

2025 年铜价市场展望：待局势明朗，再现光辉

分析概述

- 2024 年在零单 TC 打到负数的背景下，原料市场极度紧缺，促使废铜隐性库存的持续显性化，历史库存已消耗较多，预计 2025 年对矿原料的短缺难有较多缓冲。
- 2025 年预计中、美货币财政共振宽松，经济顺周期利好上游工业金属价格。有色金属处于主动补库存阶段，行业景气度提升。特朗普上台将对对中国商品加征高额关税，内需政策或发力，有利于有色下游需求。
- **2025 年铜价市场展望：**供给端，矿山品味下滑以及矿产开采的干扰，全球铜矿新项目或扩建项目较少，17 家头部矿企最新的 2025 年产量指引，预计明年铜矿供给增速仅 2.2%，铜精矿供需仍将较为紧张。随着国内新建和扩建精炼项目的陆续投放以及精铜进口量的逐步恢复，叠加再生铜的自由进出，供应边际宽松或缓解冶炼厂减产压力。预计 2024 年国内供应仍将趋于宽松，尽管面临一些供给扰动和政策影响，但产能扩张和需求增长是推动产量增加的主要因素。需求端，电网建设、新能源汽车及光伏风电装机的快速增长将拉动铜消费，而传统领域如房地产对需求贡献有限。国内经济复苏有加快的势头，经济稳增长政策仍在持续出台与落实，而海外进入降息周期也将改善货币流动性。我们认为 2025 年铜供需结构矛盾将凸显，叠加流动性逐步宽裕，将支撑铜价中枢上行。
- **风险提示：**1) 美国通胀再度大幅走高；2) 海外铜矿企业投产进度超预期；3) 国内铜矿企业加快新矿开发；4) 全球铜需求恢复不及预期；5) 全球陷入经济危机等。

研究员

李小微

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

xiaowei.li@cicc.com.cn

目录

宏观：海外不确定因素增加，国内政策持续加码	- 3 -
美元利率将震荡下行，关注特朗普政策 2.0 核心政策	- 3 -
中国刺激经济政策频出	- 3 -
有色金属行业整体业绩同比增速放缓，但行业向好趋势不改	- 4 -
铜：待局势明朗，再现光辉	- 5 -
2024 年行情回顾	- 5 -
有色的金融属性	- 5 -
供给增长则受到资本开支不足的约束	- 5 -
国内铜精矿进口量同比增长，依存程度在逐年提高	- 6 -
生产干扰频繁，产能利用率持续下滑	- 7 -
矿端供给不足或将持续	- 7 -
低加工费拖累国内精铜产量释放	- 8 -
精铜进口量依旧维持增幅	- 9 -
英美制裁俄罗斯波及金属市场	- 10 -
政策引导废铜供应	- 10 -
终端需求亮点在电力电网基建，地产边际改善有待时日	- 11 -
电力需求占比最大	- 11 -
房地产下行拖累经济	- 12 -
“以旧换新”政策助力家电销量增长，内需市场仍有潜力	- 13 -
未来光伏、风电领域将拉动铜消费	- 14 -
取消退税政策	- 15 -
2024 铜库存有所回升，铜价处于历史高位	- 16 -
预计 2025 年将转为小幅过剩	- 16 -
2025 年行情展望	- 17 -
法律声明	- 18 -

宏观：海外不确定因素增加，国内政策持续加码

美元利率将震荡下行，关注特朗普政策 2.0 核心政策

2024 年是全球大选年，主要经济体的内政外交政策多变，俄乌、中东地缘对抗风险居高不下，加大全球供应链断裂风险，生产和运输效率大大降低，主要国际组织再度下调全球经济增长预期。全球主要经济体预计陆续进入降息周期，从 2024 年 9 月美国开启降息周期，政策利率今年已经在 5.25% 的高位上维持了近 9 个月时间，未来有较大的降息空间，美元流动性将边际转宽。

特朗普的核心主张是打出“宽货币+宽财政”的政策组合拳，在当前美国高负债背景下，财政进一步发力需弱美元、低息货币作为支撑，预计 2025 年美元利率将震荡下行。新一轮确定性政治极端化的背景下，地缘博弈和贸易碎片化或加剧，有色走势波动将会加大。

图表 1：美元指数与铜价走势正相关



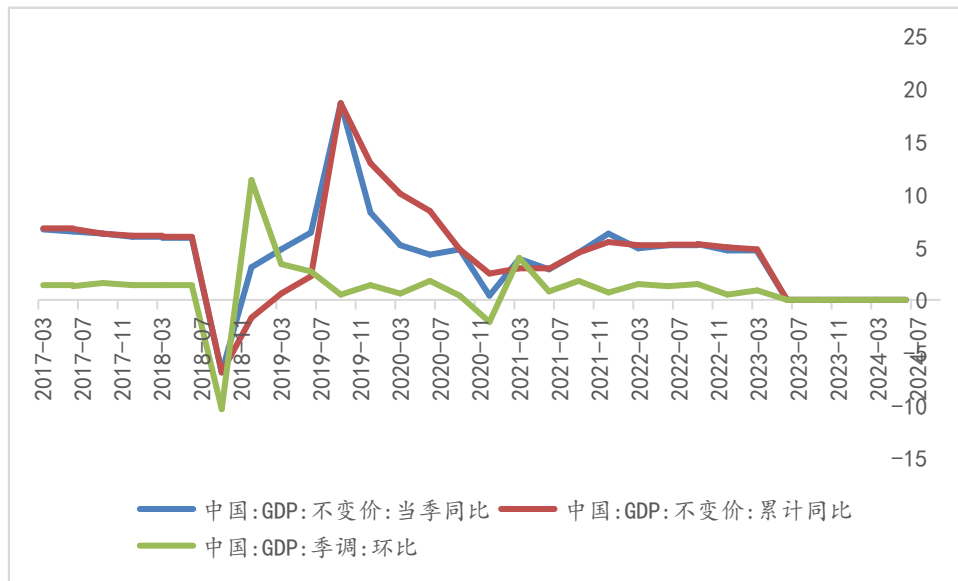
数据来源：Wind，中金财富期货研究所

中国刺激经济政策频出

2024 年以来，我国政策宏观调控力度不断加大，特别是 9 月下旬以来，一揽子逆周期调节政策相继出台、力度空前，政策重心聚焦经济发展，市场信心明显改善，经济运行回升向好趋势明显，未来政策或将对国内经济起到强有力的刺激作用，政策效果在 2025 年上半年将持续释放，受基数效应及上半年政策叠加效果影响，有望突破 5%。

明年中国或还需应对特朗普上任后的关税战威胁，其政策对中国商品的高关税，将增加进口商品成本，或将直接推高消费品价格，带来额外的通胀上行风险，政策实际力度和落地节奏仍存在较大不确定性，对应经济节奏也会变数较大。

图表 2：经济保持总体平稳、稳中有进的发展态势



数据来源：Wind，中金财富期货研究所

有色金属行业整体业绩同比增速放缓，但行业向好趋势不改

2024 年以来有色金属板块整体涨幅为 22.20%。前三季度基本金属价格冲高回落，年初到 5 月中旬，受益于供给紧张、海外需求上行、美联储降息预期抬升，基本金属价格整体维持上涨走势。前三季度有色金属行业整体实现营业收入 2.57 万亿元，较 2023 年前三季度 2.49 万亿元增长 2.95%。收入、利润均稳小幅增长，行业景气度稳步回升。

图表 3：有色金属冶炼及压延加工业



资料来源：Wind，中金财富期货研究所

图表 4：有色金属采矿利润



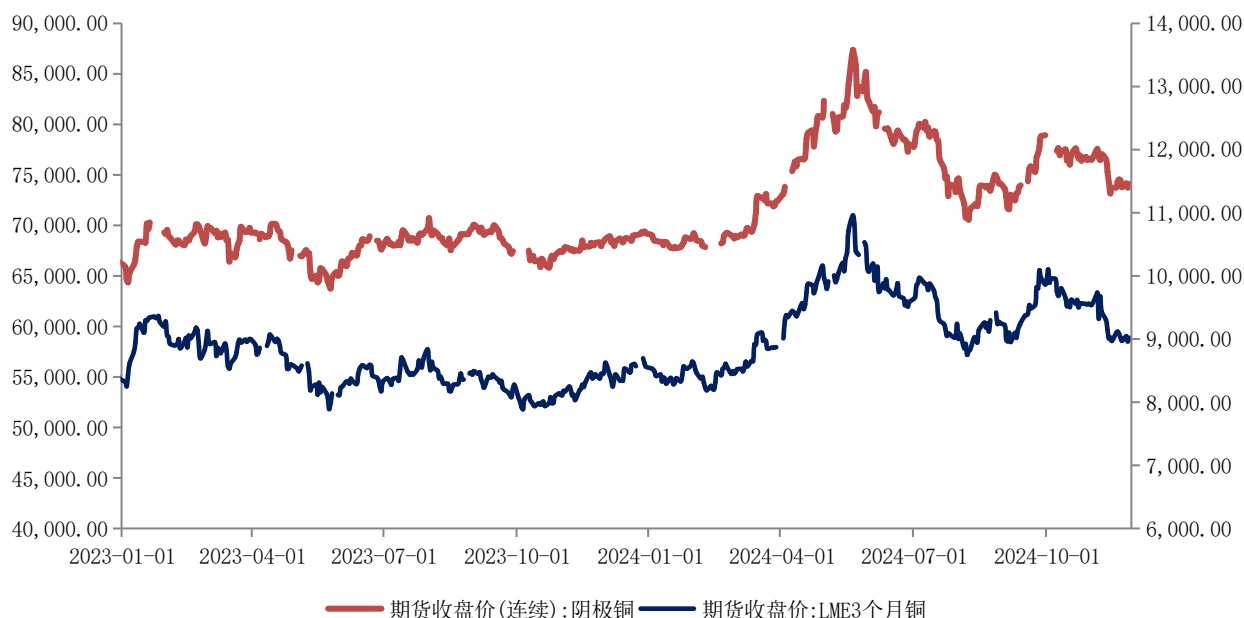
资料来源：Wind，中金财富期货研究所

铜：待局势明朗，再现光辉

2024 年行情回顾

今年以来，宏观政策超预期、供给收缩超预期下，沪铜整体走势表现出波动放大、价格中枢的抬升，波动区间在 67000-88930 元/吨，波动幅度为 32.7%。年初-3 月在政策利好频发，央行降准、降息在流动性方面也给予充分支持，基本上巴拿马铜矿停产导致行业供给趋紧，以及 COMEX 铜出现逼空行情等因素将铜价进一步推升，铜价触及 88940 元/吨的历史峰值。5 月下旬-8 月初，市场对美国衰退担忧增加，叠加日元套息交易引发的流动性冲击，高铜价对下游市场需求的抑制作用显著，铜价持续回落。8 月-10 月美联储超预期降息，国内出台刺激政策，“金九银十”期间国内铜整体消费尚可，铜价反弹超 10%。10 月-12 月，市场充分进行“特朗普交易”强美元以及加赠关税对铜价形成压制。

图表 5：铜价走势图



资料来源：安泰科，中金财富期货

有色的金融属性

铜作为大宗工业原材料，被市场赋予了双重属性，即本身所具有的商品属性和衍生的金融属性。商品属性反映了受供需关系变化影响价格走势；金融属性则主要体现在与美元指数的负相关上。一般情况下，铜有供需关系影响的商品属性，但在某些特殊时期或者铜价运行的某个阶段，铜的金融属性则可能起主导作用。

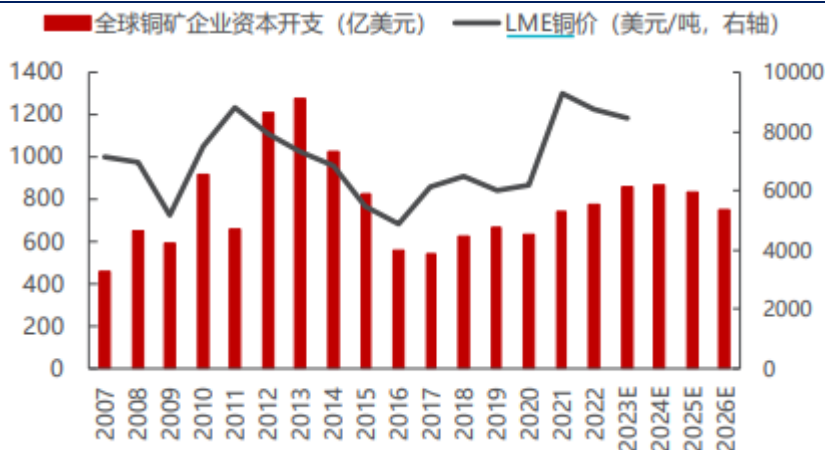
供给增长则受到资本开支不足的约束

全球铜资源储量丰富，但铜精矿增产受限于铜矿企业持续的资本开支和勘探支出，一般从资本开支投入到铜矿建成投产要滞后 5 年左右，而矿山企业的资本开支受铜价影响，具有较强的周期性。

全球铜矿资本开支于 2013 年见顶，按照铜矿建设周期 8-10 年来估算，短期全球铜

矿将无较大增量，同时产铜国各大主力矿山即将进入开采中后期，品味下滑等因素导致铜矿产量面临下滑。标普分析师认为这 30 家顶级矿业公司的资本支出将在 2024 和 2025 年将分别降 1.8%和 0.7%，在当前利率、通胀、铜矿采选及税率环境下，现有的铜价并不足以支撑铜企进行大规模的资本开支，意味着未来刺激企业扩大资本开支需要更高的铜价，行业成本上行，铜价中枢将逐步上移。

图表 6：全球铜矿企业资本开支于 2013 见顶

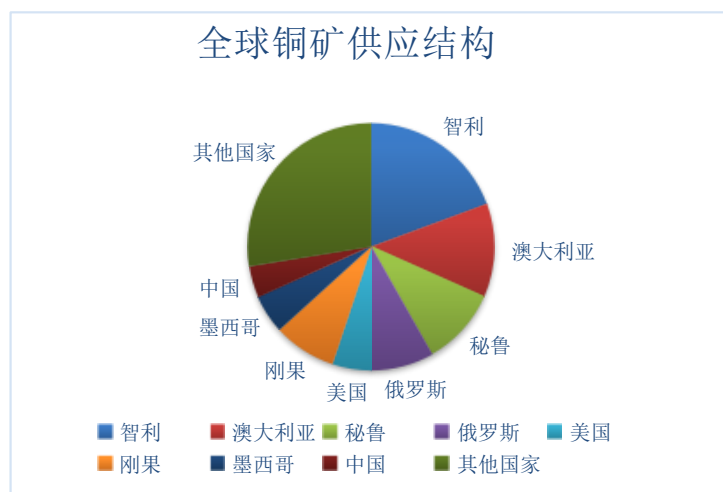


资料来源：Bloomberg，中金财富期货

国内铜精矿进口量同比增长，依存程度在逐年提高

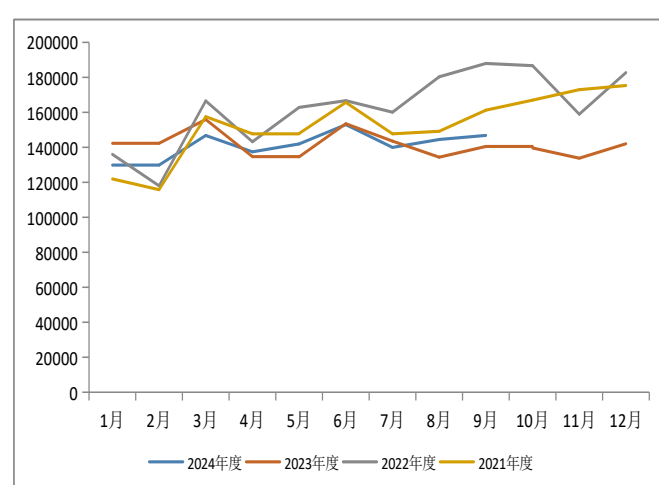
虽然国内有色金属产量位居世界前列，但我国有色金属的产能主要集中在有色金属产业链中游的冶炼端，而上游资源端由于我国的资源匮乏，使我国有色金属冶炼产能要远高于有色金属矿石采选产能。我国每年都需要从国外进口大量的有色金属精矿，以满足有色金属冶炼的原料需求。因此，我国有色金属行业对外的资源依存度较高，从 2010 年的 60% 升至 2024 年 80% 左右。根据海关数据统计，今年 1-11 月累计进口量为 2511 万吨，同比增长 8.51%。在海外铜矿增产背景下，后续国内进口铜矿数量仍将继续上升。

图表 7：全球铜精矿供应结构



数据来源：Wind，中金财富期货研究所

图表 8：铜矿产量

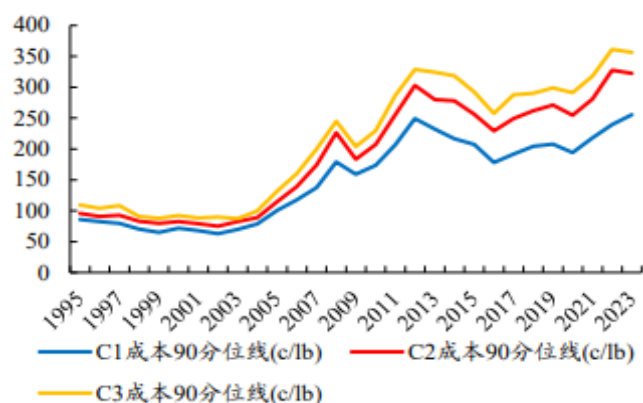


数据来源：钢联，中金财富期货研究所

生产干扰频繁，矿端供给不足或将持续

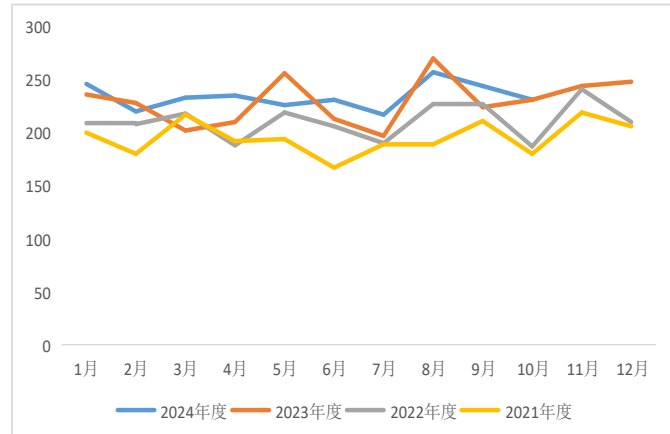
全球头部铜矿生产国家面临老矿山品位下滑、缺水、罢工、社区问题等困扰，近几年产量持续受到干扰。智利最大矿山之一 Escondida 曾发生多次罢工，同样的劳工纠纷也多次发生在秘鲁，并造成人员伤亡。巴拿运营公司与当地政府、社区及工人之间的争端，导致 Cobre 铜矿关闭影响较大产量从以上诸多事件来看，供给端往往会因为各种因素干扰而无法正常运行，进而导致铜矿放量不及预期。在 20 世纪，全球铜矿品位长期高于 1%，最高达到 4%，到 2010 年时下滑至 0.62%。资源禀赋快速下滑进一步抬升了企业现金成本。叠加通胀因素带来的人工、原材料等成本因素提升，全球铜现金成本持续上行，行业成本上行，将要求更高的资本开支强度，并支撑铜价中枢逐步上移。

图表 9: 铜现金成本持续上行



资料来源: WoodMackenzie, COCHILCO, 安泰科, 中金财富期货

图表 10: 铜矿进口量



资料来源: WoodMackenzie, COCHILCO, 安泰科, 中金财富期货

2024 年 1-9 月产量为 16812 千吨，同比增长 2.48%。中长期来看，矿山品味下滑、资源国环保主义和资源保护主义对于矿产开采的干扰趋于上行，全球铜矿新项目或扩建项目方面，整体增量相对有限，更多集中于南美及非洲地区。从项目来看，Kamoa、Malmyzhskoye 和 Mirador 贡献较多增量，全年增量规模总计约在 45 万吨左右，原料端弹性仍表现较弱。

图表 11: 2025 年全球主要铜矿项目增量

公司	国家	矿山	预计增量 (万吨)
紫金矿业	刚果	Kamoa-Kakula 三期	10
泰克资源	智利	QB	4
MMC&Capstone	智利	Mantoverde	4
五矿资源	秘鲁	las bambas	4
铜陵有色	厄瓜多尔	Mirador 二期	5
俄罗斯	俄罗斯	MalmyzhskoyeToromochko二期	5
中国铝业	秘鲁	Siera Gorda	4
South 32、KGHM	智利	Salvador	3
智利国家铜业	智利	Kansanshi	3
第一量子	赞比亚		3
	总计		45

资料来源: 安泰科, 中金财富期货

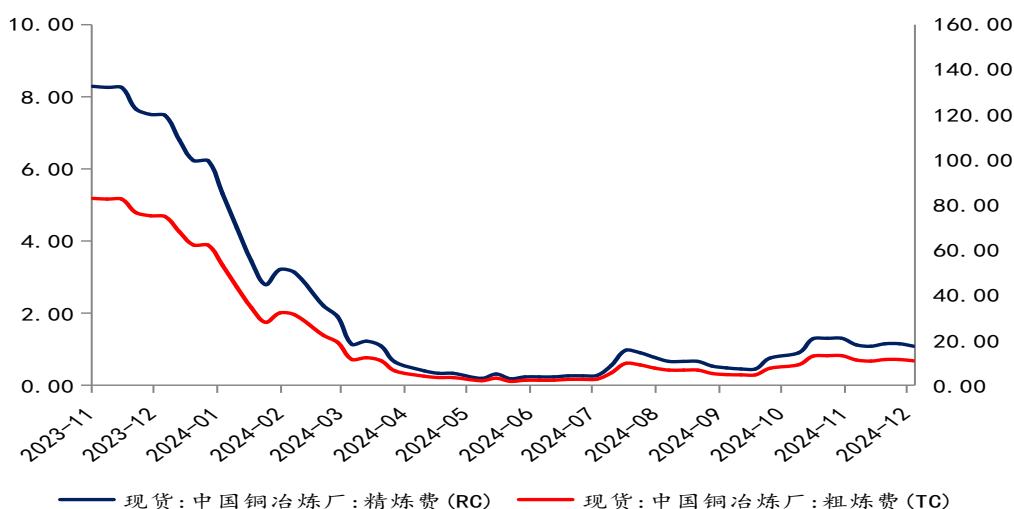
低加工费拖累国内精铜产量释放

2024 年全球铜矿生产干扰变大，多个铜矿停产，为全年乃至 2025 年的铜精矿供应增加了不确定性。智利矿业公司安托法加斯塔和国内某头部铜冶炼厂达成协议，将 2025 年铜精矿加工精炼费用 (TC/RC) 分别定为 21.25 美元/吨和 2.125 美分/磅，大幅低于 2024 年的 80 美元/吨和 8 美分/磅，同比下降 73.4%。

1-11 月我国电解铜累计产量达 1096.5 万吨，同比增 5%。2024 年电解铜产量整体呈现增长趋势，尽管面临一些供给扰动和政策影响，但产能扩张和需求增长是推动产量增加的主要因素。受原料端供应紧缺、冶炼利润下行、下游消费不及预期等影响，国内新增冶炼项目进展有所放缓，存量项目也面临一定的减产压力，3-4 月联合减产，以及 10 月-11 月为检修高峰期，国内精炼铜供应进一步趋紧，产量预计降至 2023 年同期水平，拉低全年产量增幅。

结合冶炼环节的现金成本和副产品硫酸价格进行测算，当前 TC 价格下，冶炼厂已处于现金流亏损的状态，但由于大型铜冶炼企业通常与铜矿企业签订长协订单，长协较高的 Benchmark 使冶炼厂利润获得保障。目前各大冶炼厂主要靠长单补贴亏损，并无实际大规模减产发生，冶炼厂产能扩张加剧铜精矿供应压力，2025 年电解铜产量存在减产的可能性。

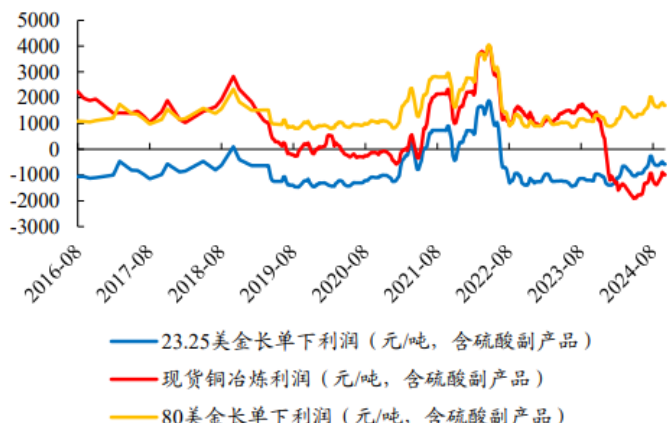
图表 12: 加工费走势图



资料来源: 安泰科, 中金财富期货

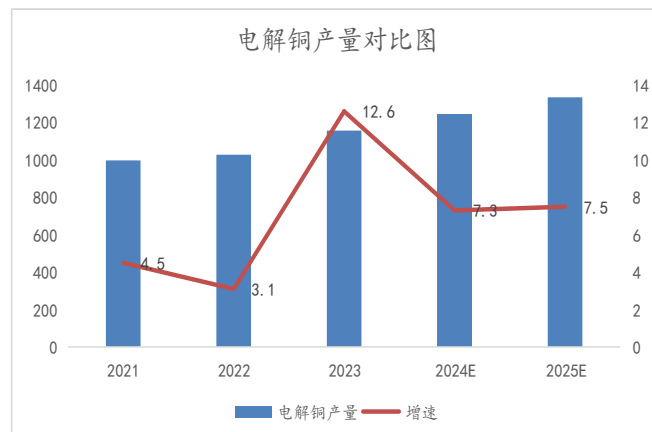
全球电解铜产能近年来有所加速投放，尤其是中国电解铜产能新增显著，这种产能扩张的趋势预计仍将持续，推动电解铜产量增长。2024 年国内外均有大量新增冶炼产能在今年释放，使得电解铜的产量暂未受矿端供应的扰动影响。

图表 13: 现货铜冶炼利润虽有所修复, 但整体仍处于亏损状态



资料来源: WoodMackenzie, COCHILCO, 安泰科, 中金财富期货

图表 14: 国内电解冶炼企业月度开工率



资料来源: WoodMackenzie, COCHILCO, 安泰科, 中金财富期货

图表 15: 中国未来电解铜新扩建项目

公司名称	新增精炼产能	新增后精炼总产能	投产时间
山东恒邦冶炼股份有限公司	10	35	2024
楚雄滇中有色金属有限责任公司	20	20	2024
广西南国铜业有限公司	40	70	2024
巴彦淖尔西部铜业有限公司	5	10	2024
包头华鼎铜业发展有限公司	7	10	2024
五矿铜业(湖南)有限公司	5	15	2025
安徽友进冠华新材料科技股份有限公司	15	15	2025
凉山矿业股份有限公司	13	13	2025
赤峰金通铜业有限公司	30	55	2025
金川集团(本部)	40	100	2025
营口建发盛海(一期)	30	30	2026
铜陵有色金属集团股份有限公司	50	50	2026
金川集团(防城港)	30	70	待定
五矿铜业(湖南)有限公司	20	35	待定
安徽和正铜业有限公司	60	60	待定

资料来源: SMM, 中金财富期货

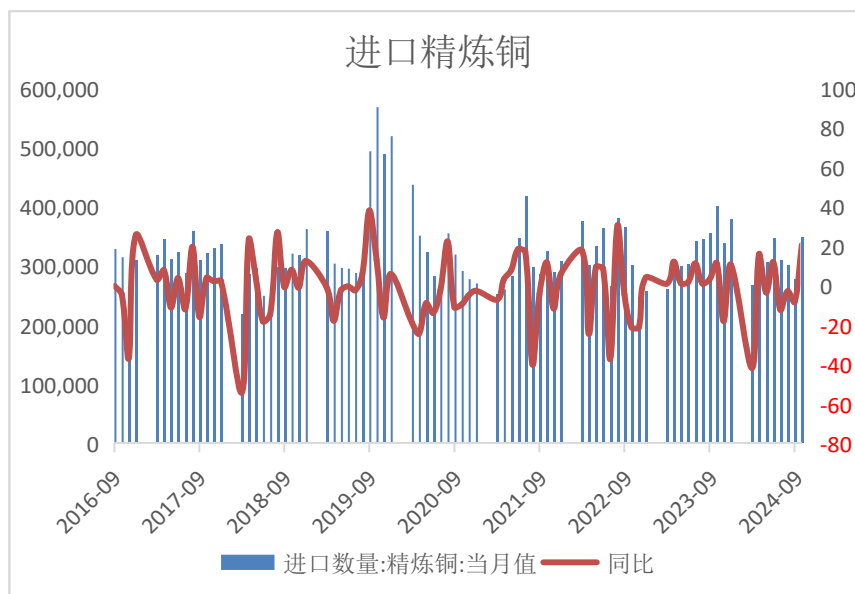
精铜进口量依旧维持增幅

2024 年 1-10 月份累计进口 300 万吨, 累计同比增长达 6.7%。精铜整体进口量较去年同期有所下滑, 精铜进口呈先抑后扬的态势, 结合国内产量的爬升来看, 由于国内精铜的产量释放, 对进口的依赖有所下滑。再者, 我国精铜进口现货进口在 5 月中旬前基本处于亏损状态, 全年盈利机会有限, 以及俄乌战争不断发酵导致俄铜进口量的锐减。三季度随着洛阳钼业的出口权限放开以后, 其 24 万吨滞留铜库存逐步发运离港, 塞尔维亚和非洲刚果金的项目集中投产, 现货进口窗口基本保持平衡到阶段性略有盈利的状态, 精铜单月进口量反弹至 30 万吨上方, 累计同比降幅略有收窄, 预计年底前进口量将保持逐步回升的态势。

整体供应端来看, 长协加工费偏低背景下炼厂新增产能投放受到制约, 产能利用率将遭遇瓶颈, 随着国内新建和扩建精炼项目的陆续投放以及精铜进口量的逐步恢复, 非洲铜的成本优势将继续推动大量进口货源流入国内, 将对国内供应增量形成有效

补充，预计 2025 年国内供应增速放缓，将保持在 3.3%。

图表 16: 精炼铜进口量



资料来源: SMM, 中金财富期货

英美制裁俄罗斯波及金属市场

英国美国制裁俄罗斯铝、铜和镍的制裁，将是对“G7 声明”的巩固，而在全球金属交易所和场外衍生品交易中的禁止使用俄罗斯相关金属，亦将对俄罗斯金属与采矿行业的制裁再次“升级”。英美一系列制裁措施，意在影响俄罗斯出口贸易，进而达到对其经济制裁的目的。

俄罗斯金属占伦敦金属交易所仓库中铜的 62%，交易限制实施后将加大 LME 铜挤仓风险。俄罗斯铜矿资源出口有限，精炼铜主要出口至欧洲和亚洲，俄乌战争以来随着欧美对于俄罗斯金属资源的制裁，俄铜流入我国占比已经占到我国精炼铜进口的 10%以上，随着新的交易限制实施，俄铜流入我国的规模提升。内外走势上，该政策对利多 LME、CME 铜表现，而利空国内铜价格。

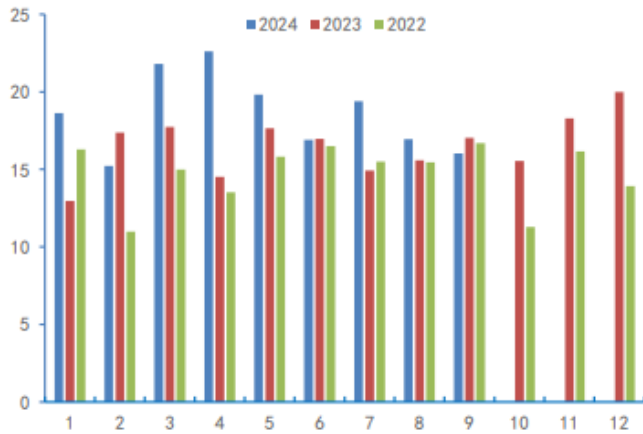
政策引导废铜供应

据 SMM 数据，10 月旧废铜产量 8.7 万金属吨，环比+4.9%，同比-11.2%；1-10 月国内旧废铜产量 95.34 万金属吨，同比-7.4%。在 2024 年上半年铜价新高背景下，国内旧废铜产量未能持续新高或彰显出废铜原料后续将进一步趋紧。政策的变化对再生铜的供应的影响将较大，一到三季度受《公平竞争审查条例》约束，依靠政府补贴的企业盈利空间将被压缩，生产面临较大冲击，产量有所下滑，华东地区受冲击较为明显。四季度受益于《2024-2025 年节能降碳行动方案》以及《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》，再生铜铝原料不属于固体废物，可自由进口，冷料供应预期有所回升。

进口方面，9 月废铜进口约 12.8 万金属吨，环比-5.4%，同比-5.8%。2024 年 1-9 月国内进口废铜约 134.1 万金属吨，同比+15.7%。5 月铜价新高后，6-9 月废铜进口量有所走弱或彰显进口原料增速逐步放缓。当前放宽海外废铜进口的政策带动废铜

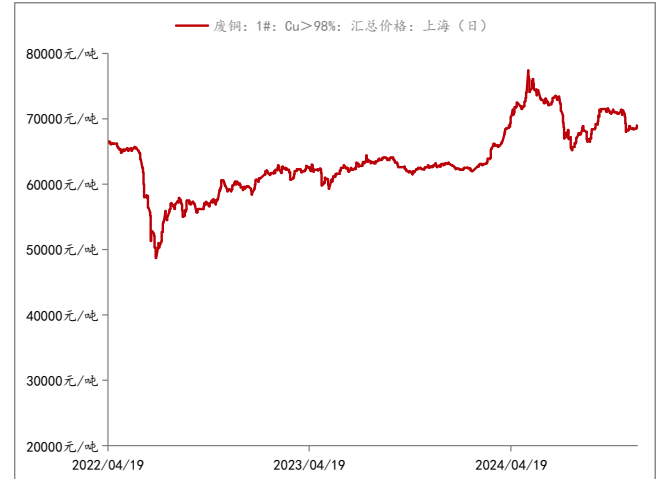
供应回升的预期，但总体影响较小。随着 783 号文落实，以及在以旧换新政策带动下，废铜供应有望缓步提升，但贸易战重启及进一步升级预期令市场担忧废铜行业受到波及，或对整个进口量形成一定程度制约。

图表 17: 废铜进口量变化 (吨)



资料来源: 钢联, 中金财富期货

图表 18: 废铜价格 (元/吨)

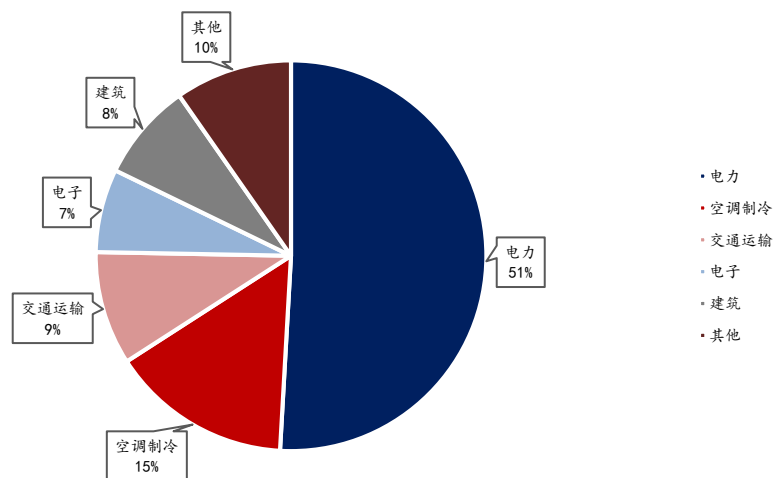


资料来源: 钢联, 中金财富期货

终端需求亮点在电力电网基建，地产边际改善有待时日

中国作为基建和制造业大国，铜消费占全球近 50%，其次是日本、美国、德国等发达国家。我国铜消费领域较为集中，电网建设使得电力领域铜消费占国内铜消费总量近一半；其次建筑、家电、交通等领域。2024 年整体的消费表现弱于我们此前的预期，社会消费品零售同比增速从 2023 年的 7.2% 下降到今年 1-10 月的 3.5%，这也反映了消费需求仍较为乏力。随着中央一系列财政、货币政策出炉，我国经济有望于 2025 年逐步复苏回暖，带动铜需求提升。

图表 19: 铜下游消费分布图

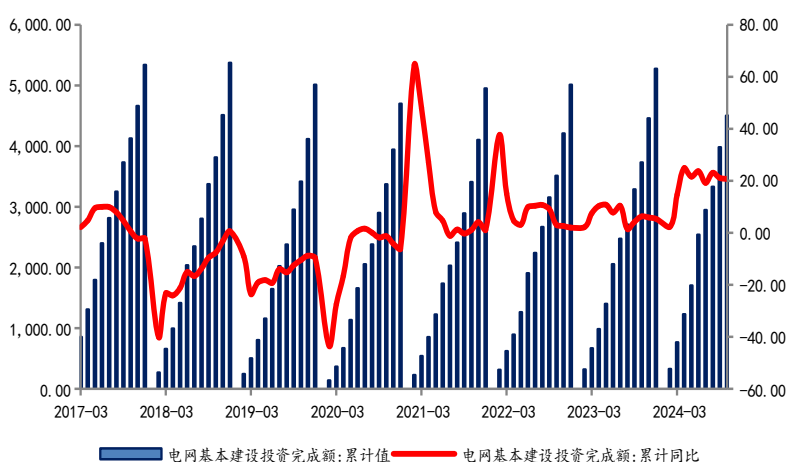


资料来源: 安泰科, 中金财富期货

电力需求占比最大

电力领域用铜表现良好，电源和电网完成投资均同比增长。全国主要发电企业电源工程完成投资 7181 亿元，同比增长 8.3%。2024 年我国电力投资实现高增，1-10 月电源投资基本建设投资完成额累计同比达 8.3%，电网投资累计同比 20.7%。从 4 月起累计投资增速多数时间维持在 20% 以上。2024 年国家电网投资预计将首次超过 6000 亿元，同比新增 711 亿元。根据国际能源署(IEA)，未来三年，全球电力需求将加速增长，预计从现在起到 2026 年，电力需求将平均每年增长 3.4%。新增投资主要用于特高压交直流工程建设、加强县域电网与大电网联系、电网数字化智能化升级，更好保障电力供应、促进西部地区大型风电光伏基地送出、提升电网防灾抗灾能力、改善服务民生。国家不断出台利好政策推动基建工程建设，预计未来电网建设将表现良好，对未来长期铜材消费有较好拉动作用。

图表 20：电网投资增速上行



资料来源：WIND，中金财富期货

房地产下行拖累经济

国家统计局发布数据显示，1-10 月份全国房地产开发投资 86309 亿元，同比下降 10.3%。1-10 月份房地产开发企业房屋施工面积 720660 万平方米，同比下降 12.4%。2024 年以来国内商品房销售面积累计同比徘徊在-20%左右，房价下跌背景下销售额同比降幅更大，上半年一度接近-30%，下半年整体虽有收窄，但依旧运行在-20%以下。10 月全国新建商品房网签成交量连续 15 个月下降后首次实现增长，新房和二手房成交总量连续 8 个月下降后首次实现增长。

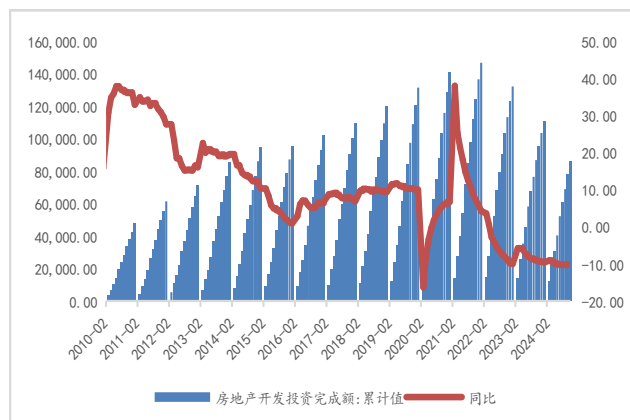
无论是新开工还是施工面积同比均未出现拐点，尤其是新开工面积，前端销售不佳制约房企新开工的意愿及能力，房屋建设主要集中在存量项目的竣工层面。中国房地产市场受到经济下行压力和政策调整的影响，整体呈现下行趋势，但今年政策出台频率加速，土地和房地产销售成交活跃度均明显上升。在供需两端政策的共同发力下，叠加低基数，2025 年房地产投资增速有望收敛至-3%左右，对经济增长的拖累将有所减轻。

图表 21: 房地产竣工面积对比图



资料来源: Wind, 中金财富期货研究所

图表 22: 房地产开发完成额对比图



资料来源: Wind, 中金财富期货研究所

同时,公布了“四个取消、四个降低、两个增加”的政策组合拳,紧接着央行降息落地。展望 2025 年,房地产市场将逐步企稳回升,将成为新一轮房地产去库存的元年,需要等待 100 万套货币化安置城中村和危旧房改造的进展,政策持续性仍待观察。

图表 23: 政策“组合拳”

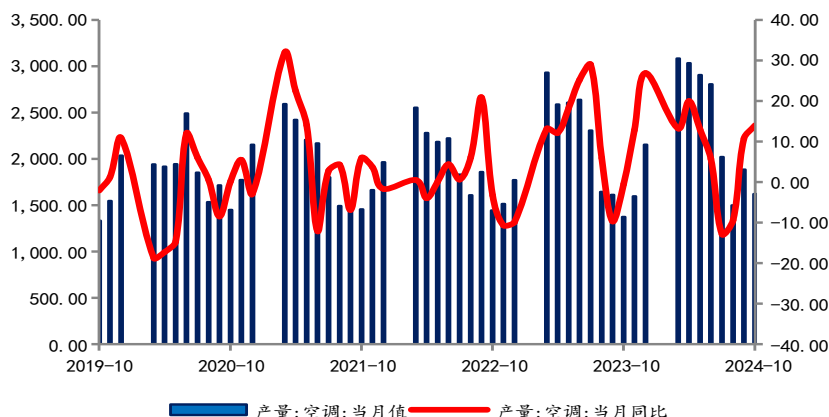
本轮房地产政策“组合拳”	
四个取消	充分赋予城市政府调控自主权,城市政府要因城施策,调整或取消各类限制性措施;
	主要包括取消或调整限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准;
四个降低	降低住房公积金贷款利率 0.25%
	降低首付比例,统一首套、二套房贷最低首付比例至 15
	降低存量贷款利率;降低“卖旧买新”换购住房税费负担
两个增加	通过货币化安置等方式,新增实施 100 万套城中村和危旧房改造
	2024 年底前,将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿元;

资料来源: 人民政府网, 中金财富期货

“以旧换新”政策助力家电销量增长, 内需市场仍有潜力

作为铜的第二大终端需求,以空调为代表的家电产量受消费品以旧换新的中央补贴资金规模约为 1000 亿元的提振,今年增速较好。据安泰科,2023 年空调制冷用铜量(家电用铜量)约占中国铜需求 15%,测算空调用铜约占家电用铜的 87%,即空调用铜量约占国内铜需求的 13%。家电排产数据可作为后续家电用铜变化的领先指标,尤其是主要下游空调的排产数据。2024 年 1-10 月中国空调累计产量 22481 万台,同比增加 8.2%。在以旧换新的带动下,我国空调零售需求迎来强劲增长,出货端增速逐步抬升,10 月内销增速从 9 月的 7%提升至 20%以上。在以旧换新政策的持续带动下,预计空调内销有望延续良好增长。预计明年仍有以旧换新,有望带动家电内需的整体恢复。

图表 24: 空调产量大幅增长



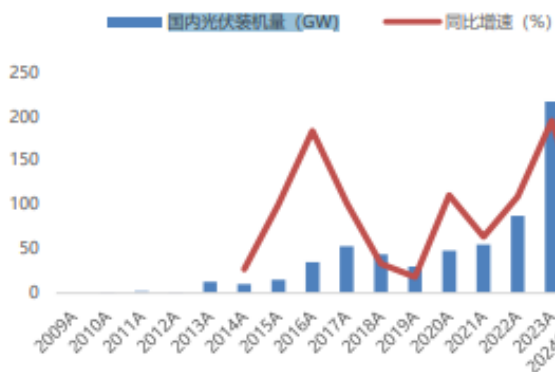
资料来源: WIND, 中金财富期货

未来光伏、风电领域将拉动铜消费

相对于传统用途, 风光、新能源车、5G 基站等新需求高速增长, 据我的钢铁网数据, 2024-2026 年新兴领域占铜需求比重将分别提升至 18.4%、21.5%、24.4%。

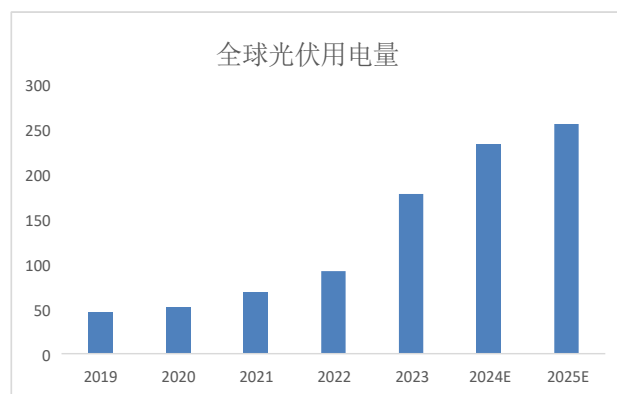
在国内风光大基地建设逐步实施, 分布式光伏并网资源紧缺的背景下, 2024 年国内光伏市场需求增速有所放缓。具体数据来看, 1-10 月我国光伏装机累计新增 181.3GW, 同比增 27.2%, 较今年光伏工业协会预计的 220GW 的年计划量完成率已达 82%。单位装机耗铜量显著高于传统火电, 叠加装机量增长, 新能源发电领域耗铜量有望持续增长。根据 S&P Global, 单 GW 海上风电、光伏发电单位装机量铜消耗量显著高于传统发电 (如煤炭、天然气) 装机铜消耗量, 约 2-5 倍。ICA 报告显示, 1GW 光伏装机铜用量约 4000 吨。预计 2024/2025 年光伏行业整体耗铜量约 234/256 万吨。

图表 25: 我国光伏装机高景气



资料来源: 安泰科, 中金财富期货研究所 (国内风电光伏测算基于光伏风电电量比为 1:1)

图表 26: 全球光伏行业耗铜量预测(万吨)



资料来源: Wind, 中金财富期货研究所

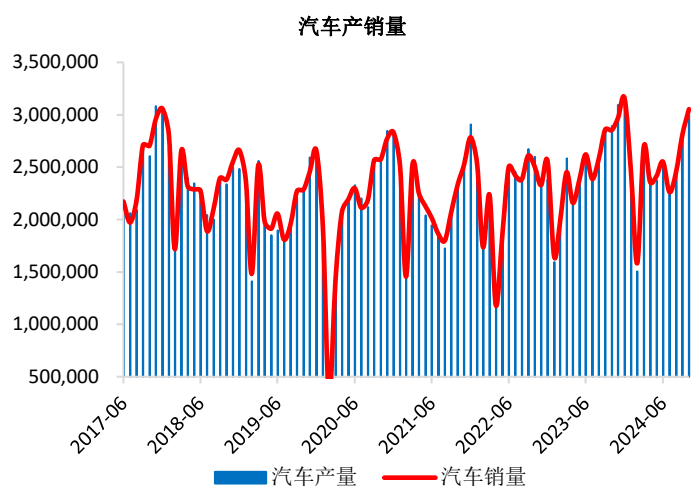
全球风能理事会(GWEC)预计 2024-2025 年全球陆上风电新增装机量为 113/124GW, 海上风电新增装机量分别为 18/24GW, 对应 2024-2025 年风电装机耗铜量分别为 89/104 万吨。

汽车市场持续好转, 新能源同比大增

根据中汽协数据显示，1-11 月汽车产销分别完成 2790.3 万辆和 2794 万辆，同比分别增长 2.9%和 3.7%，其中，1-11 月新能源汽车产销分别完成 1134.5 万辆和 1126.2 万辆，同比分别增长 34.6%和 35.6%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 40.3%。在国家报废更新和各地以旧换新政策的补贴鼓励下，近期的购车消费实现强势增长的良好局面。尤其是各地以旧换新政策对电动车的补贴比油车高出 1000-5000 元，很多地方的补贴差距较小，实现了公平竞争的油电同权的趋势。

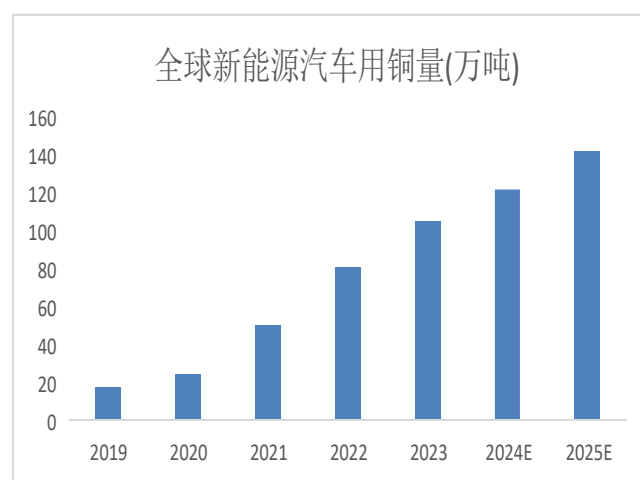
能源汽车单辆用铜 80 千克，而传统汽车用铜量仅为每辆 20 千克。新能源汽车单车用铜量显著高于传统燃油车，叠加新能车销量快速增长，该领域对铜的需求量也将保持较快增长。预计 2025 年财税政策将延续对车消费的支持，国内新能源车渗透率有望进一步上升，我们预计 2025 年全球新能源汽车消耗铜约 142 万吨。

图表 27: 汽车产销



资料来源: Wind, 中金财富期货研究所

图表 28: 全球新能源汽车耗铜量预测



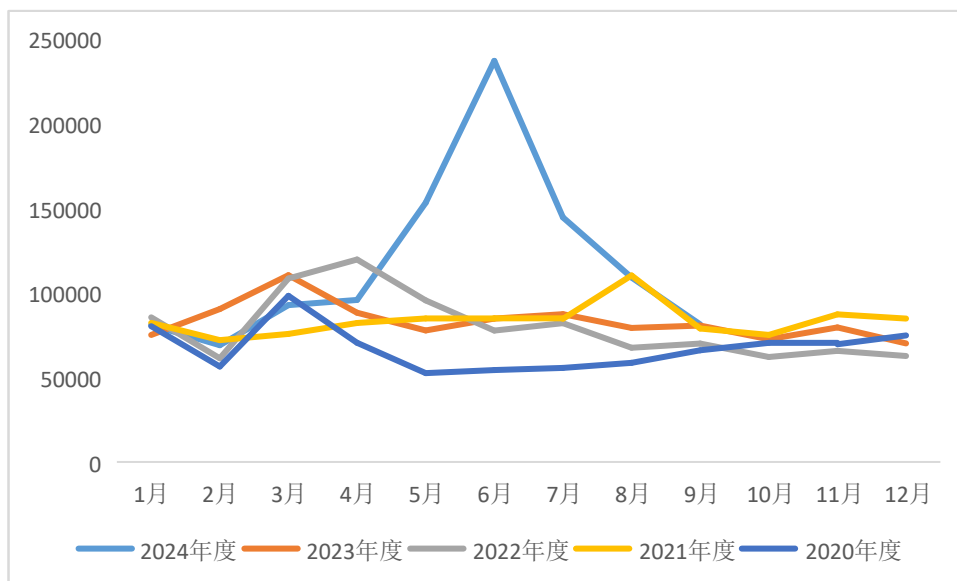
资料来源: Wind, 中金财富期货研究所

取消退税政策

2024 年 11 月 15 日，财政部、税务总局公布《关于调整出口退税政策的公告》自 2024 年 12 月 1 日起，取消铝材、铜材以及化学改性的动、植物或微生物油、脂等产品出口退税。政策中涉及的铜材产品种类包括铜条杆型材、铜丝、铜板带、铜箔、铜管等 34 个税号，细分产品包括锂电池电极用铜箔、印刷电路用覆铜板、空调用铜管件、电线电缆用铜杆线丝等。

2024 年 1-9 月份铜材出口量为 61.2 万吨，同比+25.4%，在取消退税政策中，则政策影响国内铜材出口量的 58%。由于铜价值量较高，在取消退税政策中，一般贸易铜材的影响较大、来料加工贸易产品影响较小。目前中国也成为了铝材主要出口大国，扩大内外价差，直至国内出口企业利润回升，从而修复中长期铜铝材出口量。进口商抢在特朗普关税实施前备货仍支持接下来两个月出口强劲。根据 SMM 预测，在政策出台后，2025 年铜材出口量将下降 21 万吨，影响国内精铜需求 1.4%左右。

图表 29: 我国废铜出口量 (吨)



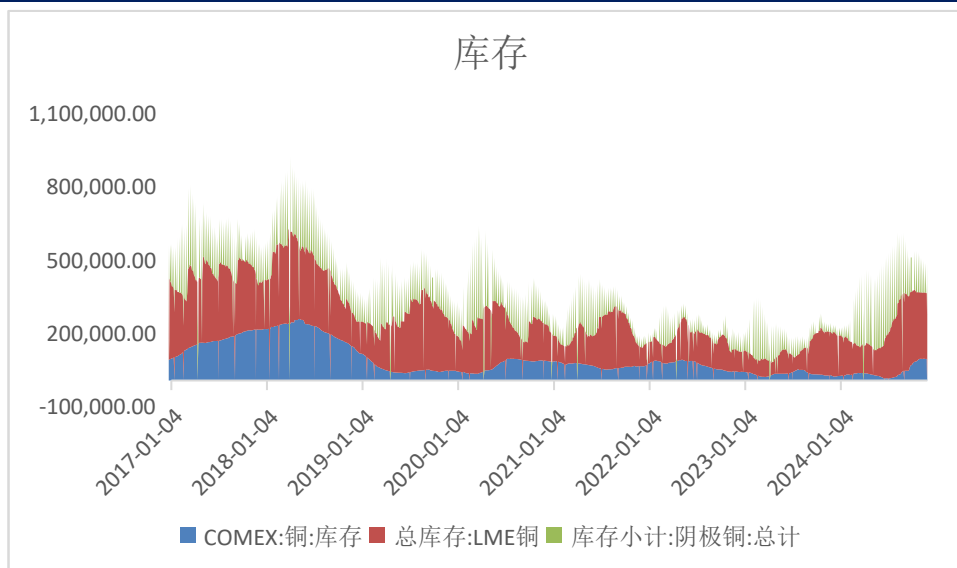
资料来源: Wind, 中金财富期货研究所

2024 铜库存有所回升，铜价处于历史高位

截至 2024 年 12 月 13 日，全球三大交易所库存约为 45 万吨，为 2028 年以来同期库存高位。

上半年美铜年内陷挤仓风险，全球可以参与 7 月 COMEX 合约交割的数量仅 6-7 万吨，大幅低于期货合约的空头多达十多万手的持仓量，美铜市场呈现一定的软挤仓风险，后因调货发往北美市场注册仓单，事情才告一段落。

图表 30: 三大交易所铜库存处于低位



资料来源: Wind, 中金财富期货研究所

预计 2025 年将转为小幅过剩

2025 年铜行业供需情况将进一步改善，需求端有望受益于国内财政刺激+海外电网

改造带来高景气，而从供给端看，年内海内外新增项目有限+供给扰动因素不断，供给端偏紧状态短期或较难逆转，供需格局有望改善，预计低库存环境下铜价中枢有望继续上行。

图表 31：供需平衡表

中国精炼铜供需平衡					
(万吨)	2021年	2022年	2023	2024E	2025
全球铜精矿产量	2126.5	2192	2236	2267	2290
Yoy (%)	2.5%	3.1%	2.0%	1.4%	1.1%
全球精炼铜产量	2490	2527	2650	2661	2690
Yoy (%)	1.1%	1.5%	4.9%	0.4%	1.1%
其中:原生精炼铜产量	2075	2112	2201	2217	2242
再生精炼铜产量	415	415	449	443	448
全球精炼铜消费量	2479	2584	2759	2828	2885
增速 (%)	0.1%	4.3%	6.8%	2.5%	2.0%
供需缺口	11.3	-56.9	-109	-167	-194

资料来源：Wind，中金财富期货研究所

2025 年行情展望

今年以来，宏观预期对有色金属行业及有色金属价格趋势的引导具有决定性作用，国内经济修复节奏、美国经济衰退风险带来的宏观预期变化，均反映在了有色金属价格及有色行业趋势上。全球政策转向宽松，经济顺周期将逐渐传导至有色行业。供给端，矿山品味下滑以及矿产开采的干扰，全球铜矿新项目或扩建项目较少，17家头部矿企最新的 2025 年产量指引，预计明年铜矿供给增速仅 2.2%，铜精矿供需仍将较为紧张。

随着国内新建和扩建精炼项目的陆续投放以及精铜进口量的逐步恢复，叠加再生铜的自由进出，供应边际宽松或缓解冶炼厂减产压力。预计 2024 年国内供应仍将趋于宽松，尽管面临一些供给扰动和政策影响，但产能扩张和需求增长是推动产量增加的主要因素。需求端，电网建设、新能源汽车及光伏风电装机的快速增长将拉动铜消费，而传统领域如房地产对需求贡献有限。

国内经济复苏有加快的势头，经济稳增长政策仍在持续出台与落实，而海外进入降息周期也将改善货币流动性。我们认为 2025 年铜供需结构矛盾将凸显，叠加流动性逐步宽裕，将支撑铜价中枢上行，预计明年沪铜的主要运行区间在 70000-82000 元/吨，伦铜主要运行区间为 8700-10500 美元/吨。

法律声明

版权免责声明：本报告由中金财富期货有限公司提供，未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

报告内容免责：本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

报告使用免责：本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供订投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。



扫码立即下载中金财富期货APP

客服热线：4001087888

中金财富期货有限公司

公司网站：<https://www.cicccwmf.cn/>

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元

邮编：518048

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900