下载日志已记录，仅供内部参考

大宗商品

铜：美国铜关税四种情景推演下铜价的博弈

本周核心观点：距离美国商务部此前提出的 2027 年 1 月起对精炼铜加征 15%税率的日期仅剩两个月，美方迄今未给出明确回应。基于当前政策不确定性，我们对后续走势作四种情景推演：1、放弃加征；2、如期加征，二者均指向非美地区对美的新增流入放缓或停止，铜价承压——但需注意，即便放弃加征，铜也未必大规模流出美国，反向出口需 LME 升水到达一定水平方可覆盖成本，价差仍是关键变量；3、延期加征，这会给市场留出更长的搬库窗口期，铜价仍获较强支撑；4、加征税率提升，属更乐观情形但目前概率极小。从当前 CL（COMEX-LME）价差看，关税预期下的跨市场套利窗口已收窄、搬库吸引力不足，或反映市场对美国铜关税预期趋于谨慎，我们认为短期铜价博弈成分加重，或引发宽幅波动。

铜价高位回调。截止 10 月 23 日，SMM1#电解铜-平均价 10.8845 万元/吨，环比-1.6%；SHFE 铜收于 10.874 万元/吨，环比-1%。截至 10 月 23 日，LME 铜收于 14298 美元/吨，环比-0.4%。COMEX 铜收于 647.6 美分/磅，环比-0.8%。COMEX/LME 比值为 99.9%。

美联储谨慎预期强化。据新浪财经，当地时间 10 月 22 日，美国劳工部公布的数据显示，截至 10 月 17 日当周，美国首次申请失业救济人数经季节调整后录得 19.4 万人，前值 19.9 万人，低于市场普遍预期的 20.0 万人。初请低于预期，显示劳动力市场仍具韧性，或强化市场对美联储保持谨慎的预期。本周美元指数横盘震荡，截至 10 月 23 日，收报 101.7520，环比-0.03%。

进口铜精矿 TC 低位持稳。截至 10 月 23 日，SMM 进口铜精矿指数(周)报-241.43 美元/吨，较上一期+0.08 美元/吨。电解铜周度产量 21.5 万吨，周环比-2.3%，周同比-1.5 万吨。

受铜价回调提振，下游开工率回升。截至 10 月 22 日，本周国内主要精铜杆企业周度开工率为 78.6%，较上期+5.33 个 pct。铜线缆企业开工率为 73.85%，较上期+4.06 个 pct。

LME 累库，国内去库。截至 10 月 22 日，国内现货库存（含保税区）11.96 万吨，环比-2.47 万吨，同比-15.48 万吨。海外库存方面，LME 铜库存 27.38 万吨，环比+4.83 万吨，较去年同期+13.74 万吨。COMEX 库存 79.85 万吨，环比+0.81 万吨，较去年同期+45.06 万吨。

铜冶炼集中检修，硫酸产出阶段性收紧支撑价格。截至 10 月 23 日，本周硫酸价格 1558 元/吨，环比持平。用铜精矿现货 TC/RC 计算，本周理论铜精矿冶炼利润为-6718 元/吨，环比+605 元/吨；用铜精矿长单 TC/RC 计算，本周理论铜精矿冶炼利润为 2396 元/吨，环比+580 元/吨。

风险提示：宏观经济波动带来的风险、政策变动带来的风险、产业政策不及预期的风险、下游消费不及预期的风险、研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等。

作者



分析师 廖浩祥
SAC：S1070526040006
邮箱：liaohaoxiang@cgws.com



分析师 刘耀齐
SAC：S1070526010002
邮箱：liuyaoqi@cgws.com

相关研究

1、《PTA：利润大幅波动，重心较 2025 年抬升 》2026-10-19
2、《液化气：油价高企，外盘强势，液化气持续偏强》2026-10-19
3、《乙二醇：利润大幅压缩引发供应高位回落 》2026-10-19

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1．价格：铜价高位回调 3
2．宏观：美联储谨慎预期强化 3
3．供应：进口铜精矿 TC 低位持稳 3
4．需求：受铜价回调提振，下游开工率回升 5
5．库存：LME 累库，国内去库 5
6．盈利：铜冶炼集中检修，硫酸产出阶段性收紧支撑价格 6
7．进出口：1-9 月，我国累计进口电解铜 213.83 万吨 6
8．全球年度供需平衡 7
风险提示 7

图表目录

图表 1：国内期现铜价（元/吨） 3
图表 2：LME&COMEX 铜价 3
图表 3：美元指数 3
图表 4：美国核心 PCE&CPI 当月同比（%） 3
图表 5：铜矿现货 TC/RC 4
图表 6：国内电解铜周度产量（万吨） 4
图表 7：铜精矿出港量（万吨） 4
图表 8：铜精矿到港量（万吨） 4
图表 9：主流港口铜精矿库存（万吨） 4
图表 10：国内铜电缆周度开工率（%） 5
图表 11：国内电解铜制杆周度开工率（%） 5
图表 12：境内及保税区社会库存变动（万吨） 5
图表 13：中国电解铜社会库存变动（万吨） 5
图表 14：全球铜库存变动趋势（万吨） 6
图表 15：国内冶炼厂理论冶炼利润（元/吨） 6
图表 16：精炼铜平衡表（千吨） 7

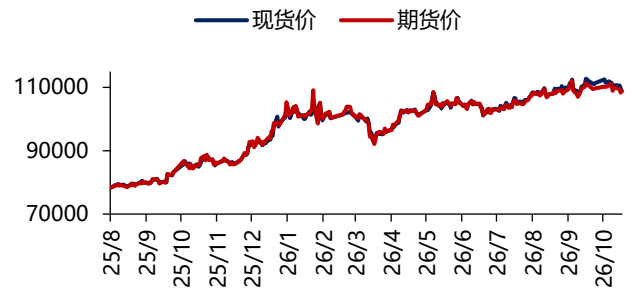
下载日志已记录，仅供内部参考

1．价格：铜价高位回调

截至 10 月 23 日，SMM1#电解铜-平均价 10.8845 万元/吨，环比-1.6%；SHFE 铜收于 10.874 万元/吨，环比-1%。

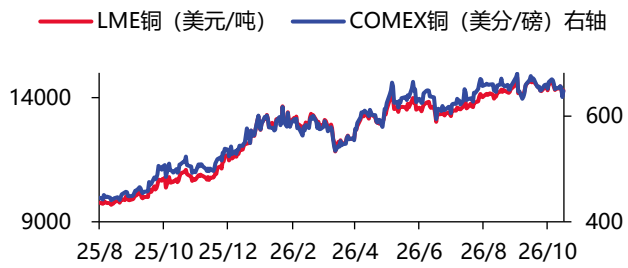
截至 10 月 23 日，LME 铜收于 14298 美元/吨，环比-0.4%。COMEX 铜收于 647.6 美分/磅，环比-0.8%。COMEX/LME 比值为 99.9%。

图表1：国内期现铜价（元/吨）



资料来源：SMM，长城证券产业金融研究院

图表2：LME&COMEX 铜价



资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

2．宏观：美联储谨慎预期强化

据新浪财经，当地时间 10 月 22 日，美国劳工部公布的数据显示，截至 10 月 17 日当周，美国首次申请失业救济人数经季节调整后录得 19.4 万人，前值 19.9 万人，低于市场普遍预期的 20.0 万人。初请低于预期，显示劳动力市场仍具韧性，或强化市场对美联储保持谨慎的预期。

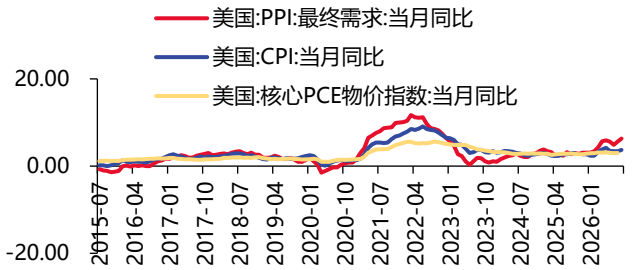
本周美元指数横盘震荡，截至 10 月 23 日，收报 101.7520，环比-0.03%。

图表3：美元指数



资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

图表4：美国核心 PCE&CPI 当月同比（%）



资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

3．供应：进口铜精矿 TC 低位持稳

铜精矿：截至 10 月 23 日，SMM 进口铜精矿指数（周）报-241.43 美元/吨，较上一期+0.08 美元/吨。

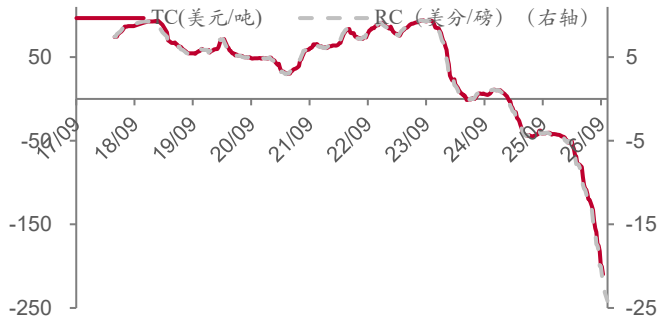
电解铜：截至 10 月 23 日，电解铜周度产量 21.5 万吨，周环比-2.3%，周同比-1.5 万吨。

下载日志已记录，仅供内部参考

截止 2026 年 10 月 16 日，铜精矿新出港量 108.06 万吨，2026 年累计出港量 4654 万吨，同比+2.4%；截止 2026 年 10 月 16 日，铜精矿新到港 74.18 万吨，2026 年累计到港量 2131 万吨，同比-11.5%。

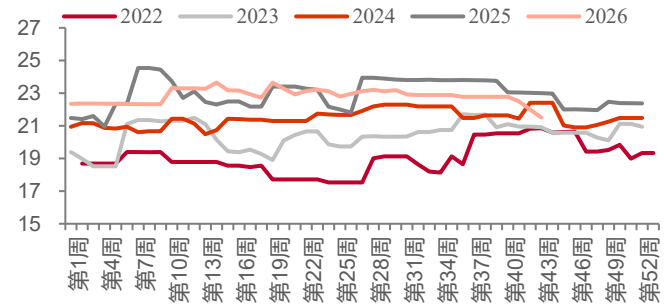
截止 2026 年 10 月 23 日，主流港口铜精矿库存 82.37 万吨，同比+17.9%，环比+21.5%。

图表5：铜矿现货 TC/RC



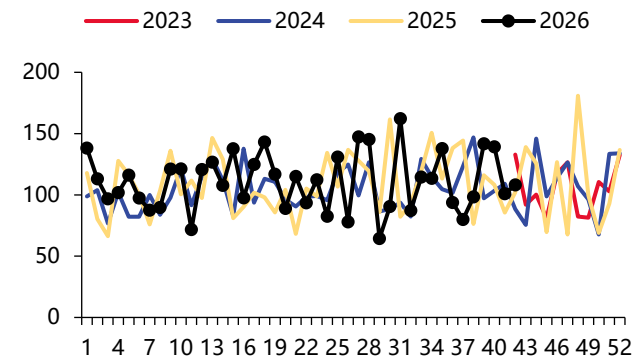
资料来源：SMM，长城证券产业金融研究院

图表6：国内电解铜周度产量（万吨）



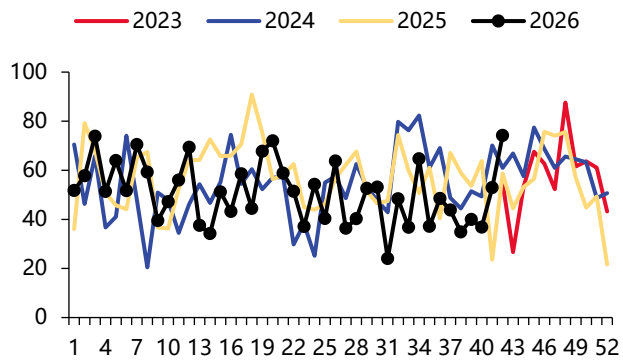
资料来源：百川盈孚，长城证券产业金融研究院

图表7：铜精矿出港量（万吨）



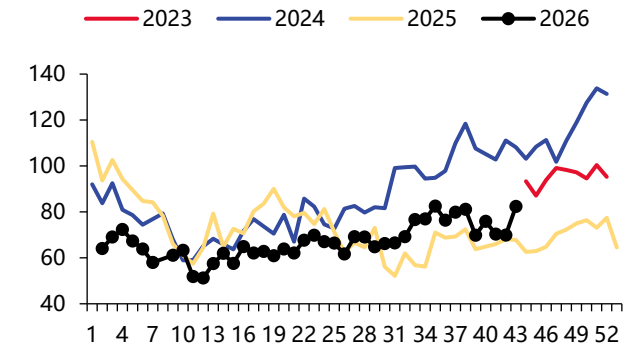
资料来源：沸腾环贸，长城证券产业金融研究院

图表8：铜精矿到港量（万吨）



资料来源：沸腾环贸，长城证券产业金融研究院

图表9：主流港口铜精矿库存（万吨）



资料来源：SMM，长城证券产业金融研究院

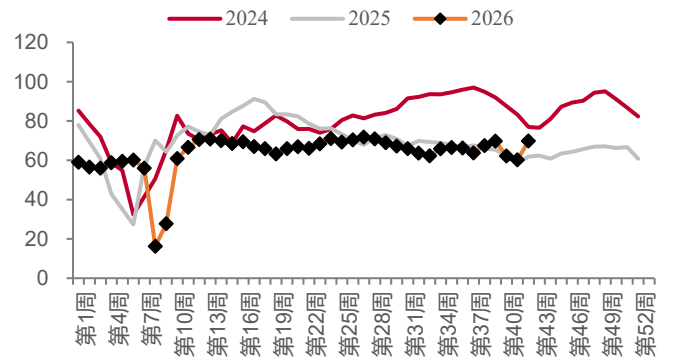


下载日志已记录，仅供内部参考

4．需求：受铜价回调提振，下游开工率回升

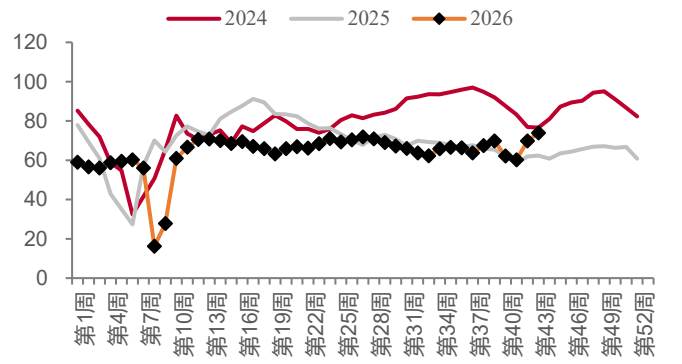
截至 10 月 22 日，本周国内主要精铜杆企业周度开工率为 78.6%，较上期+5.33 个 pct。铜线缆企业开工率为 73.85%，较上期+4.06 个 pct。

图表10：国内铜电缆周度开工率（%）



资料来源：SMM，长城证券产业金融研究院

图表11：国内电解铜制杆周度开工率（%）



资料来源：SMM，长城证券产业金融研究院

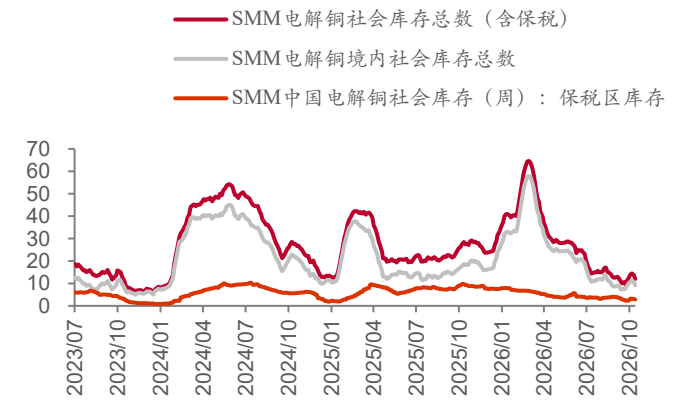
5．库存：LME 累库，国内去库

海外库存方面，截至 10 月 23 日，LME 铜库存 27.38 万吨，环比+4.83 万吨，较去年同期+13.74 万吨。COMEX 库存 79.85 万吨，环比+0.81 万吨，较去年同期+45.06 万吨。

国内库存方面，截至 10 月 22 日，国内现货库存（含保税区）11.96 万吨，环比-2.47 万吨，同比-15.48 万吨。

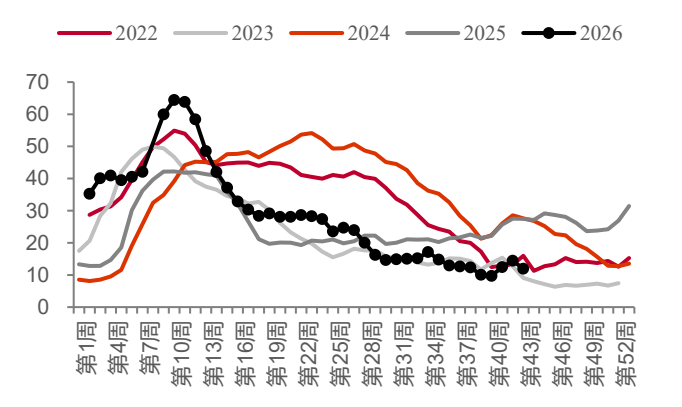
全球库存总计 119.19 万吨，环比+3.18 万吨，同比+43.32 万吨。

图表12：境内及保税区社会库存变动（万吨）



资料来源：SMM，长城证券产业金融研究院

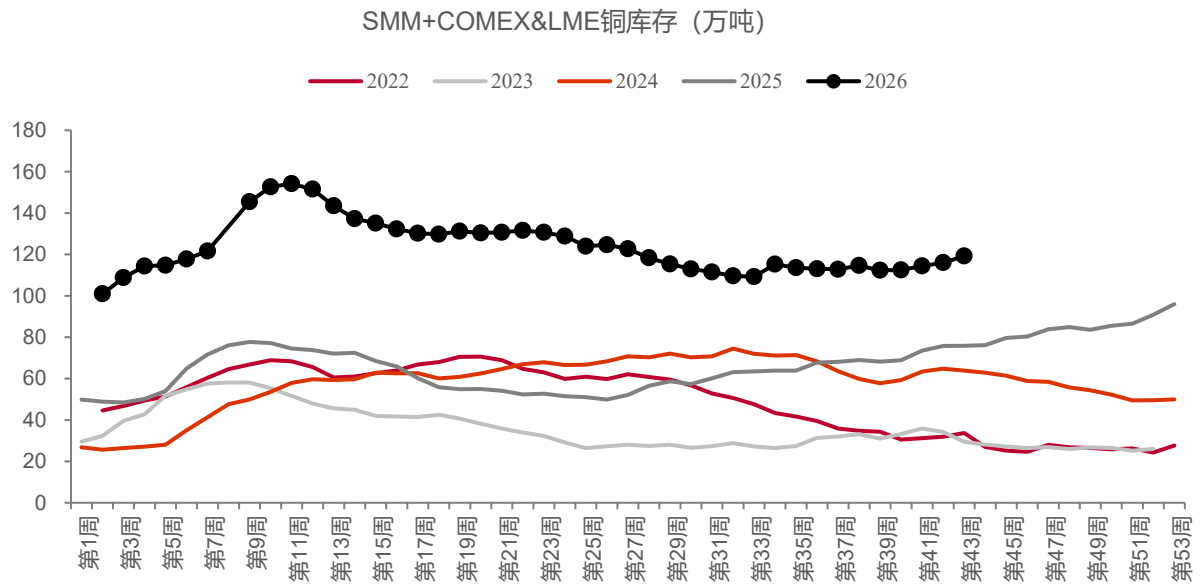
图表13：中国电解铜社会库存变动（万吨）



资料来源：Mysteel，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

图表14：全球铜库存变动趋势（万吨）

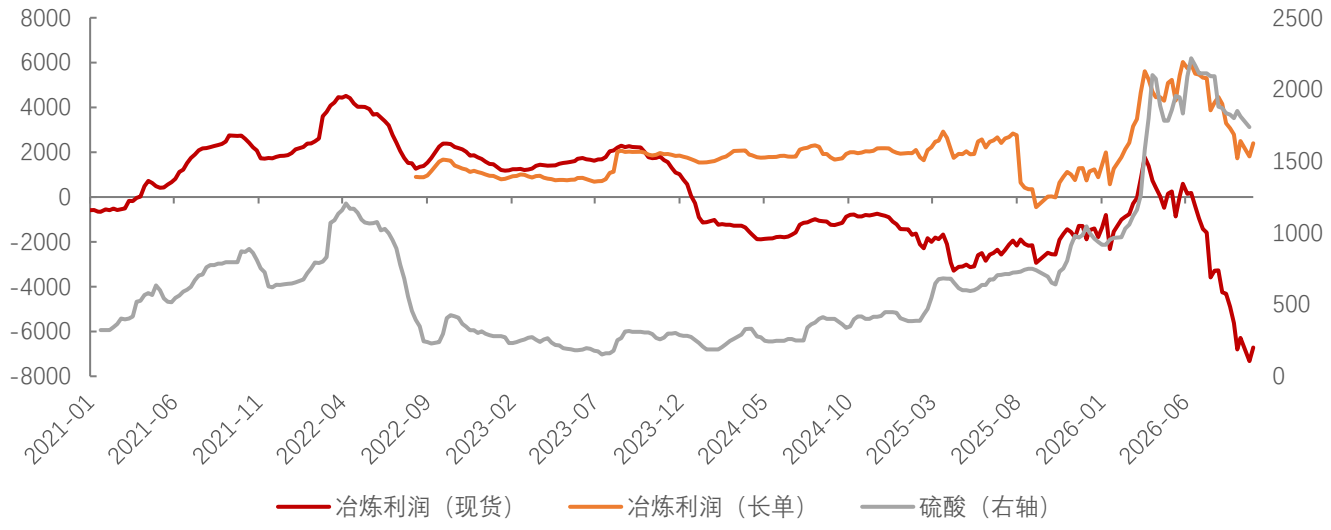


资料来源：ifind，SMM，长城证券产业金融研究院

6．盈利：铜冶炼集中检修，硫酸产出阶段性收紧支撑价格

截至 10 月 23 日，本周硫酸价格 1558 元/吨，环比持平。用铜精矿现货 TC/RC 计算，本周理论铜精矿冶炼利润为-6718 元/吨，环比+605 元/吨；用铜精矿长单 TC/RC 计算，本周理论铜精矿冶炼利润为 2396 元/吨，环比+580 元/吨。

图表15：国内冶炼厂理论冶炼利润（元/吨）



资料来源：wind，SMM，长城证券产业金融研究院

7．进出口：1-9 月，我国累计进口电解铜 213.83 万吨

根据 SMM 引援海关总署数据，9 月我国电解铜进口 25.46 万吨，环比+21.15%，同比-23.84%。电解铜出口 4.79 万吨，环比-4.92%，同比+81.34%。1-9 月，我国累计进口

下载日志已记录，仅供内部参考

电解铜 213.83 万吨，同比-16.34%；累计出口 45.69 万吨，同比-5.55%。

8．全球年度供需平衡

从全年供需角度，我们预计 2026/2027 年全球精炼铜供需将从紧平衡逐步走向短缺，长期我们对铜价维持看涨观点。

图表16：精炼铜平衡表（千吨）

精炼铜供需	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
SUPPLY（含冶炼环节废铜）	24,056	24,675	24,827	25,535	26,600	27,570	27,953	28,546
CONSUMPTION	24,001	24,949	25,205	25,821	26,725	27,427	27,616	28,598
China	13,439	13,540	13,520	14,346	14,863	15,308	15,389	15,884
World ex. China	10,562	11,409	11,685	11,475	11,861	12,118	12,226	12,715
BALANCE(+surplus/-deficit)	55	-274	-379	-286	-125	144	337	-53
	0%	-1%	-2%	-1%	0%	1%	1%	0%

资料来源：Mysteel，SMM，长城证券产业金融研究院

风险提示

1、宏观经济波动带来的风险

2、政策变动带来的风险

3、产业政策不及预期的风险

4、下游消费不及预期的风险

5、研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳
地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

北京
地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031
传真：86-10-88366686

上海
地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES