



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

警惕宏观引起的下跌风险

铜半年报

2025/06/06

吴坤金（有色金属组）

☎ 0755-23375135

✉ wukj1@wkqh.cn

👤 从业资格号：F3036210

👤 交易咨询号：Z0015924

目录

CONTENTS



01 半年度评估及策略推荐

02 市场回顾

03 宏观分析

04 供应端

05 需求端

06 平衡及展望

01

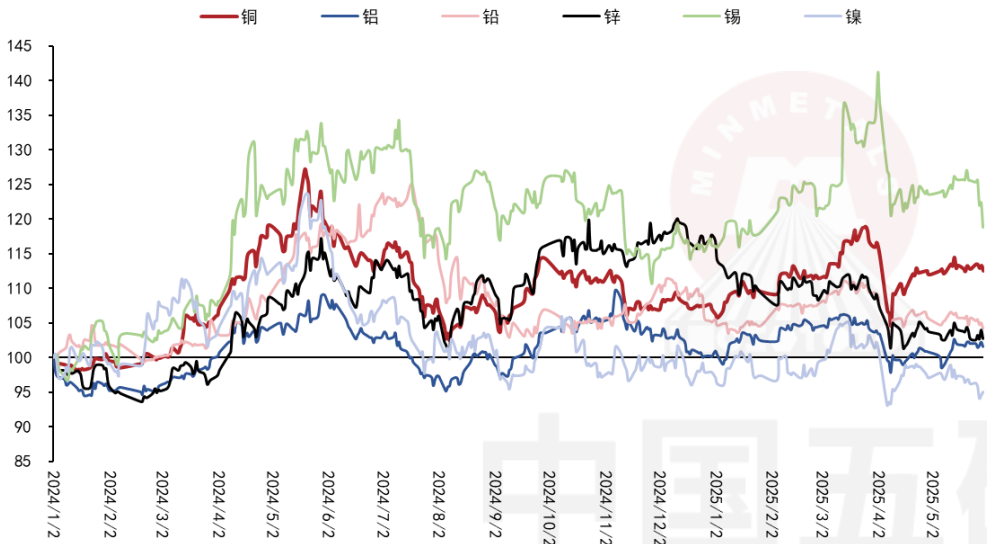
半年度评估及策略推荐

- ◆ **供应：**2025年一季度海外样本矿山铜矿产量同比增长约1.1%，下半年增速预计提高。年初至今国内电解铜产量高速增长，下半年随着海外铜冶炼产能投放，国内原料可获得性预计下降，精炼铜产量增速趋降，全年增速预计仍较高。海外随着自由港印尼Maynar铜冶炼厂恢复生产及印度阿达尼铜冶炼厂投产，产量预计回升。
- ◆ **需求：**在抢出口、光伏抢装、废铜替代减少等因素推动下，2025年3-5月国内电解铜表观消费增长明显超预期，但铜消费存在部分前置现象，下半年铜消费增速大概率下调。海外铜消费增长主要来自亚洲，美洲和欧洲消费相对稳定，下半年在全球贸易局势不明朗的背景下，预计铜消费面临一定的压力。
- ◆ **宏观：**美国“抢进口”透支未来需求，下半年美国进口增长较为承压。美联储货币政策宽松预期延后，美国金融市场流动性面临压力，对于铜的情绪面较为不利。国内经济增长更多依靠政府端发力。
- ◆ **平衡：**2025下半年随着铜矿供应回升，铜精矿供应短缺幅度预计收窄；2025下半年精炼铜供应和需求预计均较2季度下滑，全球铜供需相对平衡，但如果考虑宏观面的压力，需求端不及预期的概率更大。
- ◆ **价格展望：**下半年全球贸易局势仍不稳定，美国“抢进口”后需求端面临的压力加大，加之美国货币政策宽松预期推后、美国金融市场流动性面临的收缩压力，都将给铜价带来冲击。产业上下半年铜矿原料供应紧张程度或缓和，加之下游消费增速趋于下滑，将使得铜价支撑减弱。总体宏观风险可能放大的情况下，需要警惕铜价的超预期回落风险，资金面也显示进入年中海外市场对于铜的看多情绪明显降温。
操作建议：冲高后增加卖出套期保值比例（9700美元/吨以上），铜价下跌后跨期正套。

02

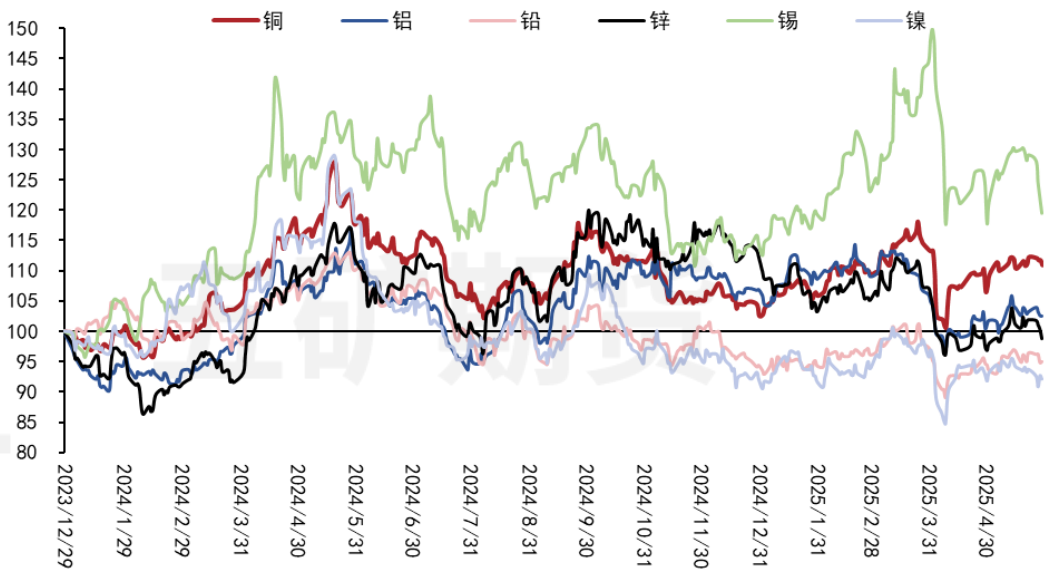
市场回顾

图1：上期所基本金属价格指数



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

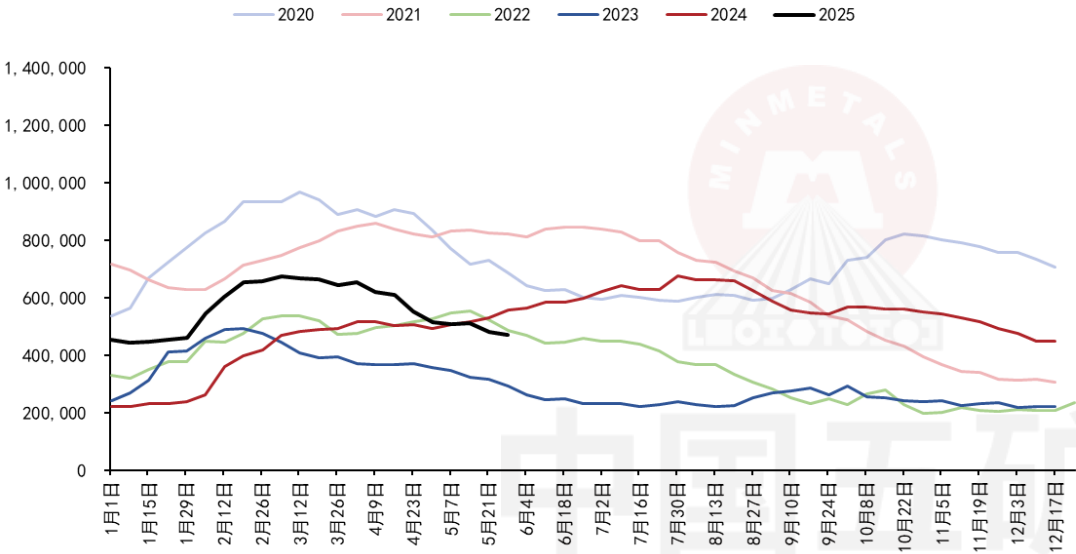
图2：LME基本金属价格指数



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

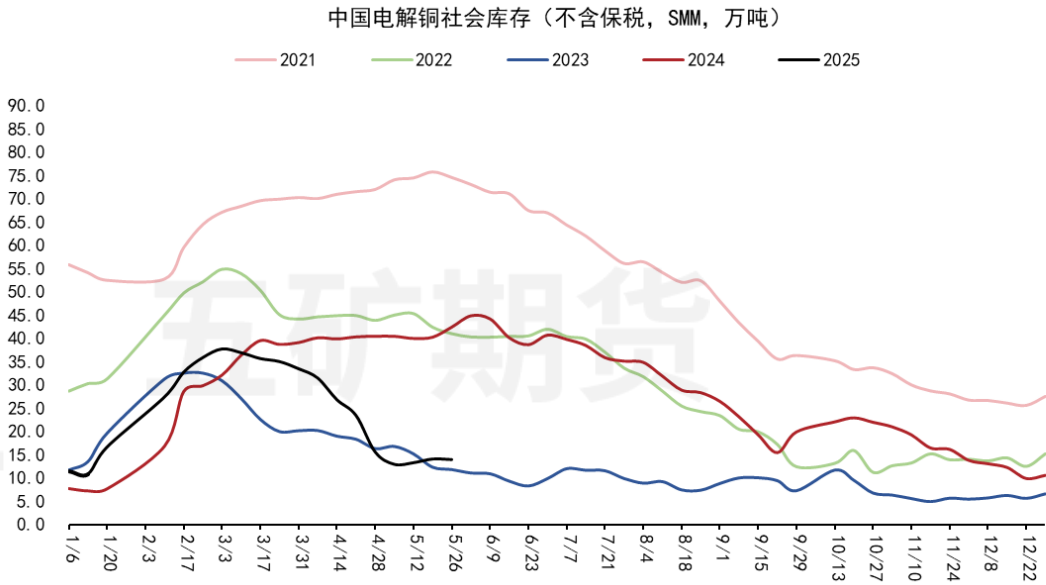
今年以来铜价走出类“N”字型走势，年初在铜精矿粗炼费持续下跌和美国对铜启动232调查等因素推动下，铜价单边上扬，3月底4月初受美国“对等关税”影响价格大幅下探，4月中旬以来铜价回升。总体铜价延续了2024年以来在有色金属中较强的表现。截至5月底，沪铜主力合约较年初上涨5.2%至77600元/吨，伦铜3个月期合约较年初上涨8.2%至9497美元/吨。

图3：三大交易所+上海保税区周度库存（吨）



资料来源：上期所、LME、WIND、MYSTEEL、五矿期货研究中心

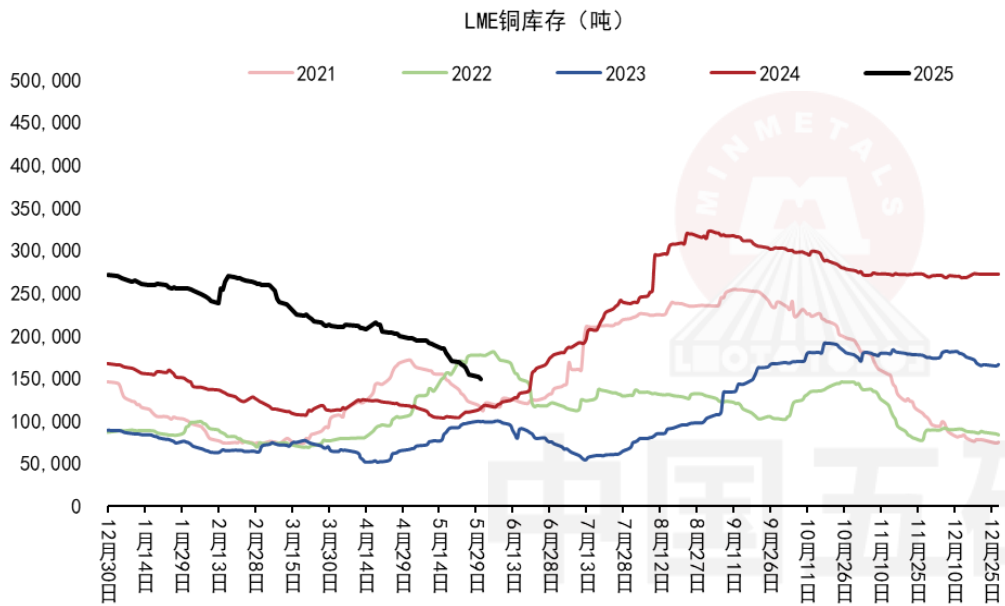
图4：中国电解铜社会库存



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

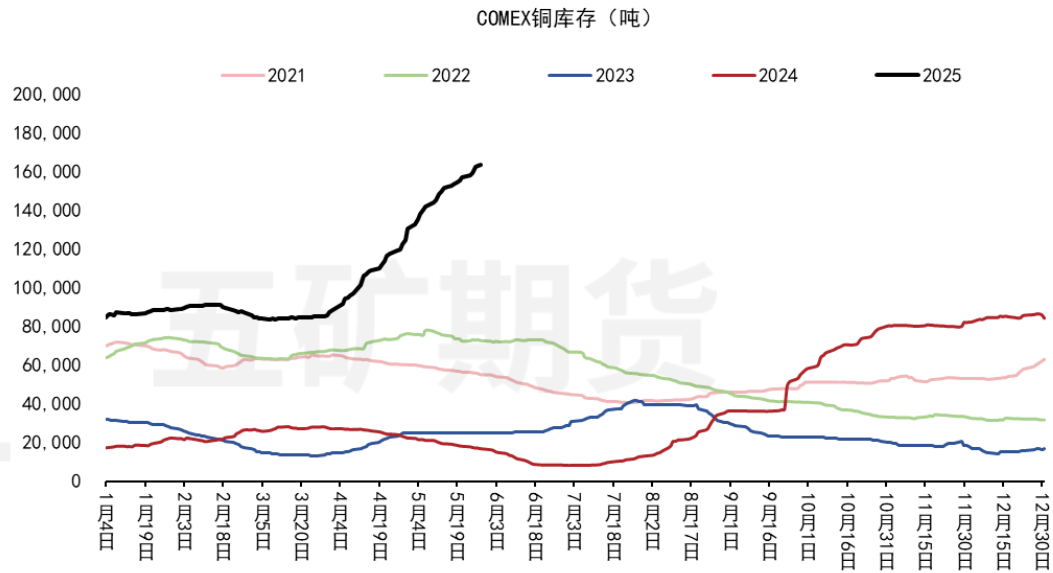
截至5月底，三大交易所加上海保税区总库存约47.2万吨，较年初增加2.4万吨，一季度供应相对过剩，二季度供应转为短缺。年初以来中国社会库存增加约3.4万吨，当前总库存约13.9万吨，绝对水平偏低。上海保税区库存从年初的低位回升3.8至5.3万吨。

图5：LME铜库存



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图6：COMEX铜库存

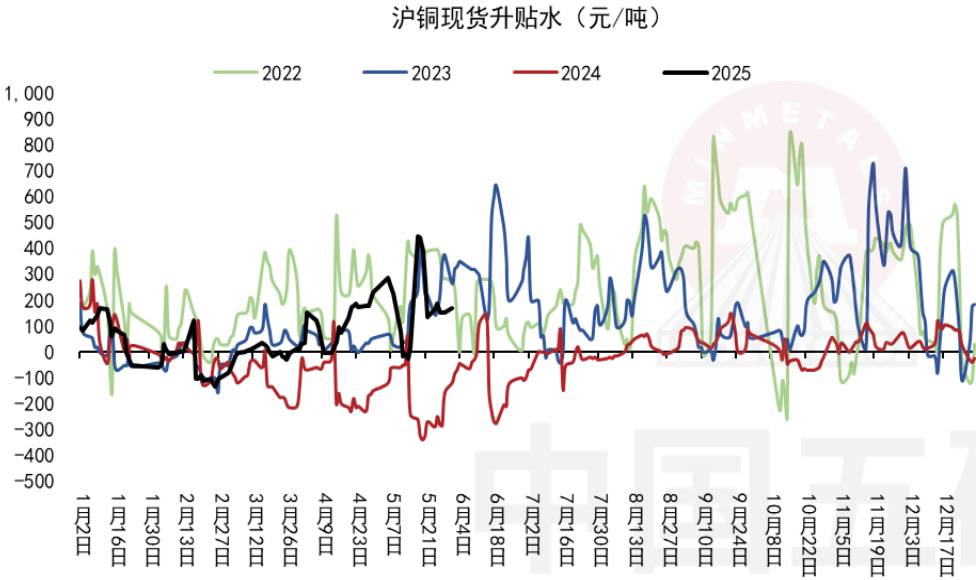


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

LME库存震荡下降，5月底库存量为15万吨，较年初减少约12万吨，美国对铜启动232调查造成LME仓库注销和出库数量增多。

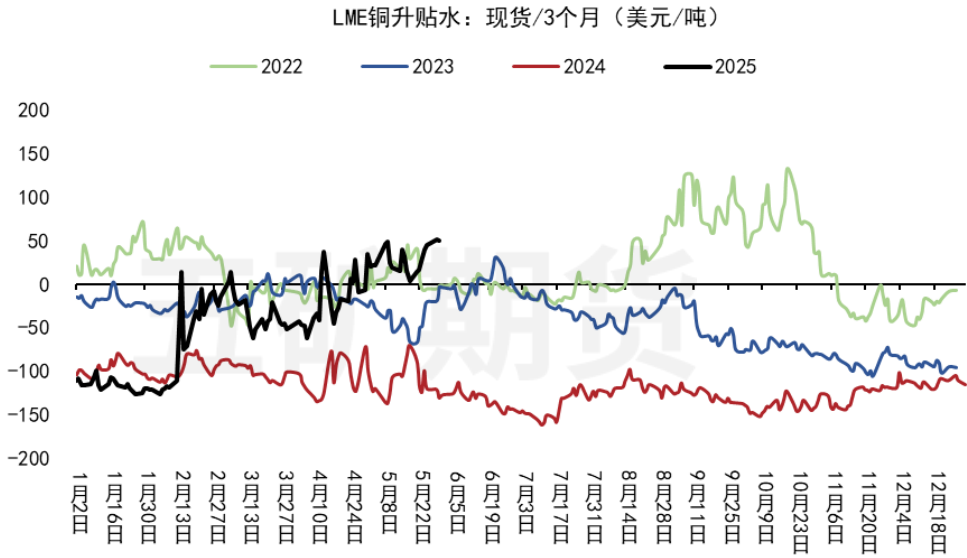
COMEX库存在4月之前震荡减少，4月初开始库存持续累积，5月底库存量约16.4万吨，较年初增加7.7万吨，当前及未来一段时间仍有隐性库存显性化的压力。

图7：中国华东地区现货基差



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

图8：LME升贴水

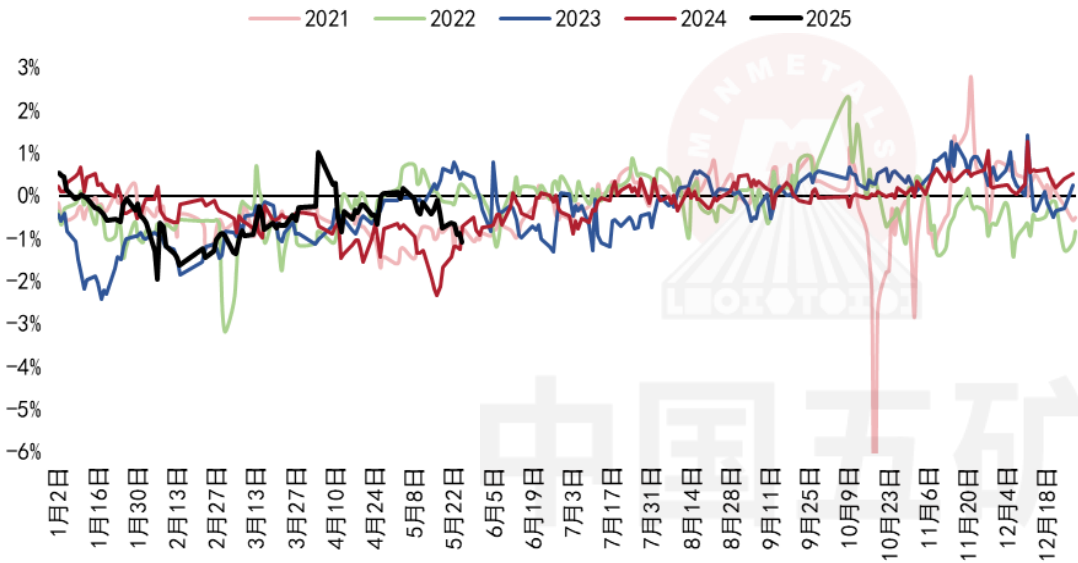


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

年初以来中国上海地区现货基差先震荡、后走强，4月以来现货基差维持相对偏高水平，反映现货市场持续偏紧。

LME市场Cash/3M在2月中旬前偏弱，2月中旬后不断走强，5月下旬现货升水3个月期合约，现货走强得益于注册仓单减少和注销仓单维持高位。

图11：沪铜现货相对伦铜进口盈亏比例



资料来源：WIND、SMM、五矿期货研究中心

图12：COMEX-LME铜价差（美元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

年初以来沪铜相对伦铜价差先收缩后走扩，期间进料加工出口窗口一度打开，近期沪铜现货进口亏损又有所扩大。

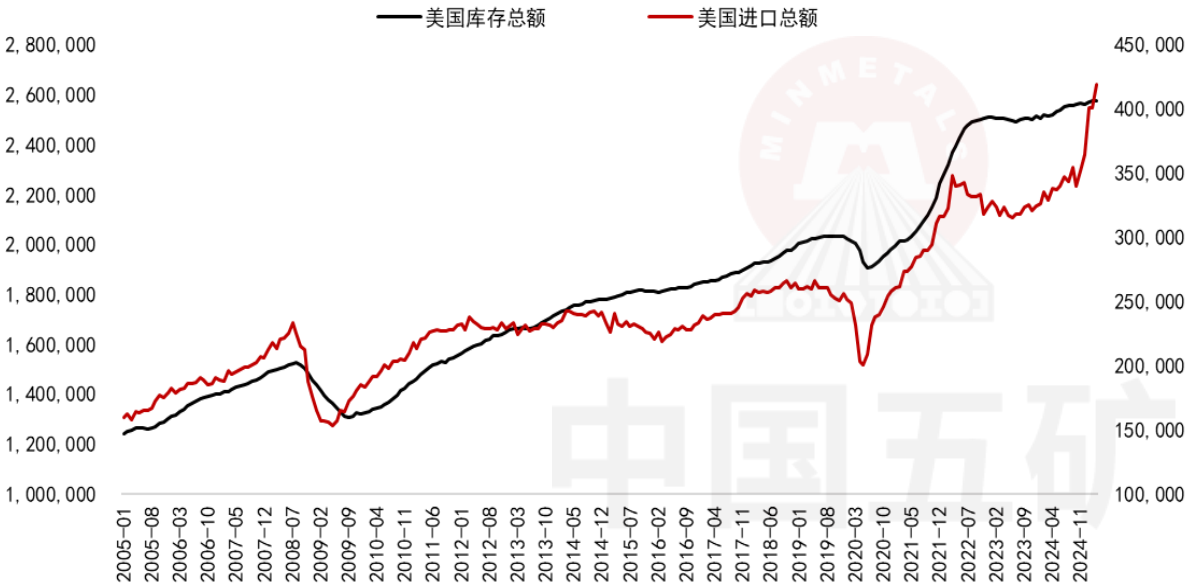
美国对铜征收关税的预期下，COMEX-LME铜价差从年初持续走扩，3月底曾达到1600美元/吨以上，5月底价差降至820美元/吨左右。

03

宏观分析

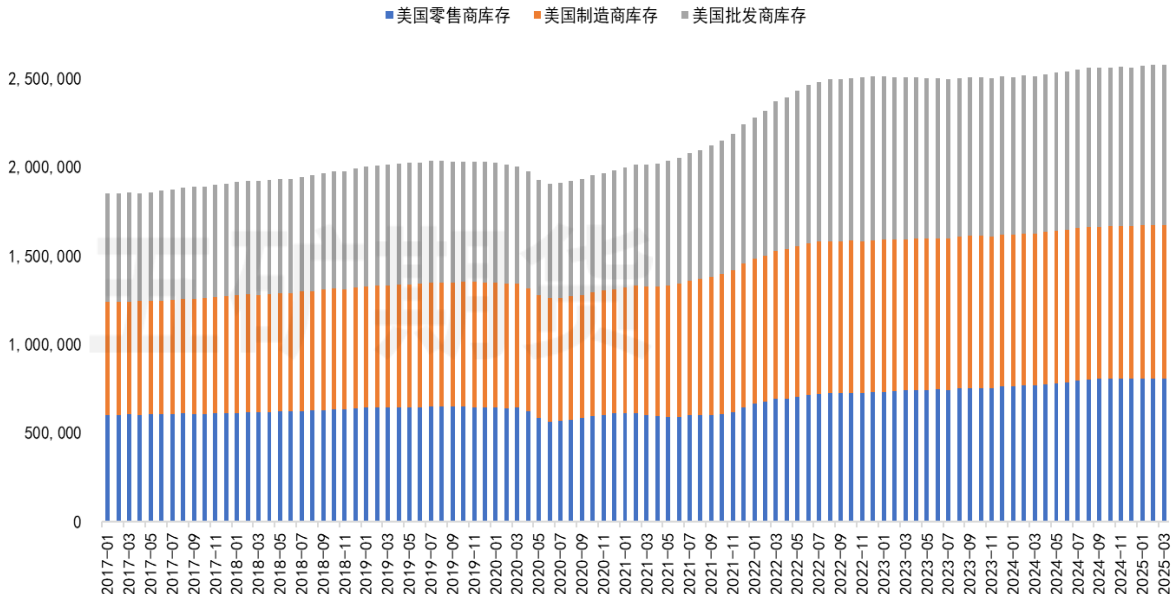
美国“抢进口”引起隐形库存增多

图13：美国月度进口额与库存总额（百万美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图14：美国库存划分（百万美元）



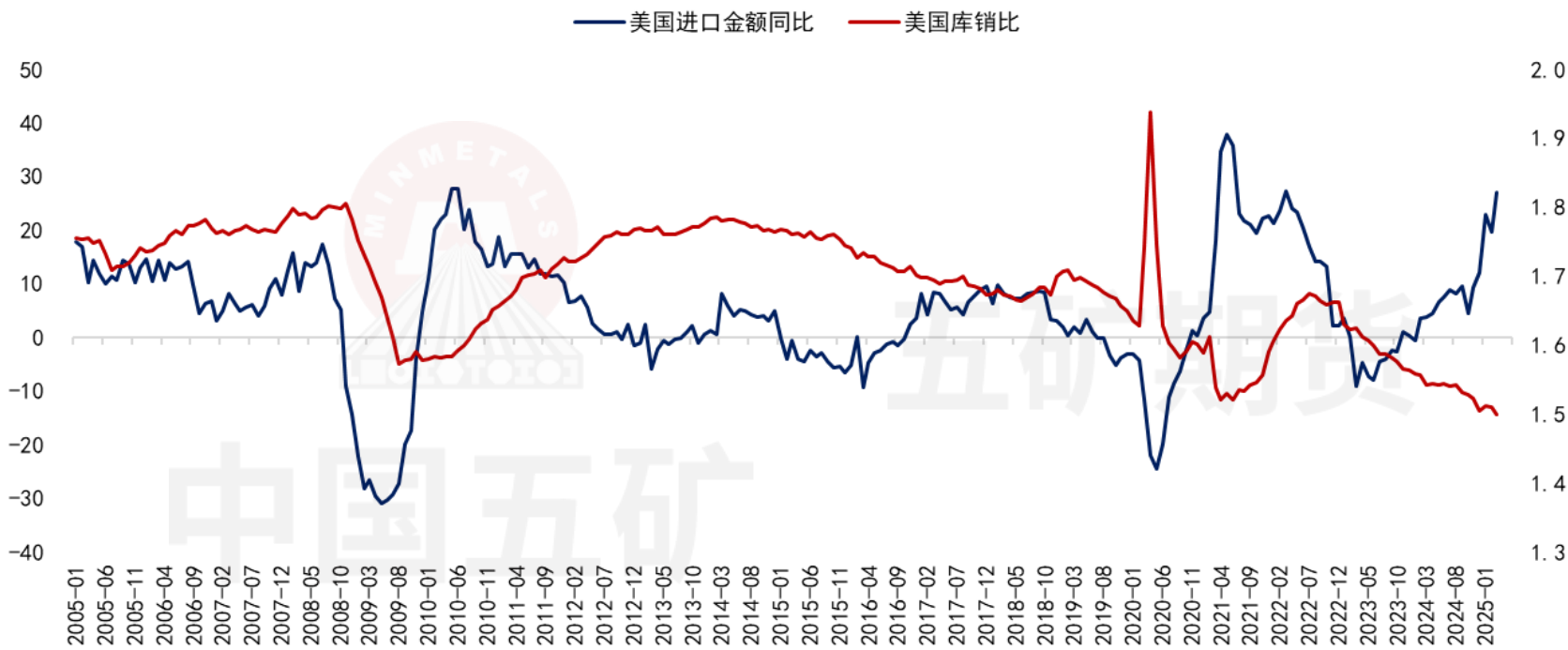
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

2024年11月以来，美国进口金额明显增长，2025年1-3月合计进口12213亿美元，比2024年同期增加2306.7亿美元，增速23.2%。

与此同时，美国库存总额仅微幅增长，进口的增加并未体现在零售商、制造商和批发商库存中。据此推测美国存在较大数量的隐性库存。

隐性库存造成美国进口需求预期下降

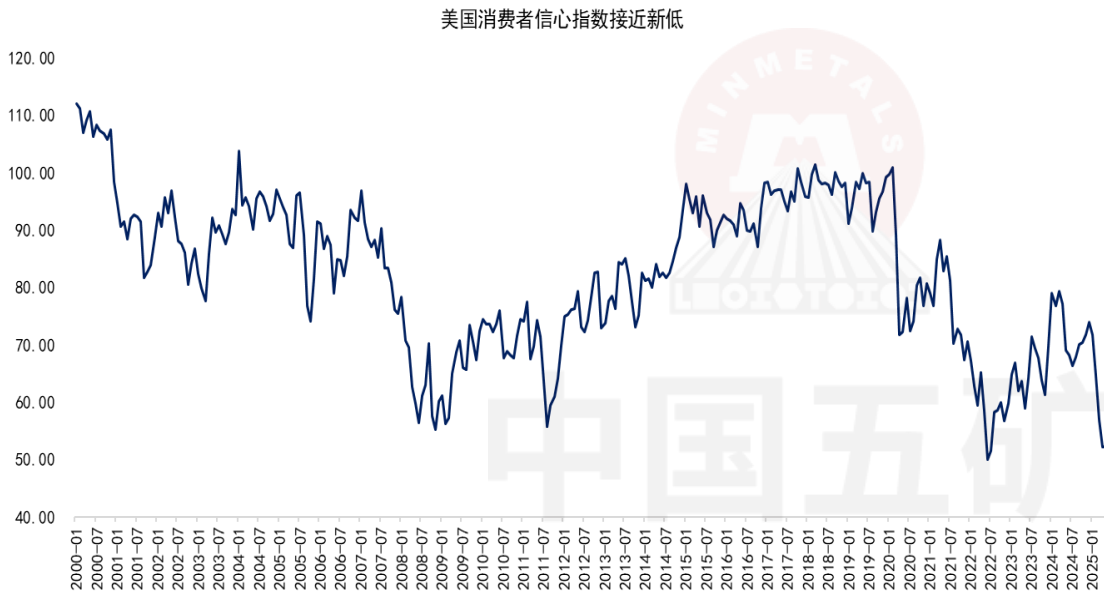
图15: 美国进口金额同比与美国库销比



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

由于隐形库存的存在，以库存/美国个人消费支出衡量的库销比存在低估。库销比通常可以视为进口的领先指标，库销比上升（高于一定水平）和历史高位的库销比都会引起进口增速下降。后续随着美国库销比回升，美国进口下降压力增大（尽管“对等关税”暂缓带来了5-6月进口企稳的预期），并对美国以外需求构成较大压力，对铜价构成向下的风险。

图16：美国消费者信心指数



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图17：美联储2025年首次降息较大概率会发生在9月

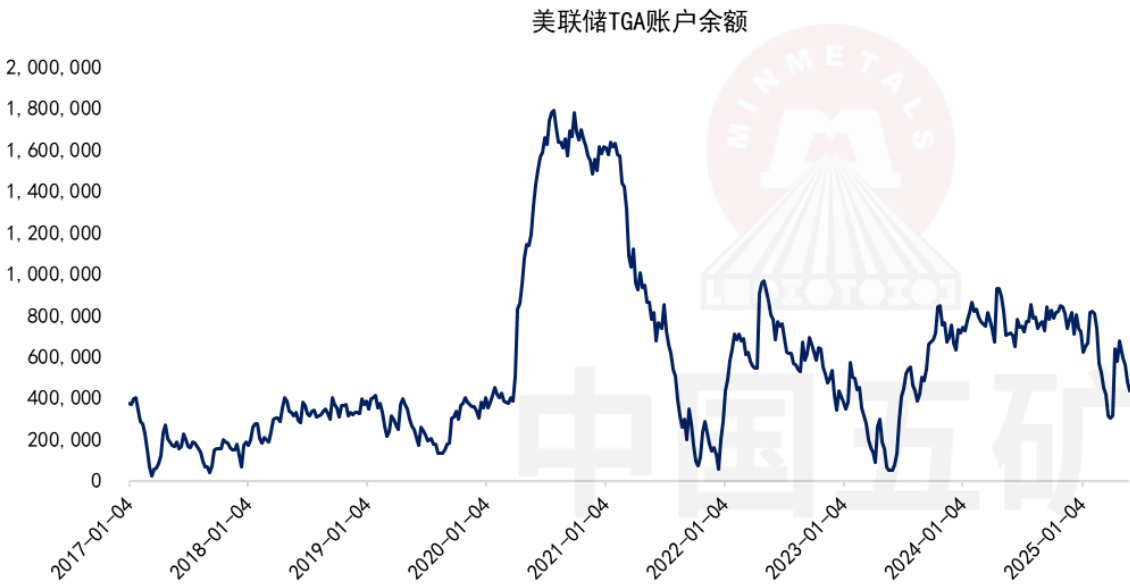
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/6/18					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	94.6%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	25.7%	73.1%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	17.3%	56.9%	25.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	8.9%	36.8%	41.2%	12.7%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	6.8%	30.0%	40.1%	19.7%	3.1%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.7%	15.3%	33.7%	32.6%	13.6%	2.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%	10.3%	26.3%	33.0%	21.2%	6.6%	0.8%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.4%	3.7%	14.1%	27.9%	30.2%	17.7%	5.2%	0.6%
2026/6/17	0.0%	0.2%	1.9%	8.5%	20.4%	29.0%	24.5%	12.0%	3.1%	0.3%
2026/7/29	0.0%	0.5%	3.1%	10.6%	22.0%	28.2%	22.2%	10.4%	2.6%	0.3%
2026/9/16	0.2%	1.2%	4.9%	13.4%	23.5%	26.7%	19.4%	8.5%	2.0%	0.2%

资料来源：CME、五矿期货研究中心

当前美国消费者信心指数接近历史新低，美国个人消费支出可能弱于预期，经济走弱风险加大。

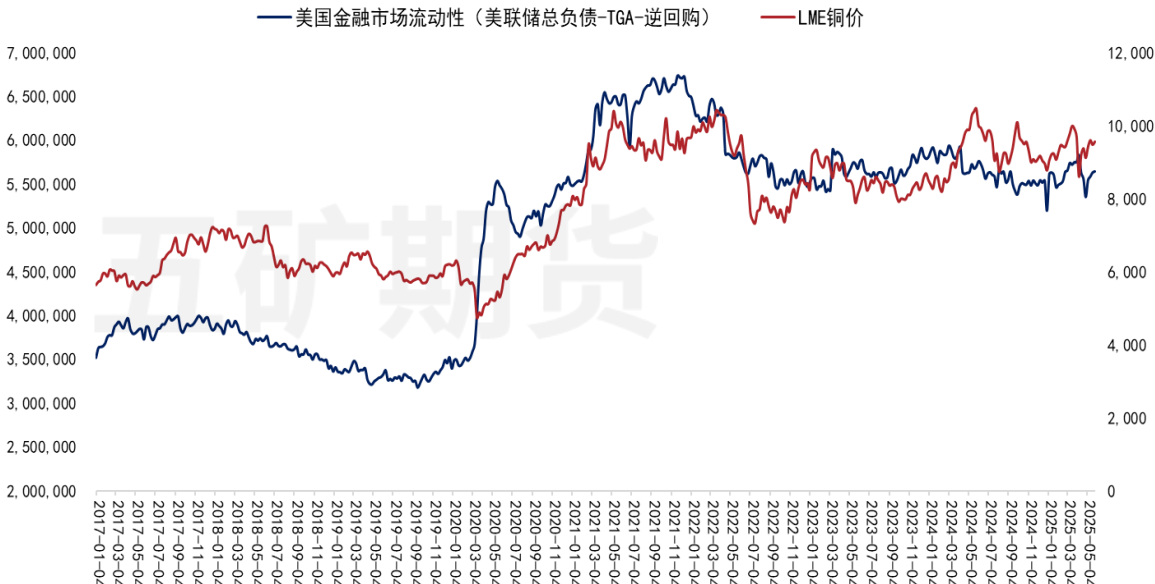
货币政策方面，关税对于通胀前景影响仍不确定，叠加美国就业数据未明显走弱的背景下，美联储本年度首次降息时间预期为9月，中短期高利率环境将继续伤害美国经济。

图18：美联储TGA账户余额（百万美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图19：美国金融市场流动性与LME铜价

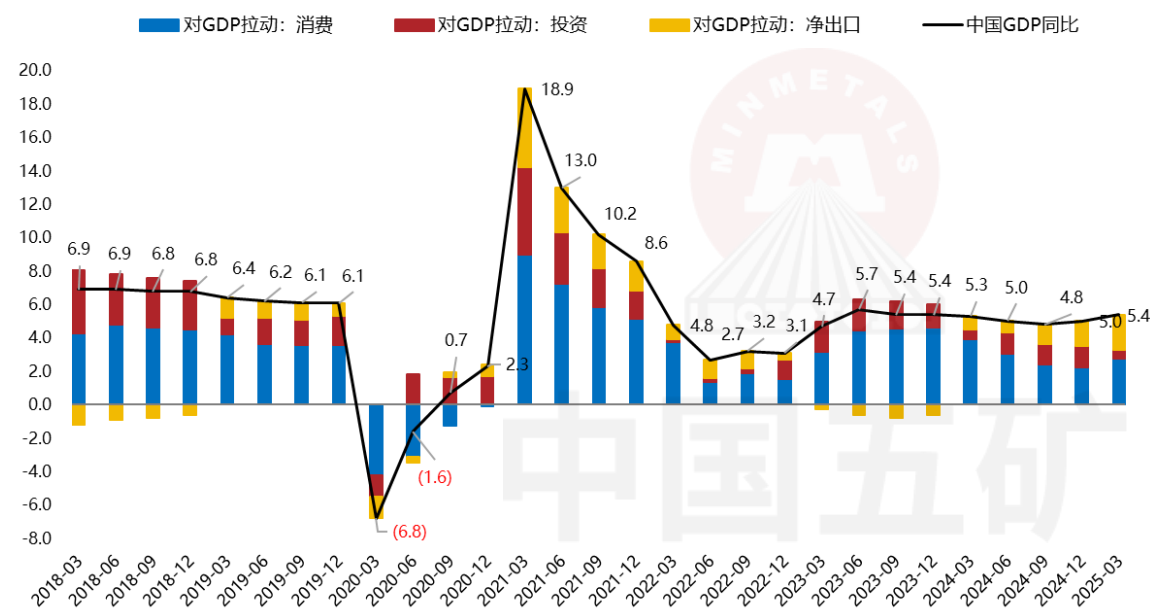


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

特朗普再次上台后，美国财政赤字状况并没有得到改善，美国国债发行难度依然较大。

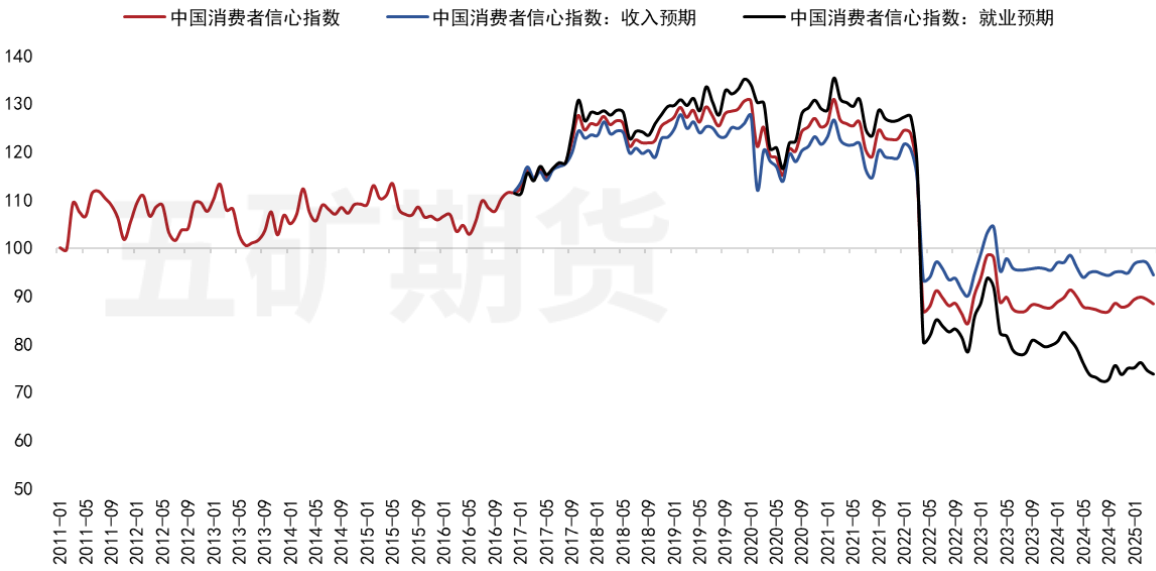
近期美联储TGA账户持续消耗，并有逐渐耗尽的风险，TGA耗尽后美国金融市场流动性将面临较大“抽水”压力，也是铜价的风险来源之一。

图20：中国GDP增长构成



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图21：中国消费者信心指数



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

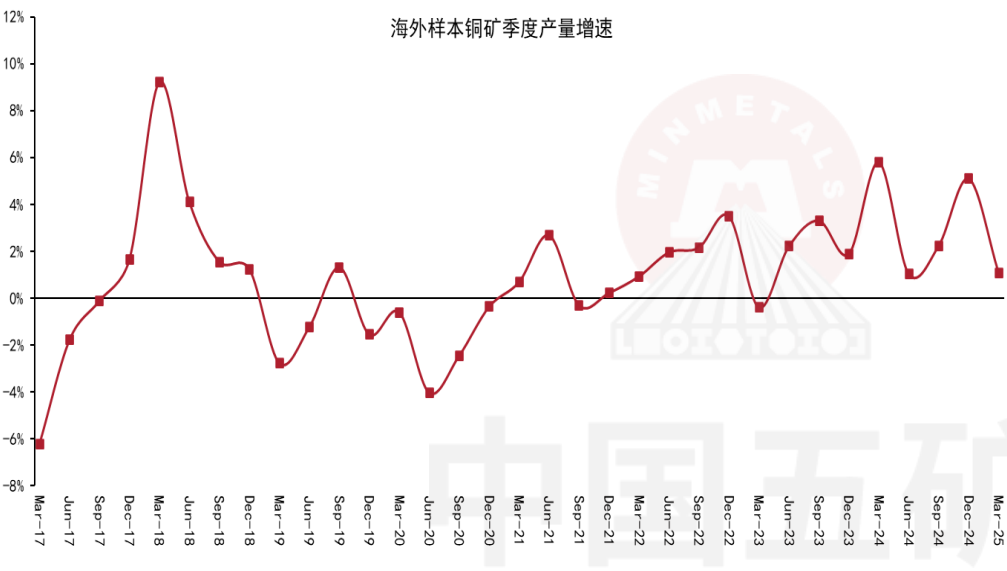
2025年一季度中国GDP增长超预期，净出口和消费对增长贡献较大。往后看，预计从三季度开始，全球贸易局势反复或将导致出口对经济增长的贡献压力加大。

消费和就业预期有待国内政策的进一步刺激，下半年经济增长动能可能更多来自政府端发力。

04

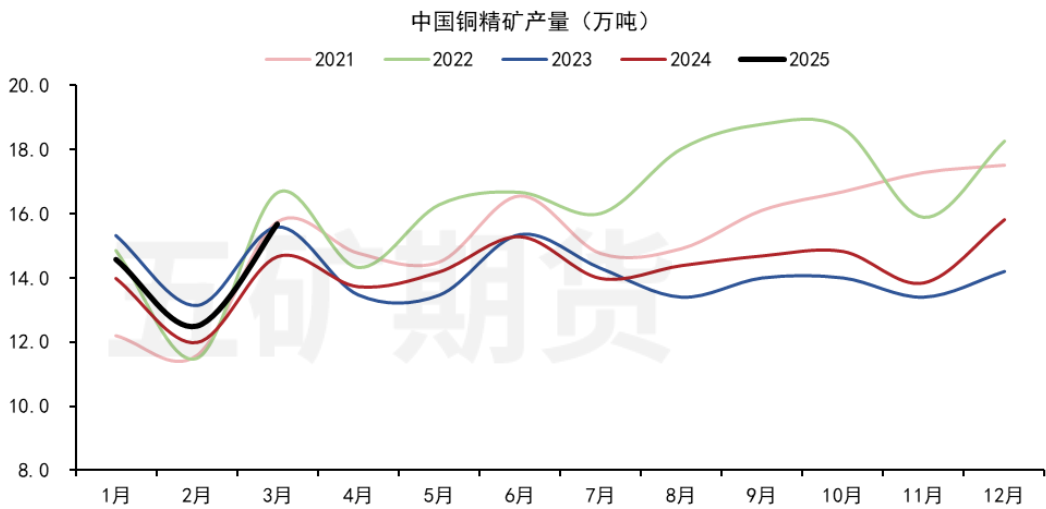
供应端

图22：海外样本矿山铜矿产量同比增速



资料来源：公司公告、五矿期货研究中心

图23：中国铜精矿产量

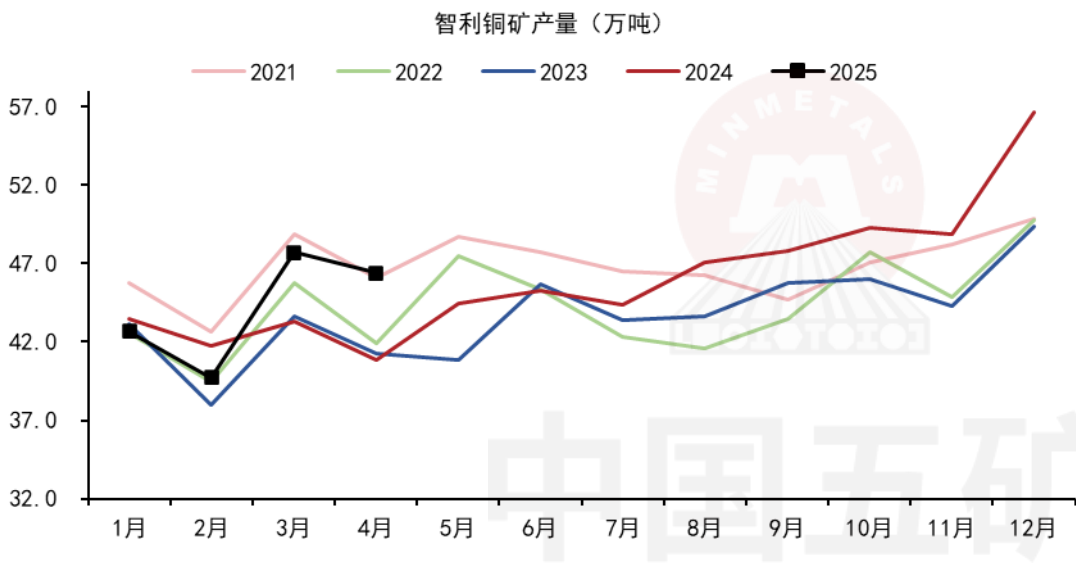


资料来源：SMM、五矿期货研究中心

2025年一季度海外样本矿山铜矿产量同比增长约1.1%，绝对量增加约5万吨，全年主要矿企生产指引略有提升，预计下半年铜矿供应增量提高。全年增量预估35-40万吨。

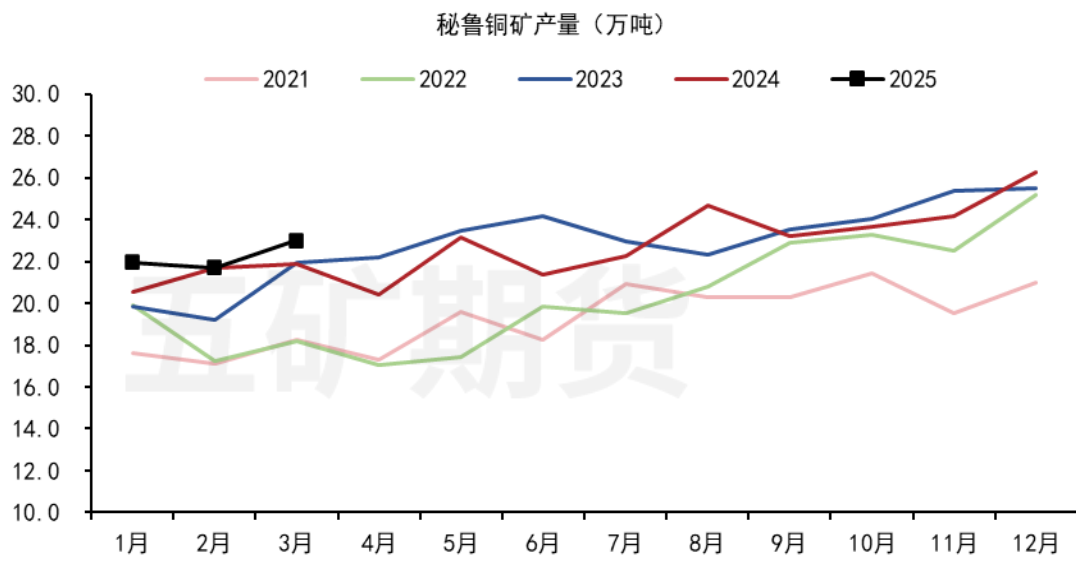
中国一季度铜精矿产量同比增加约2.1万吨，全年预计小幅增长。

图24：智利铜矿产量



资料来源：智利铜业委员会、五矿期货研究中心

图25：秘鲁铜矿产量

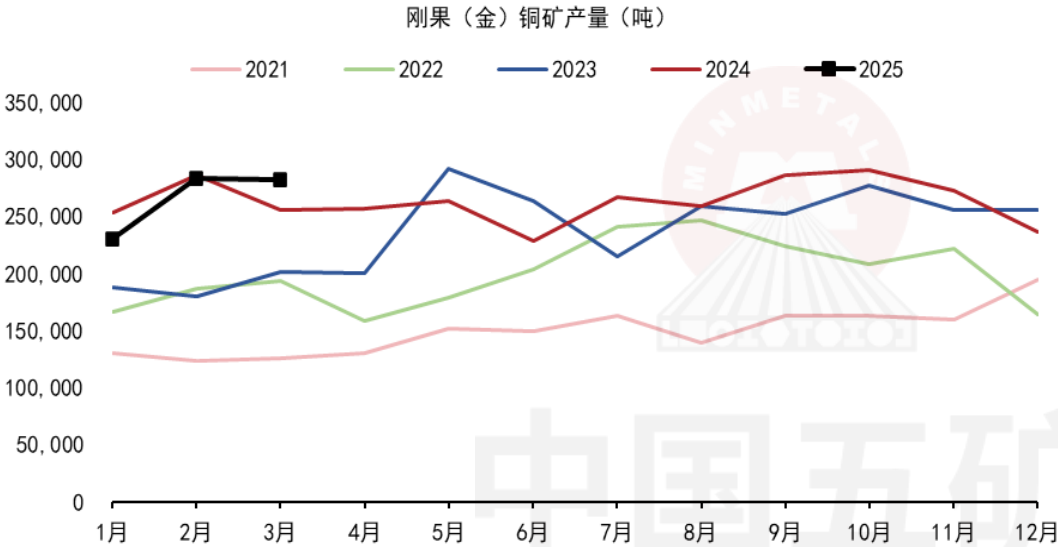


资料来源：秘鲁矿业部、五矿期货研究中心

全球最大产铜国智利产量回归增长，2025年1-4月累计产量176.5万吨，较去年同期增加6.1万吨，增长主要得益于Code1co产量提升，以及Escondida等铜矿产量增加。

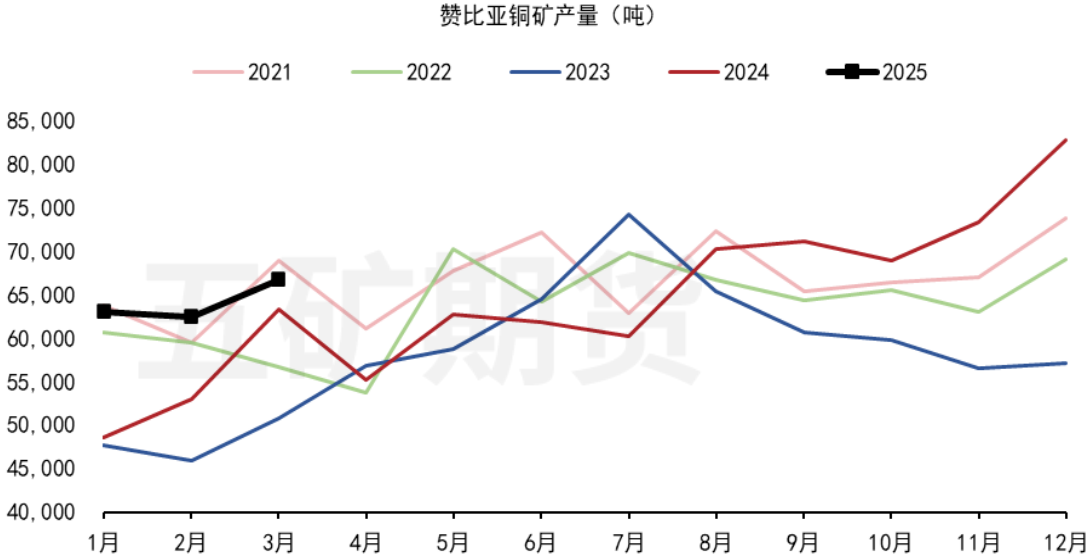
2025年1-3月秘鲁铜矿产量约66.7万吨，比去年同期增加约2.6万吨，其中五矿资源旗下Las Bambas铜矿产量9.6万吨，同比增长71%。

图26：刚果（金）铜矿产量



资料来源：刚果（金）官方网站、五矿期货研究中心

图27：赞比亚铜矿产量

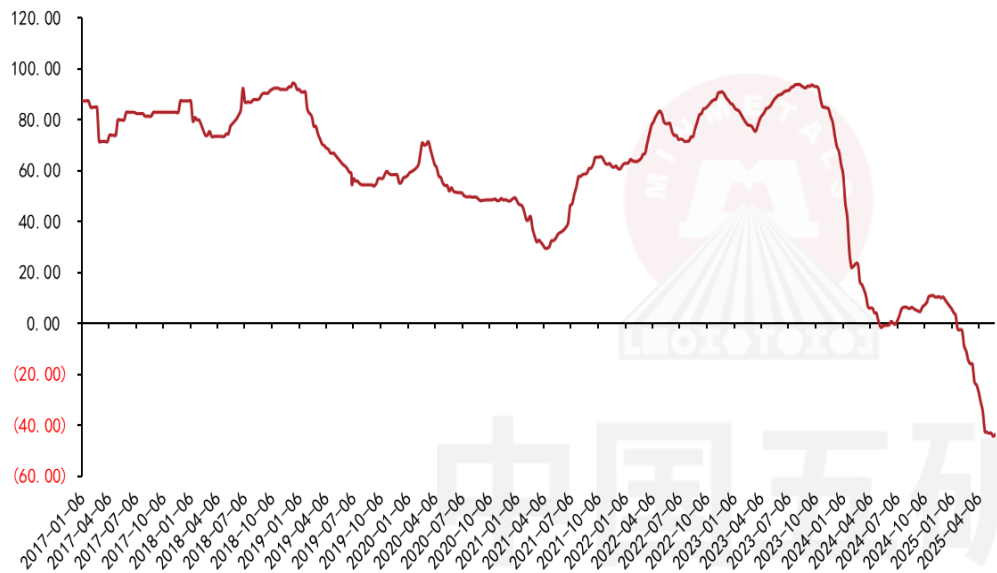


资料来源：赞比亚官方网站、五矿期货研究中心

2025年1-3月刚果（金）铜矿产量仅微幅增加，预计本年度产量增速将较前几年明显下降，同时紫金矿业旗下卡莫阿卡库拉铜矿的矿震问题对生产的影响仍具有不确定性。

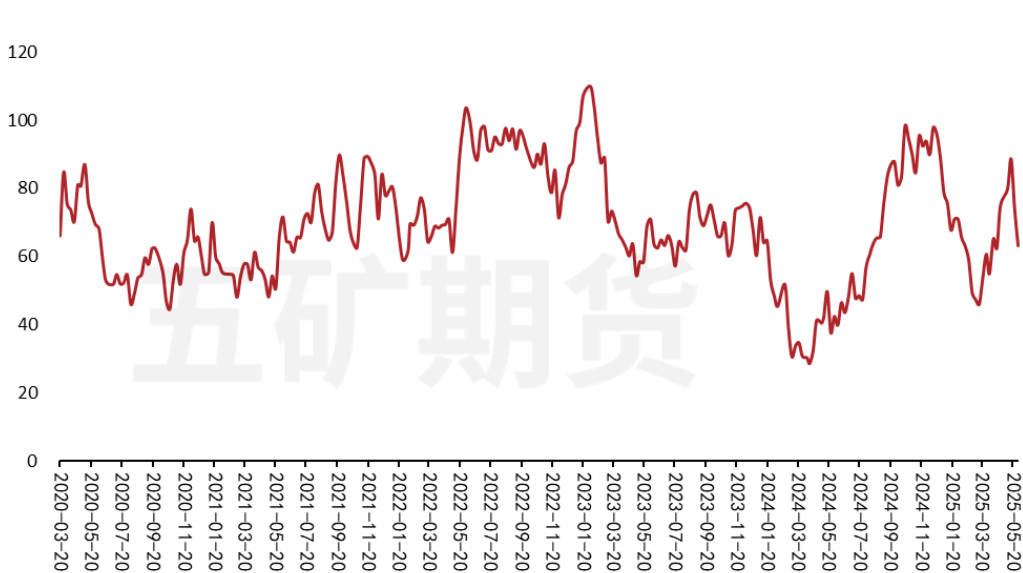
赞比亚铜矿产量从2024年下半年开始回升，今年1-3月铜矿产量在小型矿山增产推动下延续增长。

图28：中国进口铜精矿现货TC（美元/吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

图29：中国主要港口铜精矿库存（万吨）

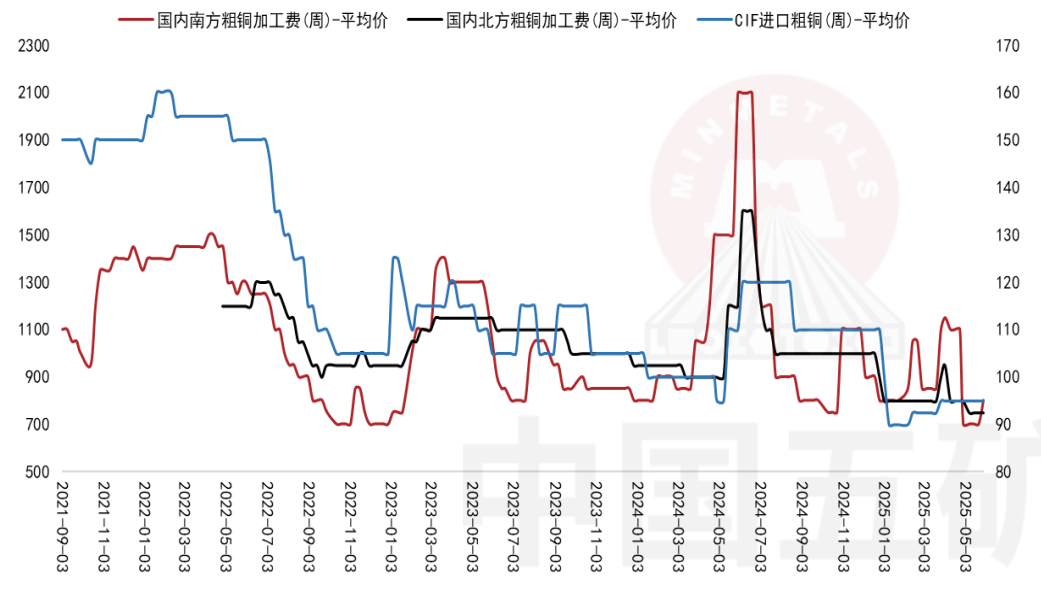


资料来源：MYSTTEL、五矿期货研究中心

铜矿供应增长偏慢和冶炼需求较为强劲的情况下，上半年铜精矿供需关系持续紧张，铜精矿现货TC不断创新低，5月底报43.6美元/吨。短期TC已有企稳迹象，但全年来看预计TC仍较为承压。

年初以来国内港口铜精矿库存先升后降，港口现货供应略有改善，但持续性待观察。

图32：国产&进口粗铜加工费（元/吨，美元/吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

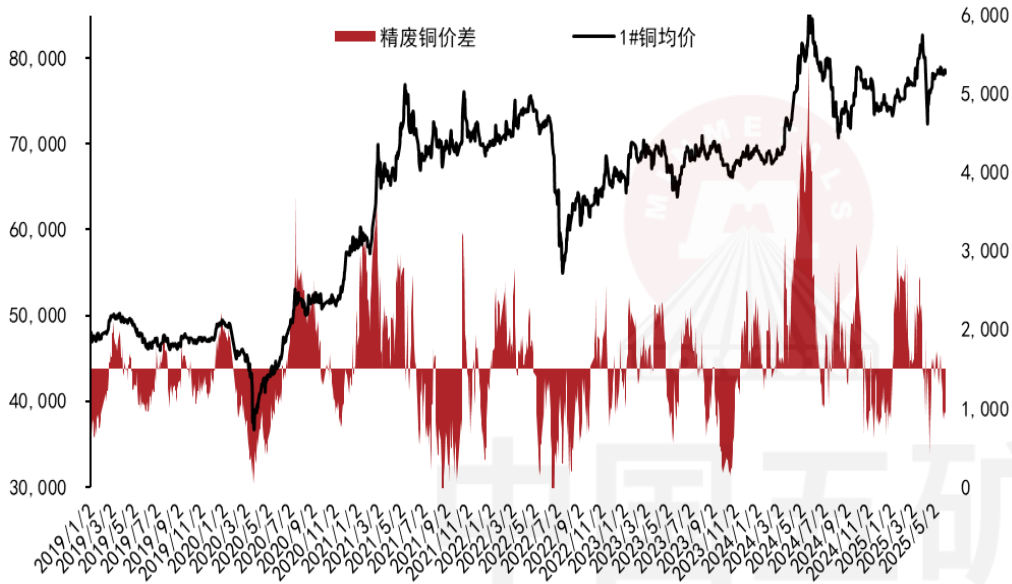
图33：中国华东地区冶炼酸价格（元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

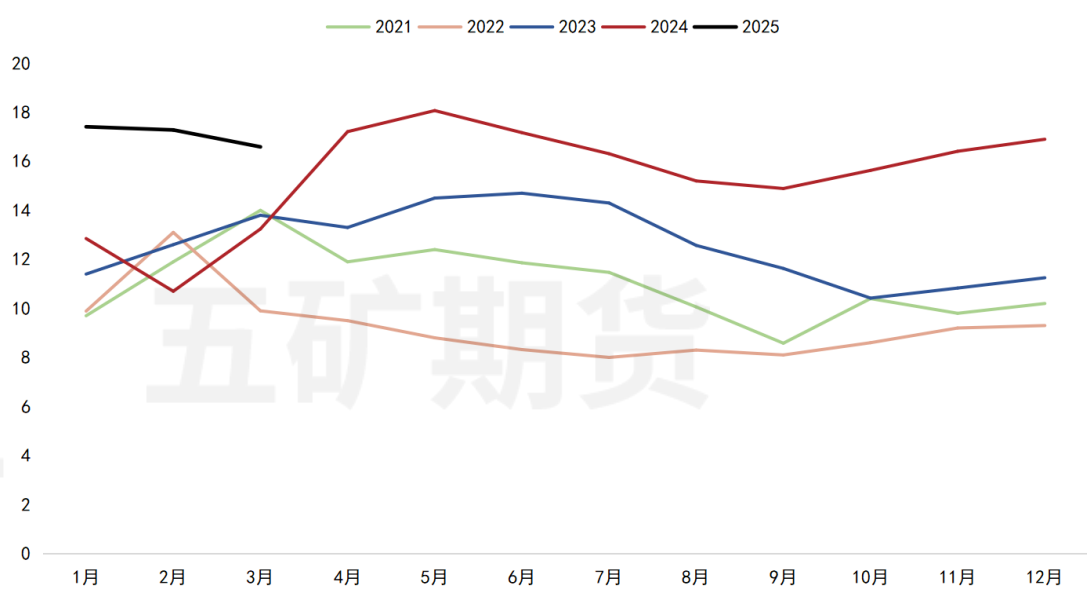
年初以来，国产和进口粗铜加工费基本维稳于偏低水平，冷料供应并不宽松，但也没有明显紧张。
冶炼副产品硫酸价格较年初上涨，为冶炼企业提供了较好的收入支持，支撑铜冶炼企业维持较高的开工率。

图34：中国精废铜价差（元/吨）



资料来源：SMM、WIND、五矿期货研究中心

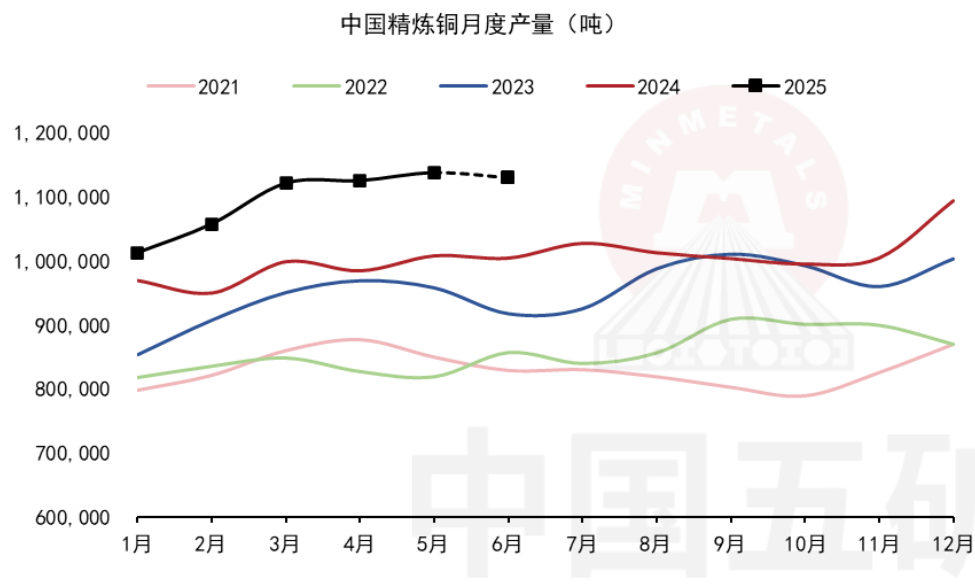
图35：中国废铜产粗铜数量（万吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

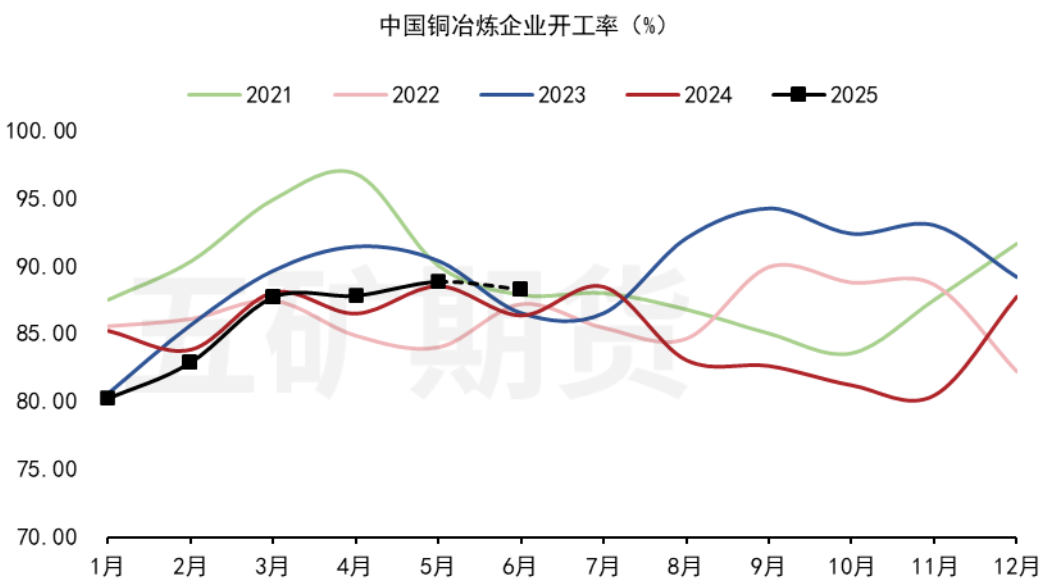
2025年前几个月国内废铜产粗铜数量明显高于去年同期，同时由于铜价上涨和进口补充较多，废铜原料供应并不十分紧张。对于下半年，废铜原料进口在中美贸易局势不确定的情况下预计环比减少，废铜供应预计边际转紧，并将在一定程度上限制国内冷料供应。

图36：中国精炼铜产量



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

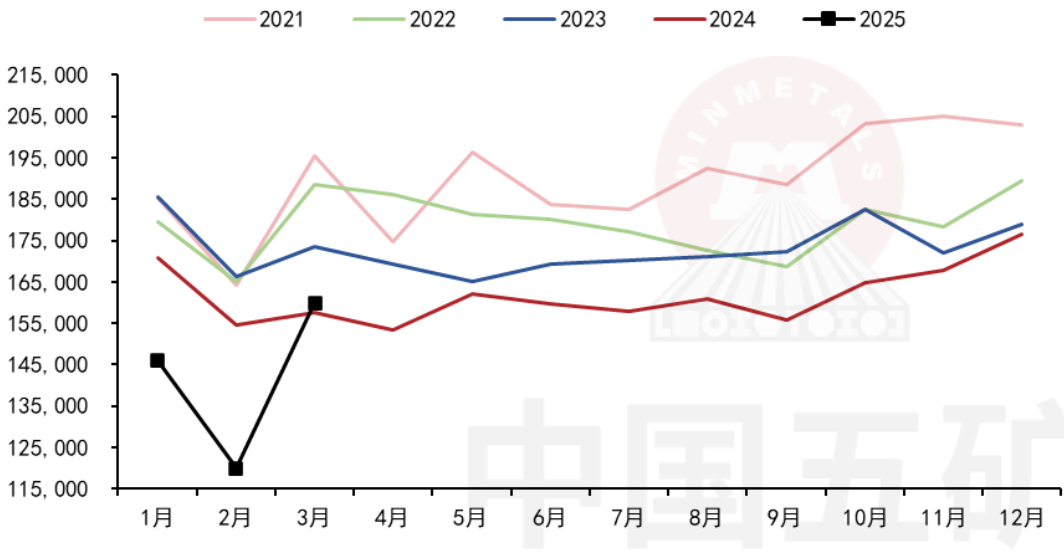
图37：中国铜冶炼企业开工率



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

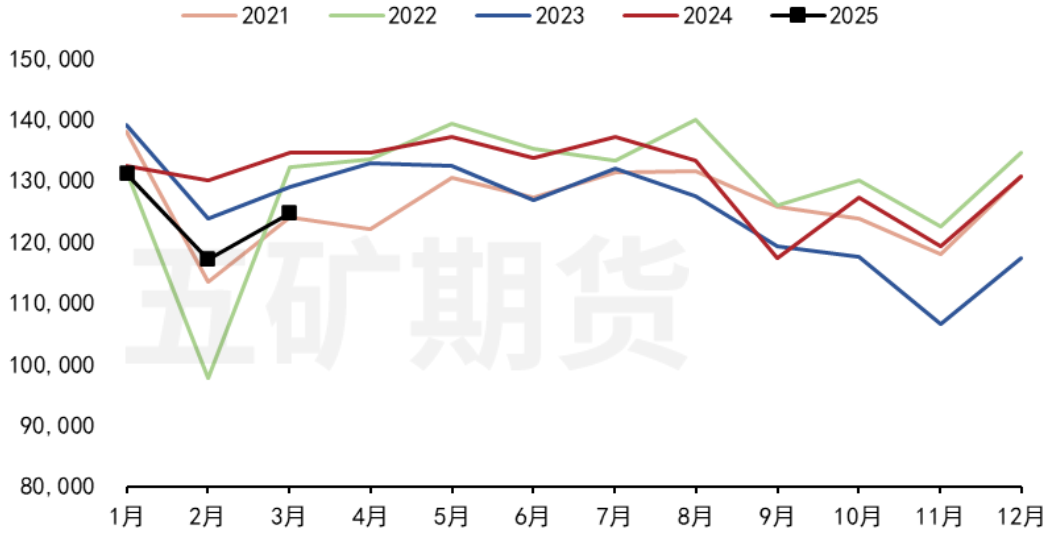
根据SMM数据，2025年1-5月我国精炼铜产量同比增加约54.5万吨，增幅11.1%，上半年增量约67万吨，冶炼原料未明显短缺（更多废铜原料流向冶炼端）和冶炼厂检修弱于预期，以及新增产能释放产量是精炼铜产量高于预期的主要原因，铜冶炼企业开工率维持偏高水平。下半年随着海外铜冶炼产能投放，国内原料可获得性预计下降，精炼铜产量增速趋降，全年增速预计仍较高。

图38：智利精炼铜产量（吨）



资料来源：智利铜业委员会、五矿期货研究中心

图39：日本精炼铜产量（吨）



资料来源：日本官方网站、五矿期货研究中心

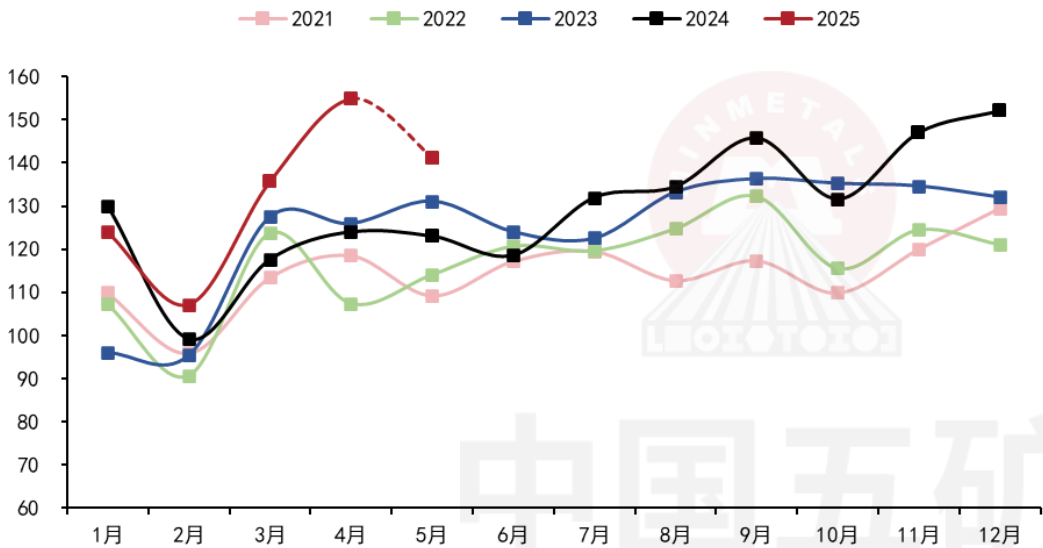
年初以来海外主要国家和地区精炼铜产量有所下滑，部分冶炼厂因为极低加工费选择检修或停产，智利、日本、欧洲、菲律宾等国家和地区精炼铜产量均减少。

随着自由港印尼Maynar铜冶炼厂恢复生产及印度阿达尼铜冶炼厂投产，下半年海外精炼铜产量预计回升。

05

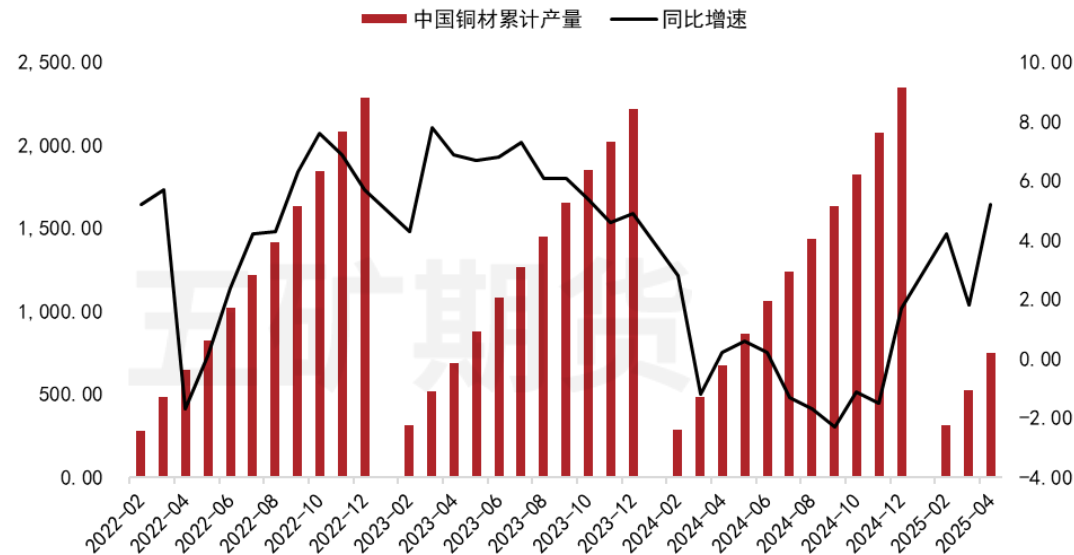
需求端

图40：中国电解铜表观消费增速季节性



资料来源：海关、SMM、WIND、MYSTEEL、五矿期货研究中心

图41：中国铜材累计产量&同比增速（万吨）

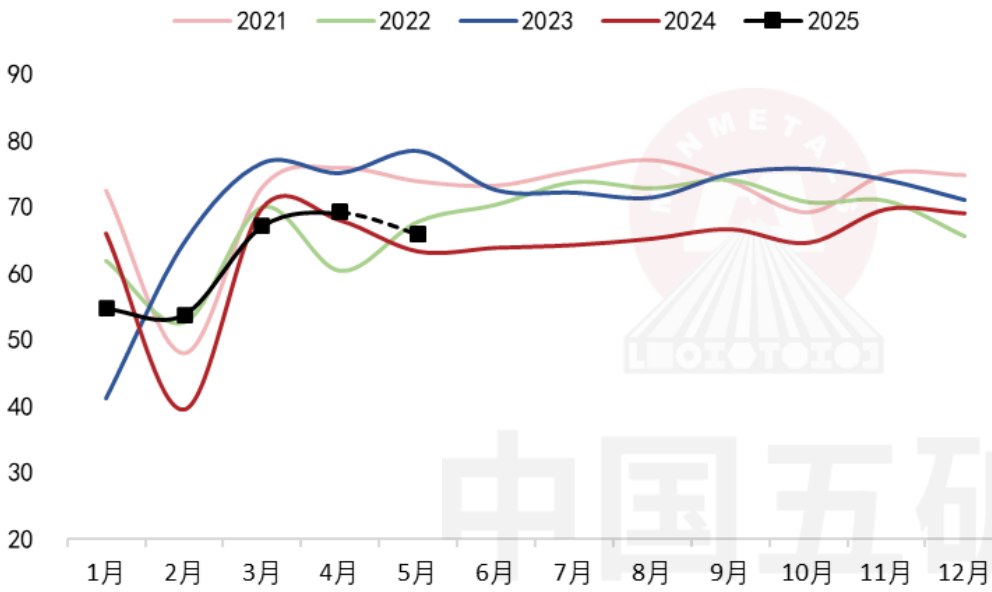


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

在抢出口、光伏抢装、废铜替代减少等因素推动下，2025年3-5月国内电解铜表观消费增长明显超预期，1-5月表观消费约663万吨，同比增长11.7%。国家统计局公布的1-4月铜材产量同比增长约5.2%。

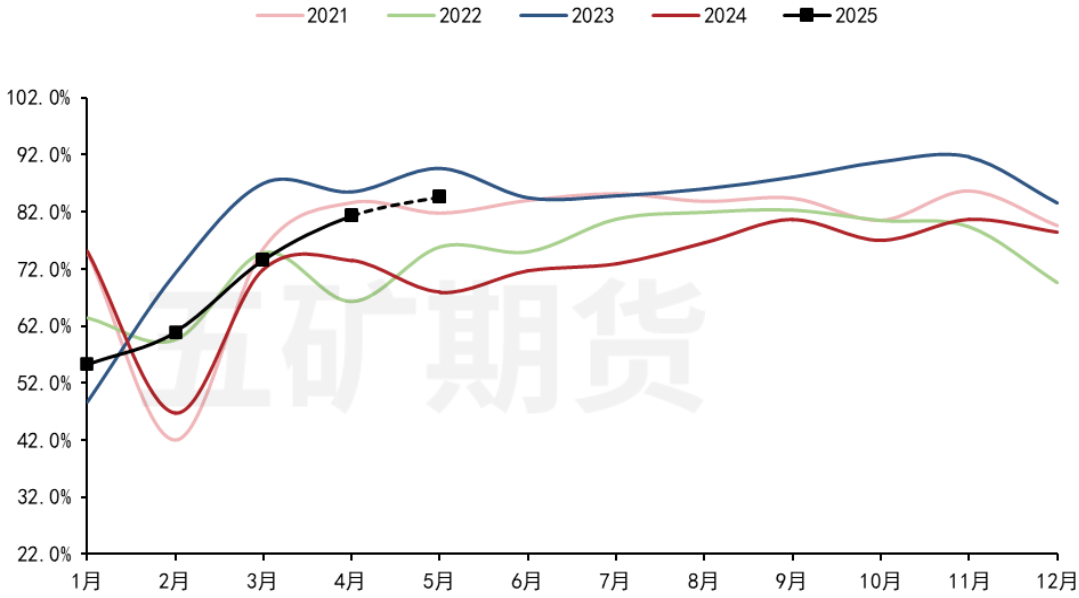
本年度国内铜消费存在部分前置现象，下半年铜消费增速大概率下调。

图42：中国铜材企业平均开工率（%）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

图43：中国电线电缆企业开工率

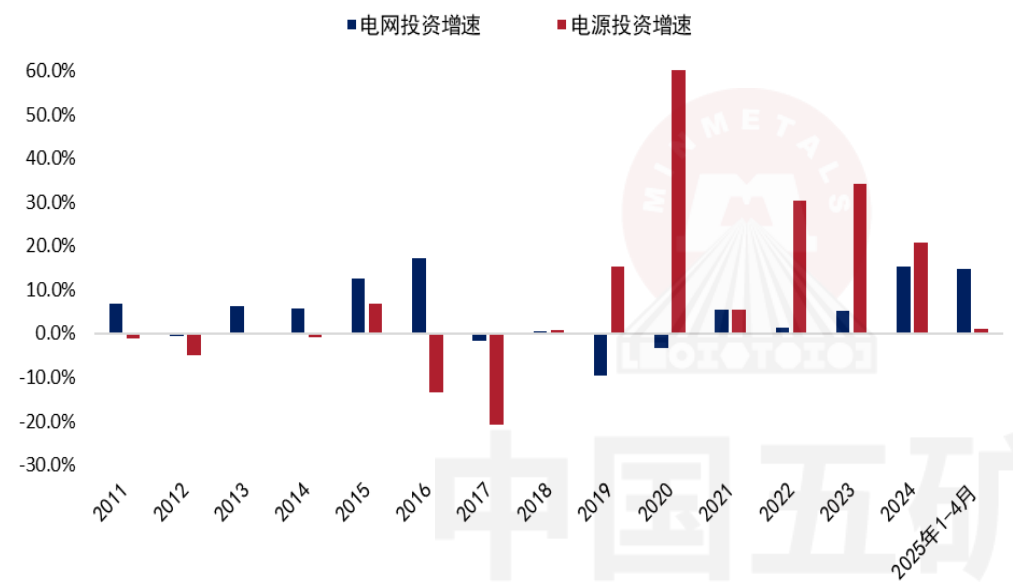


资料来源：SMM、五矿期货研究中心

开工率方面，1-4月国内铜材企业开工率逐渐抬升，5月份开工率预计季节性回落。

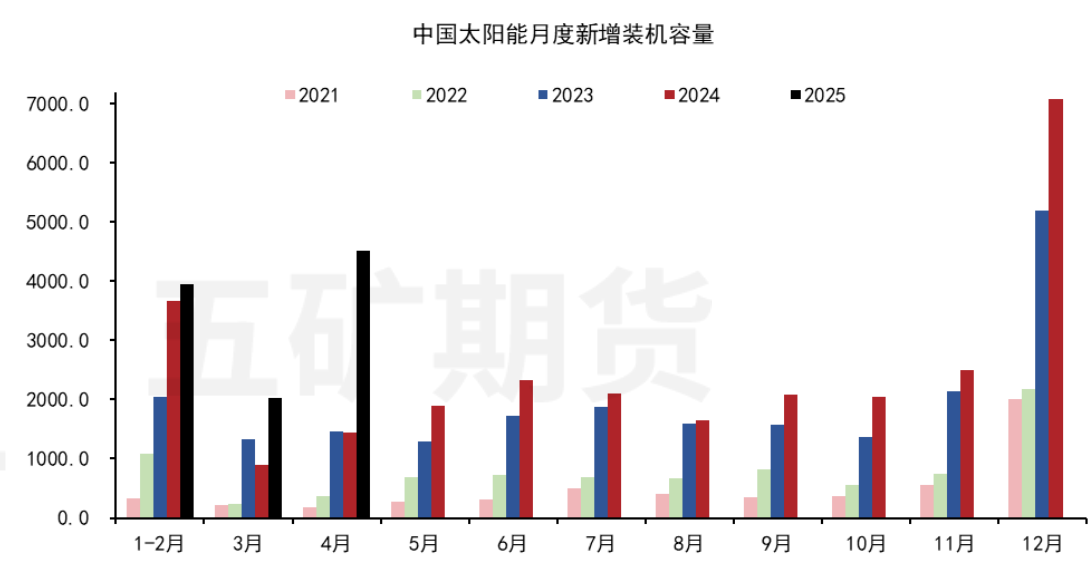
2月份以来电线电缆企业开工率持续提升且好于去年同期，5月开工率预计延续偏强，但从周频数据看，线缆开工率已有走弱迹象。

图44：中国电网投资增速&电源投资增速



资料来源：国家能源局、五矿期货研究中心

图45：中国太阳能月度新增装机容量（万千瓦时）

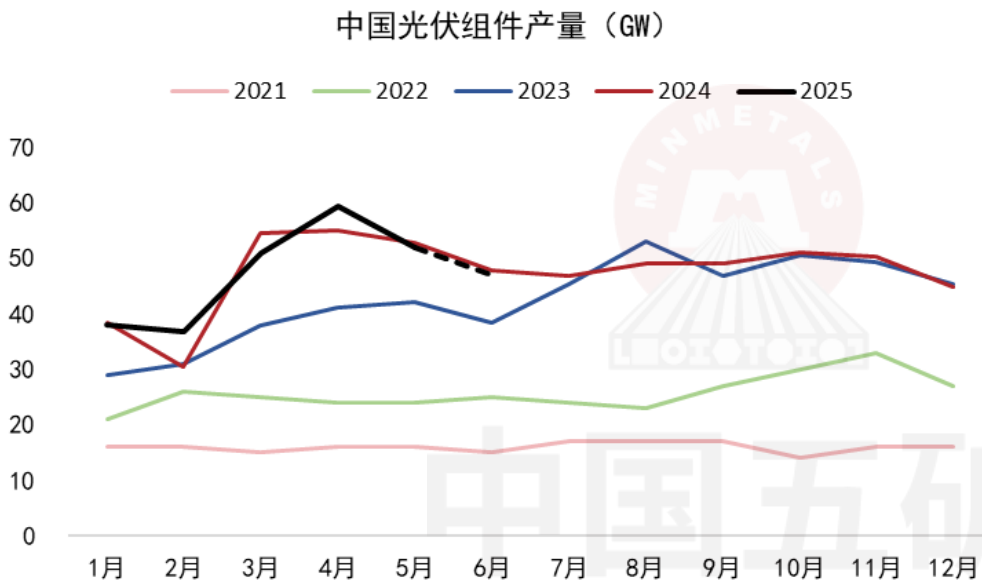


资料来源：国家能源局、五矿期货研究中心

2025年1-4月中国电网投资和电源投资分别增长14.6%和1.1%，电力相关用铜需求支撑强劲。

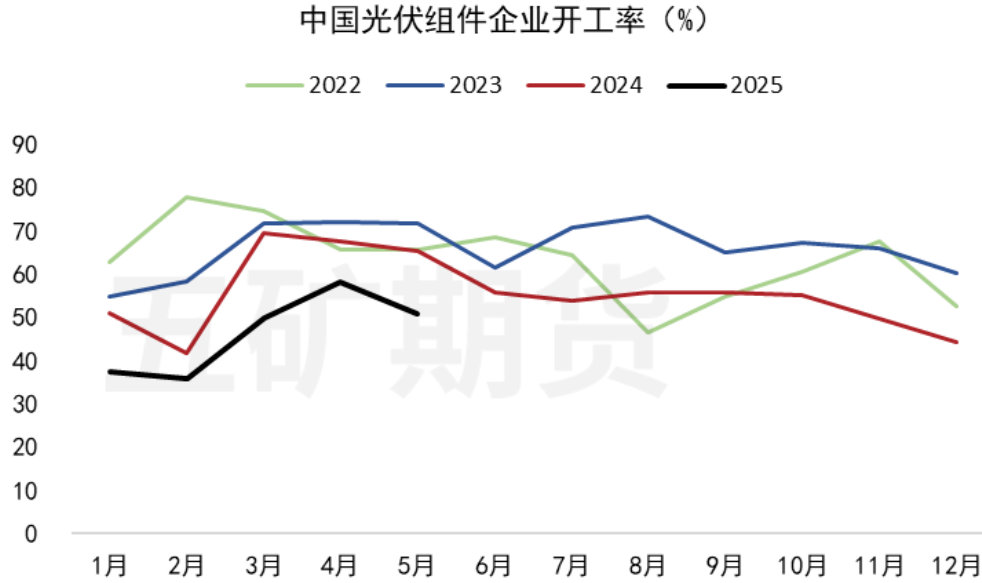
3-4月国内光伏新增装机明显提升，两个月新增65.5GW装机容量，比去年同期增加42.1GW，是铜需求超预期的因素之一。

图46：中国光伏组件产量



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

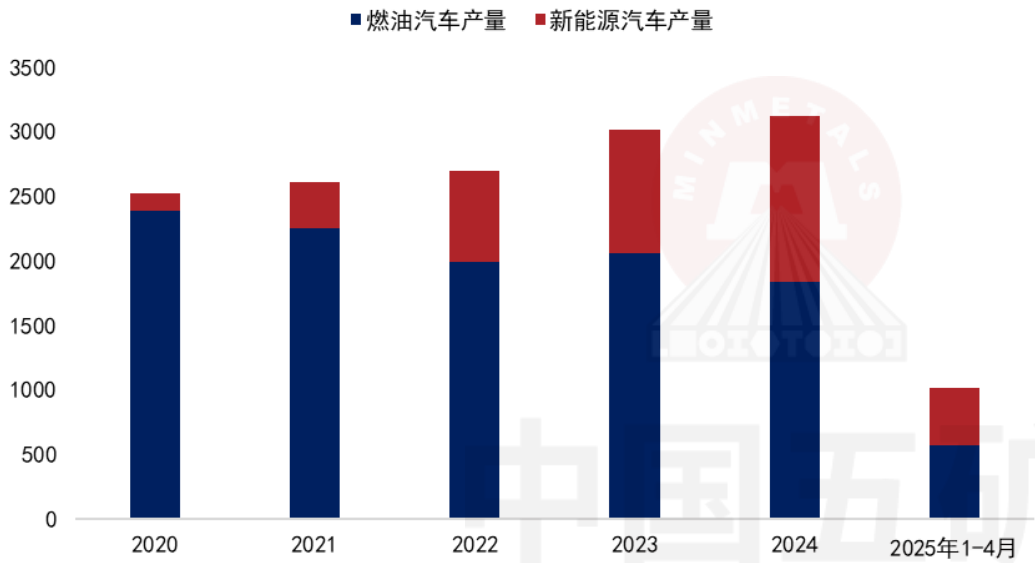
图47：中国光伏组件开工率



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

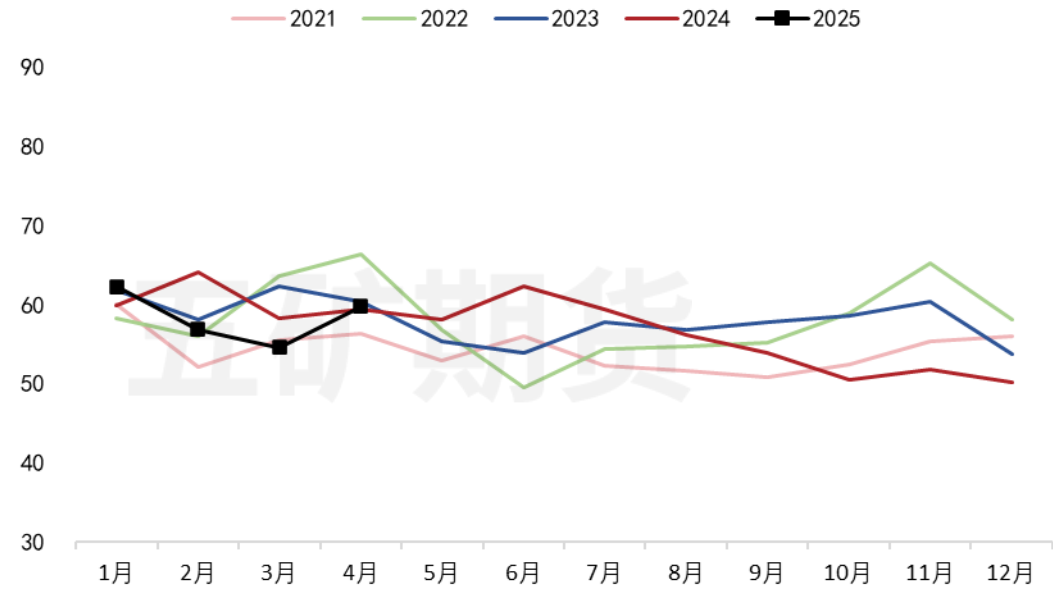
随着531节点（136号文）过去，光伏抢装行为预计大幅减少，国内光伏组件产量也已见顶回落，5月产量环比下降13%，6月排产预计下降约10%，将对后续铜消费造成不利影响。

图48：中国汽车产量（万辆）



资料来源：中汽协、五矿期货研究中心

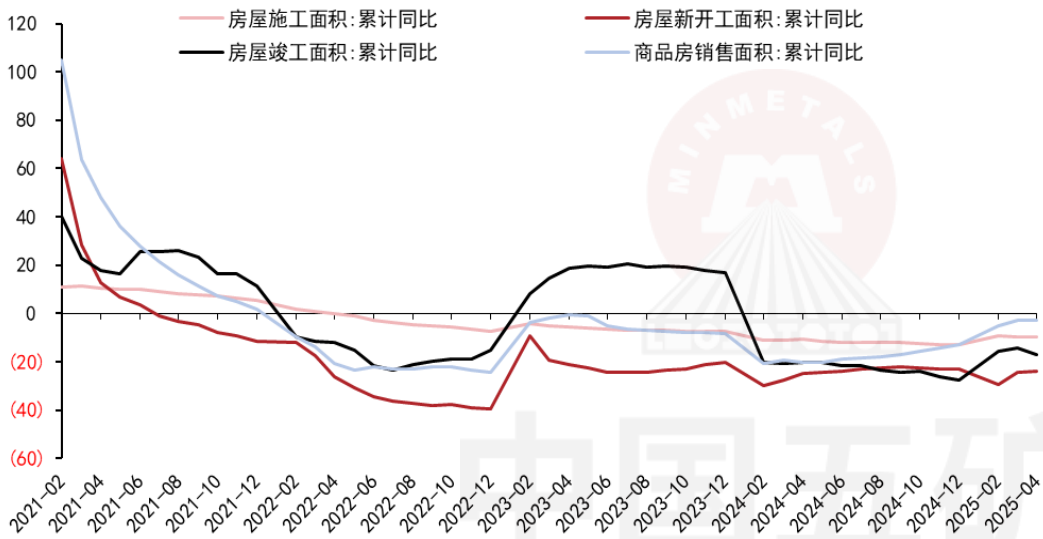
图49：中国汽车经销商存货预警指数-季节性



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

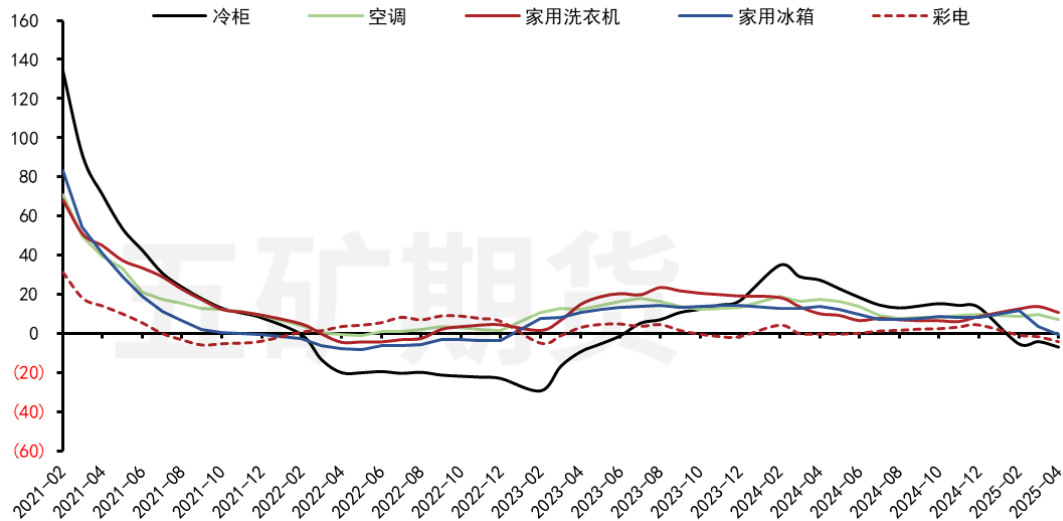
2025年1-4月中国汽车产销分别同比增长12.9%和10.8%，其中新能源汽车产销同比增速均超40%，成为汽车产销增长的主要贡献。但需要警惕的是4月国内汽车库存预警指数上升幅度较大，或预示着汽车需求跟进逐渐乏力，下半年汽车产销表现可能弱于季节性。

图50：中国重点地产数据同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

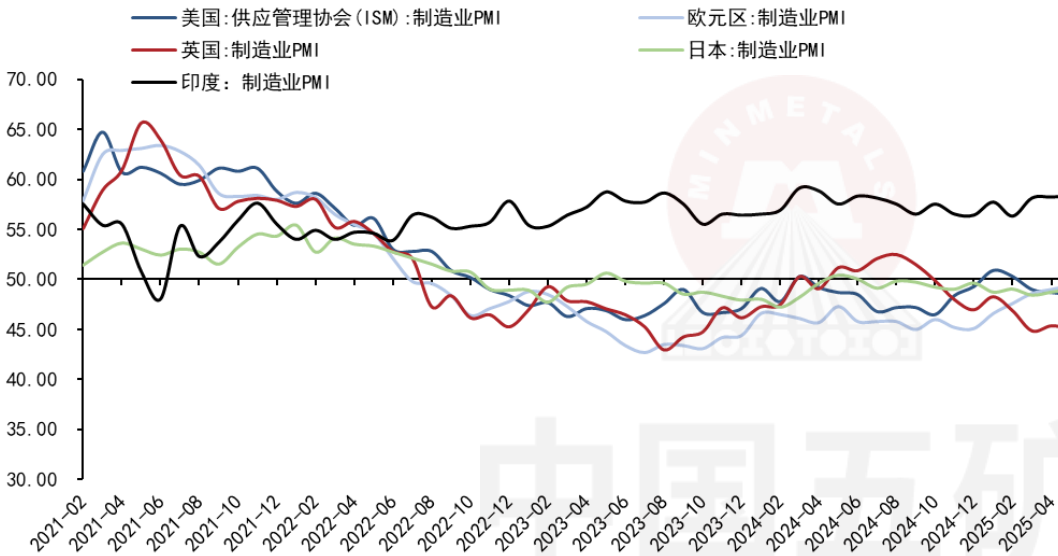
图51：中国主要家电产品产量增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

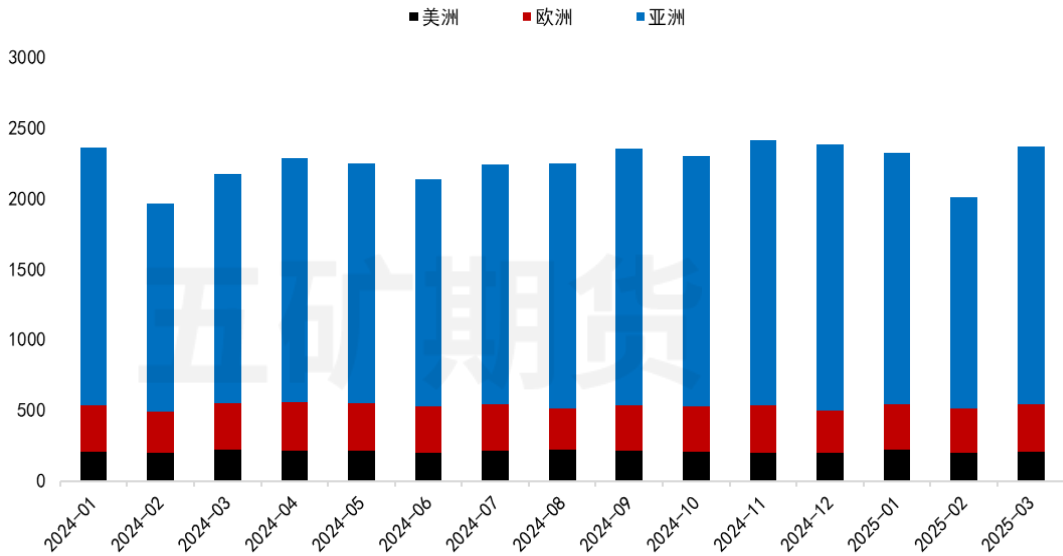
2025年1-4月中国地产数据延续偏弱，但主要家电产品产量同比增长，国内以旧换新政策延续和出口较强推动了家电产品的高排产。由于美国关税政策较为反复，下半年家电出口需求预计减弱，并将对相关用铜需求构成压力。

图52：海外主要经济体制造业PMI



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图53：全球分地区精炼铜消费量（千吨）



资料来源：ICSG、WIND、五矿期货研究中心

年初以来，主要海外经济体中，欧元区和新兴市场国家制造业景气度较强，而美国、英国、日本制造业景气度走弱。根据国际铜研究小组（ICSG）数据，2025年1-3月全球铜消费增长主要来自亚洲，美洲和欧洲消费相对稳定，下半年在全球贸易局势不明朗的背景下，预计海外铜消费面临一定的压力。

06

平衡及展望

图54：铜精矿供需平衡预测（万吨）

	2022	2023E	2024E	2025E	2025H1E	2025H2E
铜精矿						
供应	1,945	1,985	2,010	2,045	990	1,055
需求	1,930	1,975	2,022	2,082	1,018	1,064
平衡	15	10	(12)	(37)	(28)	(9)

资料来源：ICSG、五矿期货研究中心

2025下半年随着铜矿供应回升，铜精矿供应短缺幅度预计收窄。

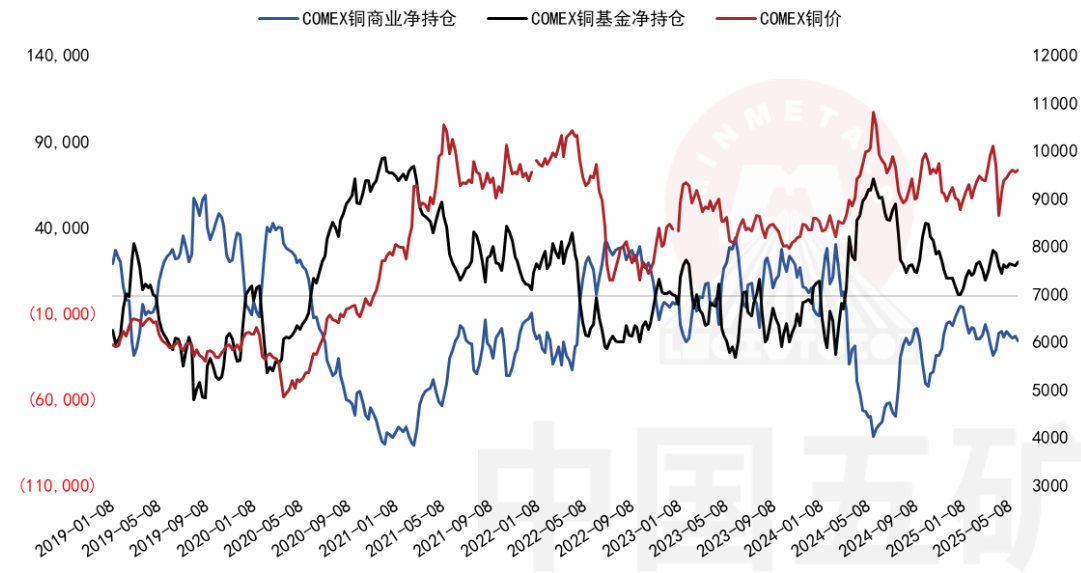
2025下半年精炼铜供应和需求预计均较2季度下滑，全球铜供需相对平衡，但如果考虑宏观面的压力，需求端不及预期的概率更大。

图55：全球精炼铜供需平衡预测（万吨）

	2022	2023E	2024E	2025E	2025Q1	2025Q2E	2025Q3E	2025Q4E
中国								
供应	1,028	1,144	1,203	1,295	316	333	322	324
需求	1,400	1,497	1,556	1,642	367	432	415	428
国储调整	0	0	0	0	0	0	0	0
净进口	365	350	358	350	84	76	85	105
平衡	(7)	(3)	5	3	33	(23)	(8)	1
中国以外								
供应	1,365	1,355	1,370	1,375	335	340	348	352
需求	1,020	1,010	1,000	1,002	252	256	248	246
净出口	365	350	358	350	84	76	85	105
储备调整	0	12	5	0	0	0	0	0
平衡	(20)	7	17	23	(1)	8	15	1
世界								
供应	2,393	2,499	2,573	2,670	651	673	670	676
需求	2,420	2,507	2,556	2,644	619	688	663	674
平衡	(27)	4	22	26	32	(15)	7	2

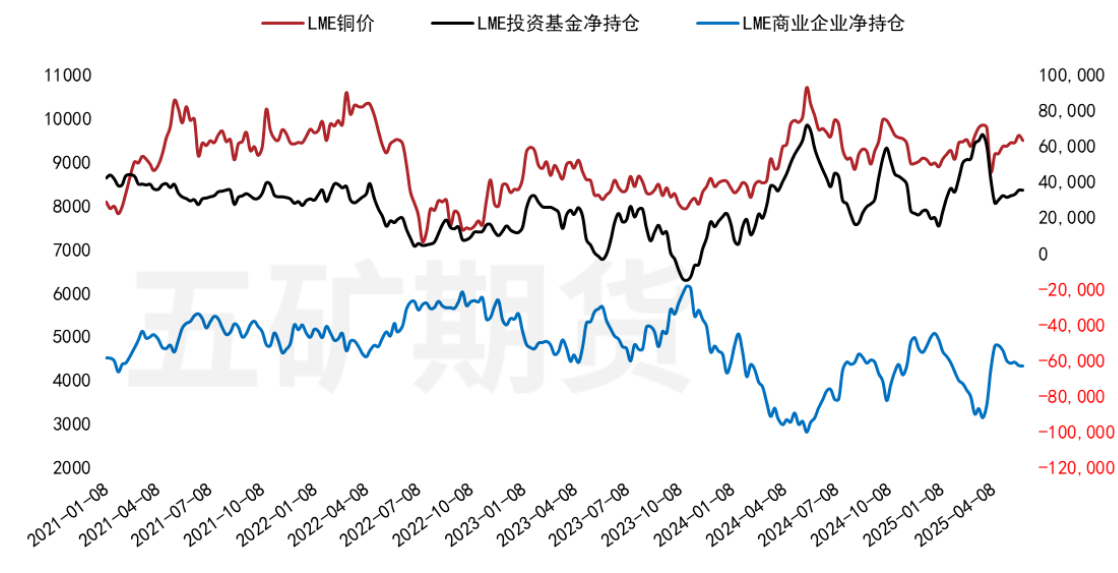
资料来源：海关、国统局、SMM、WIND、MYSTEEL、五矿期货研究中心

图56：COMEX铜持仓与铜价



资料来源：WIND，五矿期货研究中心

图57：LME铜持仓与铜价



资料来源：WIND，五矿期货研究中心

下半年全球贸易局势仍不稳定，美国“抢进口”后需求端面临的压力加大，加之美国货币政策宽松预期推后、美国金融市场流动性面临的收缩压力，都将给铜价带来冲击。产业上下半年铜矿原料供应紧张程度或缓和，加之下游消费增速趋于下滑，将使得铜价支撑减弱。总体宏观风险可能放大的情况下，需要警惕铜价的超预期回落风险，资金面也显示进入年中海外市场对于铜的看多情绪明显降温。

操作建议：高位增加套期保值比例（9700美元/吨以上），铜价下跌后跨期正套。

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者寻求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

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。

产融服务专家 财富管理平台

网址 www.wkqh.cn

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博