铜：LME库存累积压制，铜价高位宽幅震荡

基本面分析

价格走势：本周铜价高位回落，沪铜环比跌1.0%、伦铜跌0.4%，LME库存连续累积及智利罢工结束缓解供应担忧是主要压力，周尾随库存回落有所修复。国内现货升水走扩、LME维持back，进口窗口阶段性打开；基金净多减仓，铜金比价创近一年新高。内强外弱格局延续，价格维持高位宽幅震荡。

宏观环境：美联储12月加息预期高企、10月加息概率回落，美元维持强势，对高估值铜价形成压制；美国就业走弱与通胀粘性并存，政策路径不确定。美国精炼铜关税提议悬而未决，持续影响全球资源流向。国内固定资产投资延续负增长，制造业新订单边际企稳，需求弱修复。宏观面对铜价支撑有限，波动率趋于抬升。

矿端供应：矿端收缩是本期最明确的利多主线：智利1-7月产量累计降6.9%、降至逾20年低位，必和必拓三季度产量降18.8%；国内铜精矿进口与到港累计同比下滑，TC深度负值印证原料紧缺。Centinela罢工结束仅短期缓解担忧，港口库存回升不改中期偏紧格局。

精铜供应：矿紧正向精铜传导：9月国内产量环比回落、开工率降至年内低位，现货冶炼亏损扩大至4,129元/吨，据SMM预计10月产量或创年内低点；韩国冶炼厂亦酝酿调整。净进口累计降18.9%，进口窗口打开或带来边际补充。精废价差大幅收窄，再生供应响应受限，精铜供应收缩预期正在兑现。

铜材加工：9月铜材产量同比降4.3%，加工总量偏弱：铜杆、铜管同比下滑，再生铜杆受原料紧张拖累腰斩；铜板带、铜箔同比大增三至五成，新能源与电子链条结构性景气突出。高铜价与高升水压制企业备料意愿，下游库存偏低、以销定产，实际消费改善仍需订单验证。

终端消费：终端消费新旧分化：电网投资累计增3.6%、单月提速，四季度赶工存在政策预期；新能源汽车、光伏、风电维持增长，储能与数据中心提供结构性增量，市场对AI需求前景存在分歧。但房地产新开工、竣工同比降逾两成，空调产量下滑，9月精铜表观消费同比减少，旺季不及预期，传统需求拖累延续。

库存变化：库存区域分化极致化：国内SHFE及社会库存大幅去化、处近年同月低位，现货偏紧；LME库存环比增4.16万吨，增量集中于美国仓库，COMEX库存续创历史高位。美国囤库锁定全球大量库存，非美可流通资源偏紧，海外累库属区域转移而非全球过剩。9月国内供需缺口扩大，库存结构对铜价仍偏利多。

策略建议

估值上，沪铜、伦铜分别处于近一年87%和88%分位，绝对价格处于高位；驱动上，矿端收缩与冶炼亏损扩大带来的精铜供应收缩是中期核心支撑，国内去库与现货升水走强相互验证，但美联储加息预期、强美元与LME美国仓库连续入库构成短期压制，旺季消费不及预期限制向上弹性。基准判断：或延续高位宽幅震荡、重心有支撑。交易思路上，回调后可考虑逢低布局多头思路，追涨性价比有限；进口窗口打开背景下可关注内外价差修复机会。产业方面，下游用铜企业可考虑在价格回调阶段分批锁定采购成本，冶炼及贸易商可结合库存敞口管理现货升水波动风险。调整条件：若LME库存持续大幅累积且国内转为累库，或美联储释放更强紧缩信号，需下修偏多判断；若冶炼减产兑现、非美升水进一步抬升，则震荡中枢有望上移。

风险提示

1. 美联储紧缩超预期
2. 海外库存持续累积
3. 国内消费不及预期
4. 冶炼减产兑现推涨
5. 美国关税政策生变

一、 价格走势：LME库存累积压制铜价回落，内外分化延续

本周铜价高位回落、先抑后扬。沪铜主力收于108,740元/吨，环比下跌1.0%；伦铜3个月电子盘收于14,298美元/吨，环比下跌0.4%，周内一度跌至五周低点14,031美元/吨（见图1）。价格回落的直接压力来自LME库存累积：10月21日LME库存净增11,475吨，另据mining.com 10月23日报道，10月21日流入量达29,050吨、主要集中在新奥尔良仓库，流入与净变化系不同口径，并列列示、不互相加总；智利Centinela矿罢工结束也在周初削弱了供应扰动溢价。周尾随着LME累库节奏降速，铜价有所修复，但全周仍收跌。当前沪铜、伦铜分别位于近一年87%和88%分位，绝对估值仍处高位。

跨市场结构延续内强外弱。国内平水铜现货升水815元/吨，环比回升25元/吨，较去年同期抬升825元/吨，显示国内现货偏紧（见图3）。LME现货对三个月升水145美元/吨，环比走扩35美元/吨，近端结构仍呈back（见图4）。进口端，电解铜现货进口盈利440元/吨，环比扩大192元/吨，进口窗口阶段性打开（见图2）；CU-BC价差为-926.5元/吨，保税铜转入完税市场仍无利润空间（见图5）。COMEX-LME溢价率收窄至0.06%，环比回落0.69个百分点，美国对全球铜资源的虹吸动力阶段性减弱（见图9）。

资金层面，LME投资基金净多持仓3.36万手，环比减少17.4%，位于近一年34%分位；投资公司和信贷机构净空头收窄至-7,146手（见图7、图8）。铜金比价升至125.8，创近一年新高，铜相对黄金走强（见图6）。整体看，库存区域转移带来的短期压力与矿端紧约束的中期支撑相互拉锯，价格维持高位宽幅震荡。

图1：沪铜vs伦铜走势

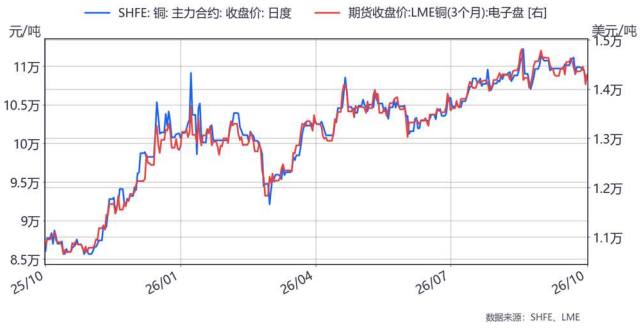


图2：SMM：伦铜进口盈亏

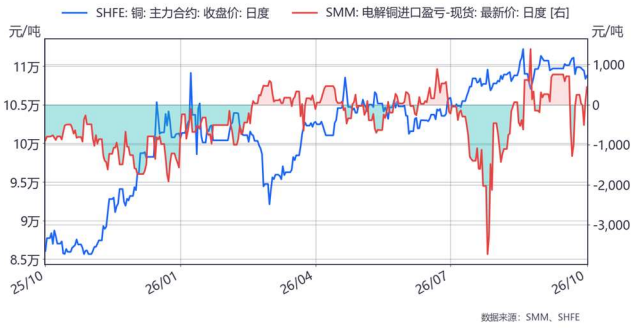


图3：国内电解铜价格及升贴水



图4：LME铜及现货升贴水



图5：CU-BC价差

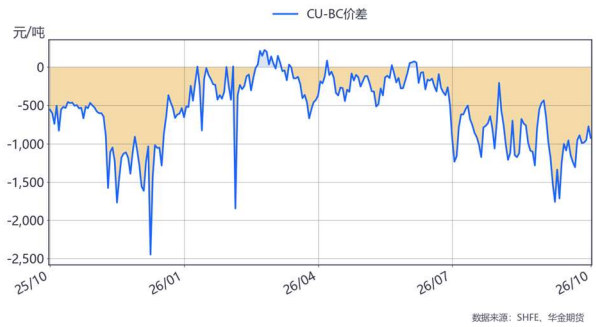


图6：铜/金比价

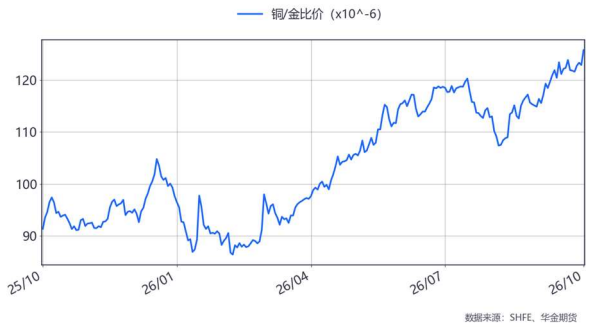


图7：LME铜价vs投资公司和信贷机构净多

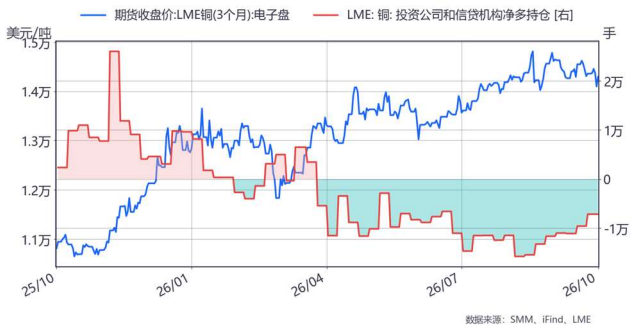


图8：LME:铜:vs投资基金净多持仓

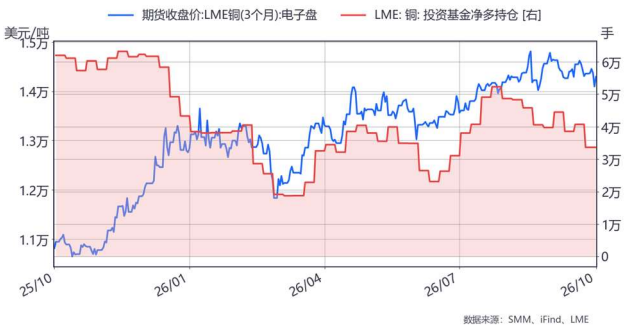
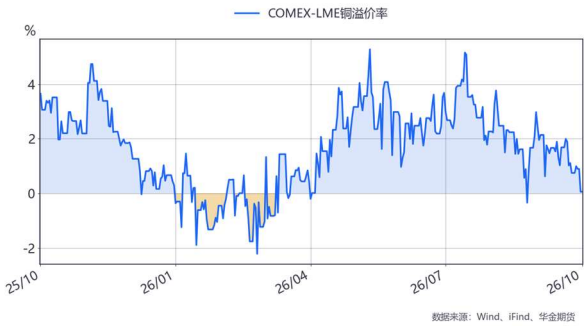


图9：COMEX-LME铜溢价率



二、 宏观环境：加息预期反复与强美元压制，国内需求预期偏弱

本周宏观面的核心变量是美联储政策预期反复与美元维持强势。据CME"美联储观察"10月21日数据，美联储到10月维持利率不变的概率为83.9%，到12月累计加息25个基点的概率达76.1%，紧缩预期整体发酵。另据Mysteel 10月19日报道，美联储主席沃什称不预判议息会议结果，其讲话后市场押注10月加息概率由约27%回落至不足15%。基本面数据支持这一分歧：美国当周初请失业金人数19.4万人，同比下降11.8%，劳动力市场尚有韧性（见图10）；但9月新增非农仅2.9万人，较去年同期减少9万人，就业动能明显走弱（见图11）。通胀端，9月CPI同比升至3.7%，近三个月持续走高，而8月核心PCE同比3.01%基本持平，通胀粘性与经济放缓并存，政策路径不确定性上升（见图12）。美元指数报101.75，周内基本持平，处于近一年区间上沿，强美元对铜价上行构成约束（见图13）。

据生意社10月21日报道，PriceSeek评析认为加息预期升温推升美元走强预期，流动性收紧或拖累制造业需求，对沪铜等工业金属形成利空。此外，美国商务部提议自2027年起对进口精炼铜征收15%关税、2028年升至30%的方案仍未落地，据Fastmarkets 10月21日报道，摩科瑞Snowdon认为当前铜价高位更多源于美国政策而非需求，关税走向是结构性的多空分水岭。

国内方面，9月固定资产投资累计同比-7.2%，近三个月持续走低，总需求压力仍在（见图14）；

9月制造业PMI新订单50.5%，较去年同期回升0.8个百分点，制造业需求边际企稳但弹性有限（见图15）。据Mysteel 10月19日报道，9月中国铜产业景气指数42.2，环比下降2.6个百分点。整体看，海外紧缩预期与强美元压制金融属性，国内需求弱修复，宏观面对高估值铜价的支撑有限，波动率趋于抬升。

图10：美国:当周初次申请失业金人数:季调

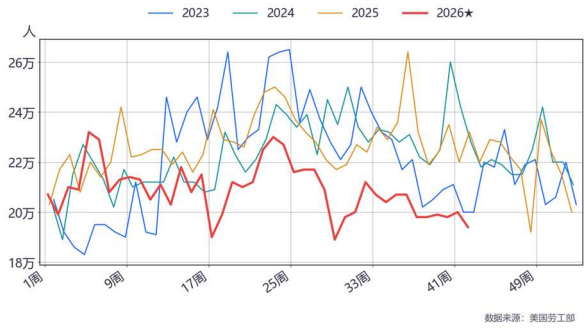


图11：美国:新增非农就业人数:季调:初值

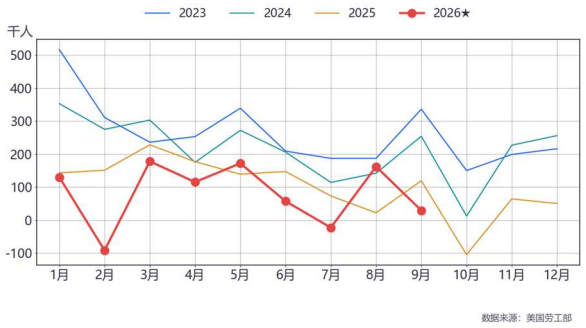


图12：美国通胀水平



图13：美元指数vs伦敦铜



图14：中国:固定资产投资完成额:累计同比

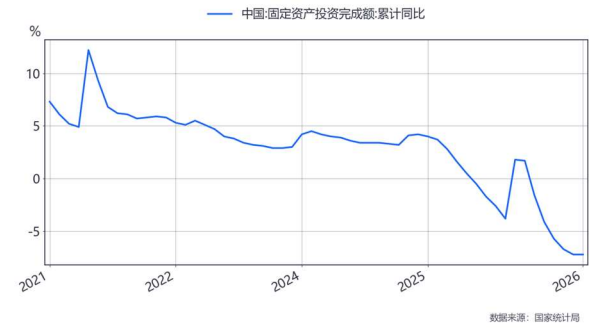
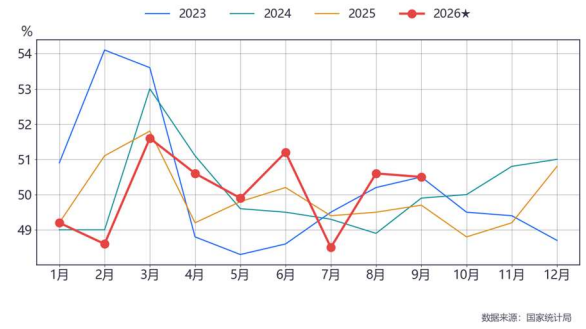


图15：中国:制造业PMI:新订单



三、 矿端供应：智利产量深度下滑，矿端紧约束持续强化

矿端供应收缩是本期最明确的利多主线。智利7月矿山产量40.02万金属吨，同比下降9.4%，1-7月累计下降6.9%（见图16）。据mining.com 10月20日报道，智利铜产量已降至逾20年最低，Escondida 8月产量同比下降28%、Collahuasi下降25%；该报道援引的多方预测中，智利财政部长预计今年产量下降约7%至约500万吨，Cochilco预测降2.6%，CRU拟下调至近5%，各口径虽有分歧但方向一致。秘鲁相对平稳，7月产量23.65万金属吨，同比增3.7%，累计增2.2%（见图17）。据必和必拓10月20日发布的报告，其三季度铜产量40.07万吨，同比下降18.8%，Escondida入选品位由0.94%降至0.81%，叠加9月致命事故致采矿临时暂停。短期扰动方面，据mining.com 10月19日报道，Antofagasta旗下Centinela矿逾700名工人批准新合同，结束自10月7日起的罢工，周初供应担忧阶段性缓解。

原料流向方面，9月铜精矿进口248.2万吨，同比下降3.8%，1-9月累计下降3.0%（见图18）。10月全球主要港口出港预计422.07万吨（F），同比下降8.8%，累计同比下降7.4%（见图19）；同期国内主要港口到港预计208.98万吨（F），单月同比增2.8%，但累计同比仍下降15.7%（见图20），原料到港中枢明显低于去年。库存端，国内主流港口铜精矿库存82.37万吨，环比增加12.49万吨，较2025年同期偏高31.6%，处于近3年同月中等水平（见图21），库存回补主要反映到货节奏，并未改变矿端偏紧的中期格局。

另据mining.com 10月20日报道，BNEF预计铜行业需新增3,320亿美元矿山投资以避免最早2028年出现供应短缺。综合看，矿端约束在持续强化，是支撑铜价中期重心的核心矛盾。

图16：智利矿山产量：万金属吨

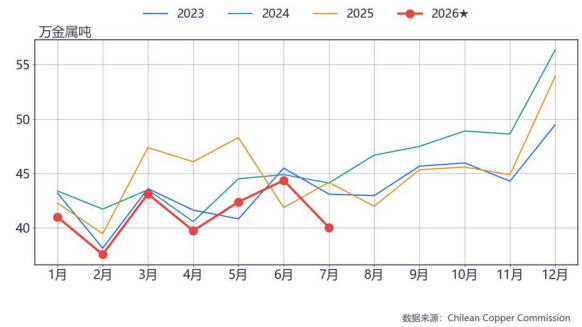


图17：秘鲁矿山产量：万金属吨

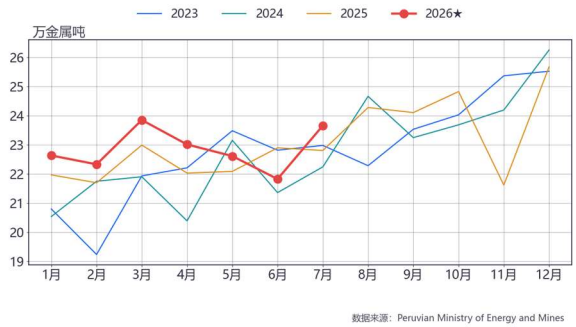


图18：铜精矿进口量：月度

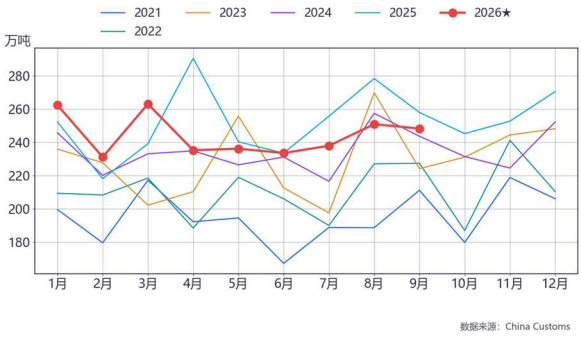


图19：铜精矿全球主要港口出港数据汇总:月度

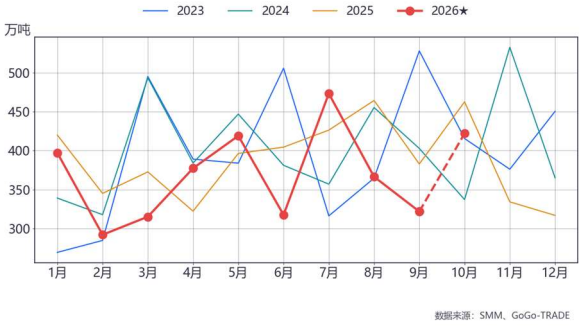


图20：铜精矿国内主要港口到港数据汇总：月

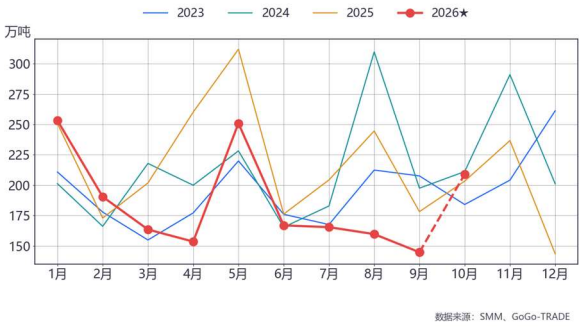
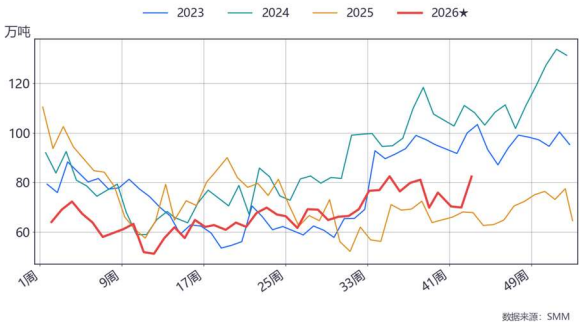


图21：国内主流港口铜精矿库存



四、 精铜供应：冶炼亏损扩大产量趋降，进口补充持续收缩

矿端紧张正逐步向精铜产出传导。9月国内电解铜产量112.06万吨，环比回落，同比基本持平，1-9月累计同比增3.5%（见图22）；冶炼厂开工率81.54%，环比下降2.0个百分点，为近一年低位（见图25）。据中国有色网10月19日报道，SMM预计10月国内电解铜产量降至108.47万吨的年内低点，精铜供应收缩将对铜价形成刚性支撑。

冶炼收益是约束产出的关键。9月现货冶炼总收益-4,129元/金属吨，环比亏损扩大约2,038元/

金属吨，创近一年新低（见图23）；现货TC报-242.07美元/干吨，处于近一年最低水平（见图24）。据mining.com 10月20日报道，韩国LS MnM表示因加工费降至负值及精矿采购竞争加剧，正考虑调整原料采购量并评估调整铜产量的可能性。需要注意的是，长单冶炼总收益仍有4,748元/金属吨，同比大幅改善，大型冶炼厂尚未全面亏损，减产更多是边际和结构性的。此外，据mining.com 10月21日报道，消息人士称Codelco向欧洲客户报价2027年精炼铜升水350美元/吨创纪录，Codelco拒绝置评；Aurubis上调至347美元/吨，非美地区明年精铜紧平衡预期强化。

进口端持续收缩：9月电解铜净进口20.67万吨，同比下降32.9%，1-9月累计下降18.9%（见图27）；近期现货进口盈利440元/吨，进口窗口阶段性打开，或带来边际补充（见图26）。再生端，9月国内废铜产量22.31万金属吨，同比增12.1%，但累计同比仍降14.2%（见图31）；精废价差收窄至484元/吨，环比下降71.8%，精铜相对废铜的经济性明显改善，再生供应响应受限（见图30）。整体看，精铜供应收缩预期正在兑现。

图22：中国电解铜产量：月度

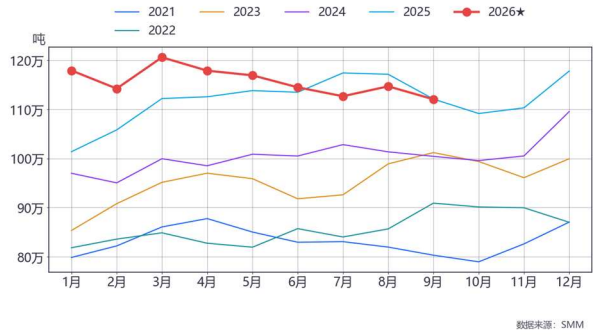


图23：铜冶炼收益



图24：铜精矿:现货:粗炼费(TC)

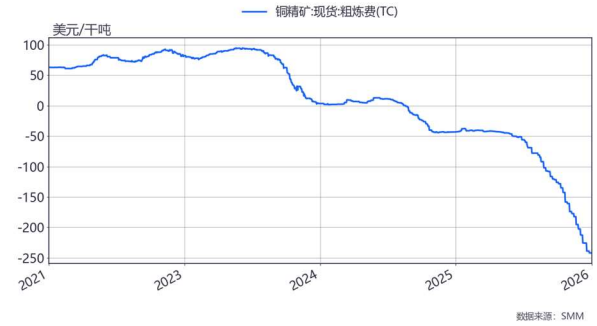


图25：SMM：铜冶炼厂开工率



图26：电解铜进口盈亏-现货



图27：电解铜净进口量



图28：进口废铜盈亏平衡



图29：中国废铜进口量：万金属吨

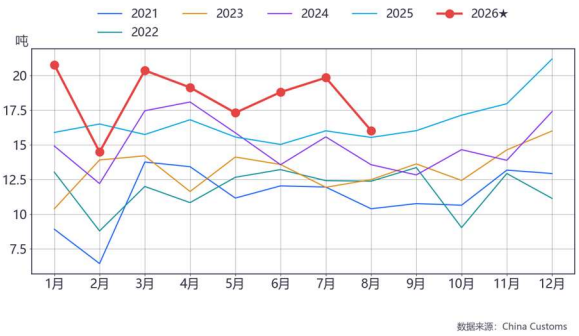


图30：精废价差：价格优势

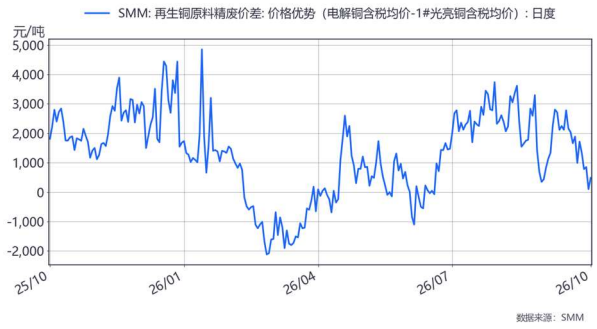


图31：国内废铜产量

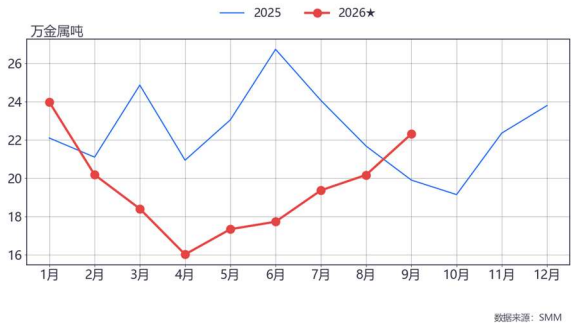


图32：SMM：再生铜原料社会库存系数：广东



五、 铜材加工：加工产量同比转弱，板带铜箔结构性景气突出

铜材加工呈现总量偏弱、结构分化的特征。9月铜材产量172.57万吨，同比下降4.3%，1-9月累计同比仅增1.2%（见图33）。分品种看，电解铜杆产量90.38万吨，同比下降4.5%，但累计同比仍增3.9%（见图36）；再生铜杆产量5.41万吨，同比下降52.7%，累计降幅54.2%，废铜原料紧张对再生杆的挤出非常明显（见图37）。铜管产量14.46万吨，同比下降6.1%，累计降5.7%，与空调等家电需求走弱一致（见图38）。

结构性亮点集中在新能源与电子链条：9月铜板带产量22.93万吨，同比大增51.6%，累计增44.9%（见图39）；铜箔产量15.66万吨，同比增30.3%（见图40），其中锂电铜箔10.23万吨，同比增27.3%、累计增34.4%（见图41），电子电路铜箔5.43万吨，同比增36.1%（见图42），储能与AI相关需求对高端铜材形成持续拉动。

库存与订单层面，中游铜材企业成品库存14.4万吨，环比微降0.2万吨，处于近年同月偏高水平（见图34）；下游企业成品库存10.1万吨，环比小增0.1万吨，处于近年同月偏低位置（见图35），下游以销定产、备库谨慎。据中国有色网10月19日文章，旺季下游开工率环比修复，但高铜价与高升水压制企业备料意愿，开工率同比依旧偏低。综合看，加工环节对高价的承接能力有限，实际消费改善仍需订单验证，精废价差收窄后精铜对再生杆的替代或部分支撑精铜需求。

图33：SMM：铜材产量：月度

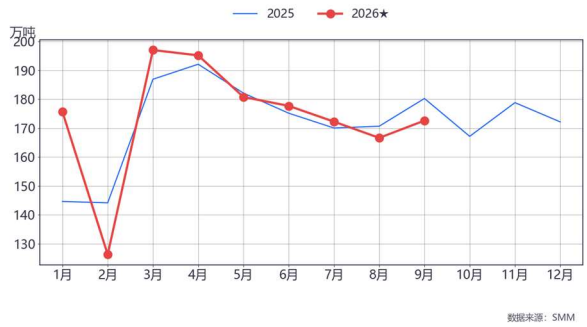


图34：SMM：中游铜材企业产品库存

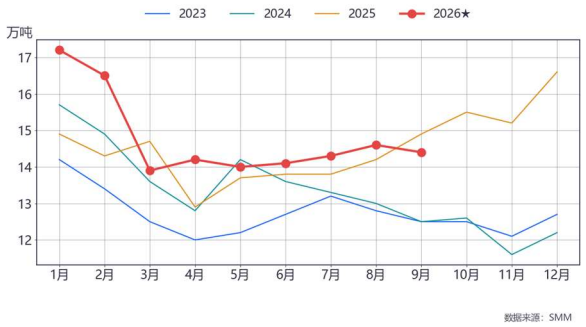


图35：SMM：下游企业成品库存

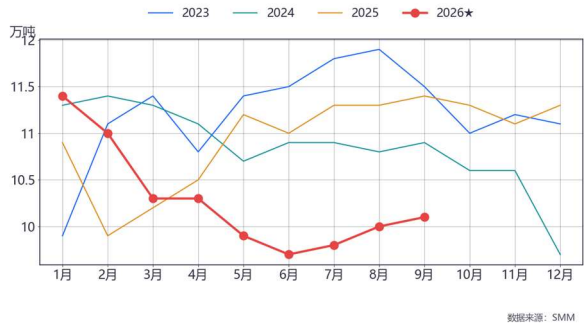


图36：SMM：电解铜杆产量：月度

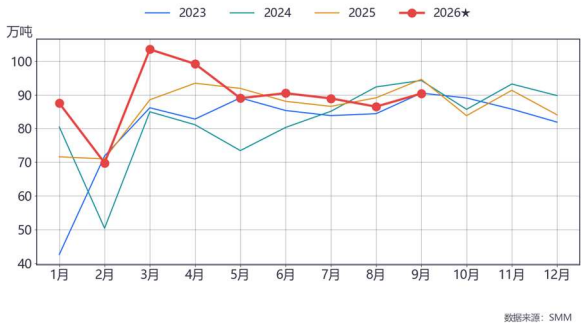


图37：SMM：再生铜杆样本产量：月度

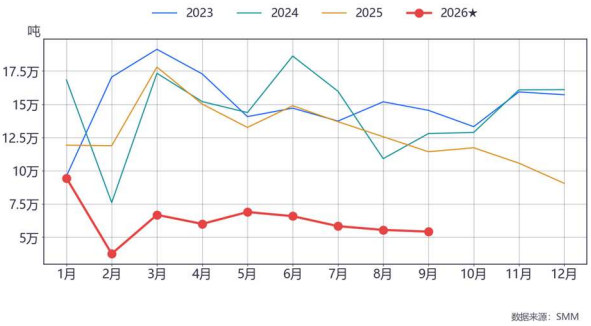


图38：SMM：铜管产量：月度

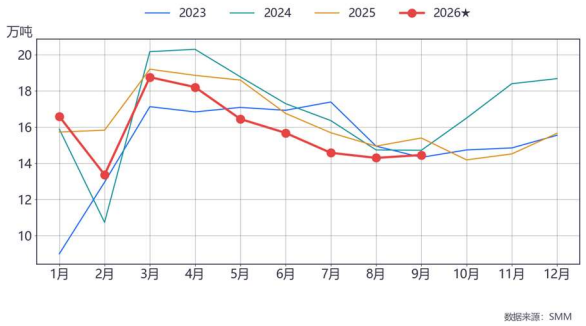


图39：SMM：铜板带产量：样本企业

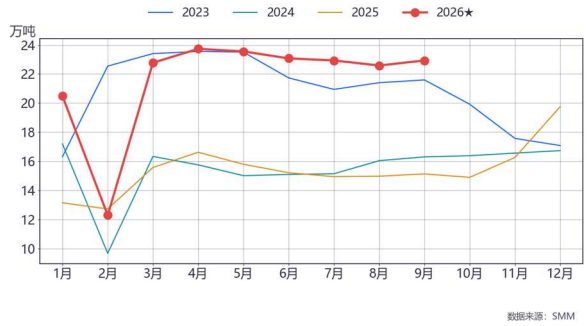


图40：SMM：铜箔产量：样本产量

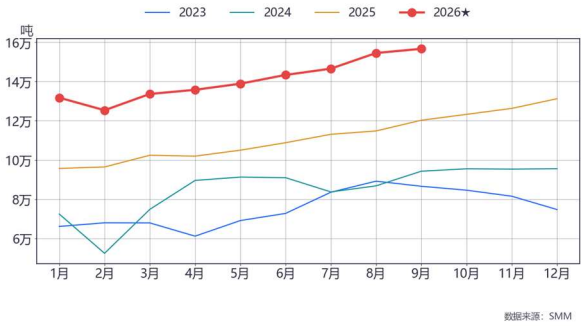


图41：SMM：铜箔产量：锂电铜箔

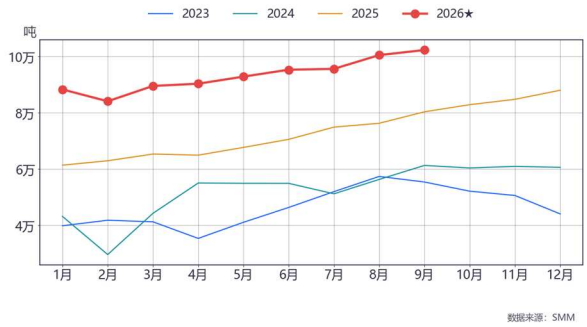
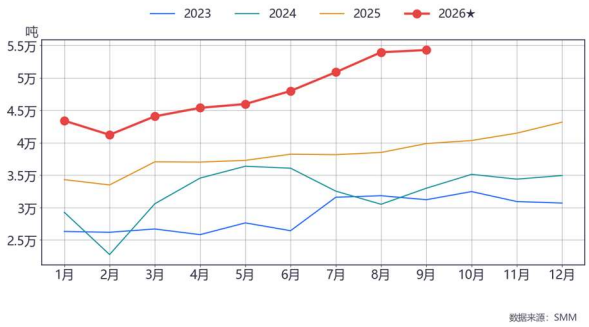


图42：SMM：电子电路铜箔产量



六、 终端消费：电网与新能源结构支撑，传统消费拖累延续

终端消费新旧分化明显。电力端相对稳健：1-8月电网基本建设投资累计3,932亿元，同比增3.6%，8月单月592亿元，同比增23.1%，项目进度偏慢但单月有所提速（见图43）；9月国网铜招标测算量2.62万吨，同比大幅增加，但1-9月累计仍降6.1%（见图44）。据中国有色网10月19日文章，预计"十五五"全国电网投资突破5万亿元，四季度电网投资有望集中赶工，属政策预期，落地节奏待观察。

房地产拖累延续：9月新开工面积4,137万平方米，同比下降26.1%，累计降25.0%（见图45）；竣工面积2,174万平方米，同比降36.7%，累计降25.2%（见图46），地产链用铜需求收缩未见拐点。家电端，8月家用空调产量1,072万台，同比下降16.8%，累计降7.4%（见图47），与铜管产量下滑相互印证。

新能源链条维持增长：9月新能源汽车产量181.4万辆，同比增12.2%，累计增11.3%（见图50）；7月光伏新增装机14.08GW，同比增27.5%（见图48）；8月风电新增装机6GW，同比增50.0%，但累计同比仍降28.1%（见图49）。需求前景方面市场存在分歧：据Fastmarkets 10月21日报道，摩科瑞Snowdon称AI金属密集度低于预期，AI驱动的需求叙事或存高估；而据Fastmarkets 10月20日报道，Trafigura的Train称数据中心铜需求已增至约100万吨、未来五年或再增100-200万吨。另据中国有色网10月19日报道，9月精铜表观消费量139万吨，同比减少约6万吨，旺季表现不及预期。整体看，终端消费对高铜价的支撑偏中性，结构亮点难以完全对冲传统需求走弱。

图43：中国:电网基本建设投资完成额:当期

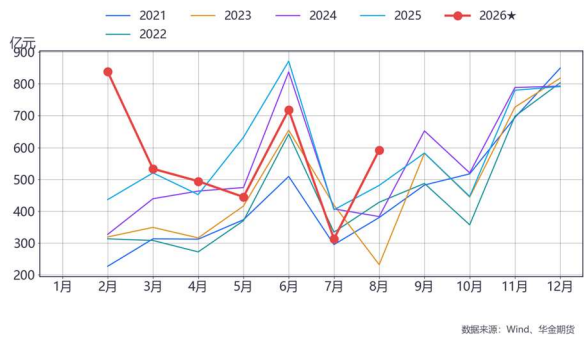


图44：国网铜招标测算量：吨

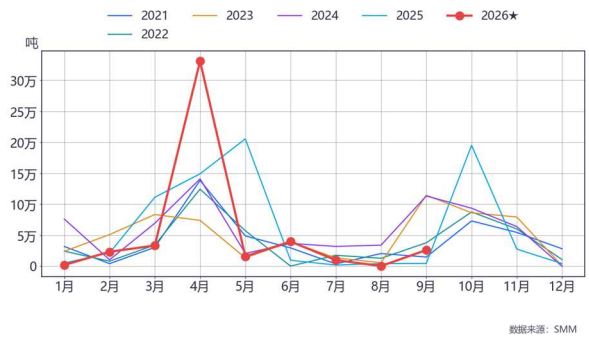


图45：中国房地产新开工面积：当月

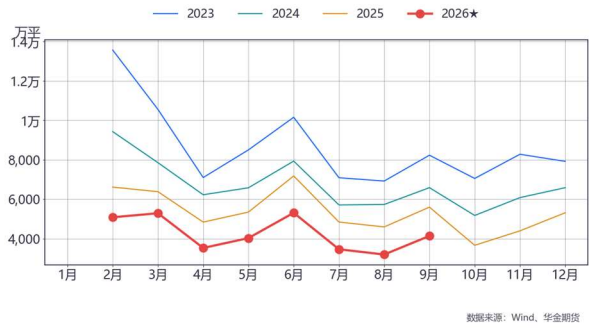


图46：中国房地产竣工面积：当月值

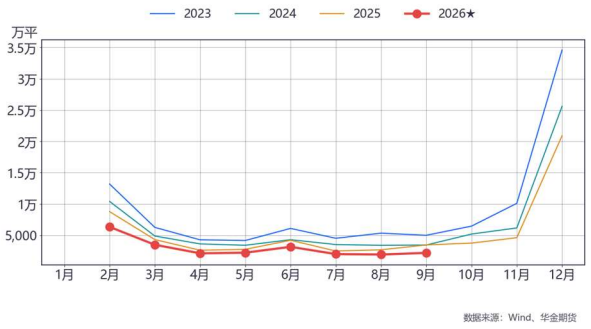


图47：中国家用空调产量：万台

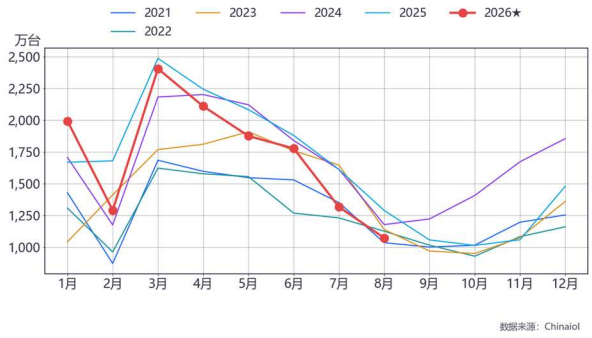


图48：光伏新增装机容量

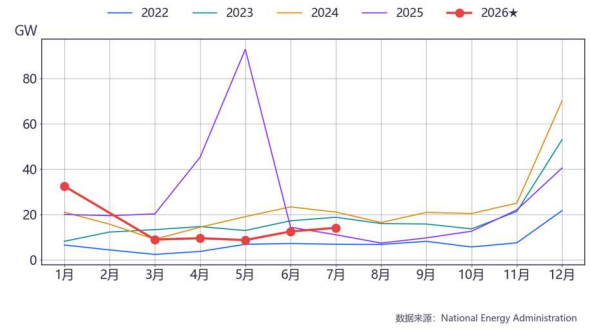


图49：中国风电新增装机容量

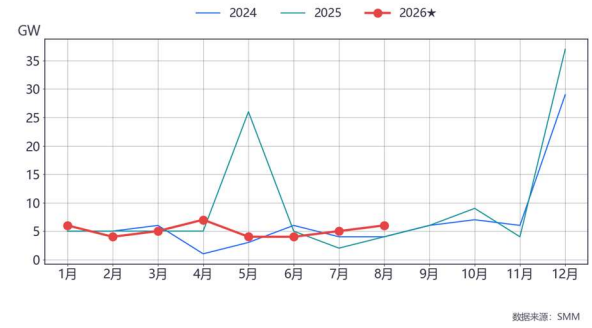
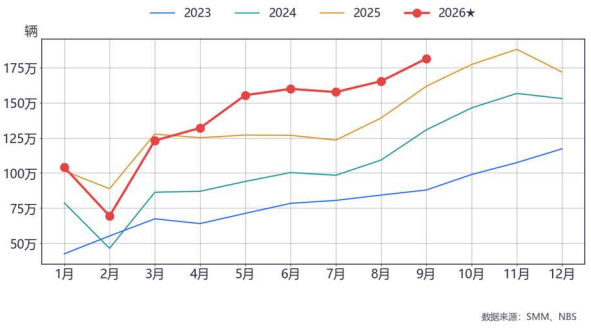


图50：NBS：中国新能源汽车产量



七、 库存变化：国内去库海外累库，库存区域分化极致化

本周库存的核心特征是区域分化进一步加剧，需区分库存转移与全球总量变化。国内端，SHFE库存5.44万吨，环比大幅下降1.96万吨，较2025年同期低53.2%，处于近年同月偏低水平（见图54）；电解铜社会库存（含保税）11.96万吨，环比下降1.82万吨，较2025年同期低55.9%（见图56）。分地区看，上海5.11万吨、广东1.55万吨环比分别下降13.8%和23.3%，保税区库存2.8万吨环比下降9.7%，均处近年同月偏低位置（见图57），国内现货偏紧与升水走强相互印证。

海外端，LME库存27.38万吨，环比增加4.16万吨，较2025年同期高104.9%（见图53）。分洲别看，增量几乎全部来自美洲仓库17.16万吨，环比增加3.45万吨、持续走高；亚洲7.97万吨、欧洲2.24万吨变动有限（见图55）。COMEX库存72.44万吨，环比续增0.62万吨，连续累积、较2025年同期高122.7%，处历史高位（见图52）。据mining.com 10月22日报道，美国LME仓库库存达169,475吨，为2014年4月以来最高，约占LME总库存62%。美国精炼铜关税提议预期下的战略囤库使大量库存锁定在美国境内，据mining.com 10月23日报道，CME金属业务全球主管Jin Hennig称除非LME价格显著高于COMEX或欧洲实物溢价足够高，否则COMEX逾70万吨铜难以流出。这意味着非美地区可流通库存实际偏紧，海外累库更多是区域转移而非全球过剩。

平衡表上，9月国内电解铜供需缺口4.8万吨，缺口环比扩大3.3万吨（见图51）。综合看，国

内去库加海外美国囤库的组合对铜价仍偏利多，但LME连续入库削弱了"低库存"叙事，是本周价格回调的直接触发。

图51：SMM：电解铜供需平衡



图52：COMEX电解铜库存

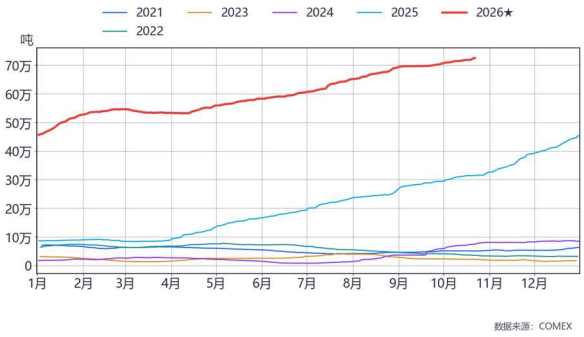


图53：LME电解铜库存

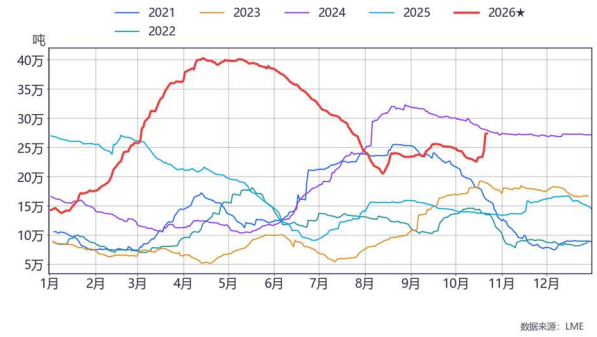


图54：SHFE：电解铜库存

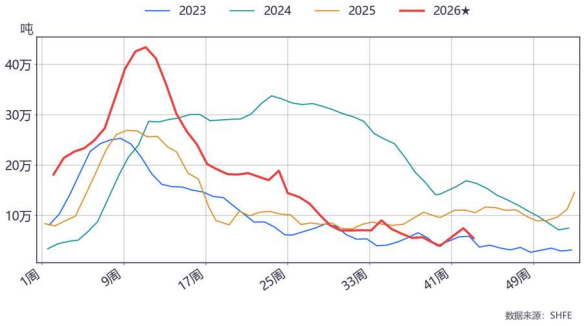


图55：LME：电解铜库存分洲别

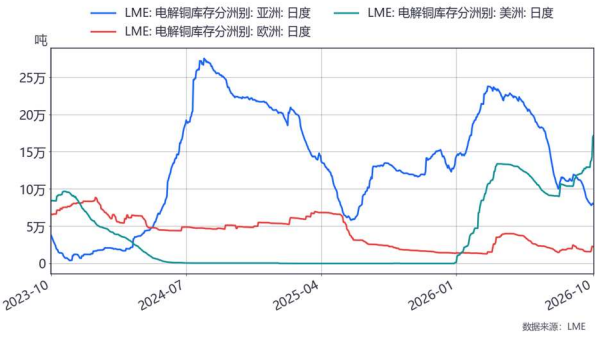


图56：电解铜社会库存：总数（含保税）：周度

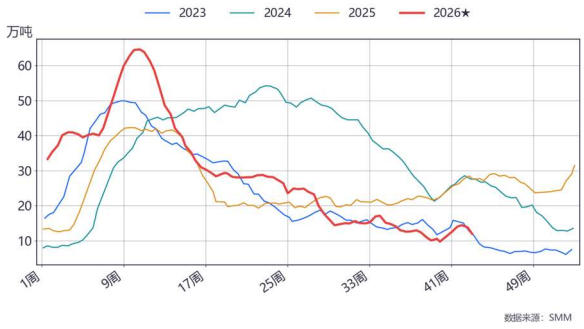


图57：电解铜社会库存-分地区





史光达

从业资格号：F03153599

交易咨询号：Z0023782

免责声明

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格（核准文号：津证监许可[2019]2号）。

本报告的观点信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。投资者应独立评估报告内容并自主做出投资决策，自行承担投资风险。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告由华金期货有限公司编制，仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告中的信息来源于公开的资料或实地调研，但本公司对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。报告中的观点仅代表发布当时的判断，在不同时期本公司可能发出与本报告观点不一致的研究成果，且不承担更新或通知义务。

本报告版权归本公司所有，未经书面许可不得以任何形式复制、转载或引用。如经授权引用，须注明出处为"华金期货有限公司"，且不得断章取义或有悖原意。