



2025 年 9 月 22 日

降息未超预期，铜价震荡调整

核心观点及策略

- 上周铜价高位回落，主因美联储9月降息幅度未能超预期，在白宫持续施压的背景下，鲍威尔团队仍然维持了内部的稳定和团结，这种共识一定程度缓解了市场对美联储独立性的担忧，资本市场风险偏好回落，美元指数反弹承压金属市场。基本面来看，海外矿山干扰率持续上升，国内金九银十消费旺季来临，新的废铜税收政策拖累国内产量释放，社会库存拐头向下，近月盘面再度转向B结构。
- 整体来看，市场已充分定价年内2-3次的降息预期，部分海外基金多头获利了结，鲍威尔表示当前没有大幅开启宽松周期的必要性，市场风险偏好因此回落美元反弹承压金属板块；此外，8月CPI环比走弱但PPI降幅收窄，出口增速同比回落但总体保持稳健，稳增长政策预期拉动下国内资本市场情绪高涨。基本面来看，海外矿端干扰率持续上升，精铜产量有回落预期，伴随金九银十消费旺季来临，国内紧平衡结构加剧，预计短期铜价将转向震荡调整。
- 风险因素：美国通胀预期降温，全球经济增速显著下行

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F03084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

一、市场数据

表 1 上周市场主要交易数据

合约	9 月 19 日	9 月 12 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	9996.50	10064.50	-68.00	-0.68%	美元/吨
COMEX 铜	463.05	464.8	-1.75	-0.38%	美分/磅
SHFE 铜	79850.00	81060.00	-1210.00	-1.49%	元/吨
国际铜	70810.00	72030.00	-1220.00	-1.69%	元/吨
沪伦比值	7.99	8.05	-0.07		
LME 现货升贴水	-64.90	-73.42	8.52	-11.60%	美元/吨
上海现货升贴水	70	85	-15		元/吨

注：（1）LME 为 3 月期价格；上海 SHFE 为 3 月期货价格；

（2）涨跌= 周五收盘价-上周五收盘价；

（3）涨跌幅=（周五收盘价-上周五收盘价）/ 上周五收盘价*100

表 2 上周库存变化

库存地点	9 月 19 日	9 月 12 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	147650	153950	-6300	-4.09%	吨
COMEX 库存	316774	310487	6287	2.02%	短吨
SHFE 库存	105796	94036	11760	12.51%	吨
上海保税区库存	76500	77000	-500	-0.65%	吨
总库存	646720	635473	11247	1.77%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价高位回落，主因美联储 9 月降息幅度未能超预期，在白宫持续施压的背景下，鲍威尔团队仍然维持了内部的稳定和团结，这种共识一定程度缓解了市场对美联储独立性的担忧，资本市场风险偏好回落，美元指数反弹承压金属市场。基本面来看，海外矿山干扰率持续上升，国内金九银十消费旺季来临，新的废铜税收政策拖累国内产量释放，社会库存拐点向下，近月盘面再度转向 B 结构。

库存方面：截至 9 月 19 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计升至 64.6 万吨，全球库存继续小幅抬升。其中 LME 铜库存减少 0.64 万吨，注销仓单比例降至 9.75%；上期所库存增加 1.17 万吨，但仍位于低位区间；上海保税区库存基本持平，上周洋山铜提单降至 58 美金，LME 库存累库结束后转向去库，美铜库存仍在持续增加，沪伦比值降至 8 以下主因美联储时隔 9 月再次启动降息后一定程度拖累美元走势。

宏观方面：美联储时隔 9 个月首次将联邦基金利率下调 25 个 BP 至 4%~4.25% 的区间，

符合市场预期，最新点阵图显示年内或将再降息 50 个基点，2026 和 2027 年将各降息 25 个基点，米兰作为刚宣誓就职的新任理事公开投出支持降息 50 个基点的异议票，19 位官员中仅有 1 位认为今年可以补补间隙，6 名官员认为应累计降息 25 个基点，2 名官员认为需要累计降息 50 个基点，而有多达 9 名官员认为应累计降息 75 个基点，美联储对未来三年的美国 GDP 增速预期中值分别为 1.4%，1.6% 和 1.8%，鲍威尔暗示美联储正在把政策重心从通胀转向就业，本次的降息决策是一项风险管理决策，当前没有必要快速调整利率，本周会议上并没有对更大幅度的降息形成广泛支持，并强调美联储的政策路径不会被政治力量所左右依然将保持充分独立性。美国政府请求最高法院允许特朗普解雇美联储现任理事库克，此前华盛顿联邦法院裁定暂停解雇决定，此后联邦上诉法院组织特朗普在本月议息会议召开前将库克撤职，我们认为若温和降息后美国经济数据仍持续走弱，不排除白宫将进一步干预美联储人事任命和政策路径的风险。值得一提的是，在特朗普第一任期内的另外两名美联储理事鲍曼和沃勒原本在 7 月议息会议上支持降息，但在本次利率决议中却选择支持鲍威尔，在特朗普持续施压的背景下，鲍威尔团队维持了内部的稳定和团结，这种共识一定程度缓解了市场对美联储独立性的担忧。国内方面，8 月我国规模以上工业企业利润同比+5.2%，1-8 月工业企业利润累计增长 6.2%。分行业看，煤炭开采和洗选业增长 5.1%，石油和天然气开采业增长 4.7%，农副食品加工业增长 4.7%，酒、饮料和精制茶制造业下降 2.4%，纺织业增长 1.5%，化学原料和化学制品制造业增长 7.6%，非金属矿物制品业增长 0.5%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 7.3%，有色金属冶炼和压延加工业增长 9.1%，通用设备制造业增长 7.3%，专用设备制造业增长 4.0%，汽车制造业增长 8.4%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 12.0%，电气机械和器材制造业增长 9.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 9.9%，电力、热力生产和供应业增长 2.5%。

供需方面，巴拿马铜矿年内复产基本无望，全球主要矿山中断持续，现货 TC 维持-40 美金/吨开外。精铜方面，770 号文下发强调废铜企业税收优惠政策和财政补贴逐步取消，江西和安徽多数废铜制杆企业已进入停工停产周期，预计将会进一步加剧国内资源端紧缺但，稳健的金银和硫酸等副产品的利润仍是当前支撑冶炼厂继续生产的关键动力。从需求来看，电网投资项目建设有序开工，铜缆线行业开工率回归 8 成左右，新能源汽车将迎接旺季需求的到来，光伏行业面临产能出清的压力，国内传统行业渐入旺季而新兴产需求保持刚性，国内社库库存低位拐头向下，进口货源到港后多数发往下游对库存贡献有限，精铜维持紧平衡现实令盘面近月价格持续走高，将结构再度拉回 back。

整体来看，市场已充分定价年内 2-3 次的降息预期，部分海外基金多头获利了结，鲍威尔表示当前没有大幅开启宽松周期的必要性，市场风险偏好因此回落美元反弹承压金属板块；此外，8 月 CPI 环比走弱但 PPI 降幅收窄，出口增速同比回落但总体保持稳健，稳增长政策预期拉动下国内资本市场情绪高涨。基本面来看，海外矿端干扰率持续上升，精铜产量有回落预期，伴随金九银十消费旺季来临，国内紧平衡结构加剧，预计短期铜价将转向震荡调整。

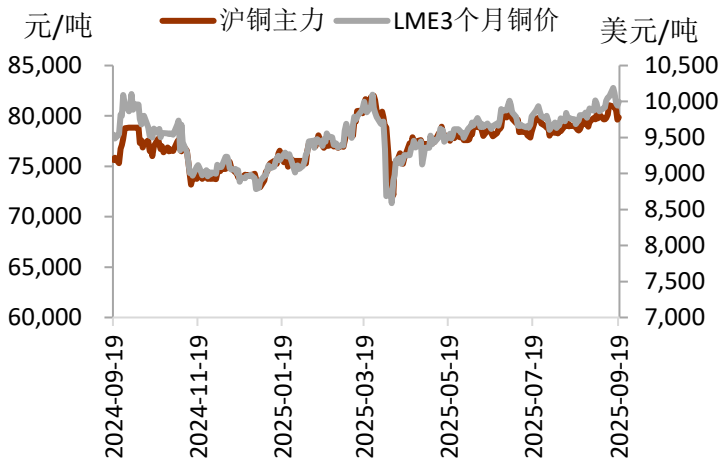
三、行业要闻

1、英美资源集团（Anglo American）与智利国有铜矿企业（Codelco）签署了一项具有里程碑意义的协议，将共同运营双方在智利中部相邻的矿山，此举将释放至少 50 亿美元的价值。根据该协议，英美资源集团旗下的 Los Bronces 铜矿与智利国家铜业公司旗下的 Andina 铜矿将进行整合，在圣地亚哥郊外打造一个新的矿业区。一旦获得许可（预计 2030 年前获批），该合作项目在 21 年内预计将额外产出 270 万吨铜。Andina 铜矿是智利国家铜业公司规模较小的运营资产之一，去年铜产量为 18.16 万吨；而 Los Bronces 铜矿是英美资源集团的核心运营资产，去年铜产量为 17.24 万吨。智利国家铜业公司目前已持有英美资源集团南美分公司（Anglo American Sur）20% 的股份，该分公司负责运营 Los Bronces 铜矿、El Soldado 铜矿以及 Chagres 冶炼厂。此次整合将在智利实际形成一个名为“Andina - Los Bronces”的新矿业区。整合后的资产将由一家双方共同持股的新公司运营，而双方将继续保留各自原有矿山的所有权。

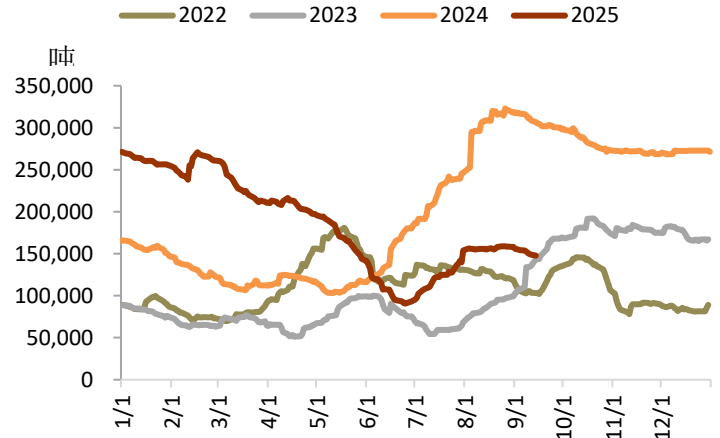
2、Freeport McMoRan 公司表示，其位于印度尼西亚的大型 Grasberg 矿场的运营仍处于暂停状态，该公司仍在继续努力营救被困在地下的七名工人。声明称，上周一发生泥石流事故后，矿场努力联系中巴布亚省铜矿的承包商。目前的矿场作业已暂停，以优先确保工人的安全撤离。Grasberg 铜矿是全球第二大铜矿，长期停产可能导致铜价持续高企。去年，印度尼西亚为鼓励铜矿在本国加工，曾禁止该矿场出口铜精矿，自由港于今年 3 月获准在配额制度下恢复运输 Grasberg 铜精矿。由于早前的出口受到天气影响，自由港试图在本月到期前使用 90% 的配额。今年，全球铜冶炼行业一直面临着精矿严重短缺的问题，导致原料处理和精炼成本大幅下降。自由港在印度尼西亚的新冶炼厂去年遭遇火灾后，产能恢复缓慢。目前这座全球最大的铜金矿 Grasberg 铜矿区内有三座矿山，每年可产出约 17 亿磅铜和 140 万盎司黄金。自由港持有该矿场 49% 的股份，而印度尼西亚的国有矿业公司则拥有大部分股权。Freeport McMoRan 公司表示，其位于印度尼西亚的大型 Grasberg 矿场的运营仍处于暂停状态，该公司仍在继续努力营救被困在地下的七名工人。声明称，上周一发生泥石流事故后，矿场努力联系中巴布亚省铜矿的承包商。目前的矿场作业已暂停，以优先确保工人的安全撤离。Grasberg 铜矿是全球第二大铜矿，长期停产可能导致铜价持续高企。去年，印度尼西亚为鼓励铜矿在本国加工，曾禁止该矿场出口铜精矿，自由港于今年 3 月获准在配额制度下恢复运输 Grasberg 铜精矿。由于早前的出口受到天气影响，自由港试图在本月到期前使用 90% 的配额。今年，全球铜冶炼行业一直面临着精矿严重短缺的问题，导致原料处理和精炼成本大幅下降。自由港在印度尼西亚的新冶炼厂去年遭遇火灾后，产能恢复缓慢。Grasberg 铜矿区内有三座矿山，每年可产出约 17 亿磅铜和 140 万盎司黄金。自由港持有该矿场 49% 的股份，而印度尼西亚的国有矿业公司则拥有大部分股权。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

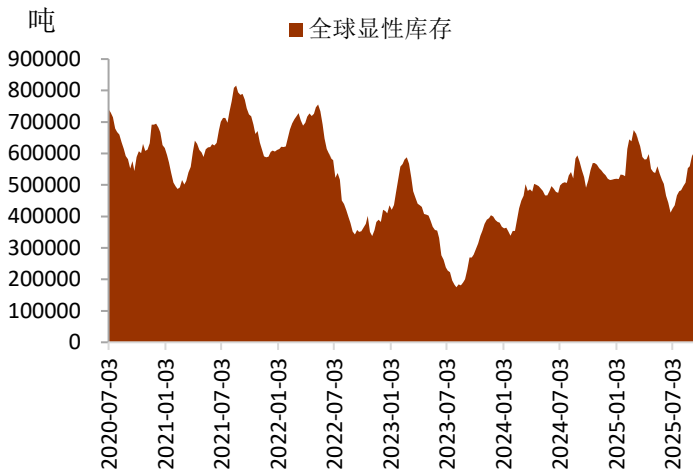


图表 2 LME 铜库存

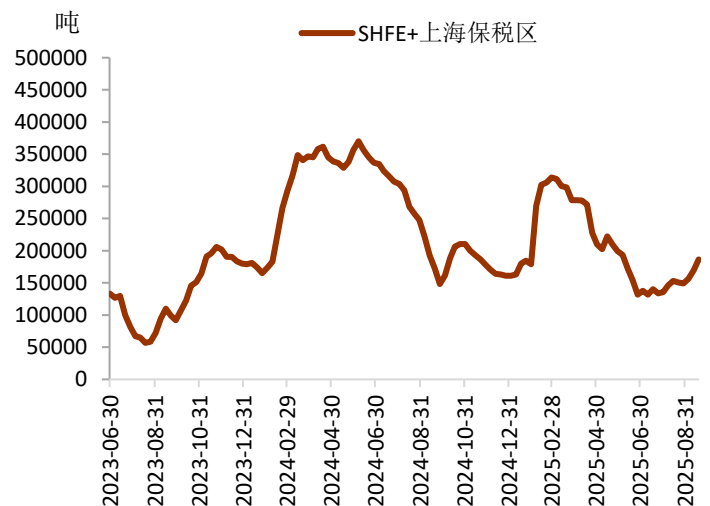


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

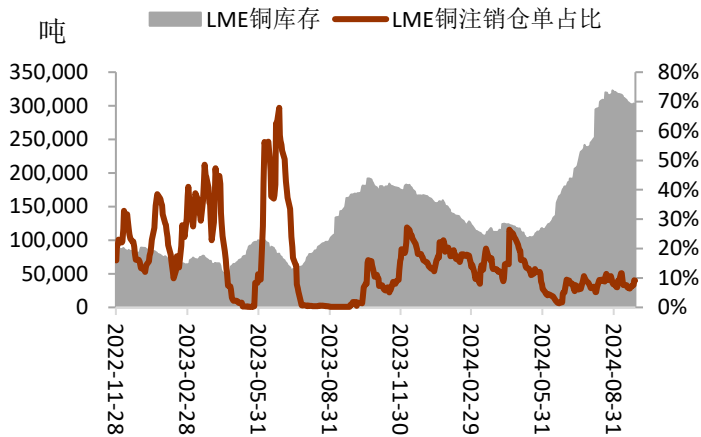


图表 4 上海交易所和保税区库存

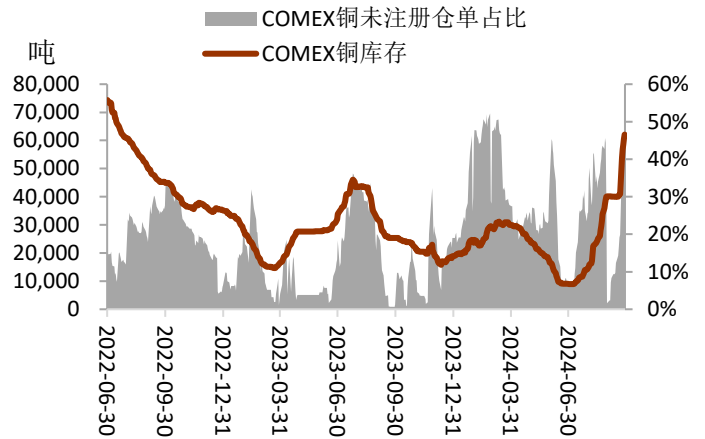


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

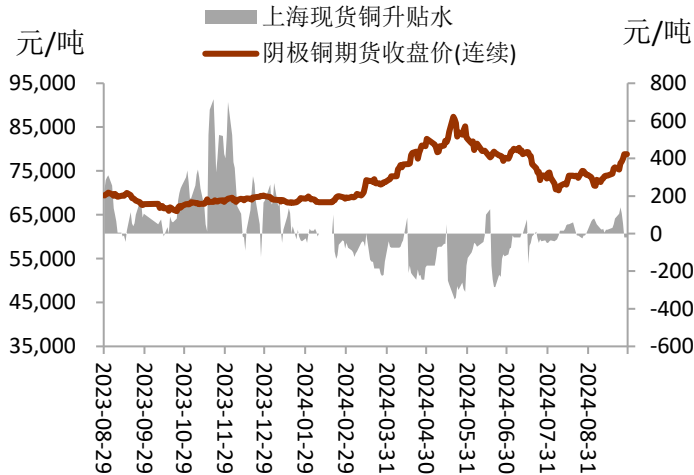


图表6 COMEX 库存和注销仓单

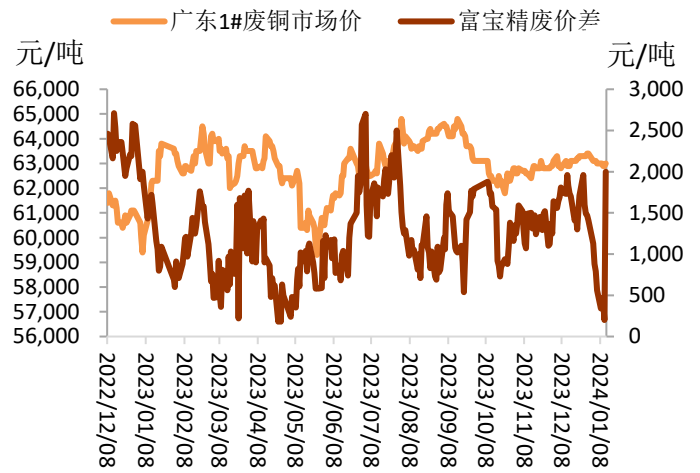


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势

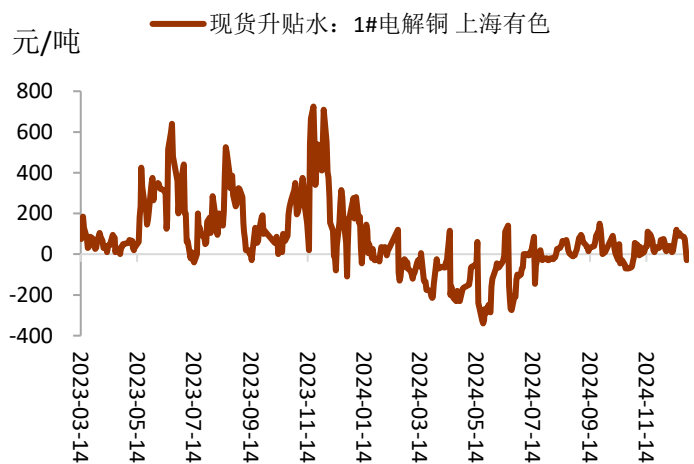


图表8 精废铜价差走势

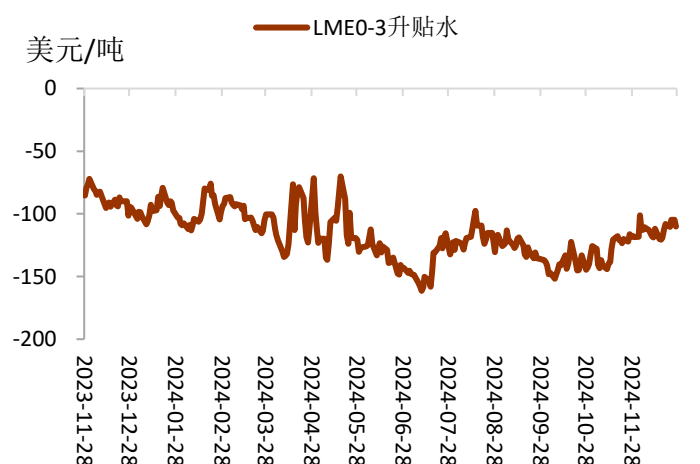


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势

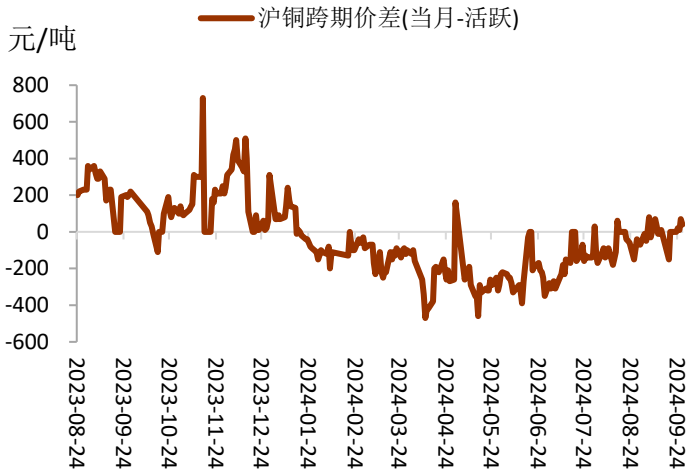


图表10 LME 铜升贴水走势

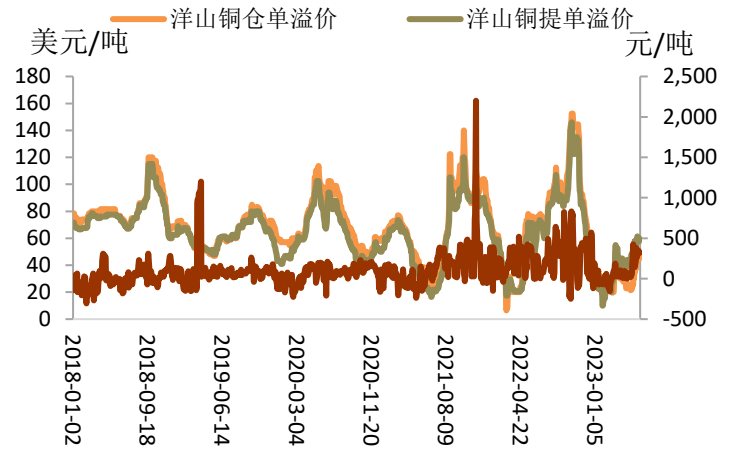


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

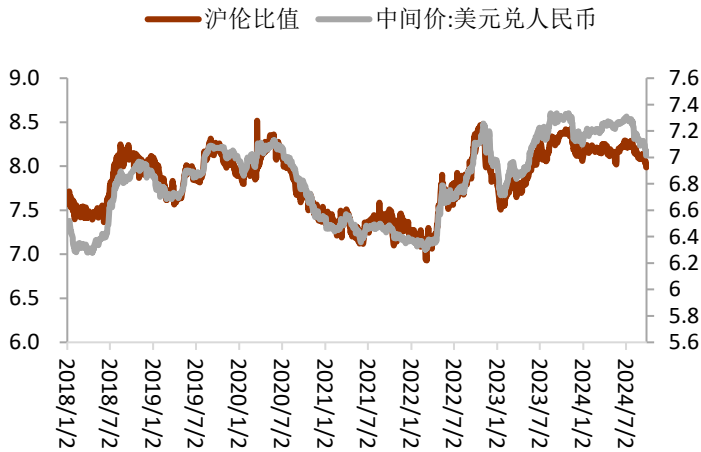


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

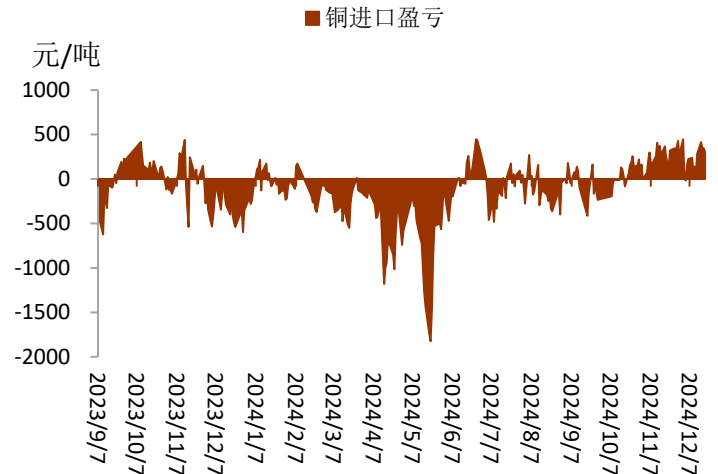


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势



图表 14 铜进口盈亏走势

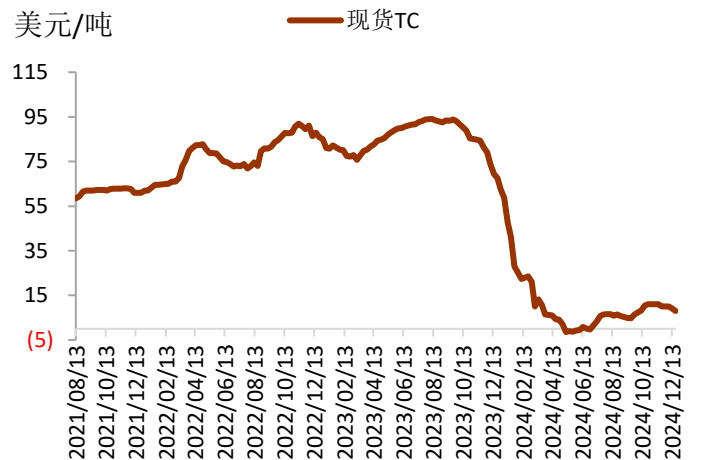


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

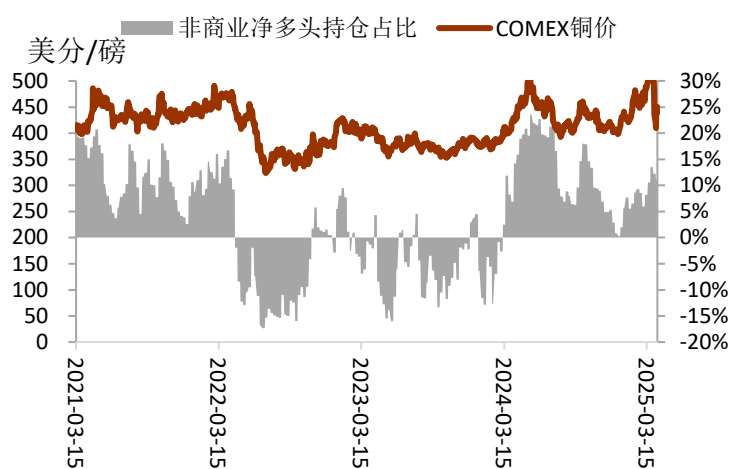


图表 16 铜精矿现货 TC

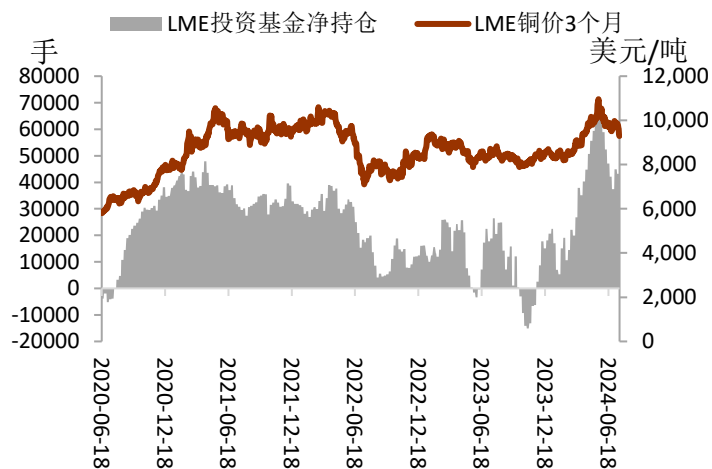


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 17 COMEX 铜非商业性净多头占比



图表 18 LME 铜投资基金净持仓变化



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTUREQA

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室

电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B1 栋 9 楼 910、911 室

电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。