



有色金属行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

金属材料组

分析师：吴晋恺（执业 S1130526010001） 联系人：邱钰凯

wujinkai@gjzq.com.cn

qiushuokai@gjzq.com.cn

美国铜产业百年复盘及逆全球化补库周期

投资逻辑

核心观点：战略储备政策有望延续，库存长期留存支撑全球铜价。我们认为，降低外部供应依赖、保障国防与制造业原料供应，是本轮补库持续推进的战略动因。关税预期和 COMEX 溢价吸引铜流入美国后，直接收储及公共融资支持可继续承接存量供应，推动部分商业库存转为长期储备，使补库影响超越短期运铜套利。即使精炼铜关税最终未落地，政府仍可通过采购、融资及持有安排，提高既有库存的长期留存比例。长期留存的库存持续占用全球可流通铜，将压缩非美地区可交付供应，使美国累库与国际铜价获得支撑同时出现。

美国铜产业百年复盘：由出口主导转向进口补缺，高成本产能退出加深海外依赖。

① 1900-1918 年：电气化与军需拉动去库涨价，战争末期外销收缩引发累库。电网、通信及电机普及扩大用铜，规模化采选低品位矿推动西部资源开发，美国增产同时支撑本土消费和海外交付。一战军需与海外采购进一步压缩库存，1916-1917 年铜价冲高。

② 1919-1945 年：大萧条下减产难止累库跌价，二战动员使美国转为净进口。一战结束后军工订单与外销回落，库存消化后的价格修复仍需等待工业需求恢复。大萧条期间消费萎缩快于生产调整，1932 年库存天数达到 403 天，铜价跌至低位。二战军需超过本土增产能力，压缩出口、扩大进口及消耗库存共同填补缺口，政府采购、系统分配与生产补贴进一步强化保供。价格管制使战争期间铜价相对平稳，市场紧张更多体现为交付与用途安排。

③ 1946-1969 年：冷战建库形成百万吨战略储备，强需求与供给扰动加快库存释放。1958-1964 年政府铜储备维持在约 100 万吨，构成总库存高位平台的主要部分，释放须经政策授权。60 年代民用工业、资本开支与越战军需扩大，海外罢工及运输风险又削弱供给，美国在 1965-1967 年释放约 76 万吨储备。

④ 1970-1985 年：政府储备退出，商业供需错位与海外增产放大铜价波动。1974 年初美国出售约 23 万吨铜，基本处置完当时持有的国家铜储备。石油危机随后压低工业需求，生产调整滞后引发商业累库跌价。70 年代末需求恢复、低库存与高通胀共同推高铜价，罢工又增加进口补充；沃尔克紧缩随后压制制造业与住宅用铜，本土复产叠加海外增量形成供应压力。至 1985 年美国库存虽已明显下降，铜价仍低于衰退初期，区域去库未能独立推动价格持续修复。

⑤ 1986-2000 年：降本复产减少海外采购，世纪末产能退出又推升进口依赖。设备更新、采矿计划调整及湿法工艺改善企业竞争力，本土供应恢复。90 年代美国消费维持高位，亚洲金融危机却削弱其他地区需求，智利和印尼大型铜矿投产增加供应，金属向美国集中与累库跌价并存。随后高成本矿山及冶炼、精炼设施退出，2000 年净进口占表需比重升至 31.3%，海外采购与库存释放共同填补本土缺口，进口需求进一步延伸至生产替代。

⑥ 2001-2025 年：精炼供给收缩加深进口依赖，关税预期推动主动补库。中国需求扩张吸收美国前期库存，金融危机后全球定价与本土去库节奏出现分化。高成本设施退出、精炼产能恢复不足，使进口逐步替代国内生产，2025 年关税预期和 COMEX 溢价吸引铜流入，美国累库与铜价上涨并存，提前入境的商业库存为后续战略采购提供实物基础。

风险提示

美国采购和补库进度不及预期风险；关税与原料保障政策调整风险；宏观需求不及预期风险；金融市场波动风险。



内容目录

一、美国补库：政府融资延长库存持有，战略储备有望支撑全球铜价	4
二、美国铜产业百年复盘：由出口主导转向进口补缺，高成本产能退出加深海外依赖	4
2.1 1900-1918 年：电气化扩张与战争需求支撑外销	4
2.2 1919-1945 年：大萧条累库跌价，二战转为净进口	5
2.3 1946-1969 年：政府收储吸收存量铜，冷战建库延长持有期限	5
2.4 1970-1985 年：储备减持与供需错位放大价格波动	6
2.5 1986-2000 年：降本带动复产，产能收缩推升进口	7
2.6 2001-2025 年：精炼供给收缩加深进口依赖，关税预期重启补库	8
三、美国铜关税：加工品保护先行，战略收储增强库存留存	8
3.1 关税与政策：加工品关税先行保护本土生产，精炼铜加税悬而未决	8
3.2 关税诉求：本土供给有限，关税服务产业重建	9
3.3 区域价差与铜价传导：关税预期吸引铜流入，收储支持库存长期留存	9
3.4 关键时间节点：关税更新未设 90 天决策期限，2027 年 1 月 1 日或为下一关键节点	10
风险提示	11

图表目录

图表 1：美国 LME+COMEX 库存升至 80 万吨以上	4
图表 2：LME 北美铜库存上行	4
图表 3：电气化与一战拉动去库，战争末期库存回升	5
图表 4：净出口格局延续，库存天数总体下降	5
图表 5：大萧条累库跌价，二战期间铜价趋稳	5
图表 6：二战期间转为净进口，库存天数先降后升	5
图表 7：政府储备形成高库存平台，60 年代加快释放	6
图表 8：进出口格局反复切换，库存天数先升后降	6
图表 9：衰退推动累库跌价，去库后的价格修复滞后	7
图表 10：净进口占比总体抬升，80 年代初库存天数冲高	7
图表 11：90 年代末库存攀升，铜价同步回落	7
图表 12：90 年代后期净进口占比上升，库存天数走高	7
图表 13：全球需求扩张带动去库，关税预期重启累库	8
图表 14：进口补缺延续，2025 年库存天数明显回升	8
图表 15：美国铜关税调整计税基础，原料保障与精炼铜方案分步推进	9
图表 16：政府采购与公共融资均可延长库存持有期限	10
图表 17：CL 价差驱动贸易商运铜套利	10



图表 18: 近三月 LME 铜注销仓单占比维持在 40%以上.....	10
图表 19: 2027 年起精炼铜税率方案及原料内销安排.....	11



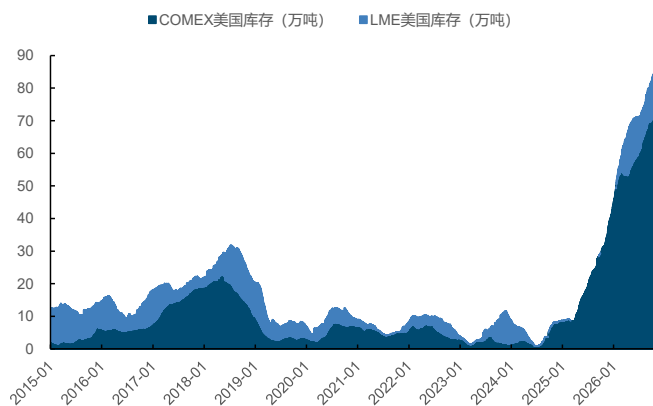
一、美国补库：政府融资延长库存持有，战略储备有望支撑全球铜价

美国铜百年历史表明，政府收储可以改变商业库存的持有期限，供应安全需求能够在工业消费之外吸收铜供应。美国经历了电气化时期的外销扩张、战争动员下的保供采购、冷战建库及全球化后的进口补缺。冷战时期，政府既曾收购已经存放在美国的过剩铜，也讨论过以到期购入保障支持企业融资持有。当前铜继续承担国防、电网和先进制造的原料保障功能，本土精炼供应收缩强化了长期备货的政策动因。这一历史为判断关税预期推动的库存集中能否转为战略留存提供了参照。

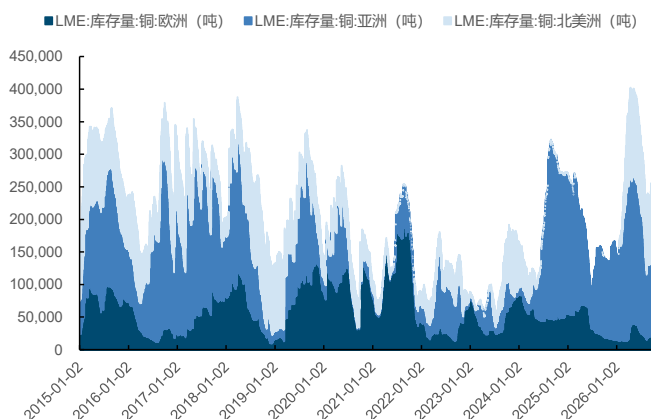
Project Vault 由融资安排推进至运营和采购合作，公共资金支持关键矿产长期持有。2026 年 2 月，美国进出口银行（EXIM）批准最高 100 亿美元长期贷款，配合近 20 亿美元私人投资，建立独立治理的关键矿产储备体系。9 月 23 日，EXIM 宣布项目运营主体 VaultCo 投入运营。嘉能可获选创始合作伙伴，依托 EXIM 融资采购和交付关键矿产；摩科瑞同日承诺投入 5 亿美元，并提供全球贸易、物流、仓储及风险管理支持。制造企业提出原料保障需求，政府融资与专业供应商共同承担采购和持有安排，使供应安全诉求逐步落实到储备运营。铜已纳入美国关键矿产清单，公共融资和采购渠道的推进，为部分商业库存转向长期储备提供了政策支持。

我们认为，美国战略补库有望在关税政策调整过程中保持连续，收储及融资支持将提高既有库存长期留存的可能性。关税预期和 COMEX 溢价首先吸引金属流入美国，随后直接收购或公共融资安排可以继续承接存量供应，使前置备货转为面向供应安全的长期持有。即使精炼铜加税推迟，储备建设仍有独立的政策动因。美国库存留存时间延长，将持续占用全球可流通铜，非美地区取得现货的约束随之增强，为铜价及资源企业盈利提供中长期支撑。

图表1：美国 LME+COMEX 库存升至 80 万吨以上



图表2：LME 北美铜库存上行



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

二、美国铜产业百年复盘：由出口主导转向进口补缺，高成本产能退出加深海外依赖

2.1 1900-1918 年：电气化扩张与战争需求支撑外销

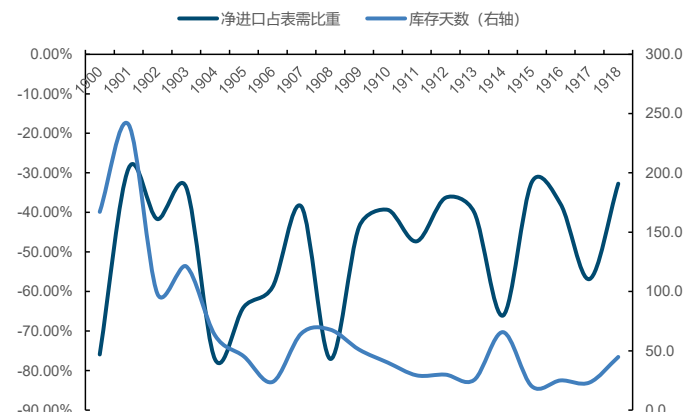
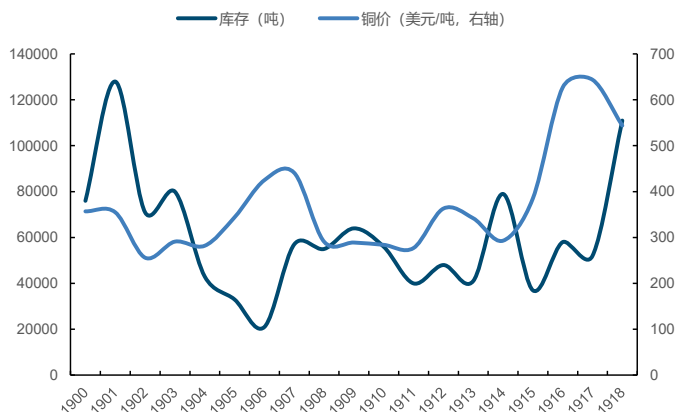
电气化是 20 世纪初美国铜市场去库涨价的主要动力，海外采购进一步增强了国内库存对订单变化的敏感性。电网、通信和电机的普及持续扩大工业用铜，规模化采选低品位铜矿则为西部资源开发创造条件，美国铜业进入产量与消费共同扩张的阶段。新增供应被本土工业和海外订单持续吸收，1903 年后库存逐步消化，铜价随消费扩张走强，1906 年库存天数已降至 24 天左右。随后的调整中，库存自低位回升，铜价在冲高后回落，前期需求加速带来的紧张逐步缓和。到 1913 年，美国净进口占表需比重仍为-40%，保持较大的净出口规模。海外交付直接影响美国能够保留的供应余量，国内库存同时承受本土消费和出口的消耗。工业化推动的消费增长和较强的外销能力，构成这一阶段库存与价格联系紧密的基础。

一战将铜的供需矛盾集中到军需与海外交付，随后又把战时扩张留下的供应带入库存。战争初期生产、运输和采购安排受到冲击，随着军需扩大，美国本土用铜与外销共同上升，库存重新下降，1916-1917 年铜价冲高。1917 年净进口占表需比重降至-56.8%，持续增产仍需同时满足国内动员和海外采购，库存余量有限。美国同年实施铜价管制，重点用途的分配与交付承担了更多保供任务，报价受政策约束。到 1918 年，国内用铜仍在增长，出口却明显收缩，外销回落留下的供应未被本土市场充分吸收，年末库存较上年翻倍。战时形成的生产和采购安排调整较慢，需求结构已开始变化，库存压力由此先于战后衰退显现。这一阶段美国主要依靠战时价格和分配管理应对短缺，国家层面的长期储备制度在二战前后才进一步形成。



图表3：电气化与一战拉动去库，战争末期库存回升

图表4：净出口格局延续，库存天数总体下降



来源：USGS，国金证券研究所

来源：USGS，国金证券研究所

2.2 1919-1945 年：大萧条累库跌价，二战转为净进口

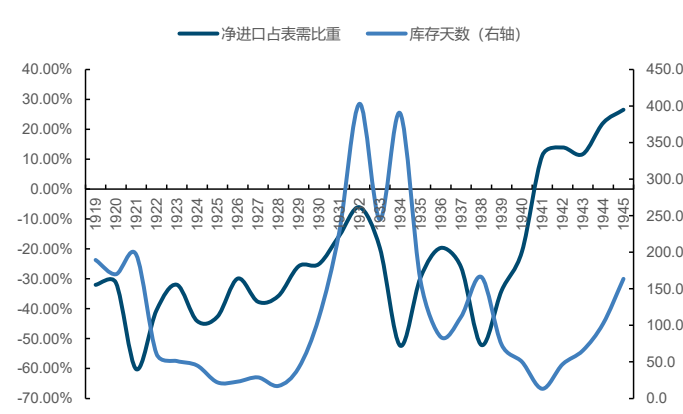
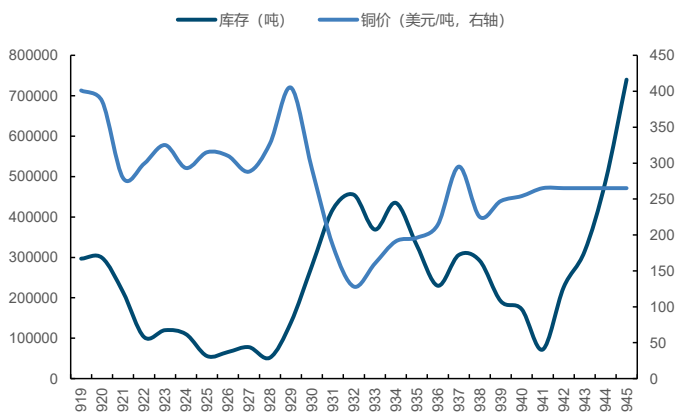
一战结束后的去库首先服务于战时产销失衡的调整，铜价修复则要等待工业订单恢复。军工采购和海外交付回落时，按战时需求形成的生产能力仍在运行，1919 年库存积累至约 30 万吨，价格从战争高位下降。企业随后减产并消化库存，但消费继续收缩，使剩余库存相对当时的市场规模仍然偏高，去库未能迅速转化为涨价动力。20 年代中后期工业需求恢复，库存才被持续吸收，1928 年库存天数降至 17 天左右，铜价重新走强。

大萧条打断了 20 年代的消费扩张，国内外订单同时萎缩，使大幅减产仍难以消化存量库存。1929-1932 年美国表需缩减约三分之二，生产商迅速压低产量，库存却继续积累，1932 年库存天数达到 403 天，铜价跌至低位。外销也失去了缓冲作用，精炼铜净出口收窄至接近平衡，企业向海外转移供应的空间大幅减少。库存积压由订单骤减推动，萎缩后的消费规模又延长了消化周期，减产只能逐步减轻新增供应压力。1932 年美国对外国铜征税，同时保留进口原料保税加工后再出口的渠道，政策开始更直接地干预铜贸易；内外需求不足仍主导价格走势。随后经济修复推动库存消化和铜价回升，但工业景气反复，恢复过程延续了多年。

二战动员使美国从精炼铜净出口国转为净进口国，保供机制也从战时协调推进到政府采购和系统分配。军需快速增长超过本土生产扩张，压缩出口、扩大进口与消耗库存共同填补用铜缺口，净进口占表需比重由 1939 年的-33.9%转为 1941 年的 11.2%。储备立法和拉美铜采购使海外资源供应直接服务于国防保障，受控材料计划进一步将铜分配给军事及其他重点用途，生产补贴则支持高成本供应。价格管制下，铜价在战争期间保持平稳，市场紧张更多体现在交付和用途安排中。战争后期进口采购仍在兑现，军工订单却随战争结束调整，产业库存快速增加，随后进入去库。采购合同、生产和终端需求的调整并不同步，保供阶段的交付逐步转为库存积压，美国铜市场由此开始向和平经济转换。

图表5：大萧条累库跌价，二战期间铜价趋稳

图表6：二战期间转为净进口，库存天数先降后升



来源：USGS，国金证券研究所

来源：USGS，国金证券研究所

2.3 1946-1969 年：政府收储吸收存量铜，冷战建库延长持有期限

冷战使铜库存转向长期国家安全储备，政府对供应中断的准备改变了金属的持有期限。50 年代美国提高关键材料储备目标、加快采购，与智利的铜采购谈判还涉及对苏联集团销售的限制及美国投资和供应的保障，储备建设与海外资源关系结合得更加紧密。1957-1958 年工业订单收缩、铜价回落时，政府储备继续保持百万吨级规模，国家库存与商业



景气的调整节奏出现分化。1958-1964 年政府铜储备维持在约 100 万吨，构成总库存高位平台的主要部分。长期持有的金属须经政策授权才能释放，建库采购因而能够把当期可销售供应转为跨年度的应急储备。

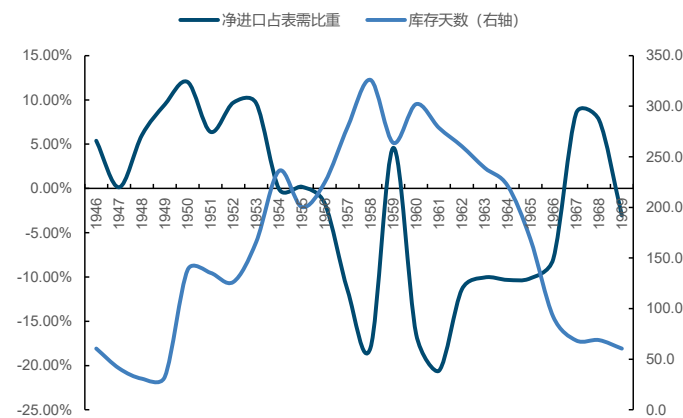
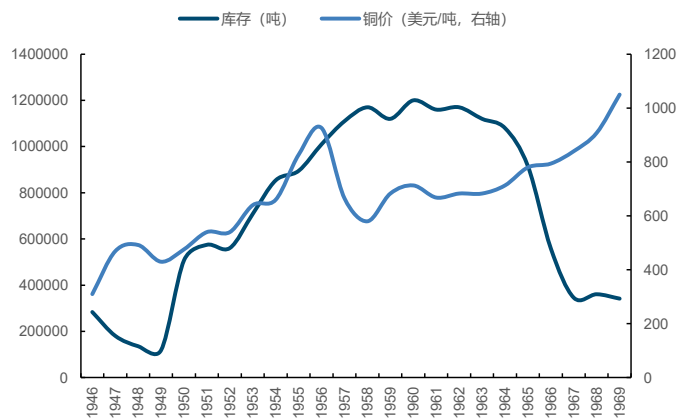
1950 年代美国通过直接收储吸收市场过剩铜，并探索以政府信用支持企业融资持有库存。朝鲜战争期间的供应紧张缓和后，智利因报价高于市场积累了大量未售铜。1953 年 8 月，美国商务部提出由 Kennecott 铜业公司和 Anaconda 矿业公司购买约 9.07 万吨智利铜，以存铜为抵押向私人银行取得五年期融资，政府拟提供五年期末按约 551 美元/吨购入的保障；企业承担首期资金和持有利息，期内出售时政府享有优先购买权。这一提案以政府信用降低期末库存价值风险，减少一次性财政支出。1954 年 3 月，美国内阁批准直接收购约 9.07 万吨智利铜用于国家储备，随后授权按约 661 美元/吨采购，并于 6 月向 Anaconda 矿业公司支付首笔款项。3 月谈判文件记载，拟收购铜中约 6.89 万吨已经存放在美国，其余可由智利补充交付。政府通过改变库存归属和持有用途，将境内待售铜转入国家储备，减少过剩金属集中进入现货市场的压力，同时兼顾本国供应保障、智利财政稳定及对苏联集团的铜贸易限制。

60 年代中期的去库涨价源于需求扩张与供给弹性不足，前期储备开始承担填补市场缺口的任务。民用工业、资本开支和越战军需共同推高用铜，主要生产商已接近产能上限，智利罢工及非洲运输风险又使海外供应受扰。美国在 1965-1967 年释放约 76 万吨政府铜储备，大量长期持有的金属进入市场，库存明显下降。储备补充缓解了交付压力，新增需求和供应中断仍持续消耗可用金属，价格压力延续。国内外定价差异又影响释放后的铜流向，美国主要生产商报价低于纽约贸易商及伦敦市场，外销具有较强吸引力，美国精炼铜贸易仍维持净出口。政府释放储备、国内用铜增加与部分供应流向海外同时发生，库存下降体现的是供应被持续吸收，前期积累的储备逐步转化为当期保供能力。

1967 年的铜业大罢工进一步改变了贸易方向，进口开始直接替代中断的本土生产。长期停工使原生精炼铜产量大幅下降，国内用铜虽已回落，海外采购仍然增加，净进口占表需比重由上年的-8.0%转为 8.5%。进口扩张在这里承接的是供应缺口，终端消费与对外采购因生产中断出现分化。罢工结束后本土供给恢复，到 1969 年美国重新转为精炼铜净出口国，新增进口需求随之回落。前期强需求促使政府动用储备，随后停产又迫使用户转向海外，保供手段随短缺来源变化。对全球市场而言，罢工期间的美国采购会争夺其他地区现货，但这种采购的持续时间直接受停工和复产进度制约。

图表7：政府储备形成高库存平台，60 年代加快释放

图表8：进出口格局反复切换，库存天数先升后降



来源：USGS，国金证券研究所

来源：USGS，国金证券研究所

2.4 1970-1985 年：储备减持与供需错位放大价格波动

70 年代的库存转折同时受到战略储备政策调整和工业景气变化影响，政策减持与商业累库先后主导市场。美国在 1973 年下修国家储备目标，对紧急状态持续期及进口供应的可得性作出更乐观的判断，大量原先持有的材料被认定为超额储备；铜价高涨时，释放储备也承担了增加供应、稳定价格的任务。1974 年初美国出售约 23 万吨铜，基本处置完当时持有的国家铜储备。随后石油危机冲击经济，工业用铜急剧转弱，1974-1975 年美国表需下降近三分之一，生产调整却落后于消费收缩，大量金属积压在产业和交易环节。前期政策释放增加可用供应，后期订单萎缩又拖慢库存消化，商业累库和铜价回落由此展开。随着政府储备退出，铜库存波动更多由工业生产和企业备货决定。

70 年代末低库存与高通胀共同推高铜价，供给扰动又使海外采购增加。衰退后工业需求恢复，进口补充和库存消耗共同满足新增用铜，商业库存逐步降至低位；第二次石油危机前后，物价上涨进一步抬高名义报价。1978-1980 年名义铜价上涨约 54%，按不变购买力折算的实际涨幅约 22%，实物供需趋紧提供了支撑，通胀则明显放大了价格表现。1980 年铜业罢工削弱本土交付，精炼铜进口随之增加，此时国内消费已在下降，进口承担了更多生产替代。低库存提高了市场对停产的敏感性，但订单转弱已在削弱需求端支撑，价格高位与后续累库风险开始同时存在。

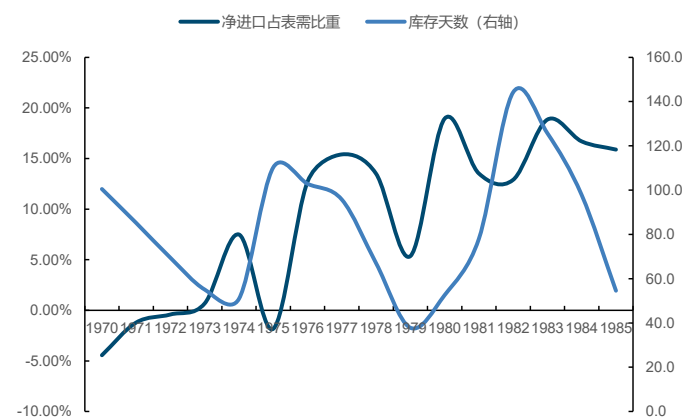
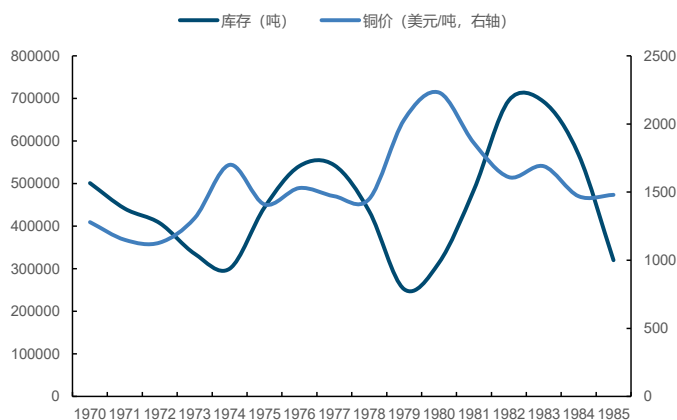
沃尔克紧缩重塑了 80 年代初的需求和价格环境，本土复产与海外增量使去库后的价格修复更为缓慢。高利率压制住宅建设和制造业，铜业罢工结束后产量恢复，供给回升恰逢需求走弱，1982 年库存天数超过 140 天。美国随后关闭部分矿山并削减产量，北美以外供应却继续增长，本土收缩对全球市场的改善被海外增量削弱。经济复苏推动库存逐步消化，到 1985 年库存已明显下降，铜价仍低于衰退初期。需求恢复、美国减产和全球供给竞争共同决定价格，单一



区域的去库难以独立推动持续上涨。与此同时，去通胀削弱了上一轮名义价格抬升的动力，经营压力迫使美国生产商进一步压低成本，行业调整从暂时停产延伸到生产方式和竞争力的重构。

图表9：衰退推动累库跌价，去库后的价格修复滞后

图表10：净进口占比总体抬升，80年代初库存天数冲高



来源：USGS，国金证券研究所

来源：USGS，国金证券研究所

2.5 1986-2000 年：降本带动复产，产能收缩推升进口

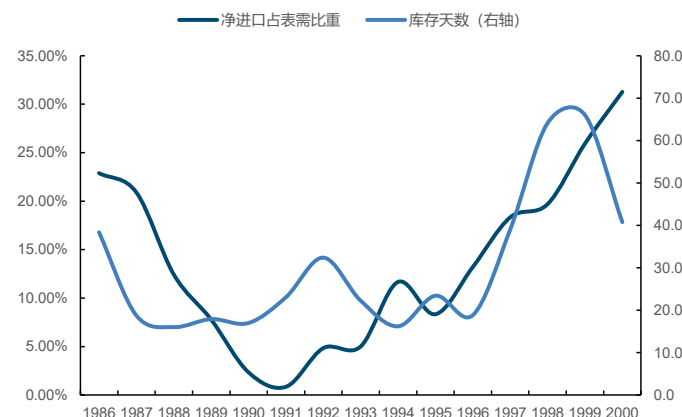
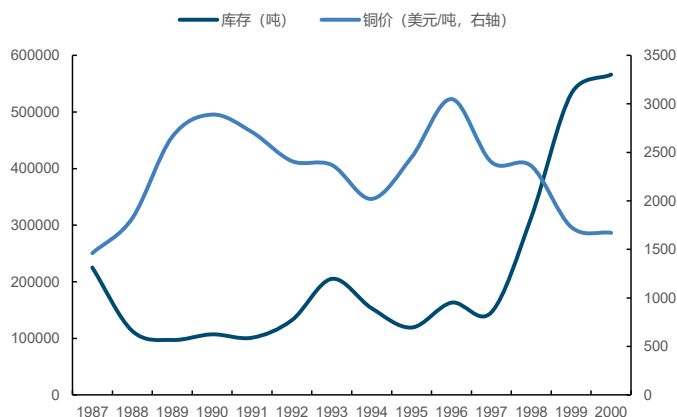
80 年代后期美国铜业的复苏建立在降本和技术改造之上，价格回升逐步带动本土供应恢复。低价阶段高成本产能退出，保留企业通过设备更新、采矿计划调整、人工成本压降及湿法工艺应用改善盈利能力，1981-1986 年平均生产成本下降约 30%。库存降至低位后，铜价上涨强化了复产激励，经过改造的产能也更容易在回升阶段实现盈利。国内消费大体平稳，本土增产直接替代了部分海外精炼铜，净进口占表需比重由 1986 年的 22.9% 降至 1991 年的 0.9%。这一轮进口收缩伴随国内供应改善，体现了技术与成本调整对贸易格局的影响。前期低库存支持价格回升，随后新增产量又缓解供应压力，企业竞争力的修复逐步改变了美国对海外金属的采购规模。

90 年代的转折在于美国消费扩张与全球供需变化逐渐分化，国内景气延续仍可能伴随累库跌价。前半段美国用铜增长快于本土生产，进口与国内增产共同满足新增需求，库存相对偏低，铜价具有较强弹性。到后半段，美国消费仍处高位，亚洲金融危机却削弱了其他地区的需求，智利和印尼大型铜矿又陆续进入生产，前期投资形成的供应跨越了需求放缓阶段。更多金属进入美国，出口减少，库存积累，到 1999 年库存天数升至 66 天，铜价持续走弱。美国工业订单提供了区域吸收能力，海外新增供应和其他地区需求收缩则压低全球价格，金属向美国集中与美国消费保持高位同时发生。这一轮累库的背景已从单一国内周期延伸到跨地区的供需调整。

世纪末本土产能收缩进一步提高了美国的进口需求，2000 年进口增加与去库涨价同时出现。低价和全球成本竞争促使美国关闭高成本设施，San Manuel 等矿山及冶炼、精炼环节退出，本土原生精炼供应下降。国内用铜维持高位，供应来源逐步向海外切换，2000 年净进口占表需比重升至 31.3%。较高进口量仍需与库存释放共同补充生产缺口，当年库存天数回落至 40.8 天，铜价已开始修复。1999 年的累库跌价与 2000 年的去库回升形成连续调整，本土减产、海外补充和存量消化共同收窄了美国市场的供应余量。进口扩张的主要动力转向生产替代，海外铜对美国的供应作用增强，其价格影响取决于其他地区能提供多少增量，以及美国停产设施能否恢复。

图表11：90 年代末库存攀升，铜价同步回落

图表12：90 年代后期净进口占比上升，库存天数走高



来源：USGS，国金证券研究所

来源：USGS，国金证券研究所



2.6 2001–2025 年：精炼供给收缩加深进口依赖，关税预期重启补库

全球需求扩张推动美国从累库跌价转向去库涨价，境内库存逐渐承担跨区域供应调节。世纪初经济放缓削弱制造业订单，本土企业继续削减高成本产能，消费下降仍使过剩金属进入仓库。随着中国工业化和投资增长扩大用铜，全球需求增长快于精炼供应，美国前期积累的库存被持续吸收，2002–2005 年年末库存由 103 万吨降至 6.35 万吨。此时美国精炼铜消费仍低于世纪初高点，库存大幅消化更多体现海外市场对可交付金属的需求。大量存铜先为全球供应缺口提供缓冲，库存降至低位后，生产扰动和新增采购又进一步放大了铜价弹性。

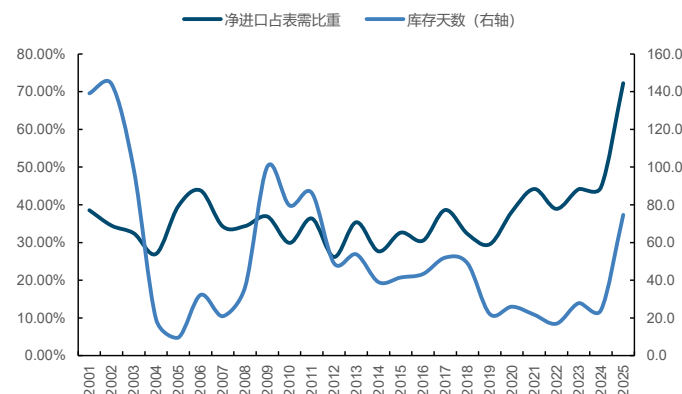
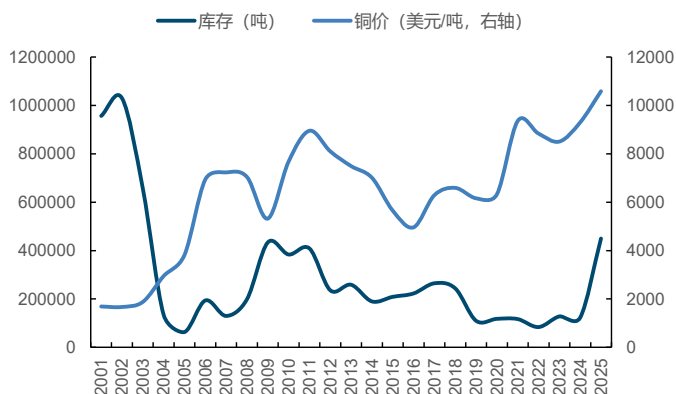
金融危机打断了前期需求扩张，美国累库与铜价回升在复苏初期出现分化。住房建设下行压低铜线和管材订单，金融危机又促使制造企业削减投资和原料采购，生产及进口调整滞后于消费收缩，库存重新积累，危机后库存天数回到 100 天左右。随后中国扩大采购、全球经济预期改善，铜价开始修复，美国用铜恢复较慢，库存消化落后于价格回升。复苏后的矿业投资陆续转为产量，秘鲁等地新增供应进入市场，需求增速放缓又减弱了对新增金属的吸收，铜价转入调整，美国去库与价格回落同时发生。库存和价格的不同节奏反映出全球供需对铜价的影响增强。

本土精炼供应长期收缩固化了进口依赖，海外采购逐步承担替代国内生产的作用。世纪末高成本设施退出后，冶炼精炼能力恢复不足，部分矿山转向浸出和电积生产，铜业供应结构随之调整。2020 年美国原生精炼铜产量较 2001 年减少近一半，工业用铜也未回到世纪初高点，进口补缺已成为维持下游交付的重要条件。疫情后全球需求恢复与供应扰动共同推高铜价，美国则维持较低库存，用户更加依赖海外金属持续到货。到 2024 年，净进口占表需比重已升至 44.7%，进口需求的长期化与库存余量收窄同时出现。海外供应中断和贸易安排变化更容易影响本土交付，国防、电网及制造业的原料保障诉求由此强化。

关税预期推动美国主动吸收海外铜，采购动机从填补生产缺口延伸到提前备货。潜在精炼铜加税抬高美国相对海外市场的价格，COMEX 溢价促使贸易商在政策落地前将金属运入美国。2025 年精炼铜进口增至约 170 万吨，带动年末库存回升至 45 万吨，美国累库与铜价上涨并存。库存增加主要受到政策窗口和区域价差推动，可交付金属从其他地区转入美国，非美市场的供应余量相应减少。精炼铜未纳入首轮即时加税范围，保留了原料进口渠道，铜随后被纳入关键矿产清单，供应保障进一步进入长期政策安排。关税预期改变了全球库存分布，提前进入美国的商业库存又为后续战略储备采购提供了可承接的存量金属。

图表13：全球需求扩张带动去库，关税预期重启累库

图表14：进口补缺延续，2025 年库存天数明显回升



来源：USGS，国金证券研究所

来源：USGS，国金证券研究所

三、美国铜关税：加工品保护先行，战略收储增强库存留存

3.1 关税与政策：加工品关税先行保护本土生产，精炼铜加税悬而未决

美国铜关税以国家安全调查为起点，实际落地先覆盖半成品和高含铜衍生品。2025 年 2 月 25 日，总统要求商务部依据《1962 年贸易扩展法》第 232 条开展调查，范围涵盖铜原料、精炼铜、废铜及衍生品；商务部于 6 月 30 日提交报告。7 月 30 日公布的总统公告决定，自 8 月 1 日起对清单内铜半成品和高含铜衍生品加征 50% 关税，涉及棒材、线材、板带、管材及部分电气部件等。最初的额外关税按产品中的铜含量价值征收，铜矿石、精矿、铜锭、阴极铜、阳极铜和废铜未纳入当次铜 232 加税范围。调查覆盖整条产业链，首轮执行则集中于加工环节，对进口精炼原料和进口加工产品形成不同的待遇。

2026 年政策调整扩大了计税基础，并对铜制品作出分档安排。4 月 2 日公布、4 月 6 日起执行的新规，将覆盖产品的计税基础从金属含量价值改为整件进口产品的完税价格，主要铜制品一般适用 50% 额外税率，部分特定铜制品及衍生品一般适用 25%。符合美国冶炼、铸造及来源要求的制品可适用 10% 的优惠档，6 月 8 日起相关美国金属重量占比门槛由 95% 降至 85%。整件计税提高了非铜价值部分也受到保护的力度，分档和美国产料优惠则把政策激励延伸到加工地点与原料来源。现行待遇须结合最新产品清单和来源条件，2025 年的铜含量计税方式已被后续安排修改。



铜政策同步向原料保供延伸，国内销售安排与关税共同服务本土加工和冶炼。2025 年总统公告已授权商务部依据《国防生产法》落实铜投入品和高质量废铜的国内销售要求，白宫配套文件列出了原料内销比例逐步提高的安排。高质量废铜的国内销售目标为 25%，出口许可制度则属于商务部提出的建议。原料留在境内能改善冶炼和再生企业取得铜料的条件，其作用仍取决于回收、加工能力及具体执行要求。2026 年 2 月 BIS 已就相关《国防优先与分配体系》信息收集安排征求意见，分配命令、适用对象和配套规则的落实，将决定实际内销量和海外原料供应的变化。

图表 15：美国铜关税调整计税基础，原料保障与精炼铜方案分步推进

环节或措施	本轮政策安排	执行状态及主要影响
主要铜半成品等制品	一般额外税率 50%；2026 年 4 月 6 日起按整件进口产品 完税价格计税	清单内已执行，涵盖铜棒、线、板带、管等；主 要保护本土加工环节
特定铜制品及衍生品	一般额外税率 25%，同样按整件完税价格计税	按最新清单分档执行，实际范围以对应税号为准
符合美国产料条件的制品	符合条件可适用 10%档；相关美国金属重量占比门槛自 2026 年 6 月 8 日起为 85%	同时须满足美国冶炼、铸造等来源条件，鼓励使 用美国产铜
阴极铜等未锻轧精炼铜及铜 原料	首轮未纳入铜 232 范围；精炼铜 15%和 30%的后续税率方 案尚待决定	关税预期影响前置进口，后续决定及生效窗口将 改变采购节奏
原料与高质量废铜国内销售	总统已授权推进国内销售要求；原料比例逐年提高，高 质量废铜目标为 25%	实际约束须由主管部门配套落实；高质量废铜出 口许可仍属于建议事项

来源：白宫，CBP，BIS，国金证券研究所

3.2 关税诉求：本土供给有限，关税服务产业重建

从美国的产业安全目标看，关税落地的现实动因在于保留可持续运行的生产能力。两次世界大战显示，需求动员和供应中断能迅速消耗库存；冷战储备扩大了应急缓冲，60 年代又在强需求和罢工冲击下被持续释放。世纪末高成本设施退出后，美国更多依靠海外精炼铜填补本土缺口。白宫启动调查时引用的 2024 年铜进口依赖度已达 45%，并把冶炼、精炼能力不足列为主要供应风险。铜进入国防、电网和先进制造的多个环节，进口来源集中时，交付和贸易政策变化会同时影响这些用户。国家储备可以缓冲短期中断，本土矿山、冶炼和加工能力则决定库存消耗后能否继续供应，保留这些能力构成美国实施产业保护的重要政策依据。

先保护加工品、保留原料进口空间，有利于在产业重建与制造成本之间作出分步安排。1932 年的铜税曾保护国内市场，同时保留进口原料加工后再出口的保税渠道；当前首轮铜 232 措施也对原料和加工产品采取不同处理。从产业链传导看，进口加工品税负提高，使本土企业利用进口精炼铜生产棒、线、管等产品的相对竞争条件改善，订单和利润首先向美国加工环节转移。精炼铜若进一步加税，则会提高美国境内原料成本，对本土精炼销售形成保护，也向电网、建筑和设备制造用户传递成本压力。美国在扩大原料保护时面临更直接的下游成本约束，分阶段评估因此具有实际意义。2026 年放宽美国产料优惠的来源门槛，也在鼓励本土原料使用的同时，降低部分加工企业取得优惠待遇的难度。

产业安全收益最终需要新增有效供给兑现，关税与许可、融资和技术改造须共同发挥作用。80 年代美国铜业通过降成本和工艺调整恢复产量，进口需求随本土供应改善而减少，这一经验说明企业能持续盈利和运行，贸易格局才会发生更稳固的变化。关税提高本土产品的相对价格，可以改善投资回报，但矿山许可、建设、冶炼工艺和原料合同的落实需要时间。美国 2025 年 3 月已推出加快矿产生产和项目许可的行政措施，同年 11 月将铜纳入关键矿产清单，2026 年又启动关键矿产储备融资安排，政策已延伸到贸易之外。若本土供给兑现较慢，进口仍需填补缺口，税负会更多转为用户成本和区域溢价；产能真正投放后，新增进口需求及原料流向才会随之调整。

3.3 区域价差与铜价传导：关税预期吸引铜流入，收储支持库存长期留存

关税预期首先通过区域价差吸引铜流入美国，库存集中先于实际征税。进口商预计未来美国到岸成本提高，便有力在税负变化前完成交付，COMEX 溢价又强化了跨市场调运。2025 年 7 月底，精炼铜未被纳入即时加税范围，前期加税预期形成的价差迅速回落。此后分阶段精炼铜方案继续保留在公告中，下一政策窗口仍会影响进口节奏。美国仓库库存与其他地区现货供应减少可以同时发生，金属调运先改变库存分布，再通过可交付供应影响区域报价。已经进入美国的铜，为工业备货及后续储备采购提供了现成的实物基础。

政府收储与融资支持能够承接存量铜，长期留存具有独立于关税的政策渠道。1954 年美国拟收购的智利铜中，相当部分已存放在美国，政府通过直接采购将待售库存转入国家储备；此前商务部讨论的五年期安排，则试图以政府信用支持企业融资持铜。两种工具分别通过改变库存用途和降低期末持有风险，减少存量供应集中出售的压力。Project Vault 以政府贷款和私人资本共同支持关键矿产储备，2026 年 9 月 VaultCo 投入运营，并引入嘉能可、摩科瑞参与采购及库存管理，使长期持有的资金支持与执行主体进一步明确。供应安全要求可通过采购和融资安排延续，精炼铜税负变化主要影响短期进口动力，储备建设则进一步影响金属在境内的持有期限。



我们认为，本轮美国战略补库有望保持连续，关税预期回落后的库存释放压力将受到政策性留存的约束。即使精炼铜加税推迟或未能实施，美国仍可借鉴历史上的直接收购和政府信用支持安排，提高既有商业库存的长期持有比例。公共融资可以延长持有周期，储备采购又为企业库存承接渠道，区域溢价下降由此不必直接转化为大规模回流。美国库存继续退出日常流通，将压缩非美地区可取得的金属供应，使政策影响从短期运铜套利延伸至全球铜价的中长期支撑。

图表16：政府采购与公共融资均可延长库存持有期限

时间	安排及状态	主要内容	对库存持有的影响
1953 年	商务部政策提案	企业购买约 9.07 万吨智利铜并取得私人银行五年期融资； 政府拟提供期末购入保障并享有提前出售时的优先购买权	以政府信用降低期末库存价值风险，企业继续承担首期资金和利息
1954 年	政府采购获批并启动付款	采购约 9.07 万吨智利铜用于国家储备；3 月文件记载，其中约 6.89 万吨已存放在美国	存量待售铜可转入战略储备，无须全部通过新增跨境运输取得
2026 年 2 月	Project Vault 贷款获批	EXIM 批准最高 100 亿美元长期贷款，配合近 20 亿美元私人投资，建设独立治理的关键矿产储备体系	以公共融资支持原料长期储存，为制造企业应对供应中断提供保障
2026 年 9 月	VaultCo 投入运营	嘉能可成为创始合作伙伴，依托 EXIM 融资采购、交付原料；摩科瑞承诺投入 5 亿美元，提供贸易及仓储等支持	运营主体和采购伙伴明确，融资支持进一步延伸至原料采购和库存管理

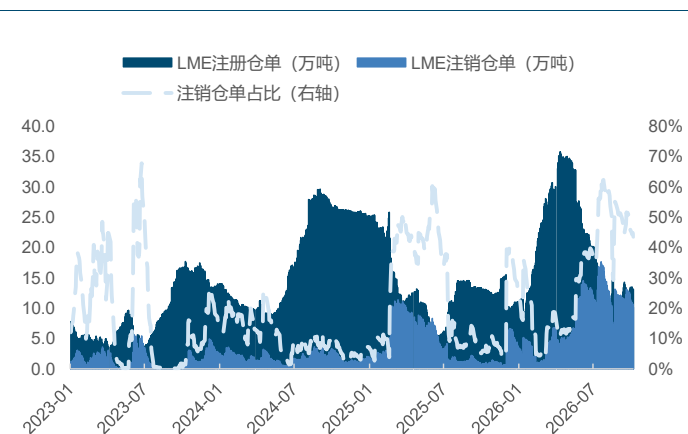
来源：美国国务院 FRUS 第 236、251、254、256 号文件，EXIM，国金证券研究所

图表17：CL 价差驱动贸易商运铜套利



来源：iFind，国金证券研究所

图表18：近三月 LME 铜注销仓单占比维持在 40%以上



来源：iFind，国金证券研究所

3.4 关键时间节点：关税更新未设 90 天决策期限，2027 年 1 月 1 日或为下一关键节点

市场对 9 月底精炼铜关税落地的预期，主要来自对第 232 条 90 天决策期限的沿用。市场此前将 9 月 30 日前后视为关键窗口，推演起点是商务部须在 2026 年 6 月 30 日前提交铜市场更新，再由总统在 90 天内作出决定。第 232 条(c) (1) (A) 明确规定，这一期限以总统收到(b) (3) (A) 项下的正式调查报告为起点，要求总统决定是否同意国家安全认定，以及采取何种进口调整措施。2025 年 6 月 30 日提交的文件属于这一调查报告，总统已于同年 7 月 30 日作出决定。2026 年的文件则是既有公告第 7 项要求的市场更新，主要评估美国精炼能力及精炼铜市场，为后续政策调整提供依据。公告设置了商务部提交更新的期限，并未重新要求总统在收到更新后 90 天内作出决定。按 6 月 30 日直接加 90 天计算，日期对应 9 月 28 日，9 月 30 日前后属于市场关注的月底窗口，未被公告设定为新的法定决策截止日。

2027 年 1 月 1 日是下一阶段重点跟踪的政策节点，对应既有公告列示的精炼铜 15%关税方案起始日期。该方案需由总统正式决定，2028 年 1 月 1 日提高至 30%的安排也列在同一公告中。随着 2027 年临近，最终税率、适用税号及过渡安排将更直接地影响年底交付，铜投入品国内销售比例自 2027 年起的安排也同步涉及原料去向。关税方案正式确认和储备采购落地应共同跟踪：前者改变新增进口的到岸成本和清关时点，后者影响既有库存转为长期持有的规模。即使加税时点调整，供应安全驱动的储备融资和原料保障仍可继续推进，库存留存将更多取决于采购合同、资金支持及持有安排。


图表19：2027年起精炼铜税率方案及原料内销安排

时间节点	文件明确的安排	执行条件或状态
2026年6月30日前	商务部向总统提供美国铜市场更新，涵盖精炼能力和精炼铜市场	既有公告列示的更新提交期限，用于总统评估是否实施后续精炼铜关税
2027年1月1日	精炼铜分阶段普遍进口关税方案的起始日期，列示税率15%	仍需总统决定是否实施；最终税率、适用范围和生效日期由正式政策落实
2027年	铜投入品国内销售比例起步为25%	白宫配套文件列示；具体执行须由商务部落实国内销售要求
2028年1月1日	精炼铜分阶段关税方案列示税率提高至30%	与2027年15%税率同属待决方案，仍需总统正式决定
2028-2029年	铜投入品国内销售比例分别提高至30%和40%	白宫配套文件列示；适用对象、核算方法及例外须结合具体执行规则

来源：白宫，国金证券研究所

我们认为，美国铜政策正从加工品保护延伸至原料保障和战略储备，政府支持长期持有将增强本轮补库的持续性。历史上的直接收购及持铜融资提案说明，安全储备可以承接已经进入美国的存量金属；当前关键矿产储备融资，又为长期持有提供了新的政策渠道。关税预期推动铜先流入美国，收储和融资支持有望继续吸收这些库存，延长金属退出全球流通的时间。建议关注产量稳定、成本优势明确且具备扩产空间的铜资源企业，非美地区可交付供应趋紧与铜价中枢抬升，将更充分地体现资源端的盈利弹性。

风险提示

美国采购和补库进度不及预期风险：长期储备采购规模、资金落实或实际交付低于预期，前置备货在政策窗口变化后放缓，将减少对流通铜的持续吸收，削弱铜价支撑。

关税与原料保障政策调整风险：精炼铜方案推迟、适用范围或优惠待遇变化，以及原料国内销售和废铜保障规则调整，将改变跨区域流向、美国采购节奏与区域溢价。

宏观需求不及预期风险：全球制造业、建筑、电网等领域用铜弱于预期，或原料成本上涨压制美国下游订单，将加大商业库存累积压力，抵消采购对铜价的支撑。

库存与金融市场波动风险：美国商业库存释放、其他地区持续累库、美元走强或资金集中流出，将增加铜价下行压力，使政策影响向价格和盈利传导弱于预期。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究