

## 警惕反V

---

### — 2026 年沪铜年报

---

投资咨询业务资格

皖证监函【2017】203 号

研究所 有色小组

研究员：钟远 从业资格号：F0303681 投资咨询号：Z0011824

初审：张莎 从业资格号：F03088817 投资咨询号：Z0019577

复审：赵肖肖 从业资格号：F0303938 投资咨询号：Z0022015

总部地址：合肥市包河区花园大道986号安粮中心23-24层

客服热线：400—626—9988

网站地址：[www.alqh.com](http://www.alqh.com)

## 警惕反V

—— 2026年沪铜年报

## 摘要：

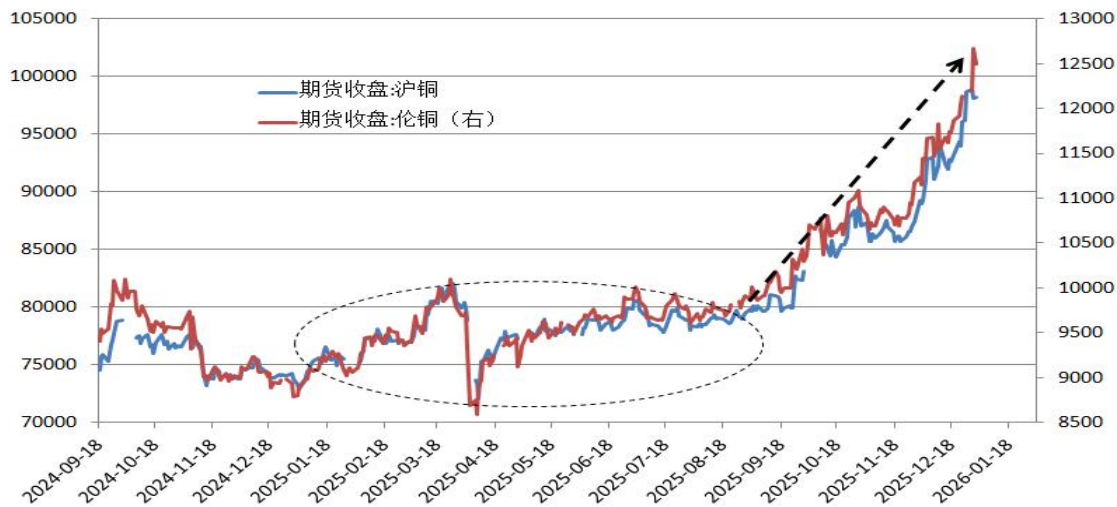
- 1.中国十五五开局之年+海外货币温和/财政宽松预期，叠加全球库存周期底部温和上升，2026年全球宏观预期总体或略好于2025年（底部+蓄势为主），但依旧以结构化波动为主。
- 2.供应扰动或继续，矿产和冶炼的错配矛盾爆发，长鞭效应传导达到极致，而需求端的宏大叙事在市场情绪热议后或将面临现实考验，供应端依旧为铜价波动的主要矛盾之一。
- 3.全球库存延续累库。2024年全球库存开启了累库周期，2025-2026年库存趋势延续，有望对铜价高位的行情性质带来了定性-泡沫。
- 4.铜价处在康波泡沫阶段，一切以突破2006/08+2011年或2021-2022年高点的价格上涨全部定义成泡沫，即：铜价处在多空转换的战略多头尾部和战略空头酝酿/伊始阶段（维持2025年观点不变）。

## 操作建议：

综上所述，笔者认为：2021年高点为铜价战略多头实际结束窗口期（真正高点），2024-2025年铜价上涨打破真正高点或将择机构造盘面名义高点，此可能决定了自2016年以来启动大牛市的上行周期将面临尾部或结束，这注定了铜价战略层面的多空转换机遇期，关键战线取整数伦铜为10000美元/吨附近，沪铜为80000元/吨左右。操作上，泡沫阶段，警惕反V波动，上行阶段全面防御为主（避免主动进攻做多），重点择机抓取下行阶段。

一、行情简顾

图 1：铜价 2025 年走势



资料来源：IFIND，安粮期货

2020 年铜价全年探底大涨，收出一个长下引线的大阳 K（沪铜涨 17.43%，伦铜涨 25.68%），2021 年铜价延续上涨趋势，收出略带上引线的大阳 K（沪铜涨 21.8%，伦铜涨 25%），2022 年铜价先暴跌后反弹，全年收出上下引线都较长的调整阴 K（沪铜全年下跌 5.94%，伦铜下跌 13.36%），2023 年铜价以收敛型波动为主，全年收出调整性小阳 K（沪铜涨 4.09%，伦铜涨 2.25%）。2024 年铜价基于 2023 年调整结束的余威，冲高回落，全年收出带有长长上引线的小阳 K（沪铜收涨 7.14%，伦铜涨 2.56%），2025 年在 2024 年长上引线指引下，突破康波高点，全年收出大阳 K，沪铜年度上涨 31.11%，伦铜上涨 42.3%，其中，铜价全年 1-3 季度整体以横盘收敛为主，主要突破上涨集中在 4 季度，以 8 万附近为启动点，最高点攀升至 10 万大关一线！

# 研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

## 二、2026 年分析逻辑

表 1： 2026 年分析逻辑表

	2025	2026
供应层面	TC 长单价为 21.25 美元/吨，下滑 58.75 美元/吨，跌幅 73%左右，原料端扰动严重。	TC 长单价为 0 美元/吨，下滑 21.25 美元/吨，跌幅 100%左右，原料端扰动至极致。
	2024 年已出现“面粉比面包贵”现象，此意味着长鞭效应至矿产原料端往极端方向转变，2024-25 年可能是高波动上行的尾部窗口。	2026 年国内铜冶炼“反内卷”措施强化或是大概率事件，供应存在刚性一面，维持“2025 年长鞭效应至矿产原料端已达极致且 2025 年可能是高波动上行的尾部窗口”观点不变。
需求层面	全球处在库存周期底部，在地产等因素拖累下，本轮库存周期是弱周期，需求端依旧难有大故事可讲。中国有望 2024-2025 年完成触底，以相关主导定价商品资产价格作为辅证；海外则结束紧缩周期，转向了宽松周期，印证了外部下行压力，全球冲突转向了阶段性缓和，客观上有利于资产价格的运行氛围。	海外宽松，以及中美库存周期依旧不高等，客观上有利铜价金融属性层面价格运行；新能源、AI 储能等新需求提供商品属性层面的消费增量，但暂难对冲传统需求拖累，需求端难以成为主导因素（主要提供宏观叙事炒作素材）。
结论	2025 年铜价脉冲的关键是金银铜等高金融属性，矿产原料紧张是波动主导因素之一，2026 年可能是上述因素关键转折之年，从价格看，铜价康波脉冲大泡沫已在 2024 年已出现，2025 年脉冲可能定义成右侧高点，2026 年铜价性质或依旧为泡沫阶段，警惕泡沫的反 V 波动。	

资料来源：安粮期货



### 三、全球经济与资本展望

#### （一）中国：改善预期

以趋势研判和周期性跟踪为主，主要目的是探寻主要变量在经济循环波动中的方向和位置。

按照中国库存周期角度看（如图3所示），2021-2022年为全球库存周期的头部之年，2024年为旧周期结束之年，2025年为新周期筑底和蓄势之年，中国消费、社融、GDP增长等数据验证了如此，按照推理，2026年作为十五五开官之年，政治局会议和中央经济工作会议表述较为积极，强调构建消费扩容+投资提质的双轮驱动模式打通国内大循环堵点，发展逻辑也从政策托底转向托底+转型，重心逐步向需求侧倾斜，有望带动中国在整个宏观波动中的提振力量。与此同时，也要看到新周期在地产等负面因素拖累下需求不足是根本特征，总体定位为弱周期（依旧处在从规模优先向质量优先的转型环境），这和2016-2019年、以及2020-2025年强波动周期中的上行阶段存在根本性不同。

从期货盘面来看，基于中国主导定价的建材、煤炭、股指等价格波动角度看，大部分商品资产价格已在2024年完成空间上的主要下行（或接近完成），2025年整体处在底部宽幅波动的态势，这从盘面上辅证了上文的2024和2025年周期的研判，基于股指在2025年上涨的优异表现，从股市领先实体的角度来看，2026年整体改善预期可能较为明显，但全球作为一个整体，从“更好统筹国内经济工作和国际经贸斗争”等表述来看，全年依旧为结构波动分化之年。

#### （二）美国：宽松温和

海外主要研判和跟踪美国为主，美国是全球最主要的国家之一。

2022年美国的核心主题是加息，2023年的话题是何时结束加息，而2024-2025年的焦点则转向了紧缩政策的转向-降息，2026年笔者认为美联储降息的收尾之年。

本轮美联储降息周期启动于2024年9月份，本此降息周期较为磕磕绊绊，行为上更倾向于预防式，笔者对降息路径划分如下：2024年9月、11月和12月全年连续降息3次共降低100个基点，定义成第一战术路径；随后美联储会议暂停5次后，2025年9月、10月和12月连续降息3次共计75个基点至3.75利率水平，定义成第二战术路径；2026年若存在降息行为，则定义成第三战术路径，从技术角度说，这是本轮降息周期尾部的潜在信号之一（应警惕重大波动出现）。从战略大趋势看，美国利率周期已走过下行阶段，历经金融危机和新冠危机双底冲击后，趋势上转为上行周期。

# 研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

此外，从美国的资产负债表看，缩表周期亦存在结束扭转可能性。如此，货币政策和财政政策的潜在变化（温和货币+宽松财政），暗示着不排除 2026 年海外市场存在某种重大风险引导因素可能（如此海外就确定新旧转换了），将对全球以及铜金等具有高度金融属性的商品可能带来重要波动影响，应密切关注黄金白银等价格对铜价的前瞻性指引。

图 2：中国信用周期 2025 年上行



图 3：中美库存底部缓慢抬升



资料来源：IFIND，安粮期货

图 4：2025 年美债利率长短分化

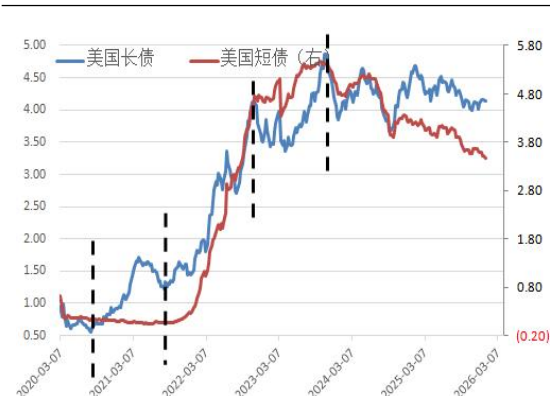
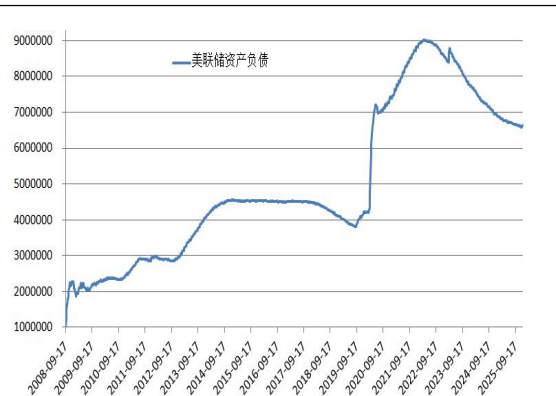


图 5：美联储缩表有望结束



资料来源：IFIND，安粮期货

总的来看，2026 年全球在中美两大火车头带动下，继续呈现出复杂的结构化波动为主，较长时间单一共振难觅。

#### 四、基本面分析

##### （一）供应端：供应扰动

###### 1.上游矿产：资本支出增长

全球铜供应超过 80%以上部分来自铜矿，铜矿资源的开采从资本投入到产出具有较长的时间跨度，一般来说，铜价领先矿企资本支出 1-2 年，而资本支出又领先铜矿产出 5 年左右，其明显的周期规律成为分析和研究铜矿供应的重要参考。

上一轮资本支出高峰在 2010-2012 年（增速普遍都超过 20%），对应 5 年后的供应高峰在 2015-2016 年前后，也对应着铜价熊市下行的周期性大底部，2016-2018 年处在全球资本支出的低潮期（增速为负），按照时间推算可能影响到 2021-2022 年的铜矿产出处在最为紧张的时期，潜在对应着铜价的本轮上行的周期性高点或在此时间段出现。2021-2025 年，矿产端投资增速整体连续 5 年维持在零轴上方，尤其是矿产端投资累计增速在 2023 年大幅攀升已达到了 40%，接近了 2012 年的最高增速附近，2024-25 年连续 2 年维持 20%-50%区域的高增速，此表明原料端新的资本支出正在开展，只是达到矿产产出还差点时间而已，按照 5 年测算，2025-26 年为潜在产出的时间拐折窗口。

按照 TC 冶炼加工费来看，TC 最后的猛烈下行并录得负值在 2025 年出现，这就是“面粉比面包贵”的极致现象，笔者认为铜矿原料的长鞭效应传导至此，应警惕物极必反的现象出现。在铜价如此高位和时间窗口接近 5 年的背景下，笔者不大赞成 2025 年市场上流行的资本支出不足的说法（大多数媒体观点都是跟着行情跑来解释行情的，资本支出不足在前面几年低价格水平背景下是成立的），2025 年全球原料的变化更多出现在供应扰动的“阻塞”环节，比如 2025 年 7 月末智利北部 El Teniente 隧道坍塌停产约 11 天、9 月末印尼 Grasberg 铜矿主要矿区及 Manyar 冶炼厂因泥石流停产至今，综合带来至少约 40.9 万吨铜产量等，因而 2026 年原料的增量有望来自上述矿山的复产及扩建项目等，比如 Antamina、Kamoe Kakula、El Teniente、Grasberg、巴拿马等铜矿产量的修复复产和巨龙铜矿二期（资金矿业旗下）和 Mirador 二期（铜陵有色）新投产预期等。

整体看，矿产原料端 2026 年或仍旧受到矿石品位下降及高扰动率影响，显著改善或有较大难度，但进一步紧张程度可能也难以超越 2025 年。

# 研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

图 6：有色原料资本支出处在高位

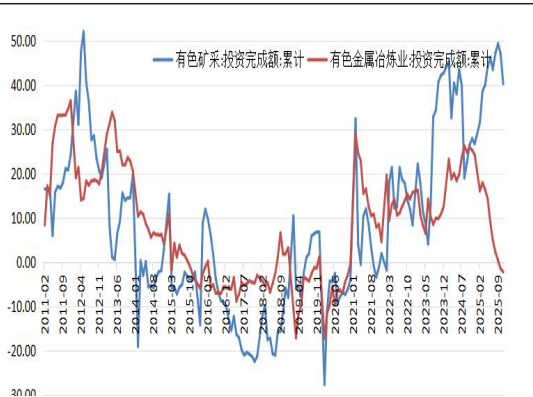
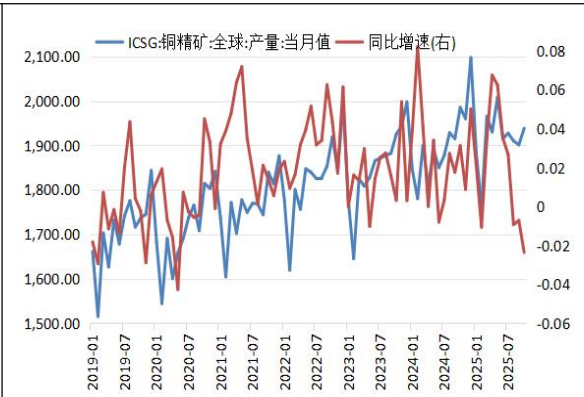


图 7：全球铜矿产出同比增速表现



资料来源：IFIND，安粮期货

图 8：中国铜精矿库存情况

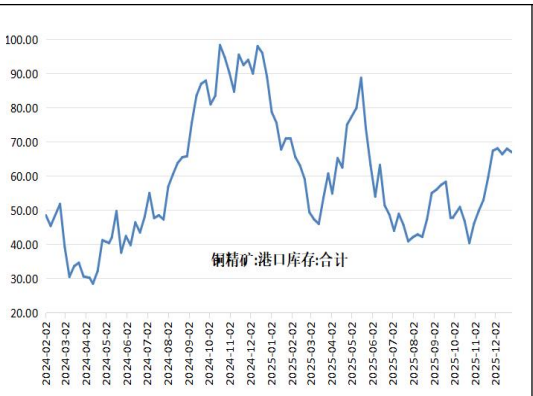


图 9：中国 TC 录得历史负值

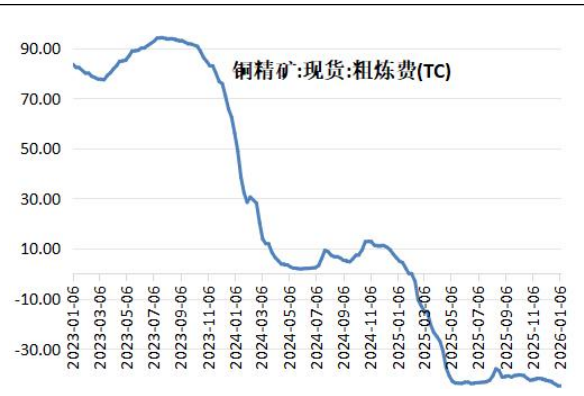


表 2：2026 年全球主要铜矿增减产情况（万吨）

地区	矿企/矿山	类型（新投/扩/复/减）	2026E
中国	资金矿业-巨龙铜矿（二期）	增	15
厄瓜多尔	铜陵有色（Mirador）	增	6
秘鲁	五矿资源（Las Bambas）	增	1
蒙古	蒙古矿业（Tsaqaan Suvarqa）	增	1.2
智利	嘉能可（Collahuasi）	增	2
俄罗斯	俄罗斯国家（Udokan）	增	4.5
赞比亚	赞比亚国家(Mopani)	增	2
智利	泰克资源（Quebrada Blanca 2）	增	7.5
蒙古	力拓（Oyu Tolgoi）	增	7

## 研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

智利	智利国家铜业(Rajo Inca)	增	4.5
赞比亚	第一量子 (Kansanshi)	增	2
巴西	淡水河谷(Salobo III)	增	2
智利	智利国家铜业(Radomiro Tomic)	增	2
刚果	艾芬豪/紫金矿业 (Kamoa-kakula)	增	11.5
其他		增	15
其他	必和必拓 (Escondida) 等	减	-25
<b>总计</b>			<b>58.2</b>

资料来源：网络资料整理，安粮期货

### 2.中游冶炼：反内卷预期强烈

铜产业链的原料端和冶炼端近几年持续失衡，反映在冶炼加工费上的变化，当原料供应相对宽裕则 TC 倾向上升，反之，当原料供应相对紧张，TC 倾向下滑。

2024 年国内冶炼敲定长协价为 80 美元（冶炼产能就已扩张到 1500 万大关，2026 年国内新增粗炼及精炼产能仍旧有投放），2025 年为 21.5 美元（年内单月产量高达 120-130 万吨，增速平均高达两位数，整体检修幅度不大，主要依靠副产品硫酸及金银等收益对冲，2025 年 1-11 月累计产量为 1332 万吨，累计增速为 9.8%，依旧处在扩状态），按照 2025 年 12 月智利矿业公司安托法加斯塔和国内某头部铜冶炼厂达成协议，将 2026 年铜精矿加工精炼费用 Benchmark 分别定为 0 美元/吨和 0 美分/磅，相对 2025 年仍处在下滑状态（2025 年下半年的 TC 已为-40 附近）。冶炼端的亏损惨重情况依旧无法改变，这凸显出冶炼产能在扩张背景下的弱势地位（矿冶错配）。因此，在矿产和冶炼端矛盾严重对立的背景下，2026 年国内反内卷预期较为强烈，未来冶炼产能可能管控更加规范，毕竟铝行业已经提供了一个范本，国内 CSPT 成员企业已达成共识或在 2026 年削减 10%铜负荷以平衡加工费格局，就如此。这就意味着 2026 年可能是 TC 转折之年（但改变不是一朝一夕的事，TC 短期较大攀升也不容易）。

此外，由于铜冶炼产能相对矿端过剩，冶炼亏损较重，在精炼铜价格大幅脉冲背景下，增加了对废铜的替代需求，截至 2025 年年底精废价差已高达 6000 一线，创疫情以来的新高。近些年国内再生铜原料占比提升至高达 40%，进口比重也在持续增长，2025 年 1-10 月，中国再生铜进口量 189.55 万吨，较去年同期未有明显增长（略接近 2023 年全年进口再生铜总量）。基于海外政策干扰和贸

## 研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

易流的转变，废铜的进口结构发生了转化，来自美国的废铜进口出现明显下行，2025年由泰国和日本替代。考虑国内770文件落地-再生补贴取消和国外价格预期上行易引发废铜进口扰动来看，废铜供应增速也存在不确定。

整体看，供应端变化难以一蹴而就，2026年全年存在刚性一面。

表 3：2026 年新建冶炼产能情况（粗）：万吨

企业	粗炼	精炼
恒邦股份	20	20
建发鑫海	30	30
赤峰金通	30	30
豫光金铅	10	10
凉山矿业	12	12.5
友进冠华		10
江铜宏源		15
金水铜业	20	

资料来源：SMM，安粮期货

### 3.全球库存：持续累库

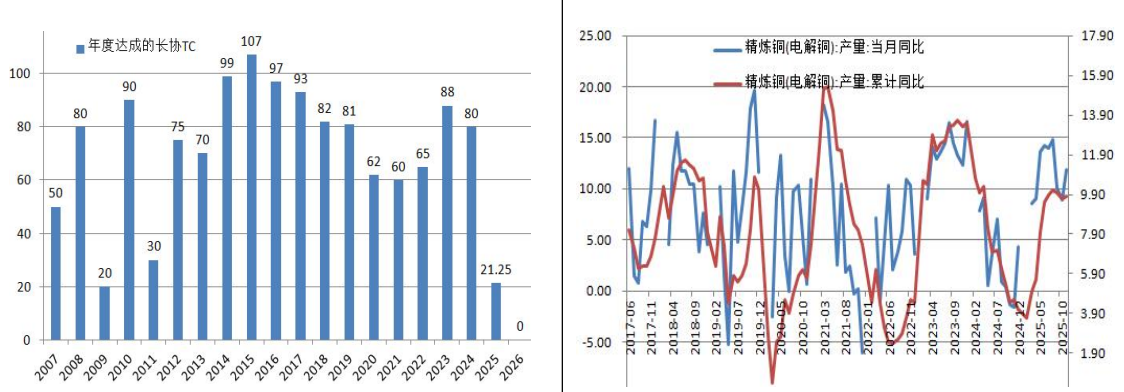
铜的供应端还有一个环节就是起着蓄水池功能的库存，笔者在2025年年报中将全球库存定性为：库存重建，主要依据在于铜价在2024-2025年到达泡沫区域，库存重建需要价格脉冲来实现，鉴于2025年四季度铜价的脉冲表现，预期2026年全球将延续累库。

趋势看，全球铜库存（中美欧三地）长期下行周期已在2021-2023年跨越显性库存较低阶段，在17万吨附近形成四重底，分别为2021年1月底+2021年12月初+2022年12月底+2023年8月初，随着铜价在2024年出现脉冲进入康波大泡沫区域，全球库存正式开启累库周期，不管从LME看还是从CME看，下行趋势线都已经突破，这是铜2024-2025年潜在大波动的关键，2024年为累库第一阶段，2025年下半年开启了累库第二阶段，此有望延续至2026年。

笔者最后强调一点，在大萧条时期，产业链上下游关系式你死我活的对立斗争关系（并非繁荣时期的共生关系），库存重建，往往通过价格脉冲康波大泡沫来实现，这就是对市场理解的内涵所在。

# 研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

图 10：2026 年度长单 TC 回落至 0 美元 图 11：铜生产增速 2025 年维持高位



资料来源：IFIND，安粮期货

图 12：2025 年开工率逐步攀升

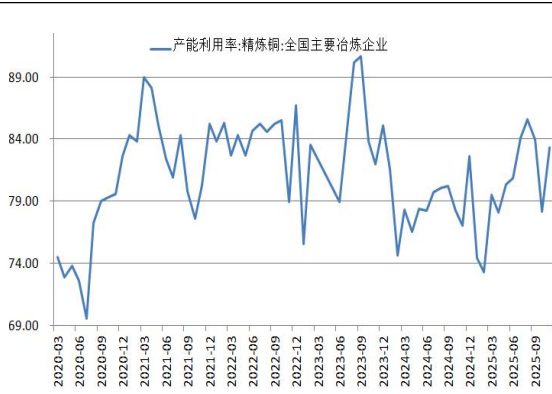
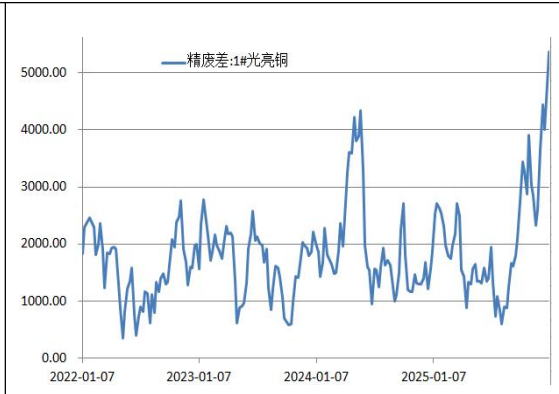


图 13：精废价差攀升至疫情以来新高



资料来源：IFIND，安粮期货

图 14：全球库存处在累库周期阶段



资料来源：IFIND，安粮期货

## (二) 消费端：新旧需求分化严重

中国作为全球需求的主要大国，中国因素对大宗商品的影响非常重要，中国用铜消费仍是影响全球铜市平衡的主体。目前，在我国正从中高速发展迈向高质

## 研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

量发展进程中，铜市需求增量正从传统需求向绿电和 AI 算力等为主体的新型需求方向转变，这是铜消费增长的长期引擎，

不过需求结构改变不是一朝一夕的事，当前铜的终端需求结构中，电力（32%）和建筑（27%）的传统领域仍占据一半以上的比例，光伏、风电、新能源汽车和充电桩的需求占比 2025 年或在 20%+左右，2026 年占比有望达到 25%+。

### 1.电力：保持稳定

传统电力领域对铜消费占据了很大比例。先看发电设备，2025 年 1-11 月，发电设备产量为 3.27 亿千瓦，同比增速高达 42.7%，延续了 2023 年以来的高增速比例；再看电力投资，2025 年 1-11 月，电力工程投资完成额达到了 1.41 万亿元（依旧最大比例），同比增幅 1.07%，全年增速维持位数的平稳状态，起到了稳定器的作用，但从 2023 年下半年以来增速就持续下滑；电网工程投资在 2025 年 1-11 月达到了 0.56 亿元，同比增幅为 5.9%，全年自两位数高位回落。

2025 年 1-11 月电源工程投资为 0.85 亿元，累计增幅为-1.8%，自 2023 年下半年回落至零轴附近。其中，电源工程投资里面除了核电外，风电、火电、水电等年末开始初步转负，过去高增长的太阳能年内以两位数幅度巨大下滑呈现，整的来看，绿电领域的猛增势头总体持续降温，这将在传统领域和新兴领域对铜的消费带来一定的不确定影响。

近几年，新能源、AI、算力等产业成为我国重点发展的新兴行业之一，亦成为国与国之间竞争的一条新赛道。新兴产业的发展，离不开电力支持，未来将成为电源和电网的重要需求增量（2025 年贡献需求端增量比例高达 20%+），此将在长期持续提供铜的需求增量。与此同时，我们也要看到，需求端的宏观叙事不代表现实，我们应抓住市场主要矛盾，新需求增量暂时还无法有效对冲传统需求成为主导地位，需求端提供市场题材，并非市场矛盾焦点，我们不能沉侵在 2025 年价格狂欢中而失去对需求端的客观理性判断，要警惕价格过高对需求端的反向压制。

### 2.房车：汽车高景气+地产筑底

终端消费考量有多个指标，笔者最喜欢选取房车销售作为衡量消费的两个核心变量，把房子当做大宗终端需求的实际最大载体，把车子当做观察消费端直接变化的有效窗口，二者差异主要体现在：房子购买后，要经历一个装修环节，才能入住达到人的消费环节，整个影响的产业链非常长（当然，房子的实际消费也可以通过空调冰箱等家电的消费来印证），而车子购买后一般直接就能开走，从而一步到位进入消费环节。最新数据显示，2025 年 1-11 月份，中国汽车销售累

## 研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

计增速录得 11.4 的增幅，产量累计增幅为 10.8，全年汽车产销维持两位数的高增长，处在较高景气状态；再看房地产，2025 年 1-11 月地产销售数据累计增速录得-7.8，全能维持负增长，自 2022 年以来连续 4 年维持负增速，持续处在筑底状态，可见房地产板块作为大宗商品终端需求最大载体，需求不足依旧为战略上的矛盾。

放眼整个地产从新开工-施工-竣工-待销售-销售及投资等环节来看，冰火两重天，一方面新开工-施工和销售、投资等数据自 2022 年以来连续 4 年全面下挫，地产行业异常严峻，对产业链上中游的商品需求冲击比较严重，背后体现了地产周期的波动。楼市的运行周期往往高达 20-30 年，中国地产市场化改革启动于 2000 年前后，截至 2025 年，中国地产运行周期达到了 25 年左右，此处在地产周期下行的靠近尾部阶段，这是终端需求的大定位，暂难以给予商品市场较大的提振能量。与此同时，也要看到，铜的终端传统消费或更多积聚在地产装修端的竣工环节，竣工增速的下行无法给予铜的需求实质性支撑和保障。因此，我们不能对市场粗燥的盲目随从，尤其是不能看到价格脉冲就无法辨别出市场真实的东西，要能看出趋势和不同阶段的结构差异，这很重要。

图 15：发电设备维持较好状态

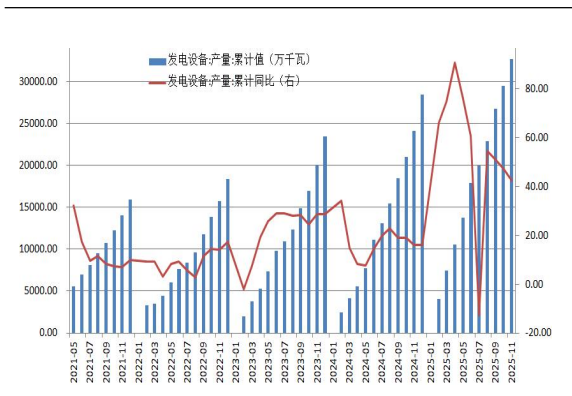
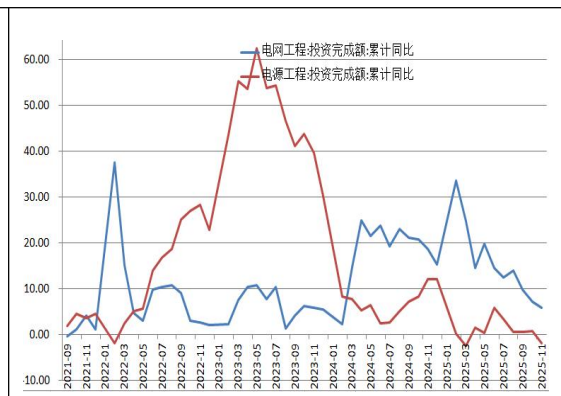


图 16：电力投资稳中回落

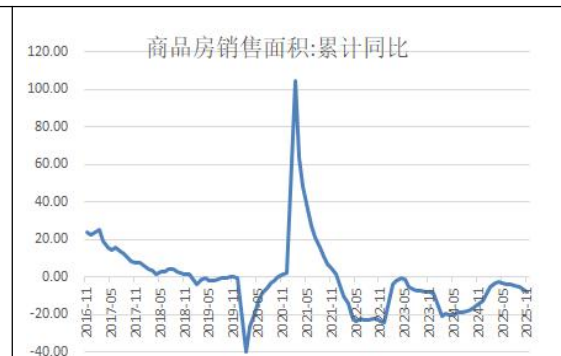


资料来源：IFIND，安粮期货

图 17：新能源降温



图 18：房市销售底部徘徊



资料来源：IFIND，安粮期货

# 研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

图 19：汽车产销维持高景气

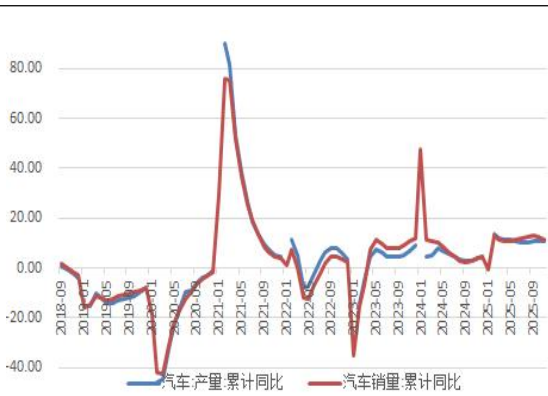
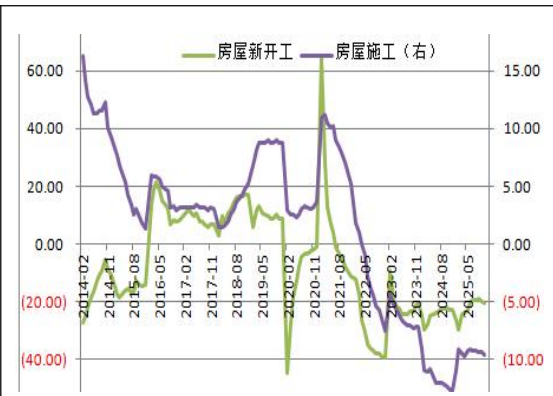


图 20：地产开工、施工等维持负增长



资料来源：IFIND，安粮期货

表 4：中国终端消费增速

下游	消费占比	2023 年	增速	2024 年	增速
交通	8.7%	131	8.3%	139	6.1%
建筑	22.5%	340	-0.6%	350	2.9%
空调	12.7%	191	9.8%	195	2.1%
电力	20.9%	315	11.7%	328	4.1%
其他	35.2%	532	-1.1%	550	3.4%
总计	100.0%	1509	4.9%	1562	3.5%

资料来源：CRU，SMM，安粮期货

表 5：全球新能源对铜的需求预测

分类	区域	2024	2025E	2026E	2027E
光伏	China	83	76	60	62
	Ex-China	59	57	67	81
风电	China	37	41	46	46
	Ex-China	34	39	40	37
新能源汽车	China	89	103	107	111
	Ex-China	30	30	34	34
总计	China	209	221	213	219

## 研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

	Ex-China	123	126	141	152
--	----------	-----	-----	-----	-----

资料来源：SMM，安粮期货

### （三）小结

总的来看，供应端扰动是核心特征之一，原料供给紧张以及冶炼产能扩张矛盾在 2024-25 年得到大爆发，2026 年矛盾趋势上暂难根本改变（但边际开始变化）；中国地产、汽车等终端载体在 2023-25 年出现分化，尤其是地产行业持续维持萎靡状态，这将对总需求带来较大的负面影响，新需求提供长远增量但无法成为现实主导，需求不足依旧是大萧条时代的根本矛盾之一。

表 6：铜 2026 年全球供需平衡表

单位：千吨	2022	2023	2024	2025E	2026E
铜矿产量	21917	22364	22981	22958	23300
精炼铜产量	21125	22018	22692	23451	24102
再生铜产量	4153	4489	4706	4850	4990
总供应量	25278	26507	27398	28301	29092
精炼铜需求	25857	26604	27328	28357	29512
供需缺口	-579	-97	70	-56	-420

资料来源：SMM，安粮期货

## 五、技术分析研究

以伦铜月 K 来看：

1.2001-2011 年隶属全球大繁荣-大衰退期间的上涨，跨越 10 年左右，真正高点出现在 2006 年 8800 美元附近，2008 年金融危机爆发导致铜价一次逆向大级别波动印证之，2011 年打破 2006 年高点触摸 10000 美元附近，定义成名义高点，2011-2025 年持续回落下行确认之。这代表着铜价在大繁荣-大衰退期间的牛市结束；

2.2016-至今隶属全球大衰退-大萧条期间的牛市上涨，至 2026 年已跨越 10 年左右，若以 2020 年测算也已达到 5-6 年；从价格来看，2021-2022 年铜价最高点到达 11000 美元一线，并于 2022 年出现了一次较大的回撤，这表明这个高点为本轮牛市的真正高点，2025 年铜价脉冲打破之且最高点接近 13000 美元，这意味着本轮牛市的名义高点将在本轮上涨行情中出现；

3.大萧条市场的行情特征以极端性脉冲-回落为主要特征，即：一旦开启上涨周期，将“涨不死你”，大概率将把下游“逼死”才可能结束；反之，一旦开启熊市周期，将“跌不死你”，大概率会将上游“逼死”才可能结束。因此，我们需要对铜价保持警醒。

图 21：伦铜期货盘面



资料来源：文华财经

## 六、结论和建议

### （一）研究结论

1.中国十五五开局之年+海外温和货币/宽松财政预期，叠加全球库存周期底部温和上升，2026年全球宏观预期总体或略好于2025年（底部+蓄势为主），但依旧以结构化波动为主。

2.供应扰动或继续，矿产和冶炼的错配矛盾爆发，长鞭效应传导达到极致，而需求端的宏大叙事在市场情绪热议后或将面临现实考验，供应端依旧为铜价波动的主要矛盾之一。

3.全球库存延续累库。2024年全球库存开启了累库周期，2025-2206年库存趋势延续，有望对铜价高位的行情性质带来了定性-泡沫。

4.铜价处在康波泡沫阶段，一切以突破2006/08+2011年或2021-2022年高点的价格上涨全部定义成泡沫，即：铜价处在多空转换的战略多头尾部和战略空头酝酿/伊始阶段（维持2025年观点不变）。

### （二）操作建议

综上所述，笔者认为：2021年高点为铜价战略多头实际结束窗口期（真正高点），2024-2025年铜价上涨打破真正高点将构造盘面名义高点，此可能决定了自2016年以来启动大牛市的上行周期将面临尾部或结束，这注定了铜价战略层面的多空转换机遇期。

交易上，维持2025年交易思路不变，在康波泡沫区域警惕发V波动，泡沫的关键战线取整数伦铜为10000美元/吨附近，沪铜为80000元/吨左右，即：操作上，泡沫阶段，上行阶段全面防御为主（避免主动进攻做多），重点择机抓取下行阶段。

# 研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

图 22：沪铜期货盘面



资料来源：文华财经

## 免责声明

本报告基于安粮期货股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的公开信息和资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺任何有关变更的通知。本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

