



贵金属

姓名：何彬

宝城期货投资咨询部

从业资格证号：F03090813

投资咨询证号：Z0019840

电话：0571-87006873

邮箱：hebin@bcqhgs.com

报告日期：2025 年 4 月 14 日

作者声明

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

关税视角下的铜

摘要

- 2 月以来，关税预期推升 COMEX 铜价，与 LME 的差价一度高达 1600 美元，纽约铜一度高达 5.3 美元/磅；随着 4 月 2 日“对等关税”政策公布；铜在豁免清单之列，纽约铜领跌，COMEX 和 LME 价差快速收敛。各国针对关税政策采取措施，市场陷入衰退交易之中，全球资产普跌，铜价一度跌去一季度所有涨幅。4 月 9 日，美国特朗普表示将延缓未反制国家的关税措施 90 天，全球资产普涨，隔夜美股反弹明显。
- 美国政策朝令夕改很大程度上说明了目前政策的有效性较弱，尤其是在关税的税率问题上，加减进退自如，双方协商的余地较大。这可能会使得金融市场对美国政策的敏感性下降。
- 推动铜产业“回归本土化”的政策逻辑，本质上是将铜从大宗商品升级为战略武器，试图通过“安全压倒效率”的原则重构全球供应链。这一路径虽能短期缓解美国的安全焦虑，但将面临经济成本、国际规则和产业生态的全面挑战。若政策执行过于激进，可能导致美国的科技发展和绿色转型减速，最终迫使美国在“绝对安全”与“开放合作”之间寻找新的平衡点。
- 在关税政策的博弈中，我国表现强硬很大程度上来源于我国贸易的多元化以及内循环的底气。我国的废铜进口量有所下降，我国或从东南亚寻求进口增量；我国的终端出口或也将受到阻碍，或从出口转内销以及贸易多元化寻求增量。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

正文目录

1 关税政策时间线回顾	4
2 宏观影响	6
2.1 以史为鉴	6
2.2 短期通胀预期上升	6
2.3 关税政策的边际影响下降.....	7
3 产业影响	8
3.1 美铜产业介绍	8
3.2 为何铜在豁免之列	9
3.3 国内废铜供应下降	10
3.4 国内终端出口下降	11
3.5 中美贸易脱钩	11
4 结论	12

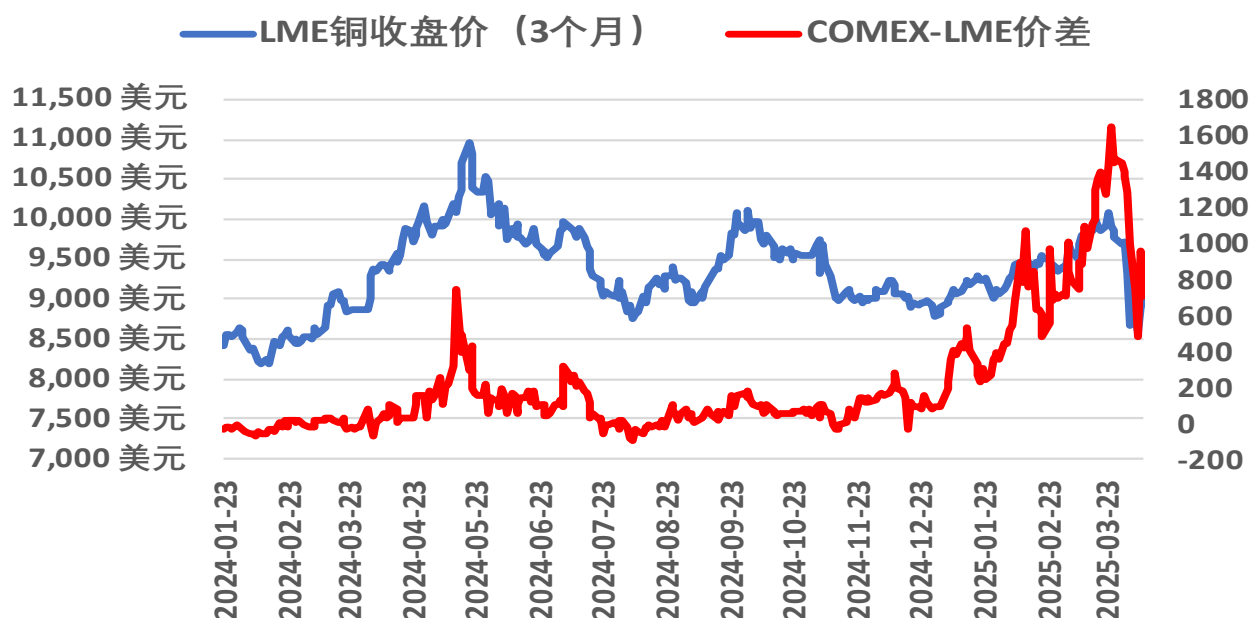
图表目录

图 1 铜价和价差走势	4
图 2 三大市场铜价走势	5
图 3 关税政策放松后全球资产普涨	5
图 4 美国贸易差额	7
图 5 市场风险偏好回升	7
图 6 2024 全球铜矿产量占比	8
图 6 2024 全球铜矿产量占比	8
图 7 美国废铜供需情况	9
图 8 90 年代以来美国铜消费和进口依赖度	10
图 9 国内废铜供应情况	11
图 10 国内废铜进口情况	11
图 11 2024 年我国出口贸易情况	11
图 12 2024 年我国出口贸易分项	11

1 关税政策时间线回顾

2月1日美国宣布对中国商品加征10%关税，对加拿大、墨西哥商品征收25%关税；2月10日宣布钢铝关税加征政策；2月13日宣布“对等关税”政策；2月25日特朗普依据《1962年贸易扩展法》第232条款启动铜进口调查，覆盖原料铜、精炼铜、铜合金等全品类。3月4日国会上特朗普表示，将于4月2日开始征收对等关税。贸易摩擦的逐步兑现使得市场处于全球再通胀交易中。钢铝关税目前已落地，尽管美国尚未对铜正式加征关税，但市场普遍预期2025年铜关税可能达到25%。这一预期已引发全球铜供应链震荡，COMEX铜价较LME溢价超1600美元/吨，跨市套利下美国精铜进口激增、LME库存加速去化，这也导致非美地区电解铜供应趋紧。

图1 铜价和价差走势

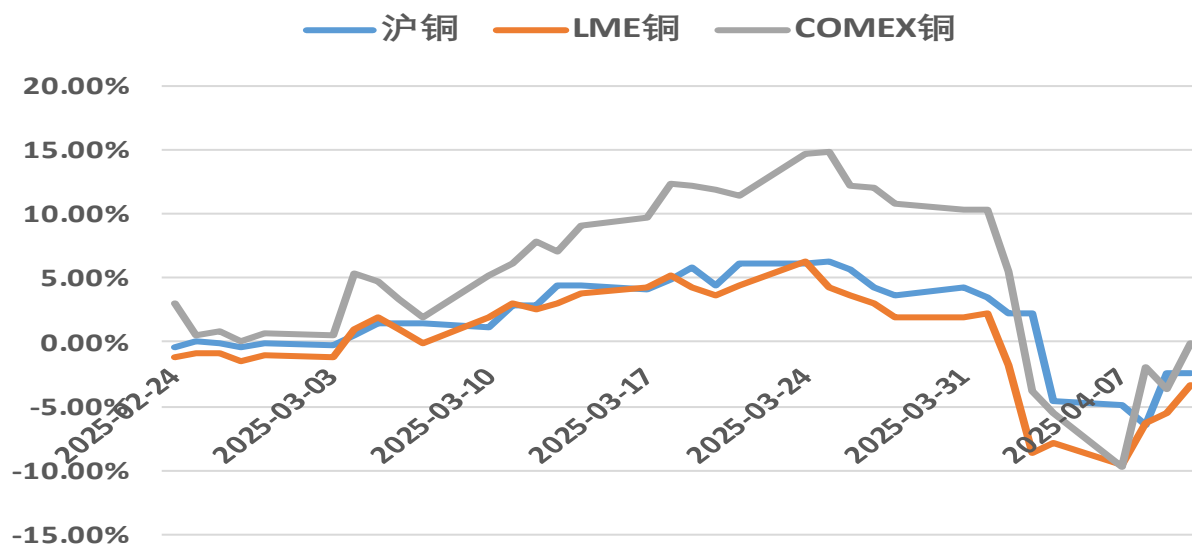


数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

4月2日美国公布对等关税，整体税率超出市场预期。根据白宫的声明表示，一些商品将不受“对等关税”的约束，其中包括已经受第232条关税约束的钢铝制品、汽车和汽车零部件、可能受未来第232条关税约束的商品以及美国没有的能源和其他某些矿物。此外，金条、铜、药品、半导体和木材制品也不受“对等关税”的约束。

铜在豁免清单之列，纽约铜领跌，COMEX和LME价差在数个交易日内由此前高位1600美元缩小至500美元。各国针对关税政策采取措施，市场陷入衰退交易之中，全球资产普跌。由于前期市场交易关税预期推高了铜价，随着“对等关税”政策落地，叠加市场衰退预期上升，铜价跌去一季度所有涨幅。

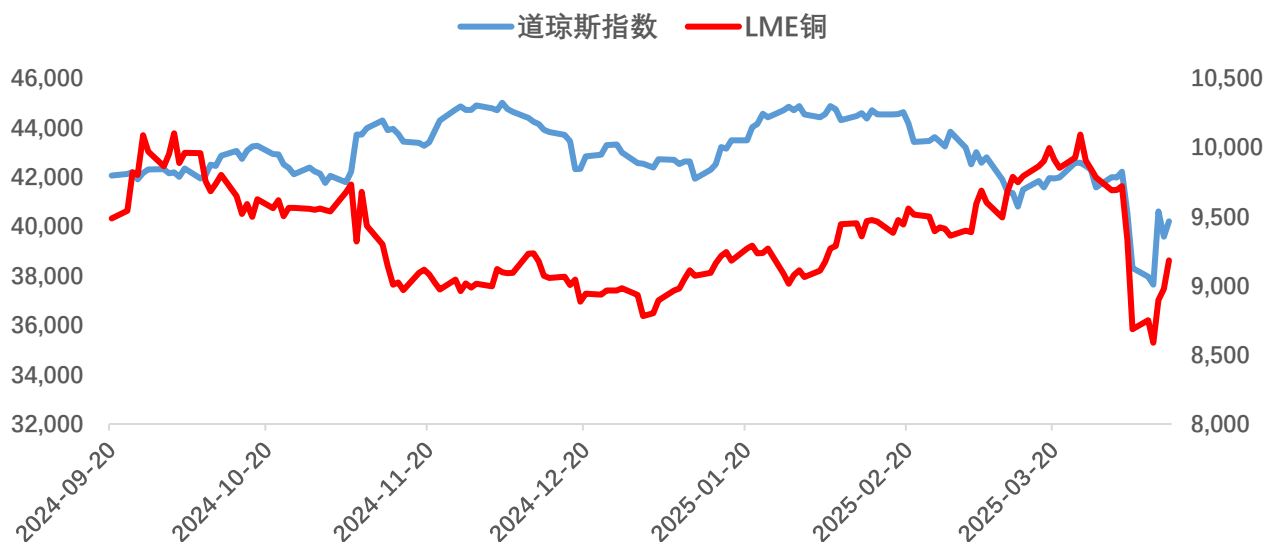
图 2 三大市场铜价走势



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

4月4日我国采取反制措施；4月7日美国总统特朗普表示若中国不撤销反制措施，将额外加征50%关税，即关税将高达104%，4月8日全球资产再度下挫；4月9日，我国加码反制措施；随之而来的是美国特朗普表示将延缓未反制国家的关税措施90天，全球资产普涨，隔夜美股反弹明显。从市场表现来看，关税政策的加码对盘面的边际影响下降明显，而关税措施的放松催化了多头的反攻。

图 3 关税政策放松后全球资产普涨



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

2 宏观影响

2.1 以史为鉴

1930 年 6 月 17 日美国国会通过了《斯姆特-霍利关税法》将 20000 多种的进口商品关税提升到历史最高水平，将进口平均关税提高到 47%。贸易战打响了第一枪。初衷是保护美国农业和工业，但引发全球 30 多个国家的报复性关税，导致 1930-1933 年美国进出口额暴跌超 60%，失业率从 7.8% 飙升至 25% 以上，并加剧大萧条。《斯姆特-霍利关税法》的历史证明单边保护主义是“双输”策略。

当前全球经济高度依存，供应链复杂度远超 1930 年代，关税战的连锁反应可能更快、更广。国际社会需以史为鉴，通过多边协商解决分歧，而非陷入“以邻为壑”的陷阱。正如 1934 年《互惠贸易协定法》通过合作实现复苏，今天的全球治理更需要规则与对话的回归。

2018 年至 2020 年，美国对中国商品加征关税后，中国对美国农产品、汽车等实施关税反制。根据 IMF 和美联储的研究，美国对华关税导致美国消费者承担了绝大部分成本，推高核心通胀率约 0.5 个百分点。

此外，关税摩擦导致近年来部分企业将产能转移至越南、墨西哥等国。“友岸外包”（Friend-shoring）政策加速了美国企业将供应链从中国转向墨西哥、印度、越南等国家。2023 年墨对美出口已超中国（尤其在汽车、电子、机械领域）。

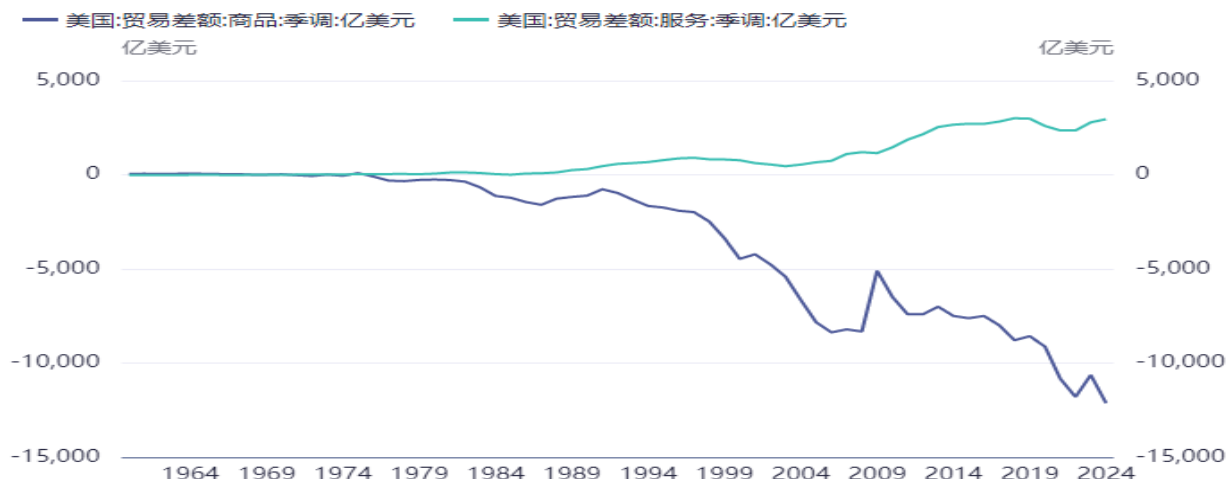
2.2 短期通胀预期上升

第一轮贸易战的经验显示，关税主要导致价格水平的上涨，而非通胀的持续抬升。加征关税后，价格的回落源自三个方面的收缩效应。一是价格上升引起消费者需求下降，消费者也可能将需求转移至其他未受关税影响的替代商品上；二是进口商供应链的更替，逐步替换至未受关税影响的国家；三是关税落地后，美国政府在 2018 及 2019 年下调了部分关税税率。

对等关税通常会在短期内推高通胀，尤其是对依赖进口或缺乏替代供应链的国家。现阶段美国对全球各国加征对等关税，这意味着此前贸易转口或者是产能转移的漏洞也被封堵，“友岸外包”效应减弱。整体对短期通胀的影响或远大于 2018 年-2020 年时期，即通胀的上升幅度以及持续性上会较上一轮更明显。

从全球范围来看，美国作为全球的第一大贸易逆差国。2024 年美国进口了 3.3 万亿美元的商品，出口商品金额为 2.1 万亿美元，全年累计商品贸易逆差为 1.21 万亿美元。商品进口主要集中于机电产品与电子产品、工业机械与设备、车辆及零部件、矿物燃料与石油产品、医疗设备与药品等。这背后最核心的原因是美国制造业的空心化。而现任美国总统特朗普发布“对等关税”的主要目的是推动美国制造业回流，实现经济可持续化发展。

图 4 美国贸易差额



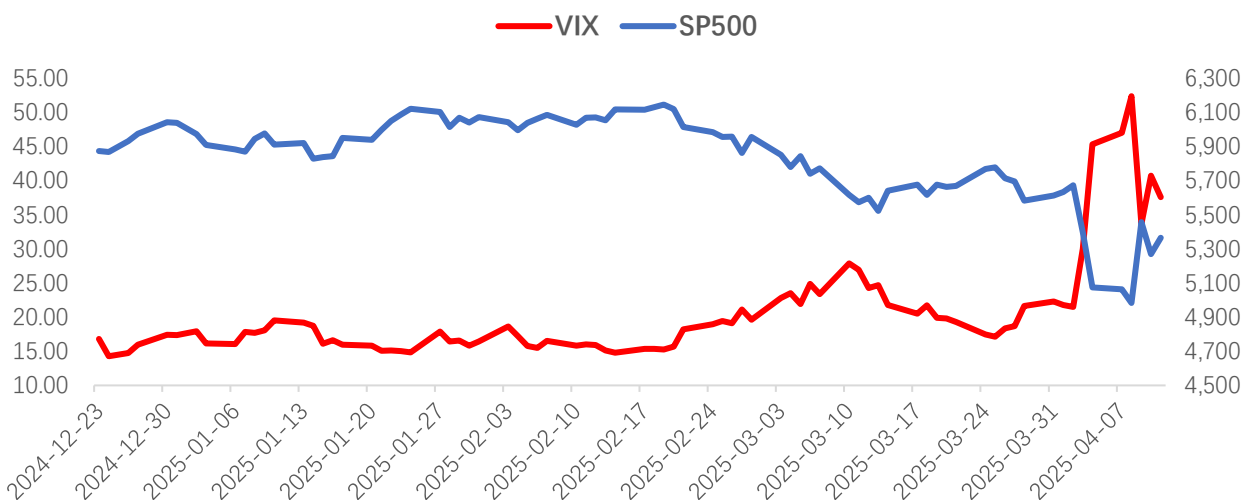
数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

2.3 关税政策的边际影响下降

4 月 3 日我国针对“对等关税”采取反制措施；4 月 7 日特朗普表示若中国不撤回反制措施，将额外加征 50% 关税；4 月 9 日我国加码反制措施；随之而来的是美国特朗普表示将延缓未反制国家的关税措施 90 天。全球资产普涨，隔夜美股反弹明显。从市场表现来看，关税政策的加码对盘面的边际影响下降明显，而关税措施的放松催化了多头的反攻。

在关税政策的博弈中，我国表现强硬很大程度上来源于我国贸易的多元化以及内循环的底气。美国政策朝令夕改很大程度上说明了目前政策的有效性较弱，尤其是在关税的税率问题上，加减进退自如，双方协商的余地较大。这可能会使得金融市场对美国政策的敏感性下降。

图 5 市场风险偏好回升



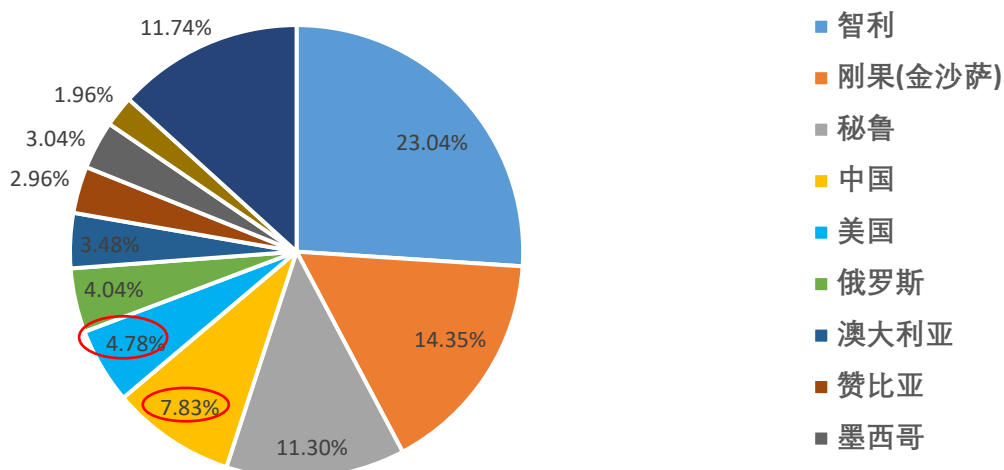
数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

3 产业影响

3.1 美铜产业介绍

根据 USGS 数据估算，2024 年美国铜矿产量约为 110 万吨，而电解铜的需求为 180 万吨，理论缺口为 70 万吨。

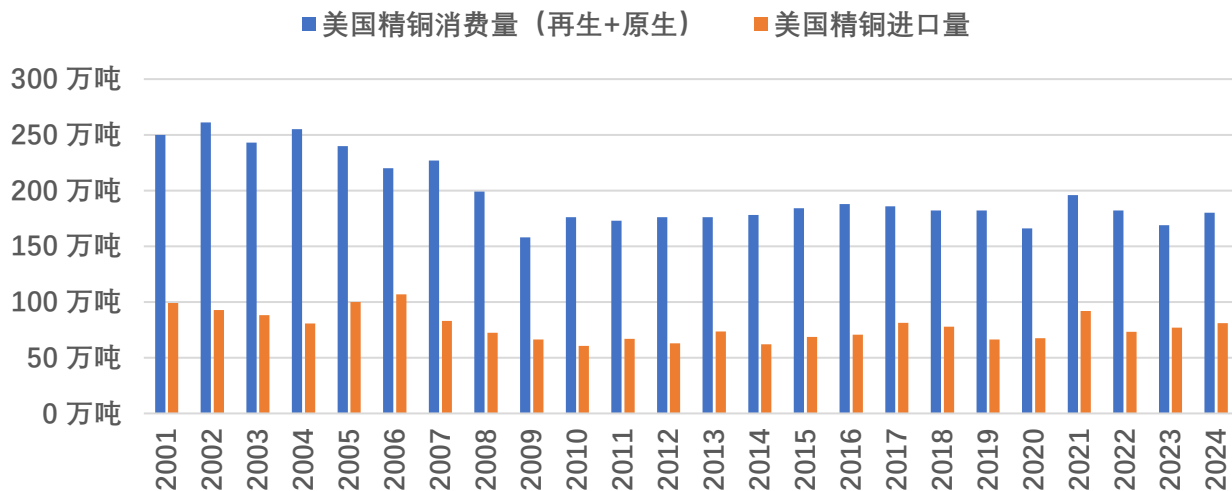
图 6 2024 全球铜矿产量占比



数据来源：USGS、宝城期货金融研究所

实际上，美国进口的精炼铜超出上述理论缺口。这主要是由于美国铜矿冶炼产能有限，冶炼属于高能耗、高污染环节，美国企业更倾向将资源投入高附加值领域（如半导体、新能源技术），而非低利润的冶炼业。这意味着其铜矿开采后有一部分是进行出口的，而消费偏向于直接进口电解铜，其主要来源于智利、秘鲁、加拿大和墨西哥。

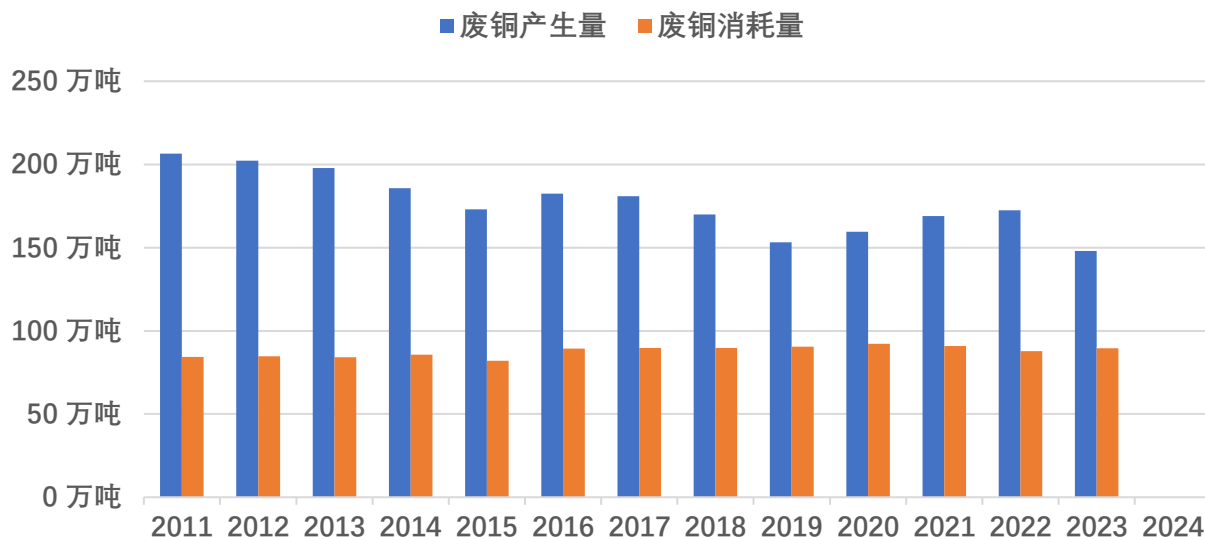
图 7 美国精铜进口与消费类



数据来源：USGS、宝城期货金融研究所

美国的铜冶炼产能以再生铜回收为主，若叠加美国每年的矿产铜供应量，理论上美国铜元素现阶段能够自给自足（供应：约 150 万吨废铜+110 万吨铜矿；需求 180 万吨）。

图 8 美国废铜供需情况



数据来源：美国铜开发协会、宝城期货金融研究所

美国铜冶炼产能的核心矛盾在于初级冶炼能力不足与进口依赖度过高。尽管政策试图通过关税和废铜回收缓解压力，但短期内难以扭转依赖进口的局面。未来，美国可能需通过国际合作（如与加拿大、秘鲁的矿源合作）或技术创新（如绿色冶炼技术）逐步完善供应链，但这一过程将面临地缘政治和成本的双重挑战。

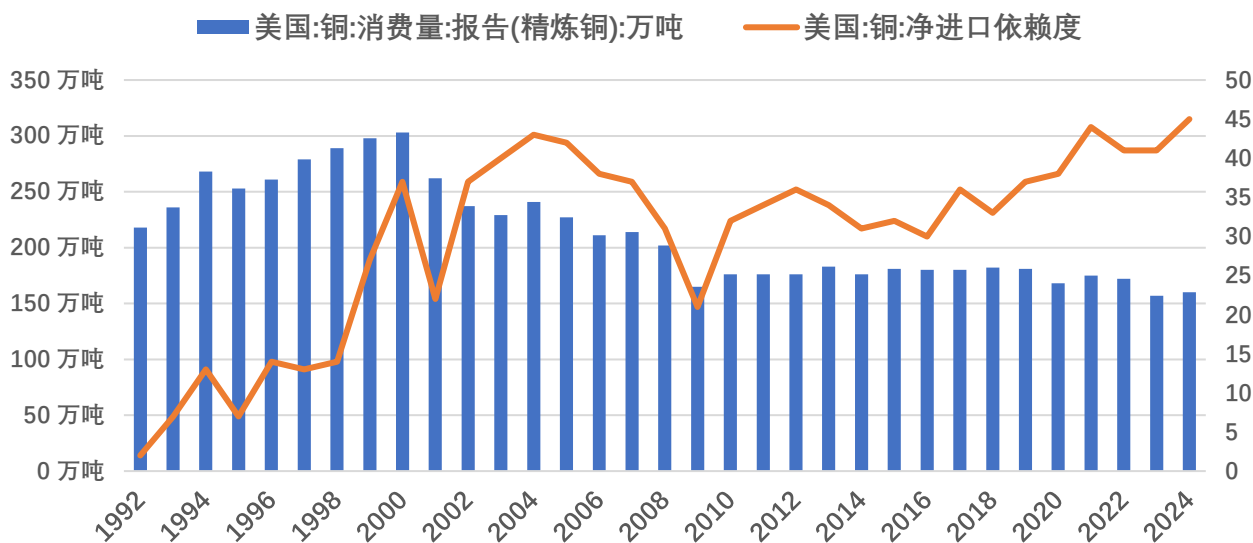
3.2 为何铜在豁免之列

4 月 2 日随着对等关税的公布，白宫官网发布了一份长达 22 页的关税豁免清单，其中详细列出了近 1000 种商品。这些商品包括能源类产品、多种矿产、化工品（广泛应用于能源和制造业），以及钢铁、铝和铜等金属材料。

铜是现代文明的血管，作为电动汽车电池、半导体芯片、军事装备和电网基础设施的核心材料，被白宫定义为“21 世纪的国家安全命脉”。在对铜发起调查之初，美国商务部长卢特尼克强调，铜作为国防和工业基础材料，必须通过贸易保护“回归本土化生产”。

美国地质调查局数据显示，2024 年美国铜消费量的 45% 依赖进口，较上世纪 90 年代近乎零依赖的局面形成鲜明对比。更令美国政府焦虑的是，随着人工智能、清洁能源技术爆发式增长，高盛预测到 2030 年全球铜需求将激增 40%。

图 9 90 年代以来美国铜消费和进口依赖度



数据来源：美国铜开发协会、宝城期货金融研究所

推动铜产业“回归本土化”的政策逻辑，本质上是将铜从大宗商品升级为战略武器，试图通过“安全压倒效率”的原则重构全球供应链。这一路径虽能短期缓解美国的安全焦虑，但将面临经济成本、国际规则和产业生态的全面挑战。若政策执行过于激进，可能导致美国的科技发展和绿色转型减速，最终迫使美国在“绝对安全”与“开放合作”之间寻找新的平衡点。

美国豁免铜关税的核心逻辑是平衡贸易保护与供应链安全，避免关键领域因供应链断裂或成本飙升陷入危机。这一政策既反映了美国在战略资源上的结构性依赖，也暴露了其试图通过关税工具实现多重政策目标时的内在矛盾。

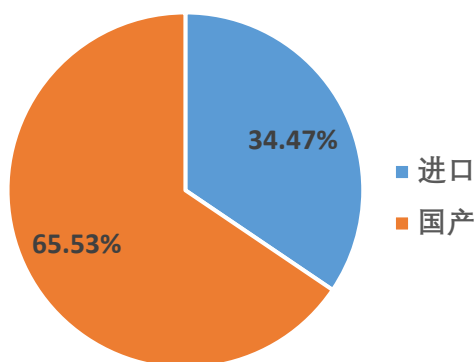
3.3 国内废铜供应下降

中国是全球最大的电解铜生产国和消费国，产量占全球约 46%，需求占全球超 50%。我国铜冶炼产能充裕，但对原料进口依赖度较高，生产的电解铜大部分来自于进口铜矿。主要来源于智利、秘鲁、刚果金和澳大利亚等。

2024 年中国废铜供应为 652.5 万吨，其中进口废铜为 224.9 万吨，自美国进口 43.9 万吨，占比总废铜进口的 19.52%。估算我国进口美国的废铜占废铜总供应的 6.73%。

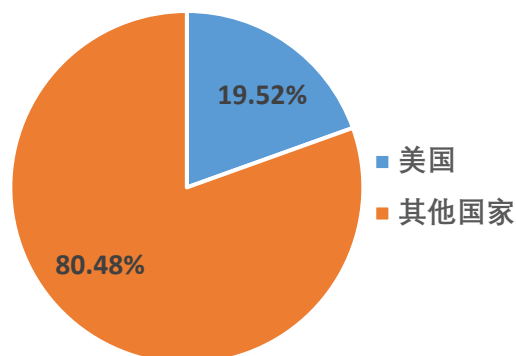
中国对美国加征反制裁关税的直接影响为美国废铜进口渠道受阻。自 2025 年以来美国废铜进入中国量级已下滑，2025 年 2 月美国废铜进口占比下滑至 16%。但中国整体废铜进口总量月度层面并未出现下行，主要因从东亚及南亚国家略有增量进口。

图 10 国内废铜供应情况



数据来源：iFinD、宝城期货研究所

图 11 国内废铜进口情况

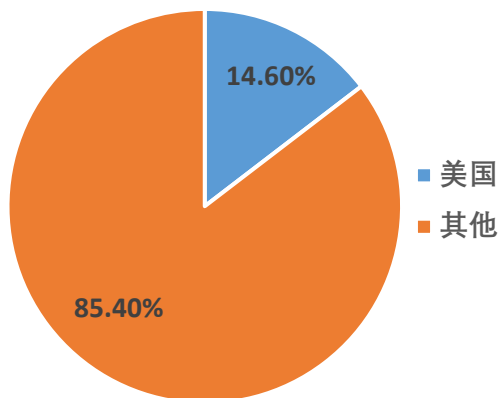


数据来源：iFinD、宝城期货研究所

3.4 国内终端出口下降

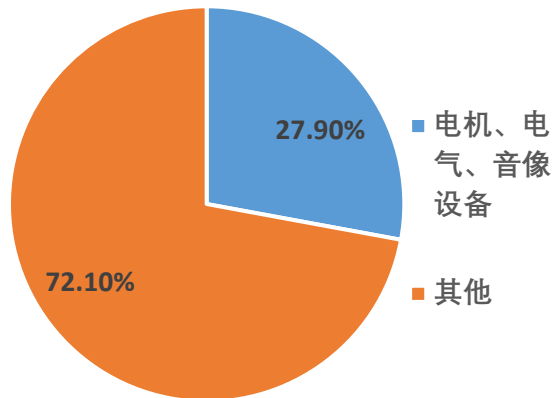
2024 年中国对美国出口金额 5246 亿，占中国出口总额的 14.6%；其中“电机、电气、音像设备”占比出口美国总额的 27.90%。对等关税将影响到国内家电的出口，进而影响到国内铜的消费。

图 12 2024 年我国出口贸易情况



数据来源：iFinD、宝城期货研究所

图 13 2024 年我国出口贸易分项



数据来源：iFinD、宝城期货研究所

3.5 中美贸易脱钩

4 月 11 日，我国财政部发布公告《国务院关税税则委员会公布公告调整对原产于美国的进口商品加征关税措施》，其中写道：即便美方继续加征再高关税，已经没有经济意义，而且还将沦为世界经济史上的笑话。在目前关税水平下，美国输华商品已无市场接受可能性。如果美方继续关税数字游戏，中方将不予理会。但是，倘若美方执意继续实质性侵害中方利益，中方将坚决反制，奉陪到底。

4 结论

2月以来，关税预期推升 COMEX 铜价，与 LME 的差价一度高达 1600 美元；随着 4 月 2 日“对等关税”政策公布；铜在豁免清单之列，纽约铜领跌，COMEX 和 LME 价差在数个交易日内由此前高位 1600 美元缩小至 500 美元。各国针对关税政策采取措施，市场陷入衰退交易之中，全球资产普跌。由于前期市场交易关税预期推高了铜价，随着“对等关税”政策落地，叠加市场衰退预期上升，铜价一度跌去一季度所有涨幅。

4 月 9 日，美国特朗普表示将延缓未反制国家的关税措施 90 天，全球资产普涨，隔夜美股反弹明显。从市场表现来看，关税政策的加码对盘面的边际影响下降明显，而关税措施的放松催化了多头的反攻。美国政策朝令夕改很大程度上说明了目前政策的有效性较弱，尤其是在关税的税率问题上，加减进退自如，双方协商的余地较大。这可能会使得金融市场对美国政策的敏感性下降。

推动铜产业“回归本土化”的政策逻辑，本质上是将铜从大宗商品升级为战略武器，试图通过“安全压倒效率”的原则重构全球供应链。这一路径虽能短期缓解美国的安全焦虑，但将面临经济成本、国际规则和产业生态的全面挑战。若政策执行过于激进，可能导致美国的科技发展和绿色转型减速，最终迫使美国在“绝对安全”与“开放合作”之间寻找新的平衡点。

美国豁免铜关税的核心逻辑是平衡贸易保护与供应链安全，避免关键领域因供应链断裂或成本飙升陷入危机。这一政策既反映了美国在战略资源上的结构性依赖，也暴露了其试图通过关税工具实现多重政策目标时的内在矛盾。

在关税政策的博弈中，我国表现强硬很大程度上来源于我国贸易的多元化以及内循环的底气。关税战或使我国的废铜进口量有所下降，我国或从东南亚寻求进口增量；我国的终端出口或受到阻碍，或从出口转内销以及贸易多元化寻求增量。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

获取每日期货观点推送

服务国家
知行合一

走向世界
专业敬业



诚信至上
严谨管理

合规经营
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在

免责条款

除非另有说明，宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）拥有本报告的版权。未经宝城期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告的全部或部分内容。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。宝城期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是宝城期货在最初发表本报告日期当日的判断，宝城期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但宝城期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。宝城期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

宝城期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

宝城期货版权所有并保留一切权利。