

短期调整后 铜价或重回上升通道

10月底,LME三个月期铜价格突破11200美元/吨,沪铜期货价格突破89240元/吨,均创下历史新高,除了阶段性宏观政策预期向好带来的利多驱动,本次铜价上涨,离不开铜矿端频繁超预期扰动使得供需矛盾进一步激化预期,以及大量投机资金流入助力。

市场热度降温后,11月,铜价进入高位调整阶段,考虑到铜矿偏紧格局在短中期内较难缓解,在能源转型过程中,铜战略资源地位逐步提升及新兴国家发展带动铜消费等因素支撑,从中长期来看,铜仍是相对较好的多配品种。

长期结构性矛盾:投资不足与资源禀赋恶化

一个大型铜矿从勘探、可行性研究、建设到投产,通常需要8~10年时间,投资巨大且风险极高。在2010年代中期大宗商品“超级周期”结束后,矿业公司资本开支转向谨慎。随后,ESG(环境、社会和治理)投资的兴起,以及全球能源转型背景下投资者对化石燃料的规避,并未完全转化为对基本金属的青睐,导致流向新铜矿项目的资金长期受限。

全球铜矿石的平均品位已从数十年前的1%~2%,下降到目前的不足0.7%,易于开采的高品位铜矿资源日趋枯竭。新发现的矿床往往位于更深、更偏远或地质条件更复杂的地区,导致开采成本显著上升,进一步抑制了投资热情。

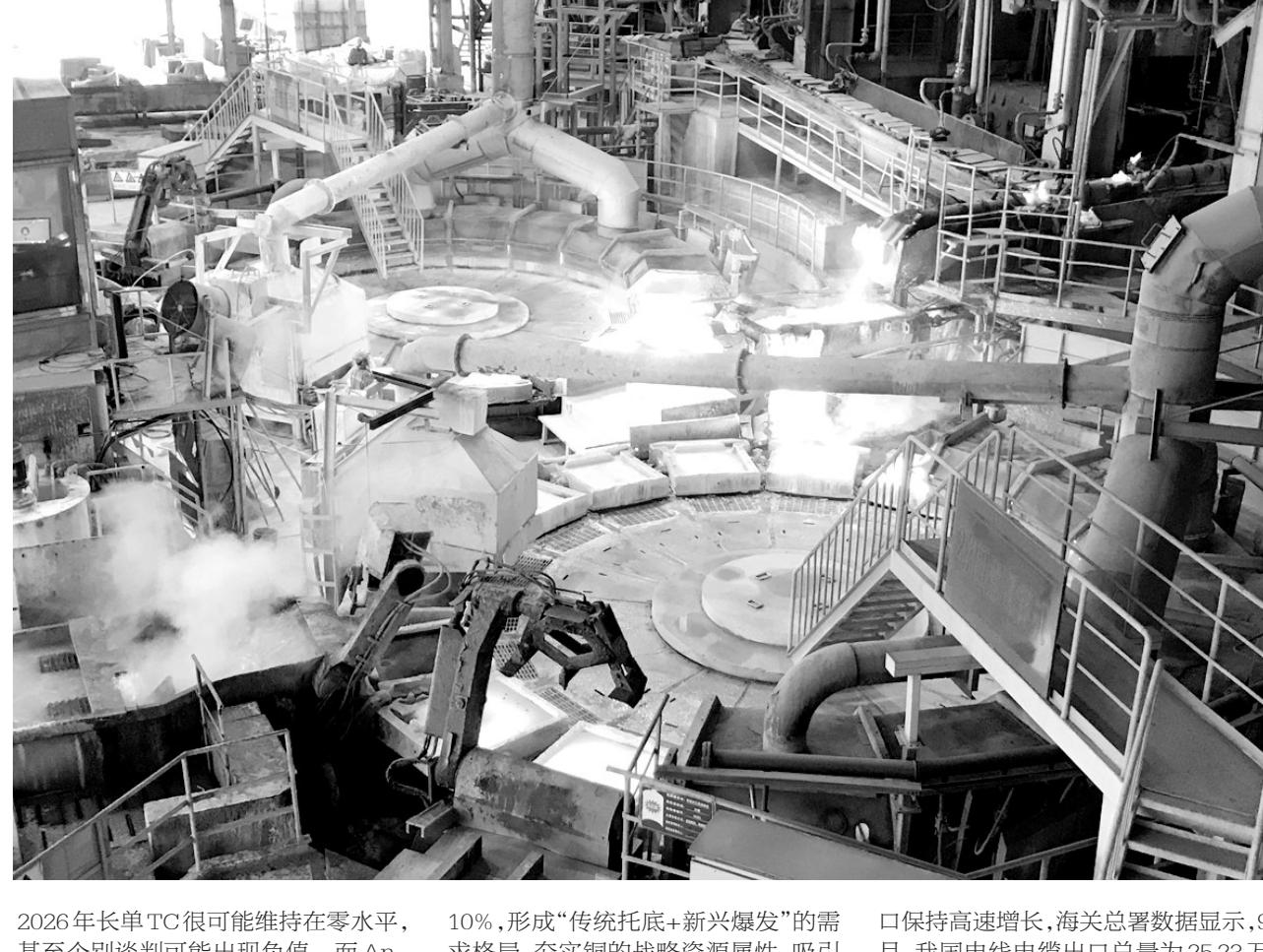
铜矿干扰频繁,放大供应链的脆弱性

今年,多座大型铜矿超预期减产停产,Kamoa-Kakula矿山地震、El Teniente和Grasberg发生事故等,使得今年铜矿供应增量再度不及预期,全年增速较2024年继续下滑。SMM预计,今年,全球铜精矿硫化矿产量为1948万金属吨,同比减少22万金属吨。矿山供应预期外减少,直接导致全球铜精矿供需平衡结果恶化,进入三季度以来,绝大部分机构都开始下调全年铜矿的增量。与此同时,ICSG将今年全球矿山产量增速预期从2.3%大幅下调至1.4%。

铜矿供需失衡下,TC加速下滑得以体现。截至10月底,Mysteel25%干净铜精矿远期现货TC综合指数为-42.5美元/干吨,较2023年三季度94.7美元/干吨的高位下跌144.88%,也大幅低于2015~2024年历史均值的61.54美元/干吨。

铜矿紧缺或将进一步传导至国内冶炼端

对于国内冶炼厂而言,由于长单TC(今年为21.25美金/干吨)及副产品仍对冶炼利润有一定贡献,今年以来,精炼铜产量保持高位,但市场预期



2026年长单TC很可能维持在零水平,甚至个别谈判可能出现负值。而Antofagasta与中国主要冶炼厂于6月以0美元/干吨和0美分/磅的长单加工费锁定2026年50%的矿量,已首现零加工费时代,今年12月,双方就剩下50%矿量加工费的磋商结果将成为市场关注的焦点。以此推断,中国冶炼厂后期可能也将面临巨大亏损压力,不排除出现联合减产行为。

铜的“战略资源”属性更加凸显

伴随全球电力相关行业投资加速,大宗商品市场对铜的战略价值与中长期供需前景愈发关注,多国已将铜列入关键矿产清单。从电动汽车、可再生能源与储能电站到输配电网络,再到人工智能(AI)算力基础设施,铜几乎贯穿当前能源转型和智能化热潮里的每个关键环节。业界普遍预计,这一趋势将在未来持续推动全球铜需求增长。国际能源署(IEA)预测,2030年,新能源领域用铜占比将突破30%。今年,全球“数字基建”用铜量年均增速超15%,2030年的用铜总需求或达100万吨。

与此同时,传统领域需求持续托底:中国特高压建设、欧美老旧电网改造(平均服役超40年)拉动电力行业用铜占比增长68.4%,集成电路出口同比增长6.9%;锂电池前三季度出口同比增长26.8%。

10%,形成“传统托底+新兴爆发”的需求格局,夯实铜的战略资源属性,吸引宏观资金提前布局。

不可忽视的海外需求增长

从宏观层面来看,全球经济从“滞胀担忧”向“温和复苏”过渡,尤其新兴市场工业化和电气化进程加速,其基础设施建设、制造业正处于相对快速发展中,这将带来基础性的铜需求增长,同时也带动中国出口保持高景气。

自2024年年底起,市场对中国出口走势一直存有忧虑。尤其在今年4月初特朗普提出“对等关税”政策后,悲观情绪一度达到顶点。但实际出口表现却持续超出预期,屡次打破市场悲观预期。1~10月,中国出口累计同比增长5.3%(去年同期为同比增长5.2%),韧性十足。

从前10个月的出口区域结构来看,中国对东盟、欧盟出口占比分别为17.5%、14.9%,对非洲和拉丁美洲合计占比13.8%;对美国出口占比为11.4%,已明显低于2018年底的19.2%。高端制造产品是中国竞争力之所在,10月,我国汽车出口同比增长34.0%、船舶出口同比增长68.4%,集成电路出口同比增长26.9%;锂电池前三季度出口同比增长26.8%。

我国与铜直接相关的电线电缆出

口保持高速增长,海关总署数据显示,9月,我国电线电缆出口总量为25.23万吨,同比增长21.38%。其中,铜线缆出口12.48万吨,同比增长45.38%。

现实的考验:高价对微观消费的反身抑制

铜价高位运行大幅增加下游企业的原材料资金占用,尤其是中小企业因融资渠道有限、现金流储备薄弱,面临“采购即亏损”或“无钱采购”的两难困境,最终被迫降负荷或退出市场,进一步收缩整体需求规模。此外,高铜价推动“精铜—再生铜”价差走扩,同时,刺激了下游企业探索低成本替代材料,两类需求分流效应叠加,进一步削弱了精铜的终端消费需求,且这种替代趋势在中低端领域尤为明显。因此,投资者在投机热度高涨之余要留一份谨慎。

展望未来,铜价短期的波动和回调整理是市场对过快涨势的修正和消化。但放眼长远,由“结构性供应约束”和“颠覆性需求增长”共同构筑的供需紧平衡格局,决定了铜的战略地位不可动摇。任何因市场情绪或短期因素导致的深度回调,反而可能为中长期的布局提供更好的机会。

中国有色金属报

全球铜冶炼产业将迎来关键供需谈判

目前,全球铜精矿加工行业将迎来一场关键的压力测试:在上海举行的一年一度的行业大会将是2026年铜精矿年度加工精炼费用(TC/RCS)谈判的重要背景。在地缘政治紧张、铜精矿供应受限以及中国主导地位日益增强的背景下,长期以来支撑全球铜加工行业的定价机制正面临崩溃的风险,非中国地区的冶炼厂正在艰难求生。

TC/RCS是矿商支付给冶炼厂将铜精矿加工成精炼铜的费用。近十年来,这一费用一直随着供需波动。然而,近年来,全球铜加工产能的快速扩张,特别是中国的产能增速持续快于矿山开采的增速,导致铜精矿供应持续紧张,使

TC/RCS从去年的历史低位继续下跌。

2025年的年度TC/RCS已跌至创纪录低点。现货加工费甚至跌至负值(曾低至负60美元/吨),这意味着冶炼厂实际上在为矿商加工矿石而付费,这从根本上颠覆了传统冶炼行业的商业模式。传统上,全球定价以主要矿商与中国冶炼厂达成的年度基准价格为准,其他市场跟随。分析师预计,这种年度基准体系将面临“进一步崩溃”,未来可能出现更多的双边协议、TC/RCSs的上限和下限,甚至可能转向季度定价。

尽管TC/RCS暴跌,现货费用已

得以生存,甚至实现盈利。中国精炼铜产量在截至10月的一年内增长了9.7%。分析师指出,中国冶炼厂通过锁定全球大部分铜精矿供应并“碾碎”加工费结构,有效地挤压了海外竞争对手。

相比之下,全球其他地区的冶炼厂正面临生存困境。日本JX先进金属公司宣布削减数万吨产量,嘉能可的澳大利亚冶炼厂甚至需要政府救助才能维持运营。

中国以外市场的参与者已开始联

合起来,要求更好的贸易条款。上个月,日本、韩国和西班牙的工业部联合上涨和副产品硫酸带来的高额利润得以生存,甚至实现盈利。

中国精炼铜产量在截至10月的一年内增长了9.7%。分析师指出,中国冶炼厂通过锁定全球大部分铜精矿供应并“碾碎”加工费结构,有效地挤压了海外竞争对手。

只要中国冶炼厂能够承担负的现货加工费来获取原材料,其活动就不会轻易减弱。面对新的产能投产和政府维持经济增长目标的承诺,中国冶炼厂在明年的减产可能性有限。因此,即将到来的谈判将是一场“工业生存的残酷游戏”,关乎全球铜加工行业的未来定价结构和非中国冶炼厂的命运。

中金网

全球投资仍未走出低谷

升期形成反差。其中,制造业绿地项目跌幅最突出,项目数量减少26%,下滑主要集中在全球供应链相关的电子、机械设备、汽车、纺织业等行业。

报告认为绿地投资下滑主要包括:受美国关税壁垒上升影响,越南、印度、巴西、南非等国的制造业投资明显承压。服务业项目数量下降10%,但投资额却上涨17%,主要是信息与通信技术与半导体产业的超级项目大幅拉高总额。少数大型项目的亮眼表现掩盖了多数国家行业投资萎靡的现实,全球绿地投资“两极分化”特点加剧。

国际项目融资主要集中在电力、可

再生能源、交通、通信等基础设施建设领域,受金融环境和利率影响最大。2025年上半年,国际项目融资大幅下降。报告显示,此类投资项目下降原因包括:全球高利率环境持续,导致项目融资成本显著加大;全球经济与地缘风险上升,导致投资人风险偏好下降;基础设施领域存在结构性融资缺口,导致项目融资难以顺利开展。从行业来看,能源与电力项目下滑明显,可再生能源项目数量下降9%,其他电力项目数量下降38%、金额下降52%,电信、地产等

行业也表现疲弱。

报告指出,当前的趋势是国内融资取代国际融资,统计周期内全球范围内

国内项目融资数量增长39%,金额增长29%,表明随着国际资本撤离,本地资本正试图填补缺口。由于国际融资通

常支持更大项目,其萎缩令人担忧。

跨境并购活动作为外国直接投资的主要类型之一,虽然体量偏小,但对发达国家尤为重要。2025年上半年,跨境并购金额从2024年同期的4480亿美元下降至1720亿美元。按地区看,欧美跌幅最大,美国并购额下降33%,英国下降59%,欧洲整体下降约1%。按行业看,服务业与制造业大幅下滑,服务业并购额下降25%,制造业则下降12%。报告还指出,撤资与剥离现象明显增加,导致发展中国家并购活动更不稳定。

国际投资活动疲软对实现可持续发展目标带来负面影响。2025年上半年,与联合国可持续发展目标相关的投

资全面承压,与可再生能源、基础设施、水与卫生、农业食品系统、健康、教育等关键领域相关的项目数量下降10%,项

目投资金额下降7%。这意味着不仅项

目变少,单个项目的平均规模也缩小,这一趋势进一步削弱了发展中国家在可持续发展关键领域的资本形成能力。

报告强调,全球地缘政治局势持续

紧张、区域冲突增多、全球经济碎片化加剧、多国工业政策快速变化、跨国企业加速“去风险化”等因素,将共同压制跨境资本流动,使得国际投资难以实质性改善,国际投资环境前景仍然充满挑战。

报告预测,未来全球投资格局将更

趋“区域化”与“友岸化”。投资更倾向

于在政治关系友好的国家之间流动,全

球投资从“全球化路径”变为“集团化路径”。供应链相关制造业将继续面临压力,发达国家会继续把关键制造环节收回国内或友好经济体,发展中国家在短

期难以再现2021年至2022年的制造

业投资繁荣。在此背景下,数字经济与

人工智能有望成为全球投资增长的唯

一亮点。由于各国在战略上重视人工

智能和集成电路发展,跨国企业加快推

动大规模数字化,以及国家之间的技

术竞争加剧,未来投资增长或将主要来

自人工智能、半导体、数据中心等行业。

经济日报

资源税有关政策执行口径明确

财政部、国家税务总局11月24日对外发布公告,明确了资源税有关政策执行口径,自2025年12月1日起施行。

公告主要从9个方面明确了对资源税有关政策和征管问题的执行口径,包括不缴纳资源税的情形、部分应税产品的适用税目和征税对象、特殊情形下应税产品的计税依据、关联交易价格明显偏低的正当理由、自用连续生产应税产品定义、减免税管理规定和计算方法、不同结算方式下资源税的纳税义务发生时间等。

2020年9月1日,我国正式实施资源税法。近年来,随着资源税法的深入实施,实际执行中出现了部分税目争议较大、一些应税产品定义不够细化、关联交易价格明显偏低的判定理由不够明确等问题,有关政策和征管执行口径有待明确。

公告明确了各级执法机关以及法律法规授权的具有管理公共事务职能的事业单位和组织依照国家有关法律法规罚没、收缴的资源税应税产品,工程建设项目在批准占地范围内开采并直接用于本工程回填的砂石、粘土等矿产品,属于不征资源税的情形。

公告对纳税人开采的凝析油、原油

中分离出的油气田混合轻烃、天然气中分离出的油气田混合轻烃,明确了征税税目;对纳税人以尾矿为原料对特定矿物组分进行再回收利用和进行资源化利用生产粒级成型砂石颗粒两种情形,细化了相应的征税税目。

在资源税征税对象方面,公告对煤炭原矿和选矿产品、盐类选矿产品、轻稀土选矿产品等概念定义,作了进一步的明确和细化。此外,为进一步加强对关联交易价格明显偏低正当年的理由的四种情形。

“公告对进一步统一政策执行标准、规范征管流程、确保税法实施的公平性与可操作性等具有重要意义。”吉林财经大学税务学院院长张巍认为,明确资源税有关政策执行口径有利于进一步消除地区间资源税法的执行差异,避免因政策理解偏差导致的征管争议,提升征管效率,维护国家税收秩序。

北京国家会计学院副院长李旭红表示,公告对实际征管中征收双方争议的相关问题进行明确细化,有利于提升资源税政策落实的精准性、稳定性、权威性,助推绿色发展。

新华网

加纳拟取消矿产勘探增值税

为扭转20多年来矿业开发低迷的局面,非洲最大黄金生产国加纳宣布将取消矿产勘探和勘测的增值税,以提振矿业投资。加纳财政部长卡西尔·阿托·福尔森表示,该国将对矿业税收政策进行重大调整。

作为矿业全面改革的一部分,加纳在25年前的广泛财政改革中引入了此项税收。这项15%的税涵盖钻探和分析检测等勘探相关支出,提高了矿业企业在高风险项目前期阶段的运营成本。加纳矿业商会等行业组织长期主张,该税收挫伤了绿色的投资热情,并削弱了相较于科特迪瓦、布基纳法索和肯尼亚等对勘探业务免征增值税国家的竞争力。

近日,卡西尔·阿托·福尔森在议会提交2026年预算时宣布:“取消增值税将重振投资者信心,刺激绿地勘探活动,并确保国家矿业部门的长期可持续发展。”他补充称,此项作为增值税全面审查组成部分的举措,旨在促进负责任的采矿活动,遏制因无序勘探导致的森林和水道退化。

矿业商会对取消增值税表示欢迎。该协会主席迈克尔·阿卡菲亚表示:“勘探增值税对我国作为矿业管辖区的竞争力产生了负面影响,阻碍了项目渠道的畅通。”

占加纳出口收入逾三分之一的矿业以黄金为主,同时涵盖铝土矿和锰矿。作为全面改革的一部分,加纳政府本月已启动行业审计以提升矿业收益。主要矿企包括纽蒙特、安格鲁阿山帝、金田矿业,以及中国的紫金矿业。

中国黄金报

2025年10月中国铜产业月度景气指数报告

中国铜产业月度景气指数监测模型结果显示,10月份,中国铜产业月度景气指数为42.7,较上月上升0.3个百分点,继续保持在“正常”区间运行;先行指数为80.9,较上月上升1.0个百分点;一致指数为77.9,较上月下降1.7个百分点。

景气指数在“正常”区间小幅上升

10月份,中国铜产业月度景气指数为42.7,较上月上升0.3个百分点,继续保持在“正常”区间中上部运行。

10月份,在构成中国铜产业月度景气指数的所有9项指标中,共7项指标位于“正常”区间。另外,铜生产指数和房屋销售面积指数分别位于“偏热”和“过冷”区间。

先行指数较上月小幅上升

10月份,中国铜产业先行指数为80.9,较上月上升1.0个百分点。该指数主要用于判断铜产业经济运行的未来近期变化趋势。该指数上升表明近期世界经济复苏和各国外力发展AI算力推动铜的供需关系持续改善。受此影响,铜产业发展正逐渐显示其增长动力。

分项指标分析

LME铜价小幅上升

10月份,LME铜结算价指数为48.3,较上月上升2.4个百分点。这表明全球铜矿供应生产波动趋紧,叠加AI、新能源等领域需求增长,美联储降息预期推升资金流入,共同支撑LME铜价走高。

货币供应量保持稳定

10月份,M2(货币供应量)指数为94.7,较上月下降10.9个百分点,整体保持稳定。当前,货币政策环境为铜产业提供了充足的流动性支持,有利于企

业中期长期发展。

铜产品进口量保持上升

10月份,铜产品进口量指数为123