

宏观与供需基本面加速演变 铜宽幅震荡

要点

在宏观存不确定性，供给端扰动，需求端存在结构分化，全球显性库存处于历史同期高位背景下，铜价格走势在“宏观“与“供需基本面”切换轮动演变。整体看 2026 年以来，铜价格走势在宏观情绪和供需基本面影响下宽幅震荡。

研究发展部

分析师：谭江

期货交易咨询资格：

Z0016990

联系方式：

020-28129902

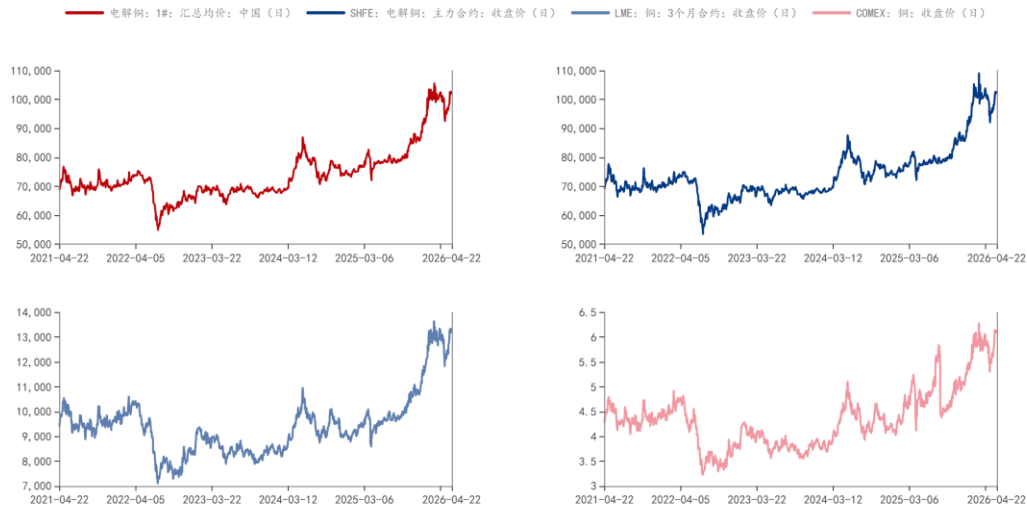
tanjiang@btqh.com

摘要

- 宏观层面，国际秩序进入“动荡变革期”。阶段中东局势及美联储政策、中美经贸谈判，宏观整体存在不确定性。
- 供应方面，铜矿端“紧张”扰动延续，但中国铜资源进口结构多元化，进口延续上升趋势，尽管加工费暴跌，但国内电解铜产能高效释放，产量持续增长。
- 需求方面，下游开工率呈现季节性规律，消费终端呈现“房地产触底，新能源及家电需求仍具有韧性”，需求结构变量转向向电网、储能用铜。
- 操作建议：在宏观存不确定性，供给端扰动，需求端存在结构分化，全球显性库存处于历史同期高位背景下，铜的价格走势在“宏观“与“供需基本面”切换轮动演变。操作上关注区间（90000~120000）元/吨，产业链下游企业结合自身‘订单在手’情况下利用沪铜期货和期权工具锁定采购成本，严格匹配订单现货头寸。个人交易者区间短线参与，配置期权保护。

一、铜行情走势及持仓变化

图 1：铜期现货价格走势



数据来源：钢联数据

（资料来源：钢联数据）

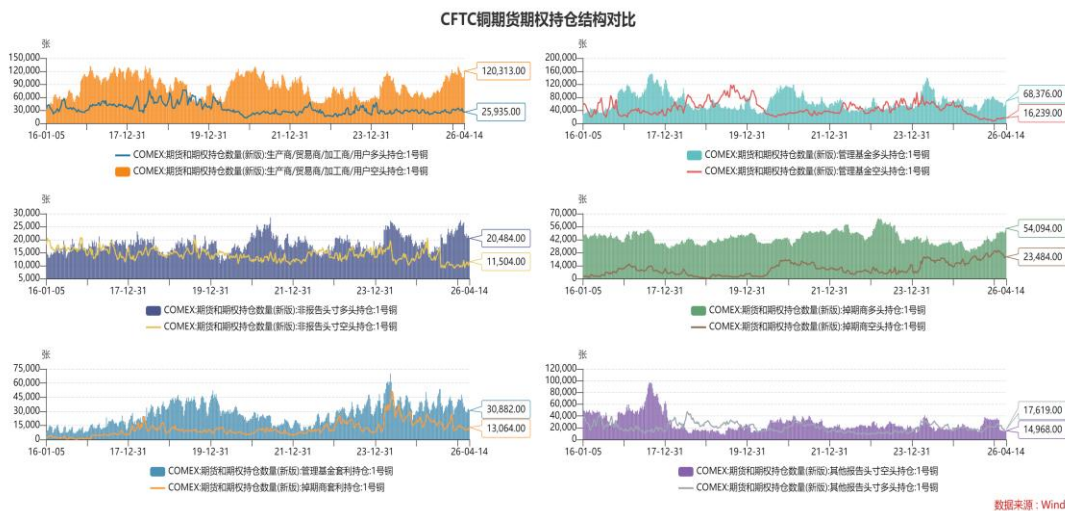
2026 年一季度整体看宏观是价格波动的放大器。一季度的“过山车”行情显示，宏观情绪能引发短期剧烈波动，但价格的中枢和方向最终还是由矿端供应刚性和库存变化决定。

内外铜价格均在 1 月上旬达到季度高点，沪铜最高触及 114160 元/吨，伦铜最高触及 14527.5 美元/吨。这验证了年初市场对“美联储降息、中国政策刺激、矿端紧张”的乐观预期。1 月中下旬至 2 月价格从高点普遍回落。这与我们之前分析的 2 月美国非农转负、国内 PMI 收缩引发的“滞胀”担忧完全吻合。高库存（当时数据显示全球库存高企）成为压制价格的现实因素。3 月铜价在宏观“滞胀”恐慌与地缘冲突的冲击下，价格自高位大幅下挫，随后在供需基本面支撑下企稳反弹，4 月以来，铜市实现了从

“宏观恐慌主导的下跌”到“需求现实驱动反弹”的切换。地缘风险缓和与美元走弱提供了宏观支撑，而极低的加工费和超预期的国内去库则是价格上涨最坚实的支撑，市场定价逻辑已重新回归供需基本面。

CFTC 铜期货持仓变化：CFTC 铜期货商业空头持仓在 2025 年后直线飙升，目前绝对历史最高位。同期，商业多头持仓虽也有所增长，但规模远小于空头。管理基金的多头持仓自 2025 年起持续攀升，在 2026 年初已达到十年来的最高水平区域。与此同时，基金空头持仓被压缩至十年来的最低水平附近，净多头头寸处于极端状态。截止 4 月 22 日当周纽铜管理基金持仓降后重新转增，基金空单持仓规模阶段持平，管理基金在纽铜的持仓维持净多状态，小部位净多持仓则还在温和缩减偏锁仓调整。整体看 CFTC 铜期货市场持仓结构反映出极度看涨的投机情绪与历史级别的产业套保压力并存，预示着市场正处在一个重大趋势选择的临界点。

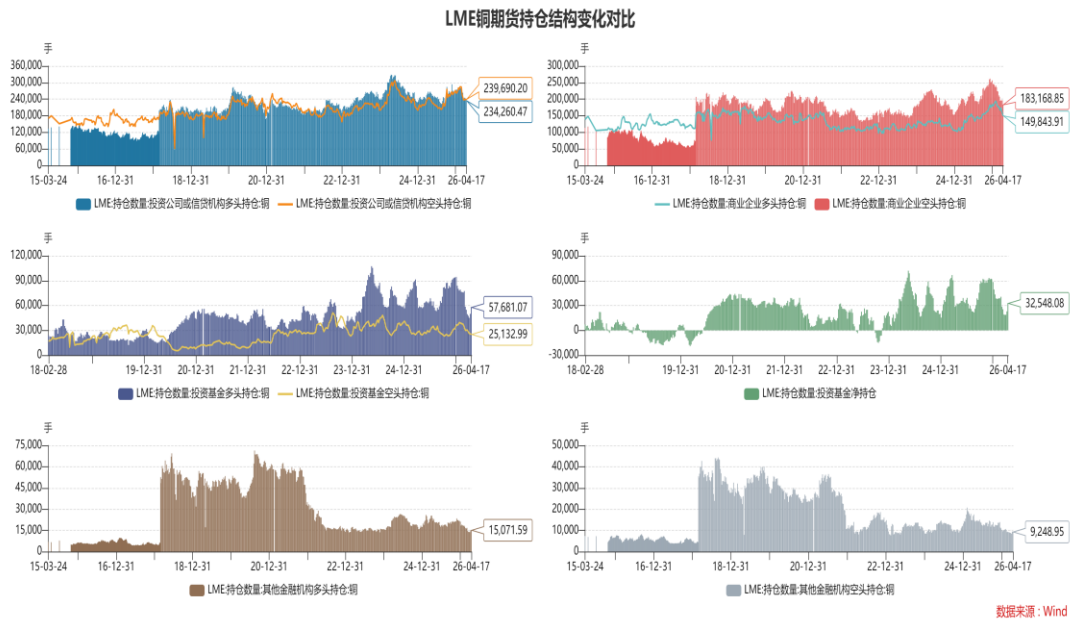
图 2：CFTC 铜期货持仓结构对比



(资料来源：wind)

LME 铜期货持仓变化：代表产业力量的商业企业与代表投机力量的投资基金，在持仓上形成了历史性的、方向完全相反的极端对峙。商业企业（以生产商、贸易商为主）正以前所未有的规模做空，以锁定高额利润或对冲风险；而投资基金则正以创纪录的规模做多，押注结构性短缺。截止4月22日当周，伦铜的交易持仓结构变化对比，投资基金净多持仓对应也是回增动作，基金的造势引导意愿明显强于其他金融机构类型，对应商业盘在伦铜的持仓继续处于多空双减的状态。

图 3：LME 铜期货持仓结构对比



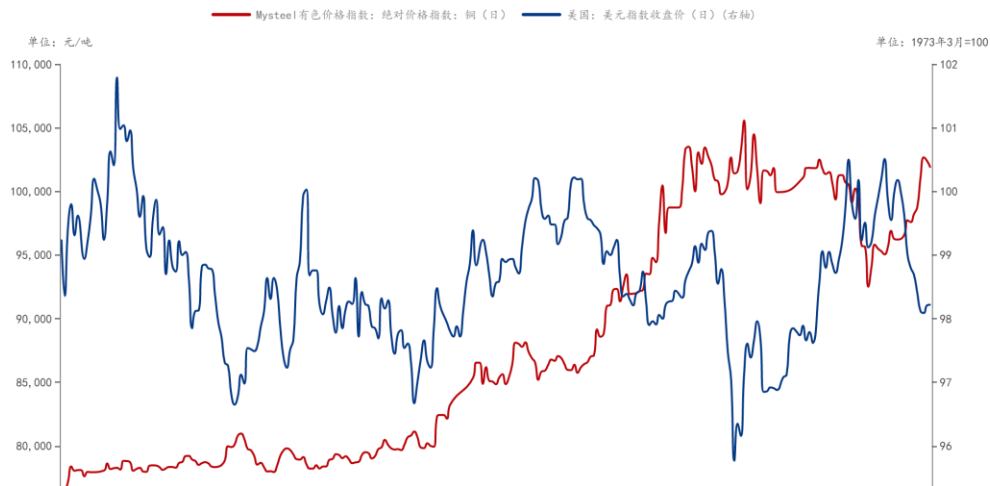
（资料来源：wind）

二、宏观层面分析

美元与铜价走势：对美元指数与铜价在近一年（2025 年 4 月-2026 年 4 月）的相关性进行深入分析。核心结论是：两者在大部分时间呈现显著

的负相关关系，但这一关系并非恒定不变。在特定的宏观事件或产业基本面驱动下，会出现阶段性的背离甚至失效。在几个关键时期，美元与铜价的负相关性被打破，甚至出现短暂的同向运动。这揭示了当铜自身的产业基本面或特定的宏观风险占据主导时，其价格走势可以脱离美元的单一框架。当铜价与美元出现显著背离时（尤其是同跌），往往意味着市场出现了超越汇率层面的重大利空（如全球衰退恐慌）；当铜价逆美元上涨时，则可能预示着强劲的自身基本面在发挥作用，是重要的看涨信号。

图 4：美元与铜价走势

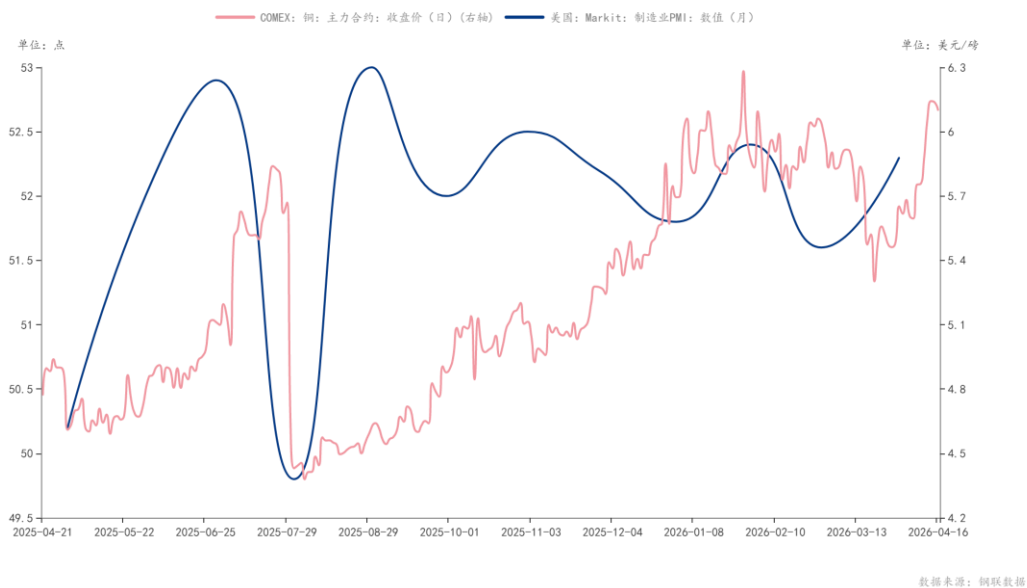


（资料来源：钢联数据终端）

美国 PMI 与铜价走势：在大部分时间里，PMI 的拐点往往领先或同步于铜价的拐点，美国 Markit 制造业 PMI 与 COMEX 铜价在长期趋势上呈现显著的正相关，但在短期重大冲击下会出现明显背离。如，1 月 PMI 走势开始触底并持续反弹，但铜价走势却在同步暴跌，此时影响铜价走势的是中东冲突爆发油价飙升，市场担忧“经济停滞”与“通胀高企”并存，引

发对金属的全面抛售。4月随着地缘风险缓和（美伊谈判）和产业面数据公布，市场的焦点从宏观恐慌回归到经济基本面和产业现实。此时，PMI的持续回升与铜价的强劲反弹重新同步，两者正相关性恢复。

图 5：美国 PMI 与铜价走势



（资料来源：钢联数据终端）

美伊局势及中美经贸：2026年初以来美国对委内瑞拉、冰岛及伊朗采取了不同性质的行动，三场看似独立的行动，其实是统一服务于美国2026年外交与国防战略的核心转向：战略重心“回归西半球”。2026年《国防战略报告》将“本土安全和西半球利益”置于最优先地位推行“交易型霸权”与“美国优先”；美国国务院《2026-2030财年机构战略计划》明确以“美国优先”为纲领，将国际关系视为交易。对盟友冰岛施压、要求欧洲承担更多防务费，以及对伊朗的军事行动，都体现了“利益至上”的算计。这一系列行动标志着美国正以更直观利己的方式重塑全球地缘政

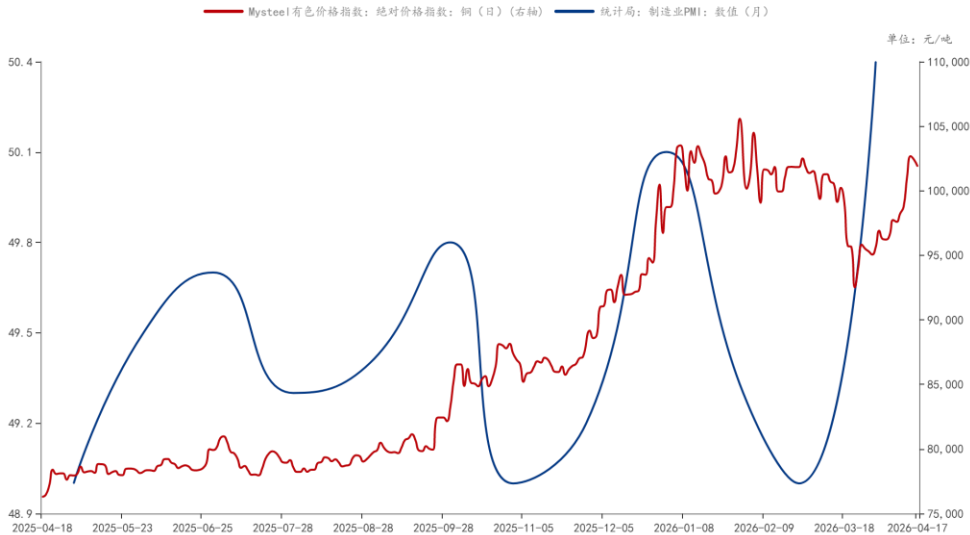
治格局，国际秩序进入“动荡变革期”。

对中国，美国 2026 年 3 月 2 日发布的《2026 年贸易政策议程和 2025 年年度报告》（简称《2026 议程》）其对中国的核心基调是“管理对华贸易以实现互惠和平衡”，并将其列为六大重点之一。这份报告延续了上届政府的强硬立场，强调“美国优先”和“公平对等贸易”，并采取了一系列具体行动来应对其所谓的中国“不公平贸易行为”和“经济胁迫”。可以预测的是其策略已从单纯的关税战，演变为更具针对性的“精准打击”例如利用“301 条款”等工具，系统性地在半导体、海事、新能源等战略领域对中国产业进行压制，并联合盟友构建排除中国供应链体系等。

中国 PMI 与铜价格走势：两者在大部分时间内呈现显著的正相关关系，体现了“制造业需求”对铜价的核心驱动；但在特定时期，尤其是当全球宏观叙事或铜自身产业矛盾占据主导时，会出现显著背离。如铜价在 2025 年 4 月见底后，领先 PMI 约 1-2 个月开启单边上涨行情。PMI 在 6 月后才开始持续回升。这体现了“预期领先于现实”的市场特征。当时驱动铜价上涨的核心逻辑可能并非当月的弱 PMI 数据，而是“美联储降息预期”和“中国稳增长政策预期”所推动的宏观情绪回暖，以及市场对下半年需求复苏的提前定价。2 月官方 PMI 为 49.0，连续两个月处于收缩区间，显示内需不足。但铜价在 3 月（尤其是中下旬）却无视疲弱的 PMI 数据，自低位强势反弹此时国内电解铜社会库存出现了“超预期快速去化”、美元高位回落，以及地缘局势缓和，共同修复了市场的风险偏好。



图 6：中国 PMI 指数



（资料来源：钢联数据终端）

中国财政、货币、消费政策：根据 2026 年《政府工作报告》及相关 部门解读，中国在“十五五”开局之年确立了“更加积极的财政政策、 适度宽松的货币政策、激发内生动力的消费政策”三位一体的宏观政策 组合，旨在稳增长、促回升、扩内需。

2026 宏观政策、政策基调及具体措施		
财政 政策	更加积极 的财政政 策	赤字率拟按 4%左右安排，赤字规模 5.89 万亿元，一般公共预算支出规 模首次达到 30 万亿元。 1. 扩大政府投资：发行超长期特别国债 1.3 万亿元（其中 8000 亿支持 基建与重大战略）。安排地方政府专项债券 4.4 万亿元。 2. 直接支持消费与民生：2500 亿元超长期特别国债支持 “消费品以旧 换新”。设立 1000 亿元 “财政金融协同促内需专项资金”（贴息/担 保）。 3. 防范化解风险：发行 3000 亿元特别国债支持国有大行补充资本。专 项债部分用于化解地方隐性债务、清理政府拖欠账款。

2026 宏观政策、政策基调及具体措施		
货币 政策	适度宽松的 货币政 策	<ol style="list-style-type: none"> 1. 总量工具灵活运用：灵活高效运用 降准、降息等工具，保持流动性合理充裕。 2. 降低融资成本：引导社会综合融资成本低位运行，规范信贷中间费用，明示贷款年化综合成本。 3. 结构性精准支持：运用结构性工具重点支持扩大内需、科技创新、中小微企业（相关工具规模约 5.5 万亿元）。 4. 加强政策协同：与财政政策在贴息、担保等方面协同，放大政策效果。
消费 政策	激发内需 与长效机 制并举	<ol style="list-style-type: none"> 1. 夯实消费基础：制定实施“城乡居民增收计划”，完善薪酬与社保制度，增加财产性收入。 2. 财政金融协同支持：2500 亿元特别国债支持以旧换新。1000 亿元促内需专项资金（贴息/担保）降低居民消费与经营者融资成本。扩大个人消费贷款贴息范围并延长期限。 3. 拓展消费场景：实施“服务消费提质惠民行动”（文旅、赛事、康养等）。 <p>激发下沉市场（三四线及县域）消费活力，完善商业设施。</p> <ol style="list-style-type: none"> 4. 优化消费环境：清理消费领域不合理限制措施。推动落实中小学春秋假、职工带薪错峰休假。加强消费者权益保护，优化入境消费环境。

财政政策通过扩大支出、直接补贴创造需求、改善民生；货币政策通过维持宽松、降低成本支持信贷、引导流向；消费政策从收入端、成本端、场景端多管齐下，稳固内需战略基点。消费被置于 2026 年政府工作任务首位，政策核心是“激发居民消费内生动力和促消费政策并举”，推动消费从短期刺激向可持续增长升级。

中美经贸磋商：中美双方在 2025 年 11 月 4 日釜山会谈后达成的协议，美国对华加征的“对等关税”中 24% 的部分已暂停实施，暂停期至 2026 年 11 月 10 日。2026 年 2 月美国最高法院裁定，美国当权政府依据《国际紧急经济权力法》(IEEPA)征收的“对等关税”等越权违法。作为替代，美国当权政府转而启用《1974 年贸易法》第 122 条，以应对“国际收支问

题”为由，对所有贸易伙伴（包括中国）加征 10% 的临时进口附加税。这意味着原有的“对等关税”和“芬太尼关税”被叫停，但被新的全球性 10% 关税所取代。长期来看，美国中期选举 2026 年 7 月至 11 月前是高风险期。期间“122 条款”临时关税到期，且美国对华“第一阶段协议”履行情况的 301 调查结果也可能出炉，为选举造势可能威胁加征新关税，导致不确定性上升。3 月 25 日，美总统在个人社交平台突然官宣，将于 5 月 14 日至 15 日访问中国，白宫新闻秘书紧随其后正式确认。新一轮磋商是稳定关系的重要机会，但双方核心诉求差异巨大，达成全面协议难度很高。中美经贸谈判最终走向，分析认为美国国内的通胀压力、债务上限问题以及农业州的诉求，与中国维护核心发展利益的决心，将是决定谈判能否取得实质性进展的关键因素。阶段中美经贸关系趋向进入一个“边打边谈、以谈促稳，以时间换空间”的脆弱平衡期。

三、铜供给端分析

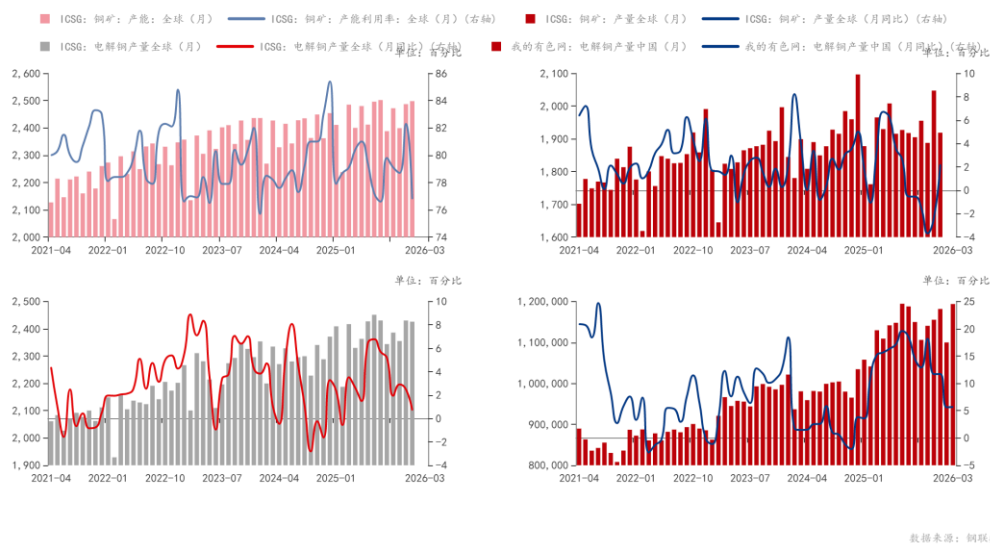
（一）铜矿端“增长乏力，干扰频发”

国际铜研究小组(ICSG)数据 2025 年全球矿产铜(含铜量)产能约为 2885.4 万吨，同比增长 3.0%；产量约为 2312.6 万吨，同比上涨 0.7%。其中，铜精矿产量约 1820.8 万吨，同比增长 0.1%；2025 年全球精炼铜产量约 2854.1 万吨，同比增长 4.2%，其中矿产精炼铜约 2356.4 万吨，同比增长 3.8%，再生精炼铜 497.7 万吨，同比增长 5.8%，再生精炼铜占比 17.4%。国家统计局数据显示 2025 年中国精炼铜（电解铜）产量为 1472.0 万吨，



同比增长 10.4%。从数据上来看，全球铜矿产能缓慢增长。2026 年预计产能或保持稳定。铜矿产能利用率波动下行从 2021 年的约 85%水平，趋势性下降至 2025 年的约 80%，主要原因为矿石品位下降、及生产干扰增加（罢工、极端天气泥石流事件等）。

图 7：ICSG 铜矿产能产量及电解铜产量、中国电解铜产量（月）



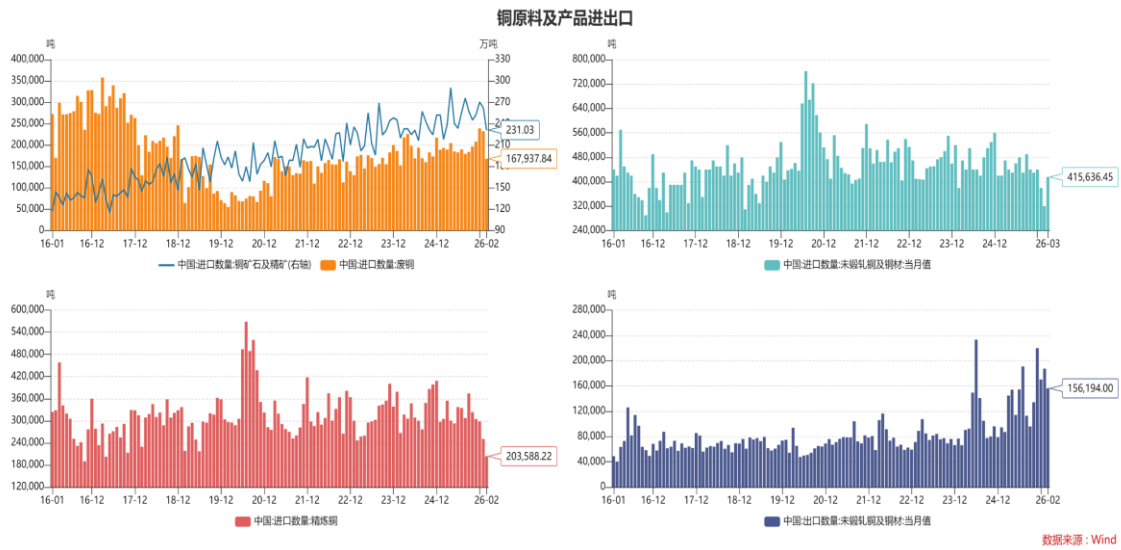
（资料来源：钢联数据终端）

（二）中国铜资源进口：进口呈现延续上升趋势

根据海关数据统计，中国 2025 铜矿砂及其精矿进口量累计进口量为 3031.0 万吨，同比增 7.9%。截止 2026 年 1-2 月，中国进口铜矿砂及其精矿 493.4 万吨，同比增长 4.9%，进口量延续延续上升趋势。这直观印证了中国冶炼产能持续扩张与国内铜矿资源严重匮乏之间的根本矛盾，旺盛的冶炼需求必须通过巨量进口来满足；精炼铜进口趋势性下降，反映自给率提升，废铜铜进口为原料来源提供了额外弹性。未锻轧铜及铜材进口趋势

与精炼铜进口类似，在 2022 年后趋势性放缓，进一步验证内需增长更多由国内产量满足。出口长期处于低位，但近期（2025 年底至 2026 年初）有显著抬升。国内供应相对宽松、库存偏高时，加工后的铜材出口增加。

图 8：铜原料及产品进出口（月）



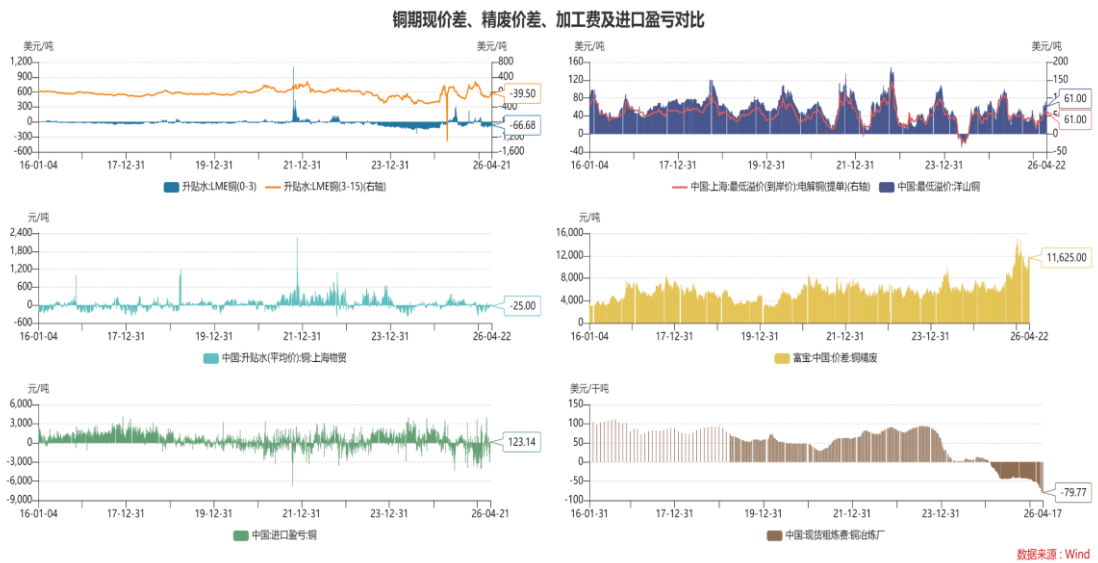
（资料来源：wind）

进口加工费：2025 年 12 月 21 日，中国主要铜冶炼企业与智利矿企正式敲定 2026 年铜精矿长单加工费（TC/RC）为 0 美元/吨、0 美分/磅。这是全球铜冶炼行业首次出现“零加工费”长单协议。

加工费暴跌是“矿端供应紧张”与“冶炼产能过剩”矛盾激化的直接结果，生存依赖副产品。中国有色金属工业协会坚决反对“内卷式”竞争，叫停约 200 万吨新建及违规铜冶炼产能，中国铜原料联合谈判小组(CSPT) 16 家核心企业达成共识，2026 年，主动降低矿铜冶炼产能负荷 10%以上（涉及超 90 万吨产能）。一系列举措从产能管控到自律减产形成闭环，

通过主动收缩需求来缓解供需失衡、推动加工费回归合理区间，推动铜冶炼行业从规模扩张转向质量提升。铜进口盈利窗口在 3 月下旬后重新关闭，铜冶炼粗炼费继续走低，精废铜价差对应再回高位。

图 9：进口加工费及进口盈亏变化



(资料来源: wind)

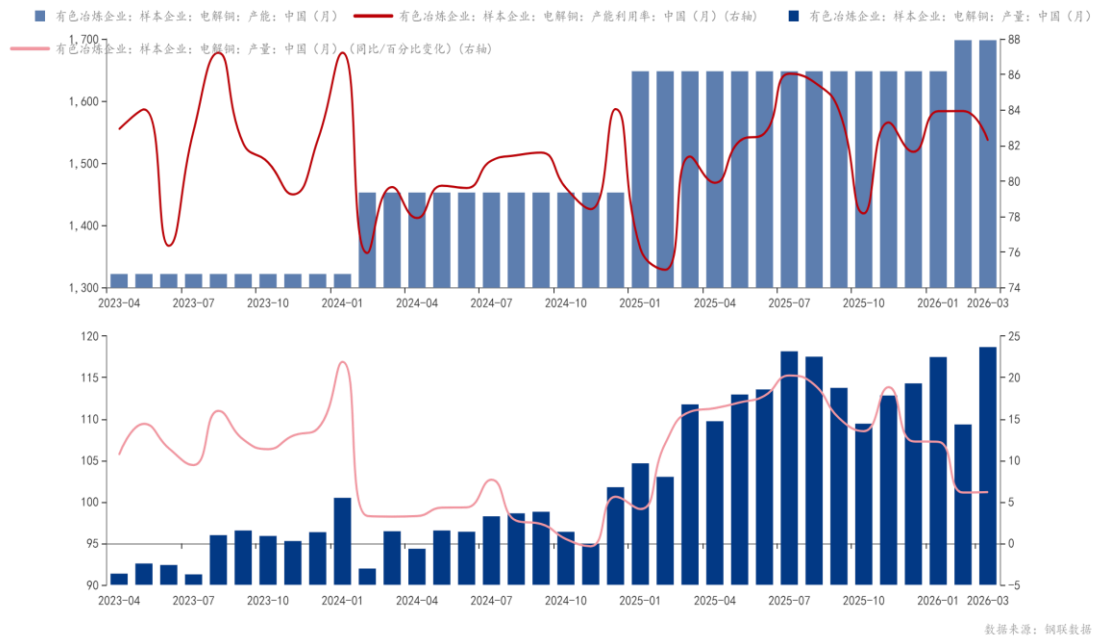
(三) 电解铜产量：产能高效释放，产量持续增长

据 Mysteel 调研 2026 年 3 月国内电解铜实际产量 119.37 万吨，环比增加 8.53%，同比增加 5.67%，产能利用率维持在 82.29%。1-3 月国内电解铜产量累计为 347.52 万吨，同比增加 7.63%。在矿端紧缺、加工费为负的格局下，既有产能得到极致利用，新增产能也在快速释放，推动产量持续增长。不过产量增速呈现边际放缓。

另据调研企业的生产计划安排来看，2026 年 4 月国内电解铜预计产量 116 万吨，环比减少 2.82%，同比增加 4.58%。1-4 月国内电解铜预计产

量累计为 436.52 万吨，同比增加 6.85%。

图 10：样本企业：电解铜产能及产量（月）



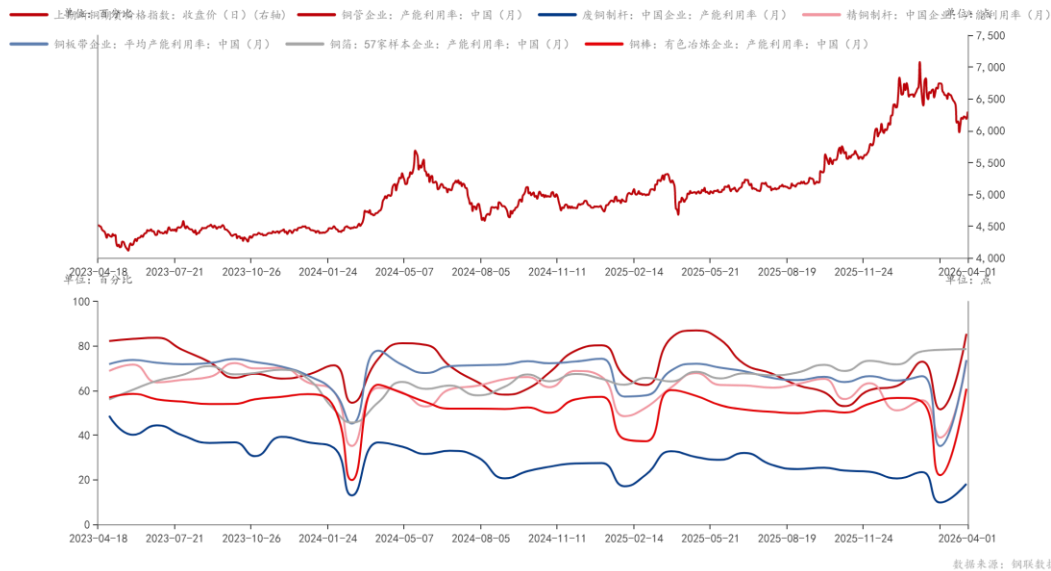
（资料来源：钢联数据终端）

四、铜需求端分析

（一）下游开工率呈现季节性回升

下游开工率呈现“春季低、秋季高、年中与年末冲顶”的显著季节性特征，主要受春节假期、高温雨季、年末赶工等固定因素驱动。截止3月底铜管开工率在(空调生产旺季)前后通常有较好表现,开工率回升至 85%。精铜制杆开工率波动最为剧烈，对价格敏感度高，反映了线缆等基础需求的弹性，精铜制杆开工率 73.5%。铜板带、铜箔开工率相同步呈现季节性回升，与消费电子、新能源等领域的订单连续性相关。

图 11：铜期货价格指数与下游产能利用率



(资料来源：钢联数据终端)

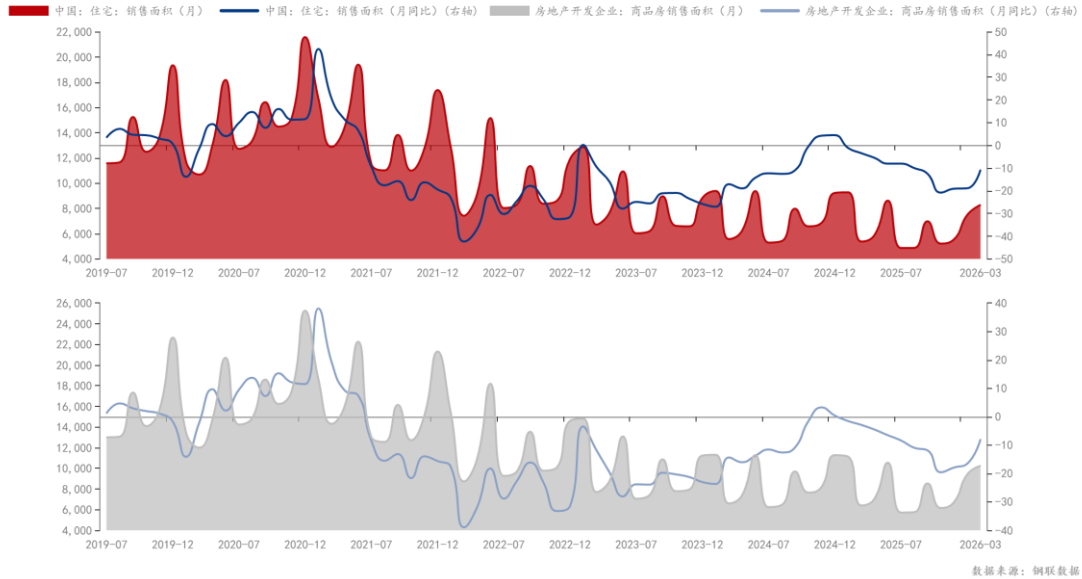
(二) 下游消费终端呈现“房地产触底，新能源及家电需求仍具有韧性”

房地产：2026年1—3月份，房地产开发企业房屋施工面积同比下降11.7%。1—3月份新建商品房销售面积19525万平方米，同比下降10.4%，降幅比1—2月份收窄3.1个百分点，新建商品房销售额下降16.7%，降幅收窄3.5个百分点；其中住宅销售面积下降13.1%，住宅销售额下降18.5%。其中住。

在2025年下半年后，结束单边下跌，进入一个震荡阶段，当前的核心特征是“低位平台整理”，这是政策全力托举和内生需求萎缩相互角力的结果，房地产用铜占中国需求约8—11%。销售面积进入低位平台，意味

着建筑领域用铜需求已基本触底，但难以提供增量。

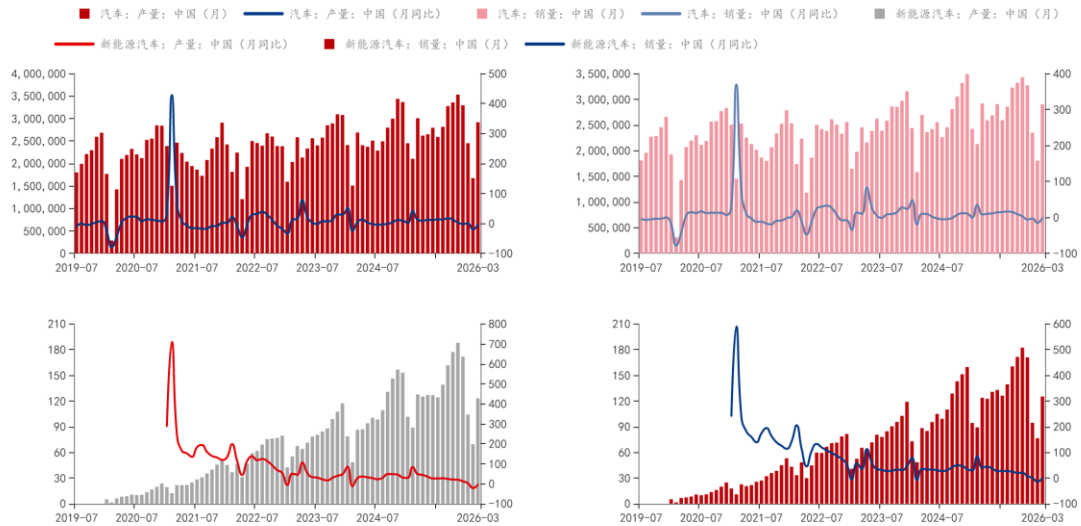
图 12：中国房地产市场基本情况



(资料来源：钢联数据终端)

汽车： 2026 年 4 月 10 日，中国汽车工业协会（中汽协）正式发布 3 月汽车产销数据。数据显示，当月汽车产销分别完成 291.7 万辆和 289.9 万辆，环比分别增长 74.4%和 60.6%，同比分别下降 3%和 0.6%。一季度累计产销 703.9 万辆和 704.8 万辆，同比分别下降 6.9%和 5.6%；一季度累计新能源汽车产销分别完成 296.5 万辆和 296 万辆，同比分别下降 6.8%和 3.7%，累计销量占总销量的 42%。一季度国内产销同比下滑，主要受年初政策切换、需求前置释放及同期高基数等因素影响，未来增长的核心动力将来自新能源汽车的持续渗透和海外市场的快速扩张。

图 13：汽车市场产销基本情况



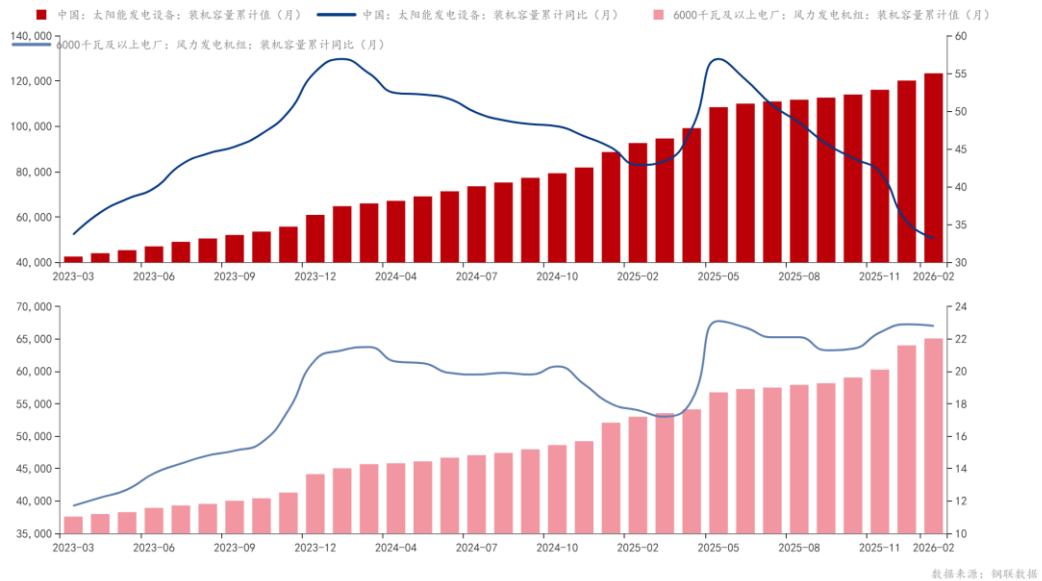
数据来源：钢联数据

(资料来源：钢联数据终端)

太阳能及风电装机：数据显示太阳能累计装机容量增速在 2025 年第一季度达到历史峰值后，进入趋势性放缓通道。这表明行业已度过增速最快的爆发期。背后动因消纳压力显现，随着渗透率激增，局部地区电网消纳能力、调峰压力成为制约装机进一步高速发展的瓶颈。政策重心从单纯追求装机量，转向“高质量发展”。太阳能（出力集中在白天）与风电（夜间可能出力更大）在日内和季节上具有一定互补性，两者的协同发展有助于提升可再生能源的整体利用效率。两者大规模并网，共同加剧了电网的间歇性、波动性挑战。中国新能源装机正从“野蛮生长”步入“精耕细作”的新常态。太阳能和风电已共同成为主力电源，其发展的核心矛盾从“如何建得多”转向“如何并得上、消纳得好”。这标志着能源转型进入深水区，

投资转向电网、储能等配套措施，这为铜需求提供了一个“长期平滑且向下有底”的支撑。

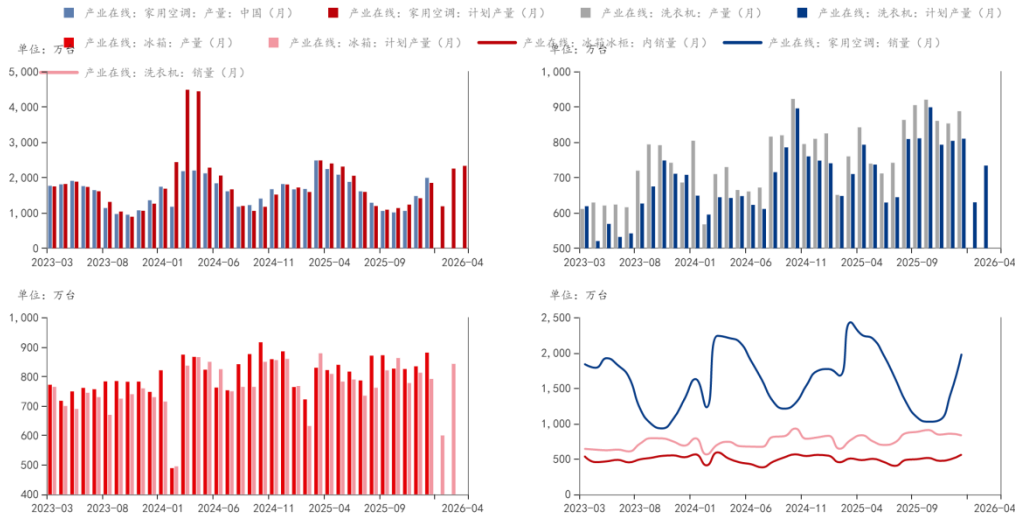
图 14：太阳能及风电装机容量累计同比（月）



（资料来源：钢联数据终端）

三大家电：空调受益于极端高温天气，产品升级刺激需求持续放量。2026 年“以旧换新”政策延续，但补贴范围收窄（仅限一级能效产品）、额度降低，刺激效应减弱。与此同时，铜价持续飙升，空调用铜成本上升，给企业带来巨大成本压力，但排产延续高位，反映出企业对后市预期。销量上看“以旧换新”政策对空调的拉动在 2026 年初依然明显，但对冰箱、洗衣机的刺激效应有所减弱，洗衣机和冰箱后续排产也相对保守。

图 15: 空调、冰箱、洗衣机产销



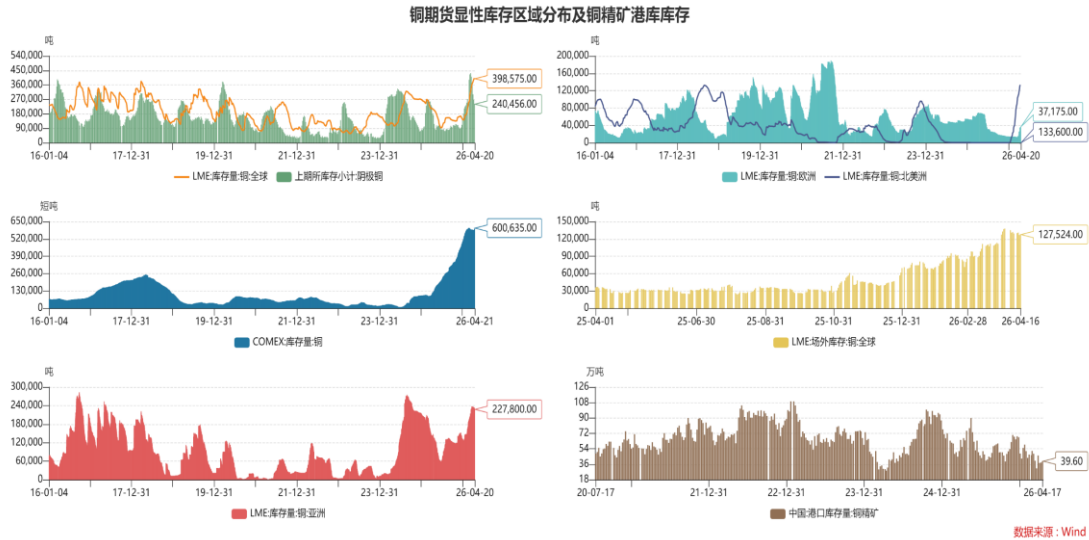
数据来源: 钢联数据

(资料来源: 钢联数据终端、产业在线)

(三) 库存: 区域结构分化显著

截至 2026 年 4 月中旬, 当前库存格局的核心特征是: 全球库存总量高企, 但结构严重分化, 形成了“海外显性库存积压”与“中国去库”并存的矛盾局面。这直接反映了区域供需的错配和贸易流的扭曲。目前沪铜库存已进入季节性去库通道, 连续多日下降, 总量回落至近两个月低点。体现“金三银四”传统消费旺季。LME 库存持续新高, 2026 年前三个月, 中国精炼铜出口量激增至 22.97 万吨, 同比增长超过两倍, 直接流入韩国、中国台湾等地的 LME 交割仓库。大量中国产铜此前因美国 COMEX 铜价高企, 大量铜被吸引至美国。随着两地价差逆转, LME 重新成为更有吸引力的交仓地, 部分铜从美国或其它地区转至 LME 仓库。未来库存拐点的出

图 16：上海交易所库存及国内现货库存、LME、COMEX 库存对比



现，将取决于中国出口动力的变化以及海外需求能否实质性复苏。

五、分析总述及交易策略及保值参考建议

整体看 2026 年以来，铜价格走势在宏观情绪和供需基本面影响下宽幅震荡。宏观层面国际秩序进入“动荡变革期”、中东局势及美联储政策以及中美经贸磋商，宏观整体存在不确定性。铜供需基本面，供给端铜矿端“紧张”扰动延续，但中国铜资源进口结构多元化，进口延续上升趋势，尽管加工费暴跌，但国内电解铜产能高效释放，产量持续增长。需求端，下游开工率呈现季节性规律，消费终端呈现“房地产触底，新能源及家电需求仍具有韧性”，需求结构变量转向向电网、储能用铜。库存方面全球库存总量高企，但结构严重分化，形成了“海外显性库存积压”与“中国去库”并存的矛盾局面。当前铜产业链正陷入一种“结构性扭曲”与“利润分配极端失衡”的尴尬局面。上游矿山赚，中游冶炼厂却在“倒贴钱”生产

（理论上），而下游企业艰难应对高成本。

操作建议：在宏观存不确定性，供给端扰动，需求端存在结构分化，全球显性库存处于历史同期高位背景下，铜的价格走势在“宏观“与“供需基本面”切换轮动演变。操作上关注区间（90000~120000）元/吨，产业链下游企业结合自身‘订单在手’情况下利用沪铜期货和期权工具锁定采购成本，严格匹配订单现货头寸。个人交易者区间短线参与，配置期权保护。

风险点：上行风险：矿端扰动超预期、需求超预期

下行风险：矿端复产、地缘战争外溢全球经济衰退



免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，交子期货研发部门力求准确可靠，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。

此报告所载内容仅作参考之用，且成都交子期货有限公司不会因接受人收到此报告而将其视为本公司客户。

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。

任何引用、转载以及向第三方传播的行为，需经交子期货研发部门授权许可；若有转载，需要整体转载，若截取主要观点，请注明出处，以免引起对原文的误解；任何断章取义，随意转载，均可能承担法律责任。

欢迎扫码二维码

交子期货APP



官方微信



官方微博



成都交子期货有限公司

总部地址	成都市高新区锦云西二巷2号22层
客服热线	400-8844-998
传真号码	028-86269093
邮政编码	610041
官方网址	www.btqh.com