



2025 年 11 月 3 日

鲍威尔立场偏鹰，铜价高位回落

核心观点及策略

- 上周铜价高位回落，中美双方就各项经贸问题达成重要共识，但由于美联储主席谨慎表态称12月的降息并非板上钉钉，此外欧央行继续暂停降息，认为可以容忍通胀暂时小幅偏离目标，令全球央行延续宽松的路径存疑，资本市场情绪回落，但全球新兴产业包括AI，6G和机器人等领域飞速发展的背景下为铜的需求前景提供了广阔的空间，因此中期铜价仍有上行空间。基本面来看，海外中断矿山复产缓慢，国内精铜产量逐月递减，非美地区的社会库存偏低，近月盘面回归平水。
- 整体来看，中美达成重要经贸共识令市场风险偏好回升，但美联储主席鲍威尔在兑现降息预期后释放鹰派言论令市场转为谨慎，好在全球新兴市场飞速发展下为铜消费提供了广阔的空间；基本面上，海外中断矿山复产缓慢，国内精铜产量逐月递减，非美地区的社会库存偏低，传统行业难以提供有效需求增量，但新兴产业增速较快，基本面的强预期带动铜价重心持续上移，预计短期铜价将在调整后重新回归上行趋势。
- 风险因素：美国降息节奏放缓，全球制造业复苏受阻

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 31 日	10 月 24 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	10891.50	10947.00	-55.50	-0.51%	美元/吨
COMEX 铜	511.4	511.75	-0.35	-0.07%	美分/磅
SHFE 铜	87010.00	87720.00	-710.00	-0.81%	元/吨
国际铜	77460.00	78160.00	-700.00	-0.90%	元/吨
沪伦比值	7.99	8.01	-0.02		
LME 现货升贴水	-14.44	-25.97	11.53	-44.40%	美元/吨
上海现货升贴水	0	10	-10		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 31 日	10 月 24 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	134625	136350	-1725	-1.27%	吨
COMEX 库存	355660	347961	7699	2.21%	短吨
SHFE 库存	116122	104774	11348	10.83%	吨
上海保税区库存	106700	110200	-3500	-3.18%	吨
总库存	713107	699285	13822	1.98%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价高位回落，中美双方就各项经贸问题达成重要共识，但由于美联储主席谨慎表态称 12 月的降息并非板上钉钉，此外欧央行继续暂停降息，认为可以容忍通胀暂时小幅偏离目标，令全球央行延续宽松的路径存疑，资本市场情绪回落，但全球新兴产业包括 AI，6G 和机器人等领域飞速发展的背景下为铜的需求前景提供了广阔的空间，因此中期铜价仍有上行空间。基本面来看，海外中断矿山复产缓慢，国内精铜产量逐月递减，非美地区的社会库存偏低，近月盘面回归平水。

库存方面：截至 10 月 31 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计升至 71.3 万吨，全球库存继续上升。其中 LME 铜库存减少 0.17 万吨，注销仓单比例升至 9.95%；上期所库存增加 1.13 万吨；上海保税区库存减少 0.35 万吨，上周洋山铜仓单降至 40 美金，整体来看美铜库存持续上行，国内社会库存延续反弹，沪伦比值小幅下滑主因美元指数上周低位获得一定支撑。

宏观方面：中美两国领导人举行会晤，两国经贸团队就重要经贸问题达成了重要共识，其中美方将取消针对中国商品 10% 的芬太尼关税，对中国商品的 24% 对等关税将继续暂停一年，此外，美方将暂停实施其 9 月 29 日公布的出口管制 50% 穿透性规则一年。中方将暂停实施 10 月 9 日公布的相关出口管制等措施一年，并将研究细化具体方案，美方将暂停实施其对华海事、物流和造船业 301 调查措施一年，中美贸易局势得到充分缓和。欧央行第三次维持三大利率不变，政策声明表示稳健的就业市场，坚实的私营部门资产负债表以及管委会及时的降息举措都是经济韧性的主要来源，拉加德认为当前政策处于良好的位置，决策者们可以容忍通胀暂时小幅偏离目标。美联储昨夜连续第二次降息 25 个基点并宣布从 12 月开始停止 QT 计划，美联储主席鲍威尔表示不存在零风险的利率路径，而 12 月的利率下调并未板上钉钉，货币政策仍然具有适度的限制性，去年以来美联储已累计降息 150 个基点，利率现已处于许多中性利率估计的范围内，今年以来美国通胀略有升温仍然位于高位，美国政府停摆导致的经济数据缺失可能构成 12 月暂停调整利率的理由。加拿大央行如期降息 25 个基点，但已暂时本轮降息周期或接近尾声，除非与美国之间的贸易冲突对经济带来更严重的冲击。国内方面，中国 9 月规模以上工业企业利润同比大幅增长 21.4%，1—9 月份，规模以上工业企业利润同比增长 3.2%，为去年 8 月份以来各月累计最高增速。其中，电力、热力生产和供应业利润同比增长 14.4%，有色金属冶炼和压延加工业增长 14.0%，农副食品加工业增长 12.5%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 12.0%，电气机械和器材制造业增长 11.3%，通用设备制造业增长 8.4%，专用设备制造业增长 6.8%，非金属矿物制品业增长 5.1%，汽车制造业增长 3.4%，黑色金属冶炼和压延加工业同比由亏转盈，石油煤炭及其他燃料加工业同比减亏，化学原料和化学制品制造业下降 4.4%，纺织业下降 5.9%，石油和天然气开采业下降 13.3%，煤炭开采和洗选业下降 51.1%。

供需方面，印尼 Grasberg 延续停产，项目预计到 2027 年才能恢复至正常水平，巴拿马政府对 Cobre Panama 所有权归强调将隶属于国有，卡莫阿地下抽水工作正在进行中预计今年减产 10–15 万吨。精铜方面，矿端和冷料的双紧缺导致冶炼端难有充足原料投入生产，预计四季度产量将环比下降。从需求来看，电网投资招投标有所放缓，铜缆线开工率不及往年同期，空调内销市场遭遇瓶颈，房地产用铜边际拖累有所减速，传统行业未能提供旺季的有效增量；新兴产业方面，新能源汽车保持高增长，AI 算力需求推动数据中心建设进程加快，新兴市场用铜具有广阔的市场前景，国内社会库存偏低运行，基本面紧平衡叙事依旧，近月月差回归平水附近。

整体来看，中美达成重要经贸共识令市场风险偏好回升，但美联储主席鲍威尔在兑现降息预期后释放鹰派言论令市场转为谨慎，好在全球新兴市场飞速发展下为铜消费提供了广阔的空间；基本面上，海外中断矿山复产缓慢，国内精铜产量逐月递减，非美地区的社会库存偏低，传统行业难以提供有效需求增量，但新兴产业增速较快，基本面的强预期带动铜价重心持续上移，预计短期铜价将在调整后重新回归上行趋势。

三、行业要闻

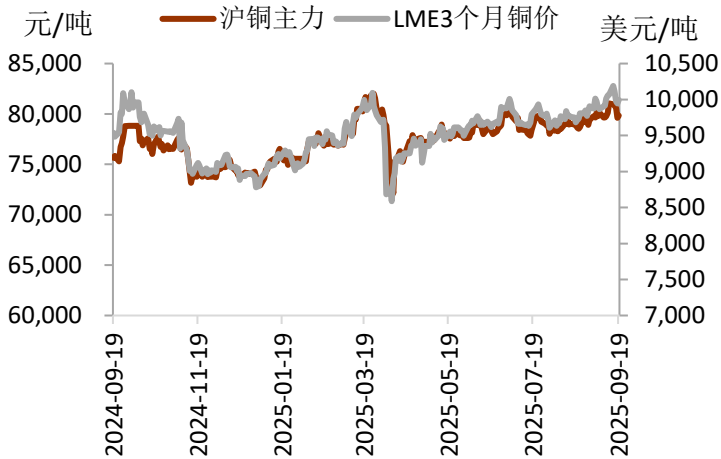
1、英美资源集团（Anglo American Plc）表示，其位于智利的旗舰 Collahuasi 铜矿正持续面临矿石品位下降问题，明年产量将受到限制，预计 2027 年才能恢复正常产出水平。英美资源集团首席运营官 Ruben Fernandes 在接受采访时表示，Collahuasi 铜矿年产量有望在 2027 年年度产量有望回升至约 60 万吨。该铜矿由英美资源与嘉能可（Glencore Plc）各持股 44%，剩余 12% 股权由三井物产（Mitsui&Co.）牵头的财团持有。产量回升的核心原因是，矿山将开采露天矿中矿石品位更高的区域，且一座新建海水淡化厂将于明年全面投产。“水资源将不再是制约因素，” Ruben Fernandes 周二在巴西 Salvador 一场会议的间隙表示，“到明年下半年末，我们将进入高品位矿石开采区，这将推动 Collahuasi 铜矿恢复常规产量。”满负荷运转状态下的 Collahuasi 铜矿，是全球最大铜矿之一，也是英美资源集团资产组合中的核心资产。该集团在最新季度更新中警告，Collahuasi 明年产量可能低于预期，这将加剧全球铜市场的供应紧张局面。受供应受阻担忧持续升温影响，铜价已于周三创下历史新高。这座铜矿也是英美资源计划与泰克资源（Teck Resources Ltd.）合并的关键所在。合并后，Collahuasi 的高品位矿石将供应给泰克资源邻近的 Quebrada Blanca 铜矿，预计每年可新增 17.5 万吨铜产量，年利润有望提升约 14 亿美元。

2、Glencore 2025 年第三季度铜产量为 23.96 万吨，环比增加 36.1%，同比减少 1%。环比增加主要是因为随着计划采矿顺序推进，Katanga（增加 2.17 万吨）、Antapaccay（增加 1.68 万吨）和 Antamina（增加 1.18 万吨）的矿石品位有所提升。2025 年前三季度铜产量累计为 58.35 万吨，同比减少 17%，主要原因在于受计划采矿顺序影响，矿石品位和回收率有所下降，进而导致输送至工厂的矿石品质变化，这使得 Collahuasi（减少 5.9 万吨）、Antamina（减少 2.34 万吨）、Antapaccay（减少 1.52 万吨）和 Katanga（减少 1.68 万吨）的产量均出现下滑。2025 年 Glencore 的铜产量指导从 85-89 万吨下调至 85-87.5 万吨，其中第四季度预计为 26.6-29.1 万吨。2025 年第三季度，Antamina 权益铜产量为 3.45 万吨，同比减少 7%，环比增加 52%。原因是 2025 年第二季度因安全问题停产，第三季度已恢复生产并逐步提升产能。前三季度，Antamina 权益铜产量累计为 9 万吨，同比减少 21%。这与预期采矿顺序一致，此阶段矿石呈现“铜品位低、锌品位高”的特点。2025 年铜产量指导为 12.6-12.9 万吨，其中第四季度预计为 3.6-3.9 万吨。预计 2025 年第四季度铜矿石品位将持续提升至 0.92%，而截至 9 月的年初至今品位为 0.81%。这一提升体现了矿石品位的提高，以及上半年实施管理层变动后运营层面的改善。2025 年第三季度，Antamina 权益铜产量为 3.45 万吨，同比减少 7%，环比增加 52%。原因是 2025 年第二季度因安全问题停产，第三季度已恢复生产并逐步提升产能。2025 年前三季度，Antamina 权益铜产量累计为 9 万吨，同比减少 21%。这与预期采矿顺序一致，此阶段矿石呈现“铜品位低、锌品位高”的特点。2025 年铜产量指导为 12.6-12.9 万吨，其中第四季度预计为

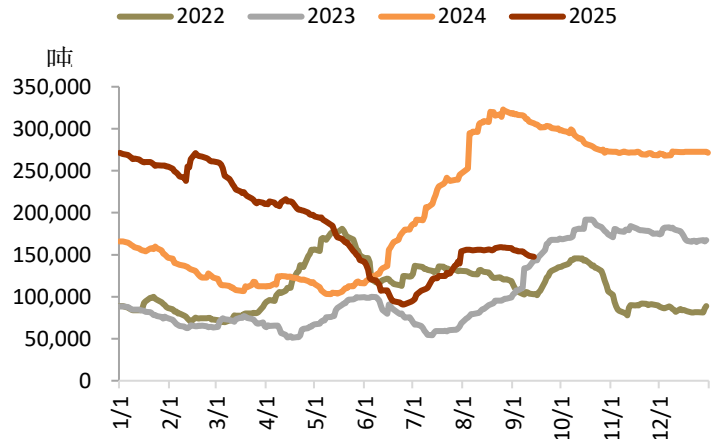
3.6-3.9 万吨。预计 2025 年第四季度铜矿石品位将持续提升至 0.92%，而截至 9 月的年初至今品位为 0.81%。这一提升体现了矿石品位的提高，以及上半年实施管理层变动后运营层面的改善。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

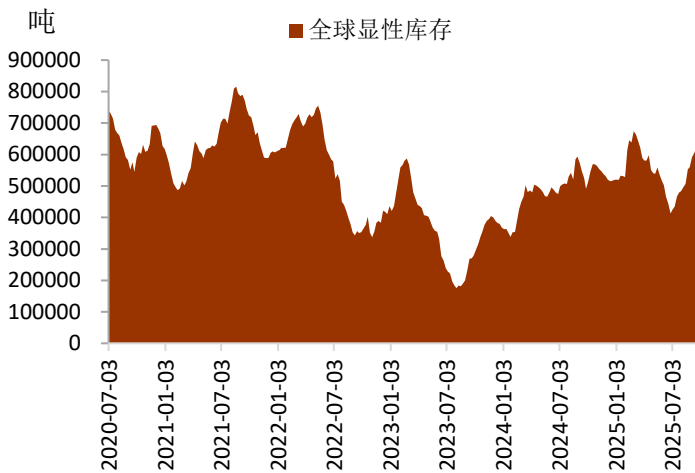


图表 2 LME 铜库存

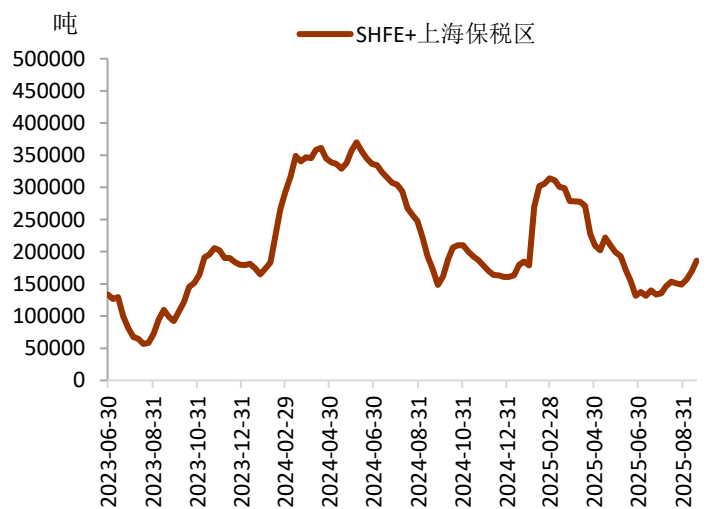


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

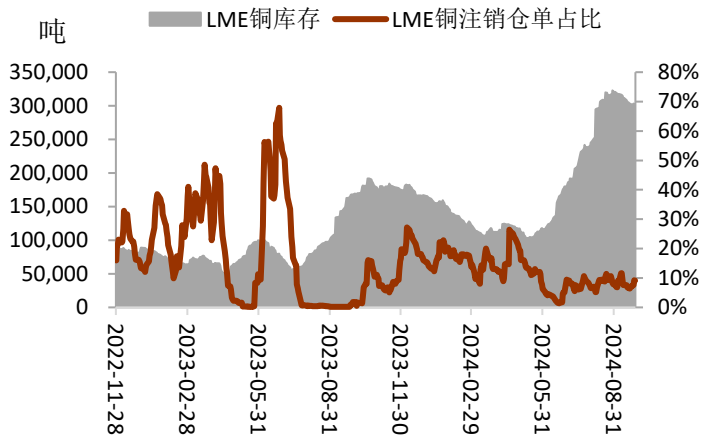


图表 4 上海交易所和保税区库存

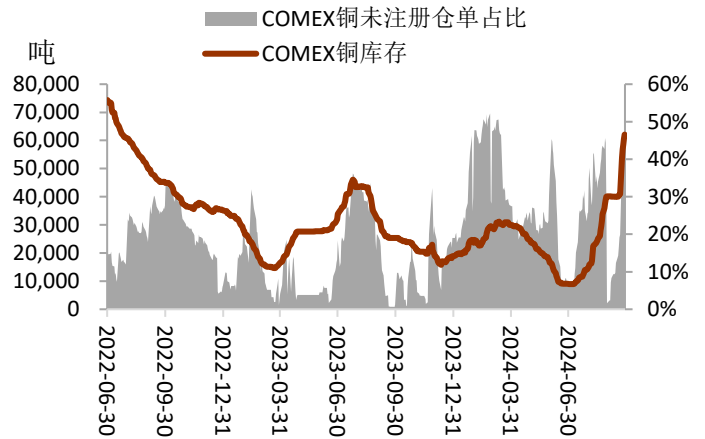


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

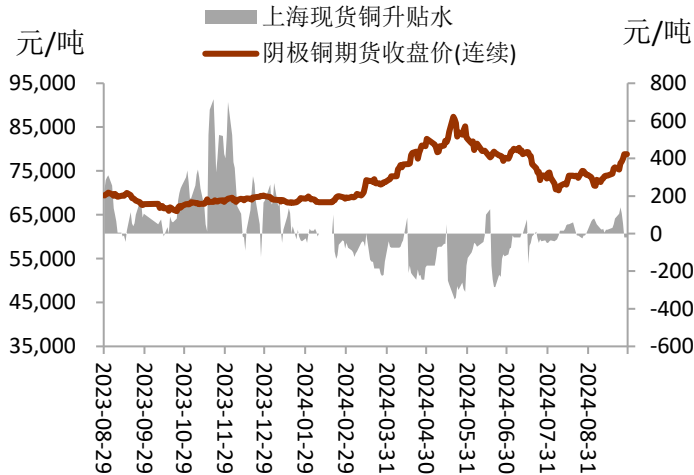


图表6 COMEX 库存和注销仓单

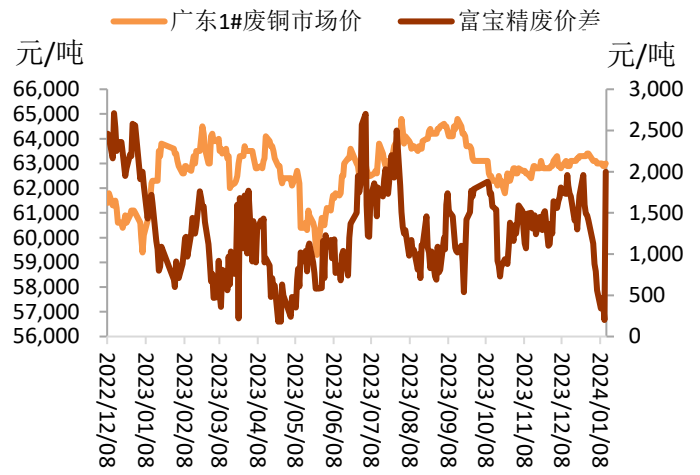


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势

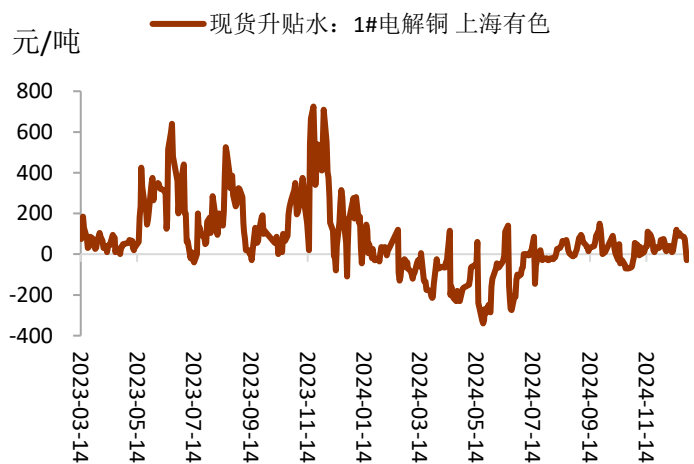


图表8 精废铜价差走势

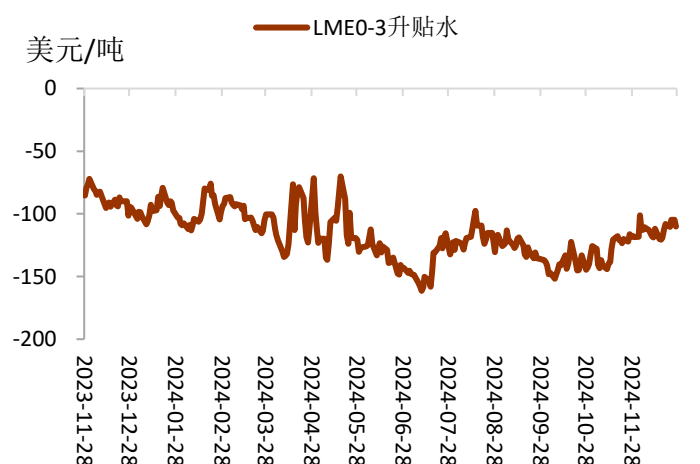


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势

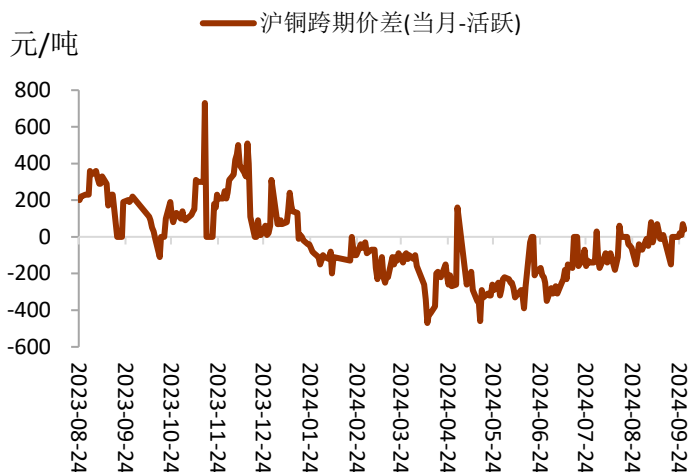


图表10 LME 铜升贴水走势

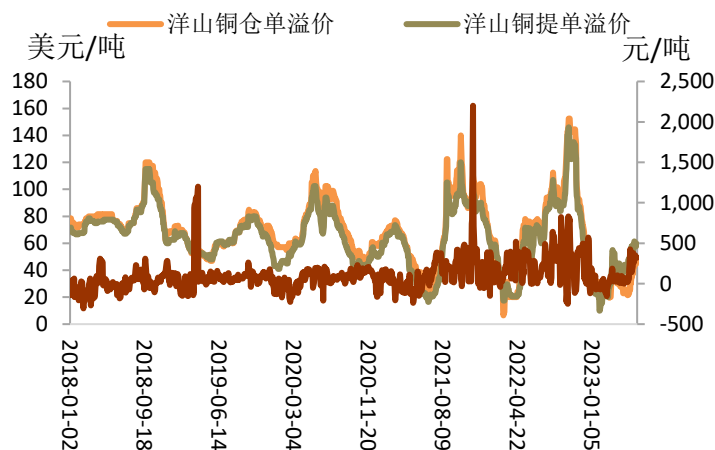


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

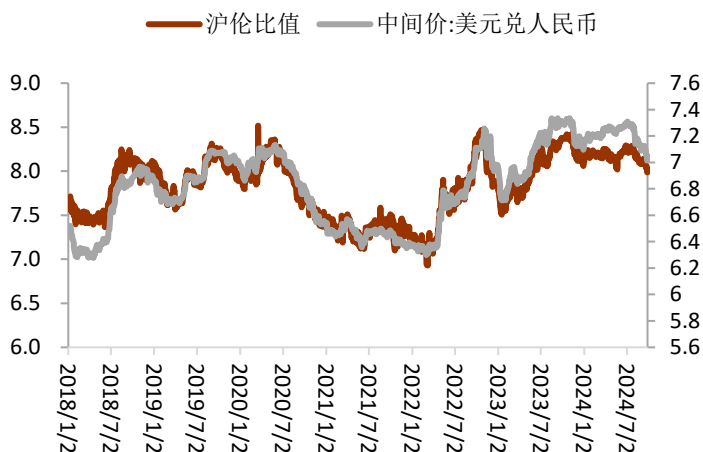


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

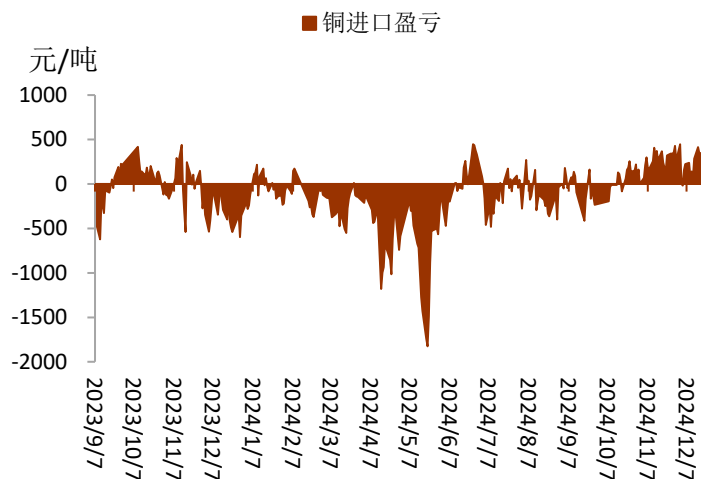


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势



图表 14 铜进口盈亏走势

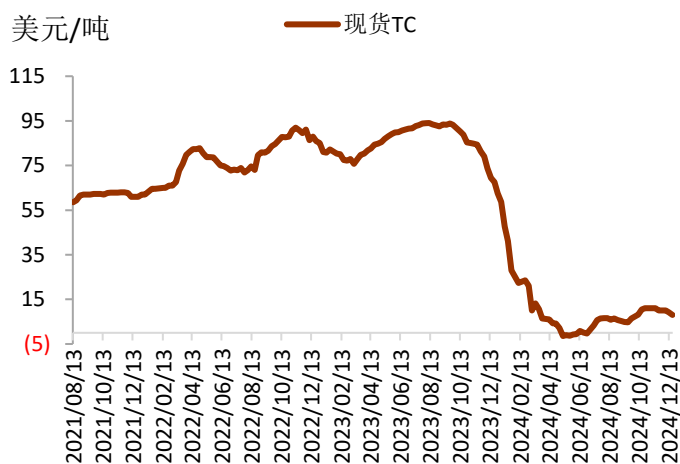


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

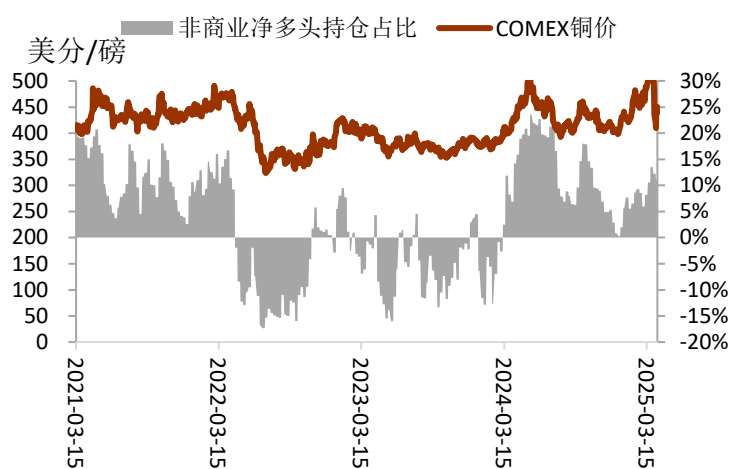


图表 16 铜精矿现货 TC

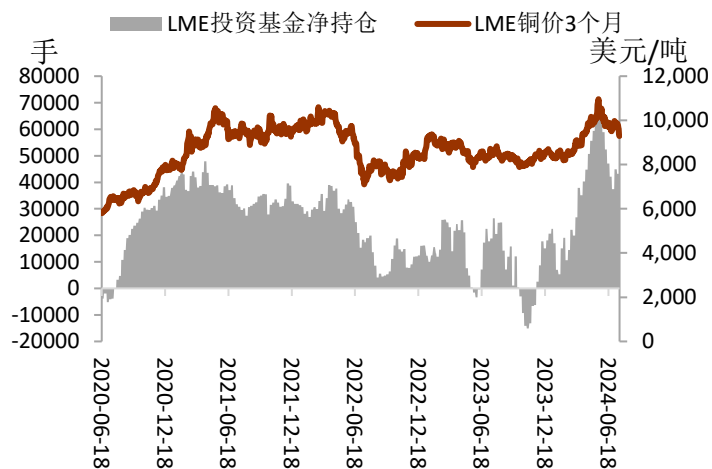


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。