

铜：矿端扰动叠加美元走弱，铜价冲高面临前高考验

基本面分析

价格走势：本周铜价受宏观转暖与矿端扰动提振显著上涨，沪铜与伦铜价格双双逼近年内前高。然而，基本面跟随动能已显迟滞，现货升水大幅收窄，进口亏损深度走阔，反映国内对高价接受度有限。产业资本依旧维持净空持仓，显示出其在当前估值水平的谨慎立场。

宏观环境：美国7月非农就业意外负增长，印证劳动力市场明显转弱，美联储加息预期下降，美元指数因此走弱，为铜价提供主要宏观支撑。但6月CPI数据显示通胀粘性犹存，国内制造业PMI新订单与固定资产投资数据持续低迷，内需乏力仍是压制风险偏好的中长期隐患。

矿端供应：矿端扰动事件持续发酵，刚果（金）精矿出口禁令与厄尔尼诺极端天气共同强化供给收缩预期。高频出港到港数据已印证全球铜精矿物流明显收缩，智利等主要产区产量数据亦提供滞后印证，矿端供应偏紧从预期走向现实，为铜价提供了重要支撑。

精铜供应：矿端紧张已迅速向上游冶炼环节传导，现货冶炼收益转为亏损，压制冶炼环节开工意愿，7月国内电解铜产量同比已现下滑。同时，进口窗口深度关闭，限制了外部补充，废铜货源偏紧且对精铜替代效应有限，精铜端供应增速放缓的格局正在形成。

铜材加工：传统消费淡季叠加铜价高企，铜材加工行业整体承压，核心领域电解铜杆开工率维持在低位，企业成品库存积压。再生铜杆则因原料问题开工率低迷。与之形成鲜明对比的是，新能源相关铜箔开工率持续高景气，凸显下游需求的结构性分化。

终端消费：终端消费整体呈现弱平衡。房地产、空调等传统领域持续低迷，风电装机景气度明显回落。电网投资端招标量虽大增，但实物落地有待观察。强劲增长点依然主要由新能源汽车驱动，新兴领域的增量尚难完全填补传统领域的下行缺口，需求端对高价缺乏支撑。

库存变化：全球库存结构性分化加剧，受美国关税预期虹吸效应驱动，COMEX铜库存持续创历史新高，相当于锁定了部分远期消费。而LME与国内SHFE库存均处于中性偏低水平，库存向美国集中、非美地区偏紧，全球显性库存严重分布不均。

策略建议

综合来看，矿端供应持续扰动与冶炼端被迫减产，共同构成坚实的供给支撑。本周美国就业数据疲软促使美元走弱，宏观压制暂时消退，驱动铜价阶段性走高。但目前价格已触及年内前高区域，面临较强的技术阻力，且国内现货畏高情绪已现，终端传统消费不振，难以从需求端为铜价提供持续突破的动力。美国232铜关税裁决临近，其最终落地形式将为全球铜贸易格局和溢价带来较大不确定性。操作上，我们维持“中期看多、短期防回调”的判断。可考虑采取回调布局多单，同时适量买入虚值看跌期权作为防御，以对冲前高受阻及关税带来的短期回调风险，并考虑卖出虚值看涨期权降低持仓成本，增加组合收益韧性。

风险提示

1. 美国232关税裁决结果超出预期
2. 美联储释放超预期鹰派信号
3. 铜矿供应紧张格局快速解除
4. 中国需求端超预期崩塌

一、价格走势：矿端扰动与宏观转暖共振，铜价冲高逼近前高

本周铜价在宏观情绪转暖与矿端供应扰动的双重驱动下显著走高，沪伦铜价均逼近年内峰值区域。截至8月7日，SHFE铜主力合约收盘价报108,400元/吨，周度上涨2.8%（见图1）；LME铜3M收盘价同步收于14,076美元/吨，周涨幅2.1%（见图1）。当前铜价已行至近一年98百分位的高位，追高风险显著加大。从价差结构观察，国内现货端跟涨乏力，平水铜升贴水由上周同期的235元/吨大幅收窄至40元/吨（见图3），表明绝对高价已抑制下游采购意愿，现货支撑有所松动。进口窗口处于深度关闭状态，现货进口亏损走阔至-1,401.62元/吨（见图2），反映国内跟涨动能不足。CU-BC价差同步走弱至-1,176.1元/吨，重回深度倒挂的海外强、国内弱格局（见图5）。铜金比价录得115.72，较上周有所回落，显示避险情绪与通胀溢价交织下的相对估值调整（见图6）。从持仓看，LME投资基金净多持仓小幅回升至4.07万手，但相较价格逼近前高的态势，增仓幅度有限，看涨情绪趋于谨慎（见图8）。产业资本代表——投资公司和信贷机构净空持仓虽小幅收窄至-1.15万吨，但仍处在近一年8百分位的低位，暗示其对当前估值接受度较低（见图7）。整体来看，本周铜价的上涨更多源于宏观预期与矿端事件催化，基本面的现货升水塌陷与产业资本偏空态度，暗示前高附近的压力不容忽视。

图1：沪铜vs伦铜走势

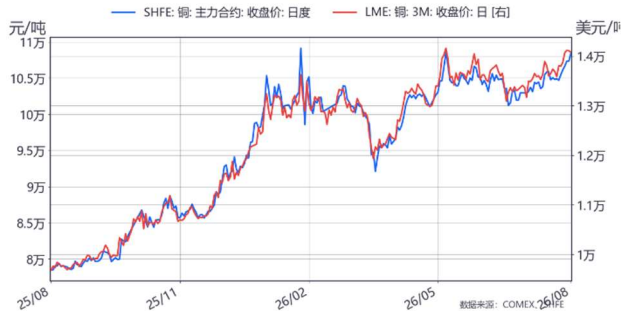


图2：SMM 伦铜进口盈亏



图3：国内电解铜价格及升贴水



图4：LME铜及现货升贴水

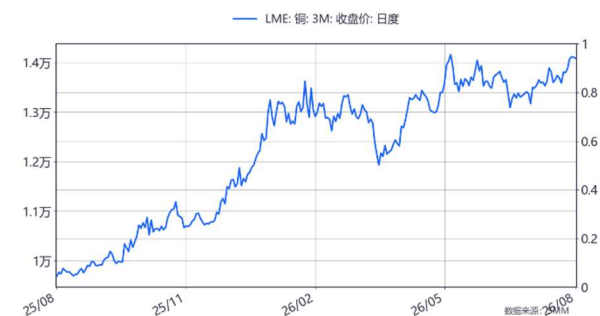


图5：CU-BC价差

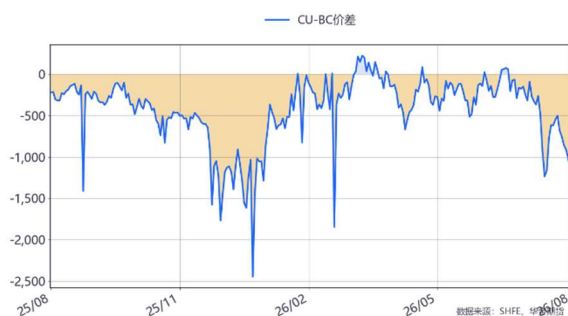


图6：铜金比价

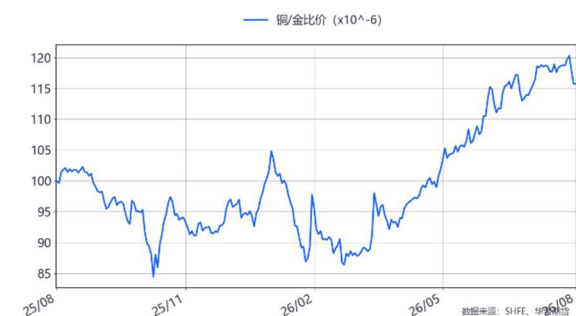


图7: LME铜价vs投资公司和信贷机构净多

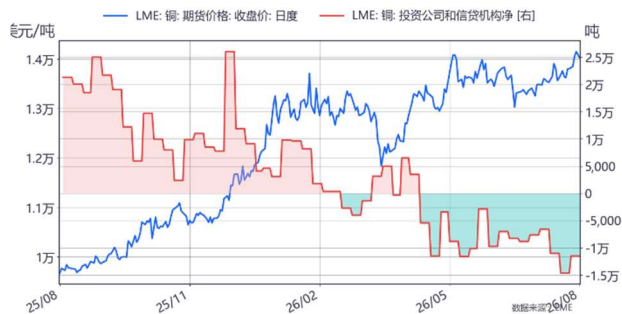
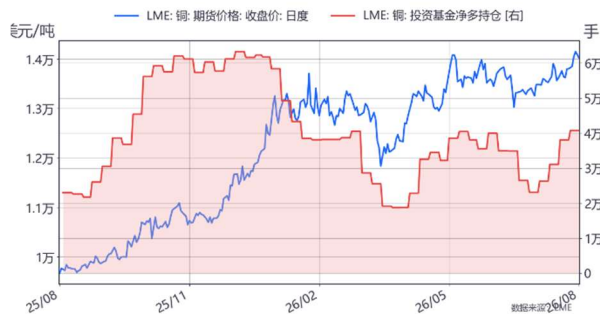


图8: LME铜vs投资基金净多持仓



二、宏观环境：美国就业数据弱于预期，美元走弱缓解宏观压力

本周宏观博弈的核心聚焦于美国劳动力市场的明显降温，这成为驱动大宗商品短期反弹的关键变量。8月5日公布的美国ADP就业数据仅增4.4万人，大幅低于市场预期，提前为就业转弱敲响警钟。紧随其后，8月7日美国劳工统计局发布7月非农就业报告，新增非农就业人数意外录得-2.3万人（见图10）。同时，最新一周初请失业金人数降至19.9万人，表明单周数据尚存波动，但累计同比呈现-9.9%的降幅（见图9），仍处于历史偏低区域，就业市场的疲态更多体现在新增动能衰减而非存量大幅恶化。明显弱于预期的就业报告削弱了市场对美联储后续加息空间的预期，直接压低了美元指数。本周美元指数延续弱势，收于99.6点（见图12），而美元走弱构成了对铜等大宗商品的主要宏观利多支撑。地缘政治层面，美伊关系出现缓和迹象，霍尔木兹海峡通航预期升温，提振了整体市场风险偏好。不过，通胀粘性依然构成制约。6月美国CPI同比回落至3.5%，核心PCE达3.29%，虽然环比有所降温，但仍处于近三个月走高的趋势中（见图11），这限制了美联储立即转向宽松的空间，意味着中长期利率环境仍有不确定性。国内宏观方面压力未减，中国7月制造业PMI新订单指数降至48.5%，持续处于收缩区间（见图14），6月固定资产投资完成额累计同比进一步下滑至-5.7%（见图13），内需不足仍是拖累铜价风险偏好的中长期隐患。综合来看，短期宏观叙事已由“紧缩压制”切换为“衰退交易下的宽松预期”，但缺乏实质性需求扩张，对铜价的支撑仍停留在流动性层面。

图9: 美国当周初次申请失业金人数季调

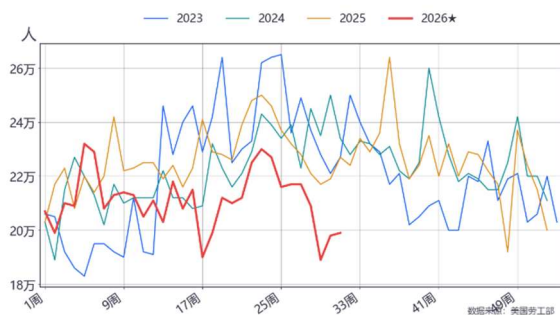


图10: 美国新增非农就业人数季调初值

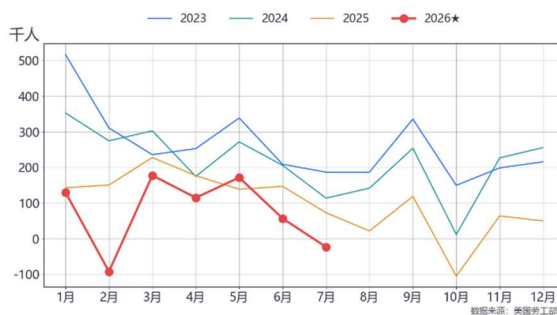


图11：美国通胀水平



图12：美元指数vs伦敦铜



图13：中国固定资产投资完成额累计同比

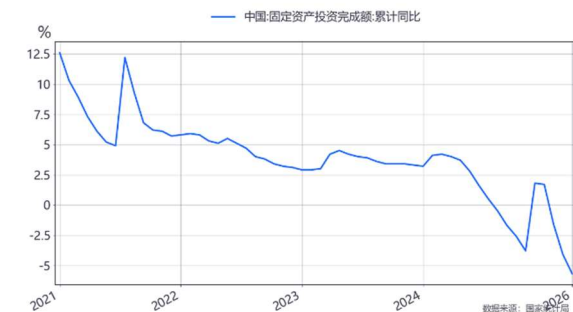
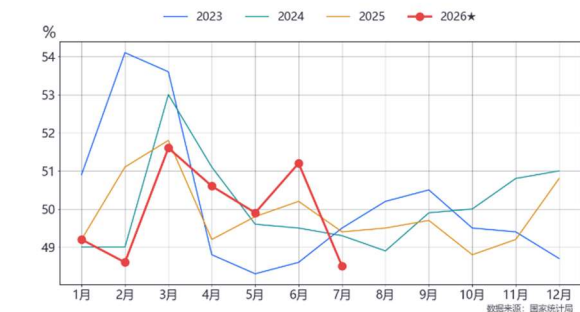


图14：中国制造业PMI新订单



三、矿端供应：扰动事件频发，矿端供应紧张格局延续

铜精矿供应端在本周继续上演着由地缘政策与极端气候构成的双重冲击，强化了市场对供给短缺的担忧。引人瞩目的是，8月6日刚果（金）发布行政指令，正式禁止铜精矿、钴精矿出口。尽管洛阳钼业与紫金矿业等中资矿企迅速澄清，其在当地的产品主要为阴极铜、粗铜及阳极板等非禁令范围内的成品，但政策的不确定性依然扰动着市场情绪。更宏观的供应挑战来自于气候因素，超强厄尔尼诺现象在南美和非洲铜矿区引发“一淹一渴”的双重极端冲击，严重干扰矿业运营与物流。高频数据已逐步印证矿端偏紧的现实。智利5月矿山产量录得42.37万金属吨，同比大幅下滑12.3%，年初至今累计产量亦录得8.8%的跌幅（见图15）。此消彼长下，秘鲁虽有小幅增产，5月产量同比增加2.4%（见图16），但难以弥补主要产区的损失。全球铜精矿物流已现疲态。7月全球主要港口出港数据为351.4万吨，同比显著下降17.6%（见图18），直接导致国内主要港口到港量同比萎缩29.9%至143.24万吨（见图19）。虽然上半年中国铜精矿进口量保持基本平稳，6月进口233.48万吨（见图17），但在全球出港与到港大幅放缓的背景下，后续进口到货面临较大压力。矿端的持续扰动与物流的迟滞，正在从成本与预期层面为铜价构筑坚实支撑，但短期实际断供与否仍有待验证。

图15：智利矿山产量：万金属吨

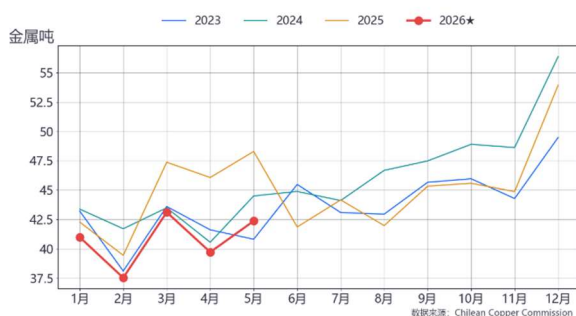


图16：秘鲁矿山产量：万金属吨

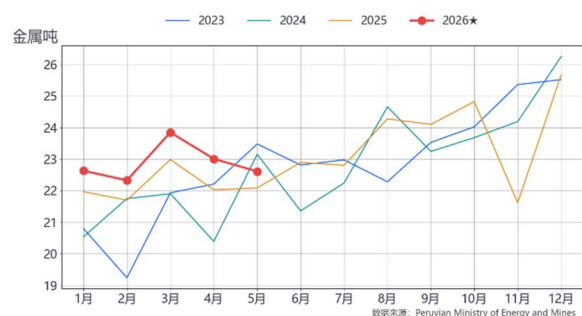


图17：铜精矿进口量 月度

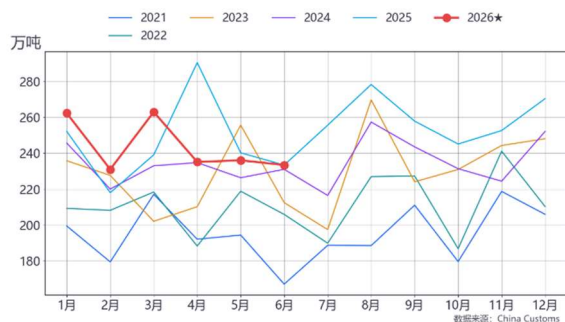


图18：铜精矿全球主要港口出港数据汇总月度

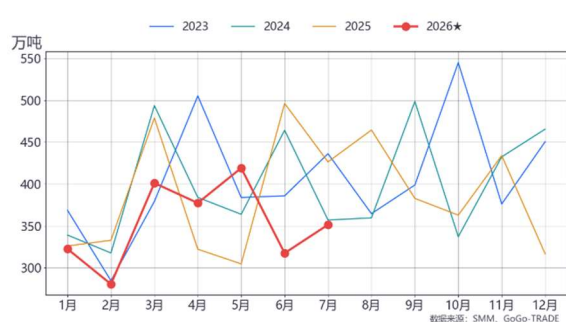
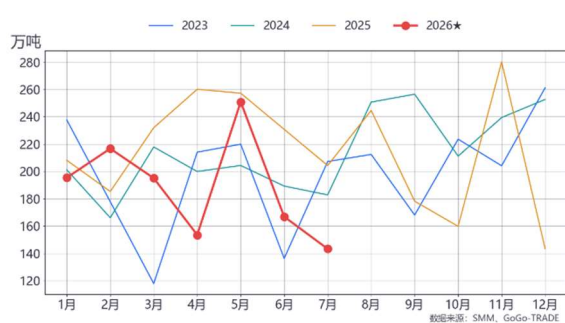


图19：铜精矿国内主要港口到港数据汇总 月



四、精铜供应：冶炼利润快速收缩，废铜替代效应有限

矿端的持续紧张正迅速向上游冶炼环节传导，精铜供应增速放缓的预期得到基本面数据的确认。利润端，冶炼收益在近期出现明显回落，现货冶炼收益已转入亏损状态，录得-328.11元/金属吨，较上月同期的正向盈利大幅恶化（见图20）。这与本周行业要闻所提及的铜精矿TC深度负值、部分冶炼厂被迫检修或减产的信息形成逻辑闭环。尽管反映行业中长期基准的长单冶炼收益依然高企，环比升至5,783.54元/金属吨（见图20），但决定短期边际产量的现货收益迅速转负，将直接抑制冶炼厂提升开工率的意愿。国内精铜产量数据已现拐点，7月电解铜产量环比下降，录得112.68万吨，同比下滑4.0%，冶炼厂总开工率同步走低至82%（见图21、图22）。在原料约束下，国内精铜供给增速放缓已成事实。进口侧，本周铜价内弱外强格局加剧，现货进口亏损走阔至-1,401.62元/吨（见图23），进口窗口深度关闭，进口铜难以形成有效补充，6月电解铜净进口量虽维持平稳，但二季度以来累计同比仍显疲软（见图24）。废铜作为替代品的补给能力亦受限，精废价差虽维持在2,899.99元/吨的中高水平（见图27），但据行业报道，市场实际处于“有价无市”的谨慎状态。核心在于国内废铜产出的持续萎缩，6月产量同比大降33.7%（见图28），尽管废铜进口量当月大增25.1%（见图26），但广东再生铜社会库存系数震荡走高（见图29），尚无法有效弥补国产减量。废铜供应整体偏紧，对精铜的替代效用有限，现货市场上任何需求端的边际好转都可能加速显性库存的去化。

图20: 铜冶炼收益



图21: SMM 铜冶炼厂开工率



图22: 中国电解铜产量 月度

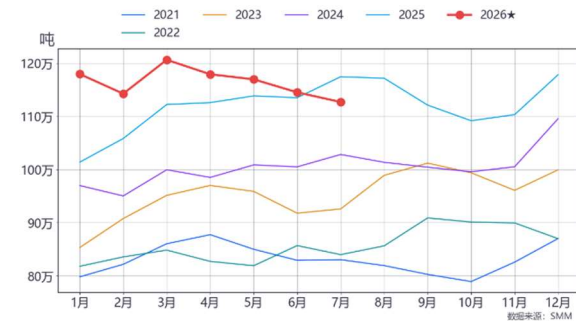


图23: 电解铜进口盈亏-现货



图24: 电解铜净进口量

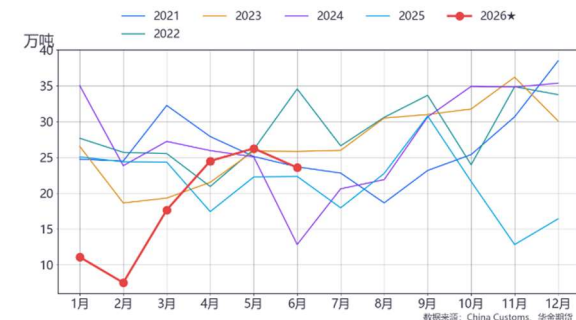


图25: 进口废铜盈亏平衡



图26: 中国废铜进口量: 万金属吨

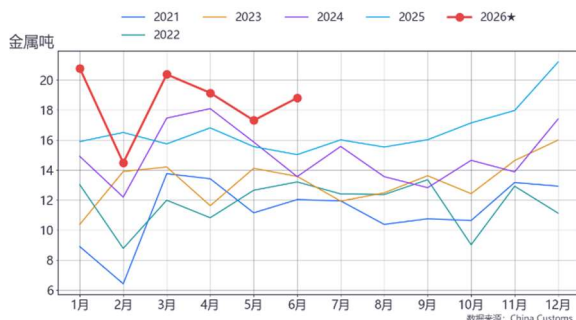


图27: 精废价差 价格优势



图28：国内废铜产量

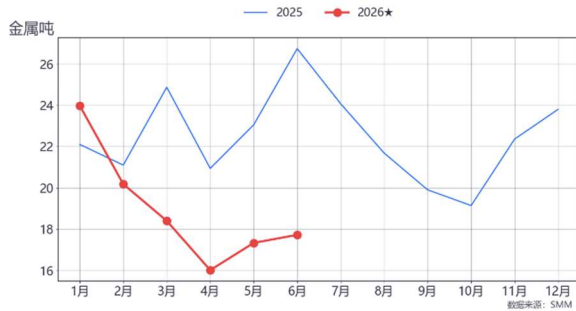


图29：SMM 再生铜原料社会库存系数 广东



五、铜材加工：传统淡季效应显著，下游畏高情绪浓厚

铜材加工环节本周充分体现了传统消费淡季的高价反噬效应。铜价在本周的快速冲高，使得本就处在季节性低谷的加工企业采购意愿明显承压。作为铜消费核心的铜杆领域，开工率持续处于低位，本周电解铜杆开工率仅为58.3%（见图32），大幅低于近年同期水平。企业普遍执行原料低库存策略，尽管原料库存天数环比微增至2.05天（见图33），但仍处于近年同月偏高位置，而成品库存天数持续走高至4.38天（见图34），这印证了订单不畅与交货压力增加的困境。终端线缆需求虽有一定韧性，但同样有所降温，本周电线电缆开工率为63.65%（见图37），漆包线开工率则在70.33%的低位徘徊（见图38）。相比之下，由于废铜货源稀缺且价格高企，再生铜杆的成本优势无法转化为市场占有率，其开工率被压制在仅17.38%的极低水平（见图36）。在传统需求疲软的背景下，新兴产业成为支撑加工端景气度的唯一亮点。7月数据表明，锂电铜箔与电子电路铜箔的开工率表现强劲，分别为92.55%与94.09%（见图39、图40），新能源产业链的内生增长动能持续为部分高端铜材消费提供韧性。综合来看，铜材加工环节整体呈现“总量疲弱、结构分化”的格局，高价对即期消费的抑制效应显著，多数行业仍处在艰难的去库或勉强维持长单阶段，仅有新能源相关子领域维持高景气度。

图30：铜材企业平均开工率 月度

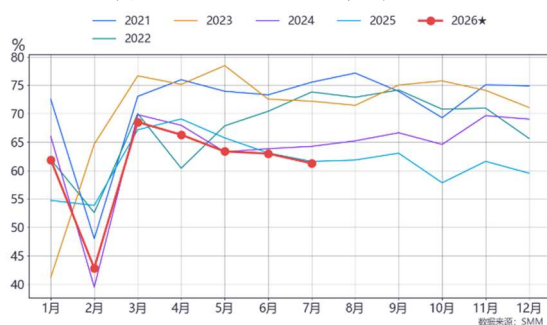


图31：SMM 电解铜杆产量 月度

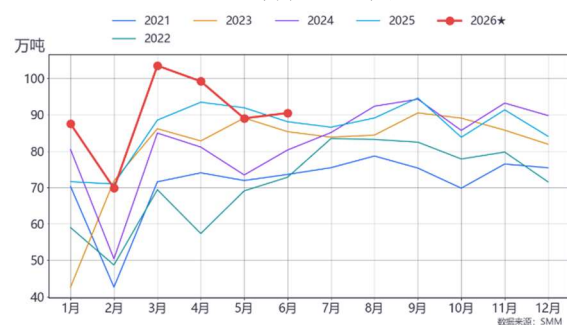


图32：SMM 电解铜杆开工率 周度

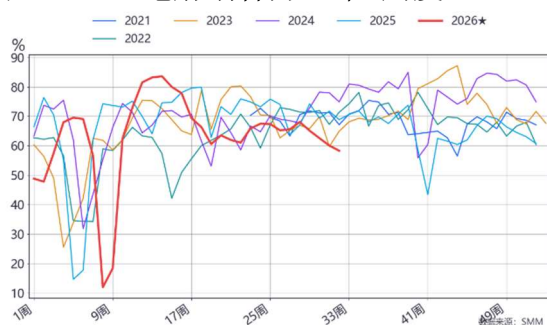


图33：铜杆线企业原料库存天数

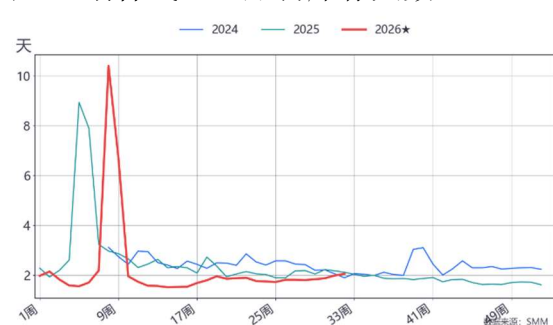


图34：铜杆线企业成品库存天数

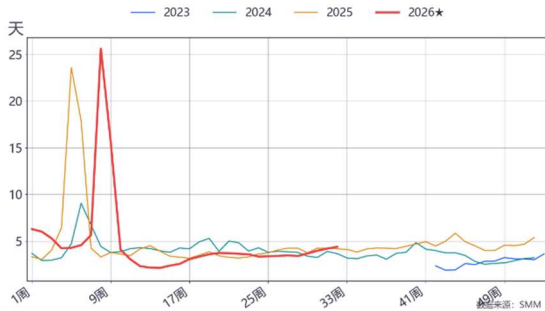


图35：电解铜杆开工率 周度

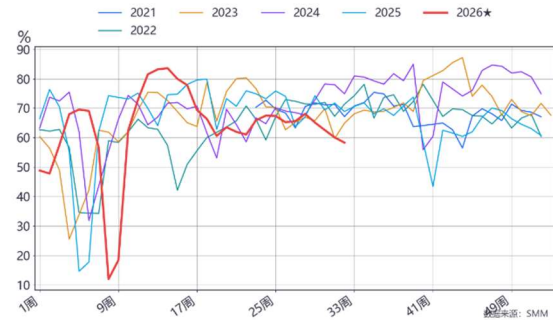


图36：再生铜制杆开工率 周度

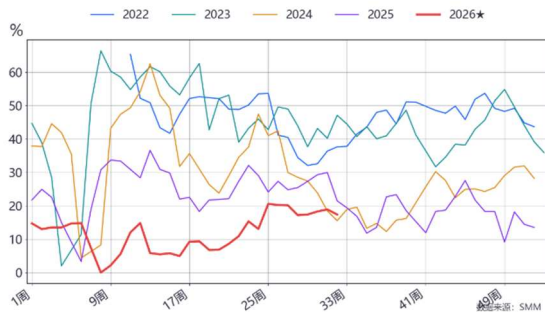


图37：电线电缆开工率 周度

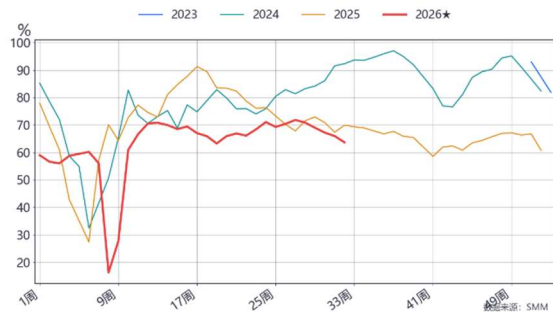


图38：漆包线企业周开机率 周度

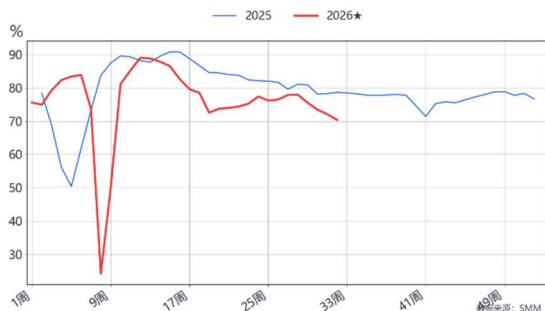


图39：锂电铜箔企业开工率 月度

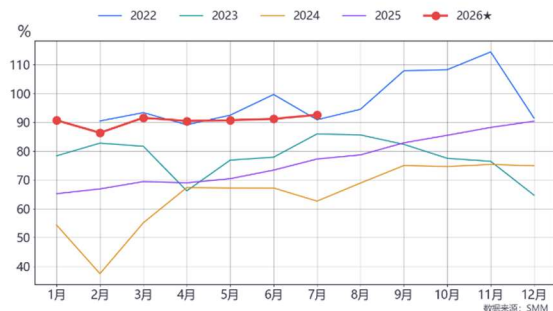
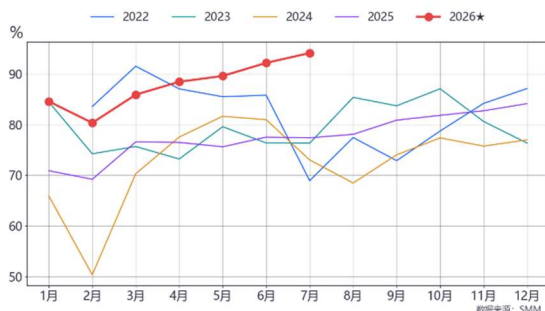


图40：电子电路铜箔企业开工率 月度



六、 终端消费：新兴与传统领域此消彼长，终端消费弱平衡

铜终端消费在各项月度数据中清晰地勾勒出一幅“新旧动能切换、总量弱稳”的图景。传统的需求支柱全面承压。房地产仍未见底，6月新开工面积同比继续下滑26.0%（见图43），竣工面积最新数据截至3月，同比仍大幅萎缩，数据滞后仅供参考趋势（见图44），全产业链用铜需求持续萎缩。白色家电领域产量同比回落，6月家用空调产量同比减少5.4%（见图45），对铜管等原材料采购形成拖累。电源投资领域则出现结构性分化，风电装机景气度明显下滑，5月新增装机仅4GW，同比大幅下降84.6%（见图47），而光伏6月新增装机12.48GW，同比下滑13.1%（见图46）。作为传统

消费主力的电网投资，6月单月投资完成额同比下滑17.6%（见图41），但上半年累计仍有小幅增长；值得注意的是，国网铜招标吨量在6月骤增至4万吨（见图42），但下半年实际交付能否形成有效实物工作量，仍有待观察。形成鲜明对比的是，新能源汽车领域提供了铜消费最强的增量支撑。数据虽有口径调整，但上半年累计产量的显著增长态势清晰（见图48），持续拉动锂电铜箔等深加工产品的高开工率。综合来看，终端消费目前处于“弱平衡”状态，传统领域的下滑主要由铜价高企与淡季共同驱动，而新兴领域的增长虽迅猛但体量尚难完全对冲，需求端难以在当下为铜价提供进一步的向上驱动。

图41：中国电网基本建设投资完成额当期

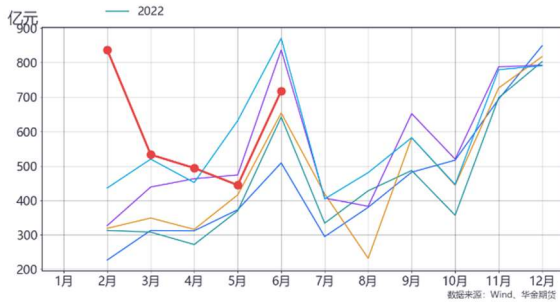


图42：国网铜招标测算量：吨

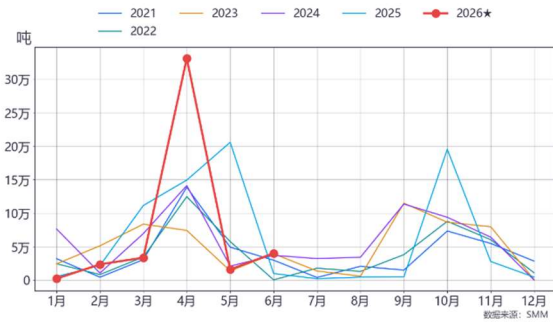


图43：中国房地产新开工面积：当月

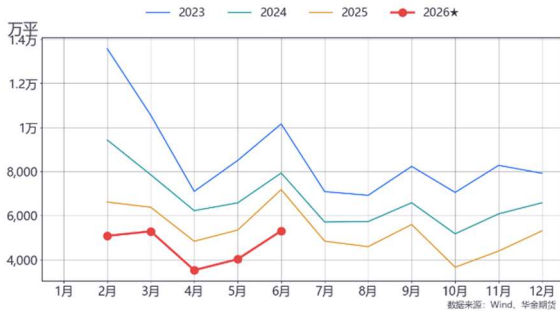


图44：中国房地产竣工面积 当月值

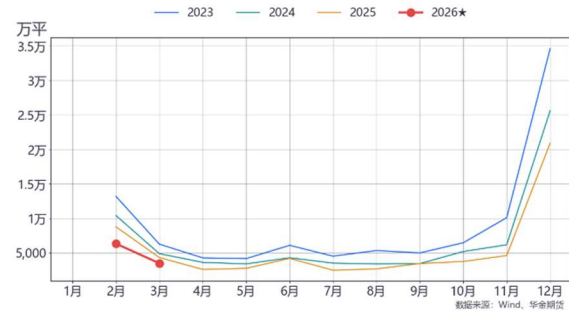


图45：中国家用空调产销量：万台

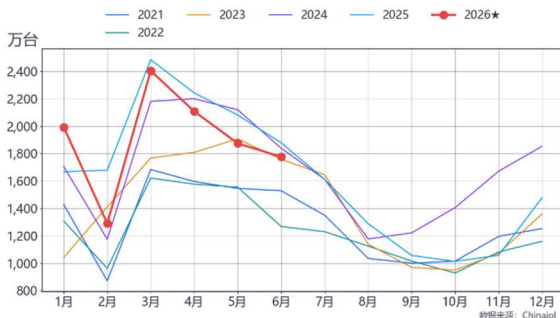


图46：光伏新增装机容量

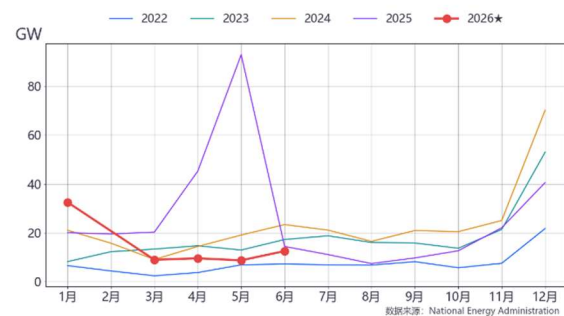


图47：中国风电新增装机容量

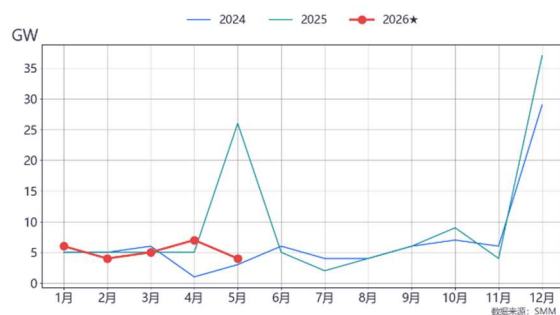
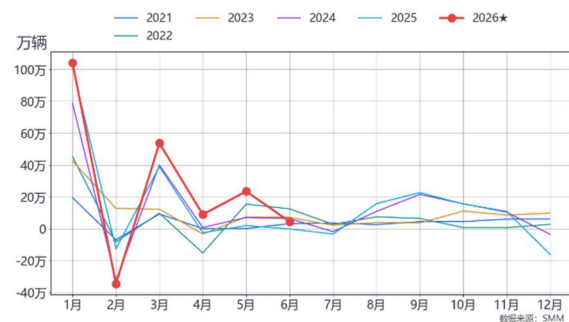


图48：中国新能源汽车产量



七、 库存变化：全球库存结构性分化，关税预期虹吸效应持续

本周全球铜显性库存呈现显著的结构分化格局，持续印证美国关税预期驱动的全球铜贸易流向重塑。COMEX铜库存在贸易商积极备货的推动下继续攀升，最新库存达65.57万吨，创下历史新高，较上年同期增长逾150%（见图50）。这一数据的持续堆高，并非通常意义的利空，它更多反映的是在232关税裁决悬顶下，贸易商因担忧未来进口受限而造成的战略性囤货与消费前置，相当于锁定了部分未来的需求。与此形成鲜明反差的是，非美地区库存整体偏紧，特别是随着冶炼检修与物流干扰，LME铜库存本周出现较大幅度去化，降至22.3万吨，显示出亚洲库存流向的显著减少（见图51、图53）。分流效应导致亚洲非美市场现货供应压力的上升。国内库存方面，6月电解铜供需平衡表录得库存减少4.86万吨（见图49），SHFE铜库存近期低位小幅回升，最新为7.01万吨（见图52），但整体仍处于近年同月的相对低位。国内供需正处于紧平衡状态，低库存的背景放大了任何供应端意外对价格的边际弹性。整体来看，全球显性库存虽总量不低，但严重分布不均，被美国关税政策所“冻结”于北美，并未有效释放至消费终端或亚太地区，这使得铜价的短期压力主要来自于北美的套利平仓风险，而核心支撑则在于非美地区偏紧的供需现实。

图49：SMM 电解铜供需平衡



图50：COMEX电解铜库存

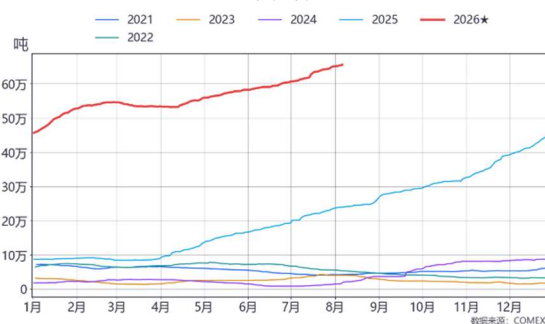


图51：LME电解铜库存

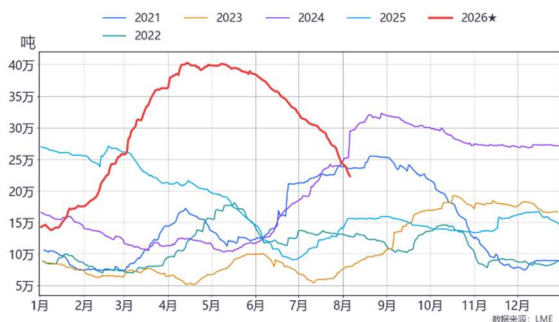


图52：SHFE 电解铜库存

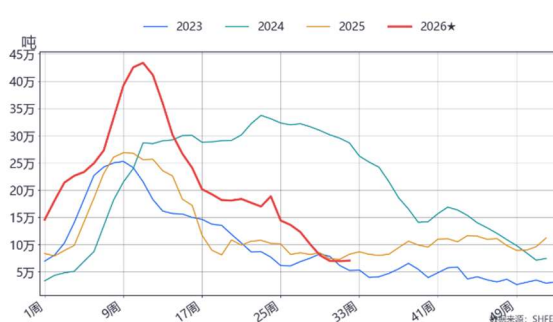
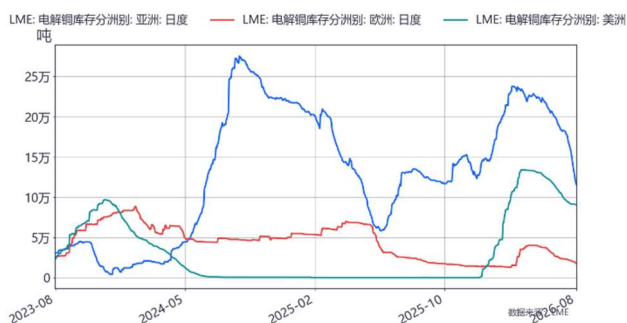


图53：LME 电解铜库存分洲别





史光达

从业资格号：F03153599

投资咨询号：Z0023782

免责声明

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格（核准文号：津证监许可[2019]2号）。

本报告的观点信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。投资者应独立评估报告内容并自主做出投资决策，自行承担投资风险。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告由华金期货有限公司编制，仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告中的信息来源于公开的资料或实地调研，但本公司对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。报告中的观点仅代表发布当时的判断，在不同时期本公司可能发出与本报告观点不一致的研究成果，且不承担更新或通知义务。

本报告版权归本公司所有，未经书面许可不得以任何形式复制、转载或引用。如经授权引用，须注明出处为“华金期货有限公司”，且不得断章取义或有悖原意。