

铜：基石筑底  
——铜 2025 年度投资策略报告



薛韬

有色金属研究员

从业证书：F3094423

投资咨询证号：Z0020100

电话：021-63123065

地址：上海市黄浦区西藏南路  
1208号6、18、19楼

期货投资咨询业务批准文号：  
证监许可[2011]1446号

【报告要点】

- 全球铜精矿紧缺程度将进一步加剧，2024 年全球铜精矿缺口预计在 20 万金属吨左右，而在 2025 年这一缺口扩大到 50 万金属吨。
- 冶炼端出现实质性减产的可能性上升，且原料的不足或使得粗炼产能投放较预期推迟，供应端的增速预计将放缓，下滑至 2% 左右。
- 需求端预计保持在 3% 的增长，为配合国家新质生产力的发展以及“双碳”建设的需要，电网以及新能源侧相关的需求依然占据最大增量。

【年度展望】

全年看电解铜供需矛盾有限，节奏上预计将呈现出先松后紧的态势，矿端的矛盾预计会在 2025 年下半年开始向电解铜市场传导，冶炼端的收缩压力加大，而需求端随着政策预期的落地开始提速，基本面预计较上半年收紧，铜价震荡中枢或逐渐上移。2025 年铜精矿缺口的扩大将成为铜市场的主要矛盾，边际上成本较高的小型铜矿山的成本将决定铜价波动的下沿。

风险点：铜矿超预期增产、消费超预期走弱、衰退预期升温

免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

期市有风险，投资需谨慎！

## 目 录

一、2024 年铜市场回顾 .....	2
二、原料端：供应扰动频发，短缺加剧 .....	2
（一）铜矿供应增长缓慢 .....	2
1、运营成本持续上涨，矿企资本开支不足 .....	2
2、全球局势不确定性的上升增加了铜矿供给的脆弱性 .....	4
（二）废铜供应收紧 .....	5
1、国内废铜供应增长有限 .....	5
2、贸易争端加剧将影响废铜进出口 .....	6
3、废铜流向冶炼端的占比或提高，下游废铜需求缺口将扩大 .....	6
三、冶炼端：实质性减产可能性提高 .....	7
四、消费端：电力需求可期 .....	9
（一）电网侧的需求发力或加速 .....	9
（二）地产需求仍是终端消费的主要拖累项 .....	10
（三）铝代铜占比预计将有所下降 .....	10
五、平衡状况 .....	12
（一）铜精矿紧缺程度加剧 .....	13
（二）电解铜供需矛盾暂不突出 .....	13
（三）库存及升贴水 .....	14

## 一、2024 年铜市场回顾

铜市场在 2024 年上半年总体表现较为强势。3 月后，美国经济持续走强叠加美联储暂无进一步加息的倾向使得海外再通胀预期持续升温，同时国内进入制造业复苏阶段，政策上推动新质生产力建设以及制造业设备更新等直接利好有色板块消费预期，宏观市场的乐观氛围将延续。2024 年 3 月 28 日，CSPT 中国铜原料联合谈判小组召开 2024 年第一季度总经理办公会议，倡议联合减产，建议减产幅度 5-10%，此外会议暂不设定二季度现货铜精矿采购指导加工费，供应端减产预期升温，宏观共振推动铜价快速拉涨。5 月后，COMEX 铜市场库存以及持仓的矛盾将铜价推上年内新高，接近 9 万元/吨的高位。

下半年宏观资金逐步离场，铜市场回归基本面，价格回归理性。6 月后，铜价从高位快速回落，主要原因在于海内外经济数据均出现走弱，衰退交易持续升温，叠加 8 月日本股市受跨市套利头寸平仓的影响出现大跌，市场对流动性不足的担忧情绪加剧，为规避风险，宏观资金快速撤出有色板块，铜价回落到 7 万元/吨附近。但是，8 月以后美国经济数据仍表现出较强韧性，同时关于此前日元流动性风险的恐慌有所缓和，衰退预期证伪，铜价逐步企稳，回归自身基本面逻辑。由于上半年受铜价过高影响，下游订单因而在下半年旺季快速释放，社会库存加速去库，价格底部支撑较强，再度上行至接近 8 万元/吨的高点。11 月后，受特朗普胜选的影响，美元指数走强施压铜价，但年底原料端供应扰动加大，铜精矿长单加工费跌至历史低位叠加美国废铜阶段性停止进口，铜价底部支撑较强。

图 1. 2024 年铜价走势



数据来源：同花顺，东吴期货研究所

## 二、原料端：供应扰动频发，短缺加剧

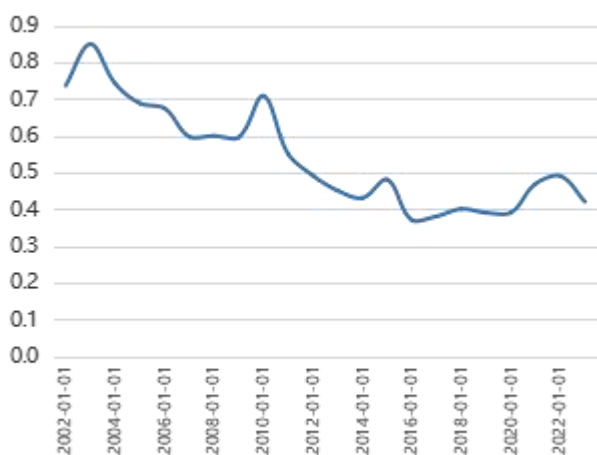
### （一）铜矿供应增长缓慢

#### 1、运营成本持续上涨，矿企资本开支不足

近几年矿山品位下滑明显，开采难度加大，叠加能源价格的上涨以及劳动力成本的抬升，共同推动了全球铜矿现金成本的上涨。据标普统计，铜矿从被发现到可研结束需要 13.4 年，之后到开始建设还有约 1.9 年时间，从开始建设到正式投产需要约 3.2 年，考虑矿山建设周期，铜矿增产一般会滞后资本开支 3-5 年。此前受疫情以及地缘局势不稳定等因素的影响，矿企资本开支增长乏力。此外，全球铜矿现金成本的上涨也使得维持性资本开支的占比抬升，而扩张性资本开支的增长进一步受到压制。因此，从目前矿企的资本开支水平去推算未来全球铜矿产能的增长率，未来几年全球增长率的高点预计也仅在 2% 附近，且随着时间的推移增长率或持续放缓，这与目前市场对矿山新增投产项目预期相匹配。2025 年可以预期到的供应增量主要包括刚果金卡莫阿的爬产以及秘鲁和智利的部分项目，全球铜供应量目前市场预期在 40-60 万吨之间，增量相对有限。

2025 年铜精矿长单加工费回落至历史低点，表明铜矿的紧张程度将加剧。据 SMM，2024 年 12 月 5 日晚，Antofagasta 率先与江西铜业确定 2025 年铜精矿长单 TC/RC 分别为 21.25 美元/吨和 2.125 美分/磅。2024 年 12 月 6 日，江西铜业、中国铜业、铜陵有色、金川集团和大冶有色与 Antofagasta 敲定 2025 年铜精矿长单加工费 Benchmark 为 21.25 美元/吨与 2.125 美分/磅。本次谈判进程较为艰难，但总体略低于市场预期，可以表明市场对于全球铜精矿在 2025 年短缺程度进一步加剧的情况基本达成一致预期。

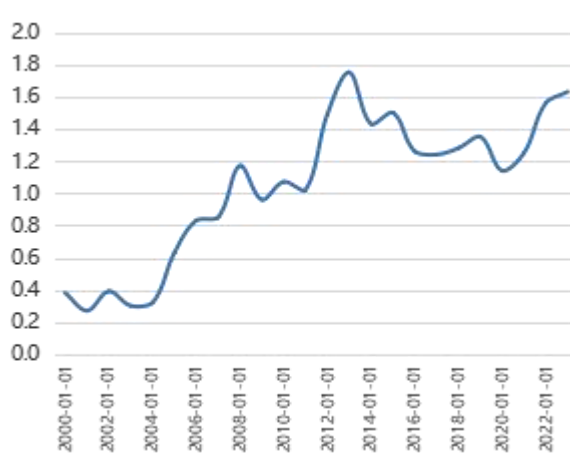
图 2. 全球铜矿品位



数据来源：彭博、东吴期货研究所

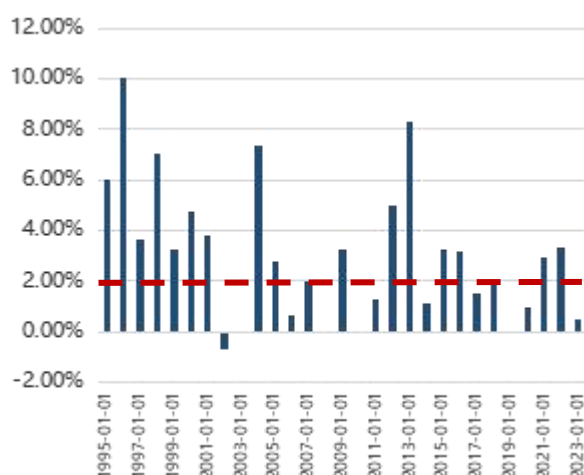
图 4. 全球铜矿增长率

图 3. 全球铜矿现金成本

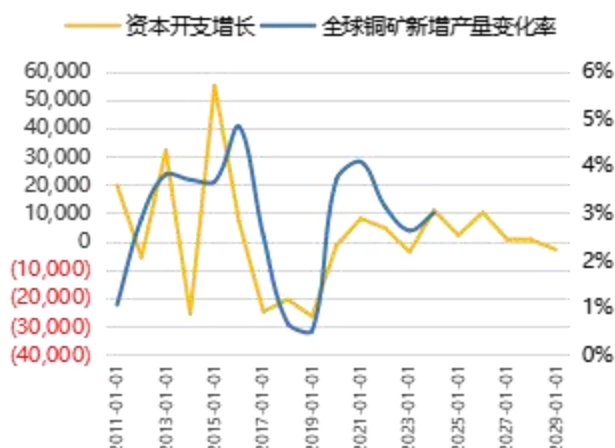


数据来源：彭博、东吴期货研究所

图 5. 资本开支增长与铜矿新增产量



数据来源：ICSG、东吴期货研究所

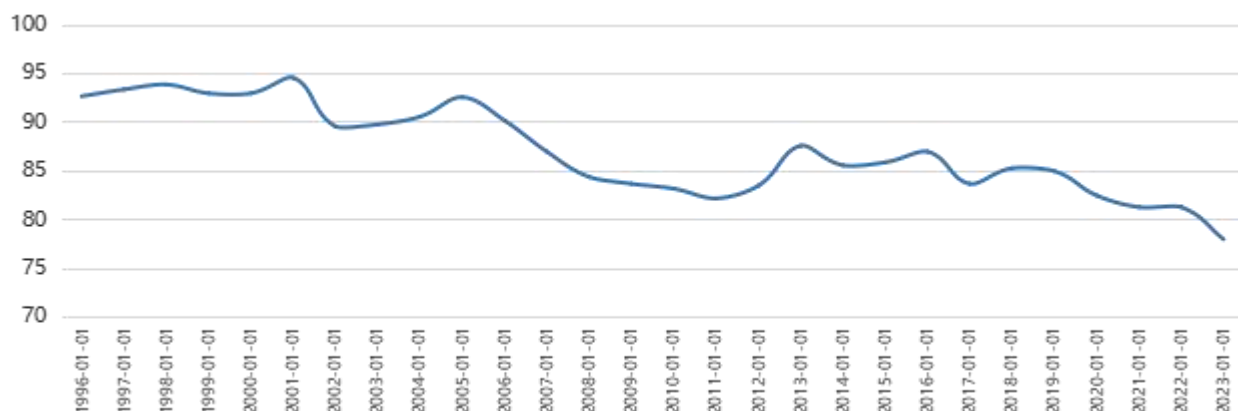


数据来源：彭博、ICSG、东吴期货研究所

## 2、全球局势不确定性的上升增加了铜矿供给的脆弱性

随着全球局势不确定性的上升（国别上例如智利等铜矿供应主产国政策不确定性的显著抬升以及非洲等国能源问题日渐凸显），全球铜矿生产的干扰因素明显增加，罢工、特许权纠纷以及进出口政策变化带来的供应中断在近几年频发，同时矿山新增投产方面也长期处在不及预期的状态中，增加了铜矿供给的脆弱性。根据 ICSG 的数据显示，矿山产能利用率下滑明显，截至 2023 年矿山产能利用率已经不到 80%，预计未来几年存在进一步下滑的压力。外媒 12 月 5 日消息，最近在巴拿马进行的一项全国性调查揭示了当地人对 First Quantum 价值 65 亿美元的 Cobre Panamá 铜矿可能重新开放的看法，44% 的受访者认为该矿应无限期关闭，27% 的参与者支持在严格的政府监督下重新开放，而 23% 的人主张重新开放矿山只是为了使其有序关闭。考虑到 2025 年政治和经济局势依然存在较大的不确定性，基准假设下 2025 年巴拿马铜矿依然难以出现有效复产。

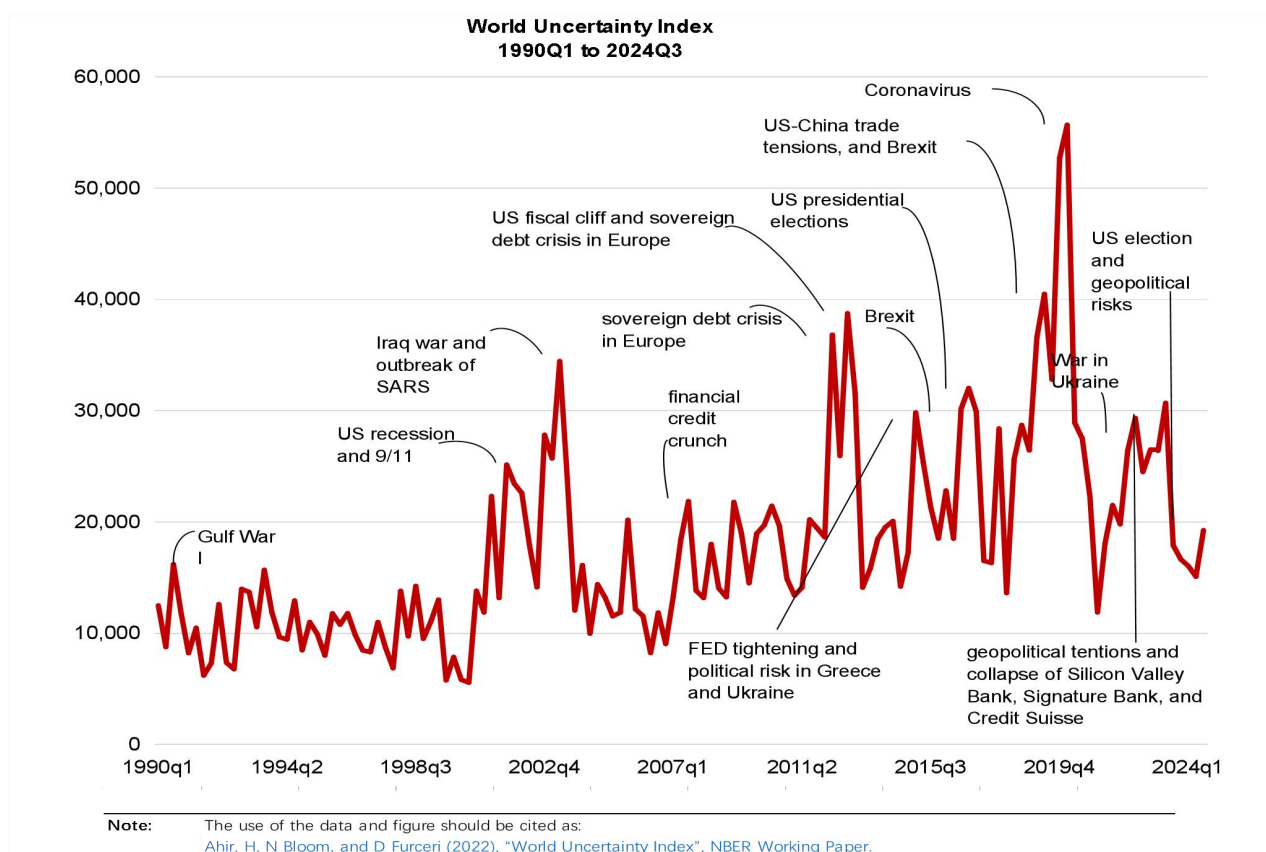
图 6. 全球铜矿产能利用率



数据来源：ICSG、东吴期货研究所

图 7. 全球不确定性指数





数据来源：WUI、东吴期货研究所

## (二) 废铜供应收紧

### 1、国内废铜供应增长有限

国内废铜供应的增长来源一方面来自于基建更新，另一方面来自于消费端包括家电等以旧换新的需求。从 2025 年来看国内基建更新相关项目预计有限，更多在于国内电网建设的进一步加码，同时在连续几年消费品以旧换新需求政策的实施，2025 年部分换新需求被透支，总体国内废铜供给量增长预计有限。

图 8. 国内旧废产量

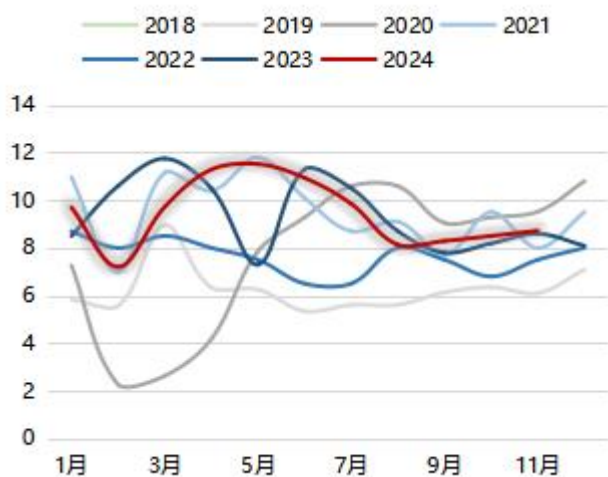


图 9. 华东有色金属城再生铜周度吞吐量



数据来源：SMM、东吴期货研究所

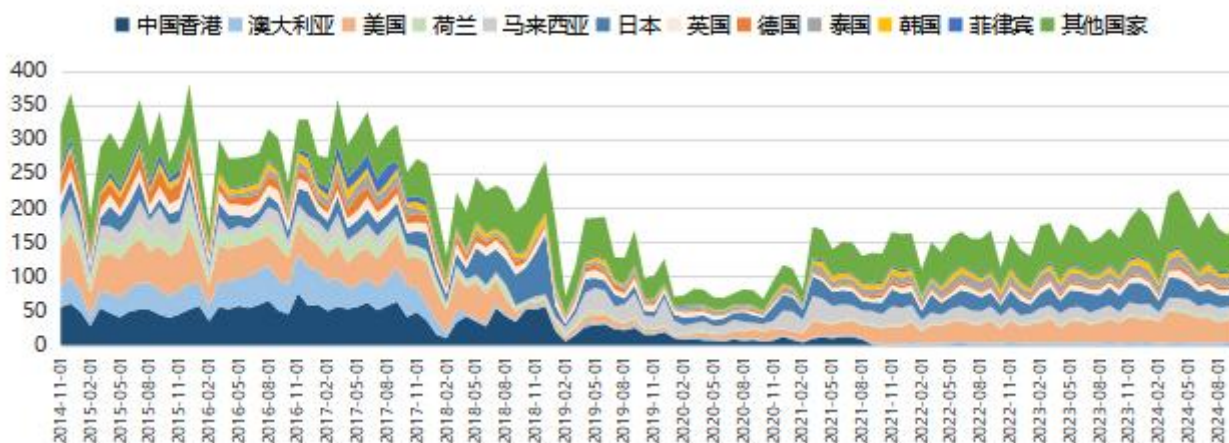
数据来源：SMM、东吴期货研究所

## 2、贸易争端加剧将影响废铜进出口

2024 年 10 月 23 日，生态环境部、海关总署等六部门联合发布了《关于规范再生铜及铜合金原料、再生铝及铝合金原料进口管理有关事项的公告》扩展了再生端进口原料的范围：将再生铜原料类别由原来的五类（铜线、铜加工材、铜米、破碎铜、镀白紫铜）调整为三类（铜线、混合铜料、铜米）；将“再生黄铜原料”更改为“再生铜合金原料”，类别由原来的四类（普通黄铜料、镀白黄铜料、黄铜管料、混合黄铜料）调整为二类（块料、屑料），并增加了再生青铜原料、再生白铜原料、再生高铜原料名称，明确符合附表要求的再生铜铝原料不属于固体废物，可自由进口。国内放开了铜市场部分废料进出口的限制条件，但总体上我们认为对市场的影响有限，原因在于目前废料市场最大的进出口限制因素不在国内市场本身，而在海外市场。

受贸易争端加剧的担忧，宁波部分头部废铜进口企业 11 月以来已经逐步停止从美国直接进口废铜，叠加东南亚部分地区出口清关停摆，已经约三分之一的进口废铜受到影响。后续看，对美国废铜进口暂停在未来几年可能会长期影响废铜市场供需结构。回顾特朗普上一次任期，国内废铜进口量总体处于下滑态势，当时部分美国废铜通过转口到马来西亚等东南亚国家后再流入中国市场，但是近几年来东南亚国家也对废铜进出口政策做出了一定程度的限制，例如马来西亚国际贸易和工业部 (MITI) 发表声明，马来西亚废金属进口标准收紧 2022 年 1 月 10 日起执行，新标准要求铝和铜必须包含 94.75% 的铜铝含量；印尼贸易部 2021 年 7 月份正式确认，进口可回收商品在装运前必须在原产国进行检验，预检杂质含量不符合标准将被拒收。因此，若美国进一步加大关税力度，那么预期 2025 年后我国废铜进口量将长期处于收缩态势。

图 10. 废铜进口量分国别



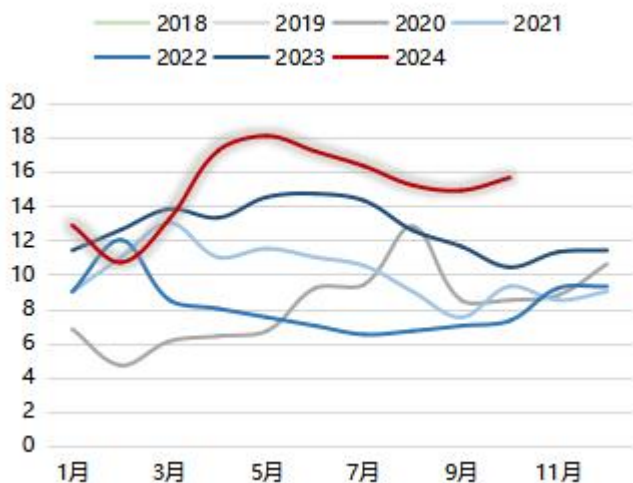
数据来源：SMM、东吴期货研究所

## 3、废铜流向冶炼端的占比或提高，下游废铜需求缺口将扩大

2024 年，全球铜精矿市场逐步走向短缺，现货市场铜精矿加工费迅速下滑，使用散单矿采购进行冶炼会使得冶炼厂处于较大亏损状态，因此年内冶炼厂通过外采阳极板进而补充原料进行生产的比

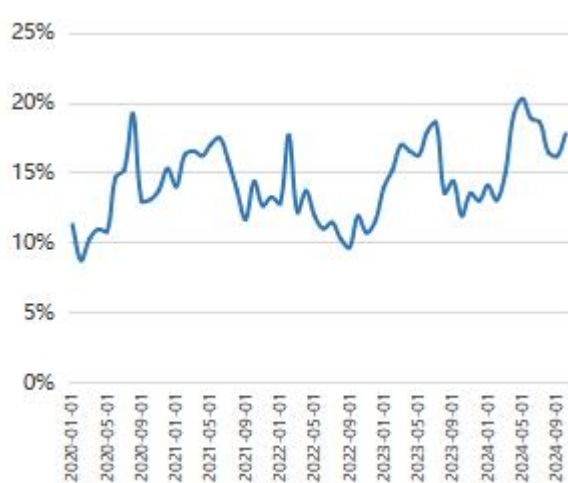
例上升，上半年废铜流向冶炼端的需求占比更是达到了 20% 的高位。进入 2025 年，矿端的紧缺问题更加突出，预计 2025 年冶炼端对再生端原料的依赖度将进一步提高，即废铜流向冶炼端需求的占比会再度上升。但是，与之相对的是，废铜流向下游加工厂的占比会有所回落，对于再生杆市场原料端供应短缺的矛盾将加剧，精废价差或保持在相对偏低水平，同时不排除阳极板和再生杆价格出现倒挂的现象。

图 11. 废铜产粗铜量



数据来源：SMM、东吴期货研究所

图 12. 废铜流向冶炼端用量占比



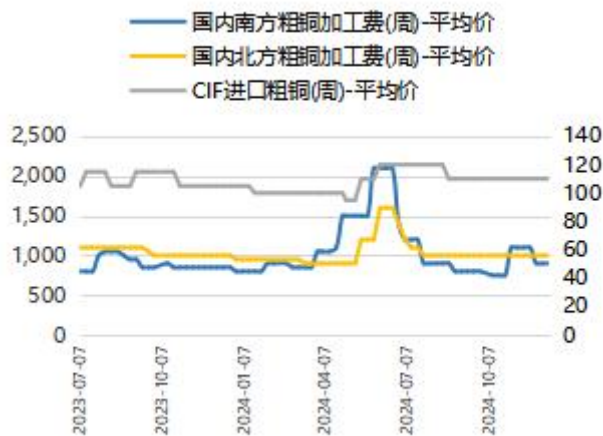
数据来源：SMM、东吴期货研究所

图 13. 精废价差



数据来源：SMM、东吴期货研究所

图 14. 粗铜加工费



数据来源：SMM、东吴期货研究所

### 三、冶炼端：实质性减产可能性提高

2024-2025 年存在较大规模的粗铜新增产能投放，包括印尼、印度以及非洲地区几家大型冶炼厂的爬产以及投产，国内方面也存在一些较大规模的粗铜产能投放，但是受原料备货的影响或多或少新项目进度上均存在一定推迟，例如铜陵有色新工厂投产从本年度推迟到了 2025 年下半年。

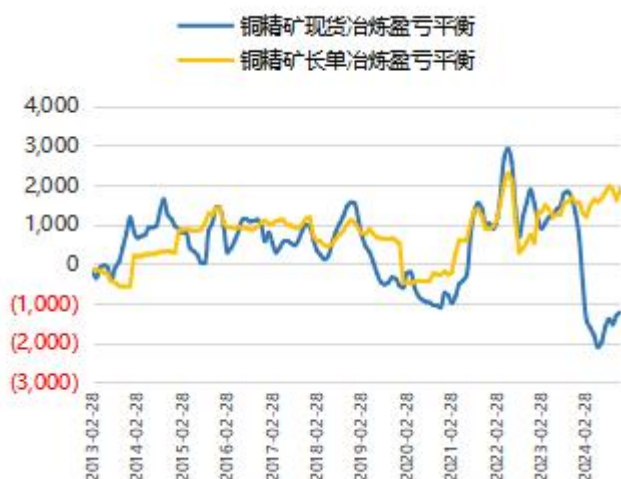
粗炼端大规模投产使原料端的缺口进一步扩大，TC 下滑到了历史低位。以现矿价格进行计算，



平均生产亏损在 1000-2000 元/吨，这导向了二季度产业内号召减产的呼声变大，计划将要削减 5-10% 的产能，但事实上冶炼厂的减产是弱于预期，不仅规模上不达预期且时间上出现推迟。究其原因一方面在于冶炼厂长单比例较高，2024 年铜精矿长单加工费在 80 美元/干吨，足以给到冶炼厂单吨 1000-2000 元/吨的生产利润，冶炼厂自身减产意愿并不高，另一方面 2024 年上半年铜价较好使得废铜库存快速释放，叠加阳极板和再生杆的价格倒挂，粗铜加工费快速上行，阳极板供应显著增加有效弥补了矿端的缺口，因而原料端实际紧缺程度也弱于预期。此外，本轮粗炼产能有较大规模的投放占比集中在海外，仅国内阶段性的联合减产不足以扭转矿端供应长期收紧的趋势，即使国内冶炼厂联合减产在后续跟矿山进行议价谈判中仍是处于不利低位。

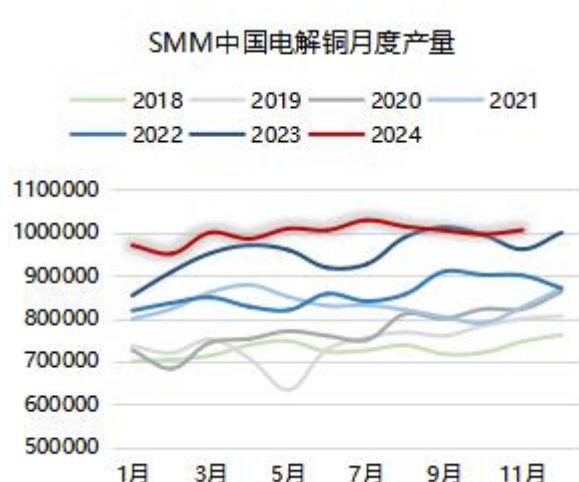
但是 2025 年形势有所反转，冶炼厂将同时面对着两大问题：冶炼实际亏损的扩大以及原料端短缺情况的加剧。无论冶炼厂用长单的矿还是散单的矿都预计面临单吨 1000 元以上的亏损，同时废铜进口或受限，难以再度依赖再生端去弥补矿端的缺口，对比 2024 年空喊口号的减产，2025 年可能会面临实质上的减产。

图 15. 冶炼厂利润水平



数据来源：SMM、东吴期货研究所

图 16. 我国电解铜产量



数据来源：SMM、东吴期货研究所

图 17 粗炼新增产能与铜矿新增产能对比



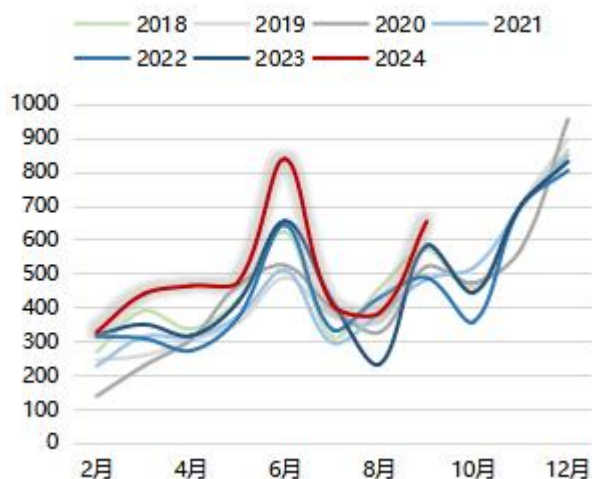
数据来源：SMM、公开资料整理、东吴期货研究所

## 四、消费端：电力需求可期

### （一）电网侧的需求发力或加速

根据国家能源局数据，2024 年 1-10 月电网工程投资完成额累计值为 4502 亿元，同比增长 20.70%，年底预计投资完成额将突破 6000 亿，我国电网投资维持较快增长，预计 2025 年为配合国家新质生产力的发展以及“双碳”建设的需要，电网相关投资仍有望保持高速增长。但是需要关注的是，电网内部相关投资增速预计将出现分化或者切换，风光电相关投资增长同比将进一步放缓，而相关电网输电以及配套设施的投资预计将加速。此前主要依赖国内风光电的大规模投放来刺激新能源投资的需求，在国内市场规模化达到一定瓶颈后，相关企业内卷化竞争加剧，未来需求的增长更多看向海外市场。在前期风光电项目快速释放之后，相关输电以及配套设施建设缓慢成为主要矛盾，发电端与输电以及配电网的矛盾日益突出，预计 2025 年相关电力基础设施将会是下一步投资的重点。对应到铜需求而言，输电以及配套设施建设项目的用铜量要高于风光电发电项目，这一增长切换对铜将形成阶段性利好。海外也处于电网更新换代、新旧能源交替的阶段，目前替代进程要慢于国内，但考虑到特朗普上台后政策端不稳定因素较多，新能源相关需求的增长预计将面临压力，国内相关出口需求可能会面临挑战。

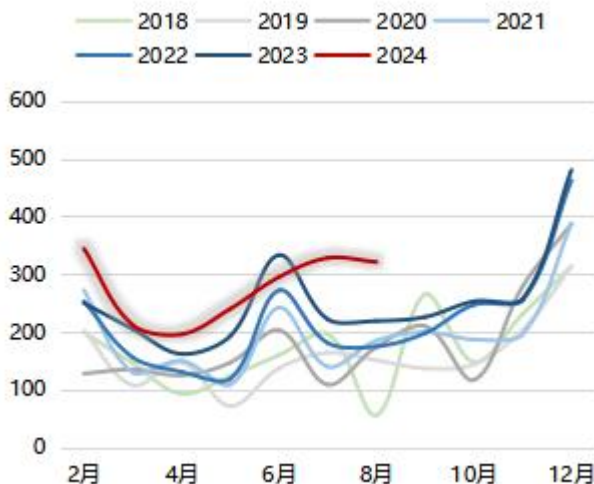
图 18. 电网投资（水火核电）



数据来源：同花顺、东吴期货研究所

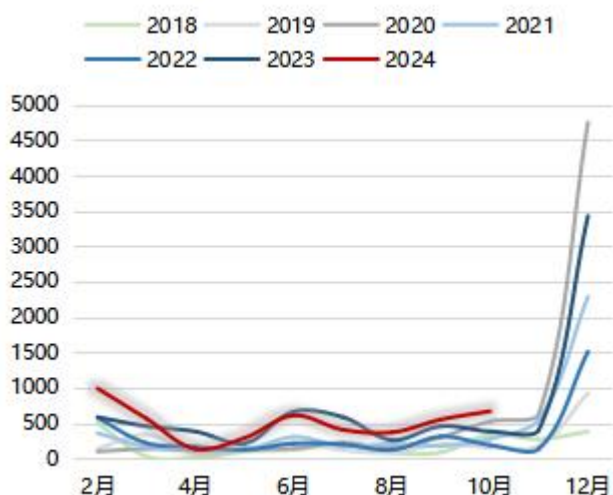
图 20. 风电新增装机量

图 19. 电源投资（水水核电）

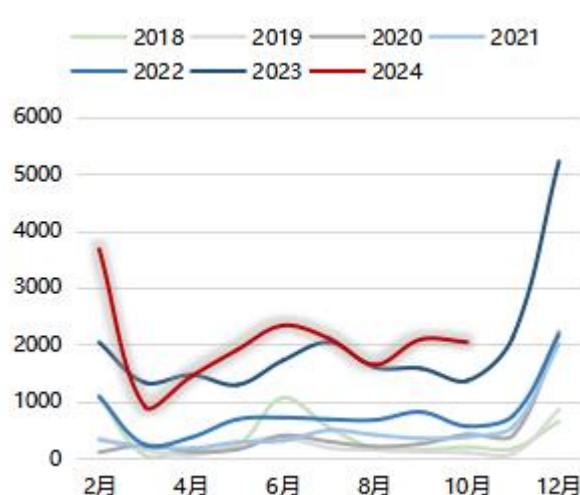


数据来源：同花顺、东吴期货研究所

图 21. 光伏新增装机量



数据来源：同花顺、东吴期货研究所



数据来源：同花顺、东吴期货研究所

## （二）地产需求仍是终端消费的主要拖累项

2024 年以来国家积极出台各项政策，释放稳定房地产市场的积极信号，包括取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准、降低住房公积金贷款利率，降低住房贷款的首付比例，降低存量贷款利率，降低“卖旧买新”换购住房的税费负担等。“政策底”显现对 2025 年的房地产市场预计能够起到一定的托底作用。但是，由于前期新开工不足，竣工端未来几年的表现预计仍不尽如人意，仍会对铜整体终端下游的消费构成拖累，但是在“稳增长”以及“保交楼”的背景下降幅将有所收窄。此外，与地产后周期息息相关的家电板块在 2024 年“以旧换新”政策以及强出口需求的透支下，2025 年预计也将有所回落。

图 22. 房地产新开工面积可以作为房地产竣工面积的领先指标



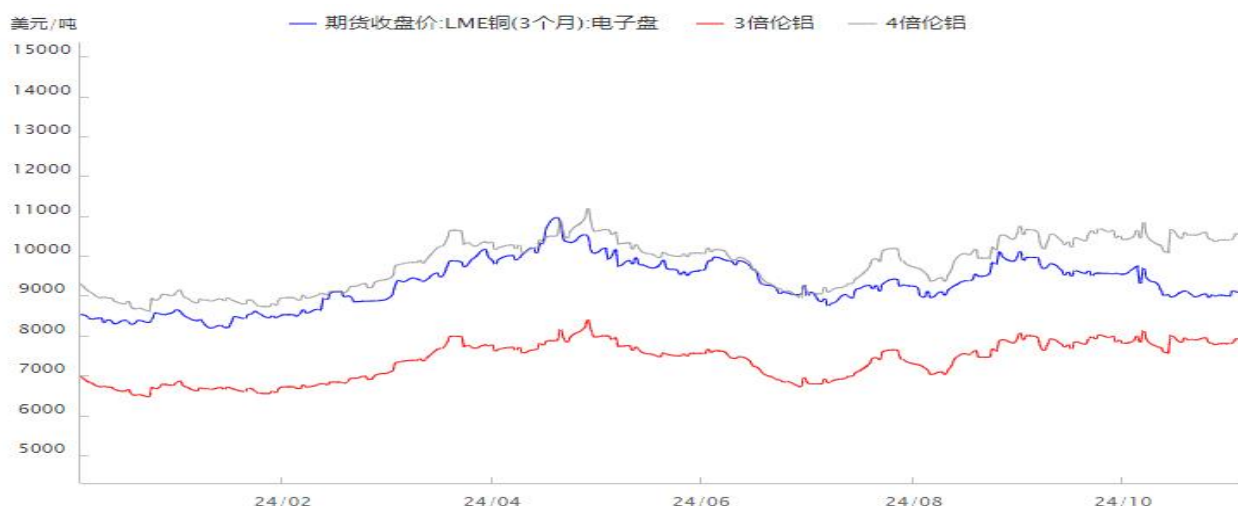
数据来源：同花顺、东吴期货研究所

## （三）铝代铜占比预计将有所下降

通过对以往历史价格进行比对，LME 铜价一般情况下会在 3 倍伦铝到 4 倍伦铝之间波动，通常

LME 铜接近 4 倍伦铝的上限时，铝代铜的倾向将增加，反之铝的性价比将回落。2024 年铜价在上半年表现相对强势主要受宏观因素的推动，但从 2025 年看海外宏观面临较多的不确定性，形成如 2024 年一样内外共振式的一致性预期比较困难，因而预计铜铝比价将有所回落，铝代铜占比将有所下降。

图 23. 铜价在三倍到四倍铝价之间波动



数据来源：同花顺、东吴期货研究所

总体上，2025 年终端需求增速预计能维持在 3% 以上，预计电网投资将维持较高增长，风光电投资增速预计将有所放缓，但以目前的基数计算依然能较好拉动铜整体下游需求，此外新能源汽车对于传统汽车的替代依然值得期待，拖累项主要集中在地产以及与地产后周期相关的家电板块。

表 1. 铜下游终端消费测算



	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	新增用铜量
新增装机容量:风电	7211	4757	3763	7566	8500	9000	
同比增长	180.4%	-34.0%	-20.9%	101.1%	12.3%	5.9%	
用铜量	36	24	19	38	43	45	2.50
新增装机容量:光伏	4820	5493	8741	21602	27000	32000	
同比增长	81.7%	14.0%	59.1%	147.1%	25.0%	18.5%	
用铜量	24	27	44	108	135	160	25.00
新能源汽车产量	130.8	353.3	704.1	955	1250	1450	
同比增长	5.5%	170.1%	99.3%	35.6%	30.9%	16.0%	
用铜量	10	28	56	76	100	116	16.00
新能源合计	70.62	79.51	118.85	222.24	277.50	321.00	43.50
同比增长	95.9%	12.6%	49.5%	87.0%	24.9%	15.7%	
新能源占比	5.38%	5.77%	8.63%	13.87%	17.17%	19.39%	
在用数据中心机架规模:中国	401	520	650	810	1000	1250	
新增规模	86	119	130	160	190	250	
用铜量	5.81	8.03	8.78	10.80	12.83	16.88	4.05
数据中心占比	0.44%	0.58%	0.64%	0.67%	0.79%	1.02%	
电网工程:投资完成额:累计值	4896	4951	5012	5275	5500	5800	
同比增长	-2.3%	1.1%	1.2%	5.2%	4.3%	5.5%	
用铜量	441	446	451	475	495	522	27.00
电源工程:投资完成额:累计值(除风光)	2014	2198	2449	2969	3100	3300	
同比增长	13.2%	9.1%	11.4%	21.2%	4.4%	6.5%	
用铜量	40	44	49	59	62	66	4.00
电力占比	41.2%	39.2%	40.8%	42.4%	45.5%	47.9%	
房地产竣工面积:累计值	91218	101412	86222	99831	72000	66500	
同比增长	-4.9%	11.2%	-15.0%	15.8%	-27.9%	-7.6%	
用铜量	328	365	310	359	259	239	(19.80)
地产占比	25.0%	26.5%	22.5%	22.4%	16.0%	14.5%	
传统汽车产量	2388	2252	1996	2058	1750	1500	
同比增长	-2.4%	-5.7%	-11.4%	3.1%	-14.9%	-14.3%	
用铜量	48	45	40	41	35	30	(5.00)
交通运输占比	4.4%	5.3%	7.0%	7.3%	8.4%	8.8%	
空调:产量:累计值	21065	21836	22247	24487	27000	26000	
同比增长	-3.7%	3.7%	1.9%	10.1%	10.3%	-3.7%	
用铜量	211	218	222	245	270	260	(10.00)
家电板块测算用铜量	324	336	342	377	415	400	(15.38)
家电占比	24.7%	24.4%	24.9%	23.5%	25.7%	24.2%	
其他	55	56	57	58	59	60	1.00
	4.19%	4.06%	4.14%	3.62%	3.65%	3.62%	
总计	1313	1379	1377	1602	1616	1655	
铜铝替代	(13)	(14)	(7)	(8)	(16)	(8)	7.88
总需求量	1299	1365	1370	1594	1600	1647	47.25
同比增长	-0.6%	5.1%	0.4%	16.3%	0.3%	3.0%	

数据来源: 同花顺、wind、SMM、钢联、公开资料整理、东吴期货研究所

## 五、平衡状况

### (一) 铜精矿紧缺程度加剧

矿端的矛盾预计将在 2025 年进一步凸显，考虑到现有的资本开支水平，铜矿供给在未来几年增长依然缓慢，但粗炼端仍有较多项目等待投放，矿紧的局面预计在未来几年内持续，需要看到价格上给到更好利润刺激来扭转矿冶矛盾。铜精矿加工费预计在较长时期内均维持在较低水平，冶炼厂的亏损程度将扩大，且发生实质性减产的可能性有所上升，冶炼端新增投产或进一步推迟。

表 2. 国内铜精矿平衡表

国内铜精矿平衡											E	E	E	E
	2024年1月	2024年2月	2024年3月	2024年4月	2024年5月	2024年6月	2024年7月	2024年8月	2024年9月	2024年10月	2024年11月	2024年12月	2024E	2025E
产量	15.8	13.24	14.68	13.74	14.19	15.30	16.99	15.70	17.50	15.60	14.00	14.00	180.74	175.00
进口量金属万吨	61.42	55.02	58.26	58.70	56.59	57.77	54.13	64.34	60.89	57.85	60.00	60.00	704.96	720.00
铜精矿总供应量	77.22	68.26	72.94	72.44	70.78	73.07	71.12	80.04	78.39	73.45	74.00	74.00	885.70	895.00
同比	3.95%	-2.56%	10.30%	9.70%	-8.52%	6.70%	11.59%	-1.02%	11.86%	0.97%	3.15%	0.00%	3.53%	1.05%
实际需求	77.49	70.68	74.77	71.85	70.23	72.95	70.53	76.36	76.29	71.57	75.01	76.98	884.71	906.83
同比	11.50%	1.89%	12.09%	8.25%	-5.13%	9.59%	13.86%	-3.82%	8.25%	-0.03%	-0.07%	2.63%	4.58%	2.50%
平衡	(0.27)	(2.41)	(1.83)	0.59	0.55	0.12	0.59	3.68	2.10	1.89	(1.01)	(2.98)	0.99	(11.83)

数据来源：同花顺、wind、SMM、钢联、公开资料整理、东吴期货研究所

表 3. 全球铜精矿平衡表

全球铜精矿平衡							E	E
(千吨)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
全球铜矿产量	20480.52	20640.15	20663.53	21324.10	21793.03	22201.96	22868.02	23325.38
全球铜矿需求量	19873.42	20051.12	20727.75	21711.29	21523.91	22267.43	23129.00	23836.00
全球铜矿平衡	607.10	589.03	(64.22)	(387.19)	269.12	(65.46)	(260.98)	(510.62)

数据来源：同花顺、wind、SMM、钢联、公开资料整理、东吴期货研究所

### (二) 电解铜供需矛盾暂不突出

2025 年电解铜供需矛盾尚不突出，但总体较 2024 年预计有所收紧。尽管供应端存在较多项目等待投放，但受原料紧缺的影响，实际投放的产能可能将低于预期，此外现有的冶炼产能或出现实质性减产，而需求端预计维持较高增长，电网及新能源需求依然可以期待。

表 4. 国内电解铜平衡表

国内电解铜平衡												E	E	E
	2024年1月	2024年2月	2024年3月	2024年4月	2024年5月	2024年6月	2024年7月	2024年8月	2024年9月	2024年10月	2024年11月	2024年12月	2024E	2025E
产量	96.98	95.03	99.95	98.51	100.86	100.50	102.82	101.35	100.43	99.57	100.51	108.68	1205.19	1235.32
同比	13.65%	4.68%	5.06%	1.56%	5.19%	7.84%	11.05%	2.48%	-0.76%	-0.03%	4.61%	8.75%	5.20%	2.50%
净进口量	35.02	23.82	27.22	25.94	25.07	12.81	20.60	21.88	30.65	34.91	34.82	34.00	326.74	330
同比	32.00%	27.93%	41.04%	20.65%	-3.13%	-50.41%	-20.71%	-28.24%	-1.07%	9.94%	-3.80%	13.03%	1.11%	1.00%
总供应量	132.00	118.85	127.17	124.45	125.93	113.31	123.42	123.23	131.08	134.48	135.33	142.68	1531.93	1565.32
同比	18.00%	8.64%	11.12%	5.02%	3.42%	-4.80%	4.09%	-4.76%	-0.83%	2.38%	2.31%	9.74%	4.30%	2.18%
实际消费量	122.65	79.16	112.59	119.42	113.19	120.32	133.43	132.22	153.14	126.49	152.06	149.68	1514.35	1567.35
同比	33.29%	-16.34%	-11.26%	-3.49%	-13.38%	-4.30%	11.85%	0.38%	14.26%	-6.20%	12.18%	16.01%	2.45%	3.50%
平衡	9.35	39.69	14.58	5.03	12.74	(7.01)	(10.01)	(8.99)	(22.06)	7.99	(16.72)	(7.00)	17.59	(2.03)
废铜消费量	13.60	6.40	13.60	12.00	11.20	14.40	12.00	8.00	9.60	10.30	10.40	10.40	131.90	135
合计实际消费量	136.25	85.56	126.19	131.42	124.39	134.72	145.43	140.22	162.74	136.79	162.46	160.08	1646.25	1702.35
同比	35.90%	-20.94%	-11.18%	-4.31%	-12.33%	-2.18%	11.45%	-2.44%	11.44%	-5.82%	9.51%	14.82%	1.57%	3.41%

数据来源：同花顺、wind、SMM、钢联、公开资料整理、东吴期货研究所

表 5. 全球电解铜平衡表



全球电解铜平衡							E	E
(千吨)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
全球精炼铜产量	23920.66	23934.60	24400.53	25592.32	25429.80	26558.96	27500.00	28100.00
	95.63	(2.60)	(363.59)	805.13	(412.52)	(1034.32)	(1197.01)	(1601.40)
全球精炼铜表需	24186.45	24121.50	24259.18	25904.26	25585.91	26575.06	27200.00	28016.00
同比		-0.27%	0.57%	6.78%	-1.23%	3.87%	2.35%	3.00%
全球显性库存变化	(265.79)	(186.90)	141.35	(311.93)	(156.10)	(16.11)	300.00	84.00

数据来源：同花顺、wind、SMM、钢联、公开资料整理、东吴期货研究所

### (三) 库存及升贴水

库存方面，国内电解铜库存已经去化至相对偏低水平，LME 库存仍保持在相对高位，全球显性库存较前期高位有所回落。升贴水方面，2024 年国内现货升贴水走势较为平稳，上半年更多受铜价过高的影响，下游无力承接，因而出現较大贴水行情，但是随着 6 月后铜价走弱，现货市场回归平水或小幅升水附近，LME0-3 则受 LME 铜库存较高的影响，维持在较大贴水结构中。

展望 2025 年，全年看电解铜基本面矛盾有限，但是节奏上预计将呈现出先松后紧的态势。2025 年上半年冶炼端的收缩压力相对较小，同时 2024 年底“抢出口”透支了部分需求，因此基本面或呈现较为宽松的态势，但预计从 2025 年下半年起矿端的矛盾将逐渐向电解铜市场传导，冶炼端的收缩压力加大，而需求端随着政策预期的落地开始释放，基本面预计较上半年收紧。升贴水方面，若无重大宏观事件扰动，全年可能维持在前低后高的态势中。

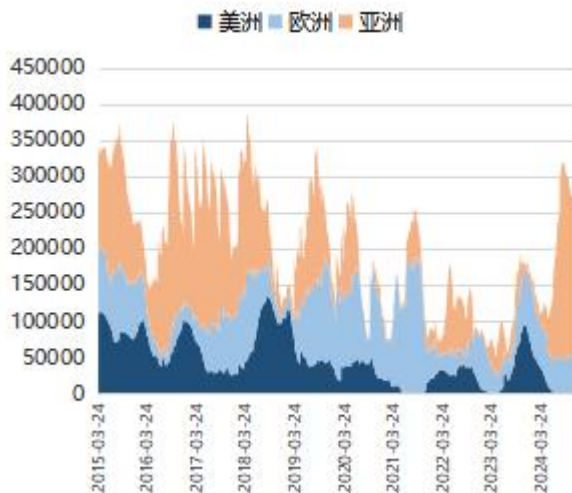
图 24. SMM 电解铜社会库存总数（含保税）



数据来源：SMM、东吴期货研究所

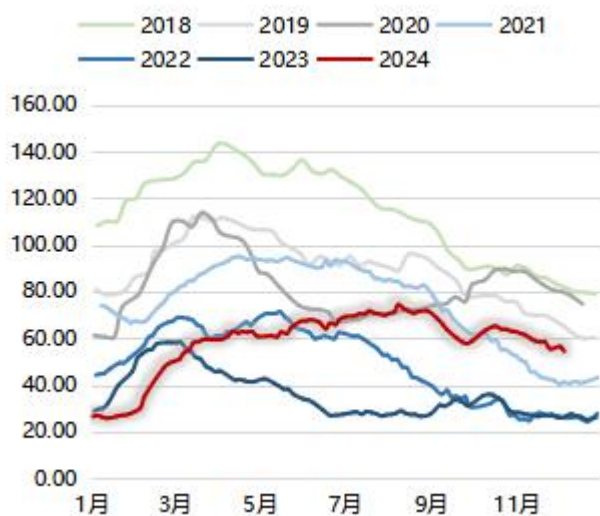
图 26. 全球显性库存

图 25. LME 库存

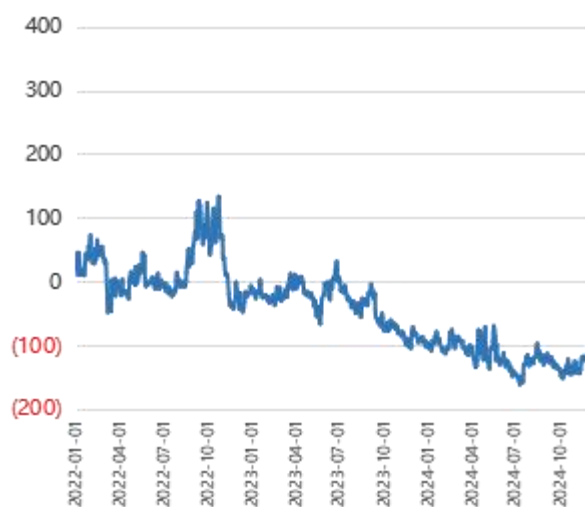


数据来源：同花顺、东吴期货研究所

图 27 LME 铜 0-3

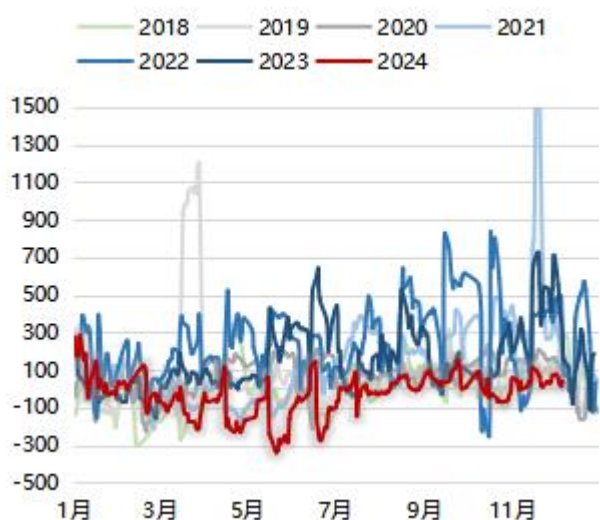


数据来源：SMM、同花顺、东吴期货研究所



数据来源：同花顺、东吴期货研究所

图 28. SMM1#电解铜升贴水



数据来源：SMM、东吴期货研究所



**免责声明：**

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

**期市有风险，投资需谨慎！**