

关税预期下美国提前建立库存将推动非美地区电解铜短缺加剧(0313)

薛韬

2025-03-17 16:50:23

摘要：本次国内平衡调整从年初预计的3万吨缺口扩大到8万吨，全球平衡维持不变。

关税预期下美国提前建立库存将推动非美地区电解铜短缺加剧

全球电解铜市场维持紧平衡不变，但美国对铜市场加征关税的预期会使得铜市场出现区域性不平衡。在美国寻求建立预防性库存的背景下，国内超预期的出口需求会使得缺口扩大，本次平衡调整从年初预计的3万吨缺口扩大到8万吨。

表1：全球电解铜平衡表

全球电解铜平衡 (千吨)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
全球精炼铜产量	23920.66	23934.50	24400.53	25592.32	25429.80	26558.96	27500.00	28100.00
全球精炼铜表需	24186.45	24121.50	24259.18	25904.26	25585.91	26575.06	27200.00	28015.00
同比		-0.27%	0.57%	6.78%	-1.23%	3.87%	2.35%	3.00%
全球显性库存变化	(265.79)	(186.90)	141.35	(311.93)	(156.10)	(16.11)	300.00	84.00

数据来源：同花顺、彭博、SMM、钢联、公开资料整理、东吴期货研究所

表2：国内电解铜平衡表

国内电解铜平衡 (万吨)	2025年1月	2025年2月	2025年3月	2025年4月	2025年5月	2025年6月	2025年7月	2025年8月	2025年9月	2025年10月	2025年11月	2025年12月	2025E
产量	101.38	105.82	110	100	102	105	105	102	100	100	100	105	1236.20
同比	4.54%	11.35%	10.06%	1.51%	1.13%	4.48%	2.12%	0.64%	-0.43%	0.43%	-0.51%	-3.39%	2.57%
进口量	33	25	25	30	35	30	30	30	30	30	25	35	358.00
出口量	1	3	10	5	3	3	3	3	5	5	10	5	56.00
净进口量	32.00	22.00	15.00	25.00	32.00	27.00	27.00	27.00	25.00	25.00	15.00	30.00	302.00
同比	-8.62%	-7.64%	-44.89%	-3.62%	27.64%	110.77%	31.07%	23.40%	-18.43%	-28.39%	-56.93%	-15.18%	-7.96%
总供应量	133.38	127.82	125.00	125.00	134.00	132.00	132.00	129.00	125.00	125.00	115.00	135.00	1538.20
同比	1.05%	7.55%	-1.71%	0.44%	6.41%	16.49%	6.95%	4.68%	-4.64%	-7.05%	-15.02%	-6.28%	0.32%
实际消费量	116.83	84.95	128.00	133.00	144.00	137.00	137.00	134.00	135.00	137.00	125.00	134.00	1545.78
同比	-4.75%	7.31%	13.69%	11.37%	27.22%	13.86%	2.68%	1.35%	-11.85%	8.31%	-17.79%	-11.29%	1.98%
平衡	16.55	42.87	(3.00)	(8.00)	(10.00)	(5.00)	(5.00)	(5.00)	(10.00)	(12.00)	(10.00)	1.00	(7.58)

数据来源：同花顺、彭博、SMM、钢联、公开资料整理、东吴期货研究所

1. 美国本土冶炼产能提升空间受限，关税政策压力下有提前建立预防性库存的必要

根据USGS，2024年美国消费精炼铜约160万吨，美国本土产量约85万吨，**进口依赖率约45%，其中智利是美国最大的精炼铜进口来源国，占进口总量的65%，加拿大占17%，墨西哥占9%，秘鲁占6%**。美国2024年铜精矿产量约为117万金属吨，其中约32万吨被出口。2024年美国废铜出口量约为60万吨，其中一半以上直接运往中国，约25%运往亚洲其他地区。就美国铜原料市场而言处于过剩态势，当地存在一些可供提产或者复产的铜冶炼厂选项，包括Hayden冶炼厂（20万吨）以及Garfield冶炼厂（20万吨），但是若仅仅是**阶段性的关税政策扰动引发的美国铜价飙升并不能保证长期的投资回报，无法刺激美国本土冶炼厂新增产能或者过去被关闭产能的再度释放，即使投产了也不能完全覆盖掉美国本土供应的缺口，仍需要对外依赖电解铜进口以满足美国本土的供应**。这意外着美国本土电解铜消费者有必要提前建立原料库存以缓和关税落地带来的风险。

2. 美国的高现货溢价虹吸效应明显，倒逼国内铜市场出口窗口开启

假设提前建立一个季度的过剩库存，那么美国本土库存预计将累增至20万吨（由于美国一年的消费量为160万吨，进口依赖度为45%，关税仅影响进口而不影响本国生产，因此仅需要考虑提前建立对进口铜的库存），**以现有的全球电解铜平衡推断，非美地区全年缺口预计在12万吨。COMEX市场去年11月至今年2月累库区间内最高水平达到2万吨，合计注册与非注册品牌预计在5万吨**（LME注册仓单原产地中排除俄罗斯以及中国的货源后注册仓单库存下滑量），**仍需从非美地区进口15万吨电解铜**（预计主要来自南美的贸易转移，包括智利、秘鲁等，加拿大以及墨西哥对美国的出口集中度预计将进一步提高）。从2024年我国进口数据来看，我国有一部分占比来自于南美地区，势必会反映到国内进口的下降，同时LME作为全球铜市场调整的蓄水池，美国从系统中短时间抽取较多库存，会使得国内出口窗口被动打开去补充LME市场中的货源。2024年6月comex逼仓事件使得国内出口窗口打开，对应当月我国电解铜出口量在15万吨，今年一季度出口窗口的两度开启也可能是国内单月出口量达到10万吨以上的量级（往年出口规模单月2-5万吨，本次窗口打开出口预计额外新增5万吨以上）。**上半年超预期的出口需求会使得国内缺口扩大，从年初预计的3万吨缺口扩大到8万吨。**

3. 短期国内冶炼厂减产预期发酵推动内外盘比价走强

铜精矿进口加工费已经跌至-15美元/吨以下，这意味着冶炼厂使用进口散矿进行冶炼单吨亏损在2000元/吨以上。铜精矿长单加工费维持21.25美元/吨，冶炼厂使用长单单吨亏损在600元/吨。后续看矿山年内并无大型新增项目的投放，矿端紧缺的缓解仅能依赖冶炼厂减产。4月开始有较大规模产能计划检修，此前预期二季度影响产能为330万吨，高于去年的240万吨，预计4月国内电解铜产量将环比降出现下降，叠加进入上半年传统旺季，国网以及南网的订单开始释放，下游开工逐步回升到正常水平，4月开始基本面压力将开始凸显，**边际上国内基本面走强，叠加海外关税预期扰动有限，美国现货溢价暂时并未进一步爬升，内外盘比价有所走强。本次减产的持续事件预计延续到5月，一定程度上使得上下游共振，在铜价未受宏观面影响出现大幅波动的情况下，国内基本面的强势将持续，内外盘比价走强的趋势预计会贯穿上半年旺季（3-5月）。**

4. 未来仍有再度刺激国内电解铜出口窗口打开的可能

目前已经计价的关税税率在10%-13%之间，此前特朗普声称将对铜征收25%的关税税率，**即仍有12%-15%的关税预期尚未定价**。假设关税预期维持在25%的税率不变且最终落地的情况下，COMEX铜价有进一步走强的空间。未来美国现货溢价进一步爬升的背景下（**极端情形COMEX对LME溢价可能达到2000美元/吨以上**），对全球铜的虹吸将显著增强。尤其是在上半年旺季结束后，一方面根据检修计划，国内冶炼厂阶段减产临近结束，另一方面旺

季结束消费边际走弱，国内基本面支撑减弱，而美国随着关税政策预期的再度临近溢价将进一步提高，市场将重新转向外强内弱的局面，或刺激出口窗口再度打开。

风险点：特朗普关税政策不确定性

分析师及投资咨询编号：薛韬（Z0020100）

免责声明：

本报告由东吴期货研究所制作及发布。报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改、及用于其它用途。

期市有风险，投资需谨慎！

期货投资咨询业务批准文号:证监许可【2011】1446号