

2025-7-2

供给约束支撑，铜价上行可期

——铜半年度策略

报告要点

1、宏观承压情况有所好转，关注美联储降息节奏

2025年特朗普上台，逆全球化的关税政策破坏全球贸易格局，也带来通胀抬升的预期。中美关税博弈暂时缓和，美国关税政策作为谈判筹码的作用愈发明显，后续关税政策或在市场预期内。全球进入降息周期，上半年美国通胀温和，一定程度为美联储降息带来铺垫。下半年在美联储降息预期以及地缘政治冲突有所缓和下，宏观环境相对上半年偏暖。若美联储9月降息，国内降息空间打开，国内财政政策和货币政策预计持续加码稳定消费，提振经济。宏观转暖叠加内外货币政策共振下铜价有望继续提升，但需关注美国铜关税落地影响，或短期内打压铜价。

2、铜精矿 TC 历史低位下铜供应偏紧，需求有所放缓但韧性仍存

铜矿品位下降叠加矿端扰动事件增加，2025年全球铜矿产量增量或不及预期。供给端矿冶矛盾持续演绎，铜精矿现货加工费跌至-43美元左右的历史低位，国内头部冶炼企业和与Antofagasta年中谈判结果TC/RC敲定为0.0美元/干吨及0.0美分/磅创造长单历史。在铜精矿持续紧缺的情况下，下半年冶炼厂对铜精矿的抢夺将会加剧，预计下半年精炼铜供给将趋于紧张。需求端，政府专项债发行速度加快带动基建实物量边际改善，“两新”政策推动制造业投资和居民消费，新能源汽车、家电产销保持韧性。电力投资方面，“抢装潮”带动上半年光伏装机大幅增加，下半年面临抢装退潮压力。但电网投资将继续保持高增长，电网相关订单景气度仍将延续，对冲上半年光伏风电需求透支压力。

3、2025年下半年铜供需紧平衡，铜价预计偏高震荡

整体而言，随着关税对抗有所缓和以及地缘政治冲突逐步稳定，铜价将回归供需基本面。供给端铜精矿紧缺，下半年或将逐渐演变成精铜供应偏紧。需求端增速虽有放缓但是支撑稳健，随着下半年需求旺季的到来，以及国内财政货币政策释放托底，需求整体仍然可期。全球铜库存仍处于历年低位，对铜价存在向上支撑。宏观方面美国加征铜关税或施压铜价，但基本面整体偏强的情况下，铜价仍是易涨难跌。预计下半年铜价维持高位震荡运行，运行区间或在75000-83000之间。

风险因素：特朗普铜关税超预期，海外地缘政治风险

铜 | 半年度策略

公司资质

长江期货股份有限公司交易咨询业务资格：鄂证监期货字{2014}1号

有色金属团队

研究员：

李旋

咨询电话：027-65777105

从业编号：F3085657

投资咨询编号：Z0017083

汪国栋

咨询电话：027-65777106

从业编号：F03101701

投资咨询编号：Z0021167

联系人：

张桓

咨询电话：027-65777106

从业编号：F03138663

目录

一、行情回顾	3
二、宏观分析	4
(一) 海外	4
(二) 国内	7
三、供需基本面分析	9
(一) 供给端	9
1、铜矿	9
2、电解铜	11
3、再生铜	12
4、进出口	13
(二) 需求端	14
1、电力工程	14
2、房地产	16
3、汽车	17
4、家电	18
五、库存与供需平衡	19
四、2025年下半年展望	21
风险提示	23
免责声明	23

一、行情回顾

一季度，海外进入降息区间，国内外经济数据较好，且铜供需基本面良好，铜价重心持续上移。

1月供需矛盾主导，价格震荡承压供应端持续紧张，全球铜矿增量有限，叠加矿山品位下降、环保政策趋严，精炼铜供应增长受限。需求端新能源领域需求增速加快，但传统领域表现疲软，拖累整体消费。宏观层面，美联储降息预期波动及国内政策宽松未有效提振市场信心，铜价在7.5万-7.8万区间震荡。2月库存累积叠加美元走强，价格加速下跌，国内社会库存高位，库存压力凸显。春节后需求恢复缓慢，现货成交低迷。美联储推迟降息预期，美元指数高位运行，以美元计价的铜价承压。3月铜价冲高后回调，沪铜自7.7万元上涨至8.18万元后回调。特朗普国会提及对铜的关税威胁，刺激抢出口与囤货预期，刺激铜价走强。智利Altonorte炼厂突发不可抗力事件，铜价重心再度上移。特朗普政府关税落地可能增加美国铜进口成本，COMEX铜价格运行历史高位。国内冶炼企业减产支撑铜价维持强势。随着对等关税逐渐接近落地，市场风险偏好有所回落，铜价回调压力趋增。

图1：沪镍主力日K线



数据来源：iFinD、长江期货有色产业服务中心

二季度，特朗普当选美国总统后发布关税政策超出市场预期，铜价应声下跌后缓慢回调。

4月铜价高位跳水后逐渐上涨，月初沪铜位于8万元高位，特朗普关税政策影响全球贸易环境，引发市场恐慌，内外盘铜价均大幅下跌，探底7万2。但铜基本面仍存支撑，铜精矿加工费持续为负，供紧需强的背景下铜价逐渐收复失地，持续上涨回调。4月23日，特朗普在社交媒体表示，对

中国商品征收的关税不会高达 145%，且表示无意解雇美联储主席鲍威尔，短期关税政策的缓和预期升温，市场的担忧缓解，铜价回归偏强基本面，支撑铜价继续回调。

5 月铜价区间震荡。运行区间 7.7 万元-7.9 万元。特朗普关税政策持续影响市场，中美、英美就关税达成一致协议减弱关税负面影响，美国与欧盟等国贸易谈判仍过程阻滞。美国通胀升温预期仍存，就业整体稳健。基本面偏强，矿端仍较为紧缺，铜精矿现货粗炼费持续负值且扩大，Kakula 因震动而停产，同时铜下游需求端仍有支撑，中美经贸会谈达成带来抢出口需求，低库存仍支撑铜价。

6 月铜价偏强震荡，沪铜主力突破 8 万元，运行区间 7.7 万元-8 万元。地缘政治冲突引发风险偏好下降，但伊以暂时达成停火协议宏观回暖。供应端，矿治矛盾持续演绎，在出口盈利窗口下国内冶炼企业出口增加，国内现货供应紧张。需求端淡季走弱，但 6 月以来国内及海外铜库存持续处于历年低位，为铜价提供强力支撑，叠加宏观预期修复提振铜价冲高。

二、宏观分析

(一) 海外

1、全球经济增长态势预计放缓

2025 年，由于海外逆全球化关税政策等不确定性的影响，在 2024 年相对的稳定的增长之后，全球贸易格局的重塑下经济增速预计放缓。根据国际货币基金组织 (IMF) 2025 年 4 月的预测，2025 年全球经济增长率为 2.8%，较 2024 年 10 月预测的 3.2% 下调 40BP，其中美国经济增长率预测值从 2.2% 下调至 1.8%，特朗普驱逐移民和进口高关税等系列政策主张，会给美国劳动力市场和贸易端带来冲击，导致美国经济预计面临增长放缓和通胀顽固的双重挑战，而美国优先的政策主张和逆全球化的关税政策将会破坏全球贸易环境，对全球的经济增长带来负面影响。政策不确定性影响全球经济恢复，IMF 对全球经济的经济增长预测均较 2024 年 10 月大幅下调。

表 1：2025 年 4 月 IMF 经济增速预测 (实际 GDP，年百分比变化)

单位：%

	2024	2025E	2026E
全球产出	3.3	2.8	3.0
发达经济体	1.8	1.4	1.5
美国	2.8	1.8	1.7

欧元区	0.9	0.8	1.2
德国	-0.2	0.0	0.9
法国	1.1	0.6	1.0
意大利	0.7	0.4	0.8
西班牙	3.2	2.5	1.8
日本	0.1	0.6	0.6
英国	1.1	1.1	1.4
加拿大	1.5	1.4	1.6
其他发达经济体	2.2	1.8	2.0
新兴市场和发展中经济体	4.3	3.7	3.9
亚洲新兴市场和发展中经济体	5.3	4.5	4.6
中国	5.0	4.0	4.0
印度	6.5	6.2	6.3

数据来源：IMF 长江期货有色产业服务中心

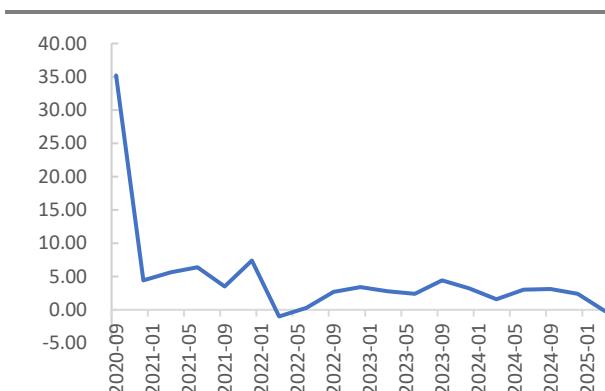
6月初，伊朗以色列爆发剧烈冲突，中东紧张局势不断升级，伊朗以色列战争使得原油价格大幅走高，一定程度提升全球通胀水平；同时，全球地缘政治影响贸易流通和大宗商品进出口，或拖累经济增长。后续地缘冲突紧张局势暂缓，但是依旧给全球经济增长预期带来不确定性。下半年全球经济走势，预计仍要受到逆全球化的海外关税政策以及全球地缘政治冲突的持续影响，全球各经济体2025年经济增速预期下调，有色金属终端需求或有所放缓。

2、美国经济较为坚韧，关税影响下通胀预期仍存

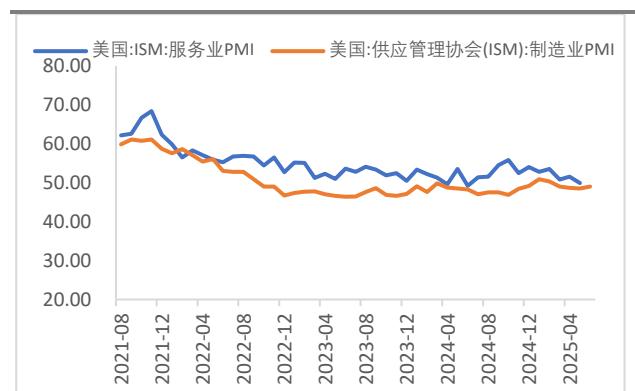
(1) 美国经济保持坚韧，但制造业持续低迷

2025年以来，美国经济增速有所放缓，制造业PMI较为低迷。美国5月ISM制造业PMI指数为48.5，为去年11月份以来的最低水平，不及预期的49.2。美国5月ISM制造业活动连续三个月萎缩，在关税上调的背景下，进口分项指标创十六年新低。各项指标均处于萎缩区间，整体上仍较为低迷。

经通胀调整后的一季度实际GDP年化季环比初值-0.3%，不及预期的-0.2%，较前值2.4%大幅回落，远低于前两年约3%的平均增长率；净出口拖累GDP接近5个百分点，受关税前进口激增和消费支出疲软影响，美国经济第一季度GDP下滑0.3%，其中进口创下五年最大增幅，净出口拖累GDP近5个百分点，政府支出自2022年来首次负增长。考虑到美国总统特朗普的政策主张，关税推高进口商品价格，也会带动美国国内替代品价格上涨；而限制移民导致劳动供给减少，削弱增长潜力，经济放缓、通胀升温是市场对于美国经济的一致预期。



数据来源：iFinD、长江期货有色产业服务中心



(2) 美国就业市场放缓，关税对通胀影响尚待显现

通胀方面，美国上半年通胀表现整体温和。美国5月CPI数据全线低于预期：总体CPI环比仅上涨0.1%，不及预期的0.2%；CPI同比小幅上涨2.4%，符合预期，美国五月CPI连续第四个月低于预期，表明关税尚未影响整体通胀水平。核心CPI环比0.1%，不及预期的0.2%，较4月的0.2%有所放缓；同比2.8%，不及预期的2.9%，4月为2.8%，保持在2021年3月以来的最低水平；关税之后的通胀水平整体较为温和，关税影响暂未显现。美联储更关注的核心个人消费支出（PCE）方面，美国5月PCE物价指数同比2.3%，预期2.3%，前值2.1%；美国5月PCE物价指数环比0.1%，预期0.1%，前值0.1%。核心个人消费支出（PCE）物价指数表现略超预期，环比上涨0.2%，与此同时，美国消费者支出出现自年初以来的最大跌幅，这表明特朗普政府经济政策带来的不确定性正日益拖累经济增长前景。美联储6月会议预测与去年12月预测对比来观察，去年12月预测PCE与核心PCE年率均为2.5%，今年6月预测分别为3.0%和3.1%。对应关税的冲击约0.5-0.6个百分点。

图4: 美国 CPI

单位: %

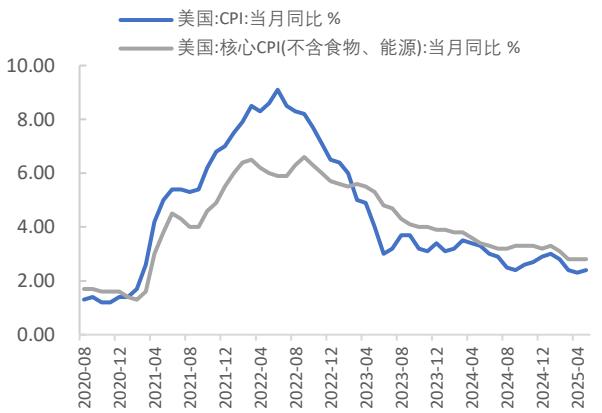


图6: 美国失业率及新增非农就业人数

单位: 人, %

图5: 美国PCE物价指数

单位: %

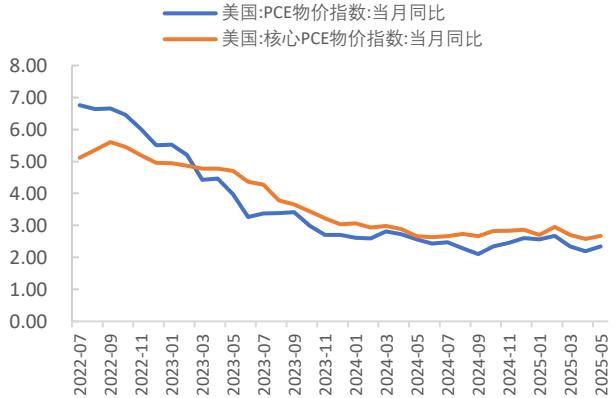
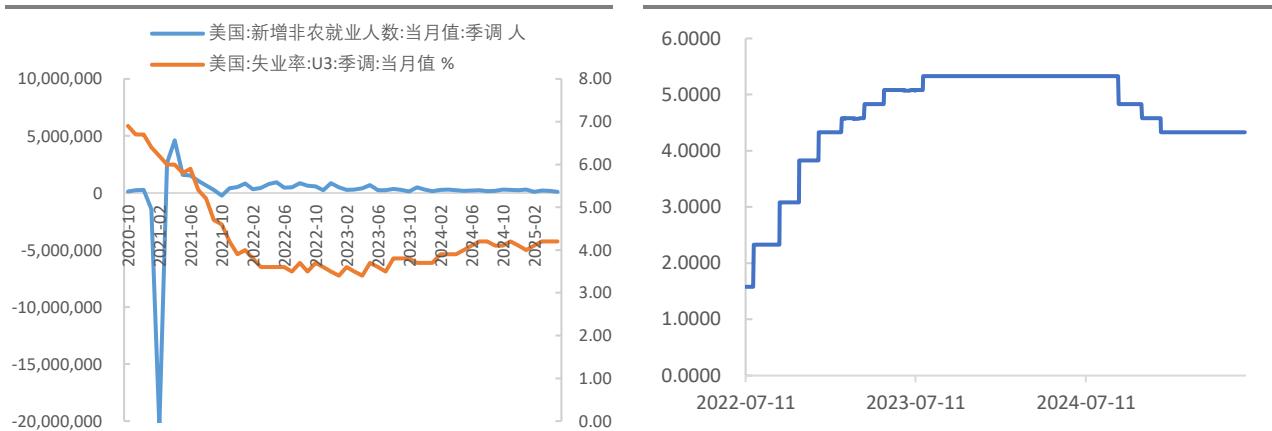


图7: 美国联邦基金利率



数据来源: iFinD、长江期货有色产业服务中心

就业方面, 2025 年以来美国劳动力市场整体有所降温, 美国失业率已由年初的 4% 升至 5 月的 4.2%。5 月新增非农就业 13.9 万人, 超出市场预期, 但前值和 3 月数据被合计下调 9.5 万人, 前值大幅下修仍体现出就业市场的降温。美联储 6 月议息会议预测中, 对 2025 和 2026 的 GDP 预测分别下调 30bp、20bp 至 1.4%、1.6%; 对核心 PCE 通胀率的预测, 2025/2026/2027 分别抬升 30bp、20bp、10bp 至 3.1%、2.4% 和 2.1%。在关税对美国通胀与经济的影响仍然存在的情况下, 美联储处于观望态度, 倾向于关税对经济的影响显现后再考虑降息, 点阵图指向预期年内降息两次。

(二) 国内

1、央行降准降息社融整体偏强, 国内价格水平持续较低

社融方面, 我国社会融资规模增量呈现季节性周期变动, 2025 年以来社融整体上强于去年同期。1-5 月我国社融增量累计为 18.63 万亿元, 比上年同期多 3.83 万亿元, 前五个月人民币贷款增加 10.68 万亿元, 还原置换债券影响后增速仍在 8% 左右。5 月末社会融资规模存量为 426.16 万亿元, 同比增长 8.7%。5 月 M2-M1 剪刀差为 5.6 个百分点, 较 4 月的 6.5 个百分点缩小了 0.9 个百分点。5 月 7 日, 国新办将举行新闻发布会, 中国人民银行行长潘功胜同时宣布降准降息, 将下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点, 并下调政策利率 0.1 个百分点, 从目前的 1.5% 下调到 1.4%, 同时下调住房公积金利率 0.25 个百分点。降准降息将进一步促进社融增速, 托底经济。

通胀方面, 当前国内 CPI 处于低位, 通胀水平仍较低, 国内价格水平有待提升。中国 5 月全国居民消费价格 (CPI) 同比下降 0.1%, 环比下降 0.2%, CPI 同比延续下降态势、环比也由涨转降, 主要受能源价格下降影响。贸易不确定下, 价格下行压力增大, 5 月 PPI 同比降幅由上月的 2.7% 扩大至 3.3%,

降幅为一年多以来最大，且连续逾两年处于负值区间；主要因为国际输入性因素影响国内相关行业价格下降以及国内部分能源和原材料价格阶段性下行。

图 8：我国 CPI 与 PPI



单位：%

图 9：贷款市场报价利率 (LPR) 5年和7日逆回购利率 单位：%

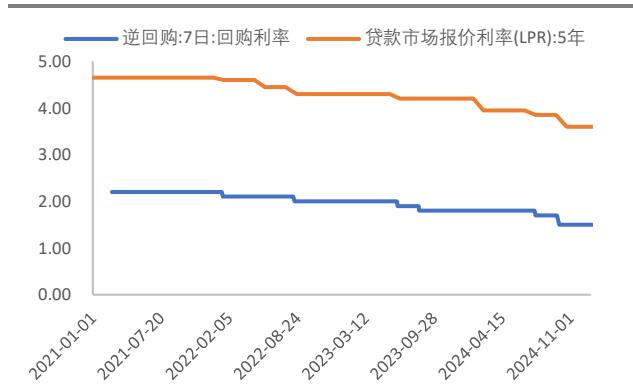
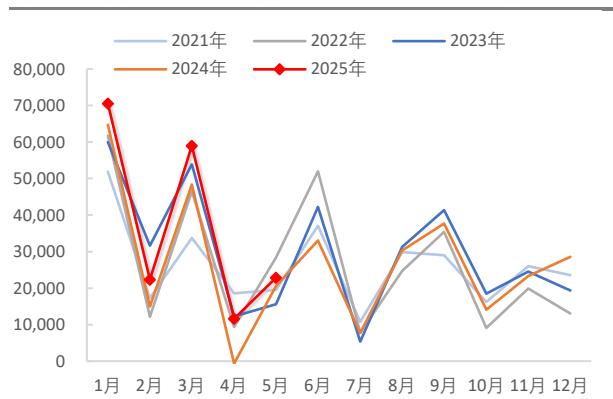
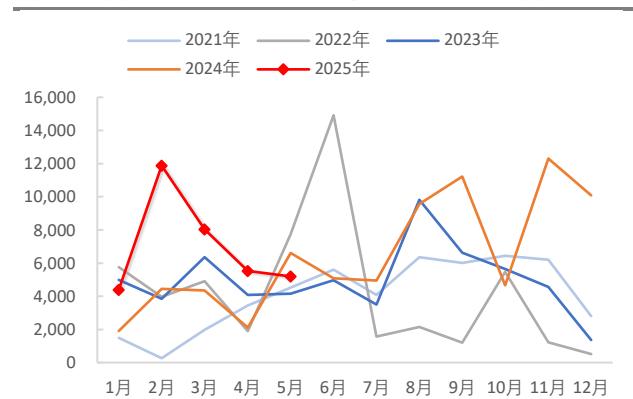


图 10：我国社会融资规模增量



单位：亿元

图 11：我国地方政府专项债券发行额



单位：亿元

数据来源：iFinD、长江期货有色产业服务中心

2、海外逆全球化施压国内经济增长，逆周期财政政策持续加码

2025年上半年，受海外关税政策等逆全球化因素影响，国内经济增长存在温和回落的压力。国内制造业 PMI 连续 3 个月在荣枯线以下，但持续处于回升态势。中国 6 月官方制造业 PMI 继续回升至 49.7，比上月上升 0.2 个百分点，制造业景气水平继续改善，新订单指数回升至扩张区间。非制造业商务活动指数为 50.5，比上月上升 0.2 个百分点，非制造业总体延续扩张。中国 6 月财新制造业 PMI 为 50.4，高于上月 2.1 个百分点，为 2024 年 11 月以来最高水平。关税战暂停影响逐渐显现，带动中国制造业景气度在 5 月短暂收缩后重回扩张。

1-5 月，规模以上工业增加值同比增长 6.3%。5 月工业生产平稳增长，规模以上工业增加值同比实际增长 5.8%。从环比看，5 月规模以上工业增加值比上月增长 0.61%。装备制造业和高技术制造业增长较快，新能源汽车产量同比增长 31.7%，工业机器人产量增长 35.5%。整体来看，随着存量政策和逆周期增量政策持续协同发力，我国企业生产经营活动总体扩张步伐有所加快，一揽子政策效应逐

步显现。

图 12：财新制造业和服务业 PMI

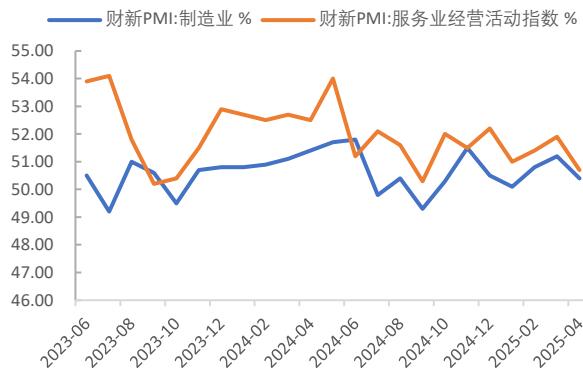


图 14：我国规模以上工业增加值同比 (%) 单位：%

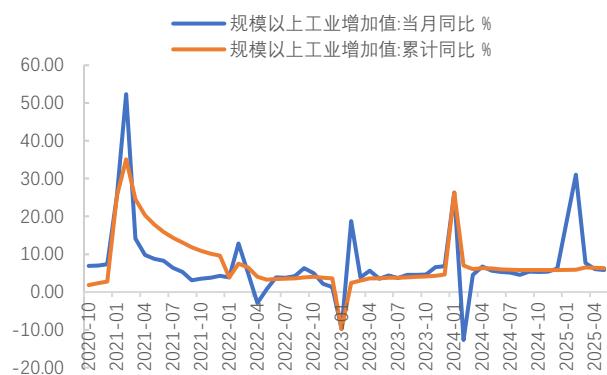
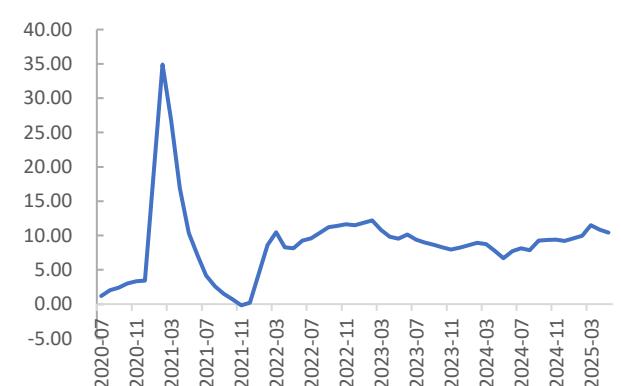


图 13：我国官方制造业 PMI 与名义 GDP 同比



图 15：我国固定资产投资完成额基础设施建设投资累计同比
单位：%



数据来源：iFinD、长江期货有色产业服务中心

面对内部经济增长乏力和外部环境更加复杂的情况，国内首提“加强超常规逆周期调节”，随着政策效应持续释放，一季度 GDP 实现稳定增长。根据国家统计局公布数据显示，一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。当前在海外关税壁垒盛行的贸易环境下，中国经济依靠内需和创新驱动的新格局正在形成。

2025 年下半年，国内将实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，提高财政赤字率和适时降准降息。在美联储降息周期开启下，下半年国内宏观政策将更具有操作空间，助力复杂环境下经济的持续稳健增长和全年经济增长目标的实现。

三、供需基本面分析

（一）供给端

1、铜矿

海外矿企停产扰动频发，铜精矿紧缺影响持续。今年以来国外多有矿山阶段性因素减停产。5 月刚

果金 Kakula 矿发生矿震，直接导致 Kakula 矿区的生产严重受损，最新发布的 2025 年 Kamoak-Kakula 铜产量指引量为 37-42 万金属吨，较年初发布的铜产量指引量 52-58 万金属吨下降了 28%。6 月初 Teck Resources 旗下 Carmen de Andacollo 铜矿发生机械故障，预计生产将因维修而中断一个月左右，预计产铜 5 万金属吨。海外矿端扰动频发，叠加铜精矿品位逐渐下降，2025 年全年铜精矿供给增量不及预期。

上半年以来铜精矿 TC 持续下跌，当前铜矿加工费处于历史低位。截至 6 月 30 日，铜精矿进口粗炼费为 -43.57 美元/吨，4 月底以来进口铜精矿粗炼费 (TC) 持续位于 -43 美元/吨左右的历史低位。2024 年 12 月，安托法加斯塔与江西铜业率先达成 2025 年长单协议，将 TC 定为 21.25 美元/吨、RC 定为 2.125 美分/磅，这一较 2024 年基准暴跌 73.4% 的定价。2025 年 6 月 27 日，中国头部冶炼企业与 Antofagasta 年中谈判结果 TC/RC 敲定为 0.0 美元/干吨及 0.0 美分/磅，长单水平也跌至铜冶炼行业有史以来的新低。

国内铜精矿进口增加，港口铜精矿库存略有下降。统计数据显示，5 月中国进口铜矿 239.52 万吨，环比减少 17.5%，同比增加 6.59%，1-5 月中国累计进口铜矿 1,240.76 万吨，同比增加 7.37%。铜精矿港口库存从 5 月持续走低，由 5 月 16 日的 88.7 万吨持续下降至 51.4 万吨（截至 6 月 20 日），已逼近历年铜精矿库存低位。国内冶炼厂原料供应承压，此后铜精矿供应估计会持续偏紧，冶炼厂对铜精矿的争夺将会持续加剧。

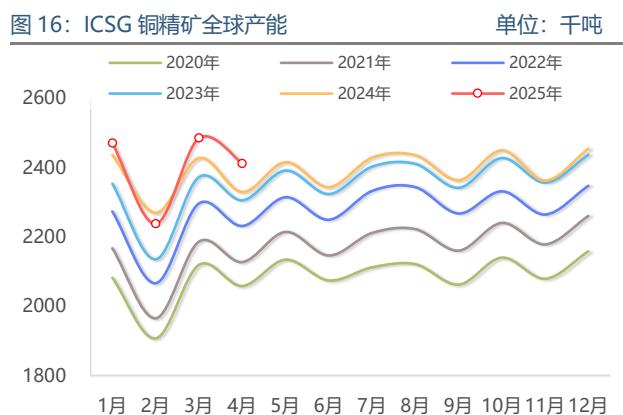


图 18: ICSG 铜精矿全球产量

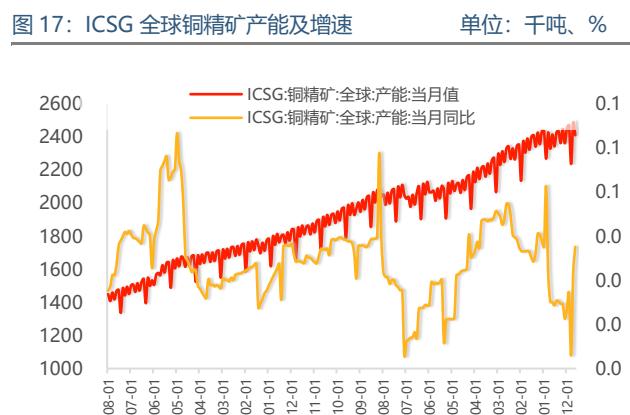
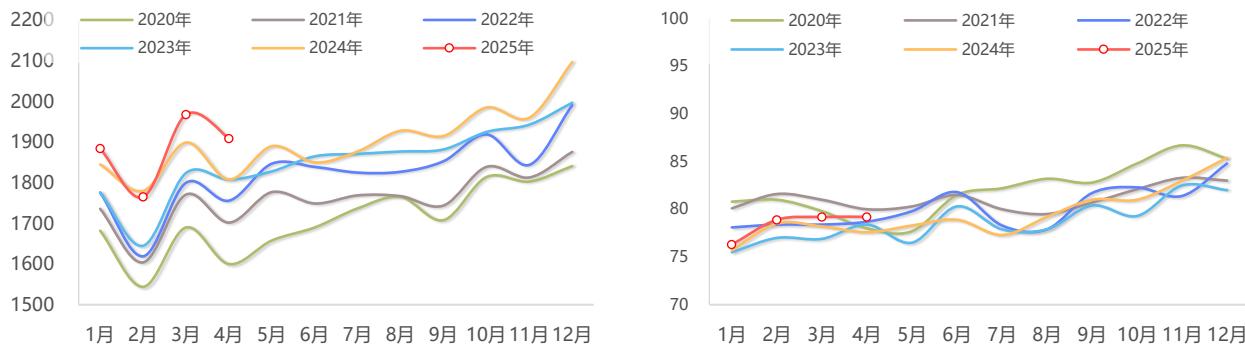


图 19: ICSG 全球铜精矿产能利用率



数据来源: iFinD、SMM、长江期货有色产业服务中心

2、电解铜

铜冶炼产能明显超出铜矿供给，国内精炼铜供应稳定增长。全球铜冶炼产能持续扩张，部分海外冶炼厂由于缺少铜精矿原料暂时停止产能，缺矿因素仍持续影响。2025年3月，嘉能可旗下的智利Altonorte冶炼厂因熔炉出现技术问题暂停生产，该冶炼厂年粗炼产能35万吨，6月，嘉能可旗下位于澳大利亚昆士兰州的Mount Isa冶炼厂因市场环境压力、能源与人力成本高企以及铜精矿短缺等因素已陷入不可持续状态，海外冶炼厂停产将加剧海外铜的供应压力。

表2: 2025年海外新增冶炼产能

单位: 万吨

序号	冶炼厂名称	国家	投产日期	新增产能
1	Adani	印度	2025年	50
2	PT Amman	印尼	2025年	22
3	Kamoa	刚果(金)	2025年	50
4	Kansanshi	赞比亚	2025年	12
5	Manyar	印尼	2025年	48
合计				182

数据来源: SMM 长江期货有色产业服务中心

国内冶炼产能具有刚性，出于区域经济发展、稳定就业等因素考虑，叠加铜作为建筑业、制造业、电力行业的重要原料的战略属性，地方政府的政策支持和补贴使得国内冶炼产能难以缩减。

表3: 2025年国内新增冶炼产能

单位: 万吨

序号	冶炼厂名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	使用原料	投产日期
1	金川集团(防城港)	40	40	铜精矿	2025年
2	金川集团(本部)	30	0	铜精矿	2025年
3	凉山矿业股份有限公司	0	12.5	铜精矿	2025年
4	铜陵有色	0	50	铜精矿	2025年
5	赤峰金通铜业有限公司二期	30	30	铜精矿	2025年
合计		100	132.5		

数据来源: SMM 长江期货有色产业服务中心

5月SMM中国电解铜产量环比增加1.26万吨，升幅为1.12%，同比上升12.86%。1-5月累计产量同比增加54.48万吨，增幅为11.09%，国内前期投产的冶炼厂产量持续上升。副产品硫酸价格因为供应减少出口需求增加，导致价格反弹，硫酸价格上升有效弥补冶炼亏损，使得冶炼端压力有所缓解。

图20：铜精矿现货粗炼费 (TC)

单位：美元/吨

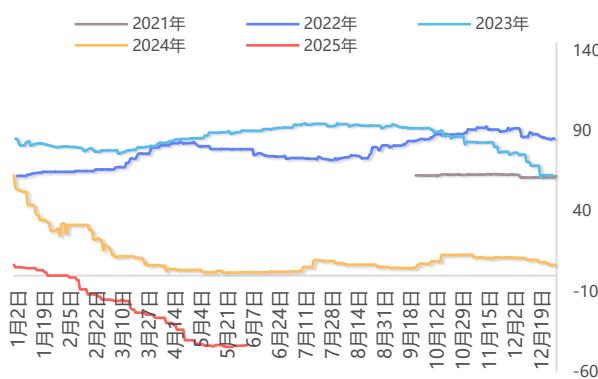


图21：国内南方粗铜加工费 (上海有色)

单位：元

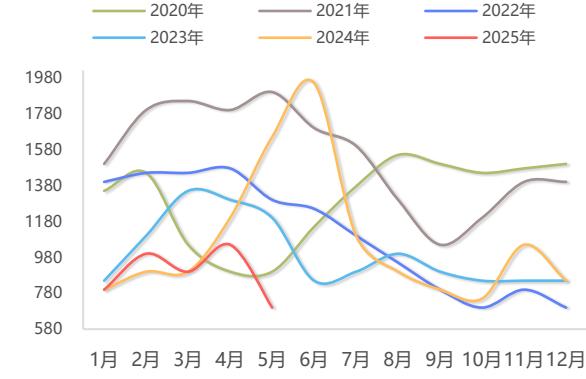


图22：我国精铜产能及利用率

单位：万吨/年、%

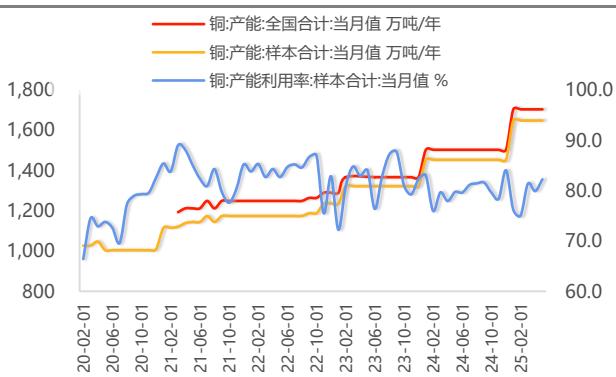
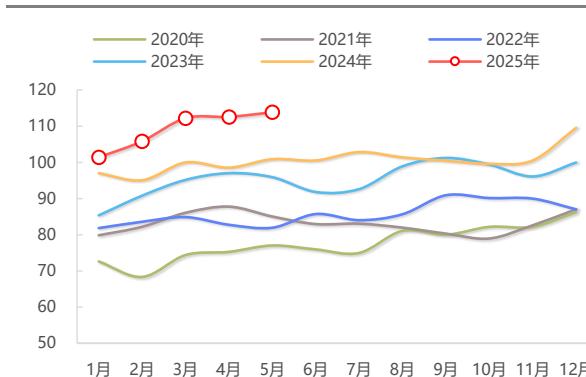


图23：我国电解铜产量

单位：吨



数据来源：iFinD、SMM、长江期货有色产业服务中心

2025年冶炼新增产能释放数量远远大于新增铜精矿数量。下半年，在矿冶矛盾持续演绎下，冶炼厂对铜精矿的竞争将会加剧，预计下半年国内精炼铜产量增速将会放缓，叠加国内精铜出口窗口大幅打开，精炼铜供给预计偏紧。

3、再生铜

废铜回收和再生铜利用受到国家层面政策支持，对铜精矿短缺形成补充。国家公布《2030年前碳达峰行动方案》(2021年)、《工业领域碳达峰实施方案》(2022年)、《有色金属行业碳达峰实施方案》(2022年)等，明确提出加快再生有色金属产业发展，提高再生铜产量，“加强资源再生产品和再制造产品推广应用”。预计2025年再生铜产量达到400万吨，再生金属供应占比达24%以上。

关税扰动废铜进口，美国废铜进口下降明显。中国2025年5月废铜(铜废碎料)进口量为

185,200.91 吨，环比减少 9.55%，同比下降 6.53%。泰国是第一大供应国，当月从泰国进口废铜 21,224.67 吨，同比增加 74.60%。进口同比减少最大的国家为美国，5 月从美国进口废铜 14,023.12 吨，同比减少 65.61%。由于关税政策影响，国内从美国进口废铜成本较高，同时由于存在国内对进口美国废铜加征关税的影响，因此美国再生铜原料难以进入中国市场，从美国进口废铜量同比大幅下滑。由于进口再生铜原料报价维持偏高水平，国内贸易商对高价废铜接受度低，叠加淡季弱需求，6 月废铜进口降幅或持续。

再生铜制杆月度开工率淡季下滑，整体处于历年低位。3 月以来，再生铜杆月度开工率持续下滑，5 月再生铜杆开工率为 29.92%，环比下降 3.97%，同比下降 12.13%。再生铜原料海外供应下降预期持续，国产再生铜原料供应量受铜价窄幅震荡影响，市场供应量维持偏紧状态。根据 SMM，再生铜原料低供应量导致再生铜原料价格偏高，再生铜杆企业 5 月平均销售损失 245 元/吨，持续的销售损失让再生铜杆企业减少生产天数。同时进入淡季再生铜杆企业在新增订单有限，5 月精废杆平均价差 1156 元/吨属于中性水平，对于终端线缆企业来说，再生铜杆的经济效益并不强，对再生铜杆需求极为有限。

图 24：我国废铜进口数量

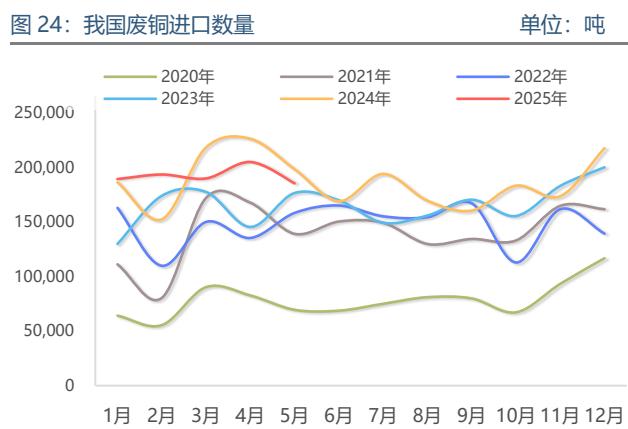
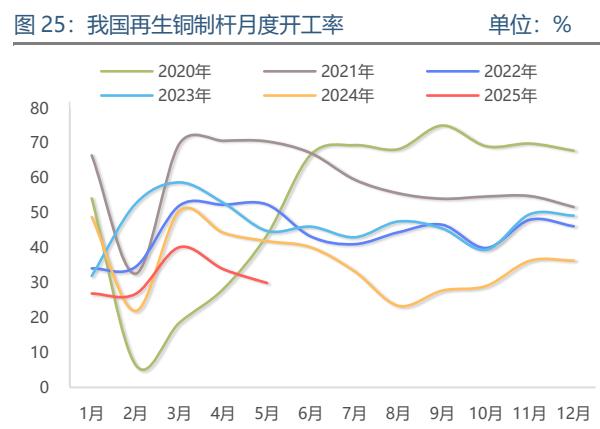


图 25：我国再生铜制杆月度开工率



数据来源：iFinD、SMM、长江期货有色产业服务中心

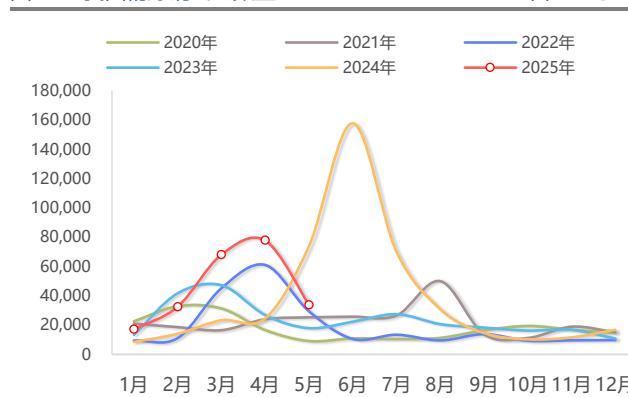
4、进出口

2025 年上半年，沪铜进口盈亏几乎持续为负，进口窗口基本关闭。铜精矿紧平衡与低 TC 影响全球电解铜供应，同时受美国关税预期政策影响，大量电解铜涌向美国，使得全球电解铜 CIF 提单溢价均出现一定程度上涨。随着铜价受到 BACK 结构走扩的基本面支撑后短暂冲高，进口比价走弱，国内冶炼厂开始布局出口计划。3 月开始国内冶炼厂因电解铜出口盈利空间大开增加出口量，大部分货源交往 LME

韩国、台湾、新加坡交割库中。

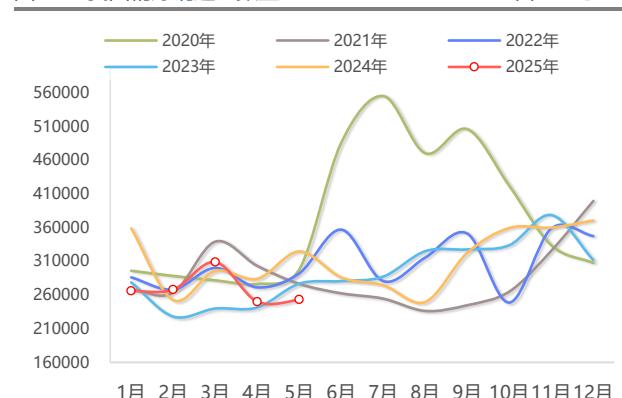
中国5月精炼铜进口量为29.27万吨，环比下降2.49%，同比下降15.64%。其中刚果为最大供应国，供应量在9.03万吨，环比减少20.64%，同比下降31.61%。俄罗斯是第二大供应国，供应量为3.77万吨，环比上升47.67%，同比增长184.37%。目前海外精铜明显紧缺，随着美国关税预期政策影响，全球电解铜涌向美国，国内精炼铜进口同比环比均下降。中国5月精炼铜出口量为33737吨，环比和同比双双下滑逾五成。5月份中国精炼铜出口量出现明显回落，不过6月左右出口窗口打开，冶炼厂出口积极性仍强，后续仍需关注比价变化。

图26：我国精炼铜出口数量



单位：吨

图27：我国精炼铜进口数量



单位：吨

数据来源：iFinD、SMM、长江期货有色产业服务中心

（二）需求端

全球铜终端应用过去十年铜消费结构相对稳定，主要在建筑、基础设施、工业制造、交通等终端领域。随着“双碳”经济的要求，绿色能源、绿色出行渐成趋势。全球光伏太阳能、核电、风电及配套储能设施等新兴能源系统建设比重稳步提升。AI革命进一步助推绿电、储能和新型数字化配网等领域的基础建设，涉及新能源领域的铜消费改变了传统消费结构，这种结构性需求的持续快速增长未来或将持续引领铜消费进入全新的上升周期。

1、电力工程

电网投资规模创新高，大幅带动铜需求。国家电网全年电网投资首次提高到6500亿元，且不排除年中加强逆周期调节，进一步上修电网投资预期的可能。南方电网2025年电网投资规模将达到1750亿元，国网、南网今年的电网总投资将超8250亿元，比2024年陡增了2200亿元。1-5月电网投资额累

计同比增长约 19.8%，结合线缆实际用铜量的增长，预计国内电力建设铜实际消费量增速有望继续提升。

在光伏发电成本持续下降和全球绿色复苏等有利因素的推动下，光伏新增装机持续保持增长。2024 年我国光伏新增装机量达到了 277.57GW，同比增长 28.3%，相当于 2010-2020 年 11 年的累计装机量。今年 1 月国家能源局发布的《分布式光伏发电开发建设管理办法》提出大型工商业项目需选择全部自发自用模式，5 月 1 日后无法获得余电上网带来的保障性收购电价；随后国家发展改革委、国家能源局联合发布《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》，推动新能源上网电量全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成，执行时间点为 6 月 1 日。上述政策引发“抢装潮”。2025 年 1-5 月，我国光伏装机累计新增 19,785 万千瓦，同比增长 149.97%；风电装机累计新增 4,628 万千瓦，同比增长 134.21%。根据中国光伏行业协会预测，2025 年中国光伏新增装机规模为 215GW-255GW，相比 2024 年的同比下降约 10%，上半年的同比大幅增长意味着下半年新增装机量将快速下滑，光伏、风电面临抢装效应后带来的下半年装机量投资萎缩。

图 28：我国电网工程投资完成额

单位：亿元

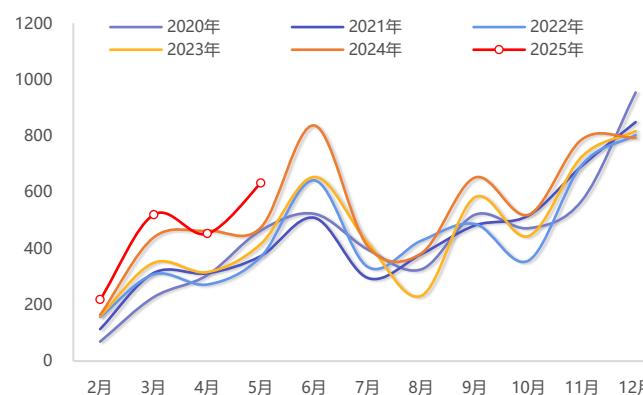


图 30：我国风电装机量 (月新增)

单位：万千瓦

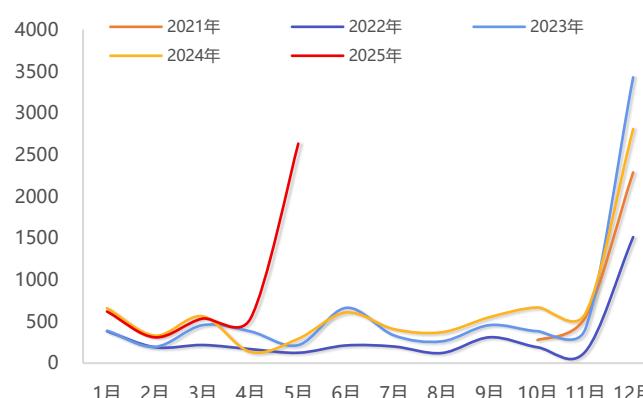


图 29：我国电源工程投资完成额

单位：亿元

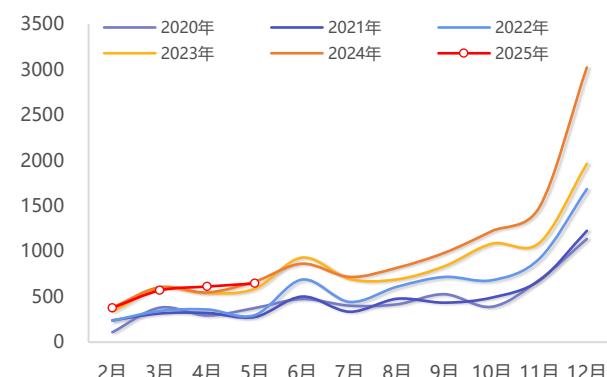
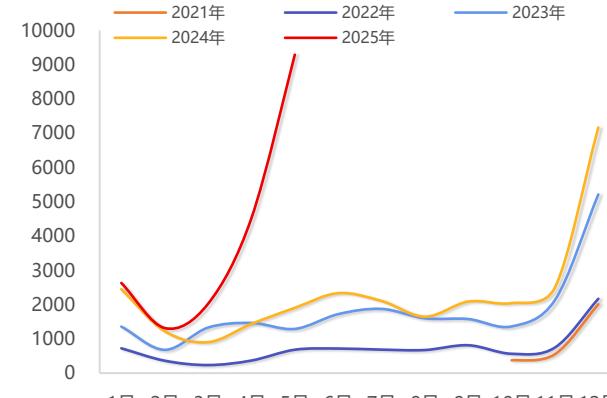


图 31：我国光伏装机量 (月新增)

单位：万千瓦



数据来源: iFinD、SMM、长江期货有色产业服务中心

2、房地产

目前房地产处于磨底阶段，销售边际好转，但开发投资额、新开工面积等仍待“止跌回稳”。1-5月，我国房地产开发投资额累计36,233.84亿元，同比减少10.70%；我国房屋新开工面积累计同比下降22.80%，房屋竣工面积累计同比下降17.30%，仍然延续大幅下跌。1-5月，我国商品房销售面积累计同比下降2.9%，去年同期为-20.3%，降幅明显缩窄。5月，我国30大中城市商品房成交面积约为821.09万平方米，同比下降4.95%，环比增加11.69%。整体来看，房屋新开工面积、房屋竣工面积累计同比延续跌势，跌幅继续走阔，而销售数据已经明显好转，商品房销售面积累计同比跌幅大幅收窄，30大中城市商品房成交面积环比同比均有增加。

投资数据表明房地产建设依然是铜消费拖累部分。展望下半年，在国家重民生稳增长保楼市的政策背景下，房地产市场的重要性不言而喻，房地产止跌路径愈发清晰，回稳仍有待观察。作为铜下游重要终端领域，关注后续相关政策的持续性，以及政策落地传导到房地产开发投资端的时间。

图 32：我国房地产竣工面积

单位：万平方米

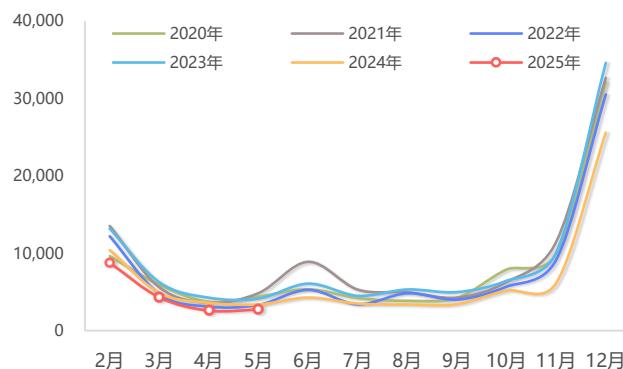


图 33：我国房地产新开工施工面积

单位：万平方米

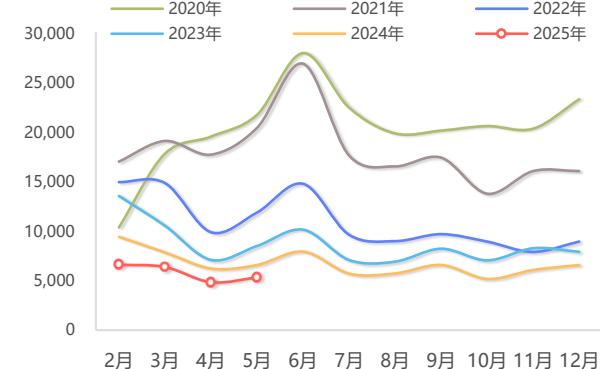


图 34：我国商品房销售面积

单位：万平方米

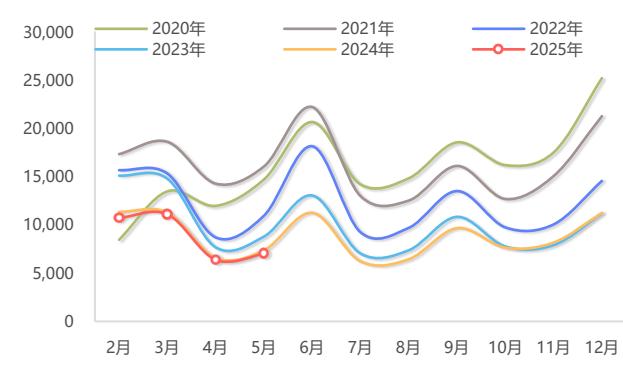


图 35：我国商品房待售面积

单位：万平方米

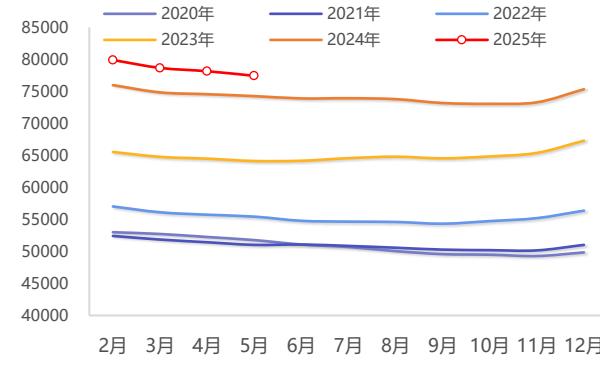


图 36：100 大中城市成交土地规划建筑面积

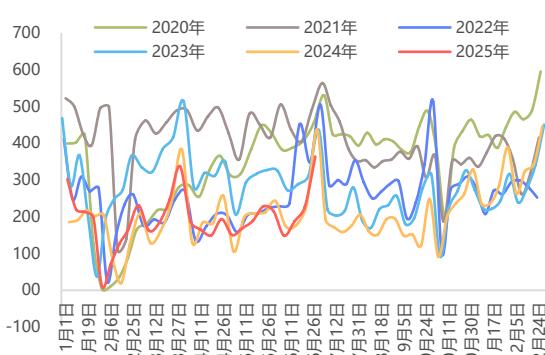
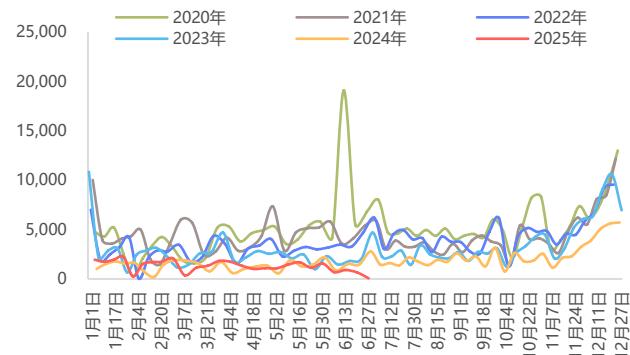
单位：万平方米



图 37：30 大中城市商品房成交面积

单位：万平方米





数据来源: iFinD、SMM、长江期货有色产业服务中心

3. 汽车

政策利好持续支持，新能源汽车产销维持高增。1-5月，我国汽车产量1,275.7万辆，同比增加11.1%。新能源汽车方面，受到国家以旧换新政策支持和厂家降价让利提振影响，推动国内新能源汽车产销量持续高增。1-5月我国新能源汽车产量564万辆，同比增长40.80%。1-5月我国新能源汽车销量560.8万辆，同比增长43.97%。5月国内新能源汽车零售渗透率已达到52.90%，仍然维持高位。新能源汽车是国内经济发展的重要增长极，在国内新能源汽车补贴及以旧换新政策不断发力下，新能源汽车将继续作为国内经济增长的重要抓手，预计2025年下半年产销量仍将维持高位。

全球新能源汽车销量整体维持稳定增势。我国为世界新能源汽车第一出口国，根据中国汽车工业协会数据，1-5月，我国新能源汽车出口数量85.1万辆，同比增长63.65%，欧洲和美洲是我国新能源汽车的主要出口销售地区，上半年关税博弈下抢出口持续演绎，一定程度带动新能源汽车出口高增。

展望下半年，在耐用品以旧换新政策的持续支持下，新能源汽车产量有望维持中高速增长。欧盟、美国以及加拿大等2024年以来分别对我国新能源汽车出口实施高额关税及反补贴税，2025年下半年海外关税影响或将持续，受到欧美关税壁垒的限制，新能源汽车出口增幅或进一步受限。

图 38：我国汽车产量

单位：万辆

图 39：我国新能源汽车产量

单位：万辆

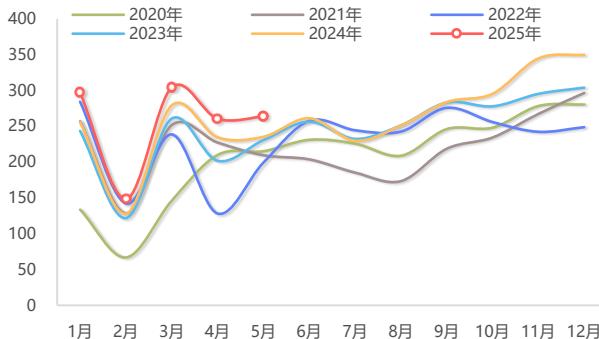


图 40：我国新能源汽车销量 单位：辆

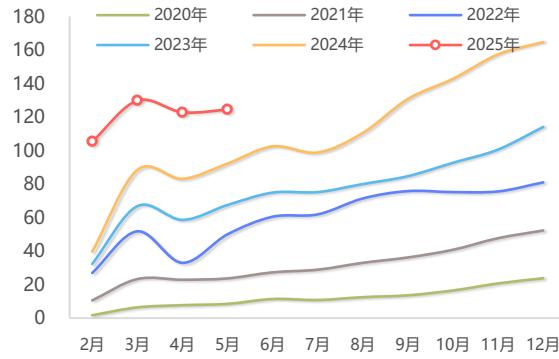
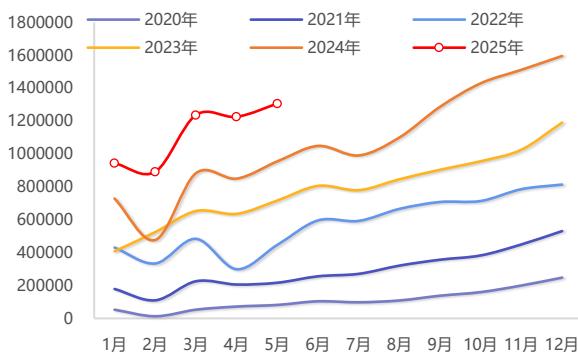


图 41：全球新能源汽车销量 单位：辆



数据来源：中国汽车流通协会、乘联会、长江期货有色产业服务中心、iFinD

4、家电

两新政策持续发力，家电产销增长保持稳定。国家多部门密集出台政策，推动设备更新和消费品以旧换新。2025年1月5日，国家发展改革委、财政部发布《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，要求“加力推进设备更新”“扩围支持消费品以旧换新”。中央财政预拨2025年消费品以旧换新专项资金810亿元，且国家发展改革委通过超长期特别国债向地方直拨资金，用于“两新”政策落地执行。

1-5月，我国空调、家用电冰箱、冷柜、洗衣机产量累计同比增速全面下滑至5.9%、-1.5%、-5.7%、9.3%。空调方面，根据产业在线据显示，5月中国家用空调生产2081.2万台，同比下滑1.8%；销售2203.4万台，同比增长2.3%。其中内销规模1412.5万台，同比增长13.4%；出口规模790.9万台，同比下降12.8%。2025年二季度以来，国内家电市场延续内销转暖、出口走弱的趋势。内销走强主要受益于以旧换新补贴政策以及节日促销备货的拉动；出口市场在前期为规避关税调整订单前置的影响下，普遍进入了销库存阶段。

中国以旧换新政策持续实施，且后续国补资金接续落地，将继续提高消费者的家电购买情绪，提振家电产销保持稳定增长。

图 42：我国冷柜和冰箱产量 单位：万台

图 43：我国家用洗衣机产量 单位：万台

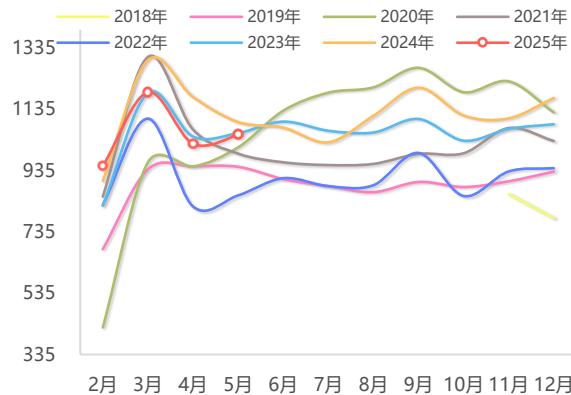


图 44: 我国彩电产量 单位: 万台

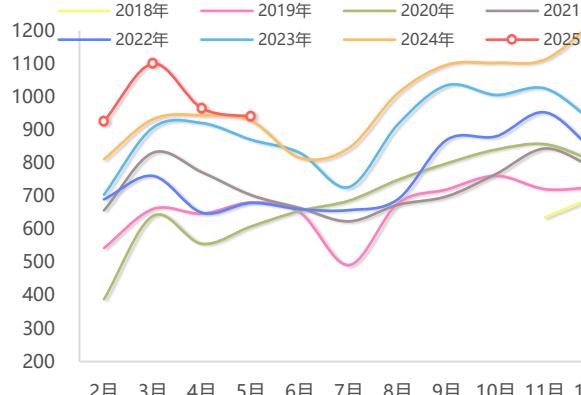
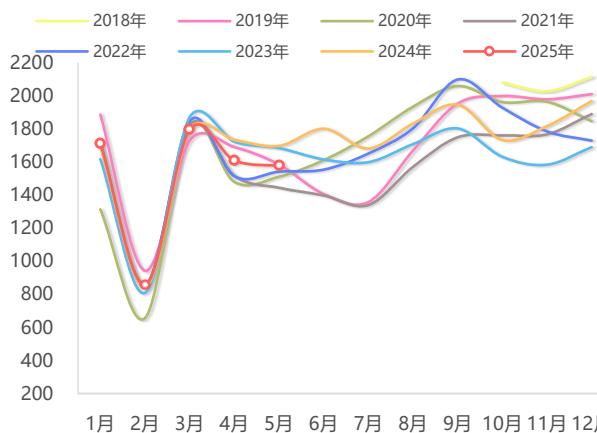


图 45: 我国家用空调产量 单位: 万台



数据来源: iFinD、SMM、长江期货有色产业服务中心

五、库存与供需平衡

库存方面，2025年3月以来铜库存持续去化。3月以来出口盈利窗口开启。叠加下游进入金三银四传统消费旺季，铜制品开工率超预期。海外加征关税预期下国内厂家抢出口，铜库存去化顺畅。截至6月20日，上海期货交易所铜库存10.08万吨，国内铜社会库存14.59万吨，上期所和国内铜社会库存处于持续去化态势，且位于历年低位。海外受铜精矿紧缺及铜现货加工费持续为负，海外铜冶炼产能收缩，叠加美国对铜加征关税的预期，纽伦铜持续维持较高价差，海外铜运往 COMEX, LME 库存持续去化，COMEX 铜持续累库，LME 库存去化带动全球显性库存下降。截至6月20日，全球铜显性库存49.98万吨，较年初去库约2万吨，全球铜显性库存仍持续位于低位。

图 46: 我国铜社会库存

单位: 万吨

图 47: 全球铜显性库存

单位: 吨

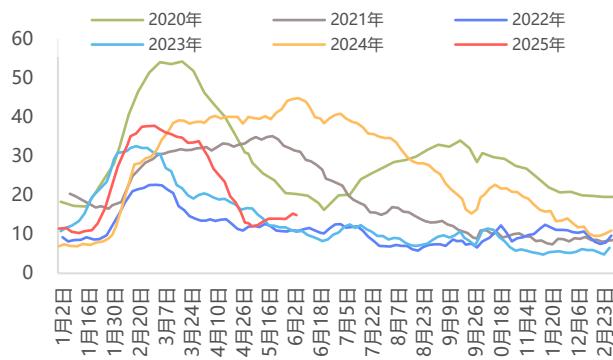


图 48: LME 铜库存

单位: 吨

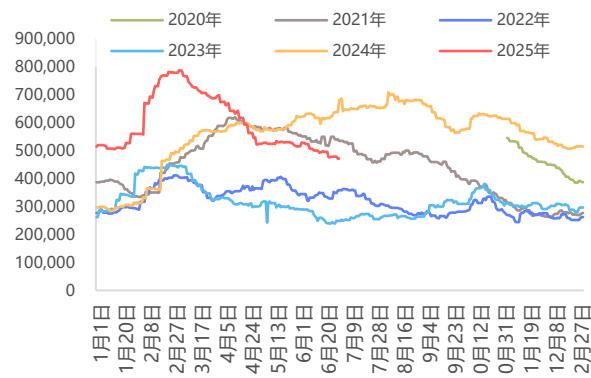
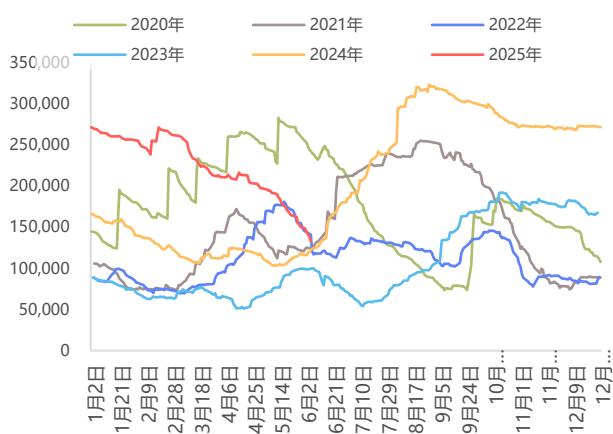


图 49: COMEX 铜库存

单位: 吨



数据来源: iFinD、SMM、长江期货有色产业服务中心

社会库存去化速度将加快，下半年国内库存可能处于低位，且铜出口出现盈利，有利于国内库存阶段性向海外移动，使得国内库存阶段性去化。LME 铜库存持续去化，注销仓单比例持续高企，海外铜库存仍将维持低位，对铜价形成稳定支撑。

综合考虑全球铜矿项目以及冶炼产能状况，整体供应端 2025 年保持增长。预计矿铜产能保持 3.3% 的年增长率，年产能预计在 2923.1 万吨，全年预计全球产量 2367.7 万吨，比 2024 年 2297.8 万吨（预估）增长 70 万吨，年增长 3.0%。

表 4: 全球铜精矿供需平衡表 (千吨)

日期	ICSG: 铜精矿: 全球: 产能	ICSG: 铜精矿: 全球产能同比	ICSG: 铜精矿: 全球: 产能利用率	ICSG: 铜精矿: 全球: 产量	ICSG: 铜精矿: 全球产量同比
单位	千吨	%	%	千吨	%
2025E	29231.3	3.3%	81.0	23,677.3	3.0%
2024	28,493.0	2.9%	81.2	22,977.5	2.7%
2023	27,510.0	3.4%	81.4	22,380.0	2.1%
2022	26,606.0	2.2%	82.4	21,922.0	3.1%
2021	26,028.0	3.9%	81.7	21,265.0	2.5%
2020	25,059.0	3.0%	82.8	20,743.0	0.4%
2019	24,328.0	0.6%	85.0	20,669.0	0.3%

数据来源: iFinD ICSG 长江期货有色产业服务中心

全球精炼产能有较大幅度增长，但考虑矿端的约束及超低长单 TC 的影响，预计 2025 年全球冶炼产能利用率下滑至 79%，精铜产量预计增长 73 万吨，增幅下滑至 2.6%。考虑特朗普执政后全球逆全球化的前景以及新能源需求边际增速放缓的状况，预计全球精铜消费保持 3% 的增长，全年预计增长 81.7 万吨，整体供需小幅过剩 24.6 万吨。

表 5：全球精炼铜供需平衡表（千吨）

日期	精铜	全球	原生铜	再生铜	精铜	精铜全球	精铜全球	精铜	精铜	精铜	全球
	全球产能	产能利用率	全球产量	全球产量	全球产量	产量同比	消费量	消费量同比	期末库存	库存变化	供需平衡
单位	千吨	%	千吨	千吨	千吨	%	千吨	%	千吨	千吨	千吨
2025E	35,800.0	79.0	23432.0	4850.0	28282.0	2.6%	28036.5	3.0%	1549	100.0	245.5
2024	32,624.0	82.0	22889.0	4663.0	27552.0	4.0%	27219.9	2.5%	1449.0	258.0	332.1
2023	32,166.0	82.4	22014.0	4489.0	26503.0	4.9%	26556.0	2.8%	1191.0	-67.0	-52.0
2022	31,413.0	80.5	21120.0	4153.0	25273.0	1.5%	25830.0	2.5%	1258.0	48.0	-557.0
2021	30,773.0	80.9	20751.0	4149.0	24900.0	1.1%	25211.0	1.1%	1210.0	-26.0	-311.0
2020	30,281.0	81.3	20777.0	3843.0	24621.0	1.9%	24948.0	2.6%	1236.0	21.0	-327.0
2019	29,565.0	81.7	20152.0	4007.0	24159.0	0.3%	24321.0	-0.6%	1215.0	-12.0	-162.0

数据来源：iFinD ICSG 长江期货有色产业服务中心

四、2025 年下半年展望

1、宏观承压情况有所好转，关注美联储降息节奏

2025 年特朗普上台，逆全球化的关税政策破坏全球贸易格局，也带来通胀抬升的预期。中美关税博弈暂时缓和，美国关税政策作为谈判筹码的作用愈发明显，后续关税政策或在市场预期内。全球进入降息周期，上半年美国通胀温和，一定程度为美联储降息带来铺垫。下半年在美联储降息预期以及地缘政治冲突有所缓和下，宏观环境相对上半年偏暖。若美联储 9 月降息，国内降息空间打开，国内财政政策和货币政策预计持续加码稳定消费，提振经济。宏观转暖叠加内外货币政策共振下铜价有望继续提升，但需关注美国铜关税加征落地影响，或短期内打压铜价。

2、铜精矿 TC 历史低位下铜供应偏紧，需求有所放缓但韧性仍存

铜矿品位下降叠加矿端扰动事件增加，2025 年全球铜矿产量增量或不及预期。供给端矿冶矛盾持续演绎，铜精矿现货加工费跌至-43 美元左右的历史低位，国内头部冶炼企业和与 Antofagasta 年中谈判结果 TC/RC 敲定为 0.0 美元/干吨及 0.0 美分/磅创造长单历史。在铜精矿持续紧缺的情况下，下半年冶炼厂对铜精矿的抢夺将会加剧，预计下半年精炼铜供给将趋于紧张。需求端，政府专项债发行速度加快

带动基建实物量边际改善，“两新”政策推动制造业投资和居民消费，新能源汽车、家电产销保持韧性。电力投资方面，“抢装潮”带动上半年光伏装机大幅增加，下半年面临抢装退潮压力。但电网投资将继续保持高增长，电网相关订单景气度仍将延续，对冲上半年光伏风电需求透支压力。

3、2025年下半年铜供需紧平衡，铜价预计偏高震荡

整体而言，随着关税对抗有所缓和以及地缘政治冲突逐步稳定，铜价将回归供需基本面。供给端铜精矿紧缺，下半年或将逐渐演变成精铜供应偏紧。需求端增速虽有放缓但是支撑稳健，随着下半年需求旺季的到来，以及国内财政货币政策释放托底，需求整体仍然可期。全球铜库存仍处于历年低位，对铜价存在向上支撑。宏观方面美国加征铜关税或施压铜价，但基本面整体偏强的情况下，铜价仍是易涨难跌。预计下半年铜价维持高位震荡运行，运行区间或在 75000-83000 之间。

风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

免责声明

长江期货股份有限公司拥有期货交易咨询资格。长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

联系方式

地址：湖北省武汉市江汉区淮海路 88 号 13、14 层

邮编：430000

电话：(027) 65777106

网址：<http://www.cjfco.com.cn>