



2025 年 11 月 10 日

风险偏好回落，铜价延续调整

核心观点及策略

- 上周铜价延续调整，主因越来越多的美联储官员对年底降息持谨慎立场，虽然ADP数据小幅超预期，但随着人工智能的普及和对各行各业业态的重塑，令美国企业10月裁员总人数高达15.3万人，政府停摆导致本月非农数据缺失，美国就业市场当前表现脆弱，而通胀仍然趋于上行，市场开始逐步介入美国经济浅衰退的担忧，此外美元指数反弹也在一定程度制约铜价。基本面来看，海外中断矿山复产缓慢，国内精铜产量连续第二个月下滑，社会库存小幅累增，近月盘面回归C结构。
- 整体来看，随着年底降息预期的逐渐回落以及美国政府超记录的持续停摆风波，市场风险偏好继续回落，美元指数反弹对金属市场形成压制；基本面上，海外中断矿山复产缓慢，国内精铜产量逐月递减，但近期社会库存持续上移，高铜价对传统行业消费抑制作用显现，预计短期铜价将在延续调整寻求下方支撑。
- 风险因素：美国12月继续降息，美国政府停摆结束

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	11 月 7 日	10 月 31 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	10695.00	10891.50	-196.50	-1.80%	美元/吨
COMEX 铜	495.8	511.4	-15.6	-3.05%	美分/磅
SHFE 铜	85940.00	87010.00	-1070.00	-1.23%	元/吨
国际铜	76500.00	77460.00	-960.00	-1.24%	元/吨
沪伦比值	8.04	7.99	0.05		
LME 现货升贴水	-18.22	-14.44	-3.78	26.18%	美元/吨
上海现货升贴水	40	0	40		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 7 日	10 月 31 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	135900	134625	1275	0.95%	吨
COMEX 库存	369369	355660	13709	3.85%	短吨
SHFE 库存	115017	116122	-1105	-0.95%	吨
上海保税区库存	100200	106700	-6500	-6.09%	吨
总库存	720486	713107	7379	1.03%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价延续调整，主因越来越多的美联储官员对年底降息持谨慎立场，虽然 ADP 数据小幅超预期，但随着人工智能的普及和对各行各业业态的重塑，美国企业 10 月裁员总人数竟高达 15.3 万人，年底失业率或有进一步上行的风险，市场开始逐步介入美国经济浅衰退的担忧，一定程度制约铜价。基本面来看，海外中断矿山复产缓慢，国内精铜产量连续第二个月下滑，社会库存小幅累增，近月盘面回归 C 结构。

库存方面：截至 11 月 7 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计升至 72.04 万吨，全球库存继续小幅上行。其中 LME 铜库存增加 0.13 万吨，注销仓单比例降至 8.3%；上期所库存减少 0.11 万吨；上海保税区库存减少 0.65 万吨，上周洋山铜仓单进一步降至 35 美金主因进口货源到港量持续增加，整体来看美铜库存持续上行，国内社会库存继续类增，沪伦比值小幅反弹主因美元指数在 100 附近遭遇一定的技术性压力。

宏观方面：美国 10 月 ADP 私营部门就业人数新增 4.2 万人超预期，超出预期的 3 万人，

但总体比年初的月度增幅人数明显放缓,美国大型企业近期高调宣布裁员计划令就业市场缓解仍存恶化风险,其中商业服务、信息、休闲和就业行业连续第三个月裁员,虽然中美贸易政策短期敲定免征期但经济层面的不确定性令企业招聘活动十分谨慎。美国挑战者公司数据显示,随着人工智能的普及和对各行各业业态的重塑、部分互联网和科技公司加速削减成本,美国企业 10 月宣布裁员 15.3 万人,较去年同期增长 175%,虽然周三 ADP 就业数据表现亮眼,但结合整体就业市场来看,紧平衡的现实难以逆转,被裁员员工很难迅速找到新工作,年底前失业率有再度上行的风险,市场开始逐步介入美国经济的衰退预期,对伦铜形成制约。由于美国政府停摆已持续 35 天,追平了历史最长记录,参议院的 13 次投票均未能通过临时拨款法案,美国民航、食品和医疗等领域面临持续压力,国会预算办公室表示,预计今年第四季度实际 GDP 增速环比将下降 1-2%,由于停摆导致美联储官员对 12 月降息前景的看法分歧加剧,从近期美联储官员的表态来看,鲍威尔重申由于政府关门导致经济数据中断不能保证进一步降息,古尔比斯表示考虑到通胀担忧和缺乏官方数据指引,再次降息的门槛提高了,其预计今年降息 2 次的预期已经兑现,库克则认为双重使命的风险均有上升,戴利表示决策者对 12 月降息应持有开放式的态度,通胀仍高于目标,劳动力市场已明显放缓,在数据缺失的情况下制定政策存在挑战。国内方面,中国 9 月规模以上工业企业利润同比大幅增长 21.6%,高技术制造业带动作用明显。1—9 月份,规模以上高技术制造业利润同比增长 8.7%,较 1—8 月份加快 2.7 个百分点,拉动全部规模以上工业企业利润增长 1.6 个百分点。其中,9 月份高技术制造业利润两位数增长,增速达 26.8%,拉动当月全部规模以上工业企业利润增长 6.1 个百分点,成为工业企业高质量发展的重要动力。从行业看,1—9 月份,在航空航天产业高速发展的背景下,航空航天器及设备制造利润增长 11.3%;智能化、自动化领域创新持续推进,带动智能消费设备制造、电子器件制造、电子工业专用设备制造等行业利润分别增长 81.6%、39.7%、25.5%;精密仪器制造高质量发展效果显现,光学仪器制造、专用仪器仪表制造等行业利润分别增长 45.2%、17.5%。

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 所有权归强强调将隶属于国有,卡莫阿地下抽水工作进展不及预期预计今年产量损失达 15 万吨。精铜方面,矿端和冷料的供应趋紧导致冶炼端缺少关键生产原料供应,10 月产量再度下探至 109 万吨。从需求来看,电网投资招投标进度缓慢,10 月铜缆线开工率不足 7 成大幅低于往年同期,国补资金退坡背景下空调内销和出口市场低迷,房地产用铜边际拖累有所减速,高铜价对传统行业抑制作用明显;而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,国内社会库存持续反弹,现货紧平衡略有缓解,近月月差回归 C 结构。

整体来看,随着年底降息预期的逐渐回落以及美国政府超记录的持续停摆风波,市场风险偏好继续回落,美元指数反弹对金属市场形成压制;基本面上,海外中断矿山复产缓慢,国内精铜产量逐月递减,但近期社会库存持续上移,高铜价对传统行业消费抑制作用显现,预计短期铜价将在延续调整寻求下方支撑。

三、行业要闻

1、全球最大铜生产商智利国家铜业公司（Codelco）预计，2025 年和 2026 年的铜产量将略高于去年，这表明即便旗下 El Teniente 铜矿发生致命坍塌事故，公司仍具备抗风险能力。该公司的产量展望，为日益紧张的全球铜市场提供了小幅提振。“我们的铜产量将略高于 2024 年，”公司董事长周一在 Codelco 公布第三季度业绩前表示。这位高管补充称，今年的产量预计也将小幅上升。2024 年，该公司铜产量为 140 万吨。11 月 4 日（周二），Codelco 公布 2025 年前 9 个月业绩：税前利润为 6.069 亿美元，略低于去年同期的 6.122 亿美元。尽管受致命坍塌事故影响导致矿区临时停产，其铜产量仍同比增长 2.1%，达到 93.7 万吨。若计入旗下 El Abra、Anglo American Sur 和 Quebrada Blanca 等矿区的产量贡献，Codelco 总铜产量达到 101.6 万吨，较去年第三季度增长 1.4%。Codelco 将产量增长主要归因于以下两点：Ministro Hales 铜矿产量提升，该矿区重点推进了多水平开采作业。Salvador 矿区 RajoInca 结构项目的产量贡献，该项目自 2024 年 12 月起进入产能爬坡阶段，今年已贡献 2.12 万吨铜产量。

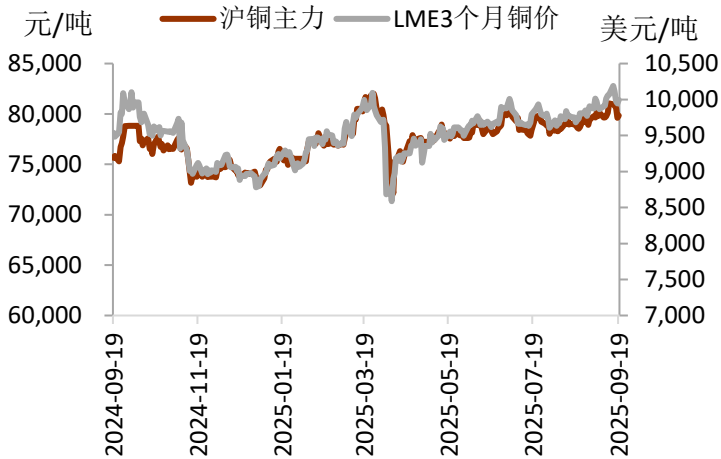
2、加拿大伦丁矿业（Lundin Mining）将全年铜产量指引上调约 4%，从 30.3 万至 33 万吨调整为 31.9 万至 33.7 万吨。智利 Caserones 矿的表现超出预期，推动该公司同时下调了成本预期。在最新财报中，伦丁矿业表示，铜产量、营收、息税折旧摊销前利润（EBITDA）及净利润均较一季度和二季度有所改善。这家总部位于温哥华的矿企实现营收超 10 亿美元，调整后经营现金流达 3.83 亿美元。合并铜现金成本平均为每磅 1.61 美元，较 2024 年下降约 6%，是今年迄今最低的季度成本。“我们更新全年指引以反映强劲的运行表现，尤其是 Caserones 矿的表现，”首席执行官在新闻稿中表示，“合并铜产量指引中点上调 1.15 万吨至 32.8 万吨，新区间为 31.9 万至 33.7 万吨。”他补充称，Caserones 矿和巴西 Chapada 的良好业绩，已将整体铜现金成本指引降至每磅 1.85 至 2 美元。蒙特利尔银行的 Matt Murphy 在周四的报告中写道：“Caserones 矿和 Chapada 矿的强劲表现，分别推动成本指引下调约 12% 和 21%，进而实现整体成本削减。”该公司今年迄今已完成铜产量指引中点的 75%，且成本走势低于修订后成本指引区间的中点，有望达成这一新区间目标。

3、泰克资源周一表示，其位于智利的 Quebrada Blanca 矿正显现复苏迹象。此前数月，该矿产能表现不佳，引发市场对其运营可行性及在公司与英美资源集团（Anglo American）530 亿美元并购案中未来角色的质疑。这家加拿大矿业公司指出，得益于 8 月启动的行动计划，QB 矿当前的磨机处理量与铜回收率已逐步达到预期水平。此次产能改善，是在 9 月启动的全面运营审查之后推进的，审查旨在稳定其旗舰铜矿扩建项目的产能爬坡进程。“QB 行动计划”包含尾矿基础设施升级，目前该矿 59% 的旋流器已完成更换，预计 2025 年底前将完成全部更换工作。公司还完成了三个新岩台的建设，另外两个岩台计划于 2026 年年中建成。泰克资源预计，2026 年上半年将完成尾矿系统的关键组成部分的建设，并于同年晚些时候推动 QB 矿进入稳定运营状态。该公司表示，当前采矿计划仅开发了 QB 矿 15%

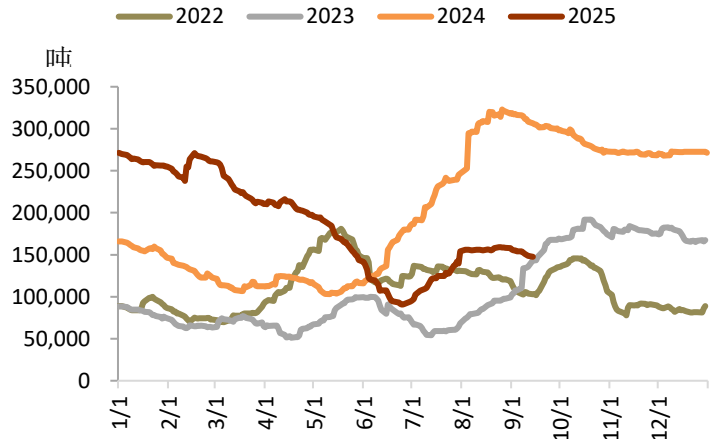
的资源储量，称其为实现“多条长期增长路径”的重要平台。QB 矿产能回升之际，泰克资源与英美资源集团正推进一项具有变革意义的并购案。若并购完成，到 2030 年代初可能诞生全球最大铜矿，有望超越必和必拓（BHP）位于智利的埃斯康迪达铜矿（Escondida）。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

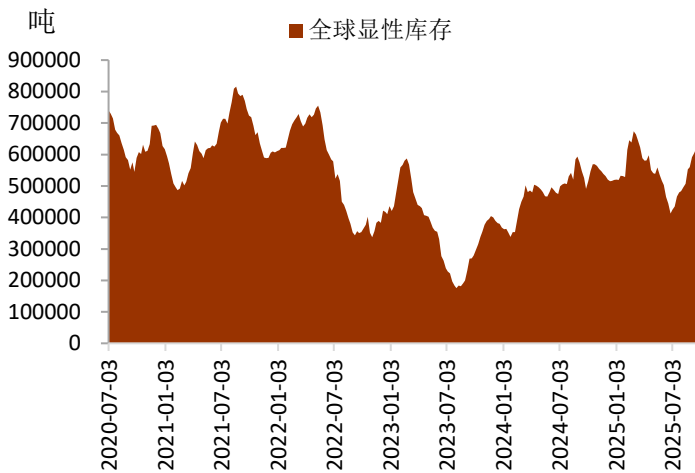


图表 2 LME 铜库存

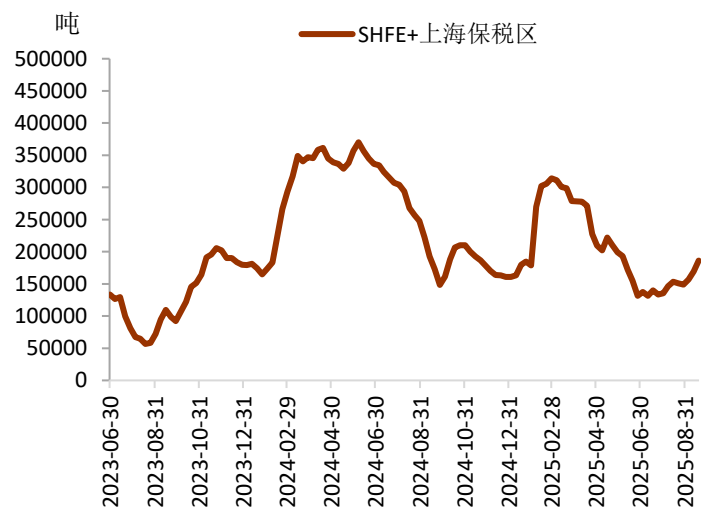


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

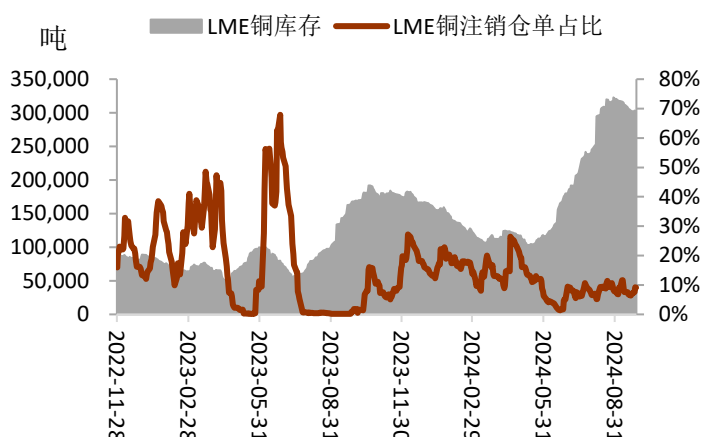


图表 4 上海交易所和保税区库存

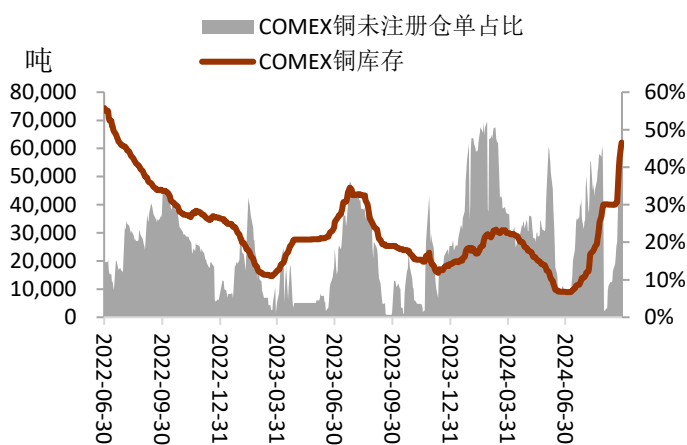


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

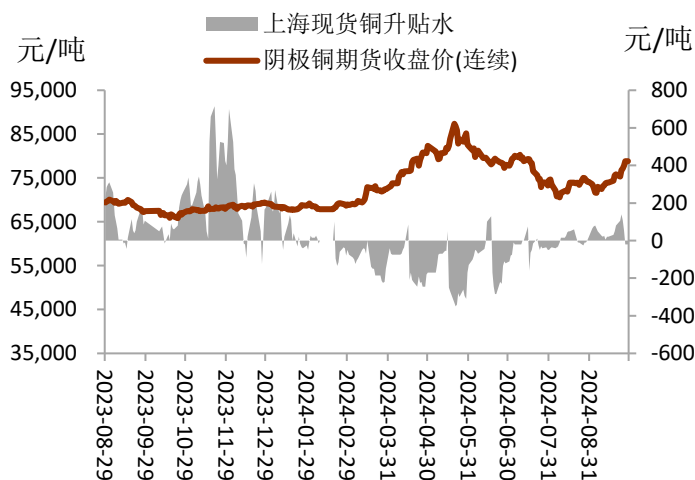


图表6 COMEX 库存和注销仓单

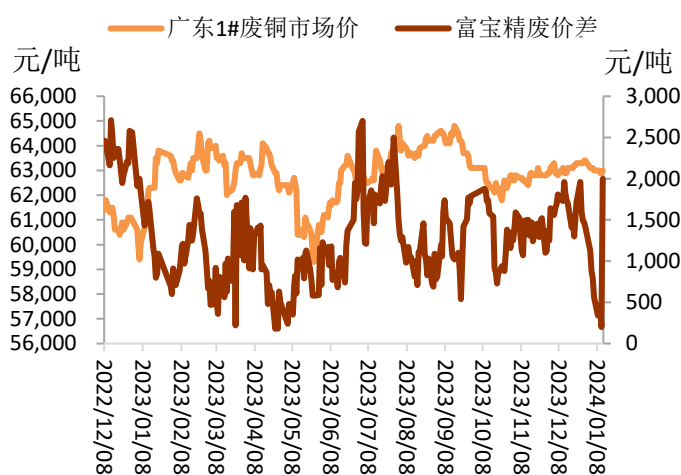


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势

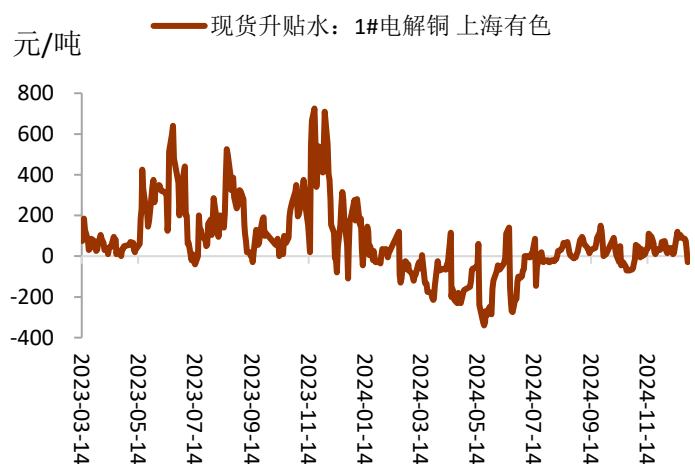


图表8 精废铜价差走势

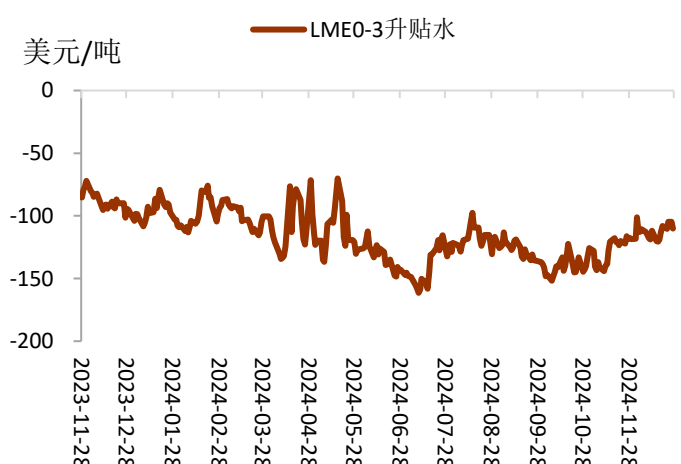


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势

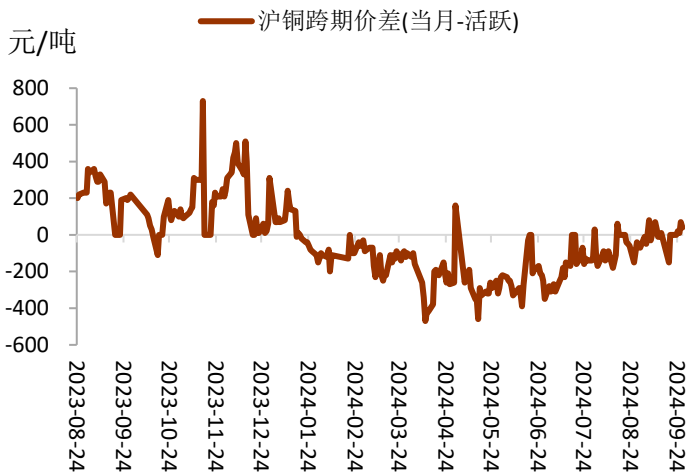


图表10 LME 铜升贴水走势

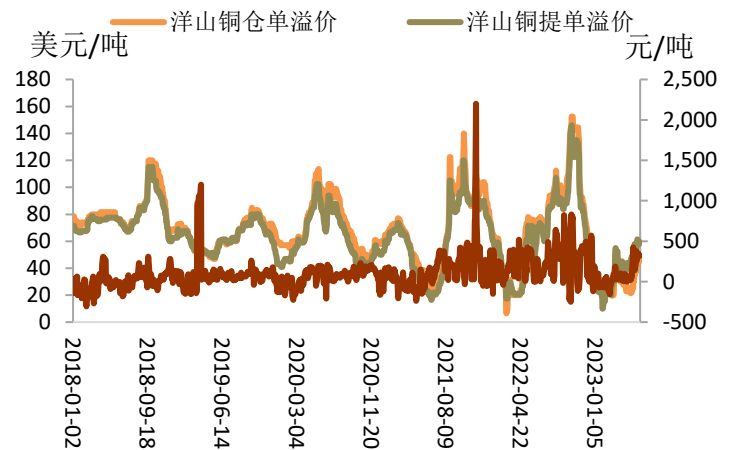


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

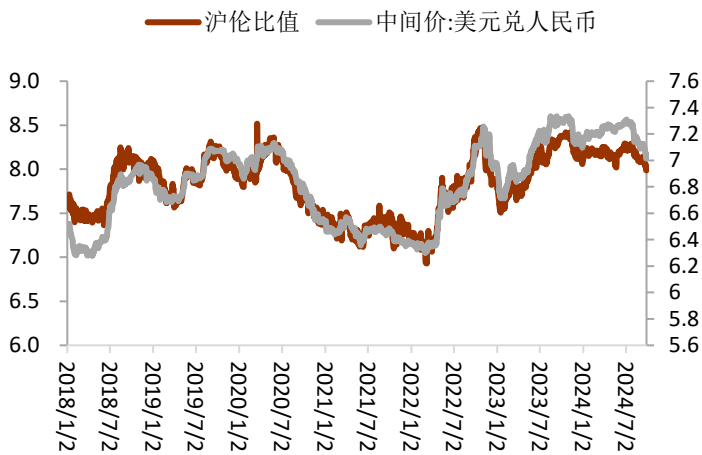


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

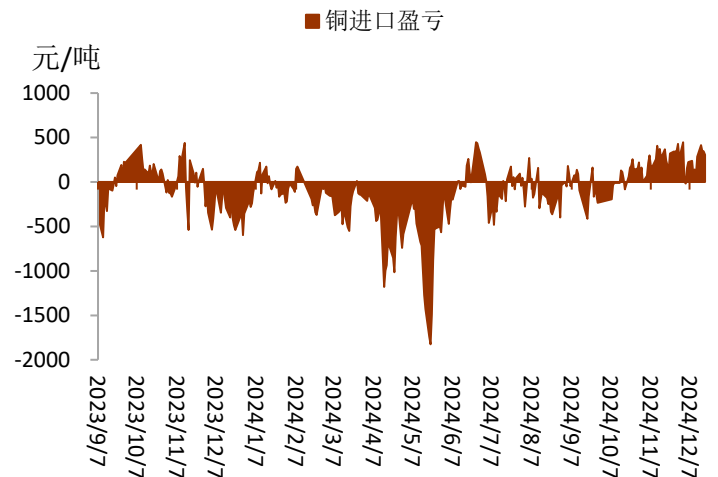


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势



图表 14 铜进口盈亏走势

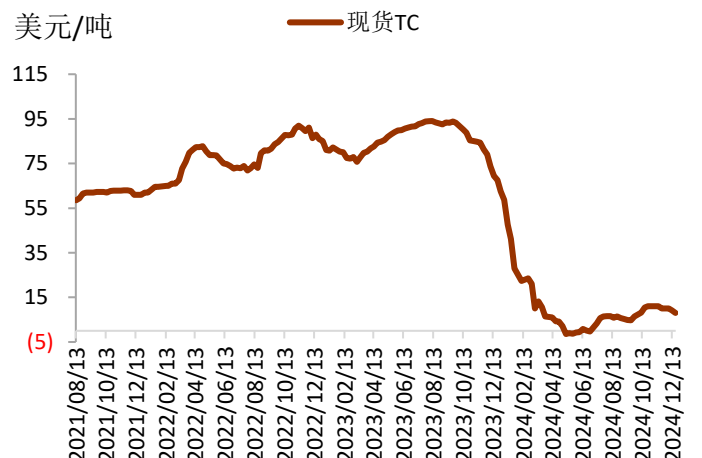


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

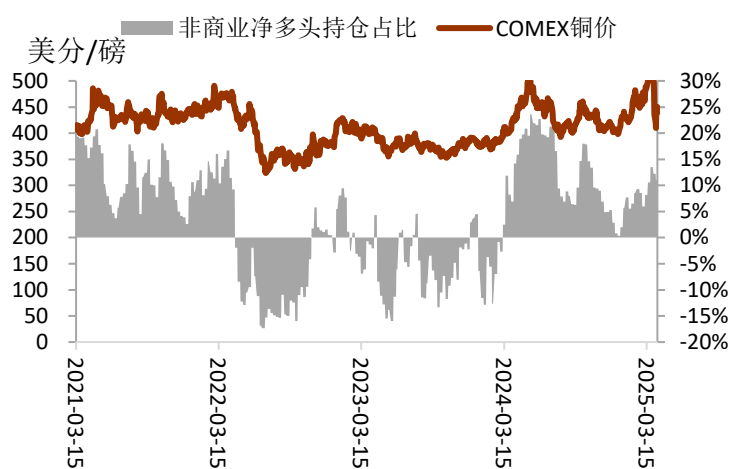


图表 16 铜精矿现货 TC

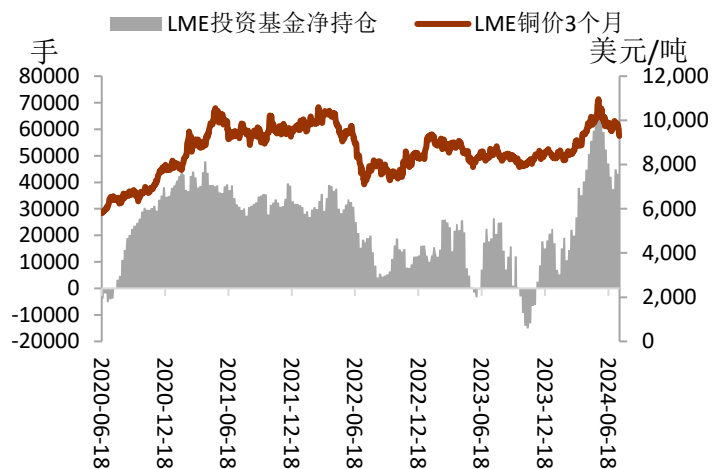


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。