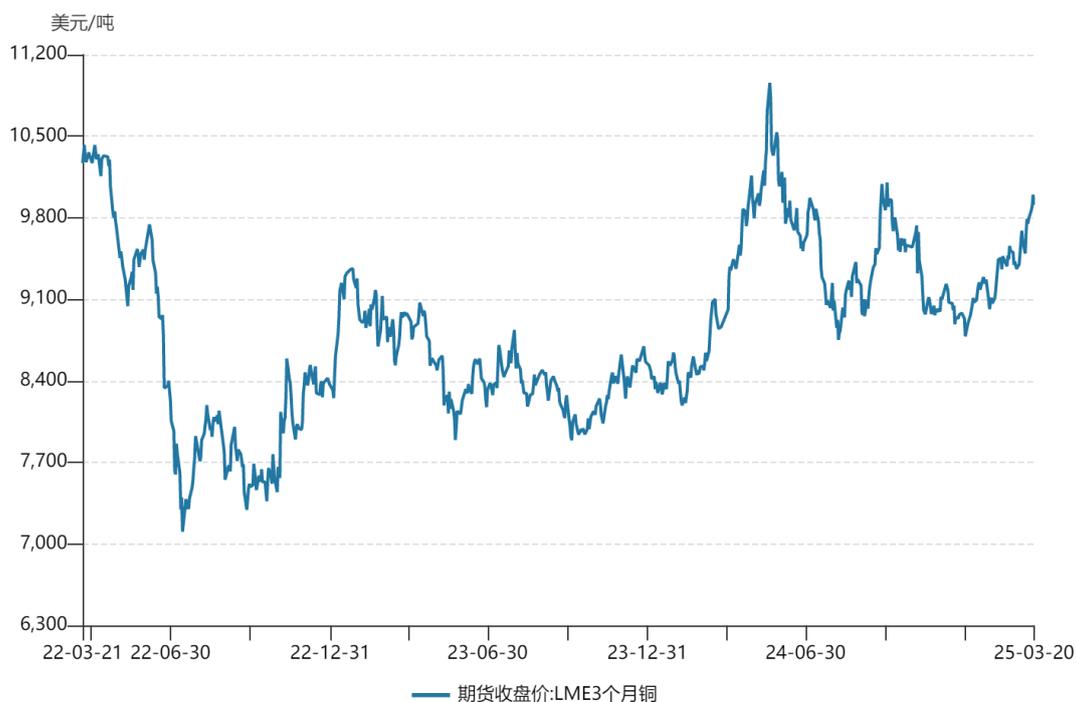


美国铜关税预期升温，现货呈现结构性紧缺

五矿国际 陆逸帆

中国金属矿业经济研究院 吴越



数据来源：Wind

近期，铜价偏强运行，重心进一步抬升。2月铜价重心进一步抬升，同时LME基差逆转推升现货价格，LME3月期铜均价达到9392美元/吨，同比上涨11.7%，环比大涨3.3%；1-2月均价9235美元/吨，同比上涨9.6%。SMM1#电解铜2月均价为76864元/吨，同比上涨12.0%，环比上涨2.5%，1-2月均价75944元/吨，同比上涨10.9%。截至撰稿日期，LME3月期铜两度超过10000美元/吨，为2024年10月上旬以来最高价。内盘主力合约保持在8万元/吨以上，为2024年7月中旬以来最高价。

一、美对铜关税预期引发全球电铜贸易流向改变

宏观方面，美国关税政策变化依旧是影响市场情绪和交易节奏的最主要因素，但与之前不同的是，市场焦点从整体

关税转向针对铜的关税，对铜产生了更为直接的影响。春节期间，受人工智能相关消息和特朗普关税举措冲击影响，大宗商品市场一度下挫，但节后很快重拾涨势。主要是美国与他国的经贸冲突仍在可控范围内，市场情绪回暖带动。尽管月内仍有“对等关税”、钢铝关税、《美国优先投资政策》备忘录等消息不断传出，但均未落至具体举措，市场预期更加明确的关税政策至少需等到 4 月以后，负面影响相对有限，市场保持稳健态势。

与此同时，因市场仍在计价未来美国对铜征收进口关税会导致美国国内铜变贵，COMEX 和 LME 价差保持在较高水平。近期特朗普表达了对包括铜在内的军工金属加征关税的意向，2 月 10 日特朗普签署行政令宣布对所有进口至美国的钢铁和铝征收 25% 关税，2 月 26 日宣布对铜启动 232 调查，一系列举措令市场对铜被加征 25% 关税的预期升温，导致两市价差再度走扩至 1000 美元/吨以上，而上一次两市价差突破 1000 美元正是 2024 年铜价创下历史新高之时。两市价差令电铜现货市场出现较大的套利空间，吸引大量电铜向美国集中，尤其是可用于 COMEX 交仓的电铜，使得美国以外地区的电铜供应减少。2 月 14 日 LME 甚至出现挤仓行情，持续了一年半的深度现货贴水一夜之间转为现货升水。截至撰稿日期，LME 基差仍未完全修复，表明套利操作仍在进行。在美国对铜关税明确前，这种由贸易行为导致的区域性电铜紧缺将给予铜价较为有力的支撑。

国内方面，全国两会如期召开，政策端加码了对消费的刺激，亦表达了加大基建投资和稳定房地产市场的决心，对铜价影响整体偏中性。

基本面方面，铜矿供应仍紧缺但电铜保持较高产出，下游消费在高铜价下恢复乏力，但受进口减少的影响，国内电铜开始去库。

供应方面，2月铜精矿现货加工费在负值继续下跌，铜矿市场紧张局面毫无缓解迹象。不过，铜矿紧张并未导致电铜产出减少，2月国内电解铜产量环比增加4.4万吨至105.8万吨，同比增长11.4%，1-2月累计同比增长7.9%至207.2万吨。

消费方面，持续攀升的铜价令下游消费恢复乏力，2月铜材行业整体开工率环比下降0.89个百分点至53.8%，各细分类别中仅铜箔开工率环比上升。1-2月铜材出口量同比下降29.7%至8.45万吨，成为拖累电铜消费的另一原因。

终端方面，1-2月电力数据尚未公布，但据了解近期光伏行业受政策影响出现抢装潮，预计在6月以前对铜消费形成支撑。家电行业维持强劲表现，1-2月家用空调产量同比增长16.2%，销量同比增长20.6%，其中内销同比增长8.8%，出口同比增长30.9%。汽车行业亦表现亮眼，1-2月产量同比增长16.2%，销量同比增长13.1%，其中新能源汽车产销同比增速均达到52%。房地产行业新开工面积同比降幅仍在扩大，施工、竣工和销售降幅虽有收窄，但仍难以提供正向影响。

库存方面，2月LME库存增加5925吨至26.1万吨，但注销仓单大增7.3万吨。国内社会库存2月累库超过20万吨至37.6万吨，但截至撰稿已转为去库。2月COMEX库存减少4756短吨至9.35万短吨，由于物流和入库效率受限，向美国运输的电铜尚未在COMEX库存数据中体现出来。

资金持仓方面，LME 和 COMEX 非商业多头持仓在 2 月均有增加，尤其是 LME 投资基金净多仓已接近去年 5 月顶峰水平，显示市场看多情绪浓厚。

二、宏观形势整体平稳，铜价偏强运行背景下仍要警惕短期风险

对于整体关税而言，预计 4 月以前是政策窗口期，届时美国各个联邦机构将按照特朗普的要求提交贸易伙伴调查报告并据此形成更加明确、更大范围的关税政策及经贸要求。然而，在针对铜的关税政策落地之前，两市价差将持续对电铜现货贸易、铜的绝对价格、LME 基差等产生干扰，并对铜价形成一定支撑。此外，出于对美国关税政策极大不确定性及其对美国经济的担忧，今年以来美元指数偏弱运行，尤其在 3 月出现较大幅度的下跌，亦利多铜价。

基本面方面，近期印尼和巴拿马铜精矿出口均有松动，可能在未来推动铜精矿现货市场边际转松，但并不改变铜矿供应紧张的基本特征。冶炼厂近期出现减产传闻，但由于硫酸和贵金属等副产品的价格高位运行部分弥补了国内冶炼厂在加工费方面的损失，预计国内电铜产量维持高位。但海外高成本冶炼厂面临更大的生存压力，嘉能可位于菲律宾的 20 万吨铜冶炼厂已经停产。消费方面既有来自高铜价的压力，又有终端订单的支撑，整体维持稳定。值得注意的是，尽管国内电铜产量充足且消费表现平平，但社会库存已开始去库，主要是因为电铜贸易转向后减少了国内电铜进口的补充。LME 库存也因为类似的原因出现注销仓单大幅增加的现象。显性库存的减少将成为近期支撑铜价的又一重要因素。

在铜价快速拉升的背景下，产业链企业要警惕短期风险。

特别是在铜关税落地后，贸易转移带来的价格支撑作用或将明显减弱。