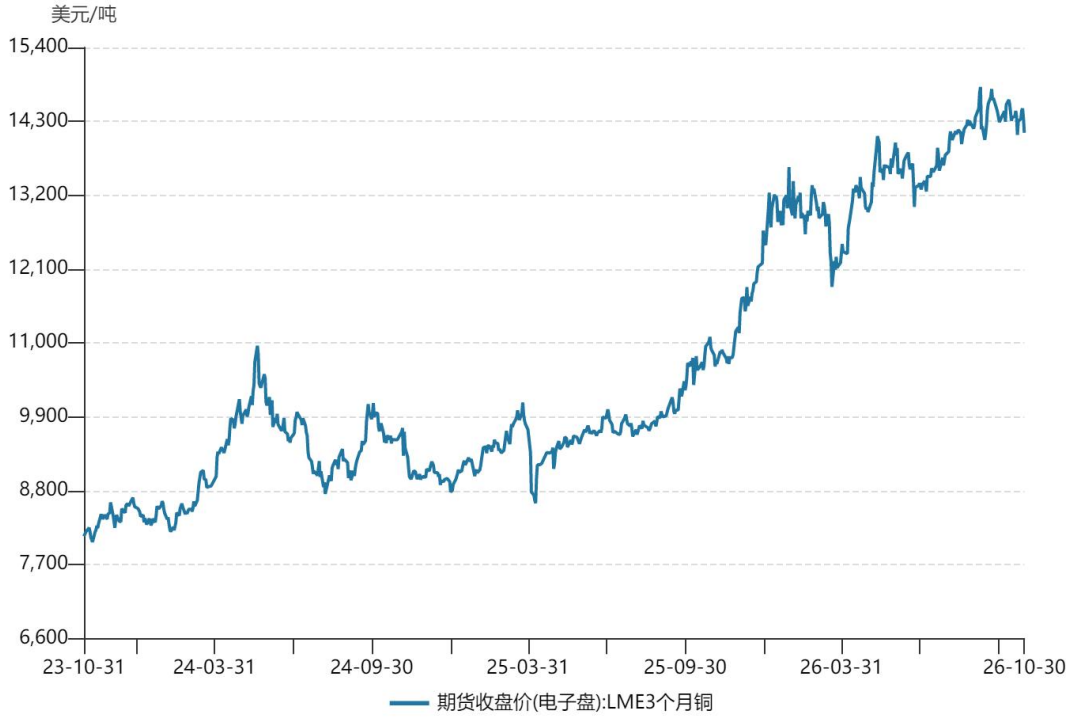
矿端扰动加剧，铜价高位偏强

五矿有色　汪子璐

中国金属矿业经济研究院（五矿产业金融研究院）吴越



数据来源：Wind

一、矿端扰动加剧与现货紧缺共振，铜价高位偏强

9 月铜价延续偏强节奏、高位宽幅震荡，月均重心继续上移。LME 3 月期铜 10 月均价 14399 美元/吨，同比+34.3%、环比-0.2%，1—10 月均价约 13542 美元/吨，同比+39.5%；SMM 1#电解铜 10 月均价 110695 元/吨，同比+28.3%、环比+0.3%。价格节奏上，上旬伦铜延续 9 月末强势，现货端却先行转弱，LME（0-3）升水由 9 月初约 131 美元/吨持续收敛，中旬随价格下探同步转入贴水并于 9 月 14 日扩至-85.75 美元/吨的月内极值，期现同步走弱；下旬多头发力、价格企稳修复，现货成交回暖带动升水重新走扩，9 月 30 日收于 14453 美元/吨、

月末升水回落至43美元/吨附近。进入10月，LME（0-3）升水再度趋势性走扩，海外现货转紧对铜价形成支撑。全月铜价在14095—14657美元/吨区间宽幅拉锯，现货升贴水随之经历“升水收敛—转为贴水—重新走扩”的切换，与价格节奏高度吻合；月均重心继续上移，但环比涨幅较9月的2.0%收窄至0.2%，上行斜率放缓，尚未挑战9月创下的历史高点。

宏观方面，9月主导变量由“关税虹吸”切换为“紧缩重启”。美联储9月FOMC全票通过加息25个基点至3.75%—4.00%的决议，为2023年7月以来首次加息，点阵图转鹰，16位官员预计年内再加息一次；美伊霍尔木兹僵局未解，布伦特原油月末收于105美元附近，年内涨约70%，密歇根大学一年期通胀预期升至4.6%，美元指数站稳101上方近两月高位、10年期美债收益率盘中破5.2%创2007年以来新高，利率与美元双重走强系统性抬升无息金属持有成本，构成铜价估值端较强约束。国内方面，9月官方制造业PMI由49.8升至50.1，重回扩张区间，“供强需弱、结构向新”特征延续。中美第八轮经贸磋商达成“300亿对300亿”对等降税框架，超九成清单产品免除相互加征关税，风险偏好边际修复。

供应端矿紧格局进一步恶化、冶炼亏损扩大倒逼产量出清。进口铜精矿现货TC指数10月跌破-200美元/干吨，月末报-247.68美元/干吨，持续刷新历史极值。海外矿端扰动密集，但智利两大主力铜矿罢工风险相继解除：安托法加斯塔旗下Centinela铜矿自10月7日开始的罢工于10月18日正式结束，两大工会（Centinela矿区工会与Minera Esperanza

工会）合计 700 余名工人就新集体合同投票，以 94.49%的压倒性多数通过协议；谈判核心诉求为全体工人不论所属工会均享受同等福利，期间曾有 3 名工人绝食施压。安托法加斯塔确认协议生效，并称罢工期间矿区产量维持正常，未对生产造成实质影响（Centinela 2025 年铜产量 24.04 万吨）；必和必拓旗下 Escondida 主管工会亦于 10 月 14 日达成 36 个月新合同，避免了罢工。至此智利两大铜矿供应担忧短期明显缓解，但全球铜精矿紧平衡格局尚未根本改变——Grasberg（印尼）、Kamoa-Kakula（刚果（金））运营受限，Cobre Panama（巴拿马）复产仍不明朗，叠加 Codelco 事故扰动，其他矿山的潜在供应风险仍需关注。智利 8 月铜产量降至 36.95 万吨，同比降 12.8%，为 2011 年 2 月以来最低，Cochilco 将 2026 年产量预期下调至 527 万吨，同比降 2.6%，智利财长称全年铜产量平均降幅达 7%。ICSG 将 2026 年全球矿山产量增长预测从 2.3%下调至 1.6%。ICSG 数据显示，7 月全球精炼铜供应短缺 5.1 万吨，前 7 个月累计过剩 3.2 万吨，远低于去年同期 15.7 万吨，全球铜供应明显收紧。

冶炼端在“负 TC 侵蚀”与“副产收益退潮”的双重挤压下加速陷入亏损。铜冶炼酸指数 10 月 31 日报 1272.5 元/吨（9 月 30 日为 1218.5 元/吨）并连续十五周回落；SMM 现货冶炼利润 10 月底恶化至-5352.04 元/金属吨，现货冶炼总收益 9 月为-4129.28 元/金属吨，较 8 月的-2091.57 元/金属吨环比大幅恶化约 2038 元/金属吨。行业利润格局已由上半年的“硫酸强支撑、负 TC 可控”转向“酸价回落、负 TC 侵蚀占主

导”，原料外购比例高的企业亏损加剧，减产与集中检修意愿明显上升。产量方面，SMM 统计 10 月国内电解铜产量约 108.67 万吨，环比小幅下降、增产弹性近乎耗尽；10—11 月多家大型炼厂计划检修，四季度供给收缩将进一步深化。

需求端呈现“总量温和、结构坚硬”特征，新旧动能剪刀差继续拉大，但国庆假期对开工形成明显扰动。9 月铜材综合开工率升至 60.57%（8 月为 58.36%），铜箔开工率 95.66%、铜板带 74.52%、铜管 63.11%；受国庆假期停工拖累，节后铜材加工企业开工率明显回落——精铜杆企业开工率 43.68%，环比回落 26.22 个百分点，线缆企业 60.19%，环比回落 9.58 个百分点，漆包线开工率 59.27%、环比回落 15.86 个百分点，节后需重点观察铜厂实际接货与补库力度。终端消费结构性分化：电网累计投资 3931.76 亿元，同比增 3.58%，电力板块提供稳定支撑；但传统板块旺季成色不足，家电走弱（8 月空调产量 1072 万台，同比降 16.78%，内销同比降 28%）；8 月狭义乘用车零售同比降 23.6%；1—8 月光伏新增装机 97.19GW，同比降 57.86%。

库存方面，全球显性库存“总量平稳、错配加剧”，国庆假期后区域分化进一步凸显。国庆节前（9 月末）上期所铜库存降至约 3.87 万吨，较 8 月的 7.24 万吨下降约 46%，创 2023 年 8 月以来新低；国内社会库存、保税区库存同步去化至年内低位，9 月末 SMM 电解铜社会库存约 7.37 万吨（8 月末 10.21 万吨）。但国庆假期后集中到货、下游停工导致消费缺位，上期所库存在节后第一周单周大增 2 万吨、国内社会库存同步累

积，现货电解铜升贴水明显回落，假期成交清淡，节后累库压力待消化。海外端，LME 库存 9 月末约 24.8 万吨，较 8 月末增约 6.2%；COMEX 库存升至历史高位，维持近 70 万吨，占全球三大所合计约 100.7 万吨的近七成，体现关税预期驱动下铜资源向美国转移。区域错配下“美区爆仓、非美抽紧”继续构成铜价“下有强底、上有悬念”的基础。

资金与持仓方面，9 月商品属性与金融属性反复博弈。沪伦比值走高，SHFE 与 LME 近月 Back 结构全月维持高位；COMEX-LME 价差较高位有所收敛，跨市套利窗口明显收窄，但并未完全关闭。月末，美国铜关税大限已过、方案悬而未决，叠加美联储鹰派预期升温，宏观逻辑与产业基本面又一次正面博弈。

二、紧缩与高价约束上方空间，关注 232 关税落地与节后需求变化

展望后市，美国铜关税与跨市库存错配仍是决定铜市场走向的第一变量。232 精炼铜关税总统决策法定截止日（9 月 28 日）过去后，关税预期两度反转、最终方案悬而未决，美国囤积的近 70 万吨库存回流欧亚缺乏价差经济性；无论关税最终落地、延后或分阶段实施，四季度铜价波动率都将显著放大。与此同时，国庆后国内阶段性的累库与现货升水回落，使“强现实”出现边际松动，需警惕备货退潮后的需求真空风险。

货币政策方面，紧缩预期构成主要宏观压制。美联储三年多来首次加息落地、点阵图转鹰，“更高更久”路径确认；美伊霍尔木兹海峡航运僵局推升油价与通胀预期，10 年期美债

收益率创 2007 年以来新高，美元与利率双重走强系统性抬升无息金属持有成本。整体看，政策路径的不确定性显著高于上半年，铜价敏感度也将相应上升；11 月 3 日美国中期选举临近，政治周期或进一步放大波动率。

基本面方面，供应约束与旺季补库预期起到共同支撑。矿端 TC 持续刷新历史低位、主力矿山劳资谈判与事故扰动不断，决定了矿紧格局短期难以缓解；冶炼端在负 TC 与酸价回落的双重挤压下亏损扩大、减产检修意愿上升，10—11 月检修集中兑现，供应收缩逻辑正从预期走向兑现。需求端，随“金九银十”旺季推进，电网投资、新能源（储能、动力电池）与 AI 相关用铜提供结构性增量，但地产、光伏与家电疲弱及高铜价对终端采购的抑制，决定了需求端整体仍是温和修复而非强驱动。

综合判断，未来一个月铜价大概率延续“高位宽幅震荡、重心偏强”的运行格局。支撑来自矿冶供应的硬约束、全球（尤其非美）低库存与国内现货极端紧缺、旺季前的补库预期以及中国供需转入短缺的基本面转向；约束则来自美国紧缩与美元走强、高铜价对终端需求的抑制，以及节后累库风险。在价格已处历史高位、上行斜率放缓的背景下，铜价向上突破需要关税政策的进一步明确或供应端出现更实质性的减量，而下行空间则被低库存和成本支撑相对托住。建议重点关注：（1）美国 232 精炼铜关税的最终结果与近 70 万吨美库回流路径；（2）节后社会库存去化与现货升水的可持续性；（3）TC 能否止跌及四季度冶炼检修兑现程度（Centinela、Escondida

劳资风险已解除，关注其余矿山扰动）；（4）中美降税框架落地节奏。