

## 从美铜领涨看美国关税历史基因

Z0014087 肖静

### 一、铜价 1 月中旬反弹内因

春节前铜市交易倒数第二个整周，内外铜价继续扩大涨势，沪铜加权上冲 7.6 万，且技术形态转变。当周，沪铜 2501 合约交割前，广东铜升水快速回落，且国内社库开始累库。周四 SMM 七地库存增至 10.81 万吨，虽高于去年同期约 7.54 万吨极低位，但库存基本落至往年春节前后水平。

供应端，12 月炼厂铜产出如预期回暖冲产，SMM12 月电解铜产量 109.55 万吨，环比增加 8.99%；钢联口径 103.45 万吨，环比增加 7.2%。海关初步数据显示，上月未锻轧铜及铜材进口扩至 55.9 万吨，环增 2.9 万吨。2024 年年底国内铜上下游供求两旺，且交投气氛直接延续到 1 月。

原本市场认为 1 月国内铜产量季节性环比走弱概率大；同时实际消费开工也将更明显的走弱，第三方调研的周度线缆及漆包线开工率已在显现淡开工特点；且随开年，贸易长单入市，也将缓和去年年底除最后个别交易日现货贴水抛售以外普遍的现货升水状态。然而，国内铜现货在 1 月上半月强现实交易，交割前 SMM 广东铜现货升水最高触及 560 元/吨，并托底上海铜升水在 105-150 元/吨间。珠三角低社库、跨年较被动的物流调动，令沪粤价差较长时间延续高位。市场也有炼厂与贸易商长单升贴水合同谈判不顺的消息，洋山铜溢价也从年底的 68 美元/吨，上升到 76 美元/吨。

铜价在 7.3 万下方止跌上涨，有国内现货供求因素支持，但临近春节国内铜市将转季节性累库，除供应外，消费旺季的启动节奏存在不确定性。技术上，沪铜加权上方阻力 7.75 万，倘若价格继续上行，将不由国内基本面现实驱动，而可能与特朗普当选后的外盘波动、国内宽财政与流动性预期、资金善于积极抢跑布局有关。

### 二、铜市显著交易美国关税不确定风险

1 月强美元背景下，海外贵金属与油价涨势再次升温。众多因素中，铜价上涨的时间点，尤其美伦价差再次持续走扩，很典型的反映了此波铜价涨势的外因，即对特朗普关税政策不确定性的交易。

#### 1、1 月 6 日关税传闻开始影响铜价

1 月 6 日晚美元指数、有色金属与贵金属板块盘中曾有较大异动。美国《华盛顿邮报》援引三位匿名人士的消息称，特朗普助手正在探讨适用于所有国家但仅覆盖关键进口商品的关税计划，令关税主题再次引起市场重视。

该报道称，面临关税的商品将出自对国家经济安全至关重要的行业，可能包括国防工业供应链，如钢、铁、铝、铜；关键医疗用品，如注射器、针头、药瓶等；以及能源生产，如电池、太阳能板、稀土等。美国铜价上涨、领涨就始于这一消息。

图：COMEX 铜价领涨



资料来源：文华财经

## 2、特朗普就职前的关税消息动线

中国是美国关税博弈的重点，市场倾向于习惯将特朗普 2.0 对关税的升级与进一步打压中国制造业相关，比如对墨西哥的间接出口施压，而忽视了其在 2024 年总统竞选时提到的全面关税计划。这包括，对所有进口货物征收 10-20% 的普遍关税，对所有中国输美商品的关税税率提高到 60%。

1 月 6 日开始美伦价差的持续扩大，市场在铜品种上事实性定价，使我们重新加深了对特朗普政策主张的理解。当晚三小时后，特朗普虽然发文否认《华盛顿邮报》的报道内容，称其关税政策将被削弱是错误的，但美伦价差仍在持续扩大。

1 月 14 日彭博社有报道称，特朗普的经济团队考虑逐步缓慢提高关税，根据《国际紧急状态经济权力法案》给予总统权力，制定一个分级关税时间表，每月增加约 2% 至 5% 的关税，增加谈判筹码，并试图控制通胀。据悉这个计划还未提交给特朗普。当日特朗普发文称，他将在宣誓就职当天（1 月 20 日）成立对外税务局，负责征收关税、税款以及所有来自外国的收入。特朗普称，在很长时间，美国通过税务局征税。“通过软弱无力的贸易协定，美国经济为全世界带来了增长和繁荣，与此同时却对自己增税。是时候该改变了”。

特朗普曾透露，1 月 20 日首批行政令中，会对墨西哥和加拿大所有进入美国的货物征收 25% 关税；对中国进口的所有货物，在所有额外关税的基础上，再额外加征 10% 的关税。

市场已在迅速评估特朗普普征关税的风险，表现在金价上，不确定性引导的避险特点明显，金价上涨；体现在原油上，拟通过对俄罗斯原油更严格的出口，而促使其回到谈判桌，油价上涨；而在铜价上，美伦铜价差最大超过 650 美元，经常高位震荡在 400 美元以上，溢价长期

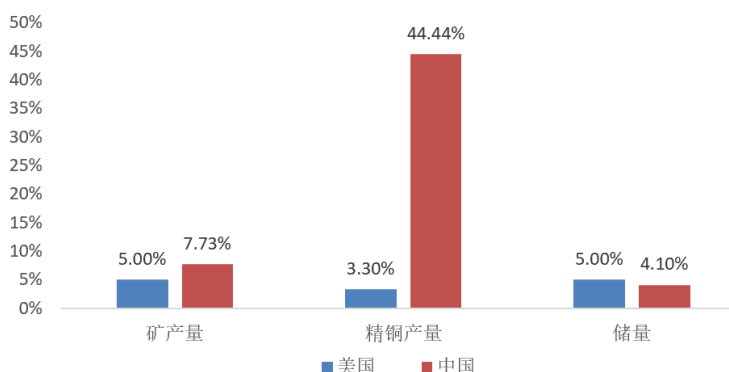
在 4%–5%。市场短线交易“再通胀”。

### 三、美国可能对基础铜原料征收关税的再认识

#### 1、关税认识的局限

我们对关税手段调节的认识，主要围绕国内对外贸易大发展，尤其入市以来的全球化经验。普遍逻辑，中国与美国铜资源量、储量近似，USGS 数据显示 2023 年美国精炼铜净进口 86 万吨。作为重要多元的战略原料，通常是降低关税、激励进口，减少再生铜资源的流出，发展国内再生回收与精炼产量。因此，我们更倾向关注美国对再生铜原料的出口门槛的提高。2023 年美国源自再生铜的产量仅 4 万吨，矿产铜产量 85 万吨，该国也在新建扩产拟投产利用废铜的冶炼产能。

图：2023 年中美铜资源量、产量对比



资料来源：USGS、国投期货

目前，美国是中国最大的废铜进口来源国，上一轮中美关税博弈，2019 年 12 月开始国内曾阶段性加征源自美国进口的废铜关税，美国进口铜曾一度贴地。去年底开始国内部分废铜贸易商谨慎采购美国废铜以主动规避不确定风险。总之，我们之前倾向将美国对铜原料关税的关注，放在废铜原料进口未来可能更紧的方向上，缺少对全面征收关税的认识。

#### 2、美国有全面征收关税的历史基因

2025 年美国建国 249 年，关税是美国历史研究中一个非常重要的领域，与西部土地、银行被认为是美国历史上三大重要问题。美国 1789 年《关税法》第一节开宗明义直接表示：“为了支持美国政府解决债务问题，鼓励及保护制造业的需要，对进口商品、制成品和货物征税”。

美国贸易关税政策大致分为三个阶段：第一阶段：从建国初期至 1933 年，主要采取保护性质的高关税政策。第二阶段：1934 年《互惠贸易协定》至 1973 年，在自由贸易主义背景下，美国通过签订双边和多边贸易协定转入低关税政策。第三阶段：1974 年开始，美国转向“公平贸易”，主要通过非关税壁垒(配额、反倾销、反补贴及各种技术性、绿色贸易壁垒)，

以达到促进贸易、保护国内经济的目的。

图：美国 1790—1970 年平均关税税率变化图



资料来源：IRWIN D A. New estimates of the average tariff of the United States, 1790-1820[J]. The journal of economic history, 2003 (2): 506-513; 创新 2020 年第 6 期 《美国关税政策的历史演变与现实启示》

历史上，美国曾经历过对大多数商品普遍征收高关税的阶段，且持续时间很长。翻查资料，1816 年《关税法案》是美国通过关税政策实现贸易保护主义的开始。该法案秉承了汉密尔顿《关于制造业的报告》的主张，将进口商品分成三类，征收不同税率的关税：

第一类是美国国内供应足够的工业产品，征收高关税保护国内此类制造业；第二类是美国国内部门供应的产品，征收相对较低关税；第三类是美国不能生产的，征收更低财政性关税。美国南北战争之前，各版关税法案以持续抬升关税税率为主。到战争结束后的 1864 年，新的关税法案几乎涵盖所有外国进口商品，平均关税税率达到 49%。大萧条是美国关税武器的顶峰，一战后、1930 年《斯穆特—霍利关税法》对所有进口商品大幅加征关税的极端保护主义，引起了世界各国的报复，保护主义盛行，全球经济危机愈发严重，进口总额 3 年大幅下降七成。低迷的经济环境突显了高关税弊端，罗斯福当政开始，及遍二战后，全球进入由美国主导的现行贸易格局。

#### 四、对美盘铜价差走扩事实性反映的猜测

根本上，一国关税政策的变动，中短线会影响大宗商品区域价格差异，改变局部物流，并可能经过较长时间影响到全球供求产业链。伦敦金属市场更加国际化，设库遵循净价，即无关税、无增值税等。美国铜市场，更加局限，目前具体资料暂缺，但不排除为美国完税铜，关税消息再起波澜后，美盘铜整体持仓增加，但主要集中在 3 月合约，近月实物交割效应暂不明显，COMEX 铜库存在 8.6 万吨高位、较 6 月下旬翻了 10 倍。美国市场并不实行国内增值税制度，从盘面价差上推断，美盘铜注册仓单货物可能是包含进口关税的。

倘未来特朗普政府对全部商品逐步加征关税，铜属于第三类，可能征收比例较小，就能形

成长时间的美伦盘面溢价。倘若不全面征税，价差可能逐渐回归。另外，由于特朗普强调率先对加拿大、墨西哥全面征税，需要分析北美自由贸易区现行铜铝产业链进出口结构。

按 USGS 数据公式口径，铜净进口在表观消费中的占比约 46%，该指标在铝上为 44%（USGS 对表观消费、废料进出口铜铝上有固定公式，并有库存调整，与常见表观消费计算有一定差异）。铜铝两个进口依赖度数值近似，但倘上任初期立即对加拿大、墨西哥全部产品征收关税，成本的抬升目前仅反映在美伦铜价差上，并没有过多影响到美伦铝价差。

图：2023 年美国铜铝市场表观供应状况

美国铜市表观供应（万吨）		美国铝市表观供应（万吨）	
铜精矿产量	110	原生	75
原生铜	85	老废料原铝	150
再生铜	40	新废料原铝	180
精铜净进口	86	铝锭及半成品	360
精铜消费	170	废铝净出口	136
表观含精废铜消费	180	表观消费	400
库存变动	10	表观供应(加新废料原铝)	580
净进口占表观消费比	46%	铝行业库存流转	180
		净进口占表观消费比例	44%

资料来源：USGS、国投期货

图：2024 年 1-10 月美国加拿大、墨西哥在铜原料、铝品种上的进出口物流

	进口			出口			净进口		
	铜精矿	阳极	精炼铜	铜精矿	阳极	精炼铜	铜精矿	阳极	精炼铜
加拿大	3270	687	128000	42500	25100	9120	-39230	-24413	118880
墨西哥	2	0	14000	227000	130	15700	-226998	-130	-1700
全部	3300	1090	771000	339000	30300	33200			
	废铜进口		废铜出口		原料端，2023年美国出口铜精矿与阳极，向墨西哥出口铜精矿占比超过66%，向加拿大出口阳极铜占比82.8%。美国主要自加拿大净进口大量精炼铜，当年净进口11.8万吨，进口占比超过16%。倘美国单方向向加拿大精铜进口征税25%，美铜约溢价4%。贸易流向上，加墨也可就铜精矿进口反向征税，但原料端谈判能力更弱。				
	非合金	合金	非合金	合金					
加拿大	15100	32200	69700	26000					
墨西哥	12900	45000	2660	1860					
中国			288000	37700					
全部	32000	86500	594000	284000					

	进口				出口			
	铝锭及合金	铝材	废铝	合计	铝锭及合金	铝材	废铝	合计
加拿大	232	18.7	34	285	5.59	26	11	42.6
墨西哥	0.342	4.54	18.4	23.3	15.1	26.5	11.9	53.4
全部	304	103	58.1	465	52.5	63.2	17.3	288

2024年1-10月加拿大向美国出口铝锭及合金占其进口比例的76%，铝锭、铝材与废铝方向皆为加墨净进口。对加拿大铝资源依赖度大，但并未过多体现在美伦铝价差上。

资料来源：USGS、国投期货

继续打开三国间铜、铝贸易链条，美国对加拿大铝锭与铝合金的进口依赖度较大，进口占比达到 76%；而铜上美国主要向墨西哥、加拿大出口铜精矿及阳极铜，但反向进口较大比例的加拿大精炼铜，这个占比达到美国精铜进口量 16%。铜价差走扩明显，而进口逆差更大的加拿大铝板块，在同样背景下，却并未明显拉开美伦铝价差。这可能意味着，市场仍倾向特朗



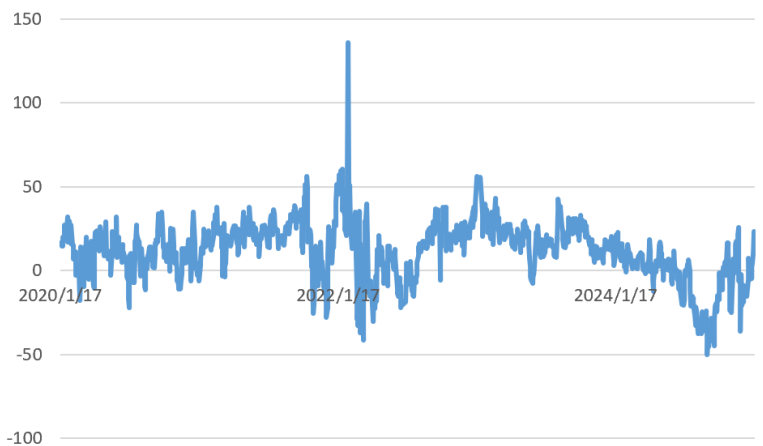
普政府有初步挑选商品加征关税的可能，短时间内较难取代加拿大进口铝产品的地位，而铜进口有其他竞争者采购的余地，且美国对加拿大有精矿原料出口优势，加征精铜关税可能有利于美加市场的进一步谈判。

图：美伦铜价差



资料来源：Ifind、国投期货

图：美伦铝价差



资料来源：Wind、国投期货

## 五、小结

美伦极大铜价差引发猜测，特朗普上任初期，政策摇摆波动风险大。从历史角度、从有利于美国缩小财政赤字的方向出发，特朗普政府却有大规模无差别征收进口关税的概率。不过目前对铜铝市场的影响并不相同，体现了一定的争取谈判筹码的意思。世界银行预计，如果特朗普践行他的关税计划，且其他国家反制，2025 年全球经济增速预期将从 2.7% 下调到 2.4%；美国自身经济增速也可能下滑 0.9%。美国拟任财长贝森特表示：“汇率变动、消费者偏好以及中国商品价格下降都将减轻关税对美国消费者的影响”，继续宣称将通过关税和制裁等手段来“平衡”所谓中国的“不公平贸易行为”，并认为美国通胀水平能够靠向 2%。他并没有过

多提及首批关税博弈政策。

美国希望通过维持强美元，抵消加征关税带来的通胀风险，本国实现稳增长稳通胀。从博弈角度出发，国内应继续稳住制造业基本盘，出口以外，强化出海，提升自身产能技术优势，对部分过剩风险较大的如光伏产业链，严格执行“反内卷”“提质减量”的政策方向。

#### 【免责声明】

本研究报告由国投期货有限公司撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。国投期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为国投期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。