

炼厂减产助推新一轮涨势

要点：

2024 年 3 月在炼厂减产消息的提振下，铜价开启了一轮大幅上涨。2025 年炼厂面临的原料短缺状况更加严峻，大型冶炼厂已开启减产。不排除后续冶炼厂将面临无法采购到足够的原料而不得不加大减产的局面。2025 年铜矿供应增速下滑将兑现至精铜。

在国内稳增长意愿较强，政策工具箱充足的背景下，国内经济有望触底回升，铜消费增速也有望扩大。要实现能源转型，以及适应全球数字化、智能化和 AI 浪潮带来的电力需求，各国需要有更强大、更完善、更智能的电网作为支撑。全球电网改造和设备更新迎来高景气。新领域消费的助力，全球铜消费增长空间可观。关税担忧下，美国市场成为全球铜蓄水池，这些铜进入美国市场后成为不流通的沉淀库存，加剧了全球铜供应的脆弱性。全球铜供需矛盾扩大。

虽然目前市场对美国经济下滑的担忧仍在，而美股大幅下跌更加剧了市场的担忧，这成为此前压制铜价的主要原因。但从铜基本面来看，炼厂减产叠加关税干扰，以及铜消费的韧性。基本面的矛盾要更为突出。而美国目前经济下滑仅是市场的担忧，目前并没有更多的数据显示美国经济已步入衰退，所以宏观对铜价的拖累不足为惧。

预计在基本面短期矛盾扩大的推动下，铜价将开启新一轮上涨行情。近两周国内库存已开启去化，LME 库存加速去化，国内出口窗口持续打开。“金三银四”消费旺季即将来临，本周铜现货报价已转为升水，下游采购企业也需警惕接下来国内现货市场紧缺引发的高升水风险。

风险点：关税反复造成铜价波动较大，美国高通胀高利率引发的经济衰退

1、铜矿紧缺加剧，国内大型炼厂已开启减产

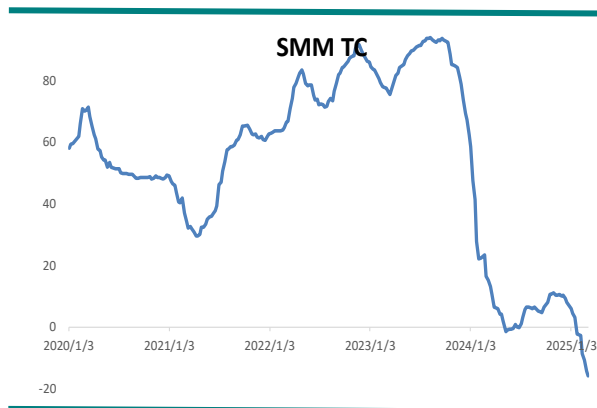
3 月 12 日早上炼厂减产的消息推动铜价大幅上涨。“因铜精矿日益紧张，现货铜精矿加工费（TC/RC）持续下降，铜陵有色金属集团旗下冶炼厂已采取减产、提前大修并延长长时间、计划外大修等措施，抑制铜精矿现货市场继续恶化，坚定维护国内冶炼厂利益”。2024 年 3 月 13 日据路透消息，国内大型铜冶炼厂在北京的会议上同意削减一些亏损工厂的产量，以应对铜矿供应短缺。在减产消息的提振下，2024 年上半年铜价开启了波澜壮阔的上涨行情。

相比于去年，今年炼厂面临的生产压力巨大。虽然 2024 年初铜精矿现货加工费也降至负数的水平，但 80 美金的长单加工费对炼厂来说利润丰厚，而且 24 年炼厂长单签订比例较高。因此 24 年铜矿短缺并未传导至冶炼端，国内精铜产量同比实现大幅增长。但 2025

年铜精矿加工费长单 TC 为 21.25 美元/吨，该数值成为有数据记录以来的最低 TC。不考虑副产品，21.25 美元的 TC 对于炼厂来说冶炼 1 吨将亏损 800-1500 元/吨，2025 年国内炼厂面临靠硫酸增利的窘境。若以近期-15 美金的现货加工费来算，即便考虑硫酸的增利，炼厂也将亏吨近 2000 元/吨。开年以来铜精矿港口库存持续下降，铜精矿短缺形势越发严峻，不排除后续冶炼厂面临无法采购到足够的原料而不得不减产的局面。

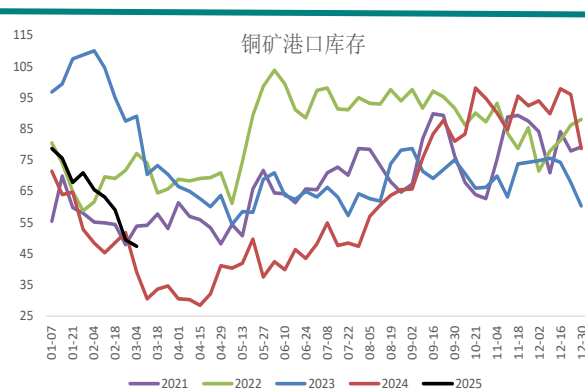
除此之外受关税影响，2024 年 11 月下旬开始国内废铜贸易商已停止从美国进口废铜，中国进口废铜中美国占比约 20%，2025 年废铜进口大概率下降；2024 年高铜价也透支了部分国内废铜隐形库存。2025 年冷料短缺，偏低的粗铜加工费也将影响炼厂开工。不管是矿端原料还是冷料，25 年炼厂都面临较大的原料和利润压力。其产量释放将具备较大不确定性，全球铜矿增速下降有望在 25 年传导至冶炼端。

图表 1：铜精矿现货加工费



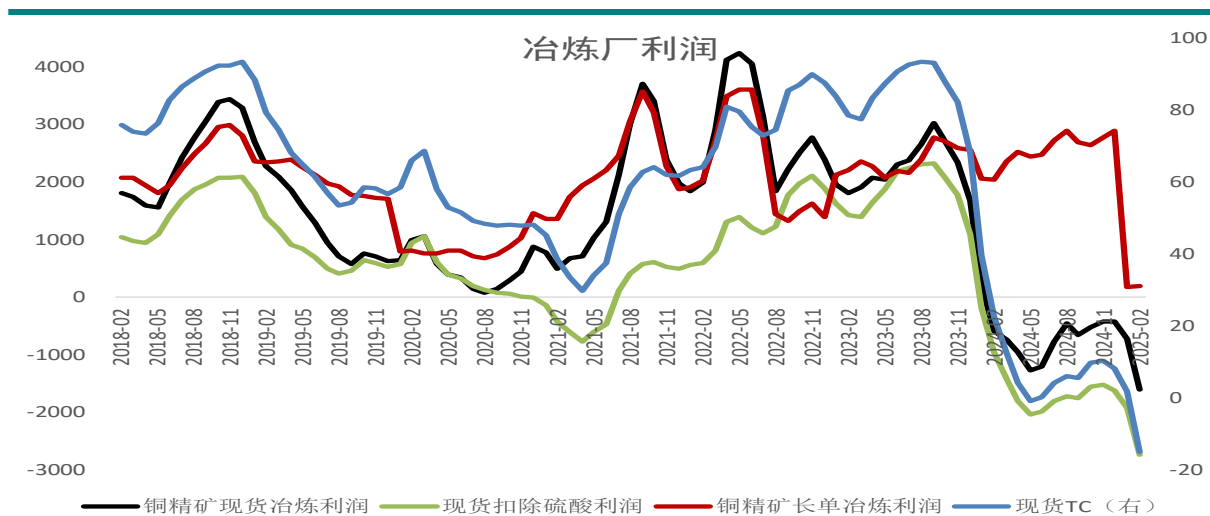
资料来源：SMM 新湖期货研究所

图表 2：铜精矿港口库存



资料来源：SMM 新湖期货研究所

图表 3：国内铜冶炼利润



资料来源：SMM WIND 新湖期货研究所

2、 关税阴影下，海外铜正陆续运往美国，现货紧缺不容小觑

3 月 5 日特朗普在国会联席会议上发表演讲时，吹捧他对外国铝、铜、木材和钢铁征

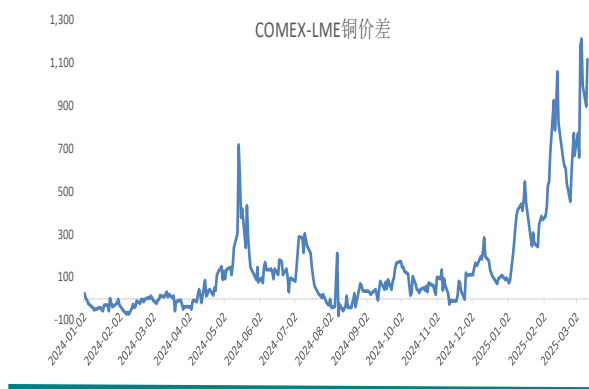
收 25% 的关税；25% 的关税幅度超过市场此前预期的 10%，美铜快速拉涨，铜市做多热情高涨。

1 月以来关税便成为市场的主要关注点，COMEX 与 LME 价差持续走扩并维持高位。在可观的套利空间驱动下，全球的铜正陆续运往美国。国内铜出口窗口也已打开，炼厂也将国内的铜运往海外。3、4 月或将出现美铜进口大幅增加的情况，高盛周二在一份报告中表示，由于美国政府计划征收关税前美国铜价格上涨，未来几个月美国铜净进口可能会增长 50%-100%。2 月下旬 LME 注销仓单快速攀升，LME 基差由大幅贴水转为升。在关税落地前，美国市场将成为全球铜蓄水池；即在关税担忧下，美国终端消费者被迫开始屯铜，这些铜进入美国市场后成为不流通的沉淀库存。在全球铜矿供应紧缺，加工费大幅下滑的背景下，这一行为加剧了市场对精铜供应紧缺的担忧。

目前来看，铜关税落地预计将经历约一年左右的时间。2 月 25 日特朗普下令对美国铜进口展开国家安全调查，特朗普政府认为，亚洲大国正试图主导全球铜市场，威胁美国的国家安全和经济利益。特朗普签署行政令，指示商务部长根据《贸易扩展法》第 232 条启动调查。调查结果可能导致对铜进口征收新关税，特朗普更倾向于关税而非配额。这一法律曾在特朗普第一任期内被用于对全球钢铝征收 25% 的关税。2018 年对铝加关税，经历了 11 个月的时间，2017 年 4 月开展调查，2018 年 3 月铝关税落地。

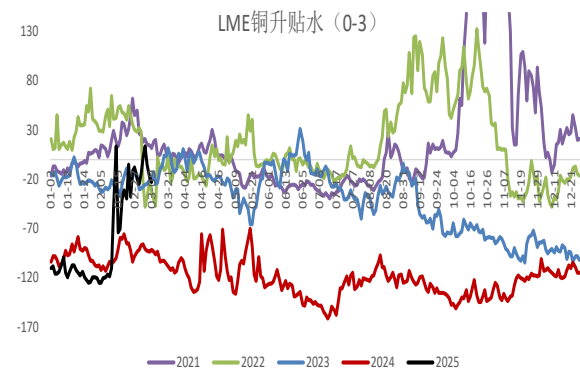
近两周国内库存已开启去化，LME 库存加速去化，国内出口窗口持续打开。“金三银四”消费旺季即将来临，本周国内铜现货报价已转为升水，下游采购企业需警惕接下来国内现货市场紧缺引发的高升水风险。

图表 4：COMEX 与 LME 价差



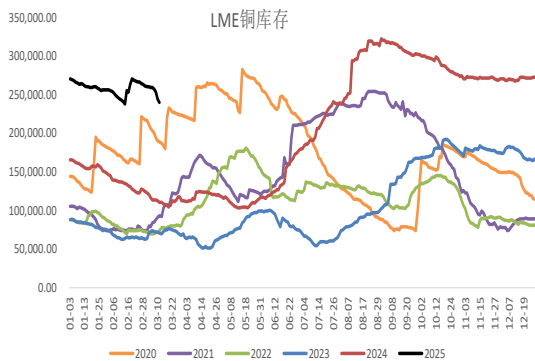
资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 5：LME 升贴水快速走高



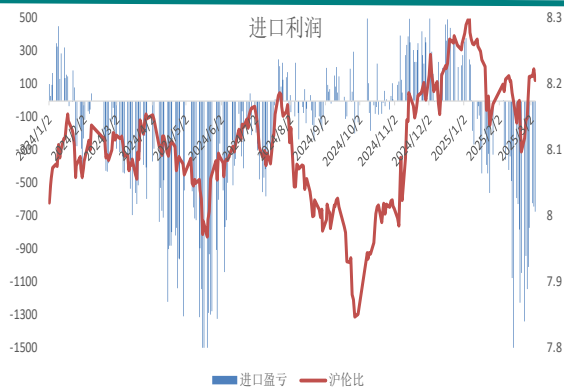
资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 6：近一周 LME 去库加快



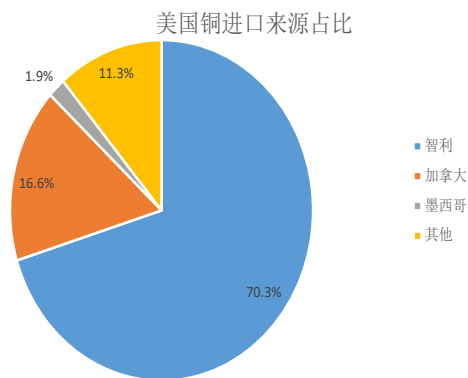
资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 8：国内铜出口窗口打开



资料来源：SMM WIND 新湖期货研究所

图表 10：美国精铜进口国家占比



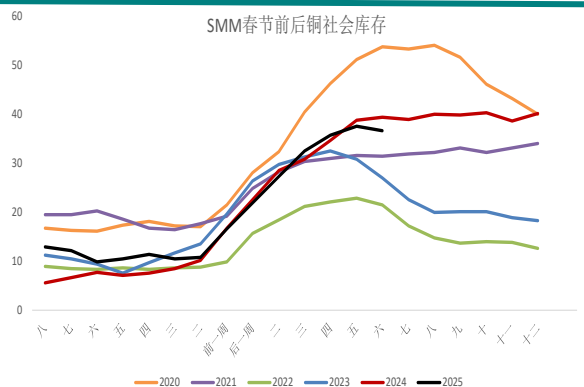
资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 7：LME 注销仓单攀升



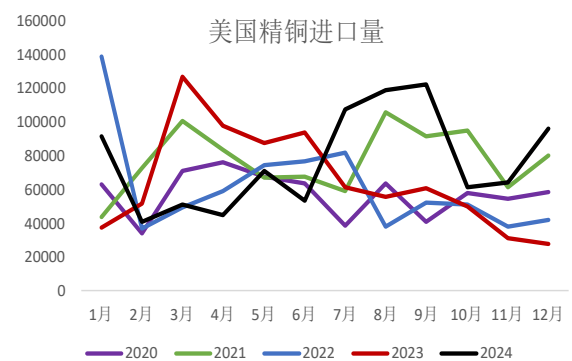
资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 9：国内库存亦开启去库



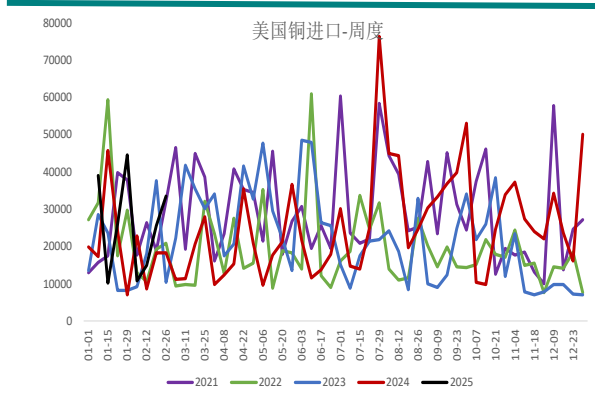
资料来源：SMM 新湖期货研究所

图表 11：美国精铜进口量-月度



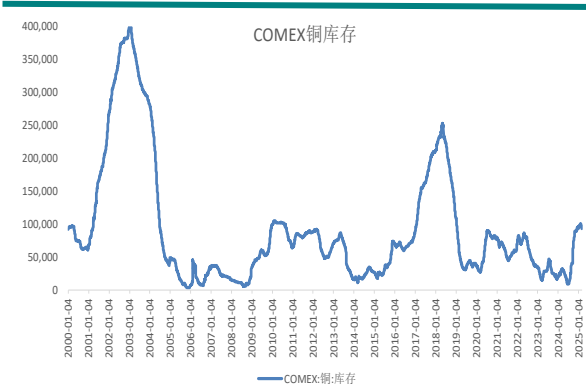
资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 12：美国铜进口-周度



资料来源：彭博 新湖期货研究所

图表 13：COMEX 库存



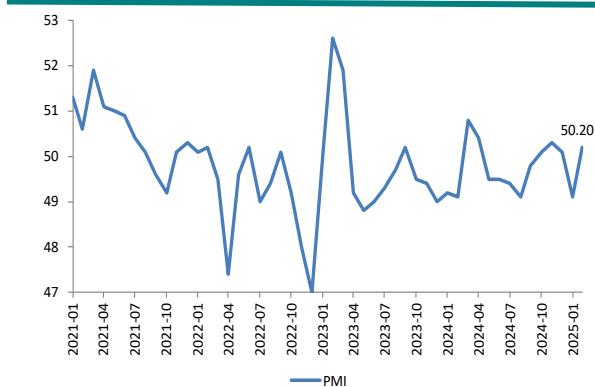
资料来源：WIND 新湖期货研究所

3、新领域消费持续发力，铜价估值中枢将抬升

国内两会将 2025 年 GDP 目标定在 5% 左右，赤字率提升至 4%，“大力提振消费”依然被放在重要位置。而且政府工作报告展现出对政策时效性的重视，报告指出“出台实施政策要能早则早、宁早勿晚”。而且今日蓝部长表示为应对内外部不确定因素，中央财政预留储备工具和政策空间。在国内稳增长意愿较强，政策工具箱充足的背景下，国内经济有望触底回升，铜消费增速也有望扩大。预计 2025 年国内消费将达到 4.6%。其中地产投资收窄至-8%。

除了国内铜消费增速扩大，铜作为能源金属，消费前景广阔，每年增长空间可期。虽然从 2024 年开始全球新能源增速下滑，但全球新能源基数已显著提高，增速下滑也不改变每年对铜消费接近 60 万吨的增量。电网是当今电力系统的支柱，欧美电网老化严重。要想实现能源转型，以及适应全球数字化、智能化和 AI 浪潮带来的电力需求，各国需要更有强大、更完善、更智能的电网作为支撑。海外电网改造和设备更新迎来高景气。新领域消费的助力，有望抬升铜价估值中枢。

图表 14：国内制造业 PMI



资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 15：国内铜需求预测

终端	2021	2022	2023	2024	2025E
家电	3.4%	3.3%	10%	9.2%	5.9%
传统汽车	-1.4%	-9.14%	2%	-9.6%	-10.4%
新能源汽车	156%	100%	30%	35%	20%
房地产	1.9%	-15%	-10%	-15%	-8%
电网	-23.4%	10%	-1.8%	2.4%	4.5%
风电	-18.8%	-20%	50%	6%	10%
光伏	14%	60%	150%	28%	15%
消费电子	33%	-10%	6%	13%	8%
总计	0.6%	-1.5%	6.7%	3.7%	4.6%

资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 16：新能源领域已成为铜需求增长的强劲动能

全球新能源领域耗铜量预估

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
光伏新增装机 (GW)	175	243	405	478	545	610
风电新增装机 (GW)	84	76	115	129	140	151
储能电池出货量 (GW)	66	159	224	358	573	803
新能源汽车销量 (万辆)	630	1030	1373	1675	1977	2273
光伏耗铜 (万吨)	61	85	113	134	153	171
风电耗铜 (万吨)	42	30	40	44	48	53
储能耗铜 (万吨)	5	11	14	25	43	60
新能源汽车耗铜 (万吨)	38	60	76	92	109	125
充电桩耗铜 (万吨)	3	4	6	9	13	16
合计 (万吨)	149	190	249	304	365	425
增量 (万吨)	40	42	59	55	62	59
增速	42%	28%	31%	22%	20%	16%

资料来源：公开资料 新湖期货研究所

图表 17：全球铜供需平衡

单位：万吨	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
全球铜矿产量	2054	2085	2122	2197	2245	2290
同比	-0.58%	1.5%	1.8%	3.5%	2.2%	2.0%
全球精炼铜产量	2430	2458	2500	2595	2655	2715
同比	1.67%	1.15%	1.71%	3.8%	2.3%	2.3%
全球铜消费	2450	2469	2499	2588	2629	2708
同比	2.25%	0.78%	1.2%	3.6%	1.6%	3.0%
美国市场沉淀量						10
供需平衡	-20	-11	1	7	26	-3
国内精炼铜供应	1360	1305	1330	1400	1465	1515
同比	9.6%	-4%	1.92%	5.26%	4.64%	3.41%
国内精炼铜消费	1316	1324	1310	1398	1450	1517
同比	5.0%	0.6%	-1.0%	6.7%	3.7%	4.6%
供需平衡	44	-19	20	2	15	-2
精铜替代废铜	20		30			
国储收铜	55	-11				
调整后平衡	-31	-8	-10	2	15	-2

资料来源：WIND 新湖期货研究所

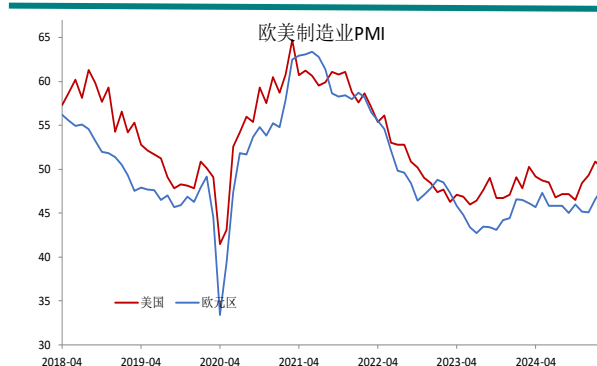
从铜价与全球制造业 PMI 走势来看，两者相关性较强。铜作为工业金属，其大幅上涨往往对应着全球经济向好。不过从 2024 年上半年铜价的一波大涨所对应的全球制造业 PMI 的表现，则可以推测出一些不一样的隐含信息。2024 年 5 月全球铜价创历史新高，但 PMI 仅小幅回升至 51，相较于前几轮铜价上涨对应的经济回升幅度，此次回升微乎其微。因全球铜矿增速下滑，以及从 2021 年开始全球新能高速发展带来的铜消费持续增加，全球铜供需矛盾已较为突出。在全球经济微幅回升的提振下，供需的矛盾为铜价带来较高的向上弹性。

最新公布的数据显示 2 月全球制造业 PMI 50.6，前值为 50.1。PMI 新订单分项指数 51.3，创 2022 年 3 月份以来新高，连续第二个月扩张。2 月美国 ISM 制造业 PMI 虽然环

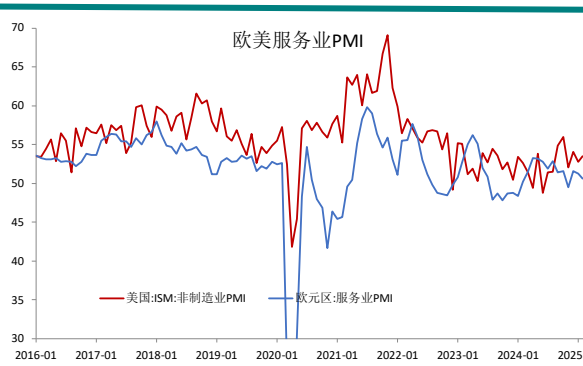
比回落 0.6 个百分点在至 50.3%，但其仍位于枯荣线上方。全球制造业的景气为铜价提供了较为有利的宏观环境。2025 年全球铜矿供应增速下滑有望兑现至精铜，叠加美国关税干扰，全球铜供需矛盾扩大，铜价上涨动力充足。

2024 年因国内冶炼产量居高不下，以及消费增速下滑，全球铜呈现供应过剩的局面。全球三大市场，SHEF、LME 及 COMEX 库存均累库。2025 年全球铜矿供应瓶颈将制约冶炼厂产量释放，精铜供应增速将下降，但需求增幅扩大；再加上关税干扰下，美国铜市场被迫储备的沉淀库存；全球供需有望从过剩转向紧缺，2025 年铜基本面整体向好，为铜价提供向上弹性。

图表 18：欧美制造业 PMI



图表 19：欧美服务业 PMI



资料来源：WIND 新湖期货研究所

资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 20：全球制造业 PMI 与铜价走势



资料来源：WIND 新湖期货研究所

分析师：李瑶瑶

执业资格号：F3060236

投资咨询资格号：Z0014443

审核人：孙匡文

审核人执业资格号：F3007423

审核人投资咨询资格号：Z0014428

【免责声明】

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，期货交易咨询业务许可证号 32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者期货交易咨询建议。