

# 美联储边际转鸽推动铜价回暖，旺季补库有望与降息预期共振

## - 铜产业链周度数据报告 2025年08月20日

孙皓  
从业编号：F03118712  
投资咨询：Z0019405  
sunhao@thqh.com.cn  
www.thqh.com.cn

李英杰  
从业编号：F3040852  
投资咨询：Z0010294  
手机：18516056442  
liyingjie@thqh.com.cn



**宏观经济：美联储发声边际转鸽，是回旋还是转变，重点关注美债走势；**上周五晚，美联储主席鲍威尔在全球央行年会的发言意外转鸽，但是最终表态仍旧暧昧，不过偏鸽声音的出现依旧对市场产生了较大的刺激作用，铜价也出现近期较大幅度的拉涨；不过其对2%通胀目标的坚守，“new normal”措辞的表达，以及周末其他票委的鹰派声音，让人怀疑年会发言是其对特朗普施压降息的回旋。

**铜精矿：矿端低增速持续压制TC价格；**截至8月20日，TC报价维持-39美元，全球铜矿端的增速放缓使得矿端定价权仍旧强势，国内进口铜精矿数量虽持续增加，但冶炼利润持续维持低位。

**电解铜：相对价差变化需待海内外经济刺激预期差出现；**美铜溢价回吐，但是海外铜价，尤其是美盘报价仍旧维持相对强势；上周五美联储主席在央行年会的发言直接刺激了外盘铜价的拉升，进口利润再度下行，同时报税库提单溢价短期上涨，目前美国降息预期短期提升，但是美国铜制品关税阻碍了需求向国内的传导路径，后续需要新的驱动收窄海内外的经济刺激力度的预期差。

**下游需求：旺季临近或能与降息预期短期共振；**国内当前虽处淡季，但是旺季临近，且淡季期间未曾出现明显累库，后市下游补库或能产生较强的推升力量，同时9月议息会议前，倘若美国就业与通胀数据配合，或能产生一定共振作用。

### 市场小结：

上周五鲍威尔讲话进一步验证了铜的宏观定价逻辑，虽然我们仍对这次发言模糊不清的暧昧态度持观望心态，但是短期铜价受其态度边际转鸽的影响出现较大幅度的拉涨，后续可以关注美债走势的变化，尤其是2年期短债的收益率曲线，倘若持续下行或可继续推升铜价。与此同时，国内即将迎来季节性旺季，由于前期淡季未能完成累库，下游补库预期对铜价的推升力度或较为强势，倘若9月议息会议前的美国经济数据支持9月降息，铜价短期上行持续性或较为可观；不过中长线看，下游对当前铜价的接受度仍旧有限，国内终端给不出有效地加工利润，且降息初期的衰退叙事对铜价存在潜在威胁，当前日线区间上沿仍是重要参考。



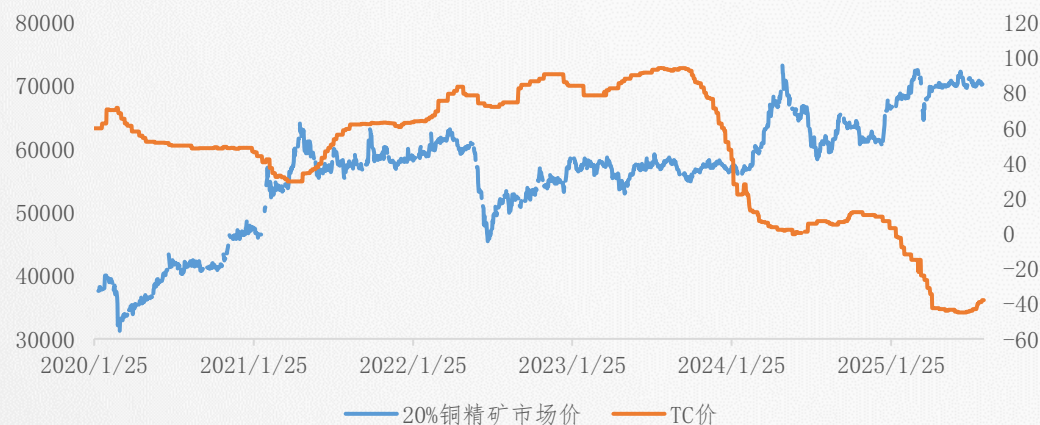
# 一、电解铜市场价格



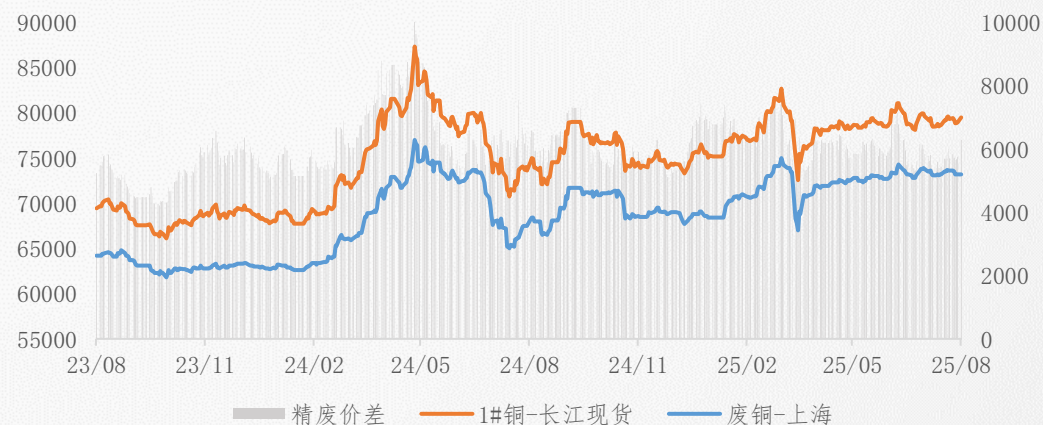


# 1.1 电解铜上游市场价格 – 进口利润窗口持续关闭

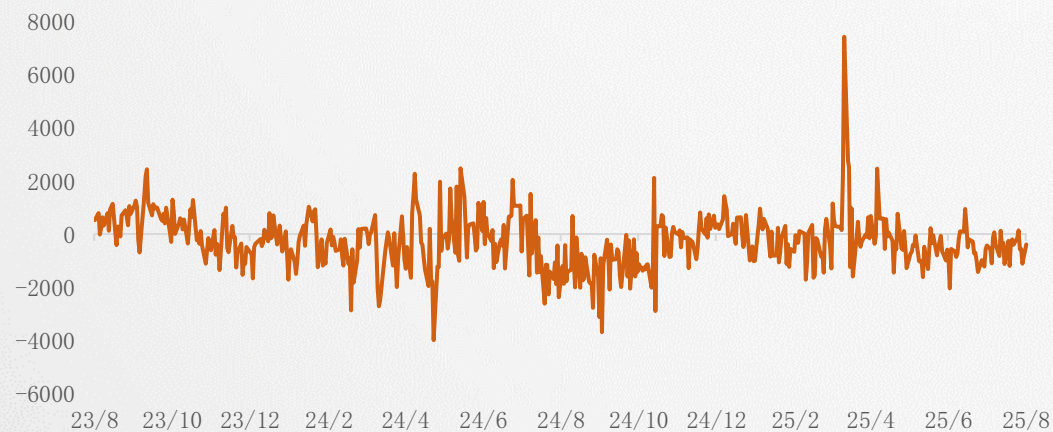
20%铜精矿与TC（右）



精废铜现货价格



铜进口利润





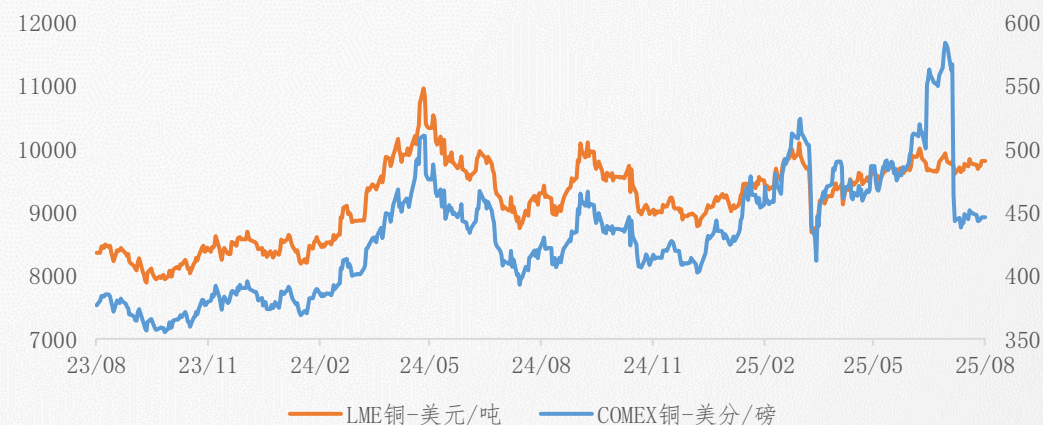


## 1.2 电解铜期现市场价格 – 提单溢价维持相对高位

沪铜期现价格



外盘铜期货价



洋山保税区对LME溢价

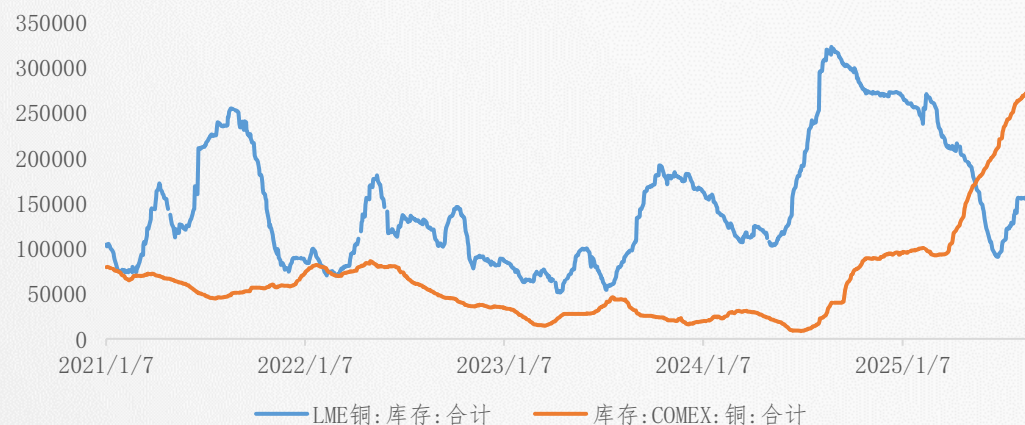




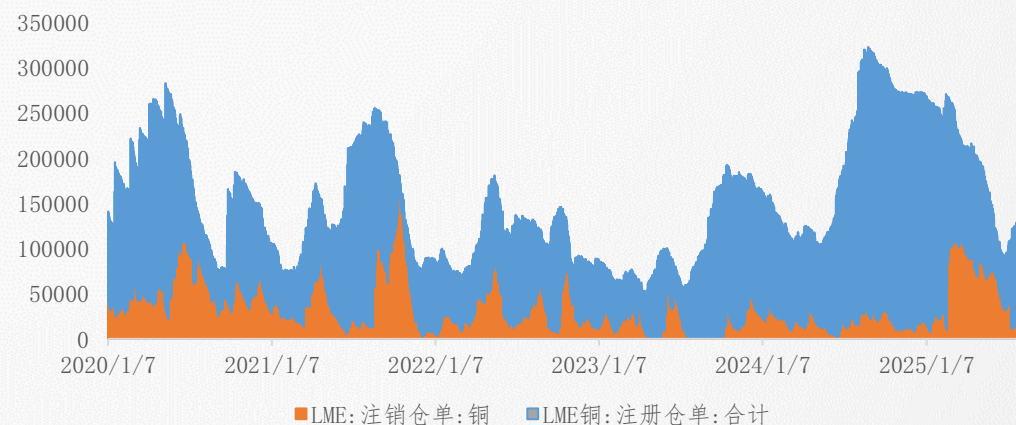


## 1.3 外盘铜持仓数据 – 显性库存累库

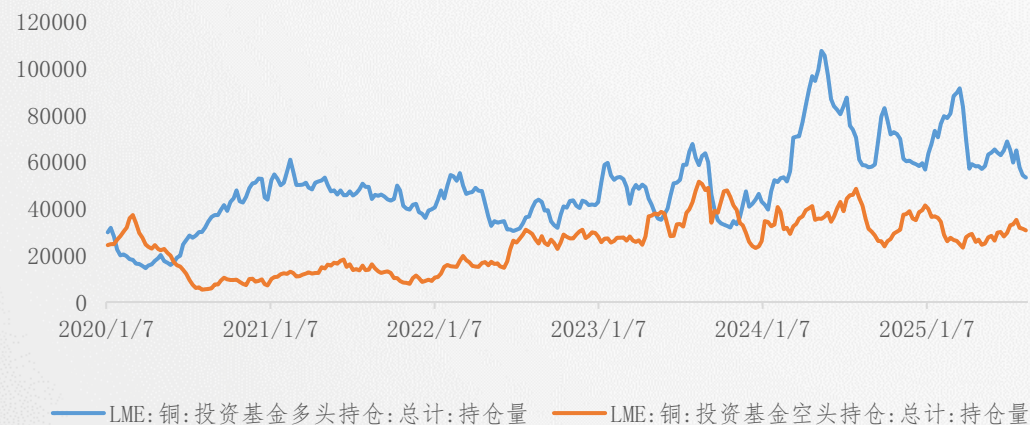
海外交易所库存合计



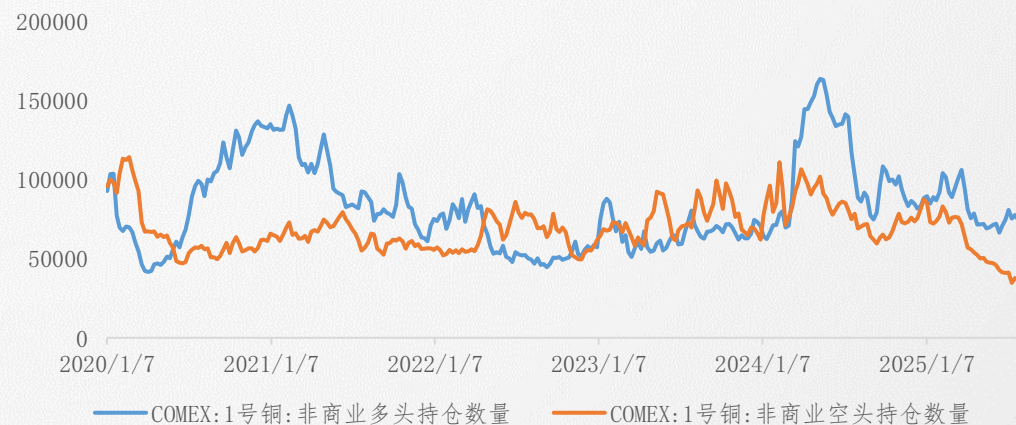
LME铜仓单构成



LME铜基金持仓



COMEX铜非商业持仓





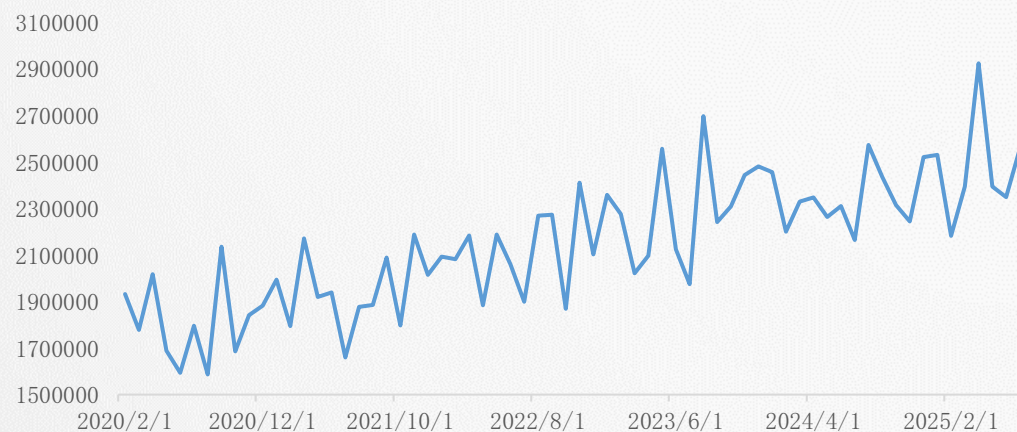
## 二、电解铜生产与库存



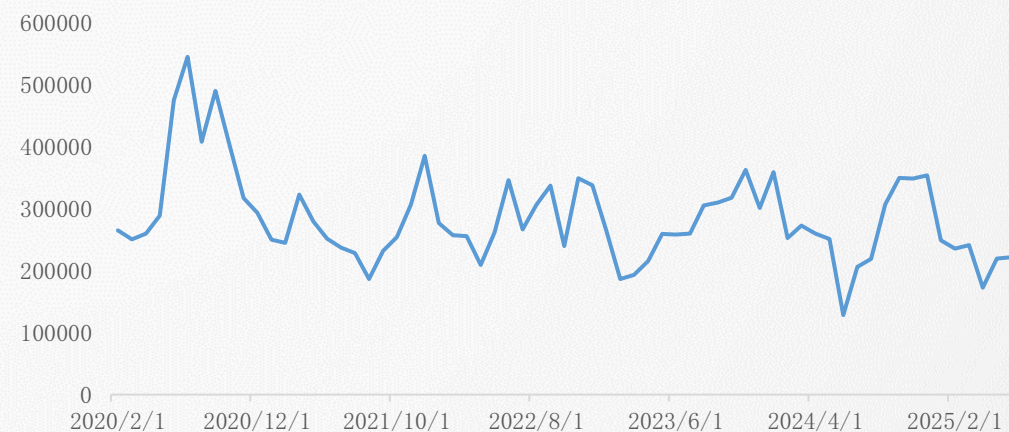


## 2.1 电解铜上游供应 – 供应端增速有限

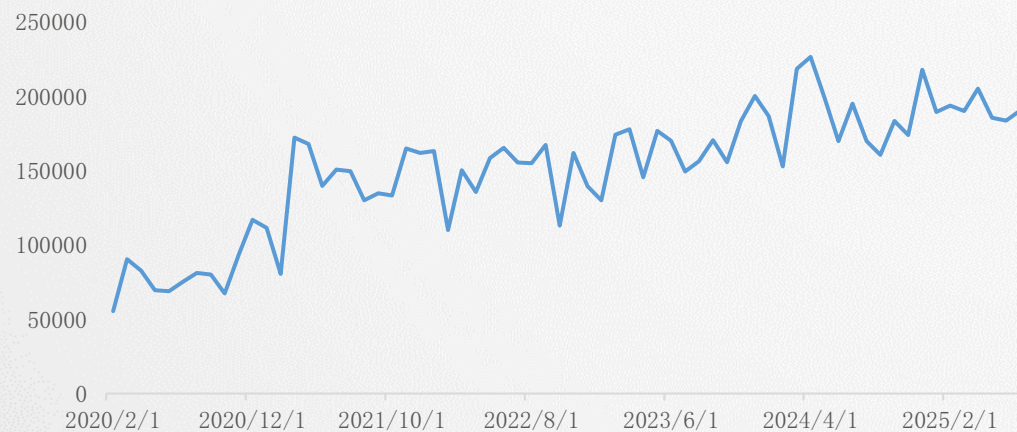
铜精矿净进口量



电解铜净进口量



废铜净进口量

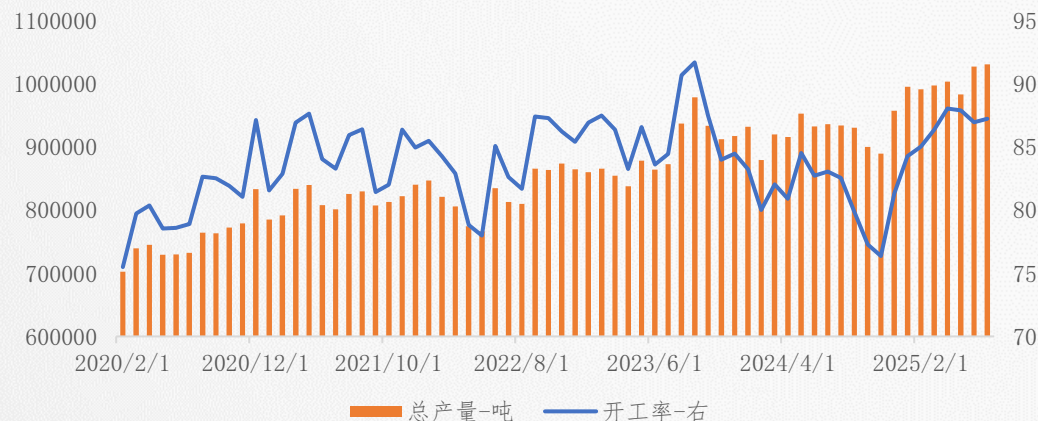




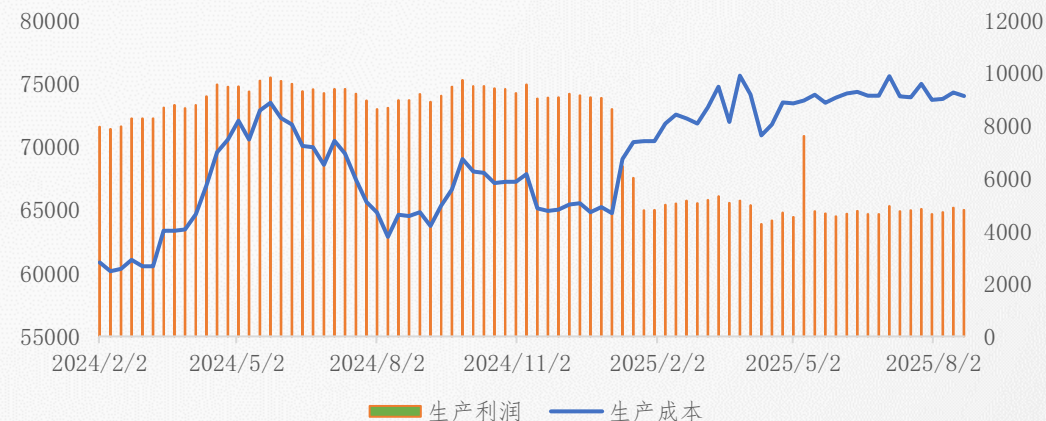


## 2.2 电解铜生产与库存－国内库存相对低位

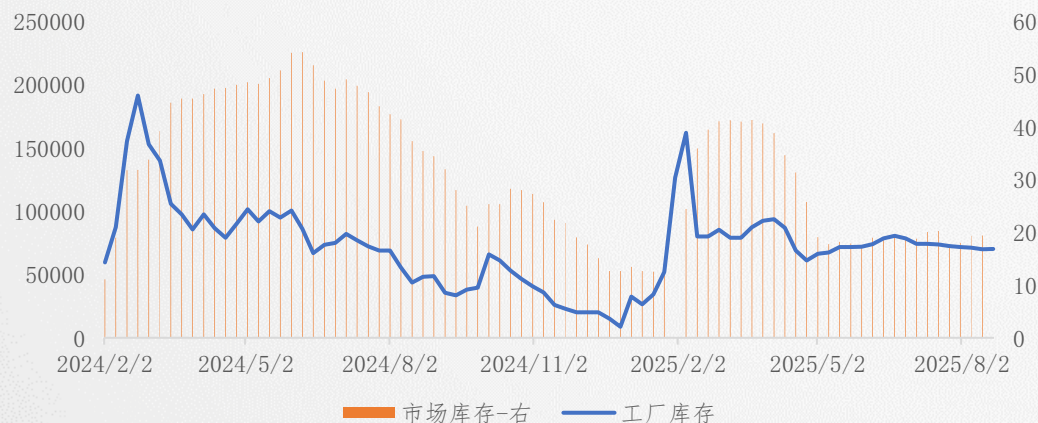
电解铜月度产量与开工率



电解铜生产成本与利润（元/吨）



电解铜周度库存（吨）





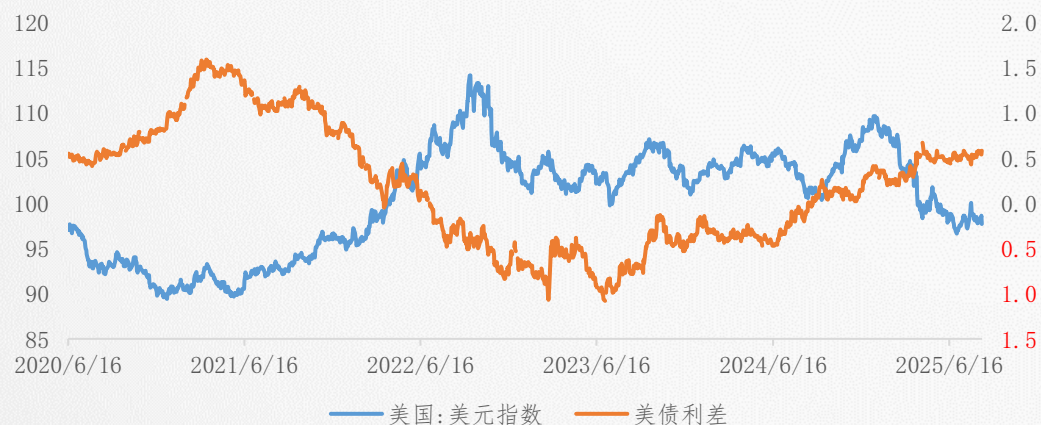
### 三、宏观数据与下游消费



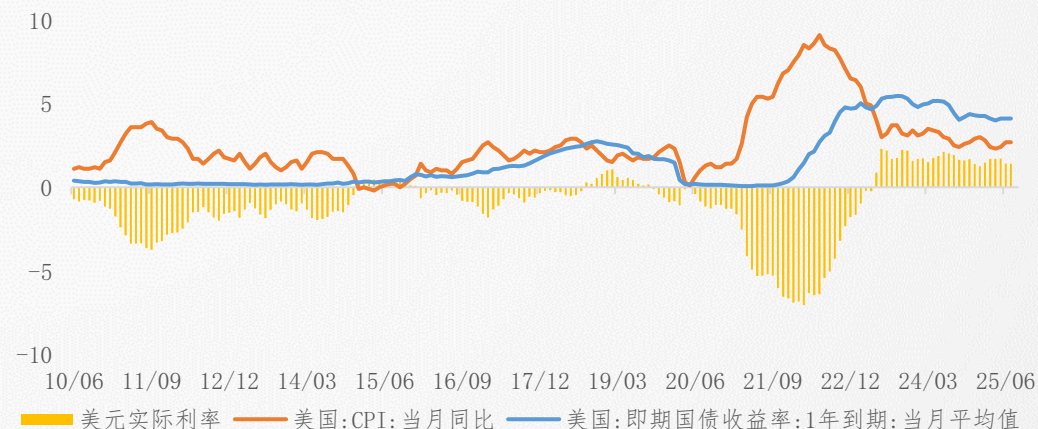


## 3.1 美元指数与美债利率— 鸽声或引发短期利率波动

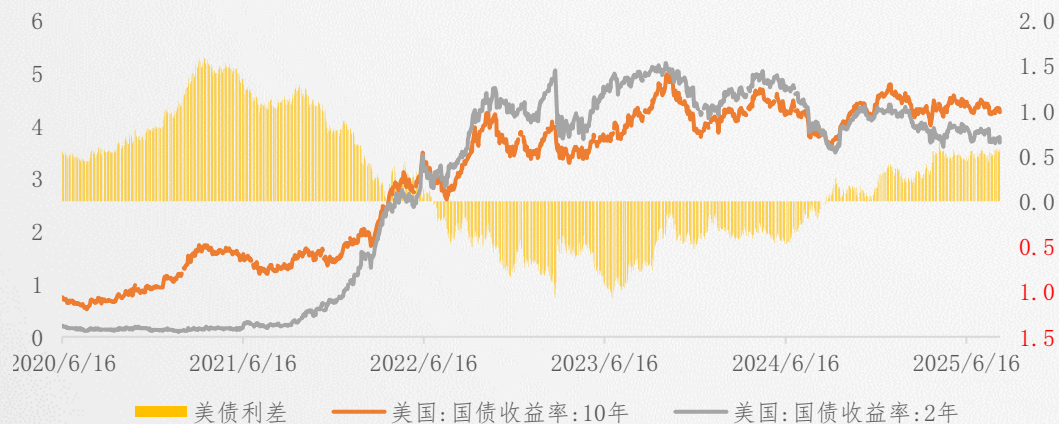
美元指数与美债长短利差



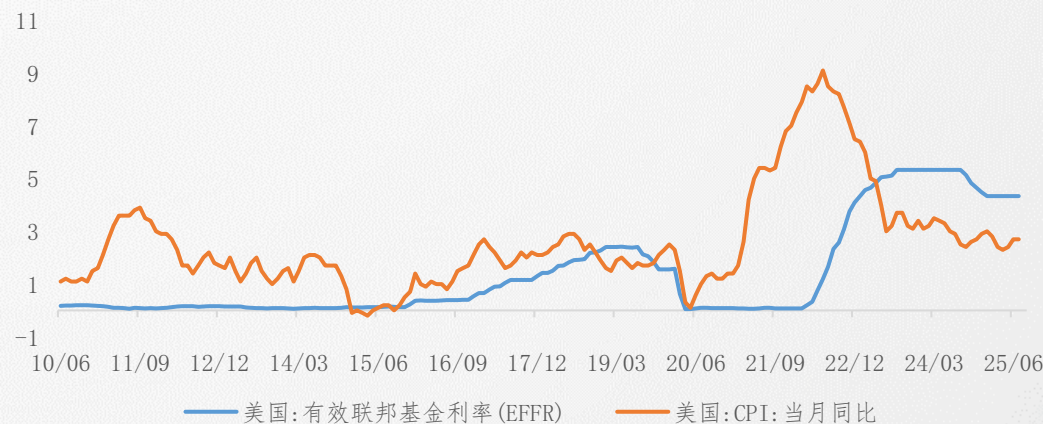
美元实际利率



美债收益率及长短利差



美国基准利率与通胀

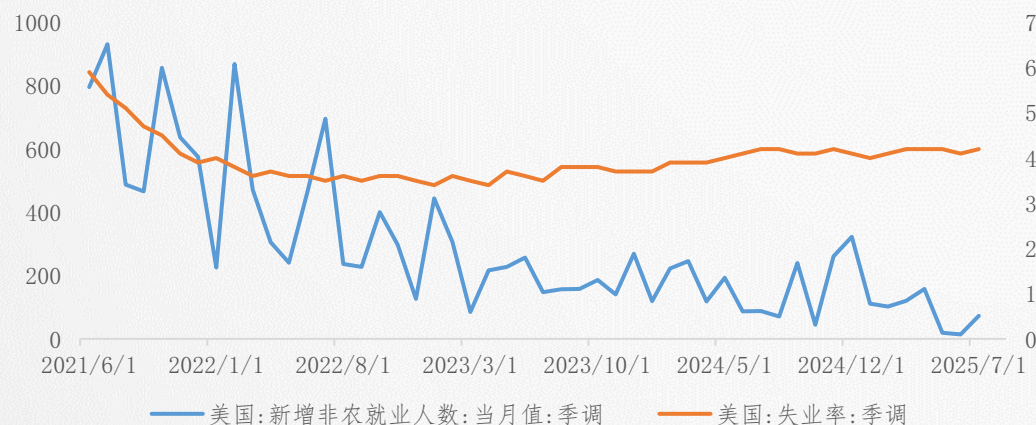




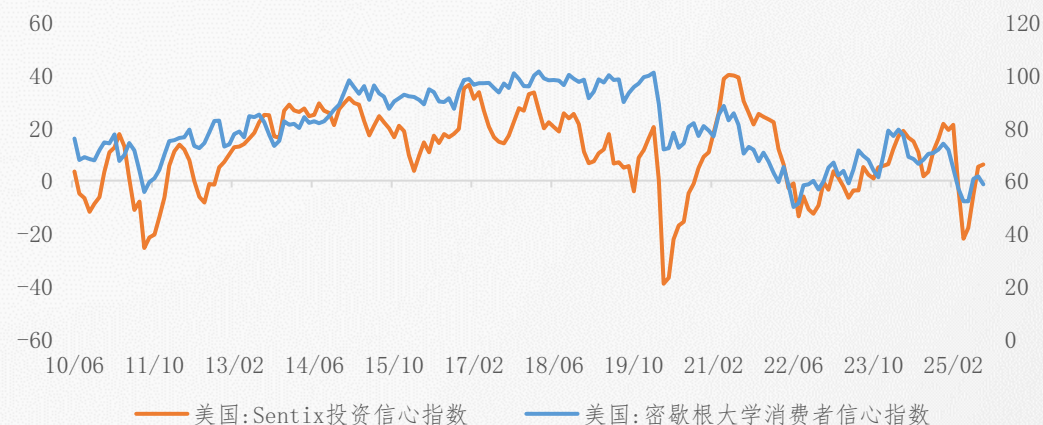


## 3.2 美国经济数据 – 关注就业与最新通胀数据

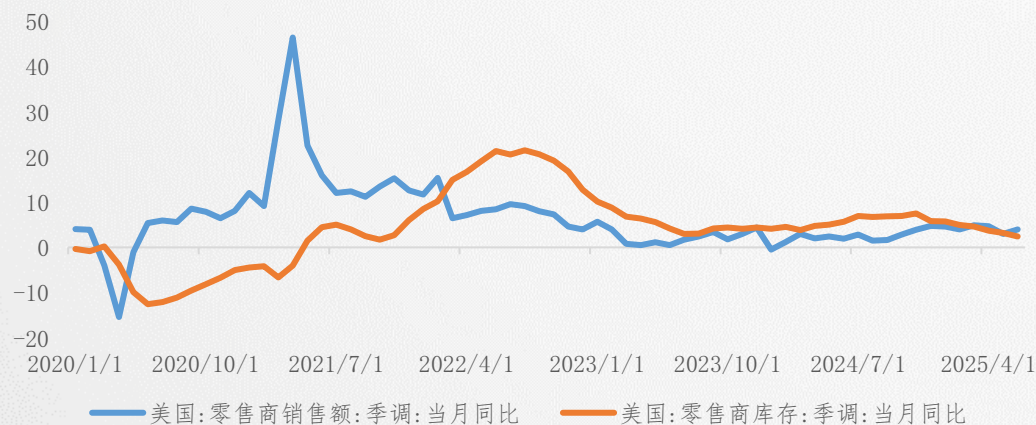
美国就业人数



美国市场信心指数



美国社会零售额与库存

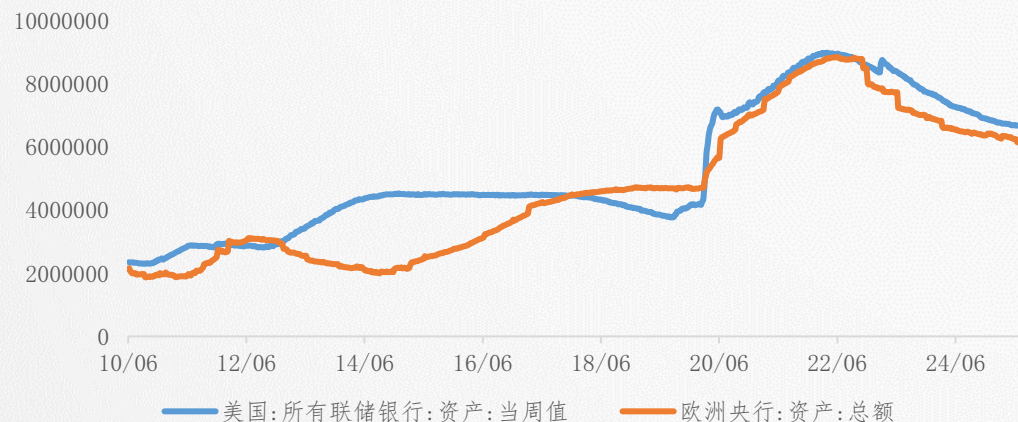




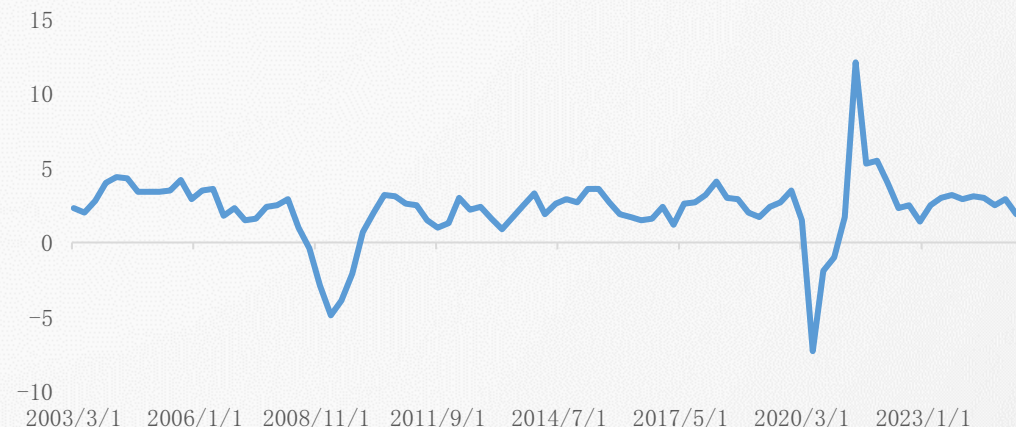


## 3.2 美国经济数据－美股领涨大类资产

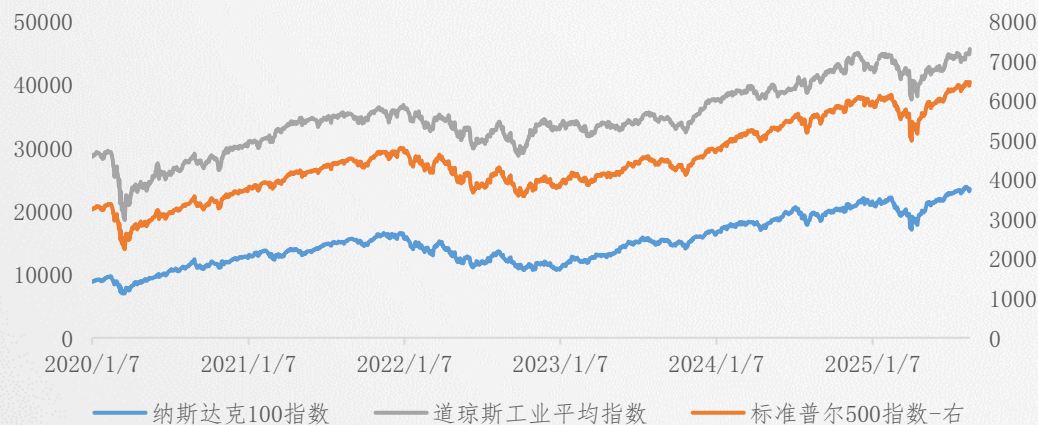
欧美央行总资产（百万美元）



美国:GDP:不变价:支出法:当季同比



美国股指收盘价

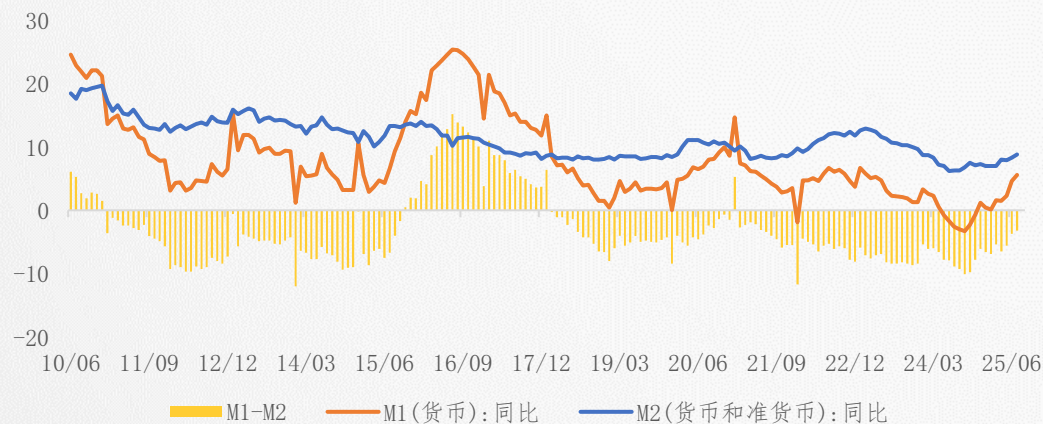




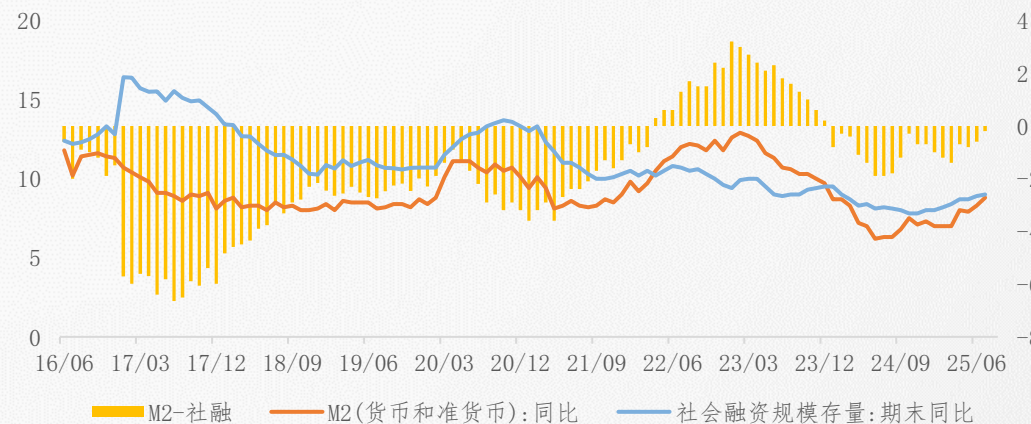


### 3.3 中国经济数据－7月新增贷款转负

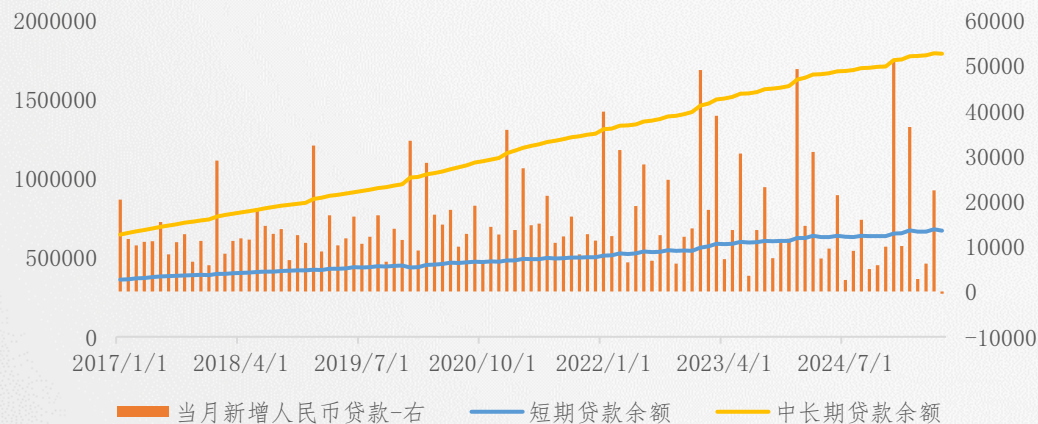
中国M1、M2增速



中国M2与社融增速



中国金融机构贷款

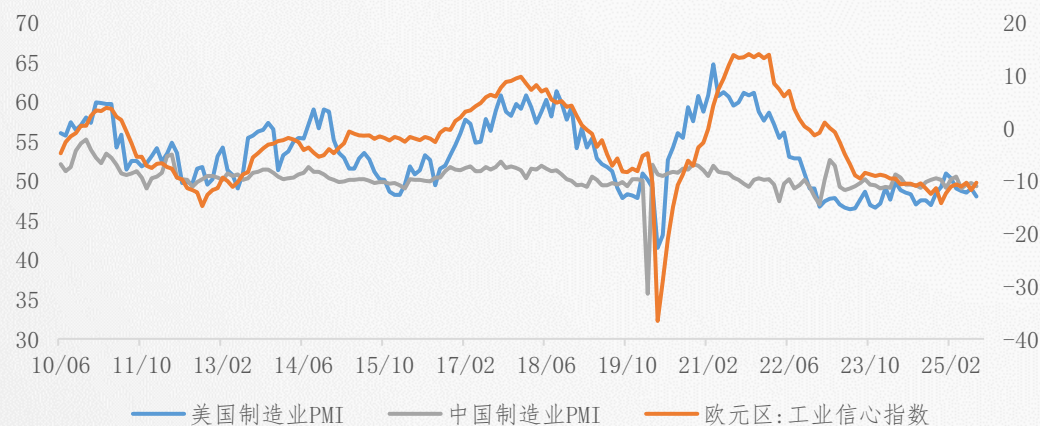




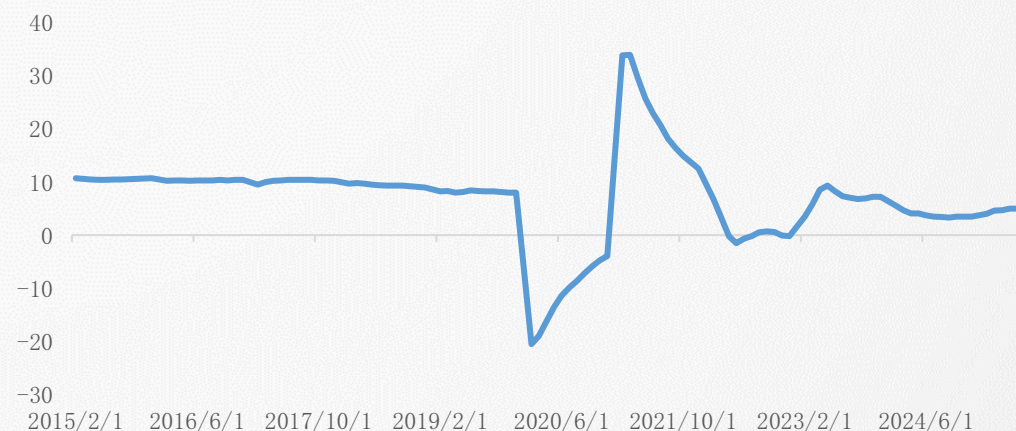


## 3.3 中国经济数据 – PMI略高于荣枯线

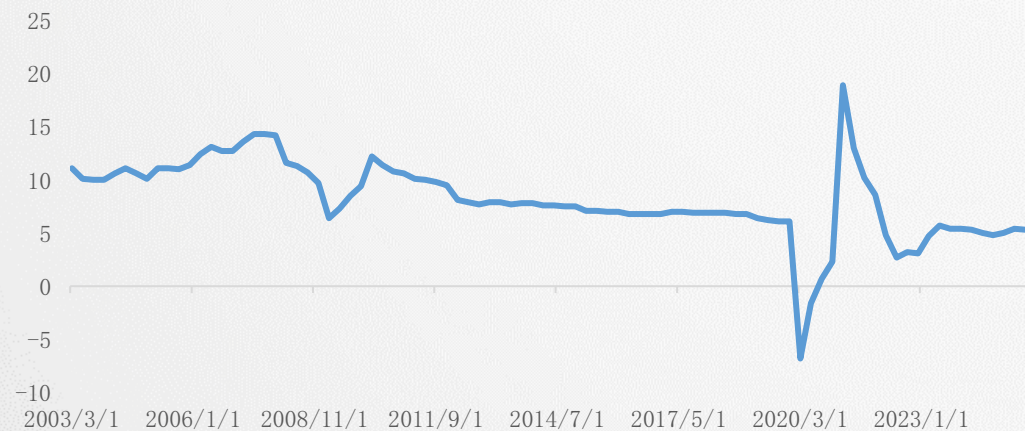
中美欧制造业前瞻指数



社会消费品零售总额:累计同比



中国:GDP:累计同比

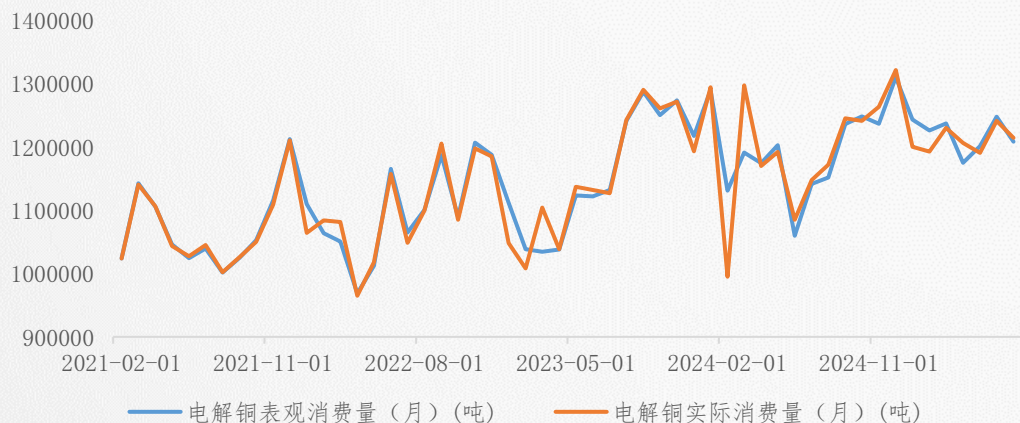




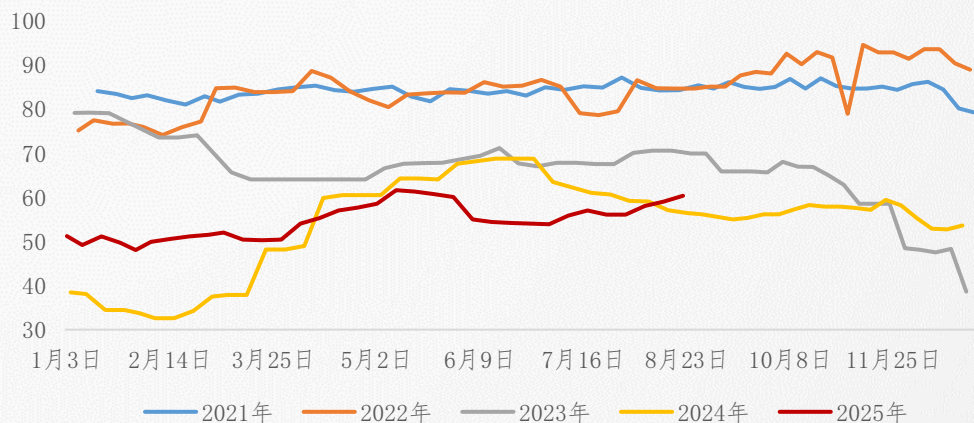


## 3.4 中国铜下游消费数据－电网、新能源托底

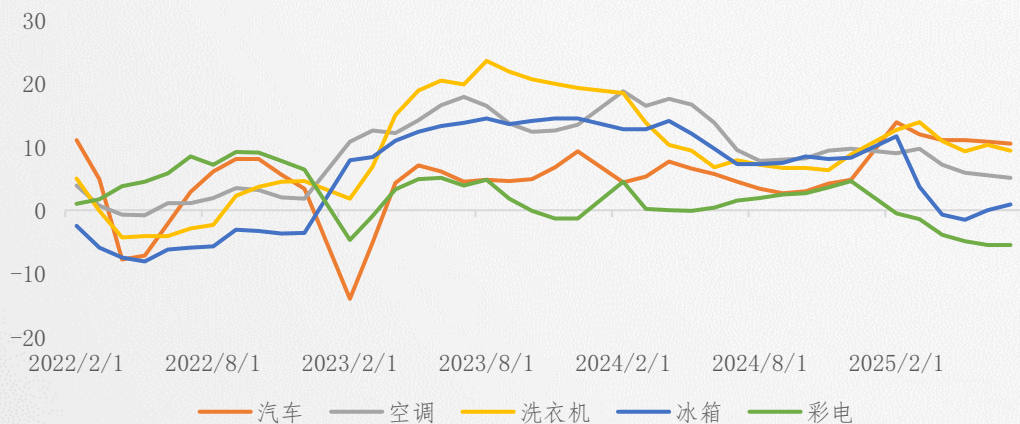
电解铜月度需求



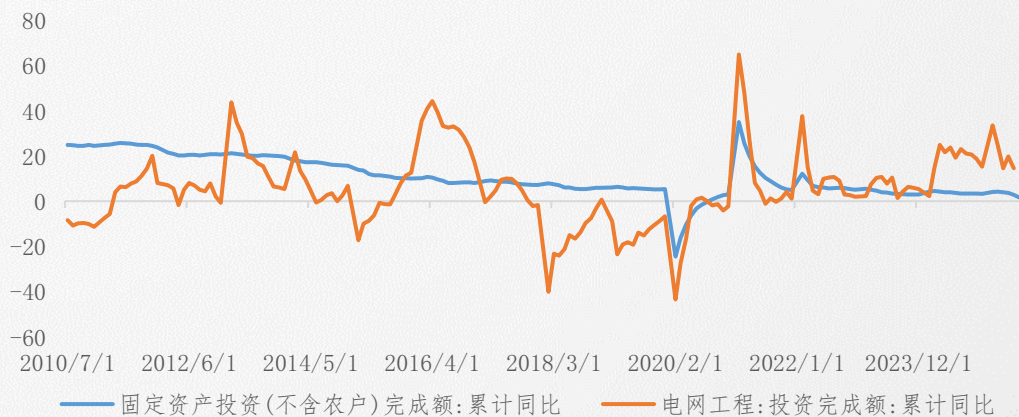
铜箔开工率



电解铜终端产量增速



固定资产投资完成额增速







## 分析师承诺

本人(或研究团队)以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人(或研究团队)的研究观点。本人(或研究团队)不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司不确保本报告充分考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。