

华泰期货贵金属与有色策略周报

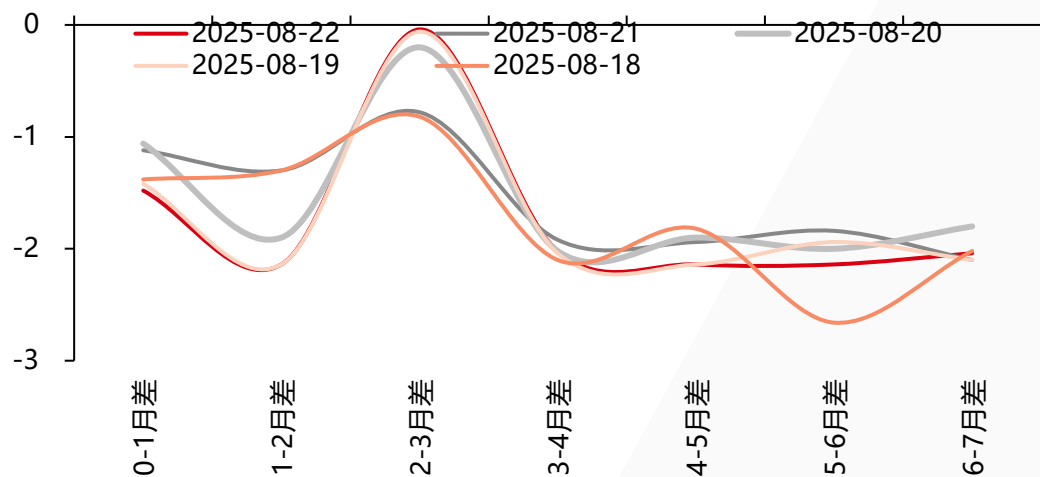
华泰期货研究院 新能源&有色研究 2025.8.24

陈思捷 F3080232 Z0016047
师 橙 F3046665 Z0014806
封 帆 F03036024 Z0014660
王育武 F03114162 Z0022466
联系方式: 18516275668

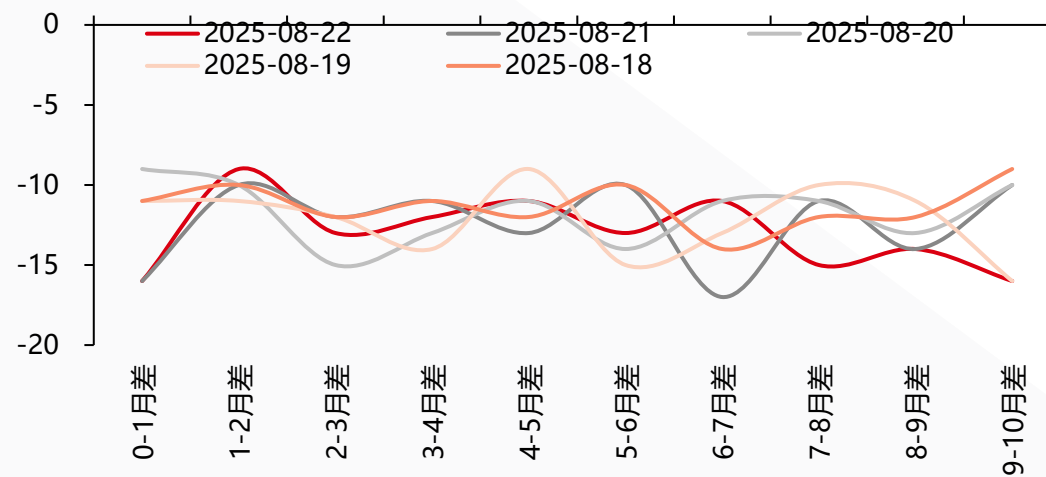


一、内外价差结构及比价

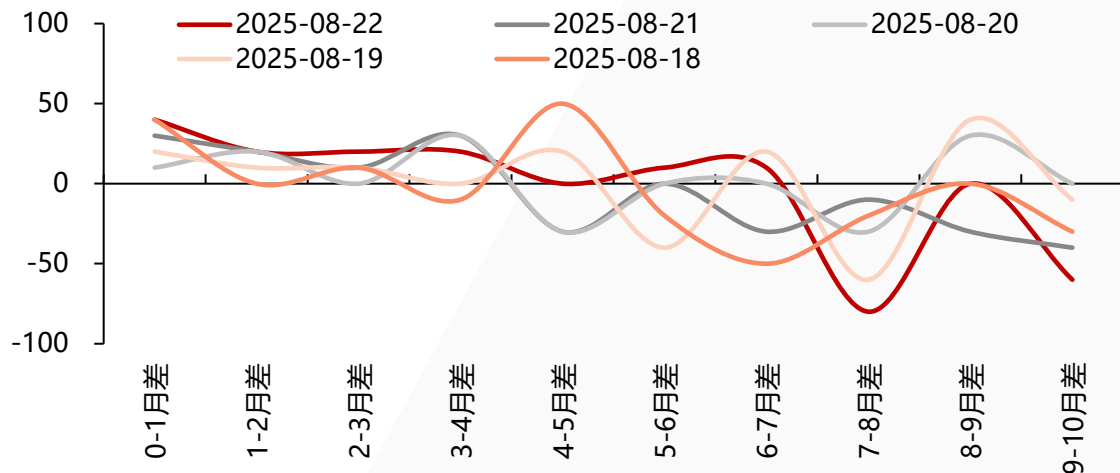
SHFE金价差结构 (元/千克)



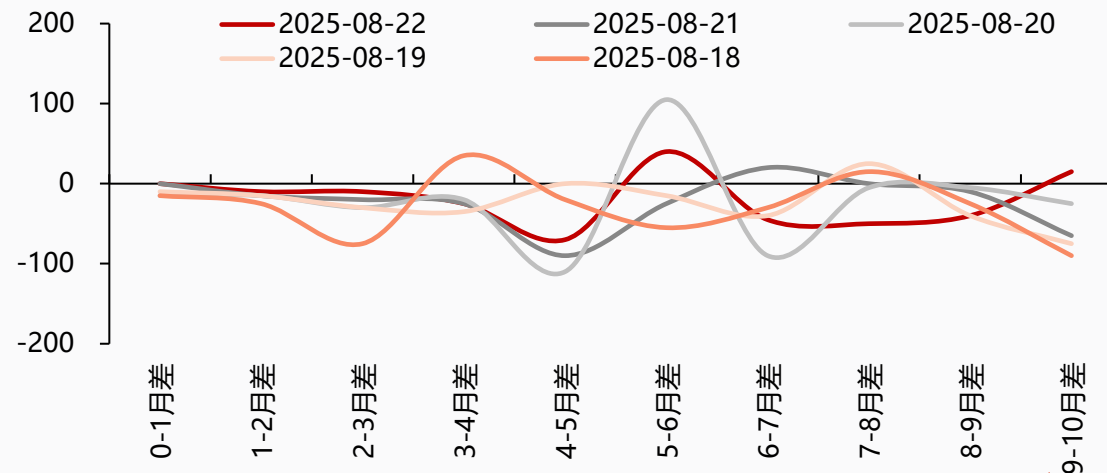
SHFE银价差结构 (元/千克)



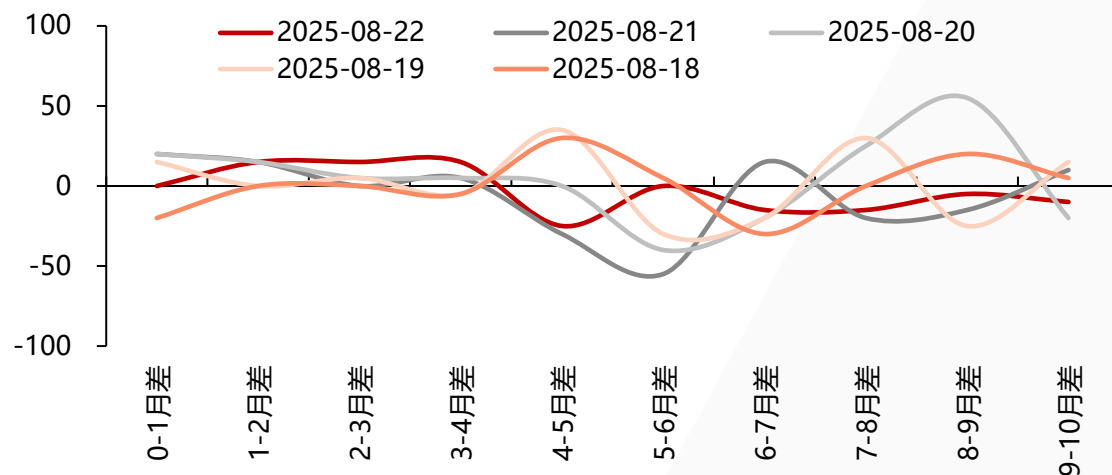
SHFE铜价差结构 (元/吨)



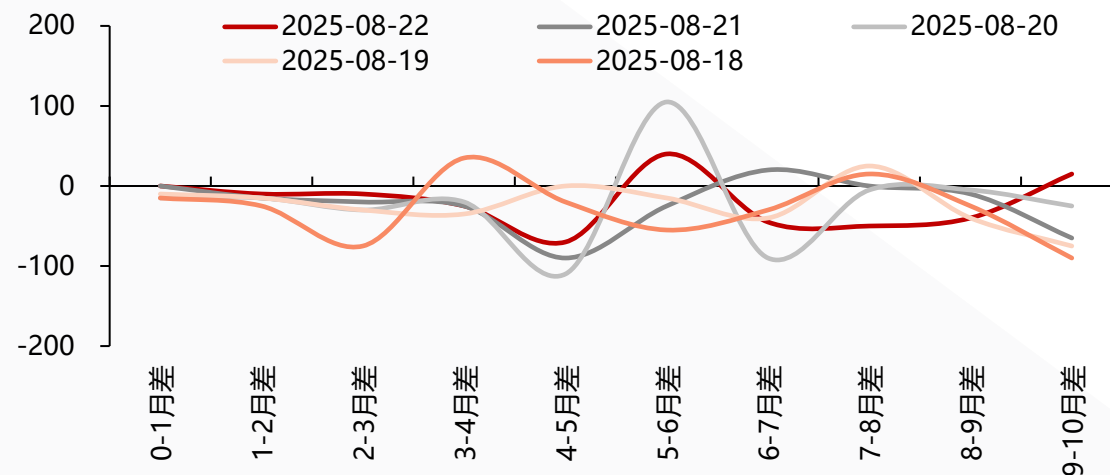
SHFE铝价差结构 (元/吨)



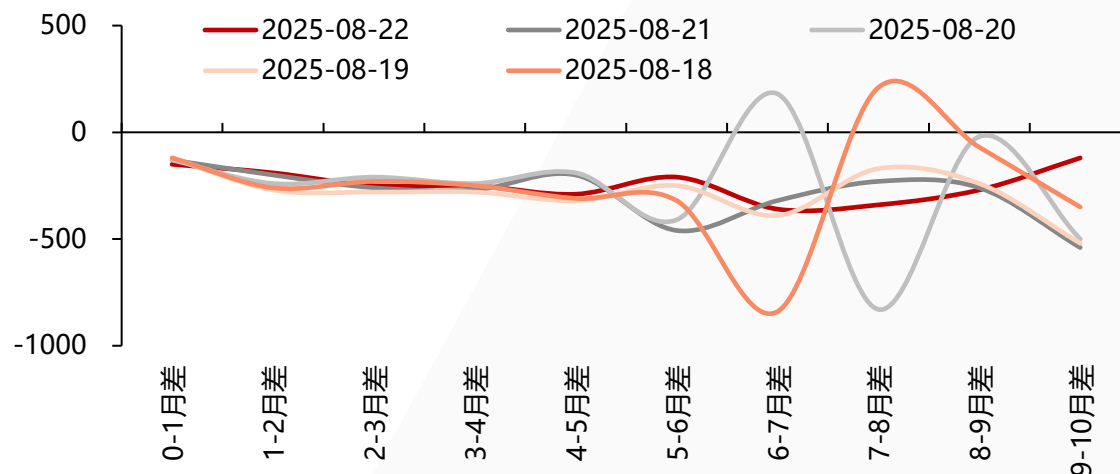
SHFE锌价差结构 (元/吨)



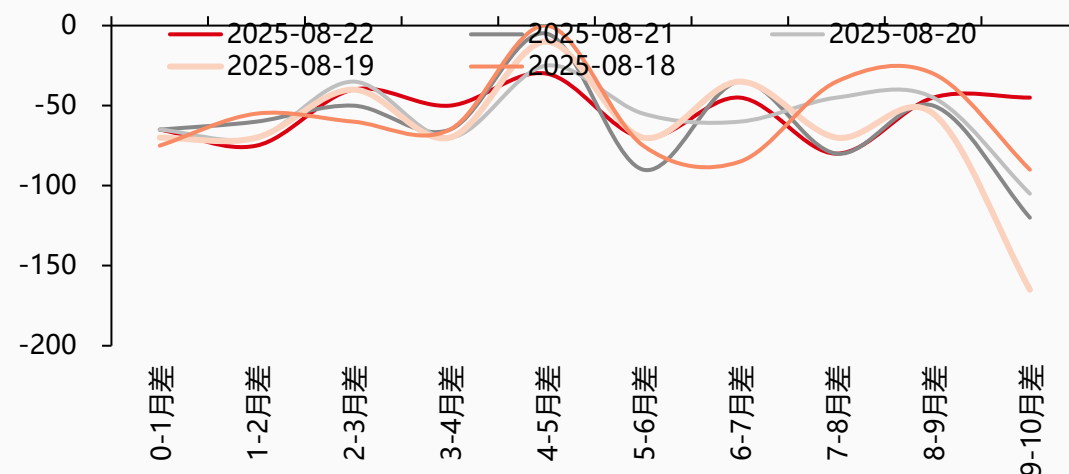
SHFE铅价差结构 (元/吨)



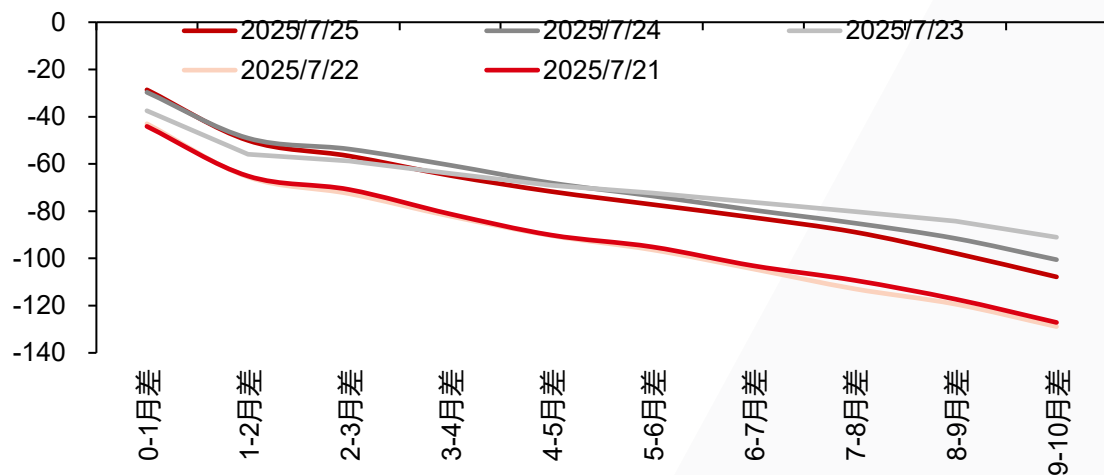
SHFE镍价差结构 (元/吨)



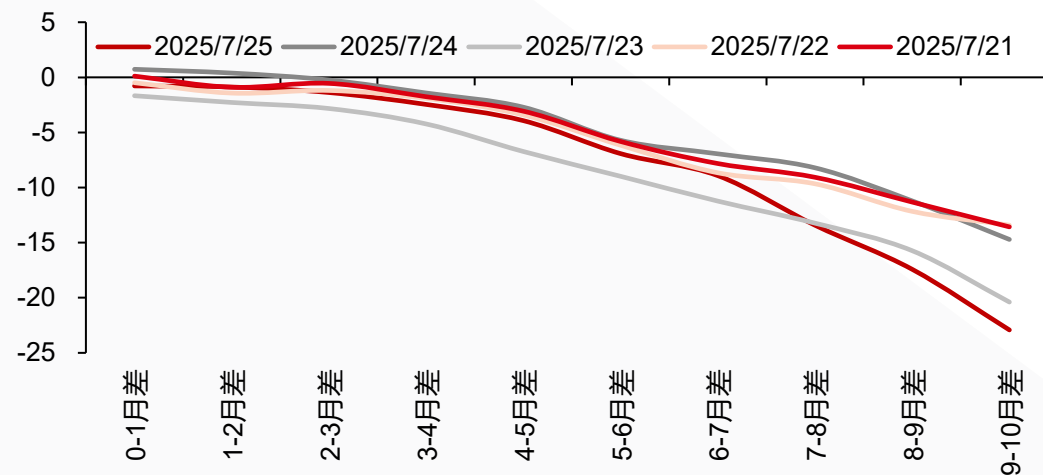
SHFE不锈钢价差结构 (元/吨)



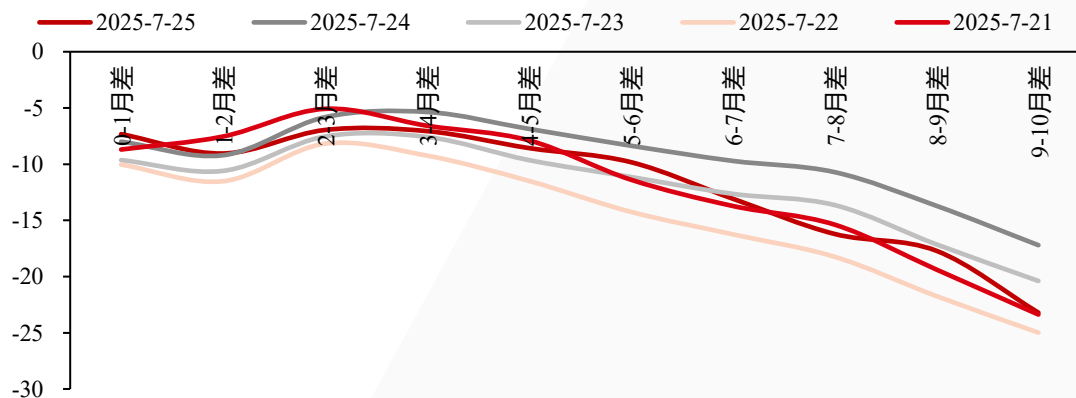
伦铜价差结构 (美元/吨)



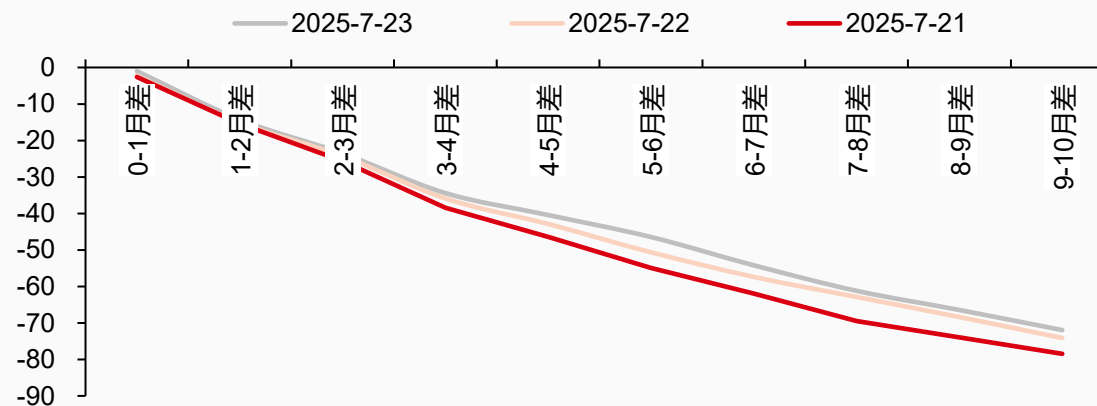
伦铝价差结构 (美元/吨)



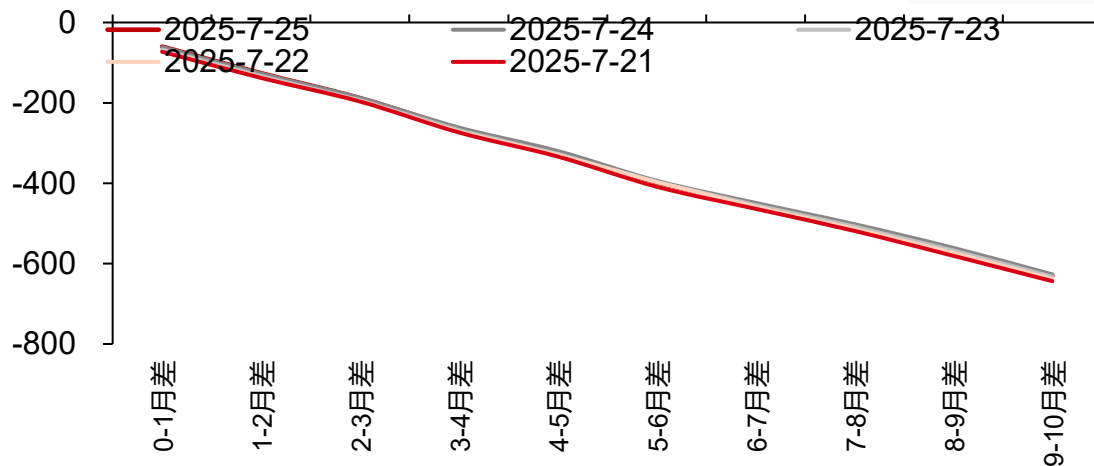
伦锌价差结构 (美元/吨)



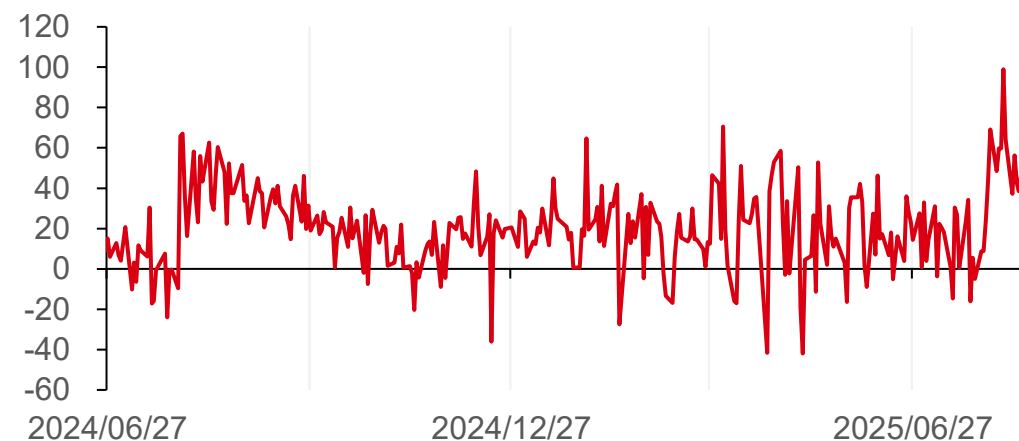
伦铅价差结构 (美元/吨)



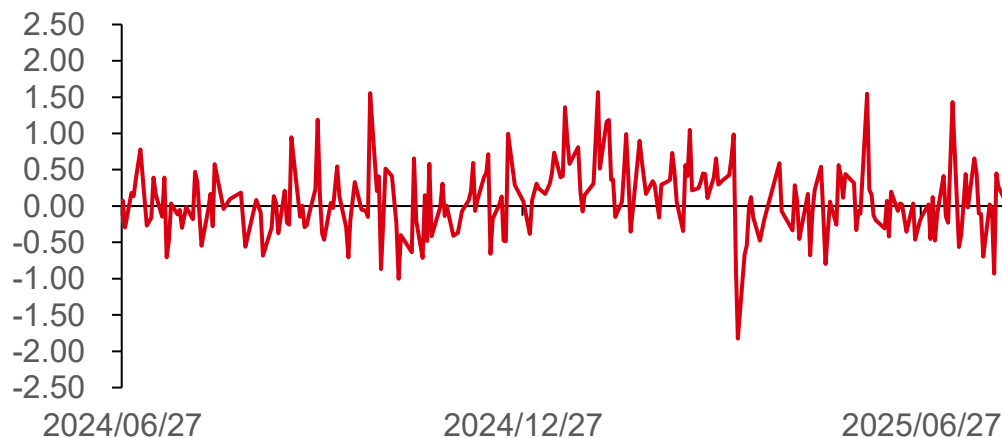
伦镍价差结构 (美元/吨)



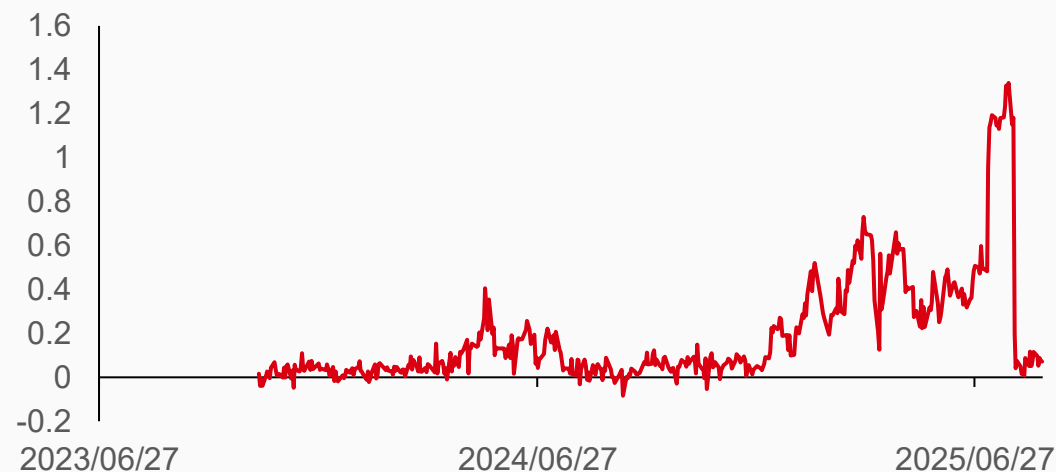
Comex黄金对伦敦金溢价 (美元/盎司)



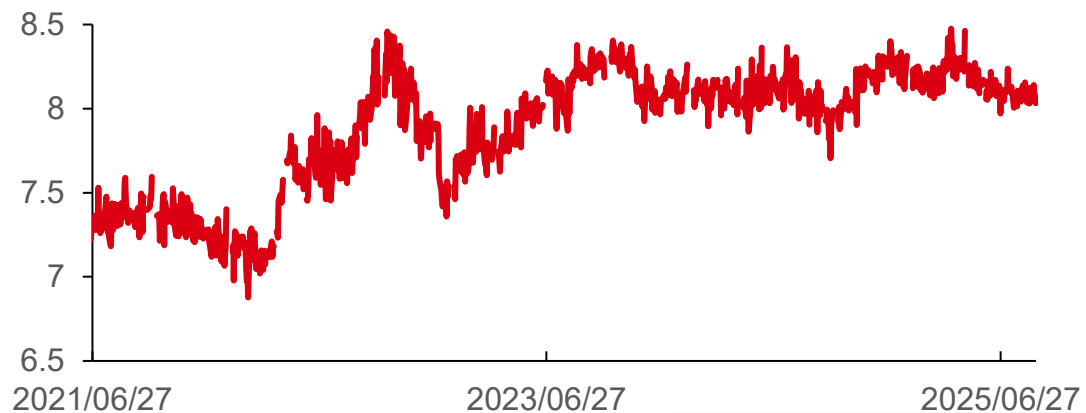
Comex白银对伦敦金溢价 (美元/盎司)



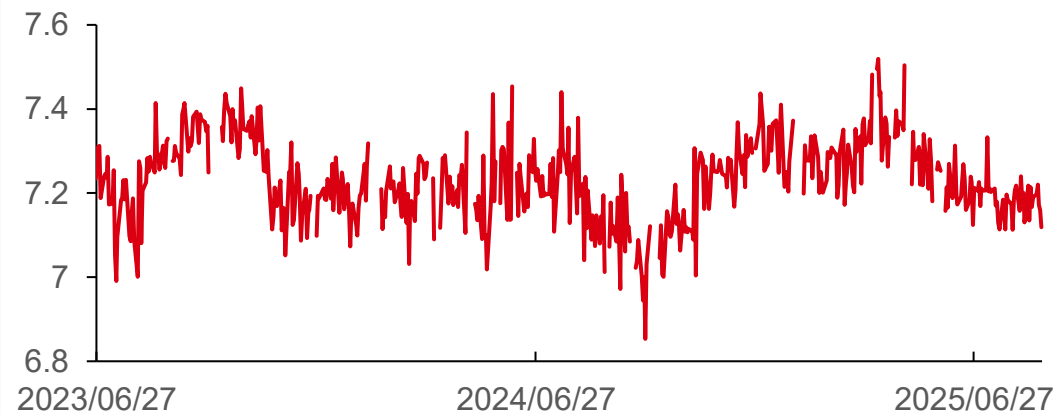
Comex铜价对伦铜溢价 (美元/磅)



沪铜/伦铜 (倍)



国际铜/伦铜 (倍)



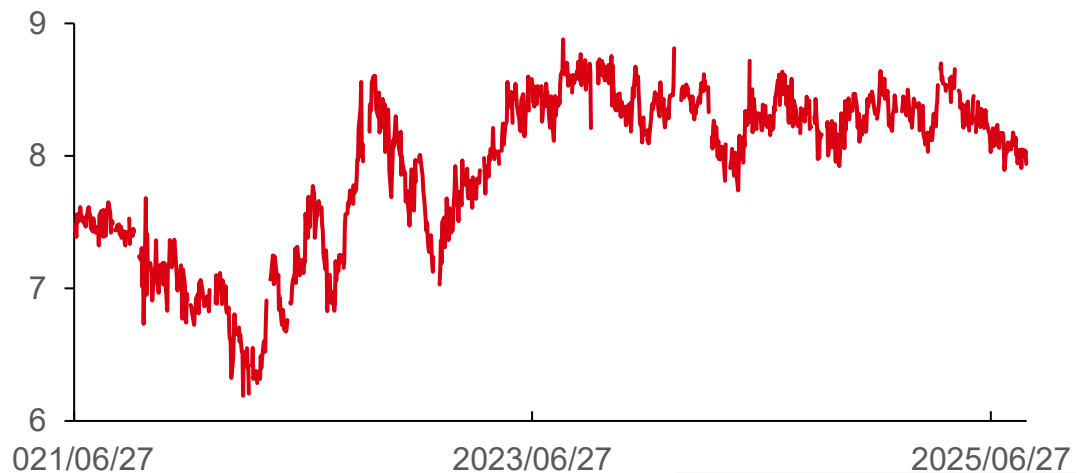
沪铝/伦铝 (倍)



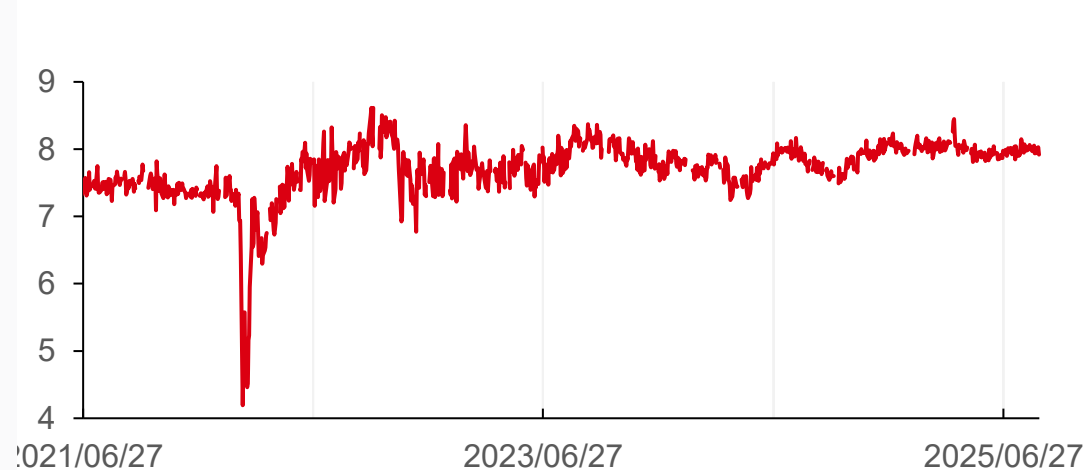
沪铅/伦铅 (倍)



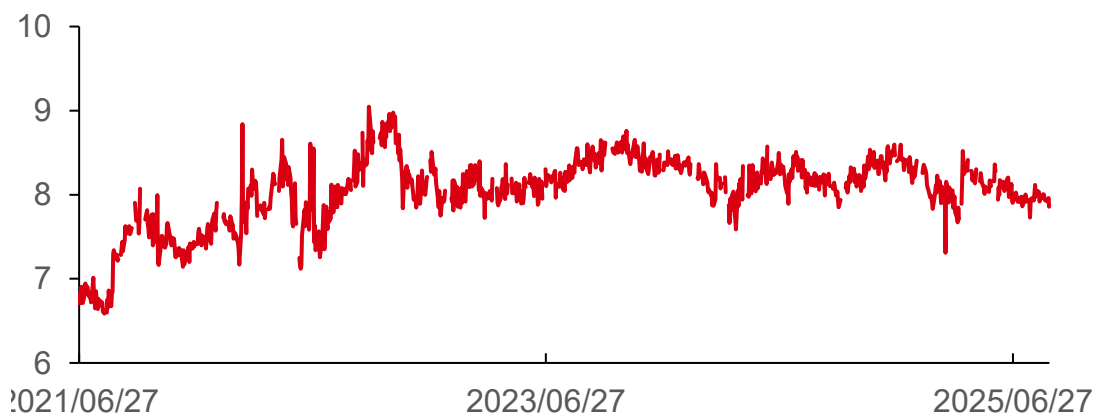
沪锌/伦锌 (倍)



沪镍/伦镍 (倍)



沪锡/伦锡 (倍)



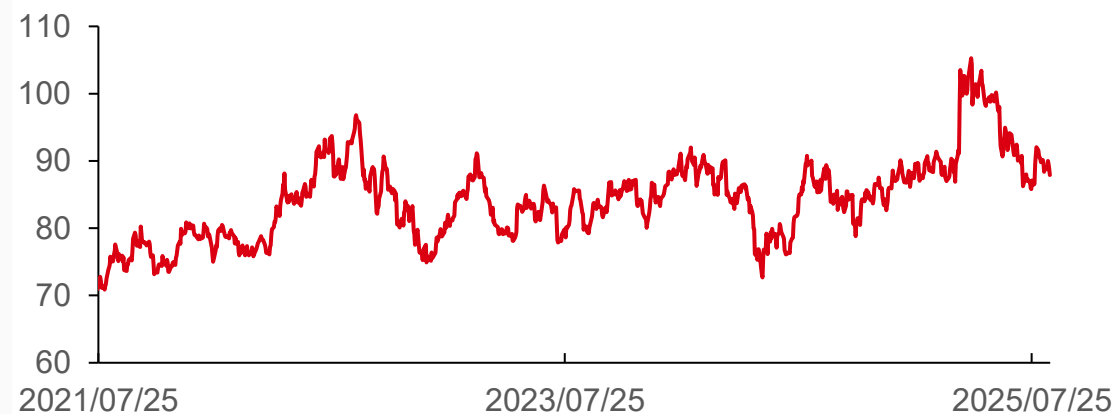
镍/不锈钢 (倍)



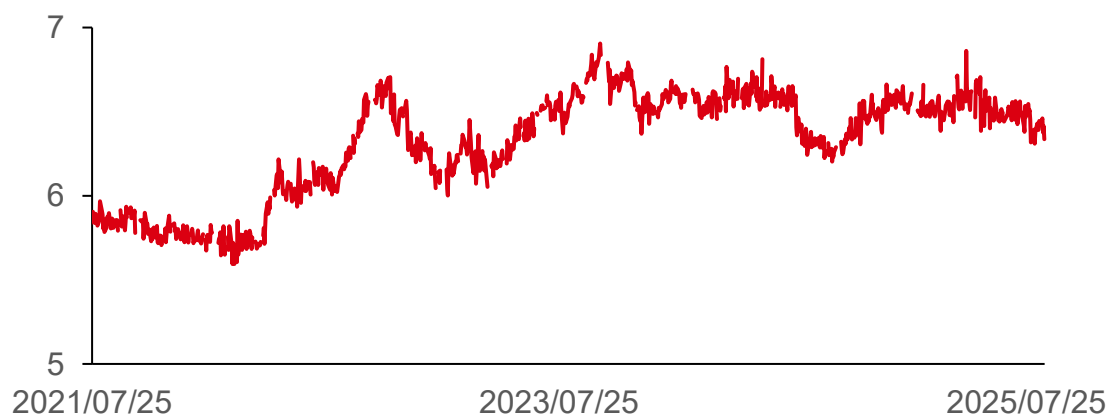
内盘金银比价 (倍)



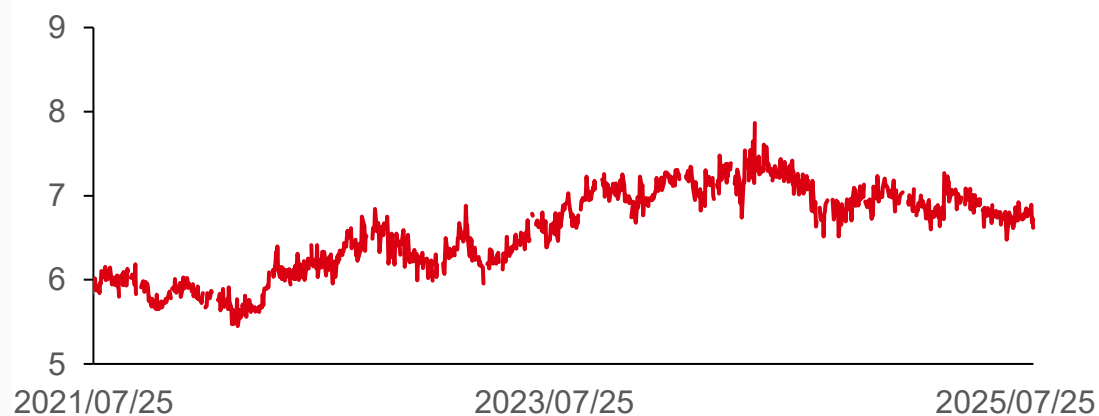
外盘金银比价 (倍)



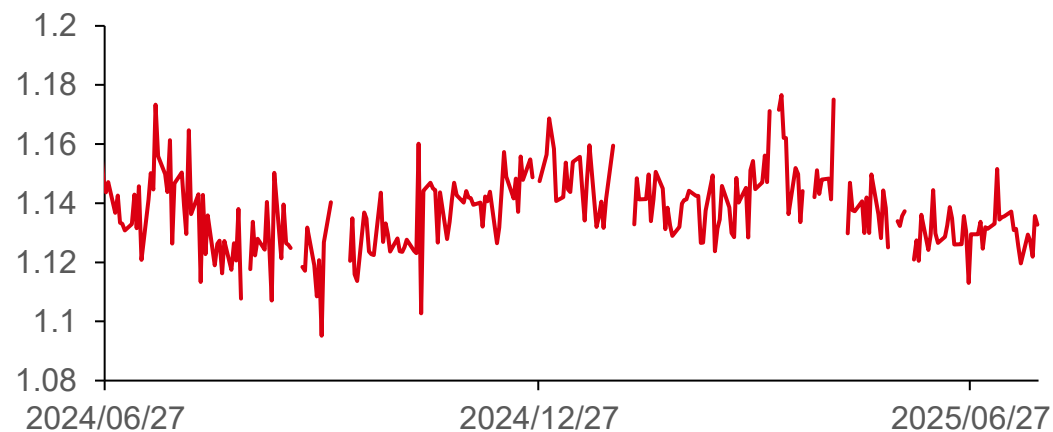
黄金内外盘比价 (倍)



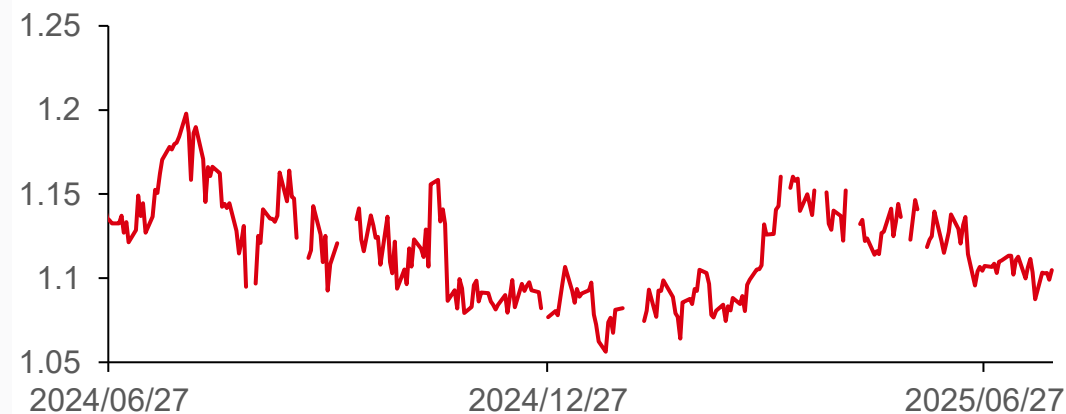
白银内外盘比价 (倍)



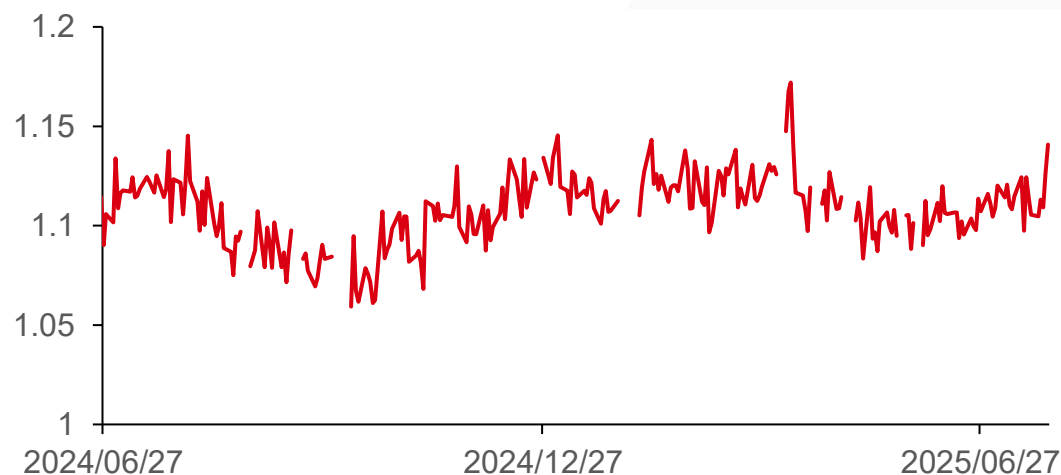
铜除汇比价 (倍)



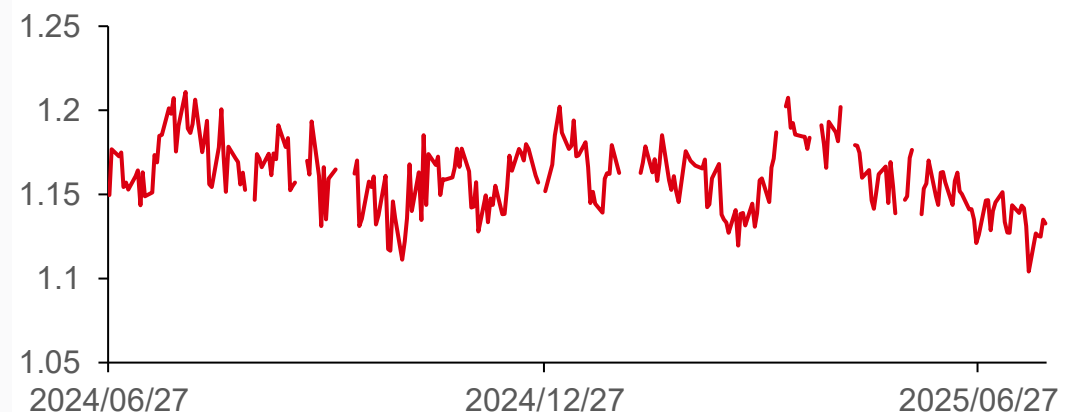
铝除汇比价 (倍)



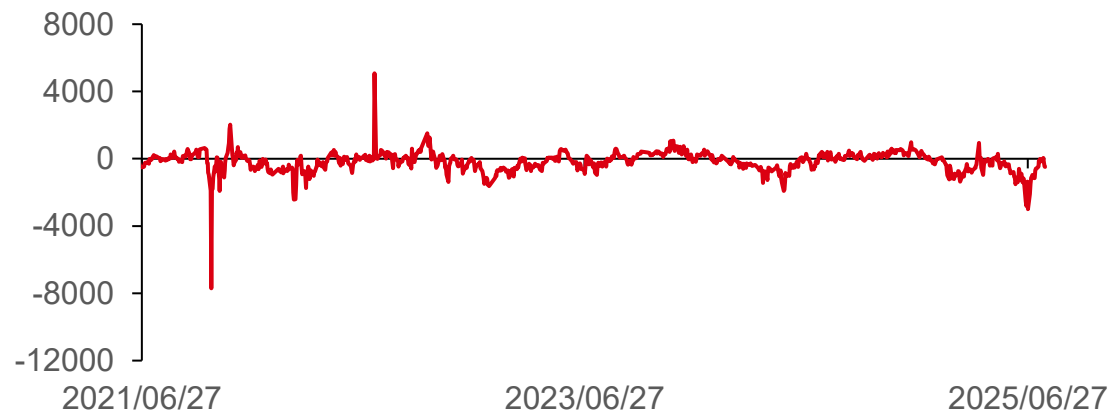
镍除汇比价 (倍)



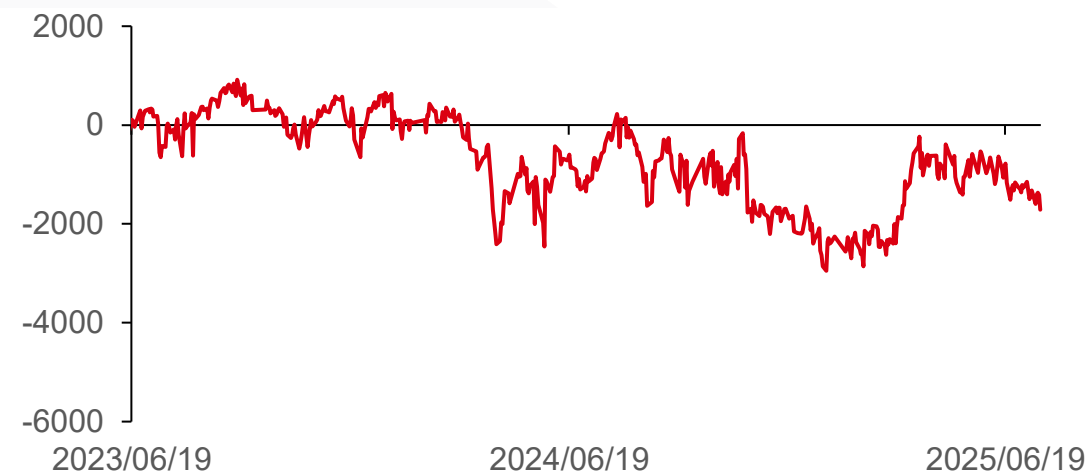
锌除汇比价 (倍)



铜现货进口盈亏 (元/吨)



铝现货进口盈亏 (元/吨)



铅现货进口盈亏 (元/吨)



锌现货进口盈亏 (元/吨)

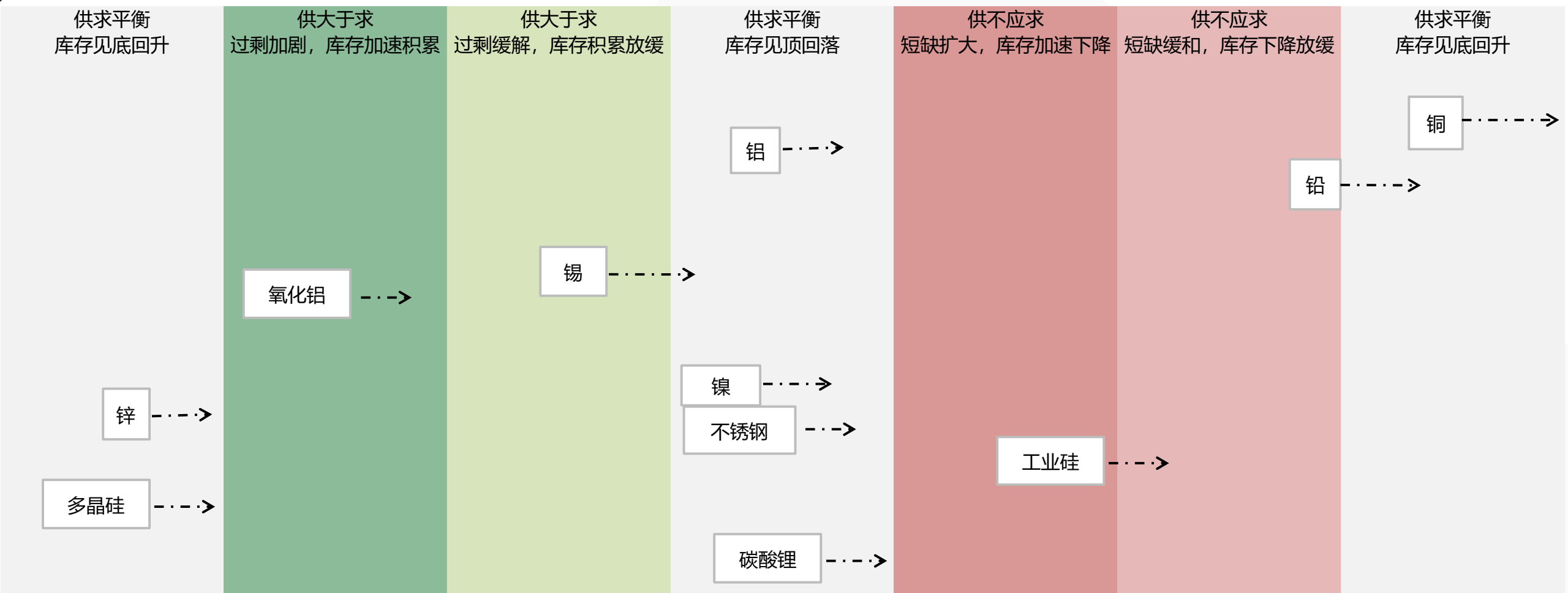




二、各品种观点



各品种库存周期图：



利率影响



8月22日当周，1年期美债收益率周度下行6个基点至3.87%，10年期美债收益率下行7个基点至4.26%，30年期美债收益率下行4个基点至4.88%。在杰克逊霍尔会议上鲍威尔表示，不断“变化”的经济风险让美联储有了更充分的降息理由，这可能表明鲍威尔一贯较为独立强硬的鹰派立场正在逐步转向宽松。受到鲍威尔发言影响，市场对于9月议息会议美联储重启降息的预期持续升温。Fedwatch显示市场押注9月美联储降息25BP概率为84%。

通胀影响



8月22日当周，Breakeven inflation rate（通常用于反映市场对于通货膨胀之预期）较前周度上行2个基点至2.41%。通胀方面，鲍威尔承认特朗普政府发动的贸易战对消费者物价的不利影响，但他暗示更偏向于认为只是一次性冲击，央行可以不予理会。他表示：“鉴于劳动力市场并非特别紧张，且面临越来越大的下行风险，（通胀持续上升的）这种结果似乎不太可能出现。”他还补充道，“通胀面临上行风险，而就业则面临下行风险，这是个颇具挑战的局面”。

汇率影响



8月22日当周，美元指数周度-0.11%至97.74。Fedwatch显示市场押注9月份美联储降息25BP概率约为84%，对美元产生压制。

避险需求

中性

普京表示俄美关系出现曙光，并期待与美国全面恢复关系。特朗普方面表示对俄乌谈判的进展不满意。两周内将在俄罗斯问题上做出决定，如有必要，我可能会在两周内决定对俄罗斯实施制裁。

持仓情况

中性

在贵金属ETF方面，8月22日当周（目前最新）黄金SPDR ETF下行1.43吨至956.77吨，而白银SLV ETF持仓出现11.30吨的上涨至15288.82吨。截至2025年8月19日，CFTC持仓方面，黄金投机净多头持仓下滑7.95%至212590张。白银多头净持仓上涨5.15%至46549张。

金银比价

逢高做空

在全球部分主要经济体公债标售相对较差的情况下，未来可能会具有所谓“稳定币”功能的资产似乎只有贵金属，同时黄金价格早已创出历史新高；而银价整体交易逻辑仍与黄金同步：以宏观面上未来宽松预期为主线，其定价权重整体高于白银供需基本面。

评价/策略

谨慎偏多

黄金：谨慎偏多

美联储主席鲍威尔在周五杰克逊霍尔会议上发言偏鸽派；通胀方面，鲍威尔表示虽然关税影响不容忽视但更偏向于认为是一次性的影响而不会延续；劳动力市场方面，鲍威尔表示下行风险愈发显著，并否认了劳动力-通胀螺旋的可能性；整体发言鸽派信号明显，市场对于9月美联储重启宽松的预期显著升温。对金价而言，降息预期主线延续形成短期提振；中长期看黄金作为美元资产替代逻辑仍存，其金融属性溢价有望重估；整体对金价保持谨慎偏多观点。故目前对于操作而言，黄金仍然建议以逢低买入

白银：谨慎偏多

银价整体交易逻辑仍与黄金同步：以宏观面上未来宽松预期为主线，其定价权重整体高于白银供需基本面。受到鲍威尔放鸽提振，短期银价显著上行；未来伴随宽松落地以及金银比修复逻辑，银价或仍有上行空间。不过由于白银本身波动相对较大，因此操作上虽然仍可继续逢低买入套保，但对于仓位控制以及止损的严格执行需要更多关注。

因子

驱动变化

逻辑观点

矿端供应



8月22日当周，铜精矿市场招标相对活跃，矿山与贸易商成交频繁。大型矿企招标价格突破市场预期，两家冶炼厂以近-40美元/干吨中标4万吨标准矿；Centinela以-90美元低位成交1万吨；Los Pelambres和Red Chris分别以-100及-80美元中位价格达成远期交运协议。印尼今年铜精矿出口量预计达配额的90%，8月中旬已完成65%。此外，受坍塌事故影响，Codelco旗下El Teniente铜矿2025年产量预期由37万吨下调至31.6万吨，矿山干扰问题近期依然存在。其他消息方面，美国总统特朗普与必和必拓（BHP）及力拓（Rio Tinto）的首席执行官举行会谈，重点商讨了位于亚利桑那州的Resolution铜矿开发计划。特朗普对阻碍项目进展的司法裁决提出批评，并强调美国亟需提升本国铜矿产能。然而受制于审批程序、环保争议及法律诉讼等多重因素，该项目的推进已被拖延数十年。

冶炼与进出口

中性

8月22日当周，美元铜进口窗口维持开启，吸引部分贸易商增加正套头寸，带动仓单、提单及现货需求同步上升。现货溢价持续走强，市场对9月比价及溢价走势普遍乐观。洋山铜溢价随之攀升，成交重心不断上移。其中EQ铜供应较注册品牌更为紧张，溢价表现坚挺。海关数据显示7月出口超预期增长，预计后续将有部分LME库存因比价优势回流国内。展望下周，LME的Contango结构扩大降低了持货成本，持货商惜售情绪渐浓，而需求端渐显饱和，成交或较本周收缩。

库存

中性

8月22日当周，LME库存变动0.04万吨至15.60万吨，Comex库存上涨0.43吨至27.15万吨。上期所库存变化-0.47万吨至8.17万吨。国内社会库存（不含保税区）变化-0.20万吨至13.17万吨，保税区库存变动-0.48万吨至7.93万吨。

基差

中性

8月22日当周，SMM1#电解铜平均价格运行于78770元/吨至79280元/吨，周中呈现走高的态势。SMM升贴水报价运行于150元/吨至225元/吨，周中呈现下行态势。

消费

中性

8月22日当周，国内精铜杆企业开工率环比上升1.20个百分点至71.80%，略高于预期，主要受前期检修企业复产带动；若不考虑该因素，实际开工呈下降趋势。下游消费整体疲软，电线电缆企业多观望、按需采购，废铜杆开工下滑虽带来部分订单增量，但受终端需求偏弱制约，拉动有限。漆包线消费亦处淡季，支撑不足。原料库存环比降2.31%至3.38万吨，成品库存因企业控产和铜价小幅回落带动订单稍增，下降5.44%至6.61万吨。预计下周开工率将降至68.06%，主因消费持续低迷及铜价高位运行加重企业谨慎情绪。铜线缆企业开工率为68.88%，环比微降0.43个百分点，同比大幅回落24.66个百分点，但仍略高于预期1.28个百分点。行业整体运行平稳，下游需求未见改善，多数企业反映当前处于“上行乏力、下行有限”的淡季常态，未进一步恶化。建筑与电力等领域订单均不及预期，其中国网招标也低于此前预估，未能有效提振需求。原料库存因企业点价后未实际提货、以消化现有库存为主，环比下降0.33%至15080吨；成品库存受资金限制提货放缓，环比增加2.12%至19290吨。预计下周开工率将降至66.4%，主因终端行业仍无需求亮点，且月末采购情绪偏淡。

宏观



宏观方面，2025-08-23当周，铜价主要受到鲍威尔在杰克逊霍尔会议发言提振。在会议上联储主席鲍威尔表示，不断“变化”的经济风险让美联储有了更充分的降息理由。这可能表明鲍威尔一贯较为独立强硬的鹰派立场正在逐步转向宽松；受到鲍威尔发言影响，市场对于9月议息会议美联储重启降息的预期持续升温：Fedwatch显示市场押注9月美联储降息25BP概率为84%。通胀方面，鲍威尔承认特朗普政府发动的贸易战对消费者物价的不利影响，但他暗示更偏向于认为只是一次性冲击，央行可以不予理会。他表示：“鉴于劳动力市场并非特别紧张，且面临越来越大的下行风险，（通胀持续上升的）这种结果似乎不太可能出现。”他还补充道，“通胀面临上行风险，而就业则面临下行风险，这是个颇具挑战的局面”。整体看，鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的表态偏鸽；而在9月议息会议前仍有重磅美国经济数据需要关注。

评价/策略

谨慎偏多

总体而言，目前铜精矿成交相对活跃，但TC价格却仍无法持续回升，下游以及终端表现相对疲弱，观望情绪较重，但由于市场对于美联储降息预期出现回

因子

驱动变化

逻辑观点

供应



8月22日当周，进口铅精矿加工费持续下调，矿山订单已排至10月，矿端供应依然偏紧。国内冶炼厂维持高开工，部分企业原料库存下降，通过下调加工费、采购含铅锌矿及利用渣料补充来源。进口矿市场紧张，pb60TC加工费走低，低银矿成交价降至-70~-100美元/吨，中高银矿普遍跌破-100美元。原生铅开工率平稳，云南复产推迟，华北、华中部分检修。再生铅开工率环比下降，多地企业因亏损及废电瓶回收受限减产，预计后续开工仍承压。。

消费



8月22日当周，电动自行车及汽车蓄电池市场终端需求整体平淡，经销商仍以消化库存为主，生产企业继续按订单安排产量。尽管传统消费旺季与新国标实施在即，部分电动自行车电池企业来自整车厂的配套订单略有回升，但汽车蓄电池市场仍未出现明显好转，不少经销商库存仍维持在2-3个月的高位。铅价回落期间，部分下游企业适量补库，其余时段现货交投整体偏淡。

库存

中性

8月22日当周，铅锭五地社会库存总量达6.99万吨，较前期小幅上涨0.19万吨。伴随交割货源重新进入市场，部分下游企业按需采购，库存出现回落。目前传统消费旺季尚未显现，下游多维持刚需采购，供应端部分企业仍处减停产状态，尤其再生铅板块减产明显，地域性供应差异持续，市场呈现供需两淡格局，后续库存去化仍存不确定性。此外，安徽、河南等地企业生产及运输变化亦可能对社库带来影响。

基差

中性

8月22日当周，SMM1#铅价格持续弱势震荡，消费旺季表现平淡。周内受伦铅库存大幅增加影响，铅价承压下行。冶炼厂以长单发货为主，河南地区现货报价小幅贴水，部分对沪铅2509合约贴水100-150元/吨。湖南品牌铅贴水10-25元/吨刚需成交，非品牌贴水扩大至30-50元/吨。再生铅亏损加剧，炼厂惜售甚至暂停出货，报价贴水20-30元/吨，成交清淡，散单多转向电解铅。

利润



8月22日当周，原料废电瓶的价格并没有跟跌，所以再生铅冶炼企业的成本仍是高位；即使升水出货，尚不足弥补差值。截至2025年8月22日，规模再生铅企业综合盈亏理论值为-445元/吨，中小规模再生铅企业综合盈亏理论值为-665元/吨。

宏观



宏观方面，2025-08-23当周，铜价主要受到鲍威尔在杰克逊霍尔会议发言提振。在会议上联储主席鲍威尔表示，不断“变化”的经济风险让美联储有了更充分的降息理由。这可能表明鲍威尔一贯较为独立强硬的鹰派立场正在逐步转向宽松；受到鲍威尔发言影响，市场对于9月议息会议美联储重启降息的预期持续升温：Fedwatch显示市场押注9月美联储降息25BP概率为84%。通胀方面，鲍威尔承认特朗普政府发动的贸易战对消费者物价的不利影响，但他暗示更偏向于认为只是一次性冲击，央行可以不予理会。他表示：“鉴于劳动力市场并非特别紧张，且面临越来越大的下行风险，（通胀持续上升的）这种结果似乎不太可能出现。”他还补充道，“通胀面临上行风险，而就业则面临下行风险，这是个颇具挑战的局面”。整体看，鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的表态偏鸽；而在9月议息会议前仍有重磅美国经济数据需要关注。

目前铅品种供需两淡格局难改，旺季需求目前并无明显体现，而精矿端即便在冶炼厂存在检修计划预期的情况下，仍然显得较为紧俏，TC价格也持续走低，因此基本面目前并无明显利好铅价的因素，但宏观因素（如降息预期抬升）则是利好整体有色板块，也使得铅价下跌空间有限，预计价格仍然在16,300元/吨至17,050元吨间震荡。

评价/策略

中性

因子 驱动变化 逻辑观点

供应 中性 截至2025-08-22，电解铝建成产能4523.2万吨，周度环比+0.0万吨，运行产能4433.9万吨，周度环比+3.0万吨，行业开工率98.03%。

消费 ↑ 根据钢联数据统计，铝棒周度产量34.81万吨，周度环比变化+0.49万吨，铝板带箔周度产量35.40万吨，周度环比变化+0.30万吨。根据上海有色数据统计，铝线缆龙头企业开工率63.60%，周度环比变化+1.00%，铝板带龙头企业开工率66.00%，周度环比变化+1.00%，铝箔龙头企业开工率70.00%，周度环比变化+0.70%，铝型材开工率50.50%，周度环比变化+0.00%。

库存 ↑ 截至2025-08-21，SMM统计国内电解铝锭社会库存59.6万吨，变化+0.8万吨，铝棒库存12.5万吨，变化-1.4万吨。截止2025-08-22，LME铝库存478725吨，上期所仓单库存57144吨。

基差 中性 截至2025-08-22，伦铝收盘于2622.0美元/吨，沪铝主力收盘于20630元/吨，华东现货升贴水30元/吨，中原地区现货升贴水-100元/吨，佛山地区现货升贴水-30元/吨。LME铝现货升贴水(0-3)-0.1美元/吨。

利润 中性 截至2025-08-22，电解铝行业加权生产成本在16719元/吨元左右，即时生产利润3991元/吨，边际最高生产成本18400元/吨。

评价/策略 谨慎偏多 电解铝整体供需基本面未发生明显变化，消费呈现淡季向旺季转换的趋势，下游开工率提升，铝棒产量环比修复，铝棒库存已呈现去库走势，铝锭社会库存同样呈现触顶迹象。虽然宏观方面对降息预期有所放缓，但宏观上尚未出现利空因素，铝价回调难有深度。消费旺季仍可期待，内需保持稳定韧性，外需存在预期差的可能，海外补库以及第三世界国家消费依旧。长线供给受限消费稳增长逻辑不变。

因子	驱动变化	逻辑观点
供应	中性	截至2025-08-22，根据阿拉丁数据统计，氧化铝全国建成产能11462万吨，运行产能9570万吨，周度环比变化-25万吨，开工率84.01%。
铝土矿	中性	截至2025-08-22，几内亚铝土矿网站报价74.5美元/干吨，海运费23.5美元/吨。国产北方铝土矿价格指数655元/吨，南方铝土矿价格指数585元/吨。由于发运量减少，散货市场供应减少，现货市场成交价格重心75美元/吨，贸易商报价76-77美元/吨，重心环比小幅提振。
库存	↓	截止2025-08-22，全国氧化铝总库存量426.3万吨，周度环比变化+6.4万吨。电解铝厂原料库存305.0万吨，周度环比变化+5.2万吨。站台和港口库存103.6万吨，周度环比变化+1.4万吨，港口库存6.7万吨，周度环比变化-2.2万吨，氧化铝厂内成品库存11.0万吨，周度环比+2.0万吨，仓单库存77746吨。
现货价格	↓	至2025-08-22，氧化铝主力合约价格收盘于3138元/吨。现货市场方面，山西地区现货价格3220元/吨，河南地区现货价格3225元/吨，山东地区现货价格3205元/吨，贵州地区现货价格3340元/吨，广西地区现货价格3325元/吨，进口氧化铝价格FOB372美元/吨。
成本、利润	中性	截止2025-08-22，按进口矿74.5美元/吨计算，边际高成本企业生产完全成本3191元/吨，生产盈利29元/吨，使用国产矿生产完全成本2950元/吨，生产利润270元/吨。氧化铝进口盈亏-50元/吨。
评价/策略	谨慎偏空	成本端，受雨季发运量下滑，散货市场供应减少，矿端成交重心75美元/吨，报价76-77美元/吨，成交重心有所上移，但海运费23.5美元/吨，周度环比上涨1.5美元/吨，铝土矿价格处于平稳震荡走势。行业冶炼利润仍在，供给端仍处于过剩状态，社会库存仓单库存快速增加，挤仓风险释放。海内外现货市场价格开始松动，对照国内南方价格进口窗口已经打开，国内市场北弱南强局面依旧。盘面价格处于平水状态，缺乏上涨驱动力，关注现货市场成交价格下跌速度。

因子

驱动变化

逻辑观点

供应



2025-08-22SMM国产锌精矿周度加工费3900元/金属吨，周度环比波动0 元/吨，进口锌精矿周度加工费指数92.50美元/干吨，周度环比波动2.20美元/干吨，锌精矿进口盈亏-876.68元/吨。

消费

中性

镀锌企业开工率57.42%，环比变化-1.12%，压铸锌合金开工率50.46%较上周变化+2.85%，氧化锌企业开工率55.89%较上周变化-1.06%。。

库存

中性

根据SMM统计，截至2025-08-21，SMM七地锌锭库存总量为13.29万吨，较上周同期变化+0.37万吨；仓单库存32791吨；LME锌库存68075吨。

基差

中性

2025-08-22沪锌主力合约收盘于22275元/吨，波动-0.04%，LME价格收盘于2805.5美元/吨，波动0.01%。华东地区现货价格22200元/吨，对主力合约升贴水-35元/吨，环比变化+5元/吨，广东地区现货价格22150元/吨，对主力合约升贴水-70元/吨，环比变化+0元/吨，天津地区现货价格22180元/吨，对主力合约升贴水-55元/吨，环比变化+5元/吨。LME（0-3）升贴水-7.54美元/吨，环比变化+1.79美元/吨。

利润



截至2025-08-22，行业冶炼企业生产利润（不包含副产品收入）为-168元/吨左右，内蒙地区硫酸价格为660元/吨，周度环比变化0元/吨，叠加副产品收益后盈利1200元/吨左右。

评价/策略

谨慎偏空

成本方面，进口TC仍在进一步上涨，普矿报价达到110美元/吨，冶炼厂原料库存充足，港口库存仍在增加，TC整体上涨趋势依旧不改。冶炼方面，叠加副产品收益，行业冶炼利润维持在1000元/吨以上，锌价下滑对冶炼利润影响极为有限，冶炼积极性犹存，供给端当前的压力和未来预期压力不变。消费方面，消费呈现淡季向旺季转化的迹象，但由于供给压力较大，现货贴水难修复。但即使消费旺季强势表现仍不改国内累库预期，若消费旺季的预期落空，锌价将会面对较大压力，即使在其他有色品种走强的情况下，锌价有望呈现相对偏弱的走势，但需小心海外库存影响。

因子	驱动变化	逻辑观点
供应	中性	8月22日当周，周内镍矿市场9月资源出价和成交相继出炉及落地，镍矿价格整体维稳。 据Mysteel调研全国20家样本企业统计，2025年7月中国精炼镍产量36151吨，环比增加4.74%，同比增加24.57%；2025年1-7月中国精炼镍累计产量246500吨，累计同比增加38.74%。目前国内精炼镍企业设备产能44933吨，运行产能43883吨，开工率97.66%，产能利用率80.46%。2025年8月中国精炼镍预估产量37760吨，环比增加4.45%，同比增加33.38%。据Mysteel调研统计，2025年7月印尼精炼镍产量7400吨，环比减少9.76%，同比增加111.43%。2025年1-7月累计产量41300吨，累计同比增加66.53%。目前印尼精炼镍企业产能8333吨，产能利用率88.80%。
消费	↓	房地产销售持续低迷，7月全国商品房销售面积同比下降7.8%，库存去化周期延长至18.4个月，拖累建筑用不锈钢需求。家电、汽车等制造业PMI虽回升至49.1%，但仍处于收缩区间。中国7月精炼镍进口量环比激增124%，反映国内新能源汽车需求不及预期，市场对高镍替代效应的担忧加剧。
库存	↑	8月22日当周，上期所沪镍库存增加411吨至22552吨，LME镍库存减少1914吨至209748吨，上海保税区镍库存持平为5390吨，中国（含保税区）精炼镍库存减少1349吨至39937吨，全球镍显性库存减少1.29%至2496858吨。
基差	中性	8月22日当周，金川镍升水下降50元/吨至2200元/吨，俄镍升水上涨50元/吨至400元/吨，镍豆升水下降2450元/吨至0元/吨；LME镍0-3价差下降8.59美元/吨至-207.88美元/吨。
利润	中性	8月15日当周，目前中国NPI生产企业（NPI价格大幅低于镍价）即期现金成本利润率约在-4.96%至1.22%之间。本周五中国精炼镍进口亏损1367元/吨，较上周+184元/吨。本周五镍豆自溶硫酸镍利润亏损收窄1466元/吨至-2518元/吨。
宏观	中性	美联储主席鲍威尔在8月22日的讲话中暗示9月降息可能性存在，但同时强调需警惕通胀反弹风险。这一表态导致市场对降息预期升温，美元指数从8月21日的98.195回落至23日的97.72，美元兑欧元汇率从0.8579降至0.8530。理论上，美元走弱利好以美元计价的伦镍，但沪镍受国内高库存压制，未能同步反弹。美国7月核心CPI同比上涨3.1%，高于预期的3%，创2月以来新高；PPI同比飙升至3.3%，为2022年6月以来最大涨幅。数据显示供应链压力仍存，市场对“通胀第二波”担忧加剧，部分抵消了降息预期带来的利好。这种矛盾预期导致资金在美元、大宗商品间频繁切换，沪镍多空博弈加剧。
评价/策略	中性	综合来看，过剩背景下上方压力较大，价格在平台区间内振荡为主。

因子	驱动变化	逻辑观点
供应	中性	2025 年 1-8 月，国内不锈钢累计产量约达 2000 万吨，较去年同期增长 3% 左右。尽管这一增幅相对温和，但在终端需求增长放缓的市场环境下，仍为行业带来了一定的供应压力。从单月表现来看，8 月国内不锈钢粗钢排产规模约 322 万吨，较 7 月环比微增 0.6%，同比则减少 3.85%。
消费	↓	8月22日当周，下游需求释放不足，成交表现依旧一般。房地产销售持续低迷，7 月全国商品房销售面积同比下降 7.8%，库存去化周期延长至 18.4 个月，拖累建筑用不锈钢需求。家电、汽车等制造业 PMI 虽回升至 49.1%，但仍处于收缩区间。
库存	↓	2025年8月21日，全国主流市场不锈钢89仓库口径社会总库存1091745吨，周环比增1.19%。其中冷轧不锈钢库存总量622061吨，周环比增1.86%。热轧不锈钢库存总量469684吨，周环比增0.32%。现货市场承压走弱，价格支撑力不足。
基差	中性	无锡市场304不锈钢冷轧基差上涨145元/吨至375元/吨，佛山市场304不锈钢冷轧基差上涨95元/吨至425元/吨。
成本	↑	8月22日当周，以304冷轧产品为例，按当日原料价格测算，本周现金成本上涨30元/吨，亏损比例升至5.97%；若以存货原料成本计算，现金成本上涨53.58元/吨，亏损率仍维持在3.64%。
宏观	↑	美联储主席鲍威尔在8月22日杰克逊霍尔会议上暗示“风险平衡变化可能使政策调整成为恰当之举”，市场对9月降息预期升至90%，推动美元指数从8月21日的98.25回落至23日的 97.72。美元走弱理论上利好以美元计价的镍矿进口成本，但国内不锈钢价格受高库存压制，未能同步反弹。印尼8月镍基准价小幅上涨至15,028 美元/干公吨，部分抵消了美元贬值带来的成本优势。
评价/策略	中性	受高库存和需求疲软影响，预计延续振荡走弱态势。

因子

驱动变化

逻辑观点

供应

中性

8月22日当周，本周金属硅期货宽幅震荡，主力合约先跌后涨。现货方面，截至8月21日，SMM华东通氧53#硅在9200-9300元/吨，周环比下跌150元/吨，441#硅在9500-9600元/吨，周环比下跌150元/吨，421#硅在9500-9700元/吨，周环比下跌150元/吨，421#硅（有机硅用）在9900-10600元/吨，周环比下跌150元/吨。本周供应端变化不大，周度产量小幅增长，根据SMM统计，样本厂家周度产量5.37万吨，环比增加730吨。据百川盈孚统计，目前金属硅总炉数796台，本周金属硅开炉数量与上周相比增加1台，截至8月21日，中国金属硅开工炉数281台，整体开炉率35.3%。

消费

中性

8月22日当周，下游铝合金消费一般，需求仍以刚需采购为主，整体开工持稳；有机硅价格回落，开工率回落，对原材料工业硅的需求增加；根据百川统计，本周有机硅行业整体开工率在76.03%，本周河北地区三期装置停车，四川地区装置恢复生产，根据SMM统计，周度DMC产量5.04万吨，较上周小幅降低。多晶方面，周度开工变化不大，周度产量2.91万吨，较上周小幅减少。据海关数据，2025年7月工业硅出口量在7.4万吨，环比增加8%同比增加37%，值2022年来单月新高。2025年1-7月份工业硅累计出口量在41.47万吨，同比减少1%。进口方面：2025年7月中国金属硅进口量寥寥。2025年1-7月累计进口量在0.53万吨，同比减少65%。

库存



8月22日当周，近期仓单库存相对稳定，下游刚需采购，总行业库存维持小幅去库。截至8月22日，金属硅期货交割库库存25.5万吨，较前一周增加2250吨。根据SMM统计，行业总库存93.76万吨，较上周降低0.21万吨，其中社会库11.7万吨，交割库42.8万吨（含非仓单库存），上游厂库17.1万吨，下游22.1万吨。

基差

中性

8月22日当周，SMM截至8月21日，SMM华东通氧553#硅在9200-9300元/吨，周环比下跌150元/吨，441#硅在9500-9600元/吨，周环比下跌150元/吨，421#硅在9500-9700元/吨，周环比下跌150元/吨，421#硅（有机硅用）在9900-10600元/吨，周环比下跌150元/吨。根据SMM报价，目前华东通氧553升水505元/吨。

利润

中性

8月22日当周，本周部分原料价格上涨，新疆地区硅用高粘结颗粒煤供应趋紧，原煤报价上涨约200元/吨，该煤种重点应用于化学级421金属硅的生产，导致相关硅厂生产成本上涨300元/吨左右。电极、硅石价格相对平稳，本周有消息称部分主产区电价会有一定上调，但目前未有验证，后续关注各地区电价变化。

宏观



受到鲍威尔在杰克逊霍尔会议发言提振。在会议上联储主席鲍威尔表示，不断“变化”的经济风险让美联储有了更充分的降息理由。这可能表明鲍威尔一贯较为独立强硬的鹰派立场正在逐步转向宽松；受到鲍威尔发言影响，市场对于9月议息会议美联储重启降息的预期持续升温：Fedwatch显示市场押注9月美联储降息25BP概率为84%。通胀方面，鲍威尔承认特朗普政府发动的贸易战对消费者物价的不利影响，但他暗示更偏向于认为只是一次性冲击，央行可以不予理会。他表示：“鉴于劳动力市场并非特别紧张，且面临越来越大的下行风险，（通胀持续上升的）这种结果似乎不太可能出现。”他还补充道，“通胀面临上行风险，而就业则面临下行风险，这是个颇具挑战的局面”。整体看，鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的表态偏鸽；而在9月议息会议前仍有重磅美国经济数据需要关注

评价/策略

中性

近期供需边际好转，整体小幅去库，但总库存维持高位，整体盘面跟随政策扰动与整体商品情绪震荡运行。

供应

中性

据SMM统计，近期行业会议较多，现货价格偏强运行，期货盘面宽幅震荡运行。据SMM统计，本周多晶硅价格指数为48.15元/千克，N型多晶硅复投料报价46-52元/千克。颗粒硅报价45-47元/千克，多晶硅价格出现小幅上涨，主要体现在报价的上涨。当周多晶硅产量环比小幅降低，最新周度产量2.91万吨。根据SMM统计，目前8月暂时稳定生产，会议的召开使得后续排产不确定性增加，需关注行业自律减产对后续开工影响。

消费

中性

本周硅片排产相对平稳，当周硅片排产12.29GW，较上周小幅增加，8月国内主流硅片企业排产小幅上调，专业化企业代工产量较上半年明显增加，头部专业化硅片企业有提产动作。电池片方面，8月中企全球排产约为59gw，7月实际产量为58-59gw，环比增加1.7%。组件方面，8月组件产量基本维持稳定，组件企业按需定产，预计产量较7月基本变化不大。根据国家能源局统计数据，2025年1-7月份光伏累计装机量达到1109.6GW，1-7月份光伏新增装机量223.25GW。7月份单月新增装机量为11GW，同比降低47.7%，创2025年新低。

库存



据SMM统计，多晶硅厂家库存增加，硅片库存降低，最新统计多晶硅库存24.90，环比变化2.90%，硅片库存17.41GW，环比-12.07%，多晶硅周度产量29100.00吨，环比变化-0.68%，硅片产量12.29GW，环比变化1.57%。

基差

中性

根据SMM报价，目前现货报价提涨较多，实际成交较少，根据报价均价，N型致密料48元/千克，小幅贴水期货盘面。

利润

中性

多晶硅成本变化不大，棒状硅含税完全成本多在4.5万元/吨上下，产业内现货成交价格多在4.5-5万元/吨居多。

宏观



宏观方面，通胀方面，美国7月CPI同比持平于2.7%，低于预期的2.8%，环比则上涨0.2%符合市场预期。7月核心CPI同比上涨3.1%，高于预期的3%，创2月份以来新高。而美国7月PPI环比增0.9%，为三年来最大增幅。就业市场方面，美国上周初请失业金人数下降3000人至22.4万人，低于预期，维持在2021年11月以来低位。前一周续请失业金人数降至195.3万人，同样低于预期，但仍为2021年以来高位。整体看，美国国内经济数据并不完全支持美联储9月重启降息的预期，核心通胀以及就业市场的韧性已经为未来的货币宽松踩下一脚刹车。关税进展方面，中美双方发布《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》，两大经济体之间的经贸紧张关系有所缓和。地缘方面，美俄领导人阿拉斯加会晤结束，特朗普称与普京的会晤极其富有成效，但结束冲突的协议尚未最终达成；普京则在发言中强调会谈“气氛建设性”，并称双方达成了一些未公开的协议。此次“普特会”并未达成任何实质性的和平及美俄合作议案，但会晤本身的存在已经释放部分温和信号，地缘避险情绪稍有降温。

评价/策略

中性

综合来看，受到政策扰动影响，部分现货报价上涨，但供应端增量较多，消费端支撑一般，存在较大累库压力。但目前盘面主要受反内卷收储政策影响，短期预计震荡为主，需关注政策推进情况。从中长期来看，多晶硅仍以逢低做多为主。

供应



8月22日当周，据 SMM 统计，周度产量小幅降低，周度总产量 1.91 万吨，环比降低 842 吨，其中辉石产碳酸锂 12179 吨，环比增加 520 吨，云母产碳酸锂 2650 吨，环比降低 1250 吨，盐湖产碳酸锂 2552 吨，环比降低 190 吨，回收产碳酸锂 1757 吨。本周碳酸锂产量降低，主要是江西云母企业停产所致，但随着价格上涨，锂辉石代工开工开始明显增加。

消费



8月22日当周，消费端环比小幅增加，据百川数据，磷酸铁锂产量环比增加 0.5%，三元材料环比增加 0.23%。钴酸锂环比增加 0.10%，锰酸锂环比减少 0.10%。终端储能维持高增速，新能源汽车消费增速放缓。终端动力市场增速放缓，储能市场需求较好。下游客供比例下降，散单采购需求增多，期货逢低点价采购较多，部分下游仍维持后点价结算，现货市场未现投机性囤货。

库存

中性

8月22日当周，根据 SMM 最新统计数据，现货库存为 14.15 万吨，其中冶炼厂库存为 4.69 万吨，下游库存为 5.15 万吨，其他库存为 4.32 万吨。较上周降低 713 吨。碳酸锂厂家出货相对积极，库存小幅下滑；盘面下跌后下游刚需补货偏好，中游贸易出货积极，库存向下游转移较多，期货仓单量增加至近 2.5 万吨。

基差



截至 8 月 22 日收盘，主力合约 2511 本周五收于 78960 元/吨，本周跌幅为 9.14%，持仓量为 362254 手。根据 SMM 数据，周五电池级现货均价 8.4 万元/吨，较上周上涨，工业级现货均价 8.2 万元/吨，较上周小幅上涨，目前期货贴水电碳 4940 元/吨。

利润

中性

周内澳洲锂精矿价格有所回落，截止周五均价 920 美元/吨。锂矿价格跟随碳酸锂期货波动，近期碳酸锂期货波动较大。外采原料企业依赖期货套保实现盈亏平衡，代工企业订单增加。自有矿源及盐湖提锂企业维持稳定利润空间。回收端黑粉采购需求增多，黑粉持货商高位出货意愿增强。

宏观



宏观方面，通胀方面，美国 7 月 CPI 同比持平于 2.7%，低于预期的 2.8%，环比则上涨 0.2% 符合市场预期。7 月核心 CPI 同比上涨 3.1%，高于预期的 3%，创 2 月份以来新高。而美国 7 月 PPI 环比增 0.9%，为三年来最大增幅。就业市场方面，美国上周初请失业金人数下降 3000 人至 22.4 万人，低于预期，维持在 2021 年 11 月以来低位。前一周续请失业金人数降至 195.3 万人，同样低于预期，但仍为 2021 年以来高位。整体看，美国国内经济数据并不完全支持美联储 9 月重启降息的预期，核心通胀以及就业市场的韧性已经为未来的货币宽松踩下一脚刹车。关税进展方面，中美双方发布《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》，两大经济体之间的经贸紧张关系有所缓和。地缘方面，美俄领导人阿拉斯加会晤结束，特朗普称与普京的会晤极其富有成效，但结束冲突的协议尚未最终达成；普京则在发言中强调会谈“气氛建设性”，并称双方达成了一些未公开的协议。此次“普特会”并未达成任何实质性的和平及美俄合作议案，但会晤本身的存在已经释放部分温和信号，地缘避险情绪稍有降温。

评价/策略

谨慎偏多

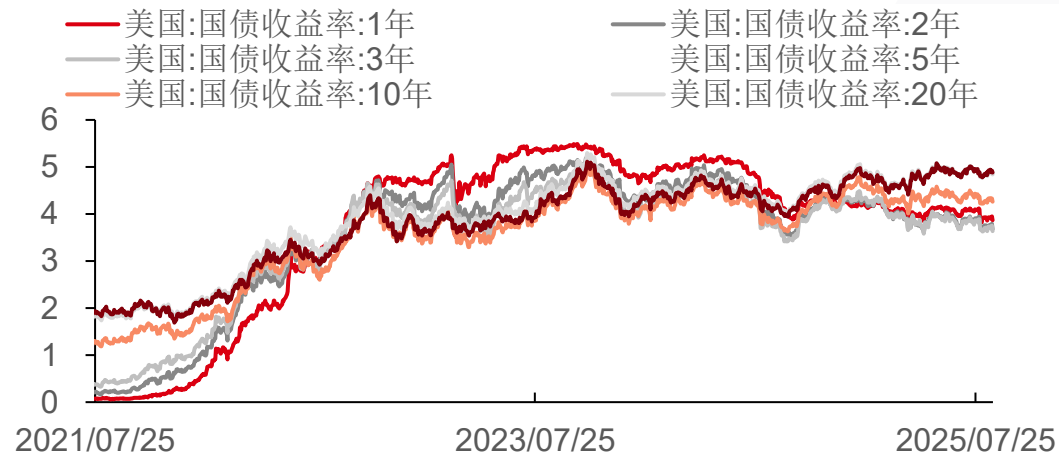
本周期货大幅回调，主要受到交易情绪影响，在交易前期江西锂矿停产后，上涨较多后随着整体情绪回落，碳酸锂盘面快速下跌引发多头平仓风险，最终导致盘面出现超预期下跌。目前矿端扰动仍未结束，其他矿山要求 9 月 30 号之前完成相关报告编写，后续开停影响暂不确定。若后续减产较多且维持较长时间，碳酸锂供需过剩格局将会发生扭转，在消费有一定支撑情况下，盘面或仍有向上空间。目前盘面振幅波动较大，需关注交易风险。



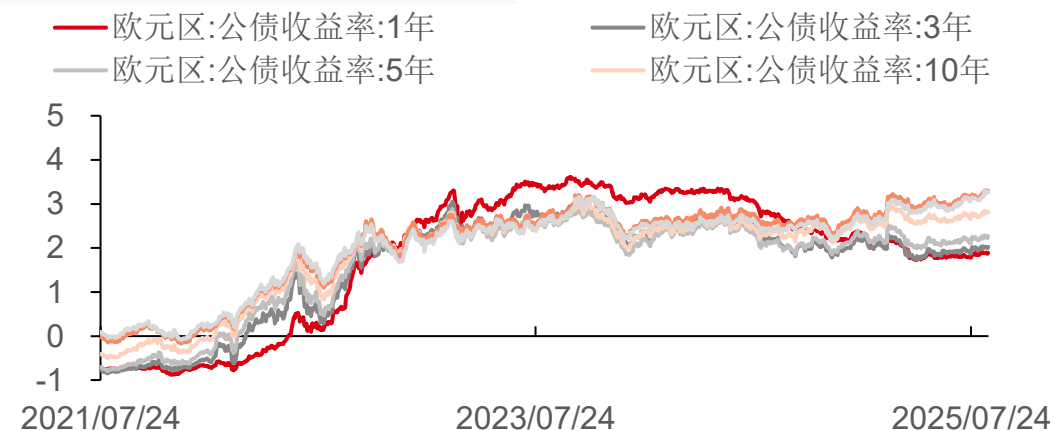
三、相关数据跟踪



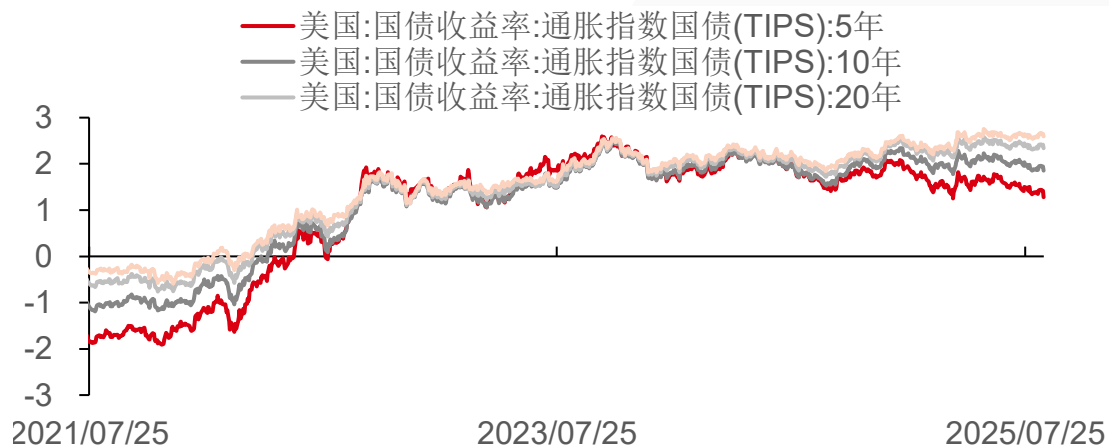
美债收益率 (%)



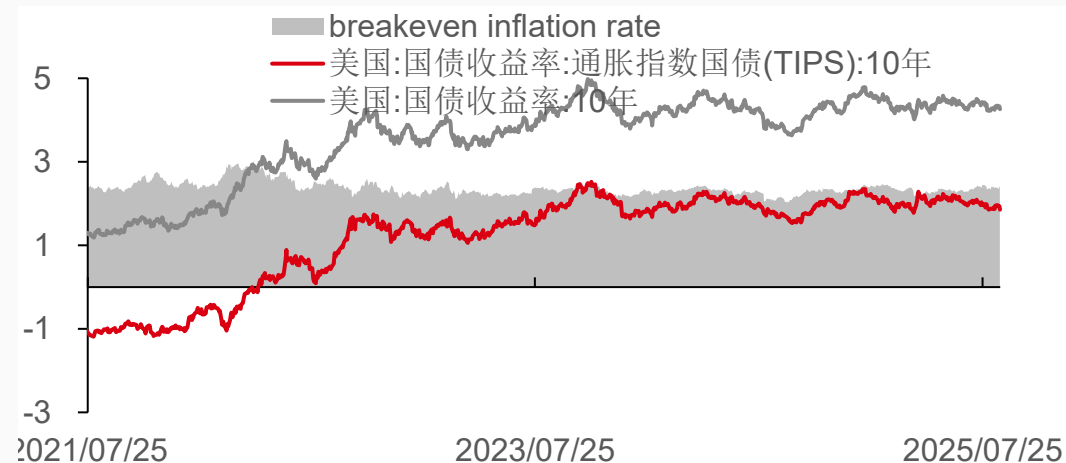
欧债收益率 (%)



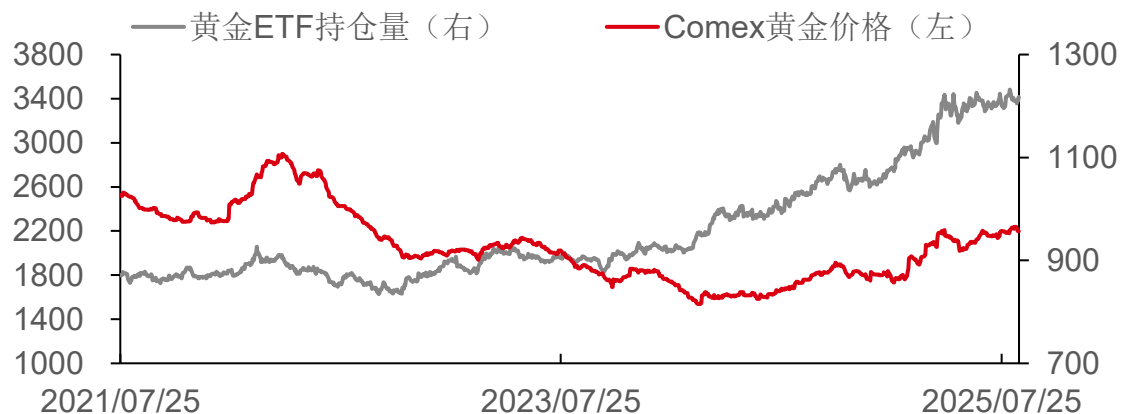
TIPS收益率 (%)



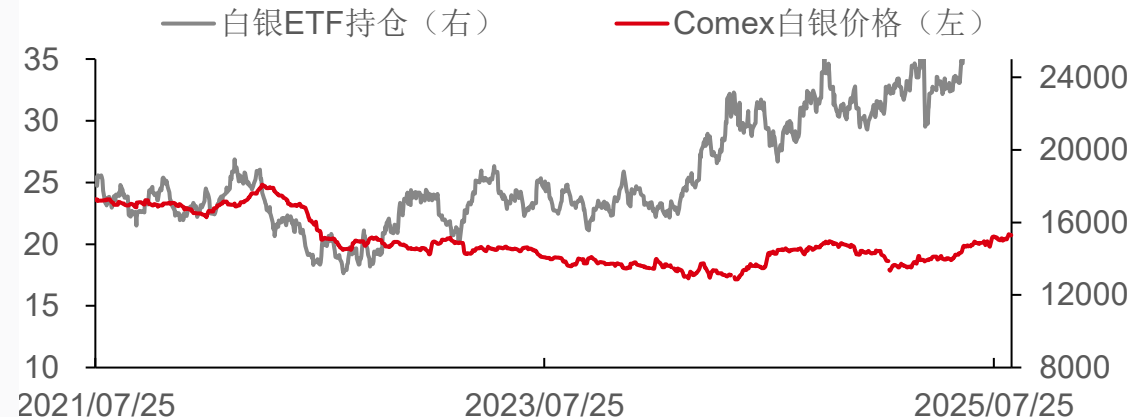
Breakeven inflation rate (%)



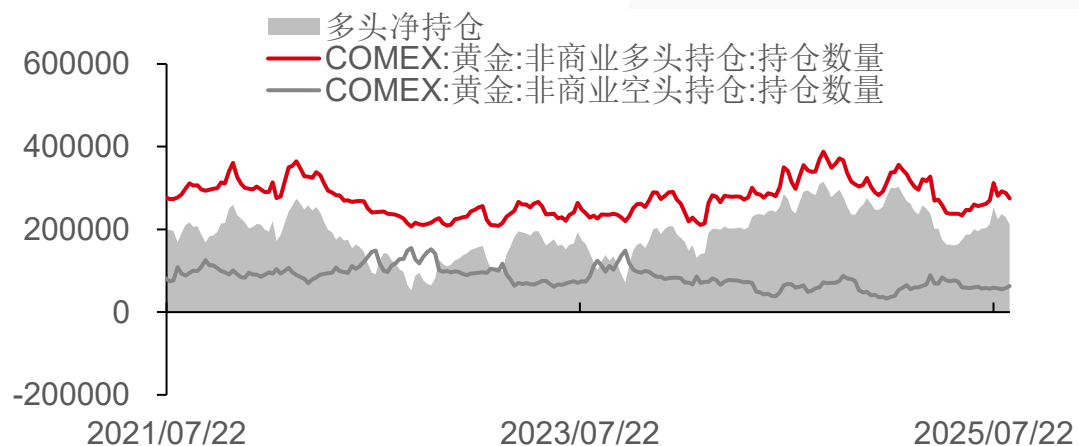
黄金ETF持仓 (吨)



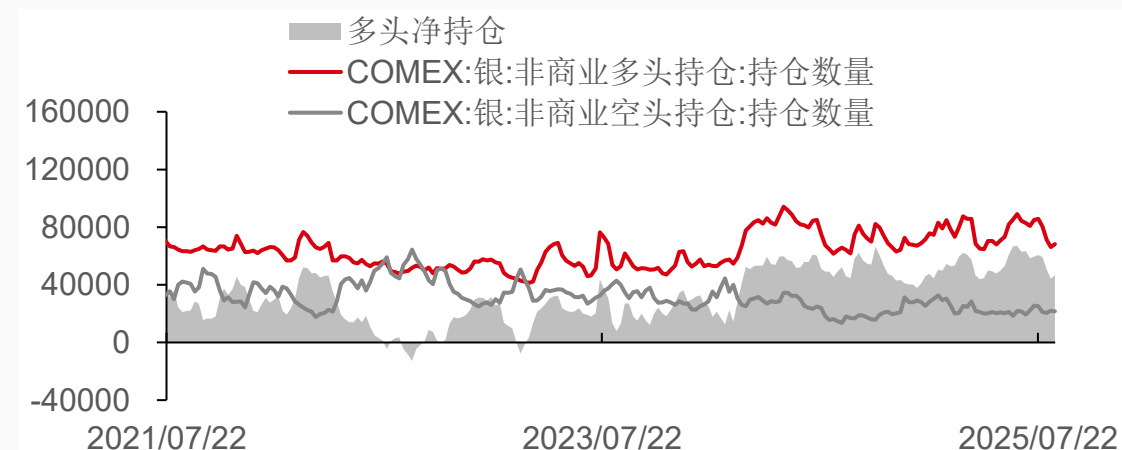
白银ETF持仓 (吨)



黄金CFTC持仓 (张)



白银CFTC持仓 (张)



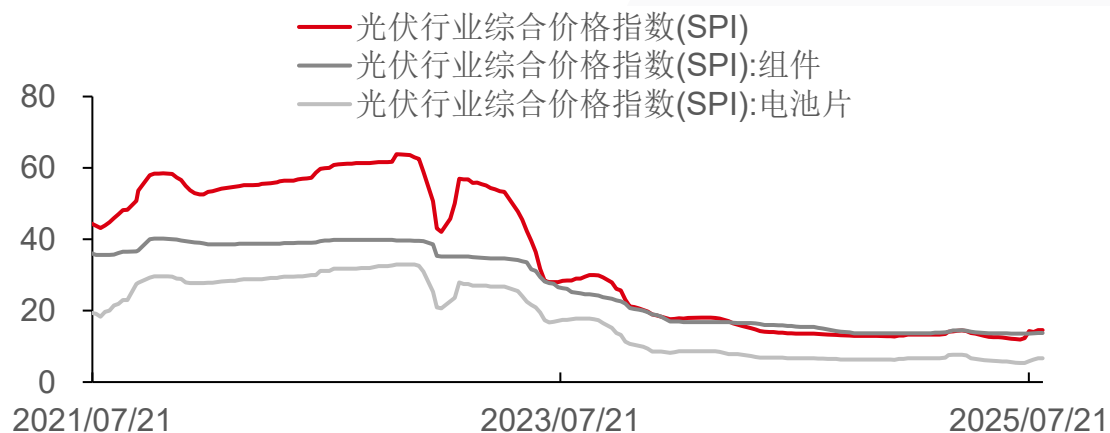
美国高收益债券利差 (%)



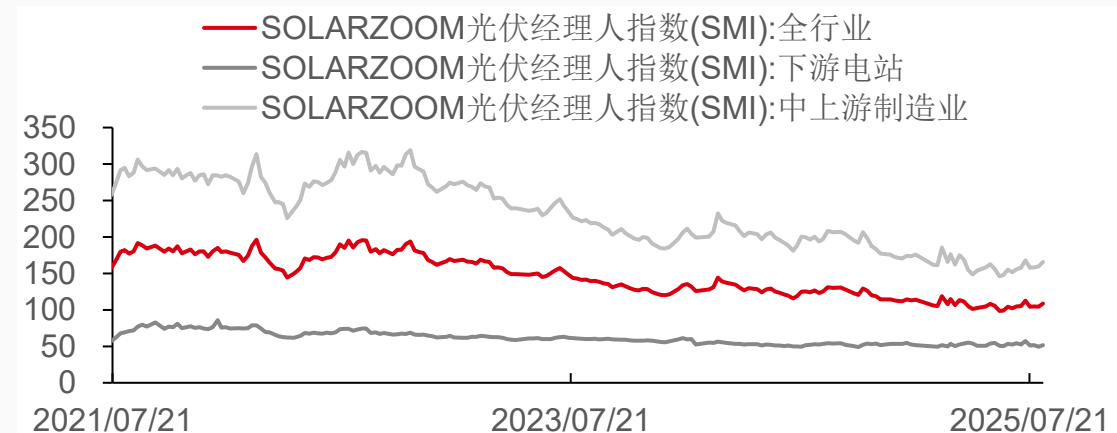
VIX指数 (点)



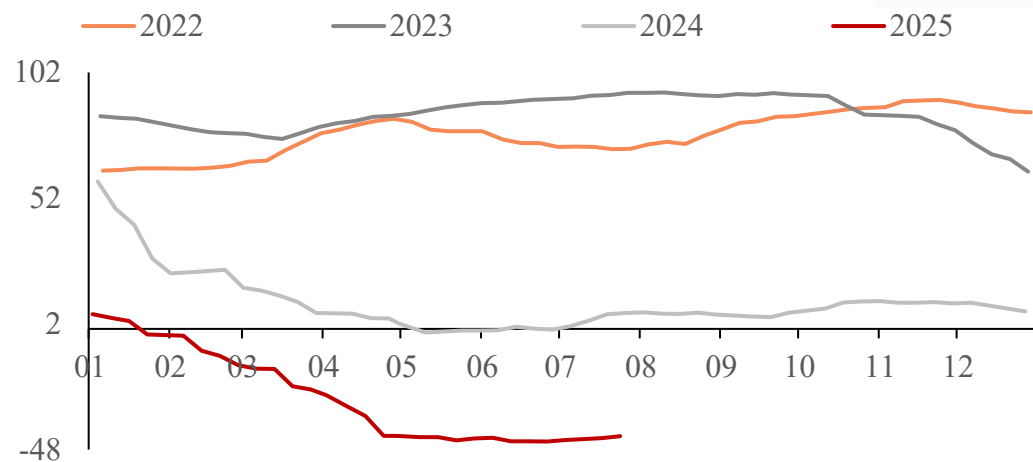
光伏价格指数 (点)



光伏经理人指数 (点)



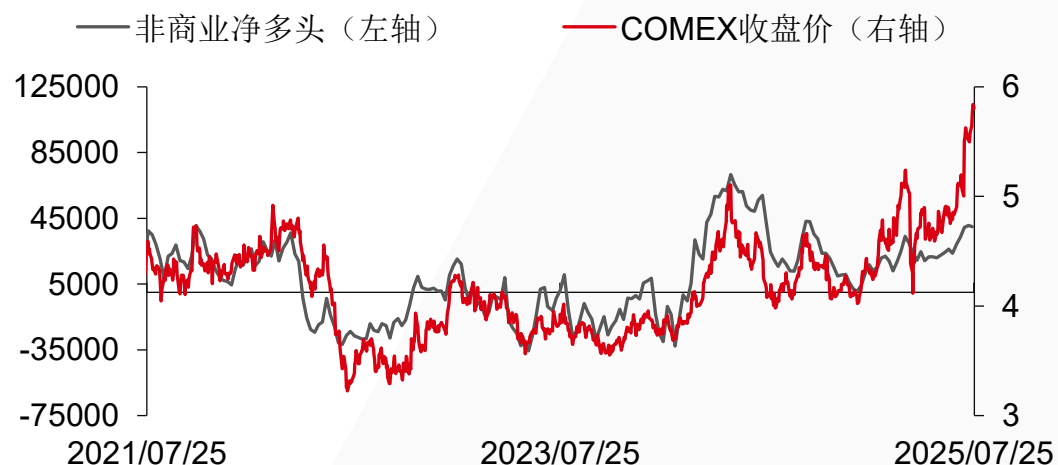
TC价格指数 (点)



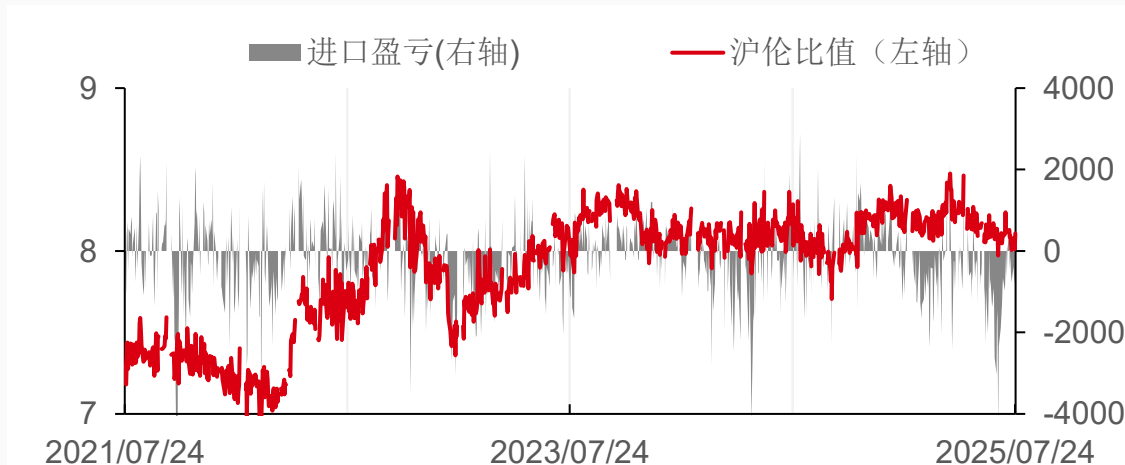
精废价差 (元/吨)



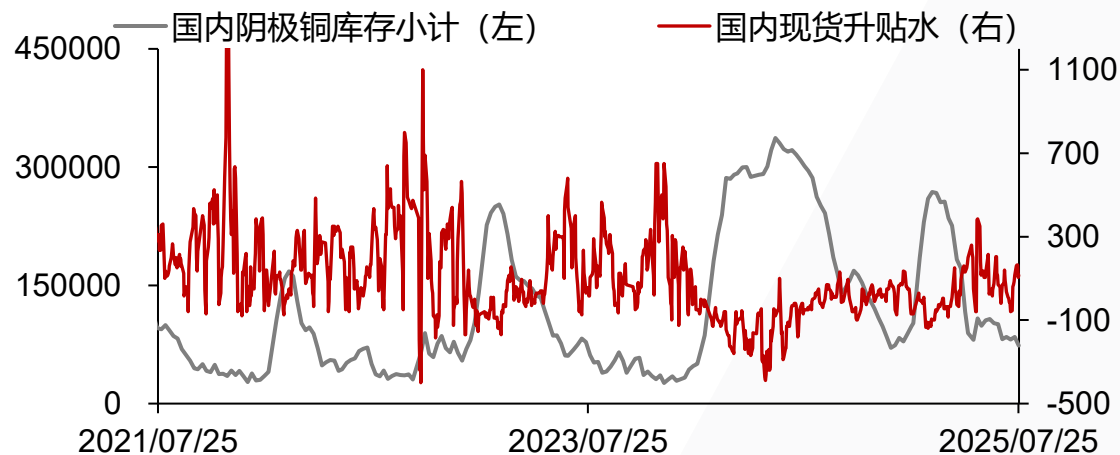
CFTC铜持仓 (张)



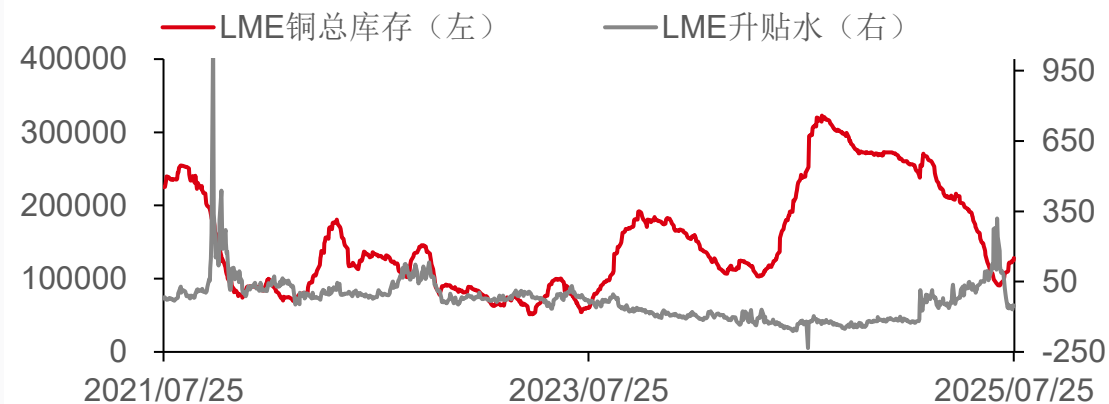
进口盈亏 (元/吨)



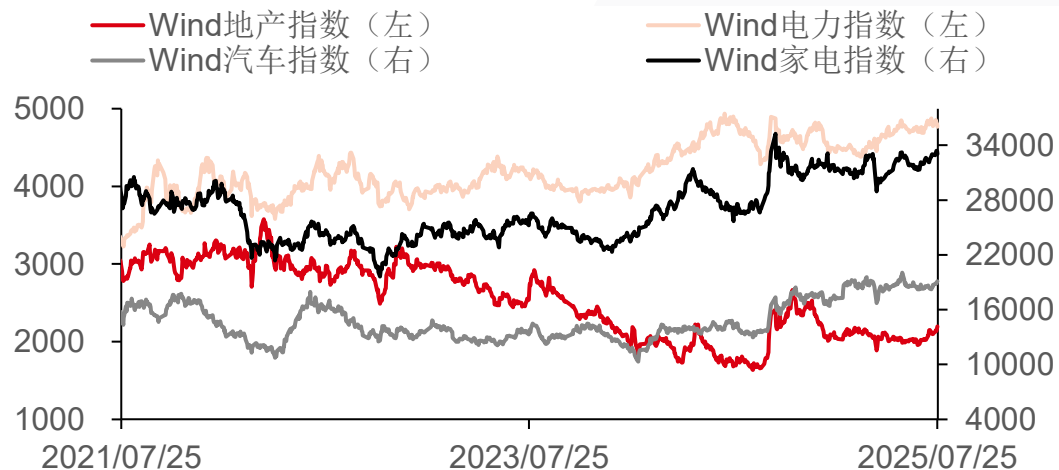
国内库存及升贴水 (吨, 元/吨)



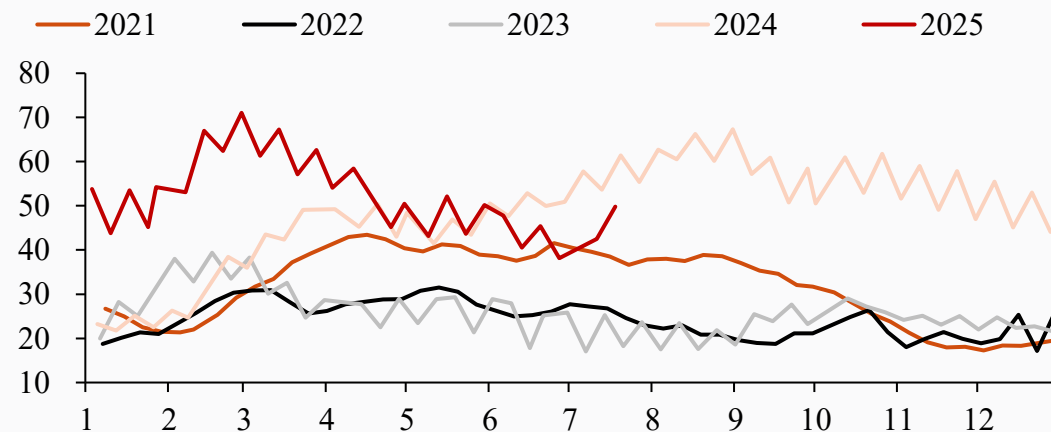
伦铜库存与升贴水 (吨, 美元/吨)



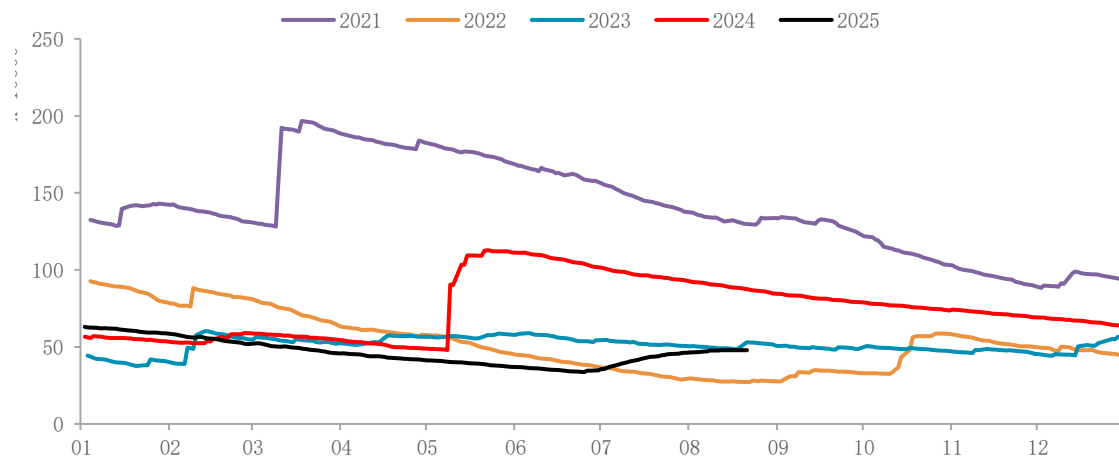
下游板块指数 (点)



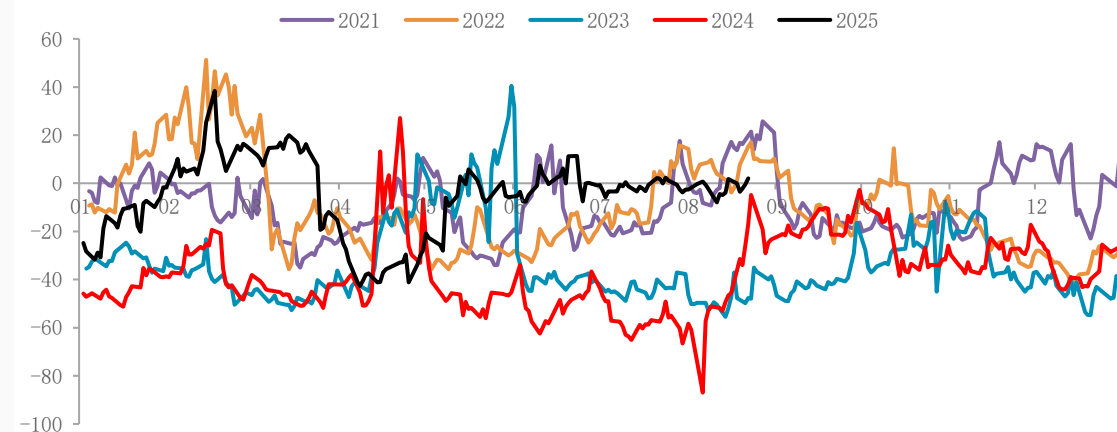
铜全球含上海保税区库存 (万吨)



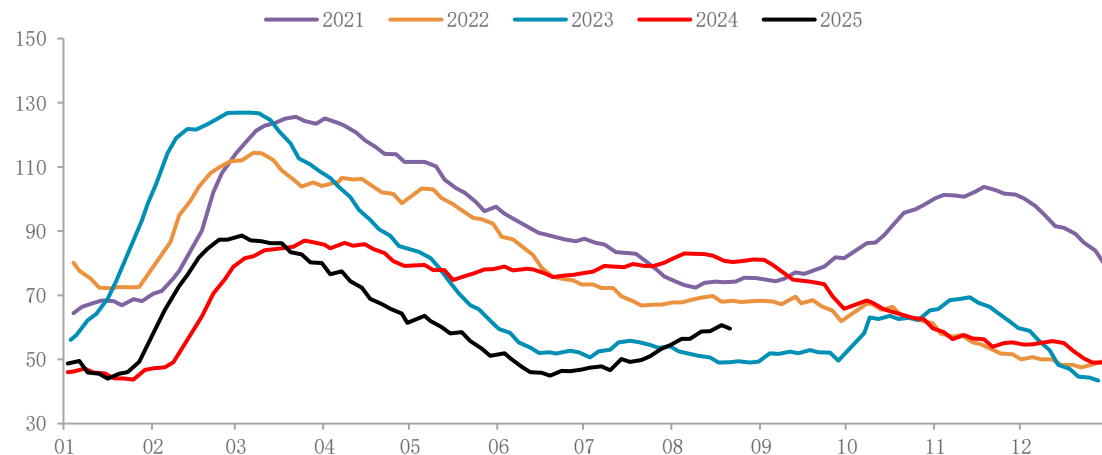
伦铝季节性库存 (万吨)



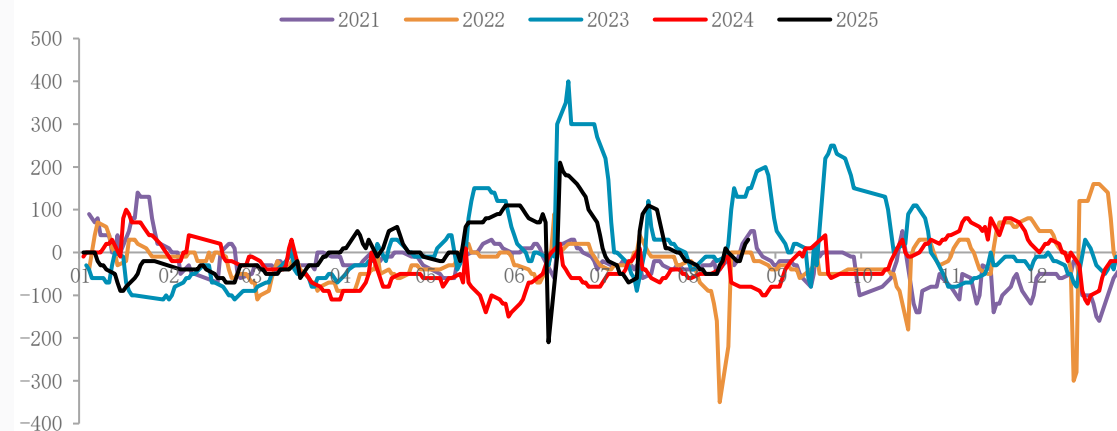
伦铝(0-3)升贴水 (美元/吨)



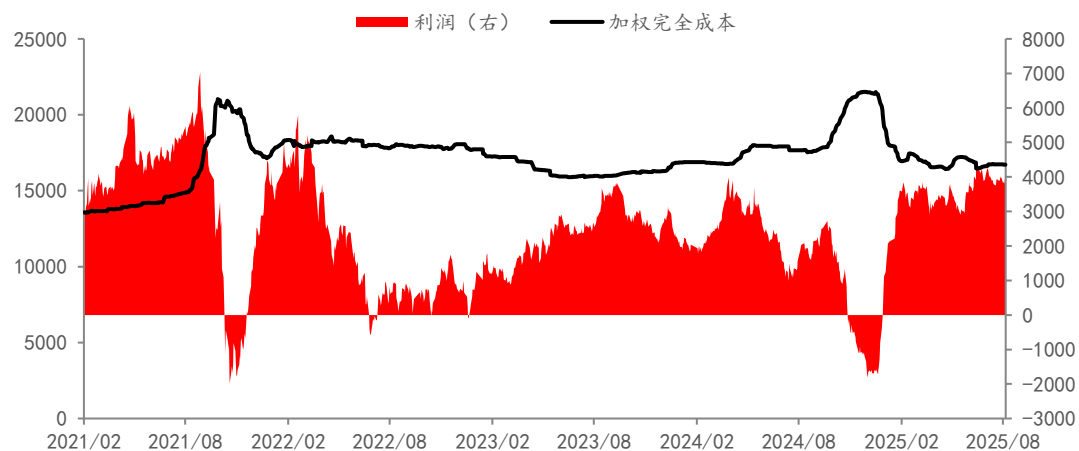
中国铝季节性社会库存 (万吨)



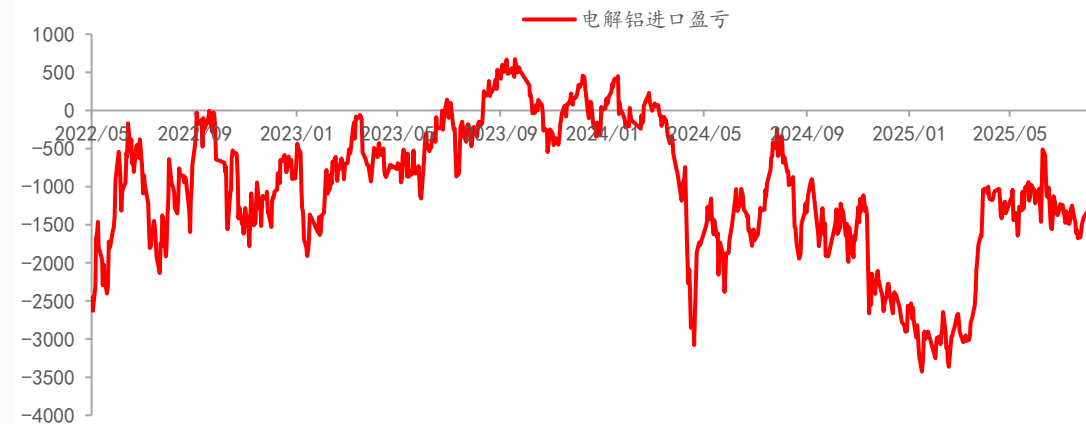
SMM铝锭季节性升贴水 (元/吨)



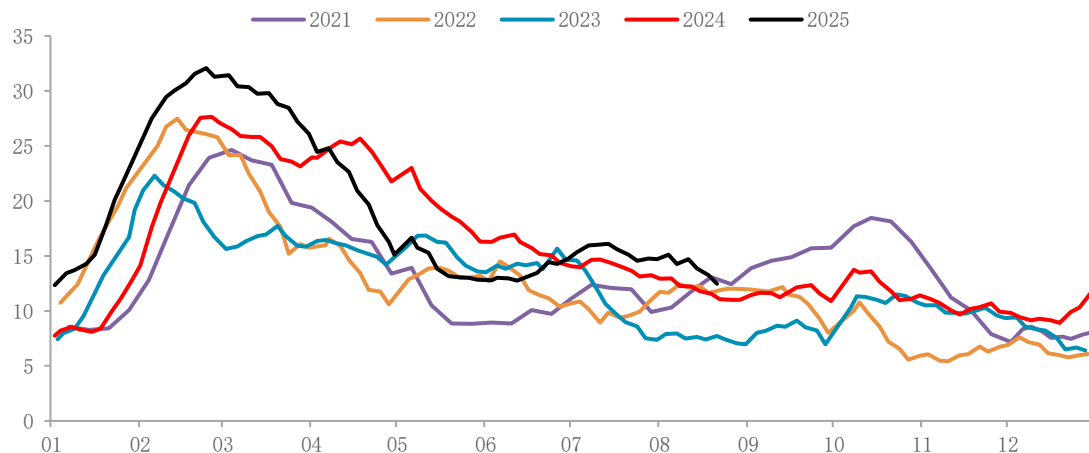
电解铝成本利润 (元/吨)



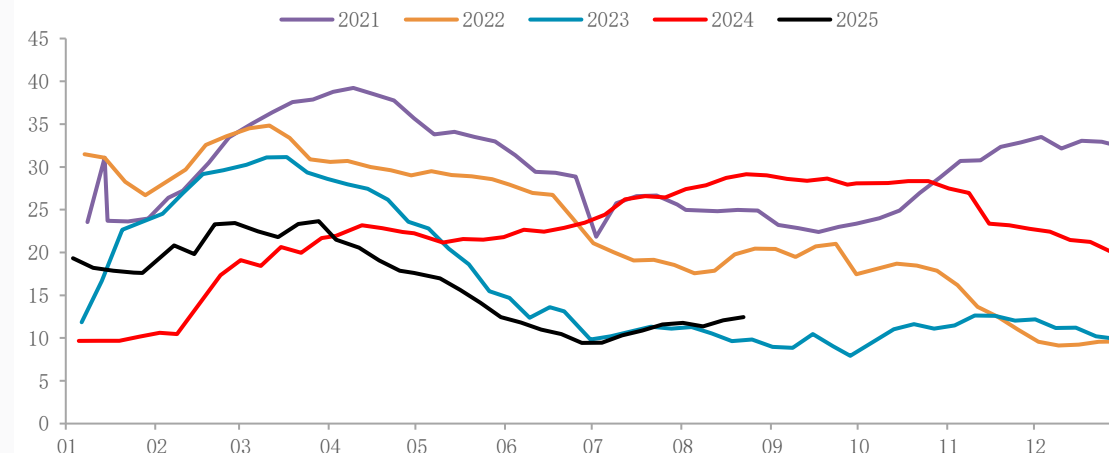
电解铝进口盈亏 (元/吨)



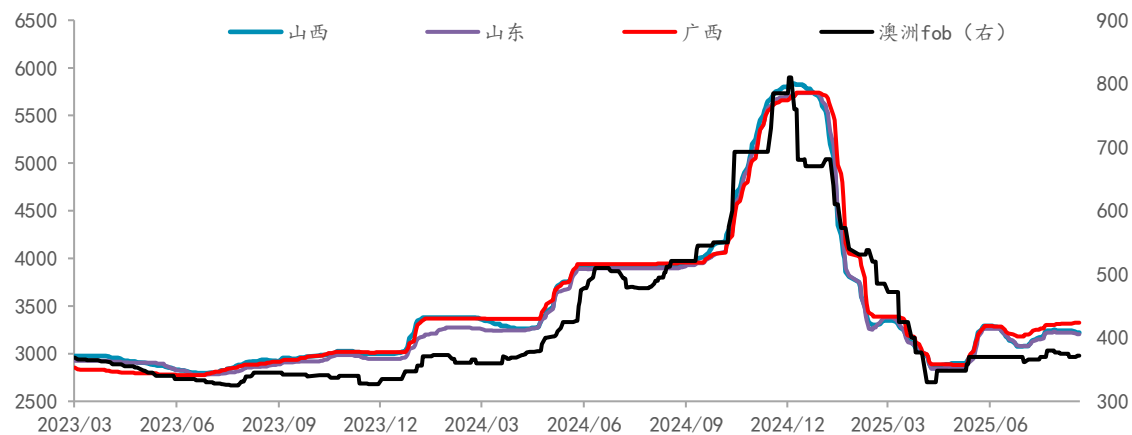
铝棒库存 (万吨)



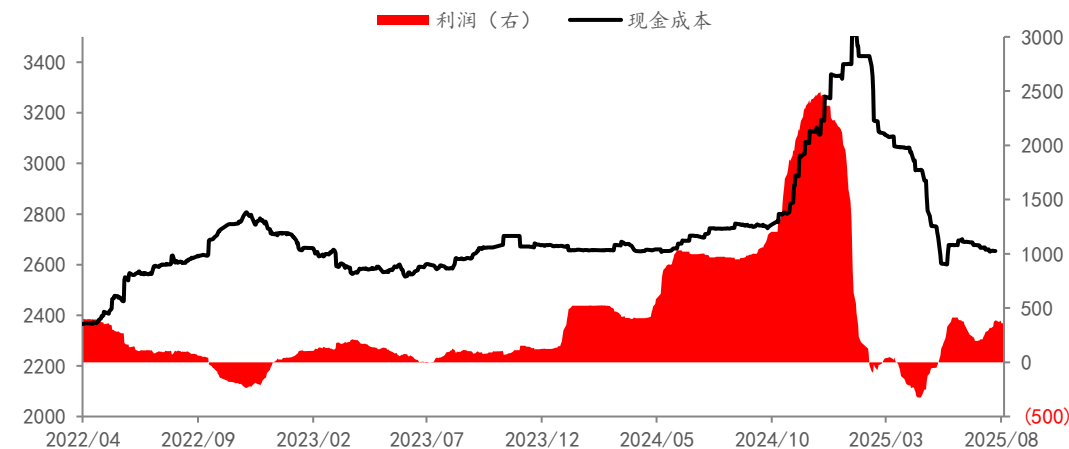
电解铝交易所库存 (万吨)



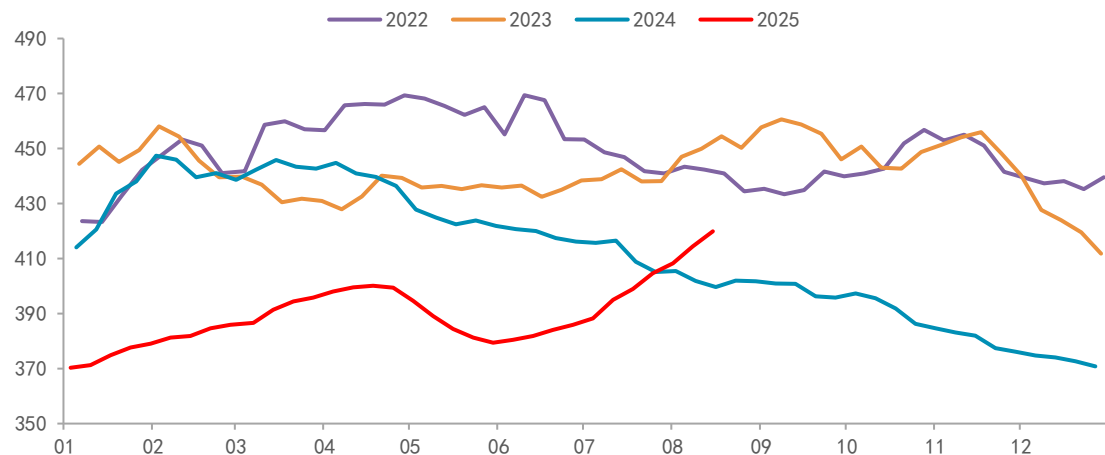
氧化铝价格 (元/吨, 美元/吨)



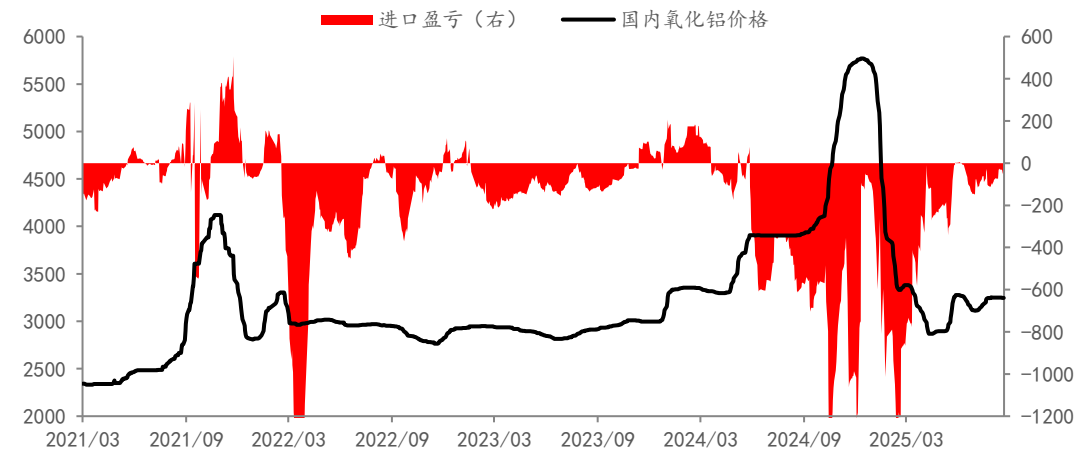
山西进口矿生产成本利润 (元/吨)



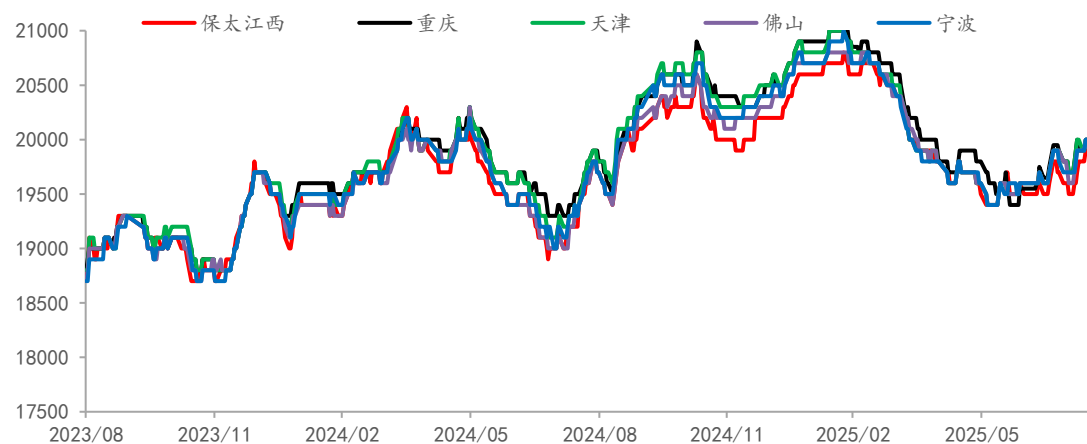
氧化铝总库存 (万吨)



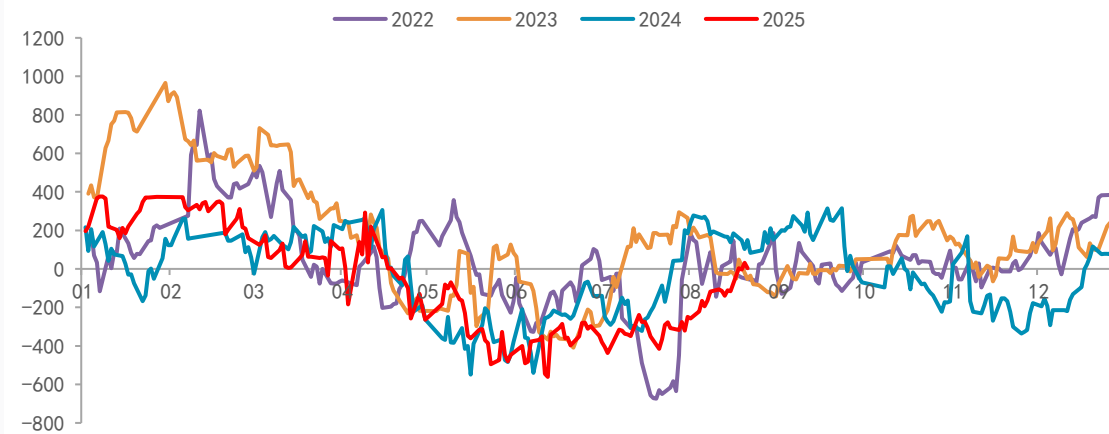
进口盈亏 (元/吨)



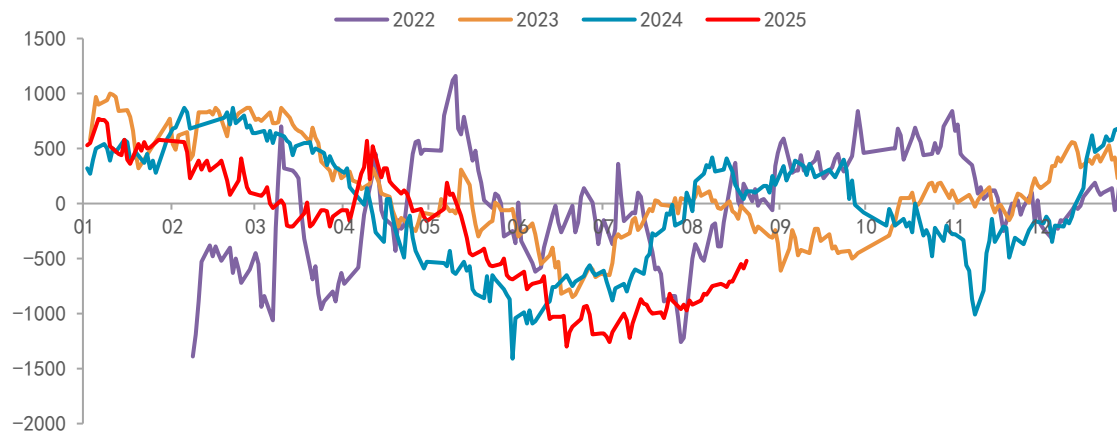
ADC12现货价格 (元/吨)



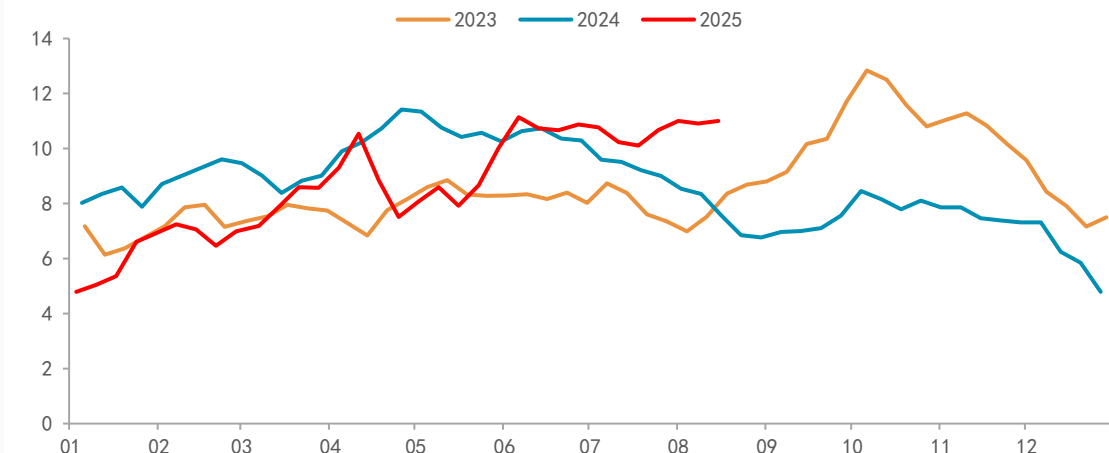
冶炼利润 (元/吨)



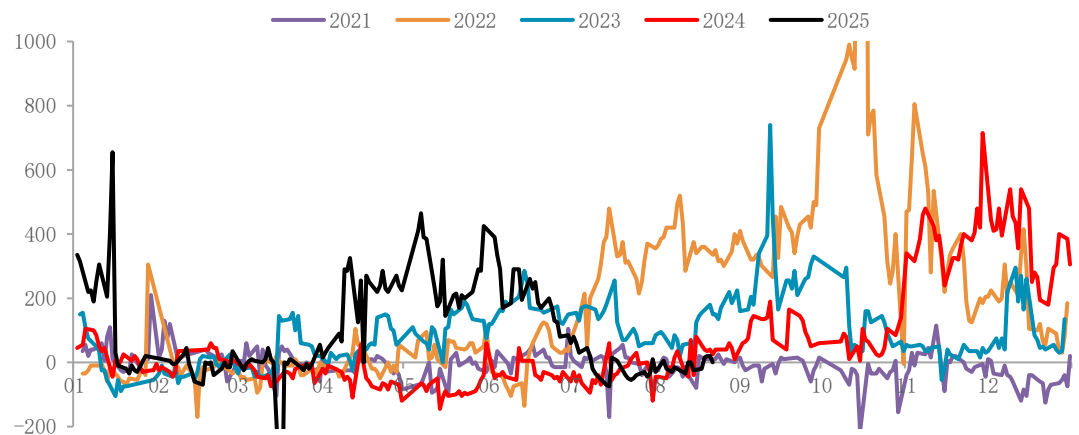
ADC12-A00华东现货价差 (元/吨)



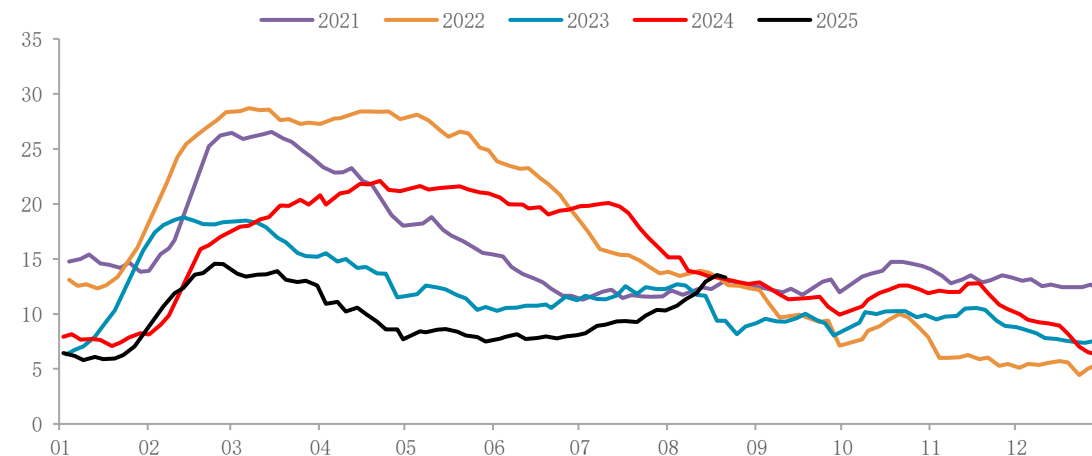
再生合金总库存 (万吨)



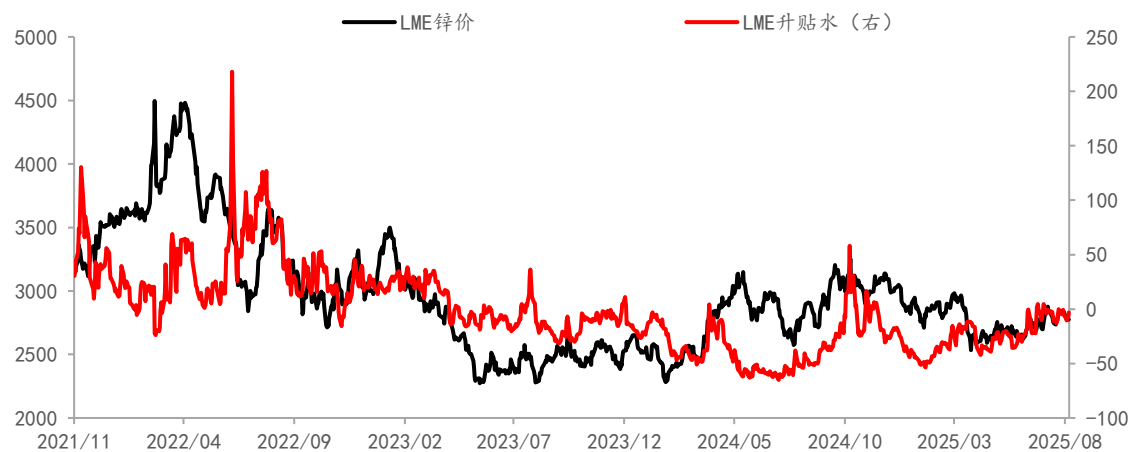
沪锌价差 (当月-连1, 元/吨)



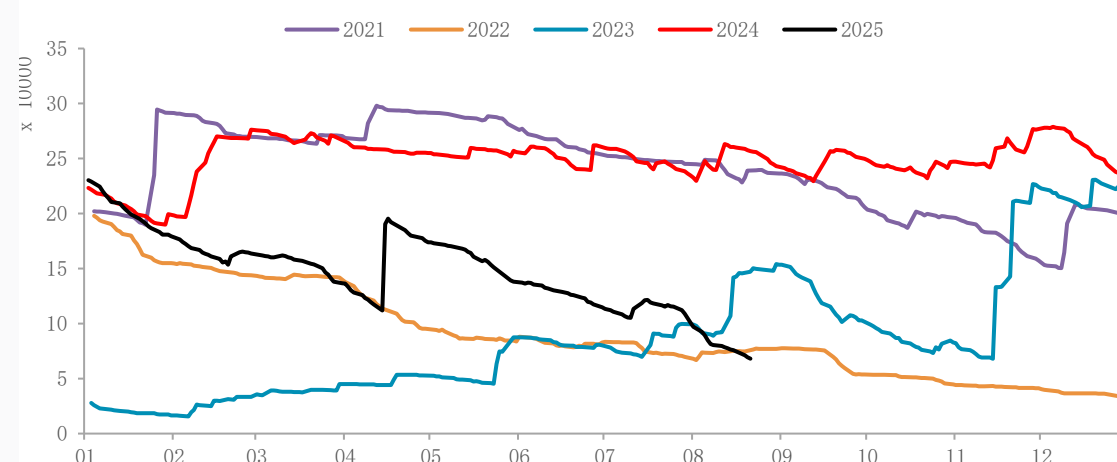
SMM锌七地库存 (万吨)



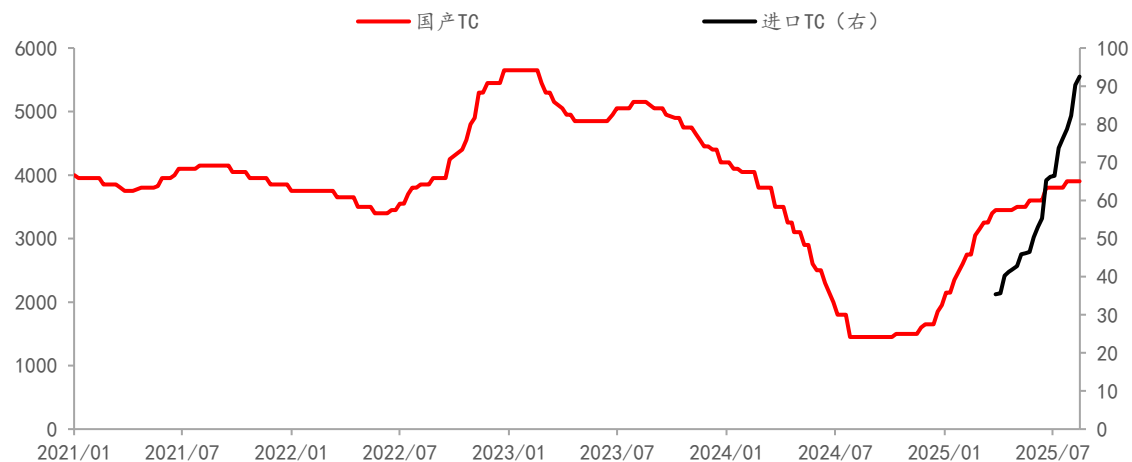
LME锌 (0-3) 升贴水 (美元/吨)



LME锌季节性库存 (吨)



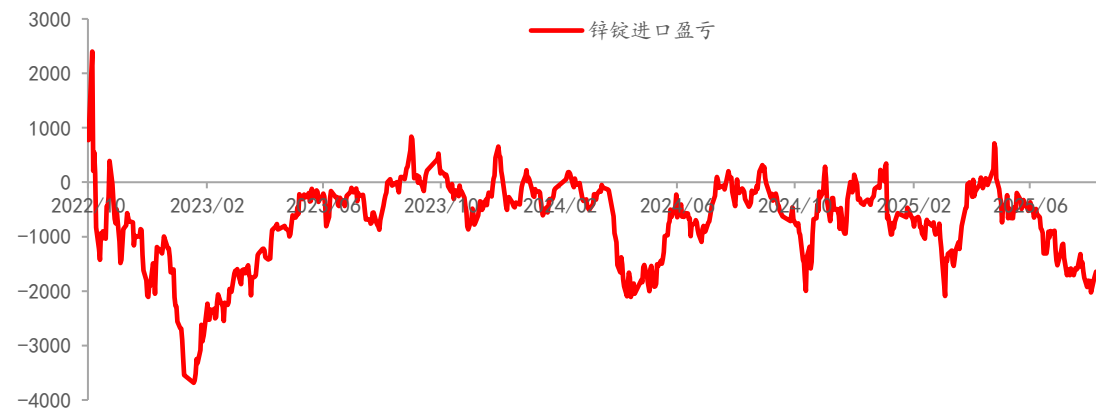
锌矿加工费 (元/吨, 美元/千吨)



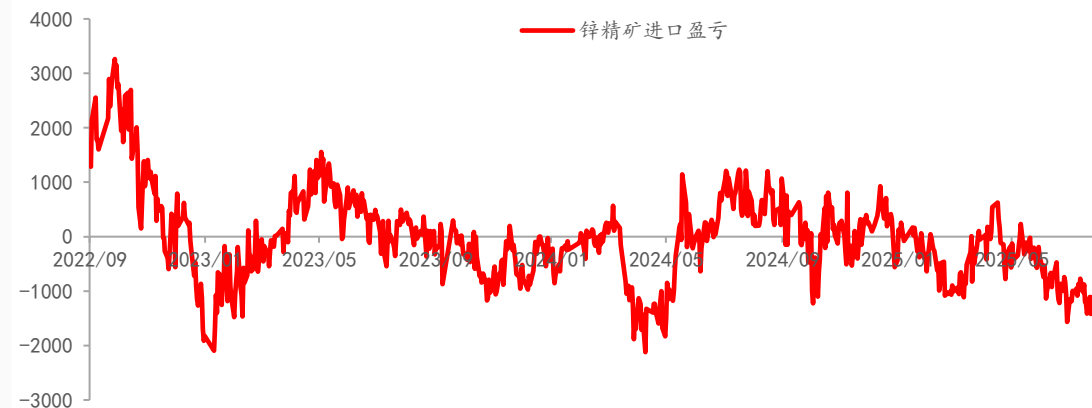
锌矿生产利润 (元/吨)



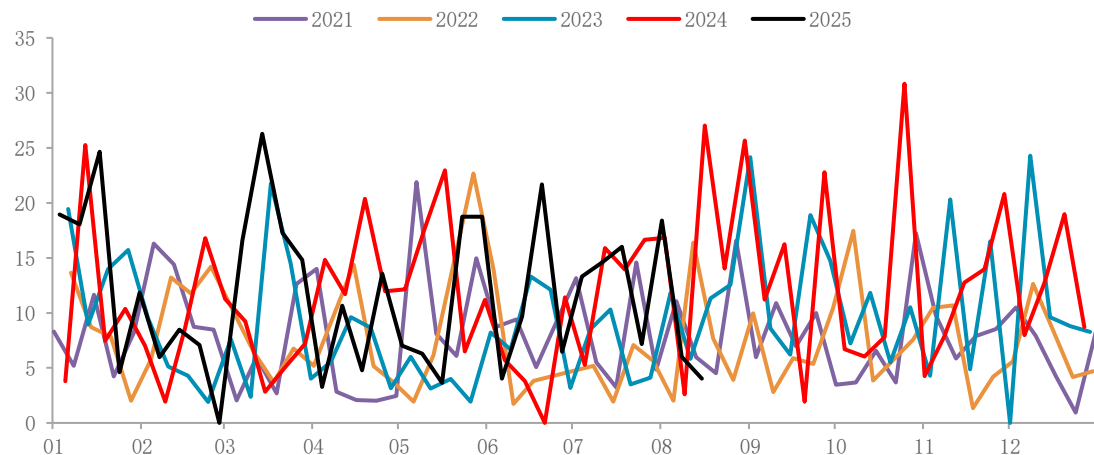
锌锭进口盈亏 (元/吨)



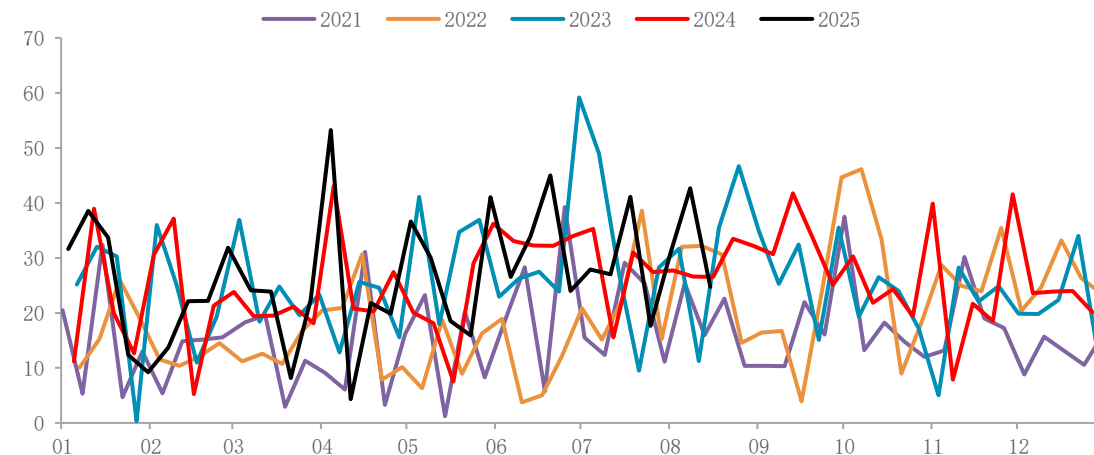
锌矿进口盈亏 (元/吨)



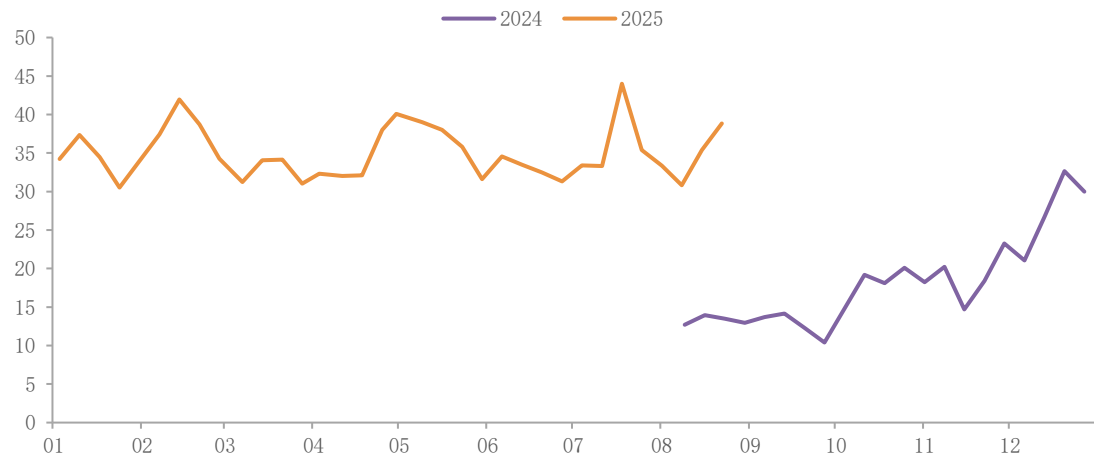
进口矿中国到港数据 (万吨)



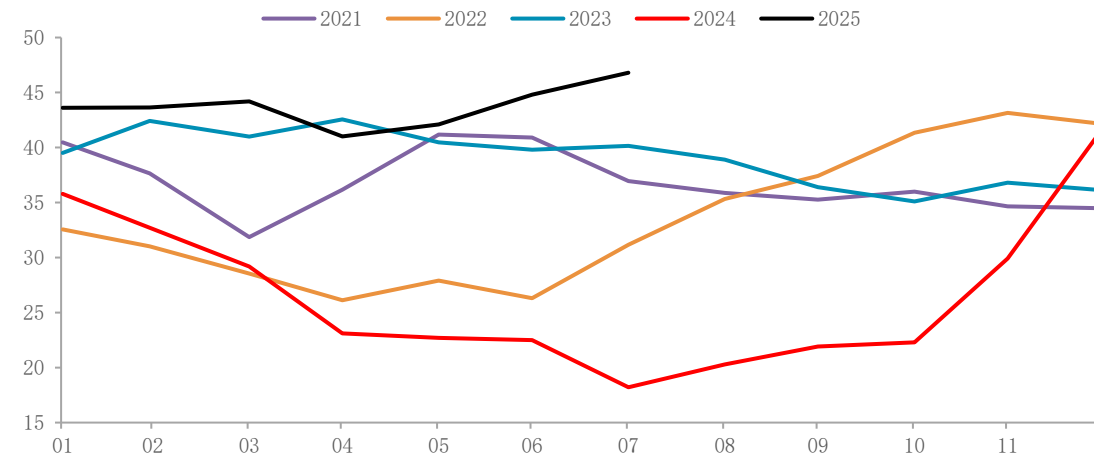
进口矿海外离港数据 (万吨)



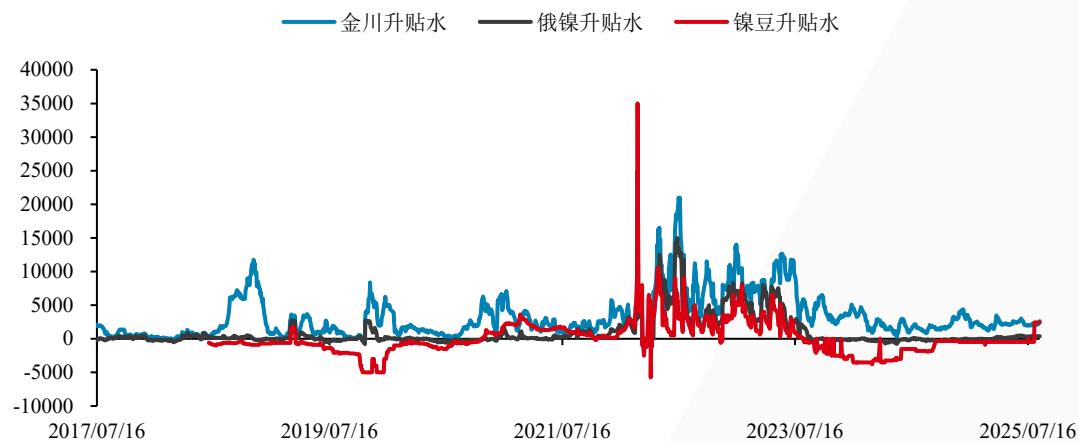
锌矿七个港口库存 (万吨)



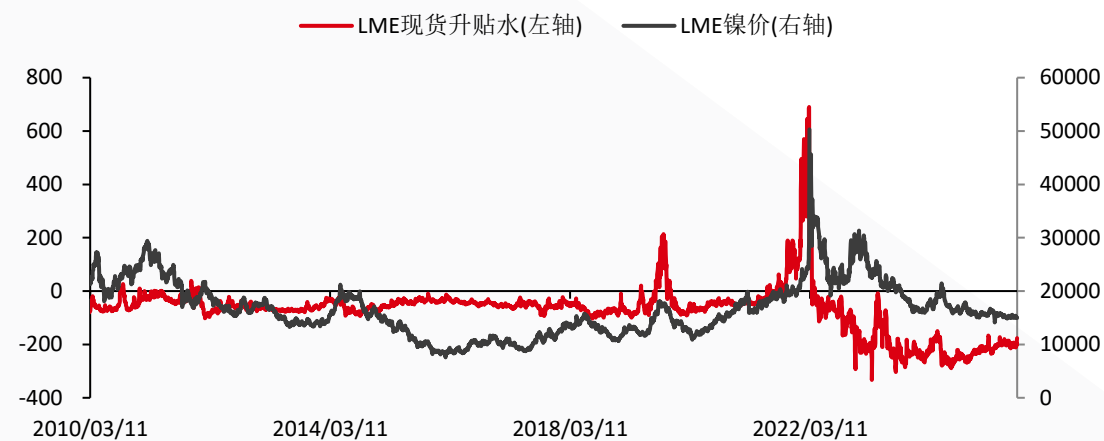
冶炼厂原料库存 (万金属吨)



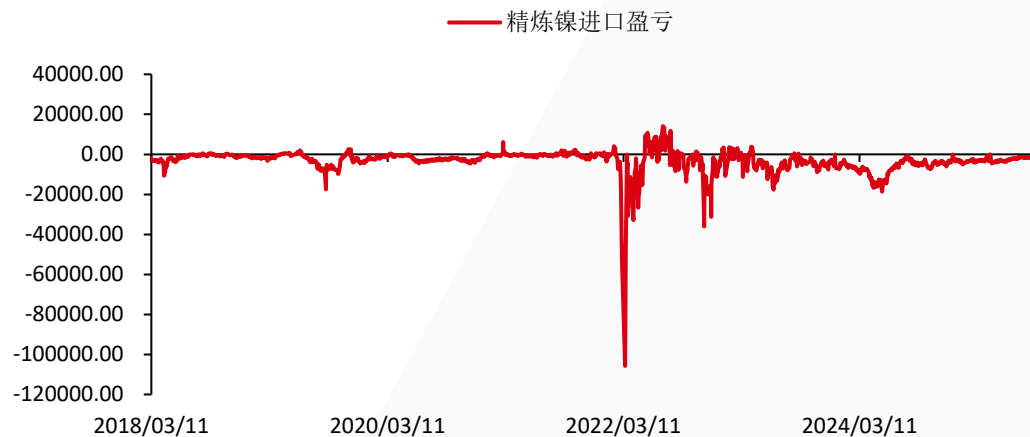
国内精炼镍升贴水 (元/吨)



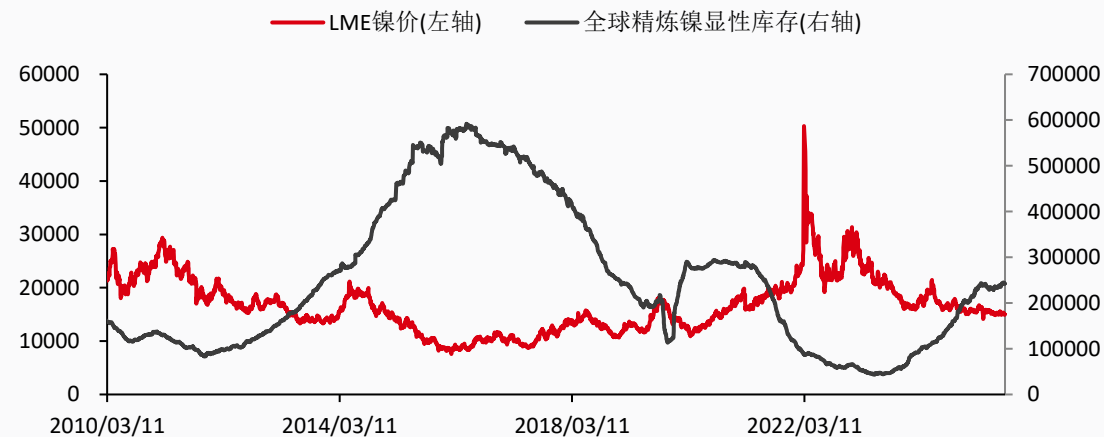
伦镍价格及升贴水 (美元/吨, 美元/吨)



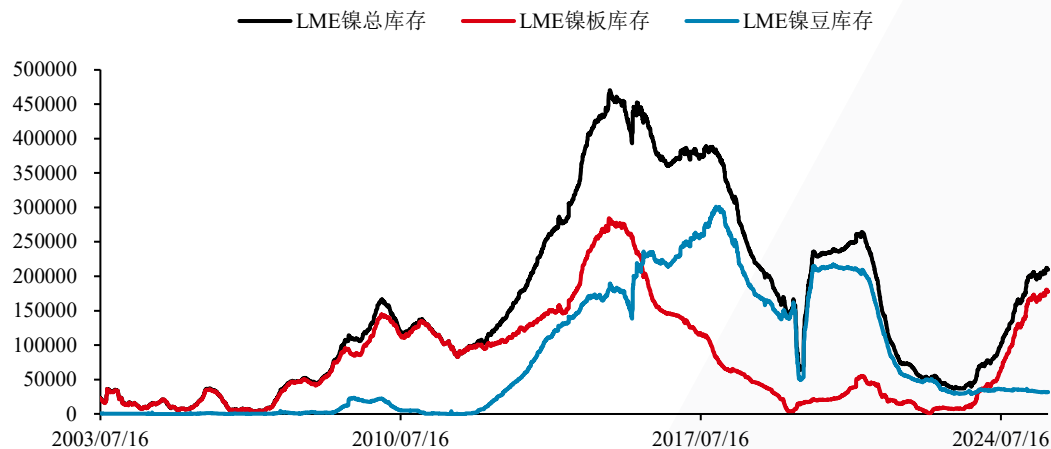
俄镍进口盈亏 (元/吨)



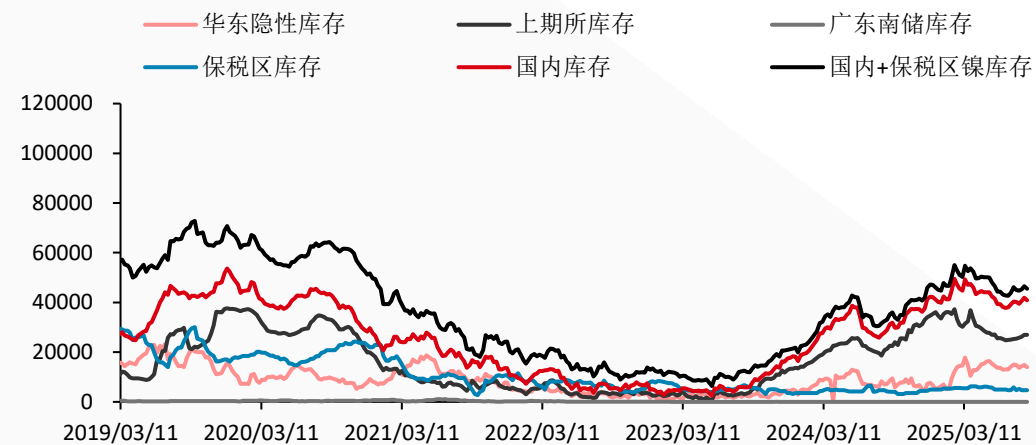
全球精炼镍显性库存 (美元/吨, 吨)



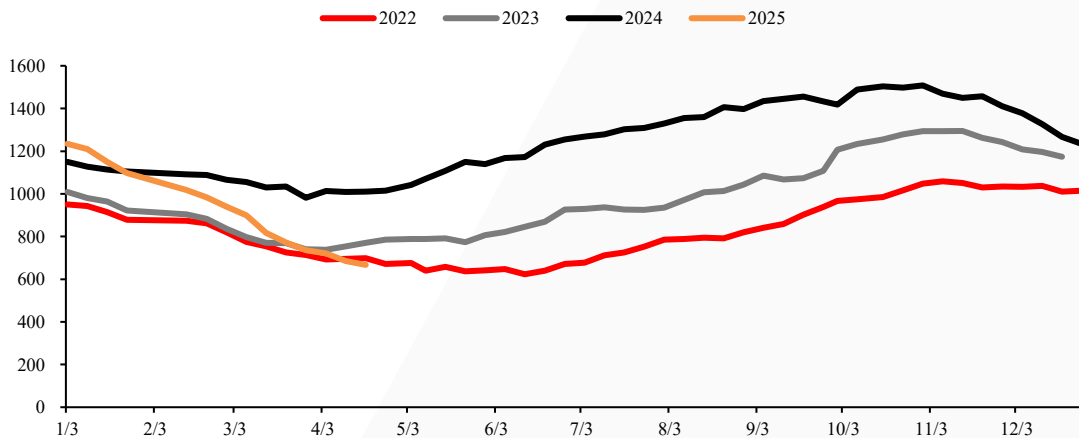
LME精炼镍库存 (吨)



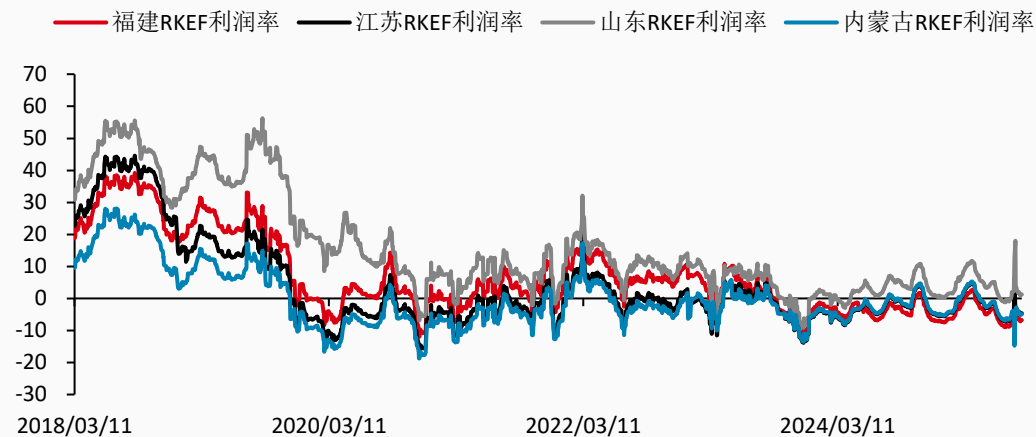
中国精炼镍库存 (吨)



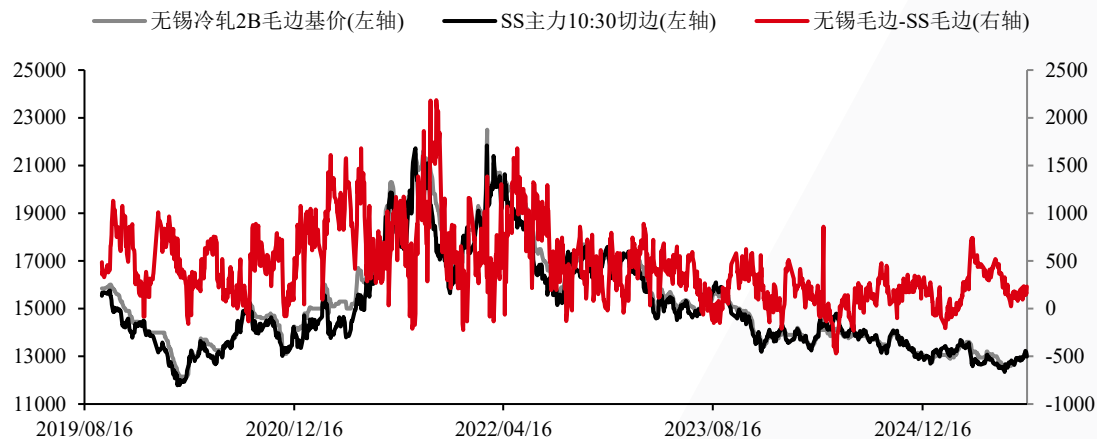
镍矿港口库存 (万吨)



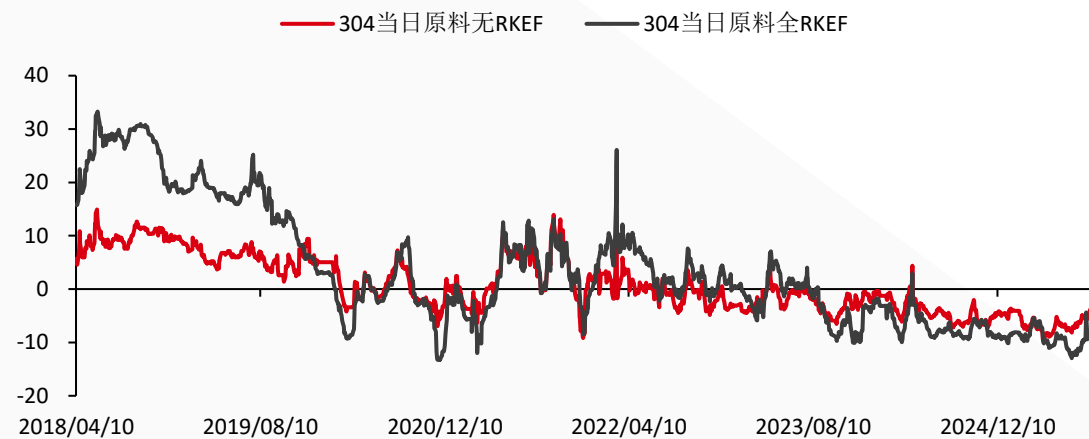
中国高镍生铁利润率 (%)



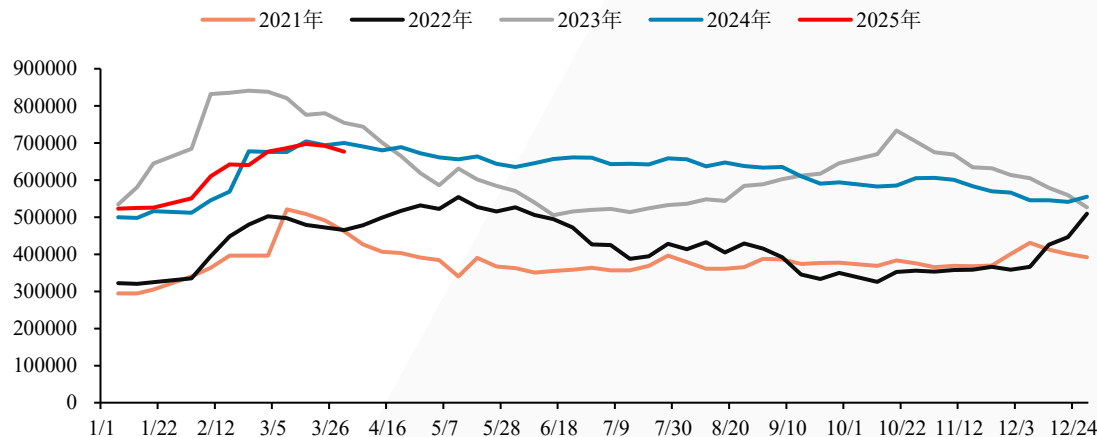
不锈钢期货现货价格与基差 (元/吨, 元/吨)



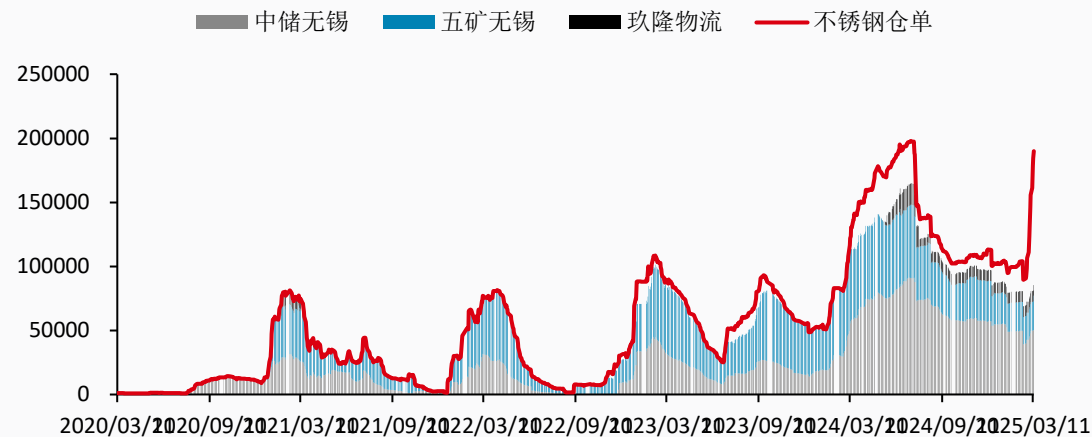
304不锈钢利润率 (%)



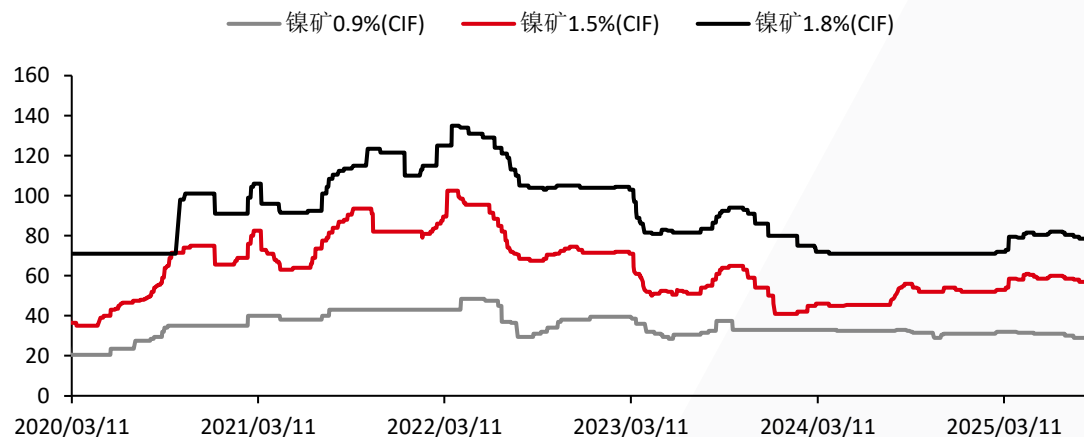
300系不锈钢库存 (吨)



不锈钢期货仓单 (吨)



镍矿价格 (美元/湿吨)



镍铁价格 (元/镍点)



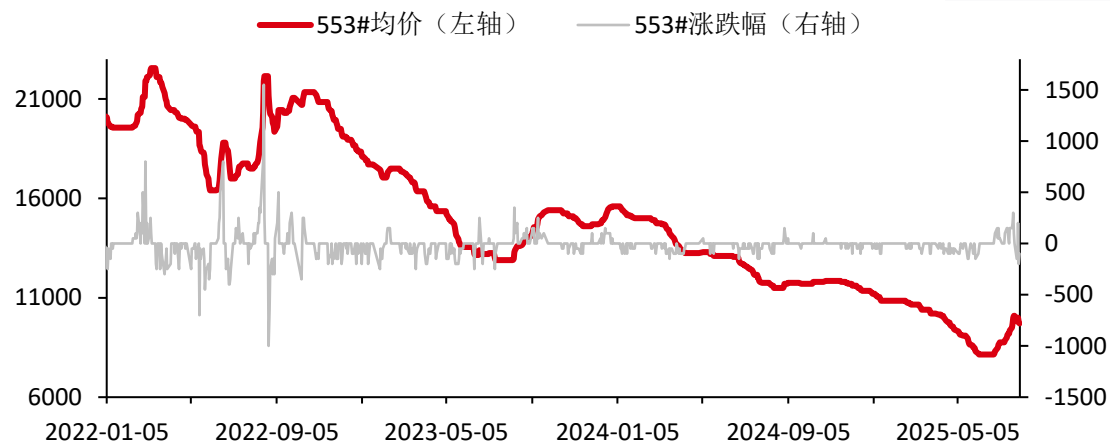
高碳铬铁价格 (元/基吨)



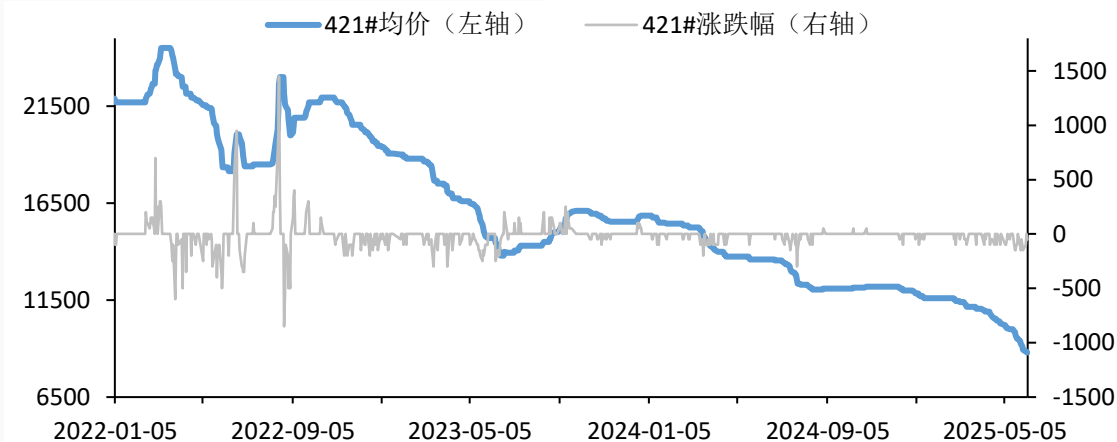
镍不锈钢比值 (元/吨)



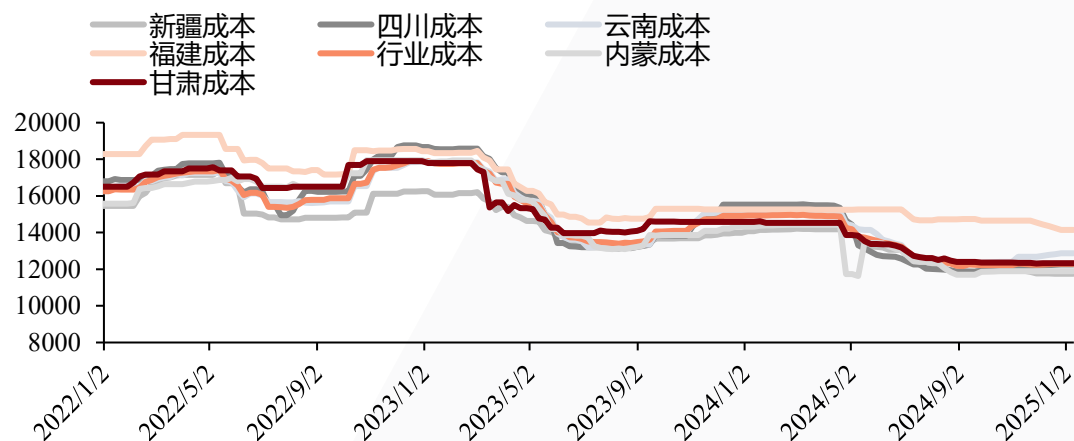
华东553#价格走势 (元/吨)



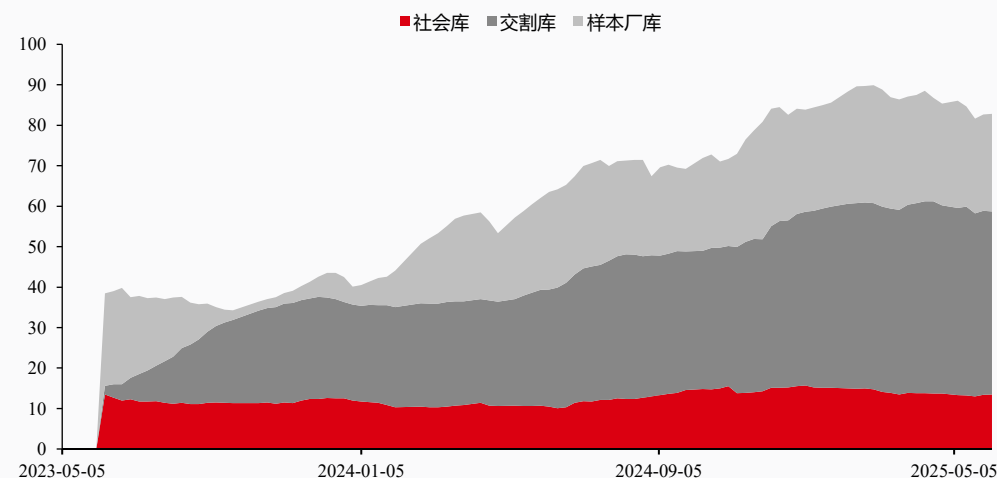
华东421#价格走势 (元/吨)



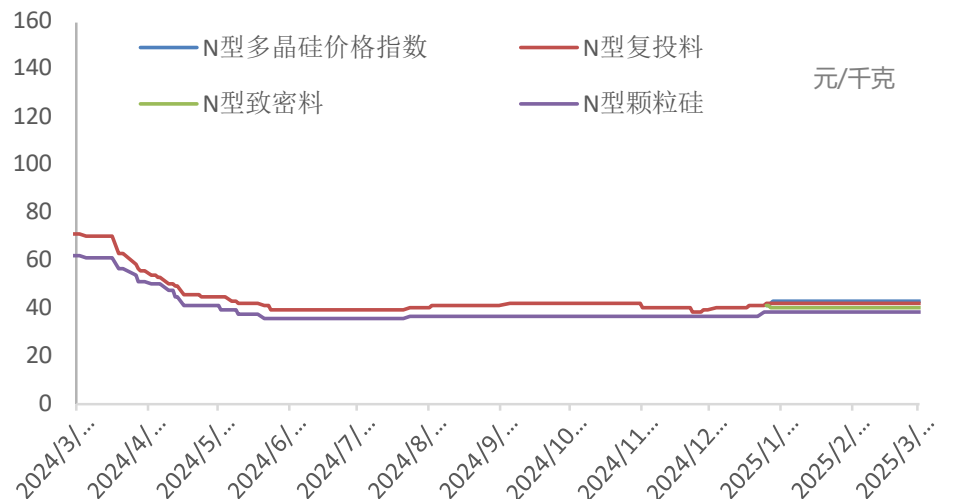
工业硅周度生产成本 (元/吨)



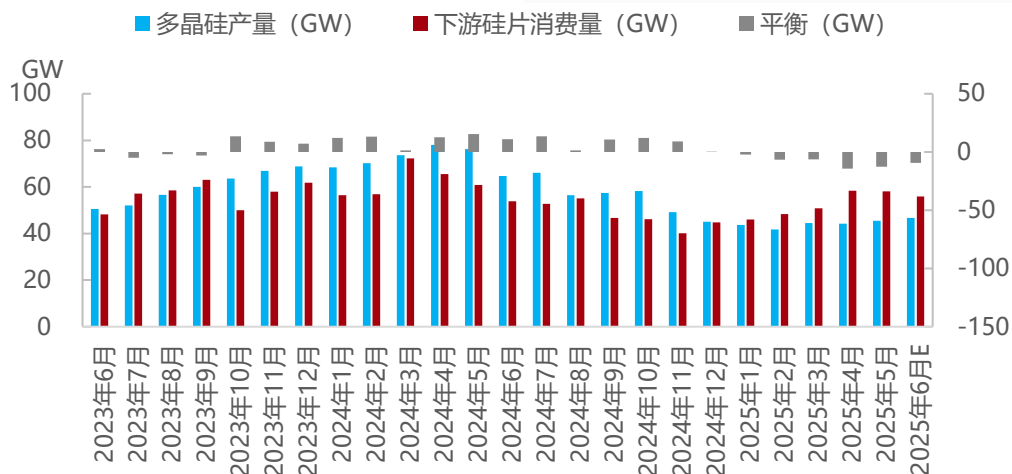
中国工业硅含交割库周度社会库存 (万吨)



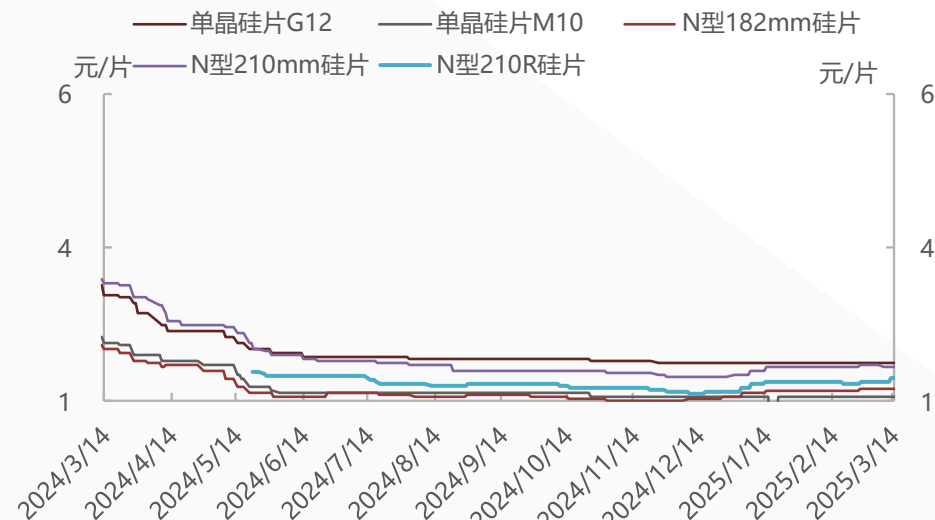
多晶硅价格走势 (元/千克)



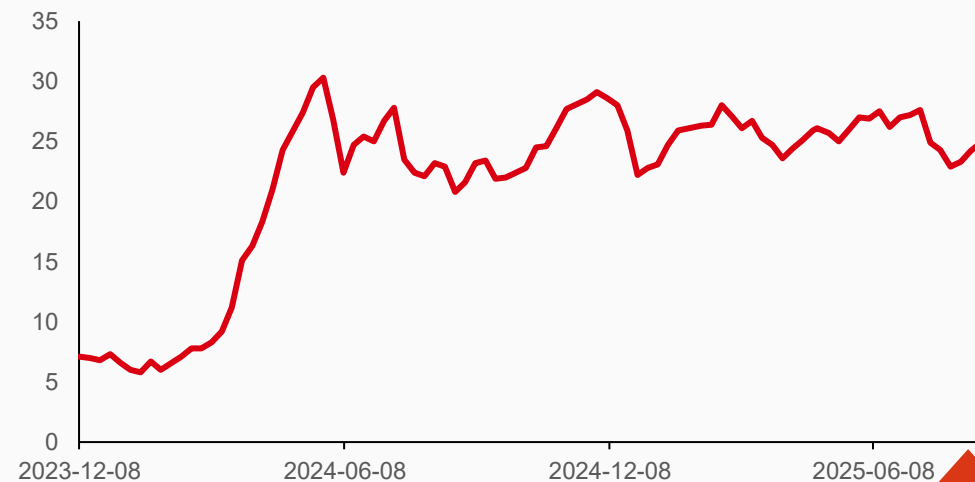
多晶硅供需平衡 (元/吨)



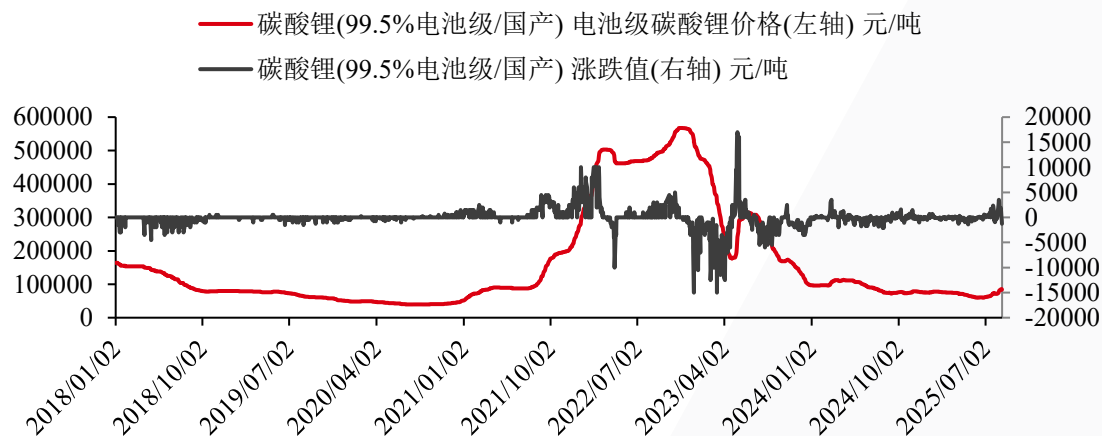
硅片价格走势 (元/片)



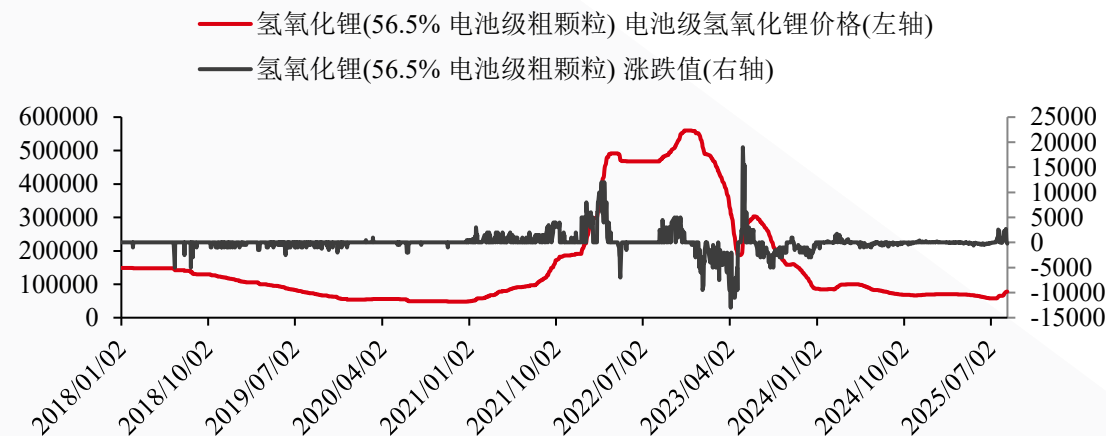
中国多晶硅库存 (万吨)



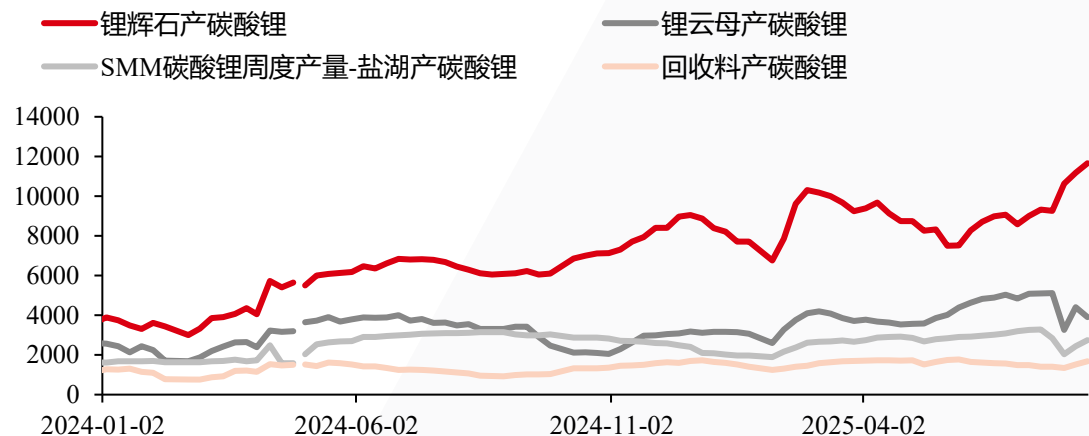
电池级碳酸锂(99.5%电池级/国产) 价格走势 (元/吨)



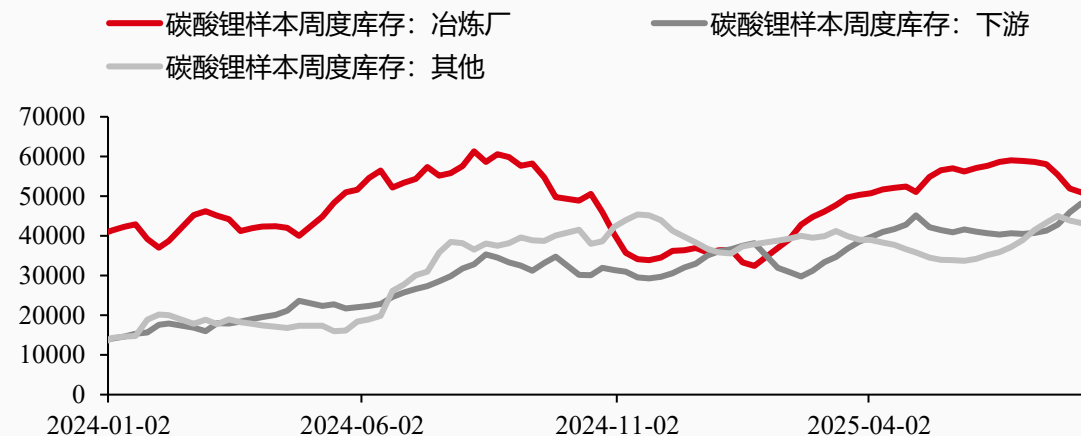
56.5% 电池级粗颗粒氢氧化锂价格走势 (元/吨)



碳酸锂周度产量 (吨)



SMM统计中国碳酸锂库存 (吨)



本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。



THANKS



涨乐期赢通APP



华泰期货研究院

公司总部：广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元

全国热线：400-628-0888

网址：www.htfc.com