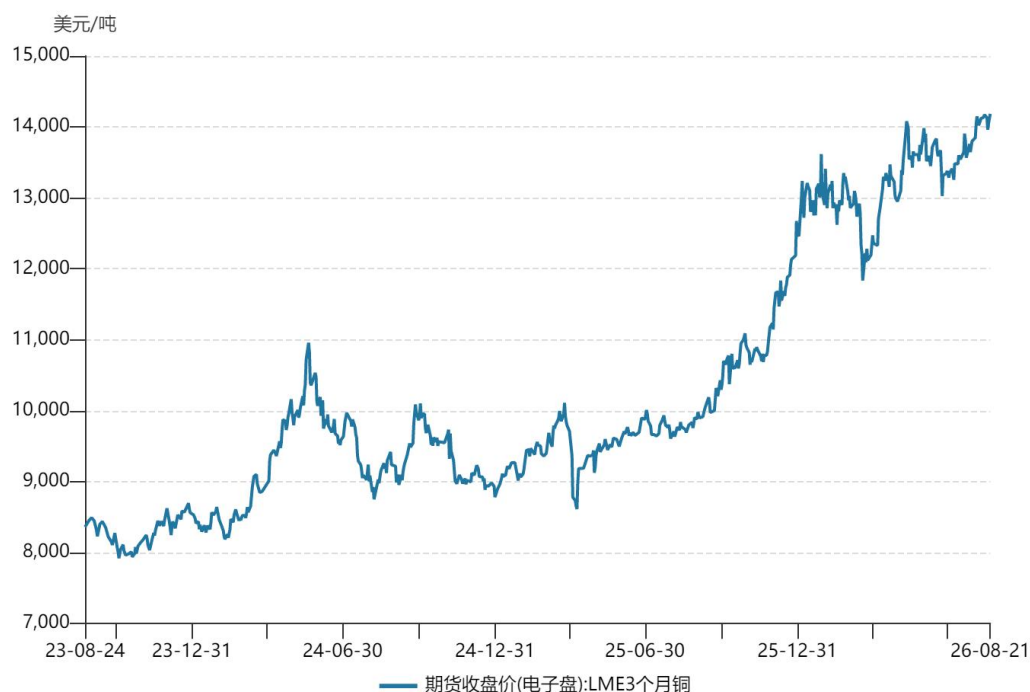


库存错配向现货紧张演化，铜价高位偏强

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、关税悬而未决放大库存错配，铜价先抑后扬

7月铜价运行重心与上月基本持平，月内呈“筑底—反弹—冲高—高位盘整”走势。LME3月期铜均价为13542美元/吨，同比上涨38.4%，环比下跌0.5%；1—7月均价为13197美元/吨，同比上涨39.0%。SMM 1#电解铜7月均价为104393元/吨，同比上涨31.6%，环比上涨0.2%；1—7月均价为102215元/吨，同比上涨31.3%。分阶段看，上旬伦铜在13300美元/吨附近徘徊，中旬起铜价止跌反弹，中下旬铜价加速冲高，伦铜回到接近14000美元/吨高位，月末在淡季畏高情绪压制下高位盘整。

宏观方面，本月美联储“紧缩担忧”对铜价的压制边际减弱。美国7月非农就业减少2.3万人，6月CPI同比增

速大幅回落至 3.5%，核心 CPI 同比增速降至 2.6%，通胀压力显著缓解。美联储 7 月议息会议维持利率不变，市场对年内加息的定价有所降温，美元指数震荡走弱，成为支撑铜价估值修复的重要力量。地缘政治方面，美伊停火协议仍有反复，7 月中旬一度破裂，霍尔木兹海峡通航恢复并不顺畅，红海及曼德海峡航运亦受扰，中东局势短期难以恢复平静。国内方面，7 月制造业 PMI 回落至 49.2%，再度跌回收缩区间，新订单指数 48.5%，显示内需修复动能偏弱。

铜精矿方面，7 月现货加工费延续深度负值并加速下探。月底 SMM 铜精矿现货 TC 指数已降至-159.37 美元/干吨，较 6 月底下降超过 30 美元/干吨。现货成交已全面转向指数扣减模式，扣减幅度由月初的 15 美元/干吨扩大至月末的 20—25 美元/干吨，矿端招标贸易商端口报价一度低至-275 美元/干吨。

冶炼方面，加工费深度负值叠加贵金属价格回落，7 月国内冶炼综合利润由盈转亏。SMM 数据显示，7 月中国冶炼厂总现货冶炼收益降至-328 元/吨，较 6 月的 395 元/吨下降 723 元/吨，正式进入亏损区间。7 月国内电解铜产量为 112.68 万吨，环比下降 1.59%，较月初预期的 116.6 万吨低 3.92 万吨。产量持续低于预期的原因主要有三：一是废产阳极板采购困难制约产能释放；二是部分冶炼厂提前或延长检修；三是再生铜出货尚未放松。在 TC 深度负值、冶炼利润转亏的背景下，若无硫酸副产收益支撑，减产范围可能进一步扩大。国内硫酸价格目前虽仍在高位，但 7 月以来价格重心已有所下移，预计 8 月冶炼利润将继续承压。

需求端明显分化且多表现为淡季特征。7 月铜材综合开

工率为 61.25%，环比下降 1.72 个百分点。分品种看，精铜杆开工率 67.01%，环比下降 1.7 个百分点；铜板带开工率 74.53%，环比下降 0.44 个百分点但同比提升 8.9 个百分点；铜箔开工率 93.08%，环比上升 1.58 个百分点且同比大幅提升 15.8 个百分点，在 AI 算力、储能和锂电需求支撑下延续“淡季不淡”特征；铜管开工率 64.09%，受空调排产大幅下滑拖累环比下降 4.8 个百分点；铜线缆开工率 69.82%，环比下降 2.4 个百分点。

库存方面，全球库存延续“美增非美减”的分化格局。由于美国精炼铜进口关税迟迟未落地，库存地域错配继续累积。关税事件由短期落地风险转为更持久的不确定性，精炼铜加速流向美国，7 月美国精炼铜进口量超过 20 万吨，创下单月历史新高，COMEX 库存继续攀升并刷新纪录。LME 持续去库伴随注销仓单快速提升，7 月 LME 铜库存去库超过 8 万吨，注销仓单比例一度超过六成。国内亦呈现淡季去库特征，SMM 社会库存当月去库近 10 万吨，降至近年同期低位。由此看，关税本身并未兑现为确定性政策，反而通过持续锁定美国库存，使美国以外可交割货源收紧成为主导矛盾。受此影响，LME 和国内现货升水均出现快速上涨，凸显现货紧张预期。

资金持仓方面，7 月 SHFE、COMEX、LME 三市总持仓量均有所回升，资金多头继续布局铜价，未见空头积极入场迹象，投机情绪整体偏多。COMEX-LME 价差走扩带动跨市套利资金活跃，铜的金融属性与商品属性形成共振。不过随着铜价逼近历史高位，部分资金已现获利了结迹象，8 月以来沪铜多空分歧明显加大，短期波动风险有所上升。

二、库存低位与供应扰动支撑价格，需求与宏观约束上行斜率

8 月以来铜价继续抬升，且现货紧张逻辑带动 LME Cash-3M 升水快速攀升，一度超过 500 美元/吨。表明近端可交割货源偏紧，但也包含换月、集中持仓和物流错配的短期放大。

宏观方面，7 月非农转负与通胀回落为降息预期提供了支撑，9 月 FOMC 会议将是验证政策转向的关键窗口。需警惕的是，若美伊冲突超预期升级再度推动国际油价大涨推升通胀预期，降息路径可能再度受阻，美国就业市场转弱与通胀反弹风险并存，政策路径的不确定性显著高于上半年。基本面方面，供应约束是核心支撑，同时美国铜关税的最终逻辑路径仍是核心变量。

展望未来一个月，基准判断为铜价维持高位宽幅震荡、价格重心偏强。支撑来自 LME 库存低位、矿端扰动、国内冶炼原料紧张以及传统旺季前的补库预期；约束则来自国内制造业和投资偏弱、高价抑制终端采购，以及美国货币政策的不确定性。建议重点关注关税政策落地路径、9 月美联储议息会议、美伊局势演变以及高铜价下国内消费的承接力度。