

铜

## 国投期货 2025 年度策略报告

——潮起潮落，回归供求

2024 年 12 月

# 目录

1.行情回顾：2024 年意料之外，更重收获 .....	3
2.2025 年四个长线逻辑的变与不变 .....	5
2.1.金银回归正常波动，再通胀标杆 .....	5
2.2. 2025 年新能源消费增速适度转降 .....	6
2.3. 仍需关注矿端突发扰动，暂无断崖式减量预期 .....	8
2.4. 铜矿成本抬升挂钩通胀，长期均价上涨体现货币现象 .....	9
3.2025 年且看且行的供求环境 .....	11
3.1.谨慎看待货币政策的宽松共振 .....	11
3.2.需求增速中性转弱 .....	13
3.3.精矿供应增加，精铜产量增速放缓 .....	15
3.4.供大于求，延续过剩 .....	17
4.2025 年均价略降，或有“V”型 .....	19

## 肖静 首席分析师

从业资格证号：F3047773

投资咨询号：Z0014087

### 近期相关报告：

《取消出口退税对铜材的影响》

20241118

《铜：大事将决，情绪为先》

20241101

## 报告摘要

### ● 四个长线逻辑的变化

1) 黄金 2025 年的最大涨幅将收敛到常态水平，在交易情绪上相对降低铜在关联品种上获得的气氛指引；2) 2025 年电动汽车与光伏产业都面临出口路径的应对调整与全球产能的再布局；3) 仍需关注矿端突发扰动，暂无断崖式减量预期；4) 铜矿开采成本接近线性的持续上升与铜均价非线性上涨承托追逐。

### ● 谨慎看待货币政策的宽松共振

主流经济体进一步释放流动性被认为有益资金继续推涨铜价。然而，经济降速风险是继续释放流动性的根本原因。2025 年应对特朗普首年执政，经济增长风险大于再通胀风险。2025 年美元更长时间强势，注意美股波动风险。对再通胀的跟踪，至少放在下半年。

### ● 铜精矿供应回暖，精炼铜继续过剩

全球铜消费增速变动有限，基本在 2.5% 中性偏下，中国以外消费增速仍可能略好于国内，为铜价提供的向上驱动有限。2024 年全球铜精矿净增 35-40 万吨级，2025 年预计铜精矿供应增量达到 60 万吨级。由于年底中国铜消费持续稳健，2024 年全球精铜供应过剩 35 万吨。2025 年精铜产量增速放缓到 3%，仍高于消费增速，预计继续过剩 25 万吨级，全球显性库存有累增到 80 万吨的风险。

### ● 预期均价下调，节奏或有“V”形

2025 年铜均价不会在高位继续大幅拉涨，预计伦铜均价低于 2024 年、高于 2022 年，在 8900 美元附近。节奏上，部分时段宏观主题易形成向下交易风险。形态上，倾向铜价二季度或年中有像 2022 年 6、7 月间那样较极端的快速下行风险，但最终能在充分调整后走出“V”形。伦铜常规波动区间 8500-9800 美元，若极端跌势，空间打开到 7800-8000 美元。沪铜关注随汇率变动的比价，8500 美元暂对应沪铜加权 7 万附近，波段抛压下沪铜跌势指向 6.5 万，此一线支撑强。整体铜价宽幅震荡，重视过程风险。

## 1. 行情回顾：2024 年意料之外，更重收获

2023 年年底以巴拿马 Cobre 铜矿关停与英美资源调降产出为指引的加工费大幅且快速的跳水，拉开了 TC 全年极低位运行的大幕。走过一年，虽没有过多影响到以中国为核心的精炼铜产出增速，也没有太多影响到 2024 年预期供求过剩的平衡表，但年内铜价 3-5 月持续上涨直至创高，走势之强超出了以基本面分析为核心的价格预期。年底铜价已大幅远离纪录高位，重回供求，可“雁过留痕、风过留声”，这一年铜矿供应紧俏、关键矿种蕴含的潜在需求增速、开采成本的持续上移与金价暴涨背后的多重因素相互交织，资金青睐的长线因素集中迸发，为未来更长远的铜价走势提供了一场实战预演。分析角度，这是反复思考、收获满满的一年。

图 1：2024 年铜价走势回顾

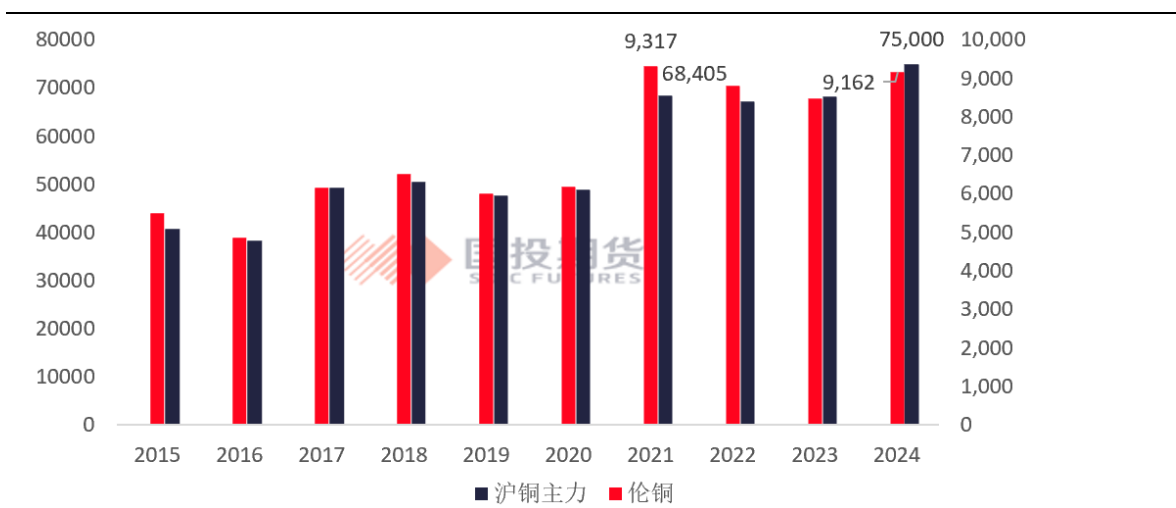


资料来源：文华财经，国投期货

上图基本完整记录了铜价一年波动的主要因素，供求分析上的预期与事实固然重要，但潮起潮落，铜市场趋势交投的内核是“见证资金力量、验证交易主干”。这一年除新能源金属，传统有色金属均价全线录涨，有色金属板块也是唯一走出涨幅的工业品大类，国内广泛的终端制造业连续第二年保持强景气与新能源汽车、光伏等产品的持续拓展，令工业金属在需求端积极抵消中国房地产市场的负面影响。均价上，因下半年

资金退潮、交投再回供求，截至 12 月上旬，伦铜均价 9160 美元，上涨 8%，年度均价不及 2021 年高位，但人民币积极调控适度贬值背景下，沪铜年度均价上涨 10%、提高 6500 元/吨，创出 7.5 万元/吨纪录高位，这也是沪铜年度均价首次站上 7 万关口。

图 2：2024 年国内铜均价创出历史新高



资料来源：IFIND，国投期货

图 3：沪铜价格与人民币汇率



资料来源：IFIND，国投期货

图 4：沪铜持仓量与价格波动

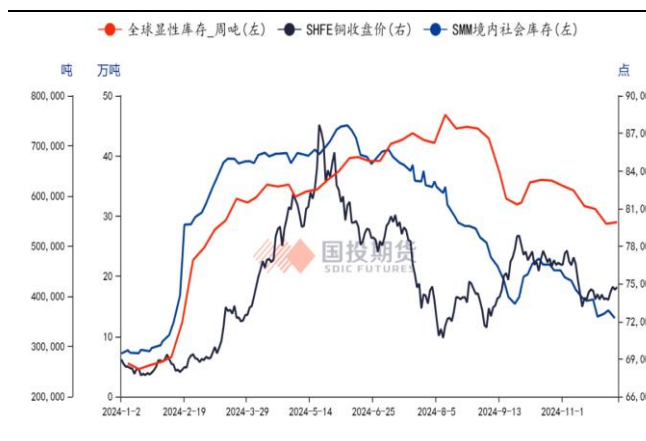


资料来源：IFIND，国投期货

2024 年多因素共振打开了铜价长线波动的想象空间，但作为铜价需求接受方，国内上下游产业链在二季度经历了高价压制需求、社库持续走高、滞销转为期货敞口的严苛挑战。创纪录的铜价伴随着创纪录的持仓，国内铜套保在极端价格波动下，坚守保值理念，在更有实力、认识成熟的资金风控护航下，顶住压力，

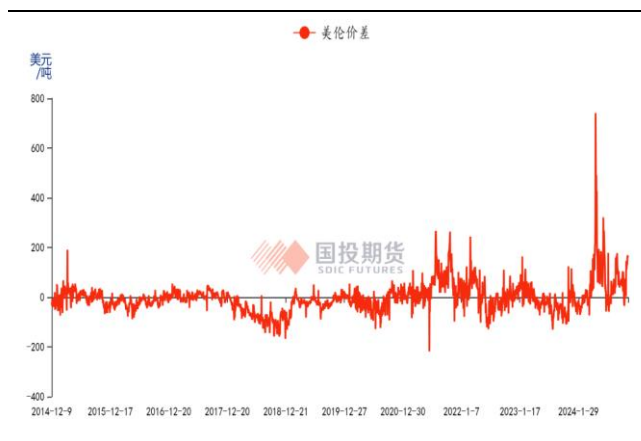
实践出较完整优质的期现保值结果。“趋势投机-套期保值-跨市套利”三大交易动机相辅相成，反观外盘，在交割制度、物流流向、不对等的参与力量助推下，COMEX 铜市遭遇挤仓，5 月 20 日美伦收盘最大价差突破 800 美元/吨，跨市价差套利上的平仓损失放大了铜价创高的极端性，结束了这场资金强势推动的上涨。

图 5：铜价明显滞后于持续走高的库存



资料来源：Wind，国投期货

图 6：美伦价差创出纪录水平



资料来源：IFIND，国投期货

6 月开始直至年底，铜价滑落、震荡，交投主题回到传统的市场宏观节奏指引与基本面供求变动，伦铜震荡区间稳定在 8700-10000 美元/吨；沪铜相对在 7.08-7.9 万元/吨间。2024 年铜价飙涨兑现了资金长期盘踞的、仍需被现实充分验证的多重因素，通过“理解资金”逻辑，补足了铜价长线分析视角。

## 2.2025 年四个长线逻辑的变与不变

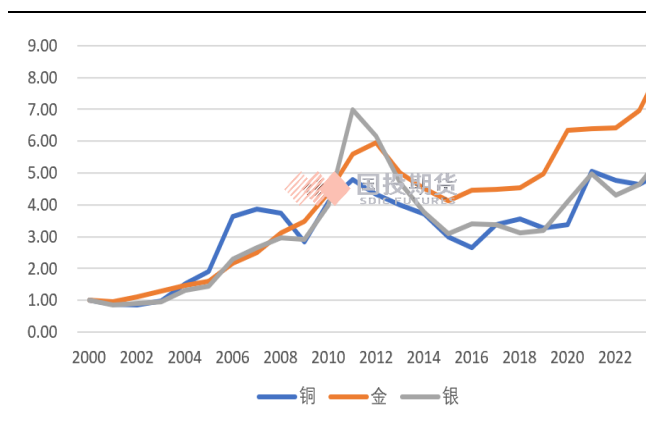
尽管铜价已远离纪录高位，但 2024 年铜价表现，意味着价格打开了长远向上空间。我们整理出四个资金青睐的长线因素：1) 金银牛市逻辑的加持与托底；2) 从关键矿种需求出发，多元且有保障的长期潜在需求增速；3) 上游矿种供应扰动性强，资源国持续扩散的利润诉求；4) 与通胀并行的开采成本上移。这四个逻辑将长期支撑铜价走势，结合 2025 年市况变动，部分驱动可能转弱。

### 2.1.金银回归正常波动，再通胀标杆

2024 年金银绝对价格（COMEX 金最大涨幅 35%、COMEX 银最大涨幅 45%）与平均价格大幅上涨（COMEX 金年平均价 2382 美元、涨 21.84%；COMEX 银年平均价 20.27 美元，涨 20.07%美元），超过了

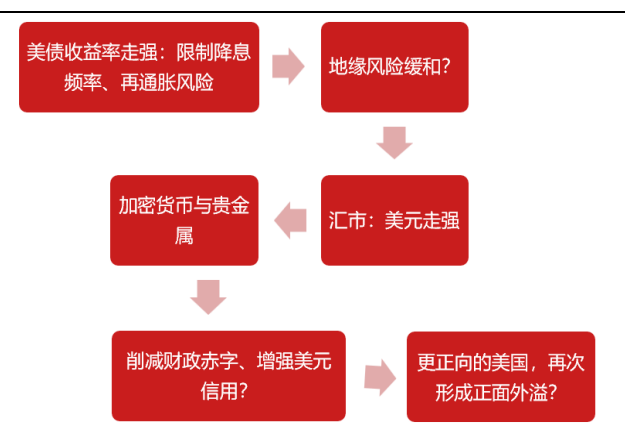
长期年均复合增速，突显放大了金银铜波动节奏的强一致性。2000 年以来 COMEX 黄金均价复合增速 9.3%、COMEX 白银 7.4%、LME 铜 6.9%。特朗普胜选后，黄金高位再暴涨的空间可能因地缘政治相对缓和、美元更长时间的走强、联储降息预期频次不高、美国在削减赤字上的努力，甚至与加密货币此消彼长而有所受限。2024 年年底，黄金高位双向波动的风险已经放大，海外投行对 2025 年金价普遍持 3000 美元/盎司目标位的看法。这意味着黄金 2025 年的最大涨幅将收敛到常态水平，以稳住重心的均价上涨为主，将在交易情绪上相对降低铜在关联品种上获得的气氛指引。

图 7：金银铜长期均价波动强一致（2000 年年均价为 1）



资料来源：Wind，国投期货

图 8：2025 年金价或可创纪录，但涨幅受限



资料来源：国投期货

另外，围绕金价对铜价的影响，需要重视特朗普正式履职前后俄乌风险的走向变动，黄金含有的地缘风险处在前高后低转折期，不排除某一阶段金铜走势相对分化。更长期，美国新政府奉行“MAGA”目标，能否有效推动制造业重新回流、能否有效削减赤字、能否重塑美国；亦或对全球及美国经济带来大的负面影响，通胀重新走高，债务削减乏力；成败与否，也将客观反映在金价波动上。主观倾向特朗普执政第一年举措最强、火力集中，强势美元为主，虽然主要经济体货币宽松方向共振，但经济增速不确定风险高，市场对再通胀交易有关注，但多数时间有限。

## 2.2. 2025 年新能源消费增速适度转降

全球铜消费是一个整体，从区域看，分为中国与中国以外；从用途看，分为传统消费领域与碳中和新增



板块。不考虑经济增速波动，IEA 报告显示，2024-2030 年，碳中和目标既定政策模型下，全球精铜消费年均复合增速能够达到 2.46%，基本与 1981-2022 年长期铜消费年均复合增速持平，意味着近年铜消费增速的稳定性能够穿越经济周期波动。其中，与碳中和、清洁能源相关的涉铜消费的持续增长是支持这一增速模型的关键。美国新政府运作，难以改变科技发展大势，不过 2025 年电动汽车与光伏板块的增速需求挑战变大。

图 9：2024 年关键矿物报告铜消费复合增速预期（单位：千吨）

清洁能源所占比例		清洁能源增速	总增速
2023年	24.00%		
2030年既定政策	34.00%	7.27%	2.46%
2030年宣布的承诺	39.00%	9.62%	2.69%
倘若净零	45.00%	12.99%	3.65%

	2023年	2030年既定政策	2030年宣布的承诺	倘若净零
电力网络	4171	5922 5.13%	6632	7816
电动汽车	396	1645 22.5%	1870	2612
太阳能光伏发电	1208	1691 4.9%	2117 8.34%	2564
其他	536	1055 10.15%	1382	1850

资料来源：IEA，国投期货

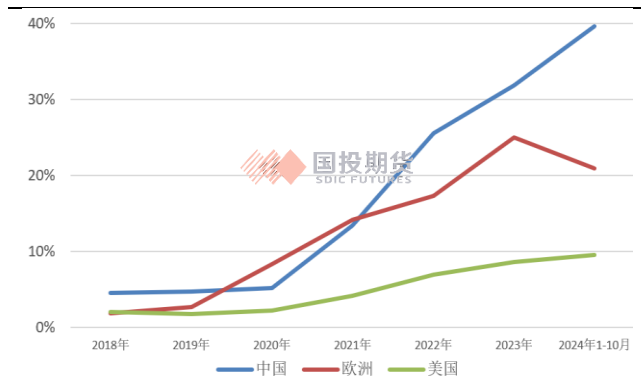
电动汽车方面，2025 年欧美预计同处过渡年。美国拟取消 IRA 电动汽车补贴，预计电动汽车渗透率的提升将更多依靠市场与竞争，2024 年前 10 月美国新能源汽车销售增长 12%、渗透率 9.5%。欧洲地区，2024 年德国取消新能源汽车补贴极大拖累欧盟七国电车销量，累计同比降幅近 8%，渗透率回到 20%。2025 年欧盟进入新的减碳阶段，车企零排放和低排放乘用车销售占比需要达到 25%以上才能获得奖励资格。欧洲汽车工业就业人数约占总人口的 7%，欧盟坚定电车路线，但要谋求独立的汽车产业链，中欧之间大概率将通过技术转让与合资建厂的方式互惠互利，2025 年是双方竞合探索期。中国为 2024 年全球新能源汽车产销贡献了最大力量，前 10 月市场份额提升到全球的 68.9%，预计全年份额接近七成。2025 年，国内围绕新能源汽车的购车优惠政策还将延续，但高基数下增速也将略微放缓。整体预计 2025 年全球电动汽车领域用铜增速将在 IEA 未来五年预测的平均复合增速之下，中性增量约降至 20%。

光伏方面，2024 年年底国内拉开行业自律、类“欧佩克”大幕。在国内光伏新增装机延续高增速(1-10



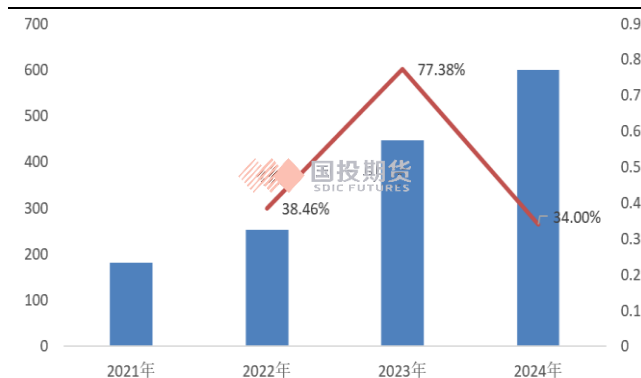
月累装 181GW、增速 27%)，出口量扩大(1-10 月组件累计出口 204GW、增速 17%)的同时，低价扩量的生存模式已难维系，产业链价格（各环节价格普遍较 2023 年高点下降六到八成）、制造端产值（统计局 1-10 月太阳能电池产量 543GW、增速 15.5%，前三季度光伏各条线产值下降 44.7%）、出口额显著下滑(各环节 1-10 月累降 34.5%)，令此波行业亏损规模超过过去三轮行业调整低点。2025 年光伏行业“提质控产”形势严峻，美国已对东南亚四国做出反倾销初裁，特朗普对传统化石能源的倾向也可能放慢美国风光装机的速度。全球光伏装机预测方面，彭博新能源预计 2024 年全球新增光伏装机将达 599GW（直流），同比增长 35%，较 2023 年 76%的增速明显下滑，而 2025-2030 年该机构给出的光伏新增装机复合年均增速约 5%，与 IEA 预测较为接近。国内光伏产业链供给侧改革与出海优化全球产能布局的迫切性极强，2025 年也是光伏行业调整年。目前光伏行业企业自律框架基本成形，各条线产品产量增速将下降至合理水平。国家统计局太阳能电池产量增速 2025 年大概率降至 10%以内。

图 10：新能源汽车主要市场渗透率



资料来源：中汽协，彭博，国投期货

图 11：全球光伏装机及增速预测（直流 GW）



资料来源：彭博，国投期货

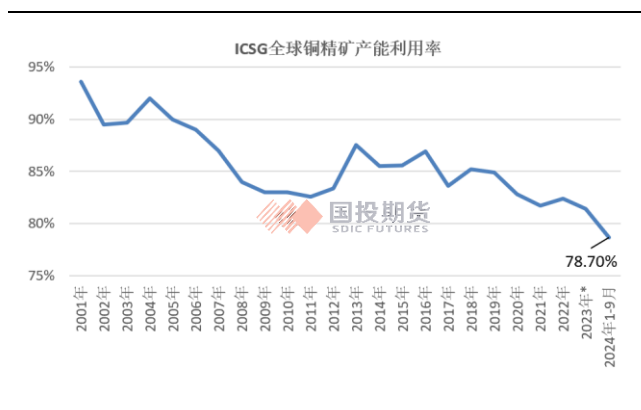
新能源产业长期发展大势向好，2025 年电动汽车与光伏产业都面临出口路径的应对调整与全球产能的再布局。不过，清洁能源关键矿种需求已纳入全球电力电网升级需求，新兴市场也在跟踪 AI 对电源、分布式电网的投资建设。整体倾向 2025 年由新能源提供的边际铜消费增速适当放缓。

### 2.3. 仍需关注矿端突发扰动，暂无断崖式减量预期

2023 年年底 33 万吨巴拿马第一量子 Cobre 矿山受居民环保抗议被迫关停、品位压力下英美资源直接

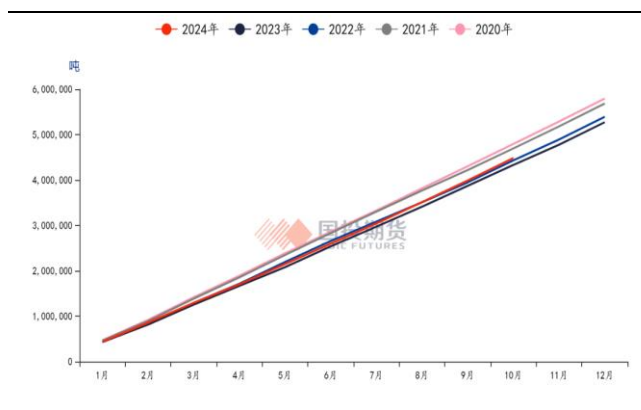
将 24 年产量目标由 100 万吨下调至 73-79 万吨，扭转了 2024 年全球铜精矿增量预期与加工费走向。尽管年内 ICSG 铜矿开工率由 1 月 75.7% 低点逐渐回升到 9 月 81.4%，全年前低后高，wood mackenzie 也将 2024 年铜矿干扰率确定在 3% 较低水平，但铜精矿增量预期的快速调降，使市场不得不重视铜矿生产在环保、缺电、缺水、事故、罢工等方面可能遭遇的突发扰动。同时，在铝土矿、氧化铝、铅锌矿上市场也看到了类似情况，资源优势国对矿业利润的诉求越来越高。2025 年主要关注核心矿业国如秘鲁、刚果可能对非法或手工采矿的政策变动。品位挑战上，继续关注 Codelco 与英美资源，智利与秘鲁的铜产出目标。预期上，2025 年巴拿马 Cobre 矿山复产是小概率事件，整年仍可能关停；智利将继续致力于走出产量停滞期。2024 年年底还没有出现大的能够引起供应端变动的断崖式减损题材。

图 12: 24 年铜矿产能开工率自 75.7% 缓慢回升



资料来源：ICSG，国投期货

图 13: 智利铜产出

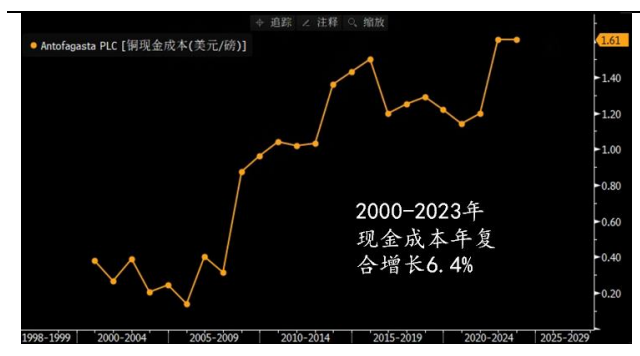


资料来源：SMM，国投期货

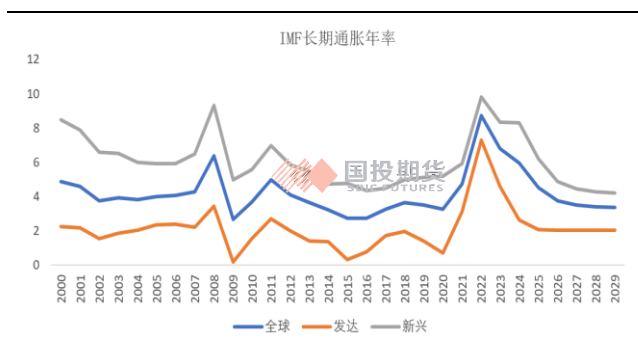
## 2.4. 铜矿成本抬升挂钩通胀，长期均价上涨体现货币现象

2024 年二季度长线题材集中共振，资金涌入，使我们打开对铜均价长期波动的认识。平衡表上常年潜在多配资金除了关注精铜产消未来存在较大预期缺口外，铜矿开采成本接近线性的持续上升与铜均价非线性上涨承托追逐。

一方面，铜矿开采成本持续上移基本与新兴经济体通胀增速并行。智利安托法加斯塔集团 2000-2023 年现金成本年均复合增速约 6.4%；同期全球第三大铜生产集团自由港铜金公司铜业务现金成本年均复合增速约 8.8%。调用 IMF 数据库，2000-2023 年全球年均通胀率 4.2%，发达经济体 2.12%、新兴经济体 6.22%。

**图 14: 智利安托法加斯塔铜矿现金成本**


资料来源：彭博，国投期货

**图 15: 全球长期通胀率**


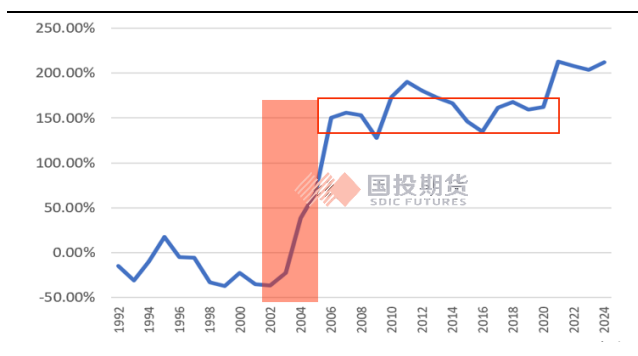
资料来源：IMF，国投期货

另一方面，长期看，铜年均价复合增长速度，在铜精矿产出、精炼铜供需增速基本匹配的背景下，每年约有 5%涨幅，也接近全球通胀年均水平，铜价波动反映出较强的货币现象。具体到某个阶段，中国入市后，2004-2006 年大宗商品牛市周期中，铜年均价涨幅极大，而 2006 年到 2023 年伦铜年均价复合增速未达 1.5%，多年以来成本抬升从追逐铜价转为托底铜价。

**图 16: 不同阶段全球铜产消与均价年均复合增速**

年均复合增速时间段	铜矿产量	精铜产量	精铜消费	伦铜年均价
1981-2022	2.58%	2.43%	2.49%	
1994-2022	3.01%	2.98%	3.13%	5.59%
2009-2014	2.93%	4.28%	5.09%	5.59%
2015-2022	1.98%	1.68%	1.78%	6.94%
2006-2023	2.38%	2.55%	2.69%	1.30%
最近的精铜消费规模翻倍 97-22年15年	2.62%	2.63%	2.80%	5.66%

资料来源：ICSG，国投期货

**图 17: 以 92 年伦铜年均价为起点的累计涨势**


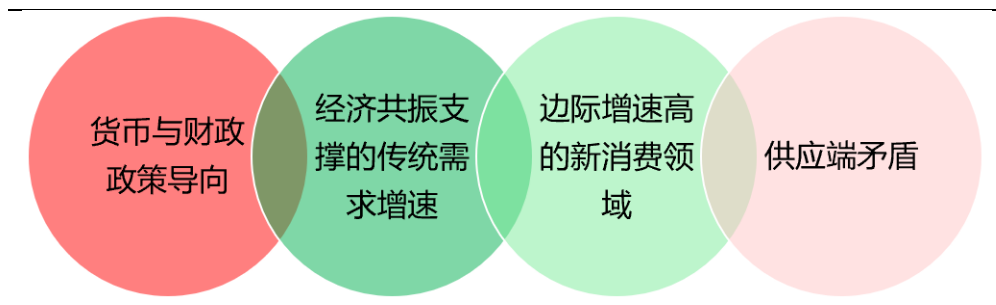
资料来源：Wind，国投期货

由于铜年均价幅多年震荡，市场常期待 2030 年之前（甚至 2035 年），长期铜矿生产增速无法跑赢更稳定的需求增速，再次使铜价在某个阶段出现快速拉涨。不过类似 2004-2006 年那样背靠世界第二大经济体蓬勃发展的历史机遇已难出现，在更温和的产消增速预期下，在没有见到真正的供需缺口前，更倾向铜均价以年均 5%的速度、偏向线性的稳步上涨。这个视角上，长期铜价上方空间感强，2030 年远期年均价可以打开到 1.2 万美元以上。

### 3.2025 年且看且行的供求环境

超常规的均价拉涨需要共振极强的历史机遇，2025 年并不具备铜均价在高位继续大幅拉涨的条件，2.2 部分已经讨论了新能源消费领域增速降温的风险。这一部分主要讨论传统框架中经济增速与货币政策对交投重心的定调以及铜市供求基本面 2025 年的轮廓特点。

图 18：铜价共振常规因素（红绿深浅表示 2025 年支持涨跌的倾向）



资料来源：国投期货

#### 3.1.谨慎看待货币政策的宽松共振

铜价波动反映货币金融属性，货币政策放松能够护持经济增速，主流经济体 2025 年将更深入的进入货币政策宽松共振期。全面推行“美国优先”政策后，ex-US 经济体都要适应调整转型，通胀压力继续缓和背景下，联储 2025 年降息频次的预期相对最小，在不发生显著经济减速、金融市场风险的情况下，普遍认为降息 2-3 次；欧元区经济环境、德法政局持续负面，ECB 降息主动性大于联储；国内已将货币政策描述调整为“适度宽松”也将进一步释放流动性。主流经济体进一步释放流动性被认为有益资金继续推涨铜价。

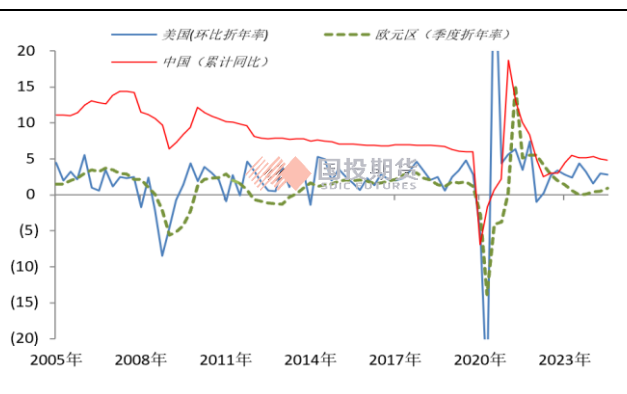
然而，经济降速风险是继续释放流动性的根本原因。特朗普重新执政第一年，出口政策冲击的力度最大，而国内 2024 年的经济表现明显倚仗出口。尽管加征关税博弈多年，此番续征关税仍将对国内经济形成负面拖累，同时，全球第一大经济体美国能否重塑制造业新模式的不确定性很大。年底权威机构尚未更新 2025 年全球经济增速预期，倾向下调为主。实用角度，建议季度跟踪 IMF 经济增速预期，中国制造业 PMI 与欧美综合 PMI 指数。

图 19：全球主要经济体 GDP 预期

IMF预测:GDP实际增长率							
	全球	发达经济体	发展中经济体	美国	中国	欧元区	日本
2018	3.6	2.3	4.7	2.9	6.8	1.8	0.6
2019	2.8	1.7	3.6	2.3	6.0	1.6	-0.4
2020	-2.8	-4.2	-1.8	-2.8	2.2	-6.1	-4.3
2021	6.3	5.4	6.8	5.9	8.4	5.3	2.2
2022	3.5	2.7	4.0	2.1	3.0	3.5	1.0
2023	3.3	1.7	4.4	2.9	5.3	0.4	1.7
2024	3.2	1.8	4.2	2.8	4.8	0.8	0.3
2025	3.2	1.8	4.2	2.2	4.5	1.2	1.1

资料来源：IMF，国投期货

图 20：主要经济体季度 GDP 表现



资料来源：Wind，国投期货

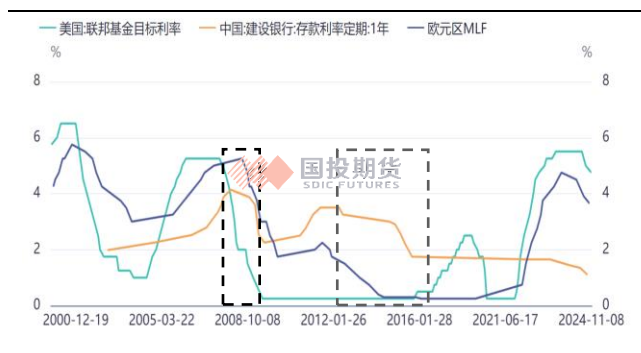
2025 年应对过渡年，经济增长风险大于再通胀风险，特朗普关税政策有再次加大美国输入性通胀的可能。同时，中国取消或降低出口退税，意在试探中国高效产能的价格竞争力，增强税收、降低贸易摩擦，鼓励相关行业出海，以“控量保利”为目的，可能在部分产能过剩行业加强供给侧调控。这个过程初期对上游原料需求有负面影响，低效产能出清后，有利稳住产业链价格与 PPI。我们认为对再通胀主题的跟踪，建议更多放在下半年。同时，特朗普致力增加化石能源的供应，油品化工板块大概率趋势性承压，抑制通胀。

市场信号上，2025 年美元更长时间的强势易对外盘铜价形成直接压制，黄金超出预期的再拉涨意味着美国新政府在减赤、提升美元信用上的初步失败（这可能要等得更久如 2026 年晚期）。同时，建议加大对美国服务业 PMI 指标的关注，美国股市涨势持续时间长，已交易多轮多头题材。2025 年，初步倾向二季度，美股回调风险大，可能波及工业金属交投节奏。

如果回顾主流经济体流动性共振宽松对铜价的影响，图 21 框出了 2008 年 8 月到 2009 年 5 月与 2012 年 4 月到 2015 年 12 月两个时段。第一个时段与 2024 年二季度铜价创高近似，2008 年 7 月铜价在联储首次降息前走出纪录高位，也即铜价在预期货币政策扭转兑现前表现最好。随后，第一阶段为应对金融危机主流经济体降息速度极快，而第二阶段降息速度慢，主要与经济波动下的防御性降息为主，但这两个降息共振期都经历了铜价的快速下滑或持续时间较长的低迷震荡。另外，利率趋势对比上，目前中国面临的低利率环境与金融危机后、欧债危机后的欧美长期几乎零利率的情况相似度高。我们认为，货币宽松共振、流动性过

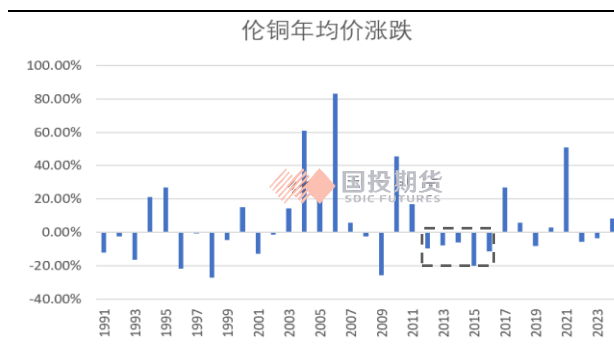
剩并不一定持续有效推涨铜价，还要看具体的经济形势、供求状况。我们更倾向此轮货币宽松共振以稳住铜年度均价为主，2025 年预计伦铜均价低于 2024 年、高于 2022 年，8900 美元附近。

图 21：主要经济体基准利率趋势（框中共振宽松）



资料来源：Wind，国投期货

图 22：铜年均价涨跌幅



资料来源：Wind，国投期货

### 3.2.需求增速中性转弱

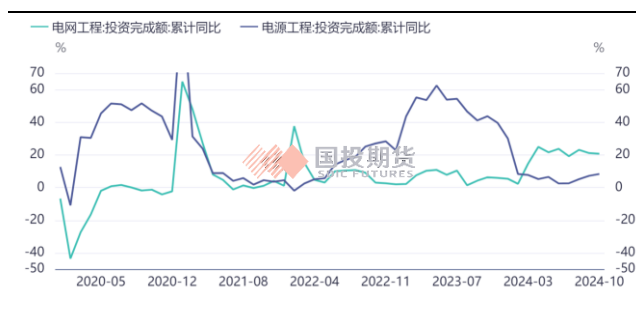
2024 年美国的经济未着陆，欧洲低位徘徊，国内依靠制造与出口基本达到增长目标。货币宽松趋势预示 2025 年全球经济增长速度面临较大风险。政策支持下，我们认为更依赖市场环境的制造业产品的产销压力最大。国内为例，2025 年宏观指标或能看到房地产投资触底后降幅的缩窄、化债后基础设施增速的提高，但投资带来的边际效应低迷，提振消费更重要；2025 年倾向制造业投资增速放缓、电热水气或电力电网已连续较长时间延续高投资增速，再发力增量有限，而出口大概率受抑；宏观指标“强弱互换”。

图 23：国内主要宏观指标（\*为 1-11 月表现）

	2023 年	2024 年 1-10 月
房地产	-9.60%	-10.30%
基础设施	5.90%	4.30%
电热气水	23%	24.10%
制造业	6.50%	9.30%
出口*	0.60%	6.70%
消费	7.40%	3.55%

资料来源：国家统计局，中国海关、国投期货

图 24：中国电源电网投资增速



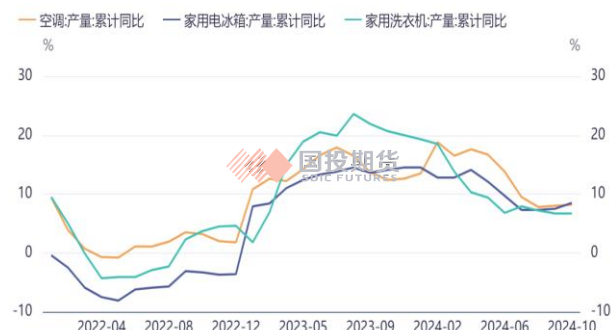
资料来源：IFIND，国投期货

另外，2023 年开始国内数据呈现终端产品产量增速大幅高于基础宏观指标、高于铜实际消费增速的情



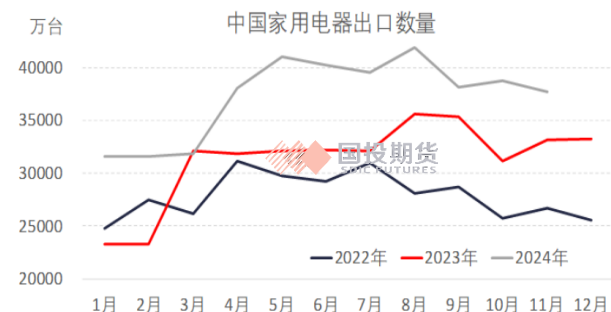
况，2024 年电力电网、家用电器产出等增速继续大于精铜消费、铜材产量增速，终端生产高增速是近两年支撑铜消费与铜价的关键力量。2025 年，强势板块高增速有降温风险，产业链内部采销氛围转变。

图 25：国内主要家电产量



资料来源：IFIND，国投期货

图 26：中国家电出口



资料来源：中国海关，国投期货

图 27：中国铜材产量



资料来源：国家统计局，国投期货

图 28：2024 年精铜表观供应与推测消费增速

万吨	2023 年	2024 年	增减	增幅
SMM 精铜产量	1144	1205.2	61.18	5.35%
精铜净进口	323	322	-1	-
铜材净出口	31	48	-17	
表观供应	1467	1527.2	43.18	
社库	6	13	7	

推测 2024 年国内精铜实际消费增速 2.3% 附近

资料来源：SMM，中国海关，国投期货

具体看，2024 年国内精铜产出累计同比增速前高后低，SMM 预计铜产量增加 61 万吨级；二季度创纪录铜价压抑需求，国内消费累计同比增速前滞后增，且精铜、铜材出口量在部分月份明显放大。结合社库变动，预计国内全年实际铜消费增速 2.3%，下半年持续稳健高于 ICSG 2024 年 2% 的消费增速预期。通过分析全球长期潜在供需增速，认为当年消费增速接近 3% 对铜价有正向激励作用，中性为 2.5%，2% 为合格。

2025 年新能源消费领域有降速风险，全球经济增速承压下调背景下，前两年国内终端产量增速明显高于铜需求增速的情况会有转变，二者数值差距继续缩窄。产业链订单博弈更强、备库更谨慎、社库累库风险

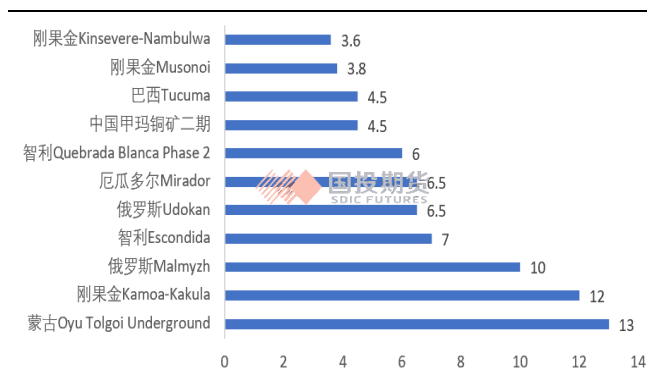


提升，精铜出口与铜材出口降温，国内铜表观供应增速继续大于铜实际消费增速。由于不倾向有极端创纪录涨势，消费连续性更强，国内铜实际增速预计基本持平或略弱于 2024 年。在此基础上，综合认为全球铜消费增速变动有限，基本落在 2.5%中性偏下位置，由于低基数中国以外地区的消费增速仍可能略好于国内。总之，实际消费为铜价提供的向上驱动有限，且部分时段宏观主题易形成向下交易风险，中性偏弱的消费增速主要为铜价提供基本支撑，作用体现在稳均价方面。

### 3.3.精矿供应增加，精铜产量增速放缓

2024 年全球铜精矿供应前低后高，整年下来抵减损量，普遍预计净增 35-40 万吨级；2025 年预计铜精矿供应增量达到 60 万吨级。智利 Quebrada Blanca Phase 2 与 Escondida 扩产预计能够带来 13 万吨增量，中资与嘉能可在刚果金的项目合计能够带来 20 万吨增量，俄罗斯 Udokan 与 Malmyzh 项目可能兑现 15 万吨增量，力拓旗下 Oyu Tolgoi Underground 项目预计增产 13 万吨，其他南美国家可能也有 10 万吨级增量。受高铜价与极低 TC 影响，2024 年矿端兑现的效率已明显提高。ICSG 预计 2025 年全球铜精矿供应增速将达 3.5%，超过 2024 年 1.7%的增速，是此轮铜精矿扩产释放周期中年增长率最高的，超过 2022 年的 3%。

图 29：2025 年大矿拟入市项目(万吨)



资料来源：SMM，国投期货

图 30：海外部分冶炼项目移至 2025 年投产爬坡

公司	产能	投产时间
印度Adani	50	2024年延至25年3月
印尼Manyar	40	2024 年9月火灾延至25年Q2
印尼PT Amman	40	2024 年9月开始投料
赞比亚第一量子Kansanshili	11.5	2025年
美国美铜Hayden Restart	19	2025年
美国Aurubis AG扩建	3.5	2025年

资料来源：公开信息整理，国投期货

2025 年精矿产量乐观预增，长单加工费博弈激烈。以中国冶炼产能新建扩产为核心的全球精炼铜产量已连续两年增速超过 4%，且更多矿山自建炼厂，加剧矿源争抢，2024 年现货铜精矿加工费甚至出现负值

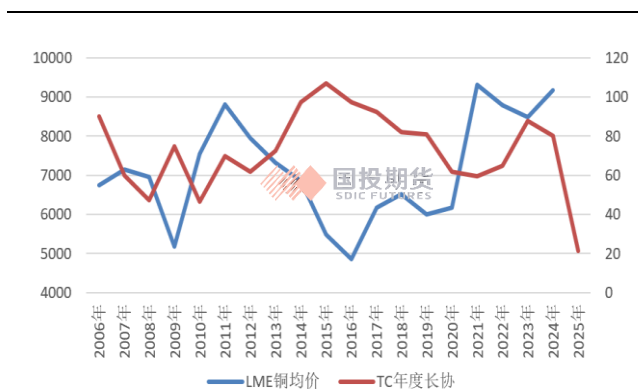
报价。即便市场没有看到当年精炼铜产量受低加工费冲击而减产，极低 TC 也往往伴随高铜价。经验上，TC 持续下行到极端低位后，通过一段时间矿增锭减的再平衡，易有反转，铜价也将失去矿端驱动。因此炼厂相当期待加工费触底后的转折回暖，但现实谈判进展缓慢。年底，中国原料采购小组与智利安托法加斯塔铜矿协定 21.25 美元/磅低加工费，意味着矿冶博弈形势更加恶劣。关键矿产报告不仅重视矿产资源分布，也重视冶炼产能集中度。预计 2025 年印尼、印度炼厂爬坡运营将继续压缩亚洲地区的精矿供应。

图 31：国内冶炼项目仍多（万吨）

	2022年	2023年	2024年	2025年
新疆五鑫铜业	6			
江铜富冶和鼎铜业扩建项目	1	10	4	
大冶有色新港铜业	2	30	8	
国兴铜业		2	6	
中条山侯马冶炼厂		3	7	
广西南国铜业二期		10	40	
巴彦淖尔西部铜业			5	
包头华鼎			7	
五矿铜业			5	
山东恒邦			10	10
楚雄滇中			20	
广西金川				30
赤峰金通				30
西南铜业				15
合计	9	55	112	85

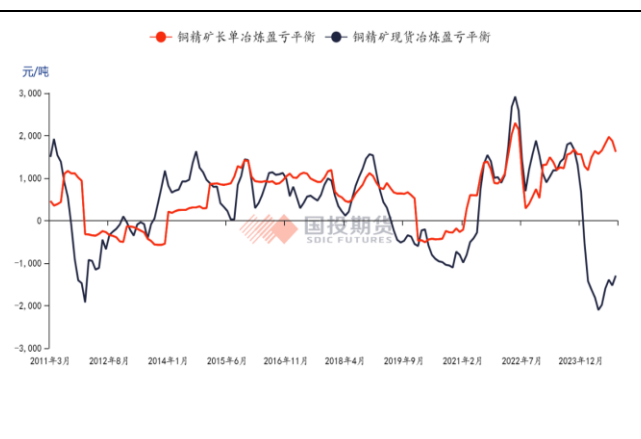
资料来源：SMM，国投期货

图 32：2025 年长单 TC 加工费历史最低



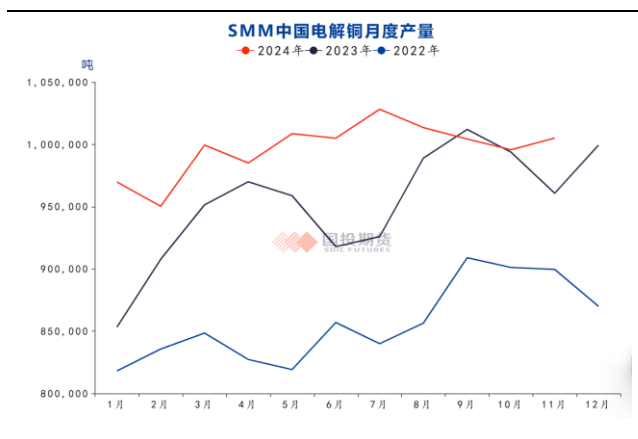
资料来源：公开信息整理，国投期货

图 33：国内长单与现货加工费冶炼盈亏



资料来源：SMM，国投期货

图 34：国内铜产出多数时间高位运行



资料来源：SMM，国投期货

国内铜冶炼产能的综合竞争优势强，2024 年背靠有优势的长单加工费、硫酸与贵金属副产品价格，二季度虽有行业控产会议，但全年延续高产量增速，仅 9-11 月产量较低，低加工费对产出影响有限。2025 年

炼厂生产营销挑战大，一方面，国内粗炼待产项目依然密集；另一方面，长单加工费与现货 TC 差异不大，副产品需要关注硫酸需求形势变动。同时，2025 年国内再生铜供应博弈的形势并没有铜精矿明朗，值得跟踪再生供应。2024 年以 SMM 5.35% 的精铜产出增速对比，1-11 月中国铜精矿进口累计增速仅 3.3%，自产铜精矿可能仅略高于 2023 年，增量有限。精铜高产出更多依赖废铜应用，1-10 月废铜进口增速同比增长 15.71% 至 185 万吨，高铜价也促进了国内废铜的供应流转。目前，炼厂利废优势仍大于再生铜材条线，市场关注废铜进口可能出现的风险。为应对 2018 年美国首轮加征关税，2019 年 12 月开始我国曾阶段性上调美国进口废铜关税，当年自美进口废铜量直接贴地。另外，美国新增铜冶炼产能也在倾向废铜原料，作为前三大进口来源国，未来需要警惕该国出口减弱风险。

图 35：国内精废价差与铜价



资料来源：SMM，国投期货

图 36：中国自美国进口废铜年累计量



资料来源：中国海关，国投期货

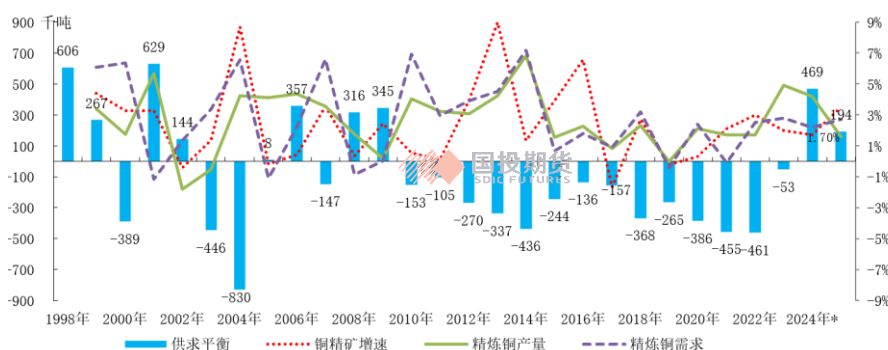
整体预计 2025 年国内铜产量增速低于 2024 年，虽然自产废铜年均复合增速约 5%，自产矿也将在 2025 年释放增量，但进口废料有一定不确定性，尤其在产产能冶炼亏损风险大，部分新建或扩产项目难以兑现。乐观预计 2025 年中国精铜产量增长速度放缓到 3% 至 1240 万吨，较 2024 年增加 35 万吨。

### 3.4. 供大于求，延续过剩

2024 年铜价虽然创高，但铜精矿供应延续正增速、精炼铜产量高增、消费中性偏强却弱于上游产业链增速，全年 ICSG 维持过剩 46.9 万吨预期。由于年底中国铜消费持续稳健，在 ICSG 平衡基础上，我们将

2024 年供应过剩幅度下调到 35 万吨，且较大比例已反映在全球铜显性库存上。2025 年预计全球精炼铜继续过剩，其中精铜产量增速预计放缓到 3%，但仍高于 2.5% 的中性消费增速预期，全年倾向继续过剩 25 万吨级，全球显性库存（LME+COMEX+SMM 社库与保税库）有累增到 80 万吨的风险。

图 37：ICSG 铜产业链增速与供求平衡（千吨）



资料来源：ICSG，国投期货

图 38：经调整的关键增速预期

中国	产量	实际消费			
2024年	5.35%	2.30%			
2025年	3%	2.20%			
全球	铜精矿	精铜产量	精铜消费	供求平衡	
2024年	1.70%	4.20%	2.70%	35万吨	
2025年	3.50%	3%	2.50%	25万吨	

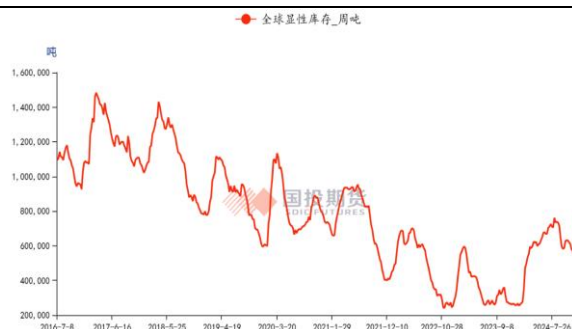
资料来源：ICSG，SMM，国投期货

图 39：全球主要铜库存变动

单位：吨	2023 年年底	2024 年 12 月中旬	变动
LME	167300	268425	101125
COMEX	17060	85638	68578
SMM 国内社库	66400	122300	55900
SMM 保税库	8100	33700	25600
合计	258860	510063	251203

资料来源：SMM，LME，COMEX，国投期货

图 40：全球显性库存趋势



资料来源：SMM，LME，COMEX，国投期货

#### 4.2025 年均价略降，或有“V”形

海外投行对 2025 年铜均价预期已有分歧，综合本文观点，不认为 2025 年铜均价会在高位继续大幅拉升，预计伦铜均价低于 2024 年、高于 2022 年，在 8900 美元附近。节奏上，部分时段宏观主题易形成向下交易风险，特朗普执政首年，美元易延续相对强势，需要关注美股波动风险。形态上，倾向铜价二季度或年中有像 2022 年 6、7 月间那样较极端的快速下行风险，但最终能在充分调整后走出“V”形。伦铜常规波动区间 8500-9800 美元，若出现极端跌势，预计下跌指向 7800-8000 美元。沪铜基本跟随伦铜，技术形态以外需关注随汇率变动的比价，8500 美元暂对应沪铜加权 7 万附近缺口，波段抛压下预计沪铜跌势指向 6.5 万，此一线支撑强。整体铜价宽幅震荡，重视过程风险。

## 【免责声明】

国投期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。本报告仅供国投期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

## 国投期货研究院

北京市

地 址：北京市西城区金融街街道金融大街 5 号新盛大厦 B 座 18 层

上海市

地 址：上海市虹口区杨树浦路 168 号 17 楼

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投期货研究院公众号



国投期货数据投研平台安卓版



国投期货数据投研平台 IOS 版

