

国信期货有色专题

有色（铜）

铜价行至年内较高区间 仍具备突破潜力

2026年8月11日

● 主要结论

综合来看，铜价在6月底触及阶段低点后，至8月初已分别录得沪铜7%、伦铜6.7%、美铜12%左右的反弹幅度。宏观层面，美国一系列宏观数据走弱化解了加息急迫性，美元走软与国内政策托底形成共振；产业层面，矿端TC深度负值、智利天气扰动、刚果（金）政策信号、全球库存极端错配以及国内产量与废铜供应收缩，共同构筑了坚实的基本面底座。宏观与产业形成正向叠加，铜价中枢上移逼近压力区间后或出现一定现货需求走弱和获利了结压力，但三季度仍有冲击11万元/吨整数关口的潜力。操作上维持偏多思路，控制好仓位，并需对关税落地节奏、利率预期反复及地缘局势波动保持敏感，灵活应对可能出现的短期回撤。

风险提示：中东地缘局势超预期变化、美联储货币政策转向超预期。

国信期货交易咨询业务资格：
证监许可【2012】116号

分析师：张嘉艺
从业资格号：F03109217
投资咨询号：Z0021571
电话：021-55007766-305183
邮箱：15691@guosen.com.cn

独立性申明：

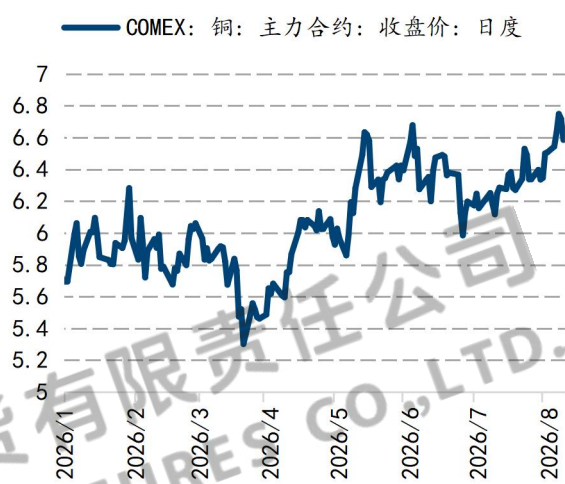
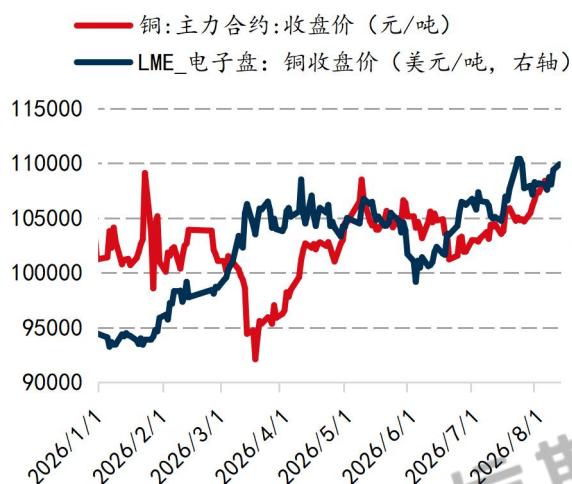
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、铜：渐行至年内高位区间

本轮铜价的反弹修复始于6月末。6月末，沪铜主力合约一度下探至100500元/吨附近，LME铜亦短暂跌破13000美元/吨关口，市场情绪处于阶段性冰点。此后，随着宏观压制因素逐步消退，叠加产业端结构性矛盾不断加深，海外挤仓风险发酵，铜价开启反弹通道。以收盘价为基准，自6月末起至8月10日期间，沪铜主力合约自低点反弹幅度约7%；LME铜涨幅约6.7%，而受美国关税政策预期驱动的COMEX铜表现更为强劲，涨幅达到12%左右。市场交投方面，沪铜总持仓自7月起回升，并在进入8月后加速回升，目前已增至58万余手，次主力合约增仓尤为明显，多头资金逐步进行结构性布局。

图：LME铜与沪铜价格走势（元/吨，美元/吨）

图：COMEX铜价格走势（美元/磅）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

二、宏观情绪反转催化本轮铜价反弹

1. 加息担忧不断降温

进入7后，美国陆续公布的ADP数据、非农就业等数据均出现边际走弱，同时，美联储主席沃什在欧洲央行中央银行论坛发表偏鸽表态，市场对美联储激进加息的担忧有所降温，加息预期迎来阶段性缓和，美元指数与美债收益率亦有所回落，大宗商品整体情绪迎来修复。市场情绪反转，前期受宏观压制最为明显的有色、贵金属板块率先开启反弹，迎来了流动性预期改善带来的修复窗口。8月初公布的美国7月就业数据更是连续走弱，ADP新增就业仅4.4万人，非农更是意外减少2.3万人，大幅不及市场预期。这一组合拳式的疲软数据，显著降低了市场对美联储9月继续加息的押注。美元指数随之承压，在99附近弱势震荡，为以美元计价的有色金属继续敞开了估值修复的空间。

深入来看，当前市场对美联储政策路径的定价正处于一个微妙的平衡点上。一方面，就业市场的降温信号为暂停加息提供了依据，联邦基金利率期货显示9月维持利率不变的概率已接近五成；另一方面，通胀是否能够持续向2%目标靠拢仍存在不确定性，联储内部对后续政策方向的分歧并未完全弥合。值得注意的是，美联储沟通风格出现转变，新任美联储主席沃什“弱化前瞻指引”的改革也加大了市场对于美联储利率政策预期的分歧。

在此背景下，即将公布的CPI数据将成为短期利率预期演变的关键变量之一。若通胀同步回落，加息担忧将进一步缓释，风险偏好有望继续回升；反之则可能引发预期修正，对铜价形成阶段性压制。

2. 中东局势反复 国内政策托底

7月，美伊停火“撕破”，随后，军事对抗在达到阶段高点后，再度转入边打边谈的僵持状态。时至8月，虽然霍尔木兹海峡通航尚未恢复正常，伊朗议会亦通过了强化海峡管控的法律框架，但大规模军事冲突升级的风险已有所回落。伊朗为开放霍尔木兹海峡开出更高筹码，美伊谈判陷入僵局，原油价格上下反复，但在局势没有进一步恶化以及频繁的TACO交易下，油价不稳定性对通胀预期的持续性影响，以及对有色板块的间接传导效应均相对被弱化，从而呈现出当前原油价格与黄金价格同涨的格局。

国内政策端同样释放积极信号。7月底中央政治局会议强调了“实施好更加积极的财政政策与适度宽松的货币政策，优化实施财政金融协同促内需政策”，强调有力推进“两重”建设和“两新”工作。市场对未来降准降息及基建投资加码的预期升温，为铜等战略资源品种提供了来自需求侧的远期想象空间。从政策传导机制来看，财政支出的加快将直接拉动电力电网、新能源基建等铜密集型领域的订单释放，而货币宽松则为整个大宗商品市场提供了更为充裕的流动性环境。

三、产业层面：矿端约束持续强化，库存错配加剧

产业端持续发酵的原料供应矛盾、资源国政策牵制，以及全球范围铜库存的持续转移仍在不断夯实着铜的多头逻辑。

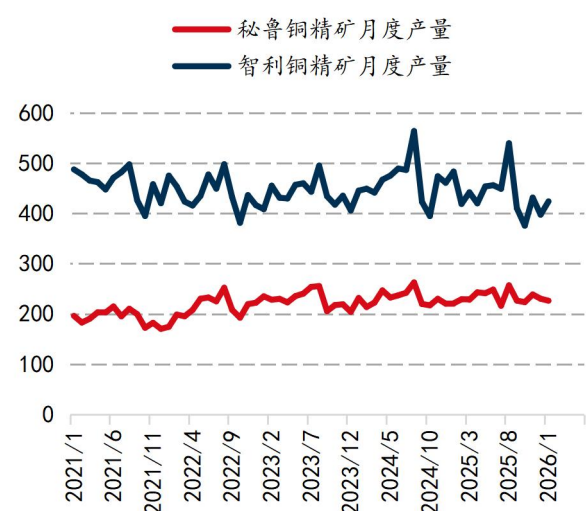
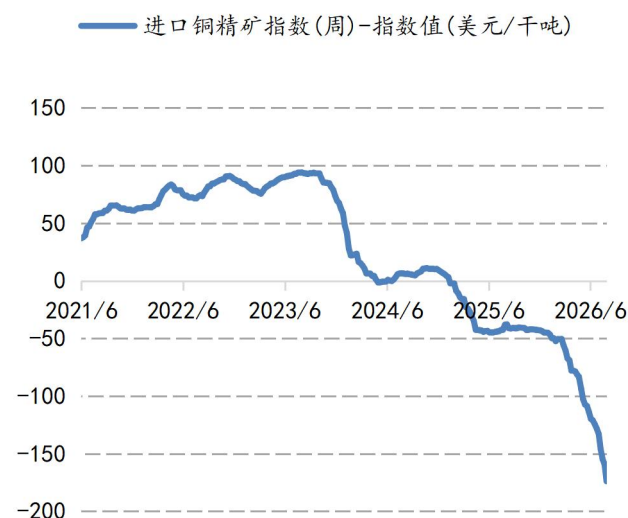
1. 铜精矿供应日益吃紧，加工费跌入深度负值

从长周期来看，全球铜矿资本开支不足的问题正在集中兑现，除此之外，已有大型矿山产量下降、供应干扰增加，使得铜精矿供应紧缺更加雪上加霜。

Grasberg矿山铜精矿产量逐步恢复，公司计划于9月重启Manyar冶炼厂的生产，但预计到2027年底产能将接近满负荷水平，今年，Manyar和PT Smelting两座设施的阴极铜产量预计将达到近40万吨。与此同时，传统产铜大国产量增长乏力的困局继续凸显。秘鲁能源与矿业部发布的数据显示，秘鲁6月铜产量为218,232吨，同比减少4.7%。整体而言，边际增量释放远不足以弥补其他地区的供给减量，更难以满足下游需求增速。据SMM数据，截至8月7日，中国进口铜精矿加工费(TC)已下探至-173.91美元/干吨，刷新历史最低纪录。铜精矿加工费持续下行，直观反映了矿石资源的紧缺程度。

图：进口铜精矿加工费（美元/干吨）

图：智利、秘鲁铜精矿月度产量（千金属吨/月）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

供应端的突发干扰亦层出不穷。7月，智利中部遭遇极端天气，部分矿山被迫暂停露天作业，进一步干扰了本就脆弱的原料供应。PT Smelting Gresik 转炉发生熔融物料泄漏事故，预计修复至少需数周。受阳极库存偏低影响，粗炼停产已波及电解铜生产，未来数周电解铜发运将暂停，该厂电解铜产能 34.2 万吨/年，粗炼铜精矿处理能力约 130 万吨/年。

铜精矿端的结构性矛盾并非短期能够化解，意味着矿端供给约束将在较长时间内持续为铜价提供支撑，在此背景下，任何额外的供给扰动都会被市场迅速放大并计入价格。

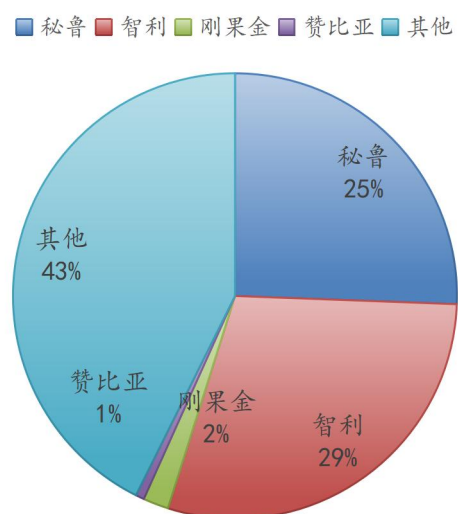
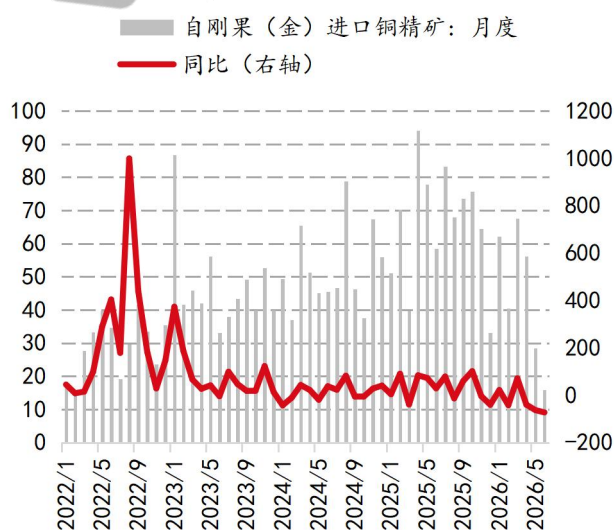
2. 刚果（金）出口禁令释放资源民族主义信号

8月初，刚果（金）政府出台政令禁止铜钴精矿出口，并配套新的税收计价规则的消息直接引发铜精矿供给收缩预期快速升温，LME 铜短线直线拉升，COMEX 铜同样跟随走强，刷新历史新高。但随后，彭博社援引艾芬豪矿业表态澄清，相关报道是对该国已实施近十年管控政策的错误表述，并非全新出台的全面禁令，消息反转后海外铜价快速回吐涨幅。

刚果（金）的政策动向能快速撬动全球铜价，核心在于其已成为全球铜矿供给格局中举足轻重的增长极，该国产能与政策走向直接关系到全球铜供需缺口的演化节奏。从资源禀赋看，根据美国地质调查局 USGS 数据，刚果（金）铜资源储量超 8000 万吨，占全球总量的 8%，坐拥卡莫阿-卡库拉等世界级超大型铜钴矿床，南部加丹加地区是中非铜钴成矿带的核心区段，主力矿山品位普遍在 1.3%-6.3% 区间，远高于全球 0.45% 的平均水平，且多为露天开采，成本优势十分突出。产量层面，据刚果（金）矿业部数据，2025 年该国生产铜 348.5 万吨，超过秘鲁成为全球第二大铜生产国，其中阴极铜 284.8 万吨，铜精矿含铜 47.1 万吨，出口铜精矿含铜 37.1 万吨。刚果（金）是当前全球铜矿产量增速最快的国家，也是填补全球铜供给缺口的重要力量。尤其在智利、秘鲁等传统主产国普遍面临矿石品位下滑、资本开支不足、产量增长停滞的背景下，市场原本普遍将刚果（金）视作未来 3-5 年全球铜矿增量的核心来源之一，其供给政策的边际变动，将直接牵动全球供需平衡的预期。

图：自刚果（金）进口铜精月度进口量（千实物吨/月，%）

图：2026 年上半年我国自各国进口铜精矿占比（%）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

对于国内市场而言，刚果（金）的供给变动呈现“精矿直接冲击有限、冶炼品影响深远”的特征，且与中资企业的海外布局深度绑定。从进口结构看，2026年上半年我国自刚果（金）进口铜精矿约27.06万吨，仅占国内铜精矿总进口量的1.85%，且同比出现明显下滑，精矿端的直接冲击相对可控；但在冶炼产品端，刚果（金）已是我国最核心的精炼铜进口来源之一，据海关总署数据，2026年上半年我国粗铜和阳极铜累计进口40.5万吨，同比增长5.8%，其中，自刚果（金）进口8.1万吨，同比大幅增长131.8%，自刚果（金）进口量的大幅增长来自卡莫阿-卡库拉铜矿配套冶炼项目投产后的产能持续释放，2026年上半年我国自该国进口精炼铜64.66万吨，占总进口量的45.8%，可以见得，刚果（金）对华出口以“原矿输出”为辅，以“冶炼产品输出”为主。这背后是中资企业深度参与当地矿业开发的产业格局：目前中资企业在刚果（金）累计投资超250亿美元，运营四十余个大中型矿业项目，管控了当地约六成的铜矿产能与近七成的钴矿产能，多家龙头企业均布局了世界级铜钴矿山，且配套了本地冶炼产能。

根据各企业公告，中资企业在刚果（金）铜产能多为湿法炼铜项目（产品为阴极铜），部分火法项目生产的铜精矿也会就地冶炼成阳极铜等不受禁令影响的产品，叠加出口豁免政策，因而即便铜精矿出口禁令真实落地，对刚果（金）中资铜企现有产能的直接冲击和生产运营的直接冲击有限，但长期将进一步倒逼产业链向本地延伸，加速当地冶炼产能的投放节奏。

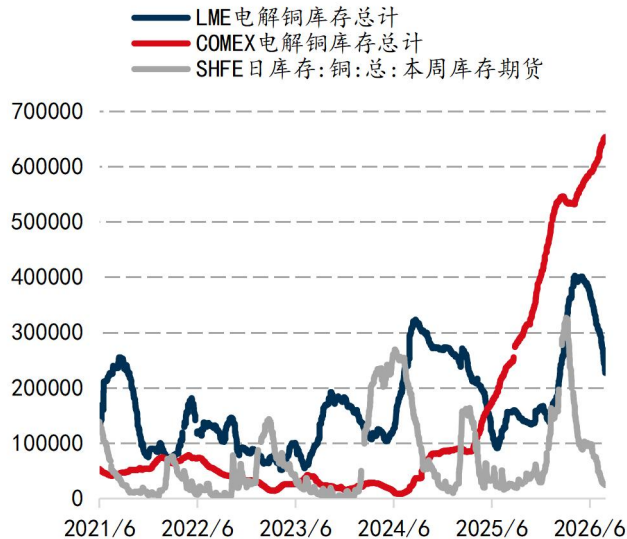
值得注意的是，此次消息引发的市场波动，本质是对刚果（金）资源管控持续升级趋势的情绪映射，绝非孤立的短期事件。近年来刚果（金）正通过“禁原矿、控配额、加税收、推深加工”的组合拳，系统性提升本国在全球产业链中的话语权，从单纯的资源输出向产业价值与定价参与方转型。其中，钴产品端已明确2026-2027年出口配额上限，较此前产量大幅收缩，未使用配额由国家统筹收回，优先分配给本地深加工项目；配套税制改革与矿业权管控同步推进，对矿业副产品开征专项税费，进一步抬高资源出口成本。叠加该国与美国签署战略伙伴协定、推动洛比托物流走廊建设等动作，其资源政策的战略属性持续增强，全球铜钴贸易流向正面临重塑。这一趋势背后，是全球关键矿产博弈进入资源国主动定价的新阶段，资源民族主义与供应链安全诉求共振，正在系统性抬升全球铜矿的供给成本与不确定性，原本依赖全球化高效流通的铜矿贸易格局，正逐步向区域化、本土化的方向重构，同时也再度折射出民族资源主义不断兴起下，矿产资源的危机四伏状态，

3. 虹吸效应未止，全球库存呈现持续极端分化

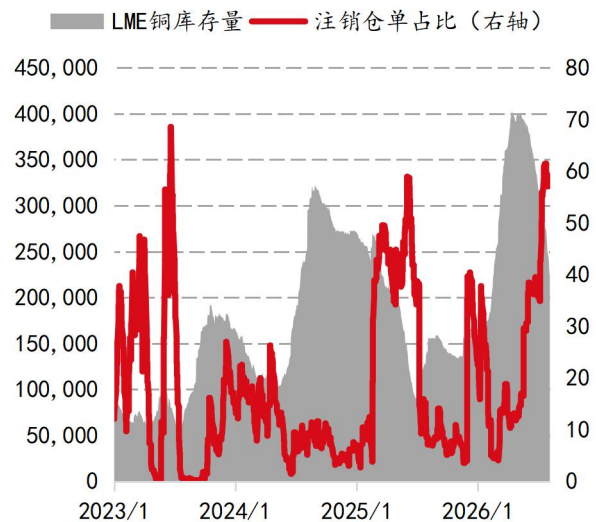
6月30日，美国商务部已提交最终报告，在去年提交的报告中，官方建议2027年1月起征收精炼铜15%关税、2028年上调至30%；总统拥有90天窗口期签署执行令。新增的更新报告并未推翻2025年主报告结论，并再次确认15%-30%分阶段关税方案。这意味着关税对于铜价的预期驱动仍未落空，美国铜关税预期持续驱动下，COMEX与LME铜价差扩大至500美元/吨以上，套利窗口持续敞开，可交割铜资源加速流向COMEX仓库。截至8月10日，COMEX铜库存已持续累库至72万短吨的历史高位。而LME库存则持续萎缩至21万余吨，近月注销仓单占比维持在50%以上。两大交易所库存走势背道而驰，反映的是同一政策预期下的金融套利需求以及资源的再分配。在关税预期没有实质落空前，这一价差结构和结构性错配暂难以根本修复，美国市场对全球铜资源的虹吸效应也将持续，进一步抽紧非美地区的现货流动性，使得非美市场时刻面临挤仓威胁，也为铜价提供了坚实的底部支撑。

图：全球主要交易所铜库存（吨/日）

图：LME铜库存及注销仓单占比（吨，%）



数据来源：SMM 国信期货



数据来源：SMM 国信期货

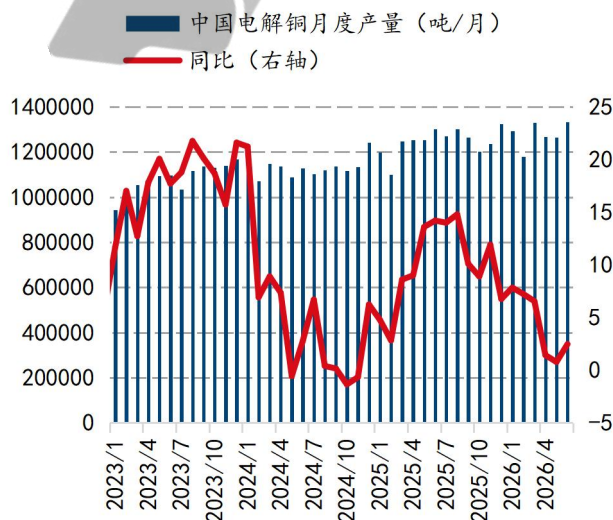
4. 国内铜市场供需紧平衡延续，但上行动能或逐渐被制约

从国内供需与库存格局来看，当前中国铜市场整体呈现供给偏紧、库存低位、现货升水冲高后小幅回落的运行特征，产业端对价格的支撑作用依然坚实，但短期上行驱动有所减弱。

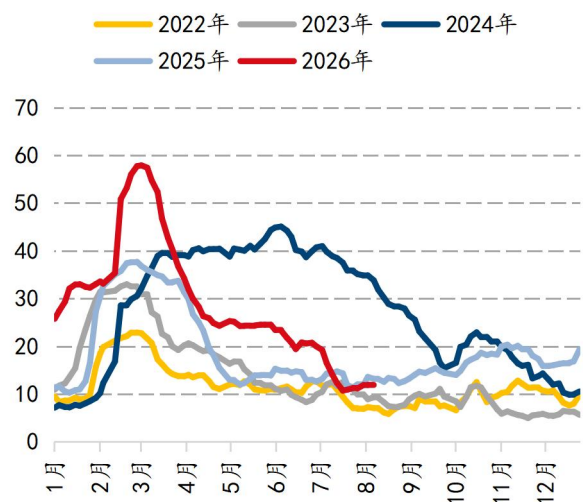
受冶炼厂集中检修及废铜供应收缩的双重影响，国内精炼铜产量不及预期。据 SMM 数据，7 月国内电解铜产量录得 112.68 万吨，环比下滑 1.59%，较预估值减少 3.92 万吨，主因废产阳极板采购困难叠加检修集中释放；1—7 月累计产量 814.8 万吨，累计同比增长 4.9%，增量约 38.1 万吨，供给端虽保持增长，但边际增量明显收窄。与此同时，进口货源减少进一步限制了国内可流通现货的补充渠道。

图：中国电解铜月度产量（吨/月，%）

图：中国电解铜库存（万吨/周）



数据来源：SMM 国信期货



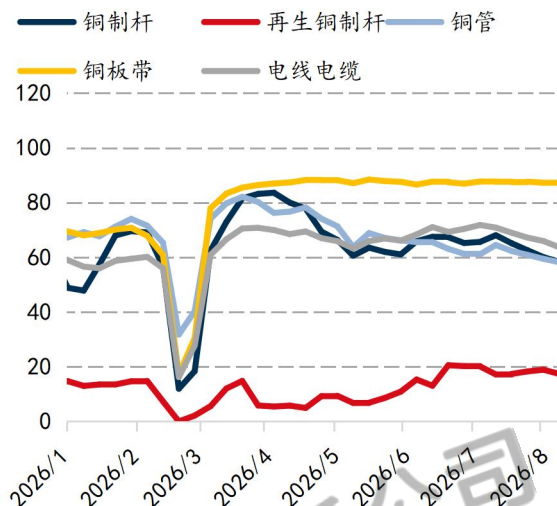
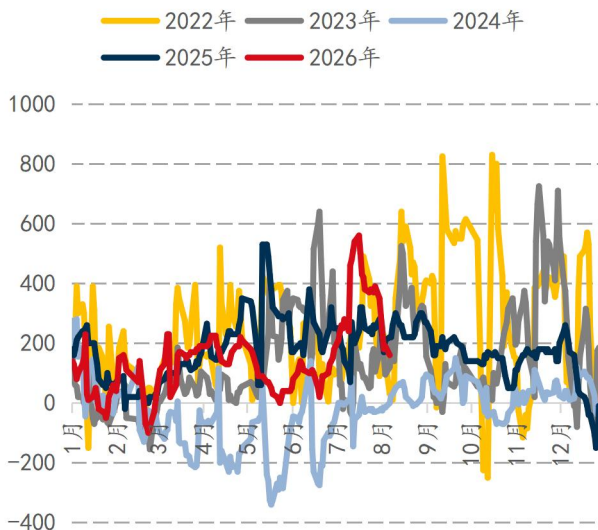
数据来源：SMM 国信期货

库存端，国内社会库存延续去化趋势，且处于近三年同期低位。据 SMM 数据，截至 8 月 10 日，国内电解铜社会库存录得 11.8 万吨，保税区库存降至 3.13 万吨，均为五年同期低位水平。尽管 7 月下旬至 8

月初受铜价冲高后下游采购意愿走弱影响，库存出现短暂小幅累积，但入库量并未出现明显回升，整体去库进程尚未被打破，低库存格局持续为铜价提供底部支撑。

图：中国电解铜现货升贴水变化（元/吨）

图：下游铜材各板块开工率（%/周）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

下游需求与现货市场变化来看，此前受可流通资源收紧影响，现货升水在7月一度冲至500元/吨以上的年内高位。8月以来，随着铜期货价格进一步走强至近两个月高点后，叠加当前正处于传统消费淡季，下游加工企业订单增量有限，下游采购端畏高情绪明显升温，市场成交活跃度有所回落，对现货升水的进一步走强构成一定制约，现货升水逐步收窄，截至8月11日降至160元/吨附近，但仍处于往年同期偏高水平。虽然下游消费仍具备一定韧性，需求并未出现断崖式下滑，但现实产业端承接的走弱势必拖累铜价进一步上涨的斜率。

四、未来铜市走向及关注点

总体来看，矿端供应刚性，以及精铜端面临的库存虹吸困局，使得铜自身的供应矛盾远强于需求端的短期波动，而宏观加息预期下降带来的流动性利好也将与产业偏多逻辑形成共振。目前来看，铜价短期的回调更多源于技术性获利了结与现货跟涨乏力，地缘扰动虽有压制，但未改变铜市的核心矛盾。预计铜价维持高位震荡，中枢逐步上移，三季度仍具备冲击110000元/吨的动能。操作上，以震荡偏强思路应对，多单持有，可关注回调布局多单的机会。

而后市铜价能否顺利突破110000元/吨关口并继续向上冲击，或受到以下几项关键变量的影响：

1. 美国铜关税政策的最终落地

总统签署执行令的窗口期仍在推进中，关税是否如期开征、税率阶梯落地程度，将直接决定COMEX-LME价差的收窄节奏以及全球库存再平衡的路径。若关税如期落地，COMEX与LME的价差结构可能进一步固化，美国市场将继续充当全球铜资源的“价格高地”；若关税力度不及预期或被推迟，则可能引发价差快速回归与库存流向的反转，对铜价形成阶段性冲击。

2. 美联储利率路径的预期分歧

新任主席沃什倾向于弱化前瞻指引，这使得市场对每次经济指标的解读更加敏感。虽然后续 CPI 和非农数据将继续主导加息概率的摆动，但值得注意的是，沃什上任后，美联储正在形成一套新的政策框架，会在短期内加大市场对政策方向判断的难度。

3. 特朗普中期选举的政治扰动

随着 11 月美国中期选举临近，贸易政策与地缘外交可能出现新的变数，市场风险偏好或阶段性受挫，需警惕其对铜价上行节奏的干扰。从历史经验看，选举前夕的政策博弈往往会加剧资产价格波动，铜作为兼具商品与金融属性的品种，对此较为敏感。

综合来看，宏观与产业形成正向叠加，铜价中枢上移逼近压力区间后或出现一定现货需求走弱和获利了结压力，但三季度仍有冲击 11 万元/吨整数关口的潜力。操作上维持偏多思路，控制好仓位，并需对关税落地节奏、利率预期反复及地缘局势波动保持敏感，灵活应对可能出现的短期回撤。

风险提示：中东地缘局势超预期变化、美联储货币政策转向超预期。



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。

请务必

为本 点石成金

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，但不对其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

