

2025年10月13日



## 贸易摩擦重现，铜价冲高回落

### 核心观点及策略

- 上周铜价主因中美贸易局势有所升级，特朗普威胁将对华再次征收高额关税引发市场恐慌，上周五夜间海外风险资产价格大幅回落，此外，美联储9月会议纪要显示鹰鸽两派对年内降息节奏的分歧较大，美国政府停摆进入第二周后重要的通胀和就业市场数据或将推迟发布，将影响美联储对未来降息路径的决策，鸽派官员能否继续维持鲜明的宽松立场尚存疑，同时打压市场风险偏好，导致伦铜上行至11000美金后受阻。基本面来看，Teck资源因QB项目延长停产时间大幅下调今明两年产量预期，令全球矿端供应担忧进一步加剧，国内精铜产量预期下滑，社会库存偏低运行，近月盘面维持平水结构。
- 整体来看，尽管海外资源端的供应短缺扰动持续升温，但上周中美贸易摩擦重现，特朗普威胁对华重启高额关税打压市场风险偏好，美联储最新会议纪要显示当前鹰鸽两派虽然对年内降息的节奏产生分歧，关注中美贸易局势的演变；基本面上，新兴产业增长势头较快，社会库存偏低运行，国内精铜或进入小幅减产周期，海外宏观恐慌情绪蔓延背景下，预计短期铜价仍将转入震荡调整。
- 风险因素：中美贸易局势升级，美国经济进入滞胀周期

投资咨询业务资格  
沪证监许可【2015】84号

李婷

从业资格号：F0297587  
投资咨询号：Z0011509

黄蕾

从业资格号：F0307990  
投资咨询号：Z0011692

高慧

从业资格号：F03099478  
投资咨询号：Z0017785

王工建

从业资格号：F03084165  
投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

从业资格号：F03112296  
投资咨询号：Z0021040

何天

从业资格号：F03120615  
投资咨询号：Z0022965

## 一、市场数据

**表 1 上周市场主要交易数据**

合约	10月10日	9月26日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	10374.00	10205.00	169.00	1.66%	美元/吨
COMEX 铜	484.5	476.45	8.05	1.69%	美分/磅
SHFE 铜	85910.00	82470.00	3440.00	4.17%	元/吨
国际铜	73880.00	72870.00	1010.00	1.39%	元/吨
沪伦比值	8.28	8.08	0.20		
LME 现货升贴水	-31.19	-33.91	2.72	-8.02%	美元/吨
上海现货升贴水	20	-5	25		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	10月10日	9月26日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	139400	144400	-5000	-3.46%	吨
COMEX 库存	339525	322284	17241	5.35%	短吨
SHFE 库存	109672	98761	10911	11.05%	吨
上海保税区库存	88000	76300	11700	15.33%	吨
总库存	676597	641745	34852	5.43%	吨

## 二、市场分析及展望

上周铜价冲高回落，主因中美贸易局势有所升级，特朗普威胁将对华再次征收高额关税引发市场恐慌，上周五夜间海外风险资产价格大幅回落，此外，美联储 9 月会议纪要显示鹰鸽两派对年内降息节奏的分歧较大，美国政府停摆进入第二周后重要的通胀和就业市场数据或将推迟发布，将影响美联储对未来降息路径的决策，鸽派官员能否继续维持鲜明的宽松立场尚存疑，同时打压市场风险偏好，导致伦铜上行至 11000 美金后受阻。基本面来看，Teck 资源因 QB 项目延长停产时间大幅下调今明两年产量预期，令全球矿端供应担忧进一步加剧，国内精铜产量预期下滑，社会库存偏低运行，近月盘面维持平水结构。

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：上周五，特朗普威胁将自 11 月 1 日起对中国的所有产品征收 100% 的关税，并对关键软件实施出口管制，打压市场风险偏好，引发海外金融市场价格重挫，美联储 9 月会议纪要显示，官员们对未来降息的方向基本达成共识，但对降息的速率和频率仍存较大分歧，虽然半数左右的决策者认为年内至少再降息 50 个基点，但 19 名官员中仍有 6 人预计今年仅有一次降息或不应该降息，随着美国政府的持续停摆或令美联储失去经济数据作为政策参考的依据，虽然当前市场已充分定价 10 月继续降息的预期，但未来美国经济前景仍充满较大的不确定性，鸽派官员能否继续维持鲜明立场仍然存疑。美联储理事巴尔表示，在重启降息后美联储在进一步调整政策立场时应当保持谨慎，短期通胀仍有继续上行的风险，就业市场的疲软更多来自于劳动力供给端的收缩，失业率总体保持健康，移民数量的下滑令当前就业市场进入了一个新平衡周期。鹰派官员克利夫兰联储主席表示，美联储当前在平息通胀和维护就业之间面临双重困境，美国在偏离通胀 2% 的轨道上已持续长达 4 年半之久，对等关税落地后美国进口企业承担了大部分的成本上升，服务业通胀仍然居高不下，美联储需要保持紧缩立场以尽快让通胀回归目标水平。国内方面，中国 9 月官方制造业 PMI 升至 49.8，其中大型企业 PMI 已升至 51 回归扩张区间，生产指数环比上升 1.1% 至 51.9，表明制造业生产活动持续加快，新订单指数为 49.7，环比+0.2%，表明制造业市场需求景气度有所改善，此外，原材料库存指数为 48.5，表明原材料库存量降幅继续收窄，从业人员指数为 48.5，环比+0.6%，显示工业企业用工需求有所回升，总体显示我国经济长期企稳向好的势头并未改变。

供需方面，Teck 资源因旗下位于秘鲁的 QB 项目延长停产时间主动下调今年指引产量 4 万吨并且下调明年指引产量多达 10 万吨，巴拿马铜矿年内复产无望，印尼 Grasberg 和智利特尼恩特矿山同样面临产量下调的困境，全球精矿供应担忧进一步加剧。精铜方面，随着海外矿端供应的日趋紧缺，全球电解铜产能利用率将被迫逐步下调，国内冶炼厂当前仅金银和硫酸等副产品的价格坚挺成为维持产量的支撑，但废铜新政出台后废料端的供应紧缺将成为制约未来产量增长的瓶颈，预计 10 月电解铜产量仍将继续小幅下滑。从需求来看，电网投资项目建设进度有所推迟，铜缆线开工率未能恢复至 8 成以上低于往年同期，新能源汽车金九银十消费旺季来临，车企频推促销政策为年底消费发起冲刺，光伏行业用铜增速有所放缓今年大部分地面电站装机项目已经完工，空调冷年厂商排产同比小幅下降，楼市竣工仍无较大亮点，传统行业消费复苏有所迟滞，新兴产业消费占比逐级提高且消费动能增长势头较快，总体新旧动能转换过程中仍然能够为总需求的扩张提供刚性支撑，国内社会库存低位运行，近月盘面重新回归平水状态。

整体来看，尽管海外资源端的供应短缺扰动持续升温，但上周中美贸易摩擦重现，特朗普威胁对华重启高额关税打压市场风险偏好，美联储最新会议纪要显示当前鹰鸽两派虽然对年内降息的节奏产生分歧，关注中美贸易局势的演变；基本上，新兴产业增长势头较快，社会库存偏低运行，国内精铜或进入小幅减产周期，海外宏观恐慌情绪蔓延背景下，预计短

期铜价仍将转入震荡调整。

### 三、行业要闻

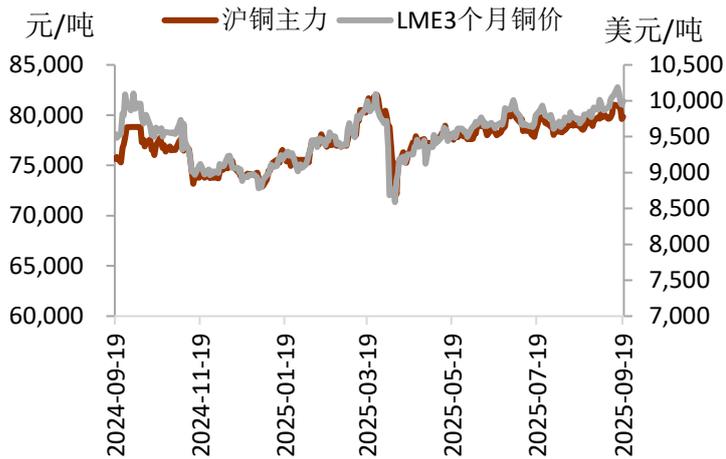
1、智利铜业委员会（Cochilco）发布数据显示，智利国家铜业公司（Codelco）8月铜产量大幅下滑25%，产量下滑的原因是该公司一座盈利最高的矿山（El Teniente铜矿）发生致命坍塌事故，导致生产受阻。7月31日，Codelco旗下的El Teniente铜矿发生事故，造成6人死亡，该矿随后被迫停产。该公司估计，此次坍塌事故导致铜产量减少约3.3万吨。8月，Codelco公司的铜总产量降至9.34万吨。与此同时，必和必拓（BHP）旗下的Escondida铜矿产量基本稳定，为10.51万吨。而另外一座由嘉能可（Glencore）与英美资源集团（Anglo American）合资运营的Collahuasi铜矿，因矿石品位下降，8月产量下滑27%，降至3.54万吨。

2、由于智利Quebrada Blanca(QB)矿和加拿大Highland Valley Copper(HVC)矿持续遭遇挫折，Teck Resources已下调2025年铜产量预期。该公司于9月份同意与Anglo American达成价值530亿美元的合并协议，并强调该交易的战略原理保持不变。Teck公司报告称，第三季度QB铜产量为39,600吨，销量为43,900吨。由于延长停产时间以提高尾矿坝坝顶高度，2025年的年度产量指导值已从21万至23万吨下调至17万至19万吨。2026年的预测产量也从之前的28万吨至31万吨下调至20万吨至23.5万吨。其表示，正在进行的尾矿管理设施（TMF）开发将继续限制产量，并将导致到2025年，特别是第三季度选矿厂的停工时间进一步延长。目前预计2025年净现金单位成本在每磅2.65美元至3.00美元之间，高于此前预测的2.25美元至2.45美元。随着产量提高，预计2026年成本将降至每磅2.25美元至2.70美元。该公司补充说，由于TMF的持续开发和2026年的停工，QB的优化工作预计将使产量提高5-10%，但将推迟到2027-2028年之后。Teck警告说，如果改善排砂或推进TMF建设的努力未能达到预期，2026年和2027年的生产可能会面临进一步的中断。

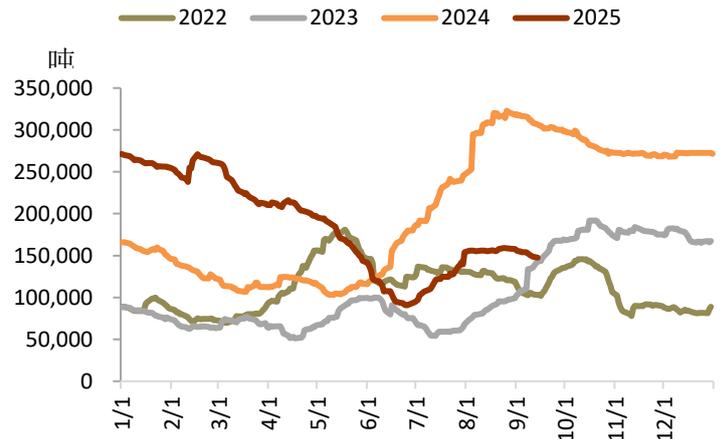
3、美国自由港-麦克莫兰公司（Freeport-McMoRan）已找到印尼东部格拉斯伯格（Grasberg）铜矿全部7名失踪工人的遗体。上月该矿发生泥石流，导致生产全面停滞。9月初，80万吨湿泥砂石涌入矿区后，搜救工作持续了数周。当地时间10月6日，最后5名矿工的遗体被找到，搜救行动正式结束。格拉斯伯格矿是全球第二大铜矿，也是自由港印尼业务的核心资产。格拉斯伯格矿的储量占自由港印尼总储量的一半，预计到2029年，该矿铜和黄金产量将占自由港印尼总产量的70%左右。公司预计矿区全面恢复运营需等到2027年，部分未受影响区域或可在今年晚些时候重启生产。目前，自由港已对其印尼业务的货运宣布不可抗力，并下调了今明两年的产量预期。该公司第四季度铜产量将大幅减少，2026年的销售预期也下调了35%。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

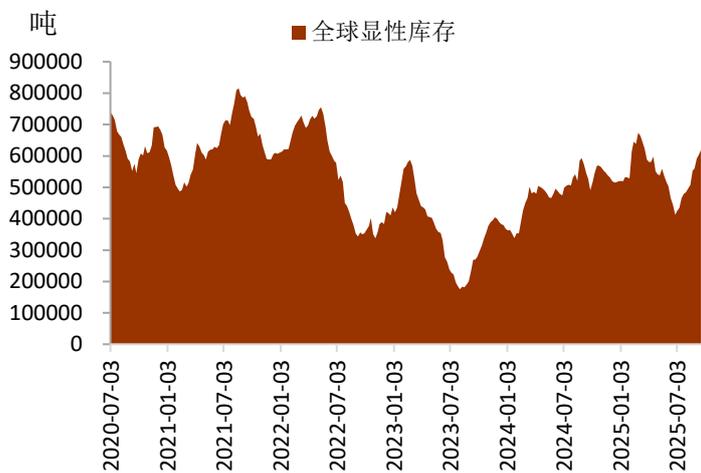


图表 2 LME 铜库存



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

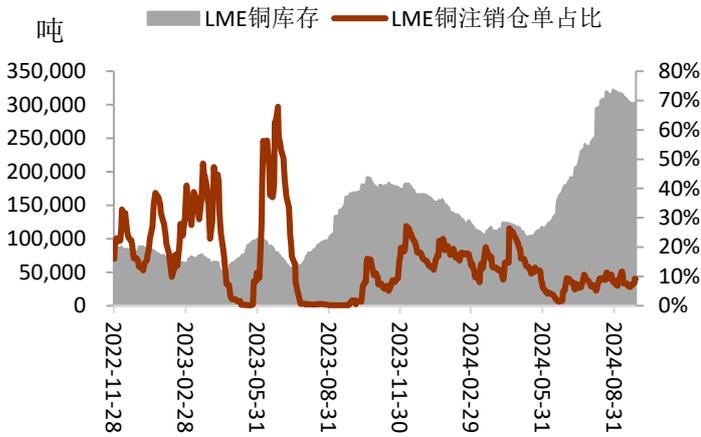


图表 4 上海交易所和保税区库存

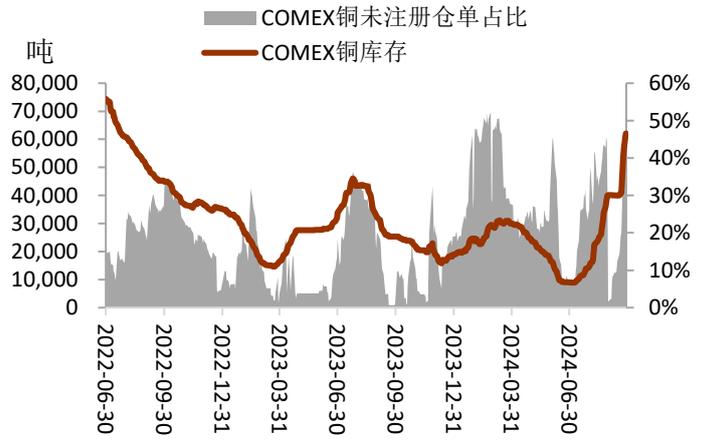


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

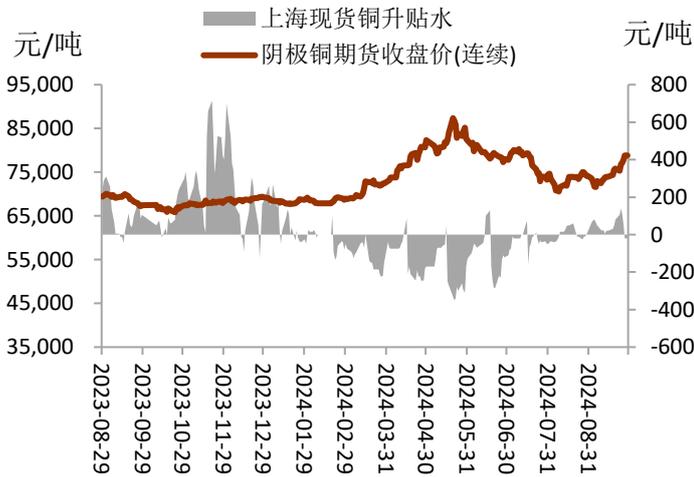


图表6 COMEX 库存和注销仓单

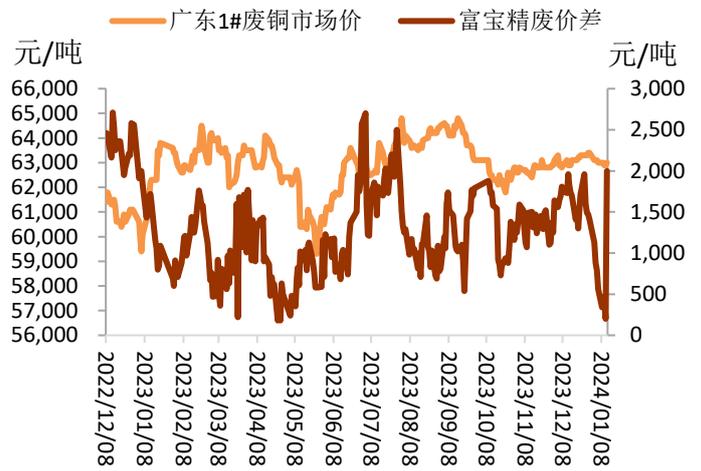


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势



图表8 精废铜价差走势

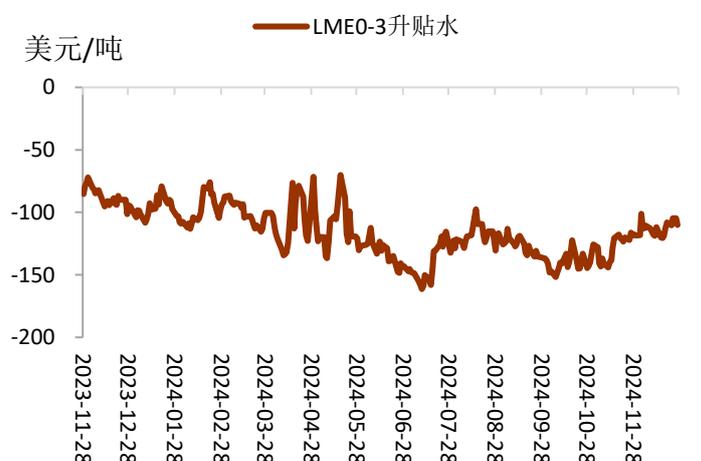


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

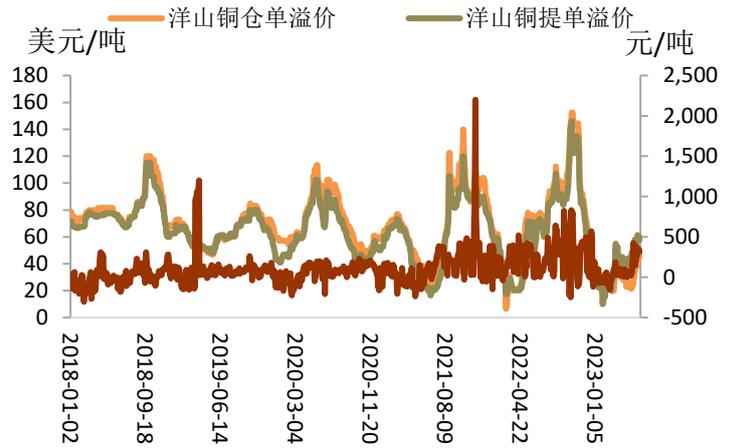


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

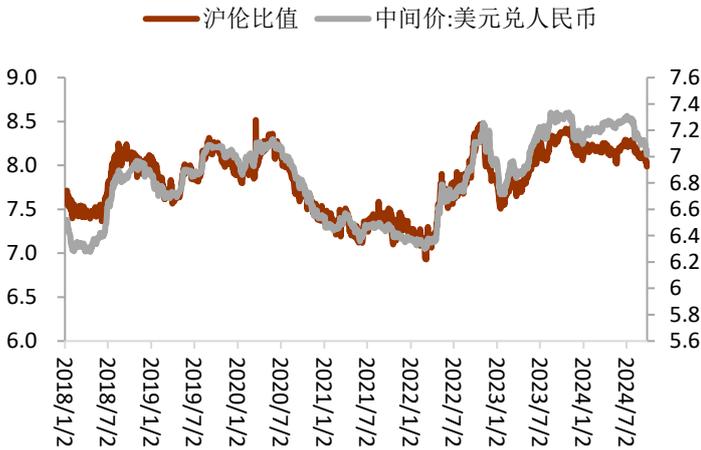


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

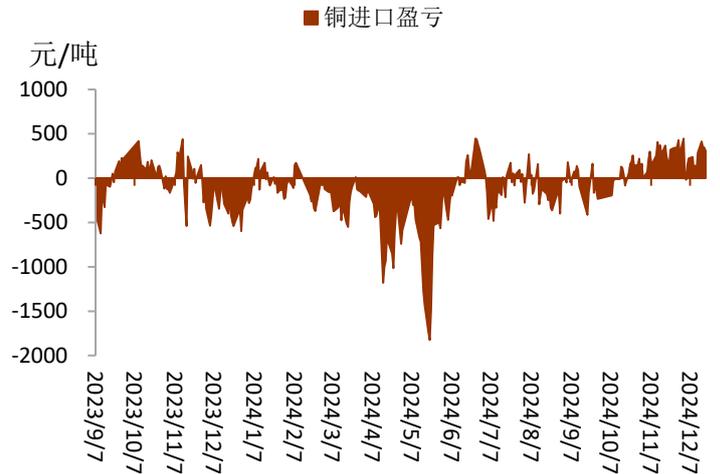


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

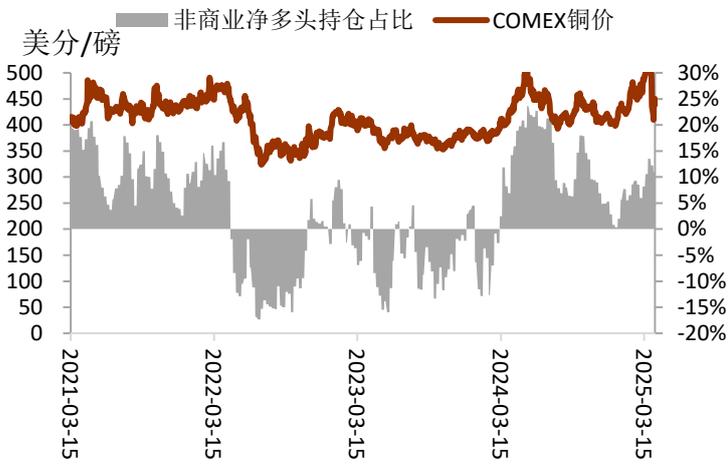


图表 16 铜精矿现货 TC

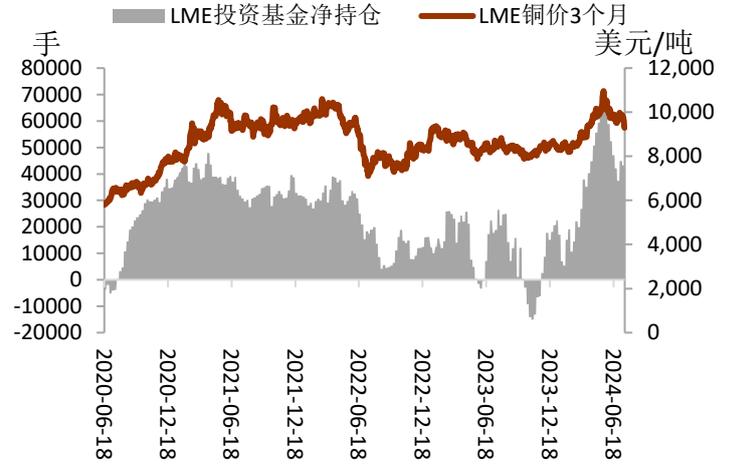


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。