

在 2024 年期间，铜精矿加工费（TC）价格自年初起便经历了显著的下滑，并在全年大部分时间维持在 10 美元/吨以下的低位，这一状况导致冶炼厂在处理散单时几乎无利可图。更令人担忧的是，这一趋势在 2025 年也未能立即得到扭转。目前，2025 年的 TC 长单价格尚未谈妥，市场普遍预期买卖双方能够暂时接受的价格大约在 35 美元/吨左右……

新能源&有色组铜年度研究报告

矿端平衡依然偏紧 铜价重心或仍向上

本期分析研究员



陈思捷

从业资格号: F3080232
投资咨询号: Z0016047



师橙

从业资格号: F3046665
投资咨询号: Z0014806



穆浅若

从业资格号: F03037416
投资咨询号: Z0019517

联系人



王育武

从业资格号: F03114162



矿端平衡依然偏紧 铜价重心或仍向上

研究院 新能源&有色组

研究员

陈思捷

☎ 021-60827968

✉ chensijie@htfc.com

从业资格号: F3080232

投资咨询号: Z0016047

师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号: F3046665

投资咨询号: Z0014806

穆浅若

☎ 021-60827969

✉ muqianruo@htfc.com

从业资格号: F03037416

投资咨询号: Z0019517

联系人

王育武

☎ 021-60827969

✉ wangyuwu@htfc.com

从业资格号: F03114162

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

当前,铜品种矿端供应紧张的局面难以改变,TC价格谈判仍陷于僵局之中,持续的低加工费可能会对未来冶炼厂的生产构成减产风险。此外,特朗普当选后,鉴于中国从美国进口的废铜量相对较大,在未来的“反制”措施中,中国废铜进口可能会受到影响。从需求层面来看,电力板块依然是较为稳定的增长点。然而,房地产及传统汽车板块的需求或仍对整体需求产生一定的拖累作用。光伏板块虽然维持增长态势,但其边际增速预计将有所放缓。新能源汽车行业在近年来渗透率不断提升的背景下,未来保持高速增长的可能性也相对较小。预计2025年国内铜需求总体增量约为2.2%,供需格局将维持小幅去库存的紧平衡状态。

核心观点

■ 市场分析

价格行情: 预计2025年铜价走势将相对曲折。年初之际,特朗普胜选可能导致美元持续保持强势,从而对铜价形成抑制作用。然而,鉴于特朗普对于高利率环境并不青睐,美联储在第一季度持续降息的可能性较大。从基本面来看,若TC长期合同谈判迟迟未能达成,当前的低TC水平将继续使冶炼厂面临减产风险。因此,第一季度铜价走势可能受到多重因素影响,难以形成单边行情,主要以震荡为主。进入第二季度,受“金三银四”消费预期的影响,以及矿端供应短缺问题逐步传导至冶炼端,铜价或出现小幅震荡走强。然而,商品价格仍会受到市场对美联储利率路径变化预期的影响。在基本面与宏观经济因素无法形成共振的情况下,铜价上行幅度将受到限制。第三、四季度可能是铜价相对偏强的时期。一方面,传统旺季需求的到来将提振铜价;另一方面,供应端干扰可能在此期间逐步显现,如冶炼检修增加等。此外,若美联储能持续推进降息政策,铜价预计将在在此期间创下高点。综合来看,预计全年铜价波动范围将在68,000元/吨至84,000元/吨之间。

矿端供应: 在2025年内,已确认将投产的项目(Committed projects)总量仅约为35万吨,全球铜精矿的总增量预计也仅接近64万吨。更为严峻的是,未来铜精矿的增量或将呈现出持续下滑的趋势。这一状况并非仅限于铜品种,事实上,绝大多数有色金属品种在未来均将面临矿端资源紧缺的局面。在极端情况下,资源缺口甚至可能超过80万吨。

冶炼端：通过分析国内主要冶炼企业的财务数据，可以发现，尽管当前多数冶炼厂的财务指标（例如流动比率）尚未出现明显下滑或发出预警信号，但其经营现金流在年内却呈现出持续下降的趋势。同时，个别企业流动比率的上升，也可能归因于当前国内冶炼厂缺乏足够的投资项目。若 2025 年内 TC 价格（包括长期合同与零散合同）持续维持在极低水平，将进一步加剧冶炼厂的现金流压力，从而可能引发企业减产的情况。就全球范围而言，2025 年已确认（Committed）的冶炼新增或扩建项目将达到 175 万吨（不考虑因 TC 价格过低持续推迟生产的情况），而这与矿山扩建项目的规模显然并不匹配

需求端：在基础设施建设可能因专项债券发行而实现相对稳定增长的背景下，电力板块亦将受益。目前，电力仍然是铜需求终端中最为稳定的组成部分。地产板块的信心尚待重塑，明年回归正增长的可能性相对较小，但有望逐步实现触底反弹。传统汽车或因新能源汽车渗透率持续抬升而继续受到冲击，但边际影响料将放缓。其余诸如家电以及电子等板块则会更多受到贸易争端的影响而存在较大的不确定性。值得注意的是，11 月 15 日，财政部与税务总局宣布取消铝材、铜材产品的出口退税政策。这一举措在短期内似乎对外盘构成利好，而对国内需求则产生了一定的负面影响。然而，一方面，铜材出口在国内总出口中的占比相对有限；另一方面，若终端出口因贸易争端而受到抑制，可能会促使铜材流向其他新兴生产型国家或地区。因此，对于取消出口退税政策对铜材需求的整体影响，需要辩证地进行分析 and 看待。预计 2025 年国内需求总量或有 2.2% 的小幅增长。

策略

单边：谨慎偏多

操作节奏：一季度，68,000 元/吨-77,000 元/吨间，高抛低吸

二、三季度，70,000 元/吨-72,000 元/吨，逢低买入套保

四季度，73,500 元/吨-83,500 元/吨间，高抛低吸

■ 风险

海外经济衰退、国内消费和产业政策不及预期等风险、海外流动性风险冲击

目录

策略摘要.....	2
核心观点.....	2
一、供应端	7
1.1 矿端资源仍偏紧俏 TC 价格维持低位	7
1.2 再生铜可进口品类拓宽 但特朗普胜选或对贸易产生一定阻碍	9
1.3 冶炼企业或面临更久亏损 未来不排除减产可能	12
1.4 矿端供需平衡未来仍持续偏紧	14
二、退税取消或略有负面影响 但铜材出口无需过度悲观	14
2.1 特朗普胜选或再加剧贸易争端风险	14
2.2 若部分终端品种出口受限 铜材出口或有所增加	15
三、终端.....	16
3.1、2025 年电网投资或超 7,000 亿元 电力板块增速依然稳健	16
3.2、传统汽车维稳 新能源汽车仍维持增长	18
3.3、地产板块预期仍在重塑之中	20
3.4、保交楼兑现对家电板块有所支撑 但出口则面临更大不确定性	21
3.5、电子板块在降息背景下仍保持乐观展望	22
四、库存.....	24
五、平衡.....	24

图表

图 1：国内铜精矿产量 单位：万吨	8
图 2：国内铜精矿进口量 单位：万吨	8
图 3：中国进口自美国废铜量 单位：万吨.....	11
图 4：国内再生铜进口量 单位：万吨	11
图 5：中国进口自美国废铜量 单位：万吨.....	12
图 6：中国进口自美国废铜比例 单位：%.....	12
图 7：国内精铜产量 单位：万吨	12
图 8：国内冶炼厂开工率 单位：%	12
图 9：TC 价格 单位：美元/吨.....	13
图 10：国内冶炼利润情况 单位：元/吨	13

图 11: 全球铜精矿供需平衡 单位: 万吨.....	14
图 12: 全球冶炼对铜精矿需求增长率 单位: %	14
图 13: 拜登政府各类品类新旧关税对比 单位: %	15
图 14: 中国铜材产量以及出口量 单位: 万吨	16
图 15: 铜材出口占比 单位: %.....	16
图 16: 电网计划与实际投资完成额 单位: 亿元、%	17
图 17: 火力发电与新增发电设备占比 单位: %	17
图 18: 中国:PPI:电线电缆:当月同比 单位: %	17
图 19: 铜铝在电缆方面增速预测 单位: %.....	17
图 20: 中国及全球光伏装机量 单位: GW	18
图 21: 中国及全球光伏组件产量 单位: GW.....	18
图 22: 中国传统汽车产量 单位: 万辆	19
图 23: 中国新能源汽车产量 单位: 万辆	19
图 24: 国内新能源车渗透率 单位: %	19
图 25: 国内汽车出口量 单位: 万辆、%.....	19
图 26: 国内新能源车产量与单耗 单位: 千克、万辆	20
图 27: 新能源车耗铜量 单位: 万辆	20
图 28: 国内地产投资开发完成额 单位: 亿元、%	21
图 29: 中国新开工与竣工面积 单位: 万平、%	21
图 30: 国内 30 城销售面积 单位: 万平.....	21
图 31: 中国贷款利率及 5 年期 LPR 单位: %	21
图 32: 国内空调产量 单位: 万台、%	22
图 33: 国内洗衣机产量 单位: 万台、%.....	22
图 34: 国内冰箱产量 单位: 万台、%	22
图 35: 国内主要家电品类出口量 单位: 万台、%	22
图 36: 中国集成电路产量 单位: 亿块	23
图 37: 中国光电子产量 单位: 亿台	23
图 38: 国内手机产量 单位: 亿台	23
图 39: 国内锂离子电池产量 单位: 亿台	23
图 40: 电子企业库存周转率 单位: 倍	23
图 41: 纳斯达克与美债收益率 单位: 点、%	23

图 42: LME 库存 单位: 万吨.....	24
图 43: SHFE 库存 单位: 万吨.....	24
图 44: 全球阴极铜库存 (含保税区) 单位: 万吨.....	24
图 45: 上海保税区库存 单位: 万吨.....	24
表 1: 2024 年前三季度主要矿企财报汇总 (万吨)	7
表 2: 国内主要矿企海外矿权 (万吨)	8
表 3: 2025 年已确认 (COMMITTED) 新增/扩建矿山项目 (万吨)	8
表 4: 废铜进口品类调整	9
表 5: 2025 年已确认 (COMMITTED) 新增冶炼项目 (万吨)	13
表 6: 2025 年其他可能新增冶炼项目 (万吨)	13
表 7: 2024-2025 年铜冶炼新增量 (万吨)	16
表 8: 中国与全球光伏板块耗铜量 (万吨)	18
表 9: 国内平衡表 (万吨)	24
表 10: 全球平衡表 (万吨)	25

一、供应端

1.1 矿端资源仍偏紧俏 TC 价格维持低位

在 2024 年期间，铜精矿加工费（TC）价格自年初起便经历了显著的下滑，并在全年大部分时间维持在 10 美元/吨以下的低位，这一状况导致冶炼厂在处理散单时几乎无利可图。更令人担忧的是，这一趋势在 2025 年也未能立即得到扭转。目前，2025 年的 TC 长单价格尚未谈妥，市场普遍预期买卖双方能够暂时接受的价格大约在 35 美元/吨左右。然而，如果 TC 长单价格进一步滑落至 30 美元/吨以下，冶炼厂将面临更为严峻的经营困境。。

就主要矿企的财务报告而言，除第一量子因巴拿马 Cobra 矿区的问题而出现相对较大的产量下滑外，其他矿企的整体产量仍呈现出小幅回升的态势。

表 1: 2024 年前三季度主要矿企财报汇总（万吨）

公司名称	2024Q 上半年产量	同比	2024 年 Q3 产量	2023 年产量
Barrick Gold Corp	8.3	-5.67%	4.8	19.05
BHP	85.31	+40.61%	暂无数据	186.47
Capstone Mining	8.3	+14.33%	暂无数据	16.43
First Quantum	20.83	-36.07%	11.61	70.75
Freeport	96.25	+4.38%	47.67	191.05
Grupo Mexico	55.16	+7.78%	28.09	102.99
Hudbay Minerals	6.33	+42.89%	暂无数据	13.17
KGHM	18.64	+1.53%	暂无数据	35.87
Lundin Mining	13.35	+17.0%	9.98	30.23
Southern Copper	48.28	+7.10%	25.22	91.1
Teck Resource	19.88	+64.30%	11.5	29.59
紫金矿业	47.05	——	暂无数据	——

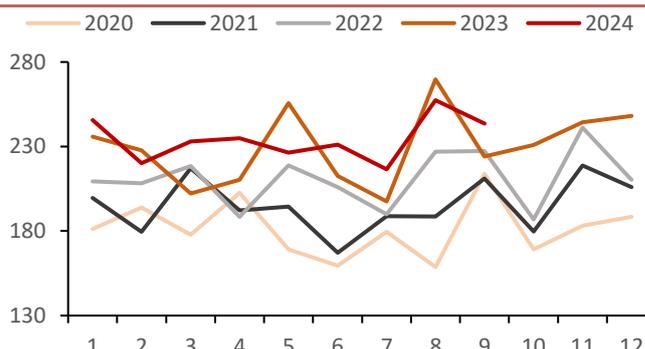
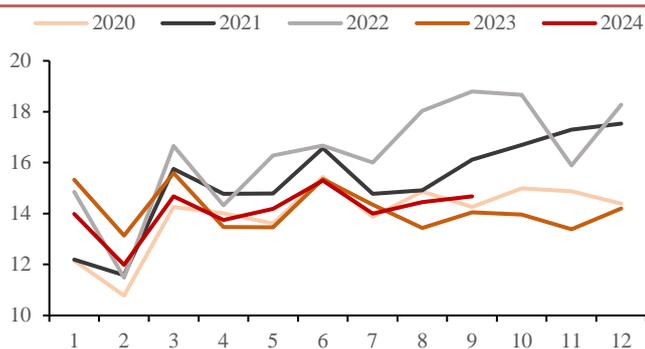
资料来源：公司公告 Bloomberg 华泰期货研究院

截至 2024 年 9 月（目前最新数据），国内铜精矿产量累计达到 123.26 万吨，与去年同期相比增长了 1.75%。同期，国内铜精矿的进口量达到 2,108 万吨，较去年同期增长了 3.59%。在进口来源方面，智利与秘鲁是主要供应国，两国的进口量合计约占总进口量的 57%。尽管目前国内企业在海外铜精矿领域的布局相对顺利，且紫金矿业与洛阳钼业等企业的海外布局规模较大，但与国内庞大的冶炼产能相比，矿端原料的供应仍然显得不足。

就 2025 年而言，据 CRU 统计，内已确认将投产的项目（Committed projects）总量仅约为 35 万吨，全球铜精矿的总增量预计也仅接近 64 万吨。更为严峻的是，未来铜精矿的增量或将呈现出持续下降的趋势。这一状况并非铜品种独有，事实上，绝大多数有色金属品种在未来均将面临矿端资源紧缺的困境。

图 1：国内铜精矿产量 | 单位：万吨

图 2：国内铜精矿进口量 | 单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

数据来源：SMM 华泰期货研究院

表 2：国内主要矿企海外矿权（万吨）

企业	矿区	矿权所有国	2023	2024E	2025E
紫金矿业	Kamoa-Kakula（刚果金）	中国	39.4	49	60
紫金矿业	Timok（塞尔维亚）	中国	23.9	26.7	26.7
洛阳钼业	TFM（刚果金）	中国	28.0	40.0	45.0
洛阳钼业	KFM（刚果金）	中国	11.4	15.0	15.0

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

表 3：2025 年已确认（Committed）新增/扩建矿山项目（万吨）

国家	矿区	所属公司	2025 年新增产能
乌兹别克斯坦	Almalyk Exp I	乌兹别克斯坦国家矿业公司	12
秘鲁	Chalcobamba	MMG	8
秘鲁	Toromocho	中国铝业	8
智利	Rajo Inca	Codelco	7
合计			35

资料来源：CRU 华泰期货研究院

1.2 再生铜可进口品类拓宽 但特朗普胜选或对贸易产生一定阻碍

2024年7月，海关总署及生态环境部等相关部门发布了关于规范再生铜、铝进口管理相关事宜的意见征询稿，并在经过意见征集与修订后，于同年11月15日正式开始实施该管理规定。

与2020年版的旧规定相比，新版本的规定在金属含量、夹杂物质等方面进行了更为宽松的调整。具体品类如下表所示：

表 4: 废铜进口品类调整

2020				2024		
类别	名称	表现特征	来源	类别	名称	表现特征
铜线	光亮线	由洁净、无涂层、无镀层、表面无氧化的纯铜线组成	电线电缆经剥离去除绝缘层后所得、铜加工或下游企业生产过程中产生的余料	铜线	光亮线	由洁净、无涂层、无镀层、表面无氧化的纯铜线组成
	1号铜线	由无涂层、无镀层、未烧过的纯铜线组成，允许带有导电连接用的纯铜件；表面允许有氧化			1号铜线	由无涂层、无镀层、未经处理的纯铜线组成，允许带有电连接用的纯铜件；表面允许有氧化
	2号铜线	由使用过的或经过燃烧处理的旧铜线组成，允许表面有涂层、镀层			2号铜线	由使用过的或经处理的旧铜线组成，允许表明有镀层，含少量涂料
铜米	1号铜米	由洁净、无涂层、无镀层、表面无氧化的颗粒状、短棒状或片状的纯铜组成，无其他金属	电线电缆经机械切碎，分离，去除绝缘层后所得	铜米	1号铜米	由洁净、无镀层、形状均一的颗粒状、短棒状或片状纯铜组成，无其他金属
	2号铜米	由颗粒状、短棒状或片状的			2号铜米	由混有镀层、形状均一的颗粒

		纯铜组成，允许有微量的其他金属，允许表明有少许氧化				状、短棒状或片状纯铜组成，表面允许有少量氧化；允许有微量的其他金属颗粒
	3号铜米	由混有涂层、镀层的颗粒状、短棒状或片状的纯铜组成，允许含有微量的其他金属				
铜加工材	1号铜材	由洁净的纯铜管、带、板、棒、线及其他形状纯铜件混合组成	家用电器、机械设备、电气设备、装饰材料、换热器等经拆解，分选后所得。以及铜加工或下游企业生产过程中产生的余料	混合铜料	1号铜料	由洁净的纯铜管、带、板、棒、线及其他形状纯铜件混合组成
	2号铜材	由纯铜管、带、板、棒、线及其他形状纯铜件混合组成。允许还有直径1.6mm以上的经过燃烧处理的纯铜线、焊接头及表面镀层			2号铜料	由纯铜管、带、板、棒、线及其他形状纯铜件混合或由混杂的各类纯铜制品，或处理后的纯铜碎料组成。表面允许有氧化和镀层
	3号铜材	由混杂的各种纯铜制品组成			镀白紫铜	由表面镀锡、镀锌或镀镍的纯铜零部件，加工余料，铜线（丝）等组成
破碎铜	破碎铜	由经破碎、分选等处理后的纯铜碎料组成	汽车、家用电器、机械设备、电气设备、装修			

			材料等经破碎、分选后所得			
镀白紫铜	镀白紫铜	由表面镀锡、镀锌或镀镍的纯铜零部件、边角料铜线（丝）等组成	铜加工或下游企业生产过程中产生的余料			

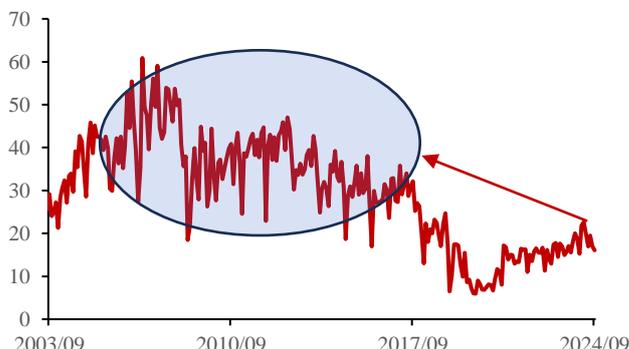
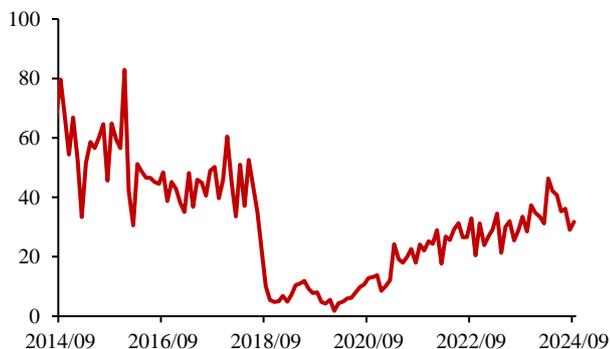
资料来源：富宝咨询 华泰期货研究院

在当前国内铜精矿供应相对紧张，且电解铜产量未来可能面临较大干扰风险的背景下，废铜将成为愈发重要的补充资源。据上海有色网（SMM）预测，至 2030 年，国内废铜总供应量有望达到 500 万吨左右。随着再生铜进口品类的进一步放宽，未来废铜进口量有望向 2020 年废铜进口规则调整前的水平靠拢。

然而，就 2025 年的情况来看，目前面临美国政府换届带来的不确定性，而胜选的特朗普以往曾采取过相对激进的贸易保护主义政策，因此不排除在其在下一任期中再度推出一系列有碍双边贸易的政策。中国方面也可能采取相应的反制措施，这将可能对部分品类的贸易流通造成影响。在铜产业链中，与美国关联最直接且紧密的部分便是废铜进口，其进口量在高峰期可达总进口量的 20%。虽然国家此前颁布了再生铜进口新规，扩大了可接纳的再生铜品类范围，但若未来贸易争端再起，部分品种的关税再度被调整，那么在铜精矿资源本就相对紧缺的当下，铜品种的供应可能会受到更为显著的影响。

图 3：中国进口自美国废铜量 | 单位：万吨

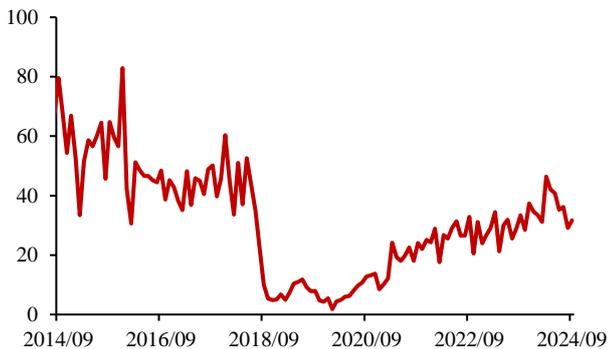
图 4：国内再生铜进口量 | 单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

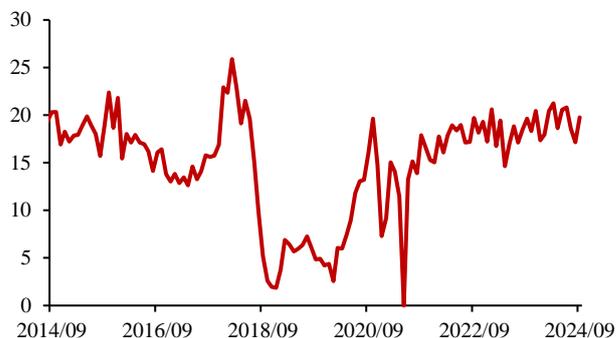
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 5：中国进口自美国废铜量 | 单位：万吨



数据来源：海关总署 SMM 华泰期货研究院

图 6：中国进口自美国废铜比例 | 单位：%



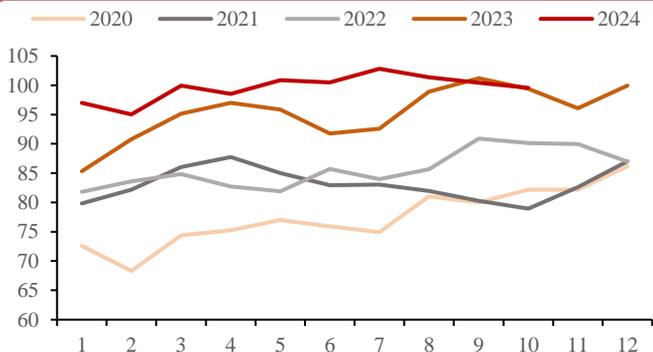
数据来源：海关总署 SMM 华泰期货研究院

1.3 冶炼企业或面临更久亏损 未来不排除减产可能

当前，国内 TC 价格长时间维持在较低水平，而 2025 年的 TC 价格仍在谈判中，市场预期其在 30 美元/吨左右。而这一价格对于多数国内冶炼企业而言，仅能勉强维持运营。倘若副产品价格回落，则许多冶炼企业仍可能面临亏损的困境。在今年，现货散单几乎无法为冶炼厂盈利，多数冶炼厂依赖去年的长单维持运营。因此，1 至 10 月，国内精铜产量达到 996 万吨，同比增长 5.06%。随着矿端供应持续偏紧，加之国内“公平竞争”条例对再生铜使用的影响，企业对于涉废原料选用相对谨慎，导致国内冶炼厂开工率持续下滑。

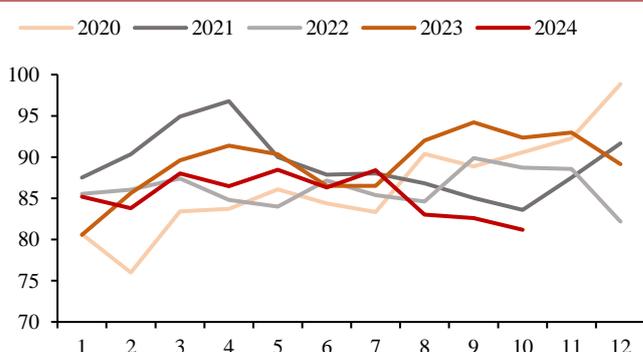
展望 2025 年，国内主要冶炼企业的财务数据显示，尽管目前财务指标尚未出现显著下滑或发出预警信号，但其经营现金流在年内已呈现出持续下降的趋势。同时，个别企业流动比率的上升，也可能与国内冶炼厂当前缺乏足够的投资项目有关。若 2025 年内 TC 价格（包括长单与散单）持续维持在极低水平，将进一步加剧冶炼厂的现金流压力，从而可能引发企业减产的情况。

图 7：国内精铜产量 | 单位：万吨



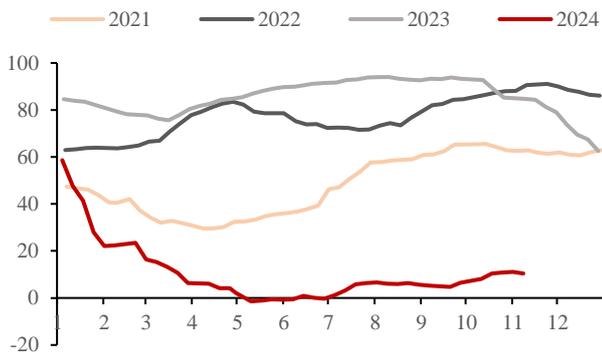
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 8：国内冶炼厂开工率 | 单位：%



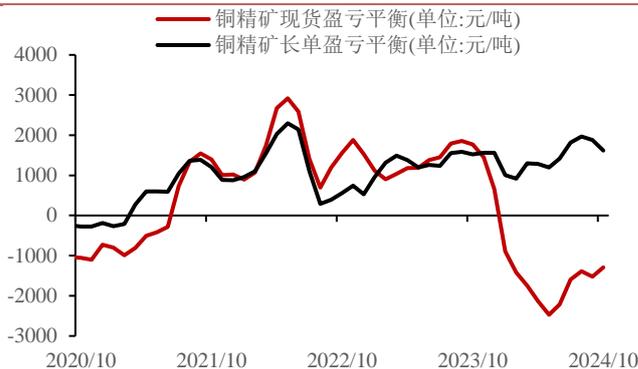
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 9: TC 价格 | 单位: 美元/吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 10: 国内冶炼利润情况 | 单位: 元/吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

就全球范围而言, 2025 年已确认 (Committed) 的冶炼新增或扩建项目将达到 175 万吨, 而这与矿山扩建项目的规模显然并不匹配。

表 5: 2025 年已确认 (Committed) 新增冶炼项目 (万吨)

国家	矿区	所属公司	2025 年新增产能
刚果共和国	Kamoa	艾芬豪/紫金矿业	50
赞比亚	Kansanshi II	第一量子	11.5
美国	Augusta Expansion	奥鲁比斯	3.5
中国 (大陆)	赤峰金通二期	赤峰金通铜业	30
中国 (大陆)	防城港二期	广西金川有色	30
中国 (大陆)	金冠二期	铜陵有色	50
合计			175

资料来源: CRU SMM 华泰期货研究院

表 6: 2025 年其他可能新增冶炼项目 (万吨)

国家	矿区	所属公司	2025 年新增产能
中国 (大陆)	威海恒邦	恒邦股份	8
德国	汉堡再循环项目扩张	奥鲁比斯	3
美国	美国冶炼公司	Hayden 项目重启	19
合计			30

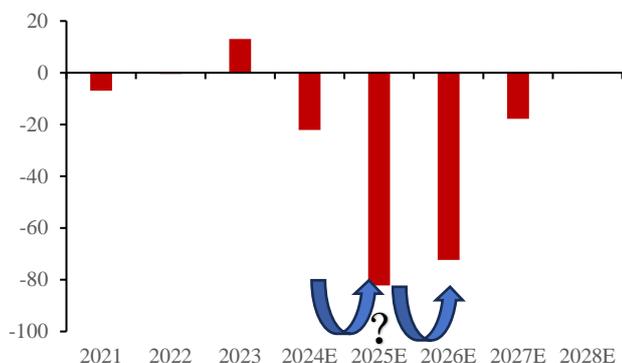
资料来源: CRU 华泰期货研究院

1.4 矿端供需平衡未来仍持续偏紧

正如上文所述,预计到2025年,新增矿山项目的产能将达到约64万吨,然而,已确认的新增及扩建冶炼产能则高达约175万吨。由此可见,矿端供应持续紧张的局面难以扭转,铜精矿供不应求的状况可能直至2028年方有望得到根本性改善。

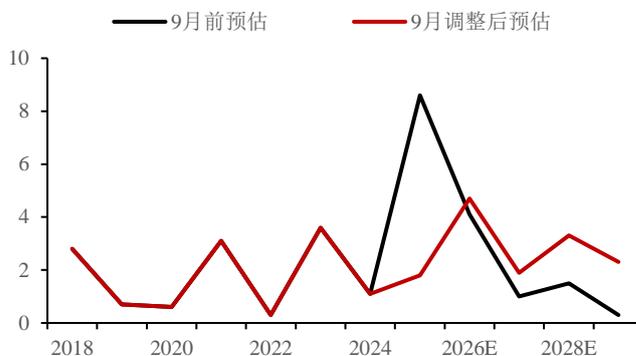
若铜精矿供应紧张的预期持续存在,受此影响,TC价格或将维持在低位。在此情境下,冶炼厂有可能会推迟投产计划,从而使得未来几年的供应缺口可能不会如预期那般严重。

图 11: 全球铜精矿供需平衡 | 单位: 万吨



数据来源: SMM CRU 华泰期货研究院

图 12: 全球冶炼对铜精矿需求增长率 | 单位: %



数据来源: CRU 华泰期货研究院

二、退税取消或略有负面影响 但铜材出口无需过度悲观

尽管铜材的表现与其对应的终端应用之间存在着直接的关联性(终端情况将在下文进一步讨论),但在铜材出口方面,表面上看,某些铜材可能会因贸易争端而受到影响。然而,从另一方面来说,如果部分终端产品同样受到贸易争端的影响,这反而可能会促使相关产业发生转移,进而增加铜材向其他生产集中地区的出口量,从而扩大铜材的整体出口规模。因此,在2025年,我们需要持续关注政策动态,辩证地分析贸易争端对铜材出口所带来的影响。

2.1 特朗普胜选或再加剧贸易争端风险

原本在海外市场可能步入降息周期的预期下,2025年铜材出口存在一定向好预期。但然而,特朗普的胜选加剧了市场对未来贸易争端加剧的担忧。在此背景下,11月15日,财政部与税务总局联合宣布,取消铝材、铜材以及化学改性动植物油脂等产品的出口退税政策。同时,还将部分成品油、光伏产

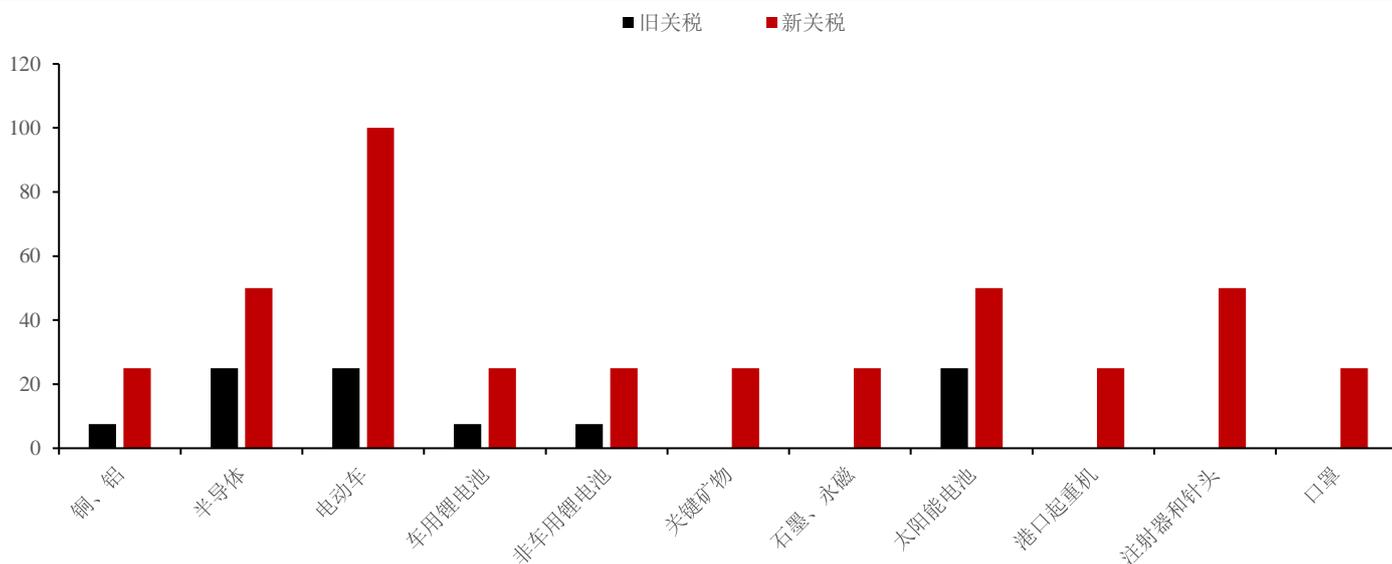
品、电池及部分非金属矿物制品的出口退税率从 13%下调至 9%。

从宏观层面看,这有助于优化国内产业结构,激励相关企业缩减低附加值产品的出口规模,将更多资源倾注于技术创新和产品升级之中,从而增强产业的整体竞争力。此外,这一措施还能在一定程度上缓解国内资源与能源供应的紧张态势,有助于促进国内市场的供需实现更加均衡的状态。

从国际贸易角度分析,短期内,可能会对相关出口企业造成一定冲击,导致国际市场上的供应状况与价格水平出现波动。然而,从长期来看,有利于优化国际贸易结构,减少贸易摩擦,在当前背景下显得尤为适时与恰当。

特朗普政府的关税政策不仅全面涵盖了拜登时期的相关内容,而且参照其上一任期所实施的四轮贸易制裁清单,涉及商品的总金额已超过 5000 亿美金。在短短两年内,对中国进口商品的平均关税从不足 5%迅速攀升至接近 20%,涵盖范围广泛,包括钢铝材料、纺织服装、机械设备(如工具机)、车辆、家用电器、太阳能组件以及消费性电子产品等。

图 13: 拜登政府各类品类新旧关税对比 | 单位: %



数据来源: 美国白宫 华泰期货研究院

2.2 若部分终端品种出口受限 铜材出口或有所增加

截至 2024 年 10 月,国内铜材产量累计达到 1632.94 万吨,同比下降 1.20%,而出口量则达到 61.23 万吨,同比上涨 19.98%。出口量占铜材总产量的比例仅为 3.75%。因此,仅从这一角度来看,取消出口退税政策对铜材整体供需格局的实质性影响较为有限。

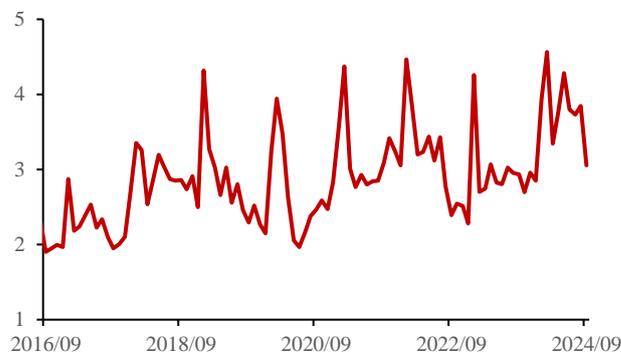
然而，鉴于部分终端产品可能会受到贸易争端的影响，可能促使相关企业增加对初级价格材料的出口。因此需辩证看待贸易争端对铜品种出口的影响。

图 14：中国铜材产量以及出口量 | 单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 15：铜材出口占比 | 单位：%



数据来源：SMM 华泰期货研究院

三、终端

3.1、2025 年电网投资或超 7,000 亿元 电力板块增速依然稳健

自 2013 年起，中国着手逐步推进电网建设的优化进程，并在此基础上，后续实施了一系列政策措施。这些措施的主要目的在于加大对配电网建设与改造的力度，进而提升电网对可再生能源的吸纳能力，以有效应对新能源领域的快速发展。

表 7：2024-2025 年铜冶炼新增量（万吨）

时间	相关文件	规划内容
2013	《配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）》	加大配电网建设改造力度
2015	《关于加快推进生态文明建设的意见》	推动智能电网发展，加强能源输送网络建设
2016	《电力发展“十三五”规划》	优化电网结构，提升电网智能化水平
2020	《关于扩大战略性新兴产业投资 培育壮大新增长点增长极的指导意见》	推进智能电网建设，加大电力物联网建设
2021	《“十四五”现代能源体系规划》	加强电网基础设施建设，优化电网结构
2022	《“十四五”可再生能源发展规划》	提升电网对可再生能源消纳能力，加强电网建设
2024	《中国的能源转型》白皮书	增加非化石消费比例 1%/年，至 2030 年达 25%

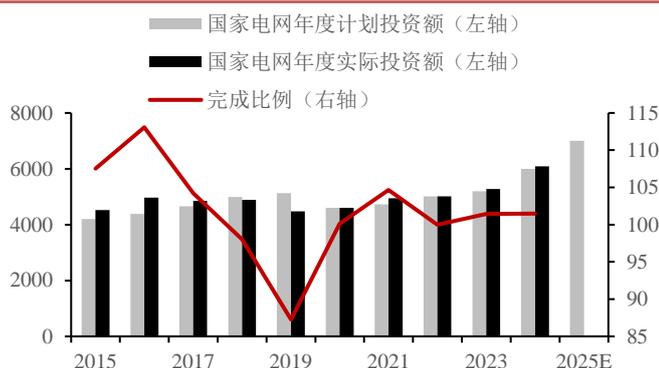
资料来源：国家电网 十四五规划 发改委 华泰期货研究院

国家电网在 2024 年的投资额预计将超过 6000 亿元，而 2025 年的投资额则有望突破 7000 亿元大关。根据“十四五”规划，2024 年特高压基建投资预计将达到近 900 亿元，2025 年则可能接近 1000 亿元。回顾过去十年，国家电网的投资计划仅在 2018 年和 2019 年未能全额完成。因此，电力投资预计仍将是 2025 年铜品种终端需求中最为稳健的领域。同时，在各类扶持政

策蓄势待发，且地方政府更加关注经济增长的背景下，传统能源所受的限制或有所放宽。据此预测，2025年传统电力的增速或可达到约7%。

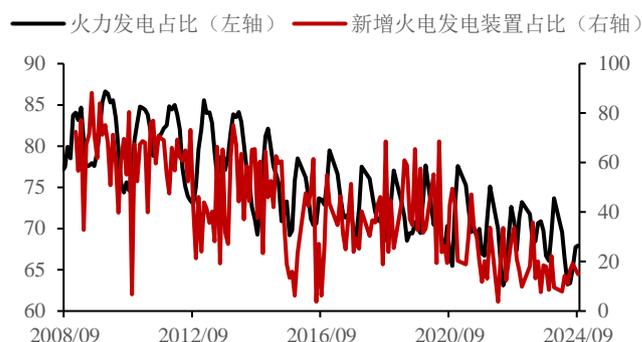
就能源转型而言，近年来国内新增装机设备及发电总量中，火力发电的占比已显著下降，这充分彰显了国家对新能源发展的坚定决心。

图 16: 电网计划与实际投资完成额 | 单位: 亿元、%



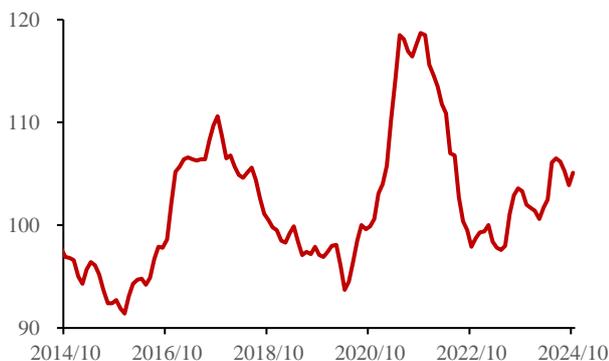
数据来源: SMM CRU 华泰期货研究院

图 17: 火力发电与新增发电设备占比 | 单位: %



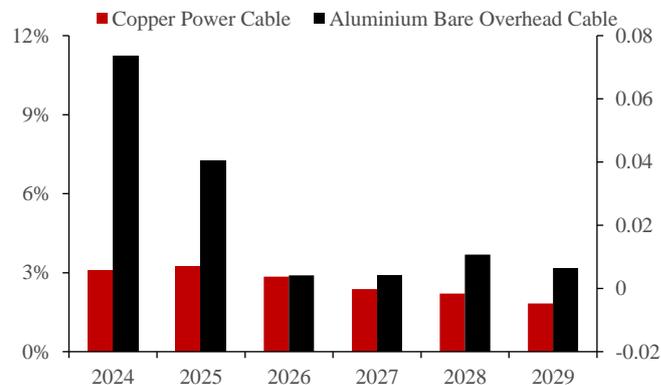
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 中国:PPI:电线电缆:当月同比 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 铜铝在电缆方面增速预测 | 单位: %

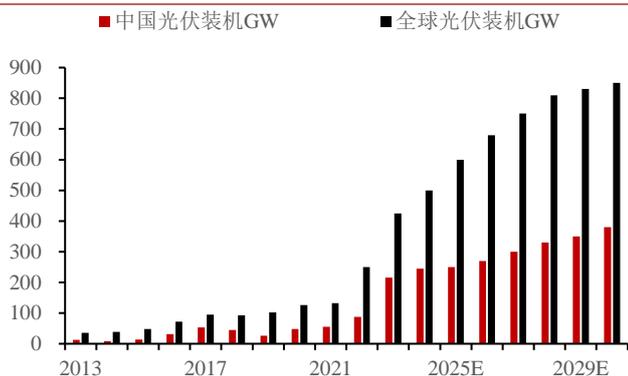


数据来源: CRU 华泰期货研究院

就光伏板块而言，尽管当前光伏行业正面临产能过剩及行业利润大幅压缩的困境，但国家对“双碳”政策的坚定执行与对新能源发展的高度重视依然未变。因此，未来新能源板块仍将是铜需求增长的重要源泉。

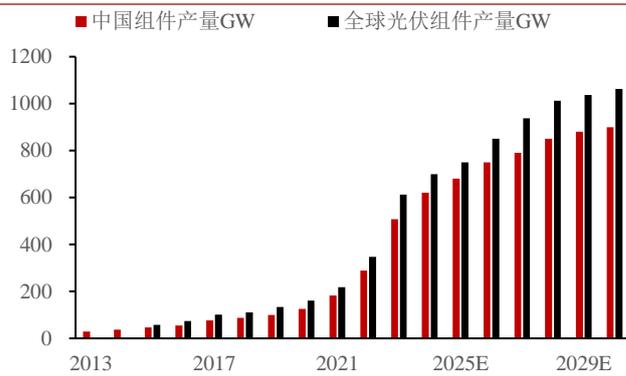
然而，在特朗普政府执政的情景下，政策或将对国内光伏组件的出口及整个新能源板块的发展构成一定阻碍。鉴于此，2025年国内光伏组件的增量预计约为9%，而装机增量的水平则可能下降至仅2%。

图 20: 中国及全球光伏装机量 | 单位: GW



数据来源: 彭博新能源 中国光伏业协会 华泰期货研究院

图 21: 中国及全球光伏组件产量 | 单位: GW



数据来源: 彭博新能源 中国光伏业协会 华泰期货研究院

表 8: 中国与全球光伏板块耗铜量 (万吨)

年份	中国光伏耗铜	全球光伏耗铜
2020	36	57
2021	50	60
2022	80	113
2023	152	191
2024E	182	225
2025E	196	270
2026E	215	306
2027E	230	338
2028E	248	365
2029E	259	374
2030E	269	383

资料来源: 中国光伏业协会 彭博新能源 华泰期货研究院

3.2、传统汽车维稳 新能源汽车仍维持增长

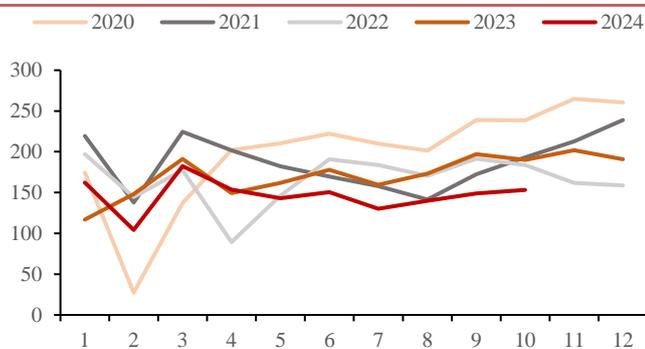
2024年1-10月,国内传统汽车产量为1468.5万辆,同比下降11.80%。与此同时,新能源汽车产量达到977.3万辆,同比上涨33.80%,全年新能源汽车的整体渗透率已达40%,其中10月的渗透率已逼近50%。这一增长态势部分得益于国家报废更新政策及各地以旧换新政策的推动,加之“金九银十”的季节性销售规律,共同维持了新能源汽车市场的强劲动力。然而,这种高增长也可能对未来消费产生一定的“透支”效应。

在出口方面,根据乘联会统计,10月乘用车出口量为44.1万辆,同环比

增长分别为 13.0%和 2.0%,2024 年前 10 个月的累计出口量为 399.1 万辆,同比增长 30.0%。其中,新能源乘用车 10 月的出口量为 12.0 万辆,同环比增长分别为 10.4%和 13.7%,前 10 个月的累计出口量为 108.8 万辆,同比增长 27.7%。

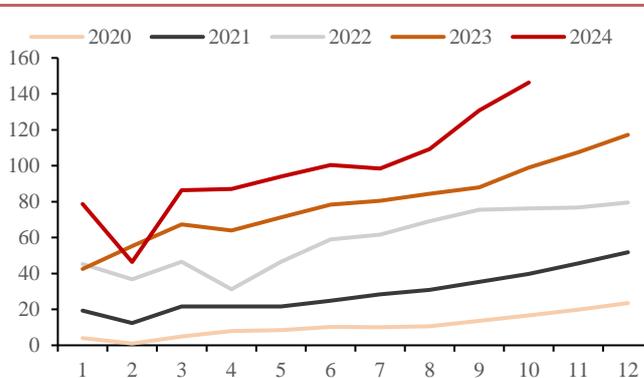
展望 2025 年,预计新能源汽车仍将维持正增长,但增速相较于今年将有所放缓,预计增幅在 16%左右。随着新能源汽车渗透率的不断提高,传统汽车市场受到的挤压或将有所缓解,因此,在 2025 年期间,传统汽车的下降幅度预计也将放缓至 5%左右。

图 22: 中国传统汽车产量 | 单位: 万辆



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 23: 中国新能源汽车产量 | 单位: 万辆



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 24: 国内新能源车渗透率 | 单位: %

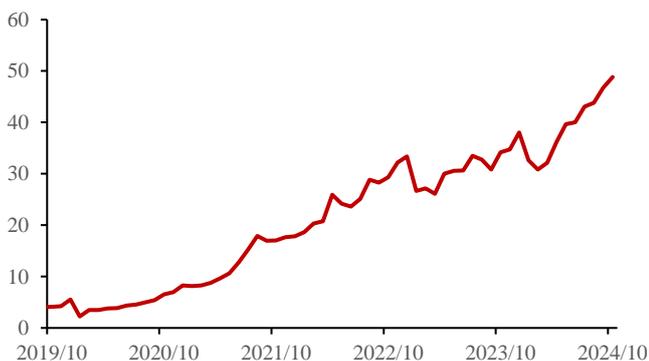
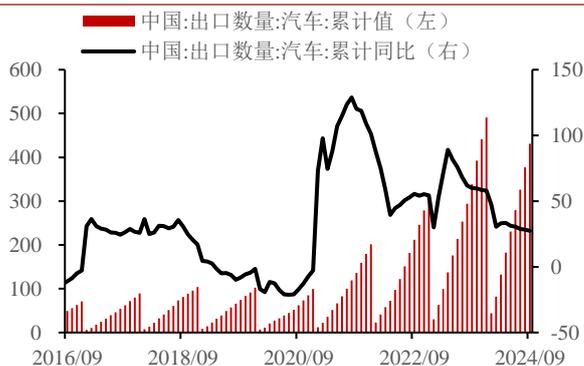
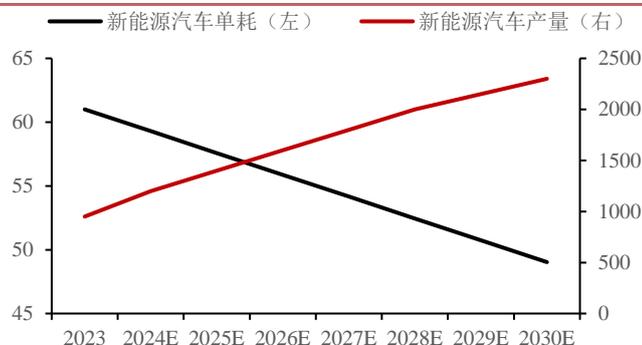


图 25: 国内汽车出口量 | 单位: 万辆、%



数据来源：SMM 华泰期货研究院

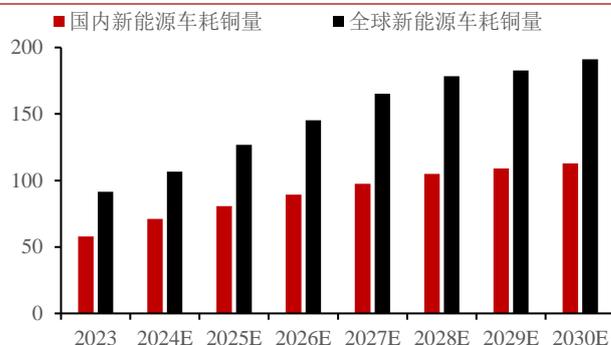
图 26: 国内新能源车产量与单耗 | 单位：千克、万辆



数据来源：彭博新能源 CRU 华泰期货研究院

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 27: 新能源车耗铜量 | 单位：万吨



数据来源：彭博新能源 CRU 华泰期货研究院

3.3、地产板块预期仍在重塑之中

2024 年 9 月，政治局会议及一系列政策举措为房地产市场“止跌企稳”提供了有力支撑，各部委协同有望加速市场预期修复，促进量价企稳，这同样有助于地产板块的估值修复。然而，就当下数据来看，截止 10 月，国内房地产投资开发完成额仍累计下降 10.30%。同时，截止 9 月数据，国内新开工面积整体下降 22.2%，竣工面积整体下降 24.4%。

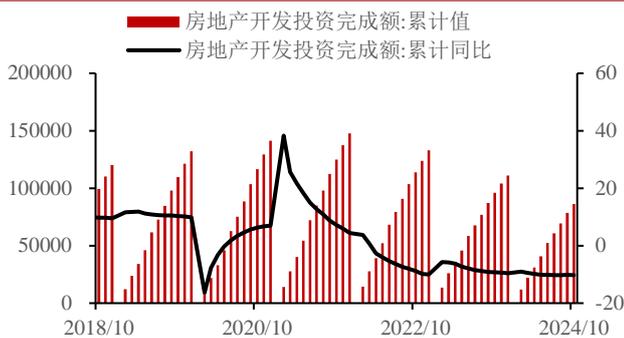
但从房地产销售领域观察，据中指院消息，10 月新房市场成交情况显著改善，重点 100 城新建商品住宅成交面积环比增长约 40%。

在保交楼方面，住建部表示，保交房正在有力推进，截至目前，全国范围内已交付 285 万套。为了更好地完成保交房任务，各地根据自身实际情况，制定并实施了一系列创新策略，始终保持高度的统筹协调。通过强化政府调度、督促企业实施“瘦身自救”、激励银行提供融资支持、加强司法保障、分类处置问题项目等措施，层层压实责任，加速推进保交房工作。在各地各部门的不懈努力下，全国 297 个地级及以上城市均已建立起房地产融资协调机制。该机制的有效运行，推动了银行不断优化房地产开发贷款管理流程，创新信贷融资模式，为众多房地产项目解决融资难题提供了有力支持。截至 10 月 31 日，房地产“白名单”项目贷款审批通过的总金额已超过 3 万亿元。

此外，5 年期以上 LPR 的下调，将进一步减轻购房者的经济负担，有利于激发购房需求的释放。配合住建部、央行、财政部等部委近期出台的一系列政策“组合拳”，有望汇聚成更为强大的推动力，促进房地产市场实现“止跌

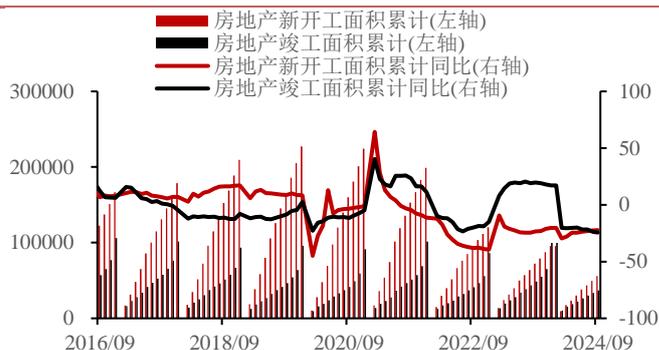
回稳”。展望 2025 年，地产板块（包括新屋开工与竣工）立即呈现正增长的可能性依然较低。尽管如此，相较于 2024 年，其走弱幅度或将有所收窄，预计新屋开工的降幅可能会缩减至 10%左右。

图 28: 国内地产投资开发完成额 | 单位: 亿元、%



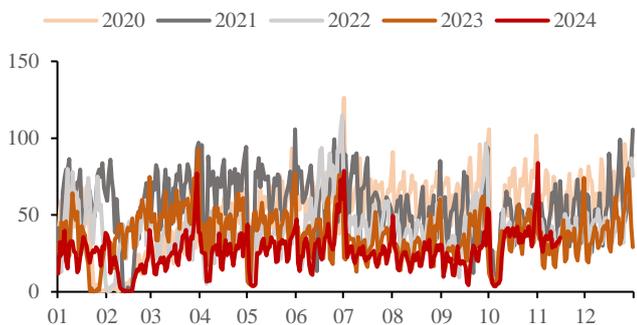
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 中国新开工与竣工面积 | 单位: 万平、%



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 30: 国内 30 城销售面积 | 单位: 万平



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 31: 中国贷款利率及 5 年期 LPR | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

3.4、保交楼兑现对家电板块有所支撑 但出口则面临更大不确定性

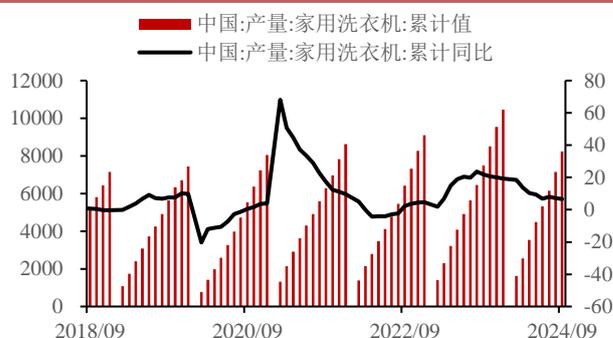
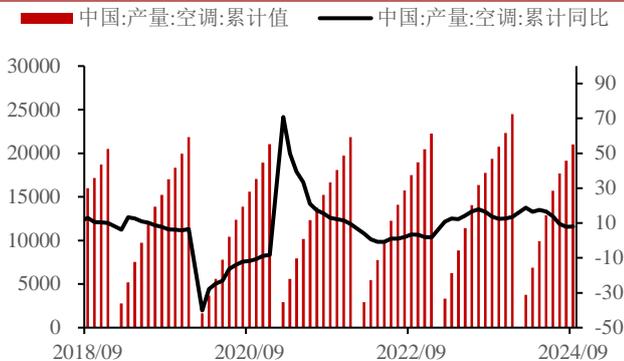
2024 年 1 月至 10 月期间，国内空调产量达到 2.1 亿台，同比增长 8%；洗衣机产量达到 8242.70 万台，同比增长 6.7%；冰箱产量则为 7742.12 万台，同比上涨 7.5%。总体而言，在当前房地产新开工及竣工项目均出现较大幅度下滑的背景下，保交楼政策对家电需求起到了一定的提振作用。

展望 2025 年，地产板块或可能出现边际性好转，但短期内仍难以展现出明显的增长态势。保交楼政策的持续推进有望继续为家电消费带来利好，然而，未来全球范围内可能兴起的贸易保护主义政策，或将对原本因海外降息

而有所好转的家电需求预期造成较大的压制影响。

图 32: 国内空调产量 | 单位: 万台、%

图 33: 国内洗衣机产量 | 单位: 万台、%

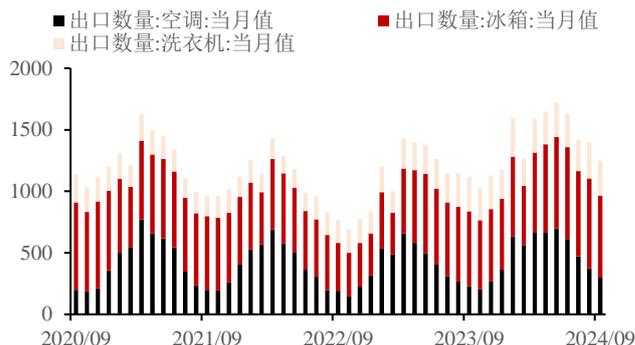
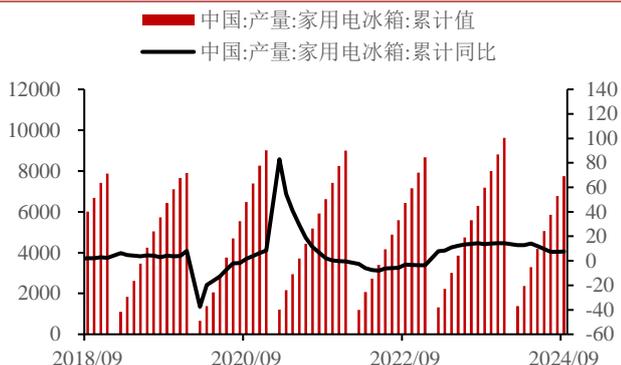


数据来源: Wind 华泰期货研究院

数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 34: 国内冰箱产量 | 单位: 万台、%

图 35: 国内主要家电品类出口量 | 单位: 万台、%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

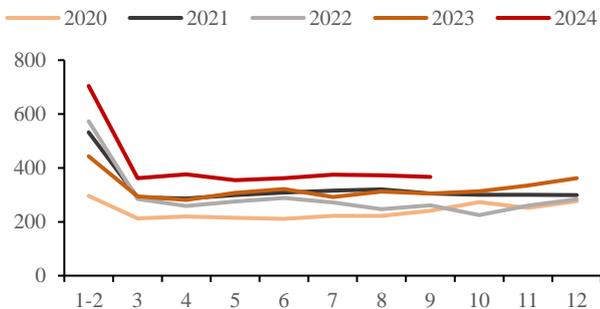
数据来源: Wind 华泰期货研究院

3.5、电子板块在降息背景下仍保持乐观展望

2024年1月至10月,国内集成电路产量达到了3156亿块,同比上涨26%;光电子器件产量则达到了13718.4亿块,同比上涨21.4%;同期,手机产量也实现了11.8亿台,同比上涨9.8%。目总体来看,当前电子板块呈现出向好的发展趋势。然而,若深入观察主要电子芯片企业的库存周转率,可以发现其相较于疫情前仍存在一定的差距。

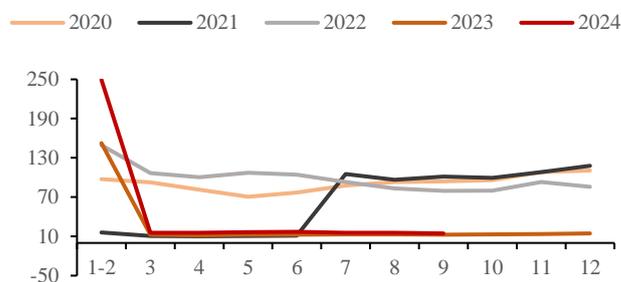
步入2025年,所面临的外部环境因素将更为复杂多变。一方面,海外降息对于科技企业而言是一个相对有利的因素,这一点可以从美债利率与纳斯达克指数之间较为明显的负相关性中得以印证。但另一方面,特朗普的胜选也可能导致贸易保护主义势头再度抬头,进而对科技产业造成一定的冲击。

图 36: 中国集成电路产量 | 单位: 亿块



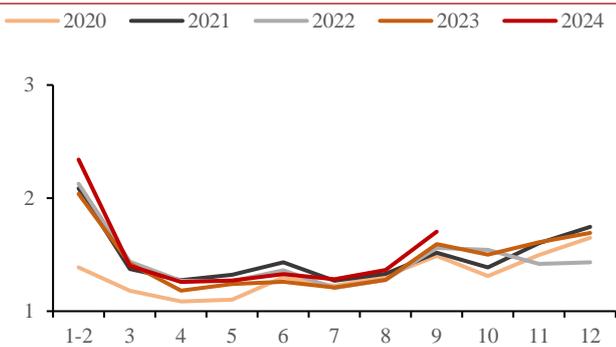
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 37: 中国光电子产量 | 单位: 亿台



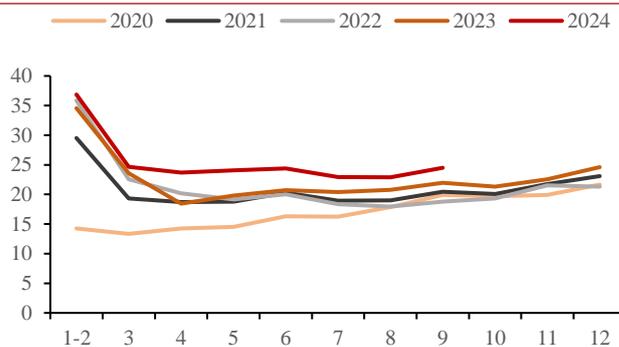
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 38: 国内手机产量 | 单位: 亿台



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 39: 国内锂离子电池产量 | 单位: 亿台



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 40: 电子企业库存周转率 | 单位: 倍

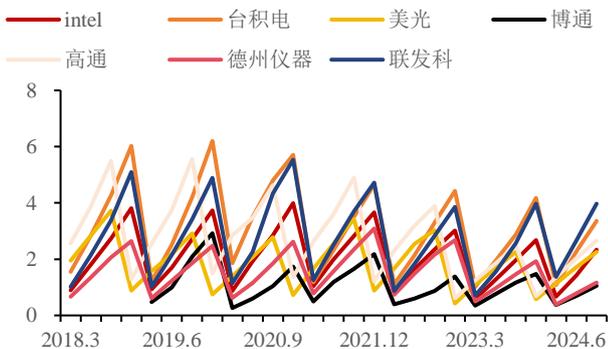
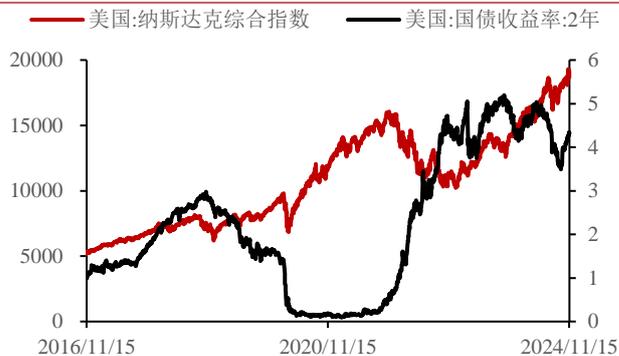


图 41: 纳斯达克与美债收益率 | 单位: 点、%



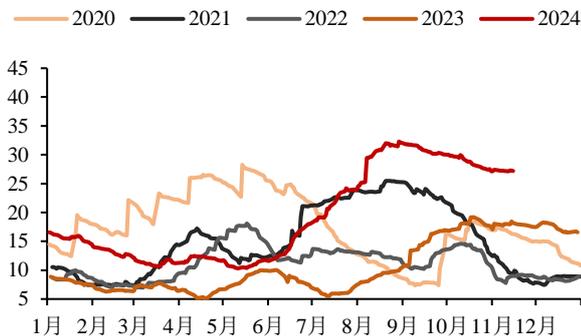
数据来源: Wind 华泰期货研究院

数据来源: Wind 华泰期货研究院

四、库存

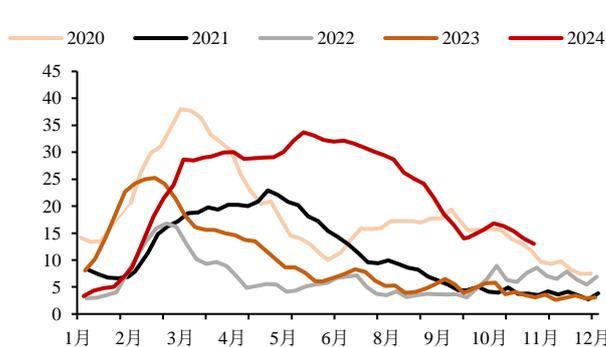
在 2024 年期间, LME 库存量累计增加了 10.62 万吨, 总库存量达到 27.19 万吨; 上期所库存量也累计上升了 9.96 万吨, 至 13.05 万吨; 同时, 上海保税区库存量增加了 5.21 万吨, 达到 5.86 万吨。尽管如此, 从整体上来看, 当前的库存水平仍然保持在相对不高的范围内。

图 42: LME 库存 | 单位: 万吨



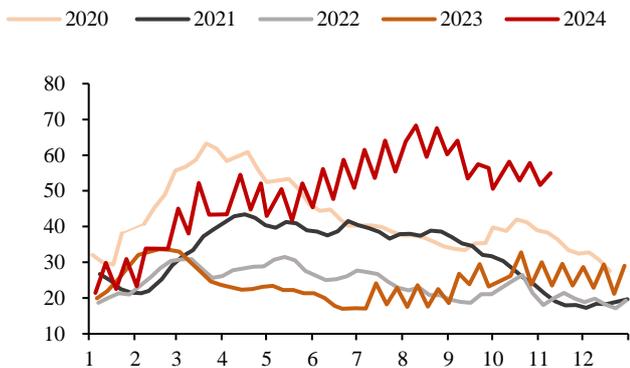
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 43: SHFE 库存 | 单位: 万吨



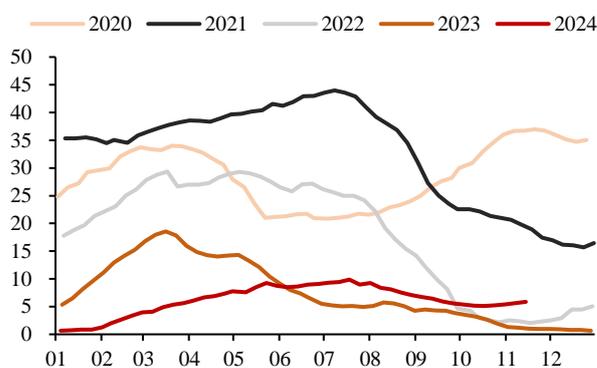
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 44: 全球阴极铜库存 (含保税区) | 单位: 万吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 45: 上海保税区库存 | 单位: 万吨



数据来源: Wind SMM 华泰期货研究院

五、平衡

步入 2025 年, 冶炼企业所面临的干扰或将加大, 这可能导致产量供应增速出现相对明显的放缓。尽管整体需求依然保持正增长态势, 但在光伏板块边际增速明显下滑的影响下, 预计铜总体需求 (精铜+废铜) 或在 2.2% 左右。

表 9: 国内平衡表 (万吨)

年份	精铜量	同比	净进口	同比	表需	同比	实际	同比	平衡	库存	废铜消费	同比	总需求	同比
2020	930	4.0%	431	37.7%	1361	12.8%	1291	7.1%	<u>70</u>	55.9	75	44.2%	1366	8.7%
2021	998	7.3%	317	-26.5%	1315	-3.4%	1362	5.5%	<u>-47</u>	27.4	114	52.0%	1476	8.1%
2022	1028	3.0%	341	7.6%	1369	4.1%	1380	1.3%	<u>-11</u>	15.3	104	-8.8%	1484	0.6%
2023	1133	11.0%	308	-9.7%	1441	5.3%	1448	4.9%	<u>-7</u>	6.6	115	10.6%	1563	5.3%
2024E	1190	5.0%	300	-2.6%	1490	4.7%	1482	2.4%	<u>8</u>	14.6E	128	11.3%	1620	3.5%
2025E	1214	1.98%	307	2.3%	1521	2.1%	1525	2.9%	<u>-4</u>	12.6E	131	2.3%	1656	2.2%

资料来源：SMM 华泰期货研究院

表 10: 全球平衡表 (万吨)

年份	精铜量	同比	中国精铜需求量	同比	除中国外	同比	总需求	同比	平衡	库存
2020	2350.1 (收储约 60 万吨)	0.9%	1266.2	6.0%	1040.5	-8.3%	2306.7	-1.0%	<u>-16.5</u>	66.7
2021	2426.7 (收储约 11 万吨)	3.3%	1329.4	-5.0%	1116.1	7.3%	2445.5	6.0%	<u>-7.7</u>	36.3
2022	2457.1	1.3%	1360.4	2.3%	1119.8	0.3%	2480.2	1.4%	<u>-23.1</u>	24.4
2023	2545.8	3.6%	1435.6	5.5%	1098.9	-1.9%	2534.5	4.5%	<u>11.3</u>	22.4
2024E	2647.6	4.0%	1486.8	3.5%	1130.8	2.9%	2610.5	3.0%	<u>37.1</u>	59.5E
2025E	2,695.3	1.8%	1,519.5	2.2%	1182.1	2.1%	2701.6	3.5%	<u>-6.3</u>	53.2E

资料来源：CRU 华泰期货研究院

免责声明

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力。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。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com



客服热线：400-628-0888

官方网址：www.htfc.com

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街1号10层1001-1004、1011-1016房