

超预期的铜关税或将来袭，铜市场将如何演绎？

2025 年 7 月 9 日 星期三

兴证期货·研究咨询部

有色金属研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

李艳婷

从业资格编号：F03146166

投资咨询编号：Z0022609

联系人

李艳婷

liyanting@xzfutures.com

内容提要

铜价开年持续性上涨的四大核心因素：降息预期带来的美元贬值、COMEX-LME 高价差带来的非美地区库存结构性短缺、加工费不断创新低带来的冶炼厂减产预期、抢出口带来的铜消费超预期。

铜关税消息疯传带来的三大交易所行情背离不可持续。距离 7 月下旬或 8.1 的落地实施期限尚有一定时间，贸易商运到 COMEX 的在途库存和部分就近的库存仍然可以加速运到 COMEX 仓库，因此 COMEX 价格仍出现了一轮冲高（但也不可持续），伦敦市场和上期市场做价差套利的投机者则是预期铜关税落地后价格将快速回吐，因此率先在高位抛售保住当前利润，出现了开盘即下跌的局面。

主基调：全球铜市场仍然是过剩的。目前铜矿产出仍然处于扩张区间。精炼铜来看，全球增速持续高于矿端增速，其中中国和刚果金的增速最高，但中国冶炼产能占全球的半壁江山，所以冶炼产量主要看中国。2025 年 1-6 月份，据 smm 统计，中国精炼铜累计增速高达 11.4%。因此，从全球供需结构来看，ICSG 统计出 2024 年全年处于供应过剩状态，2025 年 1-4 月份仍然过剩 23.3 万吨。

如若关税落地，库存停止高速流向美国，非美地区库存可以逐渐得到补充，结构性短缺情况逐渐修复。关税落地后，就相当于蓄水池的放水口被关闭，蓄水池可以持续补充水量。前期 COMEX-LME 价差持续性处于高位，市场赶在关税落地前加速抢运库存到美国，导致非美地区库存难以得到补充，后续哪怕美国库存不流出，中国、刚果金等地持续扩增的冶炼产能也能逐步缓解当前非美地区库存结构性不足的困境，铜市场将逐步回归至过剩状态。

中国冶炼厂减产落地前，美国铜关税落地的窗口期，铜价存在回调空间。一方面，虽然现在冶炼厂的加工费很低很低，但是尚未听到冶炼厂减产的消息，中国冶炼厂 6 月份产量甚至继续超预期，在此背景下，铜关税落地后，库存流向美国的通道关闭，铜市场将回归过剩局面。另一方面，7 月份尚未进入金九银十的季节性旺季提前补库，铜管等订单仍在走低，在此窗口期，消费也难以在短期迅速给到市场支撑。另外，前期铜流向 COMEX 期间，中国冶炼厂铜产品的出口增速一度提升至 177% 的高位，套利窗口关闭后，这一端的出口消费也将回落。因此，多头共振的局面暂时结束，铜价出现阶段性回调是比较合理的。

风险因素：美联储降息落地；CSPT 季度会议即将召开，如果加工费谈判再创新低，可能市场再掀起减产预期。11 月份将开启下一年度长单加工费谈判，关注冶炼厂是否有减产动作，如果冶炼厂真的减产了，可能改变全球供应过剩格局。

报告目录

1. 行情复盘：开年以来，多重因素驱动铜价持续性上涨	4
2. 政策解读：三大市场行情为何出现背离？	5
3. 后市展望：如若政策真的靴子落地，铜价将如何看？	7

图表目录

图表 1：美国铜关税变量引发市场行情分化：纽铜与伦铜走势	5
图表 2：三大交易所库存及价格变动表现分析	6
图表 3：国际铜业小组关于全球供需的测算（万吨）	8

1. 行情复盘：开年以来，多重因素驱动铜价持续性上涨

4 月份以来，铜市场开启了三个月的多头行情，近日持续不断的站上八万关口。前期我们复盘铜背后的逻辑时，强调了铜此轮上涨的四大核心逻辑。

一、**降息预期持续升温，美元指数一度走低，支撑有色金属定价。**市场预期美联储大概率在 9 月份开启降息，宏观环境整体看是环比走好的。

二、**COMEX-LME 高价差使得全球铜流入美国，非美地区铜库存短缺。**美国对全球开展对等关税后，对钢铝开展了 25% 的关税，此前美国对铜关税也开启了调查，但一直未落地。铜关税的悬而未决对市场产生了较大的担忧情绪，但也产生了套利的空间。伦敦市场的铜持续性流进纽约，与此同时中国冶炼厂也一度积极的寻求出口，导致 COMEX 库存达到 20.12 万吨的历史高位，超过了 2018 年的异常值，LME 铜库存则一度下跌至 9.06 万吨，近乎创下历史新低。与此同时，中国市场的铜出口激增带动国内出口消费，全球其他地区库存也在寻求流入美国赚取价差，COMEX-LME 价差前期拉涨超过 1500 美元/吨，7.8 日更是从 1200+ 暴涨至 2300+ 美元/吨。

三、**加工费持续创新低，市场担心中国冶炼厂扛不住亏损而减产。**加工费的高低一直都是通过矿商和冶炼厂之间的供需关系决定的，如果冶炼厂产能太多，则意味着加工需求多，矿商就会自然而然的打压加工费；如果矿产产出较少，那么矿商所需要的加工市场会被缩减，矿商也会打压加工费。2025 年 1-4 月，全球精炼铜产量增长 3.2%，中国和刚果金同比增长 4.8%。据 smm 数据，2025 年 1-6 月，中国冶炼厂产量累计同比增长 11.4%。基于以上数据，可以感受到加工费不断创新低的根本原因是冶炼厂产能持续性扩张。因此，目前全球精炼铜供应其实是过剩的，但是随着加工费持续创新低，冶炼厂陷入巨幅亏损，市场难免担心冶炼厂何时扛不住而减产。

四、**出口需求超出年初预期，受益于对等关税&232 铜关税的抢出口。**第一阶段是关税谈判落地之前，即二月底之前，市场的阶段性恐慌使得一系列商品出现了抢出口现象，其中包括铜的一些下游终端产品。第二阶段是美国对中国关税开启 90 天豁免期，此阶段市场对特朗普的政策信任度直线下降，现货商品库存也是出现了抢出口潮。第三阶段是在美国对中国的钢铝开征 25% 的关税落地且对铜关税开启调查但尚未落地的节点，伦敦、中国等市场的铜持续搬运进美国，中国铜金属的出口需求也逐渐攀升，2025 年 1-4 月，中国铜出口累计同比增速达到 177%。

7 月 9 日凌晨消息显示，美国商务部长卢特尼克称，预计在未来两天内将再发出 15 到 20 封关税信件。总统特朗普打算对铜加征 50% 的关税，铜关税将于 7 月下旬或 8 月 1 日实施。此消息引发市场震动，COMEX 铜价出现超 10 个点的拉涨后回调，而伦铜和沪铜早间开盘直接转跌。

市场对此关注度极高，本文我们将围绕这个问题开展探讨，分析所谓的 50%关税落地对铜市场可能带来的影响。

图表 1：美国铜关税变量引发市场行情分化：纽铜与伦铜走势



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

2. 政策解读：三大市场行情为何出现背离？

据金十数据，2025 年 2 月 25 日，特朗普签署了一项命令，指示商务部长卢特尼克根据 1962 年《扩大贸易法》第 232 条启动铜的国家安全调查，并在 270 天内提交一份报告，特朗普在其第一任期内曾使用同一法律对钢铁和铝征收 25% 的全球关税。

2025 年 3 月 26 日，知情人士表示，美国可能会在几周内对进口铜征收关税，比决定的最后期限早几个月。

特朗普开启铜关税调查后，市场出现多种传闻表明美国的铜关税调查可能会加速落地，加之 4 月 2 日特朗普开启全面对等关税后，市场对铜关税的担忧愈演愈烈，但后续的进展和关税幅度均来自于市场传闻，并未得到美国官方的正面回应。

2025 年 7 月 9 日，据金十数据报道，美国商务部长卢特尼克称，预计在未来两天内将再发出 15 到 20 封关税信件。总统特朗普打算对铜加征 50% 的关税，铜关税将于 7 月下旬或 8 月 1 日实施。

此消息可谓是从官方角度让前期的担忧靴子落地，如果特朗普的预想真的实现，那么政策本身的影响在两个方面。一是幅度更加超预期，此前市场参照之前美国对钢铝的 25% 关税，预期美国对中国加征的铜关税大概率为 25%，而特朗普最新所说的 50% 远远超过了市场预期。二是节

奏快于预期，此前市场传闻美国大概率是在此轮对等关税谈完后，再加速对铜关税的调查进程，7月8日就释放铜关税信号打了市场一个措手不及。整体看，此则消息使得 COMEX 铜一度拉涨超 10 个点，但伦铜和沪铜却出现了下跌，三大市场的行情背离让大家有点摸不着头脑。

图表 2：三大交易所库存及价格变动表现分析

	COMEX			LME			SHFE		
	2.25	7.8	变化	2.25	7.8	变化	2.25	7.8	变化
库存（万吨）	8.78	20.12	129%	26.67	10.25	-62%	15.27	1.91	-87%
价格（各交易所不同）	448.6	546	22%	9395	9665	3%	76810	79620	4%
中国铜进口盈亏							-1204.67	-1144.4	-5%
COMEX-LME（美元/吨）	494.77		2372.04		379%				
LME（0-3）价差美元/吨	LME（0-3）价差最高至319.83			-35.39	51.31	-245%			
沪铜连续-连三元/吨							-220	630	-386%

数据来源：ifind；兴证期货研究咨询部

表中统计了三大交易所关于库存、价差、价格的变化情况，从 2 月 25 日（特朗普正式签署铜关税调查令）-7 月 8 日（特朗普表态或将对铜开启 50% 的关税，几周内施行），全球铜市场贸易流动早已出现了较大的变化。从交易所库存来看，COMEX 铜库存从 8.78 万吨增至 20.12 万吨，增速高达 129%，LME 铜库存从 26.67 万吨减至 10.25 万吨，降幅高达 62%，上期库存从 15.27 万吨降至 1.91 万吨，降幅高达 87%（注：上期库存去库有一大部分原因是受到中国的季节性旺季影响，主要流向还是从 LME 到 COMEX）。从库存的流向不难发现，在特朗普开启铜调查后，市场形成了自发的套利行为，大量的铜库存流向美国，造成除美国外的其他地区库存结构性短缺的困境。随着铜关税调查的持续推进叠加 COMEX-LME 价差持续处于 1000 美元/吨以上，铜市场在 6 月份加速抢运铜库存到美国市场，使得 LME 陷入缺铜困境，LME（0-3）价差跃升至 319.83 美元/吨。进入 7 月，亚洲铜逐步流向 LME，一定程度上逐步缓解 LME 缺铜的难题，但由于 COMEX-LME 价差仍然持续攀升叠加美国铜关税尚未落地，其他地区铜库存仍在流向 COMEX，COMEX 库存仍然在升高。

三大交易所价格背离的原因有两个：1. 7 月 8 日，特朗普发表对铜关税的加税意愿，距离 7 月下旬或 8.1 的落地实施期限尚有一定时间，贸易商运到 COMEX 的在途库存和部分就近的库存仍然可以加速运到 COMEX 仓库，因此 COMEX 价格仍出现了一轮冲高（但也不可持续），伦敦市

场和上期市场做价差套利的投机者则是预期铜关税落地后价格将回吐，因此在高位抛售，出现了开盘即下跌的局面。2. 铜价格高位支撑的重要因素是库存逆流造成的非美地区结构性短缺的短暂困境，全球铜库存是过剩的，后续关税落地，铜不再大规模流向美国后，LME 和上期所库存有望累积，价格将出现回调。因此，价格背离是因为前期库存搬运形成的节奏不一致，但最终结果都会一样，即铜关税落地后，三大交易所价格应该都会出现一定程度的回调，回吐前期涨幅。

3. 后市展望：如若政策真的靴子落地，铜价将如何看？

主基调：全球铜市场仍然是过剩的。从 ICSG 的统计来看，2023、2024 和 2025 年 1-4 月，全球铜矿维持正增长，其中刚果金贡献较多增量，智利产出总体持稳。据 ICSG 数据，2025 年 1-4 月，全球铜矿产量增长约 2%，其中精矿产量增加 2.2%。秘鲁铜矿产量同比增长 5%，得益于拉斯班巴斯、奎拉韦科和托莫罗乔的产出增加。刚果产量增长约 8%，得益于卡莫阿矿（精矿）的扩大开采。智利精矿产量增长 6.2%，受益于埃斯孔迪达、塞廷莱纳、曼托斯铜矿和 Codelco 矿的较高产出。蒙古铜精矿产量增长了 25%，受益于奥尤陶勒盖 UG 项目的逐步投产。智利统计局（INE）公布，智利 5 月铜产量为 486,574 吨，较上年同期增加 9.4%。据此可以看出，目前铜矿产出仍然处于扩张区间。精炼铜来看，全球增速持续高于矿端增速，其中中国和刚果金的增速最高，但中国冶炼产能占全球的半壁江山，所以冶炼产量主要看中国。2025 年 1-6 月份，据 smm 统计，中国精炼铜累计增速高达 11.4%。因此，从全球供需结构来看，ICSG 统计出 2024 年全年处于供应过剩状态，2025 年 1-4 月份仍然过剩 23.3 万吨。

如若关税落地，库存停止高速流向美国，非美地区库存可以逐渐得到补充。关税落地后，就相当于蓄水池的放水口被关闭，蓄水池可以持续补充水量。前期 COMEX-LME 价差持续性处于高位，市场赶在关税落地前加速抢运库存到美国，导致非美地区库存难以得到补充，后续哪怕美国库存不流出，中国、刚果金等地持续扩增的冶炼产能也能逐步缓解当前非美地区库存结构性不足的困境，铜市场将逐步回归至过剩状态。

图表 3：国际铜业小组关于全球供需的测算（万吨）

	铜矿			精炼铜			精炼铜表观需求		
2023全年	全球	7.31%		全球	2.76%		全球	6.87%	全球短缺12.49万吨
	智利	10.33%		中国	3.86%		中国	12.30%	
	刚果金	12.85%		刚果金			中国进口	-3.76%	
	秘鲁	3.93%		智利	0.00%		中国出口	20.40%	
	印尼			日本	0.00%		中国以外	-0.24%	
	美国	-2.86%		美国	0.00%				
	巴拿马	4.28%		欧盟					
	俄罗斯	11.99%							
				此处主要是产能增速					
2024全年	全球	2.30%		全球	4.20%		全球	2.90%	全球过剩30.1万吨
	智利	5%		中国	4%		中国	3.50%	
	刚果金	14%		刚果金	17%		全球（除中国	2.20%	
	秘鲁	-1%		智利	-6.50%				
	印尼	14%		日本	5%				
	美国	-8%		美国	2.40%				
	巴拿马	关停		欧盟	-2%				
2025年1-4月	全球	2%		全球	3.20%		全球	3.30%	全球过剩23.3万吨
	秘鲁	5%		中国+刚果金	4.80%		中国	6%	
	刚果金	8%		亚洲（除中国）	3.50%				
	智利	3.50%		智利	-9.50%				
	蒙古国	25%							
	印尼	-42%							

数据来源：ICSG；兴证期货研究咨询部

中国冶炼厂减产落地前，美国铜关税落地的窗口期，铜价存在回调空间。前面复盘铜市场行情时我们有谈到，前期支撑铜价上涨的四个因素分别为降息预期带来的美元贬值、COMEX-LME高价差带来的非美地区库存结构性短缺、加工费不断创新低带来的冶炼厂减产预期、抢出口带来的铜消费超预期。一方面，虽然现在冶炼厂的加工费很低很低，但是尚未听到冶炼厂减产的消息，中国冶炼厂6月份产量甚至继续超预期，在此背景下，铜关税落地后，库存流向美国的通道关闭，铜市场将回归过剩局面。另一方面，7月份尚未进入金九银十的季节性旺季提前补库，铜管等订单仍在走低，在此窗口期，消费也难以在短期给到市场支撑。因此，铜价大概率出现阶段性回调。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾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

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。