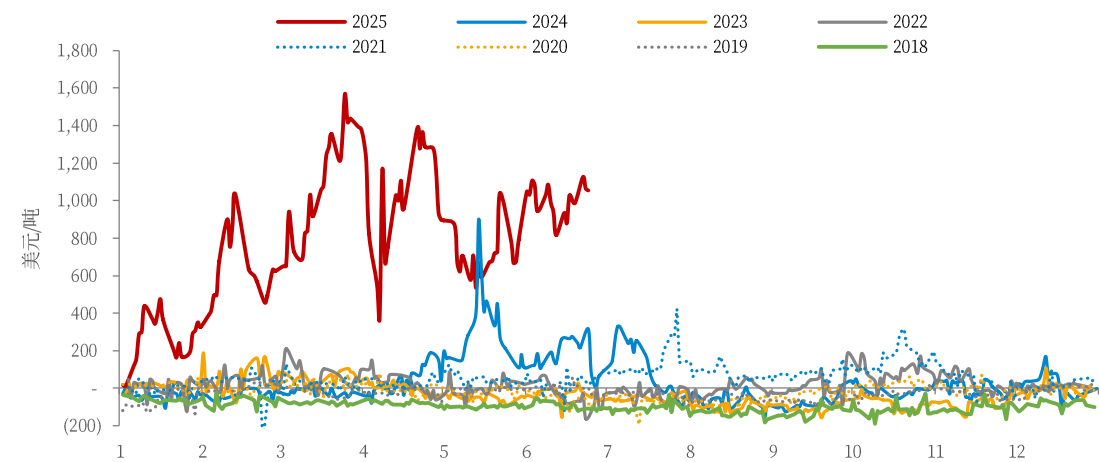


关税重构供应链下全球铜市行情推演

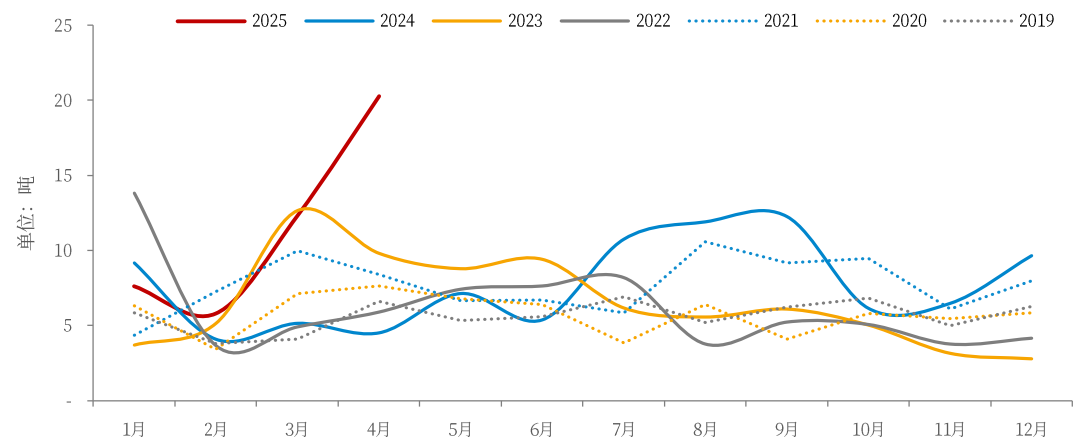
中粮期货研究院 徐婉秋

交易资格证号：Z0019515

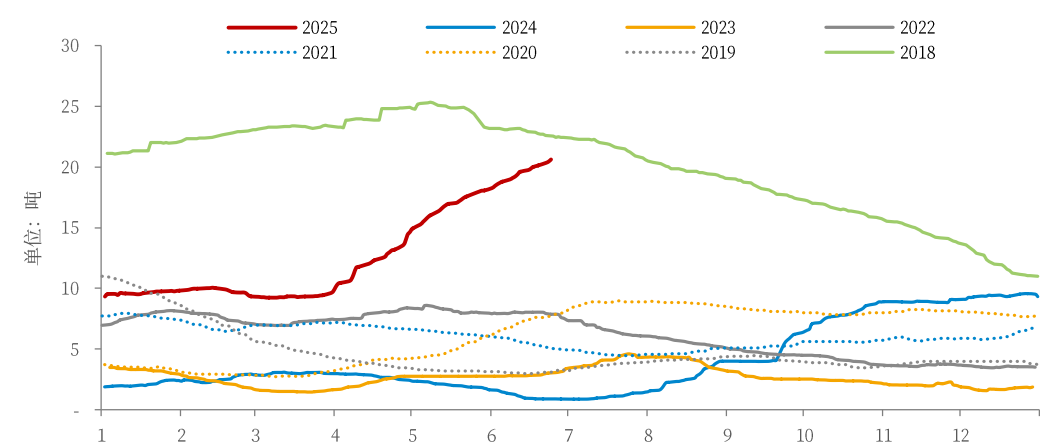
图表：COMEX-LME铜价差



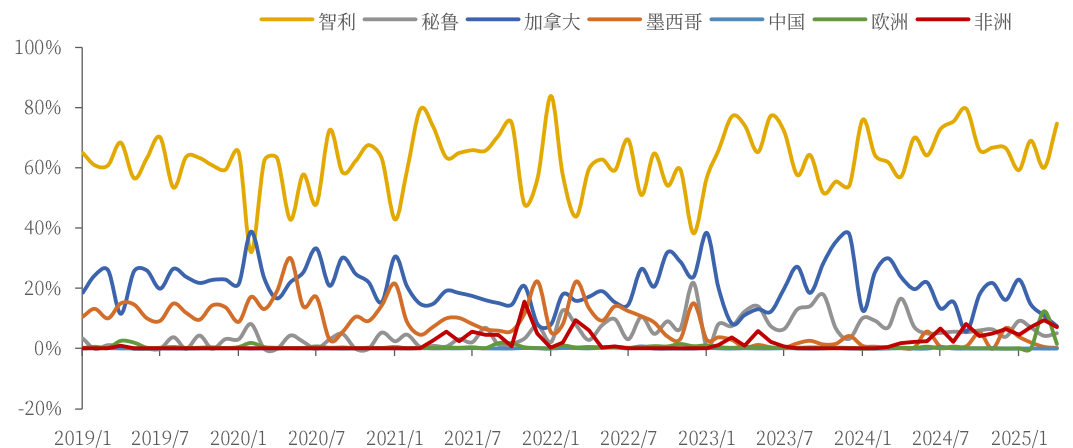
图表：美国精铜进口



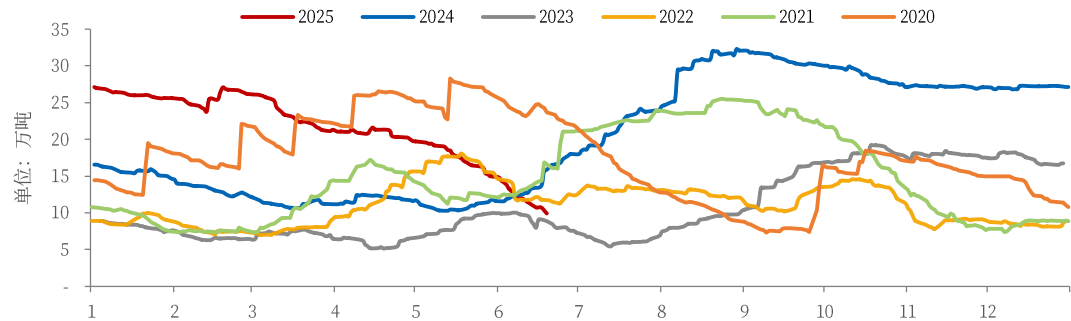
图表：COMEX电解铜库存



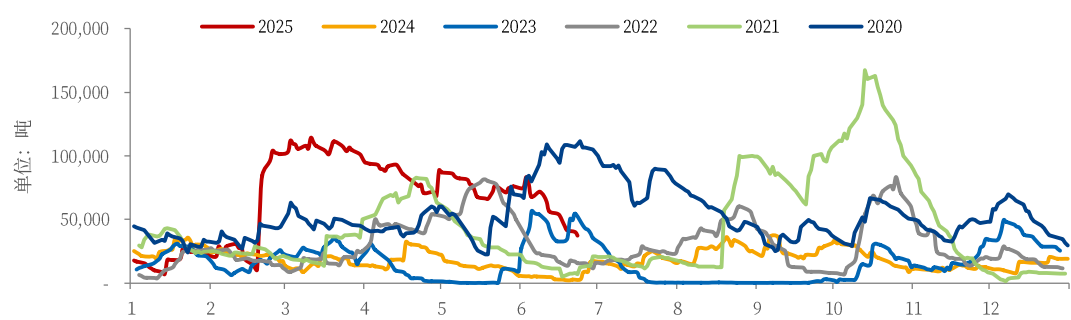
图表：美国精铜进口占比



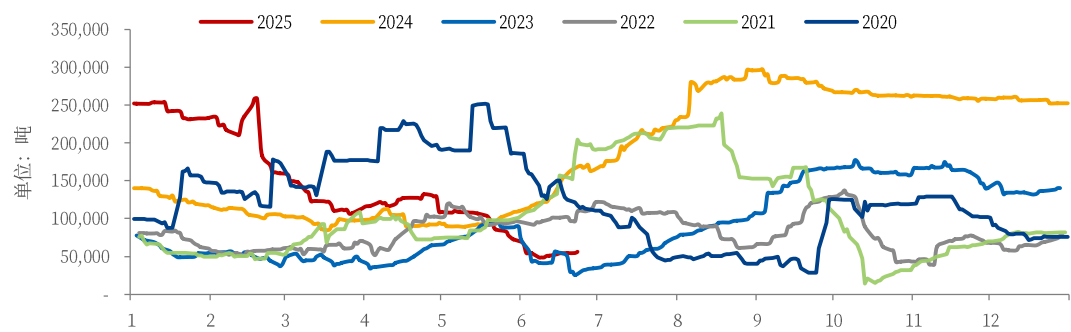
图表：LME电解铜库存



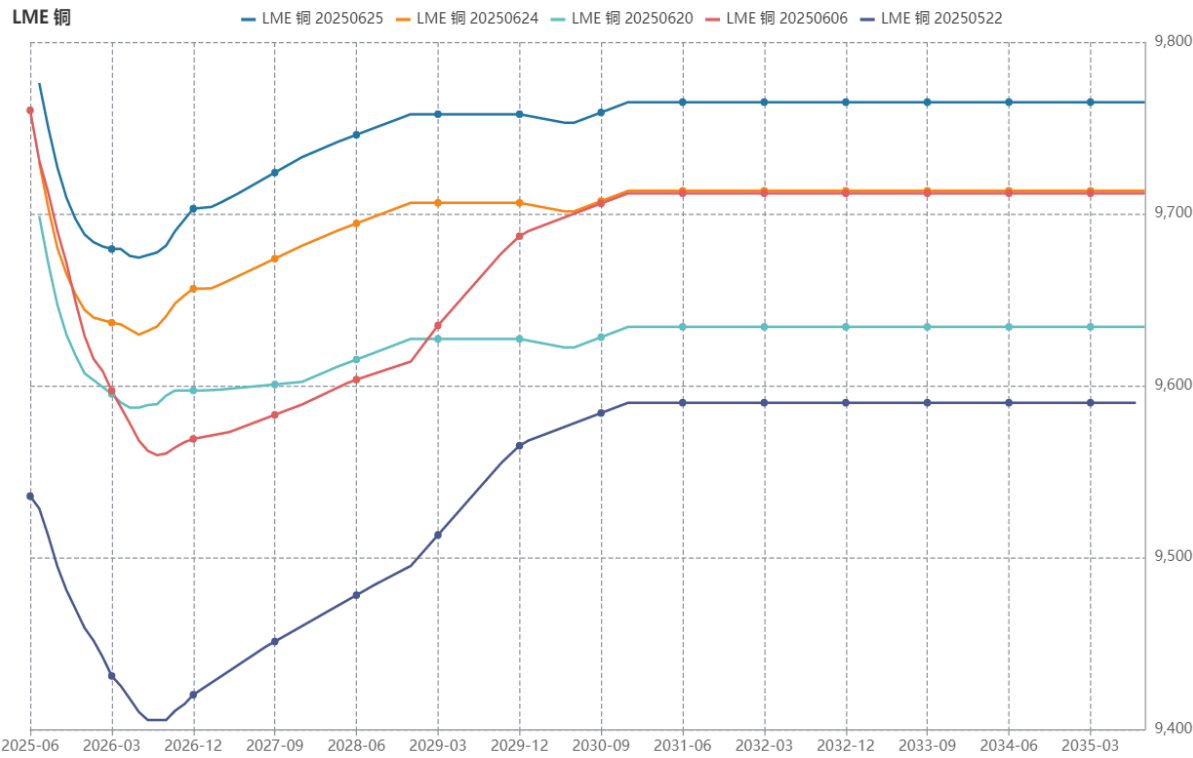
图表：LME铜注销仓单



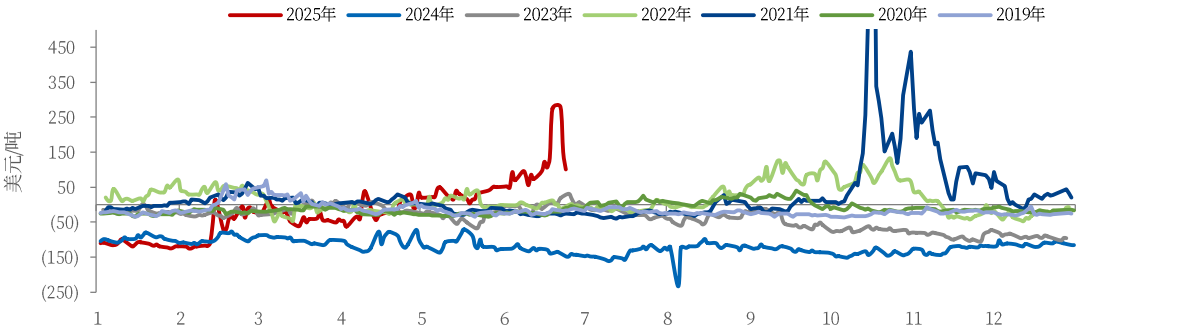
图表：LME铜注册仓单



LME 铜



图表：LME铜0-3



供应：低TC，高产量



图表：主要矿企铜精矿季度产量统计（万吨）

公司名称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022年合计	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023年合计	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024年合计	2025Q1	同比
智利铜业	38.70	39.70	35.20	41.70	144.56	35.17	33.23	35.50	38.50	132.45	31.88	30.92	35.90	45.50	132.84	32.40	0.52
自由港	34.61	37.06	35.02	35.56	142.25	31.80	36.79	37.15	38.40	144.14	38.69	36.38	36.97	36.47	148.51	29.21	-9.48
南方铜业	21.61	23.61	23.08	24.14	92.44	22.36	22.80	22.70	23.79	91.65	24.07	24.36	25.34	23.95	97.71	24.20	0.13
第一量子	18.20	18.63	18.93	19.88	75.64	13.12	17.70	21.12	15.38	67.32	9.47	9.35	10.59	10.20	39.61	9.04	-0.43
必和必拓	17.10	20.21	18.25	18.75	74.30	17.71	21.70	22.32	22.04	83.77	23.74	26.06	24.84	26.59	101.23	25.70	1.96
嘉能可	15.77	16.10	15.07	15.98	62.92	14.25	15.15	14.07	17.40	60.87	14.88	13.32	14.23	13.37	55.80	9.54	-5.34
英美资源	12.94	12.52	13.64	23.41	62.51	16.94	20.20	20.18	22.20	79.53	18.97	18.82	17.49	19.26	74.54	16.33	-2.64
波兰铜业	14.21	13.81	13.01	12.92	53.95	12.70	13.10	12.93	12.70	51.43	13.55	13.53	13.59	13.45	54.12	13.47	-0.08
安托法加斯塔	8.70	7.76	12.54	13.43	42.43	9.75	10.52	12.39	13.60	46.26	7.83	9.78	12.36	14.18	44.15	10.58	2.75
力拓	12.55	12.64	13.80	13.13	52.12	13.07	13.05	15.51	14.62	56.25	14.01	15.33	15.08	17.98	62.40	16.92	2.91
诺里斯克	9.14	11.25	11.32	11.58	43.30	10.86	9.49	10.05	12.14	42.54	10.98	10.88	10.75	10.65	43.25	10.94	-0.04
五矿资源	7.90	3.23	8.10	7.35	26.58	5.86	8.15	8.18	8.12	30.32	5.74	7.94	10.17	11.66	35.52	10.66	4.92
淡水河谷	5.66	5.59	7.43	6.63	25.31	6.70	7.88	8.16	9.91	32.65	8.19	7.86	8.59	10.18	34.82	9.09	0.90
紫金矿业	19.36	21.66	22.23	24.48	87.73	24.45	24.78	26.20	25.30	100.73	26.26	25.59	27.09	27.90	106.85	28.76	2.49
泰克资源	6.70	6.90	6.64	6.54	26.78	5.67	6.43	7.19	10.34	29.63	9.90	11.04	11.45	12.21	44.60	10.61	0.71
伦丁矿业	6.51	6.41	6.39	5.66	24.97	6.15	6.01	8.99	10.33	31.48	8.80	7.97	9.99	10.15	36.91	8.39	-0.41
巴里克	4.58	5.44	5.58	4.35	19.96	3.99	4.85	5.08	5.08	19.01	4.00	4.30	4.80	6.40	19.50	4.00	0.00
哈萨克矿业	8.46	8.37	9.50	9.23	35.56	8.99	9.79	9.50	9.69	37.97	8.98	9.18	9.13	8.93	36.22	8.70	-0.28
波利顿	2.77	3.02	2.84	2.31	10.95	2.35	2.26	2.24	2.10	8.95	2.21	2.26	2.36	2.23	9.07	1.88	-0.33
顶石矿业	2.10	2.84	3.01	3.08	11.03	2.89	2.77	2.87	3.22	11.75	3.08	3.03	3.64	4.41	14.16	4.60	1.51
纽蒙特矿业	1.36	1.09	0.73	1.13	4.31	1.18	1.18	1.04	1.04	4.44	3.60	3.80	3.70	4.20	15.30	3.50	-0.10
加拿大塔塞科	0.97	0.94	1.28	1.21	4.41	1.13	1.28	1.46	1.55	5.41	1.35	0.91	1.23	1.30	4.78	0.91	-0.44
加拿大哈德湾	2.47	2.57	2.45	2.93	10.42	2.26	2.17	4.20	4.55	13.17	3.47	2.86	3.14	4.33	13.79	3.10	-0.38
合计	279	289	293	313	1163	272	295	312	325	1195	294	295	312	335	1226	293	-1

【减量】

- 自由港：南美矿石品位降低，印尼出口许可+Manyar冶炼厂火灾
- 嘉能可：Collahuasi、Antapaccay和KCC矿石开采率、品位及回收率有所降低，一季度为全年最低产量季度
- 英美资源：智利矿石品位降低，Collahuasi产量预计将于下半年改善，El Soldado铜矿品位下降+计划检修

【增量】

- 五矿资源：Chalcobamba产量持续增加，Khoemacau铜矿品位提升
- 安托法加斯塔：去年因铜精矿管道维修而导致基数较低，Centinela铜矿的扩建项目表现稳定
- 力拓：OT矿产量爬升，3月产量创下历史纪录，Escondida铜矿品位提升
- 紫金矿业：Kamoa-Kakula及西藏玉龙铜矿产量均有大幅提升

供应：低TC，高产量



图表：全球铜精矿供需平衡

单位：万吨	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
铜精矿总产量	1723	1737	1800	1848	1889	1924	1953
产量增速	0.1%	0.8%	3.6%	2.7%	2.2%	1.8%	1.5%
智利	579	573	566	544	525	551	566
秘鲁	246	215	230	240	271	265	272
刚果	149	170	200	245	261	282	280
中国	160	168	182	192	181	184	185
美国	126	123	126	126	120	118	119
澳大利亚	91	85	81	82	79	77	77
俄罗斯	82	88	87	96	97	110	110
蒙古	30	30	31	28	32	37	39
印尼	35	51	73	95	93	105	96
赞比亚 (Kansanshi&Sentinel)	41	42	40	37	32	36	39
铜精矿总需求	1719	1762	1837	1847	1892	1967	2092
需求增速	0.0%	2.5%	4.3%	0.5%	2.4%	4.0%	6.4%
精炼铜总产量	1978	2023	2093	2118	2178	2258	2378
铜精矿供需平衡	3.7	-25.1	-37.2	1.7	-2.3	-43.2	-139.3
铜精矿供需比	1.00	0.99	0.98	1.00	1.00	0.98	0.93

图表：2025年矿山产量调整

国家	矿山名称	调整量	原因
智利	Sierra Gorda	-0.31	按照16万吨算，4月11日一名合同工死亡，铜矿厂暂停，按照7天评估
秘鲁	antapaccay	-0.44	按照16万吨/年，暂时按照堵路10天评估
秘鲁	antamina	-1.84	按照41万吨/年，员工的致命事故导致4月22日停产，4月24日逐步恢复运营，目前仅开产能的80%，至三季度达到满负荷
刚果（金）	kakula	-12	停产7个月，卡库拉计划41万吨，卡莫阿计划15万吨，卡库拉库存12万吨，此前预期增量10万吨
俄罗斯	Malmyzhskoye	-10	暂无增量
印尼	PTFI	-8.5	按照85万吨/年，冶炼厂检修加上出口许可证问题，预计影响一个季度将产能降负荷至60%
	合计	-33.1	

图表：2025年增产矿山（年初预估）

矿山	地点	主要矿权	生产状态	预计增产（万吨）
Rajo Inca (Salvador)	智利	智利铜业	2024年9月完成	4
Quebrada Blanca Phase 2	智利	泰克资源	爬产中	4
Mantoverde	智利	MMC、Capstone	2024年Q3	5.0
Sierra Gorda	智利	South 32	2025年中	3.0
Toromocho Phase 2	秘鲁	中国铝业	2025年中	4.0
las bambas-Chalcobamba	秘鲁	五矿资源	2025年	5.0
Kamoa-Kakula Phase 3	刚果	紫金矿业、艾芬豪	2024年6月已投产	10.0
Kansanshi Phase 3	赞比亚	第一量子	2025年中	3
甲玛铜矿	中国	中国黄金国际	复产	1.5
Oyu Tolgoi Phase 2	蒙古	力拓	2025年继续爬产	2.0
Tucuma	巴西	Ero Copper	2024年H2达产	3.5
Mirador Phase 2	厄瓜多尔	铜陵有色	2025年H2投产	5.0
Malmyzhskoye	俄罗斯	俄罗斯	2025年	10.0
Mineral Park	美国	Mercator Minerals	2025年重启	1.7
合计				62.0

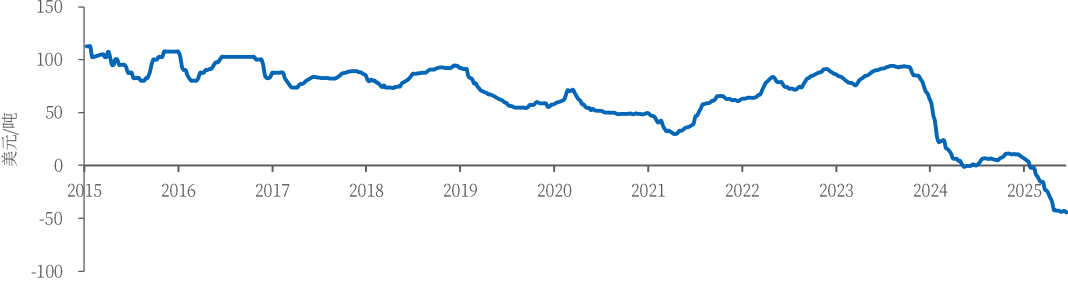
- 全年矿山新增产量下调，铜精矿产量增速放缓；
- 伴随冶炼厂韧性仍存，铜精矿需求增速高企；
- 全球铜精矿供需缺口或近140万吨，TC仍有再度下行的空间；

供应：低TC，高产量

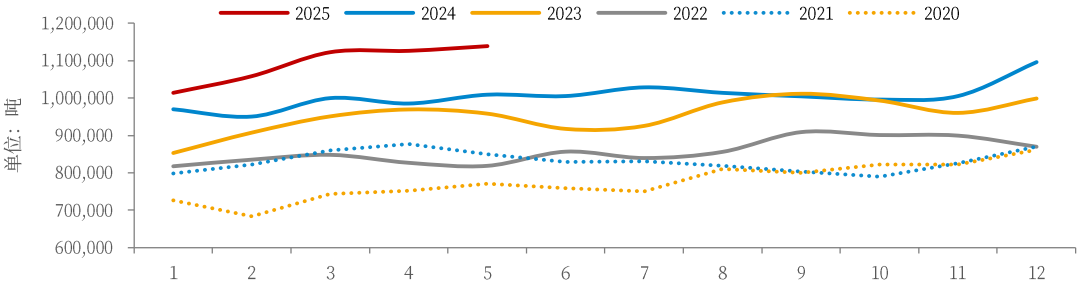


- 国内炼厂原料仍有可获取性，硫酸价格走强，冶炼厂产量持续创下历史新高；
- 海外炼厂因利润、原料等原因陆续发布减产通知；

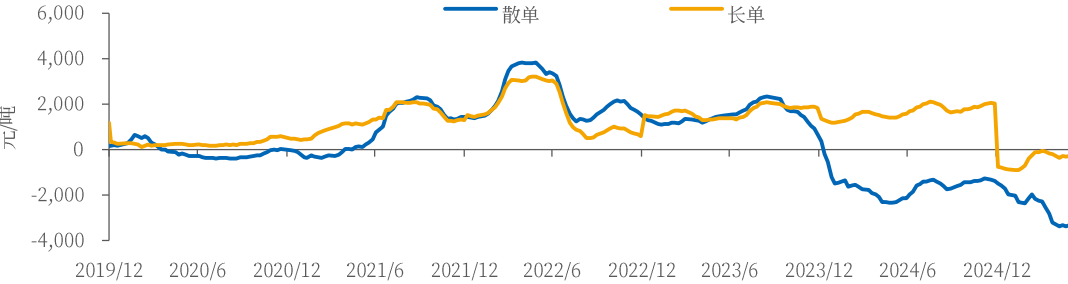
图表：进口铜精矿TC



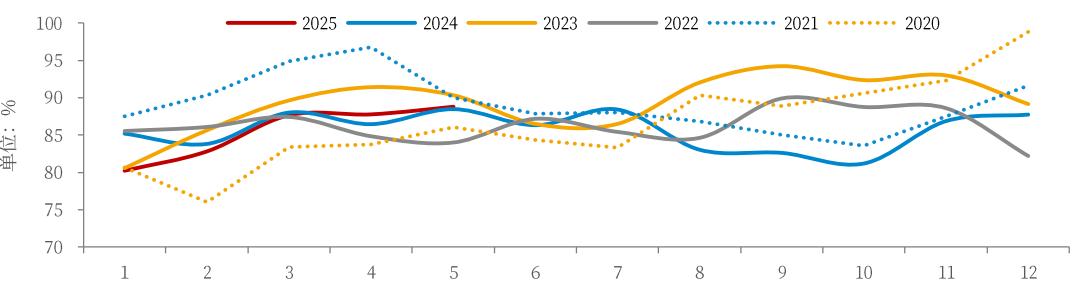
图表：电解铜产量



图表：进口铜精矿冶炼利润



图表：电解铜开工率



图表：硫酸价格



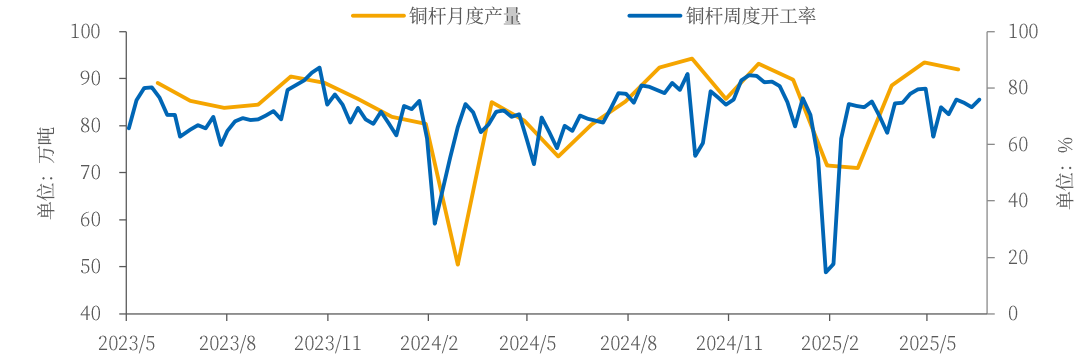
图表：海外冶炼厂减产动态

企业	产能（万吨）	减产时间	影响	备注
嘉能可PASAR	20	2024年12月	全停	粗炼
嘉能可Altonorte	35	2025年3月	暂停	粗炼
日本JX金属	65	2025年6月	减产	精炼
嘉能可Mount ISA	10	2025年6月	等待援助	精炼
第一量子Kansanshi	32	2025年Q2	6周，约3.5wt	粗炼

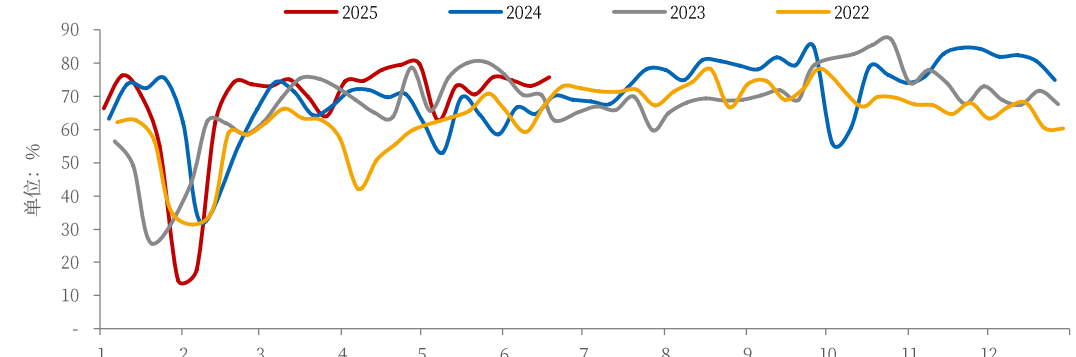
需求：电力行业表现超预期

- 截至目前电网投资累计增速19.8%，光伏、风电对应增速150%、134.2%，新能源车累计增速44%，上半年电力消费表现亮眼；
- 下半年伴随抢装结束、新能源车补贴退坡等，需求增速将环比放缓；

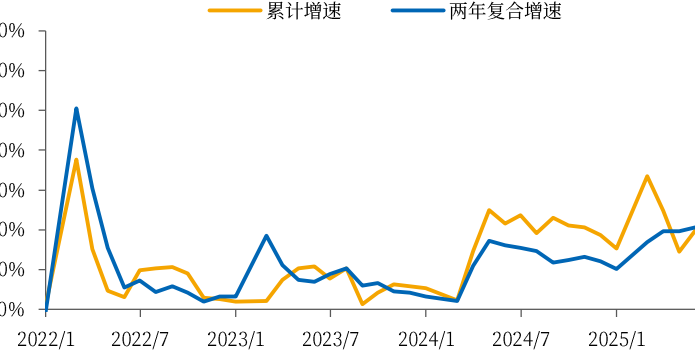
图表：铜杆产量及开工率



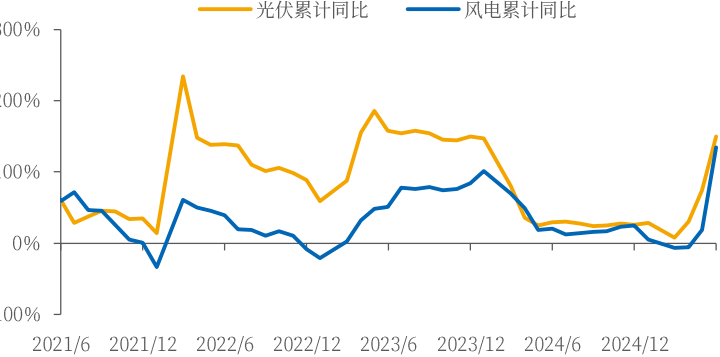
图表：精铜杆周度开工



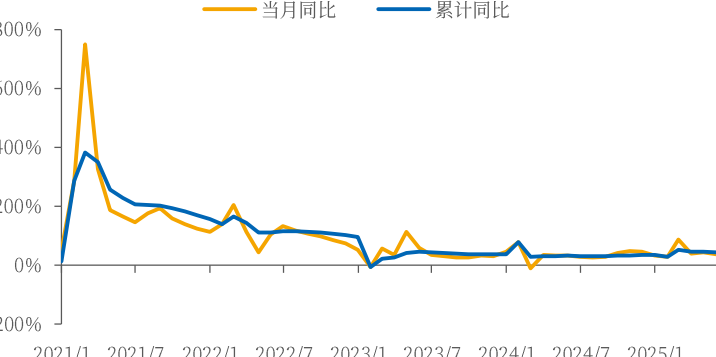
图表：电网投资增速



图表：风光新增装机增速



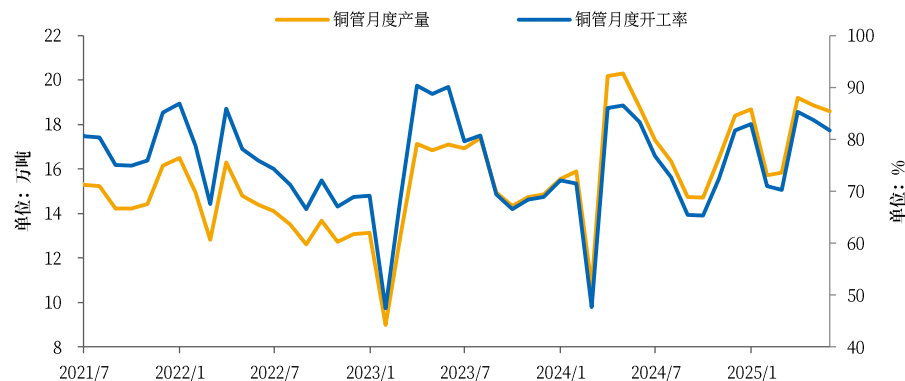
图表：新能源车销量增速



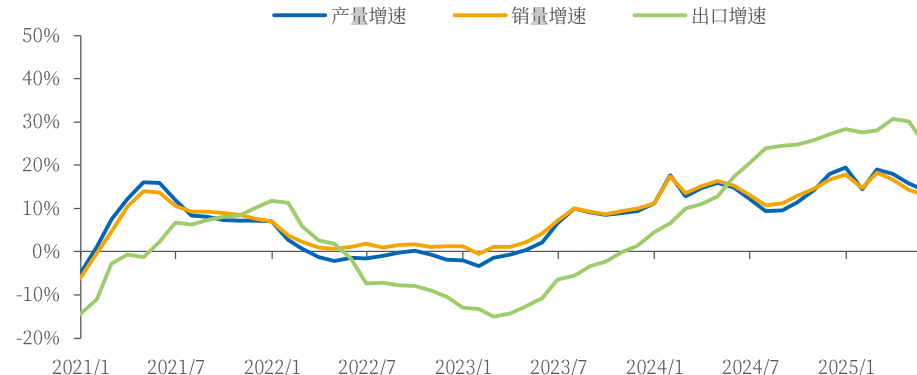
需求：家电增速放缓，地产持续疲弱

- 一季度空调销量受出口支撑后走缓，产销累计增速目前回落至14%、13%，出口增速由3月最高的30.7%回落至24.7%；
- 地产表现持续疲弱，5月累计增速回落至-17%，滚动同比持续下滑至-26%，地产端难见明显转好；

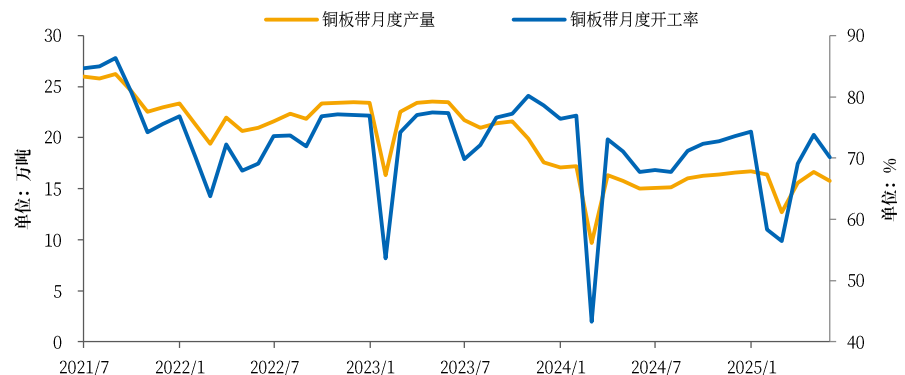
图表：铜管产量及开工率



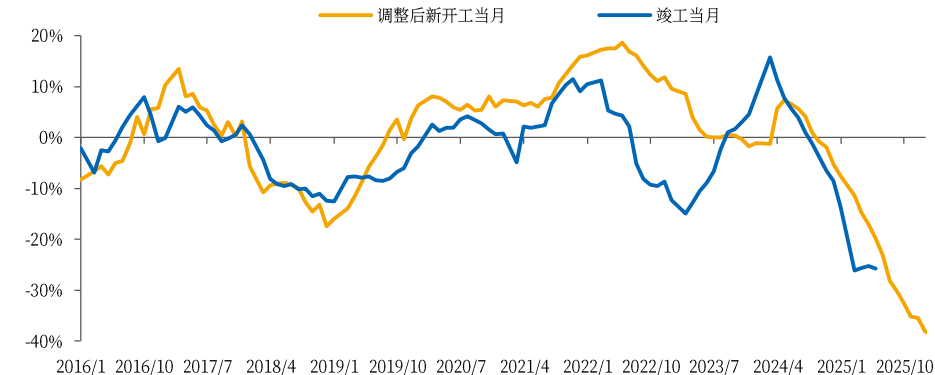
图表：空调产销及出口增速



图表：铜板带产量及开工率



图表：地产新开工及竣工增速



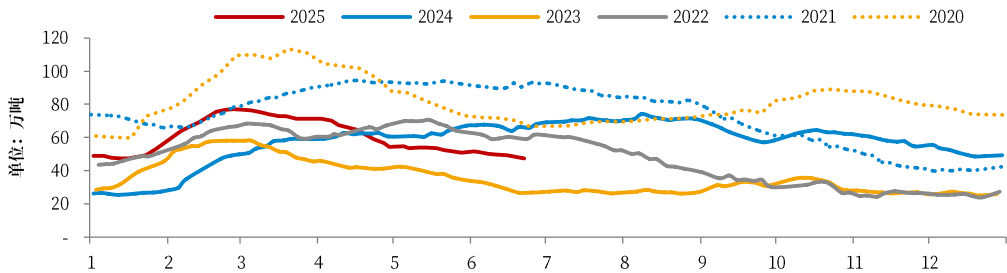
平衡：产业链结构矛盾持续存在

图表：全球铜产业链供需平衡表

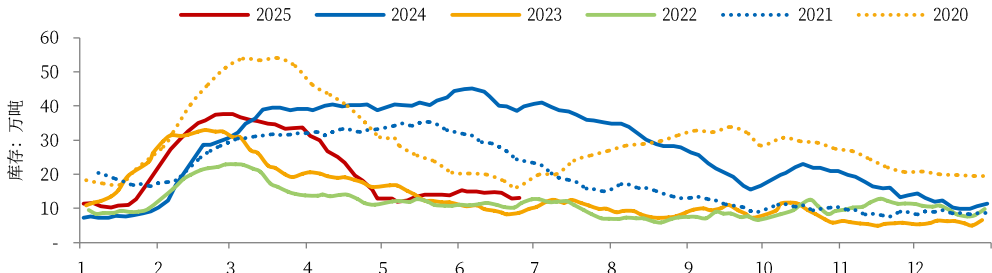
单位：万吨	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
铜精矿							
总产量	1723	1737	1800	1848	1889	1924	1953
增速		0.8%	3.6%	2.7%	2.2%	1.9%	1.5%
总需求	1719	1762	1837	1847	1892	1967	2092
增速		2.5%	4.3%	0.5%	2.4%	4.0%	6.4%
供需平衡	4	-25	-37	1	-3	-43	-139
精炼铜							
总产量	2359	2411	2463	2484	2610	2690	2812
增速		2.2%	2.2%	0.9%	5.1%	3.1%	4.5%
海外	1445	1460	1465	1456	1466	1486	1506
中国	914	951	998	1028	1144	1204	1306
总需求	2387	2395	2493	2537	2588	2673	2788
增速		0.3%	4.1%	1.8%	2.0%	3.3%	4.3%
海外	1143	1072	1139	1161	1116	1147	1197
中国	1244	1323	1354	1376	1472	1526	1591
供需平衡	-28	16	-30	-53	22	17	24

数据来源：SMM, Wind, LME, 中粮期货研究院

图表：全球显性库存



图表：国内社会库存



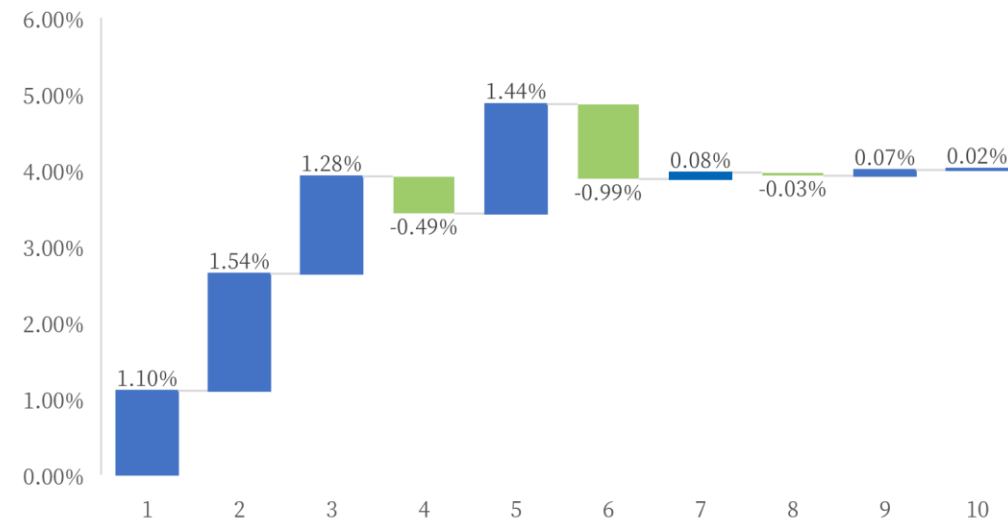
- 全年来看，矿端缺口扩大，精炼端小幅过剩，产业链结构矛盾持续存在；
- 过剩量或体现在美国库存上，LME和国内库存维持低位，后续则要考虑美铜的库存压力是否能消化，全球显性库存处于中位偏低水平；

平衡：国内下半年的结构性机会

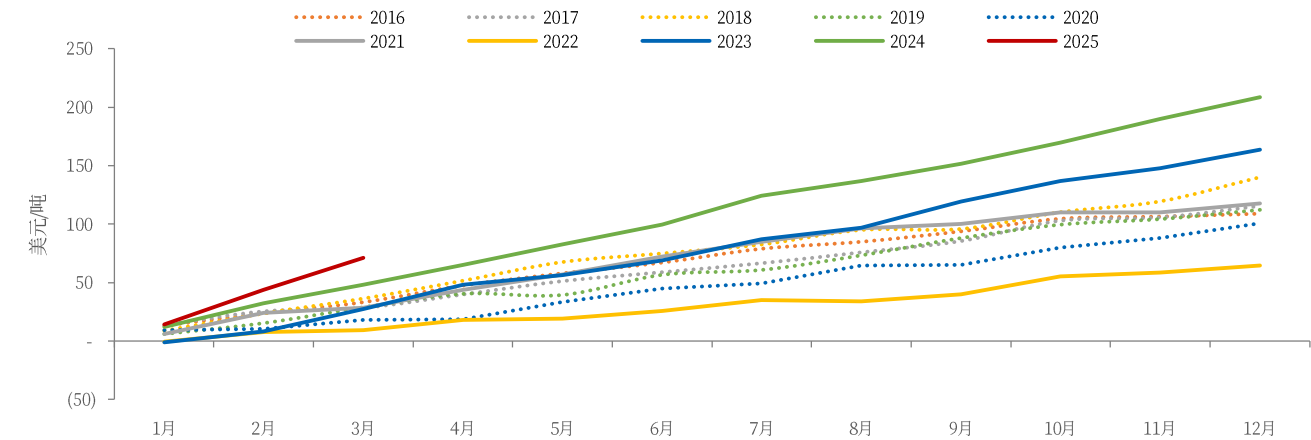
图表：国内精炼铜月度平衡表

时间\分项	总产量	进口	出口	总供应	总消费	过剩量	产量同比	消费同比	产量累计同比	消费累计同比
2025/1	101	27	2	126	121	5.1	4.5%	-5.2%	4.5%	-5.2%
2025/2	106	27	3	129	106	23.6	11.4%	10.7%	7.9%	1.6%
2025/3	112	31	7	136	137	-0.5	12.3%	17.0%	9.4%	6.9%
2025/4	113	25	8	130	150	-20.5	14.3%	22.2%	10.6%	10.9%
2025/5	114	25	4	135	137	-1.9	12.9%	15.6%	11.1%	11.9%
2025/6	113	28	5	136	133	3.5	14.4%	15.2%	11.6%	12.4%
2025/7	111	28	2	137	131	6.0	8.0%	1.4%	11.1%	10.7%
2025/8	110	28	2	136	135	1.0	8.5%	0.9%	10.8%	9.3%
2025/9	108	28	2	134	141	-7.0	7.5%	-1.1%	10.4%	8.0%
2025/10	107	28	2	133	138	-5.0	7.5%	6.1%	10.1%	7.8%
2025/11	105	28	2	131	132	-1.0	4.5%	-7.0%	9.6%	6.3%
2025/12	106	28	2	132	130	2.0	-3.2%	-14.2%	8.4%	4.2%
2025年合计	1306	331	40	1596	1591	5	8.4%	4.2%	/	/
2024年合计	1204	374	46	1532	1526	6	5.3%	3.7%	/	/

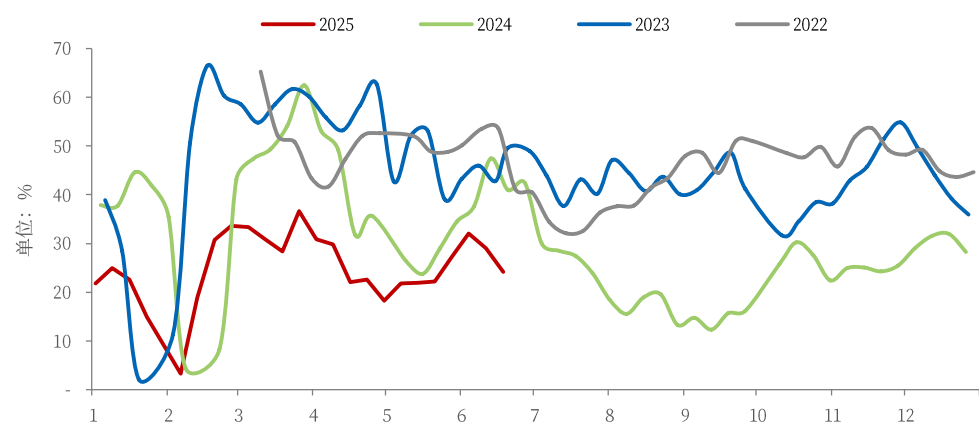
图表：2025年铜终端消费增速



图表：废铜原料平衡




图表：废铜杆周度开工



- 潜在利多：1、美国对等关税最终结果积极；2、中美经济仍具韧性或共振上行；3、铜精矿供应扰动加剧，废铜供应有限，冶炼厂出现计划外减产；4、232调查结果悬而未决，CL价差未有明显收敛下，非美地区铜现货供需持续偏紧；5、LME及SHFE库存持续低位，存在挤仓的可能；
- 潜在利空：1、美国最终对各国（或中国）大幅加征对等关税；2、美国经济出现衰退或流动性风险；3、铜矿短缺可由废铜补充，冶炼厂产量持续高位；4、232调查结果落定后，COMEX较大的库存压力难以消化；5、国内需求持续走弱，下半年表观消费增速显著放缓；
- 结论：短期来看，宏观层面有所反复，基本面给予支撑，铜价较难出现类似去年上半年的趋势性行情，在宏观面不出风险的前提下，铜价将呈偏强震荡走势，建议以区间/套利策略为主，区间为伦铜[9300,10000]美元/吨，沪铜[76000,82000]元/吨；中长期来看，铜价的趋势性行情将需要宏观面给予更多指引，当前的利空因素定价相对不充分，持续关注海外经济数据表现，预计中长期伦铜区间为[8900,10500]美元/吨，对应沪铜区间为[73000,83000]元/吨。
- 策略推荐：跨期正套、内外反套；期权双卖策略；
- 风险提示：美国衰退/流动性风险，232调查结果提前落定等；

1. 期货、期权、场外以及掉期等金融衍生品业务交易风险性较高，并不适合所有投资者。投资者应在交易前充分了解相关知识和交易规则，依据自身经验和经济实力及投资偏好，谨慎的决定相关交易。
2. 中粮期货有限公司（“本公司”）是上海、大连、郑州、广州四家期货交易所会员，也是中国金融期货交易所全面结算会员。
3. 本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格。
4. 本报告系本公司分析师依据合法公开或实地调研取得的资料做出，反映了分析师个人在撰写与发表本报告期间的不同设想、见解、分析方法及判断，旨在与本公司客户及其他专业人士交流使用。
5. 所有对市场行情的预测皆具有推测性，实际交易结果可能与预测有所不同。本报告的观点和陈述不构成任何最终操作建议，仅供参考使用。投资者应当其独立判断、自主做出期货交易决策，并独立承担期货交易后果。任何根据本报告做出的投资决策及导致的任何后果，均与本公司及分析师无关。本公司及分析师不保证对市场的预判能够实现。
6. 本公司及分析师力求分析建议的客观公正，研究方法的专业谨慎，但对这些信息的准确性和完整性不做保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司及其他分析师可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。
7. 在法律允许范围内，本公司或关联机构可能会就报告中涉及的品种进行交易，或可能为其他公司的交易提供服务。本公司的关联机构或个人可能在本报告发表之前已经了解或使用其中的信息。
8. 本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权，任何人不得传送、发布、复制、歪曲、修改、链接截取、删减等其他方式展示、传播本报告之内容。



中粮期货有限公司（“公司”）严格遵守于2022年8月1起正式实施的《期货及衍生品法》等相关法律要求，依法履行期货经营机构的相关职责；能够勤勉尽责、诚实守信的对待交易者，切实维护交易者合法权益。公司严格遵守证监会及其派出机构、行业协会等监管机构的相关要求，积极落实国资委、中粮集团等上及管理规范。

公司建立健全内部控制制度，并得到有效的执行。公司严格落实交易者适当性制度，向交易者充分揭示交易风险；公司建立业务隔离机制，有效防范利益冲突；公司依法履行反洗钱职责，有效的防范反洗钱风险的发生等等。

THANK YOU
感谢观看

