

铜：非农引爆美元加息预期，矿端支撑限制下行空间

基本面分析

价格走势：伦铜与沪铜走势分化，伦铜受强势美元及非农数据超预期压制，周环比下跌3%；而沪铜在进口亏损收窄及国内现货贴水小幅修复的支撑下基本持平。市场资金结构多头有所松动，铜金比等估值指标处于高位，短期铜价或维持高位震荡。关注点在于美元指数走势及后续美国通胀数据。

宏观环境：宏观面利空因素集中释放，美国5月非农数据大超预期，彻底扭转市场降息预期，加息概率飙升，美元指数大幅走强，对铜价形成直接压制。国内PMI新订单指数回落至荣枯线下方，显示内需修复放缓。中美经济数据的背离加剧了市场对需求前景的分歧。短期内，美元的强势与鹰派货币政策预期是铜价的主要压力来源。

矿端供应：全球铜精矿供应格局持续收紧。智利产量下滑，而秘鲁产量虽有回升但难以完全对冲。更为关键的是，全球主要港口铜精矿出港与国内到港数据在5月均出现断崖式下跌，累计同比降幅达20%以上，预示着未来精矿到货量将显著减少。矿端紧张的强现实正在兑现，将成为中期支撑铜价的核心基本面。

精铜供应：国内精铜产量维持高位增长，但冶炼利润已开始收窄，显示矿端紧张格局延续。废铜端呈现结构性分化，国内产量下滑，进口量弥补部分缺口，但精废价差大幅收窄，废铜对精铜的替代优势减弱。电解铜进口仍然亏损，限制了海外货源补充。总体看精铜总供应增量有限，供需矛盾并未激化。

铜材加工：下游加工行业开工率普遍低于去年同期，传统领域如电解铜杆、电线电缆、漆包线等需求疲软，企业保持低库存策略。然而，锂电铜箔与电子电路铜箔开工率持续高景气，体现了新能源及电子产业的强劲支撑。整体呈现“传统弱、新兴强”的结构性特征，短期传统需求的疲弱仍是拖累铜消费的主要因素。

终端消费：终端消费结构分化显著。电网和新能源（风电、新能源汽车）领域需求高景气，国网招标量同比大增121.8%，成为消费主要增量来源。反观地产领域延续深度调整，新开工与竣工面积均大幅下滑，家电生产也步入淡季。光伏新增装机大幅萎缩。终端总需求呈现“总量平稳、结构优化”的态势。

库存变化：三大交易所库存总量超113万吨，处历史高位，但边际上已出现改善。供需平衡表显示4月国内铜市存在12-19万吨的供需缺口。库存结构正因美国关税预期而发生剧烈变化，市场焦点已从“绝对库存”转向“边际去化”和“库存流向”，这对铜价形成中期支撑。

策略建议

当前铜市处于“宏观利空”与“供应支撑”博弈的阶段。宏观层面，美国非农超预期导致加息预期陡增、美元走强，短期对铜价构成明显压制。基本面层面，矿端供给偏紧延续，废铜供应趋紧，供需平衡表已转为短缺，去库趋势初现。美铜库存虽高但多含战略锁定成分，实际压力有限。

短期政策的不确定性和宏观情绪主导盘面，铜价仍有下行惯性，但下方支撑亦较为稳固。

策略上，建议耐心等待宏观利空释放完毕后的做多机会。当前位置不宜追空，可考虑卖出虚值看跌期权（PUT）策略，既赚取时间价值，又为逢低做多作储备。产业套保方面，上游冶炼企业建议暂时观望，下游加工企业可考虑逢低补库。

风险提示

1. 美联储鹰派超预期
2. 国内经济复苏不及预期
3. 矿端供应意外恢复
4. 关税政策不确定性

一、价格走势：宏观与资金施压，铜价高位震荡

本周国内外铜价走势分化，整体呈现高位震荡格局。截至6月5日，LME铜3M合约收盘于1.35万美元/吨，周环比下跌3.0%，回吐了此前部分涨幅，近一年高点为1.42万美元/吨（见图1）。与之相对，SHFE铜主力合约收盘于10.52万元/吨，环比基本持平，表现相对抗跌（见图1）。从价差结构看，LME市场现货对3个月合约的升贴水回落至-29.18美元/吨，重回Contango结构，显示海外现货紧张情绪有所缓解（见图4）。

国内现货市场方面，SMM 1#电解铜均价报10.53万元/吨，与期货价格基本持平，而平水铜升贴水报-80元/吨，贴水幅度较上周小幅收窄，但仍处于年内低位区间，反映国内现货市场整体并不紧缺（见图3）。进口盈亏方面，伦铜进口盈亏录得96.03元/吨，较前一周的深度亏损大幅收窄，转为小幅盈利，这为后续进口货源补充提供了套利窗口（见图2）。沪铜与国际铜价差（CU-BC价差）最新报-369.4元/吨，价差拉大，显示沪铜相对国际铜估值偏高（见图5）。

铜金比价作为衡量铜价相对估值的指标，最新报107.95，处于近一年高位区间，表明从贵金属的角度看，铜的估值并不便宜（见图6）。从资金结构看，截至5月29日，LME投资基金净多持仓为3.55万手，环比下降12.1%，但仍处于近三个月以来的上升通道中（见图8）。而代表产业资本的LME投资公司和信贷机构净持仓为-2,868.84吨，仍为净空头，显示产业资本对当前高铜价下追涨持谨慎态度（见图7）。综合来看，短期铜价受制于宏观情绪和资金面压力，但供应端的底部支撑依然存在，预计将维持高位宽幅震荡。

图1：沪铜vs伦铜走势

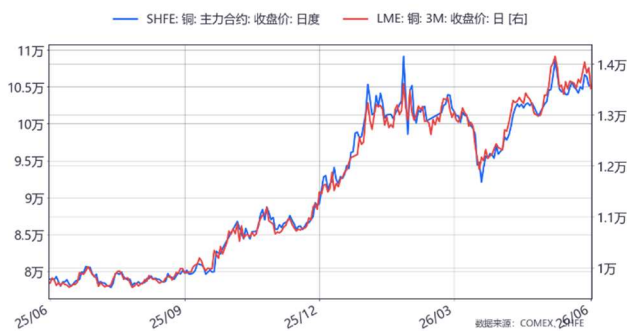


图2：伦铜进口盈亏



图3：国内电解铜价格及升贴水



图4：LME铜及现货升贴水

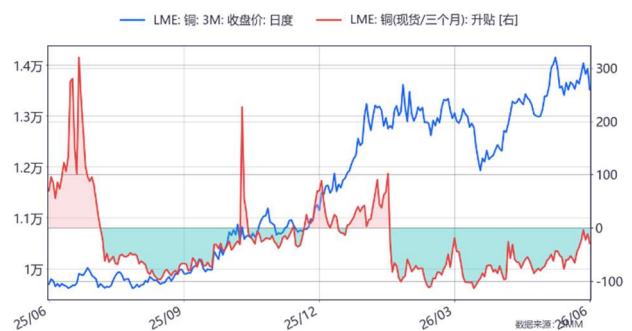


图5: CU-BC价差

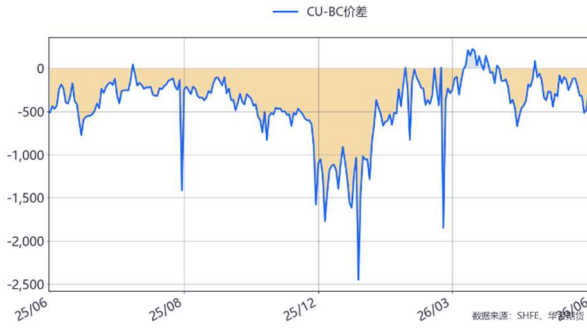


图6: 铜金比价

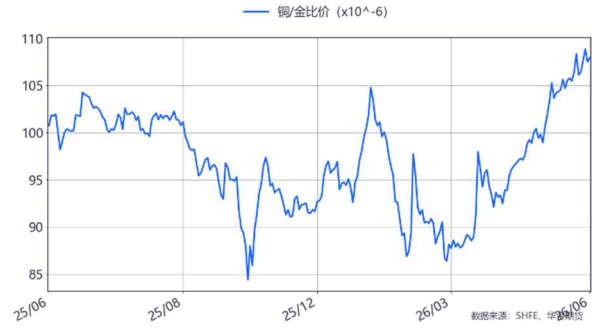


图7: LME铜价vs投资公司和信贷机构净多

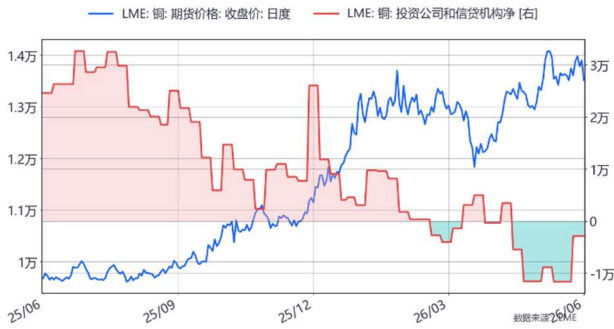
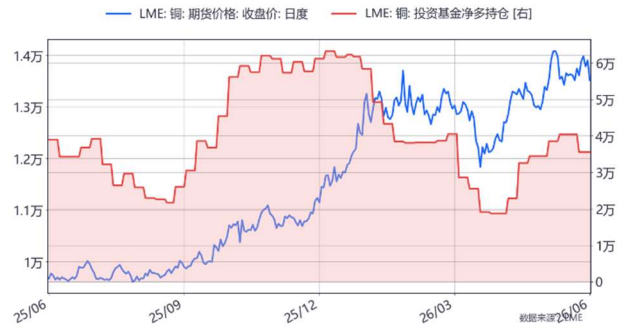


图8: LME铜vs投资基金净多持仓



二、宏观环境：非农超预期叠加鹰派发声，美元走强压制铜价

本周宏观环境对铜价形成明显压力，核心驱动来自美国超预期的就业数据。美国5月ISM制造业PMI新订单指数录得56.8，环比显著回升2.7个点，显示制造业需求端持续改善（见图9）。然而，更为市场关注的5月非农就业数据新增17.2万人，远超市场预期的8.0-8.8万人，近乎翻倍，强化了市场对劳动力市场过热的判断。

这一数据彻底改变了市场对美联储货币政策的预期。此前市场尚存的年内降息预期几乎被完全抛弃，CME FedWatch数据显示，年内加息概率快速攀升至67%以上。与此同时，美联储官员密集释放鹰派信号，使得市场风险偏好显著降温。反映在资产价格上，美元指数大幅走强，最新报100.08，周环比上涨0.7%（见图10）。美债10年期收益率同步上行至4.54%，美股及大宗商品普遍承压。

伦铜价格在强势美元和美债收益率上行的双重压力下，本周明显回落，自前一周的1.39万美元/吨下滑至1.35万美元/吨，跌幅达3%（见图10）。国内方面，中国5月制造业PMI新订单指数为49.9，环比下降0.7个点，再度回落至荣枯线下方，显示国内经济内需修复势头有所放缓（见图9）。中美PMI数据的背离，进一步加剧了市场对需求分化的担忧。

展望后市，宏观层面的焦点将转向美国通胀数据和美联储后续表态。在加息预期升温的背景下，美元指数短期大概率维持强势，这对以美元计价的铜价构成持续的估值压力。若后续经济数据继续超预期，不排除铜价进一步承压的可能性。

图9：中美制造业PMI：新订单

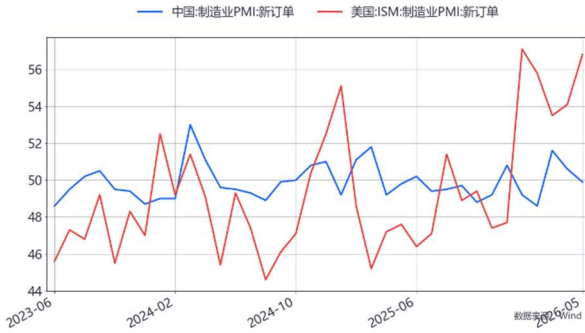


图10：美元指数vs伦敦铜



三、矿端供应：两大产铜国供应分化，全球矿端前景趋紧

本周矿端供应数据分化，但整体指向趋紧。南美两大主要产铜国1-2月产量表现不一。智利2月铜矿产量为37.54万金属吨，同比下降4.8%，1-2月累计同比下降3.9%（见图11）。秘鲁则表现相对稳健，2月产量同比增长2.9%，1-2月累计同比上升3.0%（见图12）。尽管秘鲁产量有所恢复，但智利产量的持续下滑仍是市场关注的焦点，尤其是考虑到其全球最大的铜矿供应国地位。

更值得警惕的是全球精矿贸易流量的显著萎缩。4月中国铜精矿进口量为235.16万吨，同比大幅下降19.0%，1-4月累计进口量同比微降0.8%（见图13）。尽管累计降幅不大，但单月进口量的大幅下滑已反映短期到港货源偏紧。5月全球主要港口铜精矿出港数据仅为93.97万吨，同比骤降76.3%，1-5月累计同比下降20.5%（见图14）。与之对应，5月国内主要港口到港数据为36.61万吨，同比下滑88.3%，1-5月累计同比下降33.4%（见图15）。

出港与到港数据的大幅下滑，清晰揭示了全球铜精矿贸易流动性的急剧收紧。这背后反映的是全球矿端供应的硬约束，包括部分矿山的品位下降、新项目投产不及预期以及矿石运输扰动等。赞比亚延长铜精矿出口免税政策，以应对冶炼厂停产，侧面印证了部分产地正面临原料短缺的困境。

矿端供应的紧张态势正在从预期走向现实，成为支撑铜价的最核心基本面因素。随着港口库存的消化，后续炼厂原料保障可能面临考验，这将为铜价提供坚实的底部支撑。

图11：智利矿山产量：万金属吨

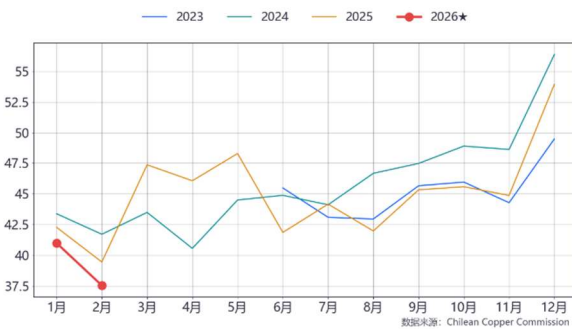


图12：秘鲁矿山产量：万金属吨

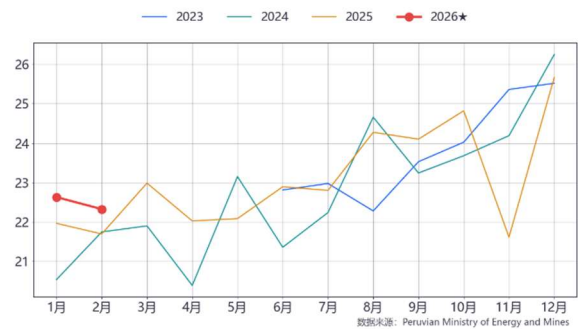


图13: 铜精矿进口量 月度

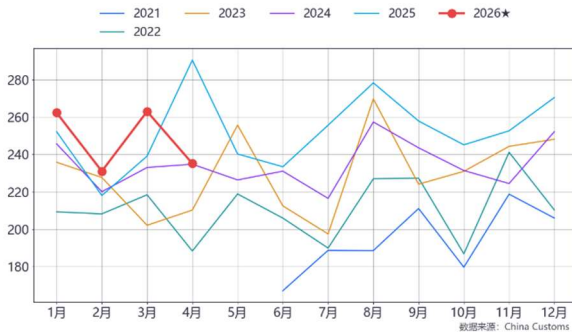


图14: 铜精矿全球主要港口出港数据汇总月度

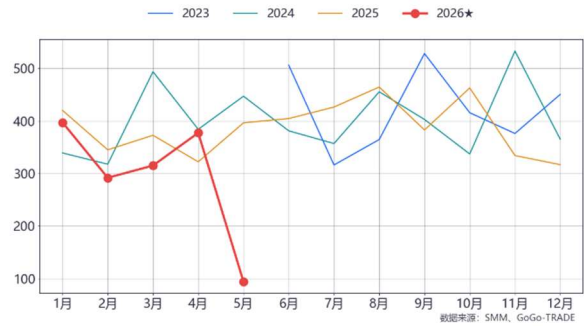
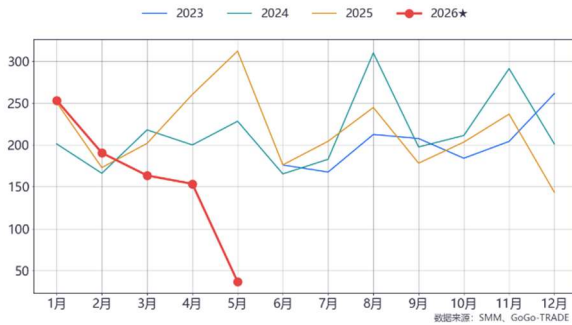


图15: 铜精矿国内主要港口到港数据汇总 月



四、精铜供应：产量延续增长，废铜偏紧与进口盈利窗口收窄

精铜供应方面，国内产量维持增长，但废铜供应趋紧。5月国内电解铜产量为116.94万吨，同比增长2.7%，1-5月累计同比增长7.7%，显示出国内冶炼厂在高矿端加工费压力下仍维持较高的开工率（见图21）。然而，矿端紧张传导至冶炼端的压力并未消失。5月总现货冶炼收益为1,084.04元/金属吨，环比大幅下降42.6%，虽仍高于去年同期水平，但利润收窄的趋势值得关注。长单冶炼收益则相对稳定，环比增长2.0%（见图20）。

废铜方面，国内废铜产量与进口量呈现“内减外增”的结构性分化。4月国内废铜产量为16.01万金属吨，同比下降23.5%，1-4月累计同比下降11.7%（见图16）。而4月废铜进口量为19.14万吨，同比增长13.9%，1-4月累计同比增加15.1%，弥补了部分国内废铜产量的缺口（见图17）。进口废铜盈亏平衡点最新报294.12元/吨，处于盈利状态，但精废价差收窄至524.59元/吨，环比大幅下降45.4%，显示废铜对电解铜的经济性优势减弱，废铜市场整体偏紧（见图18、图19）。

进口方面，4月电解铜净进口量为24.49万吨，同比增长40.6%，但1-4月累计同比下降33.5%（见图22）。电解铜进口盈亏现货报-634.23元/吨，仍处于亏损状态，限制了后续进口增量（见图23）。综合来看，精铜产量虽有增长，但废铜供应偏紧并未完全缓解，且进口窗口关闭，国内精铜总供应增量有限，这限制了市场出现大幅过剩的可能。

图16: 国内废铜产量

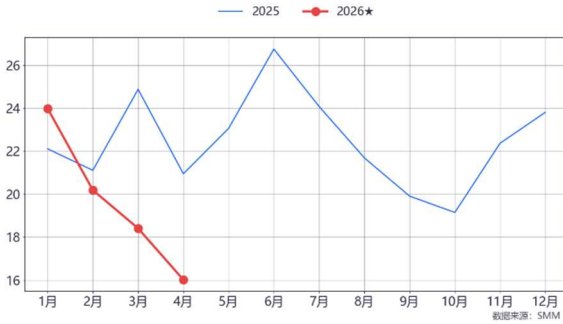


图17: 中国废铜进口量: 万金属吨

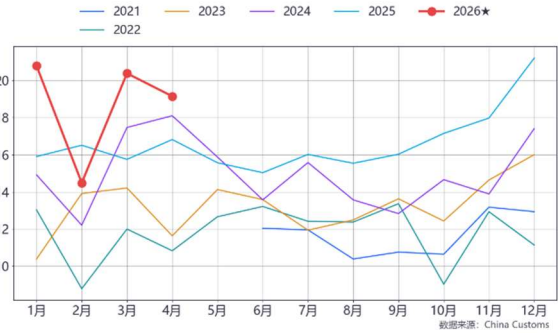


图18: 进口废铜盈亏平衡



图19: 精废价差 价格优势



图20: 铜冶炼收益



图21: 中国电解铜产量 月度

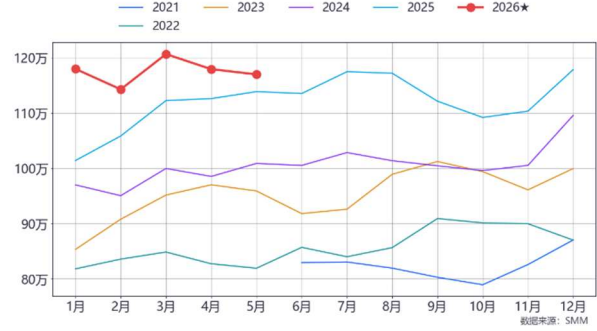


图22: 电解铜净进口量

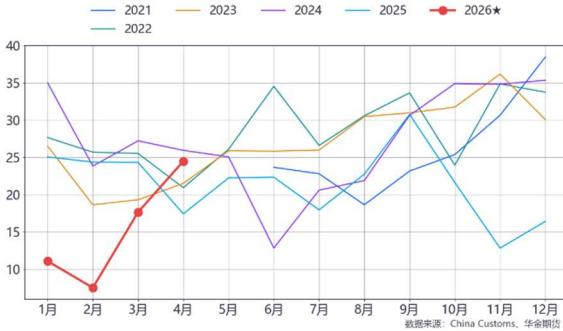


图23: 电解铜进口盈亏-现货



五、铜材加工: 下游开工率普遍偏弱, 需求复苏节奏迟缓

本周下游铜材加工端表现疲软, 各主要产品开工率普遍低于去年同期水平。4月铜材企业平均开工率为66.28%, 同比下降2.8个百分点(见图24)。其中, 作为铜消费主力的电解铜杆, 4月产量为99.18万吨, 同比增长6.1%, 维持了增长态势(见图25)。然而, 6月第一周的电解铜杆开工率仅为65.87%, 同比大幅下降8.1个百分点, 显示近期生产活动明显放缓(见图26、图29)。

其他细分领域同样不容乐观。再生铜制杆开工率仅为15.33%, 同比大幅下降12个百分点, 1-6

月累计开工率更是同比下降超104个百分点（见图30）。电线电缆企业开工率为68.37%，略低于去年同期1.8个百分点（见图31）。漆包线企业周开机率为75.2%，同比下降6.4个百分点（见图32）。下游企业库存方面，铜杆线企业原料库存天数为1.76天，同比下降6.9%；成品库存天数为3.57天，同比下降11.6%（见图27、图28）。库存双降反映出企业在需求疲软、价格高企的背景下，采购和备货意愿均较为谨慎。

与上述偏弱领域形成对比的是，锂电铜箔和电子电路铜箔两大板块表现亮眼。5月锂电铜箔企业开工率高达90.68%，同比跳升20.3个百分点；电子电路铜箔企业开工率为89.57%，同比上升14.0个百分点（见图33、图34）。这充分体现了新能源及电子行业对高端铜材需求的强劲拉动。

总体来看，传统铜材加工领域（如线缆、漆包线）需求复苏迟缓，部分受制于季节性淡季和高价抑制。而新经济领域（新能源、电子）的需求则保持高度景气，构成结构性亮点。短期内，传统领域的需求疲软是压制铜价上行动力的主要因素之一。

图24：铜材企业平均开工率 月度

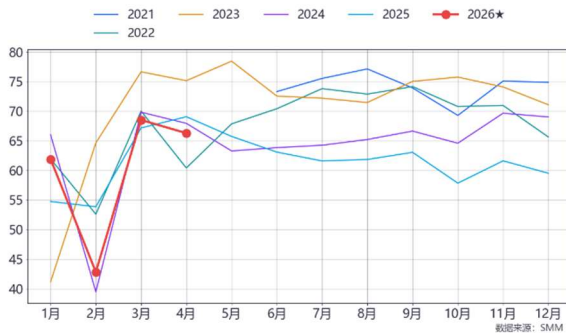


图25：SMM 电解铜杆产量 月度

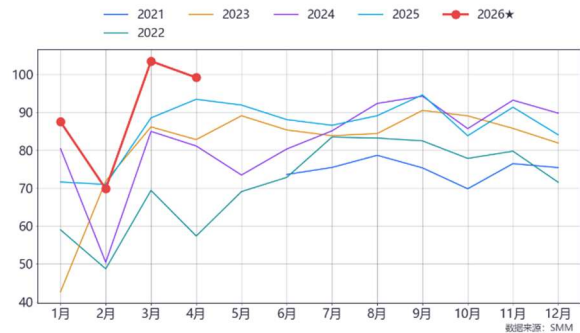


图26：SMM 电解铜杆开工率 周度

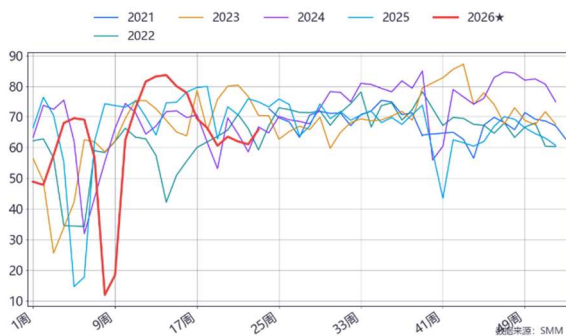


图27：铜杆线企业原料库存天数

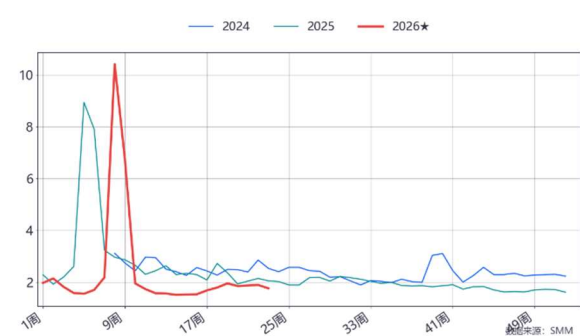


图28：铜杆线企业成品库存天数

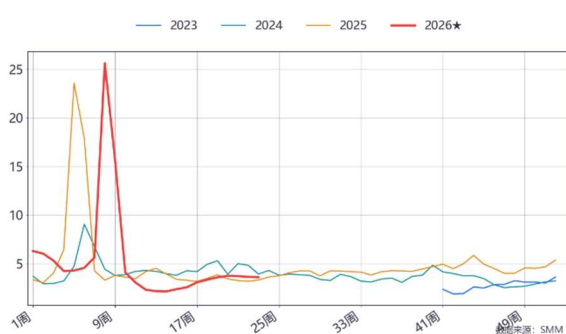


图29：电解铜杆开工率 周度

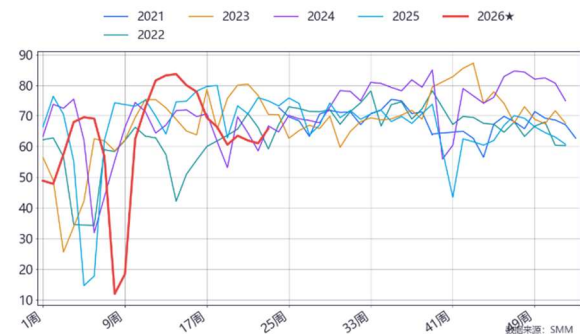


图30：再生铜制杆开工率 周度

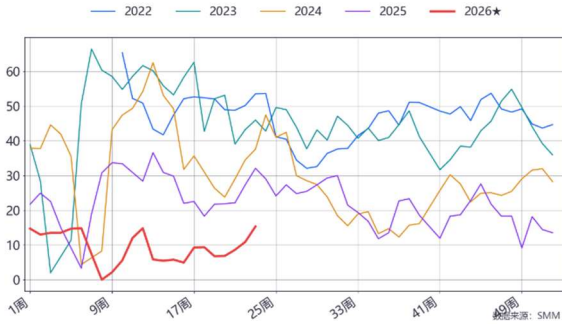


图31：电线电缆开工率 周度

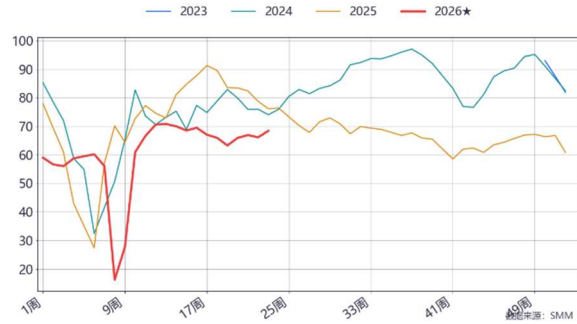


图32：漆包线企业周开机率 周度

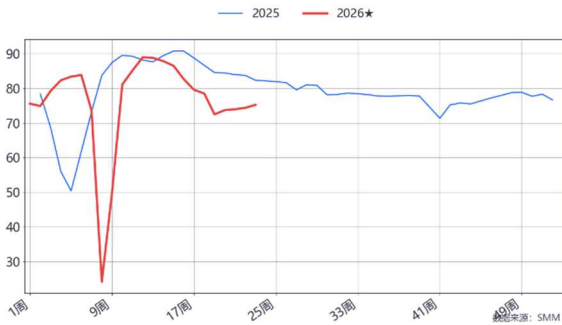


图33：锂电铜箔企业开工率 月度

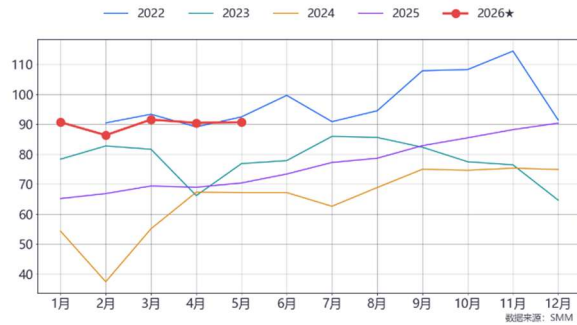
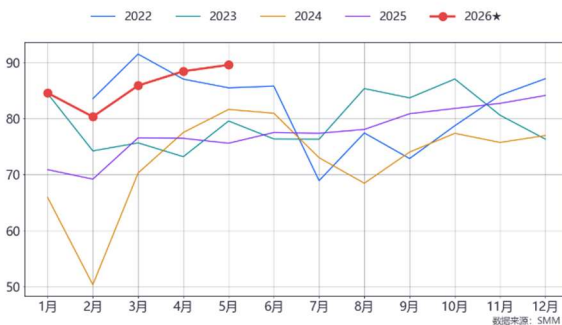


图34：电子电路铜箔企业开工率 月度



六、终端消费：新能源高景气对冲地产下行，终端消费结构分化

终端消费领域呈现显著的结构分化特征，传统板块需求疲弱与新兴领域高景气并存。电力投资方面，3月电网基本建设投资完成额为532.95亿元，同比增长2.5%，1-3月累计同比增幅达43.3%，电网投资持续发力（见图35）。4月国网铜招标测算量更是达到33.1万吨，同比暴增121.8%，这为后续的铜消费提供了坚实的支撑（见图40）。新能源领域，4月风电新增装机7GW，同比增长40.0%；新能源汽车产量为132万辆，同比增长5.5%（见图41、图42）。

然而，传统消费领域表现惨淡。房地产行业延续深度调整，3月房地产新开工面积5,289万平方米，同比下滑17.1%；竣工面积3,468.9万平方米，同比下降19.3%（见图36、图37）。家电领域，4月家用空调产量为2,107.8万台，同比下降6.0%，1-4月累计同比下降3.5%，生产开始步入淡季（见图38）。光伏新增装机方面，3月数据仅为8.91GW，同比大幅下降56.0%（见图39）。

综合来看，以新能源（风电、新能源汽车）和电网投资为代表的新兴及政策驱动领域，正成为铜消费增长的核心引擎。而传统的地产和家电板块则继续拖累整体需求。这种结构性分化使得终端总需求呈现出“总量平稳、结构优化”的特征。虽然有电网投资的强劲拉动，但地产的下行压力仍在，短期难以形成合力推动铜价大幅上涨。后续需关注地产政策效果及新能源项目落地节奏。

图35：中国电网基本建设投资完成额当期

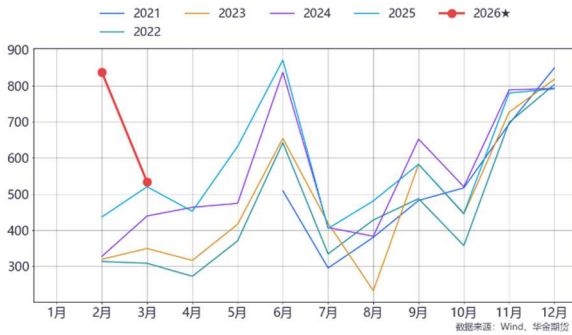


图36：中国房地产新开工面积：当月

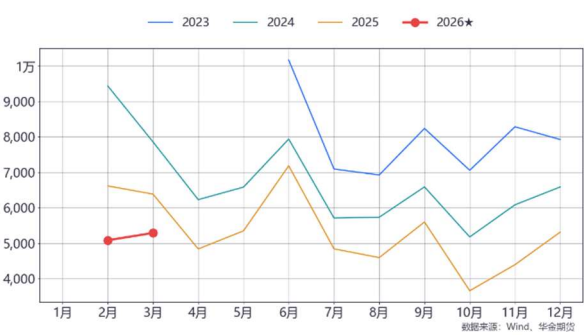


图37：中国房地产竣工面积 当月值

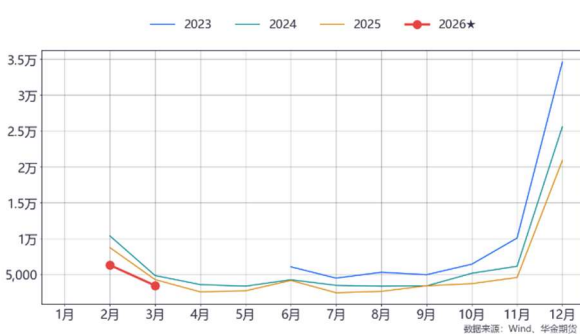


图38：中国家用空调产销量：万台

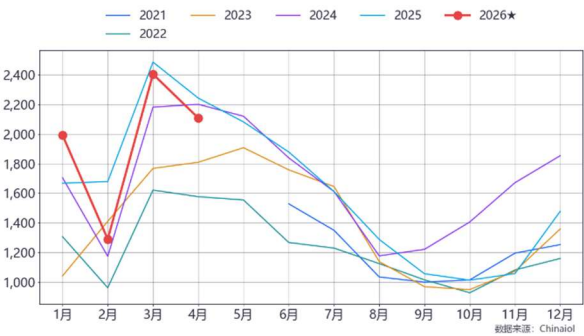


图39：光伏新增装机容量

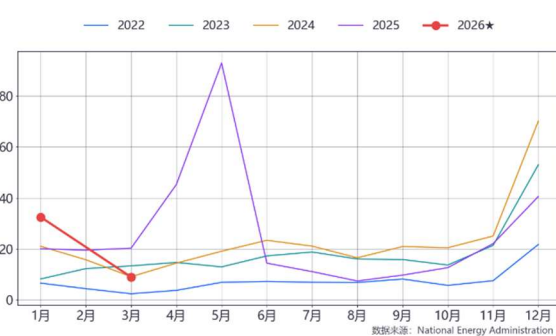


图40：国网铜招标测算量：吨

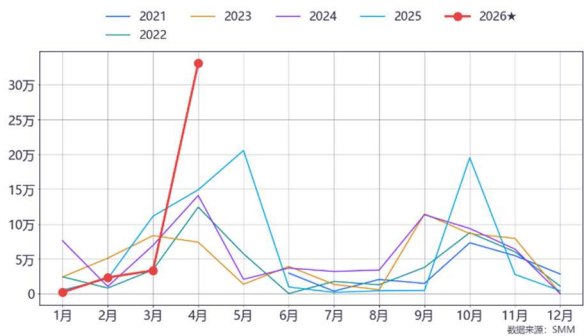


图41：中国风电新增装机容量

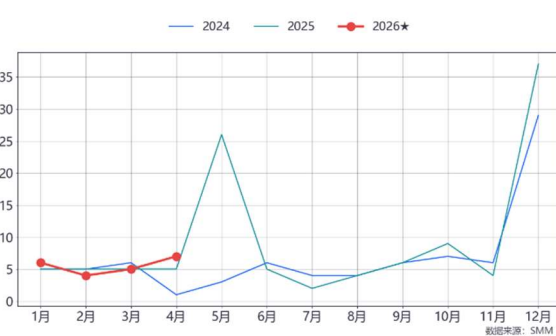
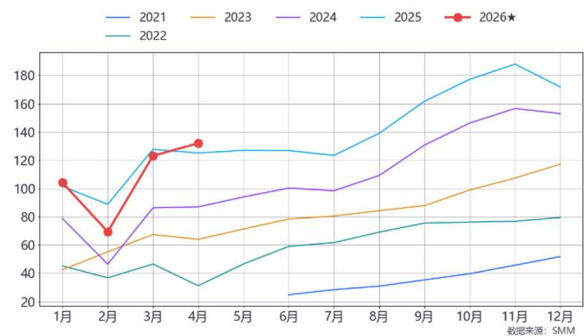


图42：中国新能源汽车产量



七、 库存变化：三大交易所库存高企，供需平衡隐含边际改善

全球三大交易所铜库存依然处于高位，但边际上已出现改善迹象。截至6月5日当周，COMEX铜库存为58.47万吨，同比增幅超过200%，维持高位（见图44）。LME铜库存为37.92万吨，同比增幅亦超过300%（见图45）。SHFE铜库存为16.95万吨，同比增加107.9%（见图46）。三大交易所库存合计超过113万吨，巨大的显性库存量对铜价上方空间构成压制。

高库存的背后是消费结构与贸易流向的重塑。COMEX库存高企，更多被解读为美国铜关税预期下的“囤货”行为，而非真实需求过剩。LME库存分洲别看，亚洲库存为21.73万吨，欧洲库存为3.73万吨，美洲库存为12.47万吨（见图47）。全球“抢铜”逻辑下，LME注销仓单曾出现单日暴增超5万吨的历史级波动，库存正在加速流向美国，这增加了市场的紧张情绪。

供需平衡表方面，SMM数据显示，4月电解铜供应缺口（库存变化）为-19.49万吨，较3月的-21.71万吨收窄2.22万吨（见图43）。供需平衡（产量减消费）为-12.2万吨，同样处于短缺状态。虽然缺口较3月有所收窄，但连续两个月的供需缺口显示国内铜市正处于去库周期。这与三大交易所显性库存高企形成了一定反差，主要是因为交易所库存包含了大量因关税套利而锁定在流通之外的库存。

展望后市，高显性库存是短期价格上行的阻力，但隐性的供需缺口和库存向美国的转移趋势，为价格提供了中期支撑。市场焦点正从“绝对库存高”转向“边际库存去化”和“物流结构转变”。

图43: SMM 电解铜供需平衡



图44: COMEX电解铜库存

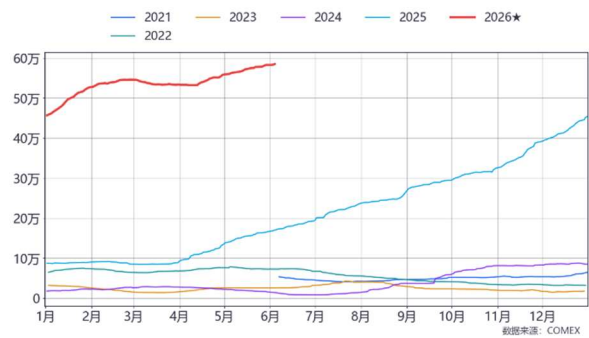


图45: LME电解铜库存

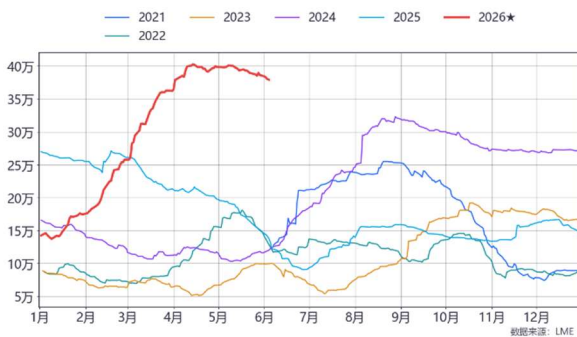


图46: SHFE 电解铜库存

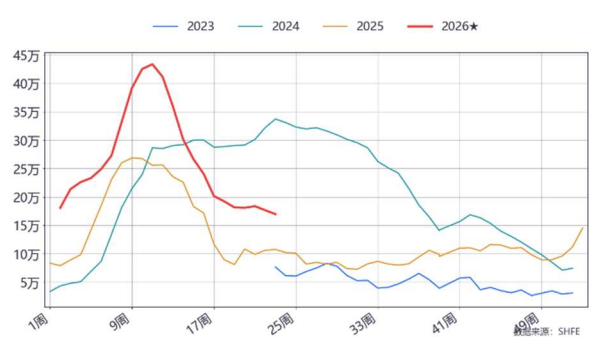
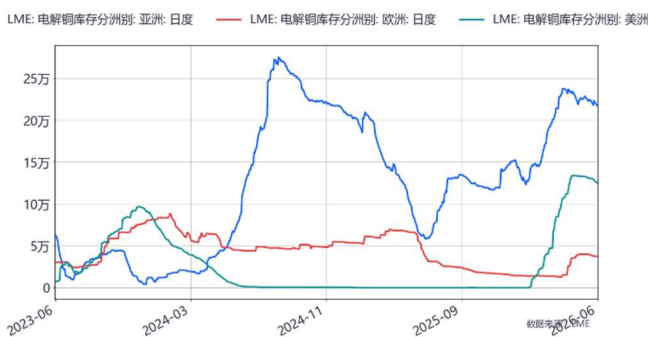


图47: LME 电解铜库存分洲别





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。