

## ● 主要结论

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，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！”

3月底中东最大的铝业巨头阿联酋环球铝业（EGA）年产160万吨电解铝基地确认遇袭受损，标志着本轮中东冲突对全球供应链的冲击已从“风险溢价”阶段进入“实质性大规模供应削减”阶段。全球近10%的电解铝产能陷入不确定，其复产难度与漫长周期，迫使市场对长期供需平衡表进行重估。与此尖锐对立的是，宏观层面持续的交易衰退与高利率担忧，持续压制整体市场风险偏好。当前市场正处于“产业硬缺口的现实”与“宏观软情绪的恐慌”的激烈博弈中。策略上，必须在严格控制整体仓位、保持防御的基础上，拥抱并利用产业面已发生根本性巨变品种的确切机会。

从大宗商品中的战略矿业资源来看，有色金属板块则在宏观情绪压制板块估值，铜市场维持宏观与产业面拉锯的震荡格局。全球显性库存高位与衰退担忧构成压力，但价格回调后激发的国内下游补库需求提供支撑。其走势更多受整体市场情绪摆动影响。操作建议：铜维持震荡思路，沪铜主力合约短期核心区间关注95000-98000元/吨，下方93000元/吨为关键支撑。建议轻仓区间操作或暂时观望。铝因“供应硬中断”逻辑成为明确多配核心。当前铝市场结构性多头配置价值凸显，中东最大的阿联酋铝业遭袭事件并非孤立风险，而是与中东地区此前中断的产能共同构成了“系统性供应危机”。电解铝产能中断具有极强的刚性，其影响是长期和结构性的。尽管国内供应链相对独立，但全球供需平衡表的恶化将不可逆地抬升全产业链的成本中枢与价格重心。铝策略应从“重点关注”转向“积极寻求布局”。应利用任何因宏观担忧产生的价格回调，进行分批、轻仓的逢低吸纳，产业客户应高度重视此次供给侧冲击的深远影响。当前市场定价的关键已从交易“不确定性”转向交易“确定性损失”。对于有色电解铝而言，供应侧的“确定性损失”已发生，当前策略是在整体市场高波动环境下控制总风险敞口，结构上敢于产业巨变中建立战略头寸！

展望后市，中东站距不仅不改战略资源在中长期全球乱局下的重估逻辑。地缘博弈从“爆发”到“重塑”再到“失控”边缘，这将中长期进一步凸显大类资产定价！战略资源的定价权必须从市场基于宏观供需的传统定价，要更多考虑政治经济学下的地缘博弈与大国作战室中的决策冲击，市场各方聚焦并配置真正的战略性资产是现实的进取与防御。展望铜市走向，二季度预计铜价震荡抗跌中寻求修复，核心价格波动区间将在9万元/吨至10.5万元/吨左右，关注地缘乱局下各大资源国保护主义风险！

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

### 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

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，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！”

3月底中东最大的铝业巨头阿联酋环球铝业（EGA）年产160万吨电解铝基地确认遇袭受损，标志着本轮中东冲突对全球供应链的冲击已从“风险溢价”阶段进入“实质性大规模供应削减”阶段。全球近10%的电解铝产能陷入不确定，其复产难度与漫长周期，迫使市场对长期供需平衡表进行重估。与此尖锐对立的是，宏观层面持续的交易衰退与高利率担忧，持续压制整体市场风险偏好。当前市场正处于“产业硬缺口的现实”与“宏观软情绪的恐慌”的激烈博弈中。策略上，必须在严格控制整体仓位、保持防御的基础上，拥抱并利用产业面已发生根本性巨变品种的确切机会。

从大宗商品中的战略矿业资源来看，贵金属板块面临紧缩预期与避险需求拉锯高波动延续陷入两难。地缘冲突升级本应提振避险需求，但由此引发的能源价格波动及潜在通胀压力，反而可能强化美联储“更高更久”的利率立场，抑制金价上行空间。市场缺乏清晰的单向驱动力，陷入高波动震荡。操作上，多看少动，严控仓位是首要原则。若持有黄金多单，应维持极低仓位。短期纽约金核心震荡区间看4350-4550美元/盎司，对应沪金主力合约参考区间为980-1020元/克。白银及铂钯波动剧烈，建议普通投资者规避。

有色金属板块则在宏观情绪压制板块估值，铜市场维持宏观与产业面拉锯的震荡格局。全球显性库存高位与衰退担忧构成压力，但价格回调后激发的国内下游补库需求提供支撑。其走势更多受整体市场情绪摆动影响。操作建议：铜维持震荡思路，沪铜主力合约短期核心区间关注95000-98000元/吨，下方93000元/吨为关键支撑。建议轻仓区间操作或暂时观望。铝因“供应硬中断”逻辑成为明确多配核心。当前铝市场结构性多头配置价值凸显，中东最大的阿联酋铝业遭袭事件并非孤立风险，而是与中东地区此前中断的产能共同构成了“系统性供应危机”。电解铝产能中断具有极强的刚性，其影响是长期和结构性的。尽管国内供应链相对独立，但全球供需平衡表的恶化将不可逆地抬升全产业链的成本中枢与价格重心。日本创纪录的现货升水仅是开端。铝策略应从“重点关注”转向“积极寻求布局”。应利用任何因宏观担忧产生的价格回调，进行分批、轻仓的逢低吸纳，产业客户应高度重视此次供给侧冲击的深远影响。当前市场定价的关键已从交易“不确定性”转向交易“确定性损失”。对于有色电解铝而言，供应侧的“确定性损失”已发生，当前策略是在整体市场高波动环境下控制总风险敞口，结构上敢于产业巨变中建立战略头寸！

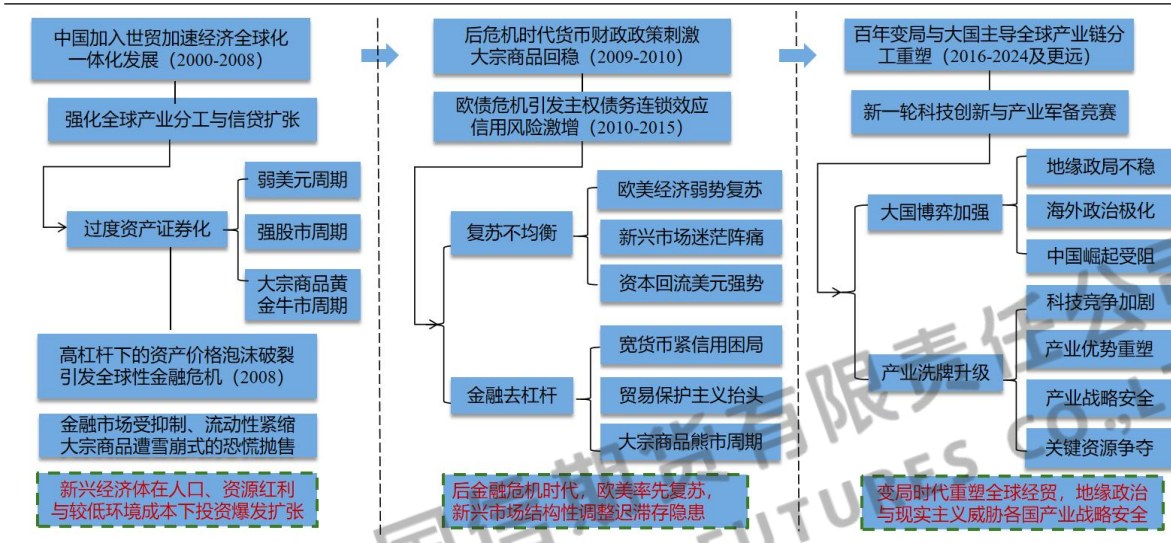
展望后市，中东站距不仅不改战略资源在中长期全球乱局下的重估逻辑。地缘博弈从“爆发”到“重塑”再到“失控”边缘，这将中长期进一步凸显大类资产定价！战略资源的定价权必须从市场基于宏观供需的传统定价，要更多考虑政治经济学下的地缘博弈与大国作战室中的决策冲击，市场各方聚焦并配置真正的战略性资产是现实的进取与防御。展望铜市走向，二季度预计铜价震荡抗跌中寻求修复，核心价格波动区间将在9万元/吨至10.5万元/吨左右，关注地缘乱局下各大资源国保护主义风险！

2025-2026年是特朗普领导美国重塑全球政治格局并推动极右政策的关键年份。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。当前特朗普及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。

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

- 经济周期波动 (危机、萧条、复苏、过热)
- 金融货币和财政政策 (利率、汇率)
- 自然因素 (气候地理、疾病、灾害)
- 政治因素 (大国博弈、地缘政治)
- 投机和监管 (资产配置、金融监管)
- 基本面分析: 判断中长期价格趋势
- 技术面分析: 判断较短短期价格趋势
- 海外: 波谲云诡 风高浪急 甚至惊涛骇浪
- 国内: 经济稳中求进 以进促稳 先立后破

经济周期波动 (危机、萧条、复苏、过热)

金融货币和财政政策 (利率、汇率)

自然因素 (气候地理、疾病、灾害)

政治因素 (大国博弈、地缘政治)

投机和监管 (资产配置、金融监管)

基本面分析: 判断中长期价格趋势

技术面分析: 判断较短短期价格趋势

海外: 波谲云诡 风高浪急 甚至惊涛骇浪

国内: 经济稳中求进 以进促稳 先立后破

经济周期	政策冲击	宗教、民族矛盾	社会治安	恐怖主义威胁	事故灾害
政权稳定	排外情绪	政治稳定	公共安全	公共卫生	自然灾害

中国周边地缘政治格局和应对措施

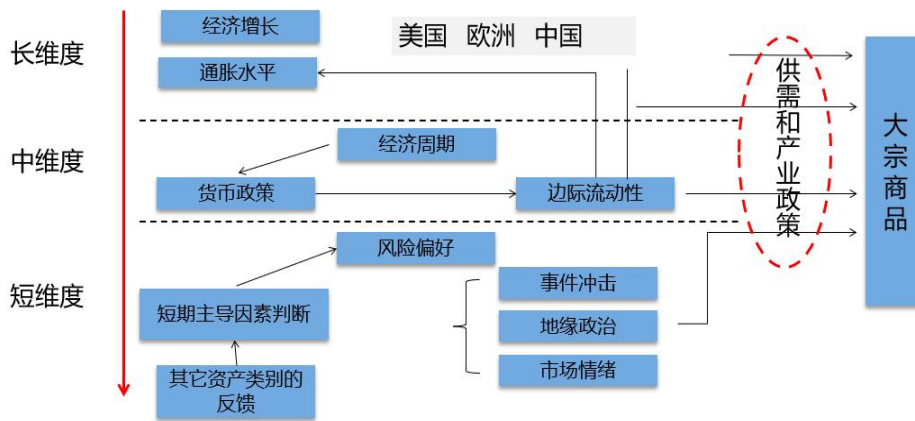
数据来源：外交部直属中国国际问题研究院基金会，国信期货

## 二、大宗商品铜市观察

在百年变局加速演进的当下乱局困局之下，全球资本避险和多元化配置意愿激增，使得铜等大宗商品具有强金融属性的大宗商品呈现出高波动特征。这一特征既反映了战略资源金融属性与商品属性的重新定价，也是供应链成本上升、资本博弈加剧和全球经贸政策不确定性共同作用的结果。近阶段大宗商品市

场是市场情绪、预期和偏好的变化成为关键驱动主导，期货市场出现的剧烈波动，反映出商品 CTA 资金和期现机构借助政策题材进行运作，短期需警惕铜等国际大宗商品市场暴涨暴跌过山车行情，中长期则关注国内外政策冲击带来风险溢价抬升机会。

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

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。

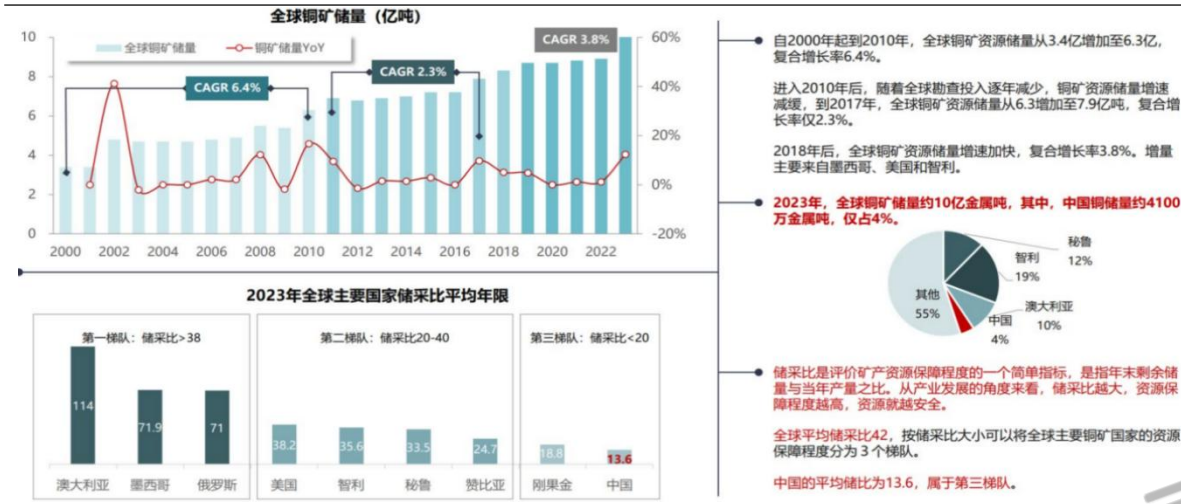
铜价运行轨迹的核心支撑在于地缘政治风险溢价与资金推动力量的双重驱动机制。从刚果（金）、几内亚等非洲主要资源地区，到印度尼西亚、菲律宾、印度、巴基斯坦等亚洲国家群体，再到智利、秘鲁、阿根廷等南美核心矿产带，资源民族主义思潮正加速崛起并付诸政策实践。这种趋势叠加全球地缘政治局势持续动荡的宏观背景，特别是美国系统性推行对华“脱钩断链”战略，导致矿产资源供应体系被深度政治化操控，显著抬升铜商品的中长期定价成本中枢。这一供需矛盾的持续激化正将铜市推向错配极限状态，既成为价格飙升的关键催化剂，也是全球供应链脆弱性的集中缩影。当前宏观环境巨变正深刻重塑大宗商品市场格局，特朗普政府的重大政策转向主导全球市场关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

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、

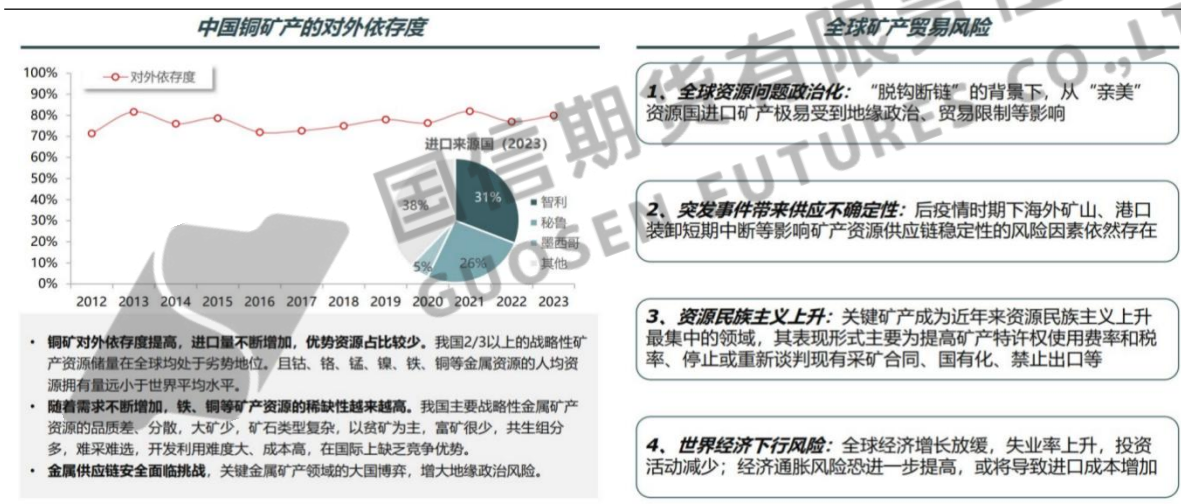
全球产业格局重塑及大类资产风险偏好转向等系统性因素的复杂联动效应，准确研判政治风险传导路径、地缘博弈冲击经贸秩序的程度及市场避险情绪演化方向，成为理解铜为代表的大宗资源品价格趋势的核心。

图：在全球资源问题政治化的背景下，全球铜资源严重不均衡问题被放大



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

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，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。

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晃动的背后，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、国际金融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		
	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

此外，在国内政策方面，2025年工业和信息化部、自然资源部、商务部等8部门联合印发《有色金属行业稳增长工作方案（2025—2026年）》（以下简称《工作方案》）。《工作方案》提出，2025—2026年，有色金属行业增加值年均增长5%左右，经济效益保持向好态势，十种有色金属产量年均增长1.5%左右，铜、铝、锂等国内资源开发取得积极进展，再生金属产量突破2000万吨，高端产品供给能力不断增强，绿色低碳、数字化发展水平持续提升。《工作方案》聚焦有色金属行业发展面临的新形势，围绕保资源、优供给、促转型、拓消费、强合作等5方面提出了10项工作举措。本次多部委联合出台《有色金属行业稳增长工作方案（2025—2026年）》所强调的提升资源保障能力、推动绿色低碳转型和促进产业高端化发展等目标，与期货市场的风险管理、价格发现和资源配置功能高度契合。本次方案还强调以提升产业链供应链韧性和安全水平为根本出发点，明确要求坚持稳中求进工作总基调，统筹发展和安全，着力增强资源保障能力，着力推进技术创新和应用拓展，着力深化改革开放。方案提出通过多维度政策措施实现行业发展目标。在供给侧，重点实施资源保障工程，开展新一轮找矿突破战略行动，同时大力发展再生金属

产业，支持符合标准的再生资源进口，提升资源综合利用水平。在创新端，要求强化产业科技创新，围绕战略性新兴产业需求，攻关关键材料技术，加快中试平台建设和应用验证。在需求侧，推动大宗金属消费升级，拓展高端材料在新能源汽车、航空航天等领域的应用，培育稀有金属在新兴产业的应用场景。配套措施还包括扩大有效投资、推进绿色化数字化转型以及深化国际产能合作等。该方案的实施将对行业格局产生深远影响。政策将加速行业分化与整合，引导要素资源向优势企业集聚，推动形成更加健康的多层次产业生态。具备强大资源获取能力、技术研发实力和综合服务体系的头部企业将获得更大发展空间。对再生金属和绿色低碳发展的强调，将深刻改变行业的成本结构和竞争要素，推动全生命周期环境管理成为企业核心竞争力。总体来看，此方案是引导行业迈向高端化、智能化、绿色化和安全发展的战略蓝图，其成效将直接影响我国在全球有色金属产业格局中的地位以及相关产业链的稳定性与竞争力。

### 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。当前对外依存度已攀升至85%以上，海外矿山扰动对供应缩减的边际影响正显著增强。2025年全球头部矿企已多次发出预警，头部铜矿商铜精矿产量不稳定，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。

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
<b>总计</b>	<b>2396.3</b>	<b>2391.3</b>	<b>2470.3</b>	<b>2603.1</b>	<b>2685.6</b>	<b>2774.8</b>	<b>2789.3</b>

数据来源：ICSG，国信期货

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、国内经济增长趋势性放缓、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。

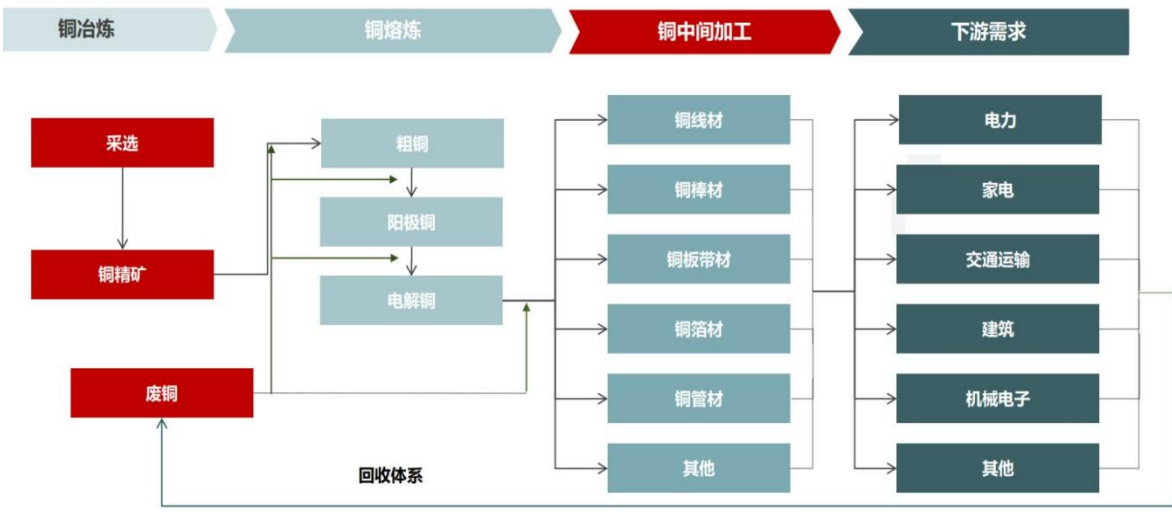
## 2. 冶炼贸易：中国制造业工厂大而不强，原料和定价受制于人

从铜产业链结构性特征来看，近年来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。

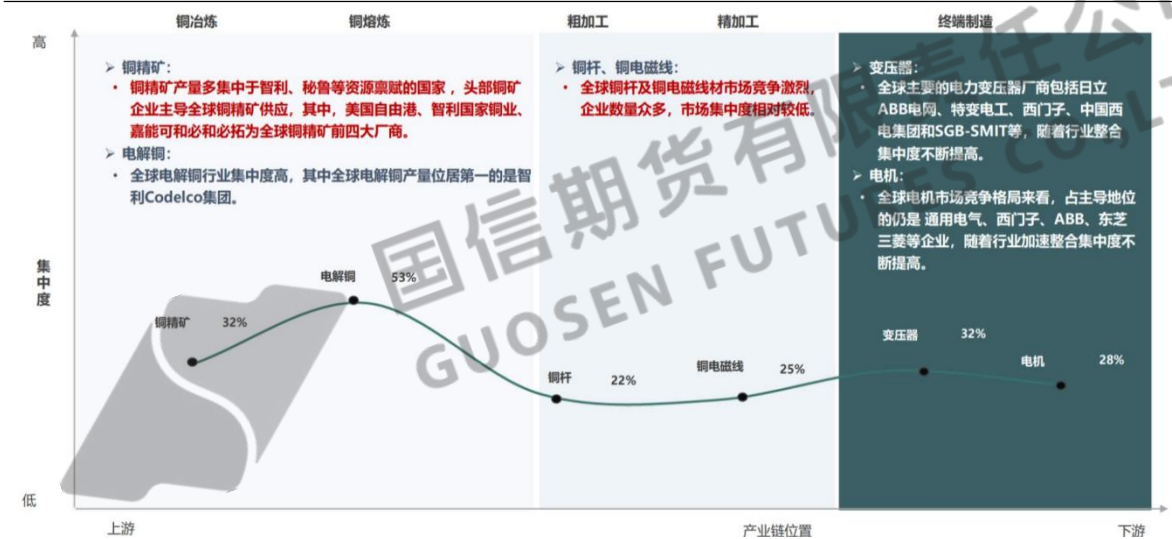
就铜供应链来看，东西方大国之间地缘政治博弈冲击加大以及逆全球化下的贸易保护主义威胁，以中国为代表的新兴经济体遭遇区域经贸割裂、地缘政治冲突加剧与产业洗牌升级转型的复杂局面，全球第一的我国有色产业链结构调整压力进一步加大，而2024-2025年铜逼仓事件作为全球有色市场标志性事件，提醒我国产业链相关企业注重风险管理。从行业有关部门和铜冶炼企业的反馈来看，当前我国铜冶炼行业正对近年来产能过快增长过快进行反思，特别是在未来提高新建项目准入门槛还是控制新增产能降低在产产能负荷，可能是中国铜行业深入贯彻供给侧结构性改革和健康有序升级转型的重要标志，行业面临结构性改革并提高集中度有利于我国铜冶炼加工铜产业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。

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

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，制造业的飞速发展催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个国家的总和之多。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，往往需要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：全球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。然而值得注意的是，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，但其供应链正更多倒向美国而非中国，印尼、哈萨克斯坦及塞尔维亚等国出口量亦快速增长。上述国家铜矿出口变化映射全球原料供应格局重构进程。该演变趋势与可能在全球经贸割裂与供应链重塑下加速呈现出结构性不平衡！

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延续跌势，进口铜精矿价格罕见下移至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年下半年及2026年我国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-40美元/吨附近TC极端水平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必然，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。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量，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，随着实体经济制造业升级仍具有较大发展潜力。

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。

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铝镍及

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，近年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，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、镓铍镉铟镓、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及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：地缘乱局失控边缘 流动性危机下去杠杆化

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，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！”

3月底中东最大的铝业巨头阿联酋环球铝业（EGA）年产160万吨电解铝基地确认遇袭受损，标志着本轮中东冲突对全球供应链的冲击已从“风险溢价”阶段进入“实质性大规模供应削减”阶段。全球近10%

的电解铝产能陷入不确定，其复产难度与漫长周期，迫使市场对长期供需平衡表进行重估。与此尖锐对立的是，宏观层面持续的交易衰退与高利率担忧，持续压制整体市场风险偏好。当前市场正处于“产业硬缺口的现实”与“宏观软情绪的恐慌”的激烈博弈中。策略上，必须在严格控制整体仓位、保持防御的基础上，拥抱并利用产业面已发生根本性巨变品种的确定性机会。

从大宗商品中的战略矿业资源来看，有色金属板块则在宏观情绪压制板块估值，铜市场维持宏观与产业面拉锯的震荡格局。全球显性库存高位与衰退担忧构成压力，但价格回调后激发的国内下游补库需求提供支撑。其走势更多受整体市场情绪摆动影响。操作建议：铜维持震荡思路，沪铜主力合约短期核心区间关注 95000-98000 元/吨，下方 93000 元/吨为关键支撑。建议轻仓区间操作或暂时观望。铝因“供应硬中断”逻辑成为明确多配核心。当前铝市场结构性多头配置价值凸显，中东最大的阿联酋铝业遭袭事件并非孤立风险，而是与中东地区此前中断的产能共同构成了“系统性供应危机”。电解铝产能中断具有极强的刚性，其影响是长期和结构性的。尽管国内供应链相对独立，但全球供需平衡表的恶化将不可逆地抬升全产业链的成本中枢与价格重心。铝策略应从“重点关注”转向“积极寻求布局”。应利用任何因宏观担忧产生的价格回调，进行分批、轻仓的逢低吸纳，产业客户应高度重视此次供给侧冲击的深远影响。当前市场定价的关键已从交易“不确定性”转向交易“确定性损失”。对于有色电解铝而言，供应侧的“确定性损失”已发生，当前策略是在整体市场高波动环境下控制总风险敞口，结构上敢于产业巨变中建立战略头寸！

展望后市，中东站距不仅不改战略资源在中长期全球乱局下的重估逻辑。地缘博弈从“爆发”到“重塑”再到“失控”边缘，这将中长期进一步凸显大类资产定价！战略资源的定价权必须从市场基于宏观供需的传统定价，要更多考虑政治经济学下的地缘博弈与大国作战室中的决策冲击，市场各方聚焦并配置真正的战略性资产是现实的进取与防御。展望铜市走向，二季度预计铜价震荡抗跌中寻求修复，核心价格波动区间将在 9 万元/吨至 10.5 万元/吨左右，关注地缘乱局下各大资源国保护主义风险！



#### 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。