



2025 年 7 月 7 日

关税隐忧再现，铜价冲高回落

核心观点及策略

- 上周铜价高位回落，主因特朗普计划对尚未达成贸易协议的国家实施不同程度的关税引发市场担忧，强劲非农强劲非农提振美元低位反弹打压金属市场，或令年内降息预期小幅降温，LME库存低位回升后近月挤仓情绪有所降温，美铜对伦铜溢价未能超越前期高点，海外多头基金情绪有所释放。基本面来看，五矿旗下Las Bambas铜矿遭遇道路封锁，海外精矿趋紧依旧，LME0-3的拥挤结构有所缓和，LME库存低位回升，海外紧平衡结构为铜价提供支撑，国内社会库存偏低，近月B结构小幅收缩。
- 整体来看，特朗普计划对未达成协议国家实施新的关税方案引发市场担忧，美国强劲非农减弱美国经济滞胀预期令年内提前降息有所降温，LME库存低位反弹令海外挤仓情绪缓和，而美元指数上行对金属市场形成一定压制。基本面来看，海外精矿紧缺现实依旧，全球显性库存低位下行，国内库存偏低运行，海外紧平衡现实未能进一步强化但事实并未改变，预计铜价短期将高位回调确认支撑。
- 风险因素：全球贸易局势恶化，美联储延续鹰派立场

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	7 月 4 日	6 月 27 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	9852.00	9879.00	-27.00	-0.27%	美元/吨
COMEX 铜	506.25	512.5	-6.25	-1.22%	美分/磅
SHFE 铜	79730.00	79920.00	-190.00	-0.24%	元/吨
国际铜	70990.00	71250.00	-260.00	-0.36%	元/吨
沪伦比值	8.09	8.09	0.00		
LME 现货升贴水	95.35	240.67	-145.32	-60.38%	美元/吨
上海现货升贴水	115	110	5		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	7 月 4 日	6 月 27 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	95275	91275	4000	4.38%	吨
COMEX 库存	220954	209281	11673	5.58%	短吨
SHFE 库存	84571	81532	3039	3.73%	吨
上海保税区库存	64500	63200	1300	2.06%	吨
总库存	465300	445288	20012	4.49%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价高位回落，主因特朗普计划对未达成贸易协议的国家实施不同程度的关税方案引发市场担忧，强劲非农强劲非农提振美元低位反弹打压金属市场，或令年内降息预期小幅降温，LME 库存低位回升后近月挤仓情绪有所降温，美铜对伦铜溢价未能超越前期高点，海外多头基金情绪有所释放。基本面来看，五矿旗下 Las Bambas 铜矿遭遇道路封锁，海外精矿趋紧依旧，LME0-3 的拥挤结构有所缓和，LME 库存低位回升，海外紧平衡结构为铜价提供支撑，国内社会库存偏低，近月 B 结构小幅收缩。

库存方面：截至 7 月 4 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计升至 46.5 万吨，全球库存低位反弹。其中 LME 铜库存小幅增加 0.4 万吨，LME0-3 的 B 结构有所缓和，注销仓单比例降至 35.9%；上期所库存增加 0.3 万吨，幅度较为有限；保税区库存增加 0.13 万吨，洋山铜提单迅速降至 40 美金附近，COMEX 对 LME 溢价超过 1300 美金，致使 LME 可交割库存持续向北美转移，全球显性库存低位反弹对铜价上行形成一定制约，沪伦比值基本持平。

宏观方面：特朗普计划对不同国家征收从 60%到 70%、以及从 10%到 20%不等的关税。各国将于 8 月 1 日开始支付这些关税，此消息引发市场担忧情绪重燃，全球贸易局势仍然存在较大的不确定性。美国 6 月非农新增就业人数 14.7 万人超出预期，失业率意外降至 4.1%，4-5 月累计上修 1.6 万人，强劲非农提振美元低位反弹打压金属市场。美国取消对华 EDA 出口限制，目前全球三大芯片软件商已恢复对华供货，我国将继续在手机、计算机和汽车等智能领域的半导体设计核心软件快速发展。国际货币基金组织表示，美国的“大而美”法案及大规模税收和支出法案与美国应在中期削减财政赤字的愿景背道而驰，IMF 建议美国提高税收，包括对中等收入人群加税以填补财政缺口。美国 6 月 ISM 制造业 PMI 录得 49，连续第四个月萎缩，其中新订单指数萎缩至 46.4，为近三个月来最大降幅，就业指数仅为 45 已连续五个月位于收缩区间，而物价支付指数高达 69.7，为近三年来最高水平，挥之不去的物价压力令生产企业倍感压力，整体表现为美国制造业陷入低迷，通胀预期有进一步上行的风险。鲍威尔在葡萄牙央行会议表示，如果没有特朗普的关税政策，美联储从 2025 年早些时间就已开始降息，目前也会采取更为宽松的政策路径，鉴于当前经济前景的不稳定性，美联储仍在观望未来局势以了解更多信息，关税令所有对美国的通胀预测都因此大幅上升。国内方面，中国人民银行货币政策委员会召开了 2025 年第二季度例会。会议分析了国内外经济金融形势，对下一步金融领域重点工作作出部署。与一季度例会相比，本次例会对经济形势的判断更为积极，在提出“我国经济呈现向好态势，社会信心持续提振，高质量发展扎实推进”的同时，也强调“仍面临国内需求不足、物价持续低位运行、风险隐患较多等困难和挑战”。在具体的货币政策操作方面，虽然删除有关“择机降准降息”的措辞，本次例会则提出根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，灵活把握政策实施的力度和节奏”，货币政策适度宽松的主基调未发生任何变化，央行将继续坚持支持性的货币政策立场。

供需方面，本周现货 TC 维持-44 美金/吨，五矿资源和 Hudbay Minerals 在秘鲁运营的矿山目前面临非正规矿工的道路封锁，导致物流运输受阻。其中，MMG 旗下的 Las Bambas 铜矿和 Hudbay 旗下的 Constancia 铜矿的精矿运输已中断。精铜方面，在负加工费背景下，国内大中型冶炼厂依靠副产品利润保有产量，而部分中小冶炼厂仍面临减产危机，国内精铜产能释放将面临制约。从需求来看，电网投资项目建设陆续启动，6 月铜缆线企业开工率降至 72%但总体平稳，精铜制杆企业订单维持充沛，风光行业用铜具有一定的减速预期，新能源汽车产销增速持续保持活力，传统行业托底需求基本盘，新兴市场用铜增量空间较大。国内社库小幅维持 13 万吨，国内供需紧平衡托底沪铜价格维持高位震荡。

整体来看，特朗普计划对未达成协议国家实施新的关税方案引发市场担忧，美国强劲非农减弱美国经济滞胀预期令年内提前降息有所降温，LME 库存低位反弹令海外挤仓情绪缓和，而美元指数上行对金属市场形成一定压制。基本面来看，海外精矿紧缺现实依旧，全球显性库存低位下行，国内库存偏低运行，海外紧平衡现实未能进一步强化但事实并未改变，预计铜价短期将高位回调确认支撑。

三、行业要闻

1、智利国家统计局显示，5月智利铜总产量达48.65万吨，同比+9.4%，环比+4.9%，为今年以来的单月最高产量，该国称目前智利国内铜精矿供应仍处于紧张状态，需关注其后续产量的变化。此外，智利国会已批准一项全面立法，缩短采矿和能源项目的许可时间，旨在促进对全球最大铜生产商和第二大锂供应商的投资。该修正案以93票赞成、27票反对、17票弃权获得通过，修订了40多个行业法规，目前正等待总统签署成为法律。政府表示，将在不降低环境或监管标准的情况下，将许可审批时间缩短30%至70%。预计这些变化将对智利北部的Antofagasta地区产生最大影响，该地区是矿业投资中心。尽管近期智利铜产量有所下降，但预计该国仍将保持全球最大铜生产国的地位。根据智利国家铜业委员会的数据显示，到2034年，智利在全球铜产量中的占比预计将从去年的23.6%升至27.3%。

2、MMG(五矿资源)和Hudbay Minerals在秘鲁运营的矿山目前面临非正规矿工的道路封锁，导致物流运输受阻。其中，MMG旗下的Las Bambas铜矿(年产38万吨)和Hudbay旗下的Constancia铜矿(年产8-10万吨)的精矿运输现已中断，恢复时间仍未知。近年来，MMG旗下拉斯邦巴斯铜矿和Hudbay旗下康斯坦西亚铜矿经常受到秘鲁南部走廊沿线抗议活动的影响。但通常这些抗议活动是由社区发起的，他们要么希望从大型矿业公司那里获得更多的经济利益，要么要求更严格的环境保护措施。例如，拉斯邦巴斯铜矿在过去十年中就遭遇了数百天的封锁，但拉斯邦巴斯地区今年以来则很少出现像本周这样的抗议活动，即那些设置路障的人是为了争取自己采矿的权利，而这种趋势仅在过去一年中才出现。

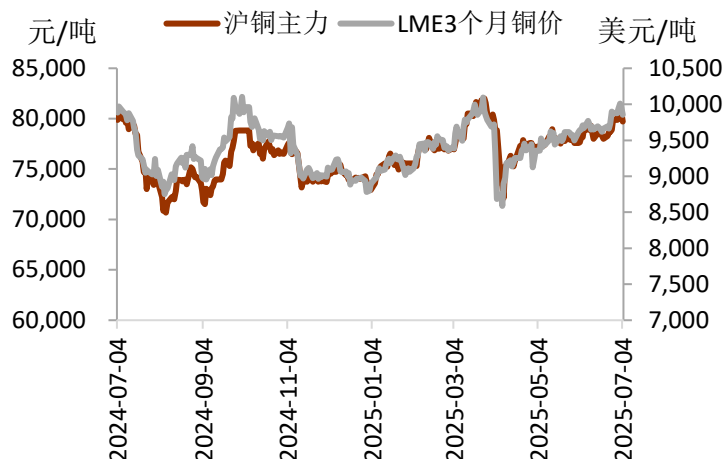
3、巴拿马工商部表示，第一量子公司(First Quantum)已关闭的Cobre Panama铜矿已运出超过3.3万吨铜精矿。该部门表示，提取过程是“逐步进行的”，但未说明还会再提取多少铜精矿。第一量子公司也拒绝就此事发表评论。自2023年末，在公众因环境问题抗议之后，政府下令关闭该铜矿，当时矿上约有12万吨铜精矿未被运走。第一量子公司此前于3月表示，已同意停止有关该矿的仲裁程序，为与总统(Jose Raul Mulino)领导的政府恢复谈判铺平了道路。但我们总体认为年内矿山恢复开采的希望十分渺茫。

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300-650元/吨，最高价较上周基本持平，主因近期内铜升贴水波动放缓，终端线缆订单充沛拉动精铜制杆企业维持正常生产交货节奏。分地区来看，华东精铜杆市场成交环比略有转好；上周铜价重心高位小幅下移，加之临近周末，下游部分企业备库需求有所体现，受限铜价仍旧偏高，多数以按需采购，少量补库为主，整体订单量环比有所增加。从具体的日均成交量来看，中小企业订单400-1000吨，大型企业订单量600-1800吨。华南市场上周成交表现并未有明显好转，虽铜价有明显回落，且周末前下游有一定的补库意愿，但实际成交表现却并不尽如人意，多数下游企业仍以长单提货为主，零单方面议价较为激烈，多数铜杆企业及贸易商持续下调加工费，但实际成交依旧有限，日均成交量多在100-400吨之间，且多数在100-200吨左右。预计高温淡季降至背景下，7月中旬我国精铜制杆企业开工率将持

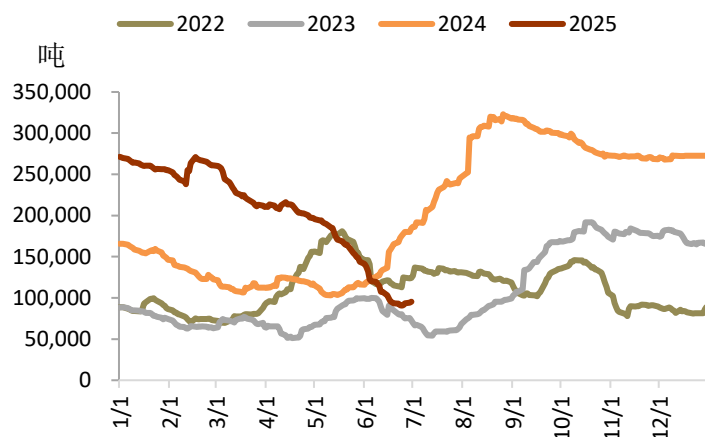
续回落。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

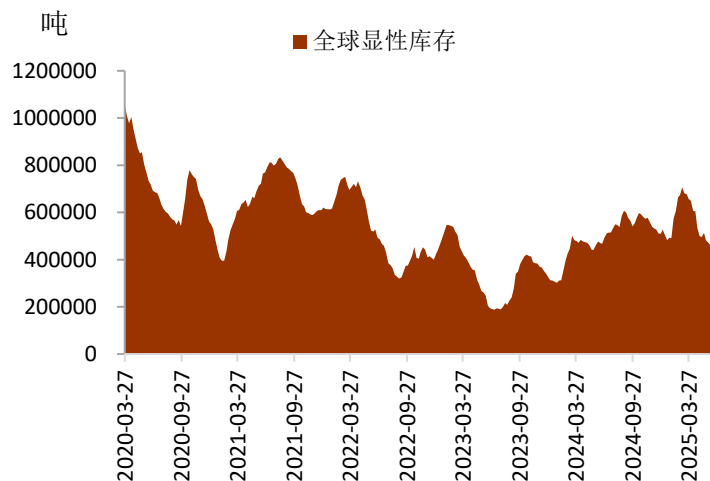


图表 2 LME 铜库存



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

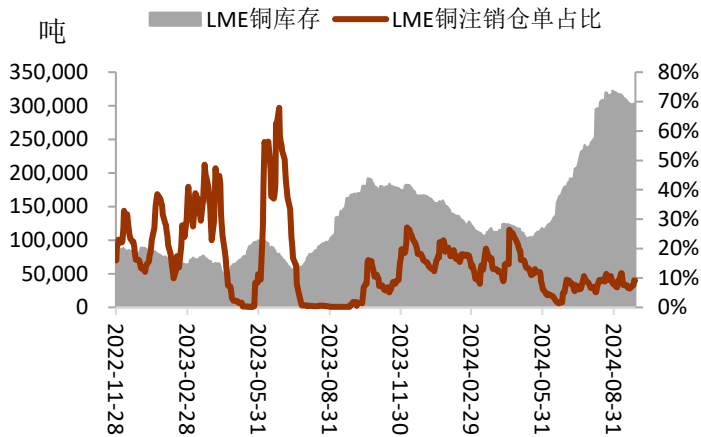


图表 4 上海交易所和保税区库存

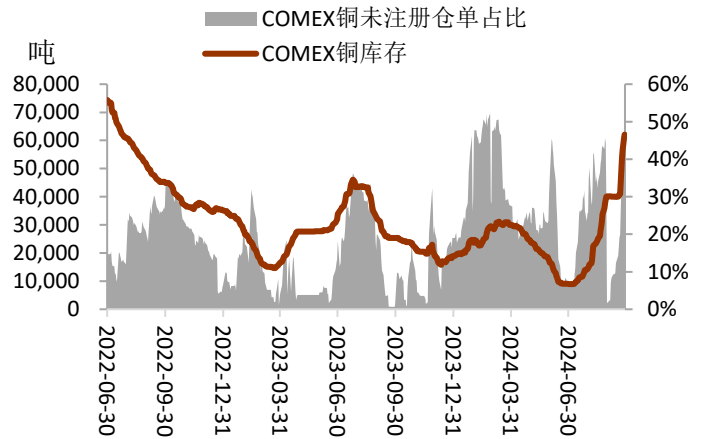


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

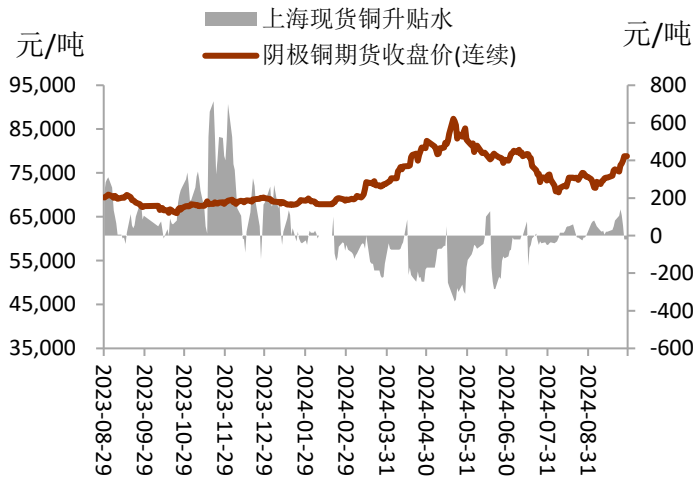


图表6 COMEX 库存和注销仓单

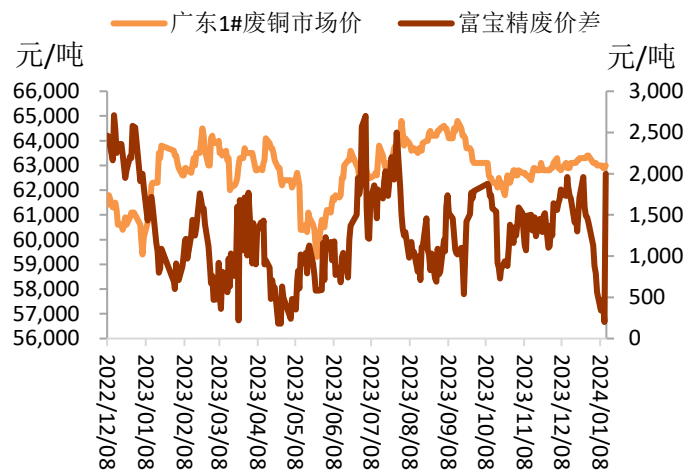


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势

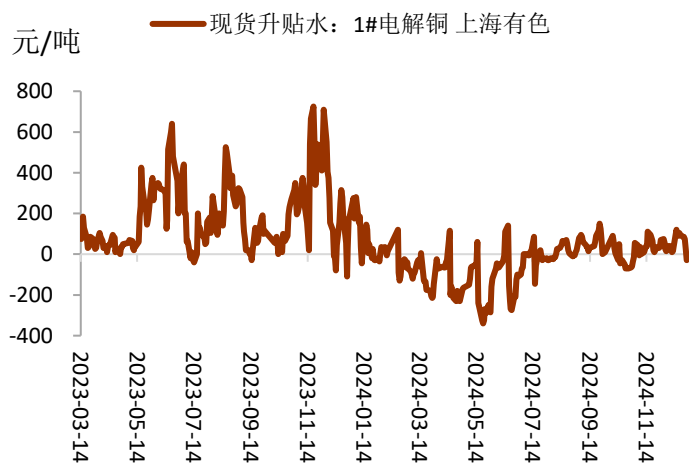


图表8 精废铜价差走势

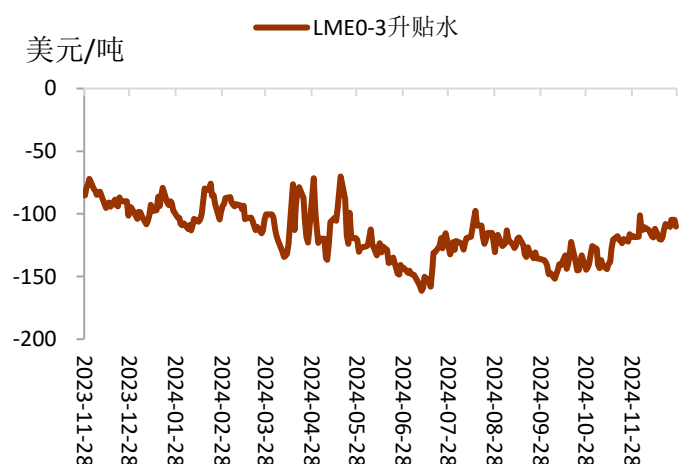


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势

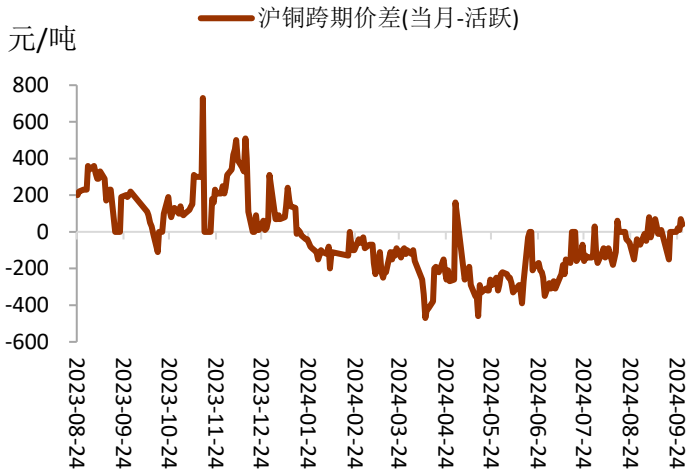


图表10 LME 铜升贴水走势

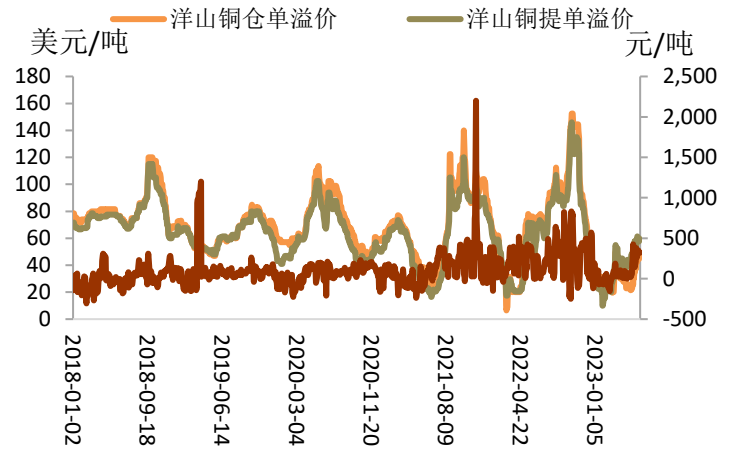


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

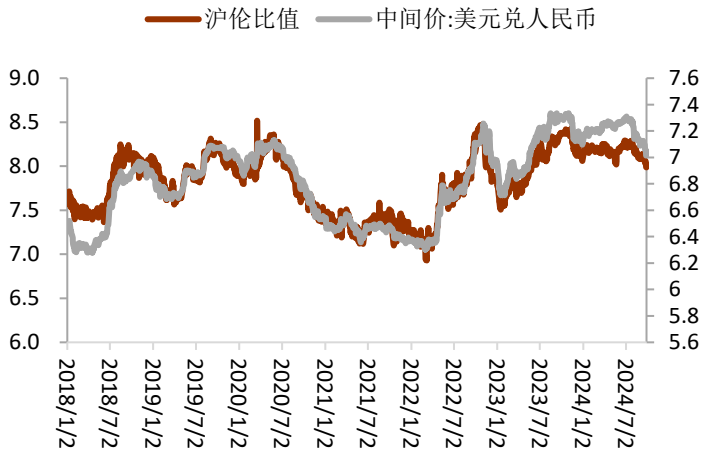


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

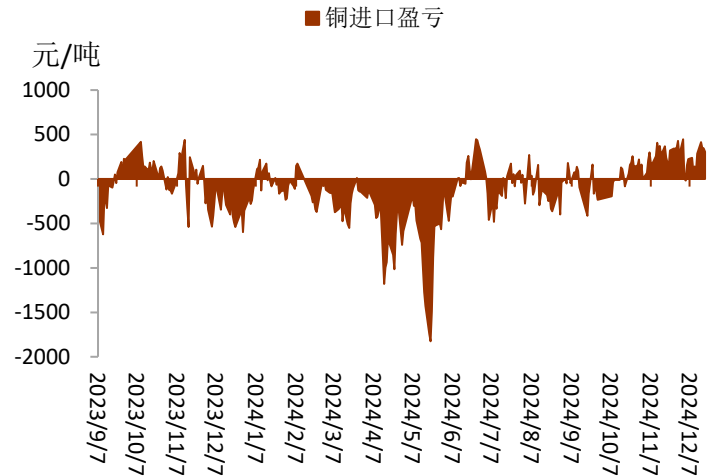


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势



图表 14 铜进口盈亏走势

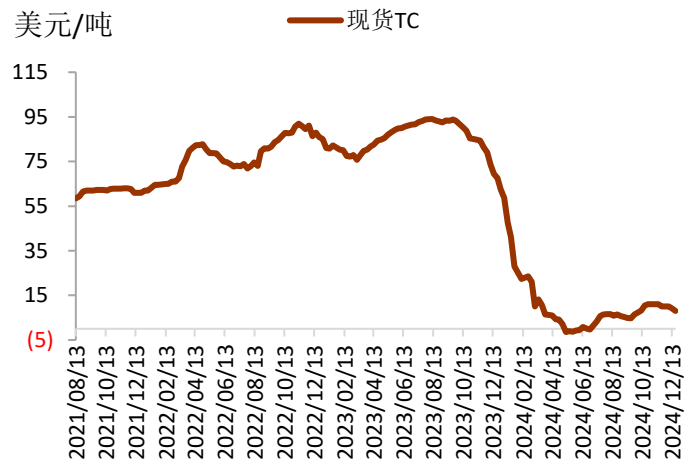


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

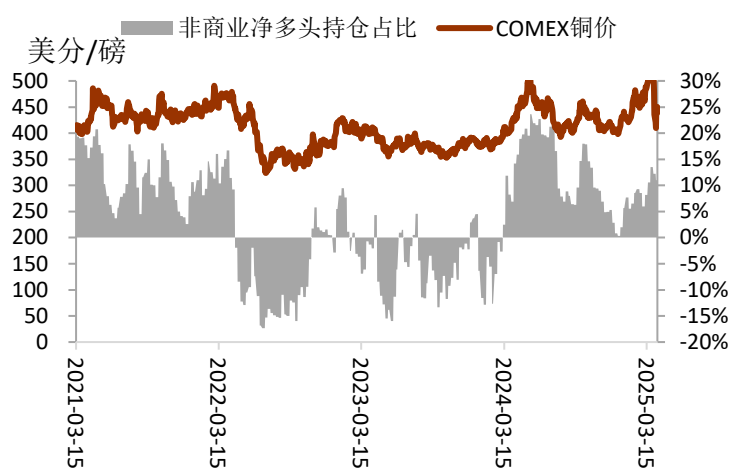


图表 16 铜精矿现货 TC

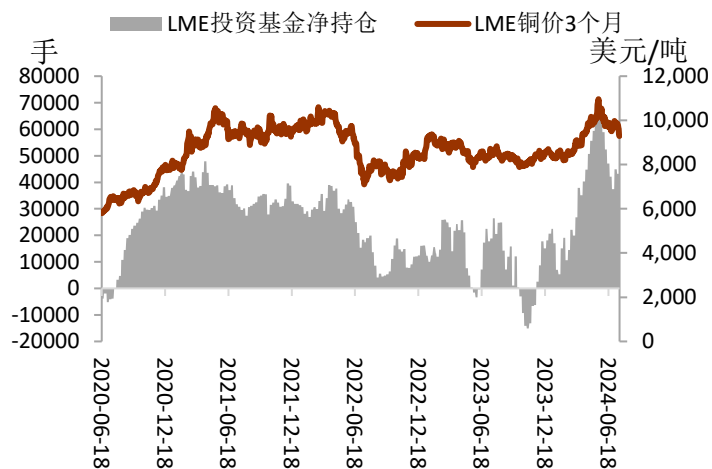


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。