

铜：关税悬念未解，铜价高位震荡等待方向

基本面分析

价格走势：铜价高位钝化，内外盘均贴近甚至创出近一年新高，但上行动能走弱。现货升水明显收窄，进口窗口初步打开、CU-BC倒挂收敛，现实端支撑趋弱；投资基金净多仍高，但产业资本净多已降至近一年低位，资金结构现背离，且均受铜232调查最终决定前的观望情绪压制。

宏观环境：美联储政策信号反复，周初地缘风险与官员放鹰推升9月加息预期，沃勒鸽派表态一度令押注回落，但8月非农大超预期后加息预期重新升温，9月加息概率再度回到五成上方，预期反复摇摆。国内PMI新订单勉强站上荣枯线，但固定资产投资持续走低，内需疲弱对内盘形成拖累。

矿端供应：矿端供应偏紧格局延续，智利产量明显收缩，秘鲁小幅增长难以对冲。全球铜精矿出港与国内到港量均同比下滑，到港降幅更深，国内矿端可得性边际走弱。矿端收缩已被较充分定价，更多通过压缩冶炼利润间接托底铜价。

精铜供应：精铜供应端呈现供需双弱。现货冶炼收益转负、冶炼开工率同比走低，废铜供应偏紧、精废价差收窄，进口补充有限，共同约束供应弹性；同时现货升水走弱、加工端刚需采购，需求支撑同样不足。总量产量仍高但边际放缓，对铜价形成底部支撑。

铜材加工：铜材加工整体偏弱，铜杆、线缆开工率同比明显下滑，企业以刚需采购、降库为主，旺季补库迹象不足。再生杆开工受废铜约束进一步收缩，部分需求回流精铜杆；锂电与电子铜箔开工率维持高位，呈结构性亮点。

终端消费：终端需求分化明显。地产新开工、竣工及家电产量同比续降，电网投资累计偏弱，传统领域拖累内需；风电、光伏等新能源及新能源汽车产业链仍提供结构性支撑。高铜价下终端维持刚需，缺乏全面回暖动力，构成铜价上行约束。

库存变化：库存内外显著分化。国内SHFE库存持续去化至近年低位，这更多反映供需双弱而非单边紧缺；COMEX库存持续累积至历史高位，核心源于关税预期下的物流惯性锁定，非美LME库存中等偏低，对外盘暂无实质性利空。9月28日前美国铜232调查最终决定是内外分化的核心变量。

策略建议

综合来看，铜价处于“高位震荡但上攻乏力”的格局。估值层面，当前伦铜与沪铜均处近一年高分位，现货升水走低、产业资本净多降至低位，向上空间受限；向下又有国内持续去库、精铜供应端约束提供下方支撑。驱动层面，矿端偏紧与冶炼压力是中期利多，但国内投资走弱、终端高价抑制是现实利空，短期最大的变量是9月28日前美国铜232调查最终决定。

策略上，当前位置追高性价比或较低，可考虑以高位区间思路对待，等待铜232调查最终决定落地后再做方向性判断。产业客户可考虑按需采购与卖出套保结合。

风险提示

1. 美铜关税政策超预期
2. 美联储政策预期大幅变化
3. 海外矿山突发性大规模扰动
4. COMEX库存异常流动

一、价格走势：关税悬念压制资金，铜价高位钝化

本周伦铜延续偏强但已显钝化。LME铜3M收盘价最新报14,415.5美元/吨，环比上周上涨0.9%，创近一年新高；SHFE铜主力合约最新报108,780元/吨，环比仅微跌0.1%，处于近一年97%分位（见图1）。内外盘同步呈现“高位滞涨”特征：价格仍贴近年高水平，但上行动能已明显走弱。

基差层面，SMM平水铜升贴水最新240元/吨，环比上周的515元/吨回落53.4%（见图3）；LME铜Cash-3M升贴水最新74.74美元/吨，亦较上周151.59美元/吨明显收窄（见图4）。现货升水走低，显示本轮高价已侵蚀现货成交意愿，现实端支撑转弱，市场进入“价格高位、现货松动”的组合。

价差结构上，SMM伦铜进口盈亏最新62.12元/吨，由上周的-1,107.84元/吨转正、进口窗口初步打开迹象（见图2）；CU-BC价差最新-762.2，较上周-1,150.7明显收窄（见图5）。进口盈亏转正、倒挂收敛，指向国内现货端相对海外边际趋紧，但铜/金比价最新112.61、环比回升3.3%（见图6），反映在避险与工业属性的拉锯中，工业属性短期并未明显落后。

资金结构是本周值得关注的信号。LME投资基金净多持仓仍处高位、近三个月走高，但投资公司和信贷机构净多持仓已降至-1.58万手，创近一年新低（见图8、图7）。聪明钱持续离场，与价格高位形成背离，暗示产业资本对当前估值认可度下降。美国商务部已向白宫提交铜232调查年度复审报告，建议自2027年1月起对全球精炼铜加征15%关税、2028年1月起上调至30%，总统须在9月28日前作出铜232调查最终决定，这一政策悬念是当前压制资金方向性押注的核心因素。

图1：沪铜vs伦铜走势

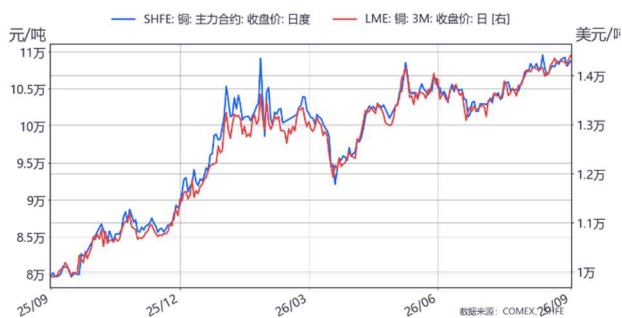


图2：SMM 伦铜进口盈亏



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

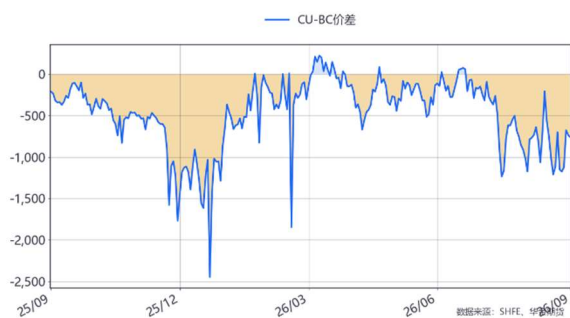


图6：铜金比价

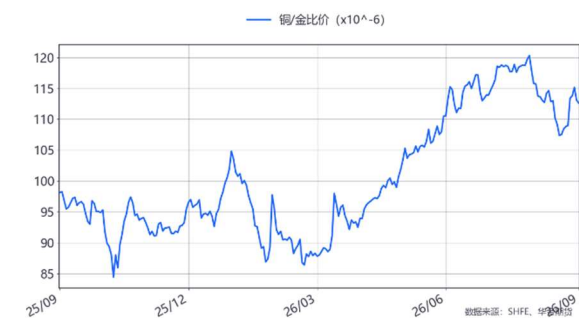


图7: LME铜价vs投资公司和信贷机构净多

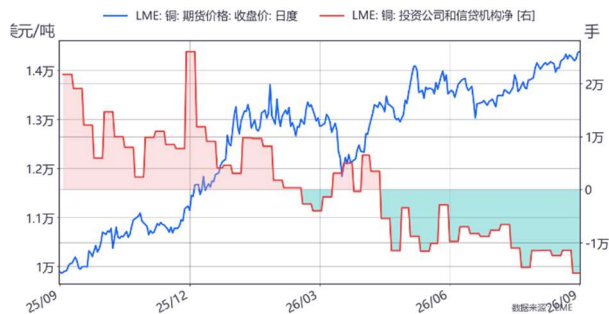
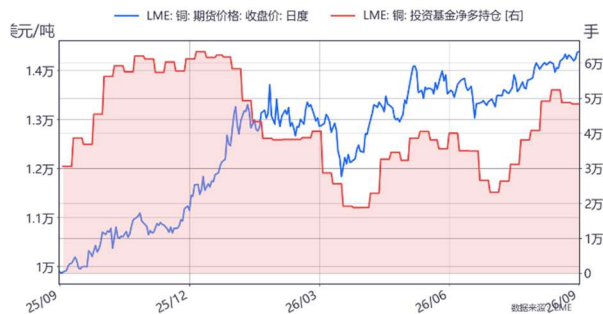


图8: LME铜vs投资基金净多持仓



二、宏观环境：美联储信号反复，非农推升加息预期

本周宏观主线仍是美联储政策路径的反复摇摆，且周内经历完整预期反转。周初中东局势升级推升通胀担忧，叠加美联储理事巴尔放鹰称应做好加息准备，9月加息预期一度升温；随后美联储理事沃勒表态倾向9月维持利率不变、万斯呼吁降息，加息押注阶段性回落；但临近周末公布的8月非农就业大超预期，重新点燃紧缩担忧，9月加息概率再度回到五成上方。对应美元指数最新99.16，环比上周小幅回落0.5%，处于近一年中位附近（见图12），对铜价的压制整体有限。

美国通胀数据仍偏粘性但有降温迹象。CPI同比最新3.3%，环比回落0.2个百分点，近三个月走低；核心PCE同比3.34%，环比持平，同样处于三个月下行通道（见图11）。就业端，当周初请失业金人数最新20.6万人，8月同比回落12.7%（见图9）；新增非农就业8月初值16.2万人，较前值明显改善，但1—8月累计同比仍少增38.1万人（见图10）。整体呈现“就业韧性仍在、通胀缓慢回落”的组合。8月非农超预期强化了短期内加息预期再升温的可能，使流动性预期的波动性较周初放大。

国内宏观面偏弱。中国制造业PMI新订单最新50.6%，虽勉强维持在荣枯线上方，但1—8月平均同比基本持平（见图14）；固定资产投资完成额累计同比最新-6.7%，环比上月续降1个百分点，近三个月持续走低（见图13）。内需投资端的收缩，对铜的国内定价形成拖累，也是沪铜相对伦铜涨幅落后、高位滞涨的重要原因。

综合而言，海外流动性预期反复仍是铜价短期波动的外生变量，而国内投资端疲弱构成对内盘的持续压制。9月28日美国铜232调查最终决定出台前，宏观面缺乏单边主导力量，更多呈现多空交织状态。

图9: 美国当周初次申请失业金人数季调

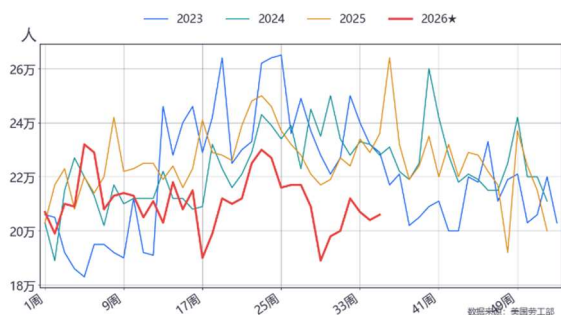


图10: 美国新增非农就业人数季调初值

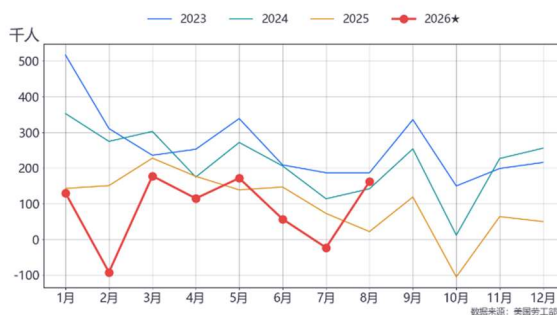


图11：美国通胀水平

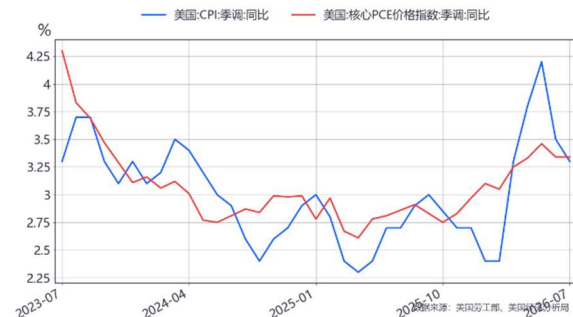


图12：美元指数vs伦敦铜

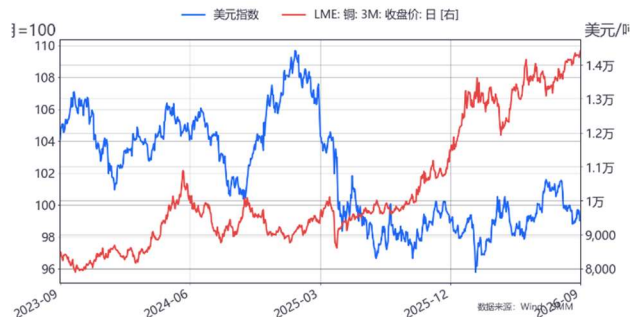


图13：中国固定资产投资完成额累计同比

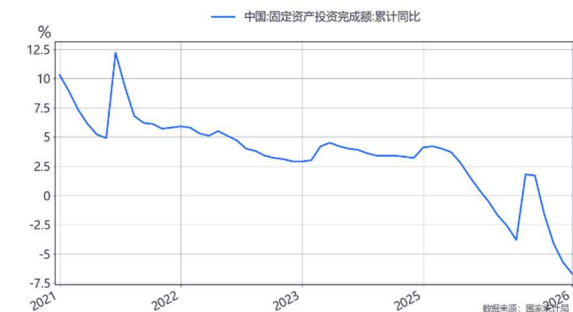
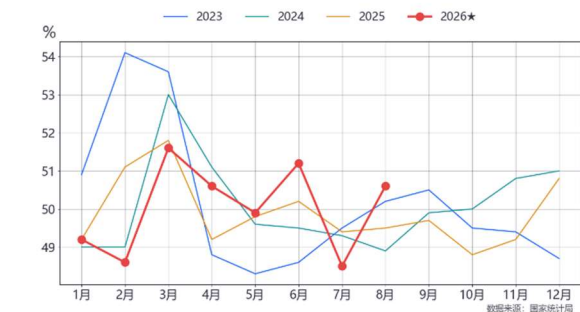


图14：中国制造业PMI新订单



三、 矿端供应：矿端干扰兑现，智利产量明显收缩

矿端供应的收缩是当前铜价保持高位的重要基本面支撑。智利矿山产量最新42.37万金属吨（2026年5月），同比下滑12.3%，1—5月累计同比亦下降8.8%（见图15）；秘鲁矿山产量最新22.61万金属吨，当月同比回升2.4%，1—5月累计同比增长3.3%（见图16）。两大主产国产量分化，但整体未能对冲智利的明显减量，全球矿端供应压力仍在累积。

贸易流层面，中国铜精矿进口量最新237.85万吨（2026年7月），同比下滑7.0%，累计同比小幅回落1.7%（见图17）。更值得关注的是全球港口与国内到港的双重收缩：铜精矿全球主要港口出港量8月预测值432.64万吨，同比下降6.9%，累计同比下降7.9%（见图18）；国内主要港口到港量8月预测值160.98万吨，同比下降34.2%，累计同比下降18.7%（见图19）。到港降幅显著大于出港，指向中国港口端铜精矿的可得性边际走弱，与市场反馈的矿端持续紧张一致。

铜矿干扰率处于历史相对高位，矿端偏紧至少在中周期内构成铜价的成本与供需双重支撑。不过仍需注意，2026年以来矿端收缩已被市场较充分交易，除非出现超预期扰动，否则难以再为铜价提供额外的向上驱动。

图15：智利矿山产量：万金属吨

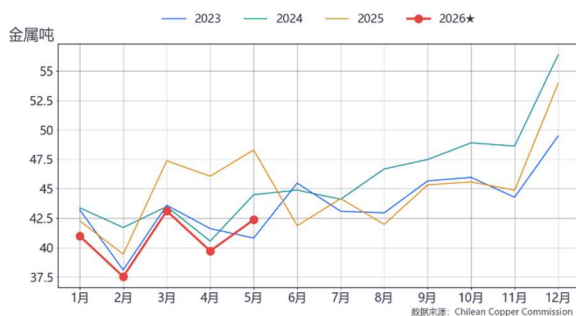


图16：秘鲁矿山产量：万金属吨

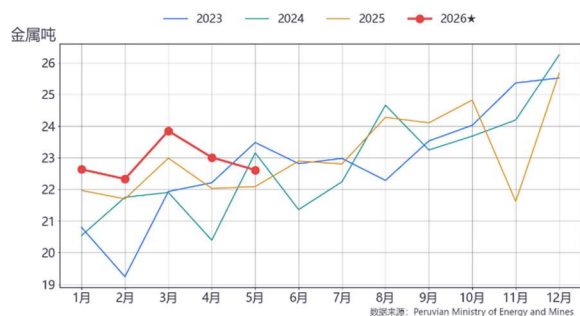


图17：铜精矿进口量 月度

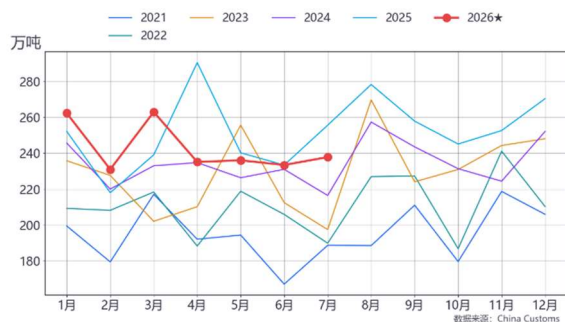


图18：铜精矿全球主要港口出港数据汇总月度

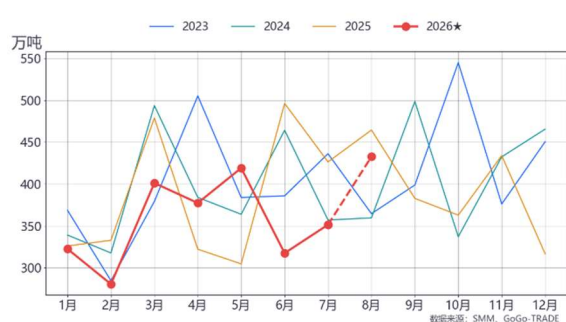
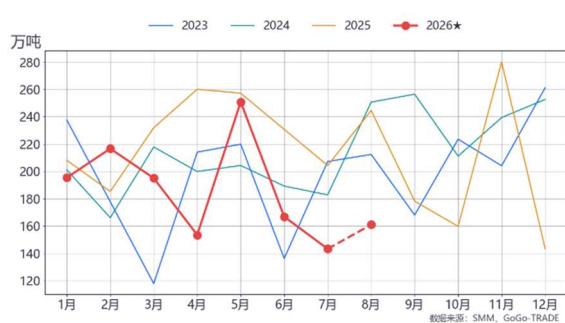


图19：铜精矿国内主要港口到港数据汇总 月



四、精铜供应：冶炼收益转负，供需双弱约束精铜

精铜供应端的边际变化是本周铜价韧性的关键微观支撑，但整体已呈现供需双弱格局。国内电解铜产量8月最新114.7万吨，同比下滑2.1%，但1—8月累计同比增长4.0%（见图22）。总量仍处相对高位，但边际增速放缓、环比已现回落，供应弹性受到冶炼利润与原料端双重约束。

冶炼利润的变化值得关注。SMM现货冶炼总收益7月最新-328.11元/金属吨，环比上月回落722.95元/金属吨，由正转负，近三个月持续走低；长单冶炼总收益虽仍高达5,783.54元/金属吨、近三个月走高，但两者裂口拉大（见图20）。这表明矿端收紧已开始侵蚀现货冶炼环节，短期现货冶炼收益转负或抑制高成本冶炼产能的释放意愿。铜冶炼厂开工率8月为83.56%，同比下滑4.4个百分点，近三个月走低（见图21），与冶炼收益走弱的信号相互印证。

废铜端的收紧同样构成供应约束。精废价差最新1,748.24元/吨，环比上周大幅收窄48.0%（见图27）；广东再生铜原料社会库存系数最新5.5，环比走低（见图29）。国内废铜产量7月同比下滑19.6%，累计同比下降18.4%（见图28）；进口废铜盈亏平衡虽仍为正，但进口总量增加尚未扭转整体偏紧格局。电解铜进口盈亏转正至62.12元/吨（见图23），或阶段性提振精铜进口，但净进口量累计同比仍下降14.4%（见图24），难以根本扭转国内偏紧态势。

需要强调的是，供应端约束并不等同于需求旺盛。现货升水走弱、铜材加工端刚需采购，显示需求同样偏弱。综合而言，精铜端呈现“冶炼有压、废铜偏紧、进口有限、需求平淡”的供需双弱格局，对铜价形成底部支撑但缺乏上行驱动。

图20: 铜冶炼收益



图21: SMM 铜冶炼厂开工率

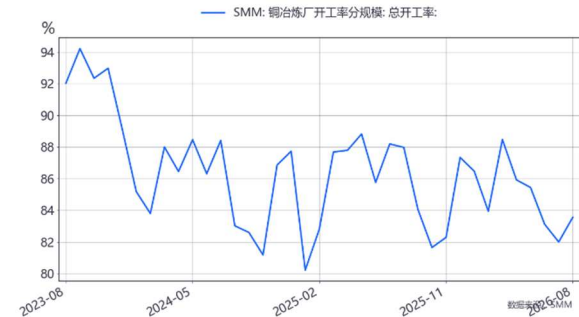


图22: 中国电解铜产量 月度



图23: 电解铜进口盈亏-现货



图24: 电解铜净进口量

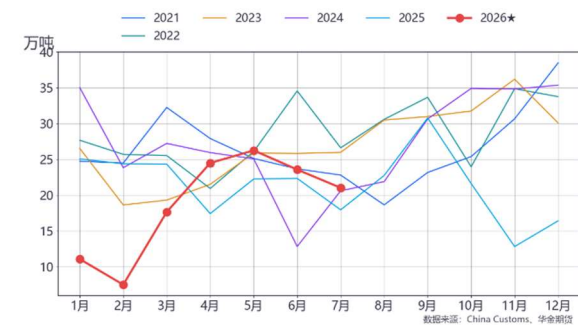


图25: 进口废铜盈亏平衡

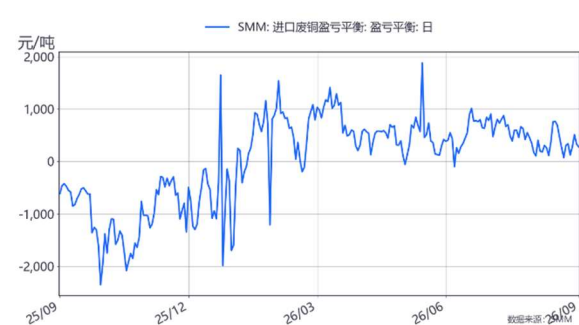


图26: 中国废铜进口量: 万金属吨

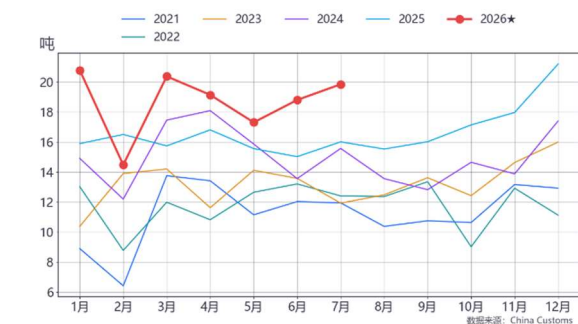


图27: 精废价差 价格优势



图28：国内废铜产量

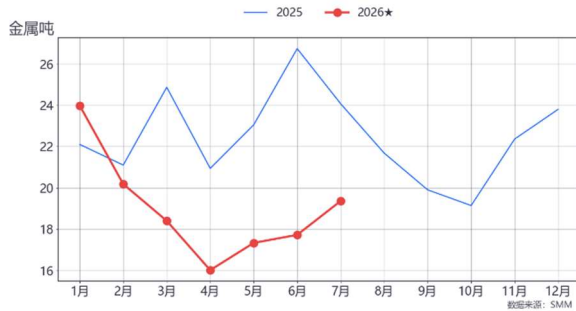


图29：SMM 再生铜原料社会库存系数 广东



五、铜材加工：高价抑制采购，加工端改善有限

铜材加工环节整体呈现“结构分化、需求偏弱”的特征。铜材企业平均开工率8月最新58.36%，同比下滑3.5个百分点，1—8月平均同比下降1.4个百分点（见图30）；电解铜杆开工率周度最新59.13%，同比大幅下滑14.6个百分点，年内平均同比下降9.6个百分点（见图32）。铜杆是铜材中与线缆、电力消费最直接相关的环节，其开工率持续偏低，说明高价对下游采购的抑制作用较为明显。

库存与订单层面，铜杆线企业原料库存天数最新2.06天，成品库存天数4.16天，两者均呈震荡走高（见图33、图34）。原料库存偏低、成品库存中等偏升的组合，反映加工企业以刚需接货、主动降库为主，并未出现主动补库的旺季迹象。

再生铜制杆开工率最新仅14.03%，同比下滑4.5个百分点，年内平均同比下降12.2个百分点（见图36），与精废价差收窄、废铜供应偏紧的背景一致，再生杆开工进一步压缩，部分订单被动回流至精铜杆。电线电缆开工率最新66.27%，同比小幅回升0.8个百分点（见图37），是铜材环节中少有的亮点，但该回升的持续性有待观察，绝对水平仍处低位。

新兴加工领域表现相对强劲。锂电铜箔开工率8月最新93.3%，同比提升14.7个百分点（见图39）；电子电路铜箔开工率96.38%，同比提升18.3个百分点（见图40）。新能源与AI电子链条对铜的拉动仍在兑现，部分对冲了传统铜杆、线缆需求疲弱的拖累。整体看，铜材加工端尚未形成旺季共振，高价抑制是当前约束需求的主因。

图30：铜材企业平均开工率 月度

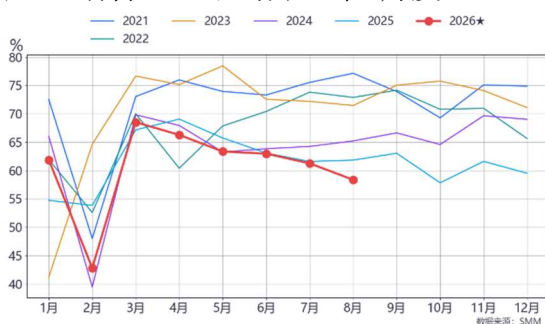


图31：SMM 电解铜杆产量 月度

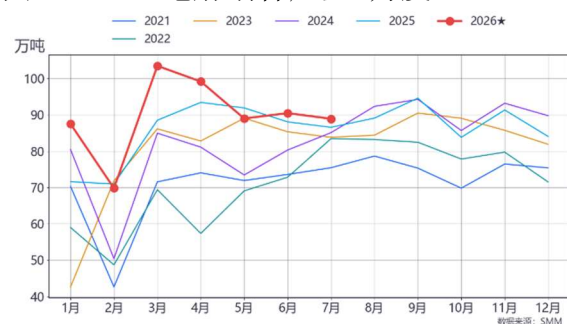


图32: SMM 电解铜杆开工率 周度

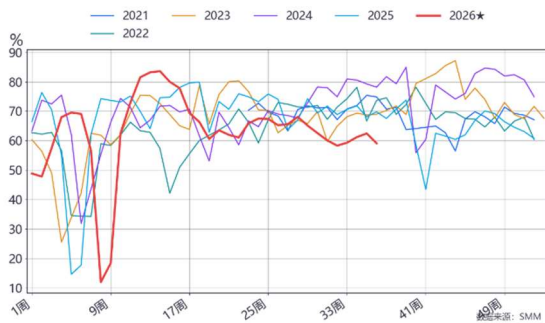


图33: 铜杆线企业原料库存天数

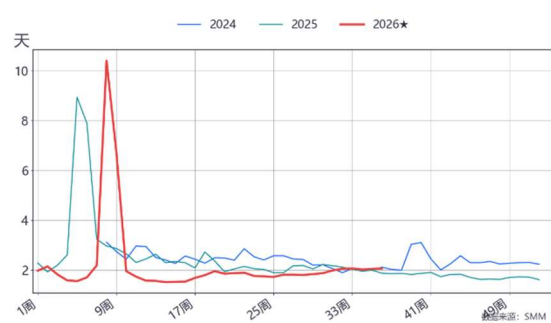


图34: 铜杆线企业成品库存天数

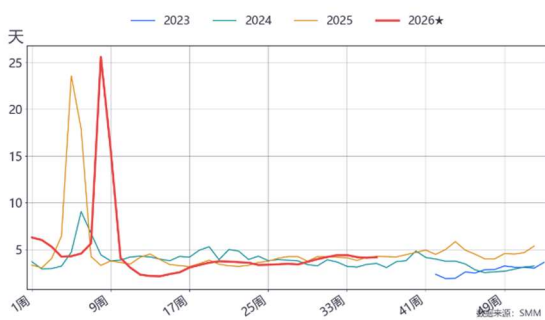


图35: 电解铜杆开工率 周度

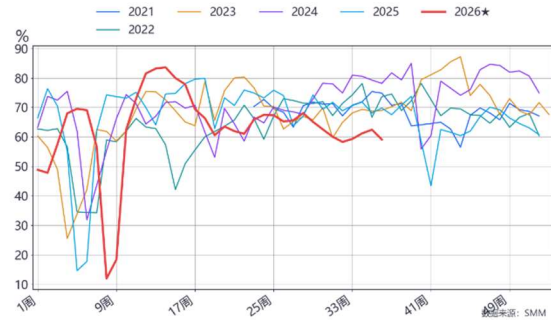


图36: 再生铜制杆开工率 周度

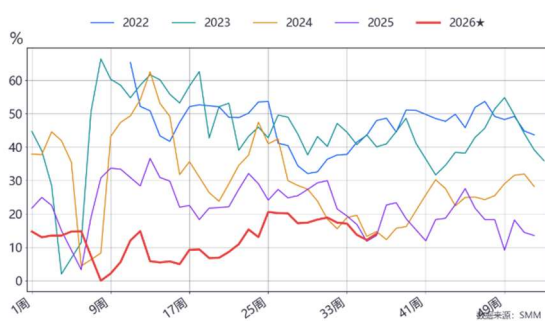


图37: 电线电缆开工率 周度

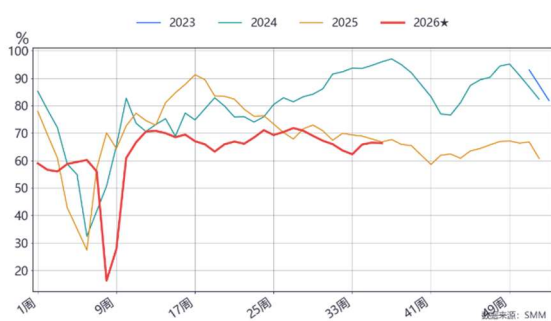


图38: 漆包线企业周开机率 周度

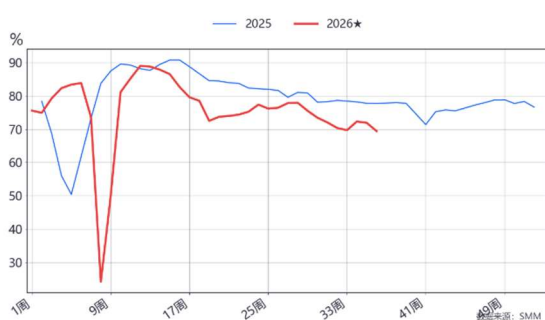


图39: 锂电铜箔企业开工率 月度

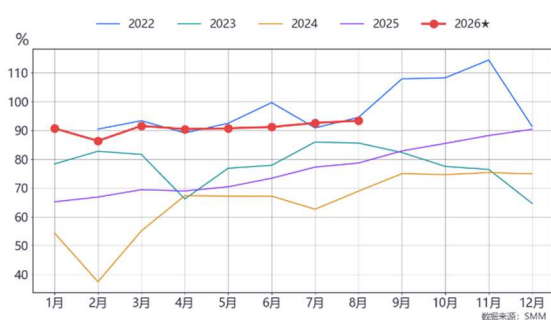
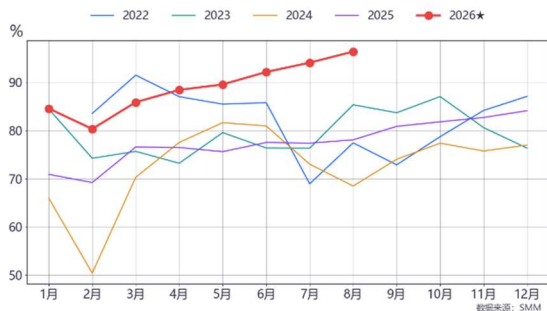


图40：电子电路铜箔企业开工率 月度



六、终端消费：内需拖累显著，新能源结构性支撑仍在

终端消费呈现典型的“传统弱、新兴强”分化格局。传统领域方面，电网基本建设投资完成额7月当期312.91亿元，同比下滑22.6%，但2—7月累计同比仍微升0.7%（见图41）；国网铜招标测算量7月最新9,933.46吨，当月同比大增389.3%，但1—7月累计同比下降9.7%（见图42）。月度高增更多源于单月基数效应，累计口径仍偏弱，显示电网端铜需求并未形成持续性的旺季放量。

地产仍是主要拖累。房地产新开工面积7月最新3,461.25万平，同比下滑28.5%，累计同比下降24.2%（见图43）；竣工面积7月数据同比下滑20.0%，累计同比下降23.3%（见图44）。地产链条对铜的消费贡献持续萎缩，是国内终端需求疲弱的核心因素之一。家用空调产量7月最新1,315.8万台，同比下滑18.3%，累计同比下降6.5%（见图45），同样反映出高铜价与内需偏弱的双重压力。

新兴需求提供结构性对冲。风电新增装机7月最新5GW，同比大增150.0%，但1—7月累计同比下降34.0%（见图47）；光伏新增装机6月最新12.48GW，同比下滑13.1%（见图46）。新能源装机整体增速放缓，但绝对规模仍可观。新能源汽车产量为月度变动口径，1—7月累计同比增加34.2万辆（见图48），新能源车用铜需求仍保持增长。

综合看，终端消费缺乏全面回暖的信号，传统地产、家电、电网的疲弱与新能源链条的韧性形成对冲。高价背景下，终端仅维持刚需采购，是压制铜价进一步上行的核心内需端约束。

图41：中国电网基本建设投资完成额当期

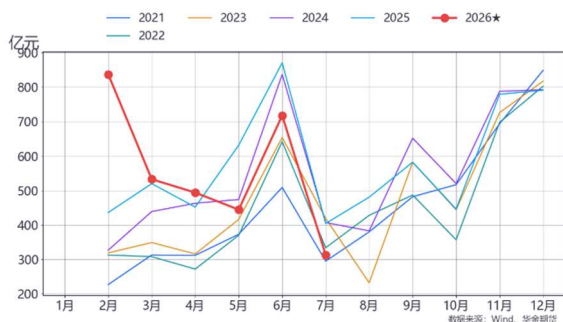


图42：国网铜招标测算量：吨

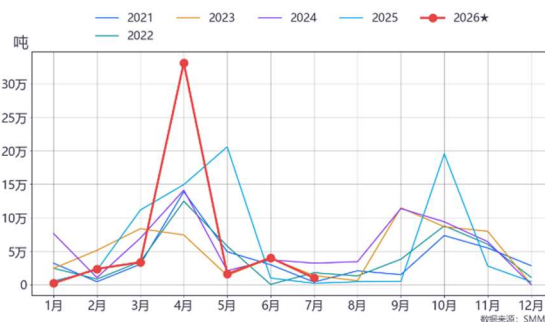


图43：中国房地产新开工面积：当月

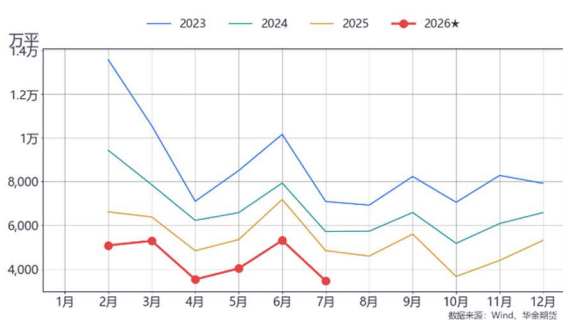


图44：中国房地产竣工面积 当月值

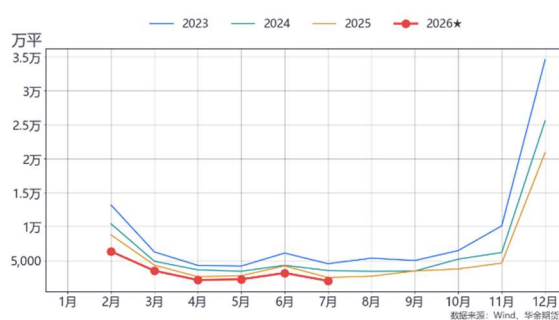


图45：中国家用空调产量：万台

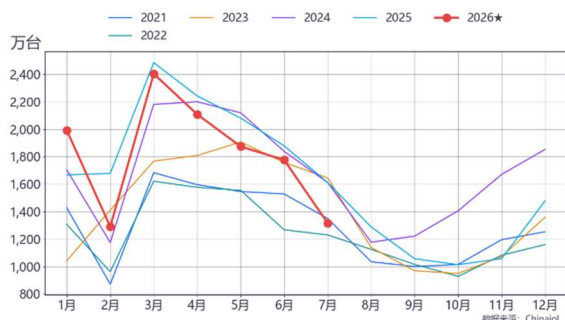


图46：光伏新增装机容量

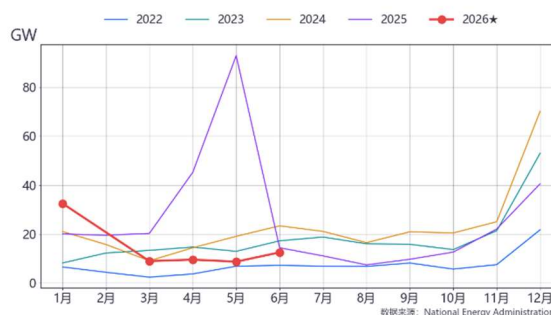


图47：中国风电新增装机容量

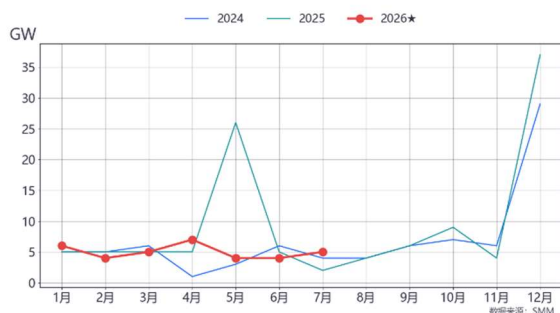
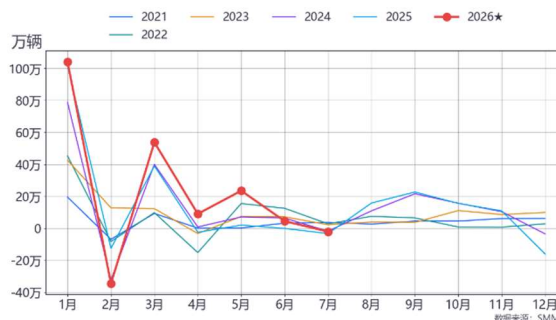


图48：中国新能源汽车产量



七、 库存变化：海外关税锁定库存，国内供需双弱去化

库存结构呈现“内紧外松”的显著分化，但需要准确理解其性质。国内SHFE电解铜库存最新6.3万吨，环比上周大幅下降13.0%，处于近三年同月偏低位置，近三个月震荡走低（见图52）。国内库存去化更多反映供需双弱格局：一方面精铜到货有限、供应端约束，另一方面现货升水走弱、加工端刚需采购，需求同样不旺。库存走低对沪铜形成支撑，但并不等同于单边供不应求。SMM电解铜供需平衡7月最新缺口2.6万吨，库存变化-6.9万吨，均呈震荡走低（见图49），也需在供需双弱框架下理解。

海外库存方面，COMEX电解铜库存最新69.56万吨，环比继续增加7,172吨，处于近年同月偏高位置且持续走高（见图50）。需要明确的是，COMEX库存高企主要是美国铜232调查关税预期下的物流惯性所致，贸易商提前将铜运往美国以规避潜在关税成本，这部分库存本质上是政策性锁定，不构成对铜价的实质性利空。真正的利空变量在于非美市场库存是否异常累积。LME电解铜库存最新23.42万吨，环比仅增675吨，处于近年同月中等位置，近期震荡（见图51）。分洲别看，LME美洲库存10.38万吨、处于近年同月偏高位置，同样受关税预期驱动；亚洲库存11.03万吨、中等水平，欧洲库存2万吨、偏低位置（见图53）。非美LME库存整体中等偏低，尚未出现实质性累库压力，对外盘暂无直接利空。

综合来看，国内库存去化是供需双弱的体现，对铜价构成支撑但缺乏方向性指引；海外COMEX高库存是关税预期的政策锁定，而非美库存并未异常累积。在9月28日美国铜232调查最终决定出台前，这种内外分化的库存格局大概率延续。

图49: SMM 电解铜供需平衡



图50: COMEX电解铜库存

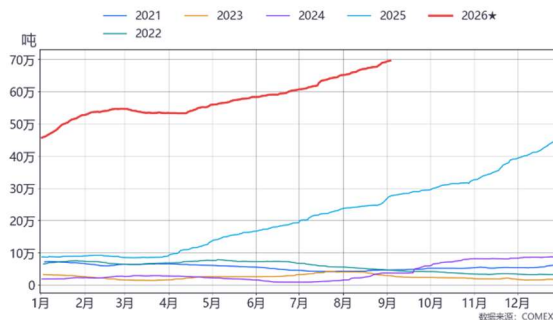


图51: LME电解铜库存

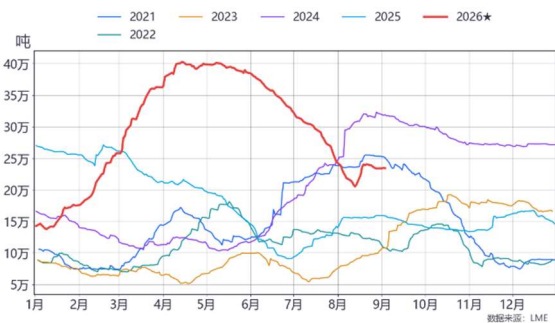


图52: SHFE 电解铜库存

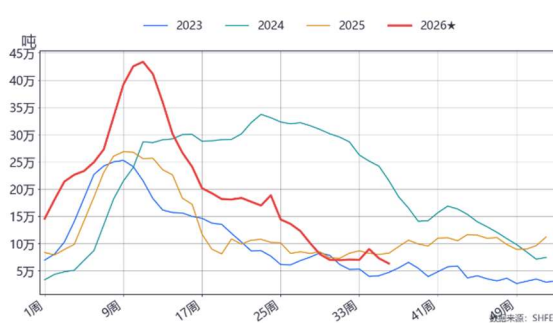
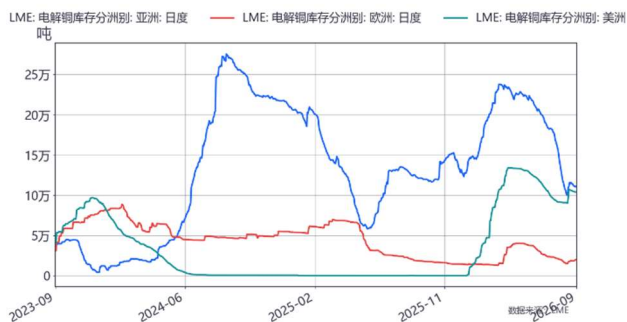


图53: LME 电解铜库存分洲别





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。