



2025 年 10 月 20 日

风险偏好回升，铜价企稳

核心观点及策略

- 上周铜价止跌企稳，主因中美领导人视频通话同意尽快进行新一轮磋商，美国政府持续停摆后重要经济数据推迟发布，或令美联储未来政策路径失去指引，市场已充分定价10月继续小幅降息；国内方面，中国出口增速回升，稳增长+反内卷政策基调明确将持续提振宏观预期。基本面来看，印尼Grasberg严重事故后四季度产量大幅下调，全球主要矿山干扰率持续上升，非美地区库存偏低，国内精铜产量下滑，近月盘面维持平水结构。
- 整体来看，中美有望重启新一轮谈判令市场风险偏好回升，美联储鸽派官员仍积极预测年内仍有两次降息，中国9月出口增速回升，更有力的财政政策将为外贸和就业保驾护航；基本面上，今年矿端供应增速已不足1%，全球冶炼端产量增长十分有限，国内消费略逊于预期但紧平衡格局依旧，在宏观扰动放缓以及成本端的强支撑下，预计短期铜价将重新转入震荡上行。
- 风险因素：美国降息节奏放缓，中美新一轮谈判不及预期

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	10 月 17 日	10 月 10 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	10607.00	10374.00	233.00	2.25%	美元/吨
COMEX 铜	499.75	484.5	15.25	3.15%	美分/磅
SHFE 铜	84390.00	85910.00	-1520.00	-1.77%	元/吨
国际铜	73880.00	73880.00	0.00	0.00%	元/吨
沪伦比值	7.96	8.28	-0.33		
LME 现货升贴水	-16.83	-31.19	14.36	-46.04%	美元/吨
上海现货升贴水	55	20	35		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 17 日	10 月 10 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	137225	139400	-2175	-1.56%	吨
COMEX 库存	345581	339525	6056	1.78%	短吨
SHFE 库存	110222	109672	550	0.50%	吨
上海保税区库存	99500	88000	11500	13.07%	吨
总库存	692528	676597	15931	2.35%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价区间震荡，主因，美国政府持续停摆后重要经济数据推迟发布，或令美联储未来政策路径失去指引，市场已充分定价 10 月继续小幅降息，中美领导人视频通话同意尽快进行新一轮磋商；国内方面，中国出口增速回升，稳增长+反内卷政策基调明确将持续提振宏观预期。基本面来看，印尼 Grasberg 严重事故后四季度产量大幅下调，全球主要矿山干扰率持续上升，非美地区库存偏低，国内精铜产量下滑，近月盘面维持平水结构。

库存方面：截至 10 月 17 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计升至 69.3 万吨，全球库存继续上升。其中 LME 铜库存减少 0.21 万吨，注销仓单比例降至 5.7%；上期所库存基本持平；上海保税区库存增加 1.1 万吨，上周洋山铜提单降至 45 美金，整体来看美铜库存持续上行，非美地区库存回落，沪伦比值上周下滑主因美元指数低位获得一定程度反弹。

宏观方面：上周六中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特和贸易代表格里尔举行视频通话，双方围绕落实今年以来两国元首历次通话重要

共识，就双边经贸关系中的重要问题进行了坦诚、深入、建设性的交流，同意尽快举行新一轮中美经贸磋商。美联储鸽派官员米兰表示，其主张 10 月再次降息 50 个基点，虽然多数同僚仍支持继续小幅降息，但当前局势可能需要一次更大幅度的降息，在缺失重要经济数据作为参考的背景下，美联储仍需通过预测延续宽松路径以应对美国经济下行风险。作为下一届主席有力竞争者的沃勒则认为，其对未来几次会议降息 25 个基点持有开放式的态度，但强调决策者们应保持一定谨慎，就业疲软是当前政策最大的关注点。美联储最新褐皮书显示，特朗普政府加征关税的行为正推动整体通胀的上升，企业在自行消化成本与成本转嫁给终端之间艰难权衡，受移民政策收紧的影响，部分地区反应酒店、农业、建筑和制造等行业的劳动力市场供应紧张，美国企业为了巩固竞争力部分选择价格维持不变，但也有部分企业被迫将成本转嫁给消费者。两党新一轮针对临时拨款法案的投票未能通过，在美国政府停摆之际，就业和通胀等相关重要经济数据缺失，目前这份褐皮书或成为短期政策路径的参考依据。鸽派官员米兰表示，当前与其他官员们的分歧在于降息的速度而非最终降息的目标，贝森特表示量化宽松的改革是下一任美联储主任人选考虑的重要因素。IMF 上调今年全球经济增长预期至 3.2%，但同时强调美国全面加征关税和贸易保护主义正在拖累本已脆弱的增长前景，持久的贸易协定很难确保和延续，其预测 2026 年全球经济增速为 3.1%。鲍威尔表示美联储资产负债表的削减计划可能接近尾声，或让美国金融体系保持足够的流动性，以便对短期利率进行有效控制并维持货币市场的正常波动，鲍威尔并未刻意打压市场普遍认为的本月降息预期。国内方面，中国 9 月出口(按美元计)同比增长 8.3%，创六个月新高，今年前三季度，我国对共建“一带一路”国家进出口 17.37 万亿元，同比增长 6.2%，高出同期我国整体进出口增速 2.2%，前三季度，我国出口工业机器人增长 54.9%。风电出海跑出了“加速度”，出口风力发电机组及零件增长了 23.9%。出口电子信息、高端装备、仪器仪表等高技术产品分别增长 8.1%、22.4%和 15.2%；“新三样”产品、铁道电力机车等绿色产品增速均达到两位数。

供需方面，印尼 Grasberg 铜精矿 7 名被困工人已确认全部遇难，自由港下调今年第四季度产量至可以忽略的水平，巴拿马铜矿年内复产无望，TECK 因 QB 项目延长停产时间下调今年产量 4 万吨，预计主流矿企三季报将继续下调产量指引。精铜方面，随着矿端资源的紧缺及国内废铜供应的趋紧，国内冶炼厂未能拜托原料短缺的瓶颈，当前加工利润已经不是冶炼厂调节产能利用率的核心考量，预计 10-11 月电解铜产量仍将继续小幅下滑。从需求来看，电网投资项目建设并未提速，铜缆线开工率维持 72%左右大幅低于往年同期，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；新兴产业方面，新能源汽车保持强劲增长，国产新势力已逐步占据市场消费空间，光伏用铜出现减速但第一批地面电站的废旧组件已进入回收阶段，新兴产业用铜增长仍然值得期待，传统行业用铜保持平稳需要，国内社会库存小幅反弹，近月盘面重新回归平水状态。

整体来看，中美有望重启新一轮谈判令市场风险偏好回升，美联储鸽派官员仍积极预测年内仍有两次降息，中国 9 月出口增速回升，更有力的财政政策将为外贸和就业保驾护航；

基本上，今年矿端供应增速已不足 1%，全球冶炼端产量增长十分有限，国内消费略逊于预期但紧平衡格局依旧，在宏观扰动放缓以及成本端的强支撑下，预计短期铜价将重新转入震荡上行。

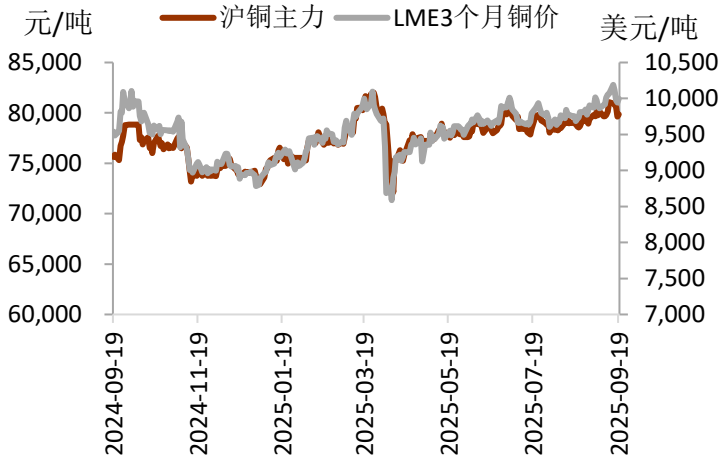
三、行业要闻

1、据三位铜市场人士表示，智利国营铜公司 Codelco 正提出明年以每吨 325 美元的创纪录高的溢价向其欧洲客户出售铜，比今年跳涨 39%。Codelco 为铜实物交货设定的溢价是在伦敦金属交易所（LME）合约的基础上支付的，通常被用作是这种在电力和建筑行业使用的金属的全球合约的基准。溢价达到纪录高位，原因是担心明年铜供应短缺，这一因素近期推动 LME 铜价在上周触及每吨 11,000 美元的 16 个月高位。上个月，矿商自由港迈克墨伦（Freeport-McMoRan）宣布其位于印尼的 Grasberg 铜矿遭遇不可抗力，此前该全球第二大铜矿发生泥石流事故。今年，刚果民主共和国的 Kamoa-Kakula 矿和智利的 El Teniente 矿也出现了中断。据市场人士称，欧洲最大的铜冶炼公司 Aurubis 明年也将对其欧洲客户收取精炼铜每吨 315 美元的创纪录高溢价。

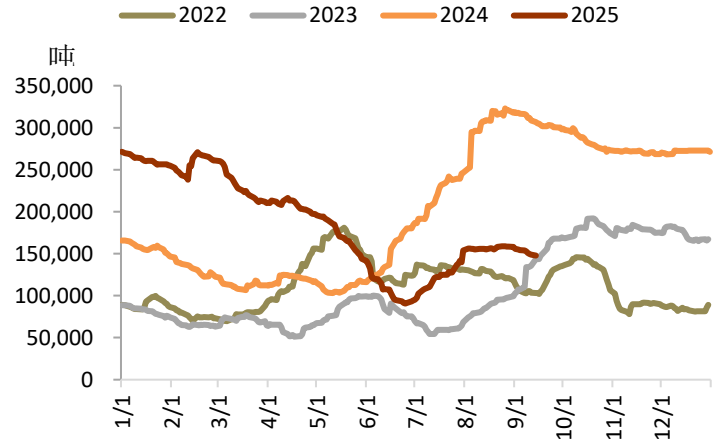
2、季报显示，力拓 2025 年第三季度铜产量为 20.4 万吨，同比+10%，环比-11%。旗下位于美国肯尼科特项目的第三季度铜产量 1.3 万吨，同比下降 69%，环比减少 67%。同比下降主要是由于岩土工程限制，以及选矿厂和冶炼厂在 9 月大部分时间内按计划进行年度维护停产。选矿厂方面，9 月已顺利完成 21 天的停产维护，维护工作主要集中在破碎、输送及研磨生产线。冶炼厂计划为期 45 天的停产维护于 9 月初启动，目前进展符合计划。旗下位于智利的 Escondida 铜矿第三季度铜产量 10.2 万吨，同比增加 10.2%，环比持平。受选矿厂回收率提升、运营表现改善推动，精矿产量略有增长。但硫化物浸出阴极产量下降，导致精炼铜产量减少。精矿产量同比增长 9%。增长动力来自选矿厂运营改善带来的处理量提升（+13%），不过受矿山开采顺序影响，原矿品位下降 6%（2025 年第三季度为 0.94%，2024 年第三季度为 1.00%），部分抵消了处理量增长的利好。精炼铜产量同比增长 18%，主要因 Full Sail 项目产能持续释放，该项目产量同比激增 115%。旗下位于蒙古的 OT 铜矿第三季度铜产量 8.9 万吨，同比增加 78%，环比增加 3%。尽管选矿厂于 9 月按计划停产维护（为优化生产流程，停产时间从 10 月提前至 9 月），本季度铜矿产量仍再创历史新高。产量增长得益于地下矿山产能持续提升，原矿品位按计划改善，同时回收率也相应提高。地表输送系统投入使用，高品位地下矿料贡献进一步增加；同时露天矿开采顺序优化，矿料品位提升，共同推动产量增长。2025 年铜矿产量同比增幅有望超过 50%，目前进展符合预期。公司仍在与 Entrée 资源公司及蒙古国政府就采矿权转让事宜进行沟通，以推动合资区域 1 号矿段（Panel 1）的采矿作业。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

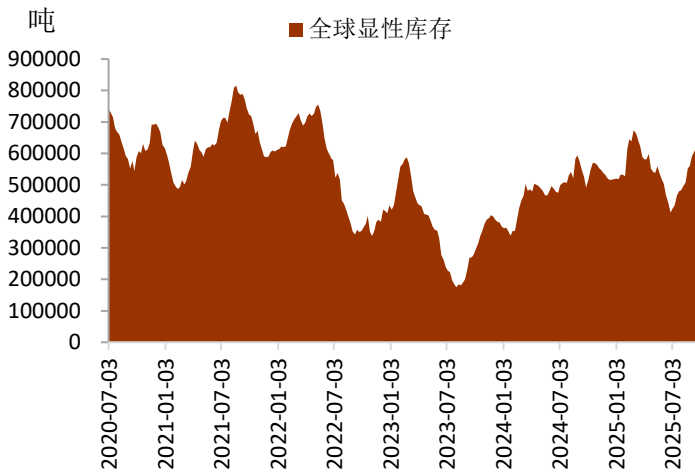


图表 2 LME 铜库存

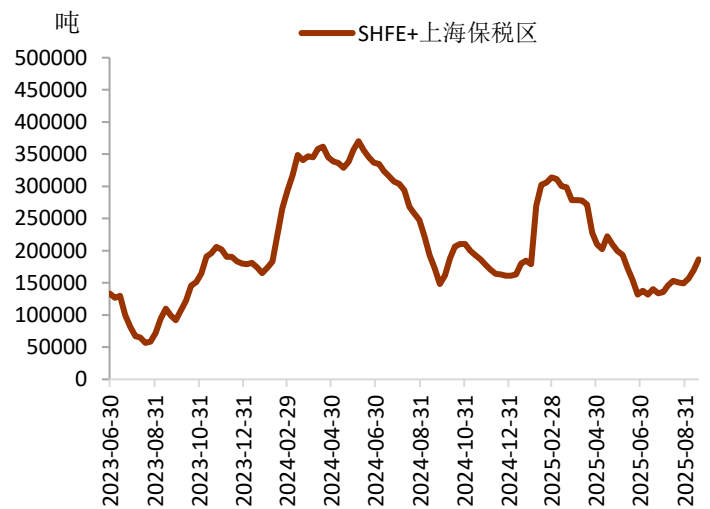


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

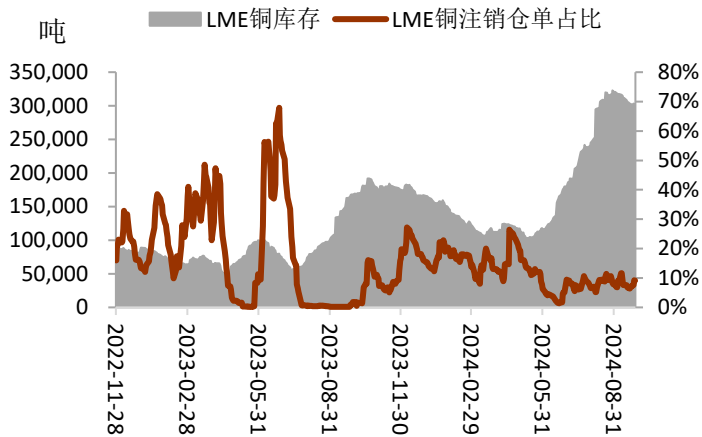


图表 4 上海交易所和保税区库存

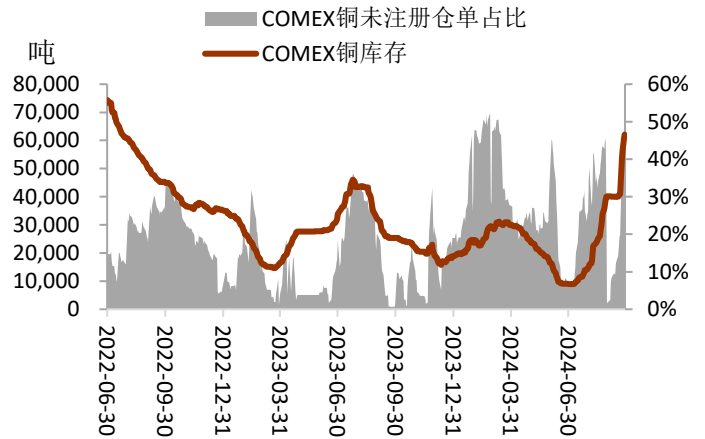


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

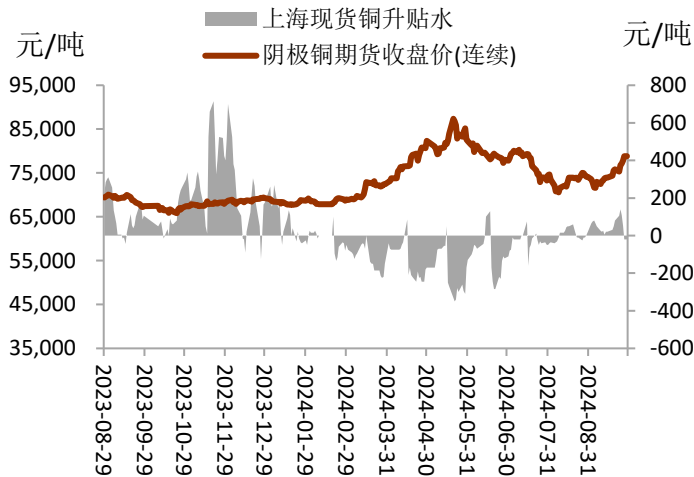


图表6 COMEX 库存和注销仓单

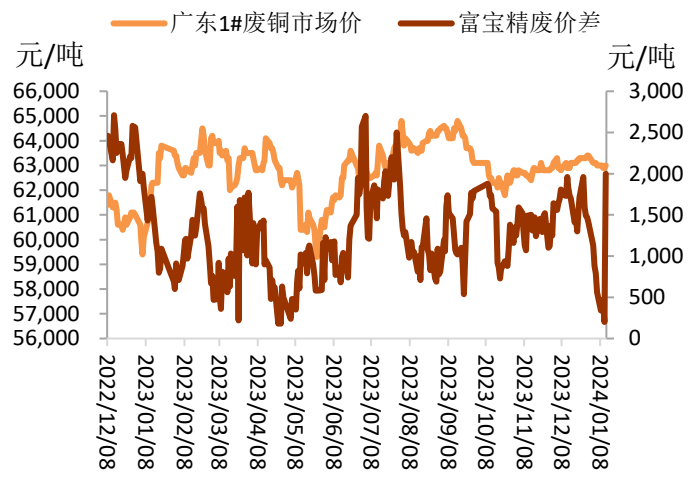


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势



图表8 精废铜价差走势

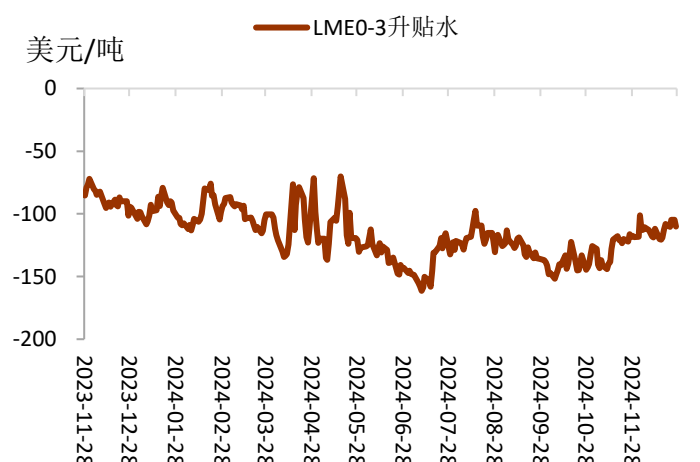


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势

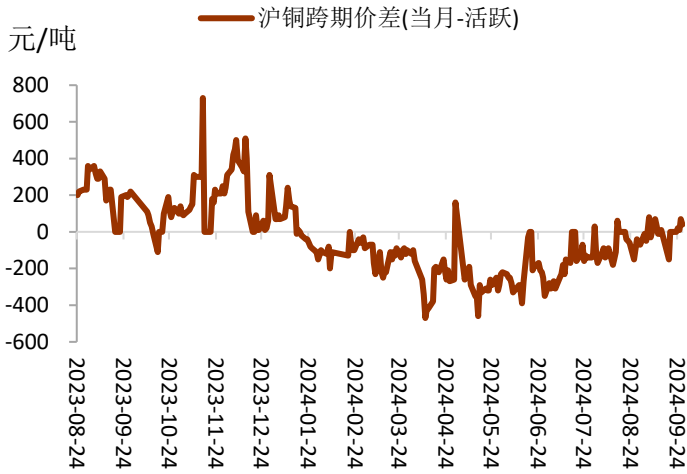


图表10 LME 铜升贴水走势

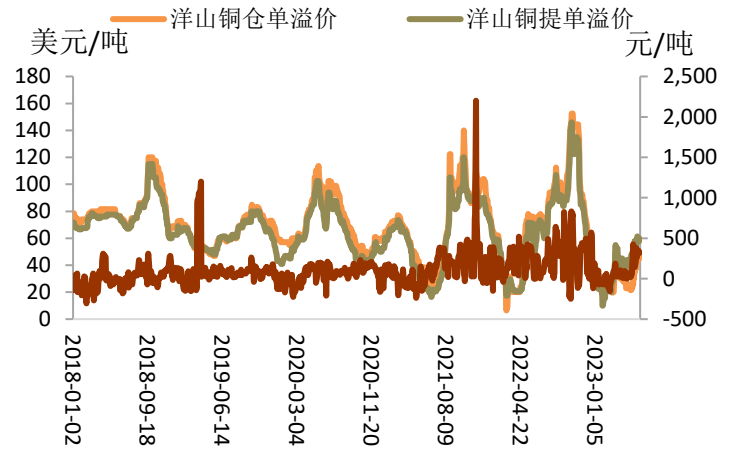


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

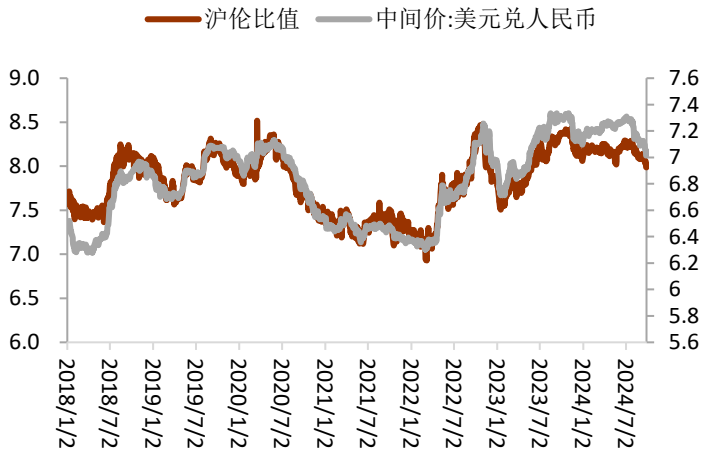


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

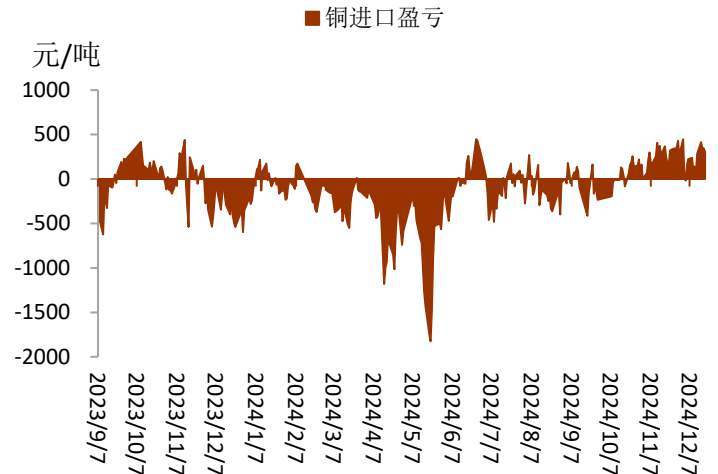


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势



图表 14 铜进口盈亏走势

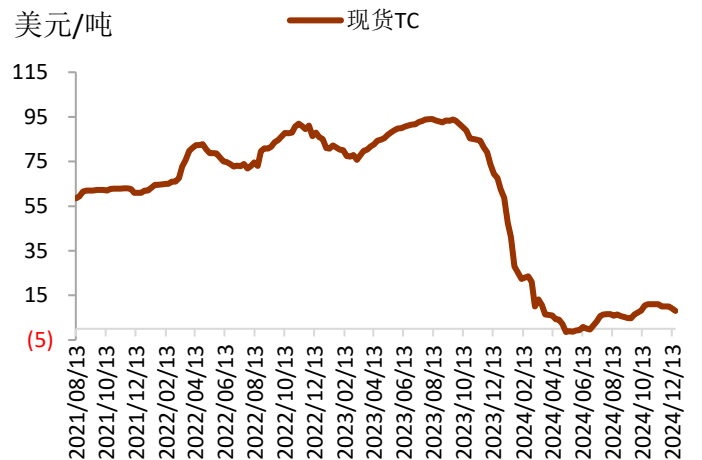


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

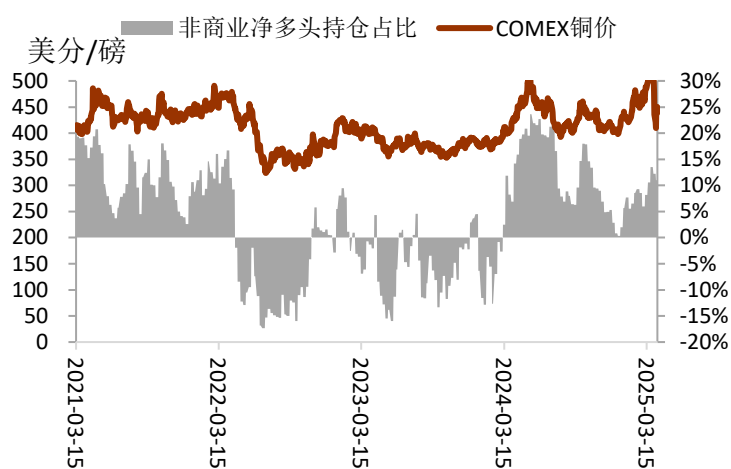


图表 16 铜精矿现货 TC

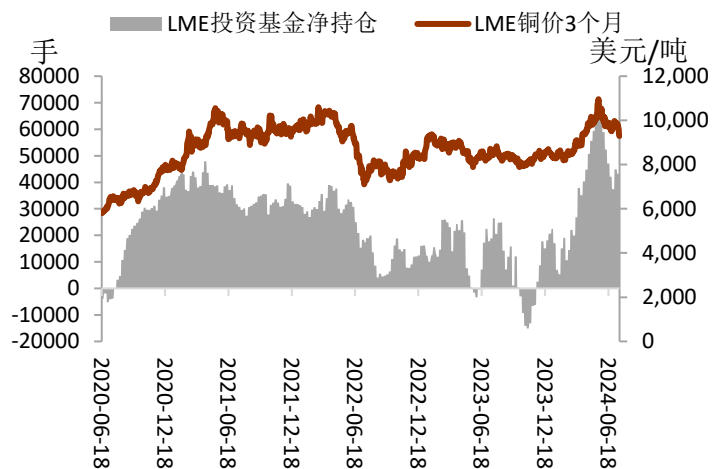


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。