

有色金属半年报—美联储加息渐近，铜铝中期承压

摘要：

上半年中国货币政策较为稳健，M2货币存量适度增长，总体资金面较为宽松。但国民经济5月份展现出较大分歧：一方面工业增长持续加速，出口不断放量，另一方面，消费品零售5月同比转为下降，固定资产投资大幅跳水。相应的，国内居民存款增长大幅高于贷款增长，4月人民币贷款负增长，5月回正，但同比增速大幅下滑。数据表明国内居民对未来经济信心不足，后续仍需进一步加强政策调控力度。

本轮铜价上涨的核心驱动因素是中东局势缓和后，市场重新关注经济新增增长点，也就是AI相关行业。近期科技股波动越来越大，后市不确定性不断上升，铜价当前风险也在不断上升。

供需方面，当前全球铜供需情况基本稳定，国内铜产量再创历史新高，而6月开始国内进入淡季，下游需求下降。从库存变化上明显可以看出，目前支撑铜价的现实因素还是美国关税影响下，美国国内囤货和套利的需求。后续关注美国关税情况（6月末），以及美铜较伦铜升水的实时变化情况。如果美国铜关税没有变化，铜价可能面临压力。

上半年铝价受到中东地区产能受损，运输不畅和全球能源价格飙升等因素的影响，连续冲高。同时，由于国内能源价格稳定，产能接近上限运行，下游需求不足，外盘铝价和国内铝价出现巨大分化，伦铝较沪铝升水不断扩大。但随着美伊谈判逐步落地，中东地区铝产能开始恢复，全球能源供给释放，铝基本面出现转弱迹象。当前全球铝供需情况逐步稳定，而当前国内进入淡季，现货需求一般。展望未来，美联储加息预期和中东产能恢复、能源价格下降等因素影响下，铝基本面偏弱，中期走势难言乐观。

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1448号

研究员：

张天馨
南京大学理学学士
爱尔兰都柏林大学数理金融学
硕士

从业资格证：F3002734

投资咨询证：TZ0012680

电话：025-52278450

邮箱：

zhangtianao@ftol.com.cn

目录

一、行情回顾.....	4
(一) 上半年有色金属宽幅震荡.....	4
二、宏观基本面简析.....	5
(一) 美国关税政策反复.....	5
(二) 美国通胀再度爆表，美联储加息概率大幅上升.....	5
1、美国通胀再度爆表，非农就业超预期.....	5
2、美联储年内加息概率大幅上升.....	6
(三) 中国经济分化加剧.....	6
(四) 重点行业数据.....	7
三、铜基本面情况.....	9
(一) 国内铜产量.....	9
(二) 全球铜库存.....	10
(三) 美铜较伦铜升水.....	11
(四) 铜行情展望.....	12
四、铝基本面情况.....	12
(一) 全球铝库存.....	12
(二) 铝进出口.....	13
(三) 铝行情展望.....	14

图表目录

一、行情回顾	4
图表 1 上期所铜铝主力合约走势图	4
图表 2 美国 CPI 物价数据	5
图表 3 美联储降息情况	6
图表 4 中国主要经济数据	7
图表 5 房地产相关数据	7
图表 6 汽车行业数据	8
图表 7 全球铜供需情况	9
图表 8 全球铜库存	10
图表 9 美铜较伦铜升水	11
图表 10 全球铝库存	12
图表 11 铝进出口情况	13

一、行情回顾

(一) 上半年有色金属宽幅震荡

2025 年末，美联储连续 3 次降息，其中 12 月再次降息 25 基点，资金面宽松，市场情绪乐观。26 年初，有色金属市场延续偏强走势，1 月铜铝同步大涨，1 月 30 日均创历史新高，沪铜最高报 114160，沪铝最高报 26185。26 年美联储暂停降息，市场乐观情绪下降，2 月铜铝价格大幅回落，铝价创出年内低点 23035。

2 月底美以伊冲突爆发，全球原油供给大幅下降，市场情绪受到较大冲击，铜价价格出现明显分歧。铜价 3 月大跌，创出年内低点 91500。而铝价受到中东产能受损和全球能源价格暴涨影响，在 3 月快速拉升，回到年内高点附近。

4 月伊朗局势逐步缓和，AI 基建拉动有色金属价格再度回升，铜价连续反弹，收复失地，并在 5 月创出上半年第二个高点，铝价在 4 月快速拉升，并在 4 月中旬创出高位。

5 月美伊停火，美联储换届。受到油价高位的影响，美国通胀压力巨大，美联储政策预期由降息逐步转变为年内加息，有色金属承压回落。5-6 月铜价价格震荡走低。

图表 1 上期所铜铝主力合约走势图





图片来源：博易大师，弘业期货金融研究院/投资咨询部

二、宏观基本面简析

（一）美国关税政策反复

2026 年 6 月 2 日，美国贸易代表办公室（USTR）发布报告，以“强迫劳动”为由，提议对包括中国在内的 60 个经济体加征 10% 至 12.5% 的额外关税，目前该措施处于拟议阶段，尚未最终生效。

美国白宫 6 月 1 日发布公告称，依据《1962 年贸易扩展法》第 232 条款，暂时调整部分进口钢铝铜产品关税。根据该文件，收割机和一些其他农业机械适用的进口从价关税从 25% 下调至 15%。白宫还调整了今年 4 月 2 日发布的钢铝铜关税文件中关于进口产品是否“完全”使用美国产钢铝铜制造的认定标准，将本地成分含量比例门槛从 95% 下调至 85%。

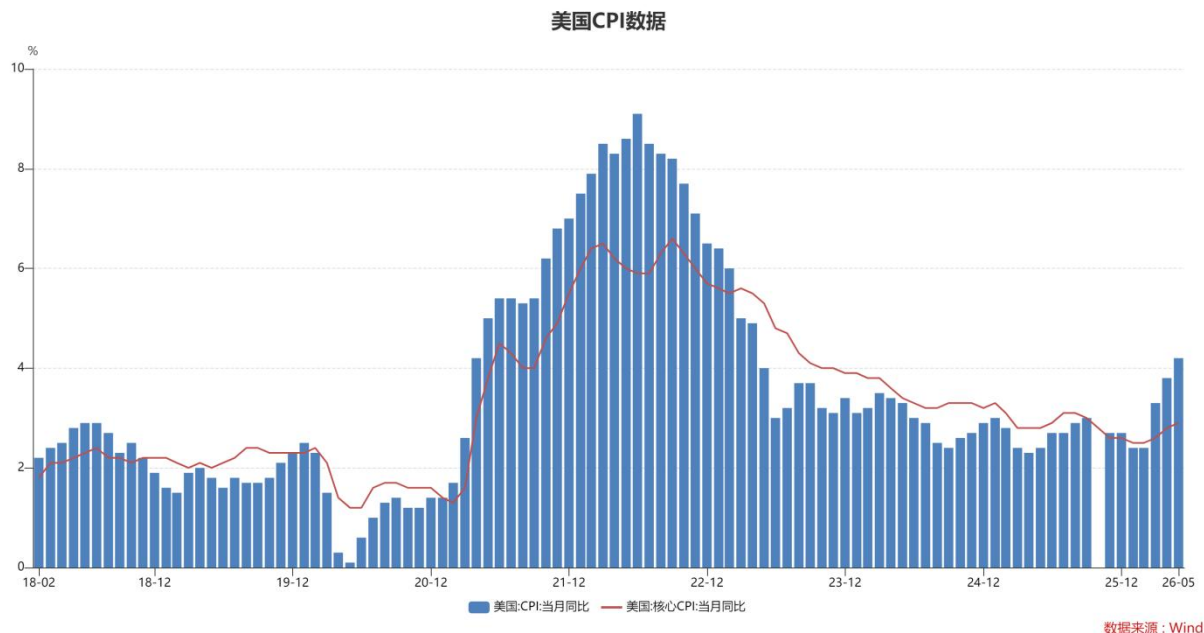
2026 年，美国关税发生较大变化。白宫必须在 7 月底之前完成一系列政策流程（如通过 301 调查等方式再次变更关税依据的具体法条），后续需继续关注美国关税变化。

（二）美国通胀再度爆表，美联储加息概率大幅上升

1、美国通胀再度爆表，非农就业超预期

美国 5 月未季调 CPI 年率录得 4.2%，符合市场预期，创 2023 年 4 月以来新高，前值为 3.8%。美国 5 月非农就业新增 17.2 万人，较市场预期高出近一倍。4 月数据从原先公布的 11.5 万人上修至 17.9 万人，3、4 两月非农新增就业合计较初值上修 9.3 万人，近三个月平均用工规模重回新冠疫情暴发前的常态水平。失业率连续第三个月持平于 4.3%。

图表 2 美国 CPI 物价数据

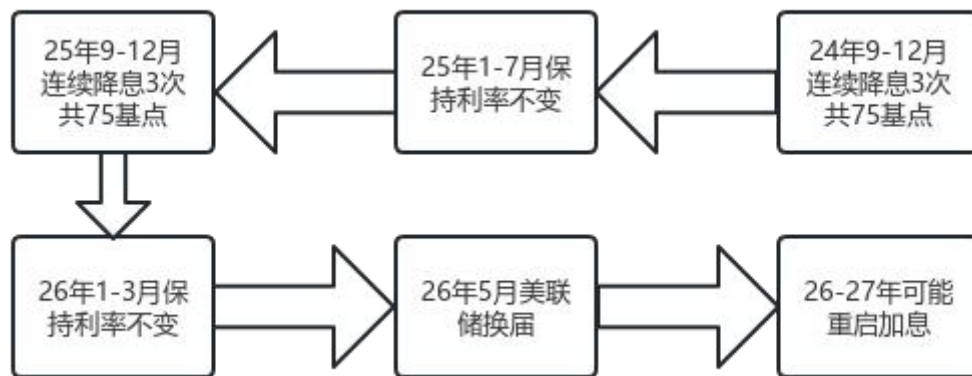


图片来源：万德，弘业期货金融研究院/投资咨询部

2、美联储年内加息概率大幅上升

美联储6月议息会议决定维持基准利率在3.50%-3.75%区间不变。美联储主席沃什：实现2%通胀目标的承诺坚定、全体一致且立场明确。美国利率市场定价显示，美联储在10月会议前加息的概率为72%。交易员已充分预期美联储将在2027年第一季度末之前加息两次。

图表3 美联储降息情况



数据来源：弘业期货金融研究院

(三) 中国经济分化加剧

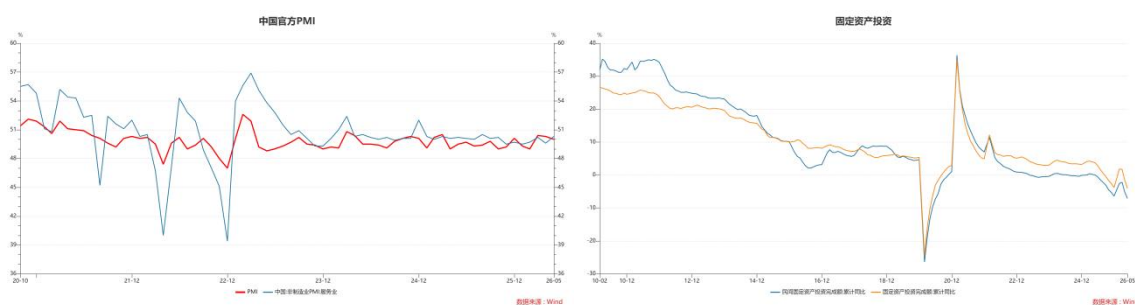
国家统计局：5月份，全国规模以上工业增加值同比增长4.5%，比上月加快0.4个百

分点。1—5 月份，社会消费品和服务零售总额同比增长 2.8%，5 月份，社会消费品零售总额 41090 亿元，同比下降 0.6%。1—5 月份，全国固定资产投资（不含农户）178512 亿元，同比下降 4.1%，民间投资同比下降 7.1%。1—5 月份，全国房地产开发投资 30356 亿元，同比下降 16.2%。

中国人民银行：5 月末，广义货币（M2）余额同比增长 8.6%，比上年同期高 0.7 个百分点；社会融资规模存量同比增长 7.7%，同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。

上半年中国货币政策较为稳健，M2 货币存量适度增长，总体资金面较为宽松。但国民经济 5 月份展现出较大分歧：一方面工业增长持续加速，出口不断放量，另一方面，消费品零售 5 月同比转为下降，固定资产投资大幅跳水。相应的，国内居民存款增长大幅高于贷款增长，4 月人民币贷款负增长，5 月回正，但同比增速大幅下滑。数据表明国内居民对未来经济信心不足，后续仍需进一步加强政策调控力度。

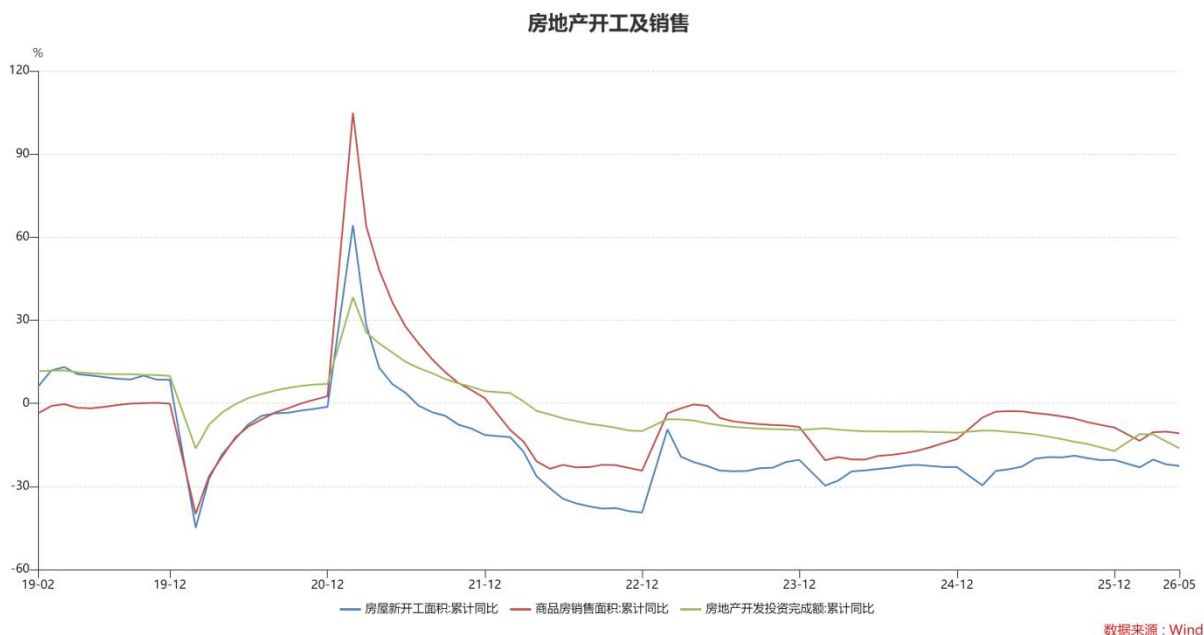
图表 4 中国主要经济数据



图片来源：万德，弘业期货金融研究院/投资咨询部

（四）重点行业数据

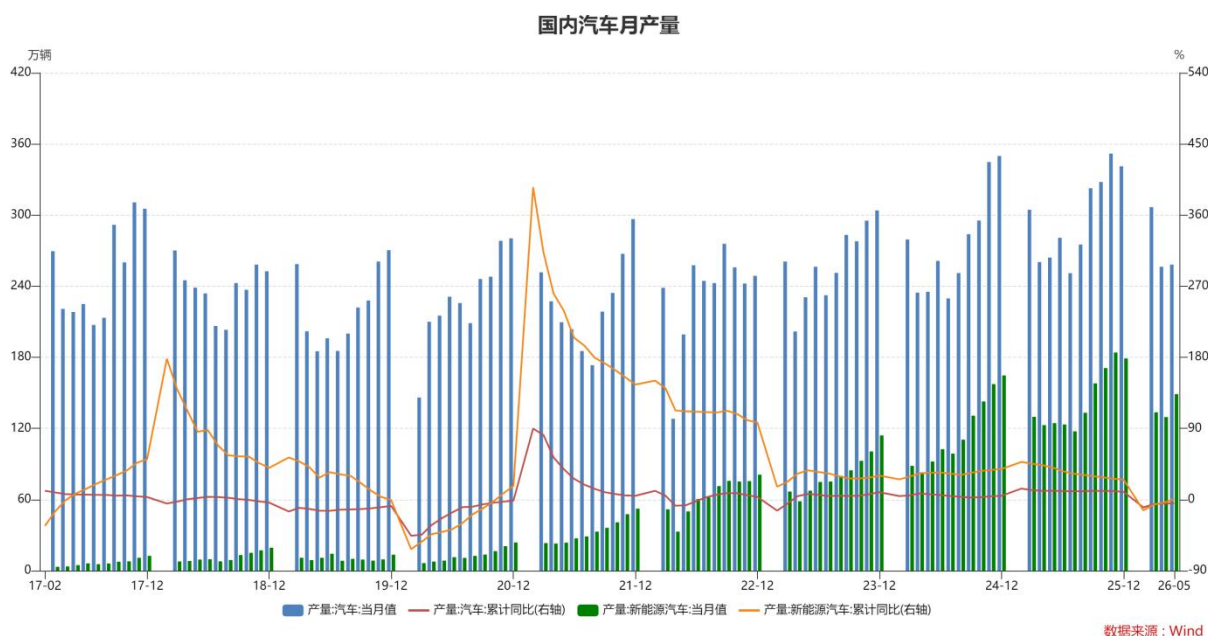
图表 5 房地产相关数据



图片来源: 万德, 弘业期货金融研究院/投资咨询部

2026年1-5月国内房地产相关数据继续走弱。其中, 房地产销售面积同比下降-10.8%。房地产新开工面积同比下降-22.6%, 房地产开发投资完成额同比下降-16.2%。总体而言, 房地产行业下滑态势延续, 对有色金属影响偏空。

图表 6 汽车行业数据



图片来源: 万德, 弘业期货金融研究院/投资咨询部

2026年新能源汽车购置税优惠由免税改为减半征收, 即5%购置税。受到政策因素影响, 1-5月国内汽车产销量同比下滑。1-5月, 国内汽车产量同比下降-4.7%, 其中新能源

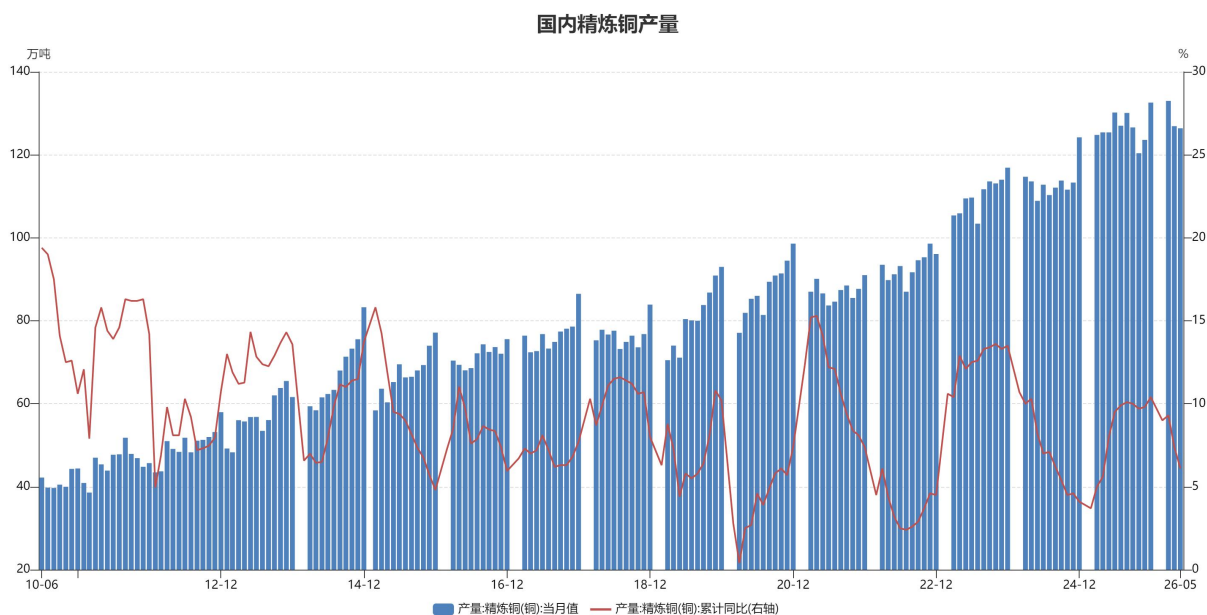
汽车产量同比转为上升0.9%。市场对未来中长期汽车行业增长情况存在一定担忧，重点发展方向可能转向汽车出口。

三、铜基本面情况

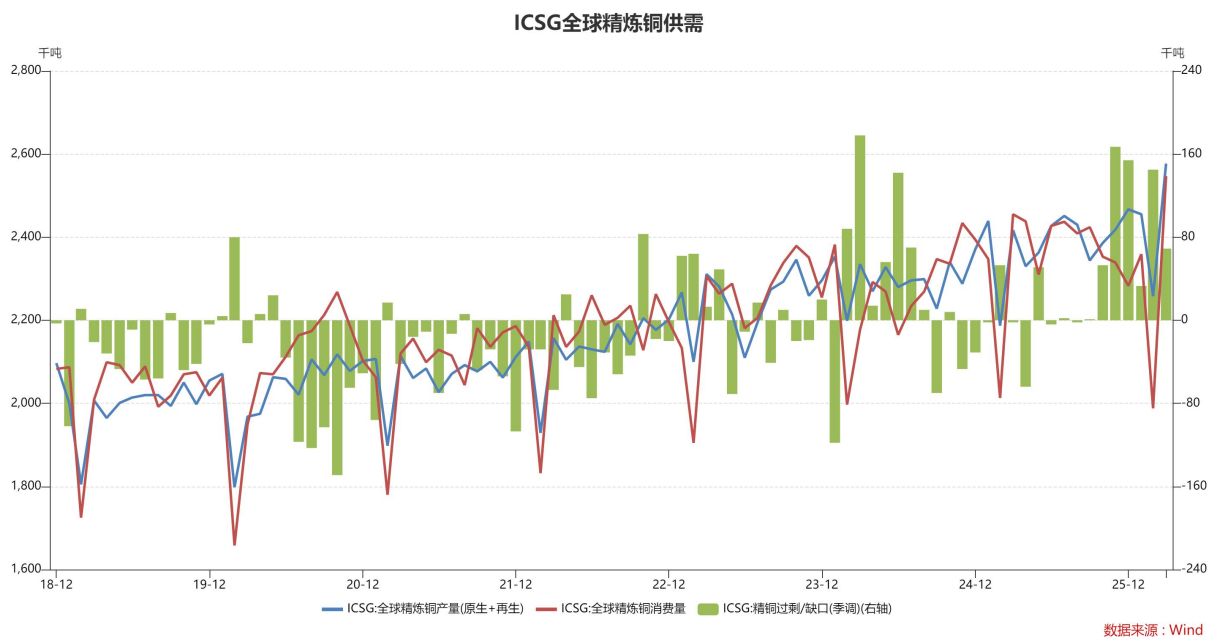
(一) 国内铜产量

国内铜产量3月再创历史新高，4-5月小幅回落，1-5月国内铜产量同比增长6.1%，供给较为充裕。根据ICSG调查的全球铜供需情况，2026年1-3月全球铜供给过剩24.7万吨左右。

图表 7 全球铜供需情况



数据来源: Wind



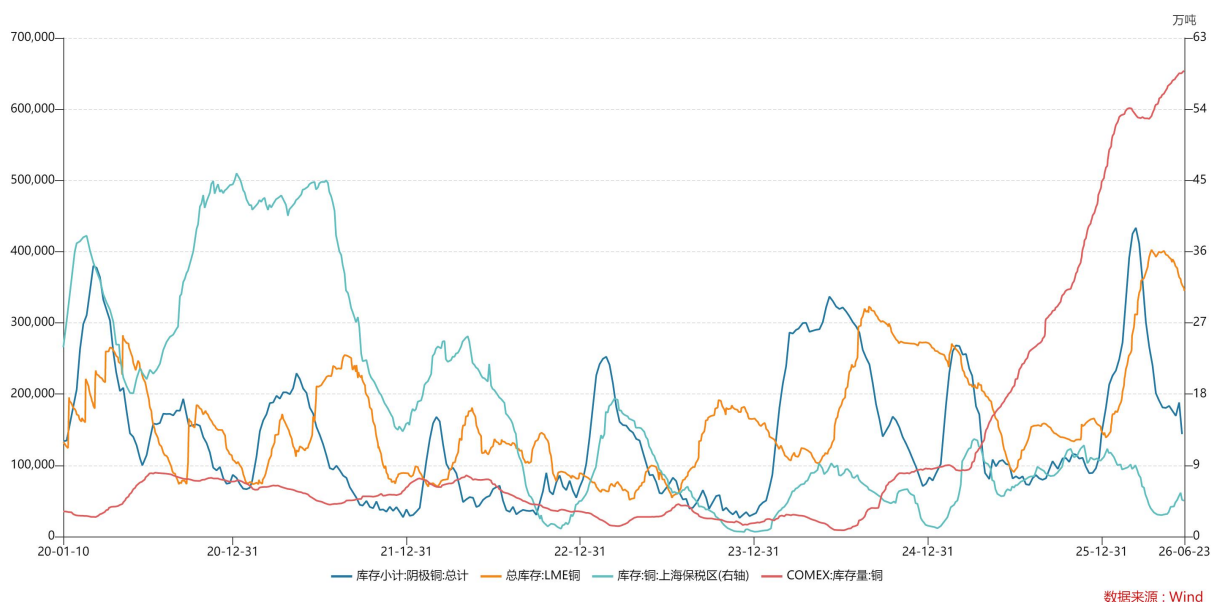
图片来源：万德，弘业期货金融研究院/投资咨询部

（二）全球铜库存

全球铜库存变化受到关税因素和国内旺季因素的影响较大。其中，关税因素导致美国铜库存自25年开始持续上升，由于关税仍有较大不确定性，4月开始再度大幅上升，目前美铜库存不断创历史新高，最新库存65.58万吨。而沪铜库存在3-4月旺季出现明显下降，5-6月逐步稳定，旺季基本结束。伦铜库存从高位小幅下降，主要原因是库存向美国转移。综合而言，当前铜供需总体稳定。

图表 8 全球铜库存

国内外铜库存



数据来源: Wind

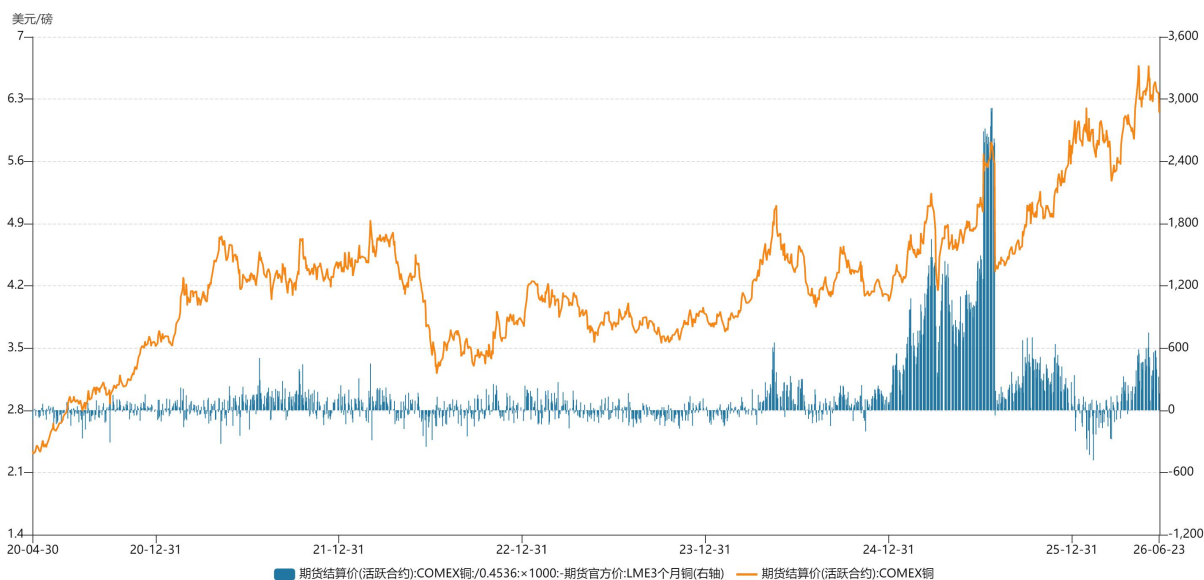
图片来源: 万德, 弘业期货金融研究院/投资咨询部

(三) 美铜较伦铜升水

2025年铜价上涨的最主要推动因素是美国可能对铜征收关税, 囤货和套利资金推动美国铜库存大涨, 并且美铜较伦铜升水持续上升, 创历史新高。26年4月开始美铜对伦铜升水再度大幅上升, 最高达到600美元/吨。但临近6月底, 美国关税政策即将明朗, 美铜较伦铜升水大幅回落至150美元/吨左右。

图表 9 美铜较伦铜升水

美铜较伦铜升水



数据来源: Wind

图片来源：万德，弘业期货金融研究院/投资咨询部

（四）铜行情展望

总体而言，铜价中长期走势与美联储货币政策和美元指数保持较高的负相关关系。本轮铜价上涨的核心驱动因素是中东局势缓和后，市场重新关注经济新增长点，也就是AI相关行业。所以本轮铜价上涨和中美科技股走势比较接近，美铜库存和美铜较伦铜升水的重新上涨也印证了相关性。近期科技股波动越来越大，后市不确定性不断上升，铜价当前风险也在不断上升。展望后市，美联储可能重回加息周期的情况下，铜价上方压力较大。

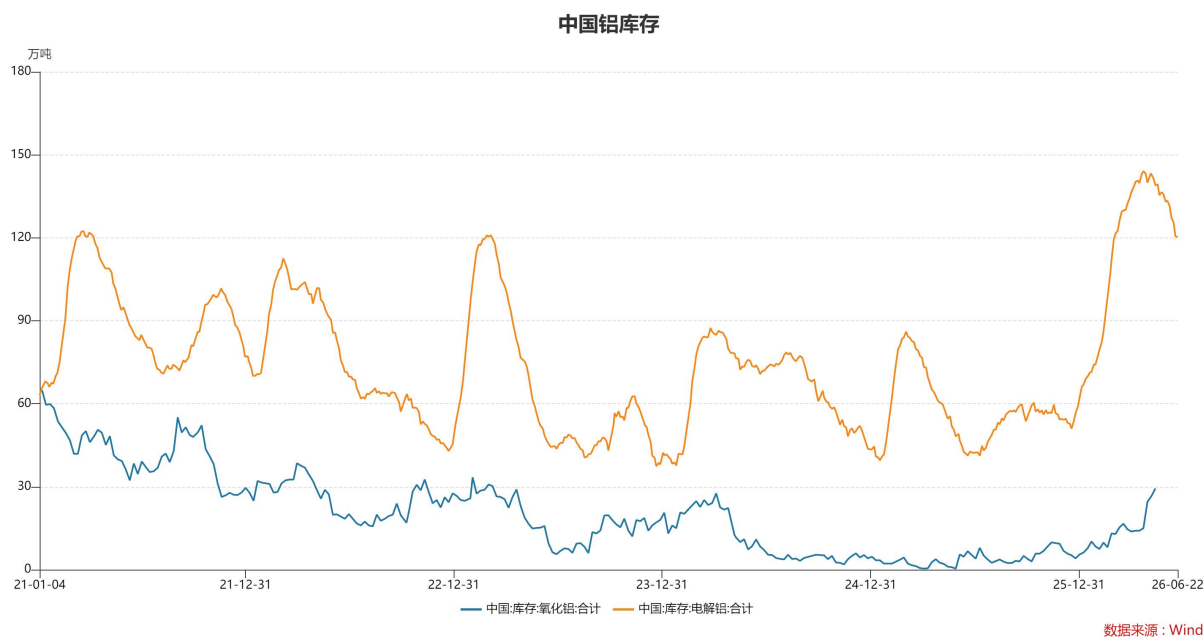
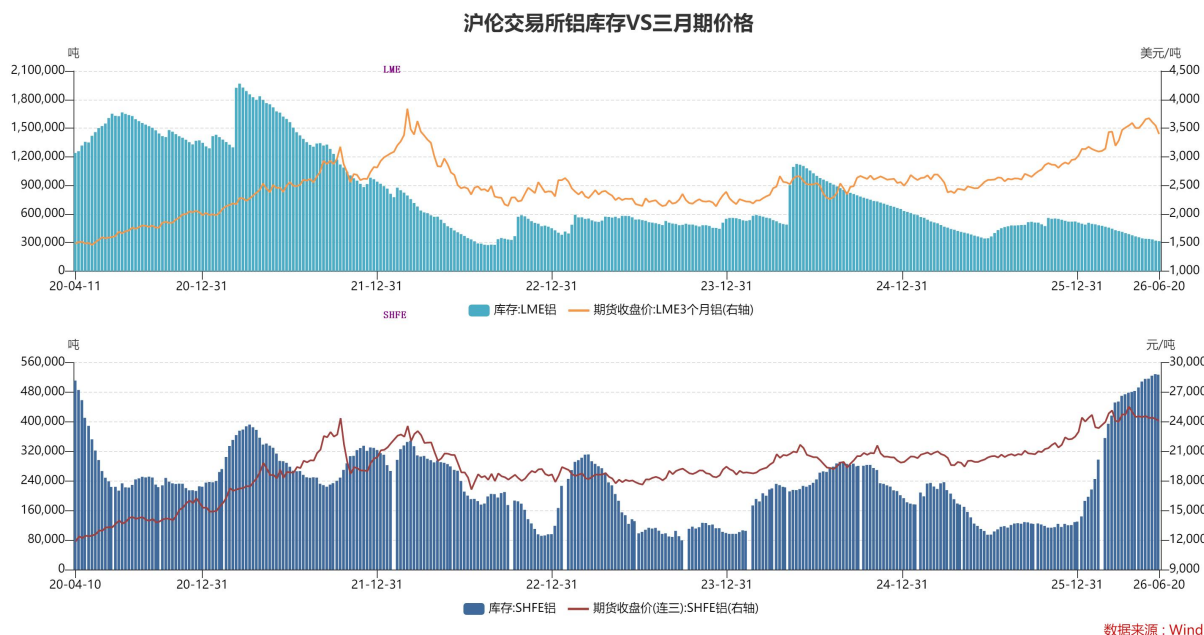
供需方面，当前全球铜供需情况基本稳定，国内铜产量再创历史新高，而6月开始国内进入淡季，下游需求下降。从库存变化上明显可以看出，目前支撑铜价的现实因素还是美国关税影响下，美国国内囤货和套利的需求。后续关注美国关税情况（6月末），以及美铜较伦铜升水的实时变化情况。如果美国铜关税没有变化，铜价可能面临压力。

四、铝基本面情况

（一）全球铝库存

全球铝产能基本稳定，国内也因为产能限制，每年铝产量保持小幅增长，供需情况主要受到各国政策和进出口贸易的影响。从库存上看，沪铝库存26年大幅上升，创出近5年新高，并且没有明显回落的迹象，而伦铝库存持续下降，接近22年低点。库存情况表面内外盘铝供需基本面严重割裂。

图表 10 全球铝库存

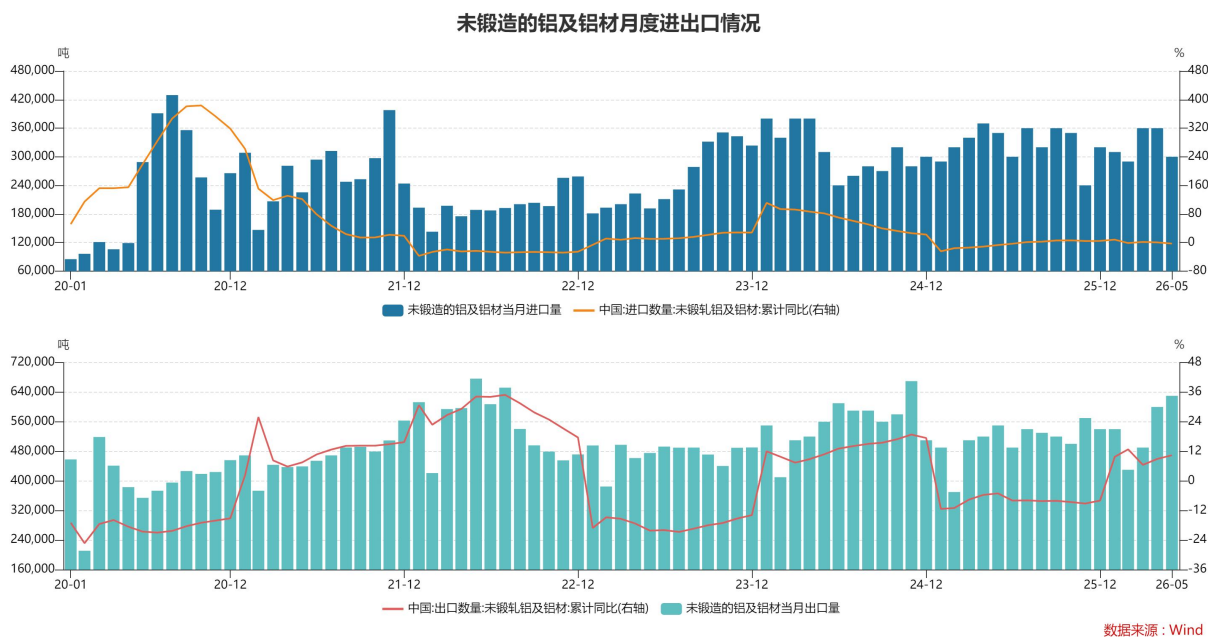


图片来源: 万德, 弘业期货金融研究院/投资咨询部

(二) 铝进出口

由于铝出口退税 2024 年 12 月 1 日起取消, 铝出口受到较大影响。24 年 12 月至 26 年 2 月铝出口明显下降。但受到海外铝价持续飙升和内外盘价差扩大的影响, 出口利润上升, 4-5 月国内铝出口再度大幅上升, 对铝价形成一定支撑。

图表 11 铝进出口情况



图片来源: 万德, 弘业期货金融研究院/投资咨询部

(三) 铝行情展望

上半年铝价受到中东地区产能受损, 运输不畅和全球能源价格飙升等因素的影响, 连续冲高。同时, 由于国内能源价格稳定, 产能接近上限运行, 下游需求不足, 外盘铝价和国内铝价出现巨大分化, 伦铝较沪铝升水不断扩大。但随着美伊谈判逐步落地, 中东地区铝产能开始恢复, 全球能源供给释放, 铝基本面出现转弱迹象。当前全球铝供需情况逐步稳定, 而当前国内进入淡季, 现货需求一般。展望未来, 美联储加息预期和中东产能恢复、能源价格下降等因素影响下, 铝基本面偏弱, 中期走势难言乐观。

作者简介：张天鹭：南京大学学士、爱尔兰都柏林大学数理金融学硕士，弘业期货研究院宏观/有色分析师，有色团队组长。连续三年获评期货日报“最佳工业品期货分析师”、“最佳金属产业期货研究团队”等奖项，曾代表工业品团队连续多次在大商所十大交易团队比赛中获奖。

免责声明

本报告的著作权属于苏豪弘业期货股份有限公司。除法律另有规定或者经苏豪弘业期货股份有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式复制、翻版、改编、汇编或传播此报告的全部或部分內容。如引用、刊发或以其他方式使用本报告，应取得本公司书面同意，并且在显著位置注明出处为苏豪弘业期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则本公司有依法追究其法律责任的权利。

本报告基于苏豪弘业期货股份有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但苏豪弘业期货股份有限公司对这些信息的真实性、准确性、时效性和完整性均不作任何保证。

本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，苏豪弘业期货股份有限公司及其研究人员不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与苏豪弘业期货股份有限公司及本报告作者无关。任何主体因使用本报告或依赖其内容所作出的投资决策或其他行为，所产生的全部风险与责任均自行承担。