

# 沪铜周度 期货研究报告

## 铜价回调乏力 建议多单进场

日期：2025.11.28

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

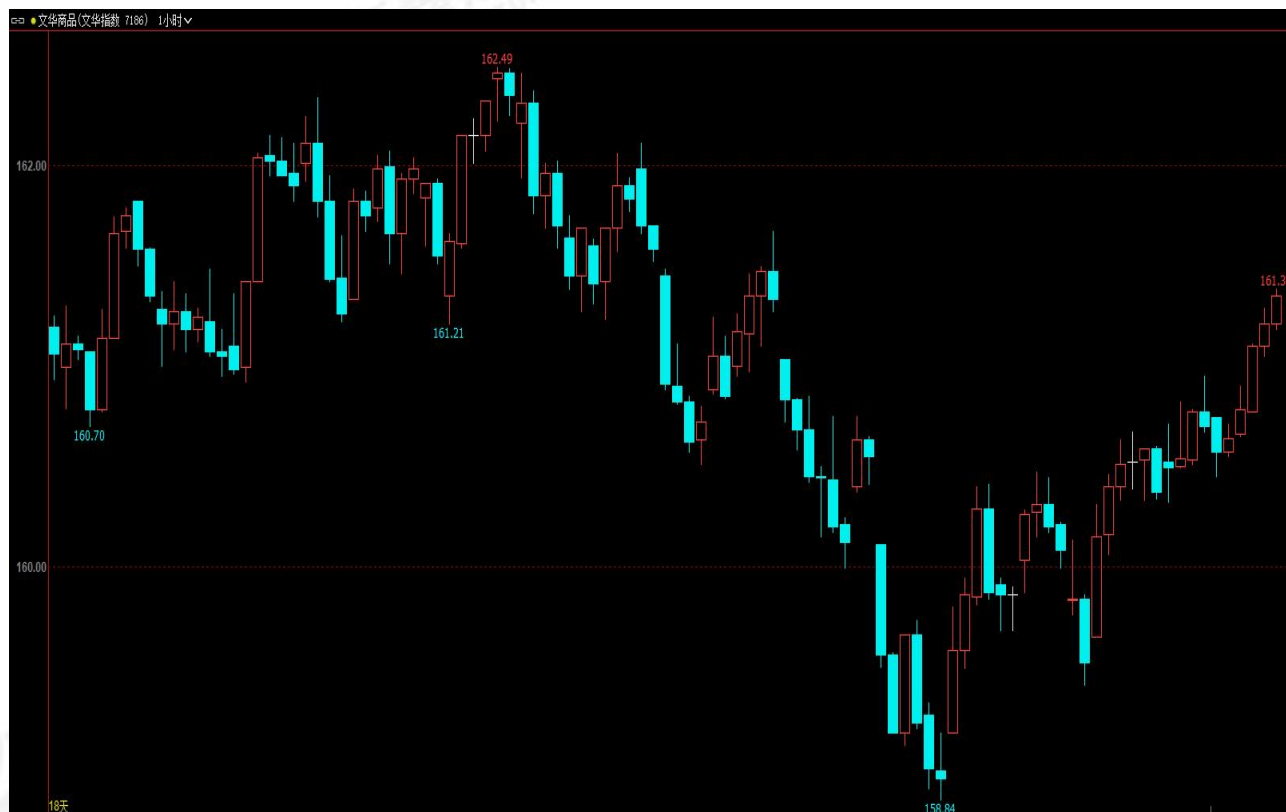
沪铜基本面-需求端

5

投资建议



## 1. 行情综述（商品市场）



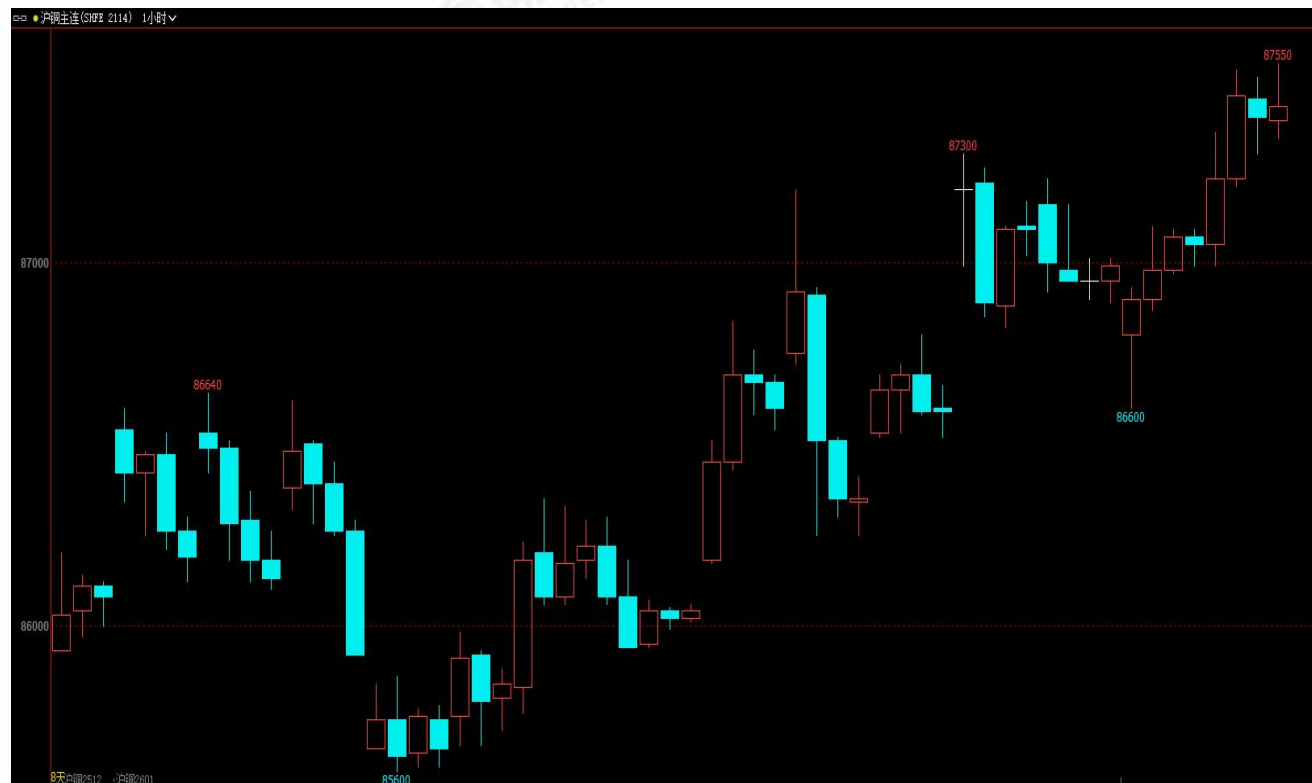
11月23日-11月28日，本周文华商品指数涨幅可观。

大周期来看，当前商品期货市场依旧处于7月份反内卷政策之后的偏弱震荡格局。本周的商品市场缺乏热点，原油系因俄乌和平协议一波三折而宽幅震荡，政治博弈的不确定性比较高。建材中因玻璃供给端有大幅收缩预期而止跌反弹，给低位工业品带来情绪提振。贵金属依旧强势，沪银突破前期高点。有色金属走势分化，沪锡因供给端扰动走高，沪铜、沪铝则因供需预期失衡而高位震荡，其他传统金属，例如沪锌因需求预期悲观而走势略有下跌。广期所三个品种中，多晶硅因反内卷政策支撑一直高位震荡，而碳酸锂需求超预期走势强劲。当前，建议重点关注贵金属及新能源及储能方向相关品种。

资料来源：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23日-11月28日，本周沪铜期货走势偏强。上周因美联储降息预期下调，沪铜出现下跌，但随着上周末美联储重量官员发表鸽派言论，美联储12月份降息预期显著上升，根据目前市场预期，12月份美联储大概率降息。受宏观利好刺激，沪铜本周重拾涨势。但铜价目前依旧处于前期高位回调后的震荡区间。当前降息预期为铜价带来上行刺激，建议多单参与。
- 沪铜主力合约周五收盘于87430，周度上涨1770元。周度加权持仓54.7万手，增加29036手；周度加权成交量95.4万手，减少87219手，市场投机热度有所下降。



## 2. 宏观综述（国内）

- 11月24日，本周央行公开市场将有16760亿元逆回购到期，其中周一至周五逆回购分别到期2830亿元、4075亿元、3105亿元、3000亿元、3750亿元。周二将有9000亿元MLF到期，周五将有3000亿元182天期买断式逆回购到期。
- 11月26日，工信部、发改委、商务部、文旅部、中国人民银行、市场监管总局印发《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》。方案提出，有序发展平台消费。有序发展直播电商、即时零售、策展零售、循环电商等新业态。鼓励平台企业依法合规利用人工智能技术挖掘用户需求，匹配推送产品和服务。支持平台企业应用虚拟现实、元宇宙、人工智能、区块链等数智技术，打造多场景、沉浸式消费体验。引导平台企业开展品牌品质促消费活动。
- 11月27日，中国10月规模以上工业企业利润同比今值为-5.5%，前值为21.6%；中国1至10月规模以上工业企业利润同比今值为1.9%，前值为3.2%。
- 11月27日，美国贸易代表办公室宣布，将把针对中国技术转让和知识产权问题、依据301条款调查所设立的关税的豁免延长至2026年11月10日。现有豁免条款原定于今年的11月29日到期。





## 2. 宏观综述（国际）

- 11月21日，日本新首相高市早苗领导的内阁批准了一项规模达21.3万亿日元（约合1354亿美元）的经济刺激方案。价格纾困是此次刺激计划的核心，总额达11.7万亿日元。据内阁府数据，政府将拨款5000亿日元，向每个家庭提供7000日元的燃气和电力补贴，为期三个月至明年3月。
- 11月22日，日本央行政策委员会委员Kazuyuki Masu受采访时称，其表示央行接近作出加息决定。
- 11月22日，美国劳工统计局（BLS）宣布，不会发布10月CPI通胀报告，11月CPI数据安排在12月18日发布。同时，取消发布10月实际收入报告，11月数据将于12月18日发布。
- 11月23日，美国白宫发布联合声明称，美国与乌克兰代表团当天在瑞士日内瓦就美方提出的结束俄乌冲突“28点”新计划举行会谈。声明形容双方磋商“建设性、聚焦且相互尊重”。声明称，此轮会谈“成效显著”，双方在对齐立场、明确下一步路径方面取得“有意义的进展”，并据此共同起草了一份更新后的和平框架文本。
- 11月24日，美联储理事、下一届联储主席热门候选人克里斯托弗·沃勒表示，他主张在12月降息。期货合约显示，投资者认为美联储在12月9-10日即将召开的政策会议上降息的概率约为70%。



## 2. 宏观综述（国际）

- 11月24日，美国商务部长霍华德·卢特尼克表示，欧盟需要修改其数字法规，以达成降低钢铝关税的协议。我们正在与他们商讨放松欧盟的科技监管规定，作为交换，我们将提出一项不错的钢铝协议。
- 11月24日，美国白宫发布声明表示，总统特朗普签署了一项行政命令，启动一项旨在利用人工智能（AI）变革科学研究方式、加速科学发现的全新国家计划“创世纪计划”。
- 11月25日，根据ADP Research与Stanford Digital Economy Lab的初步估算，截至11月8日的四周，美国私营部门就业人数每周平均减少13,500人。ADP此前报告显示10月就业人数月度变动为增加42,000人。
- 11月25日，美国11月谘商会消费者信心指数为88.7， 预期93.3，前值94.6；美国10月成屋签约销售指数同比-0.4%，预期-1.2%，前值1.5%；美国11月里士满联储制造业指数为-15，预期-5，前值-4；美国9月核心PPI同比2.6%，预期2.7%，前值2.8%；美国9月PPI同比2.7%， 预期2.6%，前值2.6%；美国9月核心PPI环比0.1%，预期0.2%，前值-0.1%；美国9月PPI环比0.3%，预期0.3%， 前值-0.1%；美国9月零售销售(除汽车)环比0.3%，预期0.3%，前值0.6%；美国9月零售销售环比0.2%，预期0.4%，前值0.6%。



## 2. 宏观综述（国际）

- 11月26日，美国11月22日当周首次申请失业救济人数21.6万人，预期22.5万人，前值22万人；美国9月扣除运输类耐用品订单环比初值0.6%，预期0.2%，前值0.3%（修正：0.5%）；美国9月耐用品订单环比初值0.5%，预期0.5%，前值2.9%（修正：3%）。
- 11月26日，美国商务部最新公布的数据显示，9月整体耐用品订单环比初值增长0.5%，与市场预期持平，但较8月的2.9%明显放缓，显示高利率、高关税环境下大宗订单动能趋弱。
- 11月27日，美国总统特朗普在佛罗里达州表示，美国将“很快”开始在陆地上采取行动，阻止所谓的委内瑞拉“毒品贩运者”。
- 11月27日，俄罗斯总统普京表示，美方代表团将于下周到访莫斯科。美俄乌新一轮接触在即，美国提出的乌克兰问题和平计划历经多轮调整却细节不明，俄乌在诸多核心议题上仍存严重分歧。从最初提出的“28点”到俄乌会谈后的“19点”，再到美国总统特朗普日前抛出的“22点”，“和平计划”一变再变，条款中删减和改变的内容也一直未被披露。





### 3. 产业信息综述

- 11月22日，美国商品期货交易委员会（CFTC）数据显示，截至10月7日当周，COMEX铜期货投机性净多头寸增加8,536手至58,648手。
- 11月24日，印尼自由港公司首席执行官韦纳斯表示，由于泥石流事故后的恢复过程仍在进行，公司计划在2026年生产47.8万吨阴极铜和26吨黄金，这低于其最初计划（该公司最初的目标是铜产量约70万吨，黄金产量约45吨）。同时，该公司估计2025年金属铜销量为53.7万吨，黄金销量为33吨。
- 11月24日，哈莫尼表示，该公司已完成伊娃铜矿项目的更新可行性研究。预计首批生产将于2028年下半年启动。预计该项目前五年每年将生产65,000吨铜。
- 11月25日，智利国家铜业公司CodeIco向部分买家提出2026年度合约的报价，较LME价格每吨高出350美元。CodeIco的报价通常为行业定下基准，而350美元的升水将较今年商定的89美元大幅提高。
- 11月27日，国际铜研究小组秘书长保罗·怀特表示，预计2026年全球精炼铜使用量将增长2.1%，预计2026年全球铜矿产量将增长2.3%。

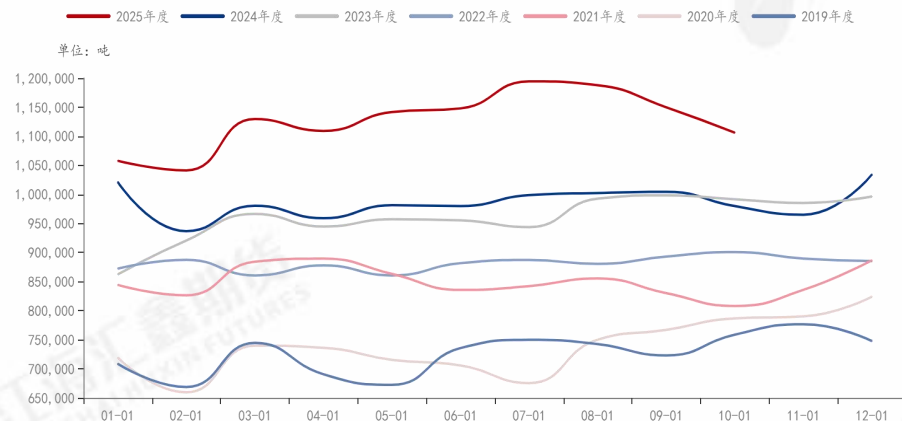
➤ 资料及图片来源：卓创、铜联、公开网络，江海汇鑫期货整理



### 3. 铜基本面-供给端

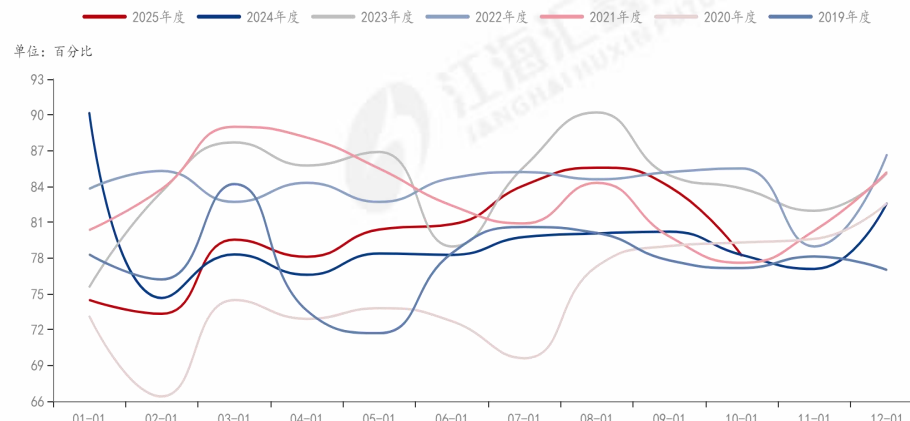
- 10月国内电解铜产量继续走低，月度产量110.61万吨，环比上月下降3.37万吨，同比增长12.89%。国内铜冶炼企业开工率略有走低，10月开工率为78.18，上月末为83.98%。2025年我国冶炼端韧性较强，年初市场普遍预期冶炼企业会因为加工费的大幅走低而减少精铜产出的情况并没有出现。9月后，冶炼企业集中检修，导致产出环比下降，最新数据显示，我国冶炼企业开工率超预期下滑。

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

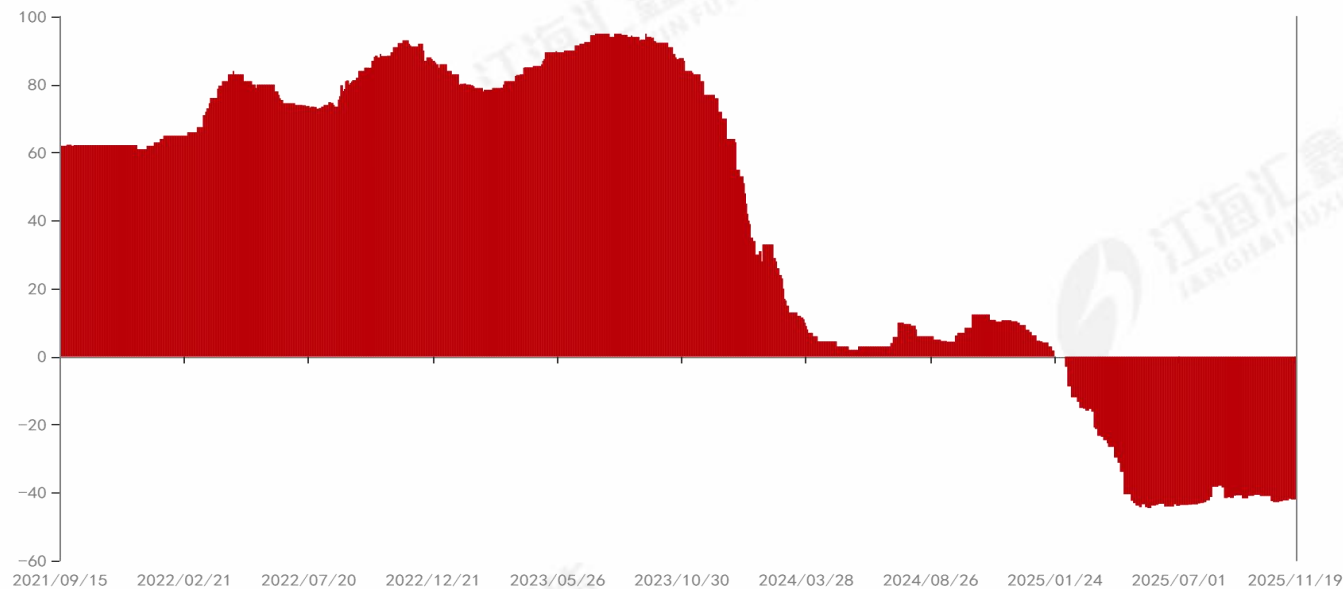


### 3. 铜基本面-供给端

➤ 进口铜矿现货粗炼加工费TC周度略有上涨，本周四为-42.45美元/干吨，上周四为-42.02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)	0	-42.45	
RC (美分/磅)	0	-4.245	
加工费收入 (元/吨)	0	-1858	$(TC/矿石品位*干吨量+RC*铜金属量)*汇率$
加工成本 (元/吨)	2000	2000	
副产品 (硫酸, 元/吨)	2370	2370	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)	2070	212	未考虑其他伴生金属收入

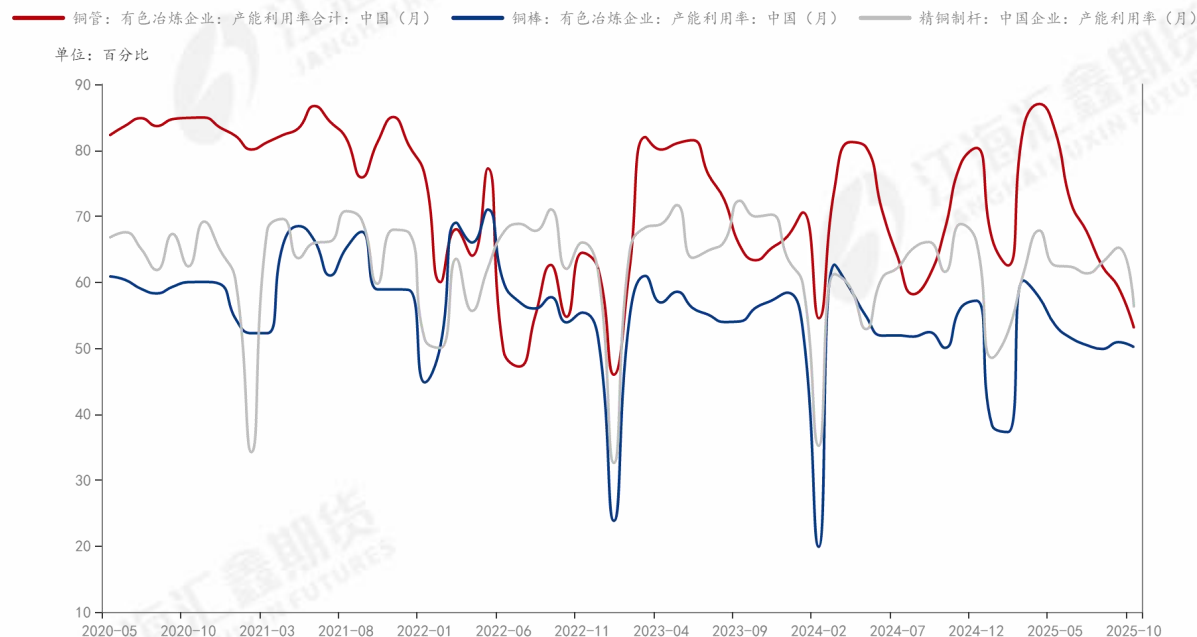
- 本周现货铜矿加工费略有变动（本周平均为-42.45美元/干吨，上周为-42.02美元/干吨），但山东地区冶炼酸价格继续快速上涨（上周均价735元/吨，本周升至777元/吨）。由于铜冶炼过程中副产品收益大幅上升，导致使用现货铜矿进行冶炼的企业周度收益水平增长明显。同时，长单矿冶炼企业盈利尚可，测算为2070元（长单冶炼企业产能占比超过80%）。（此测算过程相对保守，没有考虑冶炼过程中的其他伴生金属价值）





## 4. 铜基本面-需求端

下游开工率



数据来源：铜联数据

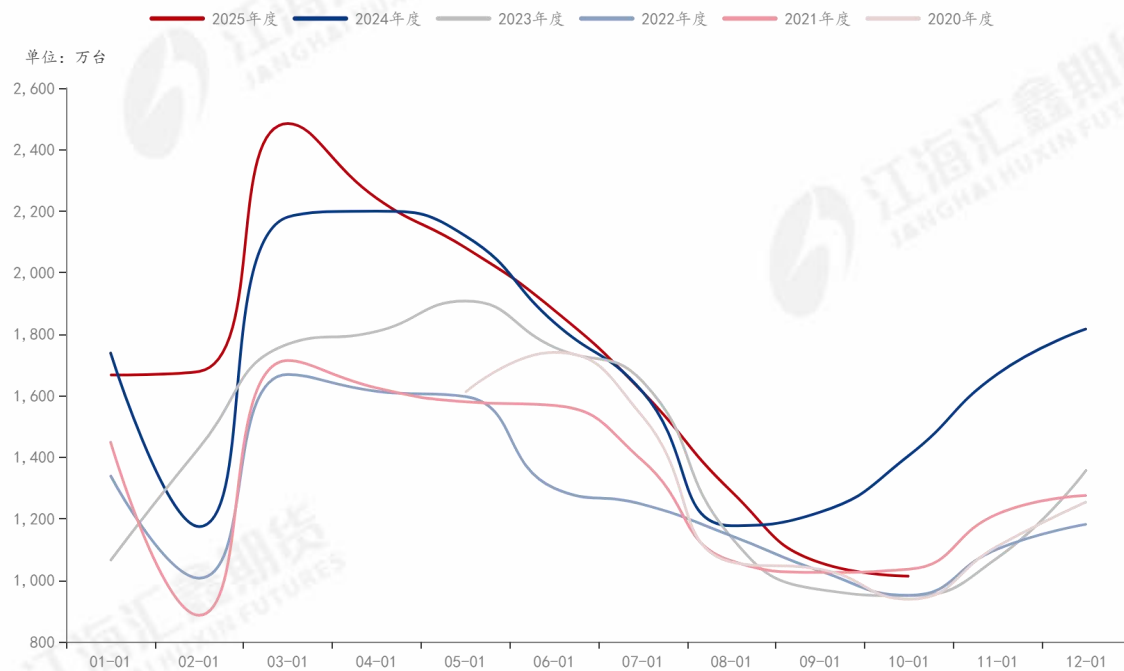
- 当前已是11月中旬，铜下游传统旺季已接近尾声，铜下游三大领域（铜杆、铜管、铜棒）开工率均出现明显下跌。首先是高铜价的确抑制了下游部分需求（例如，电缆领域对铜价较为敏感），同时上半年空调抢出口透支终端需求，电网和电源投资前置也造成下半年增速乏力。
- 铜管企业开工率9月为59.77%，10月为53.03%。
- 铜棒企业开工率9月为50.9%，10月为50.14%。
- 铜杆企业开工率9月为65.23%，10月为56.2%。

➤ 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：铜联数据

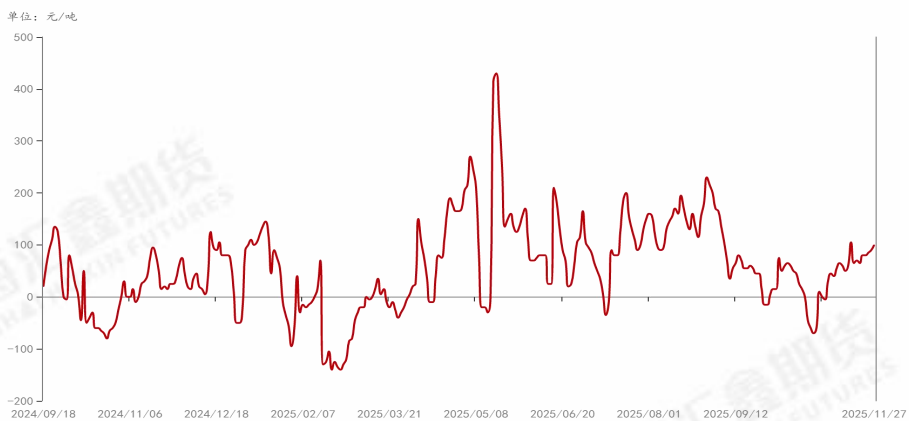
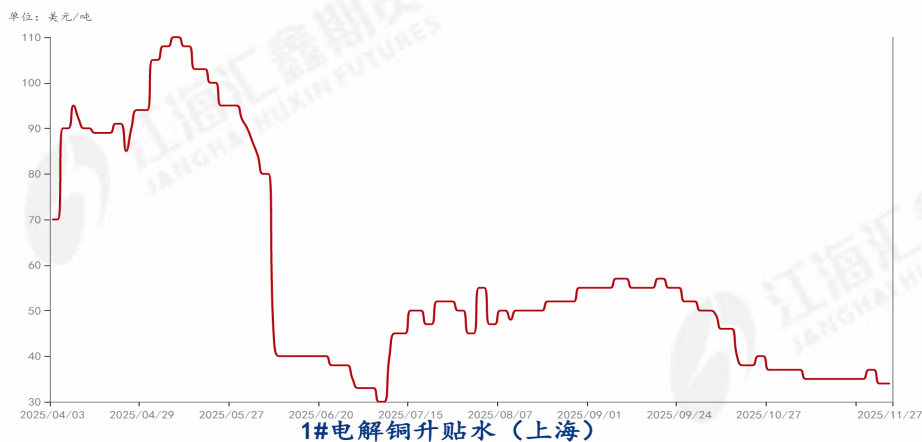
- 家电是铜消费的第二大领域（仅次于电网领域），其中空调产量最大，单机用铜量也最多（1.5匹家用空调单台耗铜量约为5公斤左右）。我国空调产量一季度实现历史最高水平，达到5830万台，主要是由于抢出口和国内以旧换新补贴推动销量大幅增加。但一季度之后，抢出口高潮退去，同时政策补贴提前透支终端消费，之后空调产量季节性走弱。
- 9月空调产量1056.7万台，10月数据为1013.26万台。
- 根据相关数据显示，11月国内空调排产依旧表现偏弱。

➤ 资料及图片来源：卓创、铜联、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



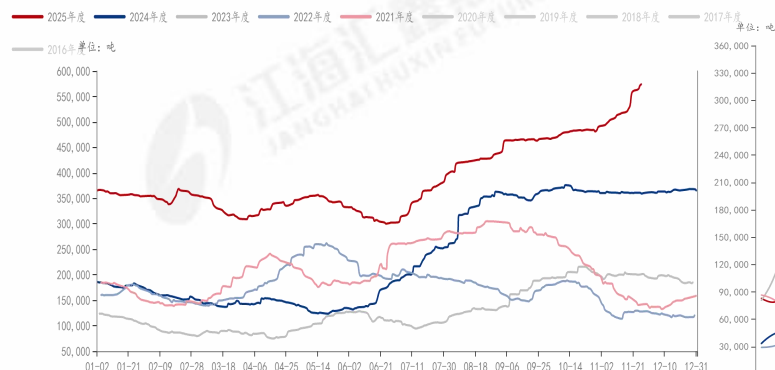
- 洋山港电解铜现货的升贴水情况可以用来衡量国内铜锭出口紧张程度，若溢价较高，则显示海外需求强劲，国内现货会大量出口海外，从而加剧国内现货紧张程度。
- 上海地区铜锭现货升贴水则可以表示现货市场铜锭的紧张程度，若现货升水较高，说明现货较期货溢价较高，现货贸易存在加价情况。
- 当前洋山铜溢价周度保持在35美元/干吨，现货升贴水本周持续小幅攀升，从周初80元/吨升至周四的100元/吨。

➤ 资料及图片来源：卓创、铜联、公开网络，江海汇鑫期货整理

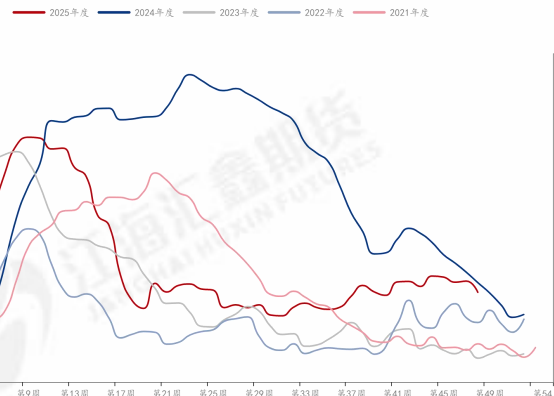


## 4. 铜基本面-需求端

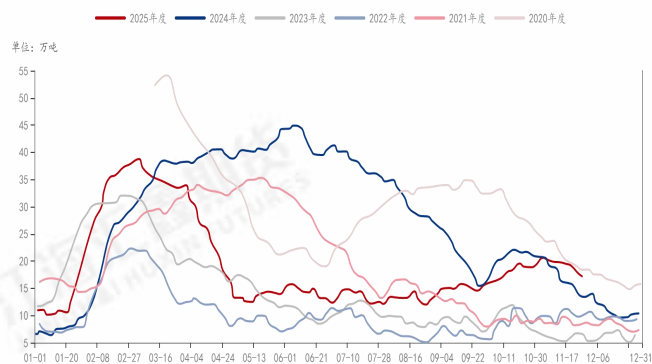
LME: 铜: 上期库存 (日) + COMEX: 铜: 期货库存 (日)



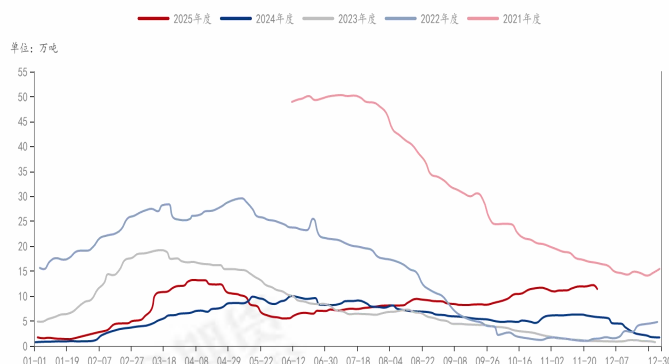
上期所库存



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55.64万吨升至本周的57.42万吨。
- 国内精炼铜社会库存下降，由上周的19.21万吨降至17.16万吨；
- 上期所库存下降幅度较大，由11.06万吨降至本周9.79万吨。
- 保税区库存明显下降，由上周的11.92万吨降至本周的11.32万吨。





## 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25日，智利国家铜业公司CodeIco向部分买家提出2026年度合约的报价，较LME价格每吨高出350美元。CodeIco的报价通常为行业定下基准，而350美元的升水将较今年商定的89美元大幅提高。

**操作建议：**随着美联储官员不断释放鸽派言论，目前市场对12月份降息预期快速抬升，从而在宏观侧为铜价带来上行动力。短期看，基本面表现平平，下游开工骤降，库存没有显著去化，但投资者对明年铜价表现预期乐观（需求放量，供给收缩）。建议沪铜在87000附近建立多单，止损建议在84000附近。

## 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。