

铜：宏观拖累，矿紧支撑

郑国奎

投资咨询证号：Z0022640

周梦琳

从业资格编号：F03147008

2026年05月15日



01

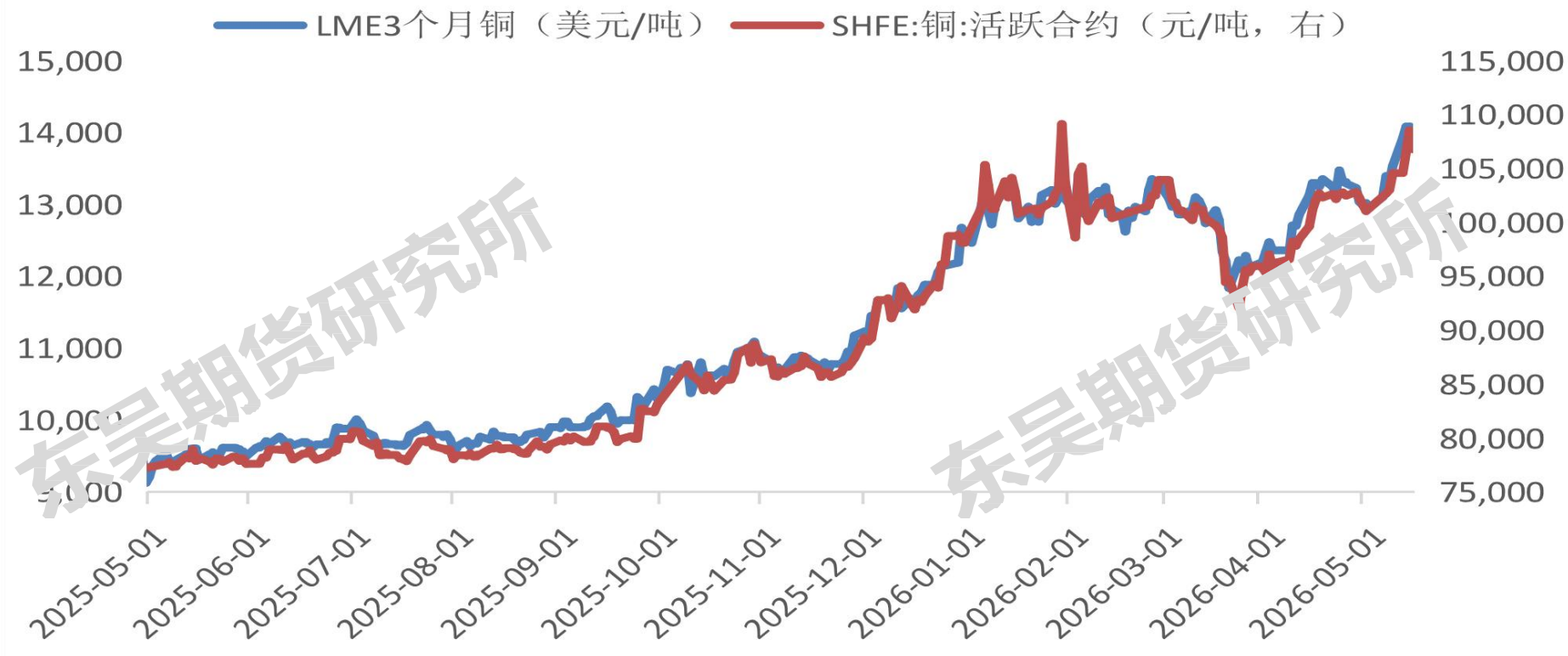
周度观点

维度	子项	情况说明	多空扰动
宏观	地缘及通胀	地缘有所缓和，但地缘带来的通胀逐步显现，美4月PPI数据大超市场预期，失业率较前值持稳，通胀高企再度打压降息预期，沃什成功当选美联储主席，但高通胀下其此前的“降息+缩表”政策落地存疑。	中性
基本面	供需	原料端供应紧缺局面不改，市场出现负三位数TC报价成交，加工费加速下行，贸易商普遍惜售，部分贸易商预计市场仍具下行空间，冶炼厂多刚需采购，二季度炼厂检修较多也并未缓解原料紧缺程度。供应端秘鲁发布能源危机紧急法令加剧全球铜供应紧缺预期，地缘带来的能源及硫磺价格飙升将持续影响全球铜供应，国内冶炼厂二季度开工有所回落，后续进口铜存在流入预期但国产货源到货量或继续减少；需求端铜价走高下游加工企业畏高情绪突出部分铜材企业已安排停炉检修计划，终端消费淡季显现，各板块订单环比明显减少，仅铜箔需求表现较好，线缆企业五一节后复工不及预期，预计后续开工仍有下调预期，工程市场仅少量需求释放，需求整体边际下滑，企业成品库存明显累库，不过消费韧性尚可。	偏多
	现货升贴水	周内铜价大幅走高，下游企业畏高情绪较强，后铜价回落下游企业也仅刚需采购为主，电解铜现货升贴水承压走弱而临近交割持货商贴水出货意愿有限致现货整体成交偏弱，预计下周维持贴水运行。	偏空
	库存	国内社库较上周小幅去化，但铜价走高抑制下游需求故周内呈现小幅累库，5月14日国内市场电解铜现货库存25.77万吨，较8日降0.78万吨，较11日增0.14万吨；保税区库存较上周基本持平。本周CL价差大幅走高，海外LME库存持稳微降，COMEX库存继续增加。	
期货	盘面	本周铜价呈先扬后抑走势，前半周受矿端消息面扰动强势上涨，周三盘中最高报108900元/吨，后半周受宏观及资金获利了结影响高位回落，美ppi数据大超预期再度压制降息预期，市场对通胀担忧加剧，美元走强打压铜价。	偏多
	资金	截至5月14日，沪铜主力06合约前20大期货公司多单周度减少-12299手，空单周度减少-16826手，临近换月资金多空持仓均减少，多方力量仍占主导；外盘投机资金净多头持仓量亦有所增加。	
观点	核心观点	中长期看涨逻辑不变，地缘带来的能源及硫磺价格飙升显著抬升铜矿端成本，同时加剧全球铜供应紧缺程度，长期向上逻辑强化，短期国内供需双弱，宏观利空及资金获利了结下铜价存在回调压力，但预计下方空间有限。5-6月需重点关注232关税博弈及美联储政策走向。	偏多
	交易策略	回调买入。	
风险点	利多因素	地缘超预期缓和；国内冶炼厂减产落地；海外矿端扰动。	
	利空因素	美联储超预期加息；地缘再度升级；国内需求不及预期。	

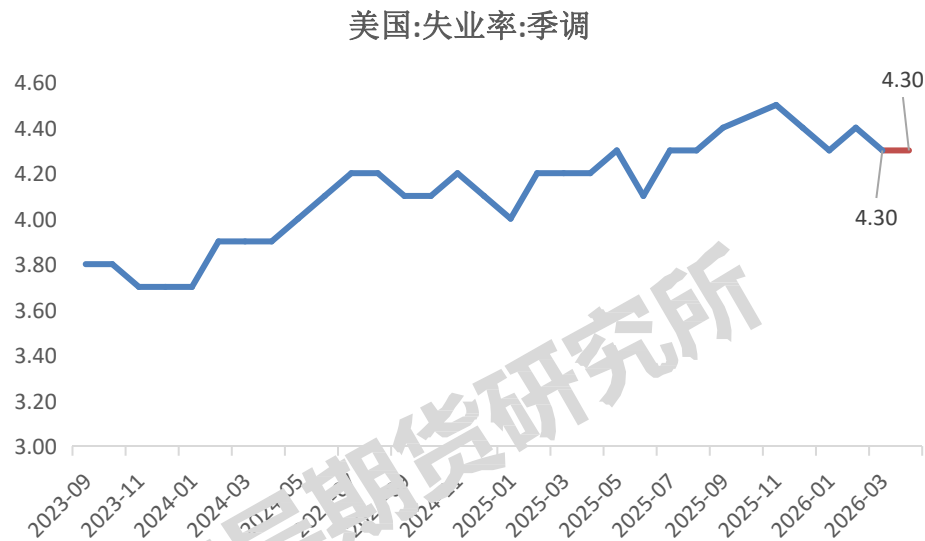
02

周度重点

伦铜及沪铜主力价格走势

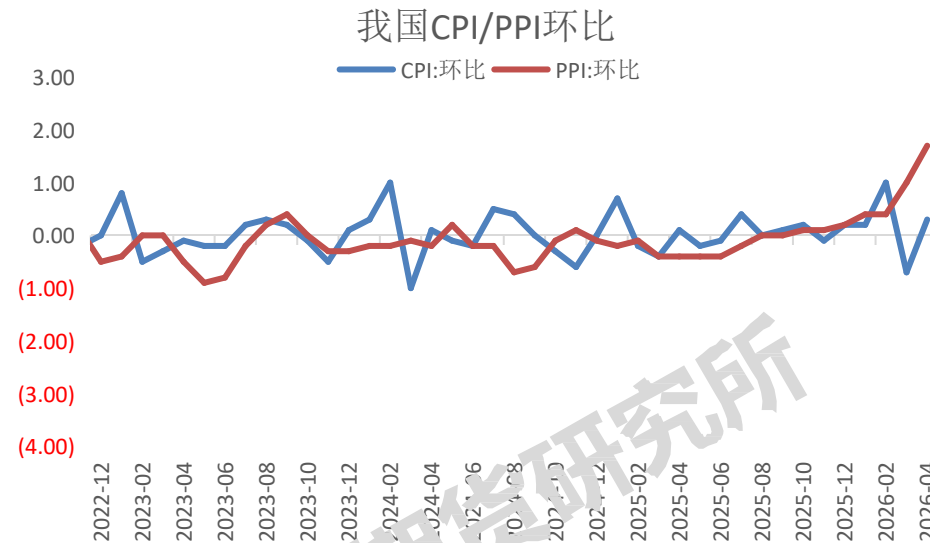
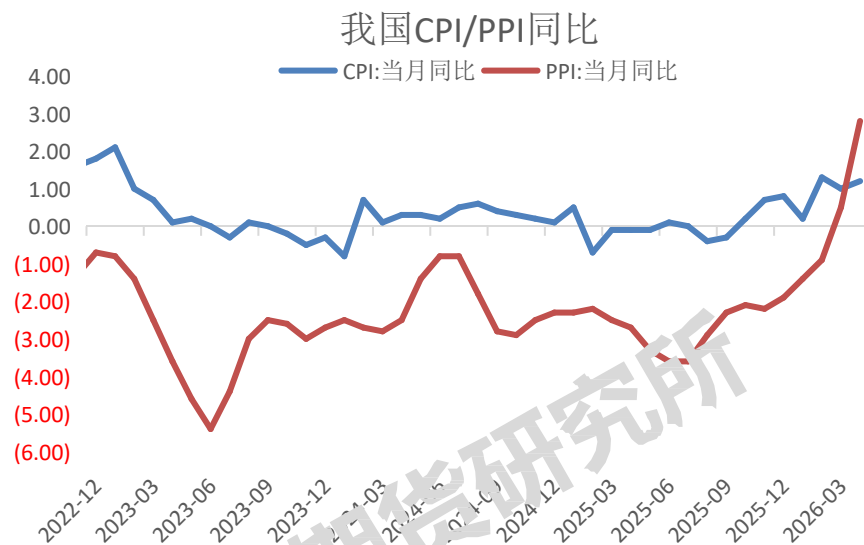


- 本周（20260511-20262515）铜价呈先扬后抑走势，前半周受矿端消息面扰动强势上涨并创近三月新高，周三盘中最高报108900元/吨，后半周受宏观及资金获利了结影响高位回落，美ppi数据大超预期再度压制降息预期，市场对通胀担忧加剧，美元走强打压铜价。



CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
6/17/2026	0.0%	2.5%	97.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
7/29/2026	0.0%	2.5%	97.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
9/16/2026	0.0%	2.2%	87.1%	10.7%	0.0%	0.0%	0.0%
10/28/2026	0.0%	2.0%	77.7%	19.1%	1.2%	0.0%	0.0%
12/9/2026	0.0%	1.7%	66.5%	27.8%	3.8%	0.2%	0.0%
1/27/2027	0.0%	1.5%	60.5%	31.4%	6.0%	0.5%	0.0%
3/17/2027	0.0%	1.3%	51.4%	35.9%	9.9%	1.4%	0.1%
4/28/2027	0.0%	1.2%	47.1%	37.2%	12.2%	2.1%	0.2%
6/9/2027	0.0%	1.5%	47.1%	37.0%	12.1%	2.1%	0.2%
7/28/2027	0.1%	3.0%	46.7%	36.2%	11.8%	2.0%	0.2%
9/15/2027	0.6%	10.8%	44.9%	31.8%	10.0%	1.7%	0.2%
10/27/2027	0.4%	7.0%	32.0%	36.8%	18.3%	4.9%	0.7%
12/8/2027	0.5%	7.6%	32.1%	36.3%	17.9%	4.7%	0.7%

- 美国4月失业率录得4.3%，与上月持平，符合市场预期。
- 美联储柯林斯周三表示，她预计利率将维持在较长时间内保持稳定，并认为在某些情境下，可能需要进一步收紧政策，以确保通胀回到2%的目标。她指出，传统货币政策通常会“忽略”突发性的供应冲击，例如油价上涨。但考虑到通胀已连续五年以上高于目标水平，她认为当前对于压制物价上涨的耐心正在下降。柯林斯表示，当前偏紧的货币政策“可能需要持续一段时间”。她指出：“冲击使经济活动的下行风险略有上升，而通胀上行风险进一步增加。”同时她也表示，如果通胀回落，美联储仍可能在今年晚些时候继续降息。柯林斯补充道，然而，如果冲突持续并导致价格进一步上行，“我可以设想一种情境，即需要收紧政策，以确保通胀在合理时间内、持续回到2%。”



- 4月CPI同比上涨**1.2%**，涨幅较3月上升0.2个百分点；4月CPI环比上涨**0.3%**，前值下降0.7%；核心CPI（不包括食品和能源）同比1.2%，前值1.1%；环比0.3%，前值-0.7%。同比来看，工业消费品上行趋势明确；环比来看，能源价格与假期出行是CPI上涨主要原因，食品价格延续下降但幅度减小。
- 4月PPI同比上涨**2.8%**，前值0.5%，**环比上涨1.7%**，前值1.0%。其中，生产资料价格同比上涨3.8%，前值1%，环比上涨2.1%，前值1.3%；生活资料价格同比下降1.0%，前值-1.3%，环比下降0.1%，前值-0.1%。
- 国际油价上涨带动石油相关行业价格上涨，石油天然气开采业同比上涨28.6%，前值5.2%；环比上涨18.5%，前值15.8%。国内复工复产及项目开工带动，黑色金属行业价格继续改善。算力需求快速增长，带动相关行业价格上涨。上游强、下游弱的结构性特征并未改变。
- 央行发布2026年第一季度中国货币政策执行报告，明确继续实施好**适度宽松的货币政策**。增强政策前瞻性灵活性针对性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度、节奏和时机，加强货币财政政策协同配合，畅通货币政策传导机制，促进经济稳定增长和物价合理回升。灵活运用多种货币政策工具，保持流动性充裕和社会融资条件相对宽松，引导金融总量合理增长、信贷均衡投放，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。

Grasberg Block Cave Planned Restart Overview

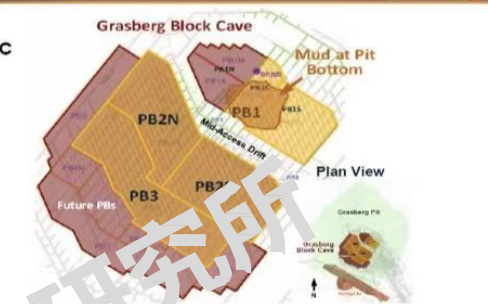
COPPER AT OUR CORE

FREEPORT
FURNACE & REFINERY

- PB 2/3 Restart**
 - ✓ Completed mud clean-up on various levels of GBC
 - ✓ Installed plugs in Mid-Access Drift (MAD)
 - ✓ Repaired & installed infrastructure services
 - ✓ Initial mining commenced in March 2026 (previously expected in 2Q26)

Revised Ramp-up Schedule:

	Estimates as of	
	Jan 2026	Apr 2026
Ramp-up (t/d)	100K by 2H26	60K in 2H26, 90K in 2Q27
- PB 1S Restart**
 - Additional clean-up & plug installations
 - Complete chute repairs
 - Planned restart in mid-2027
- PB 1C Restart**
 - Potential restart by YE 2027
- Risk Management**
 - Strengthen cave management plans
 - Improved in-situ controls, including mud removal options
 - Emerging Cave Imaging Technology (muons)

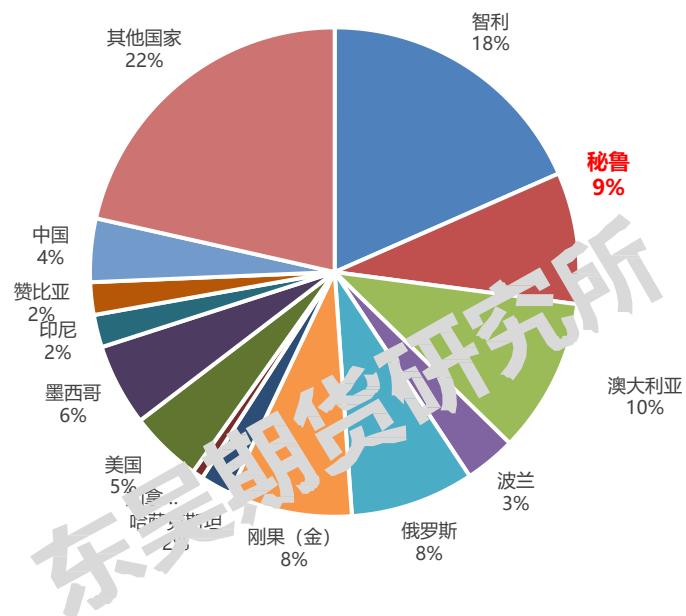


【自由港印尼Grasberg铜矿全面复产推迟至2028年初】外电5月8日消息，自由港印尼分公司 (PT Freeport Indonesia) 宣布将旗下巨型Grasberg铜矿的全面复产时间推迟一年，目标至2028年初恢复满产。该矿去年受泥石流事件影响后运营受阻。公司总裁Tony Wenas在声明中表示，目前矿山仍以约40%-50%的产能运行。仅在上月，Wenas曾表示未受影响的区域重启后，矿山将于2027年初达到满产。Grasberg是美国Freeport-McMoRan与印尼政府的合资企业，曾是全球第二大铜生产商。Freeport在上月的财报中已预警该矿产能放缓将对销售造成压力。此次进一步推迟复产，意味着全球铜市场将更长时间失去这一关键供应来源。（上海金属网编译）

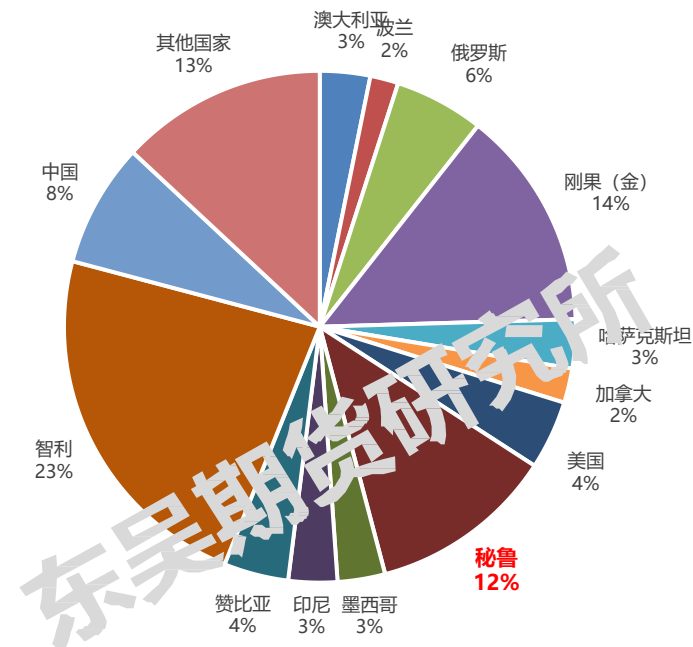
【自由港重申Grasberg铜金矿2027年底前全面复产，反驳推迟的报道】外电5月12日消息，自由港麦克莫兰(Freeport-McMoRan)周一(5月11日)表示，仍预计印尼格拉斯伯格(Grasberg)铜金矿将于2027年底前全面恢复生产，重申上月披露的计划，并反驳有关复产可能拖至2028年的报道。该矿为全球第二大铜矿和最大金矿，去年9月因事故中断近一个月。自由港在电子邮件声明中表示：“PT Freeport Indonesia的产能提升进展和修订后的矿山计划已于4月23日随自由港的财报一同披露。……媒体头条具有误导性，因为这些信息早在两周多前就已公开披露。”当被问及自由港凤凰城总部与印尼运营方声明之间的差异时，自由港发言人表示，如果出现进一步延迟，公司会向市场发出警示。（上海金属网编译）

- 作为全球第二大铜矿，Grasberg铜矿2024年（事故前）铜产量达81.6万吨，约占全球总产量的3%，2025年泥石流事件后自由港预计2025-2026年铜矿产量将下滑35%-40%，即28-32万金属吨。
- 该公司管理层在2026年1月曾表示，预计2026年下半年将恢复85%的产能，2027年初全面复产。2026年4月24日，自由港2026年一季度报显示其一季度铜产量为6.62亿磅，同比下降24%，自由港在财报中表示尽管Grasberg铜矿分阶段复产已于2026年3月末启动，但受到物料处理瓶颈影响恢复满产的进度或大幅放缓。
- 2026年4月其就将下调了预期运营率：2026年下半年预计仅能达到约65%的产能，远低于此前预期的85%；预计到2027年年中达到约80%，2027年末接近满负荷产能。
- 不到1个月后媒体报道5月初其再次将全面复产时间推迟至2028年初，成为推动铜价创近期走强的重要驱动，也加剧了市场对全球铜供需紧平衡格局的担忧。后自由港反驳媒体关于推迟全面复产时间的消息。

全球铜矿储量



全球铜矿产量



- 秘鲁5月11日发布能源危机紧急法令，是因为全球油价冲击+Petroperu流动性危机+3月天然气管道事故暴露的能源系统脆弱性叠加，政府担心燃料供应链断裂，所以用紧急法令为 Petroperu提供最高20亿美元的担保/融资机制，以保供应，稳库存，避免炼厂停摆。
- 根据美国地质勘探局（USGA）数据，秘鲁铜储量约为8500万吨，约占全球总储量（9.8亿吨）的8.8%，是除智利（1.8亿吨）和澳大利亚（1亿吨）外全球第三大储铜国。同时，秘鲁也是主要产铜国之一，SMM数据显示其2025年全年铜产量为277万金属吨，约占全球的12%。秘鲁的铜矿生产与冶炼环节对电力及燃料的依赖度较高，能源性危机或将直接扰动其铜矿产能释放，一方面，一些高成本矿山项目或因能源成本上涨面临更大的困境，另一方面，一些抗风险能力弱的中小型矿山则可能直接面临减产或停产风险。秘鲁能源危机紧急法令的发布进一步加剧全球铜精矿供应紧缺预期。

表1 2025年4月至2026年4月中国铜产业月度景气指数表

月份	先行合成指数 (2005年=100)	一致合成指数 (2005年=100)	滞后合成指数 (2005年=100)	景气指数
2025年4月	79.2	69.3	85.9	41.5
2025年5月	82.4	71.6	82.1	44.1
2025年6月	79.6	74.7	78.1	40.9
2025年7月	79.7	73.8	75.9	39.3
2025年8月	79.6	78.2	74.1	42.0
2025年9月	79.9	79.6	73.9	42.3
2025年10月	75.5	77.9	75.3	41.0
2025年11月	73.4	74.3	73.7	39.7
2025年12月	74.7	73.0	73.5	39.1
2026年1月	75.7	72.2	81.3	38.8
2026年2月	77.7	74.9	82.6	40.2
2026年3月	79.5	77.3	83.5	40.6
2026年4月	84.6	90.4	77.8	43.0

- 中国铜产业月度景气指数监测模型结果显示，4月份，中国铜产业月度景气指数为43.0，较上月上升2.4个百分点，继续保持在“正常”区间运行；先行指数为84.6，较上月上升5.1个百分点。该指数主要用于判断铜产业经济运行的未来近期变化趋势。该指数上升反映出当前国内宏观经济环境比较稳定，国际铜矿资源供应紧张，导致铜价上涨及AI算力等下游需求改善，受此影响，先行指标出现上升；一致指数为90.4，较上月上升13.1个百分点。

【中汽协：4月份新能源汽车产销量分别为132万辆和134.4万辆 同比分别增长5.5%和9.7%】记者11日从中国汽车工业协会获悉，4月份，我国新能源汽车产销量及出口量均实现稳定增长。最新数据显示，4月份，新能源汽车产销量分别为132万辆和134.4万辆，同比分别增长5.5%和9.7%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的53.2%。在出口方面，新能源汽车出口43万辆，同比增长1.1倍。不仅如此，今年1至4月份，我国新能源汽车出口138.4万辆，同比增长1.2倍。

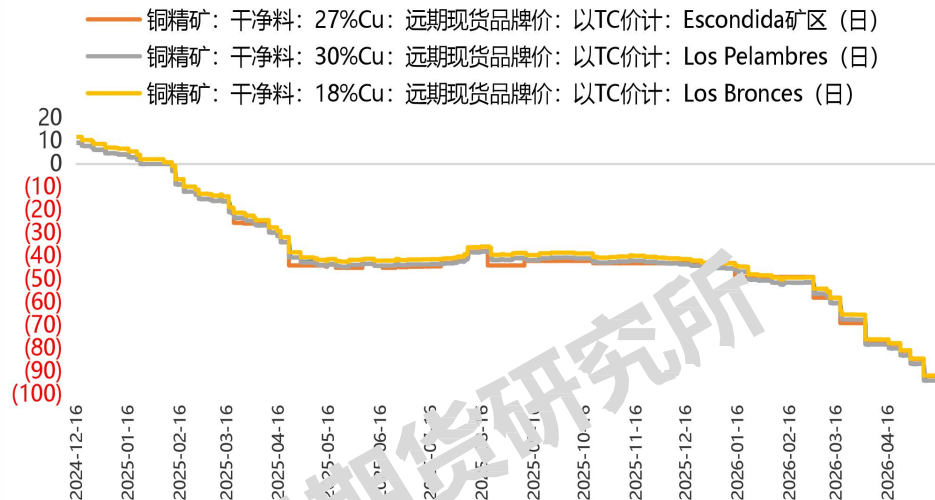
【乘联分会：5月1—10日全国乘用车市场新能源零售22.6万辆 环比增长27%】乘联分会数据显示，5月1—10日，全国乘用车市场零售40.7万辆，同比下降21%，环比增长36%，今年以来累计零售601.2万辆，同比下降19%。5月1—10日，全国乘用车市场新能源零售22.6万辆，同比下降13%，环比增长27%，今年以来累计零售298.4万辆，同比下降17%。

【智利4月对华铜矿和铜出口双双下滑】智利海关公布的数据显示，智利4月铜出口量为191,060吨，当月对中国出口铜16,033吨。智利4月铜矿石和精矿出口量为1,175,959吨，当月对中国出口铜矿石和精矿768,889吨。4月份智利对中国铜和铜矿出口量都出现回落，且此前公布的智利3月铜产量也出现下滑，目前国内铜精矿现货加工费继续下降，仍需关注矿端紧张程度。

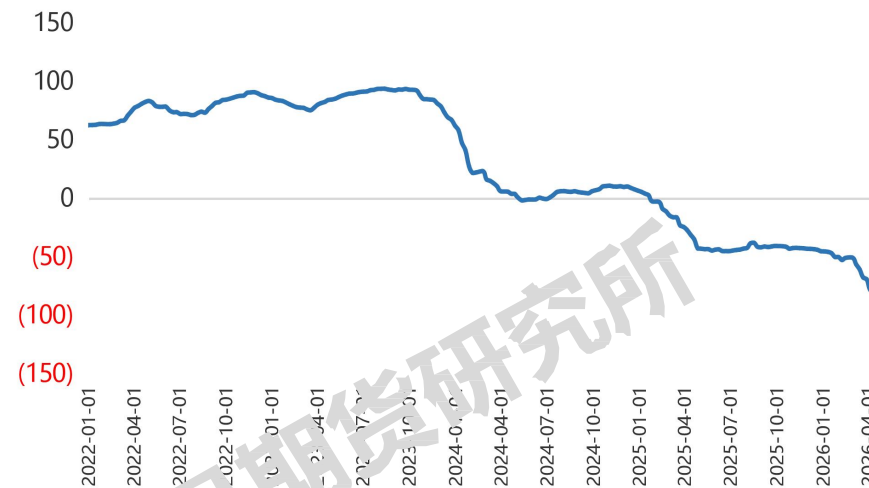
【赞比亚一季度铜产量同比下降4%】赞比亚矿业部长Paul Kabuswe周三表示，2026年第一季度赞比亚铜产量同比下降4%至208,992吨，较上年同期的218,308吨下降4.27%。该数据为大型矿山及小型运营商的合计产量。尽管整体铜产量下降，但第一季度大型矿山的产量同比增长1.8%。Lumwana铜矿、Konkola铜矿、Mopani铜矿及其他几个项目的产量录得增长，抵消了其他主要矿山的下降。

【全球最大铜矿Escondida3月产量大跌15.75% 品位下滑为主要原因】智利铜委员会（Cochilco）周二公布的数据显示，必和必拓（BHP）旗下Escondida铜矿——全球最大铜矿山，2026年3月铜产量同比下降15.75%，至10.16万吨。据悉，该矿山产量下滑主要源于选矿厂计划内的原矿品位下降（3月相关品位为0.91%，2025年同期为1.05%），尽管矿山开采量、选矿厂处理量均创下纪录，且通过引入新试剂等运营优化提升了回收率，仍未能完全抵消品位下滑的影响。此外，该矿山工会近期拒绝了企业提出的合同方案，必和必拓正寻求进一步谈判，或对后续生产稳定性产生潜在影响。值得注意的是，Escondida矿山正推进新增选矿厂项目，已于2026年3月提交环境影响声明许可，该项目预计投资44亿至59亿美元，投产后可新增年产能22万至26万吨，有望在2031-2032年实现首次产出。

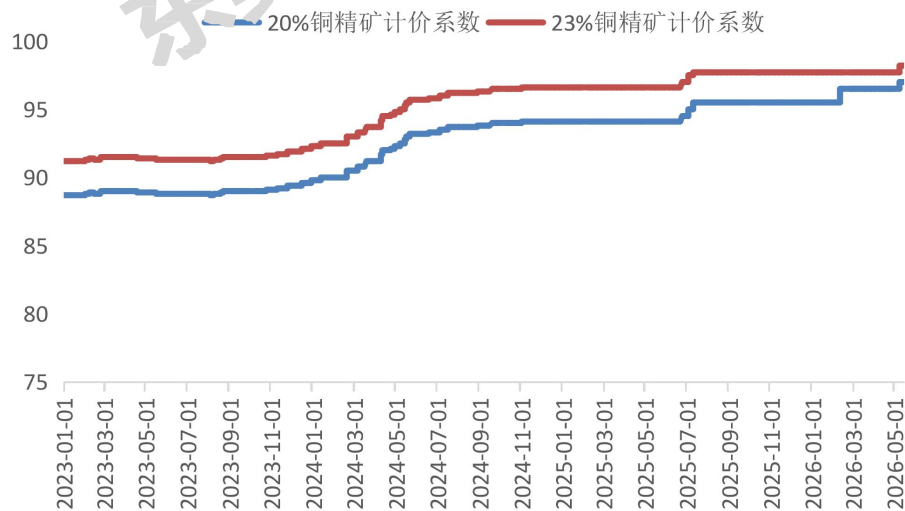
进口铜精矿TC (美元/干吨)



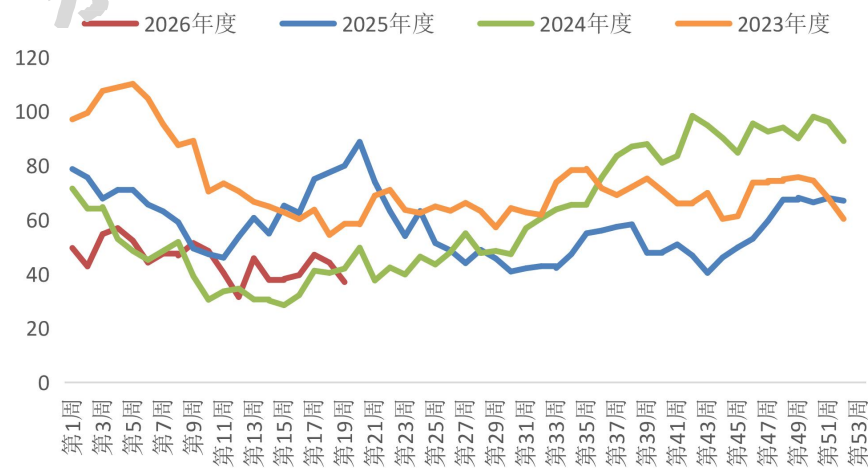
进口铜精矿指数(周)(美元/吨)

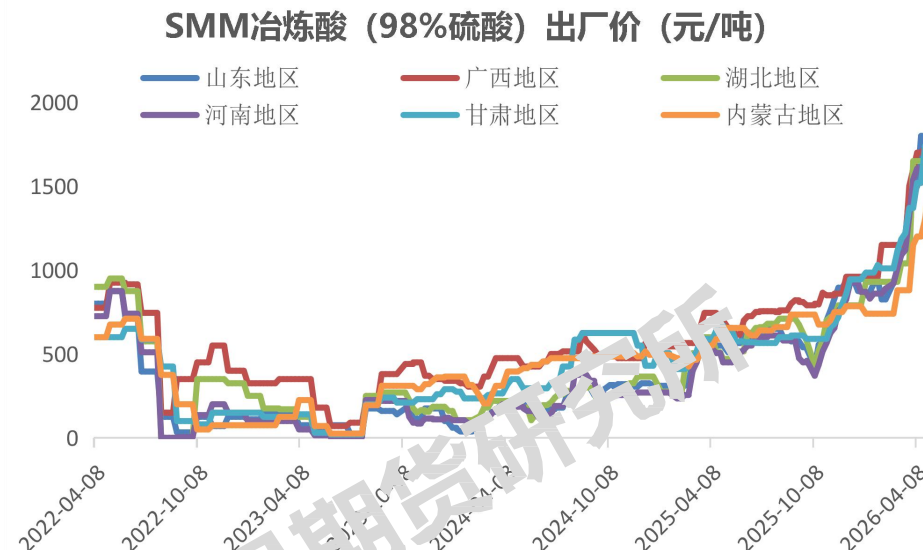
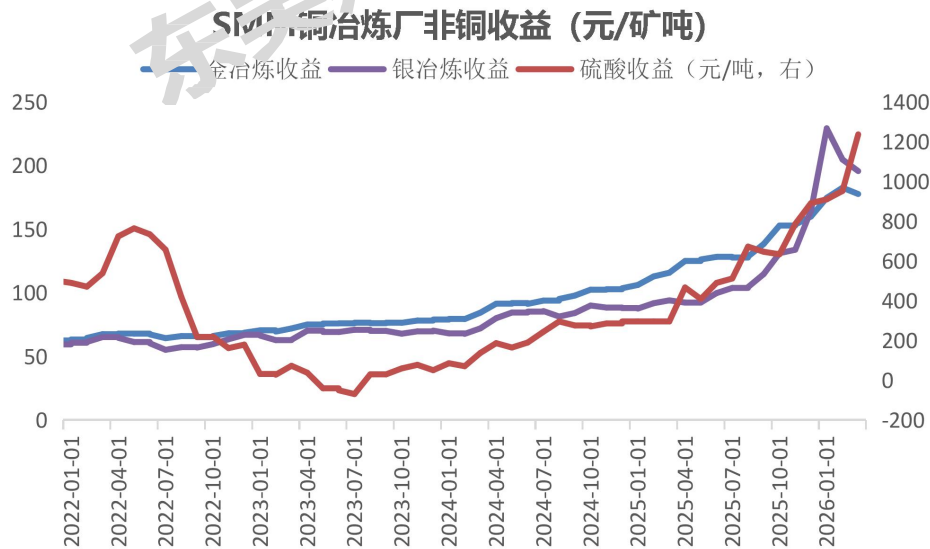
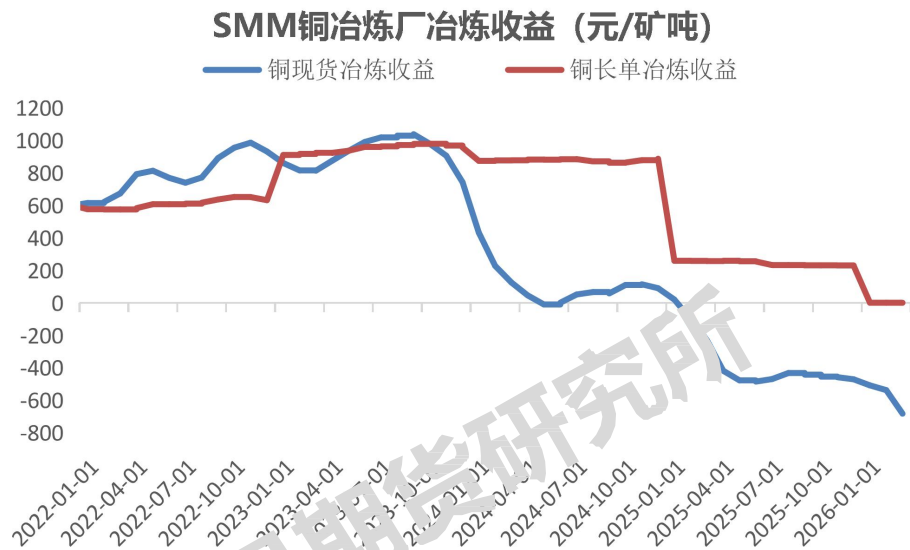


铜精矿作价系数



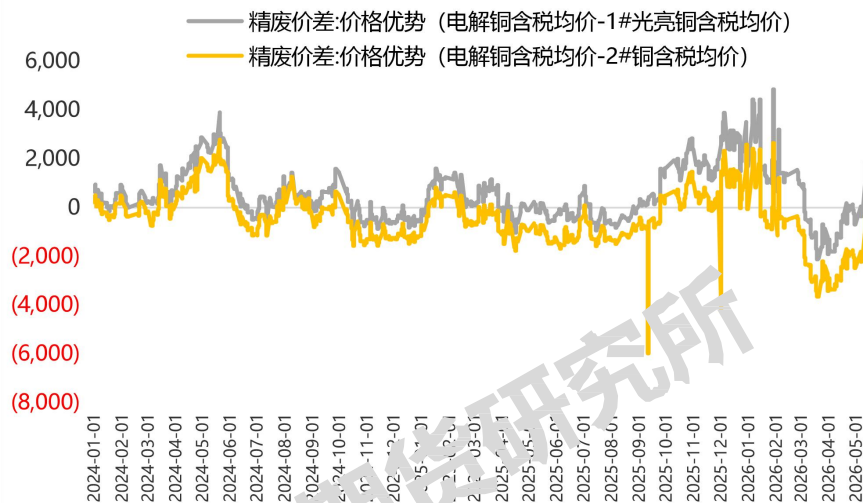
铜精矿港口库存 (万吨)





- 铜精矿现货市场延续矿端紧张、现货 TC 深度下探的弱势格局，矿强炼弱格局进一步凸显。现货加工费下行速度较快，贸易商普遍捂货惜售，市场报价稀缺，部分贸易商表示，市场仍具有下行空间，即使二季度炼厂检修较多，但现有供需缺口仍然难以有效弥补。冶炼端采购多以刚需补库为主，操作偏保守
- 某矿山招标6月船期1万吨干净铜精矿TC为-150美元/干吨。某矿山招标6月以及四季度2万吨铜精矿TC为-155美元/干吨，并且2027船期2万吨铜精矿TC为-110美元/干吨。某贸易商出售10万吨干净铜精矿小长单以TC-103美元/干吨成交。

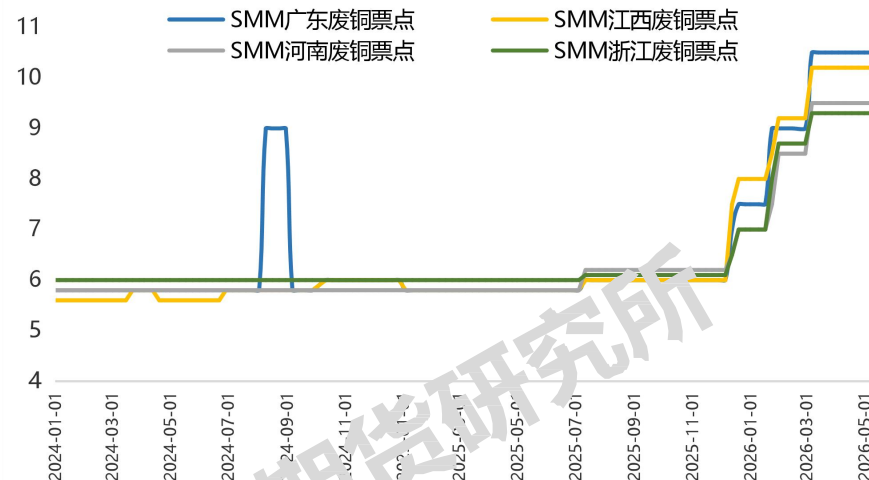
电解铜精废价差



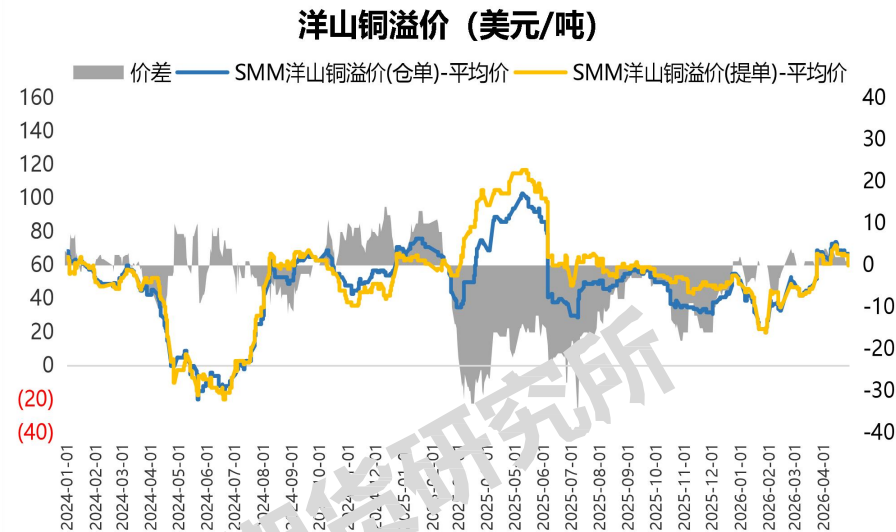
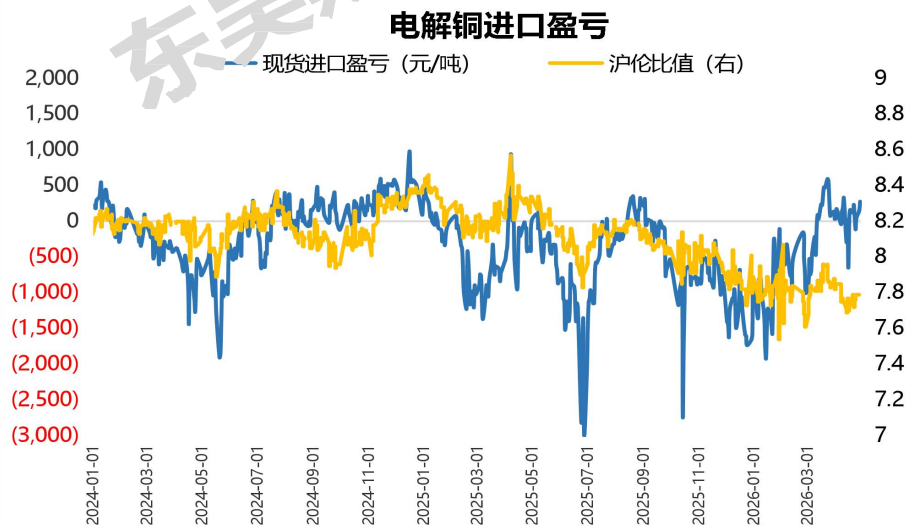
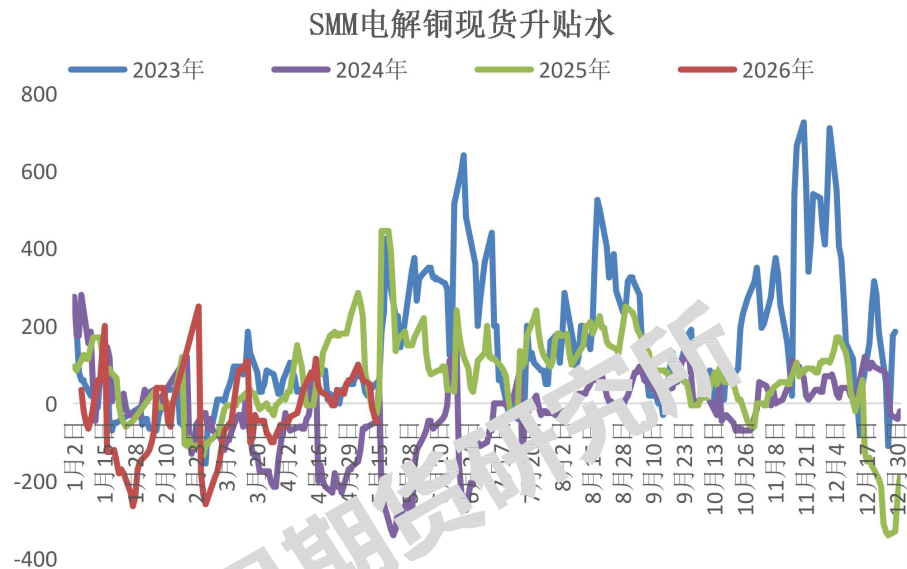
中国进口废铜盈亏平衡



废铜票点

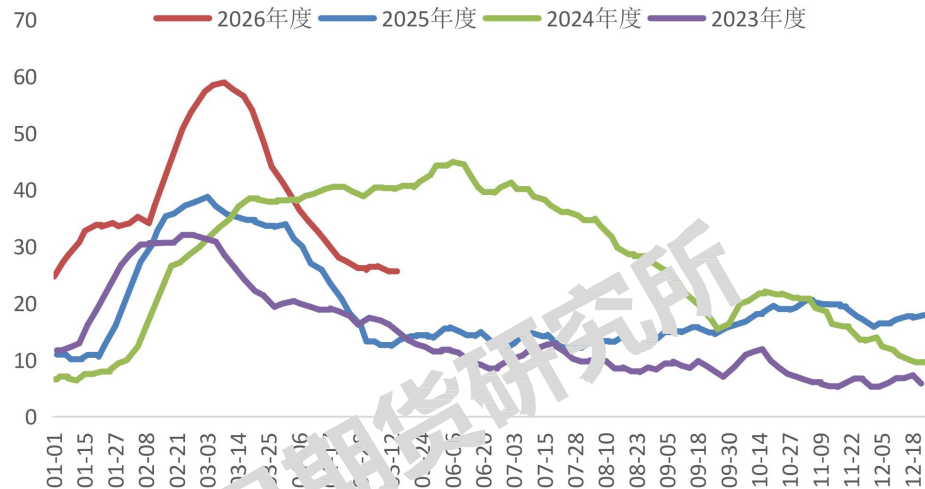


- 前半周铜价大幅攀升，废铜市场交易火热。上游现货库存盈利空间扩大，出货意愿高涨，积极寻高价抛售，市场货源流通量显著增加；但由于市场需求受到票据制约有所受限，使得上游多数货商报价较为谨慎，高价大量补货意愿不强，更倾向于选择出库套利。下游铜厂采购报价分化，多数采满即止或下调报价，部分高价铜厂成交量可观。
- 后随着铜价回落市场交投情绪有所降温，部分货商担忧后续行情继续下跌，趁价格偏高时择机出货，贸易商普遍采取快进快出的操作思路，不愿在高位囤货。下游铜厂近期废铜到货量增多，叠加废铜原料库存较为充足，整体补库意愿偏弱，采购多以逢低拿货为主。

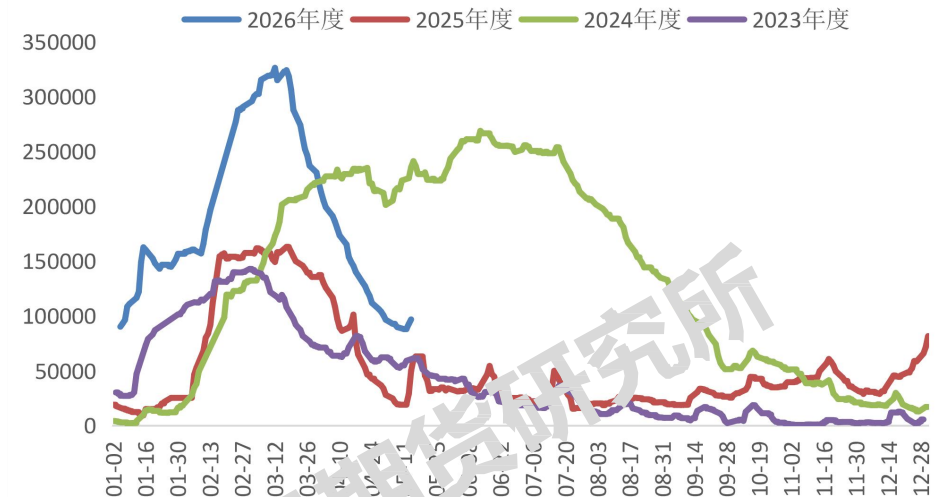


- 近日铜价上行下游企业畏高谨慎观望情绪较强，日内维持刚需采购为主，且临近交割，部分持货商低价贴水出货意愿有限，整体成交仍表现下滑。后铜价虽有所回落，但部分下游企业接货情绪仍相对谨慎，采购需求提升空间有限，且交割换月在即，部分贸易企业出货动作减少，整体成交变化不大。
- 整体来看，高铜价下企业采购需求亦相对较弱，现货升水承压走跌，不过正值交割换月，预计现货贴水空间有限，小幅贴水运行为主。

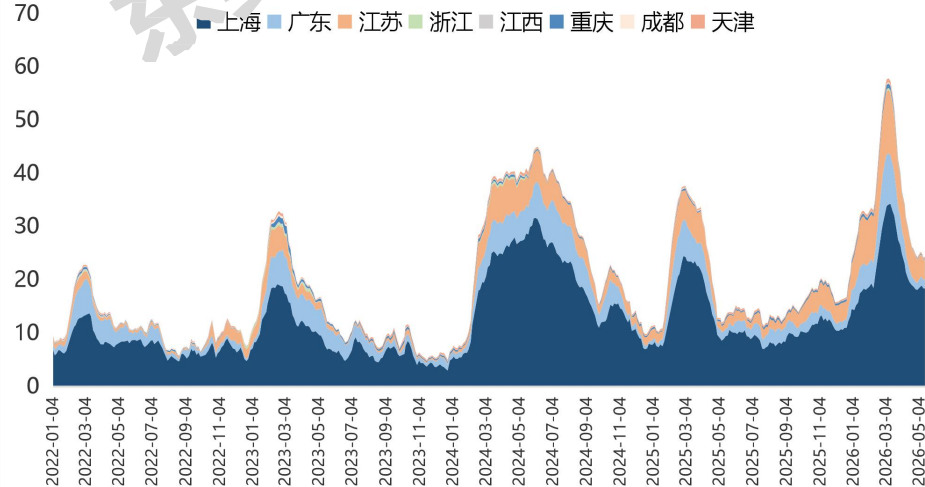
Mysteel电解铜社会库存



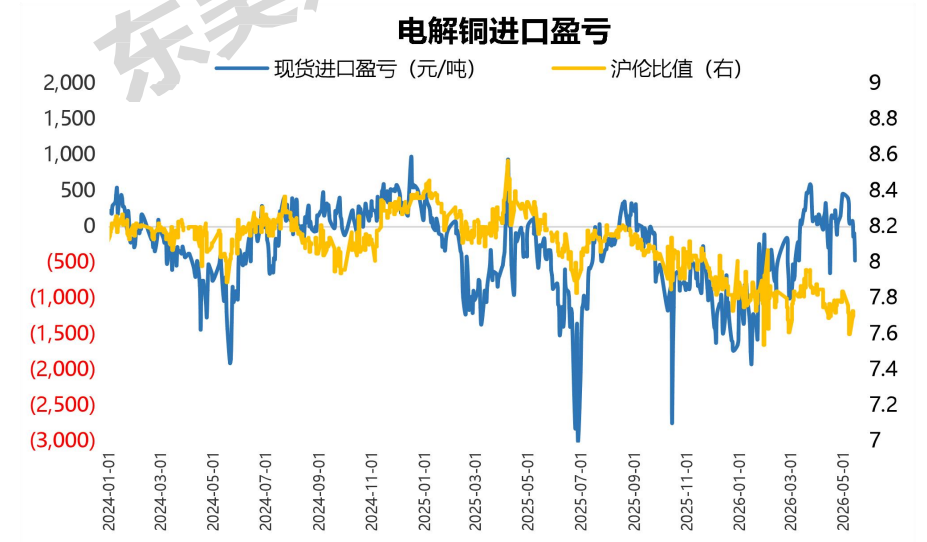
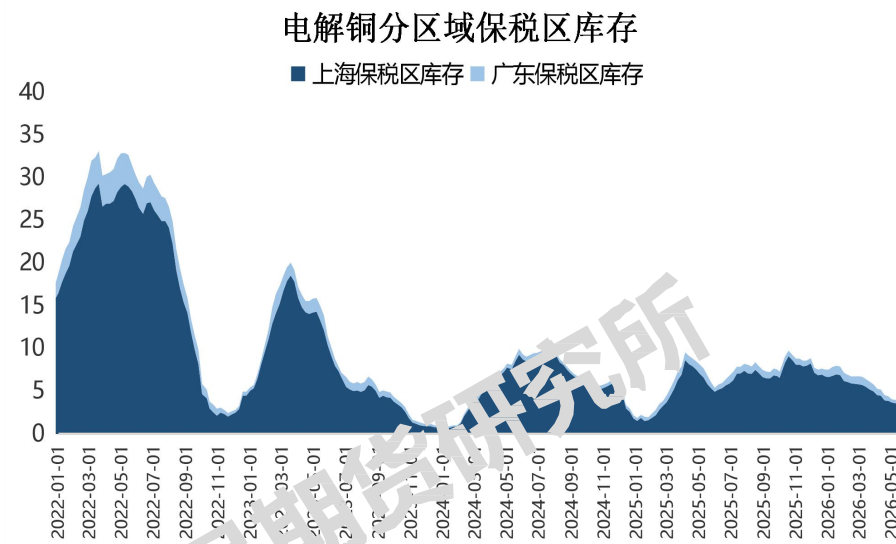
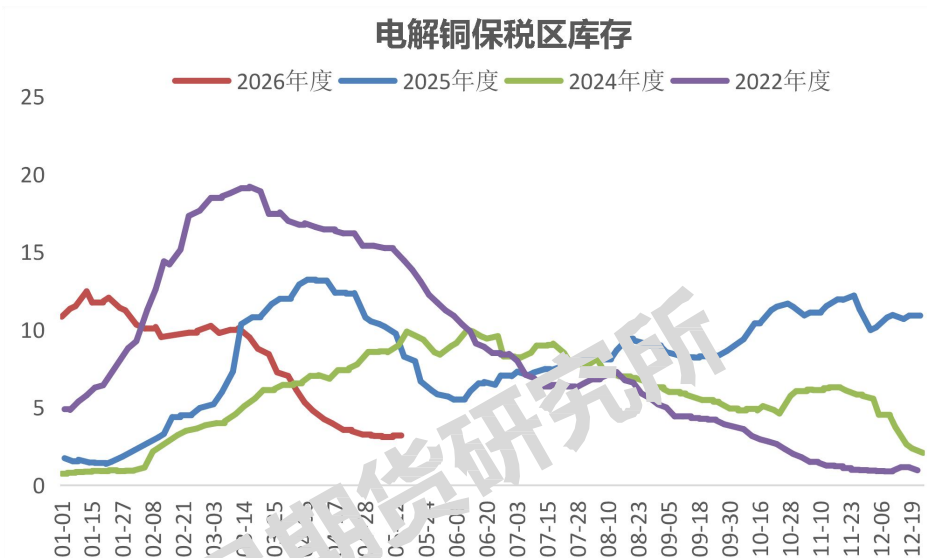
SHFE电解铜期货库存



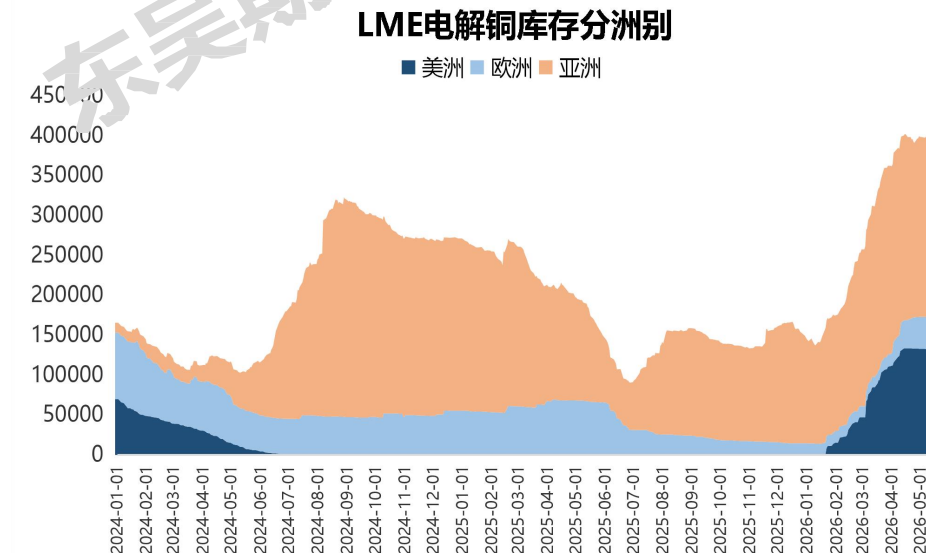
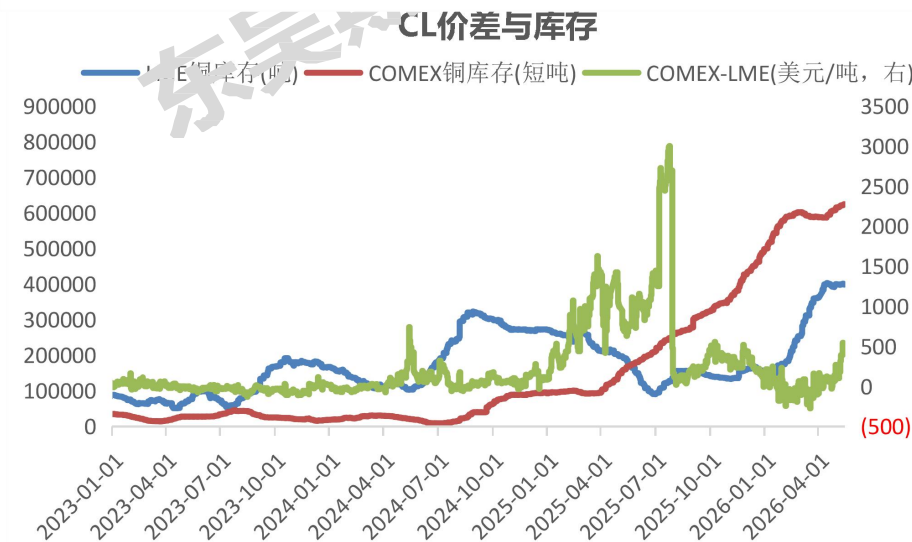
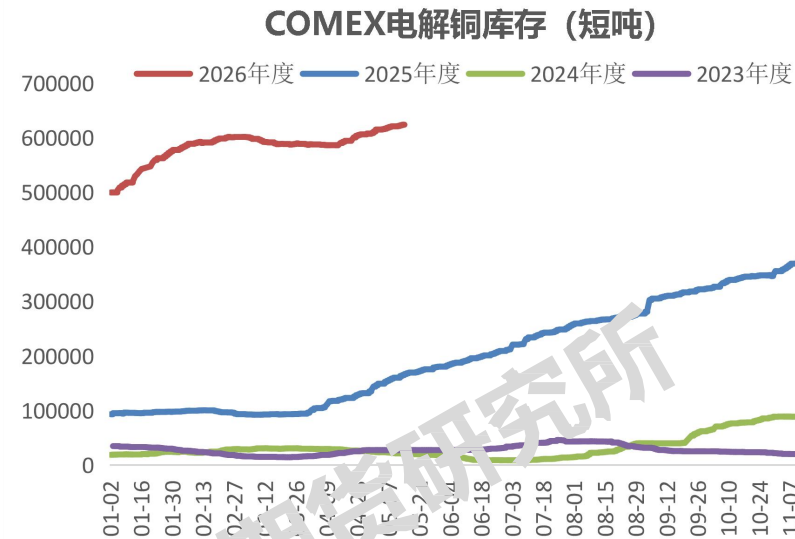
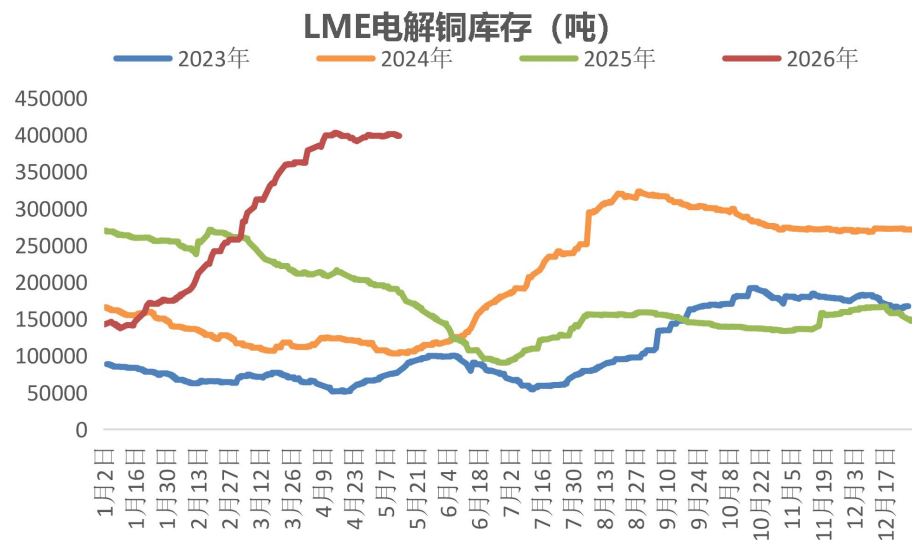
国内电解铜分区域库存

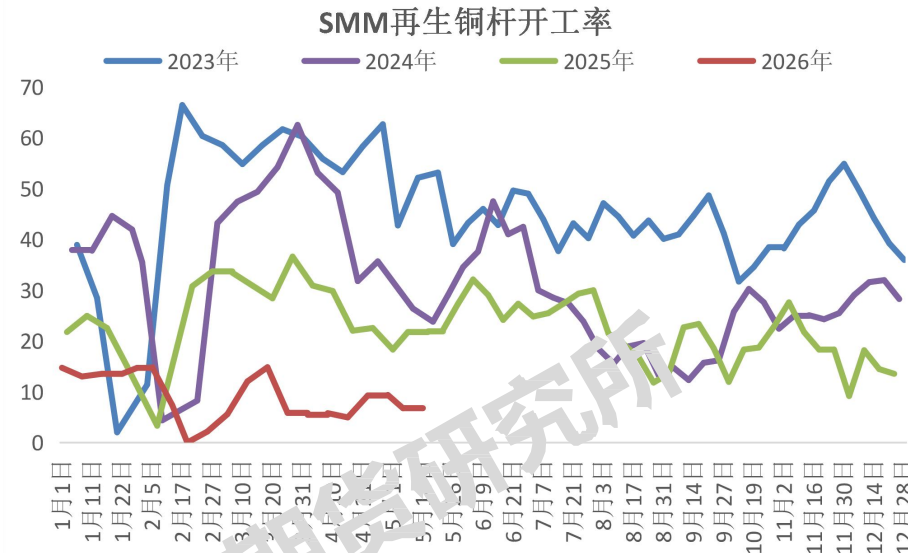
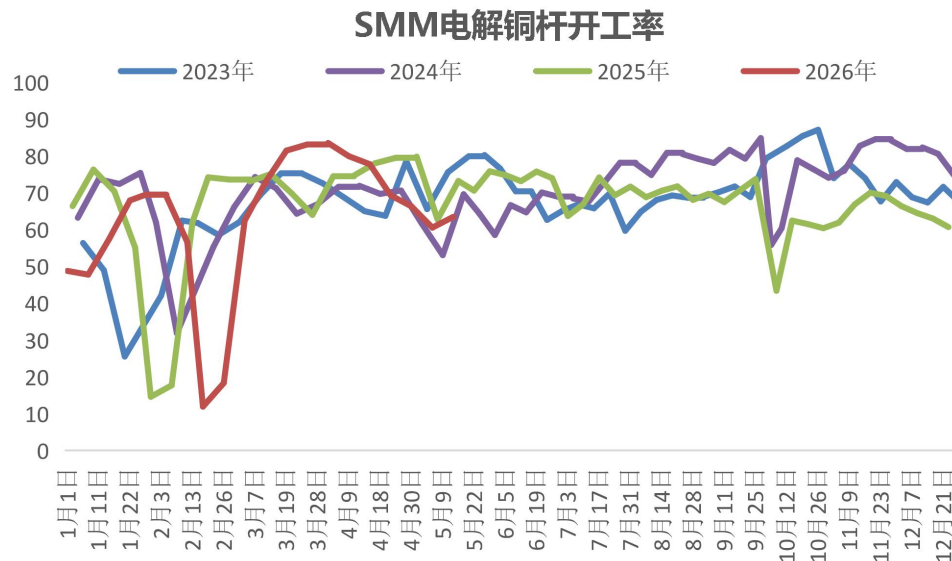


- 5月14日国内市场电解铜现货库存25.77万吨，较8日降0.78万吨，较11日增0.14万吨；上海库存20.15万吨，较8日降0.43万吨，较11日增0.14万吨；广东库存1.68万吨，较8日增0.05万吨，较11日增0.08万吨；江苏库存3.53万吨，较8日降0.45万吨，较11日降0.11万吨。
- 国内社库周内小幅增加，其中上海、广东市场增加，江苏市场库存继续去库；由于周内铜价大幅走高，下游企业畏高观望情绪较强，采购需求表现偏弱，虽国产货源到货依旧较少，但进口铜仍有陆续到货补充，整体库存因此有所累库。

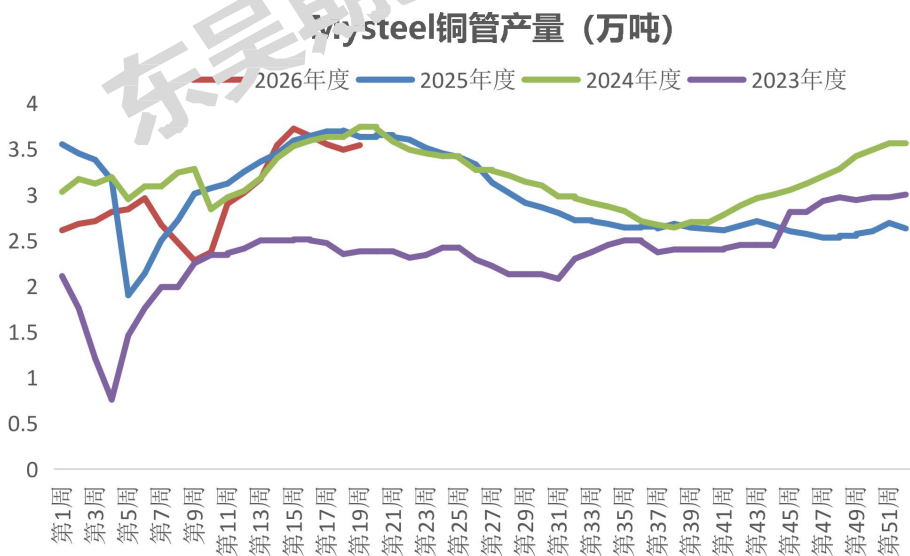
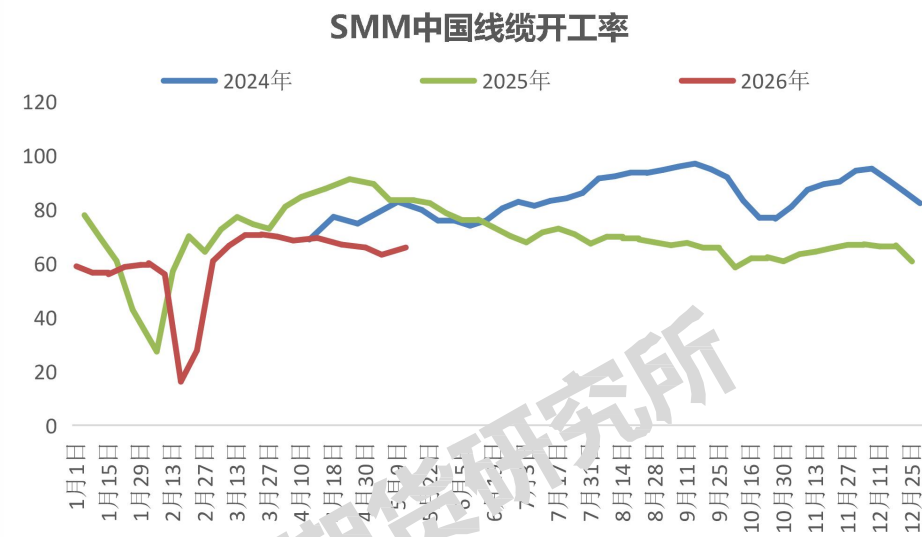
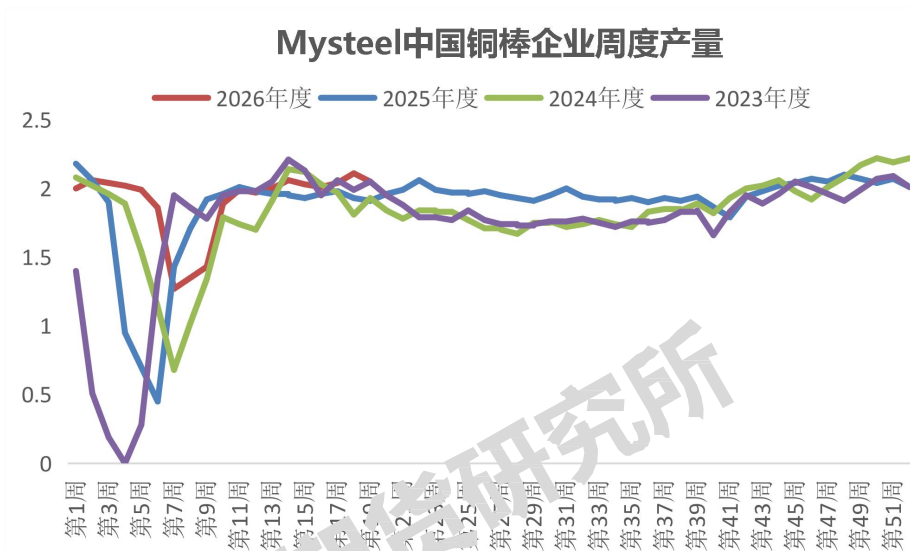


- 5月14日上海、广东两地保税区铜现货库存累计3.15万吨，较8日增0.07万吨，较11日降0.03万吨；上海保税区2.72万吨，较8日增0.05万吨，较11日降0.05万吨；广东保税区0.43万吨，较8日增0.02万吨，较11日增0.02万吨。
- 保税区库存小幅下降，周内仍有少量冶炼厂长单出口货源到货，但个别仓库亦存在清关进口，因此整体库存变化有限。

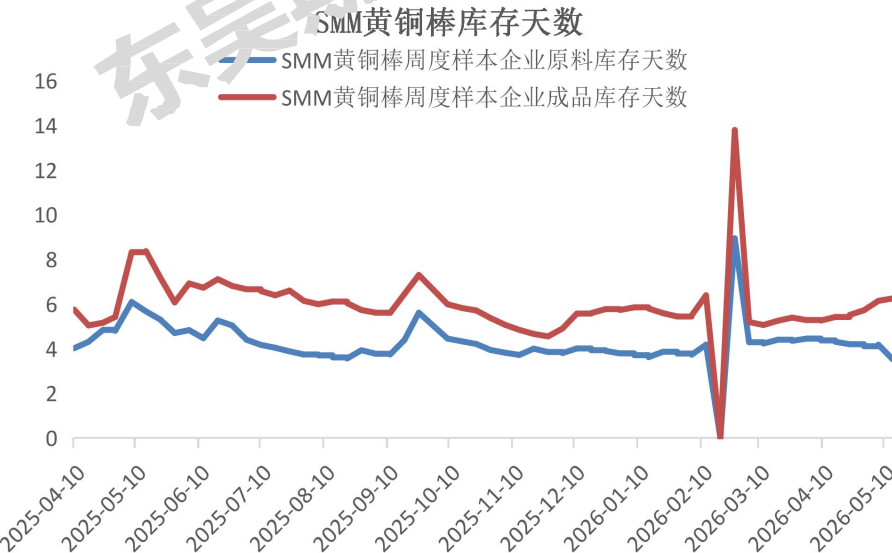
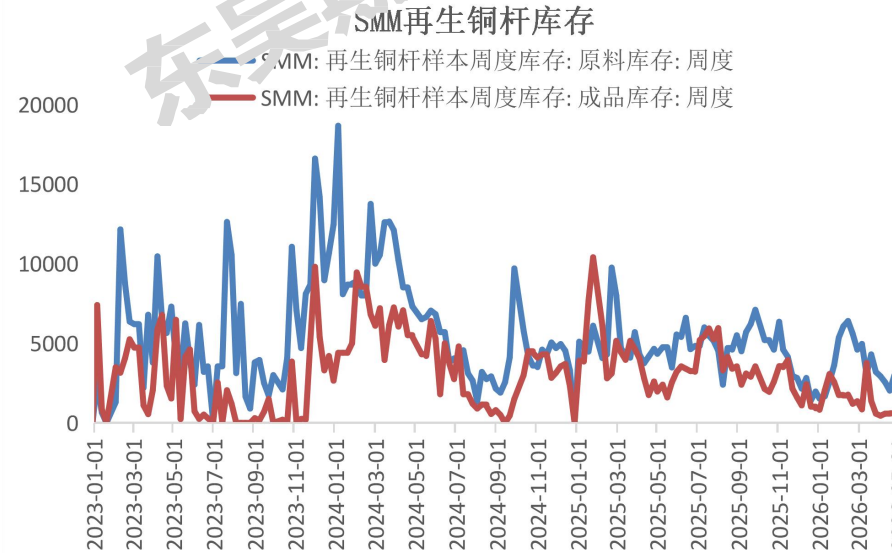
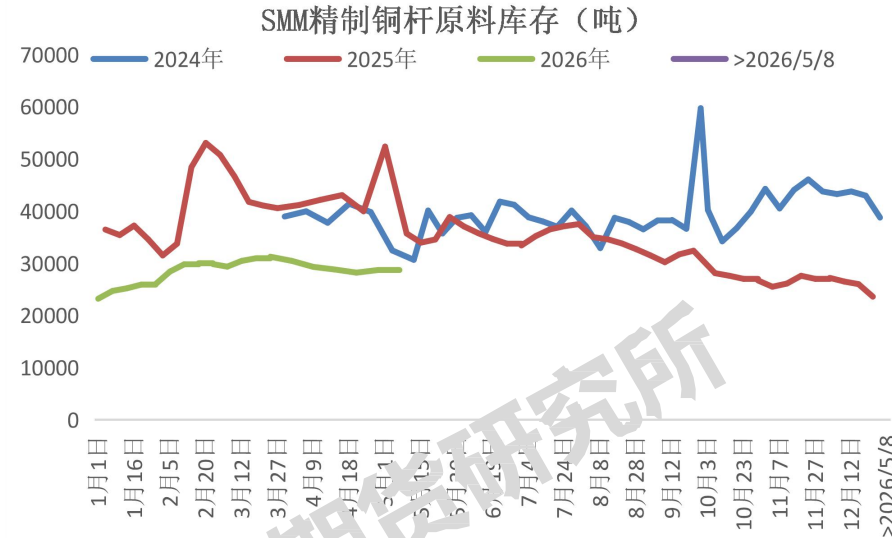
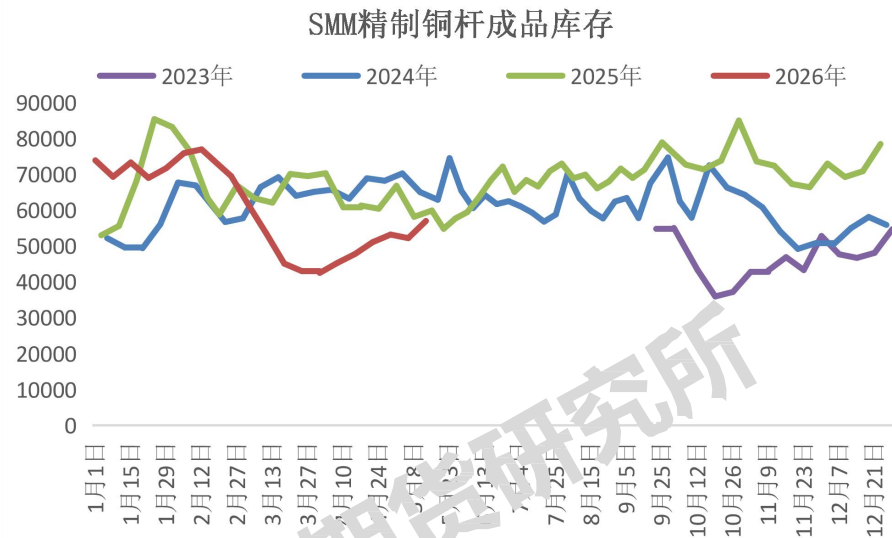


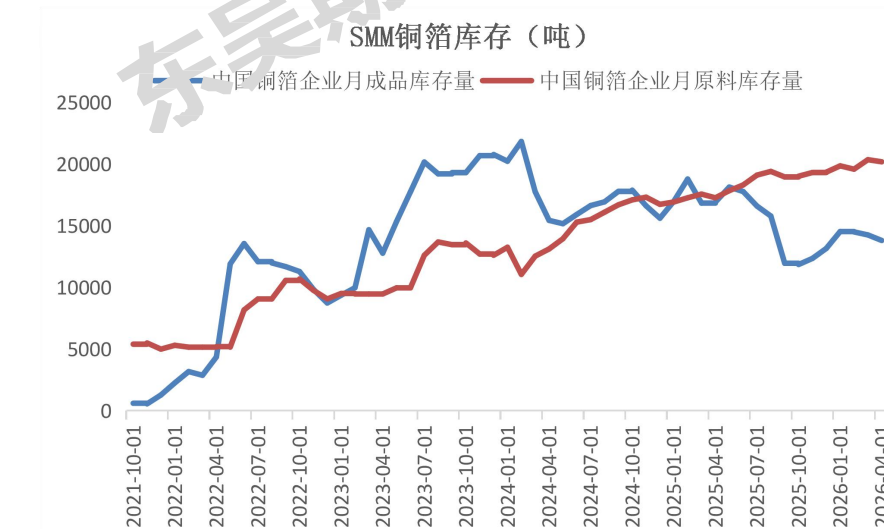
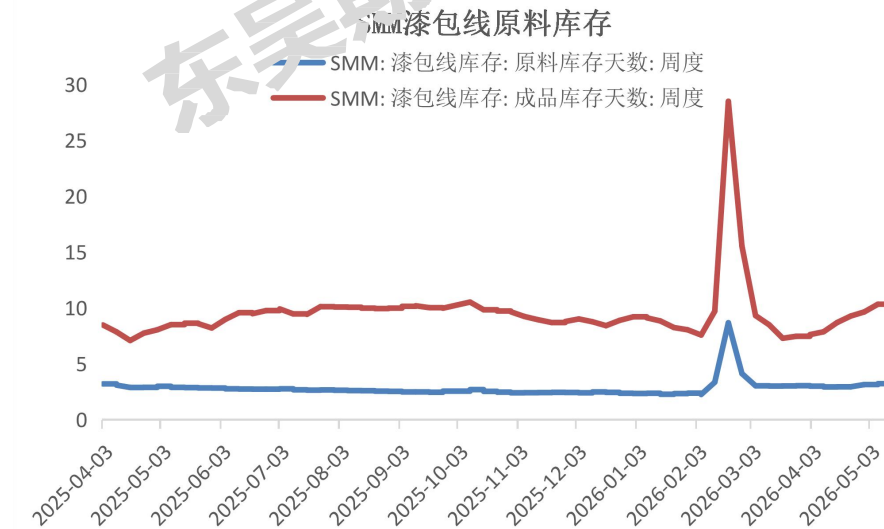
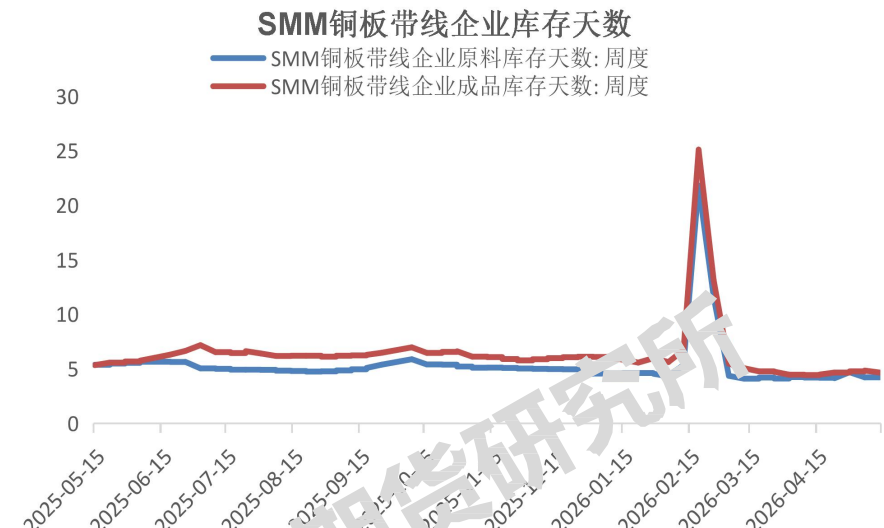
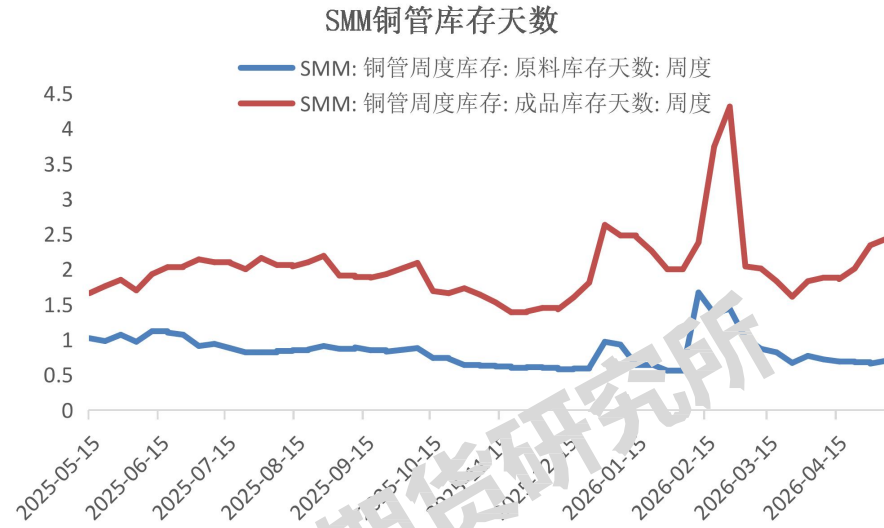


- 铜杆：精铜杆市场由于临近交割，市场整体观望氛围浓厚，虽铜价明显回调，部分下游采购量有增加，但整体增幅不大，多数选择静待合适时机再进行备货。再生铜杆市场区域分化依旧明显，华北区域凭借成本优势市场交易尚可，其他区域现货紧张以及相关政策影响仍存，厂商、下游交易皆较谨慎，日内以小批量出货模式为主。
- 铜板带：铜价高位回调，铜板带市场成交稍有好转，下游问价积极性有所回升，部分此前观望的终端刚需拿货，同时有下游担心后续铜价继续上涨，所以有所采购。整体成交量相对一般，零单成交依旧不太乐观，终端实际需求有走弱迹象。贸易商拿货意愿较弱，只有部分贸易商少量补库。

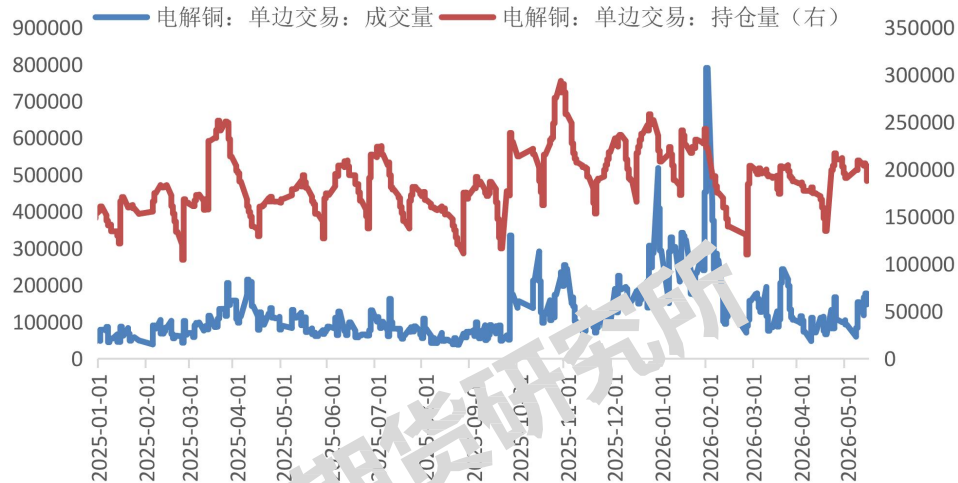


- 铜棒：行情走势偏弱，原料价格整体下探，铜棒企业并未因此大量备库，依旧刚需采购，多根据销售订单预备原材料。但有个别企业看好行情反弹，有一定敞口操作。近期，终端消费偏淡季显现，行情虽有回落，但铜棒下游企业依旧保持谨慎心态，补库节奏表现缓慢。据企业反馈，近几日订单成交表现偏差，即便行业头部大厂也面临接单乏力的问题。企业之间价差扩大，下游买方认为当前价位过高，采购心态较为抗拒，整体偏向有价无市局面。
- 铜管：铜管价格下行市场成交依然低迷。据了解，不少企业自5月以来订单表现减弱，经销商反馈，终端采购意愿下降，工程等市场需求仅少量释放，其他市场需求基本停滞，下游不敢备原材料，当前以发运前期库存为主，但库存量也在持续减少，除刚需外，市场普遍等待价格下行后再进行补货。整体订单减少的走势短期难以改观。不过受价格下跌刺激，下游采购积极性小幅回升，带动铜管实现少量出货。

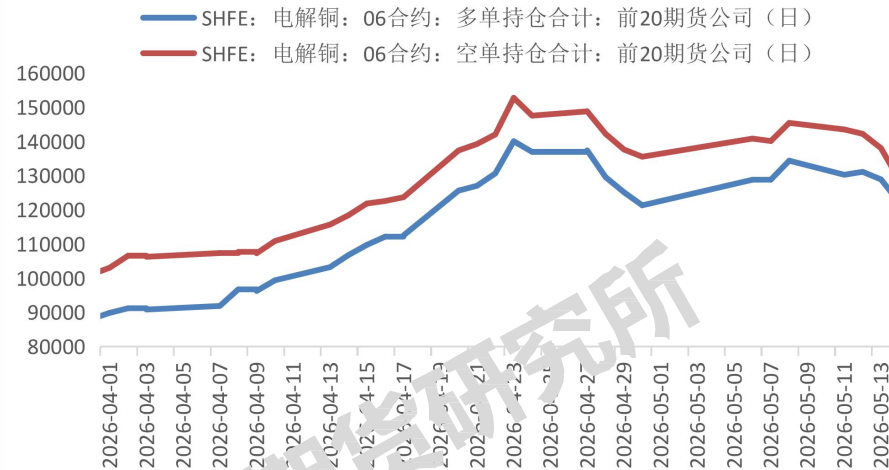




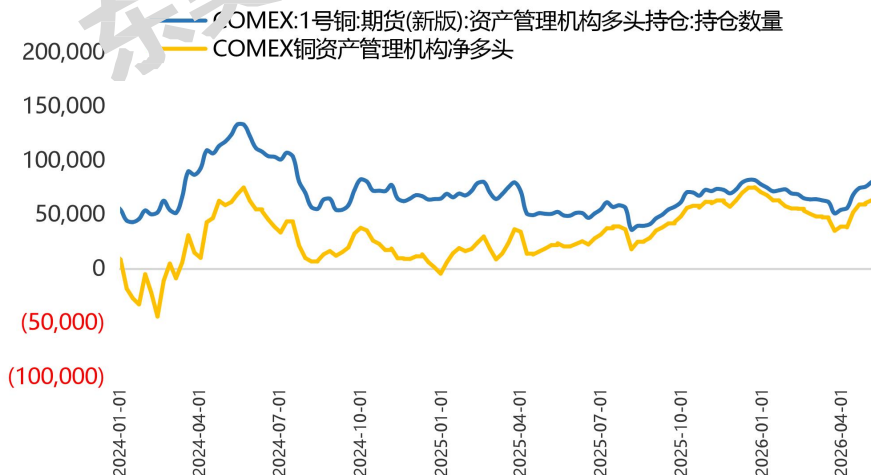
SHFE电解铜主力合约成交量/持仓量 (手)



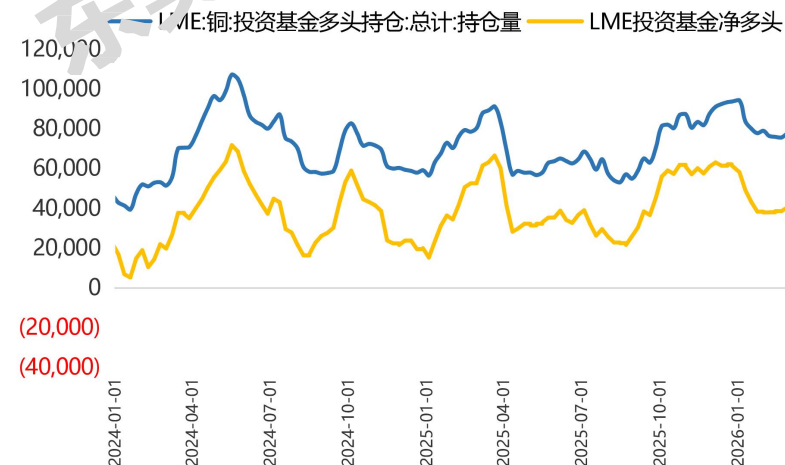
电解铜主力合约前20期货公司多空持仓 (手)



COMEX铜机构持仓量



LME铜投资基金持仓量 (手)



谢谢!

请联系东吴期货研究所，期待为您服务!

400-680-3993

<http://yjs.dwfutures.com>

本报告由东吴期货研究所制作及发布。报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改、及用于其它用途。

期市有风险，投资需谨慎!