

几重因素促成铜价长期上涨态势

受铜供应紧张、美元持续贬值（相对于大宗商品）等因素影响，铜价长期上涨趋势已经很清晰，而一些人为因素又加剧了铜价波动和上涨速率。作为全球最大的铜消费国，中国铜资源八成以上需要进口，精炼铜消费占全球总消费量近六成（主要用于国内消费），而其中一半又用于电力系统等关键领域，对安全性、全周期经济性要求很高，很难采用铜轻量化、减量化甚至材料替代手段对冲高铜价。铜价的持续快速上涨，中国是主要“买单者”，未来需进一步做好保供稳价。

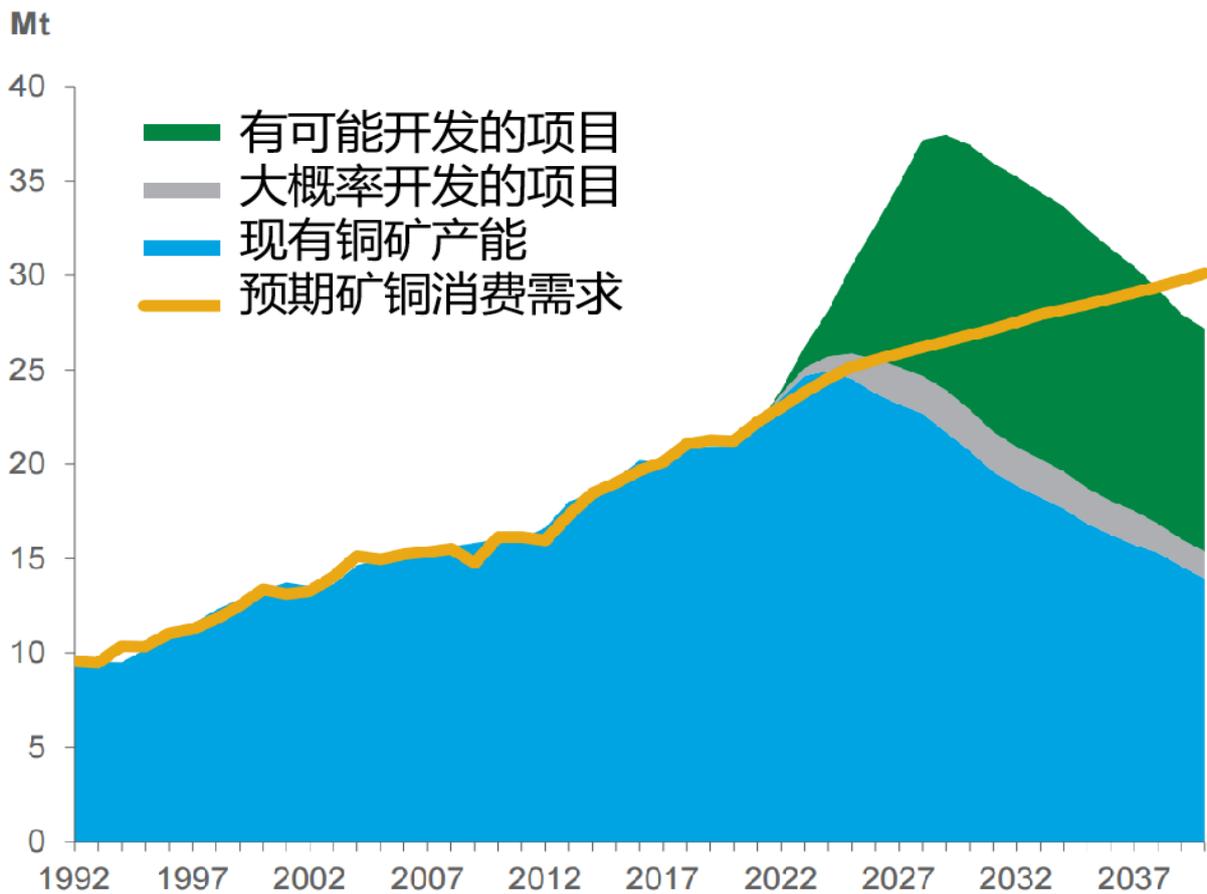
一、未来铜供应将持续紧张：潜在需求旺盛，铜资源供应改善需要高铜价刺激

自中国改革开放、加速工业化城市化进程以来，全球铜消费持续快速增长；全球能源转型又催生了巨大的潜在铜需求；印度、东南亚、中东等新兴铜消费国也呈现出铜消费加速的态势。即便未来中国铜消费达到峰值以后，消费量也将持续保持一个较高的水平，全球铜整体需求依然庞大。而从2025年起，全球铜矿供应进入持续紧张期。虽然全球铜矿资源总体并不稀缺，但品位较高且开采条件良好的铜矿资源被快速消耗，如要满足未来全球铜消费，铜企需要开发经济性更差、投资环境更差的铜矿资源，这决定了未来铜矿生产成本势必持续上涨。虽然全球废铜存量较大，可以相当程度缓解铜矿供应压力，但废铜供应改善也需要高铜价的刺激。未

来全球铜供需持续紧张的格局决定了铜价持续上涨的趋势。高铜价在刺激铜资源供应改善的同时，也会抑制一定规模的铜弹性消费，供需双方将在高价位实现动态平衡。

图 1：伍德麦肯锡预测未来铜矿供应缺口较大

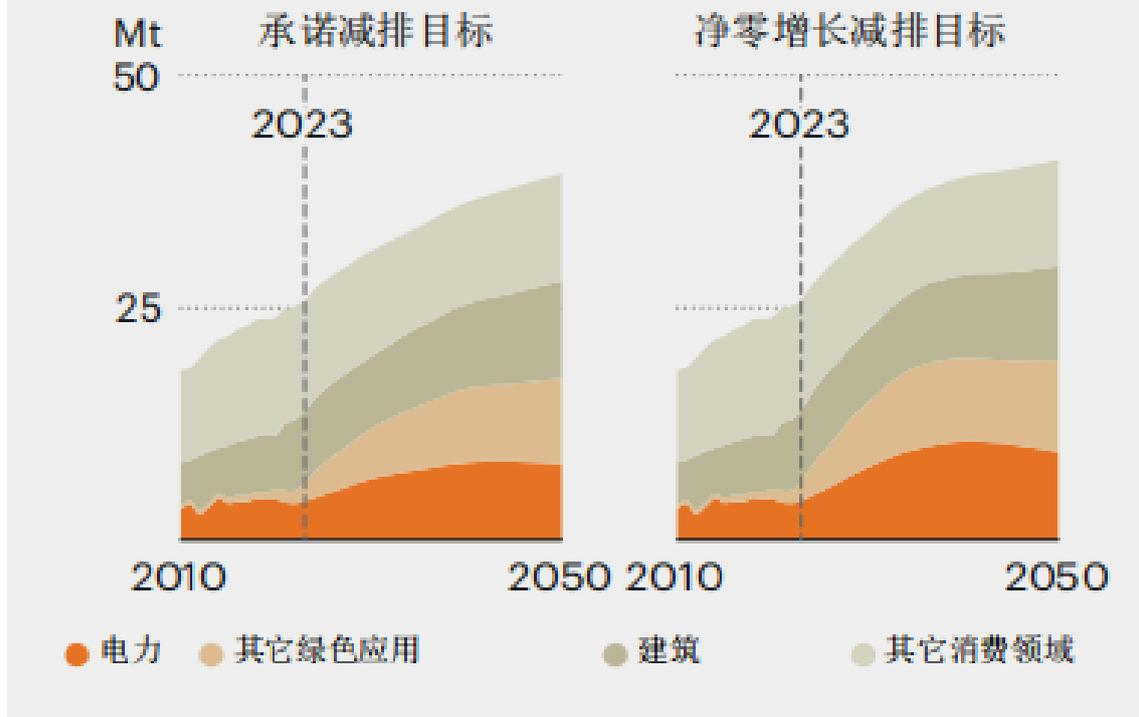
未来矿铜供应缺口明显，扩产需要更高的激励价格



数据来源：WM

图 2：国际能源署对不同碳减排目标做出的铜需求预测

不同碳减排目标对应的铜消费预测

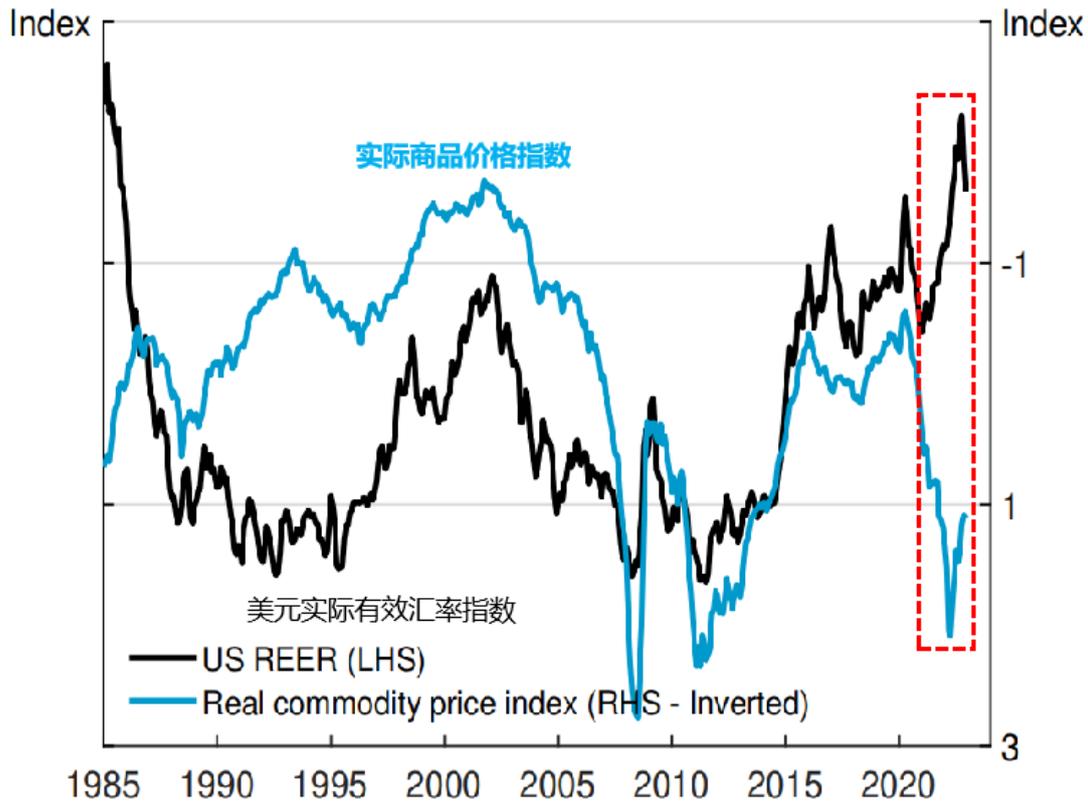


数据来源：IEA

二、美元走弱常态化，推动铜价持续上涨

铜是金融属性最强的基本金属，且国际大宗商品主要以美元计价，铜价与美元走势存在一定的负相关性。2020年以前，铜价大体是基本面决定中长期均价，美元走势等宏观因素影响短期价格走势，美元走势与铜价波动关联度并不强。而自2020年起，美国等发达经济体启动超级宽松货币政策，推动全球大类资产价格普遍上涨，美国经济及美元波动成为影响铜等大宗商品价格的主要变量之一，两者表现出关联度很高的负相关性。

图3：2020年后商品价格指数与美元指数高度负相关



数据来源：网络公开资料

当前全球经济处于低速发展期，各国政府负债率普遍较高，特别是美国高度依赖超发货币支撑经济增长，政府债务持续攀高，仅债务利息就已成为其政府主要开支之一，维持中低程度通胀、美元持续走弱以冲销庞大债务将成为其长期政策导向，利好铜等大宗商品价格持续上涨。

三、中企海外铜矿开发努力成为海外铜矿供应的主要增长点，但持有资源有限、经营压力大

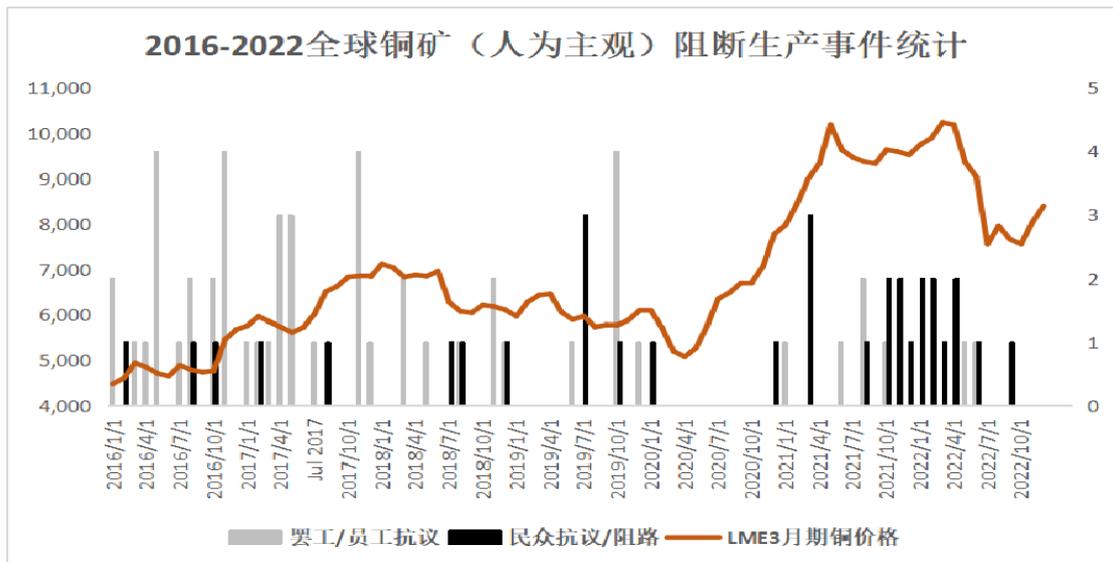
相对于巨大的需求，我国国内铜矿供应已达资源供应极限，全球铜矿供应增长完全依赖海外铜矿资源开发。然而，全球优质铜矿资源基本被跨国矿业巨头掌控。受各种主客观因素影响，跨国矿业巨头资源开发利用效率和扩产意愿相对中国矿企较低。中国相关企业于十余年前开始涉足海外铜矿

开发并取得显著成绩，目前已掌握约十分之一（估算）的海外铜矿资源，2024 年全球铜矿产量增长中一半左右是中企海外矿山创造，而在未来数年全球铜矿产量增长中，中企也将发挥重要作用，小幅缓解铜矿供应紧张局面。但在铜长期供需偏紧的预期下，中企很难拿到优质资源，或者是以很高并购成本抢购开发条件相对较好的矿山，或者是开发地缘政治风险高、社会稳定度差、投资风险高的铜矿资源。

四、铜矿供应紧张、价格波动加剧，铜价易涨难跌

从 2025 年开始全球铜矿供应进入紧张期，而铜矿生产又属于扰动率较高的行业，即便供应端的小幅波动也会造成市场对铜资源供应担忧加剧。虽然无论从国别还是企业角度来看，铜矿供应端的集中度都不算高，但物流仓储交易环节是相对隐蔽的、垄断度较高的环节，且矿铜和金属库存的信息透明度不高（隐性库存难以统计），不排除大型贸易商利用供应扰动通过调节铜精矿和金属显性库存扩大价格波动幅度。尽管此类价格波动不能长期维持，但会抬升铜价均价。在铜价上涨较多时矿端也会受到更多干扰，如铜矿所在地政府会抬高资源税负价格，当地社会力量也会通过种种方式对矿企施加影响谋求更多利益。分析显示，铜价与铜矿生产（人为主观）扰动率存在高度正相关性。铜矿企业生产受到影响，非生产成本开支增加，造成铜矿总生产成本的提高。

图 5：铜价与全球铜矿（人为主观）阻断生产事件统计对比



数据来源：网络公开资料、五矿经济研究院

五、相关思考

铜价持续快速上涨，中国是主要“买单者”，因此我国不但要关注铜资源供应的稳定性，也需要关注铜资源供应的经济性。结合铜产业链特点，未来我国或可尝试以下措施做好铜的保供稳价。

一是在与一些政局相对稳定、政府对铜资源掌控度较高的国家（如智利等）的经济合作中加大铜资源开发的力度，建立国家层面的战略合作，将我国的资金技术优势与资源国铜矿资源有机融合，提高资源利用效率和供应能力，增强我国在铜矿供应端的影响力。

二是加大对我国海外开发铜资源企业的扶持力度，如提供优惠融资条件等措施；针对海外铜矿开发长周期、大波动、高风险等特点，对有关国企设定更合理的考评体系。

三是鼓励海外铜资源贸易以人民币结算，减轻美元波动对铜价的影响幅度。

四是尝试建立海外铜金属价格稳定基金，在铜价回调、

回归正常价格区间时建立一定数量的海外精炼铜显性商业库存；在市场波动较大、铜价脱离基本面过快上涨时释放库存以平抑市场恐慌情绪，减少价格波动幅度。

五是出台政策支持国内再生铜循环利用和海外较高品质再生铜进口，提高全球再生铜回收利用率，减轻对原生铜资源的需求压力。