

## “特朗普衰退交易”预期下的商品走势之（三） 铜：短期政策冲击与长期经济周期的错配

通惠期货研发部

李英杰

从业编号：F3040852

投资咨询：Z0010294

手机：18516056442

liyingjie@thqh.com.cn

www.thqh.com.cn

自 2025 年 3 月以来，特朗普政府释放的“衰退交易”预期对全球铜市场形成了复杂的多空交织局面。一方面，特朗普计划对进口铜加征关税的威胁引发供应链重构与跨市场套利行为，推动铜价短期飙升；另一方面，美国经济数据趋弱、美联储鹰派立场及贸易保护主义政策引发的衰退担忧，又对铜的长期需求预期形成压制。这种政策与经济的双重博弈，成为主导铜价波动的核心逻辑。

### 一、关税预期引发的供应端扰动

特朗普在 3 月初宣布将对进口铜启动“232 条款”调查，并暗示可能征收 25% 关税。尽管具体政策尚未落地，但市场已提前反应：

**跨市价差与库存转移：**COMEX 铜对 LME 铜的溢价从 3 月初的 500 美元/吨扩大至 3 月下旬的 1000 美元/吨以上，刺激全球贸易商将 LME 库存转运至美国以套取价差。截至 3 月 28 日，LME 铜库存较年初减少约 12%，而 COMEX 库存同期增长 18%。

**冶炼端矛盾激化：**国内铜精矿加工费（TC/RC）已跌至 -24.30 美元/吨（截至 3.31），创历史新低，导致中国冶炼厂计划加大检修力度，可能进一步收紧精炼铜供应。尽管关税政策主要针对精炼铜，但原料端的紧张已通过产业链传导至终端市场。

### 二、衰退预期下的需求端压制

美国经济数据的疲软加剧了市场对“硬着陆”的担忧。2 月的制造业 PMI 拐头向下，消费者信心指数创 2023 年 6 月以来新低，叠加特朗普关税政策可能推高通胀并抑制消费，市场对铜的工业需求预期趋于悲观。

### 三、市场投机行为导致价格异动

**投机性囤货与期货溢价：**为规避关税成本，美国进口商在 3 月加速囤货，导致 COMEX 铜期货合约出现罕见的“超级升水”结构。5 月合约较 12 月合约溢价高达 8%，反映出市场对短期供应短缺的恐慌。

**政策博弈下的套利窗口：**贸易商通过“买入 LME 铜期货、卖出 COMEX 铜期货”的跨市套利策略，赚取价差收益。据 SMM 测算，3 月跨市套利理论利润一度突破 300 美元/吨，吸引大量资金入场。但这种套利需实物交割配合，实际执行受限于美国进口资质与物流门槛，部分套利头寸被迫平仓，加剧价格波动。

#### 四、关税落地潜在演变

**区域定价体系分化：**美国将形成“高溢价孤岛市场”，COMEX 铜价或长期高于 LME 300-500 美元/吨，刺激南美铜矿向美国直供；

**中国冶炼产能被动调整：**国内冶炼厂可能转向加工费更高的非洲铜矿，但刚果（金）等地的政治风险可能加剧原料供应不确定性。

#### 五、市场展望

**2025 年的全球铜市场正在经历根本性变革：**供给弹性持续弱化，需求结构深度调整，金融属性显著增强。在政策不确定性与能源转型的双重作用下，铜价波动率预计将维持高位，传统的供需将会受到更多地缘政治和金融变量的影响。短期内，关税于今日实际落地后可能会带来行情；长期来看，铜价则大概率在“政策顶”和“成本底”之间宽幅震荡。

#### 六、风险提示

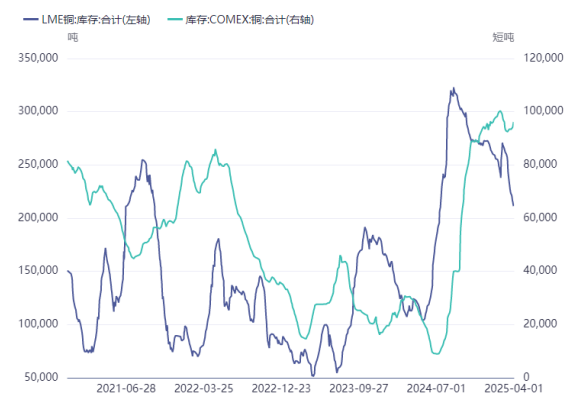
关税落地时间推迟，下游需求复苏不及预期，上游矿山供给受阻。

图 1：COMEX-LME 铜价及价差



数据来源：iFinD、通惠期货研发部

图 2：COMEX-LME 铜库存



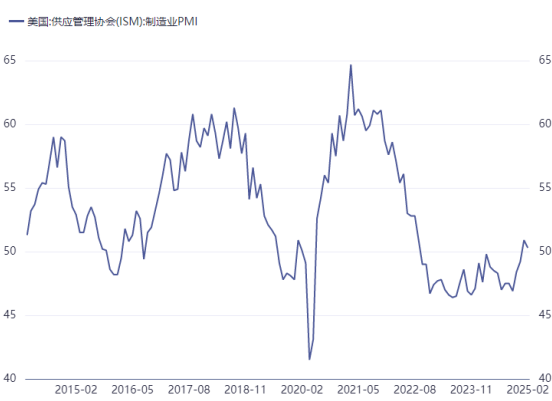
数据来源：iFinD、通惠期货研发部

图 3：铜精矿粗炼费（TC）



数据来源：iFinD、通惠期货研发部

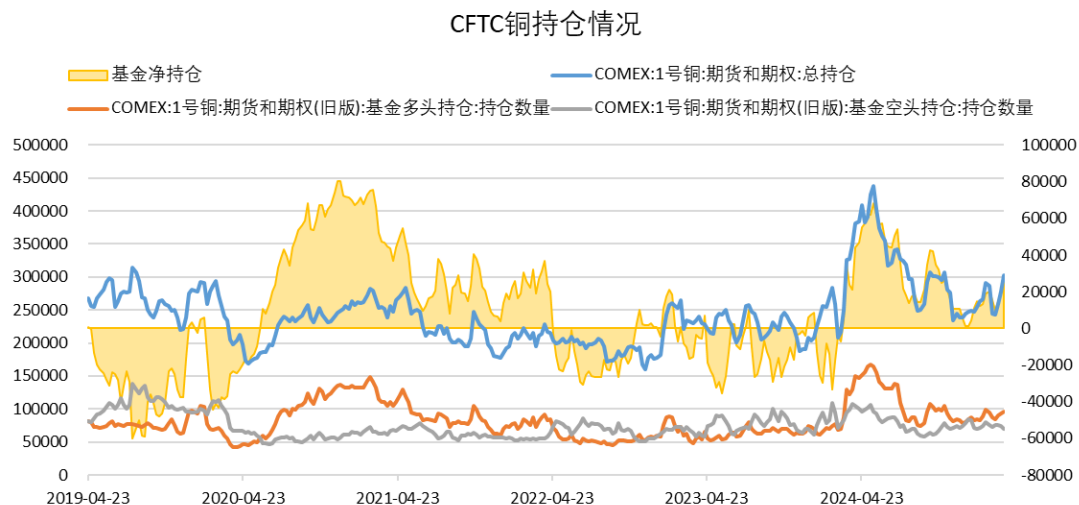
图 4：美国制造业 PMI（%）



数据来源：iFinD、通惠期货研发部

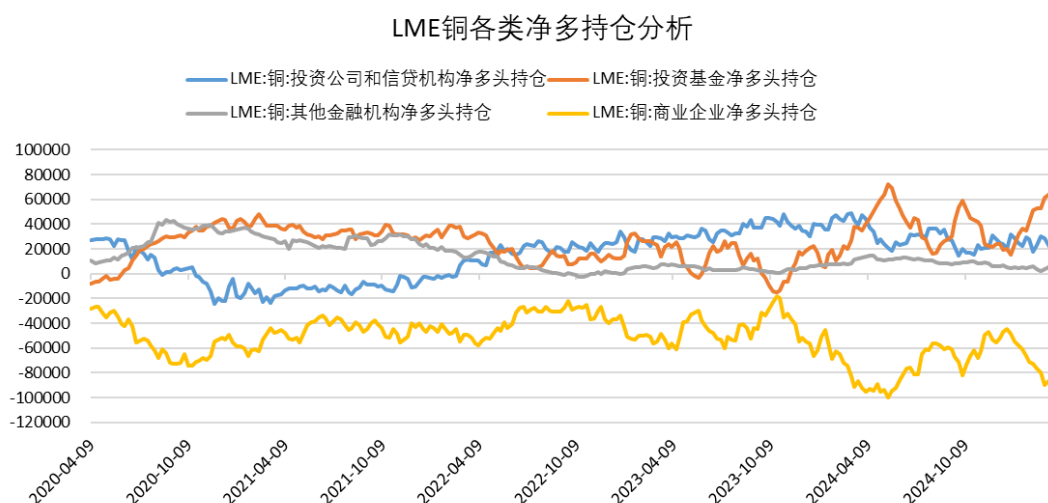


图 5: COMEX 铜持仓情况



数据来源: iFinD、通惠期货研发部

图 6: LME 铜持仓分析



数据来源: iFinD、通惠期货研发部

图 7: 美元指数及铜价



数据来源: iFinD、通惠期货研发部

图 8: 联邦基金利率及铜价



数据来源: iFinD、通惠期货研发部

### 分析师承诺

本人(或研究团队)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(或研究团队)的研究观点。本人(或研究团队)不曾因，不因，也将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。

### 免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。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。本公司不确保本报告充分考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

**咨询热线：021-68864915**

地址：上海市浦东新区陆家嘴西路 99 号万向大厦 7 楼

邮编：200120

电话：021-68866986 传真：021-68866985

