

五成关税一雷声大雨点小还是贸易格局重塑？

研究院 新能源&有色组

研究员

陈思捷

☎ 021-60827968

✉ chensijie@htfc.com

从业资格号：F3080232

投资咨询号：Z0016047

师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号：F3046665

投资咨询号：Z0014806

封帆

☎ 021-60827969

✉ fengfan@htfc.com

从业资格号：F03036024

投资咨询号：Z0014660

王育武

☎ 021-60827969

✉ wangyuwu@htfc.com

从业资格号：F03114162

投资咨询号：Z0022466

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

报告摘要

背景：

在特朗普上一任期（2018年起），美国对中国产铜管、电线电缆等铜材加征 25% 关税，旨在削弱中国相关产品在美竞争力。空调制冷用铜管、建筑铜管等细分领域受到直接冲击，迫使美国买家转向替代供应源。电力电缆和通信电缆等高端产品也面临出口阻力，这在一定程度上对国内部分产业形成冲击，同时也刺激了东南亚产能建设。但在此期间，中国新能源产业的崛起在很大程度上弥补了需求端的负面影响，而美国方面并未真正实现产业链回归。这一时期的经验表明，单一关税政策对铜价的短期冲击可能被更广泛的经济因素所抵消。

发现与结论：

特朗普政府于 2025 年 7 月再次宣称将对铜加征 50% 关税，本质上仍是试图通过贸易保护手段重塑全球铜产业链，推动冶炼产能回流美国。然而，这一政策面临多重现实制约，同时可能引发产业格局改变及投机套利行为，具体表现如下：

市场套利与库存流动

关税预期导致 Comex 铜价相对 LME 和沪铜溢价，引发库存“虹吸效应”，但航运限制使 LME 亚洲库存短期回升，当前市场观望情绪浓厚。

美国冶炼产能瓶颈

美国现有冶炼产能利用率仅 50%，且依赖外资企业。新建冶炼厂需 3-5 年周期，远超政治窗口期，劳动力成本与环保约束进一步限制产能扩张。

墨西哥的机遇与挑战

墨西哥因地理优势和部分关税豁免可能受益，但电力短缺、水资源紧张及环保问题制约其产能提升，需加速能源与冶炼技术升级。

中国的应对策略

中国或转向“一带一路”市场，同时加速高纯铜等高端产品研发，减少对美依赖。但短期内初级加工品出口仍受冲击。

历史教训与政策局限性

类似 16 世纪西班牙白银垄断的案例表明，单纯贸易壁垒难以颠覆产业竞争优势。美国可能因高关税形成“铜价孤岛”，反而刺激其他国家产能升级或供应链重构。

结论：

特朗普的关税政策短期可能扰乱贸易流向，但长期难以实现“美国冶炼、美国使用”的目标。全球铜产业链的韧性将推动替代方案（如区域化供应链、技术替代），而美国本土制造业成本激增与通胀风险可能迫使政策实际执行软化，最终效果或如 2018 年关税政策般“雷声大、雨点小”。

目录

报告摘要	1
背景及回顾	4
美国制造业回归道阻且长.....	5
铜库存的悄然转移	5
理想 Versus 现实	6
有心栽花花不发 无心插柳柳成荫?	8
墨西哥或将意外获益 但同样面临诸多挑战.....	8
中国铜材产业格局或将面临变更	9
不排除再次雷声大雨点小的可能.....	10

图表

图 1: COMEX 对 LME 铜溢价 单位: 美元/磅.....	6
图 2: 沪伦纽三地库存情况 单位: 万吨	6
图 3: LME 亚洲库运往 COMEX 纽约库航线 单位: %、美元/盎司.....	6
图 4: 墨西哥铜矿产量 单位: 千吨	9
图 5: 墨西哥精铜产量 单位: 千吨	9
图 6: 中国与美国消费全球占比 单位: %	11
表 1: 2018 年 9 月特朗普宣布对铜施征关税后	5
表 2: 美国本土大型精炼厂汇总	7
表 3: 大型冶炼厂建设各个环节用时预估	7
表 4: 中国国内高纯铜产能	10

背景及回顾

在全球经济紧密相连的背景下，贸易政策的变动对大宗商品市场有着深远的影响。特朗普上一任期（2018 - 2022 年）在国际贸易领域推行了一系列极具争议的加征关税措施，如其对于钢铁、铝等重要商品加征关税。对铜而言，虽然并无对电解铜直接加征关税的措施，但在 2018 年 9 月，美国方面针对对中国价值 2,000 亿美元的商品加征 10% 的关税（此后调整为 25%），列表中便包含了铜管以及电线电缆等铜材。

铜管类

空调与制冷设备用铜管：这类铜管是空调和制冷设备制造中的关键部件，广泛应用于家用空调、商用制冷机组等产品。美国是全球重要的空调和制冷设备消费市场，加征关税前，中国生产的此类铜管凭借良好的质量和相对较低的成本，在美市场占据了一定的份额。关税的加征使得中国出口到美国的空调与制冷设备用铜管成本大幅上升，美国相关制造企业的采购成本增加，可能会影响到空调和制冷设备的生产规模和价格。

建筑用铜管：主要用于建筑的给排水系统、供暖系统等。在建筑行业中，铜管因其耐腐蚀、耐用等特性而被广泛应用。加征关税后，中国建筑用铜管在美国市场的竞争力下降，美国建筑商可能会寻求其他来源的铜管，或者调整建筑材料的使用方案。

电线电缆类

电力电缆：是电力传输和分配的关键载体，用于将发电厂的电能输送到各个终端用户。中国生产的电力电缆在国际市场上具有一定的技术和成本优势。加征关税后，美国电力企业在采购中国电力电缆时面临更高的成本，可能会影响到电力基础设施建设的进度和成本预算。

通信电缆：主要用于信息传输，如电话、互联网等通信网络的建设。随着 5G 等通信技术的发展，对通信电缆的需求不断增加。关税的加征使得中国通信电缆在美国市场的拓展受到阻碍，美国通信企业可能会转向其他国家的供应商。

铜板材和带材

铜板材和带材在电子、机械制造等行业有广泛应用。在电子行业，它们可用于制造印刷电路板、电子元器件等；在机械制造行业，可用于制造机械零件等。加征关税后，美国相关制造企业的原材料成本上升，可能会影响到产品的生产和市场竞争力。

不过就铜价具体表现以及库存的变化来看，2018 年那一波影响实则并不十分突出。而上届特朗普任期又遇新冠疫情，因此商品价格表现整体相对低迷，铜价直至美联储采取空前规模 QE 以及中国新能板块兴起后才开始逐步呈现回升。

整体来看，据 CRU 统计，2018 年中国对美铜材出口量下降 18%，但部分仍通过转口东南亚从而得到抵消。

表 1：2018 年特朗普宣布对铜相关材料施征关税后市场变化情况

时间	关税措施	涉及铜品种	税率	公布后两周 LME 库存变化	公布后两周 Comex 库存变化	公布后两周 中国国内社库变化	公布后两周 LME 铜价变化
2018.7.6	对 340 亿美元中国商品加征关税（第一批清单）	7411（铜管）	25%	-2.02 万吨	-0.61 万吨	-3.4 万吨	-2.48%
2018.8.23	对 160 亿美元中国商品加征关税（第二批清单）	7413（铜线缆）、7410（铜箔）	25%	-1.27 万吨	-0.66 万吨	-0.28 万吨	-0.95%
2018.9.24	对 2000 亿美元中国商品加征关税	7409（铜合金板带）	10%	-3.24 万吨	-0.24 万吨	+1.42 万吨	-1.62%
2019.5.10	对上述 2000 以美元税率调整至 25%	7409（铜合金板带）	25%	-2.57 万吨	-0.07 万吨	-3.05 万吨	-2.99%

资料来源：USTR Bloomberg SMM Wind 华泰期货研究院

美国制造业回归道阻且长

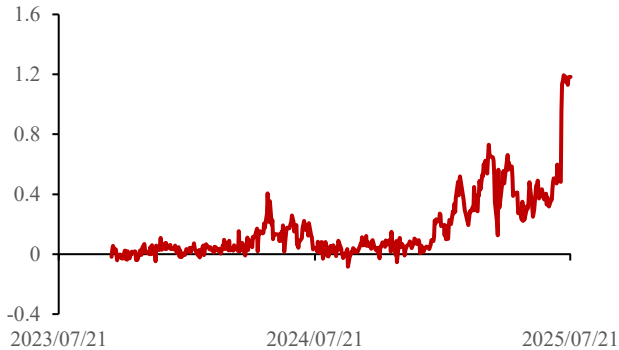
铜库存的悄然转移

自 2025 年 2 月 26 日以来，随着特朗普签署行政令，启动对铜的“232 调查”，以国家安全为由评估是否加征关税，而与 2018 年不同的是，此次“铜关税风波”致使 Comex 铜价相较 LME 以及沪铜存在明显溢价，这也为市场提供了套利机会，沪伦两地库存持续被“虹吸”往纽约市场。而这实则也符合特朗普此前“铜需要再美国冶炼，美国使用”的主张，并且不排除特朗普想借机将美国市场打造为继伦敦与上海之后另一个铜现货贸易集散地。

7 月 8 日特朗普再次提出将会在 8 月 1 日对铜加征 50%关税，这次情况不同的是，虽然 Comex 与 LME 价差进一步拉大，可 LME 亚洲地区库存由于航运无法赶在 8 月 1 日之前运送到港（如需补给则需 22-24 天行程），因此在消息公布后 LME 亚洲库反而出现了走高的情况，即此前套利头寸暂时停止，库存重新流回亚洲库内。市场处于观望状态，而伦铜以及沪铜价格则是出现承压回落的情况，但这仅仅只是短期内的市场反

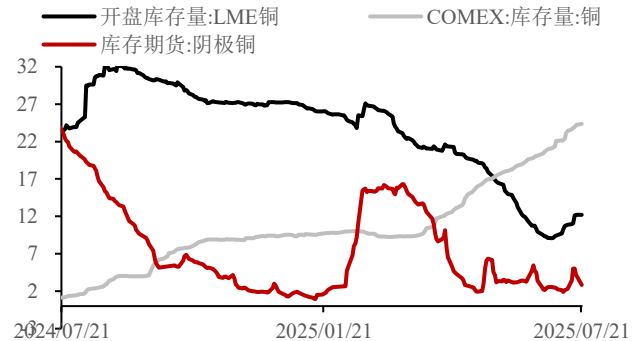
应，并不具有长期持续性。

图 1: Comex 对 LME 铜溢价 | 单位: 美元/磅



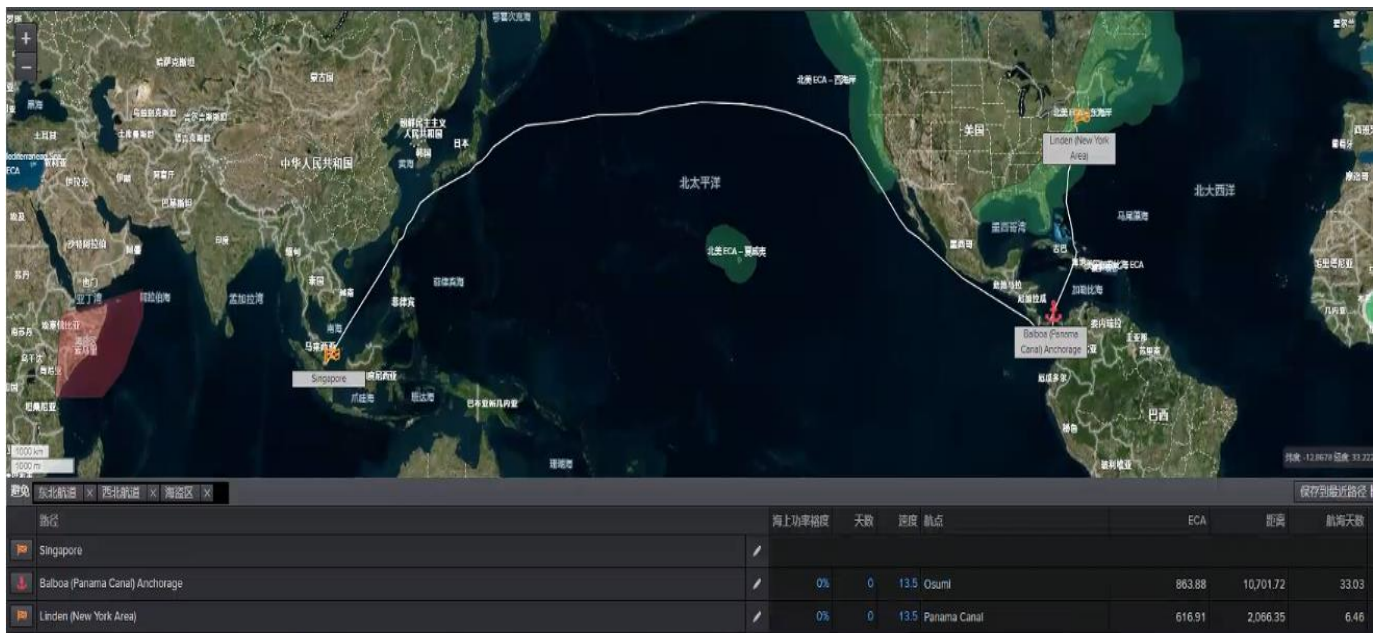
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 沪伦纽三地库存情况 | 单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: LME 亚洲库运往 Comex 纽约库航线 | 单位: %, 美元/盎司



数据来源: 路透 华泰期货研究院

理想 Versus 现实

可以想象，特朗普在当前情况下提出对铜加征 50% 的关税，无非是希望通过关税这一相对“简单粗暴”的手段达到逼迫全球大型矿山企业去往美国建立冶炼厂，从而达到他在就任伊始便提出的“铜需要在美国冶炼，美国使用”乃至所谓制造业回流的“大计”。根据 CRU 数据统计，目前美国国内冶炼产能约为 166 万吨，2024 年产量 83 万吨，平均产

能利用率为 50%左右。对应铜精矿产量为约 108 万吨，而美国全年对于电解铜的需求大约在 150 万吨左右（暂不考虑未来增量），就产能而言，目前美国国内产能可以勉强覆盖国内需求量，但目前在美大型冶炼产能大多并非美国本土企业，倘若特朗普想借此机会同时实现将重要战略资源一同把控在手的目的，那么未来或许也会设法鼓励更多美国本土企业参与到冶炼产能建设之中。

表 2：美国本土大型精炼厂汇总

冶炼厂	所属公司	公司所属国家	2024 年产量（万吨）	产能（万吨）	产能利用率（%）
Amarillo	American Smelting and Refining Co	墨西哥	2020 年起停产		
El Paso	Freeport Minerals Corp	美国	22.1	41.7	53%
Garfield	Kennecott Utah Copper LLC	英国/澳大利亚 (该公司为力拓全资子公司)	19.3	32.7	59%
Warrenton	Warrenton Copper LLC	美国	2010 年期停产		
White Pine	White Pine Copper LLC	美国	2011 年期停产		

资料来源：CRU 华泰期货研究院

但现实情况却并不会一帆风顺，回溯产业发展史不难发现，单纯依靠贸易壁垒难以实现真正的产业回流——1980 年代日本汽车制造商北美本土化的成功案例，核心在于通过智能制造抵消人工成本劣势。反观当下美国铜业面临的挑战，则集中体现了资源禀赋、环境监管和劳动力市场等多维度的系统性制约。正如上文所言，美国本土铜矿以及冶炼企业相对有限，50%以上电解铜目前依赖进口，而大型的冶炼厂兴建周期最快也需要 3 年左右，矿山企业则需要更长的时间（5 至 7 年），这已经超过了美国总统一届任期的时间，更何况目前特朗普本人目前已经年逾八旬。而在此过程中，美国或成为铜的“高价孤岛”。此外，美国方面还会面临诸如劳工成本明显偏高以及工会等机构对于未来企业正常生产所可能造成的牵绊。正如华尔街某知名机构的分析报告曾指出的那样：“贸易保护措施能够重塑商品流动路径，却难以颠覆固有的竞争优势格局。”

表 3：大型冶炼厂建设各个环节用时预估

项目	用时
项目立项	6-12 个月
可行性研究	6-18 个月
审批许可（环评、采矿权、用地等）	12-24 个月
融资安排	6-12 个月

基础设施建设	18-36 个月
设备采购与安装	12-24 个月
试生产调试	6-12 个月
正式投产	达产周期为 12-24 个月
合计	66-152 个月

资料来源：ICSG USGS 华泰期货研究院

有心栽花花不发 无心插柳柳成荫？

《传道书》中说：“日光之下，并无新事”。而特朗普政府当下的行为实则早在 500 年前便有类似先例。

西班牙在 16 世纪通过美洲殖民垄断了全球 83% 的白银产量，将贵金属作为经济武器，大量白银流入欧洲引发持续通胀，当时欧洲地区物价整体上涨 2 至 4 倍，史称“价格革命”。这一历史现象与当下特朗普对铜加征 50% 关税的政策存在“异曲同工”之处，两者都将关键矿产资源地缘政治化，通过控制贸易流动谋求战略优势。而最终结果是，西班牙的白银垄断导致欧洲经济结构畸形，催生了荷兰金融创新和英国工业革命。而当下特朗普政府的铜关税政策同样可能重塑全球供应链，刺激中国、智利等国产能扩张或技术替代。但西班牙的垄断建立在殖民掠夺基础上，缺乏现代产业支撑，最终因财富挥霍和产业空心化衰落。

当下美国的铜关税则依托金融霸权和技术优势，试图通过“制造业回流”实现资源安全。不过正如前文所言，贸易保护措施能够重塑商品流动路径，却难以颠覆固有的竞争优势格局。西班牙正是因为忽视了生产力的发展而终被它国超越，当下美国若不能解决本土冶炼的环保和效率瓶颈，同样可能陷入“保护主义陷阱”。更深远的影响在于，正如白银贸易催生了阿姆斯特丹交易所，铜关税也有可能加速“去美元化”进程（如上海保税区人民币计价铜交易）。此外，这一政策若长期实施，将迫使美国铜价飙升，形成“高价孤岛”。然而，在全球供应链弹性与资本逐利本能的驱动下，周边国家及航运枢纽可能因此获得产业转移的黄金窗口，重塑全球铜产业链格局，或可谓无心插柳柳成荫。

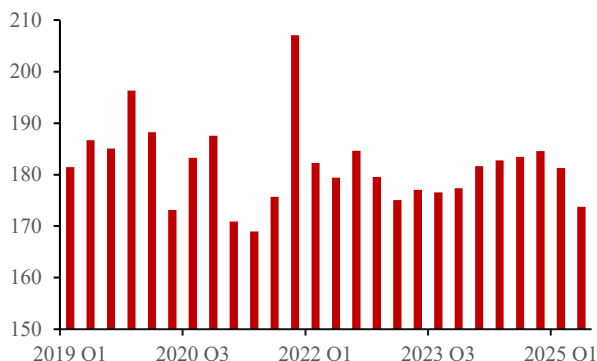
墨西哥或将意外获益 但同样面临诸多挑战

在特朗普政府 2025 年的关税政策中，墨西哥确实获得了部分豁免权利，但豁免范围有限，且受制于美墨加协定（USMCA）及特定条件，但这其中还是包括了电线、铜箔以、散热片以及汽车零部件（含钢铝的除外）等含铜的加工品及原材料，并且墨西哥至美国陆路运输仅需 2 至 3 天时间。并且墨西哥从地理位置而言，离开南美主要矿区均相对较近，并且也坐拥全球最大银矿。

但迎接机遇的同时，挑战也随之而来。墨西哥国内原产铜精矿 2024 年为 73.2 万吨，原产精炼铜则为 40.9 万吨。但该国未来产能增量暂时有限，甚至在矿山品位逐步下降的情况下，未来矿山产量或将出现下降的情况，而该国冶炼产能则主要以湿法产能为主。并且据 CRU 文章称，墨西哥当前仅有 40% 的铜矿产能配套建设了现代化冶炼厂，大量矿石仍需出口海外精炼。其次，能源供应不稳定制约产能释放，2023 年铜企因电力短缺导致的停产损失达 1.2 亿美元。更关键的是，中国资本可能借道墨西哥规避关税，若引发美国反规避调查，或将波及合法贸易。此外，水资源短缺问题日益突出，Grupo Mexico 旗下 Cananea 铜矿就曾因缺水减产 15%。环保压力也不容忽视，2024 年 Sonora 州就因尾矿污染问题叫停两个新矿审批。

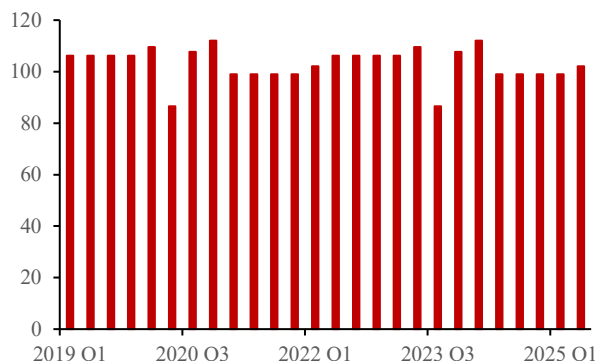
因此，综合来看，墨西哥需在三年窗口期内完成三大关键布局，即加快能源电网改造以支持冶炼产能扩张；参照智利建立铜产业技术研究院（CITEC）提升附加值；同时完善环境补偿机制预防社会冲突。若能把握机遇，墨西哥有望在 2027 年前实现对美铜相关加工品大幅上涨，但若应对失当，则可能陷入“低端产能过剩以及过度消耗资源诅咒”的恶性循环。

图 4：墨西哥铜矿产量 | 单位：千吨



数据来源：CRU 华泰期货研究院

图 5：墨西哥精铜产量 | 单位：千吨



数据来源：CRU 华泰期货研究院

中国铜材产业格局或将面临变更

中国作为目前产业链最为齐全的国家，在制造业方面的竞争力居世界领先地位。

不过在铜材出口方面，中国铜产业长期依赖初级加工（如铜杆、铜箔），而在此次特朗普对铜（大概率包括多数铜材）加征 50% 关税，或将倒逼中国加大对“一带一路”国家的铜材出口，尤其是东南亚（越南、泰国正快速扩张电子制造业）和中东（沙特“2030 愿景”推动基建投资）。

此外，国内具有高附加值的诸如“高纯铜”产能虽在持续扩大，但仍显有限，目前尚无法

做到自给自足，高端铜合金、超薄铜箔仍依赖进口。关税压力同样可能倒逼企业升级技术，如扩大半导体用超高纯铜（5N 以上）产能，替代日、德供应商发展新能源车用铜转子电机等特种材料，绑定宁德时代、比亚迪等本土客户，同时由于国内出口政策对于高纯铜同样免征关税，因此若未来中国在这一方面的技术能够得到进一步提升，那这一类高附加值的铜材在全球市场的占有率也或将随之提高。自 2017 年至 2024 年间，国内高纯铜产能已经扩大 10 倍。

表 4：中国国内高纯铜产能

年份	产能（万吨）	主要新增项目
2017	3.2	中铝洛阳铜业技改完成
2018	4.5	江铜集团贵溪基地投产
2019	6.8	宁波兴业电子材料扩产
2020	9.3	楚江新材芜湖项目一期投产
2021	12.7	云南铜业昆明基地高纯线投产
2022	18.5	中铝东南铜业宁德项目（半导体级）启动
2023	25.4	江西铜业 10 万吨高纯铜箔配套产能释放
2024	32.0	宁德时代参股的广东嘉元科技项目投产

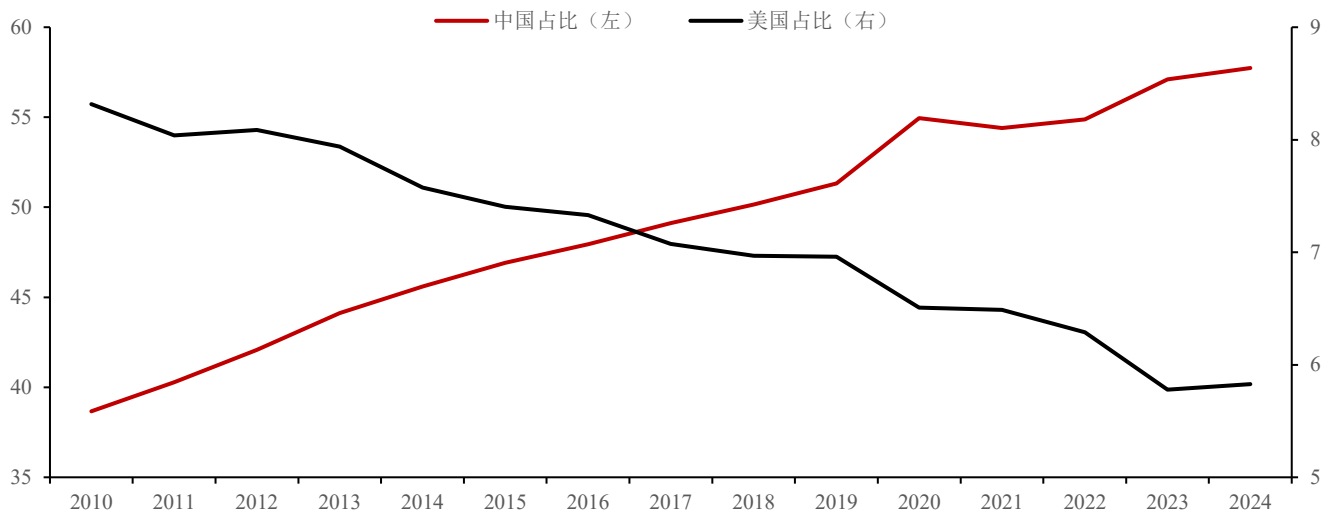
资料来源：安泰科 SMM 高工锂电 CPIA CRU BNEF 华泰期货研究院

不排除再次雷声大雨点小的可能

特朗普政府提出的 50%铜进口关税政策看似强硬，实则可能沦为一场政治表演。这一极端措施面临三重现实制约：首先，美国 35%的铜需求依赖进口，主要来自智利、加拿大等盟国，根据 CRU、美国铜业协会（CDA）以及美国经济政策研究所等机构预计若严格执行将导致本土制造业成本激增 40%，威胁 15 万至 25 万就业岗位。USMCA 协定国很可能获得豁免，使实际影响大打折扣。其次，当前美国铜价已较 2016 年上涨 68%，新关税将加剧通胀，与美联储政策目标背道而驰。市场反应印证了这一判断——美国最大铜企 Freeport 股价不升反降。历史教训表明，2018 年钢铝关税实际仅减少 9% 进口量，却让下游产业多付 120 亿美元左右的成本。

本质上，特朗普在铜矿州造势时，刻意回避美国铜消费量仅占全球不足 6%（产量占比仅为 4%）的现实。其任内多数的关税措施最终通过豁免变相软化。在全球供应链深度整合的背景下，高关税只会催生转口贸易等规避手段。这场看似凶猛的政策风暴，最终可能如铜绿般随时间褪色，最终如同 2018 年那样雷声大雨点小。

图 6：中国与美国消费全球占比 | 单位：%



数据来源：CRU 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com