

有色热点报告

COMEX 铜：价差的重演

2025 年 1 月 31 日 星期五
第 5 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

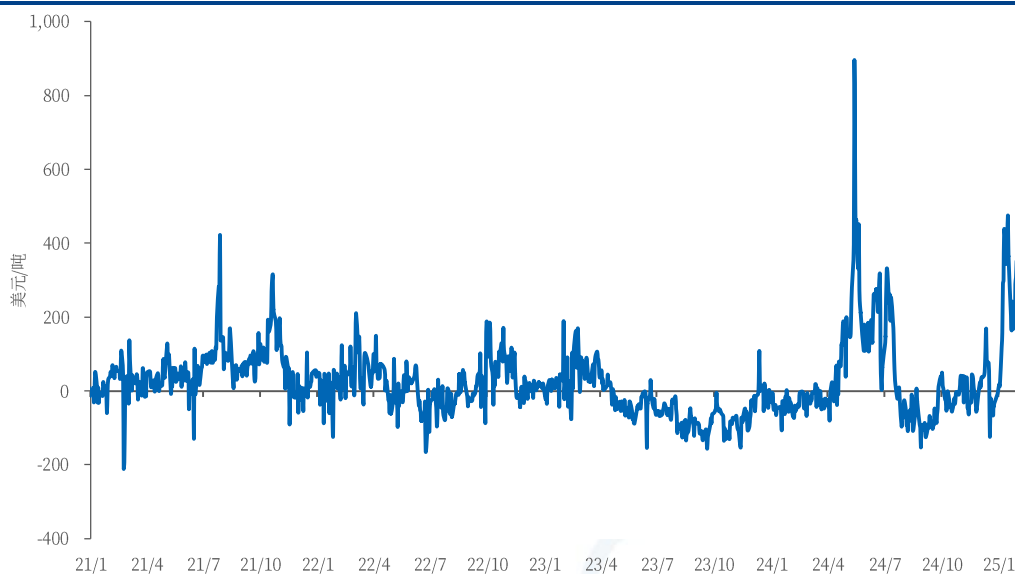
○ 摘要

值得关注的是，2018 年特朗普大幅对华进口商品加征关税后，铜价整体呈震荡偏弱走势，伦铜全年跌幅超 18%，而此次关税预期重回视野时，铜价表现却背道而驰。



1 月，美伦价差的大幅波动又一次重回公众视野。期间，美铜领涨伦铜、沪铜，相较于 LME、SHFE 铜两周涨幅仅约 6%、5%，COMEX 铜涨幅超 11%。美伦价差继 2024 年 5 月之后又一次走扩，极端价差近 500 美元/吨，此后收复至 160 美元/吨后再度走扩，价差持续反复，难以回归至以往的合理水平。因此需厘清的是，价差从扩张到收敛，其背后的原因究竟如何。

图表 1：COMEX-LME 铜价差



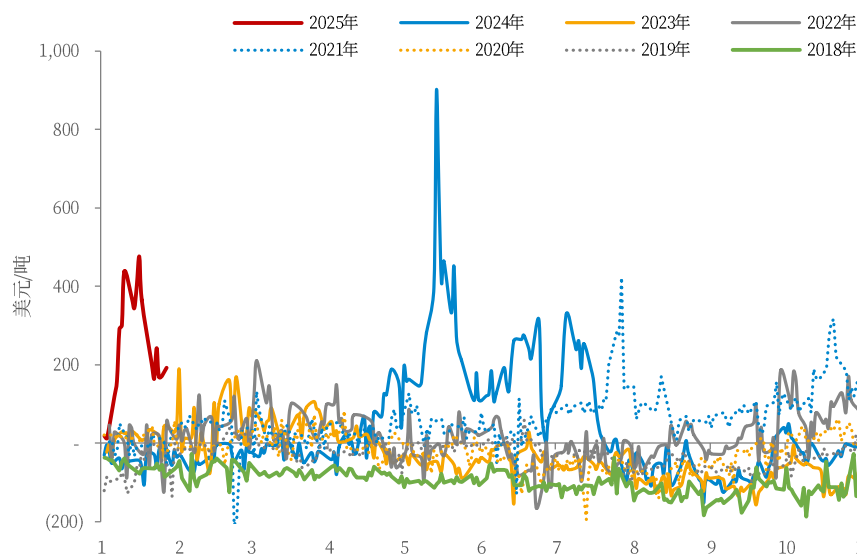
数据来源：Wind，中粮期货研究院

美伦价差的再度走扩，市场纷纷传言铜似乎又要出现如去年 5 月，使铜价创下历史新高的挤仓行情，铜价的持续强势仿佛正印证这一观点。然而，事实果真如此吗？首先我们需要认清，此次价差的走扩，其背后原因并非是挤仓。2024 年 5 月，美铜库存呈极低水平，仅仅约 2 万吨附近，叠加因运力紧张导致的可交割货源十分有限，美铜进入挤仓阶段，美伦价差快速扩大至近 1000 美元/吨，持仓量持续上升至近 30 万手，达到历史高位。然而，对于当前的美铜来说，COMEX 库存仍有近 10 万吨，为近六年来的高位水平，物流依然顺畅，并未创造出良好的挤仓条件，同时美铜总持仓约为 21.7 万手，为近八年同期中位偏低



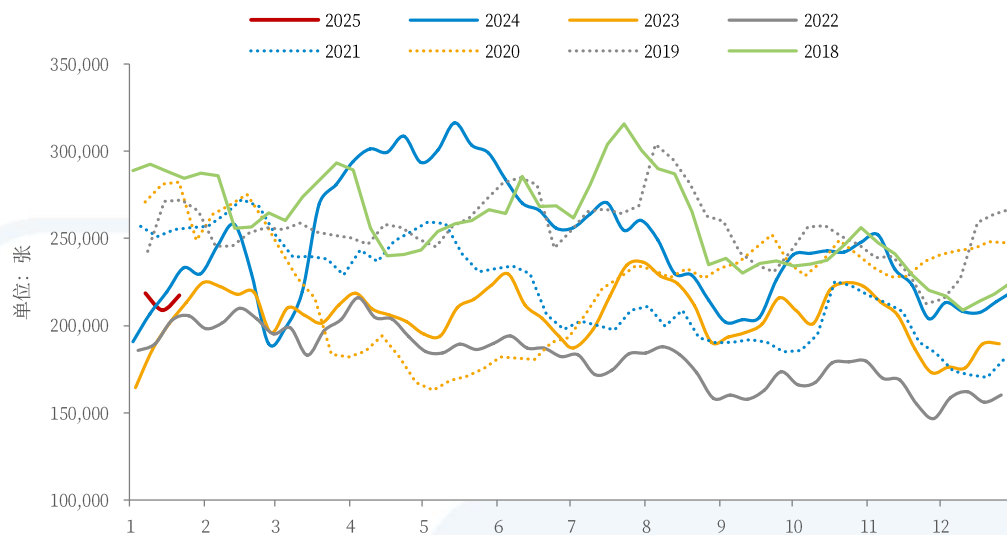
水平。显然，本次的价差走扩并不是所谓的挤仓行情。

图表 2：COMEX-LME 铜价差（季节性）



数据来源：SMM, LME, 中粮期货研究院

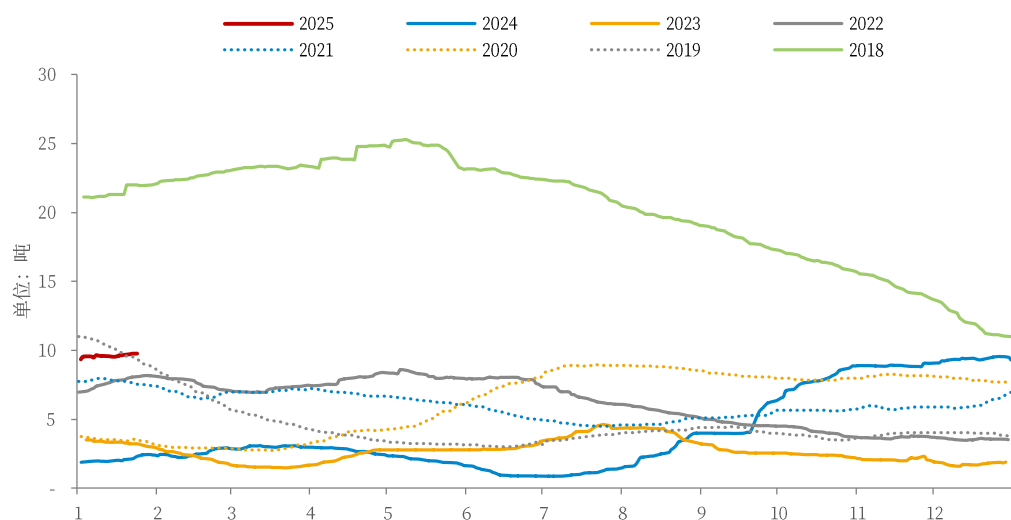
图表 3：COMEX 铜总持仓



数据来源：Wind, CFTC, 中粮期货研究院



图表 4: COMEX 电解铜库存



数据来源: SMM, COMEX, 中粮期货研究院

那么, 美伦价差波动为何如此剧烈? 不难发现, 本次是特朗普的关税政策预期所致。1月6日, 特朗普的助手正在研究一项新的关税计划, 计划对来自全球的部分商品征收进口关税, 与其竞选期间提出的“普遍关税”有所不同。此后, 特朗普发文表示, 关税政策并不会缩水。由此, 市场交易逻辑快速切换至美国全面加征关税后的表现, 美国自身精铜缺口预期扩大使得美铜涨幅远高于伦铜及沪铜。特朗普上任后, 其对大范围加征关税的态度并不如此前强硬, 特别是提及“宁愿不使用”对中国的关税手段, 由此, 市场重回关税交易不及预期, 美伦价差随之收敛。

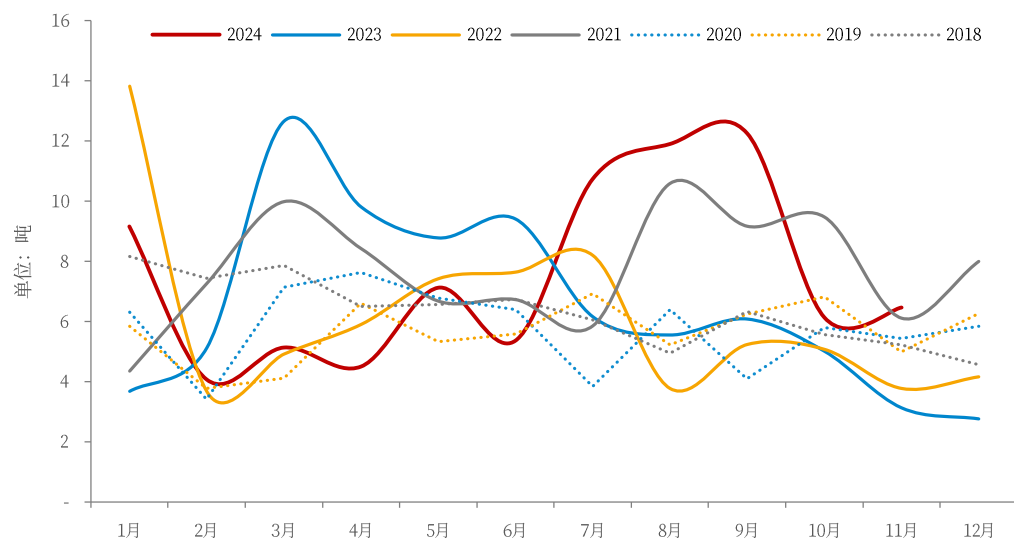
值得关注的是, 2018年特朗普大幅对华进口商品加征关税后, 铜价整体呈震荡偏弱走势, 伦铜全年跌幅超18%, 而此次关税预期重回视野时, 铜价表现却背道而驰。究其原因, 我们认为主要有三个方面。



首先，最根本的原因是本次特朗普宣称的关税政策与 2018 年有所不同。相较于前一次美国仅对中国大幅加征关税，此次加关税的覆盖范围更加广泛、打击力度更为强劲，重点提及到的地区包含墨西哥、加拿大、中国、欧盟等，并曾提到对所有进口到美国的商品征收 10%或 20%的全面关税。对于美国精炼铜进出口贸易，其进口来源大幅依赖于智利、加拿大及墨西哥，2024 年三地进口占比近 90%，而中国及欧洲的占比相对较小，仅 0.1%-0.2%。由此，此次加关税提及到的墨西哥及加拿大，两国精炼铜进口至美国每年约 15-20 万吨不等，占总进口量约 20%。因此，潜在的大范围关税政策限制了美国境内精炼铜的进口来源，抬升了相应国家的进口成本，美伦价差的走扩正是计价了这一属性，而 2018 年的对华加征关税中，来源于中国的进口铜仅占 0.1%，由此并未对美国进口铜产生较大影响。另外值得注意的是，从美国精炼铜供需平衡来看，在净进口持平于 2024 年的预期下，2025 年精铜的供需缺口便已扩大至 15 万吨，若加征关税限制其进口量，则短缺量级或将成为近十年来的新高。这一预期导致的结果除了推升美铜价格用以覆盖其进口成本外，大概率还会改变美国进口铜的贸易结构，其对墨西哥及加拿大的进口依赖度将逐年降低，转移至南美或其他地区，而近六年来，墨西哥及加拿大的进口铜占比由 34%下降至 18%，智利及秘鲁的占比由 64%上升至 78%，或许正悄然发生转变。

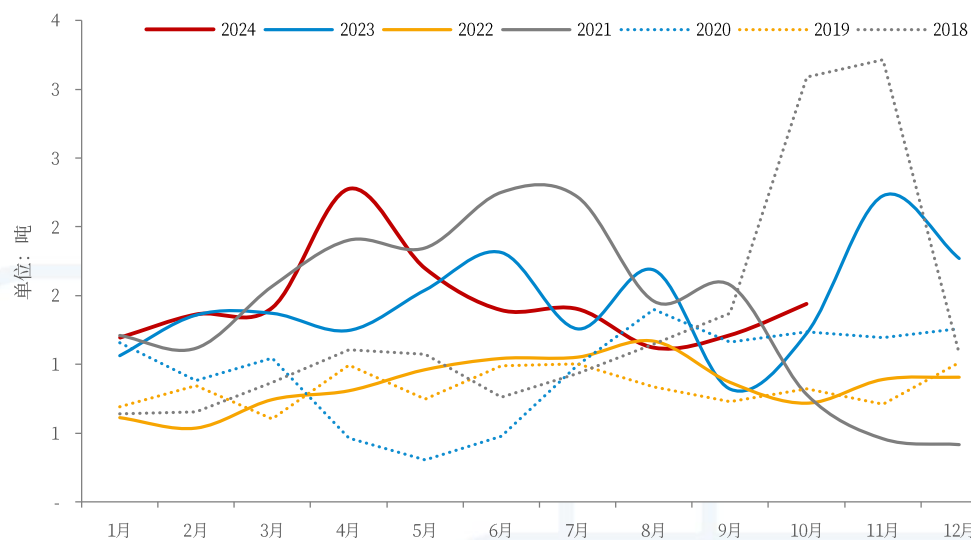


图表 5：美国精铜进口



数据来源：美国海关，中粮期货研究院

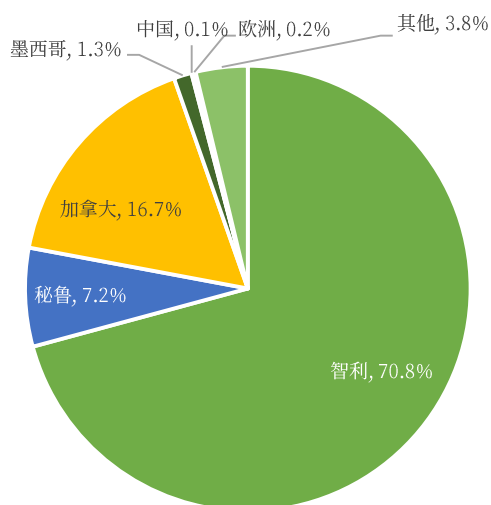
图表 6：美国精铜出口



数据来源：美国海关，中粮期货研究院

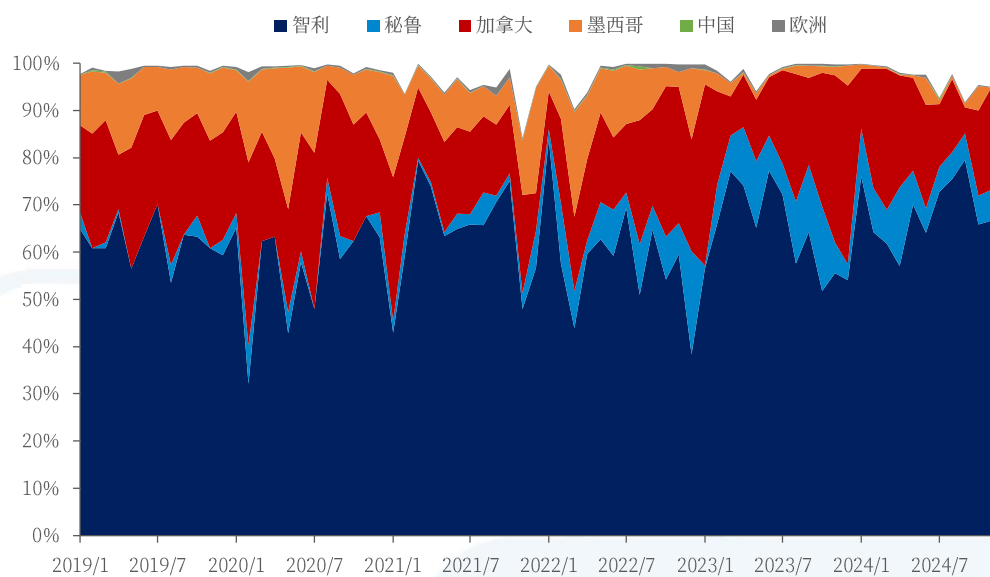


图表 7：2024 年美国精铜进口来源



数据来源：美国海关，中粮期货研究院

图表 8：美国精铜进口占比



数据来源：美国海关，中粮期货研究院

图表 9：美国精铜平衡表（单位：万吨）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
产量	120	106	112	108	89	97	95	87	92	92
增速		-12.3%	6.3%	-4.0%	-17.1%	8.8%	-2.4%	-7.8%	4.8%	0.7%
净进口量	57	72	59	54	63	87	70	74	76	76
总供应	178	177	171	162	153	184	165	161	168	168
总需求	227	224	227	225	209	232	226	213	227	240
增速		-1.5%	1.2%	-0.7%	-7.3%	11.1%	-2.4%	-5.7%	6.5%	5.8%
废铜需求	47	44	45	41	36	53	52	48	54	57
精铜需求	180	180	182	184	172	179	174	165	173	183
平衡	-2	-3	-11	-23	-20	5	-9	-4	-5	-15

数据来源：美国海关，中粮期货研究院

其次，宏观环境并不一致。2018 年美国数据强劲、就业市场接近饱和、通胀压力抬升，整体经济边际过热，高位筑顶，美联储加息四次，货币政策持续收紧，此后美国 PMI 快速回落，经济进入下行周期。同年，中国经济进入增速换挡期，GDP、PMI 同步走弱，投资、消费及净出口增速均出现不同程度的回落，经济下行压力显著，在外部环境不确定性持续增加下，人民币贬值压力加剧。由此，在美国经济见顶、中国经济下行同步进行下，美国对华大幅加征关税拖累需求预期，宏观层面给予铜价较大压力。然而当前，得益于私人部门的扩张态势，美国经济仍具韧性，通胀压力放缓，就业依然强劲，PMI 处于见底回升阶段，经济未见明显下行，甚至有二次通胀的可能。中国经济正处于企稳回升阶段，通胀相对温和，基建投资持续高增长，货币及财政政策仍有继续放宽的空间，整体经济维持复苏。因此，在宏观层面给予向上的空间下，铜价得到良好的支撑。

最后，铜的基本面表现大相径庭。2018 年铜矿供需仍呈现为过剩，TC 处于历史高位，现货 TC 最高达 95 美元/吨，而需求端并未出现新兴领域（光伏、风电及新能源车）来大幅提振精炼铜消费，铜元素小幅过剩难以支撑较高的铜价。



当前，伴随铜矿供需缺口持续放大的预期，TC 价格步入“负值时代”，需求端除新兴领域的持续拉动外，还有 AI 及数据中心的潜在提振，或使铜金属从原先的周期属性逐步转为拥有成长价值的商品。因此，在本就相对强势的基本面支撑下，任何潜在利多的因素都将成为可以炒作的契机，铜价易涨难跌。

综上，若大范围、强势的加征关税预期成为现实，则美伦价差走扩且持续将成为必然的结果。那么，在当前预期下价差的合理区间究竟是多少，**我们认为，若对墨西哥和加拿大征收 25% 的关税，忽略欧洲及中国的影响，美国进口铜的成本将抬升约 5%，若以当前伦铜[9000,9200]元/吨的区间估算，美伦合理价差或将维持于 450 美元/吨，对应 COMEX 铜价为[4.28,4.38]美元/磅。**目前，特朗普的关税政策仍未落地，这一预期存在持续反复的可能，因此，对于美伦价差后续的表现，仍需持续关注美国政策推行的进展。





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



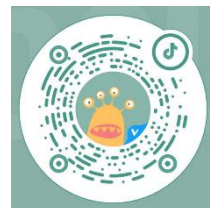
研究院公众号



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利。
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。