



2025 年 5 月 19 日

宏观利好兑现，铜价冲高回落

核心观点及策略

- 上周铜价先升后降，主因中美贸易休战提振市场，双方均暂停并取消了大部分的关税措施，而后市场逐渐消化乐观情绪，且90天后的关税政策仍存不确定性，叠加美联储维持鹰派立场，市场担忧美国滞胀风险及全球供应链扰动波及发达及发展中经济体，造成出口下行和经济放缓压力；国内方面，4月社融结构倾向于政府债券但负剪刀差扩大，央行金融增量政策兑现利好情绪释放。基本面来看，现货TC负值维持-40美金，全球库存低位反弹，洋山铜仓单溢价高企，盘面近月B结构收窄。
- 整体来看，市场消化中美休战利好情绪，并担忧关税上调与贸易政策不确定性将对全球供应链持续形成干扰，拖累全球经济增长前景；国内方面，央行降准降息落地兑现，4月社融保持平稳增长。基本面来看，海外主要矿山终端能持续，国内精铜紧平衡周期转向边际宽松，社会库存低位反弹，预计铜价将维持高位震荡回落态势，关注全球贸易格局的演变。
- 风险因素：中美贸易局势持续改善，美联储转鸽

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F03084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

一、市场数据

表 1 上周市场主要交易数据

合约	5 月 16 日	5 月 9 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	9440.00	9439.00	1.00	0.01%	美元/吨
COMEX 铜	459.15	465.4	-6.25	-1.34%	美分/磅
SHFE 铜	78140.00	77450.00	690.00	0.89%	元/吨
国际铜	69350.00	68750.00	600.00	0.87%	元/吨
沪伦比值	8.28	8.21	0.07		
LME 现货升贴水	31.45	49.19	-17.74	-36.06%	美元/吨
上海现货升贴水	445	80	365		元/吨

注：（1）LME 为 3 月期价格；上海 SHFE 为 3 月期货价格；

（2）涨跌= 周五收盘价-上周五收盘价；

（3）涨跌幅=（周五收盘价-上周五收盘价）/ 上周五收盘价*100

表 2 上周库存变化

库存地点	5 月 16 日	5 月 9 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	179375	191775	-12400	-6.47%	吨
COMEX 库存	169664	160250	9414	5.87%	短吨
SHFE 库存	108124	80687	27437	34.00%	吨
上海保税区库存	71500	90500	-19000	-20.99%	吨
总库存	528663	523212	5451	1.04%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价先升后降，主因中美贸易休战提振市场，双方均暂停并取消了大部分的关税措施，而后市场逐渐消化乐观情绪，且 90 天后的关税政策仍存不确定性，叠加美联储维持鹰派立场，市场担忧美国滞胀风险及全球供应链扰动波及发达及发展中经济体，造成出口下行和经济放缓压力；国内方面，4 月社融结构倾向于政府债券但负剪刀差扩大，央行金融增量政策兑现利好情绪释放。基本面来看，现货 TC 负值维持-40 美金，全球库存低位反弹，洋山铜仓单溢价高企，盘面近月 B 结构收窄。

库存方面：截至 5 月 16 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计降至 52.8 万吨，全球库存低位反弹。其中 LME 铜库存减少 1.24 万吨，LME0-3 转向 B 结构，注销仓单比例继续降至 40.8%；上期所库存增加 2.7 万吨，低位小幅累库；保税区库存下降 1.9 万吨，洋山铜提单溢维持 100 美金上方，COMEX 美铜溢价维持 700 美元/吨，海外可交割货源持续偏紧，目前 LME 仓单中俄铜占比已超过 50%，COMEX 显性库存高位升至 17 万吨，几乎与 LME 库存持

平，沪伦比值升至 8.28 主因人民币上周小幅贬值。

宏观方面：中美经贸会谈发表联合声明为全球经济舒压，两国均对双方保留了 10% 的较低关税，美方对中方剩余 24% 的关税暂停加征 90 天，中方还相应暂停或取消对美非关税反制措施，此外双方还要建立对话机制，继续就经贸关系进行协商，新华社点评中美将在互利共赢的基础上加强合作，在相互尊重的前提下掌控分歧，此次会谈是漫漫征途中的一步，前路依然需要双方以智慧和勇气共同探索和塑造。联合国发布《2025 年全球经济形势与前景报告》现实，虽然全球关税战趋于缓和，但关税上调与贸易政策不确定性的压力对供应链持续造成干扰，推高生产成本，扰乱企业生产节奏，导致企业投资放缓，波及发达及发展中经济体，预计 2025 年全球经济增速将放缓至 2.4%，对外依存度较高的国家将面临出口下行及大宗商品价格下跌的压力。鲍威尔昨天表示，美国未来通胀的波动可能加剧，美国可能正在进入一个供应冲击更频繁、持续时间更久的周期，对于经济前景和美联储货币决策均提出了挑战，美联储将根据过去的经验，重新审视战略框架。国内方面，中国 4 月社融增量为 1.16 万亿，同比增加 1.22 万亿，其中 4 月新增人民币贷款 2200 亿，前四个月我国社融累计增量为 16.34 万亿，同比去年多增 3.61 万亿，其中对实体经济发放的人民币贷款增加 9.78 万亿元，同比多增 3397 亿元；政府债券净融资 4.85 万亿元，同比多 3.58 万亿元；企业债券净融资 7591 亿元，同比减少 4095 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 2506 亿元，同比多增 1494 亿元；政府债券发行超预期加速是 4 月社融加速的主要驱动，截止 4 月末，我国社融规模存量达 424 万亿，同比增长 8.7%，体现我国经济信贷结构正在逐步改善，经济稳中向好的长期基础仍然坚实。

供需方面，本周现货 TC 维持 -43 美金/吨，秘鲁安塔米纳铜矿发生矿难导致矿区临时停运影响产量而后缓慢恢复，巴拿马总统拒绝与第一量子就 Cobre Panama 项目重启签订新协议，全球矿端长期供应趋紧为铜价提供坚实的支撑。精铜方面，国内精铜产能利用率总体高位运行，5 月中旬进口货源开始逐渐回落以及非洲港口部分阻塞影响解除。从需求来看，电网投资项目陆续开工启动，4 月线缆企业开工率回升至 81.3%，拉动精铜制杆开工率恢复至 75%，“5.31”窗口期前光伏抢装已告一段落，二季度国内集中式项目装机量预期大幅回落，风电仍然维持同比负增速，分光行业用铜今年经成为拖累项，而新能源汽车产销增速强劲，传统行业旺季特征显现，新兴产业(除光伏外)用铜增速平稳。国内社库低位反弹至 13 万吨，库存见底后反弹带动换月后国内近月 B 结构收窄。

整体来看，市场消化中美休战利好情绪，并担忧关税上调与贸易政策不确定性将对全球供应链持续形成干扰，拖累全球经济增长前景；国内方面，央行降准降息落地兑现，4 月社融保持平稳增长。基本面来看，海外主要矿山终端能持续，国内精铜紧平衡周期转向边际宽松，社会库存低位反弹，预计铜价将维持维持高位震荡回落态势，关注全球贸易格局的演变。

三、行业要闻

1、季报显示，嘉能可一季度铜产量为 16.8 万吨，同比大幅减少 30%，其中 2025 年第一季度，旗下位于智利的 Collahuasi (科亚瓦西) 项目的权益铜产量为 3.53 万吨，同比大幅减少 45.44%，环比减少 37.08%。受品位和回收率下降以及矿山开采顺序和水资源限制等因素的影响，一季度 Collahuasi 同比环比均有所下降。新的海水淡化厂投入使用后，水资源限制有望得到缓解；旗下位于秘鲁的 Antamina (安塔米纳) 的权益铜产量为 3.28 万吨，同比减少 8.64%，环比增加 4.79%。受开采顺序影响，一季度 Antamina 铜产量有所下降，但锌的品位有所提高。嘉能可维持 2025 年指导产量 85-91 万吨。

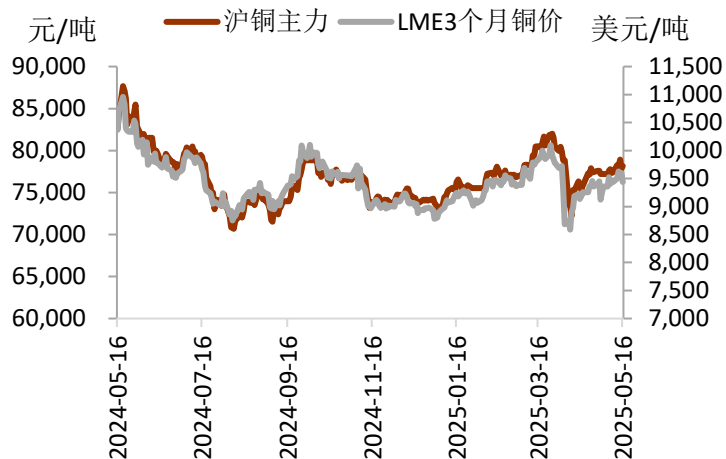
2、季报显示，MMG (五矿资源) 一季度铜产量 (电解铜+铜精矿) 为 11.8 万吨，同比增长 76%，2025 年第一季度 Las Bambas 铜产量为 9.57 万吨，同比增加 71%，环比减少 10%。同比增加主要得益于更高的选矿品位 (铜品位为 0.88%，去年同期为 0.54%)，以及冶金回收率提高 (由 2024 年第一季度的 86.2% 提升至 88.1%)，得益于 Ferrobamba 和 Chalcobamba 矿坑的采矿活动保持稳定，推动本季度采矿量达到创纪录高位。旗下位于刚果金的 Kinsevere 生产了 1.16 万吨电解铜，同比增长 19%，环比增长 12%。同比增加主要得益于硫化物生产线的爬坡。MMG 上调 2025 年指导产量 46.6-52.2 万吨。

3、第一量子矿业公司表示，其关闭的巴拿马铜矿如果仍在运营，将为巴拿马的经济贡献超过 17 亿美元。该公司表示，在此之前，Cobre 巴拿马一直是巴拿马社会经济繁荣的主要推动力，贡献了该国约 5% 的 GDP，直接和间接雇佣了 4 万多人，约占该国劳动力的 2%。此前巴拿马总统穆利诺表示巴拿马不会向第一量子公司提供新的采矿合同，其强调，任何与合同相关的新采矿法，例如被前政府认为违宪的 406 法，都需要得到国民议会的批准。他说，议会不愿意支持这样的协议。相反，他提出了一种“真正的伙伴关系”，即一种明确该矿属于巴拿马及其人民的结构。

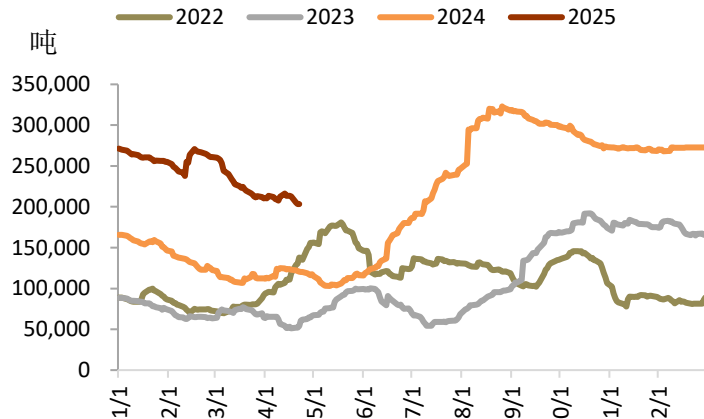
4、根据 Mysteel 调研数据显示，上周华东地区 8mm 的 T1 电缆线杆的加工费最高升至 750-950 元/吨，较上周小幅上调 200 元/吨，受到现货高升水以及旺季下游订单增长影响，铜杆线加工费重心持续上移，而铜价 78000 上方明显感受到来自终端消费的疲软，初段加工仅维持较低的补库寄走。分地区来看，华东市场成交表现一般；换月后，市场电解铜现货处于高升水状态，各铜杆厂家 (含升水) 加工费随着升高，但由于临近周末，下游采购量略有增加，但整体表现并不理想；从日均具体成交情况来看，大型企业订单在 600-2000 吨，中小型企业订单在 300-700 吨。华南地区，换月后现货升贴水依旧较高，多数铜杆企业及贸易商零单加工费报盘偏高，下游斟酌对比之后多选择优先安排长单提货，多数铜杆企业的长单提货进度尚可，但零单成交基本在 100 吨以下。预计 5 月下旬我国精铜制杆企业开工将保持有序复苏。

四、相关图表

图表1 沪铜与LME铜价走势

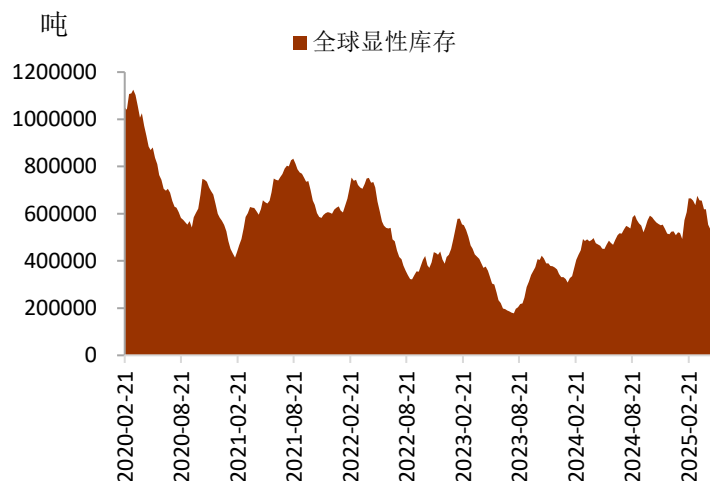


图表2 LME铜库存

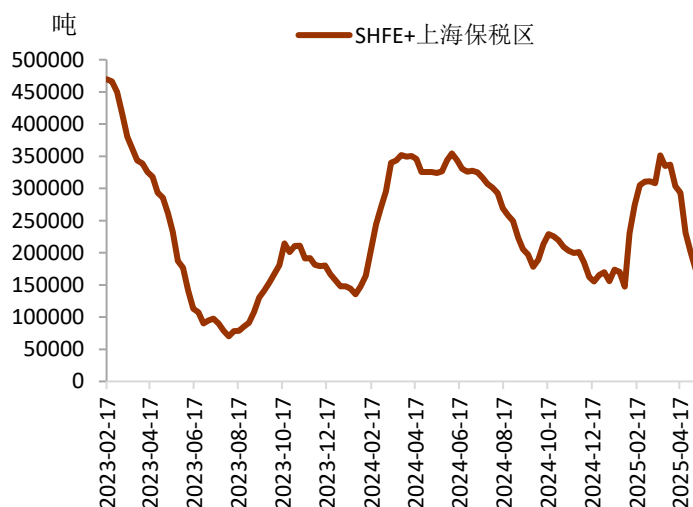


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表3 全球显性库存

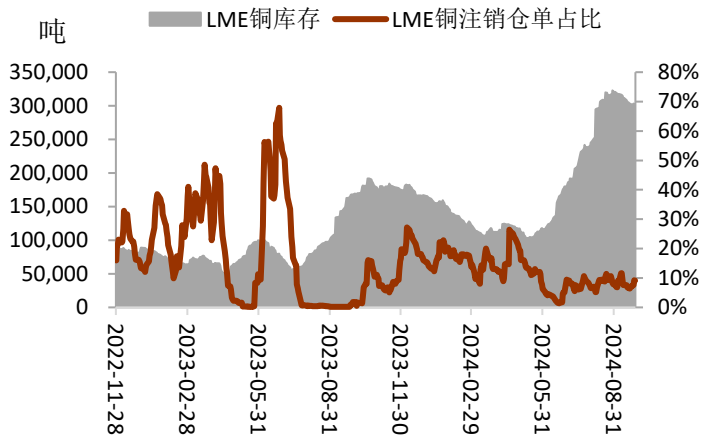


图表4 上海交易所和保税区库存

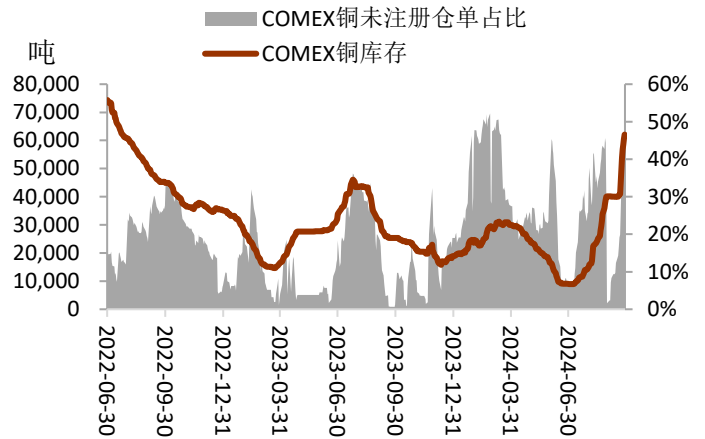


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

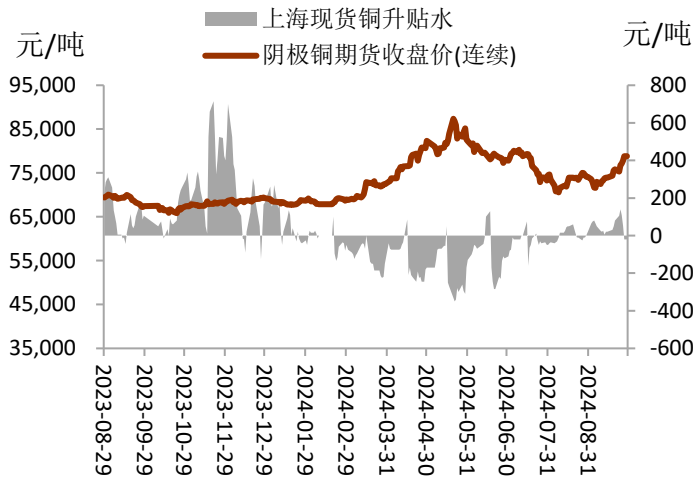


图表6 COMEX 库存和注销仓单

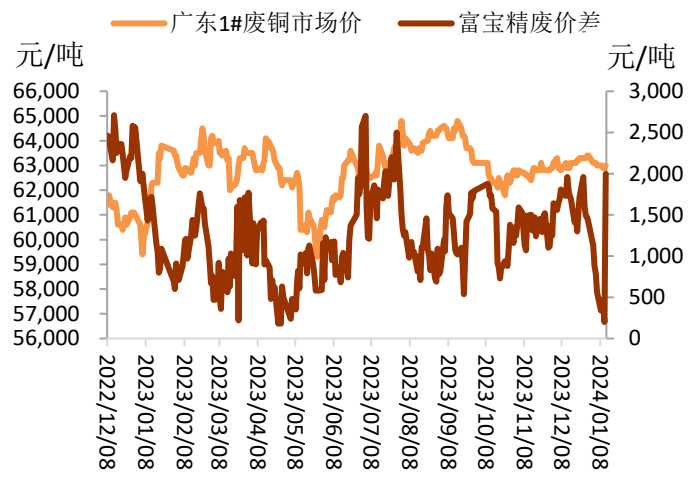


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势



图表8 精废铜价差走势

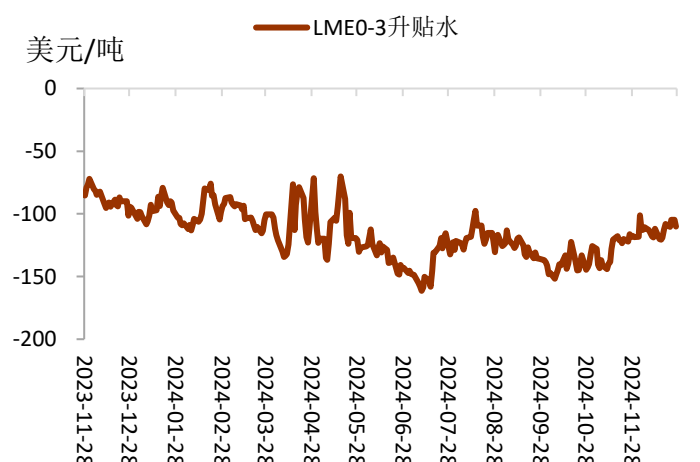


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势

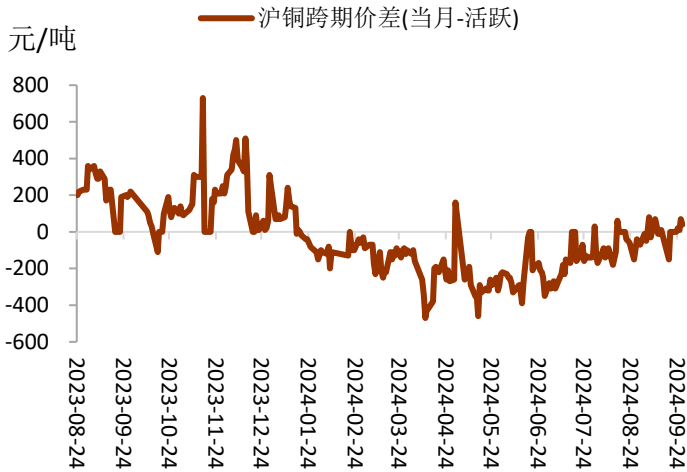


图表10 LME 铜升贴水走势

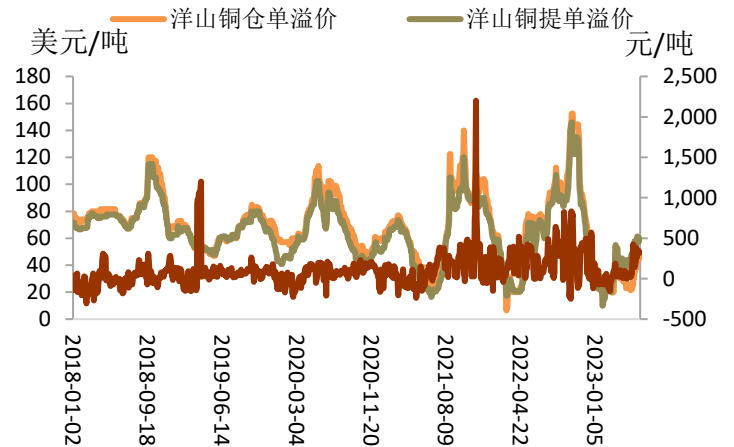


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

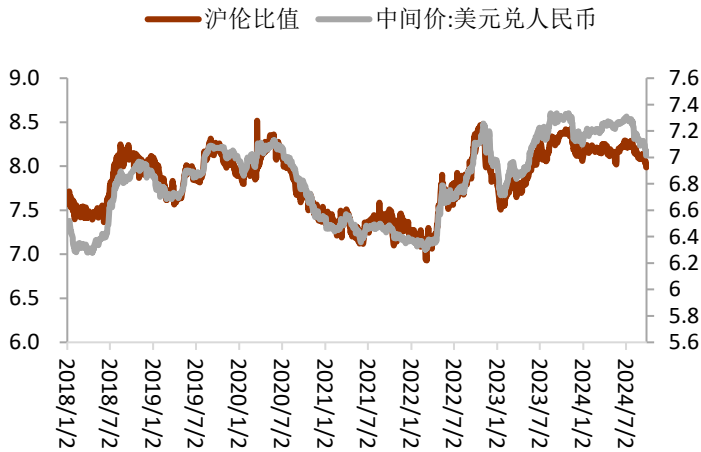


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

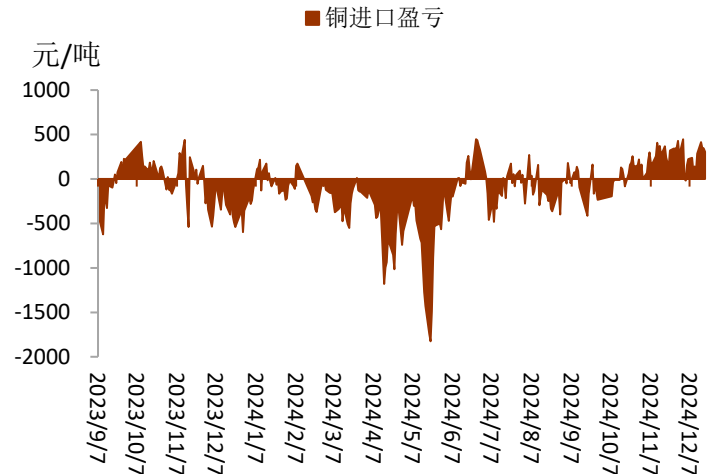


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势



图表 14 铜进口盈亏走势

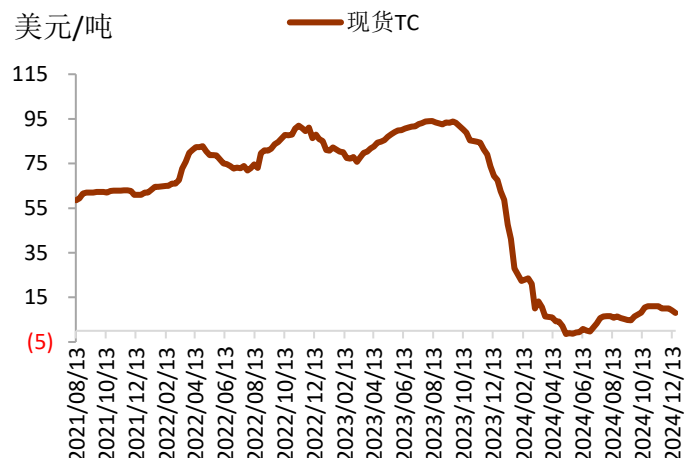


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

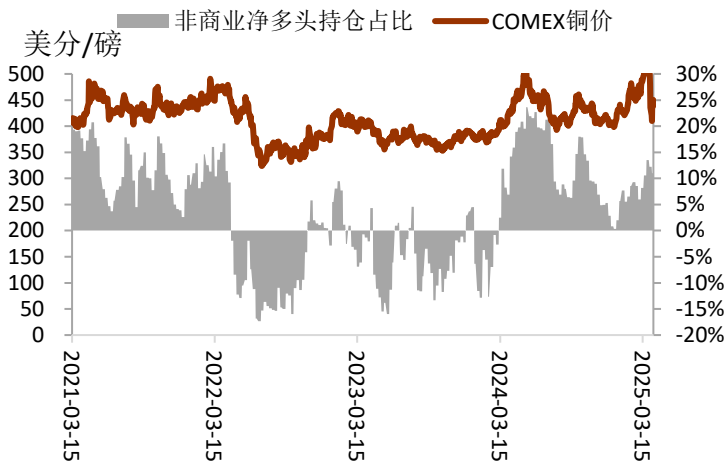


图表 16 铜精矿现货 TC

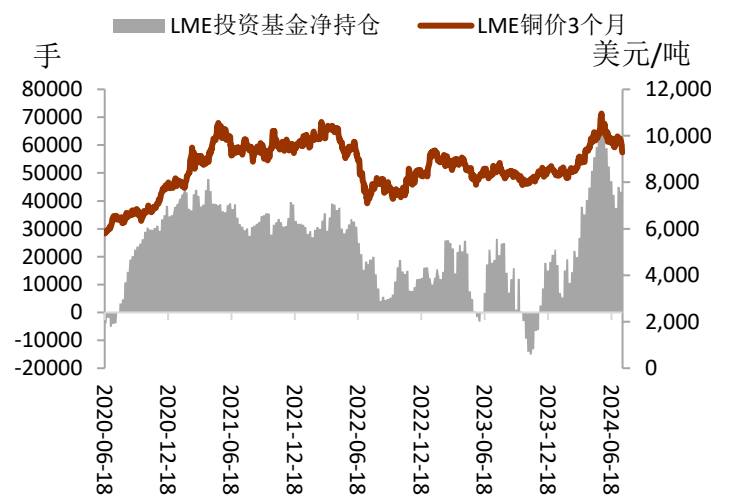


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 17 COMEX 铜非商业性净多头占比



图表 18 LME 铜投资基金净持仓变化



数据来源：iFind，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTUREQA

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室

电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室

电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。