

阶段性窗口期

摘要：伴随美国白宫 6 月 2 日对铜产品关税政策的调整（包括下调“美国成分”优惠门槛至 85%及延长特定低税率期限），全球主要铜金属期货品种波动率显著抬升。从驱动机理来看，本轮价格走强或受多重因素交织影响：除落地政策对 COMEX 溢价的成本托底外，6 月 30 日商务部潜在的精炼铜加税预期亦引发市场资金前置博弈，叠加主力矿山复产周期错配导致的供给侧扰动，共同对价格形成阶段性支撑。前瞻地看，COMEX 铜溢价的稳定度仍有待观察；国内沪铜走势则需关注海外宏观因子与国内实际基本面溢价的张力平衡。

金属市场周报

2026. 5. 27-2026. 6. 2

核心关注

1、事件速览

6 月 2 日美国白宫发布总统公告，微调铜产品关税政策。公告在维持前期（4 月 2 日第 11021 号公告）精炼铜 50%与衍生品 25%的关税框架下，将“美国成分”优惠门槛降至 85%，并将特定农业、暖通及工业设备适用低税率（15%）的期限延长至 2027 年末。受全球供给预期与关税成本调整推动，海内外盘面大幅波动。其中，COMEX 铜期货日内冲高超 2%至 6.58 美元/磅，LME 期铜突破 13800 美元/吨关口，沪铜主力合约亦联动走强，触及 105840 元/吨的高位区间。

2、归因分析

铜价上涨由三重核心驱动因子共同推动：

第一，关税框架实质落地，跨市溢价成本化：基于 2025 年第 232 条国家安全调查，铜产品关税已进入既成事实阶段，近期的政策调整属于框架内的修补而非预期炒作。当前 COMEX 对 LME 超 500 美元/吨的持续高溢价，正是 COMEX 铜价内嵌关税成本、而 LME 价格未含的结构性结果。

第二，关税加码预期发酵，引发“抢运潮”前置计价：商务部须于 6 月 30 日前提交评估报告，市场正提前博弈 2027 年 1 月精炼铜追加 15%关税的可能性。高盛将 2026 年美铜库存预期上调至 90 万吨，反映出市场对政策生效前出现实质性抢运窗口的强烈预期。

第三，全球供给侧的阶段性扰动扰乱了原有的供需平衡。矿端方面，受印尼 Grasberg 和刚果 Kamoakakula 等主力矿山复产周期错配影响，机构已下调 2026 年全球铜矿供应增量预期。同时，显性库存出现跨地域结构性流动，LME 可用库存降至约 27.5 万吨的阶段低点，叠加 TC 加工费倒挂至-\$108 美元/吨区间，基本面供给紧张的现实在短期内对全球铜价构成了较强的下行托底效应。

3、对铜的具体影响

(1) COMEX 铜：**溢价具机制支撑，但政策敏感度较高。** 既有关税成本为 COMEX 对 LME 的溢价提供了实质性托底，市场目前正围绕 6 月 30 日商务部报告中精炼铜 15%关税追加与否进行概率定价。若后续政策力度不及预期，当前内嵌的溢价存在快速修正与收敛的敏感脆弱性。

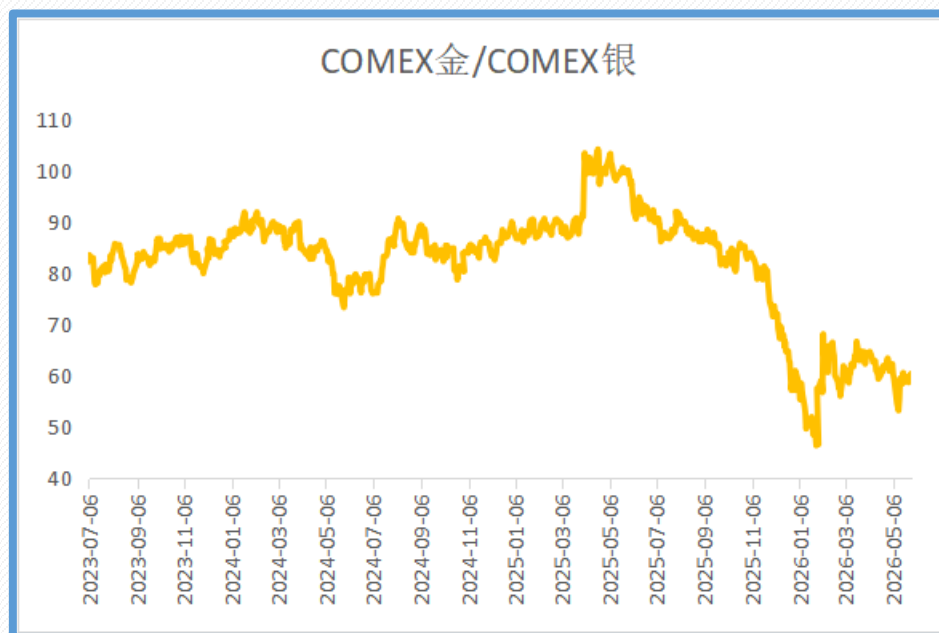
(2) 沪铜：**多空博弈复杂化，防范高位震荡回调。** 尽管海外上行对沪铜具备情绪与比价层面的联动拉引，但美方关税政策实际上阻断了国内精炼铜向北美的常态化出口，可能加剧海外供应向本土的回流压力。在沪铜处于历史高位、国内基本面呈现“下游畏高、冶炼承压”的背景下，高位做多的性价比偏低。短期需聚焦 6 月 30 日政策节点的靴子落地，并警惕托克自 LME 亚洲仓库撤库行为对国内现货溢价构成的潜在脉冲式冲击。

1、贵金属：震荡等待明朗

近期贵金属盘面延续震荡格局，白银保持相对高波动率状态。宏观数据方面，美国 4 月核心 PCE 物价指数同比上涨 3.3%，基本符合市场预期；同时一季度 GDP 年化季率修正值录得 1.6%，低于 2%的初值水平。对经济下行担忧使加息预期有所弱化，贵金属压力减轻。地缘博弈方面，美伊谈判在曲折中推进：周初特朗普表示谈判进展顺利，美方或考虑解除对伊朗金融资产冻结；但鉴于伊朗最高领袖尚未对现有方案达成共识，且双方局部地缘摩擦仍有发生，冲突的后续演变路径仍具较高不确定性。

金银比从约 63.1 回落至约 62.4，白银涨幅强于黄金。金铜比小幅回落，铜价震荡偏强。金油比基本持稳，油价因地缘博弈维持高位；黄金 VIX 从 22 降至 20 附近，说明市场恐慌情绪小幅缓和。白银波动率维持在 25 左右，高于黄金。

图 1：COMEX 金/COMEX 银

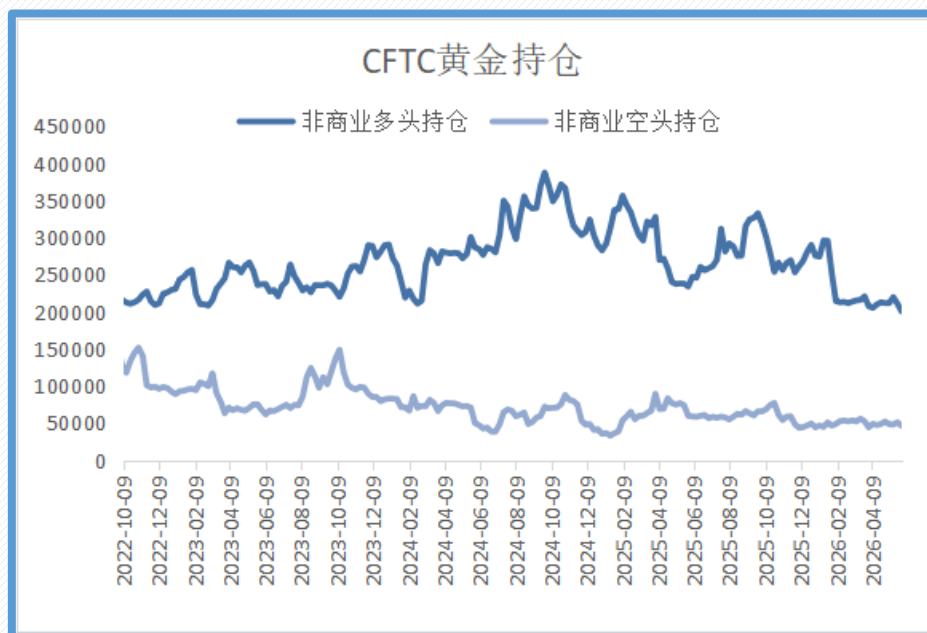


数据来源：Wind

库存方面，COMEX 黄金库存约 3080 万盎司，基本持平；COMEX 白银库存约 3.36 万盎司（约 33600 万盎司）。上期所白银库存环比增加约 89 吨。

持仓方面，截至 5 月 28 日，SPDR 黄金 ETF 持有量为 1032.57 吨，较上周减少约 2 吨；SLV 白银 ETF 持有量为 15177.78 吨，较上周增加约 11 吨。截至 5 月 26 日，COMEX 黄金非商业多头净持仓为 154,260 张，较上周减少 5,573 张；COMEX 白银非商业多头净持仓为 22,223 张，较上周减少 2,448 张。多头小幅减仓，市场情绪谨慎。

图 2：COMEX 黄金持仓



数据来源：Wind

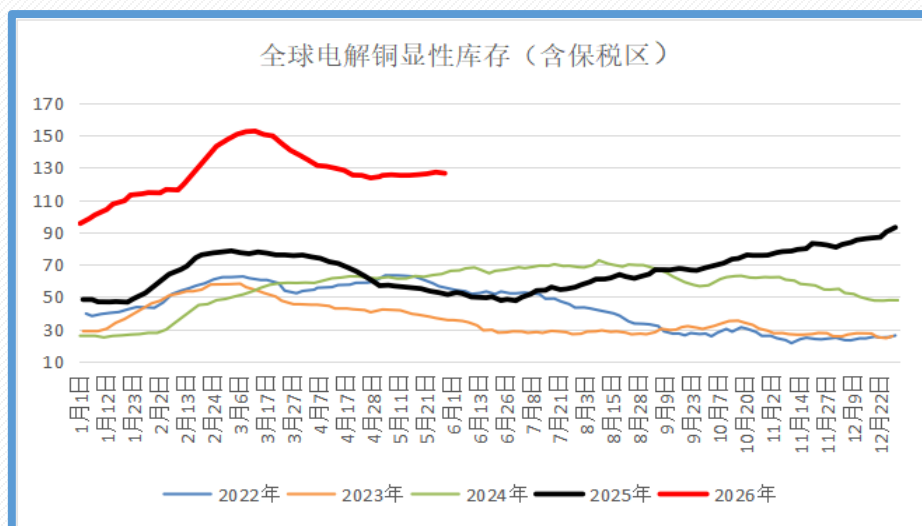
2、铜：基本面依旧趋强

供应方面：铜精矿加工费 TC 维持历史低位。据 SMM，5 月 29 日进口铜精矿指数（周）报约-107 美元/吨（较上周持平），国内现货 TC 深跌至-107 美金。周初智利北部发生大地震，Codelco 曾暂停部分矿区作业，但周内已恢复生产运营，对供应影响有限。中国 4 月铜矿进口同比大降 19.57% 的影响仍在发酵，原料供应短缺格局未改。冶炼端，4 月电解铜产量环比下降 2.26%，5 月预计进一步降至 116.75 万吨，检修影响持续。

需求方面：月末资金有限叠加近期消费走软，现货贴水承压走跌。铜杆开工率周度环比小幅回落至 62% 左右，线缆开工率约 64%。终端方面，1-3 月电网投资同比增长 43.32%，电源工程投资增长 26.62%，电力基建高景气度延续。但 4 月工业增加值增速放缓，经济复苏动能减弱。

库存方面：全球铜库存小幅回升。截至 5 月 29 日，全球铜库存（含保税区）约 118.4 万吨，环比增加 0.4 万吨。其中：境内铜库存 21.4 万吨（-0.7 万吨），LME 铜库存 38.94 万吨（-0.25 万吨），COMEX 铜库存约 58 万吨（+0.56 万吨）。国内社会库存去化放缓，月末消费偏弱。

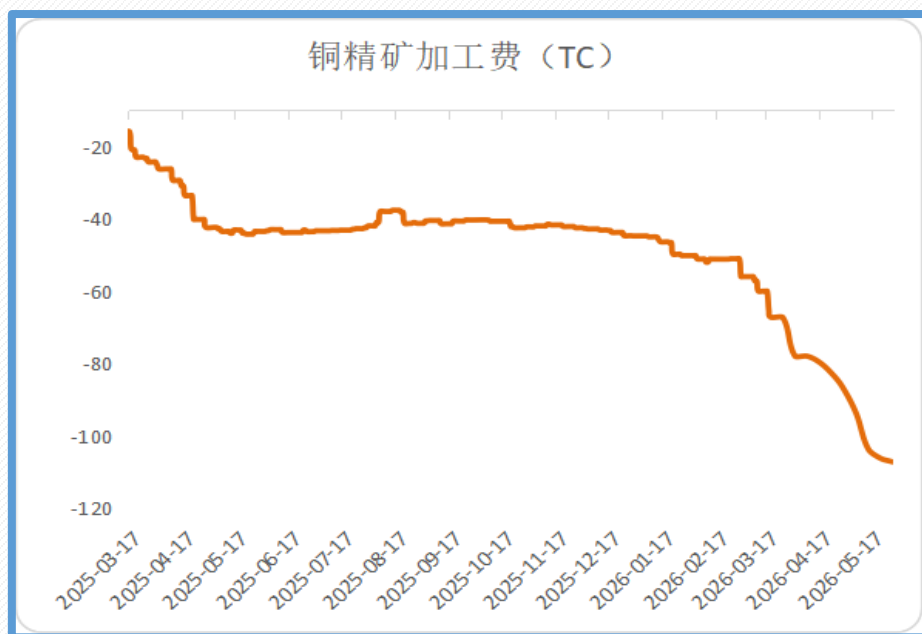
图 3：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：钢联数据

盈利方面：TC 深跌至-107 美元/吨，按现货计算冶炼理论亏损约-2300 元/吨。硫酸价格维持高位（约 500-550 元/吨）提供对冲，长单为主的大中型冶炼厂综合利润仍可维持，但深度亏损已导致部分炼厂提前检修。

图 4：铜精矿加工费



数据来源：钢联数据

后续关注及风险提示

美伊谈判最终协议进展、霍尔木兹海峡实际通行情况、美国 5 月非农就业数据（6 月 5 日公布）、美联储官员讲话、国内铜社会库存变化、LME 库存去化持续性。

第三方内容免责声明

所有意见表达反映了作者的判断，可能会有所变更，且并不代表芝商所或其附属公司的观点。内容作为一般市场综述而提供，不应被视为投资建议。信息从据信为可靠的来源获取，但我们并不保证内容是准确或完整的。我们不保证提到的任何走势将会继续或预测将会发生。过往业绩并不预示将来结果。本内容不得被解释为是买卖或招揽买卖任何衍生品或参与任何特定交易策略的推荐或要约。如果在任何司法辖区发布或传播本内容会导致违反任何适用的法律法规，那么，本内容并不针对或意图向在该司法辖区的任何人发布或传播。