



2025 年 8 月 13 日

（未）从错误中吸取教训

- ▶ 市场依然充满不确定性。双边“协议”、**新旧关税**、谈判重启以及期限推迟等一系列事件，并未带来明确性和可预期的规划，反而制造了更多干扰与混乱。
- ▶ 中国对特朗普几乎不以为然。中国作为政治、军事和经济上的重量级力量，其地位同样举足轻重。但并非一切都尽如人意。产能过剩与恶性竞争正带来沉重负担。
- ▶ 钢铁行业中的“僵尸企业”也将逐步被淘汰出局。这能实现吗？对于中国以外的国家而言，高效保护自身利益已势在必行。否则，垄断和依赖行为只会愈演愈烈。
- ▶ 铜市场及相关参与者在特朗普关税措施下措手不及。甚至连资深业内人士也受到冲击。与此同时，金条突然成为市场关注的焦点。假新闻！目前，受天气影响，电力价格甚至出现“负电价”现象。

中国的恶性竞争

在美国贸易政策和全球经济走向尚未明朗之前，实体经济市场依旧处于观望状态。在关税问题上，由于美国与多个国家及欧盟达成的各种双边协议——或者更贴切地说是“交易”——市场情绪多少得到了一定程度的安抚。但这些安排已遭到广泛而猛烈的批评。无论如何，特朗普政府的持续干扰意味着：每一项协议随时都悬着被取消或修订的“达摩克利斯之剑”。在这样的局面下，人们不得不质疑，是否还有谁能够理清这一切

混乱——甚至连美国政府内部恐怕都难以做到。在美国海关当局发布一份文件后，市场突然因黄金（如金条）进口关税问题而掀起轩然大波，而白宫在短时间内竟无法给出解决方案。这一消息令所有人猝不及防，几乎没有人预料到会出现这样的结果。直到第四天，特朗普才通过其自有新闻渠道宣布，黄金将不会被征收关税。

但一些国家却依然未能与美国达成任何协议。例如，瑞士眼下就直接遭遇了高达 39%的统一进口关税打击。与此同时，瑞士依然是美国第六大海外投资国。在其他领域，例如医药和钢铁，美国同样尚未与相关国家达成协议或达成可接受的安排。至于与中国的贸易关系，原定关税措施则被再次推迟了 90 天。这背后要么是协议尚未达成，要么就是美国担心一旦加征关税将引发中国的强烈反应。

对于特朗普而言，让那些在经济或军事上处于劣势、甚至存在依赖性的国家难堪，似乎是一件轻而易举的事。但面对如中国这样的大国以及国家主席习近平的领导，美国的这一套做法并不起作用。无论是资源，还是最关键的一一中国直面美国的意愿，都远超其他国家。特朗普对此想必心知肚明，也有所感受。在这一点上，中国的坚韧和一贯性确实值得肯定。但在其他一些领域，情况并不尽如人意，更重要的是，并没有真正从错误中吸取教训。

既然有国家兜底，又何必去追求利润？

在中国，经济现实依旧常常被忽视，这或许与中国政府近乎取之不尽的资源和雄厚的财政实力有关。但无论出于何种原因、涉及哪个行业，中国的经济发展似乎并非围绕行业的可持续性和盈利性展开，而是首先致力于打造足以供应几乎全球市场的庞大产能。或许，中国为自己在技术上追赶上发达国家而感到理所当然的自豪，并希望借助补贴和其他政策支持，以庞大的产量向世界乃至本国民众展示这一成就。

但令人遗憾的是，这带来的首先是恶性竞争，而且这种局面至今仍在持续。显然，这不仅影响到中国国内，也对全球大多数国家的出口造成了冲击。在以私有化为主的经济环境中，由于国家并未对企业亏损进行补偿，企业在保持竞争力方面面临相当大的困难。即便认识到中国的资源从长期来看并非无限，这一事实对问题的缓解也作用不大，因为中国的资源依然远远超过任何一家最大的私人或上市公司。

以光伏组件生产为例，即可说明这一情况。德国曾经在技术与生产领域处于领先地位，但随着中国以倾销价格向全球市场大量供应太阳能电池，这一优势逐渐丧失。另一个例子是中国的房地产市场，目前依然处于艰难的调整阶段。在恒大（此处的名字并非一个项目名称）及其他房企相继倒下之后，华南城成为首家被清算的、曾获得国家支持的房地产开发商。房地产危机同样是导致中国工业生产持续疲弱的原因之一。

而来自电动汽车产业的信号也并不令人放心。从当前情况来看，该行业正面临巨大的产能过剩，以及远超市场需求的生产数量问题。尽管增速放缓，但生产仍在全速运转。但问题是，这些车辆究竟由谁来买单？最后但同样重要的是，中国的钢铁行业多年来一直存在着大量无利可图的过剩产能，而这一问题又因房地产和汽车行业危机以及关税壁垒而进一步加剧。

钢铁产能应该消失？真的吗？

令人意外的是，在这样一个中央计划经济体制下，却几乎没有人认真思考过这一问题。不过，也许现在某种程度上的反思已经开始了。至少在钢铁市场上已经出现了相关传闻，据 **Kallanish News** 报道，中国重要的钢铁省份河北和江苏已启动产能审查，旨在关闭所谓的“僵尸钢厂”，从而淘汰现有的无效产能。所谓“僵尸钢厂”，是指那些长期处于停产状态，或是其毛利率连续六个月低于行业平均水平的企业。

尽管这些举措本身合乎理性，但要相信在此前的经验之后，中国真的会认真着手削减过剩产能并制止低价倾销生产，仍然并不容易。毕竟，对企业而言，最令人担忧的莫过于市场份额的流失，而在亚洲语境中，这几乎等同于“丢面子”，因而尤为令人畏惧。归根结底，即便在中国这样一个幅员辽阔、政体强势的国家，要由政府推动并落实哪怕小规模减产举措，也将是一项极其艰难的任务。此外，各省份与德国的联邦州或意大利的地区类似，往往拥有各自特殊的产业利益，而这些利益未必与中央政府的整体利益完全一致。因此，在实际执行过程中，本应具备的协同往往受到限制。

于是，对于进口国而言，真正剩下的选择就只有彻底关闭边境，禁止中国（倾销）产品的进口。尽管在某些地方自由贸易的理念依然存在，但这并不意味着可以继续任由通过可疑商业手段对本国产业和制造业的破坏不受干扰。尤其是在欧洲的汽车和钢铁行业，这种情况绝不能被允许。相反，政府的首要职责应当是采取保护措施，以避免对中国的依赖程度的进一步加深。

尽管在进口国也存在因倾销进口而获利的投机商，但一旦出现供应危机，这些市场参与者往往又会率先要求政府提供保护和相应的财政支持，哪怕他们多年来一直以不可持续的低价牟利，却以本国产能和制造商为代价。一个典型的例子就是俄乌战争爆发后，俄罗斯天然气供应的崩溃。尽管多元化本来极具意义且十分重要，但现实中并不存在可行的替代性供应渠道，而且这些渠道往往成本更高。

与关税反复拉锯相比，大宗商品价格变化不大，尤其是不锈钢生产所需的关键原材料价格更是保持相对稳定。总体来看，在 2024 年第三季度意外走强之后，今年夏季数月却普遍受到需求疲软的拖累，同时也受制于一定程度的季节性低迷，生产商则借此安排停产检修和休假。近几周，伦敦金属交易所（LME）三个月期镍的价格基本维持在每吨 14,800 美元至 15,600 美元的窄幅区间内波动，主要受外汇市场上美元走势大起大落的影响。在本稿截稿时，这一合金及电池金属的报价为每吨 15,300 美元。

特朗普关税与铜市：出人意料逆转

在 7 月出版的《大宗商品新闻》中已经指出，美国虽然自身拥有相当规模的铜产量，但仍需通过进口来满足大约一半的需求。当时已经可以预见，美国总统特朗普将会对部分铜产品征收高达 50% 的特别关税，以期刺激国内铜生产，但考虑到庞大的进口依赖，这一举措势必会带来问题。此外，还存在市场价格出现长期分化的风险——即美国与伦敦金属交易所（LME）等全球交易场所之间形成持续性的价差。

而就在几周之后，事实再次显示出铜市走势以及美国政府政策的高度不可预测性。到 7 月底，美国政府出人意料地宣布，精炼铜产品——实际上是最主要的进口品类——将不在此前宣布的 50% 关税征收范围之内。相反，关税仅适用于铜管、电缆等半成品铜产品。

在经历了一波强劲上涨之后，这一决定随即引发了美国铜市的历史性崩盘：纽约商品交易所（Comex）铜期货单日暴跌逾 20%——这是自 1988 年该合约推出以来的最大跌幅。市场参与者此前一直认为关税将适用于所有铜

进口，因此已提前向美国大量运送铜货。目前，美国市场正面临着难以在短期内消化的大量库存。专家预计，这一过剩将继续拖累美国铜市，而全球市场上的 LME 价格则有望重新趋近。

值得注意的是，美国政府同时保留了自 2027 年起分阶段对精炼铜产品征收进口关税的权利——起初为 15%，并从 2028 年起提高至 30%。到 2026 年年中，一份市场分析应能明确是否有必要实施全面的进口关税。这种自相矛盾的政策表态并非首次出现：在以往的贸易问题上，特朗普总统常常反复改变立场，或进行短期调整，使市场参与者的规划难度大大增加。业内代表指出，目前的政治环境需要快速决策，却缺乏清晰而可靠的制度框架。

措手不及

即便是全球领先的投资银行之一——高盛，也未能幸免于美国政府政策的反复无常。就在修正措施公布的前一天，高盛还建议其对冲基金客户预计美国铜价将会上涨。该行同时预期，美国将对所有产品征收全面的 50% 关税，而这本会进一步推高纽约商品交易所（Comex）与伦敦金属交易所（LME）之间的价差。在特朗普意外决策之后，铜价下跌了 22%，这对许多市场参与者而言无异于当头一棒。此前押注铜价上涨的期权价值蒸发逾九成。其他银行，例如花旗集团，也采取了类似的头寸，同样在这一决定下措手不及。

此举清楚地表明，当前铜市波动极大，且受到政治因素的强烈驱动。此前市场曾预测，美国与全球市场之间将出现价差，这一“价差”确实在几个月内存在过，但随后却彻底崩塌。目前，美国的交易商正面临如何消化庞大仓储库存的挑战，而国际生产商——例如智利国有企业 Codelco——则可以暂时松一口气，因为其最重要的出口产品目前仍免于关税。

但这一问题并未真正解决。若美国政府在两年后实施全面进口关税，市场局势将再度恶化，价格差也将重新出现。届时，纽约商品交易所（Comex）的价格形成机制可能会与伦敦金属交易所（LME）永久脱钩。对于依赖稳定供应链的企业而言，形势依然充满不确定性。无法进行有效规划，也意味着企业在投资上愈发谨慎，从而导致经济复苏乏力。

最新的市场动态印证了今年 7 月的预测：高关税极有可能削弱而非强化市场，并将在全球贸易中造成显著的摩擦性损失。即便并未真正对精炼铜征收 50% 的关税，仅仅是相关公告本身，就已经引发了大规模的贸易流动，并造成了相应的价格扭曲。这同样凸显出一个事实：更加广泛的自由贸易不仅不是零和游戏，反而能够让供应链和价值链中的所有市场参与者受益。但这显然并不符合唐纳德·特朗普的理念和思维方式。在他看来，一方的损失就是另一方的收益，反之亦然。而谁又不希望永远站在赢家的一边呢？

未来几个月将检验市场能否有序消化累积的仓储库存，并重新恢复价格的清晰度。在此之前，铜市仍将是一个典型案例，展示了政治干预——以及美国总统的不可预测性——如何能够在短期内引发巨大的市场波动，并在大西洋两岸同时制造赢家与输家。

当电力成为‘馈赠’——负电价带来的挑战

正如此前所阐述的，能源结构中可再生能源占比的提升，伴随着相当严峻的挑战。可再生能源输入的不断增加，正在带来一个颇为意想不到的现象：负电价开始出现。当电力供应超过需求时，生产商甚至不得不向用户付费，以便让其消纳多余的电力。这种现象正日益频繁出现，因为风能和太阳能都会受到天气变化的影响。

与石油和天然气不同，电力并不易于储存，而电池储能能力尚未能跟上可再生能源迅速增长的步伐。尤其是在中午时段，或强风来袭之际，电力过剩的情况更为突出，从而对电网造成压力。关闭常规电站既昂贵又耗时，这也进一步导致了负电价的出现。

国家补贴往往在此过程中发挥作用，使得可再生能源生产商即便在价格为负时，仍继续将电力输入电网。因此，德国会对并网电力的补偿机制进行调整，以限制在此类情况下的过度收益。电网运营商有时甚至需要付费关停部分发电设施，以避免电网过载——这是一项昂贵却必要的措施。

可再生能源占比高的国家，如德国、芬兰、澳大利亚和美国，尤其容易受到这一问题的影响。芬兰的负电价时段从 2021 年的 5 个骤增至 2024 年的 725 个。在德克萨斯州，甚至在高需求时期也曾出现过负电价。

对于可再生能源投资者而言，负电价意味着利润下降；而对电池储能运营商和能源交易商来说，却可能带来盈利机会。在负电价时段，部分采用动态电价机制的用户甚至会因用电而获得补偿。而执行固定电价的用户则几乎察觉不到任何变化。

如果储能能力与电网基础设施得不到扩展，负电价现象将会更加频繁地出现。更大规模地应用电池储能，以及改善电网互联互通，有助于在供需之间实现更好的平衡，稳定电价，并更高效地分配多余电能。



IMF（伦敦金属交易所）

伦敦金属交易所官方收盘价（3 个月）

2025 年 8 月 13 日			
	镍（Ni）	铜（Cu）	铝（Al）
官方收盘 3 个月卖出价	15,340.00 美元/吨	9,835.00 美元/吨	2,630.00 美元/吨

伦敦金属交易所库存（吨）

	2025 年 7 月 15 日	2025 年 8 月 13 日	Delta 值（吨）	Delta 值（百分比）
镍（Ni）	206,580	211,098	+ 4,518	+ 2.19%
铜（Cu）	110,475	155,875	+ 45,400	+ 41.10%
铝（Al）	416,975	478,625	+ 61,650	+ 14.79%