

宏观+供需共振，沪铜有望继续走强

2025 年 9 月 4 日 星期四

兴证期货·研究咨询部

有色金属研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

李艳婷

从业资格编号：F03146166

投资咨询编号：Z0022609

联系人

李艳婷

liyanting@xzfutures.com

内容提要

宏观层面，九月可能是美联储降息的重要关口。美元面临贬值的压力，可能抬升铜的配置价值。

九月份，电解铜供应可能出现显著减量。据 SMM 预测，九月份，废铜产粗铜量受取消违规税收政策返影响而出现显著减量，铜矿产粗铜量受冶炼厂集中检修影响出现部分减量，粗铜整体产量减少，限制电解铜产量，影响铜行业供应。

金九旺季+精铜替代消费+出口消费，消费环比转强。电力、空调、汽车和地产等消费均迎来季节性旺季；当前精废铜价差 1600 元/吨附近，低于废铜未来可能增加的成本，如若再生铜材难以满足市场需求，终端可能寻求用原生铜材替代；中美关税展期，抢出口效应尚在叠加美国对进口铜材加征关税，但不包含精炼铜，所以美国铜材供应偏紧，美国本土企业增加精炼铜的进口量，电解铜出口增速有望再度走高。

整体来看，九月份恰逢宏观和供需多重利多共振，铜偏强运行。

风险因素

美联储 9 月未降息、再生市场违规税费返还清理力度不及预期

报告目录

一、行情复盘	3
二、核心逻辑	4
2.1 九月是市场最为期待的降息关口，强化资产配置积极性	4
2.2 废铜成本升高+集中检修，粗铜趋紧，九月供应或迎来显著降幅	5
2.3 金九旺季+精铜替代消费+出口消费，消费环比转强	6
2.4 多重利多共振，铜偏强运行	6

图表目录

图表 1. 沪铜收盘价（元/吨）	4
图表 2. 美铜收盘价（美分/磅）	4
图表 3. 铜精矿进口量历史性高位（吨）	7
图表 4. 精炼铜产量增速创新高（吨）	7
图表 5. 粗铜产量 SMM 预测值（万吨）	7
图表 6. 再生铜杆开工率（%）	7
图表 7. 冶炼厂盈利情况不佳（元/吨）	8
图表 8. TC 深度倒挂（美元/干吨）	8
图表 7. 电源投资额（亿元）	8
图表 8. 电网投资额（亿元）	8
图表 7. 空调产量季节图（万台）	9
图表 8. 家用空调企业库存（万台）	9
图表 7. 汽车产量季节图（万辆）	9
图表 8. 新能源汽车产量季节图（万辆）	9

一、行情复盘

2025年1月—3月，沪铜从73000元/吨左右一路上涨至82000元/吨的高位。主要原因是多重预期共振，具体体现在加工费倒挂背景下的冶炼厂亏损后减产预期+年初多种消费提振政策和金三银四旺季消费预期+年初下游加工商的买入套保盘支撑+COMEX铜的交割压力共同作用。

2025年4月上旬，沪铜出现快速的流畅性下挫，从80000元/吨左右跌至75000元/吨左右。主要原因是美国宣布对全球加征对等关税，引发全球市场震动，沪铜直接转为宏观属性主导，市场定价美国经济衰退，铜、原油等大宗商品均出现暴跌。

2025年4月中旬—2025年7月初，沪铜出现持续慢涨行情，7月初再度站上80000元/吨一线。主要原因是美国总统特朗普预告将对进口铜加征巨额的关税，市场看到了跨市场套利的窗口，即美铜价格可能出现大幅上涨，贸易商和交易商开启了全球库存搬运至美国的漫漫长路，随着美铜库存持续创新高，而伦敦和中国市场以及全球其他地区的库存持续流入美国市场，导致非美地区库存趋紧。在此过程中，因美铜定价了25%-50%关税的政策预期和跨市场套利的空间，美铜价格上涨幅度远高于沪铜和伦铜，以至于COMEX-LME价差升高至1500美元/吨左右，处于历史性绝对高位，美铜和伦铜价格出现短暂的价格脱钩。

2025年7月上旬—2025年7月底，美铜继续疯涨，但沪铜和伦铜反而回吐涨幅，录得下跌。在这短暂的时间内，美铜和伦铜彻底出现价格的脱钩，主要原因仍是在美国。7月7日，特朗普向全世界预告美国铜关税将在8.1日落地，前期市场维持了几个月的库存搬运和价差套利逻辑逐渐消散，尚未从伦敦市场和中国市场发运的库存已经来不及搬运，所以伦敦市场库存开始从低位累库，中国精炼铜出口通道也开始收窄，伦铜和沪铜价格开始转弱，率先回吐价差套利的涨幅。与此同时，在途或是离美国较近的库存则抢在8.1关税落地前加速运进美国，COMEX-LME价差迅速扩大至近3000美元/吨，纽铜价格持续上涨。

2025年7月30日—2025年8月1日，美铜暴跌，引发市场震动，但沪铜和伦铜小幅跟跌，但市场波动不大。7.30日，美国白宫宣布对几类进口铜产品征收关税，将自8月1日起对进口半成品铜产品（例如铜管、铜线、铜棒、铜板和铜管）及铜密集型衍生产品（例如管件、电缆、连接器和电气元件）普遍征收50%的关税。但铜输入材料（例如铜矿石、精矿、铋铜、阴极铜和阳极铜）和铜废料不受“232条款”或对等关税约束。因本次铜关税将精炼铜排除在外，前期所谓的全球库存搬运和价差套利逻辑结束，美铜暴跌，伦铜和沪铜虽然也有小幅回调，但幅度极其有限，三天内，COMEX-LME价差已经从2946.5美元/吨收缩至66.07美元/吨，三大交易所铜价逐渐回归理性。

2025年8月2日—至今，伦铜和沪铜回归基本面逻辑，美铜因关税问题正在寻求新的平衡。

对于沪铜和伦铜来说，因精炼铜输美通道关闭后，两地库存得以正常积累，市场回归基本面，维持偏强震荡格局。对于美铜而言，价格经过一轮暴跌，美铜与伦铜的价差已经收支 100 美元/吨以内。但美铜现在也面临困境，下游加工材进口加征高额关税，导致美国本土铜材紧缺，倒逼加大美国国内电解铜进口。

图表 1. 沪铜收盘价（元/吨）



数据来源：ifind，兴证期货研究咨询部

图表 2. 美铜收盘价（美分/磅）



数据来源：ifind，兴证期货研究咨询部

二、核心逻辑

2.1 九月是市场最为期待的降息关口，强化资产配置积极性

美联储主席鲍威尔在 8 月份的杰克逊霍尔会议上释放重要信号，且是首次发表降息目标转向的观点。最为关键的是调整了政策框架，删除了关于追求“通胀在长期内平均达到 2%”的表述，以及将就业决策建立在“与最大就业水平的缺口”评估上的表述。这意味着，美联储在接下来的时间内可能更关注经济表现，如果就业和经济前景走弱，美联储将打开降息的大门。目前，从市场预期来看，交易员对于九月降息的预期还是比较高。

如果美联储 9 月降息 25 个 bp，对于预期交易来说，这个利多已经兑现在盘面上。但是，伴随着美联储的降息，美元承压，利好其他资产配置。近年来，铜作为高估值+高流动性的大宗商品，越来越成为市场配置的重要方向，美联储降息可能提升市场对铜的配置热度。

如果美联储 9 月超预期降息 50bp，那将是重大利好，不仅会交易超预期的利多，也会极大的提升铜的配置热度。但目前看来，9 月降息 50bp 的可能性较小，只能作为极端情况去看。

2.2 废铜成本升高+集中检修，粗铜趋紧，九月供应或迎来显著降幅

电解铜原材料主要分为铜矿和废铜，废铜主要是从家电、汽车等终端拆解下来进行循环利用的，既可以替代铜矿生产粗铜，进而产出电解铜，又可以直接通过熔炼生产出下游铜材，在铜矿供应可能趋紧的当下，对原料端起到了重要的补充作用。因此，粗铜生产一般分为铜矿产粗铜和废铜产粗铜。

据 SMM 资讯，国家发展改革委等四部委联合印发《关于规范招商引资行为有关政策落实事项的通知》（发改体改〔2025〕770 号）要求，后续各地要集中整治违规税收返还问题，这项政策引发废铜和再生铜市场震动。一旦违规税收返还行为被集中治理，废铜采购成本将会大幅上升，直接影响下游铜材的生产。

废铜产粗铜量减少，供应承压。目前，政策尚未落实到各个省份，据 SMM 披露，政策可能在 9.10 日左右逐渐趋于明朗，但是市场已经先行反应。具体体现在：当前废铜采购出现困难，阳极铜板供应趋紧，截至 8.28 日，阳极铜周度开工率已经降至 44.32%，不少再生铜企业已在八月份大幅压减产能，再生铜杆周度产量低至 0.45 万吨，开工率已经降至 11.8%。据悉江西地区已经近乎停止废铜采购报价了，这意味着该地区再生铜生产已经陷入困境，或者说该地区正高度观望违规税收返还政策落地情况。从目前的形势看，如果违规税收返还政策取消，废铜采购成本大幅抬升，废铜产精炼铜的量减少，再生铜企业产出受限，再生铜杆、黄铜棒等生产也随之受限，终端企业采购可能不得不部分寻求精铜杆等替代（精铜杆生产流程：铜矿—精炼铜—精铜杆）。

冶炼厂进入集中检修期，供应进一步承压。据 SMM 资讯，冶炼厂 9 月份的检修增多，也在一定程度上压制了电解铜的产出，2025 年 9 月，精炼铜的减量可能是近三年来的第一次产能大幅下修，可能给盘面带来较强的支撑。从长远角度看，此次 9 月份的集中检修可能是冶炼厂为应对深度倒挂的低加工费而采取的举措。目前铜精矿进口加工费为-41.48 美元/干吨，且加工费没有出现回暖的迹象，截至 2025 年上半年，全球铜矿产量增速仅为 2.7%，但是精炼铜产量增速达到 3.6%，主因中国精炼铜产量持续高增，当前精炼铜相对铜矿显著过剩。当前临近四季度行业加工费谈判节点，11 月份也将陆续开展下一年度的长单加工费谈判，冶炼厂在这个节点进入集中检修，也可能是为与矿商的下一步谈判做准备，以求争取更高的议价权，毕竟近期铜矿端频出扰动，比如 Capstone 铜业宣布 Mantoverde 铜矿暂时停产、泰克资源暂停增长项目，等待 QB 铜矿产能提升后推进并启动业务审查、Codelco 警告智利铜产量可能停滞在 550 万吨/年，矿产产出受到严重限制等。

据 SMM 预测，九月份，废铜产粗铜量会受政策影响有显著减少，而铜矿产粗铜量会受集中检修影响存在部分减量，粗铜整体产量减少，限制电解铜产量，影响铜行业供应。

2.3 金九旺季+精铜替代消费+出口消费，消费环比转强

从往年的数据来看，九月份对于很多终端行业都是季节性的旺季。

空调：空调是家电中用铜量最多的一种电器，复盘 2016-2014 年的空调产量，在每年的 9 月份都会一个明显抬产的动作，10 月份产量下滑，进入 11 月份后将进入新一轮的行业旺季。这主要跟空调的特殊性有关，因其为制冷设备，跟随中国的气温分布情况，每年的 4-9 月都是空调的销售旺季，11 月-次年 5 月都是空调的生产旺季。对于 9 月份而言，一方面，处于销售旺季尾声，空调库存在此阶段均会出现一轮相对流畅的去库，9 月抬产也是符合市场补库需求的。另一方面，之前一直将家电作为地产的配套需求来看，金九银十一般是地产的传统旺季，在一定程度上抬升对家电的需求（近几年地产和家电的联系紧密度下降）。

电力：电力分电网和电源两种，从历年数据来看，电网投资在 9 月会有一个显著的环比上涨，11 月份后进入集中投放期。电源投资一般进入 8 月份后便逐月环比增长，但在 12 月份会出现一个大幅的增长，这与光伏、风电等抢装潮有关。整体来看，电网和电源投资在 9 月份均存在环比小幅的修复，利好电力需求。

汽车：传统汽车产量在 9 月份一般会有一个明显的增长，而新能源汽车进入下半年后基本上是逐月环比增长的状态，所以，9 月份，传统汽车和新能源汽车的产销表现一般会优于 8 月份，有望环比增长。

出口：一方面，8 月份，中美关税确定继续展期 90 天，上半年抢出口的消费份额有望维持。另一方面，因美国对进口铜材加征关税，但不包含精炼铜，所以美国铜材供应偏紧，美国本土企业增加精炼铜的进口量，电解铜出口增速有望再度走高。但因铜材进口加征巨额关税，而中国通过直接或者间接方式出口至美国的铜管量占比相对较高，铜管出口消费转弱。

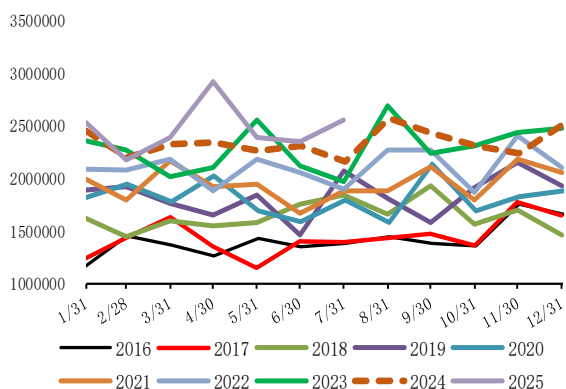
精铜消费替代废铜消费空间增大：近期再生铜市场受违规税收返还政策影响，再生铜企业出现减停产现象，效应持续蔓延。而当前精废铜价差 1600 元/吨附近，低于废铜未来可能增加的成本，如若再生铜材难以满足市场需求，终端可能寻求用原生铜材替代。

2.4 多重利多共振，铜偏强运行

金九旺季的关口叠加消费端还有精铜产品对再生产品的替代空间，阳极铜趋紧+集中检修带

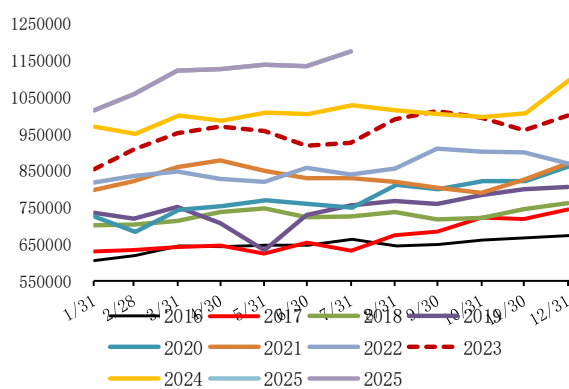
来的电解铜减量可能使得电解铜的供需压力更为凸显，而九月可能是美联储降息的重要关口，美元面临贬值的压力，可能抬升铜的配置价值。整体来看，九月份，铜偏强运行。

图表 3. 铜精矿进口量历史性高位（吨）



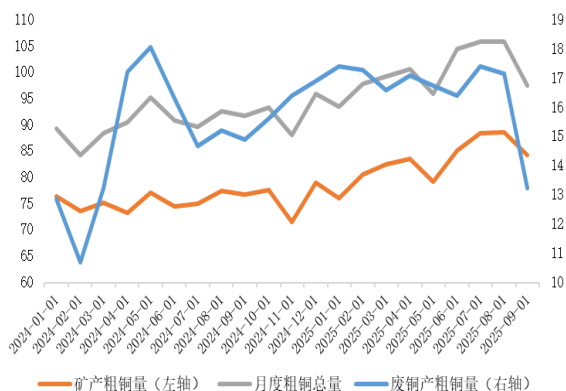
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 4. 精炼铜产量增速创新高（吨）



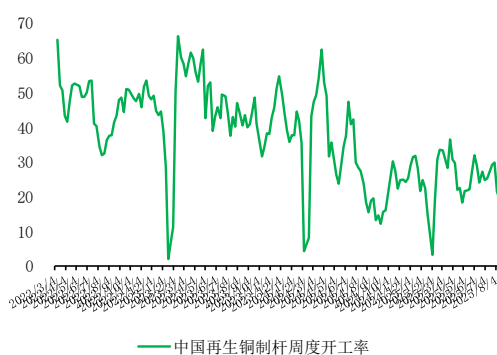
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 5. 粗铜产量 SMM 预测值（万吨）



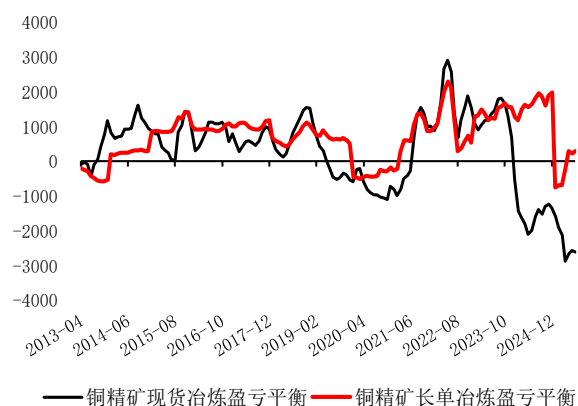
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 6. 再生铜杆开工率（%）

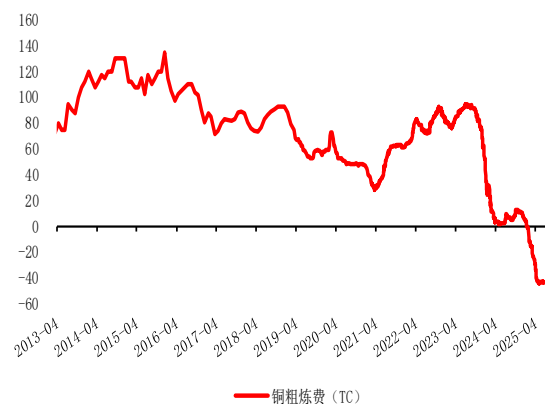


数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 7. 冶炼厂盈利情况不佳（元/吨）



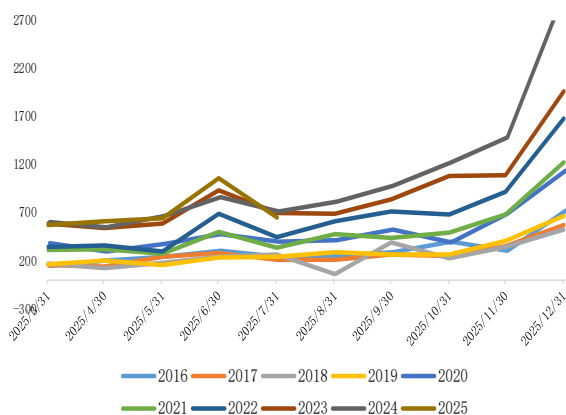
图表 8. TC 深度倒挂（美元/干吨）



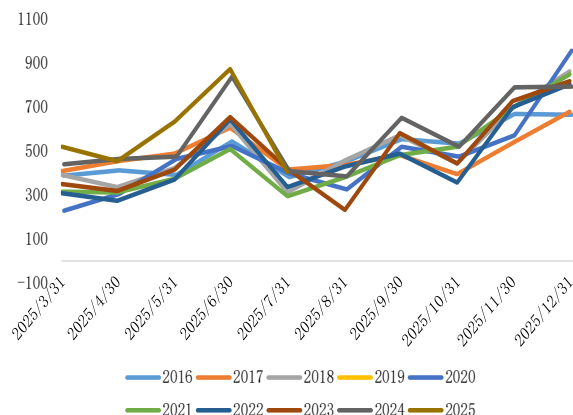
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 9. 电源投资额（亿元）



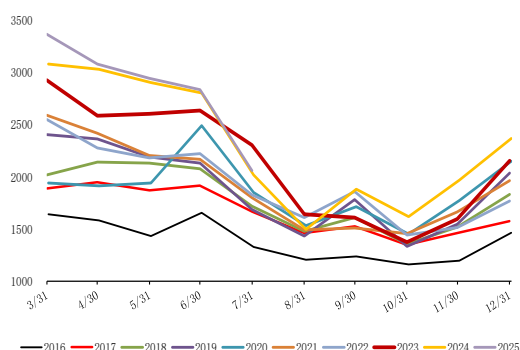
图表 10. 电网投资额（亿元）



数据来源：ifind，兴证期货研究咨询部

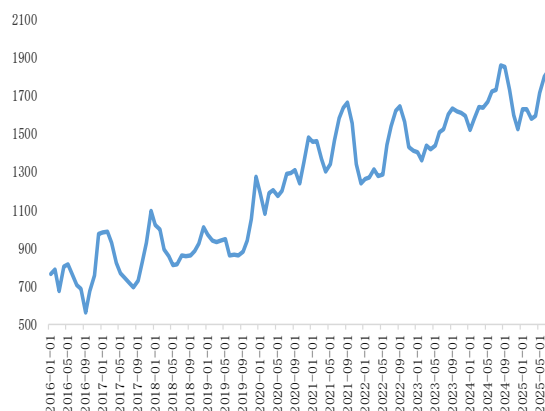
数据来源：ifind，兴证期货研究咨询部

图表 11. 空调产量季节图（万台）



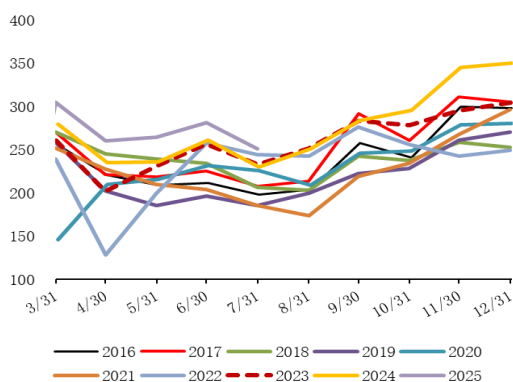
数据来源：ifind，兴证期货研究咨询部

图表 12. 家用空调企业库存（万台）



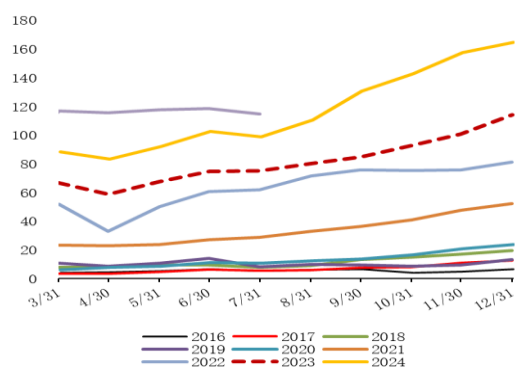
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 13. 汽车产量季节图（万辆）



数据来源：ifind，兴证期货研究咨询部

图表 14. 新能源汽车产量季节图（万辆）



数据来源：ifind，兴证期货研究咨询部

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意影响。本人不曾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

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别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。

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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。