

2025 年 12 月 24 日

## 2026 年警惕铜价高处不胜寒

### 核心观点

投资咨询业务资格

证监许可【2011】1772 号

广金期货研究中心

有色金属研究员：薛丽冰

联系电话：020-88523420

从业资格号：F03090983

咨询资格号：Z0016886

### 相关图表



宏观方面，美联储政策已转向对金融稳定的“极致呵护”，其降息与资产购买组合拳虽预示着流动性环境宽松，但同时也折射出对经济压力的担忧。这一政策底色为铜价提供了宏观溢价支撑，但其引发的美元与利率波动也将放大铜市的金融属性扰动。

供给方面，全球铜矿供应增长脆弱，受制于矿山中断与品位下降。结构性矛盾更为突出：加工费 (TC/RC) 跌至历史性零水平，迫使中国冶炼厂计划减产 10%，而海外巨头大幅提高长单溢价。这标志着精炼铜环节正成为供应瓶颈，全球精炼产量增长可能显著放缓。

需求方面，增长动能新旧转换。电力投资（特别是新能源与电网升级）构成核心增长极。与此同时，房地产与空调等传统领域消费下滑，电动车增速亦普遍放缓。高铜价已对部分下游需求产生抑制，整体消费呈结构性分化而非普涨格局。

库存方面，全球呈现区域分化：COMEX 库存因贸易流向改变而异常累积，LME 库存保持相对低位，而中国境内库存处于历史偏低水平。这种背离反映了现货供需的区域性紧张与贸易模式的改变。

后市展望，2026 年铜市将处于“宏观宽松、供给瓶颈、需求分化”的复杂格局中。精炼铜的实质性紧张与成本支撑，同高价抑制部分需求之间将激烈博弈。预计铜价波动率将显著增加。市场需要密切关注中国减产实效、海外政策变动以及电力投资落地速度这三大关键变量。

风险点：全球金融市场不稳定、矿山产量受到扰动、海内外铜库存大幅下滑引发金融资本实施逼仓行为。

## 目录

一、 行情回顾：铜价创历史新高 .....	3
二、 宏观经济分析：美联储的“政策组合拳”及其深层转向 .....	4
三、 供给分析：全球铜市供应趋紧 .....	5
1、 2026年全球铜矿产量增长的强预期弱现实 .....	5
2、 2026年全球精炼铜产量预降 .....	7
3、 TC/RC创33年新低令CSPT减产 .....	8
4、 2026年国内精炼铜产量预期下降 .....	10
5、 12月精炼铜精炼铜净进口量下降预期 .....	12
四、 需求分析：国内铜市下游需求量边际缩减 .....	13
1、 2025年1-10月全球精炼铜表观使用量增加 .....	14
2、 国内下游铜材表观需求小幅下降 .....	15
3、 12月铜杆开工率下滑 .....	17
4、 2025年国内电力行业用铜量预期增加 .....	19
5、 全球电动车行业总体用铜量增加 .....	21
6、 房地产用铜量下滑 .....	23
7、 空调行业排产用铜量同比下滑 .....	23
五、 供需平衡分析：COMEX铜库存持续累库 .....	25
六、 结论：2026年铜价波动率预期大幅增加 .....	26
免责声明 .....	29
广州金控期货有限公司分支机构分布情况 .....	30

## 一、行情回顾：铜价创历史新高

我们在 2025 年的年报《2025 年铜价如履薄冰》中认为，美联储降息步伐放缓预示海外宏观经济总体稳健，宏观的风险点主要集中在特朗普表示将对中国商品加征关税，受此影响，中国铜相关下游产品竞争力将遭到削弱，从而影响用铜需求。2 月的铜月报《2 月铜价或震荡偏弱》也提到，“全球铜市供需偏紧的局面对铜价构成支撑。但美债收益率高位运行及特朗普将对进口铜加征关税对铜的需求构成负面影响。”。2025 年二季度初，铜价走势总体符合我们的预判，出现快速暴跌。

进入二季度，美国关税政策预期缓和，铜价逐步止跌企稳。值得注意的是，由于美国企业担忧未来进口铜被加征关税，提前集中采购导致美国铜进口量同比大幅攀升，全球可见库存向 COMEX 铜库存转移，这在一定程度上改变了短期供需格局。

三季度，美国政府虽表示对精炼铜豁免关税，但同步将铜矿列入战略资源清单。这一政策信号再度刺激美国企业加大精炼铜进口，反映出在战略物资储备预期下的积极备货行为。

四季度，供应端扰动事件频发，部分矿山运营中断，叠加美联储多次降息推动流动性预期升温，共同助推铜价稳步

上行，并最终创出历史新高。

2025年铜市走势清晰地体现了“宏观政策与产业博弈”的双主线逻辑。关税政策摇摆与战略资源定位，不仅引发贸易流向突变，也折射出资源在大国竞争中的战略属性。铜价在供需结构紧张与金融属性加持下走出强势行情，反映出其在当前经济与政治环境下的特殊敏感性。

展望2026年，我们认为，美联储降息步伐放缓预示海外宏观经济总体稳健且市场的流动性充足，格拉斯伯格铜矿重启将缓解部分供应压力。但国内CSPT减产10%或加剧全球精炼铜短缺。宏观的风险点主要集中在特朗普对商品的关税政策以及新上任的美联储主席的货币政策。具体如下：

图表1：沪铜主力合约走势图



资料来源：文华财经，广金期货研究中心整理

## 二、宏观经济分析：美联储的“政策组合拳”及其深层转向

美联储12月议息会议打出了一套超出预期的“政策组合拳”。这不仅是连续降息，其宣布的每月400亿美元短期

国债购买计划（RMP），力度之大更令市场侧目，迫使主流机构全面调整来年的市场预测。此举清晰地传递出一个信号：面对潜在的就业与融资压力，美联储的担忧正在加深，其政策立场已从传统的通胀管控，显著转向对金融市场稳定性“极致呵护”。

这套组合拳的深层含义在于，美联储正试图通过主动、强势地成为短期国债市场的主导买家，来预先平抑可能出现的流动性波动与融资成本攀升。这显示其货币政策工具箱正在被更灵活、更积极地运用，以应对经济前景中的不确定性。市场在惊讶之余，也需重新评估未来一年的利率路径与资产价格逻辑——一个对风险“容忍度极低”的美联储，或将持续成为影响全球资本流向的关键变量。

12月美联储降息被鲍威尔定义为“风险管理举措”，美联储内部隐性反对意见较多。市场预计2026年美联储降息2次。特朗普将大力支持宽松货币政策的实施者当选下一届美联储主席。

### 三、供给分析：全球铜市供应趋紧

#### 1、2026年全球铜矿产量增长的强预期弱现实

2025年前十个月，全球铜矿产量增长1.9%——这个温和的数字背后，隐藏着一幅充满张力与不确定性的产业图景。一方面，新建产能与矿山扩产项目正为市场注入增量；另一方面，频发的运营中断与资源枯竭问题，如同紧箍咒般

制约着全球供应的实际释放。铜矿供应体系在“增长”与“脆弱”之间，正走向一种愈发明显的“紧平衡”。

增长并非坦途。尽管刚果（金）凭借卡莫阿等项目的扩张实现显著增产，印尼、智利等传统主产区却因品位下降、自然灾害与计划内维护而步履维艰。尤其引人注目的是印尼格拉斯伯格铜矿——一场泥石流令其产量锐减，而这座矿山贡献了全球约 5% 的铜精矿产量。这一事件清晰暴露了全球铜矿供应链的“阿喀琉斯之踵”：高度集中于少数巨型矿山，使得任何单一环节的波动都可能被急剧放大，影响全球供需格局。

与此同时，看似利好的远期消息也需冷静审视。自由港宣布将于 2026 年 7 月重启格拉斯伯格矿，这固然有助于缓解远期的供应焦虑，但长达数月的复产窗口期，叠加矿山重启后产能爬坡的不确定性，意味着中期内供应脆弱性依然存在。更重要的是，全球铜矿增产愈发依赖刚果（金）、蒙古等新兴产区，这些地区的政治稳定性、基础设施水平与政策连续性，为供应链增添了额外的地缘风险溢价。

展望未来，铜矿供应的故事已从单纯的“产量增长”转向“在扰动中增长”。在能源转型与战略资源竞争的大背景下，铜的需求基础日益坚实，而供应端的每一次中断、每一处瓶颈，都可能被市场敏锐捕捉并放大为价格波动。全球铜矿供应体系在试图满足未来需求的同时，其内在的脆弱性正

成为影响市场情绪与定价逻辑的关键变量。在“紧平衡”成为新常态的背景下，韧性或许比单纯的产能数字更为重要。

## 2、2026年全球精炼铜产量预降

2025年前十个月全球精炼铜产量增长4.4%，这一看似稳健的数字，实则掩盖了全球供应版图深刻的结构性裂变。当我们目光从总量移开，便会发现增长几乎完全由中国与刚果（金）驱动，两者合计贡献了全球约57%的产量，并实现了约9%的增长。而在此之外的世界其他地区，产量则下降了1.6%。这种极度不平衡的增长图谱，预示着全球精炼铜供应体系的集中度与脆弱性正在同步攀升。

智利作为传统铜业巨头，其精炼铜产量骤降10%，成为一个醒目的风险信号。这不仅是短期冶炼厂维护的结果，更可能反映了老牌产区在基础设施老化、能源成本及政策环境等方面面临的长期挑战。当增长愈发依赖少数几个国家时，任何主要生产国的政策调整、能源约束或运营中断，都可能对全球供应链造成远超以往的冲击。

在此背景下，中国CSPT计划于2026年削减至少10%的粗铜产能利用率，是一个具有全局意义的主动战略收缩。其直接原因是铜精矿加工费(TC/RCs)持续低迷，侵蚀冶炼利润，本质上则是对“原料紧缺-冶炼产能过剩”这一结构性矛盾的市场化应对。这一减产计划，连同欧洲Aurubis与智利Codelco将2026年长单溢价分别大幅上调至历史性的315

美元/吨和 330 美元/吨，发出了一个再清晰不过的信号：产业链中游（冶炼）与下游（消费端）正在为即将到来的精炼铜紧缺进行激烈的定价博弈与风险对冲。溢价的飙升并非偶然，它是现货紧张预期在远期合约上的提前兑现。

因此，2026 年全球精炼铜市场的主要矛盾，可能从“矿产增量不足”逐步转向“有效精炼供应短缺”。增长的区域失衡、主要冶炼国的主动收缩、以及溢价创纪录所体现的紧张预期，共同勾勒出一个新时代：即“可获得性”和“供应保障”将成为比单纯“产量数字”更重要的市场焦点。全球精炼铜供应链正在从追求扩张规模，步入一个权衡成本、保障性与战略安全的再平衡阶段。对于消费端而言，准备为一个更紧张、更集中、也更不稳定的精炼铜市场支付更高的溢价，或许已成为必须面对的新现实。

### 3、TC/RC 创 33 年新低令 CSPT 减产

中国港口堆积的铜精矿与冶炼厂日益扩大的亏损，正构成一幅充满矛盾的产业图景。一方面，铜精矿进口量持续攀升，11 月同比增幅达 11.7%；另一方面，代表冶炼利润的核心指标——铜精矿加工费 (TC/RC) 已跌至负数，创下 33 年新低。这种“原料充裕”与“生产即亏损”的背离，并非短期波动，而是昭示着全球铜产业链的定价权力与利润分配，正在发生根本性的转移。

当加工费跌至 -43.78 美元/干吨，意味着冶炼企业每处

理一吨矿，不仅无法获得加工收益，反而需要向矿方支付费用。这彻底颠覆了传统的“矿-冶”合作模式。其根源在于铜矿供应增长滞后于全球尤其是中国的冶炼产能扩张，导致矿山在谈判中占据绝对主导地位。而近期中国铜冶炼厂代表与 Antofagasta 敲定的 2026 年长单 Benchmark，竟然为 0 美元/吨与 0 美分/磅，这无异于一纸宣告：在可预见的未来，冶炼环节将难以从单纯的加工业务中获取任何利润。利润模型已从“赚取加工费”被迫转向“依赖副产品及自有矿山对冲”。

在此绝境下，中国 CSPT 计划于 2026 年减产至少 10%，绝非简单的生产调节，而是一场被逼至墙角后的集体战略反击。其目的有二：一是通过收缩有效产能，缓解行业内卷式的原料争抢，试图扭转 TC/RC 的定价劣势；二是以集体行动向矿方展示“需求刚性”的底线，争夺产业链话语权。然而，这场博弈异常艰难。港口库存虽同比大降 45%，显示当前原料供应实质紧张，但若减产执行不力，分散的炼厂仍可能为维持现金流而接受不平等条款，削弱集体行动的效力。

零加工费时代的到来，标志着铜产业链的利润中心已完全向上游矿山倾斜。对于中国冶炼行业而言，这迫使它们必须重新定义自身角色：要么向上游资源端延伸，构建自有矿源保障；要么向下游高附加值产品转型，摆脱对纯冶炼加工的依赖。此次 CSPT 的减产抉择，是这场漫长重塑过程中的

一个关键节点。它不仅是企业生存的被动应对，更是全球最大精炼铜生产国对产业规则发起的一次主动挑战。其结果将深刻影响未来全球铜资源的流动方向、冶炼产能的地理布局，以及最终“中国冶炼”在全球供应链中的新定位。寒冬已至，生存之道在于重构价值链，而非固守旧模式。

#### 4、2026年国内精炼铜产量预期下降

11月精炼铜产量同比增长11.9%，废铜进口量创下年内单月新高——从数据表面看，中国铜冶炼行业仍处在扩张的轨道上。然而，中国铜冶炼厂（CSPT）计划于2026年削减至少10%粗铜产能利用率的决定，却为这幅“繁荣”图景投下了一道深刻的阴影。这一“数据增长”与“计划收缩”并存的矛盾局面，清晰揭示出中国铜产业正站在一个结构性转变的十字路口：短期的生产惯性，无法掩盖中长期利润模型难以为继的严峻现实。

废铜激增并非需求繁荣，而是成本压力下的被动替代。11月废铜进口同比大增19.9%，其背后逻辑并非终端消费旺盛，而是产业链在极端压力下的自救行为。当铜精矿加工费（TC/RC）跌至负数，使用废铜作为替代原料成为冶炼厂降低边际成本、维持现金流的无奈选择。这本质上是对“零加工费”困境的一种市场响应，但也凸显出原生矿供应链的紧张已迫使企业寻找替代路径。然而，废铜供应链的稳定性和规模有限，决定了其只能缓解部分压力，无法从根本上扭转

利润结构。

12月电解铜产量预计环比再增近6%，这一冲高有其特殊背景：部分冶炼厂统计周期调整、前期检修产能恢复，以及个别企业为获取高额硫酸利润和完成出口订单而推迟检修计划。这种短期冲量，更像是企业在集体减产协议生效前，最大化利用现有产能的阶段性行为。它恰恰反衬出，在加工费归零的预期下，未来维持如此高开工率的经济基础已经消失。

因此，CSPT的减产计划绝非短期生产调整，而是中国铜冶炼行业一次重大的战略转向。它标志着行业主导逻辑正从过去追求产能规模和市场占有率，转向首要保障生产利润和产业链安全。这是一次痛苦的集体共识：在矿山占据绝对定价权的时代，盲目维持高开工率只会加剧行业内卷，让利润持续流向上游。通过主动收缩产能利用率，行业意图重建对上游的议价能力，并为可能到来的更困难局面储备现金流与运营弹性。

综上所述，当前精炼铜产量的数据新高，更多是旧发展模式尾声的惯性体现。而计划的减产，才是指向未来的真实信号。它预示着中国作为全球精炼铜生产中心的增长模式即将发生深刻变化：从依赖加工费差的“来料加工”模式，转向更强调资源自给、副产品价值挖掘和产业链协同的新模式。对于全球市场而言，中国冶炼产能的主动收缩，可能成

为加剧精炼铜紧缺、推动溢价上行的关键变量。行业的冬天或许也是重塑的开始，未来的竞争力将不再取决于产能规模，而在于对全价值链的掌控力与战略耐性。。

## 5、12月精炼铜精炼铜净进口量下降预期

近期中国精炼铜贸易数据呈现出一幅与传统认知相悖的图景：在进口量收缩的同时，出口量却持续攀升。这并非短期波动，而是国内外价差结构、产业利润模型与全球资源流向发生深刻变化的外在表现。这一“逆差收窄”甚至“净出口”的趋势，正悄然重塑着中国在全球铜市场中的角色与影响力。

11月精炼铜进口同比大幅下滑23.47%，核心驱动力并非国内绝对短缺，而是“价格”与“流向”的双重制约。一方面，受海外特别是美国市场溢价高企吸引，部分智利、俄罗斯等传统货源被分流至欧美，导致抵达中国的现货减少。另一方面，也是更根本的原因，在于进口比价长时间深度亏损，严重削弱了贸易商和下游企业的采购意愿。这揭示出一个关键变化：当国内铜价高位震荡抑制实际消费时，单纯依靠进口来平抑国内供需的旧模式正在失效。进口量已成为一个高度敏感的价格函数，而非需求函数。

与进口萎缩形成鲜明对比的，是精炼铜出口的强劲增长。1-11月累计出口量同比增幅高达58%，这绝非偶然。其背后是国内冶炼厂在加工费归零的困境下，主动寻求利润最

大化的战略调整。通过出口，企业不仅可以直接锁定海外市场更高的溢价收益，更能有效分流国内因高铜价而疲软消费所导致的库存压力。出口已从过去的阶段性“调节阀”，转变为维系冶炼利润与生产连续性的重要战略渠道。

12月乃至2026年，这种“进口弱、出口强”的格局很可能延续。其深层次影响在于：第一，它将缓解国内精炼铜的累库压力，为国内铜价在高位提供一定的基本面支撑。第二，它将使中国从以往稳定的“净进口国”，转变为更灵活、更具市场影响力的“摇摆供应源”。中国冶炼产能的出口调节能力，将成为影响LME和COMEX等国际市场价格结构的新变量。第三，这也意味着全球铜资源的贸易流向将更加复杂和多变，区域性的供需紧张可能被中国的出口所平滑，也可能因中国的进口收缩而加剧。

精炼铜贸易数据的逆转，标志着中国在全球铜产业链中的角色正在发生根本性转变。我们正在从一个被动的、以吸收资源为主的“需求腹地”，演变为一个主动的、基于全球价差进行产能资源配置的“平衡枢纽”。这一转变由残酷的利润压力所驱动，其结果将深远影响全球铜市场的定价逻辑与供应链韧性。对于市场参与者而言，理解并适应这一新的“中国因素”，将是预判未来波动的重要关键。

## 四、需求分析：国内铜市下游需求量边际缩减

## 1、2025年1-10月全球精炼铜表观使用量增加

1-10月，全球精炼铜表观使用量增长5.5%，这一看似稳健的数据，实则在区域间勾勒出一道“冰与火”的分界线。增长引擎几乎完全由中国驱动，其7.5%的需求增幅构成了全球增长的核心，而中国之外的世界需求仅微增1.7%。这种极度不均衡的增长态势，不仅揭示了全球经济的区域温差，更暗示着铜这一关键工业金属的流动逻辑与需求结构正在发生深刻重构。

一个值得深究的矛盾现象是：在中国表观消费量显著上升的同时，其精炼铜净进口量却同比下降了5%。这一背离通常指向两种可能：一是国内隐性库存（如未报告的保税区库存）正在大幅累积，使得表观消费量虚高；二是中国自身的精炼铜产量增长（包括利用废铜的次级产量）已足以覆盖其大部分的增量需求。结合此前中国冶炼厂在加工费归零压力下仍维持高产、并积极寻求出口的背景来看，后者的可能性正在增加。这意味着，中国对海外精炼铜的边际依赖正在降低，其庞大的内需正越来越多地由本土冶炼产能来满足。

在中国之外，全球1.7%的微弱增长，主要依赖亚洲及中东、北非等新兴经济体支撑，而欧盟和日本等传统工业发达地区的需求已然疲软。这种分化清晰地映射出全球制造业活动与绿色能源投资的重心转移。传统工业区的衰退，削弱了全球需求的“基本盘”；而新兴市场的增长，虽具潜力，但

其体量与稳定性尚不足以完全扛起大旗。这使得全球铜需求的整体结构变得更加脆弱和易变。

综上所述，2025 年前十个月的需求数据释放出一个关键信号：全球铜需求的“中国故事”正从过去的“进口拉动型”增长，逐步转向“内循环强化型”增长。中国冶炼产能的扩张与出口策略的调整，正在改变全球精炼铜的贸易流向，并可能削弱其作为“最终需求海绵”对全球市场的传统调节作用。对于矿山和国际贸易商而言，未来的挑战在于如何适应一个中国净进口需求可能趋势性放缓、而全球其他地区增长又乏力的新环境。全球铜市场或许正从一个需求集中驱动的时代，步入一个需求分散、且供应链更具区域性的新时代。增长的绝对值背后，结构的变局更值得警惕。

## 2、国内下游铜材表观需求小幅下降

11 月中国铜材产量同比微降 0.8%，虽看似波澜不惊，但结合同期精炼铜进出口数据，一幅需求结构深刻转变的图景正清晰浮现。一方面，作为最终产品的铜材产量增长已显露疲态；另一方面，未锻轧精炼铜阴极及阴极型材贸易数据呈现“进口锐减、出口猛增”的显著背离。这组数据共同指向一个核心结论：国内铜的终端实际消费动能正在放缓，而庞大的冶炼产能正通过出口寻找新的平衡，中国铜市场的“内循环”特征与全球角色正被重新定义。

11 月未锻轧精炼铜阴极及阴极型材进口同比大幅下降

25.1%，这不仅是连续多月的趋势延续，更揭示了结构性变化。进口减少主要集中在俄罗斯、智利等传统来源地，这既反映了海外现货被更高溢价的欧美市场分流，也印证了国内下游对高铜价的抵触情绪，导致通过进口补充现货的需求减弱。值得玩味的是，来自刚果（金）的货源逆势增加，这可能暗示国内冶炼企业在原料端寻求更经济或更稳定的供应来源，以应对主流矿山的谈判压力。进口的整体萎缩，是“价”与“量”共同作用的结果：高铜价抑制了真实消费，而冶炼端因加工费归零更倾向于使用自有原料或废铜，减少了对进口精炼铜的依赖。

与进口低迷形成鲜明对比的，是未锻轧精炼铜阴极及阴极型材出口的爆发式增长。11月出口量同比激增超过1.1倍，年度累计增长预计高达58.46%。这绝非偶然的贸易调节，而是国内冶炼行业在“低加工费、高冶炼产能、弱内需”困境下的主动战略突围。出口成为消化过剩金属产量、锁定海外更高溢价、从而维持现金流的至关重要的渠道。这标志着中国庞大的产能，正从完全服务国内市场的“内向型”模式，转变为兼具“国际供应商”角色的“外向型”模式。

综合来看，铜材产量的微弱下降与贸易流的巨变，共同描绘出中国铜需求正在经历的“质变”。传统的“强劲内需拉动全球进口”的故事线正在弱化，取而代之的是一个更复杂的新叙事：国内终端消费增长趋于平缓，但冶炼产能仍处

高位。两者之间的缺口，正通过增加出口来填补。这意味着，中国对全球铜市场的影响，正从单一的“需求驱动”变量，转变为兼具“供应调节”能力的双重变量。未来，中国冶炼厂的出口意愿与能力，将成为影响全球区域间平衡及溢价水平的关键因素之一。

因此，11月数据的真正启示，不在于表观需求零点几的百分比波动，而在于贸易流向的逆转所揭示的产业根本逻辑变化。中国铜产业链正在成本压力与市场规律的驱动下，进行艰难但明确的结构性调整。对于全球市场而言，理解并适应中国从“净进口国”向“重要边际供应源”的角色转变，将是把握未来供需与价格波动的关键。国内下游需求的温和增长时代，或许正与一个精炼铜“大进大出”的新贸易时代悄然并行。

### 3、12月铜杆开工率下滑

12月铜杆行业开工率的全面下滑，是当前铜产业链中一个清晰而锐利的警报。电解铜杆与再生铜杆开工率同比、环比双降，且成品库存不降反增，原料库存持续消耗——这组数据共同勾勒出一个疲态尽显的下游图景。它明确显示，由上游原料成本推动的高铜价，在向下游终端需求传导时已遭遇实质性阻滞，产业链的“价格传导链”正在发生断裂。

无论是电解铜杆开工率65.07%的低位，还是再生铜杆开工率不足20%的冰点，都远低于季节性正常水平。更为关键

的信号在于库存结构的恶化：在原料库存因采购谨慎而下降的同时，成品库存却持续累积。这直接印证了下游线缆、基建、家电等终端领域的订单，无法消化当前的铜杆产量。高铜价不仅抑制了新增订单，更迫使下游企业转而消耗自身原料库存或寻求更廉价的替代品，导致铜杆这一关键加工环节的“蓄水池”功能趋于失效。

开工率的低迷并非孤立现象。其一，它直接反映了终端消费在高昂的绝对价格面前呈现“刚性抗拒”。当铜价长期处于历史高位震荡，下游企业无法将成本完全转嫁给最终用户，只能通过削减采购、延缓生产来应对。其二，这也映射出铜杆加工企业自身盈利空间的极度压缩。在“高原料成本”与“弱产品溢价”的上下夹击下，维持正常开工已无经济性可言，减产成为被动但理性的选择。

铜杆开工率的持续探底，对整体铜市分析框架具有重要提示意义。它意味着市场交易逻辑需要从上半年聚焦于“矿山成本与供应中断”的“成本支撑叙事”，部分切换到对“真实需求强度”的验证上来。如果下游最直接的加工环节都无法承接高铜价，那么精炼铜社会库存的去化速度、以及冶炼厂持续增产/出口的可持续性，都将面临严峻考验。这可能是供需再平衡过程的开端信号。

因此，12月铜杆开工率数据的下滑，其重要性远超一个细分行业的月度波动。它是一面镜子，映照出高价对实体需

求的真实伤害程度，也预示着产业链利润分配失衡已危及中游加工环节的稳定运行。若此趋势延续，最终可能通过负反馈机制，反过来制约上游冶炼产能的释放，甚至动摇高铜价的基础。市场在关注矿端故事与宏观预期的同时，必须重视这一来自产业最前线的、质朴而真实的“需求警告”。

#### 4、2025年国内电力行业用铜量预期增加

在铜下游消费普遍显露疲态的背景下，电力行业的数据犹如一道强光。电网年投资额预计创历史新高，新能源装机持续爆发式增长，这无疑为铜的长期需求叙事提供了最坚实的基石。然而，在这幅充满希望的图景背后，我们需要冷静审视其拉动铜需求的真实效率与结构变化，因为并非所有投资都能等量转化为铜的消耗。

2025年预计超6500亿元的年度电网固定资产投资，其规模本身令人振奋。但关键在于投资的流向。当前电网建设的重点正从传统的远距离输电网架，转向面向新能源消纳的柔性配电、智能化和储能配套。后者虽然单位投资的科技含量更高，但其单位投资的用铜密度可能低于传统高压输电线路。因此，投资总额创新高未必直接等同于用铜量同比大幅跃升，更多是提供了稳健的需求“压舱石”，防止其下滑。

以风电、光伏为主的新能源装机前三季度同比激增47.7%，无疑是铜需求最大的增量故事。然而，其中也隐含着结构性变化：光伏技术的进步（如转向TOPCon、HJT等路

线)可能提升单位吉瓦的用铜强度,而海上风电的大型化则直接增加了用铜量。但另一方面,风机永磁化技术的普及、以及追求极致成本下对铜的替代设计,又可能产生抵消效应。因此,新能源装机的“铜需求系数”本身是一个动态变量,其增长对铜市的拉动需要更精细的测算,而非简单线性外推。

一个值得关注的细节是:1-11月电源工程投资同比仅微增0.5%,与电网投资7.17%的增速及新能源装机的火爆形成反差。这可能反映出现阶段投资的优先级:电网消纳能力建设(网)已迫在眉睫,而新的电源项目(源)在经历了前期高速建设后,节奏可能暂时趋于平稳。这种“网快于源”的节奏,意味着电网侧的铜需求(如特高压导线、变压器、配电柜等)可能比发电侧(如光伏电缆、发电机绕组)更为即时和确定。

综上,电力行业无疑是铜需求未来数年最具确定性的增长极。它构建了一个抵御经济周期波动的“需求底线”。然而,市场也需超越“投资额等于用铜量”的简单逻辑,认识到绿色转型本身正在重塑铜需求的结构与形态。投资的“含铜量”在变化,新能源的“单位耗铜量”也在变化。电力行业用铜的增长,将是一条稳健但斜率可能低于直观预期的上升曲线,而非陡峭的直线。在狂热的需求预期中,保持对结构性细节的审视,才能更准确地把握铜市“绿色需求”叙事。

的真实脉搏与节奏。

## 5、全球电动车行业总体用铜量增加

全球电动车市场在 2025 年末交出了一份充满矛盾的成绩单：11 月全球销量同比稳步增长 21%，累计销量达 1850 万辆，看似前景光明；然而，细究区域数据，却显露出一条日益加深的增长裂痕。市场的引擎动力已从单一的技术普及驱动，转向由政策激励、区域市场成熟度与企业全球布局共同决定的复杂且不均衡的混合驱动模式。

当前全球电动车市场呈现出鲜明的“政策市”特征。欧洲已成为增长最强劲的引擎，11 月同比增速达 36%，这直接得益于法、意、英等国持续或新推出的置换补贴与租赁计划。中国市场虽在巨大基数上保持平稳增长，但 4.2% 的月度同比增幅已显露疲态，亮点在于以比亚迪为代表的出口呈现爆发式增长，显示出中国电动车产业链强大的全球竞争力。相比之下，美国市场因联邦税收抵免终止而陷入低迷，政府同时放宽燃油经济性标准，更是从政策层面削弱了车企电气化的紧迫性，导致投资回流传统燃油车领域。这三大市场的分化格局，清晰地表明政策支持力度是当前决定增长分布的“指挥棒”，也意味着全球需求增长的结构性风险正在上升。

12 月上半月中国市场的数据发出了不容忽视的预警信号：新能源车零售量同比下滑 4%，批发量同比大幅下降 15%。这在高歌猛进数年后首次出现的月度同比下滑，可能意味着

市场在渗透率突破 62% 后，正从增量扩张期进入存量主导期。

市场动能的转换叠加高基数效应，预示着未来增速换挡是大概率事件。尽管全年累计数据依然亮眼，但边际动力的减弱，将对上游原材料（尤其是铜）的需求增长预期构成实质性挑战。

对上游产业的启示是：需求将从“强度”转向“韧性”电动车市场从普涨到分化的转变，对铜等关键原材料的需求逻辑产生深远影响：

总量增长的斜率或趋缓。全球增长越来越依赖欧洲等单一区域的刺激政策，而中美两大市场的驱动力在减弱，这可能会拉低全球销量的长期增长曲线。

需求来源的结构性变化主要体现在，中国市场的出口暴涨，意味着部分“中国需求”转化为“满足全球需求的本地化生产”。这会改变铜资源的全球贸易流向和需求地域分布。

政策风险的权重增加。市场对各国财政补贴政策的连续性变得极度敏感，任何政策的退出或调整都可能引发区域性需求的剧烈波动，为上游原材料需求预测带来更大不确定性。

总的来看，全球电动车市场正告别普惠式的“黄金增长时代”，步入一个增长不均衡、政策依赖性高、竞争白热化的“复杂博弈期”。对于铜市而言，这意味着电动车带来的

需求故事需要被重新评估：它依然是长期最重要的增量来源，但其增长将更具波动性、结构性和地域性。市场参与者必须从关注“总量有多高”，转向审慎分析“增长在哪里”以及“增长有多稳”。未来的需求韧性，将比单纯的增长强度更为关键。

## 6、房地产用铜量下滑

全国房地产开发投资同比大幅下降 15.9%，这一数据不仅描绘了房地产业本身的深刻转型，更为铜的消费图景抹上了一层标志性的“褪色”。作为传统上占据中国铜消费重要份额的领域，房地产市场的持续收缩，并非周期性波动，而是一次供需关系与增长模式的结构性逆转。这意味着，一个长期稳定的铜需求来源正在减弱，迫使市场必须重新审视整个需求框架的基石。

## 7、空调行业排产用铜量同比下滑

2026 年 1 月家用空调排产计划同比增长 11%，在历经数月的低迷后，这一数据宛如一针强心剂。然而，拆解其结构并审视后续月份安排，便会发现这波“开门红”更多是季节性扰动与企业策略调整共同导演的“节奏幻象”，而非需求根本性反转的号角。行业在“春节错期”的短期激荡与“内外分化”的长期结构中，正艰难寻找新的平衡。

“双节”效应与产能前移催生的“虚火”。1 月排产的高增长，很大程度上是日历与商业策略共同作用的短期结

果。元旦与春节前的“双节”促销窗口，叠加企业为规避长假停产影响而将2月部分订单提前生产，人为地将需求集中释放并前置。这种“寅吃卯粮”的排产模式，导致1月数据亮眼的同时，直接预支了2月的需求，致使2月内销排产应声下滑12%。因此，前两月累计排产与去年同期高基数基本持平，才更真实地反映了当前内销市场的平稳态势——既未崩塌，也未迎来强劲复苏。

高成本下的“保利润”与“快响应”是内需逻辑。在当前铜等原材料价格高企的背景下，1月内销排产的相对韧性，揭示了企业深刻的经营策略转变。企业正将有限的产能优先向毛利率更高的内销订单倾斜。这背后有两重考量：一是内销市场对高端、高附加值产品的接受度与定价能力更强，有助于对冲成本压力；二是内销订单交期更短，能够快速响应春节前的促销与备货需求，加速现金回流。这种“向利润看齐”的产能分配，是市场承压时期企业的理性选择，也预示着行业增长模式正从规模导向转向价值导向。

出口受到旺季褪去与“出海”深化的双重制约。与内销的策略性增长不同，出口排产前景显得更为复杂与谨慎。1月出口的微增，同样包含了春节前的订单前置因素。而欧美等主要市场在圣诞旺季结束后进入库存消化阶段，新增订单动力不足，直接制约了排产增长的上限。更值得关注的结构性变化是，随着国内头部企业在海外产能布局的完善与提

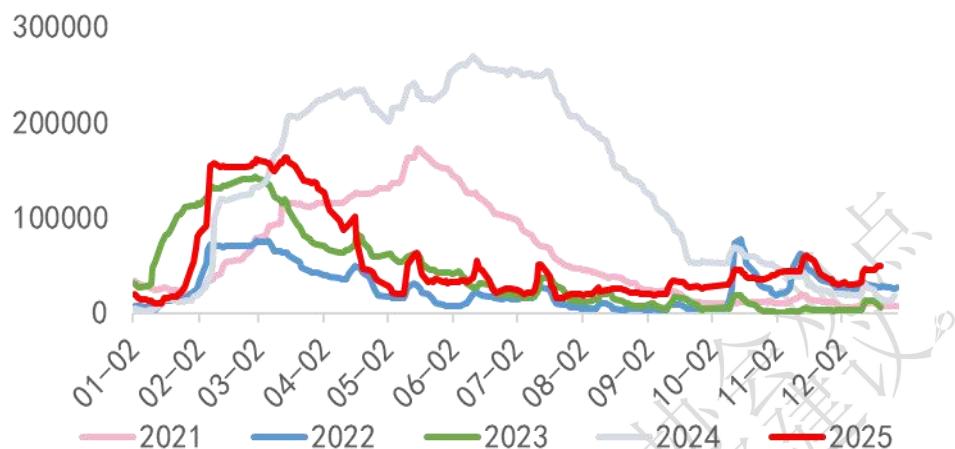
升，部分低附加值、高运输成本的成品出口，正逐渐被当地工厂的生产所替代。这种供应链的本地化深化，虽在长远上提升了企业全球运营的效率与抗风险能力，但在统计上，它会表现为中国本土出口增速的结构性放缓，并对国内相关原材料需求产生深远影响。

因此，2026年初空调排产的“高开”，应被视为一次受节日因素扰动的、温和的月度修复，而非行业强劲周期重启的标志。市场真实的温度是“平淡”：内销在存量市场中依靠产品升级与效率提升争夺利润，出口则在海外库存周期与产能外移的双重影响下进入平台期。对于上游铜等原材料而言，这意味着空调行业带来的需求将不再是爆发性的增量拉动，而更趋于一种稳定但强度受限的支撑。行业的未来，取决于其能否在“内卷”的红海中成功转向品质竞争，并在全球产业链重构中占据更有利的价值节点。

## 五、供需平衡分析：COMEX 铜库存持续累库

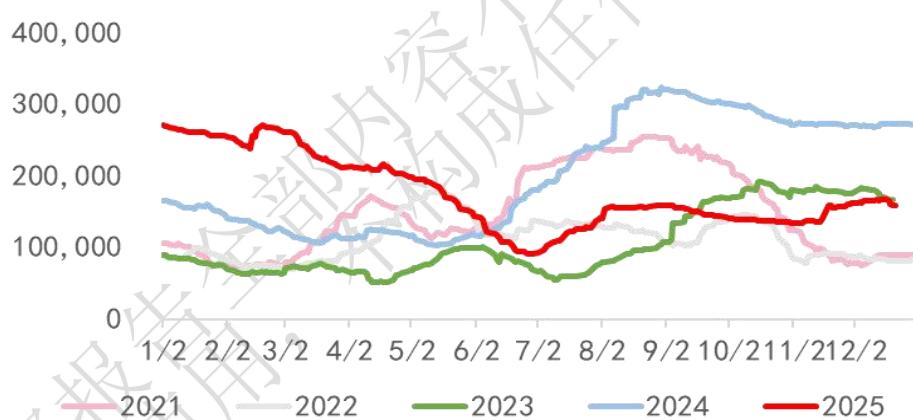
境外铜库存出现累库现象。12月23日，COMEX铜库存为47.12万吨，同比增长4倍以上，月环比+18%，周环比+4%。LME库存15.86万吨，同比-42%，月环比+2%，周环比-5%。上期所铜仓单4.95万吨，同比+219%，月环比+57%，周环比+8%。

图表 1：上海期货交易所仓单



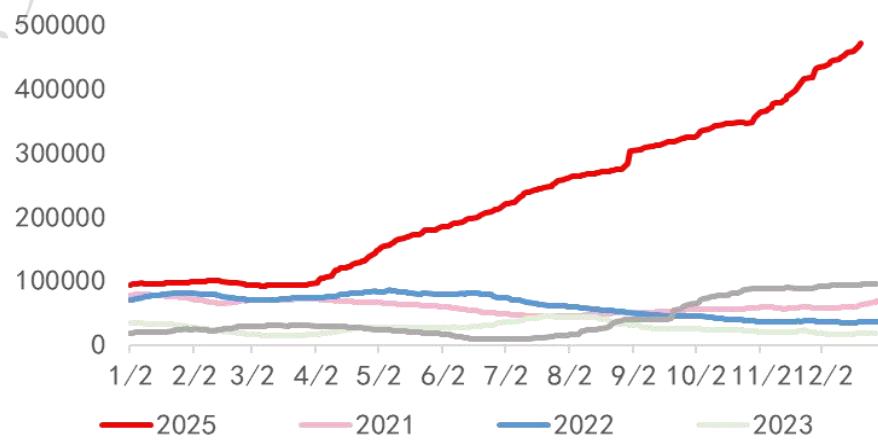
资料来源：wind，广金期货研究中心整理

图表 2：LME 铜库存



资料来源：wind，广金期货研究中心整理

图表 3：COMEX 铜库存



资料来源：wind，广金期货研究中心整理

## 六、结论：2026年铜价波动率预期大幅增加

宏观方面，市场预计2026年美联储将降息两次，叠加美联储量化紧缩政策已经结束，若新上任美联储主席继续实施宽松的货币政策，则宽松的流动性仍对铜价构成积极的提振作用。

供给方面，由于自由港特宣布2026年7月重启格拉斯伯格铜矿，远期铜精矿供应压力有望减轻。另外，CSPT表示明年将降低产能10%，此举动则减轻铜精矿的需求，但或令精炼铜供应趋紧。

需求方面，美国关税政策提升美国精炼铜的进口数量，使得COMEX库存大幅飙升。若关税政策生变，则恐引发COMEX铜库存抛售。而目前的高铜价，也对国内的新增需求形成一定的抑制。

因此，预计2026年铜价仍将高位波动。

**风险点：**美国银行业流动性风险再现、美联储加大紧缩力度、全球金融市场不稳定、矿山产量受到扰动、海内外铜库存大幅下滑引发金融资本实施逼仓行为。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。

## 分析师介绍

薛丽冰              有色金属研究员

广州金控期货有限公司研究中心有色金属资深研究员，经济学硕士，中级经济师，国家高级黄金分析师。拥有 13 年以上的金融行业从业经验。具有丰富的期货投资咨询项目服务经验和证券投资咨询经验。荣获 2013 年度最佳有色金属产业服务奖称号，荣获 2014 年度最佳有色金属产业服务奖称号。曾多次在知名财经媒体新浪财经、和讯网、期货日报、投资快报、中金在线和 CSSCI 源期刊、国家中文核心期刊发文。



更多期货咨询请关注广金公众号

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货有限公司”，并保留我公司的一切权利。

我司郑重提示，我司官方网站地址：<https://www.gzjkqh.com/>，所有交易软件请通过我司官方网站进行下载。对任何冒用、假借我司名义进行违法活动的网站、软件及个人，一经发现，我司将依法追究其相关法律责任。

---

广州金控期货有限公司（以下简称“广金期货”）成立于 2003 年，是金控集团控股企业，注册资本为 8 亿元人民币，具有商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询以及资产管理业务资格，是国内多家期货交易所的会员单位。广金期货总部位于广州，在全国多地设有分支机构，已形成立足珠三角地区，覆盖华东、华南、华北、东北主要城市，辐射全国的业务网络。广金期货以传统期货经纪业务为基础，同时深耕资产管理业务和风险管理业务，全方位支持全资风险管理子公司广州金控物产有限公司的业务发展。以创新业务作为服务实体经济的重要推手，整合金控集团平台的资源优势，充分发挥期货经营机构服务实体经济的主导作用，为客户提供全方位财富管理服务。投资咨询业务资格：证监许可【2011】1772 号

总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元

联系电话：400-930-7770

公司官网：[www.gzjkqh.com](http://www.gzjkqh.com)

## 广州金控期货有限公司分支机构

<p>• 【子公司】广州金控物产有限公司  <b>地址:</b> 广东省广州市天河区临江大道1号寺右万科中心901 (办公地址)  <b>广州市南沙区万顷沙镇南加东一横路4号5层07号房 (注册地址)</b>  <b>电话:</b> 020-38857531/020-88527737</p>	
<p>• 广州营业部  <b>地址:</b> 广州市天河区临江大道1号之一904室  <b>电话:</b> 020-38298555/020-38298522</p>	<p>• 佛山营业部  <b>地址:</b> 广东省佛山市南海区大沥镇毅贤路8号龙汇大厦17层1720-1722单元  <b>电话:</b> 0757-85501856/0757-85501815</p>
<p>• 大连营业部  <b>地址:</b> 辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2311室  <b>电话:</b> 0411-84806645</p>	<p>• 福州营业部  <b>地址:</b> 福建省福州市晋安区福飞北路175号6层6D单元  <b>电话:</b> 0591-87800021</p>
<p>• 济南分公司  <b>地址:</b> 山东省济南市市中区七贤街道二环南路6636号中海广场1604B  <b>电话:</b> 0531-61316785</p>	<p>• 河北分公司  <b>地址:</b> 河北省石家庄市新华区康乐街8号尚德国际商务中心801室  <b>电话:</b> 0311-83075314</p>
<p>• 唐山营业部  <b>地址:</b> 河北省唐山市路北区金融中心3号楼16层16号  <b>电话:</b> 400-930-7770</p>	<p>• 淮北营业部  <b>地址:</b> 安徽省淮北市相山区惠苑路77号中央花城(南区)2幢103号商铺  <b>电话:</b> 0561-3318880</p>
<p>• 太原营业部  <b>地址:</b> 山西省太原市万柏林区长风街道长兴路1号4幢11层1123-1124号  <b>电话:</b> 0351-7876105</p>	<p>• 嘉兴分公司  <b>地址:</b> 浙江省嘉兴市海宁市海洲街道新苑路147-149号2楼  <b>电话:</b> 0573-87216718</p>
<p>• 深圳分公司  <b>地址:</b> 深圳市福田区民田路178号华融大厦1905室  <b>电话:</b> 0755-23615564</p>	<p>• 重庆分公司  <b>地址:</b> 重庆市渝北区新南路439号中国华融现代广场2幢5层4-1  <b>电话:</b> 023-67380843</p>
<p>• 上海分公司  <b>地址:</b> 上海市虹口区吴淞路218号宝矿国际大厦2903C  <b>电话:</b> 021-60759585</p>	<p>• 龙岩营业部  <b>地址:</b> 福建省龙岩市新罗区龙岩大道中688号1幢703室  <b>电话:</b> 0597-2566256</p>