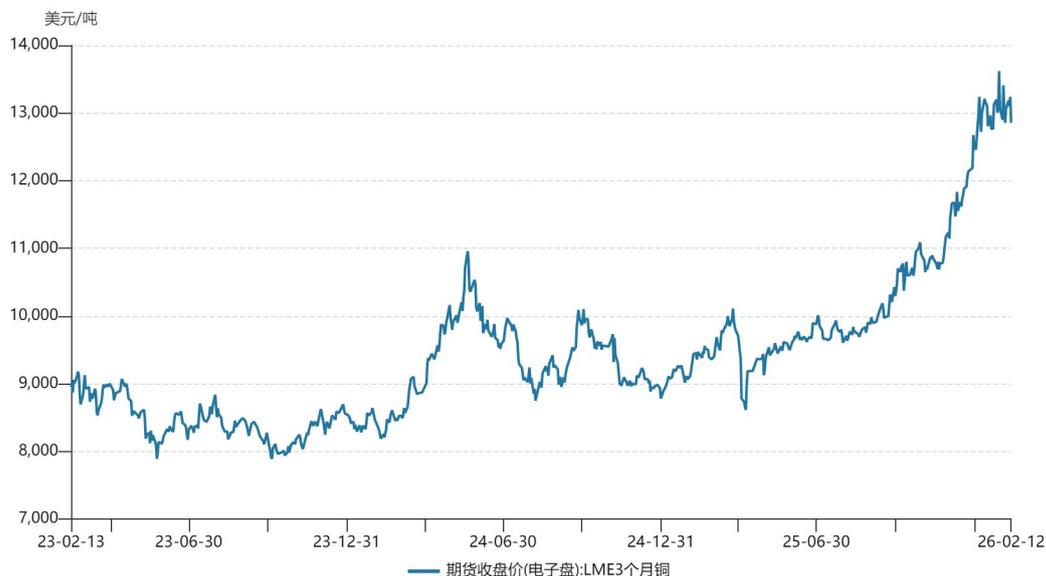


# 铜价在新高后寻找方向

五矿有色 陆逸帆

中国金属矿业经济研究院（五矿产业金融研究院） 吴越



数据来源: Wind

## 一、宏观避险情绪升温，铜价再创新高

1月，LME3月期铜再创历史新高达到14527.5美元/吨。LME3月期铜1月均价为13067美元/吨，同比上涨43.7%，环比上涨11.0%。SMM 1#电解铜1月均价为102039元/吨，同比上涨36.0%，环比上涨9.4%。

宏观方面，自2026年初以来，美国在地缘政治领域采取了一系列高调且极具争议的行动，引发全球高度关注。一连串单边主义和强权政治举措，不仅加剧了全球地缘政治紧张局势，也显著推升了市场避险情绪。叠加国际社会对美元信用的日益质疑，资金加速流向以贵金属为代表的商品，成为1月以来有色金属价格强势运行的核心驱动因素。

基本面方面，强劲的电铜产出与偏弱的消费形成对比，全球库存持续增加。2026年中国部分冶炼厂与Antofagasta达成长单加工费在零美元，再度刷新历史最低纪录。除此以

外多数原料供应商倾向以“指数再扣减”或者固定价-50至-60美元/干吨的形式进行长单报价，冶炼厂的利润空间被进一步压缩。但在硫酸及贵金属副产品价格高企的支撑下，国内冶炼厂维持强劲产出。SMM数据显示，1月国内电解铜产量同比上升16.32%至117.93万吨，环比持平。

受春节前备货和前期积压订单释放影响，1月多数铜材开工率环比小幅回升。其中精铜杆开工率环比上升3.96个百分点至65.64%，铜板带开工率环比上升1.8个百分点至70.01%，铜箔开工率环比上升0.36个百分点至88.56%，铜管开工率环比上升4.03个百分点至72.87%，铜棒开工率环比下滑1.89个百分点至50.86%。终端方面，2025年全国电网工程建设完成投资6395亿元，同比增长5.1%。但电源投资累计同比降幅较上月进一步扩大至-6.5%。从装机来看，2025年全年风电装机量累计同比增长50.4%，光伏仅为13.7%。2025年汽车产量累计同比增长10.4%，销量同比增长9.4%，其中新能源汽车销量同比增长28.17%，渗透率保持在50%以上。家电消费不容乐观，2025年家用空调产销同比收跌，产量同比减少3.08%，销量同比减少1.23%。房地产行业则持续负增长，对消费持续形成拖累。

1月国内社会库存大幅增加9.15万吨至33.04万吨，LME库存增加2.9万吨至17.47万吨，主因国内电铜出口增加，且受到Comex-LME近月比价倒挂影响，美国的LME仓库也出现一定数量的电铜入库。1月Comex累库7万吨至52万吨。

资金持仓方面，1月Comex非商业净多仓和LME投资基金净多仓均有所回落，尤其是LME投资基金多头明显减少，空头增加。

## 二、战略金属地位提供支撑，基本面关注节后消费恢复情况

特朗普政府在地缘政治上的一系列行动并非无的放矢，而是根植于美国国家战略的深层转向，其影响将远超短期博弈，塑造更长期的地缘影响。2025年12月发布的美国新版《国家安全战略》标志着美国对拉美政策发生了范式级的转变，尤其是重启并升级了“门罗主义”，将其从传统的军事威慑扩展为经济与资源的全面控制和全方位治理。叠加2026年是拉美“超级大选年”，多国政权更迭与区域安全格局重构相互交织，或将扰动铜等关键矿产品的供应链稳定性，进而对全球大宗商品市场和产业链安全构成深远影响。

2月以来中美两国在关键金属储备方面都做出了明确的表态。2月2日特朗普政府宣布启动一项120亿美元的关键矿产战略储备计划，名为“金库计划”。2月3日中国有色金属工业协会表态将进一步强化储备体系与供应链韧性。资源安全博弈的重要性愈发凸显，为铜等战略金属价格提供了有力支撑。

美联储方面，1月30日特朗普宣布由凯文·沃什接任下一任美联储主席，引发了贵金属市场的动荡，并导致包括铜等商品在内的大幅度回调。沃什被市场普遍定义为偏鹰派、重规则、反过度宽松的决策者，这与此前市场对于美联储将“一直宽松、美元走弱”的预期相互抵触。前期拥挤的贵金属多头资金发现原有逻辑可能失效后，集中平仓离场，杠杆持仓形成“踩踏式”下跌。

市场普遍认为美国对铜加征关税的预期是2026年扰动铜市场的关键因素之一。2025年7月31日特朗普曾表示将

于 2026 年 6 月重新评估国内铜产业状况，并可能在此后分阶段实施对精炼铜 15%（2027 年）和 30%（2028 年）的更广泛进口关税。然而 2026 年 1 月中旬，白宫发布公告称，经过数月的“232 调查”，特朗普决定暂不针对关键矿产进口加征新关税，转而优先通过与主要供应国谈判达成协议，以“确保美国拥有充足的关键矿产供应，并尽快缓解供应链的脆弱性”。特朗普政策立场的频繁调整，进一步增加了市场的不确定性，令投资者和产业链参与者难以形成稳定的预期。

受此政策转向影响，市场对铜加征关税的预期显著降温，Comex-LME 价差迅速收窄，近月合约甚至出现倒挂现象。1 月 LME 北美仓库也迎来了近一年半以来的首次入库，入库量超过 1 万吨，提示我们美国国内电铜库存可能从 Comex 向 LME 转移。这一预期变化也直接反映在期限结构上：此前 LME 铜的深度 Back 已转变为 Contango 结构，显示出短期供应紧张情绪缓解。

2 月迎来春节长假，下游企业普遍进入传统消费淡季，部分基本面数据发布也会推迟，因此市场对国内基本面和库存的敏感度可能阶段性减弱。但近期有外资投行已发出价格表现与实体需求出现显著背离的警示，预计今年国内电铜的淡季累库大概率超出历史季节性水平，因此，节后下游消费的恢复情况和库存变化值得重点关注。

综合来看，2 月铜价仍具备较强韧性但波动幅度加大。