



铜冠金源期货

铜冠金源

TONGGUAN JINYUAN FUTURES

矿端偏紧需求新旧切换，铜价中枢将震荡上移

——2025年铜市场展望

铜冠金源期货 李婷
2024年11月



铜冠金源期货

铜冠金源

TONGGUAN JINYUAN FUTURES

主要内容

01 铜矿中期供应增速偏低

02 全球精铜产能投放延缓

03 终端消费新旧动能切换

年初至今铜价走势及其运行逻辑



铜冠金源期货
TONGGUAN JINYUAN FUTURES



铜精矿供应增量低于预期

2024-2025年全球新投产铜矿增量预估 万吨

矿山	地区	矿企	2024年增量E	2025年增量E
卡莫阿	刚果	紫金&艾芬豪	8	16
奎拉维克	秘鲁	英美资源	1	2
QB2	智利	泰克资源	16	8
Los Pelambres	智利	Antofagasta	4	1.5
OT	蒙古	力拓	3	10
Salobo	巴西	Vale	1	2
巨龙铜矿	中国	紫金	1.5	0
Grasberg	印尼	Freeport	2	1
Timok	塞尔维亚	紫金	3	0
Salvador	智利	Codelco	0	4.5
Kansanshi S3	赞比亚	第一量子	3	5
Tucuma	巴西	Caraiba	1	4
Mirador	厄瓜多尔	铜陵有色	0	2
Malmyzh	俄罗斯	RMK	0	10
TFM(湿法)	刚果	洛阳钼业	18	8
KFM(湿法)	刚果	洛阳钼业	5	1
Musonoi Sulphide	刚果	金川国际	0	4
Chalcobamba	秘鲁	五矿资源	0	10
Chuquicamata	智利	Codelco	0	5
Toromocho	秘鲁	中铝	0	5
Lonshi(湿法)	刚果	金诚信	1.5	2
KPM(湿法)	刚果	深圳亿特	2	3
Carrapateena	澳大利亚	OzMinerals	1	4
Udokan(湿法)	俄罗斯		5	7
Escondida	智利	BHP	6	6
Buenavista	墨西哥	南方铜业	1	1
Motheo	博茨瓦纳	Sandfire Resources	3	1
Tia maria	秘鲁	南方铜业	6	12
合计			92	135

- 2024-2025年为海外主流矿山新增产能的集中释放期，按计划每年新扩建项目新增量有百万吨左右，但在各种干扰因素影响下实际增量均大幅低于预期。
- 根据ICSG统计，2024年1-9月全球铜矿产量为1678万吨，同比增速仅1.8%，远低于此前预期。我们预计2024年全球铜矿计划供应增量为92万吨，但扣除干扰项后实际增量约为40-42万吨，增速下滑至1.8%。
- 2024年增量部分主要来自于：（1）洛阳钼业在非洲刚果金的两大湿法混合项目KFM和TFM今年产量有望突破60万吨，带来约18万吨的增量；（2）泰克资源旗下的QB2项目因高效的运营能力带来约16万吨增产预期；（3）紫金矿业旗下的卡莫阿铜矿三期项目顺利提前两个季度投产，年产能将超60万吨；（4）力拓在内蒙OT铜矿的地下矿床开采的稳步推进；（5）南方铜业旗下的Tia maira铜矿投入运营；（6）安托法加斯塔旗下的Los Pelambres铜矿其海水淡化厂一期完工带来的生产效率提升。（7）铜陵有色旗下的米拉多铜矿二期将于2025年6月建成投产，达产后总产能为25万吨。
- 目前国内企业在海外铜精矿领域的布局较为顺利，今年洛阳钼业与紫金矿业等企业的海外矿投产顺利且产出超预期，在一定程度上缓和了其他矿的扰动。
- 干扰方面，目前最大的问题还是巴拿马铜矿，另外矿山老龄化、铜矿意外事故等也是制约产量的重要因素，预计2024年造成矿山减产超过50万吨。
- 2025年供应精矿增量预计有所恢复，但仍会有扰动，增速偏低。据 CRU 统计，内已确认将投产的项目总量仅约为 35 万吨，全球铜精矿的总增量预计接近 65 万吨。

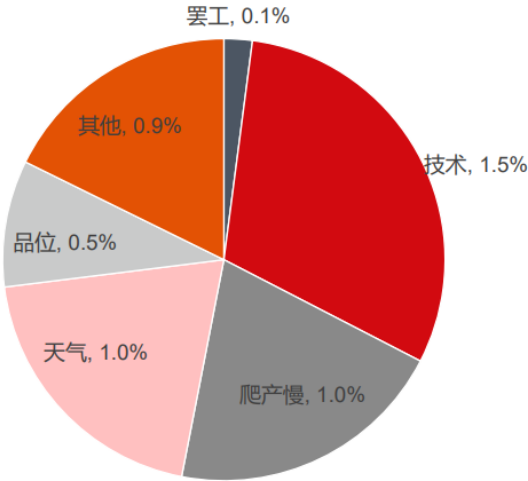
数据来源：iFinD，SMM，各大矿企季报，铜冠金源期货

海外矿山供应扰动不断

海外矿山供应干扰影响							
	矿山	企业	地区	事件	开始时间	影响原因	预计今年减量
1	Cobre Panama	第一量子	巴拿马	合同违宪	2023.11	巴拿马最高法院裁定第一量子续约合同违宪，23年11月政府宣布永久关闭Cobre铜矿；今年新任政府上台后称需要到2025年才年初会谈判重启复产事宜。	33
2	Los Bronces	英美资源	智利	矿龄老化	2024.6	矿龄老化导致其中一条生产线于年中关闭进入维护状态，影响产能约40%。	6
3	Radomiro Tomic	Codelco	智利	矿难导致罢工	2024.3	3月工人操作采掘车起火导致死亡，工人团队罢工持续约一个月。	3
4	Cerro Colorado	必和必拓	智利	停产维护	2024年	水资源紧张，矿山重启环保计划，目前处于停产维护阶段。	3.5
5	EI Teniente	Codelco	智利	岩爆事故	2024年	岩爆事故后用于生产的开放面积减少导致矿石加工量的不断下滑	4
6	Kennecott	力拓	美国	高墙位移	2024.10	两条主要断层发生高墙位移，矿石输送效率下降。	2
7	Escondida	BHP	智利	矿龄老化	2024.8	8月出现了为期两周的劳资纠纷谈判及时阻止罢工风险。因矿龄老化导致三季度产量环比-6%，10月产量同比-5.4%。	0.5
8	Olympic Dam、Prominet Hill、Carrapateena	BHP	澳大利亚	天气、地质结构	2024.10	10月下旬雷暴天气破坏基础电力设施，矿坑岩土不稳定和通风限制限制开采效率	2
合计							54

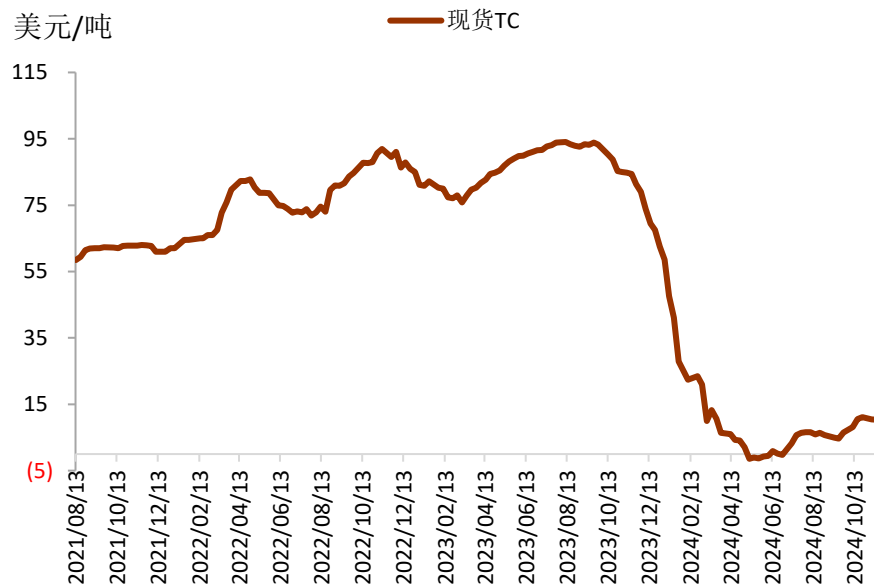
矿山每年都遇到不少干扰

单位：万吨



- 铜矿扰动每年都会发生，包括矿山老龄化、天气、技术、劳资纠纷和政治风险等。
- 2024年最大干扰项第一量子旗下巴拿马铜矿生产中断(2023年铜矿产量33万吨)，最早将于2025年年初才会着手解决复产问题。其余矿山供应扰动频现，部分扰动状态将持续至2025年。
- 当前逆全球化和资源保护主义盛行、地缘风险上升。这类风险是结构性的、短期难以逆转的，导致矿端扰动比预期的更加频繁且持续时间长。

铜矿中期趋紧未改，现货TC偏低



矿企	2024年Q3产量	Q3同比	2023年产量	2024年产量目标	年增量E	年增量同比E
智利国营	33.8	-27.45%	132.5	132.5-135.2	1.35	1.02%
必和必拓	47.6	-3.27%	177.7	184.5-204.5	16.8	9.45%
自由港	47.7	140.79%	191.1	188.2	-5.13	-2.68%
英美资源	18.1	16.17%	82.6	73-79	-6.6	-7.99%
力拓	16.8	29.83%	62	66-72	7	11.29%
安托法加斯塔	17.9	77.23%	66.1	67-71	2.9	4.39%
第一量子	11.6	-51.61%	70.8	40-42	-29.8	-42.09%
嘉能可	24.26	-2.10%	101	95-101	-3	-2.97%
南方铜业	25.2	-4.07%	91.1	93.6	3.8	4.17%
紫金矿业	27.05	230.28%	100.73	111	10.27	10.20%
淡水河谷	8.6	-41.69%	32.66	32-35.5	1.09	3.34%
泰克资源	11.45	70.64%	29.6	46.5-54	17.15	57.94%
洛阳钼业	16.2	47.27%	41.95	52-57	15.05	35.88%
五矿资源	11.47	-19.23%	34.73	31.9-36.4	-0.58	-1.67%
俄罗斯诺镍	10.8	7.50%	42.5	40.1-42.5	-1.2	-2.82%
合计	328.53		1257.07	1286.17	29.1	2.31%

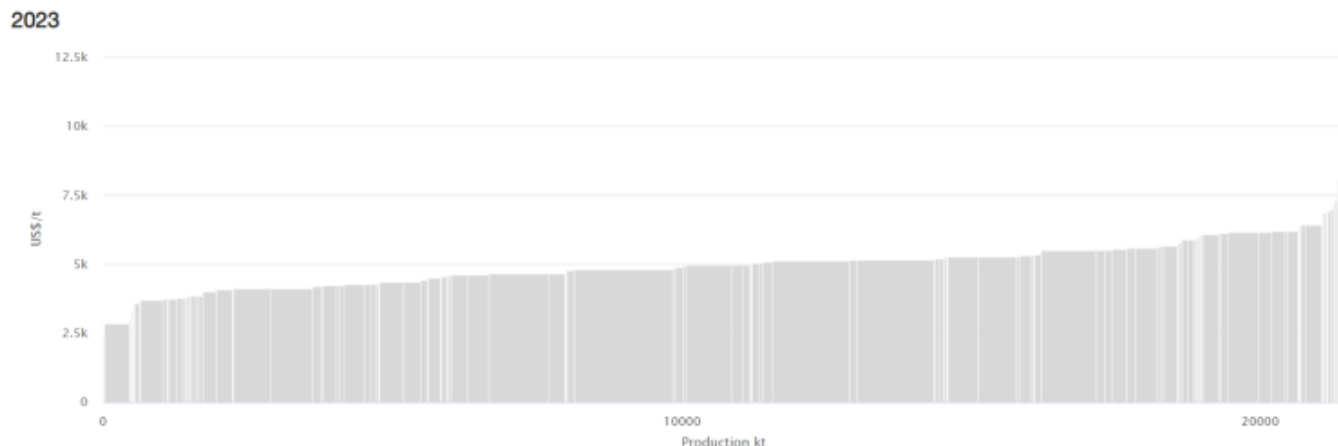
- 2024年全球前16大主流矿企给出的指导产量的中位数总和为1286.2万金属吨，同比2023年增加29.1万吨，增速仅为2.3%。前16大矿企中有6家下调了产量预期，其中第一量子公司大幅下调产量指引区间近30万吨，自由港和英美资源分别下调今年产量目标5.1万吨和6.6万吨。全球最大矿企Codelco前三季度产量同比-4.9%，可见全球铜矿中期趋紧格局未改。
- 目前铜精矿现货TC仍在10美金/吨附近低位徘徊，明年长协TC的谈判仍在进行，关注TC长单Benchmark。

海外铜矿企生产成本抬升，扩张性资本开支下降



铜冠金源期货
TONGGUAN JINYUAN FUTURES

海外矿企生产成本 | 单位：美元/吨



铜矿资本开支



由于铜矿老化和一些干扰因素，全球铜矿的生产成本在持续抬升。

就海外矿企而言，目前 75 分位C1成本线大致在 6000 美元/吨一线，2023年铜矿90分位C1成本支撑为6500美元/吨，全球铜矿成本比2020年抬升了32%。

铜矿的建设周期较长，大型铜矿从资本开支到投产一般需要7-10年时间。铜矿产能释放大幅滞后于铜矿资本开支。

上一轮资本开支高峰在2012-2014年，2015年之后铜矿资本开支大幅下滑，

从铜矿资本开支到产能释放的时间周期来看，全球铜矿供应增速将在2024年、2025年达到峰值，自2026年开始放缓。

未来几年，铜矿供应都不乐观。

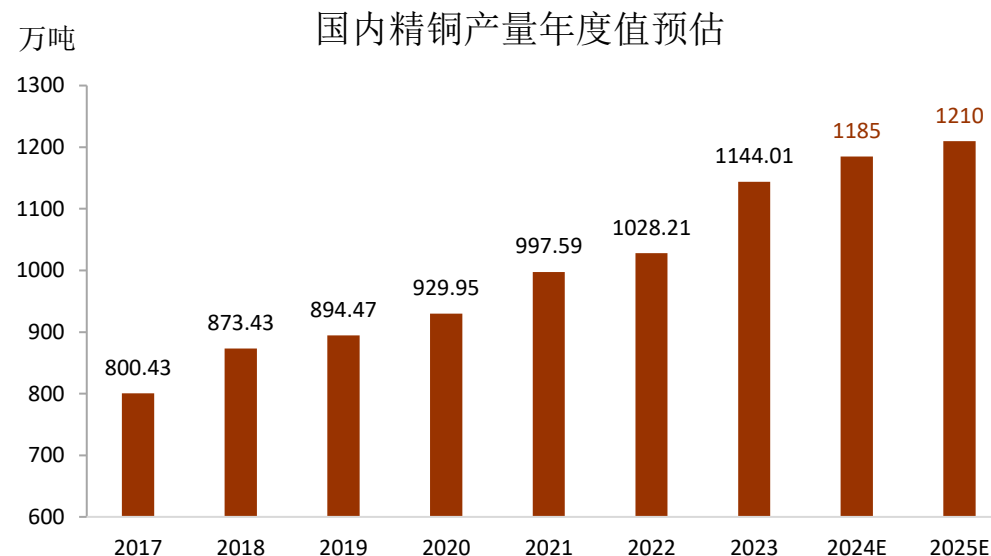
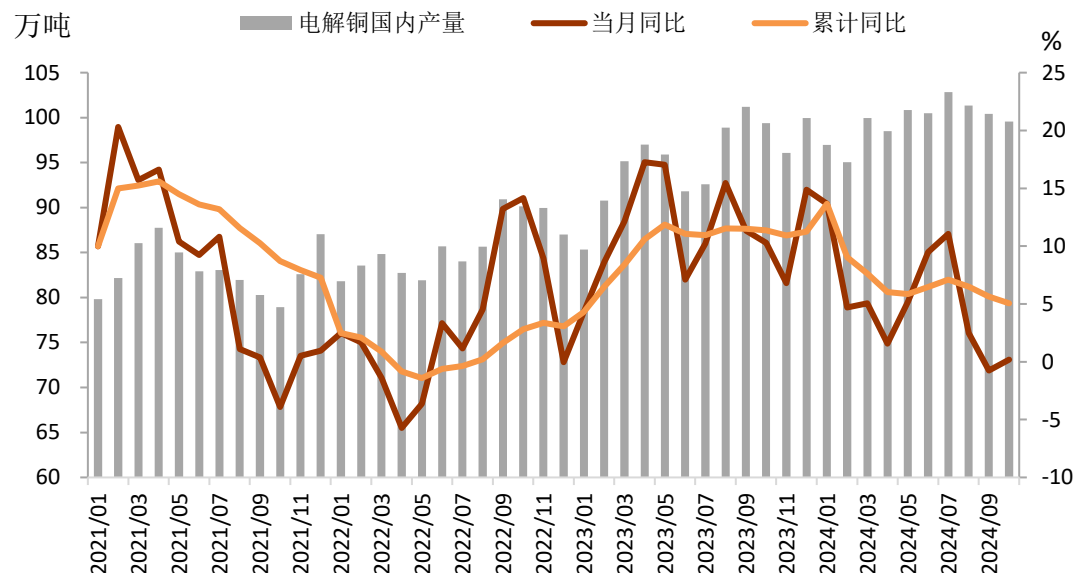
全球精铜产量释放延缓

2024-2026年国内铜冶炼新扩建项目				
公司名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	生产使用原料	投产年月
山东恒邦	10	10	铜精矿	2024Q1
白银有色	20	0	铜精矿	2024Q2
北方铜业(葫芦岛)	5	0	铜精矿	2024Q2
赤峰富邦	6	0	铜精矿	2024
楚雄滇中有色	0	20	铜精矿	2024
广西南国	0	40	铜精矿	2024
包头华鼎	0	7	铜精矿	2024
五矿铜业(湖南)	0	5	铜精矿	2024
小计	41	82		
铜陵有色	0	50	铜精矿	2025Q3
金川集团(本部)	30	0	铜精矿	2025
金川集团(防城港)	40	40	铜精矿	2025
小计	70	90		
赤峰金通(二期)	30	30	铜精矿	2026

2024-2025年海外新增冶炼产能					
	冶炼厂	公司	新增产能	国家	投产年份
1	Manyar	自由港印尼	50	印尼	2024Q3
2	PT Amman	中色-阿曼矿业	22	印尼	2024Q4
3	Adani	Kutch Copper	40	印度	2024Q3
4	Kamoa	紫金矿业	50	刚果	2025
5	Kansanshi	第一量子	12	赞比亚	2025
总计			174		

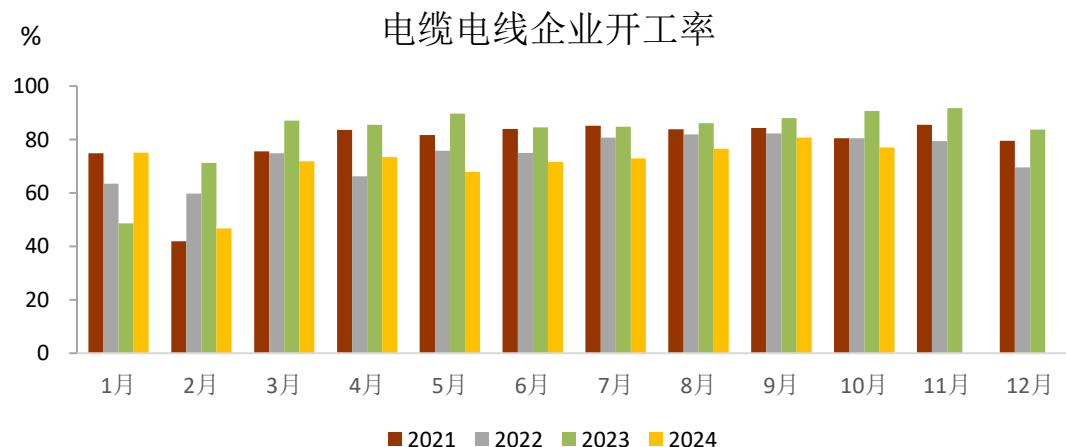
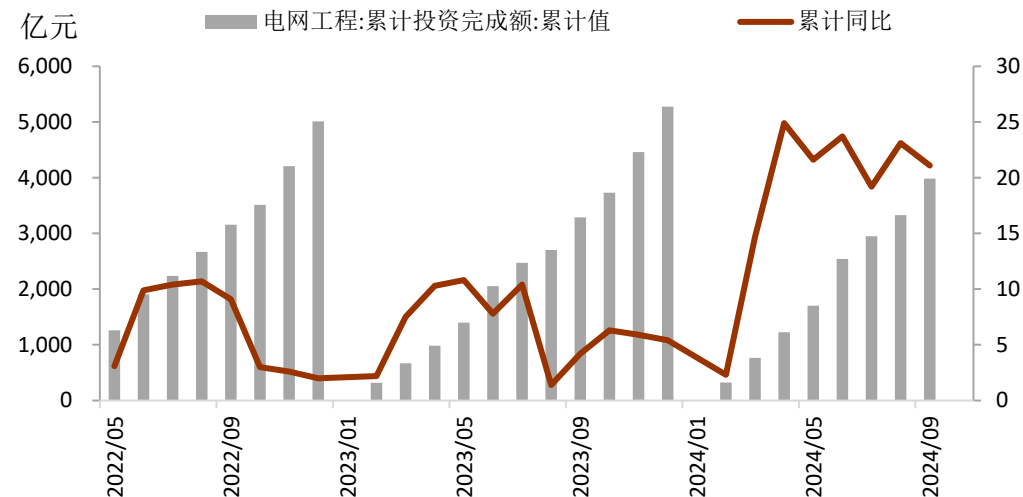
- 因铜矿持续紧张，国内外炼厂新项目的投产进度都比预期稍晚。
- 根据SMM统计，2025年国内精铜冶炼端粗炼产能共计扩张70万吨，精炼新增产能共计90万吨。
- 2024年我国粗炼端新扩建产能主要集中在山东恒邦、白银有色，精炼端产能扩张规模今年预计为82万吨。铜陵有色50万吨精炼或推迟至2025年下半年投产。
- 海外方面，自由港旗下的印尼Manyar冶炼厂50万吨产能已于7月初投入试运行，预计今年增产8-10万吨；PT-Amman 22万吨冶炼厂产能5月建设完工，但爬产时间将持续半年之久；位于印度的卡奇铜业旗下的Adani冶炼厂40万吨粗炼于三季度投产，预计今年产量仅有4万吨；2025年第一季度紫金旗下的卡莫阿50万吨湿法冶炼产能计划投产；第一量子旗下的位于赞比亚的Kansanshi项目的12万吨扩建产能将于2025年投产。
- 近两年海外新增铜产能增加比较多，整体预计2024-2025年海外精铜冶炼产能扩张规模将达174万吨。2024年增量约为35万吨，海外大部分的新增冶炼产量释放将在2025年以后。
- 全球范围而言，2025 年已确认的冶炼新增或扩建项目预计将达到 180 万吨，而这与矿山产能扩张的规模很不匹配。
- TC长期低位，冶炼厂有可能会继续推迟投产计划，从而使得明年的供应缺口可能不会如预期那般严重。

国内精铜产量维持高位，明年有减产预期



- 矿端的紧张并未影响到今年国内精铜产量，近几个月产量都维持100万吨/月的高位。一是今年长协的比例较高，二是废铜和冷料的补充。
- SMM数据，10月我国精铜产量高达99.6万吨，同比+0.2%，环比-0.9%，今年1-10月我国精铜累计产量达996万吨，同比增长5.1%。10月份全国主要冶炼厂产能利用率维持79.6%。主要因10月国内废铜供应逐步上升，因废料和冷料短缺造成的炼厂减产预期基本没有兑现。
- 10月再生铜进口政策调整，放宽了进口原料的限制，国内废铜政策的逐步明朗，预计四季度精铜产量仍将维持高位，我们预计2024年国内精铜产量将达1185万吨，同比增速上调至3.6%。
- TC长期低位可能对明年国内精铜的新增产能投放和产量释放形成制约。若2025年内TC价格（包括长单与散单）持续维持在极低水平，将进一步加剧国内冶炼厂的现金流压力，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，可能引发炼厂减产。

电网投资增速乐观

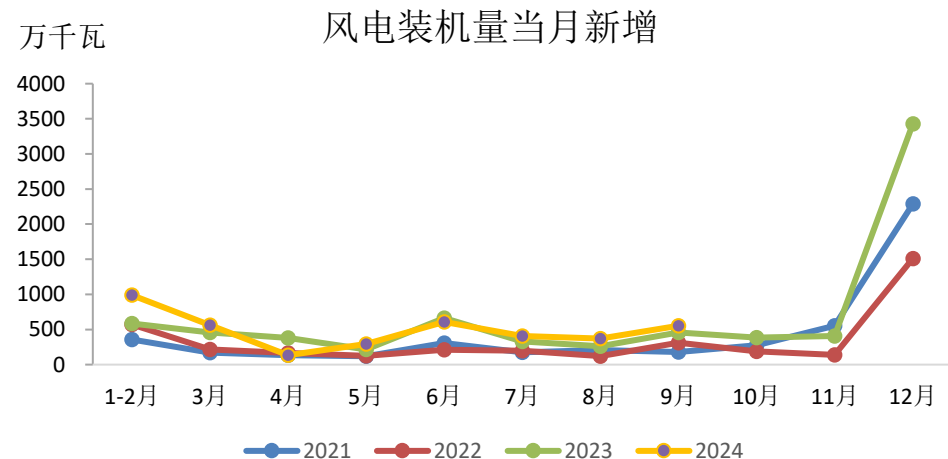
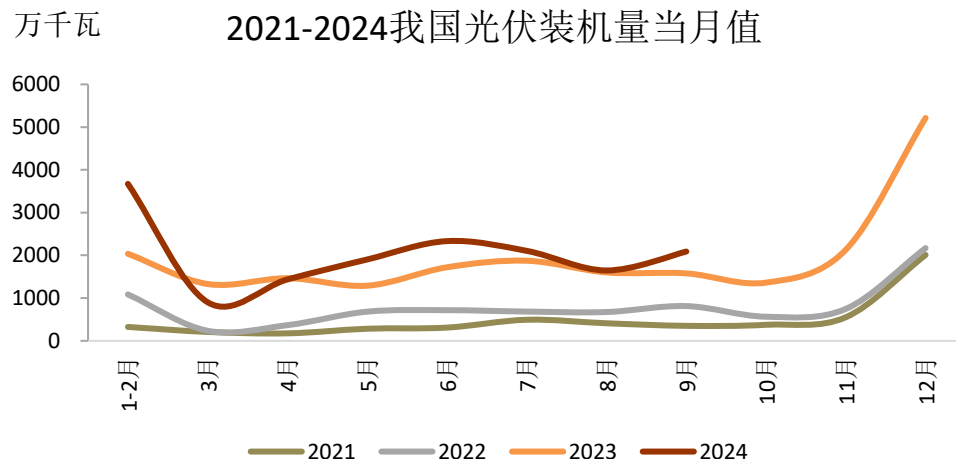


●2024年开始电网投资开始加速，今年1-10月，我国电网工程完成投资4502亿元，同比增长20.7%，大幅超出去年同期的4.2%；电源工程完成投资7181亿元，同比增长8.3%。

●今年国家电网公司全年电网投资将超过 6000 亿元，比去年新增超过711亿元。新增投资主要用于特高压交直流工程建设，电网数字化智能化升级等。

●在国家加快构建新型电力系统，推动大规模设备更新改造的背景下，预计2025 年的投资额有望突破 7000 亿元大关。电网投资维持乐观预期。电力板块的需求预计仍将是 2025 年铜品种终端需求中最为稳健的领域。

高基数影响，光伏和风电用铜增量速放缓



风光新增装机量用铜量预估

	2021	2022	2023	2024E	2025E
光伏新增装机量(万千瓦)	5493	8741	21602	22000	23700
路上风电新增装机量(万千瓦)	3010	4400	7000	7500	8000
海上风电新增装机量(万千瓦)	1690	400	566	600	650
光伏用铜量(3.7吨/兆瓦)	20.32	32.34	79.93	81.40	87.69
路上风电用铜量(4.7吨/兆瓦)	14.15	20.68	32.90	35.25	37.60
海上风电用铜量(9.6吨/兆瓦)	16.22	3.84	5.43	5.76	6.24
新增用铜总量(万吨)	50.70	56.86	118.26	122.41	131.53
同比		12.16%	107.98%	3.51%	7.45%

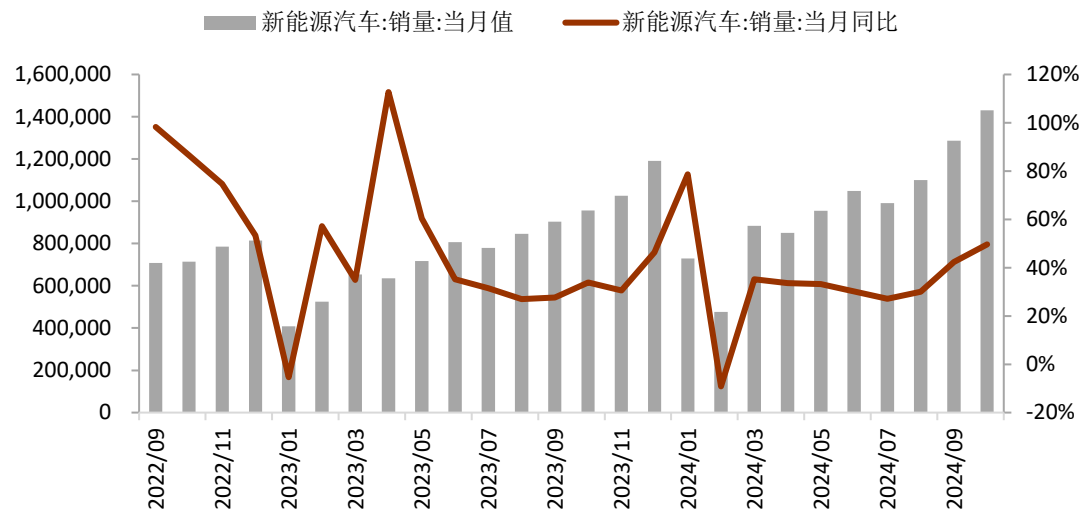
●国家能源局数据显示，2024年1-10月，我国光伏新增装机181.3GW，同比增长27.17%。10月光伏新增20.42GW，同比增长49.92%。

●退税税率调整拉动短期加速出货。“十四五”期间国家规划的550GW的西北大型风光大基地计划将成为增长的重要支撑，10-11月国内地面电站的传统装机旺季即将到来，集中式掌机和并网进程正在提速。

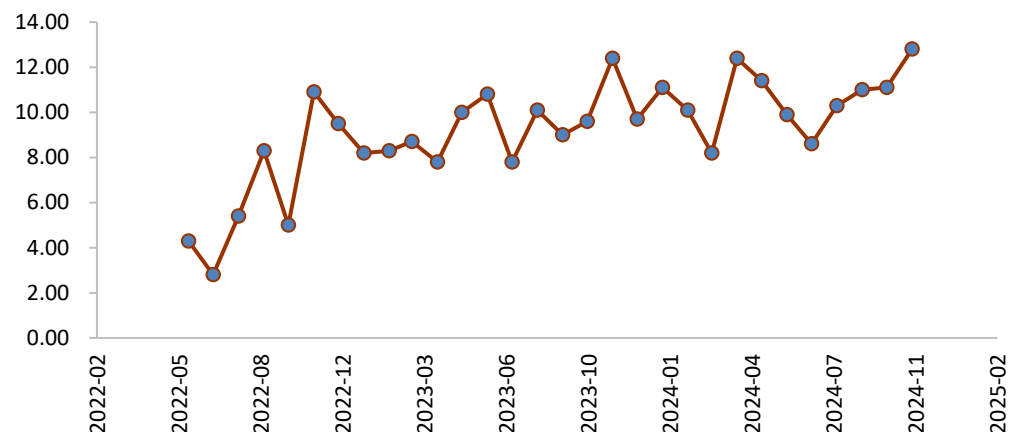
●1-10月我国新增风电装机容量达45.8GW，同比增长22.7%。目前陆风装机受建造和维护成本高企影响，而海风则因的投资建设周期长、成本高，且投资回报率不稳定，部分风电机受到地域条件的限制导致的发电量长期不稳定，且铝线缆在风力发电以及短距离输送场景中对铜缆线的替代性正不断加强。

●技术的迭代更新，风光用铜单耗处于下降趋势，由于铜价维持高位，铝代铜的现象越来越明显。风光对中国铜消费总量持续增加，但增速放缓。

新能源汽车内需稳健，出口承压



新能源汽车:出口数量:当月值



●中汽协数据显示，10月新能源汽车产销分别为146.3万辆和143万辆，同比分别增长48%和49.6%，9月市场占有率为46.8%。1-10月，新能源汽车产销分别完成977.9万辆和975万辆，同比分别增长33%和34%。

●行业政策：(1)商务部印发《推动消费品以旧换新行动方案》，提供一次性购车优惠、油电置换补贴以及金融贷款支持。(2)国务院印发《2024-2025节能降碳行动方案》，从因地制宜优化汽车限制措施调整为逐步取消各地新能源汽车购买限制，落实便利新能源汽车通行，新能源汽车享受优惠车船税等。

●我们预估2024年全年新能源汽车销售总量将达1215万辆，超出中汽协年初预计的1150万辆，今年行业用铜增量将达26万吨，增速达37.6%。

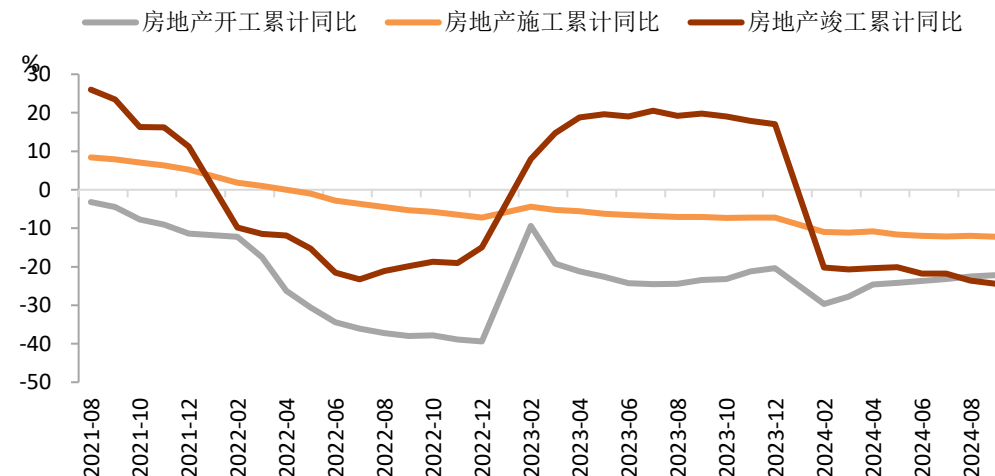
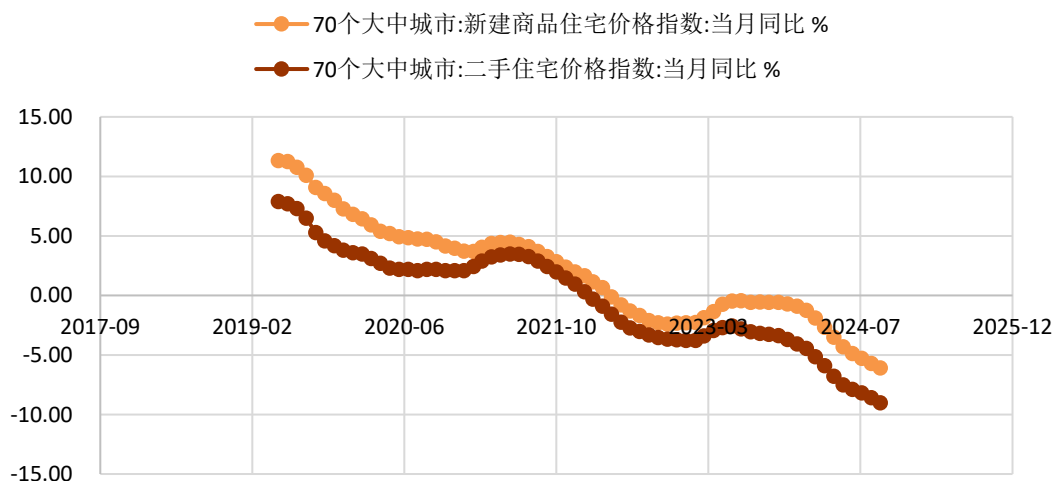
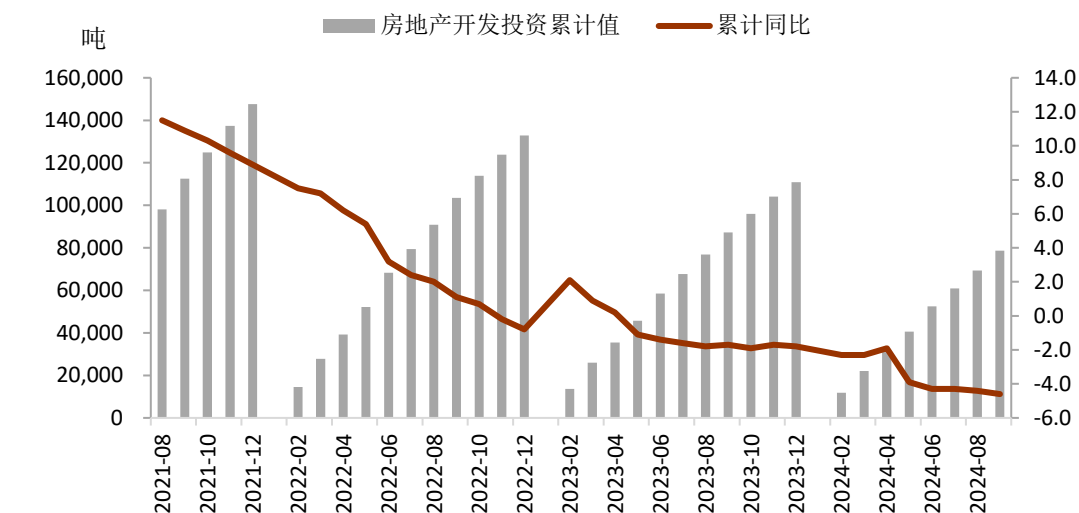
●随着新能源汽车渗透率的不断提高，预计明年新能源汽车总量仍将维持较高增长，但增速相较于今年将有所放缓。

●新能源车出口面临欧美征收高关税的遏制，明年的出口情况不乐观。

新能源汽车销量及用铜量预估

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
新能源汽车销量(万辆)	136	350	688	900	1215	1519
乘用车	124.6	332.3	658	850	1147.5	1434
乘用车：纯电动(83KG)	96	271.8	520	700	945	1181
乘用车：插电式混动(60KG)	28.6	60.5	138	150	202.5	253
商用车	11.4	17.7	30	50	67.5	84
用铜总量(万吨)	7.57	19.71	38.29	69.08	95.04	118.8
用铜增量	0.70	12.14	18.57	30.79	25.96	23.76
用铜增速	10.23%	160.41%	94.20%	80.43%	37.58%	25.00%

政策多方面托底，地产下行有待企稳

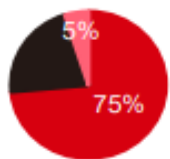


- 2024 年 9 月，政治局会议及一系列政策举措为房地产市场“止跌企稳”提供了有力支撑，各部委协同有望加速市场预期修复，促进量价企稳。
- 截止 10 月，国内房地产投资开发完成额仍累计下降 10.30%。同时，截止 9 月数据，国内新开工面积整体下降 22.2%，竣工面积整体下降 24.4%。
- 10月份70个大中城市商品住宅销售价格环比降幅总体收窄。
- 但从房地产销售领域观察，据中指院消息，10 月新房市场成交情况显著改善，重点 100 城新建商品住宅成交面积环比增长约 40%。
- 当前居民收入预期不佳，居民端在继续去杠杆。地产短期或在政策刺激下有所企稳，但难以摆脱弱势。
- 预计2025 年地产板块（包括新屋开工与竣工）呈现正增长的可能性依然较低。但相较于 2024 年，其走弱幅度或将有所收窄。

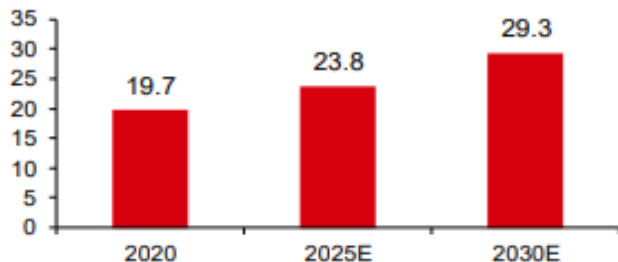
数字经济给铜消费带来新活力

铜在数据中心的用途

■ 电力分配 ■ 接地和内部连接 ■ 管路系统与暖通



北美数据中心铜需求（万吨）



● 随着人工智能、大数据、移动互联网、云计算等AI智算产业快速发展，也加速了数据中心的迅猛发展，铜因其良好的性能，成为数据中心革新升级的关键材料。

● 从全球来看，数据中心用铜量占精铜需求比重快速增长，虽然目前数据中心相关的需求占铜总需求尚不足1%，但到2030年这一数字将增至3.5%，其潜力不容小觑。

● 数据中心带动铜需求增长，根据 Cushman & Wakefield 发布数据，2023 年全球数据中心建设规模为 7.4GW，同比增长 51%，美国北弗吉尼亚州是全球最大的数据中心市场，像AWS、微软等公司的数据中心，处理着全球三分之以上的在线流量，施耐德数据称数据中心耗铜量 65 吨/MV，计算下来 2023 年数据中心用铜量为 48 万吨，同比增长 16.3 万吨，带动全球铜消费 0.67 个点。如果按照全球数据中心每年 18%的增速来计算，2024 及 2025 年数据中心用铜量将分别增长 8.7 及 10.2 万吨，带动全球铜消费增长 0.34 及 0.38 个点。

● AI与数据中心的发展可能通过电网升级扩容的需求来驱动铜的消费。

● 数据中心用铜或只是未来铜需求领域不断拓展的冰山一角，铜优异的导电性、延展性决定着其在未来电气化、智能化时代的必然有着更加广泛的应用，新兴领域铜需求的远期增量值得期待。

数据中心耗铜量预估

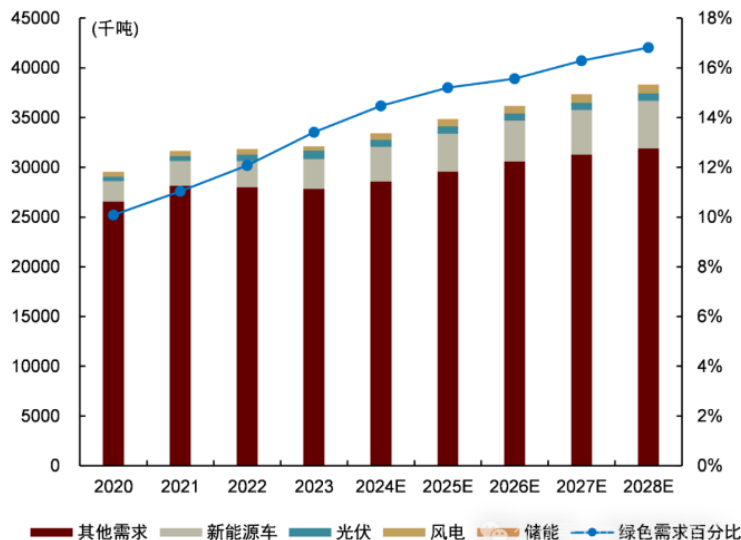
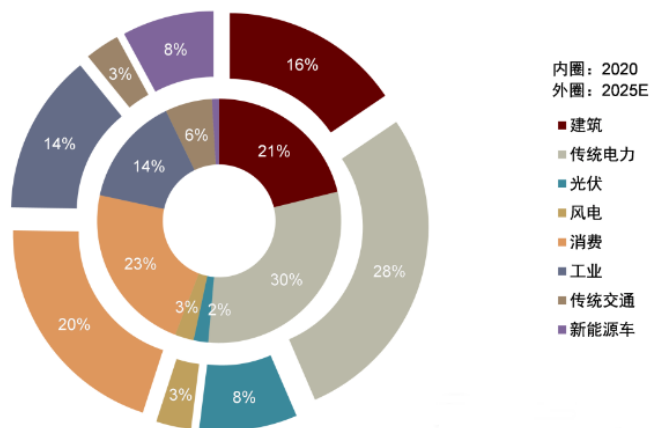
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年E	2025年E	2026年E	2027年E	2028年E	2029年E	2030年E
数据中心建设规模（GW）	1.6	2.9	4.1	4.9	7.4	8.7	10.3	12.2	14.3	16.9	20	23.6
耗铜量（65吨/MV，施耐德）	10.4	18.9	26.7	31.9	48.1	56.8	67	79	93.9	110	129.8	153.2
耗铜增量（万吨）		8.5	7.8	5.2	16.3	8.7	10.2	12.1	14.2	16.8	19.8	23.4

能源转型为铜带来绿色需求增量

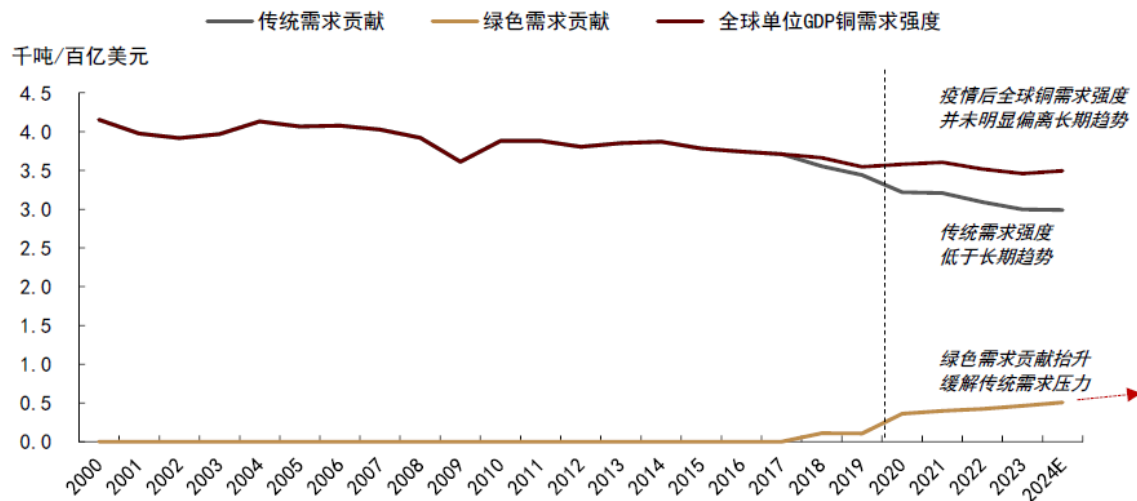


铜冠金源期货
TONGGUAN JINYUAN FUTURES

全球铜下游需求结构 2020vs2025E



全球单位GDP铜需求强度：按需求类别



- 目前正处于新、旧动能切换的过渡期，传统需求在缩减，新兴需求占比逐步抬升。
- 在主要大宗商品中，疫情后全球铜消费较长期趋势的超调幅度最小，核心支撑在于能源转型为铜消费带来的增量。
- 随着绿色转型稳步推进，全球单位GDP铜消费强度受益于绿色需求占比抬升而高于长期趋势。
- 预计从2023到2028年，全球铜的绿色需求占比或将从13%提升至17%。

国内终端用铜消费增速(万吨)							
下游	占比	2023	增速	2024E	增速	2025E	增速
交通	9.1%	141	16.6%	162	14.9%	180	11.1%
建筑	21.9%	340	-0.6%	320	-5.9%	310	-3.1%
空调	12.7%	197	13.2%	220	11.7%	230	4.5%
电子机械	21.5%	335	-0.6%	350	4.5%	360	2.9%
电网发电	20.9%	325	15.2%	335	3.1%	345	3.0%
出口电缆	9.8%	152	15.2%	150	-1.3%	155	3.3%
其他	4.2%	65	30.0%	70	7.7%	70	0.0%
总计		1555	4.9%	1607	3.3%	1650	2.7%

- 整体预计，今年国内终端行业用铜增速为3.3%，2025年将小幅放缓至2.7%。其中，交通行业保持较快增长主因新能源汽车市场的蓬勃发展，但因新能源汽车渗透率已高增速将放缓；电网发电端保持稳健乐观；风光用铜高增速周期已过，进入平稳增量阶段；建筑地产用铜因地产低迷影响依然是拖累项。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。
- “双碳”背景下，铜需求结构面临转型，新旧动能正在切换周期之中，预计整体国内精铜消费将保持较强韧性。

全球和国内铜供需平衡表



铜冠金源期货
TONGGUAN JINYUAN FUTURES

全球铜供需平衡表(万吨)				
	2022	2023	2024E	2025E
铜精矿产量	2189.6	2224	2262	2310
同比增速	3.54%	1.57%	1.71%	2.12%
精炼铜产量	2564.8	2654.7	2725	2760
同比增速	3.40%	3.51%	2.65%	1.28%
精炼铜消费量	2596.6	2654.9	2711	2770
同比增速	3.12%	2.25%	2.11%	2.18%
过剩/短缺	-31.8	-0.2	14	-10

国内铜供需平衡表(万吨)				
	2022	2023	2024E	2025E
国内精铜产量	1028	1144	1170	1195
净进口量	344	323	340	350
精铜消费量	1379	1445	1477	1535
废铜消费量	104	110	130	135
总耗铜量	1483	1555	1607	1670
消费增速	0.54%	4.86%	3.34%	3.92%
库存变化	-8	22	33	8

- 2024-2025年全球精矿供应将维持低增速，矿端的趋紧有可能在2025年逐步向冶炼端传导，全球精铜的供需结构可能在2025年出现小幅短缺，而国内在2024年经历了库存的调节之后，于2025年逐步达到供需基本平衡。

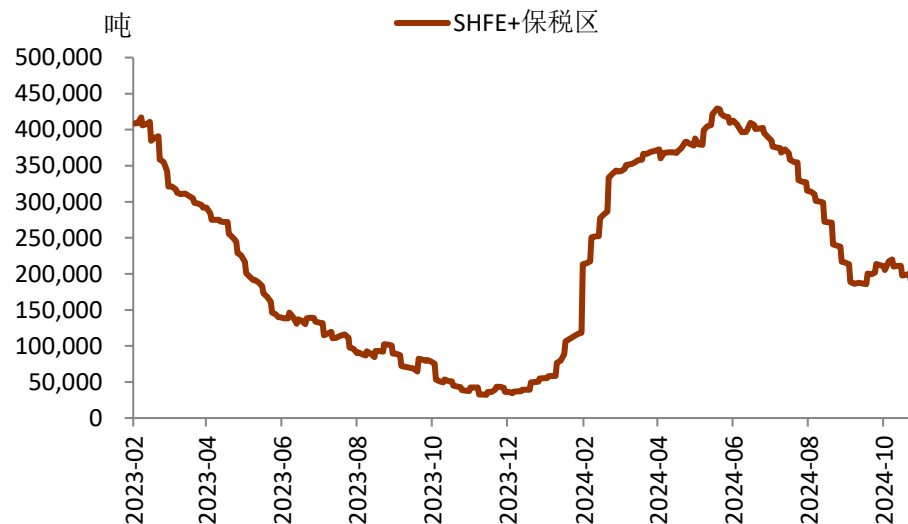
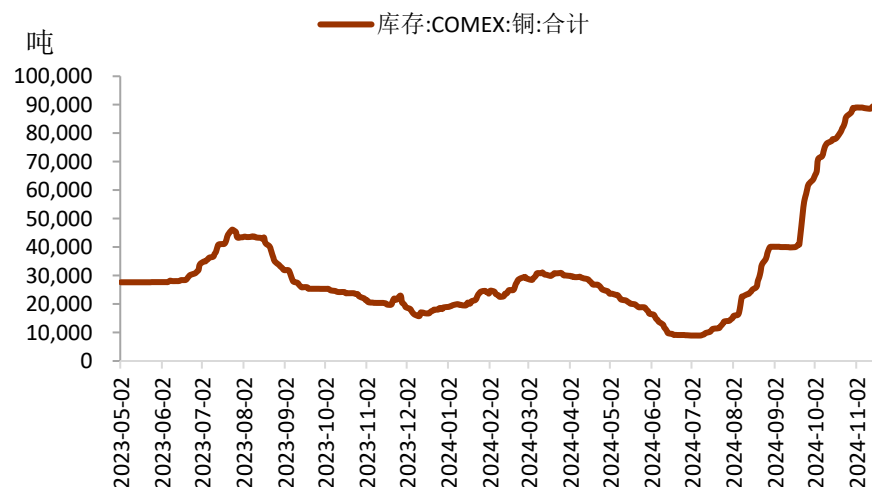
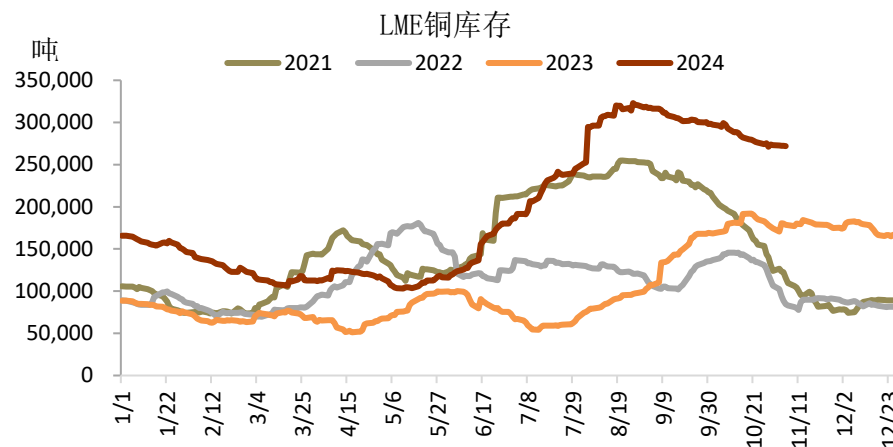
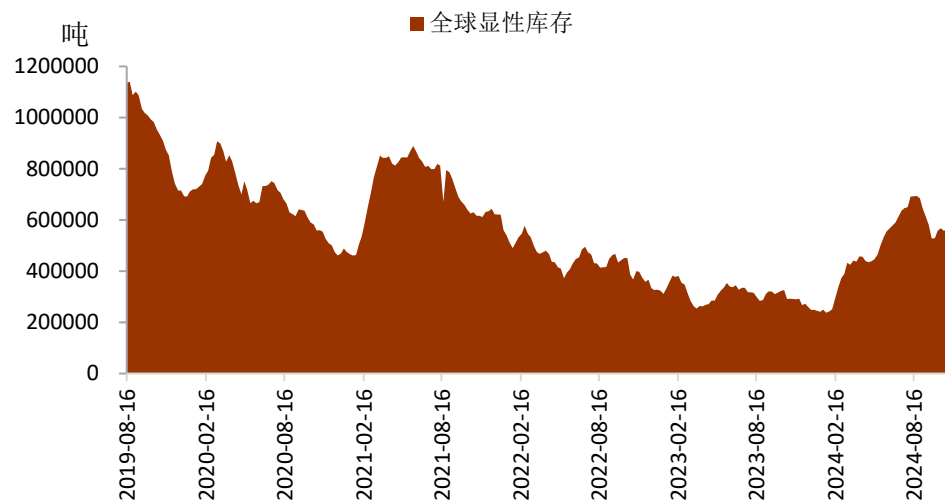
全球显性库存平稳回落



铜冠金源期货

铜冠金源

TONGGUAN JINYUAN FUTURES



11月下旬，全球显存库存高位回落至53万吨，其中LME库存高位平稳回落，亚洲库三季度大幅累库结束后缓慢去库。COMEX库存因空头集中注册仓单进入交仓大幅上行，上期所总库存近期降至12万吨。

整体上，海外库存高位回落，国内维持较低库存水平，全球显性库存下移对铜价仍有一定支持。

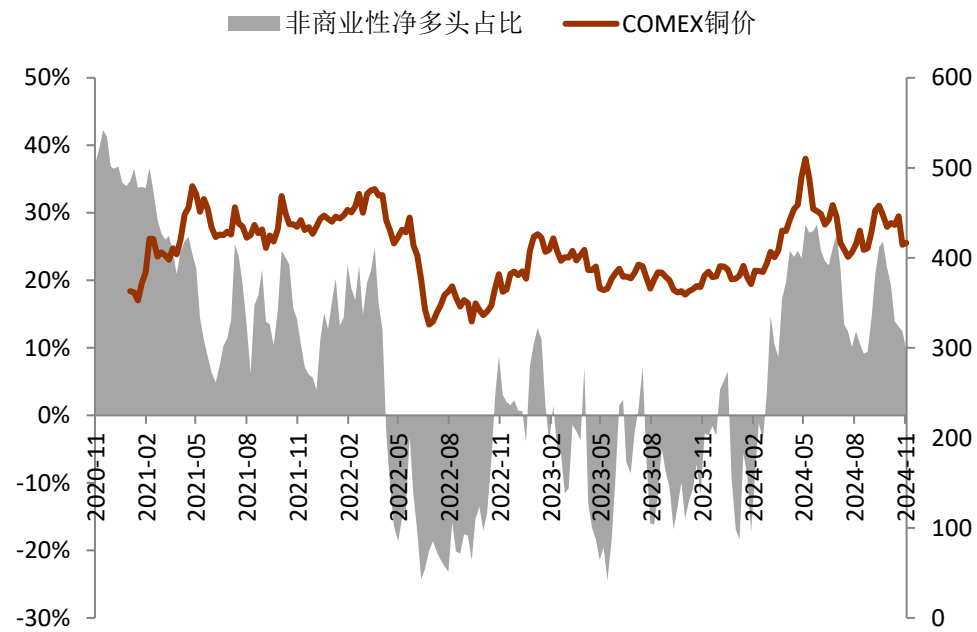
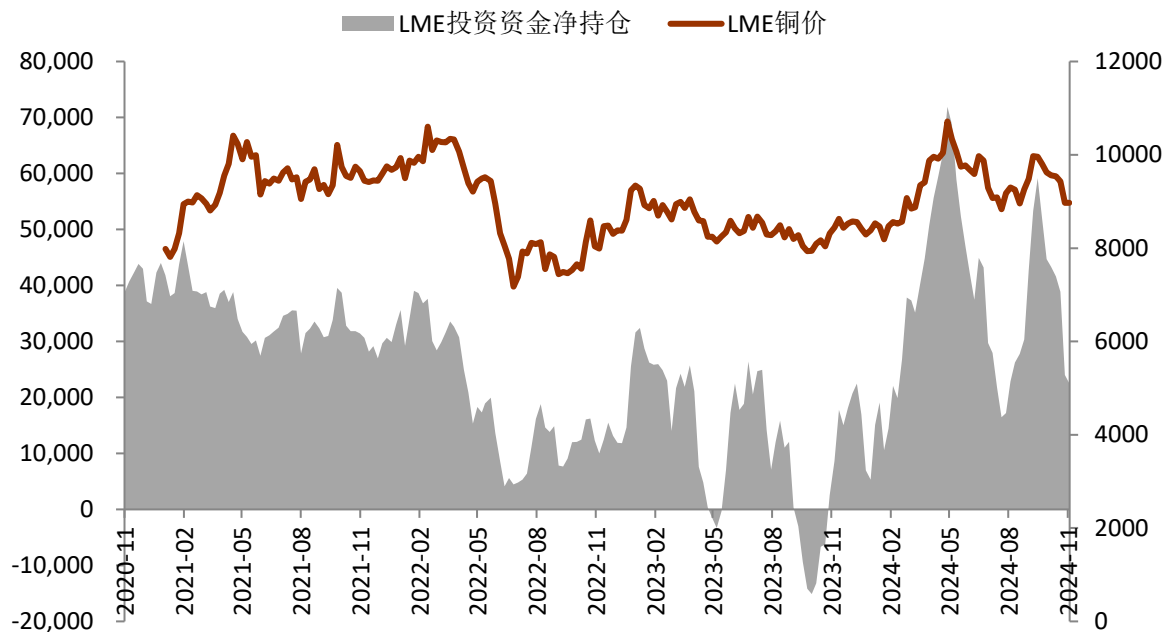
投机资金持仓变化



铜冠金源期货

铜冠金源

TONGGUAN JINYUAN FUTURES



- LME铜的投机资金净持仓从5月份的超过7万张的高位快速下降至1.6万张，9月增加至近6万张，目前下降至2.3万张。
- COMEX铜非商业性净多头占比也从超过30%高位回落至10%附近。
- 目前投机资金净多持仓已从高位回落，需持续观察多头增持的变化。

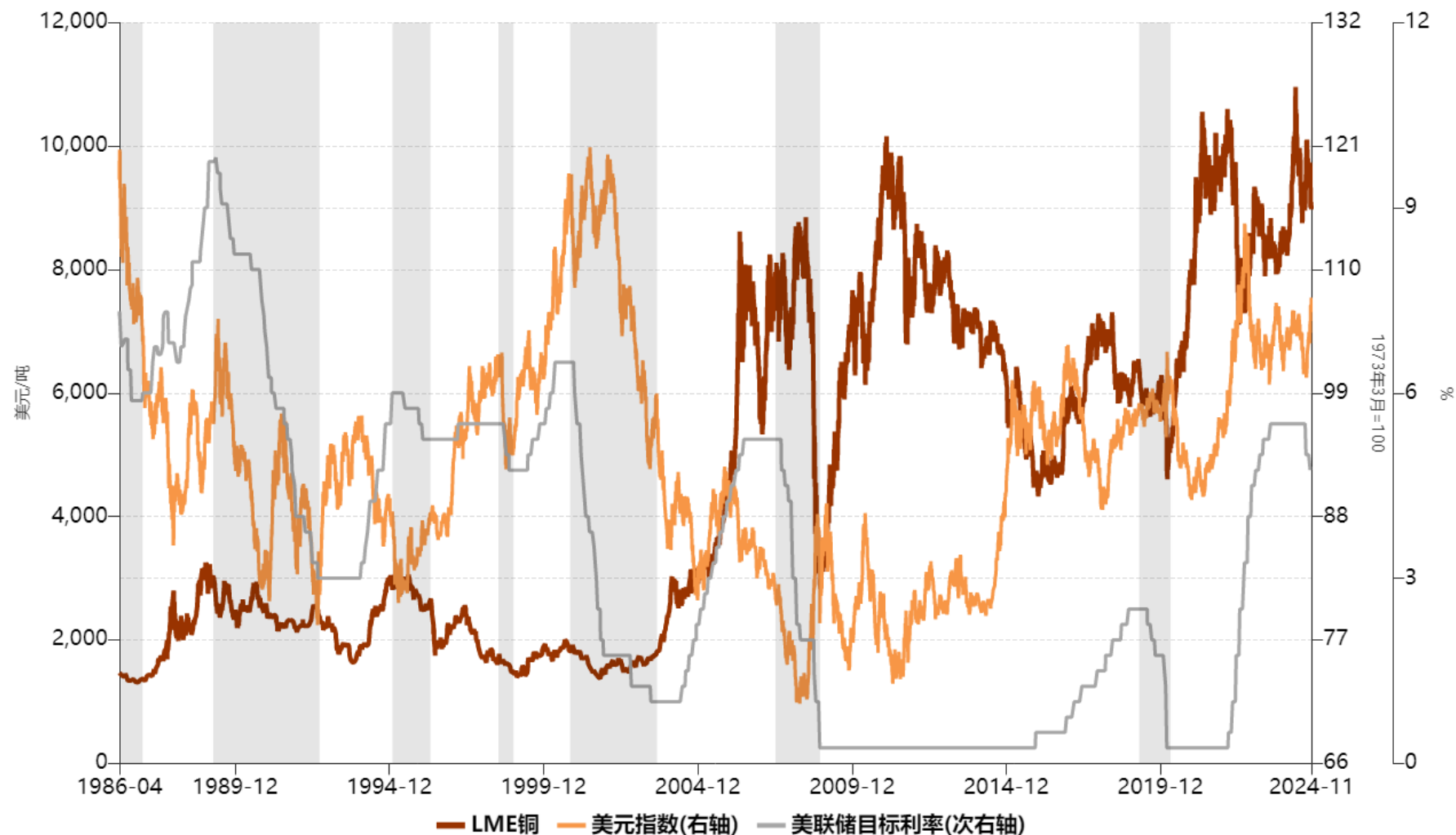
美联储降息周期中美元指数、铜价变化



铜冠金源期货

铜冠金源

TONGGUAN JINYUAN FUTURES



观点：矿端持续偏紧，需求新旧切换，铜价将夯实底部，价格中枢将震荡上移

●宏观：逆全球化格局将全球经济增长造成拖累，但海外处于降息周期将对冲掉贸易摩擦的拖累，预计2025全球经济增长将保持平稳；明年国内灵活稳健的货币政策将配合扩张型的财政政策，有望带领中国经济走向平稳复苏。

●基本面：海外矿山供应趋紧格局未变，TC低位运行将制约国内精铜产量释放。终端消费来看，电网发电端保持稳健乐观；风光用铜进入平稳增量阶段；新能源汽车仍能保持较高的增速，消费进入新旧动能的切换周期且增量可观。展望2025年，我们认为铜的新兴领域的需求占比有望进一步抬升，在国内地产等传统需求的拖累不进一步恶化的情形下，需求增长前景仍然稳健。

●总体而言，海外宏观利空对铜价影响偏短期，矿端趋紧而需求有韧性，预计铜价将在震荡中确认底部，后期价格中枢将整体上移。

●风险点：美国二次通胀，全球经济增速放缓，中国新能源产业发展失速



铜冠金源期货

TONGGUAN JINYUAN FUTURES

致谢 THANKS

铜冠金源期货

地址：上海市浦东新区源深路273号

电话：021-68555105

邮箱：jytzzx@jyqh.com.cn

铜冠金源

期市资讯 | 研究报告 | 业务办理

长按识别二维码 关注我们



免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料、数据、新闻媒体报道及其他公开可获得的资料。铜冠金源期货在此明确声明对这些信息的准确性、完整性或可靠性不承担任何保证。本报告所载资料、意见及推测仅代表铜冠金源期货于发布本报告之日的初步判断，并不构成对任何投资标的的终极评估或承诺。

本报告的版权归铜冠金源期货所有。除特定客户及其他经铜冠金源期货明确授权的专业人士外，任何人未经铜冠金源期货书面同意，不得以任何形式对本报告的全部或部分内容进行复制、分发或以其他方式使用。引用或转载本报告内容时，必须明确标注“来源：铜冠金源期货”，不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

研究报告全部内容仅供交流，不构成任何投资建议，市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。