

铜：矿端收紧支撑高位，资金背离制约上行

基本面分析

价格走势：铜价维持高位强势，内外盘均处于近一年高百分位。沪铜现货由贴水转大幅升水，显示国内现货偏紧；LME升水则明显收敛，现货紧张情绪缓解。产业资本持续回避而投机基金加仓，资金结构背离加大，短期上行动能存疑。

宏观环境：美国就业边际走弱、通胀仍具黏性，美联储加息预期降温但表态偏鹰；美元走弱提供部分支撑。中国投资与制造业需求持续回落，内需偏弱。宏观面对铜的需求侧支撑整体不足，铜价高位主要依赖供给逻辑。

矿端供应：智利产量下滑印证海外矿端收紧，秘鲁增量有限。铜精矿进口、出港与到港同比同步下行，全球物流节奏放缓。矿端供应吃紧是当前确定性最高的利多因素，在高位格局下为铜价提供成本端与下方支撑。

精铜供应：现货冶炼收益转负而长单收益高位，供应压力集中在现货端。开工率环比同比双降，产量单月转负但累计仍增；废铜产量环比回升但同比仍大降，替代仅部分对冲收紧节奏。精铜供应收紧趋势初现，尚未全面铺开。

铜材加工：传统铜杆、线缆开工中枢下移，铜价高企抑制采购，企业降库避险。锂电与电子铜箔开工逆势走强，新能源链景气突出。加工端整体偏弱，结构性分化明显，需求缺乏整体弹性。

终端消费：电网投资与招标节奏波动，房地产、空调、光伏、风电同比全面收缩，新能源汽车月度节奏波动。传统及新能源终端均未提供有效增量，淡季需求疲弱，与矿端强约束形成背离，压制铜价上行空间。

库存变化：LME库存回升、COMEX继续累库，海外现货紧张压力显著缓解；国内SHFE库存绝对水平仍低，现货升水走强。内外库存分化，国内现货偏紧约束内盘下方空间，海外宽松缓解外盘现货紧张风险。

策略建议

综合看，铜市当前处于“强供给约束、弱需求现实、资金结构分化”的格局。矿端收紧确定性高，现货冶炼收益转负、国内库存低位与现货升水走强提供下方支撑；但传统终端全面走弱、宏观内需不足制约上行空间，LME现货紧张情绪退潮与产业资本持续回避进一步削弱短期上攻动能。产业与投机资金的显著背离提示价格高位脆弱性。估值层面，铜价处于近一年高位区间，绝对估值偏贵；驱动层面，供给利多与需求利空并存，短期或缺乏单边动能。策略上，单边可考虑以高位震荡思路对待；产业套保方面，上游矿企及冶炼企业可考虑在价格高位分批锁定卖出保值，锁定冶炼收益；中下游加工企业在现货偏紧、基差走强背景下，可考虑减少远期买入保值，以随用随采为主，等待回调后的补库窗口。

风险提示

1. 美国铜关税裁定超预期
2. 美联储政策转鹰超预期
3. 国内需求修复不及预期
4. 现货紧张情绪再度发酵
5. 精废价差走阔引发替代回升

一、价格走势：价格高位震荡，升贴水与持仓分化加剧

本周铜价延续高位震荡格局，内外盘同步维持强势区间。LME铜3M收盘价最新报14,215.5美元/吨，环比上周小幅上涨，处于近一年100百分位的历史高位区域；沪铜主力合约收盘价报107,750元/吨，环比微涨，位于近一年94百分位（见图1）。相较之下，国内电解铜现货均价报107,850元/吨，环比上周略降，显示期货端相对现货端表现偏强。从结构看，SHFE平水铜升贴水最新报225元/吨，环比上周大幅抬升435元/吨，由贴水转升水，现货端偏紧态势明显强化（见图3）。LME现货升贴水最新报61.32美元/吨，虽仍处升水结构，但环比上周明显回落，前期偏高的现货溢价快速收敛（见图4）。据上海有色网（SMM）8月19日报道，LME铜注册仓单较前一日增加19.43%至123,100吨，注销占比下滑至44.93%，创逾一个月新低，反映前期现货紧张情绪持续缓解，与升贴水收敛相互印证。进口端，电解铜进口盈亏现货最新报-462.43元/吨，亏损较上周明显收窄，但仍处亏损状态（见图2）；CU-BC价差最新报-752.6，处于近一年63百分位，倒挂幅度较前期极端水平明显修复（见图5）。资金结构出现显著背离：LME投资公司与信贷机构净多持仓降至-1.24万手，处于近一年5百分位，产业资本持续回避；而投资基金净多持仓升至5.23万手，处于近一年75百分位（见图7、图8）。这种产业与投机资金的逆向分化，或暗示本轮铜价高位更多由投机情绪与现货紧张预期推动，价格上行的持续性存疑。整体看，价格在高位强势与现货升水修复并存，但资金结构背离与现货紧张情绪退潮构成短期主要风险点。

图1：沪铜vs伦铜走势

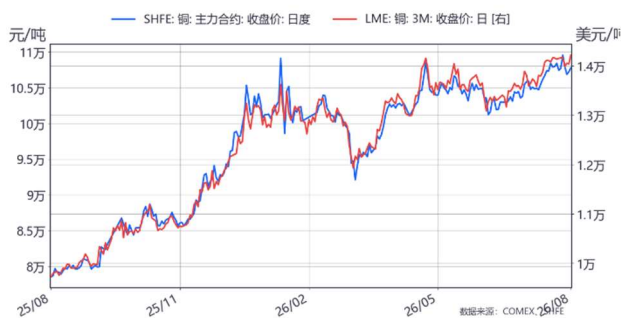


图2：SMM 伦铜进口盈亏



图3：国内电解铜价格及升贴水

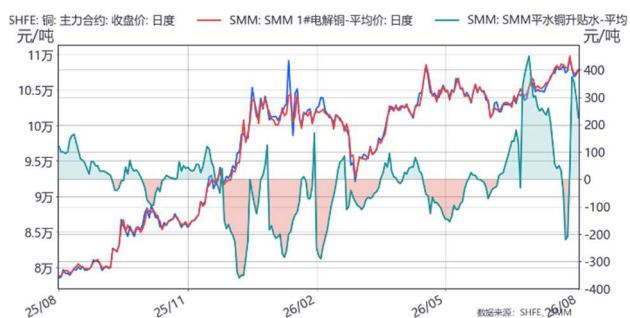


图4：LME铜及现货升贴水

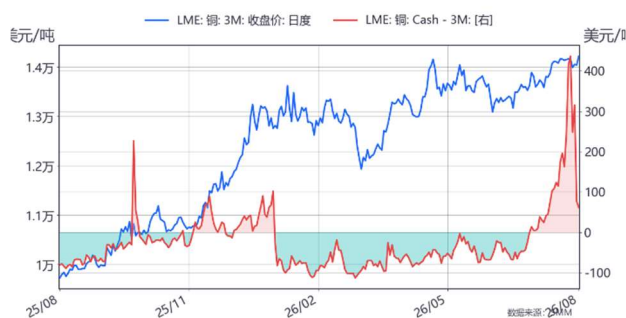


图5：CU-BC价差

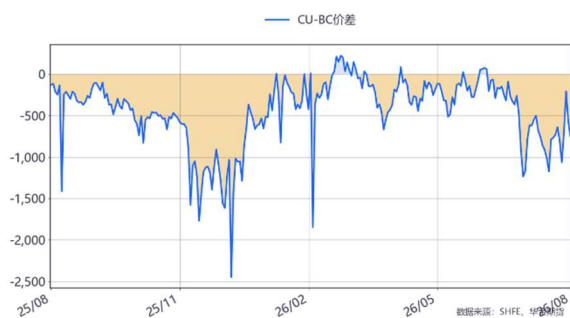


图6：铜金比价

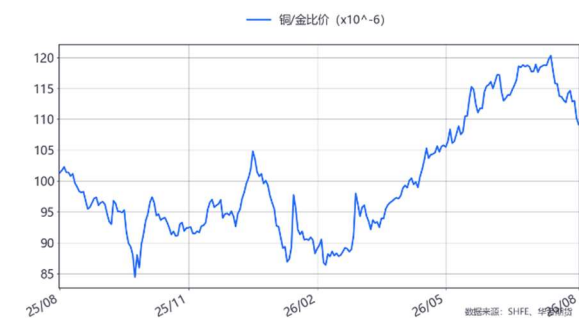
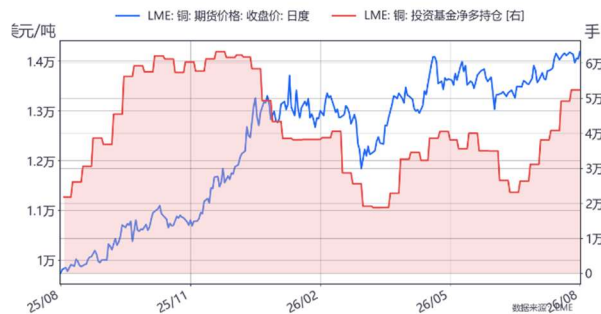


图7: LME铜价vs投资公司和信贷机构净多



图8: LME铜vs投资基金净多持仓



二、宏观环境：美国就业走弱，中国内需动能继续回落

本周宏观面多空交织，核心矛盾集中在中美基本面的背离。美国方面，当周初次申请失业金人数最新报20.6万人，同比降幅明显，累计同比亦回落，显示劳动力市场总体上仍具韧性（见图9）；但新增非农就业人数初值最新报-2.3万人，较上年同期明显转弱，单月就业动能显著放缓（见图10）。通胀端出现边际变化，美国CPI同比最新报3.3%，环比回落0.2个百分点，近三个月趋势走低；核心PCE同比最新报3.29%，环比小幅回落，但近三个月趋势仍呈走高（见图11）。通胀绝对水平仍偏高，结合美联储纪要偏鹰的表述，利率环境对铜价的压制尚未完全解除。美元指数最新报98.85，环比走弱，对以美元计价的铜价形成一定支撑（见图12），这也是本周铜价在宏观偏弱背景下仍能维持高位的重要原因之一。中国方面，固定资产投资完成额累计同比最新报-6.7%，环比进一步回落，处于近一年最低位，显示内需投资动能明显趋弱（见图13）；制造业PMI新订单最新报48.5%，连续处于荣枯线下方，且同比、平均同比均回落，反映制造业需求端仍偏疲弱（见图14）。综合来看，美国就业边际走弱与通胀高位黏性并存，中国内需未现起色，宏观面对铜的需求侧支撑整体偏弱，铜价的高位更多依赖供给端逻辑而非需求端改善。

图9: 美国当周初次申请失业金人数季调

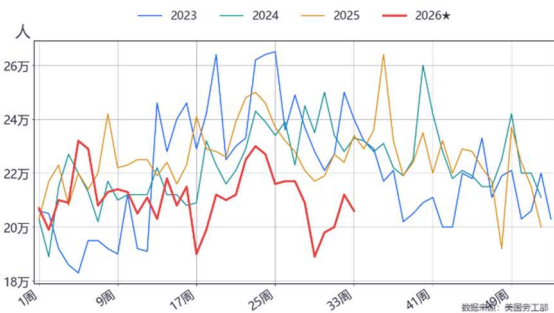


图10: 美国新增非农就业人数季调初值

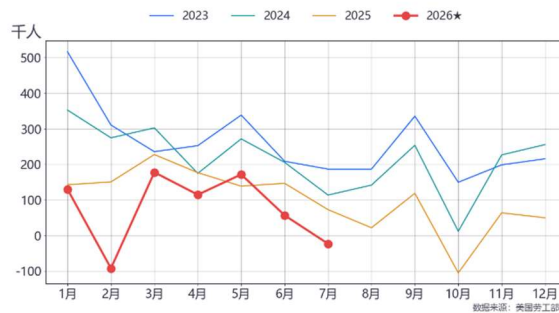


图11: 美国通胀水平

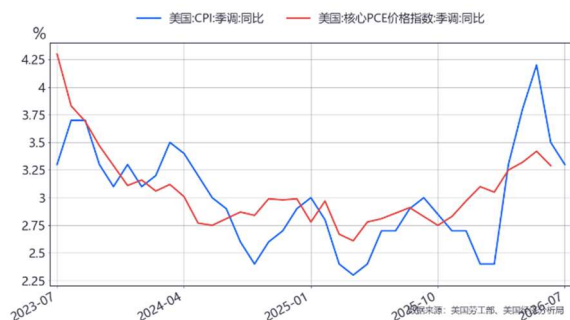


图12: 美元指数vs伦敦铜



图13：中国固定资产投资完成额累计同比

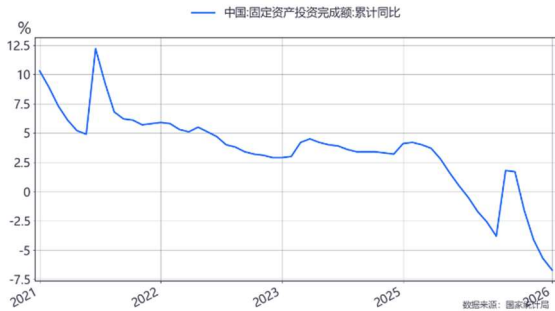
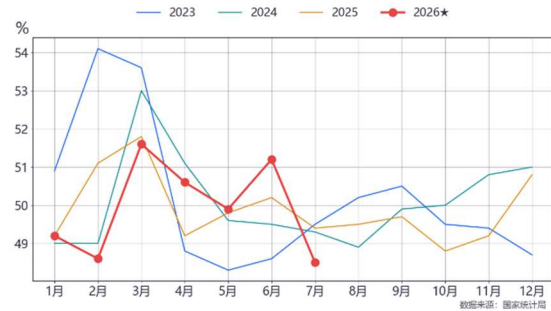


图14：中国制造业PMI新订单



三、矿端供应：矿山产量普遍收缩，国内到港大幅下滑

矿端供应紧张态势本周进一步确认，成为支撑铜价高位运行的核心逻辑之一。从主要矿山产量看，智利矿山产量最新报42.37万金属吨，同比降幅明显，累计同比亦回落，反映海外大型矿山供应收缩较为确定（见图15）；秘鲁矿山产量最新报22.61万金属吨，同比小幅增长，累计同比仍为正，成为少数仍保持增长的供应来源，但其绝对增量有限，难以对冲智利减量（见图16）。进口端表现更为严峻。中国铜精矿进口量最新报237.85万吨，同比下滑，累计同比仍为负增长（见图17），显示国内从海外获取原料的能力边际走弱。从高频港口数据看，铜精矿全球主要港口出港数据最新报417.25万吨（预测值），同比降幅超过一成，累计同比亦明显回落（见图18）；国内主要港口到港数据最新报127.91万吨（预测值），同比大幅下降，累计同比降幅进一步扩大（见图19）。出港与到港数据的同步收缩，表明全球铜精矿物流节奏明显放缓，现货矿源趋紧的预期正在兑现。据我的钢铁网（Mysteel）8月17日报道，智利国家铜业下调全年产量预期，铜精矿现货TC跌至-175美元/吨以下，矿端供应逻辑与图表数据相互印证。单就矿山产量与港口物流数据而言，矿端收紧是目前整个产业链确定性最高的利多因素。

图15：智利矿山产量：万金属吨

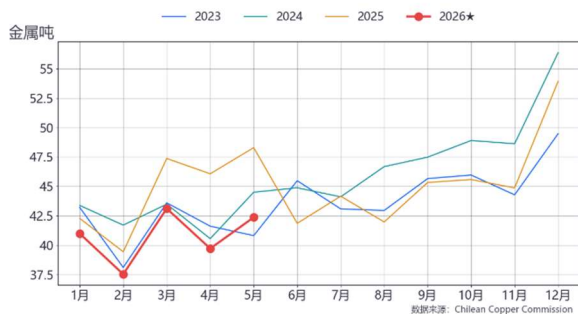


图16：秘鲁矿山产量：万金属吨

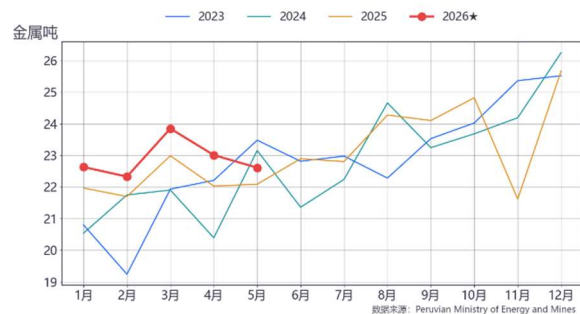


图17：铜精矿进口量 月度

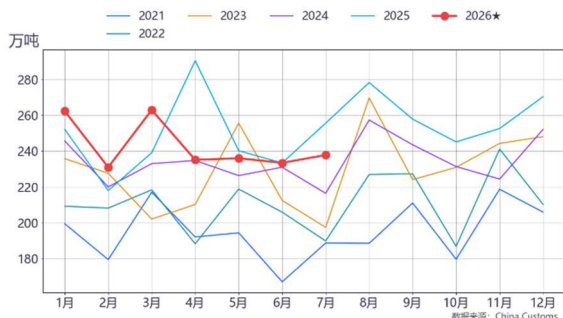


图18：铜精矿全球主要港口出港数据汇总月度

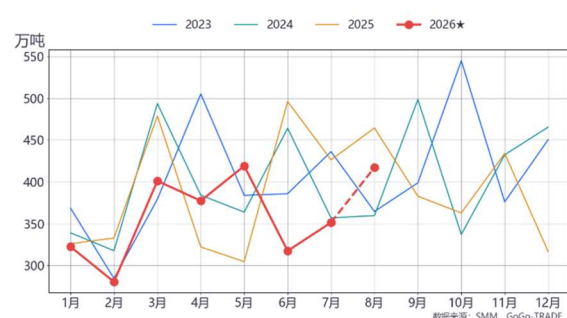
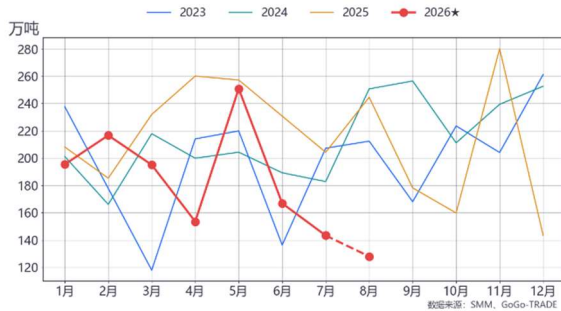


图19：铜精矿国内主要港口到港数据汇总 月



四、精铜供应：冶炼收益回落，废铜替代受限，供应边际收紧

精铜供应端呈现矿端约束向冶炼端传导的迹象。铜冶炼现货冶炼总收益最新报-328.11元/金属吨，环比大幅转负，近三个月趋势走低，显示即期冶炼利润明显承压；长单冶炼总收益最新报5,783.54元/金属吨，环比小幅上升，近三个月趋势走高，反映行业中长期利润基准仍较稳健（见图20）。这种长短单收益的分化，说明当前供应收缩压力主要体现在现货端，对短期铜价的支撑含义更为直接。冶炼开工率端，铜冶炼厂总开工率最新报82%，环比、同比双双回落，近三个月趋势走低（见图21），与现货冶炼收益转负相互印证，冶炼环节主动或被动减产的压力正在积累。产量方面，中国电解铜产量最新报112.68万吨，同比小幅下滑，但累计同比仍为正增长（见图22），表明前期高开工带来的累计产出惯性仍在，供应绝对量收缩尚未全面铺开。进口端，电解铜净进口量最新报21.02万吨，同比回升，但累计同比仍明显回落（见图24）。废铜方面，国内废铜产量最新报19.36万金属吨，环比6月上升，但同比降幅依然较大（见图28）；精废价差最新报2,394.23元/吨，环比收窄，但仍处于历史偏高水平（见图27），废铜替代的经济性对精铜仍形成一定分流压力。整体来看，矿端紧缺正逐步通过冶炼收益与开工率向精铜供应传导，但废铜替代与前期累计产量惯性部分对冲了这一收紧节奏。

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

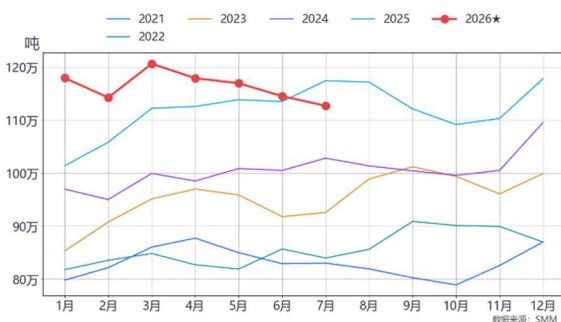


图23：电解铜进口盈亏-现货



图24：电解铜净进口量

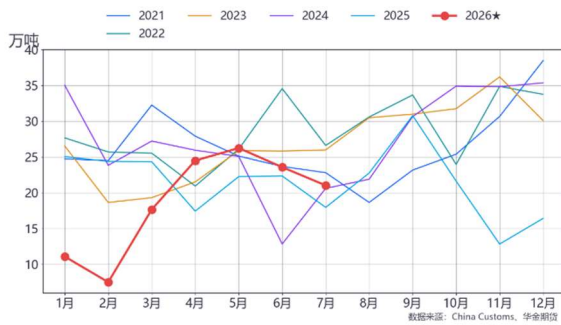


图25：进口废铜盈亏平衡



图26：中国废铜进口量：万金属吨

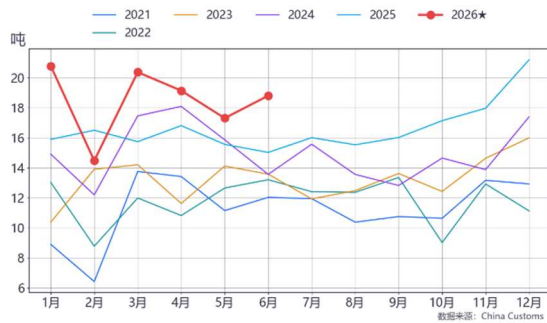


图27：精废价差 价格优势



图28：国内废铜产量

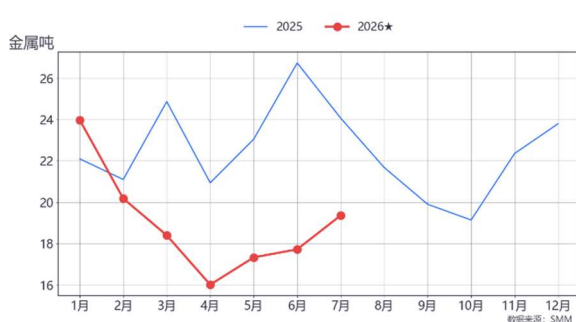


图29：SMM 再生铜原料社会库存系数 广东



五、铜材加工：下游开工整体偏弱，铜箔景气逆势走高

铜材加工环节本周延续疲弱态势，且内部结构分化明显。铜材企业平均开工率最新报61.25%，同比基本持平，但年内平均开工率较去年同期回落（见图30），显示整体加工需求缺乏向上弹性。从核心品种看，电解铜杆产量最新报88.93万吨，同比小幅增长，累计同比正增长（见图31），但电解铜杆周度开工率最新报61.2%，同比及年内平均水平均明显回落（见图32、图35），并伴随原料库存天数与成品库存天数的环比走低（见图33、图34），反映铜杆企业主动降库、谨慎备货的保守心态。再生铜制杆开工率最新报13.72%，环比低位运行，年内平均开工率较去年同期大幅回落（见图36），废铜替代需求同样偏弱。线缆及深加工端，电线电缆开工率最新报65.8%，同比小幅回落，年内平均开工率下滑（见图37）；漆包线企业周开机率最新报72.27%，同比回落（见图38），显示传统电力及家电配套线材需求仍处淡季修复乏力阶段。相对亮点来自铜箔环节，锂电铜箔企业开工率最新报92.55%，同比、年内平均均大幅提升（见图39）；电子电路铜箔企业开工率最新报94.09%，同比、年内平均亦明显走高（见图40），新能源及电子电路的景气度成为铜材加工端为数不多的正向支撑。综上，传统铜杆、线缆加工受制于终端疲弱与高价抑制，整体开工中枢下移，而铜箔板块凭借新能源产业拉动保持高景气，需求端的结构性分化值得持续跟踪。

图30：铜材企业平均开工率 月度

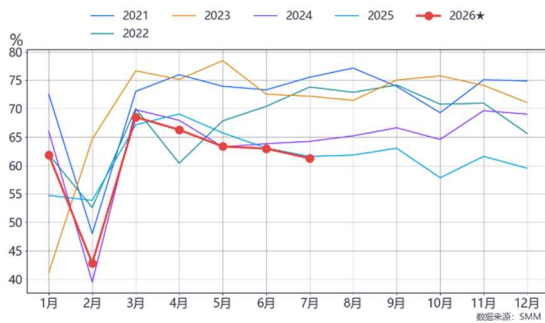


图31：SMM 电解铜杆产量 月度

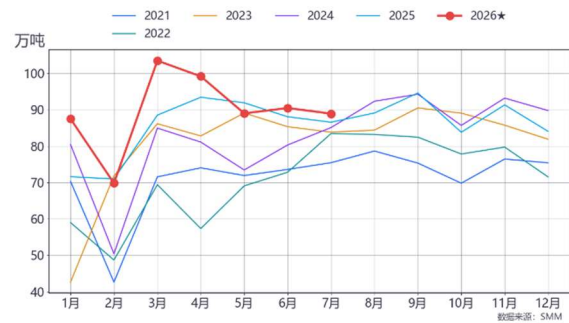


图32：SMM 电解铜杆开工率 周度

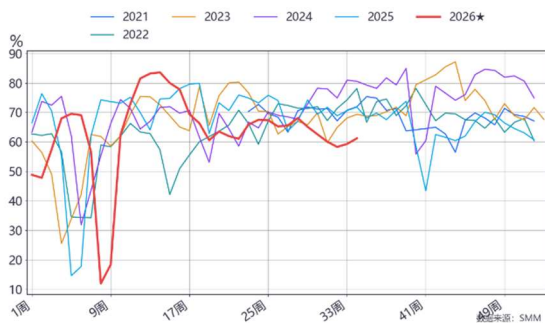


图33：铜杆线企业原料库存天数

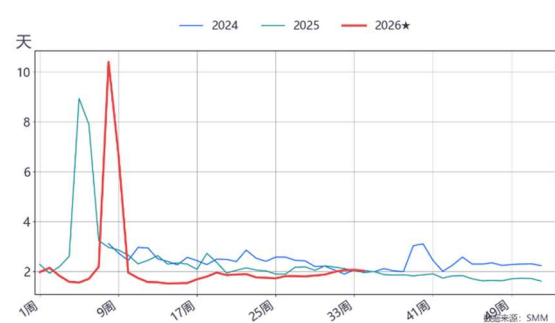


图34：铜杆线企业成品库存天数

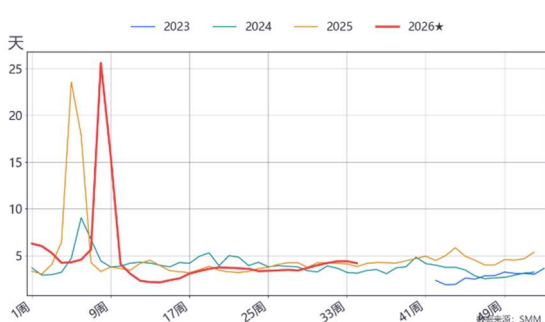


图35：电解铜杆开工率 周度

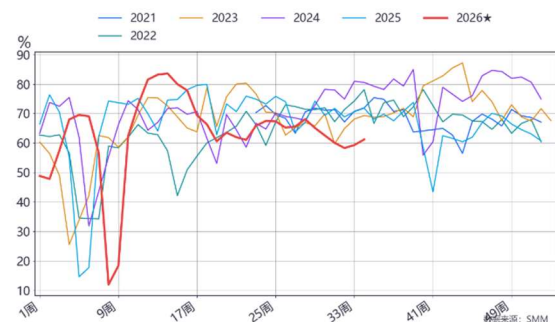


图36：再生铜制杆开工率 周度

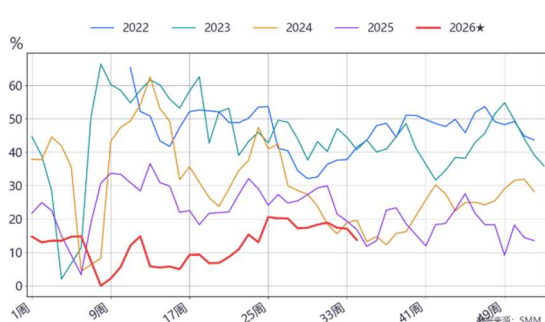


图37：电线电缆开工率 周度

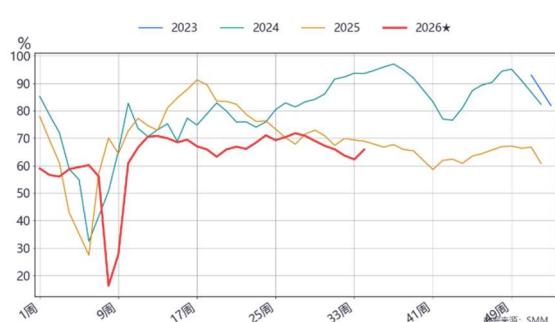


图38：漆包线企业周开机率 周度

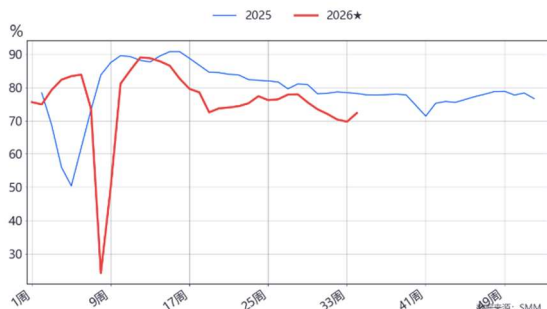


图39：锂电铜箔企业开工率 月度

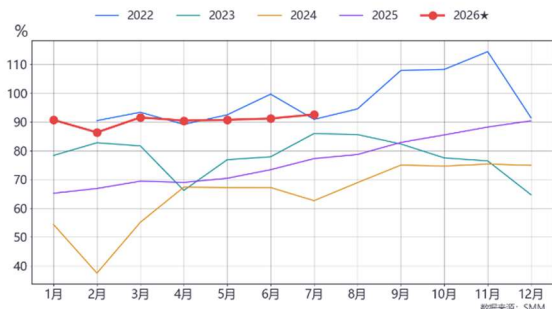
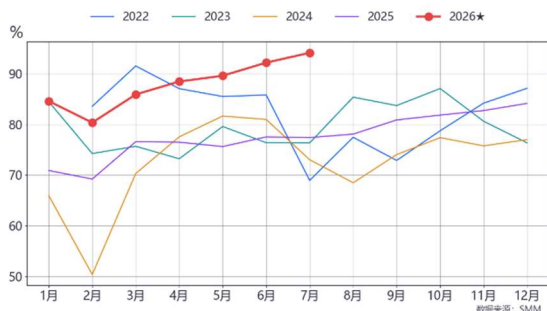


图40：电子电路铜箔企业开工率 月度



六、终端消费：传统终端全面走弱，新能源结构性承压

终端消费本周边际走弱，多数传统领域同比收缩。电网投资端，中国电网基本建设投资完成额最新报717.91亿元，同比明显下滑，但累计同比仍为正（见图41，数据截至2026年6月），表明电网投资节奏偏滞后，单月数据波动较大。国网铜招标测算量最新报9,933.46吨，同比大幅增长，但累计同比回落（见图42），招标数据的月度波动说明实际需求释放节奏尚不稳定。房地产端压力显著，新开工面积最新报3,461.25万平，同比大幅回落，累计同比降幅扩大（见图43）；竣工面积数据截至2026年3月，报3,468.9万平，同比亦明显收缩（见图44），反映前期地产竣工延续疲弱，但该指标时效性偏低，对近期需求判断的参考权重宜相应下调。家电端，中国家用空调产量最新报1,315.8万台，同比降幅明显，累计同比转负（见图45），国内需求端未现明显回暖迹象。新能源端同样承压，光伏新增装机容量最新报12.48GW，同比下行（见图46，数据截至2026年6月）；风电新增装机容量最新报4GW，同比降幅明显，累计同比亦大幅回落（见图47，数据截至2026年5月）。新能源汽车产量变动值最新报-2.2万辆，累计变动较上年同期增加34.2万辆，反映累计增产节奏仍偏正面，但单月节奏波动明显（见图48）。整体而言，传统及新能源终端在淡季背景下均未提供有效需求增量，需求侧对铜价的支撑明显不足，与矿端强供给约束形成背离，这也是铜价上行空间受限的核心原因。

图41：中国电网基本建设投资完成额当期

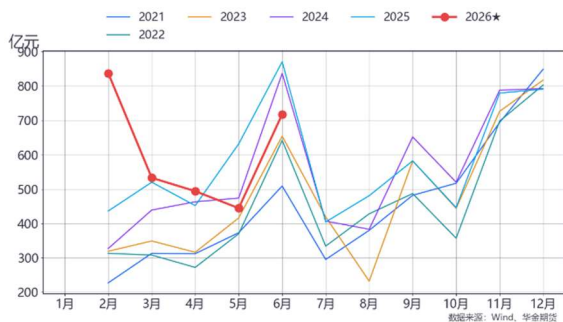


图42：国网铜招标测算量：吨

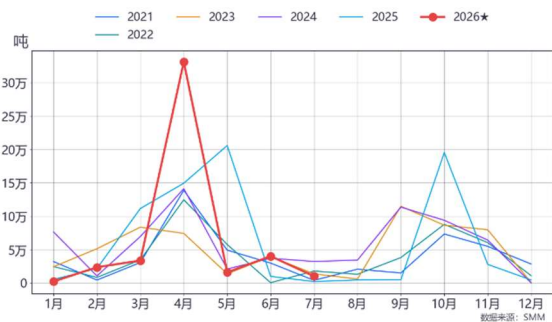


图43：中国房地产新开工面积：当月

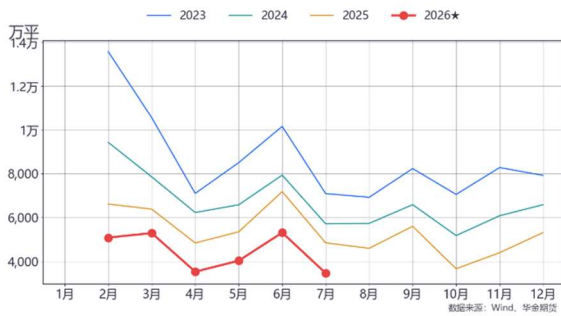


图44：中国房地产竣工面积 当月值

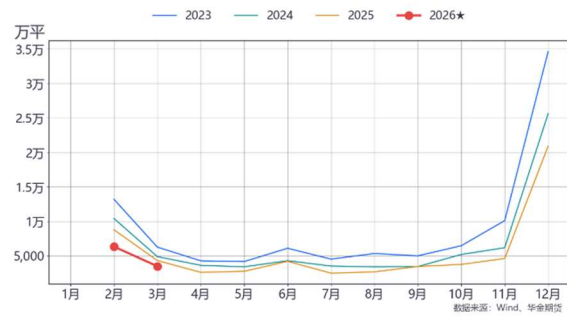


图45：中国家用空调产销量：万台

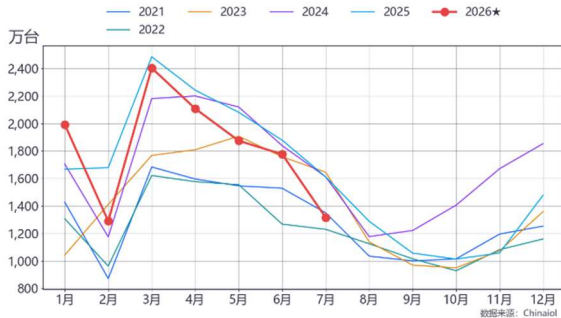


图46：光伏新增装机容量

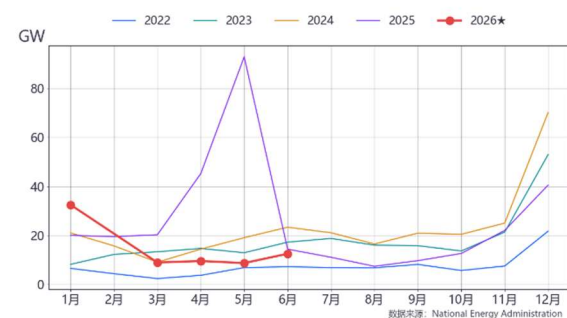


图47：中国风电新增装机容量

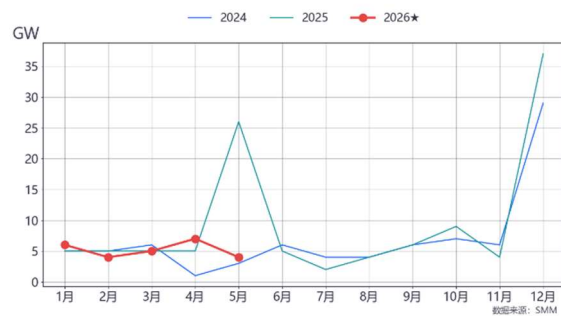
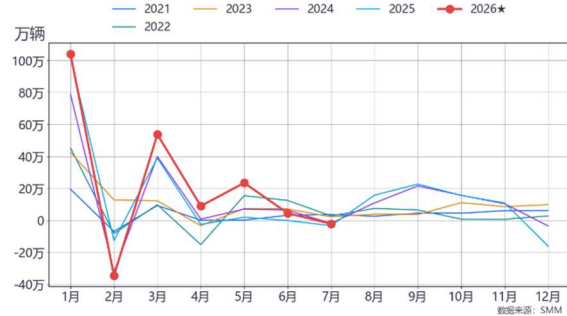


图48：中国新能源汽车产量



七、 库存变化：海外库存回升，国内现货偏紧，COMEX 持续累库

库存端本周呈现结构性分化，国内现货偏紧与海外库存回升并存。LME电解铜库存最新报23.86万吨，环比大幅回升，近期趋势震荡走高，处于近年同月中等位置（见图51），显示前期现货紧张带来的隐性库存重新回归显性，现货紧张情绪明显缓解。从分洲别看，LME亚洲库存最新报11.41万吨，环比增加；欧洲库存最新报1.83万吨，环比增加；美洲库存最新报10.62万吨，环比明显增加，且处于近年同月偏高位置（见图53）。美洲库存的持续累积与关税预期驱动的跨区域物流密切相关，部分非美铜源持续流入美国市场。COMEX电解铜库存最新报67.38万吨，环比继续走高，处于近年同月偏高位置（见图50），但需注意该库存高企由关税预期下美国战略性囤货所致，不能简单理解为利空。国内方面，SHFE电解铜库存最新报8.95万吨，环比大幅回升，但绝对水平仍处于近年同月偏低位置（见图52），国内显性库存依然偏紧，与本周国内现货市场升水走强相互印证。综合看，海外库存回升缓解了前期现货紧张压力，但国内库存低位与现货升水走强表明内盘现货并未如外盘般宽松，内外库存分化或是后续价格双向波动的主要来源。

图49: SMM 电解铜供需平衡



图50: COMEX电解铜库存

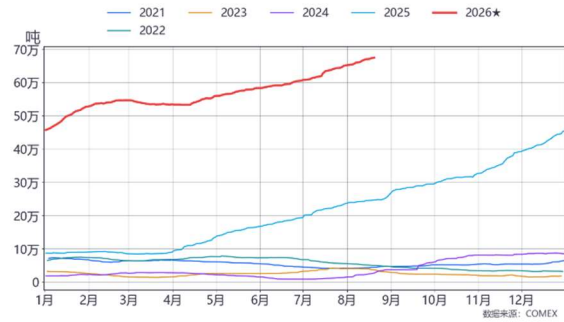


图51: LME电解铜库存

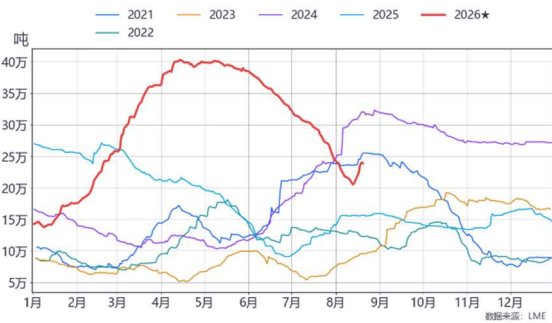


图52: SHFE 电解铜库存

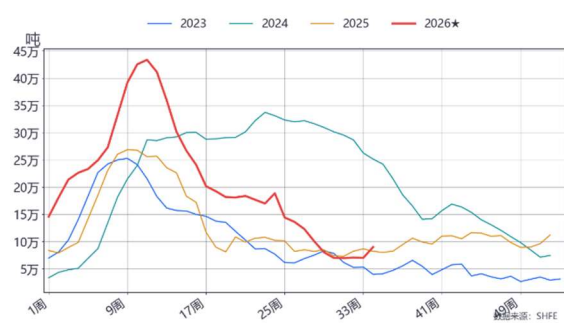
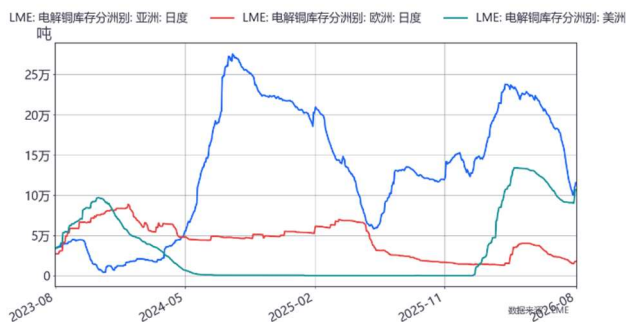


图53: LME 电解铜库存分洲别





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。