

## 铜：矿端紧张与宏观摇摆博弈，铜价区间震荡等待破局

### 基本面分析

**价格走势：**本周内外盘铜价走势分化，伦铜收涨而沪铜小幅回落。宏观情绪从加息恐慌到预期降温剧烈切换，主导了短期波动。现货市场国内贴水转升水，下游逢低补库意愿增强。产业资本与投机资本持仓出现显著分歧，博弈加剧。

**宏观环境：**中美制造业需求指标分化，中国新订单指数回落至收缩区间，美国则表现强劲。美元指数在数据波动中小幅走弱，对伦铜形成一定支撑。当前市场焦点完全集中于下周美联储议息会议，其对利率路径的表态将决定宏观风向。

**矿端供应：**全球矿端供应延续偏紧格局。智利产量同比下滑，秘鲁小增但不足以扭转全局。中国铜精矿进口量与国内港口到港量均出现显著同比下降，预示着未来原料端供应压力将逐渐显现，成为铜价下方支撑的核心逻辑。

**精铜供应：**得益于高冶炼利润，国内电解铜产量维持高位运行。废铜供应继续偏紧，精废价差偏低，限制了对精铜的替代效应。进口窗口持续关闭，净进口量累计同比仍为负增长。精铜总供应增量有限，供应端整体偏中性。

**铜材加工：**传统铜材消费进入季节性淡季，铜杆及线缆开工率同比走弱，下游企业维持低库存运营策略。锂电与电子铜箔是最大亮点，开工率同比大幅提升，显示新能源及电子领域需求强劲。上下游库存双低为价格提供一定韧性。

**终端消费：**终端消费结构分化加大。电网投资与国网招标量高速增长，对冲了房地产需求的持续萎缩。新能源汽车和风电装机提供稳定增量，但光伏新增装机出现大幅同比下降，需警惕其持续性。家电消费则表现疲软。

**库存变化：**全球显性库存总量处于高位，但结构分化显著。LME及COMEX库存高企，后者受关税预期影响形成物流锁定；而国内SHFE库存开始边际去化，供需平衡表转为去库。关注国内去库趋势的持续性，这将是短期价格强弱的关键。

### 策略建议

当前铜市场呈现实体基本面偏强（矿端偏紧、库存边际去化）与宏观情绪反复（加息预期摇摆、美元走弱）的格局。矿端TC深度负值及到港量下降提供了坚实底部，但LME和COMEX的高库存、传统消费淡季及下游低库存运营策略限制了向上弹性。宏观方面，美国通胀数据公布后，加息预期大幅降温，美元走弱为铜价带来支撑，但美联储政策路径仍存不确定性。

策略上，可考虑依托5月以来的震荡平台采取区间操作策略。产业套保方面，下游加工企业可利用当前内盘基差改善的窗口，在期货端逢低锁定远期现货采购成本。上游矿业及冶炼企业可考虑在价格反弹时逐步建立卖出保值头寸，锁定利润。

### 风险提示

1. 美联储超预期鹰派
2. 国内下游消费加速走弱
3. 海外库存持续大幅累积
4. 光伏装机持续萎缩超预期

## 一、价格走势：宏观情绪反复，铜价震荡整固

本周国内外铜价走势分化，呈现外强内弱格局。伦铜3M合约周五收报1.37万美元/吨，周环比上涨1.3%；而沪铜主力合约收于10.47万元/吨，周环比小幅下跌0.5%（见图1）。价格波动主要受宏观情绪剧烈切换影响：前半周美国强劲非农数据强化加息预期，伦铜一度承压；周中美国5月CPI同比虽录得4.2%，但核心CPI低于预期，加息预期随即降温，叠加中东地缘局势缓和，伦铜低位反弹。从年度区间看，伦铜与沪铜均处于近一年价格中枢附近，近三个月趋势呈震荡格局，表明多空力量在当前价位形成胶着。

现货市场方面，国内现货升贴水出现显著回升。SMM平水铜升贴水由前一周的-80元/吨转正至15元/吨，周环比大幅提升118.8%，反映出伴随铜价回调，下游逢低补库意愿增强，现货市场有所改善（见图3）。然而，伦铜现货对三个月合约的贴水则进一步扩大至-52.67美元/吨，较上周-29.18美元/吨明显走弱，显示LME市场现货压力仍然较大（见图4）。

跨市套利方面，本周伦铜进口盈亏由上周的盈利96.03元/吨迅速转为亏损1,474.65元/吨，进口窗口再度关闭（见图2）。此外，沪铜与国际铜的CU-BC价差由深度倒挂的-369.4元/吨大幅修复至-79.7元/吨（见图5），表明保税区铜相对国内的优势有所减弱，进口溢价压缩。

资金与比价方面，铜金比价本周录得114.81，周环比上涨6.3%，接近近一年高点（见图6）。LME投资基金净多持仓增加至3.99万手，环比上升12.4%（见图8），显示投机资金看多意愿增强。然而，代表产业资本的LME投资公司和信贷机构净多持仓则进一步下滑至-9,755.14吨，创年内新低（见图7），表明产业资本对当前价格水平持谨慎或偏空态度，两类资金的分歧加剧。

图1：沪铜vs伦铜走势

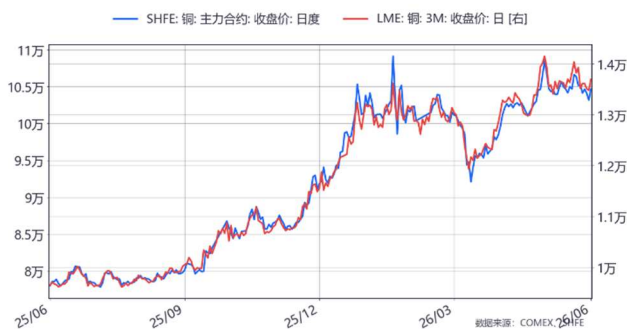


图2：伦铜进口盈亏



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

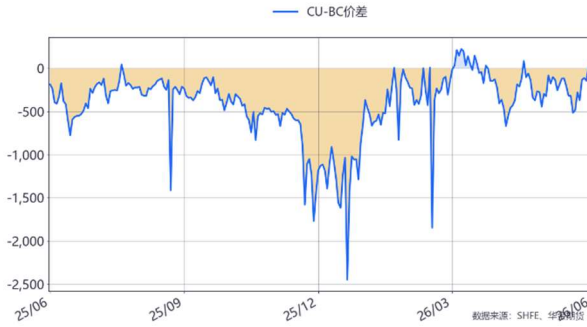


图6: 铜金比价

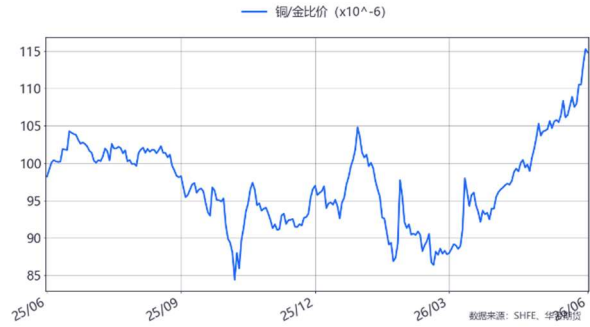


图7: LME铜价vs投资公司和信贷机构净多

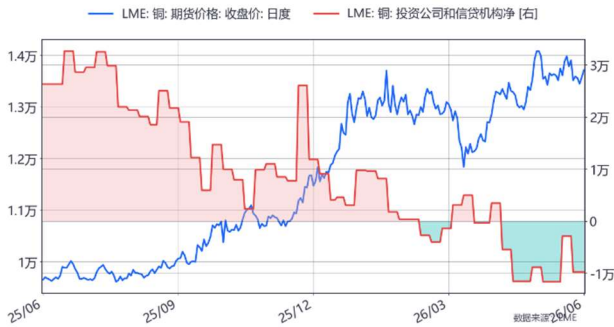
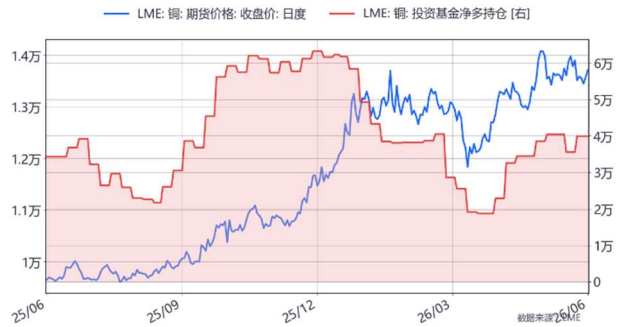


图8: LME铜vs投资基金净多持仓



## 二、 宏观环境：中美制造业需求分化，美元走弱支撑铜价

宏观环境方面，本周中美两国制造业PMI新订单指数均录得扩张区间以上的表现，但方向有所分化。中国5月制造业PMI新订单指数为49.9，较上月50.6小幅回落0.7个百分点，虽仍在荣枯线附近，但重新跌入收缩区间，表明内需恢复动能有待巩固（见图9）。相比之下，美国ISM制造业PMI新订单指数5月录得56.8，较上月54.1大幅上升2.7个百分点，且远高于去年同期的47.6，显示出美国制造业需求的强劲韧性，这为全球工业金属需求提供了一定支撑（见图9）。

货币与汇率方面，美元指数本周五报99.8，周环比微跌0.3%，延续近三个月以来的震荡格局（见图10）。本周宏观情绪的大幅波动——从非农后的加息恐慌到CPI数据公布后的加息预期降温——导致美元指数先扬后抑。周五，随着美国核心CPI低于预期，市场对美联储进一步加息的押注减少，美元承压回落。历史规律显示，美元走弱通常有利于以美元计价的有色金属价格，本周伦铜的反弹在一定程度上受益于此。

综合来看，当前宏观环境呈现“外强内弱”的特征：美国经济数据韧性较强，但货币政策预期摇摆不定；中国经济处于温和复苏阶段，但制造业新订单指数再度走弱，显示需求端亟待政策发力。当前市场焦点已转向下周美联储议息会议，其对通胀和利率路径的表态将成为影响短期铜价的关键变量。在宏观驱动不明确的背景下，铜价短期或更多受自身基本面及资金结构主导。

图9：中美制造业PMI：新订单

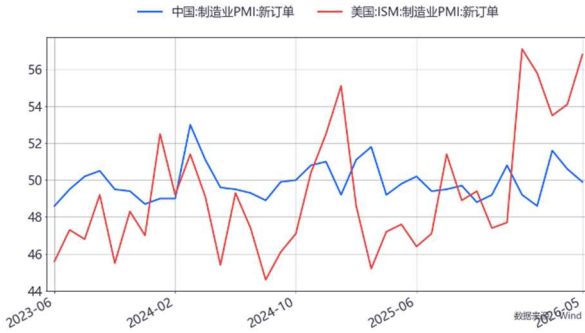
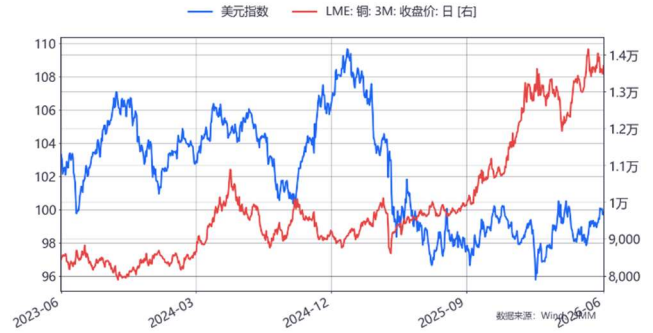


图10：美元指数vs伦敦铜



### 三、矿端供应：主产国产量分化，精矿到港量收缩

矿端供应层面，本周数据显示全球两大主要产铜国——智利与秘鲁的矿山产量延续分化态势。智利方面，2026年3月矿山产量为43.12万金属吨，同比2025年3月下降9.0%；2026年一季度累计产量121.65万金属吨，同比下降5.8%（见图11）。产量的下滑主要受矿石品位下降、部分矿山检修及水资源限制等因素影响。秘鲁方面，3月矿山产量为23.85万金属吨，同比增长3.7%；一季度累计产量68.8万金属吨，同比增长3.2%（见图12）。秘鲁产量的小幅恢复部分抵消了智利的下行压力，但整体矿端供应增长的持续性仍存疑。

进口数据方面，中国4月铜精矿进口量为235.16万吨，同比大幅下降19.0%；2026年1-4月累计进口991.51万吨，同比微降0.8%（见图13）。单月进口量的显著下滑暗示海外矿端发运节奏放缓。这与全球港口发运数据相互印证：5月全球主要港口铜精矿出港量为419.11万吨，同比虽增长5.7%，但1-5月累计出港量1,800.54万吨，同比下降3.0%（见图14）。

更值得关注的是国内港口到港数据。5月国内主要港口铜精矿到港量为250.9万吨，同比大幅下降19.6%；1-5月累计到港量1,011.46万吨，同比降幅达15.5%（见图15）。到港量的持续收缩意味着未来1-2个月内国内铜精矿原料供应将趋于紧张，这将直接对冶炼端开工和生产形成制约。

综合来看，尽管秘鲁产量有所恢复，但智利产量的下滑以及全球发运和国内到港量的减少，共同指向一个核心结论：全球铜精矿供应偏紧格局难以在短期内改善。“矿端紧张”仍是铜价下方的重要支撑因素。

图11：智利矿山产量：万金属吨

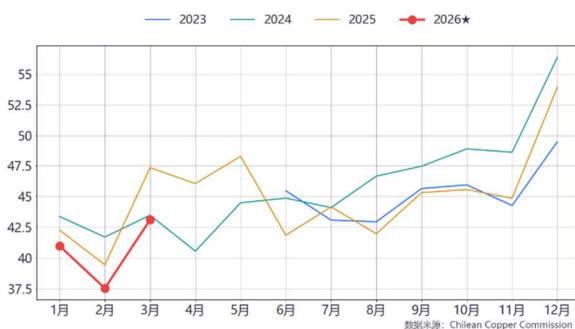


图12：秘鲁矿山产量：万金属吨

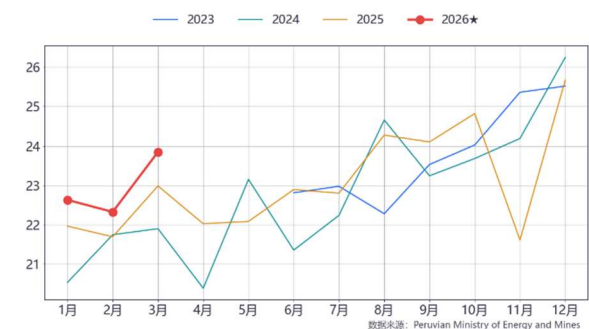


图13: 铜精矿进口量 月度

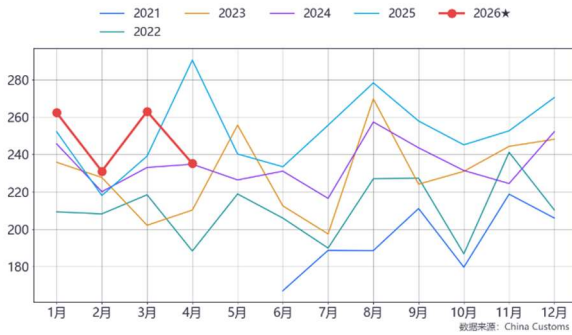


图14: 铜精矿全球主要港口出港数据汇总月度

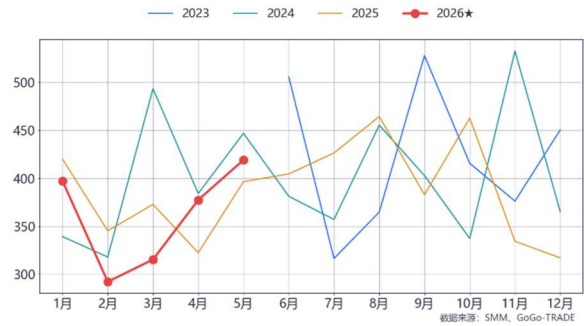
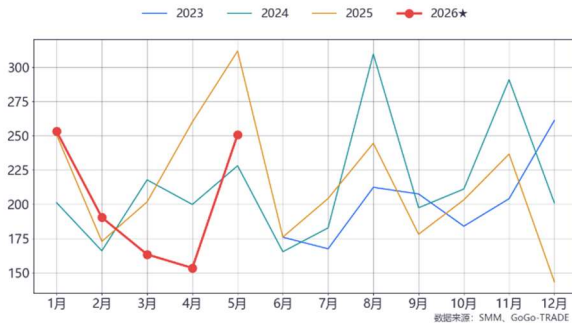


图15: 铜精矿国内主要港口到港数据汇总 月



#### 四、精铜供应：产量维持高位，废铜供应紧张结构延续

精铜供应层面，国内电解铜产量延续高位运行。2026年5月，SMM电解铜产量为116.94万吨，同比增长2.7%；1-5月累计产量587.61万吨，同比增长7.7%（见图21）。尽管矿端供应偏紧，但得益于较高的冶炼利润，尤其是副产品和长单收益的良好表现，国内冶炼企业维持了较高开工率。数据显示，5月总现货冶炼收益为1,084.04元/金属吨，虽环比上月下降42.6%，但同比仍录得大幅增长；同时，总长单冶炼收益攀升至5,341.02元/金属吨，创下近一年新高（见图20）。这表明当前冶炼端利润结构良好，是支撑产量高位的主因。

废铜方面，供应结构性收紧的格局仍在延续。4月国内废铜产量为16.01万金属吨，同比下降23.5%；1-4月累计产量78.57万金属吨，同比亦下降11.7%（见图16）。与国内产量收缩相反，进口废铜有所补充，4月进口量为19.14万金属吨，同比增长13.9%，累计进口增长15.1%（见图17）。从精废价差看，本周精废价差为1,041.53元/吨，较上周的524.59元/吨明显扩大，但仍处于近一年来的偏低水平（见图19）。窄幅的精废价差表明废铜相对精铜的性价比不高，下游企业更倾向于使用精铜。

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月累计净进口量60.67万吨，同比下降33.5%（见图22）。本周电解铜现货进口盈亏为-196.78元/吨，较上周的-634.23元/吨有所收窄，延续亏损状态（见图23）。

总体来看，精铜供应端呈现“精铜高产、废铜偏紧”的结构特征。冶炼利润高位支撑了精铜产量，而废铜供应的偏紧则对精铜消费形成支撑。进口窗口持续关闭，预计未来净进口量难以大幅回升。

图16: 国内废铜产量

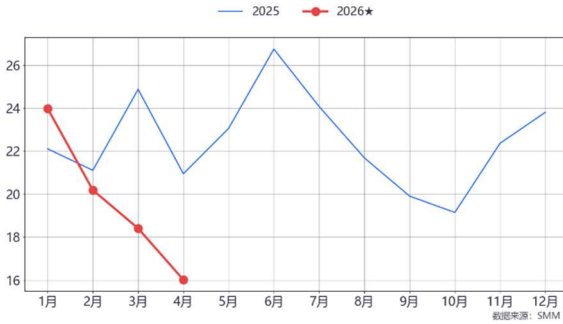


图17: 中国废铜进口量: 万金属吨

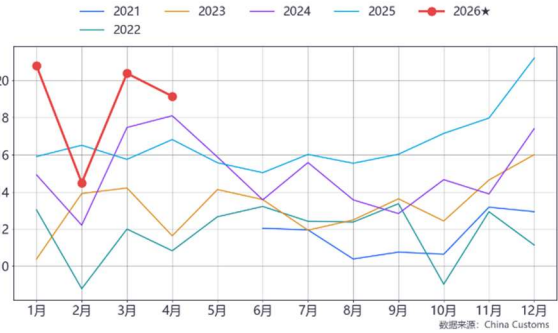


图18: 进口废铜盈亏平衡



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

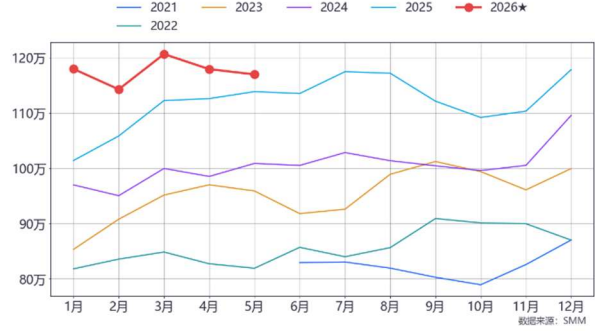


图22: 电解铜净进口量

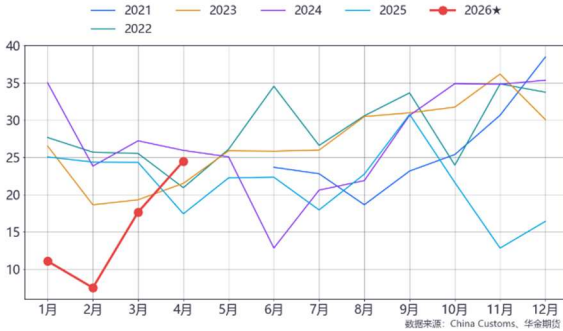


图23: 电解铜进口盈亏-现货



## 五、铜材加工: 铜材开工率季节性走弱, 下游备货谨慎

加工端数据显示, 铜材整体消费进入季节性淡季。5月SMM铜材企业平均开工率为63.34%, 同比下滑2.4个百分点, 且1-5月累计开工率也低于去年同期(见图24)。具体分品种来看, 精铜杆作为铜加工的核心领域, 5月产量为89万吨, 同比下降3.2%, 但年初至今累计产量448.98万吨, 仍同比增长7.8%(见图25)。产量的小幅下滑反映了下游订单的边际走弱。从周度数据看, 最新一周(截至6月11日)电解铜杆开工率为67.47%, 同比下降6.5个百分点(见图26、图29), 延续下滑态势。

库存方面，铜杆线企业的原料和成品库存均处于近年低位。截至6月11日，精铜制杆样本原料库存天数为1.74天，同比减少7.9%；同期成品库存天数为3.33天，同比减少17.6%（见图27、图28）。双低的库存水平表明，下游企业在铜价高位震荡背景下，普遍维持按需采购、低库存运营的策略，备货意愿不强。

分细项看，电线电缆最新周度开工率为71.03%，同比微增0.8个百分点，但年初以来累计值仍低于去年（见图31）；漆包线企业周度开机率为77.33%，同比下降4.3个百分点（见图32），两者均未显示出明显的需求亮点。再生铜制杆方面，开工率仅为13.05%，同比下降14.3个百分点，累计同比降幅更为显著（见图30），这延续了废铜供应紧张对再生环节的制约。值得注意的是，锂电铜箔和电子电路铜箔的月度开工率表现亮眼。5月锂电铜箔开工率为90.68%，同比大幅上升20.3个百分点；电子电路铜箔开工率为89.57%，同比上升14.0个百分点（见图33、图34），显示出新能源及电子领域对铜箔的强劲需求。

总体而言，传统铜材消费（铜杆、线缆、漆包线）在淡季效应下呈现走弱迹象，但铜箔因新能源和电子板块的需求拉动而维持高景气。上下游库存双低的格局，为价格提供了一定的韧性。

图24：铜材企业平均开工率 月度

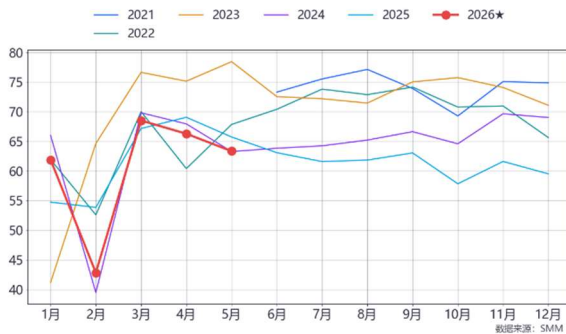


图25：SMM 电解铜杆产量 月度

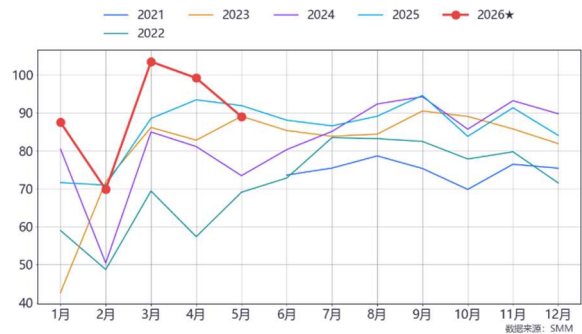


图26：SMM 电解铜杆开工率 周度

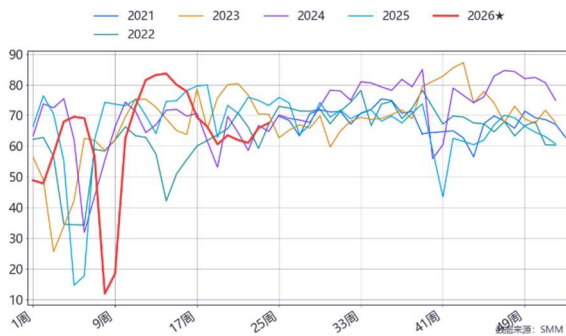


图27：铜杆线企业原料库存天数

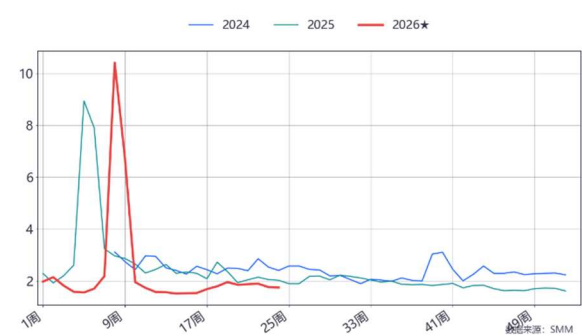


图28：铜杆线企业成品库存天数

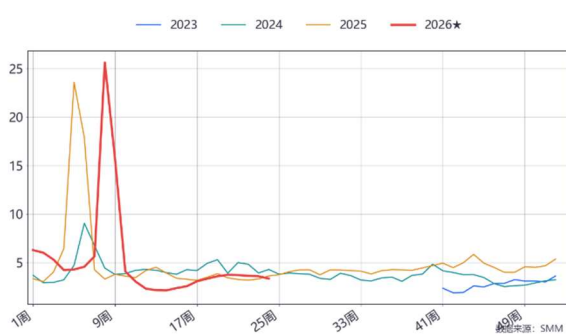


图29：电解铜杆开工率 周度

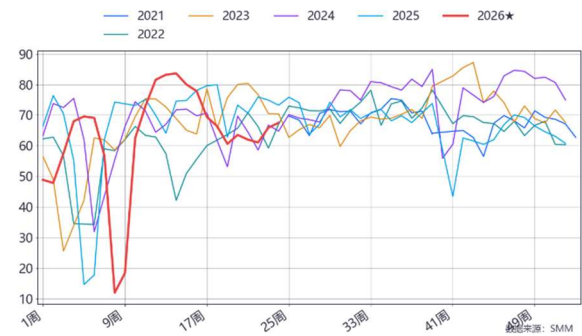


图30：再生铜制杆开工率 周度

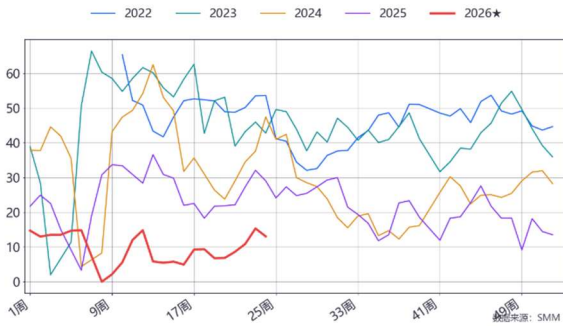


图31：电线电缆开工率 周度

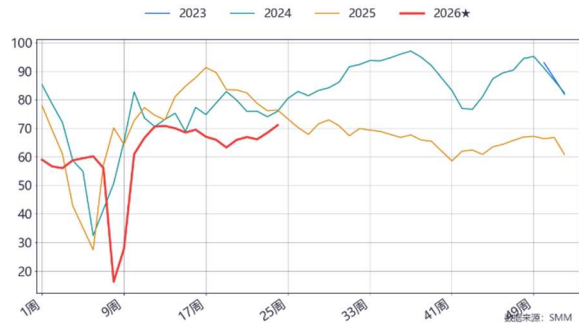


图32：漆包线企业周开机率 周度

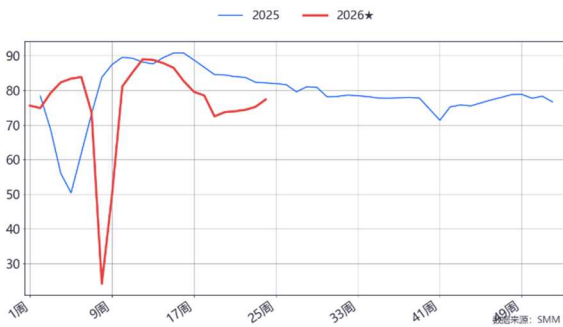


图33：锂电铜箔企业开工率 月度

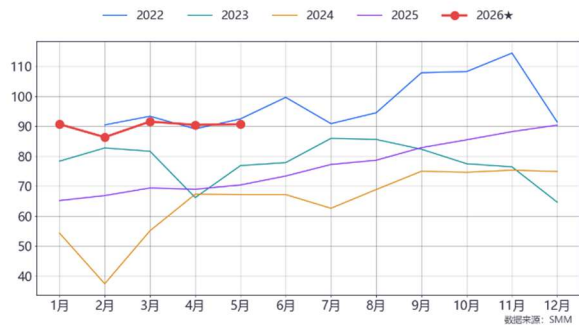
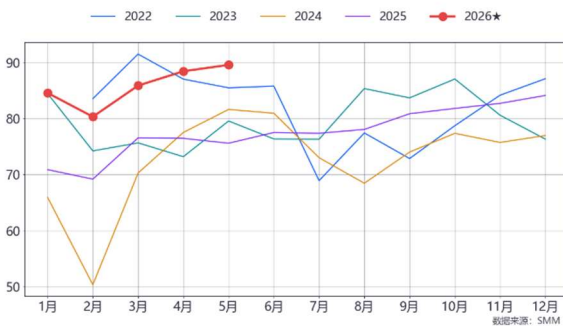


图34：电子电路铜箔企业开工率 月度



## 六、终端消费：传统需求承压，新能源与电网建设提供增量

终端消费领域，传统与新兴板块表现继续分化。电网投资方面，2026年1-4月电网基本建设投资完成额累计为493.97亿元，4月单月同比增长9.3%，2-4月累计同比大幅增长32.4%（见图35）。电网投资的强劲增长是铜消费的重要支撑，尤其体现在电线电缆领域。与此同时，SMM统计的国网铜招标测算量在4月达到33.1万吨，同比大增121.8%，1-4月累计同比增幅亦达35.7%（见图40）。大规模的招标落地预示着后续几个月基建类用铜需求将维持高位。

房地产方面，作为传统铜消费的重要领域，颓势依旧。4月房地产新开工面积为3,527.32万平方米，同比下降27.1%；1-4月累计同比下降22.1%（见图36）。3月竣工面积3,468.9万平方米，同比下降19.3%（见图37）。房地产行业的下行周期对建筑用铜形成了持续的拖累，短期内难以看到明显改善。

新能源领域是铜消费的最大增量来源。5月新能源汽车产量为23.4万辆，较去年同期大幅增长21.5万辆（注：数据单位可能有误，但其同比趋势明确为显著增长），1-5月累计产量155.4万辆，同比增加28.4万辆（见图42）。风电方面，4月新增装机7GW，同比增长40%，1-4月累计装机22GW，同比增长10%（见图41）。然而，光伏领域出现大幅下滑，3月新增装机仅为8.91GW，同比大跌56%（见图39）。光伏增速的骤降可能受到政策抢装退坡和并网消纳问题的影响，需关注后续月份能否

恢复。

家电方面，4月空调产量为2,107.8万台，同比下降6%，1-4月累计产量同比下降3.5%（见图38）。尽管夏季临近，但排产数据并未明显放量，整体表现平稳。

综合来看，终端消费呈现“内部分化”局面。传统的地产用铜需求持续萎缩，但电网投资和新能源汽车的高速增长提供了有效的对冲。光伏端的暂时疲软值得警惕，但在“双碳”目标下，长期增量趋势不改。

图35：中国电网基本建设投资完成额当期

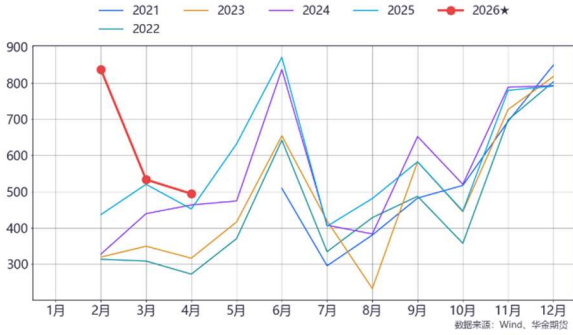


图36：中国房地产新开工面积：当月

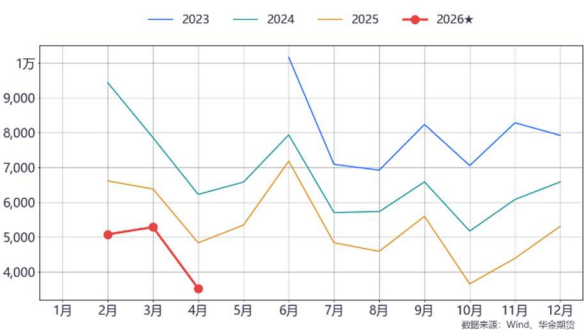


图37：中国房地产竣工面积 当月值

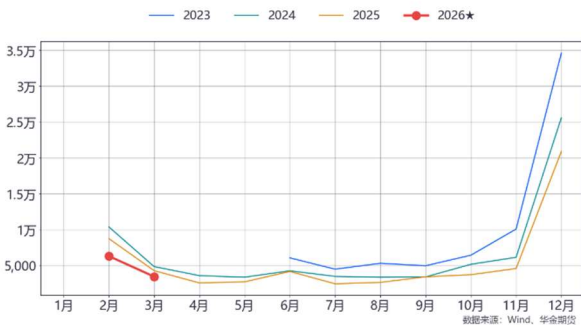


图38：中国家用空调产销量：万台

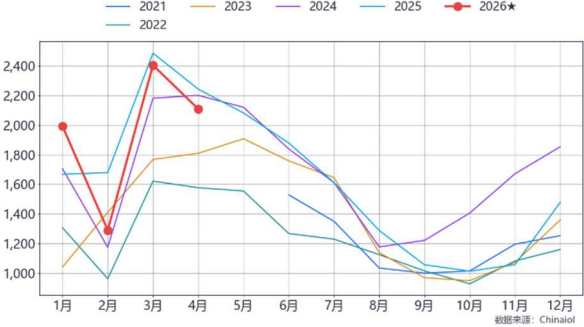


图39：光伏新增装机容量

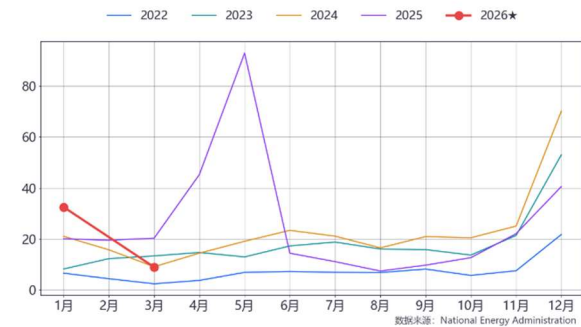


图40：国网铜招标测算量：吨

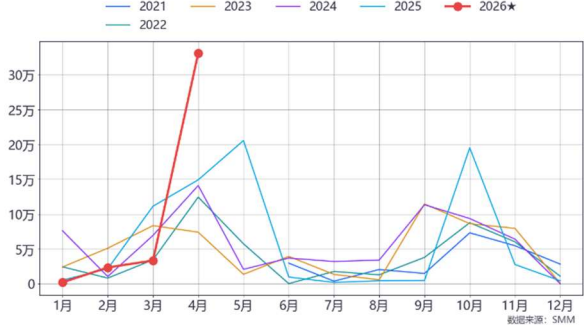


图41：中国风电新增装机容量

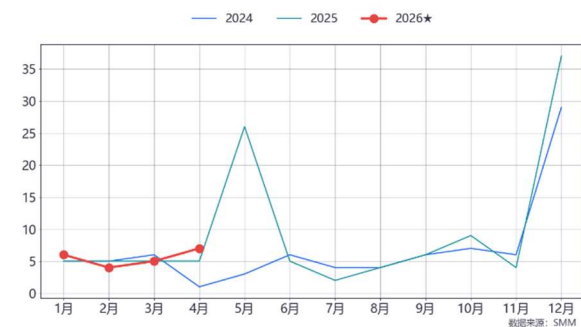
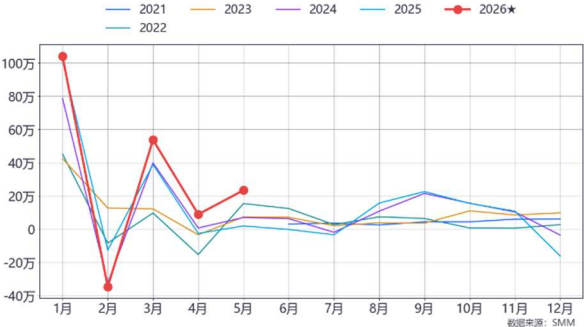


图42：中国新能源汽车产量



## 七、 库存变化：全球显性库存高位分化，国内库存去化启动

库存方面，本周全球三大交易所库存总量仍处高位，但内部结构呈现“海外高企、国内去化”的格局。截至6月12日，SHFE电解铜库存为18.82万吨，较上周略有下降，但仍同比增加130.8%，年初至今累计同比增加75.4%（见图46）。国内库存自3月峰值回落，近期去库速度有所加快。SMM供需平衡表显示，4月库存变化为-19.49万吨，较3月的大幅垒库（27.56万吨）显著改善，单月转为明显去库（见图43）。这表明在铜价回调后，下游补库意愿增强，供需格局有所好转。

LME方面，截至6月11日总库存为36.41万吨，与去年同期的9.12万吨相比增幅高达299%（见图45）。分地区看，亚洲库存为20.86万吨，周环比微降3.4%，欧洲库存为3.35万吨，美洲库存为12.2万吨（见图47）。LME总库存仍处高位，但注销仓单数据或已开始反映未来出库预期，需持续跟踪。

COMEX方面，库存总量达到了惊人的59万吨，同比增幅高达206.6%（见图44）。美铜库存的持续堆积，核心驱动力在于美国将铜列为关键矿产后，市场预期美国将对铜进口加征关税，导致贸易商大量将铜运往美国进行套利仓储。因此，COMEX的高库存并非传统意义上的“需求疲软”信号，而是政策预期下的一种物流锁定行为。

总体看，全球显性库存总量约114万吨，处于近年绝对高位。然而，库存的结构分化至关重要：LME和COMEX的库存高企反映了物流和关税预期，而上海保税区和SHFE库存的边际去化则反映了国内消费的回暖。短期内，海外高库存是压制伦铜表现的重要因素，但国内的去库趋势若延续，将对沪铜价格形成底部支撑。市场后续将高度关注国内去库的持续性以及LME注销仓单的变化。

图43：SMM 电解铜供需平衡



图44：COMEX电解铜库存

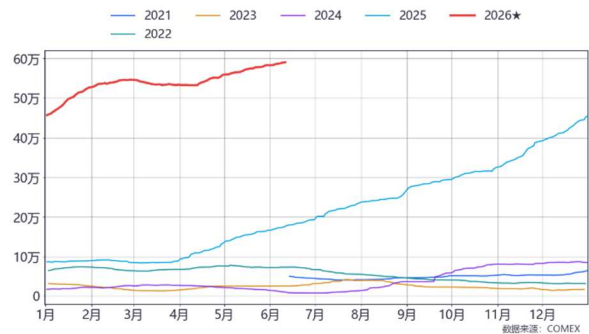


图45：LME电解铜库存

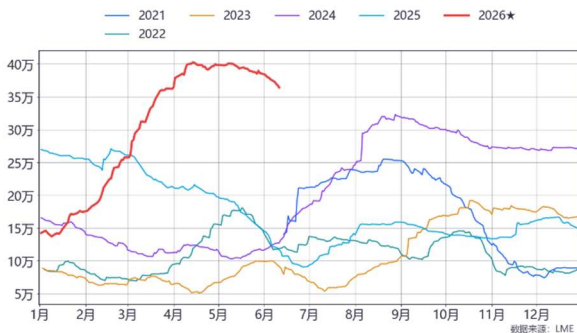


图46：SHFE 电解铜库存

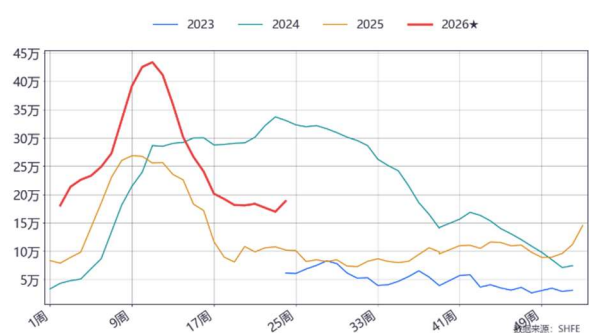
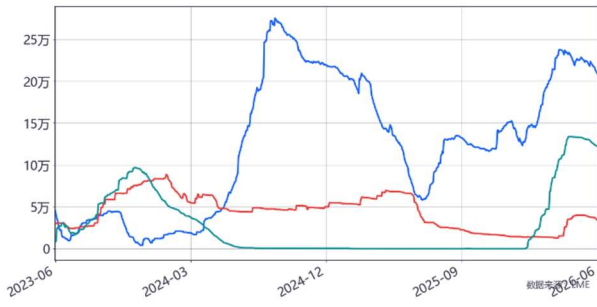


图47: LME 电解铜库存分洲别

LME: 电解铜库存分洲别: 亚洲: 日度 — LME: 电解铜库存分洲别: 欧洲: 日度 — LME: 电解铜库存分洲别: 美洲





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。