

2025 年 7 月 8 日



紧平衡结构延续，铜价趋于上行

核心观点及策略

- IMF 下调 2025 年全球经济增长率预期至 2.8%，我们认为贸易政策的不确定性将对全球供应链形成扰动，推升美国经济的类滞胀风险，美联储或将谨慎抉择降息时机；而欧元区显著摆脱高通胀和衰退压力，欧央行或终止宽松周期。国内来看，中国经济面临稳增长和外部承压的双重挑战，下半年我国将继续实施扩张型财政政策和适度宽松的货币政策，做大做强内循环体系，构建促消费长效机制，优化经济结构淘汰落后产能，着力推进科技创新和产业升级，为经济高质量发展提供坚实支撑。
- 供应方面，预计 2025 年全球铜精矿供应增速仅为 1.7%，2026 年将进一步下滑至 1.4%。年中长协 TC 再创新低，成本端支撑依然坚实。下半年国内中小冶炼厂或面临减产风险，低加工费背景下全球精铜新增产能释放大幅受限，紧平衡结构下全球显性库存将在低位运行。预计 2025 年全球精铜供应增速将下探至 2%。
- 需求方面，在全球 AI 和电气化转型的浪潮下，铜已成为大国博弈的关键战略储备资源。整体预计 2025 年全球精铜消费增速将维持 3.7%，国内精铜消费增速将保持在 3.4%。
- 预计今年下半年铜价中枢将继续抬升，同时海外宏观扰动或令其伴随着阶段性高位回调的风险，但中长期铜价震荡上行的趋势并未改变。预计下半年沪铜的主要运行区间在 77000-85000 元/吨，伦铜主要运行区间为 9500-10500 美元/吨。
- 风险点：全球贸易局势恶化，海外中断矿山重启

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84 号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F03084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

目录

一、2025 年上半年行情回顾	5
二、宏观经济分析	7
1、全球贸易局势缓和，美国经济面临滞涨风险	7
2、美联储降息预期抬升，欧央行或放缓降息步伐	8
3、做大做强内循环体系，央行货币政策保持适度宽松	9
三、铜矿供应分析	10
1、全球精矿紧缺程度超预期，中资企业积极开拓铜矿资源	10
2、预计 2025 年全球铜精矿增速降至 1.7%	12
四、精铜供应分析	15
1、国内精铜产量下半年将减速，全年同比增速或降至 4.5%	15
2、2025 年海外精铜产量释放十分缓慢	16
3、下半年精铜进口量将低位运行，铜已成为大国博弈的战略资源	17
4、国内废铜供应总体平稳，东南亚或填补美废铜进口缺口	19
5、上半年 LME 库存骤降逾 7 成，紧平衡现实令全球库存重心下移	20
五、精铜需求分析	22
1、今年电网投资规模有望超 8000 亿，新型特高压电网系统提速升级	22
2、房地产市场筑底企稳，楼市调控政策持续加码	22
3、“两新”政策带动空调产销提速	23
4、新能源汽车产销维持高增长，自主品牌已覆盖海外市场	23
5、光伏去产能将落到实处，风电抢装过后将回归低增速	24
6、传统行业托底需求基本盘，新兴产业存在去产能和增速放缓隐忧	25
六、2025 年下半年行情展望	28

图表目录

图表 1 铜期货价格走势.....	5
图表 2 上海现货铜升贴水走势.....	6
图表 3 发达国家 GDP 增速.....	9
图表 4 欧美制造业 PMI 指数.....	9
图表 5 中国 GDP 增速.....	9
图表 6 中国 PMI 指数.....	9
图表 7 全球主流矿企 2023 年第三季度产量情况（万吨）	11
图表 8 2023-2024 年全球主要铜矿项目增量跟踪 （万吨）.....	12
图表 9 2024-2025 国内精炼新扩建项目预估（万吨）	13
图表 10 2024-2025 海外精炼新扩建项目预估（万吨）	15
图表 11 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势	15
图表 12 ICSG 全球精炼铜消费变化.....	15
图表 13 中国铜精矿现货 TC 走势.....	15
图表 14 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势.....	15
图表 15 中国铜材产量及增速变化.....	15
图表 16 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化.....	16
图表 17 中国精炼铜产量变化.....	16
图表 18 中国精炼铜消费量变化.....	16
图表 19 中国精炼铜进口量及增速变化.....	16
图表 20 中国精炼铜出口量及增速变化.....	17
图表 21 中国废铜进口单月变化.....	17
图表 22 中国废铜进口累计变化.....	18
图表 23 全球显现库存变化情况.....	18
图表 24 SHFE 和保税区库存走势	21
图表 25 电网投资完成额.....	21
图表 26 房地产开工施工竣工增速.....	22
图表 27 空调产量.....	22
图表 28 家用空调库存.....	22

图表 29 汽车销量.....	22
图表 30 新能源汽车销量.....	23
图表 31 国内终端用铜增速预估.....	23
图表 32 全球铜供需平衡表预估.....	23
图表 33 国内铜供需平衡表预估.....	23

一、2025 年上半年行情回顾

2025 年上半年，铜价整体呈探底回升走势，一季度沪铜从 73000 的低点一路震荡上行至 83000 一线，主因全球主要矿山中断持续引发资源端供应偏紧担忧，以及去年下半年在美联储降息背景下美国经济呈现出较强韧性，此外美欧制造业 PMI 双双回归扩张区间，中国制造业边际企稳回升，终端数据中心和人工智能领域用铜初露锋芒，基本面和宏观形成弱共振支撑铜价保持强劲走势。而市场却在二季度初特朗普政府推行“美国优先”原则后实施的的对等关税政策下一度陷入恐慌，清明节期间因海外系统性风险引起全球市场巨震拖累伦铜暴跌至 8100 美金，彼时市场担忧美国对华关税将导致我国出口大幅下行拖累经济增速下滑，因美对东南亚地区同步实施高额对等关税导致转口贸易同步受限，而中方坚决严厉的反制措施也让全球资本市场担忧贸易战局势将持续升级，而后美方妥协并主动请求开启对华谈判，中美进入经贸谈判措施阶段并达成战略性框架协议，沪铜从 71000 一线触底大幅反弹至 5 月中旬的 78000 元/吨一线后进入震荡。自 5 月中旬起，特朗普政府持续施压美联储官员要求尽快大幅降息，有消息称目前白宫正考虑任命一位新的美联储理事以填补原理事库格勒在明年 1 月离职后留下的席位，该名新任理事计划将在明年 5 月鲍威尔离职后接任美联储主席，降息预期的回升叠加疲软的美元走势持续提振铜价震荡走高至 80000 元/吨一线。截止 6 月 30 日沪铜主力合约收于 79870 元/吨，较去年底价格相比，上涨 5630 元/吨，涨幅达 7.6%，上半年波动区间在 71060-80190 元/吨，波动幅度为 12.8%。6 月 30 日伦铜最终收于 9878 美元/吨，较去年底价格相比，上升 1096.5 美元，涨幅为 12.5%，波动区间在 8105-9892.5 美元/吨，波动幅度为 22.1%，伦铜走势相对强于沪铜。

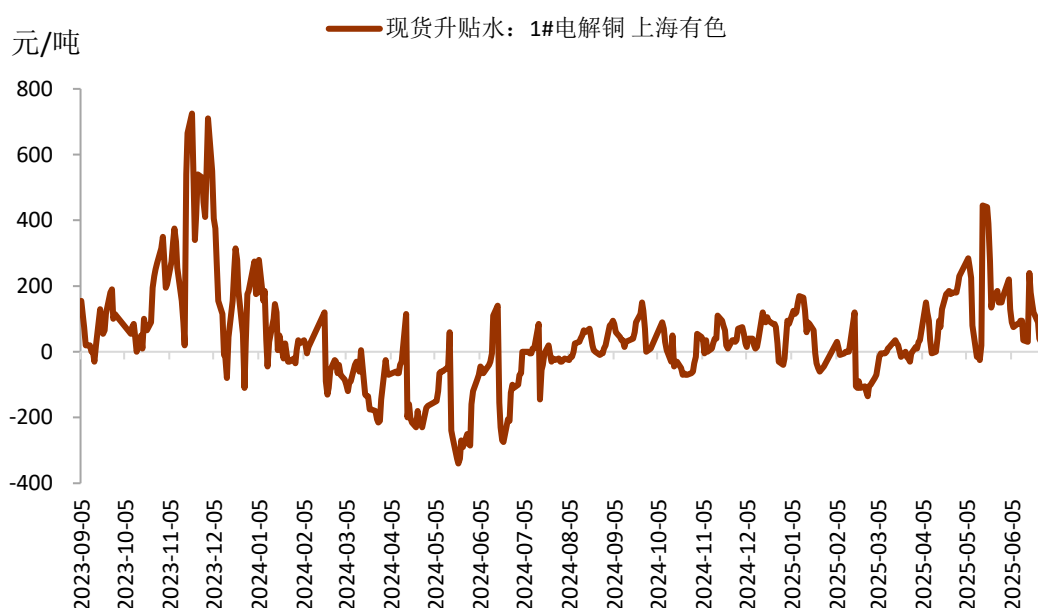
图表 1 铜期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2025 年上半年，国内铜库存前高后低，上期所总库存从年初的 8 万吨左右的水平一路升至 3 月下旬的 25.6 万吨，主因淡季季节性累库以及国内冶炼厂一季度在较高加工费的驱动下保持高负荷运行，国内产量今年以来已突破单月百万吨。一季度国内现货升水由贴水转向低升水，二季度后国内由低升水转向高升水，上半年升贴水波动区间在-135 至+285 元/吨之间，整体重心较去年下半年有所上移。今年一季度，下游精铜消费复苏缓慢，上游产量高企导致国内库存加速上行，叠加进口窗口时有开启，国内精铜供应维持宽松状态拖累现货升水逐渐转向贴水区间；二季度后国内供需结构发生较大改变，电网投资项目陆续启动拉动电缆线企业开工率恢复至旺季同期水平，家用电器在“两新”和国补政策的拉动下产量持续走高带动铜管企业开足马力生产，此外新能源汽车产销高速运行带动低压线束和连接器等领域消费增速强劲，光伏在 531 新政落地抢装需求旺盛，终端需求进入发力期，叠加国内较低加工费背景下部分中小冶炼厂小幅减产，二季度社会库存进入了大幅快速去库并在 6 月底进入 10 万吨左右的低位区间，现货升水也在 5 月上旬最高来到了 285 元/吨，创下上半年最高记录。预计下半年我国传统电网投资领域将保持稳健需求，新兴产业(除光伏外)将维持较强用铜增速，而数据中心和人工智能领域将提供新的消费增长点，预计下半年国内精铜现货升贴水仍将维持升水区间，整体升水重心较上半年将有所上移。

图表 2 上海现货铜升贴水走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、宏观经济分析

1、全球贸易局势缓和，美国经济面临滞涨风险

IMF 最新预计 2025 年全球经济增速将从年初预期的 3.3% 下调至 2.8%，2026 年预期为 3%，主因美国关税措施对全球供应链的冲击以及贸易政策的不确定性拖累全球经济显著放缓。同时 IMF 将美国 2025 年的经济增长预期从 2.7% 下调至 1.8%，将中国从 4.6% 下调至 4%，将欧元区从 1% 下调至 0.8%，新兴市场和发展中国家从 4.2% 下调至 3.7%。自中美启动经贸磋商机制以来，中美双方已承诺将 24% 的关税在初始的 90 天内暂停实施，同时保留剩余 10% 的关税，与此同时双方将建立机制，继续就经贸关系进行协商。中美贸易谈判达成初步共识，已由最高的 145% 大幅降至 30%（其中 20% 为芬太尼），但 90 天暂停期限后的关税措施存在不确定性。当前全球贸易体系正面临被重构风险，供应链和产业布局的全球化路径正在被美国以“安全优先”的逻辑改写。中美经贸磋商机制会谈成果的措施框架达成原则性的一致。特朗普政府愿意取消部分对中国的科技出口限制包括芯片禁令，飞机发动机零件等，以此来换取中国扩大对美国的稀土出口规模。我们认为，中美贸易局势将在下半年趋于缓和，而全球经济增速有望在战略性谈判的贸易政策框架下得到一定修正。美国 5 月 Markit 制造业 PMI 超预期扩张至 52.3，月环比+1.6%，新订单指数跃升至 53.3，企业对未来产出预期升至年内最高水平，得益于美国制造业回流本土的核心诉求以及全球贸易紧张局势的缓解，但美国企业试图将进口商品和原材料关税上涨的成本转嫁给终端消费者的传导机制仍存变数。进入二季度中后期以后，10 年期美债收益率先升后降并维持在 4.8% 附近，整体显示市场对美国经济中长期前景存疑，在高利率环境下年内庞大的美债到期规模使得美国财政借新还旧的压力与日俱增。此外，美国政府期望的重建和振兴美国制造业的诉求和愿景也并非一蹴而就，而对内减税计划是否充分实现充满变数，关税政策引发的类滞涨和浅衰退风险加剧，美国一季度 GDP 季化环比终值下修至-0.5%，一季度个人消费支出环比大幅下修至仅+0.5%，均创疫情以来的最低记录，资本市场担忧关税政策对美国经济的负面效应或将提前显现，而二季度就业市场的疲态及薪资增速的乏力也将拖累消费端作为经济增长的托底作用。

而欧元区一季度经济增速则意外回暖，一季度欧元区 GDP 同比增长 1.2%，环比增长 0.4%，几乎实现了摆脱衰退区间后的触底反弹。其中德国三季度 GDP 环比增长 0.2%，符合市场预期，家庭消费支出和资本形成环比均有所回升，新政府计划投资数十亿美元用于加强国防和基础设施建设也令市场看到了复苏的希望，但德国制造业仍然面临激烈的竞争环境；法国一季度 GDP 环比增长 0.1%，美国贸易政策的威胁令法国今年经济增速预期进一步下调至 0.7%，法国政府试图推出支出削减弱势控制政府预算以推动经济增长，但突发的政治危机令该计划延后，此外企业、家庭和政府部分投资均未见明显改善，法国经济仍面临政治和贸易的双重考验；此外，意大利、西班牙等其他经济体均录得 0.1%-0.6% 的小幅增长，若美欧贸易谈判出现裂痕，欧元区经济仍有再度下坠的风险，但当前我们仍以弱复苏的视角来看待欧洲经济。

2、美联储降息预期抬升，欧央行或放缓降息步伐

2025 年上半年美联储继续维持联邦基金利率 4.25%-4.5% 不变，从美联储政策会议纪要及美联储主席鲍威尔的会后发言来看，鲍威尔表示，由于特朗普政府在贸易、移民和财政政策以及监管等方面仍在不断演变，对经济中长期的影响高度不确定，而美联储有能力等待更多的数据信息后再调整立场，美国经济仍然具有韧性，当前通胀已被控制在低位区间，我们认为年内或有 1-2 次小幅降息的空间，首降最后可能出现在 9 月，而特朗普则多次施压美联储并公开指责美联储官员，认为鲍威尔行动太过迟缓导致美国经济损失惨重，据财长贝森特透露白宫正考虑任命一位新的美联储理事以填补原理事库格勒在明年 1 月离职后留下的席位，该名新任理事计划将在明年 5 月鲍威尔离职后接任美联储主席。自 6 月以来，有部分美联储鹰派官员逐渐转向鸽派立场，部分官员甚至预期将在 9 月前提前启动降息，以及 2026 年或有三次左右的降息计划，随着市场对联储未来的降息预期回升，资本市场风险偏好得到一定改善，若特朗普安排的影子主席计划能够成功实现，将对美联储票委会的掌控能力得到强化，未来美联储的整体基调将更倾向于走向宽松路径，全球市场流动性的边际改善将为中长期铜价提供有力的上行基础。

美国 5 月 CPI 同比增长 2.4%，5 月核心 CPI 同比增长 2.8%，环比增长 0.1%，均符合预期，主因关税上涨带来的商品价格上行仍未充分显现，贸易政策的变化尚未影响整体美国的通胀水平。此外，伊以停火后国际原油价格的大幅回落也令能源分项压力下降，能源价格下滑主导了整体 CPI 进一步放缓的趋势，而住房分项仍是挥之不去的压力，玩具和家电等受关税影响较大的商品均出现了显著上涨，成为核心拖累项，而汽车、医疗及服饰等均小幅降温，从 5 月的数据来看消费者尚未明显感受到关税压力，通胀向下传导程度短期或较为有限，但随着关税政策实施进程的不断深化，企业或将来未来一段时间继续提高产品价格，而中美贸易谈判的进展在 90 天到期后仍充满变数，美国中低收入消费者疫情后的剩余储蓄已捉襟见肘，且在疫情后饱受高通胀环境的困扰，家庭财务状况趋于恶化，一旦就业市场的疲态延续较长时间，美国经济仍将面临较高的滞涨风险。

欧元区 5 月调和 CPI 同比+1.9%，核心 CPI 同比+2.3%，均延续缓慢下行的趋势，目前欧元区的通胀水平已基本实现欧央行制定的中长期目标，主因服务业价格的下降及薪资增速的放缓带动劳动密集型服务业成本压力的显著下滑，此外国际原油价格的中枢下移也令欧元区能源价格压力有所放缓，在提前实现通胀目标的背景下，欧央行如期在 6 月继续实施降息，旨在对冲贸易政策不确定性及地缘政治冲突对经济带来的潜在下行风险。拉加德指出，贸易局势将成为短期内影响政策的关键变量，若美欧在 7 月 9 日前无法达成关税问题上的关键协议，欧央行仍将继续降息，而全球五大央行行长将于年中举行政策会议探讨美国政府决策的连锁反应，拉加德指出提升欧元的国际地位需要实现强劲增长以吸引外资、深度且流动性充足的资本市场支持大型贸易以及充足的安全资产供应，在上半年美元高开低走，其霸权面临挑战的环境下，欧元区应当把握这一历史契机。我们认为在欧元区在通胀环境充分缓解的

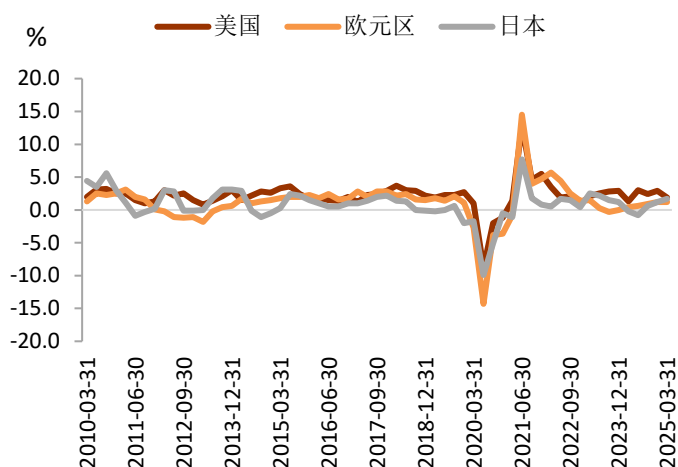
基础上有充足和灵活的空间调整货币政策路径,下半年的美欧贸易谈判及欧洲制造业的复苏情况将是决定这一路径的关键变量。

3、做大做强内循环体系，央行货币政策保持适度宽松

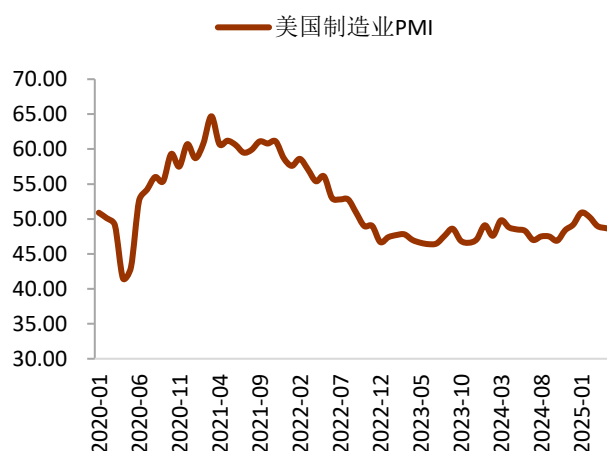
上半年中国经济面临全球贸易局势恶化、地缘政治冲突加剧以及全球制造业景气度下行等诸多挑战,而国内经济则面临的 GDP 增速放缓、人口自然增长率转负、内部有效需求不足、部分产能面临过剩、基建投资边际收益递减、地方政府债务压力上升、经济结构急需转型等问题。为对冲我国经济潜在风险,央行宣布下调 7 天逆回购利率 0.1%至 1.4%,为去年 9 月份以来的第二次降息,宣布下调降低存款准备金率 0.5%,预计将为市场释放中长期流动性 1 万亿元,降低住房公积金贷款利率 0.25%刺激楼市,增加 3000 亿元的科技创新和技术改造再贷款额度,设立 5000 亿服务消费和养老再贷款提振内需,持续支持“两新”政策,即大规模设备更新及消费品以旧换新。此外,虽然在二季度会议删除了有关“择机降准降息”的措辞,但央行仍将继续坚持适度宽松货币政策,主基调并未发生任何变化,将进一步引导金融机构支持科技金融、普惠小微、扩大消费及稳定外贸,将做大做强内循环体系放到了更突出的位置。我们认为灵活稳健的货币政策将继续配合扩张型的财政政策带领经济逐渐走向平稳复苏,整体上我国经济企稳向好的基本盘特征并未发生改变。

中国今年第一季度 GDP 同比增长 5.4%,环比去年四季度增长 1.2%,交出较为满意的答卷。今年上半年我国经济呈现出稳中求进、富有韧性的特点,具体表现为工业生产增长加速,高科技产业飞速发展,现代服务业增幅喜人,以旧换新相关商品销售增速较快,固定资产投资稳中有升,高新技术产业投资势头强劲,外贸进出口结构持续优化,居民消费品价格趋于稳定,居民可支配收入持续增长。数据层面来看,其中一季度规模以上工业增加值同比+6.5%,环比去年全年提速 0.7%,分产品看,新能源汽车、3D 打印设备和工业机器人产品产量同比分别增长 45.4%、44.9%和 26%。一季度我国服务业增加值同比+5.3%,环比去年全年增长 0.3%,其中信息传输、软件和信息技术服务业,租赁和商务服务业,交通运输、仓储和邮政业,批发和零售业,住宿和餐饮业增加值分别增长 10.3%、10.2%、7.2%、5.8%、5.1%;一季度我国社零总额达 12.5 万亿元,同比+4.6%,较去年全年增长 1.1%;一季度全国固定资产投资达 10.3 万亿元,同比+4.2%,较去年全年增长 1%,一季度 CPI 同比-0.1%,PPI 同比-2.3%。从 6 月我国制造业 PMI 数据来看,其中生产指数和新订单指数分别为 51 和 50.2,均回归扩张区间,主要原材料购进价格指数及出厂价格指数录得 48.2 和 46.2,环比均有所回升,三大重点行业包括装备制造业、高技术制造业以及消费品行业 PMI 分别为 51.4、50.9 和 50.4,均连续两个月位于荣枯线上方,整体显示我国制造业生产活动加快,制造业市场景气度回升,制造业结构逐渐迈向高质量发展,与此同时,“抢出口”效应带动我国工业企业加快生产节奏。预计 2025 年下半年我国经济结构将持续优化,高技术和新能源产业将持续为经济发展注入活力,在二季度一揽子金融增量政策进入兑现期及央行维持适度宽松的政策基调下,我国经济发展仍将稳健前行。

图表 3 发达国家 GDP 增速



图表 4 美国制造业 PMI 指数

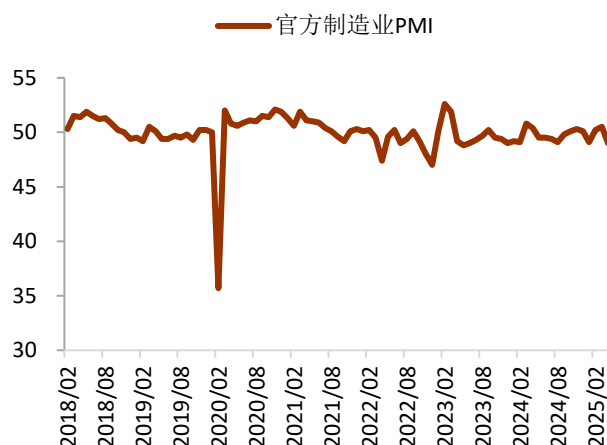


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 中国 GDP 分项增速



图表 6 中国 PMI 指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、铜矿供应分析

1、全球精矿紧缺程度超预期，中资企业积极开拓铜矿资源

2025 年上半年，海外新建铜矿项目如期开工，非洲地区以紫金和洛钼为代表的中资势力积极开拓矿端资源，中国黄金、西部矿业对我国西藏境内铜资源的大肆扩产，以及铜陵有色对厄瓜尔多铜资源的投资深化，而英美资本则加速对南美、赞比亚、蒙古及澳洲等新兴地区的资源开发力度，在全球 AI 和电气化转型浪潮的背景下，中外资本在这场全球范围内的资源博弈中继续角力。ICSG 统计 2025 年 1-4 月全球铜精矿总产量为 752.6 万吨，同比+2.6%，但因主产国智利和秘鲁地区的老牌矿山的矿龄日渐老化导致开采品味下滑、突发性的大范围

停电、气候干旱水资源匮乏、地震、劳资纠纷及地方资源保护主义等多方面的扰动。

根据矿企最新季报显示，全球前 14 大主流矿企 2025 年产量指引的中位数总和为 1280 万吨，同比仅增 1.6%。4 月巴拿马总统表示将不会与第一量子公司就巴拿马项目复产签订新的采矿合同法，其国民议会不会批准新的协议，该矿所有权将更多地属于巴拿马及其人民，虽然 6 月下旬该矿山前工人团队及当期社区居民组织游行要求政府尽快复产，但预计年内复产的希望仍偏低。5 月艾芬豪旗下位于刚果金的卡莫阿-卡库拉铜矿的卡库拉矿段发生多次地震引发地下水灾，该区域的地下开采作业已全面暂停，人员和设备均从井下撤离，本次矿震将显著拖累今年产量目标或高达 15 万吨。此外，第一量子公司于 4 月发布公告，其位于赞比亚的 Trident 项目发生一起致命事故，一名员工在 Sentinel 铜矿坑内作业时遭遇矿用自卸卡车相关事故不幸身亡，目前已暂停事故区域作业。从老牌矿山的产出干扰率来看，英美资源和嘉能可旗下的 Collahuasi (科亚瓦西) 和 Antamina (安塔米纳) 铜矿均出现矿龄老化问题导致开采品位下滑明显，自由港旗下的 Grasberg 铜金矿因印尼政府颁布出口禁令及配套冶炼厂投产延期导致一季度产量大幅下降近 9 万吨，而印尼 manyar 冶炼厂则因去年 10 月突发火灾直至今年 6 月下旬才恢复投产运营，进一步拖累 Grasberg 的爬产进度。

安托法加斯塔与中国部分铜冶炼厂敲定的 2025 年年中铜精矿长单 TC 和 RC 的基准价分别为 0 美元/吨和 0 美分/磅，较今年年初长协 TC 的 21.25 美金/干吨再度下滑，而上半年现货 TC 则最低跌至-45 美金/干吨，再创历史新低。5 月安拓前期递出年中长单 TC 报价仅为-15 美金/干吨，双方成交价已是中国冶炼厂反复商讨的结果，不断下降的长单加工费表明当前全球矿冶产能力的对比仍保持失衡状态。在今年多家主流矿企下调指引产量目标以及全球精矿产出干扰频发的背景下，预计 2025-2026 铜精矿的紧缺程度将超出市场预期，国内大中型冶炼厂依靠硫酸和金银等副产品利润勉强维持生产，但部分中小型企业已陷入亏损困境，全球精铜的产能投放和产量释放将会显著滞后。我们预计在巴拿马矿山不复产的情景下，2025-2026 年全球铜精矿供需平衡将会打破，在工信部今年 2 月颁布了《铜产业高质量发展实施方案》的背景下，方案要求我国新建矿铜冶炼项目原则上需配套相应比例的权益铜精矿产能，因此中资企业未来或将积极布局并扩大对海外矿端资源的投资力度，提升我国有色金属资源端的自给率和议价能力。

图表 7 全球主流矿企 2025 年铜矿产量指引（万吨）

全球主流矿企 2025 年铜矿产量指引 万吨						
矿企	2024 年 Q4 产量	Q4 同比	2024 年产量	2025 年产量指引	年增量 E	年增量同比 E
智利国营	41.02	14.6%	132.8	137-140	5.7	4.29%
必和必拓	51.07	17.0%	195.75	184.5-204.5	-1.25	-0.64%
自由港	47.22	-4.9%	191.17	181.4	-9.77	-5.11%
英美资源	19.8	-13.9%	77.31	69-75	-5.31	-6.87%
力拓	20.24	26.0%	69.74	76.5	6.76	9.69%
安托法加斯塔	20.03	49.7%	66.4	66-70	1.6	2.41%
第一量子	11.16	-30.3%	43.13	38-44	-2.13	-4.94%
嘉能可	24.64	-10.2%	95.16	85-91	-7.16	-7.52%
南方铜业	23.94	2.1%	97.39	100	2.61	2.68%
紫金矿业	28.05	6.0%	106.85	115	8.15	7.63%
淡水河谷	10.18	3.0%	34.83	34-37	0.67	1.92%
泰克资源	12.21	6.6%	44.6	49-56.5	8.15	18.27%
洛阳钼业	17.4	51.0%	65.02	65-70	2.48	3.81%
五矿资源	11.66	27.6%	39.98	46.6-52.2	9.42	23.56%
合计	338.62		1260.13	1280.05	19.92	1.58%

资料来源：各大矿企财务报告，铜冠金源期货

2、预计 2025 年全球铜精矿增速降至 1.7%

2025-2026 年虽然全球铜矿产能的集中投产期，粗略估算 2025 年全球铜矿计划供应增量为 115.5 万吨，但由于近年来实际增量均低于普遍的预期值，扣除干扰项后我们认为实际增量约为 70-80 万吨，增速下滑至 3%；若计入巴拿马铜矿永久停产等其他干扰因素，我们预计 2025 年实际供应增速仅为 1.7%，而 2026 年的增速将进一步下滑至 1.4%。

从 2025 年矿企投产的新增产能来看，主要增量来自于：（1）紫金矿业旗下的卡莫阿铜矿三期产能释放，但近期卡库拉矿段因地震影响地下作业已全面暂停，官方随即下调今年产量指引 28%，下调幅度多达 15 万吨；（2）力拓旗下的蒙古 OT 铜矿露天和地下矿场开采进程加速，但蒙古偶发恶劣天气影响露天项目的产出；（3）五矿旗下的秘鲁 Las Bambas 铜矿开始向 Chalcobamba 矿坑开采，矿石品位显著提升，预计今年产量达 40 万吨；（4）泰克资源旗下的 QB 二期运营稳定性提升，但 1 月份该项目停工 18 天进行维护，2 月份又遭遇智利停电干扰数日产量；（5）洛阳钼业在非洲刚果金的两大湿法混合项目 KFM 和 TFM 今年产量有望达 70 万吨，但产量增速已大幅低去年；（6）RMK 旗下位于俄罗斯的 Malmyzh 铜金矿今年全面投产，预计贡献产量约 10 万吨；（7）MMC 与 Capstone 共同拥有的 Mantoverde 铜矿已于去年 7 月投产，今年预期增量约 5 万吨；（8）铜陵有色旗下的米拉多铜矿二期将于

2025 年年中建成投产，预计今年约有 2-3 万吨的增量。整体上，可以看到今年海外部分增产项目均遇到不同程度的产出干扰。粗略计算，我们认为 2025 年全球铜矿计划供应增量为 115.5 万吨，但由于近年来实际增量均低于普遍的预期值，扣除干扰项后我们认为实际增量约为 70-80 万吨，增速下滑至 3%；若计入巴拿马铜矿较难复产及卡莫阿下调产量指引等主要干扰因素，我们预计 2025 年实际供应增速仅为 1.7%，而 2026 年的增速将进一步下滑。

嘉能可今年第一季度铜产量达 16.8 万吨，同比大幅下降 30%，环比下降 31%，主因其他位于智利的 Collahuasi (科亚瓦西) 铜矿一季度权益产量仅为 3.53 万吨，同比骤降 45.4%，该项目受品位和回收率下降以及矿山开采顺序和水资源限制等因素的影响，一季度 Collahuasi 同比环比均有所下降，预计等到新的海水淡化厂投入使用后，水资源限制才能有望得到缓解。此外，旗下位于非洲刚果金的 Katanga 铜矿今年一度产量达 4.7 万吨，同比减少 13%；旗下位于秘鲁的安塔米纳铜矿一季度权益产量为 3.3 万吨，同比下 8.6%。嘉能可维持 2025 年铜产量指引区间 85-91 万吨不变。

MMG (五矿资源) 今年一季度铜产量为 11.8 万吨，同比大幅增长 76%，主要得益于旗下 Las Bambas 和 Kinsevere 铜矿产量的提升。旗下位于秘鲁的 Las Bambas 一季度权益产量达 9.6 万吨，同比大幅增加 71%，主要得益于更高的选矿品位（铜品位为 0.88%，去年同期为 0.54%），以及冶金回收率提高（由 2024 年第一季度的 86.2% 提升至 88.1%），其中 Ferrobamba 和 Chalcobamba 矿坑的采矿活动保持活跃，推动本季度采矿量达到创纪录高位。旗下位于南非的 Khoemacau 铜矿一季度产量为 1.06 万吨，环比增长 4%，主要由于采矿顺序导致矿石品位提高，然而博茨瓦纳却遭遇了五十年一遇的破纪录降雨量，导致选矿量降低，部分抵消产量的增长。2025 年 MMG 铜产量目标为 46.6-52.2 万吨。

艾芬豪-紫金旗下位于非洲刚果金的卡莫阿-卡库拉铜矿 4 月产量创纪录达 5 万吨，处理矿石平均品位达到 4.19%，其中 4 月于去年二季度提产投产的 3 期项目产能爬坡顺利，平均回收率已高达 87.4%，超过设计回收率的 86%，3 期选矿厂的大多数矿石均来自于地下矿山，预计项目的地下开拓工程将于今年四季度完工，届时 3 期选矿厂入选铜的平均品位将上升至 3%。但 5 月该项目区域突发地震引发卡库拉矿段地下水灾，该区域的地下开采作业已全面暂停，人员和设备均从井下撤离，本次矿震将显著拖累今年产量目标或高达 15 万吨，资金矿业被迫大幅下调卡莫阿项目指引产量幅度高达 28%，对应下调指引产量多达 15 万吨。受本次淹井事件影响，卡莫阿-卡库拉铜矿的 2025 年度矿产铜产量计划指引将从 52-58 万吨显著下调至 37-42 万吨。

从主要干扰项来看，第一量子旗下的巴拿马铜矿年内复产预期渺茫，巴拿马总统穆利诺仍未启动与第一量子的重启谈判事宜，声称愿意考虑新的合作模式但前提是属于巴拿马及其人民所有权的形式，虽然该项目前工人团队和当地居民示威游行要求政府尽快重启，但新政府能否化解此前民间的反采矿情绪，着手重启项目提振当地经济目前尚无定论，而原滞留在矿区的 12 万吨精矿库存现已运出第一批 3.3 万吨，为该项目从 2023 年关闭以来的首次行动。此外，第一量子公司于 4 月发布公告，其位于赞比亚的 Trident 项目发生事故，一名

员工在 Sentinel 铜矿坑内作业时遭遇矿用自卸卡车相关事故不幸身亡，目前已暂停事故区域作业。从老牌矿山的产出干扰率来看，英美资源和嘉能可旗下的 Collahuasi(科亚瓦西)和 Antamina(安塔米纳)铜矿均出现矿龄老化问题导致开采品位下滑明显，自由港旗下的 Grasberg 铜金矿因印尼政府颁布出口禁令及配套冶炼厂投产延期导致一季度产量大幅下降近 9 万吨，我们认为全球矿山投资的规模和产能逐渐递增，矿端产出的干扰率正在逐级上升，2025-2026 年全球铜精矿精确程度或大幅超出市场预期。

图表 8 2025 年全球主要铜矿项目增量跟踪 (万吨)

矿山	地区	矿企	2025 年增量 E
卡莫阿	刚果	紫金&艾芬豪	10
Mantoverde	智利	MMC、Capstone	5
QB2	智利	泰克资源	4
Los Pelambres	智利	Antofagasta	3
OT	蒙古	力拓	8
Las Bambas	秘鲁	五矿资源	3
Salobo	巴西	Vale	1
巨龙铜矿	中国	紫金	1
甲码铜矿	中国	中国黄金	2
玉龙铜矿	中国	西部矿业	1
Grasberg	印尼	Freeport	1
Salvador	智利	Codelco	4.5
Kansanshi S3	赞比亚	第一量子	3
Mirador	厄瓜多尔	铜陵有色	2
Malmyzh	俄罗斯	RMK	10
TFM(湿法)	刚果	洛阳钼业	3
KFM(湿法)	刚果	洛阳钼业	2
Kinsevere	刚果	五矿资源	3
Chalcobamba	秘鲁	五矿资源	10
Chuquicamata	智利	Codelco	5
Toromocho	秘鲁	中铝	6
Lonshi(湿法)	刚果	金诚信	2
Kalongwe(湿法)	刚果	盛屯矿业	2
KPM(湿法)	刚果	深圳亿特	3
Timok	塞尔维亚	紫金	0
Carrapateena	澳大利亚	OzMinerals	4
Udokan(湿法)	俄罗斯	USM	7
Escondida	智利	BHP	6
Buenavista	墨西哥	南方铜业	1
Motheo	博茨瓦纳	Sandfire Resources	1
Highland Valley Copper	加拿大	泰克资源	2
合计			115.5

资料来源：SMM，矿企季报，铜冠金源期货

四、精铜供应分析

1、国内精铜产量下半年将减速，全年同比增速或降至 4.5%

根据 SMM 统计数据，今年 6 月电解铜产量达 113.52 万吨，同比增长 12.96%，6 月电解铜行业样本开工率为 85.76%，今年上半年我国电解铜累计产量达 659.42 万吨，同比增长 11.42%。

今年上半年国内电铜产量高位运行，主因国内铜冶炼产能基数逐年扩张，二季度以来国内硫酸价格持续走高而金银价格始终维持高位震荡，有效弥补冶炼端的亏损，但尽管如此仍有超过 30%的冶炼企业出现不同程度的减产动作，产能均未能满负荷运行。今年冶炼企业与海外矿商签订长协 TC 的比例有所下降，而铜精矿上半年持续处于偏紧状态，现货 TC 长期维持较大的负值区间，对大中型冶炼企业的现金成本形成不小的压力，而企业则通过再生资源回收渠道采购和进口废杂铜以及进口阳极板来弥补原料短缺，因此铜精矿的趋紧只在冶炼利润层面对企业提出挑战但并未严重影响企业的供应局面。三季度末，随着“783 号令”的延期执行，再生铜加工企业恢复正常生产节奏，叠加铜价在二季度后触底反弹并进入高位震荡区间刺激废铜市场回收热情，虽然美铜关税预期阴霾下我国进口美国废铜或将大幅减少，但俄乌停战后俄铜的大规模涌入令我国废铜供应保持稳定。与此同时，在“两新”政策的大力推进和扶持下，我国家用电器影像设备器材和新能源汽车的以旧换新需求不断扩大，十四五期间规划的我国将建设新型数智华电网体系的架构下，传统老旧电网中的电线电缆和漆包线的拆解回收规模也在逐年扩大。工信部一季度发布的《铜产业高质量实施方案》中强调要强化再生资源回收利用，加强废铜加工配送能力，提高精细化处理及直接利用水平。支持建立大型废铜回收基地和产业集聚区，推进废铜回收、拆解、加工、分类、配送一体化发展，推动再生铜产业集聚化、高值化发展。鼓励矿铜冶炼企业建立废铜资源回收利用网络，利用现有铜冶炼系统处理含铜再生资源。

根据 SMM 统计，2025 年我国精炼端新扩建产能主要集中在铜陵有色旗下的金新铜业、金川本部及金川永昌铜业等企业，预计今年粗炼产能扩张约 70 万吨，精炼产能扩张规模为 90 万吨，但受制于当前的长期负 TC 环境，实际产出增量方面可能大幅低于预期目标，预计今年我国精铜实际增量约 30-40 万吨，全球电铜冶炼产能释放将负重前行。我们预计在当前全球铜矿资源日益紧缺，冶炼厂加工费较为低迷的背景下，2025 年国内精铜总产量将小幅增长至 1250 万吨，同比增速将放缓至 4.5%。

图表 9 2025-2026 年国内精铜新建项目预估（万吨）

2025-2026 年国内铜冶炼新建项目预估				
公司名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	生产使用原料	投产年月
铜陵有色(金新铜业)	0	50	铜精矿	2025Q3
金川集团(本部)	30	0	铜精矿	2025Q1
金川集团(永昌铜业)	40	40	铜精矿	2025Q1
小计	70	90		
赤峰金通(二期)	30	30	铜精矿	2026

资料来源：SMM，铜冠金源期货

2、2025 年海外精铜产量释放十分缓慢

海外方面，自由港旗下的印尼 Manyar 冶炼厂 50 万吨产能于去年 10 月突发火灾导致停产，直至今年 5 月下旬才恢复运营，预计 6 月底产出第一批成品；PT-Amman 22 万吨冶炼厂去年年中建设完工，但爬产十分缓慢；位于印度的卡奇铜业旗下的 Adani 冶炼厂 40 万吨粗炼于三季度投产，但产量不及预期，预计今年增量仅有 5 万吨；第一季度卡莫阿的 50 万吨湿法冶炼厂已经竣工，但由于电力供应不足，爬产计划推迟三个月进行；第一量子旗下的位于赞比亚的 Kansanshi 项目的 12 万吨扩建产能计划将于今年三季度实施，但有推迟预期。整体预计 2025 年海外精铜新增冶炼产能仅为 62 万吨，但实际产出则相当有限。

预计 2025 年海外精铜实际增量约 15 万吨，其中湿法增量来自于非洲刚果的卡莫阿以及赞比亚 Kansanshi 的湿法矿业一体化项目，总计约 15 万吨。火法增量分别来自于印度 Adani 和 PT Amman 的各 5 万吨，印尼 Manyar 第三季度缓慢爬产带来的 10 万吨；但菲律宾 Pasar 炼厂 2 月大修关停，智利 Enami 和瑞典 Boliden 的停产也令今年火法增量可能几乎为零。

图表 10 2025 年海外精铜新建项目预估（万吨）

2025 年海外新增冶炼产能预估				
冶炼厂	公司	新增产能	国家	投/复产年份
Manyar	自由港印尼	50(复产)	印尼	2025Q3
PT Amman	中色-阿曼矿业	22(爬产)	印尼	2024Q2
Adani	Kutch Copper	40(爬产)	印度	2024Q3
Kamoa	紫金矿业	50	刚果	2025Q2
Kansanshi	第一量子	12	赞比亚	2025Q3
总计		62		

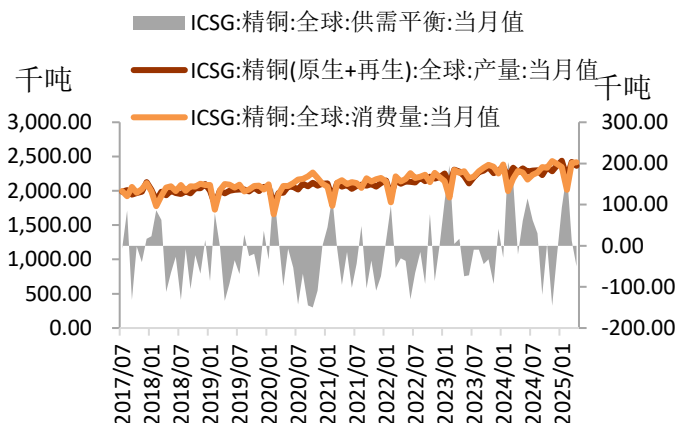
资料来源：SMM，铜冠金源期货

3、下半年精铜进口量将低位运行，铜已成为大国博弈的战略资源

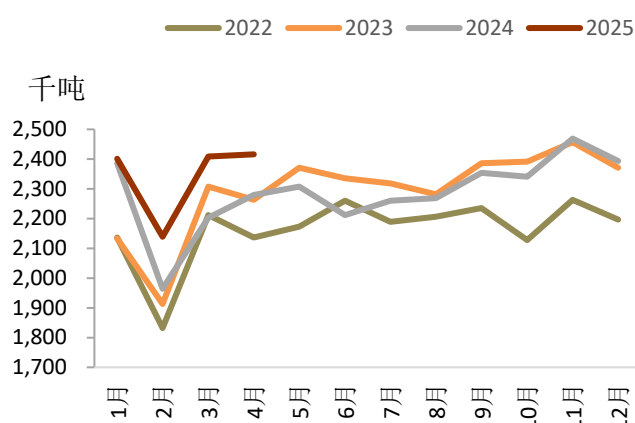
根据海关数据统计，今年 1-5 月我国铜精矿及矿砂累计进口量达 1240.76 万吨，累计同比增长 7.4%，而今年 1-5 月我国精炼铜累计进口量达 134.5 万，累计同比下降 11.2%。1-5 月我国未锻造铜及铜材进口量累计达 217 万吨，同比下降 6.7%。今年以来我国精铜进口呈逐月递减态势，一季度精铜进口窗口偶有开启但持续时间较短，二季度以来随着美国政府宣布开启 232 调查并先后提高钢铝制品等进口关税，精铜关税溢价预期逐渐升温令符合 COMEX 交割资质的南美货源持续流入美国。在美国启动 232 调查后海外资本炒作美铜溢价情绪高涨，不少跨国企业频繁操作 LME-COMEX 实物交割套利，导致全球货源向北美转移，导致原本计划出口到我国的南美货源大幅减少，COMEX-LME 最大升至 1600 美金，清明节期间由于美国对等关税一度引发系统性风险，并重挫美铜溢价大幅回落至 450 美金，而后又迅速反弹。我们认为在美国政府是否加征铜关税作出最终决定以前，市场的波动持续但幅度放缓，近期隐含关税波动区间缩小至 10-15% 之间，美伦价差高点下降波动趋于放缓，这主要是由于中美贸易局势取得一定程度的缓和，但铜作为全球能源转型与基础设施建设的关键金属，其供应链和贸易结构对全球制造业结构和前景有着广泛和深远的影响，如果美国意图振兴制造业计划愿景下提前锁定资源已成为能源安全战略的重要一环。

我们预计今年下半年在 232 调查落地之前我国精炼铜单月进口量将维持在 25-28 万吨，预计 2025 年全年我国精铜进口量将降至 320-330 万吨，大幅低于去年的 373.7 万吨。而在出口端由于二季度后随着美铜溢价的高企带动 LME 伦铜价格上行，导致沪伦出口窗口持续开启并维持较大空间，国内大型冶炼厂纷纷频繁操作将精铜出口至 LME 亚洲库，致使二季度除我国精铜出口量重回单月 7 万吨左右的高位水平。整体供应端来看，下半年我国冶炼端将保持承压运行产量释放或呈现一定减速，下半年我国精铜进口形势仍不容乐观，整体预计国内精铜将在下半年维持偏紧格局，全球矿端紧缺现实正逐渐向精铜端持续传导。

图表 11 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

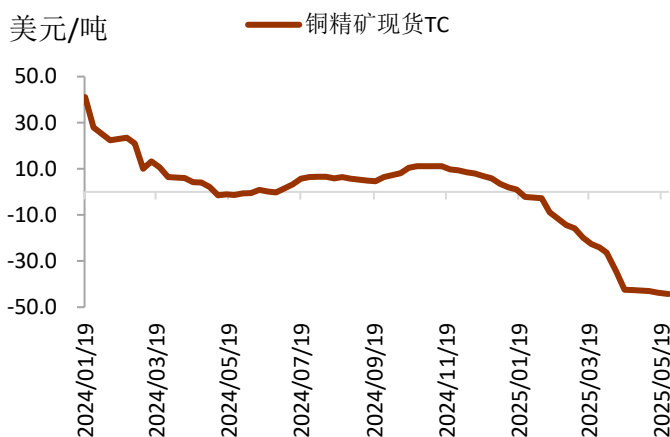


图表 12 ICSG 全球精炼铜消费变化

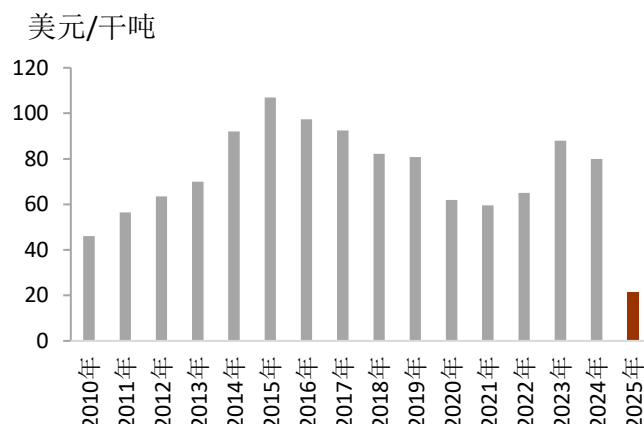


资料来源: Bloomberg, WBMS, ICSG, 铜冠金源期货

图表 13 中国铜精矿现货 TC 走势

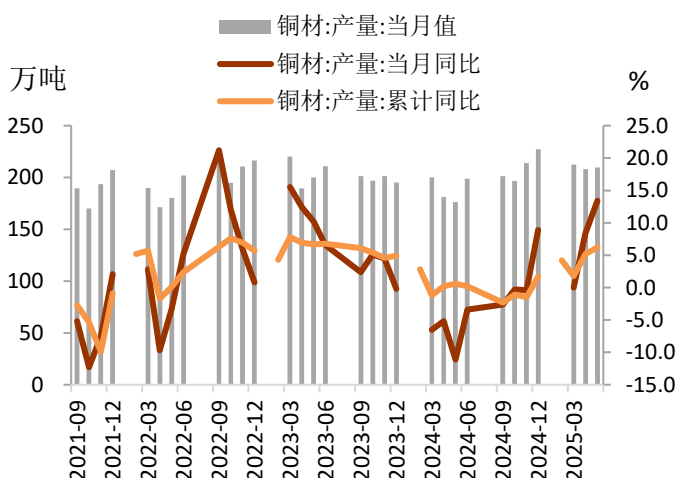


图表 14 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

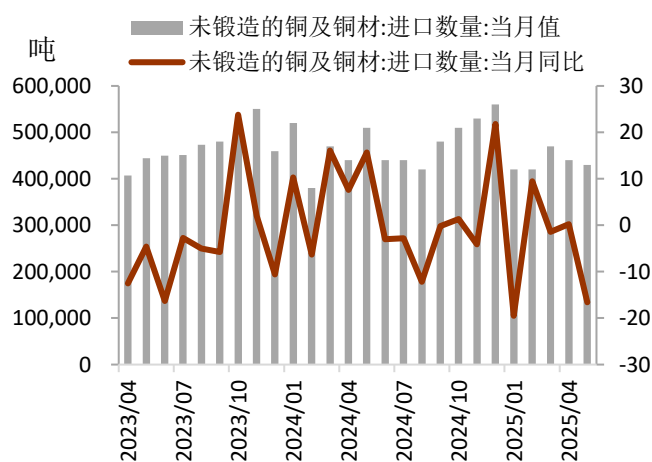


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 中国铜材产量及增速变化

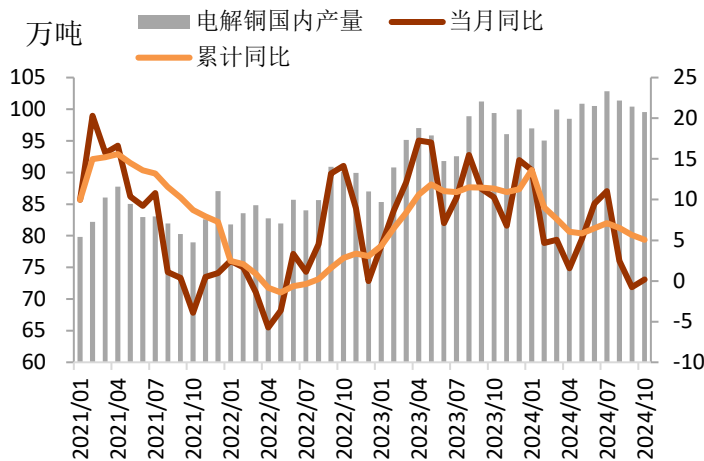


图表 16 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

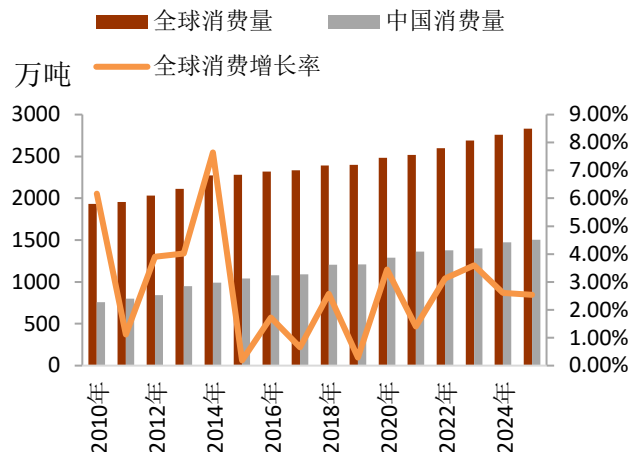


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 17 中国精炼铜产量变化

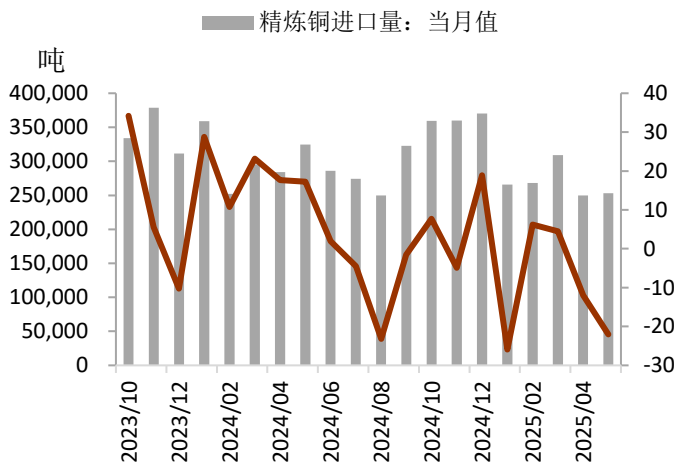


图表 18 中国精炼铜消费量变化

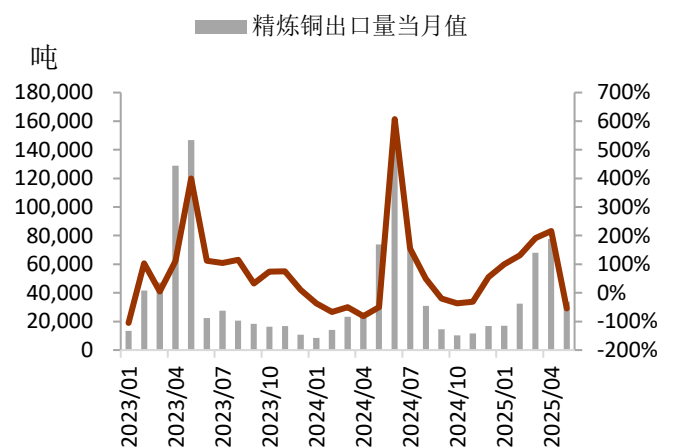


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 19 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 20 中国精炼铜出口量及增速变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

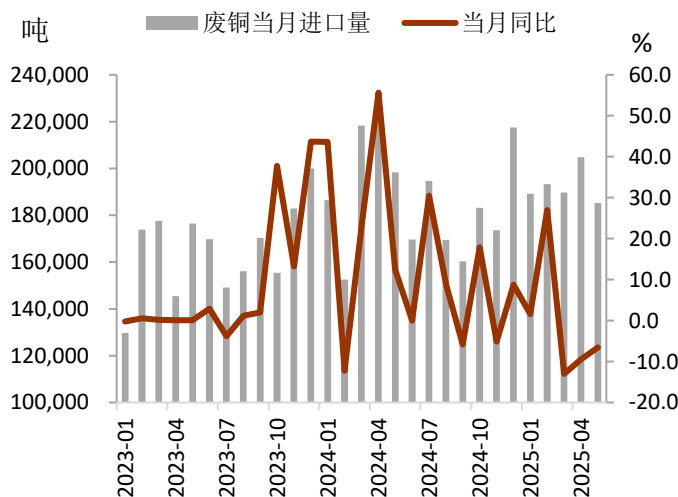
4、国内废铜供应总体平稳，东南亚或填补美废铜进口缺口

海关总署统计，今年 1-5 月我国废铜进口总量达 96.2 万吨，累计同比下降 1.9%。由于今年上半年海外铜精矿供应持续处于紧缺状态，而冶炼厂产能持续扩张对原料需求无论是精矿和废铜都在持续增加，市场担忧低加工费背景下国内冶炼厂可能出现大规模减产风险。另一方面，美国 232 调查的关税溢价预期令今年美国流入我国的废铜数量预计将大幅减少，2024 年我国进口美国废铜量达 43.9 万吨，折合铜金属量约 38 万吨，而欧洲也将在未来逐步限制废铜出口以保证其资源稳定性。值得注意的是，今年 5 月泰国对我国出口废铜量已达 2.1 万吨，虽然环比 4 月下滑 15%，但已超越美国和日本成为我国最大的废铜供应国，5 月进口美国废铜量已不足 2 万吨，由于进口废铜比价的持续恶化，美国对华废铜的输送量将持续减少。

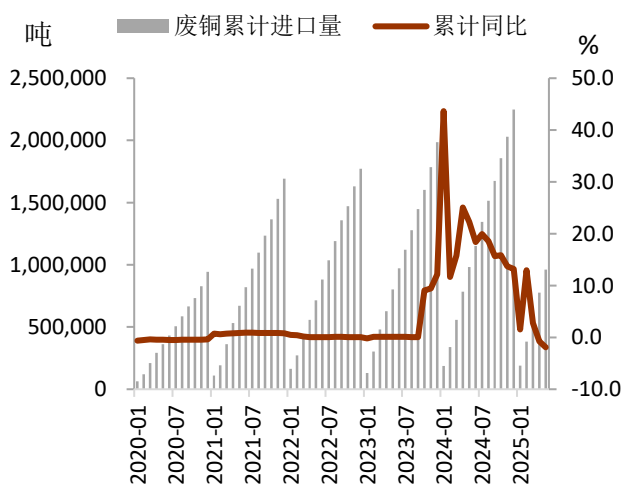
从国内供应来看，较大的精废价差令废铜替代优势逐渐强化，上半年各省市“两新”政策的积极推进及新型电网系统的升级改造持续推动国内废旧拆解量充裕和回收利用率保持较高水平，冶炼厂上半年积极采购和进口废杂铜和阳极板进行冷料补充，维持正常生产应对旺季需求，今年以来我国废铜产粗铜的比例已跃升至近 30%，而去年同期这一数字仅仅只有 13% 左右。在二季度末进口倒挂现象出现以前，我国外贸企业积极开展进口业务，1-5 月我国进口废铜锭数量达 34.6 万吨，同比大增 40.4%，其中含铜量达 99% 以上的紫铜锭进口量达 19.2 万吨，同比暴增 120.3%，为国内冶炼端在一定程度上补充了原料缺口。

整体预计今年下半年废铜供应仍将保持平稳，虽然美废铜因关税预期有大幅回落的风险，但东南亚市场的进口增量将有效填补其缺口，而“两新”政策及电网升级改造政策将令国内废旧资源回收效能得到充分提升，预计下半年精废价差将维持较大区间。

图表 21 中国废铜进口单月变化



图表 22 中国废铜进口累计变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

5、上半年 LME 库存骤降逾 7 成，紧平衡现实令全球库存重心下移

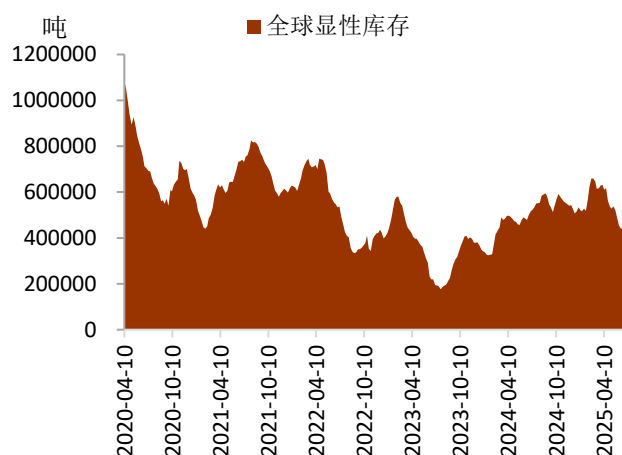
截至 6 月 27 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计库存 43.1 万吨，环比 2024 年年底大幅下降 19.1%；其中上期所+上海保税区库存 14.4 万吨，环比去年年底下降 2.9 万吨，上半年以来全球显性库存重心持续下降，美铜关税溢价预期令全球可交割货源持续流入 COMEX 仓库，令非美地区货源陷入紧缺状态，其中上半年 LME 显性库存自 2 月初以来已骤降 75%，为近两年以来的最低水平。国内方面，二季度以来由于美铜溢价的持续高企令沪伦进口套利窗口陷入深度倒挂状态，最大进口亏损接近 1500 元/吨，导致上海保税区精铜库存长期低位运行，而洋山港的提单和仓单美金溢价一度升至 100 美金上方，直到二季度末美铜溢价才稍有回落，但进口窗口仍未能有效开启，而出口盈利窗口则在二季度持续了较长的一段时间，国内大型冶炼厂频繁操作出口至 LME 亚洲库获得收益。截止 6 月底，美国 COMEX 显性

库存已接近 21 万吨，已超越了 LME 和 SHFE 的显性库存总和，二季度以来大量原本计划发往中国的南美精铜及可其他交割货源纷纷改道流向北美，LME 库存中的南美品牌货源也已基本清零，俄铜占据了剩余仓单的主要部分，在美国关税阴霾下全球精铜库存正在进行再分配，而美国则以每月 15-20 万吨的进口体量发挥其关税的虹吸效应。从 LME0-3 的结构上来看，基于显性库存的持续下行，LME 近月存在一定的挤仓风险，主因 COMEX-LME 的稳定价差令海外贸易商积极寻求跨市场实物套利的机会，导致 LME 可交割库存持续向北美地区转移，LME 的近月空头可能因为没有足够的仓单数量来匹配头寸陷入被动境地，我们认为挤仓情绪或在 232 调查落地前无法得到根本缓解，LME 低库存仍将维持一段时间，而 COMEX 库存则将持续上行，直至内外比价回归合理区间。

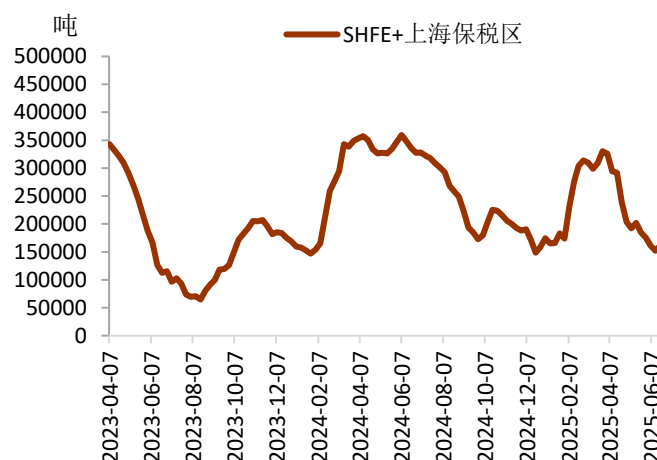
国内方面，上半年国内社会库存呈先升后降态势，一季度为传统季节性累库周期但今年累库高度相对有限，上期所库存今年 2 月底最高达 26.8 万吨，低于去年 4 月中旬的 30 万吨，主因年后国内消费复苏相对迟缓及国内冶炼产量逐月递增，但由于我国新能源产业近年来发展增速较快，新能源汽车呈现爆发式的增长以及光伏抢装潮的拉动下，一季度至二季度初末国内消费展现出极强韧性，国内库存早早结束了传统的累库周期后快速转向去库节奏。二季度后基建和电网投资建设项目的有力跟进托底需求基本盘，风光行业的抢装也进入了最后冲刺阶段，彼时“两新”政策拉动内需的大力推进令我国白色家电产销市场火爆，与此同时，家电出口端并未受到美关税政策的显著影响；从二季度的供应端来看，因长期的低价工费导致部分中小冶炼企业被迫收缩产能利用率，紧平衡结构令上期所库存快速下探至最低 10 万吨的年内低位，国内库存的偏紧状态是二季度紧供应和稳需求的必然结果。

预计今年下半年国内库存将在供需紧平衡的结构下维持低位区间运行，海外库存在 232 调查结果落地前仍将维持 LME 库存偏紧而 COMEX 美铜库存逐渐上行的趋势，全球显性库存重心仍将持续下移。

图表 23 全球显性库存变化情况



图表 24 SHFE 和保税区库存走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

五、精铜需求分析

1、今年电网投资规模有望超 8000 亿，新型特高压电网系统提速升级

我 2025 年国网+南网计划电网投资总额有望达 8250 亿，而 2024 年电网投资总额为 6083 亿，今年同比多增 2200 亿，其中国家电网计划投资总额将达 6500 亿，同比+8.3%，2025 年南方电网计划投资总额将达 1750 亿，同比+1.16%。南方电网公司将全面部署推进电网设备大规模更新，两网计划投资布局特高压等新型电网系统，以化解大基地的消纳瓶颈，截止到 2024 年，我国建成特高压的线路达 41 条。在 2025 年将开工“5 直 2 交”特高压线路，未来的柔性直流技术将给新增线路带来重要的价值增量，新型的 IGBT 换流阀可将功率模块串联数量减少约 30%，设备占地面积缩小近 30%，整体制造成本降低约 20%。这一技术进展有望为海上风电、沙漠光伏等新能源基地输电工程提供更具经济性的解决方案。其次是配网增量空间巨大，包括分布式电源的就近消纳，充电桩的承载负荷以及灵活电价的实施。当前欧美国家的电网使用年限均超过了 20 年，接近理论寿命上限，美国想要振兴制造业的核心诉求和长期愿景需要将现有的电力设备和输配电线路老旧更新换代，新能源并网、远距离输送配套等需求。IEA 预计到 2030 年及 2050 年中国电网线路总长度分别增长 0.15 和 0.31 亿公里，其中配电网线路长度分别为 0.12 和 0.28 亿公里，配电网占比将分别提升至 83.1%-87.9%，未来我国配电网建设的重要程度将大幅提升。6 月我国铜缆线企业开工率降至 72.4%，同比+0.76%，其中大型企业开工率仍维持 77%左右，呈现好于往年的强韧性特征，二季度以来省市级电网投资项目招投标陆续启动且项目进入集中建设期，轨道交通和基建工程项目继续平稳推进，预计 2025 年我国电网投资用铜增速将保持在 3-4%。

2、房地产市场筑底企稳，楼市调控政策持续加码

国家统计局数据，国家统计局数据，2025 年 1-5 月我国全国房地产开发投资总额为 36234 亿元，同比下降 10.7%，其中，住宅投资 27731 亿元，同比下降 10%，1—5 月份，房地产开发企业房屋施工面积 625020 万平方米，同比下降 9.2%。其中，住宅施工面积 435354 万平方米，同比下降 9.6%。房屋新开工面积 23184 万平方米，下降 22.8%。其中，住宅新开工面积 17089 万平方米，同比下降 17.6%。房屋竣工面积 18385 万平方米，同比下降 17.3%。其中，住宅竣工面积 13337 万平方米，同比下降 17.6%。

从价格层面来看，5 月 70 个大中型城市新建商品住宅价格指数同比下降 4.1%，70 个大中型城市二手房价格同比下降 6.3%，降幅边际进一步收窄。政策端，5 月央行近期下调个人公积金贷款利率 0.25%，目前 5 年以上首套贷款利率已降至 2.6%，此举将有利于支撑居民家庭的刚性住房需求，进一步巩固房地产市场回稳向好的态势。住建部调研组近期指出，面对错综复杂的国内外经济形势，各地区、各有关部门坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，保交房攻坚战推进有力，切实维护了购房人合法权益。持续落实房地产政策“组合拳”，上半年全国新房和二手房交易总

量同比增长，房地产市场总体保持稳定态势，下半年将更大力度地推动房地产市场止跌回稳。我们预计下半年我国房地产行业将在筑底企稳后走向逐步回升，楼市信心将得到有效修复，但行业快速复苏仍有一定距离，预计 2025 年房地产用铜增速同比小幅下降 2.4% 左右。

3、“两新”政策带动空调产销提速

国家统计局数据显示，2025 年 1-5 月我国空调总产量达 1.35 亿台，同比增长 5.9%，5 月我国家用空调销量为 2203.4 万台，同比增长 2.3%，1-5 月家用空调累计销量为 1.03 亿台，同比增长 9.2%。截止 5 月底，全国家用空调工业库存为 1588.2 万台，环比-7.1%。我国家用空调生产高峰期将过，在国家“两新”政策的大力推进下，二季度以来我国空调销售仍保持强劲势头。

产业在线数据显示，8 月家用空调内销排产量为 617.5 万台，较去年同期下降 19.2%，9 月内销排产量为 562.5 万台，同比去年下降 7.8%。6 月以后全国大范围气温回暖，但 5 月中下旬部分地区出现局部强降雨甚至冰雹拖累终端销售进度，而随着“618”大促的临近，厂商和经销商纷纷加紧生产和销售节奏，力求冲刺上半年销量目标。但重庆、辽宁、甘肃和江苏等地传出“国补”暂停的消息，“国补告急”、限量限时领取也成为了制约消费者购买力的短期困境，为了更好地在旺季抢占市场份额，企业产品竞争进入白热化阶段，随着区域国补比例不均及前期需求大量释放的提前透支，三季度厂商有意谨慎收缩排产规模以优化库存，以应对冷年带来的需求放缓压力。7 月家用空调出口排产 575.5 万台，较去年同期实绩下降 16.9%，8 月出口排产 515.3 万台，同比下降 6.6%。受特朗普关税政策影响外，我国销往拉美、欧洲、中东和非洲等地区需求保持强劲，同比回落主因去年的高基数影响，美国关税调整后我国部分订单逐渐转移至海外生产，预计二季度空调出口端排产将出现一定程度下滑，当前出口转内销的经营策略将是大势所趋。

4、新能源汽车产销维持高增长，自主品牌已覆盖海外市场

中汽协数据显示，2025 年 5 月我国新能源汽车产销量分别为 127 和 130.7 万辆，同比分别增长 35% 和 36.9%，今年 1-5 月新能源汽车累计产量和销量分别为 569.9 万辆和 560.8 万辆，同比增长 45.2% 和 44%，我们预计今年新能源汽车总销量将达 1544 万辆，虽然略低于中汽协年初预估的 1600 万辆的目标，但增速仍将超过 20%。1-5 月我国新能源汽车出口达 85.5 万辆，同比增长 64.6%。

今年以来政策端我国积极推动《大规模设备更新和消费品以旧换新》措施，通过提供一次性购车优惠、金融贷款支持以及油电置换补贴等促进消费，与此同时国务院印发《2024-2025 年节能降碳行动方案》，从因地制宜优化汽车限制措施调整为逐步取消各地新能源汽车购买限制，落实便利新能源汽车通行，新能源汽车享受优惠车船税等为购车持续松绑并提供便利。今年以来，中国自主品牌在新能源乘用车零售市场份额已超 90%，国产造车新势力占全球传统燃油和新能源汽车市场的份额也在逐年递增，5 月全球汽车销量为 774 万，同比增长 3%，中国汽车销量为 268.6 万辆，占比高达 34.7%，全球平均每卖出 3 辆汽车就有一辆

来自中国。值得一提的是，比亚迪 5 月海外新能源汽车销量占比高达 23.3%，相较去年同期占比再度提升 12%，单月海外销量逼近已 9 万辆，同比大幅增长 137.5%。其在欧洲的纯电汽车销量首次超过特斯拉并跻身电动汽车前十大品牌之列，5 月中旬比亚迪在匈牙利举行欧洲总部官宣仪式，在研发领域，比亚迪欧洲总部将首先聚焦智能辅助驾驶技术与下一代汽车电气化技术的深入研究。随着中国品牌在国际市场上的竞争力和知名度不断提升，未来新能源汽车前沿技术和创新能力也在加速提升，海外市场的拓展也将促进比亚迪的技术创新与产业升级，推动其向世界一流车企迈进，为中国汽车品牌国际化树立标杆。但值得注意的事，由于新能源汽车厂商在新车型研发过程中，越来越倾向于使用厚度更薄的铜箔材料、减少低压和高压线束转为使用变压器以及车型设计方向转向中小型汽车，导致未来电动车单车耗铜量将逐年小幅递减，据不完全统计，2024 年一辆纯电汽车用铜量约为 73 公斤左右，预计将在 2030 年后将逐年递减至 65 公斤以下。我们预计 2025 年下半年新能源汽车将在“两新”政策和扩大内需促销费的总基调引领下仍将实现 20%左右的产销增速，预计今年总销量将超过 1500 万辆，预计今年新能源汽车行业的用铜增量将达 19.1 万吨。

5、光伏去产能将落到实处，风电抢装过后将回归低增速

根据电力企业联合会数据，1-5 月我国光伏装机容量 197.8GW，同比+150%，上半年光伏装机量超预期主因“5.31”新政窗口期前终端出现的抢装潮现象，二季度国家发改委、国家能源局联合印发了《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》明确新能源项目包括风电、太阳能发电上网电量原则上全部进入电力市场，通过市场交易形成价格，政策规定自今年 5 月 31 号以后，所有并网的项目必须全面执行新规，预计下半年光伏装机量将大幅回落。今年一季度，国家发展改革委、国家能源局联合印发了《关于深化新能源上网电价市场化改革，促进新能源高质量发展的通知》明确新能源项目包括风电、太阳能发电上网电量原则上全部进入电力市场，通过市场交易形成价格，政策规定自今年 5 月 31 号以后，所有并网的项目必须全面执行新规。4 月我国分布式项目在政策窗口期前的抢装高潮进入最后冲刺阶段，而后光伏组件需求或将大幅走弱，预计 5 月光伏装机量将出现明显减速。

今年 5 月，中央财经委第六次会议强调推进全国统一大市场建设的决策部署，聚焦重点难点，依法依规、综合治理光伏行业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，实现健康、可持续发展。据悉，工信部将进一步加大宏观引导和行业治理，强化标准引领和服务保障，持续帮助企业解决急难愁盼问题，为推动光伏行业高质量发展保驾护航。而去年下半年以来，光伏行业先后召开了《防内卷式恶性竞争座谈会》，《光伏行业自律座谈会》等等，产业链各龙头企业高管及代表就“强化行业自律，防止内卷式恶性竞争，强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道及行业健康可持续发展进行了充分沟通交流，并达成共识。在行业自律座谈会上，行业呼吁上下游企业应精诚合作，加强自律，严防光伏行业“内卷外溢”，企业将一同与政府和银行完善差异化出口退税机制，建立黑白名单制度，对合理合规布局产能的企业加强信贷支持，与此同时，工信部公告了新修订的《光伏制造业规范条件》。在行业供给侧改革迫

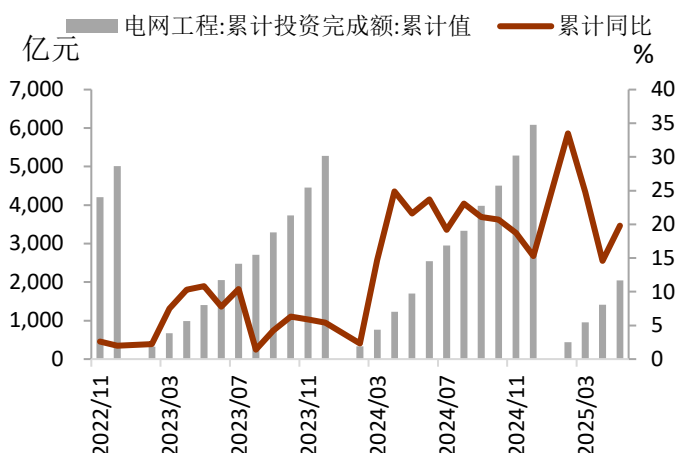
在眉睫的背景下，整体预计 2025 年光伏新增装机容量增速将大概率进入放缓态势。

1-5 月，我国风电装机容量为 46.3GW，同比+134%，我们仍然维持全年装机总量 85GW 的预期。目前陆风装机受建造和维护成本高企影响，而海风则因的投资建设周期长、成本高，且投资回报率不稳定，部分风电机受到地域条件的限制导致的发电量长期不稳定，且铝线缆在风力发电以及短距离输送场景中对铜缆线的替代性正不断加强。整体预计在抢装潮过后今年下半年我国风电装机将维持低增速，总体今年风光行业用铜量将出现约 10%左右的降幅。

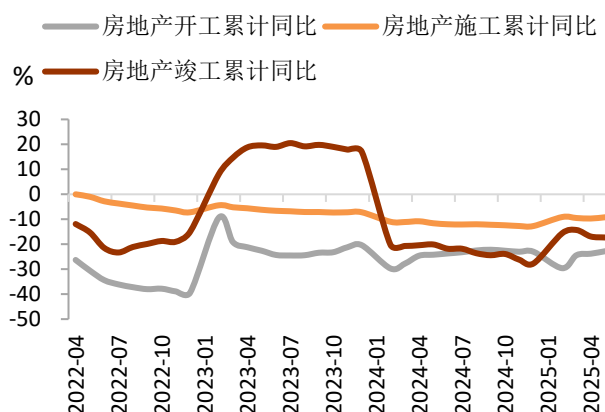
6、传统行业托底需求基本盘，新兴产业存在去产能和增速放缓隐忧

整体上，2025 年下半年全球贸易格局充满不确定性，供应链或受到美国关税政策的扰动，全球制造业有望在低迷后转入复苏周期，在全球 AI 和电气化转型的浪潮下，而铜已成为未来大国博弈的战略性储备资源。今年以来，我国新兴产业面临去产能和消费增速放缓的压力，我国经济结构亟需优化和转型，国内总需求将保持稳中有升的态势。从国内终端需求来看，预计新能源汽车行业将保持较快增速，白色家电板块将维持稳中有增，电网投资将实现平稳增长，房地产竣工对消费边际拖累影响逐步减弱，风光行业在抢装潮过后或步入下行轨道，电子机械行业将平稳运行，数据中心和人工智能将提供新的需求增长点。在全球 AI 和电气化转型的浪潮下，铜已成为大国博弈的关键战略储备资源。新兴产业用铜面临一定的放缓风险，但传统行业将托底国内需求基本盘，整体预计 2025 年全球精铜消费增速将维持 3.7%，2025 年国内精铜消费增速将保持在 3.4%。

图表 25 电网投资完成额

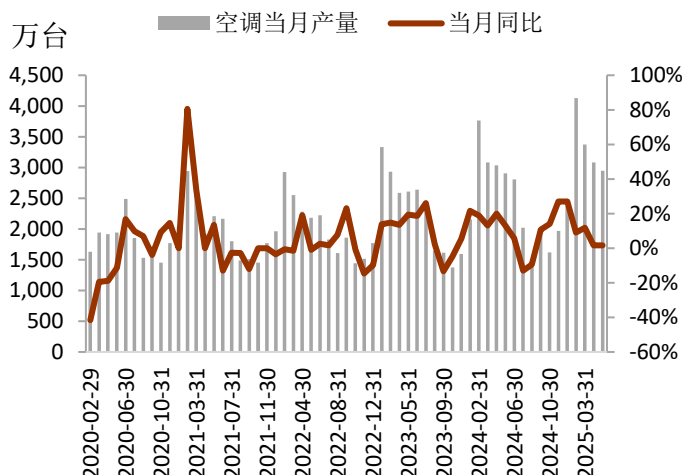


图表 26 房地产开工施工竣工增速

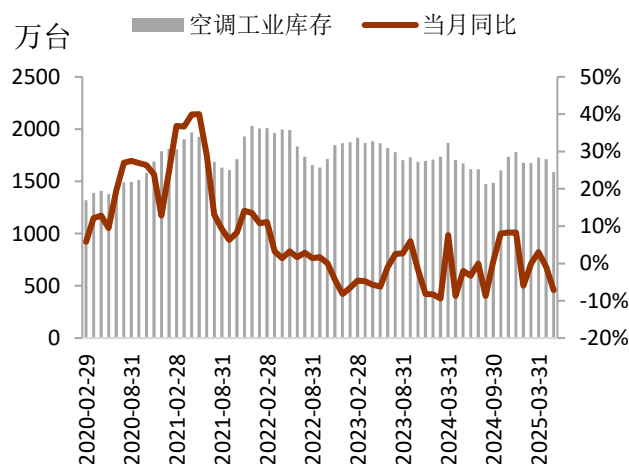


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 27 空调产量

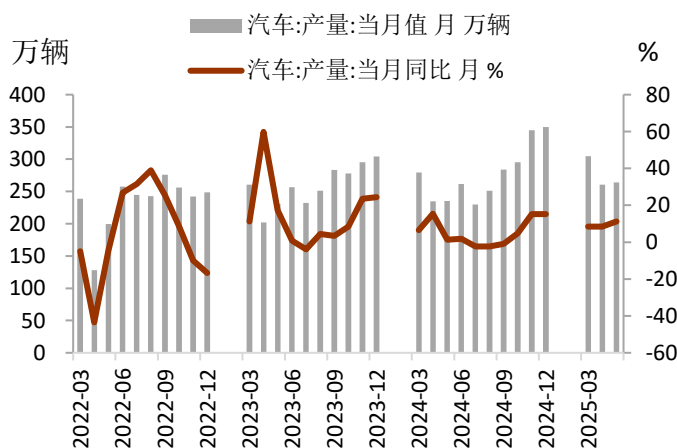


图表 28 家用空调库存

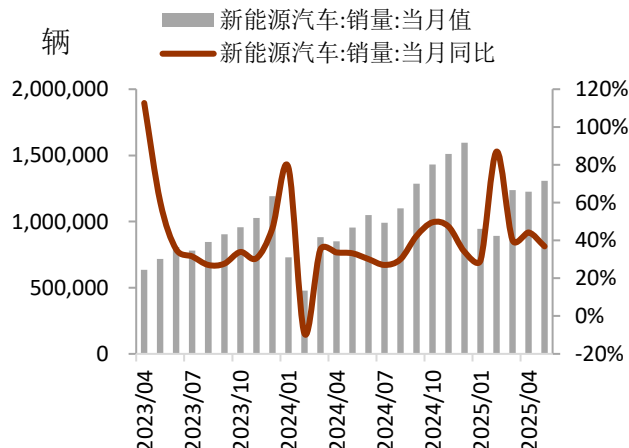


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 29 汽车产销量



图表 30 新能源汽车销量



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 31 国内终端用铜增速预估（万吨）

下游	消费占比	2025E	增速	2026E	增速
交通	11.1%	185	17.8%	200	8.1%
建筑	17.4%	290	-9.4%	285	-1.7%
空调	13.8%	230	9.5%	240	4.3%
电子机械	21.6%	360	2.9%	365	1.4%
电网发电	21.9%	365	5.8%	370	1.4%
出口电缆	9.9%	165	6.5%	170	3.0%
其他	4.5%	75	7.1%	75	0.0%
总计		1670	3.4%	1705	2.1%

资料来源：IFIND，CRU，SMM，铜冠金源期货

图表 32 全球铜供需平衡表预估（万吨）

	2023	2024	2025E	2026E
全球铜精矿产量	2224	2283.4	2323	2355
同比增速	1.57%	2.67%	1.73%	1.38%
全球精炼铜产量	2693.1	2758.7	2815	2845
同比增速	5.00%	2.44%	2.04%	1.07%
全球精炼铜消费量	2689.9	2729.6	2830	2880
同比增速	3.59%	1.48%	3.68%	1.77%
过剩/短缺	3.2	29.1	-15	-35

资料来源：IFIND，CRU，SMM，铜冠金源期货

图表 33 国内铜供需平衡表预估（万吨）

	2023	2024	2025E	2026E
国内精铜产量	1144	1206	1245	1265
净进口量	323	328	330	350
精铜消费量	1445	1485	1540	1570
废铜消费量	110	130	130	135
总耗铜量	1555	1615	1670	1705
消费增速	4.86%	3.86%	3.41%	2.10%
库存变化	22	9	-5	5

资料来源：IFIND，CRU，SMM，铜冠金源期货

六、2025 年下半年行情展望

IMF 下调 2025 年全球经济增长率预期至 2.8%，我们认为贸易政策的不确定性将对全球供应链形成扰动，推升美国经济的类滞胀风险，而美联储或将谨慎抉择降息时机；而欧元区显著摆脱高通胀和衰退压力，欧央行或终止宽松周期。国内来看，中国经济面临稳增长和外部承压的双重挑战，下半年我国将继续实施扩张型财政政策和适度宽松的货币政策，做大做强内循环体系，构建促消费长效机制，优化经济结构淘汰落后产能，着力推进科技创新和产业升级，为经济高质量发展提供坚实支撑。

供应方面，预计 2025 年全球铜精矿供应增速仅为 1.7%，2026 年将进一步下滑至 1.4%。年中长协 TC 再创新低，成本端支撑依然坚实。下半年国内中小冶炼厂或面临减产风险，低加工费背景下全球精铜新增产能释放大幅受限，紧平衡结构下全球显性库存将在低位运行。预计 2025 年全球精铜供应增速将下探至 2%。

需求方面，预计新能源汽车行业将保持较快增速，白色家电板块将维持稳中有增，电网投资将实现平稳增长，房地产竣工对消费边际拖累影响逐步减弱，风光行业在抢装潮过后或步入下行轨道，电子机械行业将平稳运行，数据中心和人工智能将提供新的需求增长点。在全球 AI 和电气化转型的浪潮下，铜已成为大国博弈的关键战略储备资源。整体预计 2025 年全球精铜消费增速将维持 3.7%，国内精铜消费增速将保持在 3.4%。

预计今年下半年铜价中枢将继续抬升，同时海外宏观扰动或令其伴随着阶段性高位回调的风险，但中长期铜价震荡上行的趋势并未改变。预计下半年沪铜的主要运行区间在 77000–85000 元/吨，伦铜主要运行区间为 9500–10500 美元/吨。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTUREQA

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B1 栋 9 楼 910、911 室
电话：025-57910823

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。