



2026年3月9日

地缘风险压制风偏，铜价陷入震荡

核心观点及策略

- 宏观方面，美伊冲突令油价短期飙升引发全球通胀预期上行，联储上半年降息空间或受限，美国就业市场尽显疲态令市场担忧经济增长前景，而美铜关税溢价的消失令海外套利交易趋于收敛，可交割货源回流非美市场，缓解精铜紧缺局面；国内方面，政府工作报告指出，财政端将安排超长期特别国债和促内需专项资金，合力推动强大的内循环市场建设，并灵活高效运用降准降息等多种政策工具，充分释放有效投资潜力，培育壮大新兴产业和未来产业，深入实施“人工智能+”行动。
- 基本面来看，全球中断矿山复产艰难，国内电铜产量季节性回落，海外精铜产能释放缓慢；消费端，国内传统行业需求略显迟滞，新兴产业需求增长动力较强，全球库存上行美铜占比仍然较高，国内社库呈现季节性累增。
- 整体来看，地缘风险令全球风偏短期降温，但铜元素仍未摆脱供应紧缺格局，全球电气化转型及AI驱动产业变革趋势不可逆，主要经济体将进一步加强战略金属的博弈。预计3月铜价将在调整后回归震荡上行走势，3月伦铜运行区间或将在12500-13500美金/吨波动。

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2月铜行情回顾.....	4
二、宏观经济分析.....	5
1、美伊冲突压制全球风偏，通胀预期抬升令联储降息空间受限.....	5
2、美国1月制造业远超预期，欧元区制造业回归扩张区间.....	6
3、2026年GDP增长目标4.5%-5%，政府工作报告直指发展新质生产力.....	7
三、基本面分析.....	8
1、全球铜精矿紧缺延续，现货TC负值扩大至-50美元/吨.....	8
2、2月国内精铜产量季节性回落，海外精铜产能释放缓慢.....	10
3、12月精铜进口降幅超30%，废铜进口边际回升.....	13
4、COMEX库存高位增速放缓，国内进入传统季节性累库.....	14
5、传统行业淡季需求迟滞，新兴产业消费增长显著.....	16
四、行情展望.....	21

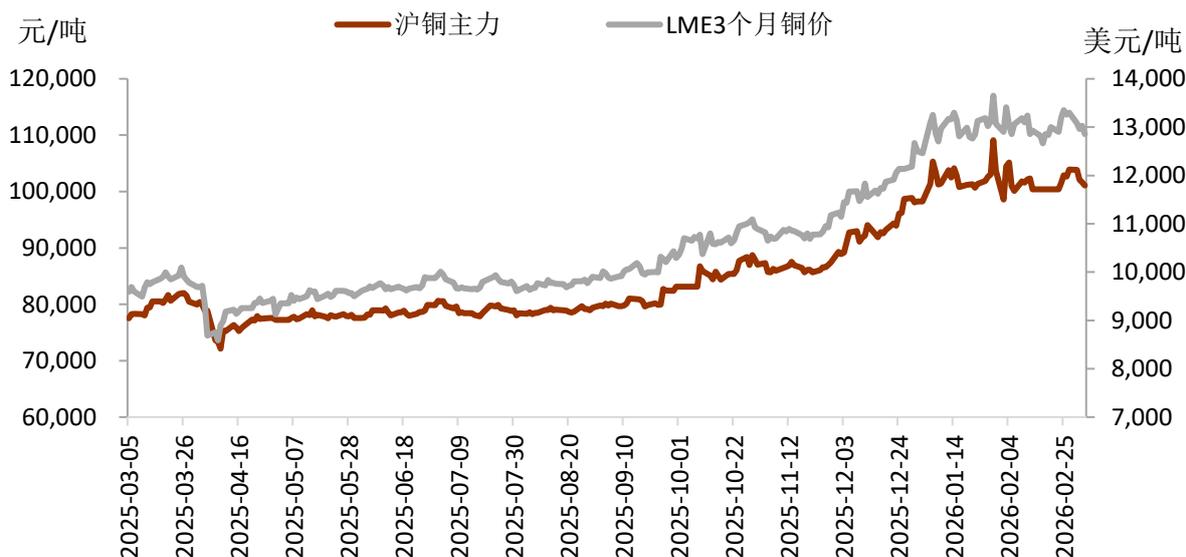
图表目录

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	11
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	12
图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势	12
图表 12 中国铜材产量及增速变化	12
图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化	12
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	13
图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化	13
图表 18 中国废铜进口单月变化	14
图表 19 中国废铜进口累计变化	14
图表 21 LME 铜库存	15
图表 22 SHFE 和保税区库存走势	15
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	20
图表 24 电网投资完成额变化	20
图表 25 房地产开发投资增速变化	20
图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化	20
图表 27 空调产量增速变化	20
图表 28 家用空调库存变化	20
图表 29 汽车销量变化	21
图表 30 新能源汽车产量及销量变化	21

一、2026年2月铜行情回顾

2026年2月，铜价整体呈高位区间震荡走势，伦铜从月初的最低12400美元一线反复震荡最高反弹至13500美元一线后承压回落，而沪铜整体运行区间在98000-105000元/吨呈震荡走势，整体价格重心抬升较上月基本持平。一方面，美伊冲突爆发后市场担忧全球通胀预期上行的压力开始下调联储上半年的降息预期，美元指数顺势反弹令金属市场略有承压；但另一方面，全球新能源转型及AI数据中心的快速发展为需求端提供边际增量，主要经济体对战略金属资源的博弈进一步深化，美国仍然囤积大量铜库存以扶持其重建传统制造业体系。截至2月27日，伦铜报收于13296美元/吨，月度涨幅为1.7%；沪铜报收于103920元/吨，月度涨幅为0.2%。2月人民币汇率有所贬值主因通胀预期抬升或令全球央行部分转向鹰派立场，美元指数低位企稳回升，但若美伊战争持续时间过长将继续损耗美元国际信用，中期美元重心仍有下行压力，沪伦比值临近月末升至7.93一线，而内外铜市场则维持外强内弱的格局。

图表1 铜期货价格走势



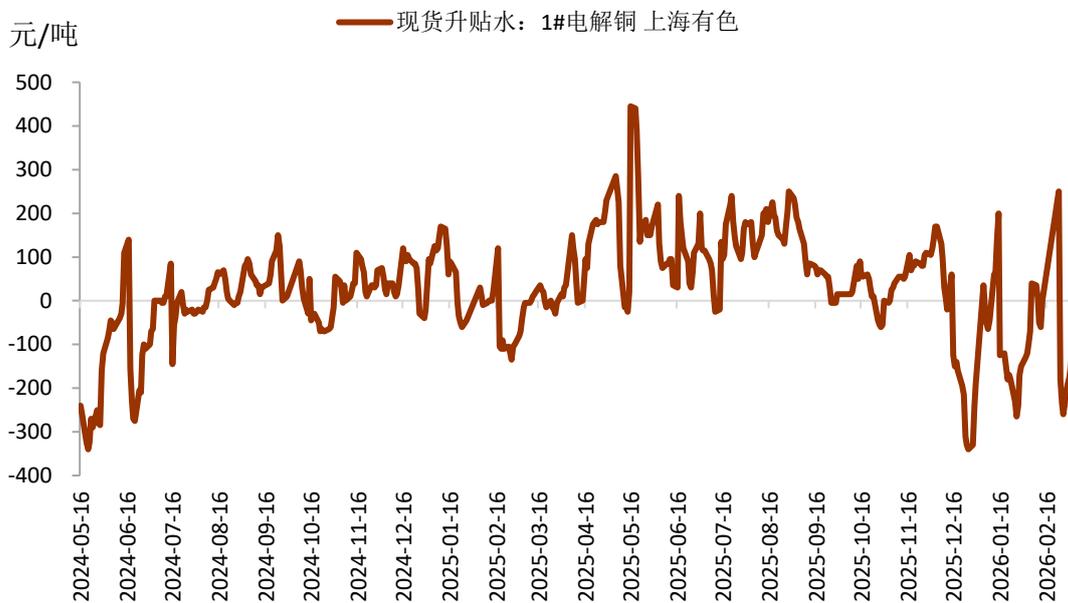
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

春节过后，国内精铜终端消费总体表现乏力，虽然铜价未能进一步上行且波动率收窄但绝对价格仍然偏高，电缆电线企业面临高昂的成本压力，电网投资建设项目仅执行去年未完工订单，省市级电网招投标项目仍未全面启动，而基建工程和轨道交通订单总体平稳，房地产竣工表现相对低迷，空调节前第一波国补资金到位后销量不及预期，传统行业消费仍未摆脱季节性淡季的压力；但锂电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，光伏焊带和五金结构件等消费总体平

敬请参阅最后一页免责声明

稳，2月底国内社会库存累增至最高55万吨上方，现货升贴水年后基本维持贴水状态，整体运行区间在-260~40元/吨之间。截止月底，华东8mmT1电缆线杆加工费小幅反弹至350-500元/吨，逐步回归合理区间，由于节后铜杆线企业进入传统补库周期，年前签订的电铜供销长单需要开始陆续点价交付，加工费得以小幅反弹；从近月盘面结构来看，近月合约C结构小幅收窄，主因国内淡季累库逐步放缓，而年内降息预期回落一定程度压制远月合约价格。虽然全球显性库存已突破百万吨大关，但COMEX库存占比仍接近50%，海外库存持续错配，但LME显性库存回升后短期挤仓情绪缓解，LME0-3的C结构有所走扩。整体预计3月传统行业将逐步适应高铜价带来的成本上行压力，新兴产业仍能提供稳定的边际增量，预计内贸铜贴水将继续修复，国内累库速率放缓并达到顶点后逐步转向去库化。

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、美伊冲突压制全球风偏，通胀预期抬升令联储降息空间受限

美伊核协议谈判多轮未果后，突如其来的美伊冲突引发全球资本市场巨震，令资产价格波动率大幅抬升，全球能源危机风险加剧令美原油价格截止发稿前较1月30日收盘上涨近30%。当前最新进展为，伊朗革命卫队高层表示霍尔木兹海峡通行权暂由伊朗军方掌控，任何以色列、美国和欧洲及其支持者的船只禁止通过该海峡否则将面临军事打击，目前沙特等石油主产国已加速转道红海出口，法意希三国正协调军事力量保障红

海航线畅通，全球能源危机稍有缓解但短期供应冲击仍然存在，全球资本市场风险偏好仍趋于回落，一定程度拖累金属市场承压下行。美国 2 月非农就业人数意外减少 9.2 万人，大幅低于市场预期，2 月失业率则升至 4.4%，而 12 月和 1 月的就业数据同步下修，凸显当前美国就业市场的疲软，数据公布后引发市场对美国经济增长前景的担忧。

有美国经济学家预测，若原油每桶上涨 10 美元，可能令美国的核心通胀率上升 0.1%，虽然新任主席沃什被提名前表示联邦基金利率应当继续降低，但市场担忧油价短期涨幅过大可能暂缓联储降息的步伐，尤其是当前鲍威尔领导下的美联储最有可能的对策是维持长时间的暂停降息，CME 最新观察工具显示 4 月降息概率已不足 20%，6 月降息概率甚至低于 50%，短期美元或将继续走强。但特朗普政府称已有计划抑制油价上涨，且美伊战争可能将在 5 月沃什上任前就已经结束，我们认为美伊冲突带来的通胀预期反弹可能如同去年对等关税造成的影响类似，更多偏向于短中期。此外，当前美国财政融资及维持金融市场的稳定需要充足的流动性支持，沃什上任后难以在短期兑现其结构性缩表的计划，美国就业市场长期显露疲态令市场对经济增长前景愈发担忧，因此下半年联储或将维持中性到温和宽松的政策立场，而年内加息的概率微乎其微。但短中期来看，全球油气价格的大幅上行引发的通胀反弹或令今年二季度的降息空间趋于收敛。

2、美国 1 月制造业远超预期，欧元区制造业回归扩张区间

美国 1 月 ISM 制造业 PMI 从 47.9 大幅回升至 52.6，大幅高于预期的 48.5，为 2022 年以来的最快水平，分项数据中新订单指数反弹至 57.1(+9.4%)，就业数据 48.1，高于预期的 46，创一年以来新高，虽然仍位于萎缩区间但降幅有所放缓，物价支付指数为 59，虽然低于预期的 59.3，但创四个月以来新高，表明美国制造商在高企的投入成本方面几乎未见缓解；而客户库存指标收缩幅度创 2022 年以来最大水平，客户库存偏低，未来几个月有望进一步推动工厂订单和生产增长；供应商交付指数升至 5 月以来的最高水平，制造商在获取生产所需投入品时面临更长的交付周期。在经历了一年的收缩之后，有制造业市场需求推动的产出水平反弹是一个明显的变化，若增长能够持续，将有助于增强外界对美国制造业走出低谷的信心。

欧元区 2 月制造业 PMI 初值升至 50.8，创近三年半以来的新高，其中制造业产出指数跃升至 52.1，创去年 8 月以来的最高水平，新订单指数连续 6 个月萎缩后首次增长，增速近四年以来最快。其中德国制造业 PMI 初值升至 50.7，超出预期的 49.5，德国工业订单 12 月意外回升，创两年以来最大增幅，德国国防和基础设施公共支出增加以及海外需求的回暖成为制造业反弹的动力。法国 2 月制造业 PMI 为 49.9，低于预期的和前值，制造业需求端的降温，新订单出口的乏力成为主要拖累项，整体国防和航空航天表现强劲，但近期失业率却升至 7.9%仅四年以来的高点，主因人工智能应用领域

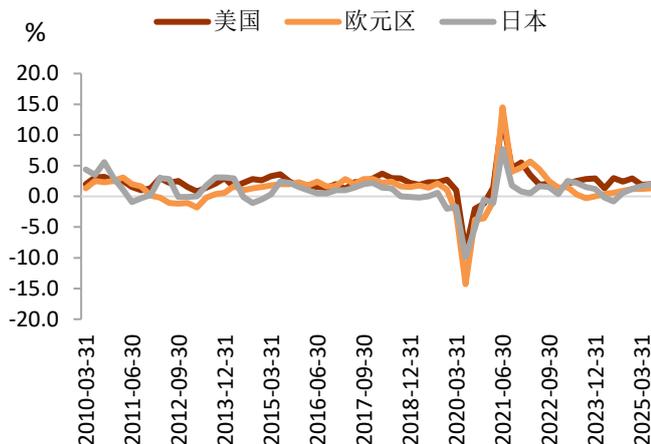
的普及令传统制造业企业开始转向裁员降本增效，关税政策又令企业利润收缩导致招聘意愿下滑。欧央行行长拉加德表示 AI 投资已带动欧洲企业生产效率的提升，但未见企业大规模的裁员计划，欧央行将对 AI 引发的经济结构变革及潜在岗位流失风险保持高度警惕，欧央行当前正面临传统政策框架难以覆盖 AI 驱动产业变革的新型调整，我们认为在排除地缘风险的条件下，欧元区经济或将保持稳中有增的态势，欧央行货币政策将维持谨慎偏中性的立场。

3、2026 年 GDP 增长目标 4.5%-5%，政府工作报告直指发展新质生产力

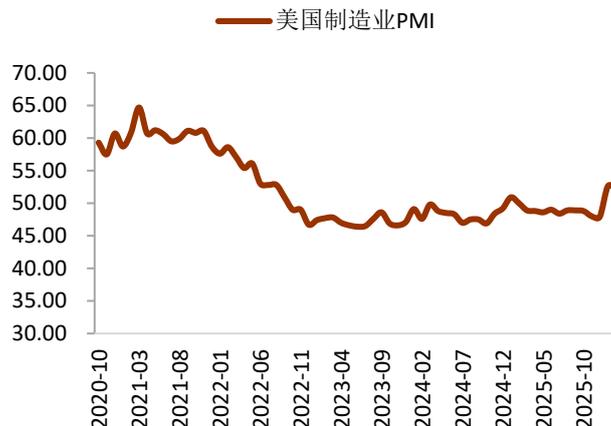
2026 年两会政府工作报告指出，2025 年经济社会发展主要目标任务顺利完成，2026 年国内 GDP 增长目标位 4.5%-5%。中央将继续实施更加积极的财政政策，财政赤字率维持 4%，总赤字规模将达 5.89 万亿，财政端将着力建设强大的国内市场，深入实施提振消费专项行动，促进商品消费扩容升级，将安排超长期特别国债 2500 亿元支持消费品以旧换新，优化政策实施机制，将设立 1000 亿元财政金融协同促内需专项资金，综合运用贷款贴息、融资担保、风险补偿等方式，支持扩大内需，并充分挖掘释放有效投资潜力；将继续实施适度宽松的货币政策，把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量，灵活高效运用降准降息等多种政策工具，保持流动性充裕，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。

总理李强在介绍政府工作报告强调，要培育壮大新兴产业和未来产业，打造集成电路、航空航天、生物医药、低空经济等新兴支柱产业；要培育发展未来能源、量子科技、具身智能、脑机接口、6G 等未来产业，扩能提质服务业并打造智能经济新形态。此外，要深化拓展实施“人工智能+”行动，促进新一代智能终端和智能体加快推广，推动重点行业领域人工智能商业化规模化应用，培育智能原生新业态新模式，支持人工智能开源社区建设，促进开源生态繁荣，并实施超大规模智算集群、算电协同等新基建工程，加强全国一体化算力监测调度，支持公共云发展，此外，加快发展卫星互联网。打造“5G+工业互联网”升级版。深化数据资源开发利用，健全数据要素基础制度，建设高质量数据集。完善人工智能治理。我们认为，中国未来新兴产业的高速发展将为精铜消费提供广阔的需求增长空间，新动能将驱动中国经济结构持续优化，新质生产力将为经济注入提质增效的新活力，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

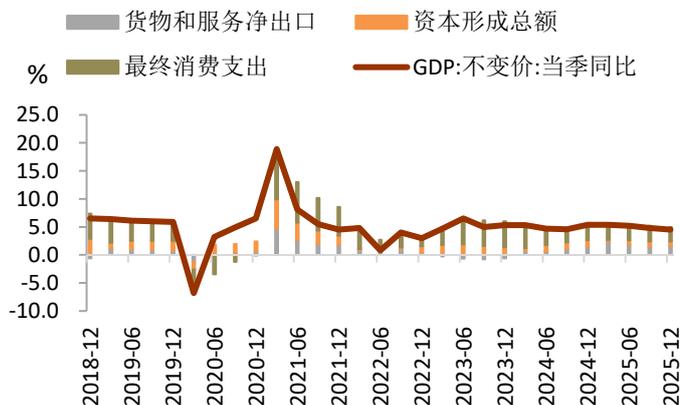


图表 4 美国制造业 PMI

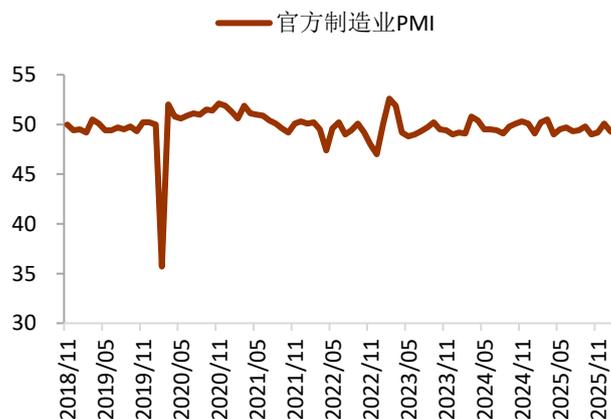


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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、全球铜精矿紧缺延续，现货 TC 负值扩大至-50 美元/吨

截止发稿前，国内铜精矿周度现货 TC 最低已下探至-56 美元/吨，再创历史新低，全球铜精矿供应愈发趋紧，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%。海外三大中断矿山巴拿马铜矿、非洲卡莫阿-卡库拉以及印尼 Grasberg 仍未见明显的复产迹象，我们预计中断矿山将不早于今年二季度初分阶段缓慢恢复运营。

自由港麦克莫兰公司表示，公司正在努力重启其位于印度尼西亚的 Grasberg 铜矿。去年三季度，一场致命的泥石流导致该矿停产，而该矿对全球铜供应至关重要。自 2025

年 9 月份事故发生以来，该公司已经重启了矿山中两个未受影响的区域，并制定了到 2027 年逐步提高格拉斯伯格（Grasberg）矿铜产量的计划。周四，该公司重申了今年第二季度分阶段重启该矿地下区域的计划。Grasberg 铜矿是世界第二大铜矿，在 9 月份发生泥石流事故前，其铜产量占全球总产量的 3%。这场事故造成 7 名工人丧生，也是全球铜矿一系列事故中的一起，这些事故导致供应紧张，价格上涨。该公司于 9 月下旬宣布其对印尼的货物运输遭遇不可抗力，并预计产量将持续受到限制，直至 2026 年。此后，自由港公司逐步重启了其庞大矿区的部分生产设施，力争在 2027 年底前恢复正常运营。该公司周四表示，预计今年下半年格拉斯伯格矿区 85% 的总产量将恢复。9 月份事故发生后，自由港公司的股价下跌严重，但随着该公司推进重启计划，股价已回升约 28%。

艾芬豪-紫金旗下的卡莫阿-卡库拉铜矿 2025 年铜产量总计 38.9 万吨，基本符合去年计划的 37-42 万吨的产量指引区间但较为接近下限，其中四季度产量仅为 7.2 万吨。旗下矿业一体化配套的直吹式冶炼厂正式投产，该设施稳定运行后的年产能为 50 万吨，一旦全面投产，将成为非洲最大的冶炼厂。目前正在将 Kamoā-Kakula 铜冶炼厂的年产能提升至 50 万吨 99.7% 纯度阳极铜，预计将于年底前完工。该公司上个月宣布，Kamoā-Kakula 铜矿 2026 年的铜产量预计在 38 万吨至 42 万吨之间，其中 40 万吨的中值约占该冶炼厂总产能的 80%。据加拿大矿业公司称，Kamoā-Kakula 管理团队预计将优先处理第一、二、三期选矿厂生产的精矿，并通过现场冶炼厂进行加工，任何多余的精矿都将在科卢韦齐附近的 Lu-alaba 冶炼厂进行委托加工。

智利国家铜业公司（Codelco）旗下 El Teniente 铜矿矿长近期表示，该矿未来五年内产量或将持续处于低位。由于该矿去年发生致命安全事故，已对生产造成较大的负面影响。他透露，该矿今年铜产量预计为 30.1 万吨。初步调查结果显示，一场强震大概率引发了此次坍塌事故。El Teniente 铜矿曾是智利国家铜业公司旗下盈利最高的矿山。该矿企此前承诺于去年底发布事故最终调查报告，但至今仍未公布。为全面恢复生产，智利国家铜业公司必须对矿区地震监测系统进行全面升级，并采取其他一系列整改措施。

英亚矿业（Anglo Asian）预计到 2026 年，铜产量将增至约原来的三倍，这将是该公司作为一家多元化资产生产商的第一个完整年度。该公司历史上主要在其位于阿塞拜疆的业务中生产黄金和白银。2025 年，随着吉拉尔（Gilar）和德米尔利（Demirli）矿的投产，该公司正式成为一家铜生产商。自 2025 年 5 月和 7 月分别投产以来，这两座矿山共生产了 7915 吨铜。今年，这家在伦敦上市的矿业公司预计铜产量至少为 2 万吨，最高可达 2.5 万吨，两座矿山的产量贡献将有所增加。综合维持成本（AISC）预计为每吨 6800 至 7800 美元。在贵金属方面，英亚集团预计其黄金产量将达到 2.8 万至 3.3 万盎司，白银产量将在 17 万至 21 万盎司之间，AISC 为每盎司 1,500-1,800 美元。该公司近期曾是 ACG Metals 的收购目标，ACG Metals 正寻求整合铜产业，并已收购了位于

土耳其的 Gediktepe 铜矿。然而，ACG 最终因估值问题放弃了收购。

受洪水影响，2 月底赞比亚边境一座桥梁发生坍塌事故，造成全球第二大铜生产国刚果（金）的主要铜出口走廊被迫中断，铜矿出口物流受到直接干扰。此次受影响的边境口岸是刚果（金）铜矿外运最核心通道，同时也是赞比亚最繁忙的边境口岸，日常即存在大量运输车辆排队过境的情况。目前该通道双向交通均已受阻，赞比亚税务局已通知运输商改用替代路线。赞比亚道路发展署已于周日启动抢修工作，目标将于周二恢复该通道通行。此次事件再次凸显出中非铜矿带出口通道高度集中的问题，为缓解物流瓶颈，多条新运输线路正在推进，其中美欧支持连接矿区与安哥拉大西洋港口的洛比托铁路走廊。此外，中国也已投入近 14 亿美元，修复通往坦桑尼亚达累斯萨拉姆港的铁路，中长期将优化刚果（金）铜出口的物流格局。

ICSG(国际铜研究小组)最新数据显示，2025 年 12 月全球铜精矿产量为 205 万吨，同比+2.5%，边际增速转正，2025 年 12 月全球精炼铜产量为 243.1 万吨，消费量为 225.8 万吨，12 月精炼铜市场供应过剩 17.3 万吨。智利统计局数据显示，智利 1 月铜产量为仅为 41.4 万公吨，同比-3%。此前，智利国家铜业委员会上调了 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。该委员会在去年 11 月已将预测值上调至每磅 4.55 美元，并预计 2027 年铜均价将达 5.00 美元/磅。

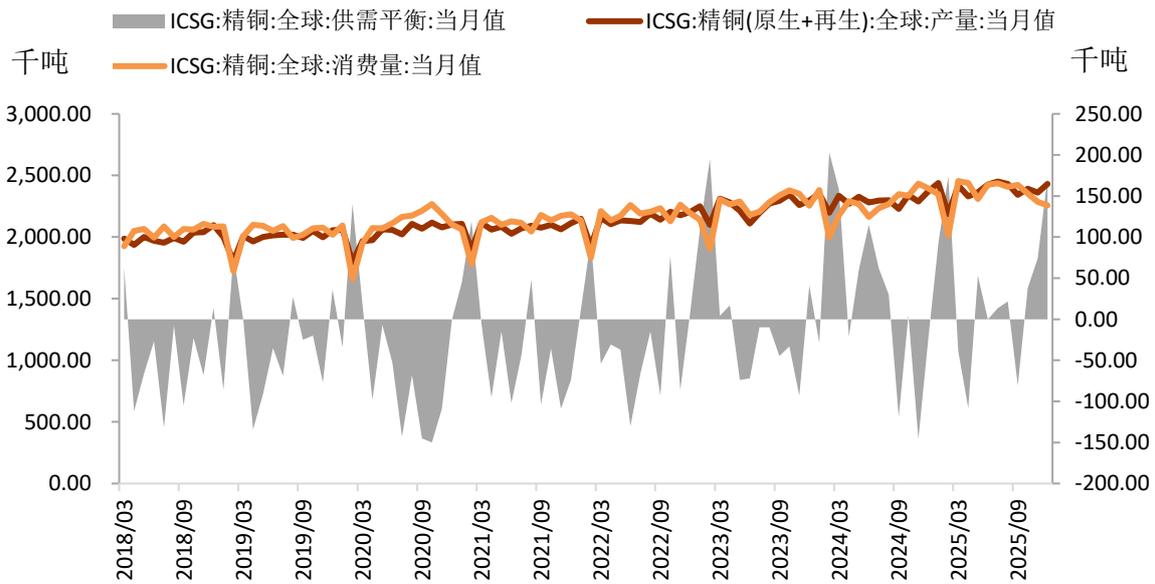
2、2 月国内精铜产量季节性回落，海外精铜产能释放缓慢

SMM 数据显示，我国 2 月电解铜产量 114.2 万吨，同比增长 7.9%，2026 年 1-2 月累计产量达 232.13 万吨，同比增长 12%。金银的不断新高和及硫酸价格的高位运行都令冶炼厂副产品利润相对健康，对低廉的铜精矿加工费形成有效补充，市场积极预期今年副产品的利润将继续走高刺激大型冶炼厂维持较高的产能利用率。上月国内精铜产量增长有限，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%，与此同时，2025 年全年我国进口废铜、废铜锭和阳极板的总量超过 340 万吨，同比增长约 3%，有效弥补了国内冷料供应略显不足带来的原料短缺。

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

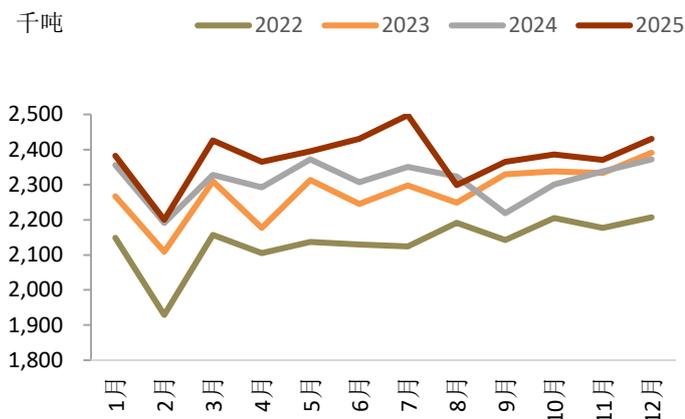
并启动了不可抗力条款，预计明年损失产量多达 35 万吨；日本金属生产商 JX Advanced Metals 公司宣布旗下位于日本的泛太平洋冶炼厂（年产能 65 万吨）将在未来削减数万吨的精炼铜产能以应对冶炼利润大幅收缩的影响，此外，另一家嘉能可旗下的位于澳大利亚的 Mount Isa 冶炼厂表示公司已遇到前所未有的市场环境，持续高昂的综合成本增加以及铜精矿的供应紧缺难以缓解令企业陷入了不可持续的状态，预计今年将有 5 万吨左右的小规模减产。从明年增产情况来看，紫金旗下的卡莫阿铜矿配套的 35 万湿法冶炼一体化产能将延期至今年四季度投产，目前该项目的上游卡库拉矿段的地下水抽水工作仍在进行中，具体矿区全面恢复运营将在今年二季度以后；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 年年中，今年产量或大幅低于此前预计的 40 万吨。整体上看，国内因春节季节性淡季需求回落拖累产量环比下滑，而海外精铜产能因铜精矿紧缺导致的加工费持续走弱而缺乏增产动力，部分产能甚至面临关停的风险。

图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

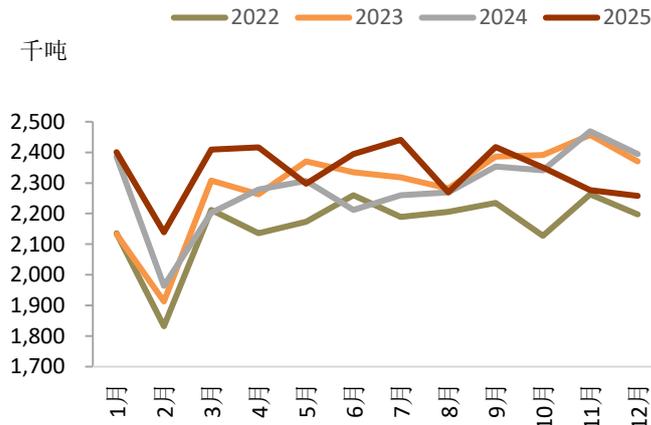


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

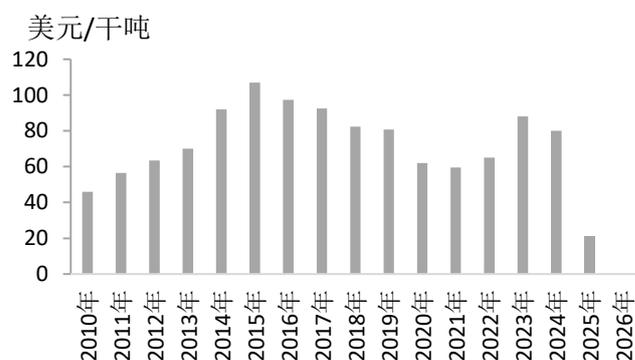


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

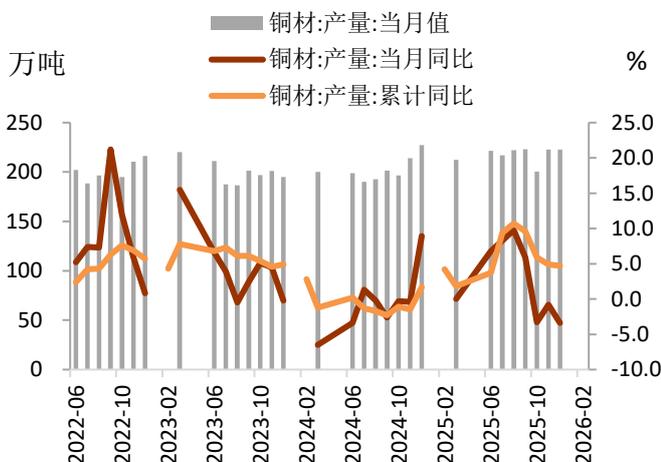


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

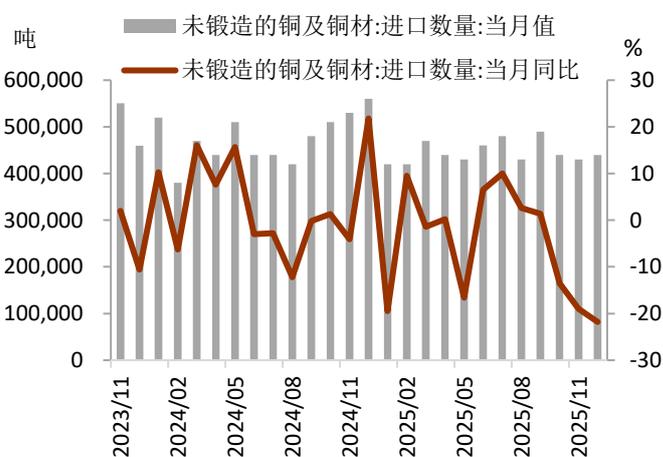


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 12 中国铜材产量及增速变化

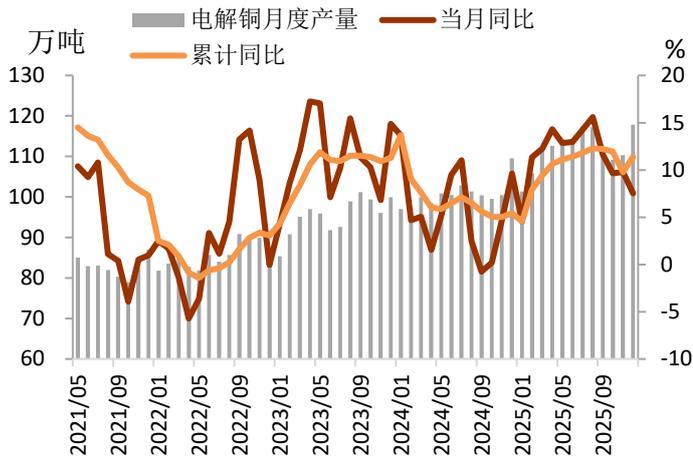


图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

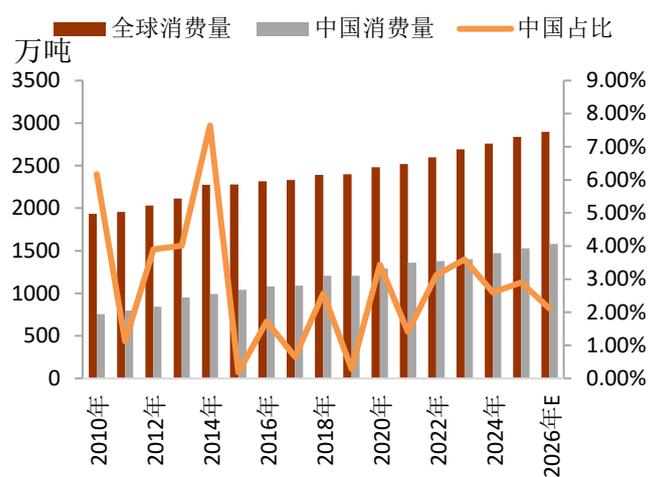


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 14 中国精炼铜产量变化

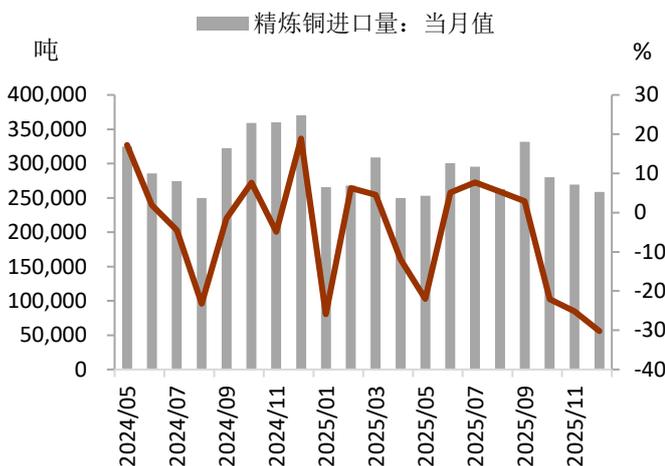


图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化

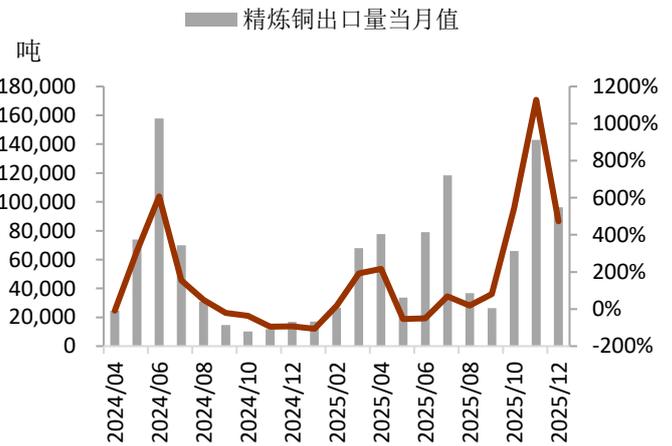


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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、12月精铜进口降幅超30%，废铜进口边际回升

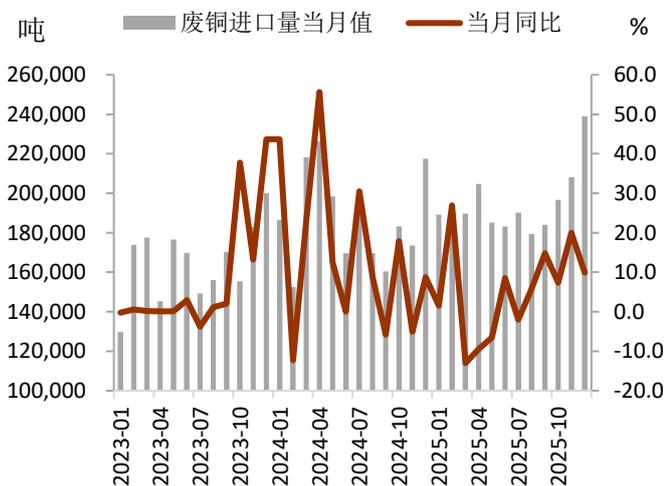
海关数据统计，2025年1-12月我国未锻造铜及铜材累计进口量为532万吨，同比-6.4%；去年1-12月铜矿砂及精矿进口量为3031.98万吨，同比+7.9%；1-12月精炼铜进口量达334.4万吨，同比降幅扩大至10.5%，其中12月进口量仅为25.8万吨，同比降幅超过30%。进口量下滑主因美铜关税溢价预期导致南美地区的可交割货源优先选择发往北美地区交仓，而南非德班港货运阻塞不畅令非标湿法铜到我国境内的数量持续下滑，卡莫阿矿山的卡库拉矿端暂未回复运营制约卡莫阿冶炼厂的产能释放。海外来看，今年1月以来美铜库存高位持续攀升，关税的虹吸效应正在导致全球库存严重错配。

2月洋山铜提单溢价先升后降，由于年初到港量的大幅减少引发的结构性错配，推

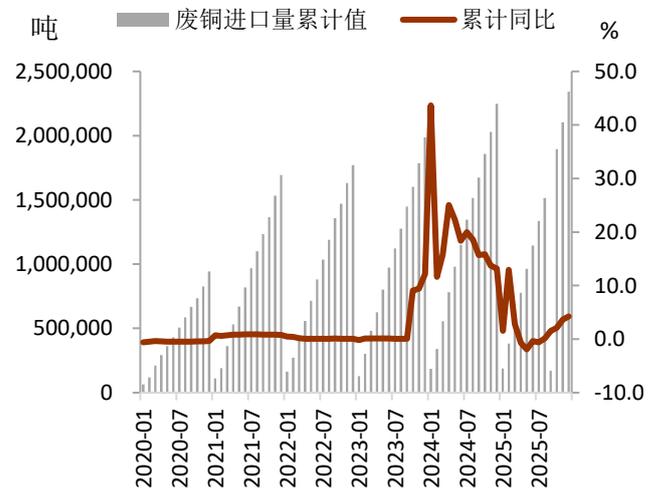
动春节过后溢价最高升至 60 美金/吨，2 月下旬后又逐步回落至 45 美金/吨，主因需求复苏总体不及预期，国内社会库存高企需要时间消化，虽然进口亏损幅度收窄但窗口仍未全面开启，剔除人民币汇率因素后上月沪伦比值波动区间维持 1.11-1.13。此外市场仍然预期美国或将于今年年中对精铜征收部分关税，但幅度或低于去年铜材等下游衍生品，2 月下旬后随着最高法院裁定特朗普政府此前实行的对等关税政策无效，美铜对伦铜溢价逐步收窄，南美可交割货源发往北美地区的流速也有所放缓，或将导致部分货源未来将陆续回落我国境内，整体预计我国 1-2 月精铜进口量将环比回升。

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，而进口废铜则将为国内冷料市场形成有效的缺口弥补。

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 库存高位增速放缓，国内进入传统季节性累库

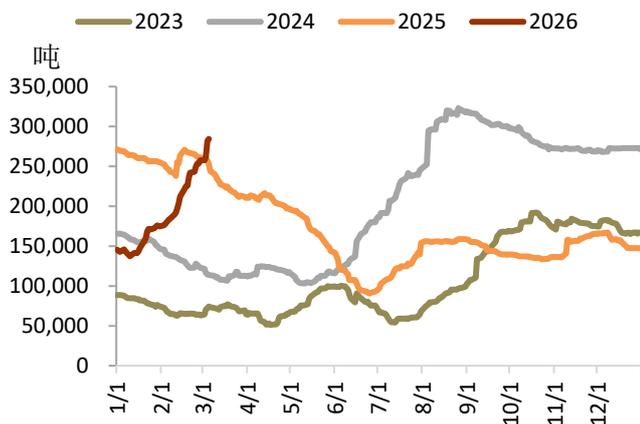
2 月以来国内显性库存大幅累增，上海保税区库存降至 9 万吨，上期所库存则大幅升至 42.5 万吨，截止 3 月 6 日全球显现库存(含上海保税区)升至 139.3 万吨，全球库

存延续上行，其中 COMEX 美铜库存维持 60 万吨附近，占全球比重接近 50%，LME 库存缓慢上行至 28.4 万吨，三大交易所库存同步进入累库状态。从国内来看，由于上月铜价总体冲高后回落，终端消费复苏略显迟滞，虽然保税区略有下滑，但上期所库存大幅累增。在国内库存持续上升过程中，近月结构 C 结构逐步收敛，而远月已基本转向平水，LME 的 0-3 的 C 结构小幅走扩，主因 LME 库存持续缓慢上升较年初涨幅已达 90% 以上。

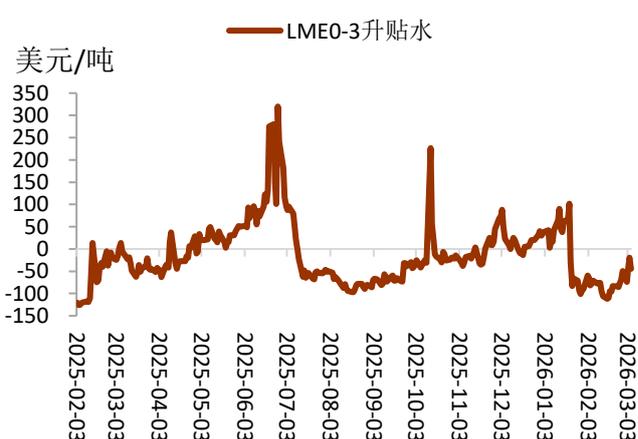
截止 3 月 6 日，LME、COMEX 和 SHFE 三大交易所的库存分别为 28.4 万吨、59.8 万吨和 42.5 万吨，总计达 130.7 万吨，较上个月大幅增加 21.6 万吨，LME 注销仓单比例降至 5%，伦铜 0-3 维持 C 结构且幅度有所走扩；COMEX 库存到达 60 万吨后涨幅放缓，主因特朗普关税政策被最高法院裁定无效后美铜溢价预期有所降温，但美国仍将建立美国本土铜产业链体系，南美可交割货源仍然优先选择交仓 COMEX 但流速或逐步放缓。

截止 3 月 6 日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）升至 51.1 万吨，环比上月大幅增加 17.9 万吨。其中 SHFE 总库存大幅升至 42.5 万吨，月环比增加 19.2 万吨，上海保税区降至 8.55 万吨，月环比下降 1.35 万吨。上期所库存持续累增印证高铜价对下游的消费抑制作用愈发明显，电缆电线等成本压力较大企业难以寻求低位补库的良机，而保税区库存下滑主因进口窗口维持关闭国内进口量逐月递减，预计国内累库将在 3 月中下旬达到峰值后转向回落。整体上，全球显性库存持续攀升创近四年以来新高，国内进入季节性累库，COMEX 库存上行速率放缓但占比仍然较高，LME 库存缓慢回升，预计 3 月全球显性库存将出现峰值后转向逐步回落。

图表 21 LME 铜库存

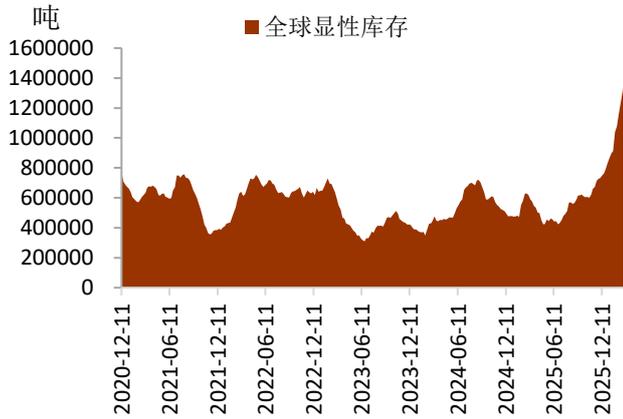


图表 22 SHFE 和保税区库存走势

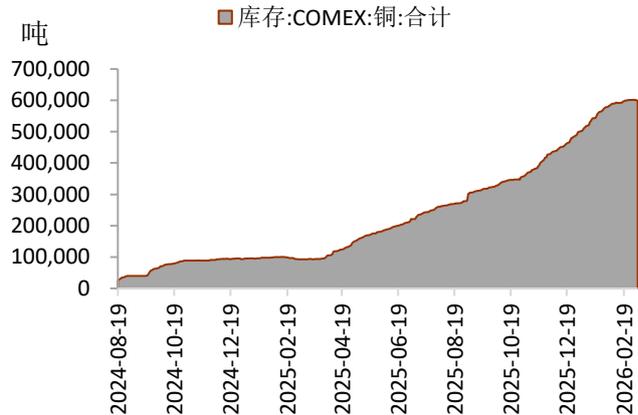


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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、传统行业淡季需求迟滞，新兴产业消费增长显著

政府工作报告部署智能电网建设，2月铜缆线企业开工率偏低

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2025年底，全国累计发电装机容量38.9亿千瓦，同比增长16.1%。其中，太阳能发电装机容量12.0亿千瓦，同比增长35.4%；风电装机容量6.4亿千瓦，同比增长22.9%。2025年，全国6000千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用3119小时，比上年同期减少312小时。

为加快智能电网建设，国家电网、南方电网两大电网公司已出台重大投资计划。1月15日，国家电网正式宣布“十五五”期间（2026-2030年）固定资产投资总额将达4万亿元，较“十四五”时期增长40%，年均投资规模可达8000亿元。随后，南方电网披露2026年投资规模为1800亿元，市场预计南方电网“十五五”期间总投资将达1万亿元左右，据此测算，两大电网五年总投资将逼近5万亿元。而智能电网投资便是其中的一部分。智能电网的建设和运营涵盖从高端设备制造、通信网络建设、软件平台开发，到系统集成、数据分析和运维服务的完整链条，可以带动信息技术、高端装备制造、新材料、新能源等相关产业协同发展，形成新的经济增长点。整体来看，在2026年政府工作报告部署加快智能电网建设，我国加快新型电网体系转向的背景下，预计随着终端电网项目招投标节后的陆续启动，3月我国电网投资增速有望取得良好的开局。

加快推动全面绿色转型，光伏行业迈向高质量发展

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，超额完成了2025年任务目标。2026年政府工作报告

强调，纵深推进全国统一大市场建设，深入整治“内卷式”竞争，为光伏企业的高质量 and 可持续发展指明了方向，为行业注入了强大的信心。我们认为，中国可再生能源发展已进入从“规模增长”向“高质量消纳”的关键转折阶段，供需失衡引发的“内卷式”竞争，制约了产业创新与健康发展。面对复杂多变的全球竞争格局，中国光伏产业不能止步于阶段性的价格修复，要向更深层次的“价值重塑”迈进。

2月初，中国光伏工业协会召开《光伏行业2025年发展回顾和2026年形势展望研讨会》，协会理事长在报告中预测，2026年国内新增光伏装机总容量将达180-240GW，较2025年的315GW预计下降23.8%-42.8%，这就是自2019年以来光伏新增装机量的首次环比下降。我们认为一方面，消纳瓶颈是制约光伏装机保持高速发展的核心因素，当前我国光伏装机量和发电量存在较大落差，截止2025年底，全国累计发电装机容量达38.9亿千瓦，其中，太阳能、风力发电装机量达18.4亿千瓦，占比47%，虽然太阳能发电占到装机比重的30.8%，但仅贡献了5.9%的发电量。此外，电力行业规划研究与监测预警中心发布的2025年全国新能源并网消纳情况显示，全国光伏发电利用率为94.8%，“十四五”期间首次跌破全年95%的利用率，其中甘肃、青海、新疆、西藏四地的光伏发电利用率已跌破90%。另一方面，新能源网上政策改革落地，光伏行业面临阵痛转型期，随着去年一季度《分布式光伏发电开发建设管理办法》及《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》两大重要文件的出台，分别从上网模式和电价机制两方面对光伏划定了“430”和“531”红线，并最终行了去年3-5月的抢装潮，因此未来光伏投资将全面转向更注重时效和回报的新时代。

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。一季度以来，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线缆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15%以上的用铜降幅。

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，2026年1月70个大中型城市新建商品住宅价格指数同比下降3.3%，70个大中型城市二手房价格同比下降6.24%，环比降幅走扩，主因开年以来房地

产市场仍未摆脱信心不足的压力，二手房因高库存和挂牌量的持续激增导致成交量价持续走低。政策端，今年政府工作报告提出持续用力推动房地产市场止跌回升，要因城施策控增量、去库存、优供给，探索多渠道盘活存量商品房，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等；深化住房公积金制度改革，优化保障性住房供给，加快危旧房改造。有序推动安全舒适绿色智慧的“好房子”建设，实施房屋品质提升工程和物业服务质量提升行动；与此同时，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，防范债务违约风险。我们认为，由于地产竣工端承接了80%的地产用铜量，而新开工面积的走弱拖累今年竣工增速的回暖，在部分城市楼市政策继续进一步放开，以及市场金三银四或有季节性量价反弹的背景下，预计今年3-4月我国房地产有望形成底部回升之势。

深入实施提振消费专项行动，3月空调内销排产保持较强韧性

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%，2026年1月我国家用空调销量为1984.8万台，同比增长11.9%。截止1月底，全国家用空调工业库存为1488.7万台，增长0.5%。开年以来，我国家用空调销售销量有所回升，虽然今年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补贴，但总体我国空调销售总体稳健。

产业在线数据显示，3月我国工业空调内销排产为2334万台，其中家用空调内销排产为1259万台，较去年同期销售实绩下滑1.5%。3月家用空调内销排产保持较强韧性，源于今年春节错期带来的需求前置、政策效应边际减弱及渠道加快去库存的共同因素的叠加。由于今年春节时间较晚，企业纷纷在1月提产集中排产备货，大量内销需求被提前释放，甚至透支了3月份的排产空间。同时，家电的以旧换新政策已进入平稳期，补贴力度和政策刺激效应已边际逐步减弱，终端家装和零售尚未进入旺季，经销商补库意愿较为谨慎，以消化现有库存为主。另一方面，国内空调库存已进入存量焕新主导阶段，叠加保交楼带来的配套安装需求，行业基本面仍提供较强支撑，政府工作报告强调将着力建设强大国内市场，深入实施提振消费专项行动，并安排超长期特别国债2500亿元，重点支持绿色智能商品和线下实体零售两个层面，预计今年3-4月家电内需市场将保持相对稳健的恢复态势。预计今年3月我国空调销量将保持平稳，增速或有所放缓。

新能源汽车内销总体稳健，出口保持高速增长

中汽协数据，2026年1月我国新能源汽车产销分别完成104.1万辆和94.5万辆，同比分别增长2.5%和0.1%。今年1月我国新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的40.3%，占比仍然较高。出口方面，今年1月我国新能源汽车出口30.2万辆，同比增长100%，依旧保持高速增长。

今年政府工作报告中指出，汽车产业作为国民经济支柱产业展现强劲韧性，2025年

新能源汽车年产量已突破 1600 万辆，全国电动汽车充电设施数量也突破 2000 万个，产业发展基础持续夯实。政策上，要进一步优化提升传统产业、深化拓展“人工智能+”，为汽车产业智能化转型明确路径，要求强化产业基础再造和重大技术装备攻关，打造智能工厂和智慧供应链。报告同时明确实施产业创新工程，将低空经济与集成电路、航空航天等并列，打造为新兴支柱产业。这也是低空经济连续第三年写入政府工作报告，定位从“新增长引擎”“新兴产业”实现重要升级，正式纳入国家现代化产业体系重点布局。此外，报告明确提出深入整治“内卷式”竞争，通过加强反垄断、反不正当竞争，综合运用产能调控、价格执法等手段营造良好市场生态。值得注意的是，截止 2025 年年底，中国汽车保有量已达 3.66 亿辆，其中全国新能源汽车保有量为 4397 万辆，占汽车总量比重的 12%，其中纯电动新能源汽车保有量为 3022 万辆，未来中国汽车市场油换电的市场规模空间巨大，在全球电气化转型趋势不可逆转的背景下，我国新能源汽车市场需求仍将维持高增长态势，预计今年 3 月我国新能源汽车销量将维持较快增长。

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于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，我们预计我们预计 2026 年全球数据中心的耗电量为 830TWH，用电规模将达到 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，2026 年将达到每吉瓦 2.5-3 万吨左右，将为全球带来约 40 万吨左右的用铜增量。

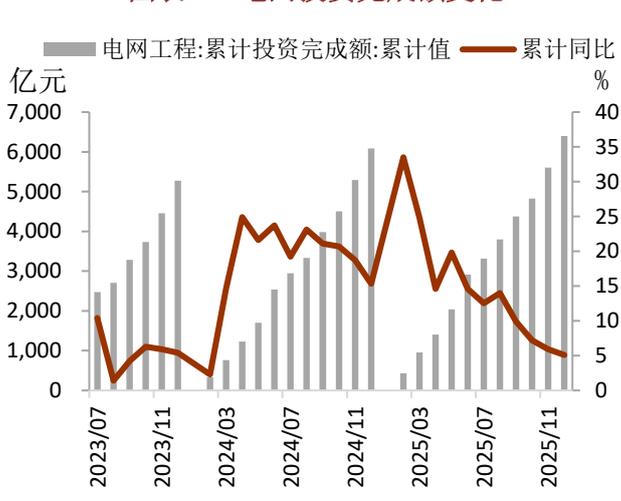
传统行业需求表现迟滞，新兴产业消费增长显著

从需求端来看，新能源汽车在高基数下表现平稳，AI 数据中心用铜提供强劲需求增量，空调排产预期前置，风光装机量边际降温，电网投资建设略有迟滞，房地产竣工表现低迷，新趋势正逐步替代传统动能提供消费增长预期，预计 3 月国内精铜消费将走向平稳复苏。

图表 23 电源投资完成额变化



图表 24 电网投资完成额变化

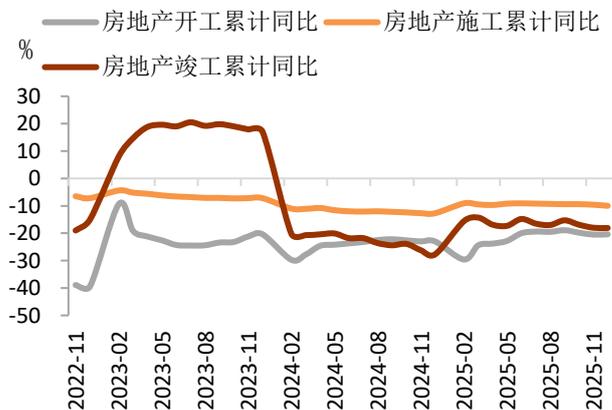


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

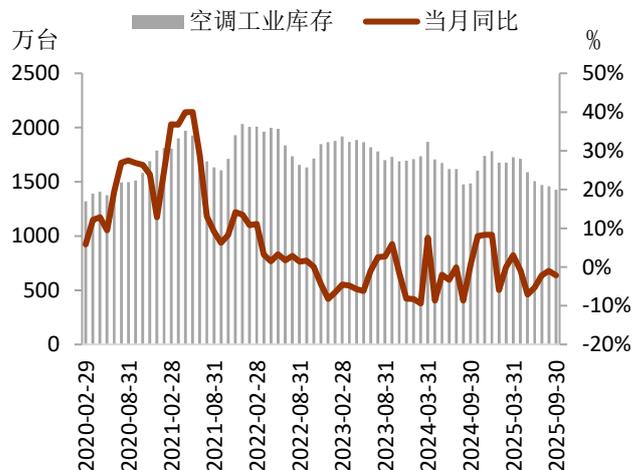


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 27 空调产量增速变化

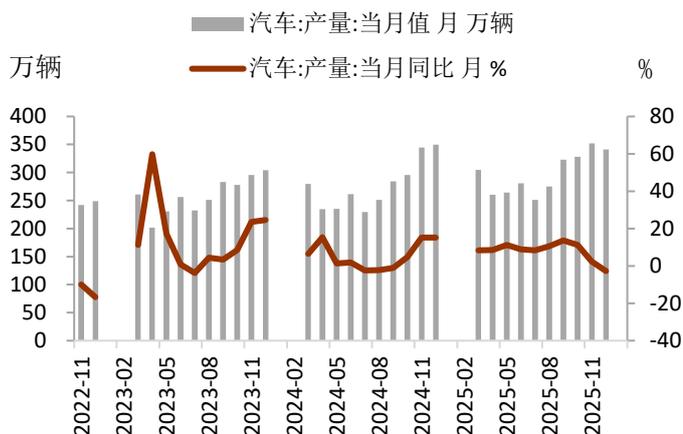


图表 28 家用工业库存变化

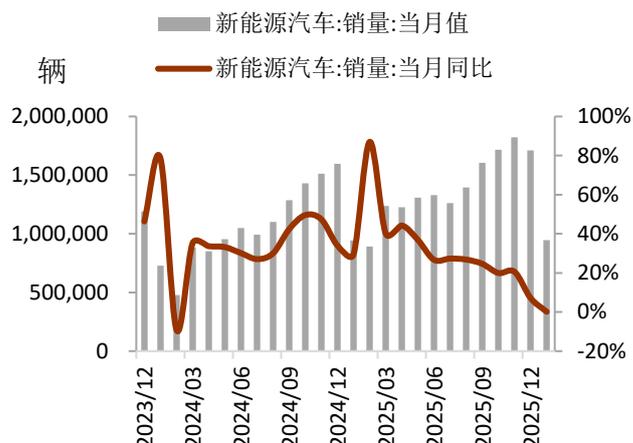


资料来源: iFinD, 产业在线, 铜冠金源期货

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，美伊冲突令油价短期飙升引发全球通胀预期上行，联储上半年降息空间或受限，美国就业市场尽显疲态令市场担忧经济增长前景，而美铜关税溢价的消失令海外套利交易趋于收敛，可交割货源回流非美市场，缓解精铜紧缺局面；国内方面，政府工作报告指出，财政端将安排超长期特别国债和促内需专项资金，合力推动强大的内循环市场建设，并灵活高效运用降准降息等多种政策工具，保持流动性合理充裕，充分释放有效投资潜力，培育壮大新兴产业和未来产业，深入实施“人工智能+”行动。

基本面来看，全球中断矿山复产艰难，国内电铜产量季节性回落，海外精铜产能释放缓慢；消费端，国内传统行业需求略显迟滞，新兴产业需求增长动力较强，全球库存上行美铜占比仍然较高，国内社库呈现季节性累增。

整体上，通胀预期上行令联储降息预期回落，但铜元素仍未摆脱供应紧缺格局，全球电气化转型及 AI 驱动产业变革趋势不可逆，新兴产业发展仍将依赖大量铜资源，主要经济体将进一步加强对战略金属的博弈。预计 3 月铜价将在调整后回归震荡上行走势，3 月伦铜运行区间或将在 12500-13500 美金/吨波动。

风险点：美伊冲突平息，沃什听证会释放鸽派信号

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。