



2025 年 11 月 24 日

降息预期回落，铜价高位调整

核心观点及策略

- 上周铜价高位调整，主因美国非农数据超预期打压12月降息前景，部分官员表示为了支持就业市场而降低利率可能会延长高通胀周期，美元指数反弹承压金属市场。基本面上来看，印尼Grasberg有望将于2026年二季度复产，全球精矿短期维持紧缺，国内精铜产量下滑，社会库存区间震荡运行，高铜价对传统终端消费略有抑制，近月盘面转向C结构。
- 整体来看，美国超预期的非农表现令年底降息进一步降温，而全球科技股估值过高及AI泡沫破裂的风险令海外市场风险偏好回落，此外美元指数反弹导致伦铜短期承压；基本面上，海外精矿紧缺格局依旧但部分中断矿山明年有重启迹象，全球库存持续累赘，高铜价部分抑制国内传统行业消费，预计短期铜价将转入震荡回落走势。
- 风险因素：美联储12月继续降息，全球经济增长超预期恢复

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 21 日	11 月 14 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	10778.00	10846.00	-68.00	-0.63%	美元/吨
COMEX 铜	499.6	505	-5.4	-1.07%	美分/磅
SHFE 铜	85660.00	86900.00	-1240.00	-1.43%	元/吨
国际铜	76320.00	77360.00	-1040.00	-1.34%	元/吨
沪伦比值	7.95	8.01	-0.06		
LME 现货升贴水	1.06	3.88	-2.82	-72.68%	美元/吨
上海现货升贴水	90	55	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	11 月 21 日	11 月 14 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	155025	135725	19300	14.22%	吨
COMEX 库存	402876	381296	21580	5.66%	短吨
SHFE 库存	110585	109389	1196	1.09%	吨
上海保税区库存	112000	106700	5300	4.97%	吨
总库存	780486	733110	47376	6.46%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价高位调整，主因美国非农数据超预期打压 12 月降息前景，部分官员表示为了支持就业市场而降低利率可能会延长高通胀周期，美元指数反弹承压金属市场。基本面来看，印尼 Grasberg 有望将于 2026 年二季度复产，全球精矿短期维持紧缺，国内精铜产量下滑，社会库存区间震荡运行，高铜价对传统终端消费略有抑制，近月盘面转向 C 结构。

库存方面：截至 11 月 14 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计升至 73.3 万吨，全球库存继续小幅上行。其中 LME 铜库存基本持平，注销仓单比例降至 7.1%；上期所库存减少 0.56 万吨；上海保税区库存减少 0.65 万吨，上周洋山铜仓单维持 40 美金下方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 整数关口遭遇一定的抛压。

宏观方面：美国 9 月非农就业人数意外增加 11.9 万人，大幅超出市场预期的 5 万人，但失业率从 4.3% 升至 4.4%，数据公布后市场继续压低对 12 月的降息预期，报告显示就业市

场保持缓慢但稳定的你不发，在特朗普政府激进政策行动引发的不确定性增加的背景下，企业既不愿意大量招聘新员工，也不愿意裁减现有人员。芝加哥联储主席古尔斯比表示，通胀似乎有些停滞不前，甚至有朝错误方向发展的趋势，美国经济当前相当强劲，过早过快的降息仍然值得深思熟虑；克利夫兰联储主席哈马克认为，为了支持就业市场而降低利率可能会延长高通胀周期，同时还有可能刺激金融市场的风险偏好，这种降息托底经济的保险可能是以加剧金融稳定风险为代价的，最新 CME 观察工具显示 12 月降息概率为 39.6%。美联储理事下一届美联储主席有力竞争者沃勒重申，美联储应该在 12 月会议上再次降息，当前疲软的劳动力市场困境及限制性的货币政策正在伤害中低收入消费者，而副主席杰弗逊则表示美联储在进行进一步降息时应保持谨慎，就业下行的风险虽有上升但美联储最合适政策立场仍是略显紧缩，既达到不限制也不刺激经济的中性水平。特朗普近日表示，共和党正在起草一项法案立法，针对任何与俄罗斯有商业往来的国家实施非常严厉的制裁，此举被视为在上月美国制裁俄两大石油公司后，进一步强化对俄施压的最新举措，海外资本市场风险偏好回落。国内方面，央行维持 11 月 LPR 利率报价不变，其中 1 年期 LPR 利率为 3%，5 年期以上 LPR 利率为 3.5%，连续第六个月按兵不动，11 月 LPR 报价保持不变，符合市场预期。一方面，作为 LPR 报价的定价基础，9 月降息之后政策利率（央行 7 天期逆回购利率）保持稳定，已在很大程度上预示 11 月 LPR 报价会保持不变。另一方面，10 月 LPR 报价下调幅度较大，加之银行净息差仍面临一定下行压力，报价行也缺乏进一步下调 LPR 报价加点的动力。

供需方面，印尼 Grasberg 铜矿预计将于 2026 年第二季度缓慢恢复运营，预计 26 年产量将与 25 年总体持平，巴拿马铜矿预计所有权将回归国有隶属于当地政府，当前全球铜精矿供应趋紧格局延续。精铜方面，随着铜精矿的紧缺和废铜等冷料供应的趋紧，国内冶炼厂面临原料日益短缺的局面，产量逐月下滑，市场聚焦年底 CSPT 铜冶炼小组与安托法加斯塔长协加工费合作是否商讨新的定价机制。从需求来看，电网投资项目建设进度缓慢，铜缆线企业开工率低迷，白色家电进入冷年销售淡季，高铜价对传统行业消费的抑制作用显现；新能源汽车保持强劲增长势头，虽然美国民众反对数据中心项目的过快投产但龙头科技企业投资规模逐年递增，新兴产业用铜仍然值得期待，国内 12 月消费预计仍将保持一定韧性，现货市场升水收窄，国内库存区间震荡，近月月差重新转向 C 结构。

整体来看，美国超预期的非农表现令年底降息进一步降温，而全球科技股估值过高及 AI 泡沫破裂的风险令海外市场风险偏好回落，此外美元指数反弹导致伦铜短期承压；基本上，海外精矿紧缺格局依旧但部分中断矿山明年有重启迹象，全球库存持续累赘，高铜价部分抑制国内传统行业消费，预计短期铜价将转入震荡回落走势。

三、行业要闻

1、海关数据显示，2025 年 10 月我国精炼铜进口量为 27.9 万吨，同比-22.1%，1-10 月累计进口量达 281.7 万吨，同比-6.3%；10 月我国铜矿砂及精矿进口量为 245.1 万吨，同比+6.1%，1-10 月累计进口量达 2511.8 万吨，同比+7.6%；10 月我国未锻造铜及铜材进口量为 44 万吨，同比-13.5%，1-10 月累计进口量达 446 万吨，同比-3.1%。

2、11 月 18 日，非洲彩虹矿业（African Rainbow）董事长 Patrice Motsepe 表示，公司正与美国矿业巨头纽蒙特公司（Newmont Corporation）合作，评估在 Papua New Guinea 开展一项大型铜矿项目。“我们目前正在考察 Papua New Guinea 的一项巨额投资，”Motsepe 在一次活动中表示，“我们与纽蒙特在当地建立了合作伙伴关系，该项目后续可能需要高达 40 亿至 50 亿美元的投资。”Motsepe 称，公司的财务状况足以支撑此类项目，他透露，公司目前持有 130 亿南非兰特（约合 7.562 亿美元）现金，另有 70 亿南非兰特的信贷额度。

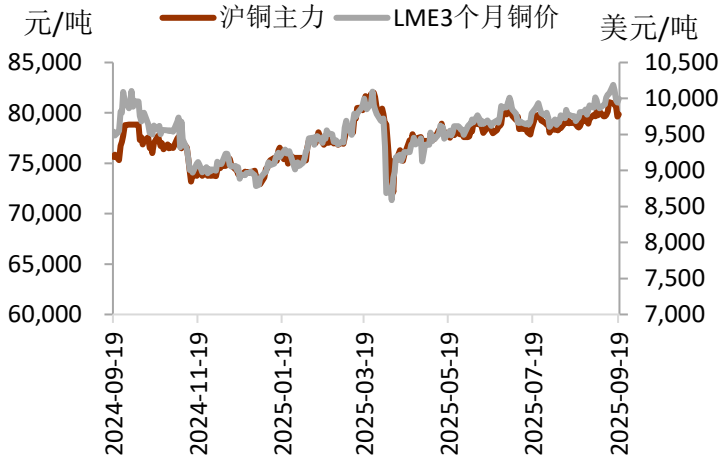
“其中大部分资金将用于澳大利亚和 Papua New Guinea 的项目，这两个地区是主要的铜矿产区，”他补充道，“股东们也期望公司关注这些区域。”其表示，这项 Papua New Guinea 投资被视为一项长期战略，契合全球脱碳趋势以及关键矿产需求增长的市场态势。他还指出，非洲彩虹矿业将继续在南非投资黄金、铂族金属、铁矿石和锰矿业务，同时保留在加拿大的铜矿股权。

3、安哥拉将缩短采矿权授予周期，旨在为这个非洲西南部国家的矿产领域吸引更多投资。据矿产与石油部长表示，矿产监管部门必须减少官僚作风、加强监管检查，并加快推进数字化采矿登记系统的落地，以提升行业透明度。并指出，安哥拉国家矿产资源局（ANRM）还应缩短许可审批时限。但未说明目前审批流程所需时长及计划缩短的幅度。此次举措是安哥拉拓展非石油矿产领域、吸引外资的重要支撑。目前，嘉能可集团（Glencore Plc）、艾芬豪矿业有限公司（Ivanhoe Mines Ltd.）、泰兰纳资源有限公司（Tyranna Resources Ltd.）等多家国际勘探企业已在该国矿业领域开展业务。

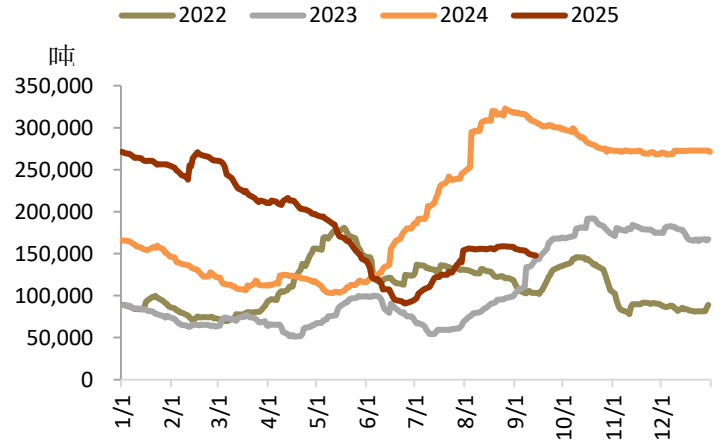
4、自由港麦克莫兰公司宣布，公司计划于 2026 年第二季度起，恢复印度尼西亚格拉斯伯格（Grasberg）矿产区的大规模生产。此次复产源于今年九月发生的一起致命事故，该事故导致矿区运营一度中断。自由港已恢复 Deep Mill Level Zone 和 Big Gossan 两座地下矿山的运营，这两座矿山未受泥石流影响。它们与 Block Cave 矿山共同构成了全球最大的铜金矿综合体之一，年产铜 17 亿磅（约 77.1 万吨）、黄金 140 万盎司。根据自由港的规划，2026 年格拉斯伯格矿区的产量将与 2025 年持平，约为 10 亿磅（约 45.4 万吨）铜和 90 万盎司黄金——这一数字较 9 月修订后的事故前预估水平下降约 35%。不过，该公司预计未来三年产量将逐步增长，从 2027 年至 2029 年期间，铜平均年产量将达 16 亿磅（约 72.6 万吨），黄金平均年产量为 130 万盎司。其中 Block Cave 矿的矿产储量占格拉斯伯格矿区总储量的一半，届时将贡献这一产量规模中 70% 的产能。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

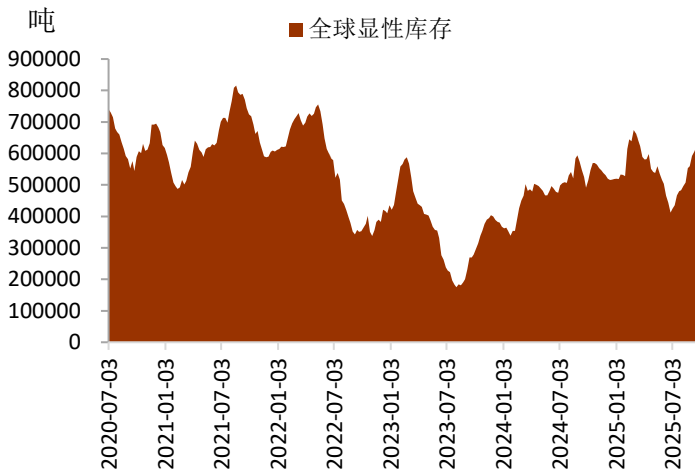


图表 2 LME 铜库存

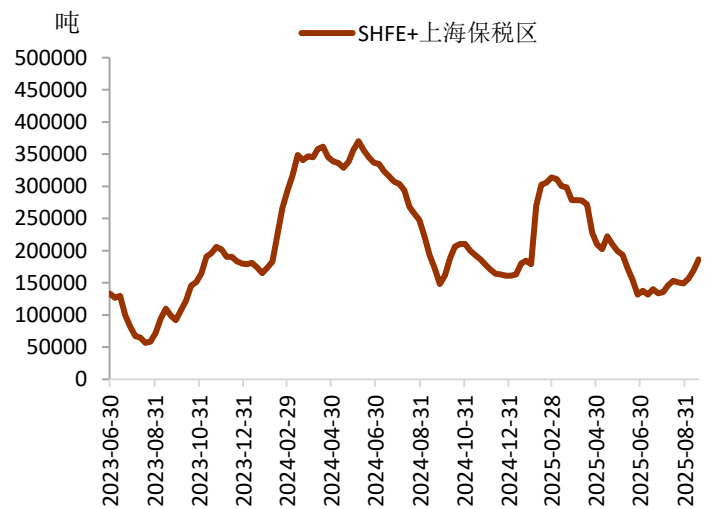


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

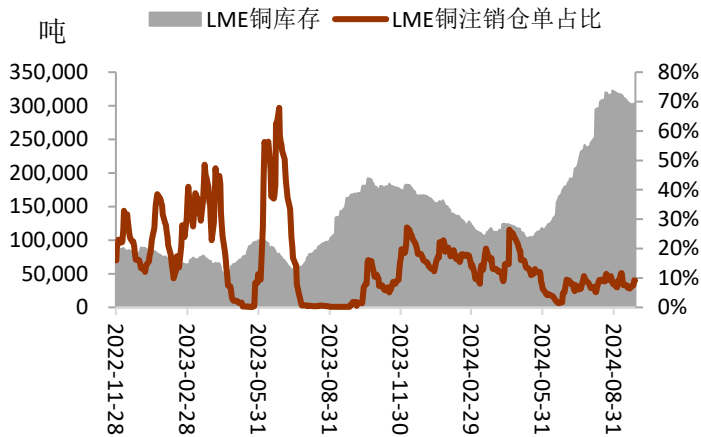


图表 4 上海交易所和保税区库存

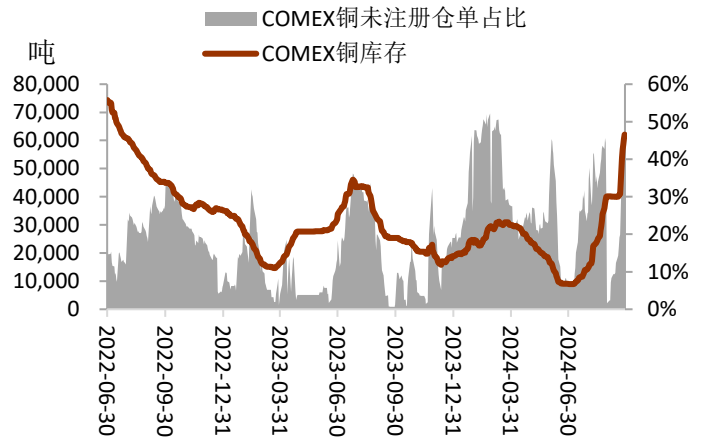


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

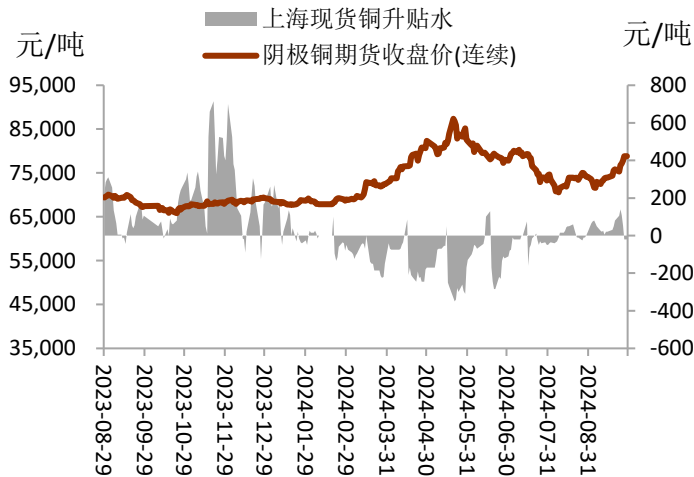


图表6 COMEX 库存和注销仓单

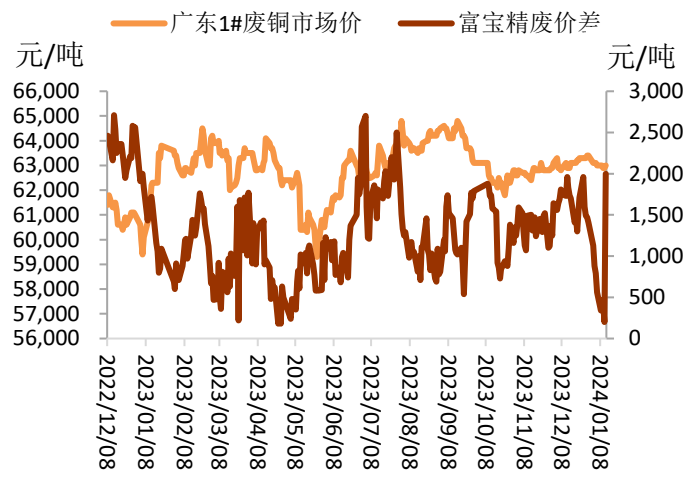


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势



图表8 精废铜价差走势

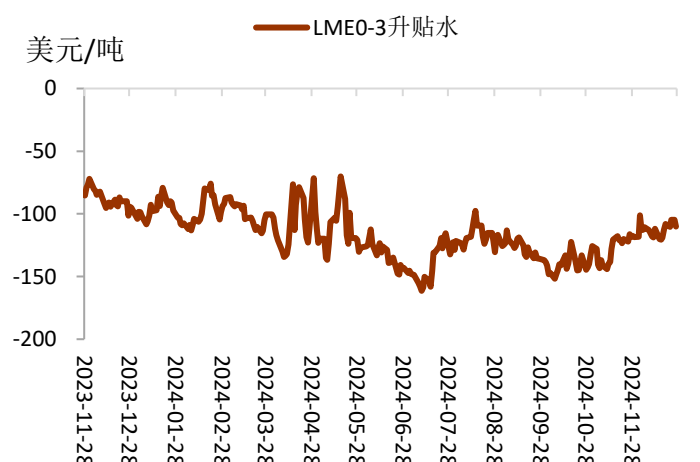


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势

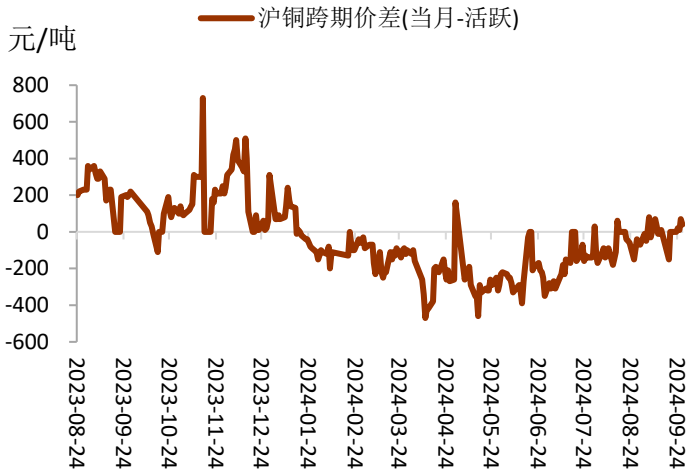


图表10 LME 铜升贴水走势

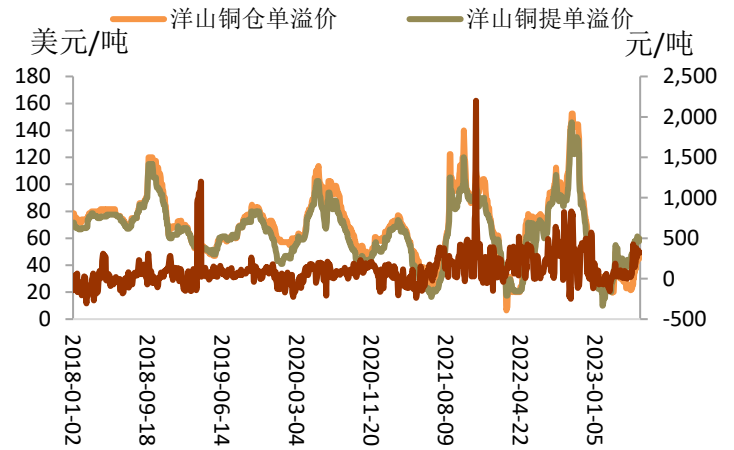


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

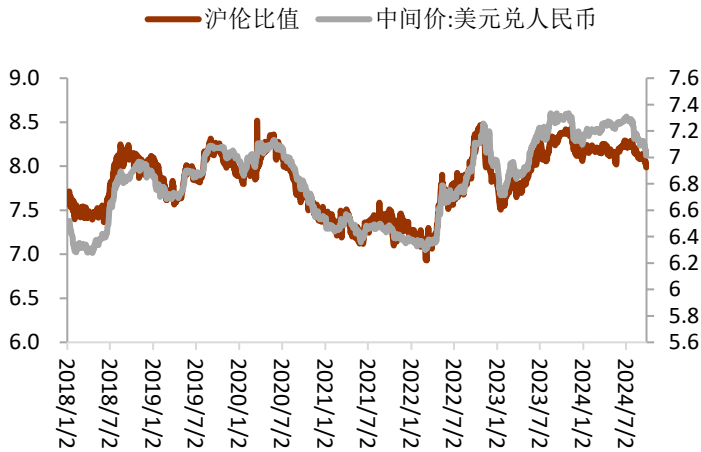


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

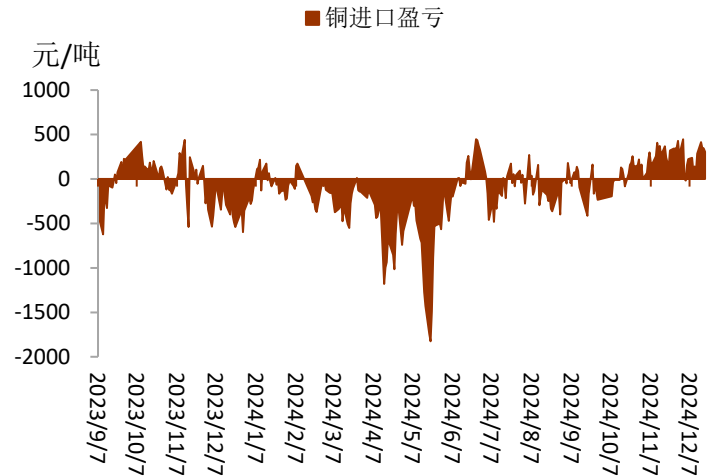


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势



图表 14 铜进口盈亏走势

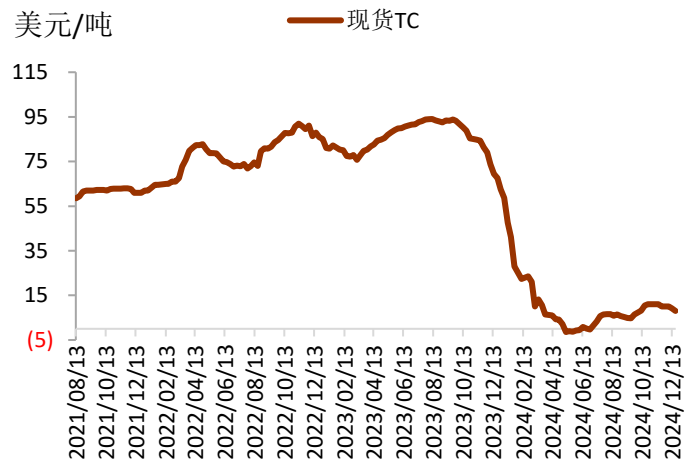


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

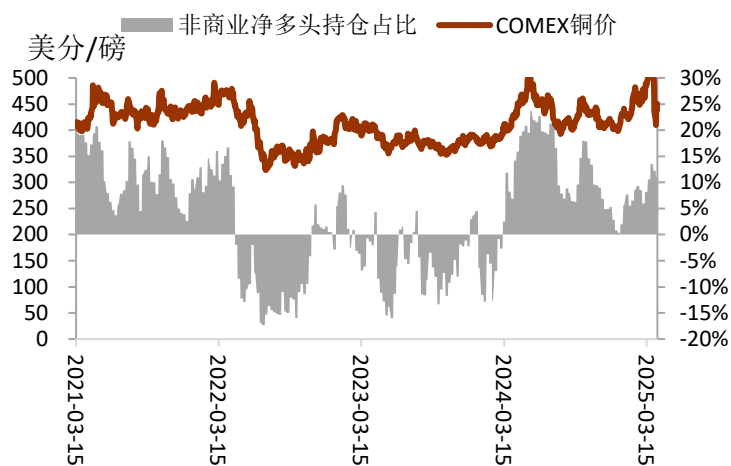


图表 16 铜精矿现货 TC

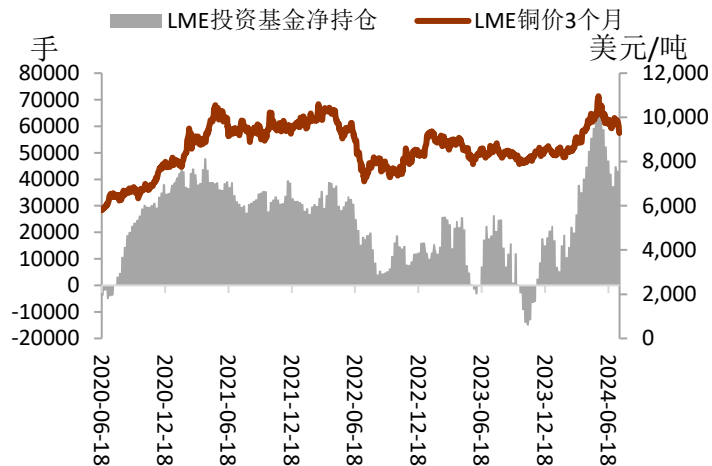


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。