

铜：供应收紧托底高价，内外需求分化压制上方空间

基本面分析

价格走势：铜价高位窄幅震荡，伦铜强于沪铜。LME铜处近一年高位，现货升贴水大幅走高，海外现货紧张；沪铜升水转负、进口亏损扩大，国内高价承接乏力。投机净多增加、产业净空维持，资金分歧加大。

宏观环境：美国就业明显走弱、通胀回落，加息预期降温压制美元，对铜价影响偏多；但制造业PMI新订单处荣枯线下、固定资产投资负增长，国内需求端偏弱，构成内外宏观分化，是沪铜弱于伦铜的重要背景。

矿端供应：矿端紧缺延续。智利产量同比下滑，出港与到港数据大幅收缩，刚果（金）出口禁令加剧供应担忧，国内铜精矿有效供给面临边际收紧，矿端矛盾正向精炼端传导，短期或利多铜价。

精铜供应：现货冶炼收益转负，开工率与产量同步走弱，进口窗口深度关闭，废铜国产量大幅下滑，精炼端原料压力全面显现。长单收益稳健但短期现金流承压，供应收紧逻辑强化，对铜价偏多。

铜材加工：铜材环节显著分化。传统铜杆、线缆开工率同比大幅回落，原料成品库存同步偏高，高价抑制需求明显；锂电与电子电路铜箔开工率逆势高增，AI和储能需求强劲，构成结构性亮点。

终端消费：终端消费淡季特征明显，地产新开工深跌为主导性偏空信号，家电、光伏、风电偏弱；电网投资累计正增长但当期回落，招标节奏波动；新能源汽车累计增量尚可但短期节奏放缓。整体需求偏弱，仅新能源与AI相关领域提供边际支撑。

库存变化：海外库存紧张，LME库存持续走低、现货深度back支撑伦铜；COMEX库存累积但受关税预期锁定，不宜视为利空；国内库存低位但升水转弱，高价下需求承接有限，内外基本面分化明显。

策略观点

当前铜价位于历史高位，铜/金比价位于83百分位。驱动层面看，矿端与精炼端供应收紧逻辑仍在强化，现货冶炼收益转负、到港收缩、废铜紧缺构成中期利多；但短期国内需求淡季、升水转负、下游开工走弱形成阶段性压制，投机与产业资金分歧加大。综合看，供应矛盾提供下方支撑，需求疲弱限制上方空间，短期铜价或以高位震荡为主，外强内弱格局或延续。

风险提示

1. 美联储政策预期反复
2. 刚果（金）禁令执行不及预期
3. 国内需求超预期走弱
4. 美国铜关税政策转向
5. 投机资金集中离场

一、价格走势：价格高位窄幅震荡，内外盘结构分化加剧

本周铜价整体维持高位窄幅震荡格局。截至2026年8月14日，LME铜3M收盘价报14,160美元/吨，环比上周上涨0.6%，当前价格（收盘价计）位于近一年100百分位；SHFE铜主力合约收于107,690元/吨，环比上周回落0.7%，位于近一年95百分位（见图1）。内外盘走势分化，伦铜小幅上涨、沪铜小幅回落，人民币计价的沪铜表现弱于伦铜。

现货升贴水方面，LME铜Cash-3M升贴水大幅升至416.29美元/吨，环比上周增长263.3%，刷新近一年高点（见图4）。LME现货铜溢价创去年10月以来新高，主要受印尼自由港Gresik冶炼厂停工及LME库存处于低位影响，海外现货可交割货源偏紧。相比之下，国内SMM平水铜升贴水转弱至-210元/吨，环比由正转负（见图3），现货端明显弱于海外。

进口盈亏进一步恶化，SMM电解铜进口盈亏-现货报-2,030.15元/吨，环比扩大44.8%（见图2），进口窗口深度关闭，反映国内需求在高价下承接乏力。CU-BC价差收窄至-801.3，虽仍处倒挂但已脱离深度倒挂区间（见图5），保税铜持有逻辑边际弱化。

资金结构上，LME投资公司和信贷机构净多仍处低位-1.15万手（见图7）；LME投资基金净多持仓增至4.91万手，环比上升20.6%（见图8）。投机资金加多与产业资金净空形成分歧，产业资本对当前高位持谨慎态度。铜/金比价小幅回落至114.18（见图6），风险偏好边际降温。

图1：沪铜vs伦铜走势

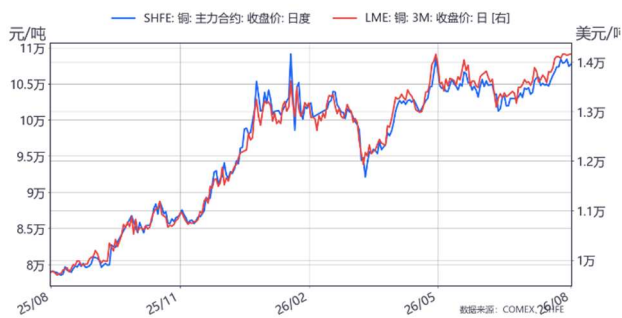


图2：SMM 伦铜进口盈亏

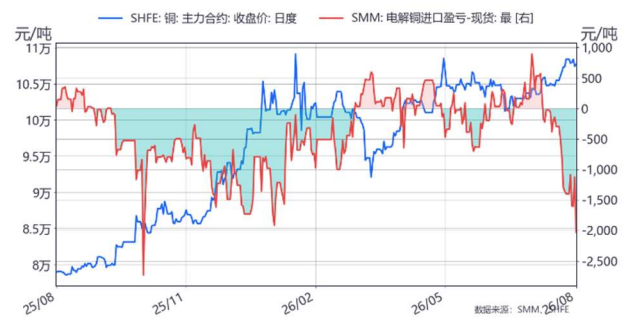


图3：国内电解铜价格及升贴水



图4：LME铜及现货升贴水

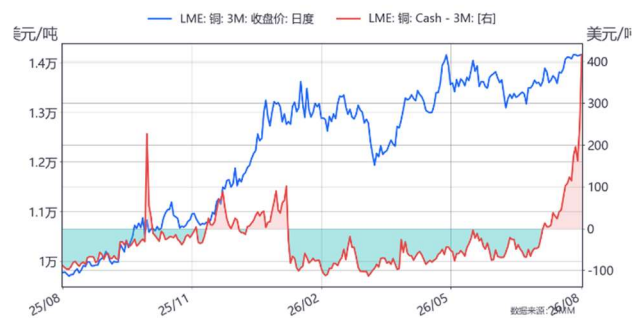


图5：CU-BC价差

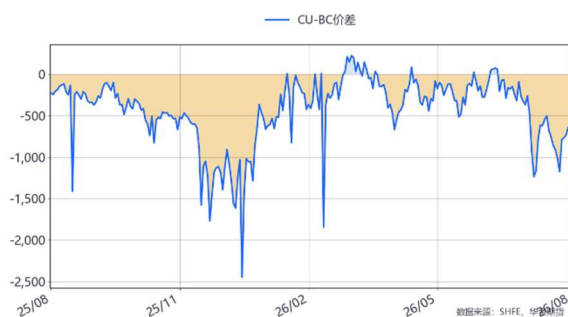


图6：铜金比价

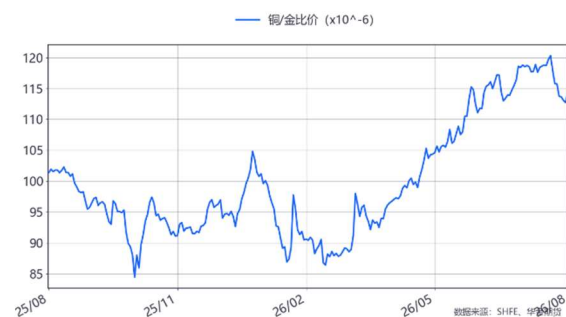


图7: LME铜价vs投资公司和信贷机构净多

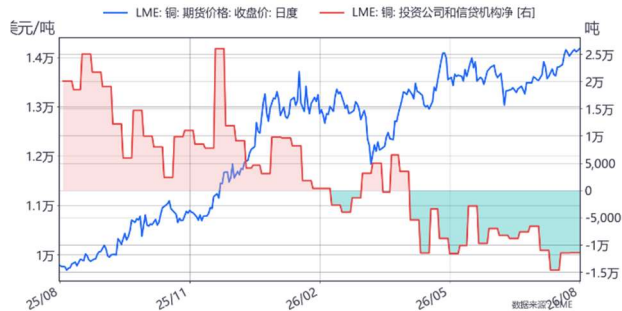
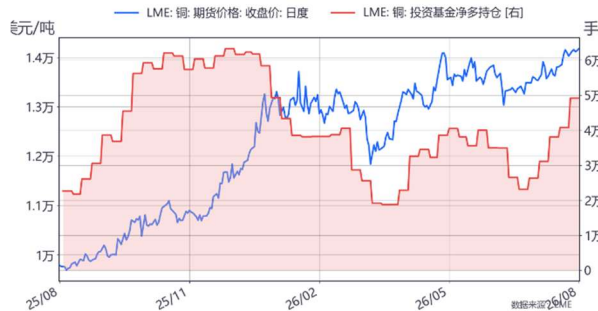


图8: LME铜vs投资基金净多持仓



二、宏观环境：美国就业走弱通胀降温，国内需求端承压

海外宏观呈现“增长降温、通胀回落”的组合。美国当周初次申请失业金人数最新报20.9万人，同比回落11.4%，累计同比亦下降9.4%（见图9），劳动力市场韧性尚存但边际走弱。更值得关注的是新增非农就业，7月初值转负至-2.3万人，较上年同期下降9.6万人（见图10）。就业的明显走弱强化了市场对美联储加息预期弱化，美元及美债收益率边际下行，对以美元计价的铜价构成支撑。

通胀方面，美国7月CPI同比回落至3.3%，环比上月下降0.2个百分点，近3个月趋势走低；核心PCE同比报3.29%，仍处一年区间偏高位（见图11）。通胀降温与就业走弱共振，缓解了美联储压力。美元指数最新报99.64，环比持平，近3个月震荡（见图12），未形成趋势性方向，铜价的定价逻辑仍主要锚定实际需求与现货紧张。

国内端则偏弱。固定资产投资完成额累计同比降至-5.7%，环比上月进一步下滑1.6个百分点，近3个月趋势走低（见图13）；制造业PMI新订单最新48.5%，处于荣枯线下方，同比回落0.9个百分点（见图14）。投资与新订单同步走弱，印证国内工业品需求淡季特征，对沪铜价格形成拖累，也解释了沪铜在本周表现弱于伦铜、现货升贴水转负的宏观背景。

图9: 美国当周初次申请失业金人数季调

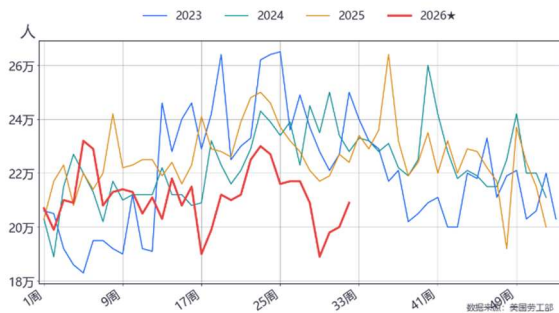


图10: 美国新增非农就业人数季调初值

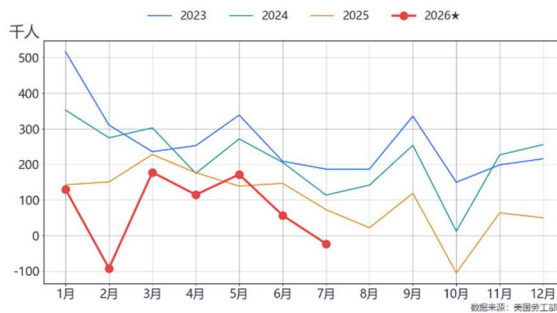


图11: 美国通胀水平

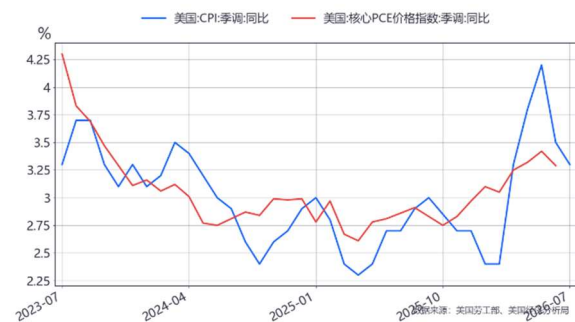


图12: 美元指数vs伦敦铜



图13：中国固定资产投资完成额累计同比

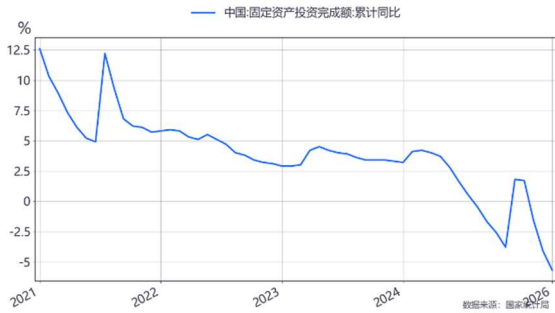
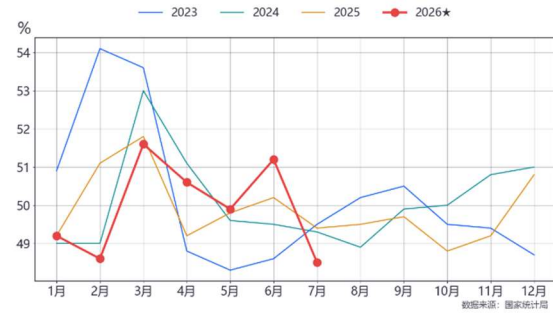


图14：中国制造业PMI新订单



三、矿端供应：矿山产量分化，到港显著收缩强化紧缺预期

矿端供应偏紧格局延续。智利矿山产量5月报42.37万金属吨，同比下滑12.3%，累计同比减少8.8%（见图15）；秘鲁矿山产量5月报22.61万金属吨，同比小幅增长2.4%，累计同比增加3.3%（见图16）。两大主产国产量分化，智利的明显收缩构成全球矿端重要的边际减量，安托法加斯塔下调2026年产量指引、刚果（金）铜精矿出口禁令形成共振，强化了矿端供应收紧预期。

贸易流数据进一步印证紧张。铜精矿进口量6月报233.48万吨，同比基本持平，但累计同比小幅下滑0.8%（见图17）。更具前瞻性的高频港口数据 displays，全球主要港口出港量8月预测值437.63万吨，同比回落5.8%，累计同比减少7.8%（见图18）；国内主要港口到港量8月预测值仅135.71万吨，同比大幅下降44.5%，累计同比下降20.0%（见图19，F）。到港数据的大幅收缩意味着未来1-2个月国内铜精矿实际有效供给将明显受限，矿端紧缺向精炼端的传导尚未充分体现。巴拿马铜矿重启预期、印尼Grasberg产量恢复构成边际缓解因素，但短期难以扭转供应紧张的现实。

图15：智利矿山产量：万金属吨

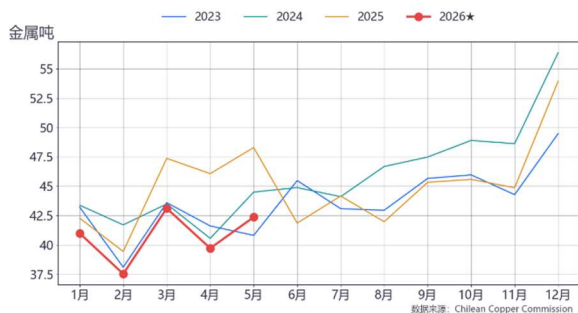


图16：秘鲁矿山产量：万金属吨

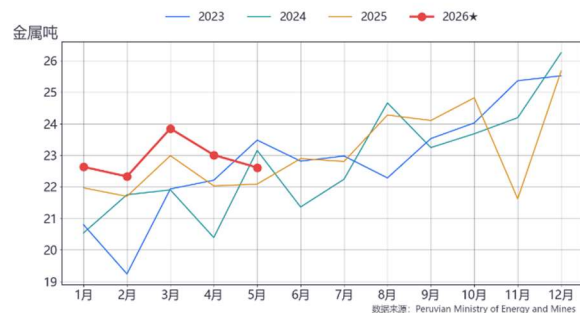


图17：铜精矿进口量 月度

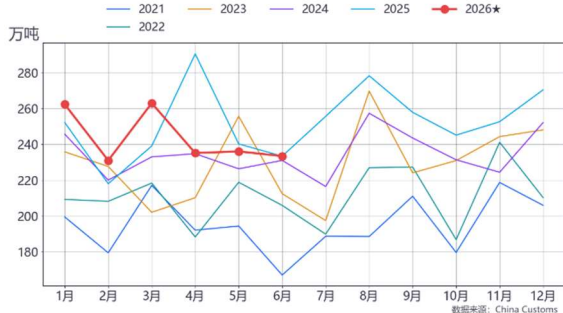


图18：铜精矿全球主要港口出港数据汇总月度

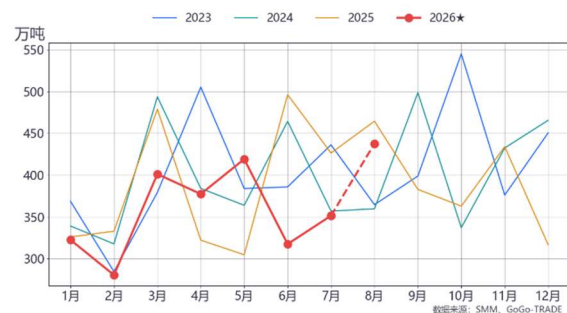
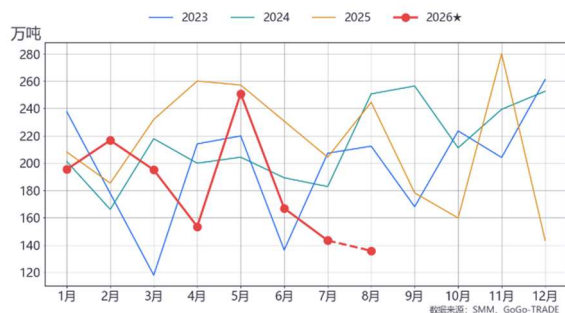


图19：铜精矿国内主要港口到港数据汇总 月



四、精铜供应：现货冶炼收益转负，废铜供应收缩加剧原料压力

精炼端最关键的边际变化来自冶炼收益。总现货冶炼收益7月转负至-328.11元/金属吨，环比上月大幅回落722.95元/金属吨，已跌破盈亏平衡线（见图20）。长单冶炼收益则升至5,783.54元/金属吨（见图20），处于近一年高位。现货冶炼收益转负表明短期原料矛盾突出，矿端紧缺开始实质冲击冶炼环节现金流，而长单收益稳健则说明行业中长期盈利基准并未坍塌。

产量与开工率同步走弱。电解铜产量7月报112.68万吨，同比下滑4.0%（见图22）；冶炼厂总开工率降至82%，同比回落6.2个百分点（见图21）。据我的钢铁网8月14日报道，本周国内电解铜供应偏紧，原料紧缺叠加台风影响，到货有限，原料紧缺正通过开工率下降向产量端传导。

进口与废铜环节同样偏紧。电解铜进口盈亏深度倒挂至-2,030.15元/吨（见图23），进口窗口关闭压制净进口，6月净进口量虽同比增5.5%但累计同比仍下滑18.6%（见图24）。精废价差报2,779.48元/吨，环比小幅回落（见图27），而国内废铜产量7月同比大幅下滑19.6%（见图28），进口废铜虽同比增25.1%（见图26）但仍难弥补国产废铜缺口。整体看，废铜供应偏紧支撑精铜消费，对铜价偏利多。

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

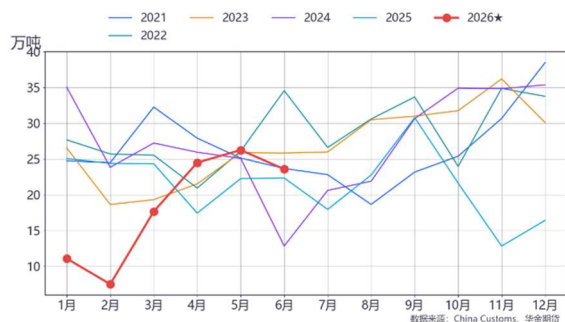


图25：进口废铜盈亏平衡



图26：中国废铜进口量：万金属吨

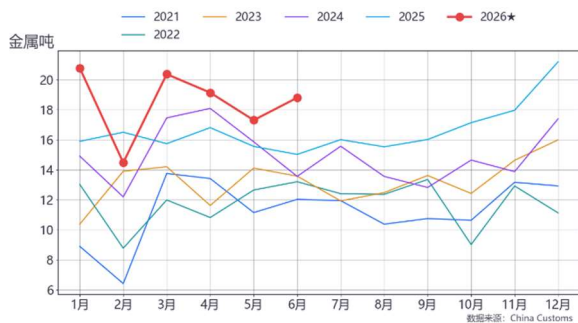


图27：精废价差 价格优势



图28：国内废铜产量

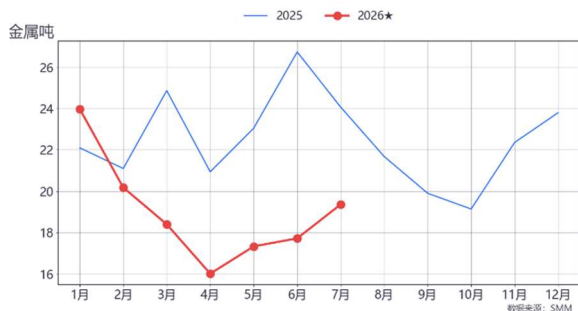


图29：SMM 再生铜原料社会库存系数 广东



五、铜材加工：铜杆线开工走弱，高端铜箔景气维持

铜材加工环节表现分化，传统铜杆线承压与高端铜箔景气并存。电解铜杆周度开工率最新报59.3%，同比回落8.8个百分点，年内平均开工率同比亦下降9.3个百分点（见图32），处于近年同期偏低水平。铜杆线企业原料库存天数升至2.06天，环比小幅走高（见图33），而成品库存天数报4.38天（见图34），原料与成品库存同步偏高，反映铜杆企业高价下原料备货谨慎、成品去化不畅的双重压力。据上海有色网报道，本周浙江、江西、广东等地铜板带成交持续偏弱，下游畏高情绪较重，多以刚需采购或长单提货为主。

再生铜制杆开工率仅17.08%，虽同比小幅回升但整体处于低位（见图36），废铜原料紧缺叠加精铜高价，再生杆生产意愿低迷。电线电缆开工率62.25%，同比回落5.6个百分点（见图37）；漆包线周开机率69.67%，同比下降（见图38），传统线缆类需求偏弱态势延续。

高端铜箔景气度显著分化。锂电铜箔企业开工率92.55%，同比大幅提升15.3个百分点，年内平均开工率同比增加20.3个百分点（见图39）；电子电路铜箔开工率94.09%，同比提升16.7个百分点（见图40）。7月电子电路铜箔受AI高端订单驱动加工费上涨，锂电铜箔受储能需求拉动头部企业报价坚挺，高端铜箔成为铜材中少数需求亮点。整体看，传统铜材需求疲弱与高端铜箔强劲形成结构性分化，高价对传统下游的抑制作用明显。

图30：铜材企业平均开工率 月度

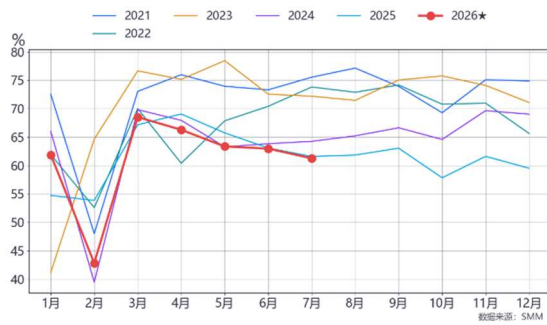


图31：SMM 电解铜杆产量 月度

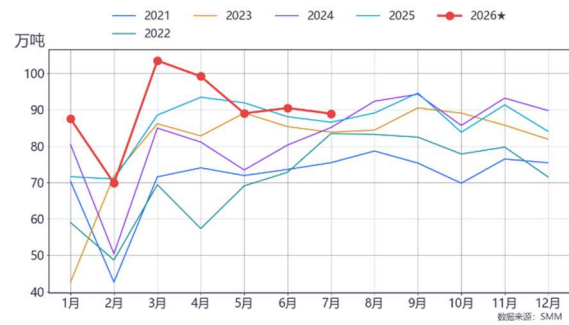


图32：SMM 电解铜杆开工率 周度

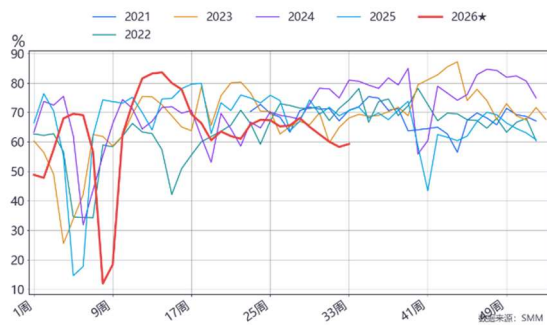


图33：铜杆线企业原料库存天数

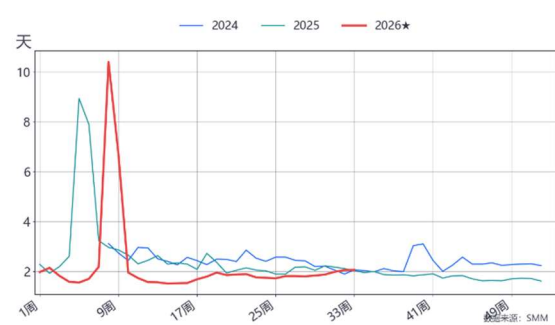


图34：铜杆线企业成品库存天数

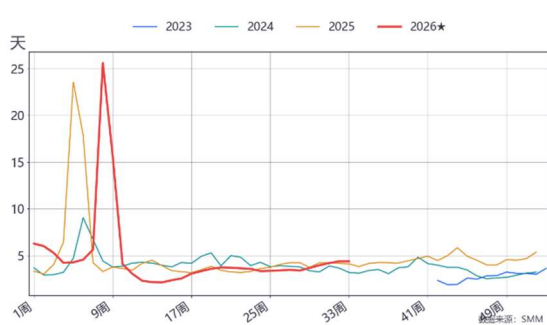


图35：电解铜杆开工率 周度

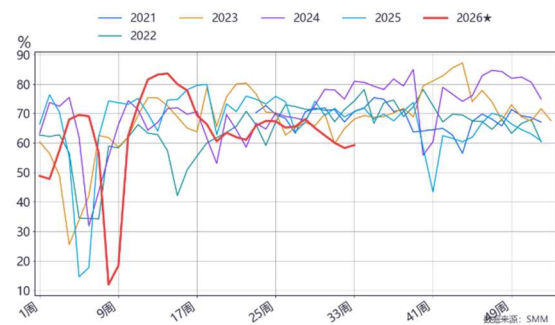


图36：再生铜制杆开工率 周度

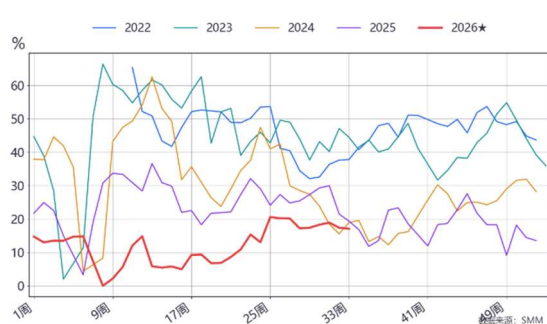


图37：电线电缆开工率 周度

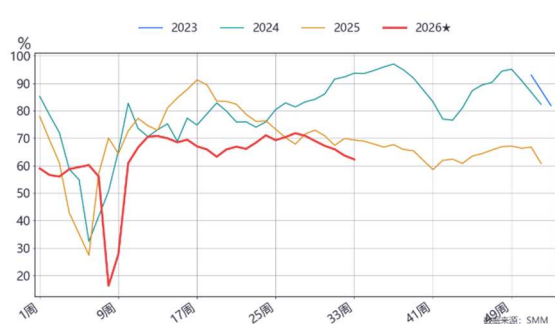


图38：漆包线企业周开机率 周度

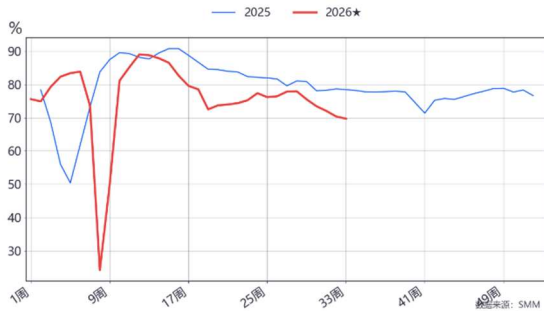


图39：锂电铜箔企业开工率 月度

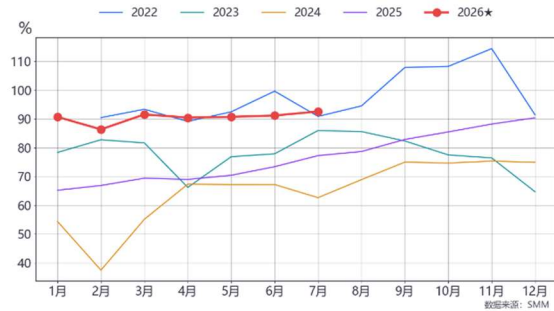
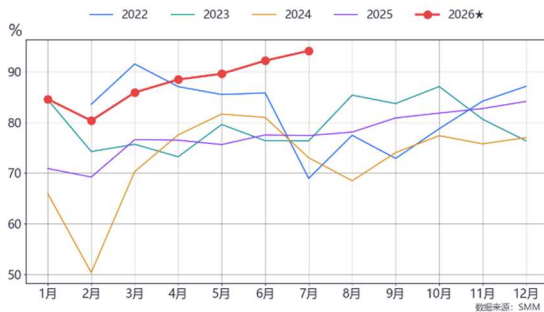


图40：电子电路铜箔企业开工率 月度



六、终端消费：传统领域需求疲弱，新能源与电网托底有限

终端消费呈现“新强旧弱”格局。电网投资端，电网基本建设投资完成额6月当期值报717.91亿元，同比下滑17.6%，但累计同比仍保持4.0%的正增长（见图41）。国网铜招标测算量7月大幅回升至9,933.46吨，同比增389.3%，但累计同比仍下滑9.7%（见图42），招标节奏波动较大，对线缆需求的实际拉动尚未形成稳定增量。

地产链持续低迷。新开工面积6月最新可得数据报5,310.34万平米，同比下滑26.0%（见图43），构成地产用铜需求的主导性偏空信号；竣工面积最新数据仅更新至3月，同比下滑19.3%（见图44），时效性偏弱，仅作趋势背景参考。地产用铜需求维持收缩态势，对传统建筑用铜构成持续拖累。

新能源领域表现相对较好。新能源汽车产量7月环比减少2.2万辆，累计同比仍增加34.2万辆（见图48），新能源汽车产量变动对铜消费的边际支撑仍存，但短期节奏有所放缓。家电端，家用空调产量6月报1,776万台，同比下滑5.4%（见图45），出口承压拖累整体产销。光伏新增装机6月报12.48GW，同比下滑13.1%（见图46）；风电新增装机5月为4GW，同比大幅下滑84.6%，为去年5月抢装高基数所致（见图47）。整体看，终端消费淡季特征明显，高铜价进一步抑制传统需求释放，仅新能源汽车与AI相关铜箔需求提供结构性支撑。

图41：中国电网基本建设投资完成额当期

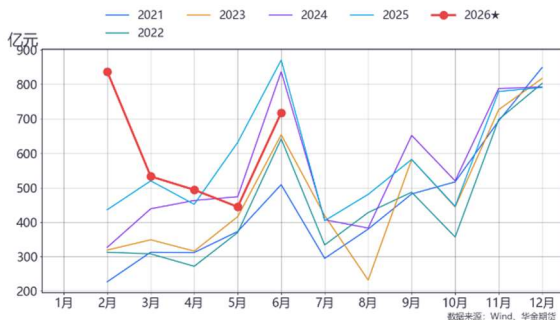


图42：国网铜招标测算量：吨

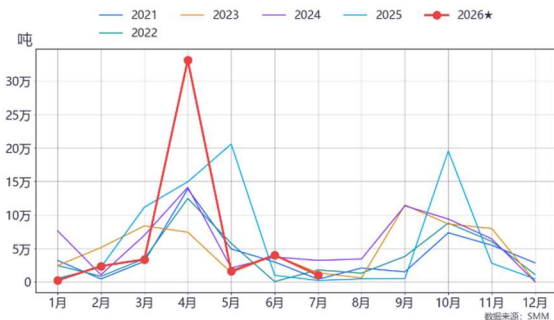


图43：中国房地产新开工面积：当月

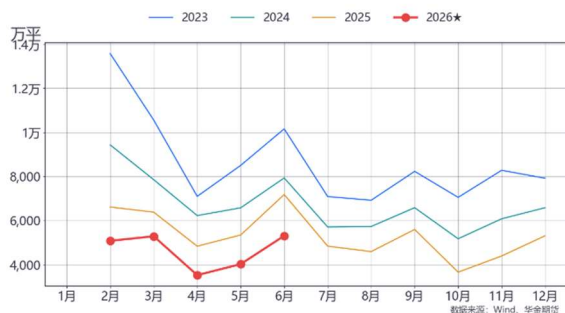


图44：中国房地产竣工面积 当月值

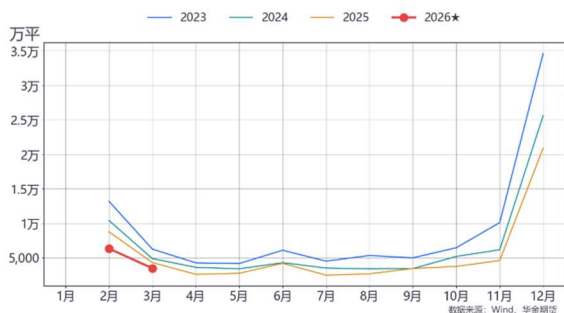


图45：中国家用空调产销量：万台

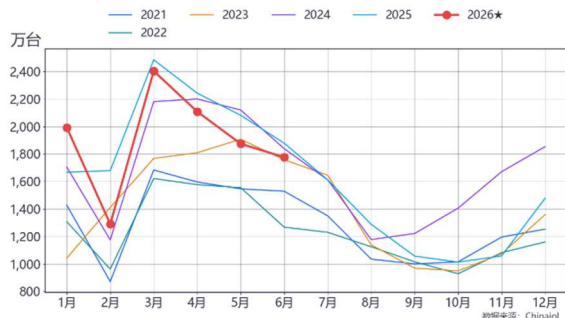


图46：光伏新增装机容量

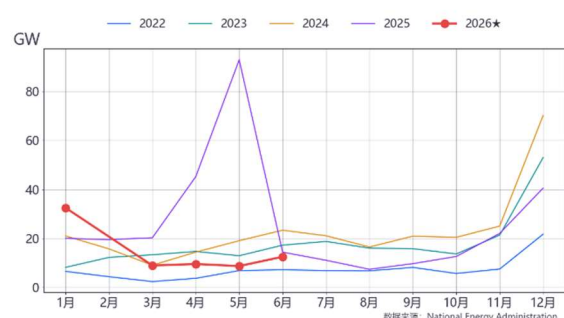


图47：中国风电新增装机容量

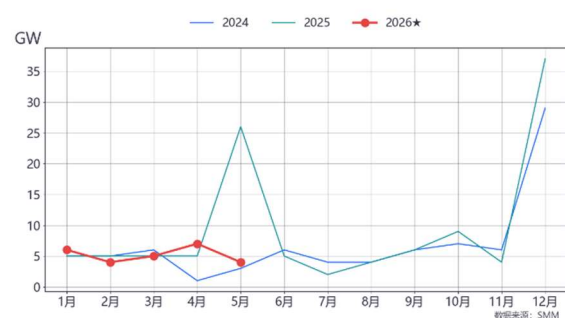
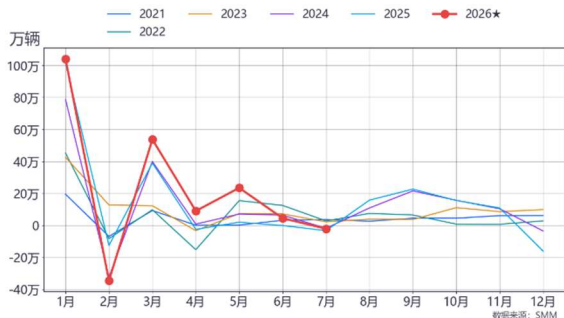


图48：中国新能源汽车产量



七、 库存变化：海外库存紧张，国内社库低位震荡

库存结构呈现“外紧内稳”特征。LME电解铜库存报20.5万吨，环比下降6.1%，近期持续走低（见图51）；分洲别看，亚洲库存10万吨、欧洲1.48万吨、美洲9.01万吨，三大洲库存均环比回落（见图53）。LME库存处于2026年1月以来低位，叠加现货升水大幅走高，海外现货紧张格局清晰。COMEX库存则延续累积趋势，报66.72万吨，环比增加1.3%，近期持续走高（见图50），续创历史新高。COMEX库存高企更应理解为关税预期下铜被锁定在美国市场，而非传统过剩信号。

国内方面，SHFE电解铜库存报6.97万吨，环比微降0.5%，处于近年同期偏低位置（见图52）。SMM供需平衡表显示6月库存变化-4.86万吨，月度平衡-1.7万吨（见图49），指向国内短期供需仍偏紧，台风短期阻碍出入库节奏，社库小幅累积。库存低位情况下现货升水转负，显示高价下实际需求承接力度有限。

整体看，海外显性库存低位与现货深度back对伦铜形成强支撑，国内库存偏低但升水转弱，内外盘基本面差异导致价格结构分化。COMEX与LME价差持续扩大，更多反映市场对美国进一步加征铜关税的预期，跨市库存流动逻辑未变。

图49: SMM 电解铜供需平衡

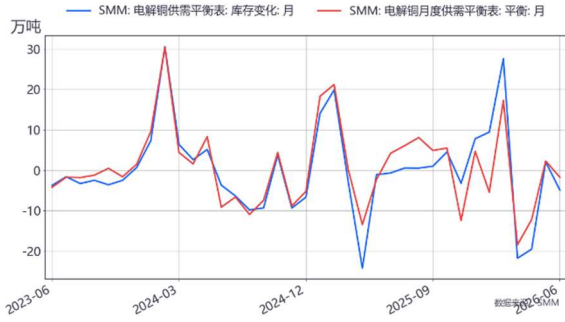


图50: COMEX电解铜库存

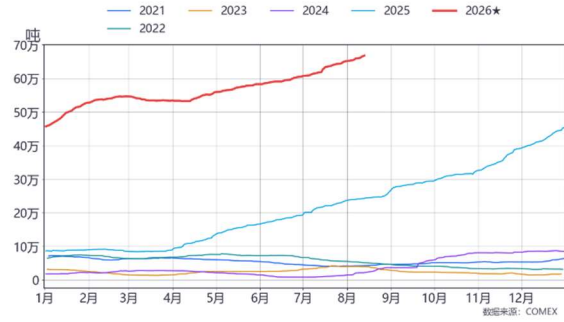


图51: LME电解铜库存

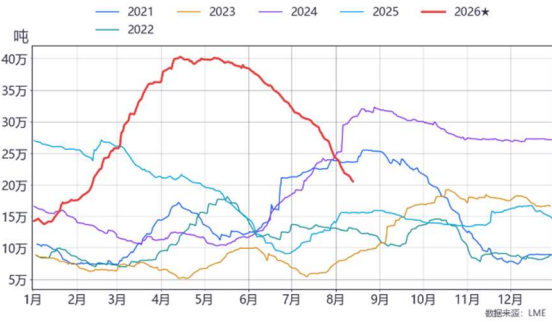


图52: SHFE 电解铜库存

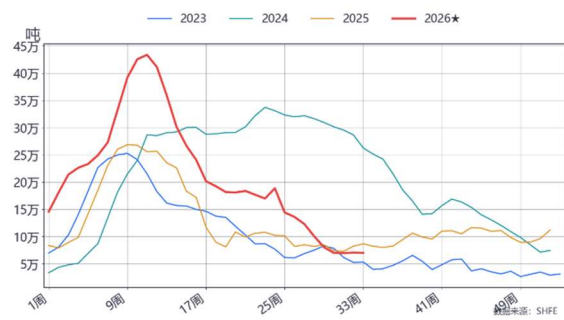
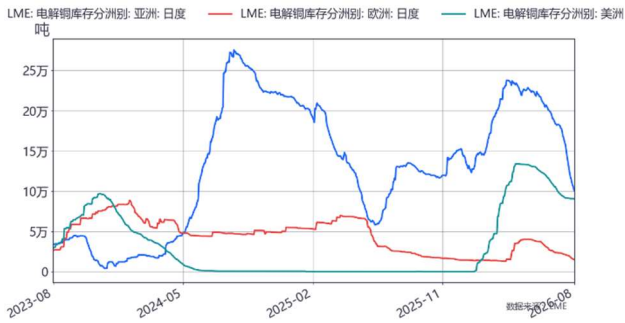


图53: LME 电解铜库存分洲别





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。