



特朗普2.0铜金价格前瞻——基于特朗普1.0的 复盘

五矿证券研究所 有色金属行业

分析师：王小芑

登记编码：S0950523050002
邮箱：wangxiaopeng@wkzq.com.cn
联系方式：021-61102510

分析师：于柏寒

登记编码：S0740523090003
邮箱：yubaihan@wkzq.com.cn
联系方式：021-61102510

核心观点

特朗普政策具有较强的一惯性，例如均提倡减税、移民、关税、支持旧能源等，但市场目前更关注2.0时期的政策节奏及力度。因此，我们对特朗普1.0时期的金铜价格进行复盘，希望能对2.0价格走势有所借鉴。

1、政策节奏：1.0时期为先节流再开源。政策顺序主要为先废除前任总统的政策法案（如奥巴马医改）——减税政策（时隔8个月）——加征关税（从调查到落地时隔8个月）。秉承着1.0时期的“先节流后开源”的思想，特朗普或许会先进行逆转拜登时期总统令、削减支出、加征关税等措施，后续再推出减税计划。从具体时间维度来看，由于特朗普在第一个任期内签署的减税法案将于2025年底到期，因此较为合理的顺序为，上半年加征关税，下半年继续推行减税政策。

2、特朗普1.0政策对金铜价格复盘：在1.0时期，2017年金铜价格呈现齐涨（弱美元、经济扩张周期、减税预期推升铜价）；2018年贸易摩擦启动，造成强美元局面，金铜价格承压；2019年围绕着降息预期和贸易摩擦反复，金铜价格震荡波动。

3、展望2.0时期：

1) 特朗普政策交易顺序对金铜价格影响：根据前文所述，我们认为2025年上半年，黄金价格表现更好；2025年下半年铜价表现更好。虽然受到贸易摩擦因素的担忧，但不应对铜价过度悲观。（宏观层面，例如1月7日的只涵盖关键进口商品的关税计划，虽然这后来被特朗普证伪，但仍不妨碍铜价冲高、美元指数走低。基本面层面，和1.0时期不同的是，目前矿端持续紧缺，给予铜价底部支撑。）

2) 特朗普政策对铜供需层面的影响：对需求端影响可控，除非关税加征力度影响到全球经济。供给端，特朗普的“能源主导”和放松环境法规的竞选口号有望缩短采矿项目的审批时间，预计可能会影响铜矿产能约65万吨左右。

3) 对并购的影响：在“逆全球化”大背景下，中资企业应做好风险管控，对并购项目相关的政策法规做详细评估。

Contents 目录



01

特朗普1.0下的铜
金价格

02

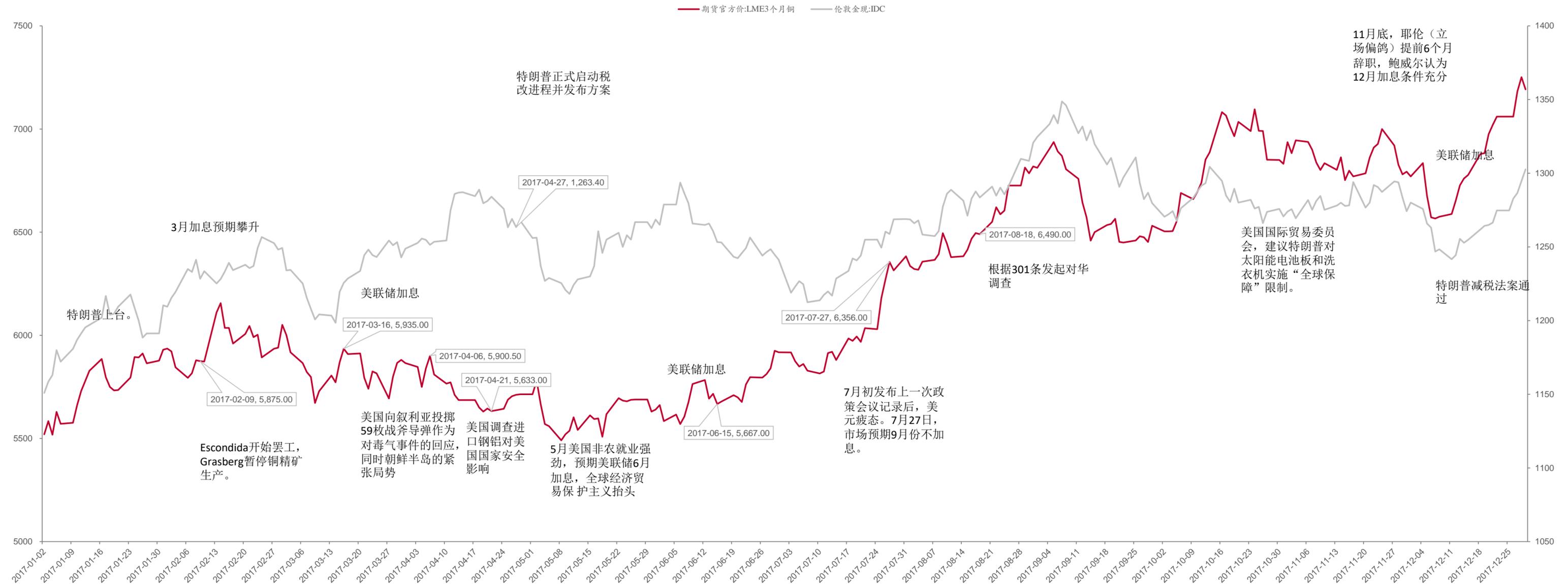
特朗普2.0下的铜
金价格展望

01

特朗普1.0下的铜金价格

1. 特朗普1.0下的金铜价格复盘——2017年（弱美元、经济扩张周期、减税预期推升铜价）

图表1：特朗普上台第一年——2017年金铜价格复盘(美元/盎司，美元/吨)：年内铜价+30%，金价+13%



2017年：美元指数、通胀如何表现？

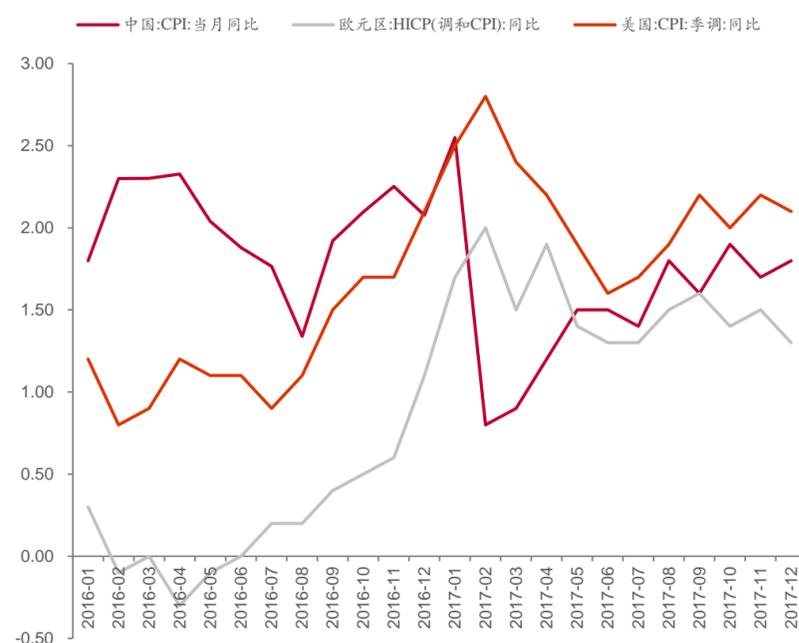
特朗普政策：2017年特朗普上台后，先废除奥巴马医改，但进展低于预期（党派之争）；后减税法案通过（4月开始提出，直至12月通过）。

资产价格表现：通常情况下，美元指数和金铜价格呈反比，通胀预期和铜价呈正比。2017年美元指数呈现先强后弱的局势。2017年进行3次加息，并在6月美联储首次提出缩表计划，10月缩表启动，但美元指数仍然下跌，主要因为除美国外的其他经济体也处于复苏中，欧强美弱叠加库存周期上行，对应铜价表现更好。从通货膨胀和经济数据指标来看，美国CPI指标在2017年仍处于上行阶段，欧美地区GDP增速也相对较高，全球制造业PMI在2017年也位于荣枯线之上，这对金铜价格起到较好的支撑。

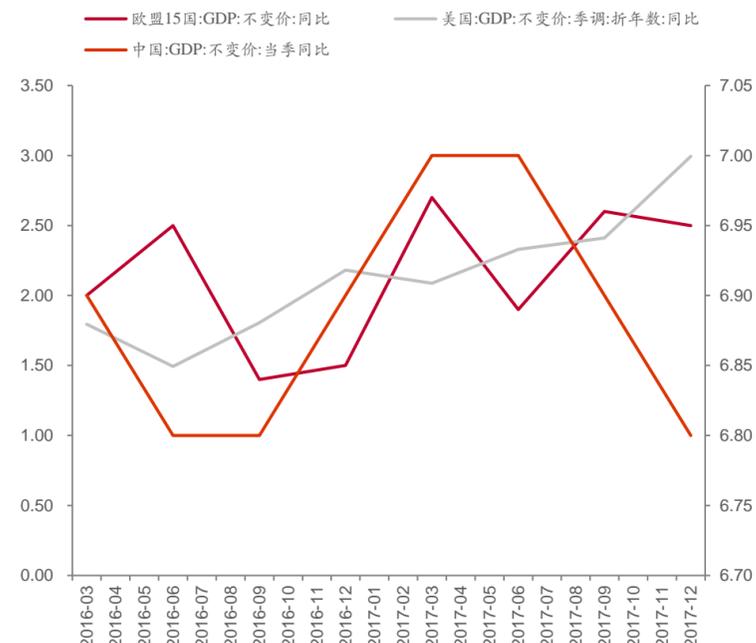
图表2：2017年美元指数（右轴）与铜价（美元/吨）



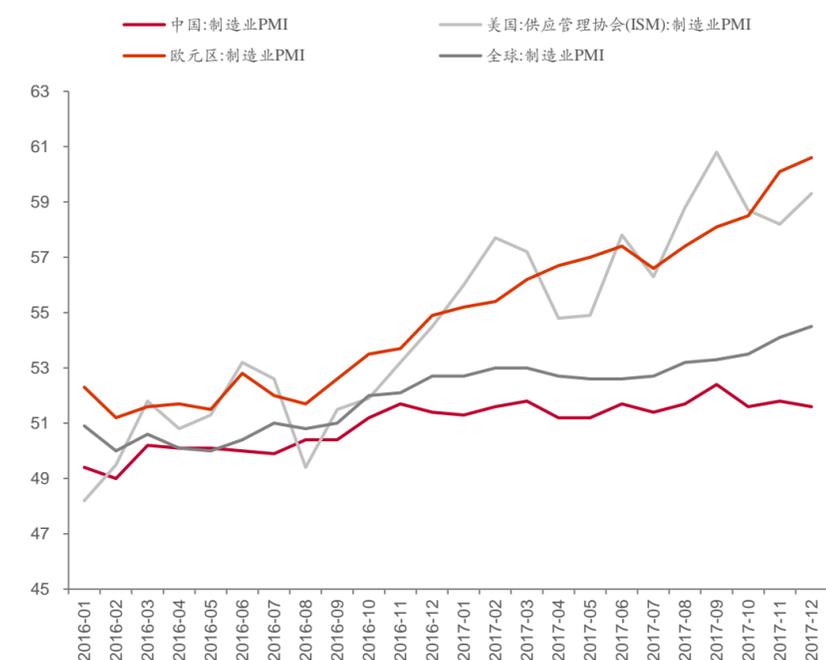
图表3：全球主要国家和地区的CPI（%）



图表4：全球主要国家和地区GDP增速（%）



图表5：全球主要国家和地区PMI

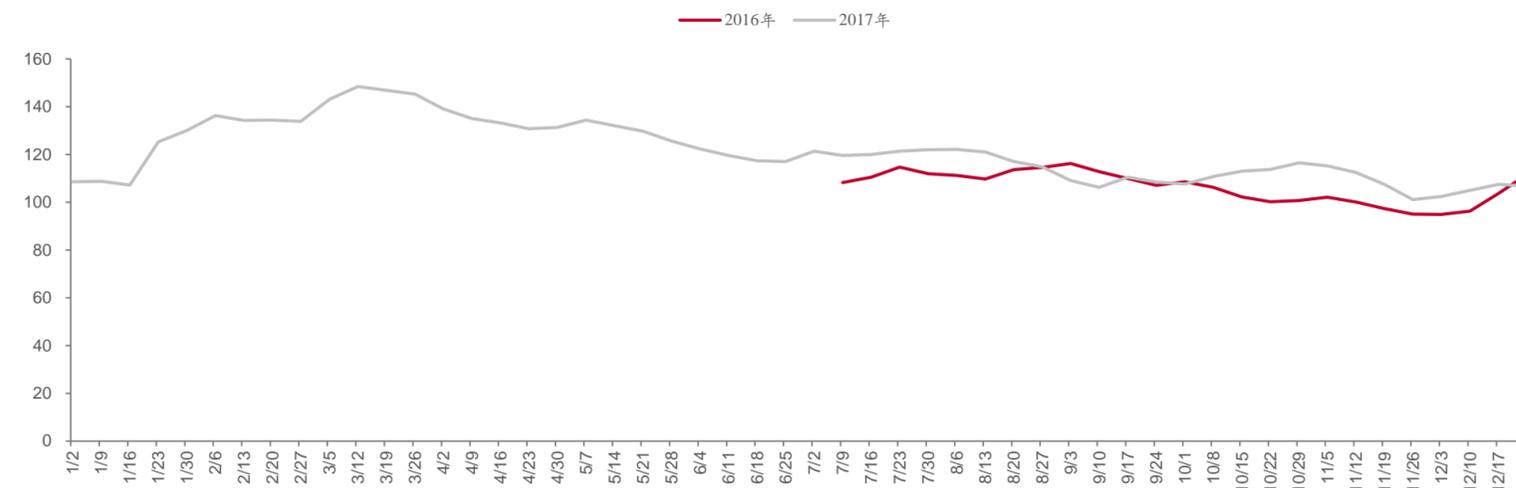


2017年：铜供需复盘（H2供需缺口）

上半年铜价表现为宽幅震荡：从基本面来看，4月旺季不旺，汽车产量环比下降17.9%，铜表观需求增速低于预期，5月铜价创近4个月来新低。

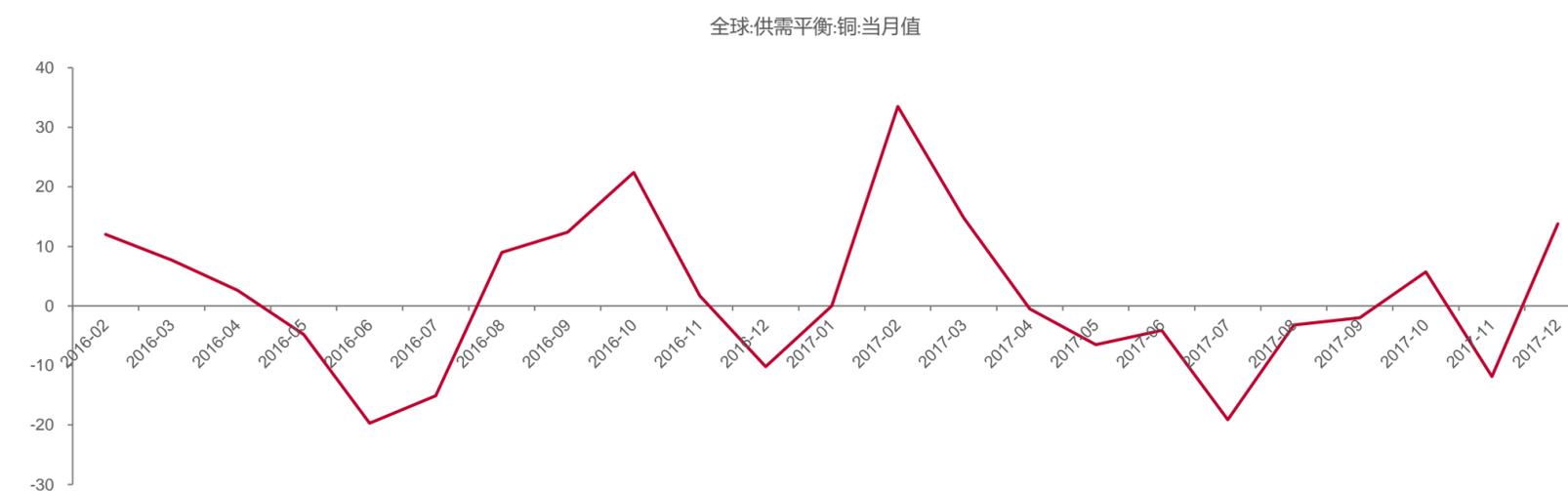
下半年铜价震荡上行：5月14日一带一路高峰论坛的召开，中国将加大对“一带一路”建设资金支持，市场情绪获得巨大提振。废铜供应收紧，下游企业开工率回升，显性库存高位回落，支撑铜价。除此之外，铜矿供应担忧再度浮现（例如Antofagasta旗下Zaldivar和Centinela铜矿面临罢工威胁，年产约8万吨的嘉能可旗下Alumbra铜矿被阿根廷政府因环保问题叫停），受废七类进口政策调整刺激，特朗普政策的不确定性、全球经济复苏导致美元指数的持续走低，下游空调销量、重卡销量及新能源汽车销量的增加，以及宏观和情绪面推动等，沪铜在9月初触及高位。

图表6：2016-2017年全球显性铜库存（万吨）



资料来源：SMM, Wind, 五矿证券研究所

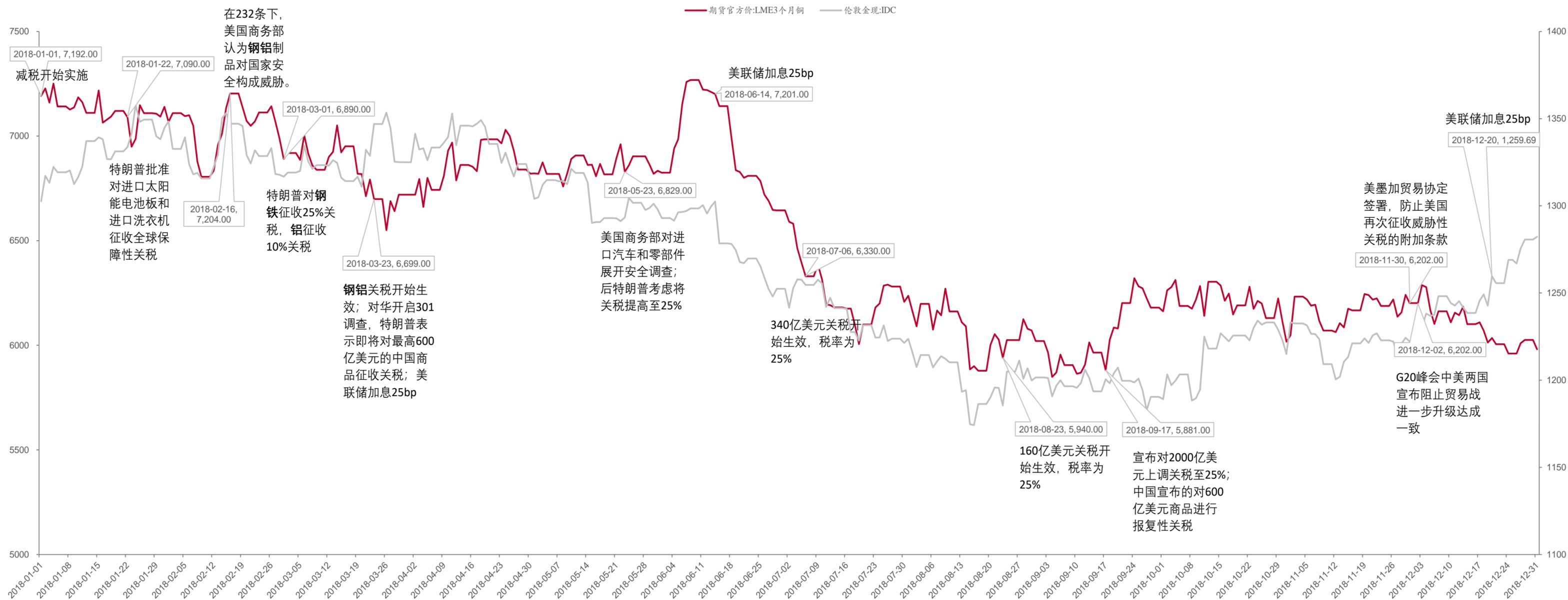
图表7：2016-2017年全球精铜供需（万吨）



资料来源：ICSG, 五矿证券研究所

2. 特朗普1.0下的金铜价格复盘——2018年（强美元、贸易摩擦使得铜价承压）

图表8：特朗普上台第二年——2018年金铜价格复盘(美元/盎司，美元/吨)：年内铜价-17%，金价-2%

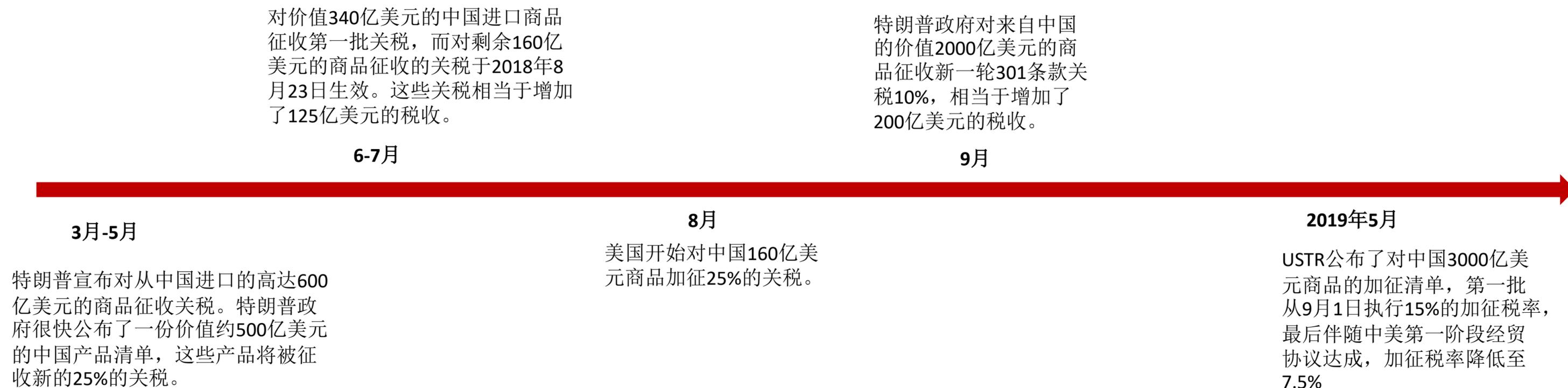


2018年：特朗普上任第二年，出台了哪些政策？——打响贸易战

2018年特朗普开启贸易战，特朗普的贸易战不单单是针对中国，特朗普致力于恢复美国在外部经济关系（“双赤字”相关的贸易、美元和跨国货币资本流向美国回流等问题）中的主导地位 and 霸权。3月份开启对墨西哥、加拿大、韩国、欧盟等地区的钢铝进行加征关税，不过后来特朗普和这些“盟友国”进行谈判，达到了相应的政治目标。因此，关税可能是特朗普外交谈判的一种手段。

从贸易战的宣传到落地时间来看，2017年8月美国贸易代表办公室开始着手调查对中国涉嫌迫使在华美国公司分享技术等情况，2018年3月该分析报告发布，随后美国发起贸易战。特朗普1.0时期，贸易战从开始调查到落地大概经历了8个月左右的时间。

图表9：特朗普上台第二年之后开始打贸易战，对华加征4轮贸易战



2018年：美元指数、通胀如何表现？

2018年美元指数先弱后强。2018年，美联储共加息4次；随着贸易战的打响，贸易保护主义政策可能会使得美国出口更具竞争力，从而增加美元需求；全球经济周期开始下行，而特朗普年初的减税政策延长了美国相对繁荣期，叠加美元的避险属性，2018年下半年美元价格走强，金铜价格承压。

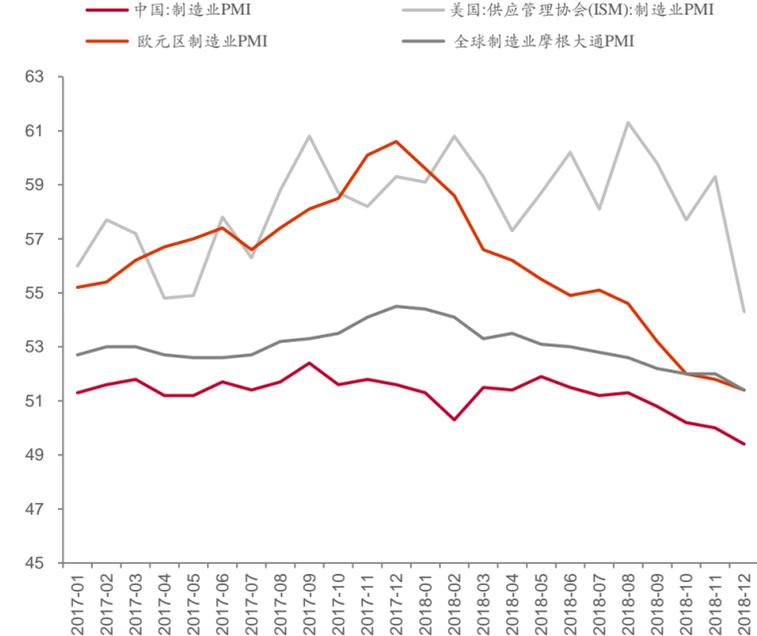
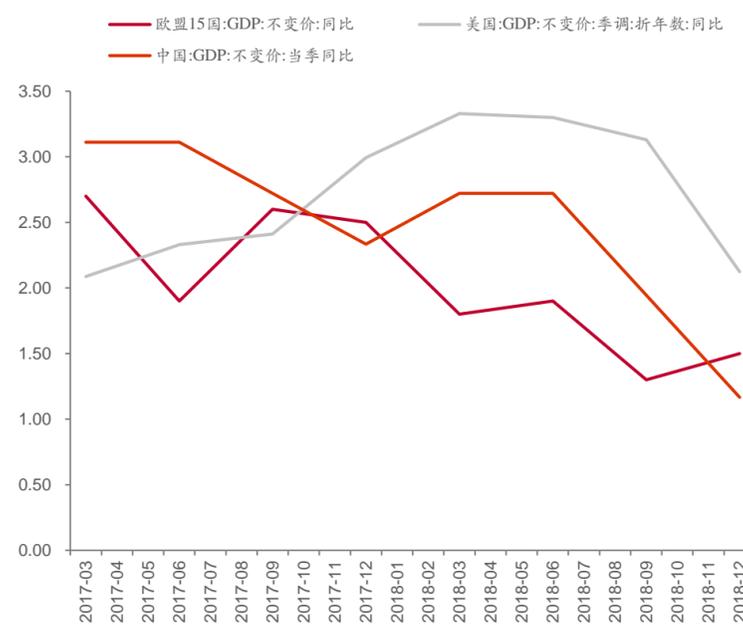
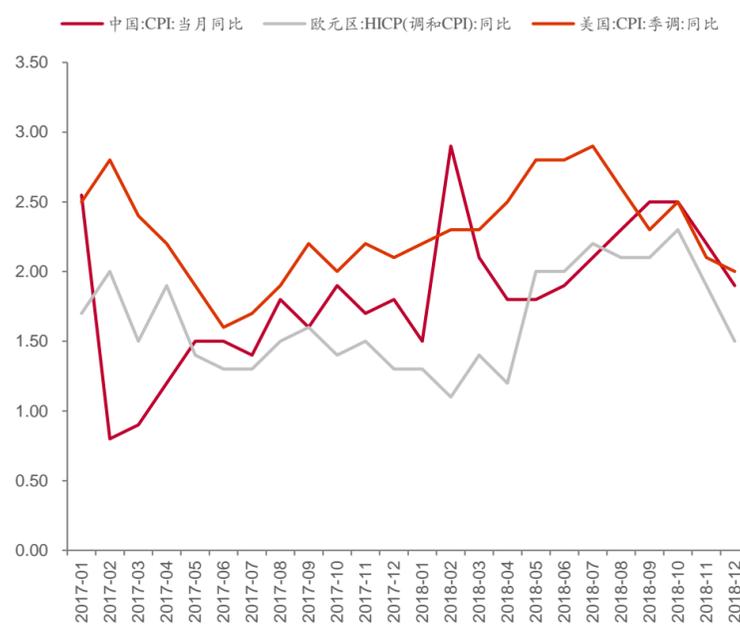
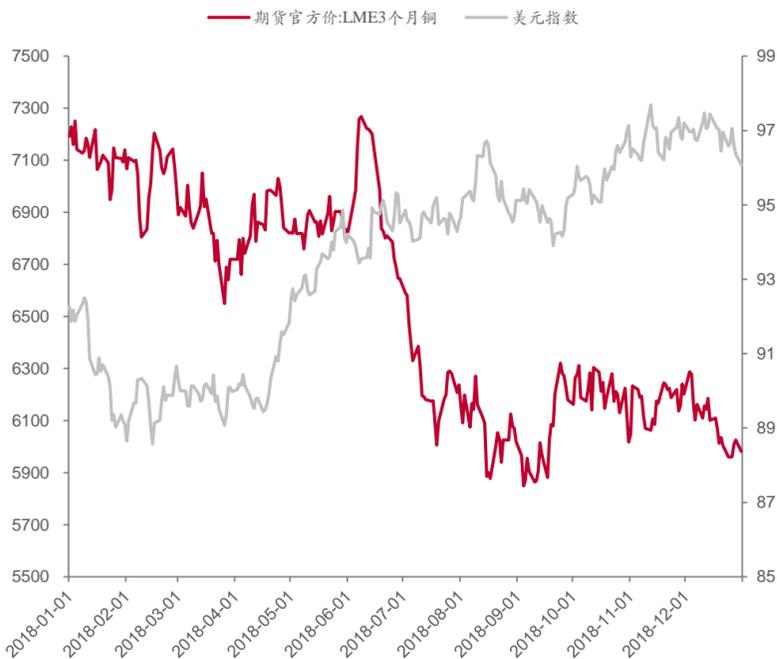
2018年上半年整体通胀延续2017年，呈上行趋势；贸易战打响之后，中美GDP同比增速出现下滑，出现供给推动型通胀，随着相关国家关税上调，全球经济增速下滑，又拖累了通胀。

图表10：2018年美元指数（右轴）与铜价（美元/吨）

图表11：全球主要国家和地区的CPI（%）

图表12：全球主要国家和地区GDP增速（%）

图表13：全球主要国家和地区PMI



2018年：铜供需复盘（Q2供不应求）

2018年以来，供给端虽然收紧（例如废铜政策收紧、海外冶炼厂频繁的停产、检修），全球显性库存从高位大幅回落。但在全球贸易摩擦不断升级以及宏观经济持续下滑的背景下，铜价疲弱乏力。

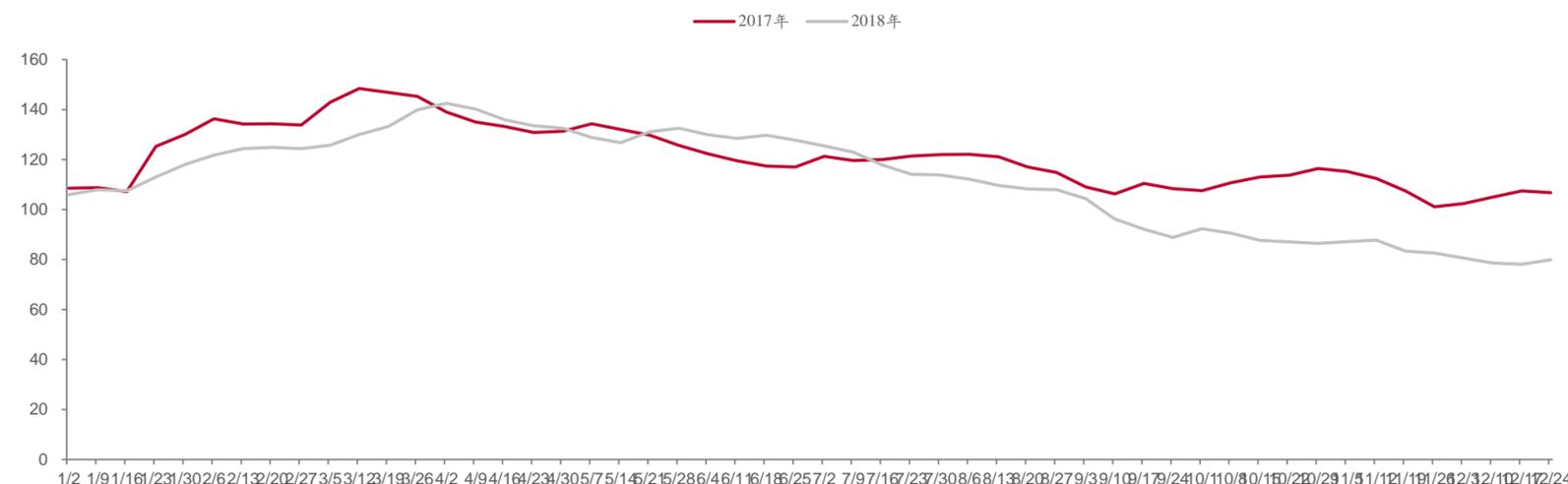
1-3月：国内春节消费淡季，节后旺季不旺，铜价走弱。

4-6月：4月开始，随着国内下游开工恢复，但旺季不旺，且此前市场担忧的矿山罢工也没出现，铜价反弹乏力。同时，中美贸易战爆发，铜价维持震荡。

6-9月：中美贸易战持续发酵，叠加国内经济相对疲软，铜价开始加速下跌。

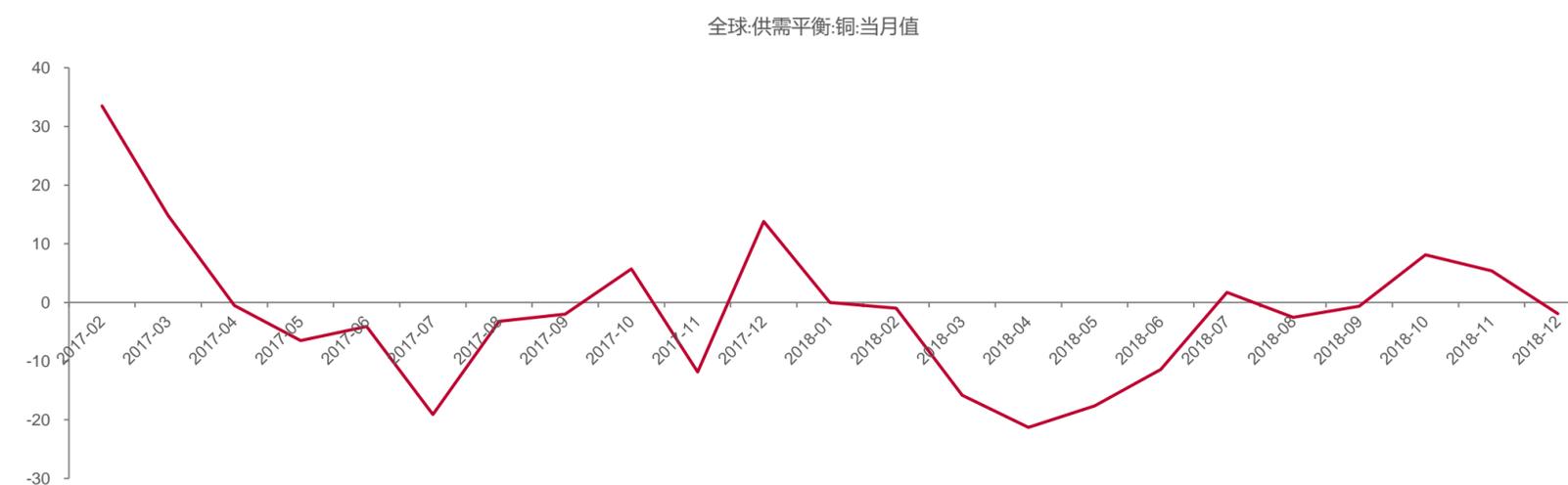
9-12月：美国2000亿美元进口商品加征10%关税落地后，贸易战阶段性缓和；全球显性库存下降，铜价开始震荡企稳。

图表14：2017-2018年全球显性铜库存（万吨）



资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

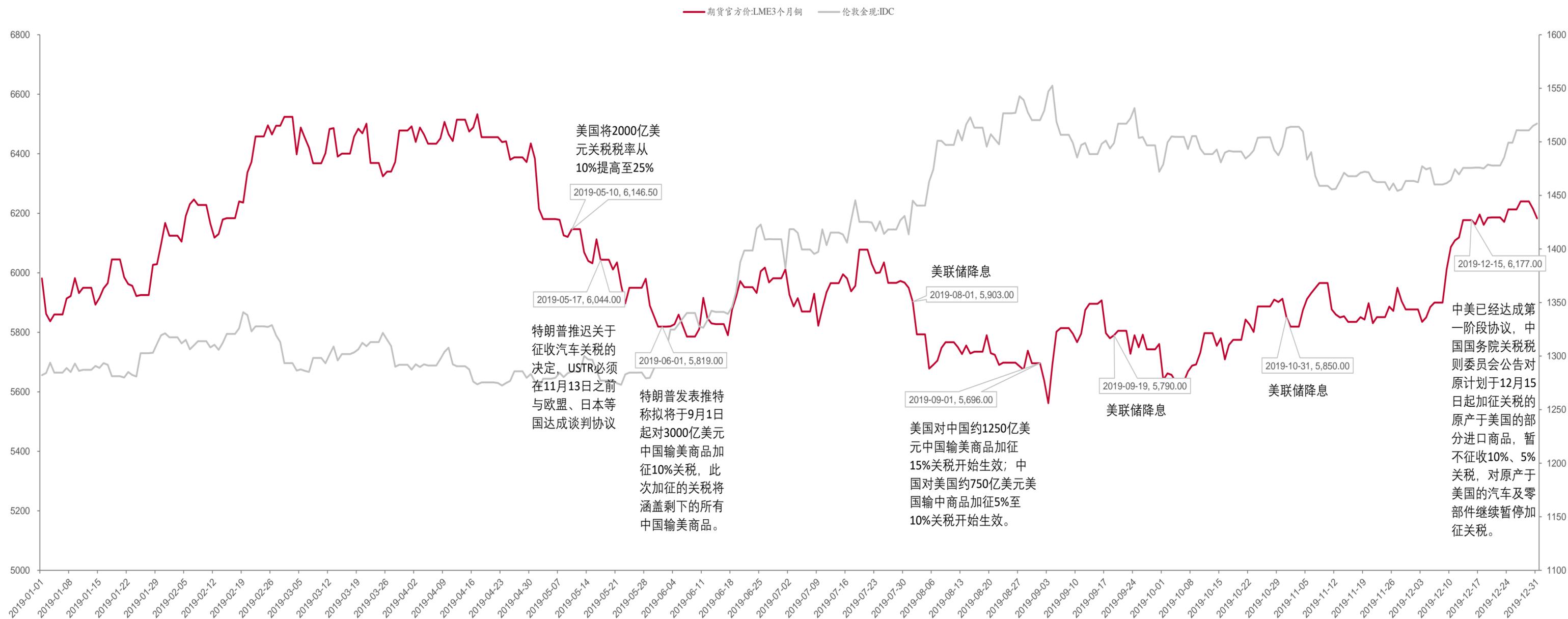
图表15：2017-2018年全球精铜供需（万吨）



资料来源：ICSG, 五矿证券研究所

3. 特朗普1.0下的金铜价格复盘——2019年（降息周期开启，但贸易战持续，美元仍旧强势，铜价先强后弱）

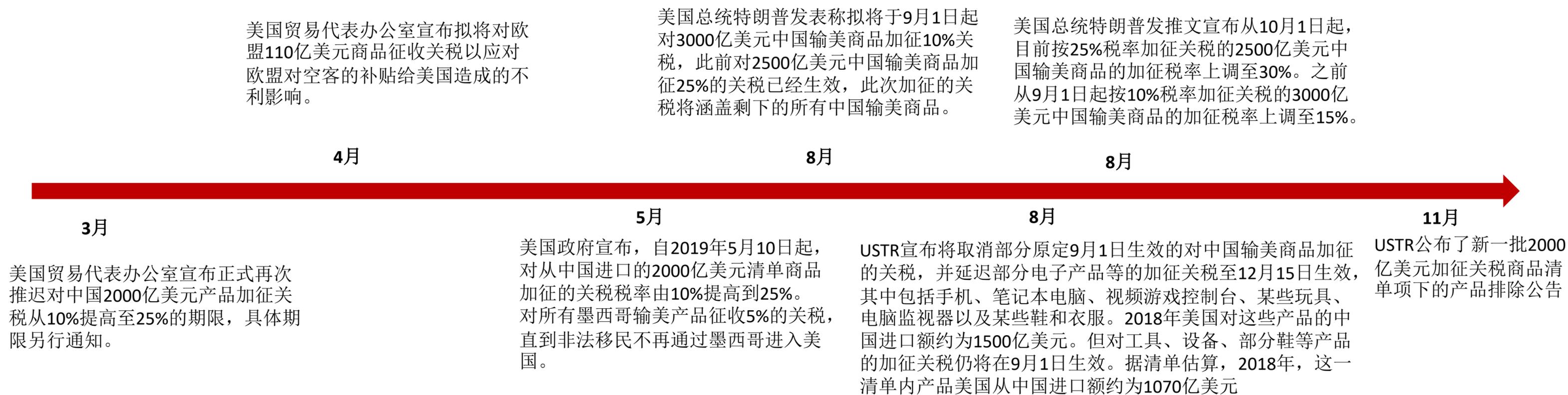
图表16：特朗普上台第三年——2019年金铜价格复盘(美元/盎司，美元/吨)：年内铜价+3%，金价+18%



2019年：特朗普上任第三年，出台了哪些政策？——贸易战扰动持续

2019年贸易战持续，并且中国予以了回击，贸易战升级。但从特朗普对墨西哥的贸易战策略来看，贸易战是一项谈判的工具和手段，例如特朗普以威胁加征关税的方式来达到“让墨西哥减少移民流入美国”的目的。2019年12月13日中美第一阶段经贸协议达成，文本包括序言、知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和终端解决、最终条款九个章节。同时，美国贸易代表办公室USTR宣布拟将对约1200亿美元中国商品加征的关税从15%下调至7.5%，保持对约2500亿美元中国商品加征的25%关税。除了贸易战之外，特朗普还提高了国防预算、正式退出《巴黎协定》等。

图表17：特朗普2019年政策梳理

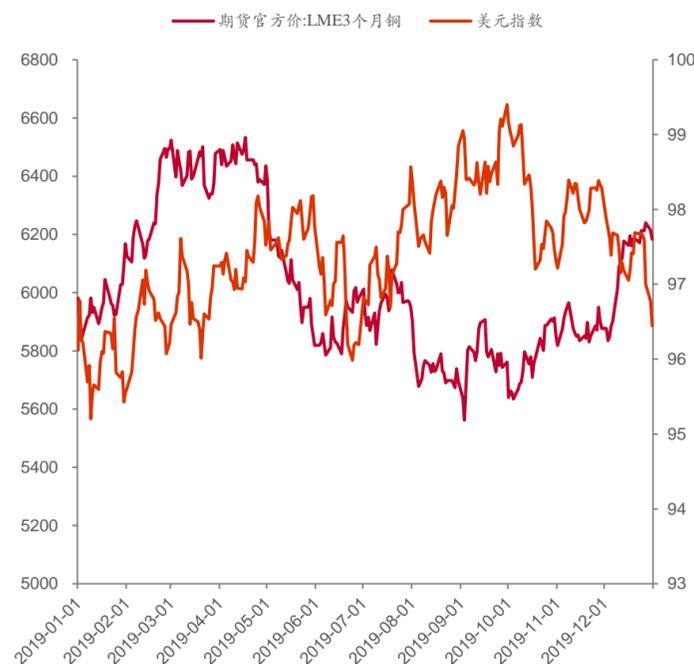


2019年：美元指数、通胀如何表现？

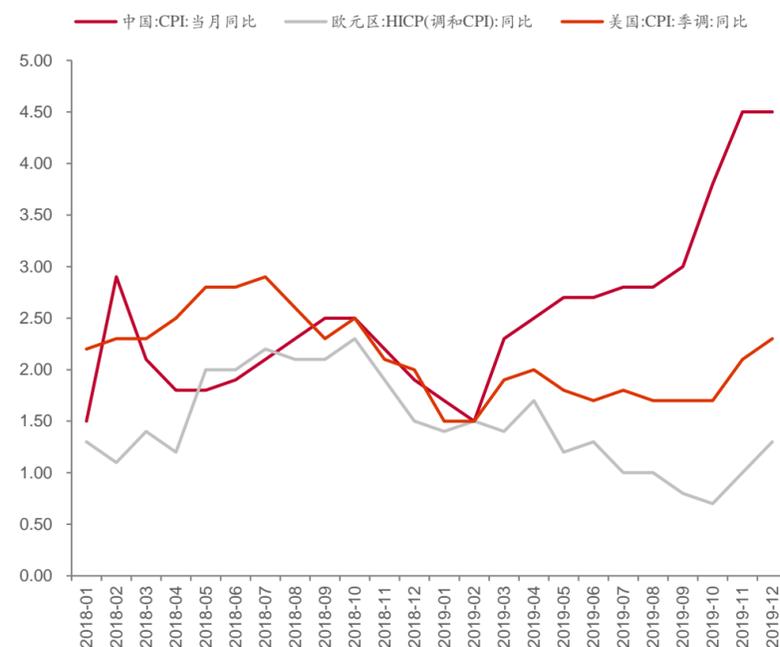
2019年上半年，已有10多个国家央行宣布降息决定，提振铜价情绪。下半年，美国降息预期已被充分计价，美国经济相对欧洲更强，叠加贸易战紧张局势增加避险需求，美元指数相对较强，铜价承压。

2019年是降息预期主导的一年，欧美通胀处于较低位置，但货币政策从紧缩转向宽松，市场预期通胀有向上运动的过程，上半年铜价表现尚可。

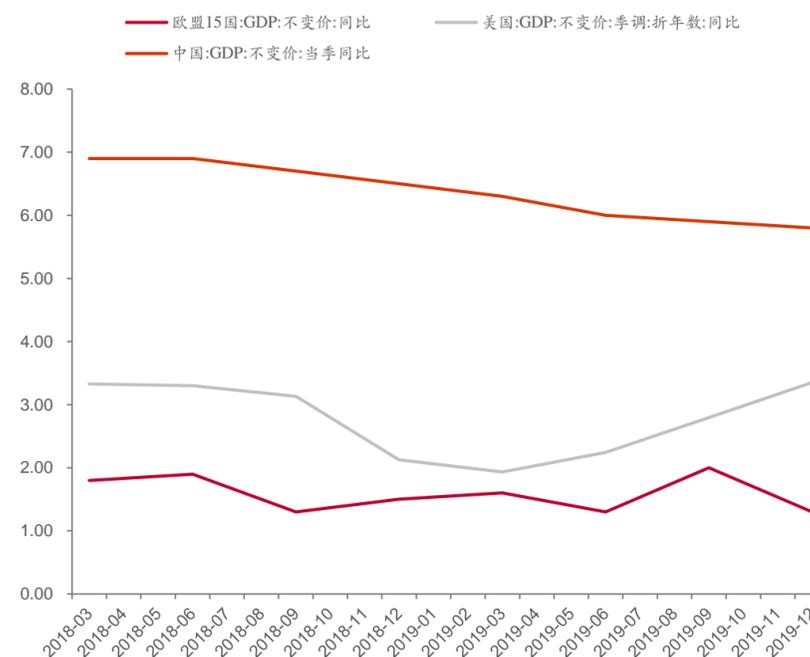
图表18：2019年美元指数（右轴）与铜价（美元/吨）



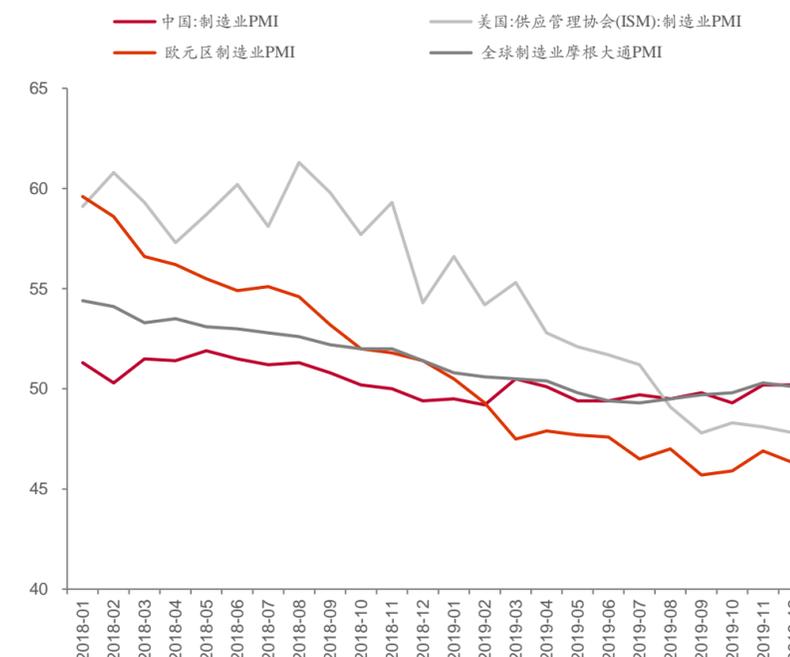
图表19：全球主要国家和地区的CPI（%）



图表20：全球主要国家和地区GDP增速（%）



图表21：全球主要国家和地区PMI

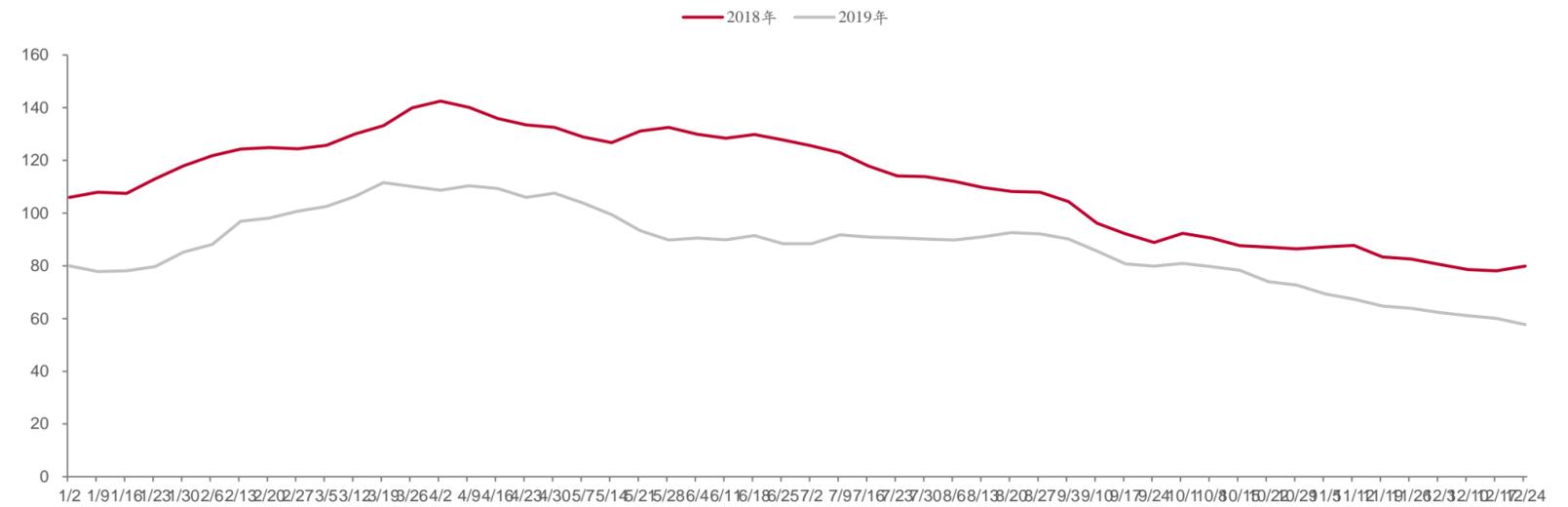


2019年：铜供需复盘（同比去库）

2019年供给扰动频发：矿端方面，Q1共有3次罢工事件，Q2 Codelco旗下Chuquicamata铜矿罢工，影响产量1万吨左右。嘉能可8月份宣称其将关闭其位于刚果的Mutanda铜钴矿项目，关闭两年，且不太可能很快恢复（2018年铜产量达到19.9万吨）。同时国内由于废旧政策导致进口废铜大幅减少，铜原料供应格局阶段性紧张。

2019年需求偏弱：受到贸易战反复、全球经济下滑、PMI转弱等影响，电网投资、家电、汽车行业对铜消费拉动比较低迷。另外，中国6月底新能源补贴退坡，新能源汽车市场需求仍旧脆弱。

图表22：2018-2019年全球显性铜库存（万吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表23：2018-2019年全球精铜供需（万吨）

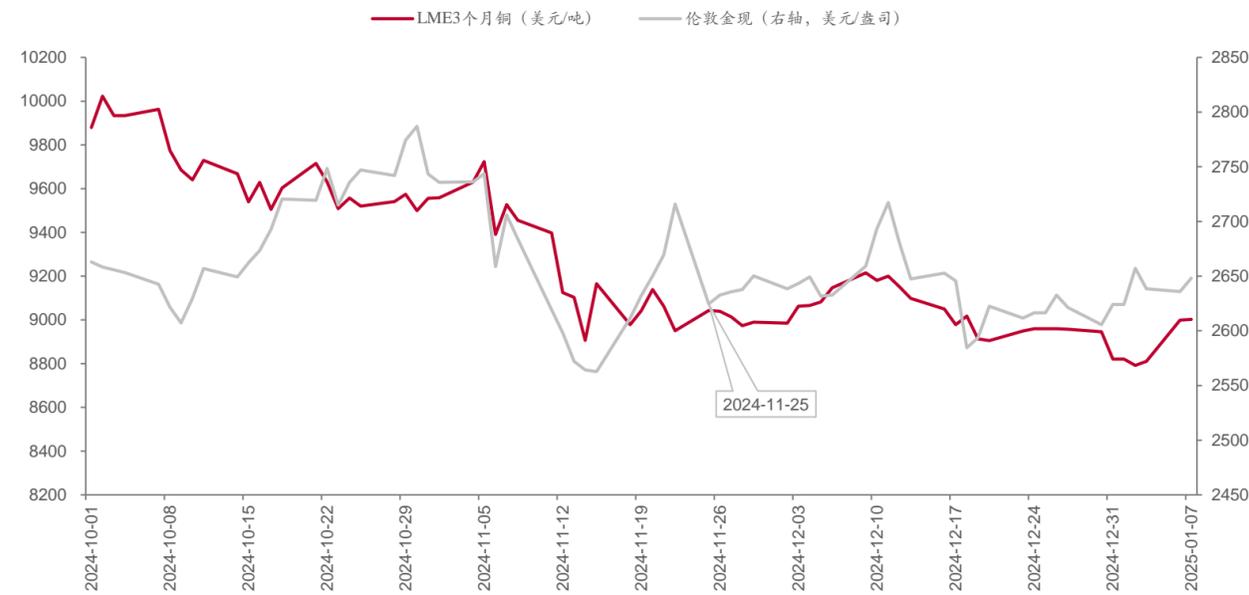


资料来源：ICSG, 五矿证券研究所

02

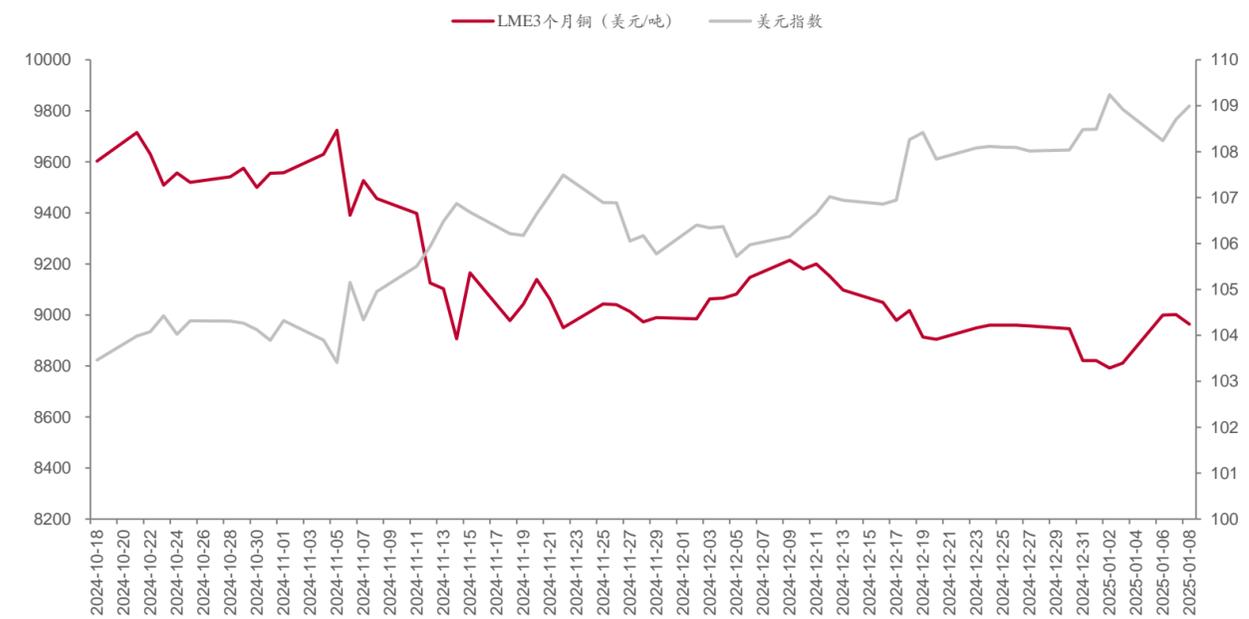
特朗普2.0下的铜金价格展望

图表24: 2024年11月特朗普赢得大选之后金铜价格



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表26: 2024年至今美元指数 (右轴) 与铜价 (美元/吨)



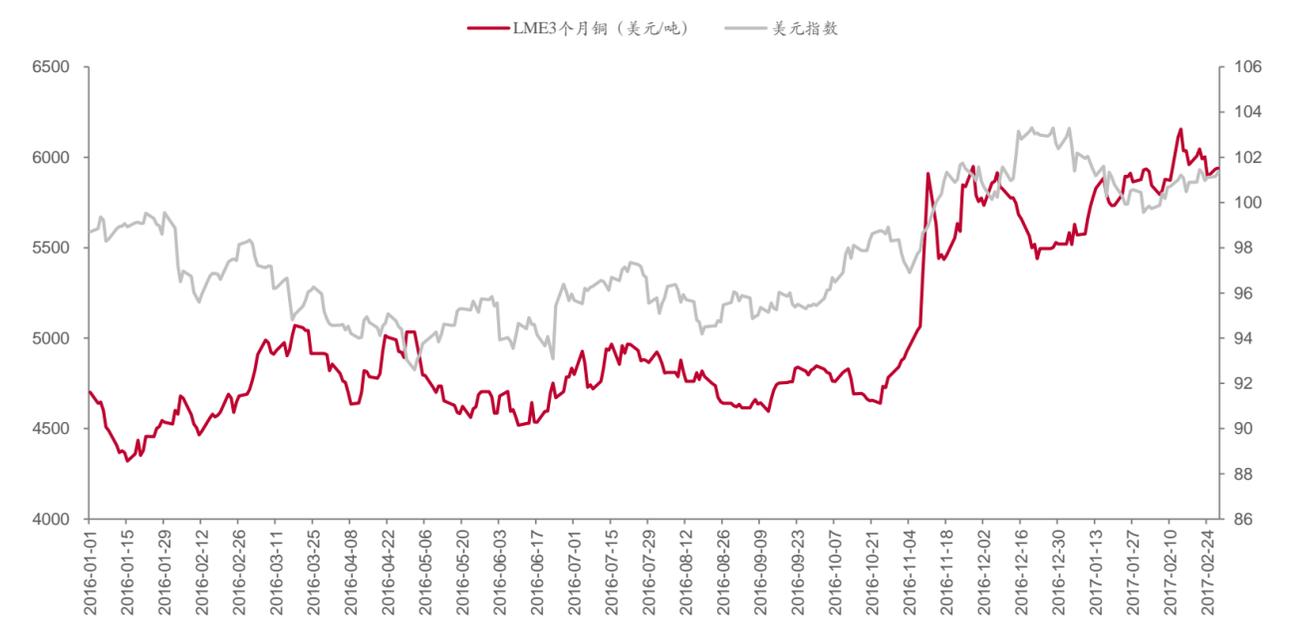
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表25: 2016年特朗普赢得大选之后金铜价格



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表27: 2016年-2017年2月美元指数 (右轴) 与铜价 (美元/吨)



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

特朗普2.0可能的交易节奏

特朗普上台后的百日内，可能发布大量的行政命令，涵盖去监管、边境管控/遣返移民、削减支出，逆转拜登时期总统令等。秉承着1.0时期的“先节流后开源”的思想，**特朗普或许会先进行逆转拜登时期总统令、削减支出、加征关税等措施，后续再推出减税计划。**与2017年相比，关税方面，这次推行关税可能更早；财政方面，由于特朗普继承了更高的赤字率和政府债务，特朗普2.0政策对削减赤字的关注会明显上升。

从这个维度来看，2025年上半年黄金的价格或强于铜价，下半年铜价或将优于金价。

图表28：特朗普1.0与2.0的异同

政策领域	特朗普政策主张2.0	特朗普政策主张1.0	特朗普2.0主张变化
财政	<ul style="list-style-type: none"> - 减少政府在各项项目上的支出,国防开支除外,并通过放松管制支持经济增长。 - 增加国防支出,推行支持商业的放松管制政策,并优先削减社会福利项目的支出。 	<ul style="list-style-type: none"> - 扩大军事支出、修改奥巴马法案等 	2.0财政更偏向于宽松
税收	<ul style="list-style-type: none"> - 延续并扩大2017年减税政策，计划将公司税率进一步降至15%。 - 取消社保福利税，以增加老年人可支配收入。 	<ul style="list-style-type: none"> - 企业所得税降至21%，降低个人所得税，另外降低遗产税和赠与税 	进一步降低美国企业税
货币	<ul style="list-style-type: none"> - 支持降低利率，倡导通过更积极的方式影响美联储政策以促进经济增长。 	<ul style="list-style-type: none"> - 支持降低利率。 	-
贸易	<ul style="list-style-type: none"> - 对华：提出广泛的关税措施，包括对所有进口商品征收10%的关税，针对中国商品的特定关税（60%左右），以解决贸易逆差和“不公平行为”，同时限制技术转让，保护美国知识产权。 - 对欧盟：重新谈判现有贸易协定以获取更有利的条件，如果欧盟的做法被视为“不公平”，将威胁征收关税。 	<ul style="list-style-type: none"> - 对全球钢铁征收25%关税、对铝征收10%关税 - 对中国2500亿美元商品征25%关税 	对华关税大幅提高

特朗普2.0的政策梳理

特朗普目前宣称的政策：

1、关税：

- 特朗普表示不承诺避免动用军队抢占格陵兰和巴拿马运河。丹麦要是不给格陵兰，就要对丹麦征“非常高”的关税。
- 对所有加拿大商品征收25%关税。
- 对来自中国的所有进口商品加征10%的额外关税。
- 特朗普在竞选期间曾多次扬言，如果他当选总统，将立刻对中国商品征收高达60%至100%的新关税，并对所有其他国家进口商品征收10%至20%的关税。

2、减税：

- 美国国会议员们正在着手制定一项强有力的法案。我们必须确保我们的边境安全，开发美国能源，并更新特朗普税收减免措施，这是历史上规模最大的减税措施，但我们会做得更好——对小费不征税。**这一切都将由更多的关税来弥补。**
- 特朗普在第一个任期内签署的全面减税法案将于**2025年底**到期。美国税务政策中心高级研究员霍华德·格莱克曼表示，这些政策“几乎肯定”会得到延长。

供需层面：特朗普2.0对供需有何影响？

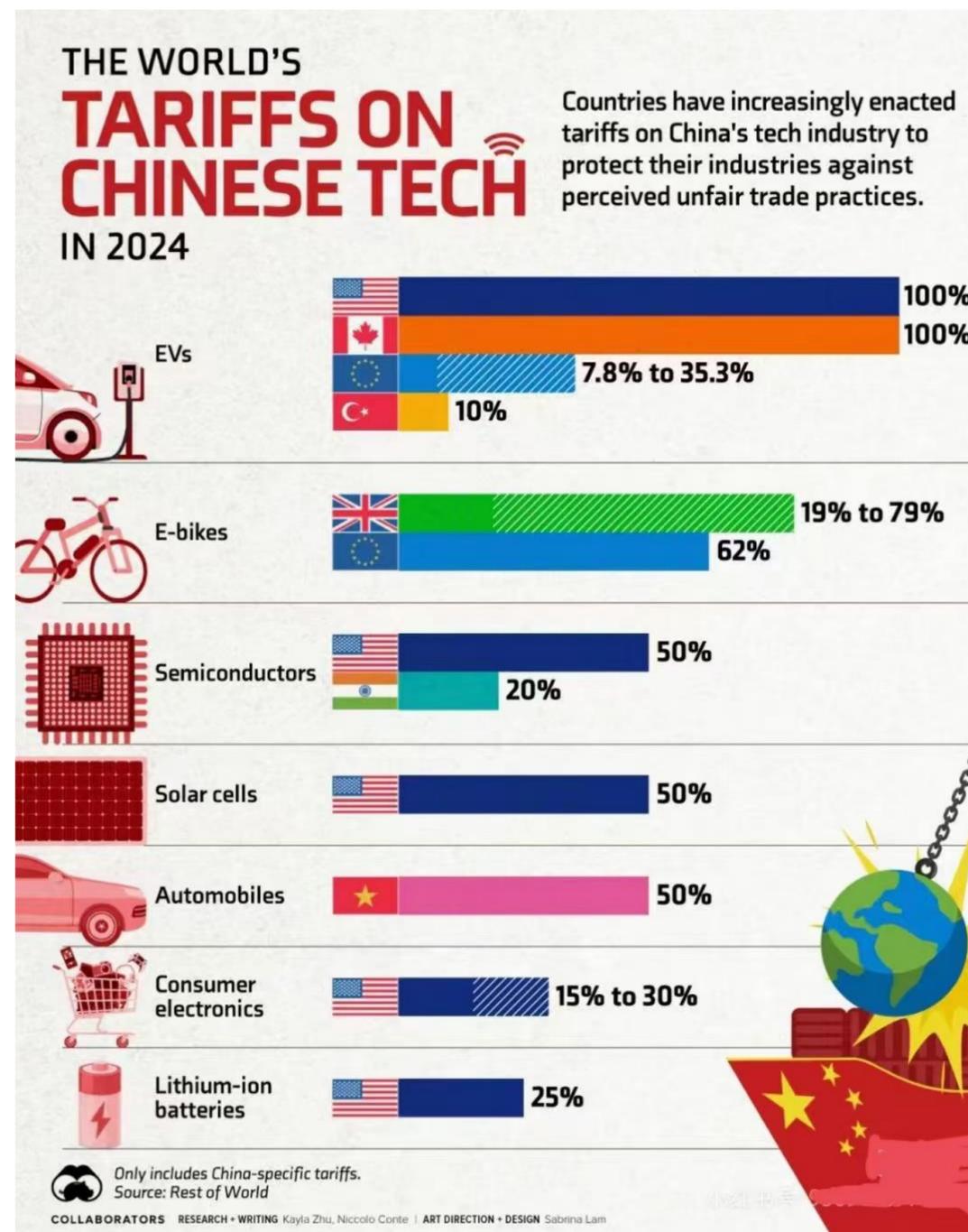
需求端：——聚焦关税对经济/需求的影响

从细分领域来看，特朗普的关税和削减开支政策可能会对美国新能源汽车需求产生影响，但从全球范围内来看，中国以旧换新补贴政策的持续、叠加美国新能源汽车占比较低，对新能源实际需求影响或可忽略不计。但如果关税加征到一定程度，影响了全球经济，那么对于铜来说，是较大利空。

新能源：特朗普的削减开支政策或包括拜登政府提出的新能源补贴，如若特朗普取消新能源补贴政策，则或许美国新能源汽车回归自然增长水平（但美国新能源车占比不高，对全球需求影响不大）。

除此之外，中国新能源汽车的关税已经很高，加征高额的对华关税对新能源汽车的影响或许也较为有限。

图表29：对华关税



供需层面：特朗普2.0对供需有何影响？

供给端：

2025年1月7日，据《华盛顿邮报》，美国当选总统特朗普的助手们正在探讨适用于“所有国家”、但只涵盖关键进口商品的关税计划，其中包括国防工业供应链（对钢、铁、铝和铜实施关税），关键医疗设备（注射器、针头、药瓶和医药材料），以及能源生产（电池、稀土矿，甚至光伏面板）。虽然这后来被特朗普证伪，但仍不妨碍铜价冲高、美元指数走低。

特朗普的“能源主导”和放松环境法规的竞选口号有望缩短采矿项目的审批时间，从这个角度，我们梳理了目前美国在审批的铜矿情况，若特朗普逆转拜登时期总统令，预计可能会影响铜矿产能约65万吨左右。

图表30：拜登期间基于环保而受限制的铜矿项目

铜矿	位置	所属公司	产能（万吨）	审批状态	审批被拒绝原因
Pebble Mine	阿拉斯加的布里斯托尔湾流域	Northern Dynasty	14.5	拜登政府重新启动了程序，以永久叫停该项目的开发，以保护当地的生态环境。2024年3月，Northern Dynasty 和 Pebble Partnership 向联邦法院提起了两项诉讼，质疑联邦政府的行动；旨在撤销 EPA 对 Pebble 开发项目的否决权	该矿的开发将对阿拉斯加的红鲑鱼渔场造成严重破坏，影响当地超过10亿美元的收入和10000多个工作岗位
Resolution Copper	亚利桑那州	力拓和必和必拓合资开发	40年内生产多达400亿磅的铜（年化45万吨左右）	拜登政府暂停了该项目的环境影响报告书的最终确定，以及与反对的部落进行磋商并审查森林服务局的咨询	该项目的环评和土地交换计划受到当地部落和环保组织的强烈反对
Twin Metals	明尼苏达州的德卢斯杂岩（Duluth Complex）矿集区	Antofagasta	1.8万吨矿石/天	拜登政府取消了该项目的两项矿产租约，有效地扼杀了该项目。2023年11月，Twin Metals向美国哥伦比亚特区巡回上诉法院上诉地方法院的命令。该行动正在进行中。	该项目因可能对附近的荒野地区造成潜在危害而受到批评

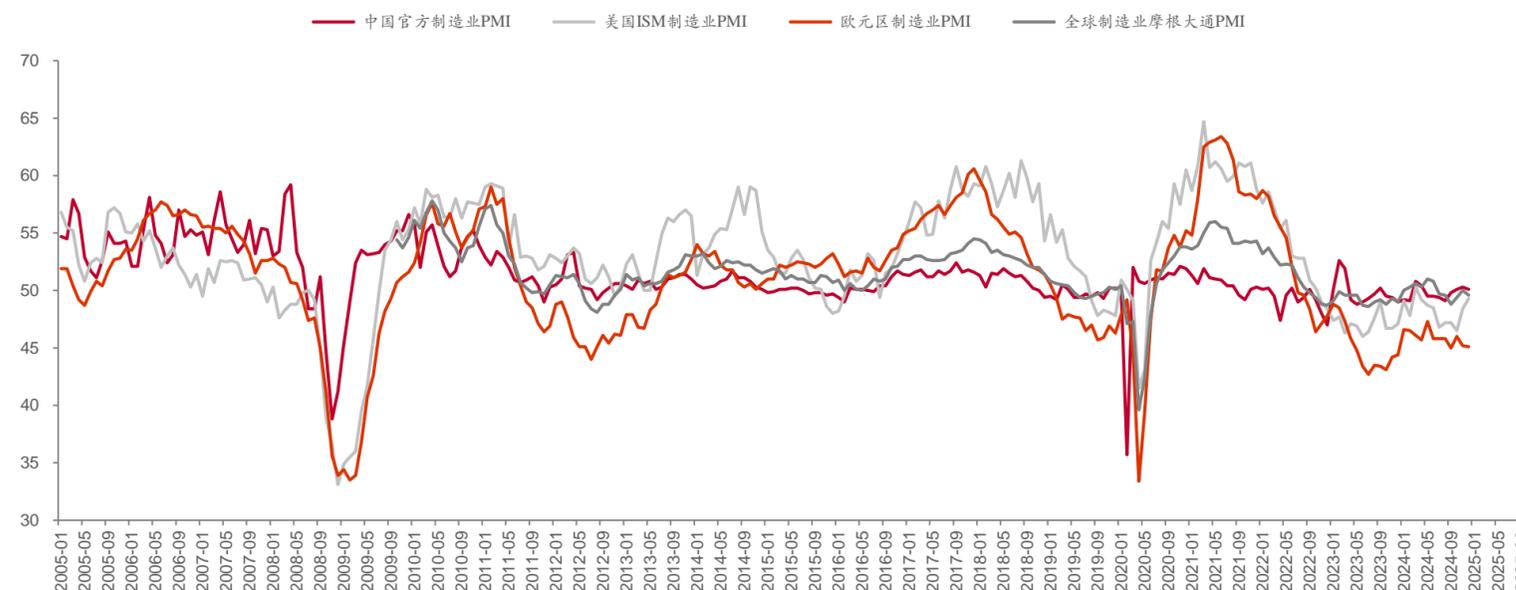
未来特朗普2.0铜价走势展望

2025年对铜价不宜过度悲观，需要关注关税力度。我们认为铜价前期的低迷，也反应了市场对关税的担忧，后续要观察特朗普的关税差与力度，如果关税力度不及预期，则铜价仍旧有上涨动力。除此之外，2025年铜矿相较于特朗普1.0时期，矿端更紧张，如果关税超预期，则铜价跌幅预计不如2018-2019年的跌幅深。（例如2025年1月7日关税预期的降温对铜价的拉动，虽然后被证实为虚假消息，但仍不妨碍铜价反弹）。

按照我们对特朗普的政策顺序理解，即先关税后减税，2025年下半年的铜价或高于上半年铜价。

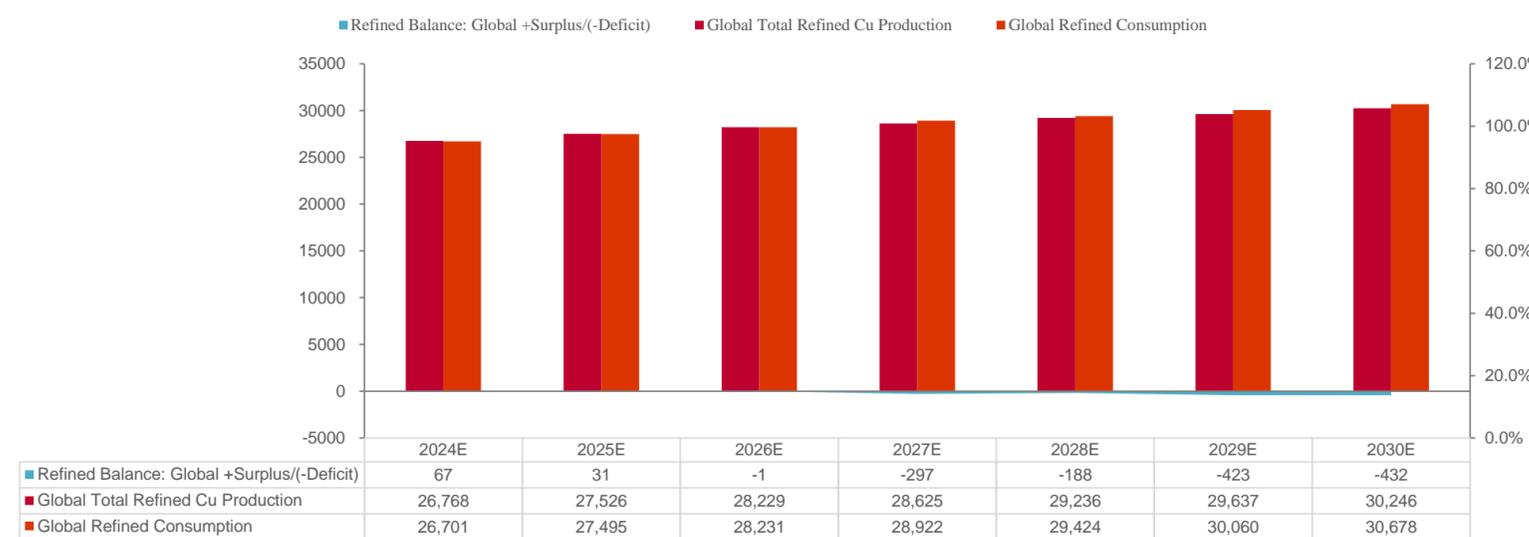
中长期来看，铜价中枢易涨难跌。供需层面，矿端持续紧缺，未来几年供不应求格局有望持续；宏观层面，中美经济共振时间点渐行渐近，铜价有望迎来上涨动力。

图表31：全球制造业PMI



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表32：未来5年供需格局（kt）



资料来源：S&P, SMM, 公司公告, 五矿证券研究所预测

风险提示

- 1、特朗普政策力度不及预期；
- 2、影响金属价格因素多元化，仅复盘历史或有片面性，应结合当下的经济情况及政策预期来看；
- 3、供需存在超预期的可能性。

Thank you

五矿证券研究所

上海

浦东新区陆家嘴街道富城路99号震旦国际大厦30楼
邮编：200120

深圳

深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层
邮编：518035

北京

北京市东城区朝阳门北大街3号五矿广场C座3F
邮编：100010

免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：（i）本报告所采用的数据均来自合规渠道；（ii）本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；（iii）本报告结论不受任何第三方的授意或影响；（iv）不存在任何利益冲突；（v）英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	对于个股未来6个月的市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别申明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。