

铜：宏观施压叠加需求疲弱，高估值下铜价震荡偏弱

基本面分析

价格走势：本周铜价高位震荡，沪铜收于10.5万元/吨附近，伦铜小幅走强。进口亏损扩大、现货贴水加深，显示外强内弱格局延续。市场关注点集中在宏观压力与矿端支撑的博弈。

宏观环境：中美制造业PMI新订单指数均在扩张区间，但国内环比回落，美国需求内在持续性有待验证。美元指数低位震荡，但美联储加息预期升温形成情绪压制。市场关注点在于美联储政策路径及中美数据边际变化。

矿端供应：矿端供应收紧信号增强，智利产量下滑，国内铜精矿进口及港口到港量均同比大跌。港口到港与出港数据背离，物流及货源流向变化值得关注。市场焦点在于矿山复产节奏与Grasberg等关键项目的扰动。

精铜供应：精铜产量在高利润驱动下增长，但废铜供应收缩形成结构性扰动。现货冶炼收益大幅回升，提振企业开工积极性，进口盈亏再度转为亏损。市场关注点在于废铜供应缺口何时缓解以及进口窗口能否再度开启。

铜材加工：铜材加工环节传统领域普遍疲弱，电解铜杆、线缆、漆包线开工率同比明显下滑。锂电铜箔、电子电路铜箔维持高景气，结构性分化显著。市场焦点在于传统消费走弱是否具有持续性及新能源领域能否对冲。

终端消费：终端消费整体偏弱，地产投资持续拖累，空调及光伏产量下滑。积极因素来自电网建设投资的高增长及国网铜招标的大幅放量，新能源汽车需求温和增长。市场关注点在于政策端对电网和新能源的支撑力度。

库存变化：全球显性库存高位回落，去库斜率放缓。LME注销仓单创纪录后，库存边际企稳，COMEX库存高位震荡。市场关注焦点转向关税政策落地前的库存结构性流动，尤其是对COMEX与LME价差的影响。

观点及策略建议

当前铜价位于10.5万元/吨高位。矿端供应收紧和全球电网投资增长是核心利多因素。但冶炼利润不断走高推动精铜产量持续增长，国内现货深度贴水，铜材开工率普遍下滑，库存虽在去化但速度放缓，整体处于供需紧平衡偏向宽松的阶段。同时，美联储加息预期升温对风险资产形成情绪压制。短期驱动偏负面，又难以打破全球铜供需紧平衡的基本态势，不足以形成单边下跌趋势，高位震荡偏弱概率较大，等待宏观和基本面信息的进一步指引。故策略上建议暂时观望，等待合适时机。

风险提示

1. 矿端供应超预期收缩，叠加全球低库存，可能推动铜价突破震荡区间上行。
2. 美联储加息预期被市场过度消化或政策转向鸽派，宏观压力释放引发补涨。
3. 中国电网投资及新能源领域用铜需求超预期增长，提振下游消费。
4. 全球地缘政治扰动（如主要产铜国生产中断）可能引发短期供应冲击。
5. 美国关税政策落地后，库存结构性流动的尾部风险可能引发价格剧烈波动。

一、价格走势：宏观施压与供应扰动并存，铜价高位震荡

本周期铜价维持高位震荡，内外盘走势分化。沪铜主力合约周五收于10.5万元/吨，周环比上涨0.8%；伦铜3M合约收于1.37万美元/吨，周环比上涨1.3%。从趋势看，近三个月价格均呈震荡格局，未形成有效突破（见图1）。进口盈亏方面，在伦铜相对偏强背景下，伦铜进口亏损再度扩大至-2,356.97元/吨，较前一周恶化明显，进口窗口持续关闭（见图2）。现货市场上，国内电解铜现货升贴水进一步走弱，平水铜升贴水报-135元/吨，虽较前一周的-155元/吨略有回升，但仍处于深度贴水状态，反映国内现货供应宽松（见图3）。伦铜方面，尽管绝对价格回升，但现货对3M合约的升贴水仍为-45.31美元/吨，结构性贴水格局未改，显示LME市场现货并未出现实质性紧张（见图4）。内外价差方面，CU-BC价差报-316元/吨，倒挂幅度加深，接近近期低位，意味着保税铜进口到国内完税市场的理论利润空间被压缩（见图5）。此外，铜/金比价小幅回落至106.12，表明铜价相对黄金的估值吸引力略有下降（见图6）。综合来看，价格反映宏观面加息预期带来的上方压力与矿端供应偏紧带来的下方支撑，市场处于多空拉锯状态。

图1：沪铜vs伦铜走势

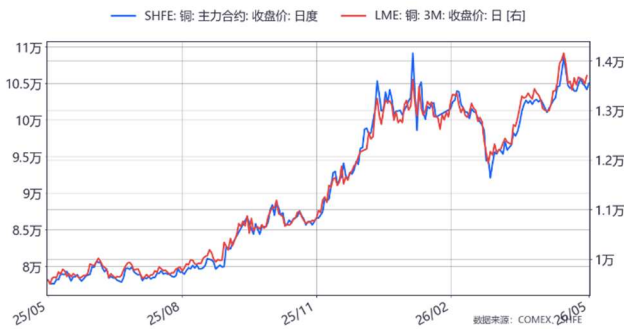


图2：伦铜进口盈亏

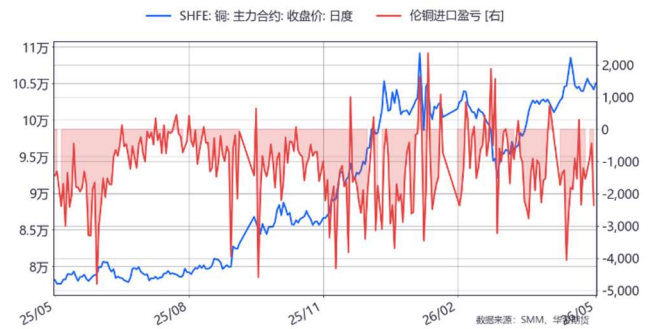


图3：国内电解铜价格及升贴水



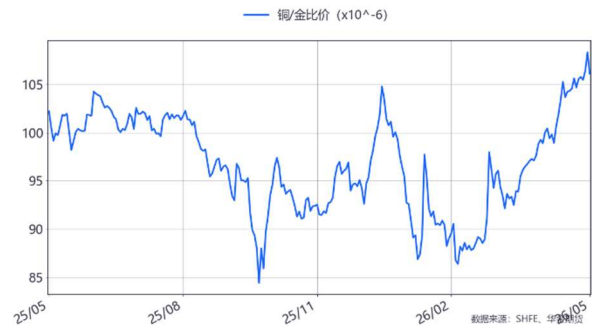
图4：LME铜及现货升贴水



图5：CU-BC价差



图6：铜金比价



二、宏观环境：宏观多空分化，加息预期扰动市场情绪

宏观环境呈现分化格局，对铜价影响多空交织。国内方面，4月制造业PMI新订单指数录得50.6，虽然较前值51.6有所回落且低于扩张门槛的强劲表现，但仍在荣枯线上方，显示国内制造业需求保持温和扩张（见图7）。海外方面，美国4月ISM制造业PMI新订单指数录得54.1，环比回升1.1个百分点，表明美国制造业需求扩张加速；但其近三个月趋势走低，反映出海外需求的持续性仍存疑（见图7）。美元指数方面，截至5月28日报99.01，周环比微跌0.2%，整体维持低位震荡，对伦铜价格的压制作用减弱（见图8）。本周市场焦点集中在美联储官员近期鹰派发言，部分委员提及加息可能性，导致市场对美联储年内加息的预期迅速升温，美债收益率走高，对以美元计价的风险资产形成宏观层面的压力。然而，美元指数在抛售压力下不升反降，实际流动性环境对铜价的拖累主要体现在情绪层面，而非实际的美元升值压力。综合来看，宏观面处于国内需求平稳与海外紧缩预期博弈的阶段，市场关注点在于美联储后续政策路径的明朗化及中美制造业数据的边际变化。

图7：中美制造业PMI：新订单

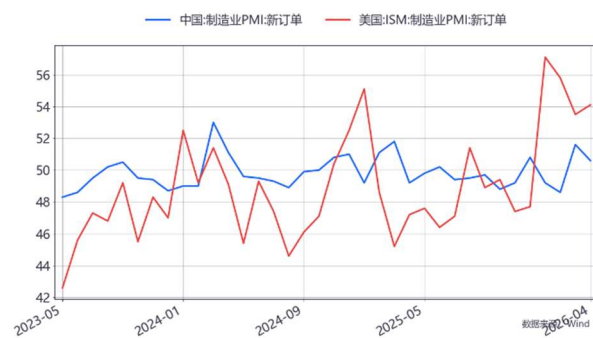
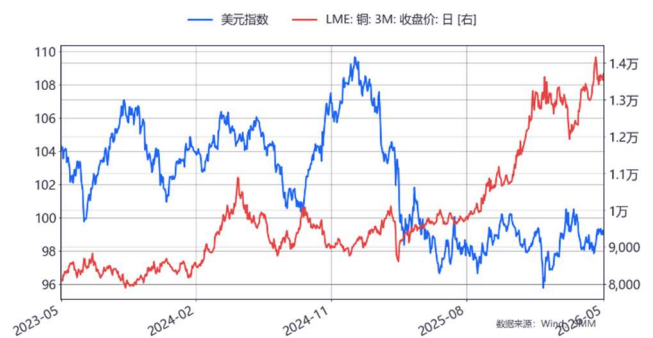


图8：美元指数vs伦敦铜



三、矿端供应：矿端供应收紧信号增强，进口数据印证紧张局势

矿端供应端偏紧的格局在本周得到数据层面的进一步确认。主要产铜国表现分化：智利2月产量为37.54万金属吨，同比下滑4.8%，累计同比亦录得-3.9%的负增长，显示该国产量恢复进程受阻（见图9）。秘鲁2月产量为22.33万金属吨，同比增长2.9%，累计同比增长3.0%，为矿端仅有的增长亮点（见图10）。进口量方面，4月铜精矿进口量为235.16万吨，同比大幅下滑19.0%，尽管累计同比降幅收窄至-0.8%，但单月大幅减少反映了海外矿源到货的阶段性和紧张（见图11）。更直接的信号来自港口数据：全球主要港口4月出港量为377.34万吨，同比虽增长17.1%，但累计同比为-5.4%，意味着年初以来整体发运量不及去年（见图12）。与此同时，国内主要港口4月到港量为153.49万吨，同比骤降41.0%，累计同比-14.1%，降幅更为显著（见图13）。出港增长但到港大降的背离，暗示物流周转效率下降或部分货源转往其他目的地。市场对矿端供应的关注点集中在全球主要矿山的产量恢复节奏、主要产区（尤其是智利）的生产稳定性，以及港口物流瓶颈的持续时间。矿端供应的持续偏紧正在向冶炼端传导。

图9：智利矿山产量：万金属吨

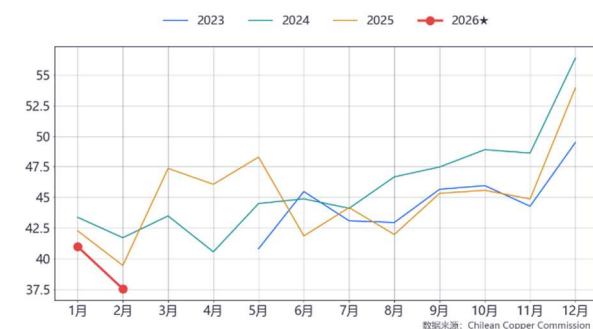


图10：秘鲁矿山产量：万金属吨

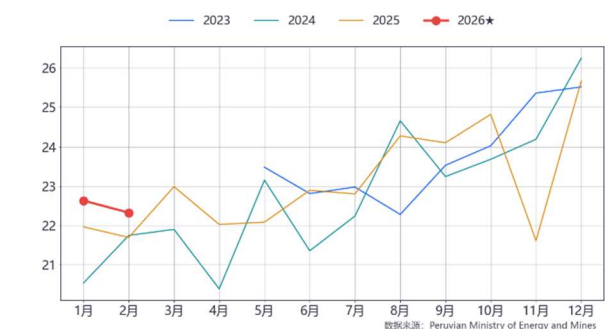


图11: 铜精矿进口量 月度

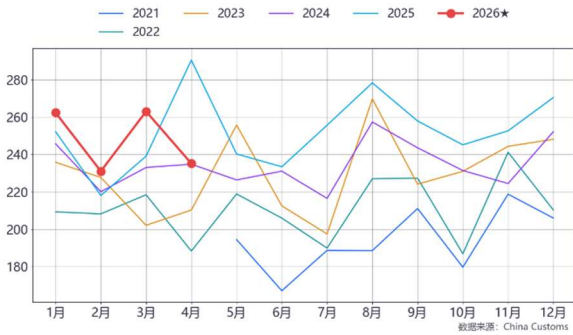


图12: 铜精矿全球主要港口出港数据汇总月度

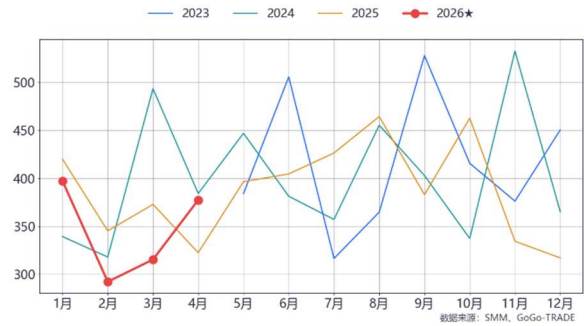
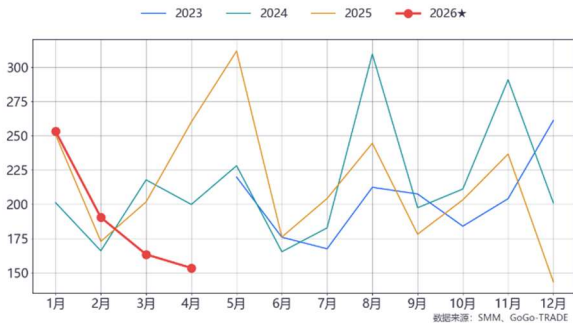


图13: 铜精矿国内主要港口到港数据汇总 月



四、精铜供应：产量增长但废铜收缩，精铜供应结构性分化

精铜供应端呈现出产量增长与废铜供应萎缩并存的局面。国内废铜产量方面，4月产量为16.01万金属吨，同比大幅下滑23.5%，累计同比-11.7%，反映出国内再生铜原料面临较大供给压力（见图14）。不过，废铜进口量弥补了部分缺口，4月进口量为19.14万金属吨，同比增长13.9%，累计同比增长15.1%（见图15）。进口废铜盈亏平衡方面，最新报388.4元/吨，较前一周大幅回落344.6元/吨，进口利润空间有所收窄（见图16）。精废价差上周大幅收缩至214.89元/吨后，本周重新扩大至539.45元/吨，显示废铜相较于电解铜的价格优势再度回升（见图17）。冶炼端利润改善明显：4月总现货冶炼收益为1,889.45元/金属吨，环比大幅增长89.1%，总长单冶炼收益为5,235.48元/金属吨，环比增长40.4%，两者均创近12个月新高且趋势走高，极大的提振了冶炼企业生产积极性（见图18）。在此背景下，4月中国电解铜产量为117.89万吨，同比增长4.7%，累计同比9.0%，产量维持高位（见图19）。净进口量方面，4月净进口24.49万吨，同比增长40.6%，但累计同比-33.5%，显示年初以来进口量总体下滑（见图20）。电解铜进口盈亏-现货报-389.12元/吨，再度转为亏损，抑制了后续进口意愿（见图21）。总体来看，尽管废铜供应收缩，但在高冶炼利润驱动下，电解铜产量持续攀升，精铜供应整体充裕。

图14: 国内废铜产量

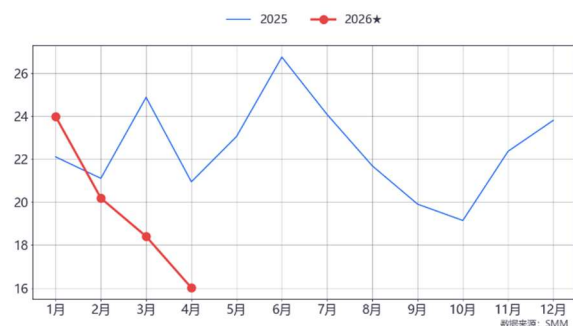


图15: 中国废铜进口量：万金属吨

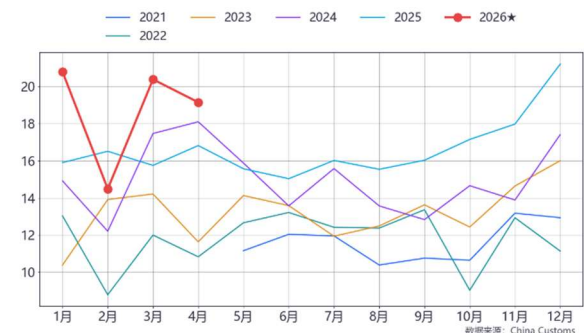


图16: 进口废铜盈亏平衡



图17: 精废价差 价格优势



图18: 铜冶炼收益



图19: 中国电解铜产量 月度

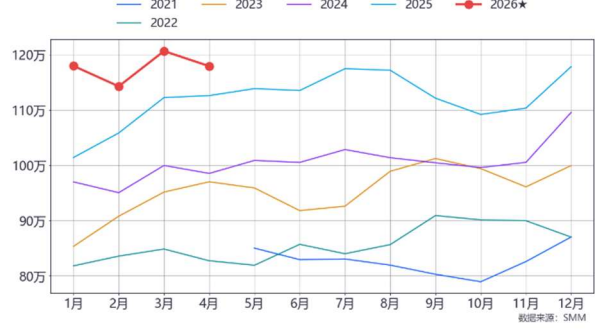


图20: 电解铜净进口量

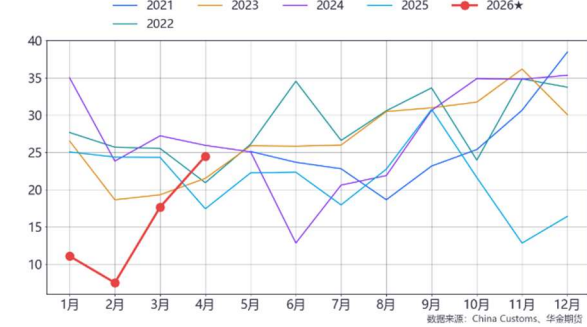


图21: 电解铜进口盈亏-现货



五、铜材加工：铜材加工普遍偏弱，下游消费动能不足

本周铜材加工环节整体表现疲软，下游消费动能不足。4月铜材企业平均开工率为66.28%，同比下降4个百分点，累计开工率亦同比下降2.2%，行业景气度偏低（见图22）。电解铜杆环节，4月产量为99.18万吨，同比仍增长6.1%，但周度开工率数据更为悲观：5月28日当周开工率仅为61.05%，同比大幅下降19.6个百分点，累计同比-3.0%，表明进入5月后开工率出现了超季节性走弱（见图24、图27）。库存天数方面，原料库存降至1.89天，同比下降11.7%，企业备货意愿消极，以刚需采购为主；成品库存为3.62天，同比增加14.2%，反映下游提货放缓、成品端出现累库迹象（见图25、图26）。再生铜制杆环节更为惨淡，开工率仅为10.89%，同比骤降60.1个百分点，累计同比-68.2%，废铜供应紧张的约束已严重拖累再生铜杆生产（见图28）。电线电缆企业周度开工率报66.1%，同比下降16个百分点，累计同比-17.1%，表现低迷（见图29）。漆包线企业周开机率74.33%，同比下降11.2个百分点（见图30）。相对而言，锂电铜箔和电子电路铜箔表现亮眼：4月锂电铜箔开工率为90.43%，同比增长31.2个百分点；电子电路铜箔开工率为88.43%，同比增长15.6个百分点，两者均维持高景气（见图31、图32）。综合来看，传统铜材（线杆、线缆、漆包线）下游需求疲弱，新能源及电子电路铜箔需求仍具韧性，行业结构性分化显著。

图22: 铜材企业平均开工率 月度

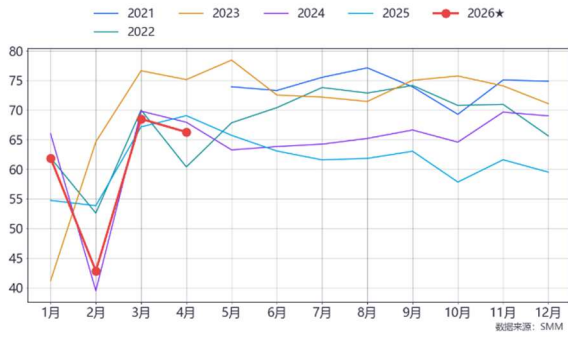


图23: SMM 电解铜杆产量 月度

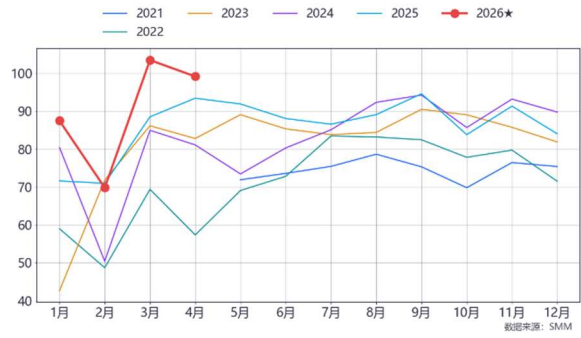


图24: SMM 电解铜杆开工率 周度

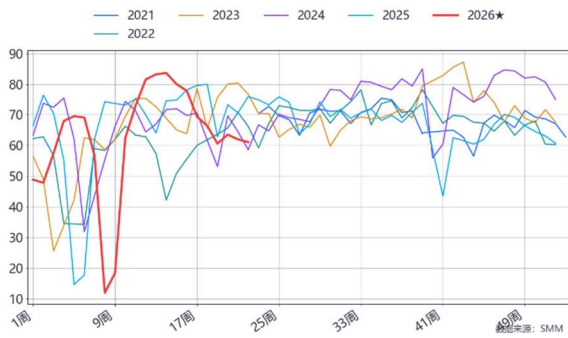


图25: 铜杆线企业原料库存天数

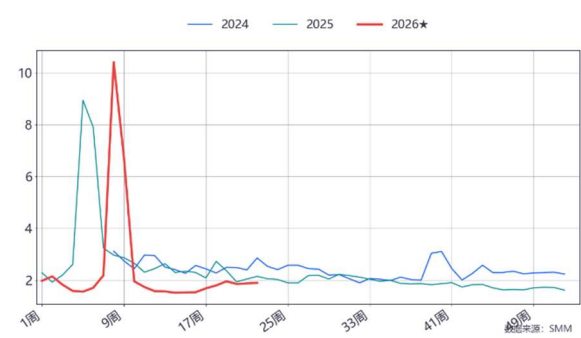


图26: 铜杆线企业成品库存天数

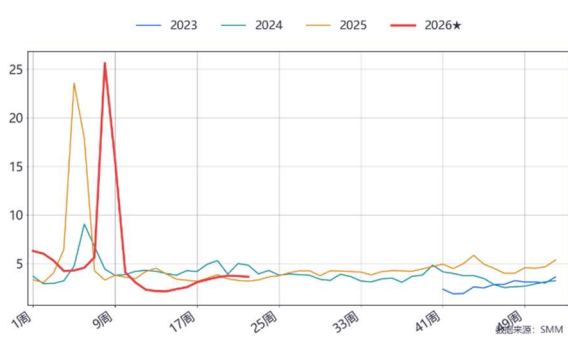


图27: 电解铜杆开工率 周度

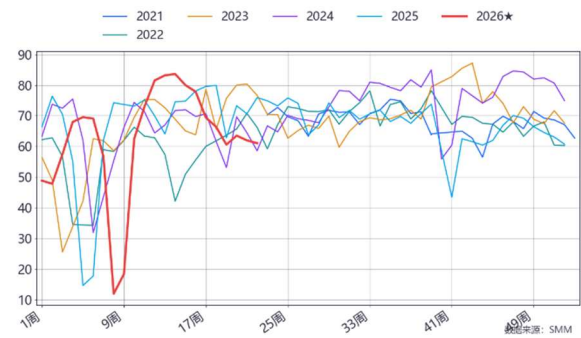


图28: 再生铜制杆开工率 周度

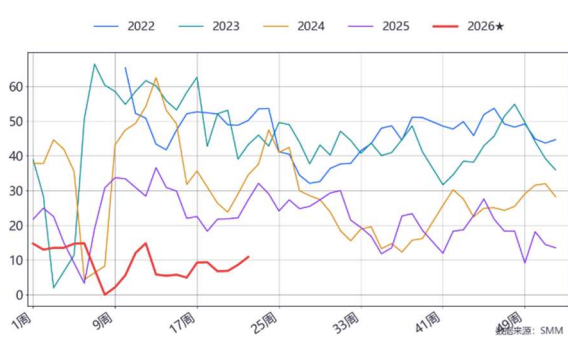


图29: 电线电缆开工率 周度

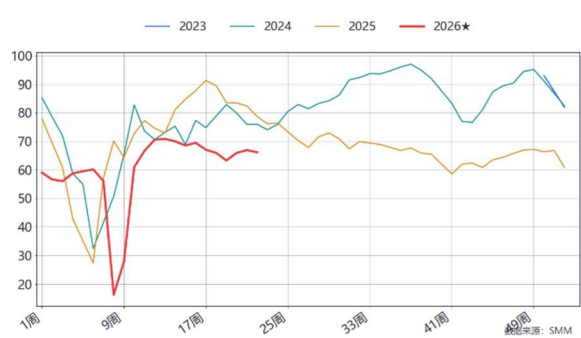


图30：漆包线企业周开机率 周度

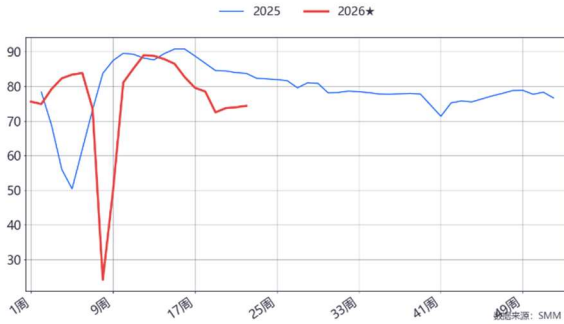


图31：锂电铜箔企业开工率 月度

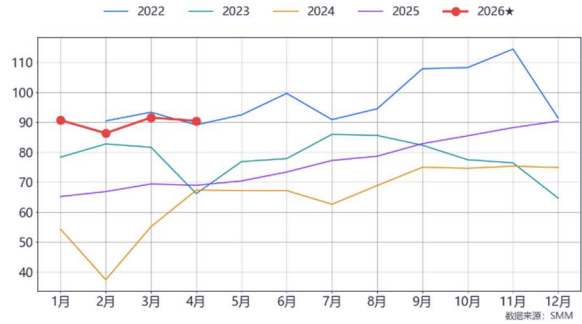
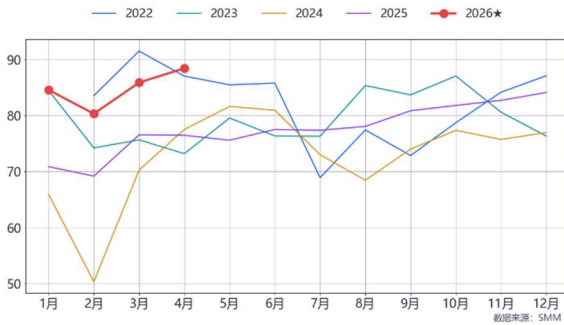


图32：电子电路铜箔企业开工率 月度



六、终端消费：终端消费冰火两重天，电网与新能源抢眼，传统地产拖累

终端消费领域延续结构性分化态势，新兴产业成为铜消费的主要支撑。电网建设方面，截至3月累计投资完成额为1,370.49亿元，累计同比增长43.3%，显示电网投资力度强劲（见图33）。国网铜招标测算量4月达到33.1万吨，同比大幅增长121.8%，招标放量明显，预示着未来电网用铜需求将保持高增长（见图38）。房地产方面，3月新开工面积为5,289万平，同比下滑17.1%，竣工面积为3,468.9万平，同比下滑19.3%，地产端用铜需求持续处于萎缩状态，拖累整体消费（见图34、图35）。家电领域，4月家用空调产量为2,107.8万台，同比下滑6.0%，进入传统旺季却未现明显增量（见图36）。新能源领域分化明显：3月光伏新增装机容量8.91GW，同比大幅下滑56.0%，装机节奏出现放缓迹象（见图37）；风电新增装机容量5GW，与去年同期持平，增速停滞（见图39）。新能源汽车领域，4月产量为132万辆，同比增长5.5%，维持温和增长（见图40）。总体来看，终端消费中电网及新能源（尤其新能源汽车）提供增量支撑，而房地产、空调、光伏等传统及前期高增长领域出现阶段性走弱，消费结构正经历深度调整。

图33：中国电网基本建设投资完成额当期

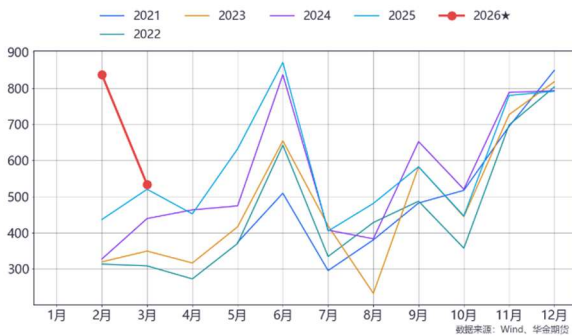


图34：中国房地产新开工面积：当月

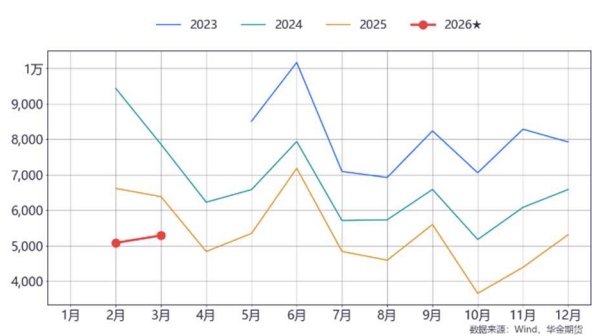


图35: 中国房地产竣工面积 当月值

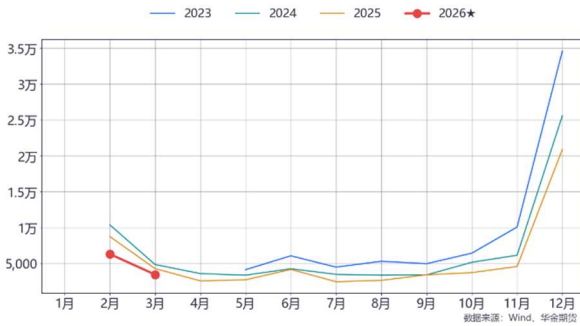


图36: 中国家用空调产销量: 万台

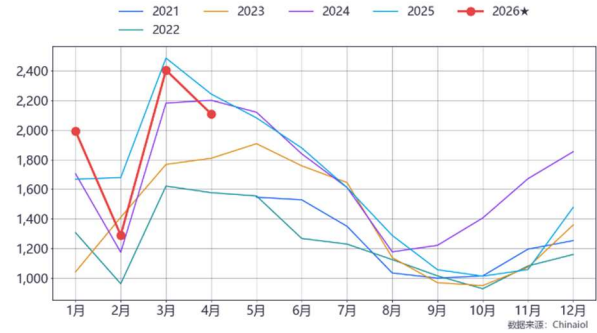


图37: 光伏新增装机容量

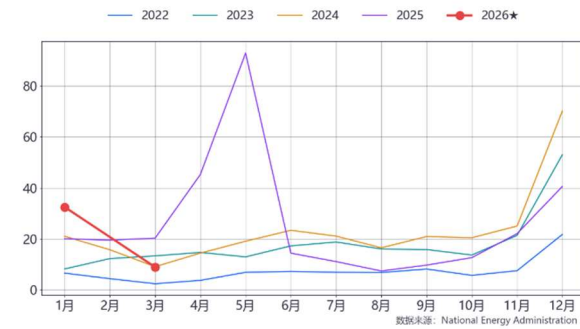


图38: 国网铜招标测算量: 吨

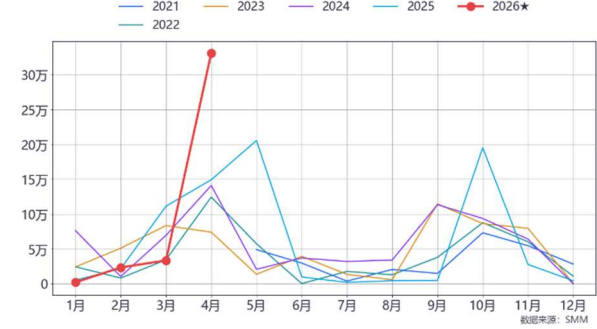


图39: 中国风电新增装机容量

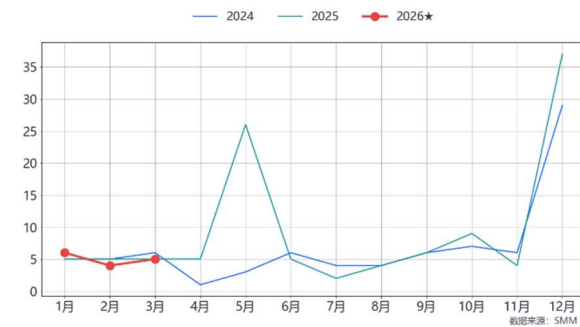
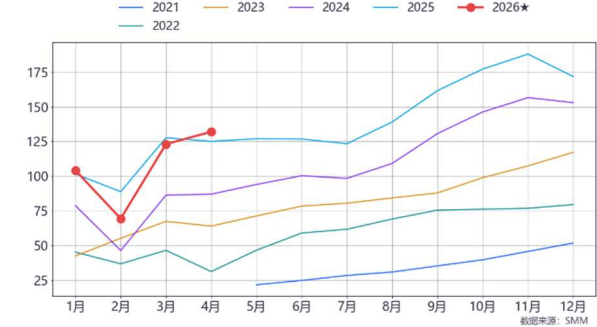


图40: 中国新能源汽车产量



七、 库存变化: 全球显性库存高位回落, 结构分化与驱动转换并存

本周库存数据呈现全球高位回落但结构分化的特征。SMM供需平衡表显示, 4月库存变化为-19.49万吨, 较前值-21.71万吨的降幅有所收窄, 月度供需平衡为-12.2万吨, 虽仍为去库状态, 但缺口环比收窄, 库存去化有所放缓(见图41)。分交易所来看, COMEX库存报57.9万吨, 同比暴增249.5%, 绝对水平仍在历史高位, 但其趋势已从快速累积转为高位震荡, 因关税套利推动的库存流入速度放缓(见图42)。LME库存报38.94万吨, 周环比虽增加, 但同比增幅仍高达162.3%, 过去一段时间的大幅去库(注销仓单创纪录)出现边际企稳迹象(见图43)。SHFE库存报17.64万吨, 同比增加66.8%, 周度库存环比略有回升, 国内库存去化节奏放缓(见图44)。从LME库存的结构来看, 亚洲库存为22.34万吨, 是主要贡献来源, 欧洲小幅去库至3.75万吨, 美洲库存维持在12.85万吨(见图45)。库存分洲别的数据表明, LME的库存集中在亚洲, 而这部分库存存在因关税预期被大量注销并运往美国的可能, 后续仍需密切跟踪注销仓单动态。市场对库存的关注焦点已从绝对数量转向结构性流动, 尤其是关税政策落地前对COMEX库存的冲击及其对全球价差的影响。

图41: SMM 电解铜供需平衡



图42: COMEX 电解铜库存

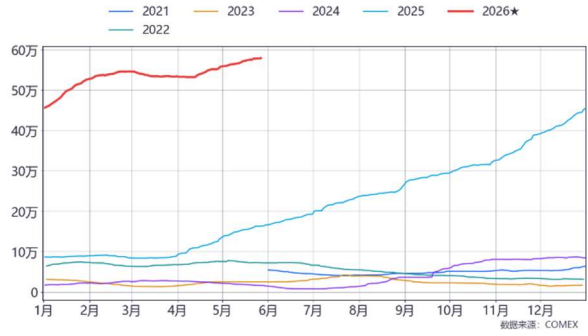


图43: LME 电解铜库存

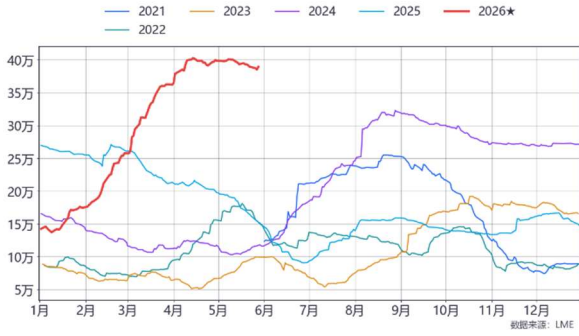


图44: SHFE 电解铜库存

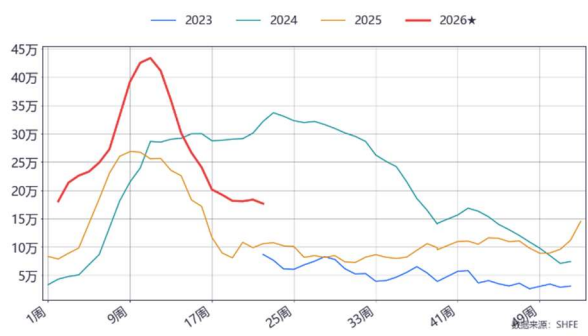
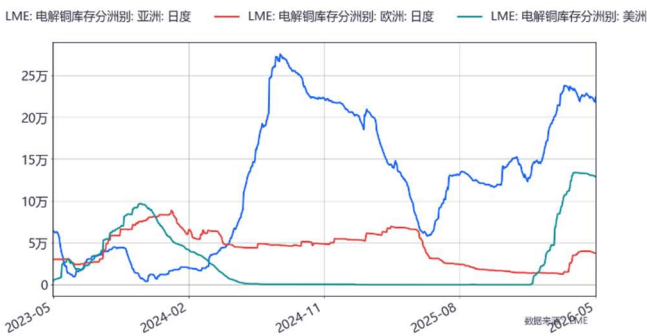


图45: LME 电解铜库存分洲别





史光达

从业资格号：F03153599

投资咨询号：Z0023782

免责声明

本报告仅供本公司内部使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。