

铜：关税政策仍存变数，铜价或维持高位震荡

基本面分析

价格走势：本周铜价冲高回落，SHFE铜小幅收涨、LME铜周度收跌，均处近几月高位震荡区间。现货升水明显收窄，LME重回贴水，短期现货端紧张情绪有所缓和；投资公司净多处于低点、投资基金净多回落，产业资本持仓与价格走势出现背离，市场焦点集中在关税政策变数与加息预期的双重压力。

宏观环境：美国8月CPI同比回升、就业数据稳健，FedWatch显示9月16日加息概率升至87.3%，流动性收紧预期升温构成短期压制。7月核心PCE趋势仍走低，但通胀绝对水平偏高，8月数据尚未发布。美元指数窄幅震荡，与铜价负相关性阶段性钝化。国内制造业PMI新订单处于荣枯线上方，但固定资产投资持续走低，内需修复动能偏弱，整体宏观环境对铜价偏空。

矿端供应：智利、秘鲁矿山产量修复乏力，铜精矿进口与全球出港累计同比仍降，国内到港量单月及累计均大幅收缩，供应紧张格局未改。冶炼基准处理费跌至负值，矿端紧张向冶炼端传导。矿端偏紧逻辑未改，仍为铜价中期重要支撑，市场关注矿山扰动事件及冶炼产能错配程度。

精铜供应：现货冶炼收益大幅恶化至近1年低点，长单收益仍走高，冶炼利润短期承压抑制增产意愿。电解铜产量累计仍增但开工率趋势走低，进口窗口改善。废铜产量收缩、精废价差收窄，替代性支撑边际减弱，精铜供应弹性整体受限，对价格形成下方支撑。

铜材加工：铜材总量增长放缓，中游库存偏高、下游库存偏低。传统品种铜杆、铜管、再生铜杆明显走弱，与地产和空调链条疲弱一致；铜板带与铜箔产量延续较快增长，新能源与电子电路需求形成支撑。加工端结构分化加剧，新兴领域仍是主要增量。

终端消费：电网投资阶段性回落，国网铜招标量大幅缩量；地产新开工与竣工双弱，拖累传统铜消费。空调与光伏走弱，风电单月高增但受低基数影响、累计仍降，新能源汽车产量保持稳健增长。终端消费整体偏弱，但新能源结构性韧性仍存，关注电网投资后续恢复情况。

库存变化：库存区域错配加剧。COMEX库存高企反映关税预期下的铜金属向美国转移；LME库存中等、美洲库存较去年同期的零库存明显增加。核心变量在于9月28日前美国关税政策取向，决定库存错配格局能否延续。

策略建议

综合来看，铜市处于“高价格、高政策不确定性、供应受限、需求偏弱”的组合之中。估值层面，铜价处于历史高位，现货升贴水已转弱、投资公司和信贷机构净多持仓位于近1年低点，或显示现货端与产业资本对当前价位的认可度不足。驱动层面，中期矿端偏紧、冶炼收益恶化、国内低库存仍构成支撑；但短期美国精炼铜关税政策尚未落地、仍存变数，叠加美联储9月加息预期升温，流动性收紧与政策不确定性共振，铜价或维持高位震荡。操作上，可考虑以震荡思路对待，关注9月16日议息会议结果及9月28日前白宫政策表态。

风险提示

1. 关税加征幅度或范围超预期
2. 美联储9月意外暂停加息
3. COMEX库存回流冲击非美市场
4. 矿山供应扰动超预期缓解

一、价格走势：冲高回落，现货升水明显收窄

本周铜价呈现冲高回落走势。LME铜3M收盘价最新报14,240美元/吨，环比上周下跌1.2%，当前价格位于近1年89百分位；SHFE铜主力合约最新报108,990元/吨，环比上周小幅上涨0.2%，位于近1年90百分位（见图1）。从节奏看，LME铜在周初延续高位后回落，高点出现在本周早些时候，随后连续回吐涨幅，近3个月整体维持高位震荡格局。

驱动价格回落的核心在于关税政策的不确定性。美国商务部已于6月30日向白宫提交铜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日前作出最终决定。但白宫尚未就精炼铜关税作出决定，政策后期仍存变数，此前支撑铜价走强的核心利多出现扰动。与此同时，美国8月CPI数据公布后，FedWatch显示9月16日加息概率升至87.3%，流动性收紧预期升温，共同压制风险偏好，铜价自高位回落。

现货端升水同步回落。SMM 1#电解铜均价最新报109,320元/吨，环比下跌0.6%；平水铜升贴水最新仅35元/吨，环比上周240元/吨大幅收窄，现货升水明显走弱（见图3）。LME Cash-3M升贴水由上周的74.74美元/吨回落至-10.38美元/吨，重回贴水结构，反映现货端短期紧张情绪有所缓和（见图4）。CU-BC价差最新-800.8元/吨，仍处于常规倒挂区间（见图5）。

持仓结构显示分歧。LME投资公司和信贷机构净多持仓走低至-1.54万手，处于近1年1百分位，产业资本对高位铜价持谨慎态度（见图7）；而投资基金净多持仓仍处近3个月走高趋势，最新4.58万手，但环比上周减少5.2%（见图8）。产业资本净多处于极低水平，而价格仍处高位区间，两者走势的背离值得警惕，显示产业端对当前价位的认可度偏低。

图1：沪铜vs伦铜走势

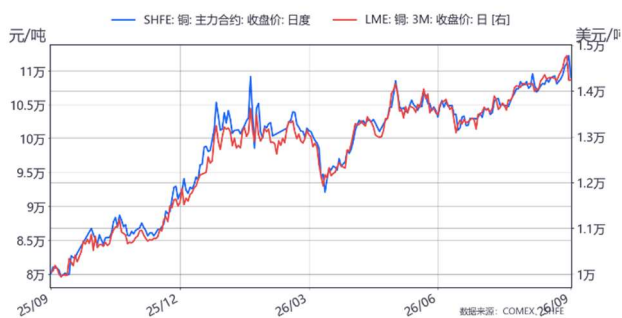


图2：SMM 伦铜进口盈亏



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

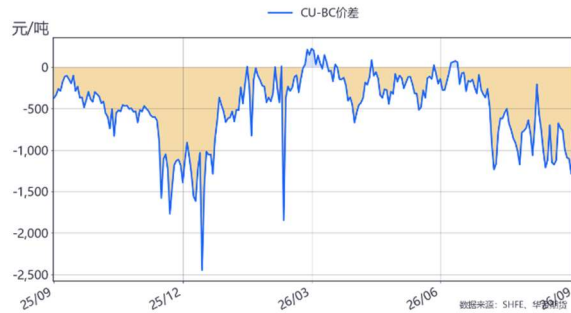


图6: 铜金比价

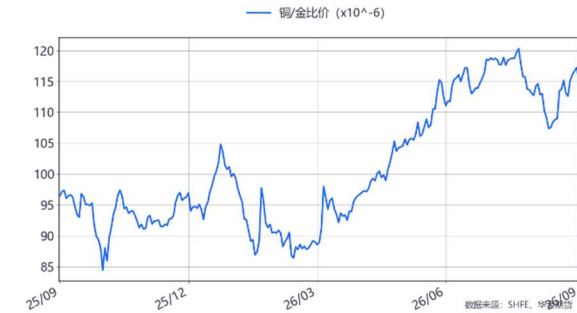


图7: LME铜价vs投资公司和信贷机构净多

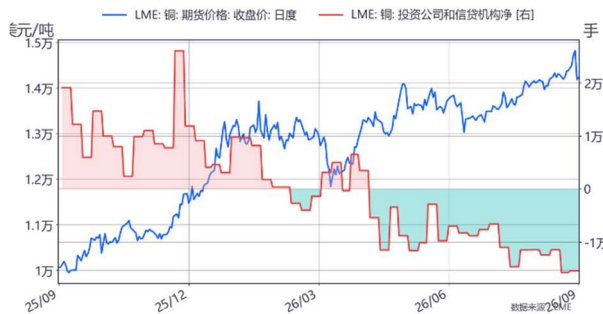
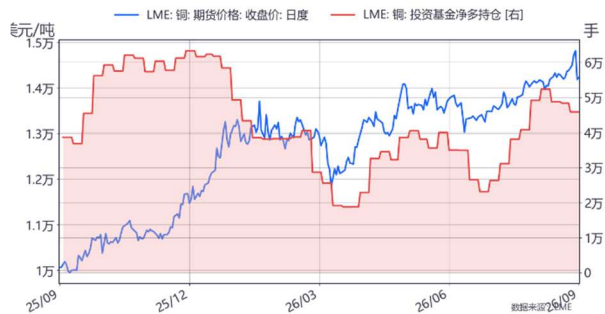


图8: LME铜vs投资基金净多持仓



二、 宏观环境：加息预期升温，宏观面压制铜价

本周宏观环境的核心矛盾在于美国通胀数据与美联储政策预期的变化。美国8月CPI同比最新报3.4%，环比上月上升0.1个百分点，同比抬升0.5个百分点；7月核心PCE同比报3.34%，8月数据尚未发布，近3个月趋势走低（见图11）。尽管核心PCE趋势走低，但CPI边际回升，通胀绝对水平仍处于高位，叠加8月PPI超预期，市场对美联储9月加息的预期显著升温。美国8月CPI数据公布后，FedWatch显示9月16日加息概率已升至87.3%，这构成本周后半段铜价回落的核心宏观压力。

劳动力市场数据整体韧性偏强。美国当周初次申请失业金人数最新报20.6万人，同比减少8.0%，累计同比减少9.3%，就业市场尚未明显恶化（见图9）。8月新增非农就业人数单月初值为16.2万人，同比变动14万人，美国就业市场延续稳健表现（见图10）。就业数据与偏高的通胀读数共振，令流动性收紧预期在短期内难以证伪。

美元指数本周整体震荡，最新报99.09，环比上周微降0.1%，同比上涨1.6%（见图12）。美元并未因加息预期升温而大幅走强，与LME铜的负相关性在近期阶段性钝化，说明铜价现阶段更多受自身关税政策预期与库存区域错配逻辑驱动。国内方面，中国制造业PMI新订单最新报50.6%，处于荣枯线上方，但固定资产投资完成额累计同比最新-6.7%，近3个月持续走低，内需修复动能仍偏弱（见图13、图14）。整体而言，海外流动性收紧预期构成短期压制，国内宏观面中性偏弱，宏观环境对铜价偏空。

图9：美国当周初次申请失业金人数季调

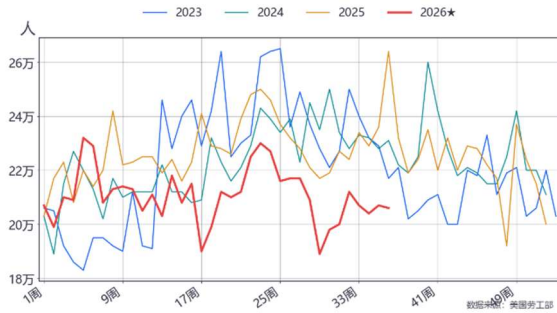


图10：美国新增非农就业人数季调初值

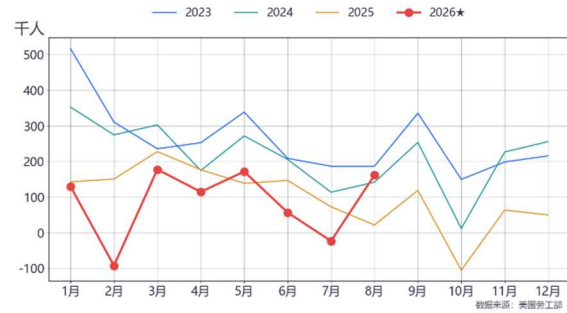


图11：美国通胀水平



图12：美元指数vs伦敦铜

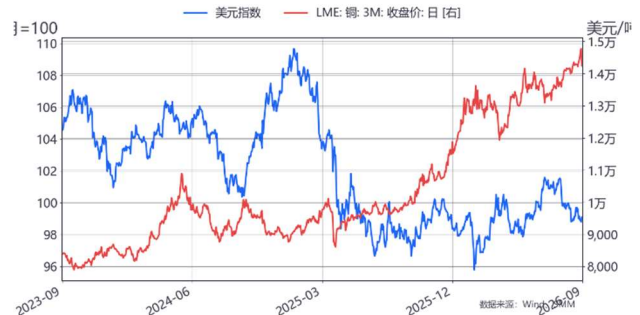


图13：中国固定资产投资完成额累计同比

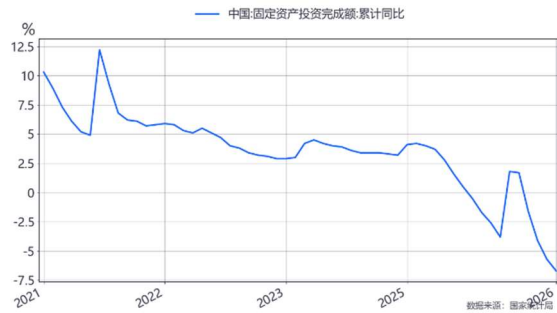
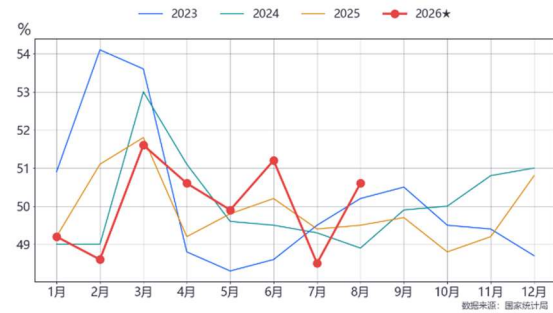


图14：中国制造业PMI新订单



三、矿端供应：矿端产量修复偏弱，到港明显收缩

矿端供应延续偏紧格局。从主要矿山产量看，智利矿山产量最新为44.36万金属吨（2026年6月），单月同比增长6.0%，但2026年1—6月累计产量248.09万金属吨，累计同比仍下降6.5%（见图15）。秘鲁矿山产量最新21.82万金属吨（2026年6月），单月同比下降4.7%，上半年累计同比则小幅增长1.9%（见图16）。整体来看，南美两大主产国矿山产量修复并不顺畅，单月数据的改善尚未扭转累计偏弱的态势。

进口与港口数据呈现结构性分化。铜精矿进口量最新237.85万吨（2026年7月），单月同比下降7.0%，累计同比下降1.7%（见图17）。全球主要港口铜精矿出港数据最新488.46万吨（2026年8月），单月同比增长5.2%，但累计同比仍下降6.2%（见图18），反映整体出港仍弱于去年同期，单月走强或存在部分货源在途或区域性分流。更值得注意的是，国内主要港口铜精矿到港量最新仅181.75万吨（2026年8月），单月同比大幅下降25.7%，累计同比下降17.5%（见图19）。到港端的大幅收缩尚未反映为出港端的同步增长，国内铜精矿实际到港货源不足，供应紧张格局未变。

供应紧张在加工费端亦有体现。据财联社9月9日报道，铜冶炼基准处理费年中跌至约负127美元/吨，创历史新低，矿产供应能力低于冶炼产能。冶炼厂被迫在负价条件下锁定原矿供应，矿端紧张持续向冶炼环节传导。尽管TC指标本身已不再适合作为冶炼盈亏的核心参考，但其趋势仍直观反映矿端供需的紧张程度。矿端偏紧仍是铜价中期的重要支撑因素，这一逻辑并未因本周价格回落

而改变。

图15：智利矿山产量：万金属吨

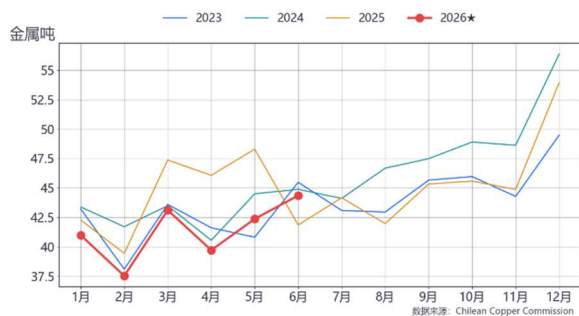


图16：秘鲁矿山产量：万金属吨

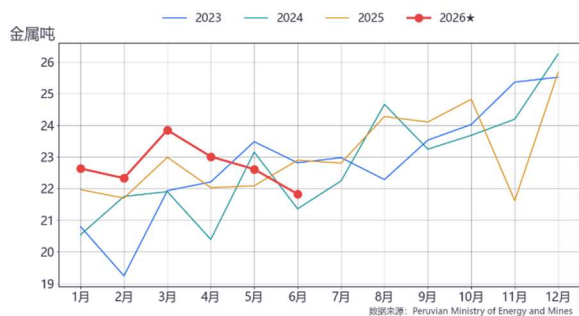


图17：铜精矿进口量 月度

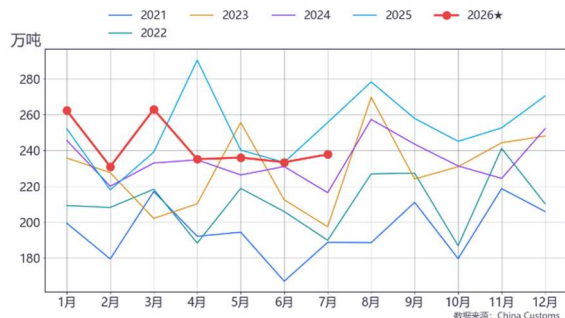


图18：铜精矿全球主要港口出港数据汇总月度

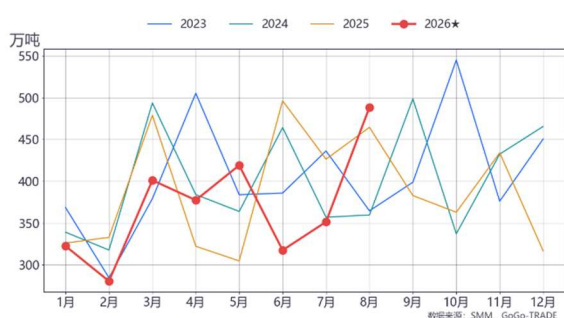
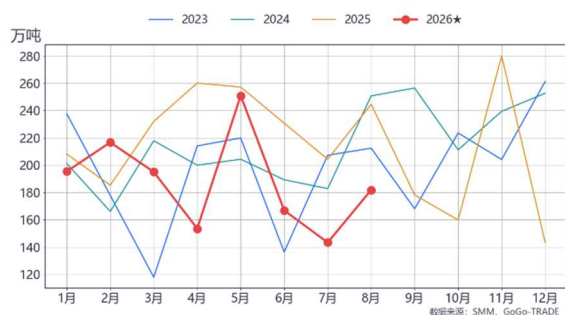


图19：铜精矿国内主要港口到港数据汇总 月



四、精铜供应：冶炼收益转负，供应弹性受限

精铜供应端的核心变化在于冶炼收益大幅恶化。SMM铜冶炼厂现货冶炼总收益最新为-2,091.57元/金属吨（2026年8月），环比上月大幅下降1,763.46元/金属吨，为近1年区间低点，近3个月趋势走低（见图20）。现货冶炼收益转负并深度下探，反映矿端供应紧张已实质挤压冶炼环节利润。相比之下，长单冶炼总收益最新5,382.3元/金属吨，同比大幅增长160.9%，近3个月趋势仍走高，表明行业中长期利润基准尚可，但短期现货冶炼已明显承压。冶炼收益走低利多铜价，因其意味着冶炼端增产意愿受抑，精铜供应弹性下降。

产量数据尚未出现明显收缩。SMM电解铜产量最新114.7万吨（2026年8月），单月同比下降2.1%，但累计同比仍增长4.0%；冶炼厂开工率最新83.56%，环比上升1.6个百分点，但同比仍低4.4个百分点，近3个月趋势走低（见图21、图22）。进口端，电解铜进口盈亏-现货最新618.07元/吨，由上周的62.12元/吨大幅改善，进口窗口明显打开（见图23）。电解铜净进口量最新21.02万吨（2026年7月），单月同比增长17.2%，但累计同比仍下降14.4%（见图24）。

废铜方面，精废价差最新1,417.46元/吨，环比上周收窄18.9%，显示废铜相对精铜的价格优势有所减弱（见图27）。国内废铜产量最新20.17万金属吨（2026年8月），累计同比下降17.0%；再

生铜原料社会库存系数广东最新5.5，近期震荡走低（见图28、图29）。废铜供应整体偏紧，对精铜消费形成一定替代性支撑。整体看，冶炼利润恶化与废铜供应偏紧共同指向精铜供应弹性受限，对铜价形成下方支撑。

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

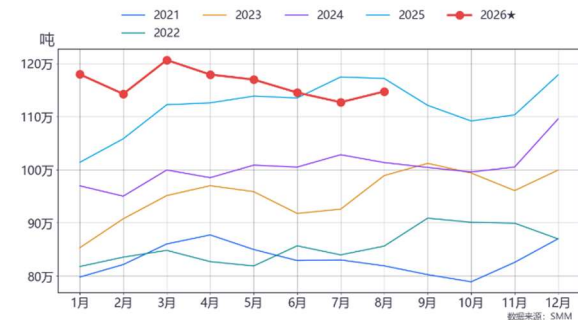


图23：电解铜进口盈亏-现货



图24：电解铜净进口量

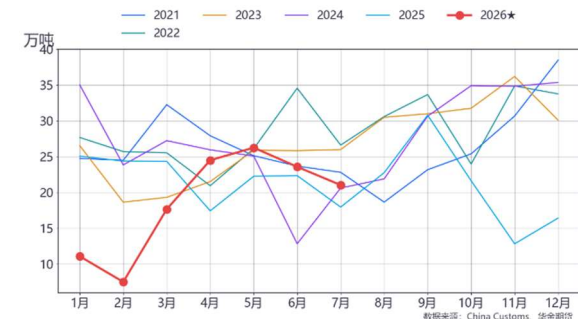


图25：进口废铜盈亏平衡



图26：中国废铜进口量：万金属吨

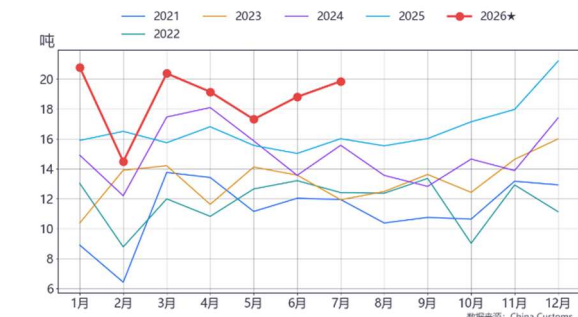


图27：精废价差 价格优势



图28：国内废铜产量

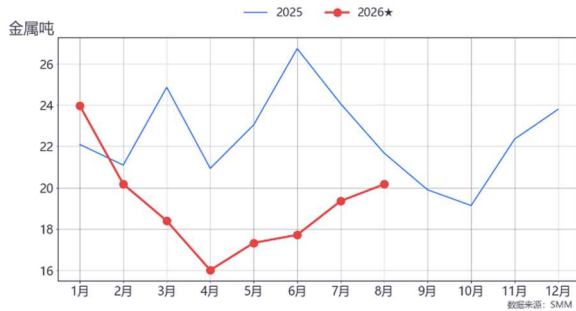


图29：SMM 再生铜原料社会库存系数 广东



五、铜材加工：加工端分化，新兴品类增长较快

铜材加工端呈现结构性分化。总量层面，SMM铜材产量最新166.61万吨（2026年8月），单月同比下降2.4%，但累计同比仍增长1.9%（见图30）。中游铜材企业产品库存最新14.6万吨，处于近年同月偏高位置，环比继续上升2.1%（见图31）；下游企业成品库存最新10万吨，处于近年同月偏低位置，环比上升2.0%（见图32）。中游库存偏高与下游库存偏低并存，反映产业链各环节补库意愿分化，下游仍维持低库存运转。

分品种看，传统品种表现偏弱。电解铜杆产量最新86.48万吨（2026年8月），单月同比下降3.0%，累计同比增长5.1%（见图33）；再生铜杆样本产量最新仅5.54万吨（2026年8月），单月同比下降55.9%，累计同比缩减54.4%（见图34）。铜管产量最新14.3万吨（2026年8月），单月同比下降4.3%（见图35）。传统铜杆、铜管与房地产竣工、空调产业链关联度较高，其走弱与终端地产疲软趋势一致。

新兴加工品种保持较快增长。铜板带产量最新22.58万吨（2026年8月），单月同比增长50.8%，累计同比增长44.1%（见图36）。铜箔样本产量最新15.45万吨（2026年8月），单月同比增长34.6%（见图37）；其中锂电铜箔10.05万吨，单月同比增长31.8%（见图38）；电子电路铜箔5.39万吨，单月同比增长40.1%（见图39）。新能源汽车、AI算力及电子电路相关需求对铜板带与铜箔形成拉动，成为铜材端主要的增量来源。整体而言，铜材加工的高端化、新能源化特征较为突出，传统领域承压与新兴领域放量并行。

图30：SMM 铜材产量 月度

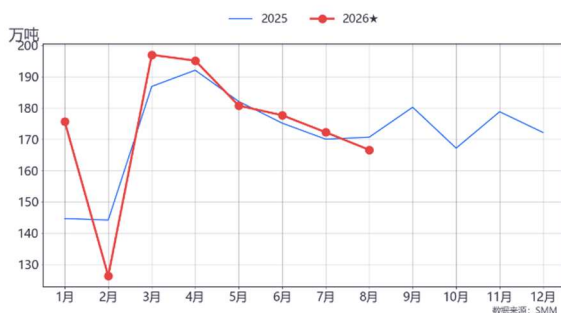


图31：SMM 中游铜材企业产品库存

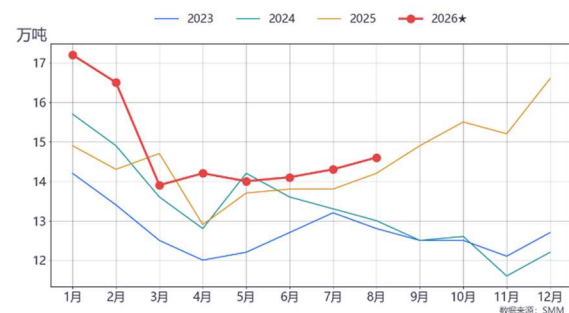


图32: SMM 下游企业成品库存

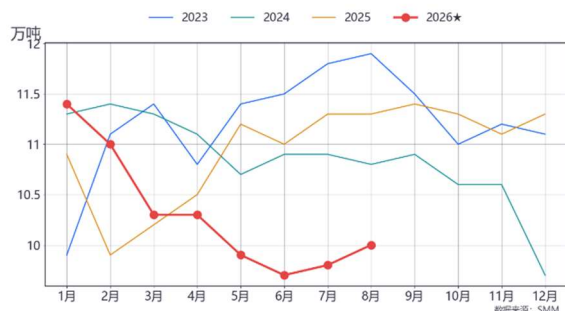


图33: SMM 电解铜杆产量 月度

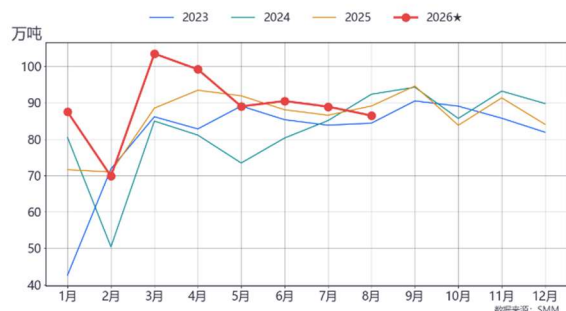


图34: SMM 再生铜杆样本产量 月度

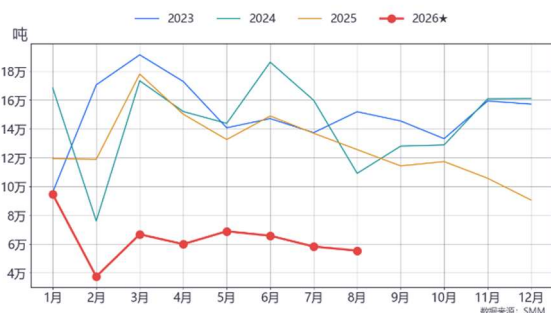


图35: SMM 铜管产量 月度

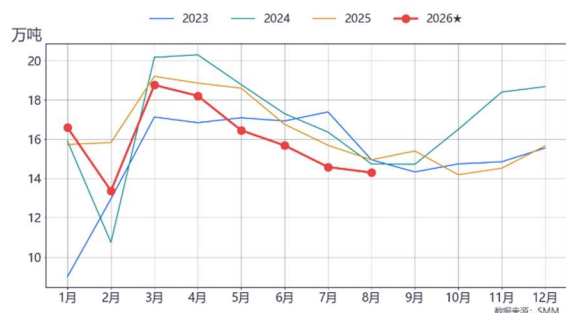


图36: SMM 铜板带产量 样本企业

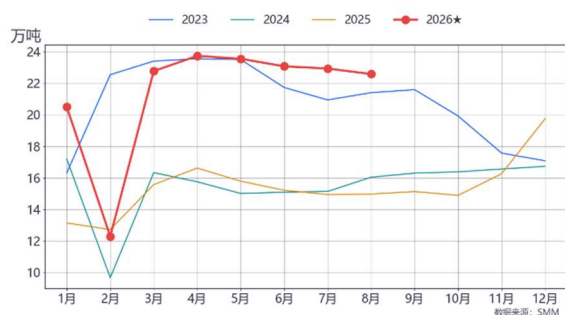


图37: SMM 铜箔产量 样本产量

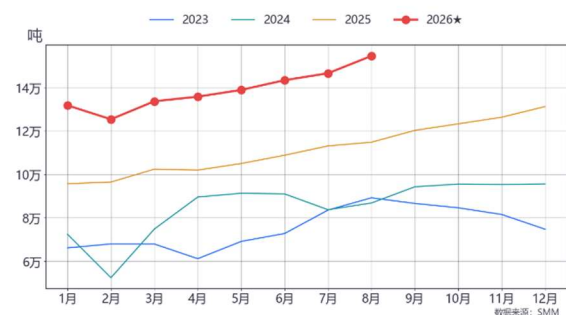


图38: SMM 铜箔产量 锂电铜箔

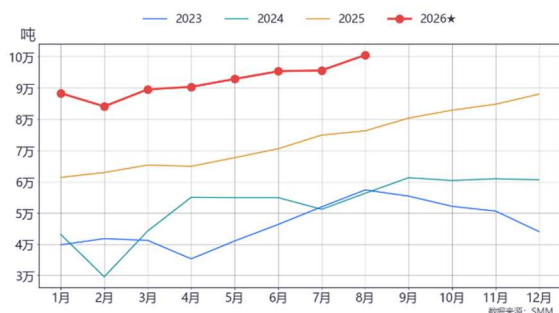
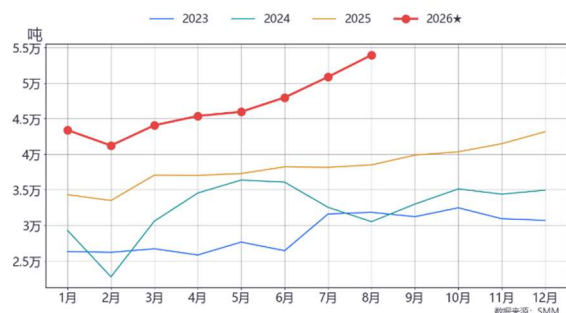


图39: SMM 电子电路铜箔产量



图n: 图片标题
(插入图片)

六、 终端消费：终端消费偏弱，新能源韧性犹存

终端消费整体表现偏弱，但新能源相关需求仍具韧性。电网投资方面，中国电网基本建设投资完成额当期最新312.91亿元（2026年7月），单月同比下降22.6%，但累计同比仍增长0.7%（见图40）。国网铜招标测算量最新仅446吨（2026年8月），单月同比大幅下降89.9%，累计同比下降10.4%，显示电网端铜采购节奏明显放缓（见图41）。电网投资作为铜消费的重要支柱，其阶段性

走弱对精铜需求形成拖累。

房地产链条持续低迷。中国房地产新开工面积当月值最新3,461.25万平方米（2026年7月），单月同比下降28.5%，累计同比下降24.2%（见图42）；竣工面积当月值最新1,974.24万平方米（2026年7月），单月同比下降20.0%，累计同比下降23.3%（见图43）。新开工与竣工双弱，地产端铜消费仍处于下行通道，拖累铜管、铜杆等传统品种需求。

家电与新能源表现分化。中国家用空调产量最新1,315.8万台（2026年7月），单月同比下降18.3%，累计同比下降6.5%（见图44）；光伏新增装机容量最新12.48GW（2026年6月），单月同比下降13.1%（见图45）；风电新增装机容量最新5GW（2026年7月），单月同比增长150%，但主要受去年同期基数仅2GW影响，累计同比仍下降34.0%（见图46）。新能源汽车产量最新165.3万辆（2026年8月），单月同比增长18.8%，累计同比增长11.2%，延续稳健增长（见图47）。综合来看，新能源车等领域对铜消费形成结构性支撑，但受地产与电网阶段性走弱拖累，终端消费整体难言强劲。

图40：中国电网基本建设投资完成额当期

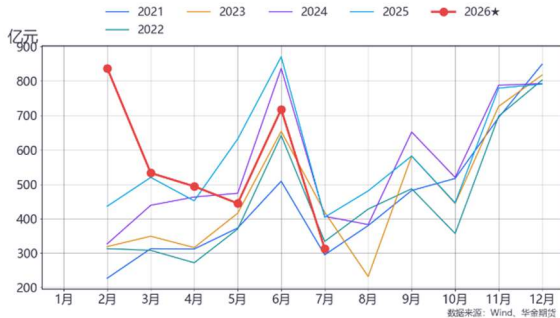


图41：国网铜招标测算量：吨

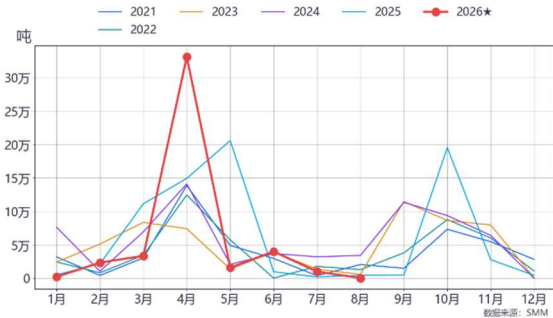


图42：中国房地产新开工面积：当月

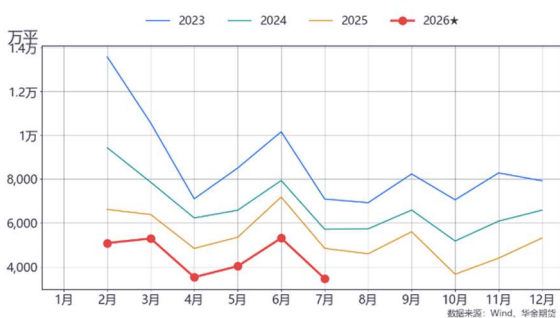


图43：中国房地产竣工面积 当月值

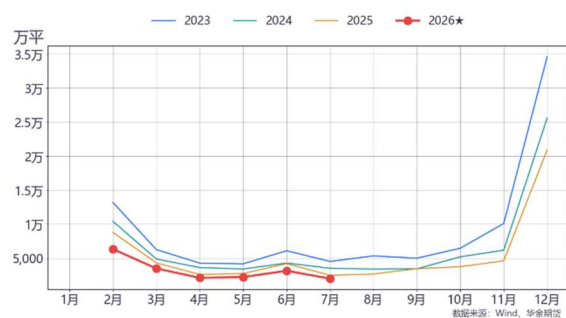


图44：中国家用空调产量：万台

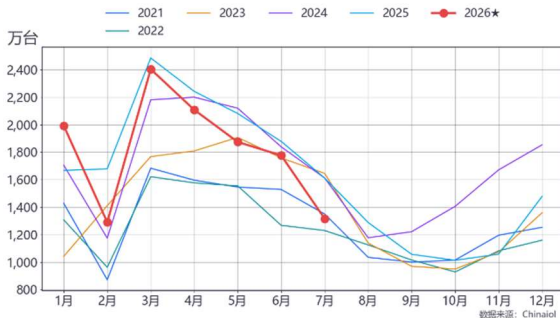


图45：光伏新增装机容量

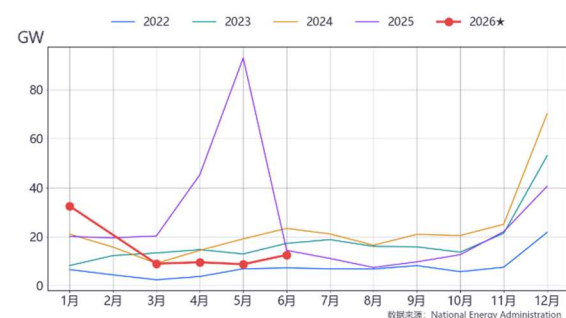


图46：中国风电新增装机容量

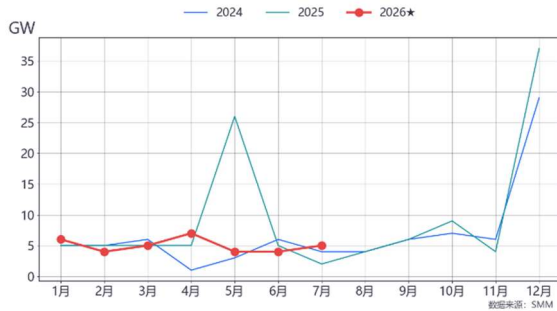
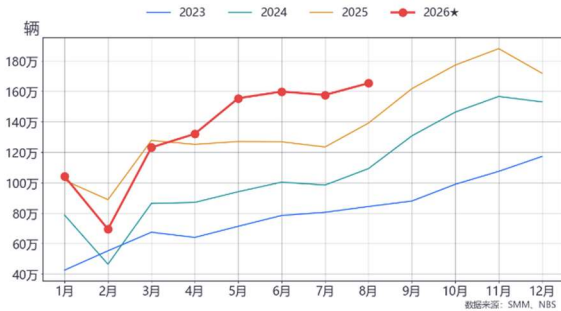


图47：NBS 中国新能源汽车产量



七、库存变化：库存区域错配加剧，国内去库延续

库存结构延续区域错配格局。COMEX电解铜库存最新69.63万吨，环比基本持平，但较2025年9月的29.39万吨增长136.9%，处于近5年同月偏高位置，近期环比趋势持续走高（见图49）。美国因关税预期持续囤积精炼铜，COMEX铜库存高企本质上反映了政策不确定性下贸易商去库意愿低、物流惯性锁定，而非单纯的利空信号。LME电解铜库存最新23.45万吨，处于近5年同月中等位置，近期环比趋势震荡（见图50）。LME美洲库存最新10.38万吨，去年同期美洲库存为零，进一步印证铜金属向美国转移的路径（见图52）。

国内库存延续去化。SHFE电解铜库存最新5.48万吨，环比上周大幅下降13.0%，处于近3年同月偏低位置，近期环比趋势震荡走低（见图51）。SMM电解铜供需平衡表显示，7月库存变化-6.9万吨，供需平衡为-2.6万吨，连续维持去库状态；8月平衡表数据尚未发布，需关注后续更新（见图48）。国内精炼铜社会库存持续回落，对铜价形成阶段性支撑。

整体看，全球铜库存呈现“美国高、非美低”的错配格局。美国库存虽高，但受关税政策预期影响难以有效回流，被政策逻辑锁定；非美地区可流通库存偏紧，LME现货市场相对紧张。国内则在供应弹性受限与废铜偏紧背景下维持去库。这一结构意味着铜价的短期弹性更多取决于关税政策的落地节奏与力度，而9月28日前白宫的政策取向将成为决定性变量。

图48：SMM 电解铜供需平衡



图49：COMEX电解铜库存

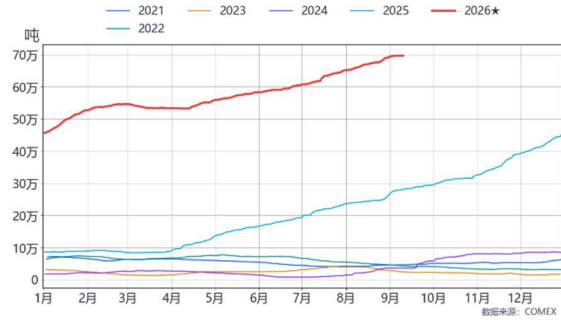


图50：LME电解铜库存

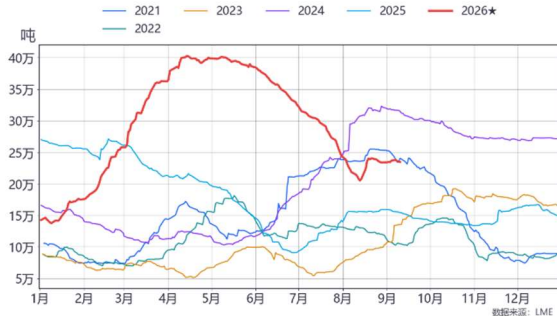


图51：SHFE 电解铜库存

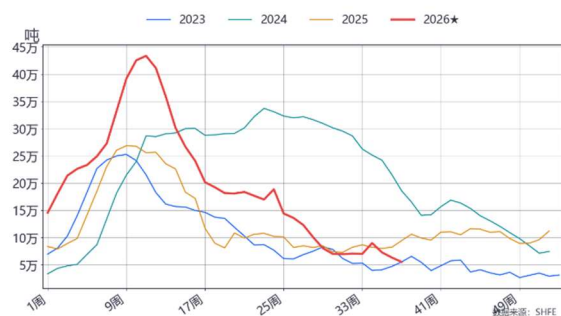
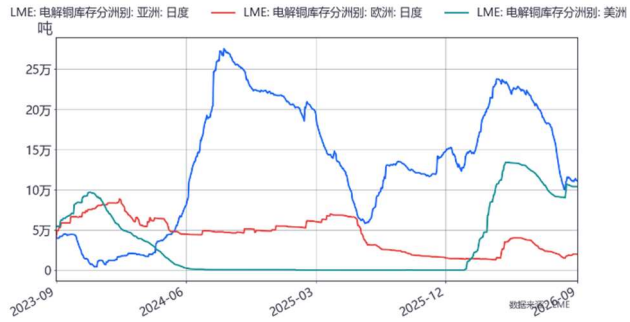


图52: LME 电解铜库存分洲别





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。