

2025 年 10 月 31 日

利空因素逐步累积对铜价不利

核心观点

宏观方面，美联储 10 月如期降息 25 个基点，但释放出后续政策不确定的信号，令市场对持续宽松的预期降温。中美贸易关系局部缓和，美方暂停部分关税与调查，但整体贸易环境仍面临挑战，宏观层面对铜价的支撑力度有所减弱。

供给方面，全球铜精矿供应增长乏力，前八月产量增速仅 2.2%，而精炼铜产量增速达 4%，原料供应紧张局面持续。中国铜冶炼企业在加工费低迷、内销亏损的困境下，积极扩大出口，推动产量逆势增长。紫金、江铜等龙头企业持续扩产，反映对中长期市场的信心。美国进口政策的波动亦加剧了全球贸易流向的重构。

需求方面，需求呈现“传统弱、新兴强”的结构性特征。空调产销走弱，中美房地产持续低迷，拖累传统用铜领域；而新能源汽车销量稳健增长，电力投资特别是新能源装机高增，成为铜需求的重要支撑。中国铜材出口表现强劲，但 10 月以来下游开工率普遍回落，反映季节性淡季影响逐步显现。

库存方面，全球显性库存呈现区域分化。LME 与上期所库存处于历史偏低水平，而 COMEX 库存则大幅累积，同比增长近三倍。库存的转移反映出区域供需格局与贸易政策的差异，也凸显市场对北美供应的集中备货。

展望后市，短期来看，宏观政策的不确定性、传统消费淡季以及贸易壁垒风险仍将压制铜价表现。

风险点：全球金融市场不稳定、矿山产量受到扰动、海内外铜库存大幅下滑引发金融资本实施逼仓行为。

投资咨询业务资格

证监许可【2011】1772 号

广金期货研究中心

有色金属研究员：薛丽冰

联系电话：020-88523420

从业资格号：F03090983

咨询资格号：Z0016886

相关图表



目录

一、行情回顾：铜价强势上扬	3
二、宏观经济分析：美联储年内仍具有 25 个基点的降息空间	3
三、供给分析：全球铜市供需偏紧格局持续	4
1、全球精炼铜产量增速高于铜精矿产量增速	4
2、国内铜市场：原料紧平衡下的冶炼困境与出口突围	5
3、美国进口需求激增压制国内进口量	6
四、需求分析：四季度铜需求总体向好	7
1、全球精炼铜表观需求增速大于产量增速	7
2、美国贸易需求拉动我国铜材出口量攀升	8
2、铜材企业开工率下降	8
3、终端行业用铜量结构性分化	9
五、供需平衡分析：显性库存向 COMEX 转移	11
六、结论：购销旺季到来提振铜价	12
分析师声明	13
分析师介绍	13
免责声明	14

一、行情回顾：铜价强势上扬

10 月，铜价在 80000 元/吨之上强势上扬。走势与我们在 9 月月报中的预判一致。进入 11 月，预料铜价走势总体震荡，但向下波动的空间增大。具体如下：

图表 1：沪铜主力合约走势图



来源：文华财经，广金期货研究中心

二、宏观经济分析：美联储年内仍具有 25 个基点的降息空间

10 月，美联储如期降息 25 个基点。同时，美联储宣布由 12 月起结束量化紧缩 (QT)，即停止缩减资产负债表。鲍威尔警告称，不要认为下次会议上降息是板上钉钉的事情。

中美磋商，成果公布。美方将取消针对中国商品加征的 10% 所谓“芬太尼关税”，对中国商品加征的 24% 对等关税将继续暂停一年。美方将暂停实施其对华海事、物流和造船业 301 调查措施一年。

三、供给分析：全球铜市供需偏紧格局持续

1、全球精炼铜产量增速高于铜精矿产量增速

2025 年前八个月，世界铜矿产量增长了约 2.2%，其中精矿产量增长 2.1%，溶剂萃取-电积(SX-EW)产量增长 2.8%。全球铜矿产量受益于一些项目逐步提升至设计产能，以及许多在产矿山产量的提高。其中，智利产量增长 1%。这主要是由于 Escondida, Centinela, Mantos Copper and Codelco mines 的产量增加,足以抵消 Collahuasi, Los Pelambres 以及其他一些较小矿山的产量减少。在秘鲁，铜矿产量同比增长 2.6%，主要得益于 Las Bambas and Toromocho 矿山的显著增产，超过了 Cerro Verde, Antamina and Antapaccay 的产量下降。刚果（金）的产量增长了约 8%，主要受卡莫阿（精矿）和腾科/基桑富（SX-EW）矿山扩产的影响。蒙古铜精矿产量增长了 34%，原因是奥尤陶勒盖地下矿项目的产能提升。印度尼西亚产量下降了 30%，原因是 Grasberg mine 的产量降低（主要反映了计划中的大型维护项目）以及巴都希贾乌矿因开采顺序调整导致的产量下降。由于在格拉斯伯格（印度尼西亚）和卡莫阿（刚果（金））矿山发生了对产量造成负面影响的重大事件，2025 年世界铜矿产量增长率由 4 月预测的 2.3% 下调至 1.4%。预计 2026 年增长率达到 2.3%，这得益于多个国家新建/扩建产能的持续释放、智利、秘鲁和赞比亚产量的预期改善以及印度尼西亚运营率的恢复。

2025 年前八个月，世界精炼铜产量增长了约 4%，其中原生产量（来自矿石的电解和电积）增长 3.9%，再生产量（来自废料）增长 5%。中国和刚果（金）产量估计合计增长了 9%（中国+9%，刚果（金）+8%）。除这两个国家外的世界精炼铜产量下降了约 2%。亚洲（除中国外）的产量估计下降了 4.7%，主要原因是日本和菲律宾的产量下降。日本产量下降 8%，原因是维护性停产；菲律宾产量下降 64%，原因是帕萨尔精炼厂的关闭。在印度尼西亚，阿曼精炼厂于 3 月下旬生产出首批阴极铜，马尼亚尔冶炼厂/精炼厂于 7 月开始生产。印度产量增长了 22%，主要原因是运营产能利用率提高。智利整体精炼铜产量下降了 10%，其中电解产量（来自精矿）下降 12.5%（受冶炼厂维护停产影响），电积（SX-EW）产量下降 8.5%。全球再生精炼铜产量（来自废料）增长了 5%，主要得益于中国的增长。2025 年，精炼铜产量预计将增长约 3.4%，主要支撑因素是中国产能的持续扩张、包括刚果（金）、印度和印度尼西亚在内的其他一些国家新产能的投产，以及赞比亚运营率的提高。总体而言，原生精炼产量（来自精矿和 SX-EW）预计将增长 3%，再生产量（来自废料）预计将增长 4.5%。

2、国内铜市场：原料紧平衡下的冶炼困境与出口突围

2025 年 1-9 月，中国铜精矿进口量达 2267 万吨，同比增长 7.6%，其中 9 月单月进口 259 万吨，同比大幅增长 6%，

环比下降 6%。9 月精炼铜进口数量同比下降 3.1%至 37.4 万吨，精炼铜出口数量同比增长 81%至 2.6 万吨。这说明了即使在 TC 跌至-42.2 美元/干吨的低位水平，炼企内销亏损 2100~3800 元/吨的情况下，炼企仍然能通过增加出口量最终实现产量的提升，此外，国内消费旺季下游订单好转也提振炼企产量。10 月 24 日，Mysteel 统计中国 16 港进口铜精矿当周库存 60.2 万吨，周环比下降 3.7 万吨，月环比下降 4.7 万吨，同比下降 34.6 万吨。说明内销和出口需求持续提振炼企冶炼产能。

这种国内外市场的价差结构促使企业调整销售策略。大量冶炼产能转向出口市场，一方面缓解了国内销售压力，另一方面也在改变全球铜供应链格局。主要铜企的战略规划印证了这一趋势：紫金矿业计划年产矿产铜 115 万吨，同比增长 7.6%；铜陵有色计划阴极铜产量 189.6 万吨，增长 7%；江西铜业计划 237 万吨，增长 2.1%。这些扩张计划表明，尽管面临短期困难，主要企业仍然看好中长期市场前景。

3、美国进口需求激增压制国内进口量

特朗普政府时期对铜产品启动的国家安全调查及潜在关税威胁，引发了 2025 年美国铜进口市场的显著波动。市场出于对 25%高额关税的担忧，出现明显的“抢进口”现象。数据显示，4-7 月美国铜进口量同比增幅高达 49%，充分反映了贸易政策不确定性对市场行为的巨大影响。

虽然8月美国政府最终明确不对铜精矿及精炼铜加征关税，进口节奏有所放缓，但政策余波仍在持续。特别值得注意的是，美国同时对汽车等终端产品实施高关税，这一政策反而刺激了国内制造业对铜原料的需求——企业需要增加精炼铜进口来提升本土产能，以弥补终端产品进口受限导致的市场缺口。

这一系列贸易政策调整正在重塑全球铜贸易流向。中国市场的表现尤为明显：虽然7月精炼铜进口量仍保持环比增长，但同比已呈现微降态势。更值得关注的是，结合中国同期精炼铜出口量大幅增长20%，以及1-9月净进口量累计微降0.5%的数据来看，美国政策间接导致中国精炼铜净进口量下降。这种变化凸显了全球贸易政策变动对产业链的复杂影响，以及不同市场之间的相互联动性。

当前局势表明，贸易政策已成为影响全球铜市场的重要因素之一。不仅直接改变贸易流量，还通过产业链传导产生多重连锁反应。在全球化背景下，单一国家的政策调整往往会产生超越国界的市场影响，这也要求市场参与者具备更强的风险意识和全球视野。

四、需求分析：四季度铜需求总体向好

1、全球精炼铜表观需求增速大于产量增速

2025年前八个月，世界精炼铜表观用量增长了约6%。

其中，中国表观需求（不包括保税/未报告库存的变化）估

计增长了约 9%。中国精炼铜净进口量下降了 1.5%（精炼铜进口增长 1%，铜出口增长 15%）。除中国外的世界用量增长了约 1.6%，一些亚洲和中东及北非国家的增长抵消了欧盟和日本的疲软需求。2025 年全球精炼铜用量增长率预计为 3%。预计 2025 年中国用量将增长约 3.3%，世界其他地区的用量将增长 2.5%。

2、美国贸易需求拉动我国铜材出口量攀升

2025 年前 9 个月，中国铜材市场呈现出“内产外销”的强劲态势。累计产量达 185.8 万吨，同比增长 14%，显示国内生产保持稳健增长。与此同时，出口表现尤为亮眼，9 月单月出口量同比增长 24%至 9.6 万吨，1-9 月累计出口增长 11.3%，与累计进口量增速为-1.4%形成鲜明对比。这一趋势表明中国铜材产业不仅满足国内需求，更在国际市场上展现出越来越强的竞争力，全球市场份额持续提升。

2、铜材企业开工率下降

2025 年 9 月我国铜材行业开工率整体呈现回暖态势。但 10 月份，SMM 预计下游铜材企业开工率普遍下滑。SMM 预测电解铜制杆月度开工率、再生铜制杆月度开工率、铜管月度开工率、铜板带月度开工率、黄铜棒月度开工率、铜材企业月度平均开工率、电线电缆月度开工率以及漆包线月度开工率环比分别下滑 8.58 个百分点、3.17 个百分点、1.58 个百分点、0.83 个百分点、1.63 个百分点、4.77 个百分点、0.16

个百分点以及 1.12 个百分点。总体而言，铜加工行业已经进入季节性淡季，需求环比下行。

3、终端行业用铜量结构性分化

2025 年铜市场需求端呈现显著的结构性分化，传统消费领域与新兴领域走势各异，展现出复杂多元的市场图景。

空调行业作为传统用铜大户，近期表现令人担忧。尽管 1-9 月空调产量累计同比增长 3%，但 9 月单月销量同比下降 10%。产业在线的数据显示，2025 年 10 月家用空调内销排产 556.5 万台，较去年同期内销实绩下滑 11.5%。后续企业排产将根据终端去化、后续补贴资金到位情况以及政策延续情况执行排产。空调出口排产 596 万台，较去年同期出口实绩下滑 9.4%。这与欧洲执行新的能效标准，部分无法满足新标准要求的企业被迫退出欧洲市场密切相关。

与之形成鲜明对比的是新能源汽车行业的亮眼表现。研究机构 Clean Technica 数据显示，8 月，全球新能源汽车注册量达 150 万辆，同比增长 19%，环比增长 11.9%，占全球车市份额的 22%，与上月相比，增加 2 个百分点。主要汽车市场中，中国汽车市场表现强劲，新能源汽车销量突破 100 万辆，同比增长 42%；美国和加拿大所在的北美市场共销售 16 万辆，销量同比增长 8%，而欧洲市场销量同比下滑 33%，是 2023 年 1 月以来的最低销量水平。10 月 1-19 日新能源零售量 63.2 万辆，同比增长 5%，批发量 67.6 万辆，同比增长

6%。乘联分会预计 10 月狭义乘用车零售市场规模 220 万辆，其中新能源车零售销量 132 万辆，环比下降 2.0%，同比下降 2.6%。由于美国总统特朗普宣布，从 2025 年 11 月 1 日起，将对所有从其他国家进入美国的中型和重型卡车加征 25% 的关税，该政策可能对中国未来出口构成潜在威胁。

房地产行业呈现出中美均下行的明显特征。美国市场表现强劲，8 月新屋开工 130.7 万户，同比下降 4%，环比下降 9%，显示其房地产市场活跃度下降。反观中国房地产市场，1-8 月房地产开发投资累计完成额 6 万亿元，累计同比下降 12.9%，且降幅仍在扩大，这对相关铜消费形成明显拖累。

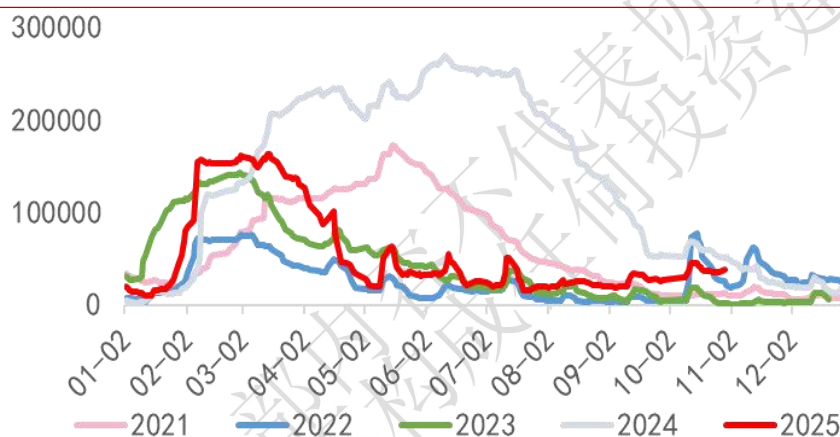
电力行业则成为用铜需求的重要支撑。截至 9 月底，全国发电装机容量达 37.2 亿千瓦，同比增长 17.5%。其中新能源装机增长尤为显著：太阳能发电装机容量 11.3 亿千瓦，同比激增 45.7%；风电装机容量 5.8 亿千瓦，同比增长 21.3%。电网投资同样保持较快增长，1-9 月电网工程完成投资 4378 亿元，同比增长 9.9%，1-9 月全国主要发电企业电源工程完成投资 5987 亿元，同比增长 0.6%，这为铜需求提供了坚实支撑。

总体而言，当前铜市场需求正在经历深刻的结构性调整：传统领域增长放缓，而新能源、电力等新兴领域正成为新的增长引擎。这种结构调整不仅反映了产业升级的趋势，也预示着未来铜消费格局的演变方向。

五、供需平衡分析：显性库存向 COMEX 转移

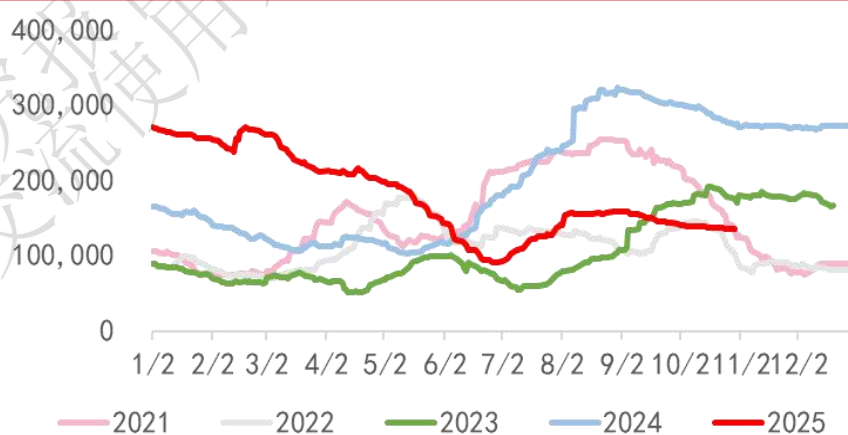
10月30日，上期所铜仓单3.7万吨，同比下降27%，月环比+，40%，周环比+4%。LME铜库存为13.5万吨，同比-51%，月环比-6%，周环比-1%。10月30日，COMEX铜库存为34.8万吨，同比+299%，月环比+8%，周环比持平。

图表 1：上海期货交易所仓单



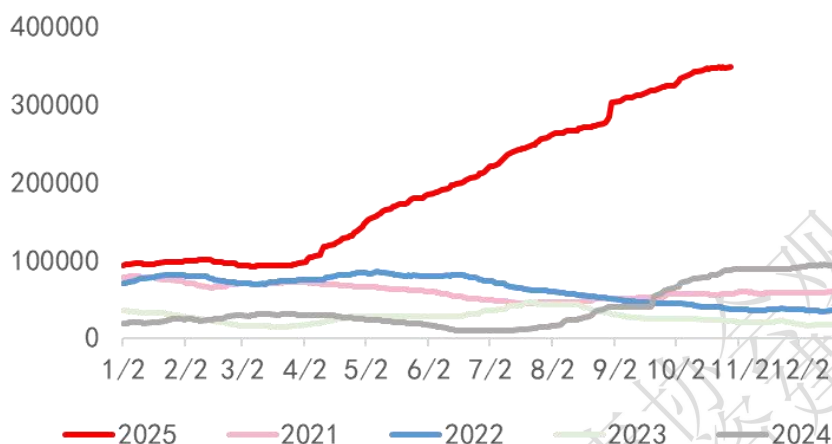
数据来源：wind，广金期货研究中心整理

图表 2：LME 铜库存



数据来源：wind，广金期货研究中心整理

图表 3: COMEX 铜库存



数据来源: wind, 广金期货研究中心整理

六、结论：关税政策转变等因素共同令铜需求减弱

美联储 12 月降息的不确定性以及美国对中国的关税政策有所缓和从宏观层面上对铜价的提振力度减弱，国内空调行业进入购销淡季、汽车行业面临关税的潜在风险、中美房地产行业转淡均对铜价构成负面影响。

风险点：美国金融市场流动性风险再现、全球金融市场不稳定、矿山产量受到扰动、海内外铜库存大幅下滑引发金融资本实施逼仓行为。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。

分析师介绍

薛丽冰

有色金属研究员

广州金控期货有限公司研究中心有色金属资深研究员，经济学硕士，中级经济师，国家高级黄金分析师。拥有 13 年以上的金融行业从业经验。具有丰富的期货投资咨询项目服务经验和证券投资咨询经验。荣获 2013 年度最佳有色金属产业服务奖称号，荣获 2014 年度最佳有色金属产业服务奖称号。曾多次在知名财经媒体新浪财经、和讯网、期货日报、投资快报、中金在线和 CSSCI 源期刊、国家中文核心期刊发文。



更多期货咨询请关注广金公众号

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映我公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，无需提前通知。未经我公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。本报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且广州金控期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

我司郑重提示，我司官方网站地址：<https://www.gzjkqh.com/>，所有交易软件请通过我司官方网站进行下载。对任何冒用、假借我司名义进行违法活动的网站、软件及个人，一经发现，我司将依法追究其相关法律责任。

广州金控期货有限公司（以下简称“广金期货”）成立于 2003 年，是金控集团控股企业，注册资本为 8 亿元人民币，具有商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询以及资产管理业务资格，是国内多家期货交易所的会员单位。广金期货总部位于广州，在全国多地设有分支机构，已形成立足珠三角地区，覆盖华东、华南、华北、东北主要城市，辐射全国的业务网络。广金期货以传统期货经纪业务为基础，同时深耕资产管理业务和风险管理业务，全方位支持全资风险管理子公司广州金控物产有限公司的业务发展。以创新业务作为服务实体经济的重要推手，整合金控集团平台的资源优势，充分发挥期货经营机构服务实体经济的主导作用，为客户提供全方位财富管理服务。

总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元

联系电话：400-930-7770

公司官网：www.gzjkqh.com

广州金控期货有限公司子公司及分支机构分布情况

广州金控物产有限公司

地址：广州市天河区临江大道1号、1号之一寺右万科中心北塔901房

电话：020-38857531

广州金控期货有限公司分支机构分布情况

• 广州营业部 地址：广州市天河区临江大道1号之一904室 电话：020-38298555/38298522	• 佛山营业部 地址：佛山市南海区大沥镇毅贤路8号17层20号至17层22号 电话：0757-85501856/85501815
• 大连营业部 地址：辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2311室 电话：0411-84806645	• 福州营业部 地址：福建省福州市晋安区福飞北路175号6层6D单元 电话：0591-87800021
• 杭州分公司 地址：浙江省杭州市西湖区文二西路5号508室 电话：0571-87791385	• 河北分公司 地址：河北省石家庄市长安区中山东路508号东胜广场三单元1406室 电话：0311-83075314
• 唐山营业部 地址：河北省唐山市路北区金融中心3号楼1607、1608号 电话：0315-5266603	• 淮北营业部 地址：安徽省淮北市相山区惠苑路6号金冠紫园6幢105号 电话：0561-3318880
• 太原营业部 地址：山西省太原市万柏林区长风街道长兴路1号4幢11层1123-1124号 电话：0351-7876105	• 嘉兴分公司 地址：浙江省嘉兴市海宁市海洲街道新苑路147-149号2楼 电话：0573-87216718
• 北京分公司 地址：北京市丰台区广安路9号国投财富广场2号楼1403、1404室 电话：010-63358857/63358907	• 深圳分公司 地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦1905室 电话：0755-23615564
• 龙岩营业部 地址：福建省龙岩市新罗区龙岩大道中688号1幢703室 电话：0597-2566256	• 重庆分公司 地址：重庆市渝北区新南路439号中国华融现代广场2幢5层4-1 电话：023-67380843
• 济南分公司 地址：山东省济南市市中区七贤街道二环南路6636号中海广场1604B 电话：0531-61316785	• 上海分公司 地址：上海市虹口区吴淞路218号宝矿国际大厦2903C 电话：021-60759585

• 新疆分公司 地址：新疆分公司位于新疆乌鲁木齐水磨沟区昆仑东街 791 号金融大厦 15 楼 1512-1514 室 联系方式：0991-4167306；0991-4167309	• 河南分公司简介 地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路 80 号绿地之窗 B 座云峰座 3117 电话：0371-55687378
--	---

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议