

2025年12月8日



海外库存错配，铜价强势上行

核心观点及策略

- 上周铜价强势上行，主因美国9月核心PCE低于预期助推降息情绪升温，某大宗商品巨头上周大量注销LME亚洲库仓单引发海外货源紧缺担忧，叠加市场普遍猜测未来美联储影子主席将坚持鸽派立场；此外，美国ADP就业人数以外下滑进一步助推12月降息预期，海外市场风险偏好回升。基本面来看，海外中断矿山复产缓慢，中国铜冶炼小组(CSPT)联合声明2026年或减产约10%，社会库存低位下探，内贸现货升水上行，近月盘面C结构收缩。
- 整体来看，因美铜关税预期带来的溢价走高正使全球库存结构再度发生错配，LME亚洲库仓单近期被大量注销引发海外非美地区货源紧缺预期升温，叠加美联储年底降息时刻的临近推动市场多头情绪异常高涨；基本上，海外精矿紧缺格局依旧，CSPT明年或联合减产10%，而数据中心、机器人和6G领域的发展将为铜提供广阔的需求前景，LME注册仓单量大幅下滑，预计短期铜价将延续上行。
- 风险因素：美联储12月暂停降息，全球制造业复苏乏力

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷
从业资格号：F0297587
投资咨询号：Z0011509

黄蕾
从业资格号：F0307990
投资咨询号：Z0011692

高慧
从业资格号：F03099478
投资咨询号：Z0017785

王工建
从业资格号：F03084165
投资咨询号：Z0016301

赵凯熙
从业资格号：F03112296
投资咨询号：Z0021040

何天
从业资格号：F03120615
投资咨询号：Z0022965

一、市场数据

表1 上周市场主要交易数据

合约	12月5日	11月28日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	11665.00	11175.50	489.50	4.38%	美元/吨
COMEX 铜	545.4	527.8	17.6	3.33%	美分/磅
SHFE 铜	92780.00	87430.00	5350.00	6.12%	元/吨
国际铜	83390.00	78770.00	4620.00	5.87%	元/吨
沪伦比值	7.95	7.82	0.13		
LME 现货升贴水	23.05	44.69	-21.64	-48.42%	美元/吨
上海现货升贴水	170	110	60		元/吨

注：（1）LME 为 3 月期价格；上海 SHFE 为 3 月期货价格；
 （2）涨跌= 周五收盘价—上周五收盘价；
 （3）涨跌幅=（周五收盘价-上周五收盘价）/ 上周五收盘价*100

表2 上周库存变化

库存地点	12月5日	11月28日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	162550	159425	3125	1.96%	吨
COMEX 库存	436853	426961	9892	2.32%	短吨
SHFE 库存	88887	97912	-9025	-9.22%	吨
上海保税区库存	94800	106200	-11400	-10.73%	吨
总库存	783090	790498	-7408	-0.94%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价强势上行，主因美国 9 月核心 PCE 低于预期助推降息情绪升温，某大宗商品巨头上周大量注销 LME 亚洲库仓单引发海外货源紧缺担忧，叠加市场普遍猜测未来美联储影子主席将坚持鸽派立场；此外，美国 ADP 就业人数以外下滑进一步助推 12 月降息预期，海外市场风险偏好回升。基本面来看，海外中断矿山复产缓慢，中国铜冶炼小组 (CSPT) 联合声明 2026 年或减产约 10%，社会库存低位下探，内贸现货升水上行，近月盘面 C 结构收缩。

库存方面：截至 12 月 5 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计降至 78.3 万吨，全球库存继续有所回落。其中 LME 铜库存增加 0.3 万吨，注销仓单比例大幅升至 39.3%；上期所库存减少 0.9 万吨；上海保税区库存减少 1.14 万吨，上周洋山铜仓单维持 40 美金但套利窗口倒挂导致近期到港量持续下滑，整体来看美铜库存仍在持续增加，国内社会库存低位下探，沪伦比值有所反弹主因美元指数上周表现疲软。

宏观方面：美国 9 月核心 PCE 同比+2.8%，略低于预期和前值的 2.9%，继续推动年底最

后一次的降息或将趋于兑现，值得注意的是，该数据原定于 10 月 31 日公布但因政府长达 40 天的停摆导致延期至今，原计划 11 月 26 日公布的 10 月 PCE 数据目前尚无公布时间表，需关注最近的通胀数据表现。美国上周首申失业金人数降至 19.1 万人，大幅低于预期的 22 万人，为近三年多以来最低，表明劳动力市场实际裁员氛围得到一定缓解，有助于缓和市场对就业市场迅速恶化的担忧，近期美国就业岗位的削减或更多来自于中小企业，这将为美联储下周是否决定继续降息提供有力参考，基于 10 月缺失的非农数据，Revelio Labs 数据显示，美国 11 月非农就业人数预计减少 9000 人。据市场报道，大宗商品巨头摩科瑞计划从 LME 亚洲仓库提取大量的铜仓单，预计将超过 4 万吨铜，将导致 LME 库存被进一步掏空，今年以来海外精铜离开 LME 体系后基本被运完了美国，主因美国通过了《国防生产法案》并将铜列为关键矿产试图保证自身资源供应，随着近期丰厚的 COMEX-LME 套利窗口的重新开启，将一步加剧海外非美地区的货源紧缺状态。担忧目前大热提名人选的凯文·哈赛特一旦上任后可能为了迎合特朗普政府从而开启激进式降息，美国财政部官员在与华尔街银行和资管巨头谈话时征询了对哈赛特及其他候选人的反馈意见，市场对五位潜在候选人可能带来的各种资产结果预期的分布范围十分狭隘，简单来说就是无论是谁拍马上任，都可能加速明年美联储的降息进程。Polymarket 数据显示当前热门人选为凯文·哈赛特，后者表示一旦当选将立刻采取行动，但无论是谁都需要参议院确认，如果提名的不是沃勒或鲍曼这样的现任理事，那么该人选很有可能将获得 14 年的理事任期。国内方面，中国 11 月官方制造业 PMI 升至 49.2，环比增加 0.2%，其中生产指数为 50，位于临界点附近，表明制造业生产总体稳定，新订单指数为 49.2，环比+0.4%，表明制造业市场需求总体平稳，原材料库存指数为 47.3，环比持平，表明主要原材料库存量持续减少，从业人员指数为 48.4，环比+0.1%，表明制造业企业用工景气度略有回升，供应商配送指数为 50.1，环比+0.1%，供应商交货时间略有加快。

供需方面，嘉能可将 2026 年铜产量指引从 93 万吨下调至 81-87 万吨主因旗下智利 Collahuasi 铜矿今年运营持续受挫，但嘉能可计划在 2028 年前将重启此前已经关闭的阿根廷铜矿 Alumbreia 铜矿，Grasberg 大幅下调今明两年的产量指引，尽管卡莫阿设计产能 50 万吨冶炼厂已完成点火烘炉，但卡库拉矿端的产量确实将严重影响今年整体产量。精铜方面，Codelco 对 2026 年中国区 CIF 精炼铜长单美金溢价报价高达 350 美元/吨，创历史新高，凸显全球货源优先发往北美地区的货物流向，国内冶炼厂基于紧缺的原材料供应的现实逐步收缩产能利用率，废铜的趋紧也令冶炼厂难以采购足够冷料来填补缺口。从需求来看，电网投资项目进度缓慢，铜缆线企业开工率仍然低迷，白色家电排产计划收缩，传统行业迟迟难寻低位点价和补库的良机；但铜正经历新旧动能的切换之际，新能源汽车保持强劲增长势头，AI 算力需求带来全球数据中心建设的快速进程为铜提供广阔消费空间，现货市场升水走高，国内库存低位下探，近月 C 结构有所收窄。

整体来看，因美铜关税预期带来的溢价走高正使全球库存结构再度发生错配，LME 亚洲库仓单近期被大量注销引发海外非美地区货源紧缺预期升温，叠加美联储年底降息时刻的临

近推动市场多头情绪异常高涨；基本面上，海外精矿紧缺格局依旧，CSPT 明年或联合减产 10%，而数据中心、机器人和 6G 领域的发展将为铜提供广阔的需求前景，LME 注册仓单量大幅下滑，预计短期铜价将延续上行。

三、行业要闻

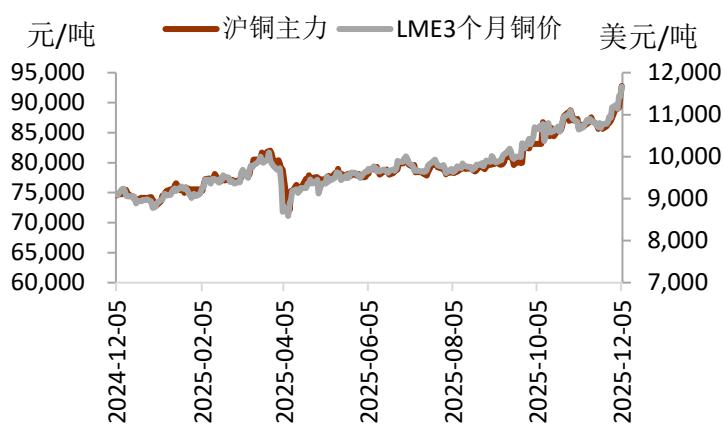
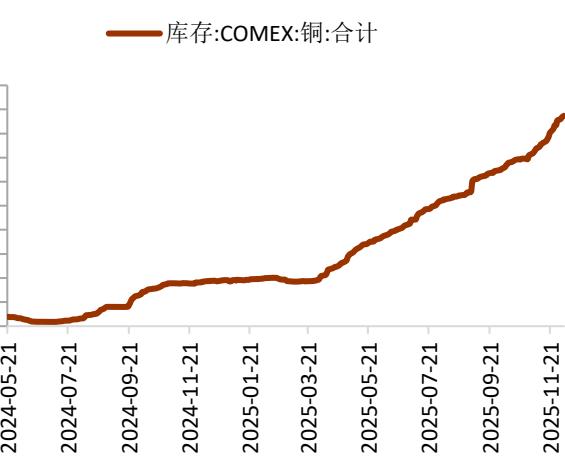
1、智利国家铜业公司（Codelco）与瑞士矿业和嘉能可（Glencore）签署了一份谅解备忘录，以推进该国一个新的冶炼厂项目。Codelco 将每年向嘉能可供应高达 80 万吨铜精矿，而嘉能可将主导该项目的开发，包括工厂的设计、融资、建设、运营和维护。该工厂预计每年将按照严格的环保标准处理 150 万千公吨物料。Codelco 此前曾表示，不会直接建设或投资该工厂。嘉能可将启动一项可行性预研，两家公司计划在明年上半年达成最终协议。如果获得批准，项目将于 2030 年开工建设，并于 2032 年至 2033 年间投入运营。Codelco 表示，嘉能可是在公开招标后被选中的。嘉能可首席执行官表示，被选为智利国家铜业公司这一标志性项目的战略合作伙伴，反映了该公司对智利的信心。该公司多年来一直在该国的采矿业进行大量投资，并表示期待与 Codelco 建立长期合作伙伴关系。Codelco 董事长 Máximo Pacheco 表示，该协议标志着智利采矿业迈出了关键一步，符合智利实现可持续发展和提升全球竞争力的长期目标。其表示：“我们认为这对智利当前和未来的采矿生态系统来说都是一项良好的举措。新冶炼厂靠近其他铜生产公司，这将带来物流优势、运营灵活性，以及通过在生产源附近提炼精矿来获取附加值的可能性。”

2、艾芬豪矿业（Ivanhoe Mines）周三表示，尽管刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿综合体在矿震引发洪水后，场地修复工作正逐步推进，但该矿 2026 年铜产量仍将低于 2024 年水平。2026 年该矿含铜产量预计将在 38 万至 42 万吨区间，2027 年则将增长约 30%，达到 50 万至 54 万吨。同时，公司维持中期年产约 55 万吨铜的目标。目前卡库拉矿端水淹区域的脱水作业进度为：西区完成 70%，东区完成 60%，其中西区脱水工作预计将于明年 1 月底前完工。截至目前，该矿已完成 13.4 公里井下巷道的修复，其中包含 4.6 公里已完成脱水的巷道。全面修订后的矿山生命周期规划仍按计划于明年一季度末完成。管理层正考虑将采矿规模提升至每年 1700 万吨，同时也将评估进一步扩产的方案，其中包括新建一座选矿厂。据公司规划，2026 年卡库拉矿区矿石开采量预计为 600 万吨，2027 年有望增至 700 万至 800 万吨；同期矿石铜品位预计维持在 3.5%-4.5% 区间。

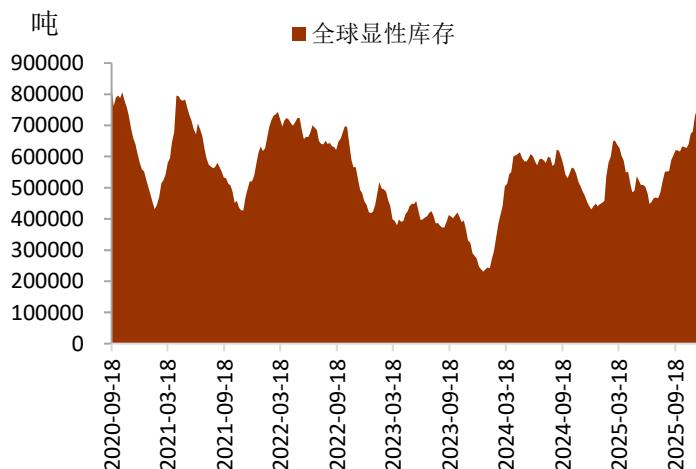
3、全球矿业与大宗商品巨头嘉能可（Glencore）计划到 2035 年将年铜产量提升至约 160 万吨，以扭转多年产量下滑趋势。同时，公司将 2026 年铜产量预期从此前的 93 万吨下调至 81 万 - 87 万吨，主要受智利 Collahuasi 铜矿运营挫折影响。面对投资者对产量下滑的不满（股价已跌至 2020 年以来最低点），嘉能可推出全面运营审查和长期扩产计划：预计到 2028 年底，基础铜业务年产量突破 100 万吨；到 2035 年铜年产量达约 160 万吨，较当前水平（约 85 万吨）近乎翻倍。此外，嘉能可计划于 2026 年第四季度重启阿

根廷 Alumbrera 铜矿，2028 年上半年开始首次生产，完全运营后，预计四年内年产约 7.5 万吨铜、31.7 万盎司黄金和 1,000 吨钼，被视为公司 2028 年实现 100 万吨目标的关键支撑项目，将提供稳定的长期现金流。并计划建设阿根廷 MARA 项目，该项目是与 Alumbrera 相邻的大型铜项目，预计投产后将跻身全球铜生产商前 25 强，前 10 年平均年产铜量将超过 20 万吨（含副产品），是公司 2035 年 160 万吨目标的重要组成部分。嘉能可计划在未来十年内在阿根廷两大项目（Alumbrera 和 MARA）投入 135 亿美元，目标直指年产能 100 万吨铜。

四、相关图表

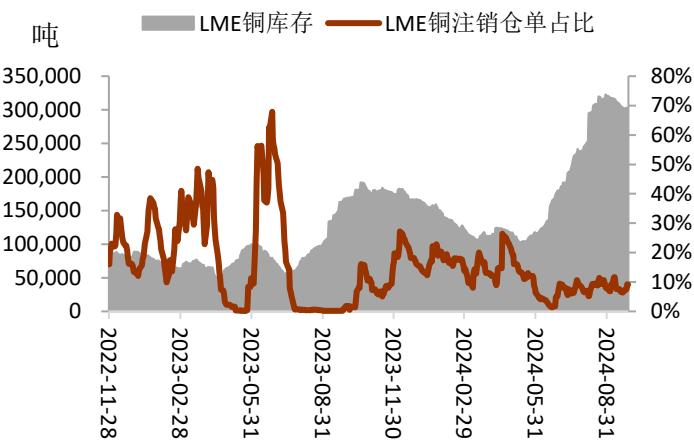
图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

图表 2 COMEX 铜库存


数据来源：iFinD, 铜冠金源期货

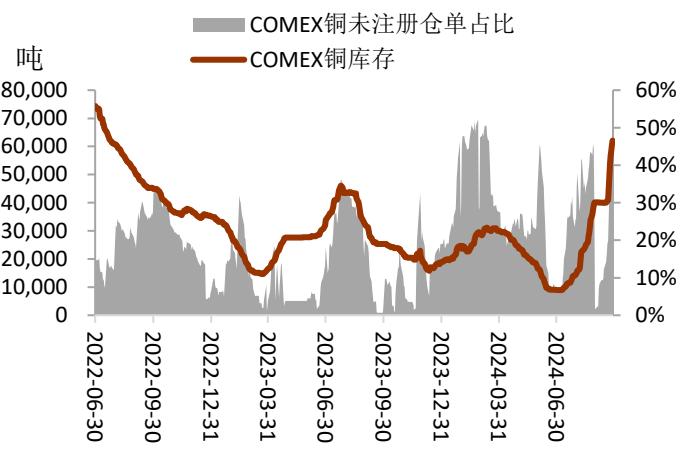
图表 3 全球显性库存

图表 4 上海交易所和保税区库存


数据来源：iFinD, 铜冠金源期货

图表 5 LME 库存和注销仓单

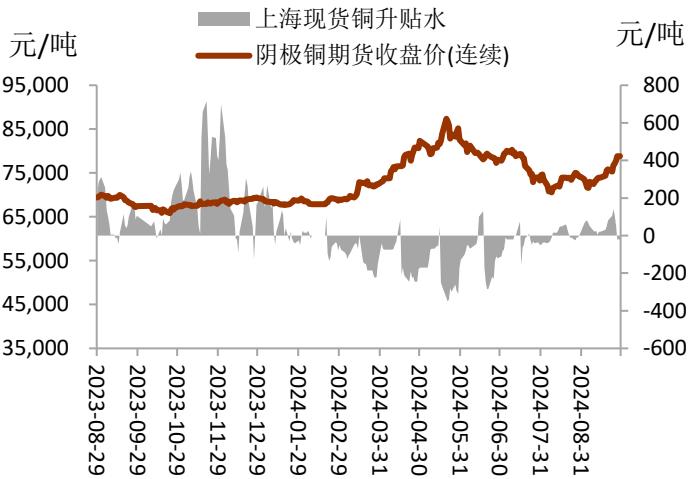


图表 6 COMEX 库存和注销仓单

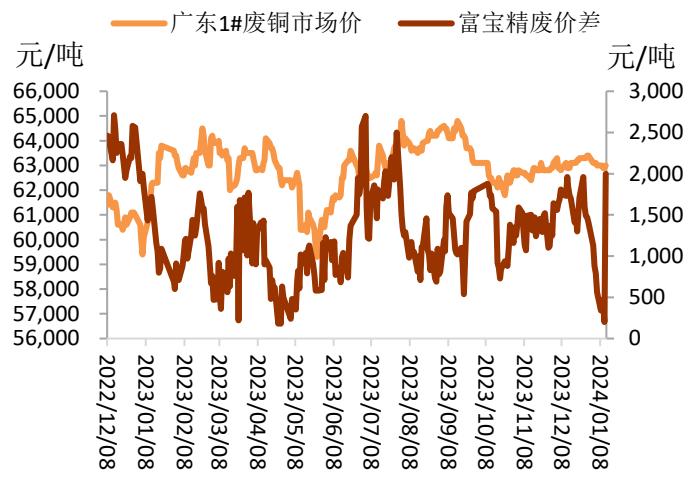


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 7 沪铜基差走势



图表 8 精废铜价差走势

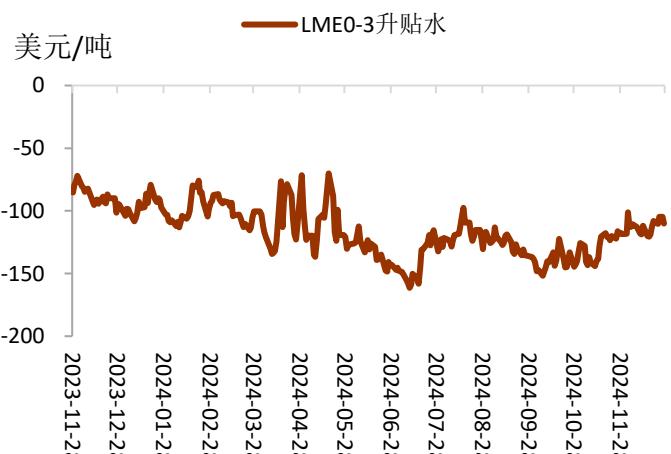


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 上海有色铜现货升贴水走势



图表 10 LME 铜升贴水走势



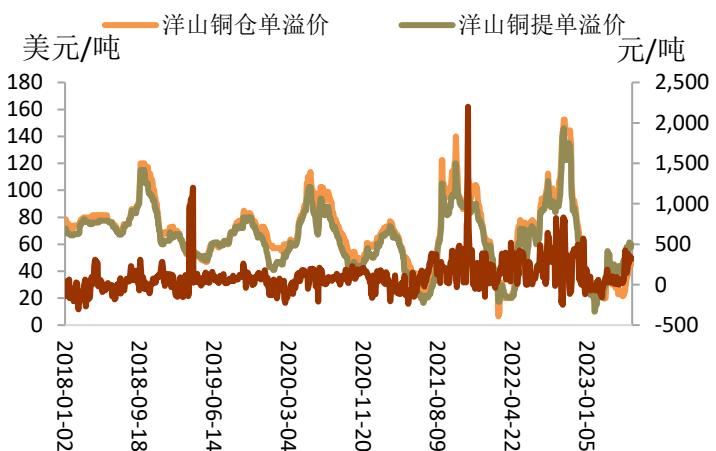
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

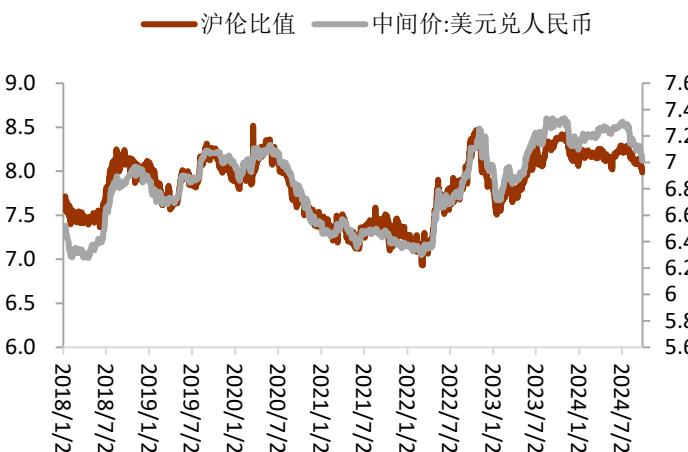


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价



图表 13 铜内外盘比价走势



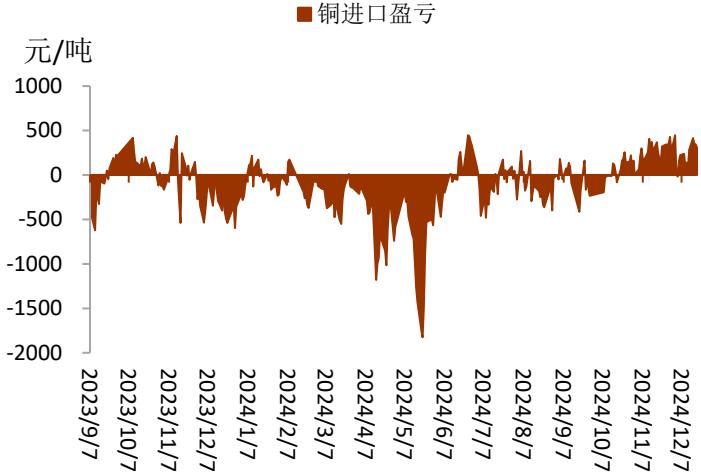
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

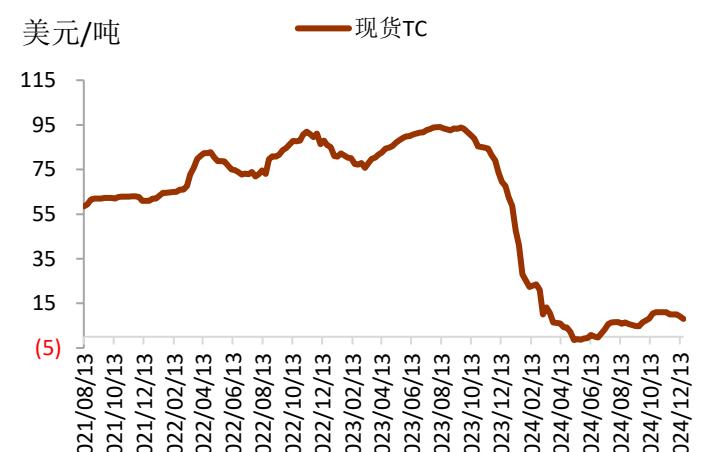


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

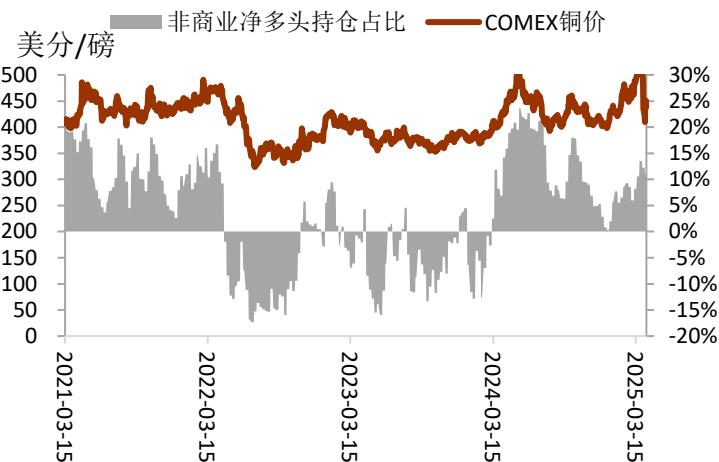
图表 14 铜进口盈亏走势



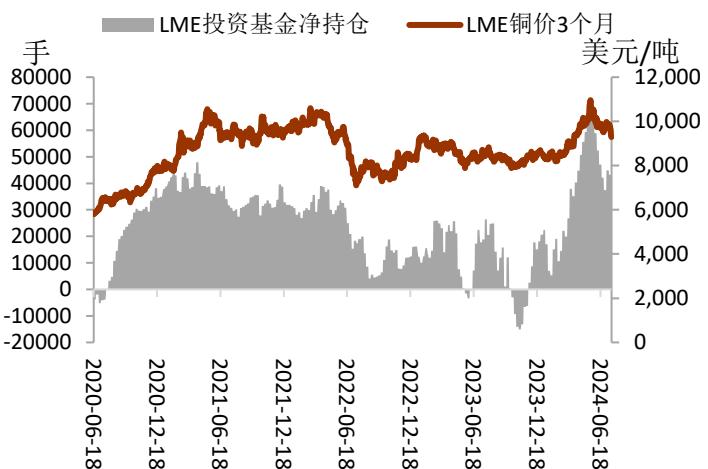
图表 16 铜精矿现货 TC



图表 17 COMEX 铜非商业性净多头占比



图表 18 LME 铜投资基金净持仓变化



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE QA

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055



上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B1 栋 9 楼 910、911 室
电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。