



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD
中国五矿

减产预期下铜价冲击历史高位

铜周报

2025/11/29



MINMETALS
FUTURES

吴坤金 (有色金属组)

0755-23375135

wuk.j1@wkqh.cn

从业资格号: F3036210

交易咨询号: Z0015924

目录

CONTENTS



01 周度评估及策略推荐

04 供给端

02 期现市场

05 需求端

03 利润库存

06 资金端

01

周度评估及策略推荐

- ◆ **供应:** 铜精矿现货加工费下滑，粗铜加工费持平，冷料供应维持相对宽松。消息面：（1）智利官方数据显示，该国10月铜产量环比微增，同比下降约7%，至45.8万吨。（2）据悉中国铜原料采购小组（CSPT）达成协议，计划2026年减少矿铜产量10%以应对历史低位的加工费。
- ◆ **库存:** 三大交易所库存环比增加0.9万吨，其中上期所库存减少1.3至9.8万吨，LME库存增加0.4至15.9万吨，COMEX库存增加1.7至37.9万吨。上海保税区库存减少0.6万吨。现货方面，周五国内上海地区现货升水期货110元/吨，LME市场Cash/3M升水44.7美元/吨。
- ◆ **进出口:** 国内电解铜现货进口亏损扩大，洋山铜溢价下滑。海关总署数据显示，2025年10月我国精炼铜进口量32.3万吨，净进口量为25.7万吨，环比减少9.0万吨，同比下降31.6%，1-10月累计进口量为322.5万吨，净进口量为267.6万吨，同比减少4.7%。
- ◆ **需求:** 国内下游精铜杆企业开工率下滑，线缆开工率抬升，现货市场流通货源偏紧，周内成交先强后弱。废铜方面，国内精废价差扩大，废铜替代优势提高，当周再生铜杆企业开工率维持偏低水平。

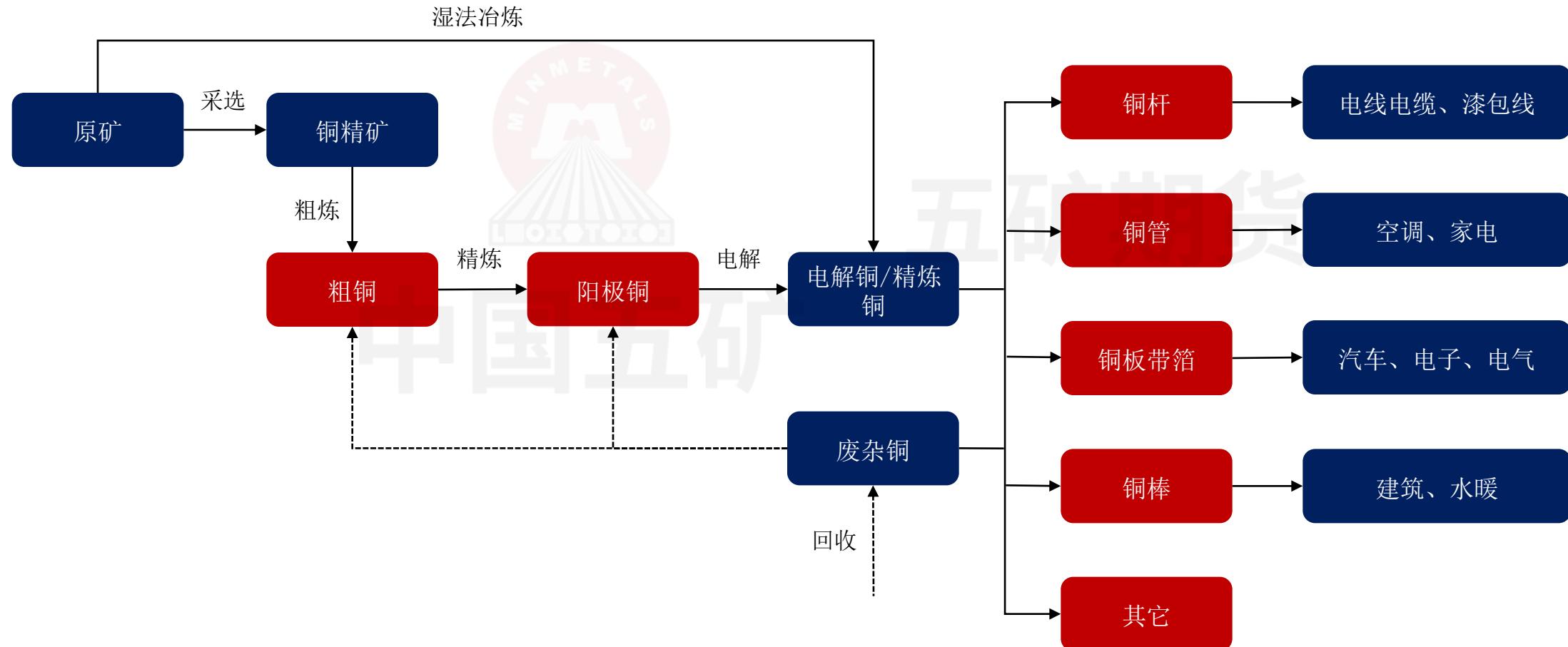
| 铜基本面评估 | 估值 | | | 驱动 | | |
|-----------------|---|------------------|---|-------------------------|-----------------------------------|----------------------------------|
| | 基差 (元/吨、 美元/吨) | 精废价差 (元/吨) | 全球显性库存 (万吨) | 铜精矿加工费 (美元/吨) | 美元指数 | 全球制造业PMI |
| 数据 (2025.11.28) | SHFE: 110 (+20) LME: 44.7 (+43.6) | 3544 (+869) | 74.2 (+0.3) | -42.8 (-0.4) | 99.4 (+0.7%) | 49.7 (0) |
| 多空评分 | +2 | -1 | 0 | +1 | +1 | 0 |
| 简评 | 国内基差抬升, LME 现货升水走强 | 铜价上涨精废价 差环比扩大 | COMEX、LME库存增 加, 保税区和上期 所库存减少, 总库 存微幅增加 | 加工费下滑, 供 应 紧张格局维持 | 美国12月降息概率提 升至80%以上, 美元指 数回落 | 10月全球制造业PMI维 持荣枯线以下, 环比 持平 |
| 小结 | 内外盘现货基差走强, 精废价差扩大, 全球显性库存小幅增加, 铜估值中性略偏多。驱动方面, 全球制造业PMI驱动偏中性, 短期铜精矿加工费下滑和美元指数回落驱动偏多。价格层面, 地缘层面仍有一定逆风因素, 不过市场关注点更多转向美联储议息会议, 降息概率提高使得情绪面维持偏暖。产业上看铜原料供应维持紧张格局, 铜精矿TC年度长单基准价格下调的预期下, 冶炼减产预期推动铜价再次冲击历史高位, 加之下游开工率稳中偏强, 铜价有望延续走强。本周沪铜主力运行区间参考: 87000-90000元/吨; 伦铜3M运行区间参考: 10800-11500美元/吨。 | | | | | |

备注: 多空评分分1、2、3档, 正数表示看涨, 负数表示看空, 分值越高越看涨

国内精炼铜供需平衡 (万吨)

| 2024 | 产量 | 进口量 | 出口量 | 净进口量 | 上期所库存 | 库存变化 | 交易所以外库存 | 库存变化 | 上海保税区库存 | 库存变化 | 表观消费量 | 同比变化 | 累计表观 | 累计同比 | 库存/消费 |
|------|-------|------|------|------|-------|--------|---------|-------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 1月 | 97.0 | 37.8 | 0.9 | 37.0 | 5.0 | 1.9 | 5.2 | 1.8 | 0.8 | 0.2 | 130.0 | 35.4% | 130.0 | 35.4% | 0.8% |
| 2月 | 95.0 | 26.7 | 1.4 | 25.3 | 18.1 | 13.1 | 10.8 | 5.6 | 3.4 | 2.6 | 99.1 | 3.9% | 229.1 | 19.7% | 2.3% |
| 3月 | 100.0 | 31.7 | 2.3 | 29.4 | 29.0 | 10.9 | 9.1 | (1.7) | 6.1 | 2.8 | 117.5 | -7.8% | 346.5 | 8.7% | 3.2% |
| 4月 | 98.5 | 30.6 | 2.5 | 28.1 | 28.8 | (0.2) | 10.0 | 0.9 | 8.0 | 1.9 | 124.0 | -1.5% | 470.5 | 5.8% | 3.3% |
| 5月 | 100.8 | 34.7 | 7.3 | 27.4 | 32.2 | 3.4 | 12.1 | 2.1 | 7.8 | (0.2) | 123.0 | -6.2% | 593.5 | 3.1% | 3.7% |
| 6月 | 100.5 | 30.9 | 15.8 | 15.1 | 32.0 | (0.2) | 8.4 | (3.7) | 7.8 | 0.0 | 119.5 | -3.6% | 713.0 | 1.9% | 3.4% |
| 7月 | 102.8 | 29.9 | 7.0 | 22.9 | 30.1 | (1.9) | 4.5 | (3.9) | 7.3 | (0.5) | 131.9 | 7.7% | 845.0 | 2.8% | 3.0% |
| 8月 | 101.3 | 27.6 | 3.1 | 24.5 | 24.2 | (5.9) | 3.2 | (1.3) | 6.0 | (1.4) | 134.4 | 0.9% | 979.3 | 2.5% | 2.4% |
| 9月 | 100.5 | 34.8 | 1.6 | 33.2 | 14.2 | (10.0) | 2.1 | (1.1) | 4.6 | (1.4) | 146.2 | 7.2% | 1125.5 | 3.1% | 1.5% |
| 10月 | 99.6 | 38.6 | 1.0 | 37.6 | 15.3 | 1.1 | 5.5 | 3.4 | 5.7 | 1.1 | 131.6 | -2.6% | 1257.1 | 2.3% | 1.9% |
| 11月 | 100.5 | 39.8 | 1.2 | 38.6 | 10.9 | (4.4) | 2.5 | (3.0) | 5.3 | (0.4) | 146.9 | 9.2% | 1404.0 | 2.8% | 1.3% |
| 12月 | 112.0 | 40.8 | 1.7 | 39.1 | 7.4 | (3.5) | 3.0 | 0.5 | 1.4 | (3.9) | 158.0 | 20.6% | 1562.0 | 4.1% | 0.8% |
| 2025 | 产量 | 进口量 | 出口量 | 净进口量 | 上期所库存 | 库存变化 | 交易所以外库存 | 库存变化 | 上海保税区库存 | 库存变化 | 表观消费量 | 同比变化 | 累计表观 | 累计同比 | 库存/消费 |
| 1月 | 101.3 | 29.7 | 1.7 | 28.0 | 10.9 | 3.5 | 5.7 | 2.7 | 1.3 | (0.1) | 123.2 | -5.3% | 123.2 | -5.3% | 1.3% |
| 2月 | 105.8 | 30.5 | 3.2 | 27.3 | 26.8 | 15.9 | 10.9 | 5.2 | 4.4 | 3.1 | 108.9 | 9.9% | 232.1 | 1.3% | 3.0% |
| 3月 | 112.2 | 35.4 | 6.8 | 28.6 | 23.5 | (3.3) | 10.4 | (0.5) | 11.1 | 6.7 | 137.9 | 17.4% | 370.0 | 6.8% | 3.2% |
| 4月 | 112.6 | 30.0 | 7.8 | 22.2 | 8.9 | (14.6) | 4.4 | (6.0) | 9.4 | (1.7) | 157.1 | 26.7% | 527.1 | 12.0% | 1.6% |
| 5月 | 113.8 | 29.3 | 3.4 | 25.9 | 10.5 | 1.6 | 3.4 | (1.0) | 5.3 | (4.1) | 143.2 | 16.4% | 670.3 | 12.9% | 1.4% |
| 6月 | 113.5 | 33.7 | 7.9 | 25.8 | 8.2 | (2.3) | 5.0 | 1.6 | 6.3 | 1.0 | 139.0 | 16.3% | 809.3 | 13.5% | 1.4% |
| 7月 | 117.5 | 33.6 | 11.8 | 21.8 | 7.3 | (0.9) | 4.8 | (0.2) | 7.5 | 1.2 | 139.2 | 5.5% | 948.5 | 12.3% | 1.4% |
| 8月 | 117.2 | 30.7 | 3.7 | 27.0 | 8.0 | 0.7 | 4.8 | 0.0 | 8.4 | 0.9 | 142.6 | 6.1% | 1091.1 | 11.4% | 1.5% |
| 9月 | 112.0 | 37.4 | 2.6 | 34.8 | 9.5 | 1.5 | 6.2 | 1.4 | 8.1 | (0.4) | 144.3 | -1.3% | 1235.4 | 9.8% | 1.7% |
| 10月 | 109.2 | 32.3 | 6.6 | 25.7 | 11.6 | 2.1 | 7.6 | 1.4 | 10.7 | 2.7 | 128.8 | -2.2% | 1364.1 | 8.5% | 2.1% |
| 11月E | 108.8 | | | 34.0 | | | | | | | 142.0 | -3.4% | 1506.1 | 7.3% | |
| 12月E | 112.0 | | | 36.0 | | | | | | | 146.0 | -7.6% | 1652.1 | 5.8% | |

产业链图示



02

期现市场

图1：沪铜主力价格走势



资料来源：文华财经、五矿期货研究中心

图2：伦铜3m价格走势

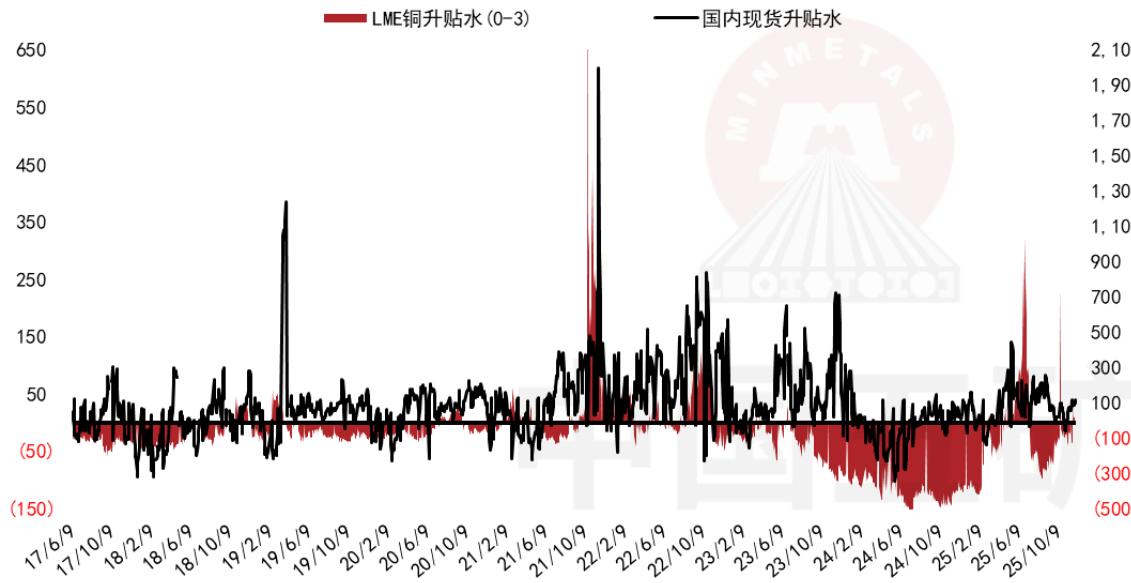


资料来源：文华财经、五矿期货研究中心

铜价震荡上行，沪铜主力合约周涨2.07%（截至周五收盘），伦铜周涨3.69%至11175美元/吨。

| | | 2025/11/28 | 2025/11/21 | 2025/11/14 | 2025/11/7 |
|-----|-----------|------------|------------|------------|-----------|
| 电解铜 | 长江有色价 | 87,480 | 85,960 | 87,140 | 86,180 |
| | 广东南海 | 87,400 | 85,750 | 87,000 | 85,750 |
| | 价差 | (80) | (210) | (140) | (430) |
| 铜材 | 3mm铜线 | 88,660 | 87,100 | 88,320 | 87,340 |
| | 价差 | 1,180 | 1,140 | 1,180 | 1,160 |
| | 8mm无氧铜杆 | 88,270 | 86,520 | 87,830 | 86,680 |
| | 价差 | 790 | 560 | 690 | 500 |
| | 1-3mm漆包线 | 92,800 | 91,160 | 92,410 | 91,410 |
| | 价差 | 5,320 | 5,200 | 5,270 | 5,230 |
| | 14%磷铜合金 | 93,060 | 91,510 | 92,730 | 91,720 |
| | 价差 | 5,580 | 5,550 | 5,590 | 5,540 |
| 再生铜 | 1#光亮铜: 佛山 | 78,700 | 77,800 | 78,200 | 77,550 |
| | 价差 | 8,780 | 8,160 | 8,940 | 8,630 |

图3：国内外铜现货基差



资料来源：LME、WIND、五矿期货研究中心

图4：上海电解铜外贸升水（美元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

国内铜价震荡上行，周五华东地区铜现货升水期货110元/吨；LME库存小幅增加，注销仓单比例下滑，Cash/3M升贴水维持偏强，周五报升水44.7美元/吨。国内电解铜现货进口亏损有所扩大，洋山铜溢价（提单）下滑。

图5: SHFE铜市场结构 (元/吨)

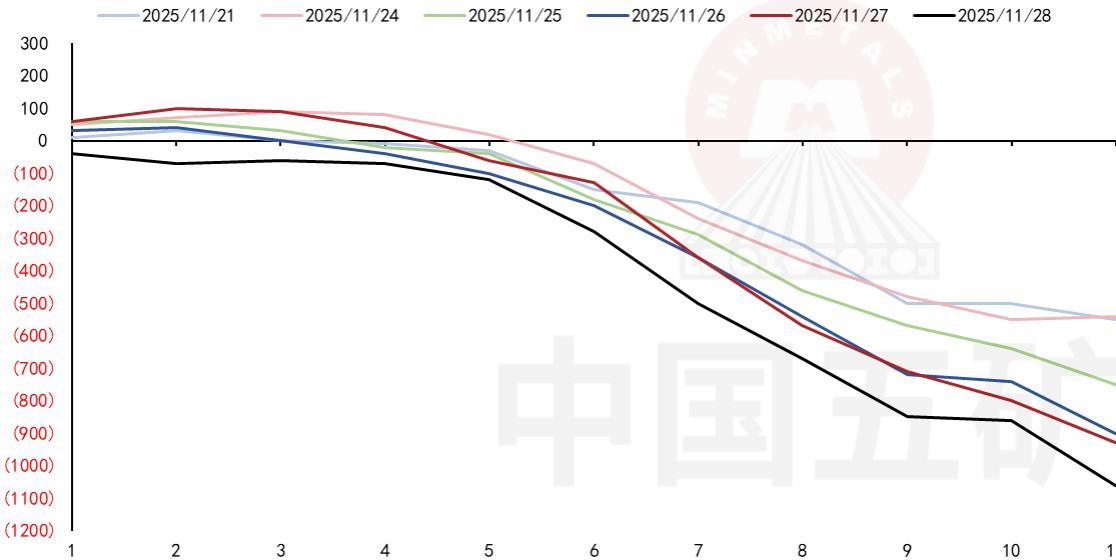
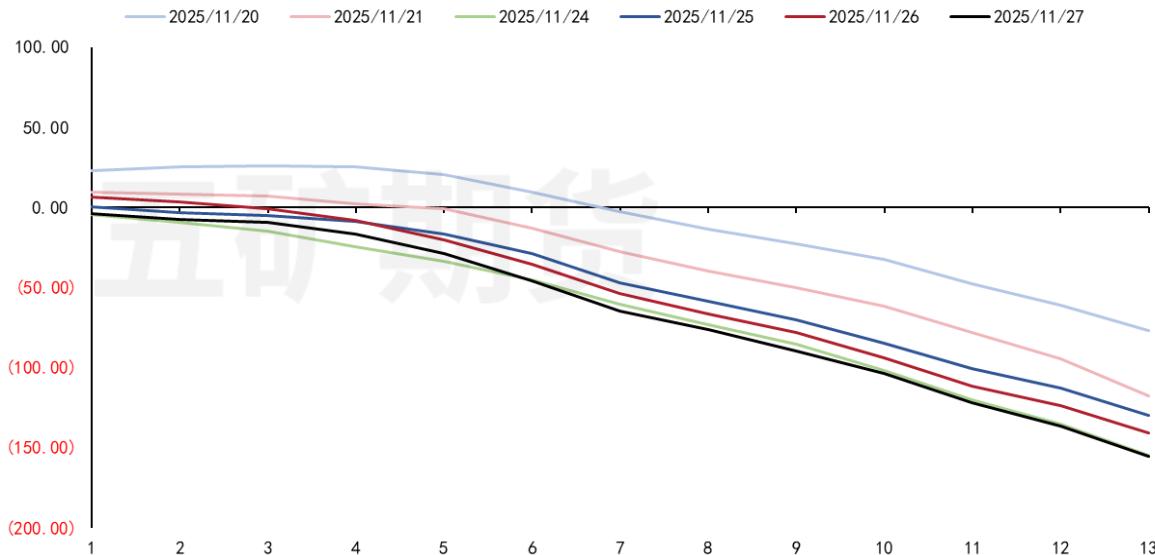


图6: LME铜市场结构 (美元/吨)



资料来源: 上期所、五矿期货研究中心

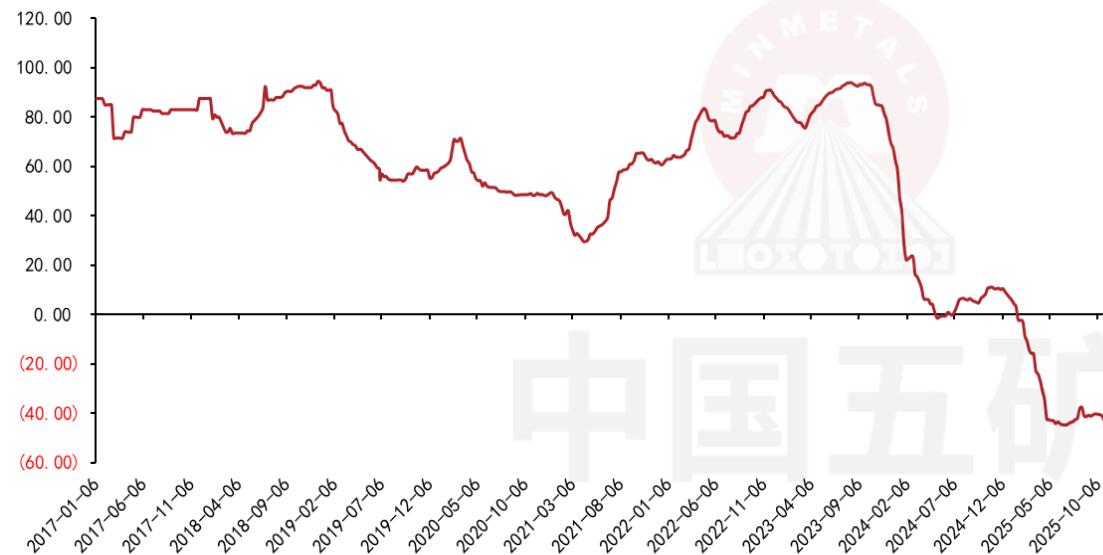
资料来源: LME、五矿期货研究中心

沪铜远月Back结构扩大；伦铜远月Back结构同样有所扩大。

03

利润库存

图7：中国进口铜精矿粗炼费TC（美元/吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

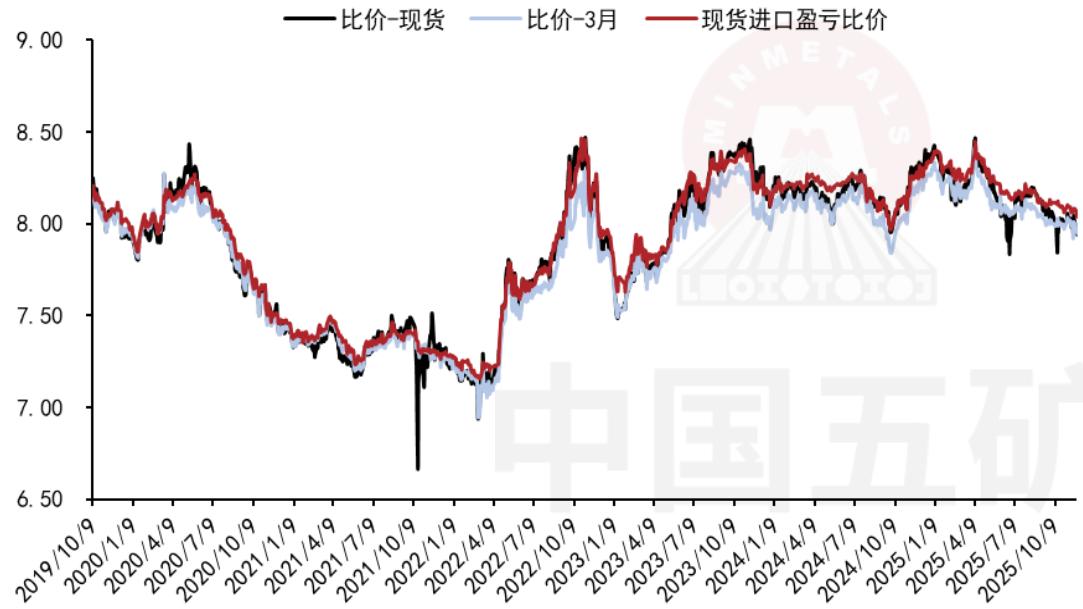
图8：华东冶炼酸均价（元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

进口铜精矿现货粗炼费TC下滑，报至-42.8美元/吨。华东硫酸价格上涨，对铜冶炼收入仍有正向提振。

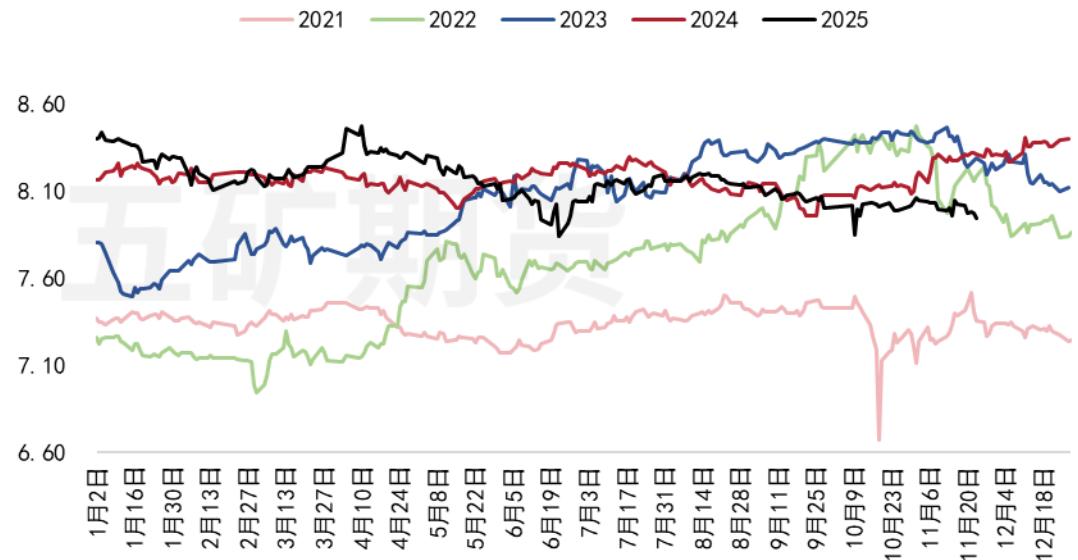
图9: SHFE-LME比价



资料来源：上期所、LME、WIND、五矿期货研究中心

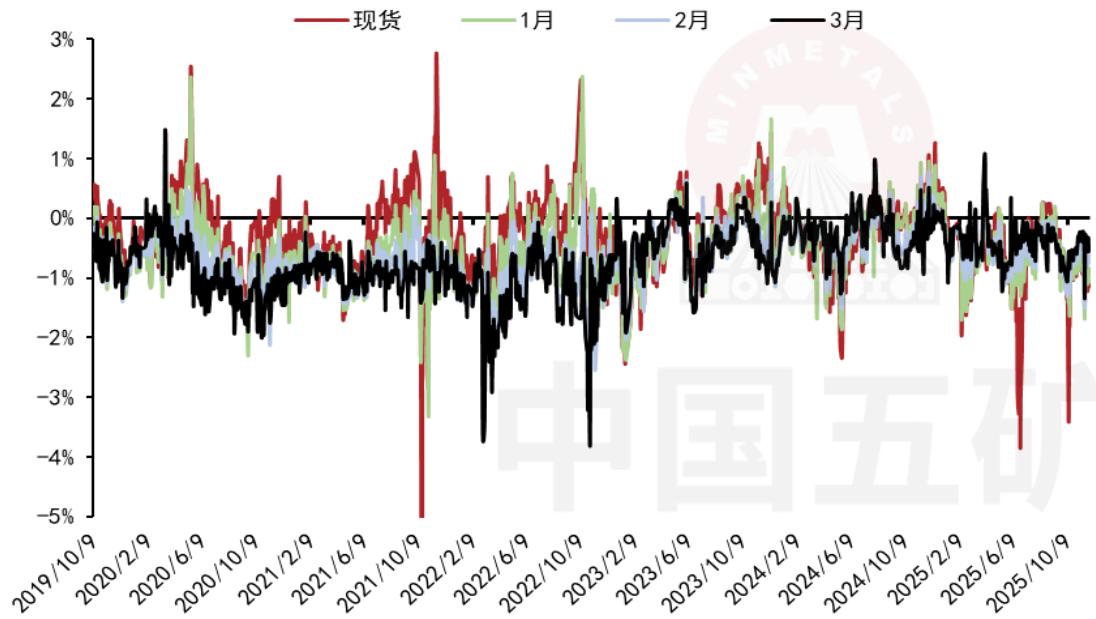
离岸人民币升值，铜现货沪伦比值走弱。

图10: 现货沪论比值季节变化



资料来源：上期所、LME、WIND、五矿期货研究中心

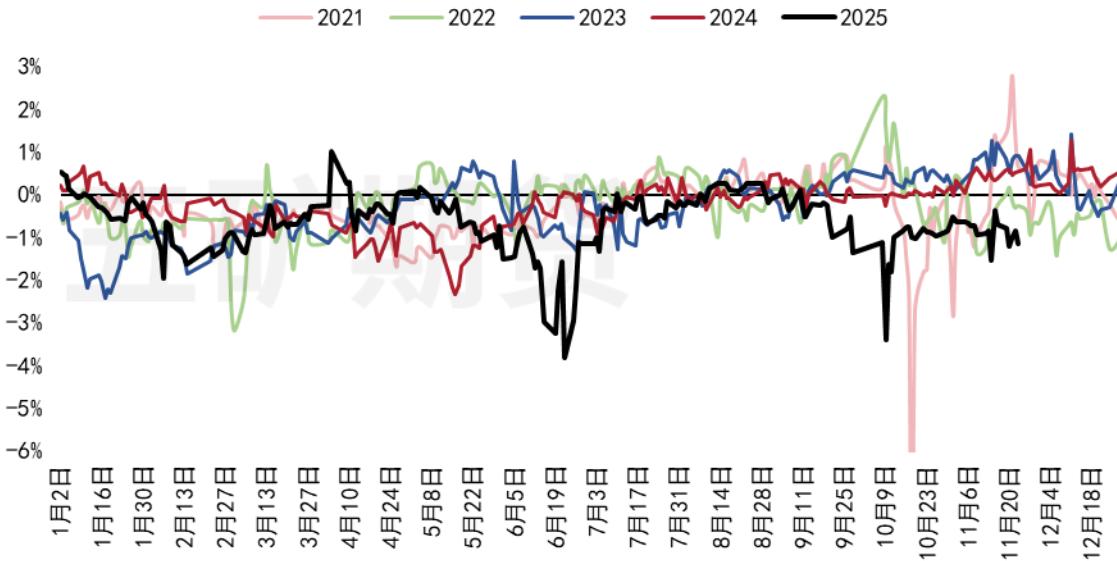
图11：SHFE-LME进口盈亏比例



资料来源：上期所、LME、WIND、SMM、五矿期货研究中心

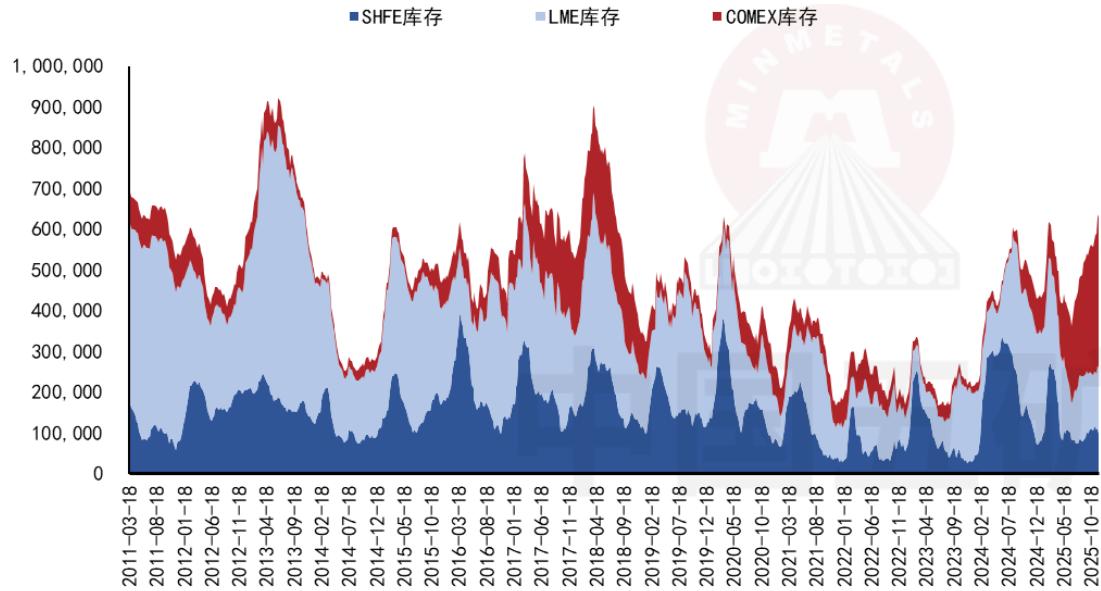
铜现货进口亏损边际扩大。

图12：铜现货进口盈亏比例季节变化



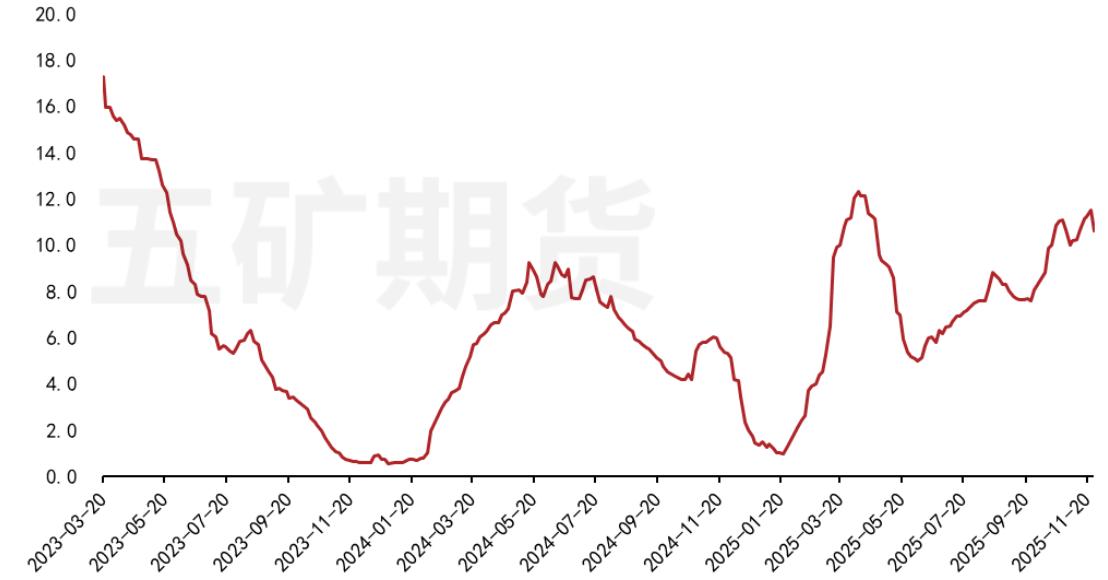
资料来源：上期所、LME、WIND、SMM、五矿期货研究中心

图13：三大交易所精炼铜库存（吨）



资料来源：上期所、LME、COMEX、五矿期货研究中心

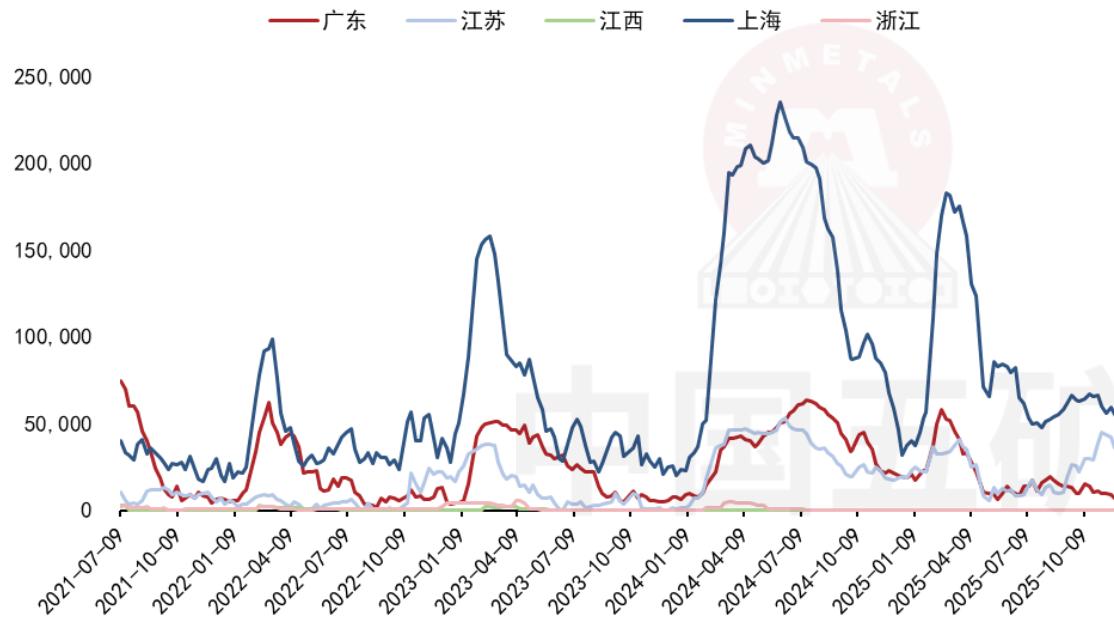
图14：上海保税区铜库存（万吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

三大交易所库存加总63.6万吨，环比增加0.9万吨，其中上期所库存减少1.3至9.8万吨，LME库存增加0.4至15.9万吨，COMEX库存增加1.7至37.9万吨。上海保税区库存10.6万吨，环比减少0.6万吨。

图15：上期所铜库存分地区（吨）



资料来源：上期所、五矿期货研究中心

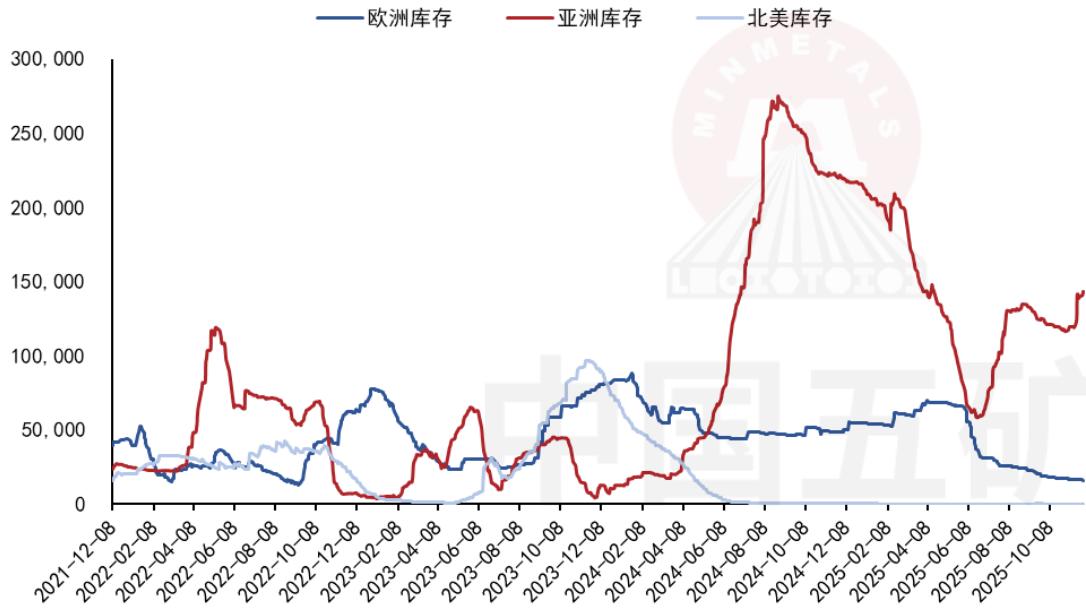
图16：上期所铜仓单数量（吨）



资料来源：上期所、五矿期货研究中心

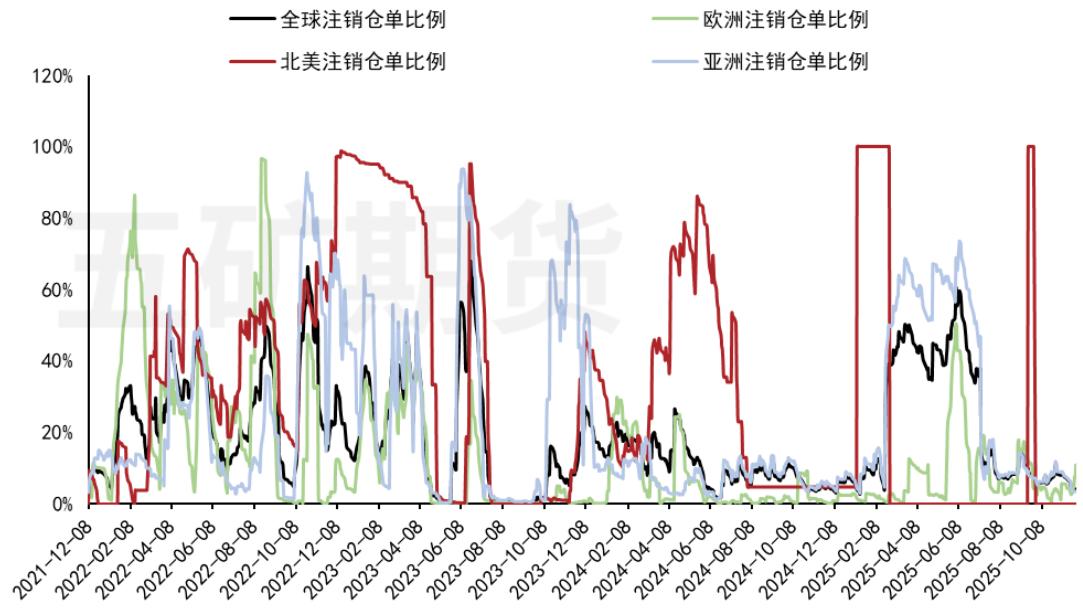
上期所库存减量来自上海、广东和江苏；铜仓单数量减少14549至35244吨。

图17: LME铜库存分地区 (吨)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图18: LME铜注销仓单比例



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

LME库存增加，增量来自亚洲仓库，欧洲库存减少；注销仓单比例下滑。

04

供给端

电解铜月度产量

图19：SMM中国精炼铜产量（万吨）

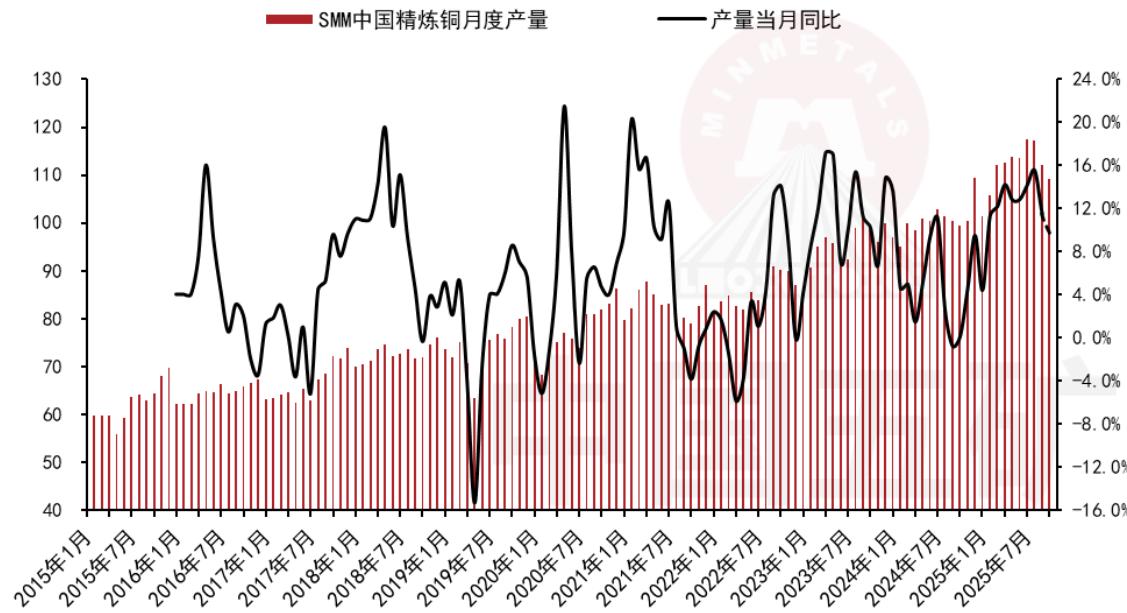
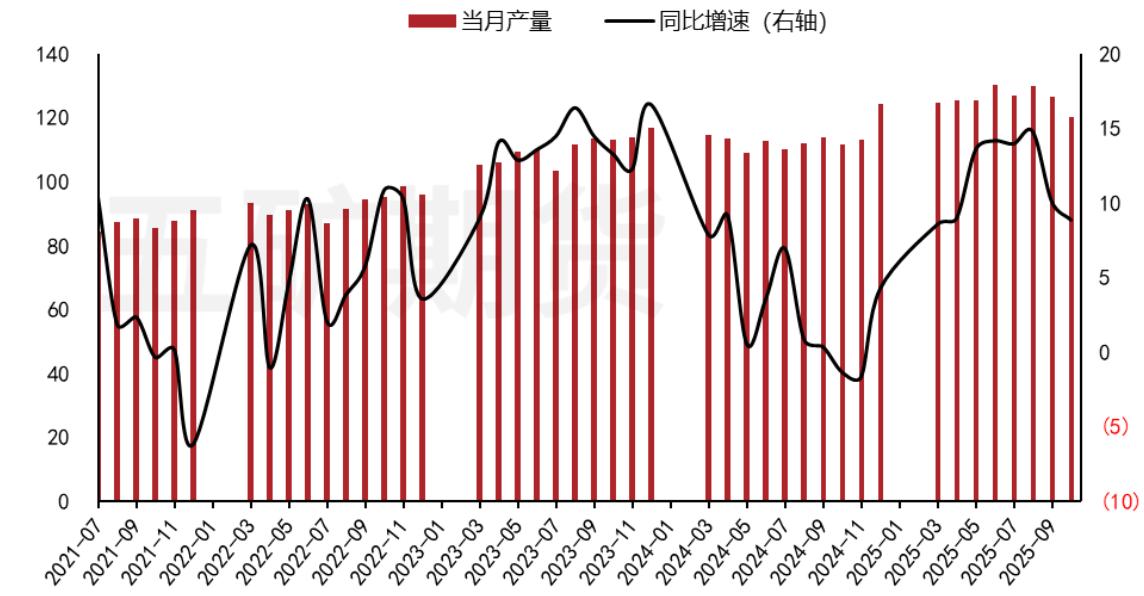


图20：国家统计局电解铜月度产量（万吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

资料来源：WIND、五矿期货研究中心

按照SMM调研数据，2025年10月中国精炼铜产量环比下降约3万吨，预计11月产量环比微降。按照国统局数据，2025年10月国内精炼铜产量120.4万吨，同比增长8.9%，1-10月累计产量1229.5万吨，同比增长9.7%。

图21：中国铜精矿月度进口量（吨）

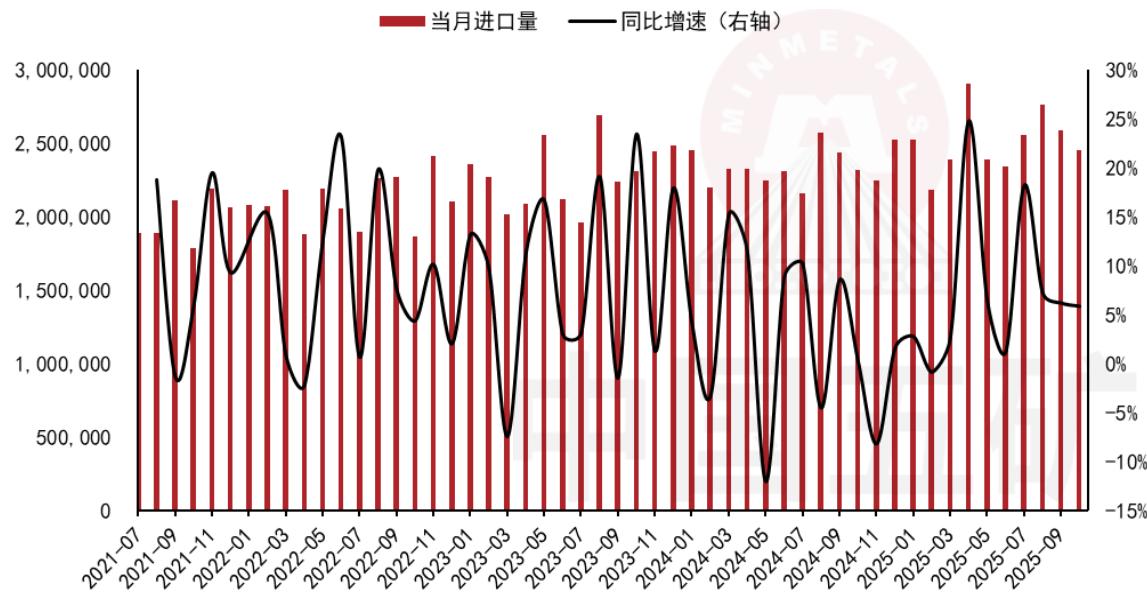
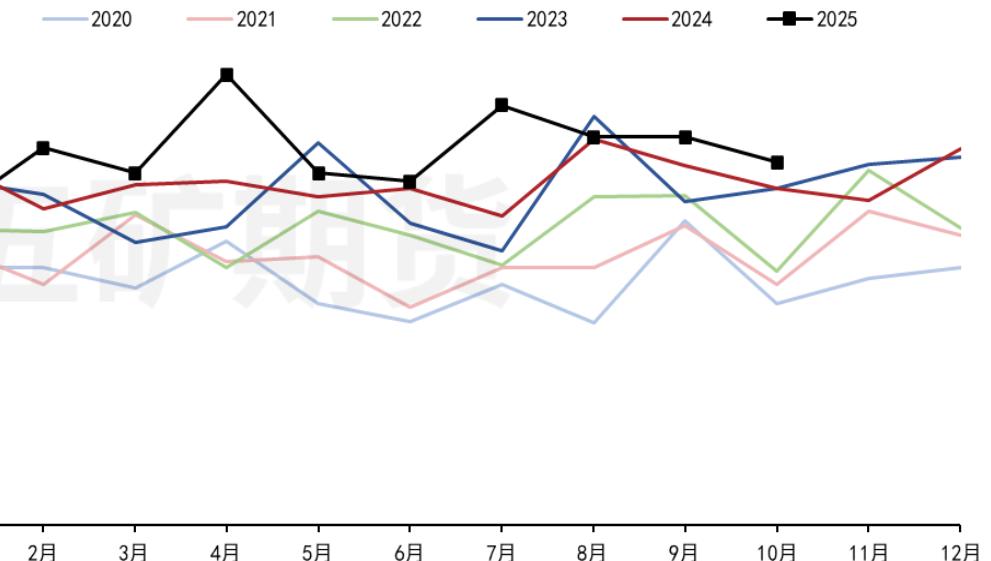


图22：中国铜精矿进口季节分布（万吨）

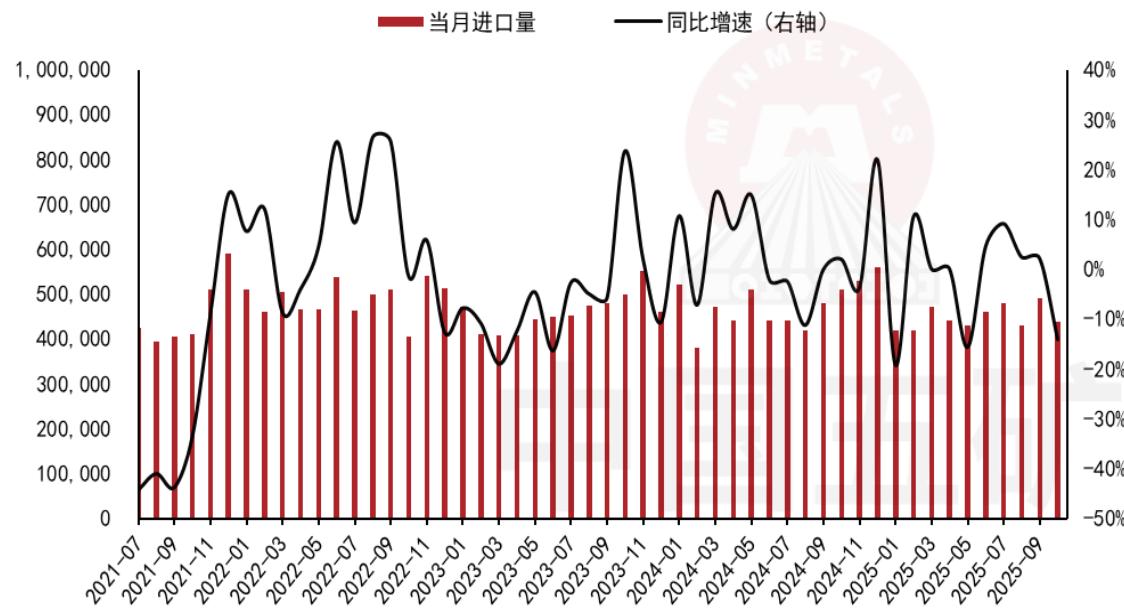


资料来源：海关、五矿期货研究中心

资料来源：海关、五矿期货研究中心

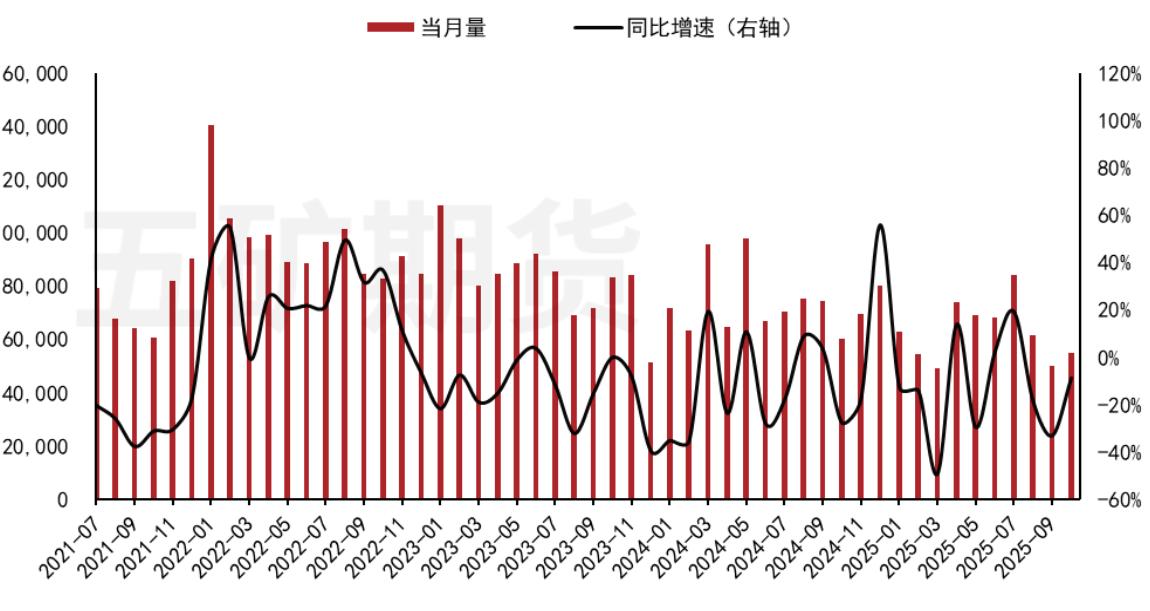
2025年10月我国铜矿进口量为245.1万吨，环比减少，1-10月累计进口量为2508.6万吨，同比增加7.5%。

图23：中国未锻造铜及铜材月度进口量（吨）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

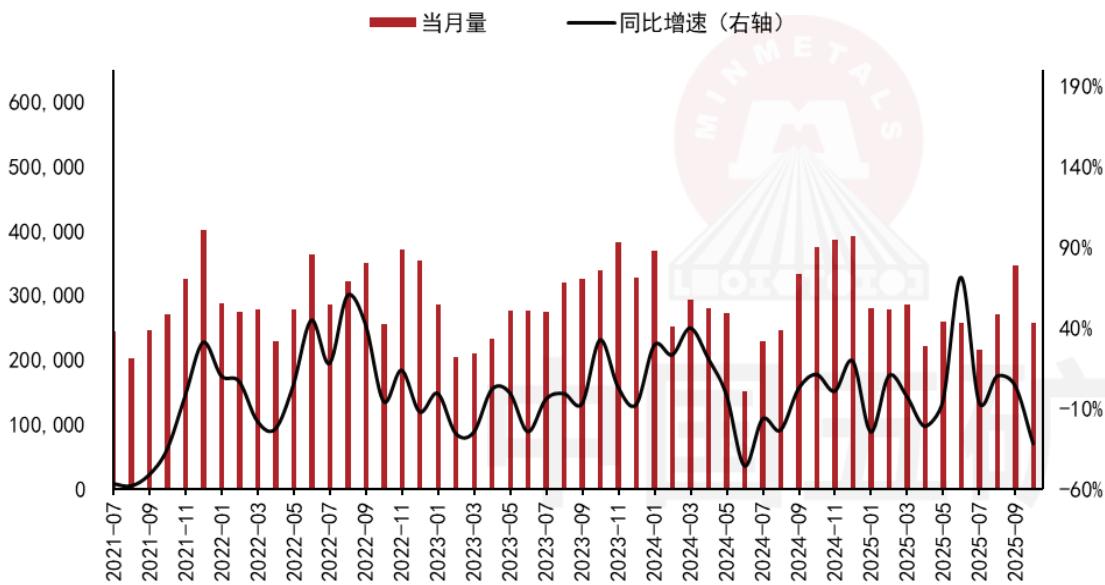
图24：中国阳极铜月度进口量（吨）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

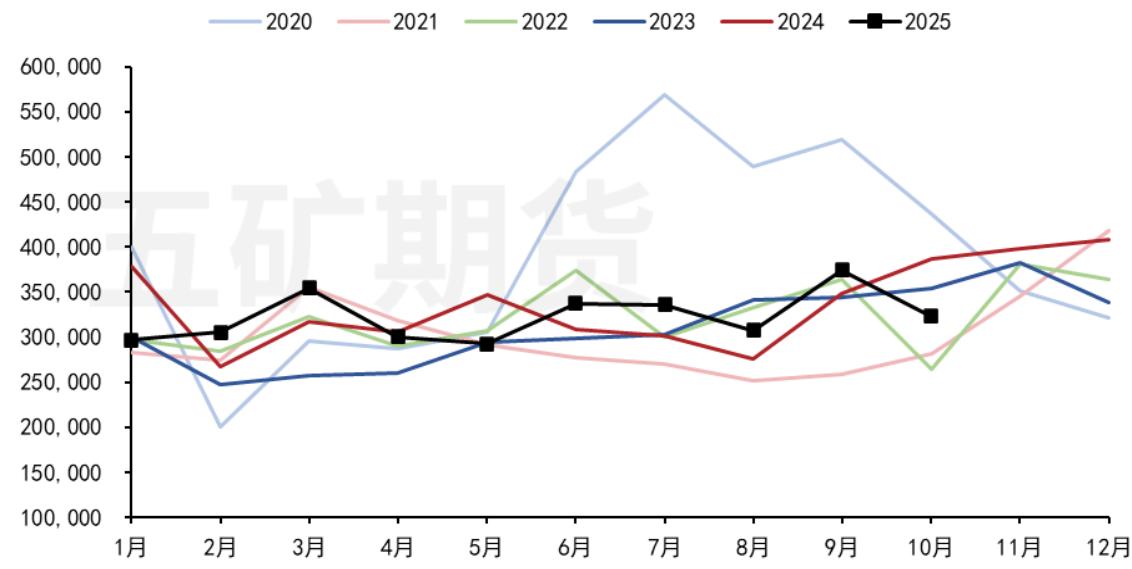
2025年10月我国未锻造铜及铜材进口量为43.8万吨，环比减少5.2万吨，同比增加2%，1-10月累计进口量为445.6万吨，同比减少3.1%。
 10月我国进口阳极铜5.5万吨，环比增加0.5万吨，同比下降8.6%，1-10月累计进口63.4万吨，同比减少15.0%。

图25：中国精炼铜月度净进口量（吨）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

图26：中国精炼铜进口季节分布（吨）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

2025年10月我国精炼铜进口量32.3万吨，净进口量为25.7万吨，环比减少9.0万吨，同比下降31.6%，1-10月累计进口量为322.5万吨，净进口量为267.6万吨，同比减少4.7%。

图27：中国9月精炼铜进口来源

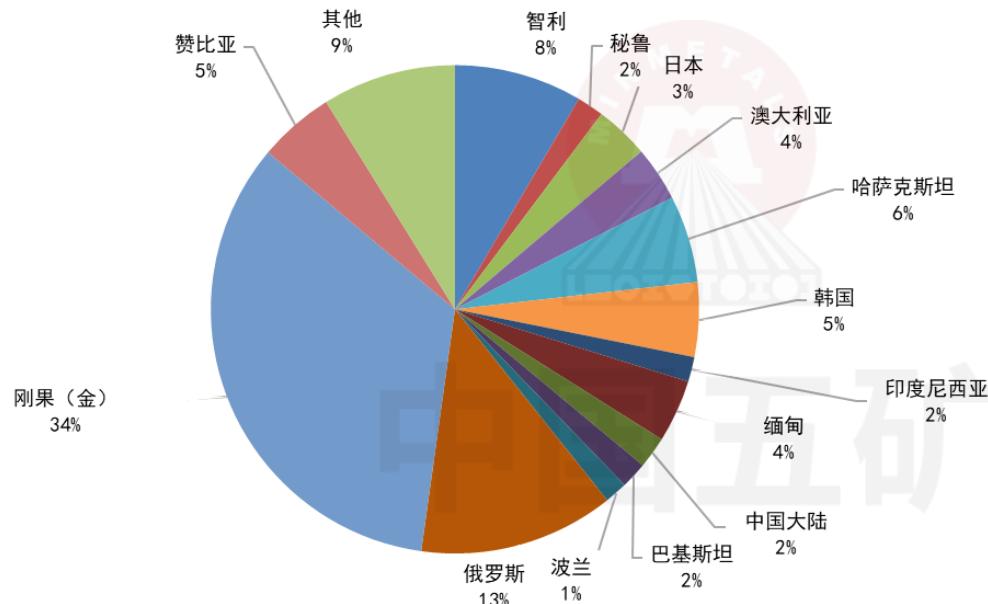
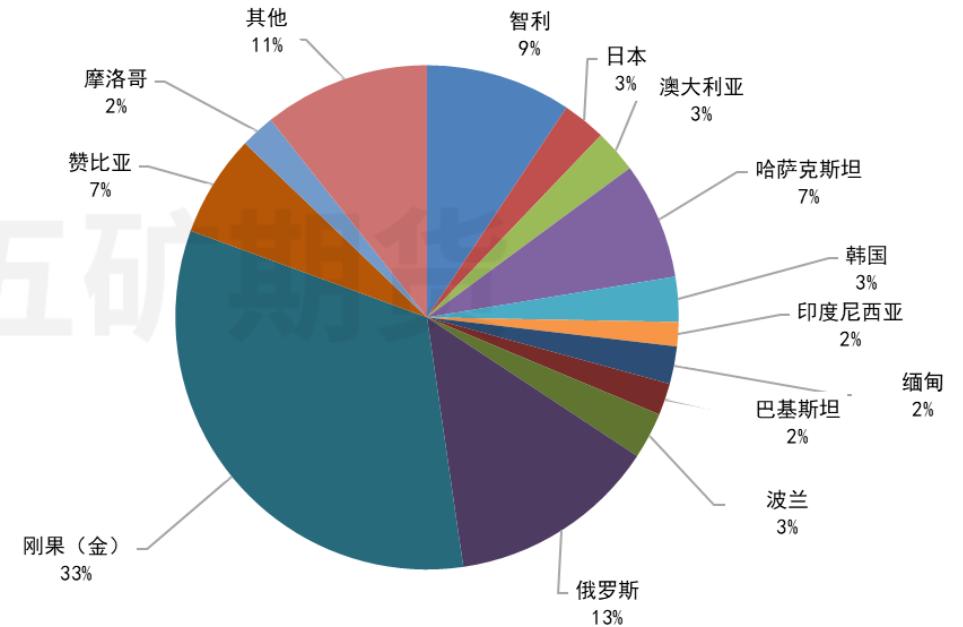


图28：中国10月精炼铜进口来源

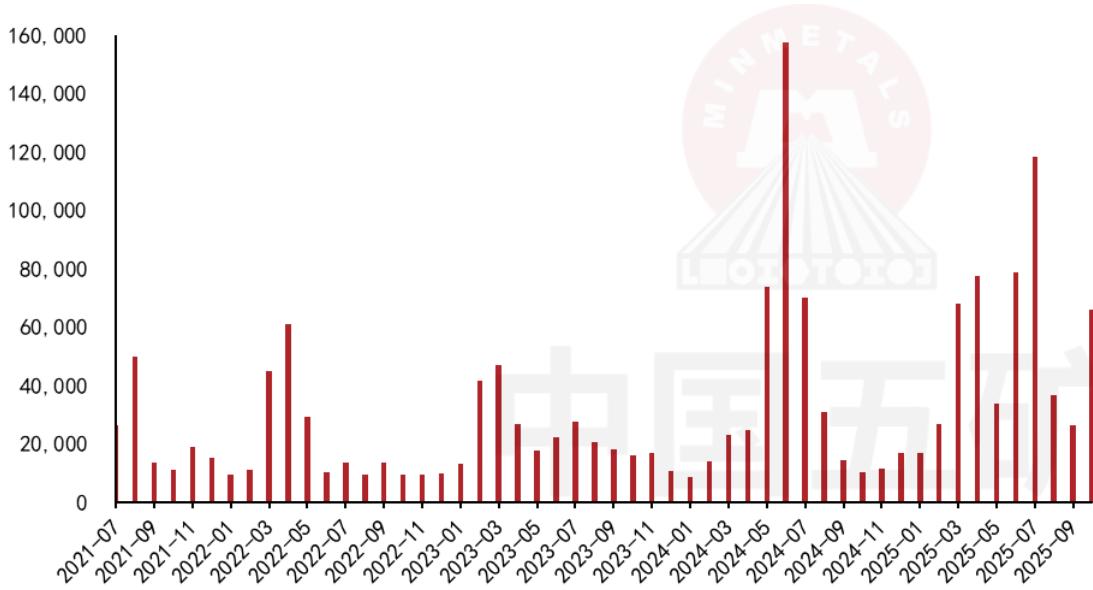


资料来源：海关、五矿期货研究中心

资料来源：海关、五矿期货研究中心

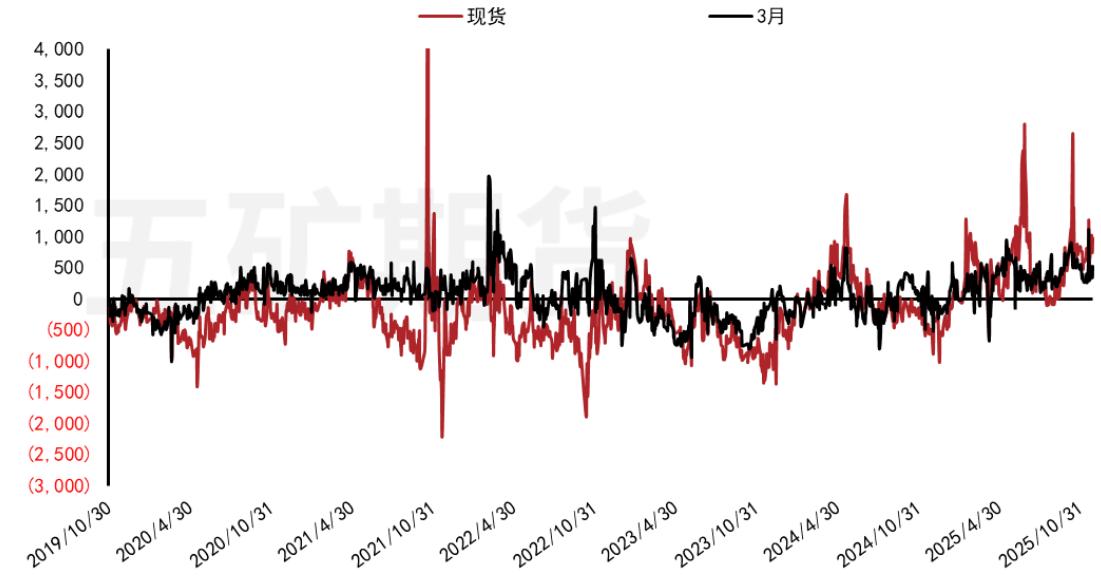
10月，我国来自智利、哈萨克斯坦、赞比亚、波兰、摩洛哥等国家的进口比例提升，而来自刚果（金）、秘鲁、韩国、缅甸、中国大陆、巴基斯坦等的进口比例下降。

图29：中国精炼铜月度出口量（吨）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

图30：进料加工与国内贸易对比（元/吨）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

10月我国出口精炼铜6.6万吨，环比增加4.0万吨。国内现货铜进料加工出口盈利改善。

图31：中国再生铜月度进口量（吨）

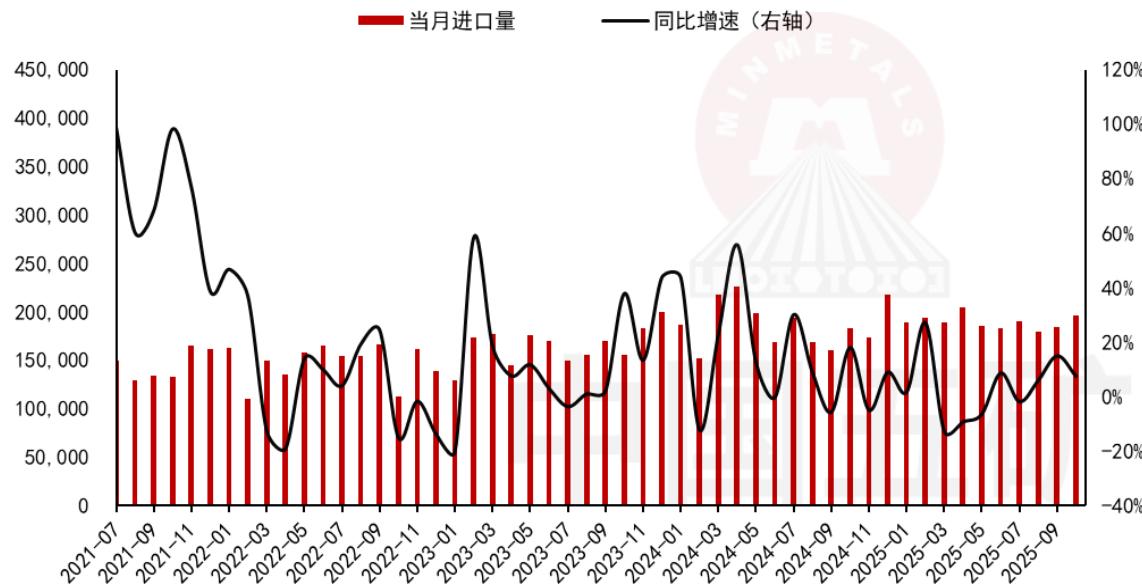
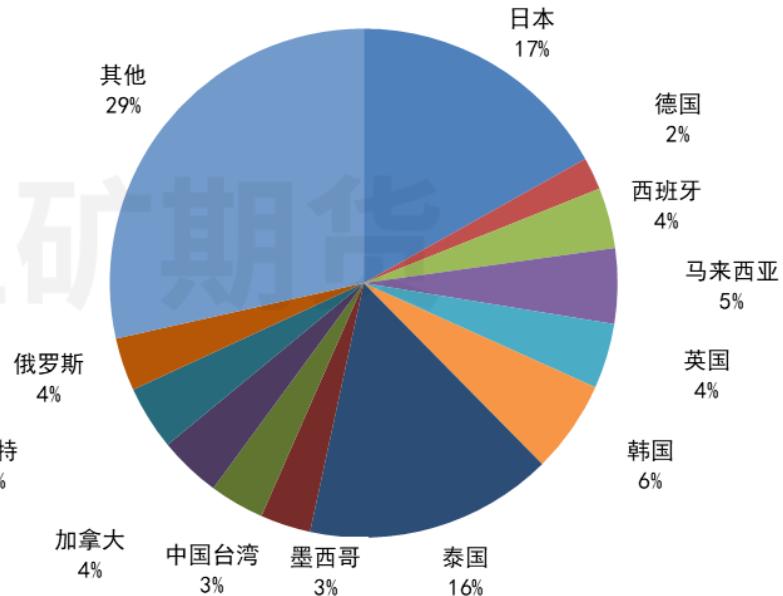


图32：中国10月再生铜进口来源



资料来源：海关、五矿期货研究中心

资料来源：海关、五矿期货研究中心

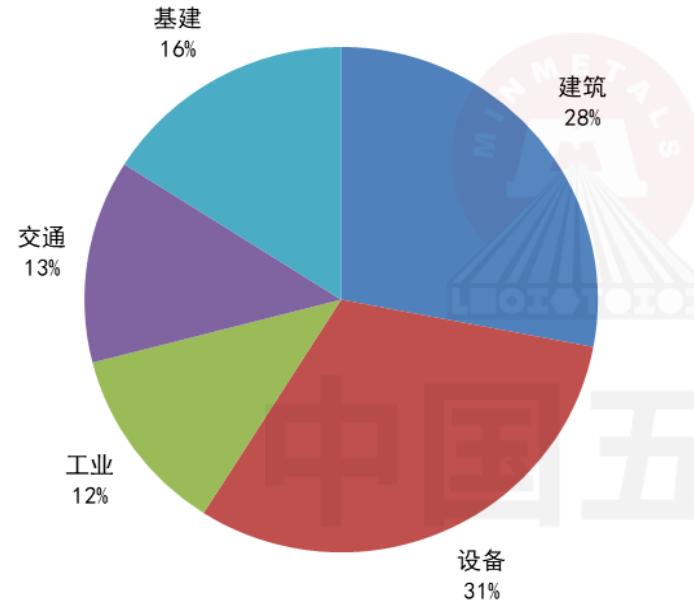
10月我国再生铜进口量为19.7万吨，环比增加1.3万吨，较去年同期增长7.4%，1-10月累计进口量为190.0万吨，同比增加2.2%。

05

需求端

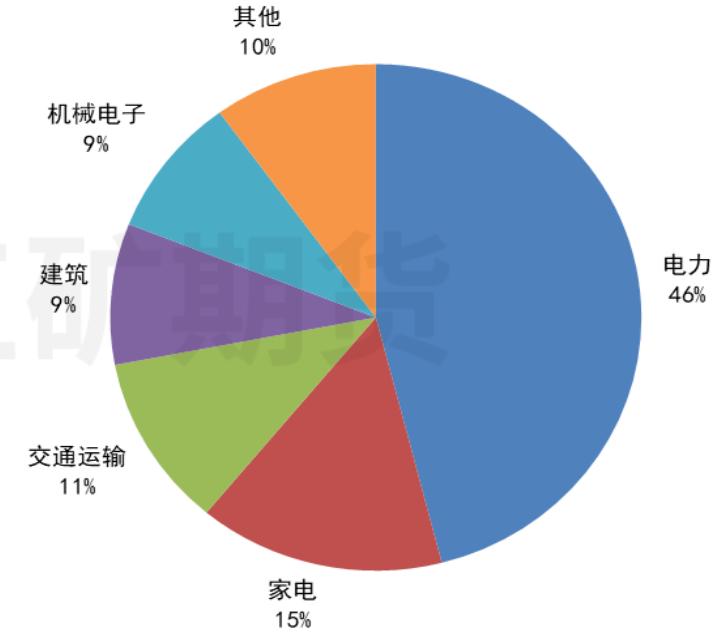
消费结构

图33：全球电解铜消费结构



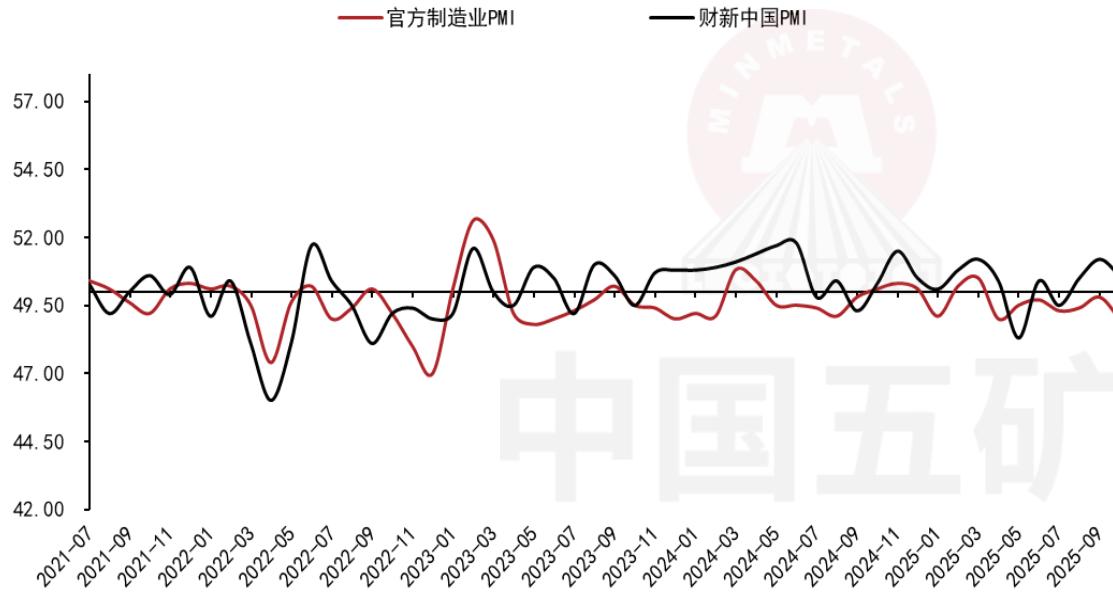
资料来源：ICSG、五矿期货研究中心

图34：中国电解铜消费结构



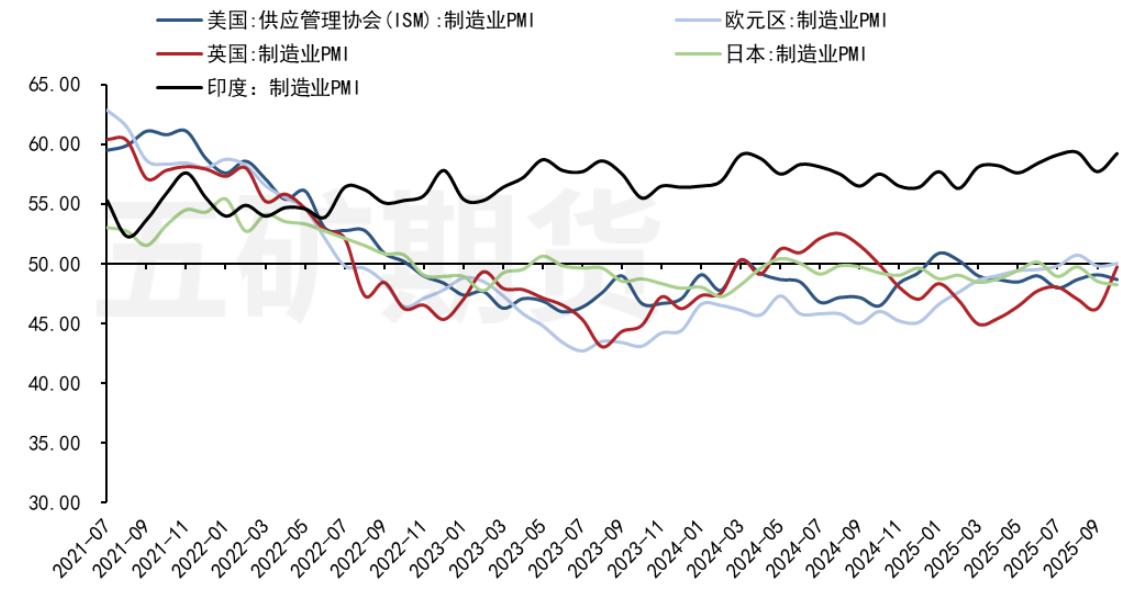
资料来源：SMM、五矿期货研究中心

图35：中国PMI



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

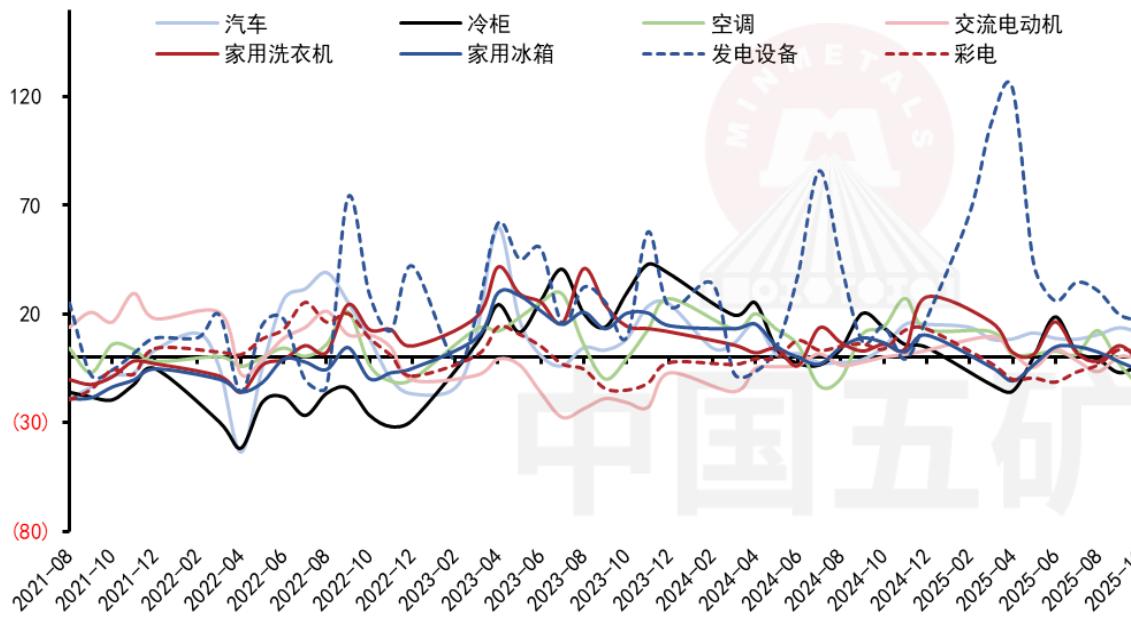
图36：海外主要经济体PMI



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

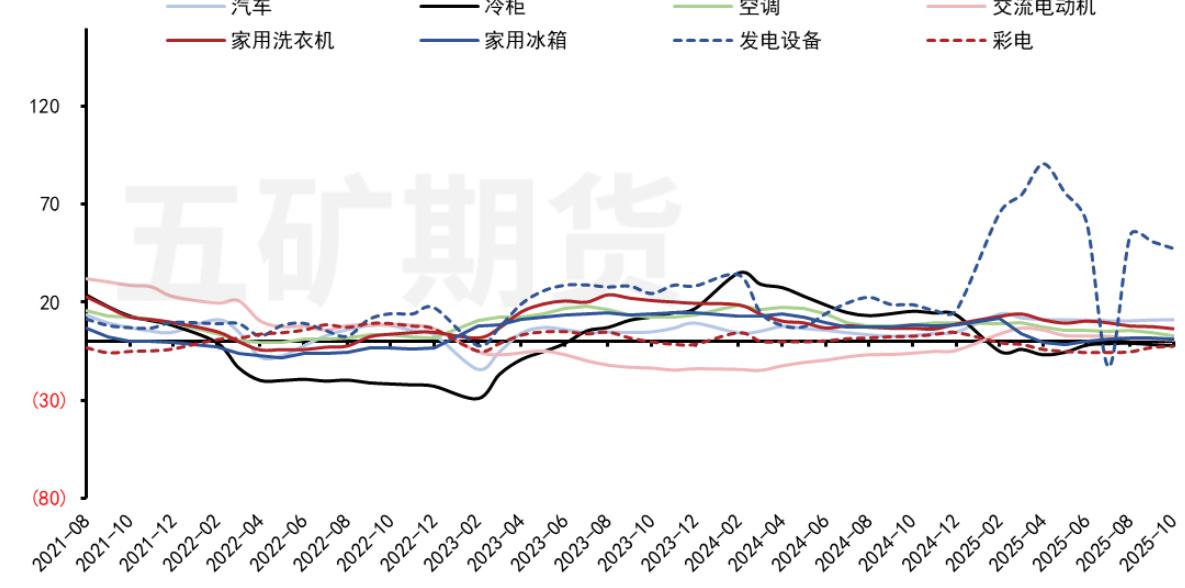
中国10月官方制造业PMI和财新制造业PMI均走弱。海外主要经济体制造业景气度分化，欧元区、印度、英国改善，美国和日本走弱。

图37：铜下游行业产量同比



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

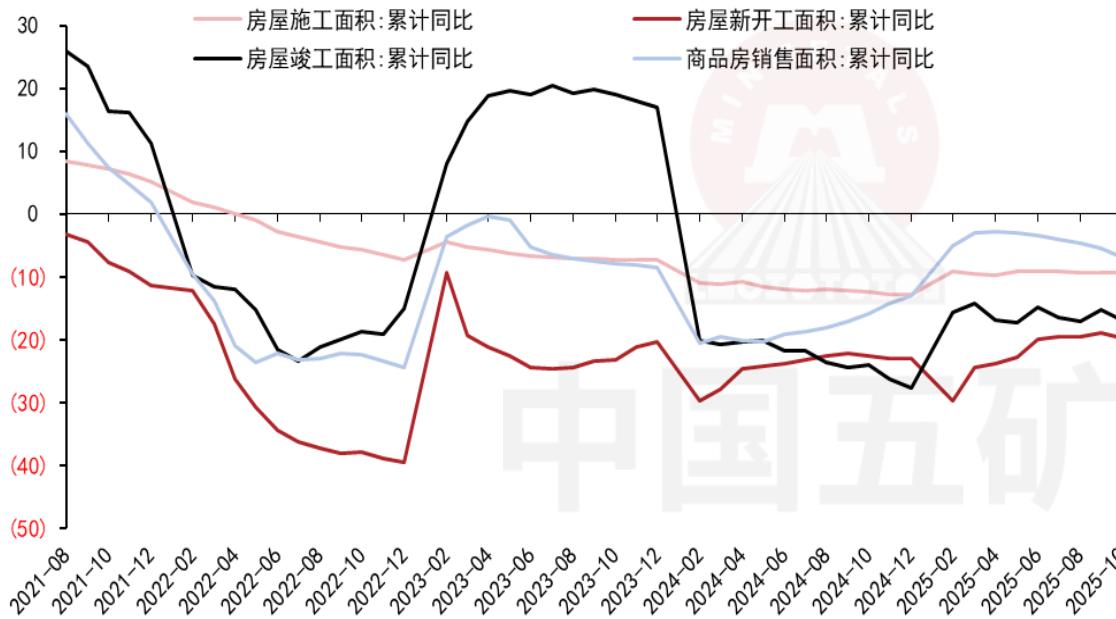
图38：铜下游行业产量累计同比



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

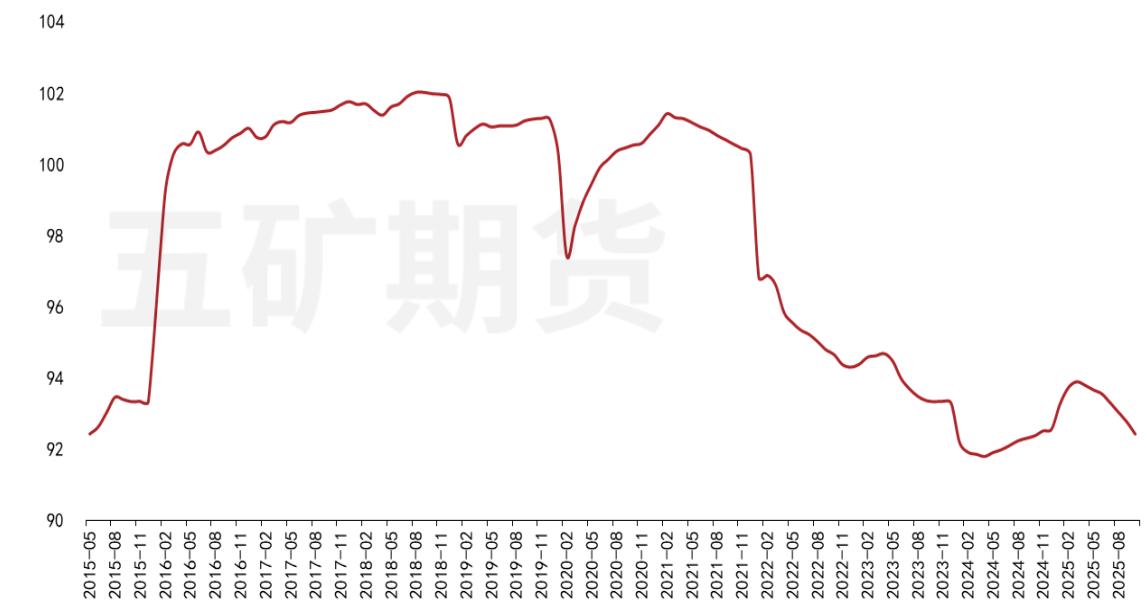
铜下游中，10月份产量同比增长的是汽车、彩电和发电设备，同比下跌的是冰箱、空调、洗衣机、冷柜和交流电动机；1-10月累计产量同比增长的有发电设备、空调、洗衣机、冰箱和交流电动机，累计产量下降的是彩电和冷柜。

图39：房地产行业数据



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图40：国房景气指数



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

10月国内地产数据延续偏弱，新开工、施工、销售和竣工均同比下跌，施工降幅持平，新开工、销售和竣工降幅扩大。10月国房景气指数延续下滑。

图41：中国精铜制杆企业开工率

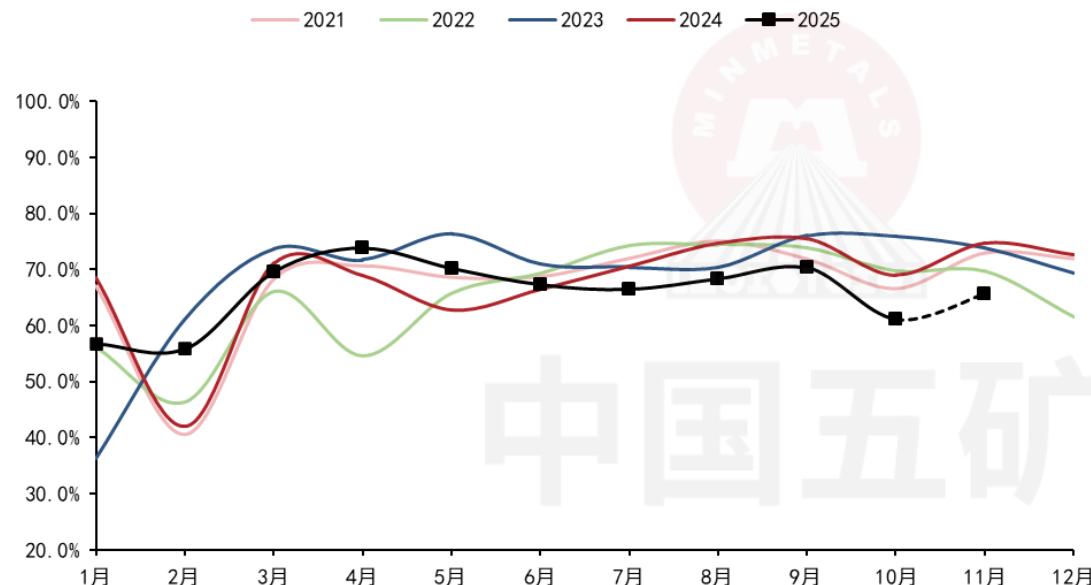
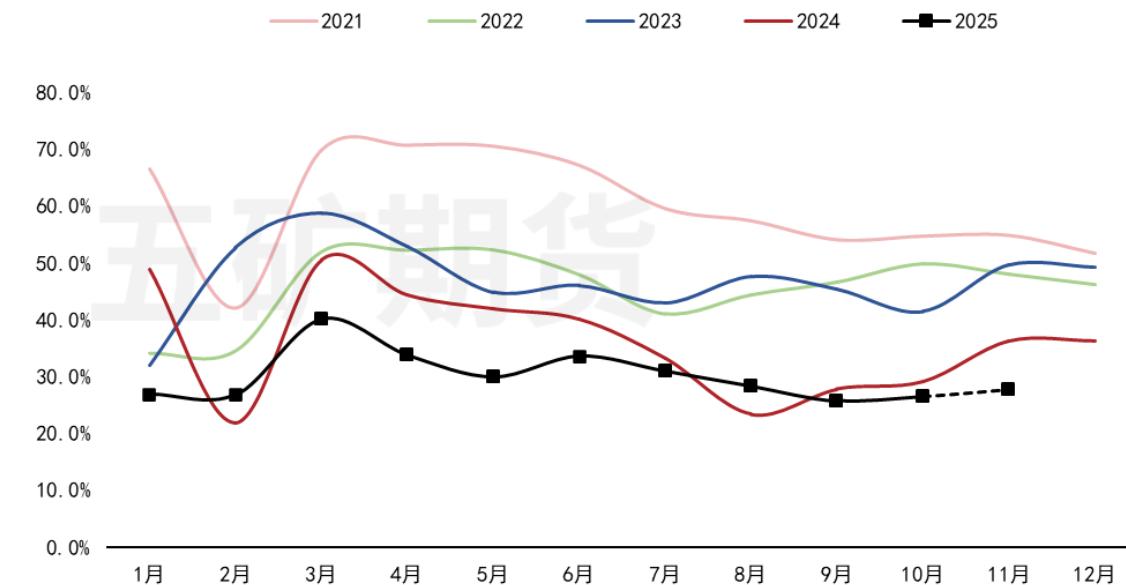


图42：中国废铜制杆企业开工率



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

资料来源：SMM、五矿期货研究中心

10月中国精铜杆企业开工率走弱，预计11月开工率回升；10月废铜制杆企业开工率好于预期，预计11月开工率继续小幅抬升。

图43：中国漆包线企业开工率

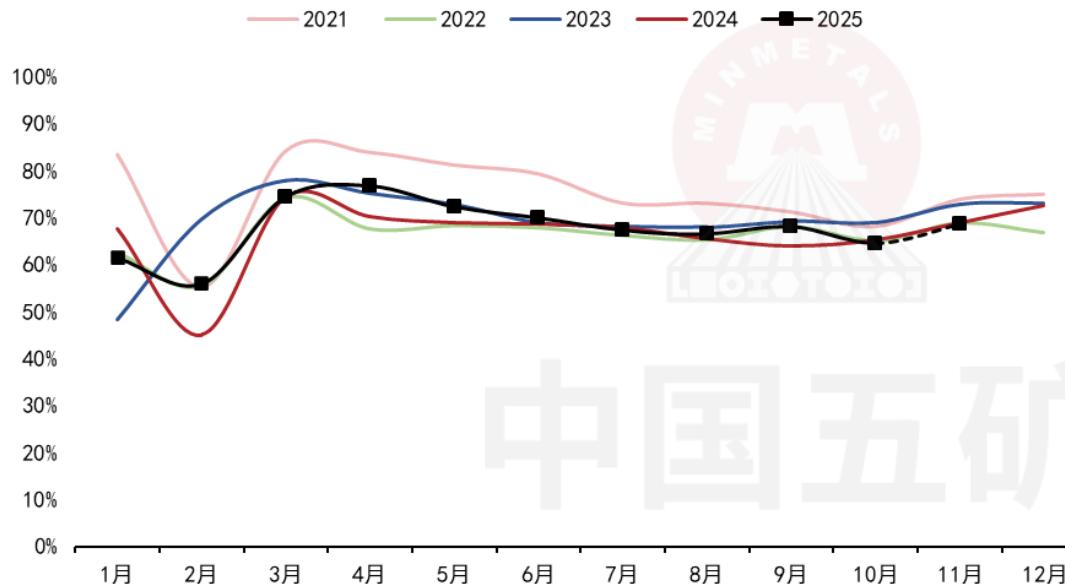
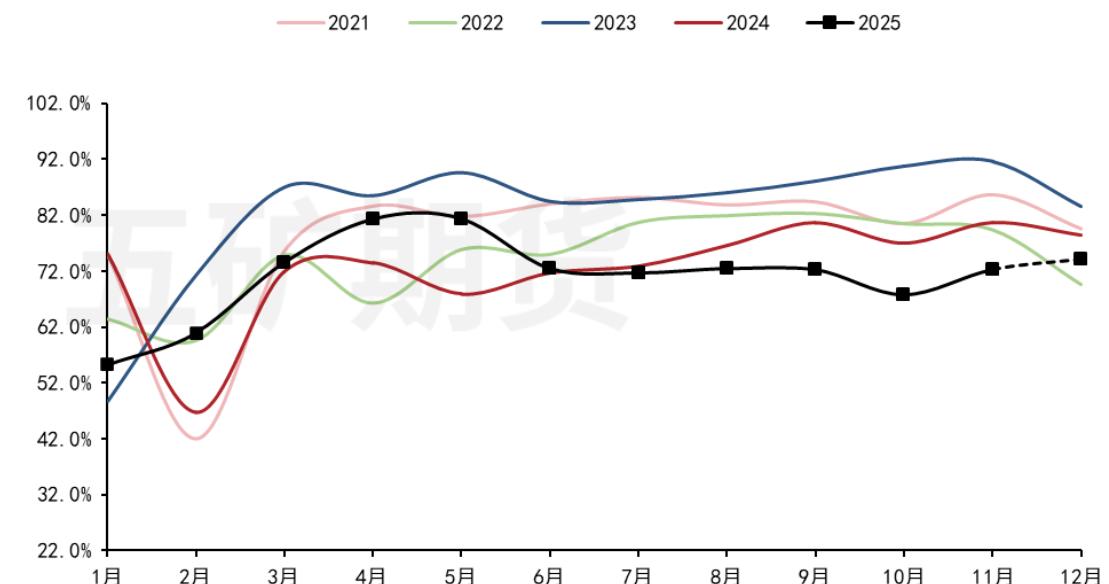


图44：中国电线电缆企业开工率



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

资料来源：SMM、五矿期货研究中心

10月漆包线企业开工率走弱，预计11月开工率回升；11月电线电缆开工情况好于预期，预计12月开工率继续反弹。

图45：中国铜管企业开工率

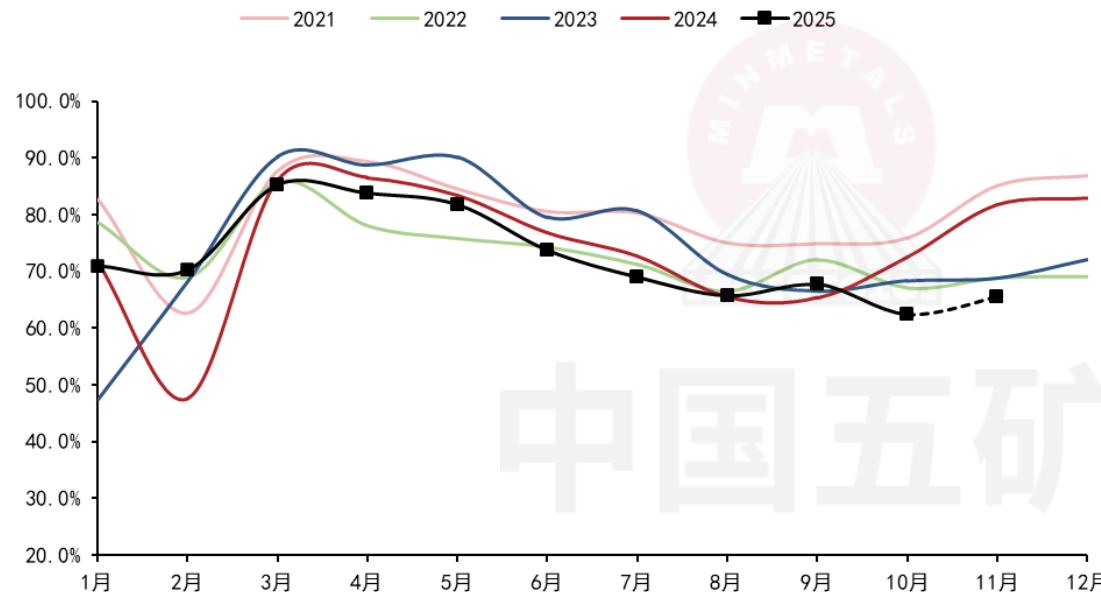
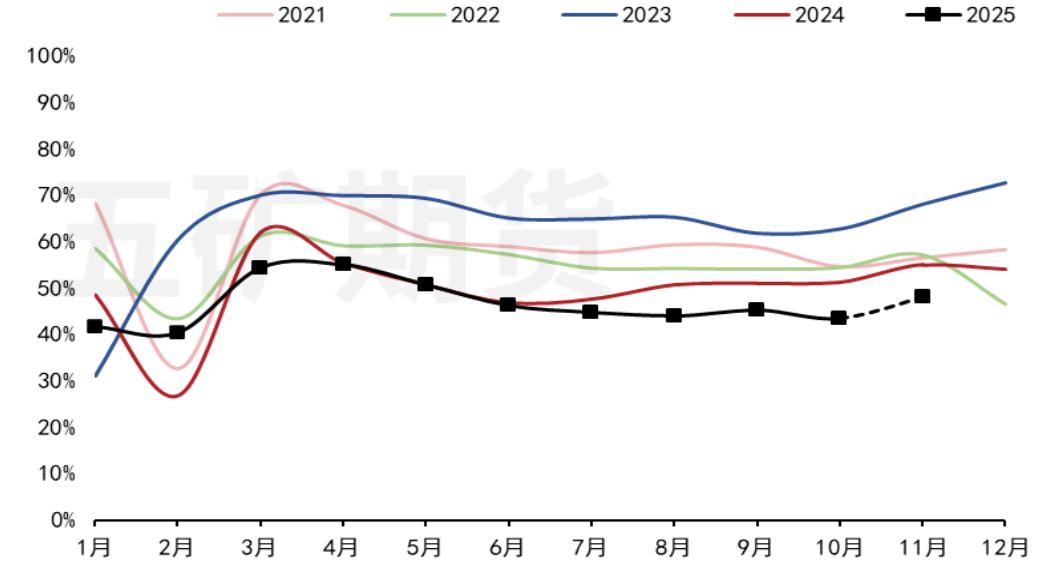


图46：中国黄铜棒企业开工率



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

资料来源：SMM、五矿期货研究中心

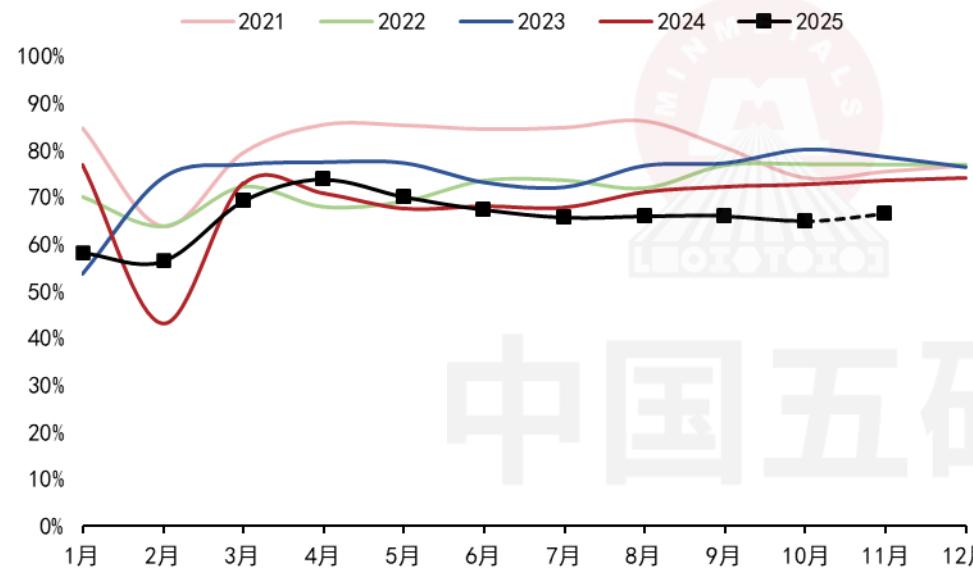
10月铜管企业开工率下滑，预计11月开工率反弹；10月黄铜棒企业开工率下滑，预计11月开工改善。

下游企业开工率



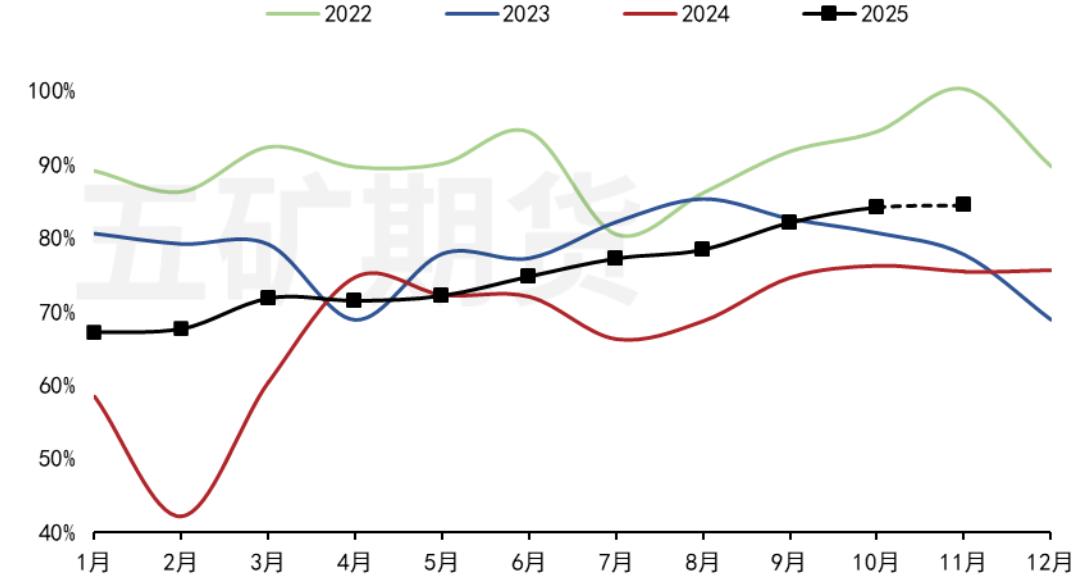
五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

图47：中国铜板带企业开工率



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

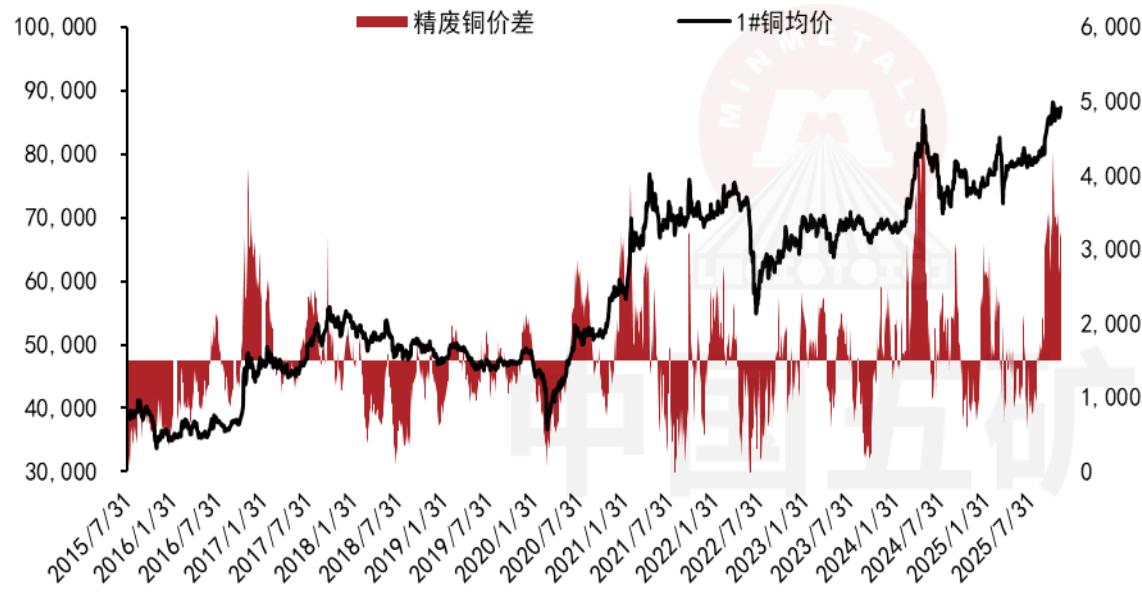
图48：中国铜箔企业开工率



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

10月铜板带开工率下滑，预计11月开工率反弹；10月铜箔开工率走高，预计11月开工率小幅抬升。

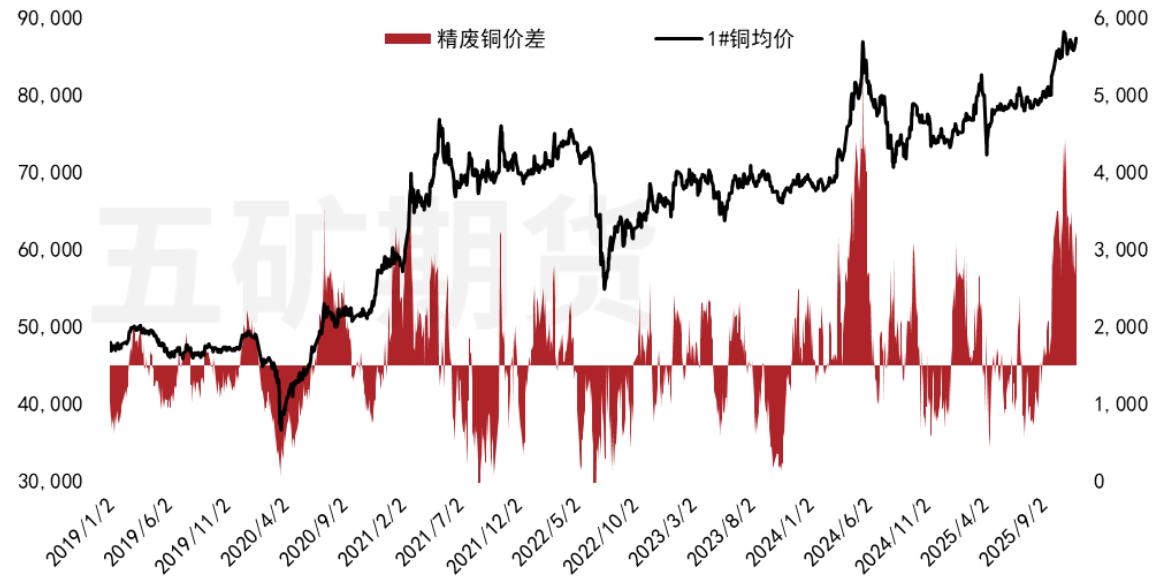
图49：国内精废铜价差（元/吨）



资料来源：WIND、SMM、五矿期货研究中心

国内精废价差扩大，周五精废价差报3544元/吨。

图50：国内精废铜价差-短期（元/吨）



资料来源：WIND、SMM、五矿期货研究中心

06

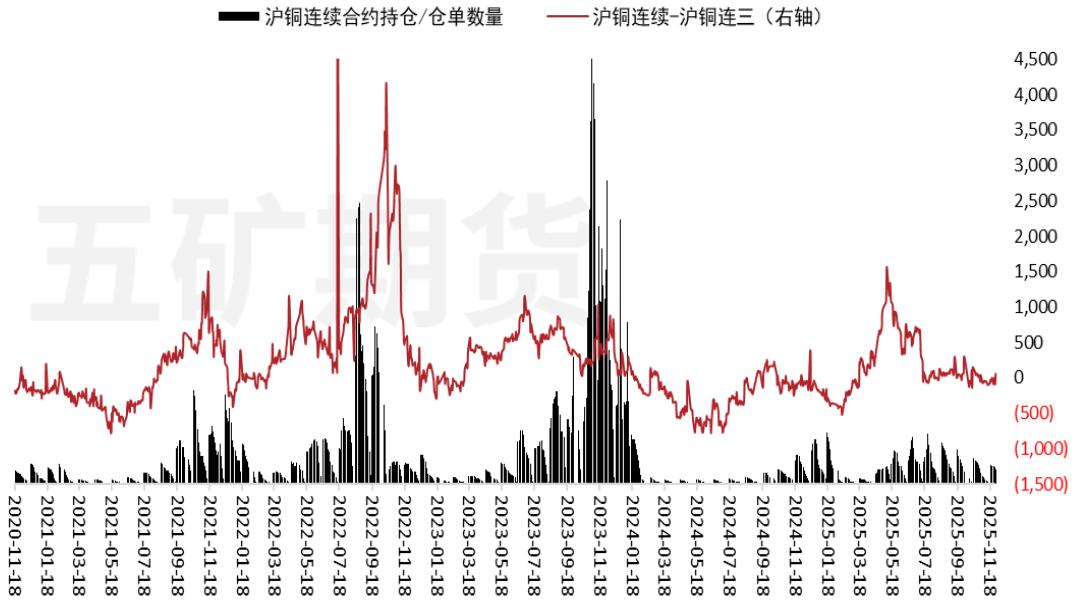
资金端

图51：SHFE持仓&铜价



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

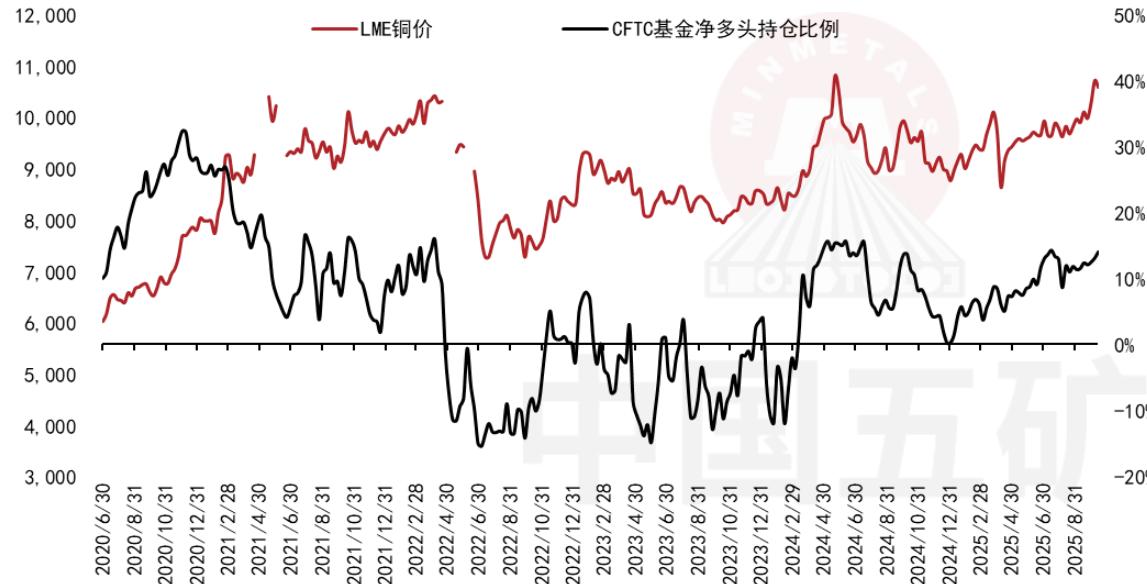
图52：SHFE铜连续合约持仓/仓单数量



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

沪铜总持仓环比增加58072至1093022手（双边），其中近月2512合约持仓114528手（双边）。

图53：CFTC基金净多持仓比例



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图54：LME投资基金多头持仓占比



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

截至10月14日，CFTC基金持仓维持净多，净多比例14.2%；LME投资基金多头持仓占比下滑（截至11月21日）。

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。不经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

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。

专注风险管理 助力产业发展

网址 www.wkqh.cn

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务公众号



五矿期货扫码一键开户