仅供内部参考，请勿外传

宏观专题

新旧动能转换系列三：从铜钢分化，看产业变迁

新旧动能转换已成为高层会议和政策部署的高频关键词，我们也持续提示当前我国正处在新旧动能转化的“拐点之年”。本篇报告将从商品价格层面出发，以近年来铜价和钢价走势分化作为切入点，探讨新旧动能转换如何重塑铜、钢的需求结构，分析“铜强钢弱”背后的产业变迁，并进一步讨论铜钢比作为新旧动能观测指标的意义。

核心观点：历史上看，铜价与钢价走势同步，背后反映的是国内与全球工业周期的长期共振。2023 年以来，二者稳定同步的关系被打破。铜价持续走强、钢价震荡下行，铜钢比升至历史平均水平的 2 倍左右，铜、钢所对应的供需格局正在发生趋势性变化。我们认为，本轮铜钢价格分化的背后，本质上是新旧动能转换带来的需求结构变化：地产下行带动建筑用钢需求大幅收缩，制造业用钢虽增长、但尚难填补旧动能下降形成的缺口，钢铁总需求承压；铜则越来越多受益于电动车、风光储、AI 等新兴动能，2020-2025 年，新动能贡献了 145%的铜需求增量，占比由 20.0%快速升至 34.4%。此外，铜矿供给约束较强、又进一步放大了需求分化对价格的影响。进一步地，我们根据不同行业在固定资产投资中的占比，构建新、旧动能指数，结果显示，铜钢比与新动能总体正相关、与旧动能总体负相关，可以作为观察新旧动能转换的一个新的价格标尺。

一、引言：铜钢价格走势从同步走向分化。

>历史上：铜价与钢价走势同步，背后反映的是国内与全球工业周期的长期共振。铜和钢均属于典型工业金属，虽然铜更偏全球定价、钢更具区域定价属性，但过去较长时期内，中国地产、基建和制造业周期与全球工业周期总体同向，加之中国本身也是全球工业品需求的重要力量，因此铜、钢需求往往同步扩张或收缩，价格也呈现较强的同周期特征。

>2023 年来：铜价持续走强，钢价震荡下行，铜钢比快速升至历史高位。截至目前，铜钢比已升至历史平均水平的 2 倍左右。传统工业周期已难以完全解释二者走势，铜、钢所对应的供需格局正在发生趋势性变化。

二、钢的旧故事：地产下行持续拖累用钢需求。

>钢价主要由国内供需决定。钢铁价值密度低、运输成本和贸易壁垒较高，具有明显的区域定价特征；中国钢材产量和消费量均占全球近一半、进口依赖度不足 1%，因此中国钢价主要取决于国内供需。

>地产下行带动建筑用钢需求大幅收缩。2021 年下半年以来房地产进入深度调整期，房屋销售、新开工和土地成交持续下行，钢筋消费量明显回落。2020-2025 年，我国建筑业用钢量减少 1.74 亿吨、降幅达 30%。

>制造业用钢增长，但尚难填补旧动能下降形成的缺口。汽车、机械、能源、造船等制造业用钢较快增长，2025 年制造业用钢占比已反超建筑业；但 2025 年钢材总消费量较 2020 年仍下降约 17%，总量上仍处于“旧动能减量快于新动能增量”的阶段，新动能仍处于逐步接续过程中。

作者

分析师 熊园
执业证书编号：S0680518050004
邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 薛舒宁
执业证书编号：S0680525070009
邮箱：xueshuning@gszq.com

相关研究

1、《新旧动能转换系列一：信贷社融的新特征、新框架》2026-09-04
2、《新旧动能转换系列二：政策新焦点、新范式》2026-09-16
3、《个税持续高增的背后—兼评 8 月财政》 2026-09-18
4、《独立性的测试—美联储重启加息的信号与前景》2026-09-17
5、《8 月经济延续偏弱，怎么看、怎么办？》 2026-09-15

三、铜的“新故事”：新能源、AI 正在重塑全球铜需求。

>铜具有全球定价属性，价格由全球供需决定。相比钢铁，铜的价值密度更高、运输成本和贸易壁垒也较低（美国尚未对铜矿石和精炼铜加征关税），中美欧铜价长期高度联动，因此铜价取决于全球供需格局变化。

>电动车、风光储成为铜需求增长的重要支撑。2020-2026 年全球电动车销量年复合增速约 41%，且电动车单车耗铜量约为燃油车的 2.9 倍，对铜的需求大幅增加；与此同时，2020-2025 年光伏、风电、储能新增装机年复合增速也达 27%，能源转型趋势持续提升用铜需求。

>AI 正成为铜需求新的增长点。AI 服务器及冷却系统均需大量使用铜，同时其高耗电特征还将间接拉动电网投资；当前 AI 相关用铜规模仍相对有限，但随着数据中心建设提速，有望成为后续铜需求的重要增量来源。

>铜的总需求增加，需求结构向新能源、AI 等新兴领域切换。2020-2025 年，全球精炼铜消费量由 2495 万吨提升至 2820 万吨，累计增幅达 13.0%；新能源及 AI 相关铜需求占比由 20.0%快速升至 34.4%。2025-2040 年，标普预计全球铜需求将增加约 1380 万吨，其中新能源、AI 分别贡献约 51%、10%的增量，合计贡献超过六成。

四、供给端：铜供给比钢铁供给更缺乏弹性。

>铜的供给瓶颈主要在矿端。近年来全球铜矿品位下降：主产地南美铜矿品位（矿石中金属铜的质量占比）由 1.3%下降至 0.7%，降幅达 44%；同时新发现的铜矿数量和储量均大幅减少，全球铜矿供应趋紧。铜粗炼费（TC）自 2025 年以来持续为负，反映在铜矿供不应求的背景下，冶炼厂为争夺原料不得不压低加工费以获取铜精矿。

>钢铁供给弹性明显更高。全球铁矿石资源约束相对较弱，且钢铁冶炼端仍存在较多闲置产能，当前我国螺纹钢产能利用率已不足 40%，需求改善后钢厂可以通过复产、提高生产负荷较快增加供给。

>供给弹性差异放大价格分化。新动能带来的铜需求增长更容易转化为价格上涨，而钢铁需求波动更多向产量传导，价格反应相对钝化。铜与钢铁供给弹性的差异，进一步放大了新旧动能转换对二者价格的影响。

五、新旧动能转换与铜钢比：一个新的观测指标。

>铜钢比与新旧动能投资占比具有较强相关性。我们根据相关行业在固定资产投资中的占比，构建新、旧动能指数。2022 年-2026 年 8 月，新动能指数由 15.7%提升至 20.1%，铜钢比由 14.4 升至 33.4，旧动能指数则由 38.8%降至 29.5%；铜钢比与新动能总体正相关、与旧动能总体负相关。

>铜钢比是新旧动能转换的价格映射。钢更多暴露于地产、建筑等传统动能，地产持续调整带动建筑用钢需求收缩；铜则越来越多暴露于新能源、电网、电动车、AI 等新兴动能，供给弹性的差异又进一步放大两者价格表现。因此，铜钢比的趋势性抬升既反映了铜、钢供需基本面的相对变化，也可以视为新旧动能转换在大宗商品价格上的集中映射。

风险提示：新兴产业需求不及预期、铜钢供给变化超预期、铜钢比对新旧动能的指示意义可能存在偏差、数据统计及预测偏差风险。

内容目录

引言：铜钢价格走势从同步走向分化 4
钢的旧故事：地产下行持续拖累用钢需求 6
铜的新故事：新能源、AI 行业正在重塑铜需求 9
供给端：铜供给比钢铁供给更缺乏弹性 12
新旧动能转换与铜钢比：一个新的观测指标 14
风险提示 15

图表目录

图表 1：我国铜价、钢价走势由同步走向分化 4
图表 2：铜钢比已上行至历史平均水平的 2 倍左右 5
图表 3：钢铁价格区域价差长期存在，跨区域套利效率偏低 6
图表 4：钢铁单位重量货值偏低，且关税壁垒更高 6
图表 5：中国是全球最大的钢材生产国和消费国 7
图表 6：我国钢材的进口依赖度偏低 7
图表 7：钢筋消费量和房屋新开工面积正相关 7
图表 8：2025 年，我国制造业用钢占比已经超过建筑业 7
图表 9：2020-2025 年，不同行业用钢量变化情况 8
图表 10：铜价具有全球统一定价属性，价格由全球供需决定 9
图表 11：铜单位重量货值较高，且精炼铜尚未加征关税 9
图表 12：全球电动汽车销量及渗透率 10
图表 13：电动车的单车耗铜量是燃油车的 2.9 倍 10
图表 14：光伏、风电和储能新增装机快速增长 10
图表 15：全球精炼铜消费量保持增长 10
图表 16：铜需求结构中的新旧动能转换 11
图表 17：新能源和 AI 数据中心将是铜最重要的需求增量 11
图表 18：近年来南美铜矿品位下降，开采成本提升 12
图表 19：近 10 年新发现铜矿大幅减少 12
图表 20：铜粗炼费（TC）大幅下降，反映冶炼厂对有限铜矿的竞争加剧 12
图表 21：未来十年铜预计会有较大的供给缺口 12
图表 22：我国螺纹钢产能利用率处于低位 13
图表 23：全球铁矿石品位降幅较小 13
图表 24：铜钢比可以作为新旧动能转换的一个新的观测指标 14

新旧动能转换已成为高层会议和政策部署的高频关键词，我们也持续提示当前我国正处在新旧动能转化的“拐点之年”。本篇报告将从商品价格层面出发，以近年来铜价和钢价走势分化作为切入点，探讨新旧动能转换如何重塑铜、钢的相对需求和价格表现，并进一步讨论铜钢比作为新旧动能观测指标的意义。

引言：铜钢价格走势从同步走向分化

我国铜价与钢价历史上走势较为同步，背后反映的是国内与全球工业周期的长期共振。2023 年以前，我国铜价与钢价多数时间同向变化，大的周期拐点也基本一致：金融危机后共同上行、2011 年前后见顶，此后随经济增速换挡持续调整；2016 年后同步回升，2020 年又在全球需求修复和流动性宽松推动下迎来新一轮上涨。铜和钢均属于典型工业金属，虽然二者定价特征有所不同——钢铁更偏区域定价、铜更具全球定价属性，但过去较长时期内，中国地产、基建和制造业周期与全球工业周期总体同向，加之中国本身也是全球工业品需求的重要力量，因此铜、钢需求往往同步扩张或收缩，价格也呈现较强的同周期特征。

但 2023 年以来，这一长期稳定的同步关系明显打破：铜价持续走强，钢价震荡下行，铜钢比快速升至历史高位。截至目前，铜钢比已升至历史平均水平的 2 倍左右。铜钢价格由“同涨同跌”转向持续分化，意味着传统的工业周期已难以完全解释二者走势，其背后更多反映出铜、钢所对应的需求结构和供需格局正在发生趋势性变化。

我们认为，铜钢价格分化是观察本轮新旧动能转换的一个独特视角。一方面，钢铁具有较强的区域定价属性，中国又是全球最大的钢材生产国和消费国，其价格更多反映国内经济尤其是地产、建筑等传统需求的变化；另一方面，铜具有更强的全球定价属性，其需求正越来越多受到新能源、电网、电动车、AI 等新兴产业驱动。因此，铜钢比的趋势性抬升并非简单的商品价格相对变化，而是新旧动能转换在大宗商品价格上的集中映射。本文将分别从钢、铜的需求结构以及供给弹性出发，拆解本轮铜钢价格分化背后的逻辑，并进一步讨论铜钢比作为新旧动能观测指标的意义。

图表1：我国铜价、钢价走势由同步走向分化



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：铜钢比已上行至历史平均水平的 2 倍左右

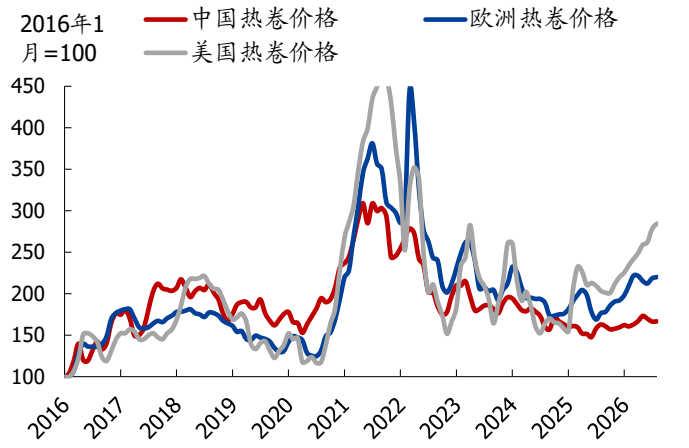


资料来源：Wind，国盛证券研究所

钢的旧故事：地产下行持续拖累用钢需求

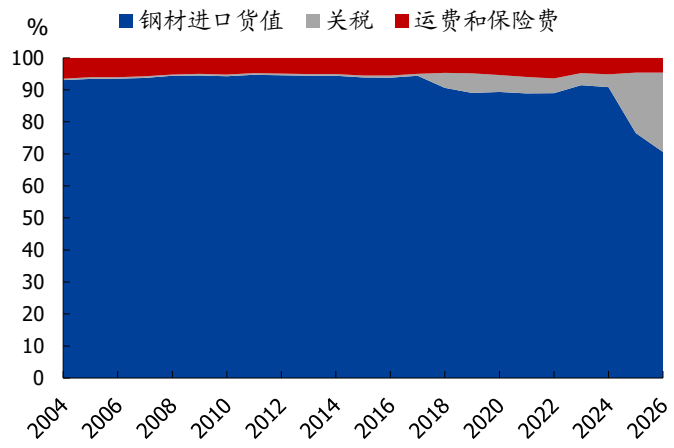
理解铜钢价格分化，首先需要厘清二者不同的定价属性：钢铁贸易面临较高的运输成本和关税壁垒，因此具有明显的区域定价特征。无摩擦情况下，跨区域套利将推动不同市场钢价趋于收敛，但现实情况并非如此：以 2016 年为基期，中美欧热卷价格虽仍存在共同的周期波动，但价格中枢和涨跌幅度差异明显，特别是 2023 年以来，中国钢价持续偏弱，而美国、欧洲钢价相对更强，区域价格分化进一步扩大。有几点原因：一是钢铁的物理属性决定其货值重量比偏低，相同货值的钢铁需要更高的运费；二是关税壁垒较高，2018 年起美国开始对钢铁征收 25%关税，到 2025 年 6 月则将关税税率进一步调高至 50%。2026 年 1-7 月美国钢铁进口成本中，关税、运费占比分别为 24.8%、4.7%，货值占比仅为 70.6%。高运费、高关税壁垒显著抬升了钢材的跨区域套利成本，使各地区钢价更多由本地供需决定。

图表3：钢铁价格区域价差长期存在，跨区域套利效率偏低



资料来源：Wind，Bloomberg，国盛证券研究所

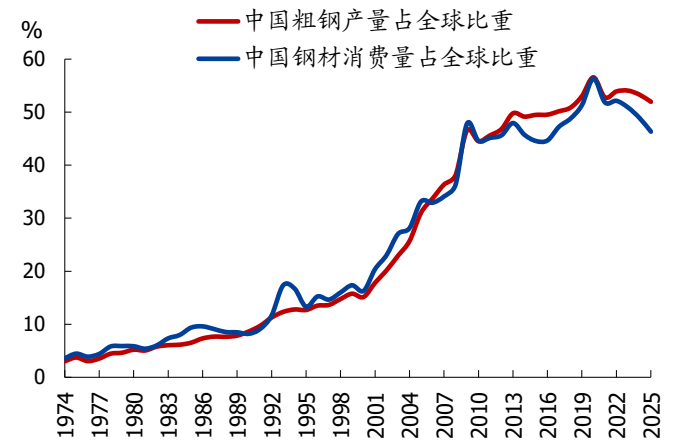
图表4：钢铁单位重量货值偏低，且关税壁垒更高



资料来源：USITC，国盛证券研究所；注：2026 年数据覆盖 1-7 月

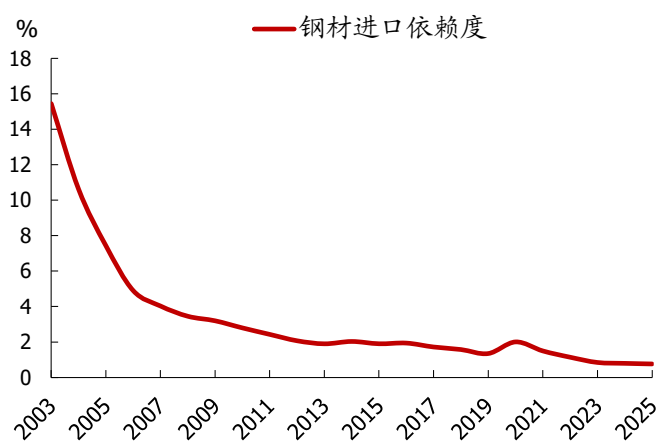
我国是全球最大的钢材生产国和消费国，庞大的国内市场决定了我国钢材价格主要由国内需求驱动。2025 年我国粗钢产量占全球比重为 51.9%，远高于第二大生产国印度的 9.0%；钢材消费量占全球比重也达到 46.3%，尽管较 2020 年的高点有所回落，仍接近全球消费量的一半。与此同时，我国钢材消费主要由国内供给满足，进口依赖度已降至不足 1%。因此，与铜需求具有较强全球属性不同，我国钢材需求具有更明显的本土特征，国内地产、基建和制造业等终端需求的变化，是理解近年来我国钢价走势的关键。

图表5：中国是全球最大的钢材生产国和消费国



资料来源：CEIC，国盛证券研究所

图表6：我国钢材的进口依赖度偏低



资料来源：Wind，CEIC，国盛证券研究所

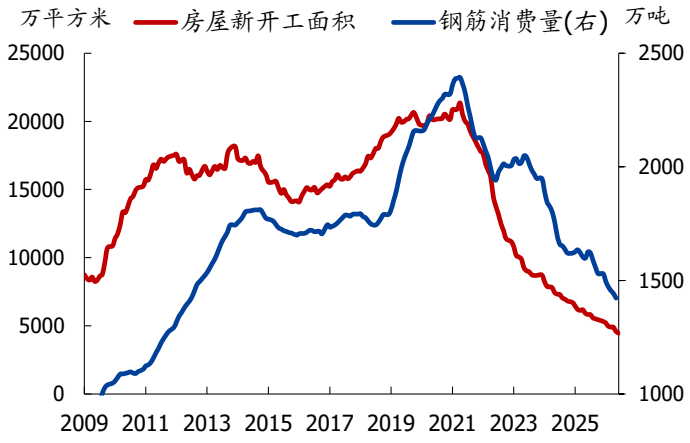
地产下行带动建筑用钢需求大幅收缩，制造业用钢虽较快增长，但尚难完全填补旧动能下降形成的缺口，钢材价格因此承压。

2021 年下半年以来，随着房地产进入深度调整期，房屋销售、新开工和土地成交持续下行，带动钢筋消费量明显回落。与此同时，我国用钢结构加快调整，2020-2025 年，我国建筑业用钢占比由 58%降至 49%，制造业用钢占比则由 42%升至 51%、于 2025 年实现反超、成为钢材最主要的消费领域。

不过，用钢结构的“新旧转换”并不意味着需求总量已实现完全接续。2020-2025 年，我国建筑业用钢量减少 1.74 亿吨、降幅达 30%；同期机械、汽车、能源、造船、家电等制造业用钢均实现快速增长，但由于建筑业原有用钢体量较大，各制造业新增需求不足以完全对冲地产收缩带来的缺口，2025 年钢材总消费量较 2020 年仍下降 17%左右。

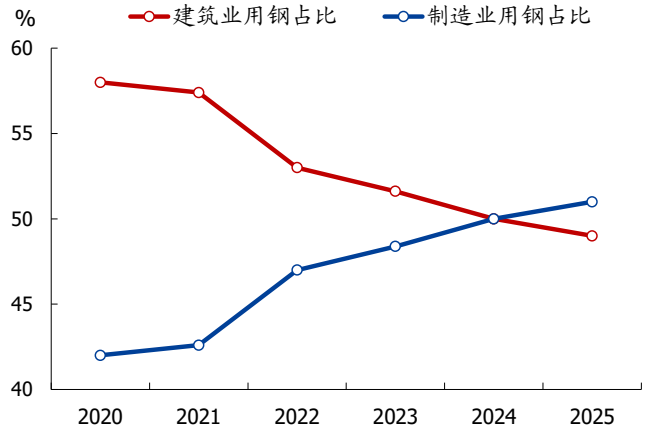
综上，当前钢材需求已实现“制造业占比提升并反超建筑业”的结构性转型，但总量层面仍处于旧动能减量快于新动能增量的阶段，新动能仍处于逐步接续过程中。

图表7：钢筋消费量和房屋新开工面积正相关



资料来源：Wind，CEIC，国盛证券研究所

图表8：2025 年，我国制造业用钢占比已经超过建筑业



资料来源：中钢协，中国钢铁新闻网，中国证券报，国盛证券研究所

图表9：2020-2025 年，不同行业用钢量变化情况

	2020 年用钢量（万吨）	2025 年用钢量（万吨）	增幅（万吨）	增速（%）
建筑	57400	40030	-17370	-30.3
机械	15800	18000	2200	13.9
汽车	5300	6390	1090	20.6
能源	3750	5130	1380	36.8
造船	1180	1650	470	39.8
家电	1370	1820	450	32.8
铁道	500	480	-20	-4.0
集装箱	400	800	400	100.0
五金制品	2500	2180	-320	-12.8
钢木家具	1750	1350	-400	-22.9
自行/摩托车	440	580	140	31.8
其他	6730	2020	-4710	-70.0
合计	**97120**	**80430**	**-16690**	**-17.2**

资料来源：冶金工业规划研究院，国盛证券研究所；注：出于数据可得性限制，2020、2025 用钢量均采用当年 12 月 20 日前后公布的预测值，与全年实际值基本一致



铜的新故事：新能源、AI 行业正在重塑铜需求

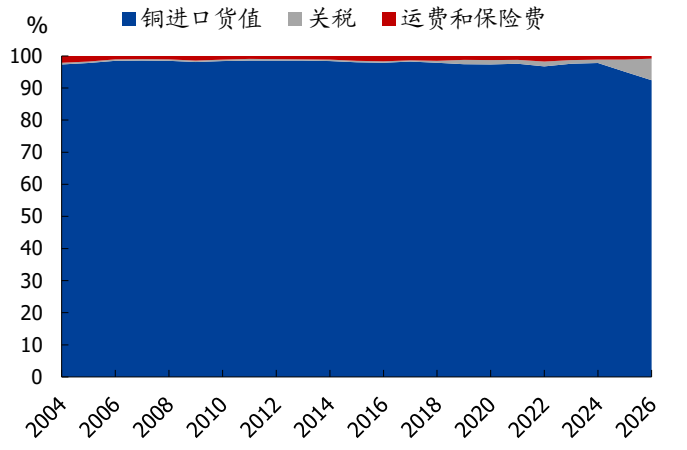
与钢铁的区域定价特征不同，铜具有明显的全球定价属性，价格由全球供需决定。从历史走势看，LME 铜（伦敦金属交易所）、COMEX 铜（美国芝商所）和中国铜价的波动方向和幅度总体一致，主因铜的跨区域流通和套利成本较低：一是铜的价值密度相比钢铁更高，相同货值对应的运输成本更低；二是铜的贸易壁垒总体较低，本轮特朗普政府 50%的铜关税主要针对铜管、铜线等半成品及部分铜制品，暂未覆盖铜矿和精炼铜。2026 年 1-7 月美国铜进口成本中，货值占比可达 92.4%，关税、运费占比分别为 6.7%、0.9%。低运费、低关税壁垒下，中美欧铜价长期高度联动，价格由全球供需决定。

图表10：铜价具有全球统一定价属性，价格由全球供需决定



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表11：铜单位重量货值较高，且精炼铜尚未加征关税



资料来源：USITC，国盛证券研究所；注：2026 年数据覆盖 1-7 月

电动车、风光储、AI 等新动能快速发展，成为近年来全球铜需求增长的重要支撑。

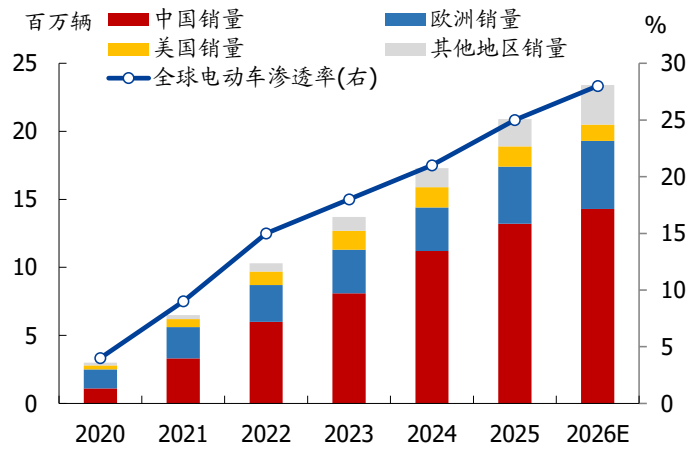
以汽车为例，据 IEA，2020 年-2026 年，全球电动车销量的年复合增速达 41%，电动车渗透率从 4%提升至 28%，而一辆电动汽车的耗铜量约为普通燃油车的 2.9 倍；电动化既带来销量扩张，也显著提高汽车产业的单位用铜强度，因此对铜的需求大幅增加。

新能源领域同样如此，光伏、风电、储能等新增装机快速增长，2020-2025 年的年复合同比增速达 27.1%，光伏组件/逆变器、风机、电缆、储能电池等均有较高的用铜需求。

此外，AI 资本开支扩张正成为铜需求新的增长点。AI 服务器、配电及冷却系统均需大量使用铜，同时其高耗电特征还将间接拉动配套电源和电网投资；当前 AI 相关用铜规模仍相对有限，但随着数据中心建设提速，有望成为后续铜需求的重要增量来源。

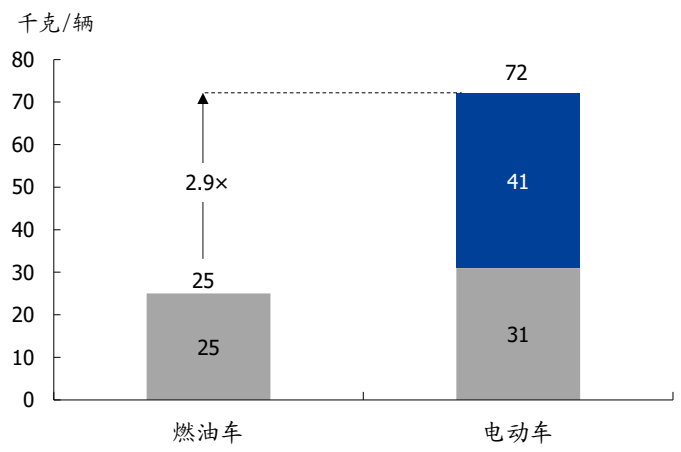
在新旧需求共同支撑下，全球精炼铜消费量由 2020 年的约 2495 万吨提升至 2025 年的 2820 万吨，累计增幅达 13.0%。

图表12：全球电动汽车销量及渗透率



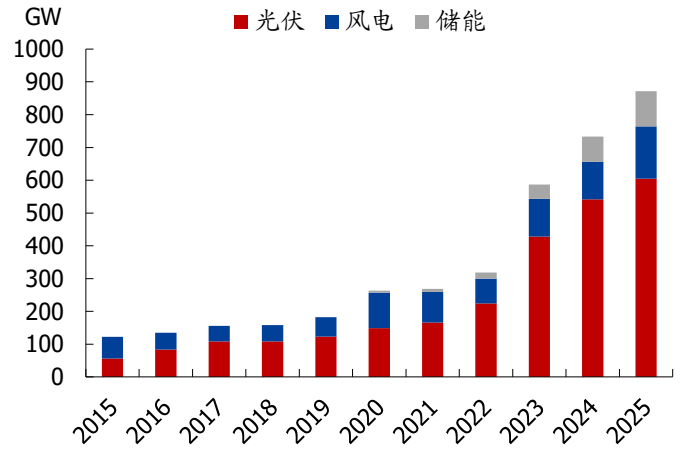
资料来源：IEA，国盛证券研究所

图表13：电动车的单车耗铜量是燃油车的 2.9 倍



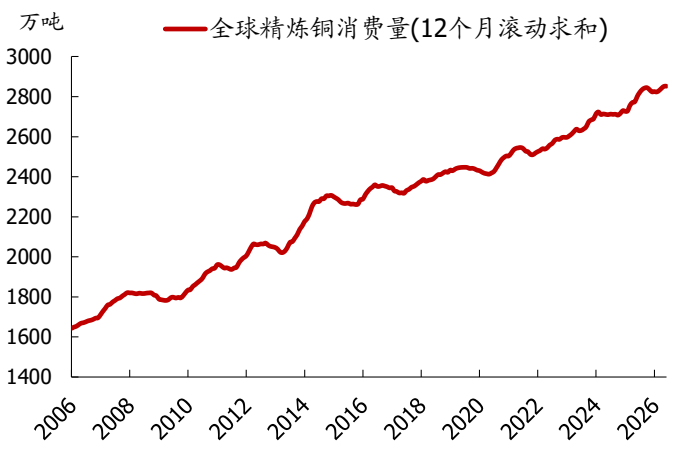
资料来源：S&P Global，国盛证券研究所

图表14：光伏、风电和储能新增装机快速增长



资料来源：IEA，国盛证券研究所

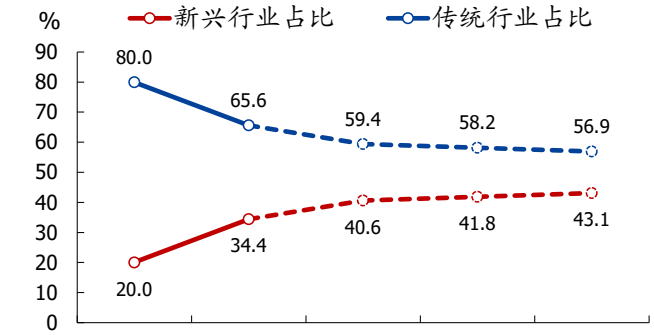
图表15：全球精炼铜消费量保持增长



资料来源：Wind，国盛证券研究所

铜的下游需求结构正加快由传统行业向新能源、AI 等新兴领域切换。2020-2025 年，新能源及 AI 相关铜需求占比由 20.0%快速升至 34.4%，传统行业占比则由 80.0%降至 65.6%。往后看，新兴行业对铜需求的拉动仍将进一步增强，标普预计 2025-2040 年全球铜需求将增加约 1380 万吨，其中新能源、AI 分别贡献约 51%、10%的增量，合计贡献超过六成；到 2040 年，新兴行业用铜占比有望进一步升至 43.1%。

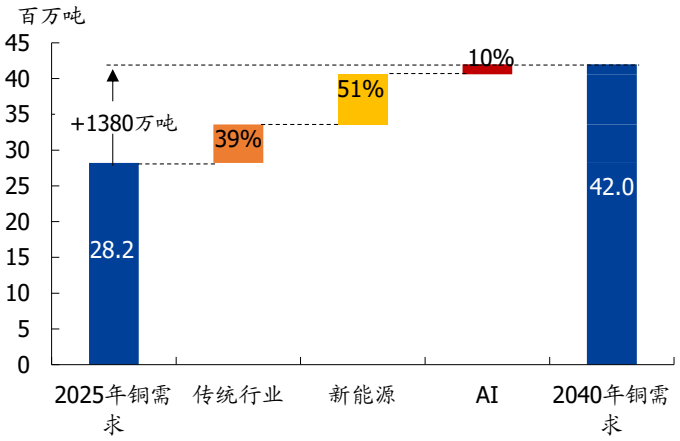
图表16：铜需求结构中的新旧动能转换



	2020	2025	2030E	2035E	2040E
新能源	18.8%	30.5%	35.2%	37.1%	37.1%
AI	1.2%	3.9%	5.5%	4.7%	6.0%

资料来源：S&P Global，Wind，国盛证券研究所；注：新兴行业由新能源、AI 两个板块加总得到；传统行业 = 100%-新兴行业占比

图表17：新能源和 AI 数据中心将是铜最重要的需求增量

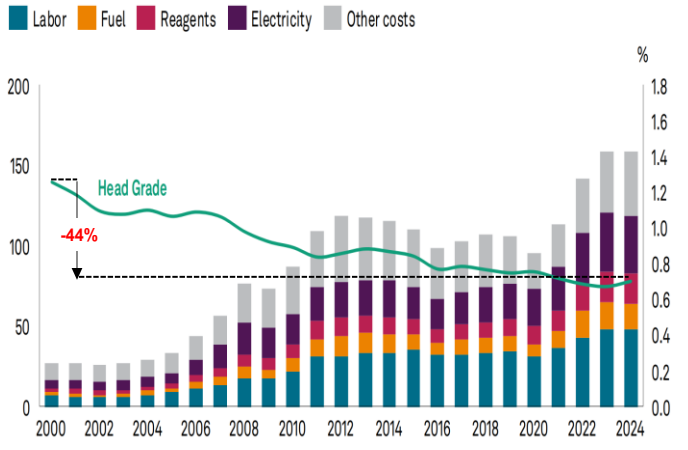


资料来源：S&P Global，国盛证券研究所；注：传统行业包括建筑、制冷、家电、化石燃料发电、机械和内燃机汽车的铜需求；新能源包括清洁能源技术、输配电和电动汽车的铜需求

供给端：铜供给比钢铁供给更缺乏弹性

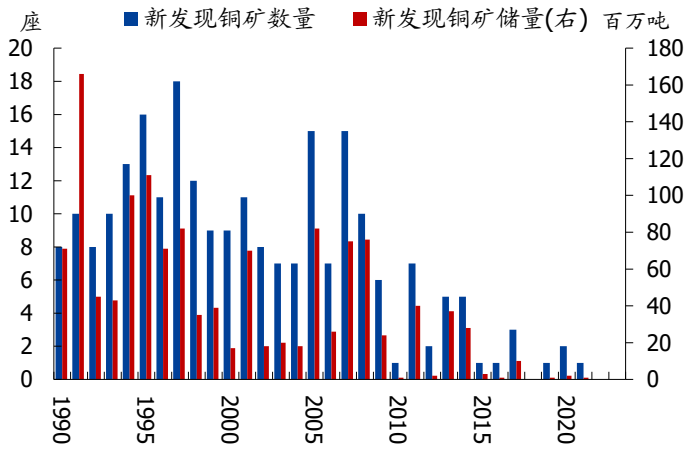
近年来全球铜矿供应趋紧，老矿山品位下降，新发现铜矿明显减少。当前已发现的铜矿主要集中于智利、秘鲁、刚果金等少数国家，其中南美洲是主要的铜矿产区。2000-2024 年，南美铜矿品位（矿石中金属铜的质量占比）由 1.3%下降至 0.7%，降幅达 44%；矿石品位下降意味着开采难度加大，并带动人工、能源等开采成本逐年上升。与此同时，近 10 年全球新发现的铜矿数量和储量均大幅减少，铜矿储备不足进一步制约中长期供给。此外，由于铜矿分布具有较高的地域集中度，其供给也容易受到主要产区政策、罢工、极端天气及矿山事故等扰动。

图表18：近年来南美铜矿品位下降，开采成本提升



资料来源：S&P Global，国盛证券研究所；注：柱形图为铜矿开采成本，对应左轴，单位为美分/磅；折线图为铜矿品位，对应右轴

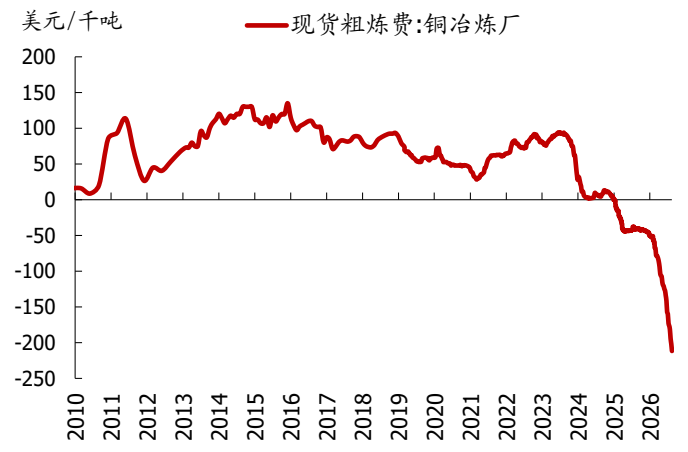
图表19：近 10 年新发现铜矿大幅减少



资料来源：S&P Global，国盛证券研究所

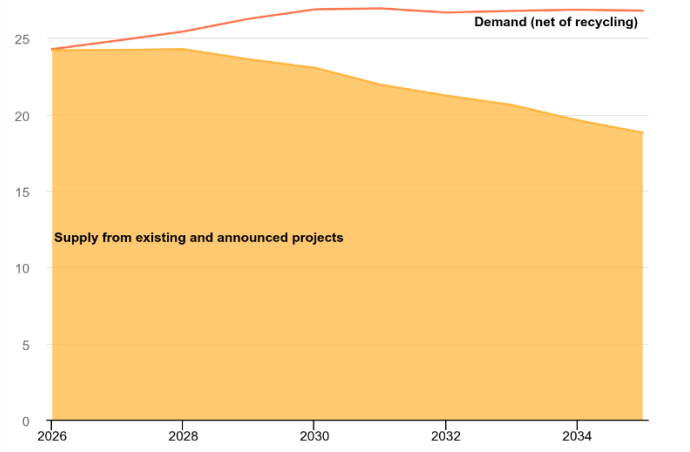
与矿端形成鲜明对比的是，铜冶炼环节并不存在明显的产能约束。据 IEA，近年来全球铜冶炼产能快速扩张，尤其是中国贡献了近 20 年来全球 90%以上的铜冶炼产量增量，而铜矿供给增长明显偏慢，导致冶炼厂对有限铜精矿的竞争加剧。作为反映铜精矿供需松紧的核心指标，铜粗炼费（TC）自 2025 年以来持续为负，反映在铜精矿供不应求的背景下，冶炼厂为争夺原料不得不压低加工费、甚至倒贴费用以获取铜精矿。根据国际能源署预测，未来十年铜矿供应短缺现象可能仍显著。

图表20：铜粗炼费（TC）大幅下降，反映冶炼厂对有限铜矿的竞争加剧



资料来源：Wind，国盛证券研究所

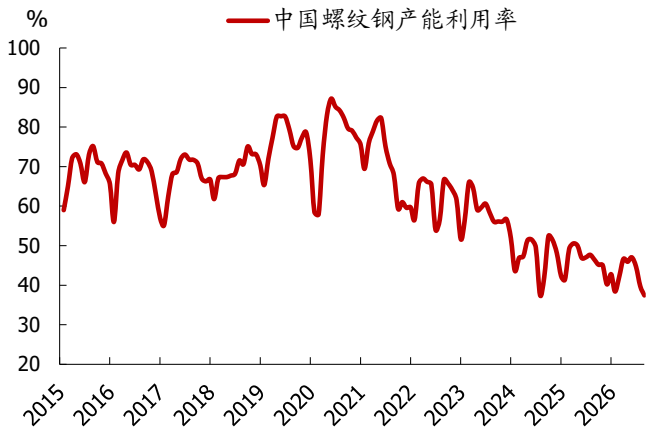
图表21：未来十年铜预计会有较大的供给缺口



资料来源：IEA，国盛证券研究所

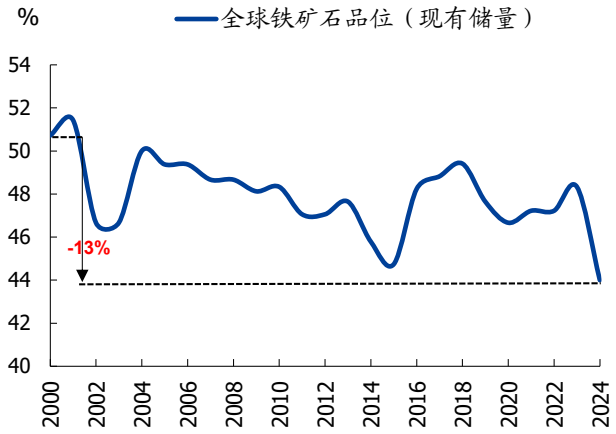
相比之下，钢铁的供给约束明显更弱。一方面，全球铁矿石储量更为充裕，矿端不存在明显供给约束：2000 年-2024 年，全球铁矿石品位由 51%下降至 44%、累计降幅为 13%，明显小于同期南美铜矿品位 44%的降幅。同时，钢铁冶炼端具有更多的闲置产能，以螺纹钢为例，近年来螺纹钢产能利用率明显回落、目前已不足 40%。当需求回升、钢价及吨钢利润改善时，钢厂可通过复产闲置产线、提高生产负荷较快增加供给，供给弹性明显更高。

图表22：我国螺纹钢产能利用率处于低位



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表23：全球铁矿石品位降幅较小



资料来源：Wind，国盛证券研究所

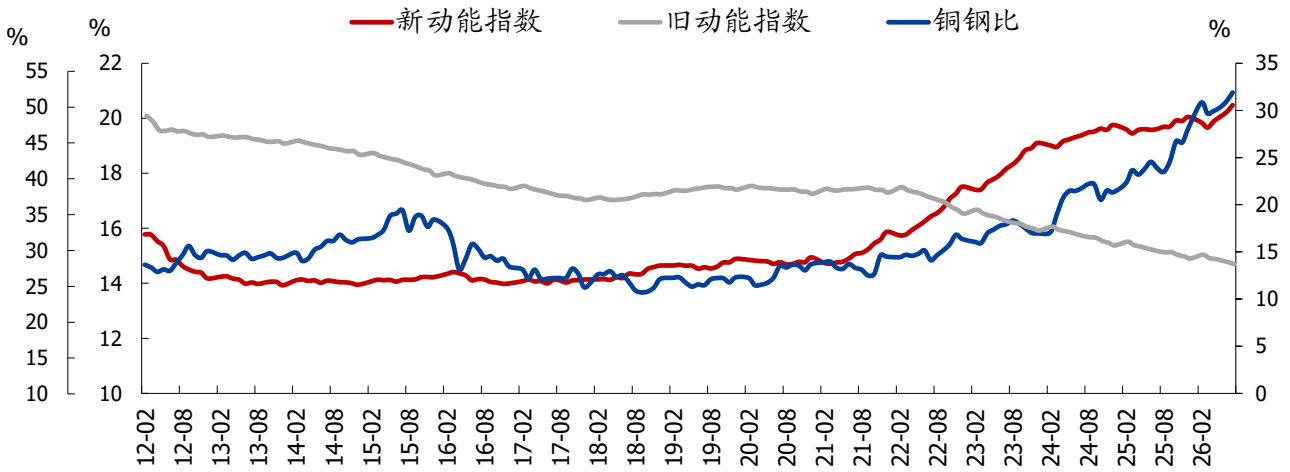
综上，铜与钢铁供给弹性的差异，进一步放大了新旧动能转换对二者价格的影响。需求端，新旧动能转换带动铜需求持续扩张，而地产下行则拖累钢材需求；供给端，铜矿品位下降、新矿发现减少，供给约束较强，新增需求更容易转化为价格上涨。相比之下，铁矿石资源约束相对较弱，钢铁冶炼端又存在较多闲置产能，需求改善后供给可以较快恢复，价格上涨更容易受到新增供给的制约，推动铜价相对钢价持续走强。

新旧动能转换与铜钢比：一个新的观测指标

铜钢比可以作为新旧动能转换的一个新的观测指标。我们将医药、通用设备、专用设备、汽车、船舶飞机、电气机械、通信电子和仪器仪表行业定义为“新动能行业”，将采矿业、纺织、家具、金属冶炼、非金属矿物制品等行业定义为“旧动能行业”，并根据上述行业在固定投资中的占比构建“新动能指数”和“旧动能指数”。可以发现，铜钢比与新动能指数总体呈正相关、与旧动能指数呈负相关。2022 年-2026 年 8 月，新动能指数由 15.7%提升至 20.1%，铜钢比也由 14.4 升至 33.4；同期旧动能指数则由 38.8%降至 29.5%。

铜钢比背后反映的，本质上是新旧动能此消彼长带来的铜、钢相对需求重估。过去，铜和钢均主要受全球工业周期驱动，需求变化较为同步，价格也因此长期同涨同跌；近年来，随着经济增长动能加快转换，两者的需求结构开始明显分化：钢材需求更多暴露于地产、基建等传统动能，地产持续调整带动建筑用钢需求收缩；铜的需求重心则逐步向新能源、电网、电动车、AI 等新兴领域倾斜，新动能扩张持续创造增量需求。与此同时，铜矿开发周期长、资源品位下降等供给约束，使铜供给对需求增长的响应相对缓慢，而钢铁仍有较多闲置产能、供给弹性更高，进一步放大了两者的价格分化。因此，铜钢比的趋势性抬升既反映了铜、钢供需基本面的相对变化，也可以视为新旧动能转换在大宗商品价格上的集中映射。

图表24：铜钢比可以作为新旧动能转换的一个新的观测指标



资料来源：Wind，国盛证券研究所

风险提示

1、全球新兴产业需求不及预期。若新能源、电动车、AI 数据中心等新兴产业投资和需求增长不及预期，可能拖累铜需求，并导致铜钢价格走势与本文判断存在偏差。
2、铜、钢供给变化超预期。若全球铜矿新增产能投放快于预期、矿端供给约束明显缓解，或国内钢铁行业供给侧政策进一步收紧，可能改变铜、钢供给弹性的相对关系，进而影响铜钢比走势。
3、铜钢比对新旧动能的指示意义可能存在偏差。铜、钢价格除受产业需求影响外，还受到全球流动性、美元汇率、政策变化及供给扰动等多重因素影响，铜钢比与新旧动能指数之间的历史相关性不代表稳定的因果关系。
4、数据统计及预测偏差风险。部分年度用钢量采用当年 12 月 20 日前后的预测数据，可能因后续数据修订等因素与最终实际值存在一定偏差。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com