

分析师王静：F0235424/Z0000771
投资有风险，入市需谨慎。



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

冠通期货-沪铜2025年四季报

供需收紧，铜价震荡偏强



研究咨询部： 王 静

执业资格证号：F0235424/Z0000771



报告时间： 2025年9月29日

本公司具备期货交易咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

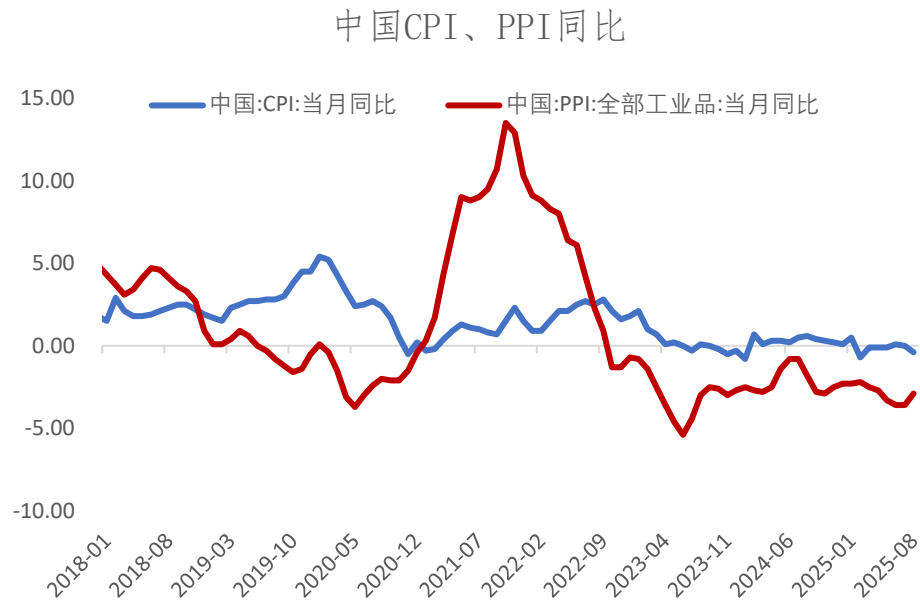
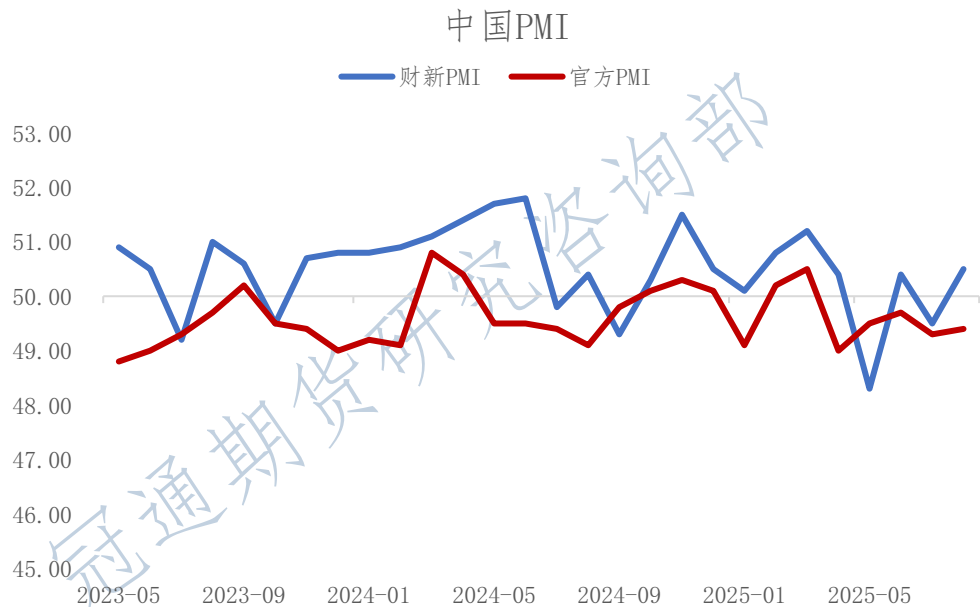
www.gt futures.com.cn

核心观点

- 宏观方面：三季度美联储交易降息预期，市场有降息50bp的预期，且对美联储独立性存疑，美元指数连续下挫，铜价震荡偏强但降息靴子落地后不及市场预期，沪铜盘面下行，回吐部分涨幅。232调查的铜关税落地，自8月1日起对进口铜半成品及铜含量高的衍生产品统一征收50%的关税，征收范围不包含铜矿及精铜，此前美国铜虹吸效应逐渐结束。国内方面，反内卷举措推涨大宗商品行情，一揽子政策发布，加速上游产业端产能出清。
- 供给方面：2025年2月以来，铜冶炼厂加工费TC/RC一直维持负值，且持续走弱，冶炼端的利润走弱也在侧面反映出了铜矿端的偏紧事实，据Mysteel数据显示，9月国内冶炼厂计划产量为114.76万吨，10月预计产量112.35万吨，产量均有明显下降，10月的产量下降创4月以来的新低。9、10月国内共计10家冶炼厂受到检修影响，最早从8月下旬开始检修，最晚10月末开始检修。9月有5家冶炼厂检修，除检修减产外，冶炼厂同时受到废铜供应紧张的原因，同样将造成冶炼厂大幅减产。预计10月产量将持续减少，6家冶炼厂月内有检修计划，且废铜紧张形式依旧。
- 需求方面：目前步入金九银十旺季，下游铜材开工逐渐转好，铜需求依然有韧性，终端虽有出口前置及国补内需前置，但下半年依然有增量预期，上期所库存在铜关税落地后尚未大幅累库，但受近期高价制约影响，下游拿货意愿减弱，沪铜库存出现累积，本月已达近两月的高点水平，显现了下游需求的疲弱，但近日双节补货下，库存有小幅去化，预计四季度库存先降后增。
- 投资策略：美联储降息及国内增量政策提振铜市场情绪，基本面来看，供应端依然偏紧，铜精矿多发事故减量，国内冶炼厂亏损加剧，推进检修减产的进行，同时废铜产量进口量不足，同样干扰冶炼厂开工及精铜的产量，但需求端下游终端电力电网新能源等依然刚性支撑铜市场，虽有房地产的拖累，但韧性仍存。后续依然需要关注减产矿山的复产情况及美联储降息进程，谨防市场旺季不旺，行情回调风险，四季度预期铜价在震荡中不断上行。



宏观经济环境——国内经济数据



- 2025年前8个月，中国经济总体保持平稳增长态势，但增速呈现温和放缓趋势。8月份，全国居民消费价格(CPI)同比下降0.4%，环比持平。核心CPI（剔除食品和能源）同比上涨1.2%，保持相对稳定，表明内需仍然偏弱但非食品类需求保持韧性。8月份，全国工业生产者出厂价格(PPI)同比下降2.1%，降幅较7月份收窄0.3个百分点；环比上涨0.2%。PPI连续12个月负增长，但降幅持续收窄，反映工业领域需求逐步回暖，价格压力有所缓解。
- 8月份，制造业PMI为49.4%，比7月上升0.1个百分点；非制造业商务活动指数为50.3%，比7月上升0.2个百分点；综合PMI产出指数为50.5%，比7月上升0.3个百分点。

宏观经济环境——稳增长工作方案

- 2025—2026年，有色金属行业增加值年均增长5%左右，经济效益保持向好态势，十种有色金属产量年均增长1.5%左右，铜、铝、锂等国内资源开发取得积极进展，再生金属产量突破2000万吨，高端产品供给能力不断增强，绿色低碳、数字化发展水平持续提升。
- 加强资源勘查与利用。实施新一轮找矿突破战略行动，加强铜、铝、锂、镍、钴、锡等资源调查与勘探，形成一批找矿新成果。
- 促进高端产品创新发展。围绕新一代信息技术、新能源汽车等重点产业链需求，推动超高纯金属等高品质原料、铜合金结构功能一体化材料、贵金属功能材料、高端稀土新材料等攻关突破，提升铝合金及镁合金结构材料、硬质合金及制品等产品综合性能。
- 有序推进项目建设。科学合理布局氧化铝、铜冶炼、碳酸锂等项目，避免重复低水平建设，提高投资的精准性和有效性。
- 推动大宗金属消费升级。积极拓展高强、高韧、耐腐蚀铝材应用，加快推广高强高导铜线缆、5G基站用铜散热器、超低粗糙度铜箔、高精度铜齿轮等高端铜材，持续扩大镁合金在新能源汽车锻造轮毂、一体化大型铸件、电机壳体等部件的应用。
- 提升稀有金属应用水平。围绕集成电路、工业母机、低空经济、人形机器人、人工智能等新兴产业，加快高纯镓、钨硬质合金、全固态电池材料等高端产品应用验证，推进超导材料、液态金属、高熵合金等前沿材料的创新应用。
- 稳定外贸基本盘。指导和帮助企业积极应对国外不合理贸易限制措施，引导高端新材料及制品等精深加工产品合规出口。优化铜、铅、锌等矿产国际合作模式，支持有色金属企业与国外矿企、运输企业签订长期采购协议，加大阳极铜、氧化铝等初级产品进口。

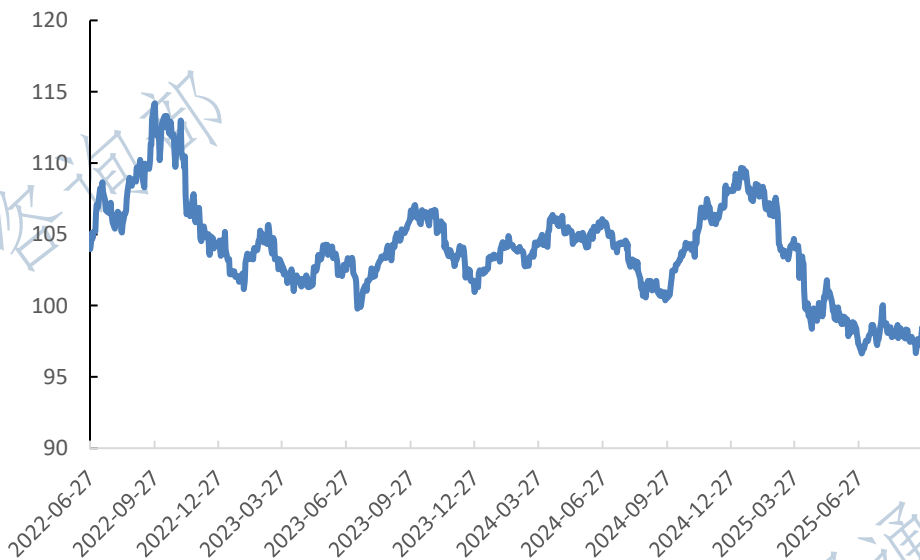
9月28日，工业和信息化部等八部门印发了《有色金属行业稳增长工作方案（2025—2026年）》

有色金属行业稳增长工作方案（2025—2026年）

有色金属行业是重要的基础性产业，资源种类众多、产业关联度高、战略价值突出。当前，资源保障能力、高端供给水平和有效需求挖掘不足，外部冲击影响加大，是制约有色金属行业发展质量和效益提升的主要矛盾。为贯彻落实中央经济工作会议精神，推动有色金属行业平稳运行和转型升级，制定本工作方案。

宏观经济环境——美联储降息

美元指数



9月18日，美联储宣布降息25个基点至4.00%—4.25%。是2025年以来首次降息，时隔9个月后再度启动宽松周期，此前美联储独立性不断被特朗普挑战，导致市场对美元指数信心大幅下降，叠加市场有对九月份降息50bp的预期，美指不断下行，支撑有色行情，降息靴子落地后，降息幅度不及此前预期，利多兑现后，铜价出现下挫。今年或仍有50个基点的降息空间，预计降息2次。

关税政策

铜关税

- 今年2月，特朗普指示商务部对潜在的铜关税展开调查，并在270天内提交一份报告。特朗普之前威胁要对所有铜进口征收高达25%的关税，此举可能会扰乱全球铜市场。高盛和花旗分析师预计美国将在年底前对铜征收25%的关税。
- 受铜关税政策影响以来，铜价震荡上行，美伦铜价差拉大，铜库存快速向美国转移，导致其他地区存在铜供应短缺的预期。
- 美国总统特朗普宣布对进口汽车加征25%关税，全球贸易战风险骤然升级，工业金属需求前景黯淡。
- 6月3日，美国白宫发表声明称，美国总统特朗普宣布将进口钢铁和铝及其衍生制品的关税从25%提高至50%，进一步加剧了市场的担心，因此美国贸易商开始囤积铜，试图在关税生效前趁高价套利，加剧了铜的紧张。
- 美国总统特朗普签署公告，宣布自8月1日起对进口铜半成品及铜含量高的衍生产品统一征收50%的关税。与上月初特朗普发布推文威胁“对所有进口铜征收50%关税”相比，只对进口半成品铜产品及铜密集型衍生品（如电缆、连接器等）征收50%关税，铜矿石、精矿及废铜等原材料“暂时豁免”。



供给依然保持偏紧预期

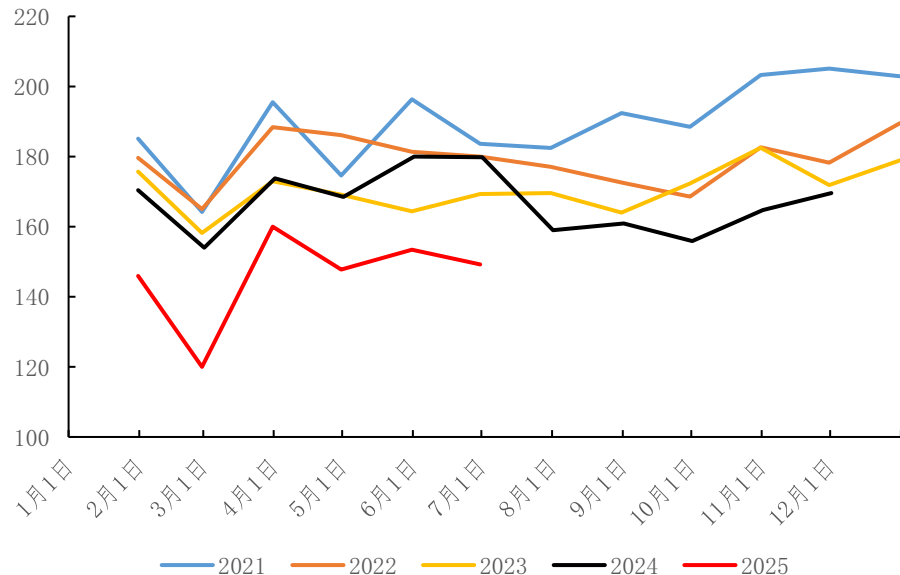
ICSG全球铜供需平衡表

	2021	2022	2023	2024	2024	2025	2025	2025	2025	2025
单位: 千吨					6月-7月		4月	5月	6月	7月
铜矿产量	21223	21911	22368	22987	13039	13477	1930	2011	1922	2012
铜矿产能	25941	26544	27439	28361	16382	16960	2400	2487	2414	2501
铜矿产能利用率 (%)	81.8	82.5	81.5	81.1	79.6	79.5	80.4	80.9	79.6	80.5
原生精炼铜	20751	21119	22013	22657	13228	13702	1935	1955	1991	2054
再生精炼铜	4149	4153	4489	4688	2716	2863	395	411	431	443
精炼铜产量 (原生+再生)	24900	25272	26502	27344	15945	16565	2330	2365	2421	2498
精炼铜产能	30502	31137	31874	32601	18728	20295	2873	2988	2910	3016
精炼铜产能利用率 (%)	81.6	81.2	83.1	83.9	85.1	81.6	81.1	79.5	83.2	82.8
精炼铜消费	25259	25857	26604	27324	15543	16464	2438	2307	2436	2441
精炼铜库存 (期末值)	1210	1258	1215	1399	1523	1371	1373	1354	1308	1371
库存期间变动	-26	48	-43	184	308	-28	-125	-20	-46	63
供需平衡	-359	-585	-102	20	401	101	-108	58	-14	57
季节性调整后平衡					261	-43	-64	53	-19	48
考虑中国保税区库存后平衡	-556	-713	-130	28	479	163	-105	37	-8	69

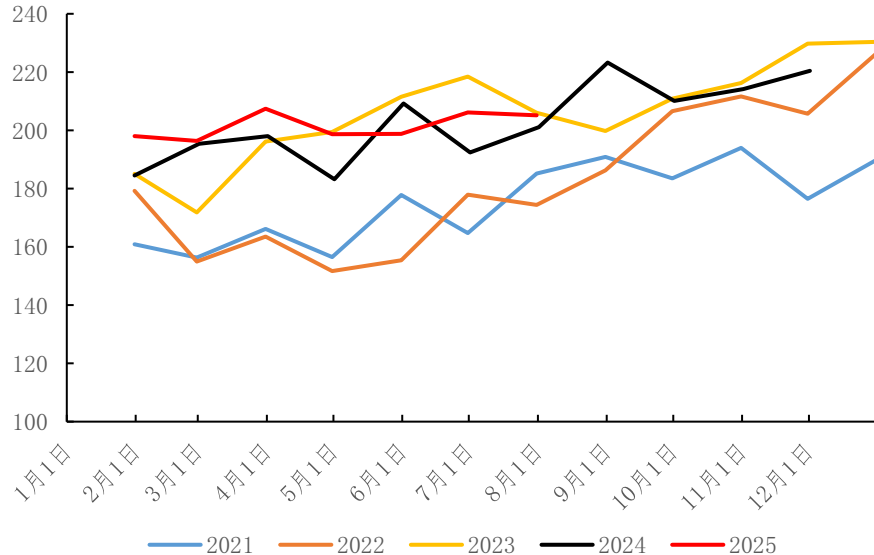
- 在2025年1-7月期间, 全球铜矿产量增长了约3.4%, 其中精矿产量增长了3.3%。
- 1-7月, 全球精炼铜产量增长了约3.9%。其中, 精矿冶炼增长了3.6%, 废铜冶炼增长了5.49%。
- 2025年前七个月世界精炼铜的使用量增长了约5.9%: 中国表观需求估计增长了约8.9%。
- 中国的精炼铜净进口量下降了3%(精炼铜进口量减少了0.1%, 而铜出口量则增加了15%)。
- 2025年上半年约有101000吨的表观过剩量。

海外铜供给

智利铜产量（千吨）



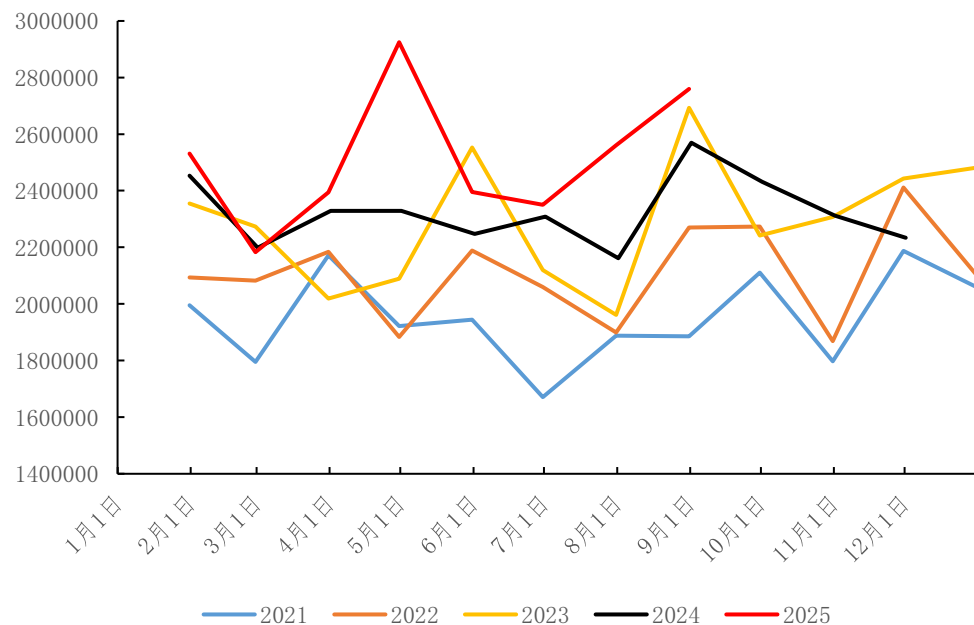
秘鲁铜产量（千吨）



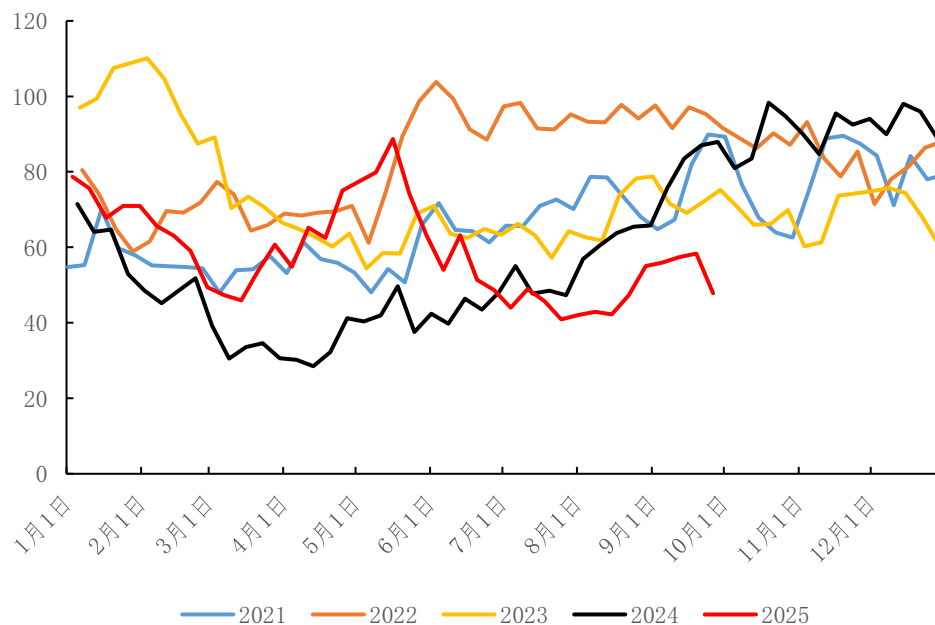
- 秘鲁能源和矿业部数据显示，7月份铜产量同比下降2%，为228,007公吨。智利统计局数据显示，智利7月铜产量同比上涨0.3%。
- 2025年9月8日，印尼格拉斯伯格铜矿突发史无前例的泥石流事故，这座全球第二大铜矿随即暂停生产并启动不可抗力条款。运营方自由港麦克莫兰披露产量下修计划——2026年铜产量将较原预估下降35%，且需至2027年才能恢复事故前水平，刺激铜行情大幅上涨，突破震荡区间。受该事故的影响，高盛对2025年全球铜预期从预计的过剩10.5万吨转变为短缺5.55万吨。
- 智利国家铜业公司最大矿区7月发生致命隧道坍塌事故，董事长称，产量下降幅度可能超出公司最初预测的3.3万吨，将2025年的产量目标设定在134万吨至137万吨之间，低于3月份预测的137万吨至140万吨。

铜精矿供给呈缩减趋势

铜矿砂及其精矿进口（吨）

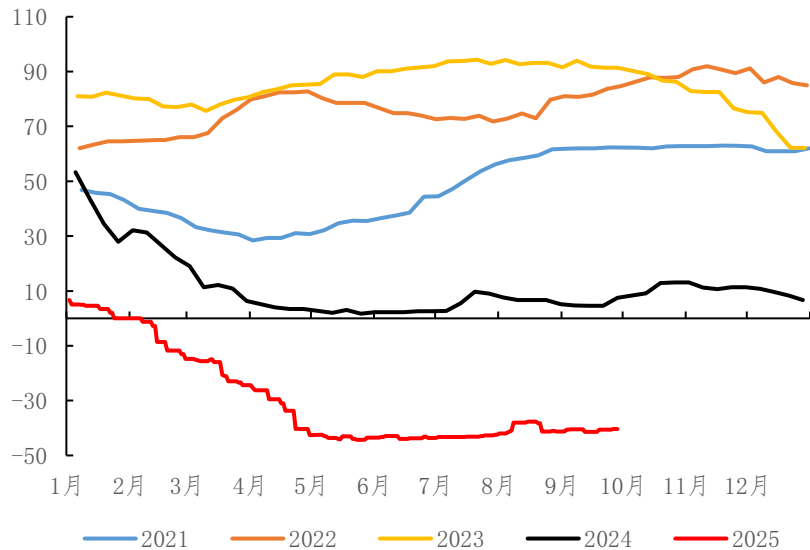


精铜矿7港总库存（万吨）

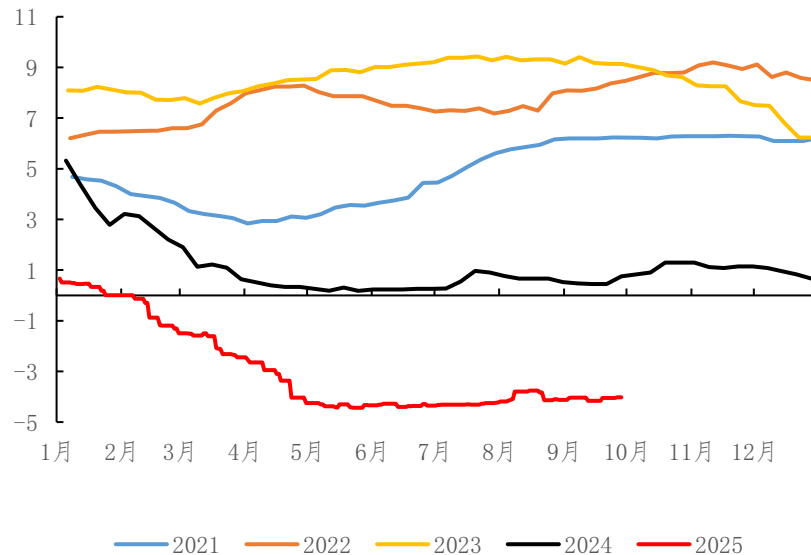


- 海关总署数据，2025年8月我国铜矿砂及其精矿进口量275.93万吨，1-8月我国铜矿砂及其精矿累计进口量2009.63万吨，同比增长8.07%。1-7月中国铜精矿产量为99.8万金属吨，同比增长5.54%，目前国内铜精矿产量依然占比偏低，对于铜精矿的需求目前依然高度依赖进口，但海外铜精矿事故频发，铜精矿品味不断下降，铜矿端目前依然保持偏紧预期。

现货粗炼费TC (美元/干吨)



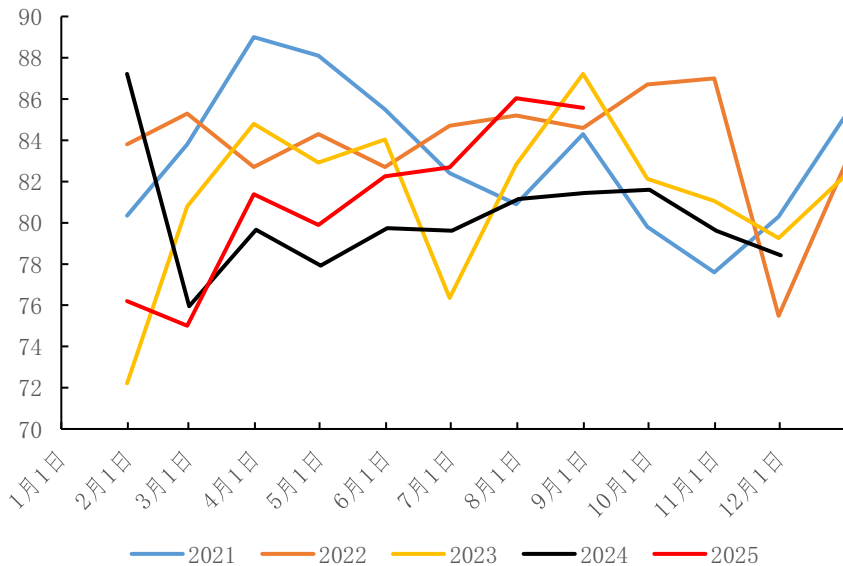
现货精炼费RC (美分/磅)



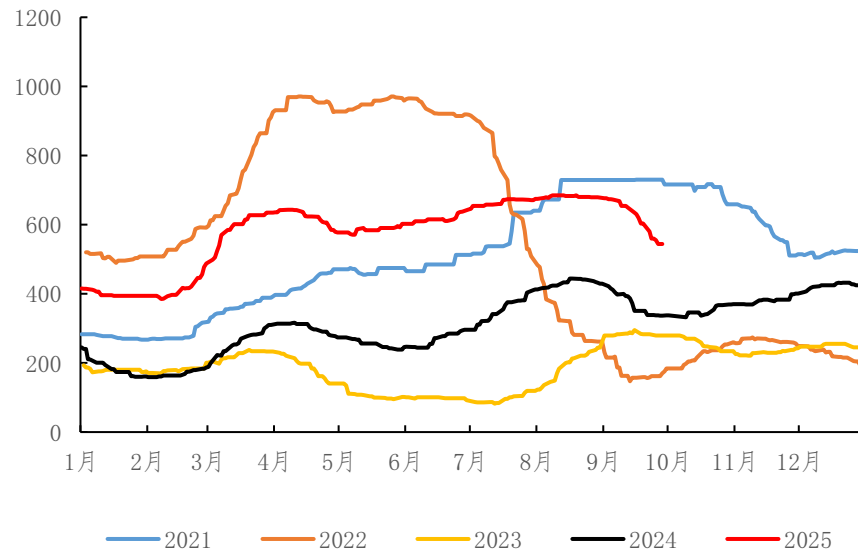
- 2025年2月以来, 铜冶炼厂加工费TC/RC一直维持负值, 且持续走弱, 冶炼端的利润走弱也在侧面反映出了铜矿端的偏紧事实, 2026年, 智利矿商安托法加斯塔与中国冶炼厂达成TC为\$0的长协, 长协定价目前暂无亏吨。
- 据Mysteel数据显示, 9月国内冶炼厂计划产量为114.76万吨, 10月预计产量112.35万吨, 产量均有明显下降, 10月的产量下降创4月以来的新低。
- 9、10月国内共计10家冶炼厂受到检修影响, 最早从8月下旬开始检修, 最晚10月末开始检修, 涉及检修精炼产能共计392万吨。

铜冶炼

铜冶炼产能利用率

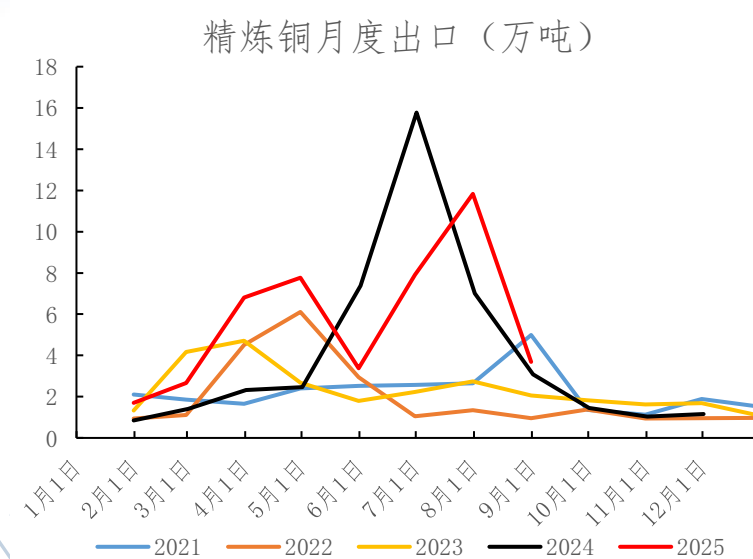
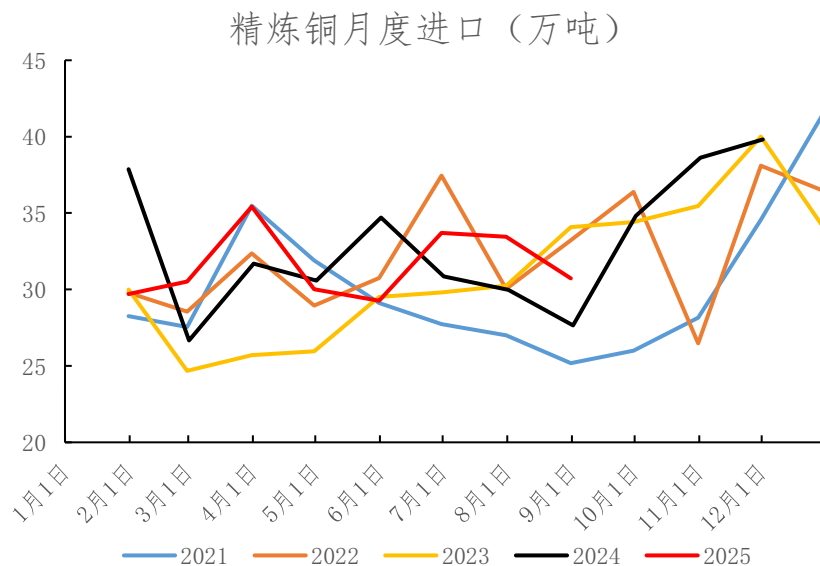
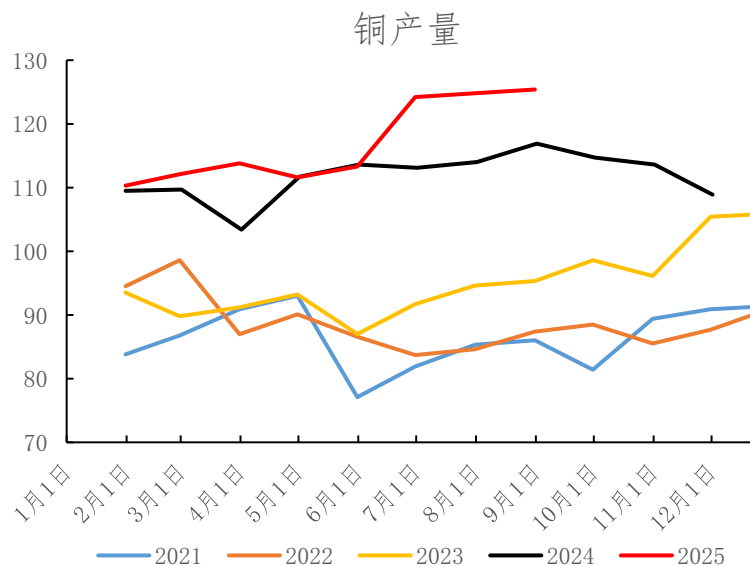


硫酸价格指数



- 虽铜冶炼厂加工费持续亏损,但铜冶炼中的贵金属均属于冶炼厂收益来源,除此之外还有硫酸,目前冶炼一吨铜,副产3.5-4吨硫酸,今年以来硫酸价格一直居于高位,但目前环比走弱,为冶炼厂带来的亏损弥补减弱。
- 反内卷以来,有色金属对于产能预期推涨行情,2025年9月25日安泰科铜业周会议上,提出铜行业的反内卷要参考铝行业的经验,控制冶炼产能。

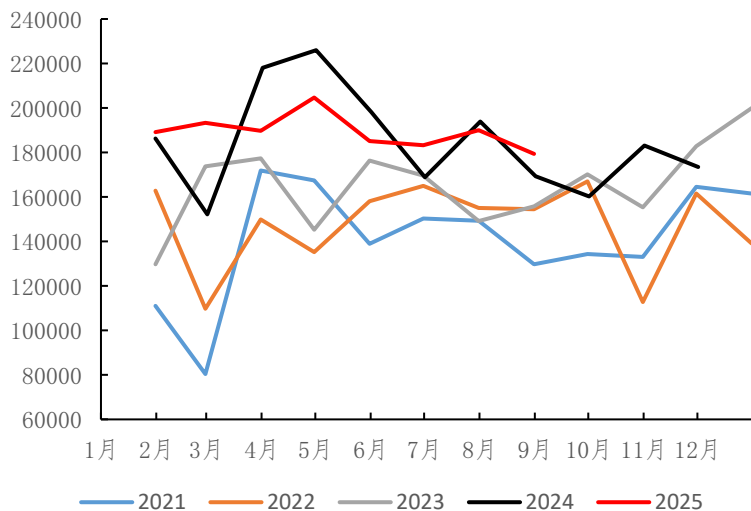
精炼铜供给预期减少



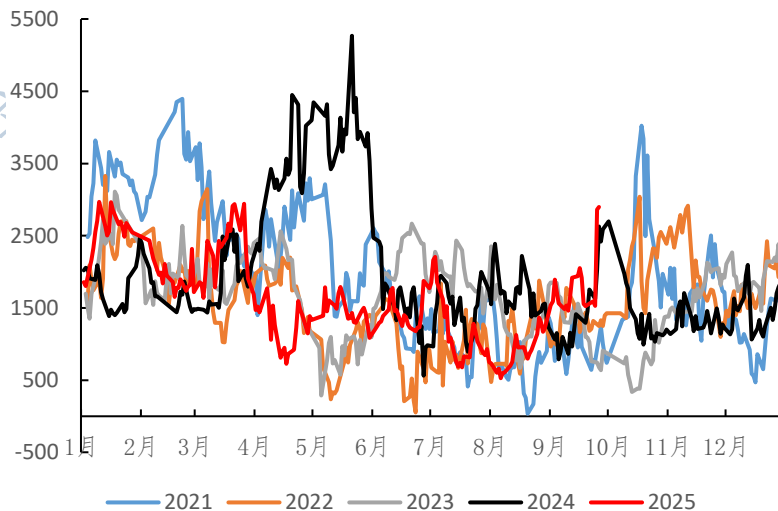
- 8月SMM中国电解铜产量环比下降0.28万吨, 降幅为0.24%, 同比上升15.59%。1-8月累计产量同比增加97.88万吨, 增幅为12.30%。9月有5家冶炼厂检修, 除检修减产外, 冶炼厂同时受到废铜供应紧张的原因, 同样将造成冶炼厂大幅减产。预计10月产量将持续减少, 6家冶炼厂月内有检修计划, 且废铜紧张形式依旧。
- 2025年1-8月中国铜矿进口2005.4万吨, 同比增长7.8%。1-8月中国精铜进口252.8万吨, 同比微增1.12%, 一方面受前期铜关税的影响, 另一方面国内需求环比走弱, 淡季用铜数量不及旺季, 进口需求转弱, 但今年受到铜关税的影响, 纽约铜价格飙升, 中国大量想美国铜出口, 但后续铜关税落地以来, 出口量环比大幅减少。

废铜供给缩量

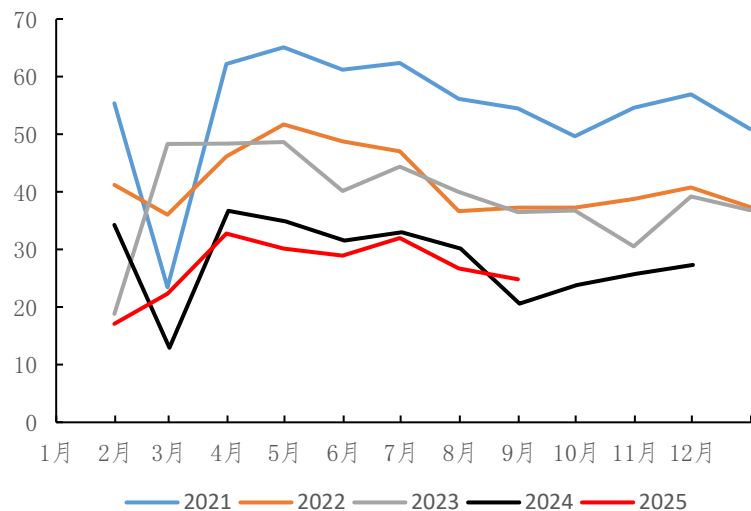
中国废铜进口量 (吨)



主流地区精废价差 (元/吨)



废铜制杆开工率



- 根据国家发展改革等四部委《关于规范招商引资行为有关政策落实事项的通知》（发改体改〔2025〕770号通知），要求各地陆续规范招商引资政策，同时对于2024年5月份后签订的违规招商引资合同，需要在2025年8月31日前完成清退。企业受此影响，开工负荷降低，暂停新增订单下单。
- 据海关总署最新数据显示，2025年8月我国铜废料及碎料进口量达17.94万实物吨，环比下降5.64%，同比小幅增长5.79%。从1-8月累计数据来看，进口量为151.49万吨，累计同比下降0.04%。受美国铜关税的影响，自美国进口铜数量大幅减少，目前国内废铜进口多进口源自日本及泰国，预计四季度废铜延续偏紧预期。



冠通期货
Guantong Futures

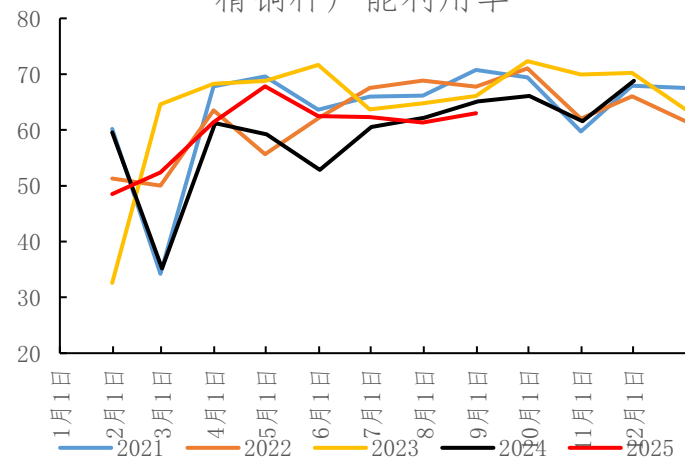
分析师王静：F0235424/Z0000771
投资有风险，入市需谨慎。

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

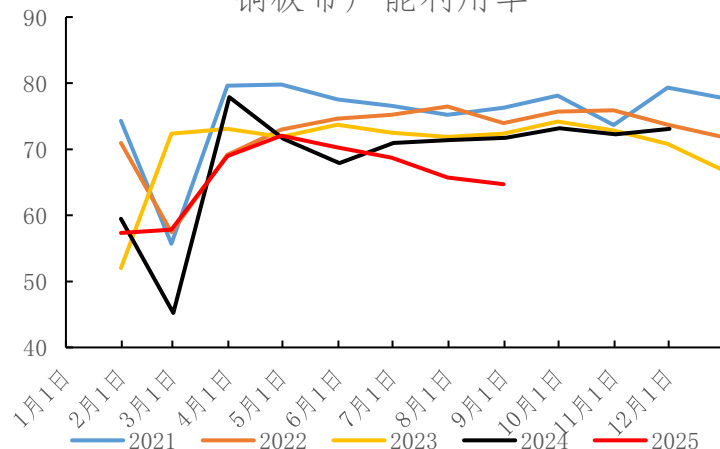
铜需求显韧性

铜材

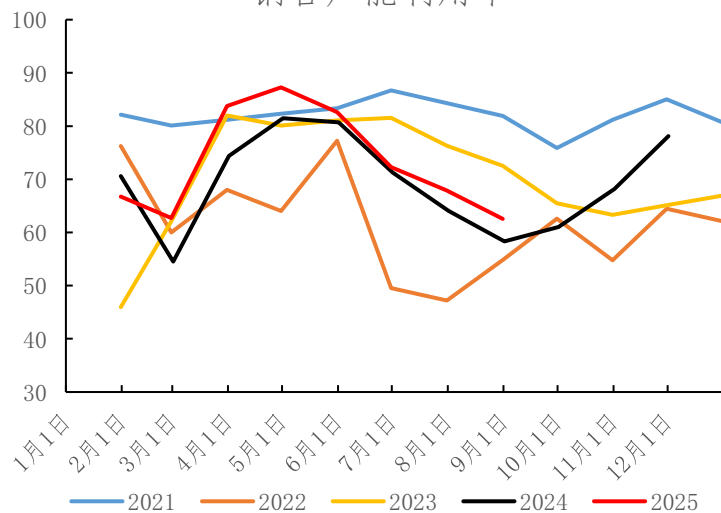
精铜杆产能利用率



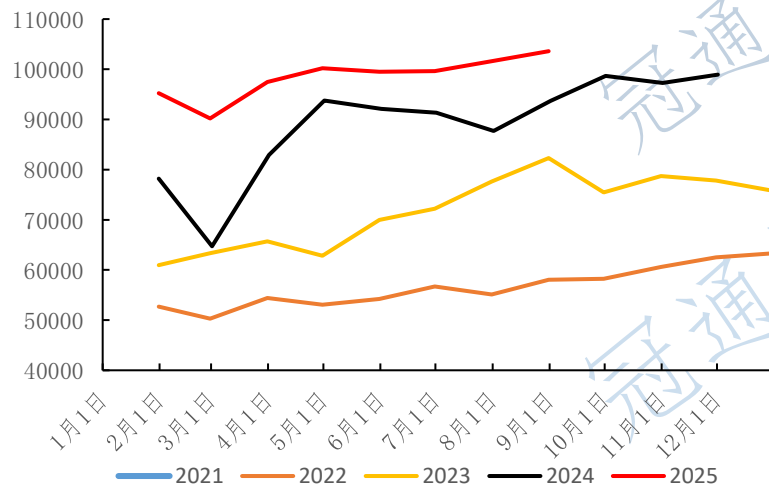
铜板带产能利用率



铜管产能利用率



铜箔产量



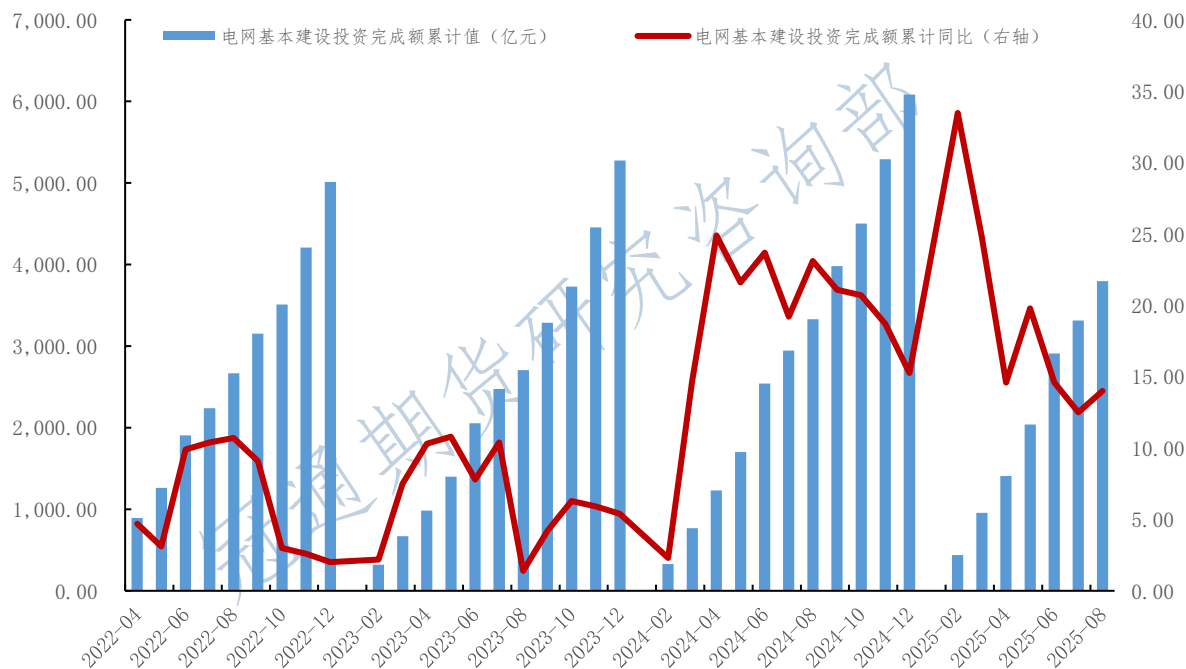
➤ 2025年9月国内精铜杆预计产量103.89万吨,环比增加4.08%,同比增加6.87%。2025年1-9月国内精铜杆产量累计预估值为848.4万吨,同比增加8.64%。

➤ 金九银十,新能源车及手机等数码用品发布旺季,预计对铜箔需求量持增长预期。

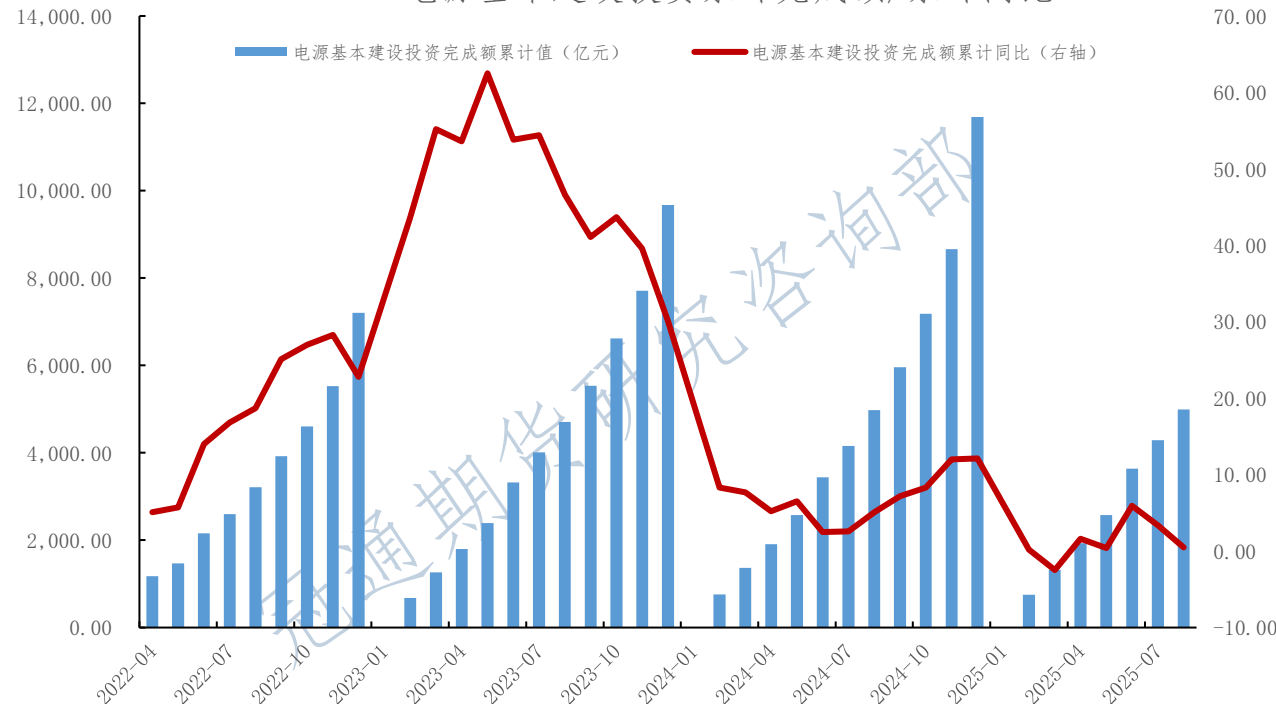
➤ 同时旺季预期下,空调冰箱等家用电器同样对于铜管需求有提振,但受到出口前置的影响,预计增速不及往年同期。

国内国内电网电源建设投资

电网基本建设投资累计完成额/累计同比



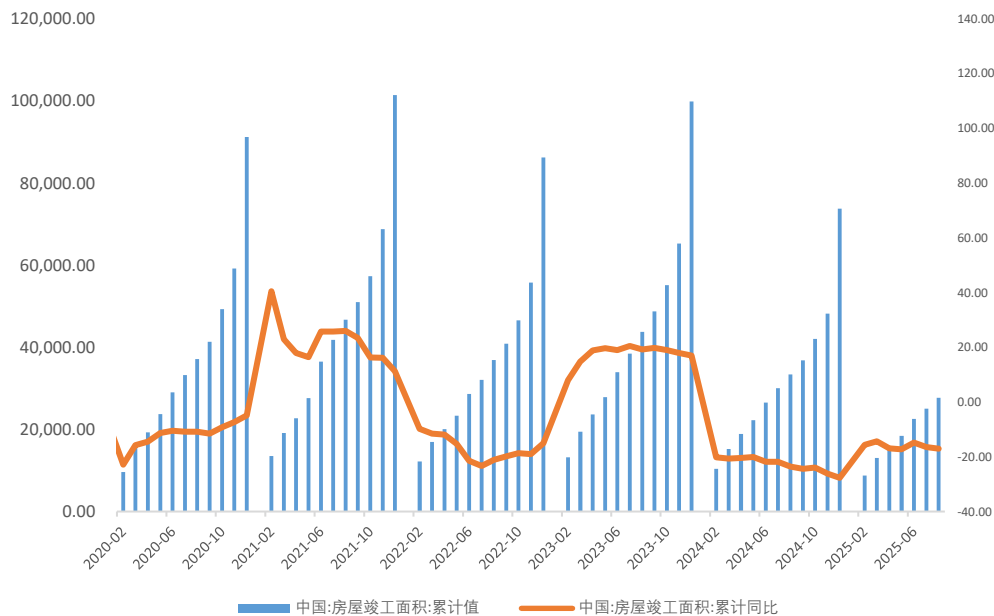
电源基本建设投资累计完成额/累计同比



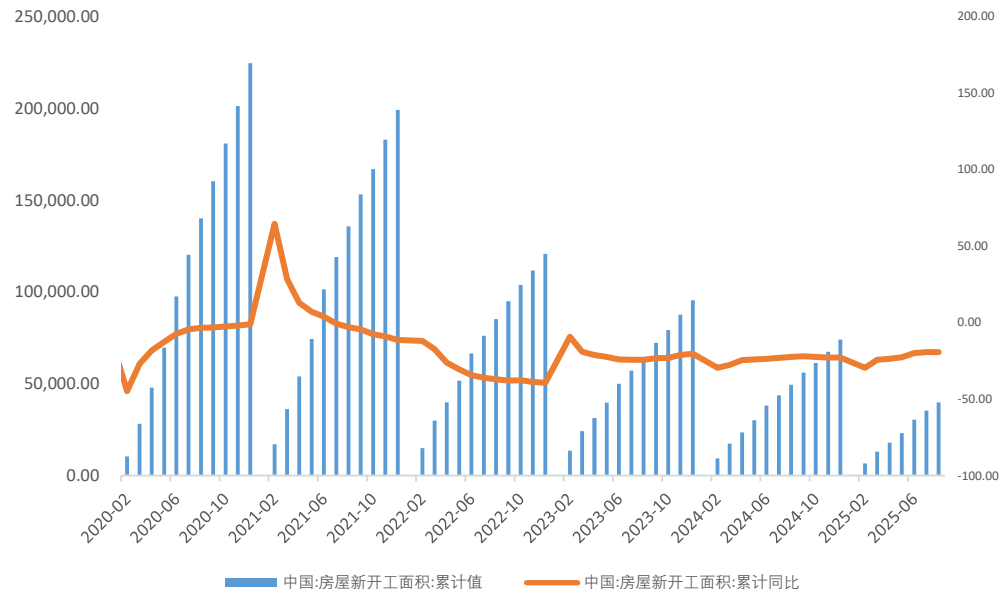
- 2025年1-8月，电网工程完成投资达3796亿元，累计同比增速为14%，整体仍处偏高位置。电源工程完成投资达4992亿元，累计同比增速为0.5%。预计2025年全国电网投资达到6600-6700亿元，同比增速将约为10%。电力电网作为铜下游需求的主力，目前增速依然较快，使铜需求保持韧性。

房地产数据

房屋竣工数据



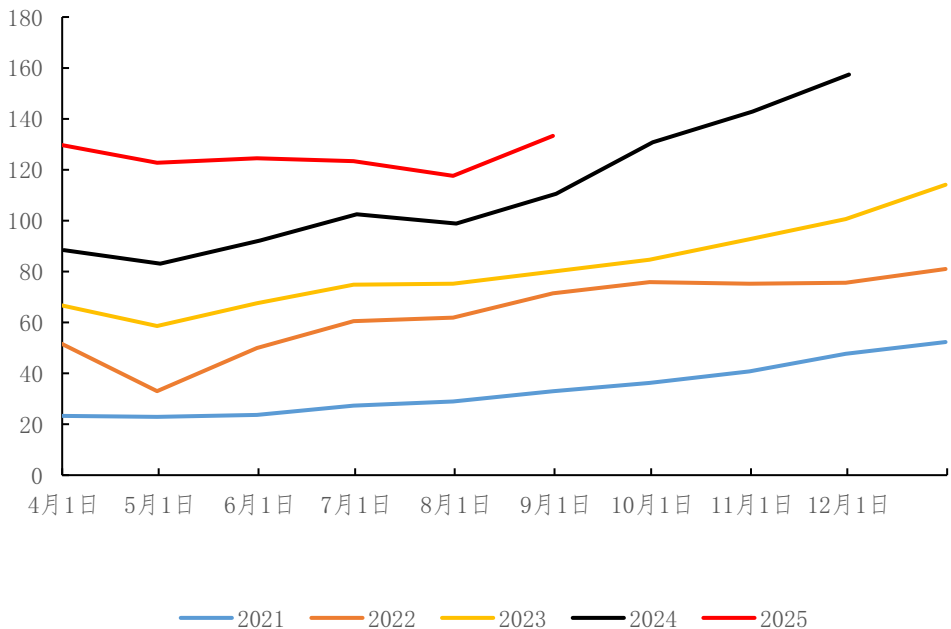
房屋新开工数据



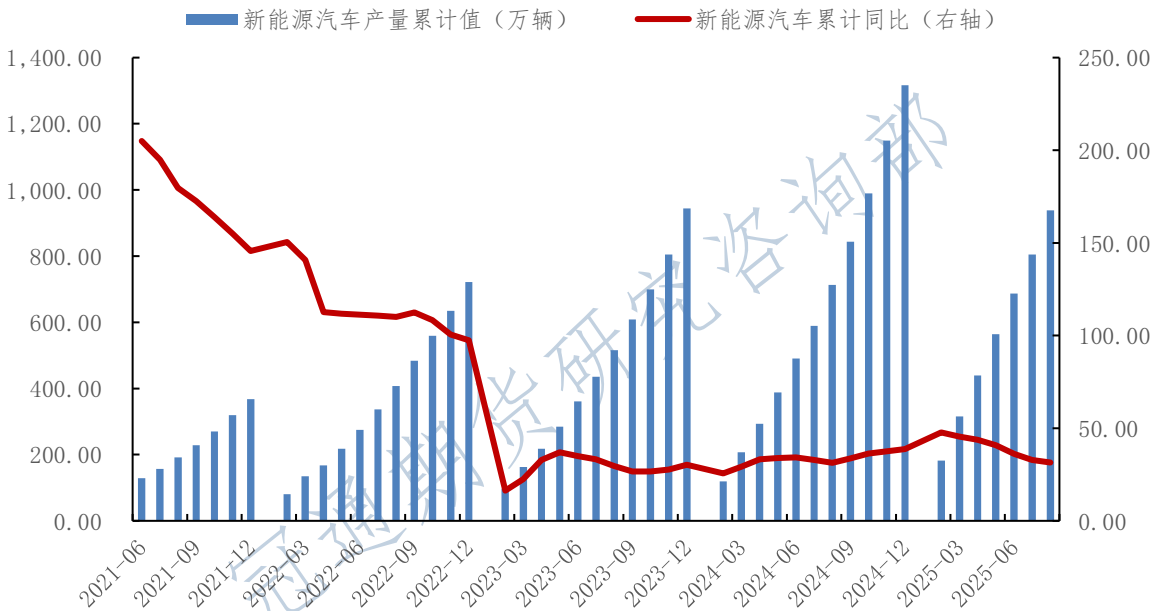
- 1—8月份，房地产开发企业房屋施工面积643109万平方米，同比下降9.3%。其中，住宅施工面积448460万平方米，下降9.6%。房屋新开工面积39801万平方米，下降19.5%。其中，住宅新开工面积29304万平方米，下降18.3%。房屋竣工面积27694万平方米，下降17.0%。其中，住宅竣工面积19876万平方米，下降18.5%。
- 政府今年发布一揽子房地产止跌回稳政策，但目前房地产数据情况依然维持低迷，预计后续随着政策的不断落地，房地产有止跌回稳迹象，但目前对于铜需求依然维持拖累。

新能源汽车维持增量

新能源新车产量



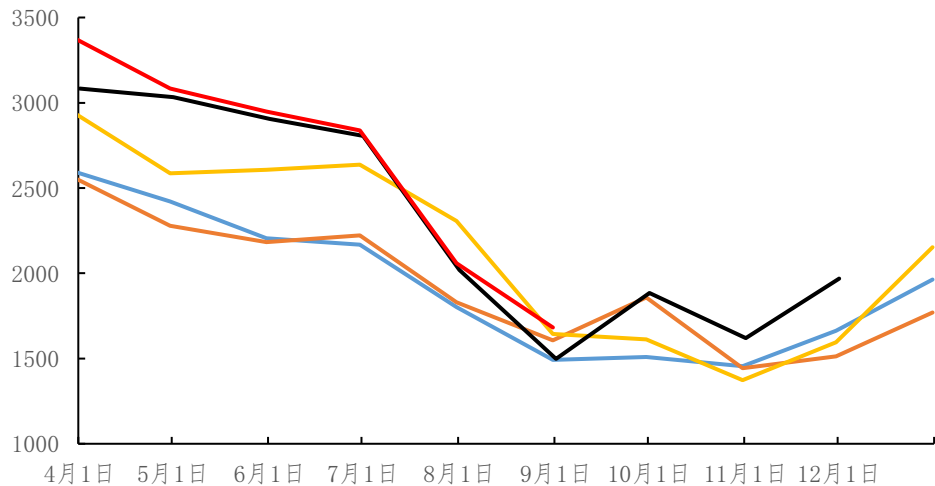
新能源汽车产量/累计同比



- 8月中国新能源汽车市场销量117.1万辆，同比增长18.3%，月度渗透率达52.2%；1-8月累计销售808.8万辆，同比增长30.1%，出口22.4万辆，同比增长1倍；1-8月累计出口153.2万辆，同比增长87.3%。2025年1-8月充电桩累计增量453万个，同比增长88.5%。
- 四季度进入新能源汽车销售旺季，汽车产量环比增长，对于铜需求有拉动作用，今年以来受铜产业内卷影响及国家政策补贴，新能源汽车销售及生产数量均同比去年有所增长。

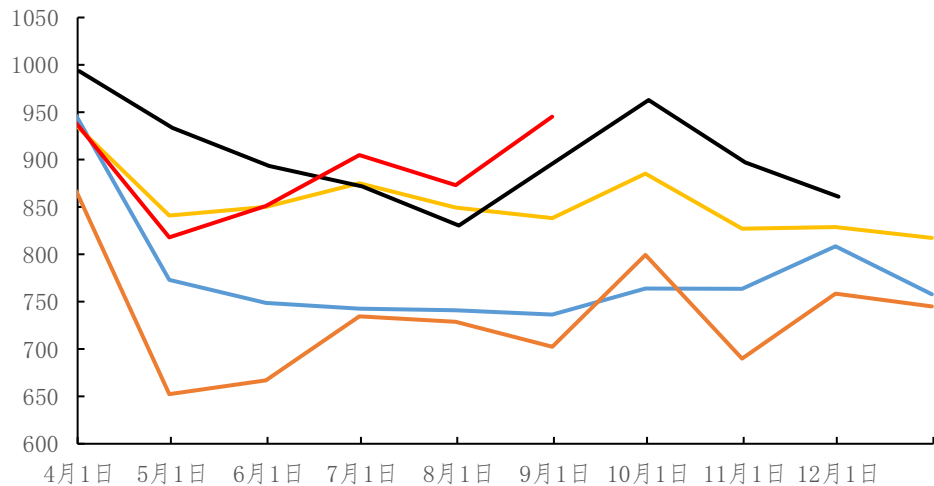
家电需求

空调产量



— 2021 — 2022 — 2023 — 2024 — 2025

冰箱产量



— 2021 — 2022 — 2023 — 2024 — 2025

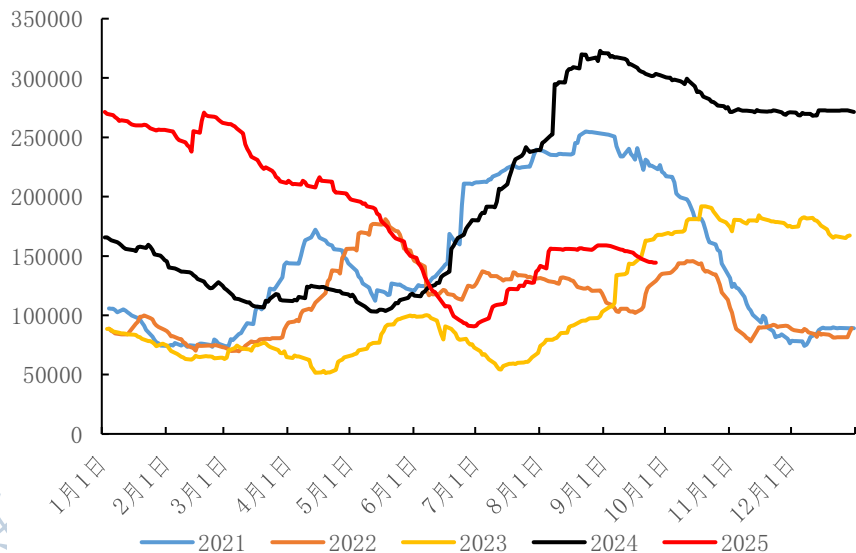
- 受美国关税贸易冲突影响，国内家电出口配额前期快速进入国外市场，前置了今年终端的出口需求，且上半年国补政策前置了国内的内需，家电需求下半年预计整体后劲不足，但进入旺季阶段，依然环比有增量。
- 2025年1-7月，中国家用电冰箱产量为5896.9万台；其中7月电冰箱产量为873.1万台，同比增长5%，月度产量波动趋于平稳，2025年月度产量均保持在800万台以上。
- 2025年1-7月，中国空调产量为18428.6万台；其中7月空调产量为2059.7万台，同比增加1.5%，环比减少27.4%，从2025年单月产量看，环比呈连续下降趋势。



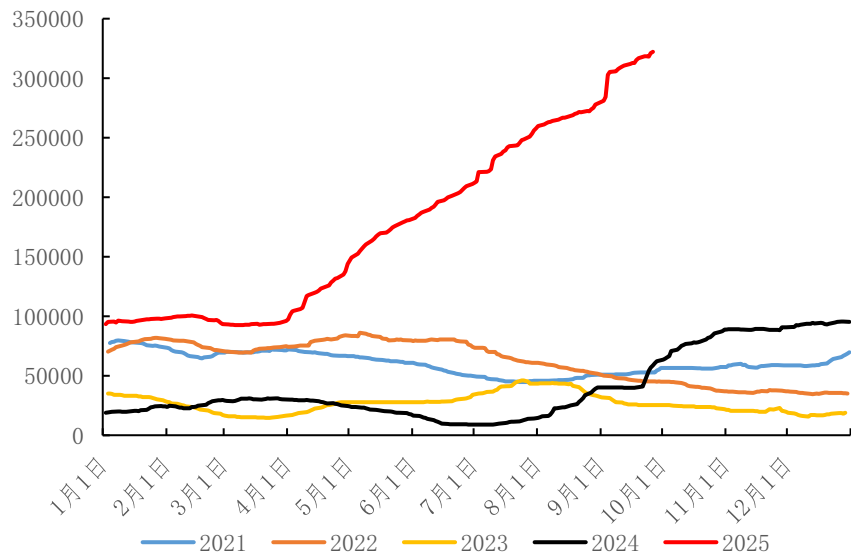
库存连续去化支撑行情

全球各主要交易所铜库存

LME铜库存（吨）

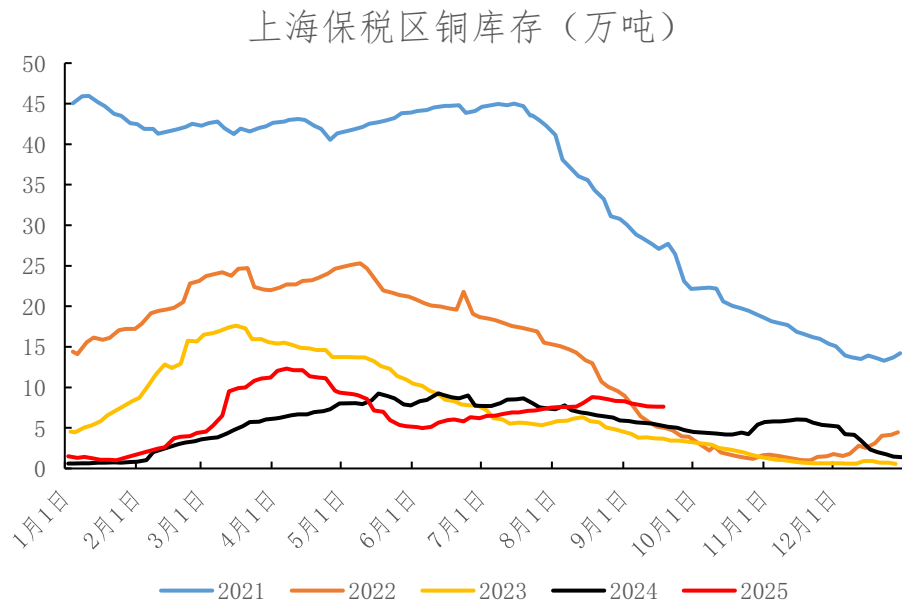
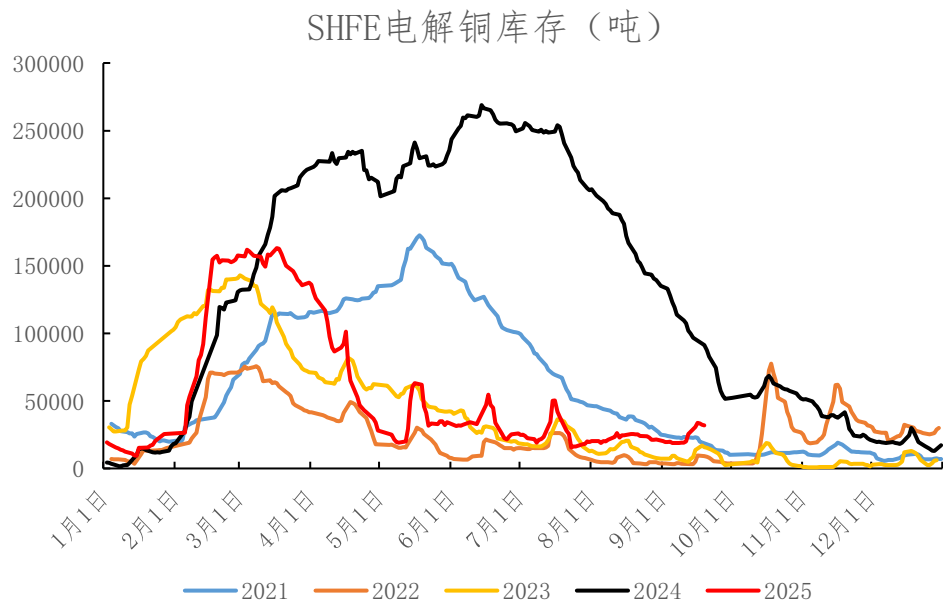


COMEX铜库存（短吨）



- 受美国铜关税的影响，7月以前全球铜库存走势背离，大量铜抢跑至美国套利，美国库存大幅累积而其他地区库存大幅去化，自铜关税落地以来，关税范围不及市场预期，COMEX-LME精铜溢价回归正常，美国铜库存累库速度放缓，而LME铜库存回升，压力有所换季，目前已至历年同期中位水平，对铜价支撑转弱。

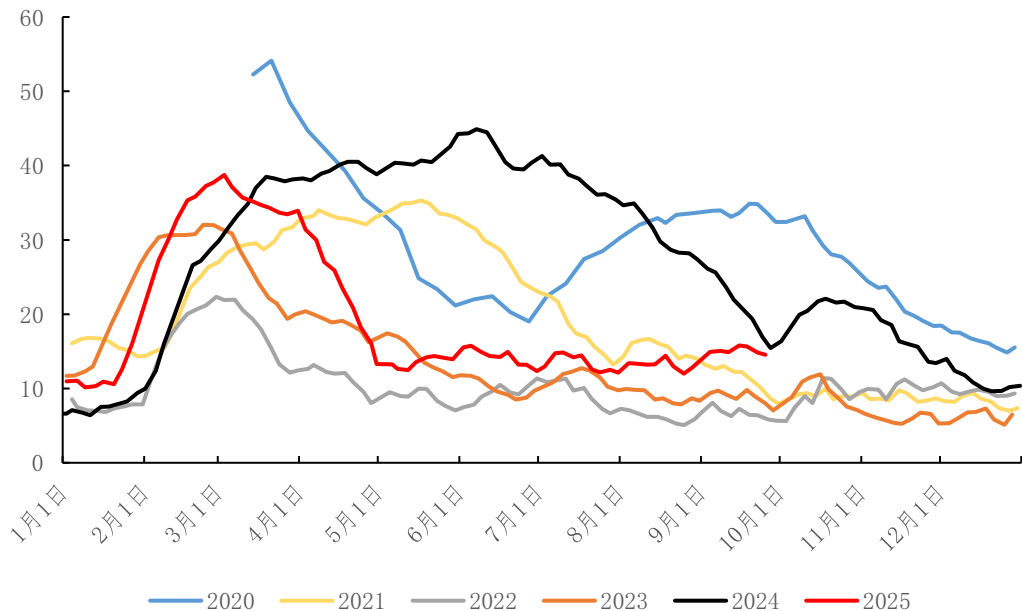
全球各主要交易所铜库存



- 上期所库存在铜关税落地后尚未大幅累库,但受近期高价制约影响,下游拿货意愿减弱,沪铜库存出现累积,本月已达近两月的高点水平,显现了下游需求的疲弱,但近日双节补货下,库存有小幅去化,预计四季度库存先降后增。根据季节性分析,预计金九银十旺季中,沪铜库存表现为去化,而旺季过后,将有持续累库而压制价格的上行。
- 今年以来保税区库存维持窄幅震荡,虽铜进口数据减少但出口走强,库存波动不大。

国内铜社会库存

中国现货库存（万吨）



➤ 截至9月26日，国内市场电解铜现货库存13.18万吨，与上期所库存走势相似，目前步入累库阶段，预计四季度呈现先降后增的趋势。

分析师介绍：

王静，北京师范大学MBA，CFA二级，国家企业培训师、期货投资咨询师，出身农业，三年粮油市场分析经验，后转投身于期货行业十年有余，深谙证券期货投资。多次为国内大型企业开展金融期货培训，在宏观经济、大宗商品、投资规划、资产配置管理、风险控制、投资者教育等方面有着自己独到的见解。现任冠通期货研究咨询部经理，具备良好的经济理论基础和扎实的证券研究经验和风险管理经验。

期货从业资格证书编号：F0235424

期货交易咨询资格编号：Z0000771

联系方式：

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲6号万通中心D座20层（北京总部）

公司电话：010-85356618

E-mail: wangjing@gtfutures.com.cn



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

本报告发布机构

—冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

致
谢