



戴维斯双杀，继续看跌铜价

铜策略报告

观点：

有色金属作为典型的顺周期商品，对全球制造业活动敏感度极高。开年以来我们维持对铜价的谨慎、长期看涨，强调利多在前、风险靠后的战略意识，3 月下旬针对性铜进口征收 25% 的关税几乎已被充分交易，美铜溢价由 17% 已向 10% 以内范围回归。4 月中美正式进入关税博弈，前期未被充分计价的全球广泛性的关税威胁与各国反制将是二季度交易重点，交易风格的快速切换给高估值的铜价重击。

对于兼具商品与金融属性的铜而言，其价格对贸易政策敏感度最高。当前国内政策以针对性对冲外部施压为主，因此主线依然是广泛性关税政策如何实施。若对等关税温和，则铜价有望抵抗式回调甚至企稳。若全球贸易摩擦升级引发衰退，铜价或将复刻 2022 年 6 月需求估值双杀局面，接下来铜价将面临更多重下跌压力。重点关注中美贸易博弈进展。

操作策略：

单边，前空逢低可逐步减仓，轻仓持有（沪铜月报 3 月 31 日策略）。期权，双买期权可继续持有（沪铜月报 3 月 31 日策略）。现货，按需采购基础上可逐步增加采购量，若触发 7 万以下，可考虑建立远期原料库存。

风险提示：

警惕美国关税落地超预期温和

分析师：

张维鑫

邮箱：zhangweixin@csc.com.cn

电话：023-81157296

期货交易咨询从业信息：Z0015332

研究助理：

虞璐彦

邮箱：yuluyan@csc.com.cn

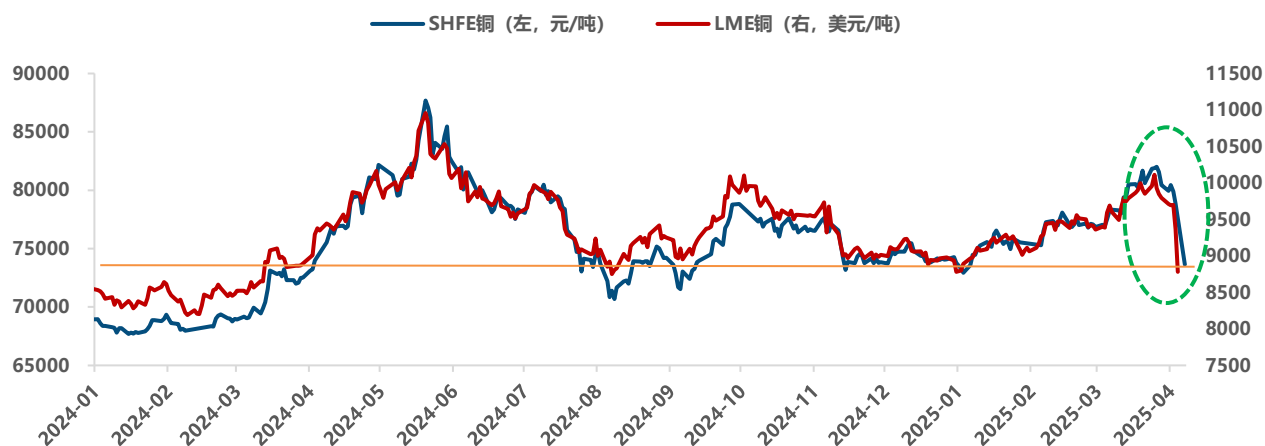
期货从业信息：F03124195

发布日期：2025 年 4 月 7 日

一、行情综述

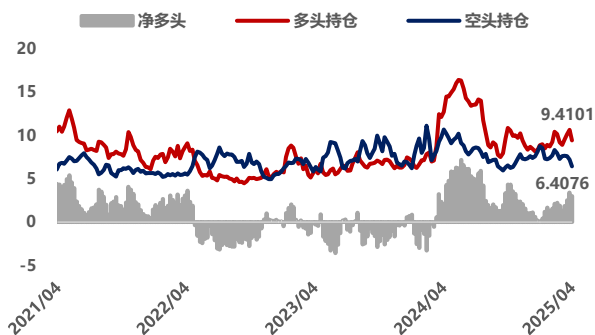
4月铜价暴跌，LME铜自近9800美元高位跌超10%摸低8100美元后技术性反弹至9000美金一线附近，COMEX铜自历史高位跌近13%至4.4美元/磅，较伦铜溢价约8%。清明假期后沪铜补跌，但因7%跌停板限制，运行至73640-75500元区间。本轮暴跌主要由特朗普宣布全球对等关税后、中方关税反制引发，市场衰退担忧加剧。CFTC报告显示，节前COMEX1号铜非商业持仓总量、净多持仓量低于去年同期，海外机构看多意愿并不集中。

图1：沪铜主力及伦铜走势



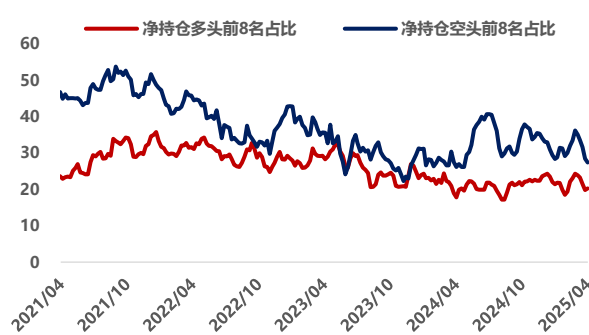
数据来源：Wind，中信建投期货

图2：COMEX1号铜非商业持仓（万张）



数据来源：Wind，中信建投期货

图3：COMEX1号铜净持仓排名占比（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

二、关税风险涌现，估值迎来下修

全球性的对等关税短期会带来国际贸易的割裂、有色贸易的碎片化。4月2日，特朗普宣布国家紧急状态，全面征收关税，设10%“最低基准关税”，于美东时间4月5日凌晨0时01分生效，对同美贸易逆差大国征收的更高对等关税于美东时间4月9日凌晨0时01分生效，钢铝、汽车、金条、铜、药品、半导体和木材制品不受对等关税影响，25%的汽车关税于4月3日生效。美国政府对华输美商品征收“对等关税”引发中方关

税反制，国务院关税税则委员会宣布自 4 月 10 日 12 时 01 分起，对原产于美国的所有进口商品在现行适用关税税率基础上加征 34% 关税，对于政策落地前货物已从启运地启运的，在 5 月 13 日前进口的，不加征规定关税。

受关税扰动负面冲击，打破各国贸易顺差的稳定性，各贸易顺差国出口受挫，受出口关税封锁的企业利润蒸发、订单国际化转移，甚至减少，由此引发各国贸易政策反制的不确定性，全球需求前景面临下行压力。长期来看，对等关税或将引发有色商品的分化，对于基本面供给约束更强的铜、锡而言，价格韧性提供一定的缓冲垫，但对于供需稍弱的有色商品，跌势或相对靠前。

特朗普对等关税政策对有色金属市场带来的利空冲击主要与需求预期有关，在当前美国制造业 PMI 跌破荣枯线的背景下，若推高关税抬升原材料成本，或将进一步削弱商品消费预期。美国 3 月 ISM 服务业 PMI 意外创九个月新低，订单增长放缓，就业重挫，价格指数仍处高位。4 月 1 日美国 3 月 ISM 制造业 PMI 指数今年首次出现萎缩，价格指数飙升，创 2022 年 6 月以来的新高，与此同时，工厂订单和就业均低迷，凸显特朗普关税对美国经济的影响。就业市场维持降温趋势，美国 3 月非农就业人口增 22.8 万人，预期增 13.5 万人，但失业率由 4.1% 抬升至 4.2%。

三、需求预期占主导，供给约束更靠后

关税带来的需求预期下修后，本就偏淡的消费雪上加霜。2023 年来因矿冶矛盾，TC 暴跌引发了减产讨论，成为了铜价走强的重要支撑，然而与此同时下游需求的走软令全球铜库存不断抬升。至 2025 年 4 月 3 日，全球铜库存高达至 65 万吨，其中境内铜库存维持在约 35 万吨高位，3 月末至 4 月末为国内铜去库平台期，境外库存因针对性关税预期回落也开始恢复增长，尤其 COMEX 库存铜延续去库 0.92 万吨至 22.46 万吨，COMEX 铜库存几乎持平于 8.47 万吨。

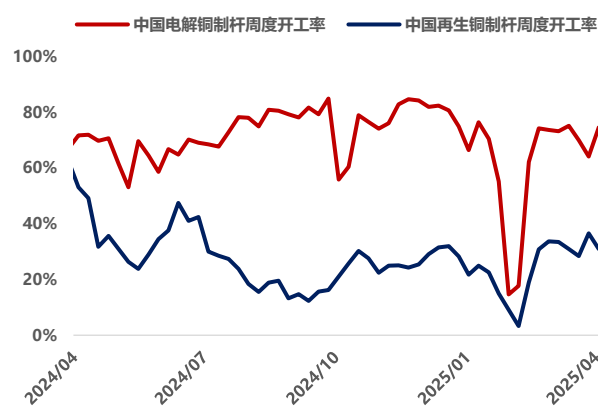
老生常谈的长线供给约束来自于绝对低位 7000 美金的价格支撑。路孚特 2024Q1 全球铜矿山 C1 为 5781 美元，现金成本为 7100 美金；Woodmac2024 年全球铜矿现金成本 90 分位数约 5700 美金；我们计算认为，全球 62 座重要的铜矿山加权 C1 为 5883 美金，总现金成本为 6934 美金，较当前的 8800 美金仍有距离。

图 4：铜冶炼加工费用



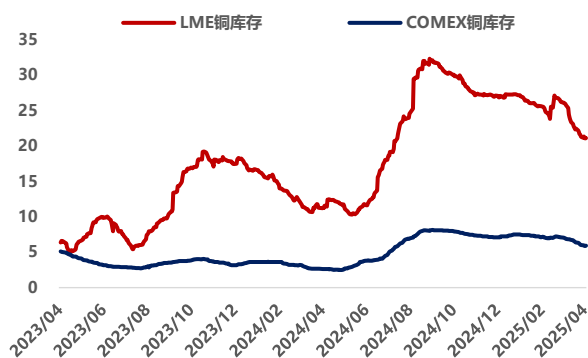
数据来源：SMM，中信建投期货

图 5：铜制杆企业周开工率（%）



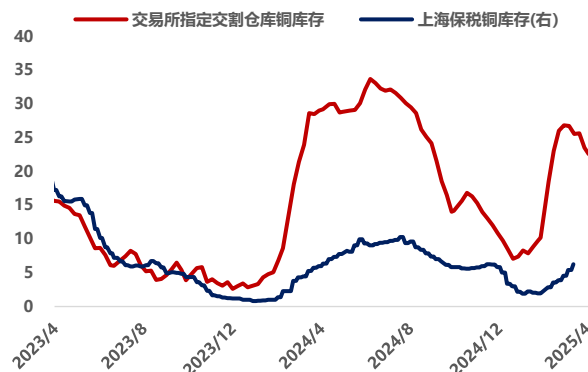
数据来源：WIND，中信建投期货

图 6：LME 和 COMEX 铜库存（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 7：国内铜库存（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

四、政治博弈下的参考策略

有色金属作为典型的顺周期商品，对全球制造业活动敏感度极高。针对性铜进口 25% 关税几乎已被充分交易，需求强现实——囤货热降温，LME 铜去化斜率放缓，美铜溢价由 17% 已向 10% 以内范围回归。前期未被充分计价的全球广泛性的关税威胁与博弈将是二季度交易重点。对于兼具商品与金融属性的铜而言，其价格对贸易政策敏感度最高。若对等关税政策有望缓和，则铜价有望企稳。但若全球贸易摩擦升级引发衰退，铜价或将复刻 2022 年加息周期中需求估值双杀局面。结合当前国内政策以针对性对冲外部施压为主，预计接下来铜价面临较大的下跌压力，重点关注中美贸易博弈进展。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。