



2025 年 10 月 27 日

降息预期抬升，铜价震荡向上

核心观点及策略

- 上周铜价震荡向上，主因美国9月CPI环比增速为三个月以来最低值，市场降息预期再度升温，此外市场积极预期中美双方能够延续此前友好对话合作共赢的谈判基础，二十届四中全会宣布目标要建设现代化产业体系和强大的内循环市场，并公布了五年的发展规划尤其是加快绿色转型的速度和全面性，铜的绿色溢价属性正被不断的挖掘。基本面来看，海外多个主要矿山发生供应中断，主流矿企下调三季度产量指引预期，国内社会库存偏低，近月盘面维持平水结构。
- 整体来看，美国9月CPI表现温和为年内降息铺平道路，市场对新一轮中美谈判抱有乐观的预期，虽然美国政府停摆过程中美联储失去关键数据指引但总体10月降息概率较高，全球央行进入宽松周期的趋势难以逆转；基本面上，还要主要矿山中断持续，全球冶炼端产量增长有限，传统消费缺乏增长动力但新兴产业保持稳定增速预期，成本端扰动提供有力支撑的背景下，预计短期铜价将延续震荡上行。
- 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	11 月 24 日	11 月 17 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	10947.00	10611.00	336.00	3.17%	美元/吨
COMEX 铜	511.75	499.75	12	2.40%	美分/磅
SHFE 铜	87720.00	84390.00	3330.00	3.95%	元/吨
国际铜	78210.00	74970.00	3240.00	4.32%	元/吨
沪伦比值	8.01	7.95	0.06		
LME 现货升贴水	-25.97	-16.83	-9.14	54.31%	美元/吨
上海现货升贴水	10	55	-45		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	11 月 24 日	11 月 17 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	136350	137225	-875	-0.64%	吨
COMEX 库存	347961	345581	2380	0.69%	短吨
SHFE 库存	104774	110222	-5448	-4.94%	吨
上海保税区库存	110200	99500	10700	10.75%	吨
总库存	699285	692528	6757	0.98%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价震荡向上，主因美国 9 月 CPI 环比增速为三个月以来最低值，市场降息预期再度升温，此外市场积极预期中美双方能够延续此前友好对话合作共赢的谈判基础，二十届四中全会宣布目标要建设现代化产业体系和强大的内循环市场，并公布了五年的发展规划尤其是加快绿色转型的速度和全面性，铜的绿色溢价属性正被不断的挖掘。基本面来看，海外多个主要矿山发生供应中断，主流矿企下调三季度下调产量指引预期，国内社会库存偏低，近月盘面维持平水结构。

库存方面：截至 10 月 24 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计升至 69.9 万吨，全球库存延续高位。其中 LME 铜库存基本持平，注销仓单比例维持 7.6%；上期所库存减少 0.54 万吨；上海保税区库存增加 1.07 万吨，上周洋山铜仓单降至 40 美金，表面市场对近期到港进口货的消化速度偏慢，整体来看美铜库存持续增加，非美地区库存小幅回落，沪伦比值上周小幅反弹主因美元指数持续走强。

宏观方面：美国 9 月 CPI 同比+3%，低于预期的 3.1%，环比+0.3%，为近三个月以来的最低增速，在联邦政府持续停摆、其他官方经济报告或无法发布的情况下，这份数据或将称为联储降息的最终考量标准，市场对年内降息预期再度升温。中美将于 10 月 24-27 日在马来西亚举行经贸会谈，此后双方将于月底在韩国进行会晤，市场积极预期双方能够延续此前友好对话合作共赢的基础，美国将对华技术出口管制、对华关税以及中国稀土出口等问题展开讨论。加拿大总理表示，加美数十年的日益紧密的经济关系将遭到终结，并表示正与中印展开接触寻求新的合作空间，加拿大政府的未来预算将减少加拿大但在经济和安全领域对美国的依赖并削减浪费性支出，我们认为全球去美元化的进程仍在不断加速。美国参议院未能通过共和党提出的临时拨款法案，政府停摆的僵局仍在持续，参议院已是第 12 次否决了该项临时拨款法案。在美国政府停摆导致关键经济数据难以公布的背景下，美联储将于下周召开的 10 月议息会议将缺乏关键的参考依据，在信息受限的情况下评估经济形势变得相当困难，或令决策者们在通胀和就业的双重风险之间进行权衡变得十分复杂，市场避险情绪重燃，从最新褐皮书显示美国消费支出可能出现降温迹象，而企业信心因政策的不确定性同样有所下滑，目前市场仍较为乐观地预期 10 月将继续小幅降息。国内方面，二十届四中全会顺利召开，中央政策研究室主任江金权在会上介绍，全会最重要的成果，是审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》。科学制定和接续实施五年规划，是我们党治国理政一条重要经验，也是中国特色社会主义一个重要政治优势。党的二十大确定到 2035 年基本实现社会主义现代化，“十五五”时期是夯实基础、全面发力的关键时期。制定“十五五”规划建议，系统谋划“十五五”时期经济社会发展，是实现党的二十大描绘的宏伟蓝图、分阶段有步骤推进中国式现代化的需要，是有效应对复杂严峻的外部环境新变化、在激烈国际竞争中赢得战略主动的需要，是适应我国发展阶段性要求、深入推动高质量发展的需要，意义重大。

供需方面，自由港下调今年指引产量多达 20 万吨主因 Grasberg 项目的持续停产，该矿预计到 2027 年才能恢复至正常水平，巴拿马政府对 Cobre Panama 所有权归属属于国有的态度十分强硬，安拓法加斯塔三季度产量同比下降 10%，全球矿端扰动持续增加。精铜方面，随着矿端资源的紧缺及国内废铜供应的趋紧，预计国内冶炼厂产量预计将逐月递减。从需求来看，电网投资项目建设开工放缓，铜缆线开工率维持 7 成左右低于往年同期，空调出口遭遇瓶颈后排产大幅下滑，楼市竣工边际没有好转迹象，传统行业仍需时间去接受价格；新兴产业方面，新能源汽车保持较快增长，AI 算力需求对数据中心耗电量快速增加，新兴市场用铜仍然值得期待，国内社会库存小幅反弹但幅度有限，基本面紧平衡的叙事仍在延续，近月月差回归平水到 B 结构。

整体来看，美国 9 月 CPI 表现温和为年内降息铺平道路，市场对新一轮中美谈判抱有乐观的预期，虽然美国政府停摆过程中美联储失去关键数据指引但总体 10 月降息概率较高，全球央行进入宽松周期的趋势难以逆转；基本面上，还要主要矿山中断持续，全球冶炼端产量增长有限，传统消费缺乏增长动力但新兴产业保持稳定增速预期，成本端扰动提供有力支

撑的背景下，预计短期铜价将延续震荡上行。

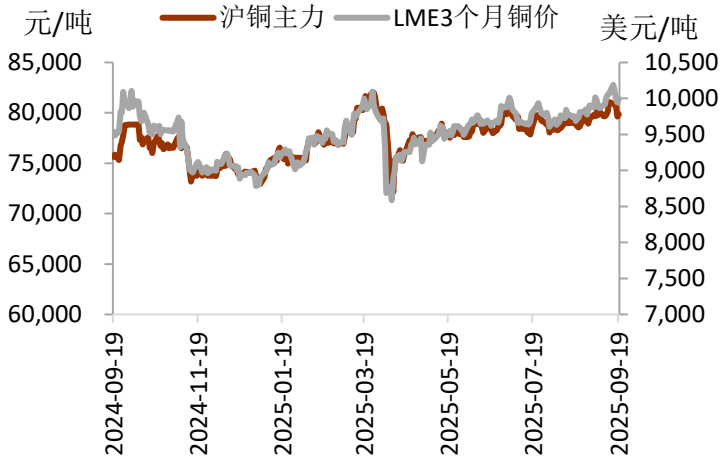
三、行业要闻

1、Antofagasta 2025 年第三季度铜产量 16.18 万吨，同比减少 9.6%，环比上升 1.1%，环比增加得益于集团两大选矿厂（Los Pelambres 选矿厂与 Centinela 选矿厂）产量符合预期，2025 年前三季度铜总产量为 47.66 万吨，同比增加 2.8%。其中 Centinela 选矿厂产量提升，但 Centinela 阴极铜厂与 Los Pelambres 矿区产量贡献有所下降。其 2025 年铜产量指导量保持在 66-70 万吨不变，但预计处于指引区间下限。预计 2026 年全年铜产量为 65-70 万吨，其中 Los Pelambres 矿区产量预计同比实现增量增长。2025 年第三季度净现金成本为 1.07 美元/磅，环比下降 4%。尽管基础现金成本上升，但较高的副产品收益部分抵消了这一影响。其中旗下位于智利的 Los Pelambres 三季度产量为 7.3 万吨，环比增长 0.4%，铜矿石品位提升与矿石处理量下降的影响相互抵消。2025 年前三季度的铜总产量达 21.6 万吨，较去年同期减少 3.7%。产量下滑与两方面因素相关：一是矿区部分区域矿石硬度较高，二是本季度开展了维护作业。该矿区在本年度剩余时间内无重大维护安排。

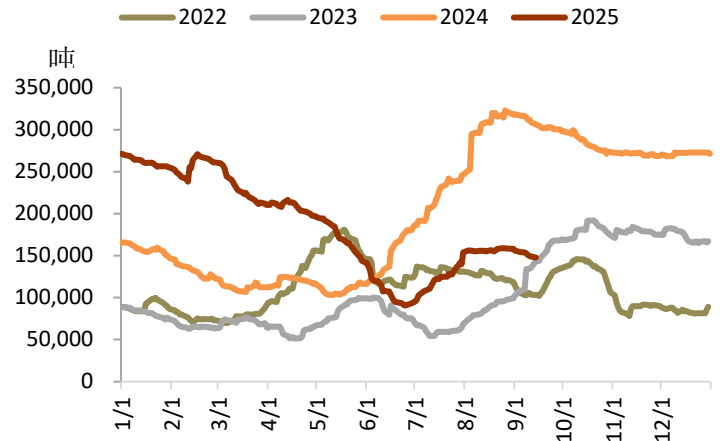
2、季报显示，BHP 第三季度铜产量为 49.36 万吨，同比+4%，前三季度产量达到 152.3 万吨，同比+5.2%，公司预计 2026 年财年铜指导产量保持 180-200 万吨。其中位于智利的 Escondida 铜矿第三季度铜产量为 32.89 万吨，同比增加 8%，环比不变。同比增加主要得益于选矿厂处理量创下纪录及回收率提升，但部分增长被选矿厂矿石品位下降所抵消。本季度选矿厂矿石品位为 0.94%，而去年同期为 1.00%。2026 财年 Escondida 铜指导产量保持 115-125 万吨不变。全年选矿厂矿石品位约为 0.85% 的预期同样保持不变。2025 年第三季度 Pampa Norte 铜产量为 5.58 万吨，同比减少 7%，环比减少 24%。同比减少符合预期，产量下降源于阴极铜产量减少，而这与计划内堆浸给矿品位下降相关——堆浸给矿品位下降是因过渡矿处理量增加所致，2026 财年 Pampa Norte 铜指导产量保持 23-25 万吨不变，预计产量将从下季度开始回升。2025 年第三季度 Olympic Dam、Prominent Hill 和 Carrapateena 铜产量为 7.26 万吨，同比减少 1%，环比减少 21%。同比整体平稳，主要得益于 Olympic Dam 和 Prominent Hill 矿区的采矿效率提升，但部分增长被矿石品位下降所抵消。已顺利完成 Olympic Dam 矿区的计划内重大维护工作，涉及地下物料运输系统、研磨机及精炼厂。预计 2026 财年 Olympic Dam、Prominent Hill 和 Carrapateena 铜指导产量保持 31-34 万吨不变，加权到下半年。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

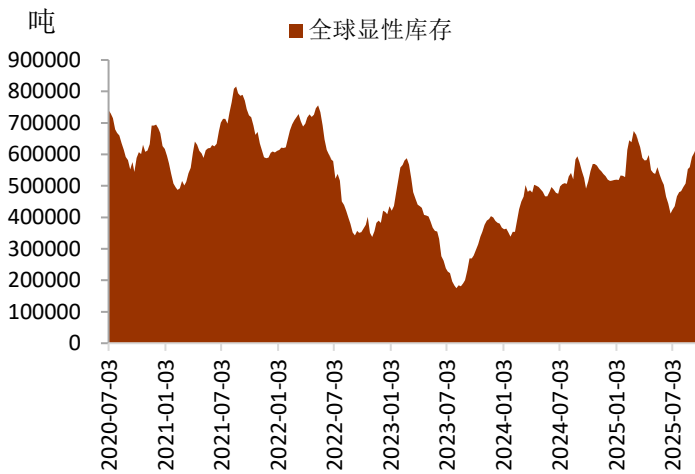


图表 2 LME 铜库存

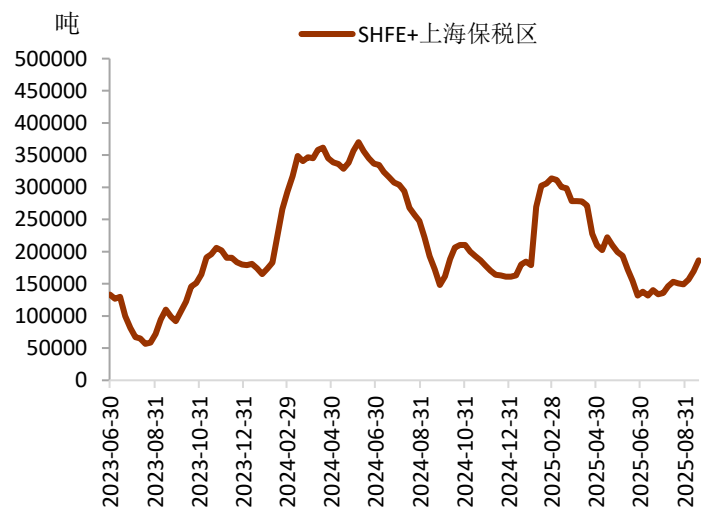


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

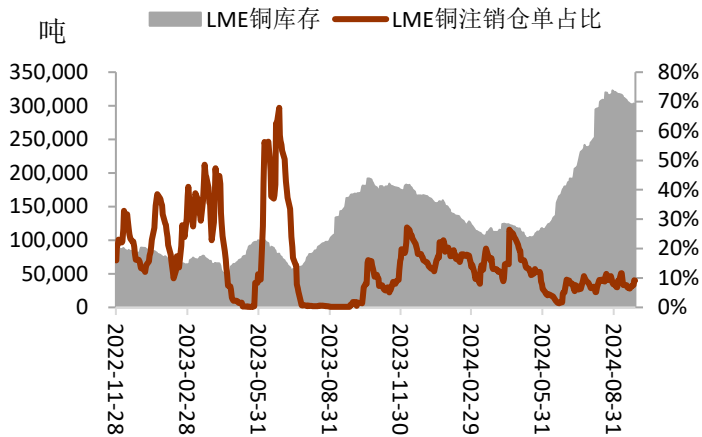


图表 4 上海交易所和保税区库存

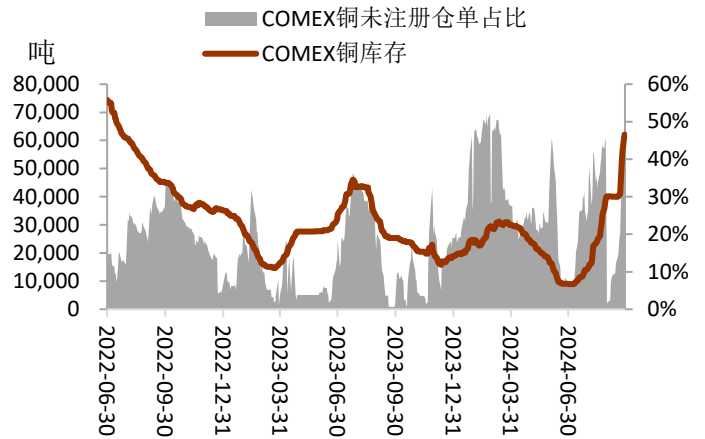


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

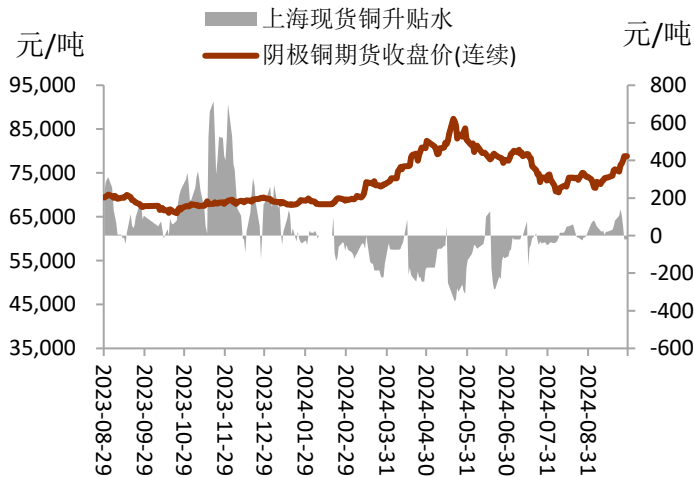


图表6 COMEX 库存和注销仓单

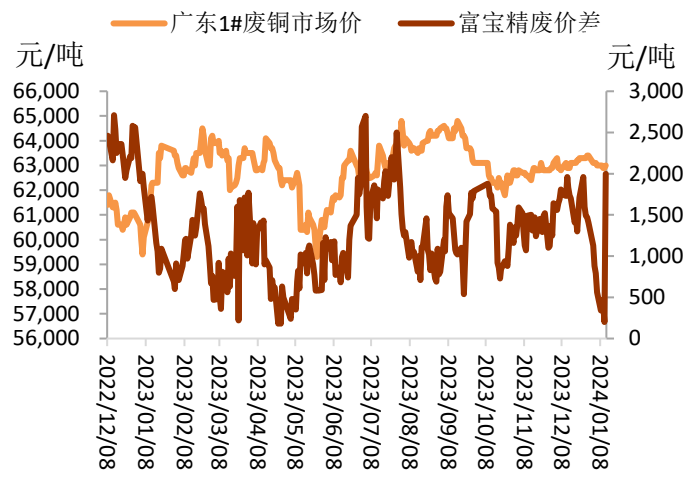


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势



图表8 精废铜价差走势

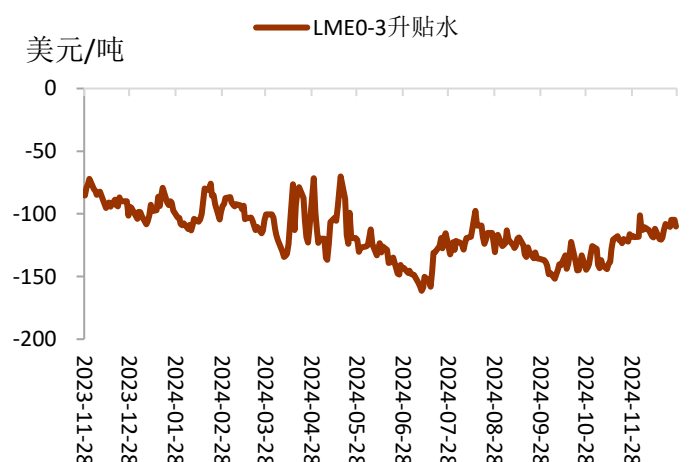


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势



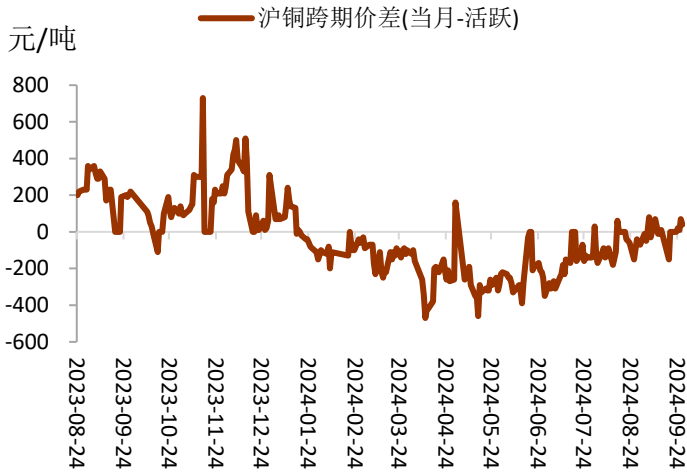
图表10 LME 铜升贴水走势



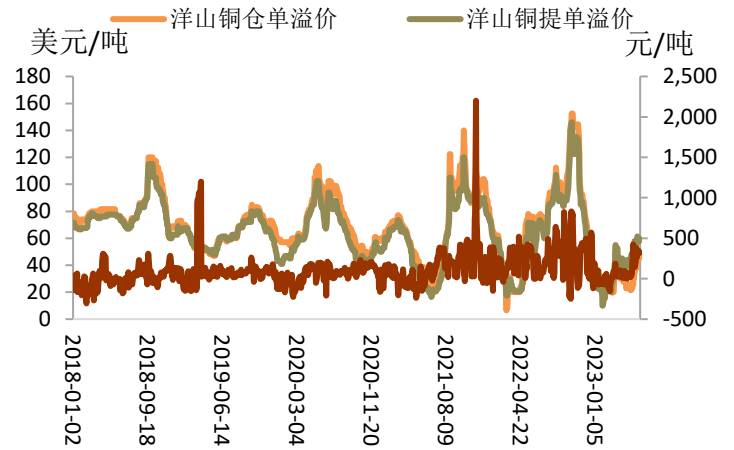
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图表 11 沪铜跨期价差走势

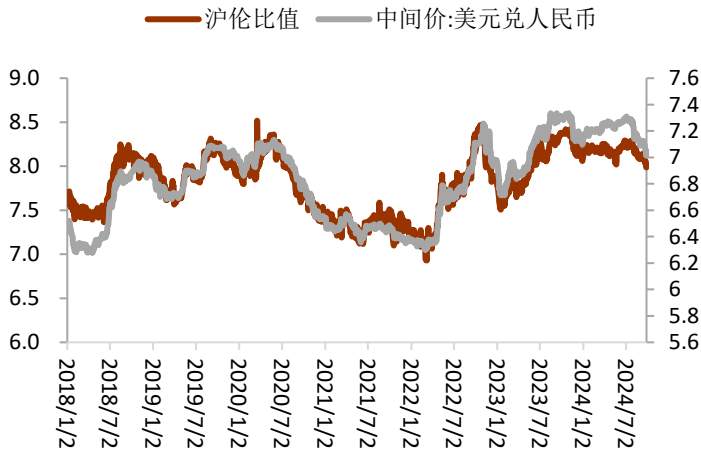


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

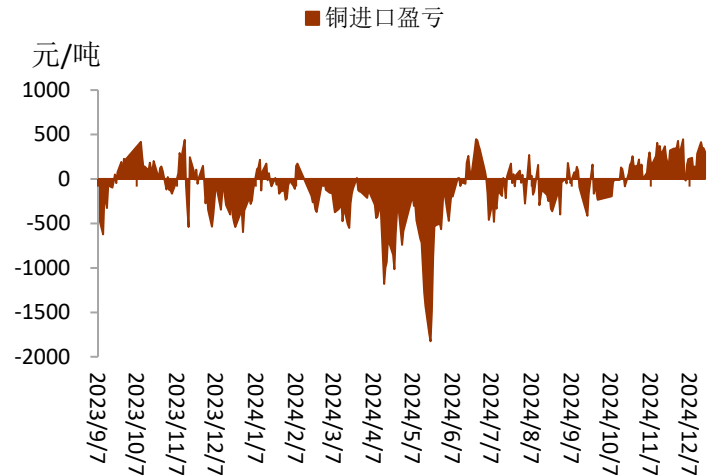


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势



图表 14 铜进口盈亏走势

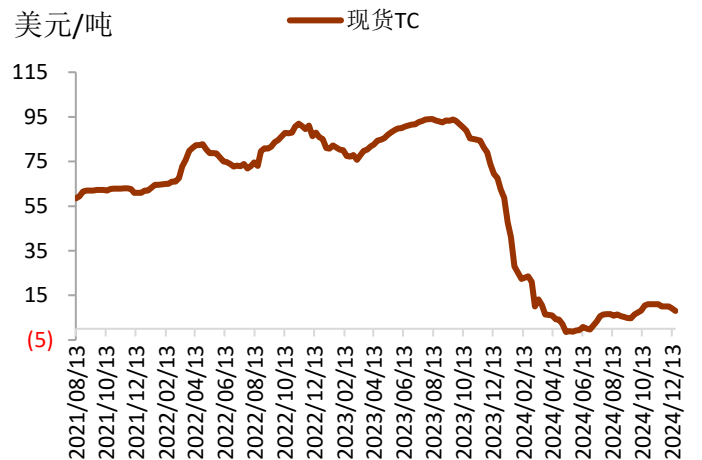


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

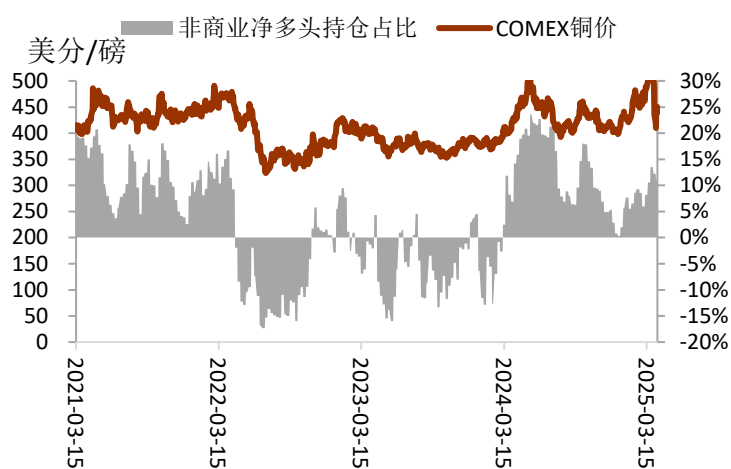


图表 16 铜精矿现货 TC

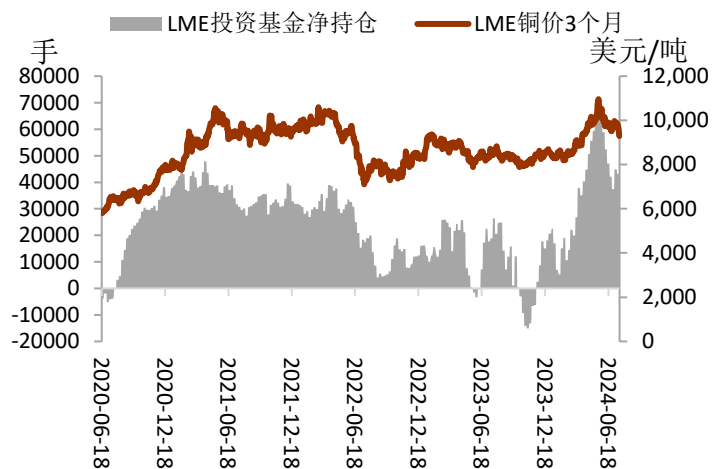


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。