



2025 年 5 月 26 日

紧平衡预期升温，铜价高位震荡

核心观点及策略

- 上周铜价高位震荡，主因美国制造业回归扩张区间及中国央行出台宽松政策为经济持续注入活力，而美国税改法案通过后未来将面临高额预算赤字压力，略打压市场风险偏好，市场充分消化中美贸易休战等乐观情绪，短期缺乏宏观逻辑驱动；此外，全球知名商品巨头警告年内“铜荒”风险，称中国新能源产业的需求坚挺以及美国关税溢价的需求前置将打破原有的供需平衡，并预计2025年全球精铜缺口或达30万吨之多。基本面来看，现货TC负值走扩，LME库存持续下探，洋山铜仓单溢价回落，盘面近月B结构收敛。
- 整体来看，美国经济的强韧性及中国出台一系列刺激经济政策持续提振铜价，但前期中美谈判乐观情绪释放后当前宏观缺乏核心驱动，而关税上调与贸易政策的不确定性仍对全球供应链持续造成干扰。基本面来看，上游矿端干扰率上升，国内精铜整体维持紧平衡，社会库存低位反弹，预计短期铜价将维持高位震荡，等待后期方向的指引。
- 风险因素：全球贸易局势恶化，美联储维持鹰派立场

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 23 日	5 月 16 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	9614.00	9440.00	174.00	1.84%	美元/吨
COMEX 铜	486.5	459.15	27.35	5.96%	美分/磅
SHFE 铜	77790.00	78140.00	-350.00	-0.45%	元/吨
国际铜	69030.00	69350.00	-320.00	-0.46%	元/吨
沪伦比值	8.09	8.28	-0.19		
LME 现货升贴水	31.14	31.45	-0.31	-0.99%	美元/吨
上海现货升贴水	165	445	-280		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 23 日	5 月 16 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	164725	179375	-14650	-8.17%	吨
COMEX 库存	175631	169664	5967	3.52%	短吨
SHFE 库存	98653	108124	-9471	-8.76%	吨
上海保税区库存	59800	71500	-11700	-16.36%	吨
总库存	498809	528663	-29854	-5.65%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价高位震荡，主因美国制造业回归扩张区间，中国央行出台宽松政策为经济持续注入活力，而美国税改法案通过后未来将面临高额预算赤字压力，略打压市场风险偏好，市场充分消化中美贸易休战等乐观情绪，短期缺乏宏观逻辑驱动；此外，全球知名商品巨头警告年内“铜荒”风险，称中国新能源产业的需求坚挺以及美国关税溢价的需求前置将打破原有的供需平衡，2025 年全球精铜缺口或达 30 万吨之多。基本面来看，现货 TC 负值走扩，LME 库存持续下探，洋山铜仓单溢价回落，盘面近月 B 结构收敛。

库存方面：截至 5 月 23 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计降至 49.9 万吨，全球库存延续下滑。其中 LME 铜库存减少 1.46 万吨，LME0-3 维持 B 结构，注销仓单比例继续升至 43.7%；上期所库存减少 0.94 万吨，继续保持低位；保税区库存下降 1.17 万吨，洋山铜提单回落至 100 美金附近，COMEX 美铜溢价仍然高企吸引可交割货源持续流向北美，目前 LME 仓单中俄铜占比已超过 50%，COMEX 显性库存突破 17.5 万吨，超过 LME 库存总量，沪伦

比值降至 8.09 主因上周美元贬值。

宏观方面：美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值为 52.3，创近三个月新高，大幅高于预期的 49.9，其中新订单分项指数大幅升至 53.3，连续五个月扩张，贸易战平息后企业对未来产出预期转向乐观，但部分生产商也反映成本端居高不下的压力，但企业将进口商品和原材料成本上涨转嫁给消费者较为顺畅，出口订单指数也表现为连续两个月萎缩。随着美国众议院以微弱的票数通过特朗普税改法案，美债市场的抛售潮仍在加剧，拖累美股股指重心持续下移，拖累市场风险偏好，据测算该法案预计将在十年内提高美国预算赤字增加 2.7 万亿美元。2026 年 FOMC 票委、克利夫兰联储主席哈玛克表示，美联储已做好保持耐心的准备，将通胀长期维持在相对稳定的水平，如果这种平衡被打破，美联储才有可能采取进一步行动，当前需要时间了解贸易政策对企业决策的影响程度，美联储最好按兵不动。欧央行副行长表示，随着欧元走强及国际能源成本的下滑，欧元区实现 2% 的通胀长期目标已愈发临近，美国加征关税对通胀影响不明朗，但不会拖累欧元区物价降温的长期趋势，市场普遍预计欧央行将于 6 月再次小幅降息。亚特兰大联储主席博斯蒂克表示，目前美联储在尝试平衡通胀上行压力和经济衰退风险的双重背景下，其倾向于年内只降息一次，当前美国民众更担心关税推高通胀的压力，呼应鲍威尔此前表态美联储需要继续等待更多线索，而纽约联储主席威廉姆斯则认为美联储尚不确定能在 6-7 月明晰经济前景和通胀趋势，这件事一个持续收集线索，逐步认清形势以及观察趋势发展的过程，年内或有两次左右的降息，也低于 4 月底高达四次的预期，根据美联储最新观察工具显示，6 月降息概率不足 10%，而 7 月采取行动的概率也仅为三分之一左右。国内方面，央行分别下调 1 年期和 5 年期 LPR 幅度为 10 个基点，下调后 5 年期 LPR 利率已降至 3.5%，此举有助于降低融资成本，刺激信贷需求，促进企业投资，激发市场活力。国家发改委宣布，建议不完善促进民营经济发展的制度机制，保证民营企业公平参与市场竞争、依法维护民营企业合法权益，将《民营经济促进法》落到实处。

供需方面，本周现货 TC 维持-40 美金/吨下方，艾芬豪旗下卡莫阿-卡库拉铜矿东区因多发地震已全面暂停地下开采作业，第一量子旗下 Cobre Panama 项目重启签订新协议，秘鲁安塔米纳铜矿尚未恢复至正常水平，上游矿端干扰率持续增加。精铜方面，国内精铜产量高位运行但年中 TC 谈判在即，长期维持负加工费或令国内部分中小冶炼厂陷入减产困境，近期南美进口货逐步回落但数量有限，供应边际由紧转松但仍需观察后续的持续性。从需求来看，电网投资项目平稳推进，铜缆线企业周度开工率为 82.3%，精铜制杆企业开工率在 73% 左右，略不及往年同期，目前需求端的担忧来自于光伏抢装潮过后的需求大幅回落，除此之外新兴产业用铜增速稳健，新能源汽车表现十分亮眼，人工智能领域和数据中心的铜需求也在与日俱增。国内社库低位小幅反弹，带动国内近月 B 结构进入收敛趋势。

整体来看，美国经济的强韧性及中国出台一系列刺激经济政策持续提振铜价，但前期中美谈判乐观情绪释放后当前宏观缺乏核心驱动，而关税上调与贸易政策的不确定性仍对全球供应链持续造成干扰。基本面来看，上游矿端干扰率上升，国内精铜供应边际转宽，社会库存低位反弹，预计铜价将维持高位震荡，等待后期方向的指引。

三、行业要闻

1、根据 WBMS 最新报告显示,2025 年 3 月全球精炼铜产量达 251.3 万吨,消费量为 249.3 万吨,供应过剩 2.05 万吨。今年 1-3 月全球精炼铜总产量达 728.32 万吨,消费总量为 701.25 万吨,供应过剩总计 27.08 万吨,而目前供应缺口呈逐月递减态势。

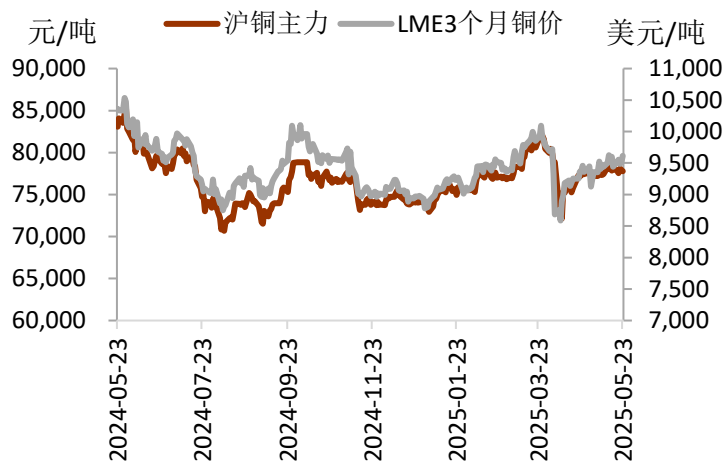
2、外媒消息,自由港公司旗下的 Freeport Indonesia (印尼自由港)铜矿公司表示,其位于东爪哇省 Manyar 冶炼厂在去年 10 月因火灾停产之后,已比预期提前恢复运营,预计将于 6 月的第四周开始生产阴极铜。首席执行官 Tony Wenas 表示,原计划 6 月恢复生产,但维修工作提前完成,预计将于 12 月达到满负荷生产。今年 3 月,印尼政府向印尼自由港公司 (Freeport-McMoRan 的子公司) 发放了为期六个月的许可,允许其出口 127 万吨铜精矿。由于该公司无法使用冶炼厂,印尼政府放宽了全国范围内对未加工铜的出口禁令。

3、艾芬豪公司因刚果金东部矿区出现地震活动,已暂停旗下卡库拉铜矿的地下矿床开采作业。卡库拉铜矿隶属于 Kamo-a-Kakula (卡莫阿-卡库拉) 铜矿项目,据了解其所有员工均已安全升井,井下移动设备也已全部撤出,疏散过程中无人受伤。艾芬豪表示,其高级管理层和地质技术专家目前在现场对卡库拉地下矿进行“全面检查”,结果显示过去 24 小时内地震活动显著减少,卡库拉矿的西部区域已宣布安全,采矿作业即将恢复。该公司指出,此次检查将延伸至卡库拉矿的东部区域,那里的地下基础设施,包括抽水设施,可能会受到影响。由于停工,卡库拉矿的 1 期和 2 期选矿厂目前产能降低,仅处理来自地表堆场的矿石。艾芬豪管理层表示,一旦恢复运营,卡库拉矿西部区域的矿石也将进行加工。卡莫阿地下矿的作业以及相邻的三期选矿厂的加工活动未受影响。截至今年 4 月,卡莫阿-卡库拉高品位和中品位矿石的露天堆场总量约为 380 万吨,经估算的混合平均铜品位为 3.2%。

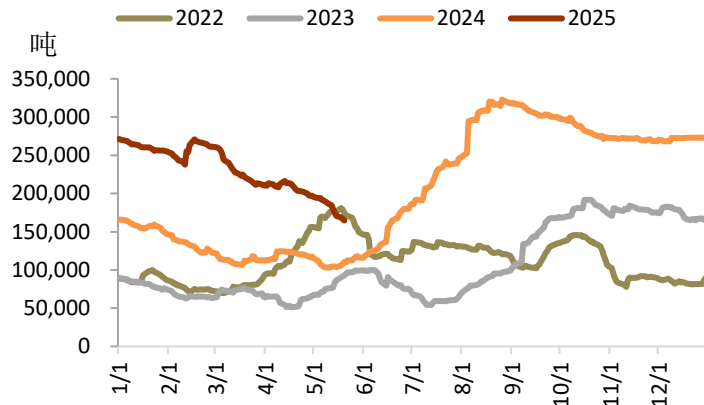
4、根据 Mysteel 调研数据显示,上周华东地区 8mm 的 T1 电缆线杆的加工费区间升至 530-650 元/吨,较上周小幅下调 160-200 元/吨,加工费快速下滑只因当月换月后升贴水回落,而铜价徘徊 78000 附近高位震荡令下游观望氛围浓厚,补库意愿低迷仅刚需采购为主。分地区来看,华东市场精铜杆市场上周成交表现略有增加,现货升水下调加之铜价震荡下行,铜杆绝对价格有所下调,下游大型线缆企业采购情绪小有提升,订单量环比有所增加,中小线缆企业依旧维持按需采买。从具体的企业反馈日均成交来看,中小企业订单 300-600 吨,大型企业订单量 800-1500 吨。华南地区,铜价与期铜 BACK 价差维持震荡波动趋势,下游在当前行情下多以长单提货为主,多数铜杆企业表示长单排单量较多,而零单由于市场加工费竞争剧烈的因素,下游采购零单基本以对比后逢低补库为主,成交量较为有限,日均成交多在 100-300 吨不等。预计 5 月底我国精铜制杆企业开工率将维持平稳运行,企业生产或难以再现增长。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

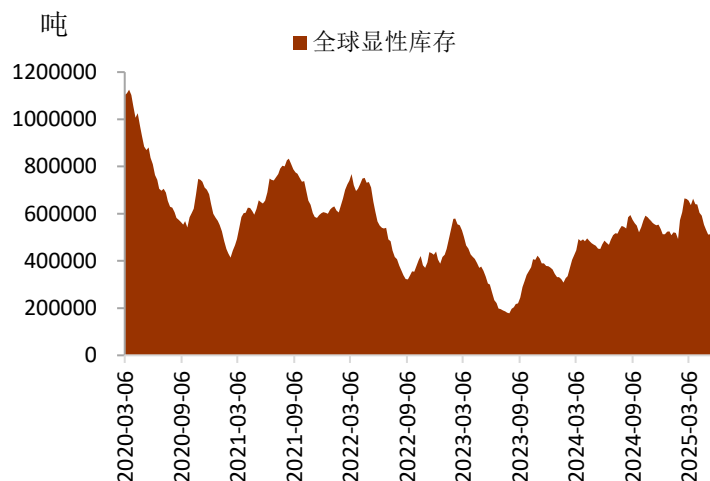


图表 2 LME 铜库存

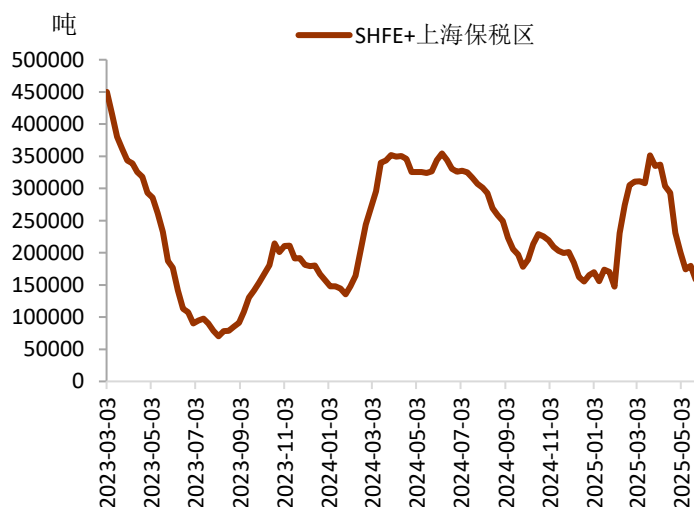


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

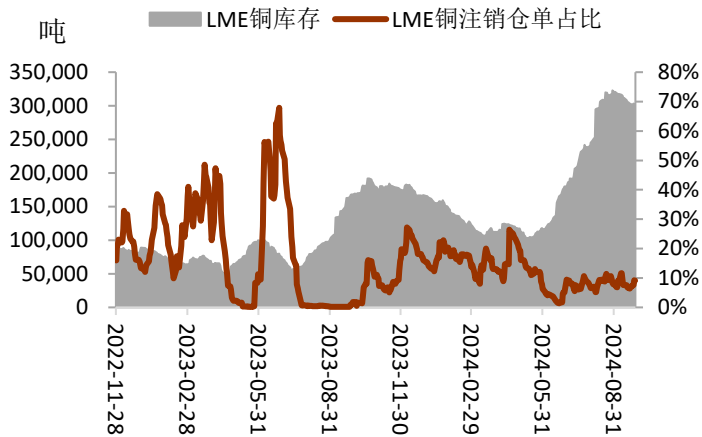


图表 4 上海交易所和保税区库存

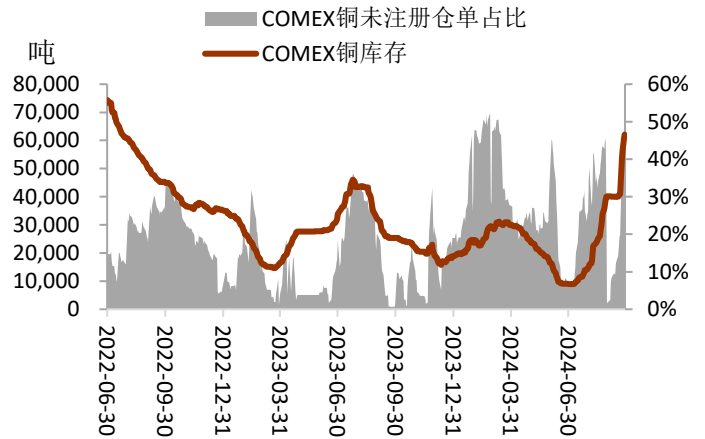


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

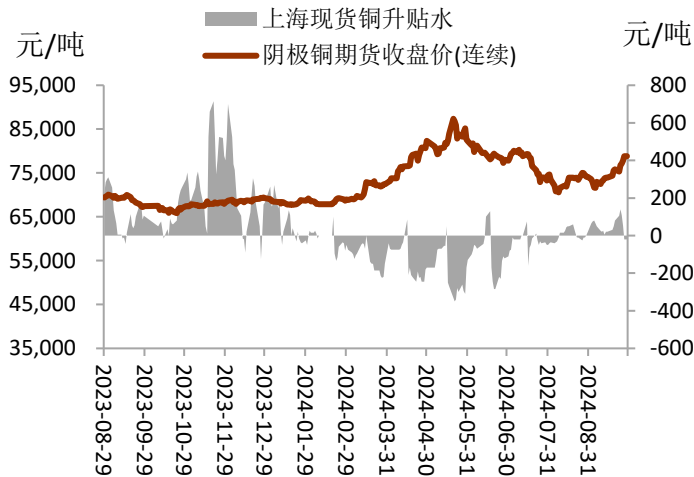


图表6 COMEX 库存和注销仓单

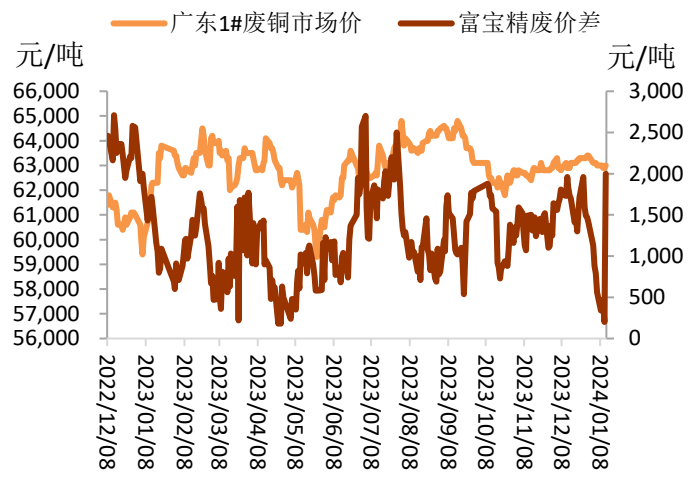


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势



图表8 精废铜价差走势

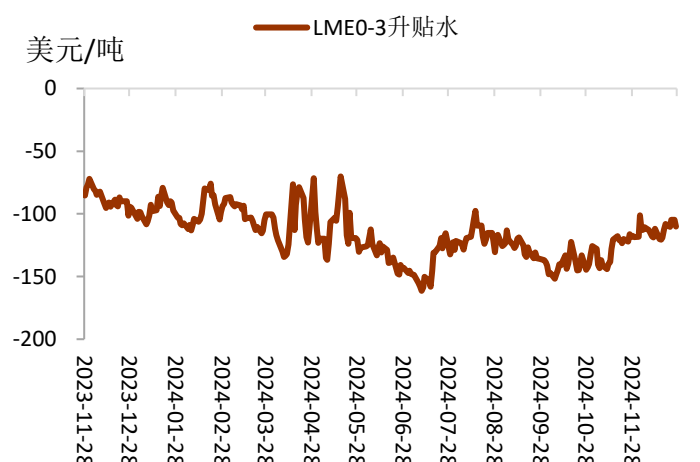


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势

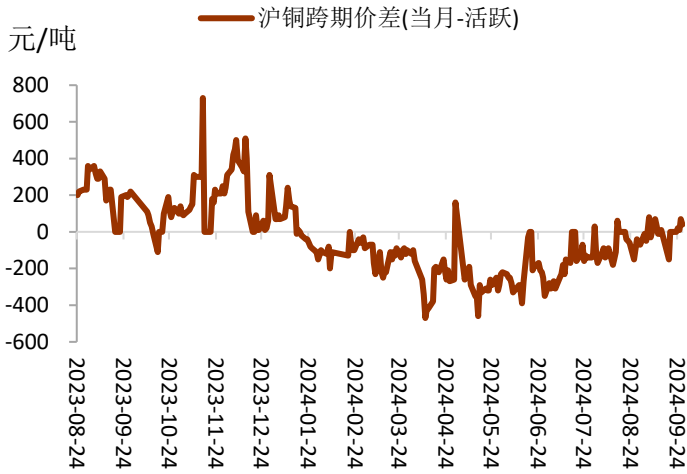


图表10 LME 铜升贴水走势

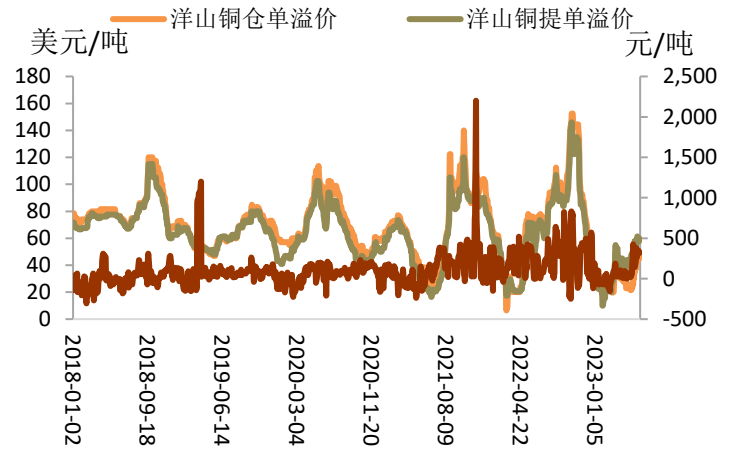


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

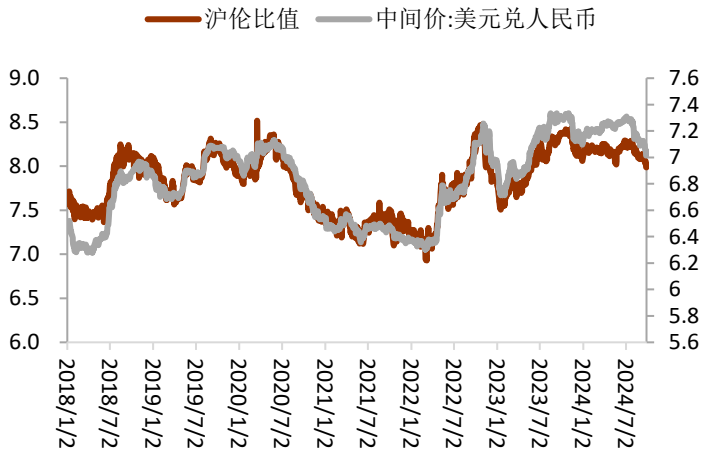


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

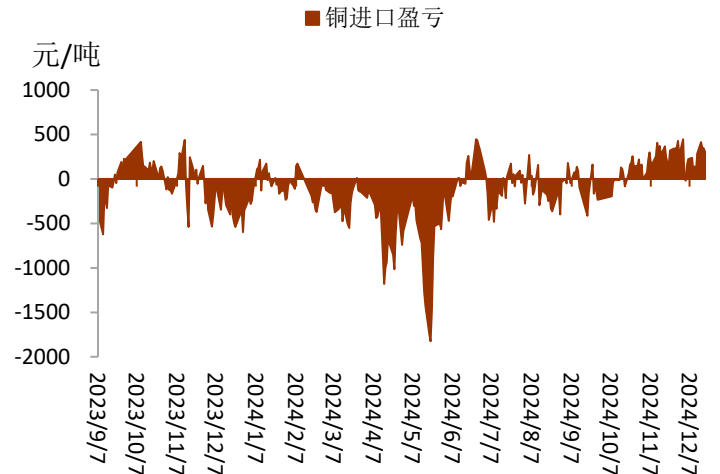


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势



图表 14 铜进口盈亏走势

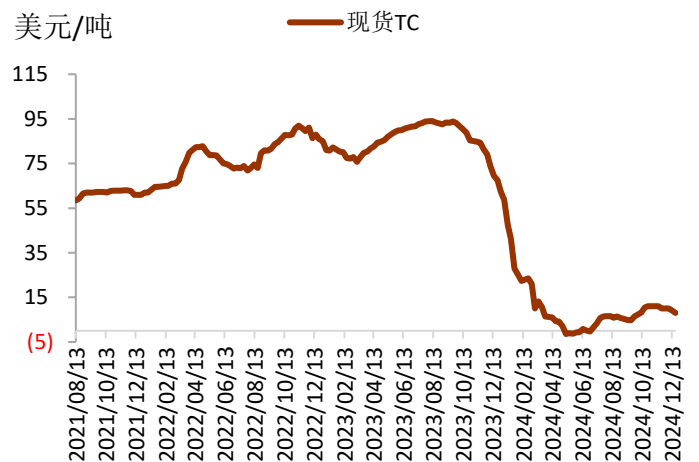


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

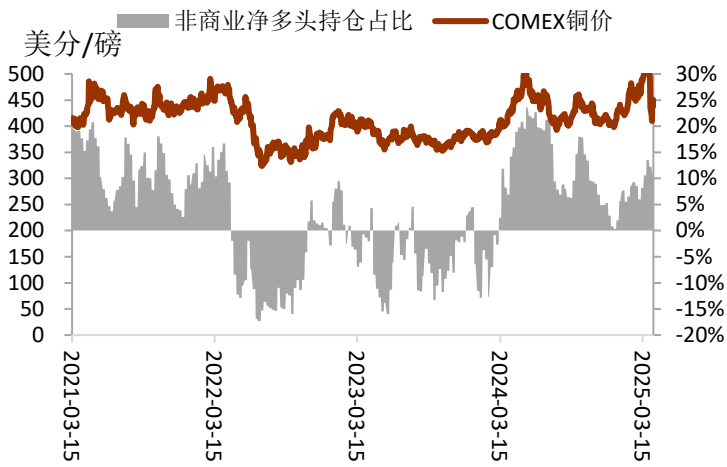


图表 16 铜精矿现货 TC

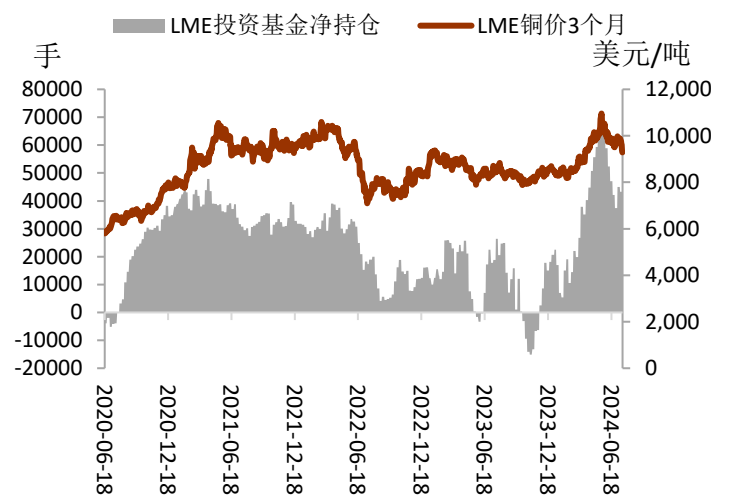


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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 B1 栋 9 楼 910、911 室

电话：025-57910823

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。