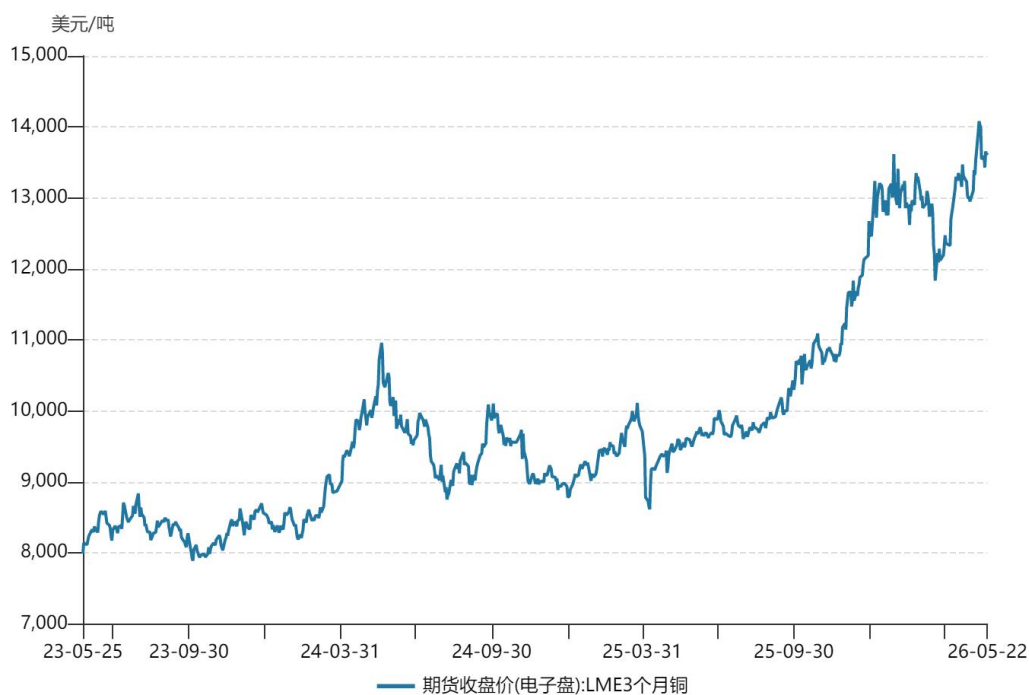


# 多空因素共振，铜价宽幅震荡运行

五矿有色 陆逸帆

中国金属矿业经济研究院（五矿产业金融研究院） 吴越



数据来源：Wind

## 一、地缘缓和与供应扰动推动铜价重心回升

4月，LME铜价先扬后抑、重心上移。LME3月期铜4月均价为12967美元/吨，同比上涨40.7%，环比上涨3.1%，1-4月均价约为12909美元/吨，同比上涨37.9%。SMM1#电解铜4月均价为100316元/吨，同比上涨30.7%，环比上涨1.9%。4月中上旬铜价快速回升，下旬小幅回落，伦铜价格重心重回13000美元/吨上方，沪铜主力重返10万元/吨上方，市场交易主线由前期地缘冲突带来的宏观压力，逐步转向风险偏好修复和供应扰动共振。

宏观方面，4月市场交易主线由3月的“冲突升级—油价飙升—通胀抬升”逐步转向“停火预期反复—油价高位震荡—降息押注受抑”。4月上旬美伊一度达成两周停火，并带

动油价自 3 月极端高位明显回落。但随着谈判反复、美国维持对伊朗港口和岸线封锁、伊朗在霍尔木兹海峡再度扣押船只，国际油价盘中再度站上 100 美元/桶附近。与 3 月相比，4 月市场对“最坏情形”有所修正，但并未完全解除对通胀和降息前景的担忧，金属价格因此呈现出“先修复、后震荡”的运行特征。

铜基本面方面，地缘冲突导致硫酸这一冶炼环节的副产品和辅料成为市场关注的供应端焦点。铜精矿现货加工费在 4 月继续深度负值运行，4 月底已跌破-80 美元/干吨低位并仍在加速下行，显示矿端短缺并未缓解。冶炼端受原料紧张与检修扰动影响，SMM 数据显示，4 月国内电解铜产量为 117.89 万吨，环比下降 2.3%，但同比仍增长 4.7%，国内精铜供应总量仍处相对高位。与此同时，硫酸价格高位和副产品收益改善继续对冶炼厂开工意愿形成支撑，成为支撑铜精矿采购需求的最主要原因。

硫酸作为火法冶炼的副产品与湿法冶炼的关键浸出剂，在铜供应链中占据着不可替代的枢纽地位。当前，中东地缘冲突引发的硫磺供应扰动，正通过“硫磺—硫酸”链条向铜产业链深度传导。而中国收紧工业硫酸出口的政策，进一步形成了“中东硫磺断供+中国硫酸收缩”的双重冲击。在全球硫磺及硫酸价格急剧飙升的背景下，刚果（金）和智利的湿法铜产能正面临辅料断供、成本高企与生产受限的严峻考验。

在 3 月明显回暖的消费表现未能在 4 月得到延续，整体铜材开工率环比回落 2.23 个百分点至 66.28%。铜材行业内部存在分化，精铜杆、铜管、铜棒开工率环比回落，但铜板

带、铜箔维持较高景气度。其中铜板带开工率升至近四年同期峰值，主因电力、新能源、电子等核心下游行业订单稳定。铜箔则得益于储能、动力电池、消费电子、AI 相关行业订单，维持高开工率。

终端方面亦呈现分化局面。电力维持基本盘，1-3 月电网投资完成额累计同比增长 43.3%，电源投资完成额累计同比增长 26.6%，其中风电增长 71.4%；汽车行业开始回升，4 月新能源汽车销量同比增长 9.7%，1-4 月累计销量同比回正；家电消费则趋于疲软，4 月家用空调产销数量同比均为负增长。

库存方面，4 月国内库存延续去化但速度放缓。SMM 数据显示，截至 4 月 30 日，国内电解铜社会库存降至 24.3 万吨，较上月减少 16 万吨。LME 库存则累库 3.6 万吨至 39.9 万吨，COMEX 累库 2.4 万吨至 55.8 万吨，全球显性库存仍在高位。

资金方面，随着地缘冲突边际缓和，加上铜供应端干扰因素增加，投机资金多头意愿修复，但下游对高价的接受度下降，现货升水启动偏慢，资金端表现为趋势做多与高位止盈并存，盘面波动随宏观消息和库存变化放大。

## **二、供应扰动支撑仍强，宏观风险与需求逆风构成压力**

当前市场的关键变量已由单纯的地缘冲突升级，转向地缘局势、美国贸易政策与利率预期三者的交互影响。4 月的阶段性停火说明，最极端的风险情景暂未继续恶化，但停火延长并不等同于供应链和航运秩序能够完全恢复。尤其是霍尔木兹海峡运输仍受限制、油价仍处高位，使全球制造业和消费端对高成本环境保持谨慎，市场对美联储年内宽松节奏

的预期也随之反复。

后续市场将同时关注三条主线：一是美伊停火与后续谈判能否真正推动海运恢复；二是新任美联储主席上台后货币政策走向；三是美国针对铜的潜在关税决定是否进一步扭曲全球铜流向。关于美国铜关税议题，随着6月底评估期限的临近，政策走向将取决于美国国内政治博弈及过往关税对制造业回流的实际成效。尽管具体结果待定，但政策不确定性对市场的扰动预计将持续存在。

预计硫元素供应扰动将成为二季度铜基本面最大的干扰因素。刚果（金）高度依赖中东硫磺，智利则依赖来自中国的硫酸，因此市场担忧中东硫磺出口的断供和中国硫酸出口禁令可能导致这两地湿法铜产出受阻。反观国内，冶炼厂高度依赖高价硫酸带来的副产收益，若硫酸出口禁止后导致国内酸价回落而加工费未见明显修复，冶炼厂可能因利润受损而出现提前检修或减产。我们判断当前智利受到的影响更多体现为成本上移，刚果（金）实质性减产亦需硫磺断供持续更长时间。考虑到终端消费依然疲弱，铜价虽有短时间在情绪改善影响下冲高的可能，但尚不具备趋势性上涨或在创新高后长时间维持的动力。

综合来看，4月铜价已完成由“宏观冲击后的修复”向“多空因素交织下的高位震荡”的切换。未来一个月铜价大概率维持高位宽幅震荡，同时需要重点关注美联储货币政策与美债收益率走向，以及将在6月公布的美国铜产业评估结果与相应的关税政策举措。