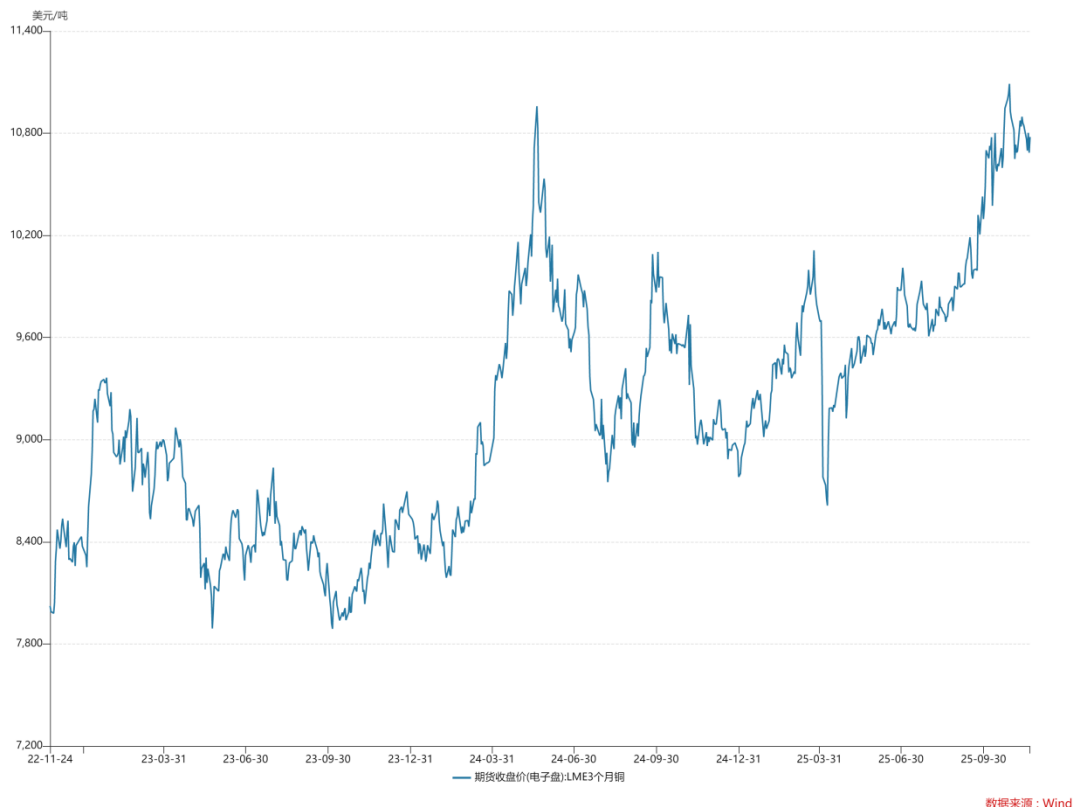


铜价维持高位运行并创下历史新高

五矿有色 陆逸帆

中国金属矿业经济研究院（五矿产业金融研究院） 吴越



一、中美经贸谈判实现重大进展，铜价创下历史新高

LME3月期铜10月均价为10718美元/吨，同比上涨10.7%，环比上涨7.0%，1-10月均价为9705美元/吨，同比上涨4.4%。SMM1#电解铜10月均价为86258元/吨，同比上涨12.1%，环比上涨6.9%，1-10月均价为79052元/吨，同比上涨5.5%。

宏观方面，10月中美经贸关系一波三折。10月9日，中国商务部宣布对稀土矿物实施新的出口管制措施，特朗普随即宣布将自11月1日起对中国商品征收100%的额外关税作为“回击”，引发市场剧烈波动。10月10日，交通运输部发布《关于对美船舶收取船舶特别港务费的公告》并宣布自10月14日起开始收取，此举是对今年4月美国公布的对中

国海事、物流及造船业 301 调查措施的反制措施。中美经贸摩擦陡然升温加重了市场避险情绪，当周，铜价快速回调最低触及 10326 美元/吨。不过随后美国副总统万斯释放缓和信号，市场迅速反弹，再度上演“TACO 交易”模式。10 月 25-26 日，中美在马来西亚吉隆坡举行经贸磋商并取得多项进展。10 月 30 日中美元首成功会晤，为市场注入极大的乐观预期。

国内经济虽面临压力但一再证明具有较强韧性。三季度 GDP 同比增长 4.8%，增速较前两个季度略有下滑但整体保持稳健。9 月进出口增速超预期，尤其出口实现同比 8.4% 的增速，主要是对欧洲、“一带一路”国家出口增长加速，反映出中国出口竞争力持续增强。10 月 20 日至 23 日，党的二十届四中全会在北京召开，全会审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》，对“十五五”经济社会发展作出全面部署，也提振了市场信心。

基本面表现为供需双弱。今年铜矿干扰率偏高，大矿事故接连发生且呈现出供应扰动长期化的特征。不仅印尼 Grasberg 铜矿因事故大幅下调产量预期，Codelco 在经历了 7 月底 El Teniente 坍塌事故后，8 月铜产出同比骤降 25% 并创下自 2003 年智利铜委员会开始统计以来的最低水平，之后虽已恢复部分运营，但未来数月的产能仍将远低于正常水平，预计到 2026 年也难以超过事故前的四分之三。

与此同时矿冶之间的矛盾愈发激烈，铜精矿现货加工费始终未能脱离-40 美元/干吨低位徘徊的局面。伦敦 LME 年会期间日本、西班牙和韩国罕见发表联合声明，警告当前铜处理与精炼费跌至不可持续水平，全球冶炼厂正面临生存危机。

自由港也表示将退出铜精矿销售的基准定价体系，来保护冶炼厂的盈利能力。当前矿山和冶炼厂急剧恶化的供需矛盾可能面临重大的产业变革以实现新的平衡和良性发展，值得重点关注。从冶炼实际产出来看，10月国内电铜产量进一步环比下滑2.94万吨至109.16万吨。

现实需求面临高铜价抑制。持续攀升的铜价使得“金九银十”的旺季消费预期落空，10月铜材整体开工率环比大幅下滑5.2个百分点至57.8%。其中铜箔开工率上涨2.05个百分点至84.2%，电解铜杆和铜管开工率降幅较大。终端方面，1-9月电网投资增速较前月放缓至9.9%，电源投资累计同比增速与上月持平，为0.6%，其中风电投资增速进一步提升至10%，但光伏投资降幅进一步扩大至-30.3%。1-10月汽车销量增速小幅放缓至12.4%，其中新能源汽车销量增速小幅下降至32.75%，渗透率达到51.6%。家电消费不容乐观，9月家用空调内销和出口转为全面同比下滑，从排产数据来看，四季度家用空调内销、出口均为同比负增长且内销同比降幅预计持续扩大。房地产行业则持续负增长，对消费持续形成拖累。

尽管消费偏弱，但国内和LME电铜库存累库幅度有限，10月国内社会库存增加3.43万吨至18.26万吨，LME库存减少8775吨至13.46万吨。据了解，美国仍在进口电铜，Comex也延续累库趋势，10月库存增加2.8万吨至32万吨。

资金持仓方面，10月Comex持仓数据因美国政府停摆未能公布。LME投资基金整体呈现为净多仓增加，体现LME市场资金看多情绪浓厚。

二、宏观趋稳，基本面供需双弱

尽管市场已习惯于“TACO 交易”，且中美谈判不断推进，但仍应对中美经贸关系发展保持谨慎态度，尤其是随着谈判的推进和前期相对简单议题的解决，后续需要谈判的问题可能更加复杂。与此同时，随着美国政府恢复运行加上就业数据好于预期，市场对于美联储 12 月降息的预期大幅降温，美元指数反弹对铜价形成压制。国内经济仍存在压力，尤其是 10 月出口数据同比转负，前期“抢出口”“抢转口”效应的回落预计将逐步体现。

基本面方面，巨型铜矿的事故继续托底市场看多情绪。根据自由港 11 月 18 日最新公布的复产及产量规划，预计 2025 年铜产量 45.5 万吨，2026 年铜产量与 2025 年持平，均较其 9 月公布的产量指引小幅下调。冶炼厂方面，11 月国内冶炼厂仍有较大体量的检修，预计电铜产出与 10 月持平。消费仍表现为弱现实，但考虑到前期高铜价阻碍了下游订单的释放，年底前尤其电网端将开始为年终产值任务做准备，因此仍存在一定的消费预期。同时，由于 Comex-LME 价差始终存在，美国仍在吸引一定数量的电铜，另中国和 LME 铜库存保持在中性偏低的水平。

整体来看，宏观环境暂时平稳，重点关注美联储降息预期。高铜价对下游形成较大挑战，但美国对电铜的虹吸作用始终营造出电铜偏紧的局面。预计未来一个月铜价在 10000 美元/吨以上高位运行。