

2025年9月8日



非农数据惨淡，铜价高位震荡

核心观点及策略

- 上周铜价高位震荡，主因美国8月非农数据惨淡且失业率上升助推本月降息预期，但当前市场对9月降息定价已较为充分；另一方面个别鹰派官员仍然维持谨慎立场，认为如果美联储的独立性受到威胁，那么美国的低通胀环境也将遭受重创，美联储或难以在本月开展超预期降息。基本面来看，海外矿端紧缺格局依旧，因新的税收政策或导致废铜冶炼利润受限，国内9月精铜产量将出现一定程度的下滑，伴随金九银十消费旺季来临，社会库存又向下回落的风险，近月盘面B结构有所走扩。
- 整体来看，美国疲软的非农数据助推降息预期，但此前市场定价已较为充分，鹰派官员表达特朗普若过分干预美联储的独立性将导致美国当前的低通胀环境遭受重创，美联储作出决定前市场将保持相对谨慎；此外，中国制造业景气度回升，工业产出恢复增长，新出口业务萎缩步伐放缓，反内卷情绪仍在持续发酵，A股市场新兴产业板块持续走高。基本面来看，海外矿端紧缺格局依旧，因新的税收政策或导致废铜冶炼利润受限，国内9月精铜产量将出现一定程度的下滑，伴随金九银十消费旺季来临，精铜将回归紧平衡结构，预计短期铜价将在震荡结束后转向继续上行。
- 风险因素：美联储9月按兵不动，全球经济增速下行

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F03084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

一、市场数据

表 1 上周市场主要交易数据

合约	9月5日	8月29日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	9865.00	9906.00	-41.00	-0.41%	美元/吨
COMEX 铜	454.35	458.5	-4.15	-0.91%	美分/磅
SHFE 铜	80140.00	79410.00	730.00	0.92%	元/吨
国际铜	70470.00	70490.00	-20.00	-0.03%	元/吨
沪伦比值	8.12	8.02	0.11		
LME 现货升贴水	-68.04	-80.26	12.22	-15.23%	美元/吨
上海现货升贴水	165	250	-85		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	9月5日	8月29日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	157950	158900	-950	-0.60%	吨
COMEX 库存	305345	277843	27502	9.90%	短吨
SHFE 库存	81833	79730	2103	2.64%	吨
上海保税区库存	80200	83500	-3300	-3.95%	吨
总库存	625328	599973	25355	4.23%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价高位震荡，主因美国 8 月非农数据惨淡且失业率上升助推本月降息预期，但当前市场对 9 月降息定价已较为充分；另一方面个别鹰派官员仍然维持谨慎立场，认为如果美联储的独立性受到威胁，那么美国的低通胀环境也将遭受重创，美联储或难以在本月开展超预期降息。基本面来看，海外矿端紧缺格局依旧，因新的税收政策或导致废铜冶炼利润受限，国内 9 月精铜产量将出现一定程度的下滑，伴随金九银十消费旺季来临，社会库存又向下回落的风险，近月盘面 B 结构有所走扩。

库存方面：截至 9 月 5 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计升至 62.5 万吨，全球库存延续反弹。其中 LME 铜库存小幅基本持平，注销仓单比例维持 10%；上期所库存小幅增加 0.2 万吨，累库幅度相对有限；上海保税区库存减少 0.33 万吨，上周洋山铜提单升至 60 美金，LME 库存反弹趋势基本结束，美铜库存继续上行，沪伦比值升至 8.12，主因美元指数上周走势疲软。

宏观方面:美国8月非农新增就业人数仅2.2万人,大幅低于预期,失业率上行至4.3%,其中8月份全职工作岗位数量锐减35.7万个,这是连续第二个月出现大幅下降,美国就业市场疲软迹象显露无疑,这加剧了美联储9月降息的必要性,但市场当前已充分定价本月降息,除非美联储首轮降息幅度达到50个BP,鹰派官员克利夫兰联储主席哈马克表示美联储本月没有理由降息,美国通胀仍然高于2%的目标,美国企业正充分感受到来自供应商的价格压力,如果美联储的独立性受到威胁,那么美国的低通胀环境也将遭受重创。美国8月ADP就业人数仅增加5.4万人,大幅低于预期,商品生产部门与服务业的招聘增长出现明显减速,私人部门原岗位员工的薪资增幅已放缓至4年以来最低水平,或将会对美国个人消费出去前景形成拖累,该就业报告仍然对美国预防式降息操作创造了条件。美联储褐皮书显示,由于经济前景不确定性的增加以及关税税率走高,许多家庭薪资增速未能跟上物价上涨的步伐,导致所有联邦储备区的消费者支出持平或出现下降,多数地区由于需求减弱带来企业投资意愿下降,7个地区企业不愿意招聘员工,2个地区裁员人数增加。美联储理事沃勒表示,美联储应当在本月启动降息,并在接下来的几个月内进行多次降息,其认为当前基准利率高于中性利率,货币政策仍在限制经济。国内方面,中国标普制造业PMI回升至50.5,明显高于前值的49.5,而中国此前公布的官方制造业PMI为49.4,其中新订单指数创3月份以来最高,企业表示,销售额的增长主要得益于国内需求的增强,而新出口订单则略有下降。新订单流入的强劲增长也导致8月积压订单再次增加。未完成订单的增长速度创下六个月以来的新高。尽管产能压力加大,制造商在人员配置方面仍保持谨慎,连续第五个月选择裁员。

供需方面,全球矿端供应维持紧缺状态,国内周度现货TC维持-40.8美金/吨的相对低位,泰克资源暂停秘鲁QB部分重大扩建项目,Capstone宣布旗下位于智利的Mantoverde铜矿暂时停产,巴拿马铜矿年内复产前景黯淡,卡莫阿地下抽水工程进入第二阶段预计年内损失产量超过10万吨。精铜方面,我国9月精铜产量环比或出现大幅回落,主因新的废铜税收政策令大型冶炼厂被迫削减产量,而中小企业普遍受制于加工利润转负的困境无法复产能至正常水平,当前稳健的金银和硫酸等副产品的利润仍是支撑产量的关键因素。从需求来看,电网投资项目建设将进入加速期,精铜制杆企业开工率有所回升,风光行业面临供给侧产能出清预计装机量将在低位运行,新能源汽车将进入金九银十的消费旺季,国内传统行业需求韧性尚可而新兴产业将保持一定活力,国内社库库存或有进一步下探的风险,进口货源回流但增量相对有限,供需预期转向紧平衡背景下近月盘面B结构有所走高。

整体来看,美国疲软的非农数据助推降息预期,但此前市场定价已较为充分,鹰派官员表达特朗普若过分干预美联储的独立性将导致美国当前的低通胀环境遭受重创,美联储作出决定前市场将保持相对谨慎;此外,中国制造业景气度回升,工业产出恢复增长,新出口业务萎缩步伐放缓,反内卷情绪仍在持续发酵,A股市场新兴产业板块持续走高。基本面来看,海外矿端紧缺格局依旧,因新的税收政策或导致废铜冶炼利润受限,国内9月精铜产量将出现一定程度的下滑,伴随金九银十消费旺季来临,精铜将回归紧平衡结构,预计短期铜价将

在震荡结束后转向继续上行。

三、行业要闻

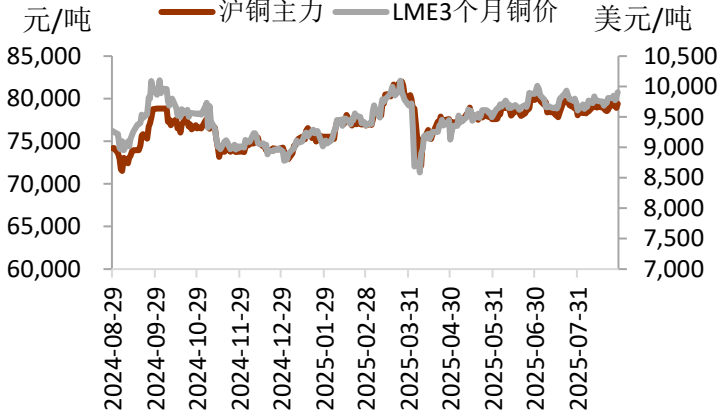
1、加拿大矿业公司 Teck Resources 表示，目前已暂停了部分重大扩建项目，同时致力于解决其位于智利的旗舰 QuebradaBlanca(QB)铜矿的产量问题。这一决定是 8 月份启动的一项全面运营审查的一部分，该审查将于 10 月结束，重点在于提升绩效。此次审查还包括了针对 QB 的详细行动计划。QB 铜矿坐落于安第斯山脉高处，此前该矿场开展了大规模改造工程，然而项目不仅超出预算 40 亿美元，进度也严重滞后。今年 7 月，首席执行官 Jonathan Price 被迫下调了产量预期。目前的主要问题是尾矿的储存问题。对此，Teck Resources 明确表示，后续大部分工作将围绕尾矿设施展开。自矿场近期扩建以来，缓慢的排沙速度已导致开发进度受阻，产量受限。公司计划采用机械化方式加高坝墙，增设新的岩石平台以增加坝顶高度，并加快排水系统的改进。虽然大型项目审批目前处于暂停状态，直到 QB 实现稳定运营并达到产能提升目标，但某些已经批准的开发项目（例如价值 24 亿美元的 Highland Valley 扩建项目）将不受影响地继续进行。

2、专注于厄瓜多尔市场的 SolGold 公司已将其税务注册地迁至瑞士，同时全力推动其旗舰项目 - Cascabel 铜金矿项目进入开发阶段。此次变更自 8 月 28 日起生效，其中包括首席执行官 Dan Vujcic 调任至欧洲。今年 6 月，SolGold 已从多伦多证券交易所退市，但保留了在伦敦证券交易所的主要上市地位；作为公司整体改革的一部分，目前该公司正考虑新增一处上市地点。此次重组的核心内容之一，是将 Cascabel 项目的全部所有权整合至 SolGold 旗下瑞士子公司 - SolGold Finance AG。此举使该项目与现有特许权使用费及流媒体协议保持一致，将项目 100% 的所有权集中到单一实体旗下。SolGold 此次调整公司架构，旨在提升财务表现、通过税务优化增加股东价值，并在当前地缘政治不确定性加剧、全球供应链格局重塑的背景下，增强对投资者的吸引力。

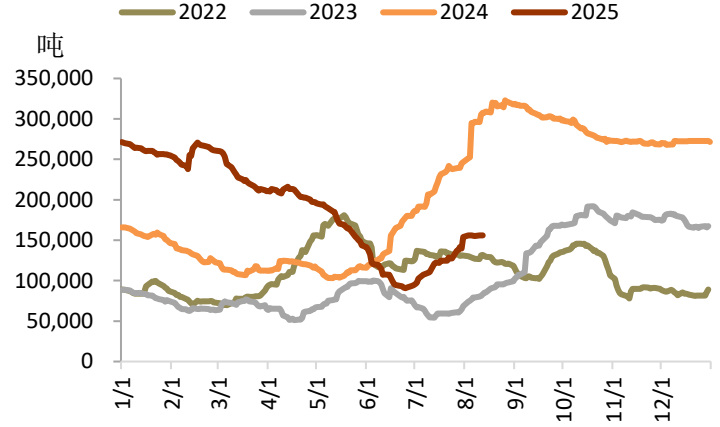
3、Capstone Copper 公司发布公告称，其位于智利的 Mantoverde 矿运营区因一周内两台球磨机驱动电机相继故障，将面临暂时性产量下滑。该公司表示，Mantoverde 矿的一台球磨机电机于 8 月 24 日出现故障，随后工作人员用备用电机完成了更换。然而，此次更换导致现场无备用电机可用，六天后第二台电机也发生了故障。公司指出，受此影响，该工厂将通过绕过磨机的方式以一半产能运营——Mantoverde 团队此前曾采用过这种运营模式。同时公司补充道，目前存在一个缓解影响的机会，即提前开展原定于 9 月下旬进行的工厂维护工作。Capstone 管理层预计，维修工作将耗时约四周，在此期间，铜精矿产量将减少 3000 至 4000 吨，目前，针对故障根本原因的调查已启动。

四、相关图表

图表1 沪铜与LME铜价走势

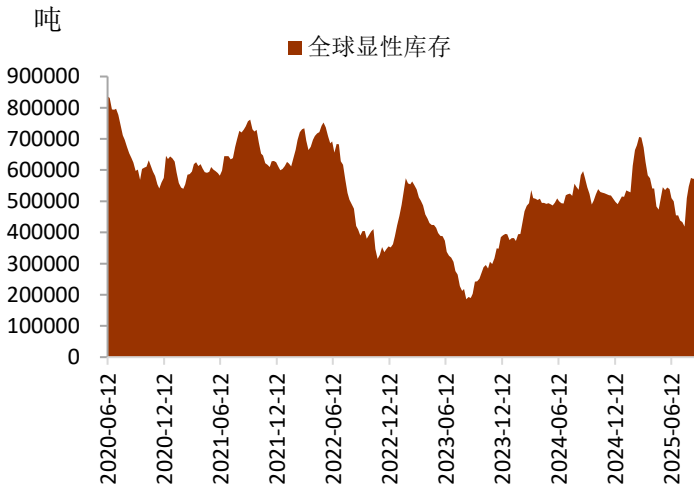


图表2 LME铜库存

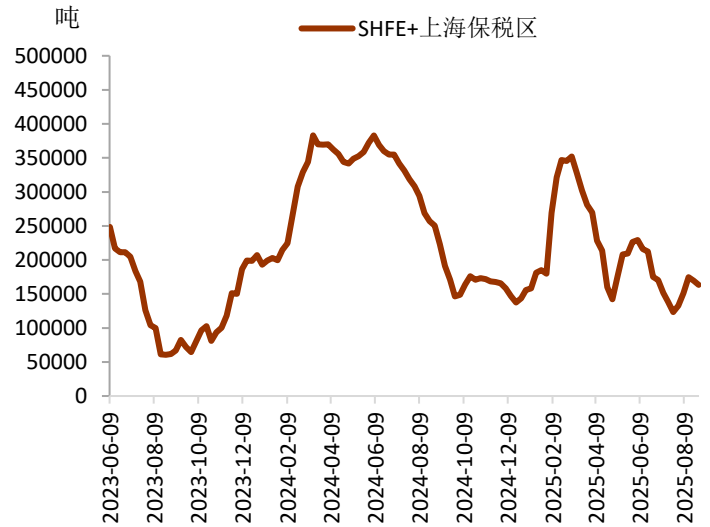


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表3 全球显性库存

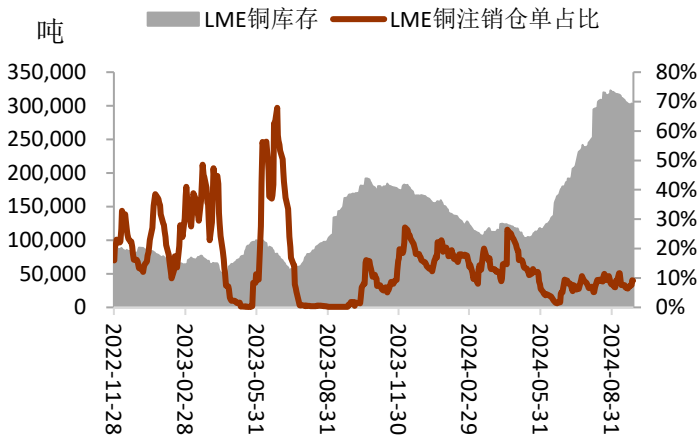


图表4 上海交易所和保税区库存

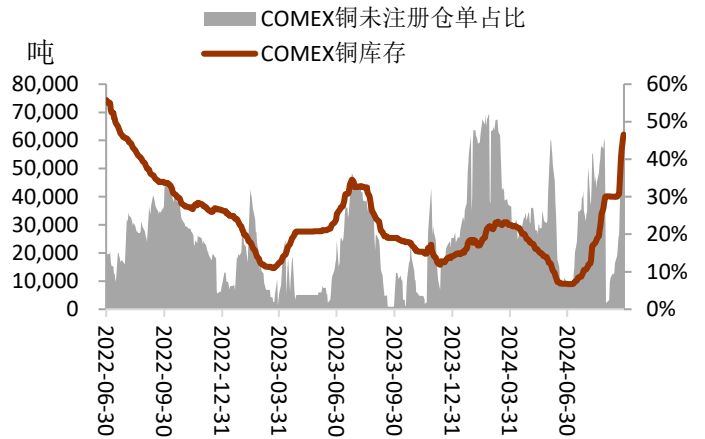


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

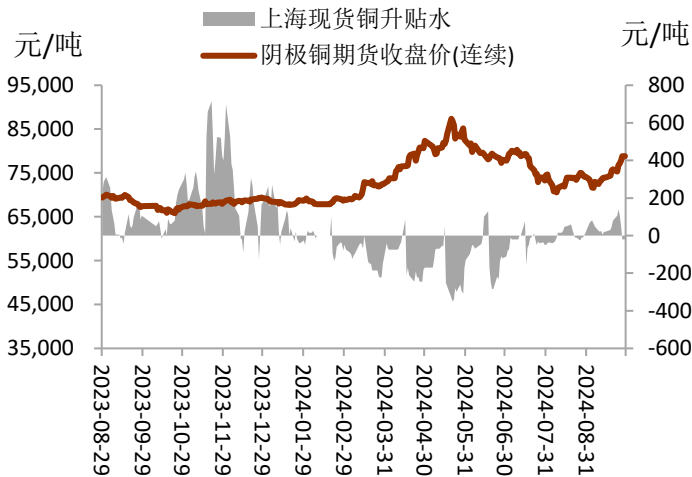


图表6 COMEX 库存和注销仓单

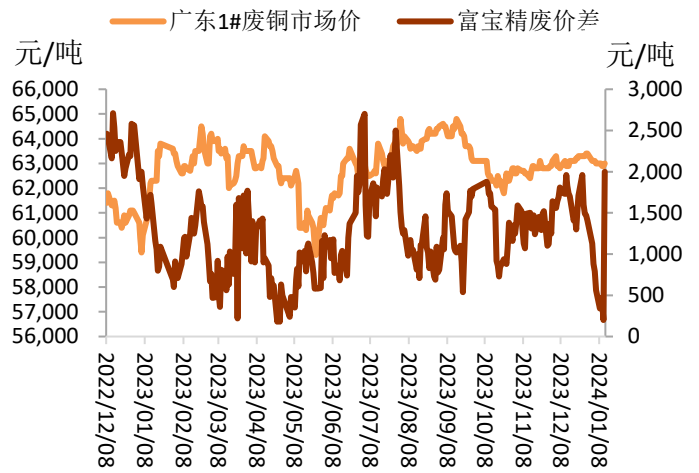


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势



图表8 精废铜价差走势

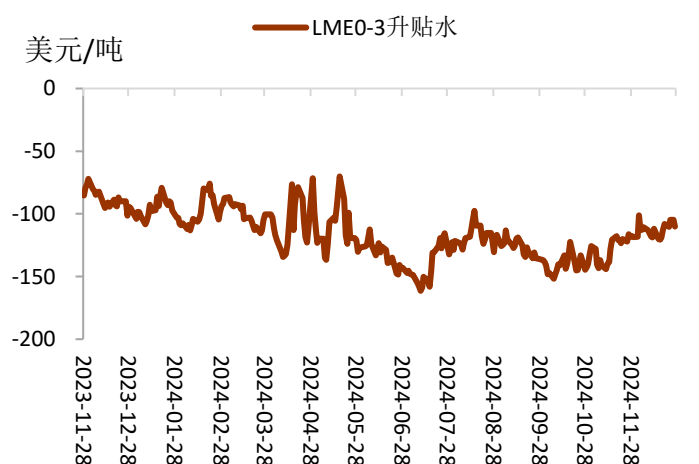


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势

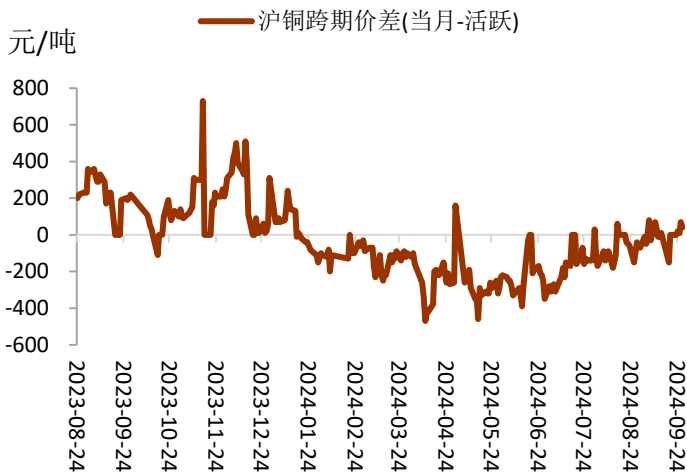


图表10 LME 铜升贴水走势

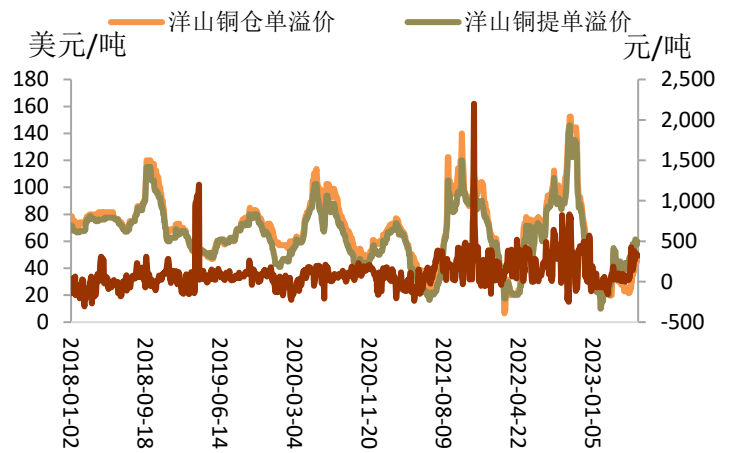


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

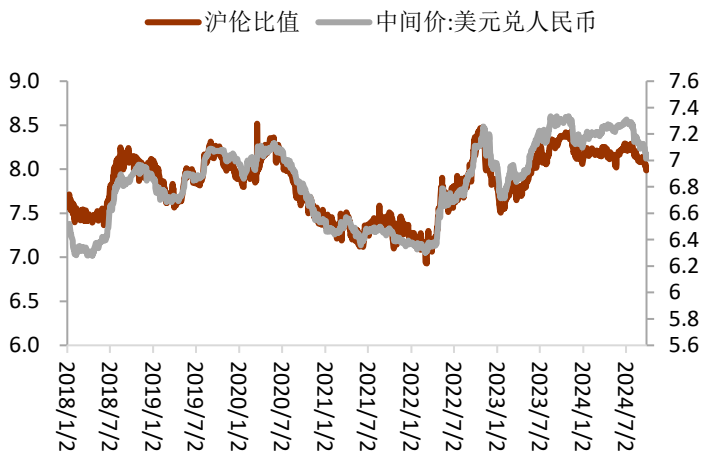


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

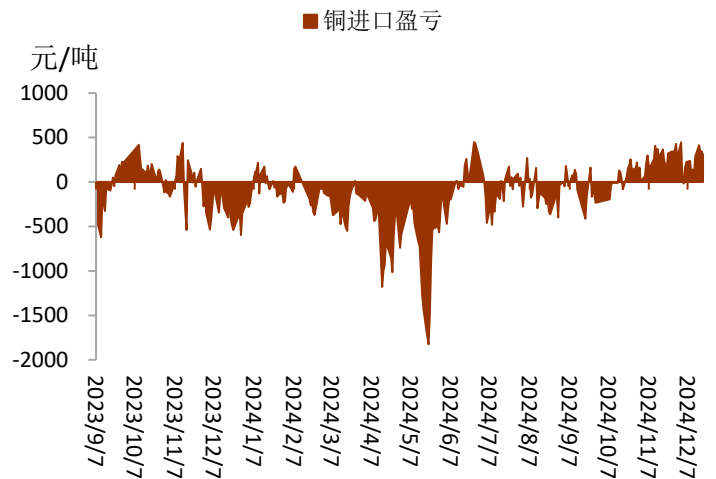


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势

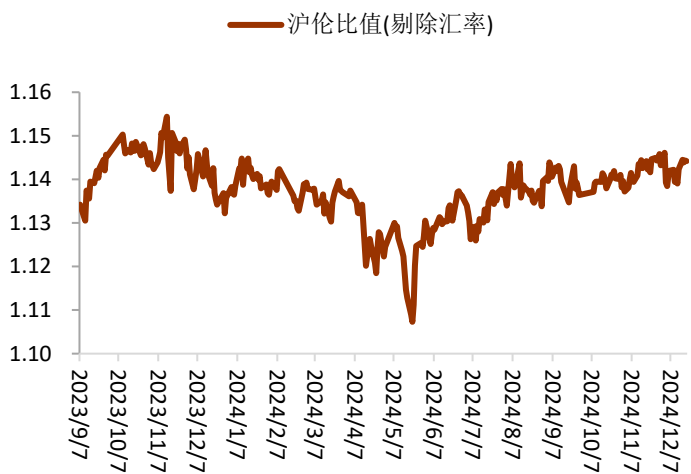


图表 14 铜进口盈亏走势

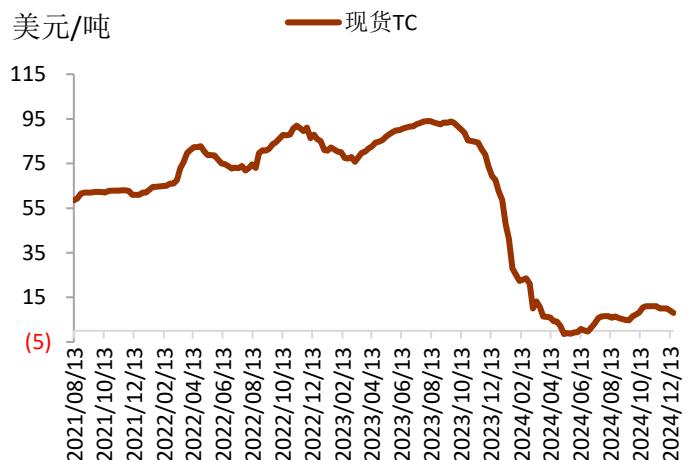


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

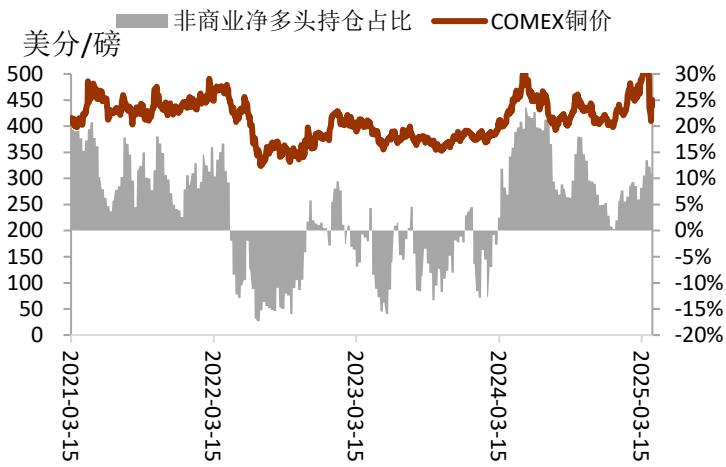


图表 16 铜精矿现货 TC

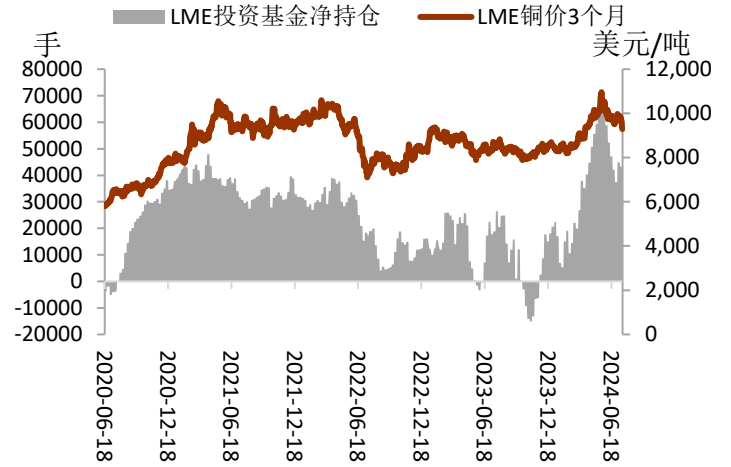


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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 FUTUREQA

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。