仅供内部参考，请勿外传！

# 有色金属：铜矿供给扰动 价格或超预期

2026-08-09

根据路透社报道，8 月6 日刚果（金）宣布即刻实施铜精矿和钴精矿出口禁令1，还针对具有重要经济价值的伴生矿产品引入了一套新的税收制度，新的副产品税制度设有为期三个月的过渡期但企业需要立即申报出口中的副产品。同时，命令中指出，矿业部长可根据“战略”情况批准为期一年的出口豁免权。市场对铜精矿供给趋紧的预期进一步上升，截至8 月7 日收盘LME铜上涨至14022 美元/吨。

我们预计下半年受禁令影响出口受限的铜矿约为9.6 万吨，减少2026 年全球精炼铜供给0.3%，影响有限。但我们认为刚果（金）的政策变化反映的是资源国正从“被动销售””走向“主动控链”，矿端战略价值继续提升，全球关键矿产供应格局将面临更深远的重构。此外，精炼铜的结构性紧张局面值得关注。在未来北美AI、电力需求扩张，用铜量攀升的背景下，我们预计美国持续通过关税手段“囤铜”的概率较大。随着9 月开工旺季渐行渐进，下游开工率回升或进一步消化本就紧张的非美铜库存。综上所述，在供给端弹性下降、需求端环比复苏、期货端库存持续下降背景下，我们认为铜价上涨或超预期。

铜精矿出口禁令带来的供给影响有限

导致刚果（金）铜矿出口的原因主要来自当地冶炼与铜矿产能存在阶段性错配。根据CTCPM统计，2025 年刚果（金）出口铜精矿37.5 万吨，约占其铜资源出口量的11%。根据艾芬豪矿业公告2，Kamoa-Kakula铜矿2025 年生产铜矿38.9 万吨，其配套冶炼厂2025 年四季度末投产运营，达产前生产的铜矿需寻找本土或海外其他冶炼产能消化。2026 年二季度，该冶炼厂已产出阳极铜6.2 万吨，公司指引3下半年产能爬坡至60%（年产30 万吨），较上半年继续提升，2028 年达到满产状态（年产50万吨）。我们预计下半年受禁令影响出口受限的铜矿约为9.6 万吨，对应减少影响2026 年全球精炼铜供给0.3%。往2027 年看，随着当地冶炼产能爬坡，对矿端影响预计较2026 年进一步减弱。

资源国“下游化”政策强化继续推升矿端战略价值即便禁令实际执行有限，但长期看我们预计刚果（金）铜精矿出口将逐步被本地冶炼替代，进一步加剧全球冶炼产能与矿端供给之间的结构性错配，TC/RC下行趋势或难以逆转。从地缘角度看，我们在《定价重塑、传导新章》中提示有色金属区域性供给侧扰动正向政策性制度约束转变，各矿产国“不再满足于仅出口价格较低的原材料，纷纷通过提高矿业税费、强化出口许可与配套本地冶炼/加工要求，介入资源定价与利益分配”已成为《新趋势》。我们认为，本次刚果（金）出口禁令实际上是倒逼矿企在本地建设冶炼厂，丰富下游产业链，提升税收和就业。2026 年一季度刚果（金）出口阴极铜约70 万吨，但仅出口铜精矿约2 万金属吨4，绝大部分铜已在本国完成精炼。从更长远的角度来看，由于资源禀赋的稀缺性，在供给逐渐向少数地区集中的背景下，我们预计资源国正从“被动销售”走向“主动控链”，全球关键矿产供应格局将面临更深远的重构。

精炼铜的结构性紧张局面值得关注

美国“囤铜”或造成可贸易精炼铜减少，进一步加剧非美地区铜资源紧张局面。今年以来，期货端显性　　库存呈现美国地区持续累积，非美地区持续下降的状态。美国7 月精炼铜进口约21 万吨5（近5 年单月新高），但我们预计主要由于发运到港时间差影响，2026 年1-7 月美国进口精炼铜94 万吨，同比持平；全年预计同比小幅增长。不过，我们在《有色金属2026 下半年展望》中提示，在未来北美AI、电力需求扩张，用铜量攀升的背景下，美国持续通过分阶段关税手段“囤铜”的概率较大，当前COMEX和LME铜价差在500-600 美元波动，或仍未完全定价关税影响。我们判断，随着9 月开工旺季渐行渐进，铜下游开工率回升或进一步消化相对紧张的非美地区库存。综上所述，在供给端弹性下降、需求端环比复苏、期货端库存持续下降背景下，我们认为铜价上涨或超预期。

