



2025年9月12日

## 宏观和基本面共振，铜价向上运行

### 核心观点及策略

- 宏观方面，关税政策对全球经济增长预期的拖累相对温和，就业疲软背景下美联储预防式降息预期迅速升温，特朗普对美联储政策干预加深引发市场对美元信心的动摇；国内方面，央行将落实落细适度宽松政策，财政端将统筹支持传统产业改造和新兴产业发展，消费补贴政策将进一步刺激内需。
- 基本面来看，全球矿山中断事故频发，矿端趋紧逐级向冶炼端传导，成本端持续抬升铜价重心。消费端，传统行业渐入旺季，新兴产业(除光伏以外)用铜需求保持刚性，国内库存低位运行，全球库存反弹幅度有限。
- 整体来看，美国就业市场尽显疲态而通胀并未显著抬升，叠加美联储立场转向鸽派均为9月降息敞开大门，特朗普干预美联储人事任命和政策方向令后者独立性受到挑战，美元走势疲软支撑铜价。基本面上矿端趋紧叙事愈演愈烈，并逐步向冶炼端传导，而国内供需将回归紧平衡，社会库存有进一步下探的风险，预计9月铜价将进入震荡上行的节奏，若降息如期兑现则有望逼近上半年高点。
- 风险点：美联储9月按兵不动，美国通胀大幅回升，全球经济增速显著放缓

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8月铜行情回顾.....	4
二、宏观经济分析.....	5
1、美国就业市场显疲态，年内预防式降息预期回升.....	5
2、美国制造业萎缩，欧元区制造业显著回升.....	6
3、央行落实落细适度宽松政策，8月工业企业利润降幅收窄.....	7
三、基本面分析.....	8
1、全球矿端供应干扰不断，巴拿马铜矿进入环评审计阶段.....	8
3、精铜进口量逐步恢复，洋山铜美金溢价下滑.....	13
4、海外库存陆续流向北美，国内进入低库存区间.....	14
5、传统行业消费渐入旺季，新兴产业除光伏外增速稳健.....	15
四、行情展望.....	20

## 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 .....	11
图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化 .....	11
图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化 .....	11
图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势 .....	12
图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势 .....	12
图表 12 中国铜材产量及增速变化 .....	12
图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化 .....	12
图表 14 中国精炼铜产量变化 .....	12
图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化 .....	12
图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化 .....	13
图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化 .....	13
图表 18 中国废铜进口单月变化 .....	14
图表 19 中国废铜进口累计变化 .....	14
图表 21 LME 铜库存 .....	15
图表 22 SHFE 和保税区库存走势 .....	15
图表 23 全球显性库存 .....	15
图表 24 COMEX 美铜库存 .....	15
图表 23 电源投资完成额变化 .....	19
图表 24 电网投资完成额变化 .....	19
图表 25 房地产开发投资增速变化 .....	19
图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化 .....	19
图表 27 空调产量增速变化 .....	19
图表 28 家用空调库存变化 .....	19
图表 29 汽车销量变化 .....	20
图表 30 新能源汽车产量及销量变化 .....	20

## 一、2025年8月铜行情回顾

2025年8月，铜价整体呈震荡上行走势，伦铜从月初的最低9550美元一线逐步震荡走高至9900美金上方，沪铜从78000一线震荡上行至80000附近，整体走势极为稳健。一方面，全球央行年会上鲍威尔表达支持降息的立场，或将更加注重就业市场的表现适时出台政策应对经济下行的风险，预防式降息预期持续升温；另一方面特朗普试图解雇美联储现任理事并频繁干预美联储政策引发市场对美联储政策独立性的担忧，美元指数走势疲软提振金属市场；另一方面，CodeIco旗下特尼恩特矿山突发坍塌事故预计年内减产4万吨，泰克资源宣布暂停秘鲁QB部分重大扩建项目，以及Capstone公司宣布旗下位于智利的Mantoverde铜矿暂时停产，全球矿端资源紧缺程度加剧，现货TC仍位于-40美金的绝对地位，而美铜货源并未大量回流其他地区，LME近期累库显著放缓，国内社库基数偏低，资源端紧缺已逐步向冶炼端进行传导，政策端“770号文”下发打压废铜企业生产积极性，或令国内9月精铜产量环比大幅回落，加剧市场对紧平衡结构担忧。截至8月29日，伦铜报收于9906美元/吨，月度跌幅为3.1%；沪铜报收于79410元/吨，月度涨幅为1.75%，涨幅相对偏弱。8月人民币汇率持续升值主因美联储9月降息预期升温导致美元走势较弱，沪伦比值降至8.01，整体市场表现为外强内弱。

图表1 铜期货价格走势



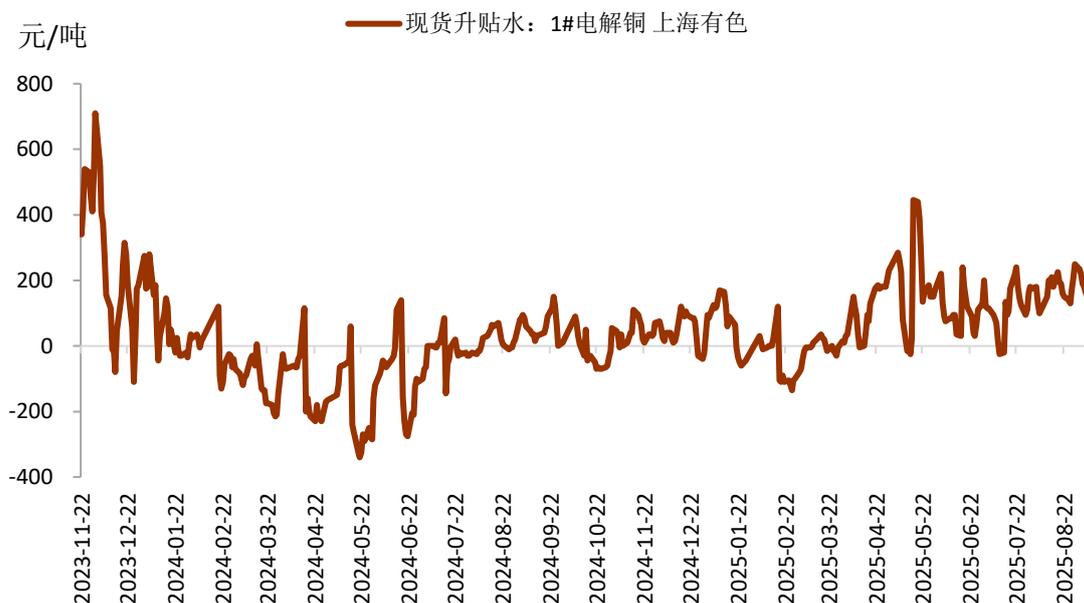
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

8月以来，国内精铜终端消费维持淡季特征，一方面铜价震荡走高令下游补库意愿有所下降，另一方面电缆线企业下游订单偏少开工率降至8成以下，电网投资项目建设8月未有显著增量。从电网投资端来看，大型电网投资项目建设进程维持较低开工，上

敬请参阅最后一页免责声明

月铜缆线企业开工率低于往年同期，而工程和地产类线缆订单和轨道交通类同步放缓，房地产类订单继续走弱，缺乏保交楼政策扶持下小区电缆建设进度缓慢；空调排产进入冷年淡季周期，铜板带消费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表现偏弱。从初端加工来看，精铜制杆行业 8 月开工率小幅下滑至 7 成附近，铜箔企业开工率回升至 7 成，主因新能源汽车销量增速持续超预期，而传统铜箔在印制电路板和覆铜板的需求仍然保持韧性。8 月社会库存仍然维持在 12-15 万吨的低位区间，换月后现货升水重心总体移，整体运行区间在+130~+250 元/吨之间。截止 8 月底，华东 8mmT1 电缆线杆加工费回升至 350-630 元/吨，较上月基本持平，主因国内铜价震荡上行拖累下游补库需求但现货升水重心上移，导致加工费僵持不下；从近月盘面结构来看，近月由平水逐步回归 B 结构，主因 8 月国内显性库存总体累库幅度有限，8 月冶炼端产量维持高位运行，南美货源回流增加国内到港量，但总体供应端宽松程度有限，而 9 月又将面临废铜新政后的冷料端供应紧缺干扰，略宽的供应状态又将重新回归紧平衡。整体预计 9 月传统行业消费将逐步复苏，新兴产业除光伏外仍然保持活力，预计内贸铜升水整体重心将继续抬升，关注国内冶炼厂的减产情况。

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、美国就业市场显疲态，年内预防式降息预期回升

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，连续第二个月出现大幅下降，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，美联储最新褐皮书显示，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。美国就业市场疲软迹象已显露无疑，令美国开启预防式降息预期持续升温，市场甚至激进认为本月美联储首轮就将直接降息 50BP，虽然部分鹰派官员如克利夫兰联储主席哈马克依然认为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，如果特朗普执意干预政策令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。

鲍威尔在上月全球央行年会上表示，美联储将更新货币政策运行框架，以应对过去 5 年经济环境的重大转变，新框架取消了针对低利率环境的特殊表述，回归灵活通胀目标制，并放弃了此前的“补偿性”通胀策略，不再像 2020 年推出的框架那样刻意容忍通胀高于联储的长期目标水平。美联储在新框架中强调了维护通胀预期稳定的关键作用，声明 2% 仍为长期锚定目标，FOMC 将确保长期通胀预期保持良好锚定。鲍威尔同时表示，当前美国就业面临下行风险，美联储的双重使命的平衡可能会发生一些倾斜，在关税政策对通胀并非产生持久性影响的背景下，基于经济前景的不断变化以及新的风险平衡考量下，美联储可能需要调整政策立场。而市场解读为鲍威尔的整体发言基调已为 9 月降息敞开大门，虽然种种迹象表明美联储降息或已箭在弦上，但中性预测首轮降息 25 个基点仍为基准情形，我们认为在抛开政治因素的情况下，美联储没有快速大幅降息的充分理由，全球大类资产在进入宽松周期后将面临价值重估和格局调整，此外降息将显著削弱美元资产的吸引力，驱动全球资本重新配置。

## 2、美国制造业萎缩，欧元区制造业显著回升

美国 8 月 ISM 制造业 PMI 降至 48.7，低于前值的 48，连续第六个月位于收缩区间，分项数据中新订单指数升至 51.4，为今年年初以来的首次扩张，表明对等关税政策落地后美国企业下游订单需求逐步回升，就业指数录得 43.8（环比-0.6%），反映出企业因对未来需求前景的不确定性增强导致用工意愿逐渐下滑，此外人工智能和自动化领域的普及也在削弱对传统劳动力的需求，而物价支付指数则降至 63.7（环比-1.1%），数据显示原材料成本短期的上升势头或告一段落，潜在通胀预期有小幅回落的迹象，此外积压订单正在以更快的速度减少，一定程度上缓解了就业市场的疲软，而供应商交付指数显示 8 月交货时间有所延长，进口指数则显示当前收缩程度明显加快主因对等关税全面落地实施，整体来看美国制造业企业仍将面临诸多挑战，企业在政策预期不确定较大的

背景下难有主动扩张投资的意愿。

欧元区 8 月制造业进一步回升至 50.5，高于预期的 49.5，基本结束了为期三年的收缩态势，表现为欧元区内需的全面回暖。其中制造业产出指数攀升至 52.5，创 3 年半以来新高。其中“火车头”德国 8 月制造业 PMI 录得 49.9，环比大幅上升 3%，远超预期，产出指数从 7 月的 50.6 大幅升至 52.6，在考虑到美国关税政策、地缘政治风险及相对较高的利率背景下，德国制造业复苏势头极为强劲。法国 8 月制造业 PMI 升至 49.9，虽然仍在收缩区间但环比回升势头明显，收缩程度的减弱为经济稳定提供了支撑，但法国内部商业活动仍然缺乏活力。强劲的 PMI 数据为欧央行的政策制定者们提供了充分的参考依据，叠加欧元区通胀已基本控制在预期范围内（8 月 CPI 同比+2.1%），欧央行官员表示基于欧元走强、能源价格下跌导致核心通胀逐步放缓，欧央行短期无需进一步降息，当前欧元区经济活动和增长前景已逐步回归复苏势头，不出意外的话欧元区二季度 GDP 或将实现环比正增长，而通胀和利率均维持在 2% 的均衡状态，未来欧央行暂停降息或为主流基准情形，但若服务业通胀进一步下滑，关税政策对经济的拖累作用愈发显著，不排除欧央行在年底前重启降息的可能。

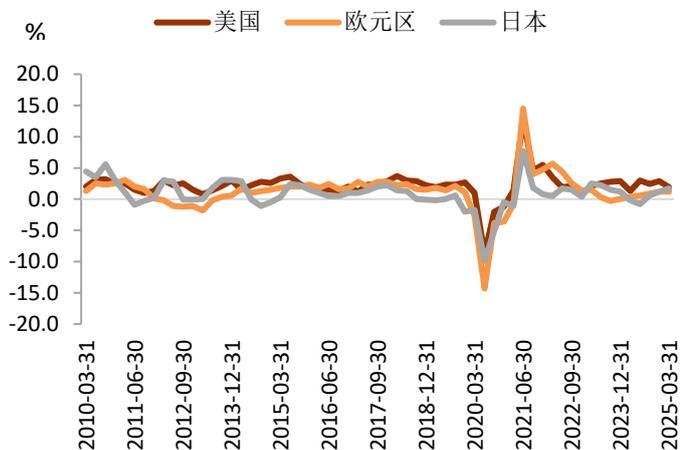
### 3、央行落实落细适度宽松政策，8 月工业企业利润降幅收窄

8 月中，央行发布第二季度货币政策报告。期中提出，下一阶段要落实落细适度宽松的货币政策。根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度和节奏，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配，持续营造适宜的金融环境。把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。同时，报告指出要进一步完善利率调控框架，强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，持续强化利率政策的执行和监督，降低银行负债成本，推动社会综合融资成本下降。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转，把握好金融支持实体经济和保持自身健康性的平衡。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，用好结构性货币政策工具，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等。

中国 7 月规模以上工业企业利润同比下降 1.5%，今年 1-7 月累计下降 1.7%，其中高技术制造业利润快速增长，引领作用明显。7 月份，高技术制造业利润由 6 月份下降 0.9% 转为增长 18.9%，拉动全部规模以上工业企业利润增速较 6 月份加快 2.9 个百分点，引领作用明显。其中，随着我国航空航天事业发展，技术水平不断向更高层次迈进，航空航天器及设备制造行业利润增长 40.9%；在半导体领域自主创新能力持续增强的背景下，相关的集成电路制造、半导体器件专用设备制造、半导体分立器件制造等行业利润分别增长 176.1%、104.5%、27.1%；生物医药行业高质量发展稳步推进，推动生物药品制造、化学药品制剂制造等行业利润分别增长 36.3%、6.9%。四季度我国反内卷+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市场需求规模，对铜价中长期构建上行空间提供了较强政策预期，我国经济总体企稳向好的势头仍然延续。

图表 3 发达国家 GDP 增速



图表 4 美国制造业 PMI

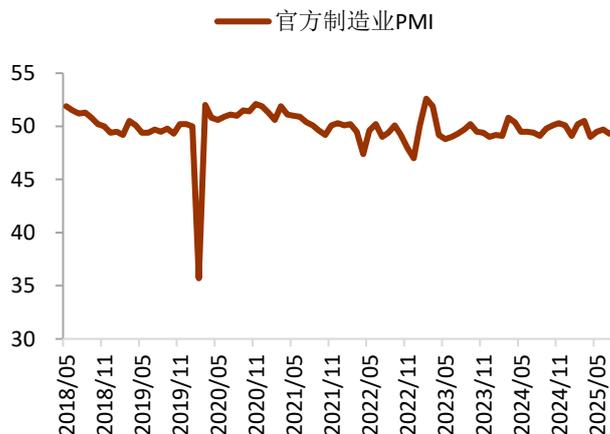


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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、全球矿端供应干扰不断，巴拿马铜矿进入环评审计阶段

截止 8 月底铜精矿现货 TC 维持-41 美金/吨左右的绝对低位，全球精矿供应干扰率持续增加，预计 2025 年全球铜精矿供应增速将降至 1.1%-1.4%，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。从当前处于中断和突发临时停产项目来看，其中巴拿马铜矿环境审计阶段即将启动，该国工商部长表示预计到今年年底

政府将掌握关键信息并对该项目的未来走向做出决策，本次审计时间预计将持续 4-5 个月。此外，泰克资源暂停秘鲁 QB 部分重大扩建项目，Capstone 公司宣布旗下位于智利的 Mantoverde 铜矿暂时停产，9 月初自由港旗下的印尼 Grasberg 铜金矿因其五个生产区块中的一个区块发生了生产放矿点湿物料大量涌出事故导致项目临时停产，卡莫阿地下抽水工程进入第二阶段但仍预计年内损失产量超过 10 万吨，为今年矿端产出的最大损失项。全球前 15 家海外主流矿企二季度报增产较少，2025 年产量指引的中位数总和同比仅增 0.54%，其中有 6 家的产量指引中位数低于去年产量，总体来看，全球主要矿山干扰事故频发，精矿偏紧格局延续。

巴拿马工商部长表示，预计到今年年底，该国政府将掌握所有必要信息，以便就第一量子公司旗下的巴拿马铜矿未来走向作出决策，其表示，针对巴拿马铜矿的环境审计及综合审计相关职权范围已整合为单一审查流程，他补充称，巴拿马环境部已选定负责开展该审计的机构，审计原计划于本月启动。其估计此次审计最多需要 4-5 个月的时间，因此我们有望在今年年底前掌握关键信息。这将使我们能够在确保安全管理计划持续有效的前提下，继续做出明智决策，此次环境审计是确定该铜矿当前状况的第一步，政府需在此基础上才能进一步明确其未来发展方向。

自由港公司 9 月初宣布旗下位于印尼的 Grasberg 铜金矿五个生产区块中的一个区块，发生了生产放矿点湿物料大量涌出事故。该事故导致矿井内部分区域通道堵塞，七名作业人员的疏散路线受到限制。目前已明确这七名作业人员的位置，且据信他们处于安全状态，目前救援人员正全力清理事故区域，以实现安全、快速的疏散；同时，向受困人员提供支援的相关工作也在同步推进。在格拉斯伯格区块崩落式矿井的生产作业中，矿石开采主要依靠遥控设备完成，但此次湿物料涌出事故堵塞了通道，而受影响的作业人员当时正在该区域开展矿井开拓作业。经确认，其他所有人员均安全无恙。为优先保障这七名承包作业人员的安全疏散，格拉斯伯格矿区的采矿作业已暂时暂停。2025 年该项目铜产量达 29.7 万吨，是世界上最大的铜金矿之一，也是全球第二大铜矿山。

加拿大矿业公司泰克资源表示，目前已暂停了大部分的扩建项目计划，将全力解决 QBII 铜矿的质量问题。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。

Capstone 铜业表示，旗下位于智利的 Mantoverde 矿山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 3000-4000 吨。目前，针对故障根本原因的调查已启动。

ICSG(国际铜研究小组)最新数据显示，2025 年 6 月全球精炼铜产量为 243.1 万吨，消费量为 239.5 万吨，6 月精炼铜市场供应过剩 3.6 万吨。根据智利国家统计局数据，今年 7 月智利铜产量达 44.5 万吨，环比增长 5%，同比增幅有限，主因 7 月下旬 Codelco 旗下的 EI Teniente 项目突发坍塌事故导致停产。秘鲁能矿部数据显示，秘鲁 6 月铜产量达 22.9 万吨，同比+7.1%。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 6 月产量增加得益于 MMG 旗下的 Las Bambas 铜矿产量同比增幅超过 60%，今年上半年秘鲁铜总产量已达 134 万吨，同比+3.5%。

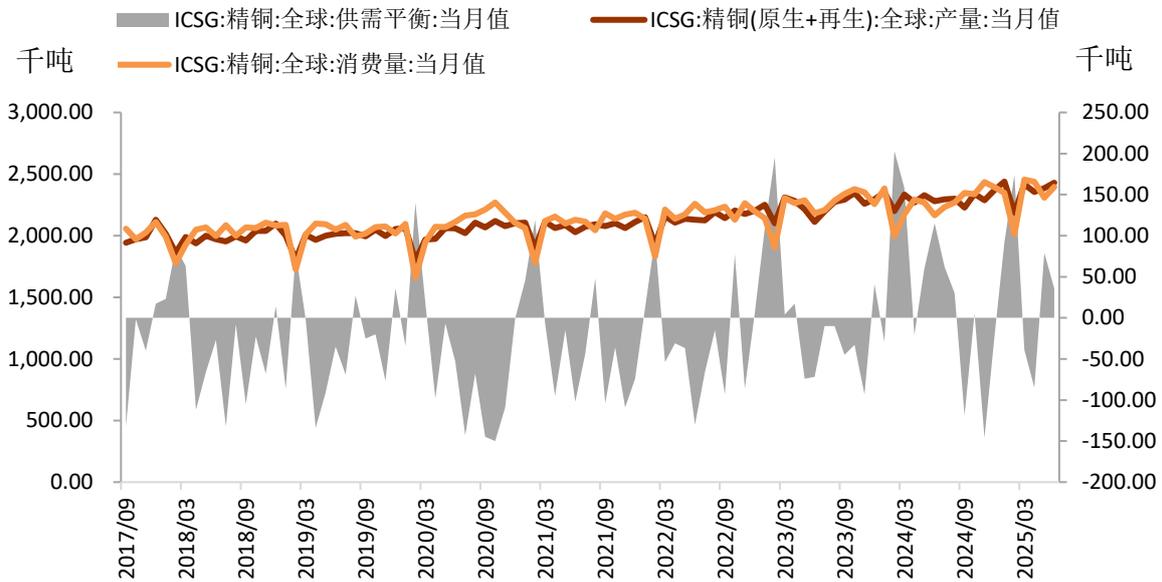
## 2、国内产量或高位回落，海外精铜产能释放受限

SMM 数据显示，我国 8 月我国电解铜产量为 117.2 万吨，同比+15.6%，今年 1-6 月我国电解铜累计产量达 894 万吨，同比+12.3%。国内部分冶炼厂产量保持高位运行，主因环保限产导致的产量下降的冶炼厂逐步恢复，各地硫酸价格较高弥补加工亏损，金银等副产品利润尚可，但进入 9 月后随着 770 号文下方并要求取消地方政府予以废铜制杆企业不合理税收优惠及财政补贴的背景下，废铜加工企业变相负税率有所增加，江西和安徽多数企业或已失去成本优势进而停工停产，或将导致废铜供应进入短期偏紧状态，在原本矿端资源供应并不充裕的前提下，预计国内 9 月冶炼产量或环比下降 4-5%，整体将减产约 5-8 万吨。

海外方面，一季度嘉能可旗下位于菲律宾的 PASAR 冶炼厂停产（该项目粗炼产能 20 万吨），复产时间仍未知；3 月旗下位于智利的 Altonorte 冶炼厂又因熔炉问题临时停产，目前已启动了商业不可抗力条款，该工厂年产能达 35 万吨，预计嘉能可的两家工厂今年产量损失将高达 30 万吨。此后，嘉能可于 6 月表示旗下的 Mount Isa 冶炼厂因原料资源极度紧缺及市场环境恶化等因素导致项目进入不可持续状态，资源端的紧缺已逐步向冶炼端传导。日本矿业协会会长、三菱公司总裁表示，当前全球铜冶炼利润大幅收缩，呼吁日本政府应统一立场，并考虑与其他非中方消费国合作以破除当前的困境。新增产能方面，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，7 月已逐步产出成品；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。

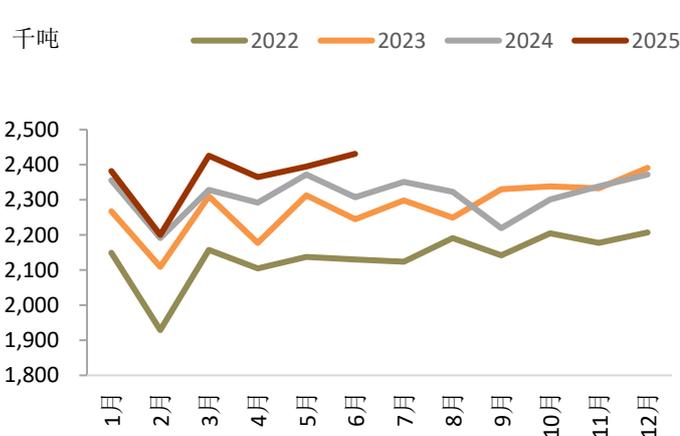
整体预计 2025 年海外精铜新增冶炼产能仅为 62 万吨，但实际产出则相当有限。预计 2025 年海外精铜实际增量约 15 万吨，其中湿法增量来自于非洲刚果的卡莫阿以及赞比亚 Kansanshi 的湿法矿业一体化项目，总计约 15 万吨。火法增量分别来自于印度 Adani 和 PT Amman 的各 5 万吨，印尼 Manyar 第三季度缓慢爬产带来的 10 万吨；但菲律宾 Pasar 炼厂 2 月大修关停，智利 Enami 和瑞典 Boliden 的停产也令今年火法增量可能几乎为零。整体上看，在全球矿端干扰频发及新的废铜税收政策的制约下，国内冶炼产量增长和释放将受限，预计 9 月国内精铜产量将回落至 110 万吨左右。

图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

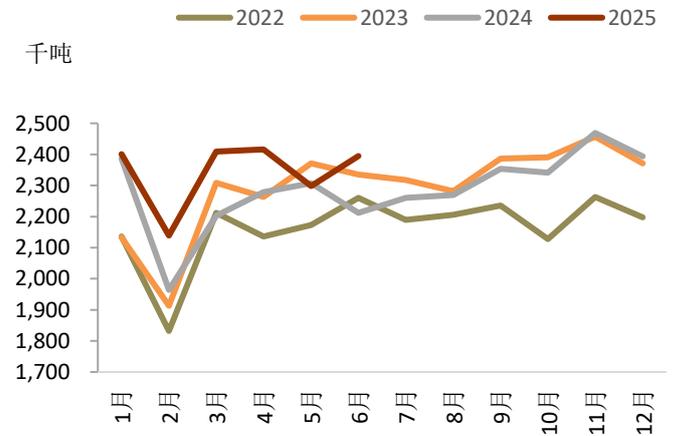


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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



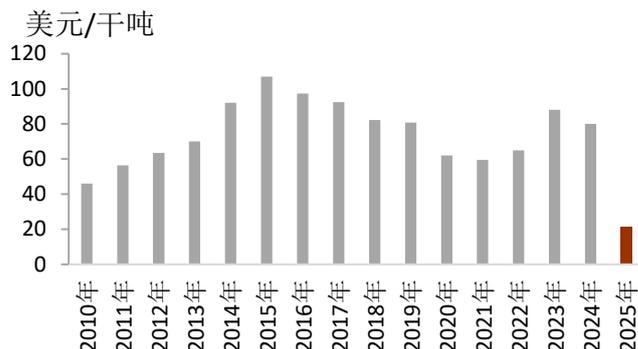
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

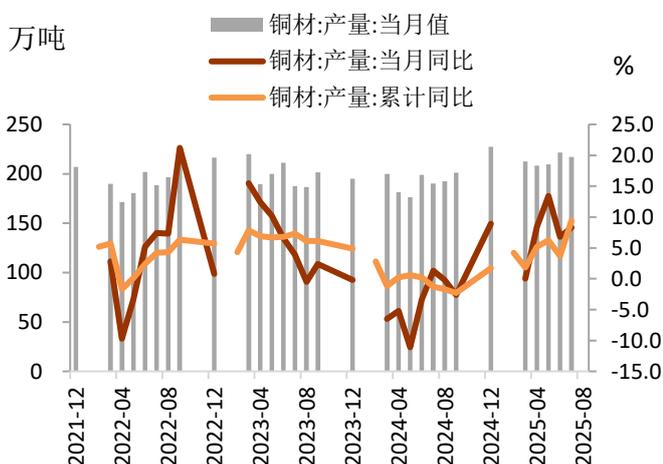


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

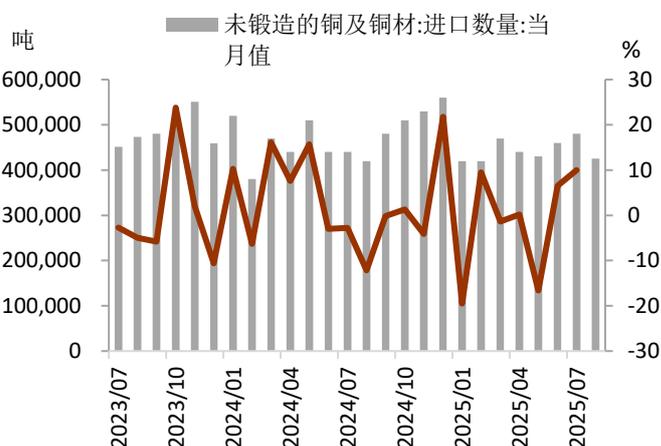


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

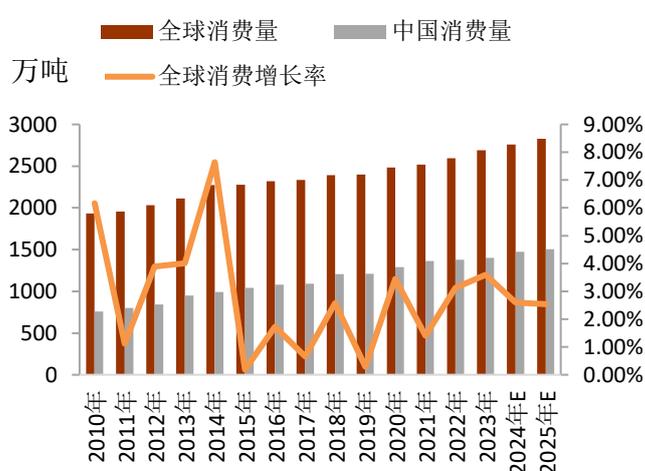


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 14 中国精炼铜产量变化

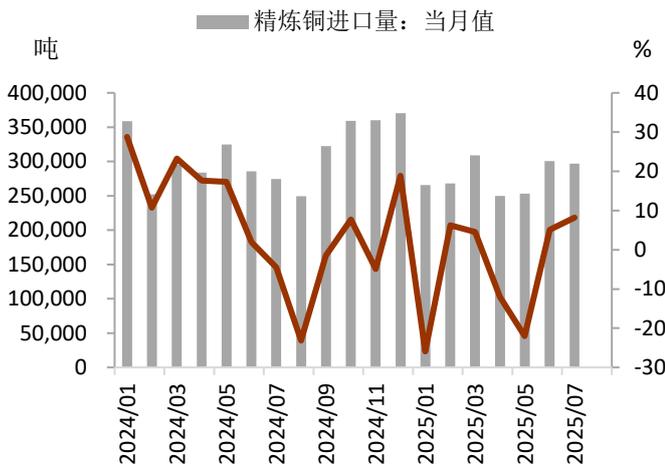


图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化

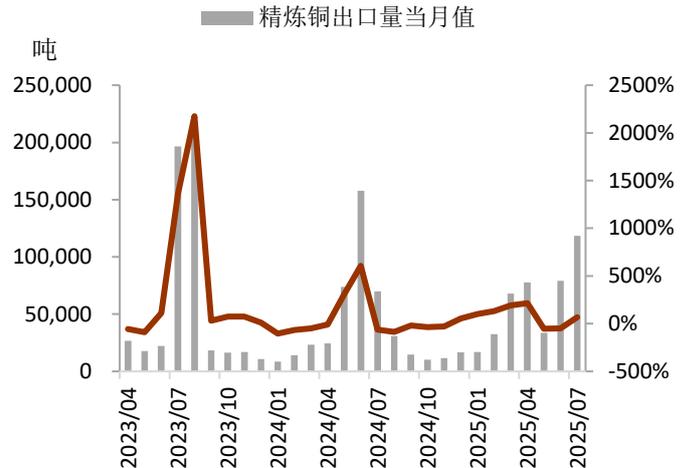


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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、精铜进口量逐步恢复，洋山铜美金溢价下滑

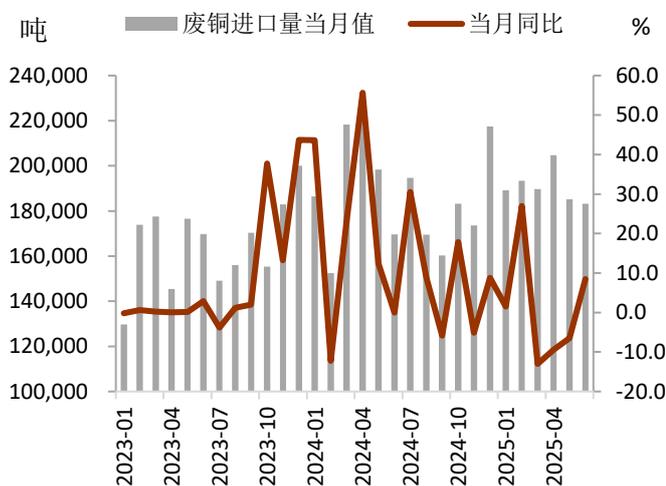
海关数据统计，今年 1-7 月我国未锻造铜及铜材累计进口量为 311 万吨，同比-2.6%；1-7 月铜矿砂及精矿进口量为 1731.74 万吨，同比+8.1%；1-7 月精炼铜进口量达 194.3 万吨，同比收窄至-6.4%，其中 7 月进口量维持在 29.6 万吨，同比+8.2%，为连续第二个月维持正增长。8 月出口窗口逐渐关闭，特朗普宣布仅对铜半成品(铜管，铜棒，铜杆线)及特定电缆征收 50%的关税，大约涵盖 150 亿美元的产品，而精炼铜和阴极铜并不在范围之内，导致海外套利交易商预期落空，部分货源出口改道又重新流入 LME 亚洲库，但在 COMEX-LME 出口窗口并未大幅开启的前提下，预计美铜库存回流其他地区的数量有限。

8 月洋山铜提单溢价大幅回落至 60 美金/吨左右，主因美铜关税预期落空后，原本发往美铜货源部分改道流入国内，剔除人民币汇率因素后沪伦比值波动区间维持 1.11-1.14，出口窗口显著收窄回归合理区间，主因美铜溢价基本不复存在，7 月 30 至 31 日两天的美铜累计跌幅高达 25%，美铜货源开始逐步回流 LME 亚洲库直至 COMEX-LME 的出口窗口关闭。从废铜流向来看，虽然关税预期最终未能落地，但美国废铜流入我国境内数量将大幅减少，其中 6 月占比已从去年的 20%降至今年的 1%，主因 232 调查要求美国生产的优质废铜的 25%必须在美国销售，美国商务部建议对高质量废铜进行出口许可证要求，以确保国内供应充足，此外，要求美国生产的铜输入型材料（包括精矿、哑光、阴极和阳极）的 25%必须在美国销售，并从 2027 年的 25%开始逐步提升至 2029 年的 40%。今年 1-7 月我国废铜总进口量达 133.5 万吨，同比-0.61%，我国转向进口日韩泰国等东南亚国家及时填补冷料供应缺口，未来我国将继续扩大东南亚市场的废铜进口量，与此同时，我国冶炼企业将积极响应工信部今年一季度发布的《铜产业高质量实施方案》，

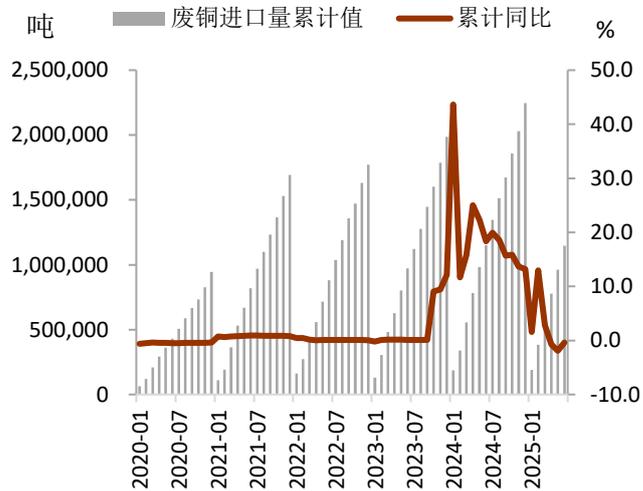
敬请参阅最后一页免责声明

强化再生资源回收利用，鼓励矿铜冶炼企业建立废铜资源回收利用网络，利用现有铜冶炼系统处理含铜再生资源。

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

8月以来国内库存维持低位区间整理，整体运行在12-15万吨之间，8月底上海保税区库存反弹至8.3万吨，上期所库存则反弹至7.9万吨，LME亚洲库库存逐渐走高至13.4万吨，截止8月29日全球显现库存(含上海保税区)反弹至59.9万吨，全球库存继续反弹，主因美铜关税未能兑现后部分货源加速回落LME和国内保税区。从结构上看8月国内库存回升高度有限，总体仍然维持紧平衡结构，供应端有转向宽松的预期但消费仍然富有韧性，国内显性库存仍然大幅低于去年同期。近月结构由小C回归平水而后再度转向B，LME的0-3则因LME库存总体基数偏低依然维持60-90美金的B结构。

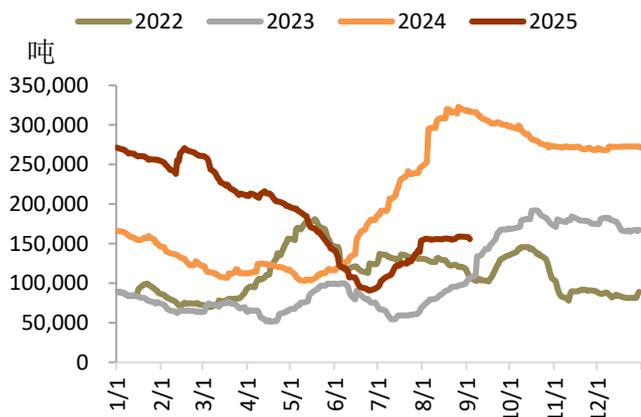
截止8月29日，LME、COMEX和SHFE三大交易所的库存分别为15.9万吨、27.8万吨和7.9万吨，总计51.6万吨，较上个月大幅增加7万吨，COMEX累库基本告一段落，LME注销仓单比例大幅回落至8.3%，伦铜0-3延续B结构。LME显性库存继续走高，其中欧洲库存降至2.4万吨，亚洲库存则继续攀升至13.5万吨，总体表现为LME库存逐渐企稳回升，COMEX库存则放缓上行脚步，美铜关税预期落空背景下，全球精铜流向重新回归平衡。

截止8月29日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）升至16.2万吨，环比上月增加1.9万吨。其中SHFE总库存小幅升至7.9万吨，月环比增加0.6万吨，上海保税区升至8.3万吨，月环比增加1.4万吨。8月上旬上期所库存继续增加显示淡季需求略有降温但供应压力仍将较大，而保税区库存小幅回升主因南美货源有逐步回流迹象，但总体

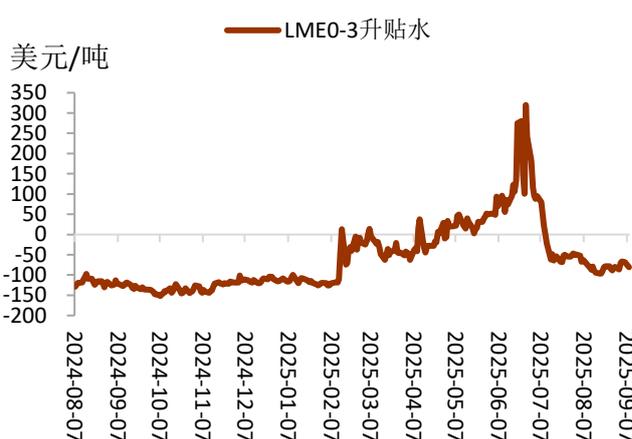
国内库存仍处于相对低位，带动近月转向B结构。

总体来看，全球显性库存逐步回升，国内库存低位整理，COMEX 累库告一段落，LME 库存探底回升，全球精铜流向回归新平衡。预计 9 月全球显性库存将小幅上行但高度有限，而国内库存在较低基数背景下伴随金九银十的旺季需求预期将有进一步下探的风险。

图表 21 LME 铜库存

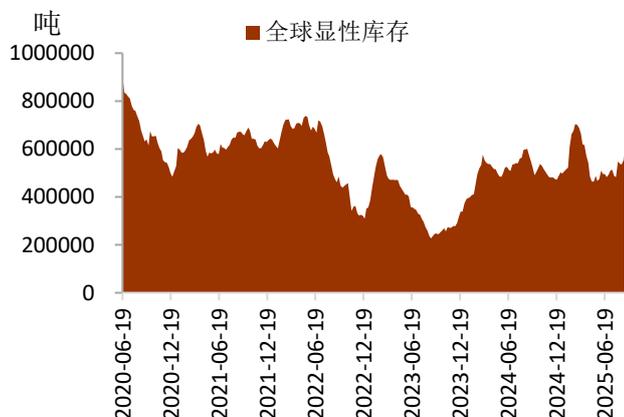


图表 22 SHFE 和保税区库存走势

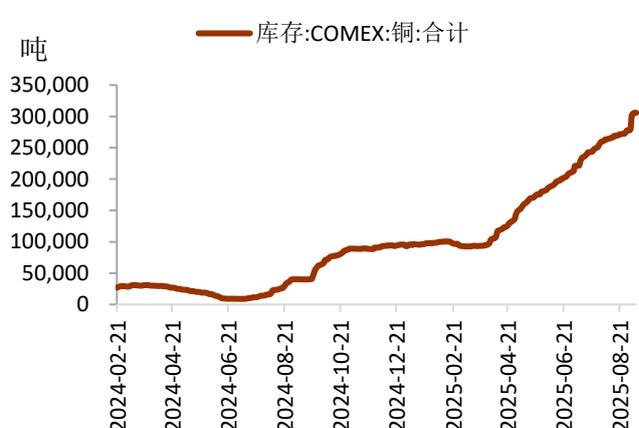


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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、传统行业消费渐入旺季，新兴产业除光伏外增速稳健

### 电网投资项目建设提速，特高压新型电网系统加快布局

国家能源局数据显示，2025 年 1-7 月我国电网工程投资完成额达 3315 亿元，同比增长 12.5%；2025 年 1-7 月我国电源工程投资完成 4288 亿元，同比增长 3.4%。截至 7 月底，全国累计发电装机容量约 31.0 亿千瓦，同比增长 14.0%。其中，太阳能发电装

机容量约 7.4 亿千瓦，同比增长 49.8%；风电装机容量约 4.7 亿千瓦，同比增长 19.8%。1—7 月份，全国发电设备累计平均利用 1994 小时，比上年同期减少 91 小时。1—7 月份，全国主要发电企业电源工程完成投资 4158 亿元，同比增长 2.6%。电网工程完成投资 2947 亿元，同比增长 19.2%。

2025 年国网+南网的电网投资总额有望达 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。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。8 月我国铜缆线企业开工率维持 72.4%，同比-4.1%，高铜价对需求拖累的影响还是存在的，其中大型企业开工率稳定在 77%，三季度省市级电网投资项目招投标略有减速，最主要的拖累来自于房地产订单的大幅萎缩，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%。

### 光伏“反内卷”政策逐步兑现，风电增速预计逐步放缓

根据电力企业联合会数据，1-7 月我国光伏装机容量 223.2GW，同比+80.7%，其中 7-8 月装机量累计只有 25GW 增速大幅放缓，“5.31”新政前抢装潮过去以后，推进光伏电价的市场化改革，近期中央财经委依法依规、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，下半年光伏装机量或将大幅减速，包括中游的硅料企业已经收到了工信部的《专项节能清查任务的通知单》要求控产和减产。

2025 年 8 月 19 日，工业和信息化部、中央社会工作部、国家发展改革委、国务院国资委、市场监管总局、国家能源局等六部门，联合召开光伏产业座谈会，进一步规范光伏产业竞争秩序。会议主要讨论四大方向，包括加强产业调控，以市场化法治化方式推动落后产能有序退出；遏制低价无序竞争，打击低于成本价销售；规范产品质量，打击侵犯知识产权等行为；支持行业自律，发挥行业协会作用等。今年以来，有关部门还围绕新能源车、电商平台等新兴行业开启了“反内卷”行动。不同行业的内卷，表象上主要是激烈的价格战，但背后驱动的原因并不完全相同。因此，除了召开行业座谈会，深入分析各行业的差异，再对症下药同样重要。未来，需从以下几个方面入手，规范光伏产业相关市场秩序，推动行业从“规模扩张”向“质量跃升”转型。强化市场优胜劣汰机制。畅通落后低效产能退出渠道，充分利用市场化法治化手段推动落后产能有序退出，推动相对落后的 PERC（发射极和背面钝化）电池产能出清。强化光伏产业项目投资管理。支持光伏龙头企业开展“承债式”兼并重组、关停闲散产能。加强多晶硅等关键环节产能调控。

1-7 月，我国风电装机总容量为 53.7GW，同比+79.4%，我们下调全年装机总量预期至 75-80GW。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缆线的替代性正不断加强。整体预计到今年年底前我国风电装机将维持低增速，今年风光行业用铜总量将出现 7-8%左右的降幅。

### 房地产仍有下行压力，70 城房价跌幅继续收窄

国家统计局数据，2025 年 1-7 月我国全国房地产开发投资总额为 53579.77 亿元，同比下降 12%，其中，住宅投资 41208 亿元，同比下降 10.9%，1—7 月份，房地产开发企业房屋施工面积 638731 万平方米，同比下降 9.22%。其中，住宅施工面积 445107 万平方米，同比下降 9.4%。房屋新开工面积 35206 万平方米，同比下降 19.4%。其中，住宅新开工面积 25881 万平方米，同比下降 18.3%。房屋竣工面积 25034 万平方米，同比下降 16.5%。其中，住宅竣工面积 18067 万平方米，同比下降 17.3%。

从价格层面来看，7 月 70 个大中型城市新建商品住宅价格指数同比下降 3.4%，70 个大中型城市二手房价格同比下降 5.9%，降幅环比有所收窄。政策端，国务院总理李强召开第九次全体会议，强调要切实将思想和行动统一到中央对形势的科学判断和决策部署上来，巩固拓展经济回升向好势头，采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势。要在深化改革开放中增强发展动力，推进科技创新和产业创新深度融合，激发各类经营主体的创新创造活力。上海市住建委等六部门发布《关于优化调整本市房地产政策的通知》，政策包括放开上海外环外购房套数限制，单身居民可以购买 2 套住房，提高公积金贷款额度，商贷利率不再区分首套和二套，非户籍人士首套免收房产税等重磅措施，此举将更好地满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求，促进房地产市场健康平稳发展。深圳则进一步松绑购买条件，缩小限购范围，放开了对单身人士的年龄限制，期望能在短期内刺激购房的需求增量。预计 2025 年房地产用铜增速同比小幅下降 2-3% 左右。

### 空调进入冷年销售淡季，国补政策仍将大力提振内需

国家统计局数据显示，2025 年 1-7 月我国空调总产量达 2.06 亿台，同比增长 1.5%，7 月我国家用空调销量为 1643.7 万台，同比增长 1.6%，1-7 月家用空调累计销量为 1.39 亿台，同比增长 7.5%。截止 7 月底，全国家用空调工业库存为 1471.6 万台，环比-2.2%。我国家用空调已进入冷年生产淡季，但在国家“两新”政策的大力推进下，家用空调销量仍保持稳健增速。

产业在线数据显示，9 月家用空调内销排产量为 572 万台，较去年同期下降 6.3%，进入秋季全国地区普遍多雨，频繁的雨水对空调的销售和安装进行阻碍，各大厂商在生产端的表现十分谨慎，而部分省市国补政策的退出也在一定程度上抑制了内需的反弹力度，此外去年的高基数效应导致了今年内销排产同比增速转负，叠加上半年部分需求前

置的过度透支，四季度空调内销增速难有超预期的表现。9月家用空调出口排产为502.5万台，较去年同期下滑16.6%，10月出口排产606.5万台，同比下降7.8%，近期空调出口端受高库存影响的压力较大，由于欧洲极端高温天气周期已过，亚洲和拉美受转口贸易限制的影响表现低迷，美国对我国空调征收高额关税导致出口持续受限，外需的薄弱抑制了厂商的出口意愿，海外之前抢进口的高库存仍需要一定的消化时间，预计9-10月出口端将承压下行，我国空调市场将面临内需放缓和外需薄弱的双重挑战。

### 新能源汽车产销维持高增长

中汽协数据，今年1-7月我国新能源汽车产销分别完成823.2万辆和822万辆，同比分别增长39.2%和38.5%。其中，7月新能源汽车产销分别完成124.3万辆和126.2万辆，同比分别增长26.3%和27.4%。1-7月我国新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的45%，占比较高。在出口方面，1-7月我国新能源汽车出口106万辆，同比增长75.2%。

今年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技术能力不断提升，如比亚迪的“天神之眼”无人驾驶技术，高性价比的电动和混动汽车受到市场青睐。7-8月我国新能源汽车产销量增速持续维持高位，内销和出口增速表现强劲，中国造车新势力已成为全球新能源市场上的销售主力军。政策端，我国将继续积极推进《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，推出金融信贷支持方案，并使新能源汽车享受优惠车船税等。整体预计今年新能源汽车用铜增速仍将保持在25%以上。

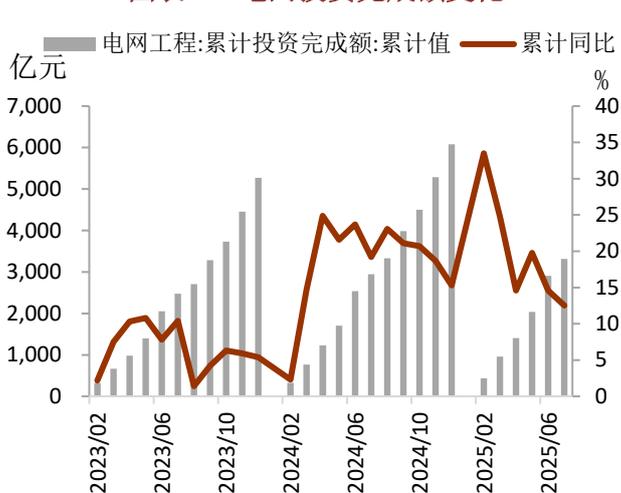
### 传统行业消费稳中回落，新兴产业(除光伏外)提供刚性支撑

整体需求端来看，新能源汽车产销维持高速增长，电网投资项目建设进入提速期，数据中心和机器人提供新的增长点，但空调排产面临下行压力，风光用铜减速较为明显，房地产仍未见企稳反弹迹象，8月我国传统行业表现为稳中回落，新兴产业(除光伏以外)用铜具有刚性支撑，预计9月随着金九银十传统旺季的回归，终端消费将迎来渐进式复苏。

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

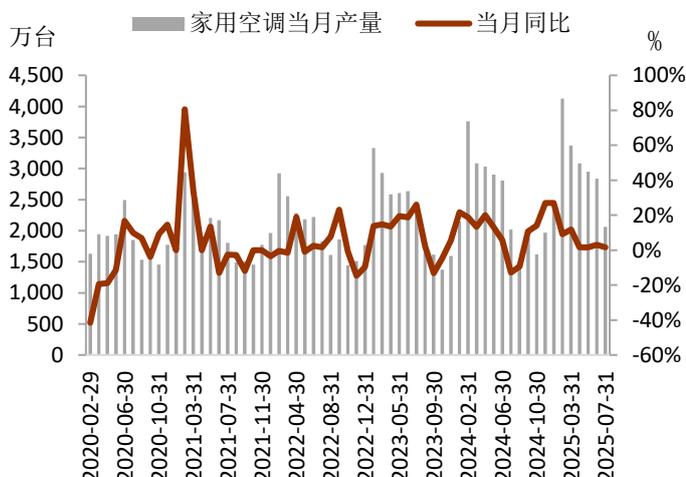


图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期

图表 27 空调产量增速变化

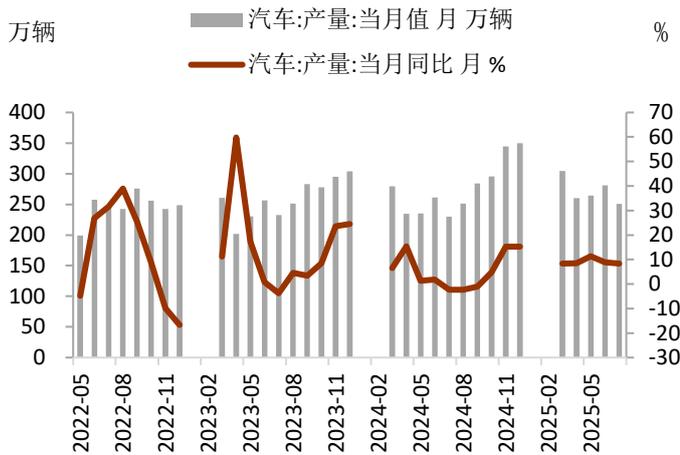


图表 28 家用空调库存变化

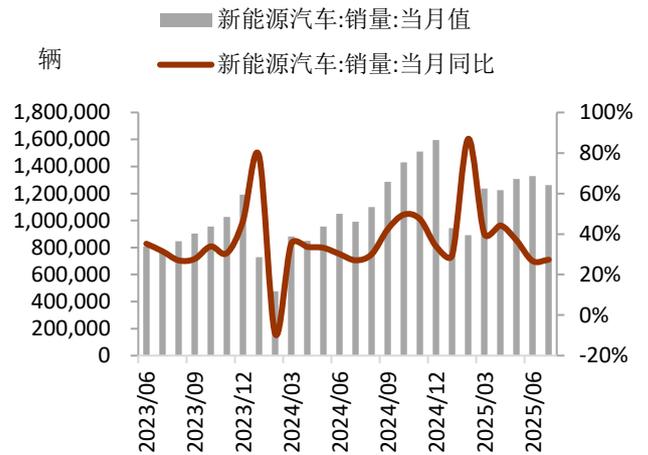


资料来源: iFinD, 产业在线, 铜冠金源期货

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，关税政策对全球经济增长预期的拖累相对温和，就业疲软背景下美联储预防式降息预期快速升温，特朗普对美联储的政策干预加深引发市场对美元信心的动摇；国内方面，央行将落实落细适度宽松政策，财政端将统筹支持传统产业改造和新兴产业发展，消费补贴政策将进一步刺激内需。

基本面来看，全球矿山中断事故频发，矿端趋紧逐级向冶炼端传导，成本端持续抬升铜价重心。消费端，我国传统行业渐入旺季，新兴产业(除光伏以外)用铜需求保持刚性，国内库存低位运行，全球库存反弹有限。

整体上，美国就业市场尽显疲态而通胀并未显著抬升，叠加美联储立场转向鸽派均为9月降息敞开大门，特朗普干预美联储人事任命和政策方向令后者独立性受到挑战，美元走势疲支撑铜价。基本上矿端趋紧叙事愈演愈烈，并逐步向冶炼端传导，国内供需将回归紧平衡，社会库存有进一步下探的风险，预计9月铜价将进入震荡上行的节奏，若降息如期兑现则有望逼近上半年高点。

风险点：美联储9月按兵不动，美国通胀大幅回升，全球经济增速显著放缓

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。