

【鑫期汇】多重博弈下的铜：供需错配、政策和宏观搅动

5月以来，全球铜市呈现出显著的上行趋势与高位震荡并存的复杂格局。作为北美地区重要的铜定价基准，纽约商品交易所（COMEX）铜期货在5月中旬再创历史新高，与LME铜之间的升水再度扩大。进入6月后，随着5月美国非农数据公布，全球铜价进入了宽幅震荡的格局，多空双方在宏观预期与产业现实的撕扯中寻找新的均衡点，对于具体操作而言，严控风险和降低预期是近期重点。

一、供给端约束与AI需求共振

当前铜价的相对坚挺，深层动力来自长期的供需错配。在供给端，矿端“硬缺口”日益凸显，截至6月5日，中国铜精矿现货TC（加工费）已跌至负115美元/干吨的历史极端低位。这一负值意味着冶炼厂在加工铜精矿时不仅无法收取费用，反而需要向矿山倒贴资金，这在铜工业史上极为罕见。其背后是铜精矿供应的持续紧张——全球主要矿山面临品位下滑、环保约束趋严、社区冲突频发等多重挑战。秘鲁南方铜业价值18亿美元的Tia Maria项目许可被撤销，从五年供应展望中移除了12万吨的年产能预期；印尼Grasberg矿的不可抗力事件进一步收紧了精矿市场。即便蒙古Oyu Tolgoi的增产提供了部分补给，全球铜精矿市场仍处于极度紧绷状态，冶炼产能与矿源之间的错配正在重塑产业链利润分配格局。

与此同时，需求端的结构性变革也正在重塑铜的消费版图。人工智能（AI）与新能源已成为拉动铜需求的超级增量。现代GPU密集型数据中心集群的铜消耗强度是传统服务器农场的近五倍，2026年全球算力扩张带来的铜年需求增量估计高达47.5万吨。从高速背板连接器到液冷散热系统的管路，从配电母线到UPS不间断电源，铜在AI基础设施中无处不在。这种由科技产业深度绑定的新叙事，为铜价提供了极强的向上弹性，也使得铜从传统周期品向“新基建核心材料”的定位跃迁。

二、政策调整与库存分化

5月至6月初，全球三大交易所的铜库存走势出现了较为罕见的区域分化。一方面，COMEX铜库存持续攀升，截至6月8日达64.6万短吨，创历史新高；而同期LME铜和上期所铜库存分别从40万吨和19万吨下滑至37万吨和17万吨，呈现出“西升东降”的鲜明反差。

这场库存变化的直接推手与美国近期的关税政策调整密切相关。美国白宫于6月1日发布公告，对进口铝、钢铁及铜相关产品的关税制度进行了部分下调，但核心关税未变。与此同时，市场高度关注美国商务部须在6月30前提交的铜进口调查评估报告。若按市场普遍的预测，第一



阶段（2027年）起税率15%，第二阶段（2028年起）税率上调至30%，那么全球铜市场事实上分割为更高成本的美国国内价格和更紧张的国际供应格局。在此背景下，贸易商提前在全球范围内搜寻铜源并抢运至美国以规避潜在成本或锁定溢价。5月中旬以来，LME 铜注销仓单比例从不足15%升至接近40%。

铜并没有消失，只是从伦敦搬到了纽约，这种极端的库存再分配暴露了全球供应链在政策博弈下的脆弱性，也折射出市场对未来贸易壁垒升级的深层焦虑。

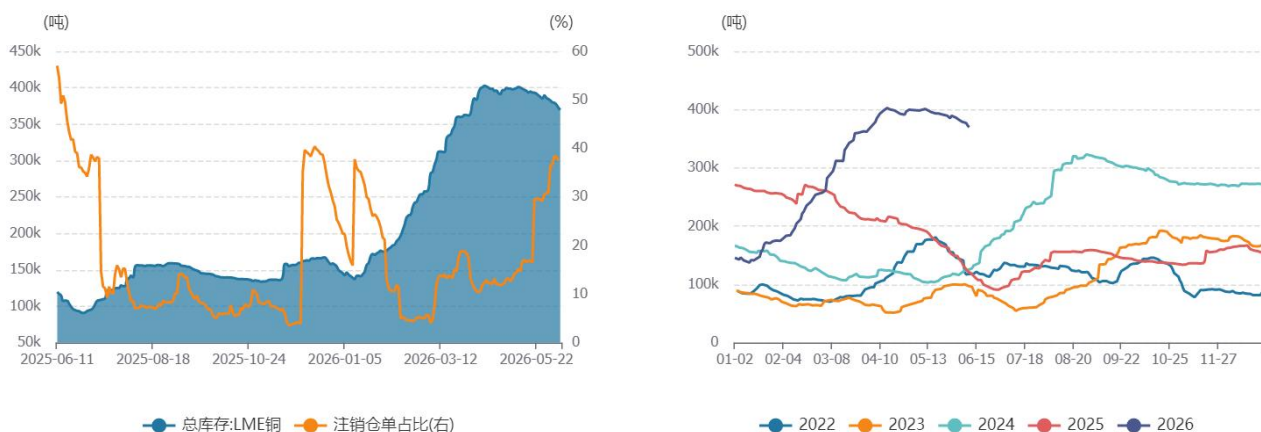


图1：COMEX 铜库存 数据来源 WIND

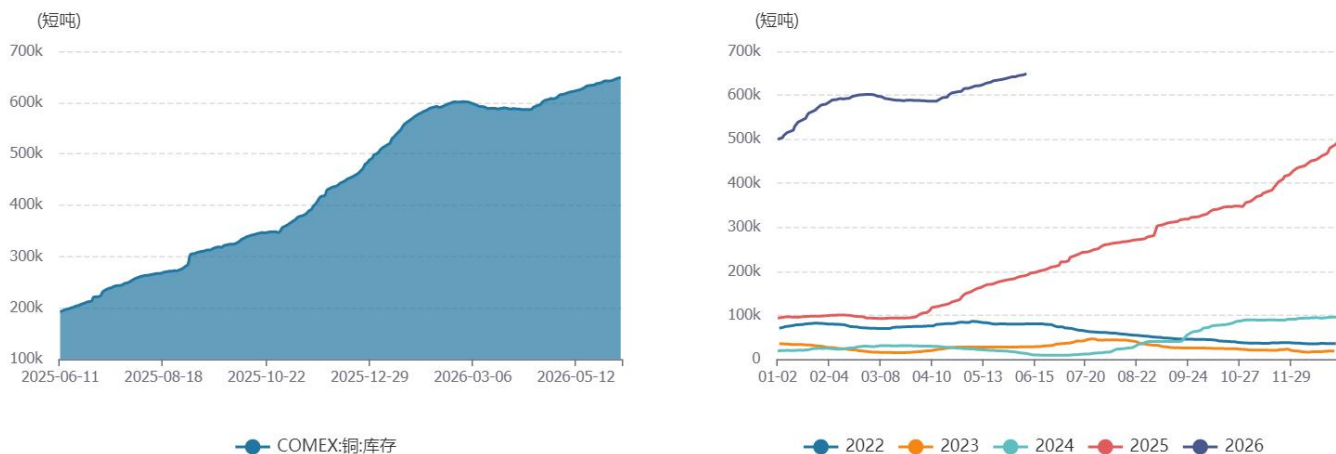


图2：LME 铜库存 数据来源 WIND

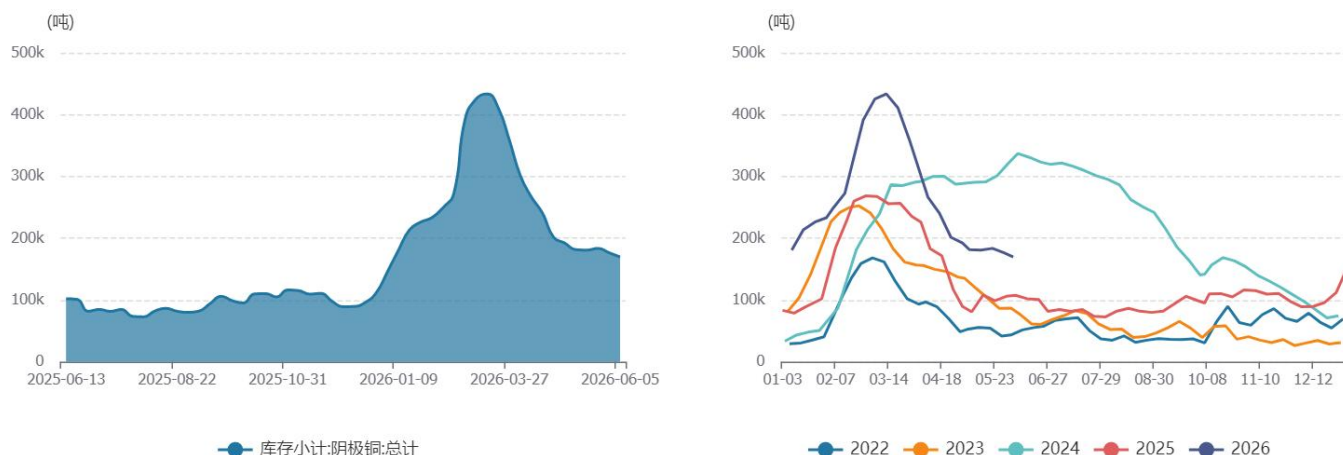


图3: 上期所铜库存 数据来源 WIND

三、加息预期下的价格调整

尽管产业基本面强劲，但铜价仍不可避免地受宏观经济环境和政策的制约。进入6月，美联储货币政策预期的摇摆成为扰动市场的最大变量。6月5日公布的美国5月非农就业数据大幅好于预期，触发了市场对美联储年内不降息甚至可能加息的预期，当晚美元指数走强，流动性趋紧的担忧使得风险资产价格普遍承压，COMEX铜价盘中跌幅超4%。因为铜价对利率环境高度敏感——更高的利率不仅增加了持有库存的融资成本，也通过美元走强对以美元计价的大宗商品形成系统性压制。此外，美元升值还会抑制新兴市场以本币计价的铜购买力，对全球实物需求形成二次传导。这种宏观层面的逆风，与产业层面的强劲支撑形成了鲜明的张力，构成了当前铜价高位震荡的核心矛盾。

四、COMEX 基金净多临近历史峰值

从3月底以来，COMEX 非商业净多持续增加，4月初从4万手增至最新7.8万余手，已攀升至逾五年高位，逼近历史峰值区间。这一极端拥挤的交易筹码结构意味着，一旦宏观情绪转向或关税政策不及预期引发资金减持，也易触发价格的调整。



图4: COMEX 铜非商业净多 数据来源 WIND 华鑫期货研究所

五、总结

当前铜市的核心矛盾已从简单的总量短缺，转向由宏观政策和金融套利驱动的资源区域配置的复杂博弈。短期内，6月30日的关税裁决结果或是最大的不确定性来源，若加征关税落地，可能进一步抽紧非美市场供应；而6月中旬美联储的利率决议也将持续考验铜价的抗跌韧性。对于市场参与者而言，需要警惕短期价格波动。因为铜市的定价逻辑正在从传统的供需均衡模型，向一个叠加了政策博弈、金融套利和科技叙事的复杂系统演进，这对所有参与者的风险管理能力提出了更高的要求。对于具体操作而言，严控风险和降低预期是近期重点。



注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对于依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究 创造价值”的理念，深谙“见微知著，臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

章致海

期货从业资格：F03117293

投资咨询资格：Z0019353

邮箱：zhangzh@shhxqh.com

华鑫期货有限公司

地址：上海市徐汇区云锦路277号9F、10F（电梯楼层10F、11F）

邮编：200000

电话：400-186-8822



华鑫期货



华鑫期评

