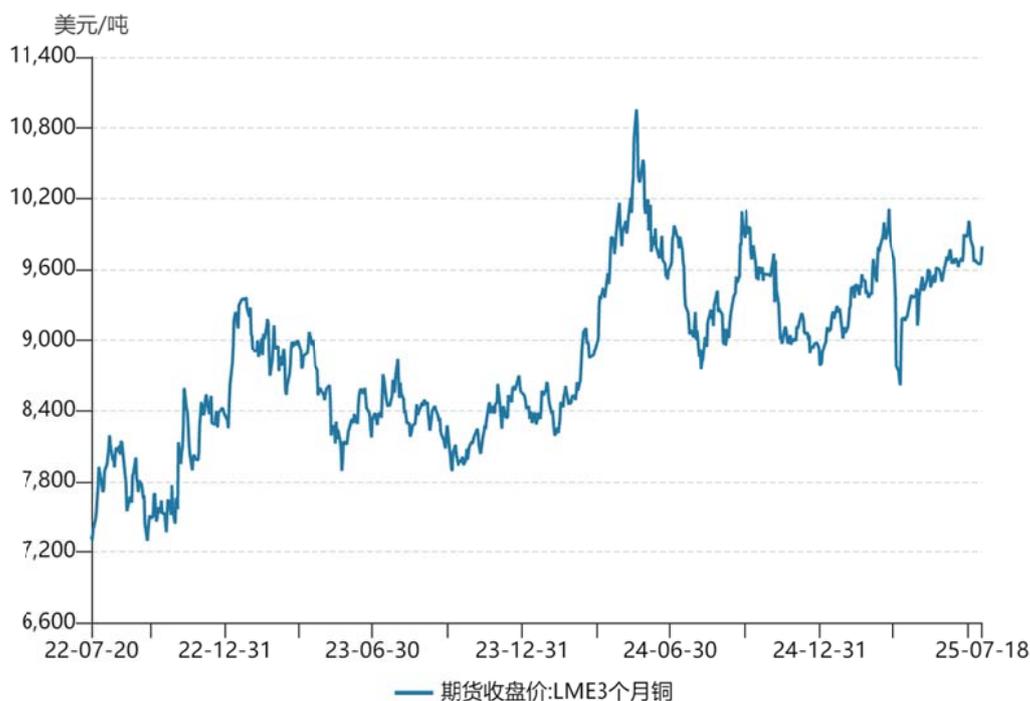


下半年铜市场重点聚焦三大核心因素

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，五矿经研院

2025 年上半年铜价呈现出高弹性、高均价的特征。上半年宏观因素影响突出，同时美国对铜关税政策预期引发美国“虹吸”电铜现象，导致全球电铜出现结构性紧缺。

LME 三月期铜 6 月均价 9699 美元/吨，同比下跌 0.8%，环比上涨 2.1%，1-6 月均价 9443 美元/吨，同比上涨 2.7%。SMM1#电解铜 6 月均价 78868 元/吨，同比下跌 0.6%，环比上涨 0.6%，1-6 月均价 77658 元/吨，同比上涨 4.2%。

上半年 LME 三月期铜收涨 12%，涨幅在基本有色金属中仅次于锡。期间振幅达到 23.5%，波动区间超过 2000 美元，经历过 4 月初的快速下跌，最低触及 8105 美元/吨，但随后反弹并再次达到一万美元以上，可以说是弹性极大。另外，即使未向去年上半年那样创出历史新高，且还经历了 4 月初

的大跌，上半年 LME 铜现货均价依然达到 9431 美元/吨的高位，同比涨幅达到 3.7%。与此同时，LME 铜现货-3M 基差告别了持续一年半的大幅度远月升水而转为现货升水，并在 6 月触及 300 美元/吨现货升水的高位。

上半年市场仍是宏观主导，但与去年不同的是，宏观面产业关税政策向基本面的传导导致全球显性库存发生割裂，为价格下方提供了更为坚实的支撑。下半年，需要聚焦三个核心因素。

一、核心因素一：供应端矿冶矛盾进一步放大

在全球冶炼产能继续快速扩张的情况下，上半年铜矿延续了 2024 年的紧张格局，且主要铜矿供应国状况频出，地缘冲突、资源博弈等种种事件对铜矿生产产生了不小的影响，包括智利大规模停电、刚果（金）地震、秘鲁的非法采矿堵路等等，尤其是刚果（金）卡莫阿铜矿因地震大幅下调产量指引 15.5 万吨。预计上半年全球铜精矿产量同比增长 2%，且增量主要来源于国内。

2024 年虽同样面临铜精矿供应紧缺的状况，但再生铜供应充足为冶炼厂提供了关键的原料补充，尤其是国内再生铜大量释放库存。但今年的再生铜供应也明显收紧，从精废价差来看，随着铜价的上涨，再生铜价格相比于精铜的优势并没有明显提升。这之中主要是进口再生铜增量较往年大幅收窄，1-5 月中国进口再生铜实物量同比减少 2%。这背后也是极大受到了关税政策的影响，美国是中国第一大再生铜进口来源国，1-5 月自美国进口再生铜同比减少 32%，减量超过 6 万吨。

因此上半年全球矿冶矛盾进一步加剧，国内进口加工费

指数从年初的零附近跌至-40 美元/干吨，半年度长单加工费则是落地零美元继续创下历史新低。在此影响下，海外冶炼厂受高成本影响相继出现减停产，但国内冶炼厂仍保持较高产出，上半年电解铜产量同比增加 67 万吨，增幅超过 11%。

国内冶炼厂之所以保持如此高的产出，主要有两方面原因。一是原料增量，综合来看，国内冶炼厂从国产铜精矿、进口铜精矿、废产粗铜、进口紫铜锭和港口铜精矿库存获得的原料增量合计超过 60 万吨，与电解铜产出基本匹配。二是硫酸价格不断上涨极大弥补了低加工费带来的压力。理论测算显示，600 元/吨的硫酸可抵补约 43 美元的加工费，而今年上半年各地硫酸价格平均涨幅高达 55%，且整体价格水平远高于前两年，截至六月底，全国平均硫酸价格指数已经超过 600 元/吨。

对于下半年的供应环节，一方面判断铜精矿供需依旧维持紧张格局，加工费难有反弹。另一方面，硫酸得益于出口高速增长以及冶炼酸供应受限，预计下半年硫酸价格难有明显回落，因此国内冶炼厂也难有大幅度的减停产。

二、核心因素二：消费的韧性与隐忧

上半年国内铜消费呈现出超预期的强劲表现，电铜消费同比增速超过 10%。主要消费增量体现为电网、光伏装机、耐用品消费以及抢出口抢转口等。具体来看，1-5 月电网投资增速达到 20%；光伏受政策影响在前五月表现出明显的抢装机，1-5 月装机量同比增加 143%；家电消费在国补政策带动下保持良好的涨势；同时抢出口抢转口等带动作用仍在，铜材出口实现了 10%以上的增速。

但下半年的消费并不乐观，一是抢装机结束后光伏装机

将呈现明显退坡，并且电源投资已经是负增长，二是耐用品消费预计边际放缓，三是下半年出口将进一步受到关税扰动，且上半年的抢出口势必部分透支下半年的出口。预计下半年消费同比持平甚至出现小幅负增长，环比弱于上半年，对铜价的影响也更偏空。

三、核心因素三：铜的 232 调查

年初未能充分预估关税对铜的影响。美国对铜直接加征关税的可能性拉大了 COMEX_LME 两市价差并引发美国虹吸电铜的贸易举措，导致全球电铜市场出现严重的结构性错配，成为拉动铜价强势上涨的重要因素。

摩根大通预计上半年美国进口电解铜 83 万吨，其中 43 万吨超出季节性水平。反映在显性库存上，COMEX 快速累库的同时 LME 快速去库，且 1-5 月国内电铜进口减少 6.6 万吨，净进口减少 15 万吨，这使得国内社会库存和 LME 库存都维持在一个比较低的水平，再加上前期引发挤仓行情，低库存下的“强现实”令铜价获得了非常强劲的支撑。

但是综合全球各个主要库存来看，当前全球显性库存在 43.6 万吨，从绝对数值上来说，较前几年 20 万吨左右的低库存水平还是高出很多的，这就意味着目前并不是真的缺电铜。由于美国“虹吸”电铜是套利行为引发的，并非真正由美国国内需求驱动，所以只要套利空间存在这一行为不会明显减弱。因此 232 调查何时公布结果将成为影响全球电铜流向以及铜价的关键变量。特朗普于 7 月 10 日表示将从 8 月 1 日开始对铜加征 50% 进口关税，不仅时间临近且税率超过了此前多数预期。消息一出 COMEX 大涨而 LME 下跌，两市价差急速走扩至 30% 以上，目前在 25% 附近徘徊。短期内市场对

于铜关税的执行情况仍存在诸多疑虑，但一旦关税确定落地实施，由套利引发的美国“虹吸”电铜行为将戛然而止。同时当前的高铜价已对美国国内电铜消费产生一定的抑制作用。因此，预计8月之后美国进口电铜量将大幅度减少，相应的美国以外的市场将迎来高于上半年的铜供应。考虑到三季度国内消费走弱，LME 和中国都将出现累库，供需面临再平衡压力。

四、下半年铜市场展望

考虑到宏观层面美国关税政策依然存在巨大的不确定性，加上上半年支持铜价的两项重要因素（美国“虹吸”电铜和国内消费强劲）在下半年都将面临减弱，但供应端的巨大矛盾将对市场形成较强支撑。除了供需因素之外，铜关税政策执行情况也将对市场带来一定影响。