

# 铜：长短期矛头均转向供应

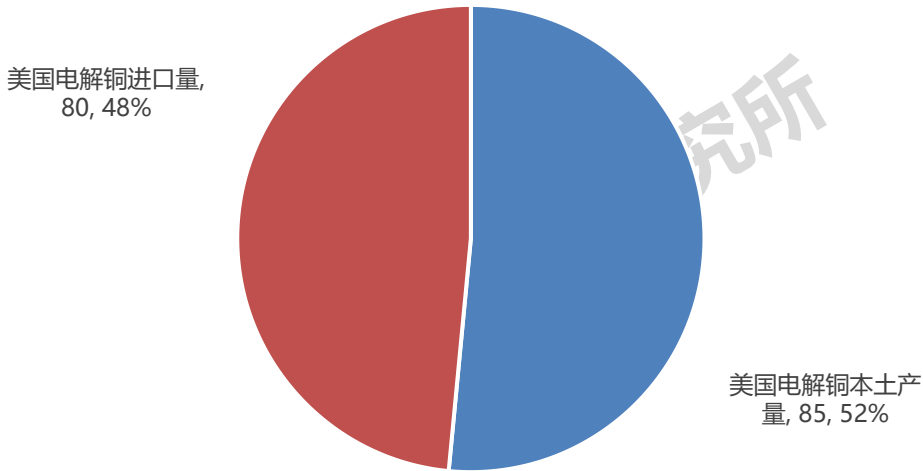
姓名：薛韬  
投资咨询证号：Z0020100  
2025年3月27日



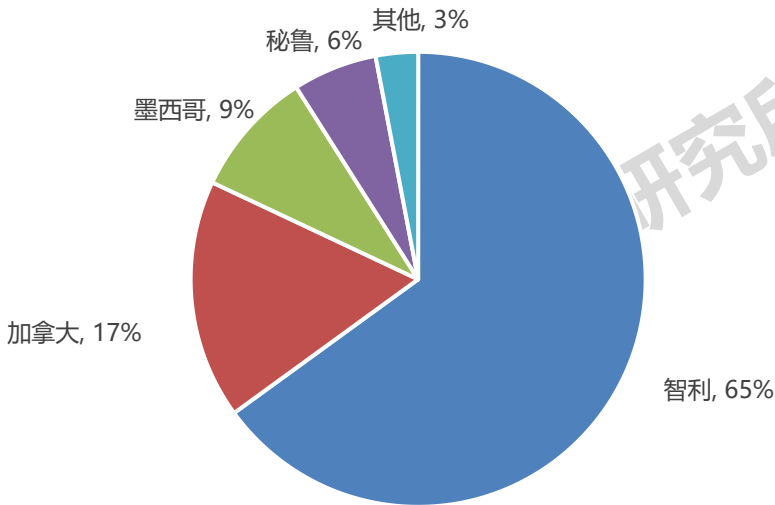
- **短期铜价上涨逻辑：贸易流向转移+冶炼厂减产预期**
- 美国高溢价虹吸全球电解铜货源，造成非美地区紧缺局面加剧。
- 铜精矿紧缺的局面加剧，炼厂存在检修减产的压力。
- **需求方面尽管高价抑制了部分需求预期的释放，但是收储的需求预期在一定程度上构成补充，限制了回调的空间。**
- 下一阶段关注的重心：美国关税政策实际落地情况，美国建立过剩库存的进展。**若特朗普对关税的态度超预期强硬，那么会使得COMEX-LME价差进一步走扩，货源加速转移，但中期的铜价中枢可能面临调整压力（经济增长预期受到压制）。**
- **长期铜价上涨逻辑：铜矿新增产能释放缓慢使得供应增速慢于需求增长，全球电解铜市场的缺口预计在未来两到三年逐步扩大，推动铜价运行中枢逐步上移。**长期铜价最大的矛盾在铜矿供应不足，那么需要铜价持续上行，刺激矿企投入才能有效缓解铜市场紧缺的问题。按照现有矿山投入，要求回报率在10%左右，那么至少需要铜价达到10500美元/吨以上才能刺激项目进一步的投放。

- 美国总统唐纳德·特朗普2月份曾指示商务部对潜在的铜关税展开调查，并在270天内提交报告。关税预期压力之下，美国开始建立过剩库存以应对风险。
- 美国本土冶炼产能提升空间受限，关税政策压力下有提前建立预防性库存的必要：当地存在一些可供提产或者复产的铜冶炼厂选项，包括Hayden冶炼厂（20万吨）以及Garfield冶炼厂（20万吨），但是若仅仅是阶段性的关税政策扰动引发的美国铜价飙升并不能保证长期的投资回报，无法刺激美国本土冶炼厂新增产能或者过去被关闭产能的再度释放，即使投产了也不能完全覆盖掉美国本土供应的缺口，仍需要对外依赖电解铜进口以满足美国本土的供应。
- 美国2024年进口量在80万吨左右，近期据彭博声称已经有50万吨的电解铜货源在去往美国的路上：从美国可接受的货源去看，主要来自于智利、加拿大、墨西哥等，其他地区存在这些地区货源的将受高溢价的刺激持续向美国本土运输（以亚洲为例，亚洲地区向美国转移电解铜的成本在400美元/吨，在一定程度上造就了国内电解铜进口长单一定程度的违约及延误；LME系统中的适用库存已经基本被抽取见底，LME库存注销仓单的占比已经达到50%）。

美国电解铜供应构成（万吨）



美国电解铜进口构成

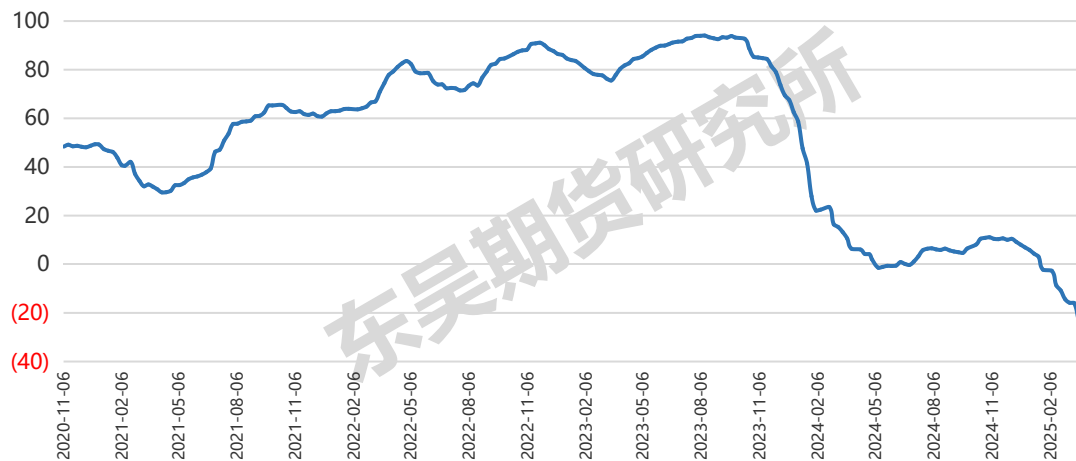




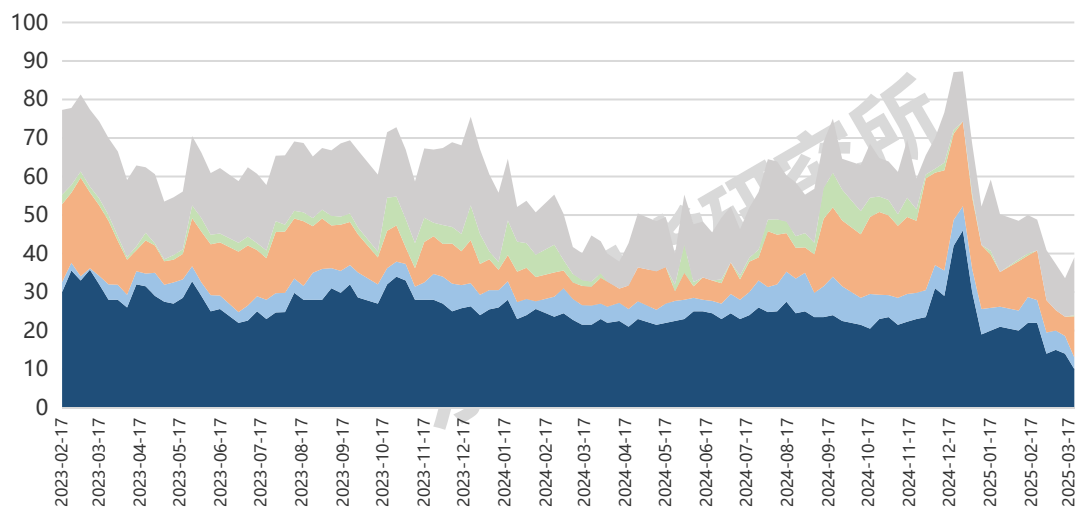
- 市场消息称，特朗普可能在数周内实施铜进口关税。
- 短期美国铜市场的虹吸能力进一步增强：本来预计年底才会落地的关税政策，现在可能几周内下达。COMEX与LME之间的价差已经达到了1500美元/吨左右的绝对高位，上涨较此前加速。市场对于美国铜关税税率的定价已经达到了15%。
- 若美国对铜关税最终落地，这意味仍在10%的关税空间仍可以计价。

# 短期：冶炼端铜精矿紧缺的局面加剧，炼厂存在检修减产的压力

进口铜精矿指数(周)-指数值

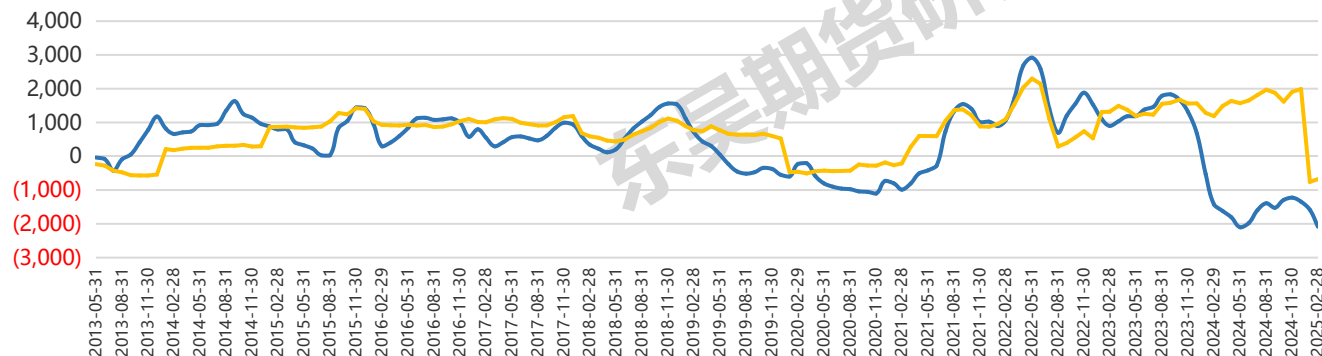


防城港 葫芦岛港 锦州港 连云港 青岛港



- **铜精矿原料库存下降迅速**：截至3月21日铜精矿港口库存报64万吨，较去年底的131万吨已经下降了一半。
- **铜精矿加工费仍在快速下挫**：截至3月21日，国内铜精矿现货TC-22.88美元/干吨，年内长单谈判不畅或仅维持在20美元/干吨附近，矿山招标和贸易商之间的成交较多，成交TC在-40~-60美元/干吨区间，
- **冶炼厂面临减产压力**：冶炼厂扣除硫酸收益后亏损在2000元/吨以上，3月开始冶炼厂将面临较大检修减产的压力。
- 据市场消息墨西哥集团SPCC通知其冶炼厂因原料端问题生产暂停，目前4月长单供应量下调至0。另外该冶炼厂在6-7月份原定进行检修，期间供应量亦将受到影响。SPCC-ILO年粗炼及精炼产能约为30万吨。
- 嘉能可暂停智利Altonorte冶炼厂铜出货，并关闭冶炼厂，影响量约35万吨。
- 铜陵有色宣布检修，检修时间预计维持一个月，影响产能约20万吨左右。
- 嘉能可在菲律宾的PASAR铜冶炼厂在2月已宣布停产，粗炼产能为20万吨，具体复工日期尚未确定。去年12月，嘉能可有潜在意图出售该冶炼厂。
- 此外，东南亚的一些小型冶炼厂也在年初出现了小规模的生产。

铜精矿现货冶炼盈亏平衡 铜精矿长单冶炼盈亏平衡

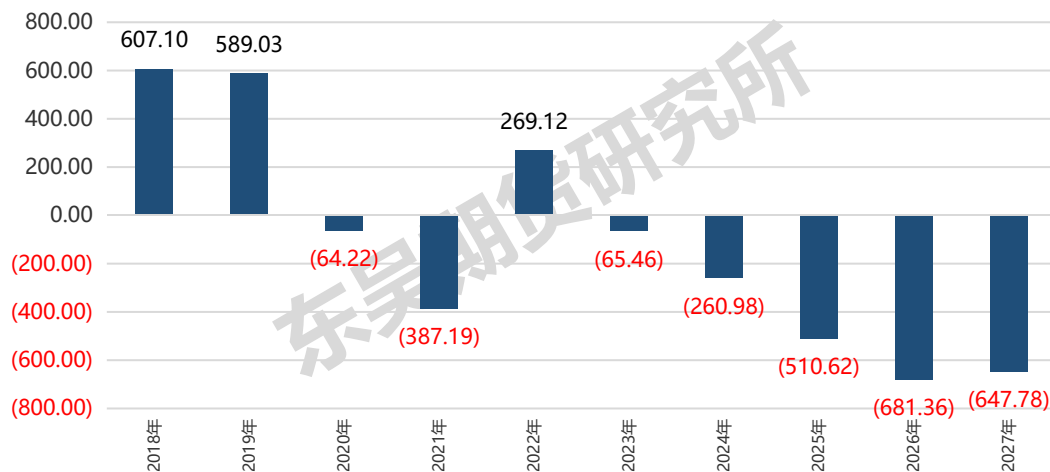




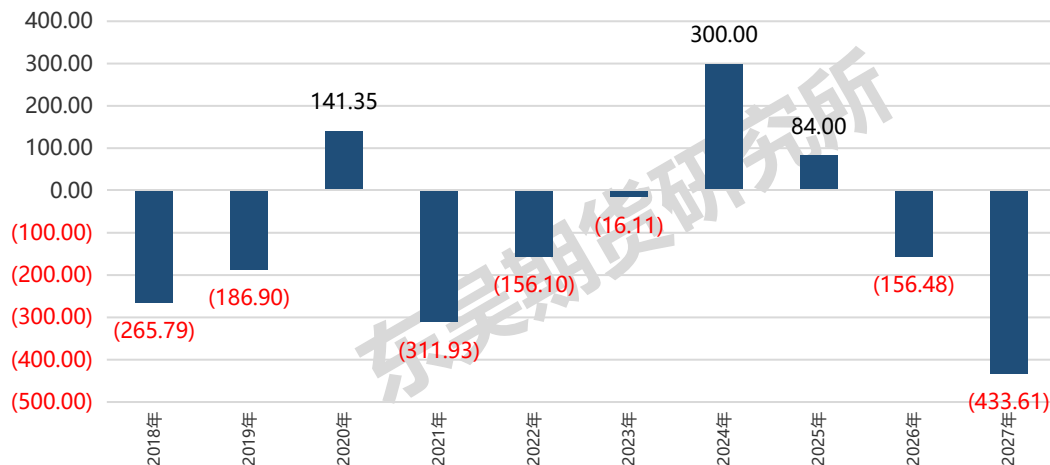
COMEX铜2504 HG25J	5.2175	0.63%	1
COMEX铜2505 HG25K	5.2425	0.61%	
COMEX铜2506 HG25M	5.2630	0.60%	
COMEX铜2507 HG25N	5.2905	0.62%	
COMEX铜2508 HG25Q	5.3575	1.44%	
COMEX铜2509 HG25U	5.3335	0.61%	
COMEX铜2510 HG25V	5.4240	1.91%	
COMEX铜2511 HG25X	5.4160	1.46%	
COMEX铜2512 HG25Z	5.3760	0.43%	
COMEX铜2601 HG26F	5.4520	1.44%	

- **美国关税政策的不确定性：**
- 关税政策需要关注到两点，一是关税的税率，二是关税落地的时间。此前市场计价到的是对铜将于年底落地25%的关税税率，而目前已经对5月合约已经定价了15%的关税预期，而对四季度则已经定价了20%的关税预期。
- **若特朗普对关税的态度超预期强硬，那么会使得COMEX-LME价差进一步走扩，货源加速转移，但中期的铜价中枢可能面临调整压力（经济增长预期受到压制）。**
- **但若释放缓和信号，短端COMEX-LME价差可能会回落，但需要上修中期铜价运行中枢（经济增长预期边际改善）。**

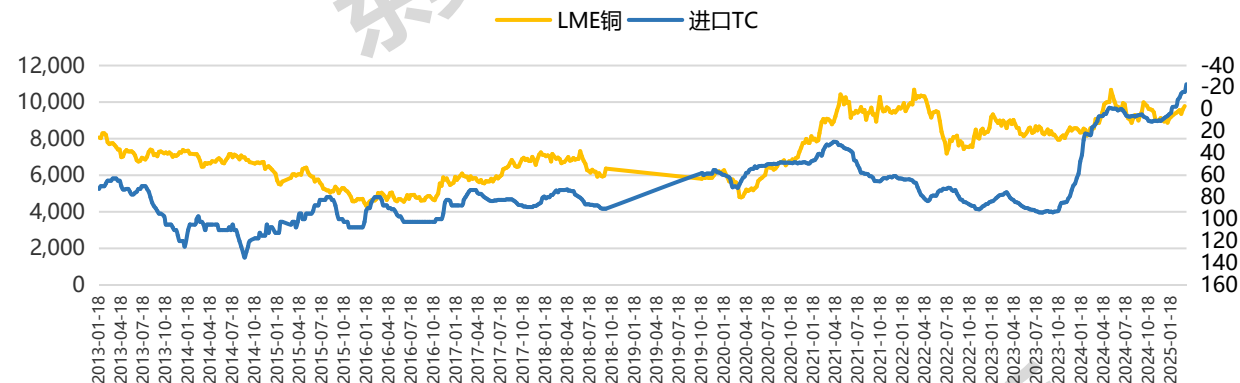
全球铜精矿平衡



全球电解铜平衡



➤ 铜矿新增产能释放缓慢使得供应增速慢于需求增长，预计未来两年矿端新增产能投放预计维持在1%附近，今年的增速预计预计仅在0.5%左右，而需求端预计可以维持2-3%的增长，全球AI建设推进预计将推动全球铜需求增长1%以上，全球电解铜市场的缺口预计在未来两到三年逐步扩大，推动铜价运行中枢逐步上移。



	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
在用数据中心机架规模:中国(万架)	315.00	401.00	520.00	650.00	810.00	1000.00	1230.00
(GW)	7.88	10.03	13.00	16.25	20.25	25.00	30.75
新增规模	2.23	2.15	2.98	3.25	4.00	4.75	5.75
同比	39.38%	27.30%	29.68%	25.00%	24.62%	23.46%	23.00%
用铜量	6.01	5.81	8.03	8.78	10.80	12.83	15.53
全球数据中心规模(TWh)	192.00	192.00	270.00	310.00	355.00	430.00	526.00
(GW)	31.31	31.31	44.03	50.55	57.89	70.12	85.78
新增规模	(0.98)	0.00	12.72	6.52	7.34	12.23	15.66
同比	-3.03%	0.00%	40.63%	14.81%	14.52%	21.13%	22.33%
用铜量	(2.64)	0.00	34.34	17.61	19.81	33.02	42.27

# 长期：供应增速慢于需求增速推动平衡缺口扩大

假设：	完全成本（美元/吨）	8000	8000	初始投资（美元/吨）	15000	15000	投资周期（年）	15	15	
铜价/要求回报率	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%
8000	¥ -14,563.11	¥ -14,423.08	¥ -14,285.71	¥ -14,150.94	¥ -14,018.69	¥ -13,888.89	¥ -13,761.47	¥ -13,636.36	¥ -13,513.51	¥ -13,392.86
8500	¥ -10,216.77	¥ -10,414.04	¥ -10,578.69	¥ -10,715.01	¥ -10,826.67	¥ -10,916.85	¥ -10,988.30	¥ -11,043.38	¥ -11,084.17	¥ -11,112.43
9000	¥ -5,870.44	¥ -6,405.01	¥ -6,871.67	¥ -7,279.07	¥ -7,634.64	¥ -7,944.81	¥ -8,215.12	¥ -8,450.40	¥ -8,654.82	¥ -8,832.01
9500	¥ -1,524.10	¥ -2,395.98	¥ -3,164.65	¥ -3,843.13	¥ -4,442.61	¥ -4,972.77	¥ -5,441.95	¥ -5,857.42	¥ -6,225.47	¥ -6,551.59
10000	¥ 2,822.24	¥ 1,613.06	¥ 542.37	¥ -407.19	¥ -1,250.59	¥ -2,000.72	¥ -2,668.78	¥ -3,264.44	¥ -3,796.12	¥ -4,271.16
10500	¥ 7,168.57	¥ 5,622.09	¥ 4,249.39	¥ 3,028.74	¥ 1,941.44	¥ 971.32	¥ 104.40	¥ -671.46	¥ -1,366.77	¥ -1,990.74
11000	¥ 11,514.91	¥ 9,631.13	¥ 7,956.41	¥ 6,464.68	¥ 5,133.46	¥ 3,943.36	¥ 2,877.57	¥ 1,921.53	¥ 1,062.57	¥ 289.68
11500	¥ 15,861.24	¥ 13,640.16	¥ 11,663.43	¥ 9,900.62	¥ 8,325.49	¥ 6,915.40	¥ 5,650.74	¥ 4,514.51	¥ 3,491.92	¥ 2,570.11
12000	¥ 20,207.58	¥ 17,649.19	¥ 15,370.45	¥ 13,336.55	¥ 11,517.52	¥ 9,887.44	¥ 8,423.91	¥ 7,107.49	¥ 5,921.27	¥ 4,850.53
12500	¥ 24,553.91	¥ 21,658.23	¥ 19,077.47	¥ 16,772.49	¥ 14,709.54	¥ 12,859.48	¥ 11,197.09	¥ 9,700.47	¥ 8,350.62	¥ 7,130.95
13000	¥ 28,900.25	¥ 25,667.26	¥ 22,784.49	¥ 20,208.43	¥ 17,901.57	¥ 15,831.52	¥ 13,970.26	¥ 12,293.45	¥ 10,779.96	¥ 9,411.38
13500	¥ 33,246.58	¥ 29,676.30	¥ 26,491.51	¥ 23,644.37	¥ 21,093.59	¥ 18,803.56	¥ 16,743.43	¥ 14,886.43	¥ 13,209.31	¥ 11,691.80
14000	¥ 37,592.92	¥ 33,685.33	¥ 30,198.53	¥ 27,080.30	¥ 24,285.62	¥ 21,775.61	¥ 19,516.60	¥ 17,479.42	¥ 15,638.66	¥ 13,972.22
14500	¥ 41,939.26	¥ 37,694.36	¥ 33,905.56	¥ 30,516.24	¥ 27,477.65	¥ 24,747.65	¥ 22,289.78	¥ 20,072.40	¥ 18,068.01	¥ 16,252.65
15000	¥ 46,285.59	¥ 41,703.40	¥ 37,612.58	¥ 33,952.18	¥ 30,669.67	¥ 27,719.69	¥ 25,062.95	¥ 22,665.38	¥ 20,497.36	¥ 18,533.07

- 长期铜价最大的矛盾在铜矿供应不足，那么需要铜价持续上行，刺激矿企投入才能有效缓解铜市场紧缺的问题。按照现有矿山投入，要求回报率在10%左右，那么至少需要铜价达到10500美元/吨以上才能刺激项目进一步的投放。



谢谢！

请联系东吴期货研究所，期待为您服务！

400-680-3993

<http://yjs.dwfutures.com>

本报告由东吴期货研究所制作及发布。报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改、及用于其它用途。

期市有风险，投资需谨慎！