

# 铜市裂痕：COMEX 与 LME 极端价差背后的玄机

## 报告要点

本篇报告梳理本轮 COMEX 铜和 LME 铜极端价差的成因，与 2024 年 5 月的极端价差的异同点以及交易策略，套利策略为：有条件的可以将铜现货运至 COMEX 交仓；单边策略为：2025 年上半年做多铜，沪铜短期阻力位在 8W 附近。

## 摘要

自 2025 年 1 月 3 日开始，我们发现 COMEX 铜快速上涨，截至 2 月 11 日，COMEX 铜涨幅达 14.2%，而同期 LME 铜涨幅为 6.3%，SHFE 铜涨幅为 5.1%，涨幅分化明显。COMEX 铜较 LME 和 SHFE 铜溢价明显抬升。北京时间 2 月 10 日 22 时，COMEX-LME 铜价差超过 42.7 美分/磅，约合 940.8 美元/吨，价差达到历史高位。

2024 年 5 月 COMEX 铜-LME 铜极端价差发生时，COMEX 铜近月合约价格大幅高于远月合约，而本轮极端价差行情中，COMEX 铜整体呈现小 Contango 结构。通过对比本轮与上轮极端价差的发生背景，相同点在于全球铜显性库存均偏低，全球铜矿均紧缺，不同点在于目前虚实比合理、LME 铜库存更高，因此本轮极端价差发生的原因因为 COMEX 铜在定价特朗普对铜征收关税而非挤仓。

交易策略方面，此前市场普遍预期特朗普对铜征收 10% 关税，当前价差已基本反映。然而美国铜关税政策不确定性仍存，关税高于或低于 10% 均有可能。值得注意的是，上一轮极端价差收敛的原因是宏观环境发生重大转变，但本轮极端价差或因关税预期持续存在而难以收敛。此外，当前美国宏观经济良好，高频经济指标呈现回升态势，且 2025 年美国电网、AI 配套设施及基础设施投资将维持较高增速，市场预期铜供需基本面良好，COMEX 铜易涨难跌。推荐交易策略如下：

**套利策略：**有条件的可以将铜现货运至 COMEX 交仓；由于特朗普关税政策仍存不确定性，做多或做空 COMEX 铜与 LME 铜价差的风险较大，COMEX 铜和 LME 铜的跨市套利需谨慎。

**单边策略：**我们看多 2025 年上半年的铜价，沪铜短期阻力位在 8W 附近。

**风险提示：**1) 特朗普对铜关税政策反复；2) 欧洲和南美至美国航运费和运输时长的变化

## 有色与新材料组：

### 研究员：

李苏横

从业资格号：F03093505

投资咨询号：Z0017197

郑非凡

从业资格号：F03088415

投资咨询号：Z0016667

白 帅

从业资格号：F03093201

投资咨询号：Z0020543

杨 飞

从业资格号：F03108013

投资咨询号：Z0021455

王雨欣

从业资格号：F03108000

投资咨询号：Z0021453

**重要提示：**本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。



## 目录

一、 COMEX 铜与 LME 铜极端价差介绍 .....	4
二、 本轮 COMEX 铜极端价差与上轮的异同点 .....	4
（一） 全球铜显性库存均偏低 .....	4
（二） 全球铜矿均紧缺 .....	5
（三） 目前 COMEX 铜库存处于高位，虚实比更合理 .....	5
（四） 目前 LME 库存高于上轮极端价差行情 .....	6
三、 交易策略 .....	6
（一） COMEX 铜价易涨难跌 .....	6
（二） 有条件的可以将铜现货运至 COMEX 交仓，上半年看多铜价，近期阻力位在 8W 附近 .....	8



## 图表目录

图表 1: COMEX-LME 铜价差 .....	4
图表 2: 全球显性库存 .....	5
图表 3: 铜精矿现货粗炼费 .....	5
图表 4: COMEX 铜库存 .....	6
图表 5: LME 铜库存 .....	6
图表 6: 2016 年至今美国 Markit 制造业 PMI .....	7
图表 7: 2016 年至今美国 OECD 综合领先指标 .....	7
图表 8: 美国主要电力公司电网资本开支及变化情况 .....	7
图表 9: 四大云厂商资本开支情况 .....	8

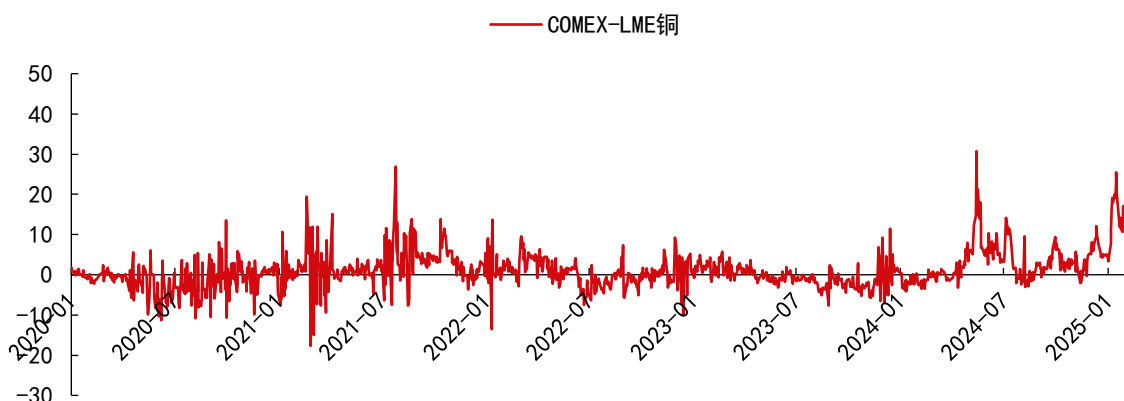


## 一、COMEX 铜与 LME 铜极端价差介绍

自 2025 年 1 月 3 日开始，我们发现 COMEX 铜快速上涨，截至 2 月 11 日，COMEX 铜涨幅达 14.2%，而同期 LME 铜涨幅为 6.3%，SHFE 铜涨幅为 5.1%，涨幅分化明显。COMEX 铜较 LME 和 SHFE 铜溢价明显抬升。北京时间 2 月 10 日 22 时，COMEX-LME 铜价差超过 42.7 美分/磅，约合 940.8 美元/吨，两者价差达到历史高位。

图表1：COMEX-LME 铜价差

单位：美分/磅



资料来源：Wind 中信期货研究所

2024 年 5 月 COMEX 铜-LME 铜极端价差发生时，COMEX 铜近月合约价格大幅高于远月合约，该情况并未在本轮极端价差行情中发生。截至 2 月 11 日收盘，COMEX 铜 2503、2504、2505、2507、2509、2512、2601 合约结算价分别为 4.6010、4.6230、4.6460、4.6750、4.7020、4.7320、4.7475 美元/磅，合约价格逐月上升，整体呈现 Contango 结构。究其原因，COMEX 铜在定价特朗普对铜进口全面加关税，而非挤仓。

## 二、本轮 COMEX 铜极端价差与上轮的异同点

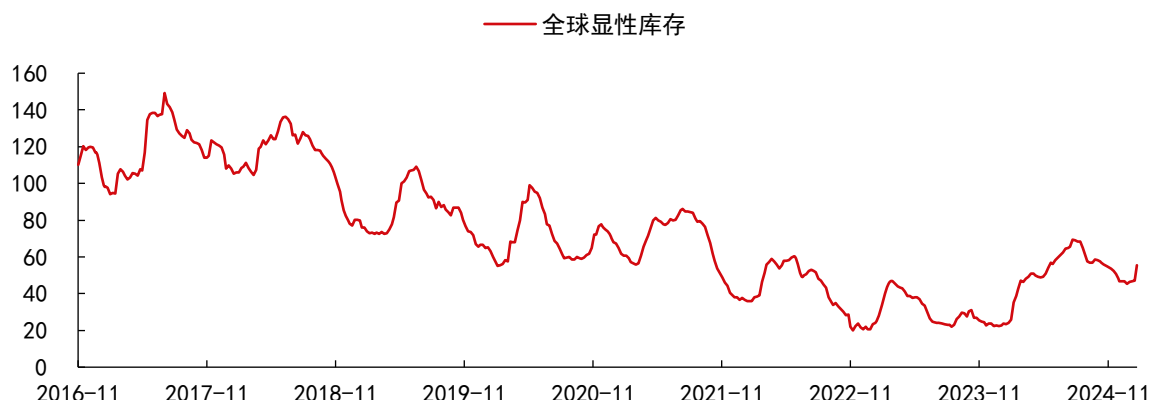
### （一）全球铜显性库存均偏低

上轮的极端挤仓后，大量铜现货流入 COMEX 和 LME 交易所仓库，以三大交易所加上海保税区反映的全球铜显性库存为例，上轮极端挤仓时全球显性库存在 40-60 万吨，截至 2025 年 2 月 7 日，全球铜显性库存为 56.1 万吨，基本与上轮极端价差发生时持平。近十年来全球铜显性库存大部分时间在 50-100 万吨，因此目前与上轮极端价差发生时库存水平均处历史低位。



图表2：全球显性库存

单位：万吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

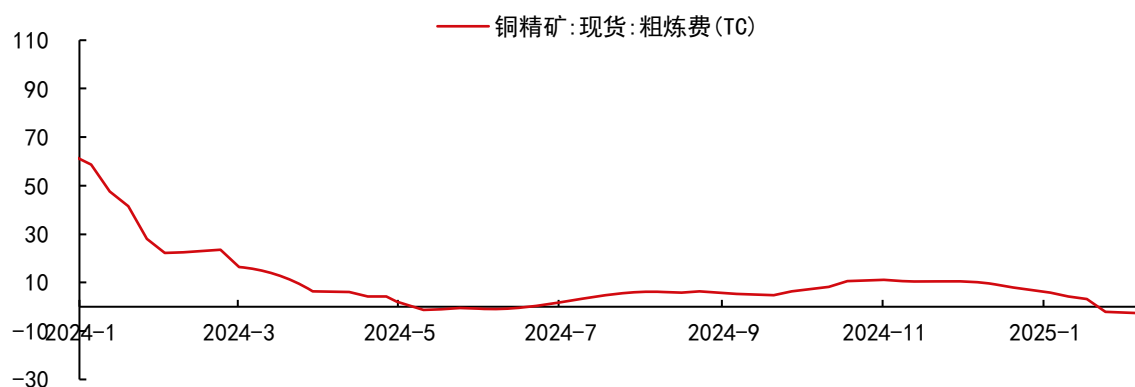
## （二）全球铜矿均紧缺

上轮出现极端价差的背景是铜矿生产扰动较多，例如全球第 13 大铜矿在 2023 年底意外关停，巴西法院暂停淡水河谷旗下 Sossego 铜矿运营许可；赞比亚面临电力紧缺问题；刚果（金）的 COMMUSSAS 铜钴矿所生产的部分产品被查出辐射含量超标，导致该矿关停，2024 年 4 月下旬 BHP 拟收购英美资源强化供应端担忧。2024 年 3 月 13 日，中国有色金属工业协会于北京组织召开铜冶炼企业座谈会，号召国内炼厂减产。3 月 28 日 CSPT 小组再次倡议联合减产。两次公开喊话减产强化矿端偏紧往冶炼端传导的预期。

从全球铜矿产能周期来看，2024-2026 年全球铜矿新增产量偏少，截至 2025 年 2 月 7 日，最新铜精矿现货 TC 重新跌至负值，下降趋势明显。

图表3：铜精矿现货粗炼费

单位：美元/吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

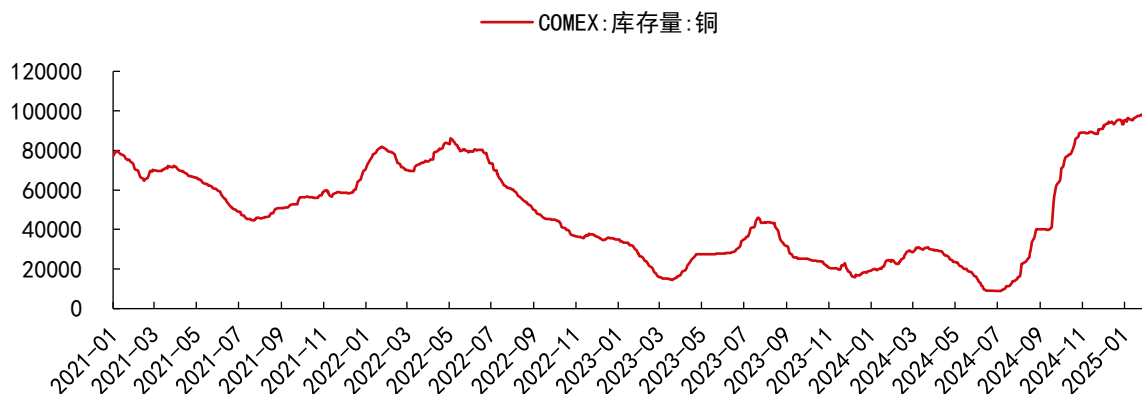
## （三）目前 COMEX 铜库存处于高位，虚实比更合理

上轮极端价差发生时，COMEX 铜库存在 2 万吨左右，而 2 月 11 日 COMEX 铜库存为 10.03 万吨，处于库存历史高位。COMEX 铜 3 月合约持仓为 9.59 万手，折合万吨 108.9 万吨，虚实比为 10.86。历史上 COMEX 铜主力合约与 COMEX 铜库存比值大部分时间在 0-20 之间，因此当前虚实比处于历史合理水平。



图表4: COMEX 铜库存

单位: 吨



资料来源: Wind 中信期货研究所

#### (四) 目前 LME 库存高于上轮极端价差行情

截至 2025 年 1 月底, 中国和俄罗斯品牌铜分别为 119850 吨和 52025 吨, 分别占 LME 总库存的 51.45% 和 22.34%, 合计占 73.79%, 占比与上轮极端价差行情持平。截至 2025 年 2 月 11 日, LME 库存约为 24.33 万吨, 比上轮极端价差更高。不过放到过去 15 年来看, 当前 LME 铜库存仍处于历史中偏低位置。

图表5: LME 铜库存

单位: 吨



资料来源: Wind 中信期货研究所

### 三、交易策略

#### (一) COMEX 铜价易涨难跌

2018 年中美贸易战后, 美国对自中国进口的钢铁和铝维持 25% 和 10% 的关税, 中国企业采用转口贸易等方式规避关税, 而本次特朗普针对这两个基础工业原材料全面征收 25% 关税, 意在全面提高两者的进口成本, 扶持美国钢铁和铝产业, 完成其制造业回流的目标。自贸易战后, 美国进口中国的电解铜一直维持 25% 关税, 反映出其扶持本土铜产业的意愿之强, 考虑到铜与钢铁及铝均属于基础工业原材料, 美国仍有可能对所有国家的铜征收 25% 关税, 那么 COMEX 铜与 LME 铜价差较当前还会进一步扩大。

同时, 当前 COMEX 铜处于宏观和供需基本面共振的阶段, 向下的驱动少。2025 年 1 月美国制造业 PMI



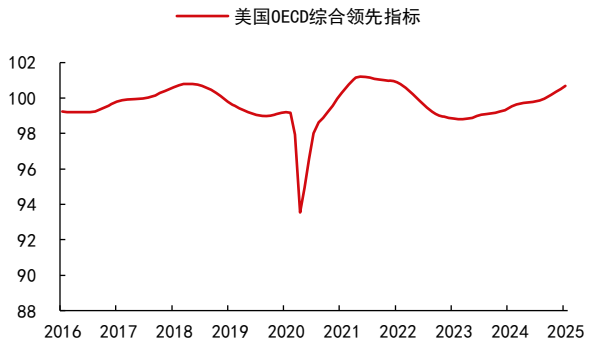
为 51.2，环比上升 1.87，同比上升 0.50，并重回荣枯线之上。1 月美国 OECD 综合领先指标为 100.67，环比上升 0.15，同比上升 1.22，两个与铜价走势基本重合的经济指标均处上行趋势，宏观经济给予铜价较强的上行动力。

图表6：2016 年至今美国 Markit 制造业 PMI



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表7：2016 年至今美国 OECD 综合领先指标



资料来源：Wind 中信期货研究所

供需基本面预期来看，供应端伴随铜矿供需缺口持续扩大，铜精矿现货 TC 再度步入负值，美国需求端受到电网建设和基建的提振。当前美国电网设备老化较为严重，当前正处于电力建设新周期，美国多家供电公司 2024-2028 年电网资本开支计划均较 2023-2027 年资本开支上调，上调幅普遍在 10-30%，并且其在 2023 年报中披露的资本开支计划完成度大部分在 20%以下，2025 年美国电网资本开支仍有望快速增长。

图表8：美国主要电力公司电网资本开支及变化情况

单位：亿美元、%

地区	公司	2023-2027 年电网计划资本开支	2023 年电网资本开支	计划完成度/%	2024-2028 年电网计划资本开支	上调幅度/%
美国	杜克能源	277	69.9	25.2	365	31.9
	艾克西龙公司	275	74	26.9	345	25.5
	美国电力公司	260	25.7	9.9	270	5.8
	艾克希尔能源	179	30.5	17	221	23.2
	南方公司	171	-	-	191	11.7
	PPL 公司	77	10.6	13.8	93	20.4
	西星能源	66	13	19.7	68	2.3
	OGE 能源	35	-	-	41	18.4
	阿里特公司	7	-	-	15	121

资料来源：各公司公告 中信期货研究所

特朗普上任后还宣布投资 5000 亿美元进行 AI 基建，此次史上最大的 AI 基建大幅提升市场对 AI 和数据中心耗铜量的预期。从数据中心核心建造者北美四大云厂商来看，2025 年将继续加大用于算力基础设施建设的资本开支。云服务提供商为了满足爆发的数据计算需求，为客户提供 AI 大模型云端推理与训练服务，正在增加对算力基础设施的资本开支。从四大云厂商来看，微软表示 2025 财年微软有望投资约 800

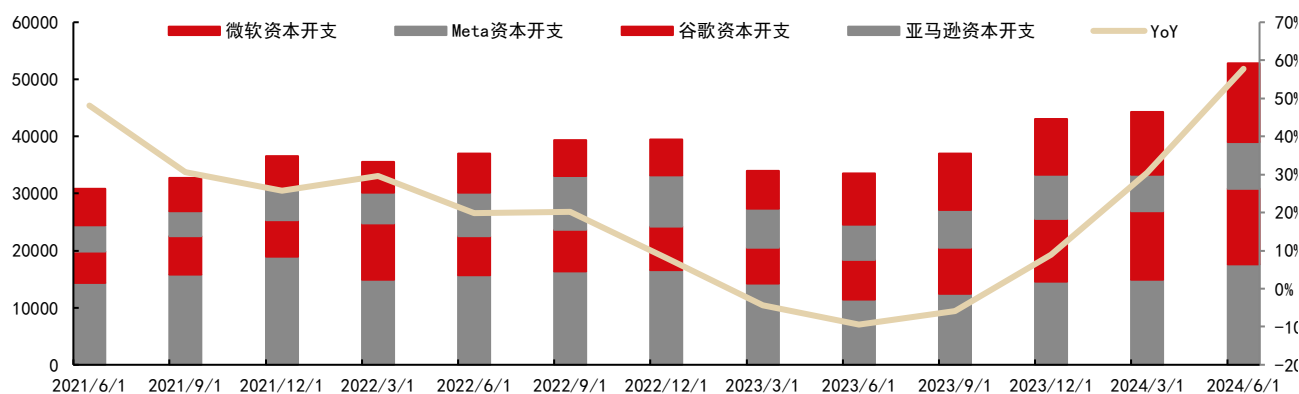




亿美元建设人工智能数据中心，其中一半投资在美国，预计 2025 年资本开支将高于 2024 年。谷歌表示 2025 财年资本开支同比增速或将达到 58%及以上。Meta 表示预计 2024 财年资本开支在 380-400 亿美元，相较于之前的 370-400 亿上修，且 2025 财年资本开支将显著加快。亚马逊预计下半年资本开支将更高，而且更多的资本开支将用于 AWS 基础设施建设。

图表9：四大云厂商资本开支情况

单位：百万美元



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

此外，特朗普在其第一任期推出的 1 万亿美元的基础设施一揽子计划并未实现，如今特朗普再次将基建计划提上日程。电网投资、AI 配套设施建设、基础设施建设的乐观前景大幅提升投资者对于美国耗铜量的预期。同时参考上一轮极端价差行情，只有宏观环境发生重大转变时，极端价差才会收敛。因此当前宏观经济及供需基本面等因素共同支持 COMEX 铜价维持强势。

## （二）有条件的可以将铜现货运至 COMEX 交仓，上半年看多铜价，近期阻力位在 8W 附近

此前市场普遍预期铜的进口关税为 10%，这点在当前 COMEX 与 LME 铜溢价已经基本反映。然而美国铜关税政策不确定性仍存，关税高于或低于 10%均有可能，谨慎参与 COMEX 铜与 LME 铜跨市套利。值得注意的是，上一轮极端价差收敛的原因是宏观环境发生重大转变，但本轮极端价差或因关税预期持续存在而难以收敛，因此将铜现货运至 COMEX 交仓的套利机会仍存。此外，考虑到美国自 3 月 12 日起才对所有进口至美国的钢铁和铝征收 25%关税，如果对铜征收关税，大概率也需要 1 个月过渡期，即从目前开始将铜现货运至 COMEX 交仓的套利窗口期还将存在 1 个月及以上，建议有条件的可以将铜现货运至 COMEX 交仓。预计后续美国以外地区交易所铜库存会流出，或将提振铜价，沪铜近期阻力位在 8W 附近。





## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

## 中信期货有限公司

### 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>