

沪铜：630 报告前的定价逻辑与三种路径

报告日期：2026 年 6 月 26 号

投资咨询业务资格

皖证监函【2017】203 号

研究所 化工小组

研究员：潘兆敏 从业资格号：F3064781 投资咨询号：Z0022343

初审：张莎 从业资格号：F03088817 投资咨询证号：Z0019577

复审：赵肖肖 从业资格号：F0303938 投资咨询号：Z0022015

总部地址：合肥市包河区花园大道986号安粮中心23-24层

客服热线：400—626—9988

网站地址：www.alqh.com

核心摘要：

铜市当前处于“中长期基本面确定性”与“短期政策不确定性”的交叉节点。矿端供给短缺（2026 年全球铜精矿缺口 75 万吨、现货 TC 深度倒挂至 -118 美元/干吨）为铜价提供刚性成本支撑，AI 算力与新能源转型带来的需求增量持续强化中期上行逻辑；但 6 月 30 日美国 232 关税评估报告即将落地，COMEX 65 万短吨历史高库存与美联储加息预期（12 月概率 86%）构成短期压制。本文构建“关税落地/暂缓/推迟”三种情景推演框架，指出无论政策结果如何，矿端成本底线将有效约束下跌空间，短期政策扰动不改变铜价中期运行重心逐步抬升的基本格局。核心观测指标为：期限价差结构、内外比价与进口盈亏、全球库存流动方向。

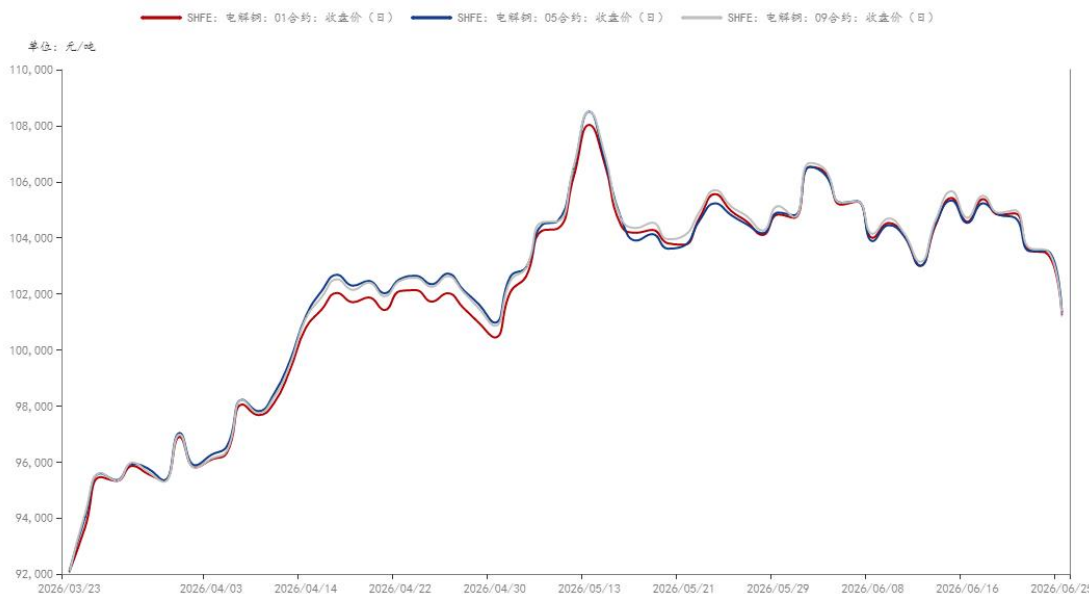
一、当前铜市场运行特征

当前铜价受时间、区域供需、市场预期三重维度分化影响，盘面呈现区间震荡、波动放大特征，整体运行格局为下方成本支撑明确、上方宏观与政策预期压制明显。

1. 期限维度：近月矿端支撑，远月宏观承压，价差收敛波动率抬升

盘面走势分化特征显著：6 月 25 日沪铜主力合约单日下跌 2230 元/吨，6 月 26 日夜盘快速反弹至 102260 元/吨，宽幅震荡反映市场多空分歧加大。核心逻辑为：短期铜矿供给偏紧形成底部支撑，但远期全球货币紧缩预期压制远期价格。沪铜期限结构自年初正向升水转为近月贴水，但合约间价差仅维持 20 元/吨左右，各合约价格集中运行于 102000-102400 元/吨区间。窄幅近月贴水说明现货支撑主要来自冶炼加工成本刚性，并非市场现货极度紧缺，尚未形成确定性逼仓交易逻辑。

图：沪铜 01/05/09 合约价格走势



资料来源：钢联

2. 区域供需：全球库存地域分化，跨市场套利驱动库存跨境流动

全球显性库存呈现美国持续累库、非美地区持续去库的两极分化格局：美国市场方面，COMEX 库存自 2025 年 2 月的约 8 万吨持续走高，现已突破 65 万吨，创下历史新高。COMEX 铜价长期高于 LME 铜价，背后核心逻辑是市场押注 6



研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

年起分阶段加征精炼铜进口关税。美国商务部需在6月30日前提交232调查更新评估报告，明确精炼铜阶梯式加征关税是否如期落地。

情景A：精炼铜进口关税方案落地实施

内外价差：短期来看，政策落地将驱动前期基于“囤货预期”建立的套利头寸集中获利了结，COMEX相对LME溢价在冲高后存在预期兑现后的修正回落压力；但中期视角下，贸易壁垒收紧将实质性阻断全球精炼铜向美国的自由流动，非美地区（尤其亚洲）可流通现货供给进一步收紧，国内进口铜流入减少预期持续升温，沪伦比价中枢存在走强支撑。

库存结构：政策落地后，铜品跨市场套利流向美国的行为阶段性放缓；美国月均精炼铜进口量约14万吨，接近2024年月均进口规模两倍，关税落地后囤货需求边际走弱，但全球非美地区供应缺口进一步放大，LME与SHFE库存去化压力增大。

沪铜影响：短期市场面临“利好出尽”带来的溢价回吐压力，盘面震荡可能加剧；但中期来看，海外精炼铜到港量下滑将驱动上期所库存加速去库，近月贴水结构进一步走阔。矿端加工费深度倒挂形成的刚性成本底线依然牢固，为沪铜价格提供坚实底部支撑，价格整体维持高位偏强震荡格局，远期合约上行空间受宏观货币环境压制。

情景B：精炼铜加税政策暂缓或全面豁免

内外价差：COMEX相对LME溢价将快速回落至常规合理区间；美国65万吨显性库存面临集中抛售压力，内外盘比价将通过LME相对走弱（或COMEX相对走弱）实现修复。

库存结构：政策暂缓将导致前期积累的美国显性库存出现抛售，部分库存存在回流LME亚洲交割仓库的可能，全球显性库存总量面临阶段性抬升压力。

沪铜影响：此前支撑国内铜价的核心外部利多逻辑（美国囤货导致的非美地区供应收紧预期）消失，进口窗口存在重新打开的可能，叠加潜在的海外交割库存回流冲击，沪铜面临估值下修压力。但需要强调的是，下行过程中矿端刚性成本支撑依然有效（现货TC深度倒挂决定冶炼利润持续亏损），这将显著限制沪铜的回调空间。价格下修幅度最终取决于国内现货采购力度、下游补库意愿及冶炼端减产行为等产业侧承接力量的实际释放情况；期限结构存在由近月贴水转为远期升水的风险。

情景C：决议推迟发布，政策落地时间延后

国内外铜价维持宽幅震荡行情，无明确单边趋势驱动因素；COMEX高库存状态延续，LME库存去库节奏放缓；产业套保资金与投机资金围绕当前价格中枢持续博弈，铜价维持区间运行格局，等待下一政策催化信号。

三、总结与后续跟踪观察指标

无论630报告结果如何，以下核心判断成立：

铜价中长期上行趋势的基本面根基（矿端供给短缺+结构性需求增量）不会因关税政策的阶段性变化而发生根本改变。

政策结果只影响价格运行的“节奏”和“阶段性的定价重心”，不改变“成本支撑强化+供应刚性”的底层逻辑。

基于此判断，630报告的本质是市场此前已计入的“美国精炼铜进口受限预期”的验证窗口，而非驱动铜价形成全新方向的催化剂。这意味着：

当前市场已对“关税落地”情景进行了较为充分的前期定价；若落地，驱动逻辑将由“囤货预期”切换至“供应实质收紧”，价格中枢存在上移的可能性；

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

若未落地，则前期计入的预期溢价将面临修正，但修正幅度受制于矿端成本刚性支撑，难以形成趋势性下跌。

重点跟踪观测指标

期限价差结构：当前沪铜仅窄幅近月贴水（弱 Back）；若关税落地、进口收缩兑现，近月贴水幅度将扩大；若政策豁免，需警惕结构转为远期升水（Contango）；

内外比价与进口窗口：对比现货进口亏损、三个月远期进口盈利变化，判断进口窗口是否持续打开；

全球库存剪刀差：持续跟踪 COMEX 高库存是否出现抛售、LME/上海库存是否回流，库存流动方向将直接决定跨市场套利交易逻辑切换。

免责声明

本报告基于安粮期货股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的公开信息和资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺任何有关变更的通知。本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。本公司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。