

## 高库存下的铜价新驱动

投资咨询业务资格

皖证监函【2017】203 号

---

作者：姜祉寅 从业资格号：F03135987 投资咨询号：Z0021932

初审：张莎 从业资格号：F03088817 投资咨询证号：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)

## 一. 市场回顾

2026年沪铜合约加权价格保持高位震荡，在1月30日创下历史新高后呈现逐步回落。铜在供应较弱，预期较强的基本面下，即使累库，但总体呈现较强态势，下跌空间有限。符合之前文章预期（参见：《新旧动能转换下的铜价新周期》，2025/12/26）。

图：上期所铜期货加权走势图



资料来源：钢联、安粮期货研究所

## 二. 行情分析与展望

进入3月，宏观方面，美伊爆发冲突，且战事目前逐渐升级。双方态度强硬，称已经做好长期战争准备。3月6日，美国劳工部公布2月非农数据，大幅低于预期。市场普遍认为，短期内美联储将继续观望，首次降息的预期已推迟至年中甚至更晚。基本面来看，相对于年初并未发生较大变动。矿端新增项目有限，原材料端供应持续收紧；冶炼端受TC持续走弱的影响，炼厂利润进一步受到挤压，炼厂仅靠副产品硫酸等维持利润；消费端来看春节后下游逐渐复工复产，市场需求回暖，前期高价铜稍回落，下游承接意愿提高；SHFE持续累库，创十年新高。

有色金属近几个月价格重心逐步抬高，有观点说是“短期炒作”，也有观点认为是“价值重估”。笔者认为铜价短期内可能受到利空扰动，但长期来看，铜价在供需偏紧下易涨难跌。本文将从以下两个方面论述铜价的新驱动因素。

### 1. 中东战火纷飞，是否加速能源升级？

美国总统特朗普2日在白宫举行的一个活动上称，对伊行动进展预计行动将持续“4到5周”。美伊战争持续时间超出市场预期，引发市场对未来经济的担忧。通胀交易再度兴起成为市场焦点。高油价直接推升能源成本，市场对全球通胀压力重新定价，美联储降息预期进一步延后，短期内可能压制铜的价格。但是一旦战争结束，叠加全球经济恢复，市场的关注又会重新回到基本面上。

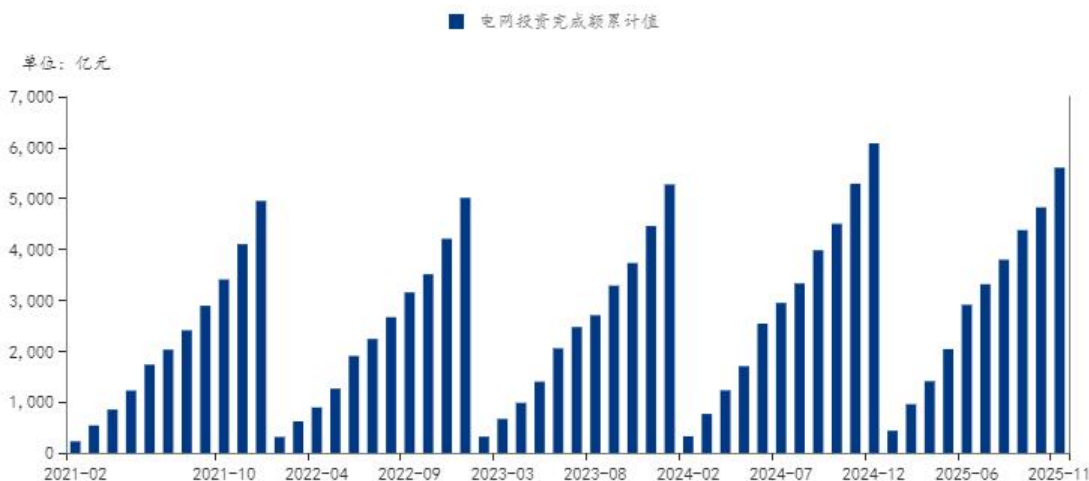
这次美伊战争，我觉得更深一层是影响大国对于能源转型的重要性评估。3月2日，卡塔尔两处关键能源设施在冲突中遭到袭击，被迫停止LNG生产，造成全球能源市场出现巨大供应缺口，欧洲与亚洲LNG市场价格飙升。当前欧洲LNG库存接近五年新低，各国正竞相补库，推动荷兰TTF等基准价格飙升。日、韩是卡塔尔LNG的传统大买家。受此影响，股市、汇市剧烈震。2022俄乌冲突爆发和此次美伊冲突引起的能源价格大涨，可能使各国反思对任何单一能源的过度依赖。虽然化石能源的暴涨可能持续性不强，但是长期来看，凸显了可再生能源、光伏、储能战略价值。

## 研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

3月11日，欧盟委员会主席冯德莱恩在欧洲议会全体会议发表讲话时称，中东局势已冲击全球能源市场，海湾地区动荡迅速推高价格，只要欧洲仍从不稳定地区大量进口化石燃料，就无法摆脱脆弱和依赖性。她表示，欧盟将“设立2亿欧元（约合2.3亿美元）的担保机制，以支持创新核能技术的投资”，并公布了一项关于小型模块化反应堆的新战略。

欧盟2022年在能源危机和REPowerEU计划的直接推动下，新增光伏装机41.4 GW，同比增长47%。储能在2022-2023年同样经历了爆炸性增长，主要驱动力是居民为应对高电价而寻求“光伏+储能”的自给自足模式。与欧洲相比，中国的准备要充分得多。今年国内为加快智能电网建设，国家电网、南方电网两大电网公司已出台重大投资计划。1月15日，国家电网正式宣布“十五五”期间（2026-2030年）固定资产投资总额将达4万亿元，较“十四五”时期增长40%，年均投资规模达8000亿元。随后，南方电网披露2026年投资规模为1800亿元，行业普遍预计南方电网“十五五”期间总投资将达1万亿元左右。据此测算，两大电网五年总投资将逼近5万亿元。截至2月10日，公司电网生产技改和配网基建项目已开工11.6万项，共完成投资124.8亿元，同比增长超120%。各地一批具体的重点工程也在春节后密集复工或新开工，覆盖了从特高压到配网等多个层面。电网订单的交付是当前铜需求回升的主要动力。截至3月5日，SMM铜线缆企业的开工率已回升至60.9%，环比大幅提升33.2个百分点。企业反馈显示，节前集中招标的电网订单目前已进入集中交货期，这是推动生产提速的关键因素。截至2月27日，调研样本内精铜杆企业的待交付订单达到12.36万吨，处于统计以来的同期最高水平。这预示着后续几个星期，为了完成这些订单，企业对电解铜的采购和生产需求将持续旺盛。这些装机量的增加，对于铜的消耗量是巨大的。今年1月，新能源汽车产销分别完成104.1万辆和94.5万辆，同比分别增长2.5%和0.1%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的40.3%，而纯电动车用铜量约为传统燃油车的4倍，在化石燃料价格高企下，新能源汽车未来需求可能会进一步增加。美伊战争引发的化石燃料价格暴涨似乎间接促进了下游绿电、光伏、储能、电网的需求，进一步对铜价提供了有力支撑。

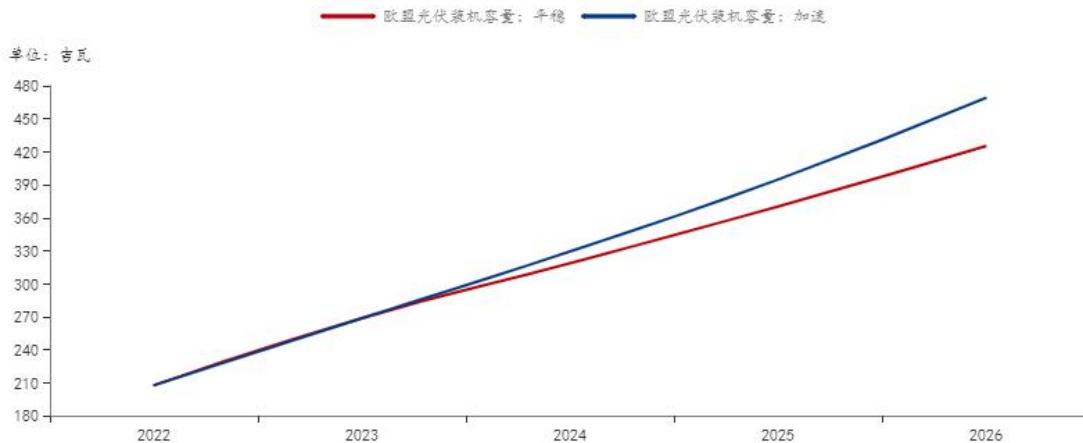
图：电网投资完成额累计值 | 单位：亿元



资料来源：钢联、安粮期货研究所

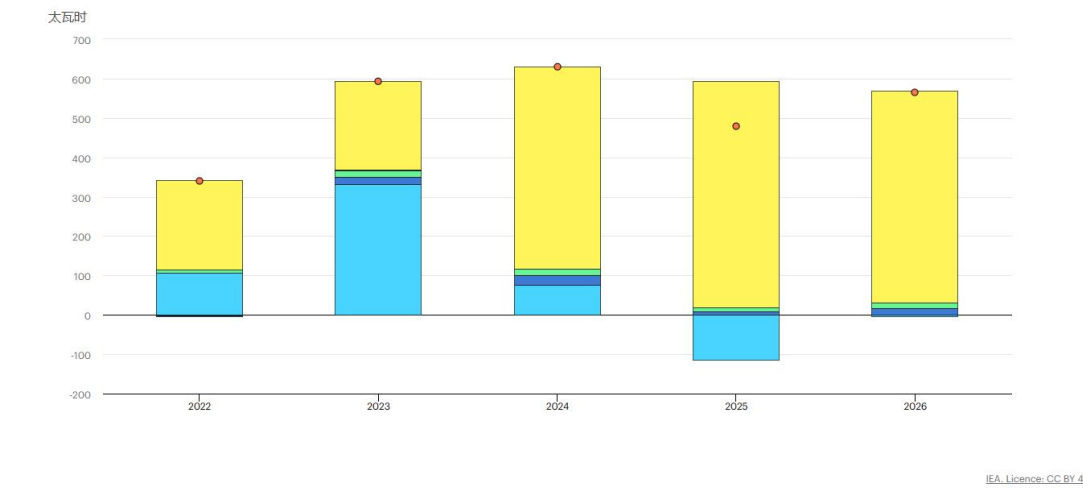
图：欧盟光伏装机容量 | 单位：吉瓦

# 研报的简单+实用：唯一不变的宗旨



资料来源：钢联、安粮期货研究所

图：2022-2026年中国各类电源发电量同比变化 | 单位：太瓦时



资料来源：国际能源署、安粮期货研究所

图：国内新能源汽车与传统汽车产量 | 单位：万辆



资料来源：钢联、安粮期货研究所

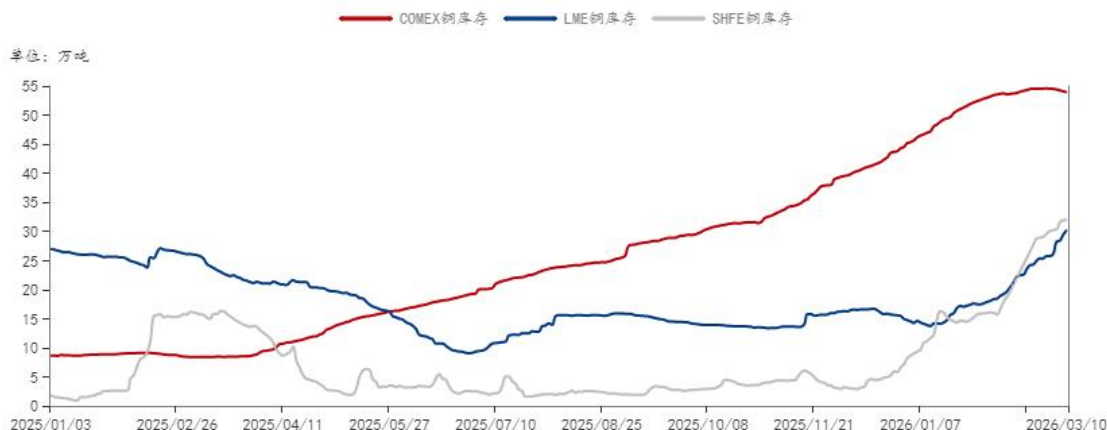
# 研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

## 2. 全球矿产争夺，铜战略属性增强

中国是全球最大的铜消费国，国内自产的铜矿资源，远远无法满足庞大的工业需求，不得不长期、大规模地依赖海外进口。近年来全球铜矿供应呈现出总量温和增长，但扰动事件频发、供应预期持续趋紧的格局。

一般来说，高库存似乎与价格呈现负相关。2025年4月至今，COMEX铜库存持续走高，暂未出现大幅去库。最初可以理解为由于关税政策引来的跨市场套利。但是从去年年底以来，SHFE、LME库存也持续走高，在累库叠加去库速度缓慢的情况下，铜价仍保持高位，这似乎有悖于常理。笔者认为这种情况出现的原因是铜从一个普通的工业金属，转化为了“战备物资”。在供应端承压的同时，需求端的结构性增长为铜价提供了有力支撑，新能源汽车、光伏风电、储能电网、人工智能等新兴领域已取代传统建筑、家电行业，成为铜消费的主要增长点，而蓬勃发展的AI数据中心用铜更成为关键增量来源。据英国《金融时报》报道，美国正全面押注AI，2025年以来，美国主要科技公司在与AI相关的基础设施上投入了超过3500亿美元，预计到2026年将超过4000亿美元。这一数字远远超过任何其他国家。即使当前全球铜供应过剩，但只要市场相信未来的故事更宏大，价格就能在高位获得支撑。

图：COMEX、LME、SHFE库存 | 单位：万吨



资料来源：钢联、安粮期货研究所

在2026年2月的关键矿产部长级会议上，美国正式推出了“资源地缘战略合作论坛”（FORGE），替代了之前的“矿产安全伙伴关系”（MSP）。旨在形成一个排他性的“关键矿产优惠贸易集团”。当地时间2月2日，美国总统特朗普宣布启动一项战略关键矿产储备项目“金库计划”。高盛预测，在“全球储备60天需求”的假设情景下，美国需要建立约27.9万吨的铜储备；仅这一项就可能吸收全球铜市场30万吨的供应过剩，使市场从供应过剩转为供需平衡。美国本土严重缺乏冶炼与精炼产能，并且新建/重启冶炼项目进度缓慢，囤积精炼铜的经济性显著高于新建产能或高关税下进口。刚果（金）从2025年2月起连续升级的出口管制就说明很多资源国从“被动供应者”向“主动定价者”转变，印尼的镍矿出口禁令、智利的锂国有化政策，均昭示着资源民族主义时代的来临。

由于铜市场规模大、库存水平已较高，相对于整体市场规模，战略储备的直接量级影响可能不大；如果市场开始担忧铜的供应保障，由此引发的价格影响可能非常显著。截至3月8日，三大交易所铜库存中，仅COMEX铜库存出现了微量的去库信号，本周环比下降0.34%至0.60%，是自2025年4月以来首次周度下



