

2025年12月1日



非美供应偏紧，铜价突破前高

核心观点及策略

- 上周铜价再创历史新高，主因非美地区精铜供应将进一步趋紧，Codelco对中国地区CIF长单美金升水报价高达350美元/吨，印尼Grasberg铜矿大幅下调今明两年产量指引；此外，纽约联储主席威廉姆斯及美联储理事沃勒为首的官员支持12月继续降息以应对脆弱的就业市场环境，美元指数回落推升金属市场。基本面来看，海外中断矿山复产缓慢，国内将严控精铜产能扩张，社会库存震荡下探，现货升水走高，近月盘面C结构收窄。
- 整体来看，随着美铜溢价的走高，全球精铜重新流向北美，非美地区供应持续偏紧，海外中断矿山大幅下调今明两年产量指引，叠加美联储12月降息预期的快速回升令多头情绪高涨；基本上，海外精矿紧缺格局依旧，非美地区库存偏低，人工智能领域提供广阔的需求前景，预计短期铜价将向上打开空间。
- 风险因素：美联储12月暂停降息，全球经济增长超预期下行。

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28日	11月21日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	11175.50	10778.00	397.50	3.69%	美元/吨
COMEX 铜	527.8	499.6	28.2	5.64%	美分/磅
SHFE 铜	87430.00	85660.00	1770.00	2.07%	元/吨
国际铜	79360.00	76320.00	3040.00	3.98%	元/吨
沪伦比值	7.82	7.95	-0.12		
LME 现货升贴水	44.69	1.06	43.63	4116.04%	美元/吨
上海现货升贴水	110	90	20		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28日	11月21日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	159425	155025	4400	2.84%	吨
COMEX 库存	418727	402876	15851	3.93%	短吨
SHFE 库存	97912	110585	-12673	-11.46%	吨
上海保税区库存	106200	100200	6000	5.99%	吨
总库存	782264	768686	13578	1.77%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价再创历史新高，主因非美地区精铜供应将进一步趋紧，Code1co 对中国地区 CIF 长单美金升水报价高达 350 美元/吨，以及印尼 Grasberg 铜矿大幅下调今明两年产量指引；此外，纽约联储主席威廉姆斯及美联储理事沃勒为首的官员支持 12 月继续降息以应对脆弱的就业市场环境，美元指数回落推升金属市场持续上行。基本面来看，海外中断矿山复产缓慢，国内将严控精铜产能扩张，社会库存震荡下探，现货升水走高，近月盘面 C 结构收窄。

库存方面：截至 11 月 28 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计升至 78.2 万吨，全球库存继续小幅上行。其中 LME 铜库存增加 0.4，注销仓单比例降至 4.1%；上期所库存减少 0.56 万吨；上海保税区库存增加 0.6 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，国内社会库存震荡下探，沪伦比值大幅收窄主因美元指数近期有所回落。

宏观方面：以纽约联储主席威廉姆斯及美联储理事沃勒为首的官员支持 12 月继续降息

以应对脆弱的就业市场表现，但多位地方联储官员则主张暂缓降息，直至通胀回落至长期既定目标，需要等待更明确的经济信号再采取行动，而特朗普则可能在年底前提前下一届主席人选，当前热门人选哈赛特表示若上任则将立刻采取行动，整体提振市场宽松预期偏好，最新CME观察工具显示12月降息概率为85%，显著高于一周前的50%。美联储褐皮书显示，近几周美国经济总体变化不大，整体消费者支出进一步降温，但高端消费者支出依然保持坚挺，未来几个月的经济活动放缓风险上升，制造业方面出现了一些乐观情绪，关税仍然是制造业和零售业的主要担忧，企业普遍反映投入成本压力有所上升。美国9月PPI环比+0.3%，核心PPI环比+0.1%，同比+2.7%，低于前值的2.9%，美国9月批发商品价格环比+0.9%，其中6成涨幅来源于油气成本的上升，海外机构预测美国9月的核心PCE将从前值的2.9%降至2.8%，或继续朝着美联储的长期通胀目标迈进，或将进一步支持年底最后一次降息的情景。美国财长贝森特提醒市场，现任主席鲍威尔执掌美联储已时日不多，特朗普极有可能在今年年底圣诞节之前提名鲍威尔的继任者，根据Polymarket预测显示，目前凯文·哈赛特为目前的大热人选，其本人在此前接受采访表示，如果自己担任美联储主席将会立刻降息，因为当前的经济数据表明美联储应当及时果断地采取行动。国内方面，10月我国规模以上工业企业利润同比-5.5%，1-10月利润累计同比+1.9%有所收窄，10月增速转负主因去年基数较高以及企业各项成本支出增加等影响。分行业来看，1-10月份，规模以上高技术制造业利润同比增长8.0%，高于全部规模以上工业平均水平6.1个百分点。从行业看，智能电子制造发展向好，智能无人飞行器制造、智能车载设备制造行业利润分别增长116.1%、114.9%；半导体制造效益增长较快，集成电路制造、电子专用材料制造、半导体分立器件制造行业利润分别增长89.2%、86.0%、17.4%；精密仪器制造高质量发展效果显现，光学仪器制造、专用仪器仪表制造行业利润分别增长38.2%、14.1%。

供需方面，印尼Grasberg铜矿预计将于2026年第二季度分阶段缓慢恢复运营，预计明年产量将与25年总体持平，巴拿马铜矿的归属权问题将成为下一阶段政府和企业谈判的焦点，海外中断矿山复产节奏缓慢。精铜方面，Codelco对2026年中国区CIF精炼铜长单美金溢价报价高达350美元/吨，创历史新高，凸显全球货源优先发往北美地区的货物流向，国内冶炼厂基于紧缺的原材料供应的现实逐步收缩产能利用率，废铜的趋紧也令冶炼厂难以采购足够冷料来填补缺口。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；虽然传统行业受高铜价抑制表现低迷但新旧动能转换之际，新能源汽车保持强劲增长势头，AI算力需求带来全球数据中心建设的快速进程为铜消费提供了较大的市场空间，现货市场升水上行，国内库存低位下探，近月C结构有所收窄。

整体来看，随着美铜溢价的走高，全球精铜重新流向北美，海外中断矿山大幅下调今明两年产量指引，叠加美联储12月降息预期的快速回升令多头情绪高涨；基本面上，海外精矿紧缺格局依旧，非美地区库存偏低，人工智能领域提供广阔的需求前景，预计短期铜价将向上打开空间。

三、行业要闻

1、智利矿业公司 Enami 表示，尽管当前市场仍处于低迷状态，但该公司已收到针对一座价值 17 亿美元铜矿冶炼厂的多份融资方案，并最早将于下周确定牵头安排该交易的银行。这家国有矿业公司首席执行官 Ivan Mlynarz 在接受采访时称，已收到 极具吸引力 的初步融资提议。此外，有 17 家企业表达了购买成品铜及为项目提供融资的意向，Enami 正在对其中 6 份意向性承购报价进行分析。该项目计划在智利北部一座闲置工厂原址新建一座冶炼厂和精炼厂。尽管当前全球冶炼产能处于过剩状态，但潜在参与者仍秉持长期视角布局。他表示，“我们靠近矿产资源地以及当前的地缘政治因素是核心优势，当前的市场环境是暂时性的。”并透露，这六份意向性承购报价在规模以及愿意承接的未来产量占比方面差异显著。正在单独评估的金融机构已提出包含一揽子融资委托方案的合作结构。“我们可能不会只指定一家牵头行，而是两家，因为这些融资方案都很有竞争力，我们不想错失任何潜在合作伙伴，” 他说道。Enami 将保留该项目的全部所有权。该冶炼厂设计年处理铜精矿 85 万吨，近期已获得环保许可。在董事会作出最终投资决策前，项目仍需智利铜业委员会 (Cochilco) 批准。Mlynarz 表示，他仍希望在现任政府于 3 月 11 日卸任前启动前期工程。目前，Enami 正与智利北部阿塔卡马地区 (Atacama) 的大中小型矿企洽谈供应协议。据估算，到该冶炼厂投产时，该地区私营部门矿企每年将产出 150 万吨铜精矿。

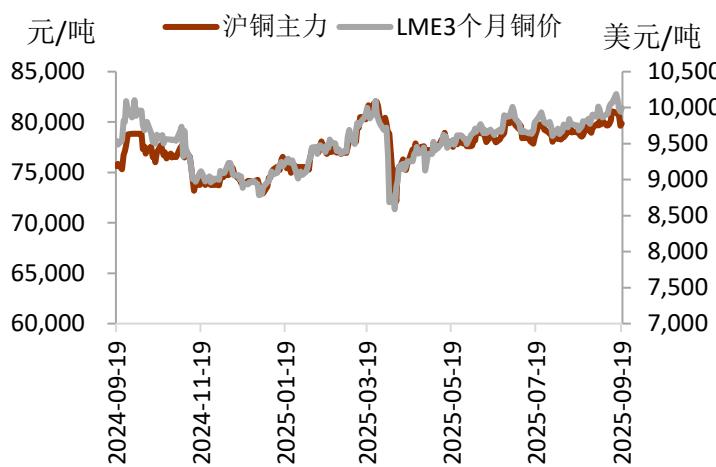
2、SolGold 正在加快其位于厄瓜多尔北部的 Cascabel 铜金项目的开发进度，初步工程计划于 2026 年启动，预计 2028 年实现首次生产。该公司正在遵循一项修订后的开发计划，该计划加快了场地准备工作，加速了钻探进程，并将其勘探资产重组为两家子公司。其中一家将管理 Cascabel 及周边北部矿区，另一家将负责南部资产组合，包括位于 LundinGold 旗下 FrutadelNorte 附近的 Porvenir 项目和 Ecuacorriente 的 Mirador 项目。新的架构旨在简化审批流程并优化资本配置，以推动 SolGold 多个资产的发展。SolGold 厄瓜多尔财务总监 Luis Mario Sánchez Sánchez 表示，公司预计明年上半年将扩大营地和道路，甚至可能开始在 Alpala 建设入口和隧道。“今年上半年，我们计划扩大营地和道路；甚至可能开始建设阿尔帕拉的入口和通道隧道，”开发顺序将从 2028 年 1 月在 Tandayama-America (TAM) 进行露天开采开始，随后在当年晚些时候在阿尔帕拉进行地下开采。加工厂和现场尾矿设施也计划在年底前完工。预计 Alpala 的早期工程将在 2027 年底前开通地下通道，比原计划提前数月。SolGold 通过模块化建设和提前采购长交货期设备，将选矿厂的建设期缩短至 18 至 21 个月。

3、Highland Copper 周二表示，将其在 White Pine North 项目中 34% 的股份出售给其合资合作伙伴私募股权公司 Kinterra，以便专注于其旗舰项目 Copperwood 项目。此次出售的总对价约为 3000 万美元。其中 1830 万美元将以现金支付，扣除 Kinterra 向 Highland Copper 贷款的未偿本金和应计利息，成交时总计为 1170 万美元。双方已同意根据联合运营协议暂停现金通话。Highland Copper 表示，此次交易代表了其在 Copperwood 项目下一阶

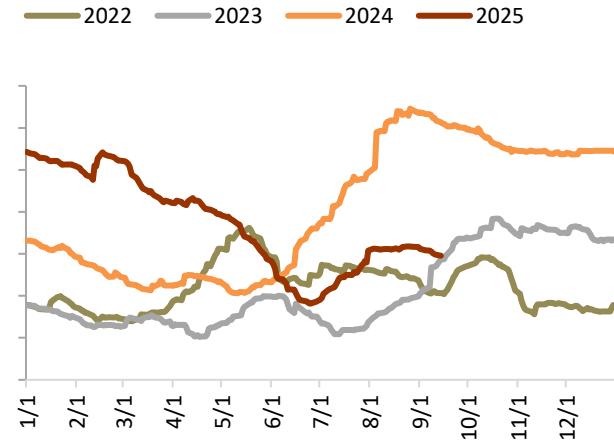
段开发前加强财务状况的一个“重要里程碑”。预计现金收益将用于推动项目进入建设决策所需的各项活动，包括详细的工程和项目融资，报告指出。随着出售 White Pine North 股份，Highland Copper 现已将全部重心放在更先进的 Copperwood 项目上。这两个项目均位于密歇根州西部上半岛。Copperwood 目前已获得所有许可，并有可行性研究支持，该研究同样于 2023 年完成。报告概述了该矿山的低成本矿山，预计寿命近 11 年，在此期间将实现约 6460 万磅铜和 107,000 盎司白银的可付费产量。该矿床将采用室柱地下法开采，预计每日处理量为 6800 吨。一旦投入运营，它将生产铜精矿，运往冶炼厂，在美国政策制定者优先考虑关键矿产安全获取之际，增加了新的国内供应。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

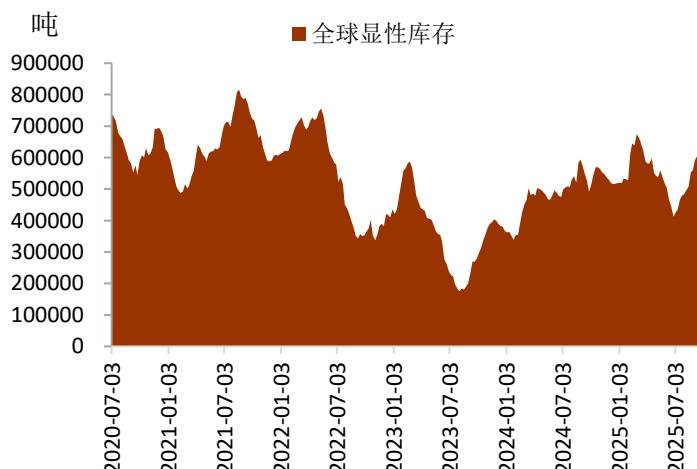


图表 2 LME 铜库存



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

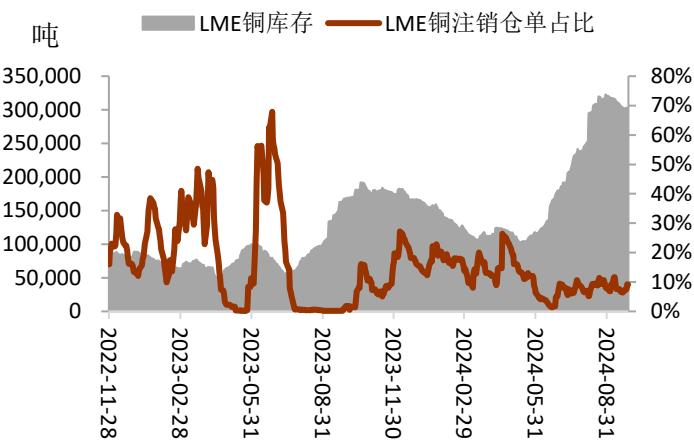


图表 4 上海交易所和保税区库存

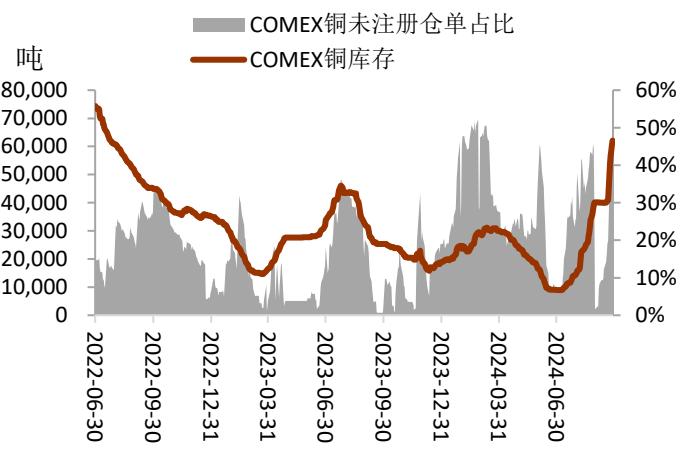


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 LME 库存和注销仓单

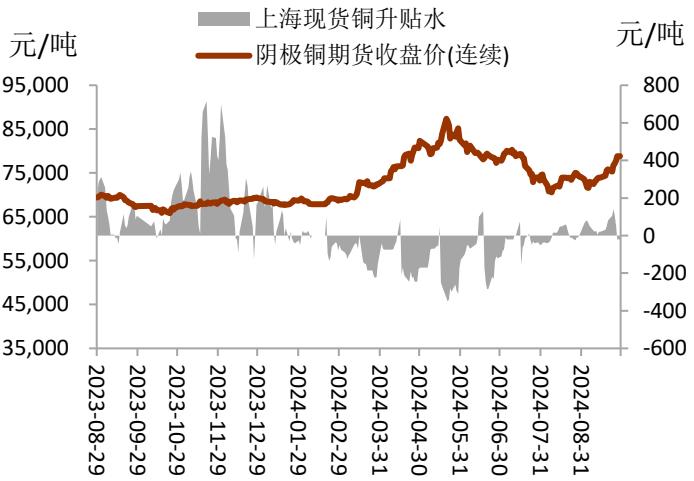


图表 6 COMEX 库存和注销仓单

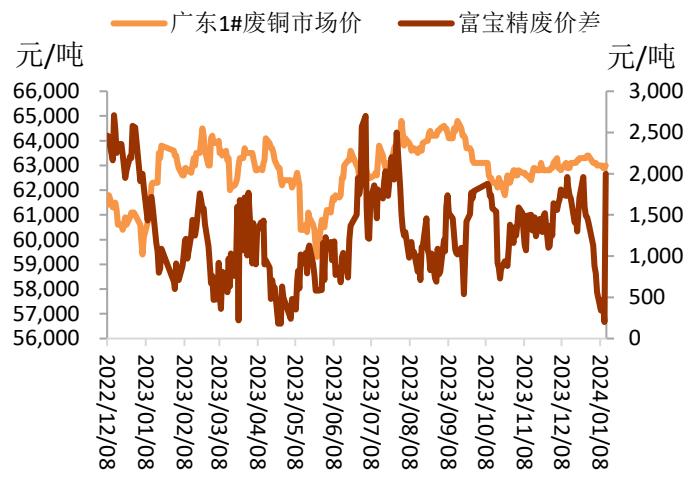


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 7 沪铜基差走势



图表 8 精废铜价差走势

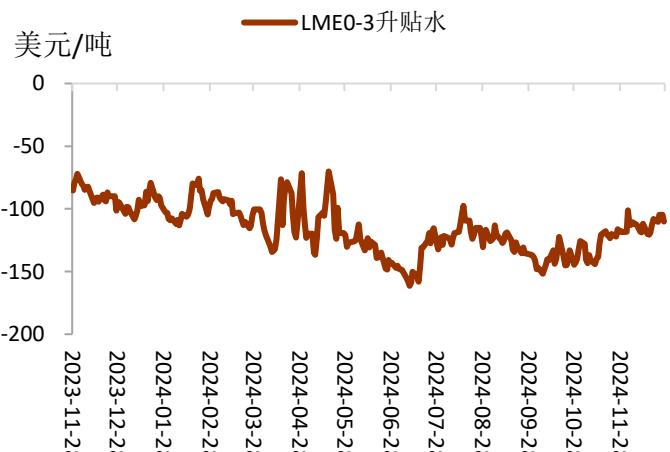


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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



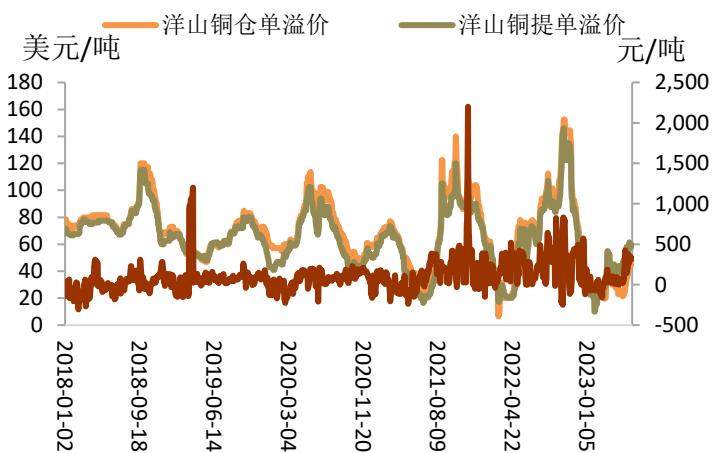
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

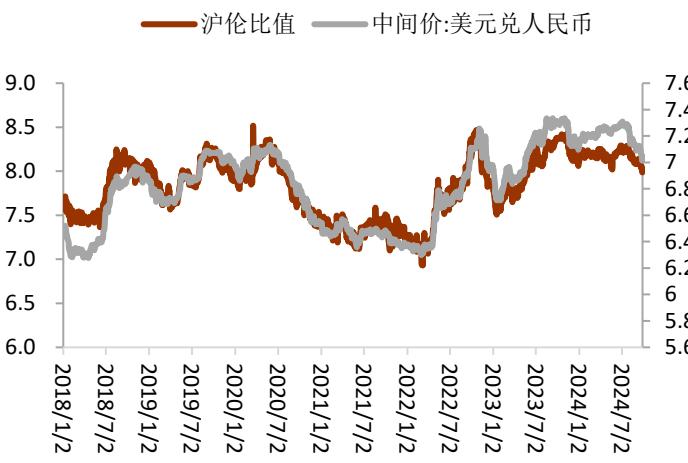


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

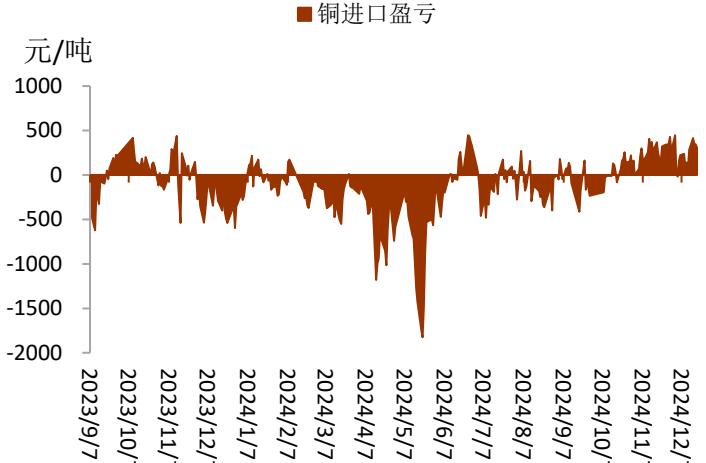


图表 13 铜内外盘比价走势



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 14 铜进口盈亏走势



图表 15 沪伦比剔除汇率

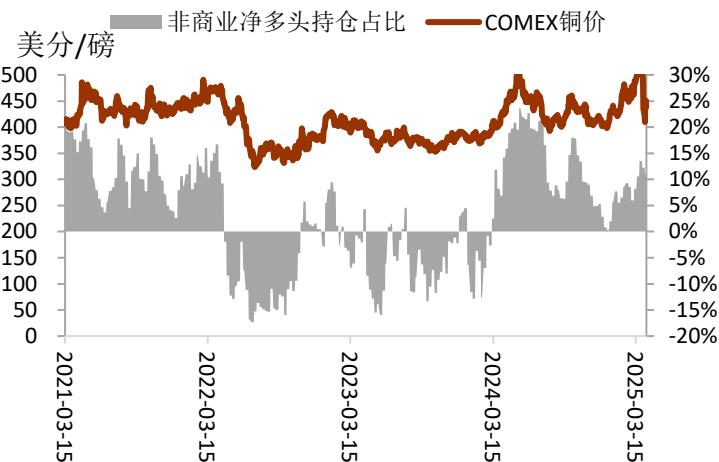


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

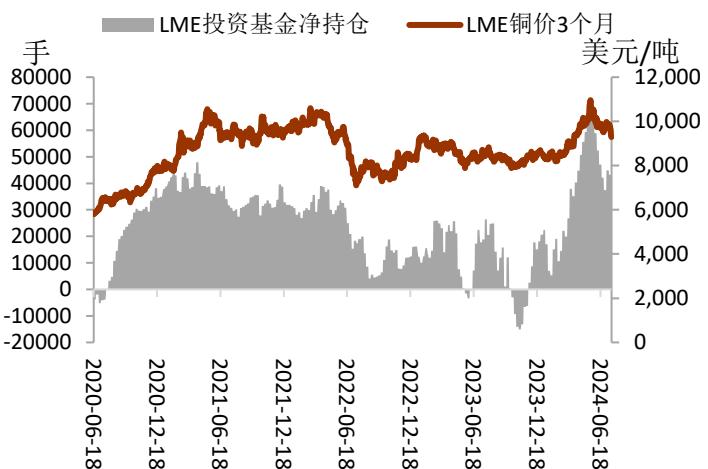
图表 16 铜精矿现货 TC



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 FUTURE QA

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。