



2025年3月12日

宏观扰动加剧，铜价陷入震荡

核心观点及策略

- 宏观方面，美国关税政策软化及经济数据走弱令美元指数坍塌，而在关税扰动背景下全球经济增长放缓现隐忧，叠加美联储限制性的政策立场，海外风险资产价格上行空间或有限；国内方面，2月制造业PMI重回扩张区间，全国两会定调“稳”字当先，首提“更为积极”的财政扩张政策，择机降准降息，推动房地产市场止跌回升，推动创新驱动发展，促进产业结构升级。
- 基本面来看，海外中断矿山复产前景不明，现货TC负值走扩，关税预期下美铜溢价高企，2月国内精铜产量回升。需求端，电网投资规模前景乐观，数据中心用铜贡献稳定增量，白电旺季来临排产增加，新能源汽车高基数下增速仍近3成。全球库存淡季重心上移，国内节后累库速率逐步放缓。
- 整体来看，关税政策引发的全球经济增长担忧令风险资产价格走弱，两会定调延续稳健增长，宽财政优先级高于宽货币；低价工费背景下国内炼厂并未主动减产，终端需求富有韧性累库高度有限，成本端仍然构建中期底部支撑。整体预计3月份铜价将震荡回落，但调整幅度有限。
- 风险点：美联储立场转鸽，海外矿山扰动频发

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2月铜行情回顾	4
二、宏观经济分析	6
1、美国经济现滞涨风险，美联储维持限制性立场	6
2、美国制造业扩张放缓，欧元区制造业增长服务业回落	6
3、两会定调实施更为积极的财政政策，描绘高质量发展蓝图	7
三、基本面分析	8
1、矿端紧缺担忧延续，现货TC负值走扩	8
2、国内产量环比回升，海外精铜产能释放缓慢	10
3、出口窗口意外开启，COMEX-LME价差大幅走扩	14
4、海外库存持平，国内节后累库放缓	15
5、电网投资总额大幅提升，新兴产业迈入旺季周期	16
四、行情展望	21

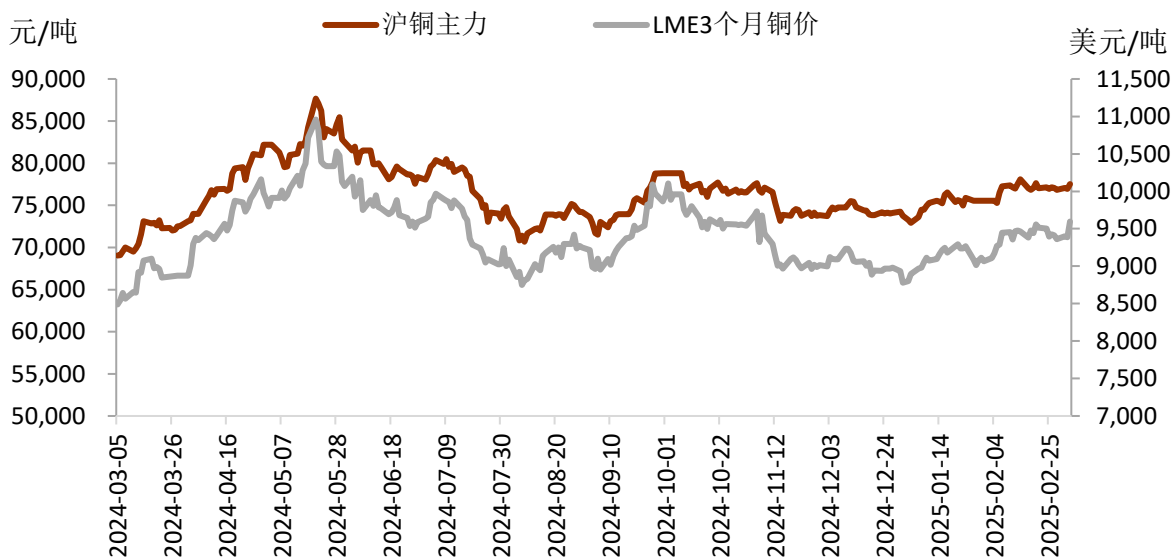
图表目录

图表 1 铜期货价格走势.....	4
图表 2 上海现货铜升贴水走势.....	5
图表 3 发达国家 GDP 增速.....	8
图表 4 美欧制造业 PMI.....	8
图表 5 中国 GDP 增速.....	8
图表 6 中国 PMI 指数.....	8
图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势.....	11
图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化.....	12
图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化.....	12
图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势.....	12
图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势.....	12
图表 12 中国铜材产量及增速变化.....	13
图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化.....	13
图表 14 中国精炼铜产量变化.....	13
图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化.....	13
图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化.....	14
图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化.....	14
图表 18 中国废铜进口单月变化.....	15
图表 19 中国废铜进口累计变化.....	15
图表 20 LME 铜库存.....	16
图表 21 SHFE 和保税区库存走势.....	16
图表 22 全球显性库存.....	16
图表 23 COMEX 美铜库存.....	16
图表 24 电源投资完成额变化.....	20
图表 25 电网投资完成额变化.....	20
图表 26 房地产开发投资增速变化.....	20
图表 27 房地产开工施工和竣工增速变化.....	20
图表 28 空调产量增速变化.....	21
图表 29 家用空调库存变化.....	21
图表 30 汽车销量变化.....	21
图表 31 新能源汽车产量及销量变化.....	21

一、2025年2月铜行情回顾

2025年2月，铜价整体呈震荡上行走势，伦铜从月初的8900美金反弹至2月中旬的9700美金后遇阻回调，在9300美金寻求支撑后重新向上试探突破，沪铜则在76000一线回踩确认后，2月铜价走势总体偏强运行。宏观上，美联储褐皮书显示因特朗普政策带来的不确定性令市场对未来预期转向悲观，消费者支出下降就业市场降温，美国经济存在滞涨风险，美联储仍将维持限制性政策立场，国内两会定调稳固经济全年GDP增速目标5%，扩大财政政策支持力度，适时降准降息，支持人工智能大模型广泛应用，推动产业科技创新升级，新技术和新产业的诞生和发展孕育铜未来广阔的消费空间；与此同时，国内2月精铜产量回升，节后社会库存累库逐渐放缓。截至2月底，伦铜报收于9361美元/吨，月度涨幅为3.17%；沪铜报收于76840元/吨，月度涨幅达1.69%。2月人民币兑美元汇率持续上行主因关税政策对市场的边际负面影响减弱以及美元指数大幅回落，沪伦比快速升至8.21，整体市场表现为外强内弱。

图表1 铜期货价格走势

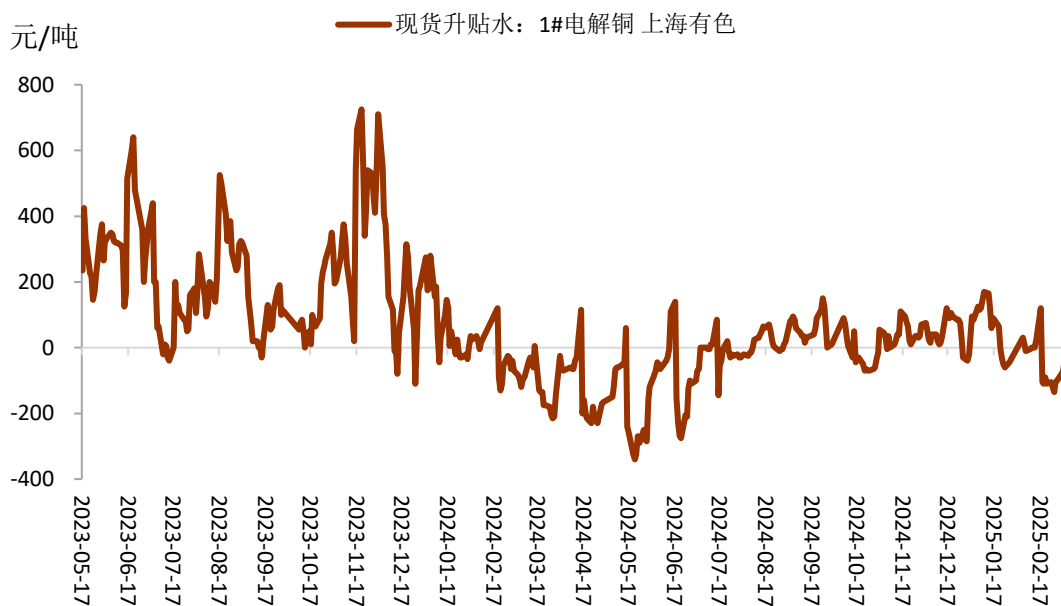


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2月以来，国内精铜终端消费复苏势头良好，一方面今年春节在1月份，另一方面今年电网投资计划总额超过8000亿元，数据中心和机器人行业呈现新需求，带动初端加工年后积极复工复产。从电网投资端来看，2月电网投资项目暂未开启全面招标，铜缆线企业大多执行年前未完工订单，其中工程和地产类线缆订单表现偏弱主因竣工增速放缓，而轨道交通类订单持稳；空调行业冷年周期接近尾声内销排产增加，铜板带应用于新能源行业的汽车连接器需求稳健，而光伏焊带和通讯领域订单表现有待提振，2月精铜制杆开工率维持在

7 成上方；新兴市场来看，2 月新能源汽车产销同比增速下降但增量稳健，光伏产业链供给侧改革背景下一季度装机容量或出现减速。从初端加工来看，2 月初精铜制杆开工率快速恢复至 7 成上方，铜箔企业开工率缓慢回升至 6 成，主因新能源汽车产销仍处于淡季，传统传统电子铜箔在印制电路板和覆铜板的需求转弱，应用于新能源汽车的逆变器、车载电脑等大功率高电流的基板制造中的消费总量未能充分释放；铜板带企业在汽车连接器、光伏焊带和通讯领域订单逐渐增加，铜管企业开工率仍将维持在 8 成左右主因空调内销和出口订单均有强劲回升预期。2 月国内社会库存升至 37 万吨左右，节后现货转向贴水区间，整体运行区间在-135 至 120 元/吨之间。华东 8mmT1 电缆线杆加工费持平于 350-500 元/吨，较上月变动不大，主因电网订单未能全面释放铜杆仅维持正常生产节奏。从近月盘面结构来看，近月 C 结构逐渐收缩远月逐渐转向 B 结构，主因国内累库逐渐放缓并于 2 月底趋于停滞，节后国内累库高度仅有 10 万吨左右，最高峰为 37 万吨，虽然高于去年同期的 29.8 万吨但总体低于此前预期，2 月精铜产量持续回升但消费总体保持韧性令累库高度有限，关注 3 月后国内进入需求旺季后的去库速度，在非标铜进口量逐月递增的情形下，供应端仍将保持相对充裕状态，预计 3 月现货整体将维持小幅贴水状态。

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、美国经济现滞涨风险，美联储维持限制性立场

特朗普宣布不再推迟《美加墨协定》中对加墨关税征收的期限将于 3 月如期执行，但对汽车产品给予 1 个月的关税豁免权，同时宣布除了此前对钢铁和铝征收 25% 的关税以外，考虑对铜征收同等税率的关税政策，中国宣布对美国的部分商品实施 15% 的反制措施，同时加拿大宣布对美国部分商品征收 25% 的报复性关税，特朗普表示此举将立即引发美国增加同等数额的对等关税，全球贸易局势持续升级。美联储多位官员表示针对关税政策带来的对经济的不确定性影响，关税政策将导致美国通胀形势严峻，美联储当前应当维持限制性利率政策，将谨慎调整未来的政策路径。美国 1 月核心 PCE 同比+2.6%，1 月核心 CPI 同比增长 3.3%，均呈现一定的反弹迹象，禽流感导致美国鸡蛋价格暴涨 50%，飓风令美国汽车和住房价格持续抬升，而美国个人消费支出却日渐疲软，2 月 ADP 就业数据指向私营部门裁员和放缓招聘的现象严重，薪资增长出现放缓，2 月消费者信心调查数据大幅不及预期暗示美国经济出现一定的滞涨风险，美联储在特朗普政府的影响下既没有进一步降息刺激经济的政策空间，也不具备通过再度加息遏制通胀抬头的的能力，最新 CME 观察工具显示今年降息的时间点已推迟至下半年三季度后，年内降息预期基本抹平，“特马”改革对美国中期经济增长有正向驱动但短期在财政支出方面的缩减难以提振市场信心，高盛首席经济团队将 2025 年美国经济增长由此前的 2.5% 大幅下调至 1.7%，表示新关税将显著推高通胀、削减消费者实际收入、令金融环境收紧以及拖累企业投资前景，市场对美国滞涨风险担忧加剧。

欧元区 2 月调和 CPI 同比小幅降至 2.4%，低于前值的 2.5%，核心 CPI 环比回落至 2.6%，通胀有见顶回落的迹象，其中服务业通胀降温为欧央行进一步降息铺垫了基础，市场主流预计欧央行 3 月降继续降息 25 个 BP。拉加德表示，欧央行当前制定的中性利率区间在 1.75%~2.25%，仍有较大的下调空间，多数管委希望通过货币宽松支撑欧元区疲软的经济状态，以防止陷入技术性衰退的风险，但有部分管委担心过快降息或令通胀预期不可控甚至会掩盖更深层次的经济问题，当前市场预计今年欧央行总体降息幅度在 75 个 BP。我们预计欧央行将在二季度仍维持渐进式宽松但幅度或有所放缓。

2、美国制造业扩张放缓，欧元区制造业增长服务业回落

美国 2 月 ISM 制造业 PMI 收缩至 50.3，低于前值的 50.9，时隔三年重回扩张区间，ISM 的分项数据中新订单指数大幅降至 48.6 (环比-6.5%)，为近半年以来的首次收缩，生产指数回落至 50.7 (环比-1.8%)，就业指数为 47.6 (环比-2.7%)，企业用工人数开始缩减，物价支付指数大幅增至 62.4，整体显示美国制造业市场需求回落，企业主动削减生产规模，制造业企业减少了用工人数量，企业原材料价格持续上行，制造业景气度趋弱。总体来看，由于关

税政策的负面影响导致市场需求减缓，企业对未来预期转向悲观，价格迅速上涨导致新订单出现积压，供应商交货周期延长主因美国 2 月部分地区遭遇酷寒天气影响运输受阻，若企业销售数据持续疲弱或将令其难以将高成本转嫁给终端消费者，而生产端的通胀压力又在与日俱增，美国制造业正面临严峻挑战。

欧元区 2 月制造业 PMI 初值录得 47.3，高于前值的 46.6，服务业 PMI 初值为 50.7，低于前值的 51.3，制造业生产活动有复苏迹象，服务业商业活动整体放缓，商业活动需求下降明显。其中德国 2 月制造业 PMI 反弹至 46.1，高于预期的 45.5，制造业产出活动萎缩程度收窄，新订单下行速度放缓，德国服务业私人消费增长保持稳定，一定程度抵消制造业下行压力，但关税和内部地缘政治风险加剧了悲观情绪，总体经济衰退担忧减弱。法国 2 月制造业 PMI 初值反弹至 45.5，高于预期的 45.3，制造业景气度改善但幅度有限，企业新订单下降幅度重新加速并创 5 年来最大，2 月服务业 PMI 仅为 44.5，巴黎奥运会后商业活动表现欠佳，此外企业还面临成本上行的挑战，投入价格涨幅较快，制造商和服务型企业的运营费用出现增加，企业对经济基本盘健康状况感到担忧。整体来看，欧元区制造业活动深陷萎缩，德法两大经济引擎制造业边际回升但程度有限，服务业加速放缓衰退预期升温，预计欧央行仍将延续适度宽松的路径以避免经济硬着陆风险。

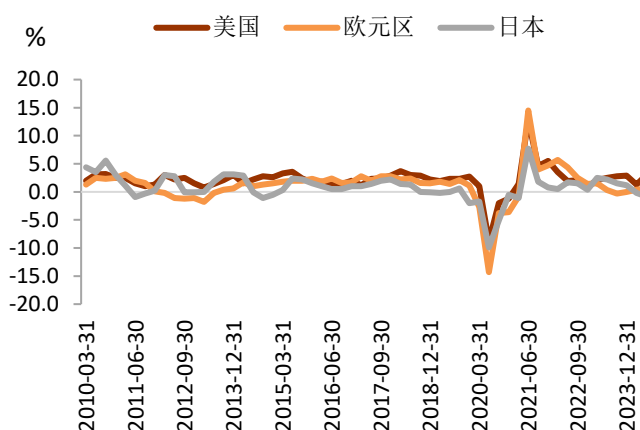
3、两会定调实施更为积极的财政政策，描绘高质量发展蓝图

3 月初全国两会如期举行，作为“十四五”规划的收官之年和“十五五”规划谋篇布局的关键节点，今年经济政策指引十分关键。在政府工作报告中将 2025 年 GDP 增速将设定在 5%，CPI 目标调整至 2% 左右，更贴合我国当前经济节奏及面临的宏观环境，并将实施更为积极的财政政策和适度宽松的货币政策，这是延续去年 12 月中央经济工作会议提出的“稳中求进”的总体基调，充分释放了稳增长信号。首次提出的“更加积极”的财政政策包括提高财政赤字率至 4%，拟发行超长期特别国债 1.3 万亿，拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿，或有助于扶持“两重”和“两新”工作，大力提振国内消费，带动 CPI 温和回升，推动房地产市场企稳回升并减轻城投平台债务负担等等。货币政策方面，央行将发挥好货币政策工具总量和结构的双重功能，择机适时降准降息，保持流动性合理充裕，将优化和创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市股市健康发展，加大对科技创新、绿色发展、提振消费以及民营、小微企业等的支持，并引导贷款市场报价利率、存款利率对称下行，尽可能呵护银行的净息差。

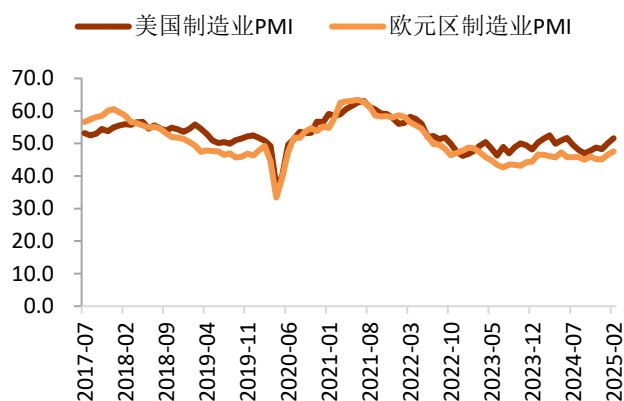
2024 年我国高技术制造业、装备制造业增加值分别增长 8.9%、7.7%，新能源汽车年产量突破 1300 万辆；信息传输软件和信息技术服务业、租赁和商务服务业增加值分别增长 10.9% 和 10.4%。我国在创新能力上有了新提升，在集成电路、人工智能、量子科技等领域取得了显著的新成果。国务院总理李强指出，一年来，我国大力推动创新驱动发展，促进产业结构优化升级。推进科技强国建设，全面启动实施国家科技重大专项，加快完善重大科技

基础设施体系，加强拔尖创新人才培养。稳定工业经济运行，推进制造业技术改造升级，制造业投资增长 9.2%。新培育一批国家级先进制造业集群，商业航天、北斗应用、新型储能等新兴产业快速发展。制定修订环保、安全等强制性国家标准。要加快数字中国建设，争取将数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重达到 10%左右。我们认为，中央扶持产业科技创新，全面推进高质量发展的决心坚定，新技术和新产业的快速崛起将会中国经济发展注入强劲动力。

图表 3 发达国家 GDP 增速



图表 4 美欧制造业 PMI

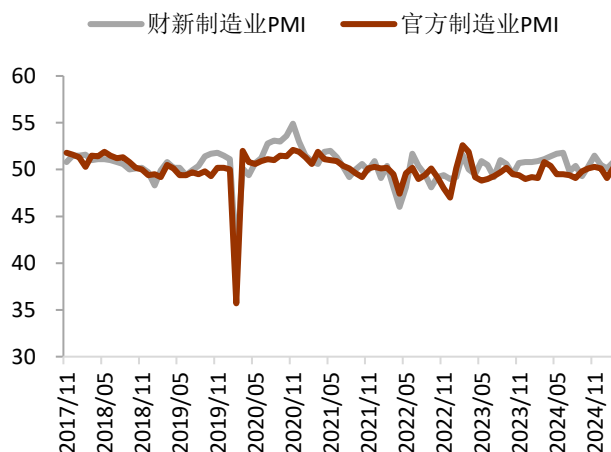


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 中国 GDP 增速



图表 6 中国 PMI 指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、基本面分析

1、矿端紧缺担忧延续，现货 TC 负值走扩

2 月周度现货 TC 已下探至-15 美元/吨再创历史新低，市场对中期矿端紧缺担忧情绪加
敬请参阅最后一页免责声明

剧。第一量子旗下位于巴拿马的 Cobre Panama 铜矿听证会再次延期，公司想要赢得巴拿马新政府的信任还有很长的路要走，年内复产预期渺茫；2 月下旬智利突发的全国性大规模停电直接影响北部矿区矿山运营，英美资源旗下的位于智利中部的 Los Bronces 和 El Soldado 铜矿被迫启用备用发电机保持关键流程的运行，其中 Los Bronces 自去年 7 月份因成本高企 40%的产能已处于维护和保养状态；嘉能可旗下位于智利的 Antapaccay 和 Collahuasi 项目地质勘探延误以及 KCC 项目的铜矿品位下降和意外停机，今年产量计划有所减少；力拓旗下的肯尼科特铜矿因两条沿线断层发生高墙位移，限制了主脉矿的开采能力，而 Codelco 旗下位于智利的特恩尼特矿山因岩爆事故后用于生产的开放面积减少导致矿石加工量的不断下滑。智利多家主流矿企项目出现矿龄老化、停电、气候干旱、设备故障等诸多因素，我们预计 2025 年全球铜精矿供应增速将放缓至 2.9%，2026 年则将进一步降至 1.6%。

季报显示，英美资源 2024 年四季度产量为 19.8 万吨，同比-13.9%，环比+9.4%，主因旗下位于秘鲁的奎拉维克项目四季度产量表现强劲，而同比回落主因 Los Bronces 运营产能主动下调 40%以及 Collahuasi 的开采品位下滑。其中，智利 Collahuasi 四季度铜产量为 5.6 万吨，同比-22%，主要原因是矿石品位下降以及回收率下滑。随着矿山在不同阶段之间的过渡，预计低品位矿石堆的加工将持续到 2025 年。其中，Los Bronces 四季度的产量仅为 3.8 万吨，同比-32%，主因公司于 2024 年 7 月宣布，将规模较小且成本较高的 Los Bronces 工厂的 40%产能置于维护和保养状态。当前矿山阶段的低品位和矿石硬度特征将继续影响运营，直到下一阶段开始，届时预计矿石品位将更高、矿石更易处理。旗下位于秘鲁的奎拉维克项目四季度产量达 9 万吨，环比+31%，符合全年指引区间范围，目前化粗颗粒回收厂仍然是 2025 年的优先事项，预计全年项目回收率将逐步提高。英美资源 2025 年铜产量指引区间为 69-75 万吨（智利 38-41 万吨，秘鲁 31-34 万吨）。

季报显示，五矿资源 2024 年四季度铜产量为 11.7 万吨，同比+27.6%，环比+14.3%。旗下位于秘鲁的 Las Bambas 铜矿四季度产量达 10.7 万吨，创近 5 年单季产量新高，2024 年总产量达 32.3 万吨，同比+7%，主因当地社区冲突基本平息 Chalcobamba 矿坑的开采和矿山的不断运营产量平稳。旗下位于刚果的 Kinsevere 铜矿 2024 年总产量达 4.5 万吨，同比+1%，主因四季度项目新增了硫化物生产线、电力供应稳定性增强，和 Sokoroshe 二期矿坑的矿石供应增加，Kinsevere 扩建项目已于 2024 年三季度完成主体建设，目前正专注于选矿厂和焙烧系统的产能爬坡，以逐步提高电解铜的产量。旗下位于博茨瓦纳的 Khoemacau 矿山正在积极筹备未来的增长规划，计划产能规模 13 万吨，计划将于 2026 年开工并于 2028 年生产首批精矿。

季报显示，泰克资源 2024 年四季度铜产量为 12.2 万吨，同比+6.6%，环比+18.1%，全年产量达 44.6 万吨。主因旗下位于秘鲁的 QBII 项目贡献增量显著，秘鲁 Antamina 项目纯铜矿石处理量的增加以及冶炼厂回收率的提升。旗下位于秘鲁的 QBII 项目四季度产量达 5.8 万吨，工厂优化工作取得进展，成功消除了部分瓶颈并提高了吞吐量。增稠机和磨粉机故障问题在三季度末得到解决，确保了研磨和浮选回路测试的成功，进一步提升了回收率。

澳洲 HVC 铜矿四季度产量达 2.8 万吨，环比+0.26 万吨，第三季度因运输卡车可用性较低导致的延误问题已基本解决，第四季度从 Lornex 矿坑处理了更多矿石，推动产量回升。秘鲁 Antamina 项目四季度产量达到 11.8 万吨，得益于纯铜矿石处理量进一步增加，冶炼厂回收率持续提升，冶炼厂原料的混合比例优化至 75% 纯铜矿石和 25% 铜锌矿致使产量增加。泰克资源 2025 年铜指导产量区间为 49-56.5 万吨。

季报显示，安拓法加斯塔 2024 年四季度铜产量为 20 万吨，同比+4.6%，环比+12%，主因矿石开采品位和回收率的提升，2024 年总产量达 66.4 万吨。旗下位于智利的 Los Pelambres 项目去年四季度铜产量增长 4% 至 9.52 万吨，得益于品位和矿石加工量的提高。旗下位于智利的 Centinela 四季度铜产量增长 27% 至 7.31 万吨，主要由于 Centinela 精矿产量增加。安拓 2025 年铜指引产量区间为 66-70 万吨。

WBMS(世界金属统计局)数据显示，2024 年 12 月全球精炼铜产量为 236.2 万吨，消费量为 246.8 万吨，供应短缺 10.7 万吨。2024 年全年全球精铜产量为 2802.3 万吨，消费量 2857.7 万吨，供应短缺 55.4 万吨。根据秘鲁矿业部数据，2024 年秘鲁全国铜产量为 273.6 万吨，同比-0.7%，这是近四年来秘鲁铜产量出现的首次下降。其中，自由港旗下的 Cerro Verde 铜矿去年产量下降 3.7%，Antamina 去年产量小幅下降 0.3%，奎拉维克项目产量基本持平，而 Antapaccay 铜产量则大幅下降 15.7%。

2、国内产量环比回升，海外精铜产能释放缓慢

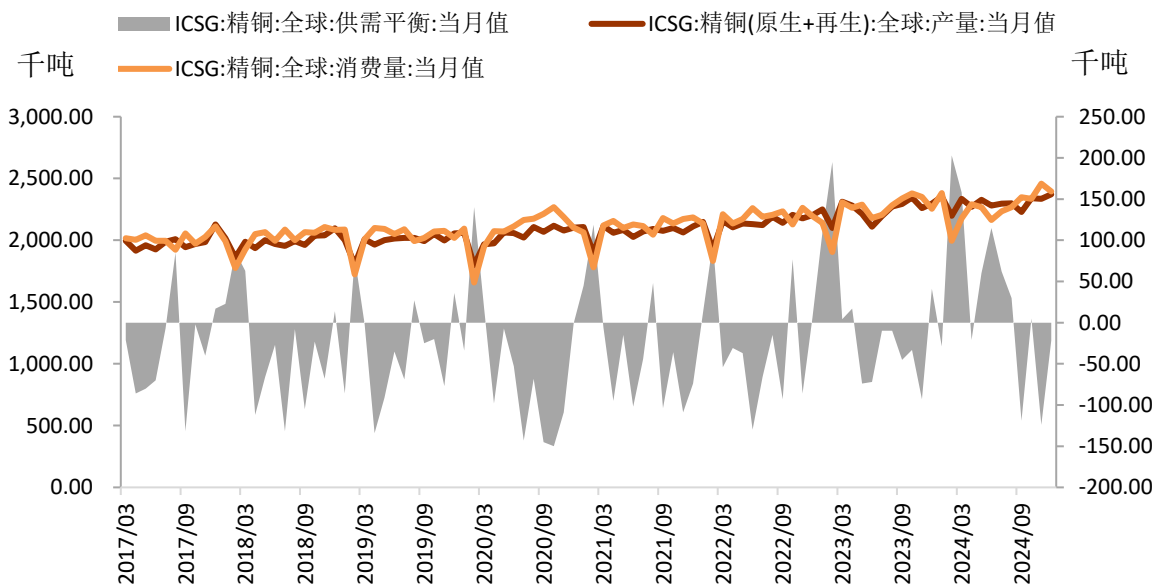
SMM 数据显示，我国 2 月我国电解铜产量为 105.8 万吨，同比+11.4%，环比+4.4%。2 月份全国主要冶炼厂产能利用率小幅降至 73.3%。年后电铜产量积极回升，主因大中型冶炼厂节后并未主动减产大多仍维持产量从而抢占市场份额，外加年后废铜和阳极板供应相对充足，冶炼企业纷纷扩大对港口铜精矿库存的采购量，九大港口精矿库存从去年年底的 130 万吨大幅降至近期的 60 万吨。

国内方面，2025 年国内冶炼厂产能增量主要来自于金川、云铜、西部矿业、铜陵有色和江铜等头部企业，但由于原料自给率偏低等问题，铜陵有色旗下的金新铜业和赤峰金通均推迟投产计划至下半年。我们认为造成当前铜精矿加工费偏低的局面，主要缘于近几年全球冶炼端的大量新增产能投放，粗略预计 2024-2025 年全球约有 350-400 万吨的冶炼产能投产而同期铜精矿的供应增量仅有 150 万吨左右，严重的矿冶力量失衡导致铜精矿加工费日益下滑，但冶炼厂并未因为加工费偏低而主动停减产然而努力维持产量，主因各家企业想法设法完成今年的产量目标以及积极抢占市场份额的愿景。

海外方面，2024 年海外精铜总产量达 1420 万吨，同比仅增 1%。从海外精铜新增产能来看，今年全球的增量主要集中在非洲刚果的湿法项目以及印尼和俄罗斯等冶炼项目，其中包括洛阳钼业旗下的 KFM 和 TFM 项目去年产能爬坡极为顺利，TFM 五条线已全部投入运营，洛阳钼业预计 2025 年铜产量将进一步升至 65-70 万吨。火法方面，印尼的 Gresik 扩

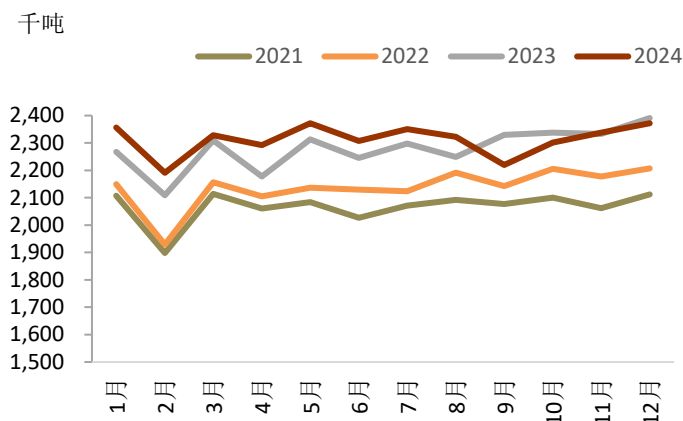
建项目仍在爬产中，预计今年产量将达 25-30 万吨，印尼 Amman 的 22 万吨冶炼厂已在 9 月底举行开工仪式，去年年底开始生产精铜，但预计产量释放缓慢，Manyar 冶炼厂去年 10 月突发火灾导致冶炼产能一直处于关闭状态，目前自由港正在积极寻求延长铜精矿出口许可证期限的方案，印尼政府表示将额外征收 7.5% 的精矿出口关税，把要求自由港公司尽快恢复冶炼厂运营，此外印度的 Adani (安迪纳) 50 万吨粗炼装置已经投产但投产时间均迟于预期；此外，日本 Sumitomo 冶炼厂预计今年产量将达 45-48 万吨，同比增长较为有限，总体海外精铜产量释放主要集中在 Amman、Adani 和 Manyar，预计今年三家冶炼厂精铜增量在 50-60 万吨左右。整体，我们预计 3 月国内精铜产量将继续上行至 105-108 万吨。

图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

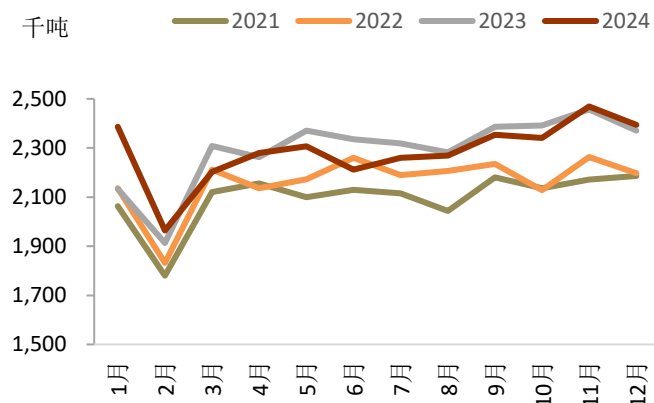


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化

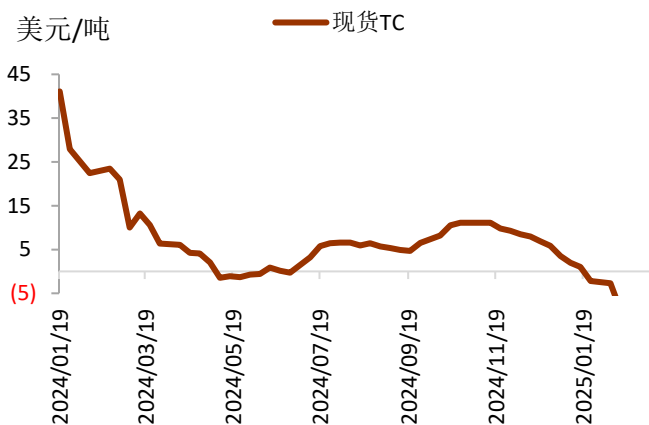


图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化

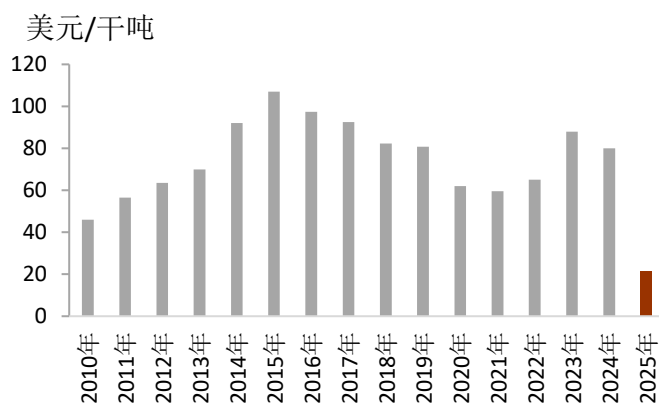


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

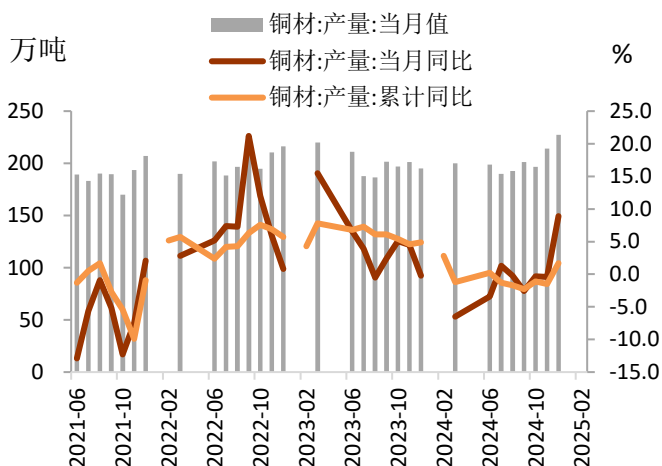


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

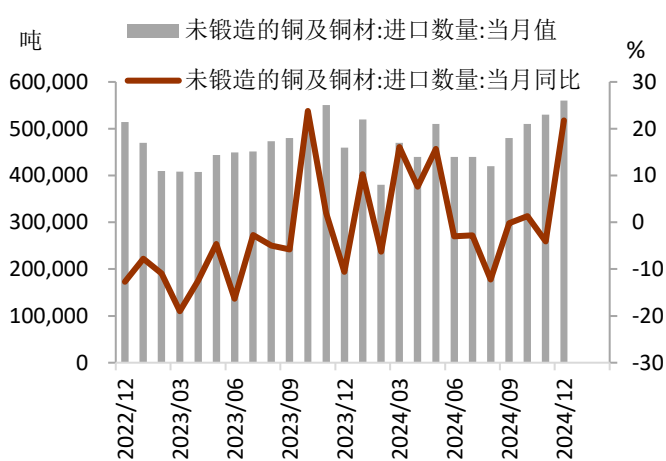


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 12 中国铜材产量及增速变化

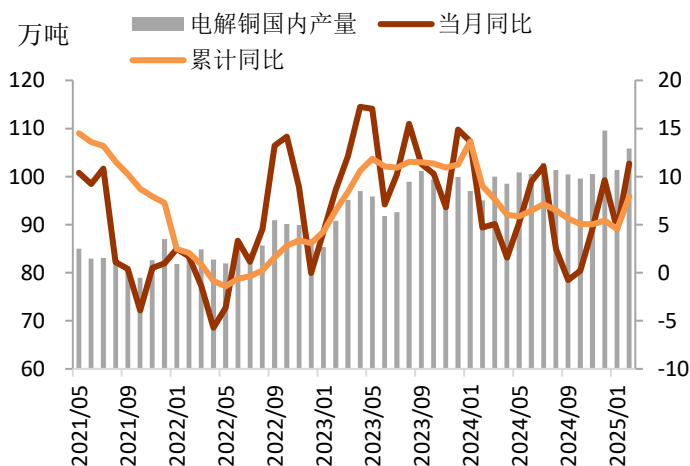


图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

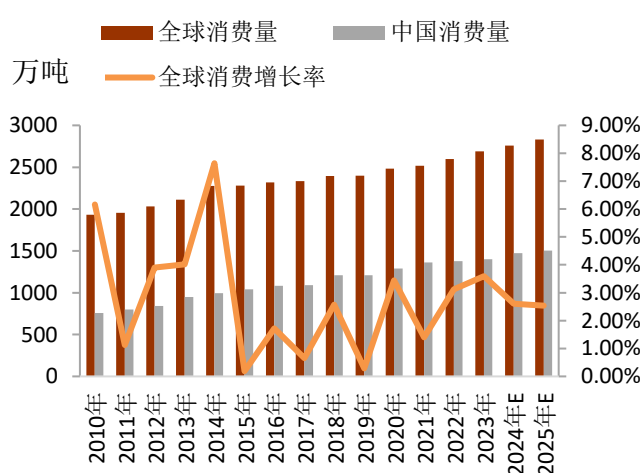


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 14 中国精炼铜产量变化

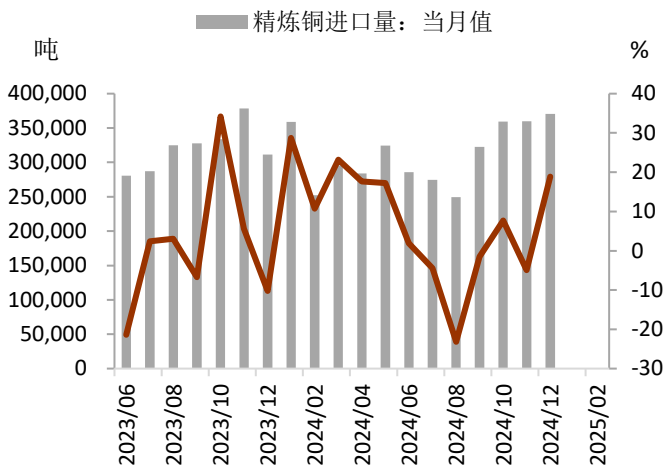


图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化

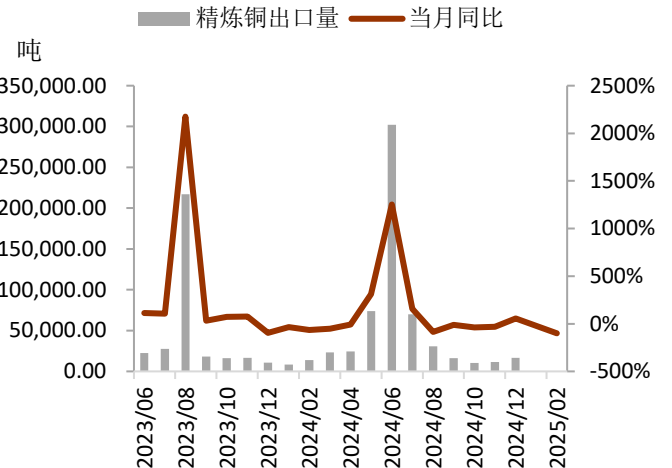


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、出口窗口意外开启，COMEX-LME 价差大幅走扩

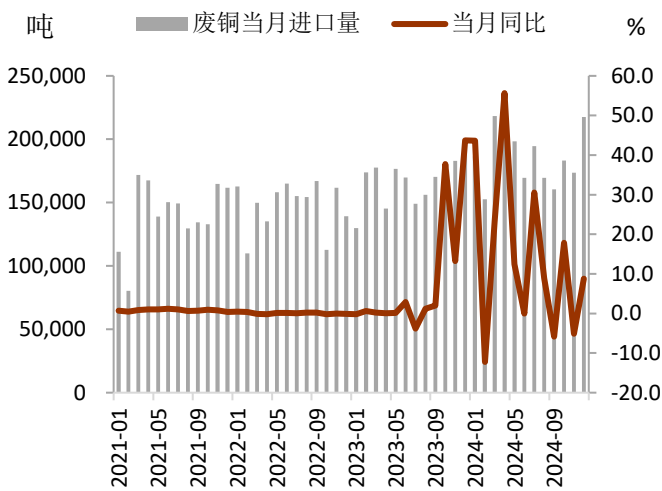
海关数据统计，我国 1-2 月我国未锻造铜及铜材进口量为 83.7 万吨，同比-7.2%；1-2 月铜矿砂及精矿进口量为 471.4 万吨，同比+1.3%，2024 年全年中国进口精炼铜累计 373.7 万吨，同比+6.5%，其中非注册进口量占比高达 62.2%，非注册精铜中来自刚果、俄罗斯和哈萨克斯坦三国的进口量高达 197.7 万吨，占进口总量的 52.9%。

2 月洋山铜的提单美金溢价升至 80 美金上方，再创年内新高，电铜进口亏损幅度扩大，剔除人民币汇率因素后沪伦比值波动区间在 1.122-1.139，进口亏损扩大主因洋山铜仓单美金溢价持续上行，美铜拟征收 25%的进口关税溢价令全球其余地区符合 COMEX 交割品标准的货源纷纷安原计划或改道流入北美地区，导致 COMEX 显现库存一度逼近 10 万吨大关，COMEX-LME 最大价差扩大至 900 美金上方创历史新高，海外大量套利资金和单边多头资金入场情绪高涨，而美铜短期大幅上涨又拉动 LME 和沪铜的被动跟涨，2 月国内精铜进口亏损扩大而出口窗口却意外开启吸引资金入场，而国内冶炼厂大多没有 COMEX 交割资质，因此出口海外交仓数量有限。从进口货源的结构来看，自去年下半年以来，我国非注册进口铜的占比已攀升至进口量的 60%以上。

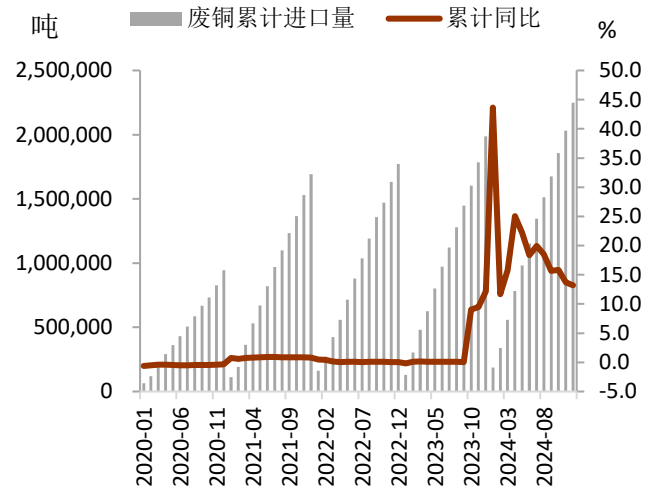
12 月我国废铜进口量为 21.7 万吨，同比+8.7%，日本和美国依然是主要供应来源，2024 年全年我国废铜进口量总计达 224.7 万吨，同比+13.2%，去年年底国内冶炼厂对废料依然坚挺，据悉国务院“783 号令”将推迟至 2028 年才实行，江西、安徽、湖北等集中度较高的废铜制杆企业积极恢复开工，今年年初，废铜制杆行业开工率缓慢回升至 40%左右，在铜精矿日益紧缺的背景下我们冶炼端对原料需求缺口逐渐放大，预计 2025 年对废铜需求规模将逐步提升。整体预计随着国内原料端的资源紧缺格局加剧，2 月我国精铜进口量预计将延续 35 万吨左右，而废铜单月进口量将维持在 20 万吨。

敬请参阅最后一页免责声明

图表 18 中国废铜进口单月变化



图表 19 中国废铜进口累计变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、海外库存持平，国内节后累库放缓

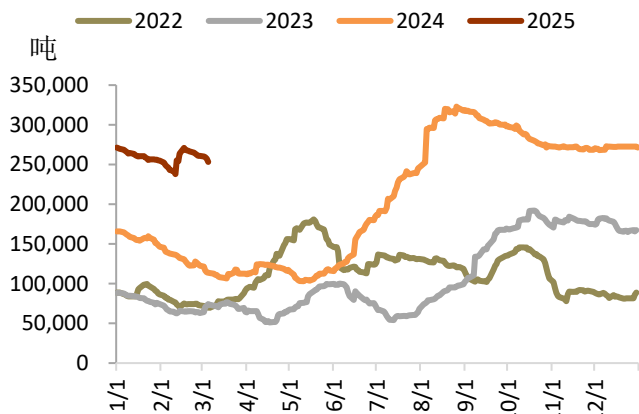
节前国内库存累库速度逐渐放缓，社会库存截止 2 月底累至 37 万吨附近基本停滞，其中保税区库存回升至 2.1 万吨，上期所库存反弹至 18.5 万吨，而 LME 亚洲库存维持 19.4 万吨，截止 2 月 7 日全球显现库存已反弹至 54.3 万吨，全球库存低位反弹，但总体春节长假国内累库绝对值不及预期。由于国内进入淡季累库，现货升水重心下移，国内近月 C 结构持续走扩，而 LME 的 0-3 的 Spread 则仍维持在 110 美金上方。

截止 2 月 28 日，LME、COMEX 和 SHFE 三大交易所的库存分别为 26.2 万吨、9.3 万吨和 26.8 万吨，合计达 66.7 万吨，月环比增加 19.7 万吨，LME 注销仓单比例升至 38.8%，伦铜 0-3 升水坍塌逐渐回归平水。LME 总库存 2 月份先升后降，其中欧洲库存小幅降至 6 万吨，北美库存基本清零；而 COMEX 库存则维持在 9 万吨上方高位运行，特朗普政府宣布实施对精铜征收 25% 的进口关税后美铜存在溢价，目前 COMEX-LME 价差创历史新高，LME 亚洲库存小幅下降，LME 欧洲库存部分转移至美铜市场。

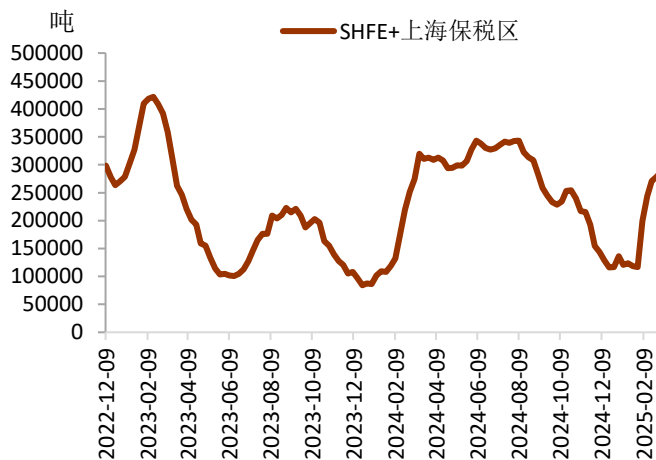
截止 2 月 28 日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）增至 31.2 万吨，环比增加 19.7 万吨。其中 SHFE 总库存升至 26.8 万吨，环比上月底大幅增加 16.6 万吨，上海保税区为 4.3 万吨，月环比增加 3 万吨，节后上期所和保税区均进入传统淡季累库，主因国内精铜产量高企而消费进入传统淡季，但从 2 月下旬国内累库进程放缓，SMM 统计口径下社会库存积累至 37 万吨后陷入停滞，虽然同比去年同期的 29.8 万吨略有增长，但总体累库高度有限。

总体来看，全球显性库存重心上移，国内累库放缓高度有限，预计 3 月全球库存将缓慢回落，国内铜消费将逐渐显露韧性，而海外库存则因关税溢价预期的影响向北美地区倾斜。

图表 20 LME 铜库存

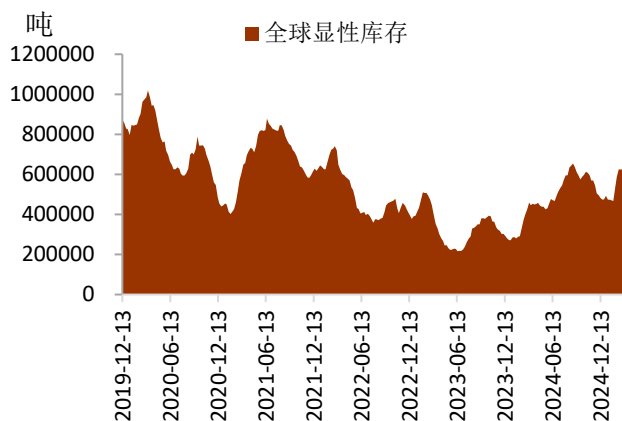


图表 21 SHFE 和保税区库存走势

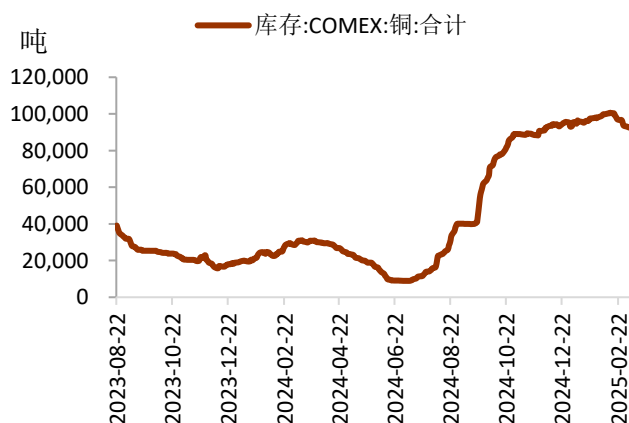


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 22 全球显性库存



图表 23 COMEX 美铜库存



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

5、电网投资总额大幅提升，新兴产业迈入旺季周期

2025 年我国电网投资总额有望超 8000 亿

电力企业联合会数据显示，2024 年全年我国电网工程投资完成额达 6083 亿元，同比增长 15.3%；2024 年全年我国电源工程投资完成额 11687 亿元，同比增长 12.1%，全国累计发电装机容量约 33.5 亿千瓦，同比增长 14.6%。其中，太阳能发电装机容量约 8.9 亿千瓦，同比增长 45.2%；风电装机容量约 5.2 亿千瓦，同比增长 18.0%。

2025 年我国电网投资建设计划投资总额有望达 800 亿元以上，其中国家电网预计投资总额达 6500 亿元，南方电网预计投资 1700 亿元，均高于去年同期水平。去年四季度中央政治局会议提出我国在绿色新能源领域仍有广阔的投资空间，其中在新型电网建设、抽水

储能等领域均有国家规划的重点能源工程。南方电网今年三季度会议指出，将部署全面推进电网设备的大规模更新，预计将从 2024-2027 年，大规模设备更新的投资总额将达 1953 亿元，力争到 2027 年我国电网投资总额将较 2023 年增长 50%以上，其中新增投资计划主要用于建设特高压直流工程，新型数智华电网工程等等。光伏太阳能、核电、风电等新能源领域在我国社会发电量构成的比重正逐年递增，也对我国电网系统的接网消纳能力提出了更高的要求，我国未来电网系统发展方向将围绕重点建设特高压新型电网领域展开。2 月电缆线企业开工率为 60.89%，环比增长 5.64%，虽然春节长假令多数企业订单交付向后推迟，但我们预计 2 月电网投资建设将逐步走向正规，新项目陆续启动箭在弦上。整体来看，预计在中央“两新”政策的扶持下，我国电网投资将保持平稳增速，预计 2025 年电网投资用铜增速将保持在 5%左右，仍将发挥传统行业铜消费中流砥柱的作用。

光伏集中式项目进程缓慢，风电行业增速低迷

根据电力企业联合会数据，2024 年全年我国新增光伏装机容量达 277.9GW，同比增长 28.7%，超额完成装机目标的 126%，而此前国家能源局预计 2025 年我国光伏装机容量将回落至 220-250GW，主因“十四五”期间我国规划的 550GW 的西北大型风光大基地计划已部分提前超额完成，2025 年我国光伏产业链将进入提质增效的新阶段，预防“内卷式”恶性竞争，推动产业链供给侧改革迫在眉睫。2 月我国集中式项目中标容量同比偏少，包括隆基绿能、宜宾聚材光储供应链管理等多家企业中标光伏组件项目标段共 12 项，其中披露装机容量项目仅 5 个，预计终端对组件的集中采购将推迟至 3 月中旬，分布式新政落地后工商业订单积极回暖但总量有限，预计 3 月光伏装机量将小幅回升但总体进程缓慢。

去年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延续放缓态势。

2024 年全年月我国新增风电装机量达 79.8GW，同比增长 5.5%，其中 12 月单月风电装机量为 28.1GW，同比-18.1%，虽然黑色原材料成本下降但风力发电机建设综合成本仍然偏高，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，风电项目或无法提供稳定的投资回报率，且目前钢芯铝线在风电产业原料使用中越来越普及。我们预计 3 月风电增速将维持偏低运行。

两会定调促进楼市健康发展

国家统计局数据,2024年我国全国房地产开发投资总额100280.2亿元,同比下降5.5%,其中,住宅投资76040亿元,同比下降10.5%,2024年我国商品房销售面积累计达97385万平方米,累计同比下降12.9%,其中住宅销售面积为81449.6万平方米,同比下降14.1%,房地产新开工施工面积累计为67308.44万平方米,同比降幅23%,而房地产竣工面积累计为73982.8万平方米,同比下降23%。从价格指数来看,12月70个大中型城市新建商品住宅价格指数同比下降5.7%,70个大中型城市二手房价格同比下降8.1%。

2025年两会政府工作报告中强调,在经济总量规模稳步扩大的基础上,更大力度地促进房地产市场健康发展,努力维稳房地产市场预期,推动房地产市场止跌回升。2024年央行多次下调住房贷款利率和首付比例,居民存量房贷利息年支出减少约1500亿元,降低交易环节税费水平,扎实推进保交房工作。2025年对于房地产市场的重视和扶持将与去年年底中央经济工作会议的基调一脉相承,将继续通过降低房贷利率、首付比例和交易税费释放刚需和改善性需求,在供给端首次提出推进收购存量商品房,并明确赋予定价与用途自主权,将有助于直接消化市场库存,缓解房企资金压力,同时,稳步推荐货币安置化和城中村改造,释放有效需求有利于消化存量商品房,预计今年整体政策将在去年的基础上层层递进,更有针对性、系统性和前瞻性,充分体现了中央政府对维稳楼市的决心。我们预计今年二季度我国房地产行业将呈现量价企稳的态势,宏观调控政策将层层递进促进房地产市场健康发展,竣工端增速下行对精铜消费的拖累将逐渐边际减弱。

家用空调内销稳健,出口平稳增长

产业在线数据显示,2025年1月我国家用空调产量为1773.4万台,同比增长8.7%,其中内销721.3万台,同比下降1.5%,出口量高达1052.1万台,同比增长17%。内销稍显乏力,主因去年高基数影响以及今年春节贯穿1至2月,年初房地产市场较为低迷竣工端仍未摆脱下行压力,以及消费者信心存在不足,“国补”政策持续推进但对耐用品需求弹性的正向拉动边际减弱,空调厂商更注重出口供给对内销市场关注不足,预计“两新”政策仍将为今年行业有序增长保驾护航。

3月家用空调内销排产量为1376万台,较去年同期实绩增长11.4%,4月内销排产量为1387万台,同比去年实绩增长12.8%。年初以来因担忧贸易政策不确定性影响,空调厂商的内销生产计划向外部出口订单作出让步,预计内销产量3月开始逐步恢复正常生产节奏,除了季节性的备货影响因素以外,由于今年国补政策将持续一整年,还开放了除了白色家电以外的手机、平板电脑等品类的范围,也会占用消费优惠额度,对空调销量增长形成了一定程度的挤压。预计随着气温的逐渐回暖以及“两新”政策的持续推进,空调销售将结束冷年淡季周期回归消费旺季,一部分刚需和改善性更新换代的需求仍未充分释放。预计今年3-4月我国空调内销将走出低谷。美国政府宣布从3月4日起,将在现有对华关税的基础上

新增 10%的部分商品附加税，叠加 2019 年“301 条款”生效的 25%以及年初实施的所有进口商品征收的 10%，我国白色家电销往美国的综合税率已达到了惊人的 45%~47%，但尽管我国企业面临极为恶劣的国际市场环境，从 2017 年-2024 年，我国对美出口白色家电仍保持年均 1.7%的复合增长率，中国企业将在重压下表现强劲韧性和产业链不可替代的综合竞争优势，预计今年二季度我国空调用铜仍将维持 8-10%的用铜增速。

新能源汽车 1 月增速稳健，“两新”政策效果持续显现

中汽协数据显示，今年 1 月我国新能源汽车产销量分别完成 101.5 万辆和 94.4 万辆，同比分别增长 29%和 29.4%，1 月新能源汽车出口量为 15 万辆，同比大增 49.6%，内销增速小幅下降但总体增量稳健。显示我国新能源汽车行业年初小幅失速但总体不失量的稳健基本盘，1 月汽车总产销量分别为 245 万和 242.3 万辆，同比分别+1.7%和-0.6%。

我国新能源汽车行业正进入市场化、产业化和规模化发展的新阶段。去年以来随着国补和“两新”政策的大力推进和全面落实，车企和经销商纷纷抓住春节窗口刺激新车销售，目前国内自主品牌研发创新技术能力不断提升，以国产化为代表的比亚迪和小米纷纷加入中高性能电动车技术赛道，产量的综合竞争力得到极大提升，此外高性价比的中低端车型销量规模不断递增，市场占有率进一步提高，为中国新能源汽车走向全球勾勒出广阔的蓝图。政策端主要为商务部印发《推动消费品以旧换新行动方案》，提供一次性购车优惠、金融贷款支持以及油电置换补贴。此外，国务院印发《2024-2025 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。国家大力扶持新能源汽车产业的政策效果正在逐渐显现，“国补”和“两新”政策将继续提振消费者购车信心，我们预计今年 3 月我国新能源汽车产销将持续维持在百万辆上方，预计 2025 年全年的新能源汽车产量将达 1500 万辆。

我国人工智能领域蓬勃发展，数据中心用铜进入视野

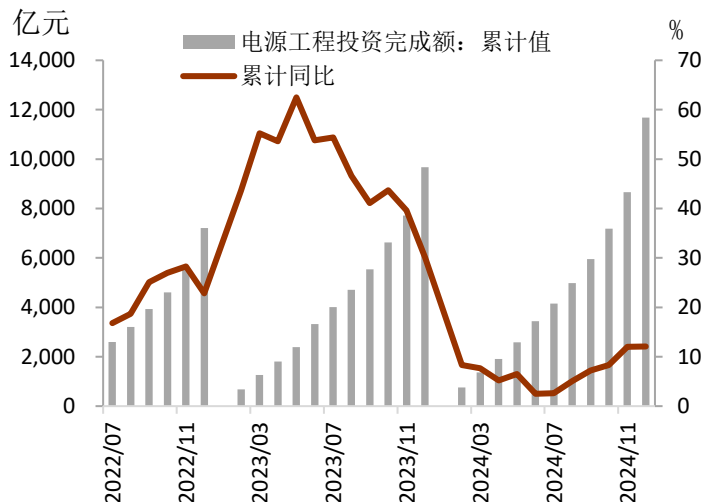
根据不完全统计，2024 年全球数据中心用铜已达 476 万吨，同比+14.6%，预计今年全球数据中心耗电量将达 715TWH，全球数据重心规模将达 82GW，由于全球用户数量的增加，数据中心单位耗铜逐年递增，按照每 GW 消耗 6.9 万吨铜计算，2025 年全球数据中心用铜将达 565.8 万吨，同比 2024 年增长 89.8 万吨，增速金将逐年递增。

财政部长蓝佛安表示，中央财政要加大对科技产业的投入，全力支持关键科信技术攻关，加快推动产业转型升级，支持实施产业链高质量发展行动，支持新制造业新技术改造，深入实施专精特新中小企业奖补政策。阿里巴巴高层表示，将于未来三年在云和 AI 的基础设施建设的总额超过过去十年的总和，重点投入 AI 和云计算基建，AI 基础模拟平台及 AI 原生应用等等，AI 基建带来的数据中心建设将显著拉动精铜需求前景的，AI 基建将成为我国经济的新引擎。随着 Deepseek 的横空出世，中美在人工智能领域的博弈将进入新阶段，数据中心用铜将逐渐进入市场视野，并成为贡献需求增量的关键组成部分。

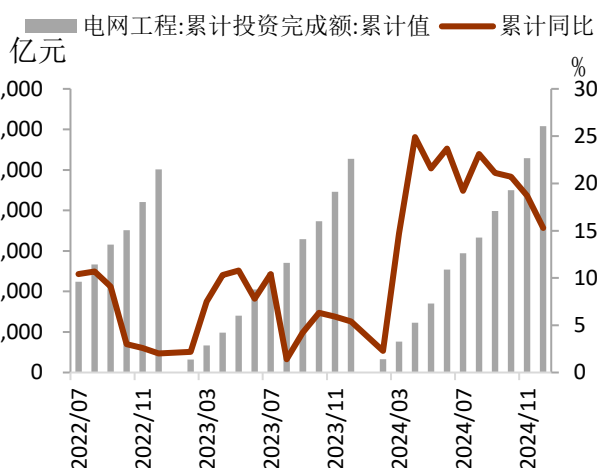
传统行业转入淡季，新兴产业蓄势待发

整体需求端来看，新能源汽车产销增速维持 3 成，电网投资项目计划规模扩大，数据中心用铜进入视野，光伏装机预计减速风电维持低增速；传统行业方面，空调 3 月内销蓄势待发，房地产竣工低迷形成一定拖累，整体来看 2 月传统行业有序复苏，新兴产业出现新增长，预计 3 月国内消费端将稳步持续回升，增速放缓但增量仍十分可观。

图表 24 电源投资完成额变化

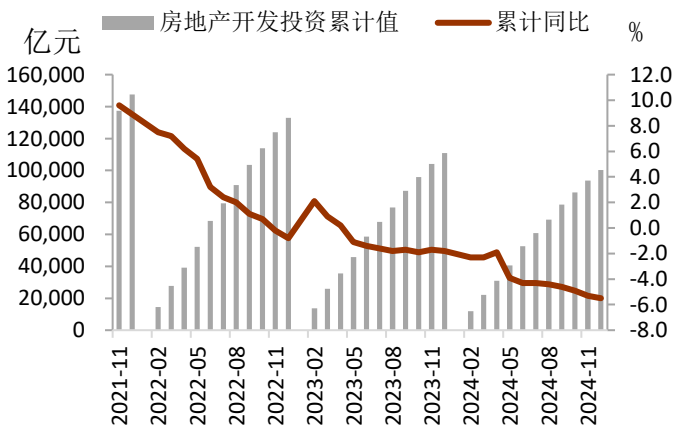


图表 25 电网投资完成额变化

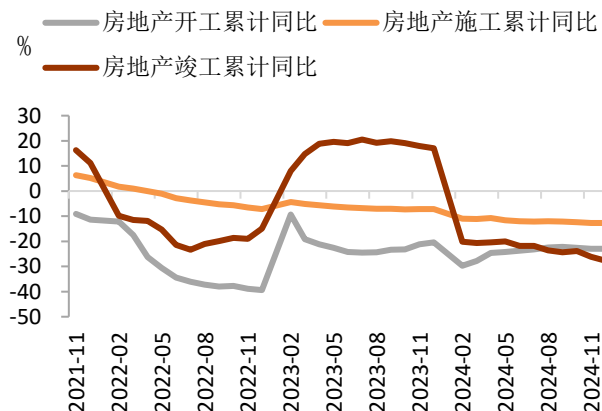


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 26 房地产开发投资增速变化

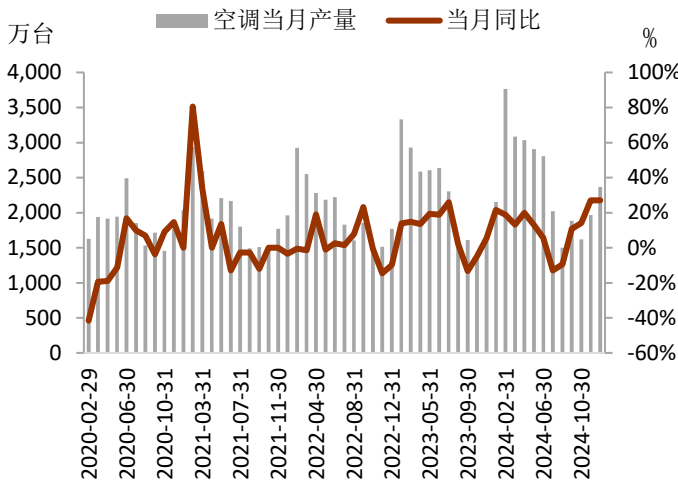


图表 27 房地产开工施工和竣工增速变化

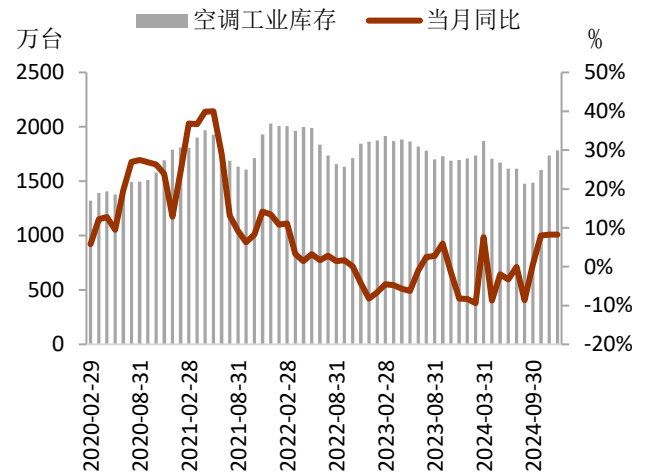


资料来源：iFinD，铜冠金源期

图表 28 空调产量增速变化

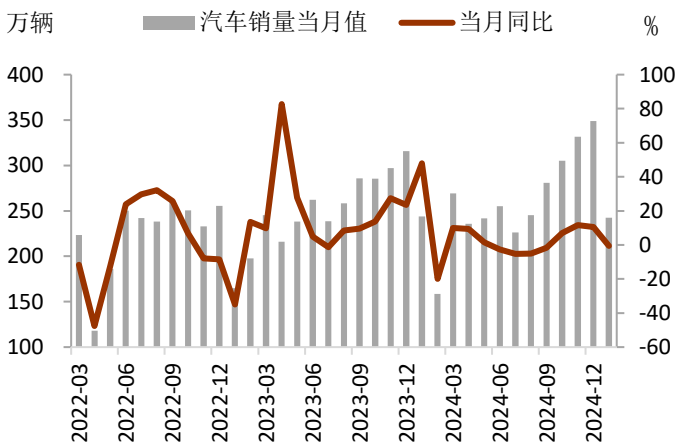


图表 29 家用空调库存变化

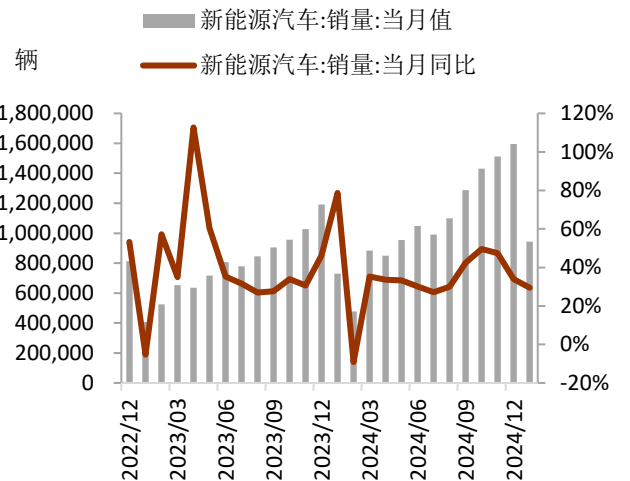


资料来源：iFinD，产业在线，铜冠金源期货

图表 30 汽车销量变化



图表 31 新能源汽车产量及销量变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、行情展望

宏观方面，美国关税政策软化及经济数据走弱令美元指数坍塌，而在关税政策扰动的背景下全球经济增长放缓现隐忧，叠加美联储限制性的政策立场，海外风险资产价格上行空间或有限；国内方面，2月制造业PMI重回扩张区间，全国两会定调“稳”字当先，首提“更为积极”的财政扩张政策，择机降准降息，推动房地产市场止跌回升，推动创新驱动发展，促进产业结构升级。

基本面来看，海外中断矿山复产前景不明，现货TC负值走扩，关税预期下美铜溢价高企，2月国内精铜产量回升。需求端，电网投资规模前景乐观，数据中心用铜贡献稳定增量，

白电旺季来临排产增加，新能源汽车高基数下增速仍近 3 成。全球库存淡季重心上移，国内节后累库速率逐步放缓。

整体上，美元指数坍塌前期提振铜价，但关税政策引发的经济增长担忧令风险资产价格走弱，铜价上行或遇阻，两会定调延续稳健增长，宽财政优先级高于宽货币；低价工费背景下冶炼并未主动减产，总体需求富有韧性，累库高度有限。整体预计 3 月份铜价将震荡回落，但调整幅度有限。

风险点：美联储立场转鸽，海外矿山扰动频发

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

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 306 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 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

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。