

有色半年报

2026年6月29日

研究部

刘超

投资咨询号:Z0011456

从业资格号:F3011902

联系方式:021-61088065

宏观扰动加剧，科技引领破围

摘要：

今年上半年多因素交织价格强势共振。

全球铜矿产量同比下滑，海外头部矿企全年产量指引下调，中国铜矿产量保持增长，抵消了部分海外产量下滑的影响。国内传统地产、家电、建筑需求偏软，但新产业用铜爆发。新能源车、风光储能、特高压、AI算力、数据中心需求增量显著，新质需求抵消传统行业下滑，铜需求保持稳定增长。

全球宏观环境变乱交织，美国通胀再度攀升，美联储利率决策充满不确定性。美伊、俄乌冲突持续，全球油价和航运价格大幅波动。AI科技革命是未来突围的关键，全球AI投资持续增加，相关需求仍稳定增长。

短期局部风险不改康波周期末端科技突围的发展方向，AI投资的持续仍将对下半年金属价格构成稳定的支撑，短期修正不改高位震荡的总趋势。

风险提示：

经济风险、战事风险

目录

有色半年报	1
研究部	1
一、铜市场回顾	3
1.1 2026 上半年多因素交织价格强势共振	3
1.2 铜精矿供应紧张，库存继续向 COMEX 转移	4
二、铜供需平衡	5
2.1 铜产业链上游——铜精矿价格持续攀升	6
2.2 铜产业链中游——产量增速下半年可能回落	7
2.3 铜产业链下游——铜材产量好于预期	9
2.4 全球铜供需平衡	10
三、未来主要影响因素展望	11
3.1 关税因素——关税不确定性犹存	11
3.2 硫酸价格对精炼铜影响存在不确定性	13
3.3 再生铜供应对供应端影响扩大	14
3.4 AI 领域新增需求抵消了传统领域消费下滑	14
四、策略建议	15
4.1 趋势策略	15
4.2 价差策略	15

一、铜市场回顾

1.1 2026 上半年多因素交织价格强势共振

2026 年上半年铜价整体呈阶段性分化、高位震荡运行，价格中枢较 2025 年显著上移。价格受宏观情绪扰动特点突出，AI 对市场影响日益加剧。年初全球流动性宽松驱动价格上行，3 月通胀担忧升温叠加美伊地缘冲突引发市场集中回调。大型铜矿下调供给预期，AI 及新能源产业释放增量需求对基本面构成底部支撑，带动二季度价格震荡修复。美元流动性、矿产资源供给约束、新能源需求共同作用，影响因素更加复杂，具体分析如下：

第一阶段，2026 年 2 月起美联储结构性扩表，MBS 持续缩表但国债增持投放基础货币，美元指数阶段性走弱，大宗商品估值修复，铜作为有色龙头受益于宽松预期。

第二阶段，美伊冲突全面升级，国际原油暴涨推升全球滞胀预期。美国 CPI、PPI 数据大幅超预期，市场大幅下调降息预期、甚至定价加息可能性，风险资产集体抛售，铜价快速走弱。沪铜最低跌至 92000 元/吨，伦铜下破 11000 美元/吨，为上半年最大一轮调整行情。

第三阶段，4 月起地缘冲突边际缓和，市场重新定价铜矿短缺与新能源长期需求，铜价自低点持续修复。二季度整体维持 100000~106000 元/吨宽幅震荡，价格呈现反复拉锯。美国商务部 6 月末公布提交精炼铜关税报告，决定 2027 年阴极铜是否加征关税成为影响市场价格的重要因素。

图表：沪铜主连月线图



资料来源：文华财经，中银期货

1.2 铜精矿供应紧张，库存继续向 COMEX 转移

1.2.1 铜精矿供应紧张

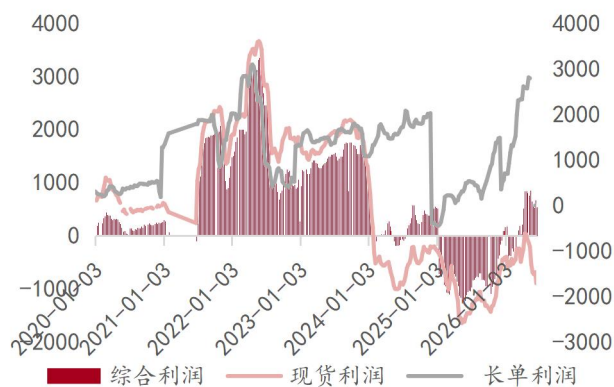
全球铜矿产量持续下滑：2025Q3—2026Q1 铜矿产量连续同比下滑，头部矿企全年产量指引集体下调；印尼、刚果、智利主力矿山因运营问题意外减产、复产延期频发，实际供应低于预期。铜精矿加工费 TC 深度倒挂，现货粗炼费跌至-120 美元/干吨，冶炼厂采购铜矿需要倒贴成本，属于数十年罕见局面，原料紧张的特征明显。

图表：铜精矿加工（美元/吨）



资料来源：SMM，中银期货

图表：铜冶炼利润（元/吨）

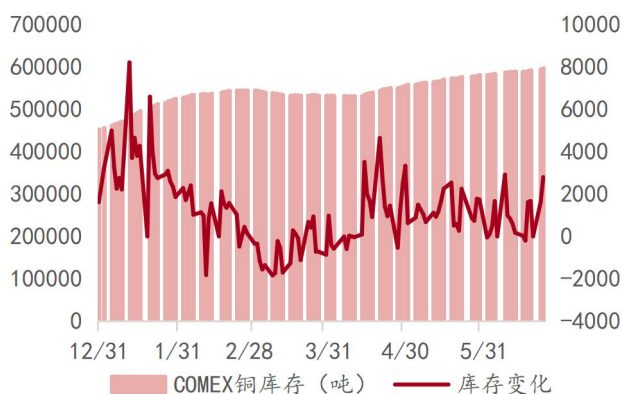


资料来源：SMM，中银期货

1.2.2 铜库存继续流向 COMEX

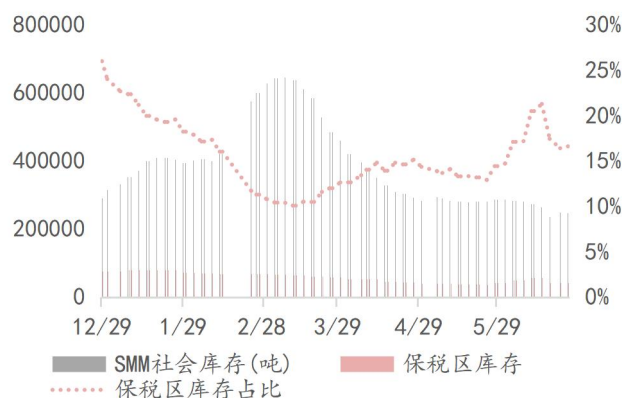
三大交易所库存持续下行，LME、上期库稳步去库。受美国 232 关税预期影响，LME 铜持续流向 COMEX，海外库存结构性分化，全球可流通现货减少，支撑现货价格居高不下。COMEX 铜库存占全球显性库存比例为 50.75%，库存高增的势头未出现停止的迹象。整体看，中国铜库存下滑，海外库存受美国可能增税影响，继续保持高位。

图表：COMEX 铜库存（万吨）



资料来源：SMM，中银期货

图表：中国铜社会库存（万吨）

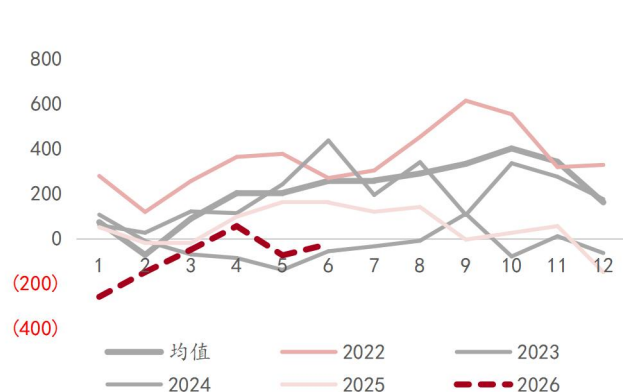


资料来源：SMM，中银期货

1.2.3 现货需求冷暖不均

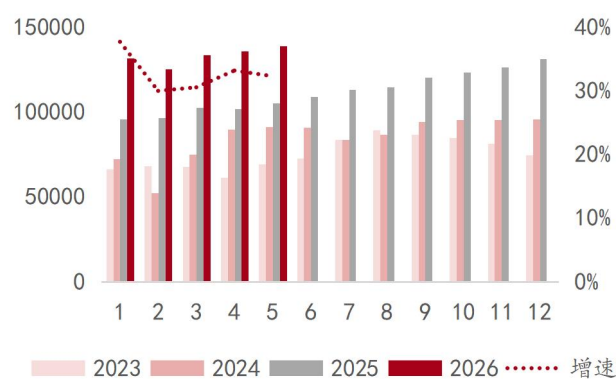
今年上半年，我国铜现货升水持续低于历史均值，传统地产、家电、建筑需求疲软，但新产业用铜爆发。新能源车、风光储能、特高压、AI 算力、数据中心需求增量显著，新质需求完全抵消传统行业下滑。

图表：沪铜现货升水（元/吨）



资料来源：SMM，中银期货

图表：中国铜箔产量（万吨）



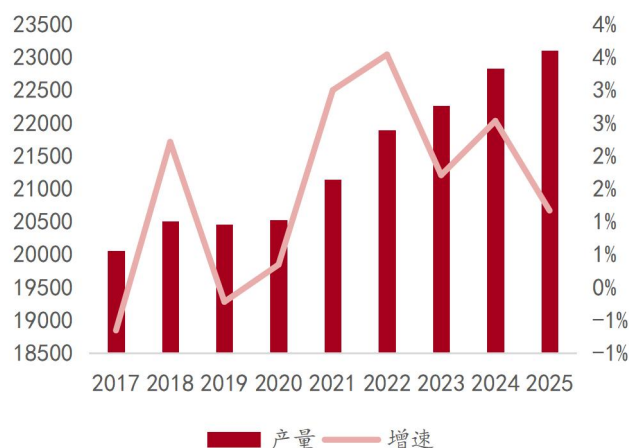
资料来源：SMM，中银期货

二、铜供需平衡

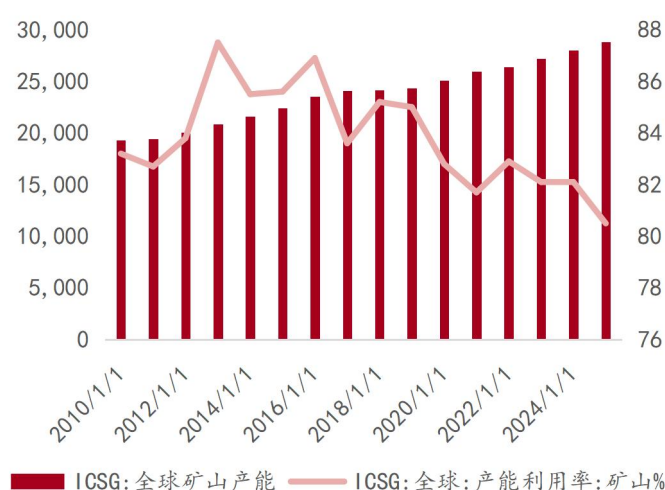
2.1 铜产业链上游——铜精矿价格持续攀升

全球矿山资本开支长期不足，产能利用率持续下滑。大型新矿山稀缺，新矿投产周期5~10年，传统矿山运营问题频发，铜精矿价格持续攀升，供应缺口突出。主要原因是受到民族保护主义、ESG、突发运营问题导致产能利用率显著回落。成本方面，老旧矿山品位持续下滑，导致铜矿成本逐渐抬升，铜矿运营压力增加。

图表：全球铜矿产量



图表：全球铜矿企业开工率



资料来源：WIND，中银期货

根据 SMM 和最新铜矿公布的消息，主要影响 2026 年产量的铜矿预计产量增 3.5 万吨。但由于中小矿山和其它未统计矿山的增产，根据 ICSG 总量统计，2026 年总铜矿供应增速预期为 1.6%。短期是各类扰动（罢工、矿难、物流封锁、能源成本）持续冲击；中长期底层瓶颈为全球矿山品位逐年下滑、新矿勘探投产周期拉长、资本开支不足。

2026 年供应最多的铜矿是 Los Bronces 和 Kamoā-Kakula 矿，二者均在 2025 年发生了较严重的矿山运营问题，矿山处于修复过程中。产量增加最多的是 Las Bambas、西藏巨龙铜矿、米拉多铜矿二期，新产能投放带来新增量。

图表：主要企业矿产量变化（万吨）

矿山名称	正常满产年	2026 基准预期	2026 同比增减	核心供给约束（2026 关键逻辑）
Escondida	125	122	-3	主矿体品位持续下滑；8 月千人总工会合同到期，高罢工风险；老选
El Teniente	36	30.1	-5.9	2025 巷道坍塌永久损伤采区，全年持续刚性减产，修复至 2027 年
Chuquibambilla	36	25	-4	露天转井下过渡期，原矿品位大幅下滑，运输、运维劳资扰动频发
Spence	24	21.5	-2.5	矿石性质复杂、长期低品位，选矿运行稳定性差，经常性检修降产
Los Bronces	21	20	-1	原矿品位逐年走低；8 月底工会合同到期，存在停产风险
Grasberg	45.4	36.3	-9.1	井下泥石流损毁核心设施，全年低负荷生产；印尼矿业、出口政策收
Kamoa-Kakula	40	31	-9	井下地震涌水，巷道修复周期拉长，产能爬坡大幅不及预期
TFM Tenke	52	52.5	0.5	刚果全域硫酸紧缺压制中小湿法矿；自有配套硫酸装置抗风险较强，
Las Bambas	32	40	8	Chalcobamba 新矿坑扩产释放增量；2026 大选带来加税、矿权收紧
Quellaveco	22	24.5	2.5	一期产能爬坡收尾，生产稳定，仅常规检修扰动
西藏巨龙铜矿	15	12	12	国内最大新增产能，2026 年初持续爬坡，无地缘、劳资风险
米拉多铜矿二期	10	10	10	稳步扩产，社区、环保扰动偏少
Oyu Tolgoi	50	40	5	地下产能大规模释放，逐年抬升总产量，年均产量区间 38 - 45 万吨
合计			3.5	

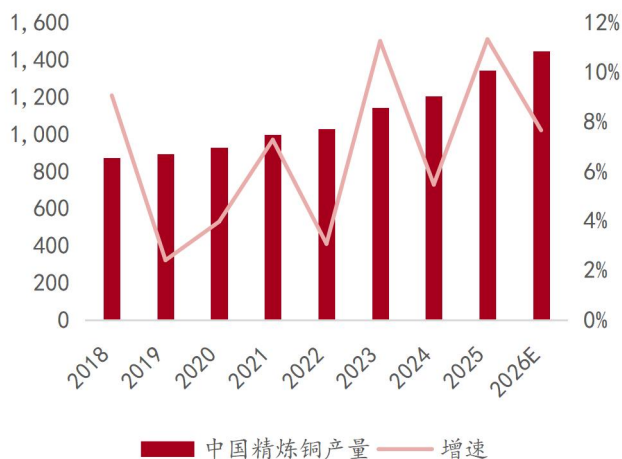
资料来源：SMM 中银期货

2.2 铜产业链中游——产量增速下半年可能回落

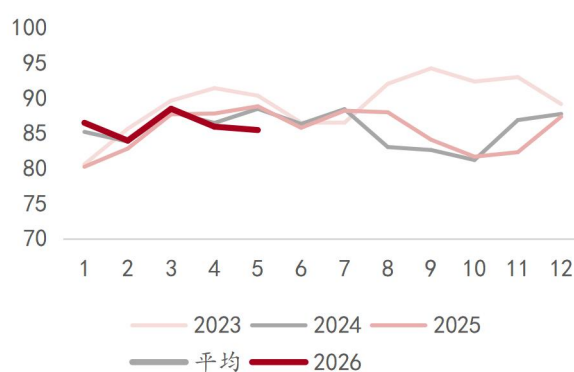
2026 年现货铜精矿 TC 长期维持负值区间（-120 美元 / 干吨附近），长单 TC 趋近于 0 美元，反映铜矿极度紧缺。国内多家冶炼厂因高原料成本主动压减负荷，精炼产出收缩，反向压制矿端采购需求，短期形成供给缓冲，但中长期无法改变矿荒格局。

中国冶炼企业开工率 85.4%，开工率出现下滑。中国冶炼企业利润现货平均亏损 2100 元/吨，长单盈利 2700 元/吨。阳极板加工费持续下滑，中国铜精矿作价系数处于高位，原料紧张状况延续。若下半年硫酸价格出现回落，冶炼利润将受到影响。

图表：中国精炼铜产量

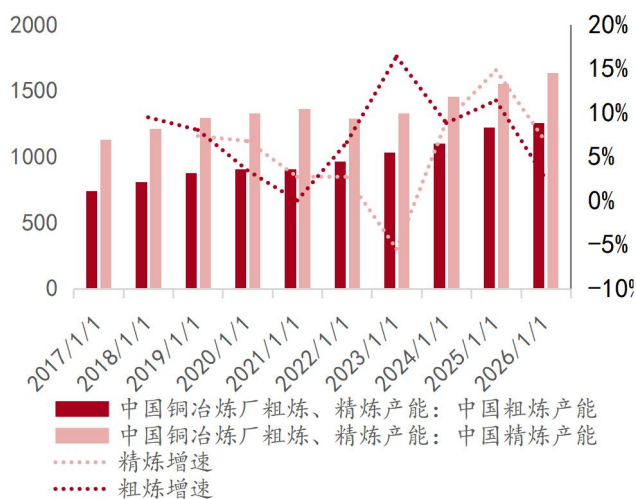


图表：中国铜冶炼企业开工率

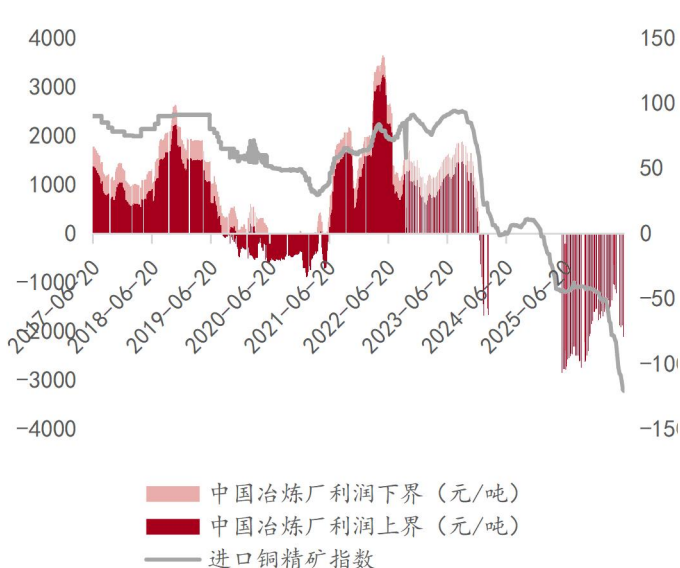


资料来源：SMM，中银期货

图表：中国铜冶炼产能



图表：中国铜精矿现货加工利润（元/吨）

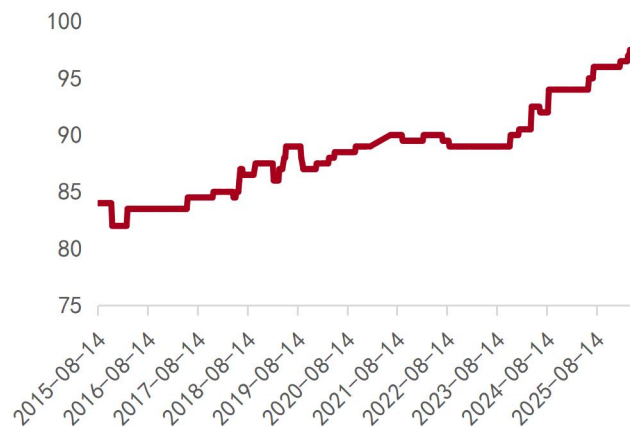


资料来源：SMM，中银期货

图表：中国阳极板加工费（元/吨）



图表：中国铜精矿作价系数（%）



资料来源：SMM，中银期货

2.3 铜产业链下游——铜材产量好于预期

根据 SMM 数据，今年 1~5 月我国铜材产量同比增 12.76%。

图表：SMM 铜材产量

	2023	2024	2025	2025(1~5)	2026(1~5)	同比	2025(1~5)开工率	2026(1~5)开工率
精铜杆	973.25	991.02	1033.98	416.43	448.98	7.82%	64.02	64.54
SMM 废铜杆							31.95	13.18
铜板带	249.53	249.53	186.19	58.05	79.28	36.57%	65.58	68.75
铜管	181.76	181.76	202.58	17.64	16.68	-5.49%	77.54	73.58
铜箔	90.5286	102.264	133.885	50.14	66.52	32.66%	70.05	88.49
合计	1495.0686	1524.574	1556.635	542.26	611.45	12.76%		
增速		1.97%	2.10%		12.76%			

资料来源：SMM 中银期货

根据钢联数据，今年 1~5 月下游铜材产量同比增速 3.09%，增速偏低。主要下降的品类是废铜杆，

产量出现了明显回落。

图表：钢联铜材产量

	2023	2024	2025	2025(1~5)	2026(1~5)	同比	2025(1~5)开工率	2026(1~5)开工率
精铜杆	915.20	912.17	944.03	383.92	408.85	6.49%	58.53	59.57
废铜杆	244.96	197.40	170.49	72.27	57.33	-20.67%	26.26	17.89
铜板带	228.63	244.93	233.22	76.00	73.51	-3.28%	64.05	62.04
铜棒	124.29	121.67	120.00	38.07	38.88	2.12%	48.35	49.50
铜管	180.34	194.35	189.46	69.42	66.40	-4.35%	74.90	72.27
铜箔	86.27	107.82	121.48	38.36	54.03	40.85%	65.22	79.36
合计	1779.69	1778.35	1778.68	678.04	699.00	3.09%		

资料来源：钢联

加上废铜杆和铜棒后，中国铜材总产量，今年预计同比增速超7%，增速有所加快。

2.4 全球铜供需平衡

根据国际铜研究小组最新预测报告，预计2026年铜精矿供应增速恢复到1.6%；预计2025年精炼铜产量增速0.4%；预计2025年需求增速1.6%，供应过剩9.6万吨。

图表：国际铜研究小组预测报告

World Refined Copper Usage and Supply Forecast
Thousand metric tonnes, copper

REGIONS ('000 t Cu)	COPPER MINE PRODUCTION			REFINED COPPER PRODUCTION			REFINED COPPER USAGE		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Africa	4,490	4,589	4,949	3,124	3,235	3,467	193	192	173
N.America	2,209	2,313	2,398	1,604	1,701	1,721	2,291	2,321	2,361
Latin America	8,761	9,101	9,504	2,129	2,281	2,430	391	392	396
Asean-10	746	827	1,061	500	686	1,042	1,235	1,261	1,324
Asia ex Asean/CIS	2,839	3,061	3,309	16,677	17,680	18,028	20,120	20,469	20,907
Asia-CIS	983	1,067	1,109	490	501	496	107	107	107
EU	750	768	805	2,391	2,585	2,920	2,961	2,996	3,025
Europe Others	1,587	1,747	1,812	1,286	1,330	1,432	903	926	942
Oceania	832	776	883	454	437	461			
TOTAL	23,197	24,249	25,830	28,656	30,437	31,996	28,201	28,664	29,236
World adjusted 1/ 2/	23,197	23,559	24,103	28,656	28,760	29,613	28,201	28,664	29,236
% change	0.9%	1.6%	2.3%	4.5%	0.4%	3.0%	2.8%	1.6%	2.0%
World Refined Balance (China apparant usage basis)							455	96	377

资料来源：ICSG

三、未来主要影响因素展望

3.1 关税因素——关税不确定性犹存

3.1.1 铜关税的影响减弱

年初至今，COMEX 铜上涨 8.84%，LME 铜上涨 6.61%，沪铜上涨 4.58%。不同市场间价差存在。库存继续向美国转移。

自 2025 年初市场形成 232 条款铜关税落地预期、且该预期在去年夏季持续发酵后，美国精炼未锻轧铜进口规模显著抬升。2025 年 1 月至 2026 年 5 月，美国月度精铜进口均值达 14 万吨，较 2024 年月均 7.5 万吨近乎翻倍。结合美国本土供需平衡测算，2025 年美国超额进口精炼铜约 87 万吨；2026 年截至 5 月，额外新增超额进口量近 40 万吨。

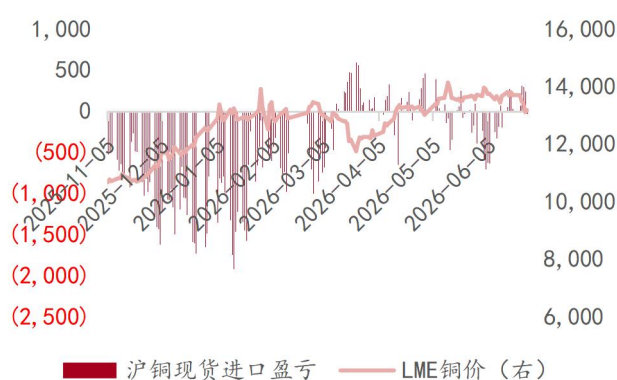
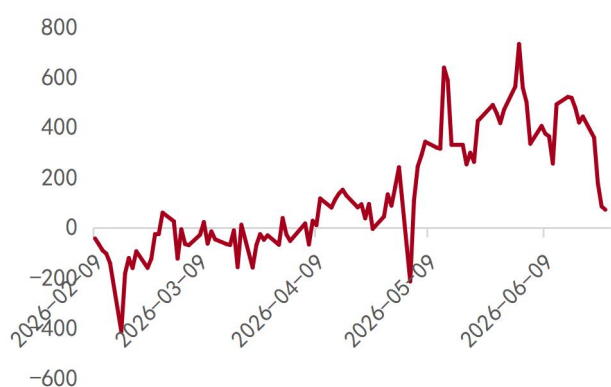
政策端关键时点临近。美国商务部需在 2026 年 6 月 30 日前向总统特朗普提交国内铜市场最新评估报告，为其决策是否调整 232 条款铜关税提供依据。早在 2025 年 6 月 30 日发布的首轮报告中，商务部便提出分阶段加征关税方案。2027 年 1 月 1 日起对精炼铜统一征收 15% 进口关税，2028

年1月1日进一步上调至30%。该提案去年未能落地，当前进入复审窗口期。

若方案正式实施，高额关税将构筑境外铜流入美国的成本壁垒，遏制本土铜资源外流。阶梯式加征机制还会持续吸引全球精铜流向美国，拉长国内库存去化周期，同时为美国财政创造关税税收。当前下游铜半成品进口关税已高达50%，阴极铜关税仍存在可能的上调空间。

图表：LME 与 COMEX 价差（美元/吨）

图表：中国铜进口盈亏（元/吨）



资料来源：SMM

3.1.2 美联储货币政策可能转折

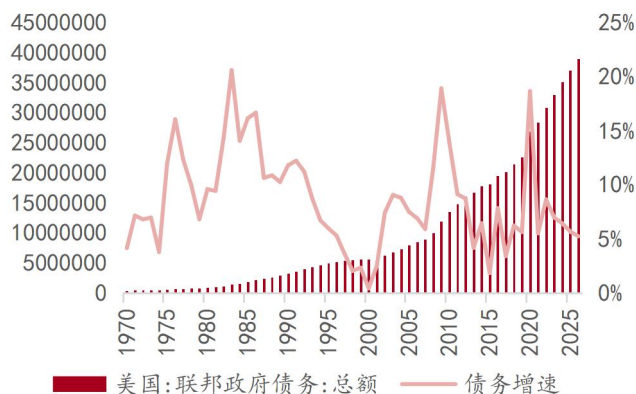
美国商务部数据显示，美国5月单月年化PCE物价指数同比上涨5.5%，为2023年4月以来最高水平；核心PCE同比上涨3.9%，符合市场预期，为2023年10月以来的最高水平。但截尾均值PCE仅2.8%，显著低于核心PCE。

截尾PCE显示通胀中枢小幅反弹，但整体保持回落趋势，或为美联储提前启动降息提供关键数据支撑。美联储当前资产负债表数据显示，本轮缩表周期下总资产较高点已下滑22%，资产结构分化明显。其中美债持仓占比达66%，构成核心持仓，MBS持续到期不续作，存量稳步回落。沃什式政策“缩表+降息”组合，尽管与鲍威尔截然不同，但仍将继续给市场带来显著的扭曲。

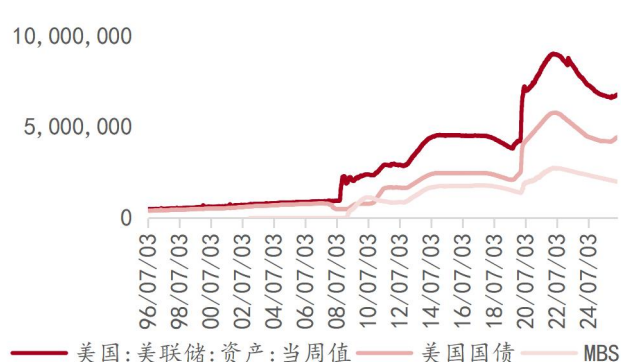
美国2025年GDP总额30万亿，GDP增速2.5%。美政府债务总额达到39.23万亿美元，债务增速5%左右。美国债务增速快于GDP增速，因此单靠降低利率对美国政府而言是杯水车薪。4月末美官方加权平均利率3.34%，年利息支出1.03~1.05万亿美元。美国政府2025年财政总收入5.24万亿美元，总支出7.01万亿美元，赤字1.78万亿美元。由于通胀攀升和美国军费开支增加，

预算赤字仍不断扩大。

图表：美政府债务总额（百万美元）



图表：美联储资产负债表（百万美元）



资料来源：SMM

3.1.3 未来的宏观不确定性扰动较高

沃什政策缩表造成紧缩的金融环境，同时降息，压低短端利率，进而抑制长端利率抬升。如果配合美国通胀回落，经济预期下行，资金流入国债，进一步抑制长端利率。同时配合美国银行准备金率下调，保证市场流动性充足。

未来若美国经济保持稳定，通胀回落，美联储降息，对金属价格会构成利好。如果美国经济出现衰退，美联储被迫降息，市场对经济的忧虑加剧，难以对金属价格形成支撑。

3.2 硫酸价格对精炼铜影响存在不确定性

现阶段铜精矿加工费 TC 持续负值，冶炼厂现货出现亏损，但硫酸销售收益基本覆盖了铜冶炼亏损，是冶炼厂现金流与利润支柱。按行业测算，单吨铜配套硫酸创造毛利可完全抵消负 TC 带来的损失，企业具备强开工动力，支撑精炼铜高产出。全球硫磺高度依赖中东进口，霍尔木兹海峡航运受阻后，硫磺原料供给收缩，叠加国内磷化工、锂电湿法需求持续增长，硫酸供需持续偏紧，价格强势运行。中东是全球 45% 海运硫磺出口来源，冲突缓和后航运恢复，进口硫磺供给大幅增加，外购硫磺制酸产能重启，市场流通硫酸总量提升，1800 元/吨的高价是否能持续，价格有回调风险。若硫酸价格下行将直接削减冶炼厂副产品毛利，原本依靠硫酸弥补的铜加工亏损无法覆盖。若硫酸小幅下跌，冶炼综合利润收窄，企业逐步降低原料采购、放缓冶炼开工节奏；若硫

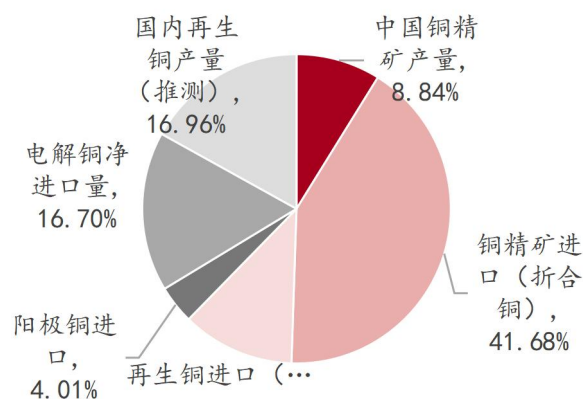
酸大幅走弱，副产收益不足以对冲负 TC 亏损，冶炼陷入整体性亏损，停产检修、压减产能成为最优选择。冶炼厂主动降负荷，全球精炼铜供给收缩，中期形成铜价利多支撑。同时企业减少铜精矿的采购，铜供应或减少。

3.3 再生铜供应对供应端影响扩大

中国再生铜进口增速约 8%，国产再生铜产量增速预计 12%，进口和国产再生铜在我国铜消费中占比约 28%，成为仅次于进口铜精矿的第二大主要原料来源。其中，国产再生铜年供应量接近 350 万吨，占我国铜消费 16.9%。根据再生铜供应特点，预计我国再生铜供应每年将增加 20 万吨，国产再生铜供应稳步提升，对进口铜精矿的依赖逐渐下降。

图表：废铜杆企业开工率 (%)

图表：中国铜原料来源 (%)

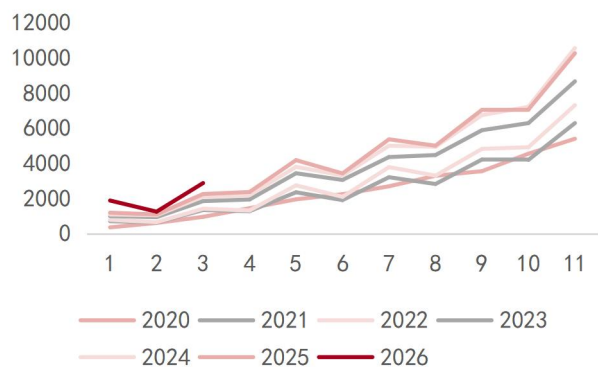


资料来源：SMM，中银期货

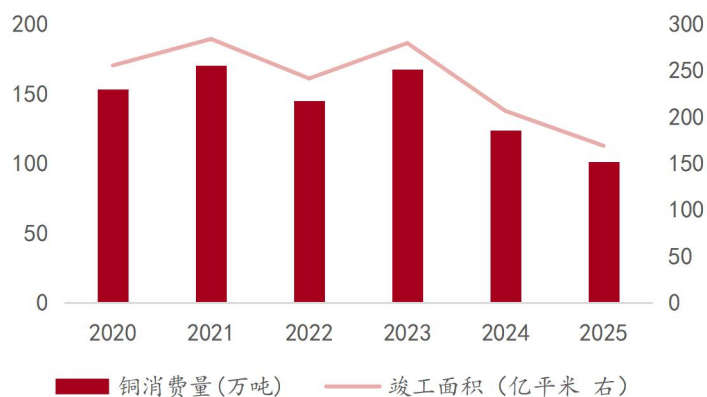
3.4 AI 领域新增需求抵消了传统领域消费下滑

今年 1~4 月，我国电力累计投资完成额同比增 32.57%，其中电源投资增速放缓，电网投资增速有所加快。根据十五五我国电网投资规划，预计每年投资同比增速超 60%，带来铜消费增长约 40 万吨/年。地产领域消费持续下滑，预计今年地产领域铜消费约减少 20 万吨/年。我国家电领域保持平稳增长，预计年增 5 万吨/年。AI 资本开支带来的电力需求增长和新增的相关原材料需求对铜消费增长拉动仍持续。

图表：中国电网投资（亿元）



图表：中国地产领域铜消费（万吨）



资料来源：钢联，中银期货

四、策略建议

4.1 趋势策略

短期美联储缩表预期，叠加高通胀高利率，美元利好，商品利空。中期美联储有降息预期，若AI投资保持增长，铜终端消费继续保持稳定，整体强势格局逻辑延续。下半年若美国通胀下滑，美联储良性降息，预计铜价仍将保持高位偏强态势不变。

4.2 价差策略

若硫酸价格出现松动，国内冶炼厂或出现减产，则利好铜现货价格，可关注近远月价差套利机会。

免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料,分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,不保证该信息未经任何更新,也不保证我司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,我司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保,据此投资,责任自负。

本报告版权归我司所有,未获得我司事先书面授权,任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我司书面许可予以转载、刊发时,需注明出处为“中银期货”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

我司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑,本报告所载的观点并不代表中银期货,或任何其附属或联营公司的立场。我司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断,可随时更改。

中银期货版权所有。保留一切权利。

中银国际期货有限责任公司

中国上海浦东
世纪大道 1589 号
长泰国际金融大厦 901 室
邮编 200122
电话: 61088088
传真: 61088066
客服热线: 400 8208899

相关关联机构:

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200120
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554