

宏观及产业存分歧，铜价波动中重心抬升

主要内容：

本月沪铜主力合约冲高回落，月度涨幅约 5%。2026 年初，全球地缘政治局陷入深度博弈，美国在多个战略方向同时发力，其针对委内瑞拉、格陵兰岛、伊朗、古巴等国的激进行动，不仅引发国际社会强烈震动，更直接冲击全球金融市场，导致美元指数大幅走贬，黄金价格大幅上涨，行情向基本金属蔓延。铜供需矛盾仍聚焦矿端，而美国暂缓对关键矿产加征关税，短期库存流向美国放缓，下游对高铜价承接乏力，基本面供应呈现小幅过剩。

供应方面，近期铜精矿现货加工费负值继续扩大，南美矿山运营干扰及冶炼厂采购活跃推动 TC 加速下行。截止 1 月 23 日，中国进口铜精矿加工费指数 -49.79 美元/吨，较上月末降 4.81 美元/吨。12 月国内大中型冶炼厂产能利用率反弹。SMM 数据显示，12 月 SMM 中国电解铜产量 117.81 万吨，环比升幅 6.8%，同比升幅 7.54%。副产品硫酸、金银价格持续走强，有效弥补了冶炼损失，叠加原料端有废铜或阳极板作为补充，国内精铜产量增幅较大。

需求方面，1 月铜材行业开工率表现分化，汽车板块、两网需求表现向好，白电需求季节性放缓，地产行业进一步探底。整体来看，传统消费领域继续承压，以绿色转型+AI 为代表的新兴领域需求表现较好。

库存方面，全球四地（SHFE+保税区+LME+COMEX）显性库存当前合计 113.50 万吨，较上月同期增加 23.73 万吨。国内方面，下游对价格接受度有所提高，市场订单逐步回升，库存压力略有缓和，但春节假期前后为库存整体将呈现季节性累库。海外方面，美国总统特朗普表示暂不考虑对稀土、锂及铜等关键矿产加征关税，COMEX-LME 套利空间收窄，库存向美国流入速度放缓，在国内出口和 COMEX 虹吸明显下降的情况下，LME 库存速度或加快。

后市来看，全球货币超发，美元大幅贬值，基本金属的货币蓄水池功能得以发挥。淡季期间传统需求略显疲态，新能源与电网订单提供支撑，矿端供应缺口短期难以证伪。当前宏观和产业存在分歧，叠加春节前盘面减仓，铜价波动率预计有所放大，2026 年铜市场紧平衡仍将助力铜价底部重心上移。套利方面，国内社会库存开始去库，但总库存远高于往年同期，预计铜市场 Back 结构仍将维持一段时间。

近阶段主要关注点：全球经济增长及地缘局势、全球绿色转型和新技术发展、美联储货币政策、下游消费及库存变化。

2026 年 1 月 30 日

上海中期交易咨询业务资格：
证监许可【2011】1462 号
研究所 金属研究团队
分析师：李白瑜
从业资格号：F3045241
投资咨询号：Z0014049

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

表 1: 铜相关价格数据

	2025/11/30	2025/12/31	2026/1/31	月度变化 (数值)	月度变化 (百分比)
SHFE 铜主力 (元/吨)	87430.00	98240.00	101340.00	3100.00	3.16%
LME 铜 3 个月 (美元/吨)	11175.50	12496.50	13128.50	632.00	5.06%
美元指数	99.44	98.27	97.50	-0.77	-0.78%
人民币中间价	7.0789	7.0288	6.9843	-0.0445	-0.63%
沪伦比值	7.82	7.86	7.72	-0.14	-1.81%
LME (0-3) 升贴水	44.69	30.39	-66.06	-96.45	-317.37%
CIF 提单溢价	43.00	45.00	18.00	-27.00	-60.00%
上海物贸现货平均升水	115.00	-185.00	-230.00	-45.00	24.32%

表 2: 中国精炼铜表观需求量

(万吨)	2025 年 12 月	环比	同比	累计同比	2025 年 11 月
产量	117.81	+6.8%	+7.54%	+11.38%	+11.76%
进口	44	+2.33%	-21.43%	-6.4%	-4.7%
出口	17.02	-22.62%	+115.78%	+29.8%	+24.1%
表观消费量	144.79	+10.26%	-8.16%	+3.86%	+5.13%

资料来源: 同花顺, 上海中期

主要影响因素分析

一、铜精矿: 冶炼厂采购推动 TC 进一步下行

图 1: 铜精矿进口 TC (周)

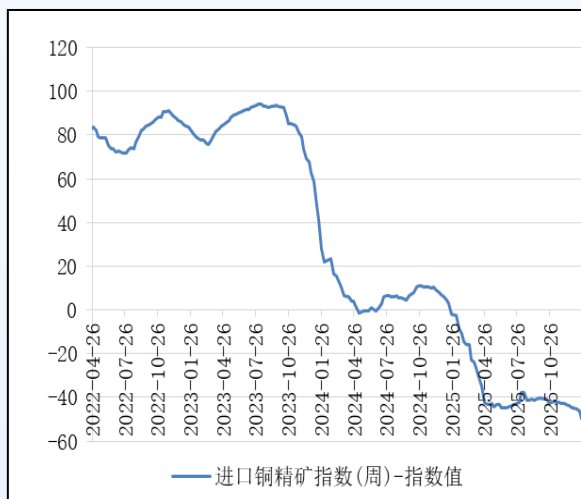
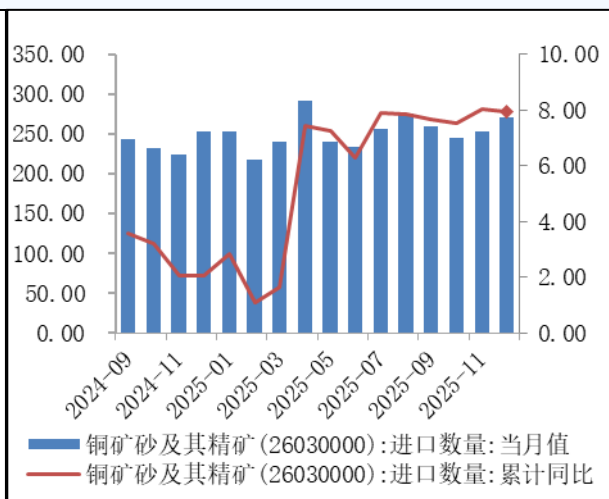


图 2: 铜精矿进口量



资料来源: 同花顺, SMM, 上海中期

近期铜精矿现货加工费负值继续扩大, 智利 Mantoverde 铜矿工人罢工及冶炼厂采购活跃推动 TC 加速下行。截止 1 月 23 日, 中国进口铜精矿加工费指数-49.79 美元/吨, 较上月末降 4.81 美元/吨。2026 年全球铜矿供给预计为 2.3%, 增量预计为 50 万吨(未考虑 Cobre Panama 复产)。其中, Antamina、Kamoa-Kakula、

风险提示: 市场有风险, 投资需谨慎

免责声明: 报告观点仅代表作者个人观点, 不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息, 仅供参考, 并不构成投资建议。据此操作, 风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性, 但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性, 可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响, 分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告, 版权均属于上海中期期货股份有限公司, 未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

El Teniente 等铜矿产量修复，预计带来 18 万吨增量；巨龙铜矿二期、米拉多二期、Oyu Tolgoi、智利 QB2、俄罗斯 Malmyz、印尼 Butu Hijau 等新扩建项目爬产，预计带来 40 万吨的增量；印尼 Grasberg 铜矿分阶段重启，预计当年带来 10 万吨的减量；第一量子 Cobre Panama 铜矿 2026 年有望开启，该矿年产能 35 万金属吨，是今年供应的关键变量，一旦复产将扭转全球铜精矿短缺的局面。

1 月矿山投产进度：1. 西藏巨龙铜业二期建成投产，年矿产铜将达 30-35 万吨，将成为国内采选规模最大、全球本世纪投产的采选规模最大的单体铜矿山。2. 铜陵有色米拉多铜矿二期工程投产时间尚不确定。

进口方面，1-12 月中国累计进口铜矿砂及其精矿 3036.5 万实物吨，累计同比增加 7.8%。随着中国铜粗炼产能的不断增加，2025 年中国铜精矿进口量创历史新高。从来源国来看，中国从智利进口铜精矿 964 万实物吨同比增加 4.39%，中国从秘鲁进口铜精矿 742 万实物吨同比增加 6.12%。

根据国际铜研究小组的数据，2025 年前 11 个月全球铜矿产量同比增长约 1%，其中铜精矿产量增长 0.4%，溶剂萃取-电积法（SX-EW）产量增长 3.5%。主要铜矿品位下降及突发事件，如 5 月的 Kamo a 和 9 月的 Grasberg，显著制约了全球产量增长。

二、冶炼：国内精铜产量维持高位，冶炼厂出口交仓延续

图 3：冶炼企业产能利用率

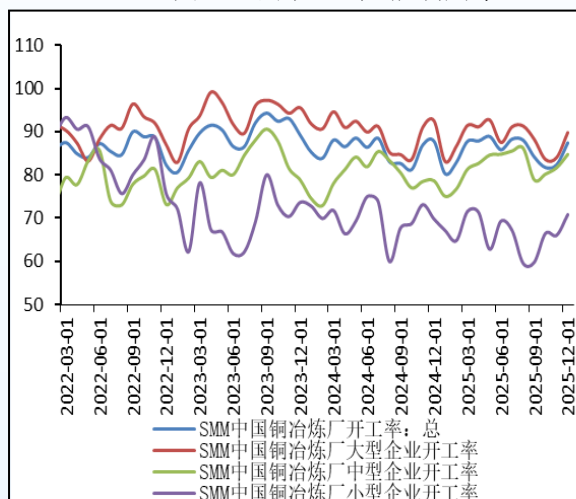


图 5：未锻造的铜及铜材进出口增速

图 4：SMM 电解铜产量

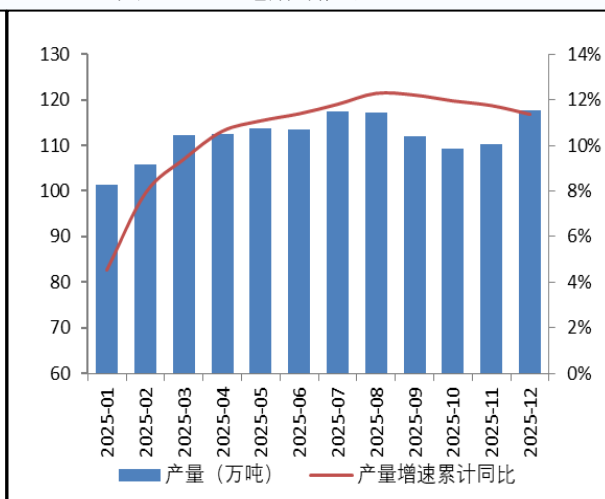
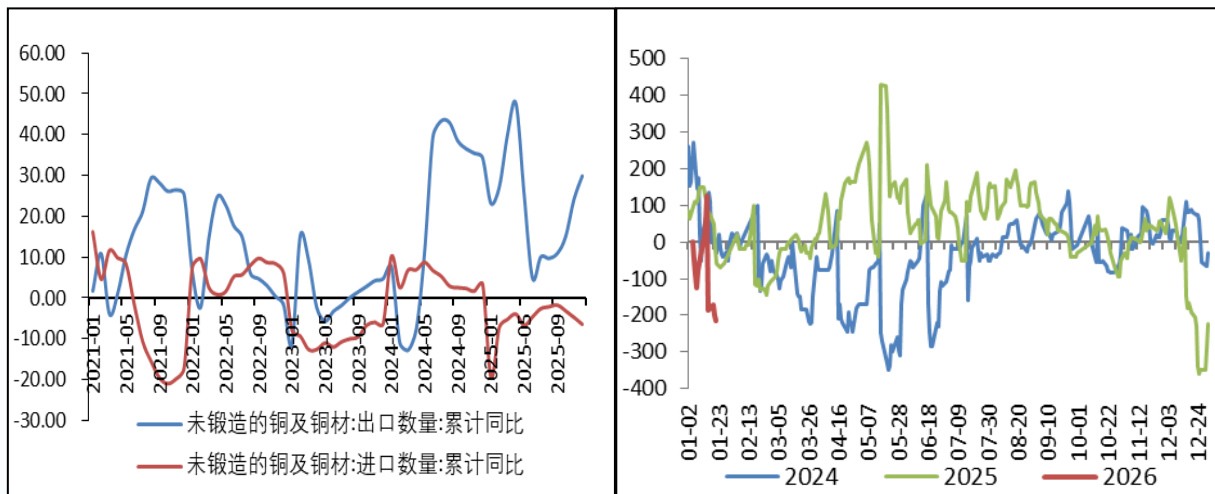


图 6：电解铜现货升贴水

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。



资料来源：SMM, 上海中期

产量方面，12月国内大中型冶炼厂产能利用率反弹。SMM数据显示，12月SMM中国电解铜产量117.81万吨，环比升幅6.8%，同比升幅7.54%。1-12月累计产量1343.26万吨，增幅为11.38%。12月精铜产量维持高位，副产品硫酸、金银价格持续走强，有效弥补了冶炼损失，叠加原料端有废铜或阳极板作为补充，国内精铜产量增幅较大。

进入1月，SMM预计国内电解铜产量环比下降1.45万吨，降幅为1.23%，同比增加15.63万吨，升幅为14.78%。产量下滑的主要原因在于：1）5家冶炼厂有检修计划，涉及粗炼产能105万吨，影响量约为1.9万吨。2）原计划投产的2家冶炼厂，有1家延期至3月。

自从2022年至2026年以来，以中国、印尼等代表的亚洲国家均有多个铜冶炼项目。这直接造成冶炼厂对铜精矿需求快速增加、全球铜精矿供需平衡结果失衡、铜精矿现货和长单TC/RC急速下行等结果。中国推动有色金属高质量发展，对新建产能约束趋于收紧。国内潜在铜粗炼项目面临的审批与落地难度显著增大，新增产能规模呈现收缩趋势。例如湖北强兴新项目、湖南裕能新项目、新疆五鑫扩建项目、豫光金铅扩建项目及广西南国三期项目等均已暂缓推进。

进口方面，中国2025年12月未锻轧精炼铜阴极及阴极型材进口25.97万吨，环比减少4.04%，同比减少30.29%。2025年1-12月份累计进口336.28万吨，同比减少10.41%。12月国内精炼铜进口环比继续表现减少，进口比价长时间亏损，难以支撑铜的清关进口，同时铜价持续上行，下游企业消费受抑明显，贸易商进口积极性有限。

出口方面，中国2025年12月未锻轧精炼铜阴极及阴极型材出口9.62万吨，环比减少32.74%，同比增加473.39%。2025年1-12月份累计出口79.47万吨，同比增加79.72%。国内冶炼厂产量维持高位，同时，进口比价亏损幅度较大，冶炼厂为减轻库存压力，积极布局出口计划。

据国际铜研究小组，2025年前11个月同比增长约4.2%，其中原生铜（从矿石电解或电积）增长4%，再生铜（来自废料）增长5.8%。中国与刚果金合计占全球产量约57%，产量合计增长9%；剔除两国后，全球其他地区产量下降1.7%。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

三、废铜：废铜进口温和增长，政策不确定性制约开工率

本月精废价差落在 2800 元/吨附近，较上月末收窄 580 元/吨。出于对“反向开票”合规风险的规避，再生铜杆企业倾向于采购进口再生铜原料或国产含税再生铜原料，废产阳极板企业原料采购已几乎全部转向含税再生铜原料，含税废铜的需求边际改善。

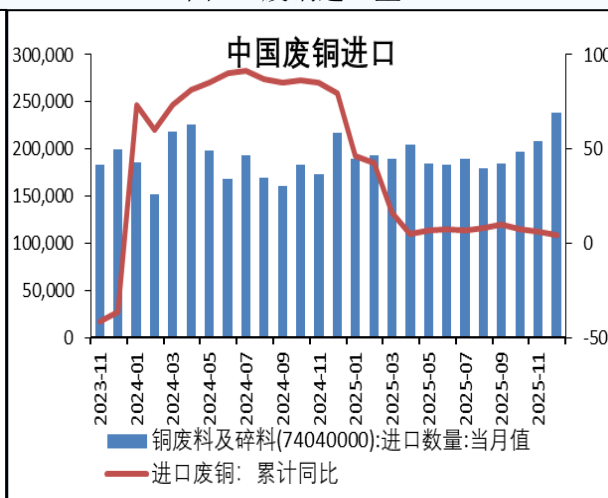
供应方面，我国对废铜的进口依赖度非常高，海关数据显示，2025 年中国再生铜原料进口量达 234.27 万实物吨，同比增长 4.1%。在国内电解铜产能扩张、铜精矿供应持续紧张的背景下，再生铜原料成为冶炼端不可或缺的原料补充。由于国内供应增量有限，无论是铜加工端还是冶炼端，均对海外原料存在刚性需求。从供应结构看，我国再生铜原料进口多元化趋势进一步增强。日本位居第一大供应国，占总进口量比重 15.42%；泰国为第二大来源国，占比 13.84%；中美贸易摩擦升级后，中国对美商品加征 10% 关税反制，美国占比下降至 6.02%；马来西亚海关自 2025 年起实施了严格的再生铜原料进口新规，加大对固体废物及带皮电线电缆的打击力度，导致其本土拆解与冶炼业务萎缩，进口占比下降至 5.53%。全球再生铜贸易格局重塑。

需求方面，再生铜原料流向冶炼端的比例持续提升。据 SMM 统计，2025 年国内再生铜原料冶炼量达 214 万金属吨，占总消费量的 40.3%；而加工量则降至 316.4 万金属吨，占比 59.7%。这一变化主要源于两大动因：其一，铜精矿加工费长期处于低位甚至负数，迫使冶炼企业加大废产阳极板的使用以缓解成本压力；其二，“反向开票”政策的推行与“770 号通知”的出台，虽然长期利于行业票据规范化，但短期内显著增加了中小型再生铜加工企业的税务成本，致使大量企业暂停生产、观望政策，原料因此更多流向执行长协、生产稳定的废产阳极板及冶炼企业。

图 7：精废价差



图 8：废铜进口量



资料来源：SMM, 上海中期

四、库存：COMEX-LME 套利空间收窄，库存向美国流入速度放缓

图 9：全球电解铜库存

图 10：上期所电解铜库存

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

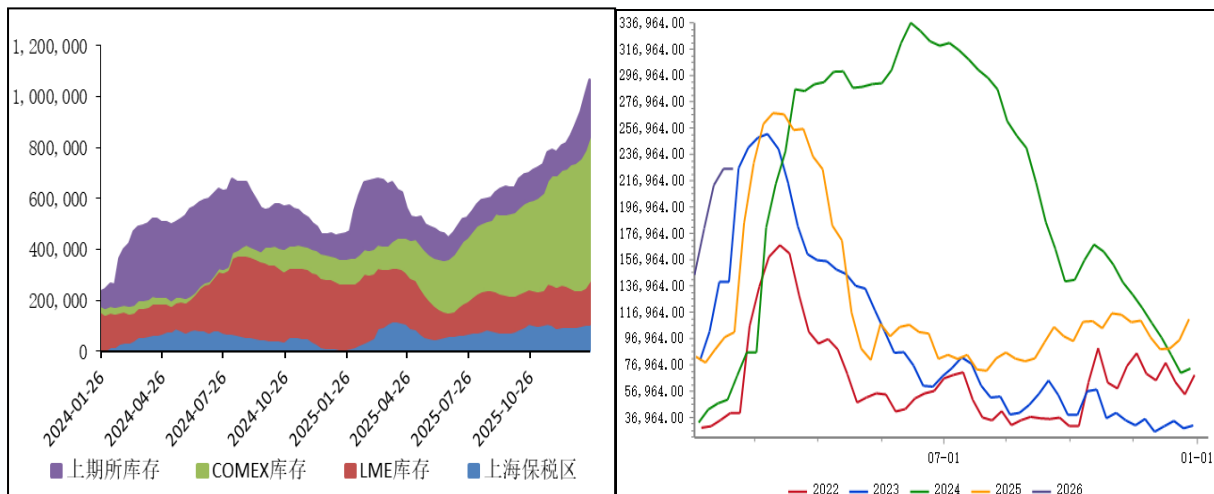
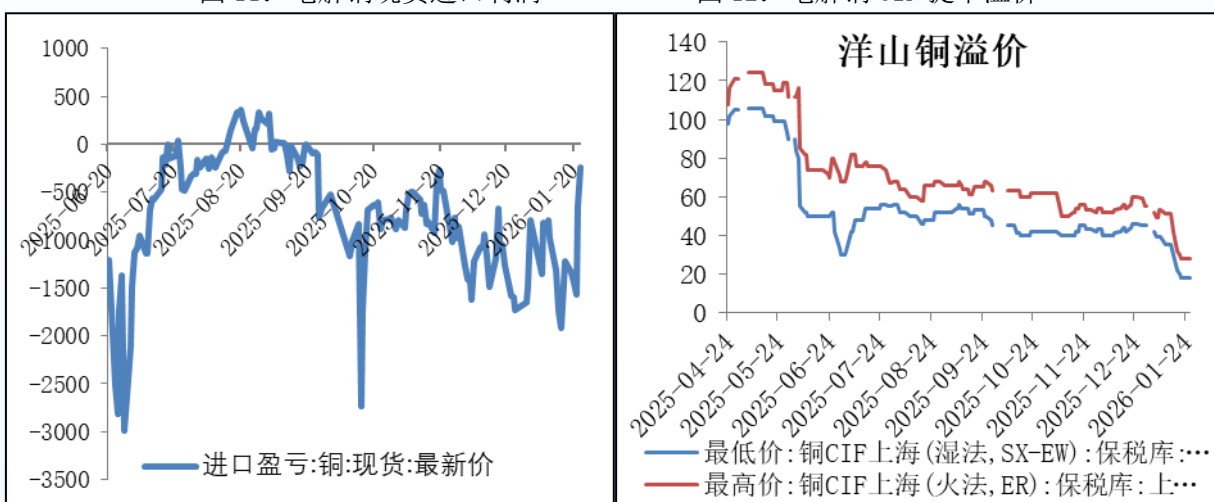


图 11：电解铜现货进口利润

图 12：电解铜 CIF 提单溢价



资料来源：同花顺、上海中期

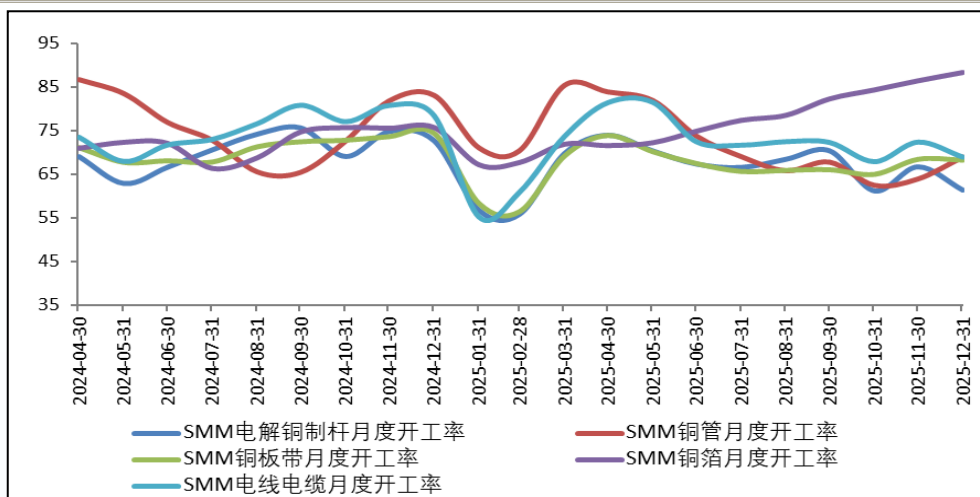
库存方面，截止 1 月 30 日，上期所阴极铜库存 22.59 万吨，较上月末增加 11.42 万吨；保税库存 10.04 万吨，较上月末增加 0.38 万吨；LME 库存 17.24 万吨，较上月末增加 1.53 万吨，其中欧洲库存 1.40 万吨（-0.05 万吨），亚洲库存 14.71 万吨（+0.45 万吨），北美库存 1.13 万吨（+1.13 万吨）；COMEX 库存 63.39 万吨，较上月末增加 10.16 万吨。总体来看，全球四地（SHFE+保税区+LME+COMEX）显性库存当前合计 113.50 万吨，较上月同期增加 23.73 万吨。后市来看，国内方面，下游对价格接受度有所提高，市场订单逐步回升，库存压力略有缓和，但春节假期前后为库存整体将呈现季节性累库。海外方面，美国总统特朗普表示暂不考虑对稀土、锂及铜等关键矿产加征关税，COMEX-LME 套利空间收窄，库存向美国流入速度放缓，在国内出口和 COMEX 虹吸明显下降的情况下，LME 库存速度或加快。

五、消费：下游开工季节性走弱，两网、汽车及新兴领域需求较好，地产、空调需求平淡

图 13：铜加工材开工率

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

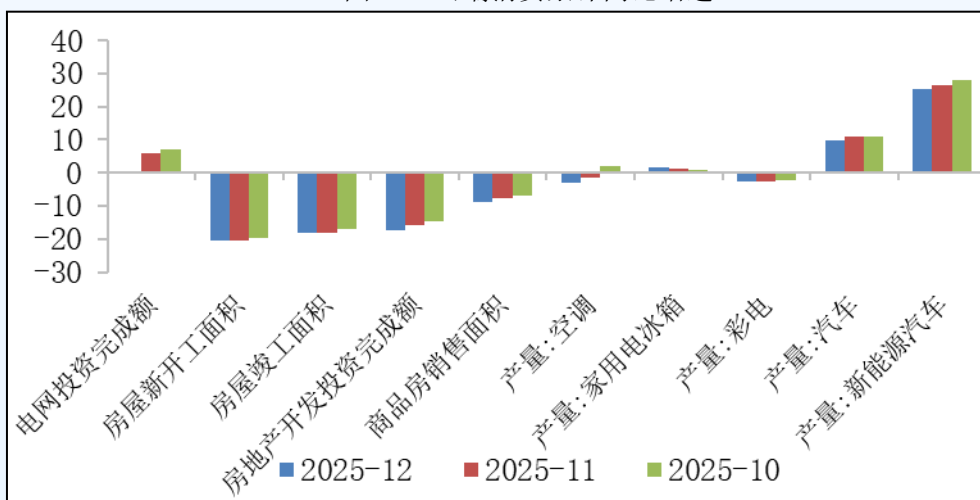


资料来源：SMM、上海中期

铜材加工方面,1月16日-1月23日国内主要精铜杆企业开工率为67.98%,环比增加10.51个百分点,同比增加16.03个百分点。铜线缆企业开工率58.71%,环比增加2.72个百分点,同比增加15.87个百分点。开工率显著回升主要受两方面驱动:一是春节临近,企业加速生产以满足节前备货需求;二是铜价回调刺激下游订单回暖,成品库存得以去化,企业顺势加大排产以补充库存并保障交付。在铜价企稳及节前备货需求持续释放的支撑下,消费端预计维持改善态势。

细分领域来看,电线电缆方面,电网类和新能源汽车类订单保持稳定向好,建筑行业进入施工淡季;铜管方面,空调内外销有所回暖,产业在线数据显示,1月家用空调内销排产较2025年销售实绩增加8.9%,出口排产较2025年出口实绩增长1.2%;铜箔方面,锂电铜箔获动力端和储能端需求共同支撑,电子电路铜箔因AI服务器订单和3C电子季节性备库而增长。

图 14: 终端消费累计同比增速



资料来源：同花顺、上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

终端需求来看，电力电网方面，据国家能源局数据，2025 年全年电网工程完成投资 5604 亿元，同比增长 5.9%，电源工程完成投资 8500 亿元，同比下降 1.8%。国家电网“十五五”规划正式出炉，固定资产投资预计达到 4 万亿元，较“十四五”增长 40%。南方电网宣布 2026 年固定资产投资 1800 亿元，连续五年创下新高，预计“十五五”总投资约 1 万亿元。由于我国电网建设滞后于电源，配电网建设滞后于输电网，传统电网容量难以满足消纳需求。“十五五”政策期间，国家电网将加快建设新型能源体系、持续提升新能源供给比重、初步建成主配微协同的新型电网平台，拉动铜需求增长。**房地产方面**，国家统计局数据显示，1 月全国房地产开发投资同比下降 17.2%，较前值降幅扩大 1.3 个百分点；1 月房屋新开工面积下降 20.47%，降幅收窄 0.11 个百分点；1 月房屋竣工面积下降 18.1%，降幅扩大 0.1 个百分点。领先指标方面，1 月商品房销售面积下降 8.7 个百分点，降幅扩大 0.9 个百分点。地产基本面继续走弱，新房销售量价指标继续磨底，房屋新开工面积和竣工面积双降，反映开发商资金紧张并对未来信心不足。中央经济工作会议提出着力稳定房地产市场，今年地产支撑政策进一步加码。据悉，监管部门已不再要求每月上报“三道红线”相关数据，房企融资约束放宽，有利于地产行业企稳。**汽车消费方面**，1 月 1 日至 18 日，中国乘用车零售销量仅为 67.9 万辆，同比骤降 28%；其中新能源车售出 31.2 万辆，同比下降 16%。乘联会 1 月 21 日发布数据并指出，政策调整是销量下滑主因。自 2014 年起实施的新能源汽车免征购置税政策将于 2026 年起退坡，届时将恢复 5% 的购置税，引发消费者提前观望或延后购车，导致市场短期承压。**白色家电方面**，据产业在线数据，2 月家用空调排产 1149 万台，较去年同期生产实绩下降 31.6%。在去年内外销高基数，及国补效应递减的背景下，空调及其他家电销售有所承压。

总结与关注

本月沪铜主力合约冲高回落，月度涨幅约 5%。2026 年初，全球地缘政治格局陷入深度博弈，美国在多个战略方向同时发力，其针对委内瑞拉、格陵兰岛、伊朗、古巴等国的激进行动，不仅引发国际社会强烈震动，更直接冲击全球金融市场，导致美元指数大幅走贬，黄金价格大幅上涨，行情向基本金属蔓延。铜供需矛盾仍聚焦矿端，而美国暂缓对关键矿产加征关税，短期库存流向美国放缓，下游对高铜价承接乏力，基本面供应呈现小幅过剩。

供应方面，近期铜精矿现货加工费负值继续扩大，南美矿山运营干扰及冶炼厂采购活跃推动 TC 加速下行。截止 1 月 23 日，中国进口铜精矿加工费指数 -49.79 美元/吨，较上月末降 4.81 美元/吨。12 月国内大中型冶炼厂产能利用率反弹。SMM 数据显示，12 月 SMM 中国电解铜产量 117.81 万吨，环比升幅 6.8%，同比升幅 7.54%。副产品硫酸、金银价格持续走强，有效弥补了冶炼损失，叠加原料端有废铜或阳极板作为补充，国内精铜产量增幅较大。

需求方面，1 月铜材行业开工率表现分化，汽车板块、两网需求表现向好，白电需求季节性放缓，地产行业进一步探底。整体来看，传统消费领域继续承压，以绿色转型+AI 为代表的新兴领域需求表现较好。

库存方面，全球四地（SHFE+保税区+LME+COMEX）显性库存当前合计 113.50 万吨，较上月同期增加 23.73 万吨。国内方面，下游对价格接受度有所提高，市场订单逐步回升，库存压力略有缓和，但春节假期前后为库存整体将呈现季节性累库。海外方面，美国总统特朗普表示暂不考虑对稀土、锂及铜等关键矿产加征关税，COMEX-LME 套利空间收窄，库存向美国流入速度放缓，在国内出口和 COMEX 虹吸明显下降的情况下，LME 库存速度或加快。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

后市来看，全球货币超发，美元大幅贬值，基本金属的货币蓄水池功能得以发挥。淡季期间传统需求略显疲态，新能源与电网订单提供支撑，矿端供应缺口短期难以证伪。当前宏观和产业存在分歧，叠加春节前盘面减仓，铜价波动率预计有所放大，2026 年铜市场紧平衡仍将助力铜价底部重心上移。套利方面，国内社会库存开始去库，但总库存远高于往年同期，预计铜市场 Back 结构仍将维持一段时间。

近阶段主要关注点：全球经济增长及地缘局势、全球绿色转型和新技术发展、美联储货币政策、下游消费及库存变化。

（正文结束）

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。