



2025 年 7 月 21 日

鸽派立场渐浓，铜价止跌反弹

核心观点及策略

- 上周铜价企稳反弹，主因满足COMEX关税截止日期前的套利窗口正在关闭致使部分货源回流LME，造成美铜溢价估值向下修复，6月美国CPI温和上行，关税影响并未完全显现，目前美联储鹰鸽两派分歧加剧，鹰派官员认为需要紧缩的货币政策来遏制通胀升温的势头，而仍有部分官员认为今年仍应降息两次，虽然全球贸易局势干扰加剧，但降息预期的升温令资本市场风险偏好回升。基本面来看，海外矿端紧缺事实不变，LME库存持续回升，海外精铜供应逐渐趋松，主流矿企二季报已增产为主，国内社会库存小幅增加，近月B结构转向平水。
- 整体来看，因美联储内部鹰鸽两派分歧较大令9月降息扑朔迷离但至少多位官员释放鸽派信号，美国6月通胀温和上行，零售销售数据强劲指向美国经济强现实逻辑持续，对等关税2.0对市场风险偏好的影响程度边际减弱。基本面来看，海外矿端紧缺事实不变，LME库存持续回升，海外精铜供应逐渐趋松，进口货源回流后国内紧平衡有转松迹象，但中期的强成本支撑逻辑依然有效，预计铜价短期将确认支撑后企稳回升。
- 风险因素：全球贸易局势恶化，美联储延续鹰派立场

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

一、市场数据

表 1 上周市场主要交易数据

合约	7 月 18 日	7 月 11 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	9794.50	9663.00	131.50	1.36%	美元/吨
COMEX 铜	558.15	558.4	-0.25	-0.04%	美分/磅
SHFE 铜	78410.00	78430.00	-20.00	-0.03%	元/吨
国际铜	69670.00	69600.00	70.00	0.10%	元/吨
沪伦比值	8.01	8.12	-0.11		
LME 现货升贴水	-53.76	-21.57	-32.19	149.24%	美元/吨
上海现货升贴水	175	-25	200		元/吨

注：（1）LME 为 3 月期价格；上海 SHFE 为 3 月期货价格；

（2）涨跌= 周五收盘价-上周五收盘价；

（3）涨跌幅=（周五收盘价-上周五收盘价）/ 上周五收盘价*100

表 2 上周库存变化

库存地点	7 月 18 日	7 月 11 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	122175	108725	13450	12.37%	吨
COMEX 库存	242837	234204	8633	3.69%	短吨
SHFE 库存	84538	81444	3094	3.80%	吨
上海保税区库存	69200	67000	2200	3.28%	吨
总库存	518750	491373	27377	5.57%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价企稳反弹，主因满足 COMEX 关税截止日期前的套利窗口正在关闭致使部分货源回流 LME，造成美铜溢价估值向下修复，6 月美国 CPI 温和上行，关税影响并未完全显现，目前美联储鹰鸽两派分歧加剧，鹰派官员认为需要紧缩的货币政策来遏制通胀升温的势头，而仍有部分官员认为今年仍应降息两次，虽然全球贸易局势干扰加剧，但降息预期的升温令资本市场风险偏好回升。基本面来看，海外矿端紧缺事实不变，LME 库存持续回升，海外精铜供应逐渐趋松，主流矿企二季度已增产为主，国内社会库存小幅增加，近月 B 结构转向平水。

库存方面：截至 7 月 18 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计升至 51.8 万吨，全球库存延续反弹。其中 LME 铜库存增加 1.34 万吨，LME0-3B 结构走扩，注销仓单比例大幅降至 11.5%；上期所库存小幅增加 0.2 万吨，幅度较为有限；保税区库存增加 0.25 万吨，洋山铜提单维持 60 美金，COMEX 对 LME 溢价有所回落，由于美铜关税期限将至令海外贸易

商没有足够时间完成实物转移部分货源回流我国令美铜一家回落，沪伦比值因没有低位反弹升至 8.01。

宏观方面：美联储三把手威廉姆斯表示，当前货币政策正处于正确的位置，关税政策的影响才刚刚开始冲击经济，维持这种适度紧缩的政策立场对于实现就业最大化和物价稳定的双重目标是完全合适的。美联储理事库格勒认为，美联储在未来一堆按时间内都不应降息，需要紧缩的货币政策来遏制通胀升温的势头，约束性的立场对锚定长期通胀预期非常关键。鹰派官员戴利认为，今年筹划两次降息是合理的，如果等到通胀回归 2%才行动将为时已晚，不应等待过久才采取行动。随着鹰鸽两派官员的阵营拉开，美联储对 9 月降息的分歧愈发扩大，但至少已有多位官员表达鸽派立场，为四季度和明年降息计划埋下了伏笔。美联储褐皮书显示，全美 12 个地区均报告价格温和上涨，企业反应关税带来的投入成本压力，尤其是制造业和建筑业使用的原材料，一些企业因消费者对价格日益敏感暂缓提价，但利润率因此压缩，多数企业通过涨价和收取附加费等形式将部分成本转嫁给消费者。就业市场方面由于不确定性依然较高，导致企业继续保持谨慎，许多企业预期将在不确定性减弱前放缓招聘速率同时推迟裁员决策，少量雇主加大了自动化和人工智能方面的投资旨在减少额外的人工需求。欧央行管委纳格尔表示，美国最新的关税政策威胁引发的不确定中，需要一个稳健的手来应对局势，欧央行不应在政策明朗前采取行动，此前欧央行已连续降息 8 次并将基准利率调降至 2%，拉加德 6 月会议表示欧央行可能正接近宽松货币政策的尾声。美国 6 月 CPI 同比+2.7%，环比+0.3%，有小幅升温的迹象，剔除食品和能源的核心 CPI 同比+2.9%，环比+0.2%，均小幅超出预期，整体而言，关税引发的物价上行并未显著到来，通胀传导的过程较为缓慢且影响程度有限，就业市场疲软后消费能力的放缓也是制约物价的因素之一，预计对等关税落地后 7-8 月的美国通胀压力将有显著升温的预期。国内方面，中国 6 月出口按美元计同比+5.8%，6 月进口按美元计同比+1.1%，今年上半年我国货物贸易出口总额达 13 万亿元，同比+7.2%，上半年，我国对欧盟、日本、英国等传统市场出口稳定增长，对东盟、中亚、非洲等新兴市场出口增速都达到两位数。我国向新兴市场提供生产设备和技术，促进了当地的生产发展和就业，对东盟出口机床、对中亚出口农业机械、对非洲出口纺织机械都明显增长。上半年，我国高技术产品出口增长 9.2%，连续 9 个月保持增长，其中，高端机床、船舶和海洋工程装备出口增速都超过两成，仪器仪表出口增长 14.7%。

供需方面，海外主要矿山中断持续，国内现货 TC 维持-45 美金/吨，矿端紧缺格局未变。精铜方面，在负加工费背景下，国内大中型冶炼厂依靠副产品利润保有产量，而部分中小冶炼厂仍面临减产风险，全球精铜产能释放受到制约。从需求来看，电网投资项目建设陆续启动，6 月铜缆线企业开工率小幅下降，精铜制杆企业订单有所回落，风光行业面临淘汰落后产能的压力中下游将出现一定比例减产，新能源汽车产销维持高增速，传统行业托底需求基本盘，新兴市场将提供稳健增速。国内社库小幅反弹至 14.2 万吨，国内供应有宽松预期但现实仍然维持紧平衡状态，盘面近月 B 结构高位持续回落。

整体来看，因美联储内部鹰鸽两派分歧较大令 9 月降息扑朔迷离但至少多位官员释放

鸽派信号，美国 6 月通胀温和上行，零售销售数据强劲指向美国经济强现实逻辑持续，对等关税 2.0 对市场风险偏好的影响程度边际减弱。基本面来看，海外矿端紧缺事实不变，LME 库存持续回升，海外精铜供应逐渐趋松，进口货源回流后国内紧平衡有转松迹象，但中期的强成本支撑逻辑依然有效，预计铜价短期将确认支撑后企稳回升。

三、行业要闻

1、海关总署显示，6 月我国未锻造铜及铜材进口量为 46 万吨，同比+6.5%，今年上半年累计进口量为 263 万吨，同比-4.6%；6 月我国铜矿砂及精矿进口量为 235 万吨，同比+1.8%，上半年累计进口量达 1475.8 万吨，同比+6.4%。国家统计局数据，今年 6 月我国铜材产量达 221.4 万吨，同比+6.8%，今年 1-6 月累计产量达 1176.5 万吨，同比+3.7%。

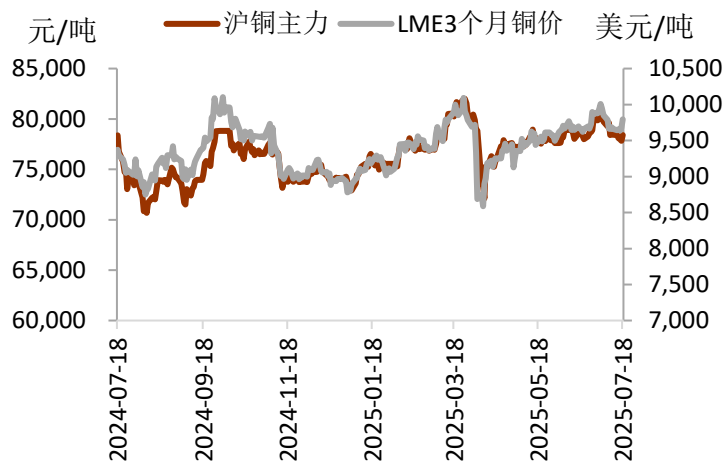
2、力拓今年二季度铜产量达 22.9 万吨，同比+13%，环比+6%。主要得益于旗下位于蒙古的奥尤陶盖勒项目的稳健增长，OT 铜矿二季度产量达 8.7 万吨，同比+65%，矿石品位和回收率均不断提高，该项目预计将于 2030 年成为全球第四大铜矿。旗下位于智利的 Escondida 铜矿二季度权益产量为 10.2 万吨，同比+2.8%，得益于选矿厂的性能改善带来了更高的产量。旗下位于美国的 Kennecott 铜矿二季度产量为 4 万吨，同比-16%，环比-6%，主因开采区的岩土工程限制导致矿石可用性降低，精矿开采和生产受限，该项目计划于今年 9 月对选矿厂进行维护，同时计划对部分冶炼厂进行改造，持续时间约为 45 天。

3、安托法加斯塔二季度铜产量达 16.01 万吨，同比+3.1%，环比+3.5%，得益于旗下位于智利的 Centinela 和 Los Pelambres 铜矿产量增加，抵消了阴极业务产量的下降。旗下 Los Pelambres 二季度产量为 6.06 万吨，环比+9%，表明铜品位和回收率的提高。较低的季度吞吐量是由于在此期间完成了维护工作，包括在集团第一季度生产报告中宣布的 4 月初对加工厂的维护工作，公司预计 Los Pelambres 预计将在今年剩余时间内实现季度环比产量增长。安拓上半年铜总产量为 31.49 万吨，同比+10.6%。

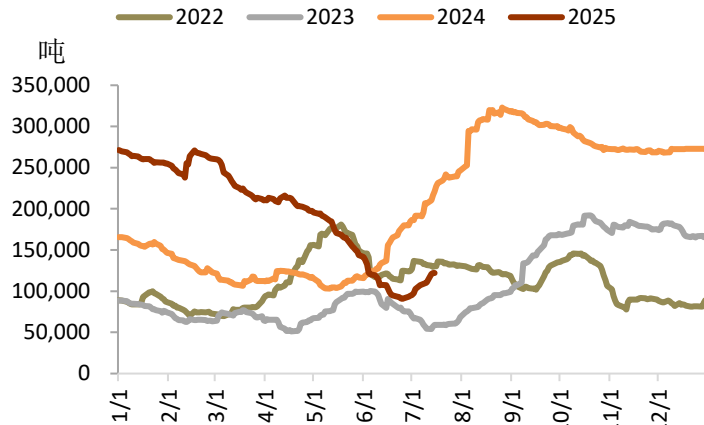
4、根据 Mysteel 调研数据显示，上周华东地区 8mm 的 T1 电缆线杆的加工费区间升至 400-680 元/吨，最高价较上周上涨 800 元/吨，主因当月换月后国内升水重心上移，电缆线企业开工率下降拖累，但因上周铜价偏低位震荡导致下游积极补库，初端加工企业仍维持较高开工率。分地区来看，华东市场市场交易热度下半周略有下滑，下游采购情绪有所下滑，订单相对集中在大户刚需采买，整体订单量环比减少，淡季消费表现特征较为明显。从日均具体的企业反馈来看，中小企业订单 200-500 吨，大型企业订单量 600-1000 吨。华南市场成交情况较差，铜价快速反弹，多数下游企业买货计划受阻，即使多数铜杆企业及贸易商持续下调加工费，但实际成交寥寥可数，成交量多在 100-200 吨不等，不过由于临近周五下游仍有备库需求，故长单提货量有所增加。预计在国内紧平衡结构边际转松的预期下，7 月下旬我国精铜制杆企业开工率将保持在 7 成左右。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

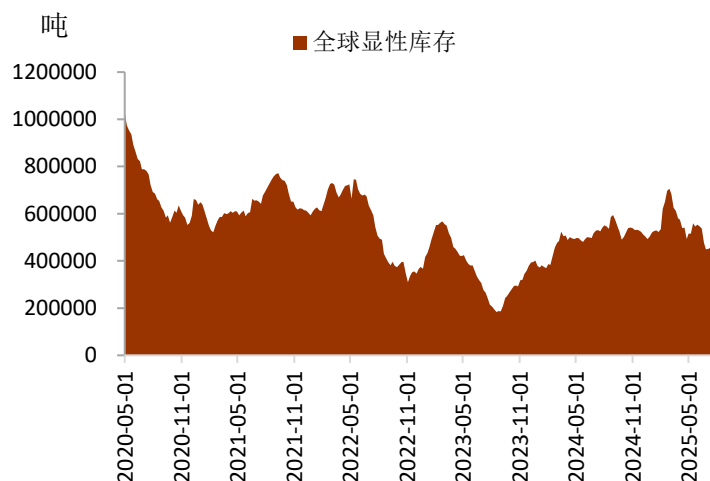


图表 2 LME 铜库存

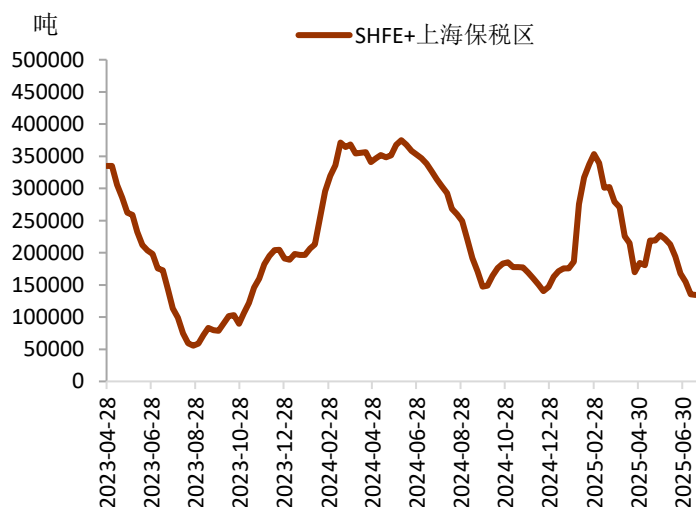


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

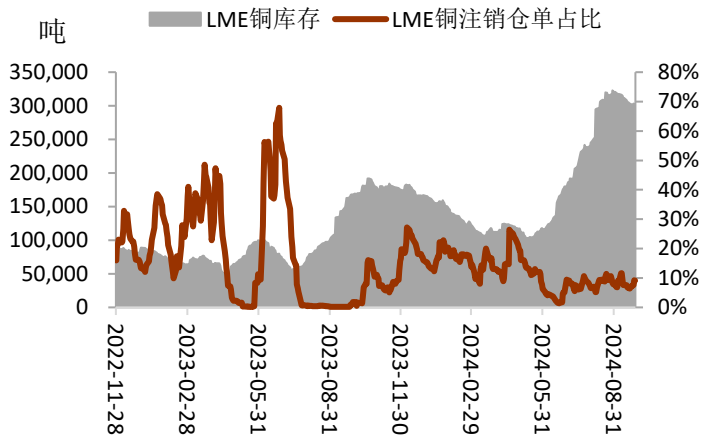


图表 4 上海交易所和保税区库存

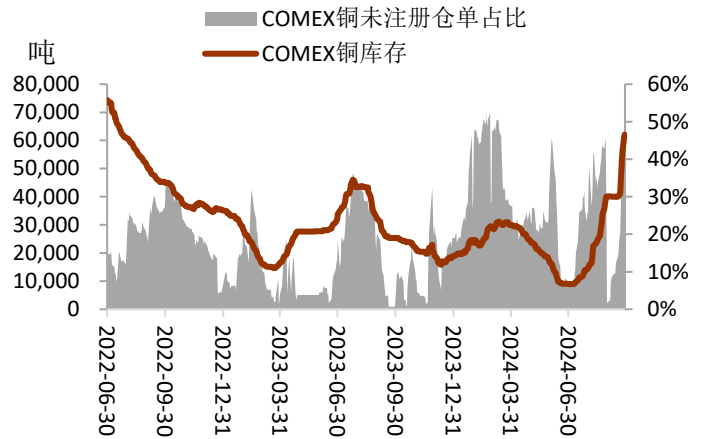


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

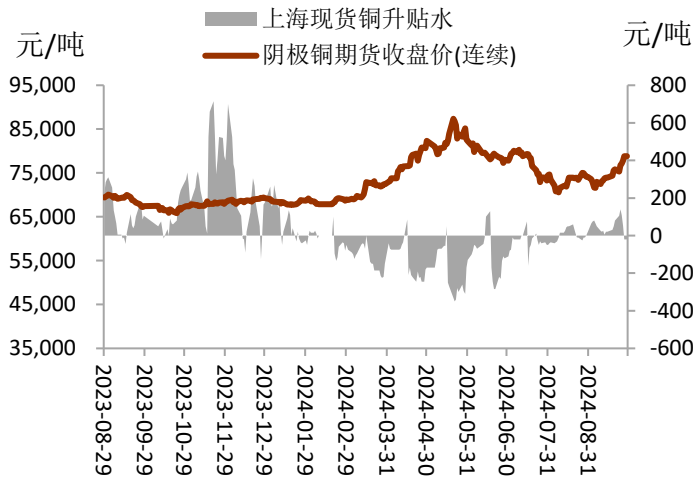


图表6 COMEX 库存和注销仓单

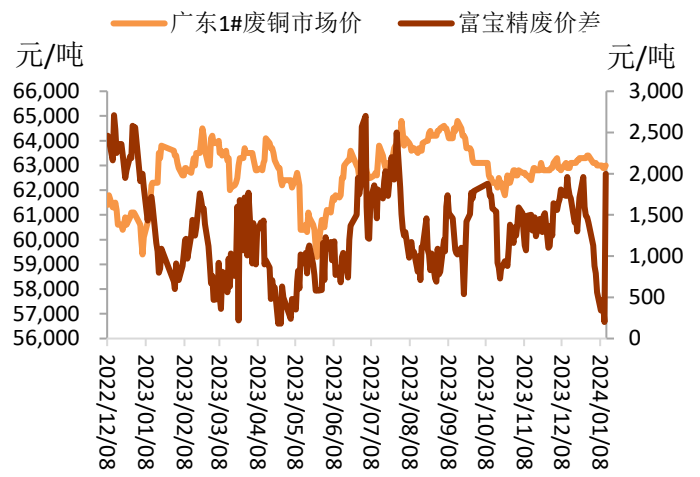


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势



图表8 精废铜价差走势

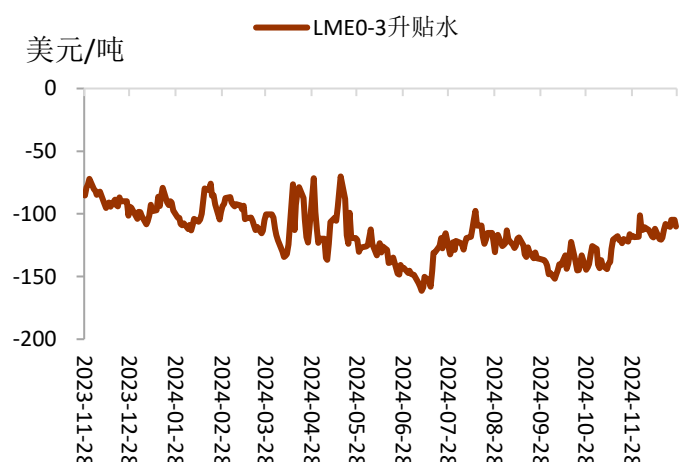


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势

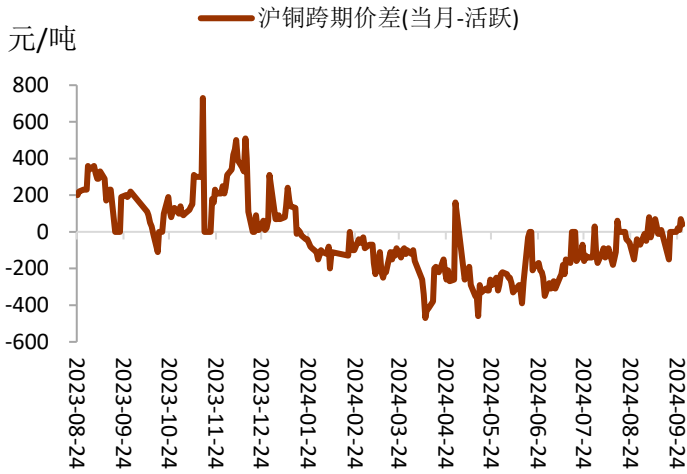


图表10 LME 铜升贴水走势

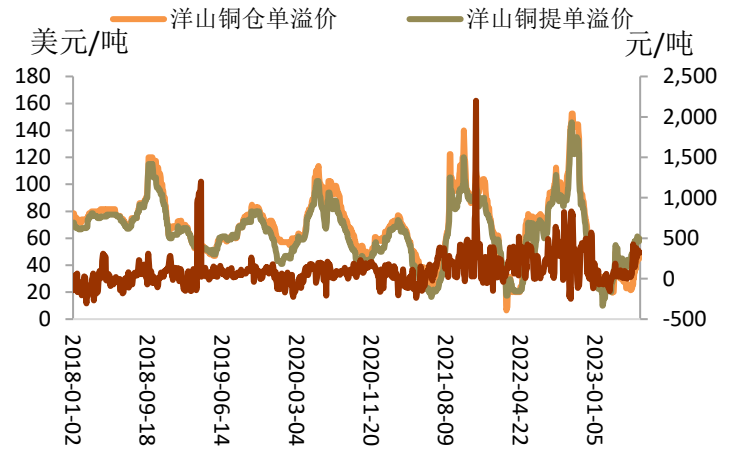


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

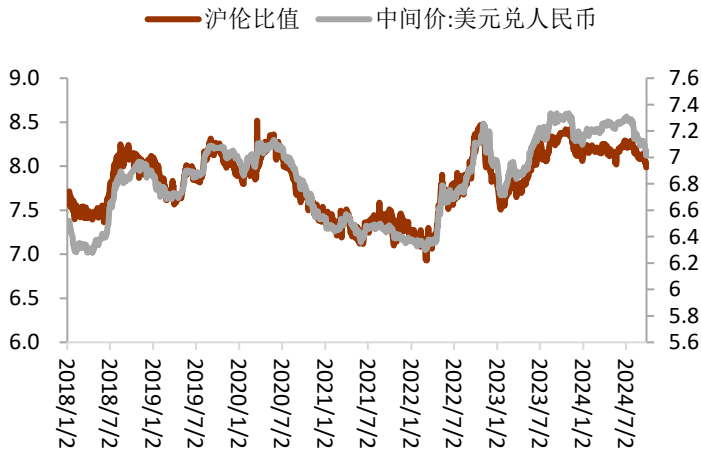


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

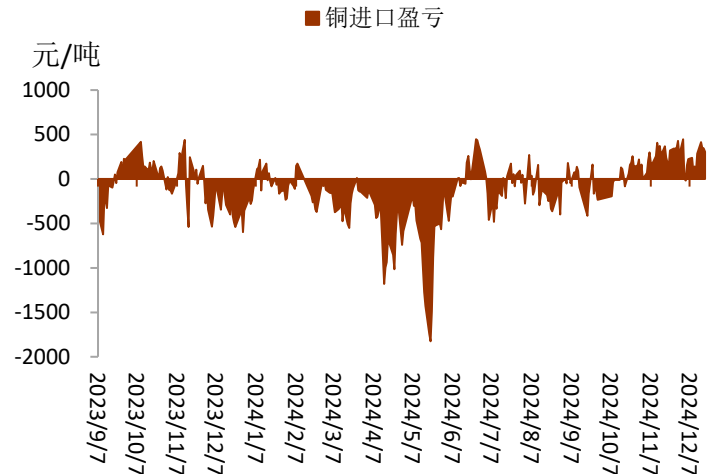


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势



图表 14 铜进口盈亏走势

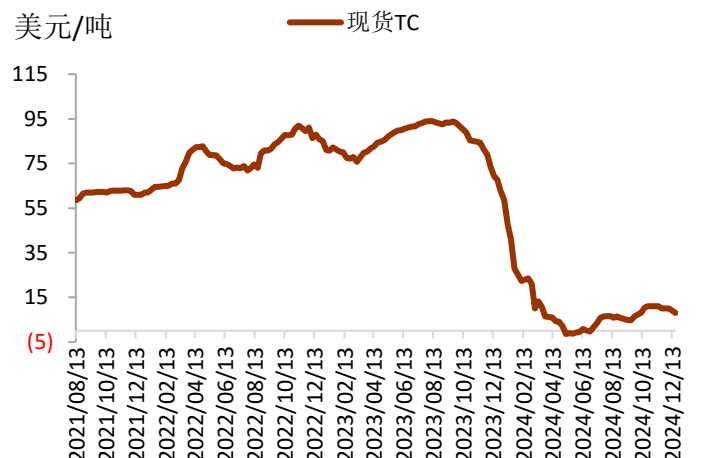


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

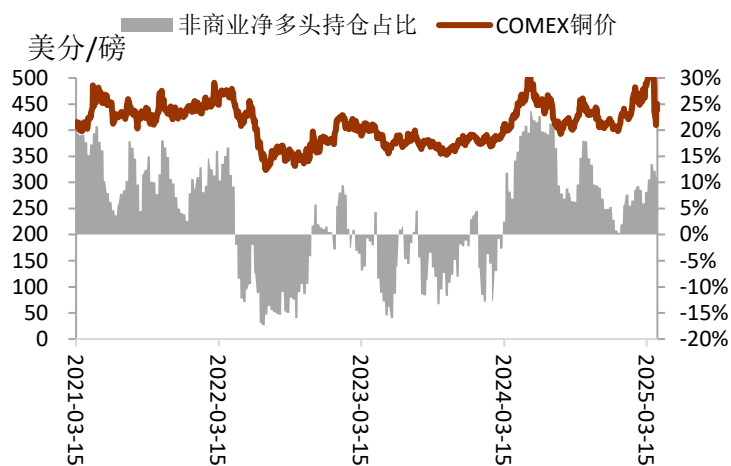


图表 16 铜精矿现货 TC

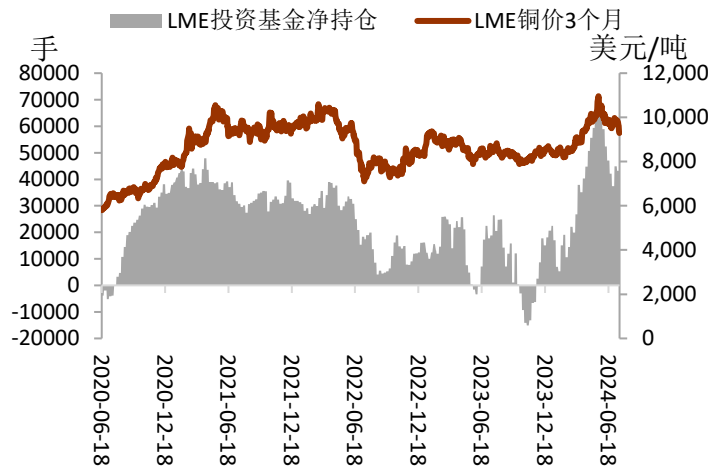


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 17 COMEX 铜非商业性净多头占比



图表 18 LME 铜投资基金净持仓变化



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTUREQA

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：025-57910813

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。