十五五·新质生产力|紧平衡下的再校准：2027年铝、铜市场展望

2026年11月24日

专题报告

主要内容：

中证鹏元资信评估股份有限公司研究发展部

翁欣

wengx@cspengyuan.com

2026年末的大宗商品市场，正处于金融属性与产业逻辑激烈博弈的十字路口。海外流动性承压、美元偏强与加息预期共振，令铝、铜价格双双回调，市场悲观情绪被金融属性显著放大。然而，拨开宏观扰动的迷雾，铝与铜的产业基本面正在演绎两条截然不同却殊途同归的逻辑主线。

对于电解铝而言，2027年将由结构性紧缺过渡至紧平衡、温和过剩状态。当前单吨高达8000至9000元的暴利终将回落——长期超额利润必然吸引新增产能与再生铝投入，走向过剩是确定性方向，问题仅在于时点。但“此过剩”绝非“彼过剩”：中国4500万吨产能天花板锁死供给弹性，海外增量受制于电力基础设施与投资审批约束，而光伏、新能源车、储能与“以铝代铜”的电动化浪潮正持续接力需求。本轮过剩的本质是利润率回归，而非产能坍塌；1.8万元现金成本线与1.9万元完全成本线构成递进式硬支撑，价格下行将是渐进回归，而非崩塌式出清。

对于铜而言，2027年并非供给反转之年，而是预期与现实的再校准。外资机构90万吨的矿端增量指引，经统计口径修正与逐项证伪后，真实增量大概率仅20万至30万吨——且属于停产矿山的修复性放量，而非长线矛盾的反转。冶炼亏损、废铜短缺、国内库存见底三重支撑仍在，关税溢价、缺口溢价、需求溢价的三层回吐进程决定全年价格脉络。铜价将由缺口定价逐步过渡至均衡定价，呈现结构性紧张与趋势性走弱并存的宽幅震荡格局。

一、电解铝：2027年从紧缺到紧平衡

（一）总论：温和过剩而非景气崩塌

2027年全球电解铝将由结构性紧缺过渡至紧平衡、温和过剩状态。铝价中枢温和下移至21500元/吨附近，但下方受成本曲线与库存冗余消失的双重托底。本轮“过剩”的本质是利润率回归，而非产能坍塌。三大支柱共同决定了2027年即便供给放量，行业仍将维持可观盈利。中国4500万吨产能天花板锁死供给弹性，海外增量受制于电力基础设施与对外投资审批约束，新能源需求持续接力，三者叠加下，全年价格运行区间预计为20000至22500元/吨。

当前市场的悲观预期主要源于金融扰动，而非产业基本面。近期海外流动性承压、美元偏强、叠加12月议息的加息预期，使大宗商品价格普遍回调，市场的悲观情绪被金融属性放大。然而，中国电解铝企业普遍处于成本曲线左侧，近年高盈利状态下已完成资产负债表深度修复——部分龙头企业已趋近净现金状态，具备持续提高分红的能力与意愿。这意味着即便2027年铝价中枢温和下移，只要价格底部得到确认，企业凭电价优势与资产负债表优势构筑的超额利润，将通过高分红形式兑现。

需要强调的是，电解铝行业当前的单吨盈利高达8000至9000元，处于历史极值区间，属于高利润状态。从产业周期的历史规律看，高额利润必然吸引新增产能投放，或刺激再生铝（减产铝）的投入，行业走向过剩是确定性方向，问题仅在于过剩时点落在2027年还是2028年。此外，电解铝属于连续生产工艺行业，即便价格下跌，企业出于电解槽启停成本与设备安全的考量也不会轻易停产，供给刚性决定了价格下行过程中库存将出现持续积累，向下的价格弹性并不算低。对此需保持理性预期。

（二）库存：逼仓是紧缺的极端表达，全球库存冗余的消失是最厚安全垫

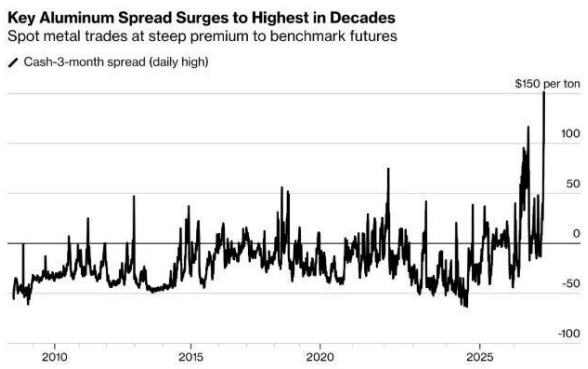
2026年11月的LME逼仓，是结构性紧缺而非投机炒作的产物。11月11日，LME铝现货对三个月期货升水盘中触及147美元/吨，创逾30年新高；同期LME库存降至22.6万吨，为1990年以来最低。截至11月9日，两家交易实体持有的仓单与现货多头合计占LME可用库存的60%至80%；代表延期交割成本的Tom/Next价差一度冲至31.73美元/吨，为2021年以来最高值。空头平仓找不到货、下游买货找不到源，构成一场教科书级别的物理性逼仓。

三条路径共同抽干了LME这一全球缓冲水库，监管机制决定了逼仓属阶段性事件，但库存冗余的消失是永久性变化。其一，中东地缘扰动：2026年中东减产产能约286万吨、损失产量约185万吨，卡塔尔、巴林、阿联酋铝厂陆续停产，即便复产，经由霍尔木兹海峡的物流成本更高、耗时更长、风险更大。其二，俄铝合规割裂：LME库存中23.5万吨为俄罗斯铝锭，受欧美制裁与终端合规审查影响，即便存于仓库亦不能作为有

效可交割货源被欧美终端使用，形成“名义库存不等于可用库存”的割裂。其三，内外价差阻断：国内电解铝承担15%关税且无出口退税，沪伦比值需大幅抬升以覆盖关税成本后国内货源方能流入伦敦市场，价差机制实质性阻断了全球余缺调剂。LME早在上世纪80年代末逼仓事件后即设立大额头寸强制出借规则，11月12日现货升水已从147美元回落至106.7美元/吨附近，监管预警与多头自我调节正在发挥作用。然而本轮行情的真正启示在于：全球原铝年产量约7500万吨，LME仅存的22万吨左右可交割库存已不足覆盖全球数天的消费量，库存缓冲机制实质性失效。

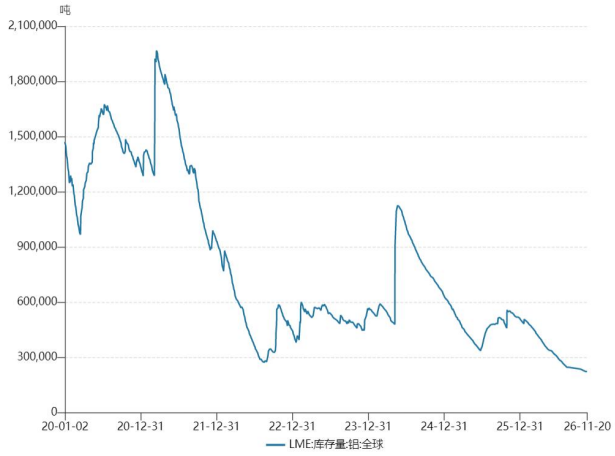
低库存构成的“最厚安全垫”具有阶段性特征：一旦平衡表由紧转松，电解铝连续生产、不易停产的供给刚性将使过剩量持续转化为显性库存积累，届时库存将从安全垫转为压制价格的力量。因此在乐观判断的同时，不应忽视紧平衡向宽松切换后的下行弹性。

图 1　2026 年 11 月，LME 铝现货对三个月期货升水盘中触及 147 美元/吨，出现逼仓行情



资料来源：LME，中证鹏元整理

图 2 LME 铝库存持续去化，空头回补面临可交割货源约束



资料来源：Wind，中证鹏元整理

（三）供给端：国内实质性达峰，海外增量高估、节奏后移

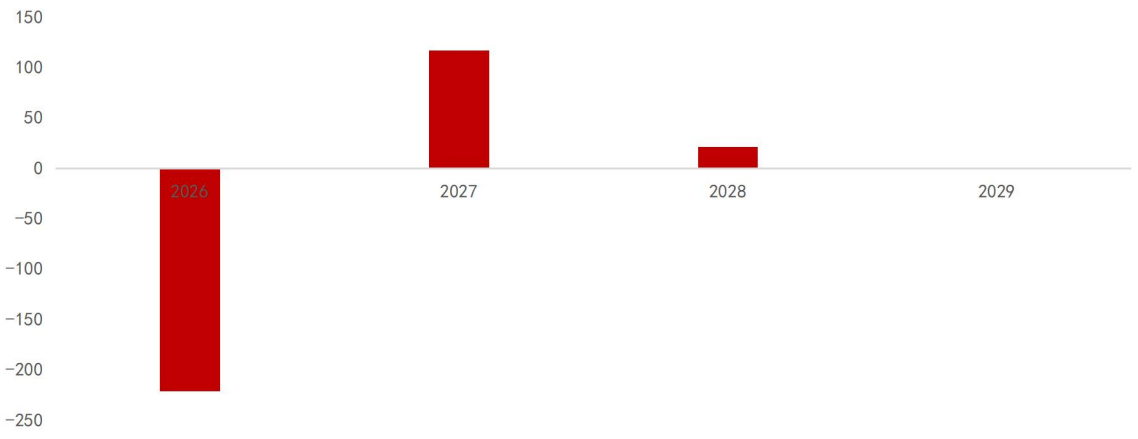
国内供给已从“弹性来源”退化为“供给常量”。电解铝电费占完全成本的35%至45%，叠加氧化铝环节耗电占比更高，电力禀赋构成硬约束。2017年国内即确立4500万吨产能控制目标（实际约束口径4543万吨）；截至2026年10月，国内开工产能4526.5万吨未破红线，铝厂汇报产量频率已由半年制提升至月度制，超产管控显著趋严。随着年内最后一批合规产能投放完毕，中国电解铝产能实质性达峰。这是全球供需弹性系统性下降的根本原因。

市场对海外供给的测算存在系统性高估，兑现节奏大概率后移。原因有三：第一，中东复产确定性较高，但受损较重产能的恢复进度可能低于线性外推。阿联酋相关产能已恢复至六成以上，预计2027年一季度

满产，乐观情形下中东2027年可恢复产能约117万吨；然而本次扰动中受损较重的约两至三成产能（含部分EGA产线）修复难度更大，实际复产节奏或低于预期。**第二，印尼是最大变数，项目延期已成常态。**自2026年6月起持续跟踪的多个印尼项目至今仍处于不断延期状态。印尼电网富余集中于爪哇岛、无法跨岛大规模输送，苏拉威西、加里曼丹等电解铝集聚地只能依赖企业自建孤网自备电厂，电厂建设周期需3.5至4年，电力设备与电解槽交付周期分别为3至4年和1至1.5年。叠加中国全面停止新建境外煤电、对外投资新规导致部分中资项目实质性延期、铝土矿价格从28美元/吨涨至42美元/吨、动力煤价格近乎翻倍推升电价，印尼2027年实际落地产能或仅100万吨左右，远低于乐观口径的200万吨。**第三，远期供给自我抑制机制已经启动。**2028年之后，国内企业受出口合规与AI相关限制约束、海外企业受资本回报率要求约束，新项目立项热情将随价格中枢下移而降温。

综合上述约束，2027年全球产量增速大概率由理论上的4.9%下修至3%至3.5%。增速仍为2021年以来最高增速，但距离“供给泛滥”相去甚远。尤为关键的是节奏：中东复产与印尼投产的叠加冲击高点大概率出现在2027年一季度，再叠加春节季节性累库，一季度或构成未来1至2年的潜在价格低点——该低点若未击穿成本支撑，反而是需求韧性与红利逻辑的直接验证窗口。从更长周期看，长期存在的超额利润必将吸引新增产能与再生铝投入，供给端的自我修复在所难免。所幸本轮供给扩张受双重制度性约束：国内受4500万吨产能天花板及出口合规、AI相关限制约束，海外受电力基础设施瓶颈与资本回报率要求约束，产能增速依然缓慢，供给弹性系统性缺失。这是判断“过剩程度温和”的核心依据——即便走向过剩，也绝非多晶硅式的无序、剧烈过剩。

图3 中东地区预计铝产量变动（万吨）



资料来源：中证鹏元整理

表1 全球电解铝产量变动及增速（万吨）

区域	2025	2026	2027	2028	2029
中国	111	100	25	16	0
海外	48	-76.5	245	304	250
全球	160	23	270	320	250
增速	2.4%	0.3%	3.5%	4.0%	3.1%

资料来源：Wind，中证鹏元整理

（四）需求端：旧动能拖累已集中释放，新动能接力且超预期

需求并未失速，而是完成了动能切换。光伏支架与边框、风电结构件与储能、电动车轻量化（纯电车型单车用铝较燃油车高60%以上）、电网更新与充电基建、以铝代铜五大增量，重新托举了铝的长期需求曲线。2026年的结构切换已在数据上充分演绎：地产竣工下挫、光伏装机接近腰斩；但交通运输板块贡献较大增量，铝材出口在海外供给缺口下增长，储能用铝保持增长，中国原铝表需仍实现2.7%的增长。剔除出口拉动后，国内真实消费处于过去5年均值水平——这是“此过剩”区别于“彼过剩”的证据。

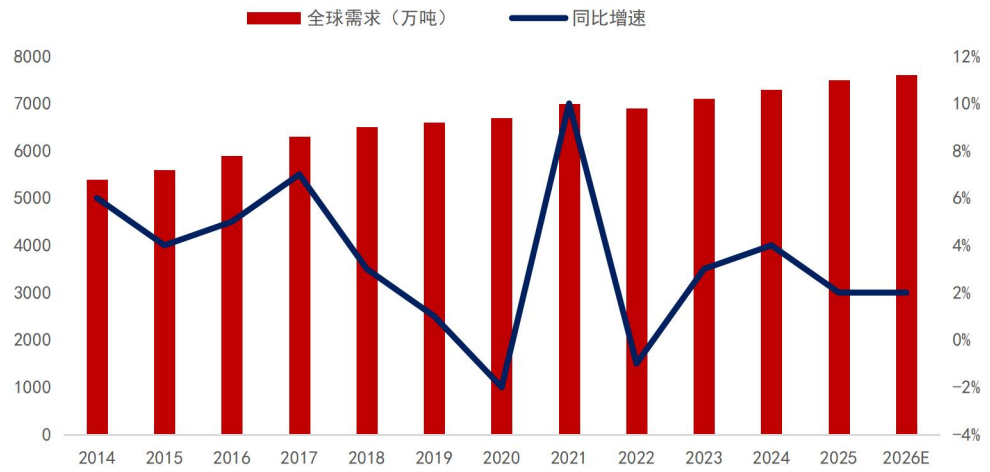
两大拖累项实为“一次冲击”，边际拖累正快速衰减，而增量项的结构性抬升超出市场普遍预期。其一，光伏 “一年走完地产五年路”：装机从2025年约285GW骤降至2026年约170GW，下滑路径被一次性走完，且其占原铝消费比重有限，2027年起将恢复小幅正增长。其二，地产竣工降幅亦在收窄路径上。二者占铝消费的权重均持续下降，“拖累的量级本身在缩小”。增量项的结构性抬升超出市场普遍预期。船舶用铝正在成为超预期变量，2026年带来近百万吨级增量；国内电网投资2027年预计延续高增长；储能有望维持高增速；新能源汽车方面，尽管中欧关系存在潜在摩擦，但油价高位使海外新能源车经济性优势仍在，美国市场2026年大幅下滑后，2027年存在阶段性修复可能。据此测算，2027年消费增速有望达到2%至3%，我们更倾向于区间上沿附近。

两个被普遍忽视的变量进一步改善平衡表。一是废铝替代动能减弱，低废铝供应恰是2026年下半年库存去化超预期的原因之一；二是同位比价维持高位，对原铝消费形成替代性保护。综合看，考虑低库存背景下的补库需求与废铝替代衰减后，实际过剩程度将显著低于市场悲观预期。

展望2027至2029年，需求侧呈现“传统板块低基数、新兴板块接力”格局。 预计全球铝消费增速为2.6%、2.6%、2.2%：地产用铝降幅收窄至10%、8%、4%，减量逐年递减；光伏结束一次性冲击后恢复小幅正增长；电网投资、新能源车、AI数据中心冷板冷排与机柜框架构成边际增量；空调以铝代铜持续推进提供额外安全垫。需求不存在坍塌式收缩的基础，决定了2027年即便供给放量，平衡表翻转幅度也将是温和的。**尤其需要指出，电动化转型是本轮需求侧最具确定性的长期趋势。铜铝等“绿色金属”的需求仍在持续增长，其中“以**

铝代铜”凭借显著的成本优势与资源可得性，在电缆、换热、电机等领域持续渗透，构成了需求侧最重要的长期安全垫。这意味着即便部分传统需求走弱，需求曲线的整体下移也将是平缓渐进的，而非坍塌式的。

图4 全球原铝消费量及增速（万吨，%）



资料来源：中证鹏元整理

（五）价格与节奏：季度路径清晰，三重机制托底

库存对平衡表的“二次加工”将显著收窄名义过剩。 2026至2029年全球供需平衡呈“V型反转”，但全球可流通库存冗余已在2026年下半年彻底消耗，2027年即便出现小幅过剩，过剩量将优先被下游补库吸收而非累积至显性库存：中东复产推动现货升水回归后，海外下游因采购成本回落触发补库，测算贡献40至50万吨；美国投资激励法案下部分企业申请进口配额的套利性补库约75万吨。二者合计足以显著收窄名义过剩，甚至使平衡表重新转为小幅紧缺。

2027年价格拐点呈现清晰的季度路径。 一季度为压力测试窗口：中东复产集中释放叠加春节累库，或为未来1至2年的潜在价格低点，若价格未如市场预期大幅下挫即为需求韧性的直接验证。二季度至三季度平衡表重新收紧：海外补库启动、名义过剩被吸收，价格获得修复弹性；同期年报披露落地，高分红预期有望成为权益端的直接催化剂。四季度海外过剩实质性显现：印尼产能爬坡叠加中东满产运行，价格中枢承压下行。

价格下行空间被三条成本线递进式封堵。高成本产能现金成本线约1.8万元/吨、完全成本线约1.9万元/吨，构成硬支撑；海外高电价产能隐含LME约2500美元/吨支撑位，对应合计220万吨欧洲产能——若铝价较其2800美元/吨现金成本低300美元即触发停产，市场化出清机制将自动封堵下行深度。当前电解铝单吨盈利

高达8000至9000元，处于历史极值区间，“暴利孕育暴跌”的周期规律决定利润终将回落，预计2027至2029年铝价中枢为21500元/吨、20000元/吨、18700元/吨。价格下行是趋势，但并非崩塌式回归——低库存缓冲、成本曲线托底、远期投产自我抑制三重机制共同构成安全边际。

整体来看，2027年电解铝由“硬缺口”步入“温和过剩”，是紧平衡状态下的利润率回归，而非供给泛滥下的景气坍塌。产能天花板、电力约束、需求接力三大支柱并未动摇，18000至19000元/吨区间构成强支撑，20000至22500元/吨为全年主要运行中枢。即便紧平衡转向宽松引发价格下行，其幅度亦将受现金成本与完全成本双重托底，呈渐进回归而非崩塌走势。

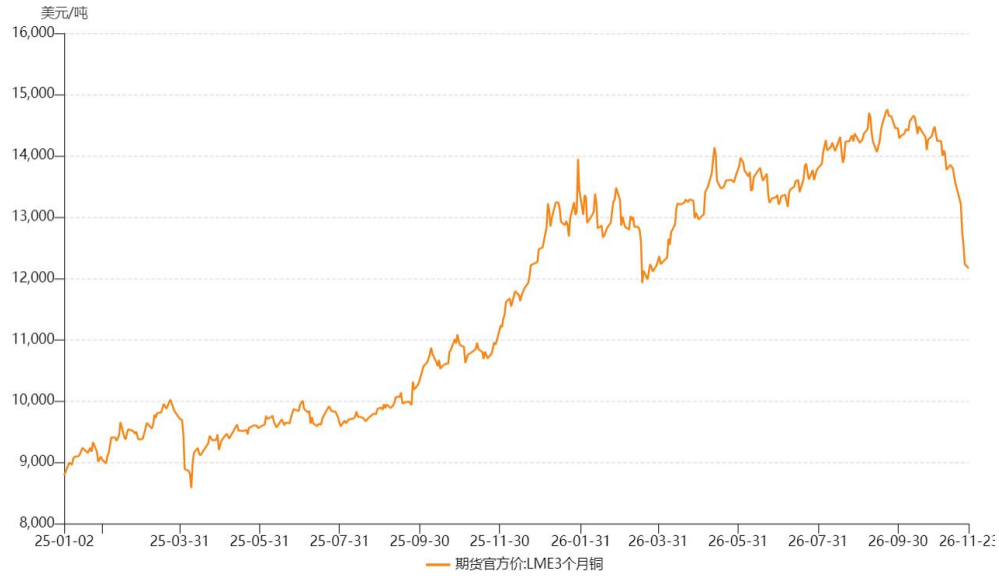
二、铜：供给修复的“幻觉”与真实的紧平衡

（一）2027年并非供给反转之年，而是预期与现实的再校准

近期海外咨询机构给出2027年全球铜矿供给增量90万吨、2028年超过100万吨的指引，引发市场对明年供给压力的广泛担忧。叠加关税溢价回吐、AI算力预期分化以及强美元的持续压制，铜价自2026年11月初跌破震荡区间后持续走弱。**当前市场核心分歧在于：2027年的供给放量究竟是趋势性反转，还是阶段性的修复？**

从供需基本面推演，2027年铜市场将由2026年的结构性紧缺过渡至紧平衡略偏宽松的状态。矿端增量名义上可观，但经逐项证伪与执行风险折价后，真实增量大概率落在20万吨至30万吨区间，远低于外资指引；与此同时，国内库存见底、冶炼端持续亏损、废铜供应收紧三重支撑仍在，长线矿端矛盾并未反转。价格走势将呈现结构性紧张与趋势性压制背离的特征，全年以高位宽幅震荡为主。投资者既不必对供给叙事过度悲观，也不宜忽视需求溢价回吐所蕴含的极端下行风险。

图5　LME铜价自2026年11月初跌破震荡区间后持续走弱



资料来源：Wind，中证鹏元整理

（二）供给端：90万吨指引是“纸面数字”，折价后的真实增量仅20-30万吨

统计口径差异是本轮供给分歧的根源。外资机构90万吨增量指引所依据的统计体系，样本覆盖率仅约54%，覆盖矿山不足100家；基于接近200座矿山、约85%样本比重的跟踪体系测算，2027年不含风险下调的矿端增量为56万吨左右，经执行风险折价后最终可实现增量预计仅20万吨至30万吨。未被外资覆盖的中小矿山中，存在大量面临品位下滑与被动减产的项目。从方法论看，以智利Cochilco、刚果金CTCPM、秘鲁MINEM、中国NBS等分国别官方数据为骨架、辅以残差校验的全球供给表，具备更高的执行可信度。

头部增量项目普遍存在执行风险，市场预期需系统性折价。Grasberg方面，市场预期增量约18万吨，但今年复产的仅是未受事故影响的第二、第三生产区块，2027年才进入第一区块深水区攻坚阶段。需说明的是，18万吨系市场预期口径而非公司正式指引；公司公开指引为2027年中恢复至约80%、年底接近满产、全面满产推迟至2028年初。按此节奏，2027年有效增量将显著低于线性外推水平，该预期至少应打五折。Collahuasi方面，外资给予约15万吨增量，其依据是2025年10月29日媒体对公司高管的采访报道，该60万吨目标并未在英美资源正式产量指引中锁定为硬性承诺；该矿因海水淡化装置故障处于恢复期，2026年12月月度产量能否回升至高品位矿区正常水平是验证关键，若未如期回升则增量需大幅下修。Kamoa-Kakula方面，2025年实际产量为38.9万吨，2026年指引29万至31万吨且公司已表示趋向区间低端，三季度单季产量仅7.64万吨；2026年产量较2025年已下降约8万至10万吨，2027年即便恢复亦面临增量基础被抬高的约束，该项目

可能仅呈低增长甚至负增长。巴拿马Cobre Panamá方面，复产谈判尚在推进，股权协议能否于2027年内完成本身即存疑；即便处理堆存矿石，亦仅为万吨级以下的边际量，对2027年实际增量的贡献接近于零。

与此同时，减产项被外资系统性低估。Escondida方面，FY2027指引100万至110万吨，FY2028中期下修至90万至100万吨，而FY2026指引为120万至127.5万吨，按财年中值看FY2027较FY2026下降约15万至20万吨。Antamina因品位在预期内下滑，2027年为过渡年，按Teck权益口径反推，全矿2026年约42万至47万吨、2027年约38万至42万吨，同比下降约5万至8万吨。仅此两个项目，2027年即存在约20万至25万吨的产量下滑，而这正是低样本覆盖率体系未能捕捉的部分。

综合测算，2027年矿端净增量约20万至30万吨。Grasberg与Collahuasi合计市场预期增量约33万吨，按五折兑现率折算后约16.5万吨；玉龙三期2027年为投产首年、爬产不确定性高，保守计入3万至5万吨；剔除巴卡巴（2028年上半年才启动生产）及待核实项目后，其余中小项目（朱诺、俄罗斯铜业、鲁班比技改等）合计约8万至10万吨。由此，增量项目毛口径合计约28万至32万吨；扣减Escondida与Antamina合计约20万至25万吨减量后，净增量仅约5万至10万吨。这一结论亦可从逻辑上自证：当前国内已难觅具有实质增量的矿山，指望海外通过复产与扩产一次性释放90万吨，在现实约束下并不成立。

表2　2027年铜矿增量展望（万吨）

矿企	矿山	2026E	2027E	增量	原因	风险折价评估
Freeport-McMoRan	Grasberg（48.76%权益）	36.3	54.4	18.1	2026H2 恢复至 65%产能、2027 年中80%、2027 年底满产	18 万吨系市场预期口径；公司指引全面满产推迟至2028 年初，且 2027 年进入第一区块深水区攻坚，有效增量应打五折（约 9 万吨）
Ivanhoe Mines	卡莫阿-卡库拉	30.0	40.0	10.0	2026 年矿震与涌水影响降至 29-31 万吨，2027 年恢复	2026 年产量已较 2025 年下降约 8 万至 10 万吨，增量基础被抬高，2027 年可能仅低增长甚至负增长
Glencore	三大矿山合计（Collahuasi 44%、Antapaccay、KCC）	84.0	93.0	9.0	Collahuasi 海水淡化项目 2026Q2 完成、品位恢复	60 万吨目标未在正式指引中锁定为硬性承诺；2026 年 12 月产量能否回升为验证关键，否则需大幅下修
铜陵有色	米拉多二期（70%）	17.5	26.0	8.5	二期已建成，待《采矿合同》签署（2026.10 仍未签）	合同未签，增量兑现存疑，应剔除或大幅折价
洛阳钼业	KFM 二期	79.0	85.0	6.0	KFM 二期 2027 年投产、贡献约 10 万吨/年	投产节奏存在不确定性，保守折价处理

Antofagasta	Mantoverde MV-O + Mantos Blancos 合计	21.5	25.5	4.0	MV-O Q4 爬产、2027 年初满负荷；MB 品位回升	暂按表内口径
Codelco	El Teniente	134.0	137.0	3.0	ET 矿灾后复产、其余矿山爬坡	按预算口径尚可，但需与智利整体减产趋势互相印证
Lundin Mining	Candelaria	14.0	16.2	2.2	2027 年 Phase 11/12 高品位矿段接续，指引上调	暂按表内口径
Newmont	Cadia、Boddington、Red Chris 70%合计	10.2	12.0	1.8	2026 年为产量低谷	暂按表内口径
西部矿业	玉龙铜矿三期	16.3	18.0	1.7	三期 2026 年末完工、2027 年投产	投产首年爬产不确定性高，保守计入
云南铜业	红泥坡铜矿	7.0	8.2	1.2	2026 年底完工、2027 年贡献增量	暂按表内口径
Barrick	Lumwana、Zaldivar 50%、Jabal Sayid 50%合计	20.5	21.0	0.5	—	暂按表内口径
Teck	Antamina	42-47	38-42	-5 至-8	品位下滑，2027 年为过渡年	低样本体系未捕捉的减产项，需全额扣减
BHP	Escondida、FY27 指引	195.3	172.5	-22.8	选厂给矿品位由 1.10%降至 1.02%，FY28-31 年均降至 90-100 万吨	与正文权益口径（-15 至-20 万吨）方向一致、口径不同，按权益口径计入
First Quantum	巴拿马 Cobre Panamá	—	—	≈0	复产谈判推进中，股权协议能否年内完成存疑	即便处理堆存矿石亦为万吨级以下边际量，增量贡献接近于零

资料来源：中证鹏元整理

冶炼与废铜端：矿端修复未必传导为精铜增量。需要强调的是，2027年矿端增量属于停产矿山的修复性放量，而非新建产能的投产爬产，且其向精炼铜的传导存在两个堵点。其一，冶炼端持续承压。TC价格虽止跌企稳但绝对水平仍低，硫酸价格受出口限制影响继续走弱，冶炼企业亏损加深。2024年以来财税部门清退地方奖补政策，导致江西、广东、湖北等地带票再生铜杆企业开工率大幅下滑至低负荷甚至半停产状态，带票废铜供应持续短缺，原料端“矿紧、废铜紧”的双重约束使冶炼开工率系统性偏低，且2026年11月至12月仍存在检修延后风险。其二，即便巴拿马矿山达成复产，从谈判推进到产量爬坡亦需时间，上半年大概率停留在预期端验证，实质供应释放或要到下半年才能显现。因此，若2027年冶炼环节出现计划外减产，即便矿端增量如期兑现，精炼铜市场仍可能维持紧平衡——这正是市场共识之外最重要的预期差所在。

（三）需求端：慢变量仍在，算力溢价回吐构成边际压力

需求结构三层化决定韧性，但2027年边际驱动由增量转向分化。铜的需求是稳定的慢变量。自2022年末ChatGPT问世以来，铜的消费结构由“电网、地产与传统消费”叠加“新能源”，再叠加“算力”，形成不断丰富优化的三层结构。这一结构的直接含义是：单一板块的放缓未必引发总需求的失衡，需求端不具备坍塌式收缩的基础；但2027年三大板块的分化方向——电力托底、新能源放缓、算力下修——决定了需求难以提供超预期增量。

三大板块呈现“一稳、一缓、一下修”的格局。第一，电力板块具备韧性：国网采购高峰集中于年底，9月至11月为发标高峰、10月为截标旺季，年底电网建设环节的用铜需求对价格形成实质支撑，是2027年最确定的托底项。**第二，新能源板块增速进入放缓通道：**光伏新增装机维持低迷，储能装机在高基数上增速回落，新能源车与电气化虽仍提供正贡献，但绝对增量较2025年至2026年收窄。**第三，算力板块的预期分化最为关键：**在AI产业监管加强、资本支出增速放缓的背景下，算力用铜（60万吨至70万吨、占比约2%）2027年的增速面临下修，AI基建及相关电气设备投资的放缓是需求溢价回吐的核心来源。

宏观层面，内外需预期同步走弱，压制需求定价。海外方面，强美元压制延续，机构对2026年经济增速预测下修0.5个百分点。国内方面，四季度经济数据走弱对需求预期形成压制。

平衡表结论：供应与消费增速的赛跑决定方向，基准情景为轻微过剩。2027年消费增速预计处于偏低水平，而供应端增速取决于矿端修复性增长（约2%）与冶炼端打折效应的相对强弱。据此推演三种情景：基准情景为轻微过剩；若冶炼环节减产兑现，则精炼铜市场维持紧平衡；仅在需求溢价完全回吐的极端情景下，市场才会出现显著过剩。

表3 全球铜供需平衡表 （万吨）

项目	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
全球铜精矿产量	2191	2237	2296*	2318	2349	2362
全球精炼铜产量（原生+再生）	2527	2650	2749	2858	2869	2894
总供给	2527	2650	2749	2858	2869	2894
电网	1041	1239	1482	1531	1588	1640
建筑	566	386	146	128	122	105
交通	384	451	460	438	451	450
家电	312	250	238	232	202	190
新能源	185	293	388	452	442	446
数据中心	20	25	31	38	46	56
总消费	2559	2674	2745	2820	2851	2887
ICSG 全球精铜消费量	2587	2665	2742	2816	2859	2881
全球显性库存变化	-10	-1	22	40	10	7

其中 COMEX 库存变化	-3	-1	7	37	30	-
实际全球铜供需平衡	-31	-24	4	38	18	7

资料来源：中证鹏元整理

（四）库存与关税：内紧外松的脆弱平衡，回流冲击是上半年最大变量

三层溢价的回吐进程决定定价逻辑切换。过去两年铜价的三层支撑——关税溢价、缺口溢价、需求溢价——正在经历不同程度的回吐，其节奏差异是把握2027年价格脉络的主线。**第一，关税溢价已实质性回吐。**2026年11月民主党夺回参众两院后，释放了撤销特朗普任内关税政策的信号，并同步加强AI产业监管，海外科技板块深度调整。美国铜库存自11月初见顶回落，美国LME仓库大幅累增，隐含库存正通过回流LME美国仓库的方式重新进入非美地区的供需平衡表。但回流的节奏存在硬约束：美国LME仓库约80%集中于新奥尔良与巴尔的摩，运回中国需6周至2个月；短期内可回流的主要是西海岸非交易所商业库存（2025年以来累计约66万吨隐性库存的一部分），且需洋山铜溢价（当前仓单与提单溢价高达500美元/吨）持续驱动。因此，12月至明年一季度的进口补充量级将远小于表观累库量，回流冲击的真实烈度需以待港量验证，目前仅是订舱与船期信号，尚不构成确定的利空落地。**第二，缺口溢价趋弱但未消失。**明年矿端复产预期已在打压远期缺口定价，但从偏紧平衡到轻微过剩的过渡是渐进的，且受冶炼端减产风险的对冲，缺口叙事并未彻底瓦解。**第三，需求溢价正在分化而非崩塌。**算力板块预期下修、地产链延续拖累，但电力设备年底采购旺季与新能源结构性增量仍在。需求溢价的完全回吐需要衰退定价触发的黑天鹅事件——按线性外推，原生精炼铜综合成本约7.1万元至7.4万元/吨，全球铜矿完全成本90分位线约9000美元。若价格跌破该区域，则意味着定价逻辑由缺口彻底切换至成本，属极端风险而非基准假设。

国内库存见底是最坚实的底部支撑。国内作为年消费量1600万吨的市场，11月底库存面临见底：SHFE可交割货源仅约3.08万吨，保税库已暂停交割，现货升水、洋山溢价与仓单溢价全面走高。若12月交割月进口铜补充不及预期、注册仓单无法回升，近月合约挤仓风险将再度释放，赋予现货与近月价格异常强的支撑。这正是“沪铜强于外盘”结构性背离的根源——若关税不落地，贸易商不会冒着300美元以上的溢价将铜抢运至美国，沪伦比价的修复方向是吸引铜回流而非外流。换言之，短期内全球库存的再分配对国内价格是利多而非利空，真正的冲击窗口在明年二季度以后。

（五）宏观与资金：压制因素已近极限，空头弹药趋于耗尽

本轮下跌与美股回调高度相关。2025年以来，铜价与美国科技股的相关性显著上升，AI资产波动对铜的风险偏好传导明显增强；强美元、12月加息预期与中东通胀回升构成宏观压制的主线。但当前存在两个重要信号：其一，联邦基准利率处于3.75%附近，以远期铜价隐含的多空博弈衡量，本轮自高点回撤约2万元

后，继续向下空间有限；其二，投资基金的铜持仓头寸已降至2023年10月以来的最低水平，甚至低于当年加息与供给释放双重利空叠加期的分位水平，宏观空头弹药接近耗尽。

同时，民主党在中东问题上反对现任政府，2027年地缘升级风险偏弱，加息风险有限；但高利率环境的延续对投资与消费的降温压力仍是悬顶之剑，是判断全年价格节奏时必须纳入的约束条件。

（六）价格判断与节奏：底部有支撑、上方缺催化，全年高位宽幅震荡

基准情景：矿端增量20万吨至30万吨、消费增速偏低、冶炼端减产部分对冲，供需由紧缺过渡至轻微过剩，价格由缺口定价向均衡定价渐进，全年运行区间预计较2026年下限抬升、上限下移，呈现高位宽幅震荡，对应沪铜运行区间约75000元至92000元/吨。85000元至90000元区域为技术面的重要支撑位；若因极端宏观利空跌破该区域，则视为定价逻辑切换至成本定价的信号，对应尾部风险情景。

全年节奏推演如下。一季度以宏观定价为主：12月加息落地若构成利空出尽，将带来技术性反抽但幅度有限；美国库存回流的到港量是核心验证变量，回流时滞意味着一季度末之前国内现货紧张格局难以逆转，低库存对近月价格的支撑持续有效，库存回流冲击与季节性累库共振或构成全年低点窗口。二至三季度为供需再平衡的关键验证期：巴拿马复产谈判若实质推进、Grasberg与Collahuasi产量逐月验证，矿端增量兑现路径逐渐清晰，供需转向轻微过剩，价格中枢温和下移；反之，若月度产量数据持续不及预期，紧平衡叙事重启，价格将获得修复弹性。四季度供给增量的实质释放与消费增速放缓共同确认，过剩格局显性化，价格中枢进一步承压，向成本曲线方向回归但难以击穿。

2027年的铜市场，供给指引与供给现实之间存在显著落差。90万吨的外资指引经样本修正与逐项证伪后，真实增量仅20万吨至30万吨，且属于停产矿山的修复性放量，而非长线矛盾的反转。关税溢价回吐已在计价，库存回流冲击受制于物流时滞与量级约束；国内库存见底、冶炼亏损、废铜短缺构成坚实的价格底部，需求溢价虽在分化但尚未崩塌。价格将由缺口定价逐步过渡至均衡定价，呈现结构性紧张与趋势性走弱并存的宽幅震荡格局。当前宏观持仓已至极限低位、价格已计入大部分利空，不宜一味悲观，反而是布局中长期多头敞口的窗口——长线矿端矛盾从未消失，只是在等待下一轮需求叙事的接力。

免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨为派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳 通讯地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼 邮编：518040
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

北京 通讯地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022
电话：010-6621600 6 传真：010-66212002

上海 通讯地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120
总机：021-51035670 传真：021-51035670

湖南 通讯地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 室 邮编：410000
电话：029-88626679 传真：029-88626679

江苏 通讯地址：江苏省南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019
电话：025-87781291 传真：025-87781295

四川 通讯地址：四川省成都市武侯区嘉煜金融科技中心 21 楼 2101 号
电话：+85236158343 传真：+85235966140

山东 通讯地址：山东省济南市历下区龙奥西路 1 号银丰财富广场 B 座 1302 室
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

陕西 通讯地址：陕西省西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 座 803 室
电话：029-88626679 传真：029-88626679

香港 通讯地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
电话：+8523615834 2 传真：+85235966140