



2025 年 9 月 29 日

矿端扰动不断，铜价突破上行

核心观点及策略

- 上周铜价突破向上，主因美国8月核心通胀表现符合预期，进一步助推年内降息预期回升，上周多位美国经济领域的前任领袖阻止解雇库克，称此举将会严重损害美联储政策独立性以市场对美国货币政策的公信力，解雇风波暂缓提振美元指数低位反弹；此外，我国8月工业企业利润同比大幅反弹，反内卷政策效果显著提振市场信心。基本面来看，印尼Grasberg和秘鲁安塔米纳均大幅下调近期产量预期，精矿供应愈发趋近，国内精铜产量预期下滑，社会库存偏低运行，近月盘面回归平水结构。
- 整体来看，铜矿干扰率的持续上升及全球央行降息的开启为铜价上行从宏观到基本面均铺平了的道路，美元指数反弹对铜价的压制效果有限，央行重启逆回购提供宽裕流动性缓环境，我国重点行业反内卷已逐步显现良好政策效应；国内紧平衡结构加剧，社会库存偏低运行，精铜本月有小幅减产预期，预计短期铜价将进入震荡上行走势。
- 风险因素：美国通胀快速上升，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 26 日	9 月 19 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	10205.00	9996.50	208.50	2.09%	美元/吨
COMEX 铜	476.45	463.05	13.4	2.89%	美分/磅
SHFE 铜	82470.00	79850.00	2620.00	3.28%	元/吨
国际铜	72870.00	70810.00	2060.00	2.91%	元/吨
沪伦比值	8.08	7.99	0.09		
LME 现货升贴水	-33.91	-64.90	30.99	-47.75%	美元/吨
上海现货升贴水	-5	70	-75		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 26 日	9 月 19 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	144400	147650	-3250	-2.20%	吨
COMEX 库存	322284	316774	5510	1.74%	短吨
SHFE 库存	98761	105769	-7008	-6.63%	吨
上海保税区库存	76300	76500	-200	-0.26%	吨
总库存	641745	646693	-4948	-0.77%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价突破向上，主因美国 8 月核心通胀表现符合预期，进一步助推年内降息预期回升，上周多位美国经济领域的前任领袖阻止解雇库克，称此举将会严重损害美联储政策独立性以市场对美国货币政策的公信力，解雇风波暂缓提振美元指数低位反弹；此外，我国 8 月工业企业利润同比大幅反弹，反内卷政策效果显著提振市场信心。基本面来看，印尼 Grasberg 和秘鲁安塔米纳均大幅下调近期产量预期，精矿供应愈发趋近，国内精铜产量预期下滑，社会库存偏低运行，近月盘面回归平水结构。

库存方面：截至 9 月 26 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计降至 64.1 万吨，全球库存小幅回落。其中 LME 铜库存减少 0.32 万吨，注销仓单比例降至 7.15%；上期所库存减少 0.7 万吨，低位继续下调；上海保税区库存基本持平，上周洋山铜提单维持 55 美金，LME 亚洲库存高位持续回落，美铜库存仍在持续累积，沪伦比值上周反弹主因美联储总体降息不及预期提振美元指数低位回升。

宏观方面：美国 8 月核心 PCE 同比+2.7%，环比+0.3%，均符合预期，8 月份的消费增长主要由商品消费驱动。数据显示，商品支出环比攀升 0.7%，反映出消费者在家具、服装和娱乐休闲用品等非必需品上的购买意愿依然强劲。此前的数据也显示，受返校购物季的部分提振，美国 8 月零售销售额已连续第三个月增长，相比之下，服务支出的增长步伐则更为温和。上周多位美国经济领域的前任领袖包括伯南克、格林斯潘以及耶伦联名上书最高法院以阻止解雇美联储理事库克，称此举将会严重损害美联储政策独立性以市场对美国货币政策的公信力，美联储在美国经济中占据核心地位。鸽派官员米兰表示，如果美联储不能迅速下调利率，将对美国经济造成损害，其被视为特朗普政府对货币政策的发言人，也是 9 月议息会议中首位投出降息 50BP 的异议票官员，其认为在货币处于紧缩立场时，经济对下行冲击的脆弱性将显露无疑。美国政府发布正式公告，自 8 月 1 日起对欧盟进口汽车及汽车类产品征收 15% 的关税，对于某些药品、飞机零部件及其他进口商品实施豁免，欧盟委员会主席表示 15% 税率是欧委会能够达到的最佳结果。芝加哥联储主席古尔斯比警告称，美联储不应贸然展开降息，就业市场的急剧放缓并不意味着经济衰退迫在眉睫，美国中西部的部分企业仍担心关税政策兑现后通知将难以得到控制，此外，美国企业首席财务官表示，此前笼罩市场的贸易迷雾正在散去，但未来商品价格上行压力仍在，并有可能在明年重新加速。国内方面，中国 8 月规模以上工业企业利润同比+20.4%，1-8 月累积同比增长 0.9%，其中装备制造业“压舱石”作用明显。1—8 月份，规模以上装备制造业利润增长 7.2%，拉动全部规模以上工业企业利润增长 2.5 个百分点，是拉动作用最强的板块之一，对规模以上工业企业利润恢复支撑作用明显。从行业看，在装备制造业的 8 个行业中有 7 个行业利润实现增长，其中，铁路船舶航空航天、电气机械行业利润增长较快，增速分别达 37.3%、11.5%；专用设备、电子行业利润分别增长 6.9%、7.2%，较 1—7 月份加快 3.7 个、0.5 个百分点。

供需方面，印尼 Grasberg 铜金矿大幅下调近期产量预期，巴拿马铜矿年内复产无望，Codelco 旗下特尼恩特坍塌事故令其短期难以恢复至正常产量。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，当前金银和硫酸等副产品的价格坚挺仍是当前支撑冶炼厂继续产量的核心因素，但预计 9 月产量环比下降 5 万吨以上。从需求来看，电网投资项目建设开工有限，铜缆线行业开工率不及往年同期，新能源汽车订单保持充沛活力，光伏行业用铜量有所下滑，传统行业总体畏高采购意愿略有降温，新兴产业发展较快对价格敏感性不高，总体消费保持稳健，国内社会库存低位运行，紧平衡结构加剧令近月盘面结构再度回归平水状态。

整体来看，铜矿干扰率的持续上升及全球央行降息的开启为铜价上行从宏观到基本面均铺平了道路，美元指数反弹对铜价的压制效果有限，央行重启逆回购提供宽裕流动性缓环境，我国重点行业反内卷已逐步显现良好政策效应；国内紧平衡结构加剧，社会库存偏低运行，精铜本月有小幅减产预期，预计短期铜价将进入震荡上行走势。

三、行业要闻

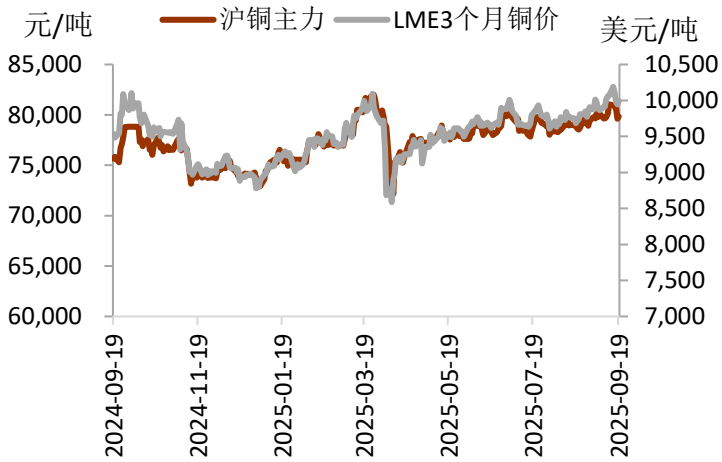
1、Freeport 旗下印尼 Grasberg 铜矿因致命泥浆涌入事故暂停运营，将导致铜和黄金近期产量大幅下降，预计 2027 年或恢复事故前运营水平。三季度合并铜销量较 7 月预期下降约 4%，黄金销量下降约 6%；四季度印尼 Freeport 铜金销量将“微不足道”，远低于此前 4.45 亿磅铜、34.5 万盎司黄金的预期。PT Freeport Indonesia 原计划 2026 年产铜 17 亿磅（约 77 万吨）、黄金 160 万盎司，现在预期产量下调，预计产量到 2027 年才可能恢复正常，未来两年全球供应缺口或持续。按分阶段重启计划，Big Gossan 和 Deep MLZ 矿预计四季度中期重启，Grasberg 矿预计 2026 年上半年开始分阶段重启并提升产能。公司已宣布不可抗力，预计地下事故保险赔偿在 5 亿美元免赔额后上限为 7 亿美元。9 月 8 日晚间约 10 点，其格拉斯伯格区块崩落式地下矿（Grasberg Block Cave）五个生产区块中的一个区块，发生了生产放矿点湿物料大量涌出事故。该事故导致矿井内部分区域通道堵塞，七名作业人员的疏散路线受到限制。

2、加拿大矿业公司 Hudbay Minerals 表示，由于利马发生动乱以及秘鲁各地发生多起抗议活动，其位于秘鲁 Constancia 的工厂已暂时关闭，非必要劳动力已被遣散。过去几个月，秘鲁的非正规采矿者针对更严格的许可规定举行了抗议，阻塞了主要的铜运输路线并扰乱了采矿作业。与南部采矿走廊的其他矿山一样，Hudbay 矿山也受到了当地抗议和封锁的影响。该公司补充说，它将继续与政府和法律部门合作，与抗议者进行沟通，达成解决方案，使运营尽快恢复正常。Hudbay 表示，这些暂时性中断问题将得到解决，不会影响其实现 2025 年生产及成本指导区间的能力。

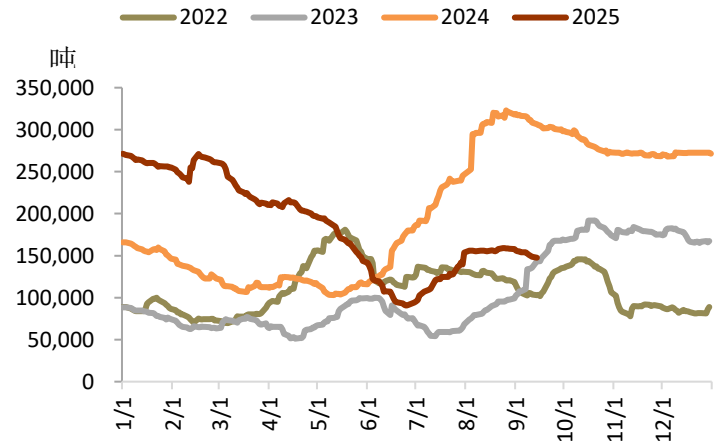
3、9 月 26 日，阿根廷经济部长表示，阿根廷已批准加拿大矿业公司 McEwen Copper 在该国投资 27 亿美元的 Los Azules 铜矿项目，享受一项名为大型投资激励制度(RIGI)的税收减免计划。其表示，该项目预计将每年为出口贡献 11 亿美元。McEwen Copper 是 McEwen Mining 的子公司。自 2018 年 Alumbra 矿关闭以来，阿根廷就没有再生产过铜，但开发商和分析师希望 Los Azules 这样的项目能够使这个南美国家成为全球主要铜供应国。Los Azules 是获得 RIGI 税收减免计划批准的第八个项目，根据激励计划，该项目总投资额达 157 亿美元。McEwen 计划从 2029 年开始在阿根廷生产阴极铜，并将很快发布一份可行性研究报告，介绍未来 20 年的运营细节，同时努力获得许可证。该矿将采用浸出铜提取法，而不是传统的浮选和撒取精矿的方法，该公司预计这将使其用水量减少六分之五，并减少对当地居民的影响。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

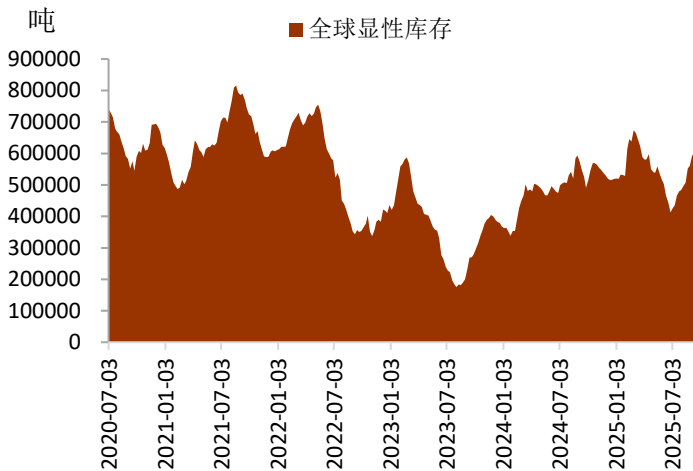


图表 2 LME 铜库存

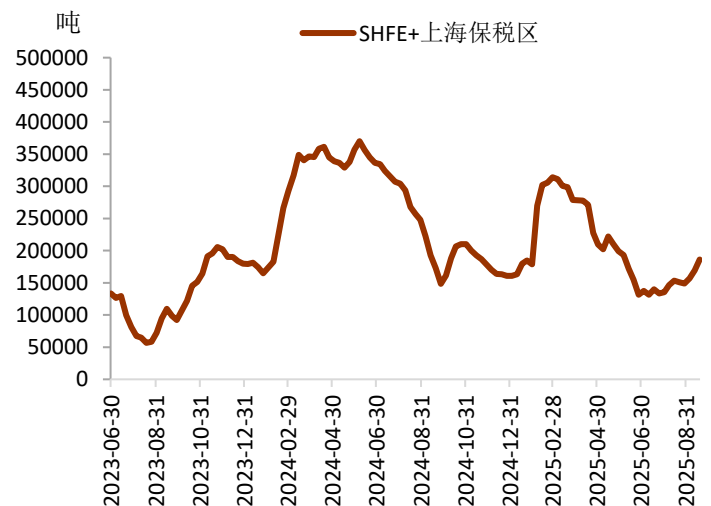


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

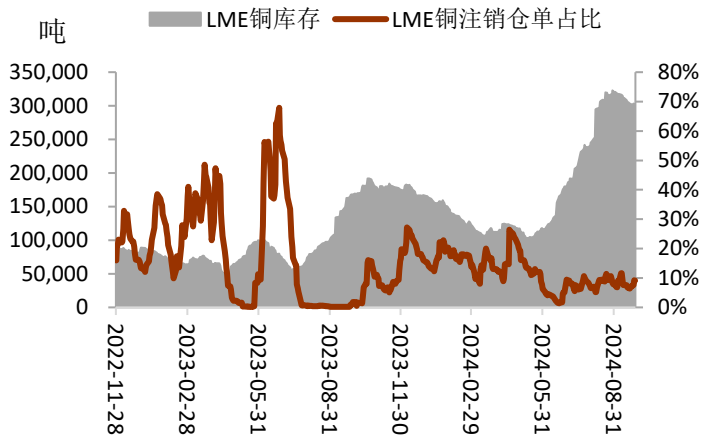


图表 4 上海交易所和保税区库存

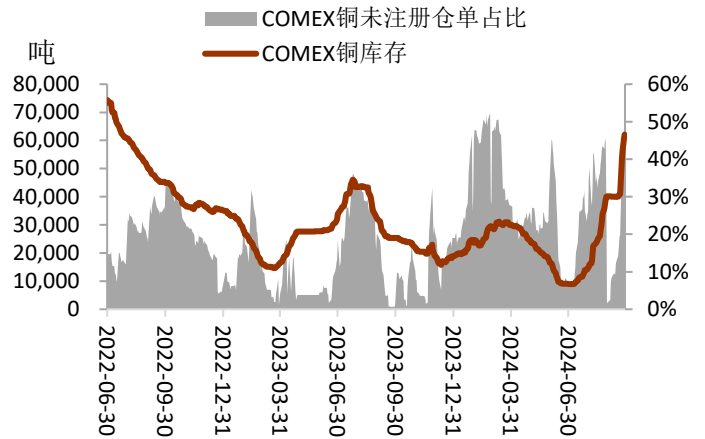


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

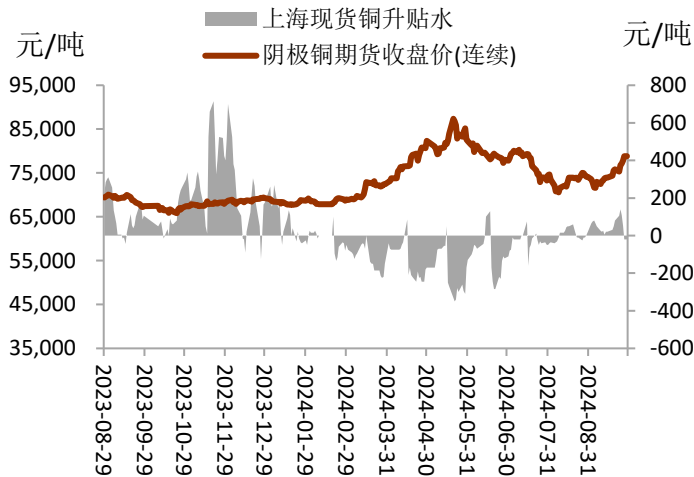


图表6 COMEX 库存和注销仓单

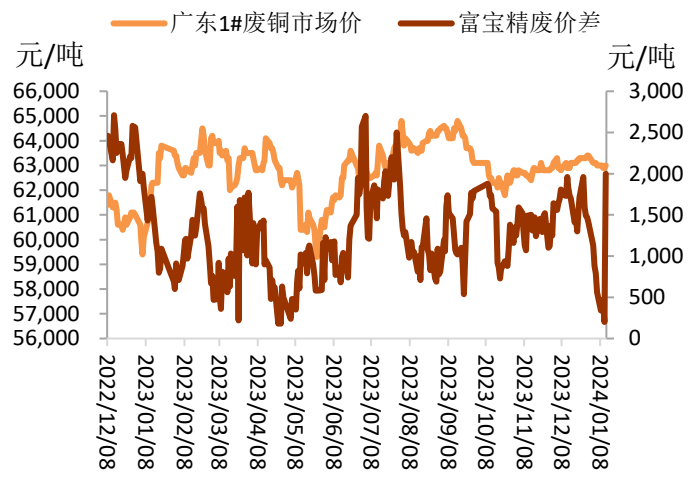


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势



图表8 精废铜价差走势

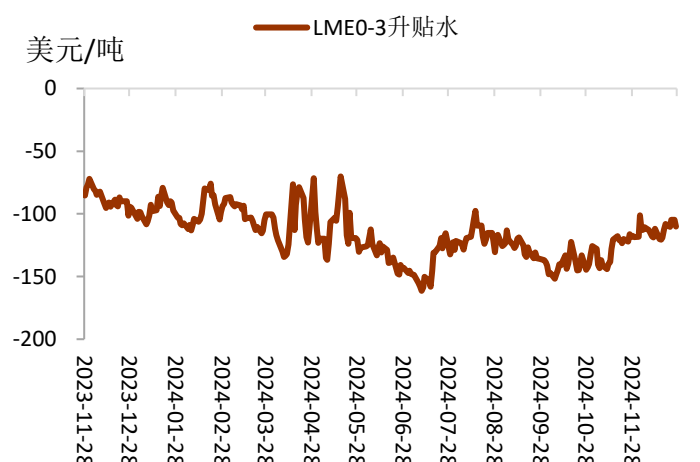


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势

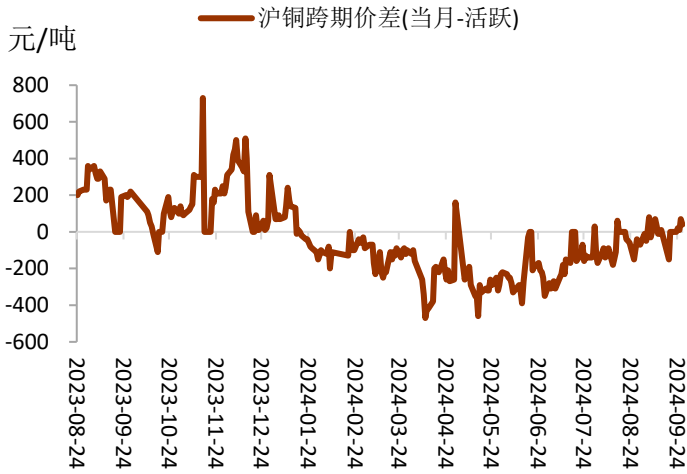


图表10 LME 铜升贴水走势

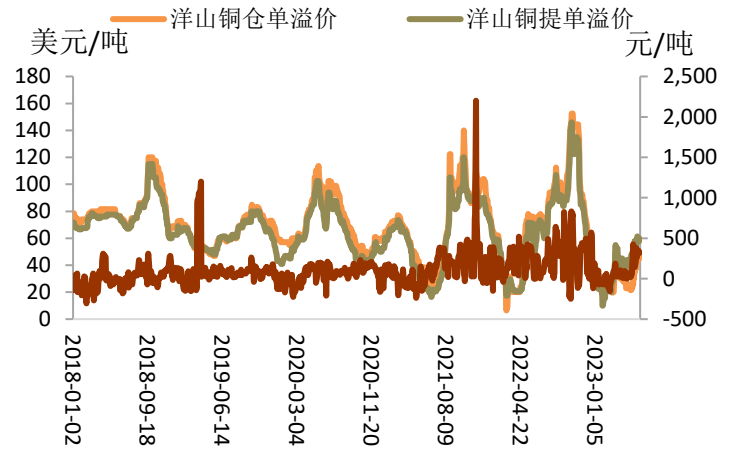


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

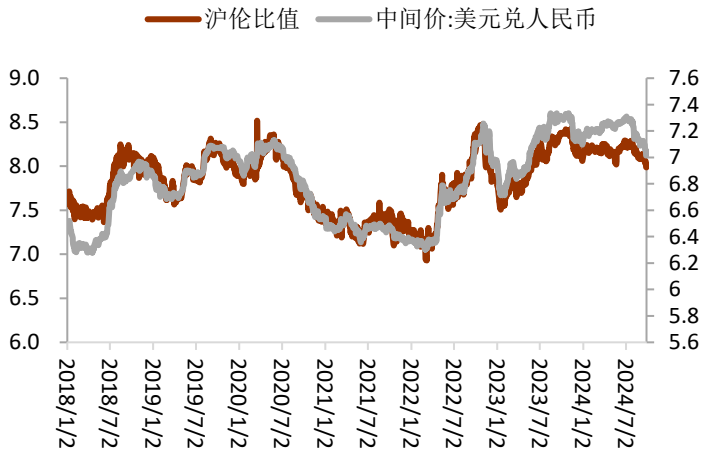


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

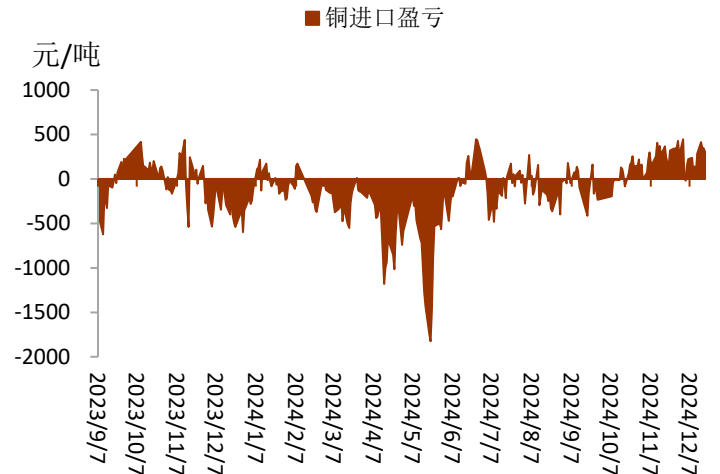


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势



图表 14 铜进口盈亏走势

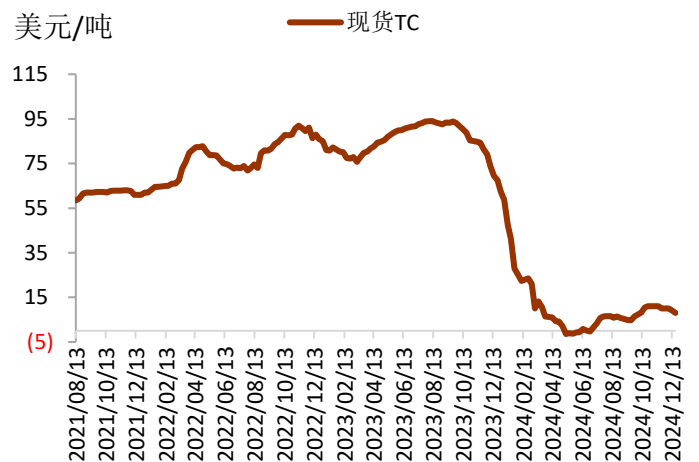


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

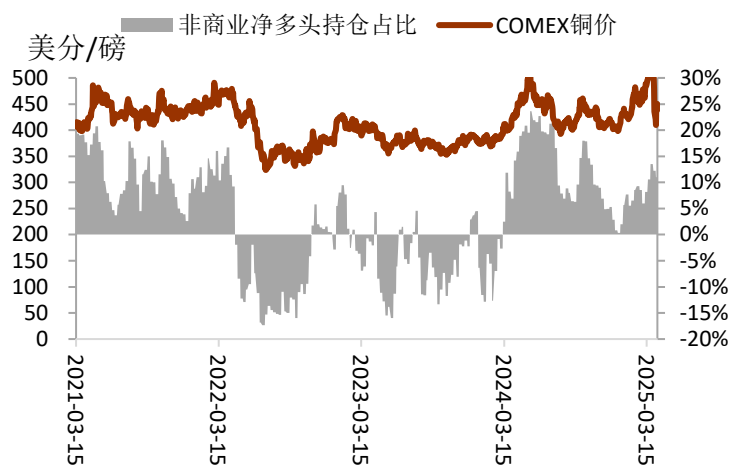


图表 16 铜精矿现货 TC

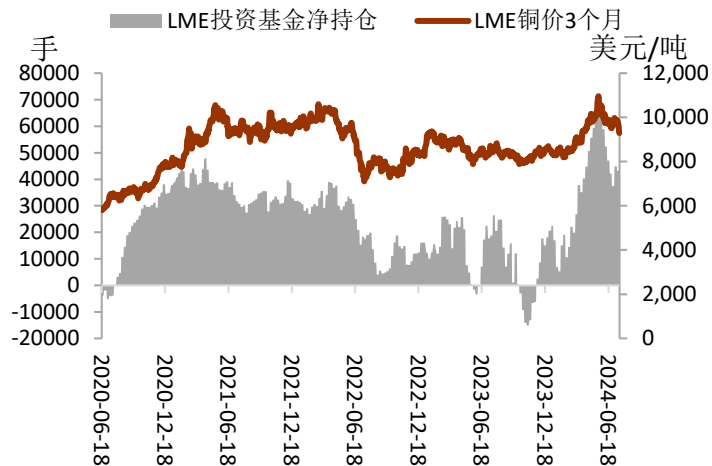


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。