

### “预期”与“现实”博弈 铜高位震荡

#### 要点

美联储降息预期及国内消费旺季预期支撑铜价高位震荡；供应端矿紧矛盾未解，铜关税落地后进口有望开启，供给端呈现“预期矿紧”但“现实供给充裕”，需求端复苏缓慢，消费增量有限。9月步入“预期”与“现实”之间博弈，对应经济数据高度敏感。

#### 摘要

- 宏观层面，8月美联储的降息态度发生了比较明显的变化，9月降息预期概率加大。国内方面，8月制造业虽然仍低于50%的荣枯线，非制造业等多数指数均有所回升，（两重两新政策、财政贴息、反内卷）等政策的综合效果初步显现。
- 供应方面，国内电解铜产量持续高产。TC持续为负，国内冶炼厂依赖硫酸和贵金属副产利润弥补亏损仍未大规模减产。美国8月铜关税政策调整后非美地区铜库存回流压力仍存在。
- 需求方面，电网投资进度稳中有进；光伏、风电装机增速放缓；房地产持续低迷，家电政策刺激下消费增量有限；9月关注消费旺季是否兑现。
- 综合分析9月步入“预期”与“现实”之间博弈，对应经济数据高度敏感。建议降息预期兑现后生产企业延续高位卖保、个人交易者短线高位空单参与。
- 风险点：美联储降息超预期 国内需求复苏超预期

研究发展部

分析师：谭江

期货交易咨询资

格：Z0016990

联系方式：

020-28129902

tanjiang@btqh.com

## 一、沪铜行情走势回顾

图 1：沪铜期货走势



(资料来源：博易云)

8月，沪铜期货在外围宏观政策博弈与国内需求淡季博弈中呈现高位横盘震荡。

月初市场交易关税政策及降息预期；月中美联储内部分歧加剧、鹰派占据主导铜承压震荡；月末国内释放消费贷款贴息政策，海外鲍威尔在杰克逊霍尔年会上释放鸽派信号（美总统多次施压）。

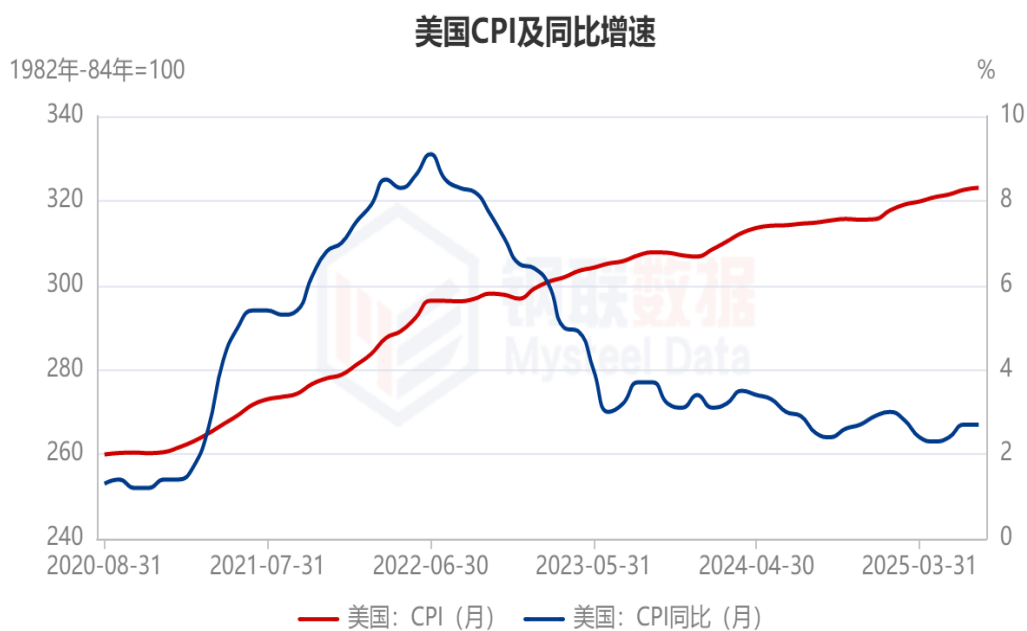
整体看，8沪铜围绕在78000~80000元/吨区间震荡，市场交易"美国降息"占优。

## 二、宏观层面分析

### （一）美国宏观层面分析

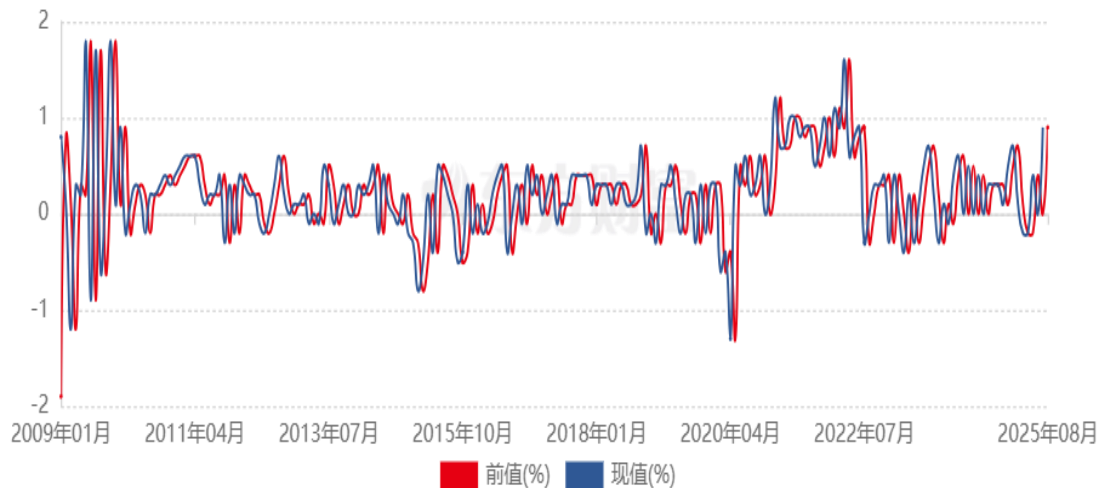
**CPI:**2025 年美国 7 月的消费者价格指数（CPI）同比上涨 2.7%，涨幅与 6 月持平；环比上涨 0.2%，较 6 月的 0.3%略有放缓。更能反映基础通胀水平的核心 CPI（剔除食品和能源）同比上涨 3.1%，高于 6 月的 2.9%；环比上涨 0.3%，环比涨幅创下近 6 个月以来的新高。这表明潜在的通胀压力有所抬头。核心 CPI，尤其是服务类价格的反弹，显示出通胀的粘性较强，控制难度较大。关税政策其对商品价格的传导效应比预期要慢。分析认为，关税成本可能会进一步向下游传导，未来需关注。

图 2：美国 CPI 及同比增速



（资料来源：钢联数据）

图 3：美国 PPI



（资料来源：东方财富）

美国 7 月 PPI 年率 3.3%，月率 0.9%，美国 2025 年 7 月的生产者价格指数（PPI）数据显著超出市场预期，环比增速创下三年来的新高，显示出上游通胀压力加大。7 月 PPI 超预期上涨主要受到服务成本飙升的驱动。服务业生产价格指数环比上涨 1.1%，创下了 2022 年 3 月以来的最大涨幅。

**PMI：**2025 年美国 7 月的 PMI 数据呈现“服务业强韧、制造业疲软，制造业新订单指数略有回升”的分化格局，PMI 数据暗示经济虽有一定韧性，但下行风险和结构性挑战并存。

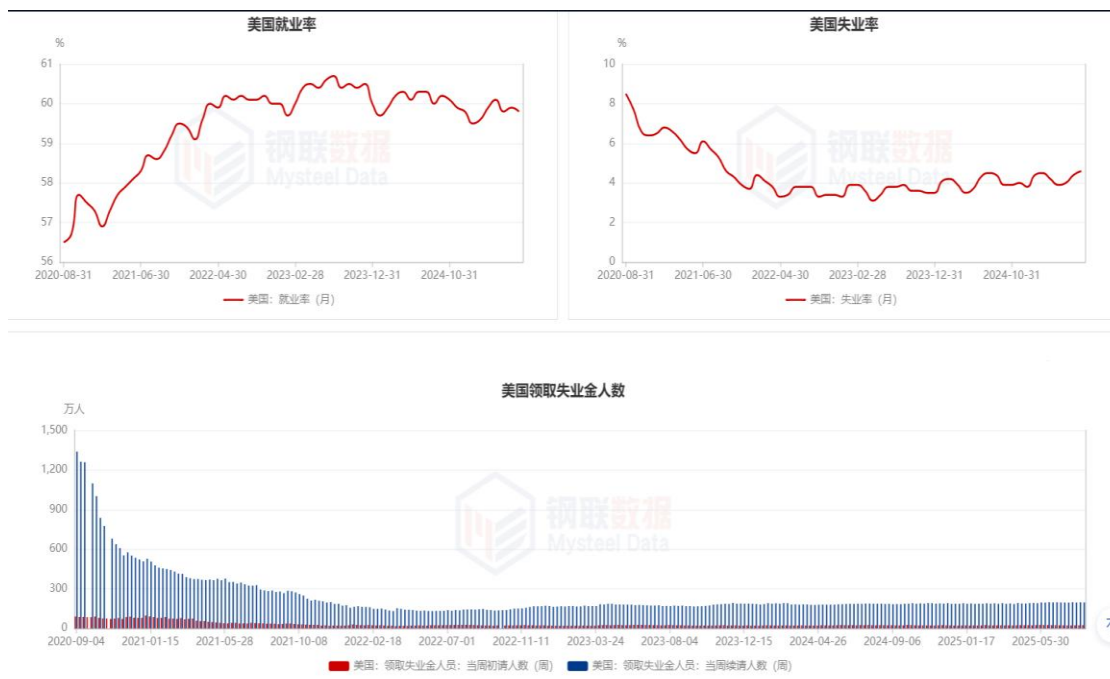
图 4：美国 PMI



（资料来源：钢联数据终端）

**就业率失业率：**8 月 1 日公布的数据显示，美国 7 月非农部门新增就业 7.3 万人，失业率为 4.2%，环比上升 0.1 个百分点。美国劳工部还大幅下修 5 月和 6 月的就业数据：5 月非农新增就业由 14.4 万人下调至 1.9 万人，6 月则由 14.7 万人下调至 1.4 万人。截至 8 月 23 日的一周，经季节调整的初请失业金人数减少 5000 人至 22.9 万人，略低于市场预期的 23 万，表明大规模裁员现象尚未出现。截至 8 月 16 日的一周，续请失业金人数（反映已失业者正在寻找工作的难度）减少 7000 人至 195.4 万人。尽管有所下降，但该数据仍处于较高水平，暗示失业人员找到新工作的难度在增加。

图 5：美国就业及失业率



(资料来源：钢联数据终端)

**降息预期：**美联储对9月降息的态度已经从之前的谨慎观望转向了倾向支持，主要是由于对劳动力市场风险的担忧超过了通胀。近期7月非农新增就业远不及预期，且前两月数据遭遇大幅下修，让美联储警惕“裁员激增和失业率快速上升”的可能性。他们认为，就业市场走弱的风险已经比通胀上行风险更为紧迫。

尽管通胀仍高于2%的目标，但鲍威尔表示，关税带来的影响更可能是“一次性”的冲击，而非导致长期通胀问题的基础。这为降息提供了空间。美联储修订了其《长期目标与货币政策战略声明》，放弃了“平均通胀目标制”（AIT），回归灵活的2%通胀目标制。这意味着当就业与通胀目标冲突时，美联储可以更灵活地倾向保障就业。

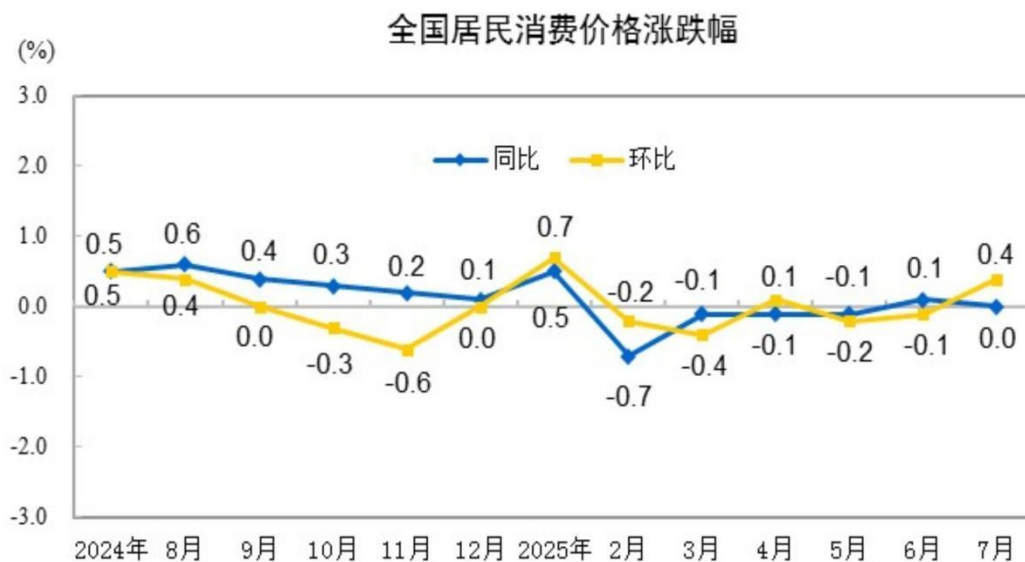


目前看，市场 9 月降息 25 个基点预期值拉满，但这更多可能是应对经济下行风险的预防性措施。至于后续是否会连续降息，任然需要依据更多经济数据。（美联储 9 月议息会议将于 9 月 16 日-17 日举行，结果于北京时间 9 月 18 日凌晨 2 点公布）

## （二）中国宏观层面分析

CPI、PPI:2025 年 7 月份，居民消费价格指数（CPI）环比由上月下降 0.1%转为上涨 0.4%，同比持平，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.8%，涨幅连续 3 个月扩大。CPI 环比上涨 0.4%，涨幅高于季节性水平 0.1 个百分点。环比上涨主要受服务和工业消费品价格上涨带动。服务价格环比上涨 0.6%，影响 CPI 环比上涨约 0.26 个百分点，占 CPI 总涨幅六成多。CPI 同比持平，主要受食品价格较低影响。

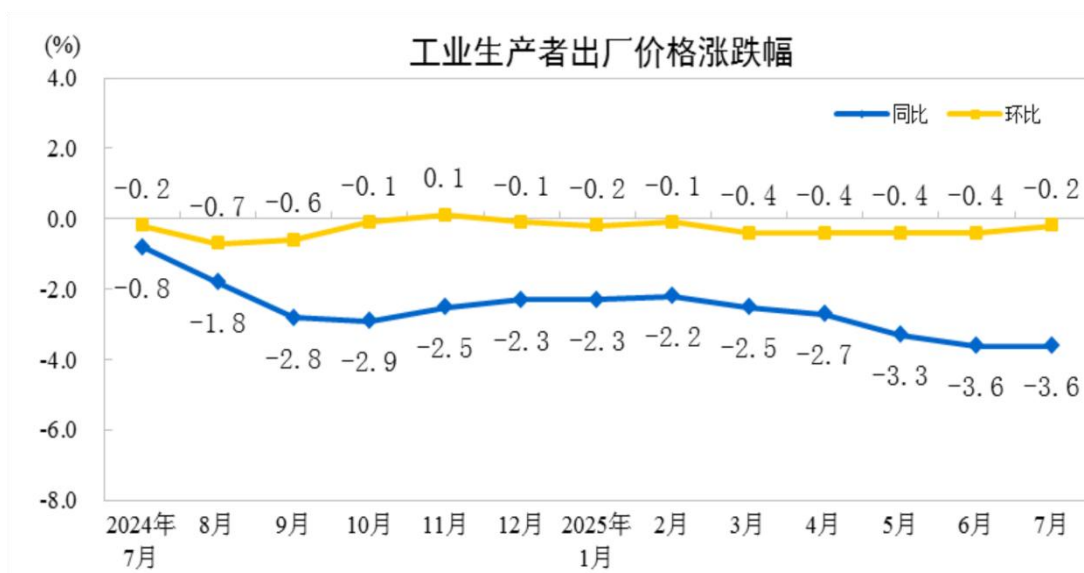
图 6：中国 7 月 CPI 涨跌幅



（资料来源：国家统计局）

2025 年 7 月份，PPI 环比下降 0.2%，降幅比上月收窄 0.2 个百分点，PPI 同比下降 3.6%，降幅与上月相同。本月 PPI 环比下降原因一是季节性因素叠加国际贸易环境不确定性影响部分行业价格下降。二是国内市场竞争秩序持续优化带动相关行业价格降幅收窄。同比下降与上月相同原因一是产业转型升级带动相关行业价格同比回升。二是内需潜力持续释放拉动部分行业价格同比上涨。

图 7：中国 7 月 PPI 涨跌幅



（资料来源：国家统计局）

**PMI:**2025 年 8 月 31 日国家统计局数据，8 月份制造业采购经理指数（PMI）为 49.4%，比上月上升 0.1 个百分点，制造业景气水平有所改善。非制造业商务活动指数为 50.3%，比上月上升 0.2 个百分点，高于临界点，非制造业继续保持扩张。

分行业看，建筑业商务活动指数为 49.1%，比上月下降 1.5 个百分



点；服务业商务活动指数为 50.5%，比上月上升 0.5 个百分点。从行业看，铁路运输、水上运输、航空运输、电信广播电视及卫星传输服务、资本市场服务等行业商务活动指数位于 60.0% 以上高位景气区间；零售、房地产等行业商务活动指数均低于临界点。

图 8：中国 8 月 PMI 指数

图1 制造业PMI指数（经季节调整）

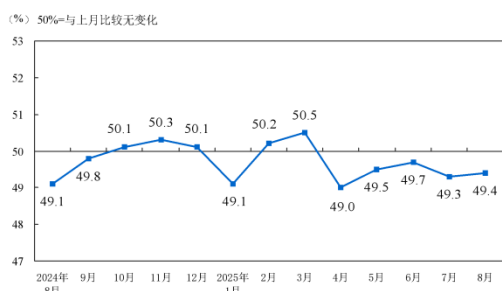


图2 非制造业商务活动指数（经季节调整）

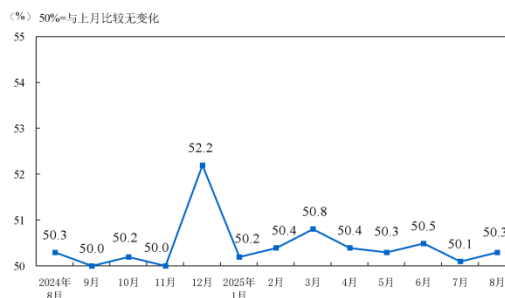


图3 建筑业商务活动指数（经季节调整）

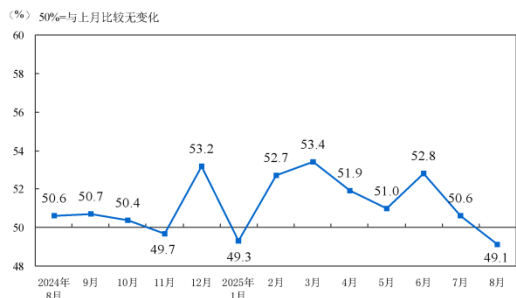
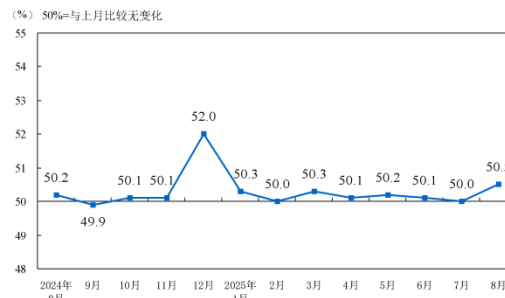


图4 服务业商务活动指数（经季节调整）



（资料来源：国家统计局）

**消费政策：**2025年8月12日，财政部会同中国人民银行、金融监管总局联合印发《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》。消费贷款贴息政策的主要内容为居民个人使用贷款经办机构发放的个人消费贷款中实际用于消费的部分，包括单笔5万元以下消费，以及单笔5万元及以上的家用车、养老生育、教育培训、文化旅游、家居家装、电子产

品、健康医疗等重点领域消费，基本可覆盖普通居民各类日常生活性消费以及相对支出规模较大的重点领域消费。对于单笔5万元以上的重点领域消费，以5万元消费额度为上限进行贴息。此次个人消费贷款财政贴息利率为年化1%，政策实施期限1年，具体为2025年9月1日至2026年8月31日。

2025年8月12日，财政部会同民政部、人力资源社会保障部、商务部、文化和旅游部、国家卫生健康委、中国人民银行、金融监管总局、体育总局联合印发《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》。

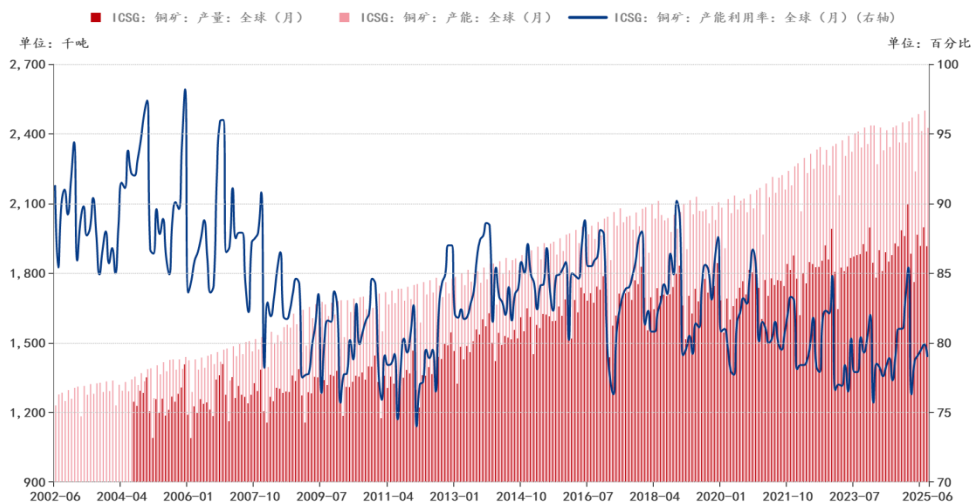
《方案》对符合条件的服务业经营主体给予年贴息比例1个百分点、贴息期限不超过1年的财政贴息支持，单户享受的最高贴息金额1万元。支持范围包括餐饮住宿、健康、养老、托育、家政、文化娱乐、旅游、体育等8类消费领域的服务业经营主体贷款，可享受贴息支持。期限在《提振消费专项行动方案》公开发布之日2025年3月16日至2025年12月31日期间签订贷款合同且相关贷款资金发放至经营主体的，按照贷款本金对经营主体进行贴息。

### 三、铜供给端分析

#### （一）铜矿：

ICSG 统计 2025 年 6 月数据全球铜精矿总产量为 191.6 万吨，产能利用率为 79%。根据 ICSG 的报告，2025 年 1-6 月全球精炼铜产量为 1421.20 万吨，较上年同期 1371.60 万吨增长约 3.6%。

图 9：ICSG 铜矿产量

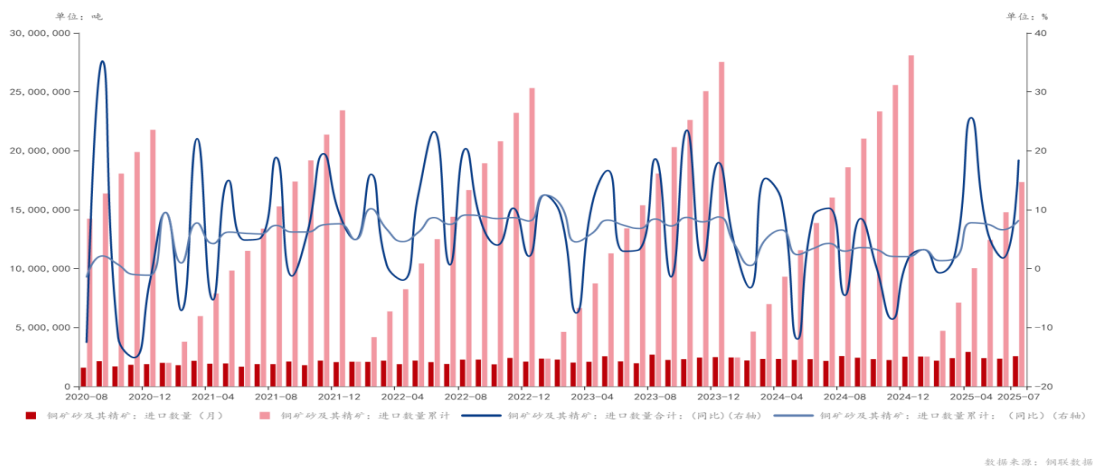


（资料来源：钢联数据终端）

## （二）铜精矿及矿砂：

根据海关数据统计，2025 年 7 月，中国进口铜矿砂及其精矿 256 万吨，同比增长 18.45%；1-7 月累计进口 1731 万吨，同比增长 8.18%。

图 10：铜精矿及矿砂进口（月）

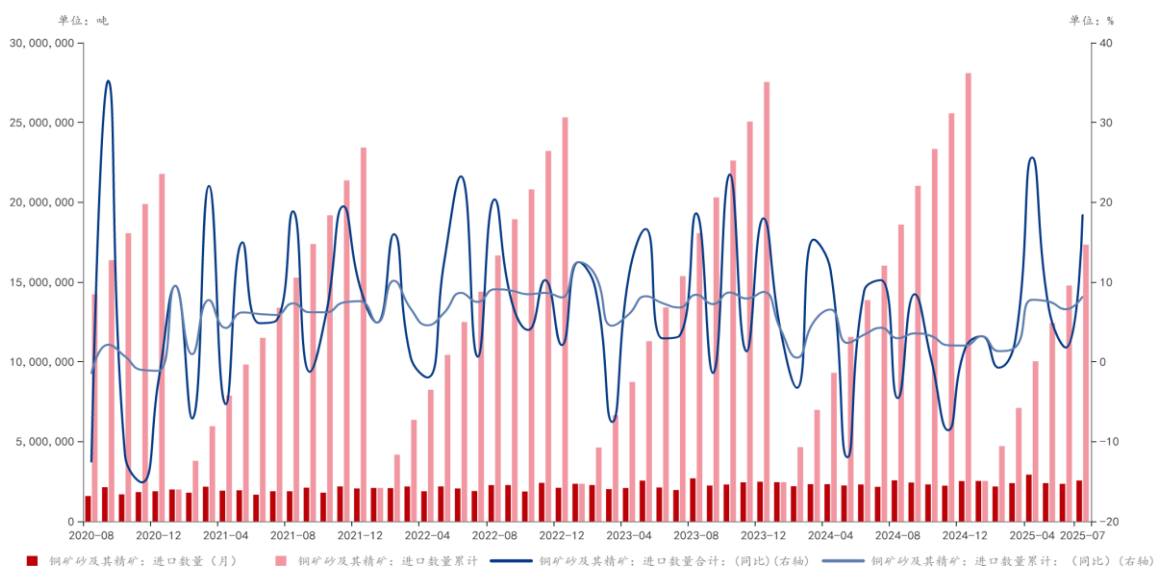


（资料来源：钢联数据终端）

### （三）中国未锻轧精炼铜阴极及阴极型材进口：

截止7月月中国未锻轧精炼铜阴极及阴极型材进口量为 29.85 万吨，环比降低 1.03%，同比增长 8.02%；1-7 月累计进口 195.43 万吨，同比减少 6.24%。7 月出口量为 11.84 万吨，环比增加 11.84%。

图 11：精炼铜阴极及阴极型材进口（月）



数据来源：钢联数据

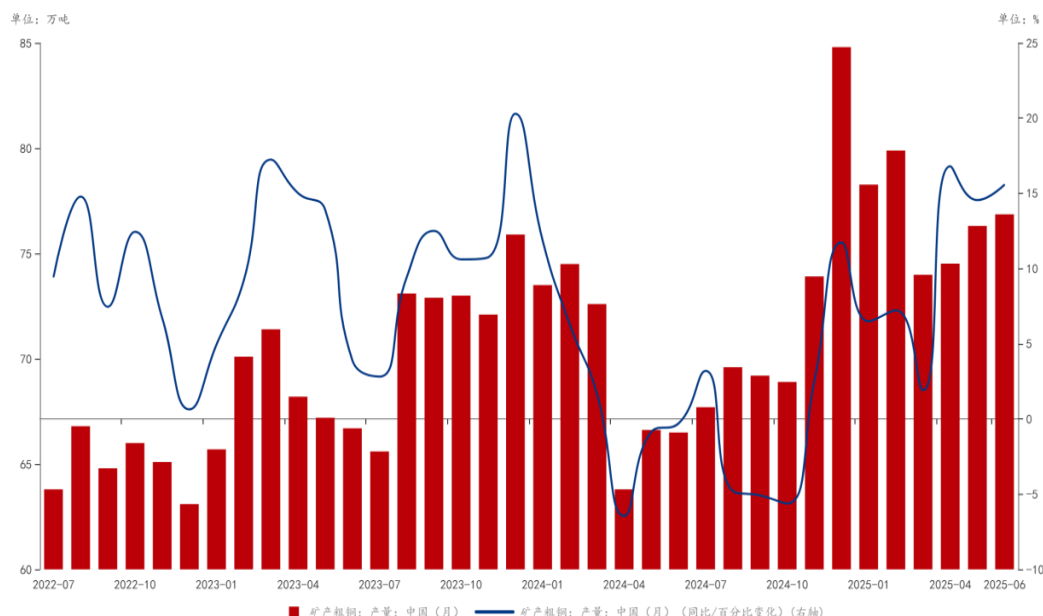
（资料来源：钢联数据终端）

### （四）铜废碎料进口：

根据海关总署数据，截止 7 月中国铜废碎料进口量 19 万吨，环比增加 3.73%，同比降低 1.98%，1-7 月中国铜废碎料进口总量 133.55 万吨，同比减少 0.61%。7 月进口量环比小幅增长，同比微降，整体保持稳定。但最大的变化在于进口来源国结构变化，从美国的进口量因政策变化而急剧萎缩，7 月仅约 600 吨，同比降幅巨大，其市场份额被其他亚洲国家取代，日本和泰国已成为绝对主力，两者合计占比超过 37%，尤其是

从泰国的进口同比暴增。

图 12：中国铜废碎料进口（月）



数据来源：钢联数据

（资料来源：钢联数据终端）

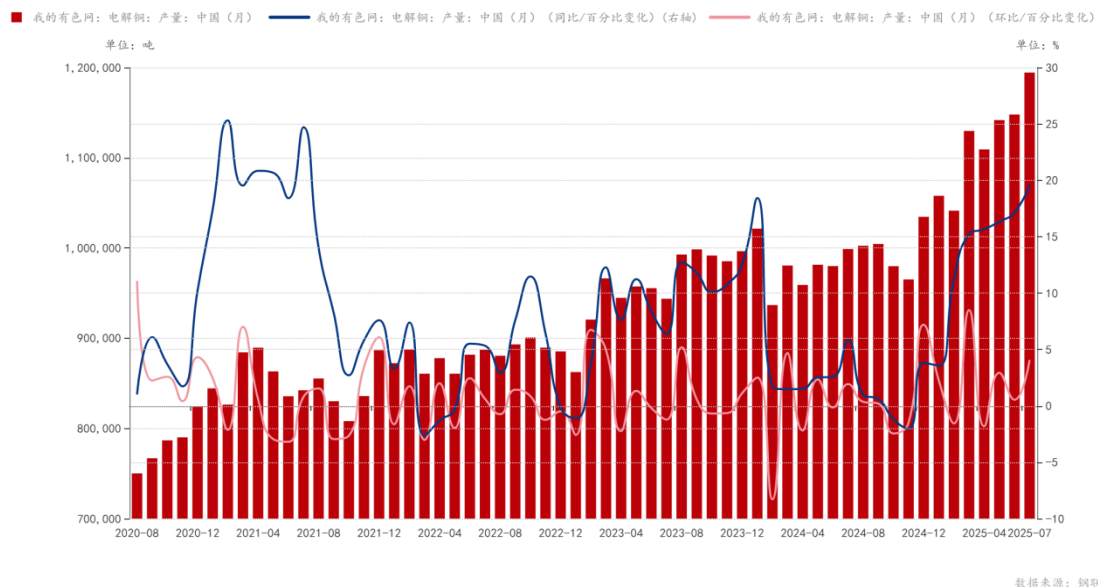
### （五）中国电解铜产量：

数据显示，截止 2025 年 7 月中国电解铜产量达 119.744 万吨，环比增长 4.05%，同比增长 19.58%，1-7 月电解铜产量累计达 782.2 万吨，同比增长 14.09%。

国内电解铜产量增长主要得益于：新投产的冶炼厂产能利用率快速上升，贡献了超预期的产量。另外 7 月份冶炼厂检修较少，此前因环保检查等因素减产的冶炼厂也在 7 月恢复了正常生产。同时副产品盈利改善，硫酸价格维持在高位，有效弥补了冶炼环节的亏损。其他如金、银等副产品的价格存在较好表现，整体提升了冶炼厂的总体盈利能力。



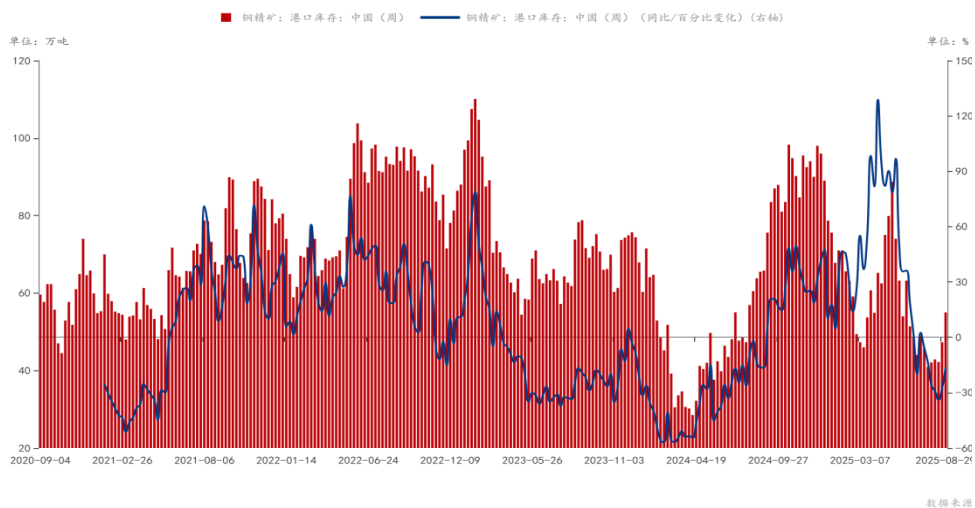
图 13：中国电解铜产量（月）



（资料来源：钢联数据终端）

## （六）铜精矿港口库存：

图 14：铜精矿港口库存：中国（周）



（资料来源：钢联数据终端）

截至 2025 年 8 月 29 日当周，国内主流港口铜精矿库存为 55 万吨，同比较少 13.25%，环比增长 16.08%，同比下降 16.41%。国内铜精矿港口库存呈现回升趋势，主因国内电解铜产量维持高位，月末到港数量增加；现货加工费（TC）持续低位，铜价走高抑制炼厂采购意愿。

## 四、铜需求端分析

### （一）传统季节性淡季，下游开工无改善

截止 8 月底铜下游开工率普遍回落，主要反映了终端消费疲软、高铜价抑制以及传统季节性淡季，截止 2025 年 8 月 28 日精铜杆周度开工率降至 68.12%，环比下降 3.25%，同比下降 11.14%，高铜价抑制新增订单。美国对铜材征收高额关税抑制国内铜管、铜材出口。国内户外施工受高温抑制，叠加光伏装机接近饱和，需求边际走弱电线电缆开工整体承压。家电行业产量增速已快于需求增速，导致库存累积，企业排产减少。

图 15：下游开工率

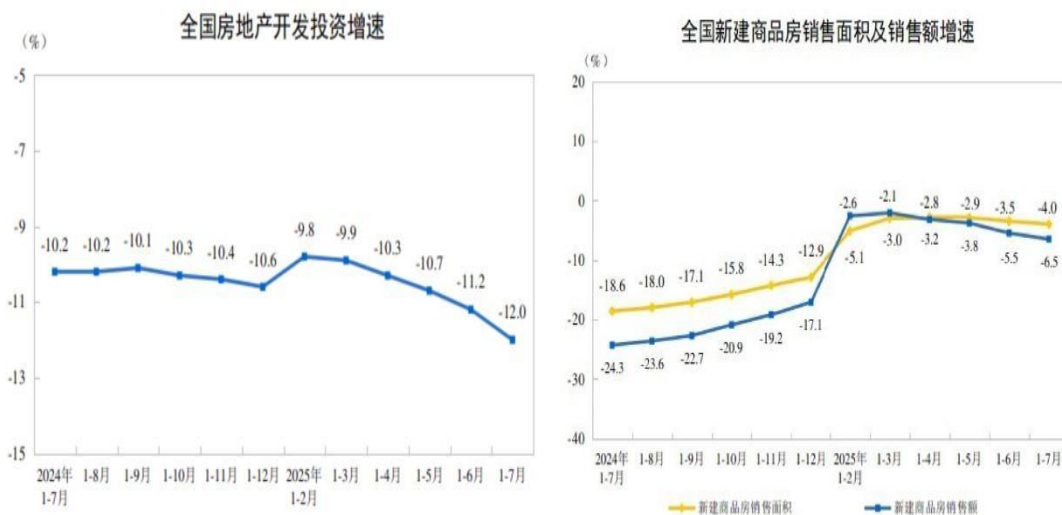


（资料来源：SMM 数据终端）

## （二）房地产表现低迷，新能源汽车、光伏增长边际放缓，家电排产减少，电网投资延续增长

**房地产：**国家统计局数据，2025 年 1—7 月份，全国房地产开发投资 53580 亿元，同比下降 12.0%；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 9.2%。2025 年 7 月份，70 个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格环比下降，同比降幅整体有所收窄。其中一线城市新建商品住宅销售价格环比下降 0.2%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点。其中，北京持平，上海上涨 0.3%，广州和深圳分别下降 0.3% 和 0.6%。二线城市新建商品住宅销售价格环比下降 0.4%，降幅扩大 0.2 个百分点。三线城市新建商品住宅销售价格环比下降 0.3%，降幅与上月相同。

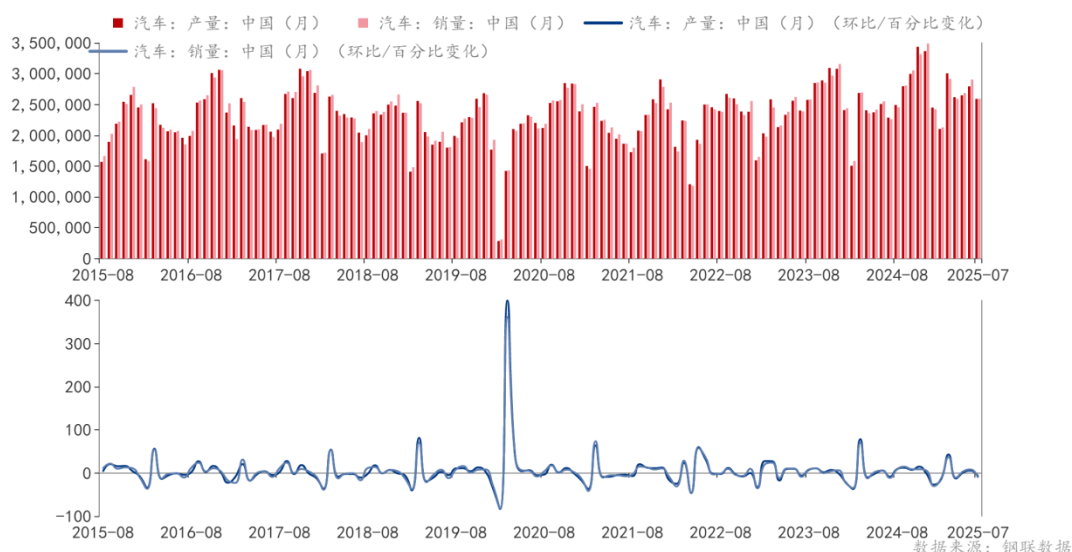
图 16：7 月中国房地产市场基本情况



数据来源：国家统计局

**汽车：**数据显示，2025 年 7 月，汽车产销分别完成 259.11 万辆和 259.34 万辆，环比分别降低 7.27%和 10.71%，同比分别增长 13.33%和 14.66%。其中新能源汽车销量为 126.2 万辆，7 月新能源汽车新车销量占汽车总销量的 48.7%，创单月新高；1-7 月累计占比达 45%，较去年同期增长 8.2 个百分点。7 月新能源汽车销量创新高得益于政策支持，以旧换新资金补贴到位及免征购置税；另外“反内卷”措施深入推进，工信部等多部门规范市场竞争秩序，引导企业从“价格竞争”转向“价值竞争”，消费者认为价格战结束后价格将会迎来上涨，消费者入场采购。

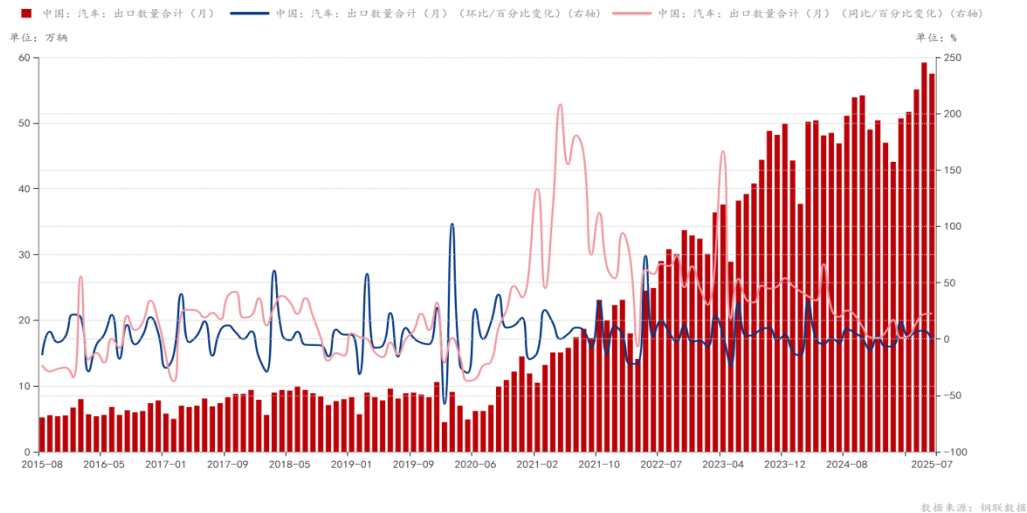
图 17：7 月汽车市场产销基本情况



（资料来源：钢联数据终端）

2025 年 7 月，中国汽车出口 57.5 万辆，环比降低 2.87%，同比增长 22.6%。其中新能源汽车出口 22.5 万辆，环比增长 10%，同比增长 1.2 倍；1-7 月累计出口 130.8 万辆，同比增长 84.6%。

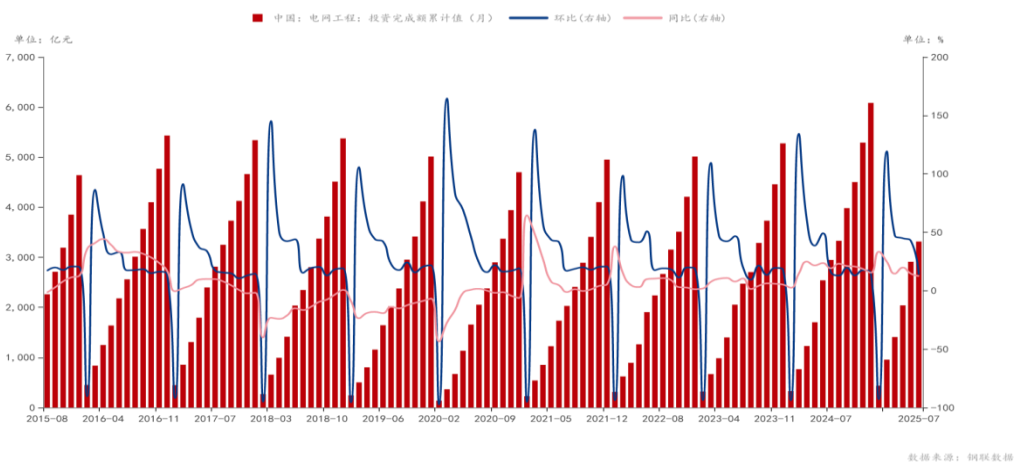
图 18：7 月汽车出口基本情况



（资料来源：钢联数据终端）

**电网投资：**截止 2025 年 7 月电网工程投资完成额累计值达 3315 亿元，环比增长 13.88%，同比增长 12.49%。2025 年国网+南网计划电网投资总额预期达 8250 亿，现在完成率仅为 40.19%。

图 19：中国：电网工程投资完成额累计值（月）

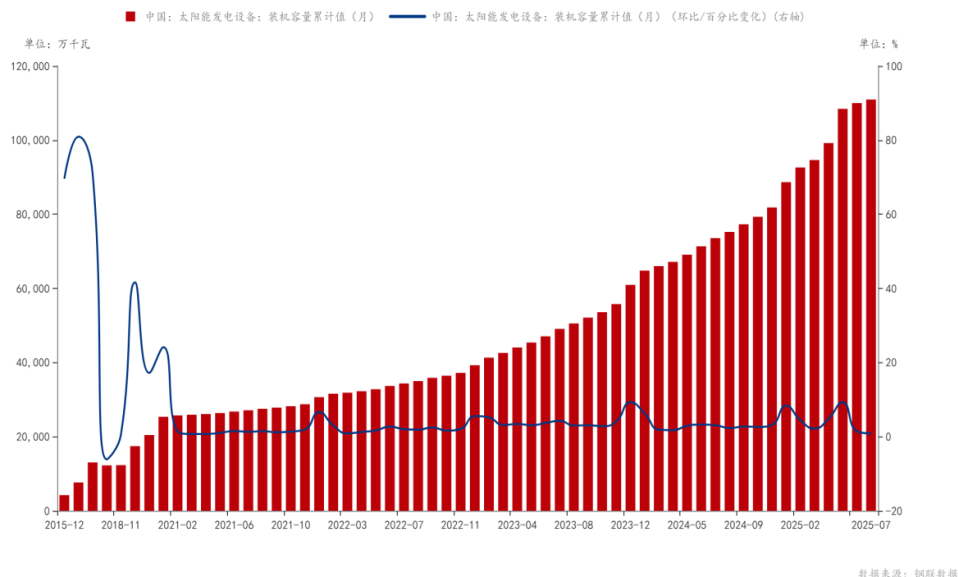


（资料来源：钢联数据终端）



光伏装机：8月23日，国家能源局发布1-7月份全国电力工业统计数据。截至7月底，全国累计发电装机容量36.7亿千瓦，同比增长18.2%。其中，太阳能发电装机容量11.1亿千瓦，同比增长50.8%；风电装机容量5.7亿千瓦，同比增长22.1%。（7月单月风电、太阳能新增装机分别为2.28GW、11.04GW，同比分别为-44.0%、-47.6%，环比分别为-55.4%、-23.2%，装机下滑主要受“531政策”影响）

图 20：中国：发电装机累计值（月）

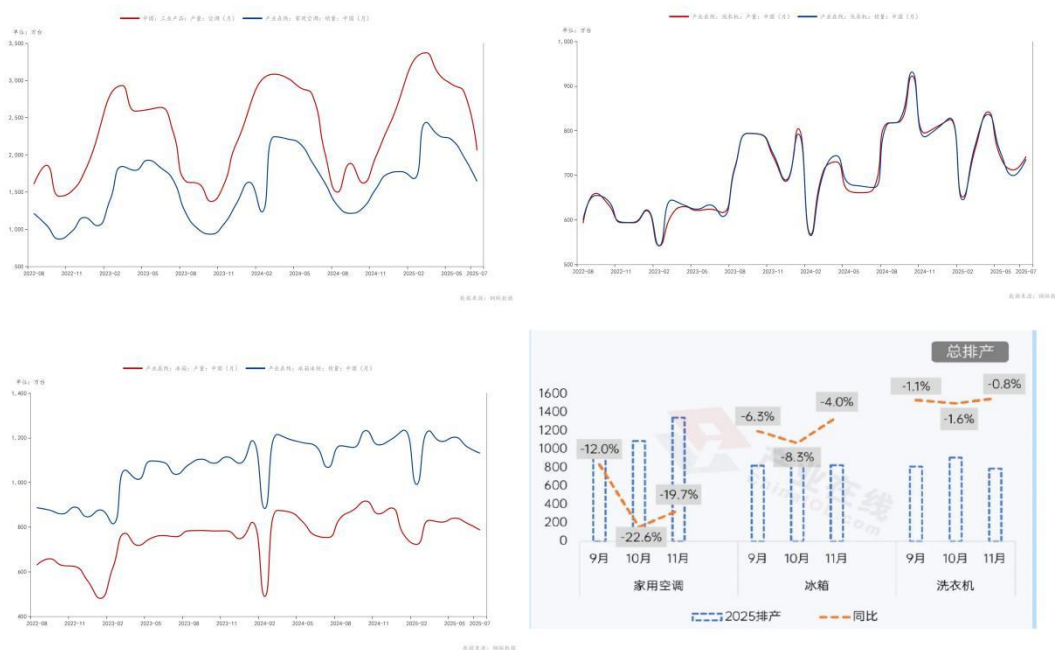


（资料来源：钢联数据终端）

家电：数据显示2025年7月，空调、洗衣机、冰箱产量同比分别增长1.5%、2.4%、5%。在消费政策刺激背景下，空调的增长主要靠天气和政策驱动，但也价格战，库存高企。冰箱同比增长5%，但累计增速只有0.9%，凸显市场饱和，需求被透支，行业在存在以价换量。洗衣机通过

产品创新驱动高质量增长产销表现最稳健。据产业在线最新发布的三大白电排产报告显示，2025 年 9 月空冰洗排产合计总量共计 2707 万台，较去年同期生产实绩下降 7.2%。分产品来看，9 月份家用空调排产 1075 万台，较去年同期生产实绩下降 12.0%；冰箱排产 821 万台，较上年同期生产实绩下降 6.3%；洗衣机排产 811 万台，较去年同期生产实绩下滑 1.1%。

图 21：空调、冰箱、洗衣机产销及 9 月排产情况



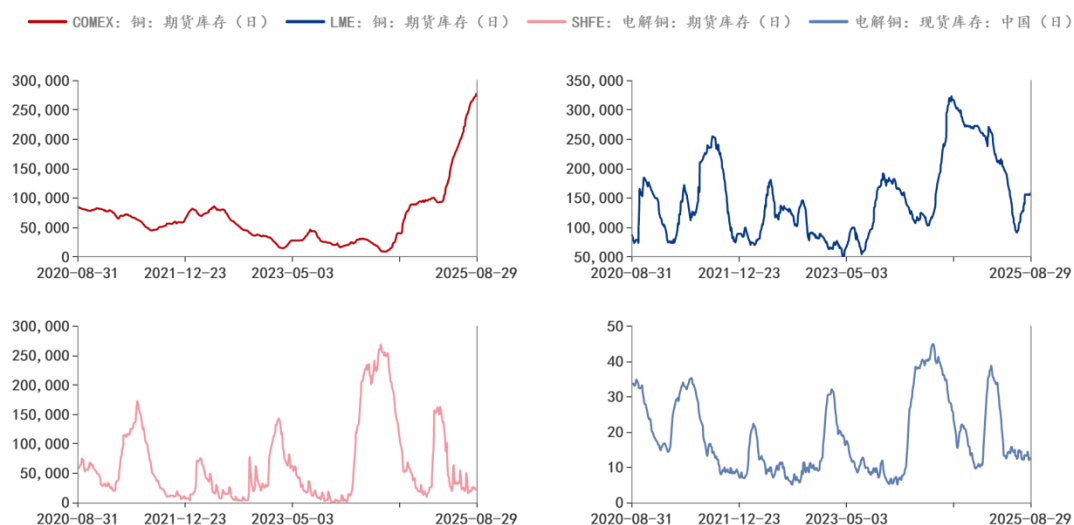
（资料来源：钢联数据终端、产业在线）

### （三）库存：

8 月 COMEX 仓库铜库存攀升至约 27.78 万吨，创新高。此前数月贸易商大量提前抢购电解铜所致。随着关税落地，进口窗口关闭，市场或

进入被动去库存阶段。8月LME库存增加20700吨至158900公吨，环比涨幅14.98%；但同比下降50.49%。8月沪铜库存增加6325吨至79748吨，环比7月上涨8.61%，同比下降67.01%。国内社会库存（SMM）环比增长5.44%至12.79万吨，同比去年8月大幅下降53.33%。

图 22：COMEX、LME、上海交易所库存及国内现货库存对比



数据来源：钢联数据

（资料来源：钢联数据终端）

## 五、9月交易策略及保值参考建议

宏观层面，8月美联储的降息态度发生了比较明显的变化，从之前的“坚持不降息”转向了对降息“持开放态度”，并对货币政策框架进行重要修订，主要受到了疲软就业数据以及白宫的政治压力。9月降息预期概率加大。国内方面，8月制造业虽然仍低于50%的荣枯线，但显示出景气水平有所改善，非制造业等多数指数均有所回升，表明前期一系列（“两重两新”政策、财政贴息、“反内卷”）等政策的综合效果初步显现，企业信心有所恢复。

供应方面，8月国内电解铜产量持续高产，原料瓶颈和产能过剩风险并存。TC持续为负，国内冶炼厂依赖硫酸和贵金属副产利润弥补亏损仍未大规模减产。美国8月铜关税政策调整后非美地区铜库存回流压力仍存在。

需求方面，电网投资继续保持高位，全年投资目标明确，投资进度稳中有进。光伏、风电装机增速放缓；房地产需求持续疲软，家电政策刺激下消费增量有限；9月需求进入传统旺季，关注消费旺季是否兑现。

综上分析美联储降息预期及国内消费旺季预期支撑铜价高位震荡；供应端矿紧矛盾未解，铜关税落地后进口有望开启，供给端呈现“预期矿紧”但“现实供给充裕”，需求端复苏缓慢，消费增量有限。9月步入“预期”与“现实”之间博弈，对应经济数据高度敏感。建议降息预期兑现后生产企业延续高位卖保、个人交易者短线高位空单参与。

**风险点：**美联储降息超预期      国内需求复苏超预期

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，交子期货研发部门力求准确可靠，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。

此报告所载内容仅作参考之用，且成都交子期货有限公司不会因接受人收到此报告而将其视为本公司客户。

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。

任何引用、转载以及向第三方传播的行为，需经交子期货研发部门授权许可；若有转载，需要整体转载，若截取主要观点，请注明出处，以免引起对原文的误解；任何断章取义，随意转载，均可能承担法律责任。

## 欢迎扫码二维码

交子期货APP



官方微信



官方微博



## 成都交子期货有限公司

总部地址	成都市锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406
客服热线	400-8844-998
传真号码	028-86269093
邮政编码	610041
官方网址	www.btqh.com

