

● 主要结论

近期我国金融市场呈现出典型的“周期雄起”特征，资金反复追捧由政策预期驱动的行市。聚焦当前大宗商品等顺周期性资产价格的反弹，国内积极正面的政策导向产生了多重市场效应。一方面，我国启动了“反内卷”与新一轮重点行业稳增长工作方案。针对大宗商品产业链生产企业持续面临的终端消费乏力、结构性过剩、行业利润空间萎缩的三重困局，政策给予了突破。在稳经济扩内需的战略框架下，产业政策领域积极鼓励“新质生产力”，通过发展推动制造业转型升级、产业结构优化调整以及绿色低碳节能降耗等举措，系统性地提升了重点产业链的景气度。另一方面，当前大宗商品市场正处于全球供需平衡体系再塑造的历史性阶段。近年来全球资源品价格频繁异动的背后，全球地缘经贸往来正承受着效率损失加剧、综合成本抬升、国际订单转移及产业竞争失衡等多重压力。随着大宗关键战略原材料面临全球地缘经贸及大国博弈、全球产业链政策调整以及供应链重塑下的定价重估，金融属性的强化与中长期政策预期成为主要推手，刺激 2025 年大宗商品高波动性成为市场运行的新常态。

国信期货交易咨询业务资格：
证监许可【2012】116 号

分析师：顾冯达
从业资格号：F0262502
投资咨询号：Z0002252
电话：021-55007766-6618
邮箱：15068@guosen.com

这种特征既源于战略资源金融属性与商品属性的重新定价，更是供应链成本抬升、资本博弈加剧与全球经贸政策不可预测性共振的必然结果。“躁动的不是树，不是风，是人心！是预期！是偏好！”，从大宗商品板块的表现来看，自 7 月以来，大宗商品的主线是行业政策预期积极以及市场估值修复等多重利好因素共振推动的结果。我国期货市场近期接连出现了跳楼机式异动背后，商品 CTA 游资与期现商联合体正借政策题材炒作多数高弹性易反抽拉升的商品期货波动，短期需警惕大宗市场暴涨暴跌过山车行情，中长期则聚焦政策刺激下估值上修行情。

在大变局时代，全球资本推波助澜，大宗商品等具备强金融属性的上游资源品呈现出高波动高弹性特征。聚焦 2025 年市场政策刺激下大宗商品极端剧烈波动的过山车行情，以及估值修复的持续性。价格驱动的额外推手是风险溢价与流动性。当前铜价的强势动能主要来自地缘风险溢价与资本流动的双重驱动。

展望 9 月，预计沪铜价格核心运行区间为 78000-83000 元/吨，整体维持高位偏强震荡格局，价格韧性凸显。尤其是传统金九银十旺季在即，考虑到 2025 年四季度将开启新一轮艰难困苦的铜精矿加工费谈判，我国铜资源进口供应卡脖子问题可能凸显，预计四季度铜价将呈现多轮冲高的偏强震荡行情，市场应聚焦 9 月之后铜价创年内新高可能！

核心支撑在于两点：一是供需紧平衡，铜矿供应瓶颈未解叠加冶炼端扰动（减产检修）与刚性需求形成支撑；二是地缘风险溢价难消，全球局势动荡及大国贸易摩擦将持续抬升资源定价中的政治风险成本。短期须高度警惕国内外铜期货市场在宏观贸易政策冲击下（如美国铜贸易政策）可能引发的双向巨幅波动，市场投机情绪易加剧震荡幅度。中长期来看，尽管成本支撑与结构性需求赋予铜价强劲韧性。

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、全球宏观主线趋势跟踪

近期我国金融市场存在典型的“周期雄起”特征——资金反复追捧政策预期驱动行情。聚焦当前大宗商品等顺周期性资产价格的反弹，国内积极正面的政策导向呈现多重市场效应：一方面，我国启动“反内卷”与新一轮重点行业稳增长工作方案，针对于大宗商品产业链生产企业持续面临终端消费乏力、结构性过剩、行业利润空间萎缩的三重困局给予政策突破，在稳经济扩内需战略框架下，产业政策领域积极鼓励发展“新质生产力”，通过推动制造业转型升级、产业结构优化调整及绿色低碳节能降耗等举措，系统性提升重点产业链景气度；另一方面，当前大宗商品市场正处于全球供需平衡体系再塑造的历史性阶段，尤其是近年来全球资源品价格频繁异动的背后，全球地缘经贸往来正承受效率损失加剧、综合成本抬升、国际订单转移及产业竞争失衡等多重压力，但随着大宗关键战略原材料正面临全球地缘经贸及大国博弈、全球产业链政策调整供应链重塑下的定价重估，金融属性强化与中长期政策预期构成主要推手，刺激 2025 年大宗商品高波动性将成为市场运行新常态，这种特征既源于战略资源金融属性与商品属性的重新定价，更是供应链成本抬升、资本博弈加剧与全球经贸政策不可预测性共振的必然：“躁动的不是树，不是风，是人心！是预期！是偏好！”

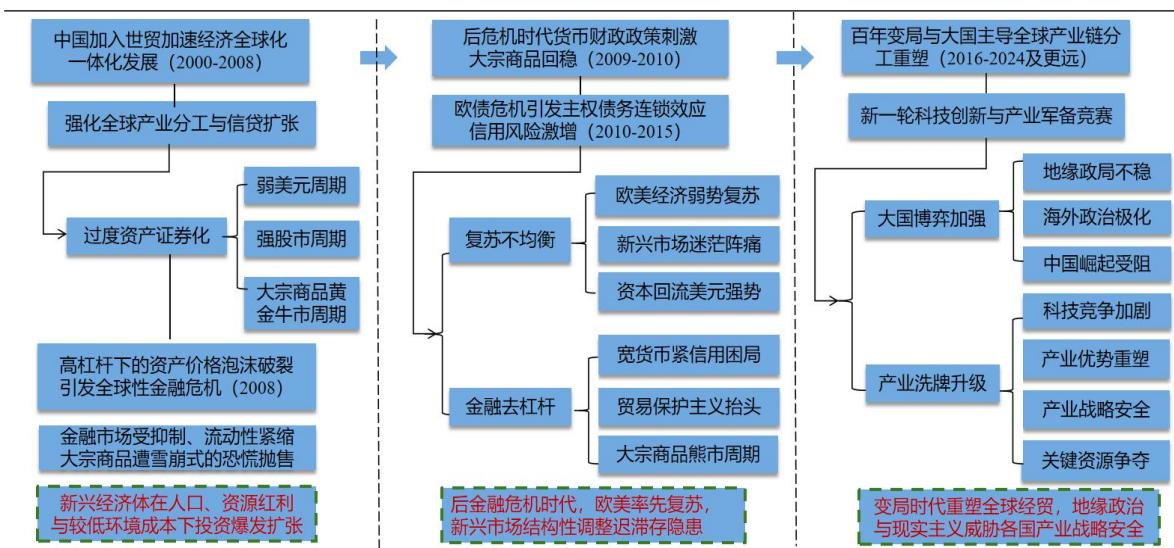
从大宗商品板块表现来看，2025 年以来金融属性主导的贵金属及有色板块表现显著强于商品属性主导的黑色系、能源化工及农产品板块，但下半年则是大宗商品强弱逆转，前期累计跌幅最大新能源板块、黑色产业链及能化建材表现出逆袭反弹！尤其是 7 月以来大宗商品主线是行业政策预期积极及市场估值修复等多重利好因素共振推动！我国期货市场近期接连出现涨停式异动的煤炭焦煤焦炭品种、晶硅光伏工业硅多晶硅品种以及能化建材板块纯碱玻璃等品种，同期出现联动上涨的还有有色氧化铝及铜锌品种、黑色板块铁矿铁合金及钢材品种以及化工板块 PVC 及丙烯品种，预计三季度多数大宗期货品种将重演全面反弹修复行情，商品 CTA 游资与期现商联合体正借政策题材炒作多数高弹性易反抽拉升的商品期货目标，短期警惕大宗市场逼空式上涨，中长期聚焦政策刺激下的估值上修行情。在大变局时代全球资本推波助澜下，大宗商品等具备强金融属性的上游资源品呈现的高波动高弹性特征，聚焦 2025 年市场政策刺激下大宗商品极端剧烈波动的过山车行情，聚焦估值修复持续性。

2025 年是全球政治格局深刻重组、政策急剧转向的关键年份。继 2024 年“超级选举年”逾 80 个国家和地区、超百场选举活动后，海外政局的惊涛骇浪已波及占全球人口 41%、全球经济总量 42% 的区域。尤其是 2024 年突发事件显著打破美国大选平衡，推动 2025-2026 年特朗普政府实现“三权合一”，保守右翼势力与资本高度结合形成极端霸权政治，其连锁反应冲击欧洲、英国、加拿大、日韩及澳大利亚等传统盟友内部，乌克兰与以色列局势更现冰火逆转，多国面临新一轮政治压力测试。聚焦 2025 年国别风险敏感时点，需警惕 2025 年至 2026 年全球政治环境急转与地缘乱局下“灰犀牛”临近与“黑天鹅”频发风险。

关键战略资源品与高新技术与日益成为大国博弈与地缘风险的核心交锋领域，也是保护主义与民族主义集中爆发的焦点。全球资源问题政治化趋势突出，欧美推动对华“脱钩断链”，令经由亲西方地区及航道的战略资源进口更易受限。多重因素共振显著抬升全球产业链供应链成本、降低效率、削弱前景稳定性。历史经验显示，政治因素常驱动各国货币与财政政策预期调整，深刻影响金融市场情绪与价格。当前，特朗普带来政治不确定性及美联储降息预期的剧烈波动背后是政治与经济、市场预期与政策影响间的多重博弈。

特朗普带动全球右翼崛起正引发新一轮广泛的政治经济格局洗牌。随着全球资源民族主义与贸易保护主义抬头，导致全球化贸易效率降低、成本抬升、不确定性陡增。在此背景下，需高度警惕我国产业链供应链安全与发展稳定遭遇逆流的风险。特朗普政府的新贸易保护主义措施可能加剧供给端紧张，进而推升全球通胀压力，国际大类资产价格分化及黄金铜等避险另类实物资产需求增加正是市场对此的初步反应。

图：洞察全球变局演进，产业链供应链重构，聚焦安全与发展



数据来源：WIND，国信期货

图：百年变局动荡变革，政治是最大变量，安全高于效率



数据来源：外交部直属中国国际问题研究院基金会，国信期货

二、大宗商品铜市观察

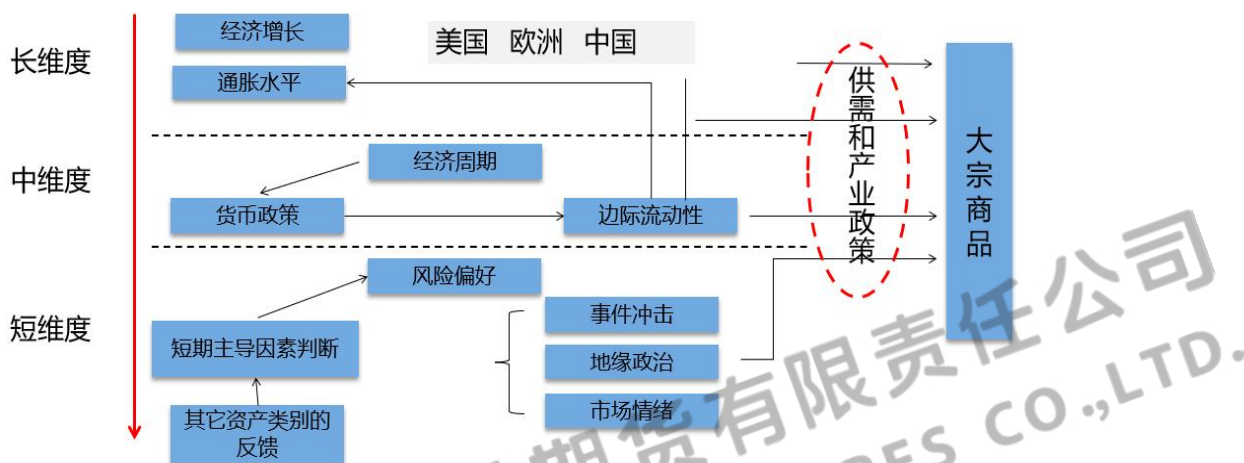
铜作为工业金属的“风向标”，当前正处在全球资源博弈的核心位置，2025 年以来其价格高位剧烈震荡不仅是供需结构性错配的直接体现，更深植于地缘政治扰动、资本流动与市场情绪共同驱动的“周期表行情”特征。供应链承压事件、资本抱团行为、地缘风险溢价抬升及大国政策博弈相互交织，共同折射出全球资源格局的深刻变局。从基本面观察，“剪刀差”态势持续凸显：非洲、东南亚及南美关键矿产地质资源民族主义政策变动与罢工事件频发，叠加全球贸易战风险升级，显著加剧铜矿供应短缺预期；与此同时，人工智能算力基建、电动交通工具、充电桩网络及智能电网等新兴领域用铜需求呈现刚性攀升特征。

铜价运行轨迹的核心支撑在于地缘政治风险溢价与资金推动力量的双重驱动机制。从刚果（金）、几内亚等非洲主要资源地区，到印度尼西亚、菲律宾、印度、巴基斯坦等亚洲国家群体，再到智利、秘鲁、阿根廷等南美核心矿产带，资源民族主义思潮正加速崛起并付诸政策实践。这种趋势叠加全球地缘政治局势持续动荡的宏观背景，特别是美国系统性推行对华“脱钩断链”战略，导致矿产资源供应体系被深度政治化操控，显著抬升铜商品的中长期定价成本中枢。这一供需矛盾的持续激化正将铜市推向错配极限状态，既成为价格飙升的关键催化剂，也是全球供应链脆弱性的集中缩影。当前宏观环境巨变正深刻重塑大宗商

品市场格局，特朗普政府的重大政策转向主导全球市场关切方向，二季度大宗商品焦点高度聚焦于地缘博弈与贸易关税议题。全球宏观秩序处于加速演变进程中，大国地缘竞争激化严重冲击国际经贸关系的稳定性，东西方在产业链布局、价值链分配与供应链整合层面的裂痕持续加深，传统经贸秩序正遭遇严峻挑战。

地区冲突危机与战势升级风险相互叠加，结合频发的地缘政治突发事件，对各国产业安全体系构成持续性冲击，并导致关键产业链科技竞争态势加剧、战略资源面临大国间供应链控制权争夺、大宗原料贸易格局持续重塑以及供需错配现象频繁显现。特朗普掀起的全球贸易关税冲突，其对包括铜、铝、黄金等采取国际定价机制的大宗商品的深远影响已全面显现，并将持续向纵深发酵。

图：大宗研究：自上而下把握大趋势，自下而上抓住矛盾点



数据来源：国信期货整理

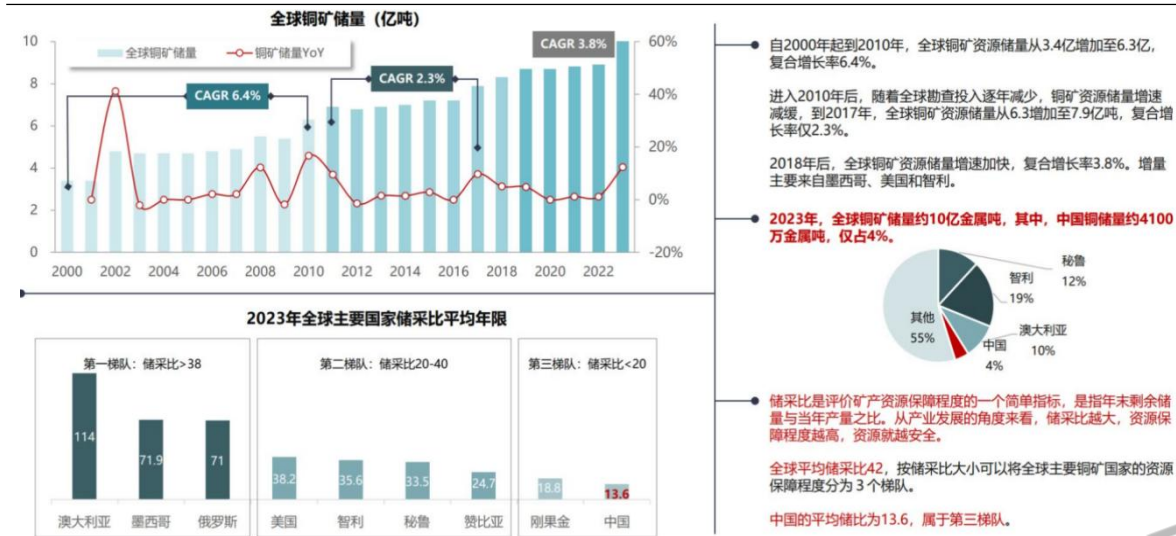
在供应端不确定性加剧背景下，市场对潜在供应中断事件的恐慌情绪不断推高投机性需求规模，资金抱团炒作行为进一步放大价格波动幅度。伦敦金属交易所(LME)铜价高位巨震与国内铜期货价格持续居高不下的市场现象背后，本质是市场焦点集中于资金大规模涌入推动资源安全题材，将铜交易市场转变为以“风险溢价”为核心逻辑的资本博弈场所。在百年变局加速演进过程中大国博弈深化、地缘政治冲突升级、全球产业格局重塑及大类资产风险偏好转向等系统性因素的复杂联动效应，准确研判政治风险传导路径、地缘博弈冲击经贸秩序的程度及市场避险情绪演化方向，成为理解铜为代表的大宗资源品价格趋势的核心。

近年来铜市场呈现四大特征尤为引人注目：一是海外宏观与地缘政治乱局导致黑天鹅事件密集爆发，股债汇商品的潜在价格波动性与系统性风险均攀升至近年峰值；二是全球大国博弈加剧推动国际共识基础削弱、战略分歧持续深化，资源民族主义政策与贸易保护主义措施同步兴起，导致全球经贸体系割裂风险与大宗商品产业链供需错配压力显著激增；三是在持续宏观动荡与产业链供应安全冲击背景下，铜等关键资源品战略价值重估与风险溢价明显抬高，“安全优先于效率”原则正成为市场定价新共识；四是大宗商品实体产业链困局乱象频现，金融资本与产业资本间的博弈强度剧增，如LME及COMEX市场逼空行情频发。

聚焦铜等战略资源品产业政策环境，国内国外政策导向呈现双重效应：一方面，我国稳经济扩内需战略框架下，产业政策领域积极鼓励发展“新质生产力”，通过推动制造业转型升级、产业结构优化调整及绿色低碳节能降耗等举措，系统性提升铜产业链景气度；另一方面，欧美国家加速强化对铜等关键矿物的出口管制与供应链管控措施，以国家安全名义实质推行对华断链脱钩政策。这种政策差异推动国内外金融资本与产业资本加速聚焦以有色金属为代表的的关键资源品战略储备价值。综上，2025年铜价高波动性将成为市场运行新常态，这种特征既源于战略资源金融属性与商品属性的重新定价，更是全球供应链安全成本

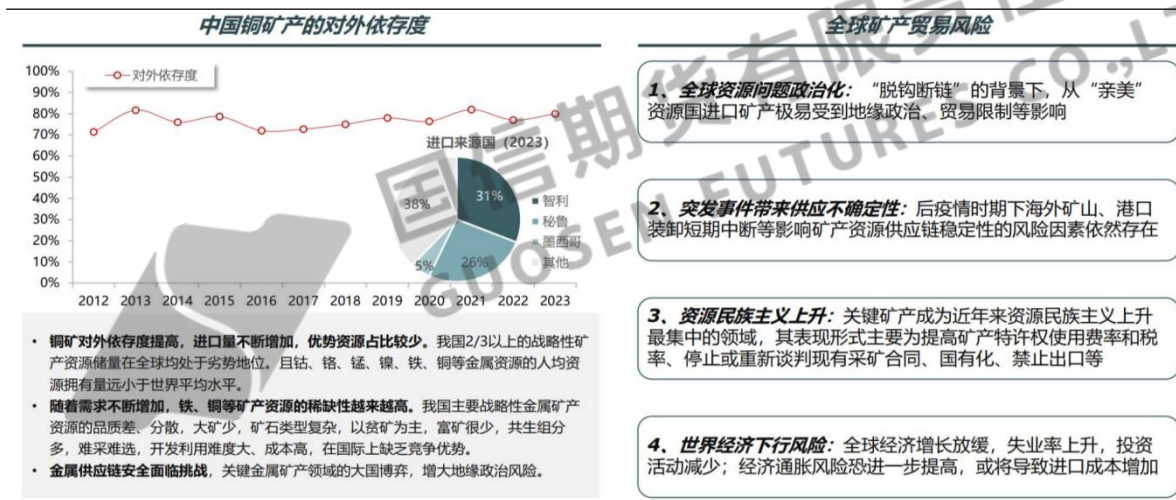
抬升、资本博弈加剧与政策不可预测性共振的必然：“躁动的不是树，不是风，是人心！是预期！是偏好！”

图：在全球资源问题政治化的背景下，全球铜资源严重不均问题被放大



数据来源：SMM，国信期货

图：在全球资源问题政治化的背景下，中国自身铜资源保障程度严重不足



数据来源：SMM，国信期货

我国金融市场存在典型的“周期躁动”特征——资金反复豪赌政策预期驱动行情。铜产业正处于供需平衡体系再塑造的历史性阶段，尤其是近年来全球资源品价格频繁异动的背后，金融属性强化与中长期预期改善构成主要推手，其中海外大宗商品供应链巨头及对冲基金等金融机构的集中操作产生显著助推动能。需注意铜等关键战略原材料对全球地缘经贸及大国博弈、全球供应链重塑下大宗商品风险定价的重估影响。当前全球经贸往来正承受效率损失加剧、综合成本抬升、国际订单转移及产业竞争失衡等多重压力。聚焦国内市场，大宗商品产业链终端需求复苏仍显疲弱，国内外制造业补库存周期尚未实质启动，生产企业持续面临终端消费乏力、产能结构性过剩、行业利润空间萎缩的三重困局。这不仅显著加大产业链各环节企业经营与价格风险管理难度，更通过激化全球产业竞争与加速行业内卷，推动企业淘汰重整进程。

横向商品比较可见，金融属性主导的有色金属及贵金属价格表现显著强于商品属性主导的黑色系、能源化工及农产品板块；纵向产业链调研则清晰验证，以铜为代表的上游资源品市场景气度持续高于中下游加工及终端产品。该现象实质性反映了我国大宗商品产业链上下游的严重结构性失衡。在大变局时代全球

资本推波助澜下，铜等具备强金融属性、高国际经贸关联度的上游资源品呈现的畸形繁荣态势，与 2021 年前新能源产业泡沫存在高度相似性，警惕 2025 年海外市场极端剧烈波动的过山车行情重演风险。

需高度关注的是，类似于全球铜市多次出现的冲高回落“过山车式”异动行情，正在包括金银铝锡镍锰等战略性关键矿产资源品市场中接连上演。其共性驱动逻辑在于：宏观政策预期快速转向刺激投机交易、大国博弈背景下的地缘冲突持续升级加剧供应链恐慌、国际产业经贸低效高成本不稳定状态常态化、国际金资本抱团追逐稀缺性避险资产荒现象重现、关键产业链上游战略性资源品属性成为各国资本集中争夺的战略基点——多重宏观及市场题材叠加共振推动下，市场波动显著放大。特朗普不可预测的政策调整，正在全球范围内加速扩散风险偏好冲击与经济政策不确定性。

图：美联储降息预期对大类资产价格强弱的影响

阶段	全球股市					债券			大宗商品			汇率		
降息预期	标普500	纳斯达克	道琼斯	欧洲股指	MSCI发达	MSCI新兴	美国国债	美公司债	工业金属	原油	农产品	黄金	美元指数	欧元
1984.9-1984.10	-9.6%	-23.9%	-20.1%	N/A	-9.6%	N/A	37.5%	44.5%	-53.4%	29.0%	-29.1%	16.4%	49.8%	-39.7%
1989.3-1989.6	63.4%	77.2%	53.8%	32.7%	6.5%	185.2%	38.9%	36.9%	-64.0%	26.6%	-26.1%	-31.1%	32.7%	-17.8%
1995.1-1995.7	44.0%	58.6%	46.4%	7.9%	21.3%	-5.2%	38.9%	36.9%	-11.3%	-4.2%	11.2%	1.1%	-15.6%	19.6%
2000.5-2001.1	-10.9%	-39.1%	2.0%	-13.0%	-13.9%	-33.1%	17.2%	16.4%	-8.5%	-9.7%	-16.6%	-4.1%	-0.5%	2.9%
2006.7-2007.9	15.9%	20.0%	19.0%	12.4%	16.2%	37.8%	7.7%	6.5%	-0.3%	8.2%	13.7%	10.5%	-6.0%	7.8%
2018.12-2019.7	20.0%	24.6%	15.2%	16.4%	17.2%	9.4%	10.5%	17.8%	-3.4%	23.5%	-13.9%	21.8%	2.4%	-4.0%
可比口径中位数	20.0%	24.6%	19.0%	12.4%	16.2%	9.4%	17.2%	17.8%	-8.5%	8.2%	-13.9%	1.1%	-0.5%	2.9%

数据来源：WIND，国信期货整理

三、产业链供需热点分析-铜

1. 上游资源：聚焦铜矿供应紧张，龙头矿企供应扰动增大

从铜矿供应端分析来看，铜矿资源不可再生特性导致矿山老龄化问题持续加剧，铜矿增量呈现逐年递减趋势。美国地质调查局（USGS）数据显示，2024 年全球铜精矿产量为 2300 万吨，同比增幅仅 1.8%，远低于全球用铜需求的增长水平。中国作为电解铜冶炼产能占全球 50%以上的国家，铜矿自给能力严重不足。2025 年 1-4 月中国铜精矿进口量达 1003.2 万吨（同比增长 7.4%），当前对外依存度已攀升至 90%高位，海外矿山扰动对供应缩减的边际影响正显著增强。2025 年一季度全球 TOP15 铜矿商产量数据表明，其全年 1432.9 万吨产量目标已难达成。全球头部矿企已多次发出预警，按季度产量折算，头部铜矿商铜精矿产量预计仅为 1353 万吨，较目标缺口达 79.9 万吨，这预示全球铜精矿供应紧张格局将进一步恶化。

从全球铜资源贸易和供需结构性来看，中国作为全球制造业第一大国，也是铜等有色关键资源进口第一大国，中国进口铜矿实物量在全球进口量中占比达到 60%以上，随着近年来国内矿业资源不足和冶炼加工产能过剩，在全球关键矿物资源供应持续紧缺的威胁之下，我国铜产业链面临资源“卡脖子”问题突出。由于全球铜资源分布和冶炼加工产业布局区域分布不均衡，近年来中国铜资源的供需结构矛盾较为突出，我国铜产业链上游资源严重依赖进口。2020-2025 年我国精炼铜产销量在全球占比高达 50%左右，相比之下我国铜矿的自给率近年来长期低于 20%。

全球铜资源贸易格局中，中国作为制造业第一大国与有色金属关键资源进口第一大国，其进口铜矿实物量占全球进口总量比重持续超过 60%。在近年来国内矿产资源禀赋不足与冶炼加工产能过剩矛盾并存的背景下，伴随全球关键矿物供应持续紧缺的威胁加剧，我国铜产业链面临显著的资源“卡脖子”压力。由于全球铜矿资源分布与冶炼产业布局存在显著区域失衡，中国铜资源高度以来进口供需结构矛盾尤为突出。数据显示，2020-2025 年我国铜粗炼产能持续高速扩张，以铜精矿为主要原料的冶炼产能当前已接近全球总产能的 50%。最新数据警示：2025 年全球地缘政治与经贸不确定性加剧，上游铜精矿及废铜资源供应明显趋紧，国内冶炼商因原料短缺被迫减产已成高概率事件。预计 2024 年我国铜产量增速将从 10% 以上高位跌至 5%-8% 区间，而产业链对海外原料的依赖度仍维持在 80% 以上峰值。

面对当前全球有色金属供应链态势，南美、东南亚及非洲地区资源民族主义抬头、大国地缘博弈加剧、逆全球化浪潮下的贸易保护主义威胁构成三重挑战。作为全球最大有色产业链主体，中国正遭遇区域经贸割裂深化、地缘冲突升级与产业被迫转型的复合压力，结构调整紧迫性空前提升。深刻剖析我国制造业结构性问题，主要体现为五大关键矛盾：战略资源自给率严重不足、国内经济增速趋势性放缓、低端加工产能结构性过剩、地缘政治对抗持续升级、科技创新核心技术短板凸显。在新一轮全球先进制造业残酷竞争格局下，中国实体产业亟需实施系统性攻坚策略。以有色金属产业为突破点，必须坚决推进资源安全保障体系建设、淘汰落后过剩产能、优化产业结构布局、稳固内需市场根基、强化技术创新能力。

图：全球铜矿生产及精铜供需预测（单位：万吨）

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
铜精矿	1981.4	2082.5	2213.3	2318.5	2386.0	2454.9	2491.5
湿法铜	500.7	509.0	526.2	555.6	558.6	571.2	566.1
总计	2482.1	2591.5	2739.5	2874.1	2944.6	3026.1	3057.6

数据来源：ICSG，国信期货

图：全球铜冶炼产能及预测（单位：万吨）

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
闪速/连续炼铜	1568.5	1571.5	1617.0	1622.0	1669.0	1704.0	1704.0
中国冶炼技术	356.1	350.1	376.6	484.6	292.6	495.1	509.6
反射炉/鼓风炉/回转炉等	362.7	362.7	365.7	384.5	385.5	390.2	390.2
其他	109.0	107.0	111.0	112.0	138.5	185.5	185.5
总计	2396.3	2391.3	2470.3	2603.1	2685.6	2774.8	2789.3

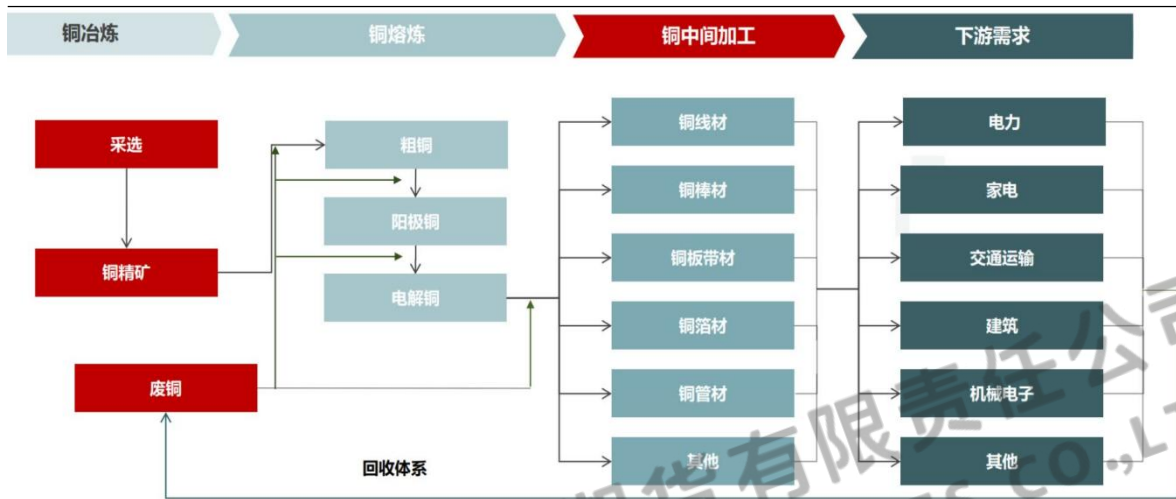
数据来源：ICSG，国信期货

2. 冶炼贸易：中国制造业工厂大而不强，原料和定价受制于人

从铜产业链结构性特征来看，2020-2025 年间我国精炼铜产销量在全球占比始终维持在 50% 左右高位，而同期铜矿自给率却长期低于 20% 水平。全球铜产业链各环节集中度呈现显著差异：铜精矿、电解铜、铜杆、铜电磁线环节 CR5 企业综合市场集中度分别为 32%、53%、22% 及 25%。其中上游铜矿因其全球战略资源的稀缺性特征，矿商毛利率位居产业链顶端，产能高度集中于智利、秘鲁等资源禀赋优势国家。

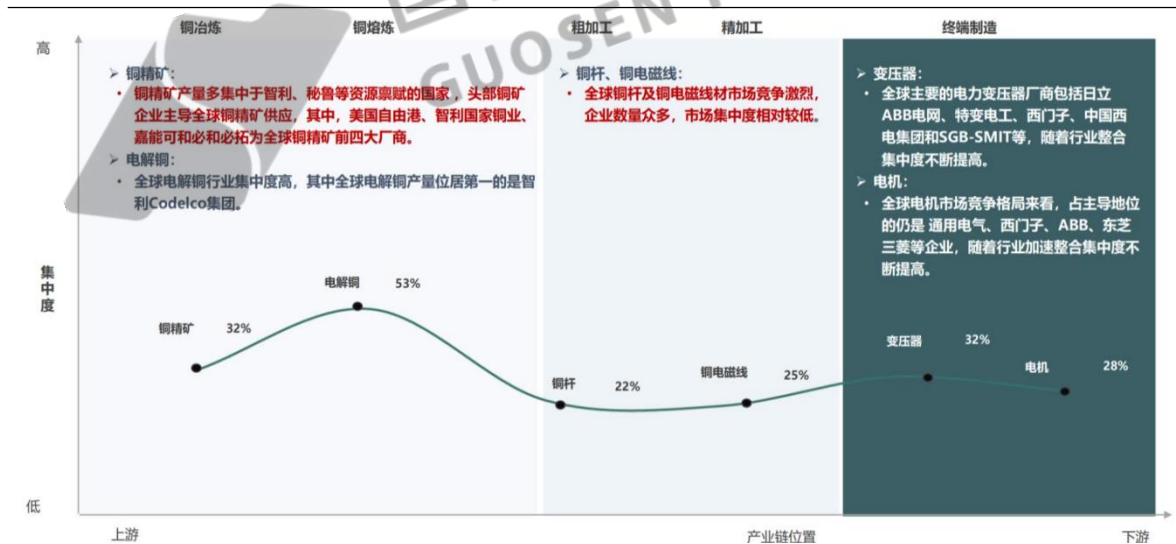
头部生产商主导全球铜精矿供应格局，美国自由港、智利国家铜业、嘉能可及必和必拓四大巨头掌握极强议价权。对比之下，中国作为“贫铜国”尽管电解铜冶炼产能位居全球首位，铜精矿对外依存度却高达80%，导致进口资源议价权长期旁落于国际矿商；而在中游冶炼及铜杆等加工环节则深陷产能过剩困境，凸显我国作为最大铜产品产销国“大而不强”的产业窘境。具体分析当前产业链现状，全球主要矿产资源国普遍面临生产事故频发、矿石品位下降、产量萎缩及环保政策趋严等系统性挑战，导致矿山停产风险持续攀升。而我国自身矿产资源禀赋远不足以支撑世界第一制造业大国的原材料需求，资源供应增量面临刚性瓶颈。近三年中国国产铜精矿产量增速不足，但传统领域与新能源领域对铜的消费需求保持快速增长。

图：铜产业链供应链面临重塑洗牌，上游矿端紧缺，中下游加工产能过剩，终端下游一般



数据来源：SMM，国信期货整理

图：全球铜精矿、电解铜、铜杆环节 CR5 企业综合市场集中度分别为 32%、53%、22%



数据来源：SMM，国信期货整理

就铜供应链来看，东西方大国之间地缘政治博弈冲击加大以及逆全球化下的贸易保护主义威胁，以中国为代表的新兴经济体遭遇区域经贸割裂、地缘政治冲突加剧与产业洗牌升级转型的复杂局面，全球第一的我国有色产业链结构调整压力进一步加大，而2024-2025年COMEX铜出现逼仓事件作为全球有色市场标志性事件，提醒我国产业链相关企业注重风险管理。从行业有关部门和铜冶炼企业的反馈来看，当前我国铜冶炼行业正对近年来产能过快增长过快进行反思，特别是在未来提高新建项目准入门槛还是控制新增产

能降低在产产能负荷，可能是中国铜行业深入贯彻供给侧改革和健康有序升级转型的重要标志，行业面临结构性改革并提高集中度有利于我国铜冶炼加工铜产业链中长期景气度低位复苏，铜行业冶炼产能加快重整和利润萎缩并未影响市场对铜产业链未来前景整体看好，因行业大重整往往有利于龙头估值及产品价格。

伴随全球百年变局加速演进，大宗供应链行业也正面临前所未有的机遇与挑战。大宗供应链行业，作为连接生产与消费的重要纽带，主要涉及大宗商品的采购、储存、运输、加工和分销等环节。这一行业不仅对保障国家经济的稳定运行具有重要作用，也是推动全球贸易和经济发展的关键力量。电解铜为代表的大宗商品位于上游原材料资源环节，在金融投资市场，电解铜尤其是交易所指定的交割品牌电解铜现货往往是同质化、可交易的标准化大宗商品标的。我国制造业产值占全球的比重连续多年稳居世界第一，同时我国也连续多年蝉联全球铜资源采销及进口的第一大国，近年来随着我国实体经济尤其是制造业相关上下游龙头集中度提高，制造业的飞速发展作生了对大宗供应链服务的较大需求。行业企业日益专业化、规模化，对原辅材料采购供应、产成品分销需求由单纯追求“价格低廉”转为更加注重整体供应链“安全效率”，以追求更稳定的铜等原材料供应和产成品分销渠道、更高效的货物和资金周转、更安全的物流仓储等等，因此传统大宗产业链供应链正面临极大重塑。

从我国电解铜相关的产能规模来看，全球方面，2023-2025年以来，世界铜生产主要增量依然来自中国的产量增长，海外产量有一定下滑；需求端，全球制造业情况增速放缓，消费增速下滑。近年来随着中国为代表的亚洲铜生产加工产能扩张，目前我国铜粗炼产能已接近全球产能的半壁江山，但绝对量水平仍遥遥领先于各国，相当于全球精铜产量其余前12个大国的总和之多。根据中商产业研究院《2024-2029年中国电解铜市场发展现状及潜力分析研究报告》显示，2024-2029我国电解铜产量呈现整体持续上升态势，考虑到近年来全球地缘政治和经贸形势不确定性增大，尤其是铜上游的铜精矿及废铜资源供应明显紧张，我国铜冶炼商因铜矿原料供应紧张被迫减少供应将是大概率事件，预计2025年中国电解铜产量将达到1400万吨以上，2025年电解铜产量增速将从2023年10%以上的高增长跌至降至7%左右的五年均值。

从铜行业定价话语权来看，当前国际铜精矿供应扰动持续施压国内冶炼企业采购渠道，卖方大幅缩减长单比例并扩大现货交易规模，导致现货加工费持续崩塌。当前铜精矿加工费已跌破0美元/吨并多次出现负值极端情形，充分印证我国有色产业链“中游产能过剩、上游受制于人、下游遭遇贸易壁垒”的三重困境。全球显性库存（三大交易所）绝对值仍处历史低位，其总量甚至不足全球月度消费需求。即使叠加全球最大隐性库存——上海保税区铜库存，总可跟踪库存仍低于全球两周消费需求量。这种库存安全边际薄弱的状态，表明资源“卡脖子”危机正在我国铜产业链系统性重演，对实体产业链安全构成实质性威胁。

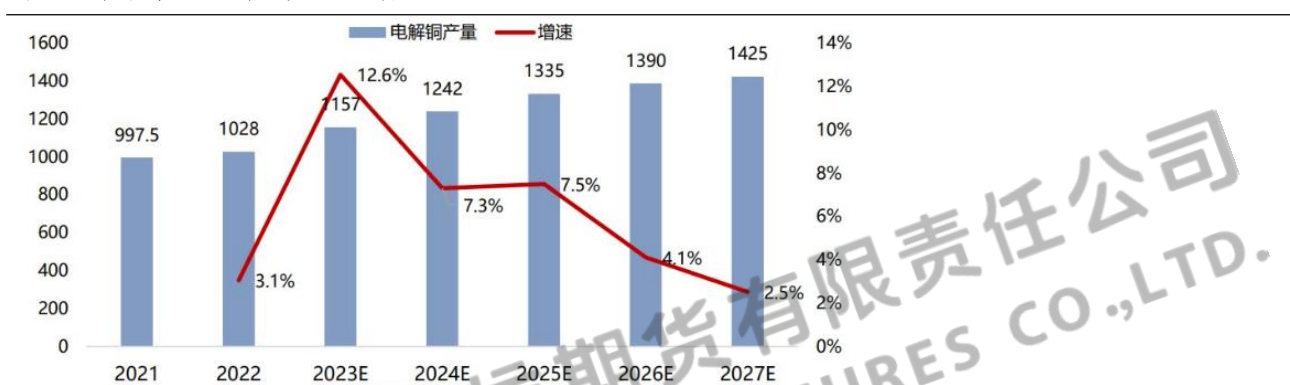
国际铜研究组（ICSG）数据显示，全球现存运营及计划开发铜矿山超过840座，配套粗炼厂近200家，精炼厂超300家。从产业开发进程观察，大型矿业公司经营重心集中于勘探采选环节，而新矿山从资源勘探到采矿达产的完整周期通常需5-10年；即便是现有矿山的改扩建增产项目也需2-3年实施周期，其间需持续投入高额资本支出，仅在项目末期方能实现现金回流。这种特性使得大型矿山开发具有显著投资风险，往往需多家矿业企业联合运作。在当前全球铜矿平均品位持续下降、开发成本系统性抬升背景下，短期铜价高位运行难以有效刺激新增产能释放。新项目及改扩建增量面临的高投资强度与长回报周期，导致市场预估的超额供应量存在现实约束。结合近年矿山挖潜增产及新矿投产进度评估，全球铜矿供应弹性明显受限的资源开发天花板已基本确立。

ICSG报告进一步揭示全球供需格局演变特征：2024年铜矿供应增量主要分布于非洲、美洲及亚洲；精炼铜产能增长集中于非洲、南美和亚洲；精炼铜消费增长则几乎全部来自亚洲地区，其中中国继续发挥全球铜市“稳定器”功能。值得注意的是，铜原料贸易作为平衡区域供需的关键机制，其流通格局正在发生结构性转变——全球最大出口国智利因产量增速下滑及本土冶炼产能提升，出口规模呈现收缩态势。形之下，秘鲁作为第二大铜矿出口国持续提升全球份额，印尼、哈萨克斯坦及塞尔维亚等国出口量亦快速增

长。上述国家对华出口呈现“智利降、新兴产地升”的鲜明对比，映射全球原料供应格局重构进程。该演变趋势与中国资源投资布局及进口来源多元化战略深度契合，预计未来刚果（金）精铜产量与出口规模将加速扩张，部分弥补智利资源对华供应缺口。

从铜矿加工费来看，粗炼加工费（TC）反映矿商向冶炼厂支付的铜精矿加工成本，其水平直接体现产业链话语权分配。2025 年海外铜矿扰动升级推动铜精矿散单 TC 延续 2024 年末跌势，上半年运行区间下移至 0 美元/吨甚至最低跌至-60 美元/吨，较 2024 年同期 80 美元/吨骤降 140 美元/吨，创历史新低，2025 年下半年全球铜精矿进口加工费长单历史上首次跌至 0 附近，凸显了全球铜矿商在供应紧张下的议价优势。考虑到未来全球铜精矿供应短缺与中国冶炼产能过剩的结构性矛盾正进入深化阶段，虽然副产品收益暂时缓冲亏损压力，但-60 美元/吨的 TC 极端水平已超越多数企业承受阈值。当金银价格波动减弱与硫酸溢价收窄时，冶炼企业被动减产将成为必然选择，届时矿端扰动将沿产业链向下游全面传导影响铜供应增速。

图：近年来中国电解铜产量预期增速或见顶回落



数据来源：ICSG，国信期货

从我国电解铜企业利润盈亏及产量增速来看，根据富宝资讯模型（含硫酸利润）测算，2025 年以来，我国铜冶炼企业利润承压，现货散单加工费水平下电解铜企业进口矿冶炼业务亏损达 1701 元/吨。这种由铜矿紧缺引发的持续亏损，已导致市场对冶炼企业减产的预期持续升温，并成为驱动现货价格上涨的关键因素。然而，尽管铜矿端及废铜供应干扰加剧，2025 年上半年国内电解铜产量仍实现逆势增长，根据富宝资讯统计显示，2025 年上半年我国电解铜产量增速达 7%，上半年我国电解铝产量异常增长背后主要归因于五大因素：前期新增产能持续释放且利用率提升；冶炼厂检修规模同比缩减；阳极板产量增长提供原料补充；金银及硫酸等副产品价格回升部分对冲 TC 亏损；为达成“开门红”及半年度指标维持高负荷生产，而结合我国铜冶炼厂计划检修季到来及原料端持续扰动，预计 2025 年下半年国内电解铜产量将降至 703 万吨，较上半年减少 26 万吨（环比降幅 3.57%）。当前 TC 修复缺乏基本面支撑，冶炼厂在持续亏损压力下生产积极性受挫，预计 2025 年下半年我国电解铜供应增速将呈现下行趋势。

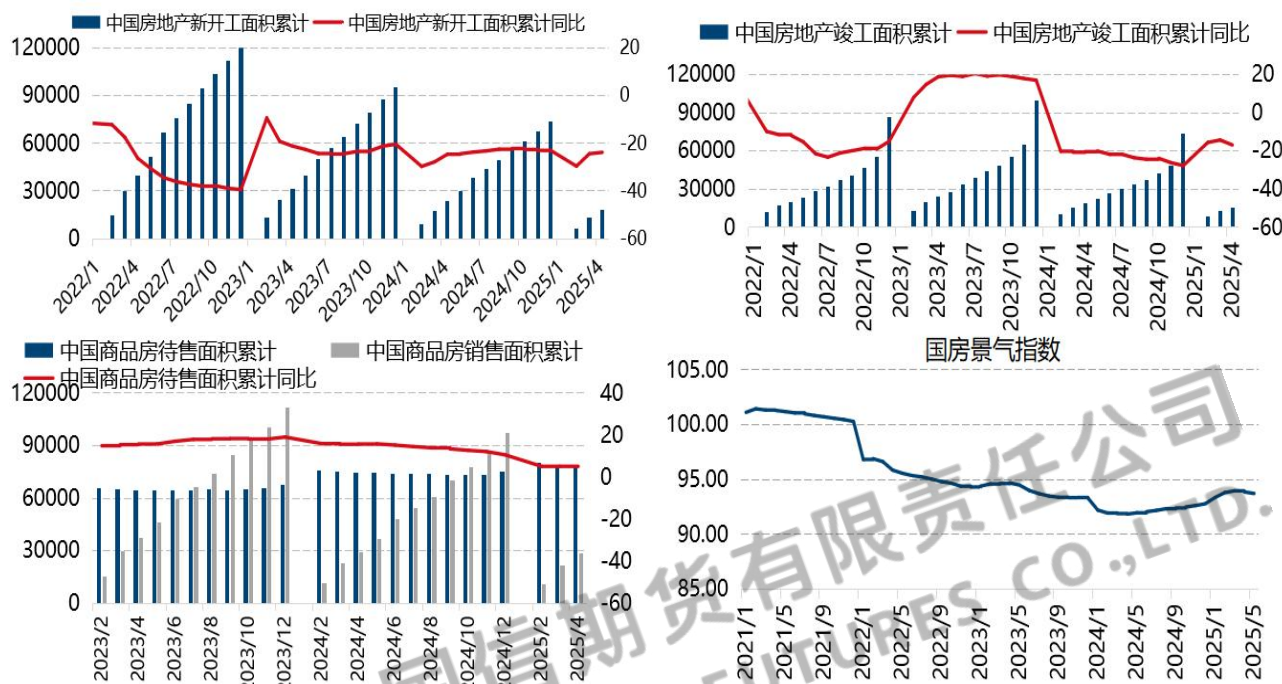
近年来，中国有色金属协会及铜冶炼企业组织多场专题会议讨论应对铜精矿加工费持续低迷情况，但无助于完全解决全球铜精矿供应端带来的干扰叠加新建冶炼产能的扩张使供应紧张，而国内铜精矿供应总量不足、品位下降、成本高企等因素也限制我国铜精矿产能及产能，这也引发海外矿商推波助澜导致我国铜精矿现货加工费前所未见跌势，中国冶炼厂的铜精矿加工费联合谈判机制及我国资源保障面临严峻挑战。

3. 下游消费：下游行业消费偏弱，聚焦行业再库存情况

从铜消费情况来看，跟踪近年来中国铜消费从中高增速变缓的同时结构性转型的趋势变化来看，有三大大因素主导着中国铜需求潜力：1、房地产为代表的建筑、基建等传统固定资产投资对铜消费贡献有所放

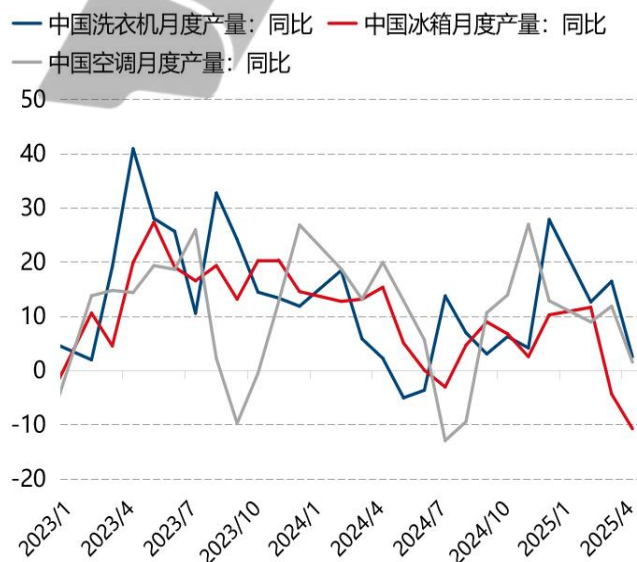
缓；2、新能源新基建等领域发展对铜消费提升的促进持续，3、智能网联及新城镇化加大全社会电气化对铜消费的提升。过去十年，中国平均单位 GDP 消费强度是世界的 3-4 倍左右、是美国的 8 倍、印度 4 倍、智利 2 倍，虽然我国单位 GDP 精炼铜消费强度已提前进入下降区域，然而我国人均铜消费高峰尚未出现拐点，随着实体经济升级仍具有较大发展潜力。

图：我国房地产行业中长期面临结构调整，短期需求着陆复苏难期待



数据来源：WIND, 国信期货

图：我国“双新”补贴后，中期面临家电行业透支消费后拐点忧虑



数据来源：SMM, 国信期货

据产业在线最新发布的三大白电排产报告显示，2025年6月份，家用空调排产2050万台，同比生产实绩增长11.5%；冰箱排产790万台，同比生产实绩增长3.6%；洗衣机排产675万台，同比生产实绩持平，后续7-8月排产量则全线下滑。

产业在线产销数据显示，2025年以来我国家电产业链整体市场表现分化较大，内外销趋势明显反转，内销普遍强于出口，随着外销市场关税调整影响及家电专项关税的重大负面渐显现，家电多品类由增转降，出现了意料之中的下滑。

参照先行工业化国家的相关指标，通过对中国经济发展不平衡及人口因素，更多按照参照对象的低值进行预测和对比分析，时点预测如下：（1）人均 GDP 和三产，参照先行工业化国家低值 1.6 万美元，峰

值约 2027 年达到；（2）城镇化率，参照人均铜消费量超过 10kg 的制造业发达国家均值 76%，峰值约 2030 年达到；（3）三产占 GDP 比值，参照低值 59%，峰值约 2023 年达到；（4）人均电耗，参照低值 5834kwh，峰值约 2024 年达到。综合以上指标，考虑到我国制造业体系齐全及内外消费双循环战略发展，预计我国将在更长时间内持续维持在铜消费的高峰平台期，中国铜消费峰值预估时点或将延长至 2030 年左右。2024 年及 2025 年需对全球铜为代表的供应链体系冲击重塑及资源供应方抱团垄断威胁保持足够警惕，需从铜精矿现货爆雷及海外 COMEX 铜逼仓事件中吸取深刻教训避免产业链供应链冲击重演。

图：以发达国家工业化经验预估中国铜消费潜力

单位	峰值年份	城市化率%	三产占比%	人均电耗KWH	人均GDP(美元)	峰值消费量 (kt)	总人口	人均精铜消费 (kg)
美国	2000	79	75.4	13671	36488	3025	2.82亿	10.72
德国	2006	73	69.0	7174	35400	1398	0.82亿	17.05
日本	1991	79	67.4	7975	37154	1613	1.27亿	12.7
韩国	2004	81	58.5	7830	15922	940	4804万	19.57
意大利	2006	67.7	70.0	5834	31800	801	5894万	13.59
法国	2000	76.9	74.7	7238	21800	574	6091万	9.42
西班牙	2010	71	67	6026	34674	344	4595万	7.49
英国	1997	81	70.7	5909	25266	408	5849万	6.97
加拿大	2006	80	66.2	17235	31825	301	3200万	9.40
澳大利亚	2002	87.6	69.9	10813	20071	188	1965万	9.57
以上平均	-	77.6	68.9	8970	29040	-	-	11.65

数据来源：SMM, 国信期货

图：碳达峰碳中和新能源新基建带来铜消费的潜力还是泡沫？

领域	单位：万吨	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
光伏	China	24	38	73	90	105	117
	Ex-China	52	61	95	112	143	164
风电	China	37	27	40	47	52	57
	Ex-China	25	16	25	25	30	36
新能源汽车	China	28	55	62	78	90	103
	Ex-China	23	29	38	57	78	97
总计	China	89	120	176	216	246	277
	Ex-China	100	106	157	194	251	298
光伏新铜消费量		188	226	333	409	497	575
全球铜消费量		2415	2452	2547	2630	2755	2874
光伏新耗占比(R)		8%	9%	13%	16%	18%	20%
传统领域铜消费量		2227	2226	2214	2221	2258	2299



数据来源：SMM, 国信期货

然而，我国铜产业链关键原材料铜精矿严重依赖海外进口，随着我国经济的持续发展和铜产业发展，对铜精矿产品的需求将会持续增加，我国有色金属精矿供应缺口持续扩大，原材料对外依存度持续走高。国内铜金属市场属于卖方市场，位于上游的铜金属采选企业依靠其基础性资源而获得优势地位，铜金属采选企业的市场供给能力将会极大地影响下游冶炼、加工企业的生产经营活动。值得注意的是，2025 年欧盟首次公开新战略，包含了 47 个战略项目，以提高国内战略原材料产能，进而加强欧洲原材料价值链并使供应来源多样化，标志着 2023 年通过的欧盟《关键原材料法案》被大幅加强！该法案旨在确保到 2030 年，欧洲战略原材料的开采、加工和回收分别满足欧盟 10%、40%和 25%的需求。该法案近年来新添加铜镍铝及更多其他军民两用材料到战略材料清单，保障将在未来出现供应不稳局面。

无独有偶，2023 年以来美国能源部正式将铜列入其关键材料名单，标志着继中欧日印和加拿大之后，美国政府首次将铜列入官方“关键”名单，而 2025 特朗普上台后加强铜等关键矿物的战略性重视程度，目前美国关键材料清单包括电工钢、铜铝镁镍钴锂、镨钕镱铽镱、铂铱、氟、天然石墨、硅和碳化硅，美国正将重点识别并保障关键材料未来供应安全，从更广泛的大宗关键原料产业链视野来看，面对百年变局加速演进下，大国博弈及地缘政治等因素复杂影响持续施压，有色为代表的全球实体经济供应链受制于区域经贸割裂与重塑，全球经贸往来的效率损失、成本增加、订单转移、产业冲击等多重压力，目前我国大宗商品产业链贴近下游终端行业的需求仍有待恢复，生产企业深陷终端需求不振、产能过剩压力、行业利润萎缩的困局，这不仅导致大宗产业上下游企业经营和价格管理难度加大，还会通过全球产业竞争加大与行业内卷加速企业淘汰重整，产业处于供需重塑的转型阶段，这对于大宗商品阶段性的呈现生产成本提高、供需结构性偏紧，进而导致大宗商品呈现“畸形繁荣”境况，在大宗商品稳价保供工作推动下，关注原料端非理性的结构性上涨对我国产业链上下游均衡发展和复苏发展构成的冲击和掣肘。

图：战略性关键原料事关各主要经济体产业链供应安全和稳定



数据来源：自然资源部，国信期货整理

4 铜市展望：金九银十将至，四季度铜价或创新高

近期我国金融市场呈现出典型的“周期雄起”特征，资金反复追捧由政策预期驱动的行市。聚焦当前大宗商品等顺周期性资产价格的反弹，国内积极正面的政策导向产生了多重市场效应。一方面，我国启动了“反内卷”与新一轮重点行业稳增长工作方案。针对大宗商品产业链生产企业持续面临的终端消费乏力、结构性过剩、行业利润空间萎缩的三重困局，政策给予了突破。在稳经济扩内需的战略框架下，产业政策

领域积极鼓励“新质生产力”，通过发展推动制造业转型升级、产业结构优化调整以及绿色低碳节能降耗等举措，系统性地提升了重点产业链的景气度。另一方面，当前大宗商品市场正处于全球供需平衡体系再塑造的历史性阶段。近年来全球资源品价格频繁异动的背后，全球地缘经贸往来正承受着效率损失加剧、综合成本抬升、国际订单转移及产业竞争失衡等多重压力。随着大宗关键战略原材料面临全球地缘经贸及大国博弈、全球产业链政策调整以及供应链重塑下的定价重估，金融属性的强化与中长期政策预期成为主要推手，刺激 2025 年大宗商品高波动性成为市场运行的新常态。

这种特征既源于战略资源金融属性与商品属性的重新定价，更是供应链成本抬升、资本博弈加剧与全球经贸政策不可预测性共振的必然结果。“躁动的不是树，不是风，是人心！是预期！是偏好！”，从大宗商品板块的表现来看，自 7 月以来，大宗商品的主线是行业政策预期积极以及市场估值修复等多重利好因素共振推动的结果。我国期货市场近期接连出现了跳楼机式异动背后，商品 CTA 游资与期现商联合体正借政策题材炒作多数高弹性易反抽拉升的商品期货波动，短期需警惕大宗市场暴涨暴跌过山车行情，中长期则聚焦政策刺激下估值上修行情。

在大变局时代，全球资本推波助澜，大宗商品等具备强金融属性的上游资源品呈现出高波动高弹性特征。聚焦 2025 年市场政策刺激下大宗商品极端剧烈波动的过山车行情，以及估值修复的持续性。价格驱动的额外推手是风险溢价与流动性。当前铜价的强势动能主要来自地缘风险溢价与资本流动的双重驱动。

展望 9 月，预计沪铜价格核心运行区间为 78000-83000 元/吨，整体维持高位偏强震荡格局，价格韧性凸显。尤其是传统金九银十旺季在即，考虑到 2025 年四季度将开启新一轮艰难困苦的铜精矿加工费谈判，我国铜资源进口供应卡脖子问题可能凸显，预计四季度铜价将呈现多轮冲高的偏强震荡行情，市场应聚焦 9 月之后铜价创年内新高可能！

核心支撑在于两点：一是供需紧平衡，铜矿供应瓶颈未解叠加冶炼端扰动（减产检修）与刚性需求形成支撑；二是地缘风险溢价难消，全球局势动荡及大国贸易摩擦将持续抬升资源定价中的政治风险成本。短期须高度警惕国内外铜期货市场在宏观贸易政策冲击下（如美国铜贸易政策）可能引发的双向巨幅波动，市场投机情绪易加剧震荡幅度。中长期来看，尽管成本支撑与结构性需求赋予铜价强劲韧性。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。