



2025 年 12 月 22 日

## 美国通胀降温，铜价震荡上行

### 核心观点及策略

- 上周铜价震荡上行，美国11月CPI降温强化明年降息基准预期，美联储鸽派官员支持明年缓慢降息，认为当前政策利率仍比中性利率高出50-100个基点，日央行兑现加息或引发全球套利市场的结构性变革，但对金属市场影响较为有限；国内方面，中国高技术工业产出增速较快，社零维持稳健增长，中央经济工作会议释放政策延续的积极信号，消费品以旧换新政策持续推进；基本面来看，海外精矿维持紧缺，全球非美地区库存偏低，国内终端消费稍显乏力，内贸现货转向贴水，近月盘面C结构走扩。
- 整体来看，温和的通胀数据将宽松叙事朝着有利于鸽派的方向发展，美联储理事认为明年将是缓慢兑现降息的弱宽松环境，日央行小幅加息对有色金属影响有限；基本面上，海外精矿紧缺格局延续，非美库存低位运行，新兴产业用铜增速可期，预计短期铜价将维持高位震荡，关注前高附近的阻力。
- 风险因素：美联储1月暂停降息，全球AI泡沫加速破裂

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 19 日	12 月 12 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	11870.50	11552.50	318.00	2.75%	美元/吨
COMEX 铜	548.35	535.85	12.5	2.33%	美分/磅
SHFE 铜	93180.00	94080.00	-900.00	-0.96%	元/吨
国际铜	84160.00	82760.00	1400.00	1.69%	元/吨
沪伦比值	7.85	8.14	-0.29		
LME 现货升贴水	4.73	20.69	-15.96	-77.14%	美元/吨
上海现货升贴水	-160	-20	-140		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 19 日	12 月 12 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	160400	165900	-5500	-3.32%	吨
COMEX 库存	462204	450618	11586	2.57%	短吨
SHFE 库存	95787	89371	6416	7.18%	吨
上海保税区库存	98500	100300	-1800	-1.79%	吨
总库存	816891	806189	10702	1.33%	吨

## 二、市场分析及展望

上周铜价震荡上行，美国 11 月 CPI 降温强化明年降息基准预期，美联储鸽派官员支持明年缓慢降息，认为当前政策利率仍比中性利率高出 50-100 个基点，日央行兑现加息或引发全球套利市场的结构性变革，但对金属市场影响较为有限；国内方面，中国高技术工业产出增速较快，社零维持稳健增长，中央经济工作会议释放政策延续的积极信号，消费品以旧换新政策持续推进；基本面来看，海外精矿维持紧缺，全球非美地区库存偏低，国内终端消费稍显乏力，内贸现货转向贴水，近月盘面 C 结构走扩。

库存方面：截至 12 月 19 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计升至 81.7 万吨，全球库存继续上行。其中 LME 铜库存减少 0.55 万吨，注销仓单比例降至 35.2%；上期所库存增加 0.64 万吨；上海保税区库存减少 0.18 万吨，上周洋山铜仓单升至 45 美金上方主因海外非美地区货源供应偏紧，整体来看美铜库存高位持续上行，国内库存低位震荡，沪伦比值大幅收窄美元指数近期走势相对疲软。

宏观方面：美国 11 月 CPI 同比+2.7%，核心 CPI 同比+2.6%，均远低于预期的 3.1%，数据公布后美元指数走弱，CME 观察工具显示联储 1 月降息概率小幅回升至 28.8%，预计明年的宽松幅度的中枢为 62 个基点，我们认为温和的通胀数据将宽松叙事朝着有利于鸽派的方向发展。欧央行行长拉加德表示，欧央行已上调了欧元区的经济增速，当关税生效、不确定性上升及地缘政治冲突持续时，欧元区的经济情况总体好于预期，市场甚至开始押注明年欧央行转向加息的可能性，而全球债券市场收益率也已悄悄上升至 2009 年以来的高位。美联储理事沃勒表示，其支持未来进一步下调利率，以便货币政策立场逐步回归中性，但同时强调决策层没有必要仓促降息，预计 2026 年通胀将继续放缓，目前政策利率仍比中性利率高出 50-100 个基点。上周日央行兑现近年来的首次加息，这一举措将推高美国政府和民众的借贷成本，也将引发全球套利市场的结构性变革，即借入低利率日元转而购买高收益率的美债或其他资产体系的瓦解，或对全球风险资产和全球股市形成一定冲击。美国 11 月新增非农就业 6.4 万人，高于预期，但失业率意外升至 4.6%，高于预期的 4.4%。亚特兰大联储主席博斯蒂克表示，进一步降息可能使货币政策转向宽松立场虽然能够刺激经济增长，但也会令美国面临通胀预期再度上行的风险，将一定程度损害美联储的公信力，使企业和消费者对通胀预期失去锚定，虽然就业市场正在走弱但经济整体并未朝着衰退的方向发展。当前新任联储主席哈西特重申将坚定支持央行独立性，推动利率变化的方式必须是基于事实和数据的共识，预计新任主席将在哈西特和凯文·沃什中产生。国内方面，11 月我国规模以上工业增加值同比+4.8%，1-11 月规模以上工业增加值同比+6%。分行业看，其中，煤炭开采和洗选业增长 7.5%，石油和天然气开采业增长 5.1%，农副食品加工业增长 1.7%，酒、饮料和精制茶制造业下降 0.6%，纺织业增长 1.8%，化学原料和化学制品制造业增长 6.7%，非金属矿物制品业下降 1.8%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 0.9%，有色金属冶炼和压延加工业增长 4.8%，通用设备制造业增长 7.5%，专用设备制造业增长 4.8%，汽车制造业增长 11.9%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 11.9%，电气机械和器材制造业增长 4.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 9.2%，电力、热力生产和供应业增长 4.2%。

供需方面，三大中断矿山印尼 Grasberg，刚果卡莫阿-卡库拉，巴拿马铜矿 2026 年预估增量均为 0，预计明年全球精矿供应增速不足 1.5%。精铜方面，Codelco 对 2026 年中国区 CIF 精炼铜单长美金溢价报价高达 350 美元/吨，海外可交割货源正在持续加速流入北美，LME 注册仓单量大幅回落至 10 万吨附近，非美地区精铜供应维持紧缺。从需求来看，年底电网投资项目建设进程并未呈现加速赶工期，铜缆线企业开工率低于 7 成，白色家电销量转入淡季，传统行业需求边际降温；新兴产业来看，新能源汽车市场保持强劲动力，AI 数据中心和机器人为精铜消费提供了广阔的空间，现货市场转向贴水，国内库存偏低运行，近月 C 结构有所走扩。

整体来看，温和的通胀数据将宽松叙事朝着有利于鸽派的方向发展，美联储理事认为明年将是缓慢兑现降息的弱宽松环境，日央行小幅加息对有色金属影响有限；基本面上，海外精矿紧缺格局延续，非美库存低位运行，新兴产业用铜增速可期，预计短期铜价将维持高位

震荡，关注前高附近的阻力。

### 三、行业要闻

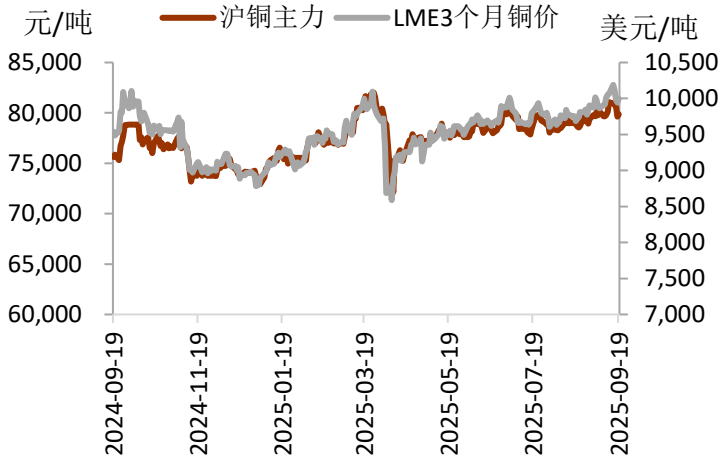
1、智利国家铜业公司（Codelco）退出合资企业后，厄瓜多尔国家矿业公司（Enami）计划于 2026 年为价值 30 亿美元的 Llurimagua 铜钼矿项目启动国际招标。该项目位于厄瓜多尔因巴布拉省（Imbabura），资源量达 9.82 亿吨，矿山服务年限 27 年，预计年产铜约 21 万吨。Enami 最初与 Codelco 合作推进该项目，后者完成了勘探与经济可行性研究，并于 2015 年签署股东协议，后续确认已达成约定的关键里程碑。双方于 2019 年敲定最终条款，约定 Enami 持股 51%、Codelco 持股 49%，但合资企业始终未完成注册成立，部分原因是 Enami 无力承担其应分摊的开发资金。Enami 曾表示，合资企业成立后将拍卖其持有的 51% 股权。当前铜矿开发项目关注度持续升温，这一节点或对 Enami 有利。今年 4 月洛阳钼业以 5.81 亿加元收购 Lumina Gold 公司，获得厄瓜多尔 Cangrejos 金铜矿项目权益。尽管双方 2024 年已就核心财政条款达成协议，但最终开采合同仍未签署，预计 2026 年 1 月前完成最终条款敲定。本月早些时候，中国江西铜业对聚焦厄瓜多尔市场的 SolGold 公司提出第三次加价收购要约，报价 11 亿美元，较前次溢价 42.9%。根据 SolGold 2024 年预可行性研究，其旗下 Cascabel 铜金矿项目计划运营 28 年，年均产铜 12.3 万吨、黄金 27.7 万盎司、白银 79.4 万盎司，铜产量峰值将达 21.6 万吨/年。

2、12 月 12 日，中色股份承建的印尼阿曼铜冶炼项目迎来又一重要里程碑——签署部分竣工验收（Partial PAC）证书，标志着印尼阿曼铜冶炼项目冶炼厂单元（SSEUnit）已进入最终的达产达标和性能考核阶段。印尼阿曼铜冶炼项目自 2022 年 6 月 3 日正式启动以来，在中国有色集团和中色股份领导的指挥和部署下，始终秉持“尽心尽力服务业主，争分夺秒抢抓进度”的精神，克服了工期紧张、工艺复杂、热带雨季气候以及材料运输困难等多重复杂挑战，从首根桩基施工至项目机械竣工仅用时 18 个月，创造了海外“双闪”铜冶炼厂施工速度最快记录。此次 Partial PAC 证书的签署，成为了继熔炼炉点火、熔炼炉投料、产出第一批阳极板、以及第一块金锭等重大节点后，又一个关键的阶段性成果。

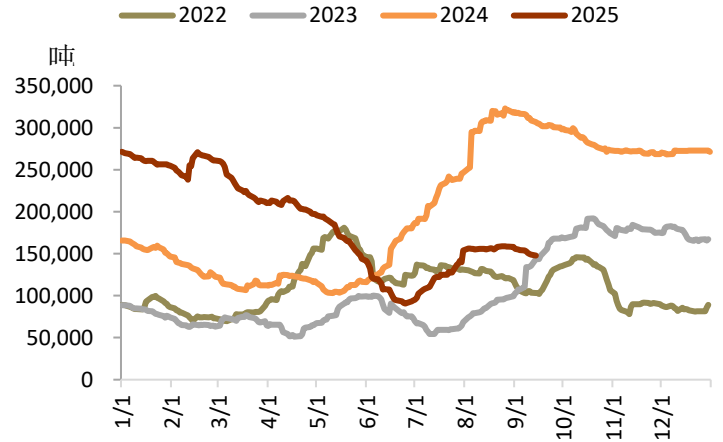
3、12 月 16 日，日本 JX 先进金属株式会社表示，其旗下的泛太平洋铜业（PPC）子公司已将其在秘鲁未开发的 Quechua 铜矿项目的全部股份出售给了瑞士贸易商和矿业公司嘉能可，金额未公开。此次出售是 JX 公司调整其业务组合，转向先进材料业务，减少波动性较大的采矿业务的一部分举措。自 2007 年收购 Quechua 项目的采矿权益以来，PPC 进行了多项可行性研究以评估其经济可行性，但由于优先考虑智利的 Caserones 铜矿，因此并未进入开发阶段。PPC 公司以 4000 万美元的价格收购了 Quechua 矿区的股份，该矿区估计拥有 2.6 亿公吨的矿产储量。当时，该公司计划于 2012 年开始生产，目标是生产 21 万吨铜精矿，相当于约 6 万吨铜。JX 在一份声明中表示，嘉能可在 Quechua 项目附近拥有多个矿山和特许经营权。日本最大的精炼铜供应商 PPC 由 JX 持有 47.8% 的股份；三井矿业冶炼株式会社持有该公司 32.2% 的股份，丸红株式会社拥有 20% 的股份。

#### 四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

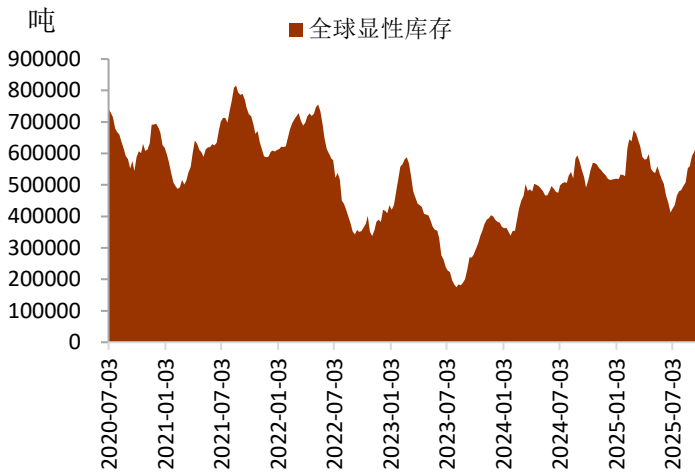


图表 2 LME 铜库存

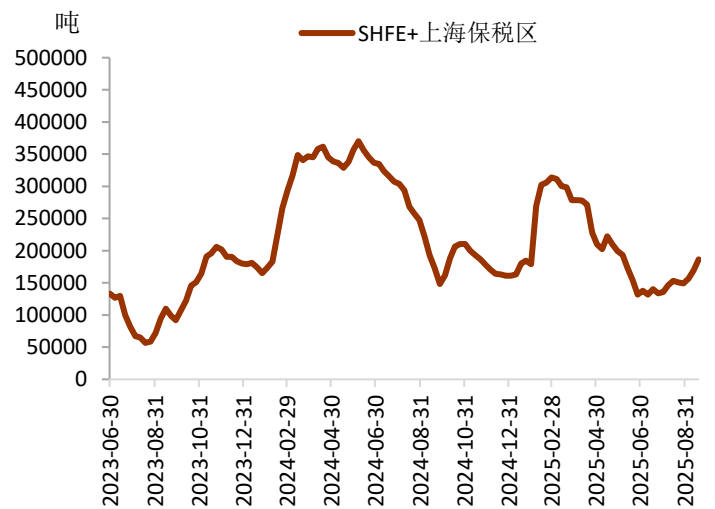


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存



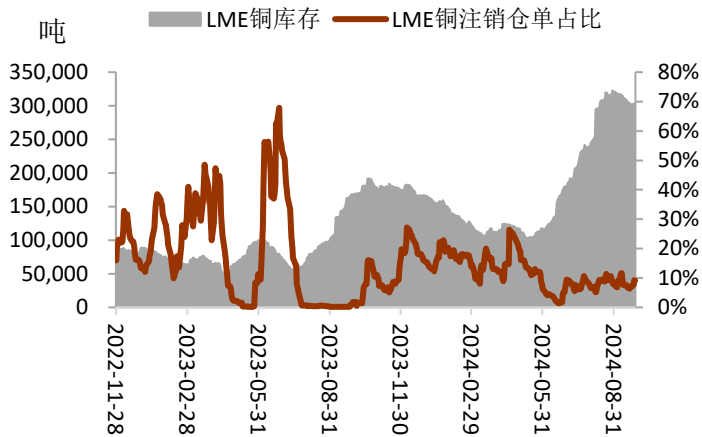
图表 4 上海交易所和保税区库存



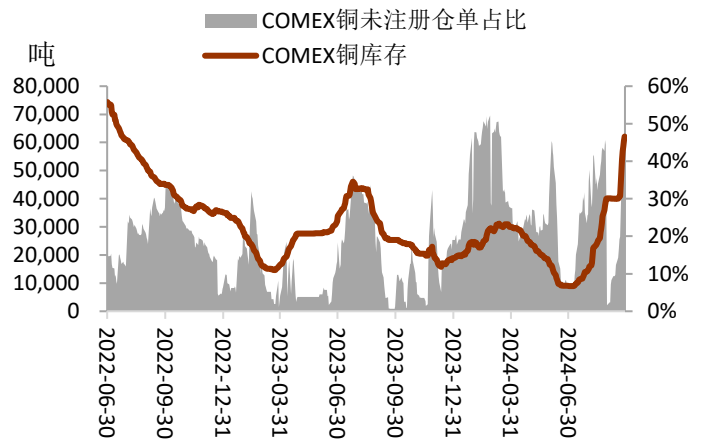
数据来源：iFinD，铜冠金源期货



图表5 LME 库存和注销仓单

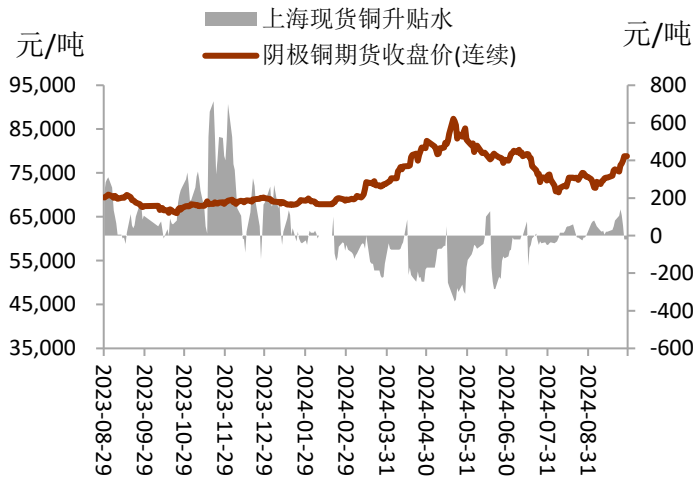


图表6 COMEX 库存和注销仓单

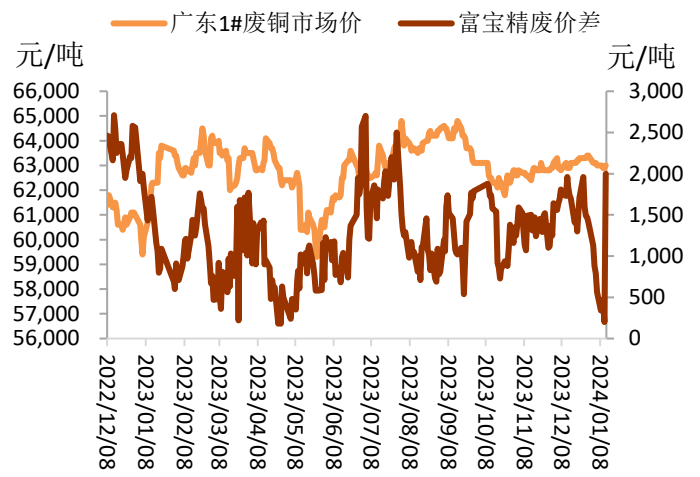


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势

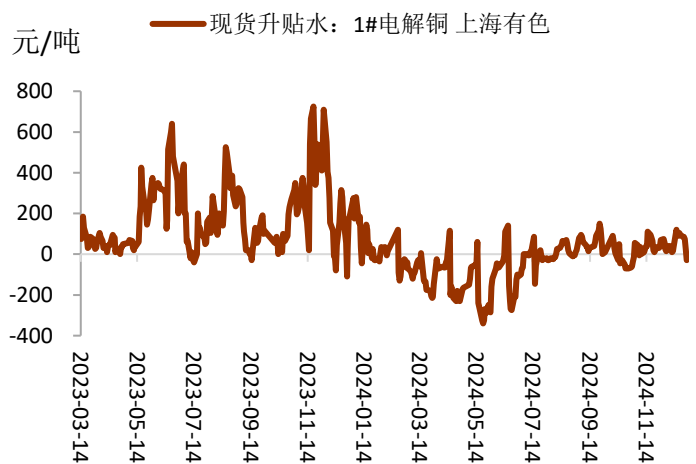


图表8 精废铜价差走势

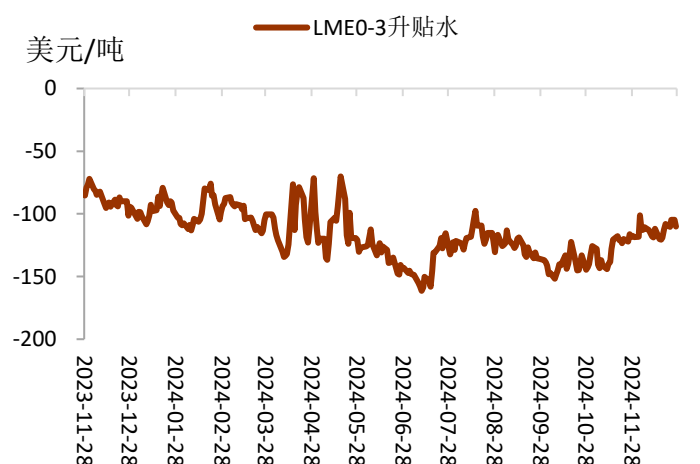


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

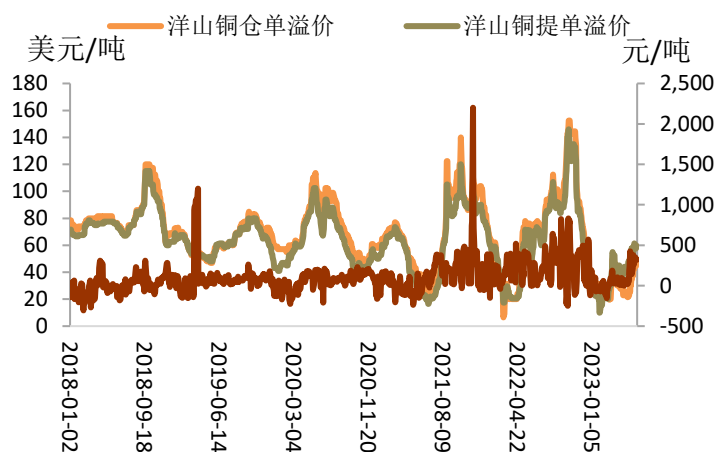


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

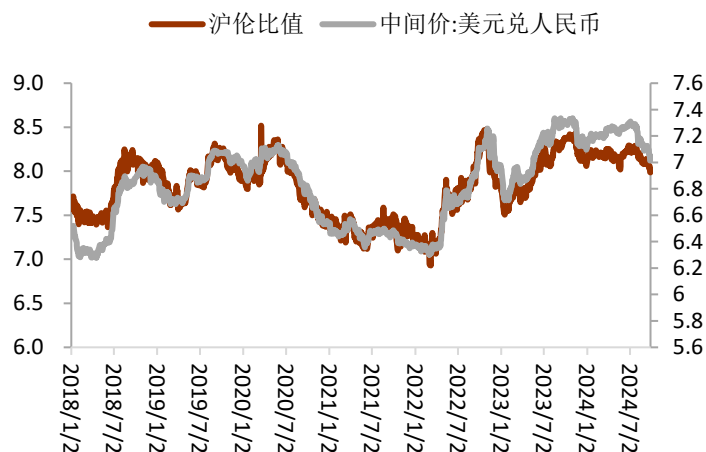


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

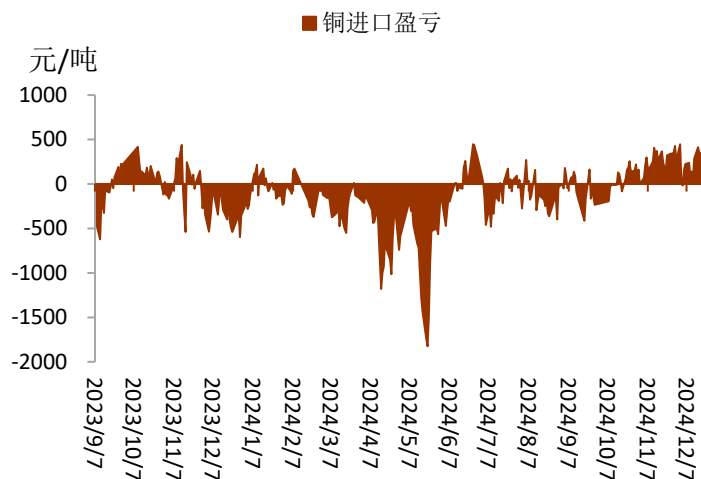


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势

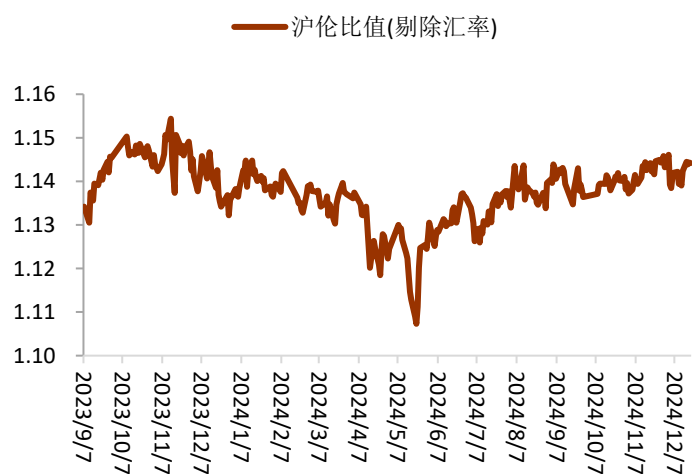


图表 14 铜进口盈亏走势

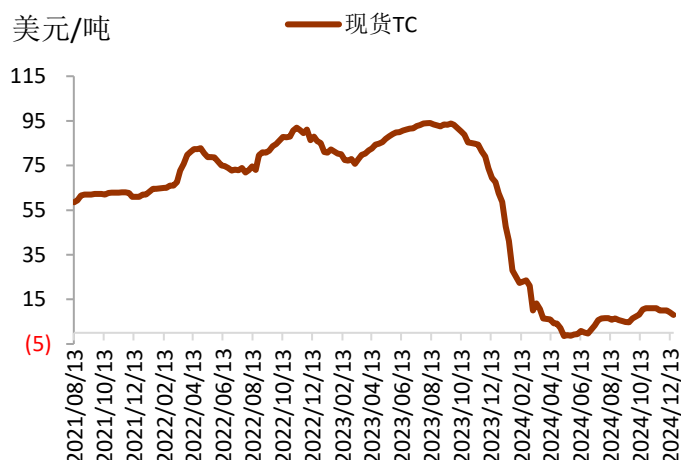


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

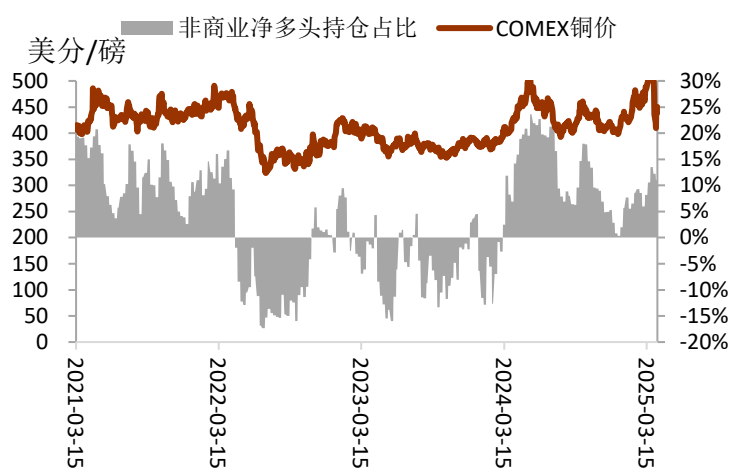


图表 16 铜精矿现货 TC

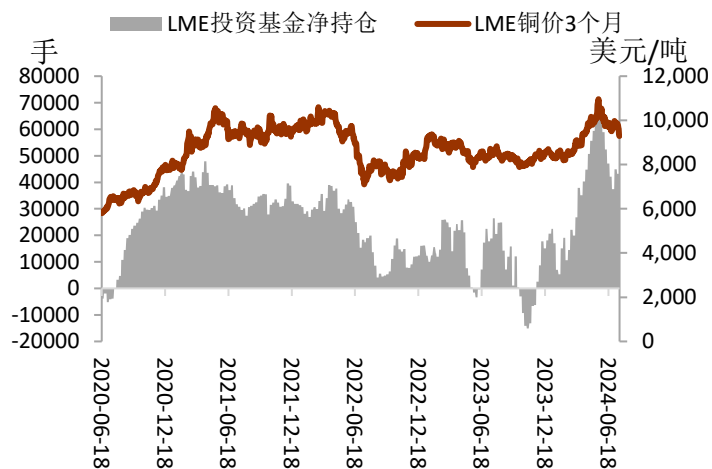


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。