



让衍生品  
成为新的生产力

Make derivatives the  
new productivity

中辉期货研究院所  
交易咨询业务资格：  
证监许可【2015】75号

作者：肖艳丽

投资咨询：  
Z0016612  
2026年3月27日

2026

二季报

## 地缘剧变下的宏观逆风与供需重构

### 摘要

中东地缘剧变，美联储鹰声频传，霍尔木兹海峡封锁引爆能源危机，市场在滞胀担忧和经济衰退恐慌的十字路口，铜面临着前所未有的复杂局面。如果说一季度是“预期与现实博弈”的混沌期，那么二季度则是“宏观逆风与基本面韧性”剧烈碰撞的验证期。

展望二季度，铜价走势将呈现显著的“N”型震荡特征，宽幅波动加剧。中东局势短期扑朔迷离，美以伊三方均骑虎难下，战线犬牙交错，各有掣肘。若中东战争进一步扩大，原油价格继续飙升，或将全球经济拖入衰退深渊。美联储换届在即，年内降息概率几乎归零，带动全球央行货币政策转向，市场流动性若急剧收缩，恐引爆金融危机，所有风险资产泥沙俱下。反之，若中东局势缓和，三方和谈顺利，原油价格暴跌，通胀担忧昙花一现，美联储重启降息预期，市场流动性恢复，大宗和股市或将满血复活。

铜本轮“悬崖式”深度回调是宏观逆风和高库存弱现实的宏观共振，随着宏观情绪回暖和库存积极消纳，中长期的铜精矿紧张和绿色铜需求爆发，中美博弈的铜战略安全溢价将重新占据主导，铜价将在新的平衡区间内企稳震荡。

总体而言，2026年二季度并非铜牛市的终结，而是牛市中途的一次剧烈“深蹲”。这次调整将挤出前期的泡沫估值，为下半年乃至2027年的真正主升浪夯实基础。短期建议回调逢低试多，严格止盈止损，控制仓位。产业客户灵活调整套保比例，锁定合理利润，严格管理仓位，控制风险。中长期看，铜作为重要战略资源和贵金属平替资产配置，叠加铜精矿紧张和绿色铜需求爆发，对铜长期看好。

2026年二季度沪铜关注区间【85000，105000】元/吨，伦铜关注区间【11000，13000】美元/吨

风险提示：中美关系，需求不足，政策不及预期

# 目录

一、	2026年二季度展望	3
二、	一季度行情回顾	4
三、	宏观分析	5
	3.1 全球经济地缘剧变，中东战火横飞，能源危机爆发	5
	3.2 特朗普铜关税被裁定违法，但关税战 2.0 或延续	6
	3.3 AI 大数据中心耗铜神话破灭，地缘剧变打压科技泡沫	8
	3.4 美联储鹰声频传，全球货币宽松预期转向	9
	3.5 两会政策预期落空，外部环境压力增大	11
四、	供应分析	11
	4.1 全球铜矿资源争夺加剧，中国铜企出海，世纪并购折戟	11
	4.2 冶炼厂加工费深度倒挂，行业呼吁铜精矿收储和反内卷	14
	4.3 精炼铜供应增速放缓，非洲硫磺告急逆向制约湿法铜产能	15
	4.4 全球显性库存高位，高库存和高价格悖论的拉扯	17
五、	需求分析	18
	5.1 第四次产业革命引爆电力需求，“token”电力出海新路径	18
	5.2 房地产艰难磨底，沪七条提振信心打造局部小阳春	20
	5.3 家电消费短期承压，长期看好	21
	5.4 新能源汽车倒春寒，能源危机刺激电车消费	22
	5.5 工业机械和电子增速可观，机器人行业大放异彩	22
	5.6 投机热度降温，能化板块虹吸有色板块资金	23
	5.7 2026 年精炼铜供需平衡表预测	24

## 一、 2026 年二季度展望

中东地缘剧变，美联储鹰声频传，霍尔木兹海峡封锁引爆能源危机，市场在滞胀担忧和经济衰退恐慌的十字路口，铜面临着前所未有的复杂局面。如果说一季度是“预期与现实博弈”的混沌期，那么二季度则是“宏观逆风与基本面韧性”剧烈碰撞的验证期。

展望二季度，铜价走势将呈现显著的“N”型震荡特征，宽幅波动加剧。中东局势短期扑朔迷离，美以伊三方均骑虎难下，战线犬牙交错，各有掣肘。若中东战争进一步扩大，原油价格继续飙升，或将全球经济拖入衰退深渊。美联储换届在即，年内降息概率几乎归零，带动全球央行货币政策转向，市场流动性若急剧收缩，恐引爆金融危机，所有风险资产泥沙俱下。反之，若中东局势缓和，三方和谈顺利，原油价格暴跌，通胀担忧昙花一现，美联储重启降息预期，市场流动性恢复，大宗和股市或将满血复活。

铜本轮“悬崖式”深度回调是宏观逆风和高库存弱现实的宏微共振，随着宏观情绪回暖和库存积极消纳，中长期的铜精矿紧张和绿色铜需求爆发，中美博弈的铜战略安全溢价将重新占据主导，铜价将在新的平衡区间内企稳震荡。

核心观点如下：

1. 宏观压制大于微观驱动：二季度宏观因子（美联储政策、地缘政治）的权重将显著高于供需基本面。美元指数强势反弹将成为悬在铜价头顶的达摩克利斯之剑。

2. 供需错配由“全面紧张”转向“结构性分化”：矿端供应依然紧张，但冶炼端因原料短缺和副产物（硫磺）危机被迫减产，导致精炼铜产出不及预期。需求端则呈现“新旧动能剧烈切换”的特征，传统地产家电承压，而新能源与电网投资成为唯一亮点，但难以完全对冲宏观衰退的阴影。

3. 波动率显著放大：在地缘黑天鹅与宏观灰犀牛的共振下，市场情绪极易极端化，建议产业客户利用期权等衍生工具加强风险管理，投资者需警惕流动性骤变带来的踩踏风险。

总体而言，2026 年二季度并非铜牛市的终结，而是牛市中途的一次剧烈“深蹲”。这次调整将挤出前期的泡沫估值，为下半年乃至 2027 年的真正主升浪夯实基础。短期建议回调逢低试多，严格止盈止损，控制仓位，产业客户灵活调整套保比例，锁定合理利润，严格管理仓位，控制风险。中长期看，铜作为重要战略资源和贵金属平替资产配置，叠加铜精矿紧张和绿色铜需求爆发，对铜长期看好。

2026 年二季度沪铜关注区间【85000，105000】元/吨，伦铜关注区间【11000，13000】美元/吨

风险提示：中美关系，需求不足，政策不及预期

## 二、 一季度行情回顾

回顾 2026 年一季度，铜市场上演了一出从“极度乐观”到“惊魂未定”的过山车行情，价格走势大致可分为三个阶段：

**第一阶段：开门红与预期抢跑（1月-2月）**年初，市场沉浸在“全球制造业复苏”与“中国两会政策强预期”的乐观氛围中。资金提前布局，市场普遍交易的是“供给中断叙事”，美国闪击委内瑞拉，生擒马杜罗，贵金属暴涨，资源保护主义担忧和中美博弈加剧，铜作为重要战略资源，国家安全溢价飙升，沪铜创出历史新高，摸顶至 114700 元/吨，伦铜创出 14520 美元/吨历史新高，但隔日多空双杀，获利投机盘争先落袋，铜回吐涨幅，波动超万点。

**第二阶段：高位震荡与分歧加剧（2月-3月）**进入 2 月，有色行业协会呼吁将铜精矿纳入收储范围，海外铜矿干扰频繁，国内春节假期临近，需求疲软，库存累库。美国非农就业数据意外强劲，通胀粘性超出预期，美联储官员频频发表鹰派言论，市场对 3 月降息的幻想破灭。与此同时，国内下游加工企业开启节前放假模式，高价铜抑制了部分刚需，铜窄幅区间盘整。

**第三阶段：地缘引爆与冲高回落（3月至今）**3 月，中东局势突发突变，地缘政治黑天鹅降临。原油价格单日暴涨超过 8%，瞬间点燃了市场的通胀恐慌。贵金属退潮，市场避险资金涌入美元，美元指数重回 100 关口，叠加春节后旺季复苏缓慢，全球铜高库存历史高位，铜前期获利盘汹涌而出，投机多头踩踏出逃，铜价上演“高台跳水”，一度下探至 9 万关口附近。

一季度行情的核心特征是“强预期、弱现实、高波动”。市场在宏观叙事与微观数据之间反复横跳，最终在地缘事件的冲击下完成了季度的收官。这一过程也充分暴露了当前市场资金的脆弱性，任何风吹草动都可能引发剧烈的仓位调整，市场交易周期越来越短，量化和程序反复收割市场情绪，放大市场的恐慌和贪婪。

图 1：2021 年-2025 年伦铜价格走势（美元/吨）

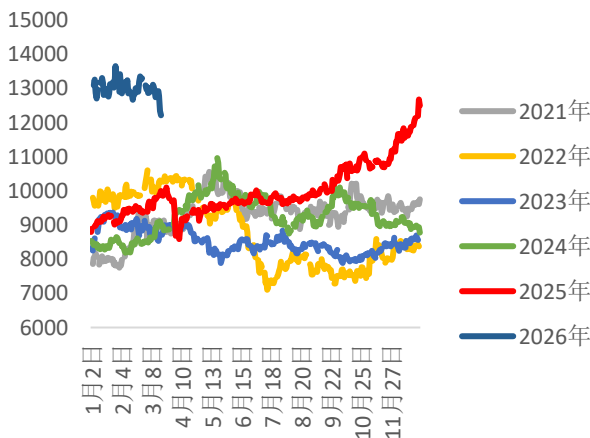
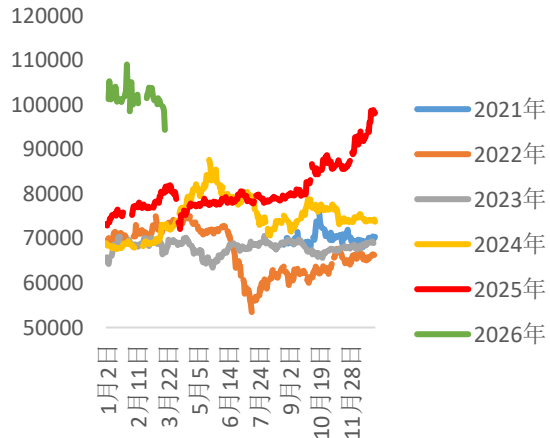


图 2：2021 年-2025 年沪铜价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

数据来源：Wind，中辉期货研究院

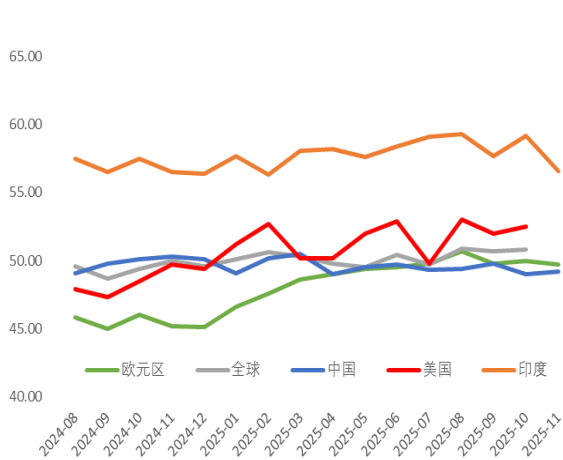
### 三、 宏观分析

#### 3.1 全球经济地缘剧变，中东战火横飞，能源危机爆发

全球地缘剧变，中东战火横飞，伊朗局势已进入实质性军事对抗阶段，霍尔木兹海峡航运几近停滞，形成事实性局部封锁（上次封锁为 1973 年）。地缘政治呈现"以色列要打到底、美国想收手、伊朗硬扛到底"的三方博弈格局。内塔尼亚胡暗示将投入地面力量实现政权更迭，特朗普声称接近目标并考虑降级，伊则否认谈判并威胁摧毁美及其盟友能源设施。三方领导人面临的国内政治压力导致非理性决策因素凸显，市场陷入“滞胀交易模式，市场恐慌情绪飙升，若战争扩大并长期化，全球经济危机和金融危机或在年内爆发。

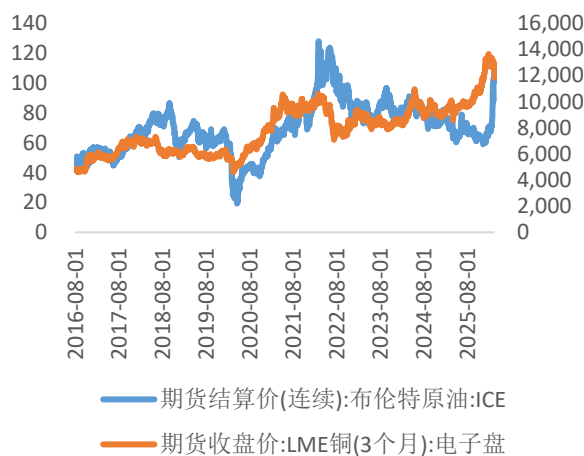
根据 IMF 和 WTO 最新评估预测，中东战争将通过推高能源价格和扰乱供应链，导致 2026 年全球经济和贸易增长预期显著下修，若战争持续至 2026 年底，全球经济增长预期将从 2.8% 下修至 2.5%，贸易增速从 2025 年的 4.6% 大幅下滑至 1.4%（预期 1.9%）。2 月全球制造业 PMI 51.2%，环比上升 0.2%，美国制造业 PMI 录得 52.4%，环比减少 0.2%，中国制造业 PMI 49%，环比减少 0.3%，欧元区制造业 PMI 50.8%，环比增长 1.4%，随着中东地缘局势恶化，能源价格暴涨，全球供应链紊乱，或将进一步推高各国通胀和经济衰退。此外，中东作为化肥主要产地，将导致全球粮食贸易增速转负，预计同比下降 10%-15%，引发部分地区粮食危机和人道主义灾难。

图 3：全球主要经济体制制造业 PMI



数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 4：原油和铜价（美元/桶，美元/吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

国内原油价格创下上市以来新高 838.4 元/桶，布伦特原油拉高至 119.5 美元/桶，未来形势核心取决于霍尔木兹海峡关闭持续时间，存在四种情景：第一种"边打边谈"概率 50%，冲突进入持久战，油价维持 100-130 美元高位震荡，全球通胀压力持续；第二种"快速停火"概率 25%，在国际斡旋下达成停火协议，油价回落至 80-90 美元；第三种"全面战争"概率 15%，冲突升级为地区战争，油价飙升至 150 美元以上，全球经济陷入衰退；第四种"伊朗 政权更迭"概率 10%，现政权垮台后与美国和解，短期油价剧烈波动后长期承压。

原油作为大宗商品之母，高能源价格推高通胀担忧，直接增加了冶炼生产和远洋运输成本，同时也抑制了需求复苏。据测算，油价每上涨 10 美元/桶，全球铜冶炼平均成本约上升 150-200 美元/吨。这在一定程度上为铜价提供了底部支撑，但也压缩了冶炼厂的利润空间，迫使部分高成本产能减产。地缘冲突导致航运路线绕行，运费暴涨且船期延误，干扰铜精矿正常运输效率，也阻碍了精炼铜在全球范围内的调配。欧洲地区尤为严重，能源危机叠加物流受阻，可能导致局部地区的短期供应断档。此外，地缘剧变战火横飞，导致全球风险偏好急剧下降，风险资产泥沙俱下，抛售一切持有现金成为新风向，黄金因为极高的流动性被最先抛售，贵金属下挫带崩有色板块。美元走强，也打压铜价。同时战争摧毁需求担忧下，铜需求预期走弱，导致铜价承压。

图 5: 全球主要经济体 CPI 增速 (%)

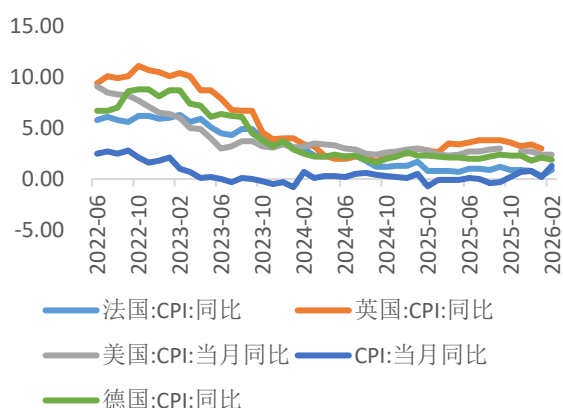
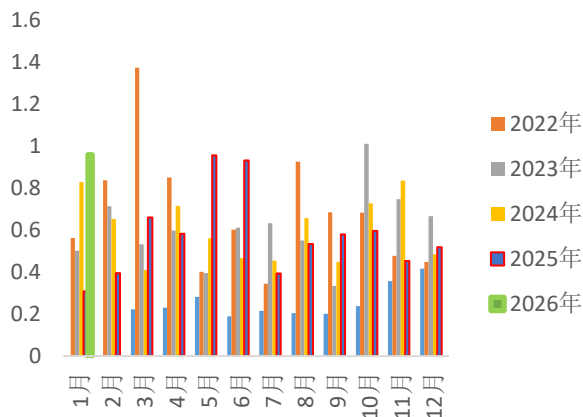


图 6: 地缘政治风险报道占比:战争威胁:当月值(%)



数据来源: Wind, 中辉期货研究院

数据来源: Wind, 中辉期货研究院

此外，东亚和台海局势日趋紧张，中日关系进一步恶化，台独势力上蹿下跳，如果 2026 年台海风险爆发，在欧美联合禁运和制裁威胁下(参考欧美对俄罗斯全方位制裁)，铜面临供应安全担忧和军事用铜需求爆发双击，短期宏观恐慌情绪释放后，铜价格或先跌后涨，铜价格驱动因素不再是成本或利润，而是“国家/阵营安全溢价”和“极端稀缺溢价”。

### 3.2 特朗普铜关税被裁定违法，但关税战 2.0 或延续

2026 年 2 月，美国最高法院裁定，特朗普政府此前依据《国际紧急经济权力法》(IEEPA) 征收的大规模关税是违法的，因为该法律并未授权总统征收关税。这直接收缴了特朗普最称手的单边贸易武器。但是特朗普很快“另起炉灶”，裁决公布后，特朗普政府并未放弃，立即援引《1974 年贸易法》第 122 条，对全球商品加征为期 150 天的临时关税，以填补政策空缺。并重启其“工具箱”里的老牌武器——301 调查。2026 年 3 月，美国贸易代表办公室以“产能过剩”和“强迫劳动”等为由，对包括中国在内的数十个经济体发起大规模 301 调查。与临时性的 122 条款不同，301 调查程序更完备，结果没有期限限制，是更具可持续性的施压工具。近期中美贸易会谈未发布新声明，结合特朗普推迟访华等一系列动作来看，这更像是一种策略性的“沉默”。

当前距离美国 11 月的中期选举仅剩数月。特朗普政府的核心诉求是塑造“对外强硬”的形象，以争取选民支持。在这种情况下，达成实质性协议的动力不足，反而通过制造紧张气氛、展现强硬姿态来服务国内政治的可能性更大。近期美国在中东的军事行动，其时机恰好与关税官司惨败、国

内经济压力增大的时间点重合，存在转移国内舆论焦点、掩盖内部矛盾的嫌疑。一旦外部冲突未能有效转移矛盾，或导致美国经济陷入更深的困境，特朗普政府为了稳住国内基本盘，极有可能再次祭出贸易战这张牌，将国内的经济和政治压力向外转嫁。届时，301调查可能成为其发动新一轮贸易摩擦的法律依据。此外，美国可能继续挑动中日关系，拱火台海，祸水东引，加剧市场波动。

特朗普政府计划利用 AI 为关键矿产制定参考价格，以此构建全球金属贸易集团。通过 AI 模型为锗、镓、锑、钨等关键矿产设定官方参考价格，旨在削弱中国在这些矿产市场的影响力（中国在全球镓、锗等矿产供应中占据主导地位），推动供应链“去中国化”，并构建一个排除主要竞争对手的资源贸易闭环。消息公布后，伦敦金属交易所的锡、镍、铜等基本金属价格应声上涨，反映市场对供应不确定性的担忧。若美国强行推行该计划，可能引发中国反制（如进一步收紧出口配额），加速全球矿产市场分裂为“中美双轨制”，同时也可能引发国际社会对“算法殖民主义”的警惕。

铜作为新时代的软黄金，在新型电力，新能源汽车，半导体芯片，军事等领域大展拳脚，其对经济发展的重要性与日俱增。2025 年特朗普上任后，在 2 月立刻签署了一项行政命令，首次将铜列为“国家安全命脉资源”，明确其在国防、新能源、半导体等领域的战略地位。虽然特朗普对精炼铜关税临阵 TACO，但是也已经打开了潘多拉盒子，地缘资源保护主义和重要稀缺资源武器化或将愈演愈烈。特朗普关税政策是 2025 年铜市最重要的宏观扰动变量。其政策反复（从威胁加征到豁免）导致价格剧烈波动，并严重扭曲全球贸易流，引发 COMEX 对 LME 的库存虹吸效应。政策不确定性已成为定价模型中不可或缺的风险溢价。

对于铜关税，虽然针对精炼铜的关税临阵变卦，但是特朗普的关税政策加速了铜供应链的区域化，除了虹吸全球流通的铜显性库存，美国还通过《通胀削减法案》要求 2030 前关键矿物本土化率达到 65%，倒逼 FXC 等铜矿商将智利铜精矿加工环节，转移至墨西哥，并通过对外商品加征关税，复活北美铜产业链，避免出现类似稀土被卡脖子情况。宏观政策的不确定性加大了资本的避险情绪，市场预计 2025 年的全球铜矿资本开支较原计划削减超 20%，放大了未来铜矿的供需缺口。短期 COMEX-LME 价差收敛，但是美国 COMEX 铜库存仍处于高位，特朗普的价格底线策略或许是变相的关税，仍有博弈空间。

图 7：2022 年-2025 年 COMEX 铜和伦铜价差对比（美元/吨）

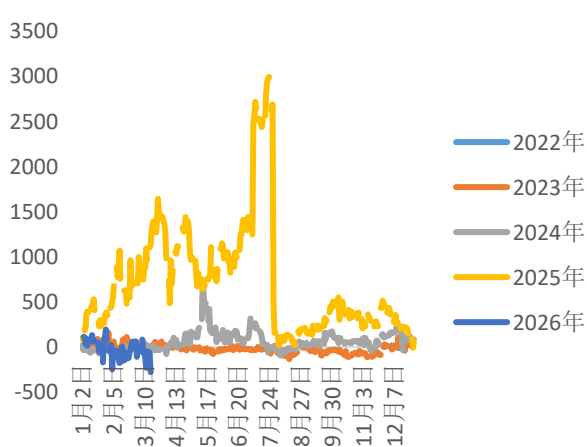
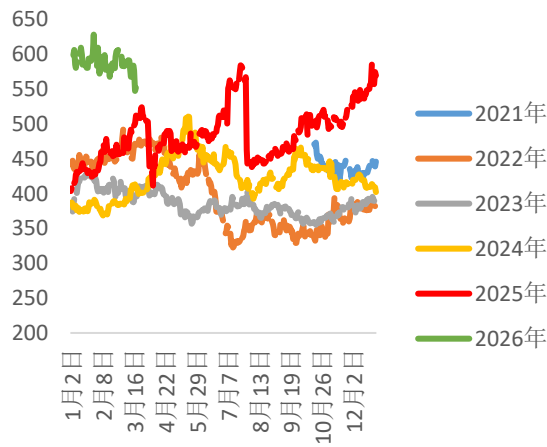


图 8：期货收盘价(活跃):COMEX 铜（美分/磅）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

数据来源：Wind，中辉期货研究院

根据 USGS 数据，2024 年美国消费精炼铜约 160 万吨，其原生铜产量约 85 万吨，美国国内铜消费量的约 53% 依赖进口。智利是美国最大的精炼铜进口来源国，占进口总量的 65%，其次是加拿大和墨西哥，分别占 17% 和 9%，秘鲁占 6% 左右。而相比之下，我国虽然铜精矿进口依赖度超 80%，但是掌握铜全产业链，是全球最大的铜冶炼国和消费国。我国控制了全球 50% 以上的铜冶炼产能，美国精炼铜产能的不足也是其制造业空心化的缩影。2026-2027 年，随着中美博弈进入深水区，在美国囤积了目标数量的电解铜后，美国很有可能以国家安全为由，对部分国家（特别是被视为有风险的国家）的精炼铜进口征收选择性关税，并可能为盟友提供豁免，而非简单的全球性关税。

图 9：美国精炼铜进口和消费（千吨）

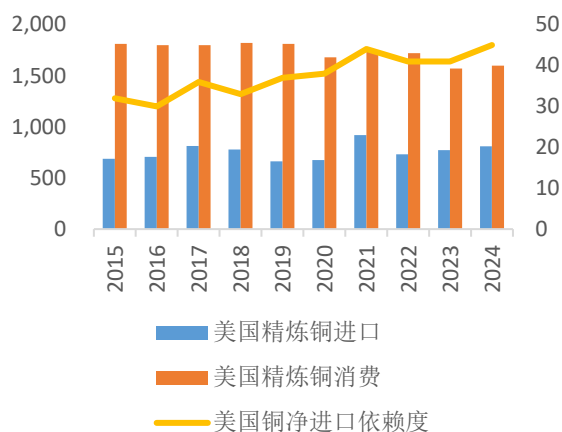
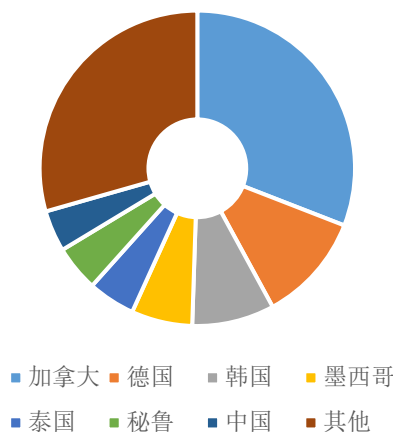


图 10：美国铜材进口来源国



数据来源：Wind，中辉期货研究院

数据来源：Wind，中辉期货研究院

### 3.3 AI 大数据中心耗铜神话破灭，地缘剧变打压科技泡沫

1 月中旬，英伟达澄清了 CEO 黄仁勋关于未来几年将需额外 50 万吨铜，为单位口误，实际需求为 50 万磅铜（约为 226.8 吨），两者相差超过 13,000 倍。这是一个数量级的巨大错误。这仅特指英伟达自家 Blackwell GPU 平台内部连接所使用的铜缆的重量，并非全球总需求。虽然数字错了，但黄仁勋想强调的“AI 发展极度依赖铜这一关键原材料”的核心观点是正确的。AI 的“电力饥渴”和“连接需求”必然转化为对铜、电力等基础资源的巨大消耗。铜的主要应用场景仍然是电力（接近 50%），大数据中心和机器人等新领域虽然媒体关注度高，但实际用铜量暂时难以撼动传统领域。

在电气化和 AI 智能化背景下，2025 年美国铜消费量预计增长 8.8%，背后是美国电网改造和数据中心爆发式增长，以及美国的“MAGA”半导体和汽车等制造业回流。硅谷的智能 AI 革命和美国电力系统重建将成为重要铜需求新增量。数据中心，特别是支持人工智能（AI）和高性能计算（HPC）的现代数据中心，已成为铜消费的一个重要且快速增长的新领域。其用铜量远超传统数据中心，主要集中于电力配送系统、散热基础设施和内部连接。2026 年的 AI agent 大爆发，OPENCLAW 龙虾热席卷全球，国内全民养龙虾成为新潮，苹果 MINI 主机一度脱销。

AI 产业作为名副其实的“电老虎”，耗电量不容小觑。美国数据中心约 40% 的电力依赖天然气，而中东冲突直接推高了全球能源价格，导致数据中心的运营成本飙升。英伟达的高端芯片几乎全部依赖台积电（TSMC）代工。然而，中国台湾地区的电力供应严重依赖中东燃料，能源危机直接威胁到芯

片生产的稳定性。此外，半导体制造中不可或缺的氦气，其重要供应来源是卡塔尔。冲突已导致卡塔尔的氦气生产受到影响，可能引发芯片产量长达数月的恢复期。更严峻的是，亚马逊、微软等科技巨头在中东的数据中心，海底电缆也已直接成为军事打击的目标，服务瞬间中断。这表明 AI 基础设施已从“后方”走向“前线”，其物理安全面临前所未有的威胁，暴露了 AI 产业繁荣背后，其供应链高度依赖特定地区能源和原材料的脆弱性，任何地缘政治的动荡，都可能轻易摧毁看似坚固的科技繁荣。

图 11：全球经济的软肋

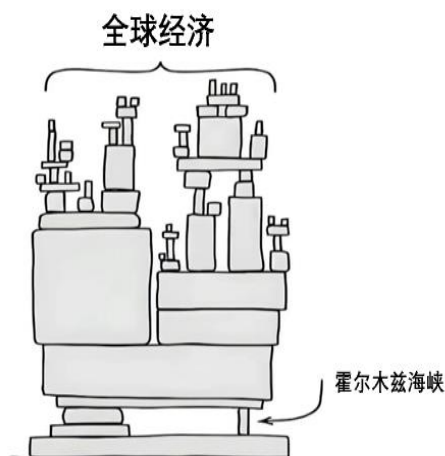
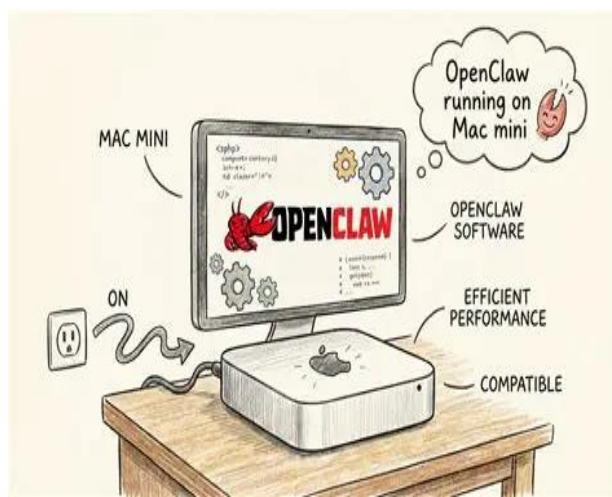


图 12：AI agent 龙虾热席卷全球



数据来源：Wind，中辉期货研究院

数据来源：Wind，中辉期货研究院

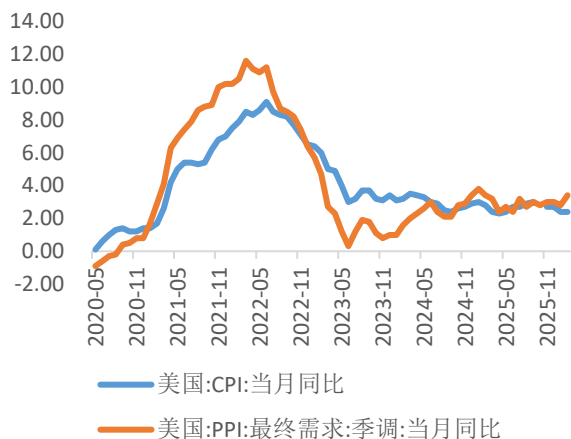
### 3.4 美联储鹰声频传，全球货币宽松预期转向

3月19日，联邦基金利率维持在3.50%-3.75%不变（符合预期），但点阵图出现剧震，2026年全年降息预期从年初的2-3次骤降至仅1次（甚至7名委员预计不降息）。2027年也仅预计再降息1次。鲍威尔讲话重点：“红线”明确：强调“若看不到通胀方面的显著进展，绝不会降息”。将2026年核心PCE通胀预测从2.5%上调至2.7%，承认能源价格冲击（油价飙升）和关税粘性是主要阻力。两难困境：坦言在“就业市场疲软”与“通胀反弹风险”之间艰难平衡，政策将保持“边走边看（Wait and See）”的观望姿态，但重心明显向抗通胀倾斜。在能源危机尚未爆发前，美国2月PPI（生产者价格指数）就已经超预期，环比上涨0.6%（预期0.3%），同比上涨3.8%（预期3.2%）。

2月非农数据大幅向下年度修正，2025年3月非农就业人数被大幅下修89.8万人。这导致2025年全年新增非农就业人数从58.4万人大幅下修至18.1万人。这意味着2025年月均新增就业仅1.5万人，成为2003年以来排除经济危机年份就业表现最差的一年。非农数据频繁大幅下修挤水分，就业数据真实性受到质疑。美国2月非农就业人数减少9.2万人（预期增加5.5万人），失业率飙升至4.4%，自2020年疫情之后的首次负增长，主要受医疗行业大罢工（-3.4万人）影响及制造业萎缩拖累，就业数据疲软引发经济硬着陆担忧。Citirini Research发布了一篇题为《过剩智能的后果》的文章。作者以“2028年6月发布的一份宏观研究”展开，倒推AI技术进步和智能体普及对人类社会和经济的影 响。生产率在飙升，经济却在枯萎。这就是报告中提到的“幽灵GDP”。纸面上看，GPU集群产出了海量的代码、设计和方案，生产率数据美得惊人。但问题是，

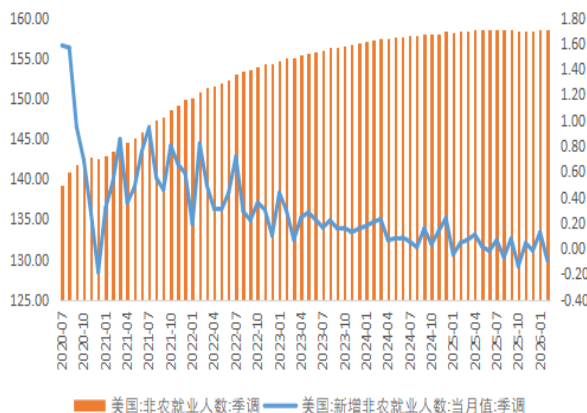
机器不买可选消费品。如果人类智能不再稀缺，智能溢价持续回撤，AI 替代就业，经济 K 型分化，那么建立在白领持续赚钱能力之上的消费、房贷、信用扩张，都会开始松动，甚至连金融体系都会崩溃。上文中的 AI agent 的龙虾热也是资本利用科技取代人工的侧面印证，科技成为资本收割劳动力剩余价值的工具，当需求崩塌，出现新时代的牛奶倒入河里的生产过剩和逆向出清。

图 13: 美国通胀数据 (%)



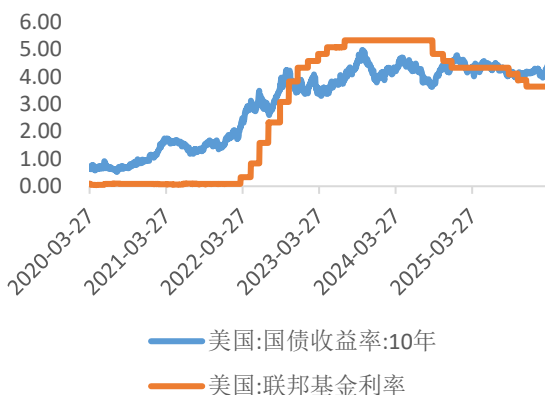
数据来源: Wind, 中辉期货研究院

图 14: 美国非农数据新增人数 (人)



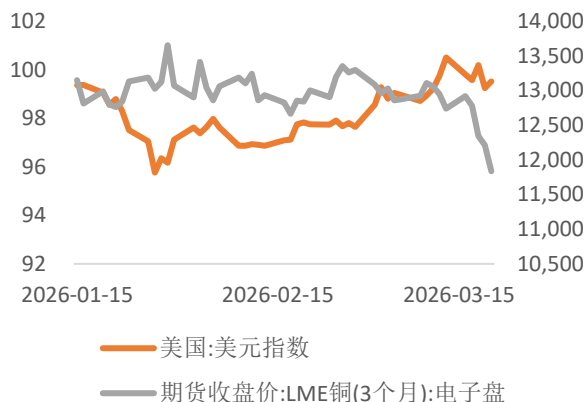
数据来源: Wind, 中辉期货研究院

图 15: 美国联邦基准利率 (%)



数据来源: Wind, 中辉期货研究院

图 16: 美元指数和铜价 (%)



数据来源: Wind, 中辉期货研究院

与此同时，美联储的鹰派立场产生了强烈的溢出效应，迫使其他主要央行跟进收紧或推迟宽松步伐。欧洲央行原本计划二季度的降息被迫搁置，欧元区通胀因能源危机而反弹，欧央行不得不维持限制性利率，这使得本就脆弱的欧洲经济雪上加霜，制造业 PMI 持续萎缩，经济前景黯淡。日本央行虽然仍在正常化道路上蹒跚前行，但日元的大幅贬值（兑美元跌破 155）引发了输入性通胀，限制了其进一步宽松的空间。新兴市场为了保卫汇率和防止资本外流，巴西、土耳其等新兴经济体央行不得不维持高利率（土耳其甚至抛售黄金储备来维护里拉汇率），这直接抑制了其国内的基建与制造业投资，削弱了全球铜需求的边际增量。高利率环境对实体经济的抑制作用通常有 6-12 个月的滞后。2024-2025 年的高利率累积效应，预计在 2026 年二季度开始集中释放。企业融资

成本高企，导致资本开支意愿下降，尤其是制造业扩张计划被纷纷推迟或取消。这种宏观流动性的实质性收紧，是铜价面临的最根本的逆风。

### 3.5 两会政策预期落空，外部环境压力增大

2026年3月召开的全国“两会”曾是市场寄予厚望的政策窗口。然而，会后政策的实际落地力度与节奏，与市场预期存在一定落差，加之外部环境的持续恶化，使得国内铜需求复苏之路充满坎坷。年初市场普遍预期“两会”将推出大规模的财政刺激计划，包括超长期的特别国债发行、大规模的房地产救助方案以及直接的消费补贴。然而，最终公布的政府工作报告虽然定调积极，但在具体量化指标上显得相对克制。2026年的全年GDP目标设置为4.5%-5%区间，政策重心依然放在构建房地产发展新模式上，对于短期救市的强力干预措施（如全面放开限购、大规模收储）较为有限。这使得市场期待的“地产强复苏”落空。2026年3月20日，中国人民银行公布最新LPR报价：1年期LPR维持3.0%不变。5年期以上LPR维持3.5%不变。此前市场普遍预期央行会跟随全球（除美联储外）宽松趋势，或至少非对称下调5年期LPR以救楼市，但原油价格暴涨带动全球主要央行转鹰，国内降息预期落空。2026年1-2月经济数据整体好于市场此前偏谨慎的预期，呈现出生产偏强、投资改善、消费修复偏缓的开局特征。工业增加值同比增长6.3%，高于市场预期，且较2025年12月加快1.1个百分点，显示出口链景气、新制造扩张及政策前置发力共同支撑供给端修复。1-2月固定资产投资同比增长1.8%，明显高于2025年全年-3.8%的水平，扣除房地产后投资增速达5.2%，基建投资增长11.4%，制造业投资增长3.1%，表明年初“稳增长”抓手已开始向实物工作量传导。整体看，1-2月经济数据反映中国经济实现较好开局，但修复仍主要由工业、出口和政策驱动，内需自发修复动能仍待进一步巩固。

特朗普政府以“中东局势紧急”为由正式推迟4月访华行程，中美高层互动降温，访华延期消除了短期内达成重大贸易协定的可能性，市场对“关税战2.0”的担忧重燃。（白宫发言人确认，原定于4月初进行的美国总统特朗普访华行程无限期推迟。理由为“需集中精力处理中东霍尔木兹海峡危机及国内通胀问题”。）中东局势及大国博弈的加剧，使得中国企业在海外矿产投资与并购面临更多的审查阻挠。

全球能源危机和美国外交失控，中日关系恶化，中菲摩擦升级等外部环境压力增大，同时，人民币升值，或削弱出口优势。面对经济下行压力，预计二季度政府可能会采取更加灵活的“相机抉择”策略，通过降准、结构性降息、加快专项债发行进度等方式进行微调。特别是针对电网投资、设备更新及消费品以旧换新等领域，可能会有更具体的实施细则出台，为铜需求提供托底支撑。但总体而言，政策风格已从“强刺激”转向“精准滴灌”。

## 四、 供应分析

### 4.1 全球铜矿资源争夺加剧，中国铜企出海，世纪并购折戟

受地缘政治风险和全球资源保护主义，民粹主义，逆全球化主义迅速抬头，铜矿品味下降和开采难度增加等影响，全球铜矿资源的长期资本开支不足，新增供给有限。铜矿从勘查到开采的整个

周期可能需要5到20年不等，同时面临各种风险。市场预测，随着矿山长期投资资本支出减少和老旧矿山品位下降，新矿山开采周期放缓，未来长期全球铜矿产量将下滑。

全球铜矿已经探明的资源储量8.9亿吨，智利的铜储量高达2亿吨，澳大利亚铜储量9300万吨，秘鲁铜储量7700万吨，分别占比21.5%，11.1%和10.3%。而截至2024年底，我国铜矿储量约4100万金属吨，占全球总储量4.1%，居全球第六位，主要分布在西藏(22%)、江西(17%)、云南(11%)、甘肃等省份。我国铜矿资源以中小型铜矿为主，伴生矿较多，平均开采品位仅为0.45%。据中国有色金属工业协会统计，截至2022年底，我国在海外控制铜资源量超过1.8亿金属吨(权益资源量1.4亿金属吨)控制的矿产权益产量超过200万金属吨。中国铜企通过海外并购已掌控可观资源，但全球顶级矿山仍由欧美巨头主导。中方权益矿年产能已超400万吨，主要集中在秘鲁、刚果(金)等地。然而，必和必拓、嘉能可等公司仍控制着全球大部分低成本、长寿命的顶级资产，这决定了产业链利润向上游集中的格局短期内难以改变。

全球铜矿巨头加快兼并步伐，瑞士大宗商品巨头嘉能可宣布从日本泛太平洋铜业手中收购了位于秘鲁库斯科地区的Quechua铜矿项目。2025年12月25日，SolGold表示，已同意被其最大股东江西铜业收购，交易估值为8.67亿英镑。智利国家铜业(Codelco)旗下埃尔特尼恩特矿因事故品位下降，产量持续低迷，秘鲁矿山受社区纠纷和环保抗议影响，多次面临停产风险。

矿业巨头力拓(Rio Tinto)与嘉能可(Glencore)正式放弃合并谈判。一旦达成，这笔交易将打造一家市值高达2320亿美元的“矿业巨无霸”(谈判初期按当时市值测算甚至接近2600亿美元)，成为全球最大的矿业公司。嘉能可、自由港等六大海外核心矿企相继下调2026年度铜产量计划，进一步加剧了市场对矿端供应缺口的担忧。南方铜业公布的2026-27年产品指引分别为91.14万吨和“略高于90万吨”，两者均低于2025年产量(95.43万吨)。南方铜业作为少数兼具相对产量成长性以及产量兑现能力的海外铜矿企业，其2026年产量指引下滑加剧了市场对于供给短缺的担忧。

美国总统特朗普计划启动一项战略关键矿产储备项目“金库计划”(Project Vault)，初始资金规模达120亿美元，旨在保护美国制造商免受供应冲击的影响。其组建的“资源地缘战略合作论坛”(FORGE)核心是构建排除中国的关键矿产供应链。其主要机制是为矿产设定价格下限，并运用可调整关税来保护盟友产业。机制覆盖超50个国家，旨在将供应链“安全化”和“阵营化”。通过与摩科瑞能源贸易公司(Mercuria Energy Trading)的协议，刚果(金)首次向美国出口铜。刚果(金)国家矿业公司Gécamines宣布行使股东权利，首次直接采购其持股20%的TFM铜钴矿2026年全年10万吨铜产量(占总产量20%)发往美国。

根据权威机构统计，在排除干扰因素的前提下，2026年全球主流铜矿供应理论上新增53.3万吨，其中洛阳钼业TFM和AMNT的Batu Hijau分别贡献10万吨增量。根据海关数据，2026年2月中国进口铜矿砂及其精矿231万实物吨，环比减少11.97%，同比增加5.84%，1-2月累计进口493.4万吨，同比增长4.9%。1-2月累计进口增加4.9%。其中自智利和秘鲁2月分别进口74.7万吨和48.9万吨，同比去年均小幅下滑。

图 17：中国主要铜企海内外权益矿情况

中国主要铜企海内外权益矿情况						
企业集团	主要海外/国内权益矿项目	国家	权益比例	资源储量/品位 (估算)	关键开采年份/状态	年产能 (权益量估算)
中国五矿	拉斯邦巴斯 (Las Bambas)	秘鲁	控股	超1000万吨金属铜, 品位高	2016年投产, 长期运营	约25-30万吨铜精矿
	科亚瓦西 (Koniambo)	新喀里多尼亚	部分权益	镍钴资源为主, 伴生铜	已投产	-
中铝集团	特罗莫克 (Toromocho)	秘鲁	控股	超700万吨金属铜	2013年投产, 二期扩建中	约20万吨铜精矿
洛阳铜业	腾克丰古普梅 (TFM)	刚果(金)	80%	铜资源量超2500万吨, 品位极高 (约2.6%)	2009年投产, 持续扩产	权益产能超25万吨铜
	KFM	刚果(金)	控股	世界级高品位铜钴矿	2023年投产, 处于产能爬坡期	设计年产超30万吨铜
紫金矿业	卡莫阿-卡库拉 (Kamoa-Kakula)	刚果(金)	45%	全球第四大铜矿, 资源量超8000万吨	2021年投产, 快速扩产至60万吨/年	权益产能约27万吨铜
	丘基维卡 (Chuquibambilla)	智利	参股	全球著名大型铜矿	已长期开采	-
江西铜业	驱龙铜矿	中国西藏	控股	中国最大单体铜矿, 资源量超1000万吨	2020年代后期投产	规划年产超15万吨铜
	阿富汗艾娜克铜矿	阿富汗	控股	资源量超1100万吨铜	开发因政局暂缓	-
江西铜业	北秘鲁铜业项目	秘鲁	参股	大型斑岩铜矿	前期开发阶段	-
	德兴铜矿	中国江西	100%	中国最大在产铜矿, 但品位较低	长期开采	约20万吨铜精矿

数据来源：Deepseek, 中辉期货研究院

图 18：海外主要铜企权益矿情况

海外主要铜企权益矿情况						
企业集团	主要海外权益矿项目	国家	权益比例	资源储量/品位 (概算)	关键开采年份/状态	年产能 (权益量概算)
必和必拓	埃斯康迪达 (Escondida)	智利	57.50%	全球最大铜矿, 资源巨量	1990年投产, 成熟运营	权益产能超100万吨铜
	奥林匹克坝 (Olympic Dam)	澳大利亚	100%	全球最大铀矿, 重要铜资源	长期开采	约20万吨铜
嘉能可	科亚瓦西 (Collahuasi)	智利	44%	全球最大铜矿之一	1999年投产	权益产能约30万吨铜
	安塔米纳 (Antamina)	秘鲁	33.75%	大型锌铜矿	2001年投产	权益产能约15万吨铜
自由港麦克莫兰	穆坦达 (Mutanda)	刚果(金)	100%	重要铜钴矿	已复产	产能巨大
	格拉斯伯格 (Grasberg)	印尼	48.80%	全球最大金矿之一, 重要铜矿	地下矿转型完成	权益产能超30万吨铜
力拓	莫伦西 (Morenci)	美国	72%	北美最大铜矿	长期开采	权益产能约30万吨铜
	肯尼科特 (Kennecott)	美国	100%	北美重要铜矿	长期开采	约15万吨铜
	奥尤陶勒盖 (Oyu Tolgoi)	蒙古	66%	全球最大高品位铜金矿之一	一期投产, 地下矿扩建中	达产后权益产能超30万吨

数据来源：Deepseek, 中辉期货研究院

图 19：2025 年全球主流铜矿企业产量预测修正 (万吨)

2025 年全球主流铜矿企业产量预测修正						
矿企	2024 年产量 (万吨)	年初产量指引 (万吨)	修正后 2025 年产量 (万吨)	年增量 (万吨)	年增量同比 (%)	核心干扰因素
智利国营	132.8	137 - 140	138 (接近指引上限)	5.2	3.92%	劳资谈判
必和必拓	195.75	184.5 - 204.5	182 (低于指引中值)	-13.75	-7.02%	澳洲
自由港	191.17	181.4	149 (远低于指引)	-42.17	-22.06%	印尼
力拓	69.74	76.5	75 (接近指引)	5.26	7.54%	智利
嘉能可	95.16	85 - 91	87 (低于指引上限)	-8.16	-8.58%	刚果
南方铜业	97.39	100	99 (略低于指引)	1.61	1.65%	墨西哥矿
紫金矿业	106.85	115	112 (低于指引)	5.15	4.82%	塞尔维亚
第一量子	43.13	38 - 44	39 (下限附近)	-4.13	-9.58%	巴拿马
泰克资源	44.6	49 - 56.5	51 (低于指引)	6.4	14.35%	加拿大
洛阳铜业	65.02	65 - 70	67 (上限附近)	1.98	3.05%	刚果
淡水河谷	34.83	34-37	37 (上限附近)	2.17	6.23%	索塞古
安托法加斯	66.4	66-70	68 (居中)	1.6	2.41%	Los
英美资源	77.31	69-75	72	-5.31	-6.87%	Los
五矿资源	39.98	46.6 - 52.2	44 (低于指引)	4.02	10.06%	秘鲁Las
合计	1260.13		1220	-40.13	-3.18%	

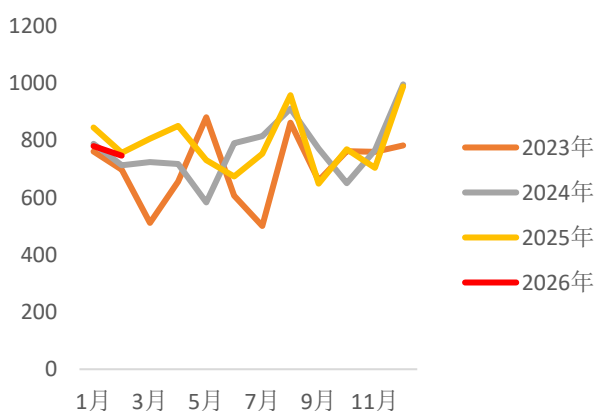
数据来源：Wind, 中辉期货研究院

图 20：2026 年全球新建铜矿产出增量（万吨）

2026年全球新建铜矿产出增量（万吨）			
矿企	地区	矿山	2026年增量
洛阳钼业	刚果金	Tenke Fungurume	10
AMNT	印尼	Batu Hijau	10
泰克资源	秘鲁	Antamina	6
铜陵有色	厄瓜多尔	Mirador II	5
紫金矿业	中国	巨龙铜矿	5
USM	俄罗斯	Udokan(湿法)	4
RMK	俄罗斯	Malmyzh	4
泰克资源	智利	QB II	3
力拓	蒙古	Oyu Tolgoi	3
Codelco	智利	El Teniente	2
第一量子	赞比亚	Kansanshi S3	2
西部矿业	中国	玉龙铜矿	1
凉山矿业	中国	红泥坡铜矿	0.5
紫金矿业	中国	朱诺铜矿	0.5
Cordoba Minerals	哥伦比亚	Alacran	0.5
第一量子	赞比亚	Fishtie	0.5
Hillside	厄瓜多尔	El Domo	0.3
必和必拓	澳大利亚	ISA	-4
合计			53.3

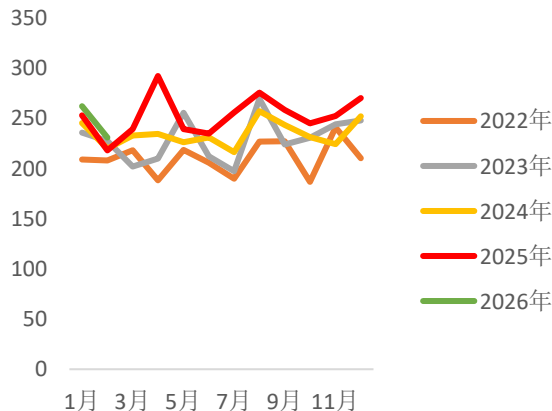
数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 21：2023 年-2026 年智利对华出口铜精矿（千吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 22：铜精矿进口数量（吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

## 4.2 冶炼厂加工费深度倒挂，行业呼吁铜精矿收储和反内卷

铜矿巨头利用资源优势，“二桃杀三士”引发国内冶炼厂内卷，长协订单成为新时代不平等条约。中国冶炼厂与 Antofagasta 敲定 2026 年铜精矿长单加工费 Benchmark 为 0 美元/吨与 0 美分/磅。2025 年铜精矿加工费长单 Benchmark 则为 21.25 美元/吨与 2.125 美分/磅，续创历史新低。铜精矿 TC 持续低位运行，最新报-65.5 美元/吨。最新的铜精矿现货冶炼亏损 2599.76 元/吨，铜精矿长单冶炼盈利 244.79 元/吨，目前冶炼副产品硫酸价格 1112 元/吨（生产一吨电解铜产生 3 吨硫酸副产品）。

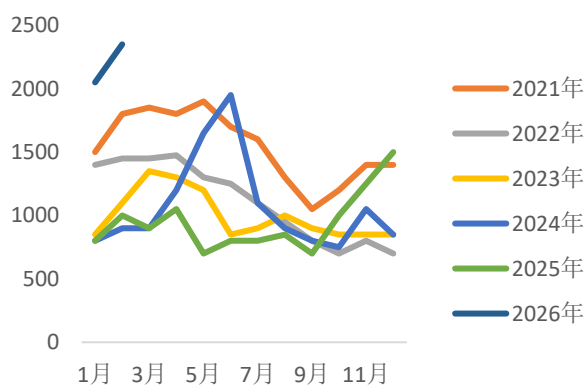
由于铜精矿极度短缺且昂贵，部分拥有灵活原料结构的冶炼厂开始增加粗铜和阳极铜的采购比例。这导致粗铜加工费（RC）相对坚挺，甚至出现上涨，粗铜加工费报价为 1400-1800 元/吨，进口粗铜（CIF）均价 95 美元/吨。然而，全球粗铜产能本身也有限，且主要来自非洲和东南亚，物流和品质不稳定限制了其大规模替代铜精矿的能力。全球矿业巨头自由港，作为 TC 协议的发起人和奠基者，也曾在西班牙和日韩冶炼厂反对历史超低铜精矿加工费后声明，长期深度倒挂的铜精矿加工

费伤害了合作伙伴权益，将主动退出 TC 协议。CSPT 小组已达成共识，计划在 2026 年降低矿铜产能负荷 10% 以上，以改善行业利润。此举将制约精铜产量增速，从供给侧对价格形成支撑。

2 月 3 日，中国有色金属工业协会副秘书长段绍甫表示，将扎实推进铜冶炼产能治理工作，目前国内已叫停 200 多万吨铜冶炼项目，铜冶炼产能过快增长的势头已得到有效抑制。未来，行业协会将继续配合国家有关部门严格管控新增矿铜冶炼项目，从源头上改善外采比逐年提升的现状。完善铜资源储备体系建设，一方面扩大国家铜战略储备规模，另一方面探索进行商业储备机制，通过财政贴息等方式选择国有骨干企业试行商业储备。此外，除了储备精炼铜之外，也可研究将贸易量大、容易变现的铜精矿纳入储备范围。

图 23：2026 年国内铜冶炼新增粗 / 精炼产能（万吨） 图 24：粗铜加工费（元/吨）

2026 年国内铜冶炼新增产能（万吨）		
公司	2026 年粗铜冶炼增量	2026 年精炼铜冶炼增量
赤峰金通二期	30	30
恒邦股份（烟台）	20	20
营口建发盛海一期	30	30
豫光金铅	10	10
合计	90	
凉山矿业		12.5
友进冠华新材料		10
江铜宏源二期		15
合计		127.5

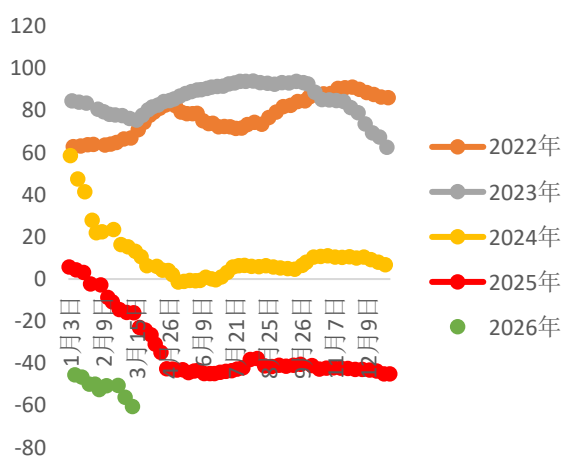
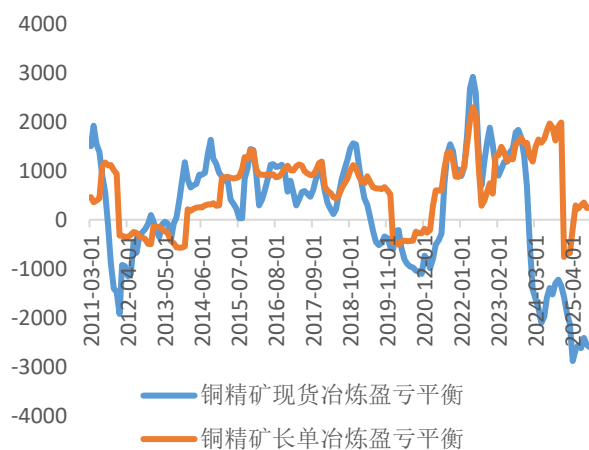


数据来源：Wind，中辉期货研究

数据来源：Wind，中辉期货研究

图 25：铜精矿现货和长单冶炼盈亏（元/吨）

图 26：进口铜精矿指数（美元/吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

数据来源：Wind，中辉期货研究院

### 4.3 精炼铜供应增速放缓，非洲硫磺告急逆向制约湿法铜产能

受铜矿原料紧张和冶炼检修影响，2 月 SMM 中国电解铜产量为 114.24 万吨，环比减少 3.69 万吨，降幅为 3.13%，同比上升 7.96%。随着 3 月冶炼厂复产增加，预计 3 月电解铜产量环比增加 5.28

万吨至 119.52 万吨。国际铜业研究组织（ICSG）在最新的月度报告中称，2026 年 1 月，全球精炼铜市场供应过剩 1.7 万吨，去年 12 月为供应过剩 16.8 万吨。2026 年 1 月全球精炼铜产量为 243 万吨，消费量为 241 万吨。

中东是全球重要的硫磺出口地（伴生于油气开采）。中东战火导致当地硫磺生产设施受损，出口物流中断，全球硫磺供应量骤减。通常情况下，硫磺是铜冶炼的副产品，其销售收入可以抵消部分冶炼成本。但在 2026 年情况发生了逆转，由于硫磺价格高企，下游硫酸厂开工率不足，导致铜冶炼厂产生的二氧化硫无法及时转化为硫酸销售。若强行排放，将面临巨额的环保罚款。因此，部分冶炼厂被迫降低负荷，以减少烟气产生。非洲（特别是刚果金）大量采用湿法冶炼工艺（SX-EW），该工艺不产生硫磺，但需要消耗大量的硫酸作为浸出剂。由于全球硫酸/硫磺短缺，非洲湿法铜（285 万吨产能）项目面临“无酸可用”的窘境，导致生产成本飙升，甚至被迫停产。据估算，二季度非洲湿法铜产量因此缩减了约 8-10 万吨。

据海关数据显示，2 月中国进口未锻轧铜及铜材 31.6 万吨，1-2 月中国累计进口未锻轧铜及铜材 70 万吨，同比减少 16.1%，去年同期进口未锻轧铜及铜材 83.4 万吨。2 月电解铜进口 15.3 万吨，1-2 月电解铜进口 35.69 万吨，累计同比减少 33.13%。一季度，国内进口窗口大部分时间关闭，铜外强内弱，进口市场成交低迷，电解铜进口同比大幅回落，预计二季度进口情况将有所好转，关注后续国内电解铜冶炼压减产能实施落地。国内 17% 的精炼铜原材料来自废铜，铜材加工中 10% 的原材料也来自废铜，废铜作为铜产业链的重要环节意义重大。国内废铜需求端受反向开票影响，开工相对疲软，废铜进口受关税影响（比如美国是我国废铜的主要来源国）持续偏紧。此外，欧洲地区废铜政策或受资源保护主义抬头影响偏紧。国内实施《关于规范招商引资行为有关政策落实事项的通知》，招商引资政策清退以及前期反向开票等均令废铜铜企业成本抬升。3 月 20 日，精废价差一度跌至 -461 元/吨。铜价大幅下挫，精废价差倒挂，创出历史同期地位，变相刺激精铜消费。

整体而言，受冶炼厂压减产能和进口下滑影响，2026 年精炼铜总供应增速将放缓。预计 2026 年国内精炼铜 1655 万吨，环比增速 2.76%，2026 年精炼铜净进口总量环比下滑至 255 万吨左右。

图 27：精炼铜产量（吨）

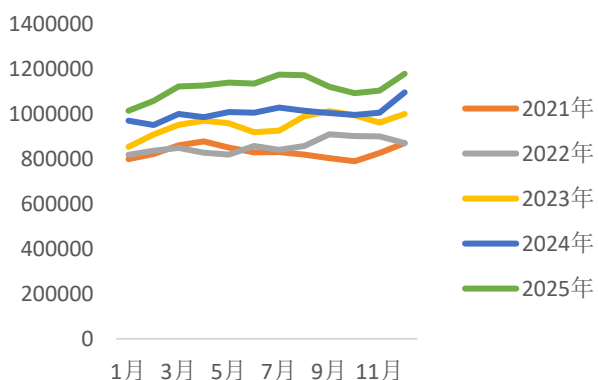
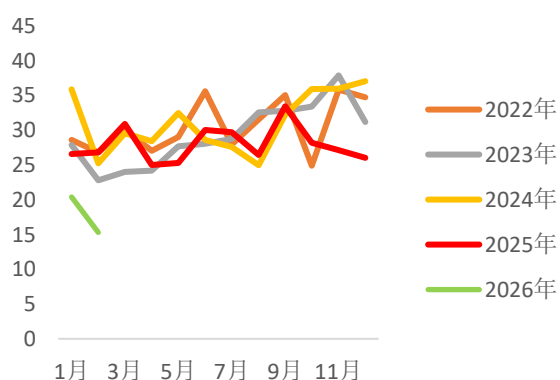


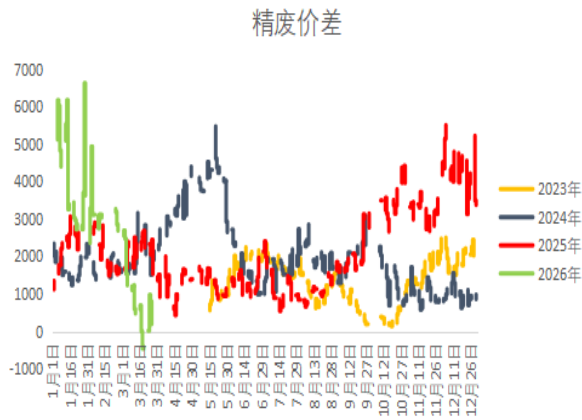
图 28：精炼铜进口数量（吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

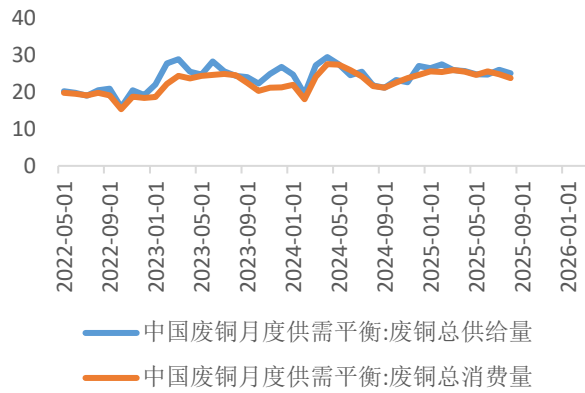
数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 29：铜精废价差（元/吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 30：废铜供需平衡（万金属吨）



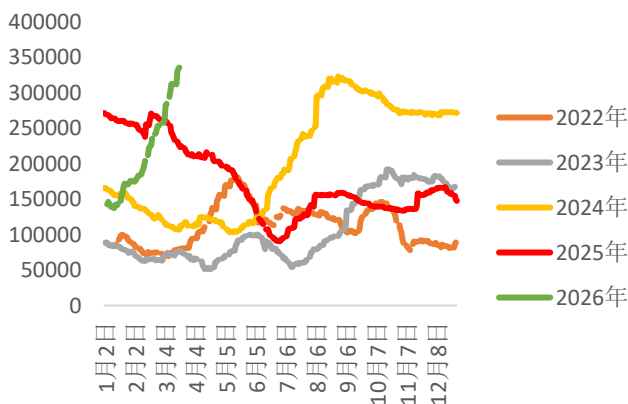
数据来源：Wind，中辉期货研究院

#### 4.4 全球显性库存高位，高库存和高价格悖论的拉扯

铜市场出现了一个令人困惑的现象，价格在高位震荡，而全球显性库存却处于历史同期的高位。截至 3 月 26 日，国内铜社会库存 42.74 万吨，上期所铜库存 41.11 万吨，LME 铜库存 35.98 万吨，COMEX 铜库存 58.97 万吨。

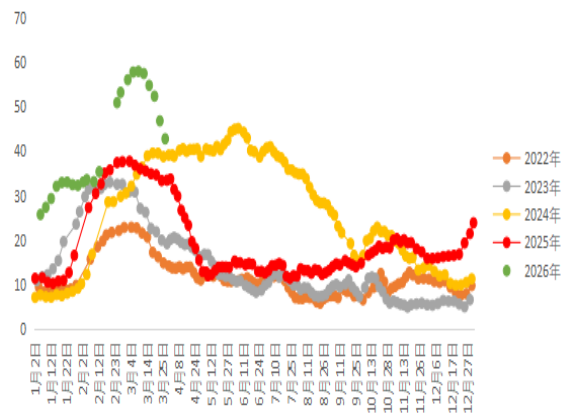
这一“高库存、高价格”的悖论，成为了多空双方博弈的焦点，也是理解当前市场结构的关键。美联储高利率政策抑制了全球制造业活动，导致部分订单推迟或取消，铜消费不及预期，形成了被动累库。在地缘政治和通胀预期下，部分金融资本将铜视为抗通胀资产进行投机囤积，这部分库存并未进入实物流通环节，而是被锁定在仓库中等待升值。矿端成本的抬升（低品位、高能源成本、高运费）构成了铜价的坚实底部。即便库存高，价格也难以跌破现金成本线。如前所述，看似高企的库存中，有相当一部分是“死库存”（融资铜、无法交割的品牌、滞留保税区的货物），真正可用于即时消费的“活库存”其实有限。尽管当下库存高，但鉴于矿端干扰频发和冶炼减产，市场普遍预期三季度后库存将快速去化。这种“远强近弱”的预期支撑了近月价格。

图 31：LME 铜库存（吨）



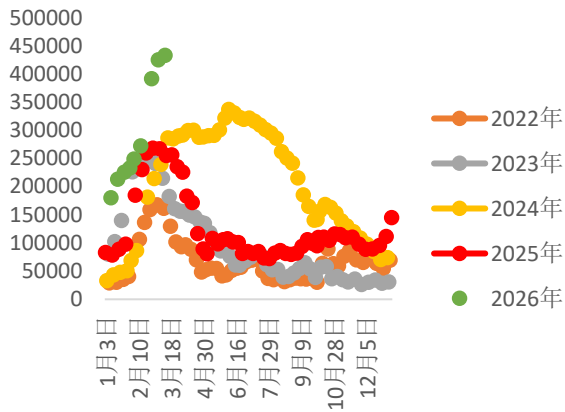
数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 32：国内铜社会库存（万吨）



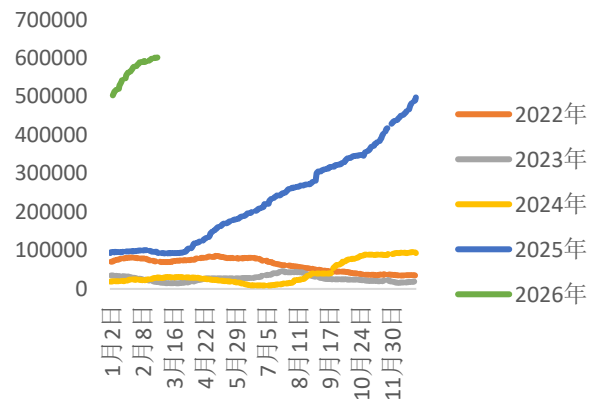
数据来源：Wind，中辉期货研究

图 33: SHFE 铜库存 (吨)



数据来源: Wind, 中辉期货研究院

图 34: COMEX 铜库存 (吨)



数据来源: Wind, 中辉期货研究院

## 五、需求分析

### 5.1 第四次产业革命引爆电力需求, “token” 电力出海新路径

双碳目标下, 以风光电, 特高压, 智能电网改造的投资项目力度空前。除此之外, 人工智能的电力需求激增, 据悉目前 ChatGPT 日耗电超 50 万度, 相当于美国家庭每天用电量的 1.7 万多倍。IEA 《电力 2024》文件中表示, 2024 年一年, 全球数据中心就消耗了 4150 亿千瓦时的电力, 相当于英国一年的总用电量。2030 年将达 9450 亿千瓦时, 超过日本年用电量。2023 年全球数据中心的耗电量是 46.7 万吨, 而预计在 2026 年这个数字将突破 71 万, 三年时间接近翻倍。未来 AI 浪潮下对算力的需求爆发也意味电力的紧缺, 叠加厄尔尼洛现象下的极热和极寒天气频繁出现, 电力将成为经济发展和科技革命的重要制约, 从而倒逼更多电力投资, 刺激相关铜金属需求暴增。

电力作为铜终端行业的最重要领域, 占总消费 45% 左右。而我国要大力发展的新七大基建中, 5G 基建, 特高压, 新能源汽车充电桩, 大数据中心, 人工智能, 工业互联网, 城际高速铁路和城市轨道交通, 其中前六大新基建均和铜需求密切相关。2025 年, 全国新增发电装机规模有望超过 4.5 亿千瓦, 其中新能源发电装机规模预计超过 3 亿千瓦。国家电网计划 2025 年投资首次超过 6500 亿元, 重点投向特高压、配电网升级等领域。2025 年, 预计国内光伏新增装机达到 248GW, 同比增长约 3%。《2025 年能源工作指导意见》提出非化石能源装机占比提至 60%, 全国统一电力市场体系初步建成。随着双碳目标推进, 风光电等新型清洁能源的爆发, 将会极大的拉动铜需求。国家铜业协会研究显示, 可再生能源系统中的平均用铜量超过传统发电系统的 8 到 12 倍。国际铜业协会 (ICA) 数据显示, 光伏领域单位耗铜量为每兆瓦 4 吨, Wood Mackenzie 的分析提出, 光伏装机耗铜量约为 0.5 万吨/GW。

海外的电力市场发展方兴未艾, 欧美的制造业回流和亚非拉新型发展中国家电力建设如火如荼。根据市场预测, 2025 年美国公用事业公司资本支出将达到 1800 亿美元左右, 2023-2025 年平均增速超过 4%。美国公用事业公司资本支出中 50% 以上用于电网投资, 且整体存在上升的趋势。随着中国

电力出海和海外制造业回流电力系统新建和更新，Deepseek 预测全球电力行业在用铜量将从 2025 年起持续提升至总需求的 35%-40%，如果以当前 2625 万吨为锚计算，全球电力用铜预计 919 万吨-1050 万吨。尽管光伏组件价格波动，但在全球碳中和目标的硬约束下，2026 年二季度全球光伏新增装机量依然保持了 20% 以上的同比增长。光伏电缆、逆变器及汇流箱的用铜需求稳步释放。欧洲及中国沿海的海上风电项目在二季度进入施工高峰期。海缆（尤其是高压直流海缆）的单位公里用铜量是陆缆的数倍，成为拉动高端铜材需求的重要引擎。随着可再生能源占比提升，电网调峰需求迫切，电化学储能电站建设提速。储能需求大爆发带来了新的用铜增量。

铜，成为了“新基建”和“能源革命”不可替代的“主动脉”。它连接着能源的生产端与消费端，是信息与能量的终极导体。这种需求侧的“代谢升级”，意味着铜的需求结构变得更加健康、多元和可持续，其价格对传统房地产周期的依赖度大幅降低。中国的“双碳”目标与新能源产业优势，正试图将庞大的物理电力优势转化为金融优势，即探索“人民币国际化以电力为锚”的可能。通过发展储能技术和精进特高压电网远距离传送技术，争夺全球绿色电力技术标准定义权和定价权，使人民币成为“绿色电力”事实上的计价和结算货币。这一切，都需建立在以铜为核心构成的、全球最大最先进的电力系统之上。

图 35：电源基本建设投资（亿元，%）

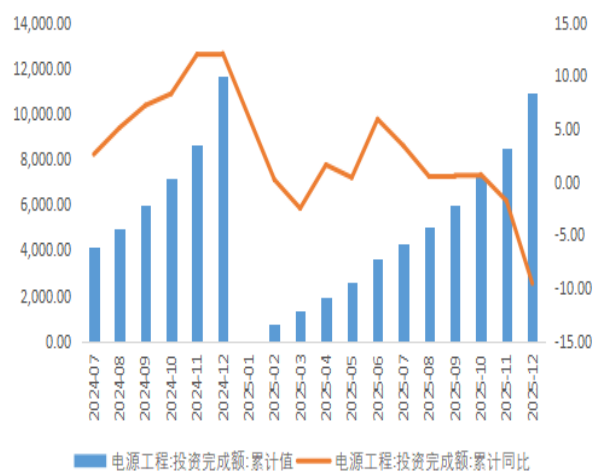
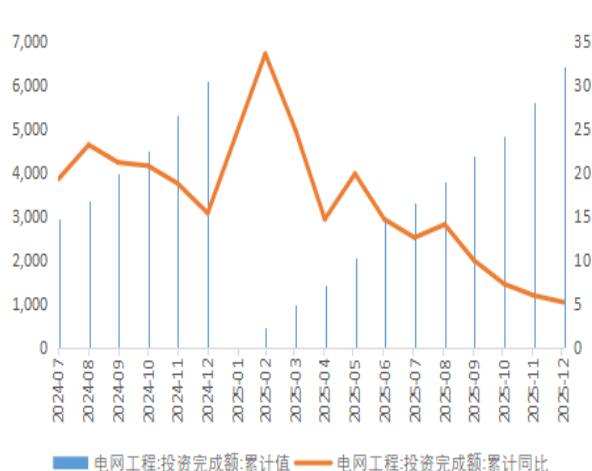


图 36：电网基础建设投资（亿元，%）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

数据来源：Wind，中辉期货研究院

中国发电量在全球的占比从不到 9% 飙升至近 32%，而美国的占比则从超 26% 下降至约 15%。中国在 2011 年发电量正式超越美国，并持续拉开差距。中国的电力增长是现象级的。其发电量的增长轨迹与工业化、城镇化的进程完全吻合。自 2001 年加入 WTO 后，中国成为“世界工厂”，巨大的能源需求驱动发电能力飞速提升。我国将有望在未来变成最大的电力出口国，打通铜-电力-人民币国际化路径。而 TOKEN 出海或将成为电力出海的新路径。如果直接出口电力，受限于物理电网无法跨国传输。但将电力转化为 Token（AI 的计量单位），就可以通过光纤瞬间“出口”到全球。据测算，1 度电直接出口价值约 0.5 元，但转化为 Token 出口，价值可跃升至 10 元以上。这相当于把廉价的“铜/电”变成了高附加值的“数字黄金”。在传统的石油美元体系中，石油是硬通货。在 AI 时代，“算力即权力，电力即货币”。全球 AI 发展面临巨大的电力缺口（如美国电网老化、欧洲电价高昂）。中国提供了全球最具性价比的算力（Token），海外开发者必须调用中国的 API。当全球（包括“一带一路”国家）都需要购买中国的 Token 来驱动其数字化进程

时，人民币就自然成为了结算货币。预计 2026 年国内电力行业耗铜量环比增长 6.78%至 788 万吨，占总耗铜量的 47%。

图 37: 规模以上工业发电量:当月值 (亿千瓦时)

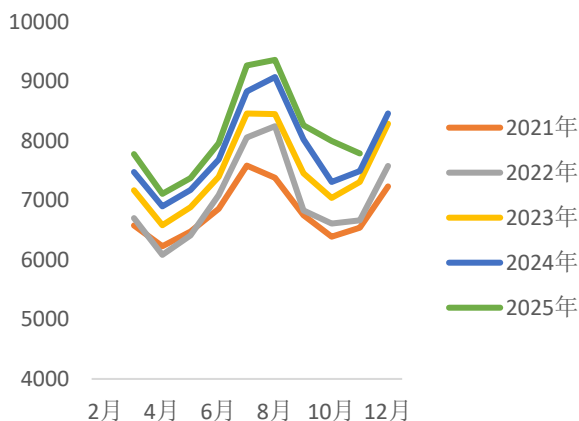
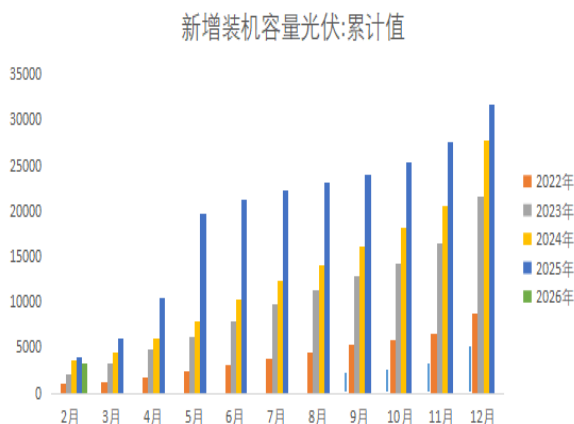


图 38: 新增光伏装机 (GW)



数据来源: Wind, 中辉期货研究院

数据来源: Wind, 中辉期货研究院

图 39: 2026 年各行业耗铜量预测 (万吨)

2026年各行业耗铜量预测							
行业	电力	建筑	家电	交通	机械和电子	合计	环比增速
2026年	788	290	232	230	140	1680	2.75%
2025年	738	328	218	221	130	1635	3.48%
2024年	720	325	212	202	121	1580	2.80%
2023年	705	320	209	193	110	1537	3.57%
2022年	670	310	207	179	118	1484	0.61%

数据来源: Wind, 中辉期货研究院

## 5.2 房地产艰难磨底，沪七条提振信心打造局部小阳春

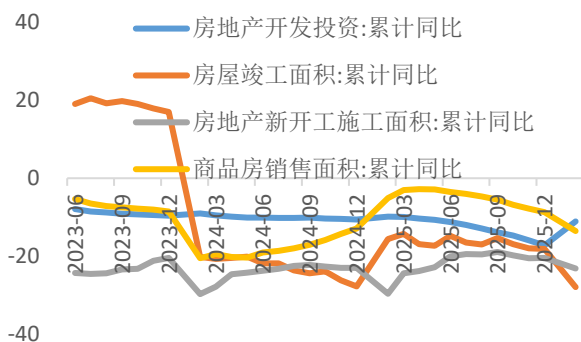
房地产作为经济的重要支柱，上下游产业繁多，房地产及相关行业占总 GDP 比重近 30%，当前国内各地二手房价格几乎普跌 30%-40%，对居民的财富造成了极大的损害，抑制了居民的消费投资意愿，进一步造成了企业生产过剩，价格内卷和企业破产，再又引发失业潮，导致居民对未来收入预期悲观，居民提前还贷去杠杆，增加储蓄，减少支出，最终形成了负反馈螺旋。市场预期仍需要 2-3 年的时间去消化过剩商品房库存，重新树立居民对经济的信心和重建购房意愿。

上海在 2 月 25 日推出的“沪七条”新政，确实像一剂强心针，在节后显著提振了市场信心，让上海楼市成为了全国“小阳春”行情中活跃度最高的城市。但是全国房地产整体局势仍需更多政策托底。房地产市场呈现出明显的“一线热、二线温、三线冷”的分化格局。一线城市因人口流入和资源集聚，需求恢复较快，而广大三四线城市库存高企，去化困难。

2 月全国房地产开发投资额为 9612 亿元，同比下降 11.1%。不过，降幅相较于 2025 年全年收窄了 6.1 个百分点。房屋新开工面积为 5084 万平方米，同比下降 23.1%，处于 2003 年以来的同期最低水平。房屋竣工面积为 6320 万平方米，同比下降 27.9%，降幅较 2025 年 12 月有所扩大，处

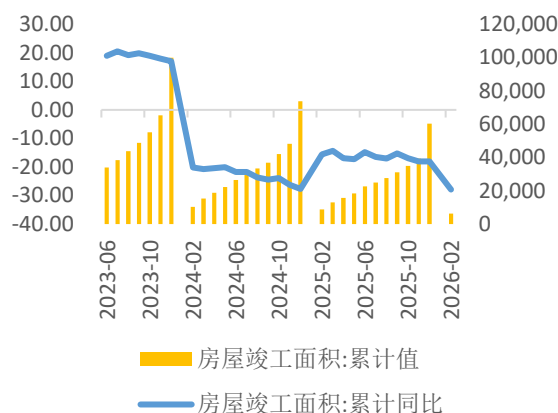
于 2011 年以来的同期最低水平。房屋施工面积为 53.5 亿平方米，同比下降 11.7%。随着房地产竣工面积的回落，预测 2026 年建筑行业耗铜量环比下滑 11.59%至 290 万吨，占总耗铜量的 17%。

图 40：国内房地产表现 (%)



数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 41：房屋竣工面积累计值 (万平方米)

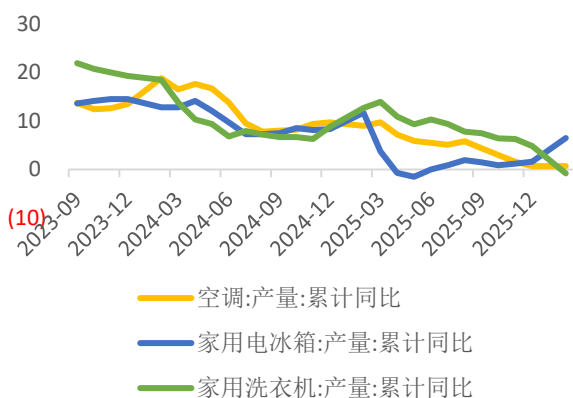


数据来源：Wind，中辉期货研究院

### 5.3 家电消费短期承压，长期看好

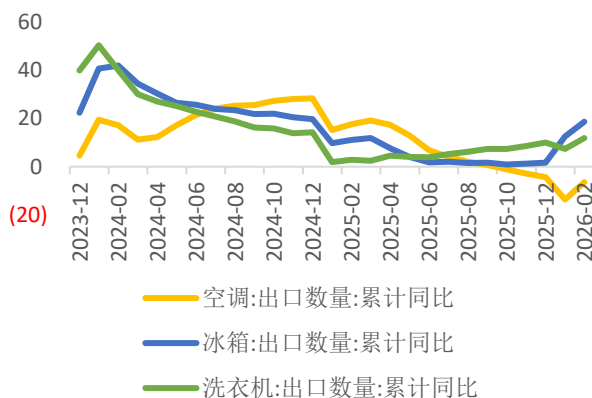
国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，指出支持家电销售企业联合生产企业、回收企业开展以旧换新促销活动。市场权威机构预测 2021 至 2025 年家电行业的铜消费年均复合增速可能为 5.1%，对铜的需求维持韧性。家电行业中空调作为用铜大户，每台空调耗铜量 8KG。

图 42：空调，冰箱，洗衣机产量同比 (%)



数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 43：空调，冰箱，洗衣机出口数量同比 (%)



数据来源：Wind，中辉期货研究院

受春节错期和国补政策延续的影响，1 月份空调零售市场出现回暖。零售量达到 311 万台，同比上涨 12.7%。春节后，市场终端零售压力凸显。2 月份空调零售量仅为 233 万台，同比大幅下滑 25.3%；零售额同比下滑 23.7%。综合来看，2026 年 1-2 月，家用空调整体内销量为 1406.7 万台，同比下滑 3.5%。3 月空调内销排产同比增幅仅为 3.6%，相较于 2025 年同期的 10.6%和 2024 年同期

的 17.6%，增速呈断崖式收窄。企业对后市的观望情绪进一步加重。根据奥维云网（AVC）的最新数据，2026 年 4 月国内空调总排产量同比下滑 9.4%，其中内销排产同比降幅达到 6.8%。这反映出企业为避免库存进一步积压，主动收缩产能。

家电行业短期承压，长期看好，国补退潮带来的阵痛是暂时的。随着房地产销售的企稳及新一轮促消费政策的酝酿，预计下半年家电消费有望重回增长轨道。2026 年受十五五规划提振消费政策和中美贸易摩擦放缓影响，家电消费或维持韧性，预计 2026 年家电行业的耗铜量 232 万吨，环比增长 6.42%，占总耗铜量 14%。

## 5.4 新能源汽车倒春寒，能源危机刺激电车消费

汽车作为新的经济支柱产业，其中新能源汽车更是我国汽车产业弯道超车的重要发力点，根据 IDTeckEx 数据，纯电动汽车（BEV）单辆用铜量达到 83 千克，是燃油汽车用铜量的 3.6 倍。纯电大巴用铜量则更是达到 224-369 千克，是燃油汽车用铜量的 10 倍以上。而充电桩耗铜量差异较大，随车配建的私人充电桩耗铜量约 2-4kg，共用充电桩按照交流和直流区分耗铜量在 8kg-60kg 不等，综合而言，充电桩用铜量均值约 6-8kg。

2026 年一季度的最新数据，中国汽车市场呈现出“内销承压、出口强劲、新能源历史性反超”的鲜明特征。1-2 月汽车产销分别累计完成 412.2 万辆和 415.2 万辆，同比分别下降 9.5% 和 8.8%。新能源汽车市场整体处于调整期。其中，新能源汽车累计产量 173.5 万辆，同比下降 8.8%。累计销量 171 万辆，同比下降 6.9%。这主要受春节因素及去年高基数影响。

但出口数据亮眼，1-2 月新能源汽车出口 58.3 万辆，同比增长 1.1 倍（即 110%）。中东局势导致的油价飙升，使得燃油车的使用成本大幅上升。相比之下，电动车的使用成本优势进一步凸显。预计 2026 年新能源汽车行业仍维持高景气，交通行业耗铜量预计 230 万吨，环比增长 4.07%，占总耗铜量 14%。

图 44：汽车销量（万辆）

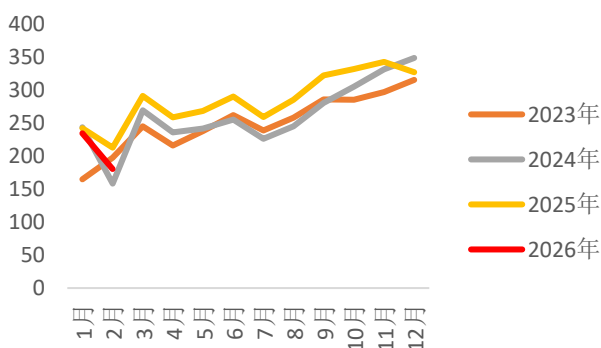
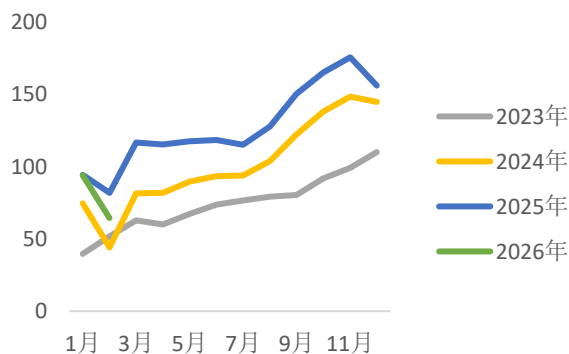


图 45：新能源汽车产量（万辆）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

数据来源：Wind，中辉期货研究院

## 5.5 工业机械和电子增速可观，机器人行业大放异彩

2026 年春节晚会被戏称机器人首届春晚，宇树科技携众多机器人厂商亮相，根据 deepseek 数据，机器人是典型的“电-机一体化”精密设备，其运作高度依赖电力驱动、信号传输和精密控制。铜因其卓越的导电性、导热性、延展性和耐久性，成为其内部不可或缺的关键材料。耗铜量主要取决于机器人的类型、功率、自由度（关节数量）和智能化程度。工业机器人是当前应用最成熟、装机量最大的类别。

根据国际机器人联合会数据，2024 年全球工业机器人年安装量已超 50 万台。假设未来年安装量维持在 50 万台水平，单台机器人耗铜量 35 公斤，而具身智能机器人是未来方向，其结构更复杂，感知和执行器更多，智能化程度更高，因此单机耗铜量远高于传统工业机器人。随着电机绕组用铜量成倍增加，一台高性能仿人机器人电机总耗铜量可能在 80-150 公斤之间，甚至更高。虽然目前该行业处于早期，年产量仅数万台级别，对全球铜需求的直接拉动尚不明显。但其单机耗铜强度揭示了未来的增长潜力。目前，全球机器人行业（以工业机器人为主）年耗铜量约在 15-20 万吨级别，约占全球精炼铜消费量的 0.6%-0.7%。看似占比不大，但这是持续、稳定且快速增长的增量。铜在机器人总成本中占比很小，但其性能至关重要。因此，该领域的需求对铜价波动的敏感性远低于建筑、普通家电等行业，需求韧性极强。

如果全球工业机器人年安装量在未来 5-10 年翻倍，同时具身机器人开始规模化量产，则机器人行业年耗铜量有望增长至 50 万吨以上的规模，成为不可忽视的需求力量，成为与“绿色能源”和“AI 数据中心”并列的三大高端增长引擎之一。预计 2026 年整个机械和电子行业的耗铜量 140 万吨，环比增长 7.69%，占总耗铜量 8%。

图46：全球机器人耗铜量（吨）

全球机器人行业耗铜量					
机器人类型	单台耗铜量 (KG)	2025年产量 (万台)	年耗铜量 (吨)	2026 (E)年产量 (万台)	年耗铜量 (吨)
工业机器人	18-35	65	11700-22750	120	21600-42000
服务机器人	8-15	40	3200-6000	90	7200-13500
协作机器人	20-30	25	5000-7500	60	12000-18000
特种机器人	15-25	10	1500-2500	30	4500-7500
仿生机器人	80-150	50	4000-7500	100	8000-15000
合计			25400-46250		53300-96000

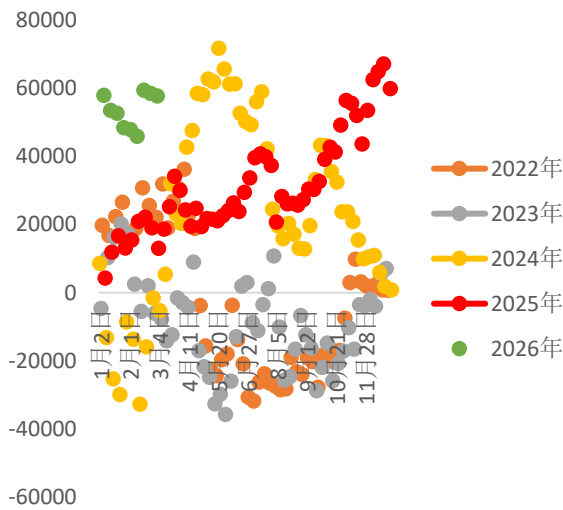
数据来源：Wind，中辉期货研究院

## 5.6 投机热度降温，能化板块虹吸有色板块资金

资金流出主要受宏观层面美联储降息预期降温、以及下游需求“旺季不旺”的担忧影响。市场正在等待新的驱动因素（如库存去化速度或宏观政策利好）来重新吸引资金入场。中东局势的恶化（如美伊谈判僵局、军事冲突风险）直接推高了原油价格。市场预期能源价格将长期高企，资金迅速涌入石油、天然气、煤炭等能化板块进行避险和博弈通胀。

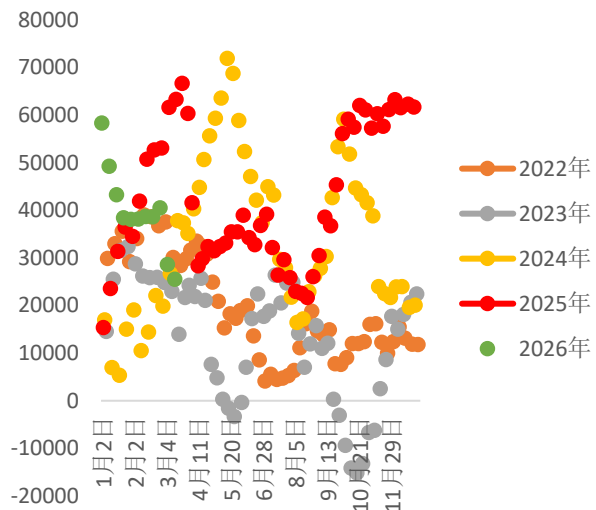
短期市场投机热度降低，能化板块虹吸市场资金，贵金属和有色板块资金净流出。截至 3 月 13 日，LME 铜投机基金净多持仓 25514 手，环比减少 11%。COMEX 铜投机净多头 51666 手，环比减少 10%。3 月 19 日，沪铜期货加权单日净流出高达 13.36 亿元，3 月 23 日净流出 7.43 亿元。

图 47: COMEX:1 号铜:非商业净多头持仓:持仓数量



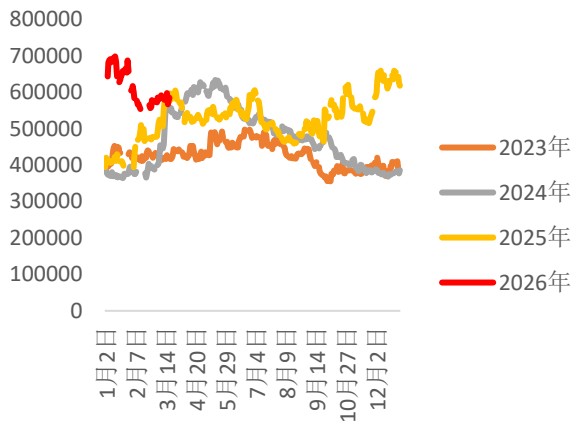
数据来源: Wind, 中辉期货研究院

图 48: LME:铜:投资基金净多头持仓:持仓数量



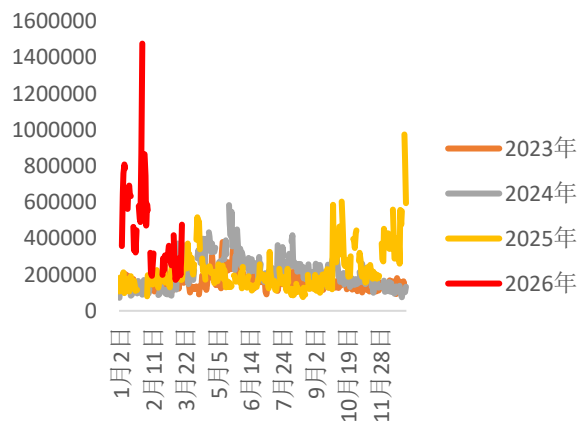
数据来源: Wind, 中辉期货研究院

图 49: 沪铜主力合约持仓量



数据来源: Wind, 中辉期货研究院

图 50: 沪铜主力合约成交量



数据来源: Wind, 中辉期货研究院

## 5.7 2026 年精炼铜供需平衡表预测

2026 年精炼铜整体紧平衡, 在 2026 年全球地缘政治紧张和能源成本飙升的背景下, 中国凭借“能源避风港”和“成本洼地”的双重优势, 正在重塑全球制造业格局, 并直接引爆了对上游铜资源的强劲需求。在 2026 年, 中国不仅是全球的“制造工厂”, 更是全球资金的“避风港”。这种“低电价+全产业链+和平环境”的组合, 正在对海外高成本制造业形成“降维打击”。对于铜而言, 这意味着即便国内地产疲软, “出口+新基建”的双轮驱动也足以支撑铜价维持“易涨难跌、高位运行”的强势格局。

根据前文数据预测, 2026 年全球铜精矿产量 2338 万吨, 环比增速 1.65%, 2026 年全球精炼铜产量 2865 万吨, 增速放缓至 0.53%, 全球精炼铜需求 2900 万吨, 环比增速 1.22%, 全球精炼铜供需缺

口较年报下修至 35 万吨。国内精炼铜总供应 1635 万吨，总需求 1660 万吨，国内精炼铜缺口较年报下修至 25 万吨。

图 51：2026 年全球铜供需平衡表预测（万吨）

2026 年全球铜供需预测（万吨）					
时间	2022	2023	2024	2025	2026E
全球铜精矿产量	2195	2224	2270	2300	2338
环比增速	3.15%	1.32%	2.07%	1.32%	1.65%
中国精炼铜产量	1061	1147	1206	1340	1400
环比增速	3.92%	8.11%	5.14%	11.11%	4.48%
中国精炼铜净进口	330	315	326	271	255
环比增速	4.10%	-4.55%	3.49%	-16.87%	-5.90%
中国精炼铜总供应	1391	1462	1532	1611	1635
环比增速	3.96%	5.10%	4.79%	5.16%	1.49%
中国精炼铜总需求	1413	1539	1535	1633	1660
环比增速	0.50%	8.92%	-0.26%	6.38%	1.65%
全球精炼铜产量	2565	2693	2748	2850	2865
环比增速	2.85%	4.99%	2.04%	3.71%	0.53%
全球精炼铜需求	2597	2690	2720	2865	2900
环比增速	3.06%	3.58%	1.12%	5.33%	1.22%
海外精炼铜总供应	1410	1546	1542	1510	1465
环比增速	21.97%	9.65%	-0.26%	-2.08%	-2.98%
海外精炼铜总需求	1184	1151	1185	1232	1240
环比增速	6.28%	-2.79%	2.95%	3.97%	0.65%
全球精炼铜供需平衡	-32	3	28	-15	-35
中国精炼铜供需平衡	-22	-77	-3	-22	-25

数据来源：Wind，中辉期货研究院

---

## 免责声明：

本报告由中辉期货研究院编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！