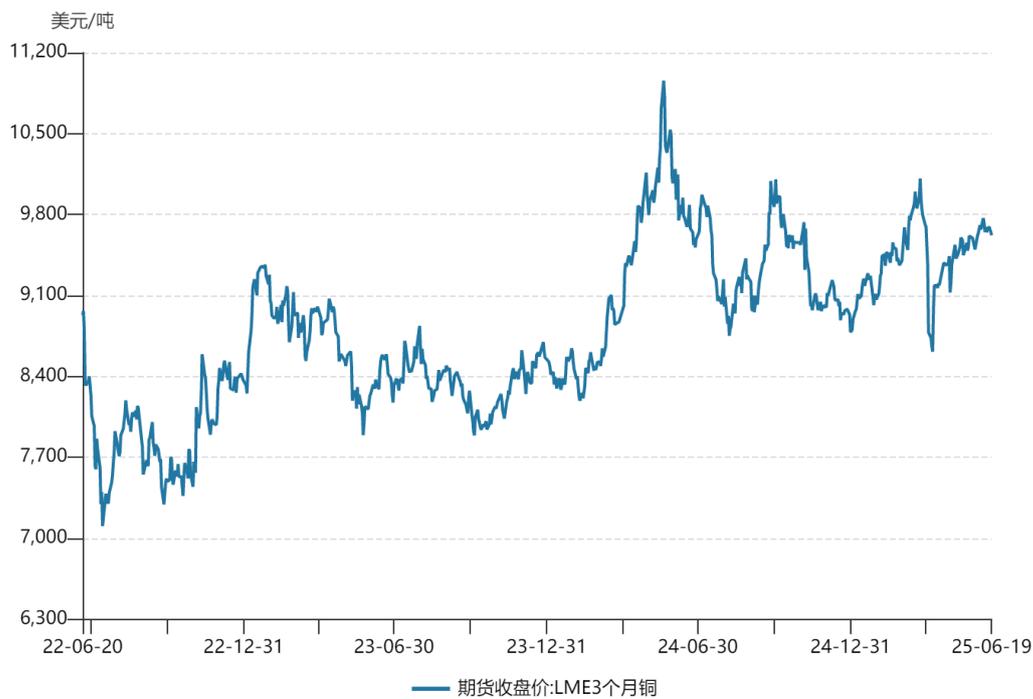


宏观面情绪向好，供应端干扰增加

五矿有色 陆逸帆

中国金属矿业经济研究院 吴越



数据来源：Wind

5月中美关税谈判推进，宏观情绪整体平稳。基本面方面矿端供应干扰事件频发，加上美国以外电铜显性库存维持低位，LME基差持续较高的现货升水。月内，铜价偏强运行。LME3月期铜5月均价为9502美元/吨，同比下跌7.2%，环比上涨3.1%，1-5月均价为9390美元/吨，同比上涨3.3%。SMM1#电解铜5月均价为78403元/吨，同比下跌5.0%，环比上涨2.2%，1-5月均价为77408元/吨，同比上涨5.1%。月内铜价整体维持高位震荡的特征，运行中枢较4月抬升，恢复到今年2月的价格水平。

一、中美开启关税谈判带动宏观情绪好转，基本面矿端供应干扰不断

宏观方面，在经历了4月动荡的关税政策变化后，5月

中美正式开启关税谈判，明显提振了市场信心。5月10日至11日，中美双方在瑞士日内瓦举行经贸高层会谈，并于5月12日发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，表示双方将大幅降低双边关税水平。6月5日，中美两国领导人通话，引发国际社会广泛关注。随后，中美经贸磋商机制首次会议于6月9日至10日在伦敦举行，双方原则上就落实两国元首6月5日通话共识以及日内瓦会谈共识达成了框架。在一个月时间里中美经贸谈判实现较大进展，双方高额关税的降低极大降低了企业的进出口压力，从这个角度来看，关税争端最严峻的阶段可能已经过去。但值得注意的是，关税虽有降低但并未完全取消，目前中国企业仍将承担30%的额外关税，且90天暂缓期（截至8月12日）后的结果仍未可知。与此同时，作为美国最主要的贸易伙伴，欧盟和日本目前尚未与美国取得实质性谈判进展。而5月28日特朗普关税政策面临法律争端，为对等关税的执行和美国与贸易伙伴的谈判进程增添了更多不确定性。

基本面方面，供应端矿山干扰事件集中爆发，消费端季节性走弱，显性库存维持低位，整体影响中性偏多。

近期矿端干扰事件频发。比如，5月下旬因地震暂停生产的Kakula铜矿仍在修复过程中，艾芬豪发布公告称将2025年产量指引下调15.5万吨并取消2026年60万吨的产量指引，可见此次事故影响巨大。泰克资源旗下Carmen de Andacollo铜矿发生机械故障，预计生产将因维修而中断一个月左右。Hudbay Minerals表示由于加拿大森林野火事件的频发，暂停Snow Lake多金属矿的生产运营。从现货加工费来看，5月铜精矿现货加工费企稳于-40美元/干吨中位，

另有消息称安托在与冶炼厂进行半年度长单谈判时报价负加工费，凸显矿端供需紧张格局。不过，5月中国铜精矿进口量仍实现了同比6%的增长，1-5月累计同比增长7.4%。再加上硫酸价格仍处于高位，冶炼酸利润极大地弥补了低加工费对国内冶炼厂收益的影响，因此目前国内冶炼厂仍维持极高的产出。5月中国电解铜产量环比增长1.12%至113.83万吨，同比增长12.86%。1-5月电解铜产量累计同比增长11.09%至545.81万吨。

消费方面，随着前期低位补货的订单消耗殆尽，淡季影响在下游开工率中逐步体现出来。SMM数据显示5月铜材开工率环比下降3.33个百分点至65.73%，其中仅铜箔行业开工率小幅上涨，其他如铜杆、铜管、铜板带、铜棒等开工率均环比下降。

终端方面，电网和家电增长势头回落，新能源汽车保持高速增长，房地产行业仍表现疲软。具体来看，1-4月电网投资额累计同比增速较前月下滑10.2个百分点至14.6%，风电和光伏投资增速仍为负增长，1-4月风电和光伏装机量同比大增，尤其是4月，但推测光伏受政策影响是抢装机前置了需求，预计后续将快速回落。家电方面，产业在线数据显示4月家用空调产销仍维持同比正增长但增速明显下滑，尤其是出口增速。从排产数据来看，受国补政策带动，未来一到两个月内销排产将继续加速，但随着海外补库减速出口将出现较大幅度的下滑。汽车方面，5月新能源汽车销量同比增长36.87%，渗透率达到48.7%，1-5月累计同比增长43.97%。

库存方面，5月LME库存大幅减少4.9万吨至14.8万吨，上期所累库1.6万吨至10.6万吨，COMEX库存延续4月累库

趋势，5月库存增加3.7万短吨至18.1万短吨。

资金持仓方面，LME和COMEX非商业净多头持仓在5月整体平稳略有增加，资金表现为中性偏多。

二、对等关税暂缓期接近尾声，关注经贸谈判

随着中美谈判开启，市场对于关税的担忧明显减少。不过特朗普宣布6月4日起对钢铝关税从25%升级到50%，使得铜的232调查再度引发关注，Comex-LME价差一度回到10%以上，带动铜价在6月的运行中枢较5月进一步小幅上移。

国内经济难言非常乐观，4、5月制造业PMI再度回到50%下方，出口增速亦明显下滑。尽管国内消费一定程度上受到国补政策提振，但持续性有待观察。

基本面对铜价的支撑作用目前多体现在矿端干扰，消费已边际走弱，但受到铜关税预期的影响，美国以外电铜库存整体仍在下滑。因此铜232调查结果仍是关键变量。

短期来看宏观与基本面对铜价向下压力不大，但继续上冲至更高台阶的动力亦不足。值得关注的是，7月初将迎来对等关税暂缓期的结束，在此之前可能会有更多贸易伙伴与美国的谈判消息传出，可能加剧铜价波动，但最关键仍是中美经贸关系。