关税炒作加剧，铜价高位徘徊

本文作者：中金财富期货研究所 李小薇

期货从业资格证书号：F0270867

期货投资咨询从业证书号：Z0012784



概述：中国铜精矿 TC 负值走扩短期难以逆转，叠加国内部分冶炼厂兑现小幅减产计划，继续托底铜价。下游需求对于价格的接受程度和实际需求尚未匹配，仍需数周对 8 万元左右的价格进行消化。关税预期持续发酵和需求受抑，显示和预期持续摩擦下，铜价高位运行概率较大。

铜矿供应持续偏紧

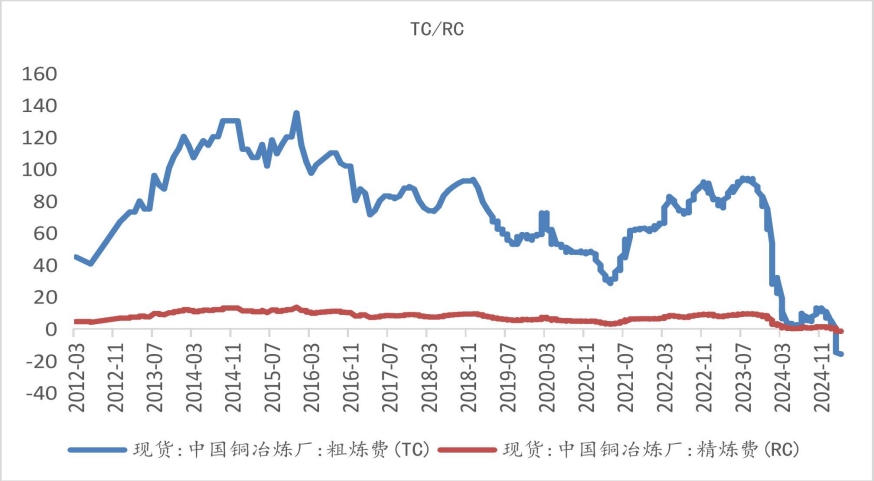
据 ICSG 数据，2024 年全球铜矿继续维持低增速，全年产量 2291.3 万吨，同比增长 2.4%，增量仅 53 万吨。而从 2025 年产量规划来看，多家矿企已明确下调全年产量，第一量子位于巴拿马的铜矿今年复产无望，全球铜矿供给缩紧趋势进一步强化，全年预计矿端增量仅 40 万吨左右。

此外，部分海外公司如自由港、嘉能可等下调 2025 年产量指引，带来供给预期差。复盘来看，Teck、Ivanhoe 等矿企 2024 年运营中也下调了年产指引，部分矿企 2024 年产量相较指引中值完成率不到 90%，反映短期企业运营及供给释放干扰率较高。

加工费低迷，冶炼利润亏损严重

2025 年长单 TC 价格每吨 21.25 美元为历史最低水平，年后现货加工费则再次深陷负值区间，最新的现货加工费水平为-15.83 美元/吨，冶炼厂加工费持续低迷。在当前的加工费水平下，无论是长单还是现货，冶炼厂都难以盈利。根据测算，当前长单条件下的单吨铜冶炼亏损幅度为-165 元/吨，现货条件下的单吨铜冶炼亏损幅度为-985 元/吨。因此，在当前加工费水平下，冶炼厂亏损严重，难以为继。

图表 1：TC/RC 持续下行



冶炼厂检修即将开始，减产或正在路上

SMM 月度数据来看，2024 年下半年开始，精炼铜持续处在高产量的趋势中，这样的高产量背后体现的是冶炼厂大幅消耗自身库存，同时这样的高产量状态是不可持续的。从 SAVANT 全球铜冶炼指数看出，目前铜冶炼闲置产能有上升趋势并处在历史较高水平；统计冶炼厂动态来看，国内外均出现了部分减产检修信息，进入 3 月后，有 3 家冶炼厂有检修计划，但对实际产量影响并不大，部分厂家表示检修影响会反映在 4 月。因为冶炼厂检修增加和亏损幅度较大部分冶炼厂将降低产能利用率。不过黄金价格持续突破新高以及硫酸价格出现一定幅度的上升，副产品价格的上涨在一定程度上弥补的冶炼厂的亏损。

关注特朗普政府的关税政策的实际影响

此前关税的冲击有所缓和，但特朗普近期宣布对墨加关税措施于 3 月 4 日实施。尽管目前铜仍未被正式宣布加征进口关税，但随着 2 月 10 日特朗普宣布计划对钢铁、铝产品加征 25%关税，市场开始预期铜可能成为继铝和钢铁之后下一个征税对象。根据高盛预测，到 2025

年底，美国对铜进口征收10%关税的可能性为70%，，因此市场投资者定价未来美国进口成本增加，致使COMEXX铜主力合约明显走高。一旦铜品种加征关税后，COMEX本身的挤仓概率及预期将大幅提升，从而进一步传导到国内铜价。

总结

关税预期反复对铜价形成扰动，年初以来美铜进口关税价差预期为铜价交易主线，COMEX-LME价差近期再度走强，境外铜价的强势打开境内外反套空间，提振沪铜价格。高铜价抑制需求释放，铜杆开工率持续下滑，预计铜价将会继续震荡偏强运行，等待下游需求的验证。

法律声明

版权免责声明：本报告由中金财富期货有限公司提供，未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

报告内容免责：本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

报告使用免责：本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。

中金财富期货有限公司

公司网站：http://www.tqfutures.com/

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元

邮编：518038

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900