

2025 铜年报-否极泰来，未来可期

要点

分析师：李瑶瑶

审核人：孙匡文

执业资格号：F3060236

投资咨询资格号：Z0014443

电话：021-22155569

E-mail: liyaoyao@xhqh.net.cn

宏观分析：美国经济“软着陆”已成共识。在预防式降息和特朗普 2.0 政策推动下，下半年美国经济有望开启新一轮复苏。国内稳增长的决心较强，25 年有望出台较大力度的财政和货币政策。下半年，特朗普关税明朗后，不确定性下降，叠加国内政策的释放。可能再度推动中美主动补库存周期的共振，届时铜价上涨空间将打开。

需求端：全球新能源基数已显著提高，增速下滑也不改变对铜消费接近 60 万吨的增量。欧美电网老化严重，在能源转型及 AI 浪潮下，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。25 年国内经济修复，再加上电网投资表现亮眼，国内铜消费增速预计将从 24 年的 2.8% 回升至 4.3%；全球消费则回升至 3%。

供应端：25 年全球铜矿增速下降将传导至冶炼端。在海外冶炼厂投产后，25 年全球精铜供应将呈现海外高增长，但国内受制于矿端和冷料端原料的短缺，产量释放存不及预期的可能。供应和需求双重合力下，25 年供需过剩将显著收窄。

行情展望：2025 年预计铜波动区间在 7.2-10 万，10 万或在下半年兑现，上半年波动将放大。1 月 20 日特朗普将发表就职演说，其推出的一系列行政命令将会对铜价造成较大干扰，预计会为全年铜价提供较好的买点。3 月国内两会政策也将是重要关注时点。期权策略，在目前低波背景下，关键事件节点可考虑双买策略，全年可择机滚动卖出看跌期权。

套利机会：25 年供应干扰或带来更多结构性套利机会。内外盘以反套思路（空 LME 多国内）为主，沪铜盘面套利则以近远月正套为主。

风险点：美联储降息交易的反复，特朗普，美国经济疲弱，国内政策力度不及预期。

撰写日期：2024 年 12 月 22 日

一、2024 行情回顾

1、 宏观驱动铜价大幅波动

2023 年 12 月美联储议息会议意外转鸽，开始讨论降息，市场开启降息预期，为铜价提供了偏利好的宏观背景。3 月中旬国内炼厂开会同意削减产量点燃了市场的做多情绪，铜价快速走高。但快速攀升的铜价抑制了年后的需求，国内库存超季节性累库，铜价开启短暂震荡，等待下一波驱动。

3 月底公布的国内及美国制造业 PMI 均回升至枯荣线上方，国内外经济共振回暖，铜价开启新一轮涨势。随着 4 月中旬公布的美国通胀数据超预期，市场甚至呈现了“再通胀交易”的迹象。

5 月份美国铜库存持续下降至历史低位引发市场关注。4 月 13 日美国和英国宣布针对俄罗斯生产的铝、铜、镍三种金属实施新的交易限制，伦敦金属交易所 (LME) 和芝加哥商业交易所 (CME)，不得使用 4 月 13 日及以后俄罗斯生产的铝、铜、镍。但当时 LME 仓库中俄铜占比高达 50%。导致本就库存不多的铜更加稀缺，美国市场低库存矛盾尤为突出。在 COMEX 铜明显偏强领涨市场的提振下，铜价开启了逼仓行情，并在 5 月下旬创出历史新高。

但从宏观以及基本面角度看，4 月底公布的国内及美国制造业 PMI 已回落，经济回暖持续性存疑。而且国内在高铜价的抑制下，下游消费几乎处于停滞状态。因此市场传出将有一定量级的铜运至美国的消息之后，铜价快速高位回落。

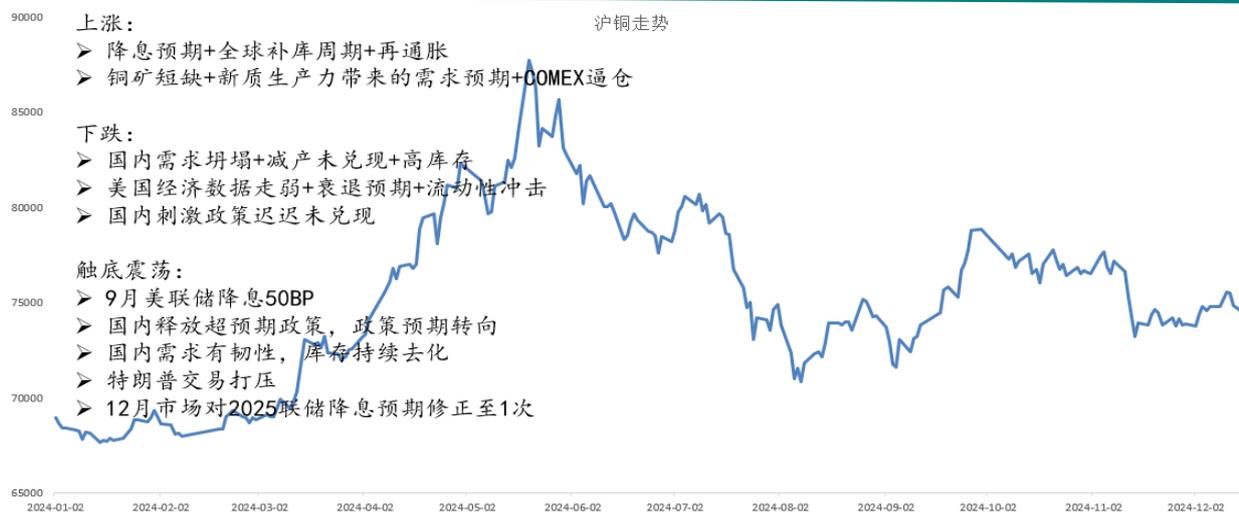
5 月之后接连公布的美国经济数据持续走弱，市场对美国经济陷入衰退的担忧不断攀升，铜价持续回落。

8 月初公布的美国就业数据大幅不及预期，在市场对美国经济衰退预期充分定价之后，市场关注点转向美联储降息。大幅不及预期的就业数据也显著提振了市场对 9 月美联储降息的预期，铜价底部回升。9 月 19 日美联储超预期降息 50BP，叠加 924 国内政策大礼包提振，铜价短暂反弹至高位。

11 月初特朗普胜任美国总统，市场担忧特朗普政策对国内经济造成的冲击；而且 11 月 8 号国内财政部会议未进一步释放提振实物需求的政策，国内弱现实的悲观预期延续，铜价重回跌势。

年底对于美联储降息预期的反复则主导了铜价走势。但从国内制造业 PMI 及美国制造业 PMI 来看，均有回升态势，铜价继续下跌空间或有限。

图表 1：2024 铜价走势回顾



资料来源：I find 新湖期货研究

图表 2：全球制造业 PMI 与铜价



资料来源：I find 新湖期货研究

2、 现货市场上半年供过于求，下半年供需平衡，内外价差波动较大

开年铜价持续拉涨，国内下游消费“金三银四”弱于预期；而炼厂在冷料充足的影响下，二季度检修不减量，产量超预期，国内超季节性累库至6月。上半年现货市场呈现供过于求的局面，全国现货报价持续贴水。在5月份铜价创历史新高后，国内下游消费几乎停滞，现货贴水扩大，创出历年新低。

而随着铜价回落，下游消费逐渐恢复，再加上炼厂在出口利润的推动下大量出口精铜，国内库存开始去化，现货报价贴水逐渐收窄。8月份之后伴随着铜价进一步下挫，以及再生市场受“783”号文影响，大量再生铜杆厂停产，精铜替代废铜消费；铜消费显著回暖，现货报价由贴水转为升水。11月在消费持续好转以及炼厂检修带来的供应下降，广东地区库存降至低位，现货市场呈现偏紧局面，广东地区现货报价快速攀升至高位；沪粤套利价

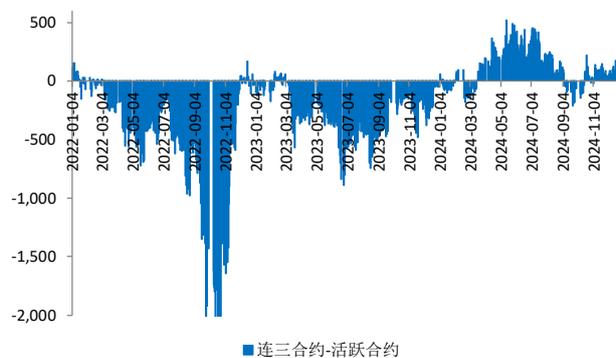
差打开，部分货源开始从上海运行广东。

盘面价差来看，2023 年国内持续低库存带来的盘面始终维持 BACK 结构。2024 年因国内大幅累库，现货贴水拉低近月价格；而且 4 月在国内外经济数据好转之后，市场对未来的铜需求偏乐观，远月价格被抬升，盘面由 BACK 结构切换至 Contango 结构。而从历史数据观测，盘面结构的变化往往伴随着市场预期的变化，当盘面由 BACK 结构切换至 Contango 时，通常都对应对应着铜价的趋势性上涨行情。9 月份随着现货市场的紧张，盘面价差出现了短暂的 Back 结构。随后重回 Contango 结构，但价差幅度较上半年明显收窄。在现货市场呈现小幅升水的背景下，Contango 结构或许意味着市场对于远期的铜需求仍偏乐观。

2024 年全年海内外库存走势完全背离。上半年在国内持续累库的情况下，LME 及 COMEX 均呈现去库，因此内外盘价差表现为出口窗口持续打开；而在 5 月份 COMEX 铜逼仓后，沪铜与 LME 铜价差一度扩大至 -2500，炼厂出口利润丰厚。国内炼厂也从 3 月份开始纷纷布局出口，精铜出口量环比持续攀升，并在 6 月份出口超 15 万吨。在高出口的作用下，5 月份 LME 库存开启累库，进口亏损差则快速收窄，并在 7 月份转为进口盈利。11 月份在国内需求有韧性，库存持续去化的作用下，进口窗口则长时间打开。

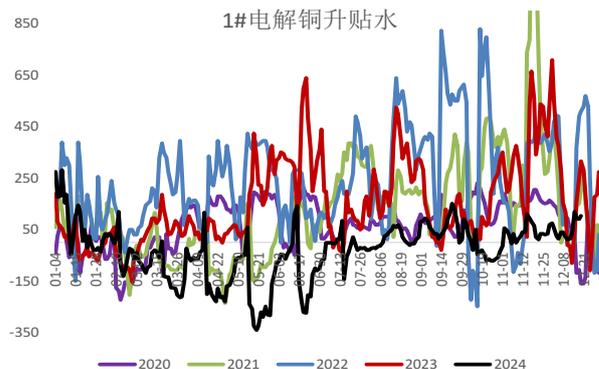
洋山铜溢价受保税区铜供需的影响，全年呈现先抑后扬的走势。在 5、6 月份国内铜大量出口后，洋山铜溢价一度降至负值。7 月份之后伴随着进口需求的增加，溢价不断回升至往年正常水平。

图表 3：沪铜盘面价差



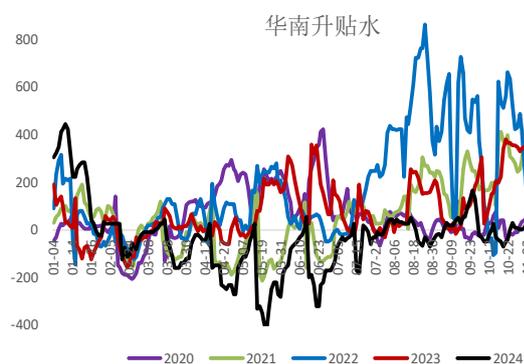
资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 4：上海 1#电解铜升贴水季节性规律



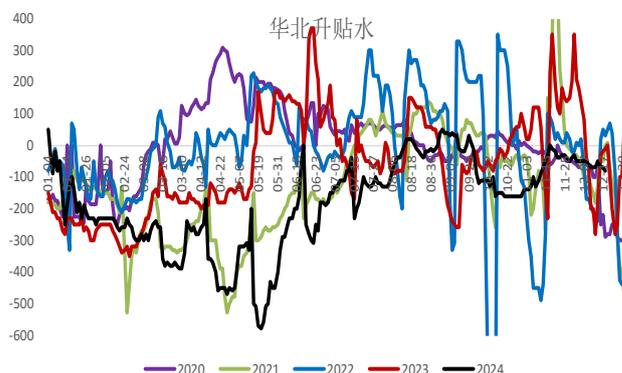
资料来源：SMM 新湖期货研究所

图表 5：华南地区升贴水季节性规律



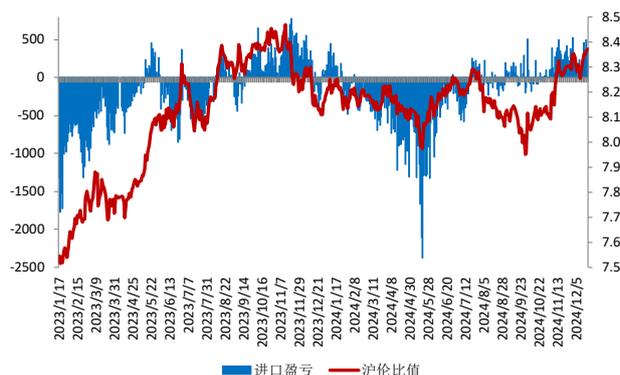
资料来源：SMM 新湖期货研究所

图表 6：华北地区升贴水季节性规律



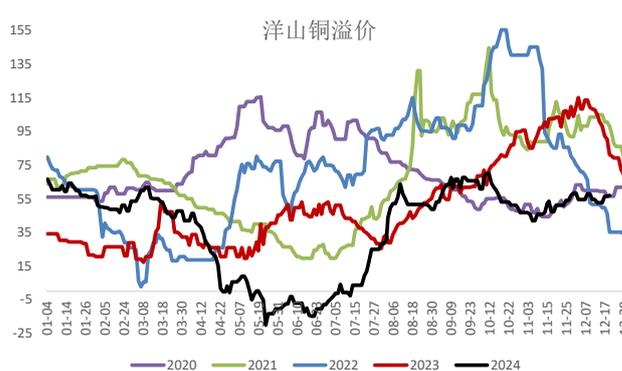
资料来源：SMM 新湖期货研究所

图表 7：进口利润



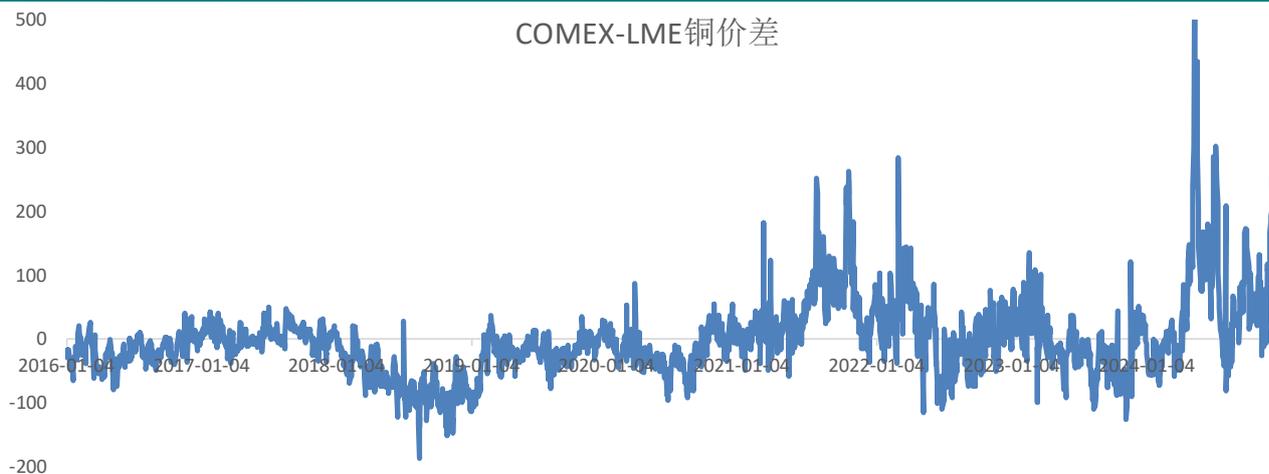
资料来源：SMM 新湖期货研究所

图表 8：洋山铜溢价



资料来源：SMM 新湖期货研究所

图表 9：COMEX 与 LME 铜价差



资料来源：WIND 新湖期货研究

二、2025 年海内外库存周期依旧有望形成共振

1、美国“软着陆”已成共识，警惕美联储降息预期的反复

2024 年全球宏观交易的逻辑主线不断切换，年初-4 月降息预期背景下，美国经济韧

性较强，随着 4 月份公布的经济和通胀数据超预期，市场甚至有交易“再通胀”的迹象。5-9 月美国经济数据全面走弱，市场情绪开始降温，而且随着经济数据持续不及预期，衰退预期不断演绎。8 月发布的非农数据大幅低于预期，使得市场对美联储降息预期急剧上升，随后 9 月美联储超预期降息 50bp，且对未来的降息指引偏鸽派。9 月以来公布的经济数据显示美国经济仍有韧性，衰退交易被证伪，“软着陆”逐渐成为市场共识。11 月特朗普当选后，“特朗普交易”又成为市场交易主线。

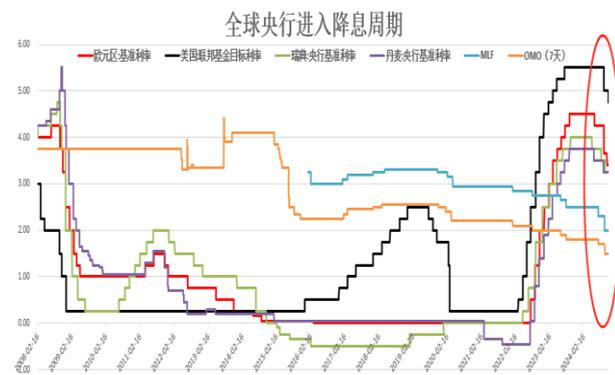
虽然 2024 年美国的经济韧性较强，但其制造业 PMI 已连续两年处于枯荣线下方。主要归因于全球“加息潮”背景下信用周期的下行，又叠加了全球产业链重构浪潮中的制造业竞争。2024 年初美国库存周期见底回升，但受制于高利率以及制造业疲弱，整体库存周期开启较为缓慢。

特朗普 2.0 主张货币财政双宽松，对内减税，对外加征关税。今年年中以来，全球“降息潮”已经开启，美联储已累计降息 100BP。美联储预防式降息，2025 年美国软着陆概率进一步上升。在降息推进和特朗普 2.0 政策推动下，下半年美国经济有望开启新一轮复苏。处于低位的库存周期补库进程或加快，制造业 PMI 也有望开启回升趋势。

四季度以来美国 CPI 数据有所回升，美国通胀粘性较强。另外特朗普 2.0 的移民以及关税政策将给美国带来通胀压力。12 月联储如期降息 25BP，但鲍威尔释放偏鹰信号，利率期货显示市场对 2025 年联储降息预期大幅修正至 1 次，而美联储点阵图显示 2025 年将降息 2 次。另外特朗普有一定的货币宽松主义倾向，其竞选前后多次表达干预美联储的想法，2025 年鲍威尔与特朗普之间博弈或加剧。美联储降息最快的阶段或已过去，2025 年需警惕市场对美联储降息预期的反复，对铜价所造成的影响。

1 月 20 日特朗普将发表就职演说，1 月下旬到 2 月上旬可能推出的一系列行政命令是观察特朗普施政方向的重要窗口，同时也是对铜价造成较大干扰的时期。

图表 10：全球央行开启降息周期



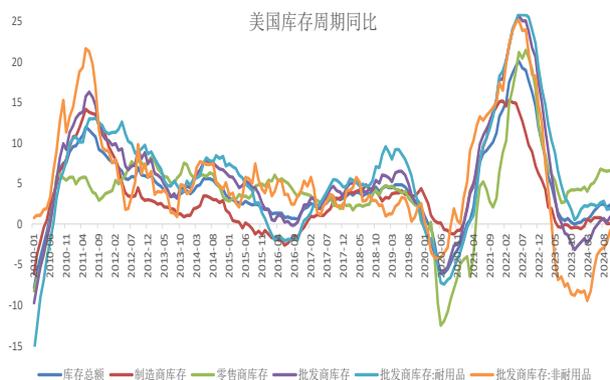
资料来源：I find 新湖期货研究所

图表 11：美国 GDP



资料来源：I find 新湖期货研究所

图表 12: 美国库存周期回升缓慢



资料来源: Ifind 新湖期货研究所

图表 13: 美国制造业与服务业 PMI



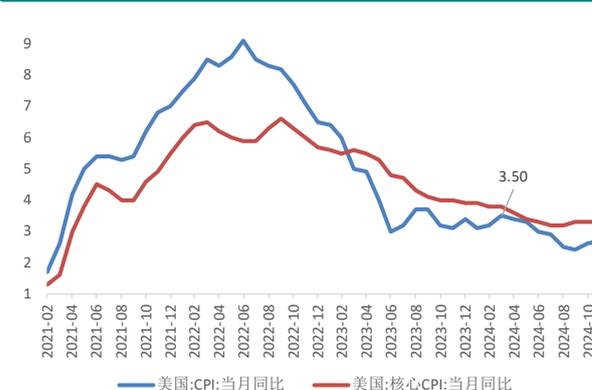
资料来源: Ifind 新湖期货研究所

图表 14: 利率期货反映的降息预期 (12.20)

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES			
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450
2025/1/29	0.00%	8.55%	91.45%
2025/3/19	0.00%	49.55%	50.45%
2025/5/7	30.66%	69.34%	0.00%
2025/6/18	5.39%	94.61%	0.00%
2025/7/30	10.55%	89.45%	0.00%
2025/9/17	19.31%	80.69%	0.00%
2025/10/29	38.55%	61.45%	0.00%
2025/12/10	48.89%	51.11%	0.00%

资料来源: CME Fedwatch 新湖期货研究所

图表 15: 美国通胀粘性较强



资料来源: Ifind 新湖期货研究所

图表 16: 特朗普 2.0



资料来源: 新湖期货研究

3、 特朗普将带来一定扰动, 但国内政策力度可期

2024 年国内经济增长面临较大压力, PPI 持续在负值区域运行, 市场信心低迷。9 月底以来, 国内一揽子增量政策加快落地, 政策转向对国内经济来说意义重大, 大幅提振了市场信心。特朗普就职后大概率会对国内大举加征关税, 出口受阻将使得其对经济提振效

果减弱，2025 年国内经济增长仍面临一定困难。

12 月 9 号的中共中央政治局会议，再次释放强力政策信号。会议提出“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”、“加强超常规逆周期调节”、“稳住楼市股市”。其中“加强超常规逆周期调节”的表述，这在重要会议的历史上是首次提出；会议中关于“实施适度宽松的货币政策”的表述则是我国货币政策的一次重大战略性调整，也是自 2011 年以来，首次将货币政策立场将转变为“适度宽松”。政府对政策基调超预期的表述，可以看出政策当局稳增长的决心，2025 年对国内经济可以适当乐观些。

2025 年 3 月的两会将是国内超预期政策信号的兑现期，在内忧外患下，国内政策刺激力度可期，2025 年国内经济有望迎来明显修复。下半年，特朗普关税明朗后，不确定性下降，叠加国内政策的释放，可关注风险偏好修复对铜价所带类的机会。

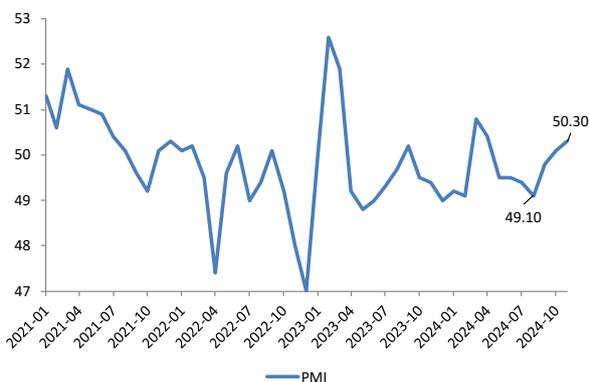
从库存周期的角度看，2024 中美库存周期小幅回升后，目前仍位于低位。在降息推进和特朗普 2.0 政策推动下，2025 下半年美国经济有望开启新一轮复苏，补库进程或加快；中国政策转向、中央加杠杆的决心比较坚定，国内经济也有望触底回升。后续可能再度推动中美主动补库存周期的共振，而历次中美主动补库存周期共振都带来了大宗商品的牛市。

图表 17：国内政策刺激力度可期

各时期的年底中央政治局会议关于来年宏观政策基调的表述		
1993-1996	适度从紧的货币政策	适度从紧的财政政策
1997-2007	稳健的货币政策	积极的财政政策
2008	从紧的货币政策	稳健的财政政策
2009-2010	适度宽松的货币政策	积极的财政政策
2011-2017	稳健的货币政策	积极的财政政策
2018	稳健的货币政策保持中性	积极的财政政策
2019	稳健的货币政策松紧适度	积极的财政政策加力提效
2020	稳健的货币政策灵活适度	积极的财政政策积极有为
2021	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度	积极的财政政策增值提效
2022	稳健的货币政策要灵活适度	积极的财政政策要提升效能
2023	稳健的货币政策要精准有力	积极的财政政策加力提效
2024	稳健的货币政策要灵活适度，精准有效	积极的财政政策适度加力、提质增效
2025	适度宽松的货币政策	更加积极的财政政策
	实施更加积极有为的宏观政策，稳住楼市、股市。加强超常规逆周期调节！！！！	

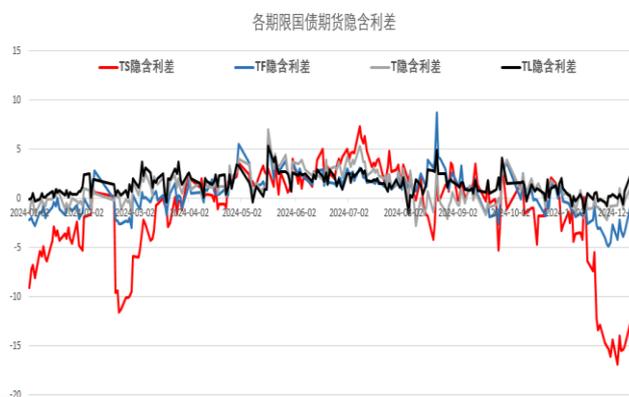
资料来源：新湖期货研究

图表 18：中国制造业 PMI



资料来源：I find 新湖期货研究所

图表 19：降准降息空间可观



资料来源：I find 新湖期货研究所

图表 20：2025 仍有可能看到中美库存周期共振



资料来源：I find 新湖期货研究

三、2025 年全球铜矿增速下降将向冶炼端传导

1、2024 全球铜矿干扰率下降，25 年增量下滑，关注 Panama 复产进度

虽然 2024 年铜精矿加工费大幅下滑至个位数。但从矿山的财报上来看，除去第一量子旗下的 Panama 矿山停产给全球铜矿供应带来较大减量，其余大部分矿山产量均呈现增长趋势。其中恢复量最大的来自自由港旗下 Grasberg 和智利的 Escondida。23 年一季度受暴雨影响，Grasberg 产量大幅下滑，这部分产量在 24 年恢复，带来约 10 万吨的增量。在经过多年的资本开支之后，Escondida 产量终于实现回升，并超过疫情前的水平，2024 年全年约实现 12 万吨的增量。相较于 2022 和 2023 年由于矿山品味下降、社区干扰和突发事件造成的产量大幅下滑相比，2024 年全球矿山干扰率明显下降，且低于往年历史水平。2025 年是矿山劳资谈判的大年，不排除 2025 年全球矿山干扰率回升将拖累铜矿增速。

另外全球矿企倾向于通过并购来实现产量的增长，并购进度明显加快。2023 年 Lundin 通过收购获得了智利 Caserones 铜钼矿的股权；BHP 则在 2023 年收购了 OZ Minerals，从

而实现了产量的增长。

但智利的一些铜矿生产仍面临水资源缺乏和矿山品位下降的问题。Codelco 2024 年产量仍延续降势。Anglo American 智利部分的产量 2024 年仍有 5-6 万吨的减量。整体来看，2024 年智利除去 Escondida 和恢复和新增矿山 QB2 产量的释放，老旧矿山仍带来了约 9 万吨的减量。2025 年智利的老旧矿山产量或仍将贡献一定减量。

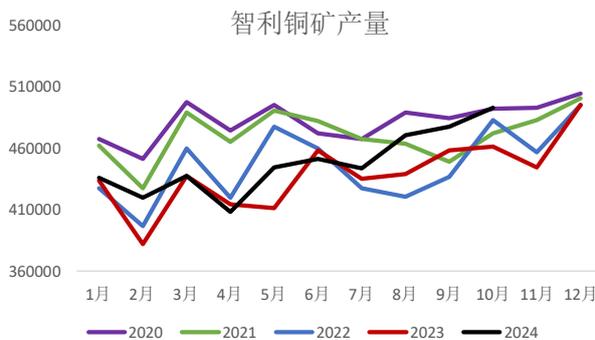
通过统计，占全球总产量 60% 以上的 18 家矿企 2024 年产量有望实现 2.5% 的增速。据 ICSG 数据显示，1-9 月全球矿山产量增长 2.48% 至 1681 万吨。

疫情之后全球矿山的成本明显攀升，且在高位运行。根据 Woodmac 的统计 2024 年全球铜矿 C3 成本 90% 分位数为 7700 美元/吨，2019 年该值为 6600 美元/吨，上升了 16.7%。因此近几年全球矿企的资本开支相较于前一轮高峰差距较大。一般来说资本开支投入 3 年后将兑现至产量的增长上。受制于近几年的低资本开支，预计 24-26 年全球矿山的复合增速降至 2% 附近，此前一轮高资本开支带来全球矿山 2012-2016 的年均复合增速则在 3% 以上。

2025 年全球矿山增量仍主要由紫金矿业和洛阳钼业贡献。除此之外，力拓预计 25 年其蒙古资产预计将增长 50%，到 2030 年有望实现 100 万吨的目标。据表 28 统计，2025 年全球矿山新增项目的投产、扩产将带来约 60 万吨的增量，较 24 年小幅下滑；26 年增量则继续下降 50 余万吨。

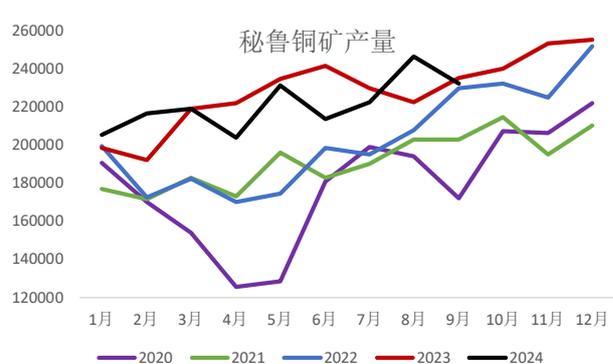
25 年需关注 Panama 矿山的复产，目前基准假设是该矿山仍处于关停状态。但若该矿山复产，或将一定程度缓解全球铜矿供应紧缺的局面。

图表 21：智利铜产量



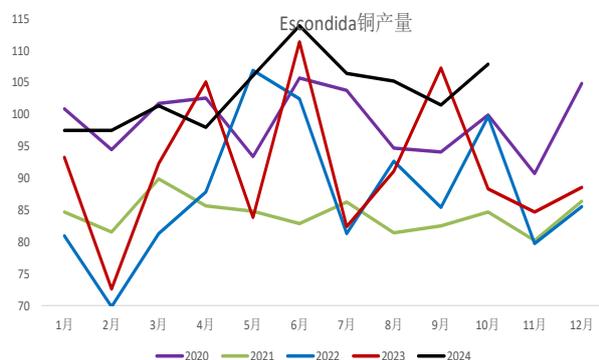
资料来源：Cochilco 新湖期货研究所

图表 22：秘鲁铜产量



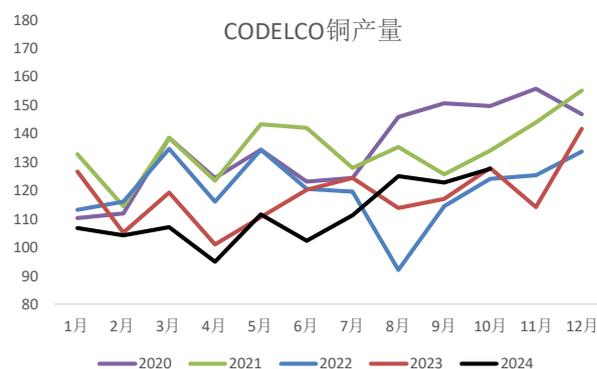
资料来源：MEM 新湖期货研究所

图表 23: Escondida 铜产量



资料来源: Cochilco 新湖期货研究所

图表 24: Codelco 铜产量



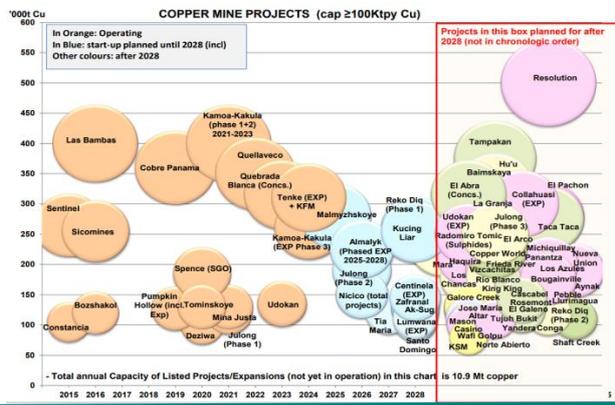
资料来源: Cochilco 新湖期货研究所

图表 25: 2024 年全球重点矿企产量

单位: 千吨	2024Q3	2023Q3	同比	2023	2024E	同比
Codelco	987.5	1039	-4.96%	1424	1425-1452	1.02%
BHP	1063.7	991.5	7.28%	1320.7	1343-1493	7.37%
Freeport-McMoRan	1394.3	1347.2	3.50%	1853	1839	-0.78%
Glencore	705.2	735.8	-4.16%	1010	950-1010	-2.97%
Southern Copper	735	677	8.57%	911.0	975	7.03%
紫金矿业	789.4	754.2	4.67%	1007.3	1110	10.20%
KGHM	543	528.4	2.76%	712.4	715	0.36%
Antofagasta	463.7	469.1	-1.15%	660.6	670-710	4.45%
Anglo American	575	596	-3.52%	826.2	730-790	-8.01%
First quantum	319.4	548	-41.72%	708.0	400-420	-42.09%
Rio Tinto	494.8	459.6	7.66%	619.6	660-720	11.36%
Norilsk Nickel	326	304	7.24%	425	401-425	-2.90%
MMG	272.16	255.85	6.37%	347.3	359-414	11.30%
Teck	324.4	193	68.08%	296.40	420-455	47.60%
Vale	246.4	227.4	8.36%	326.5	320-355	3.37%
洛阳钼业	476	425.9	11.76%	425.9	520-570	27.96%
Lundin	267.8	211.4	26.68%	314.8	366-389	19.92%
Barrick	131	139	-5.76%	190.0	180-210	2.63%
总计	10114.76	9902.35	2.15%	13379.41	13718	2.53%

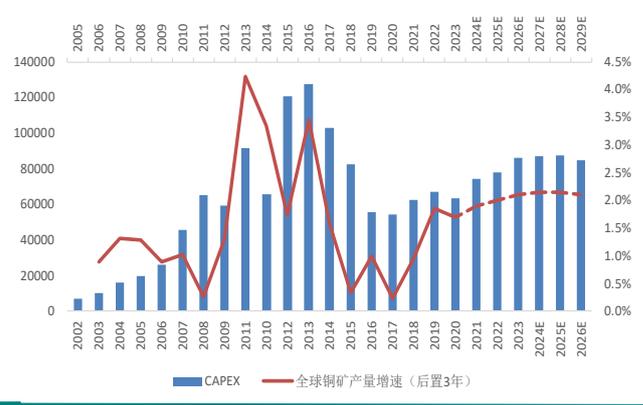
资料来源: 上市公司报告 新湖期货研究

图表 26：全球矿山新增项目



资料来源：ICSG 新湖期货研究所

图表 27：24-26 年预计全球矿山增速为 2%左右



资料来源：Bloomberg 新湖期货研究所

图表 28：2025 年全球新增铜矿产量汇总（千吨）

铜矿	所属公司	所在地	预计增量（千吨/年，金属吨）				
			2022年	2023年	2024年	2025年E	2026年E
Grasberg	Freeport	印尼	60				
Cerro Verde		秘鲁	40				
Prenci, Lone Star		美国	80				
Aktogay	KAZ Minerals	哈萨克斯坦	70	10			
玉龙	西部矿业	中国	21				
KFM&TFM	洛阳铝业	刚果金	45	145	180	100	100
Kamoā-Kakula		刚果金	230	60	30	100	70
Timok	紫金矿业	塞尔维亚	45	35	60	30	60
RTB Bor		塞尔维亚	45				
Qulong		中国	110	40	15	30	50
其他		中国	30	40	40	20	80
Oyu Tolgoi	Rio Tinto	蒙古	40	40	40	110	50
QB2	Teck	智利		120	150	50	30
Highland Valley	Teck					50	
、Buenavista、E	南方铜业	墨西哥		35	60	35	
Quellaveco	Anglo American	秘鲁	100	220			
Mirador	铜陵有色	厄瓜多尔				50	50
Mina Justa	Marcobre	秘鲁	50				
Khoemacau	MMG	博茨瓦纳			35		25
Udokan	Udokan Copper	俄罗斯		50	70	30	
合计			896	785	680	605	515
智利	品味下降及干旱		-350	-80	-90	?	
秘鲁	社区干扰		-80	50			
Glencore			-120				
Core Panama	停产			-30	-300	150	
BHP、Rio Tinto	Escondida				120		
Freeport	Grasberg				100		
合计			346	725	510	755	515

资料来源：上市公司报告 新湖期货研究

2、2025 冷料供应将偏紧，从而制约炼厂产量的释放

2024 年上半年受益于高铜价，国内废铜供应集中释放，精废价差运行至 4000 元/吨以上，粗铜加工费涨至 2000 元/吨。冷料成为炼厂原料的重要补充，二季度国内炼厂产量超预期。据测算，1-7 月国内废铜流入冶炼端的量有 87.8 万吨，同比增加 33 万吨。下半年

随着铜价回落，前期高铜价对国内废铜的透支，以及“783”号文政策的影响，冷料供应收缩，粗铜加工费大幅下滑。冷料短缺导致了下半年国内炼厂产量小幅下滑。

2024年4月国内开始执行“反向开票”政策，市场对带票废铜需求攀升，2024年带票的进口废铜大幅增长，1-11月累计进口162.4万吨，同比增加13.7%，增幅19.5万吨。但在特朗普胜选后，11月下旬开始，国内废铜贸易商暂停从美国进口废铜，因担忧特朗普关税影响。2018年针对特朗普对国内商品加征关税，国内采取对应的反制措施，其中就包括对来自美国的铜废碎料进口加征25%关税。从进口数据也可以看到，2018年加征关税前后，国内自美国进口的废铜量大幅下滑。2020年3月该反制措施取消后，我国自美国废铜进口量恢复至正常水平，2024年平均每月自美国进口废铜3万金属吨，约占废铜总进口量的20%。在特朗普关税政策明朗前，预计国内自美国的废铜进口量都将维持低位。这将造成再生铜进口的减少。对于炼厂来说，冷料紧缺的局面至少在明年一季度前难以缓解。

虽然2024年国内粗铜加工费上半年大幅上涨，但进口粗铜加工费则持续在低位运行，因此今年阳极铜进口大幅下滑。1-11月累计进口81.5万吨，同比下降14.1%，降幅13.4万吨。在矿缺原料短缺的背景下，2025年海外粗铜或维持紧缺状态，阳极铜进口预计将维持低位。

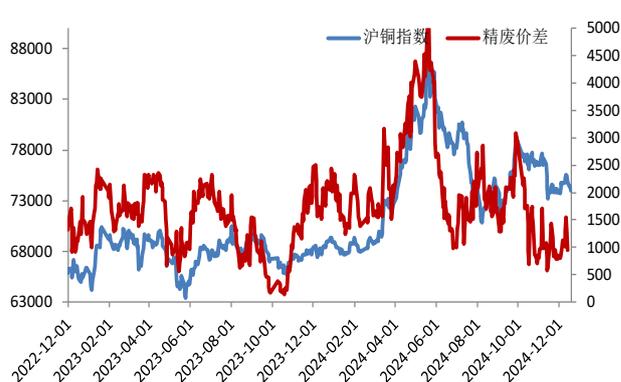
再生铜进口大幅增长，其中部分量流入炼厂，但阳极铜进口大幅下降，二者互相抵消之后。2024年全年预计国内废铜流向冶炼端的量在140万吨以上，远高于往年，同比增加40余万吨，其中上半年贡献四分之三。这一方面是因为高铜价刺激废铜释放，另一方面在需求疲弱的拖累下，下游再生铜杆需求下降，本该流向加工端的废铜进入了冶炼环节。2025年国内经济恢复需求好转，预计废铜流向加工端的量将增加。这也将导致炼厂冷料的短缺。

据SMM数据，1-11月国内精铜产量同比增加53万吨。可以说冷料供应超预期，是2024年炼厂产量未大幅下滑的重要原因。在当下铜价处于低位，国内废铜持货商惜售，再生铜进口下降，25年下游加工对废铜需求增加，以及25年海外粗铜依然紧缺的背景下。2025年预计冷料供应将较2024年明显下降，从而制约国内炼厂产量的释放。2025年或许只能寄希望于铜价大幅拉涨来提振国内废铜供应的释放。

图表 29：粗铜加工费

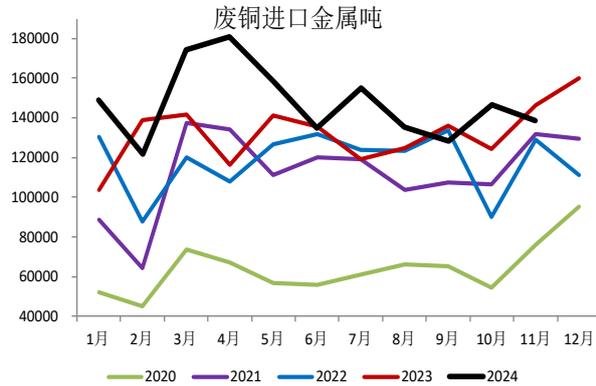


图表 30：精废价差



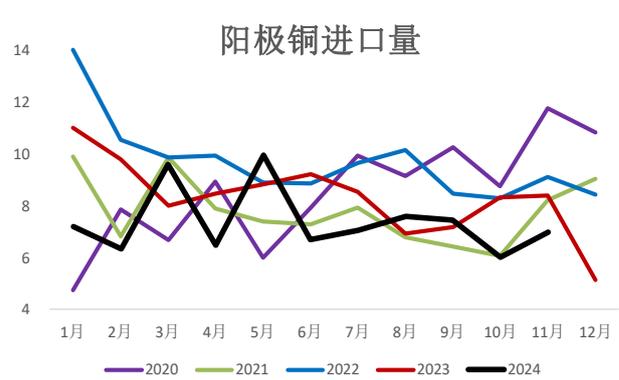
资料来源：SMM 新湖期货研究所

图表 31：废铜进口金属量



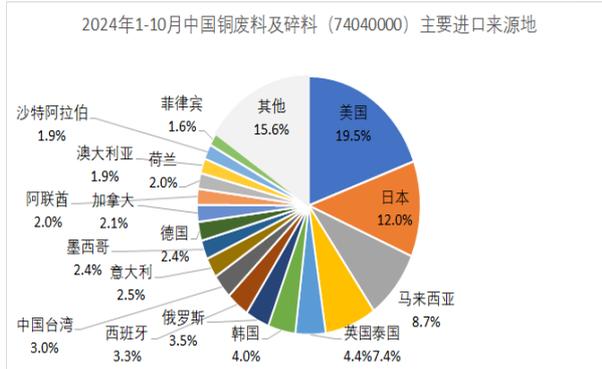
资料来源：SMM 新湖期货研究所

图表 32：阳极铜进口量



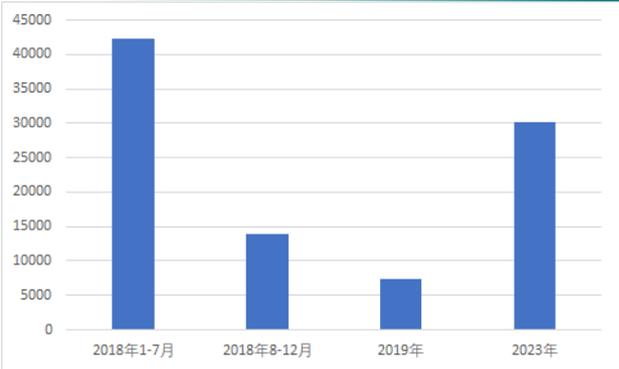
资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 33：2024 年国内废铜进口来源地



资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 34：中国自美国月均进口废铜量



资料来源：安泰科 新湖期货研究所

图表 35：电解铜原料测算

日期	精炼铜产量	国内铜矿产量	进口铜矿	进口废铜	进口阳极铜	国内废铜用于冶炼
2019	895	162.78	550	122	75.5	45.72
2020	930	167.5	544	77	103	77
2021	997.6	183	585	135.4	93.7	68.2
2022	1028.21	196	631.8	141.68	116.5	13
2023	1144	169.7	688.4	158.8	100	106.5
2023.11	1044	156	626	143	95	96
2024.11	1097	156	640	162	82	138.4

资料来源：SMM WIND 新湖期货研究所

3、历史极低 TC 影响下，25 年炼厂产量释放不确定性上升

12 月初江铜与 Antofagasta 敲定 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，此前最低的 TC 为 2008 年的 45 美元/吨。一方面因为全球矿山产量增速下降，另一方面海外矿企开始向产业链向下游冶炼延申，海外矿业也在与国内炼厂争夺铜矿。尤其是印尼，在印尼政府的战略规划下，Amman 22 万吨冶炼项目已于 24 年 9 月份开工；自由港旗下 48 万吨的 Manyar 受故障影响投产则推迟至 25 年 3 季

度。另外紫金的 Kamo a 冶炼项目预计于 2025 年 2 月份竣工投产，达产后冶炼产能 50 万吨/年。印度 Adani 也于 24 年投产，不过因为铜矿短缺，其产量释放进度缓慢，预计 25 年该状况或延续。初次之外，此前预计于 24 年投产的恒邦和金隆的项目推迟至 25 年，25 年能否顺利投产还有待观察。

24 年因 80 美金的高长单 TC，以及 60%以上的高长单比例支撑，以及冷料供应充足，国内炼厂产量持续超预期。不过下半年冷料短缺已限制了炼厂的开工率，但在金川项目投产，以及西南铜业搬迁项目的爬产，产量下滑幅度有限。2024 年国内精铜产量有望达 1200 万吨，同比增加 55 万吨，增幅 4.8%。

25 年炼厂将迎来艰难期，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 年国内炼厂将面临靠硫酸增利的窘境，硫酸的价格或直接影响炼厂的开工率。如果炼厂要实现盈利，以冶炼一吨铜产 3.5 吨硫酸来算，硫酸价格至少要在 400 元/吨以上。不过好消息是，在硫磺价格强势的影响下，硫酸价格 25 年有望在高位运行。分地区来看，黑龙江、云南、广西、湖北具备一定价格优势，河南和山东则面临一定硫酸价格压力。

硫磺分析：供给端除中国和加拿大外，没有增量，美国甚至在关停老旧炼厂，导致 2025 年硫磺总产量下降 20+万吨。需求端除了磷酸铁锂电池带来的磷酸一铵需求大幅增加之外，非洲和东南亚的硫磺需求也在增加，尤其是印尼。供应收缩，需求下降背景，25 年硫磺价格有望延续强势，从而提振硫酸价格。

整体来看，不管是矿端原料还是冷料，25 年炼厂都面临较大的压力。其产量释放将具备较大不确定性，全球铜矿增速下降将在 25 年传导至冶炼端。

图表 36：2024&2025 年全球冶炼厂新增产能

2024&2025年铜冶炼厂新扩建项目			
公司名称	新增粗炼产能	生产使用原料	投产年月
白银有色（重启）	20	铜精矿	2024Q1
葫芦岛宏跃北方	5	铜精矿	2024Q2
金川（本部）	30	铜精矿	2024年8月
赤峰富邦	6	铜精矿	2024年底
金川（防城港）	30	铜精矿	2025
恒邦股份	10	铜精矿	2025
金隆铜业	50	铜精矿	2025
小计	151		
2024&2025年海外铜冶炼厂新扩建项目			
Adani	50	铜精矿	2024Q1
Amman	22	铜精矿	2024H2
Manyar	48	铜精矿	2025Q3
Kamo a	50	铜精矿	2025年2月
小计	170		

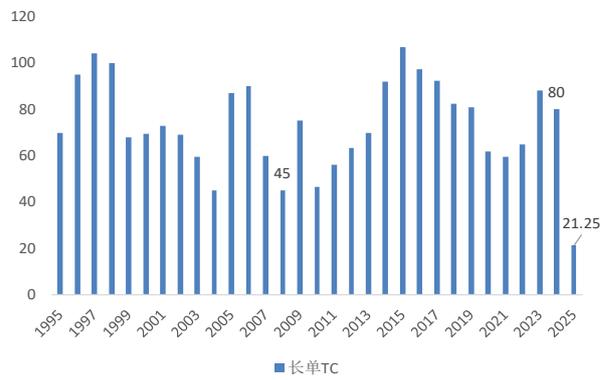
资料来源：SMM 公开资料 新湖期货研究所

图表 37: 铜现货 TC



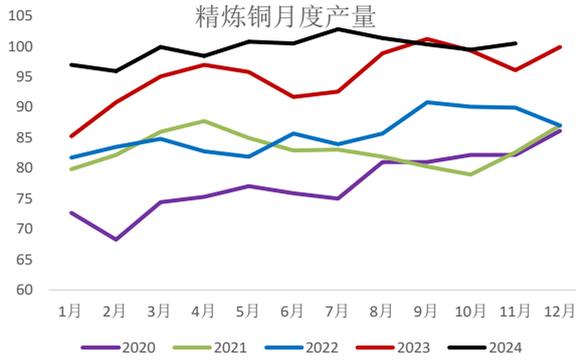
资料来源: SMM 新湖期货研究所

图表 38: 年度长单 TC



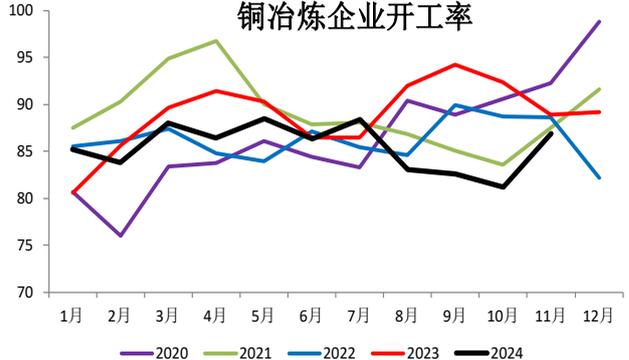
资料来源: SMM 新湖期货研究所

图表 39: 国内电解铜产量



资料来源: SMM 新湖期货研究所

图表 40: 炼厂开工率



资料来源: SMM 新湖期货研究所

图表 41: 硫酸价格



资料来源: Mysteel 新湖期货研究所

图表 42: 炼厂利润



资料来源: WIND SMM 新湖期货研究所

四、新旧动能转换下，消费增量可期，铜价估值中枢将抬升

1、国内电网投资亮眼，地产存改善预期，扩内需政策下汽车家电维持正增长

2024 年国内铜消费整体呈现先低后高的走势，上半年高铜价对消费拖累显著；下半年

随着铜价回落，消费稳步抬升；尤其是两网消费，上半年被推迟的订单在下半年集中释放，年底也成为国内消费的主要贡献点。据测算，1-11月国内铜表观消费实现了2.8%的增速至1403万吨。

924以来的一系列政策出台及重磅会议释放的信号显示出国内稳增长的决心，2025年将实施更加积极的财政政策，扩大赤字率，继续降准降息，国内经济有望触底回升，铜消费增速也有望扩大。

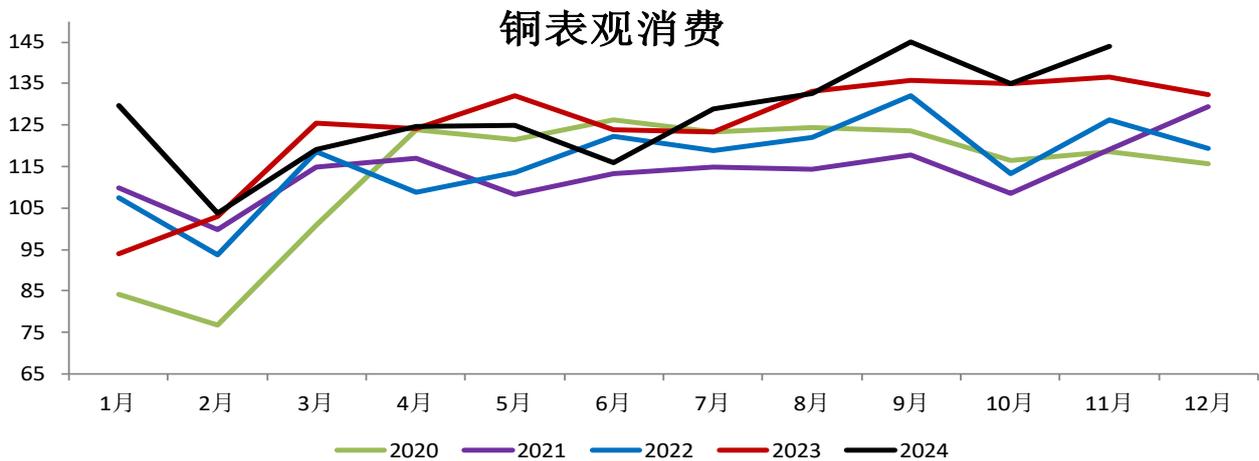
在消费品以旧换新政策以及出口高增长影响下，2024年汽车和家电消费超预期。2025年虽然受关税影响，出口提振力度或减弱，但在国内扩大内需政策基调下，“以旧换新”等商品消费补贴将加力扩围，25年汽车、家电有望维持正增长。不过汽车中增长主力仍将由新能源汽车贡献，传统汽车或对铜消费仍是拖累。对于消费电子领域，在全球人工智能迅猛发展的推动下，以及国内对芯片行业的政策支持下，24年集成电路产量实现了20%以上的高增长，25年该领域则有望延续高景气。

2024年国内铜消费的拖累项仍来源于地产，据测算，地产投资对铜消费的拖累：从2022-2024年分别是-46、-26、-42万吨。926政治局会议后，房地产止跌回稳也是本轮逆周期调节的重要政策目标之一，房地产定位的调整可能有助于减缓近年来房地产市场对国内经济较为明显拖累。房贷利率下调，房地产收储政策，保障房建设等政策2025年有望进一步加码，地产投资存改善预期，对铜消费的拖累也有望收窄。

自2020年我国提出双碳政策以来，电源投资迎来了高速发展。反观电网投资2020-2023年电网建设完成投资基本维持5000亿元左右，建设相对滞后。但新能源大比例接入对电网消纳能力提出更高的要求，2023年以来新能源消纳问题越来越突出，2024年6月4日国家能源局发布《关于做好新能源消纳工作保障新能源高质量发展的通知》，强调加强电网建设。国网年中会议上调投资预算，2024年电网投资将首次超过6,000亿元，同比新增711亿元。2024年1-11月电网投资同比增长18.7%，电源投资同比12%，电网投资加速追赶电源侧投资。另外年内配网相关政策也密集出台，顶层对于配网建设的重视程度超过往年。3月1日，发改委、能源局联合印发《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》，这是自提出新型电力系统以来，国家部委层面首次以正式文件形式指导配网建设。预计2025年有望达7000亿元，成为国内铜消费的最大增长点。

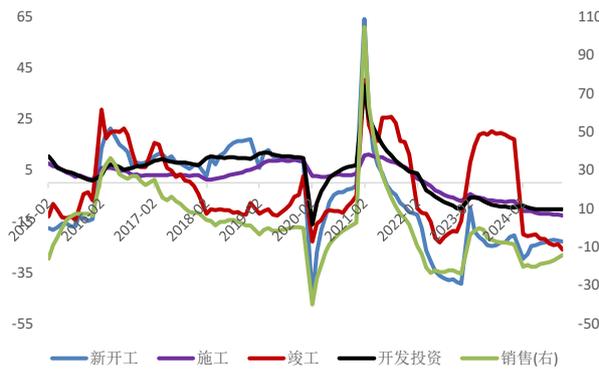
根据上述分析，预计2025年国内消费将达到4.3%。其中地产投资收窄至-10%，家电和电网均为铜消费带来约6%的增速。

图表 43: 国内铜表观消费



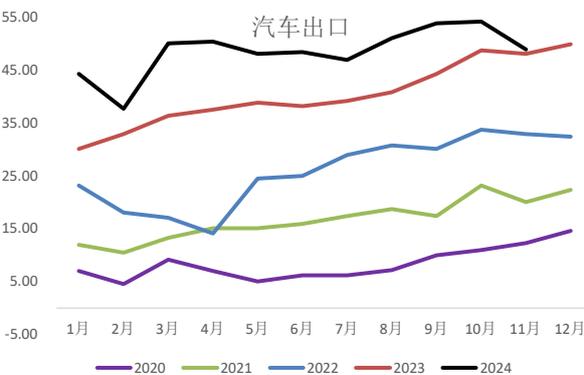
资料来源: SMM WIND 新湖期货研究

图表 44: 房地产投资完成额分项增速



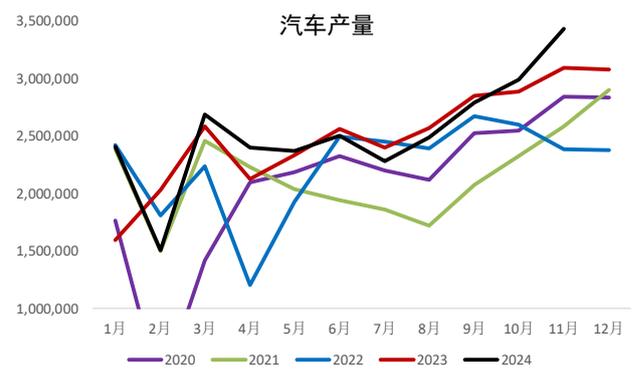
资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 46: 汽车出口



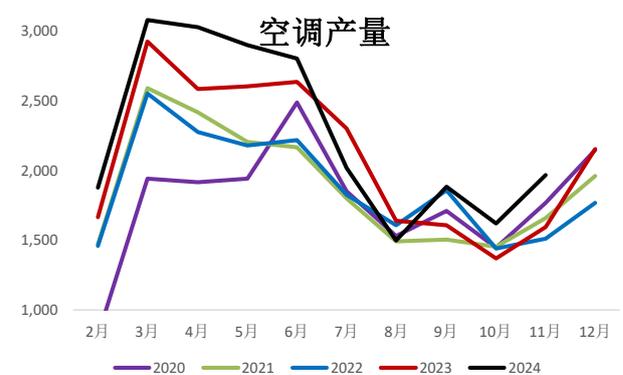
资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 45: 汽车产量



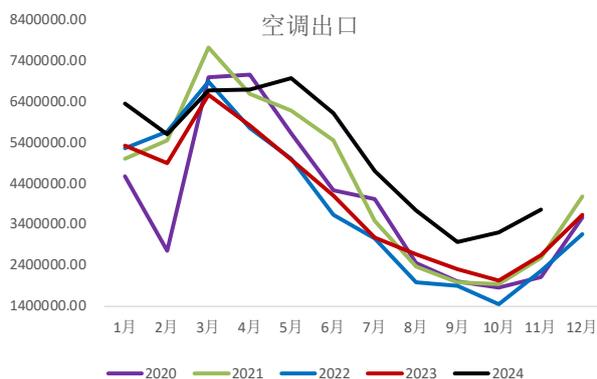
资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 47: 空调产量



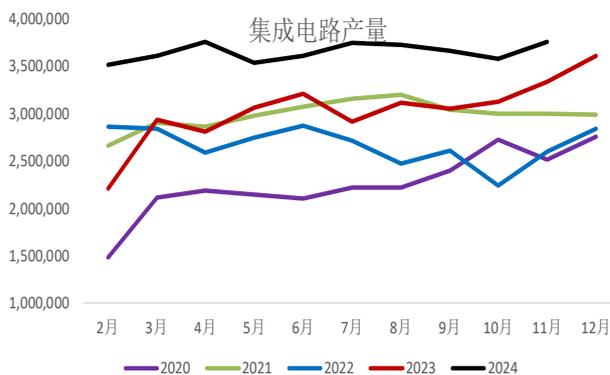
资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 48: 空调出口



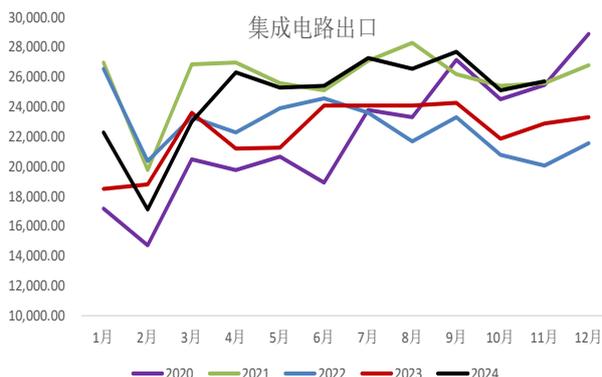
资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 49: 集成电路产量



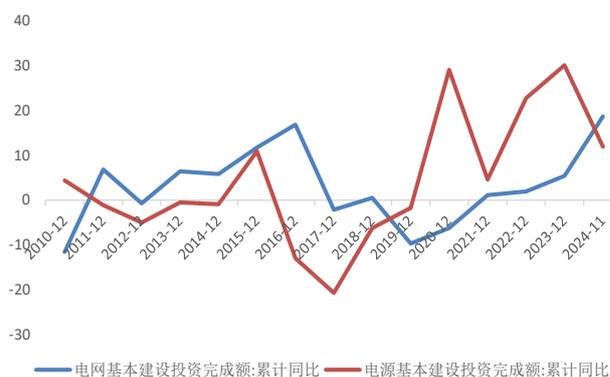
资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 50: 集成电路出口



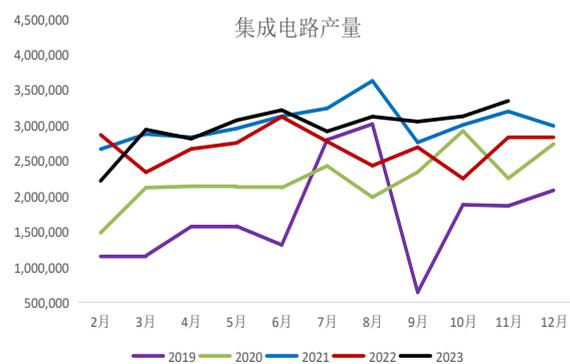
资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 51: 电源与电网投资



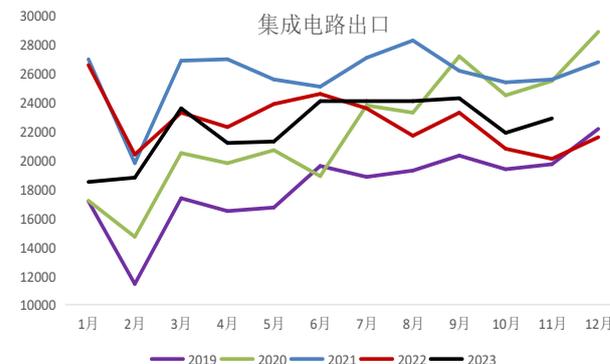
资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 52: 电网投资



资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 53: 电源投资



资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 54：国内铜消费测算

终端	2021	2022	2023	2024E	2025E
家电	3.4%	3.3%	10%	9.2%	5.9%
传统汽车	-1.4%	-9.14%	2%	-6.2%	-10.4%
新能源汽车	156%	100%	30%	30%	20%
房地产	1.9%	-15%	-10%	-20%	-10%
电网	-23.4%	10%	-1.8%	2.6%	5.9%
风电	-18.8%	-20%	50%	20%	10%
光伏	14%	60%	150%	30%	15%
消费电子	33%	-10%	6%	13%	8%
总计	0.6%	-1.5%	6.7%	2.8%	4.3%

资料来源：新湖期货研究所

2、 新能源领域仍是铜消费增长强劲增长点

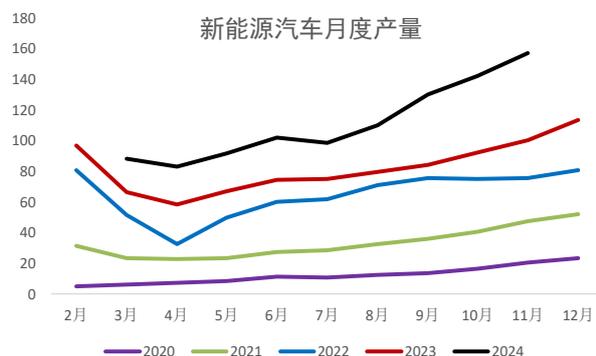
为应对全球气候危机，碳减排已成为全球共识。可再生能源发电以及新能源汽车领域成为全球实现碳减排的重要抓手，发展前景广阔，而新能源领域铜消费强度远远高于传统领域，从 2021 年开始，新能源领域便持续助力全球铜下消费实现高增长。据测算，从 2022-2024 年国内新能源领域对铜消费的提振分别为 33、62、40 万吨，几乎对冲了地产投资对铜消费的拖累。

虽然 24 年国内电源投资下滑带来的光伏及风电增速明显下降，但其仍是铜消费的重要驱动力，是 24 年国内铜消费韧性较强的主要原因。1-11 月风电新增装机同比增长 25% 至 51.75GW，光伏装机同比增长 25.9% 至 206.3GW。在出口高增长，国内以旧换新政策加持，以及车企降价促销等作用下，24 年国内新能源汽车产量增速反而较 23 年扩大，1-11 月新能源汽车产量累计增长 37.5% 至 1148.9 万辆，新能源汽车渗透率进一步提升至 41%。1-10 月全球新能源汽车亦实现了 25% 的增速，累计销售了 1346 万辆。

受气温、光照、风力等自然因素影响，风电、光伏发电有极大的不稳定性，用户侧的储能发展对于新能源发展至关重要，有利于缓解用电高峰的电力供应压力。2024 年储能产业链价格持续走低，配储经济性提升，储能行业迎来了发展元年，实现了超高速发展。根据 EV TANK 数据，2023 年，全球储能电池出货量达到 224.2GWh，同比增长 40.7%；2024 年则有望实现 80% 的增速。24-26 年按照年均复合增速 35% 来测算，2026 年储能耗铜有望提升至 60 万吨。

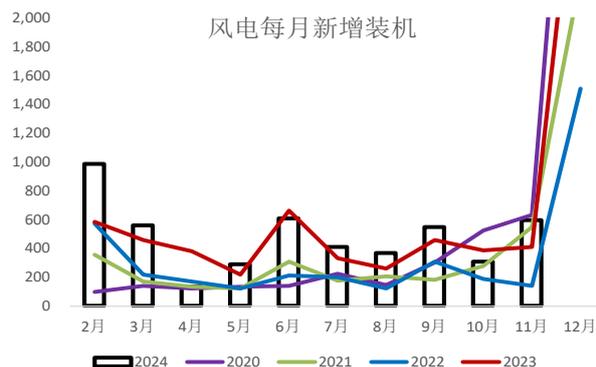
在经过前几年高速增长之后，2024 年全球光伏、风电装机以及新能源汽车增速明显下滑，但目前全球新能源领域基数已显著提高，即便增速下滑，对铜消费的拉动量仍在 50 万吨以上。2024-2026 年按照风电装机年均复合 5.3%，光伏装机年均复合 8.1%，新能源汽车年均复合 10.7% 的增速来算，25、26 年全球新能源端对铜的贡献量在 60 万吨附近。

图表 55: 国内新能源汽车产量



资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 57: 风电装机



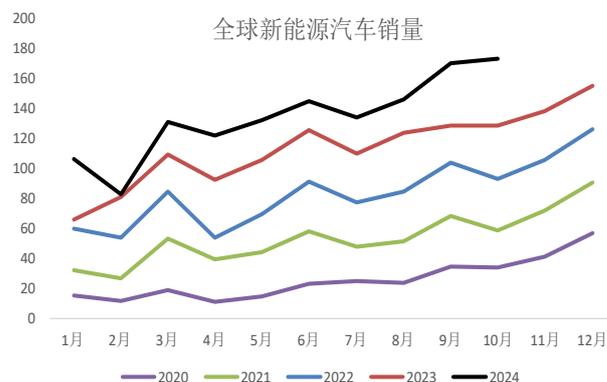
资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 59: 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%

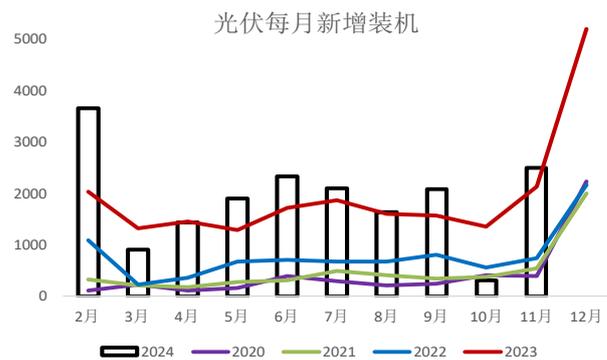
资料来源: 新湖期货研究

图表 56: 全球新能源汽车销量



资料来源: Clean Technica 新湖期货研究所

图表 58: 光伏装机



资料来源: WIND 新湖期货研究所

3、能源转型及 AI 电力需求高增驱动下，海外电网改造空间较大

随着清洁能源转型不断推进，电力的作用将更加突出，电网正在成为净零排放转型的瓶颈。据 IEA 数据，至少有 30 亿千瓦的可再生能源发电项目正在排队等待并网（其中 15 亿千瓦的项目已处于后期阶段），相当于 2022 年太阳能光伏和风力发电新增装机的五倍。

果没有足够的电网将新增电力供给与需求相连通，清洁能源转型就可能停滞。

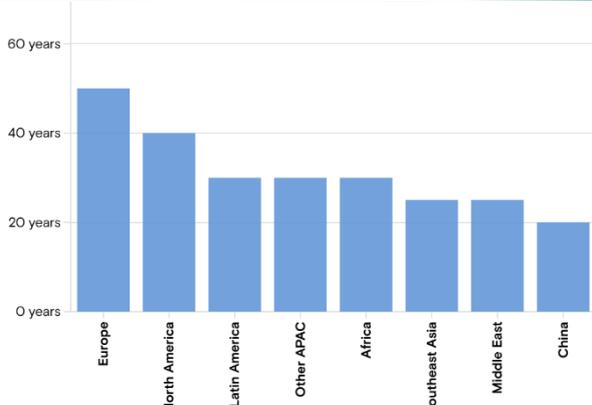
电网是当今电力系统的支柱，但目前得到的关注不足。除去能源转型所带来的电网需求，近两年 AI 的快速发展所带来的电力消耗已引起市场重视。富国银行预计，到 2026 年，人工智能电力需求将激增 550%，从 2024 年的 8TWh 增至 52TWh。IEA 预测，在基本情况下，到 2026 年，人工智能、数据中心和加密货币的全球电力需求将增至 800TWh，比 2022 年的 460TWh 增长近 75%。因此，要想实现能源转型，以及适应全球数字化、智能化和 AI 浪潮带来的电力需求，各国需要有更强大、更完善、更智能的电网作为支撑。

发达经济体由于电气化进程开始较早，其电网通常比较老旧，有些电网基础设施已服役 50 年或更久。欧盟电网平均寿命超过 50 年，北美则在 40 年左右。欧美电网改造及设备更新空间较大。根据 Brattle 数据，美国输电设备替换/升级需求 2022-2042 年合计金额 2400 亿美元（平均每年可达 120 亿美元）。近几年欧美已增加在电网领域的投资。2022 年 5 月欧盟正式通过“REPowerEU”能源计划，旨在加速能源系统变革以应对俄乌冲突造成的全球能源市场混乱和欧洲能源安全问题，并计划额外投资 290 亿欧元用于电网改造和扩容；2023 年底欧盟电网建设行动计划将 5840 亿欧元用于实现电网现代化。美国 FREC 发布 1920 号令首次明确提出未来至少 20 年跨区输电规划，法案要求输电运营商每 5 年对规划进行 1 次更新。24 年 4 月以来，美国能源部正式撤销 05 年授予的一项未使用的行政权力，以加快输电网行政许可。

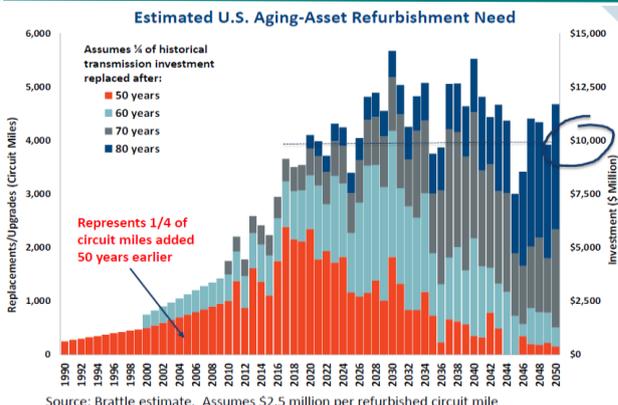
海外能源转型以及欧美电网改造所带来的电力设备需求已体现到国内相关领域的出口中。1-11 月国内变压器出口同比增加 9.5%至 27.4 亿个，逆变器出口同比增加 1.6%至 4848 个，电线电缆出口同比增加 17.8%至 251 万吨，高压开关及装置出口同比增加 25%至 37 亿元。

据 IEA 数据，地下电缆输电每兆瓦公里需要 101 千克铜，配电每兆瓦公里需要 438 千克铜。高压直流输电线路所需的金属比交流输电线路少得多，高压地下电缆所需的铜约为 29 千克/兆瓦/公里。能源转型及全球数字化、智能化和 AI 浪潮下，海外电网改造和设备更新有望迎来高景气，从而为铜消费带来长期增量。

图表 60：全球各区域电网平均寿命

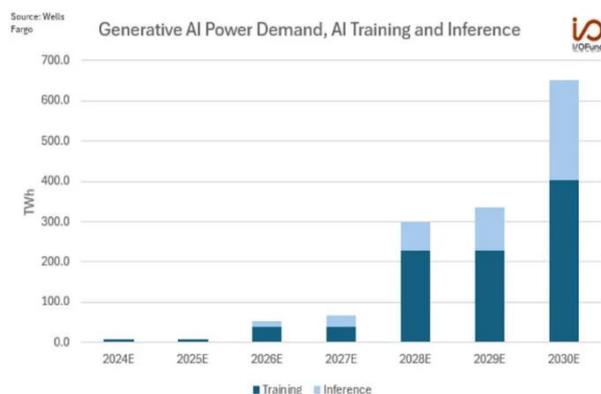


图表 61：美国电网老化更新需求较大



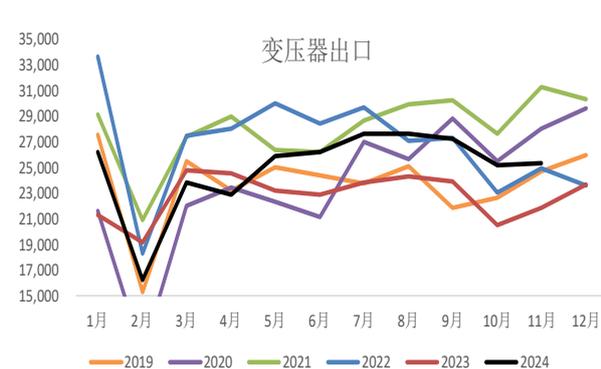
资料来源: Nexans 新湖期货研究所

图表 62: AI 所带来的电力需求预测



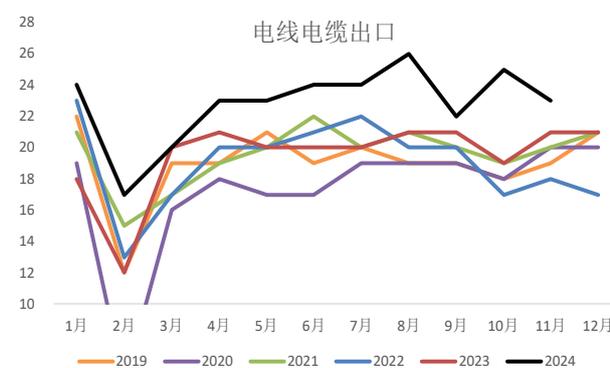
资料来源: Wells Fargo 新湖期货研究所

图表 64: 国内变压器出口



资料来源: WIND 新湖期货研究所

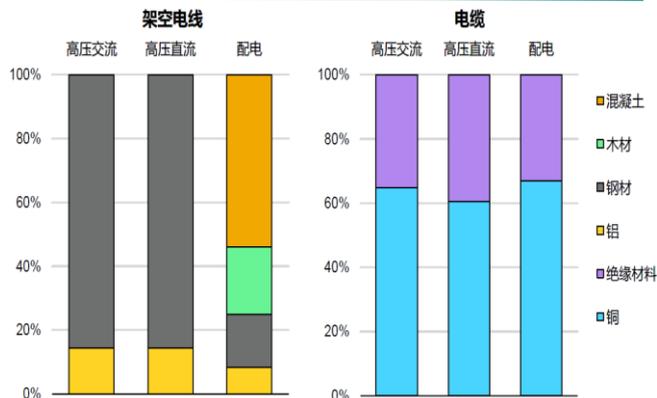
图表 66: 电线电缆出口



资料来源: WIND 新湖期货研究所

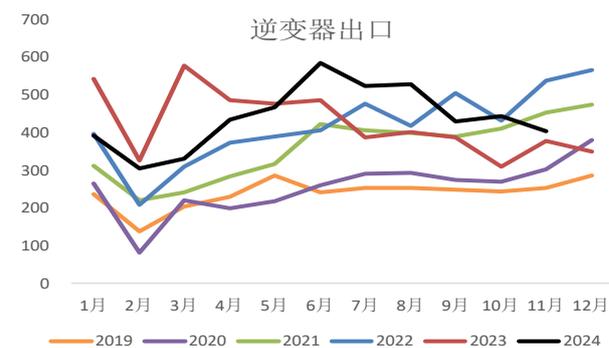
资料来源: Brattle 新湖期货研究所

图表 63: 架空电线、电缆相关材料用量



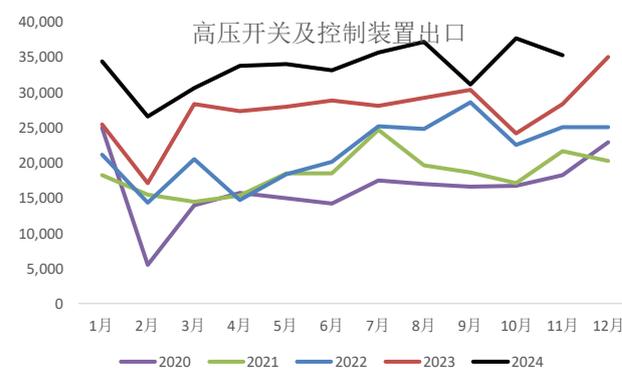
资料来源: IEA 新湖期货研究所

图表 65: 国内逆变器出口



资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 67: 高压开关及控制装置出口



资料来源: WIND 新湖期货研究所

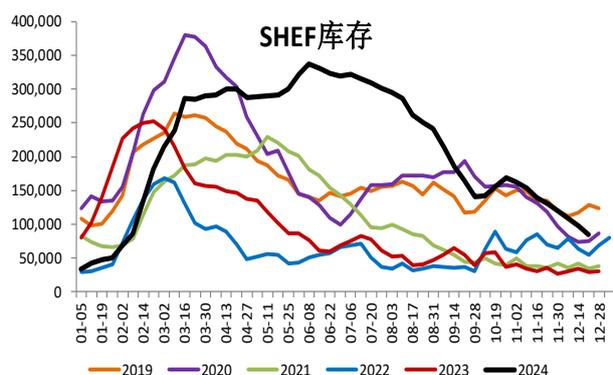
五、2024 年全球累库 24 万吨，25 年有望去库

24 年因 80 美金的高长单 TC，以及 60%以上的高长单比例支撑，以及冷料供应充足，国内炼厂产量超预期。而消费端受新能源增速下滑以及国内地产投资大幅下滑，铜消费增速下滑。因此国内铜供需偏过剩。而且 2024 年全年海内外库存走势完全背离。上半年在

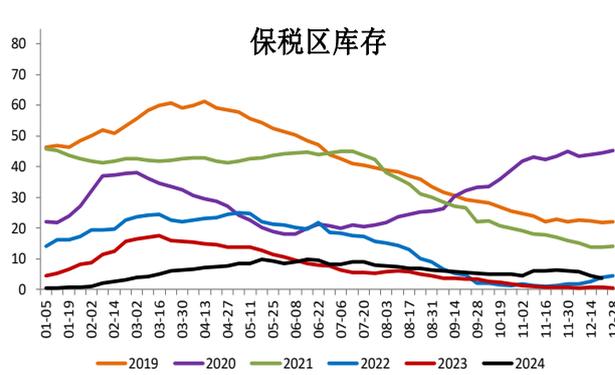
国内持续累库海外则呈现去库，炼厂在出口利润的驱动下，从3月份开始积极布局出口，并在5月份COMEX逼仓后，6月份出口超15万吨。因此国内的过剩量输出至国外，LME从6月开始，COMEX则从8月开始持续累库。整体看，2024年全球库存合计累库24万吨，其中上期所累库4.2万吨，保税区累1.6万吨，LME则累10.5万吨，COMEX累库7.5万吨。

2025年在低TC和冷料短缺的背景下，炼厂产量释放存较大不确定性。而消费端，受益于欧美电网改造，全球新能源正增长带来的可观增量，叠加国内经济修复，地产投资改善带来的拖累量收窄，全球消费增速有望环比回升。因此25年全年，全球库存有望较24年下降。

图表 68: 上期所铜库存



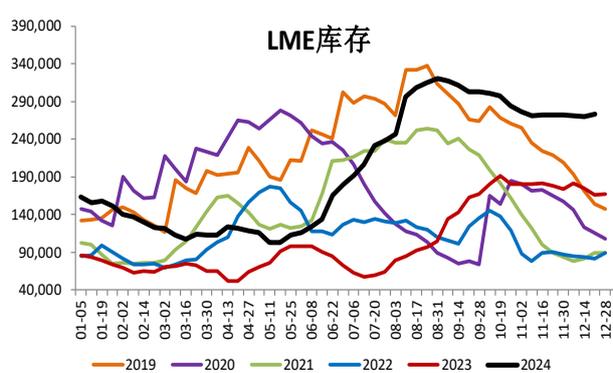
图表 69: 保税区库存



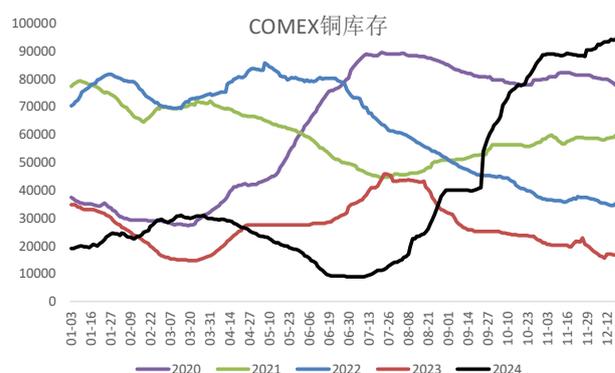
资料来源: WIND 新湖期货研究所

资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 70: LME 铜库存



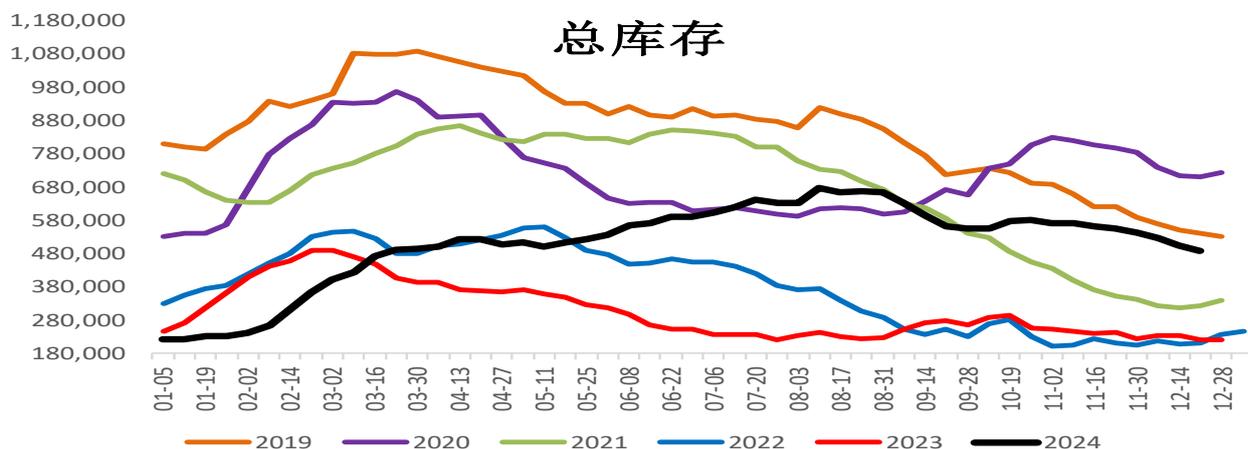
图表 71: COMEX 库存



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 72: 全球库存



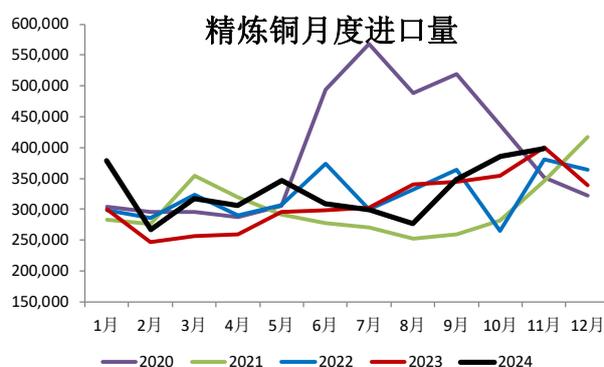
资料来源: WIND 新湖期货研究

六、供应端不确定将带来更多结构性机会

结构性行情来看, 2025 年全球铜矿增速下降将向冶炼端传导, 供应干扰或带来更多结构性套利机会。在印尼和紫金刚果金冶炼厂投产后, 25 年全球精铜供应将呈现海外高增长, 但国内受制于矿端和冷料端原料的短缺, 产量释放存不及预期的可能。而国内消费将较 24 年改善, 因此 25 年国内铜现货供需将大概率由 24 年的过剩转为偏紧的局面。目前国内库存已降至低位, 而海外库存则处于高位。因此 25 年, 内外盘以反套思路(空 LME 多国内) 为主。沪铜盘面结构, 或一方面受现货偏紧影响近月偏紧, 远月或受预期向好提振价格亦偏高; 盘面呈现两头高中间低的结构。盘面套利则以近远月正套思路为主。

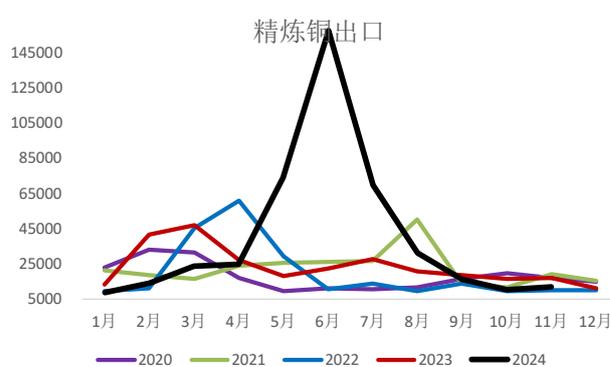
25 年国内精铜供应的干扰将由进口量补充, 预计 25 年国内精铜进口量将继续保持增长。而出口在 24 年大幅增长之后, 25 年增速将大幅下滑。

图表 73: 精炼铜进口



资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 74: 精炼铜出口



资料来源: WIND 新湖期货研究所

七、行情展望-未来可期

图表 75：全球铜供需平衡测算

单位：万吨	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
全球铜矿产量	2054	2085	2122	2197	2245	2292
同比	-0.58%	1.5%	1.8%	3.5%	2.2%	2.1%
全球精炼铜产量	2430	2458	2500	2595	2655	2720
同比	1.67%	1.15%	1.71%	3.8%	2.3%	2.4%
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%
供需平衡	-20	-11	1	7	26	12
国内精炼铜供应	1360	1305	1330	1400	1455	1505
同比	9.6%	-4%	1.92%	5.26%	3.93%	3.44%
国内精炼铜消费	1316	1324	1310	1398	1437	1499
同比	5.0%	0.6%	-1.0%	6.7%	2.8%	4.3%
供需平衡	44	-19	20	2	18	6
精铜替代废铜	20		30			
国储收铜	55	-11				
调整后平衡	-31	-8	-10	2	18	6

资料来源：新湖期货研究所

图表 76：铜期权隐含波动率已降至低位，25 年波动率预计将上升



资料来源：文华财经 新湖期货研究所

宏观分析：美国经济“软着陆”已成共识。在预防式降息和特朗普 2.0 政策推动下，下半年美国经济有望开启新一轮复苏。国内稳增长的决心较强，25 年有望出台较大力度的财政和货币政策。下半年，特朗普关税明朗后，不确定性下降，叠加国内政策的释放。可能再度推动中美主动补库存周期的共振，届时铜价上涨空间将打开。

需求端：全球新能源基数已显著提高，增速下滑也不改变对铜消费接近 60 万吨的增量。欧美电网老化严重，在能源转型及 AI 浪潮下，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。25年国内经济将修复，再加上电网投资表现亮眼，25年国内铜消费增速预计将从24年的2.8%回升至4.3%；全球消费则回升至3%。

供应端：25年全球铜矿增速下降将传导至冶炼端。在海外冶炼厂投产后，25年全球精铜供应将呈现海外高增长，但国内受制于矿端和冷料端原料的短缺，产量释放存不及预期的可能。供应和需求双重合力下，25年供需过剩将显著收窄。

行情展望：2025年预计铜波动区间在7.2-10万，10万或在下半年兑现，上半年波动或较大。1月20日特朗普将发表就职演说，1月下旬到2月上旬可能推出的一系列行政命令将对铜价造成较大干扰，预计也将是全年铜价低点。3月国内两会政策也将是重要关注时点。期权策略，在低波动率的背景下，关键事件节点可考虑双买策略，全年可择机滚动卖出看跌期权。

套利机会：25年供应干扰或带来更多结构性套利机会。内外盘以反套思路（空LME多国内）为主，沪铜盘面套利则以近远月正套为主。

风险点：美联储降息交易的反复，特朗普，美国经济疲弱，国内政策力度不及预期。

【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，投资咨询业务许可证号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，所载的全部内容均观点公正，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投资咨询建议。研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。