



2025年10月15日

## 矿端扰动加剧，铜价趋于上行

### 核心观点及策略

- 宏观方面，美国政府停摆及中美博弈加剧令全球市场避险情绪迅速升温，引发金银铜联动共振上行，美联储如期降息后其内部关于未来政策路径仍存分歧，谨慎宽松的政策基调将继续呵护弱而不衰的美国经济；国内方面，央行将落实落细适度宽松政策，用好用足更加积极的财政政策全力支持就业和外贸，推动科技创新和产业创新深度融合。
- 基本面来看，全球矿端供应扰动加剧，部分主流矿企大幅下调年内产量指引，今年全球矿端供应增速已不足1%，国内精铜产量下滑，供应端边际转向收敛。消费端，9月我国传统行业需求增长有限，新兴产业用铜保持稳健增速，国内库存低位反弹，全球库存持续增加。
- 整体来看，应对美国贸易政策的反复市场避险需求增加，美联储内部对降息节奏分歧较大但对降息方向基本达成共识，在主要经济体宽财政的背景下全球经济增速依然保持稳健，中国反内卷+稳增长政策基调明确。基本面矿端紧缺担忧加剧，并逐步向全球冶炼端传导，国内供需紧平衡加剧，在基本面强支撑的延续下，预计10月铜价将在震荡调整后重新回归上行通道。
- 风险点：美联储10月暂停降息，中美贸易摩擦加剧，

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

## 目录

一、2025年9月铜行情回顾.....	4
二、宏观经济分析.....	5
1、美国政府意外出现停摆，中美贸易摩擦有所重现.....	5
2、美国制造业略显低迷，欧元区制造业回落收缩区间.....	6
3、央行落实落细适度宽松政策，8月工业企业利润增速回升.....	7
三、基本面分析.....	8
1、全球矿端供应扰动加剧，全球主要矿商下调产量预期.....	8
3、精铜进口量边际下滑，770号文拖累废铜企业开工率.....	13
4、北美地区库存持续增加，国内社库低位反弹.....	14
5、传统行业消费渐入旺季，新兴产业除光伏外增速稳健.....	15
四、行情展望.....	20

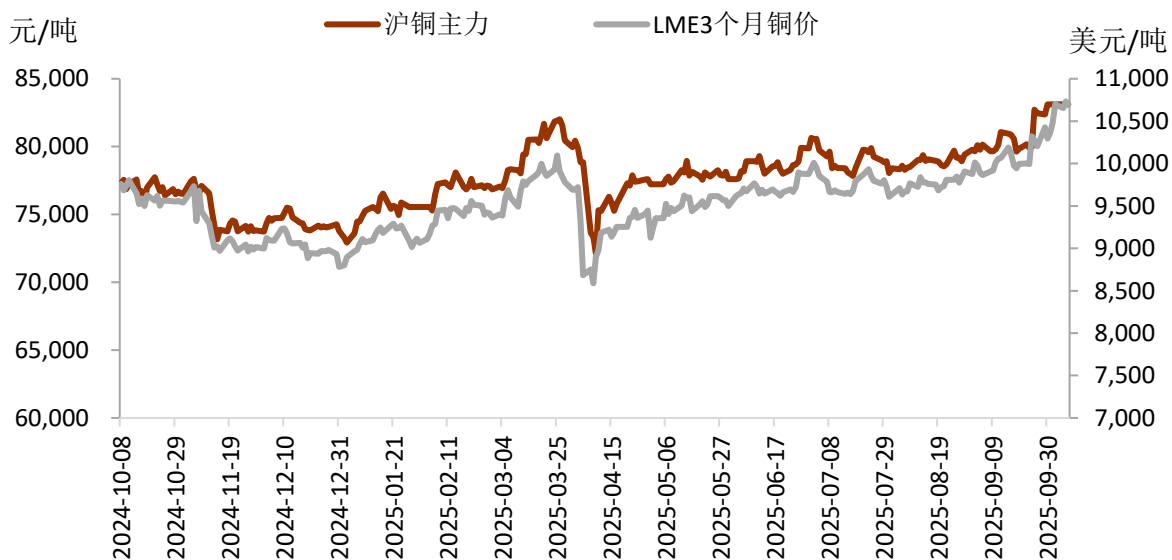
## 图表目录

图表 1 铜期货价格走势 .....	4
图表 2 上海现货铜升贴水走势 .....	5
图表 3 发达国家 GDP 增速 .....	8
图表 4 美欧制造业 PMI .....	8
图表 5 中国 GDP 增速 .....	8
图表 6 中国 PMI 指数 .....	8
图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势 .....	11
图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化 .....	11
图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化 .....	11
图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势 .....	12
图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势 .....	12
图表 12 中国铜材产量及增速变化 .....	12
图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化 .....	12
图表 14 中国精炼铜产量变化 .....	12
图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化 .....	12
图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化 .....	13
图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化 .....	13
图表 18 中国废铜进口单月变化 .....	14
图表 19 中国废铜进口累计变化 .....	14
图表 21 LME 铜库存 .....	15
图表 22 SHFE 和保税区库存走势 .....	15
图表 23 全球显性库存 .....	15
图表 24 COMEX 美铜库存 .....	15
图表 23 电源投资完成额变化 .....	19
图表 24 电网投资完成额变化 .....	19
图表 25 房地产开发投资增速变化 .....	19
图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化 .....	19
图表 27 空调产量增速变化 .....	20
图表 28 家用空调库存变化 .....	20
图表 29 汽车销量变化 .....	20
图表 30 新能源汽车产量及销量变化 .....	20

## 一、2025年9月铜行情回顾

2025年9月，铜价整体呈震荡上行走势，伦铜从月初的最低9875美元一线逐步震荡走高至10440美金上方，沪铜从79500一线震荡上行至83800附近，整体价格走势强劲。一方面，美联储9月兑现小幅降息，虽然会议纪要显示美联储内部仍有分歧，但官员们对未来降息的方向基本达成共识，宽松周期的开启极大地提振金属价格预期；另一方面，Codelco旗下特尼恩特矿山大幅下调年内产量预期，印尼Grasberg铜金矿又突发矿难导致项目全面封停，部分主流矿企下调年内产量指引，预计今年全球精矿供应增速或已不足1%，全球对铜元素的供应担忧持续加剧，现货TC维持-40美金的相对低位，叠加非美地区精铜库存量偏低，国内精铜9月产量下滑逾5万吨，全球矿端紧缺已逐步向冶炼端偏紧发生传导，成本端依然对铜价提供较强支撑，因此在国庆节后中美贸易摩擦重现市场风险偏好受到短期下压的背景下，铜价依然表现为探底后的低位快速回升，我们认为整体中期的方向仍然继续向上。截至9月30日，伦铜报收于10296美元/吨，月度涨幅为3.9%；沪铜报收于83110元/吨，月度涨幅为4.7%，涨幅相对偏高。9月人民币汇率先升后降主因美联储9月如期启动降息但美国政府停摆后市场避险情绪升温重新推高美元，沪伦比值升至8.07，整体市场表现为内强外弱。

图表1 铜期货价格走势



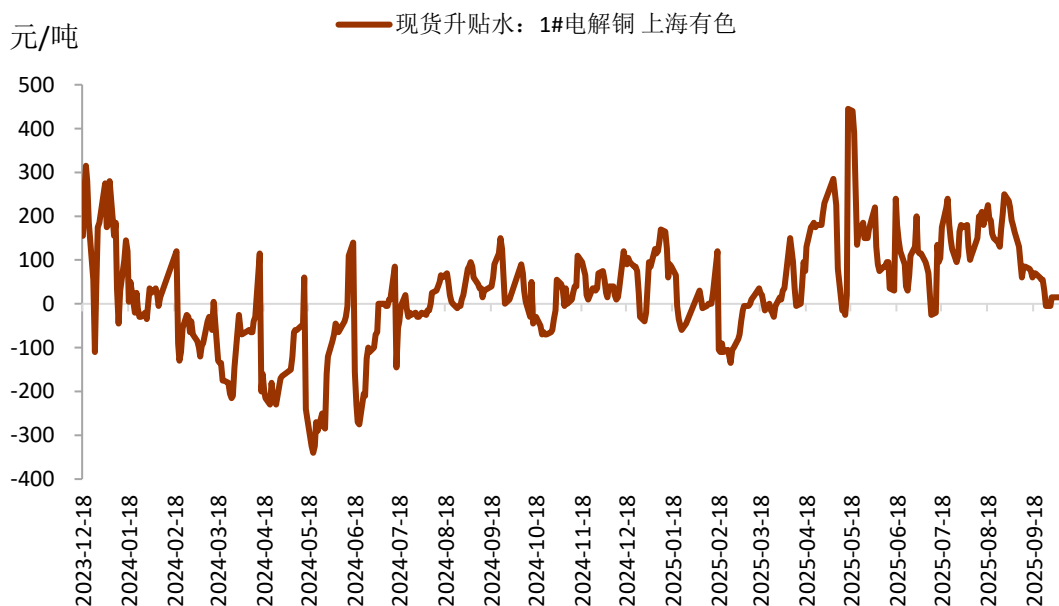
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

9月以来，国内精铜终端转入旺季消费周期，但铜价持续震荡上行令下游备货成本压力激增，铜缆线企业开工率未能恢复至往年旺季开工率，电网投资项目招投标进度明显放缓部分项目推迟进行，而工程和地产类线缆订单和轨道交通类同步放缓，房地产类

敬请参阅最后一页免责声明

订单继续走弱，缺乏保交楼政策扶持下学校和小区等电缆项目新增订单量十分有限；空调排产同比有所减速，铜板应用于新能源行业的汽车连接器需求良好，但光伏焊带和通讯领域订单则表现没有起色。从初端加工来看，精铜制杆行业9月开工率小幅反弹，铜箔企业开工率回升至7成上方，主因新能源汽车产销增速保持强劲，而传统铜箔在印制电路板和覆铜板的需求仍然保持韧性。9月社会库存仍然维持在13-15万吨的低位区间，现货升水重心月初从高位大幅回落然后进入窄幅波动，整体运行区间在-5~+235元/吨之间。截止9月底，华东8mmT1电缆线杆加工费回降至300-500元/吨，较上月小幅下降50元/吨，主因国内铜价短期上涨过快导致下游补库意愿有所降温，终端订单增量有限令市场交投有所收窄；从近月盘面结构来看，当月和次月的月差波动中枢逐渐转向平水，主因9月供应小幅减少但消费并未能释放较强动力，尽管南美进口货源开始回流，但多数直接发往终端下游进行生产，并未对低库存作出直接贡献，770号文下发后废铜制杆企业开工率显著下滑，整体现货市场供需结构维持紧平衡。整体预计10月传统行业消费将缓慢复苏，新兴产业除光伏用铜外仍然保持旺盛活力，预计内贸铜升水整体重心将平稳运行，若四季度冶炼端转入减产周期将支撑升水震荡走高。

图表 2 上海现货铜升贴水走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 二、宏观经济分析

### 1、美国政府意外出现停摆，中美贸易摩擦有所重现

国庆节中，美国政府意外停摆已进入第二周，主因两党在近期的七次投票表决中，均未

能通过任何一项临时拨款的协议，支持票仍不足最低要求的 60 票。特朗普在内阁会议上强硬表示，白宫计划利用本次政府关门之际永久削弱民主党部分项目。当前核心分歧在于是否需要延续奥巴马时期出台的《平价医疗法案》中提供的医疗补贴，这类补贴将于今年年底到期，共和党的临时拨款议案提出维持政府运转至 11 月 21 日，不含任何民主党要求的医保政策举措，双方均指责对方为了政治利益绑架政府部分运转。在政府停摆的影响下，美国重要就业和通胀经济数据或将推迟发布，劳工统计局当前已召回部分员工，并表示将在此期间公布 9 月 CPI 数据，若在 10 月底的议息会议前仍未公布该数据，美联储失去对短期通胀的有效参考依据，虽然市场已充分定价 10 月降息预期，将对年底或明年的降息路径的抉择构成直接影响，市场避险情绪持续升温，提振 9 月金银铜价格趋于联动共振上行。

与此同时，10 月初美国海关与边境保护局（CBP）确认将自 10 月 14 日起对进入美国港口的中国拥有、运营或建造的船舶，以及所有外国建造的汽车运输船征收额外费用，主因我国依法对稀土资源等物项实行出口管制，超硬材料、部分稀土设备和原辅料、5 种中重稀土、锂电池和人造石墨负极材料实施出口管制，也将即日起对境外稀土出口和稀土技术实施管制，含有的中国稀土矿产占产品价值的 0.1%或以上，都需要获得北京方面的许可。此后特朗普单方面威胁将对华重新实施 100%的关税，并对关键软件实施出口管制，中美贸易摩擦有重现的风险，双方或再次进入圆桌谈判的可能性较大，非理性的高额关税均是中美双方无法承受的现实，但中方态度强硬并无惧美国威胁体现了中国稀有资源和中国制造能力的无可替代性，我们认为中美在资源和科技领域的博弈将进入一个全新的周期。虽然美国财长贝森特表示中美领导人有望于 10 月在韩国举行会晤，但中美贸易博弈加剧令市场避险情绪急剧升温。

## 2、美国制造业略显低迷，欧元区制造业回落收缩区间

美国 9 月 ISM 制造业 PMI 降至 48.7，低于前值的 49，连续第七个月位于收缩区间，分项数据中新订单指数降至 48.9，重回收缩区间，表明制造业市场需求景气度下降，生产指数录得 51（环比+3.2%），表明制造业生产规模有所扩张，就业指数录得 45.3（环比+1.5%），企业用工需求虽有改善但仍然没有较强向上驱动，此外人工智能和自动化领域的应用普及也在削弱对传统劳动力的需求，而物价支付指数则降至 61.9（环比-1.8%），数据制造业支付价格有向下降温的迹象但幅度有限，此外积压订单正在以更快的速度减少，一定程度上缓解了就业市场的疲软，制造商库存创四个月以来的最大跌幅仅为 43.7%，为三年以来最低，表明企业大多依靠现有库存完成交付，成品库存规模有限，整体来看美国制造业企业仍未能摆脱收缩困境，贸易战的不确定性令企业投资扩张和用工需求难有增长活力，美国经济仍然缺乏内生性的增长驱动力。

欧元区 9 月制造业以外回落至 49.5，低于预期的 50.7，重回荣枯线下方。其中“火

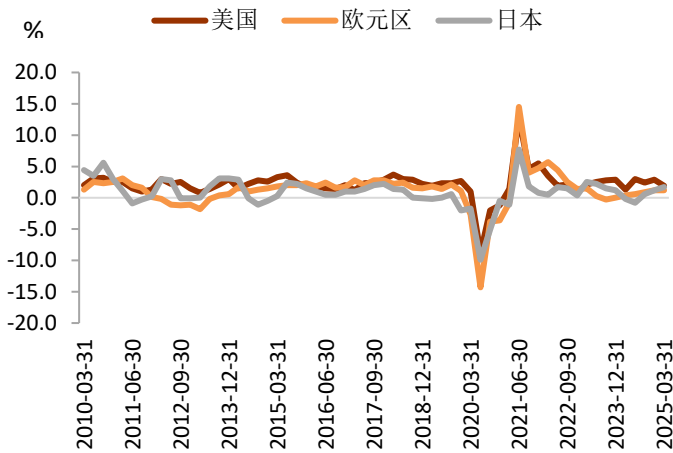
车头”德国9月制造业PMI录得48.5，环比下降1.4%，制造业面临新增订单不足的窘境，制造业市场需求仍然偏弱，通胀压力也在持续增加，投入成本和产出价格均已数月来最快的速度增长，表现为脆弱的终端需求现实。法国9月制造业PMI从上月的50.4骤降至45.9，创近两个月新低，生产活动的收缩程度有进一步加深的风险，其中新订单总量指数已连续16个月下滑，而法国的服务业也难逃下行压力回落至48.9，服务业作为法国的支柱性产业未能起到托底经济的作用，短期法国经济面临不俗调整。9月欧央行连续第二个月按兵不动维持三大关键利率不变，大多数官员认为当前利率用来应对特朗普反复无常的关税政策，地缘政治冲突风险以及法国政治局势的动荡是合适的，欧元区总体已摆脱了经济下行的压力，通胀略高于中长期目标但对中长期通胀前景的评估并未发生明显改变，预计通胀将在2027年左右降至1.9%，而2025年仍将维持2.1%，年底是否会有一次降息取决于欧元区总体经济能否平稳向上运行，我们预计随着美联储降息路径的开启，全球主要央行仍将趋于进入流动性宽松共振的周期。

### 3、央行落实落细适度宽松政策，8月工业企业利润增速回升

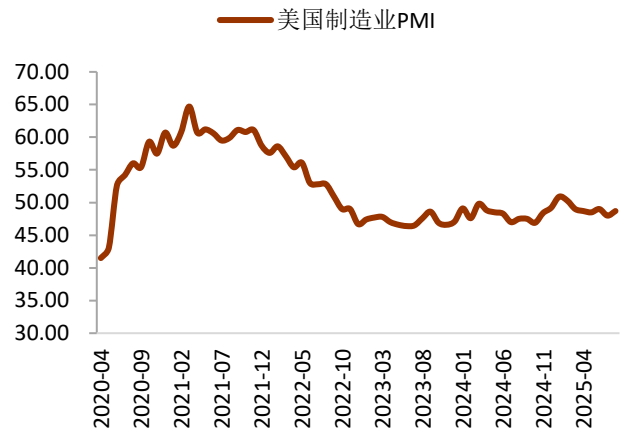
9月下旬，央行三季度货币会议召开并强调将继续强化逆周期调节，综合运用多种货币政策工具，服务实体经济高质量发展，为经济回升向好创造适宜的货币金融环境。贷款市场报价利率改革效能持续释放，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，社会融资成本处于历史较低水平。要落实落细适度宽松的货币政策，加强逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合，促进经济稳定增长和物价处于合理水平。此外，央行宣布将用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，探索常态化的制度安排，维护资本市场稳定。扩张型的财政政策结合适度宽松的货币政策将继续合力呵护我国经济保持健康向上。

中国8月规模以上工业企业利润同比大幅增长20.4%，今年1-8月累计同比首次转正至0.9%，其中高技术制造业利润快速增长，引领作用明显。8月份，装备制造业利润增速持续向好，铁路船舶航空航天、电气机械行业利润增长较快，增速分别达37.3%和11.5%；专用设备、电子行业利润分别增长6.9%和7.2%，较1-7月份加快3.7%和0.5%。1-8月，原材料制造业利润同比增长22.1%，较1-7月份增速加快10%，拉动全部规模以上工业企业利润增长2.5%，其中，钢铁行业同比扭亏为盈，实现利润总额837.0亿元；有色行业利润增长12.7%，较1-7月份加快5.8%。数据显示，随着我国反内卷政策的逐步推进落地，对传统工业品价格的提振起到了较快的促进作用，部分重点行业或产能过剩行业的企业利润得到明显修复，行业利润格局正在进行结构性的重塑，供给侧的优化改革收到了显著的成效，企业通过主动减产控产及被动产能出清的方式形成了供应格局的优化，我国在建立全国性统一大市场建设的过程中正走向一个更加平衡的周期，随着我国反内卷+稳增长政策的持续演进，对铜价中期形成了较为乐观的宏观预期氛围。

图表 3 发达国家 GDP 增速

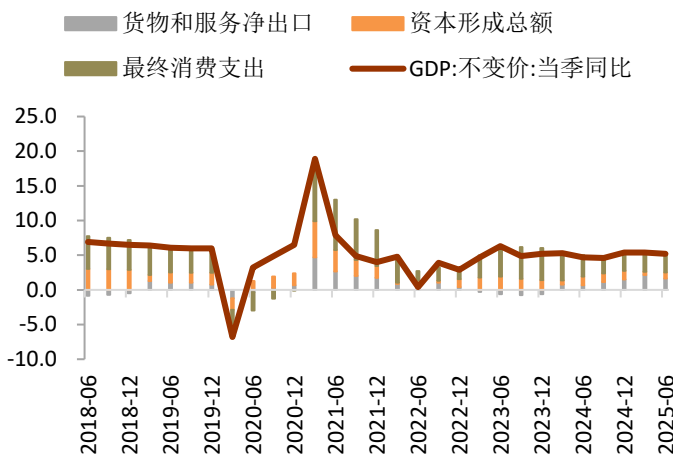


图表 4 美国制造业 PMI

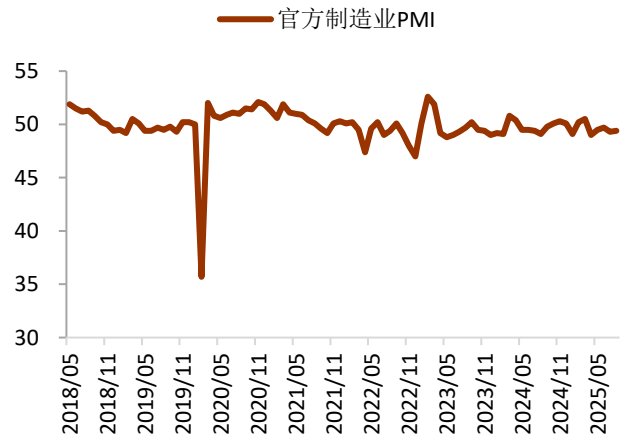


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 5 中国 GDP 增速



图表 6 中国 PMI 指数



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

### 三、基本面分析

#### 1、全球矿端供应扰动加剧，全球主要矿商下调产量预期

截止 9 月底铜精矿现货 TC 维持-40 美金/吨左右的相对低位，全球精矿供应干扰不断加剧，最新预计 2025 年全球铜精矿供应增速将降至 1% 以下，而部分主流矿企的净现金成本已跃升至 2 美元/磅以上，再创历史新高。从当前处于影响较大的中断项目来看，巴拿马年内复产基本无望，环评审计工作预计将持续至年底；Code1co 旗下位于智利的特尼恩特项目因坍塌事故导致停产，自由港旗下的印尼 Grasberg 铜金矿突发泥石流事故后数名工人遇难令矿区陷入前面停滞，卡莫阿地下抽水工程进入第二阶段但仍预计年内损



失产量超过 10 万吨。部分主流矿企已大幅下调今明两年的产量预期，2025 年产量指引的中位数总和同比仅增 0.54%，其中有 6 家的产量指引中位数低于去年产量，总体来看，矿端供应扰动的担忧仍在持续，市场已逐步预期明年精矿或将全面陷入短缺。

美国自由港-麦克莫兰公司(Freepoort-McMoRan)已找到印尼东部格拉斯伯格(Grasberg)铜矿全部 7 名失踪工人的遗体。上月该矿发生泥石流，导致生产全面停滞。9 月初，80 万吨湿泥砂石涌入矿区后，搜救工作持续了数周。当地时间 10 月 6 日，最后 5 名矿工的遗体被找到，搜救行动正式结束。格拉斯伯格矿是全球第二大铜矿，也是自由港印尼业务的核心资产。格拉斯伯格矿的储量占自由港印尼总储量的一半，预计到 2029 年，该矿铜和黄金产量将占自由港印尼总产量的 70% 左右。公司预计矿区全面恢复运营需等到 2027 年，部分未受影响区域或可在今年晚些时候重启生产。目前，自由港已对其印尼业务的货运宣布不可抗力，并下调了今明两年的产量预期。该公司第四季度铜产量将大幅减少，2026 年的销售预期也下调了 35%。

由于智利 Quebrada Blanca(QB)矿和加拿大 Highland Valley Copper(HVC)矿持续遭遇挫折，Teck Resources 已下调 2025 年铜产量预期。该公司于 9 月份同意与 Anglo American 达成价值 530 亿美元的合并协议，并强调该交易的战略原理保持不变。Teck 公司报告称，第三季度 QB 铜产量为 39,600 吨，销量为 43,900 吨。由于延长停产时间以提高尾矿坝坝顶高度，2025 年的年度产量指导值已从 21 万至 23 万吨下调至 17 万至 19 万吨。2026 年的预测产量也从之前的 28 万吨至 31 万吨下调至 20 万吨至 23.5 万吨。其表示，正在进行的尾矿管理设施(TMF)开发将继续限制产量，并将导致到 2025 年，特别是第三季度选矿厂的停工时间进一步延长。目前预计 2025 年净现金单位成本在每磅 2.65 美元至 3.00 美元之间，高于此前预测的 2.25 美元至 2.45 美元。随着产量提高，预计 2026 年成本将降至每磅 2.25 美元至 2.70 美元。该公司补充说，由于 TMF 的持续开发和 2026 年的停工，QB 的优化工作预计将使产量提高 5-10%，但将推迟到 2027-2028 年之后。Teck 警告说，如果改善排砂或推进 TMF 建设的努力未能达到预期，2026 年和 2027 年的生产可能会面临进一步的中断。

智利铜业委员会(Cochilco)发布数据显示，智利国家铜业公司(Codelco)8 月铜产量大幅下滑 25%，产量下滑的原因是该公司一座盈利最高的矿山(El Teniente 铜矿)发生致命坍塌事故，导致生产受阻。7 月 31 日，Codelco 旗下的 El Teniente 铜矿发生事故，造成 6 人死亡，该矿随后被迫停产。该公司估计，此次坍塌事故导致铜产量减少约 3.3 万吨。8 月，Codelco 公司的铜总产量降至 9.34 万吨。与此同时，必和必拓(BHP)旗下的 Escondida 铜矿产量基本稳定，为 10.51 万吨。而另外一座由嘉能可(Glencore)与英美资源集团(Anglo American)合资运营的 Collahuasi 铜矿，因矿石品位下降，8 月产量下滑 27%，降至 3.54 万吨。

Codelco 旗下 ElTeniente 铜矿因事故导致的铜产量损失，预计比此前估算高 45%，但董事长 MaximoPacheco 仍预计这家全球最大铜矿公司今年产量略增。该铜矿减产，加上 Freepoort-McMoRan 在印尼的 Grasberg 矿等其他矿区生产中断，使全球铜供应趋紧，

本周铜价升至每吨 1.1 万美元，接近去年最高纪录。今年 7 月该矿事故，将致其今年产量减少 4.8 万吨，公司 EBITDA 损失约 5 亿美元，且该矿是 Codelco 盈利最强的矿。Pacheco 透露，Codelco 今年 1-9 月产量较去年同期高 2%，仍相信 2025 年产量略高于去年。该国有矿企今年前 9 月铜产量 93.8 万吨，2025 年产量指引为 134 万-137 万吨。

ICSG(国际铜研究小组)最新数据显示，2025 年 7 月全球精炼铜产量为 249.8 万吨，消费量为 244.1 万吨，7 月精炼铜市场供应过剩 5.7 万吨。根据智利国家统计局数据，今年 8 月智利铜产量达 42.3 万吨，同比下降 14%，主因 8 月 Codelco 旗下的 EI Teniente 项目突发坍塌事故导致停产，预计将造成 3.3 万吨的铜产量损失。秘鲁能矿部数据显示，秘鲁 7 月铜产量达 22.8 万吨，同比+2%。秘鲁矿业公司管理层表示，Minsur 铜矿将于 10 月启动地下铜矿的爆破工作，该地下矿有望成为秘鲁第二大铜矿。

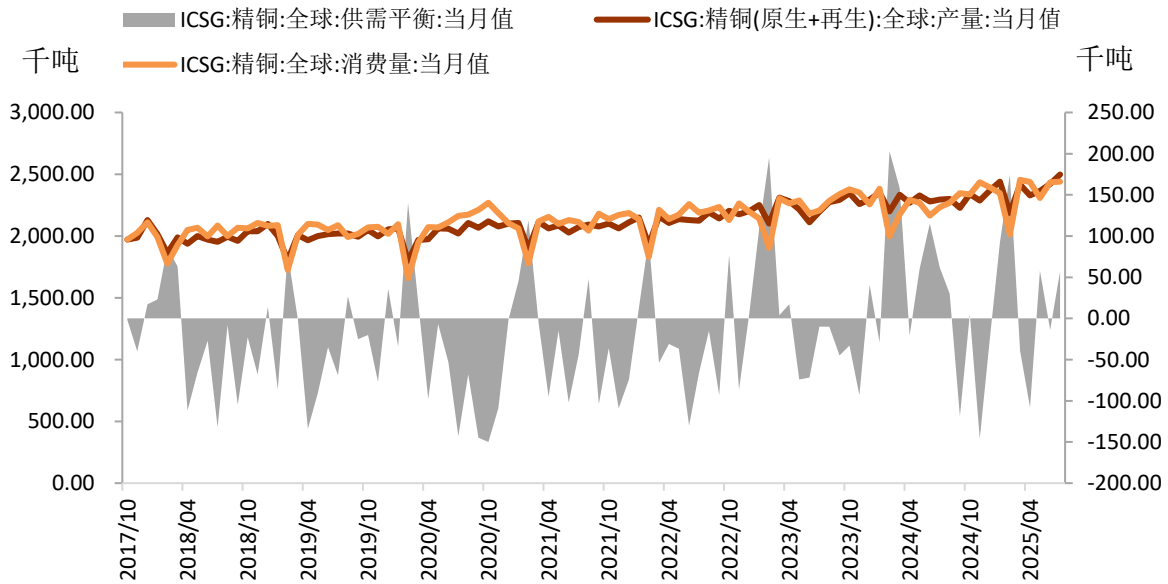
## 2、国内产量或高位回落，海外精铜产能释放受限

SMM 数据显示，我国 9 月我国电解铜产量为 112.13 万吨，同比+11.65%，今年 1-9 月我国电解铜累计产量达 1006.15 万吨，同比+12.2%。国内部分冶炼厂产量小幅回落，主因 770 号文下方并要求取消地方政府予以废铜制杆企业不合理税收优惠及财政补贴的背景下，废铜加工企业变相负税率有所增加，江西和安徽多数企业或已失去成本优势进而停工停产，或将导致废铜供应进入短期偏紧状态，虽然硫酸和金银等副产品价格继续上扬，但在原本矿端资源供应并不充裕的前提下，国内炼厂原料和冷料短缺的局面难解，预计国内 10 月产量难有向上反弹的空间。

海外方面，今年嘉能可旗下位于菲律宾的 PASAR 冶炼厂停产（该项目粗炼产能 20 万吨），复产时间仍未知；3 月旗下位于智利的 Altonorte 冶炼厂又因熔炉问题临时停产，目前已启动了商业不可抗力条款，该工厂年产能达 35 万吨，预计嘉能可的两家工厂今年产量损失将高达 30 万吨。此后，嘉能可于 6 月表示旗下的 Mount Isa 冶炼厂因原料资源极度紧缺及市场环境恶化等因素导致项目进入不可持续状态，资源端的紧缺已逐步向冶炼端传导。日本矿业协会会长、三菱公司总裁表示，当前全球铜冶炼利润大幅收缩，呼吁日本政府应统一立场，并考虑与其他非中方消费国合作以破除当前的困境。新增产能方面，自由港旗下的印尼 Manyar 冶炼厂 50 万吨产能于去年 10 月突发火灾导致停产，直至今年 5 月下旬才恢复运营，7 月已逐步产出成品；第一量子旗下的位于赞比亚的 Kansanshi 项目的 12 万吨扩建产能计划将于今年三季度实施，但有推迟预期。整体预计 2025 年海外精铜新增冶炼产能仅为 62 万吨，但实际产出则相当有限。预计 2025 年海外精铜实际增量约 15 万吨，其中湿法增量来自于非洲刚果的卡莫阿以及赞比亚 Kansanshi 的湿法矿业一体化项目，总计约 15 万吨。火法增量分别来自于印度 Adani 和 PT Amman 的各 5 万吨，印尼 Manyar 第三季度缓慢爬产带来的 10 万吨；但菲律宾 Pasar 炼厂 2 月大修关停，智利 Enami 和瑞典 Boliden 的停产也令今年火法增量可能几乎为零。整体上看，在全球矿端干扰频发及新的废铜税收政策的制约下，国内冶炼产量

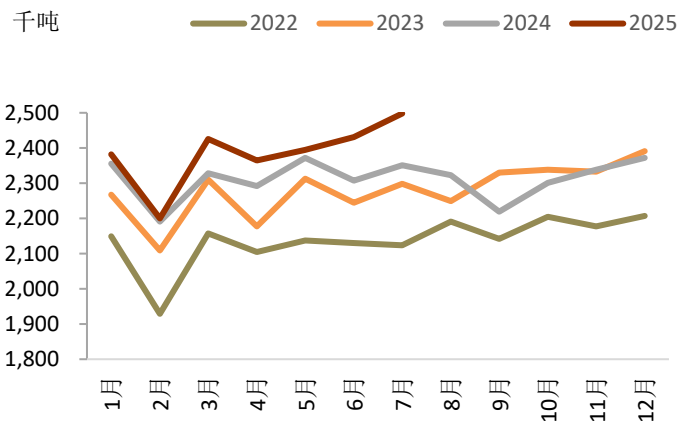
增长和释放将受限，预计 10 月国内精铜产量将回落至 110 万吨以下。

图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

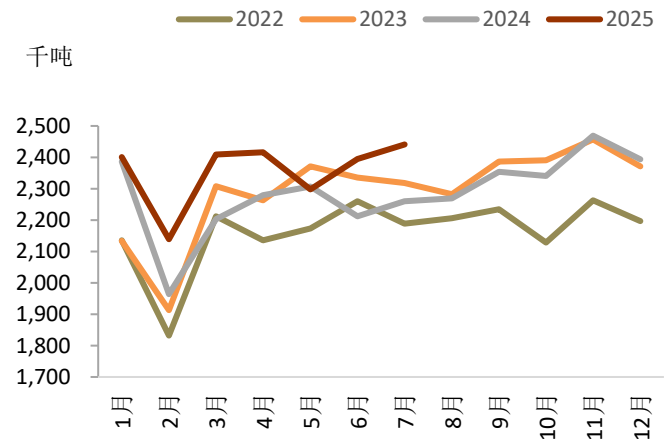


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化

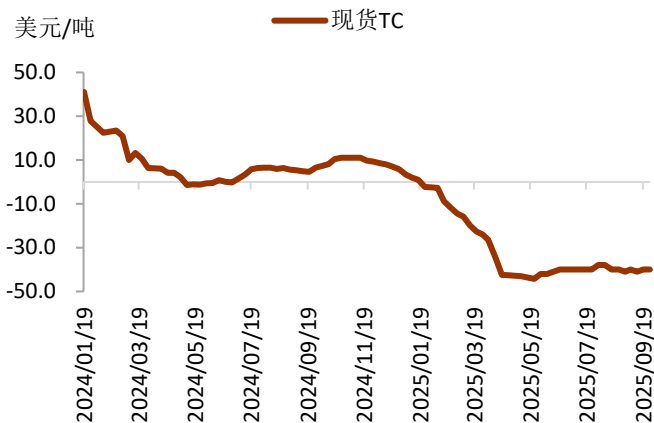


图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化

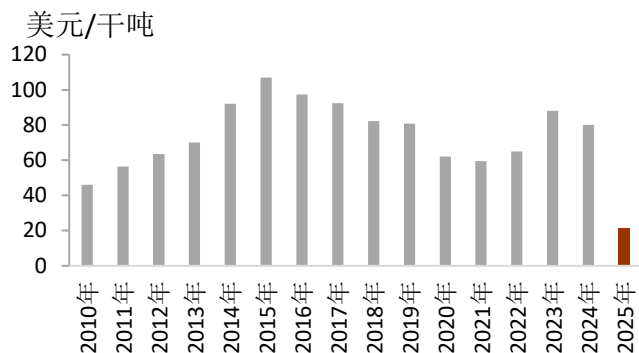


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

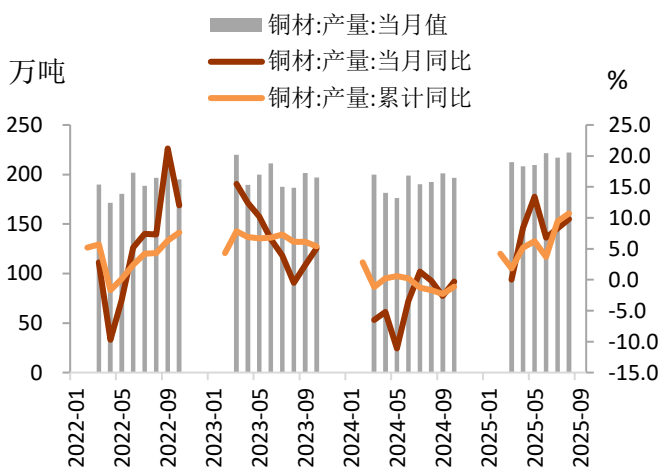


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

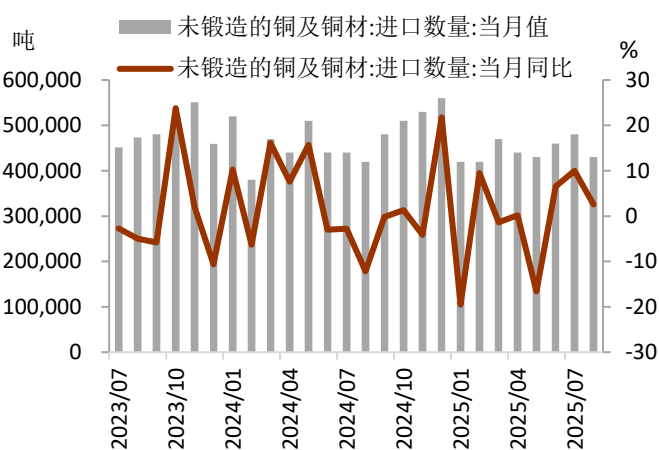


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 12 中国铜材产量及增速变化

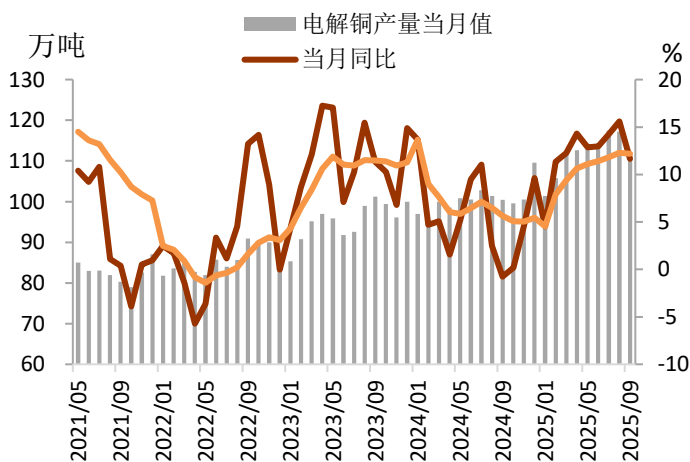


图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

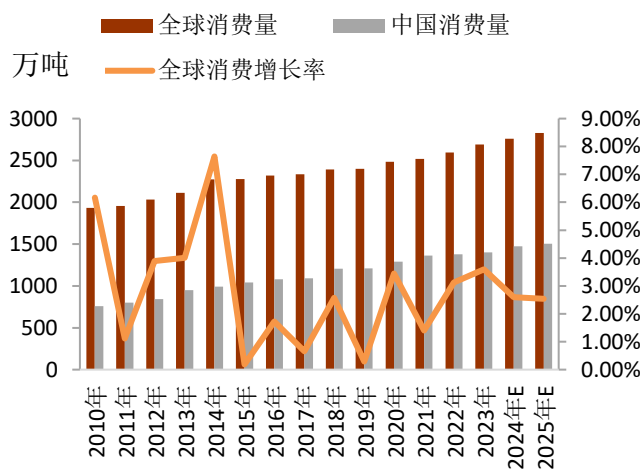


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 14 中国精炼铜产量变化

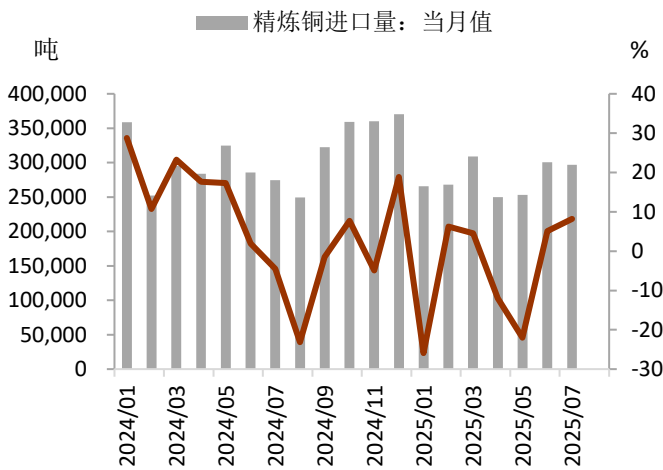


图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化

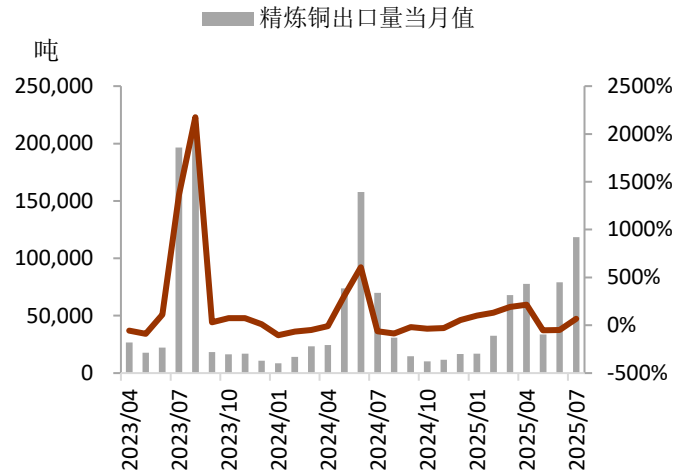


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化



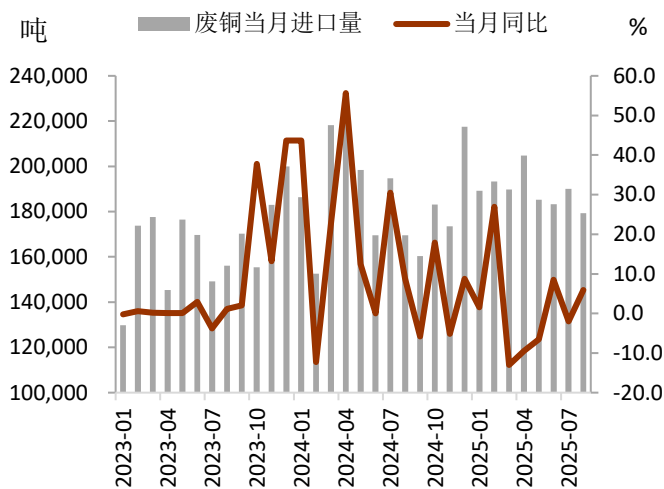
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 3、精铜进口量边际下滑，770 号文拖累废铜企业开工率

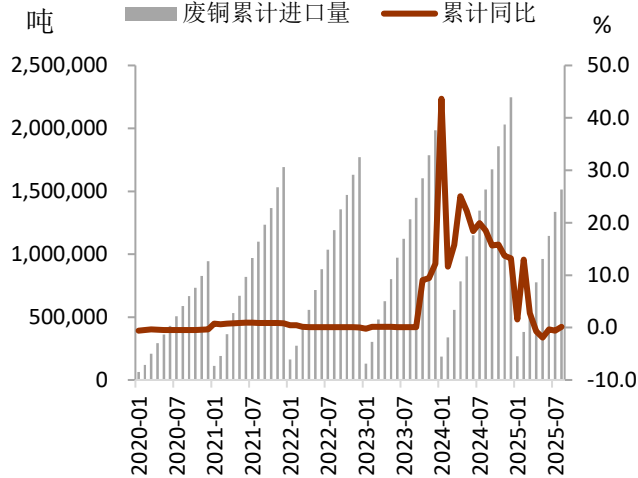
海关数据统计，今年 1-8 月我国未锻造铜及铜材累计进口量为 354 万吨，同比+2.6%；1-8 月铜矿砂及精矿进口量为 2007.67 万吨，同比+7.98%；1-8 月精炼铜进口量达 220.6 万吨，同比收窄至-6.4%，其中 8 月进口量降至 26.3 万吨，同比+5.4%，进口量下滑主因南美主流矿区遭遇供应事件扰动导致短期产量下降，预计 9 月进口量将环比有所增加。9 月 COMEX-LME 出口窗口并未大幅开启的前提下，美铜仍未见大量货源流出。

9 月洋山铜提单溢价继续回落至 55 美金/吨左右，但进口窗口尚未全面开启，剔除人民币汇率因素后沪伦比值波动区间维持 1.11-1.13，主因 LME 亚洲库和国内保税区库存自美铜关税落空以来持续增加，离岸货源短期供应保持较为充裕的状态，美国商务部建议对高质量废铜进行出口许可证要求，以确保国内供应充足，此外，要求美国生产的铜输入型材料（包括精矿、哑光、阴极和阳极）的 25% 必须在美国销售，并从 2027 年的 25% 开始逐步提升至 2029 年的 40%。今年 1-9 月我国废铜总进口量达 151.5 万吨，同比+0.12%，自美国废铜进口量骤降以来，我国逐步转向进口日韩泰国等东南亚国家及时填补冷料供应缺口，未来我国将继续扩大东南亚市场的废铜进口量，与此同时，我国冶炼企业将积极响应工信部今年上半年发布的《铜产业高质量实施方案》，强化再生资源回收利用，鼓励矿铜冶炼企业建立废铜资源回收利用网络，利用现有铜冶炼系统处理含铜再生资源。政策方面，770 号文《关于规范招商引资行为有关政策落实事项的通知》将继 783 号文后继续深化废铜行业改革，取消地方政府为招商引资中如税收返还、土地优惠和财政补贴等措施，此举一定程度上增加了废铜制杆企业的负税率，令江西和安徽多数企业失去成本优势后被迫陷入停工和减产局面。

图表 18 中国废铜进口单月变化



图表 19 中国废铜进口累计变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

#### 4、北美地区库存持续增加，国内社库低位反弹

9月以来国内库存逐步低位反弹，整体运行区间上移至13-15万吨，9月底上海保税区库存维持8万吨，上期所库存则反弹至9.8万吨，LME亚洲库存存小幅降至12.1万吨，截止9月26日全球显现库存(含上海保税区)反弹至64.4万吨，全球库存继续反弹，主因美铜地区库存仍在持续流入，国内社会库存低位反弹。从结构上看上月国内库存低位逐步回升，但总体反弹幅度有限，供应端有边际收窄迹象但消费端并未完全体现旺季特征，国内显性库存仍然在近几年同期处于偏低水平。近月结构基本维持BACK区间震荡，LME的0-3则因LME库存总体基数偏低依然维持30-50美金附近的B结构。

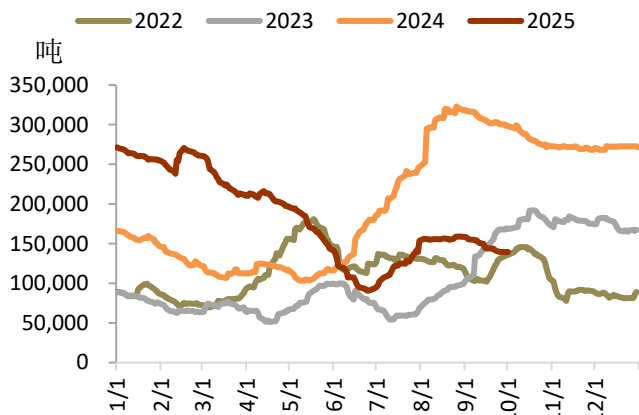
截止9月26日，LME、COMEX和SHFE三大交易所的库存分别为14.4万吨、32.2万吨和9.8万吨，总计56.4万吨，较上个月继续增加4.8万吨，COMEX仍在缓慢持续累库，而LME注销仓单比例继续回落至6.9%，伦铜0-3B结构有所收窄。LME显性库存继续走高，其中欧洲库存降至1.9万吨，亚洲库存降至12.5万吨，总体表现为LME库存缓慢持续回落，COMEX库存则继续向上攀升，虽然美铜关税预期落空背景下，但全球精铜仍在以平稳的速度流入北美地区。

截止9月26日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）升至17.8万吨，环比上月增加1.6万吨。其中SHFE总库存小幅升至9.8万吨，月环比增加1.9万吨，上海保税区降至8万吨，月环比减少0.3万吨。上月上期所库存继续增加表明国内供需边际转向宽松，主因铜价涨幅较大拖累终端补库需求，而保税区库存保持平稳主因国内进口窗口并未全面开启，总体国内显现库存仍然在低位波动幅度有限，盘面近月依然维持平水。

总体来看，全球显性库存继续上升，国内库存低位反弹，COMEX仍在缓慢累库阶段，LME库存平稳回落，全球精铜仍在平稳流入北美地区。预计10月全球显性库存将保持

平稳或出现小幅下滑，而国内库存在精铜产量下行的背景下难有较大的上行空间，整体仍将以低位震荡为主。

图表 21 LME 铜库存

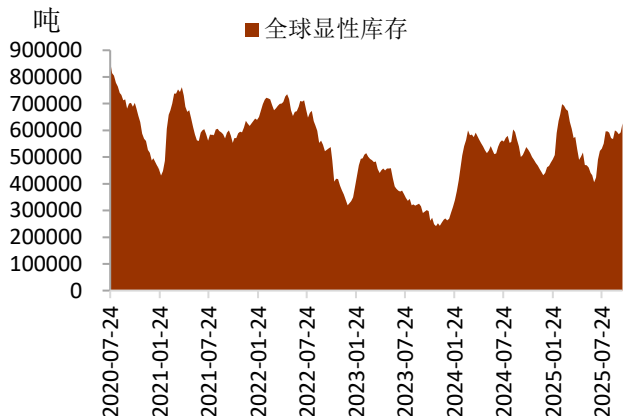


图表 22 SHFE 和保税区库存走势

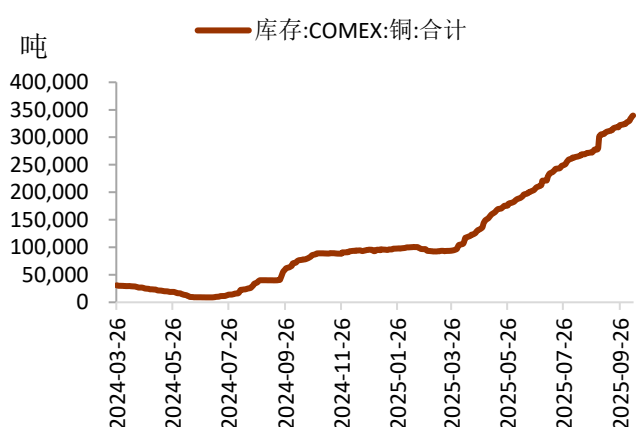


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 23 全球显性库存



图表 24 COMEX 美铜库存



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 5、传统行业消费渐入旺季，新兴产业除光伏外增速稳健

### 电网投资项目招投标放缓，电源工程投资完成额增速放缓

国家能源局数据显示，2025 年 1-8 月我国电网工程投资完成额达 3796 亿元，同比增长 14%；2025 年 1-8 月我国电源工程投资完成 4992 亿元，同比增长 0.5%。截至 8 月底，全国累计发电装机容量约 36.9 亿千瓦，同比增长 18%。其中，太阳能发电装机容量约 11.2 亿千瓦，同比增长 48.5%；风电装机容量约 5.8 亿千瓦，同比增长 22.1%。1—8 月份，全国发电设备累计平均利用 2105 小时，比上年同期减少 223 小时。

2025 年国网+南网的电网投资总额有望达 8000 亿，同比 2024 年多增 2200 亿，今年上半年已完成计划总额的 36.4%，但往往下半年为项目建设的高峰期，但由于近期铜价涨幅较大，部分电网投资招投标项目延后，三季度电网投资完成额有所下滑。2025 年将开工“5 直 2 交”特高压线路，未来的柔性直流技术将给新增线路带来重要的价值增量，IEA 预计到 2030 年及 2050 年中国电网线路总长度分别增长 0.15 和 0.31 亿公里，其中配电网线路长度分别为 0.12 和 0.28 亿公里，配电网占比将分别提升至 83.1%-87.9%，未来我国配电网建设的重要程度将大幅提升。8 月我国铜缆线企业开工率维持 72.4%，同比-4.1%，高铜价对需求拖累的影响还是存在的，其中大型企业开工率稳定在 77%，三季度最主要的拖累来自于房地产订单的大幅萎缩，轨道交通和基建工程项目平稳推进，预计 2025 年我国电网投资用铜增速将保持在 3%左右。

### 光伏行业进入结构性调整，风电增速预计逐步放缓

根据电力企业联合会数据，1-8 月我国光伏装机容量 230.1GW，同比+64.7%，其中 8 月装机量仅为 7.3GW，创下今年以来单月最低装机数量。由于此前均以国有能源企业招标为主导的光伏组件及系统采购模式，助长了低价恶性竞争的风气，六部委最新召开会议强调将建立资产化的决策模式，光伏电站的投资要高度市场化，优秀供应商通过可融资性获得溢价，进而鼓励上游制造业实现高质量形成良性循环，下游能源央企也要培养资产化的思维，让光伏资产活起来。另一方面，随着光伏首批地面电站项目进入退役期，未来回收环节的重要性与日俱增，根据某咨询公司数据统计，晶体硅光伏组件中玻璃、铝及半导体材料合计占比高达 92%，另含约 1%的银等贵金属。若实现高比例回收，到 2030 年可从废弃组件中回收约 145 万吨碳钢、110 万吨玻璃、54 万吨塑料、26 万吨铝、17 万吨铜、5 万吨硅及 550 吨银，原材料累计价值约 77 亿元，市场前景十分广阔。

2025 年 8 月，工业和信息化部、中央社会工作部、国家发展改革委、国务院国资委、市场监管总局、国家能源局等六部门，联合召开光伏产业座谈会，进一步规范光伏产业竞争秩序。会议主要讨论四大方向，包括加强产业调控，以市场化法治化方式推动落后产能有序退出；遏制低价无序竞争，打击低于成本价销售；规范产品质量，打击侵犯知识产权等行为；支持行业自律，发挥行业协会作用等。今年以来，有关部门还围绕新能源车、电商平台等新兴行业开启了“反内卷”行动。不同行业的内卷，表象上主要是激烈的价格战，但背后驱动的原因并不完全相同。因此，除了召开行业座谈会，深入分析各行业的差异，再对症下药同样重要。未来，需从以下几个方面入手，规范光伏产业相关市场秩序，推动行业从“规模扩张”向“质量跃升”转型。强化市场优胜劣汰机制。畅通落后低效产能退出渠道，充分利用市场化法治化手段推动落后产能有序退出，推动相对落后的 PERC（发射极和背面钝化）电池产能出清。强化光伏产业项目投资管理。支持光伏龙头企业开展“承债式”兼并重组、关停闲散产能。加强多晶硅等关键环节产能调控。

1-8 月，我国风电装机总容量为 57.8GW，同比+72.1%，我们预计全年风电装机总量



预期至 75-80GW。目前陆风装机受建造和维护成本高企影响，而海风则因的投资建设周期长、成本高，且投资回报率不稳定，部分风电电机受到地域条件的限制导致的发电量长期不稳定，且铝线缆在风力发电以及短距离输送场景中对铜缆线的替代性正不断加强。整体预计到今年年底前我国风电装机将维持低增速，今年风光行业用铜总量将出现 8% 左右的降幅。

### 房地产仍未摆脱筑底周期，70 城房价跌幅继续收窄

国家统计局数据，2025 年 1-8 月我国全国房地产开发投资总额为 60309.19 亿元，同比下降 12.9%，其中，住宅投资 46382 亿元，同比下降 11.9%，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，同比下降 9.6%。房屋新开工面积 39801 万平方米，同比下降 19.5%。其中，住宅新开工面积 29304 万平方米，同比下降 18.3%。房屋竣工面积 27694 万平方米，同比下降 17%。其中，住宅竣工面积 19876 万平方米，同比下降 18.5%。

从价格层面来看，8 月 70 个大中型城市新建商品住宅价格指数同比下降 2.9%，70 个大中型城市二手房价格同比下降 5.5%，降幅环比收窄，主因基数逐步缩小，二手房量价持续低迷。政策端，一线城市方面的深圳继续放宽限购区域，最高 2 套的限购也退出历史舞台，成年单身视同家庭单位，各银行业金融机构根据深圳市市场利率定价自律机制要求和本机构经营状况、客户风险状况等因素，在利率定价机制安排方面不再区分首套住房和二套住房，合理确定每笔商业性个人住房贷款的具体利率水平。

国务院总理李强召开第九次全体会议，强调要切实思想和行动统一到中央对形势的科学判断和决策部署上来，巩固拓展经济回升向好势头，采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势。要在深化改革开放中增强发展动力，推进科技创新和产业创新深度融合，激发各类经营主体的创新创造活力。上海市住建委等六部门发布《关于优化调整本市房地产政策的通知》，政策包括放开上海外环外购房套数限制，单身居民可以购买 2 套住房，提高公积金贷款额度，商贷利率不再区分首套和二套，非户籍人士首套免收房产税等重磅措施，此举将更好地满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求，促进房地产市场健康平稳发展。深圳则进一步松绑购买条件，缩小限购范围，放开了对单身人士的年龄限制，期望能在短期内刺激购房的需求增量。预计 2025 年房地产用铜增速同比小幅下降 3-4% 左右。

### 空调 10 月排产同比减速，国补政策将持续提振白电内需

国家统计局数据显示，2025 年 1-8 月我国空调总产量达 1.99 亿台，同比增长 5.8%，8 月我国家用空调销量为 1302.3 万台，同比增长-1.04%，1-8 月家用空调累计销量为 1.52 亿台，同比增长 6.7%。截止 7 月底，全国家用空调工业库存为 1471.6 万台，环比-2.2%。我国家用空调已进入冷年生产淡季，但在国家“两新”政策的大力推进下，家

用空调销量仍保持稳健增速。

产业在线数据显示,10月家用空调内销排产量为561万台,较去年同期下降19.8%,当前厂商正在等待新一轮国补资金的到位,资金到账的节奏影响其现金流和其投入产出的计划,另一方面明年的国补政策力度和范围尚不明朗,政策衔接期可能存在一定的经营风险,进一步加剧了10月的排产压力,此外空调销售已进入冷年淡季,厂商和经销商并没有提前为双11扩大生产和备货规模,前三季度刚性需求部分已经前置兑现,反观四季度显得有些后劲不足。10月家用空调出口排产634万台,同比下降14.7%,近期空调出口端受高库存影响的压力较大,由于欧洲极端高温天气周期已过,亚洲和拉美受转口贸易限制的影响表现低迷,又因美国对我国空调征收高额关税,外需的薄弱抑制了厂商的出口排产,海外之前抢进口的高库存仍需要一定的消化时间,预计10-11月出口端将稳步回落,预计四季度空调用铜需求将出现小幅放缓。值得一提的是,国内有部分新势力进入空调领域,随着创新技术和智能AI的逐步普及,如利用AI令空调长期保持节能运行的效果,空调作为智能家电的应用领域仍然具有一定的发展潜力。

### 新能源汽车保持强劲增长势头

中汽协数据,今年1-9月我国新能源汽车产销分别完成1124.3万辆和1122.8万辆,同比分别增长35.2%和34.9%。其中,9月新能源汽车产销分别完成161.7万辆和160.4万辆,同比分别增长23.7%和24.6%。1-9月我国新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的46.1%,占比较高。在出口方面,1-9月我国新能源汽车出口175.8万辆,同比增长89.4%,增速再创年内新高。

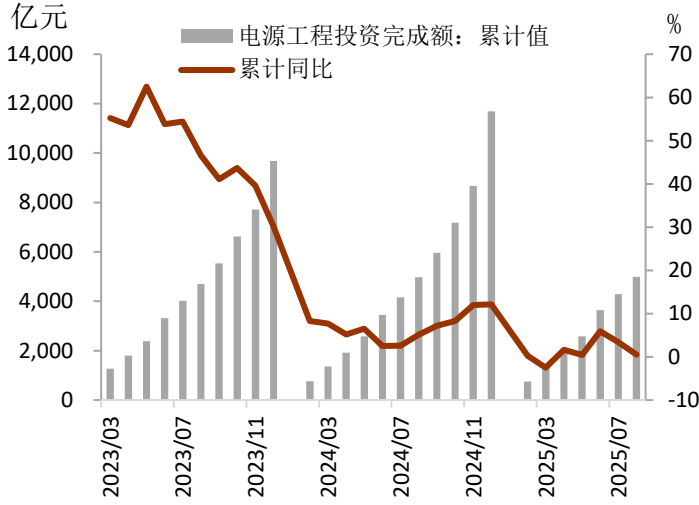
今年我国消费品以旧换新政策效应逐步显现,国内油换电需求持续增长,国内自主品牌研发创新能力不断提升,造成新势力不断推出其搭载多项新技术的新车型,行业综合内卷整治治理效果初步显现,金融机构积极扶持个人贷款配合财政贴息等方案的有力出台,提振新能源汽车行业保持强劲活力。8-9月我国新能源汽车产销量增速持续维持高位,内销和出口增速表现强劲,中国造车新势力已成为全球新能源市场上的销售主力军。政策端,我国将继续积极推进《推动消费品以旧换新行动方案》,《2024-2025节能降碳行动方案》,逐步取消各地新能源汽车购买限制,落实便利新能源汽车通行,推出金融信贷支持方案,并使新能源汽车享受优惠车船税等。整体预计今年新能源汽车用铜增速仍将保持在25%以上。

### 传统行业需求增量有限,新兴产业保持稳健增速

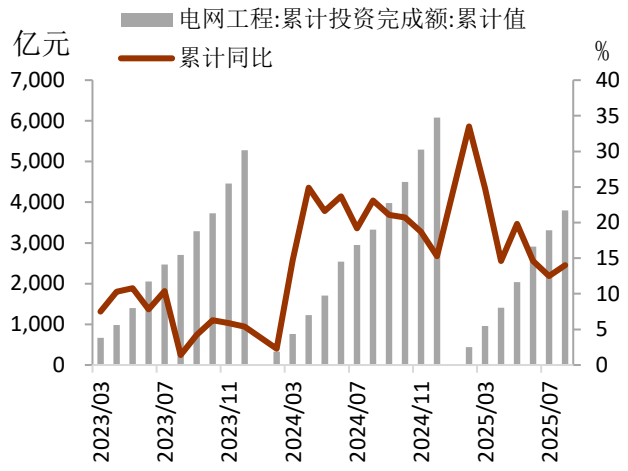
整体需求端来看,新能源汽车产销保持稳健增速,数据中心和机器人提供新的增长点,电网投资项目建设进度有所放缓,白电冷年排产有所下滑,风光不再提供较快需求增量,房地产仍在筑底震荡过程中,9月我国传统行业需求增量有限,新兴产业保持稳

健增速，预计 10 月精铜消费将保持平稳复苏。

图表 23 电源投资完成额变化

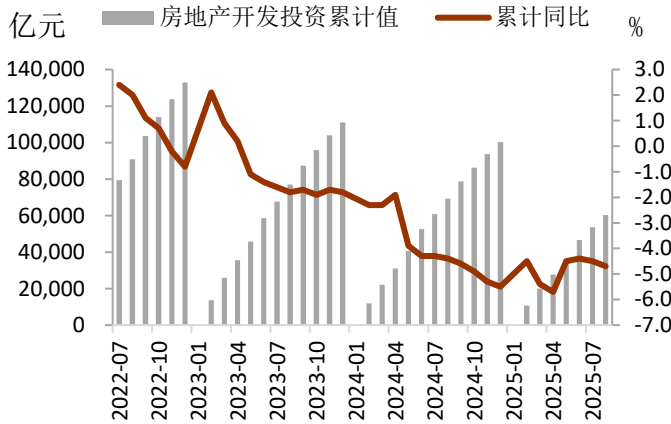


图表 24 电网投资完成额变化

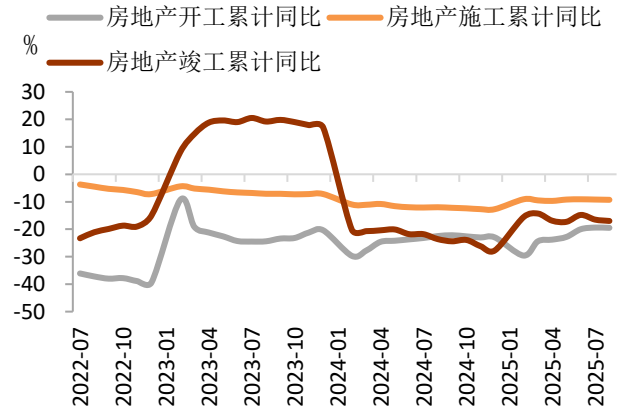


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 25 房地产开发投资增速变化

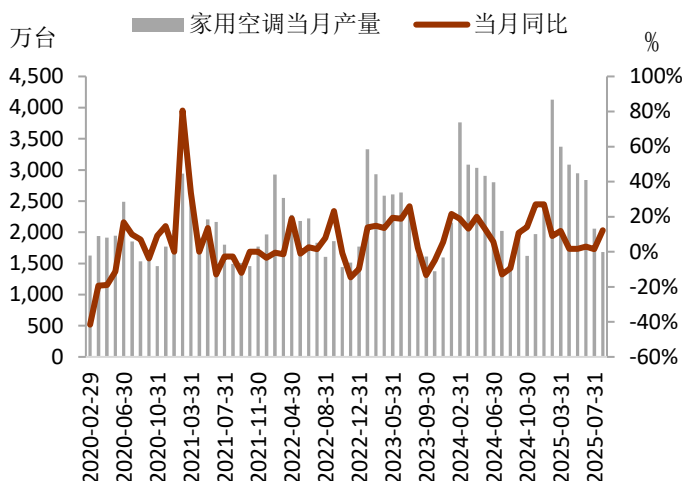


图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化

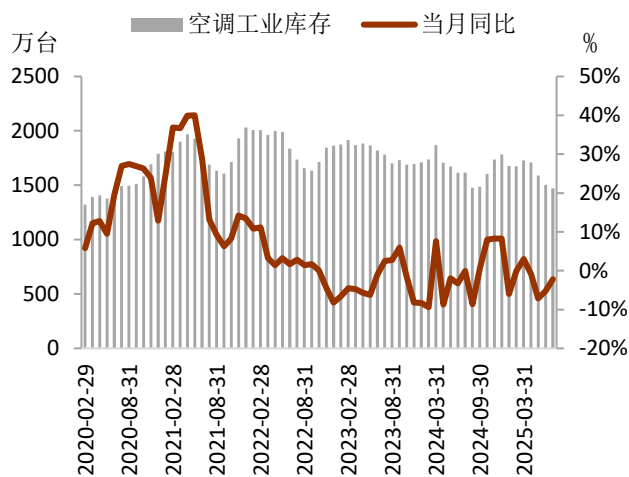


资料来源：iFinD，铜冠金源期

图表 27 空调产量增速变化

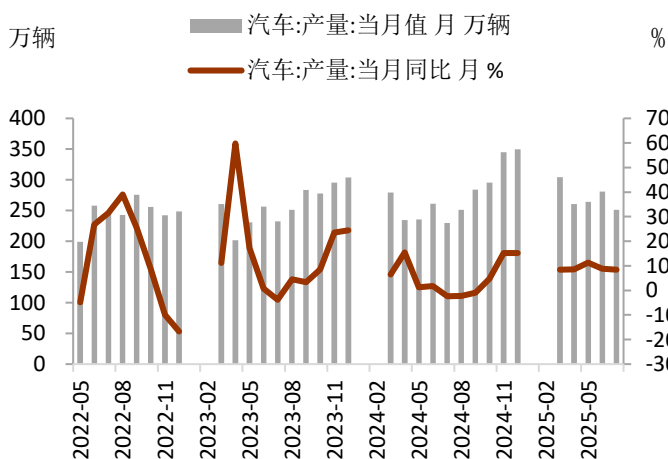


图表 28 家用空调库存变化

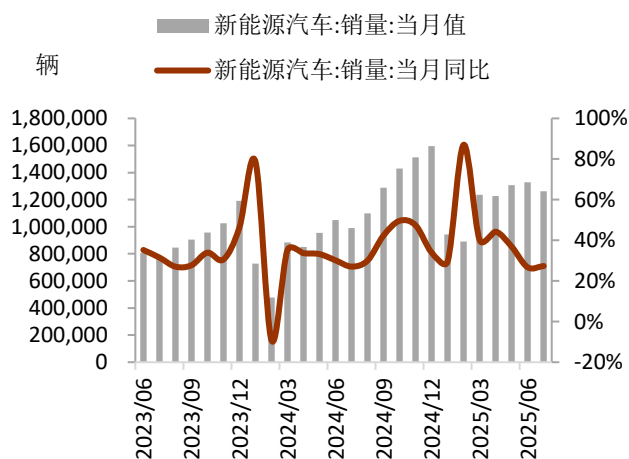


资料来源：iFinD，产业在线，铜冠金源期货

图表 29 汽车销量变化



图表 30 新能源汽车产量及销量变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

#### 四、行情展望

宏观方面，美国政府停摆及中美博弈加剧令全球市场避险情绪升温，引发金银铜联动共振上行，美联储如期降息后其内部关于未来政策路径仍存分歧，谨慎宽松的立场将继续呵护弱而不衰的美国经济；国内方面，央行将落实落细适度宽松政策，用好用足更加积极的财政政策全力支持就业和外贸，推动科技创新和产业创新深度融合。

基本面来看，全球矿端供应扰动加剧，拖累国内精铜产量下滑，叠加近期进口量偏低，供应端边际转向收敛。消费端，9月我国传统行业需求增长有限，新兴产业用铜保持稳健增速，国内库存低位反弹，全球库存持续增加。

整体上，应对美国贸易政策的反复市场避险需求增加，美联储内部对降息节奏分歧

敬请参阅最后一页免责声明

较大但对降息方向基本达成共识，在主要经济体宽财政的背景下全球经济增速依然保持稳健，中国反内卷+稳增长政策基调明确。基本面矿端紧缺担忧加剧，并逐步向全球冶炼端传导，国内供需紧平衡加剧，在基本面强支撑的延续下，预计 10 月铜价将在震荡调整后重新回归上行通道。

风险点：美联储 10 月暂停降息，中美贸易摩擦加剧，全球经济增速放缓

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

**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：025-57910823

**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。