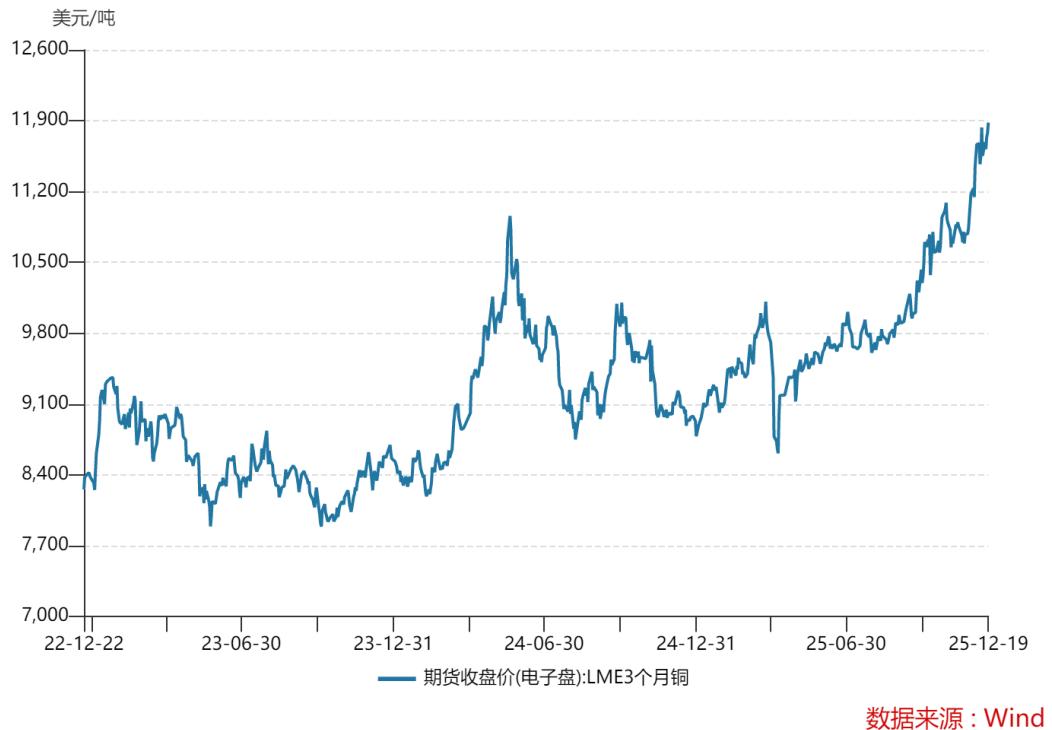


多方因素支撑下铜价偏强运行

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、宏观与基本面整体平稳，铜价维持高位震荡

LME3月期铜11月均价为10812美元/吨，同比上涨17.5%，环比上涨0.9%，1-11月均价为9800美元/吨，同比上涨5.5%。SMM 1#电解铜11月均价为86452元/吨，同比上涨15.2%，环比上涨0.2%，1-11月均价为79628元/吨，同比上涨6.0%。

宏观方面，11月中美经贸谈判取得关键进展，双方达成为期一年的经贸“休战”共识，同步下调关税并暂停多项管制措施，但核心领域的博弈仍未停止，未来双方大概率会建立常态化经贸磋商机制，但围绕核心利益的博弈将长期存在且将不定期呈现激烈状态。美国国内方面，11月12日，本轮持续43天的美国联邦政府停摆已正式落幕，这也是美国历史上持续时间最长的一次政府停摆，多项经济数据因此推

迟发布，这也导致美联储 12 月降息预期出现大幅度摇摆。受此影响，美元指数一度向上突破 100，对金属价格形成压力。

国内各项经济数据继续呈现放缓特征。1-11 月狭义基建投资累计同比增速进一步下探至 0.13%，表明当前基建景气度仍处低位。11 月社零增速小幅下行至 1.3%。1-11 月房地产投资累计增速延续回落态势，降至-16%。不过出口小幅改善，11 月出口同比增速自上月的负增长回升至 5.9%。

基本面延续供需双弱。巨型铜矿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 年铜产量将与 2025 年持平，均较其 9 月事故后公布的产量指引进一步小幅下调。国内电铜产量受检修影响，经历了 9 月、10 月连续两个月的下滑，预计 11 月产量与 10 月持平。与此同时，矿企与冶炼厂开启 2026 年度长单加工费谈判。在 11 月底举办的亚洲铜业周会议期间，有色金属工业协会明确反对铜精矿零/负加工精炼费 (TC/RC)，称其严重损害冶炼行业利益，呼吁全球正视结构性矛盾。之后中国铜原料联合谈判小组 (CSPT) 成员企业达成共识：2026 年降低矿铜产能负荷 10% 以上以维护 Benchmark 长单体系稳健运行。

因月内铜价较 10 月有所回落，期间下游企业增加了采购量。11 月铜材开工率环比上升 3.77 个百分点，但同比下降 8.05 个百分点，除再生铜外各行业开工率环比均有回升。终端方面，1-10 月电网投资增速较前月放缓至 7.2%（前值 9.9%），电源投资累计同比增速小幅回升至 0.7%（前值 0.6%），其中风电投资增速 4%，光伏投资增速-30.9%。从装机来看，

1-10月风电装机量累计同比增长55.5%（前值59.4%），光伏装机量累计同比增长38.1%（前值46.8%）。1-11月汽车产量累计同比增长11.9%（前值13.2%），销量同比增长11.4%（前值12.4%），其中新能源汽车产销量增速也有小幅回落，但11月渗透率进一步上升至53.2。家电消费不容乐观，11月家用空调产销同比降幅均较上月明显扩大。房地产行业则持续负增长，对消费持续形成拖累。

11月国内社会库存减少2.36万吨，至15.9万吨，LME库存增加2.8万吨，至15.94万吨，主因国内电铜出口增加。Comex继续快速累库，11月库存增加5.7万吨，至37.7万吨。

资金持仓方面，11月Comex非商业净多仓持续增加，目前已接近去年4月高位。LME投资基金净多仓则已在高位维持超过1个月时间，与前几次持仓触及高位后迅速回落的表现大不相同。

二、支撑因素仍存，铜价预期偏强运行

中美经贸关系进入暂时平稳期，对市场的边际影响减小。但需警惕近期中日经贸关系恶化及相应的政治冲突可能引发的风险。12月美联储如期降息，进一步向市场释放流动性。

11月24日，特朗普签署行政令正式启动“创世使命”计划，要求能源部全面动员和统筹全美研发资源，大力推动AI发展。这可能进一步增强投资者对AI投资的信心，并相应强化电力建设前景预期，利好铜等电力金属。

铜基本面关注两大重点：一是2026年度铜精矿长单加工费谈判结果，二是关税政策预期下的美国电铜进口能否持续。针对第一个问题，目前市场普遍预计2026年铜精矿仍

将出现明显的供需错配，长单加工费将落于零附近。但冶炼厂得益于硫酸、贵金属以及高额长单电铜升水的弥补，仍可保持较高的开工水平。有消息称，已有一家中国冶炼厂与 Antofagasta 达成零美元的长单加工费。针对第二个问题，出于对 2026 年年中美国将加征电铜关税的担忧，CME 相对 LME 的价差可能持续吸引美国进口电铜，并对区域性平衡产生干扰。智利对 2026 年发往中国的电铜长单溢价报 335 美元/吨，对韩国的报价为 330 美元/吨，均远超去年并创历史新高，其背后反映的正是对明年电铜结构性紧缺的预期。

大型矿山供应中断、美国关税预期持续、AI 需求前景强劲对当前的铜市场形成了坚实的支撑。由于这些因素短期内都难以证伪，在铜精矿供应出现明显改善和美国关税明确落地之前，铜依然会受到各类资金的青睐。