

## 有色金属年度报告

# 宏观偏暖&矿端阶段性扰动，铜价上行仍可期

### 主要观点：

**宏观方面**，欧美央行在维持高位利率近一年后分别于今年二、三季度开启降息通道，美国经济景气度整体维持回升，欧洲经济也有小幅回升但整体表现仍较为一般。中国经济保持相对稳健增长，尤其在三、四季度有政策落地支撑，但部分领域需求仍需继续激活。2025 年，预计欧美降息方向延续，国内政策也仍有预期，全球经济增长的大方向相对确定，需要关注的是美联储降息力度、特朗普关税政策及国内政策强度等因素合力下全球经济的增长的幅度，预计 2024 年全球经济增长率为 3.23%，2025 年进一步抬升至 3.25%。

**供给端**，近三年全球矿端增量产能充足，但矿端扰动实多限制铜矿产量增幅，2024 年全球铜矿产量不及预期，导致矿端持续紧张限制精炼铜产量。2025 年，矿端虽仍有新增产能，但受制于矿石品位下降及高扰动率，预计矿端难有显著改善。冶炼方面，海外主要为印尼预计带动新增冶炼产能 70 万吨，国内新增粗炼及精炼产能分别为 110 万吨和 122.5 万吨，矿端紧张使得废铜原料仍是重要补充，需要注意加工费低位背景下新产能投产不及预期以及美国关税政策影响我国进口废铜的风险。2025 年全球精铜产量预计增长 2.7%，中国产量预计增长 4.5%，全球铜供应增长态势将继续保持。

**需求端**，2024 年，海外铜消费整体基本持平，下游各终端包括制造业和房地产均表现偏弱。国内方面，全年政策托底大背景下电力板块尤其新能源部分用铜提供消费支撑，汽车板块用铜保持强劲，家电板块增速下滑但仍超预期，地产端如期持续走弱。2025 年，预计随着欧美等国逐步降息等政策驱动，海外铜消费有所回升，国内，电力电网用铜保持稳定增长，地产用铜预计仍有下滑，汽车板块用铜受新能源汽车高单车用铜量影响继续抬升，家电出口可能因政策有所拖累，国内铜消费继续小幅抬升。预计 2025 年，全球铜消费增速为 3.3%，中国的铜消费增速为 3.8%。

投资咨询业务资格号：

新证监许可【2020】3 号

有色金属研究团队

研究员：

衡焱

hengyan@cloudfutures.cn

从业资格号：F03104819

投资咨询号：Z0018179



综合来看，欧美降息+国内政策支撑背景下，宏观层面预期偏暖。铜供需同步增长整体平衡，但矿端紧张矛盾难解或阶段性成为市场交易主驱动，预计铜价中长期价格重心仍有上移，沪铜价格的波动区间将在 69000-90000 元/吨之间，关注海内外宏观预期差及矿端变化。

风险提示：美联储超预期利率调节、国内超预期经济刺激、矿端扰动。

## 正文目录

一、全球宏观经济.....	6
（一）美国维持降息节奏，经济表现继续回升.....	6
1、通胀低位微涨，就业市场热度缓降，2025 年降息幅度有限 .....	6
2、美国经济及消费者信心整体回升，关注特朗普政策影响.....	8
（二）欧洲通胀低位维持降息，经济景气度仍弱 .....	9
（三）政策端仍有预期，国内经济延续回升 .....	10
二、供应 .....	11
（一）原料供应低于预期，预计 2025 年矿端仍紧.....	12
（二）铜供应增速下滑，2025 矿紧或限制产能抬升 .....	15
1、全球冶炼产能、产量续增，但增速整体持续下滑 .....	15
2、国内冶炼产能继续增长，关注利润恶化限制产能释放风险 .....	16
（三）废铜重要性日益抬升，关注中美贸易政策 .....	19
三、需求 .....	21
（一）新能源装机维持高增，电力电网用铜需求增加 .....	21
1、基建托底背景下，电力板块用铜提供消费支撑 .....	21
2、光伏风电需求可观，行业消费依然有增量.....	22
（二）竣工端增速持续走低，地产用铜承压 .....	24
（三）汽车用铜贡献较大，后续出口有回落压力 .....	25
（四）家电增速下滑但仍超预期，关注政策持续性 .....	26
四、库存 .....	27
（一）三大交易所铜期货库存 .....	27
（二）国内铜现货库存和保税区库存 .....	28
五、行情展望.....	29

## 图表目录

图表 1: 美国 CPI 与核心 CPI (%)	7
图表 2: 密歇根大学美国居民通胀预期	7
图表 3: 美国新增非农就业与失业率 (万人)	7
图表 4: 美国平均时薪 (美元)	7
图表 5: FEDWATCH 工具预测美联储利率水平概率	8
图表 6: 美国制造业 PMI	9
图表 7: 密歇根大学美国消费者信心指数	9
图表 8: 欧元区 CPI (%)	10
图表 9: 欧元区 PMI 与消费者信心指数	10
图表 10: 中国 GDP (亿元、%)	11
图表 11: 中国制造业 PMI	11
图表 12: 中国非制造业 PMI	11
图表 13: 中国社零、工业增加值	11
图表 14: 全球铜矿年度产量 (万吨)	12
图表 15: 全球铜矿月度产量 (万吨)	12
图表 16: 智利铜矿产量 (万吨)	13
图表 17: 中国铜矿产量 (万吨)	13
图表 18: 铜精矿长单 TC (美元/吨)	14
图表 19: 进口铜精矿指数 (美元/吨)	14
图表 20: 2025 年新/扩建项目 (万吨)	14
图表 21: 中国铜矿产量 (万吨)	15
图表 22: 中国铜精矿进口 (万实物吨)	15
图表 23: 全球精炼铜产能 (万吨)	15
图表 24: 全球精炼铜产能利用率 (%)	15
图表 25: 全球精炼铜 (原生) 产量 (万吨)	16
图表 26: 全球精炼铜 (再生) 产量 (万吨)	16
图表 27: 中国粗铜月度产量 (万吨)	16
图表 28: 中国矿产粗铜月度产量 (万吨)	16
图表 29: 中国废产粗铜月度产量 (万吨)	17
图表 30: 中国粗铜进口量 (万吨)	17
图表 31: 铜精矿现货冶炼利润 (元/吨)	17
图表 32: 铜精矿长单冶炼利润 (元/吨)	17
图表 33: 国内硫酸价格 (元/吨)	18
图表 34: 中国电解铜产量 (万吨、%)	18
图表 35: 中国电解铜进口量 (万吨)	18
图表 36: 未锻造的铜及铜材进口量 (万吨)	18
图表 37: 2025 年后新/扩建粗炼产能项目 (万吨)	19
图表 38: 2025 年后新/扩建精炼产能项目 (万吨)	19

图表 39: 国内废铜供应 (万吨)	20
图表 40: 废铜进口量 (万实物吨)	20
图表 41: 铜精废价差 (元/吨)	21
图表 42: 再生铜杆企业开工率 (%)	21
图表 43: 电网基本建设投资 (亿元)	22
图表 44: 电源基本建设投资 (亿元)	22
图表 45: 全球光伏装机容量 (GW)	23
图表 46: 中国光伏装机容量 (GW)	23
图表 47: 全球风电装机容量 (GW)	23
图表 48: 中国风电装机容量 (GW)	23
图表 49: 中国光伏新增装机 (GW)	24
图表 50: 中国分布式光伏新增装机占比 (GW)	24
图表 51: 房屋新开工面积 (万平米, %)	24
图表 52: 房屋竣工面积 (万平米, %)	24
图表 53: 中国汽车销量 (万辆)	25
图表 54: 汽车经销商库存预警指数	25
图表 55: 中国新能源汽车产量 (万辆)	26
图表 56: 中国新能源汽车销量 (万辆)	26
图表 57: 空调产量 (万台, %)	27
图表 58: 冰箱产量 (万台, %)	27
图表 59: 洗衣机产量 (万台, %)	27
图表 60: 冷柜产量 (万台, %)	27
图表 61: 全球交易所铜显性库存 (吨)	28
图表 62: 上期所铜库存 (吨)	28
图表 63: 国内铜现货库存 (万吨)	28
图表 64: 保税区铜库存 (万吨)	28

## 一、全球宏观经济

欧美央行在维持高位利率近一年后分别于今年二、三季度开启降息通道，美国经济景气度整体维持回升，欧洲经济也有小幅回升但整体表现仍较为一般。中国经济保持相对稳健增长，尤其在三、四季度有政策落地支撑，但部分领域需求仍需继续激活。2025 年，预计欧美降息方向延续，国内政策也仍有预期，全球经济增长的大方向相对确定，需要关注的是美联储降息力度、特朗普关税政策及国内政策强度等因素合力下全球经济的增长的幅度，预计 2024 年全球经济增长率为 3.23%，2025 年进一步抬升至 3.25%。

### （一）美国维持降息节奏，经济表现继续回升

#### 1、通胀低位微涨，就业市场热度缓降，2025 年降息幅度有限

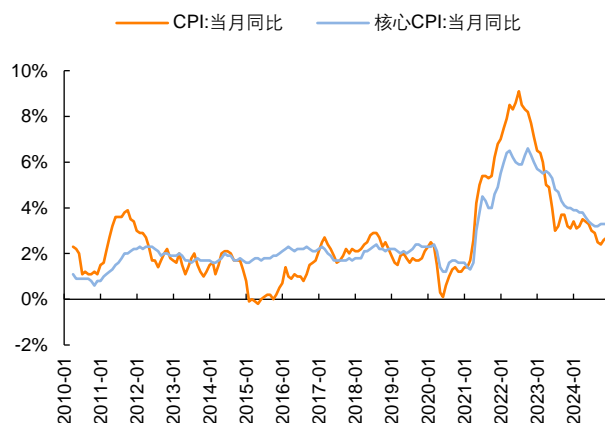
自 2024 年三季度起，美联储分别在 9 月、11 月、12 月三次议息会议上降息 50BP、25BP、25BP，使得联邦基金利率目前达到了 4.25%-4.5%。

当前美国通胀水平距离美联储此前一直坚持的“2%通胀目标”仍稍有差距，即便美联储不再坚持将通胀压到前期目标，近期从趋势上来讲也不容乐观，美国 CPI 同比数据从 9 月起逐月抬升，11 月美国 CPI 同比增长 2.7%，密歇根大学 12 月的调查显示居民对美国 1 年期通胀预期上升至 2.8%，通胀反弹的趋势使得美联储无法快速连续降息。此外，就业方面，美国 11 月新增非农就业人口 22.7 万人，失业率 4.2%，就业市场较前期稍有降温，但幅度相对有限，就业市场坚挺也使得市场预期后续通胀端较为顽固。

美联储主席鲍威尔在 12 月议息会议后的新闻发布会上的言论也偏鹰派，重新提到了 2%的长期通胀目标，表示对当前就业形势的信心，预期美联储到 2025 年底将仅进行两次 25 个基点的降息，相较于之前 9 月份的预期有所减少，这也表明美联储对于未来的宽松程度变得更加保守。根据 CME 的“FedWatch”工具，目前市场预期 2025 年 1 月、3 月的议息会议上美联储维持利率不变的概率占主导低位，分别为 91.4%和 51.2%，并预期美联储在 5 月的议息会议上降息 25BP 直到年底维持利率不变。

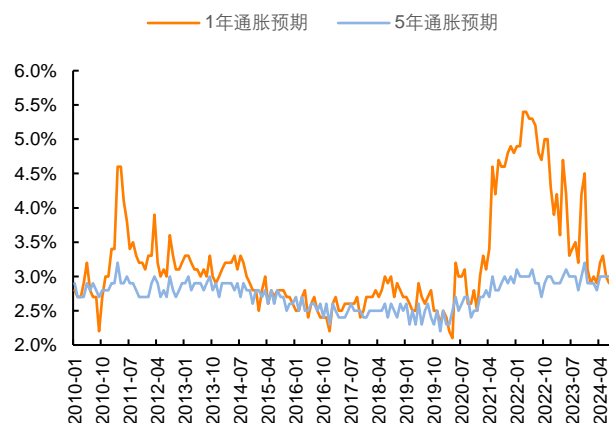
基于就业和通胀的双重目标，我们预计美联储 2025 年全年降息 2-3 次，其中上半年降息一次 25BP，下半年的降息操作则需要持续观察上半年的经济数据且要考虑特朗普上任后高关税的影响落地。

图表 1：美国 CPI 与核心 CPI (%)



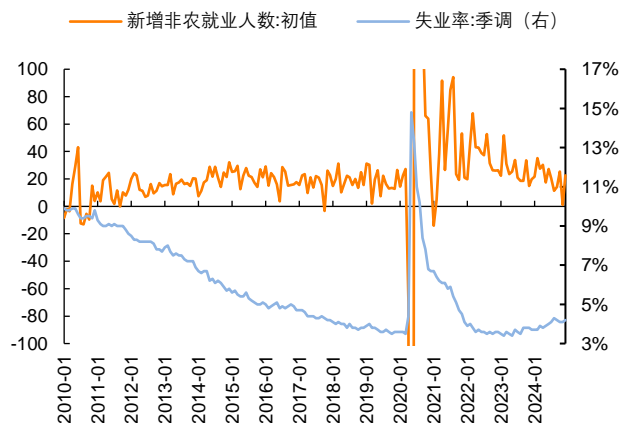
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 2：密歇根大学美国居民通胀预期



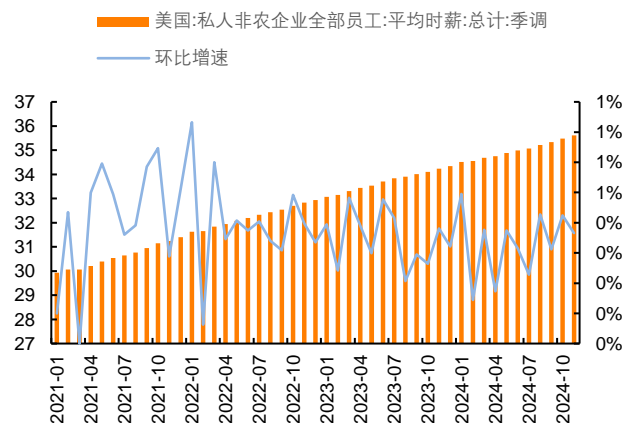
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 3：美国新增非农就业与失业率 (万人)



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 4：美国平均时薪 (美元)



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 5: FedWatch 工具预测美联储利率水平概率

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES					
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
1/29/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.6%	91.4%
3/19/2025	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	45.0%	51.2%
5/7/2025	0.0%	0.0%	0.7%	11.3%	46.2%	41.9%
6/18/2025	0.0%	0.2%	3.8%	21.5%	44.9%	29.6%
7/30/2025	0.0%	0.6%	6.0%	24.4%	43.0%	25.9%
9/17/2025	0.1%	1.6%	9.2%	27.7%	40.0%	21.4%
10/29/2025	0.3%	2.2%	10.8%	28.7%	38.4%	19.6%
12/10/2025	0.5%	3.2%	12.9%	29.9%	36.2%	17.3%

资料来源: CME 云财富期货交易咨询部

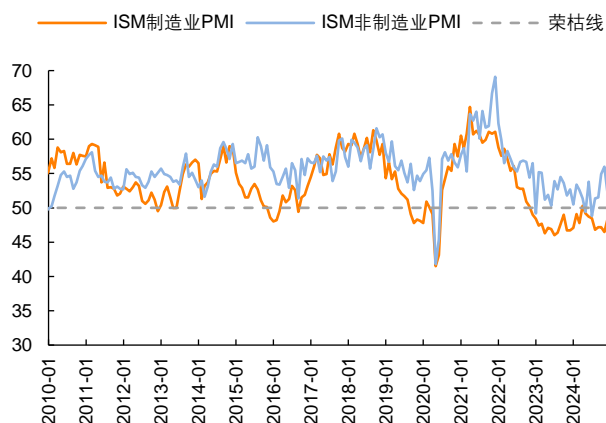
## 2、美国经济及消费者信心整体回升，关注特朗普政策影响

美国经济数据整体保持韧性，尤其自三季度降息后多项指标整体抬升，美国第三季度实际 GDP 增速超预期强劲，达到 3.1%，全年维持正增长且增速逐步抬升。主要得益于劳动力市场的稳定、工资增长以及家庭资产负债表的改善，消费者支出显著增加，耐用品订单（如飞机、汽车等）的增长也反映了商业投资的复苏。最新数据显示，美国 11 月 ISM 制造业 PMI 为 48.4，整体延续回升态势，非制造业 PMI 为 52.1，连续第五个月位于荣枯线上方，11 月密歇根大学调查消费者信心指数为 71.8，连续第五个月抬升。

目前美国暂无通胀及就业担忧，美联储整体维持降息方向，预计经济增长态势不会有显著改变，但由于新任总统特朗普的政策尤其是关税政策的不确定性，增长幅度仍需观察，我们预计 2025 年美国经济增速在 2%-2.5% 之间。



图表 6：美国制造业/非制造业 PMI



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 7：密歇根大学美国消费者信心指数



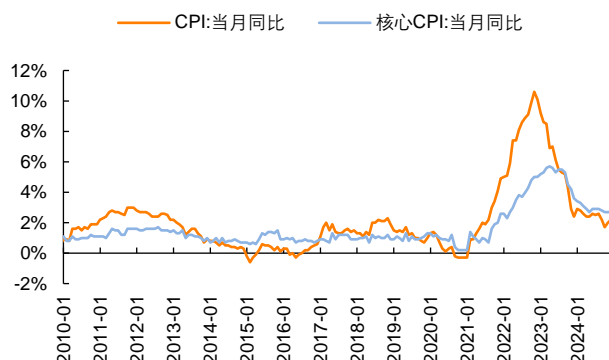
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

## （二）欧洲通胀低位维持降息，经济景气度仍弱

在能源价格下跌和欧洲央行连续加息至高位后续影响作用下，欧元区的通胀快速下行至低位，11月欧元区CPI同比为2.2%，达到近三年的最低水平。2024年二季度，欧洲央行率先启动降息，截至目前已累计降息135BP，但由于经济内生增长动力不足原因，降息带来的经济景气度抬升作用并不显著。2023年下半年来，欧元区制造业陷入了深度衰退，PMI持续低于荣枯线，今年降息以来虽然数据稍有回升，但始终处于荣枯线下方较远，而服务业PMI虽整体仍处于扩展区间，但扩张的幅度反而在逐步收缩。

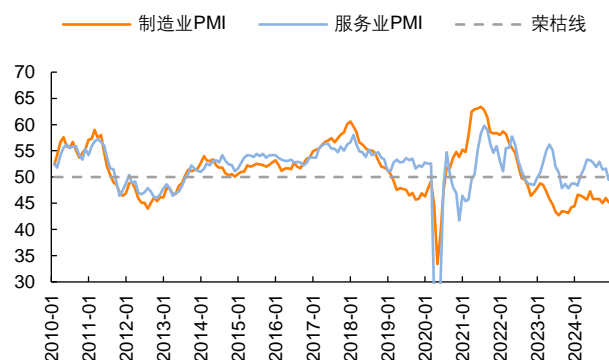
基于经济前景不明朗和内外需求不足的双重打击，居民消费和企业投资一直处于相对低位，预计降息对欧元区经济提供相对有限，且美国总统特朗普近期也表示关注于欧盟的贸易逆差问题，后续欧盟经济还存在一定政策风险。我们预计欧洲经济延续整体景气度偏弱态势，2025年全年经济增速在全球主要经济体中处于偏低位置，同比增速为1.25%。

图表 8：欧元区 CPI (%)



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 9：欧元区 PMI 与消费者信心指数



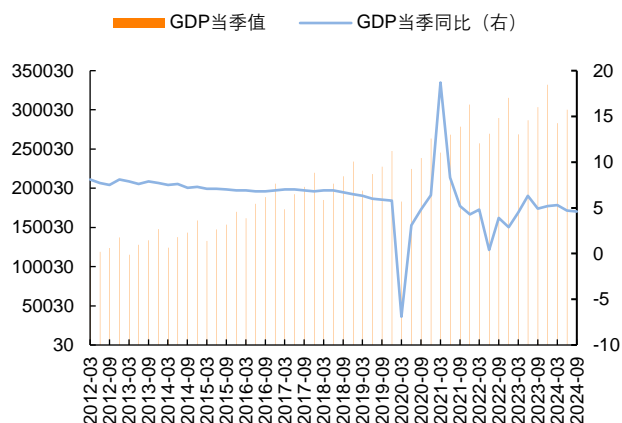
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

### （三）政策端仍有预期，国内经济延续回升

根据国家统计局的数据，2024 年前三季度，中国国内生产总值同比增长 4.84%，全年来看，经济总体呈现出回升向好的趋势，四季度国内更多支持政策落地，市场对第四季度的经济表现也保持了积极的预期。目前市场主流预期，2024 年第四季度中国的 GDP 增速将在 5.1%-5.2%左右，全年 GDP 实现 5%的增长，从而完成全年经济增长目标。

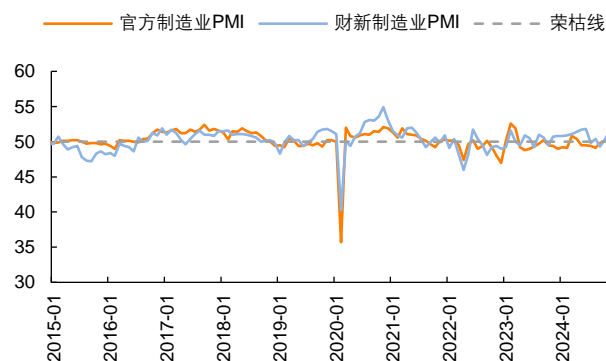
随着宏观调控政策在三季度后逐步释放，货币政策灵活适度，财政政策积极稳健，这些坚决实施的政策改善了国内经济的预期。12 月国内继续布局，相关经济工作会议定调积极，表示明年将“实施更加积极有为的宏观政策”，要“实施更加积极的财政政策”，尤其是货币政策转为“适度宽松”，更是 2008 年以来第二次。我们预计在当前政策的基础上，2025 年整体政策的加码仍将继续，中国经济将延续回升态势。

图表 10: 中国 GDP (亿元、%)



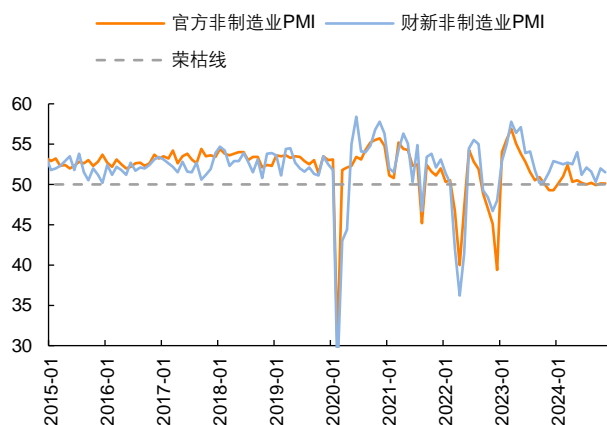
资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 11: 中国制造业 PMI



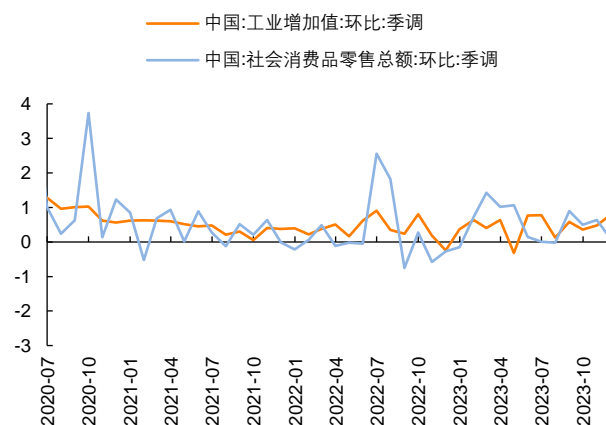
资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 12: 中国非制造业 PMI



资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 13: 中国社零、工业增加值



资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

## 二、供应

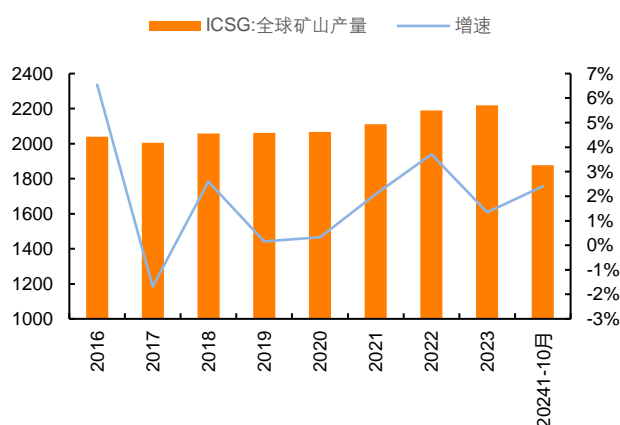
近三年全球矿端增量产能充足,但矿端扰动实多限制铜矿产量增幅,全球铜矿产量不及预期,导致矿端持续紧张限制精炼铜产量。2025 年,矿端虽仍有新增产能,但受制于矿石品位下降及高扰动率,预计矿端难有显著改善。冶炼方面,海外主要为印尼预计带动新增冶炼产能 70 万吨,国内新增粗炼及精炼产能分别为 110 万吨和 122.5 万吨,矿端紧张使得废铜原料仍是重要补充,需要注意加工费低位背景下新产能投产不及预期以及美国关税政策影响我国进口废铜的风险。2025 年全球精铜产量预计增长 2.7%,中国产量预计增长 4.5%。全球铜供应增长态势将继续保持。

## （一）原料供应低于预期，预计 2025 年矿端仍紧

2022-2023 年为连续两年的铜矿产能增加大年，2024 年新增产能较前两年稍有下滑，但前两年增长过后全球矿端产能已抬升至偏高位置，前期市场普遍预期 2024 年全年矿端进入偏宽松格局，然全年来看，全球矿端扰动实多，矿端实际增速大幅不及预期。

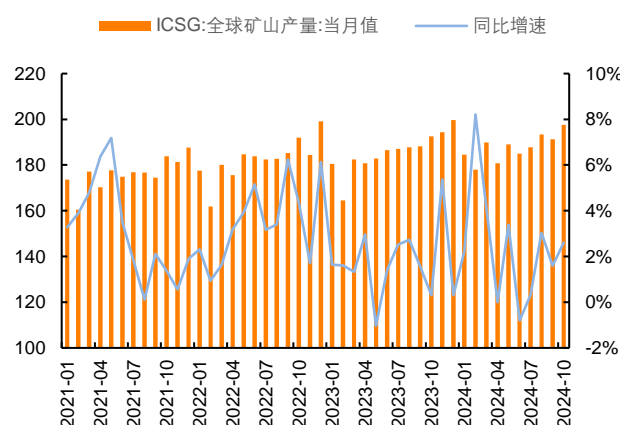
去年 11 月，第一量子旗下位于巴拿马的 Cobre 铜矿意外关停，至今仍未有复产消息，Cobre 是全世界最大的铜矿之一，年产量达 35 万吨，占全球铜产量的 1.5%，其长期停产使得全球铜矿供应持续紧张。今年 2 月中下旬淡水河谷旗下 Sossego 因环保原因被暂停经营许可证。为推动国内冶炼和加工产业的发展，印尼政府实施了铜精矿出口限制，由于新建冶炼厂产能爬坡期较长，印尼政府对自由港印尼公司（Freeport Indonesia）和安曼矿业公司（Amman Mineral Nusa Tenggara）实施了铜精矿的出口许可时限并于今年 6 月初延长了这一许可，但规定了 7.5% 的出口税率。秘鲁则全年抗议活动频发，对铜精矿运输端的影响尤为显著。这些环保、政策、抗议共同导致的减停产造成了全球铜精矿紧张局势。

图表 14：全球铜矿年度产量（万吨）



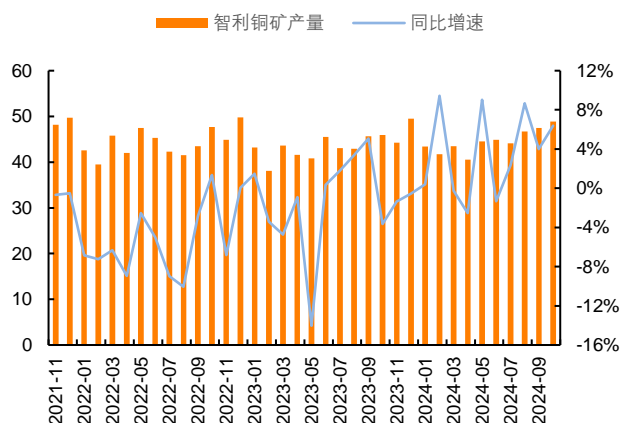
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 15：全球铜矿月度产量（万吨）



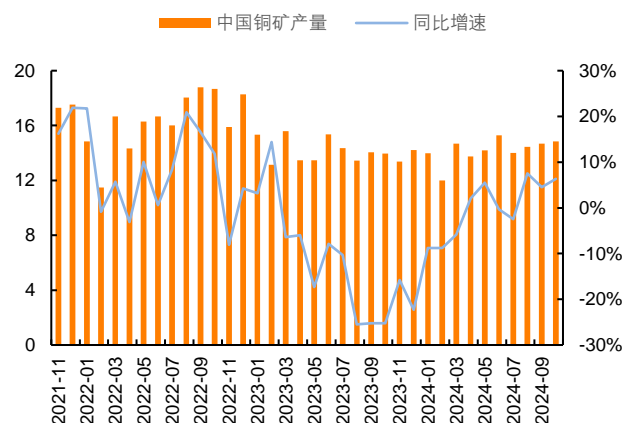
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 16: 智利铜矿产量 (万吨)



资料来源: SMM 云财富期货交易咨询部

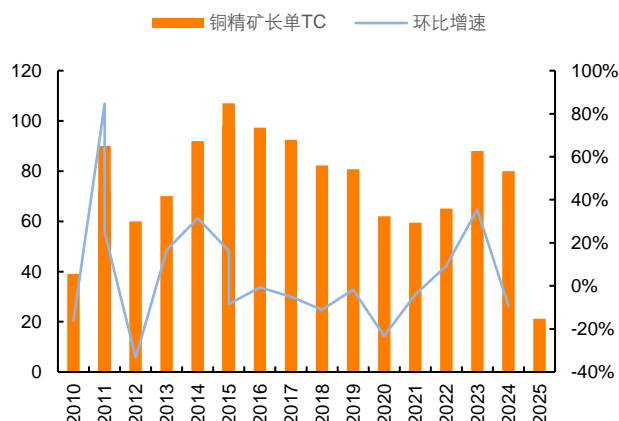
图表 17: 中国铜矿产量 (万吨)



资料来源: SMM 云财富期货交易咨询部

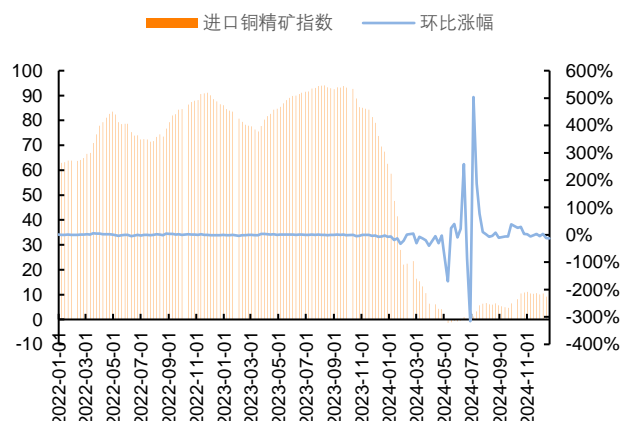
价格也能很好反映全球铜精矿持续紧张及不及预期局面, 现货方面, 自 2023 年年底高位持续下跌, 截止 2024 年 12 月, SMM 进口铜精矿指数为 8.04 美元/吨, 较前期高点下降超 80 美元/吨, 绝对值水平也处于绝对低位, 导致从二季度起国内采购铜精矿现货冶炼普遍大幅亏损。长单方面, 2024 年 CSPT 与海外矿企敲定的进口铜精矿长单 TC 价格为 80 美元/吨, 处于近五年偏高位, 而 12 月 6 日国内部分铜冶炼企业与 Antofagastat 敲定的 2025 年铜精矿长单加工费 Benchmark 仅为 21.25 美元/吨, 12 月 26 日 CSPT 小组于在上海召开 2024 年第四季度总经理办公会议敲定 2025 年一季度的现货铜精矿采购指导加工费为 25 美元/吨及 2.5 美分/磅, 均能反映出全球铜精矿供需格局从去年四季度的偏松预期快速转至持续紧张格局。

图表 18：铜精矿长单 TC（美元/吨）



资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

图表 19：进口铜精矿指数（美元/吨）



资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

2025 年新规划产能方面，从已确认信息来看，主要有乌兹别克斯坦、秘鲁、智利等国的 35 万吨产能，结合其他未确认信息，我们预计 2025 年全球铜矿增量为 63.77 万吨。

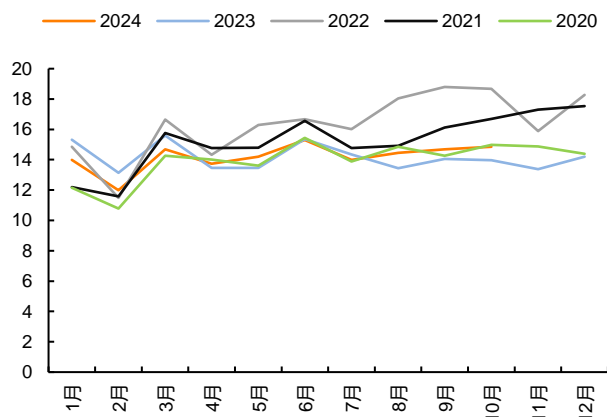
图表 20：2025 年新/扩建项目（万吨）

序号	公司及矿区	国家	新增产能
1	乌兹别克斯坦国家矿业公-Almalyk Exp I	Uzbekistan	12
2	MMG-Chalcobamba	Peru	8
3	中铝-Toromocho	Peru	8
4	Codelco-Rajo Inca	Chile	7

资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

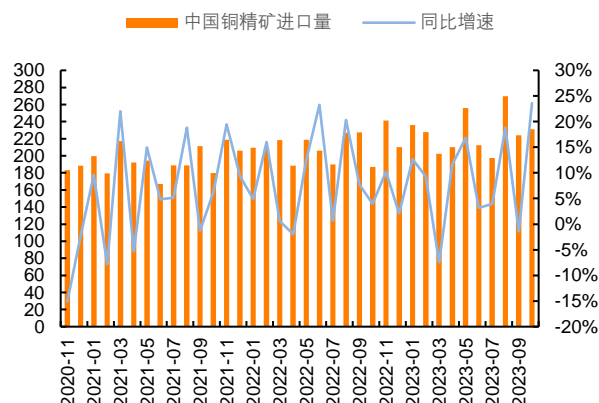
国内来看，部分矿山受制于品位下降等因素，国内铜矿产量仍表现不佳，进口量也受到海外矿企影响增速下滑。2024 年 1-10 月中国铜精矿产量为 138 万金属吨，同比增长 2.54%；1-11 月中国铜精矿进口 2564 万实物吨，同比增长 2.13%。

图表 21：中国铜矿产量（万吨）



资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

图表 22：中国铜精矿进口（万实物吨）



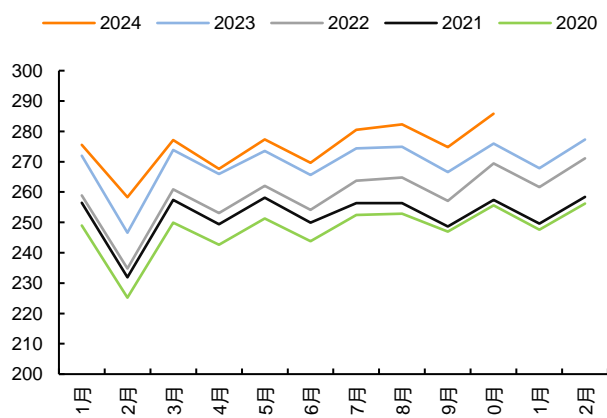
资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

## （二）铜供应增速下滑，2025 矿紧或限制产能抬升

### 1、全球冶炼产能、产量续增，但增速整体持续下滑

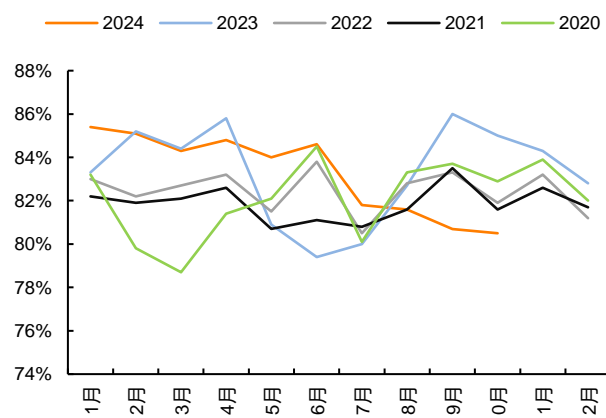
2024 年，矿端整体偏紧，冶炼端虽有较多产能增量，但开工率始终受限，全球产能开工率从 1 月份的 85%持续下降至 80%一线，导致电解铜产量增速下滑严重且不及预期。根据 ICSG 统计的数据，2024 年 10 月全球精炼铜产能为 285.8 万吨，同比增长 3.43%，产能利用率为 80.5%。1-10 月，全球原生精炼铜累计产量为 1902.3 万吨，较去年同期增长 2.05%，全球再生精炼铜累计产量为 385.8 万吨，较去年同期增长 2.93%，全球精炼铜合计（原生+再生）累计产量为 2288.4 万吨，较去年同期增长 2.2%。

图表 23：全球精炼铜产能（万吨）



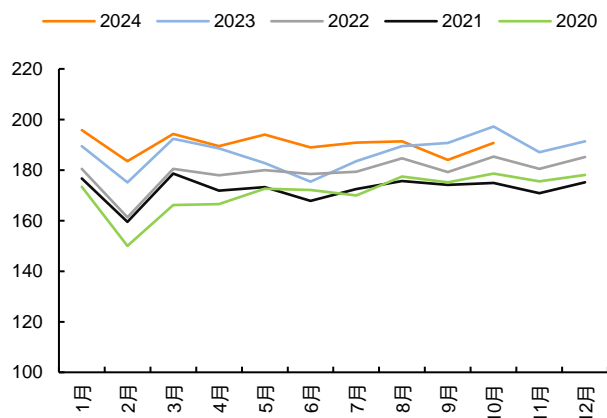
资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

图表 24：全球精炼铜产能利用率（%）



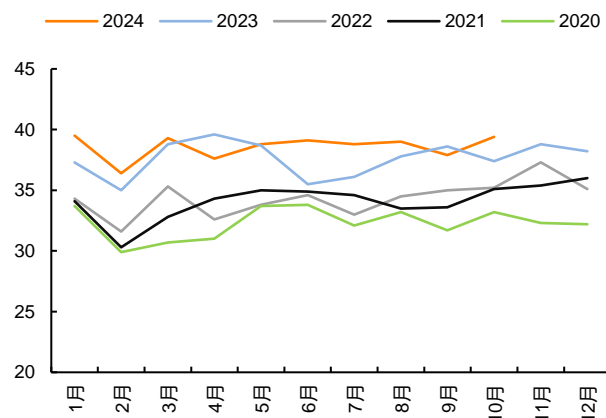
资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

图表 25：全球精炼铜（原生）产量（万吨）



资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

图表 26：全球精炼铜（再生）产量（万吨）

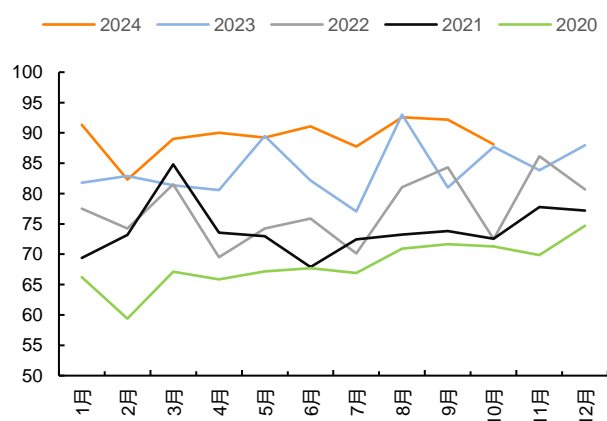


资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

## 2、国内冶炼产能继续增长，关注利润恶化限制产能释放风险

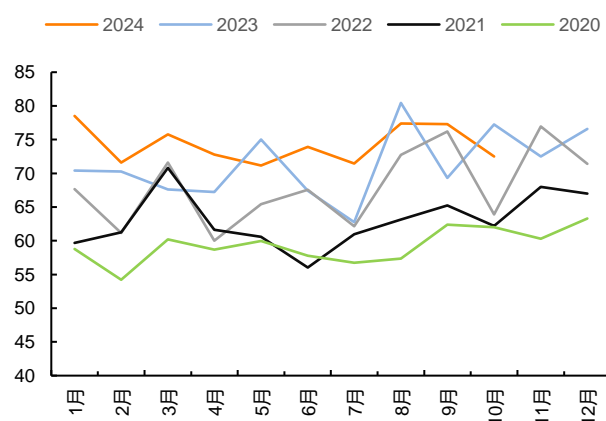
国内方面，在铜精矿供应相对紧张、现货冶炼利润持续亏损的情况下，国内铜冶炼产能的利用率下行至在近年来相对较低的水平，好在废产铜产量持续大幅抬升，对矿产铜形成了有效补充。2024 年 1-10 月，SMM 中国粗铜产量达到 893.66 万吨，同比增长 6.77%，其中，矿产粗铜 707.79 万吨，同比增长 4.89%，废产粗铜 151.27 万吨，同比增长 17.06%。

图表 27：中国粗铜月度产量（万吨）



资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

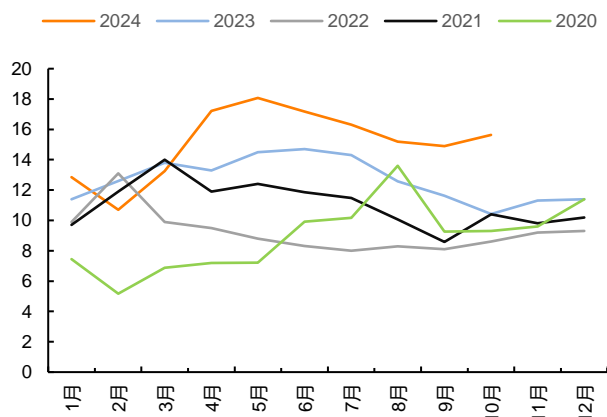
图表 28：中国矿产粗铜月度产量（万吨）



资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

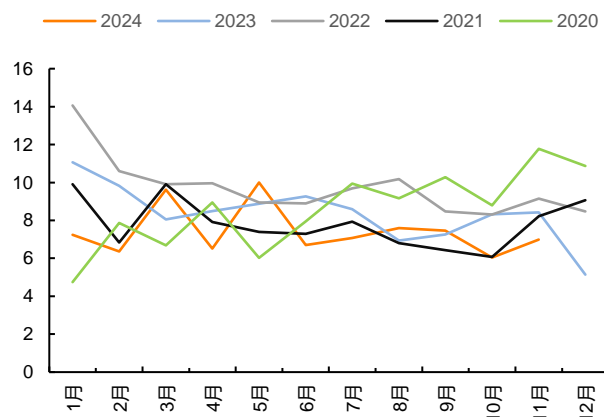


图表 29：中国废产粗铜月度产量（万吨）



资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

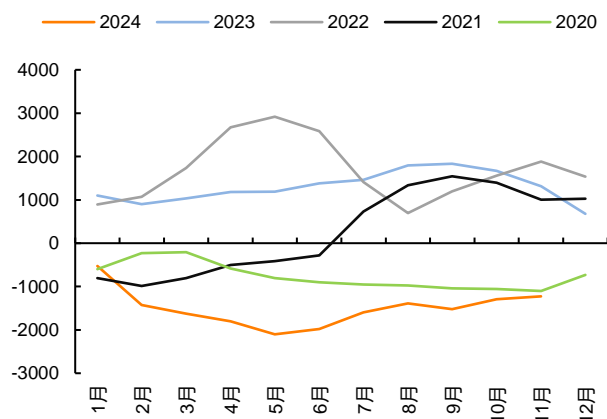
图表 30：中国粗铜进口量（万吨）



资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

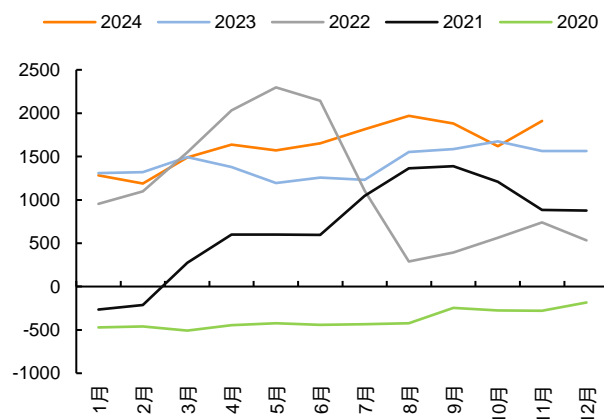
SMM 中国精铜产量达到 1096.5 万吨，同比增长 5.02%。虽然伴生品硫酸价格稍有回升，但同业竞争的加剧、铜精矿加工费的大幅回落导致现货冶炼利润显著亏损，从而限制精铜产量的上升空间。截至 2024 年 12 月，国内 98%硫酸的平均价格为 464.8 元/吨，对冶炼利润有一定贡献。根据市场预测，2025 年硫酸产量会逐步增加，供应压力进一步增大，预计对冶炼利润支撑有所弱化。根据本文前述的企业与海外矿企商谈的 2025 年全年长单 TC 及 CSPT 一季度指导加工费，冶炼企业可能会陷入无利润甚至亏损的境地，这可能限制高成本冶炼产能的释放。

图表 31：铜精矿现货冶炼利润（元/吨）



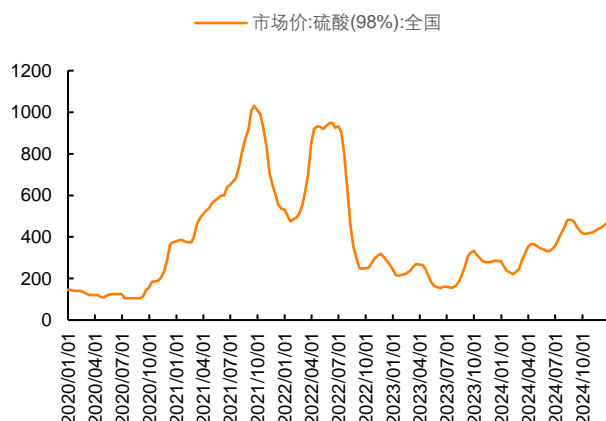
资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

图表 32：铜精矿长单冶炼利润（元/吨）



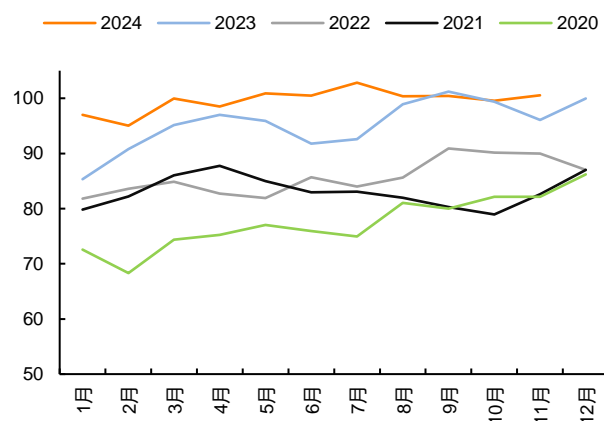
资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

图表 33：国内硫酸价格（元/吨）



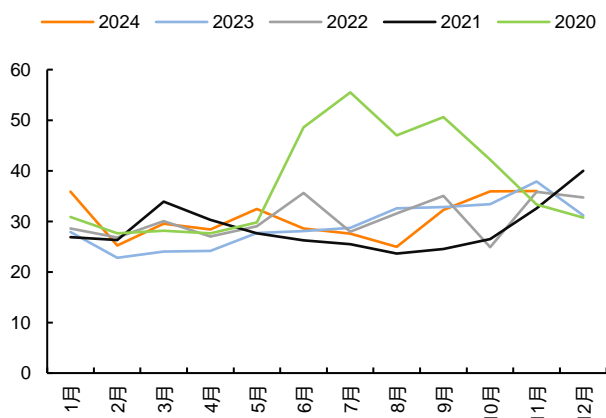
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 34：中国电解铜产量（万吨、%）



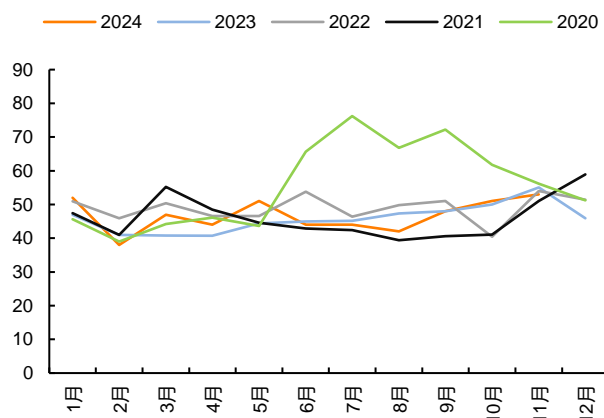
资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

图表 35：中国电解铜进口量（万吨）



资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

图表 36：未锻造的铜及铜材进口量（万吨）



资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

2025 年，中国的铜粗炼和精炼产能仍有较大幅度增长，根据 SMM 的统计和整理的数  
据，2024 年，中国的铜粗炼和精炼产能分别新增了 66 万吨和 87 万吨。2025 年粗炼和精  
炼产能将进一步增加，目前已知投产时间的新增产能分别为 110 万吨和 122.5 万吨。从矿  
端与冶炼端增长产能匹配来看，冶炼端增量明显高于矿端增量，预计全球铜精矿延续紧张  
格局，则低加工费低利润状况难以改善，甚至有进一步恶化可能，预计新建产能实际投放  
可能不及预期。

图表 37：2025 年后新/扩建粗炼产能项目（万吨）

企业名称 代码	新增粗炼产能 (万吨/年)	新增后粗炼总产 能(万吨/年)	生产原料	投产年份
1	10	30	铜精矿	2025
2	30	75	铜精矿	2025
3	30	60	铜精矿	2025
4	50	50	铜精矿	2025
5	30	30	铜精矿	2026
6	20	30	铜精矿	尚不明确
7	60	60	铜精矿	尚不明确
8	10	20	铜精矿	尚不明确
合计	240	355		

资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

图表 38：2025 年后新/扩建精炼产能项目（万吨）

企业名称 代码	新增精炼产能 (万吨/年)	新增后精炼总产 能(万吨/年)	生产原料	投产年份
1	20	20	铜精矿	2025
2	12.5	13	阳极铜	2025
3	10	10	铜精矿	2025
4	30	55	铜精矿	2025
5	30	30	铜精矿	2026
6	50	50	铜精矿	2025
7	30	77	铜精矿	尚不明确
8	20	30	铜精矿	尚不明确
9	60	60	铜精矿	尚不明确
合计	262.5	345		

资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

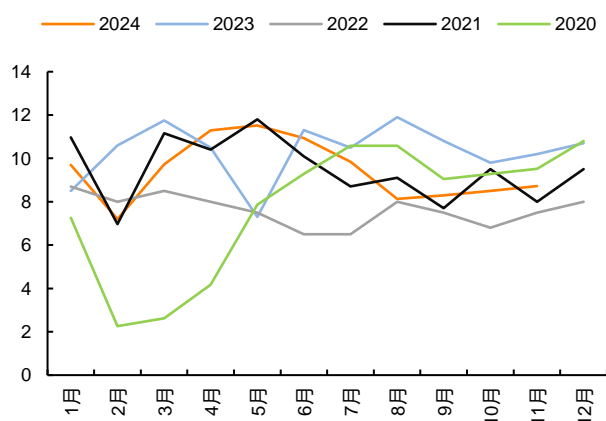
### （三）废铜重要性日益抬升，关注中美贸易政策

2024 年，国内旧废产量不及预期，废铜产量增长主要依靠进口废铜。2024 年 1-11 月，国内旧废产量为 103.86 万吨，较去年同期下降 8.72%，而中国再生铜进口量达到 203.2 万实物吨，同比增长 13.96%，增速较去年高位进一步上行。主要进口国家和地区包括美国、日本、马来西亚、泰国等，其中美国增量相对显著。预计 2025 年，中国再生铜进口量将继续保持高增长，主要受海外再生铜供应增加和中国对海外再生铜需求持续增长的推动。

首先，发达国家和地区，如欧洲、美国和日本，仍处于再生铜的回收周期，再生铜供应整体呈上升趋势。再次，中国国内铜原料供应紧张，增加了对海外再生铜的需求。由于中国的铜冶炼产能迅速增加，且再生铜在大部分时间内具有较精铜更具加工优势，国内利废企业加大了对海外再生铜的采购。中国持续增加海外再生铜锭的进口，其中超过 40% 的比例进入再生冶炼，其余进入二次加工环节，表明中国企业对海外再生铜的需求强劲。

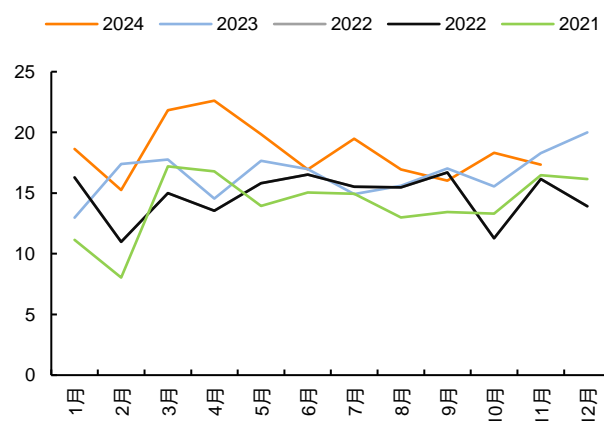
风险因素在于美国胜选总统特朗普可能会实施的贸易保护政策，如果特朗普就职后主要动作与其前期表述一致及对各个国家尤其是中国加征关税，则中国可能采取相应反制措施，会对双边贸易形成不利影响，而美国作为中国进口废铜的最大来源国，可能导致国内废铜供应受限。

图表 39：国内废铜供应（万吨）



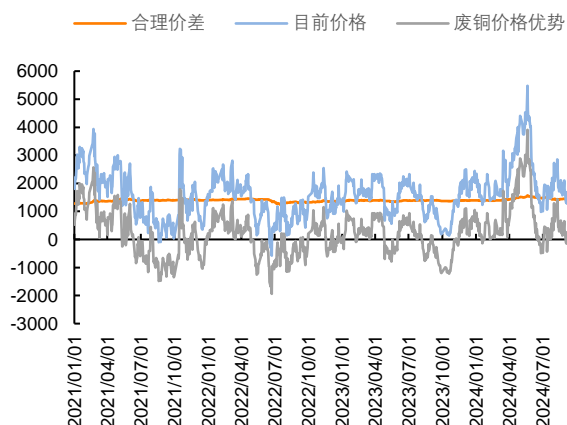
资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

图表 40：废铜进口量（万实物吨）



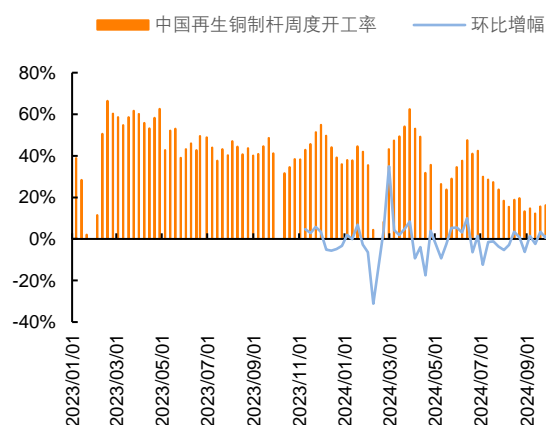
资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

图表 41：铜精废价差（元/吨）



资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

图表 42：再生铜杆企业开工率（%）



资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

### 三、需求

2024 年，海外铜消费整体基本持平，下游各终端包括制造业和房地产均表现偏弱。

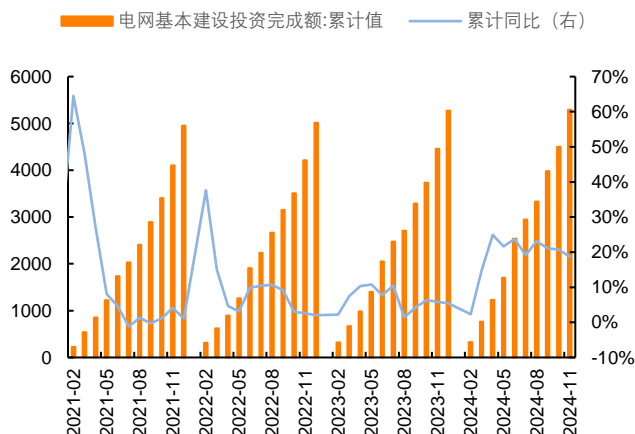
国内方面，全年政策托底大背景下电力板块尤其新能源部分用铜提供消费支撑，汽车板块用铜保持强劲，家电板块增速下滑但仍超预期，地产端如期持续走弱。2025 年，预计随着欧美等国逐步降息等政策驱动，海外铜消费有所回升，国内，电力电网用铜保持稳定增长，地产用铜预计仍有下滑，汽车板块用铜受新能源汽车高单车用铜量影响继续抬升，家电出口可能因政策有所拖累，国内铜消费继续小幅抬升。预计 2025 年，全球铜消费增速为 3.3%，中国的铜消费增速为 3.8%。

#### （一）新能源装机维持高增，电力电网用铜需求增加

##### 1、基建托底背景下，电力板块用铜提供消费支撑

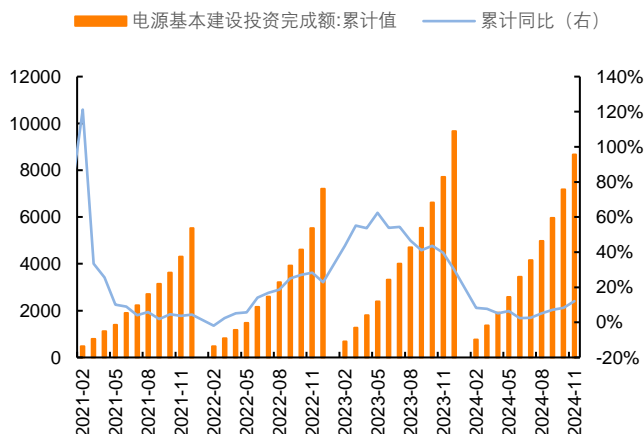
2024 年 1-11 月，电网工程完成投资达 5290 亿元，累计同比增速为 18.7%，整体仍处偏高位置。电源工程完成投资达 7713 亿元，累计同比增速为 12%。当前基建的资金端和项目端表现良好，考虑到基建作为国内逆周期调节的主要手段，后续仍将持续发力。2025 年特高压亟待加速，出海和主网、配网延续增长态势。预计 2025 年全国电网投资达到 6600-6700 亿元，同比增速将约为 10%，增速仍处于较高位置，托底效果显著。

图表 43：电网基本建设投资（亿元）



资料来源：Wind 财富期货交易咨询部

图表 44：电源基本建设投资（亿元）



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

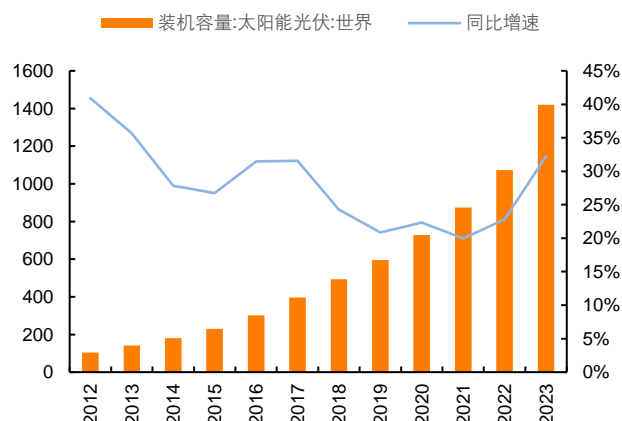
## 2、光伏风电需求可观，行业消费依然有增量

根据最新的国家能源局数据，2024 年 1-11 月，光伏新增装机容量达到 206.30GW，同比增幅为 26%，较去年增速有所下滑，但仍保持在较高位置，中国光伏行业协会将 2024 年全年国内新增装机规模预期上调至 230-260GW。未来十年的关键任务中，实现“碳达峰”是至关重要的，而增加非石化电源的装机容量则成为实现这一目标的重要途径之一。光伏作为新能源的代表备受关注。随着海外欧美电价的大幅波动和能源危机的持续发酵，各国积极引入和支持光伏发电。同时，成本下调以及硅料产能的释放为光伏下游装机规模的扩张提供了支撑。

展望 2025，光伏行业整体供应相对宽松，伴随着原材料价格下降，将持续推动光伏市场需求，有望实现 2025 年国内光伏装机容量达到 280GW 的目标，全球光伏新增预计为 560-610GW。

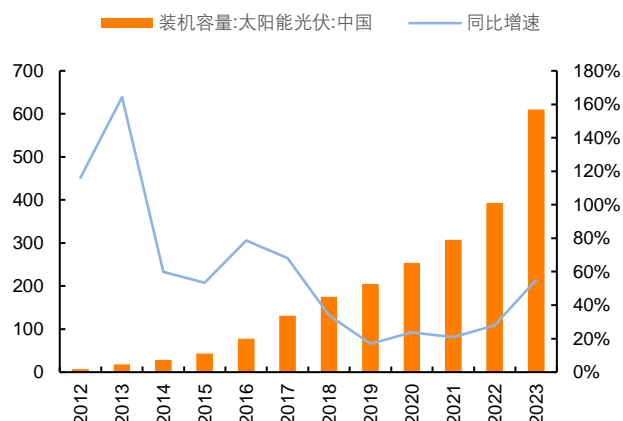
国内风电产业作为能源转型的关键领域，不断拓展其新增长空间。根据统计数据，2024 年 1-11 月，风电新增装机达到 51.75GW，同比增长 25%，较去年增速有所下滑，但仍保持在较高位置。政策层面多方支持光伏行业的同时，也着眼于风电的未来发展方向，2025 年海上风电有望改变国内 21 年抢装后连续 3 年的偏低迷建设状态，预计 2025 年中国风电新增装机将达到 100GW，全球风电新增装机将达到 158GW。

图表 45: 全球光伏装机容量 (GW)



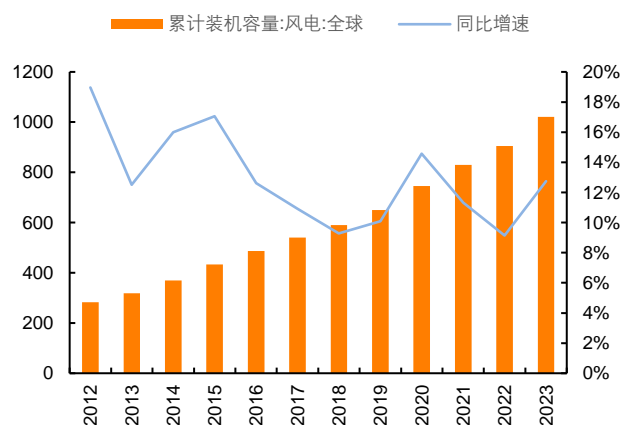
资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 46: 中国光伏装机容量 (GW)



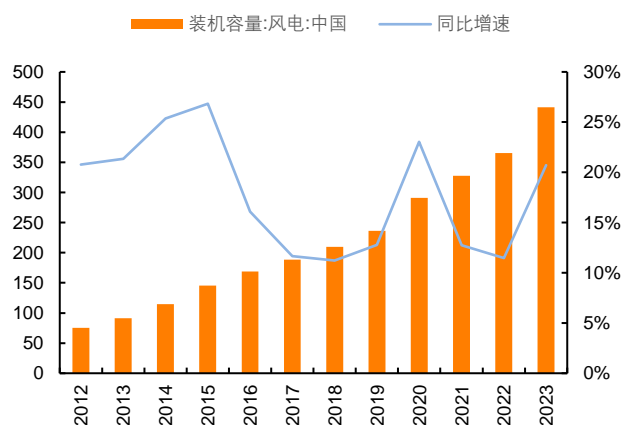
资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 47: 全球风电装机容量 (GW)



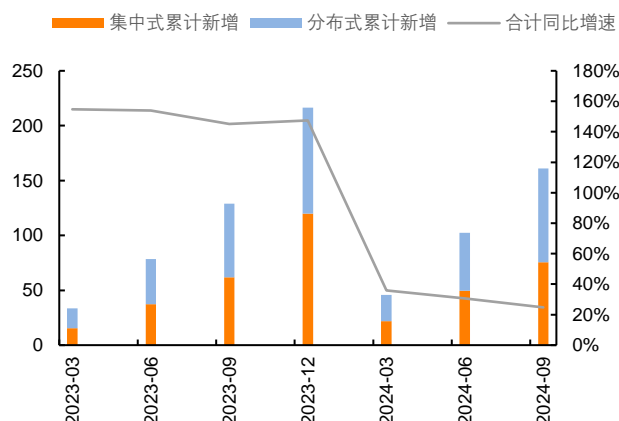
资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 48: 中国风电装机容量 (GW)



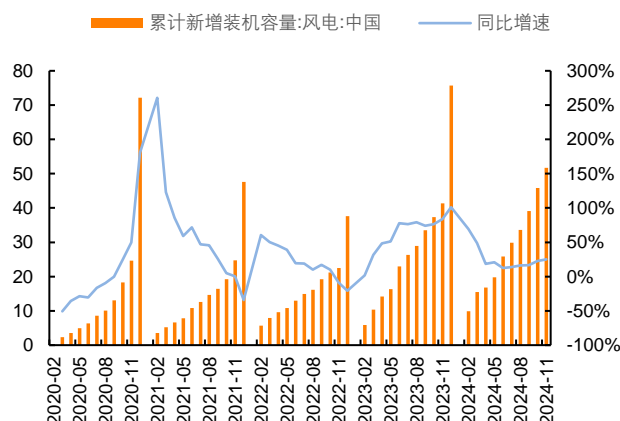
资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 49：中国光伏新增装机（GW）



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 50：中国风电新增装机（GW）

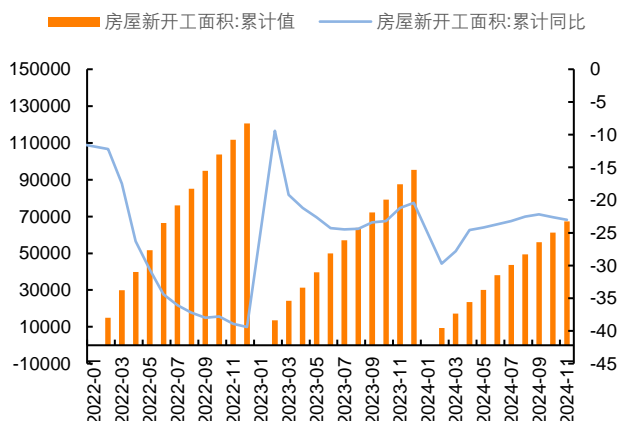


资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

## （二）竣工端增速持续走低，地产用铜承压

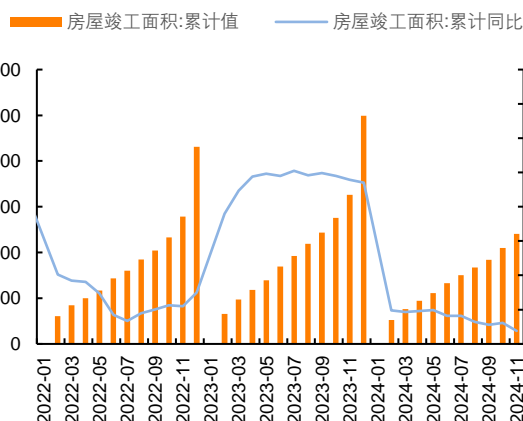
2023 年“保交楼”主基调下，房企将现金流向后端倾斜，优先保障存量项目的竣工交付，竣工端持续表现较好。2024 年，虽然针对需求端国内继续推出了一些列政策，包括利率端的放松，一线城市限购政策的部分松绑，以及近期推出的“以旧换新”政策，但并未很好地对地产市场形成提振，消费者信心仍然偏弱，尤其地产竣工端还受到前期低开工的影响，加之高基数影响，1-11 月全国房屋竣工面积为 48151 万平方米，同比下降 26.2%，预计 2025 竣工端仍将偏弱运行，但低基数效应下降幅有所收窄，地产用铜量仍然承压。

图表 51：房屋新开工面积（万平米，%）



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 52：房屋竣工面积（万平米，%）



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

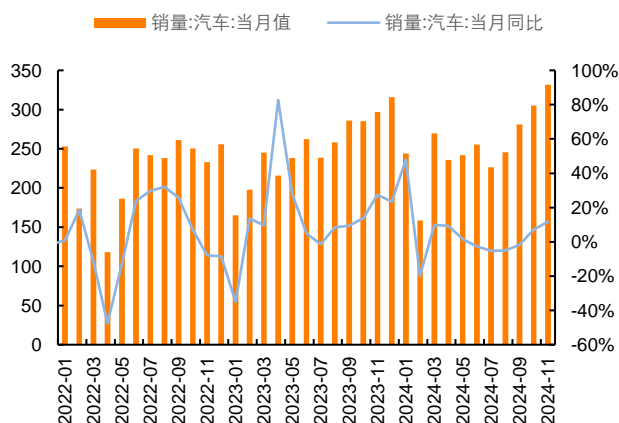


### （三）汽车用铜贡献较大，后续出口有回落压力

2024 年，国家推出《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，以旧换新政策对汽车市场维持增长起到关键作用，1-11 月，国内汽车销量达到 2794 万辆，同比增长 3.7%。其中，新能源汽车产量为 1126 万辆，同比增长 36.51%。燃油车产量出现了下滑，而新能源车的产销继续向好发展。

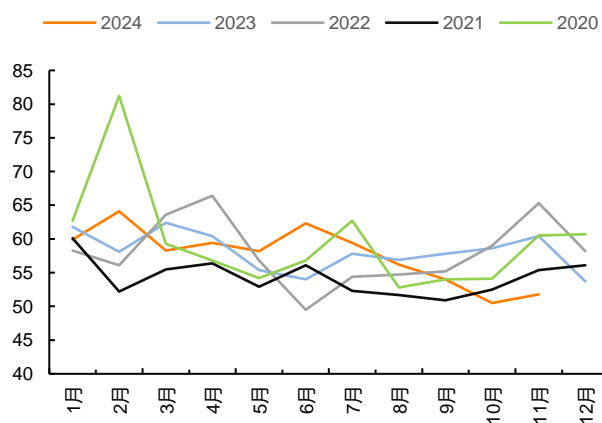
展望 2025 年，电动智能技术的推动将继续汽车产品替代燃油汽车的步伐，但鉴于国内新能源渗透率已接近 50% 一线，替代速度预计有所下滑，预计 2025 年燃油车产量将出现小幅下滑，而新能源车的产销延续向好态势，全年国内汽车销量增速达到 6.4%，新能源乘用车销量增速为 20% 左右。国内需求增量可期，但海外受制于贸易保护主义，汽车出口有回落压力，尤其要关注特朗普就职后贸易保护政策的限制。

图表 53：中国汽车销量（万辆）



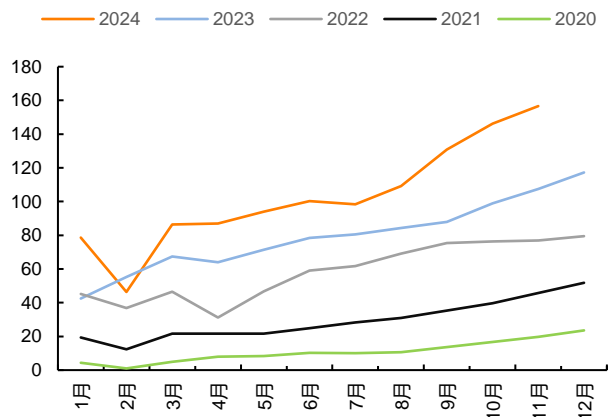
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 54：汽车经销商库存预警指数



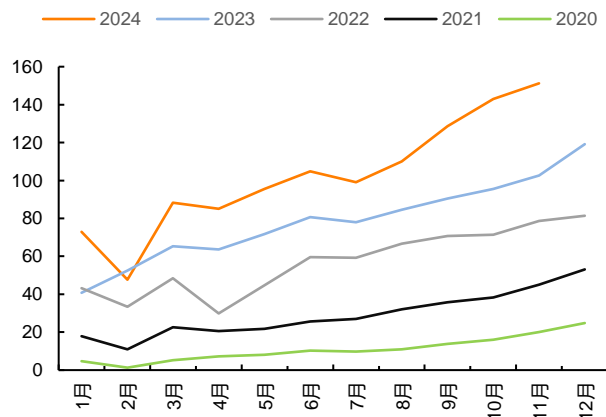
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 55：中国新能源汽车产量（万辆）



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 56：中国新能源汽车销量（万辆）



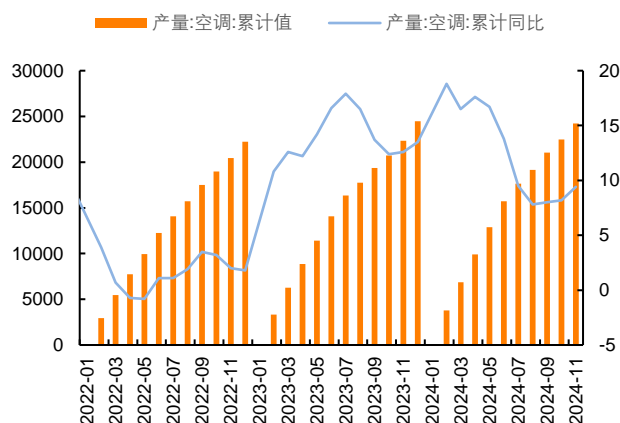
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

#### （四）家电增速下滑但仍超预期，关注政策持续性

根据国家统计局数据，2024 年 1-11 月，我国空调总产量达到 2.42 亿台，同比增长 9.4%。我国家用电冰箱总产量达到 9588 万台，同比增长 8.1%。我国洗衣机总产量达到 1.05 亿台，同比增长 6.3%。我国冷柜总产量达到 2488 万台，同比增长 14.3%。

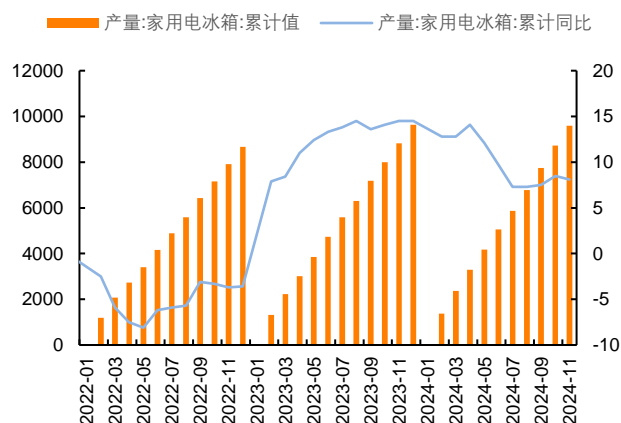
2023 年空调制造商和渠道商在二三季度面临着厄尔尼诺引发的高温天气预期加强，同时，促销和政策激励下的需求集中释放，以及房地产竣工带来的增量消费和白色家电更新换代的刚需推动，各生产环节和备货表现积极，为 2024 年家电增长带来了高基数效应，得益于国内持续的“以旧换新”大额补贴，全年家电仍有不俗增长，不过增速出现一定下滑。2025 年家电端预计有增速继续下滑的压力，一方面，年内“以旧换新”政策使得需求有一定提前，后续需要关注政策端持续性，另一方面，国内家电出口占比较高，而明年中美或存一定贸易摩擦，出口端会有一定压力，恐拖家电用铜需求。

图表 57: 空调产量 (万台, %)



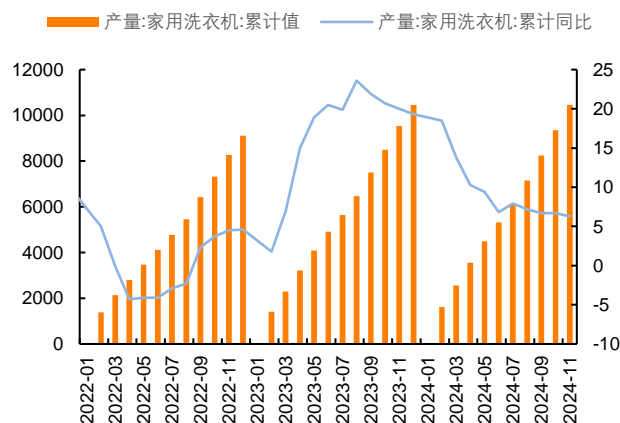
资料来源: Wind 财富期货交易咨询部

图表 58: 冰箱产量 (万台, %)



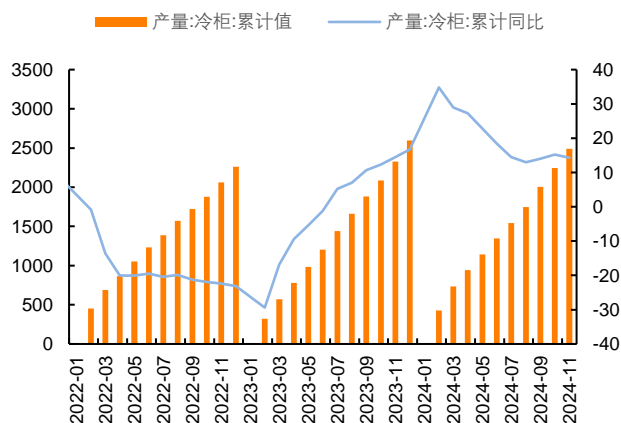
资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 59: 洗衣机产量 (万台, %)



资料来源: Wind 财富期货交易咨询部

图表 60: 冷柜产量 (万台, %)



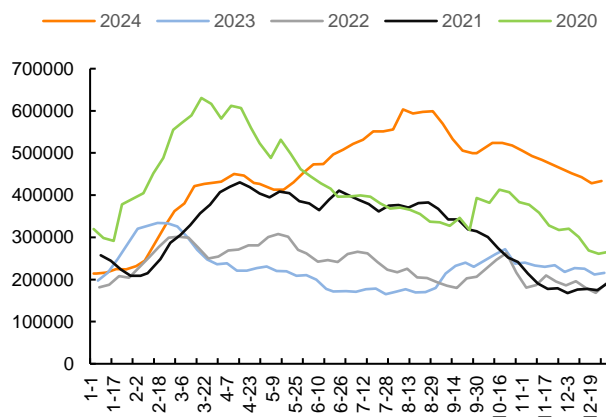
资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

## 四、库存

### (一) 三大交易所铜期货库存

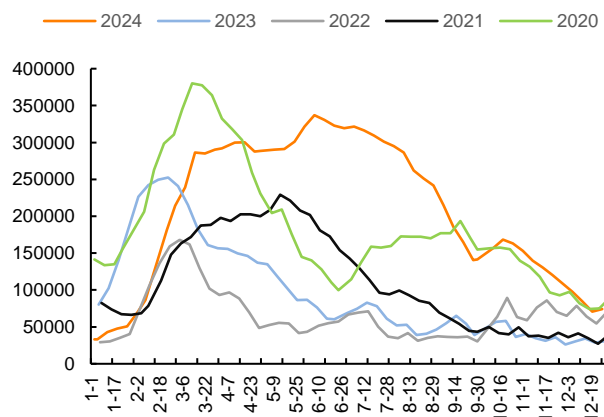
全球铜显性库存脱离低位目前处于近五年同期高位, 截止 12 月, 上海、伦敦和纽约三大交易所铜期货库存合计 43.37 万吨, 其中, LME 铜期货库存为 272725 吨, 上期所铜周度库存为 74142 吨, COMEX 铜库存为 86761 吨。

图表 61：全球交易所铜显性库存（吨）



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 62：上期所铜库存（吨）

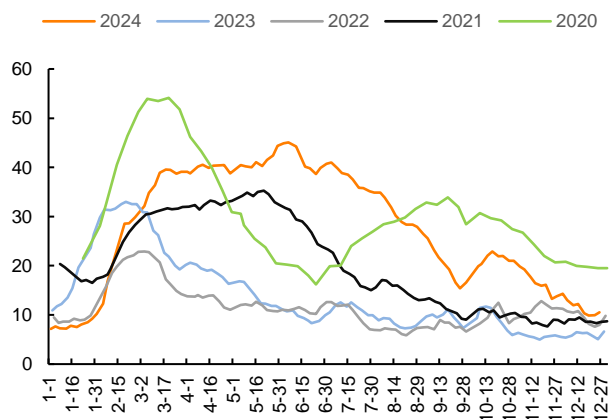


资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

## （二）国内铜现货库存和保税区库存

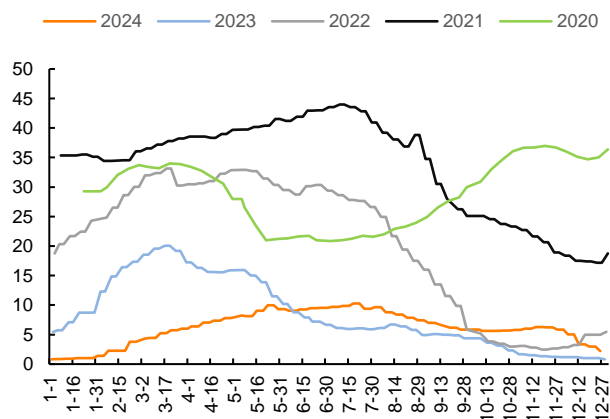
截至 12 月，SMM 全国主流地区铜库存为 10.54 万吨，保税区铜库存重回降至 0 附近，主要是由于中美利差持续倒挂，进口成本过高，同时，政府限制融资性贸易也是造成保税库铜库存持续下降的另外一个很重要的原因。

图表 63：国内铜现货库存（万吨）



资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

图表 64：保税区铜库存（万吨）



资料来源：SMM 云财富期货交易咨询部

## 五、行情展望

**宏观方面**，欧美央行在维持高位利率近一年后分别于今年二、三季度开启降息通道，美国经济景气度整体维持回升，欧洲经济也有小幅回升但整体表现仍较为一般。中国经济保持相对稳健增长，尤其在三、四季度有政策落地支撑，但部分领域需求仍需继续激活。2025 年，预计欧美降息方向延续，国内政策也仍有预期，全球经济增长的大方向相对确定，需要关注的是美联储降息力度、特朗普关税政策及国内政策强度等因素合力下全球经济的增长的幅度，预计 2024 年全球经济增长率为 3.23%，2025 年进一步抬升至 3.25%。

**供给端**，近三年全球矿端增量产能充足，但矿端扰动实多限制铜矿产量增幅，2024 年全球铜矿产量不及预期，导致矿端持续紧张限制精炼铜产量。2025 年，矿端虽仍有新增产能，但受制于矿石品位下降及高扰动率，预计矿端难有显著改善。冶炼方面，海外主要为印尼预计带动新增冶炼产能 70 万吨，国内新增粗炼及精炼产能分别为 110 万吨和 122.5 万吨，矿端紧张使得废铜原料仍是重要补充，需要注意加工费低位背景下新产能投产不及预期以及美国关税政策影响我国进口废铜的风险。2025 年全球精铜产量预计增长 2.7%，中国产量预计增长 4.5%，全球铜供应增长态势将继续保持。

**需求端**，2024 年，海外铜消费整体基本持平，下游各终端包括制造业和房地产均表现偏弱。国内方面，全年政策托底大背景下电力板块尤其新能源部分用铜提供消费支撑，汽车板块用铜保持强劲，家电板块增速下滑但仍超预期，地产端如期持续走弱。2025 年，预计随着欧美等国逐步降息等政策驱动，海外铜消费有所回升，国内，电力电网用铜保持稳定增长，地产用铜预计仍有下滑，汽车板块用铜受新能源汽车高单车用铜量影响继续抬升，家电出口可能因政策有所拖累，国内铜消费继续小幅抬升。预计 2025 年，全球铜消费增速为 3.3%，中国的铜消费增速为 3.8%。

**综合来看**，欧美降息+国内政策支撑背景下，宏观层面预期偏暖。铜供需同步增长整体平衡，但矿端紧张矛盾难解或阶段性成为市场交易主驱动，预计铜价中长期价格重心仍有上移，沪铜价格的波动区间将在 69000-90000 元/吨之间，关注海内外宏观预期差及矿端变化。

**风险提示**：美联储超预期利率调节、国内超预期经济刺激、矿端扰动。

## 法律声明

■ 本报告由云财富期货有限公司制作，本报告所载资料的来源及观点的出处皆被云财富期货有限公司认为可靠，但云财富期货有限公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，云财富期货有限公司不对因使用本报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。本报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使云财富期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使云财富期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有本报告中的材料的版权均属云财富期货有限公司。未经云财富期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本予任何其他人。

■ 本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述投资标的买卖的出价或征价。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，云财富期货有限公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，云财富期货有限公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而云财富期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

■ 本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，云财富期货有限公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，投资者并不能依靠本报告以取代独立判断。本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

■ 本报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。本报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

## 云财富期货有限公司

总部地址：

新疆乌鲁木齐市天山区西河坝后街 137 号瑞达国际大厦 7 楼

上海分公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 3002 室

伊犁分公司

地址：新疆伊犁州伊宁市新市政府片区南环路以南伊宁机场商务写字楼 2003 号

喀什分公司

地址：新疆喀什地区喀什经济开发区空港产业物流区产业服务中心 A 段三楼 301, 302, 303, 304 室

山东分公司

地址：山东省济南市高新区汉峪金谷 A3-4-907 室

深圳分公司

地址：深圳市福田区梅林街道梅亭社区广夏路 1 号创智云中心 A 栋 1905

河南分公司

地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）金水东路 85 号雅宝东方国际 3 号楼 8 层 806 室