

铜：宏微分歧 静待变局

有色研究总监：展大鹏

年报摘要：

● 2024 年行情回顾

2024 年以来，LME 铜价全年宽幅波动，重心上移，伦铜波动区间在 8226—10958.5 美元/吨，均价约在 9285 美元/吨，较去年均价上涨 9.0%；沪铜主力合约波动区间在 67630—87150 元/吨，截止 12 月 13 日年均价 75088 元/吨，较去年均价上涨 10.4%。

● 2025 年市场分析逻辑

2025 年上半年，笔者认为风险大于机会，节奏上可能会小幅冲高后回落，价格高度难以超过历史高点，24 年已证明高铜价下的基本面并不足以支撑铜价大幅走高，当然行情也可能在春节前后先行下探，这取决于市场对特朗普政策以及国内稳增长政策是否存在较大的预期差；2025 年下半年，铜价或好于上半年，宏观风险可能在上半年集中释放或多数定价，国内稳增长稳出口政策效果渐次展开，铜需求韧性下存在订单修复以及铜供应也可能因铜精矿扰动或 TC 持续低位再现降产预期。我们预测，2025 年 LME 铜价重心将下移 165 美元/吨至 9120 美元/吨，年内运行区间在 8500 美元/吨至 10200 美元/吨；国内运行区间 65000 元/吨~83000 元/吨。

● 风险提示

基本面：主要铜矿产国突发供应不可抗力事件；

宏观面：特朗普关税政策以及美股波动风险；

一、 2024 年铜价走势回顾及影响因素

2024 年以来，受美联储降息预期以及国内稳增长影响，国内主要大宗商品价格再度经历相对动荡的一年，特别是对铜来说经历巨大转折的一年，全市场再次掀起了铜热论高潮，价格也是持续“高烧不退”。年初特别是国内春节前后，受美联储降息预期升温、美国经济软着陆预期增强以及国内稳增长政策预期加码等一系列因素影响下，铜价摆脱震荡趋势，重心逐步抬升，此时铜精矿 TC 费用从年初 60 美元/吨左右的高位快速回落至 20 美元/吨成为行情演绎基本面方面强有力的助推剂，LME 于 3 月 18 日创下阶段性高点 9102 美元/吨，国内也于 19 日创下 73900 元/吨的高点，但在供应短缺尚处于争论、需求尚未得到验证情况下，该价格在此也产生很大分歧，第一阶段调整随之而来；然 3 月 28 日开始，内外铜价再次联袂走高，不仅仅产业和期货市场，券商及机构也开始关注到铜价的异常，一副“铜精矿紧张-精炼铜供应下降&需求前景光明”的场景被无限勾勒，资金源源不断介入到海外期货市场，最终铜价以一场“COMEX 铜挤仓”闹剧收场，LME、SHFE 与 Comex 铜价均创下历史新高。5 月 21 日后的行情，我们认为基本在逐步消化上半年铜价“非凡”演绎的后果，虽然有美联储降息落地、美国大选、特朗普政策预期交易等各种因素和争论，但价格重心相比上半年呈现逐步下移态势。

LME 铜价全年宽幅波动，重心上移，伦铜波动区间在 8226—10958.5 美元/吨，均价约在 9285 美元/吨，较去年均价上涨 9.0%；沪铜主力合约波动区间在 67630—87150 元/吨，截止 12 月 13 日，较去年均价上涨 10.4%。

图表 1：LME 铜价走势



图表 2：SHFE 铜价走势



资料来源：WIND、光大期货研究所

回顾 2024 年铜价走势，笔者有两点体会：

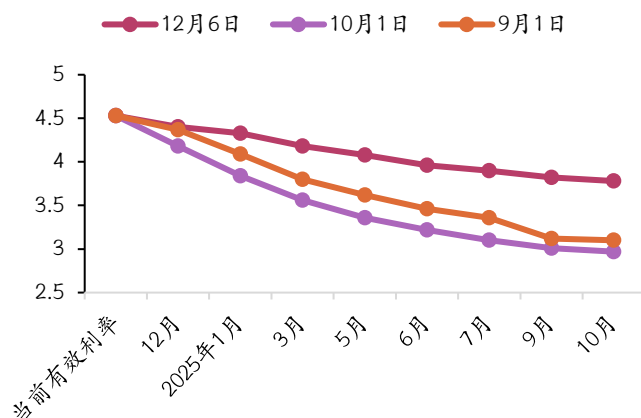
1、铜价交易仍然在（宏观）预期和现实（需求）强弱之间切换，强弱预期推动绝对价格上涨和回归，强弱现实引导市场对相对价格（升贴水）的研判。预期和现实往往不同步，市场重视预期，弱化现实。比如在上半年价格上涨过程中，现实需求偏弱并未得到市场重视，而预期供需弱被反复热炒，直至铜供应用数月时间实现增长以及社会库存不断累积才得以证明；在此期间，机构关注度和沉淀资金增减成为市场情绪的具体体现。

2、宏观预期能否推动行情，基本面因素不可或缺。宏观决定方向，基本面（故事）决定持续性，资金决定行情大小。仍以今年上半年为例，美国经济软着陆预期、海外股市、BTC 和黄金不断上涨以及国内稳增长预期推动价格止跌回暖，而“铜精矿短缺可能导致精炼铜产出下降”是短期较难证伪的基本面“故事”，不断介入的资金量决定了这轮上涨较难平静收场。

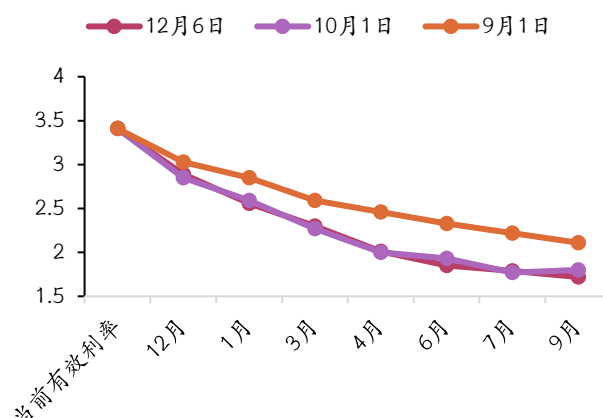
二、 2025 年宏观市场分析

1、川普回归下全球经济不稳定性再增加

图表 3：美联储利率预期（单位：%）



图表 4：欧央行利率预期（单位：%）

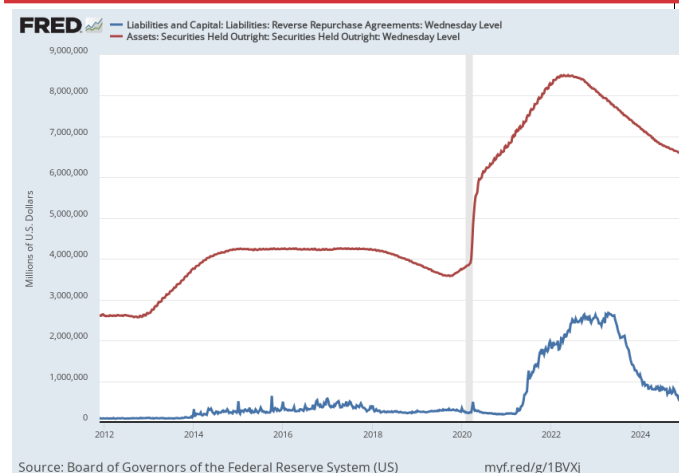


资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

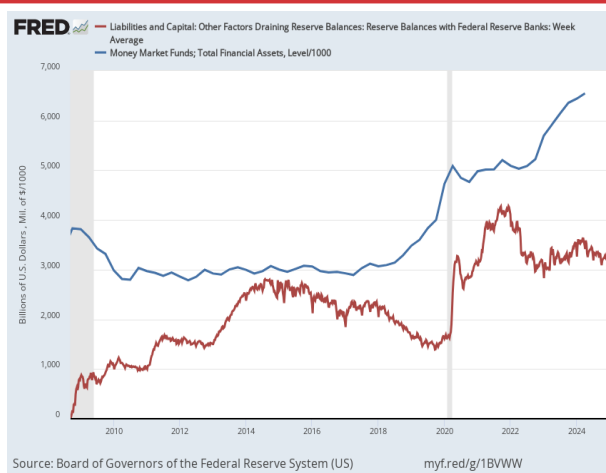
2024 年，随着欧美通胀逐渐回落，为稳住经济和就业压力，美联储和欧央行最终开启了降息周期，年内美联储降息 3 次 75BP，欧央行降息 4 次 100BP。欧美降息周期从预期到落地也掀起了金融市场的狂欢，特别是美股反映更为积极，并带动市场风险偏好不断走高，BTC、黄金等资产接连走高，而这种乐观情绪也在上半年推动着铜价。进入 2025 年度，欧美依然维系降息周期，市场预计美联储将累计降息 3 次 75BP，欧央行将累计降息 125 或 150BP，单从降息幅度去看或意味

着美元相比欧元或表现更强，特别是日元控制加息幅度下，美元恐继续维持在偏高位置运行；另外，投资者也要关注日央行态度，日央行加息无疑会推动日元阶段性走高，美元反可能受到抑制，届时以美元计价的铜价可能表现偏强。另外，市场对美联储的关注角度也在于能否从“缩表”逐渐走向“扩表”，但站在 2024 年底去看，美国金融市场整体流动性尚十分充足，2025 年上半年暂不具备暂停缩表的条件，但可能成为下半年市场预期点。

图表 5：美联储持有国债与逆回购规模

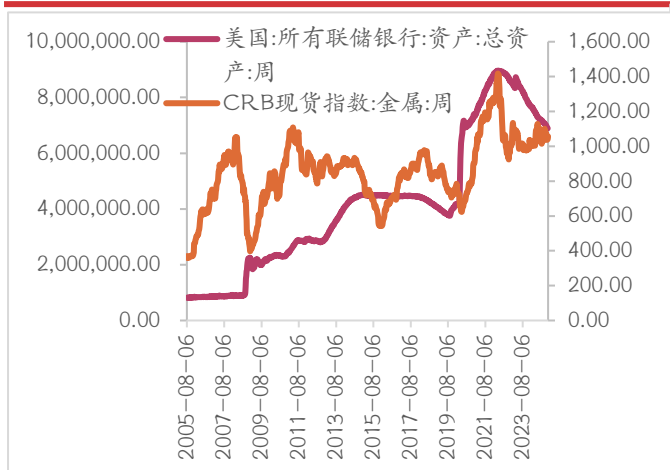


图表 6：美国货币基金规模和货币储备

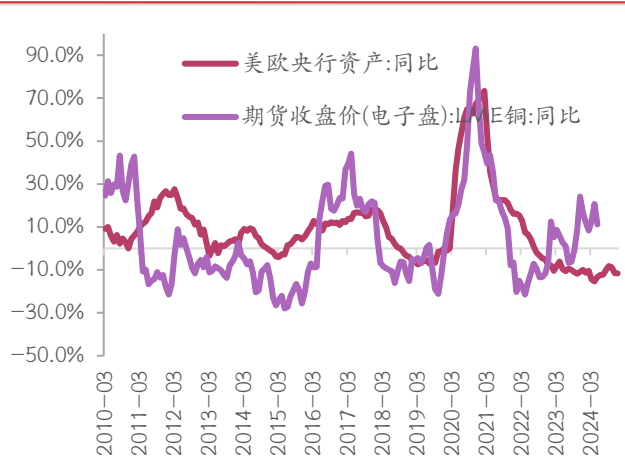


资料来源：FRED、光大期货研究所

图表 7：美联储资产负债表与 CRB 金属



图表 8：欧美央行总资产与铜价



资料来源：Bloomberg、WIND、光大期货研究所

美联储 2025 年度继续温和降息背后实际是美国经济的软着陆预期的判断，站在全球经济增长的角度，IMF 和美联储相对海外投行预测更理性一些，2025 年的经济增速维持 2024 年 3.2% 的预判；但对美国经济增速则由 2024 年的 2.8% 调降至 2.2%，所以进入 2025 年，另一个关注点在于

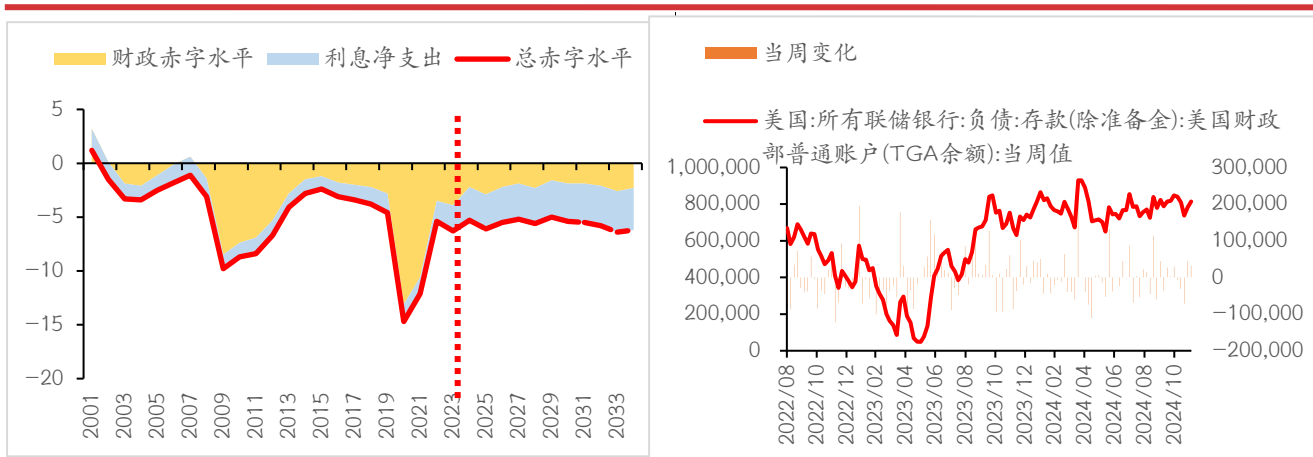
美国经济能否继续维系软着陆预期和川普回归后的影响。

图表 9：全球主要经济体实际 GDP 增速预测

	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	Q1 26
美国	3.2	2.9	3	2.7	2.4	2.4	2.1	1.9	1.9	2.1
欧元区	0.1	0.4	0.5	0.9	1	1	1.1	1.1	1.3	1.3
中国	5.2	5.3	4.7	4.6	4.9	4.5	4.7	4.5	4.3	4.1
日本	0.9	-0.8	-1.1	0.3	0.6	1.5	1.2	1.1	1	0.9

资料来源：Bloomberg、光大期货研究所（单位：%）

图表 10：美国财政预算赤字水平（单位：%） **图表 11：美国 24 财年财政收入（单位：亿美元）**



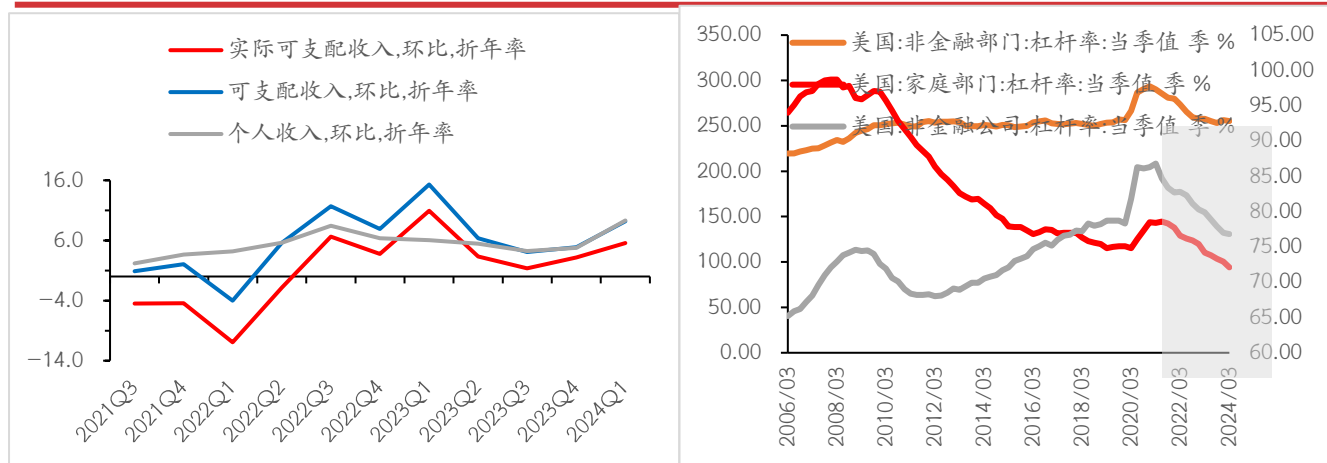
资料来源：美国财政部、光大期货研究所

美国经济能否实现软着陆，我们从美国财政支出、居民消费以及库存周期三个方面来去看。

首先财政收入方面。即便财政支出受到赤字水平约束，无法明显加力，但美国财政对经济的支持仍“留有余温”。2024 财年税收的超预期增加，使得美国财政得以继续主动增支。在扣除潜在产出缺口的影响后，预算内赤字仍将对 GDP 持续产生正向拉动，预计这种作用在 2025 年将逐步趋缓。其次，居民消费方面。从居民消费与家庭负债比率来看，虽然较疫情前水平仍有差距，但信贷需求也开始持续恢复，由此看居民部门从去杠杆向重新加杠杆的切换只是节奏和幅度问题，这也意味着美国经济动能仍存韧性，这离不开居民消费与劳动力市场的稳健发展。最后，从库存周期角度来看，虽然当前偏高的实际利率水平或对企业投资意愿形成一定压力，但在消费支出与

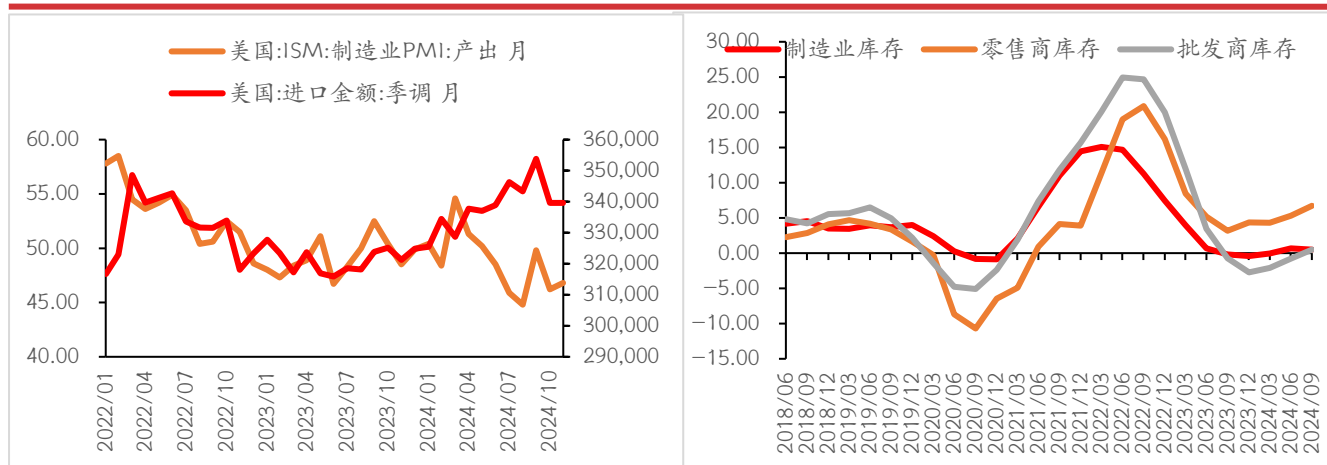
销售额持续扩张支持下，企业利润持续改善，叠加美国降息周期提振下，为美国的库存周期拐点向上提供了动能。所以我们认为美国能够维系住软着陆的预期，市场风险点在于美国股市不断走高下是否会发生金融性风险，以及特朗普入主白宫后的一系列动作。

图表 12：美国居民可支配收入（单位：%） 图表 13：美国企业和家庭部门杠杆率（单位：%）



资料来源：美国财政部、Wind、光大期货研究所

图表 14：美制造业 ISM 与进口（单位：%） 图表 15：美国库存周期（单位：%）



资料来源：美国财政部、Wind、光大期货研究所

美国经济能否实现软着陆变数在于新当选总统特朗普。从上一届特朗普作为美国总统期间一系列政策来看，对美国经济产生了多方面的影响，其中短期内表现为经济增长和失业率下降等正面结果，但也存在着长期财政赤字、财富不平等、国际贸易关系紧张等挑战。他的“美国优先”策略在刺激国内经济的同时，也带来了对外经济关系的紧张和内部社会的分裂。未来，这些政策的长远效果仍有待观察，尤其是在全球化背景下，美国如何平衡经济增长与国际合作将是一个重要课题。本次美国总统大选后，国会参议院与众议院也均由共和党掌控，这使得特朗普在推行其

施政时的阻力进一步减弱，其宽财政、宽监管、弱美元的组合下，极易出现经济阶段性回升+二次通胀的组合，这也意味着将进一步着制约 2025 年的降息空间。长远来看，美国经济也容易遭受全球经济不稳定性的反噬，其“美国优先”的贸易政策，尤其是对中国的商品征收高额关税，将推动全球贸易紧张局势，这些关税加大了跨国贸易的成本，导致国际供应链的复杂性和不确定性增加。另外，贸易冲突也会加剧市场的不稳定性，投资者和企业对未来经济增长的信心受挫，会导致资本流动的停滞，尤其是在关税征收初期，投资者担忧全球经济增长放缓，进而导致全球股市普遍面临较大的波动。对有色的影响也会显而易见，若全球投资者担忧特朗普政府 2.0 版本若更加极端，无论是全球经济放缓担忧、汇率大幅波动风险还是全球股市出现大幅波动，均会影响有色市场的正常表现。

图表 16：特朗普政府 2.0 政策概要

政策领域	详情	潜在影响
税收	继续推进大规模减税： 1) 推进 2018 年税法永久化，其中部分个税减免条款即将到期 2) 将企业所得税从当前的 21% 进一步降低至 15%，激励企业加大资本支出和生产	1) 减税将增加居民实际可支配收入，增加居民消费支出的能力 2) 企业降税将会帮助企业增加利润水平，进而刺激企业增加投资与人员雇佣水平 3) 税收收入永久性减少
贸易政策	坚持美国优先(American First)的贸易政策： 1) 向任何对美国征收出口关税的国家征收同标准的“互惠关税” 2) 可能对进入美国的所有商品征收无差别的 10% 基准关税，对中国加征 60% 或更高的关税 3) 拒绝 TPP 协定，更加倾向推动《美墨加协定》等条款	1) 增加基础关税与互惠关税将帮助美国更好的减少贸易逆差水平，提高本国制造商品的竞争力， 但也会带来输入性通胀的风险 2) 对于中国加征关税可能会重蹈此前中美贸易战的场景（预计加征规模可能达到 3000 亿美元，这是 2019 年底暂停执行的第三轮关税制裁规模）
能源政策	回归传统化石能源，寻求美国能源自主： 1) 加快发放石油、天然气勘探许可，增产传统能源： 2) 为关键矿物和稀土元素建立能源独立途径，并再度退出巴黎协定	1) 增加本土能源国内供应将使得美国能够更好的应对外部的价格冲击， 在降低能源价格通胀的同时也能增加对欧洲能源的出口规模以此获利 2) 暂缓美国新能源转型步伐，可能再度退出巴黎气候协议，减少财政支出的规模
本土制造政策	支持美国制造： 1) 取消工人就业协议并承认州外专业执照，促进劳动力流动 2) 加强制造业回流和近岸外包，构建北美 FTA 为主的供应链体系	1) 增加本土就业机会与劳动力流动，使得劳动力供需平衡 2) 制造业回流，短期内将增加企业的投资与人力资本，进而提高终端产品物价水平
移民政策	或推出“史上最严苛移民政策”： 1) 暂停各类援助计划，加强移民意识形态筛查，并可能恢复建设边境墙 2) 可能终止非法移民子女自动获得美国身份，禁止生育旅游	1) 移民人口的减少将使得劳动力市场重新回归紧张的状态，尤其是基础性工作的人员短缺，将会 推动用工成本的快速上升 ，并且不利于提高生产效率
经济政策	支持基础设施建设，但暂无明确支出计划： 1) 基建投资仍然瞄准道路、桥梁、海港和新兴技术以来的基础设施 2) 确保基建投资真正用于“基础”设施，而非社会福利支出等 3) 强调降低房屋抵押贷款利率，开放部分联邦土地以允许新房建设	1) 政府开支的增加将会刺激经济增长，但同时也会带来财政赤字与长期通胀的风险
外交政策	确保美国优先原则与以实力求和平的原则，确保美国盟友履行义务，同时对俄罗斯、中国、朝鲜、伊朗等国施压	1) 多次强调通过实力恢复和平，减少地缘政治风险，但实际可操作性还存在不确定性 2) 俄乌战争转向冷却的可能性高于巴以冲突。共和党对于俄乌冲突倾向于缩减支持规模，但巴以冲突上将继续保持坚定的支持，红海绕行或将持续
货币与外汇	主动压低美元以提振出口： 1) 依靠主动且大幅贬值美元以改善美国贸易赤字，实现贸易平衡目标	1) 存在通胀大幅反弹的风险
枪支权利	1) 继续支持美国宪法第二修正案，反对限制弹匣容量或禁止现代步枪的销售	1) 近年来美国大型枪击悲剧时有发生，美国民众对于限制枪支的呼声很高，可能会加剧社会的分裂
政府权力限制	1) 减少政府对于市场经济的干预，减少因监管而付出的财政支出，包括税务监管支出、银行业监管支出、互联网业务监管等	1) 减少政府监管将增加经济的活力 2) 但同时也会带来潜在的风险冲击，这是把双刃剑

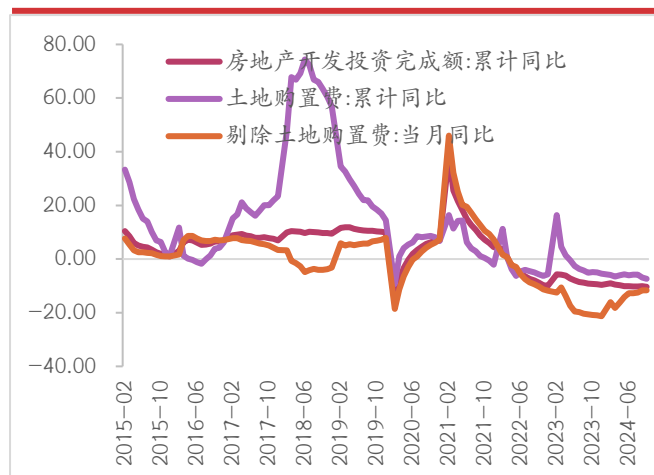
资料来源：网络公开资料、光大期货研究所

2、中国稳增长加码——积极的财政政策和适度宽松的货币政策

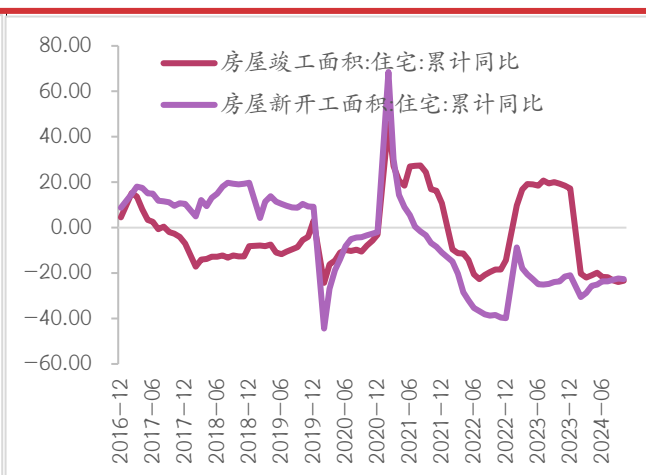
2024 年，经济修复的“强预期”一度成为有色价格推涨的利多因素，但“强预期”的背后博弈的是政策“强刺激”，这并不符合“稳增长”政策导向，我们在年内大多数期间已经感受到了政府的韧性以及化债的决心。不过，契机在 9 月下旬开始快速转向。国务院新闻办公室 9 月 24 日举行新闻发布会，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会主要负责人介绍了金融支持经济高质

量发展有关情况，会上对市场关注重点进行了回应并宣布多项政策举措，包括降息降准、降低存量房贷利率、创设新的货币政策工具等，这些政策的出台不仅力度空前，而且远超市场预期，标志着国家支持经济发展的决心达到了新的高度，显著提振了市场情绪和风险偏好；12月8日的中央政治局会议信号则更加显现，会上分析研究了2025年经济工作，强调要“全方位扩大国内需求”和“大力提振消费”，罕见地强调“稳住楼市股市”，提出“实施更加积极有为的宏观政策”和“加强超常规逆周期调节”。可以说，“积极的财政政策和适度宽松的货币政策”是对“稳增长”的强调和加码，这也就意味着2025年我们既要“高质量发展”中加快结构化转型，也要在传统领域“稳中求进”，稳经济、稳就业、稳外贸呼之欲出。所以进入2025年，我们将继续看到以新能源、半导体、低空经济、机器人等新兴产业的蓬勃发展，也能看到房地产基建领域的发力，新旧动能将兼顾前行。

图表 17：房地产开发投资完成额负增长

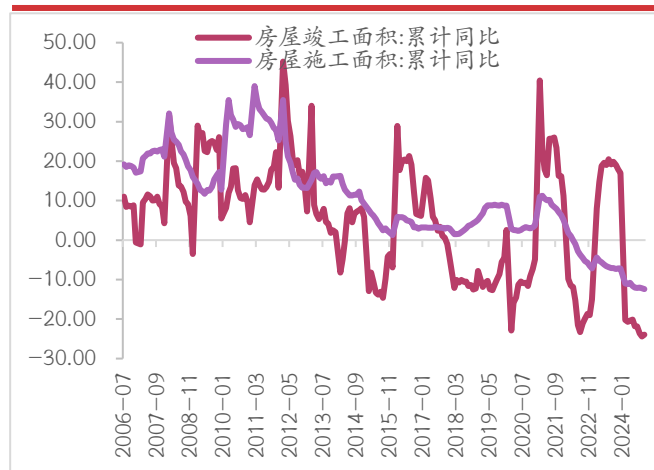


图表 18：房屋竣工面积与施工面积

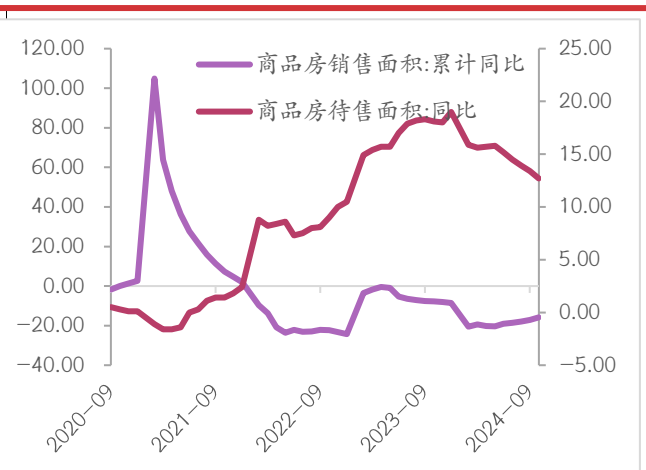


资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 19：房屋竣工与施工面积面积增速

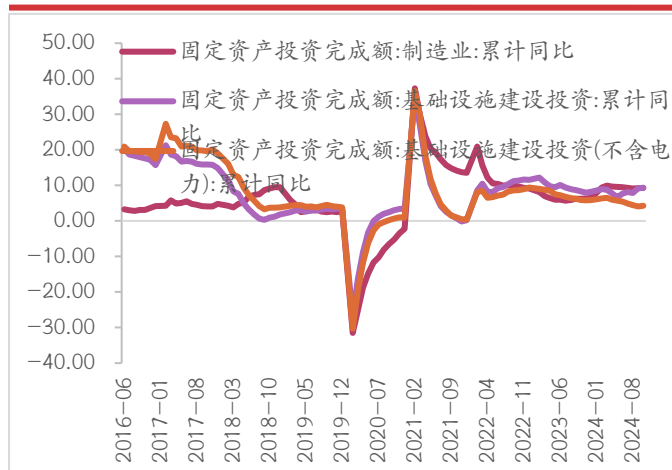


图表 20：商品房待售和销售面积

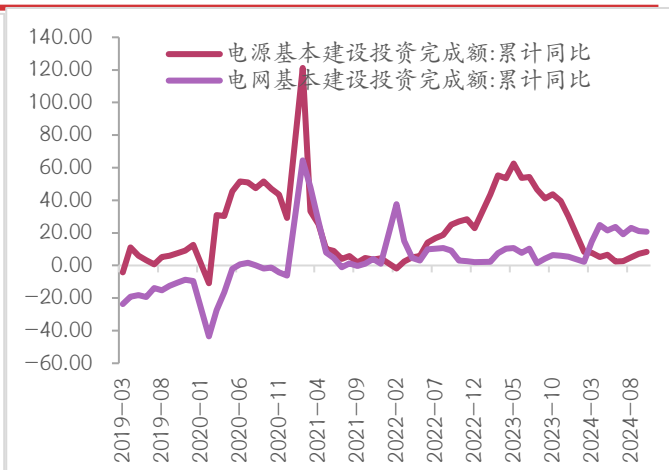


资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 21：基建投资年内表现未超预期



图表 22：电源与电网投资完成额:累计同比



资料来源：Wind、光大期货研究所

回顾 2024 年,从房地产板块来看。2024 年前 10 月房地产开发投资完成额累计同比下滑 10.3%,这也是连续第三年度下滑;土地购置费同比下滑 7.4%;剔除土地购置费后的房地产开发投资完成额更是同比下滑达到 11.68%。另外,从 100 个大中城市成交土地占地面积累计同比下滑 8.13%,其中建筑面积累计同比下滑达到 29.72%。从房地产新开工、施工和竣工面积来看,近两年房地产销售以及土地购置面积的羸弱也影响了新开工的热情,数据显示前 10 月,房地产新开工面积累计同比下滑 22.6%,这也是连续第四年下滑;施工面积累计同比下滑 12.4%,第二年负增长;房地产竣工面积累计同比下滑 23.9%,首年负增长。另外,今年前 10 个月商品房销售面积累计同比下滑 15.8%;商品房待售面积同比增加 12.7%,虽然压力依然不减,但从数据来看商品房销售下滑和待售面积增长势头已经得到控制。不过,诸多数据也在说明当前房地产板块的严峻性。

2025 年,为避免房地产硬着陆风险,政策继续松绑也在情理之中,我们也看到政府层面在稳房地产方面的努力,但笔者认为从高质量发展的角度,房地产+基建依然是在求“稳”,而制造业投资重在求质的提“升”。对于有色市场来说,房地产新开工连续负增长以及商品房待售面积上涨和销售面积不畅,必然也会影响到房地产商回款的速度和面临的流动性压力,房地产竣工出现下滑也在情理之中,而有色市场作为房地产后周期需求,面临的压力也在逐渐显现出来,今年我们在走访产业客户过程中发现房地产和部分工程基建项目在今年 5 月份后均出现不同程度的放缓,因此进入 2025 年投资者要关注房地产业能否出现转机,届时可能影响到有色后市的判断。

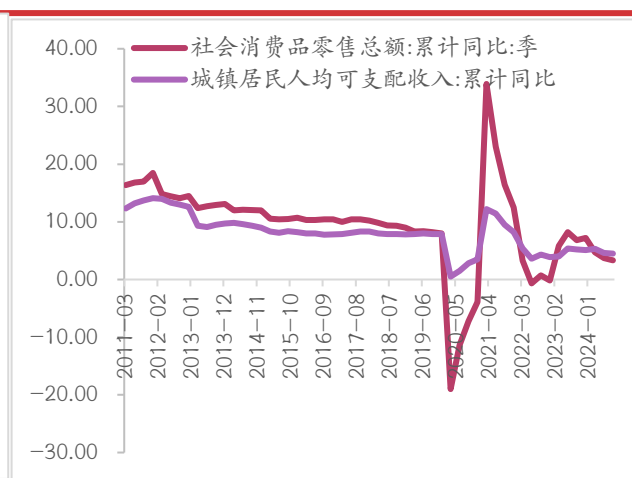
另外,基建作为对冲房地产需求下滑的有效手段,今年仍保持正增长的,增速比去年同期增长 9.35%,去年同期增速为 8.27%。在各级地方政府财政紧张和化债压力下,市场对明年中央政府

提升财政赤字率，加大基建投资有一定期待性，但也不宜期待过高，增速预估维系在 8% 左右的概率较大。制造业投资方面，保持一定的增量，前 10 个月累计同比增速从去年的 6.2% 升为 9.3%，这显示我国在产业升级和结构化转型过程中的决心和韧性，这方面也给有色需求继续贡献一定增量。值得注意的是，今年电源和电网均保持一定增量，但电网投资从去年同期的 43.7% 下滑至 8.3%；电源投资从去年同期的 6.3% 大幅升至 20.7%。电源投资周期领先于电网投资，因此电网投资增加并不意外，可以预见 2025 年电网投资增速将有所下滑，电源投资增速关注是否能有效回升。

图表 23：国内进出口同比增速



图表 24：零售与居民可支配收入

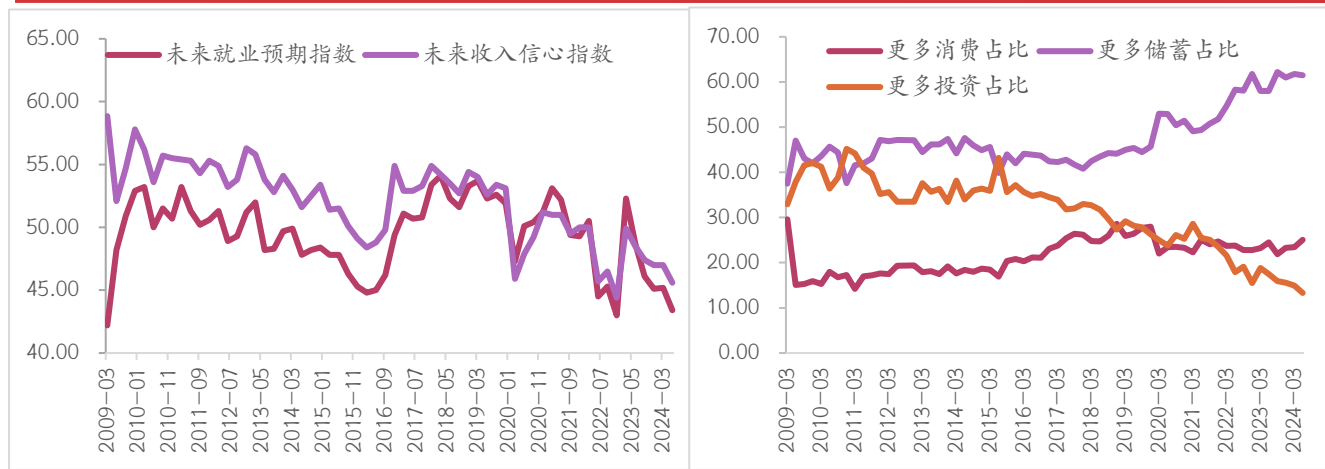


资料来源：Wind、光大期货研究所

进出口方面，今年以来我国贸易顺差维系增长，前 11 月进口累计同比增加 1.2%，出口累计同比增加 5.4%，贸易差额实现累计同比增长 18.37%。今年海外市场担心关税政策摇摆，因此存在提前补库的可能，这也表明中国产品的竞争力和抗压力。不过进口增速虽同比略高，但去年基数较低，也间接说明我国内需表现不畅。2025 年，特朗普“美国优先”的贸易关税政策，可能给国内出口带来较大变数，若出口增速出现下滑，国内出口企业的压力不言而喻，市场也期待更多稳外贸政策的出台。2025 年，国内进出口情况仍是观察海外经济的前瞻指标。

最后，从消费的角度。2024 年前三季度国内社会消费品零售总额累计同比从去年同期的增长 6.8% 降至增长 3.3%；城镇居民可支配收入累计同比从去年同比的增长 5.2% 小幅降至增长 4.5%。今年从旅游、酒店以及航空、高铁订单量可以看出来，表现相对平稳。存在的问题是，从央行调查问卷可以看出，民众对未来就业预期和收入信心有所下滑，所以对未来收入分配的打算，更多的是储蓄意愿增加上，消费保持韧性，但投资占比却出现下滑。因此 2025 年能否推动居民有效增加消费（耐用品）和投资（房地产等）意愿关系到稳经济增速的持续性，重要性不言而喻。

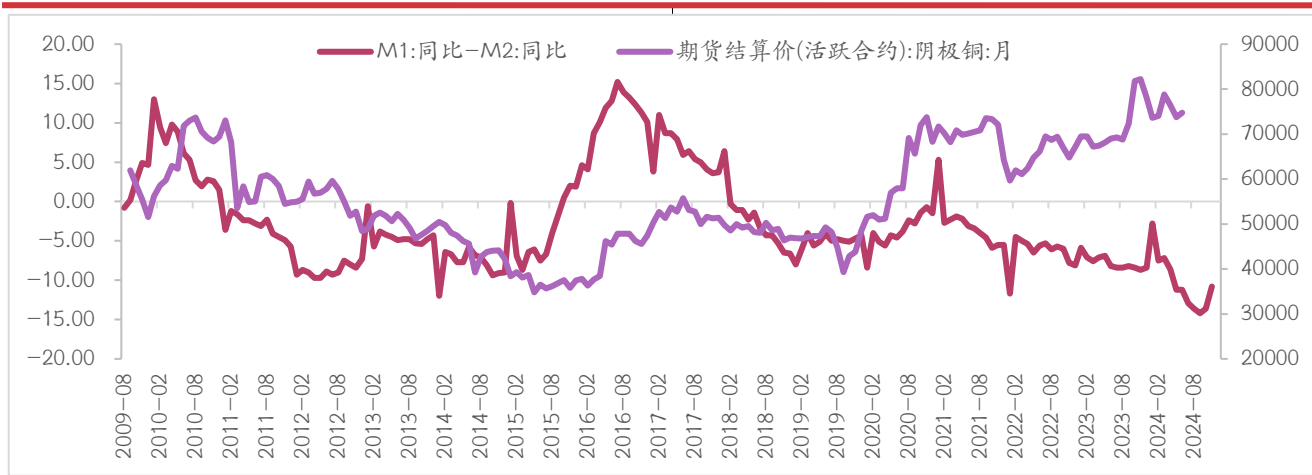
图表 25：央行调查问卷之就业预期和收入信心 图表 26：央行调查问卷之消费投资储蓄意愿



资料来源：Wind、光大期货研究所

引申到我国货币政策上，2025 年中国将实施“适度宽松”的货币政策，这也是 2011 年以来首次改变货币政策立场，以促进经济快速复苏。对有色市场而言，我们更加关注的是 M1 与 M2 的剪刀差，从以往来看 M1-M2 对工业品而言具有一定的领先性。从 11 月货币增速表现来看，M2 由年初 9.7% 降至 7.1%，M1 由年初 1.3% 降至 -3.7%，M1 与 M2 剪刀差一度扩大并在低位徘徊，从领先性的角度这无疑给工业品后市带来较大的压力；但 10 月和 11 月 M1-M2 剪刀差实现小幅反弹，并存在继续收窄的可能性，这也意味着后期工业品全面反弹提供可能性，关注其持续性。

图表 27：M1-M2 剪刀差相对工业品价格具有一定领先性



资料来源：Wind、光大期货研究所

三、铜市基本面分析

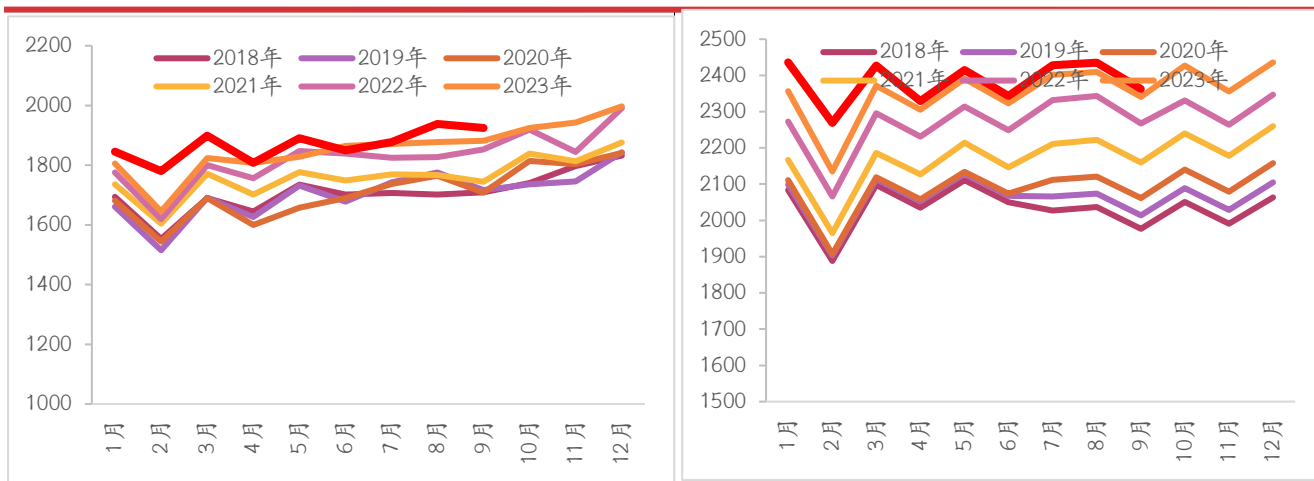
前文提到，经过 2024 年上半年铜价走势的“洗礼”，笔者最大的感受是宏观预期能否推动行情，基本面因素不可或缺。宏观决定方向，基本面（故事）决定行情持续性，资金决定行情大小。

回顾过去几年铜价表现，每一轮大行情的背后，必有一个短期行情较难“证伪”的基本面因素。进入 2025 年，铜精矿供给端依然紧张，但能否再次撑起铜“短缺”的故事要细细考量。

1、铜精矿供应分析

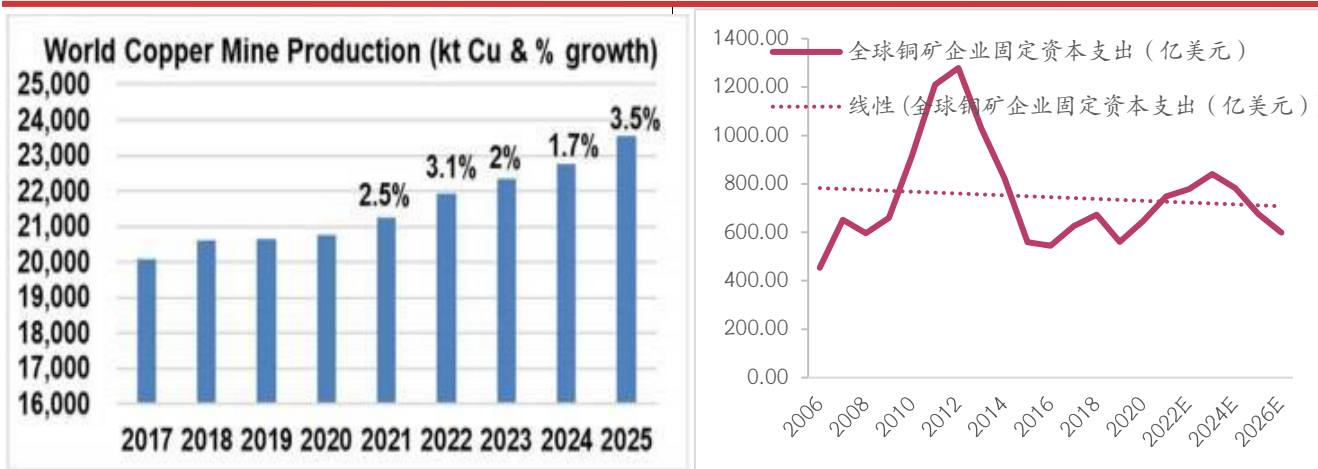
2024 年，全球铜精矿供应有增量，但受部分矿企矿山品味下降以及关停（如第一量子巴拿马铜矿关停）等影响，增幅大幅减弱，最终导致国内 TC 费用快速下降，这也成为上半年行情的导火索。据 ICSG，1~9 月份全球铜矿山产量 1681.2 万吨（金属吨，下同），同比增长 2.48%；且 9 月份当月全球铜矿山产能 236.3 万吨，略高于去年铜期为 234.1 万吨。此前据 ICSG 报告显示，2024 年全球铜矿产量预计增幅约 1.7%（2274.6 万吨）略低于 2023 年的 2%，并预计 2025 年产量增幅将达到 3.5%至 2354.1 万吨，全球产量主要受益于刚果民主共和国（包括 Kamo-a-Kakula）和蒙古国（Oyu Tolgoi 矿山）产能的进一步提升，以及俄罗斯 Malmyzhskoye 矿的启动，一些扩建项目和一些中小型矿山的启动也将增加产量。长期来看，ICSG 预计 2024 年起铜精矿产能将以平均 3.3%的复合增长率增长，至 2028 年达到 3240 万金属吨。另据 SMM 预测，2024 年预计新增 40.3 万吨，2025 年增量为 63.77 万吨；据我们光大证券不完全统计，2024 年全球铜矿产出增量约 65 万吨，2025 年约为 73 万吨，若考虑矿山干扰率增量仅为 48 万吨。

图表 28：ICSG 全球铜矿山产量（单位：千吨） 图表 29：ICSG 全球铜矿山月度产能（千吨）



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 30：全球铜矿山产量及增速（单位：千金属吨） 图表 31：全球铜矿企业资本支出



资料来源：ICSG, Bloomberg, 光大期货研究所

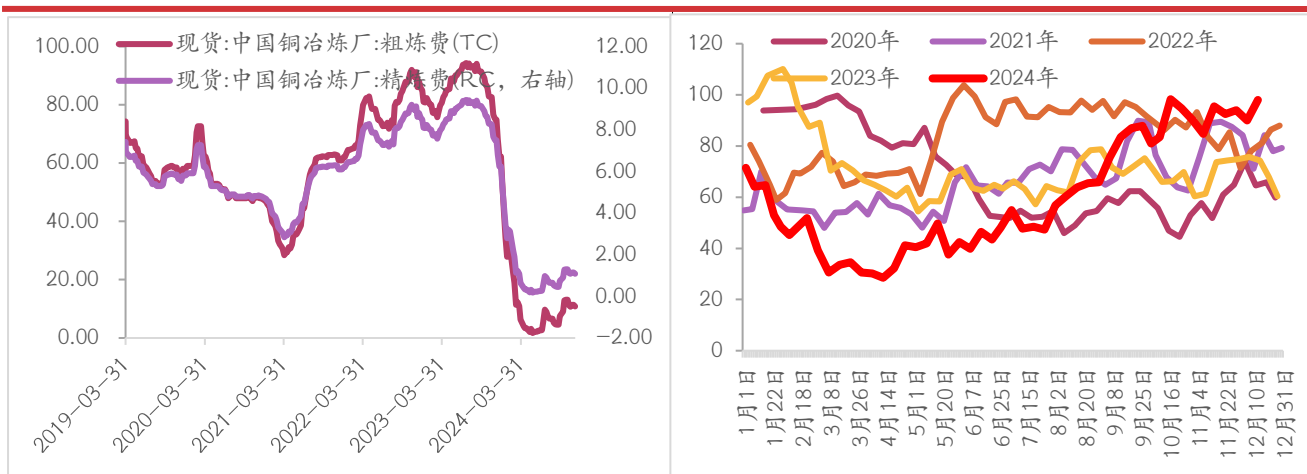
图表 32：全球铜矿山新增产能（单位：千金属吨） 图表 34：全球铜精矿供求平衡表

洲别	项目类型	项目名称	2020年	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
亚洲	新投产项目	红泥坡铜矿	0	0	0	0	0	27	0	0	0
		朱诺铜矿	0	0	0	0	20	79	0	0	0
		Tsagaan	0	0	0	0	0	20	40	0	0
	扩建项目	Suvarga	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		Mes Aynak	0	0	0	0	0	0	200	50	50
		玉龙铜矿	45	40	22	-32	35	0	25	25	0
中美洲	新投产项目	巨龙铜业	0	16	99	39	6	5	135	25	25
		Grasberg Mine	92	239	105	42	-23	-20	-10	-10	-20
	扩建项目	Oyu Tolgoi	4	13	-33	41	100	64	60	60	48
		Cobre Panama	58	126	20	20	-371	100	200	50	0
南美洲	新投产项目	Josemaria Project	0	0	0	0	0	0	70	61	-1
		QB I	0	0	0	56	197	43	0	0	0
	扩建项目	Quellaveco	0	0	102	217	51	-10	-10	0	0
		Salobo	-17	-28	-17	53	10	0	0	0	0
非洲	扩建项目	Mirador	44	35	35	5	0	63	63	0	0
		Las Bambas	-72	-22	-35	47	18	30	0	0	0
		Kamoa-Kakula	0	95	239	60	136	40	30	20	0
大洋洲	新投产项目	Eva Copper	0	0	0	0	0	0	0	0	20
独联体地区	新投产项目	Udokan	0	0	0	0	65	20	0	0	0
全球年度铜矿增量			98	927	668	429	403	638	283	146	58

资料来源：SMM、光大期货研究所

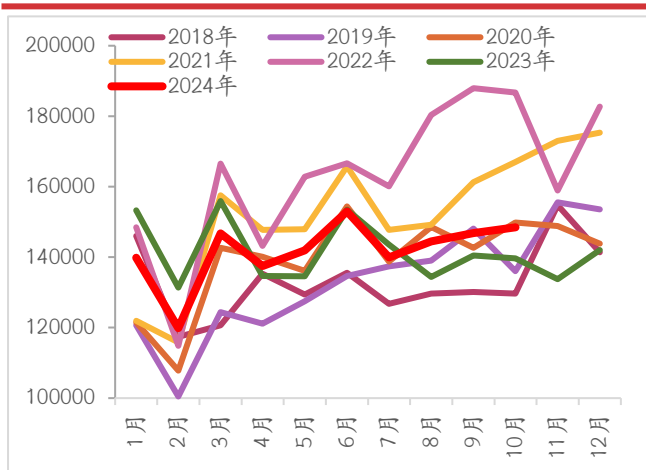
对国内来说，今年开始铜冶炼厂 TC/RC 费用自年初开始呈现断崖式下跌，截止 12 月 13 日 SMM 进口铜精矿报价指数降至 9.22 美元/吨，而在 5 月 10 日至 6 月 28 日期间该指数曾一度跌至负数，给国内冶炼企业带来很大的经营压力。另有消息称，2024 年 12 月 6 日，国内部分铜冶炼企业与 Antofagastat 敲定 2025 年铜精矿长单加工费 Benchmark 为 21.25 美元/吨与 2.125 美分/磅，而 2024 年铜精矿加工费长单 Benchmark 则为 80 美元/吨与 8.0 美分/磅。足以可见铜精矿 2024 年度紧张的程度。2024 年前 10 个月，据国家统计局统计，国内铜精矿产量 138.10 万吨，累计同比增加 2.54%；据海关数据，铜精矿进口 2562.99 万吨，累计同比增加 2.31%。港口库存方面，截止 12 月 13 日 Mysteel 全国主要港口库存为 98 万吨，相比去年同期水平增加 31.7%，这说明铜精矿紧张驱动下国内加大了备库，但仍不能缓解铜精矿紧张的焦虑和实际供求仍处于紧平衡状态的态势。

图表 33: 国内 TC、RC 费用 (美元/吨, 美分/磅) 图表 34: 铜精矿港口库存 (单位: 万实物吨)

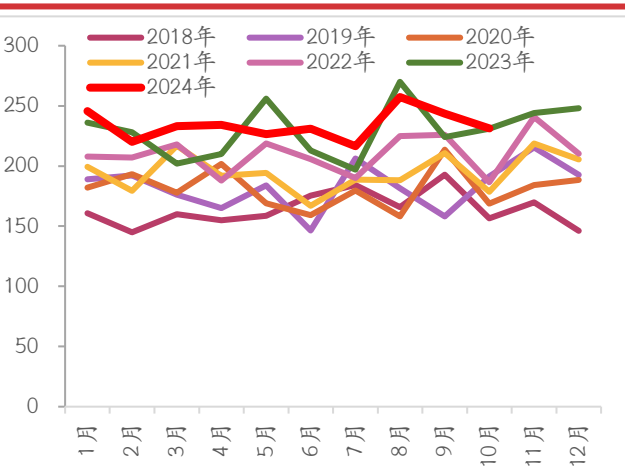


资料来源: Mysteel, wind, 光大期货研究所

图表 35: 国内铜精矿产量 (吨)

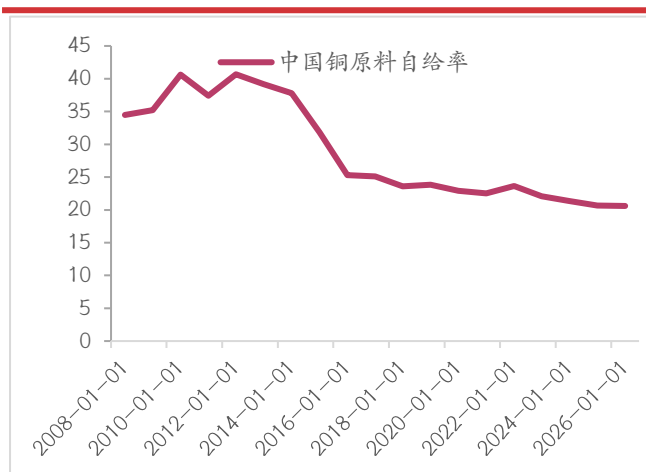


图表 36: 铜精矿进口量 (单位: 万实物吨)

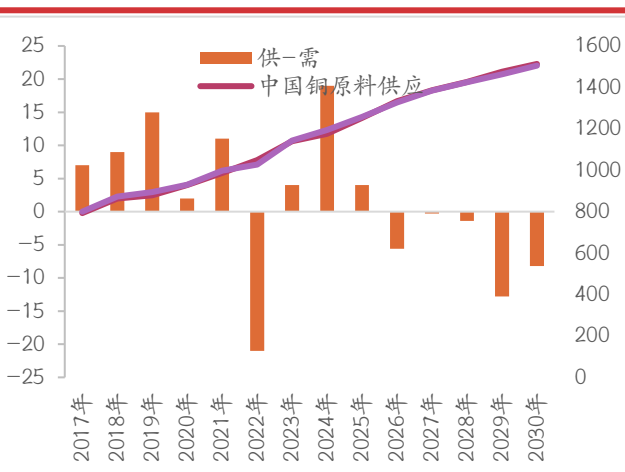


资料来源: Wind, 光大期货研究所

图表 37: 国内铜原料自给率及预测 (%)



图表 38: 国内铜精矿平衡表 (单位: 万金属吨)

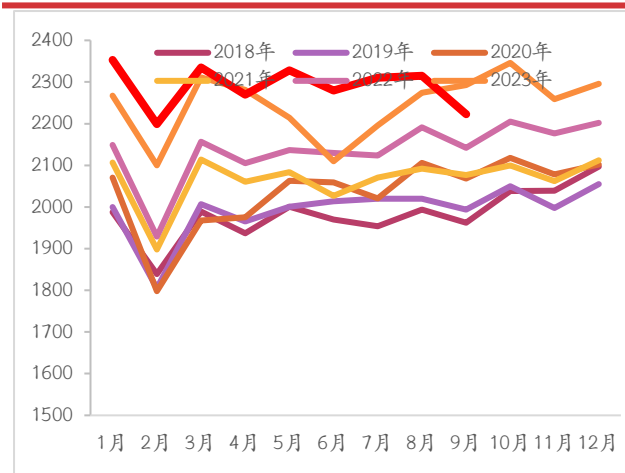


资料来源: SMM, 光大期货研究所

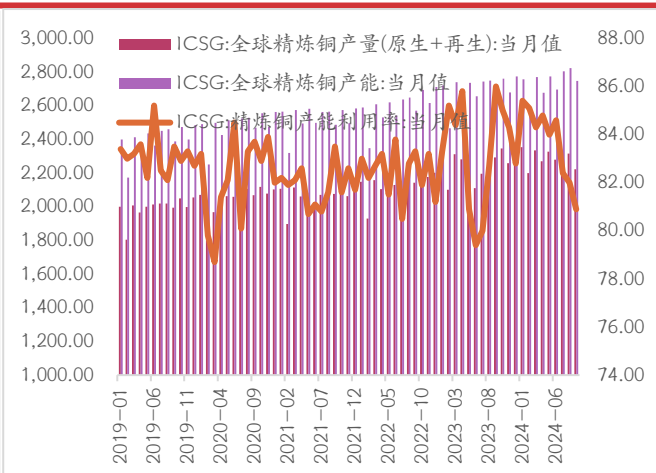
2、铜供应分析

2024 年，全球精炼铜（原生+再生）供应呈小幅正增长。据 ICSG，前 9 月份全球精炼铜产量 2061.3 万吨（金属吨，下同），同比增长 2.83%，其中原生铜产量 1712.9 万吨，同比增长 2.75%，占比 83.1%；再生铜产量 348.4 万吨，同比增长 3.26%，占比 16.9%；全球精炼铜产能利用率下降至 80.9%。另精炼铜产能方面，8 月份当月产能全年最高为 282.3 万吨，相比 2023 年最高值 277.3 万吨，同比增长 1.8%。当前全球精炼铜产能高于矿山铜产能，且产能利用率在 80% 左右仍有上浮空间，若 2025 年铜精矿供给预期有增量，精炼铜产量仍会小幅增长，但也就意味着并不能缓解铜精矿紧张的症结。

图表 39：ICSG 全球精炼铜产量



图表 40：全球精炼铜产能利用率

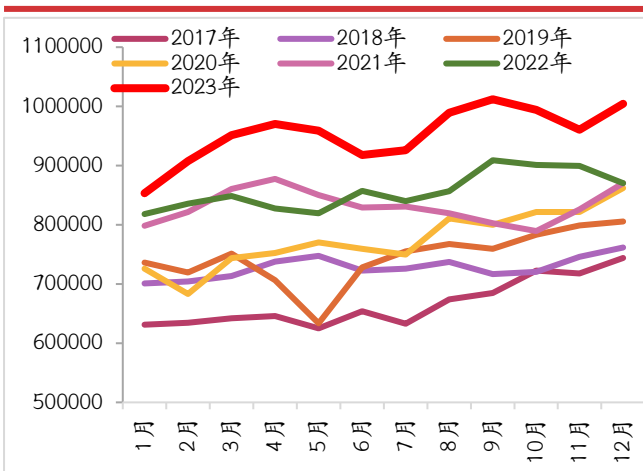


资料来源：Wind，光大期货研究所（单位：千吨，%）

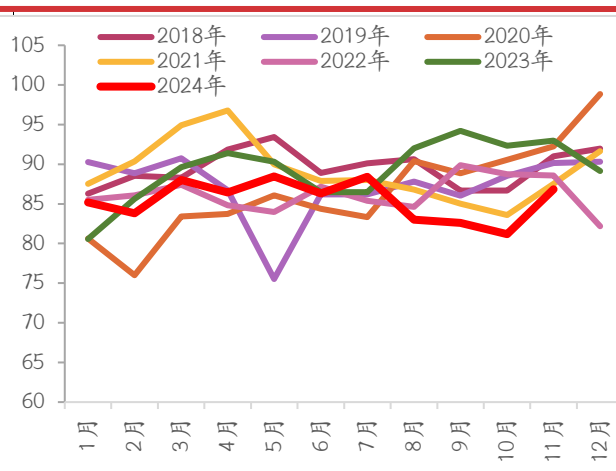
国内精炼铜产量前低后高，上半年铜精矿异常紧张，TC 费用崩跌，国内部分冶炼厂亏损惨重下，检修力度较为密集；下半年随着铜精矿略有缓解、TC 小幅回升，加上再生铜阳极板供应较充足，国内铜产量也小幅走高。据 SMM 统计，2024 年全年累计产出预计 1205.19 万吨（12 月份预估），较 2023 年增长 5.35%。其中矿产铜占比维持在 77%（2022 年 79%），再生铜占比 23%。铜原料自给率小幅回落，由 2023 年的 19.93 升至 21.33%，但预计 2025 年将小幅回落至 20.6%。

对于 2025 年精炼铜产量，有三点比较确定，一是铜精矿供给增长相对比较确定，增速 2% 左右；二是国内外粗铜产能也在陆续投放（2024 年约 201 万吨，2025 年约 182 万吨），且精炼铜的产能也一向大于粗炼铜产能，因此理性外推明年精炼铜产能依然会有小幅度增长；三是，国内阳极铜产能逐渐提升，冶炼厂在铜精矿紧张程度下也会加大阳极板用量。ICSG 预计，全球预计在 1.6% 左右，国内预估在 2.5% 左右。不过，从铜精矿和粗铜产能增长来看，铜精矿紧张格局不减。

图表 41：国内精炼铜月度产量（单位：吨）

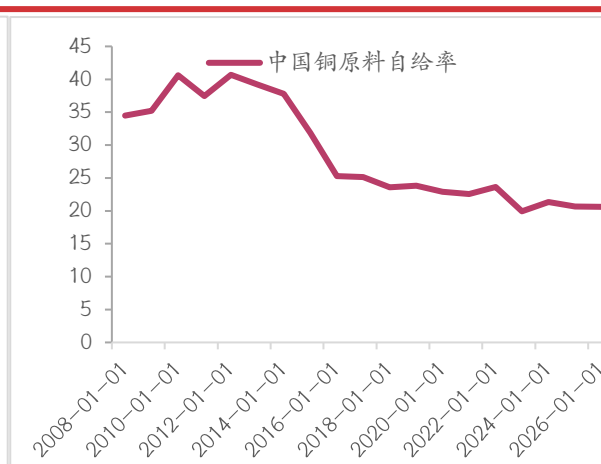
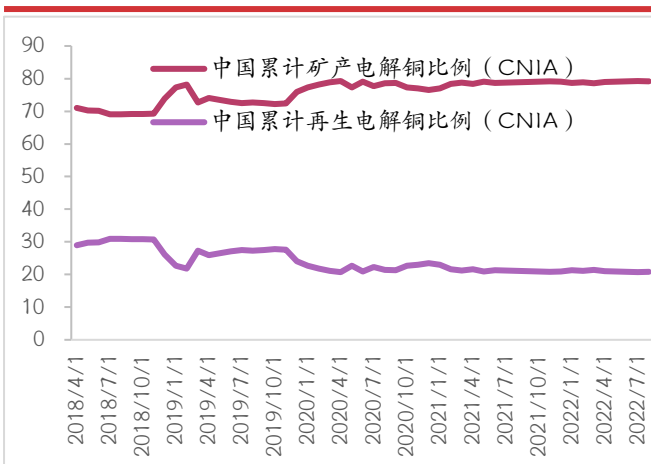


图表 42：精炼铜开工率（单位：%）



资料来源：SMM，光大期货研究所

图表 43：我国矿产铜和再生铜比例（单位：%） 图表 44：我国原料自给率（单位：%）



资料来源：SMM，WIND，光大期货研究所

图表 45：中国粗铜产能释放（单位：万吨） 图表 46：中国精炼产能释放（单位：万吨）

公司名称	新增粗炼产能	新增后粗炼总产能	投产年月	公司名称	新增精炼产能	新增后精炼总产能	投产年月
金川集团（本部）	30	50	2024年12月	巴彦淖尔西部铜材有限公司	10	15	2024
赤峰富邦铜业有限责任公司	6	12	2024年底	恒邦股份	10	35	2024
铜陵有色金属集团股份有限公司	50	50	2025	五矿铜业(湖南)有限公司	5	15	2024
恒邦股份	10	30	2025	金川集团（本部）	40	100	2024
金川集团（防城港）	30	75	2025	楚雄滇中有色金属有限责任公司	20	20	2025
营口建发盛海（一期）	30	30	2026	凉山矿业股份有限公司	12.5	12.5	2025
赤峰金通铜业有限公司	30	60	2027	安徽友进冠新材料科技	10	10	2025
五矿铜业(湖南)有限公司	20	30	尚不明确	铜陵有色金属集团股份有限公司	50	50	2025
昆明金水铜冶炼有限公司	10	20	尚不明确	营口建发盛海（一期）	30	30	2026
安徽和正铜业有限公司	60	60	尚不明确	赤峰金通铜业有限公司	30	55	2027
湖南裕能新能源电池材料股份有限公司（一期）	20	20	尚不明确	金川集团（防城港）	30	77	尚不明确
湖北强兴新材料科技有限公司	10	10	尚不明确	五矿铜业(湖南)有限公司	20	35	尚不明确
				安徽和正铜业有限公司	60	60	尚不明确
				湖南裕能新能源电池材料股份有限公司（一期）	20	20	尚不明确
				湖北强兴新材料科技有限公司	20	20	尚不明确

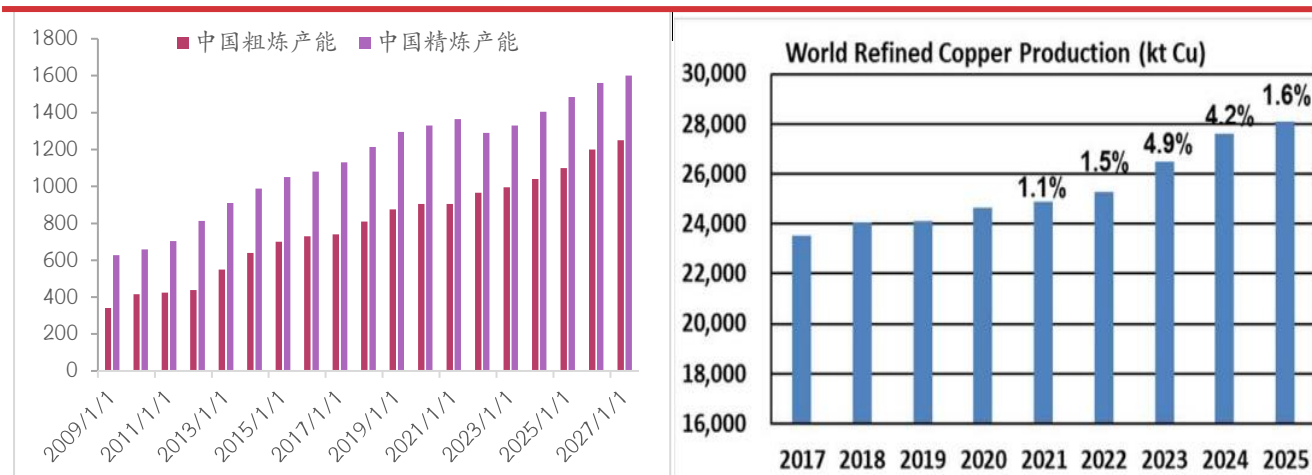
资料来源：SMM，光大期货研究所

图表 47：海外粗铜产能释放（单位：万吨） 图表 48：海外精炼铜产能释放（单位：万吨）

公司名称	国家地区	新增粗炼产能	投产年月	公司名称	国家地区	新增精炼产能	投产年月
Gresik	印度尼西亚	40	2024	Gresik	印度尼西亚	40	2024
Manyar	印度尼西亚	40	2024	Manyar	印度尼西亚	40	2024
Adani	印度	40	2025	Adani	印度	50	2024
Kamoa-Kakula	刚果（金）	50	2025	Kaz Minerals & CNMC	哈萨克斯坦	30	2027
Kansanshi	赞比亚	12	2025	俄镍与中资企业合建冶炼厂	中国	50	尚不明确
Kaz Minerals & CNMC	哈萨克斯坦	30	2027	Olympic Dam	澳大利亚	20	尚不明确
俄镍与中资企业合建冶炼厂	中国	50	尚不明确				
Olympic Dam	澳大利亚	20	尚不明确				

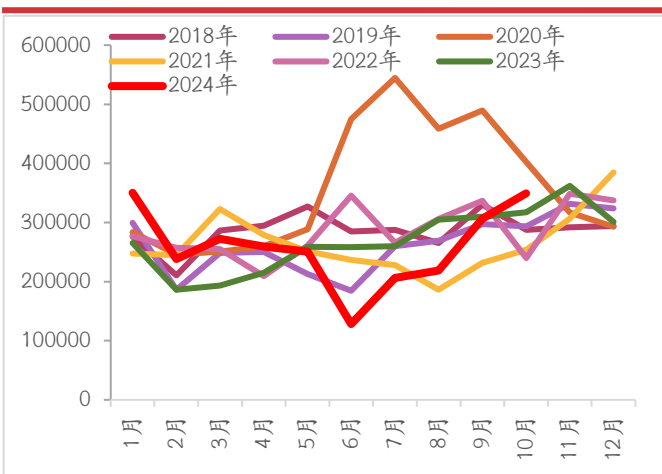
资料来源：ICSG，光大期货研究所

图表 49：中国粗铜和精炼铜产能（单位：万吨） 图表 50：全球精炼铜铜产出增速预测（单位：%）

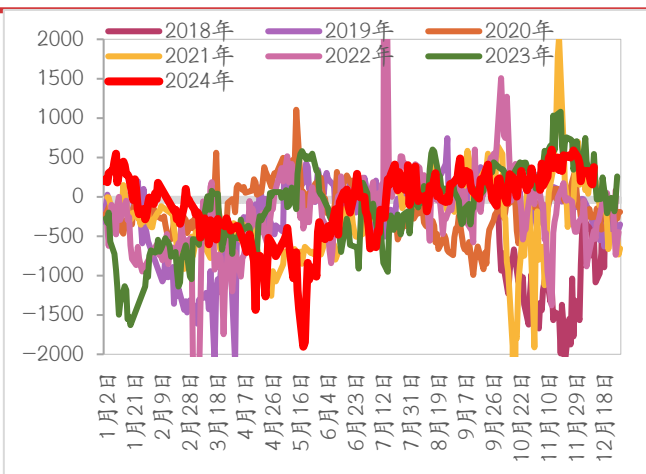


资料来源：ICSG，光大期货研究所

图表 51：我国精炼铜净进口（单位：吨）

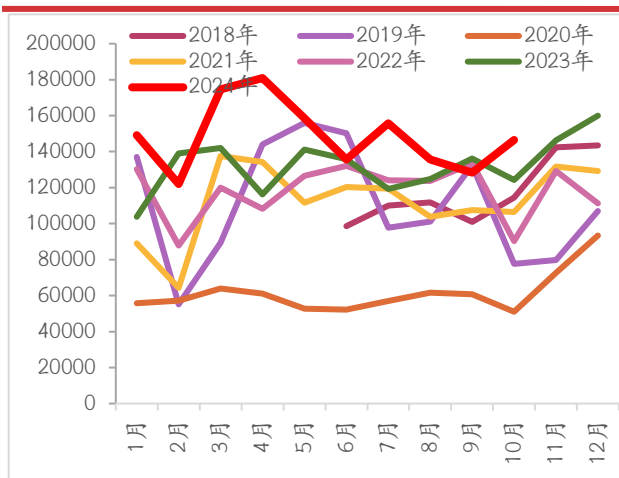


图表 52：精铜进口盈亏（单位：元/吨）

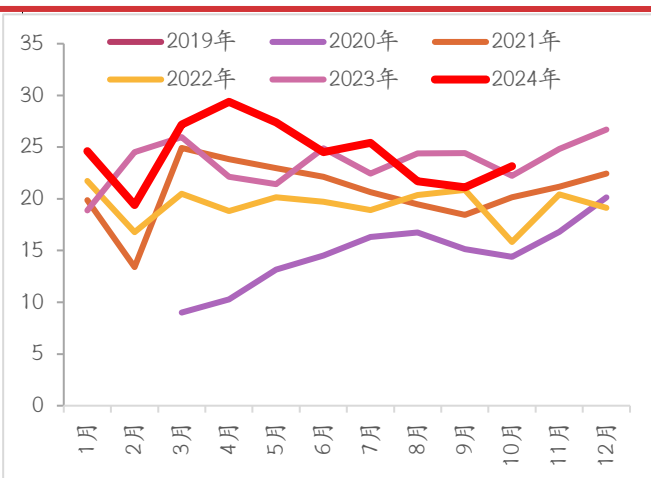


资料来源：SMM，光大期货研究所

图表 53: 废铜进口量 (单位: 金属吨)

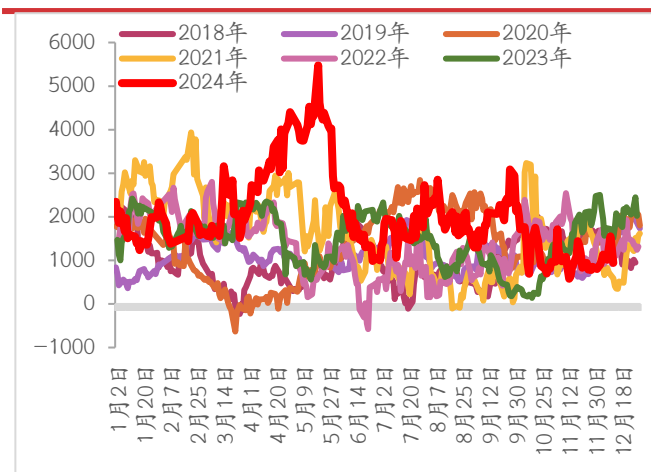


图表 54: 废铜产量+进口量 (单位: 金属吨)

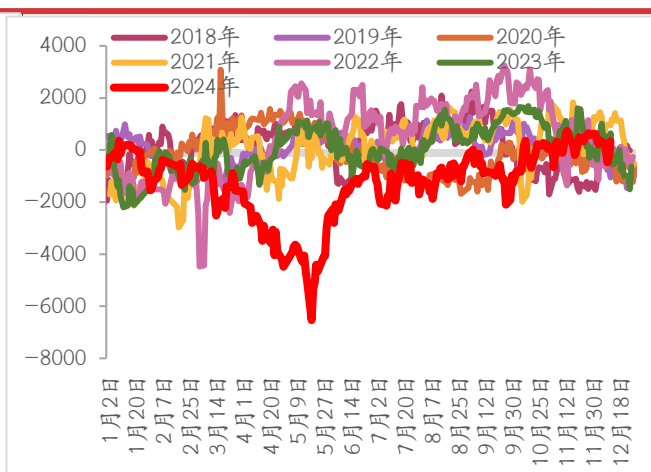


资料来源: SMM, 光大期货研究所

图表 55: 精废价差 (单位: 元/吨)



图表 56: 废铜进口盈亏 (单位: 元/吨)

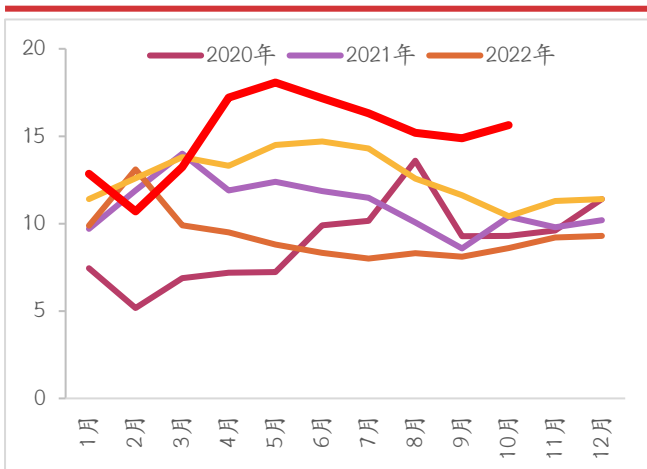


资料来源: SMM, 光大期货研究所

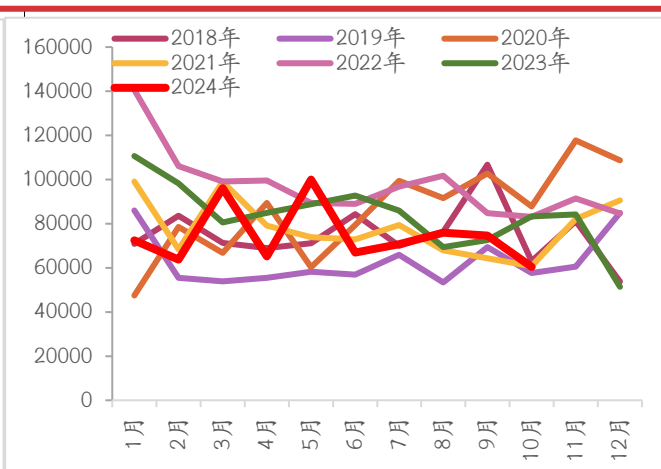
进出口方面, 2024 年前 10 月精炼铜净进口约 257.94 万吨, 累计同比小幅增加 0.41%。上半年, 精铜现货进口多处于亏损状态, 影响了国内进口的积极性, 甚至在极端行情发生期间, 出口窗口打开使得 5、6、7 月份出口异常, 3 个月累计出口达到 30.16 万吨; 下半年现货进口窗口逐步打开, 但期货价计算多处于亏损状态, 现货商无法锁定远期的进口量, 所以进口量级总是存在一定担忧。2023 年国内净进口达到 323 万吨, 以增长 1% 计算, 预计 2024 年全年精铜净进口有望达到 326 万吨; 近 7 年国内铜进口的均值为 343 万吨, 2025 年若回归均值水平, 则净进口有望恢复正增长。不过, 近两年国内铜产量增速要国内铜产量增速明显要高于海外, 这也大大缓解了内需的压力, 明年要关注国内需求增速以及海外关税政策对铜材出口的影响, 来去综合判断 2025 年的进口水平。

废铜方面，2024 年前 10 月我国废铜产量约 95.14 万吨，同比下降 7.58%；国内废铜累计进口量约 148.71 万金属吨，同比增加约 15.92%，品位维系在 80%以上；二者合计贡献约 243.8 万吨，同比增长约 5.45%。国内与海外废铜比例在 1:1.56，若按照增速 5%计算，全年废铜供应量约为 296.9 万金属吨。今年再生铜受政策影响较大，二季度受财政 783 号文件及反向开票政策的影响，国内废铜产出受到抑制，但这一政策变化在三季度显著推动了再生铜进口量的增加，有效缓解了国内再生铜短缺的压力；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》，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），并将“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，进口范围的适度放开，无疑也有利于进口的增加。不过，11 月下旬起，随着特朗普的回归，美国作为我国再生铜进口的最大来源国（约占 20%），市场也担心对等征收关税下，会存在较大影响。国内今年废铜供给总量仍有增加，但产业时常感到紧张，笔者认为一是下游废铜加工产能不断增加；二是今年废铜进入精炼环节的比例大幅增加；三是废铜原料受绝对价格和精废价差影响较大，捂盘惜售也时有发生。展望 2025 年，废铜仍然是国内中游和下游铜原材料需求有力补充，国内适应政策后废铜产量将稳步增加，从进口政策去看也鼓励废铜进口，预计 2025 年仍将稳步增加。

图表 57：废铜产粗铜量（单位：万吨）



图表 58：阳极铜进口量（单位：吨）

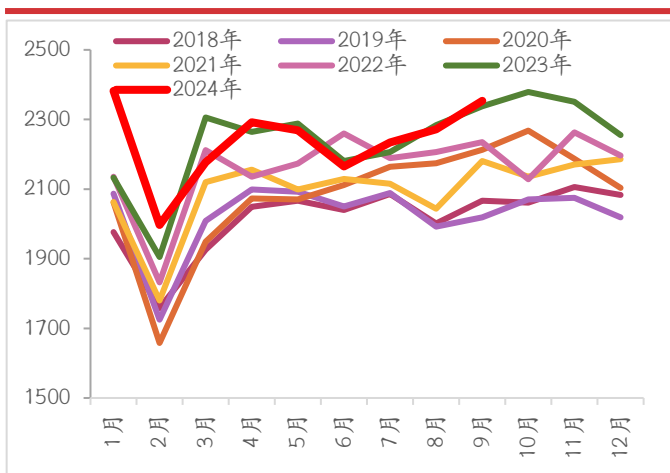


资料来源：SMM，光大期货研究所

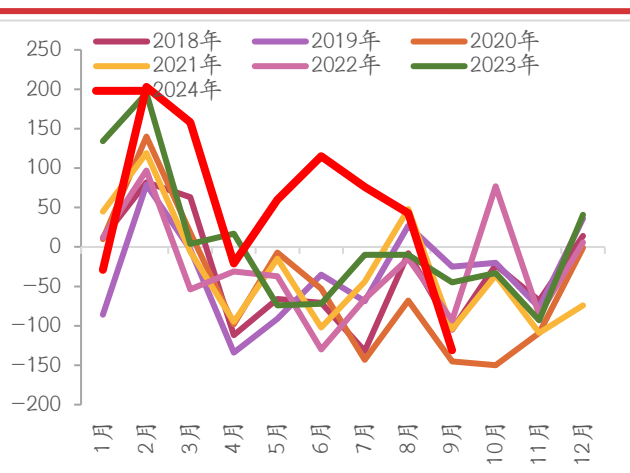
3、铜需求分析

全球方面。据 ICSG 统计，2024 年前 9 月全球精炼铜消费量 2014.2 万吨（金属吨，下同），同比增长 1.19%（略低于供给增速），由此核算，全球前 9 月供求过剩约 47.4 万吨，去年同期过剩 13.9 万吨。不过 ICSG 此前预测，2024 年全球精炼铜消费增速为 2.2%，略低于 2023 年的 2.8%。另外，全球显性库存仍然呈现去库状态，截止 12 月 13 日全球显性库存较去年年末增加 25.5 万吨至 51.4 万吨；不过，ICSG 统计，9 月份全球精炼铜期末库存较去年年末增加 6 万吨至 143.4 万吨。

图表 59：ICSG 全球精炼铜消费量（千吨）

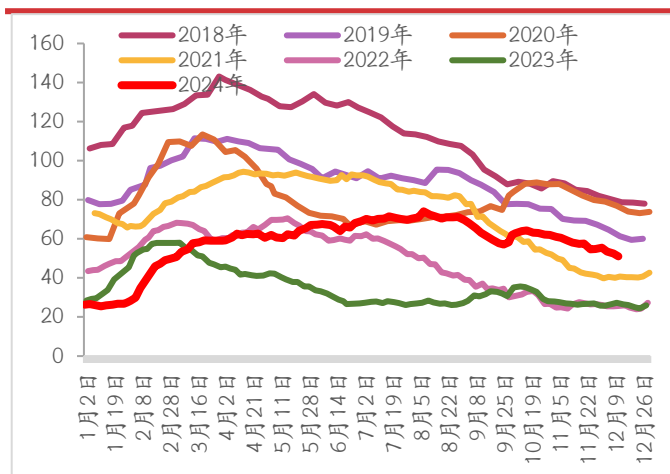


图表 60：ICSG 全球精炼铜过剩/缺口（千吨）

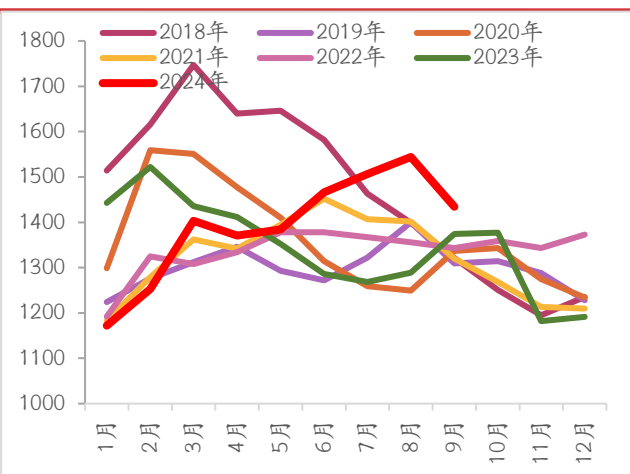


资料来源：wind，光大期货研究所

图表 61：全球铜显性库存变化（万吨）

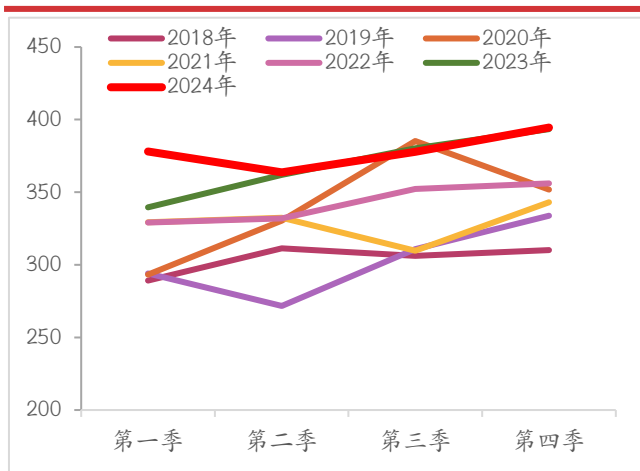


图表 62：ICSG：精铜期末库存（万吨）

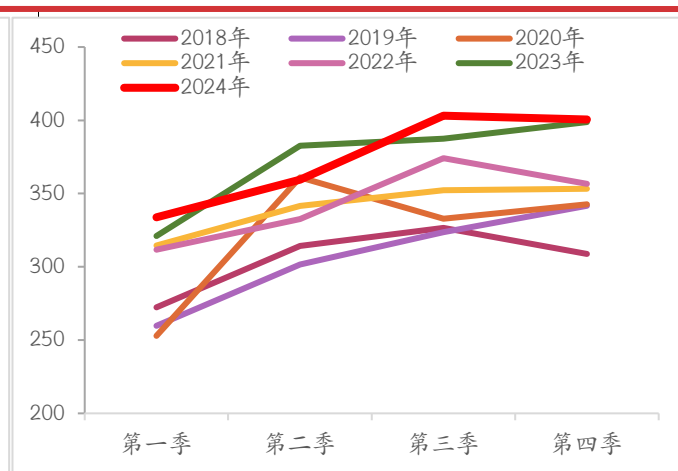


资料来源：SMM，wind，光大期货研究所

图表 63：国内铜表观消费量（万吨）

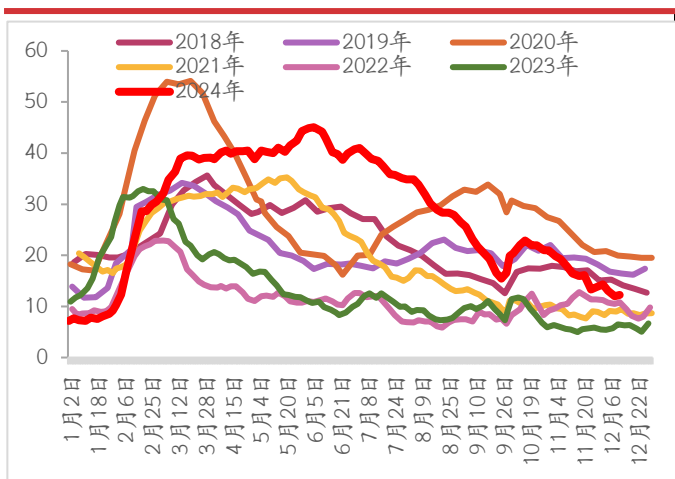


图表 64：国内铜实际消费量（万吨）

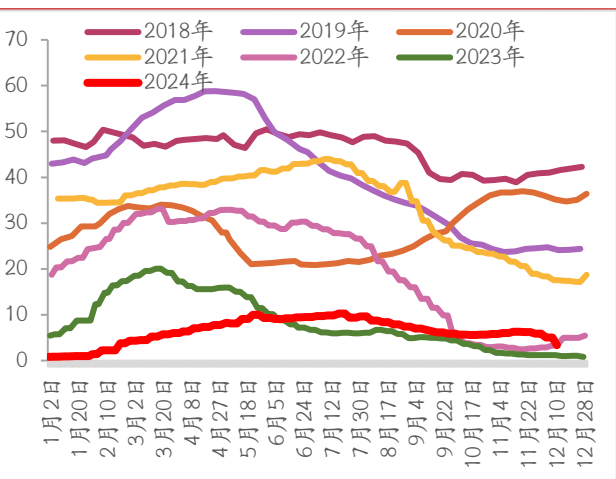


资料来源：SMM，光大期货研究所

图表 65：国内铜社会库存（不含保税，万吨）



图表 66：国内铜保税库存（万吨）



资料来源：SMM，光大期货研究所

国内方面。2024 年国内精铜的表观消费量预计约 1513.96 万吨，同比增长 2.6%；如果算上库存损益，则国内精铜实际消费量约在 1497.02 万吨，累计同比增加仅为 0.4%，低于年初预期。国内库存方面来看，2024 年库存同比有所增加，截止 12 月 13 日国内社会库存较去年末增加 5.59 万吨至 12.23 万吨；保税区库存增加 2.56 万吨至 3.37 万吨。

展望 2025 年，据 ICSG 此前预测 2025 年增速有望达到 2.7%。笔者认为，有三个方面的考虑，一是欧美国家电网改造等领域依然存在一定增速，但房地产业起色不明显或影响部分需求，新能源汽车等领域或受能源价格萎靡限制，但可以期待欧美市场是否会开启大规模的补库周期；二是除中国外的新兴市场领域依然维系偏高增速，如印度、印尼、越南等东南亚国家的经济高增速影响；三是最大的变数可能来自于中国，由于需求占比大，中国稳增长的成效会直接影响对 2025 年

需求判断。ICSG 认为 2025 年中国铜需求将由 24 年的 2% 降至 1.8%，持谨慎看法。

这里我们着重谈一下国内铜消费。我国处于“新质生产力”和“高质量发展”转型关键时期，但从 2024 年政治局会议和中央经济工作会议内容来看，政府在稳增长层面存在加码的可能性，这可能意味着政府推动的投资方向在房地产、基建和消费领域会加大力度，而在新能源等新兴领域可能会放缓增速，实际上下半年我们也可能感受到新能源汽车以及光伏等领域的压力。2024 年受高铜价影响较大，国内铜实际需求增速或小于 1%；基数偏低下，我们预估 2025 年全年铜需求或恢复至 3~4% 之间。

我们从三个方面去阐述。

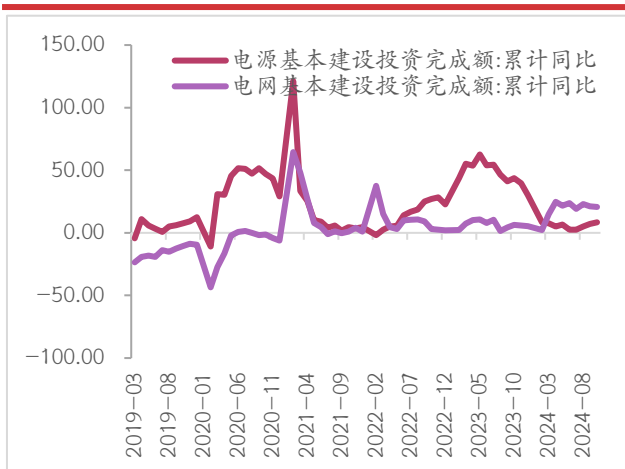
首先，从传统用铜分项来看。电源投资今年前 10 月累计同比增速在 8.3%，电网投资累计同比达到 20.7%。电网需求表现强劲，如果从当前增速测算，2024 年有望超过 6000 亿元。不过电源投资领先于电网投资，当电源投资增速下降，电网投资预计也将越过增速峰值，2025 年增速有望降至 10%~15%。另外，2025 年十四五规划收官之年，风电光伏装机有望延续增长，但需要注意的是，风电装机量有望超预期，但光伏装机量需待观察。

其次，新能源（新能源汽车、光伏、风电）消费用铜 2024 年度贡献依然较大，笔者测算新能源用铜量前 10 月累计增速达到 26%，按照该增速推测，全年用铜量将达到 260 万吨左右，由此已经占到了整个用铜量的 16% 左右。2025 年，按照新兴产业去推测，理论上仍会呈现快速增长，但实际上用铜量要值得商榷。受海外加征关税以及国内经济环境影响，无论是新能源汽车还是光伏增速放缓可能性较大。且受高铜价影响，新能源各个环节的“含铜量”均逐渐下降。比如在光伏系统中，铜主要用于电缆和电池板的连接，但随着铝合金材料的技术提升，越来越多的光伏企业选择铝代替铜；在风电机组的部件中，尤其是外部结构件和传动系统，复合材料和高强度钢材逐渐取代了铜的应用；在新能源汽车领域，由于成本和重量问题，铝电缆的使用逐步增加；而在传统电力领域的高压输电线路中，铝由于其较低的成本和更轻的质量，已逐渐替代了铜，而这种趋势正向城市和民用领域蔓延。在锂电池应用方面，受成本控制影响用铜量也在不断优化，以锂电铜箔为例，目前市场主要采用厚度约为 4.5~8 μm 的超薄电解铜箔作为负极，特别是 6~8 μm ，但今年随着铜价持续在高位，铜箔厚度主流已降至 4.~6 μm ，且复合铜箔迎来发展契机。据相关机构测算，假设 1GWh 锂电池正负极箔材用量均为 1200 万平米，铜箔厚度为 6 微米，则需要的铜箔用量为 645 吨；若将铜箔换成复合箔材，其中 PET 层厚度为 4.5 微米，金属层厚度为 2 微米，

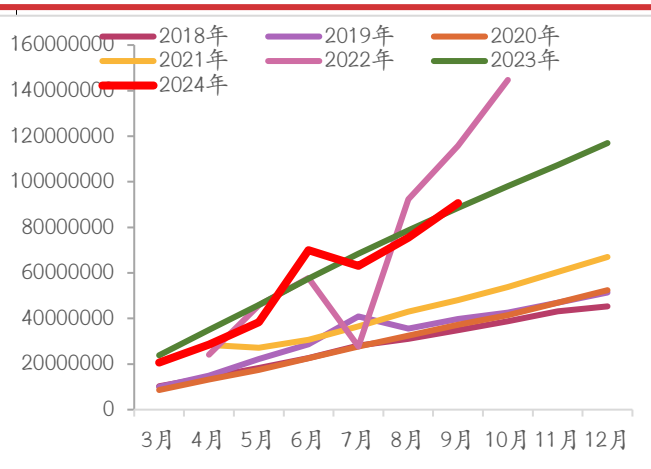
则 1GWh 锂电池仅需要复合铜箔 289 吨，相对传统箔材减重 55%。

最后，房地产可能成为明年影响需求增速重要的变量因素。2024 年，国内房地产从新开工到施工，最后到竣工均呈现较大幅度的下降态势，而有色品种作为房地产后需求，房地产负增速对铜在该领域的需求影响不言而喻。我们预计，2025 年房地产竣工面积将继续呈现小幅下滑之势，房地产行业用铜量可能继续呈现负贡献。风险点就在于房地产销售端增速能迅速回暖，犹如 2016 年一季度，届时投资者会对房地产产业链重新给予较高的乐观预期。

图表 67：电源与电网投资增速（单位：%）

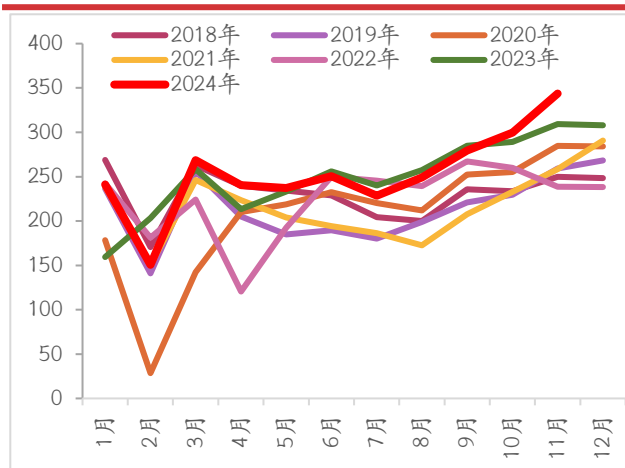


图表 68：国内电力电缆产量（千米）

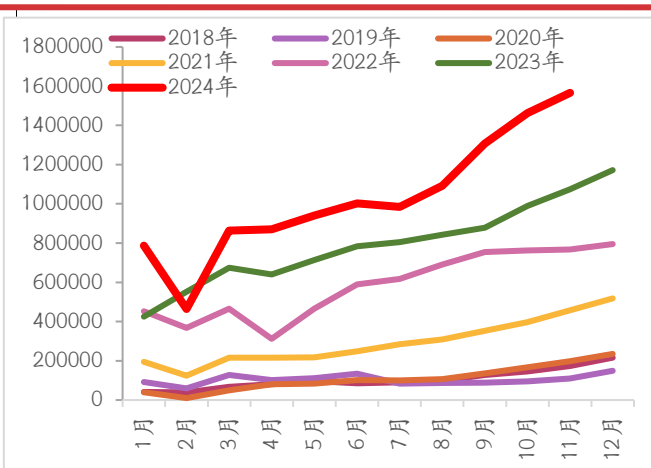


资料来源：WIND，光大期货研究所

图表 69：国内燃油汽车产量（万辆）

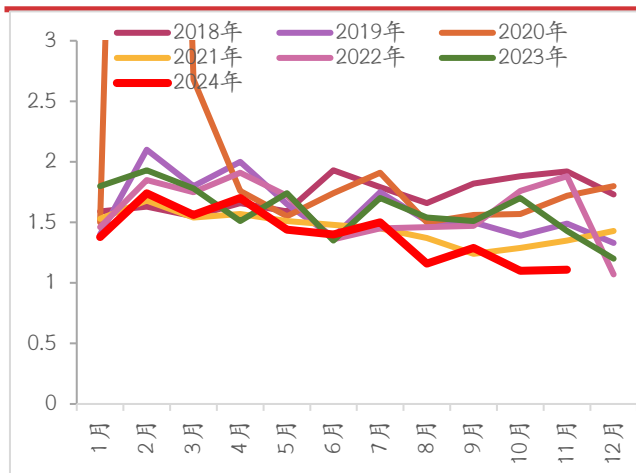


图表 70：国内新能源汽车产量（辆）

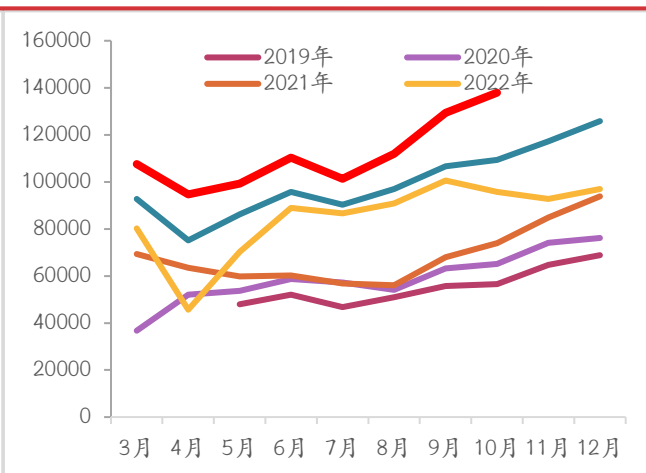


资料来源：SMM，光大期货研究所

图表 71：国内汽车库存指数

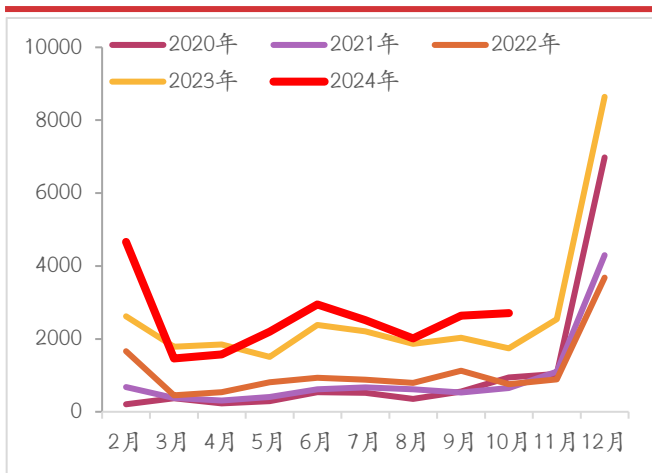


图表 72：国内汽车用铜量测算（吨）

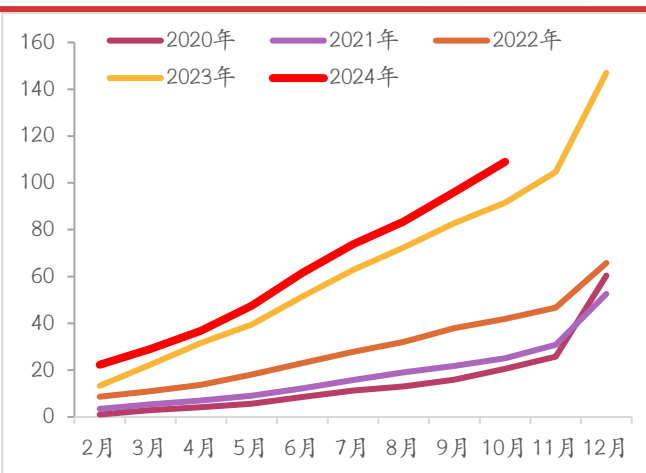


资料来源：SMM，光大期货研究所

图表 73：光伏+风电累计装机量（万千瓦）

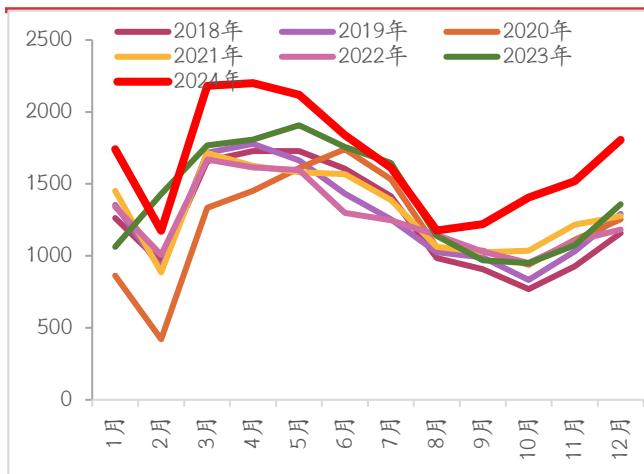


图表 74：光伏风电年度累计用铜量测算（万吨）

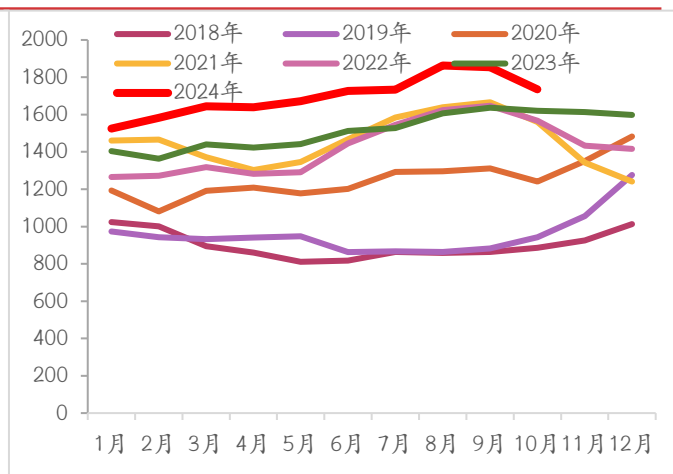


资料来源：SMM，IFIND，光大期货研究所

图表 75：国内空调产量（万台）



图表 76：国内家用空调企业库存量（万台）



资料来源：SMM，光大期货研究所

图表 77：房地产用铜同比预测（%）



图表 78：下游样本行业用铜量测算



资料来源：WIND，光大期货研究所

图表 79：新能源领域用铜量测算

	2024 年		2025 年		新增用铜	同比	
	产量/装机容量	用铜量	产量/装机容量	用铜量		产量/装机容量	用铜量
新能源汽车	1227.2	79.8	1472.7	95.7	16.0	20.0%	20.0%
风电	98.0	39.2	147.0	55.9	16.7	50.0%	42.5%
光伏	259.0	129.5	310.8	139.9	10.4	20.0%	8.0%
上述新增用铜		248.5		291.4	43.0		17.3%
充电桩		10.0		15.0	5.0		50.0%
合计		258.5		306.4	36.8		14.2%

备注：单位用铜量考虑替代和优化；单位：万辆、GW、万吨

资料来源：SMM，IFIND，光大期货研究所

图表 80：2025 年度用铜增速测算

下游	占比	年度增速	年度用铜贡献
传统电力	46.0%	2.0%	0.9%
家电	14.0%	5.0%	0.7%
新能源	16.0%	14.2%	2.3%
房地产及相关	8.0%	-8.0%	-0.6%
其他	16.0%	2.0%	0.3%
合计			3.6%

资料来源：SMM，IFIND，光大期货研究所

4、2022 年供求平衡预测

据国际铜业研究组织(ICSG)预测，2024 年全球铜供求将过剩 46.9 万吨，2025 年全球精炼铜供

应量和消费量将分别增长 1.6%和 2.7%，供求矛盾将得到缓解，全年过剩约 19.4 万吨。

表 81：2024 年全球精炼铜供求平衡预测（单位：千吨）

	全球精炼铜产量			全球精炼铜消费量		
区域	2023 年	2024 年	2025 年	2023 年	2024 年	2025 年
非洲	240.9	261.4	292.6	18.4	18.7	18
北美	157.4	168.9	167.6	213.3	218.8	225.5
拉丁美洲	251.4	235	240.3	38.1	39.5	40.5
东盟 10 国	45.4	63.6	117.7	115.1	122	130.6
亚洲除东盟	1490.7	1564.2	1623.2	1874.3	1922.3	1975
东盟	49.9	51.7	53.1	10.7	10.7	10.7
欧盟	246.7	246.7	252.4	298.5	293.4	296.9
欧洲其他国家	123.4	126.6	135.2	87.1	89.7	90.2
大洋洲	44.5	45	45.2			
总计	2650.3	2763.2	2927.2	2655.6	2715	2787.5
调整	2650.3	2761.9	2806.8	2655.6	2715	2787.5
变化	4.90%	4.20%	1.60%	2.80%	2.20%	2.70%
供求平衡				-53	469	194

资料来源：ICSG，光大期货研究所

结合国内供求情况及进口预期，我们推测了 2025 年供求平衡表，如下所示。我们预测，2025 年国内铜供求关系亦将出现缓解，并实现小幅累库。这里存在三个不确定性。第一，我国对于铜精矿、精铜以及废铜等原材料进口依赖在不断提升，因此海外相关国家因政治不稳定性存在供应扰动风险；第二，预测居于国内房地产产业处于转型期，而非政策强刺激下的快速反弹，因此该领域对铜需求继续维系负增量；第三，进口量将直接影响国内动态供应平衡，需要特别注意。

图表 82：2025 年国内精炼铜供求平衡预测（单位：万吨）

	2022 年	2023 年 E	同比	2024 年 F	同比
精铜产量	1144.0	1195.0	4.5%	1212.9	1.5%
进口量	351.1	360.8	2.8%	369.9	2.5%
出口量	27.9	46.2	65.5%	27.7	-40.0%
精铜消费	1482.1	1490.9	0.6%	1544.1	3.6%
供求平衡	-14.9	18.7		10.9	

资料来源：SMM，IFIND，WIND，光大期货研究所

四、 结论

展望 2025 年铜价，结合基本面和宏观的判断，我们认为铜价重心与 2024 年大体持平或小幅

下移、价格上半年表现偏弱，下半年价格回升甚至好于上半年的概率较大，铜现“疯牛”过后可能会倾向于平静，价格波动幅度也可能会减弱。

首先，从基本面去看。2024 年铜精矿紧张事件引发海外铜价出现风险事件，实际上从全球精铜供求平衡去看，2024 年实际处于相对偏宽松态势，精铜供应增速反略高于需求增速，全球铜供求实现盈余，LME、Comex 和国内均实现小幅累库，特别是 LME 库存比去年同期高出近 10 万吨。根据产业定价方法，铜价上涨实际是在给铜矿企业进行激励，并未惠及下游产业链。进入 2025 年，随着新的粗铜产能陆续落地，也就意味着铜精矿依然存在紧张的态势，这将继续支撑着价格保持在偏高位（以此继续给铜矿企业激励）；但铜精矿供应紧张和粗（精）铜产出互为因果，粗（精）铜产量调增必然会引起铜精矿紧张，反之铜精矿供求关系会改善。我们预计 2025 年全年铜精矿产出增量约 48~73 万金属吨，相当于支撑约 1.6%~2.6%粗（精）铜的供应增量，这也符合市场对来年精铜供应增速的预判。另外，需求方面依然充满着不确定性，一方面是来自于宏观的压力，另一方面高铜价仍会制约需求，也会加快用铜量的优化及品种间的相互替代。从供求平衡表来看，我们预测明年铜供求矛盾将继续得到缓解，铜可能再度小幅累库。因此在未产生预期差的时候，投资者还能不能继续打着“供应短缺”的名义去推动行情值得思考。

其次，宏观方面。随着特朗普再次当选美国总统，全球贸易冲突势必再次展开，且共和党把控参众两院，更为极端的政策更容易得到执行。因此我们可能在 2025 年春节后就能感受到来自美国的关注，特朗普的一举一动甚至会影响着整个全球经济和金融市场。从其上一届总统期间铜价表现来看，2016~2017 年铜价为上升期；2018~2019 年为下跌期。结合当时国内经济表现来看，我们认为 2016~2017 年是国内经济的快速发展以及欧美补库周期共同推动了一轮行情；之后，随着美“一意孤行”的加征关税，最终给全球经济带来不稳定性，铜价走向下跌行情。因此进入 2025 年，宏观要关注两个因素，一是国内稳增长力度，二是特朗普政策如何展开。但对投资来说，这本身就充满着不确定性。另外，特朗普政策对美国经济和通胀产生何种影响，也将会深度影响美联储货币政策的表现，上半年降息节奏存在放缓的可能性。对于国内来说，我们将要面临美国加征关税的压力，稳增长压力也会随之加大，中央“积极的财政政策和适度宽松的货币政策”表述力度空前，对于政策落地的期待或许成为上半年推动铜价反弹的利多因素，但高度要结合海外宏观环境和实际效果进行评估。

最后，市场情绪方面。2024 年上半年，COMEX 市场发生铜挤仓事件，随后铜价出现见顶回

落走势。之后，虽然铜价仍在高位运行，但我们也看到无论是 LME 还是 COMEX 市场资金量并未再度持续介入到铜市，反而呈现不断下滑之势，这是对 2024 年极端行情的消化，也说明机构投资者对未来铜价看法的不确定性增加。进入 2025 年，我们看到铜市场面临的基本面环境要比 2024 年初要好很多，一是铜精矿供应相对平稳，二是显性库存相比去年年初要高，因此市场非理性炒作的条件弱于 24 年。

基于以上所述，2025 年上半年，笔者认为风险大于机会，节奏上可能会小幅冲高后回落，价格高度难以超过历史高点，24 年已证明高铜价下的基本面并不足以支撑铜价大幅走高，当然行情也可能在春节前后先行下探，这取决于市场对特朗普政策以及国内稳增长政策是否存在较大的预期差；2025 年下半年，铜价或好于上半年，宏观风险可能在上半年集中释放或多数定价，国内稳增长稳出口政策效果渐次展开，铜需求韧性下存在订单修复以及铜供应也可能因铜精矿扰动或 TC 持续低位再现降产预期。我们预测，2025 年 LME 铜价重心将下移 165 美元/吨至 9120 美元/吨，年内运行区间在 8500 美元/吨至 10200 美元/吨；对应国内运行区间 65000 元/吨~83000 元/吨。

风险提示：

1、基本面：主要铜矿产国突发供应不可抗力事件；

2、宏观面：特朗普关税政策以及美股波动风险；

图表 83：2025 年 LME 铜价走势预测

	年均价	涨跌幅度	高点	低点	波动幅度
2017	6204	1332	7312	5450	1862
2018	6543	339	7348	5773	1575
2019	6022	-521	6608	5518	1090
2020	6199	177	8028	4371	3657
2021	9294	3094	10747	7705	3042
2022	8786	-508	10845	6955	3890

2023	8521	-265	9550.5	7856	1694.5
2024E	9285	764	10958.5	8127	2977.5
2025F	9120	-165	11104.5	8500	1700

资料来源：WIND，IFIND，光大期货研究所（单位：美元/吨）

有色金属团队介绍

展大鹏，理科硕士，现任光大期货研究所有色研究总监，贵金属资深研究员，黄金中级投资分析师，上期所优秀金属分析师，期货日报&证券时报最佳工业品期货分析师。十多年商品研究经验，服务于多家现货龙头企业，在公开报刊杂志发表专业文章数十篇，长期接受期货日报、中证报，上证报、证券时报、第一财经、华夏时报等多家媒体采访，团队曾荣获第十六届、第十五届期货日报&证券时报最佳金属产业期货研究团队奖，上期所 2016 年度有色金属优秀产业团队称号。

期货从业资格号：F3013795 期货交易咨询资格号：Z0013582 E-mail: Zhandp@ebfcn.com.cn

刘轶男，英国利物浦大学理学硕士，现任光大期货研究所有色研究员，主要研究方向为锌锡，期货日报&证券时报最佳工业品期货分析师。深入国内外有色产业，扎根产业链上下游，关注行业热点和时事政策，服务于多家产业龙头企业。长期在期货日报、中证报、第一财经、华夏时报等国内主流财经媒体发表观点，撰写多篇深度专题报告和热点解读报告，获得客户高度认可。

期货从业资格号：F3030849 期货交易咨询资格号：Z0016041 E-mail: Liuyn@ebfcn.com.cn

王珩，澳大利亚阿德莱德大学金融学硕士，现任光大期货研究所有色研究员，主要研究方向为铝硅。扎根国内有色行业研究，跟踪新能源产业链动态，为客户提供及时的热点和政策解读，撰写多篇深度报告，获得客户高度认可；深入套期保值会计及套保信披方面研究，更好的服务上市公司风险管理。

期货从业资格号：F3080733 期货交易咨询资格号：Z0020715 E-mail: Wangheng@ebfcn.com.cn

朱希，英国华威大学理学硕士，现任光大期货研究所有色研究员，主要研究方向为锂镍。重点聚焦有色与新能源融合，跟踪新能源产业链动态，为客户提供及时的热点和政策解读，撰写多篇深度报告，获得客户高度认可。

期货从业资格号：F03109968

E-mail: zhuxi@ebfcn.com.cn

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号 6 楼、703 单元

公司电话：021-80212222

传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979

邮编：200127