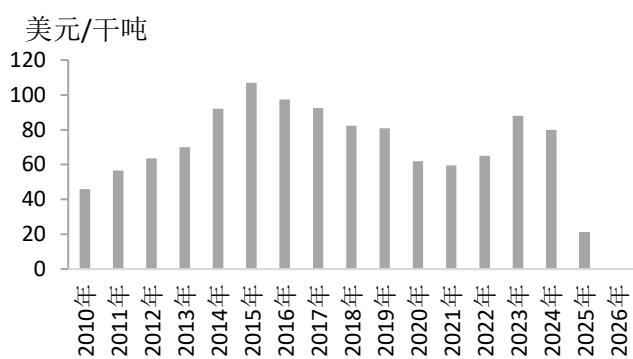
图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化



图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

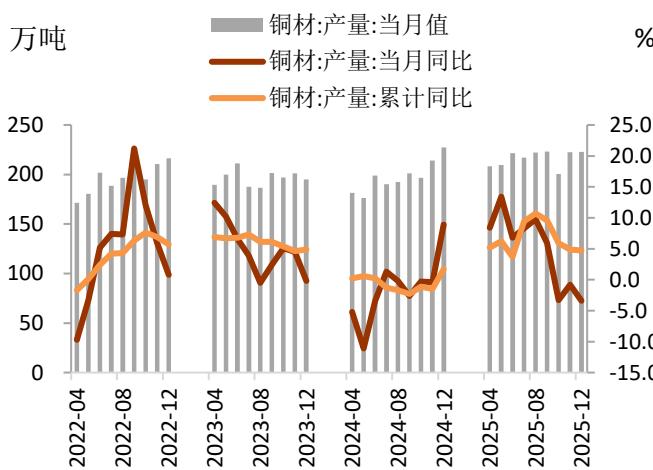


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

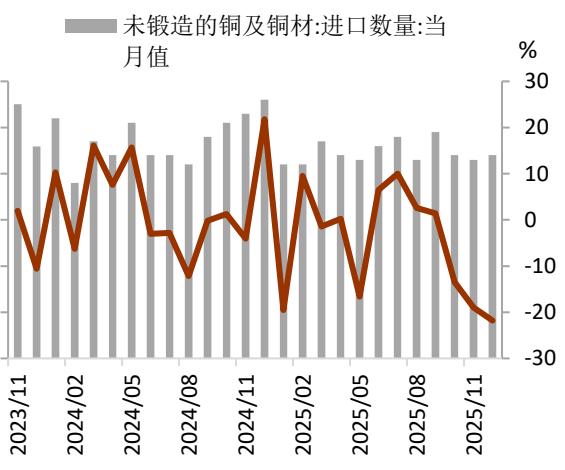


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 12 中国铜材产量及增速变化

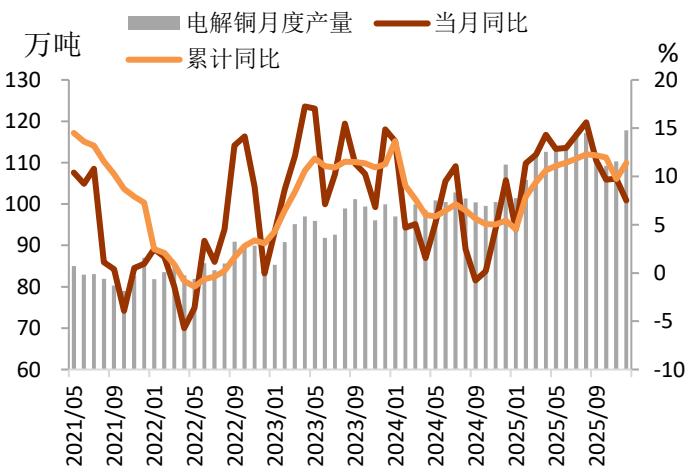


图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

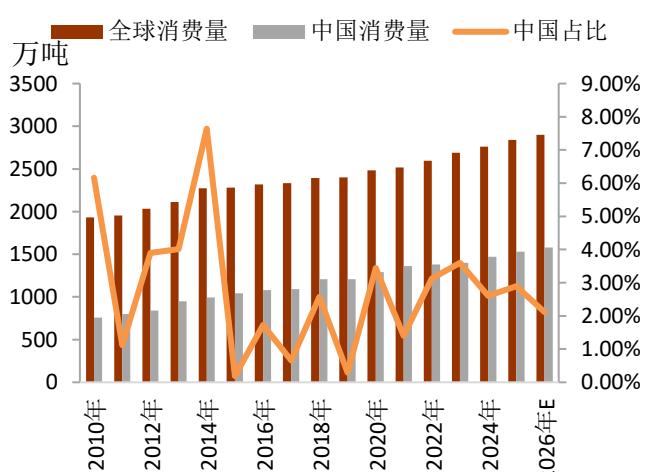


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

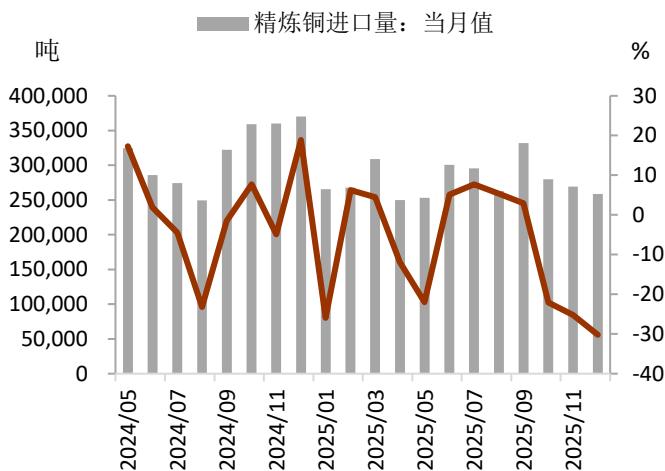
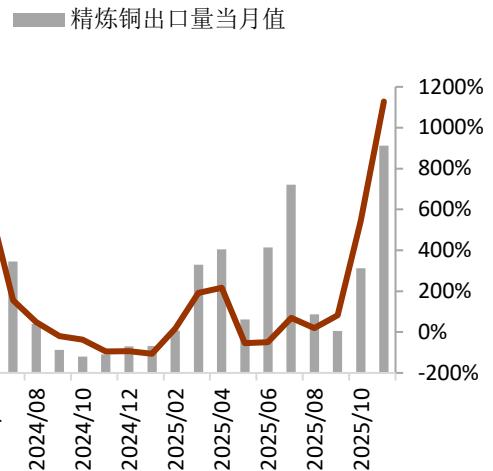
图表 14 中国精炼铜产量变化



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

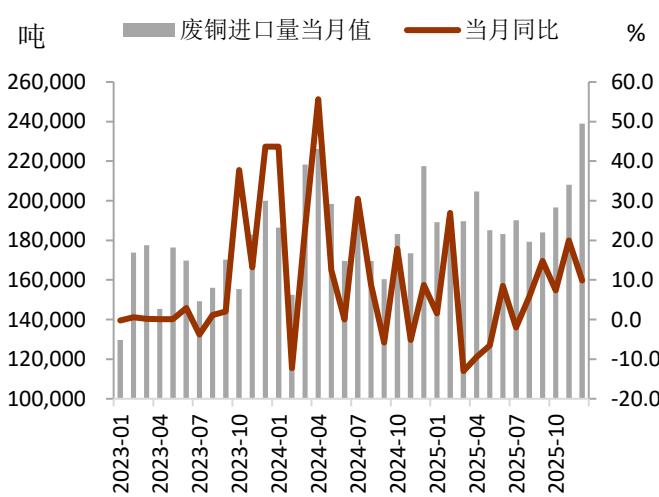
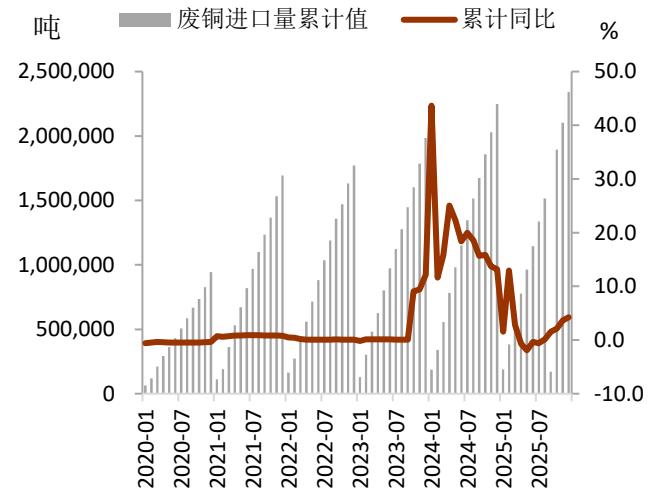
3、12月精铜进口降幅超30%，废铜进口边际回升

海关数据统计，2025年1-12月我国未锻造铜及铜材累计进口量为532万吨，同比-6.4%；去年1-12月铜矿砂及精矿进口量为3031.98万吨，同比+7.9%；1-12月精炼铜进口量达334.4万吨，同比降幅扩大至10.5%，其中12月进口量仅为25.8万吨，同比降幅超过30%。进口量下滑主因美铜关税溢价预期导致南美地区的可交割货源优先选择发往北美地区交仓，而南非德班港货运阻塞不畅令非标湿法铜到我国境内的数量持续下滑，卡莫阿矿山的卡库拉矿端暂未回复运营制约卡莫阿冶炼厂的产能释放。海外来看，今年1月以来美铜库存高位持续攀升，关税的虹吸效应正在导致全球库存严重错配。

1月洋山铜提单溢价降至35-40美金/吨，进口窗口仍然关闭且亏损幅度超过千元，剔除人民币汇率因素后沪伦比值波动区间维持1.11-1.14，主因全球库存持续错配，LME显性库存尽管反弹但占比仍然较低，此外铜价的高位剧烈波动令比价波动率同步放大，而进口亏损幅度较大令国内贸易商进口积极性显著下滑，叠加国内开年淡季消费的疲软，国内终端市场对进口货源需求边际降温；此外市场仍然预期美国或将于2026年年中对精炼铜征收关税，预计幅度将达25%，较强的关税溢价预期主导南美货源优先发往北美地区注册交仓，导致南美货源发往我国境内的占比逐月递减，预计我国1月精铜进口量将继续回落。

废铜进口方面，2025年1-12月我国废铜总进口量达234.2万吨，同比+4.24%，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去年发布的《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，令江西和安徽多数企业失去成本优势后被迫陷入停工和减产局面，国内废铜供应逐步趋紧，而进口废铜则将对供应端形成有效补充。

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

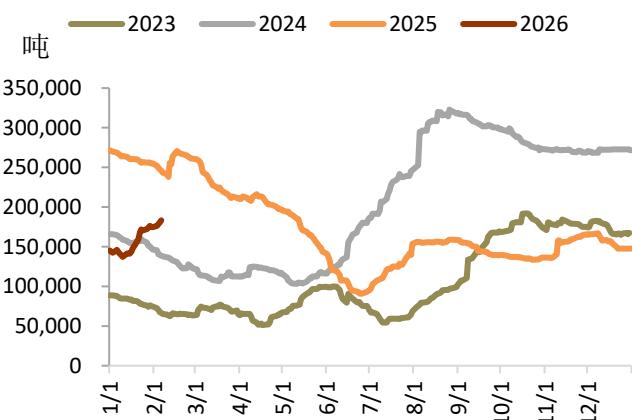
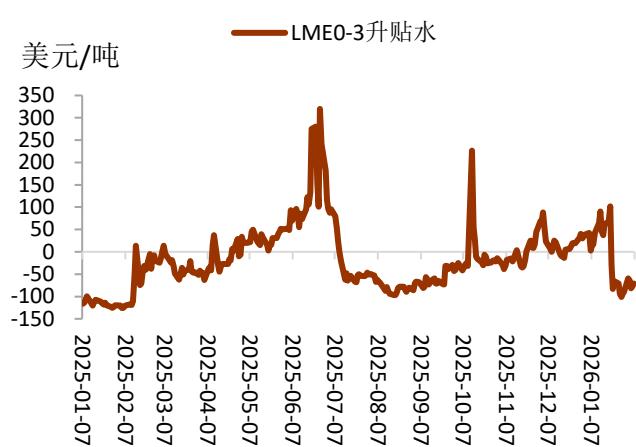
4、COMEX 库存高位持续攀升，国内社会库存低位反弹

今年1月以来国内显性库存延续累增，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1月30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美铜库存已逼近60万吨，占全球比重高达55%，国内社会库存从低位逐步反弹至33万吨。从国内来看，由于上月铜价总体高位震荡上行，终端消费难有尚佳表现，社会库存进入缓慢累库周期。在国内库存持续上升过程中，近月结构维持C但月差波动幅度收窄主因1月中下旬后累库速率放缓，LME的0-3转向Contango则因LME库存缓慢回升及注销仓单比例的大幅回落。

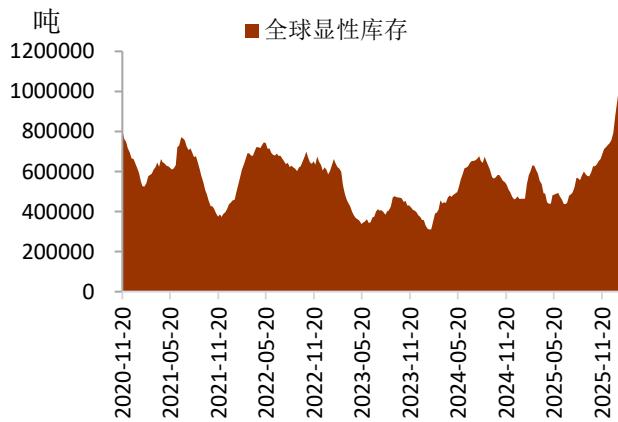
截止1月30日，LME、COMEX和SHFE三大交易所的库存分别为17.5万吨、58.9万吨和23.2万吨，总计达99.7万吨，较上个月大幅增加20.6万吨，LME注销仓单比例降至10%，伦铜0-3在1月下旬全面转向C结构；COMEX库存仍在高位继续攀升，主因美国政府重建传统制造业的意愿十分强烈，叠加美国已将铜列为关键性战略矿产资源，将建立美国本土铜产业链体系，不断吸引实物套利向北美地区转移。

截止1月30日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）升至33.2吨，环比上月大幅增加9.1万吨。其中SHFE总库存升至23.3万吨，月环比增加8.7万吨，上海保税区

升至 9.9 万吨，月环比增加 0.3 万吨。上期所库存持续累增表明高铜价对终端消费的拖累增加，成本压力较大的企业难觅阶段性低位点价的良机，而保税区库存累增表明消费进入季节性淡季后国内进口保税仓单需求同步降温，预计国内的累库还将持续一段时间。整体上，全球显性库存高位延续上升，国内维持淡季季节性累库，COMEX 高位持续攀升，LME 仓单缓慢回升，全球库存仍然发生错配，预计今年 2 月全球显性库存将延续累增趋势。

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，新兴产业消费增长空间较大

“十五五”规划电网投资总额达 4 万亿，1 月铜缆线企业开工率维持 7 成

国家能源局数据显示，2025 年 1-12 月我国电网工程投资完成额达 6395 亿元，同

比增长 5.1%；2025 年 1-12 月我国电源工程投资完成 10927.5 亿元，同比下降 9.5%。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、电子信息技术的持续提升，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来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，未来五年我国将进一步构建新型电网体系，建设坚强主干电网网架，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。整体来看，在开年以来铜价延续高位震荡的条件下，预计今年 2 月我国电网投资增速仍将延续放缓态势。

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，1-12 月我国光伏装机容量 317.51GW，同比+14.2%，其中 12 月装机量意外升至 42.6GW，完成了去年年底冲刺计划。政策端，2025 年年底中国光伏工业协会签署行业自律 2.0 公约，产业链各环节的最终限价最终敲定，包括：硅料 5.1 万元/吨，硅片 1.49 元/片，电池 0.334 元/W，组件 0.735 元/W，协会表示现场约有 95% 的相关企业在自律公约上签字。我们认为自律或难以从根本上解决产能严重过剩的问题，下一步行业或将通过提高技术标准、专利壁垒等法制化手段加速产能出清，今年光伏反内卷行动将进入攻坚阶段。此外，六部委去年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。

去年 12 月市场监管总局对光伏行业开展价格竞争秩序合规指导，通报了光伏行业价格存在的违法问题和风险，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

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。

2025年1-12月，我国风电装机总容量为120.48GW，同比+50.9%，超额完成年初预期的90GW的目标。今年1月以来，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1-12月我国全国房地产开发投资总额为82788亿元，同比下降17.2%，其中，住宅投资63514亿元，同比下降10.3%，2025年全年房地产开发企业房屋施工面积659890万平方米，同比下降10%。其中，住宅施工面积460123万平方米，同比下降10.3%。房屋新开工面积58770万平方米，同比下降20.4%。其中，住宅新开工面积42984万平方米，同比下降19.8%。房屋竣工面积60348万平方米，同比下降18.1%。其中，住宅竣工面积42830万平方米，同比下降20.2%。

从价格层面来看，12月70个大中型城市新建商品住宅价格指数同比下降3.05%，70个大中型城市二手房价同比下降6.07%，环比降幅边际走扩，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，让购房者的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2月我国房地产仍将维持底部运行。

高基数+“国补”退坡影响，2月内销排产大幅降温

国家统计局数据显示，2025年1-12月我国空调总产量达2.67亿台，同比+0.7%，12月我国家用空调销量为1416.85万台，同比下降18.9%，1-12月家用空调累计销量为1.98亿台，同比下降1.23%。截止12月底，全国家用空调工业库存为1480.9万台，增长4.3%。开年以来，我国家用空调销售淡季降温明显，主因今年总体以旧换新政策从中央财政统一补贴转移至地方政府主导的差异化，销量下滑将一定程度拖累空调厂商2026年一季度的排产计划。

产业在线数据显示，2月我国工业空调内销排产为544.3万台，其中家用空调内销排产为455.5万台，较去年同期销售实绩大幅下降38.1%。2月排产大幅下降，主因春节后置带来的排产节奏的调整，企业为保证节前渠道备货，将产能大量前置释放到1月，导致2月产能基数大幅降温。另一方面，去年的高基数和总体补贴政策退坡的影响，去年年底不少渠道为抢占政策窗口期 提前备货，一定程度透支了今年年初的需求。2月排产下滑真实反映了空调行业终端需求疲软的现状，当前铜铝价格上行令生产成本大幅抬升，部分企业通过提价缓解成本压力，但为了保销量稳市场份额又无法完全将成本转嫁给终端消费者，最终形成“成本上行—略微提价—需求疲弱”的负反馈循环，预计今年空调行业将加快产品技术升级，通过提供产品附加值优化产业结构来寻求利润空间，预计今年2月我国空调销量将转入低增长。

新能源汽车销量相当稳健

中汽协数据，2025年1-12月我国新能源汽车产销分别完成1662.6万辆和1649万辆，同比分别增长29%和28.2%。其中，12月新能源汽车产销分别完成171.8万辆和171万辆，同比分别增长12.3%和7.2%。1-12月我国新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的47.9%，占比持续走高。出口方面，1-12月我国新能源汽车出口261.5万辆，同比增长100%，再创年内新高。

今年以来，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 2 月我国新能源汽车销量将维持高基数下的快速增长。

AI 算力拉动全球数据中心建设加快

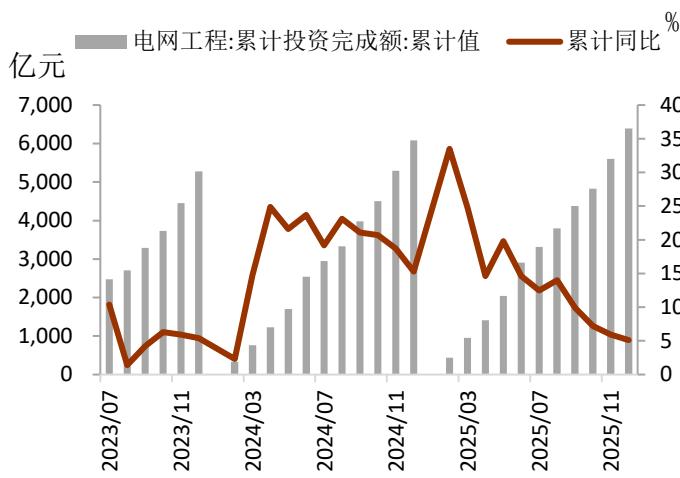
根据 Synergy 数据，截止 2025 年底，全球公共数据中心数量已达 1.1 万个，其中 9703 个为主机托管数据中心，1297 个为超大规模数据中心，而头部三大云厂商亚马逊、微软和谷歌合计占据了全球超大规模数据中心总容量的 58%。从行业发展趋势来看，互联网和电商等大型企业对超大规模和主机托管数据中心的需求日益增加，近年来亚马逊网络服务、微软 Azure 及谷歌云正持续拓展其全球数据中心的布局，预计 2025 年全球数据中心市场规模将突破 2300 亿美元，未来三年的年复合增长率将超过 10%，随着全球产业数字化、云计算、AI 大模型、学习机器及物联网生态等领域的加速发展，企业及终端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 2026 年全球数据中心耗电量将达 830TWh，全球数据中心规模将进一步增长到 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，将为全球精铜消费市场带来约 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

需求端来看，新能源汽车产销高基数下仍维持稳健增长，数据中心用铜进入高速增长期，风光装机量超预期完成目标，而电网投资项目建设周期滞后，空调排产大幅降温，房地产竣工端逊色，传统行业总体表现仅能持平于往年同期，但新兴产业需求占比回升且能够提供边际增量，新趋势正逐步替代传统动能提供消费增长点，预计 2 月国内精铜消费将保持稳中有增。

图表 23 电源投资完成额变化

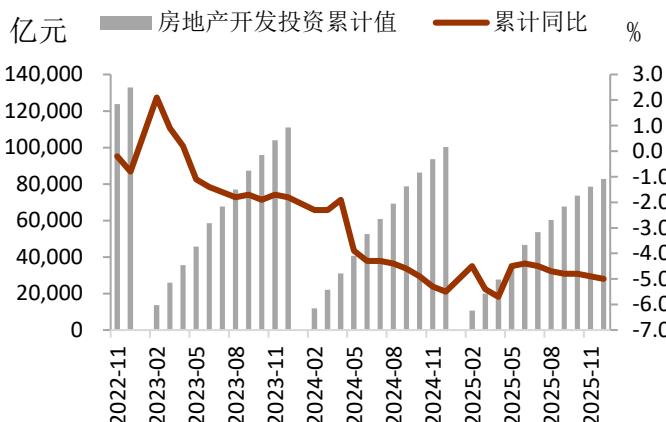


图表 24 电网投资完成额变化

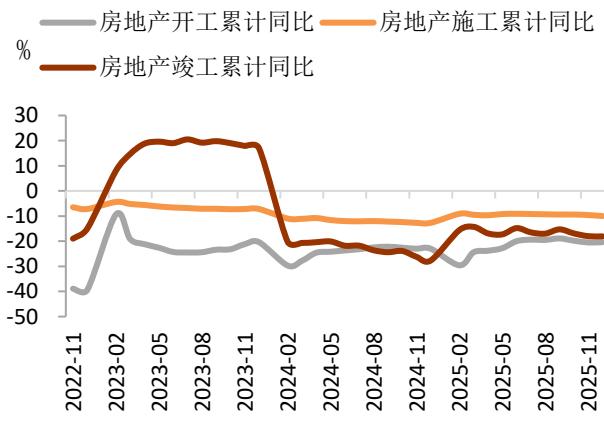


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 25 房地产开发投资增速变化

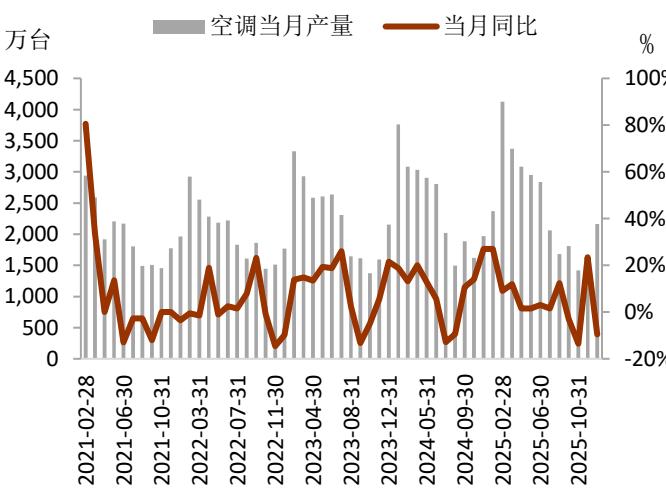


图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 27 空调产量增速变化

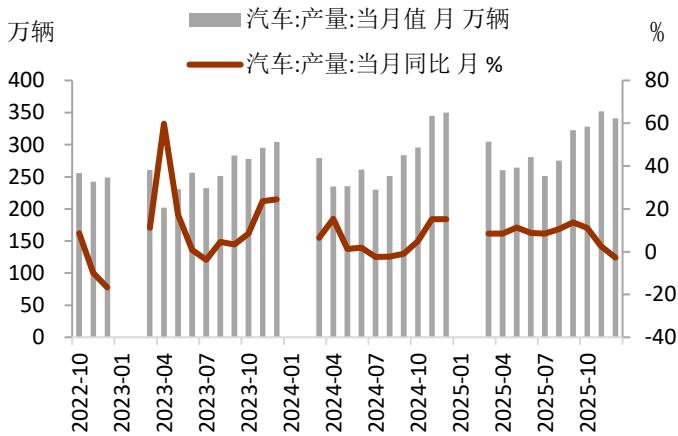
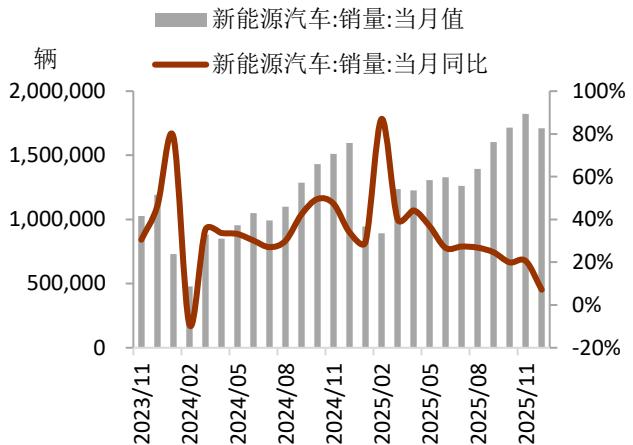


图表 28 家用工业库存变化



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，美联储 1 月暂停降息，新任提名主席沃什主张的“降息+缩表”政策组合短期内或难以实施，其政策独立性仍将受到挑战。美国当前以聚焦核心利益为优先，试图扩大对西半球关键矿产和资源的获取，而我国也计划扩大铜战略储备规模，增强在铜产业链上游谈判中的话语权和供应链稳定性，主要经济体赋予了铜更高的战略金属价值；国内方面，央行将维持适度宽松货币政策，坚持扩大内需，提高财政赤字率，深入实施科技创新和产业升级相结合。

基本面来看，部分主要矿企 2025 年铜产量不及预期，全球中断矿山复产缓慢，国内进口量延续回落，国内或将转向紧缺；消费端，传统行业未见明显起色，新兴产业提供稳定边际增量，美铜关税溢价引发虹吸效应致使全球库存持续错配。

整体上，在 AI 驱动产业革命的大背景下，主要经济体对关键矿产资源的博弈进一步加剧，有色金属的估值中枢将全面抬升，美联储新提名主席缩表政策短期恐难以实现，美国就业总体疲软背景下今年依然将延续宽松叙事。预计 2 月铜价将延续震荡上行，预测伦铜运行区间将在 12500-14000 美金/吨波动。

风险点：美国通胀迅速反弹，美联储新提名主席上任后转向鹰派

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。