

关税对商品市场影响和铜走势展望

苏豪弘业期货研究院

2025年5月26日

张天骢

爱尔兰都柏林大学数理金融学硕士

从业资格证：F3002734

投资咨询证：Z0012680

电话：025-52278450

邮箱：zhangtianao@ftol.com.cn

一、宏观热点分析

（一）关税影响简介

4月3日，美国公布对等关税计划，对所有贸易国家征收10%关税，并对大量国家加征最高49%的关税，并马上实施。中国快速推出反制措施，对美国商品征收34%的进口关税，与美国政策力度对等。

美国就对等关税政策补充说明中，表示铜、黄金、钢、铝等金属品种可能或者已经存在特别关税，因此不会与对等关税叠加。

4月10日凌晨，美国暂停征收对等关税90天，除中国外，所有国家仅征收10%关税，同时对华关税提高至125%。中方宣布反制，将对美关税由84%提高至125%。

4月12日，美方公布相关备忘录，豁免计算机、智能手机、半导体制造设备、集成电路等部分产品的“对等关税”。

5月12日，中美双方发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》。中美双方宣布，从4月2日起的90天内，将关税降低至10%。

4月初美国开始实施对等关税，中国在第一时间开展对等反制。在短暂的高税率

之后，美国宣布90天的暂缓期限，期间对除中国外的其他国家征收10%的全面关税。随后中美互相升级关税。4月10日起，中美关税税率已经导致互相之间直接贸易基本无法继续。4月全球贸易和产业分工受到较大影响。5月份，英美率先达成初步贸易协议，将关税税率确定在10%。5月12日，中美达成初步协议，从5月14日起，双方进入90天的暂缓期，中美双方将4月增加的关税税率降低至10%。目前美国对中国征收30%的普遍关税（包括第一轮以芬太尼管控为由增加的20%关税），中国对美国征收10%的普遍关税，以及保留对美国芬太尼关税的相应反制措施（主要是对一系列农产品征收一定关税）。

综合而言，目前中国对美国出口产品如果直接出口，将受到30%关税影响。如果通过东南亚、墨西哥或加拿大等国进行转口贸易，将受到10%关税影响。而中国从美国进口的商品，也将受到相应关税影响。

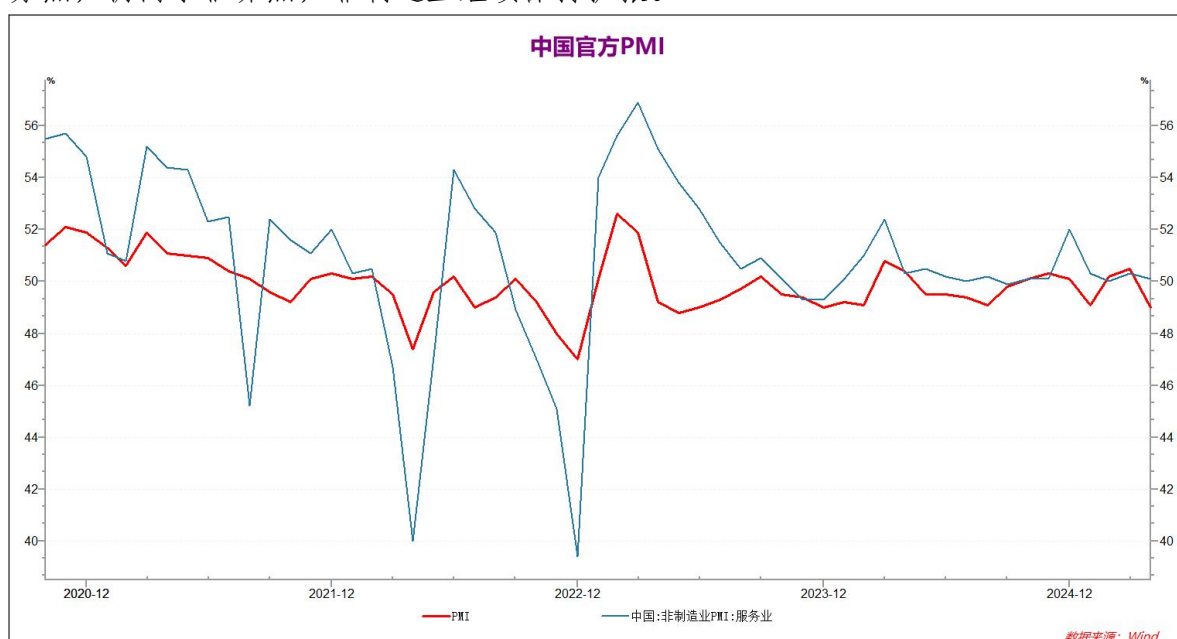
关税一方面将明显影响到全球制造业分工，对全球及中美经济增长带来较大的负面影响。另一方面，关税将提高美国物价，增加美国通胀概率。

（二）国内经济整体稳定，关税影响逐步显现

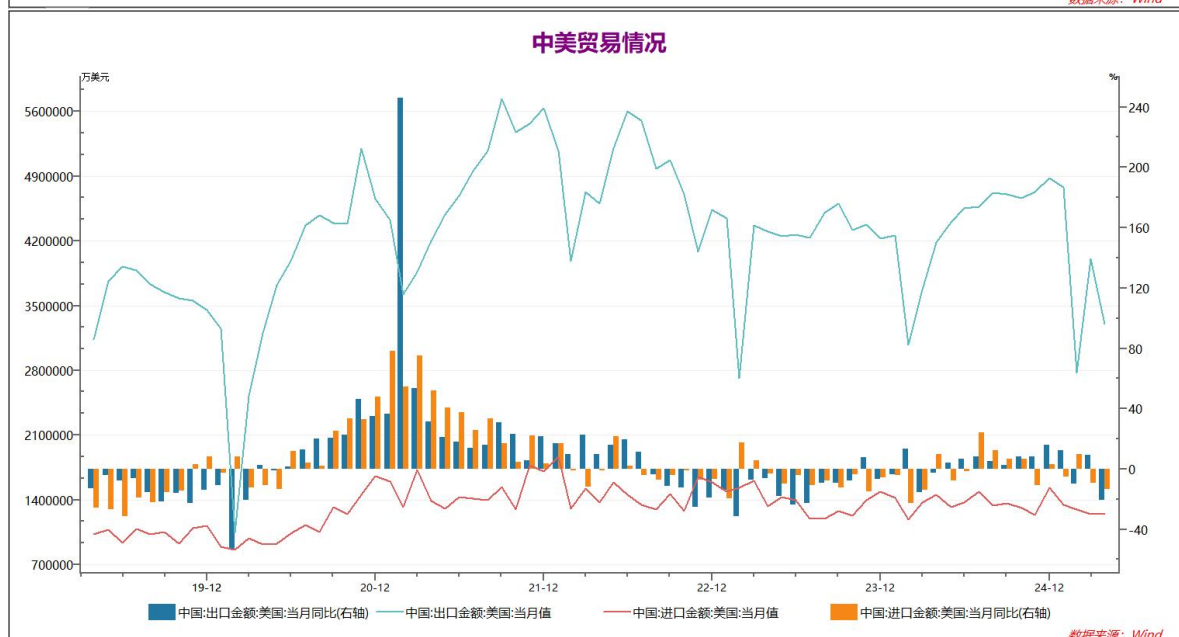
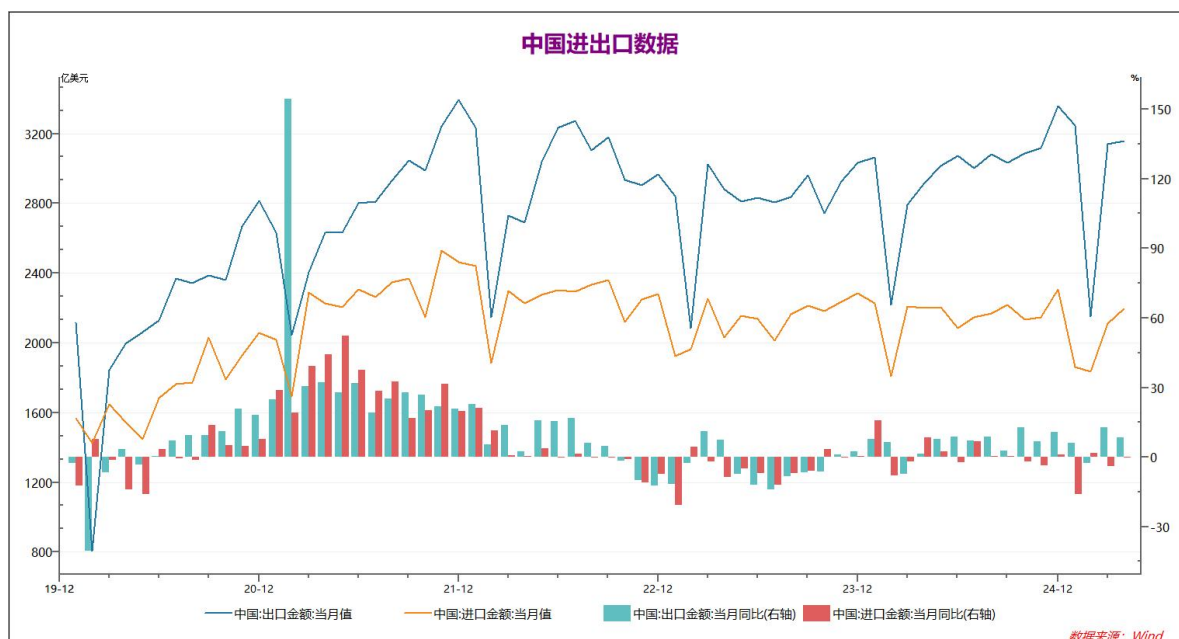
国家统计局：4月份国民经济顶住压力稳定增长。1—4月份，全国固定资产投资（不含农户）147024亿元，同比增长4.0%。其中，民间固定资产投资同比增长0.2%。全国房地产开发投资27730亿元，同比下降10.3%。新建商品房销售面积28262万平方米，同比下降2.8%。4月份社会消费品零售总额37174亿元，同比增长5.1%；环比增长0.24%。4月份，全国城镇调查失业率为5.1%，比上月下降0.1个百分点。4月份，全国居民消费价格CPI同比下降0.1%。全国工业生产者出厂价格PPI同比下降2.7%，环比下降0.4%

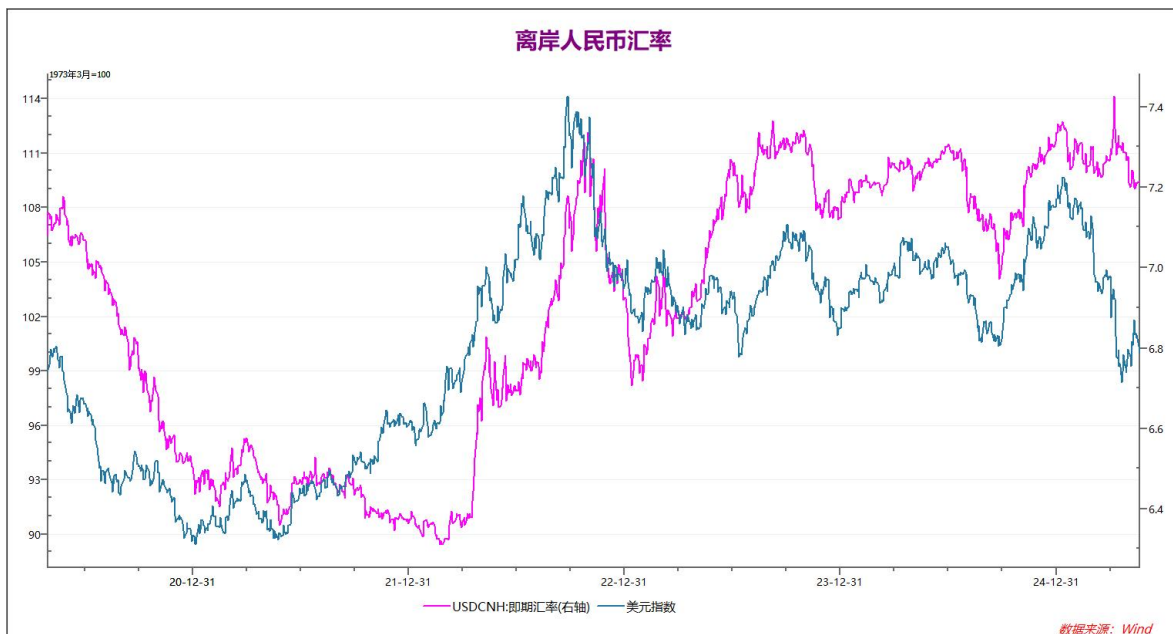
央行：4月末，广义货币(M2)余额325.17万亿元，同比增长8%。狭义货币(M1)余额109.14万亿元，同比增长1.5%。流通中货币(M0)余额13.14万亿元，同比增长12%。前四个月净投放现金3193亿元。

统计局：4月份，制造业采购经理指数（PMI）为49.0%，比上月下降1.5个百分点，制造业景气水平有所回落。非制造业商务活动指数为50.4%，比上月下降0.4个百分点，仍高于临界点，非制造业继续保持扩张。



海关总署5月9日公布的数据显示，4月份，我国货物贸易出口2.27万亿元，同比增9.3%，单月出口额为历史次高。当月出口金额的前五地区分别为东南亚（4328亿元）、欧盟（3355亿元）、美国（2368亿元）、中国香港（1894亿元）、日本（954亿元）。当月对美出口金额骤降，同比下降600亿元，降幅达20%。而从美国进口的金额也大幅下降超13%。





2025年国际宏观环境风云突变，大宗商品市场波动较大。一季度市场受到美联储降息预期和中国经济温和反弹的支撑，市场整体走势偏强。汇率方面，美元持续大跌，人民币小幅上涨。

而进入4月后，美国对等关税政策对市场造成巨大冲击，市场情绪急转直下。避险情绪推动，黄金持续大涨，基本金属走弱。

在外部冲击之下，中国监管层并未急于做出应对，国内金融体系在冲击之下总体保持稳定。

直到5月7日，中国人民银行才最终宣布将降准0.5个百分点，金融机构加权平均存款准备金率将从6.6%降至6.2%。同时降息，下调7天期逆回购操作利率10个基点至1.4%，同时带动LPR同步下行。

从货币政策节奏上明显可以看出，人民银行对人民币汇率的合理稳定关注度极高，7.35附近可能成为中长期人民币汇率波动下限。

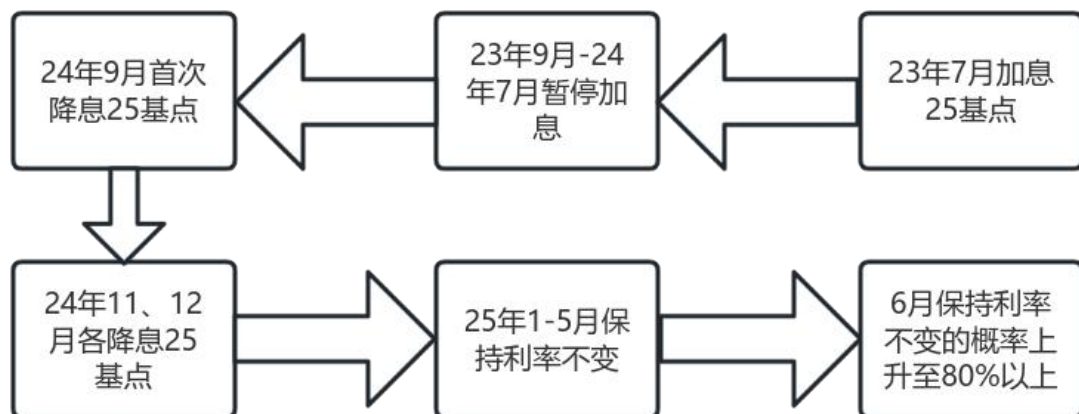
从经济数据上来看，4月国内经济受到关税因素的一定影响，但政策应对适当，经济总体波动较小。其中，4月制造业PMI出现较为明显的下降，跌破50的临界点，表

面国内制造业受到影响较大。固定资产投资和规模以上工业增加值基本稳定，显现出国内政策应对得当，通过基建投资等因素，基本稳定国内经济大局。值得一提的是，4月国内消费和就业数据均好于预期，反应出了中国促进消费的政策行之有效。因为5月中旬开始，中美贸易出现了大幅反弹，后续5月经济数据有望好转，值得进一步关注。

（三）降息前景难料，欧美经济预期偏弱

美国4月ISM制造业指数再度低迷，出现五个月来最大幅度的萎缩，订单稀少和关税带来的影响导致产出出现自2020年以来最严重的下滑。美国4月ISM制造业指数48.7，预期47.9，前值49。美国5月一年期通胀率预期初值为7.3% 预期6.50%。美国4月CPI意外跌至2021年来新低。美国4月CPI同比上升2.3%，预期2.4%，环比增幅0.2%，同样略低于预期。去除能源和食品的核心CPI同比增长2.8%，符合预期，环比增长0.2%，低于预期的0.3%。美国4月PPI同比增长2.4%，预期2.5%。

欧元区4月CPI同比增长2.2%，预期2.2%；4月CPI环比增长0.6%，预期0.60%。欧元区4月制造业PMI初值48.7，预期47.5，前值48.6。欧元区4月服务业PMI终值为50.1，预期49.7；4月综合PMI终值为50.4，预期50.1。

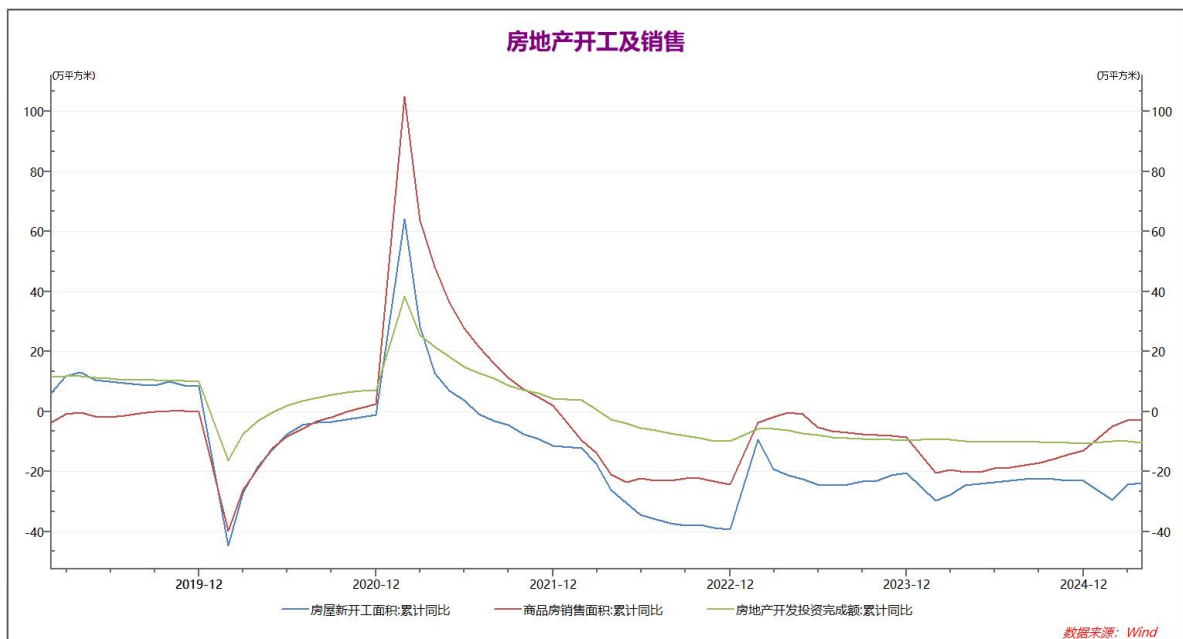


关税因素对美国经济和通胀都带来了明显影响。从经济数据上看，美国制造业PMI跌破50的荣枯线，回到收缩状态。而CPI物价指数意外低于预期，可能部分原因在于关税实施前大量订单抢时间抢进口，提前运至美国。而欧洲制造业数据已经长期保持在50的荣枯线下方，随着新能源革命的推进和对俄制裁的影响，欧洲制造业已经面临严峻挑战。

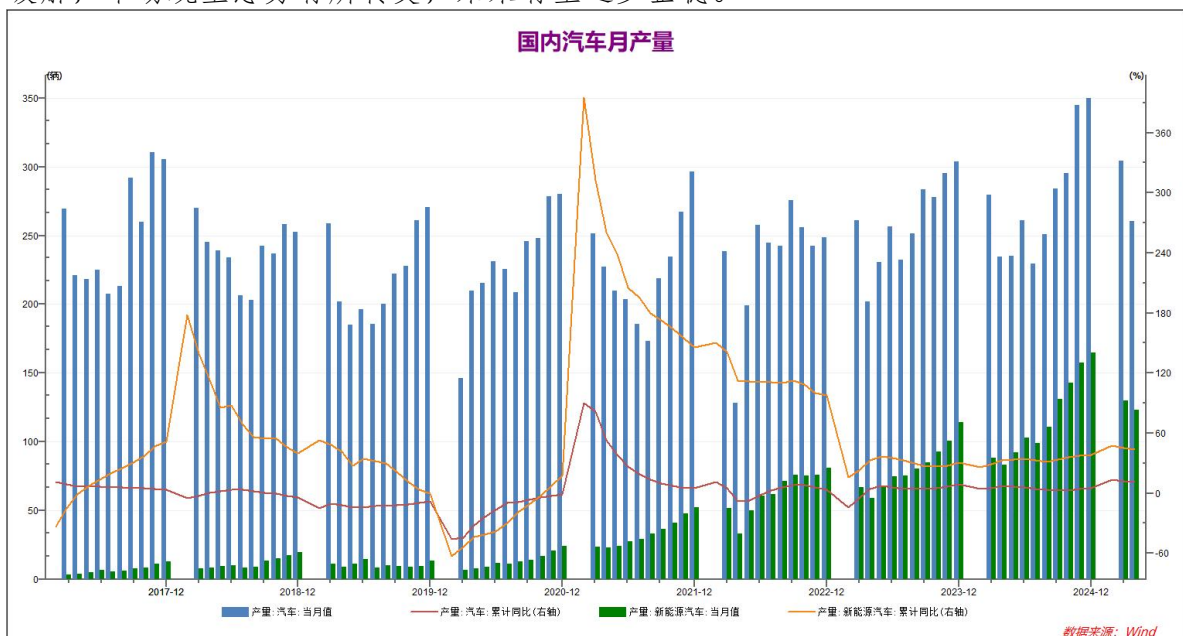
展望未来，美国经济衰退概率明显上升，同时通胀压力明显上升。在强势的美国政府不断推动下，美联储和美国政府产生了巨大的分歧，后续货币政策走向不确定性极高。目前市场预计6月份美联储议息会议降息的概率下降至5%左右，年内降息节奏难以预计。此外，市场还关注到6月大量美债集中到期，财政压力之下，美国债务续期面临重重挑战。考虑到美债违约或延迟兑付的可能性，美国政府信用评级近期遭到下调，市场悲观情绪上升。未来美联储降息节奏和美国经济情况均存在较高的不确定性。而欧洲经济则已经长期处于衰退之中，未来暂未看到好转迹象。

二、重点相关行业分析

（一）国内房地产行业低迷，汽车行业景气度较高



2025年1-4月国内房地产相关数据出现一定分化。其中，房地产销售面积同比降幅收窄至-2.8%。但房地产新开工面积和开发投资完成额再度走弱，相对于2024年的低基数而言，同比继续下降-23.8%和-10.3%。总体而言，房地产行业下滑态势有一定缓解，市场观望态势有所转变，未来有望逐步企稳。

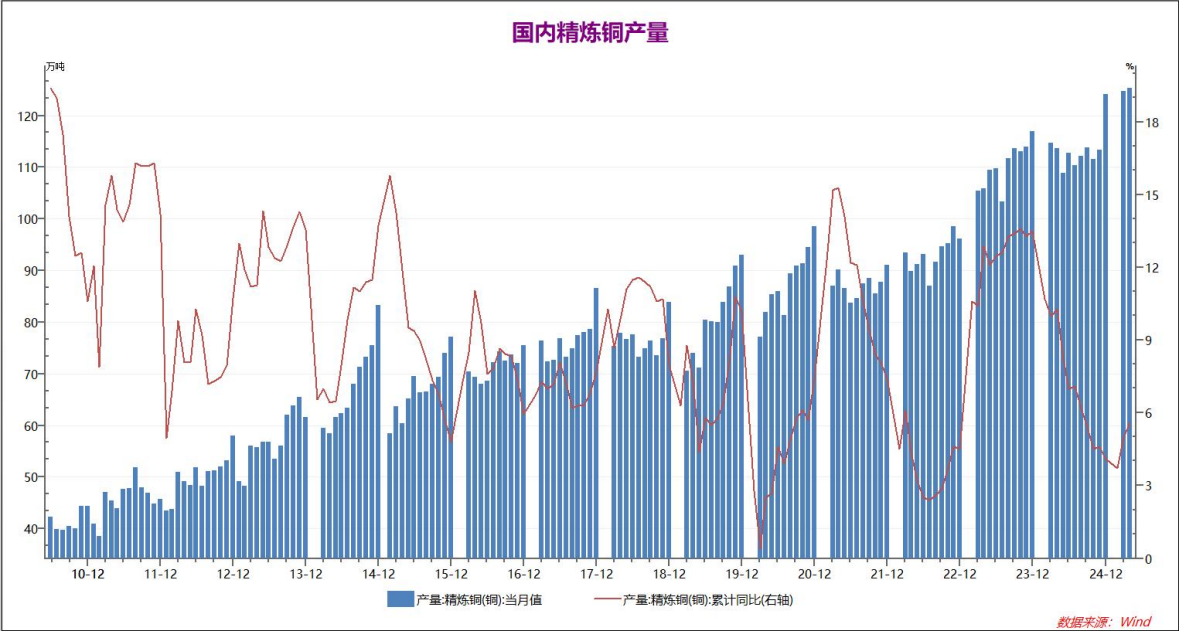


2025年国内汽车行业延续强势。1-4月，国内汽车总产量（油车+电车）同比上

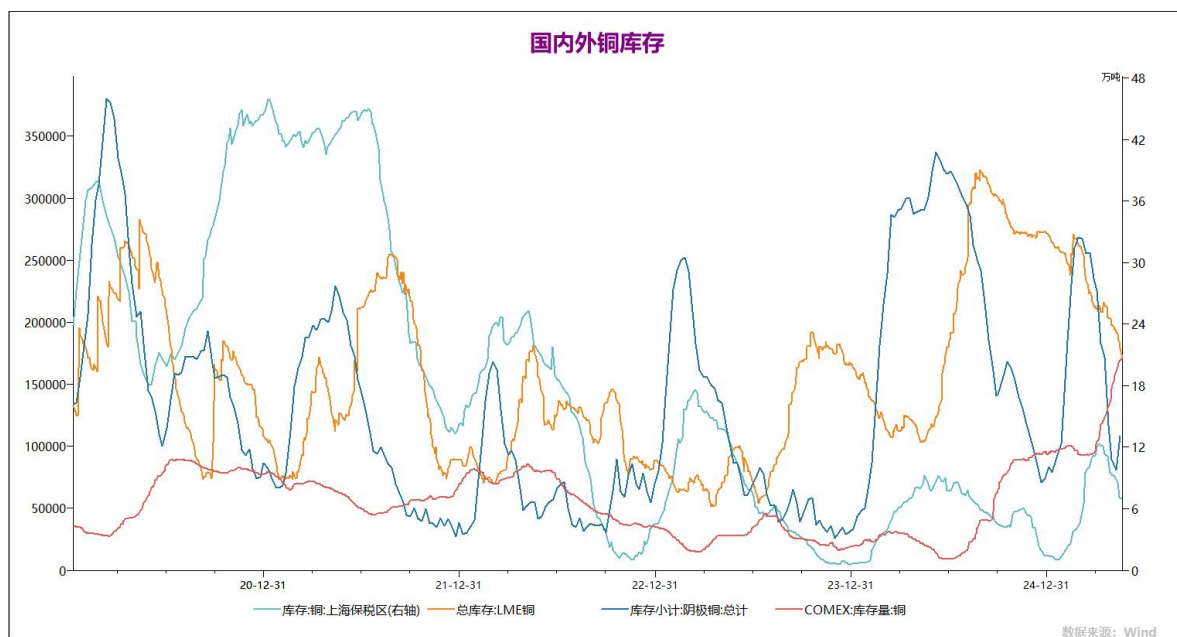
升11.1%，较去年全年明显上升。而1-4月国内新能源汽车产量同比上升4.7%，较去年全年明显上升。景气程度较好，未来国内汽车行业的情况可能成为决定有色金属供需关系的核心要素。

三、铜行业分析

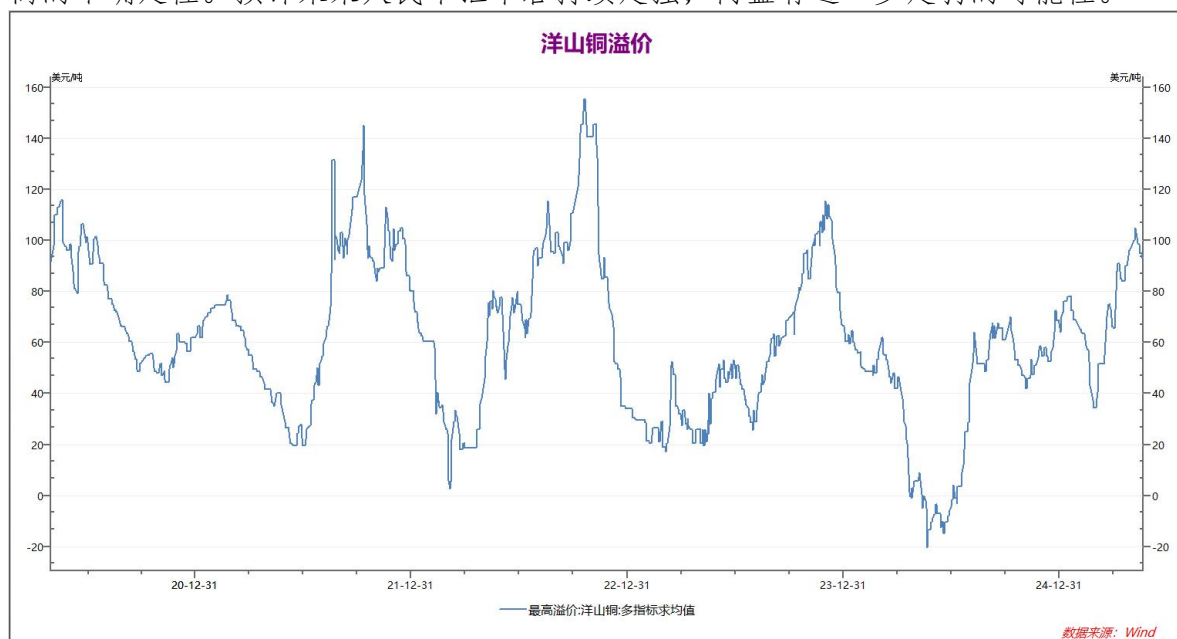
2024年全年国内铜产量基本稳定，1-12月国内铜产量同比增长4.1%。2025年国内铜产量进一步上升，尤其是3-4月国内铜产量连续创历史新高。1-4月国内铜产量同比增长5.6%，铜供应总体较为充足。

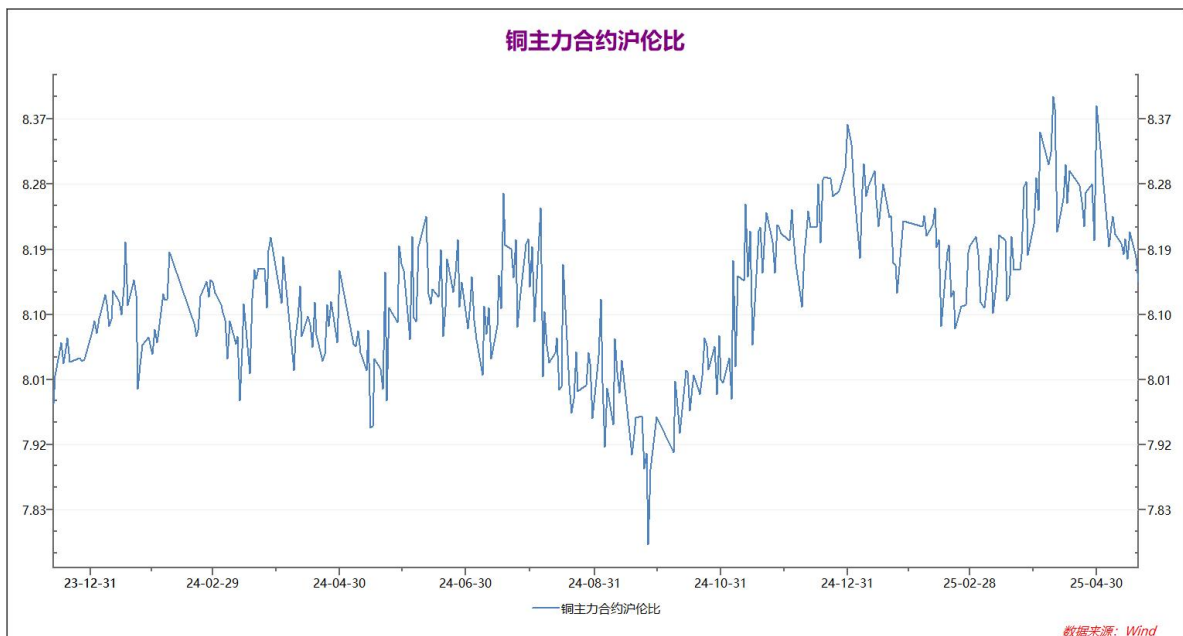


全球铜库存变化受到关税因素和国内旺季因素的影响较大。其中，关税因素导致美国铜库存自年初开始持续上升，目前已经达到近年来最高点。而沪铜库存在4月旺季出现明显下降，5月逐步开始稳定，旺季接近尾声。伦铜库存也从高位明显下降，主要原因是库存向美国转移。综合而言，当前铜供需总体稳定。



洋山铜溢价代表的是内外盘铜价强弱，以及国内企业进口铜的需求情况。2025年3-4月洋山铜溢价从低位明显反弹，与国内传统旺季相匹配。但进入5月后，国内旺季接近尾声，现货需求开始下降。而从铜价沪伦比上看，沪铜价格相对于伦铜价格明显回落，也表面国内铜需求有所转弱，本轮上升行情主要由于美铜买盘带动，存在较高的不确定性。预计未来人民币汇率若持续走强，内盘有进一步走弱的可能性。





目前铜价上方面临的主要压力在4月3日（关税之前）的收盘价78860附近，因为关税因素给市场带来的切实的利空，因此上方压力较强。从技术上看，沪铜经过较长时间的反弹后，目前上行动力明显减弱。后市市场波动性可能再度大幅上升，同时走势转弱的可能性上升。



四、总结

2025年国际宏观环境风云突变，大宗商品市场波动较大。一季度市场受到美联储

降息预期和中国经济温和反弹的支撑，市场整体走势偏强。汇率方面，美元持续大跌，人民币小幅上涨。

而进入4月后，美国对等关税政策对市场造成巨大冲击，市场情绪急转直下。避险情绪推动，黄金持续大涨，基本金属走弱。

经过反复的磋商和博弈，目前中国对美国出口产品将受到30%关税影响。如果通过东南亚、墨西哥或加拿大等国进行转口贸易，将受到10%关税影响。而中国从美国进口的商品，也将受到相应关税影响。

关税一方面将明显影响到全球制造业分工，对全球及中美经济增长带来较大的负面影响。另一方面，关税将提高美国物价，增加美国通胀概率。

在外部冲击之下，中国监管层并未急于做出应对，国内金融体系在冲击之下总体保持稳定。

从货币政策节奏上明显可以看出，人民银行对人民币汇率的合理稳定关注度极高，7.35附近可能成为中长期人民币汇率波动下限。

从经济数据上来看，4月国内经济受到关税因素的一定影响，但政策应对适当，经济总体波动较小。其中，4月制造业PMI出现较为明显的下降，跌破50的临界点，表明国内制造业受到影响较大。固定资产投资和规模以上工业增加值基本稳定，显现出国内政策应对得当，通过基建投资等因素，基本稳定国内经济大局。值得一提的是，4月国内消费和就业数据均好于预期，反应出了中国促进消费的政策行之有效。因为5月中旬开始，中美贸易出现了大幅反弹，后续5月经济数据有望好转，值得进一步关注。

国际方面，美国经济衰退概率明显上升，同时通胀压力明显上升。在强势的美国政府不断推动下，美联储和美国政府产生了巨大的分歧，后续货币政策走向不确定

性极高。目前市场预计6月份美联储议息会议降息的概率下降至5%左右，年内降息节奏难以预计。此外，市场还关注到6月大量美债集中到期，财政压力之下，美国债务续期面临重重挑战。考虑到美债违约或延迟兑付的可能性，美国政府信用评级近期遭到下调，市场悲观情绪上升。未来美联储降息节奏和美国经济情况均存在较高的不确定性。而欧洲经济则已经长期处于衰退之中，未来暂未看到好转迹象。

具体到品种来看，目前铜价上方面临的主要压力在4月3日（关税之前）的收盘价78860附近，因为关税因素给市场带来了切实的利空，因此上方压力较强。同时市场面临美铜库存大幅上升后美国国内囤货意愿下降、中国传统旺季接近尾声等不利因素的影响。从技术上看，沪铜经过较长时间的反弹后，目前上行动力明显减弱。后市市场波动性可能再度大幅上升，同时走势转弱的可能性上升。

作者简介：张天骞，弘业期货研究院有色金属资深分析师，南京大学本科，爱尔兰都柏林大学数理金融学硕士，持有期货投资咨询证书，通过证券投资分析考试。现主要负责铜、铝等有色期货品种的研究工作，擅长宏观基本面研究、产业链研究和量化分析，2023、2024连续两年获得期货日报最佳工业品分析师，曾代表工业品团队连续多次在大商所十大交易团队比赛中获奖。

分析师声明

作者具有相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客

观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生变更。

我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考，客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。