

沪铜周度 期货研究报告

铜价高位震荡 等待低多机会

日期：2025.11.21

投研中心：王家允

投资咨询证号：Z0022672

目录

CONTENTS

1

行情综述

2

宏观及产业综述

3

沪铜基本面-供给端

4

沪铜基本面-需求端

5

投资建议



1. 行情综述（商品市场）

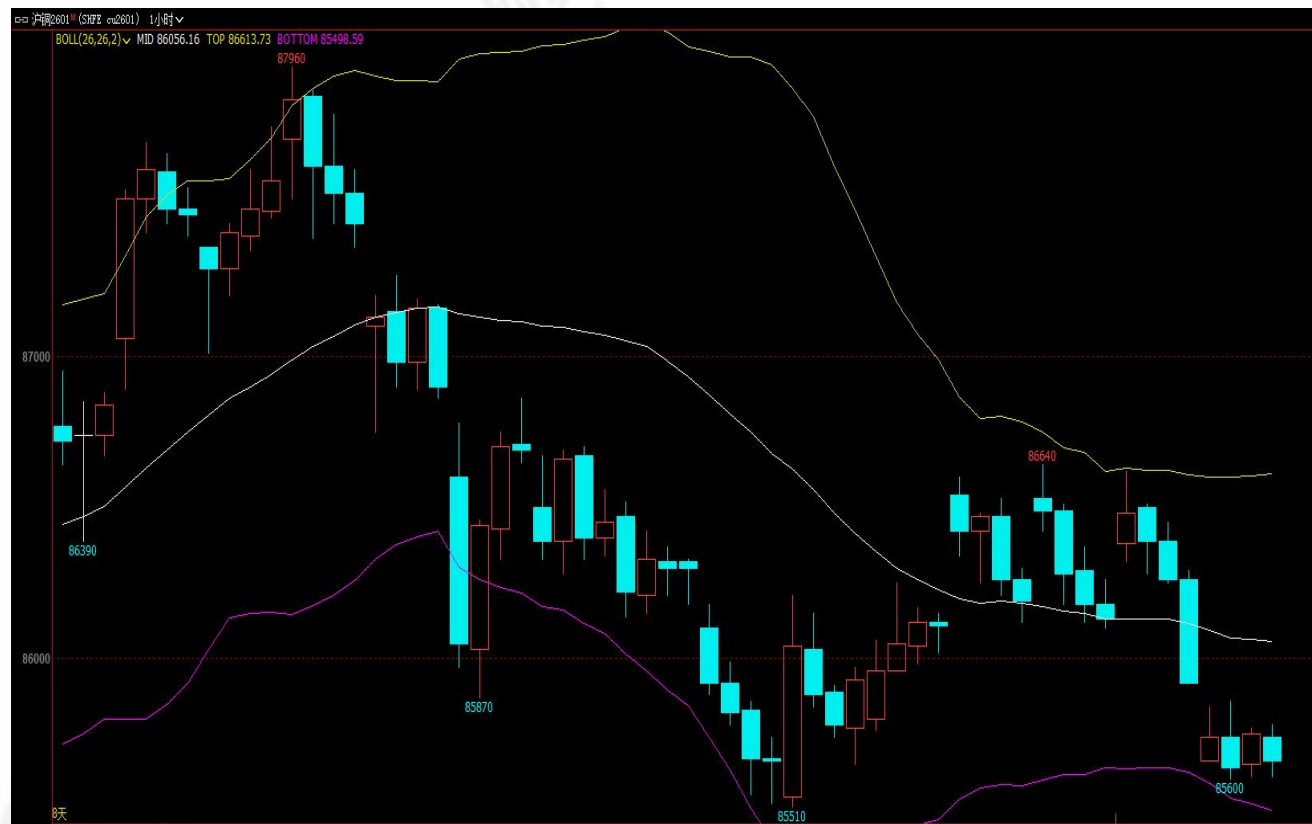


11月17日-11月21日，本周文华商品指数跌幅较大。随着国内外股票市场集体出现大幅回调，悲观情绪外溢至商品期货市场，周初虽然有广期所品种异军突起，但并没有起到带头作用，反而是焦煤基本面预期转坏（煤炭保供政策带来对供给端放量的担忧）带崩了工业品期货价格。同时，周四传出房地产小作业也一度导致黑色建材大幅拉升，但之后快速回落，可见当前的市场情绪极度悲观。随着市场中绝大部分期货品种已经处于较低位置（站在利润角度），前期反内卷政策效果消失殆尽。随着市场价格的极度悲观，应非常警惕政策突发扰动及实质性的供给端去产能进度，不可盲目追空。

➤ 资料及图片来源：卓创、钢联、公开网络，江海汇鑫期货整理



1. 行情综述（沪铜）



- 11月17日-11月21日，本周沪铜期货震荡下跌。周一，随着美联储降息预期下调导致沪铜出现显著回调，周三，随着贵金属价格大幅反弹，沪铜也被带动上涨，周五，美联储官员对美国金融市场的悲观表态，美股跌幅高达5%，并导致国内股市大跌。当前的金融市场明显感觉避险心态较重，在此背景下，沪铜价格暂无上涨动力。
- 沪铜主力合约周五收盘于85660，周度下跌1240元。周度加权持仓51.7万手，减少35616手；周度加权成交量104.1万手，增加41871万手，市场投机热度下降很快。

➤ 资料及图片来源：卓创、铜联、公开网络，江海汇鑫期货整理



2. 宏观综述（国内）

- 11月16日，从国铁集团获悉，今年1至10月，全国铁路发送旅客39.5亿人次，同比增长6.4%。前十个月，铁路旅客发送量创历史同期新高，其中10月1日发送旅客2313.2万人次，创铁路单日旅客发送量历史新高。
- 11月17日，本周中国央行公开市场将有11220亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期1199亿元、4038亿元、1955亿元、1900亿元、2128亿元。中国央行将于周一开展8000亿元6个月买断式逆回购，本月到期规模3000亿元。
- 11月17日，财政部数据显示，1-10月，全国一般公共预算收入186490亿元，同比增长0.8%。其中，全国税收收入153364亿元，同比增长1.7%；非税收入33126亿元，同比下降3.1%。分中央和地方看，中央一般公共预算收入81856亿元，同比下降0.8%；地方一般公共预算本级收入104634亿元，同比增长2.1%。主要税收收入项目情况如下：车辆购置税1676亿元，同比下降16.3%。印花税3781亿元，同比增长29.5%。其中，证券交易印花税1629亿元，同比增长88.1%。
- 11月20日，中国五年期贷款市场报价利率(LPR)今值3.5%，预期3.5%，前值3.5%；中国11月一年期贷款市场报价利率(LPR)今值3%，预期3%，前值3%；中国10月Swift人民币在全球支付中占比今值2.47%，前值3.17%。

➤ 资料及图片来源：卓创、钢联、公开网络，江海汇鑫期货整理



2. 宏观综述（国际）

- 11月17日，日本三季度实际GDP年化季环比初值-1.8%，预期-2.4%，前值2.2%；日本三季度实际GDP平减指数同比初值2.8%，预期3.1%，前值3%；日本三季度名义GDP季环比初值0.1%，预期-0.3%，前值1.6%；日本三季度实际GDP季环比初值-0.4%，预期-0.6%，前值0.5%。
- 11月17日，针对高市早苗发表台湾问题挑衅言论，央视玉渊谭天称中方已做好对日实质反制准备，首次在中日外交场合提出“迎头痛击”；文旅部提醒中国游客近期避免前往日本；教育部发布赴日留学预警。
- 11月17日，美国11月纽约联储制造业指数今值未18.7， 预期5.8，前值10.7。
- 11月17日，美国8月营建支出环比今值为0.2%，预期-0.1%，前值-0.1%（修正：0.2%）。
- 11月17日，美联储副主席Jefferson表示，当前货币政策在一定程度上具有限制性。美国就业市场的供应与需求逐步降温。不清楚能在12月FOMC货币政策会议之前掌握多少官方数据。
- 11月18日，美联储理事沃勒表示，美国劳动力市场仍然疲软，接近停滞速度。剔除关税因素的基础通胀接近2%这一目标支持FOMC在12月为了“风险管理”而再次降息。



2. 宏观综述（国际）

- 11月18日，据美国劳工部网站显示的历史申请数据，在截至10月18日当周，首次申请失业救济人数总计23.2万人。截至10月18日当周，持续申领失业救济金人数为195.7万人，而前一周为194.7万人。
- 11月18日，美国8月耐用品订单环比终值2.9%，预期2.9%，前值2.9%（修正：-2.8%）；美国8月扣除运输类耐用品订单环比终值0.3%，预期0.4%，前值0.4%；美国8月扣除运输的工厂订单环比0.1%，预期0.3%，前值0.6%（修正：0.5%）；美国8月工厂订单环比1.4%，预期1.4%，前值-1.3%；美国8月扣除飞机非国防资本耐用品订单环比终值0.4%，预期0.6%，前值0.6%（修正：0.7%）；美国11月NAHB房产市场指数38，预期37，前值37。
- 11月18日，根据ADP研究院周二发布的数据，截至11月1日的四周内，美国公司平均每周裁员2,500人。ADP于11月5日发布的月度就业报告显示，私营部门就业人数在此前连续两个月下降后，增加了42,000人。
- 11月19日，美国里士满联储主席Barkin（2027年FOMC票委）表示，在12月份FOMC货币政策会议之前，还需要掌握更多新数据。通胀仍然偏高，但不可能上升太多。
- 11月19日，美财政部报告显示，9月海外投资者持有美债规模9.25万亿美元，逼近最高纪录，日本美债持仓连增九个月，创逾三年新高，英国持仓九个月来首降。

➤ 资料及图片来源：卓创、钢联、公开网络，江海汇鑫期货整理



2. 宏观综述（国际）

- 11月19日，欧元区10月调和CPI环比终值0.2%，预期0.2%，前值0.2%；欧元区10月核心调和CPI同比终值2.4%，预期2.4%，前值2.4%；欧元区10月调和CPI同比终值2.1%，预期2.1%，前值2.1%（修正为2.2%）。
- 11月19日，美国8月贸易帐今值为-596亿美元，预期-604亿美元，前值-783亿美元（修正为-783.11亿美元）。
- 11月20日，美联储10月议息会议的会议纪要显示，几名官员称12月降息“可能会是很适宜的”。许多人认为不适宜12月降息。许多人倾向于在10月份降息，“几个人”并没有那样选择。在10月份支持降息的官员中，“几个人”本来是要支持按兵不动的。大多数官员提到，进一步降息可能会推高通胀风险。多位与会者表示，在他们目前的展望下，今年剩余时间保持利率不变是合适的。官员们普遍预计劳动力市场将更加循序渐进地走软。
- 11月20日，美国劳工统计局（BLS）表示，美国11月就业报告改期至12月16日发布。不会发布10月份非农就业报告，无法收集家庭数据，相关信息将被整合到11月就业报告。
- 11月21日，美国新增就业11.9万，显著超预期，但失业率却升至四年来最高的4.4%（前值4.3%），且前两月就业被大幅下修。



3. 产业信息综述

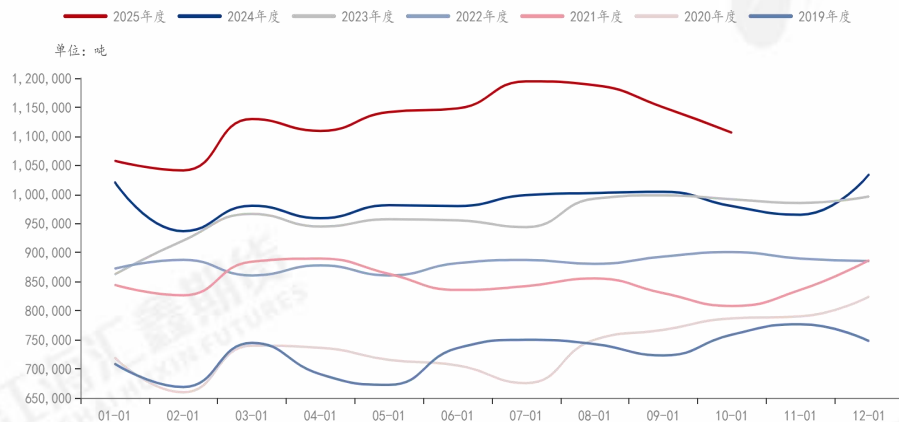
- 11月18日，矿业巨头自由港宣布，将分阶段恢复印尼格拉斯伯格矿的大规模生产。根据分阶段重启和增产计划，预计在2026年的铜和金产量将与2025年相近，约为10亿磅铜和90万盎司黄金。产量将在2026年和2027年持续增长，并在2027年至2029年三年期间，平均年产量约为16亿磅铜和130万盎司黄金。
- 11月19日，据外媒报道，智利国家铜业委员会（Cochilco）周三将2025年平均铜价预测从之前的4.30美元/磅上调至4.45美元/磅。Cochilco同时将2026年的价格预测上调至4.55美元/磅，此前预测值同样为4.30美元/磅。同时，预计智利2025年铜产量将与2024年持平，在2026年增长2.5%，达到560万吨。
- 11月20日，世界金属统计局（WBMS）公布的最新报告显示，2025年9月，全球精炼铜产量为233.33万吨，消费量为241.45万吨，供应短缺8.13万吨。2025年1-9月，全球精炼铜产量为2061.6万吨，消费量为2049.14万吨，供应过剩12.46万吨。2025年9月，全球铜精矿产量为153.94万吨。2025年1-9月，全球铜精矿产量为1369.96万吨。



3. 铜基本面-供给端

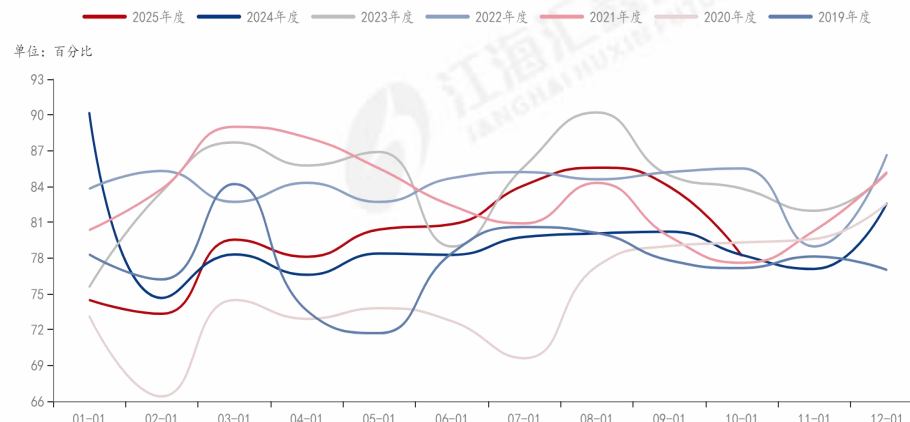
- 10月国内电解铜产量继续走低，月度产量110.61万吨，环比上月下降3.37万吨，同比增长12.89%。国内铜冶炼企业开工率略有走低，10月开工率为78.18，上月末为83.98%。2025年我国冶炼端韧性较强，年初市场普遍预期冶炼企业会因为加工费的大幅走低而减少精铜产出的情况并没有出现。9月后，冶炼企业集中检修，导致产出环比下降，最新数据显示，我国冶炼企业开工率超预期下滑。

中国电解铜月度产量



数据来源：铜联数据

铜冶炼企业产能利用率



数据来源：铜联数据

➤ 资料及图片来源：卓创、铜联、公开网络，江海汇鑫期货整理

请务必阅读正文后免责声明

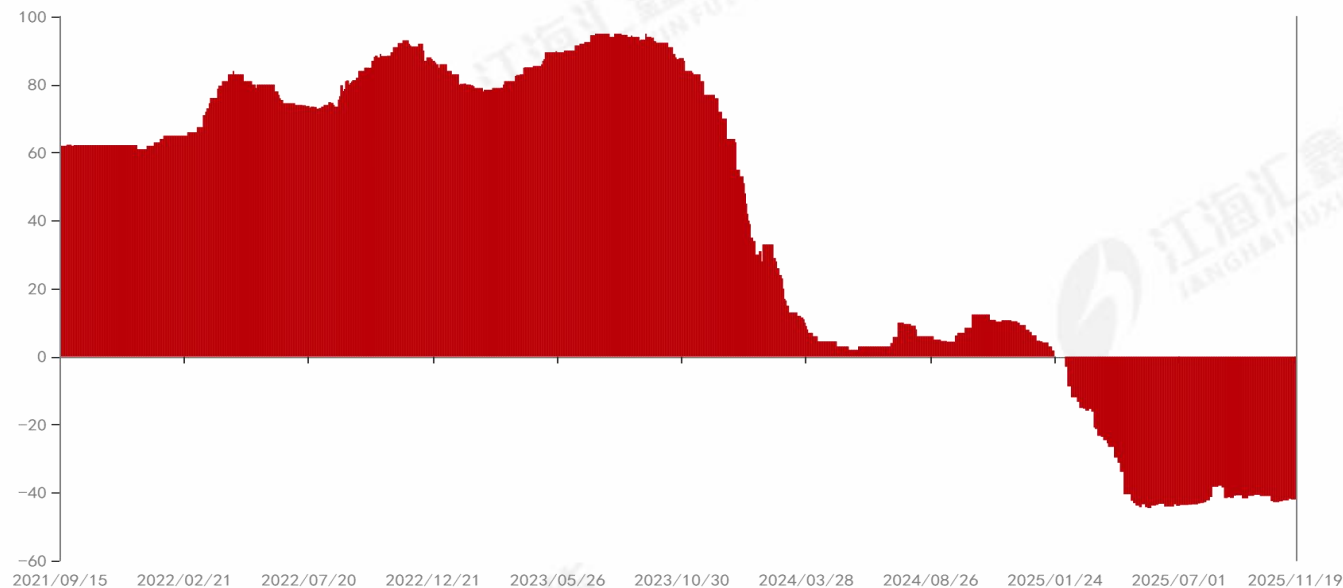


3. 铜基本面-供给端

➤ 进口铜矿现货粗炼加工费TC周度略有上涨，本周四为-42.02美元/干吨，上周四为-41.82美元/干吨

冶炼加工费TC

单位：美元/干吨



数据来源：钢联数据

➤ 资料及图片来源：卓创、钢联、公开网络，江海汇鑫期货整理



3. 铜基本面-供给端

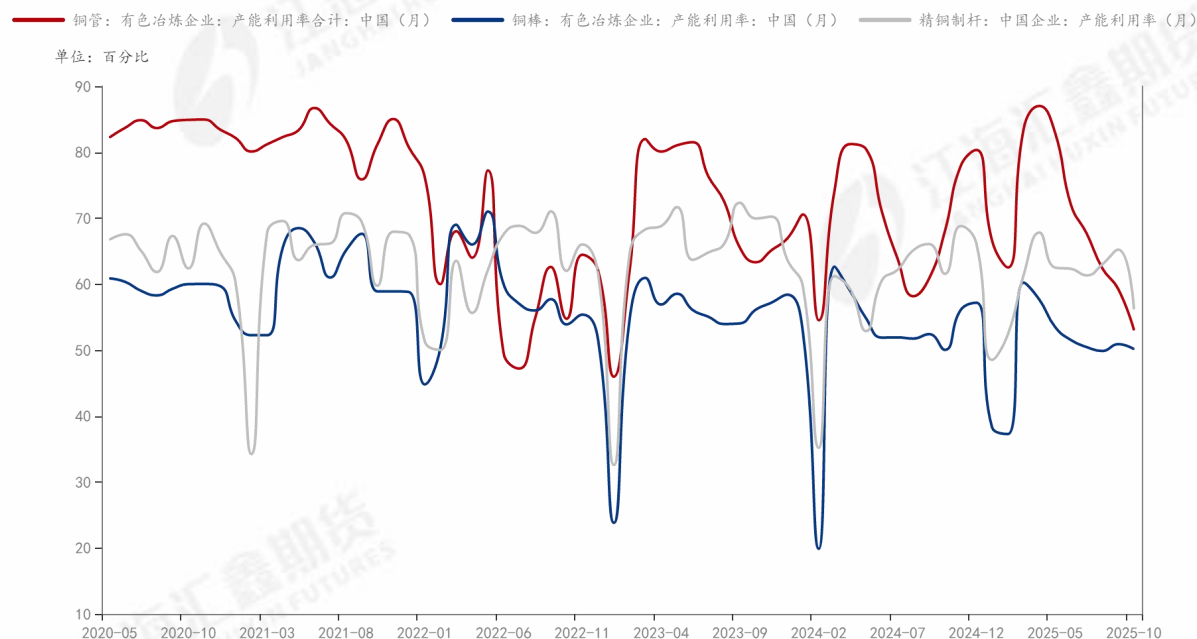
项目	长单	现货	备注
TC (美元/吨)	25	-42.02	
RC (美分/磅)	2.5	-4.202	
加工费收入 (元/吨)	1094	-1839	$(TC/矿石品位*干吨量+RC*铜金属量)*汇率$
加工成本 (元/吨)	2000	2000	
副产品 (硫酸, 元/吨)	2205	2205	冶炼一吨电解铜将产生3吨硫酸
余热收入 (元/吨)	200	200	
盈余收入 (元)	1500	1500	冶炼回收率99%, 高于97%标准
净利润 (元/吨)	2999	66	未考虑其他伴生金属收入

- 本周现货铜矿加工费略有变动（本周平均为-42.02美元/干吨，上周为-41.82美元/干吨），但山东地区冶炼酸价格涨幅较大（上周均价686元/吨，本周升至735元/吨）。由于铜冶炼过程中副产品收益大幅上升，导致使用现货铜矿进行冶炼的企业周度收益水平增长明显。同时，长单矿冶炼企业盈利依旧丰厚，测算为2999元（长单冶炼企业产能占比超过80%）。（此测算过程相对保守，没有考虑冶炼过程中的其他伴生金属价值）



4. 铜基本面-需求端

下游开工率



数据来源：铜联数据

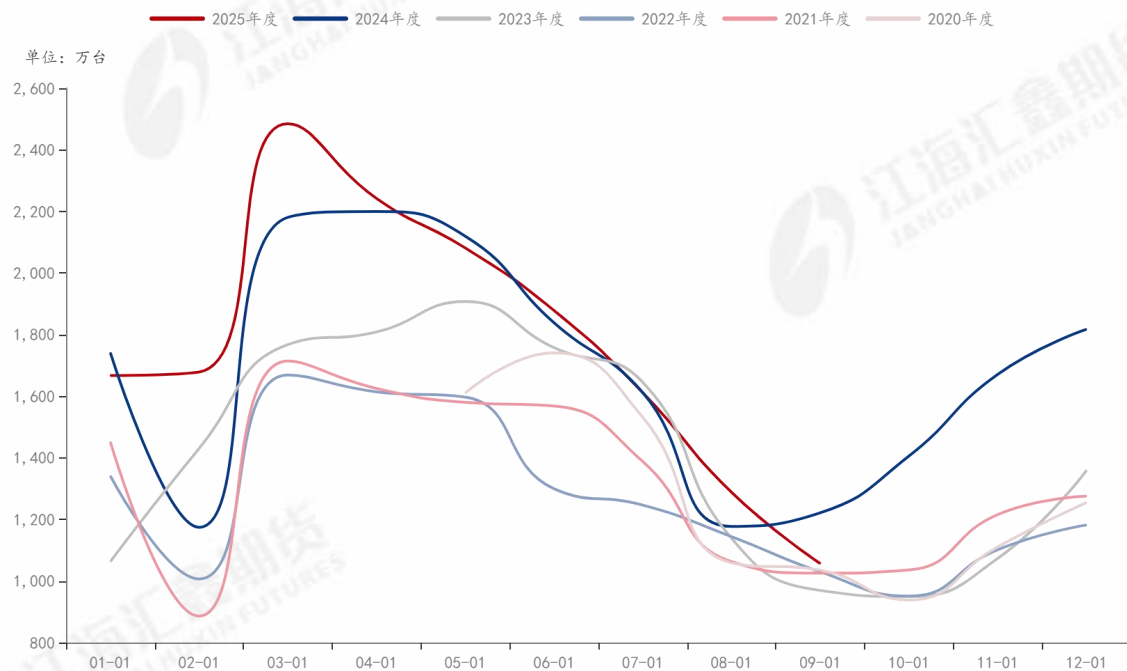
- 当前已是11月中旬，铜下游传统旺季已接近尾声，铜下游三大领域（铜杆、铜管、铜棒）开工率均出现明显下跌。首先是高铜价的确抑制了下游部分需求（例如，电缆领域对铜价较为敏感），同时上半年空调抢出口透支终端需求，电网和电源投资前置也造成下半年增速乏力。
- 铜管企业开工率9月为59.77%，10月为53.03%。
- 铜棒企业开工率9月为50.9%，10月为50.14%。
- 铜杆企业开工率9月为65.23%，10月为56.2%。

➤ 资料及图片来源：卓创、铜联、公开网络，江海汇鑫期货整理



4. 铜基本面-需求端

家用空调产量



数据来源：钢联数据

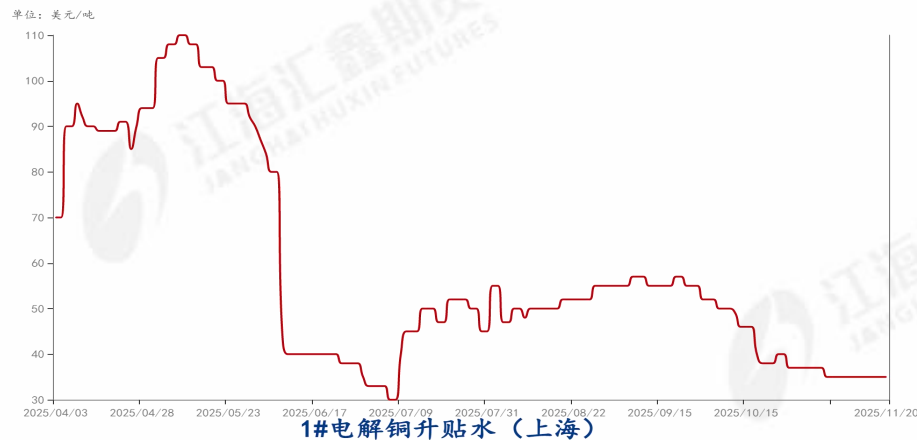
- 家电是铜消费的第二大领域（仅次于电网领域），其中空调产量最大，单机用铜量也最多（1.5匹家用空调单台耗铜量约为5公斤左右）。我国空调产量一季度实现历史最高水平，达到5830万台，主要是由于抢出口和国内以旧换新补贴推动销量大幅增加。但一季度之后，抢出口高潮退去，同时政策补贴提前透支终端消费，之后空调产量季节性走弱。
- 8月空调产量1288.1万台，9月数据为1056.7万台。
- 根据相关数据显示，11月国内空调排产依旧表现偏弱。

➤ 资料及图片来源：卓创、钢联、公开网络，江海汇鑫期货整理

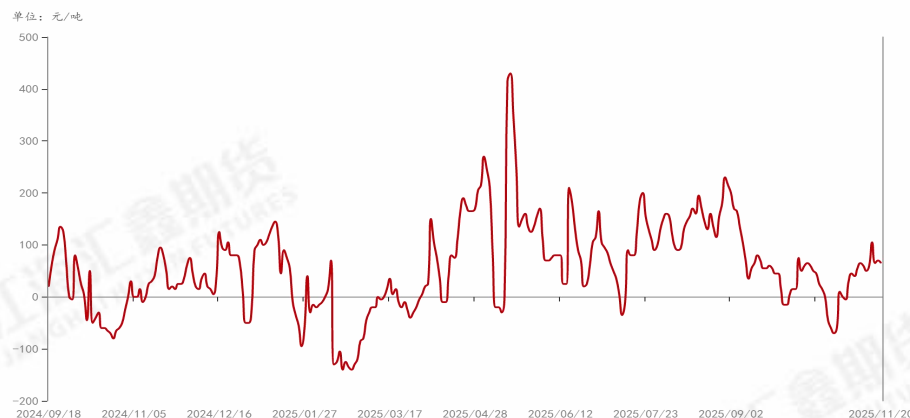


4. 铜基本面-需求端

洋山港电解铜升贴水



数据来源：铜联数据



数据来源：铜联数据

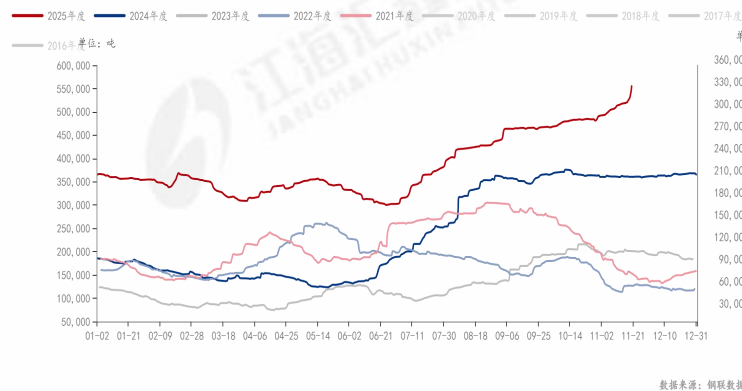
- 洋山港电解铜现货的升贴水情况可以用来衡量国内铜锭出口紧张程度，若溢价较高，则显示海外需求强劲，国内现货会大量出口海外，从而加剧国内现货紧张程度。
- 上海地区铜锭现货升贴水则可以表示现货市场铜锭的紧张程度，若现货升水较高，说明现货较期货溢价较高，现货贸易存在加价情况。
- 当前洋山铜溢价周度保持在35美元/干吨，现货升水从105下降至65，现货溢价程度有所降低。

➤ 资料及图片来源：卓创、铜联、公开网络，江海汇鑫期货整理

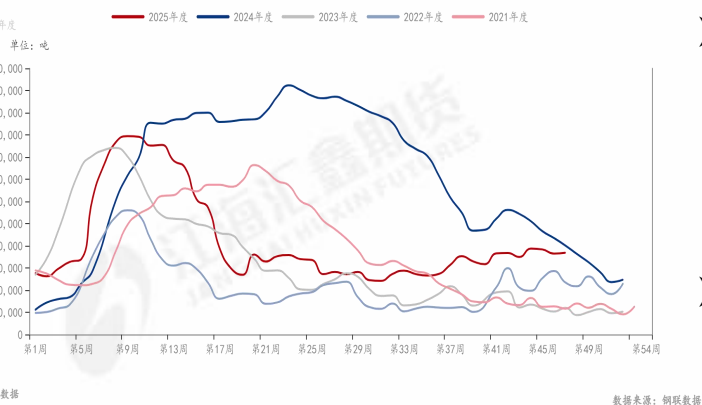


4. 铜基本面-需求端

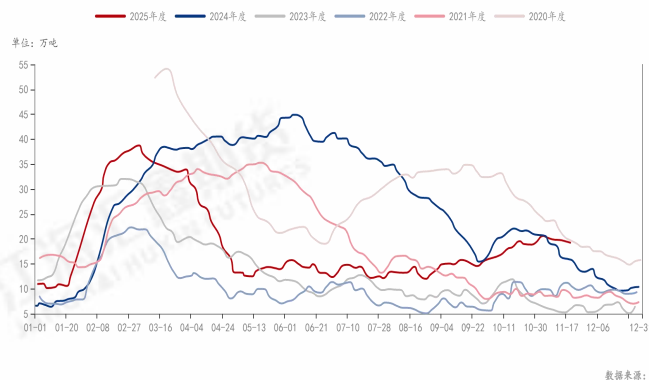
LME: 铜: 上期库存(日) + COMEX: 铜: 期货库存(日)



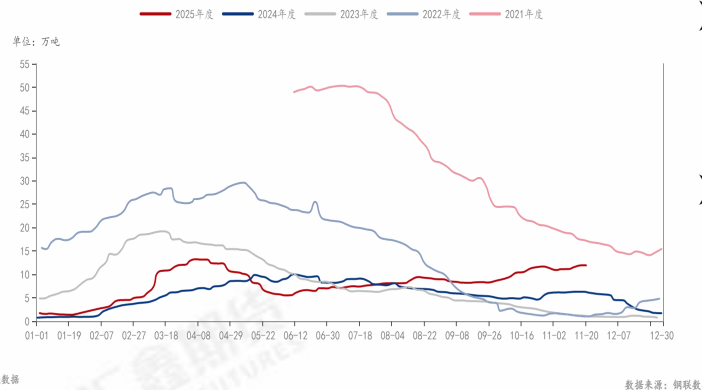
上期所库存



国内电解铜现货库存



电解铜保税区库存



- 海外显性库存周内继续上涨，由上周的51.57万吨升至本周的55.64万吨。
- 国内精炼铜社会库存下降，由上周的19.8万吨降至19.21万吨；
- 上期所库存略有上升，由10.94万吨降至本周11.06万吨。
- 保税区库存明显上升，由上周的11.15万吨升至本周的11.95万吨。



5. 投资建议

沪铜供需概述：

供给端：9月之后国内炼厂开工出现大幅走弱，精炼铜产出减少。

需求端：国内旺季已过，下游需求明显减弱，铜杆、铜管此类传统制造业开工率跌幅较大。

事件扰动：11月18日，矿业巨头自由港宣布，将分阶段恢复印尼格拉斯伯格矿的大规模生产，预计在2026年的铜产量将与2025年相近，约为10亿磅铜，产量将在2026年和2027年持续增长，并在2027年至2029年三年期间，平均年产量约为16亿磅铜。。

操作建议：美联储12月份降息预期不断下调，导致海内外金融资产价格出现大幅回调，宏观预期混乱从而使有色金属价格承压。当前高铜价在需求淡季压制下游开工，但投资者对未来铜价的乐观预期并没有改变，全球铜需求增长将为铜价带来长期支撑。当前短期内铜价缺乏明显的上涨动力，建议沪铜耐心等待低多机会。

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变化。我们力求报告内容的客观、公正，但报告中的任何观点、结论和建议仅供参考，不构成操作建议，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，由投资者自行承担结果。