



2025 年 8 月 4 日

美铜关税落空，铜价承压回落

核心观点及策略

- 宏观方面，对等关税落地对美国经济构成滞涨风险，拖累美联储推迟宽松路径，延续紧缩周期将提振美元打压有色市场，而美铜关税的意外落空也令COMEX溢价迅速回归；国内方面，反内卷+稳增长政策主线提振国内资本市场，财政端将加大财政逆周期调节，加快发行超长期特别国债，统筹支持传统产业改造和新兴产业壮大，促消费扩内需，推动房地产发展新模式。
- 基本面来看，海外主要矿山中断持续，国内精铜产量高企，进口量逐渐上升，供应边际走向宽松。消费端，我国传统行业呈现淡季迹象，新兴产业(除光伏以外)用铜需求仍保持一定活力，COMEX美铜交割窗口关闭，全球库存小幅上升。
- 整体来看，对等关税落地令美国潜在通胀预期上行，美联储政策声明释放鹰派信号，令资本市场风险偏好降温。基本面上海外矿端紧缺并未缓解，但美铜关税落空令COMEX溢价大幅回落，叠加全球显性库存回升，基本面对铜价支撑有所减弱。预计8月份铜价将小幅调整下寻支撑，成本项对铜价的中期支撑作用仍然存在。
- 风险点：美国经济增速显著放缓，美联储9月降息预期降温

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

目录

一、2025 年 7 月铜行情回顾	4
二、宏观经济分析	5
1、美国与主要经济体签署贸易协定，美联储维持偏鹰立场	5
2、美国制造业进入萎缩周期，欧元区综合 PMI 升至一年新高	6
3、反内卷+稳增长主线明确，将超前布局新领域新赛道	7
三、基本面分析	9
1、海外主流矿企二季度增产为主，全球精矿偏紧格局延续	9
3、7 月精铜进口量将回升，COMEX 美铜套利窗口行将关闭	14
4、海外库存陆续流向北美，国内进入低库存区间	15
5、电网投资需求转入淡季，新兴产业除光伏外同比增速下滑	17
四、行情展望	21

图表目录

图表 1 铜期货价格走势	4
图表 2 上海现货铜升贴水走势	5
图表 3 发达国家 GDP 增速	8
图表 4 美欧制造业 PMI	8
图表 5 中国 GDP 增速	8
图表 6 中国 PMI 指数	8
图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势	12
图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化	12
图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化	12
图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势	13
图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势	13
图表 12 中国铜材产量及增速变化	13
图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化	13
图表 14 中国精炼铜产量变化	13
图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化	13
图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化	14
图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化	14
图表 18 中国废铜进口单月变化	15
图表 19 中国废铜进口累计变化	15
图表 21 LME 铜库存	16
图表 22 SHFE 和保税区库存走势	16
图表 23 全球显性库存	16
图表 24 COMEX 美铜库存	16
图表 23 电源投资完成额变化	20
图表 24 电网投资完成额变化	20
图表 25 房地产开发投资增速变化	20
图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化	20
图表 27 空调产量增速变化	21
图表 28 家用空调库存变化	21
图表 29 汽车销量变化	21
图表 30 新能源汽车产量及销量变化	21

一、2025 年 7 月铜行情回顾

2025 年 7 月，铜价整体呈区间震荡走势，伦铜从月初的最高 10020 美金下行至 7 月上旬的最高 9550 美金，随后震荡整理确认支撑后反弹至 9900 美金一线遇阻回调，沪铜整体运行区间在 77600-80800，整体区间震荡运行。一方面，美国制造业陷入萎缩以及对等关税期限临近令海外资本市场较为谨慎，而最终美铜关税涵盖铜半成品及其衍生品领域但并未包含精炼铜和阴极铜超出市场预期，令 COMEX 溢价短期内骤降并迅速回归，打压沪铜和伦铜价格。国内来看，我国反内卷+稳增长政策的基调明确将显著提升有色金属和工业品市场需求，此外市场乐观期待中美新一轮经贸谈判能够达成协议，宏观面多空交织；另一方面，巴拿马铜矿年内复产预期渺茫，项目当前仅开放滞留精矿的出口运输，而现货 TC 仍位于-40 美金开外，全球精矿紧缺担忧并未有效缓解，虽然美铜交割套利窗口期临近关闭 LME 亚洲库显性库存回升，但总体非美地区库存仍处于历史偏低水平，成本项仍然对中期铜价提供坚实支撑。截至 7 月 28 日，伦铜报收于 9762.5 美元/吨，月度跌幅为 1.17%；沪铜报收于 79000 元/吨，月度涨幅为 0.03%，基本持平。7 月人民币汇率持续升值主因美欧和美日贸易谈判达成协议及美联储 9 月降息预期仍然不明朗，沪伦比值低位小幅反弹，整体市场表现为内强外弱。

图表 1 铜期货价格走势



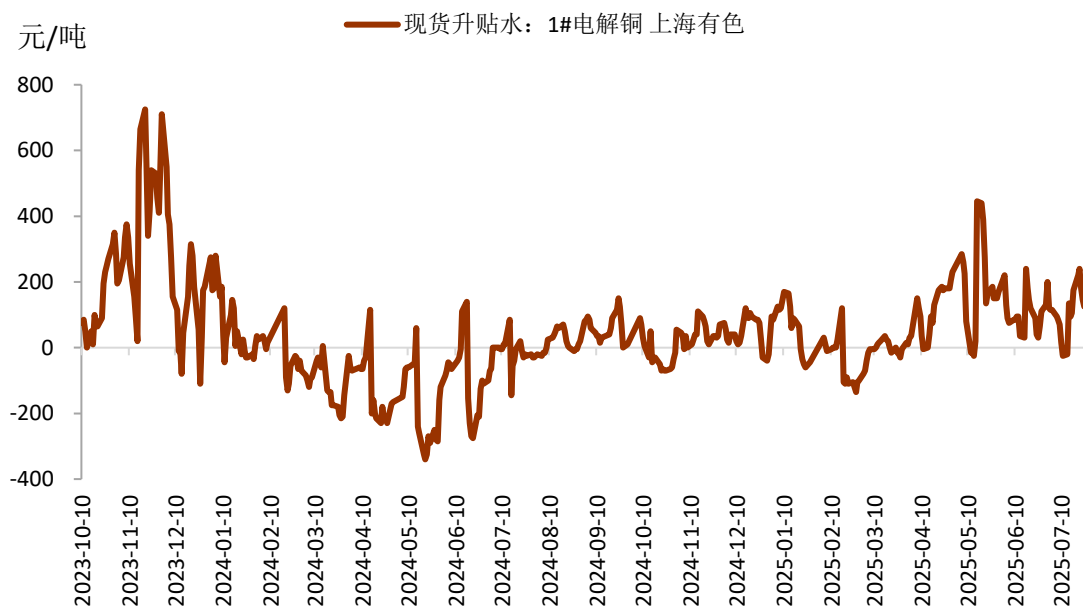
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

7 月以来，国内精铜终端消费陷入传统淡季，一方面铜价高位震荡令下游补库动能乏力，另一方面电缆线企业开工率降至 7 成左右，电网投资项目建设进度三季度初有放缓迹象。从电网投资端来看，大型电网投资项目建设进程有所放缓，7 月铜电缆线企业开

敬请参阅最后一页免责声明

工率降至 7 成附近，而工程和地产类线缆订单和轨道交通类同步放缓，房地产竣工端同比降幅仍未见起色；空调排产高峰期已过铜管产量逐步下滑，铜板带下游消费表现稳健，其中应用于新能源行业的汽车连接器需求良好，而光伏焊带和通讯领域订单则承压回落。从初端加工来看，精铜杆 7 月开工率平稳，精铜制杆加工费回升铜缆线企业订单充沛，铜箔企业开工率维持在 6 成左右，主因新能源汽车销量增速超预期，传统电子铜箔在印制电路板和覆铜板的需求仍然保持韧性。7 月社会库存回升至 15 万吨后又震荡走低至 12 万吨，换月后现货升水重心逐级下移，整体运行区间在-25 至+240 元/吨之间。截止 7 月底，华东 8mmT1 电缆线杆加工费回升至 350-600 元/吨，较上月下滑 150 元/吨，主因国内铜价高位震荡且淡季来临拖累内贸铜升水下移以及终端消费放缓。从近月盘面结构来看，近月由 C 转向 B 结构后继续收敛，主因 7 月国内社会库存长期位于偏低水平，7 月国内冶炼厂维持正常生产节奏，而 7 月中下旬海外精铜到港量显著回升，但国内仍然维持紧平衡低库存的结构令近月合约维持强势格局。整体预计 8 月传统行业消费将小幅回落，新兴产业除光伏外仍然保持需求韧性，预计内贸铜升水将维持平水到小幅升水的态势，整体升水中枢或略有下移。

图表 2 上海现货铜升贴水走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、宏观经济分析

1、美国与主要经济体签署贸易协定，美联储维持偏鹰立场

美国分别与欧盟和日本达成贸易协议设定 15% 的商品进口基线关税，此外欧盟将增

加大对美投资 6000 亿美元、购买美国军事装备及价值 7500 亿美元的新能源产品，这无疑巩固了美国在全球范围内的经济制衡地位以及其国际商品市场当中的话语权，提振美元指数的时候也提升全球资本市场的风险偏好。此外，中美将于 7 月底在瑞典开启新一轮经贸谈判，市场乐观预期双方能够达成协议以结束这场长时间的贸易拉锯战，目前中方将继续秉承对话沟通、增进共识、减少误解、加强合作的态度并推动中美关系稳定健康可持续发展，若双方能成功延长关税休战期或最终达成协议将对铜价形成向上驱动。

联储最新会议纪要显示，官员们在关税对通胀预期的影响程度判断上存在分歧，多数官员认为其将对通胀带来较为持久的影响，19 位官员中又 10 位预计年内至少会降息两次，但仍有 7 位官员认为今年利率将不会发生变化。虽然特朗普频频向鲍威尔施压并拟安排影子主席试图影响决策，但观察人士警告称调整利率需要联邦公开市场委员会多数成员的支持，明年的新主席必须说服其他官员支持降息，目前鹰鸽两派官员内部分歧较大，明年 FED 是否能顺利打开降息空间尚存疑。近期特朗普持续施压鲍威尔要求其尽快降息，并亲自造访美联储表达其希望将联邦基金利率调降至 1%，市场此前对美联储降息预期前景较为乐观，即使 9 月未必启动降息但未来 FED 政策路径可能愈发趋于宽松，而鲍威尔的主席任期也将在明年 6 月到期，下一届美联储主席或将更倾向于支持白宫的货币政策主张。虽然短期美联储的政策独立性难以受到挑战，但在对等关税落地后带来的经济放缓压力，或使高利率政策环境难以继续维持较长的一段时间。

2、美国制造业进入萎缩周期，欧元区综合 PMI 升至一年新高

美国 6 月 ISM 制造业 PMI 升至 49.8，略高于前值的 48.5，连续第四个月位于收缩区间，分项数据中工厂订单指数降至 46.4(环比-1.2%)，创三个月以来最大降幅，凸显关税上升后企业的订单需求降温明显整体经济放缓的风险逐步上升，就业指数录得 45(环比-1.8%)，连续五个月位于收缩区间，企业因订单数量的萎缩导致用工意愿逐渐下滑，而物价支付指数则升至 69.7(环比+0.3%)，数据显示原材料成本的上升仍是企业当前的实际困境，短期通胀或有加速上行的迹象，虽然美国企业当前正积极将多数关税成本将终端消费转移，但从中长期来看价格上升带来的需求下滑的弹性系数较大，企业不得不牺牲部分自身利润用于维持正常生产经营，进出口指数仍位于收缩状态但降幅有所收敛，进口指数环比+7.5%创 5 月以来最大涨幅。总体来看，美国制造业已进入萎缩周期，在关税政策落地行将进入具体实施的阶段，美国制造业企业仍将谨慎应对当前政策环境。

欧元区 7 月制造业进一步回升至 49.8，高于前值的 49，创近三年以来新高，其中新订单在近一年多低迷后趋于稳定，德国在其中扮演了重要角色推动欧元区整体摆脱收缩区间。其中“火车头”德国 7 月制造业 PMI 录得 49.2，环比上升 0.9%，连续第五个月扩张，海外订单出口持续增长，复苏业已不再成为拖累经济的阻碍，德国总理表示将

在数年内投资数千亿欧元用于国防和基础实施建设，即使美欧贸易存在关税壁垒的制约，但扩张型的财政政策将有效对冲对外贸易下滑带来的下行风险。法国 7 月制造业 PMI 降至 48.4，欧元第二大经济体制造业活动有所减速，虽然综合 PMI 指数略有上升，但法国当前在政治和经济上均面临较大压力，法国总理仍在努力控制欧元区最大的预算缺口但遭到其他党派强烈反对，如果紧缩法案落地将对发过国内需求带来尤其是服务业带来一定的下行压力。欧央行 7 月首次按下货币宽松暂停键，在美欧贸易谈判前欧元区表现为谨慎等待更多明确信息，以决定下一步的行动计划。拉加德表示，虽然面对美国关税威胁的背景，但欧元区 7 月 PMI 表现亮眼，未来几年内军事和基础设施支出将显著增加，德国多家企业宣布投资逾 1000 亿美元的新项目为市场注入乐观情绪，但欧元汇率的强势也将显著拖累关税协议落地后的出口情景，压制未来经济增长，部分官员认为对未来进一步宽松举措应持开放态度，但另一些官员认为进一步降息的门槛非常高，未来几年财政支出的增加将从侧面推动物价上行，欧央行应当被动成为市场调节的均衡器，采取更灵活更敏捷的应对政策。我们认为欧元区的通胀风险或已显著下行，经济基本面已显著脱离衰退区间，未来欧央行将逐渐放缓宽松节奏逐渐转向谨慎立场。

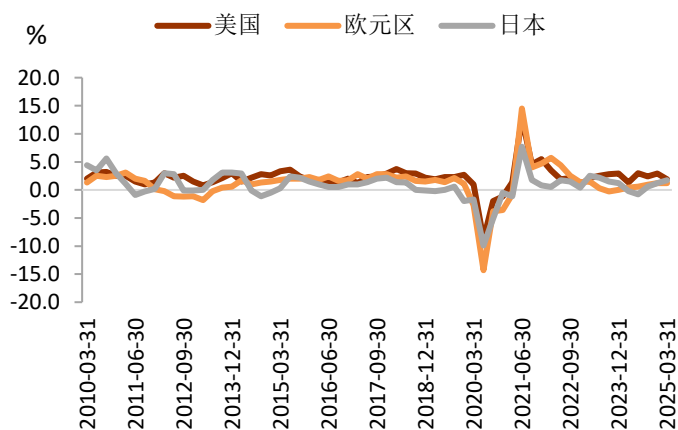
3、反内卷+稳增长主线明确，将超前布局新领域新赛道

7 月中央财经委第六次会议提出反内卷政策纲领，强调要聚焦重点难点、依法依规整治企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动相关行业落后产能有序退出。由于当前工业产能利用率尚处于低位运行的状态，以光伏产业链为代表的中上游硅产业链面临严重供过于求的局面，PPI 同比降幅难有收窄迹象，相关行业的内卷式竞争对企业经营效率产生了负面影响，甚至严重影响了行业自身的发展，拖累了工业企业的普遍的利润水平，因此中央决定将深层治理宏观经济层面凸出的供需失衡问题，将重点聚焦在新能源汽车、光伏组件及储能和电商平台等领域。与此同时，工信部表示将推出汽车、钢铁、有色和石化等重点行业的稳增长工作方案，同时加快科技创新和产业创新融合，持续加强人工智能领域赋能，培育并开源的人工智能大模型，加快在电子、原材料、消费品等行业应用，形成一批新模式新业态。AI 手机、AI 电脑、AI 眼镜等人工智能终端已超百款，成为拉动经济发展的新增长点，组织实施国家科技重大专项和国家重点研发计划，开展专项行动，培育新产业、打造新动能，加快发展生物制造、低空产业。推动人形机器人、元宇宙、脑机接口等未来产业创新发展，超前布局新领域新赛道。

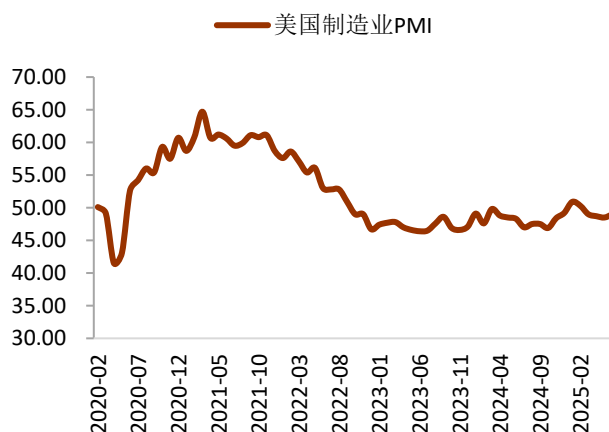
6 月我国规模以上工业增加值同比+4.3%，其中装备制造业营业收入同比增长 7.0%，较 5 月份加快 0.3 个百分点；利润由 5 月份下降 2.9%转为增长 9.6%，拉动全部规模以上工业利润增长 3.8 个百分点，对规模以上工业利润支撑作用突出。从行业看，装备制造业的 8 个行业中 4 个行业利润实现增长，其中，汽车行业在车企促销带动销量快速增长叠加重点企业投资收益增长等因素作用下，利润增长 96.8%；电气机械、仪器仪表、

金属制品等行业利润分别增长 18.7%、12.3%和 6.2%。6 月份，制造业高端化、智能化、绿色化相关行业利润快速增长，为工业高质量发展提供稳定支撑。其中，高端装备制造行业中的电子专用材料制造、飞机制造、海洋工程装备制造等行业利润同比分别增长 68.1%、19.0%、17.8%；智能化、自动化产品生产加快带动相关行业利润增加，智能消费设备制造、绘图计算及测量仪器制造等行业利润分别增长 40.9%、12.5%；绿色生产、绿色生活方式加快形成，推动相关行业利润增长向好，锂离子电池制造、生物质能发电、环境监测专用仪器仪表制造等行业利润分别增长 72.8%、24.5%、22.2%。三季度我国反内卷+稳增长主线基调明确，将有助于提升我国工业品和有色金属总需求，对铜价中长期构建上行空间提供了较强政策预期，我国经济企稳向好的势头并未改变。

图表 3 发达国家 GDP 增速

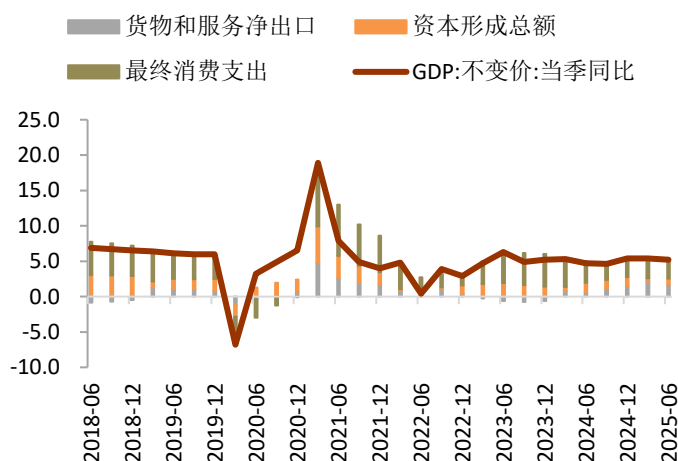


图表 4 美国制造业 PMI

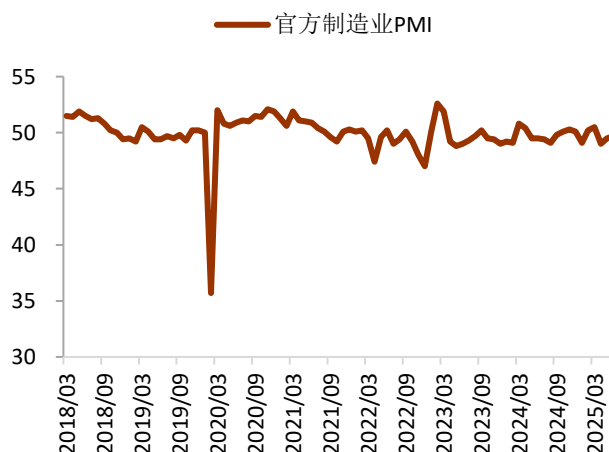


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 中国 GDP 增速



图表 6 中国 PMI 指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、基本面分析

1、海外主流矿企二季度增产为主，全球精矿偏紧格局延续

截止 7 月底铜精矿现货 TC 维持-40 美金/吨左右的低位，全球精矿供应紧缺格局未变，预计 2025 年全球铜精矿供应增速将维持在 1.4%-1.7%，而部分主流矿企的净现金成本已跃升至 1.9-2.05 美元/磅，再创历史新高。Antofagasta(安拓法加斯塔)与中国 CSPT 冶炼小组报价年中长单 TC 报价最终敲定在 0 美元/干吨，相较今年年初的 21.25 美元/吨的长单 TC 继续大幅下滑，CSPT 表示将不再敲定今年第三季度的 TC 基准价。干扰项方面，第一量子旗下的巴拿马铜矿年内复产预期渺茫，目前当地政府仅开放矿区内原有滞留精矿库存的出口运输权以及恢复该项目的发电厂，虽然当地民间组织游行要求政府重启复产谈判但该国总统表示将探索一条该矿山资产隶属于国有和人民的合作道路。备受关注的艾芬豪-紫金旗下位于刚果金的卡莫阿铜矿的卡库拉矿段此前发生多次地震，目前该区域的地下开采作业已全民暂停，粗略预计本次矿震将显著拖累今年产量多达 18 万吨，为此艾芬豪已显著下调今年指引产量至 37-42 万吨，目前首批项目定制化波音 747 大型货运包机已起飞直达刚果机场，卡库拉东部第二阶段的抽水工程将紧锣密鼓地展开，本次空运的大型水泵单台抽水能力高达每秒 2200 升。虽然海外主流矿企二季度报多数增产，但全球主要矿山干扰率仍然较高，全球精矿偏紧格局依然延续。

英美资源二季度铜产量达 17.3 万吨，同比-11%，主因旗下位于智利的 Collahuasi 矿石品位下滑、回收率较低以及水资源稀缺，旗下另一座矿山 Los Bronces 计划产量仍然偏低。二季度 Los Bronces 的产量同比下降 24%，至 3.69 万吨。该项目目前的矿山阶段具有较低品位和较硬矿石特征，但矿山的下一阶段 Donoso 2 的开发正在取得良好进展，该阶段具有较高品位和较软的矿石。该阶段的开发活动仍在继续，预计将于 2027 年初全面开放。旗下 Collahuasi 铜矿的产量同比-20%，至 4.81 万吨，反映出预期的较低矿石品位（0.96%对 1.08%），以及与临时供水限制和处理低品位库存的低质量矿石相关的较低的吞吐量和铜回收率。Collahuasi 预计，随着矿山在不同阶段之间的过渡，2025 年的产量可能下降，但预计今年下半年会有所改善。使用新海水淡化厂基础设施的超滤海水已于 7 月初接收，用于系统测试，预计将在 2025 年下半年增加。海水淡化项目预计将于 2026 年中期全面投入运营。旗下位于秘鲁的 Quellaveco 二季度产量同比+2%，达到 7.67 万吨，反映了工厂强劲表现带来的更高产量，部分被较低的品位所抵消。按照计划，到 2025 年，该矿的平均品位预计将与 2024 年相似，而下一阶段将开放和开发。优化工厂的稳定性和产量仍然是 2025 年的首要任务，我们将继续努力提高回收率。

第一量子公司二季度铜产量达 43.7 万吨，同比-7.1%，同比减少主要反映了印度尼西亚和南美较低的矿石品位和开工率，部分被北美较高的磨矿率和矿石品位所抵消。其

中北美地区铜产量 15.2 万吨，同比增加 12.6%；南美地区铜产量 12.16 万吨，同比减少 10.1%；印尼地区铜产量 16.28 万吨，同比减少 18.6%。Freeport-McMoRan 旗下印尼子公司 PT-FI 于今年 5 月开始启动其在印度尼西亚的新冶炼厂，略提前于计划。目前启动工作仍在进行中，2025 年 7 月已产出首批铜阳极，预计 7 月底将产出首批阴极铜。PTFI 新下游加工设施预计将于 2025 年底完成全面产能爬坡。

BHP 二季度铜产量达 51.6 万吨，同比+2%，环比+1%。旗下位于智利的 Escondida 铜矿二季度产量达 32.7 万吨，同比+6%，2025 财年铜总产量达 130.5 万吨，同比+16%，实现了近 17 年以来的最高产量，得益于较高的选矿厂吞吐量和回收率的提高以及 Full Sal 浸出项目在 2025 财年第四季度实现了首次生产，2026 财年 Escondida 指引产量为 115-125 万吨。旗下位于智利的 Pampa Norte 铜矿二季度产量为 7.3 万吨，同比+11%，Pampa Norte 由 Spence 和 Cerro Colorado 组成。由于品位提高，Spence 的产量增加了 5%，达到创纪录的 26.76 万吨，主因选矿厂的吞吐量、饲料品位和回收率与同期基本一致。旗下位于澳大利亚南部的 Olympic Dam、Prominent Hill 和 Carrapateena 的合计铜产量为 9.21 万吨，同比+3%，主因一季度为期两周的重大停电令其一季度产量有所干扰，但二季度南澳三矿业务表现强劲，其中 Olympic Dam 实现了创纪录的半年铜产量，Carrapateena 也获得了更高的生产能力，实现了强劲的铜产量和创纪录的黄金产量。

泰克资源二季度铜产量达 10.9 万吨，同比-1.2%，同比小幅减少主因旗下位于秘鲁的 Antamina 铜矿 5 月突发矿难导致短暂停产一周，以及矿山开采品位下滑和矿石处理量的减少，但旗下位于加拿大的 Highland Valley Copper 二季度产量明显增加，主要得益于矿石品位提升机球磨机处理量的增加，部分抵消了 Antamina 的减量部分。旗下位于智利的 QBII 项目二季度产量为 5.3 万吨，同比+2.7%，得益于尾矿管理设施的持续建设，研磨机总在线时间较一季度有所改善，因尾矿问题的停机时间较一季度减少约一半，上半年矿石总品位保持稳定，QB 今年指导产量预计在 21-23 万吨，较之前预期略有下调。

ICSG(国际铜研究小组)最新数据显示，2025 年 5 月全球精炼铜产量为 239.5 万吨，消费量为 229.8 万吨，5 月精炼铜市场供应过剩 9.7 万吨，由铜精矿紧缺引发的精铜产量下滑仍在传导之中。根据智利国家统计局数据，今年 5 月智利铜产量达 48.6 万吨，同比增长 9.4%，为年内单月较高水平。秘鲁能矿部数据显示，秘鲁 5 月铜产量达 22.1 万吨，同比-4.6%。目前秘鲁已成为全球第三大铜生产国，2024 年铜总产量已达 270 万吨，秘鲁南部阿普里马克（Apurimac）和阿雷基帕（Arequipa）地区的非正式和非法铜矿开采也有所增加。

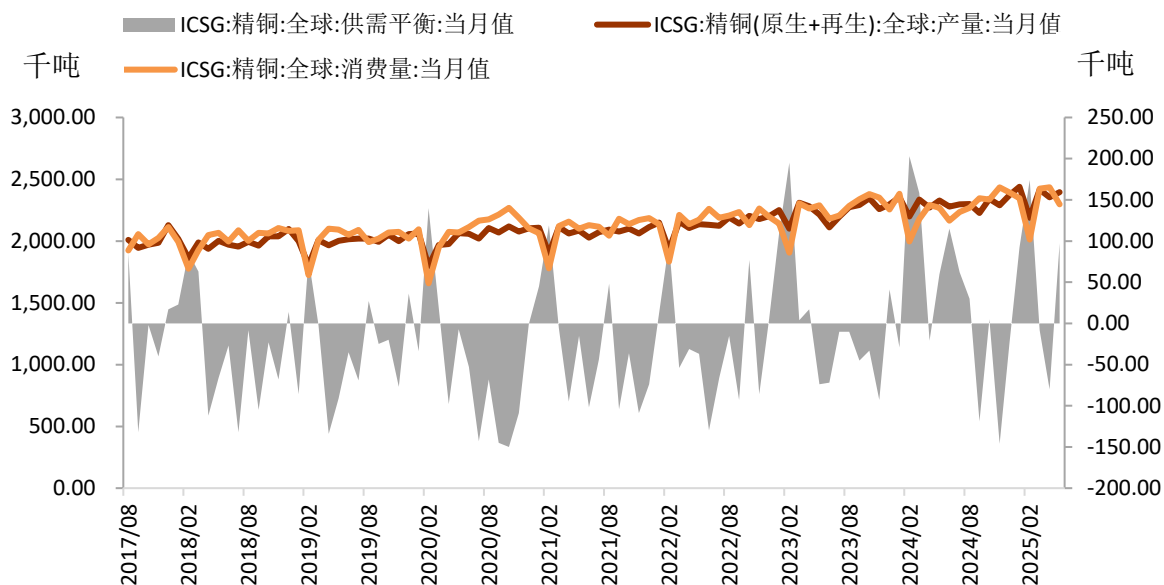
2、国内产量释放遇瓶颈，海外精铜新增产能爬坡缓慢

SMM 数据显示，我国 6 月我国电解铜产量为 113.5 万吨，同比+13%，今年 1-6 月我国电解铜累计产量达 659.4 万吨，同比+11.4%。6 月份全国主要冶炼厂产能利用率高位

运行，检修情况较少。虽然铜精矿 TC 负值持续走扩令冶炼端利润大幅收缩，但硫酸和金银等副产品利润坚挺支持大中型炼厂产量高位运行。但若 TC 长期维持较大负值区间，三季度非 CSPT 小组冶炼厂可能陷入减产困境。今年 1-6 月我国精铜进口量 164.6 万吨，同比-8.6%，海外可交割货源陆续流向北美拖累二季度进口量，随着美国 50%铜关税行将落地，未来海外货源有望回落 LME 亚洲库和我国境内。废铜供应来看，今年美国流入我国的废铜数量预计将大幅减少，2024 年我国进口美国废铜量达 43.9 万吨，折合铜金属量约 38 万吨，好在其他国家和地区对中国废铜进口供应保持平稳，今年 1-6 月我国废铜进口量累计为 114.5 万吨，同比仅下降 0.4%。在“两新政策”的积极落实下及新型电网系统改造令国内废旧拆解量持续保持充裕，虽然采购精矿成本较高，但冶炼厂积极采购废铜和阳极板进行冷料补充，今年以来我国废铜产粗铜的比例已跃升至近 20%，创近几年新高。

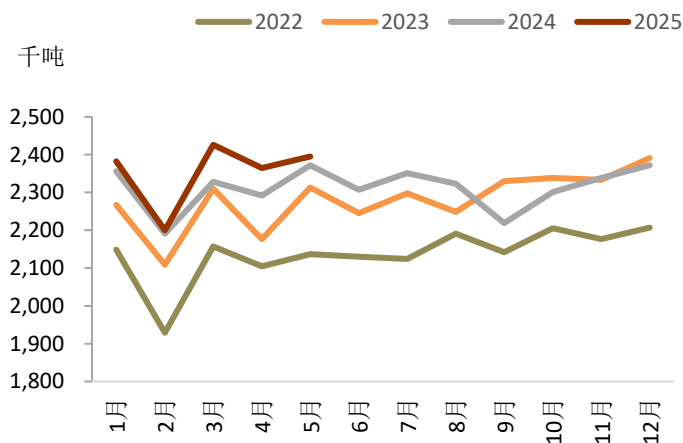
海外方面，自由港旗下的印尼 Manyar 冶炼厂 50 万吨产能于去年 10 月突发火灾导致停产，直至今年 5 月下旬才恢复运营，预计 6 月底产出成品；PT-Amman 22 万吨冶炼厂去年年中建设完工，但爬产十分缓慢；位于印度的卡奇铜业旗下的 Adani 冶炼厂 40 万吨粗炼于三季度投产，但产量不及预期，预计今年增量仅有 5 万吨；第一季度卡莫阿的 50 万吨湿法冶炼厂已经竣工，但由于电力供应不足，爬产计划推迟三个月进行；第一量子旗下的位于赞比亚的 Kansanshi 项目的 12 万吨扩建产能计划将于今年三季度实施，但有推迟预期。整体预计 2025 年海外精铜新增冶炼产能仅为 62 万吨，但实际产出则相当有限。预计 2025 年海外精铜实际增量约 15 万吨，其中湿法增量来自于非洲刚果的卡莫阿以及赞比亚 Kansanshi 的湿法矿业一体化项目，总计约 15 万吨。火法增量分别来自于印度 Adani 和 PT Amman 的各 5 万吨，印尼 Manyar 第三季度缓慢爬产带来的 10 万吨；但菲律宾 Pasar 炼厂 2 月大修关停，智利 Enami 和瑞典 Boliden 的停产也令今年火法增量可能几乎为零。整体上看，在冶炼处于低价工费的扰动下，国内冶炼产量增长和释放将受限，预计 8 月国内精铜产量将回落至 108-110 万吨。

图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

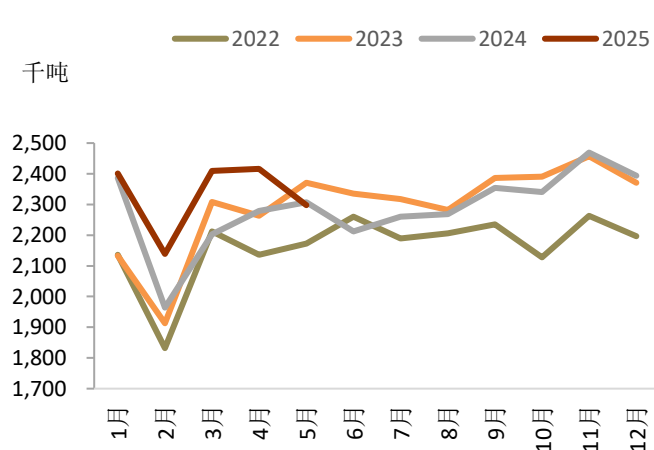


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化

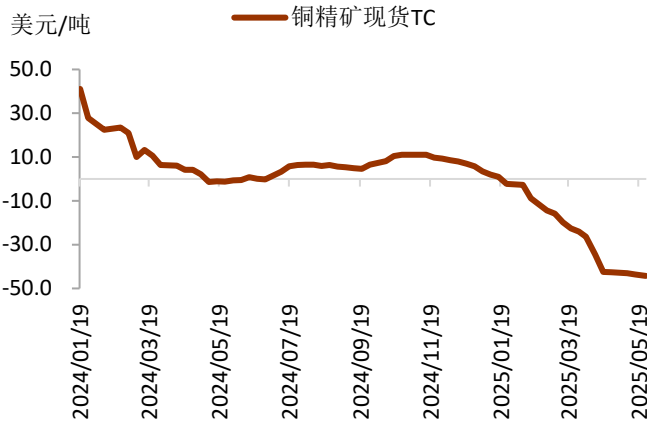


图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化

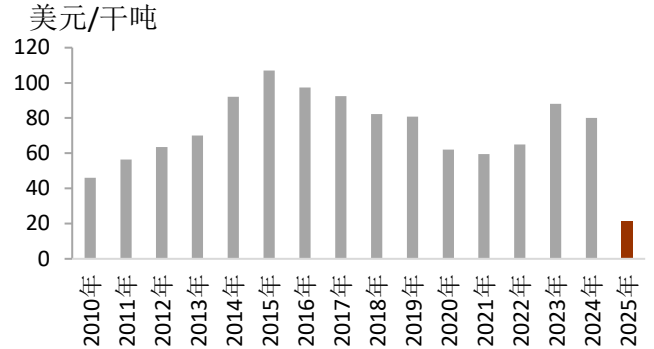


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

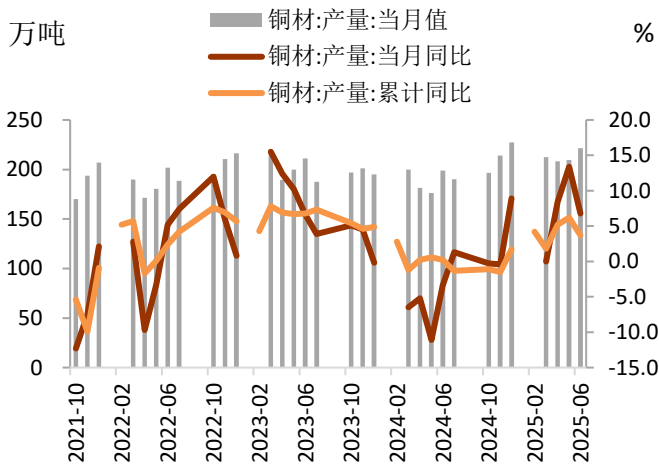


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

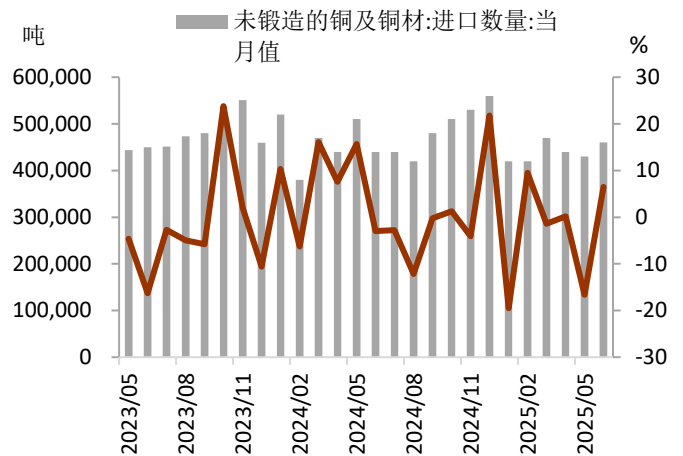


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 12 中国铜材产量及增速变化

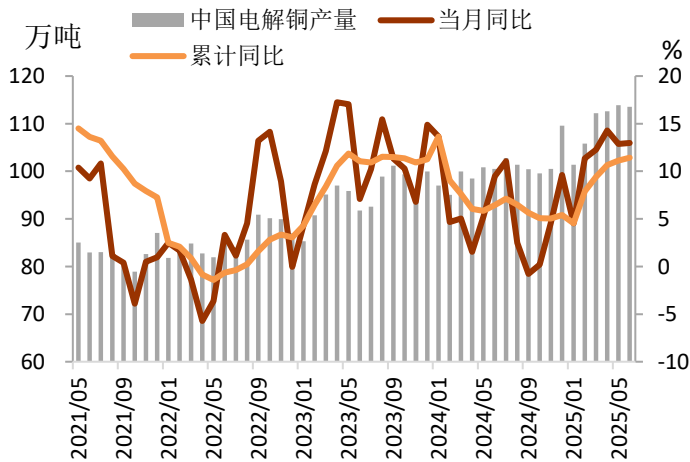


图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

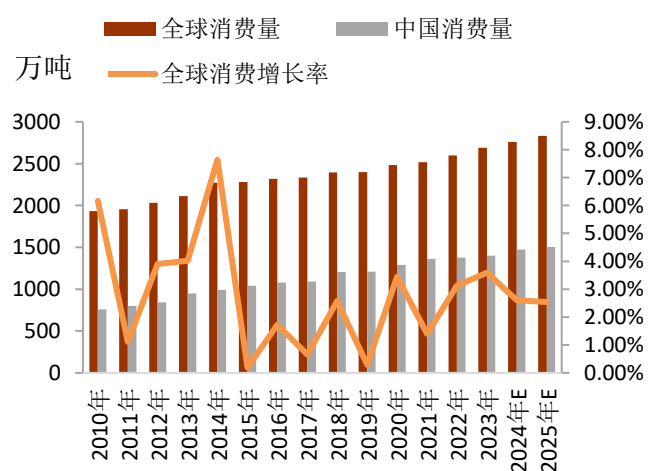


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 14 中国精炼铜产量变化



图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化

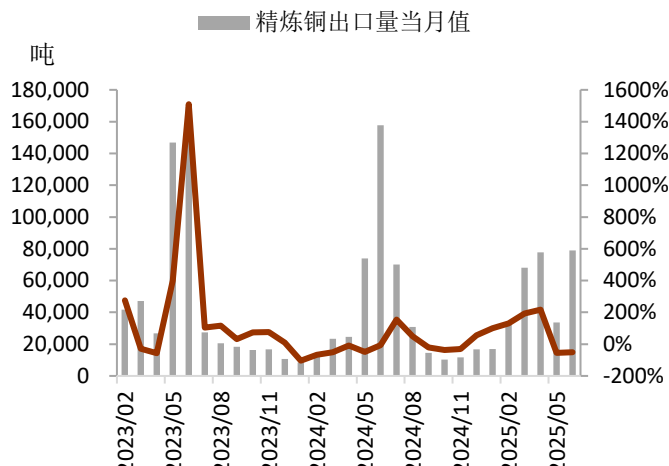


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

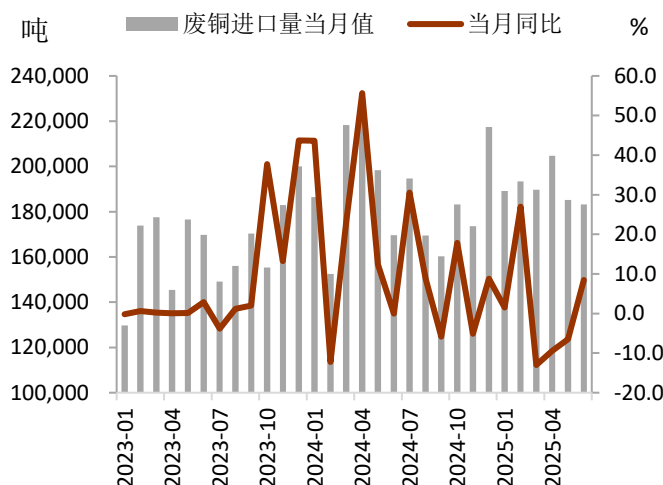
3、7 月精铜进口量将回升，COMEX 美铜套利窗口行将关闭

海关数据统计，今年 1-6 月我国未锻造铜及铜材累计进口量为 263 万吨，同比-4.6%；1-6 月铜矿砂及精矿进口量为 1475.7 万吨，同比+6.4%；1-6 月精炼铜进口量达 164.6 万吨，同比-8.6%，其中 6 月进口量回升至 30 万吨，同比+5.1%，为三个月以来的首次转正。7 月出口窗口逐渐关闭，国内冶炼厂暂缓交仓 LME 亚洲库，主因美国拟对进口铜征收 50%的关税，在 8 月 1 日铜关税落地前留给海外贸易商实现交割套利的窗口期狭小。而 COMEX-LME 的美金溢价一度反弹至 2600 美金上方，隐含关税税率则接近 30%，市场当前对美铜关税最终落地的幅度仍然存疑，主因头号生产国智利已提出请求或将豁免于铜关税政策。

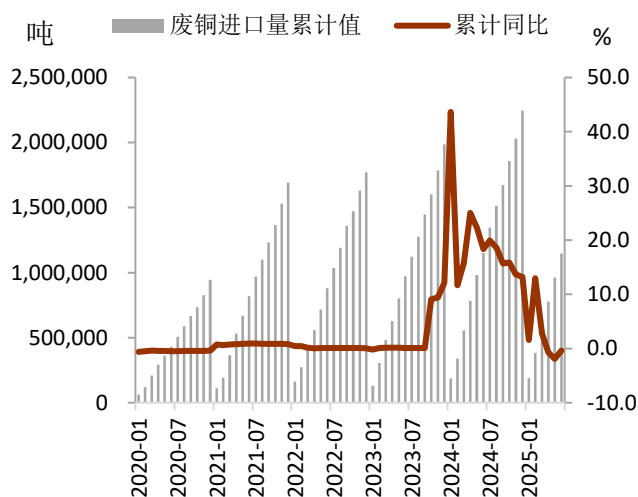
7 月洋山铜提单溢价从高位小幅回落至 95 美金/吨左右，主因南美货源有一定进口回流到港预期，剔除人民币汇率因素后沪伦比值波动区间维持 1.10-1.13，出口窗口趋于收窄，主因伦铜对沪铜溢价相对有限，美铜关税政策明朗后非美地区与美国价差将进一步拉开。内盘当月换月后的升水重心逐渐下移，主因国内消费进入旺季周期将过以及 7 月铜价高位运行对下游释放补库需求不利。另一方面，虽然 COMEX 美铜溢价持续走高，但海外可交割货源已来不及在窗口期内发往北美入仓，多数货源回流 LME 亚洲库，部分货源流入我国境内拉动进口量回升。此外，美元指数偏弱运行对人民币汇率的提振作用也非常有限，剔除汇率因素后沪伦比值重心略有下移也为进口开启创造了条件。若美铜 50%的关税最终落地，表面上看将彻底切断非美地区和美国铜货物的流向，若智利铜豁免于美铜关税，对智利等南美矿产国不征收额外的对等关税，则仍将成为头号生产国出口的优先选择，中美等主要经济体将在更广泛的领域争夺全球战略储备物资。虽然美国废铜流入我国境内数量将大幅减少，但今年 1-6 月我国废铜总进口量达 114.5 万吨，同

比-0.38%，我国将继续从非洲、俄罗斯和哈萨克斯坦等世界其他地区开拓市场，下半年非标湿法铜进口则将支撑我国逐年递增的精铜消费量。

图表 18 中国废铜进口单月变化



图表 19 中国废铜进口累计变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、海外库存陆续流向北美，国内进入低库存区间

7 月以来国内库存低位震荡整理，整体维持在 11-15 万吨之间，7 月底上海保税区库存反弹至 6.9 万吨，而上期所库存则进一步降至 7.3 万吨，LME 亚洲库库存逐渐走高至 10.1 万吨，截止 7 月 25 日全球显库库存(含上海保税区)反弹至 51.5 万吨，全球库存低位反弹，主因美铜交割期限临近关闭令海外货源持续回落 LME 和中国境内。从结构上看 7 月国内库存低位震荡，表现为整体供需维持紧平衡，供应有转弱预期但消费仍然富有韧性，令国内库存长期大幅低于往年同期水平。国内近月结构徘徊在平水到小幅 C 结构区间，LME 的 0-3 则因显性库存累库告一段落而重回 B 结构。

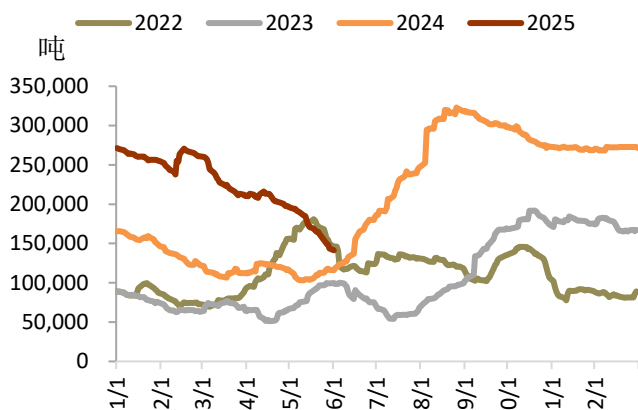
截止 7 月 25 日，LME、COMEX 和 SHFE 三大交易所的库存分别为 12.4 万吨、24.8 万吨和 7.3 万吨，总计 44.6 万吨，较上个月上升 1 万吨，大量海外货源向美国转移，但因临近对等关税窗口期，LME 注销仓单比例大幅回落至 15.9%，伦铜 0-3 由 B 结构走扩维持 60 美金左右。LME 显性库存 7 月中下旬低位反弹，其中欧洲库存降至 2.6 万吨，亚洲库存则大幅回升至 10.2 万吨，7 月中旬后可交割货源流入北美地区速率明显放缓；LME 库存逐渐低位回升，COMEX 库存则持续大幅上行，部分货源希望尽力在 8 月 1 日前注册入仓，而当前美铜溢价已接近 30%，对未来进口关税的计价预期较为充分，因此预计 8 月后全球货源流向将趋于稳定，但不排除美国豁免智利铜关税导致货源重新回落北美的可能性。

截止 7 月 25 日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）降至 14.3 万吨，环比上月

基本持平。其中 SHFE 总库存降至 7.3 万吨，月环比减少 0.8 万吨，上海保税区升至 6.9 万吨，月环比增加 0.7 万吨。7 月上旬所库存继续下滑主因需求端仍富有韧性，而保税区库存小幅回升主因海外货源有回落迹象，但总体国内库存仍处于偏低状态，对国内近月结构形成一定支撑。

总体来看，全球显性库存低位反弹，国内社会库存低位震荡，而海外地区库存低位回升但累库基本告一段落，由于全球电铜资源前期流入北美体量较大，导致非美地区库存基数大幅下降，即使非美地区库存有所反弹也难以改变这一库存搬运导致的分裂格局。预计 8 月全球库存将逐步进入回升周期，COMEX 美铜库存上行速率放缓，LME 库存将窄幅震荡，而国内库存将进入淡季小幅累库的节奏。

图表 21 LME 铜库存

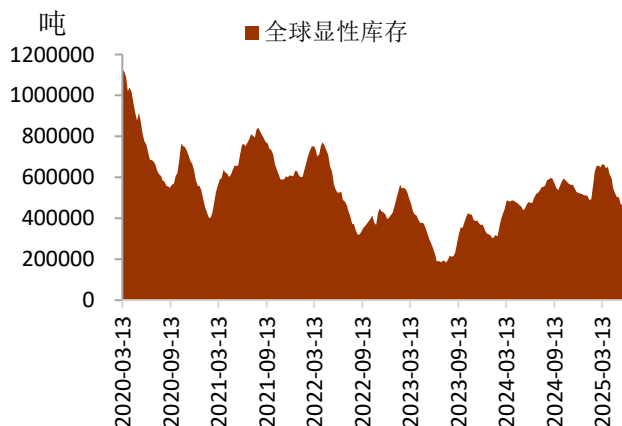


图表 22 SHFE 和保税区库存走势

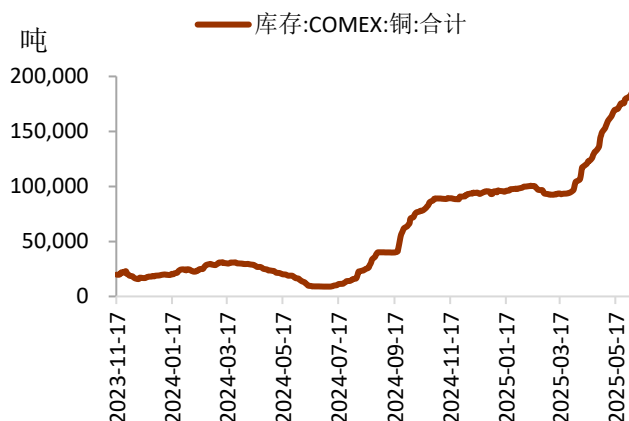


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 23 全球显性库存



图表 24 COMEX 美铜库存



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

5、电网投资需求转入淡季，新兴产业除光伏外同比增速下滑

电网投资项目建设加快，柔性直流技术提供价值增量

国家能源局数据显示，2025 年 1-6 月我国电网工程投资完成额达 2911 亿元，同比增长 14.6%；2025 年 1-6 月我国电源工程投资完成 3635 亿元，同比增长 1.6%，增速降幅缩小。截至 6 月底，截至 6 月底，全国累计发电装机容量 36.5 亿千瓦，同比增长 18.7%。其中，太阳能发电装机容量 11.0 亿千瓦，同比增长 54.2%；风电装机容量 5.7 亿千瓦，同比增长 22.7%。1—6 月份，全国发电设备累计平均利用 1504 小时，比上年同期降低 162 小时。

2025 年国网+南网的电网投资总额有望超 8000 亿，同比 2024 年多增 2200 亿，今年上半年已完成计划总额的 36.4%，但往往下半年为项目建设的高峰期。今年南方电网公司将全面部署推进电网设备大规模更新，两网计划投资布局特高压等新型电网系统，以化解大基地的消纳瓶颈，截止到 2024 年，我国建成特高压的线路达 41 条。在 2025 年将开工“5 直 2 交”特高压线路，未来的柔性直流技术将给新增线路带来重要的价值增量，IEA 预计到 2030 年及 2050 年中国电网线路总长度分别增长 0.15 和 0.31 亿公里，其中配电网线路长度分别为 0.12 和 0.28 亿公里，配电网占比将分别提升至 83.1%-87.9%，未来我国配电网建设的重要程度将大幅提升。4 月我国铜缆线企业开工率升至 81.3%，呈现好于往年的强韧性特征，省市级电网投资项目招投标陆续启动，轨道交通和基建工程项目平稳推进，预计 2025 年我国电网投资用铜增速将保持在 3.5%。

光伏行业新规落地，风电增长预期放缓

根据电力企业联合会数据，1-6 月我国光伏装机容量 212.2GW，同比+107.1%，6 月装机量环比减速主因“5.31”新政窗口期前终端抢装潮已过。7 月初，工业和信息化部召开第十五次制造业企业座谈会，会议强调工信部将综合治理光伏行业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，实现健康、可持续发展的营商环境。与此同时，行业各级主体要大力弘扬企业家精神，锚定正确方向，致力技术创新，坚守质量安全底线，加强国际合作，进一步拓展光伏应用领域的广度和深度，加快塑造我国下一代光伏产品的竞争优势，努力成为全球光伏产业的技术引领者和全球新能源低碳转型的关键参与者。

7 月 25 日，光伏行业 2025 年上半年发展回顾与下半年形势展望研讨会召开，会议强调当前光伏行业出现的非理性竞争加剧、低价中标、知识产权纠纷等问题，全行业要积极面对和解决，希望行业树立产品质量和技术水平至上的发展共识，抓好安全生产，坚持生态优先，招投标中摒弃唯最低价格中标这种观念，持续提高光伏产品的基础标准，推动实现行业产品的优质优价。也希望行业协会组织加强行业自律，推动行业公平竞争，加强企业间的交流合作，巩固和提升我国光伏产业的竞争优势。四是持续提高科技创新能力。技术创新是

光伏产业发展根本之道。近年来，我国通过大力实施自主创新，光伏产业取得全球优势。但同时已经看到国内部分环节的技术护城河不深，国际弯道超车的风险始终存在，无论应对国际竞争，还是解决国内低水平同质化竞争问题，技术创新都是行业的必经之路。我们要持续加强帮扶重点方向的研发投入，加大对光伏发电关键共性技术的研发支持，瞄准电力系统的需要，提升光伏发电的安全可靠替代能力，通过规模化应用提升先进技术的应用水平，加快形成新机制。

1-6月，我国风电装机总容量为51.4GW，同比+98.9%，我们维持全年装机总量80-85GW的预期。目前陆风装机受建造和维护成本高企影响，而海风则因的投资建设周期长、成本高，且投资回报率不稳定，部分风电机受到地域条件的限制导致的发电量长期不稳定，且铝线缆在风力发电以及短距离输送场景中对铜线缆的替代性正不断加强。整体预计今年第二季度我国风电装机将维持低增速，总体风光行业用铜量今年将出现8-10%左右的降幅。

房地产仍在筑底企稳，70城价格跌幅收窄

国家统计局数据，国家统计局数据，2025年1-6月我国全国房地产开发投资总额为46658亿元，同比下降11.2%，其中，住宅投资35770亿元，同比下降10.4%，1—6月份，房地产开发企业房屋施工面积633321万平方米，同比下降9.1%。其中，住宅施工面积441240万平方米，同比下降9.4%。房屋新开工面积30364万平方米，下降20%。其中，住宅新开工面积22288万平方米，同比下降19.6%。房屋竣工面积22567万平方米，同比下降14.8%。其中，住宅竣工面积16266万平方米，同比下降15.5%。

从价格层面来看，6月70个大中型城市新建商品住宅价格指数同比下降3.7%，70个大中型城市二手房价格同比下降6.1%，降幅环比进一步收窄。政策端，财政部表示，财政部要加大财政逆周期调节，加快发行超长期特别国债，统筹支持传统产业改造和新兴产业壮大，促消费扩内需，实施贷款财政贴息，推动房地产新模式，完善专项债监管与偿债备付金制度以防范风险。央行近期下调个人公积金贷款利率0.25%，目前5年以上首套贷款利率已降至2.6%，此举将有利于支撑居民家庭的刚性住房需求，进一步巩固房地产市场回稳向好的态势。预计下半年我国房地产行业将走向企稳，楼市信心将得到有效修复，但距离行业脱离底部仍有待时间检验，预计2025年房地产用铜增速同比小幅下降2-3%左右。

家用空调销量增长迅速，第三批国补计划10月下达

国家统计局数据显示，2025年1-6月我国空调总产量达1.63亿台，同比增长5.5%，6月我国家用空调销量为1962.2万台，同比增长3.6%，1-6月家用空调累计销量为1.23亿台，同比增长8.3%。截止5月底，全国家用空调工业库存为1588.2万台，环比-7.1%。我国家用空调生产高峰期将过，在国家“两新”政策的大力推进下，二季度以来我国空

调销售仍保持强劲势头。

产业在线数据显示,8月家用空调内销排产量为673.5万台,较去年同期下降11.9%,进入三季度后东北、山东及河南等地高温天气频发,带动了家用空调终端销售的回暖,在以旧换新的政策补贴下,更新换代的需求也稳健地推动空调销量增长,行业库存进一步消化,也为空调厂商出货创造了空间。随着国家坚持稳增长、扩内需的总体发展基调,第三批690亿国补资金将于10月下达并进入消费市场,提振了厂商和渠道商信心。8月出口排产470.8万台,同比下降14.7%。除大洋洲基数较小保持增长以外,其余各地区均呈现一定下滑。随着美国对等关税逐步落地,海外进口商补货告一段落,海外新增订单不充沛,部分地区库存压力较大。此外,东南亚等新兴市场受到地缘政治风险和物流瓶颈的双重约束,区域供应链的稳定受到一定冲击。预计8-9月空调出口端排产将出现一定程度下滑,将部分出口订单转移至内销市场将是短期的现实任务。

新能源汽车产销保持强劲增长

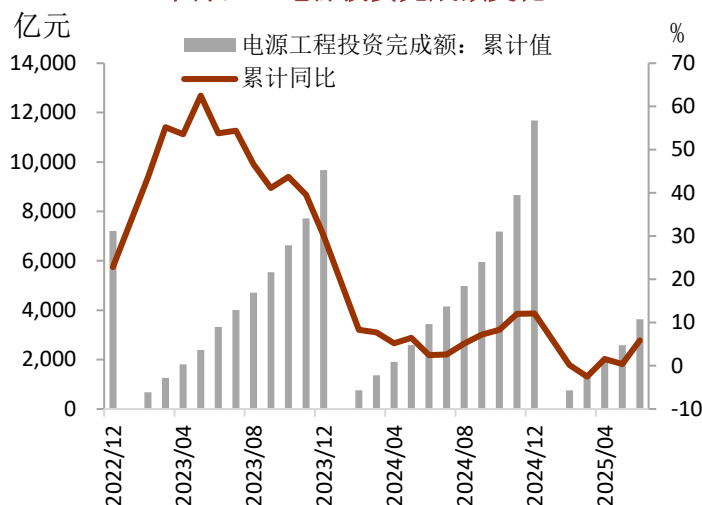
中汽协数据,今年1-6月我国新能源汽车产销分别完成696.8万辆和693.7万辆,同比分别增长41.4%和40.3%。其中,6月新能源汽车产销分别完成126.8万辆和132.9万辆,同比分别增长26.4%和26.7%。1-6月我国新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的45.8%,占比进一步提升。在出口方面,6月新能源汽车出口达20.5万辆。1-6月新能源汽车出口106万辆,同比增长75.2%。

二季度以来我国消费品以旧换新政策效应逐步显现,国内油换电需求持续增长,国内自主品牌研发创新能力不断提升,国产品牌技术的日新月异及较高的性价比优势为中国新能源汽车内销稳步增长和打开国际市场注入活力。三季度我国新能源汽车产销量增速持续攀升,内销和出口增速快速回升,中国造车新势力已成为全球新能源市场上的销售主力军,传统淡季销量同比增速仍然超过40%,表明我国经济内需增长的潜力仍将较大。政策端我国从去年开始《推动消费品以旧换新行动方案》,《2024-2025节能降碳行动方案》,逐步取消各地新能源汽车购买限制,落实便利新能源汽车通行,新能源汽车享受优惠车船税等。我国耐用品内需仍有向上调整的空间,我们预计今年新能源汽车用铜增速仍将保持在25%以上。

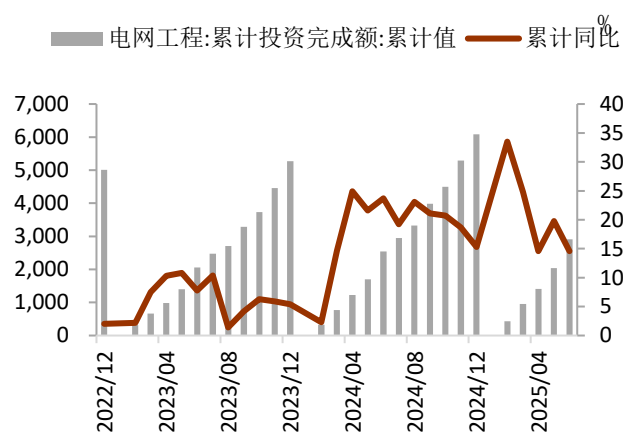
传统行业消费渐入淡季,新兴产业(除光伏外)需求保持活力

整体需求端来看,新能源汽车产销保持强劲增长,空调内销市场稳中有增,电网投资项目投资增速平稳,人工智能和数据中心提供新的需求增长点,风光行业装机增速明显放缓,房地产仍在筑底企稳阶段,7月我国传统行业呈现淡季迹象,新兴产业(除光伏以外)用铜需求仍保持一定活力,预计8月国内消费端将平稳运行,但增速或将有所放缓。

图表 23 电源投资完成额变化

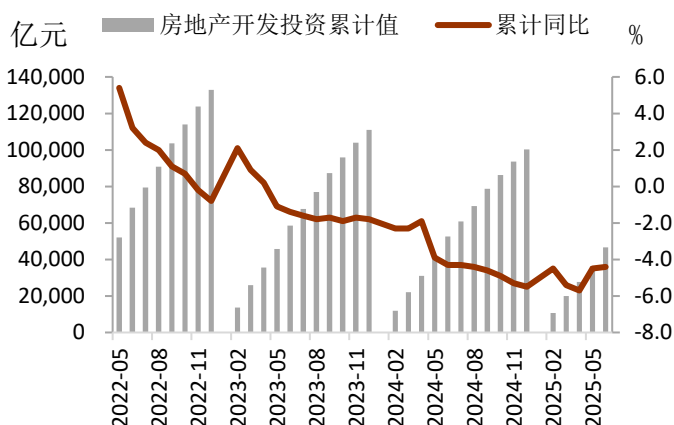


图表 24 电网投资完成额变化

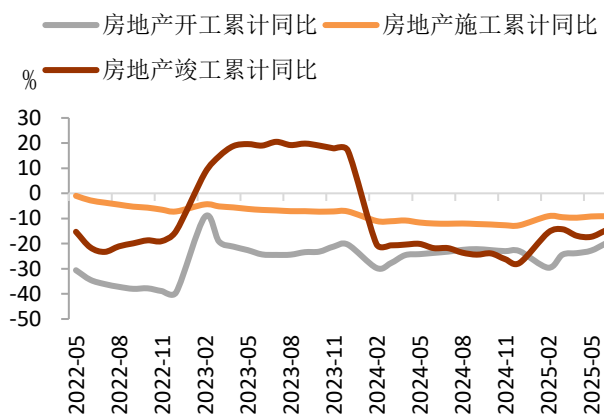


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 25 房地产开发投资增速变化

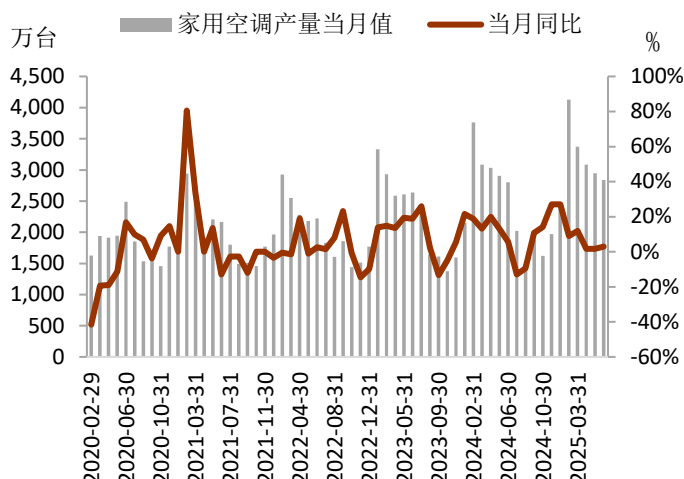


图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化

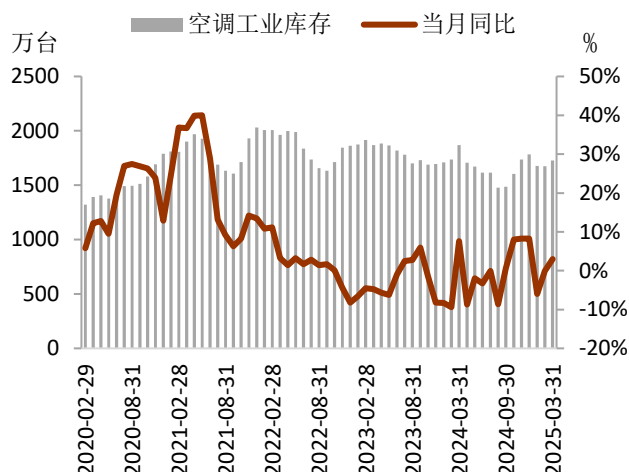


资料来源: iFinD, 铜冠金源期

图表 27 空调产量增速变化

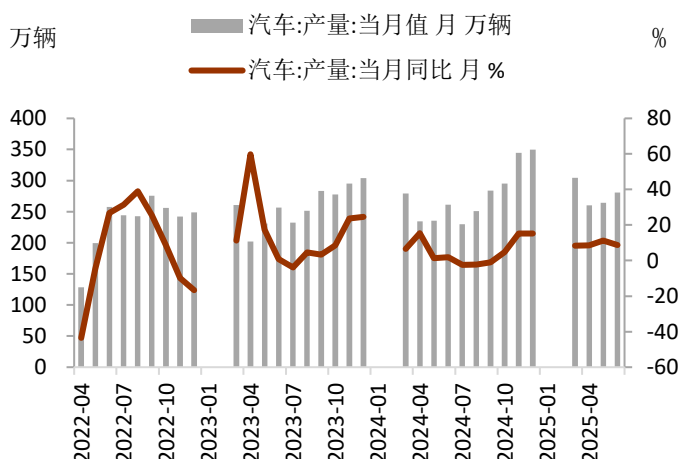


图表 28 家用空调库存变化

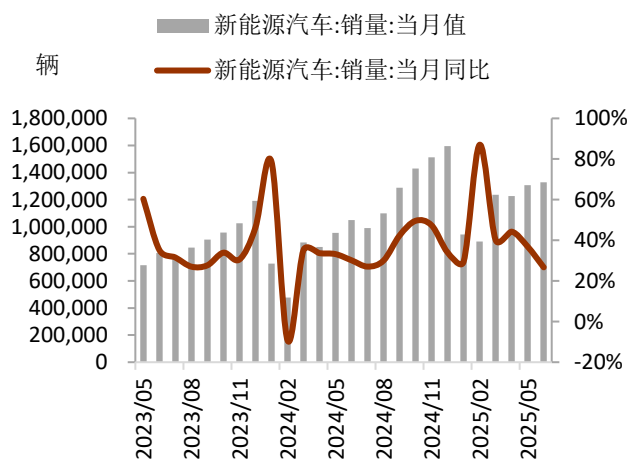


资料来源：iFinD，产业在线，铜冠金源期货

图表 29 汽车销量变化



图表 30 新能源汽车产量及销量变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、行情展望

宏观方面，对等关税落地对美国经济构成滞涨风险，拖累美联储推迟宽松路径，延续紧缩周期将提振美元打压有色市场，而美铜关税的意外落空也令 COMEX 溢价迅速回归；国内方面，反内卷+稳增长政策主线提振国内资本市场，财政端将加大财政逆周期调节，加快发行超长期特别国债，统筹支持传统产业改造和新兴产业壮大，促消费扩内需，推动房地产发展新模式。

基本面来看，海外主要矿山中断持续，国内精铜产量高企，进口量逐渐上升，供应边际走向宽松。消费端，我国传统行业呈现淡季迹象，新兴产业(除光伏以外)用铜需求仍保持一定活力，COMEX 美铜交割窗口关闭，全球库存小幅上升。

敬请参阅最后一页免责声明

整体上，对等关税落地令美国潜在通胀预期上行，美联储政策声明释放鹰派信号，令资本市场风险偏好降温。基本面上海外矿端紧缺并未缓解，但美铜关税落空令 COMEX 溢价大幅回落，叠加全球显性库存回升，基本面对铜价支撑有所减弱。预计 8 月份铜价将小幅调整下寻支撑，成本项对铜价的中期支撑作用仍然存在。

风险点：美国经济增速显著放缓，美联储 9 月降息预期降温

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

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：025-57910823

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。