



【鑫期汇】铜专题报告：铜重返10万之上是宏观修复、供应硬约束与结构性需求共振下的铜超级周期再确认

摘要：2026年4月中旬，沪铜主力合约时隔一个月强势重返10万元/吨之上，LME三个月期铜同步突破1.3万美元/吨关口，完全收复3月下旬跌幅。本轮上涨并非单一因素驱动，而是地缘政治缓和带来的宏观情绪修复、硫酸供应链危机形成的供应硬约束、加工费历史性负值引发的冶炼端博弈，以及电网投资与AI算力基建带来的结构性需求韧性等多重因素共振的结果。本文系统梳理本轮铜价上涨的核心逻辑，并对2026年剩余时间的行情演进路径进行前瞻性展望。

一、宏观情绪修复：从地缘恐慌到风险偏好的范式转换

1.1 中东局势进入“低烈度博弈”新阶段

4月以来，市场围绕美伊冲突的博弈出现关键性缓和。尽管双方首轮高级别谈判未能达成实质性协议，但谈判窗口的持续敞开标志着最危险的“误判—报复—螺旋式升级”链条已被实质性切断。当前双方的战略重心已从“如何打赢”转向“如何谈成”，中东局势正进入一个低烈度、高频率、局部震荡但总体可控的新博弈阶段。这一转变对大宗商品市场具有深远意义：3月下旬市场计价的是“霍尔木兹海峡全面封锁”的尾部风险，而当前市场开始重新定价“供应链扰动但物流通道部分恢复”的基准情景。地缘风险溢价的回落直接改善了全球风险资产的定价环境，铜作为兼具商品属性与金融属性的工业金属龙头，成为宏观情绪修复的最大受益者之一。

1.2 美元下行与全球流动性再平衡

地缘缓和带动美元指数从4月初的100.50上方持续回落。美元走弱通过两条路径利好铜价：

- 1) 计价效应：铜以美元计价，美元贬值直接降低非美货币持有者的采购成本，刺激中国、欧洲等关键消费区域的补库需求。历史数据显示，美元指数与铜价的负相关性在地缘冲突期间往往增强，因避险资金流动放大汇率波动。
- 2) 流动性效应：美元回落通常伴随全球美元流动性条件改善，降低新兴市场国家的美元债务偿付压力，间接支撑其基础设施投资和制造业活动。考虑到中国、印度、东南亚等铜消费主力经济体对美元融资的敏感度，这一传导机制不容忽视。

二、供应端硬约束：硫酸危机与湿法炼铜体系的脆弱性

2.1 霍尔木兹海峡：全球硫磺贸易的“咽喉”

中东局势对铜市场的冲击远不止于宏观情绪层面，更是通过硫磺—硫酸—湿法炼铜这一关键供应链形成实质性供应约束。霍尔木兹海峡承担着全球约45%的硫磺贸易运输，其物流受阻直接推升国际硫磺价格，并沿产业链快速传导至硫酸市场。



智利作为全球最大铜生产国，年均硫酸进口量超过100万吨，短期内硫酸到岸价格已上涨约44%。更具系统性风险的是刚果（金）的湿法冶炼体系：该国约90%的硫磺进口依赖中东地区，而湿法炼铜工艺中，每吨电解铜消耗硫酸2—6吨，硫酸成本在总生产成本中占比显著。



图1：我国硫酸（98%）市场价 数据来源WIND

2.2 非洲铜带：湿法产能的“断供”风险

当前刚果（金）硫酸到岸价已突破1,000美元/吨，当地冶炼厂原料库存仅维持4-6周安全水平。据行业估算，非洲地区月度湿法铜减产规模已达3万—5万吨，该数字看似不大，但若放在全球精铜供需常年维持紧平衡（年均缺口仅10万—20万吨）的背景下审视——非洲湿法铜的边际减量足以扭转全球季度供需平衡表。刚果（金）一季度铜出口同比下降14.6%至95.5万吨，主要受矿山化工品供应紧张影响。这验证了供应链扰动已从“预期阶段”进入“现实冲击阶段”。若霍尔木兹海峡运输瓶颈持续，全球湿法铜产能（约占全球原生铜供应的15%—20%）面临系统性考验，而火法冶炼工艺短期内难以完全弥补这一结构性缺口。

三、加工费历史性负值：冶炼端的“生死线”博弈

3.1 TC/RC跌入极度负区间：矿端与冶炼端的利益再分配

铜精矿加工费（TC/RC）是衡量铜矿供应紧张程度的核心指标，也是矿商与冶炼厂利润分配的关键锚定。2025年末，中国冶炼厂与智利矿商安托法加斯塔敲定的2026年长单加工费已降至0美元/吨与0美分/磅的历史性低位，标志着铜精矿市场正式进入“卖方定价”时代。



截止4月17日，我国进口矿加工费TC指数进一步下探负79.77美元/干吨。在亏损压力下，国内冶炼厂已启动实质性减产，其中中国铜原料联合谈判组（CSPT）成员企业计划减产10%以上。



图2：我国TC费用 数据来源WIND

3.2 硫酸收益：冶炼厂的“救命稻草”与潜在风险

冶炼副产品收益在一定程度上填补了加工费亏损。2026年受中东地缘局势导致硫磺供应紧张、磷酸铁锂电池等新兴产业爆发式增长影响，硫酸价格持续坚挺，正是硫酸的丰厚收益，支撑火法冶炼厂在“倒贴”模式下维持高开工率，形成“东方不亮西方亮”的盈利结构。

硫酸价格因供应中断而跳涨，缺乏自有酸厂或长期供应协议的湿法冶炼企业将面临更大的现金流压力，行业性减产可能从“计划”加速走向“现实”。

四、国内库存持续去化：需求韧性的三重验证

4.1 库存去化速度超预期

国内铜库存自3月中旬以来进入快速去化通道。上海期货交易所监测日仓单自3月12日32.6万吨持续下降，截止4月20日为13万吨，降幅60%。同期社会库存从3月9日的59万吨降至最新的28万吨，降幅超50%。持续去库主要受三方面驱动：



- 1) 价格回调后的补库潮。3月份铜价回调至93,000-95,000元/吨区间后，下游补库意愿显著增强。现货端转为升水状态，洋山铜溢价维持在每吨65美元左右的相对高位，反映中国进口需求依然坚挺。
- 2) 电网投资超预期。2026年1—2月中国电网投资完成额同比激增92.1%，电力投资加速落地是春节后铜库存快速去化的主要驱动力。变压器企业满负荷生产且海外订单排产至2027年，电力设备用铜需求呈现“淡季不淡”特征。
- 3) 废铜供应偏紧的替代效应。反向开票政策全面落实后，带票货源紧张，冷料供应收紧，叠加铜精矿市场持续供不应求，精铜对废铜的替代需求上升。尽管精废杆价差回归优势线，但废铜产量下降导致替代有限，订单继续向精铜杆转移。

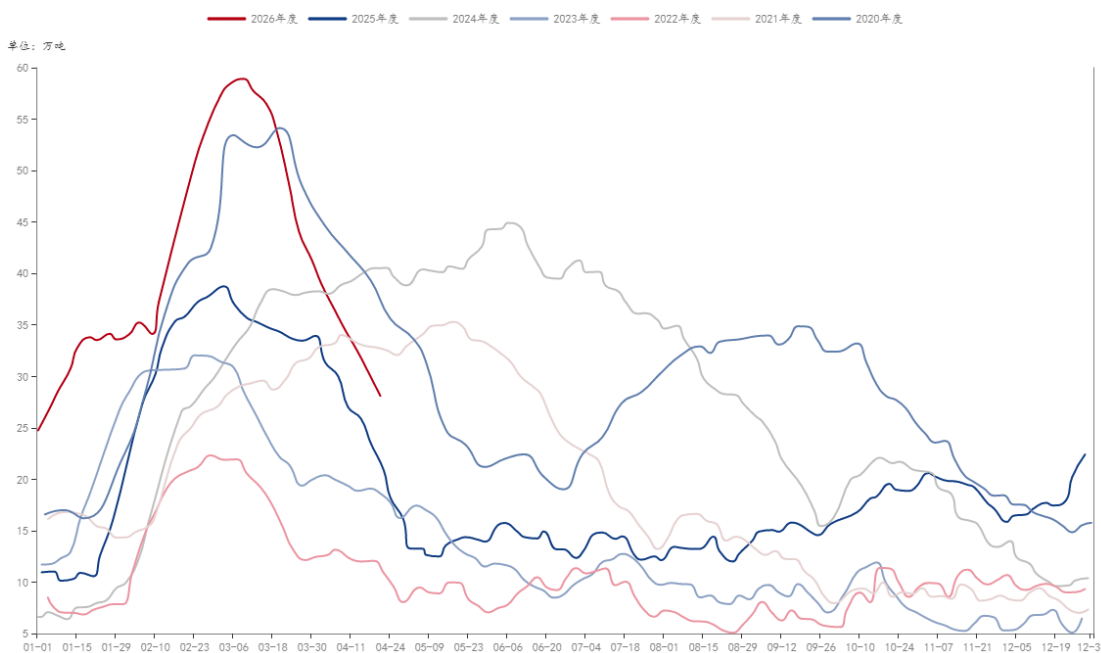


图3：铜社会库存 数据来源MS

4.2 下游开工率的结构性分化

下游铜材需求呈现“电力强、地产弱”的结构性特征。铜杆企业开工率虽因铜价上涨小幅回落，但仍高于去年同期；铜管、铜棒企业受空调排产和新能源装机拉动，开工率维持高位。值得注意的是，房地产等传统用铜大户的疲软，使得高位铜价缺乏广泛的接盘力量，现货市场已出现局部“有价无市”的局面，这是短期需要警惕的风险信号。

五、成本推升与能源价格波动：原油高位的传导机制

5.1 能源成本向铜产业链的渗透

中东美伊冲突后原油高位震荡，通过成本推升、供应链扰动与通胀预期自我强化三条路径，对全球工业品形成显著的正面（上涨）影响：



- 1) 直接成本端：能源密集型工业品生产曲线整体上移。能源价格波动直接推升铜矿生产成本，智利国家铜业公司（Codelco）因燃料和投入成本上涨，生产成本每磅增加10美分。国内方面，二季度为炼厂传统检修季，在原料双重挤压下，国内精铜产量预计逐月下降。
- 2) 供应链端：除前文所述的硫酸危机外，原油高位还推升全球海运成本、矿山柴油消耗及电力采购价格。对于地处偏远、依赖长途物流的矿山（如智利北部、秘鲁安第斯山区），能源成本上升对C1现金成本的侵蚀尤为显著。
- 3) 通胀预期端：虽然短期形成“滞胀”定价，3月初以来美元阶段性走强一度压制有色的金融属性，但能源成本向工业品的传导具有刚性——铜成本曲线底部抬升限制下行空间。若冲突长期化，能源转型投资与战略囤储需求将叠加成本推动，放大工业品的结构性上涨压力。

5.2 “滞胀”环境下的铜价悖论

当前宏观环境呈现“滞胀”特征：一方面，高油价推升生产成本和通胀预期；另一方面，全球经济增速放缓压制工业金属需求。这种环境下，铜价面临“成本支撑”与“需求压制”的博弈。

历史经验表明，在滞胀初期，成本推动效应往往占主导，铜价表现相对抗跌；但若滞胀持续并引发货币政策过度紧缩，需求破坏最终将压倒成本支撑。当前铜价能够突破10万元关口，说明市场认为当前仍处于“滞胀早期”，供应约束和成本推升的逻辑强于需求衰退的担忧。

六、结构性需求增长：从传统电力到AI算力的“铜密集型”未来

6.1 电网投资：铜消费的“压舱石”

铜需求端呈现传统领域稳健、新兴领域爆发式增长的结构特征。国家电网“十五五”规划明确总投资达4万亿元，较“十四五”时期增长40%，其中2026年电网投资预计约8,000亿元，同比增长10%。特高压、配电网智能化、储能配套及充电桩四大核心领域直接拉动电力行业用铜需求稳步攀升。

特高压直流输电线路每公里用铜量约80—100吨，配电网改造中变压器、开关柜等设备用铜密度高，而充电桩的铜用量是传统加油站基础设施的10倍以上。在“双碳”目标下，电网投资已从周期性刺激工具转变为结构性增长引擎，为铜消费提供长期底部支撑。

6.2 AI算力基建：铜需求的“第二曲线”

更具想象空间的是AI算力基建带来的铜需求增量。AI数据中心的用铜量远高于传统数据中心，

AI服务器：用铜量是传统服务器的3倍，主要增量来自高速连接器、电源系统和散热模块。

液冷技术：普及进一步提升用铜密度，液冷管道、热交换器均需大量铜材。



电力基础设施：变压器作为电网核心设备，其绕组铜材占材料成本约30%。国外电网老化叠加AI数据中心升级，形成电力设备全产业链超级需求闭环，变压器出口订单已排至2027年。

今年美国已要求大型科技企业自备电力、自建电厂以应对AI发展带来的巨大电力需求，干式与箱式变压器成为“战略物资”。摩根士丹利预测2026年AI算力领域用铜量将达71万吨，年复合增长率51%。摩根大通大宗商品研究团队预计，到2026年仅AI数据中心建设带来的铜需求增量将达到47.5万吨。在全球铜市常年处于紧平衡、年均缺口仅为10万—20万吨的背景下，这一增量将对供需平衡表产生显著影响，相当于每年新增一个中等规模消费国的需求量。

6.3 新能源与电动车的持续拉动

除电网和AI外，光伏、风电、电动车等新能源领域继续贡献稳定增量。2026年全球光伏装机容量预计超400GW，风电装机维持高位，电动车渗透率持续提升。据国际铜业协会（ICA）数据，电动车单车用铜量是传统燃油车的3-4倍，充电桩、电池、电机等部件均高度依赖铜材。这些领域的用铜需求虽增速较前几年边际放缓，但绝对增量依然可观，且具备长期持续性。

七、后市展望：超级周期的中继还是尾声？

7.1 短期：高位震荡，波动加剧

短期来看，铜价经历修复性上涨后，预计维持高位震荡格局。

1) 支撑因素：

供应端硬约束未解：刚果（金）湿法铜减产、全球铜精矿短缺、硫酸供应链风险持续；

需求端电力与新能源领域增长强劲，国内“十五五”电网投资预期增长40%，AI数据中心建设拉动变压器需求；

库存去化趋势有望延续，主要去库来自中国。

成本曲线底部抬升：能源价格维持高位，铜矿生产成本中枢上移，限制价格下行空间。

2) 风险点：

中东地缘政治反复仍可能引发避险情绪回潮，美伊局势仍是行情的主要影响因素之一，若消息面恶化，铜价或再度转入阶段性下跌。近期铜价快速反弹至10万元上方后，下游采购已现观望情绪，高价对需求的抑制效应需要警惕。现货市场出现局部“有价无市”局面，房地产等传统用铜大户的疲软，使得高位铜价缺乏广泛的接盘力量；若全球经济数据进一步恶化，“滞胀”可能转向“衰退”，需求破坏风险将上升。

7.2 中长期：超级周期尚未走完

中长期而言，铜市“供应紧平衡+需求结构性增长”的核心逻辑未变。全球矿山受品位下滑、资本开支不足及产区扰动（社区冲突、环保约束、政策不确定性）制约，而新能源、电网升级



与AI算力基建提供超越传统周期的需求引擎。我们维持2025年年初以来对于铜处于超级周期的判断。

从周期规律看，1900年以来过去100年的铜价走势呈现极强周期特征，每一轮大的上升周期为10年左右。本轮上升周期从2019年启动，若10年周期规律有效，本轮上升周期将持续至2029年，铜价牛市尚未走完。

7.3 2026年剩余时间的三大催化因素

催化一：宏观情绪的进一步修复。若中东冲突彻底结束或达成阶段性协议，市场风险偏好将显著提升，叠加美元再度进入降息周期（当前市场预期2026年美联储或仅有1—2次降息，若通胀回落速度超预期，降息空间将打开），铜的金融属性将得到释放。

催化二：美国铜关税预期。美国加征进口铜关税预期持续升温，可能引发类似2018年铝关税事件的“抢运潮”和“区域价差扩大”，LME铜价将获得额外溢价支撑。

催化三：海外冶炼厂集中减产。若加工费维持深度负值且硫酸收益萎缩，海外冶炼厂（特别是欧洲、非洲高成本产能）可能集中官宣减产，从供应端为铜价提供新一轮上涨动力。

八、投资策略与操作建议

单边策略：供应端减产支撑明确，需求中期向好，全球库存有望继续去化，铜价仍有上涨空间。当前价位下需谨慎对待追高风险，回调至98,000-100,000元/吨（沪铜）或12,500-12,800美元/吨（LME）区间布局更为稳妥。

套利策略：关注内外盘比价变化，国内库存去化快于海外时，沪铜-LME正套机会值得关注；同时关注精废价差，若废铜供应持续紧张，精铜升水可能扩大。

风险管理：建议密切跟踪以下指标：

- 1) LME库存去化持续性 & 注销仓单比例变化；
- 2) 美伊谈判进展与霍尔木兹海峡航运数据；
- 3) 国内电网投资月度完成额与变压器企业开工率；
- 4) CSPT加工费谈判进展及冶炼厂实际减产落地情况；
- 5) 硫酸价格与非洲铜带物流状况。

结语：“

本轮铜价重返10万元关口，不仅是短期宏观情绪修复的结果，也是铜市深层供需矛盾的一次集中暴露。在供应端受限于资源瓶颈和供应链脆弱性、需求端受益于能源转型和AI革命的双重驱动下，铜的“超级周期”叙事正在从预期走向现实。尽管短期波动难免，但中长期来看，铜作为“电气化时代的石油”，其战略价值与价格中枢的系统性抬升已难以逆转。



汉典八字“铜山西崩，洛钟东应”，恰成今日铜的最好注脚：铜作为“战略命脉资源”，凡触铜脉者，皆如千里之外的洛钟，一崩即万鸣；谁握矿脉，谁便握住了全球高科技链条的第一枚多米诺骨牌。



注意事项

本报告仅供与本公司签约交易咨询服务的客户参考。

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究 创造价值”的理念，深谙“见微知著 臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

章孜海

期货从业资格：F03117293

投资咨询资格：Z0019353

邮箱：zhangzh@shhxqh.com

华鑫期货有限公司研究所

地址：上海市徐汇区云锦路277号9F、10F（电梯楼层10F、11F）

邮编：200000

电话：400-186-8822



华鑫期货



华鑫研究（鑫期汇）

