



2025 年 11 月 5 日

年底降息存疑，铜价下寻支撑

核心观点及策略

- 宏观方面，10月如期降息后美联储内部分歧加大，在政府停摆追平历史记录并缺少关键数据指引的背景下多位官员对12月降息转向谨慎立场，美元指数反弹令金属市场承压，此外市场担忧美国四季度经济增速放缓导致的衰退预期；国内方面，“十五五”围绕高质量发展方向，深入实施“人工智能+”行动，加强人工智能顶层设计和体系化部署，我国经济长期向好的势头并未改变。
- 基本面来看，今年全球精矿供应增速或不足1%，全球精铜产能增长遇瓶颈，国内产量逐月下滑，进口量有所回升；消费端，10月传统产业旺季不旺，新兴产业尤其是数据中心用铜提供广阔的增量空间，国内库存持续反弹，全球库存继续上行。
- 整体来看，在美国政府长时间停摆缺乏关键数据指引下，美联储双重风险的平衡再次遭遇挑战，市场开始交易美国经济四季度的衰退预期，中国四中全会强调高质量发展路径，反内卷政策仍在逐步落实推进。基本面矿端紧缺格局难解，国内精铜产量下滑，高铜价抑制部分传统终端消费，但成本端的强支撑仍在，预计11月铜价将在调整后重新企稳回升，整体表现为先抑后扬的节奏。
- 风险点：联储12月暂停降息，美国经济现衰退迹象

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

目录

一、2025 年 10 月铜行情回顾	4
二、宏观经济分析	6
1、中美经贸谈判达成阶段性共识，美联储降息后鲍威尔又放鹰	6
2、美国服务业略显疲软，欧元区三季度 GDP 增速超预期	6
3、四中全会围绕高质量发展，深入实施“人工智能+”行动	7
三、基本面分析	8
1、全球中断矿山复产缓慢，主流矿企三季度增产不及预期	8
2、全球中断矿山复产缓慢，主流矿企三季度增产不及预期	11
3、精铜进口量持续恢复，废铜进口总体平稳	14
4、北美地区库存高位增加，国内社库低位反弹	15
5、传统行业旺季不旺，新兴产业发展势头迅猛	17
四、行情展望	22

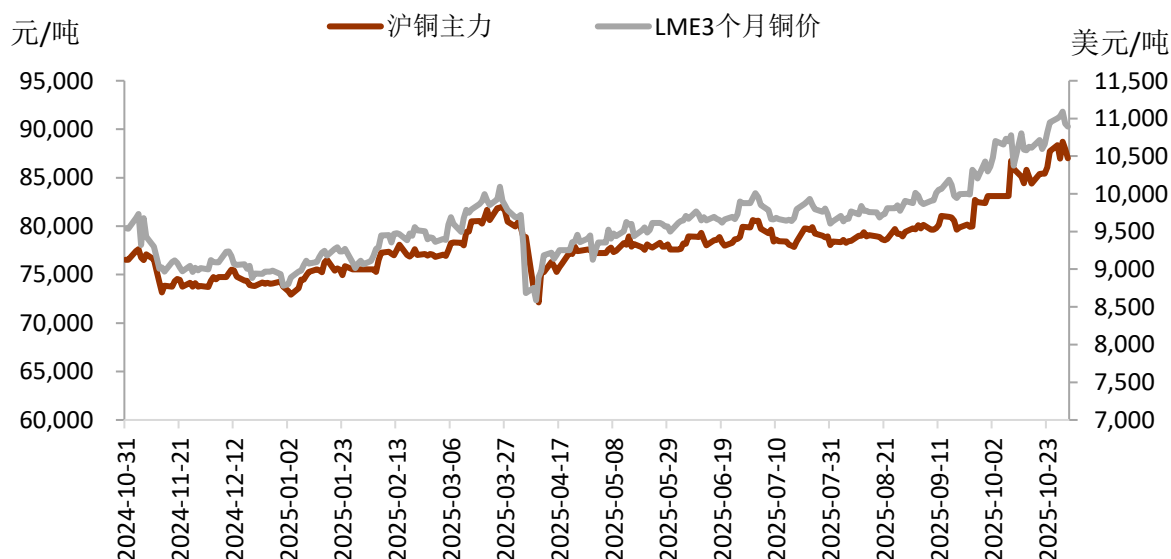
图表目录

图表 1 铜期货价格走势	4
图表 2 上海现货铜升贴水走势	5
图表 3 发达国家 GDP 增速	8
图表 4 美欧制造业 PMI	8
图表 5 中国 GDP 增速	8
图表 6 中国 PMI 指数	8
图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势	12
图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化	12
图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化	12
图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势	13
图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势	13
图表 12 中国铜材产量及增速变化	13
图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化	13
图表 14 中国精炼铜产量变化	13
图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化	13
图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化	14
图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化	14
图表 18 中国废铜进口单月变化	15
图表 19 中国废铜进口累计变化	15
图表 21 LME 铜库存	16
图表 22 SHFE 和保税区库存走势	16
图表 23 全球显性库存	16
图表 24 COMEX 美铜库存	16
图表 23 电源投资完成额变化	20
图表 24 电网投资完成额变化	20
图表 25 房地产开发投资增速变化	21
图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化	21
图表 27 空调产量增速变化	21
图表 28 家用空调库存变化	21
图表 29 汽车销量变化	21
图表 30 新能源汽车产量及销量变化	21

一、2025 年 10 月铜行情回顾

2025 年 10 月，铜价整体呈震荡上行走势，伦铜从月初的最低 10263 美元一线逐步震荡走高至 11200 美金一线再创历史新高，沪铜从 84600 持续上行至 89200 一线附近，整体价格重心仍在持续抬升之中。一方面，美联储 10 月如期降息，但鲍威尔会后表态 12 月的降息并非板上钉钉，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。而欧央行继续暂停降息，拉加德表示可以容忍通胀暂时小幅偏离目标；另一方面，印尼 Grasberg 铜矿至今仍未重启，卡莫阿复产进程缓慢，海外主流矿企三季度增产均不及预期，预计今明两年全球铜精矿供应将维持低增速，现货 TC 维持-40 美金开外，国内精铜四季度产量环比下滑，矿端紧缺正逐步向冶炼端传导并不断对铜价提供成本项支撑，中美双方会晤并取得积极进展，宏观情绪的回暖为铜价上行提供了良好的环境，我们认为短期铜价或面临一定回调但中期向上趋势依然难改。截至 10 月 31 日，伦铜报收于 10901.5 美元/吨，月度涨幅为 5.8%；沪铜报收于 87010 元/吨，月度涨幅为 4.7%。10 月人民币汇率小幅升值主因美联储 10 月如期降息且美国政府停摆持续时间较长削弱美元指数低位，沪伦比值截止月末降至 7.98，铜市场则整体表现为外强内弱。

图表 1 铜期货价格走势



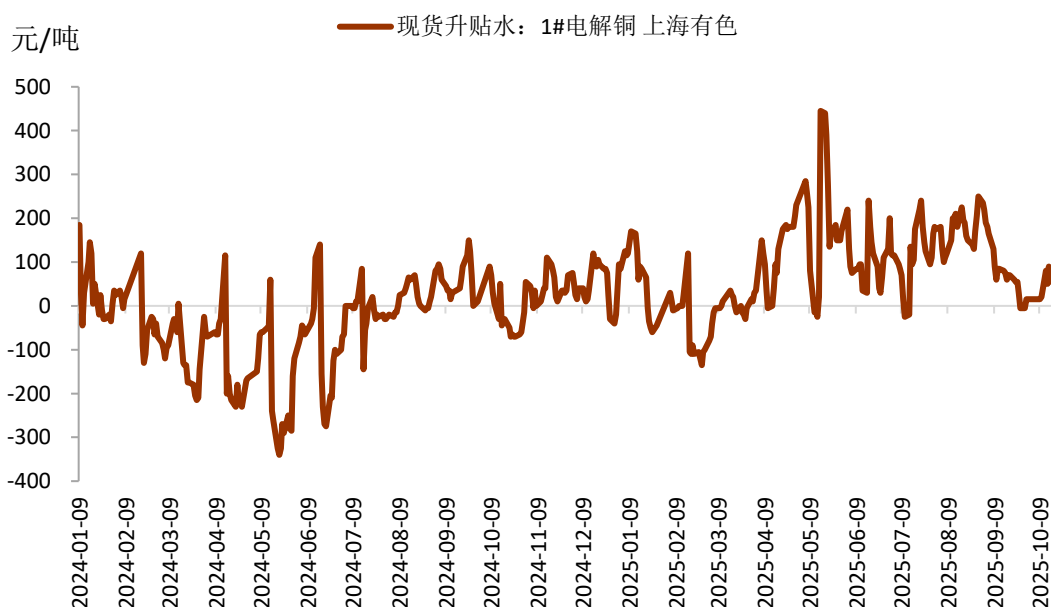
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

10 月以来，国内精铜终端消费保持一定韧性，但铜价再创新高后下游企业需要一定的时间进行消化呈现出一定的观望情绪，铜缆线企业开工率低于往年同期水平总体表

敬请参阅最后一页免责声明

现为旺季难旺，电网投资项目招投标进度放缓，而工程和地产类线缆订单和轨道交通类难以提供持续增量，房地产类订单表现低迷，主因二季度以来地产竣工难有起色；空调三季度排产出现减速，铜板带应用于新能源行业的汽车连接器需求良好，但在光伏焊带和通讯领域订单的增量则十分有限，反观电子铜箔市场则因在 PCB 领域表现出强劲增长势头的背景下得到了需求层面的大幅提振，且锂电铜箔的市场规模因新能源汽车市场的较快发展而逐年递增。10 月社会库存小幅回升至 17 万吨上方，现货升贴水从月初的升水逐步回落至月末的小幅贴水，整体运行区间在-60~+90 元/吨之间。截止 10 月底，华东 8mmT1 电缆线杆加工费降至 300-450 元/吨，高点较上月继续下降 50 元/吨，主因国内铜价涨幅较大后终端线缆企业观望氛围浓厚，而初端加工又主动压缩库存应对价格上行的风险；从近月盘面结构来看，当月和次月又从小 C 结构转向平水整体波动有限，主因库存低位出现反弹且远月需求预期存在不确定性，南美货源逐步回流我国境内，进口量的增加逐渐传导至库存端，目前上海保税区的库存已突破 10 万吨，但因国内产量边际下滑，总体仍然处于紧平衡的现实之中。整体预计 11 月传统行业消费将小幅降温，新兴产业除风光用铜外仍然保持较快增长，AI 算力需求带来的数据中心的快速布局将为铜未来需求前景提供巨大的增长空间，预计内贸铜升水整体重心将延续窄幅波动，目前终端消费市场和资本市场对铜价短期走势仍有分歧，预计整体消费端将等待铜价调整后逐步寻求阶段性补库的良机。

图表 2 上海现货铜升贴水走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、宏观经济分析

1、中美经贸谈判达成阶段性共识，美联储降息后鲍威尔又放鹰

中美元首于 10 月下旬在韩国釜山举行会晤，双方就关心的经贸问题达成了阶段性的共识。其中，美方取消对中国加征的 10% 的芬太尼关税，对中国加征的 24% 对等关税继续暂停一年；美方暂停实施 9 月 29 日公布的出口管制 50% 的穿透性规则一年，中方暂停实施 10 月 9 日公布的稀土出口管制等措施一年；此外，美方暂停实施对华海事、物流和造船业 301 调查措施一年，中方相应暂停反制措施一年。此外，双方还就芬太尼禁毒合作、扩大农产品贸易、相关企业个案处理等问题达成共识，并将妥善解决 TikTok 相关问题。芬太尼关税的下调将有助于降低双边的贸易成本，提振我国出口并强化人民币升值。中美贸易摩擦的缓和将提振全球经济增速回归合理区间，中美经贸关系的趋于稳定将有效缓和市场对宏观氛围的担忧情绪，提振资本市场风险偏好。

美国政府停摆已进入历史性的第六周，刷新了 2018 底至 2019 年最长 35 天的纪录。根据美国国会预算办公室的最新评估，今年政府停摆造成的经济损失已达 180 亿美元，其中第四季度的实际 GDP 增速将比此前预期的低 1.5%，相当于 280 亿美元的经济损失。鲍威尔在 10 月如期降息后意外放鹰，表示不存在零风险的利率路径，而美联储 12 月的利率下调并非板上钉钉，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，鲍威尔此番谨慎宽松的言论似乎实在试图纠正市场降息已成定局的过度自信。但从中期的角度来看，新任美联储主席可能采取比鲍威尔更具鸽派的政策立场，我们认为全球央行仍然处于渐进式宽松的大周期中。

2、美国服务业略显疲软，欧元区三季度 GDP 增速超预期

美国 10 月 ISM 服务业 PMI 降至 50，低于前值的 52，为 2020 年以来的最低记录，分项数据中新订单指数大幅降至 50.4（环比-5.6%），表明新增订单几乎没有增长，商业活动指数自 2020 年以来首次回归萎缩区间，环比降幅超过 5%，就业指数连续四个月萎缩，企业需要更强劲的销售订单来鼓励其扩大招聘规模，支付价格指数升至 69.4，为三年以来的最高水平。而由于一个月前的订单激增，9 月的交货时间也有所延长，供应商交付指数增加 2.3%，达到了 2 月以来的最高水平，整体来看作为美国经济最大组成部分的服务行业表现令人失望，而制造业 PMI 又已连续 7 个月位于收缩区间，美国四季度经济基本面面临不小的向下压力，由于美国政府停摆导致核心经济数据推迟公布，决策者们只能通过 ISM 等私营机构的调查数据作为佐证和判断依据来了解总体经济和市场

情况。

欧元区三季度 GDP 环比增长 0.2% 超出预期, 其中法国三季度经济增速环比增长 0.5%, 创下三年新高但德国经济则陷入停滞, 而葡萄牙成为欧元区表现最佳的经济体, 三季度 GDP 增速环比达 0.8%, 得益于强劲的国内需求和旅游业的支撑。德国经济在三季度意外放缓的原因主要为出口下降和制造业订单的小幅下滑, 而在美国实施对等关税后这一现象愈发明显, 从整体欧元区来看, 服务业表现保持相对稳定, 但制造业和出口面临边际下行风险, 全球需求疲软及供应链扰动造成的导致成本持续增加, 部分阻碍企业进一步投资发展的动力。欧元行 10 月延续暂停降息后, 行长拉加德表示当前货币和经济政策处于合适的状态, 但欧央行并未宣布降息已经结束, 并未排除未来继续降息的可能性, 主因美国关税的影响可能在未来数月拖累经济增长。IMF 最新预测显示, 持续的宏观不确定性及较高的关税将拖累欧元区经济前景, 预计 2025 年欧元区 GDP 或将增长 1.2%, 2026 年增速将放缓至 1.1%, 略低于此前预期。整体来看, 欧央行在实施了一年时间累计 8 次降息后逐步放缓宽松步伐, 三大关键利率的中枢也已降至 2%, 未来下调空间可能较为有限, 预计年底前仍将维持开放式降息的政策立场之中。

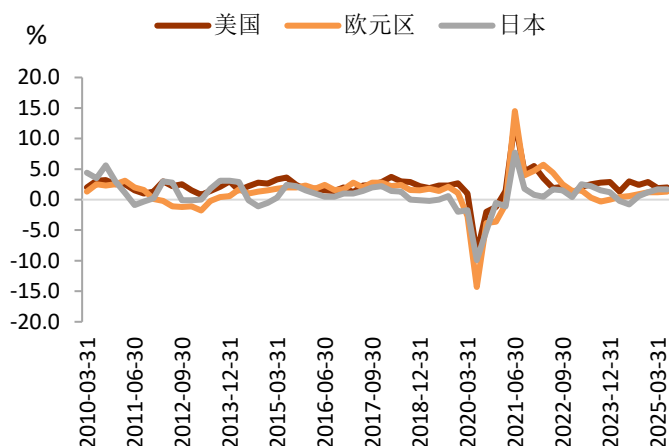
3、四中全会围绕高质量发展, 深入实施“人工智能+”行动

《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》提出“五个以”“两个推动”“一个确保”的要求, 即: 坚持以经济建设为中心, 以推动高质量发展为主题, 以改革创新为根本动力, 以满足人民日益增长的美好生活需要为根本目的, 以全面从严治党为根本保障, 推动经济实现质的有效提升和量的合理增长, 推动人的全面发展、全体人民共同富裕迈出坚实步伐, 确保基本实现社会主义现代化取得决定性进展。《建议》指出, “十五五”时期经济社会发展必须遵循六项重大原则, 即: 坚持党的全面领导、坚持人民至上、坚持高质量发展、坚持全面深化改革、坚持有效市场和有为政府相结合、坚持统筹发展和安全。

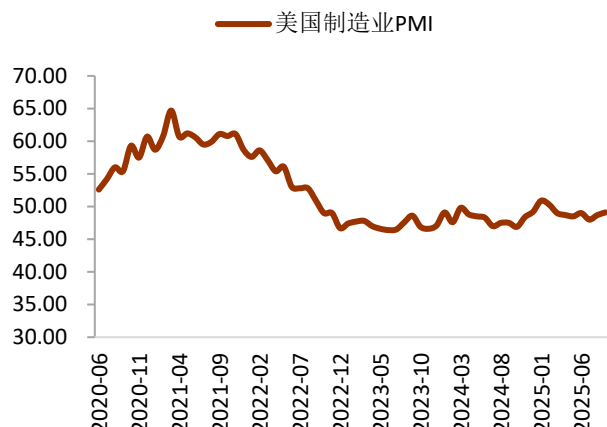
科技部强调将持续加强“十五五”人工智能顶层设计和体系化部署。一是继续加强基础研究和关键核心技术攻关, 聚力开发新的模型算法、高端算力芯片, 不断夯实人工智能发展的技术根基。二是深入实施“人工智能+”行动, 推动人工智能与科技创新、产业发展、消费提质、民生保障等深度融合。三是加强人工智能治理, 完善相关的法律法规、政策制度、应用规范、伦理准则, 不断健全治理机制。四是推动国际交流合作, 让人工智能成为造福人类的国际公共产品, 推动普惠共享。共建人工智能全球治理体系, 共同应对全球性挑战。《建议》提出打造新兴支柱产业, 加快新能源、新材料、航空航天、低空经济等战略性新兴产业集群发展, 将催生数个万亿元级甚至更大规模的市场; 《建议》还提出前瞻布局未来产业, 推动量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等成为新的经济增长点, 这些产业蓄势发力, 未来 10

年将再造一个中国高技术产业。

图表 3 发达国家 GDP 增速

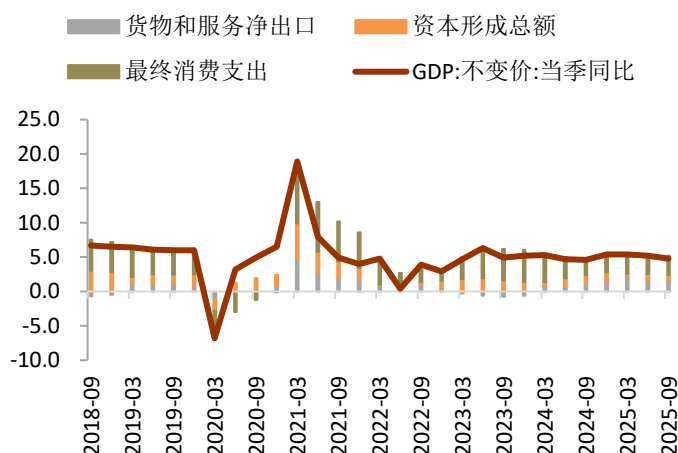


图表 4 美国制造业 PMI

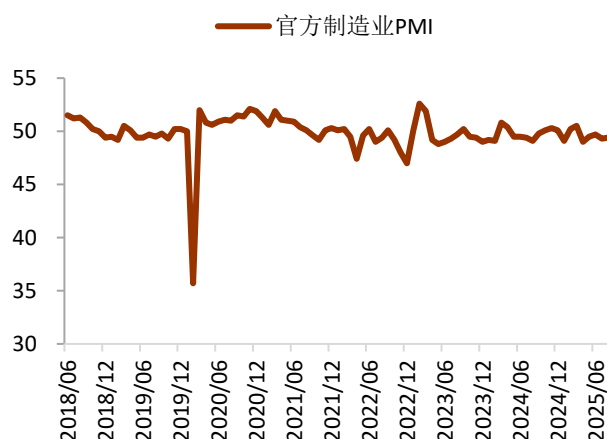


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 中国 GDP 增速



图表 6 中国 PMI 指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、基本面分析

1、全球中断矿山复产缓慢，主流矿企三季度增产不及预期

截止 10 月底铜精矿现货 TC 维持-40 美金/吨开外处于相对历史低位，全球主要中断矿山复产缓慢，预计 2025 年全球铜精矿供应增速将不到 1%，而部分主流矿企的净现金成本已跃升至 2 美元/磅以上，再创历史新高。从影响力较大的中断项目来看，巴拿马年内复产基本无望，新任政府明确该矿的资源所有权属于国有，对资源主权态度十分强硬；Codelco 旗下位于智利的特尼恩特项目因坍塌事故导致停产，自由港旗下的印尼

Grasberg 铜金矿因突发泥石流事故导致生产全面停滞，四季度产量可忽略不计，预计直至 2027 年才能恢复至正常水平。卡莫阿地下抽水工程进入第二阶段但仍预计年内损失产量将达 10-15 万吨。部分主流矿企已大幅下调今明两年的产量预期，2025 年产量指引的中位数同比仅增 0.9%，其中 26 家主流矿企中有 8 家的产量指引中位数低于去年产量，总体来看，全球矿端供应扰动愈演愈烈，市场对中期供应短缺的担忧情绪持续升温。

嘉能可今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。

第一量子三季度铜产量仅为 10.46 万吨，环比+15%，同比-9.9%。其中 Cobre Panama 铜矿继续停产，巴拿马政府批准了保护和安全管理计划，该计划允许在现场开展全面的维护与安全管理活动及相关环境措施、出口铜精矿库存并重新启动该项目的发电厂。巴拿马财政部长在接受采访时表示，该国要求重启价值 100 亿美元的 Cobre Panama 铜矿的任何协议，都必须明确规定巴拿马是该土地及资源的所有者，对项目所有权隶属于国有的立场十分强硬。旗下位于赞比亚的 Kananshi 铜矿三季度产量 4.7 万吨，环比+17%，产量增加主要是 S3 扩建项目于 8 月投产，此外目前铜 C1 现金成本为每磅 1.34 美元，由于产量增加，季度环比下降 0.13 美元，S3 扩建项目的加速推进预计将推动

2025 年第四季度铜和黄金产量提高。旗下第二座位于赞比亚的 Sentinel 铜矿第三季度产量为 5.13 万吨，环比增加 19%。环比增加得益于更高的吞吐量。由于产量增加，铜 C1 现金成本为每磅 2.53 美元，比上一季度减少 0.24 美元。2 号坑内破碎机的搬迁工作已完成，将于 2025 年第四季度投入使用，2025 年第四季度的矿石品位将相对高于第三季度。第一量子 2025 年产量指引从 38-44 万吨小幅下调至 39-41 万吨。

力拓第三季度铜产量为 20.4 万吨，同比+10%，环比-11%。其中旗下位于美国的 Kennecott 铜矿第三季度铜产量仅为 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。而冶炼厂计划为期 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 铜矿三季度铜产量达 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 Salt 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。其中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 号矿段的采矿作业。力拓维持今年铜指引产量 78-85 万吨不变。

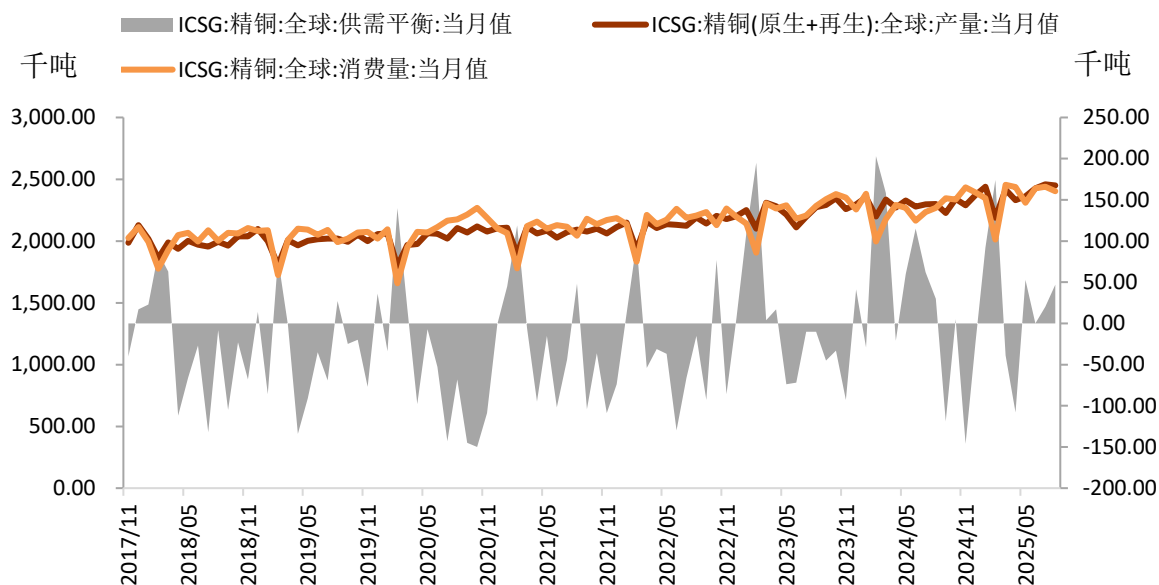
ICSG(国际铜研究小组)最新数据显示,2025 年 8 月全球精炼铜产量为 245.1 万吨，消费量为 240.4 万吨，8 月精炼铜市场供应过剩 4.7 万吨。智利统计局数据显示，智利 9 月铜产量为 45.6 万吨，同比-4.5%。秘鲁最大的铜生产商之一的南方铜业（Southern Copper）公司表示，旗下斥资 18 亿美元的 Tia Maria 矿山项目开发进度已完成 23%，并维持 2027 年投产的目标不变，该项目预计将每年生产 12 万吨阴极铜。南方铜业还在秘鲁开展着其他一些主要以铜矿开发为主的项目，这些项目处于勘探或基础工程阶段，未来十年计划的投资总额将超过 103 亿美元，其中包括 Los Chancas 和 Michiquillay 两个铜矿项目。

2、全球中断矿山复产缓慢，主流矿企三季度增产不及预期

SMM 数据显示，我国 10 月我国电解铜产量为 109.19 万吨，同比+9.66%，今年 1-10 月我国电解铜累计产量达 1115.34 万吨，同比+11.96%。10 月国内产量延续回落，主因精矿供应紧缺格局并未发生改变，而 770 号文下方并要求取消地方政府予以废铜制杆企业不合理税收优惠及财政补贴，在此背景下废铜加工企业变相负税率有所增加，江西和安徽多数企业或已失去成本优势进而停工停产，进而导致废铜供应维持趋紧状态，虽然硫酸和金银等副产品价格继续上扬，但在原本矿端资源供应并不充裕的前提下，国内炼厂原料和冷料短缺的局面难解，预计国内 10 月产量难有向上反弹的空间。

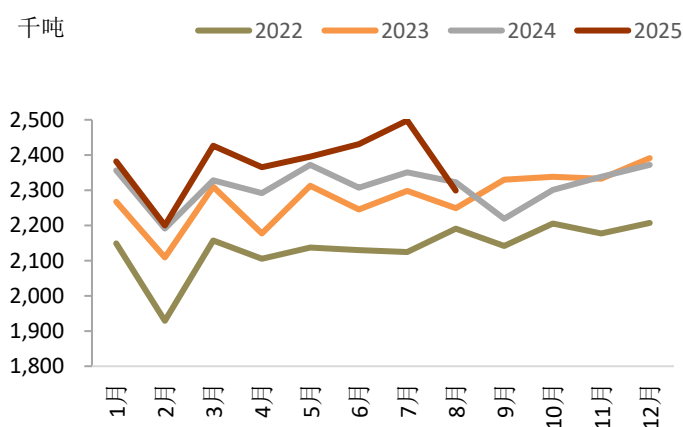
海外方面，自由港旗下的印尼 Manyar 冶炼厂 50 万吨产能于去年 10 月突发火灾导致停产，直至今年 5 月下旬才恢复运营，但由于 Grasberg 矿难后全面停产，年内将面临无料可炼的局面；PT-Amman 22 万吨冶炼厂去年年中建设完工，但爬产十分缓慢；位于印度的卡奇铜业旗下的 Adani 冶炼厂 40 万吨粗炼于三季度投产，但产量不及预期，预计今年增量仅有 5 万吨；第一季度卡莫阿的 50 万吨湿法冶炼厂已经竣工，但由于电力供应不足，爬产计划推迟三个月进行；第一量子旗下的位于赞比亚的 Kansanshi 项目的 12 万吨扩建产能计划将于今年三季度实施，但有推迟预期。整体预计 2025 年海外精铜新增冶炼产能仅为 62 万吨，但实际产出则相当有限。预计 2025 年海外精铜实际增量约为 5 万吨，其中湿法增量来自于非洲刚果的卡莫阿以及赞比亚 Kansanshi 的湿法矿业一体化项目，总计约 15 万吨。火法增量分别来自于印度 Adani 和 PT Amman 的各 5 万吨；而菲律宾 Pasar 炼厂 2 月大修关停后仍未重启，智利 Enami 和瑞典 Boliden 的停产也令今年火法增量可能几乎为零。整体上看，在全球精矿供应紧缺及冷料供应同样受到制约的背景下，11 月国内冶炼产量或将进一步下滑，海外精铜产能释放将进入慢周期。

图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

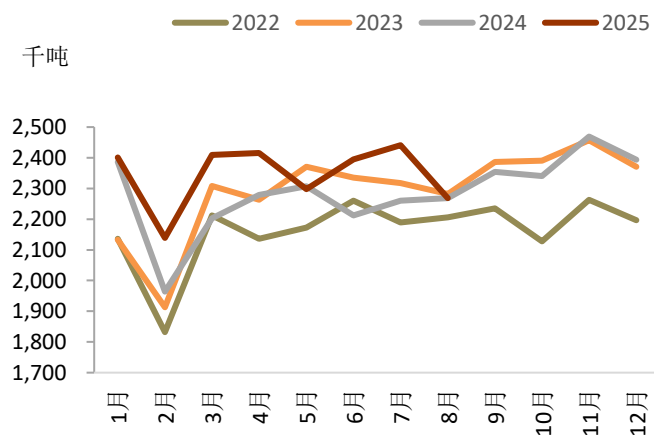


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化



图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化

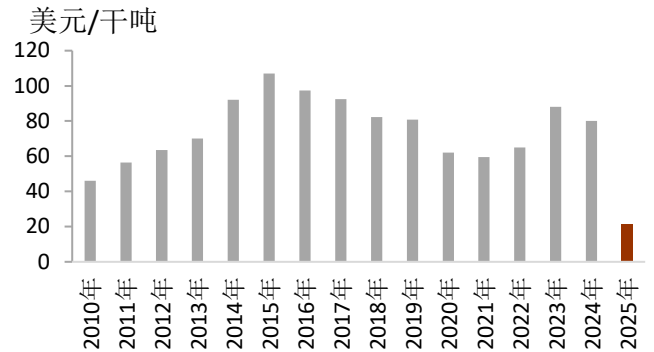


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

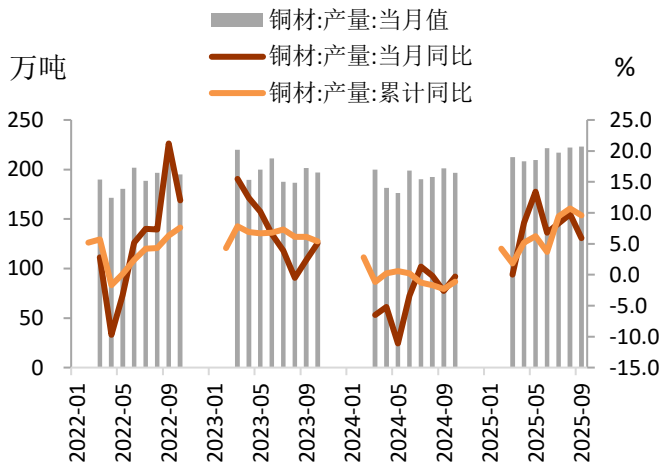


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

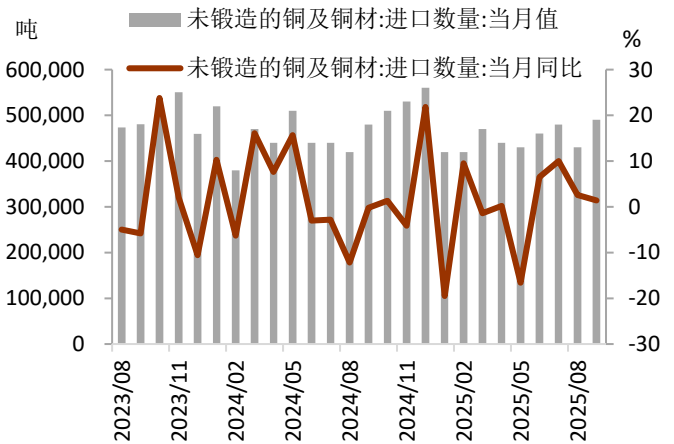


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 12 中国铜材产量及增速变化

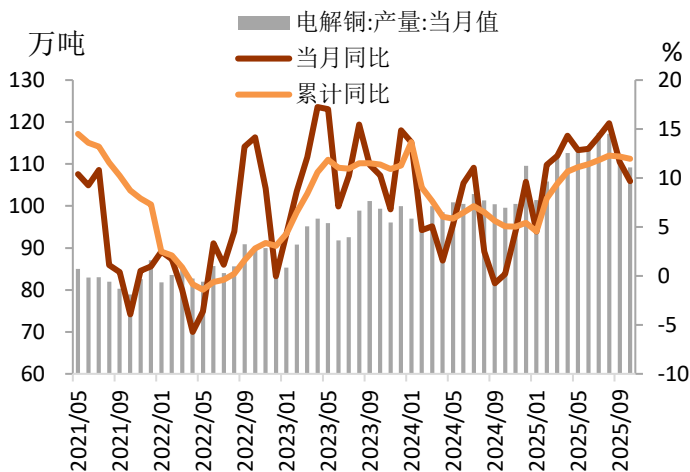


图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

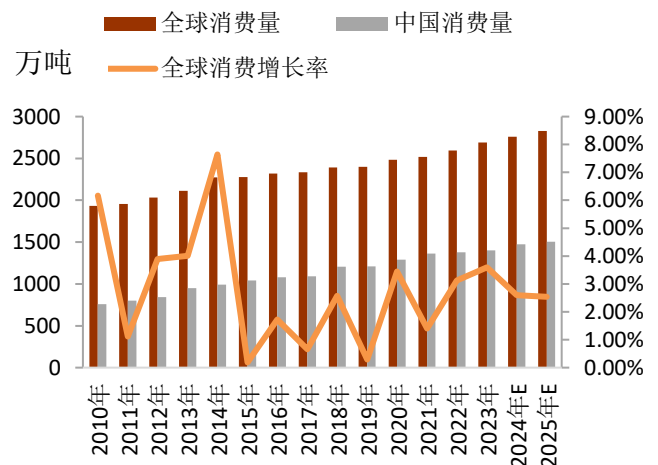


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 14 中国精炼铜产量变化



图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化

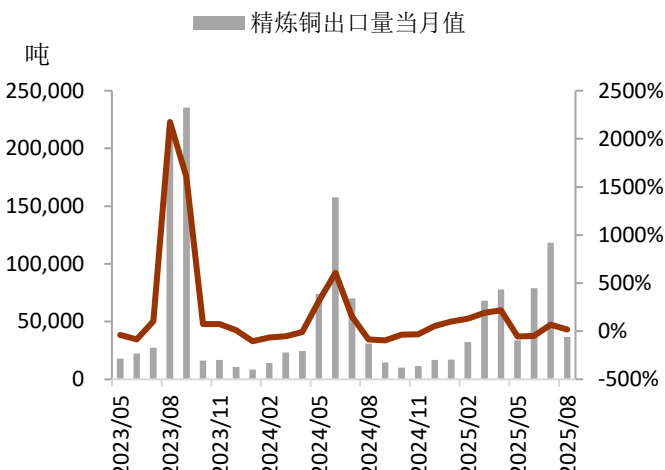


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、精铜进口量持续恢复，废铜进口总体平稳

海关数据统计，今年 1-9 月我国未锻造铜及铜材累计进口量为 402 万吨，同比-1.7%；1-9 月铜矿砂及精矿进口量为 2266.67 万吨，同比+7.82%；1-9 月精炼铜进口量达 253.7 万吨，同比收窄至-4.1%，其中 9 月进口量快速恢复至 33.2 万吨，同比+2.9%，进口量回升主因非洲地区湿法货源到货量大幅增加，预计 10 月进口货稍有回落主要受到坦桑尼亚选举引发动荡后，导致一处关键出口 Dar es Salaam 港口临时关闭，令德班港等其他港口的拥堵程度增加，非洲铜运往中国的运输将受到一定干扰。海外来看，10 月美铜库存高位持续增加，出口套利并开启情况下美铜仍未见明显回流迹象。

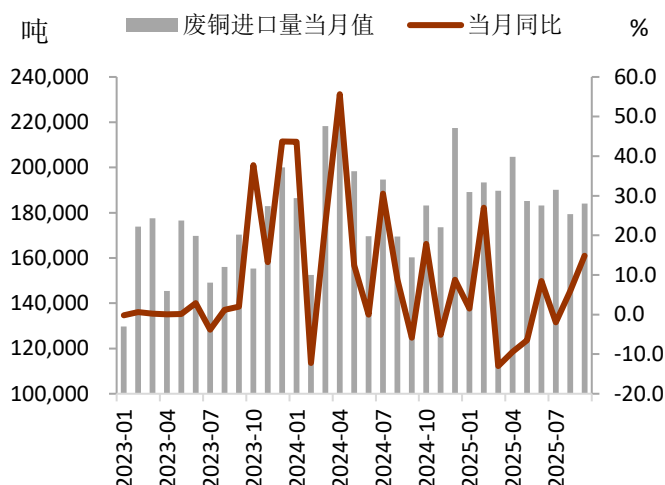
10 月洋山铜提单溢价继续回落至 50 美金/吨下方，进口窗口仍未有效开启，剔除人民币汇率因素后沪伦比值波动区间维持 1.1-1.14，主因 LME 亚洲库库存重心持续下移，但国内保税区库存持续增加并突破 10 万大关，持续到港的俄罗斯、南美和非洲刚进口货源流入保税区仓库维持了供应端的宽松，进而对洋山港仓单溢价形成一定压制，此外虽然美国对于精铜的关税政策最终并未落地，但美国商务部建议对高质量废铜进行出口许可证要求，以确保国内供应充足，此外，要求美国生产的铜输入型材料（包括精矿、哑光、阴极和阳极）的 25%必须在美国销售，并从 2027 年的 25%开始逐步提升至 2029 年的 40%。

废铜进口方面，今年 1-9 月我国废铜总进口量达 151.5 万吨，同比+0.12%，自美国废铜进口量骤降以来，我国逐步转向进口日韩泰国等东南亚国家及时填补冷料供应缺口，未来我国将继续扩大东南亚市场的废铜进口量，与此同时，我国冶炼企业将积极响应工信部今年上半年发布的《铜产业高质量实施方案》，强化再生资源回收利用，鼓励矿铜冶炼企业建立废铜资源回收利用网络，利用现有铜冶炼系统处理含铜再生资源。政策方

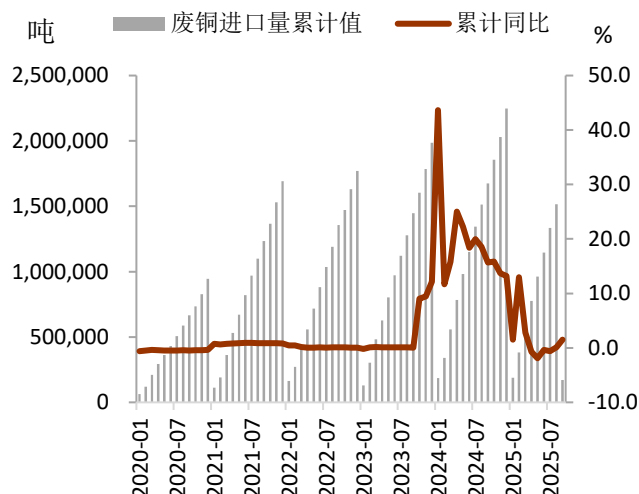
敬请参阅最后一页免责声明

面，770 号文《关于规范招商引资行为有关政策落实事项的通知》将继 783 号文后继续深化废铜行业改革，取消地方政府为招商引资中如税收返还、土地优惠和财政补贴等措施，此举一定程度上增加了废铜制杆企业的负税率，令江西和安徽多数企业失去成本优势后被迫陷入停工和减产局面，废铜供应逐步趋紧。

图表 18 中国废铜进口单月变化



图表 19 中国废铜进口累计变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、北美地区库存高位增加，国内社库低位反弹

10 月以来国内库存逐步低位反弹，整体运行区间上移至 15-20 万吨，10 月底上海保税区库存升至 10.67 万吨，上期所库存则反弹至 11.6 万吨，LME 亚洲库库存小幅降至 11.6 万吨，截止 10 月 31 日全球显库存(含上海保税区)反弹至 68.01 万吨，全球库存延续上行，主因美铜地区库存高位持续增加，国内社会库存逐步反弹至 20 万吨附近。国内来看，由于上月铜价涨幅较大，终端消费表现出旺季难旺的特征，社会库存低位持续反弹，但总体来看仍然在近几年同期处于偏低水平。在国内库存持续上升的阶段中，近月结构基本维持一定幅度的 BACK 但因 10 月下旬库存回升较快又逐步趋于平水状态，LME 的 0-3 则因 LME 库存总量持续下降，整体保持在-20 美金左右的低 BACK 水平。

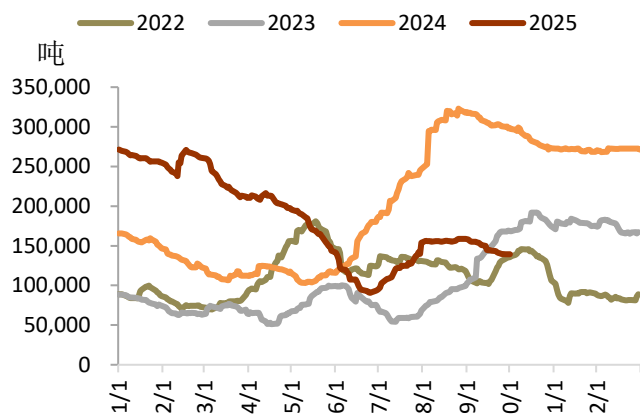
截止 10 月 31 日，LME、COMEX 和 SHFE 三大交易所的库存分别为 13.4 万吨、35.5 万吨和 11.6 万吨，总计 60.5 万吨，较上个月继续增加 4.1 万吨，LME 注销仓单比例反弹至 10%，伦铜 0-3B 结构有所收窄，LME 显性库存持续下滑，其中欧洲库存进一步降至 1.7 万吨，亚洲库存降至 11.6 万吨；而 COMEX 库存仍在高位持续攀升，主因美国重建传统制造业尤其是铜产业链的愿景较为明确，全球精铜仍在不断向北美地区转移。

截止 10 月 31 日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）升至 22.27 万吨，环比上

月大幅增加 4.47 万吨。其中 SHFE 总库存升至 11.6 万吨，月环比增加 1.8 万吨，上海保税区升至 10.67 万吨，月环比增加 2.7 万吨。上期所库存持续累增表明终端市场对高铜价存在一定抵触情绪和观望心态，线缆企业普遍对铜价较为敏感均等待逢低补库的契机，而保税区库存继续反弹主因近期非洲和南美货源的持续流入，总体上国内库存持续增加，拖累近月盘面由 B 向平水附近收敛。

总体来看，全球显性库存延续上行，国内库存继续反弹，COMEX 高位持续累增，LME 库存继续回落，全球精铜仍在逐步流向北美地区。预计 11 月全球显性库存将有所回落，我们认为全球精铜产能释放持续受到制约，而高铜价又对终端需求形成持续的抑制作用，全球库存或进入见顶回落的阶段。

图表 21 LME 铜库存

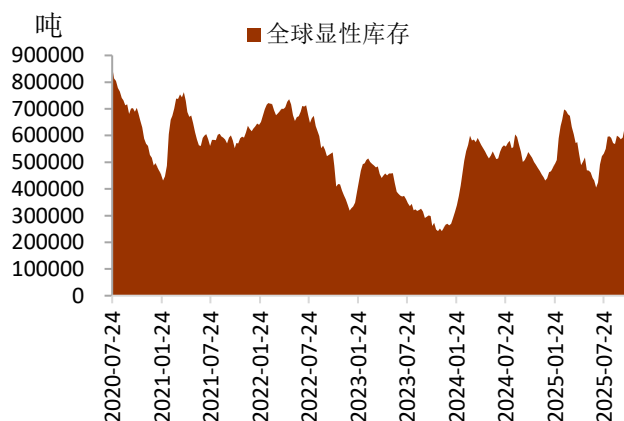


图表 22 SHFE 和保税区库存走势

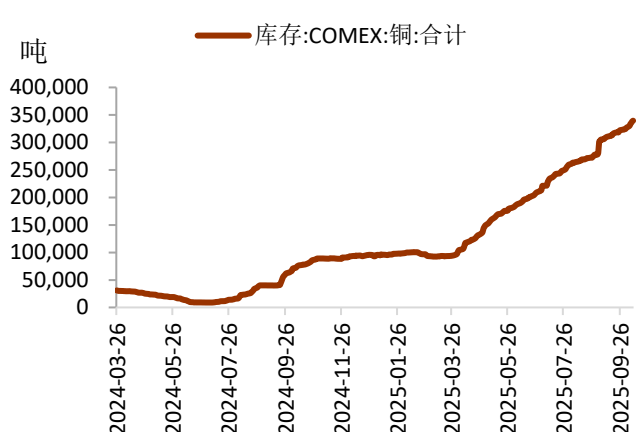


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 23 全球显性库存



图表 24 COMEX 美铜库存



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

5、传统行业旺季不旺，新兴产业发展势头迅猛

电网投资累计增速放缓，10月铜缆线企业开工率不足7成

国家能源局数据显示，2025年1-9月我国电网工程投资完成额达4378亿元，同比增长9.9%；2025年1-9月我国电源工程投资完成5987亿元，同比增长0.6%。截至9月底，全国累计发电装机容量37.2亿千瓦，同比增长17.5%。其中，太阳能发电装机容量11.3亿千瓦，同比增长45.7%；风电装机容量5.8亿千瓦，同比增长21.3%。1-9月份，全国发电设备累计平均利用2368小时，比上年同期降低251小时。

2025年国网+南网的电网投资总额计划位8000亿，同比2024年多增2200亿，今年上半年已完成计划总额的36.4%，但往往下半年为项目建设的高峰期，但由于上月铜价涨幅较大，部分电网投资招投标项目延后，三季度电网投资完成额有所下滑。2025年将开工“5直2交”特高压线路，未来的柔性直流技术将给新增线路带来重要的价值增量，IEA预计到2030年及2050年中国电网线路总长度分别增长0.15和0.31亿公里，其中配电网线路长度分别为0.12和0.28亿公里，配电网占比将分别提升至83.1%-87.9%，未来我国配电网建设的重要程度将大幅提升。10月我国铜缆线企业开工率跌至67.8%，同比-9.1%，对近年来的同期最低水平，高铜价显著拖累线缆下游订单，其中大型企业开工率已降至73%，三季度以来的高铜价令电网投资行业金九银十的消费旺季预期被证伪，在缺乏“保交楼”政策的呵护下房地产行业订单持续萎缩，而轨道交通和基建工程项目难有明显增量，预计2025年我国电网投资用铜增速将保持在2.5%-3%左右的低增速。

光伏行业进入结构性改革，风电行业增速表现低迷

根据电力企业联合会数据，1-9月我国光伏装机容量240.3GW，同比+49.4%，其中9月装机量仅为9.7GW，连续第二个月保持个位数。政策端，此前均以国有能源企业招标为主导的光伏组件及系统采购模式，助长了低价恶性竞争的风气，六部委最新召开会议强调将建立资产化的决策模式，光伏电站的投资要高度市场化，优秀供应商通过可融资性获得溢价，进而鼓励上游制造业实现高质量形成良性循环，下游能源央企也要培养资产化的思维，让光伏资产活起来。另一方面，随着光伏首批地面电站项目进入退役期，未来回收环节的重要性与日俱增，根据某咨询公司数据统计，晶体硅光伏组件中玻璃、铝及半导体材料合计占比高达92%，另含约1%的银等贵金属。若实现高比例回收，到2030年可从废弃组件中回收约145万吨碳钢、110万吨玻璃、54万吨塑料、26万吨铝、17万吨铜、5万吨硅及550吨银，原材料累计价值约77亿元，市场前景十分广阔。

2025年8月，工业和信息化部、中央社会工作部、国家发展改革委、国务院国资委、市场监管总局、国家能源局等六部门，联合召开光伏产业座谈会，进一步规范光伏产业竞争秩序。会议主要讨论四大方向，包括加强产业调控，以市场化法治化方式推动

落后产能有序退出；遏制低价无序竞争，打击低于成本价销售；规范产品质量，打击侵犯知识产权等行为；支持行业自律，发挥行业协会作用等。今年以来，有关部门还围绕新能源车、电商平台等新兴行业开启了“反内卷”行动。不同行业的内卷，表象上主要是激烈的价格战，但背后驱动的原因并不完全相同。因此，除了召开行业座谈会，深入分析各行业的差异，再对症下药同样重要。未来，需从以下几个方面入手，规范光伏产业相关市场秩序，推动行业从“规模扩张”向“质量跃升”转型。强化市场优胜劣汰机制。畅通落后低效产能退出渠道，充分利用市场化法治化手段推动落后产能有序退出，推动相对落后的 PERC（发射极和背面钝化）电池产能出清。强化光伏产业项目投资管理。支持光伏龙头企业开展“承债式”兼并重组、关停闲散产能。加强多晶硅等关键环节产能调控。

1-9 月，我国风电装机总容量为 61.1GW，同比+56.2%，我们下调全年风电装机总量预期至 70-75GW。目前陆风装机受建造和维护成本高企影响，而海风则因的投资建设周期长、成本高，且投资回报率不稳定，部分风电机受到地域条件的限制导致的发电量长期不稳定，且铝线缆在风力发电以及短距离输送场景中对铜缆线的替代性正不断加强。整体预计到今年年底前我国风电装机将维持低增速，今年风光行业用铜总量将出现 10% 左右的降幅。

房地产仍未摆脱筑底周期，70 城房价跌幅继续收窄

国家统计局数据，2025 年 1-9 月我国全国房地产开发投资总额为 67706 亿元，同比下降 13.9%，其中，住宅投资 52046 亿元，同比下降 12.9%，1—9 月份，房地产开发企业房屋施工面积 648580 万平方米，同比下降 9.4%。其中，住宅施工面积 452165 万平方米，同比下降 9.7%。房屋新开工面积 45399 万平方米，同比下降 18.9%。其中，住宅新开工面积 31129 万平方米，同比下降 15.3%。房屋竣工面积 22228 万平方米，同比下降 17.1%。其中，住宅竣工面积 19876 万平方米，同比下降 18.5%。

从价格层面来看，9 月 70 个大中型城市新建商品住宅价格指数同比下降 2.7%，70 个大中型城市二手房价格同比下降 5.2%，降幅环比收窄，主因往期基数逐步缩小，二手房因挂牌量的持续激增导致量价持续走低。政策端，一线城市方面的深圳继续放宽限购区域，最高 2 套的限购也退出历史舞台，成年单身视同家庭单位，各银行业金融机构根据深圳市市场利率定价自律机制要求和本机构经营状况、客户风险状况等因素，在利率定价机制安排方面不再区分首套住房和二套住房，合理确定每笔商业性个人住房贷款的具体利率水平。

财政端将着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。竣工端承接了 80% 的地产用铜量，由于新开工的面积长期低迷拖累竣工面积预期，短期难以看到竣工端向上修复的动力，预计今年房地产用铜的减速仍将达到 10% 以上。

空调排产量逐月递减，年底前国补政策力度有所减弱

国家统计局数据显示,2025年1-9月我国空调总产量达1.99亿台,同比增长5.8%,9月我国家用空调销量为1088.4万台,同比增长-10.24%,1-9月家用空调累计销量为1.63亿台,同比增长5.4%。截止8月底,全国家用空调工业库存为1457.4万台,环比-0.97%。我国家用空调已进入销售淡季,年底前国补政策力度呈现一定规模的减弱,难以支撑家用空调延续平稳增长的势头。

产业在线数据显示,10月家用空调内销排产量为561万台,较去年同期下降19.8%,当前厂商正在等待新一轮国补资金的到位,资金到账的节奏影响其现金流和其投入产出的计划,另一方面明年的国补政策力度和范围尚不明朗,政策衔接期可能存在一定的经营风险,进一步加剧了10月的排产压力,此外空调销售已进入冷年淡季,厂商和经销商并没有提前为双11扩大生产和备货规模,前三季度刚性需求部分已经前置兑现,反观四季度显得有些后劲不足。10月家用空调出口排产634万台,同比下降14.7%,面对复杂的国际环境,中国企业积极通过产品创新与供应链重构寻求突破,各企业展现出差异化竞争策略。2025年秋季广交会是一个重要的观察窗口:海尔推出基于AI大平台的系列产品,针对欧洲市场主打易安装、易拆卸设计以降低高昂安装成本,针对东南亚市场则强化AI功能适配;美的升级AI节能算法;格力推出超宽域运行的多联机产品在节能环保技术上持续突破。预计四季度白色家电用铜将呈现一定回落。

新能源汽车产销维持高增长

中汽协数据,今年1-9月我国新能源汽车产销分别完成1124.3万辆和1122.8万辆,同比分别增长35.2%和34.9%。其中,9月新能源汽车产销分别完成161.7万辆和160.4万辆,同比分别增长23.7%和24.6%。1-9月我国新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的46.1%,占比较高。在出口方面,1-9月我国新能源汽车出口175.8万辆,同比增长89.4%,增速再创年内新高。

今年我国消费品以旧换新政策效应逐步显现,国内油换电需求持续增长,国内自主品牌研发创新能力不断提升,造成新势力不断推出其搭载多项新技术的新车型,行业综合内卷整治治理效果初步显现,金融机构积极扶持个人贷款配合财政贴息等方案的有力出台,提振新能源汽车行业保持强劲活力。9-10月我国新能源汽车产销量增速持续维持高位,内销和出口增速表现强劲,中国造车新势力已成为全球新能源市场上的销售主力军。政策端,我国将继续积极推进《推动消费品以旧换新行动方案》,《2024-2025节能降碳行动方案》,逐步取消各地新能源汽车购买限制,落实便利新能源汽车通行,推出金融信贷支持方案,并使新能源汽车享受优惠车船税等。整体预计今年新能源汽车用铜增速仍将保持在25%以上。

AI 算力需求引爆全球数据中心用电量

据不完全统计，截止 2024 年底，全球公共数据中心数量达到 5697 个，其中 5186 个为主机托管数据中心，511 个为超大规模数据中心。从行业发展趋势来看，互联网和电商等大型企业对于超大规模和主机托管数据中心的需求日益增加，近年来亚马逊网络服务、微软 Azure 及谷歌云正持续拓展其全球数据中心的布局，预计 2025 年全球数据中心市场规模将突破 2300 亿美元，年复合增长率将超过 10%，随着全球产业数字化、云计算、AI 大模型、学习机器及物联网生态等领域的加速发展，企业及终端用户对数据处理和存储的需求正不断增加。

随着市场对 AI 算力需求的大幅提升，我们预计 2025 年全球数据中心耗电量将达到 715 太瓦时，全球数据中心的规模将达到 82GW，2026 年将进一步增长到 95GW，同比增长 16%。近年来，由于使用 AI 服务的人口基数的不断增加，单位数据中心的用铜量也在逐渐递增，预计到 2026 年将达到每吉瓦 7.1 万吨左右，将为全球带来约 105 万吨左右的用铜增量。

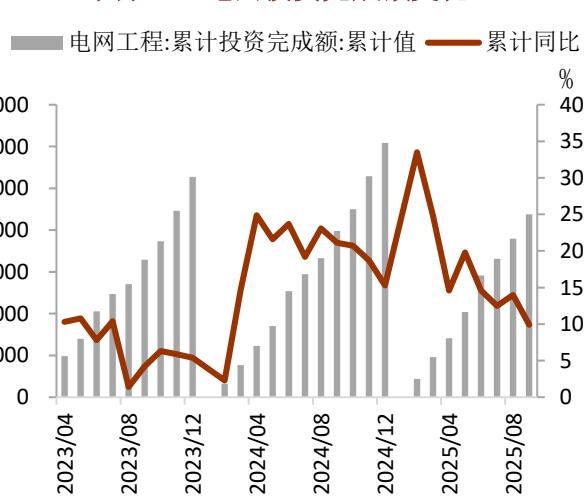
传统行业旺季表现不旺，新兴产业保持较快增长

整体需求端来看，新能源汽车产销维持高增长，数据中心用铜提供广阔的需求增量，而电网投资项目建设明显放缓，白电冷年排产逐月递减，风光装机量维持收缩区间，房地产竣工表现持续低迷，10 月我国传统行业呈现旺季难旺的特征，但新兴产业仍然维持高增长，整体仍在新旧动能周期的转换之中，预计 11 月国内精铜消费将保持较强韧性。

图表 23 电源投资完成额变化

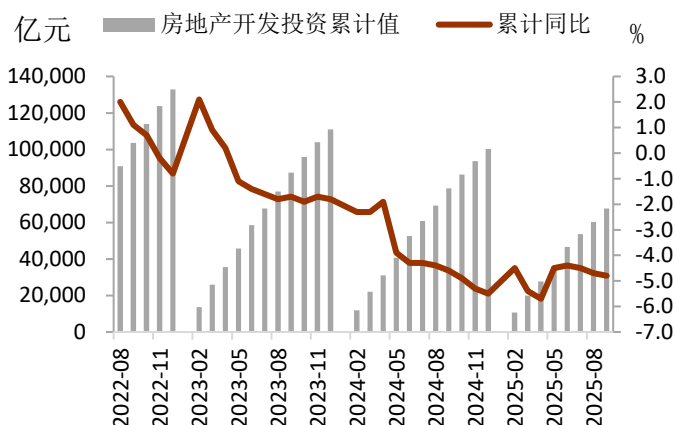


图表 24 电网投资完成额变化

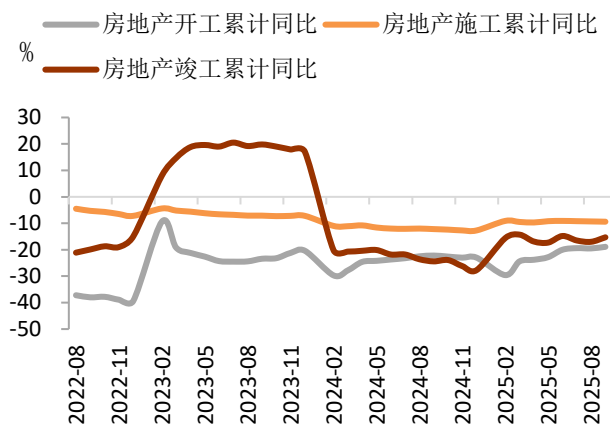


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 25 房地产开发投资增速变化

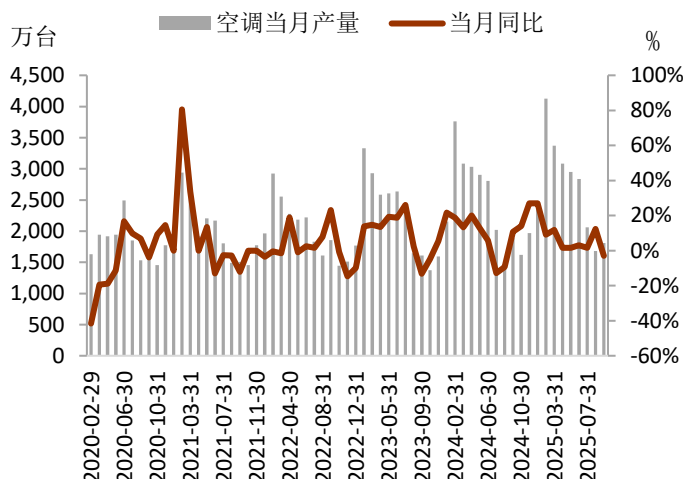


图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化

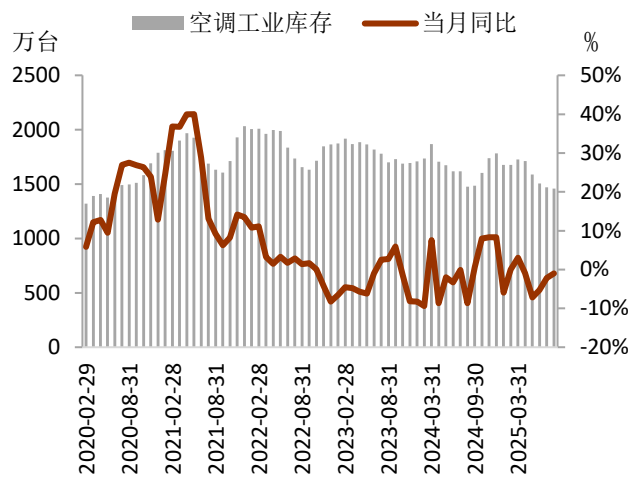


资料来源：iFinD，铜冠金源期

图表 27 空调产量增速变化

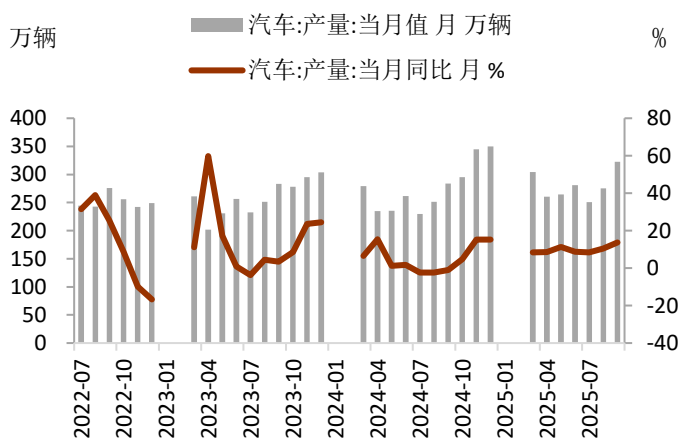


图表 28 家用空调库存变化

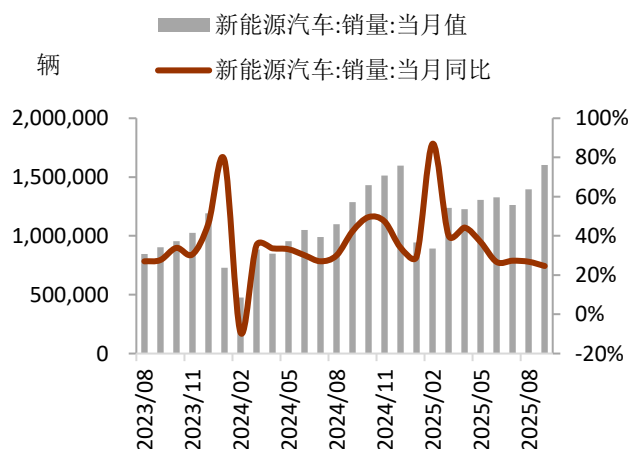


资料来源：iFinD，产业在线，铜冠金源期货

图表 29 汽车销量变化



图表 30 新能源汽车产量及销量变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、行情展望

宏观方面，10 月如期降息后美联储内部分歧加大，在政府停摆追平历史记录并缺少关键数据指引的背景下多位官员对 12 月降息转向谨慎立场，美元指数反弹令金属市场承压，此外市场担忧美国四季度经济增速放缓导致的衰退预期；国内方面，“十五五”围绕高质量发展方向，深入实施“人工智能+”行动，加强人工智能顶层设计和体系化部署，我国经济长期向好的势头并未改变。

基本面来看，今年全球精矿供应增速或不足 1%，全球精铜产能增长遇瓶颈，国内产量逐月下滑，进口量有所回升；消费端，10 月传统产业旺季不旺，新兴产业尤其是数据中心用铜提供广阔的增量空间，国内库存持续反弹，全球库存继续上行。

整体上，在美国政府长时间停摆缺乏关键数据指引下，美联储双重风险的平衡再次遭遇挑战，市场开始交易美国经济四季度的衰退预期，中国四中全会强调高质量发展路径，反内卷政策仍在逐步落实推进。基本面矿端紧缺格局难解，国内精铜产量下滑，高铜价抑制部分传统终端消费，但成本端的强支撑仍在，预计 11 月铜价将在调整后重新企稳回升，整体表现为先抑后扬的节奏。

风险点：美联储 12 月暂停降息，美国经济出现衰退迹象

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

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：025-57910823

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。