

有色热点报告

铜：当前铜在交易什么？

2025 年 4 月 30 日 星期三

第 18 周

中粮期货产品研发中心

(研究院)

宏观金属组



徐婉秋

从业资格号 F03119103

交易咨询号 Z0019515

○ 摘要

在宏观环境愈发复杂，基本面矛盾日益突出的当下，铜价整体呈强现实、弱预期的表现，波动较前期明显加剧。从绝对价格来看，基本面偏强固然给予铜价良好支撑，但关税的隐忧依然限制铜价上行空间，因此铜价或再难出现趋势性上涨行情，或表现为偏强震荡，整体上应关注沪铜运行至 78000 元/吨、伦铜 9500 美元/吨上方后国内消费会否受到明显抑制。



自 4 月以来，铜价经历剧烈波动，特朗普宣布全球对等关税政策后，其猛烈程度远超市场预期，宏观层面快速切入对全球经济衰退预期的定价，潜在的流动性风险使得前期稳健上涨的黄金都出现了抛售，铜价随之呈恐慌性下跌，伦铜自 9700 美元/吨下跌至 8100 美元/吨仅用了三个工作日，最大跌幅近 17%，国内清明假期后沪铜开盘便跳空直接进入跌停板。此后，伴随美国并未出台更多更为严苛的关税政策，宏观情绪整体有所缓和，同时一周后特朗普突然宣布对超过 75 个国家实施为期 90 天的关税暂缓措施，前期市场对于关税带来的衰退定价由此转向，铜价随之快速反弹，而近期特朗普对于关税的态度明显放松，与各国的贸易谈判仍在持续，市场风险偏好显著回升，伦铜、沪铜分别回升至 9400 美元/吨、77000 元/吨一线震荡运行。

当前，贸易冲突进入短暂的“冷静期”，前期宏观层面对铜价的扰动逐渐褪去后，铜似乎又回归到了基本面本身，价格相对强势的表现不禁令人疑惑，美国加征关税的影响为何没有体现？现在铜市究竟在交易什么？在此，我们将对这两个问题进行简要探讨。

一、美国加征关税对铜的影响将体现在中长期

本轮美国的关税政策与 2018 年完全不同，上一次贸易冲突仅为中美之间，特朗普核心目标为缩小美国对华贸易逆差，而本轮贸易冲突全面打击除美国外的所有国家，目标除缩减美国自身贸易逆差外，还试图强制美国制造业回流。综合来看，本轮加征关税政策在强度与广度上远超上一轮，若在暂缓期后切实执行，对全球经济及需求端将造成毁灭性的打击。

目前正处于 90 天暂缓期，美国对除中国外的大多数国家关税水平暂时维持



10%，各国仍在陆续进行与美国的贸易谈判。然而，美国对中国的关税水平仍维持于 145%，相应地，中国对美国的关税水平上调至 125%。因此，截至 7 月中旬以前，美国加征关税对实际贸易的影响更多集中于中美之间。

对铜来说，美国是精炼铜的净进口国，年进口量约为 80-90 万吨，占国内总需求近 50%，是废铜的净出口国，年出口量超 90 万吨。我国是精炼铜和废铜的净进口国，2024 年精炼铜进口量超 370 万吨，占我国总需求近 25%，废铜进口量约为 180 万吨，其中来源于美国的废铜约占 20%。我国铜材直接出口至美国的量级较小，去年仅不到 4 万吨，占总出口量仅约 4.6%。因此，**中美之间的贸易冲突对铜产业链的影响更多体现在我国进口废铜及终端需求两个方面。**

废铜方面，自年初市场预期特朗普将对铜加征进口关税以来，美伦价差走扩使得美国废铜的出口优势不再，当前关税的影响已有所体现。根据美国海关数据，美国废铜单月出口至我国的量级由去年同期的 3.5-3.6 万吨下滑至 2.1-2.3 万吨；根据我国海关数据，我国自美国 1-2 月进口废铜由去年同期的 6.5 万吨下滑至 3.5 万吨。再往后看，若关税预期持续，我国自美国进口废铜量级或将持续受限，将更多寻求至东南亚、欧洲等其他来源地。

终端需求方面，在铜的终端领域上，我国对美国直接出口的主要商品包含电线电缆、家电、电子产品等，比重相对较大。当前来看，**我国企业正利用该窗口期积极抢出口**，将此类商品自东南亚等地区转口，同时下游反馈可将增加的成本大部分转嫁到消费者方，短期影响相对有限。然而中长期来看，若关税暂缓期结束，美国继续维持对等关税政策且征税幅度较大，该部分终端需求必将受到明显抑制。

整体上，由于当前关税仍处于谈判阶段，最终幅度仍有反复的可能，目前的



“冷静期”使得短期影响相对有限。但是，倘若最终美国依然对全球非美国国家加征关税，中长期看铜终端行业必然会经历成本上升、需求大幅收缩等影响，铜价或将显著承压。另外值得注意的是，当前美国对铜的 232 调查结果仍未落定，仍需关注铜自身的关税水平对铜的贸易流及价格的影响。

二、现实端基本面强势推动铜价

当前宏观环境进入相对平静的阶段，铜价逐步回归至基本面交易，现实端表现持续强势，推动铜价稳步回升至相对高位运行。

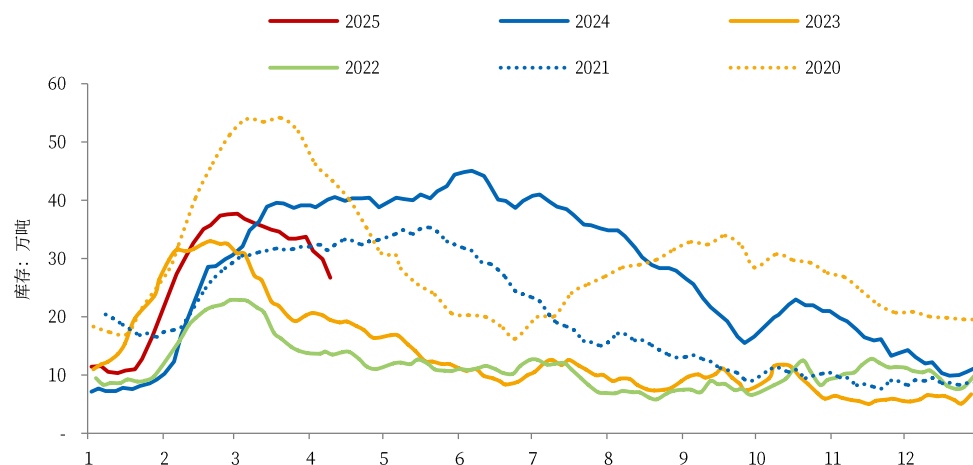
从供需层面来看，供应端，铜矿紧张无法逆转，现货 TC 持续下滑至-42.5 美元/吨，据悉实际报价存在-80 至-100 美元/吨的情况，全年铜矿增量预期普遍下调至 20-40 万吨。然而，矿及精炼的结构性矛盾依然存在，国内冶炼厂产量依然维持历史高位，计划内的检修多集中于粗炼环节，计划外检修减产的情况仍未出现。因此从冶炼厂原料的角度，更应去关注废铜的供应情况。当前废铜市场从年初以来的供需相对宽松逐步转向紧张，而精废价差并未给予废铜优势从而刺激废铜的供应量增加，叠加进口废铜较前期减少，预计后续冷料供应将有所受限。

需求端，当前正值传统旺季，叠加上半年终端需求领域表现依然较好，前期节后国内铜价的快速下跌后下游买货意愿显著增加，4 月国内去库速度超预期，单月去库量超 20 万吨，国内社会库存快速下降至 13 万吨，现货升水随之大幅抬升，较 4 月初的 10 元/吨上行至 230 元/吨。同时，下游加工企业维持高开工状态，精铜杆开工率较月初上升 5%至接近 80%，达到近五年来最高水平。从终端来看，当前国内传统电网、光伏、新能源车及家电领域表现不俗。截至 3 月，国内电网投资累计同比增 24.8%，较去年同期上升 10.1%；光伏新增装机增速显著



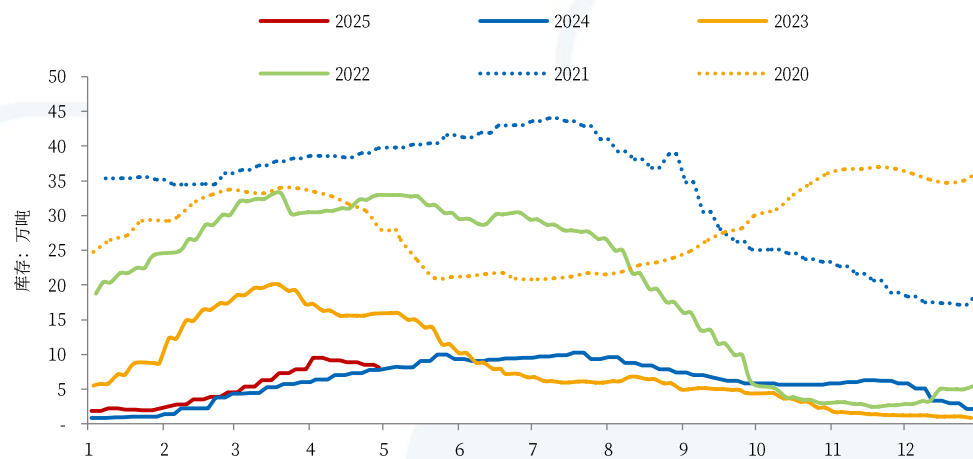
超预期，同比增约 30.5%，主要因上半年的“抢装潮”；新能源车累计销量增速约为 47.1%，较去年同期上升 15.3%；家用空调累计产量同比增约 14.4%，持续保持高增速。由此，全年预期消费增速上调至 3%-4%。

图表 1：国内社会库存



数据来源：SMM，中粮期货研究院

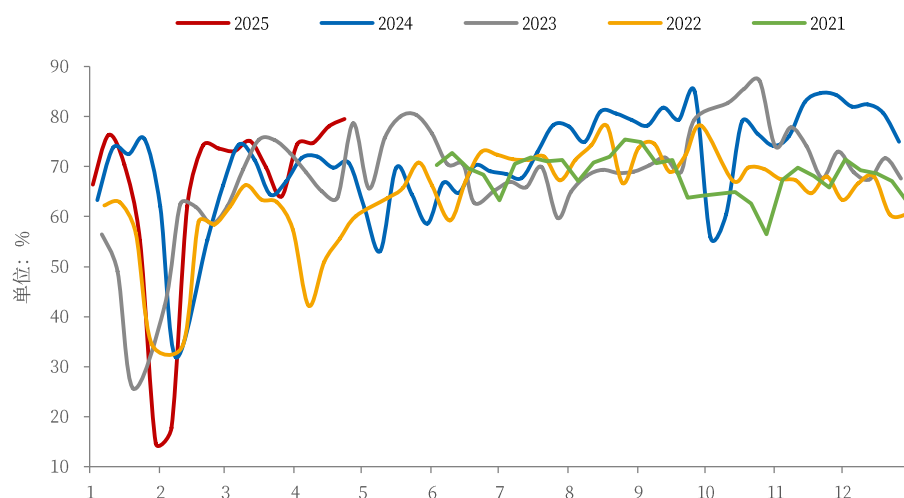
图表 2：国内保税库存



数据来源：SMM，中粮期货研究院



图表 3：精铜杆周度开工



数据来源：SMM，中粮期货研究院

整体上，当前正值供应增量相对有限、需求环比大幅回升的时点，现货库存超预期去化使得盘面价格的下方支撑较为坚固，而后续伴随国内现货升水的持续走强，关注进口窗口打开的时点。此外，当前下游接货或存在一定透支后续订单的情况，关注大幅去库的可持续性，预计5月整体去库斜率将较4月有所放缓。

三、 总结

在宏观环境愈发复杂，基本面矛盾日益突出的当下，铜价整体呈强现实、弱预期的表现，波动较前期明显加剧。从绝对价格来看，基本面偏强固然给予铜价良好支撑，但关税的隐忧依然限制铜价上行空间，因此铜价或再难出现趋势性上涨行情，或表现为偏强震荡，整体上应关注沪铜运行至78000元/吨、伦铜9500美元/吨上方后国内消费会否受到明显抑制。



中粮期货研究院 (Institute of COFCO Futures Co., Ltd)

地址(Address): 北京市东城区东直门南大街5号中青旅大厦15层、3层305-313室、4层401-402室

电话(Phone): 400-706-0158

网址(Website): www.zlqh.com



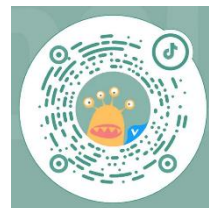
研究院公众号



再读资讯平台



研究院视频号



研究院抖音号

中粮期货研究院介绍

中粮期货研究院是隶属于总部的研究部门，负责公司的基础研发工作，研究领域覆盖宏观经济，农产品，化工品，金属，建材，能源等方面。研究院服务中粮期货前台业务部门和中粮集团实业部门，承担维护公司品牌和提升公司形象的职责，同时从事高端产业和机构客户开发、维护和增值服务。研究院依托中粮集团强大的现货和期货背景，根据多年来的实践，开发出了极具中粮期货特色的偏差反应研究体系。该体系由情景研判、市场反应、预期偏差三个模块组成，用更高的维度，更多元化的方法，改进传统研究体系，提升研究的深度、广度、应变度。

The COFCO Futures Research Institute is a research department affiliated to COFCO Futures headquarters, responsible for the company's basic research and development work, and its research fields cover macroeconomics, agricultural products, chemicals, metals, building materials, energy and other aspects. The research institute serves the front-office business department of COFCO Futures and the industrial department of COFCO Group, undertakes the responsibility of maintaining the company's brand and enhancing the company's image, and is engaged in the development, maintenance and value-added services of high-end industrial and institutional customers. Relying on the strong spot commodities and futures markets background of COFCO Group, and based on years of practice, the research institute has developed a deviation response research system with the characteristics of COFCO Futures. The system consists of three modules: circumstance analysis, market response, and expected deviation. It uses higher dimensions and more diversified methods to improve the traditional research system and enhance the depth, breadth, and responsiveness of research.



风险提示：

1. 中粮期货有限公司拥有本报告的版权和其他相关的知识产权。未经中粮期货有限公司许可，任何单位或个人都不得以任何方式修改本报告的部分或者全部内容。如引用、转载、刊发需要注明出处为中粮期货有限公司。违反前述要求的，本公司将保留追究其相关法律责任的权力。
2. 本策略观点系研究员依据掌握的资料做出，因条件所限实际结果可能有很大不同。请投资者务必独立进行交易决策。公司不对交易结果做任何保证。
3. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同的意见。
4. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

法律声明：

中粮期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格(证监会批文号：证监许可[2011]1453)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，中粮期货分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性做出保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对市场的判断，仅供阅读者参考。阅读者根据本报告做出的任何投资决策及其所引致的任何后果，概与本公司及分析师无关。

本公司的销售人员、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及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权归本公司所有，为非公开资料，仅供本公司咨询业务的客户使用。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。本公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。