

铜 05 月报
2025 年 4 月 30 日

关税冲击缓和 铜价重归基本面

第一部分 铜市场综述

研究员：王 伟

期货从业证号：

F03143400

投资咨询从业证号：

Z0022141

✉:wangwei_qhyj@chinastock.com.cn

4 月 2 日由于美国对全球加征对等关税引发铜价恐慌性暴跌，价格从 4 月 2 日的收盘价 9721 美元/吨最低跌到 4 月 7 日国内开盘前的 8105 美元/吨，跌幅达到 16.6%，内外盘价格悬殊，现货买盘大量入场，国内跌停板打开。4 月 9 日特朗普宣布暂停对 75 个国家征收对等关税 90 天，美国关税态度缓和，推动价格反弹，截止到 4 月 25 日，lme 铜价最高反弹到了 9481.5 美元/吨，国内 78520 元/吨，几乎收复了因加征关税造成的全部跌幅。

铜精矿供应紧张，加工费已经下降到-42 美元/吨的位置，不过冶炼厂并没有减产计划，废铜产粗铜比例提高到了 20%附近。在特朗普关税政策影响下，全球消费前置，90 天的关税暂停期，海外的抢出口仍将持续，国内的出口订单受到一定程度的限制，但考虑到目前没有国家能够取代中国在全球产业链中的地位，我们认为国内还是能通过转口贸易出口高附加值的产品。4 月的高速去库不可持续，预计 5 月整体消费或前高后低，并表现出一定程度的韧性，库存可能会继续小幅下滑，现货升水保持坚挺。比值的情况取决于国内 5、6 月的消费情况，由于当前库存水平较低，如果 5、6 月消费继续保持坚挺，进口窗口将阶段性开启，但长期来看，消费走弱后，国内供应过剩的压力显现，进口窗口可能会持续关闭。

价格方面，5 月尤其是五一期间，国内有三天不开盘的时间，而在这三天内有多个重要数据发布：5 月 1 日美国 ism 制造业 pmi，5 月 2 日欧元区制造业 pmi、美国失业率、非农就业数据等，在国内收盘期间这些数据的发布可能会对价格造成比较大的影响。当前铜价接近关税落地前的水平，消费的持续性有待观察。5 月是转口订单的重要观察期，若转口订单仍能发出，价格将继续盘整，主要价格维持在 75000-80000 元/吨，若转口订单全部被禁止，那么价格将重回 73000 元/吨。长期来看，中美脱钩是必然趋势，今年美国的关税政策对全球经济造成了较大的冲击，铜价整体重心下移，但在美国关税落地明朗化之前，铜价的下跌可能并不顺畅。

风险点：禁止中国转口贸易、美国关税政策变动、经济衰退

图1: LME走势图



数据来源: 银河期货、文华财经

第二部分 市场篇

一、行情回顾

4月2日由于美国对全球加征对等关税引发铜价恐慌性暴跌,价格从4月2日的收盘价9721美元/吨最低跌到4月7日国内开盘前的8105美元/吨,跌幅达到16.6%,内外盘价格悬殊,现货买盘大量入场,国内跌停板打开。4月9日特朗普宣布暂停对75个国家征收对等关税90天,美国关税态度缓和,推动价格反弹,截止到4月25日,Ime铜价最高反弹到了9481.5美元/吨,国内78520元/吨,几乎收复了因加征关税造成的全部跌幅。

基本面方面,国内买盘强势,持货商不愿低价出货导致现货升水上涨。我们认为4月消费大增的原因包括几个方面:第一,3月价格居高不下,下游采购需求被压制;第二,节后价格大幅下跌后,采购、备库需求明显增加;第三,四月份的订单基本都是前期签订的,出口没有受到影响。终端来看,增长最为明显的是电线电缆、光伏、出口,消费呈现结构性分化特征,新兴领域需求增长与传统地产疲软形成鲜明对比。2025年4月全球显性库存相较3月减少11.99万吨,达到60.4万吨。中国社会库存连续八周连续去库,2025年4月较3月减少15.55万吨,达到18.17万吨,保税区库存较3月增加0.62万吨至8.51万吨,国内库存总量已经降到了近五年季节性同期的最低水平,市场大幅去库,带动价差和升贴水走高,部分现货商担心软逼仓的风险。进口盈亏维持在窗口打开附近波动,短期国内原料供应紧张,需要进口精炼铜补充铜元素。目前外盘contang内盘back结构,买国外卖国内的虚盘操作若长期持有会有比较大的结构亏损,建议实物进口,不做虚盘正套。

二、行情展望

宏观方面：5月尤其是五一期间，国内有三天不开盘的时间，而在这三天内有多个重要数据发布：5月1日美国ism制造业pmi，5月2日欧元区制造业pmi、美国失业率、非农就业数据等，在国内收盘期间这些数据的发布可能会对价格造成比较大的影响。同时特朗普关税政策还没有明朗化，特朗普的言论仍会对市场造成冲击。

基本面方面：铜精矿供应紧张，加工费已经下降到-42美元/吨的位置，不过冶炼厂并没有减产计划，在特朗普关税政策影响下，全球消费前置，90天的关税暂停期，海外的抢出口仍将持续，国内的出口订单受到一定程度的限制，但考虑到目前没有国家能够取代中国在全球产业链中的地位，我们认为国内还是能通过转口贸易出口高附加值的产品。4月的高速去库不可持续，预计5月整体消费或前高后低，并表现出一定程度的韧性，库存可能会继续小幅下滑，现货升水保持坚挺，当然如果严格限制中国的转口贸易，那么国内的消费将会遭遇巨大的下行压力，库存会很快开始累积。LME与COMEX价差再度反弹到1000美元/吨上方，市场定价的关税幅度是在10-15%，南美地区的货物继续发往美国，而日韩等地则担心船期的问题，继续发往美国的货物大幅减少，后期comex库存仍将继续增加。比值的情况取决于国内5、6月的消费情况，由于当前库存水平较低，如果5、6月消费继续保持坚挺，进口窗口将阶段性开启；如果消费转差，在后期供应过剩的担忧下，进口窗口就很难打开。长期来看，消费走弱后，国内供应过剩的压力显现，进口窗口可能会持续关闭。

价格方面，由于关税态度的缓和及现货端支撑明显，铜价大幅反弹，但当前价格接近关税落地前的水平，消费的持续性有待观察，5月是转口订单的重要观察期，若转口订单受到一定程度的影响，但仍能发出，价格将继续盘整，主要价格维持在75000-80000元/吨，若转口订单全部被禁止，那么价格将重回73000元/吨。长期来看，中美脱钩是必然趋势，今年美国的关税政策对全球经济造成了较大的冲击，铜价整体重心下移，但在美国关税落地明朗化之前，铜价的下跌可能并不顺畅。

图2：期现价差（现货-期货当月）

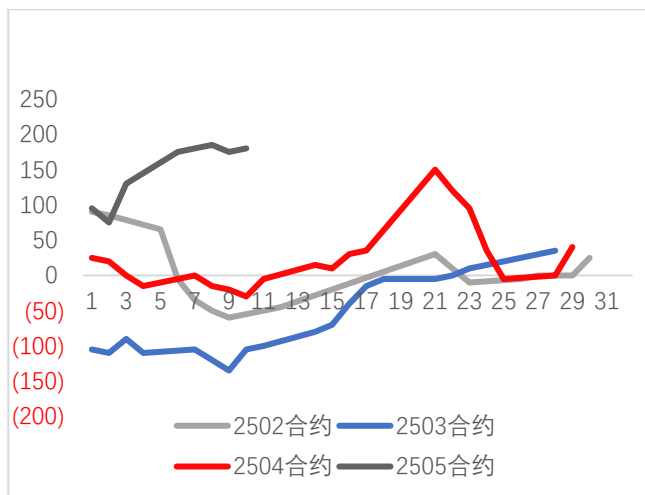
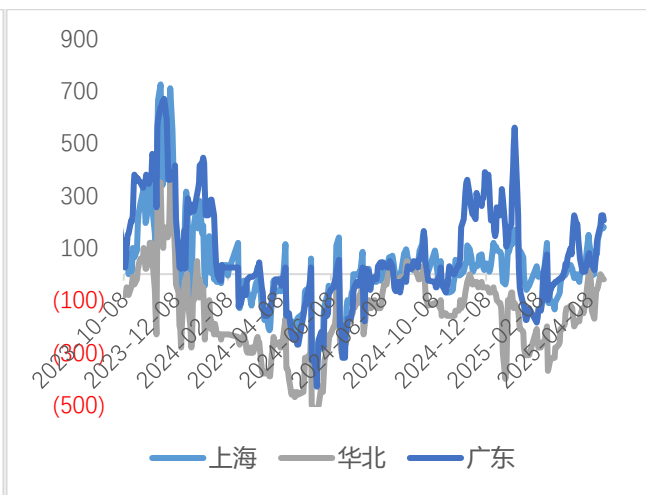


图3：国内各地区电解铜升贴水均价（元/吨）



数据来源：银河期货、文华财经

图4：全球铜显性库存（吨）

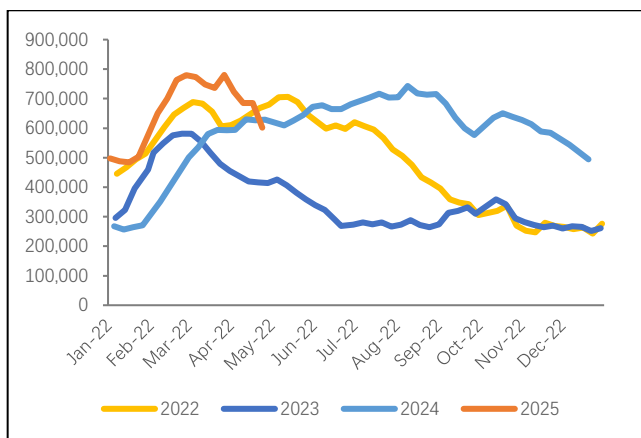
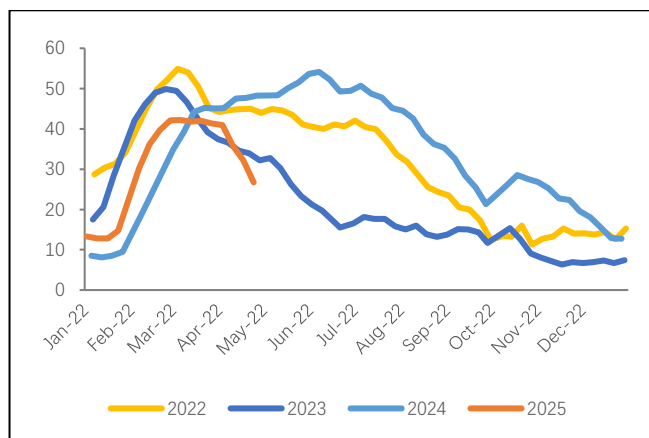


图5：国内社会库存（国内+保税）（万吨）



数据来源：银河期货、wind、SMM

图6：LME铜库存（吨）

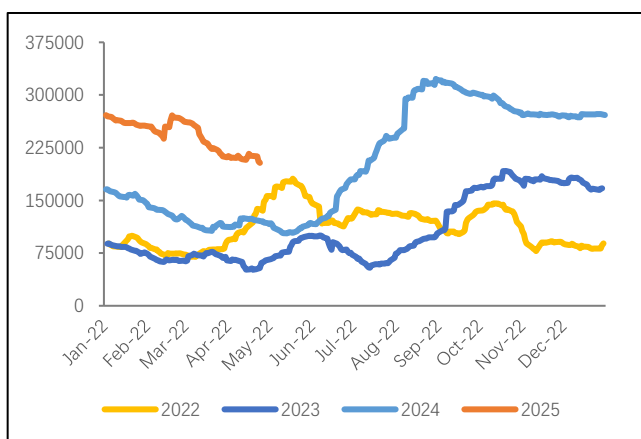
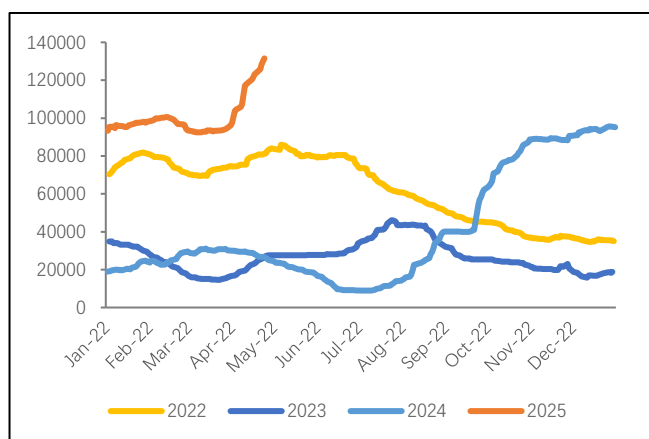


图7：COMEX铜库存（短吨）



数据来源：银河期货、wind

第三部分 铜矿产量被下调，铜供应增幅持平 2024 年

一、全球铜矿产量

■ 2024 年主要企业年报完成公布后，市场继续大幅下调 2025 年铜精矿产量预期。预计 2024 年铜矿增量为 57 万吨/增幅 2.55%，高于前期预期的 1.8%，2025 年铜矿供应增量由前期的 50 万吨下调到 20 万吨，增速从 2.2% 下调到 0.88%。同时市场扰动不断，生产事故频发，在这种情况下，不排除铜矿产量会继续下调，而冶炼厂暂没有额外的减产计划，这就意味着铜精矿加工费仍将继续下行。

下面是各家矿企的年报和 2025 年的计划。

英美资源 2024 年全年产量 77.3 万吨，相较 2023 年 82.6 万吨下降 6%。2024 年 Q4 产铜 19.8 万吨，相较 2023 年同期 23 万吨下降 14%。这主要是由于计划关闭规模较小且成本较高的 Los Bronces，以及预计秘鲁 Collahuasi 的产量将下降。2025 年预测 69-75 万吨，平均 72 万吨，减少 5.3 万吨。

第一量子在 2024 年实现了 43.1 万吨的年产量，超过了 40 至 42 万吨的指导范围，同比减少 27.7 万吨或 39.12%。这主要是 Kansanshi 在高品位的驱动下生产了最多的铜和金。2025 年和 2026 年的铜产量会略有下调至 41 万吨，因为 Kansanshi 的 S3 产量保守增加，以及 Sentinel 重新安排采矿以降低未来矿石供应的风险。

MMG2024 年铜总产量达到 39.98 吨，增产 5.25 万吨。这一增长是由 Khoemacau 的产量和 Las Bambas 的产量增加所推动的。2025 年指引产量近 50 万吨，增 10.2 万吨或 25.6%。其中 Las Bambas 指引产量 36-40 万吨，增产近 6 万吨；Khoemacau 有年产 365 万吨的工艺设备支持，2025 年指引产量 4.3-5.3 万吨，增产近 1.8 万吨。

Antofagasta2024 年铜产量为 66.4 万吨，同比增长 1%，主要由于 Centinela 阴极铜和 Los Pelambres 的产量增加，抵消了 Centinela 精矿品位下降的影响。2025 年指引 68 万吨，增产 1.6 万吨，同比增加 2.4%。

Freeport 年报：2024 年铜产量 191.15 万吨，与 2023 年 191.05 万吨基本持平。预计 2025 年销量 181.44 万吨，2024 年为 184.4 万吨，同比减少 3 万吨或 5.08%。2025 年 3 月印尼自由港已获得出口 127 万吨铜精矿的许可，品位为 25%，计算可得含金属 31.75 万吨。2025 年 3 月 13 日矿业部长批准修订其年度业务计划，2025 年的精矿产量目标下调近十分之一，为 16.7 亿磅（75.75 万吨），低于去年 18 亿磅（81.65 万吨）的产量，减少 6 万吨。2026 年的产量预计将进一步降至 315 万吨精矿和 15.8 亿磅铜（71.66 万吨铜）。

力拓公司 2024 年铜产量为 69.7 万吨，同比增 13%。2025 年第一季度开始简化报表科目，简化后 2024 年产量 79.26 万吨，计划为 81.5，同比增长 2.24 万吨，同比增 2.8%。

BHP 的 2025 财年第一、二季度（2024 年 7 月 1 日-12 月 31 日）产量 98.7 万吨，相较于 2024 财年同比 89.4 万吨上升 10%。25 财年预计铜产量指引维持在 184.5 至 204.5 吨之间不变。我们以正常年度计算，2024 年铜产量为 195.76 万吨，同比增加 18.11 万吨或 10.19%。估计 2025 年产量 200 万吨，增加 4.24 万吨。主要是 ESCONDIDA 增产。

Teck2024 年的铜产量为 44.6 万吨，同比去年增长 14.95 万吨或 50%。这一增长主要得益于其位于智利的 Quebrada Blanca 铜矿的增产。2025 年 Teck 预计铜产量达到 49 万至 56.5 万吨，平均 52.75 万吨，增加 8.15 万吨或 18.27%。

嘉能可年报，基于可比口径（剔除 2023 年 6 月售出的 Cobar 铜 1.5 万吨），2024 年自有铜产量为 95.16 万吨，同比下降 4.3 万吨（4%），主要由于 Antapaccay 和 Collahuasi 计划产量减少，叠加 Antapaccay 的地质相关延误，以及 KCC 铜矿品位下降和意外停机的影响。2024 年下半年铜产量为 48.9 万吨，环比上半年增长 6%（2.64 万吨），主要受益于 KCC 铜矿高品位矿石供应增加、Mutanda 铜矿运行率超预期，以及 Mount Isa 铜矿在年初区域性洪灾后产量回升。我们估计 2025 年增加 2 万吨，达到 97.28 万吨。

Lundin2024 年全年产铜 36.967 万吨，同比去年增长 5.4 万吨或 17.24%。2025 年铜产量指引为 30.3 万至 33 万吨，平均 31.65 万吨，减少 5.32 万吨，主要是由于 Candelaria 和 Caserones 的开采计划和铜品位变化。

Nornikel2024 年产铜 43.25 万吨，同比去年增加 0.71 万吨或 1.66%。2025 年指引产量为 35.3-37.3 万吨（36.3 万吨），同比减少 6.95 万吨或 16.1%。

巴里克 2024 年生产 19.5 万吨，同比去年增加 0.45 万吨或 2.36%。2025 年计划产值 20-23 万吨（21.5 万吨），同比增加 2 万吨或 10.25%，主要贡献来源于 Lumwana。

艾芬豪公布卡莫阿-卡库拉 2025 年生产指引为 52-58 万吨，2024 年 43.7 万吨铜。旨在 2026 年达到约 60 万吨/年的铜产量。公司将于第二季度雨季结束时对 2025 年的生产指导目标再作评估。

洛阳钼业 2024 产铜 65 万吨，同比增长 55%。2025 年铜 60-66 万吨（63），同时，公司正推进 TFM 西区和 KFM 二期的勘探工作，为实现 2028 年产铜 80-100 万吨的目标蓄力。TFM 一月铜产量分别完成计划 104.2%，我们预计 2025 年产量会略高于 2024 年。

Codelco 2025 年铜产量预计将增加约 5 万吨，至大约 140 万吨。

力拓公司 2024 年（合并基准）铜产量为 69.7 万吨，同比增 13%，2025 年计划为 78-85 万吨。平均为 81.5，同比增长 11.8 万吨，或者 17%。

五矿资源 2024 年产量 39.98 万吨，同比增加 5.25 万吨，2025 年计划是 49.94 万吨。五矿资源旗下矿山全面增产，其中 Las Bambas 2024 年 32.2912 万吨，2025 年指引产量为 36-40 万吨增量为 5.71 万吨。

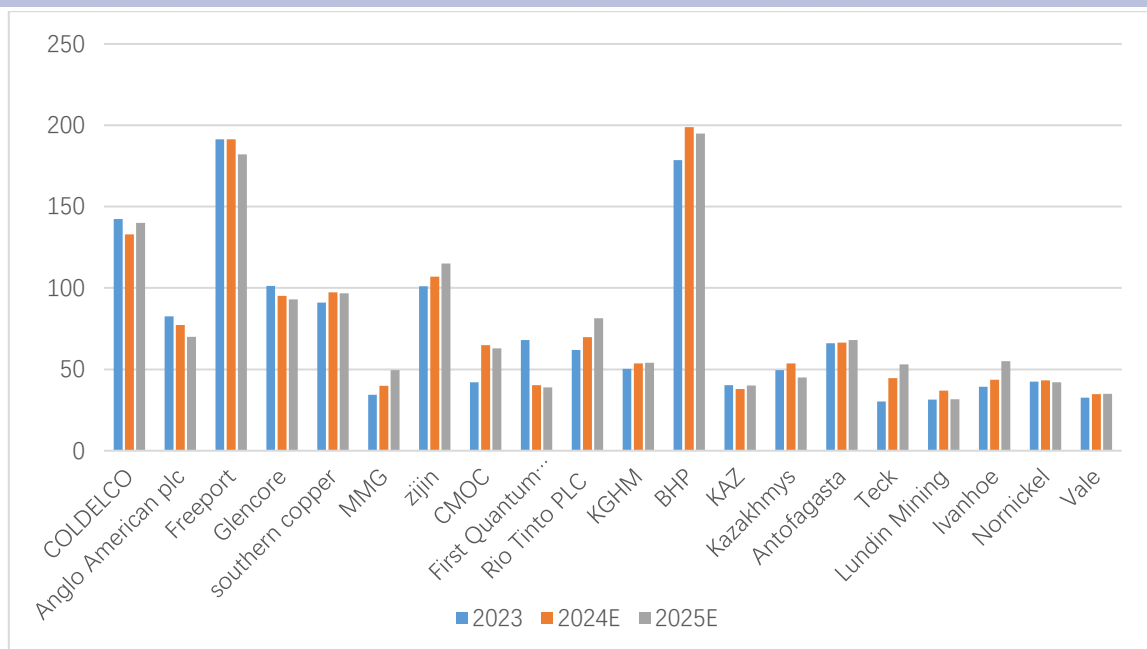
淡水河谷 2024 年总产量 34.8 万吨，同比增加 2.16 万吨或 6.6%，受到 Salobo 和 Sudbury 运营业绩增强以及 Voisey's Bay 地下矿山产量增加的积极影响。预计 2025 财年的铜产量将在 34 万至 37 万吨之间，增加 0.68 万吨。

另外赞比亚产量出现明显增加，主要是 Mopani 扩产，阿联酋的国际资源控股公司购买嘉能可持有的莫帕尼铜矿 51% 股份后，承诺将投资 11 亿美元对该矿扩产。印度矿企 Vedanta Resources 解决所有权纠纷的 Konkola 铜矿产量恢复增长。巴里克黄金公司旗下的 Lumwana 矿山提高了产量。2025 年-2026 年末，赞比亚增加铜产量 30 万吨。

2025 年产量增长主要来自 Kamoā, Oyu Tolgoi, Chalcobamba, 甲玛等。

2025 年 3 月中国铜精矿进口量 239.4 万吨，同比增加 2.7%；1-3 月份累计进口 710.8 万吨。

图 8：2023-2025 年主要铜矿企业产量



数据来源：银河期货整理

图9：全球铜矿产量增速

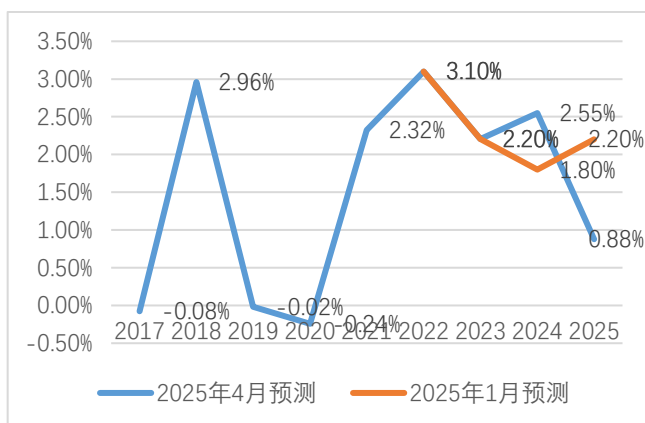
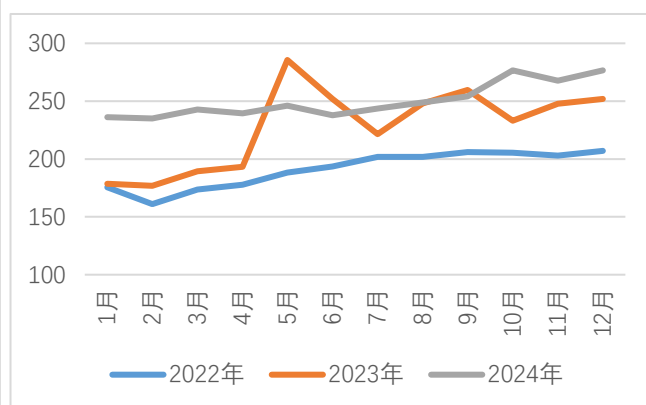


图10：刚果（金）铜矿产量（千吨）



数据来源：银河期货、ICSG

图11：智利铜矿产量（千吨）

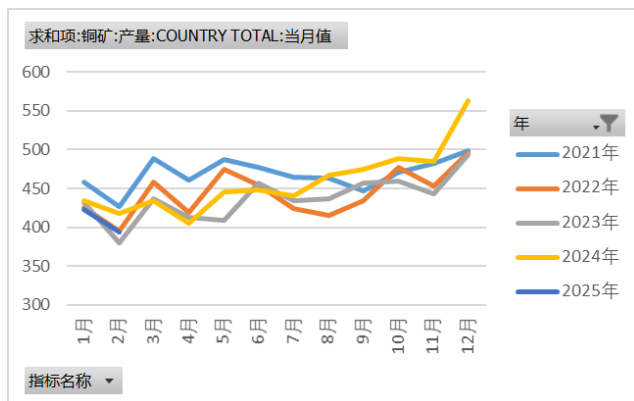
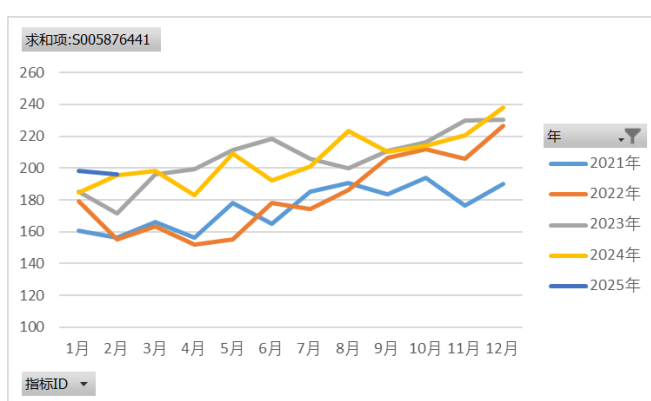


图12：秘鲁铜矿产量（千吨）



数据来源：银河期货、ICSG

图13: 中国铜精矿产量 (万吨)

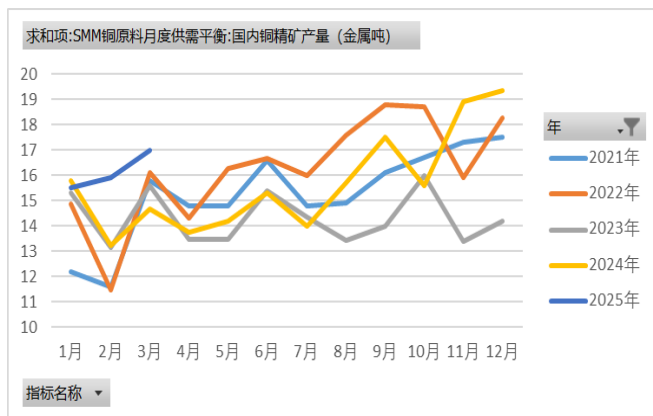
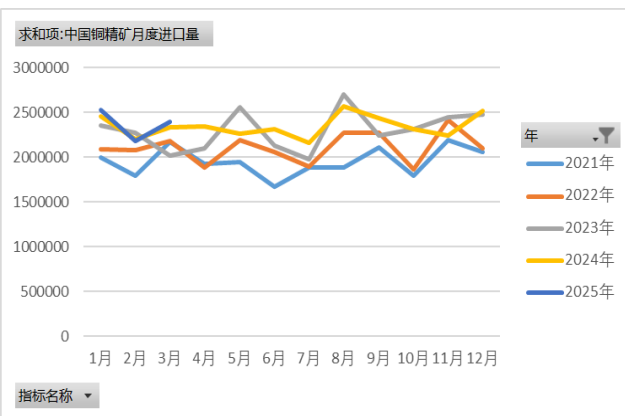


图14: 进口铜精矿 (美元/吨)



数据来源: 银河期货、SMM

图15: 长单TC (美元/吨)

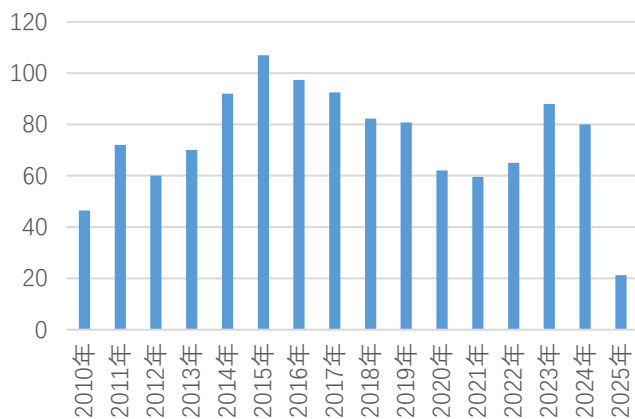
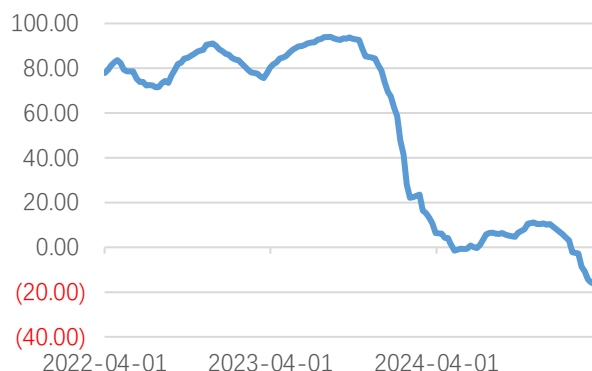


图16: 现货TC (美元/吨)



数据来源: 银河期货、SMM

二、全球精铜产量情况

ICSG 统计数据显示, 2025 年 2 月, 全球精炼铜产量为 220 万吨, 消费量为 214 万吨。全球精炼铜市场供应过剩 6.1 万吨, 1 月为过剩 9 万吨。今年前两个月, 全球精炼铜市场供应过剩 15 万吨, 上年同期为过剩 15.7 万吨。经主要消费国保税仓库库存调整后, 2025 年 2 月供应过剩 7.6 万吨, 1 月为过剩 9.1 万吨。

2025 年海外矿山与中国冶炼厂签订 2025 年铜精矿长单加工费 21.25 美元/吨, 创了 1992 年以来的最低位。CSPT 不设置二季度铜精矿现货采购指导价, 截至到 4 月 25 日进口加工费已经下降到了 -42.52 美元/吨。由于硫酸价格处于高位, 目前长单算上硫酸收益后还有 500-1000 元/吨的利润, 但据悉由于长单加工费太低, 冶炼厂去年下调了长单比例, 而按照零单采购, 目前冶炼厂的亏损已经增加到了 3000 元/吨上方, 即便算上硫酸的收益, 单吨亏

损仍在 1500-2000 元/吨，由于各种各样的原因，冶炼厂仍没有减产计划，海外仅嘉能可的 ISA 表示在减产。

由于铜精矿供应紧张，废铜成为了原料端的关键补充。2025 年 1-2 月国产废铜的供应量增加 22.62 万吨，同比增幅高达 33.79%。进口废铜方面，3 月中国进口废铜 18.97 万吨，同比下降 13%，1-3 月累计进口 57.2 万吨，增速 2.8%。因中美贸易摩擦，3 月开始贸易商从美国进口废铜量就大幅减少，2024 年从美国进口废铜 43.9 万吨，折金属量 38 万吨。但是我们认为实际影响没有那么大，对比 2018 年中美贸易战时期的数据来看，2018 年自美国进口废铜 34.72 万吨，同比下降 35%，但同期自日本进口废铜从 23.23 万吨提高到了 45.36 万吨。我们认为后期进口废铜可能通过两个方面进行补充：一部分来自于转口贸易，一部分来自于其他国家的替代，实际影响没那么大，重点关注一下 4 月进口废铜的量和主要进口来源国。

南方粗铜加工费报价在 1100 元/吨，在原料供应紧张的情况下，粗铜加工费将继续维持低位。2025 年 2 月中国粗铜产量 91.15 万吨，同比增长 10.74%；1-2 月累计产量 185.08 万吨，同比增长 6.57%。值得关注的是废铜产粗铜比例已经到达 19%，去年同期这一比例才占到 13%，这表明在铜矿供应紧张的情况下，冶炼厂抢占了部分再生铜企业的原料。2025 年 3 月中国进口阳极铜 5 万吨，同比下降 47.8%，1-3 月累计进口 17 万吨，同比下降 26.57%。不过废铜锭进口大幅增加，一定程度上弥补了进口阳极铜的量，3 月进口废铜锭 7.3 万吨，同比增长 57.5%，1-3 月累计进口 19.52 万吨，同比增长 39.8%。

SMM 统计数据显示，3 月中国精炼铜产量 112.21 万吨，较 2 月增加 6.39 万吨，升幅 6.04%，同比上涨 12.27%。1-3 月累计产量同比增加 27.45%，增幅 9.4%。预测 4 月精炼铜产量 111.63 万吨，同比去年同期实绩增长 13.32%；5 月精炼铜产量仍将维持在 111 万吨附近。

图17: SMM电解铜产量(万吨)

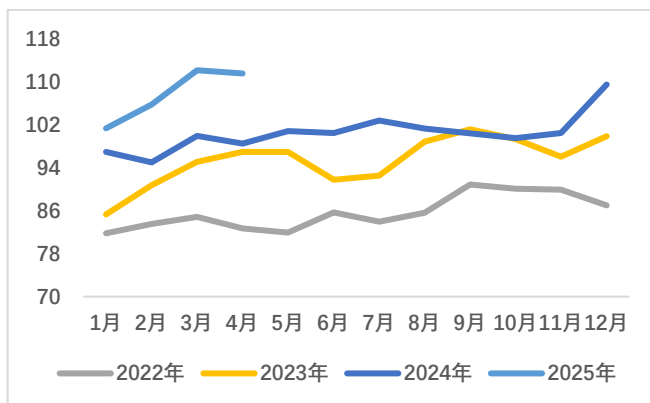
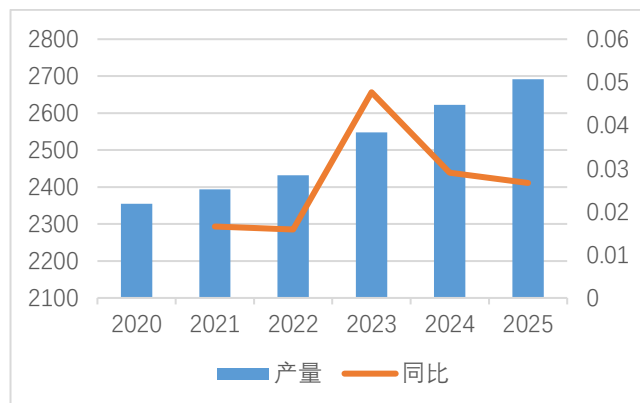


图18: 全球精铜产量(万吨)



数据来源：银河期货、SMM、ICSG

图19: 废铜产量 (万吨)

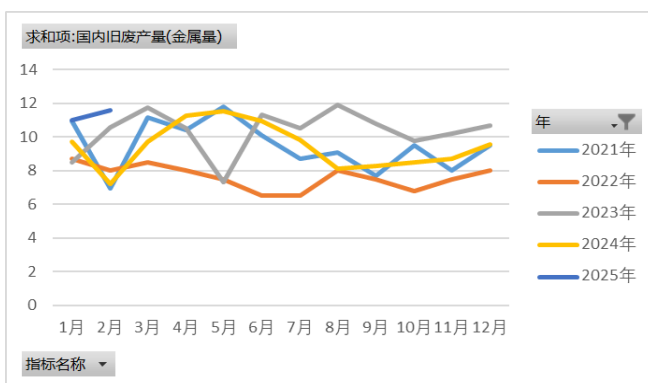
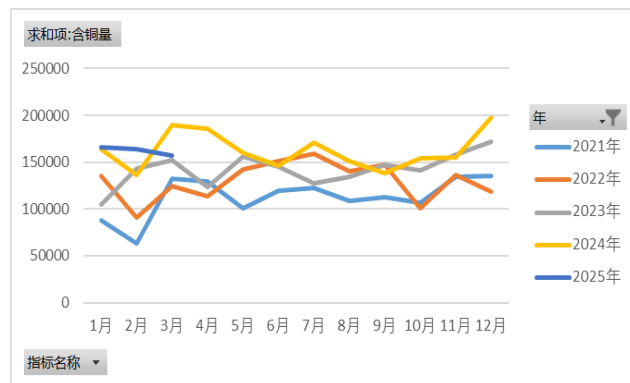


图20: 废铜进口 (千吨)



数据来源: 银河期货、海关总署

图21: 日美两国进口废铜情况 (千克)

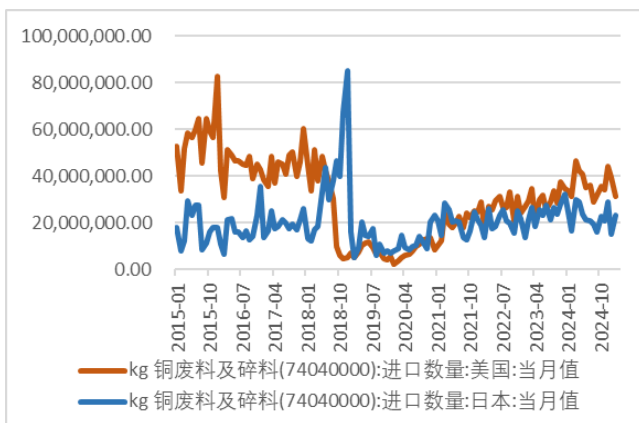
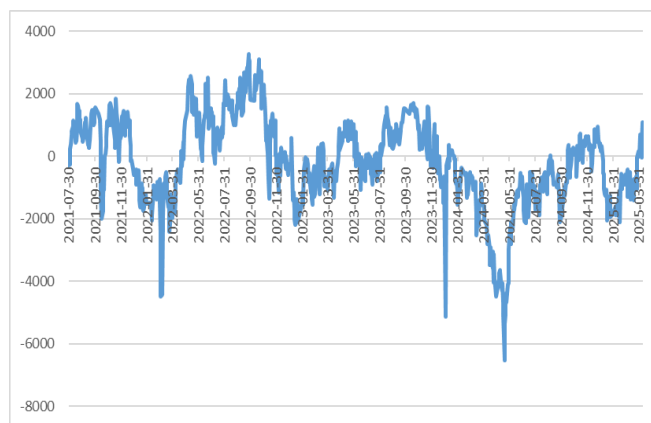


图22: 废铜进口盈亏



数据来源: 银河期货、海关总署

图23: 进口阳极铜 (吨)

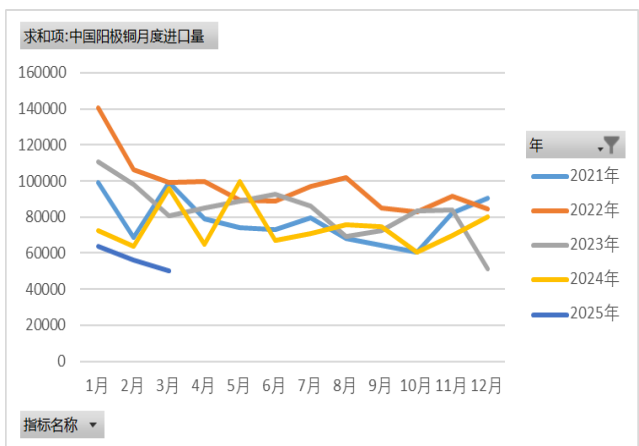
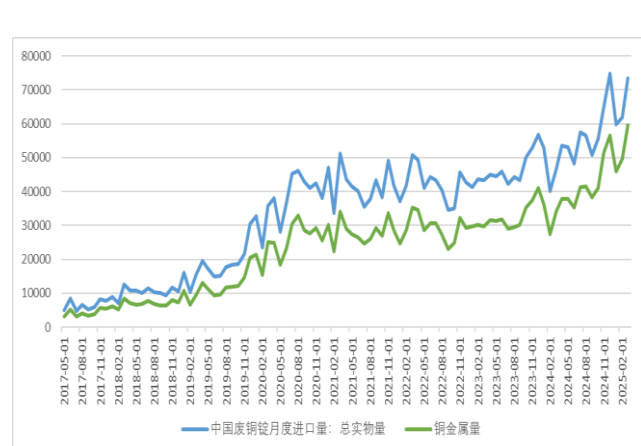


图24: 进口废铜锭 (吨)



数据来源: 银河期货、SMM

图25：矿产粗铜和国产粗铜的比例

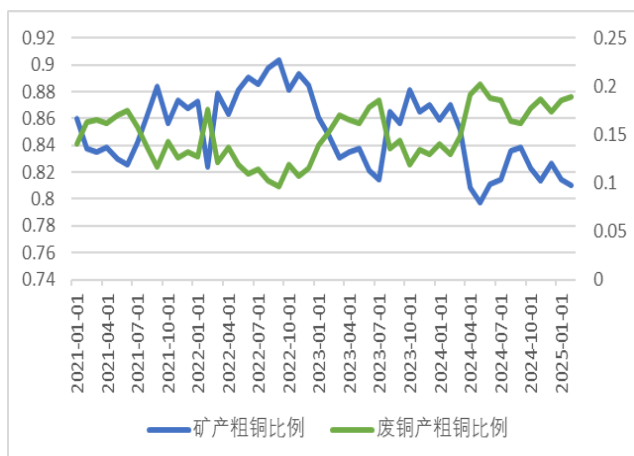
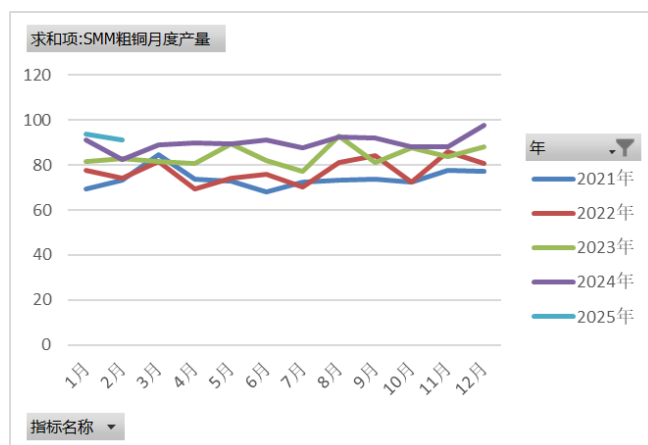


图26：国产粗铜产量（万吨）



数据来源：银河期货、SMM

图27：精废价差（元/吨）

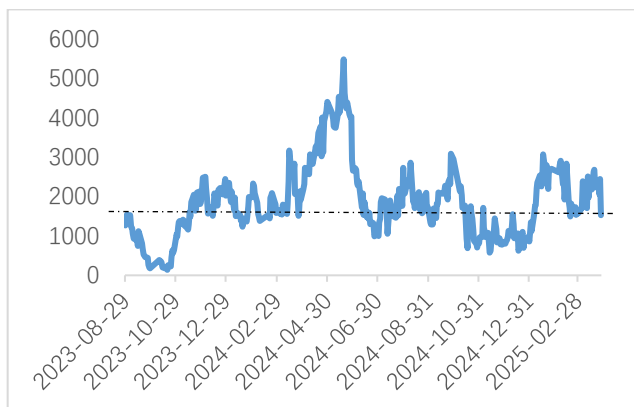
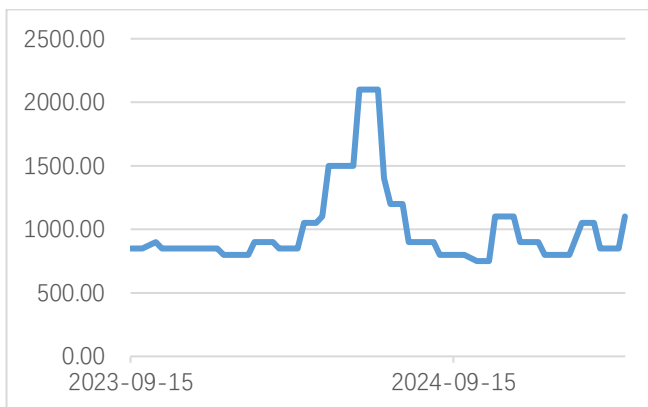


图28：粗铜加工费（元/吨）



数据来源：银河期货、SMM

第四部分 消费面分析

一、海外消费

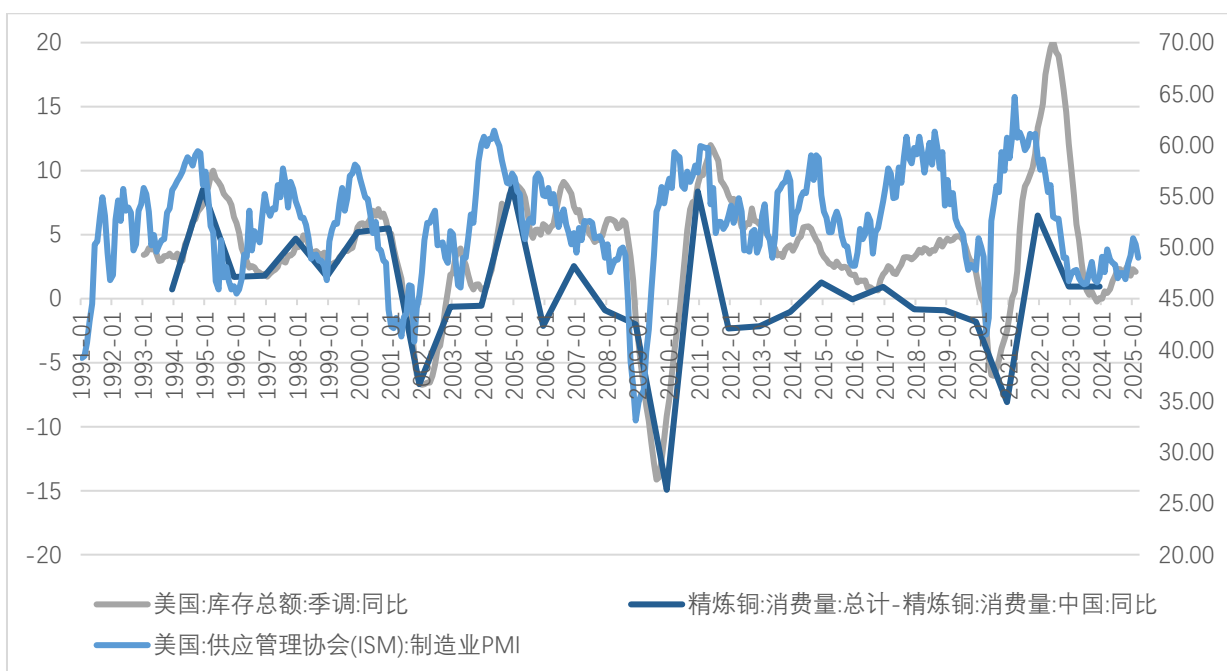
根据历史数据分析发现，消费主导价格方向，供应端的扰动更多的是造成短期价格脉冲。美国 PMI 通常领先库存周期，而库存周期与剔除中国以外的全球消费增速同步。进口数据也领先库存周期 3-6 个月，目前美国处于抢进口阶段，以此类推美国的补库周期还没有结束，可能要持续到 7 月，海外需求预计仍将保持较强的韧性。

3 月美国零售同比增速上涨到 4.2% 增，主要是由于关税扰动导致美国消费前置。4 月 3 日起美国对进口汽车加征 25% 关税的措施正式生效，3 月美国汽车零售同比涨幅高达 9.83%，成为带动 3 月消费的关键。4 月 9 日美国对 75 个国家暂停 90 天的对等关税，在这 90 天内，预计因关税导致的消费前置仍会持续，不过消费者信心指数持续下降，集中补库结束后，后期美国的消费可能下滑也会更快。

4 月 17 日，欧洲中央银行宣布，将欧元区三大关键利率分别下调 25 个基点，这是该行自去年 6 月以来第七次降息。经历连续降息后，欧元区制造业 4 月 pmi 反弹到 48.7，但受德法两国数据影响，欧元区 4 月综合 PMI 降至 50.1，环比下降 0.8，低于市场预期的 50.3。服务业 PMI 从 51 下降至 49.7，跌到荣枯线以下。3 月欧元区消费者信心指数为 -14.5，较 2 月的 -13.6 下行了 0.9 个点，贸易担忧可能导致决策推迟，且由于对经济和政治前景的担忧，消费支出也有所抑制。

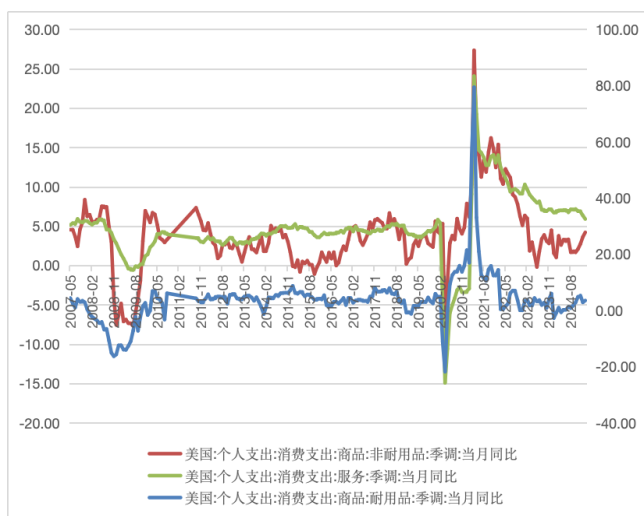
新兴经济体目前进入 90 天的抢出口阶段，尤其是越南、泰国等征收关税比例较高的国家在此期间内出口消费将迎来爆发期，这些国家对中国的转口贸易监测更加严格，一方面是由于受到美国方面的压力，还有一方面是因为航线有限，本国商品也需要抢出口。在全球产业链重构的过程中，新兴经济体 90 天内受到的冲击较小，而 7 月份之后的情况则需要关注美国的关税政策。

图29：美国库存周期与海外消费



数据来源：银河期货、wind

图30：美国个人消费支出



数据来源：银河期货、wind

图31：美国密歇根消费者信心指数



图32: 欧元区制造业pmi

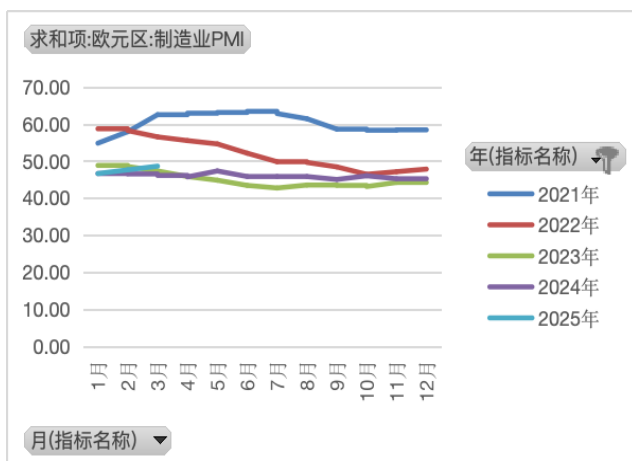
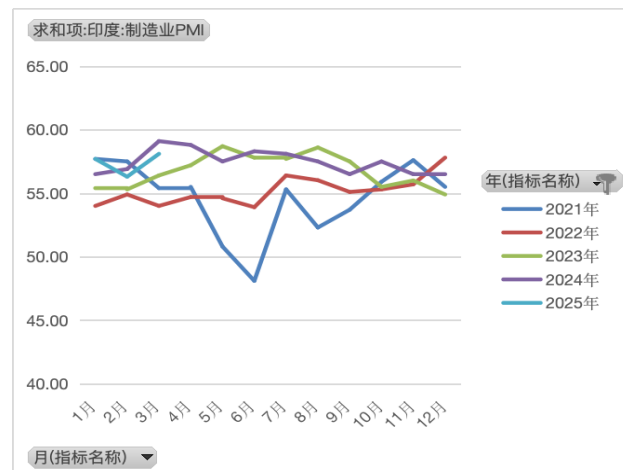


图33: 印度制造业pmi



数据来源: 银河期货、wind

图34: 全球新能源汽车销量 (辆)

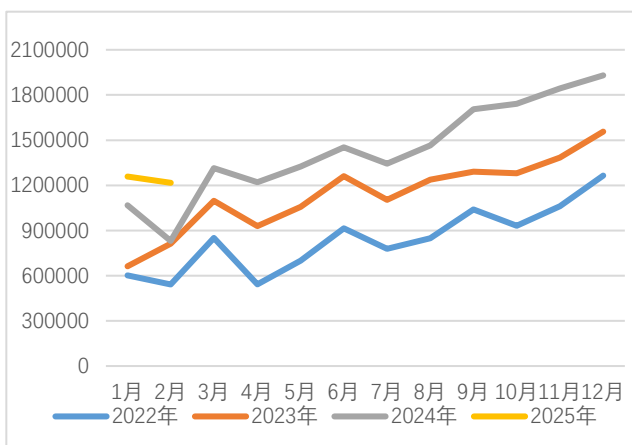
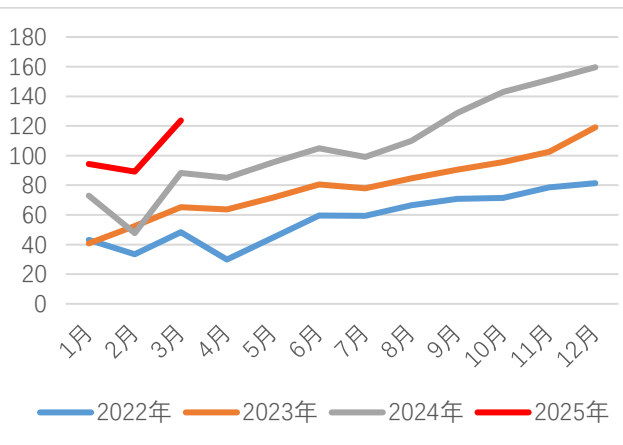


图35: 中国新能源汽车销售量 (万辆)



数据来源: 银河期货、wind

图36: 欧洲新能源汽车销量 (辆)

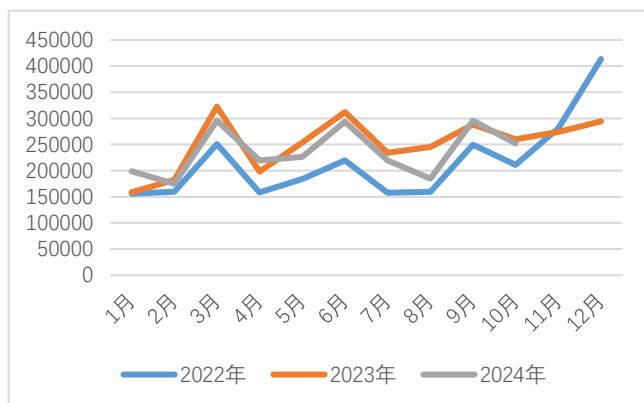
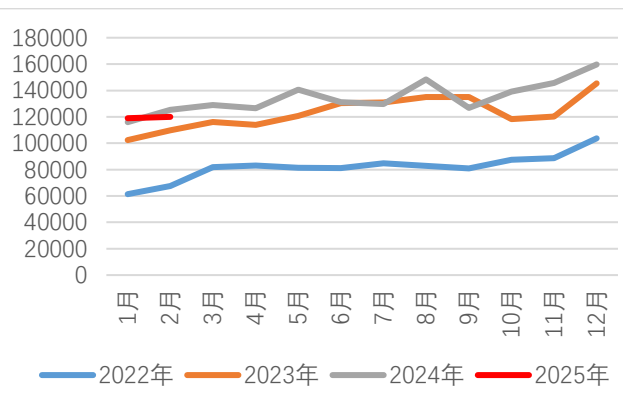


图37: 美国新能源汽车销售量 (万辆)



数据来源: 银河期货、wind

二、国内消费

(一) 房地产市场

根据国家统计局数据，1-3月全国新建商品房销售面积2.19亿平方米，同比下降3.0%，降幅比1-2月收窄2.1个百分点；其中住宅销售面积下降2.0%，降幅收窄1.4个百分点。第一季度全国房屋竣工面积为1.31亿平方米，同比下降14.3%，降幅比1-2月收窄1.3个百分点。其中，住宅竣工面积为9502万平方米，同比下降14.7%，降幅收窄3个百分点。从历史数据来看，通常房地产新开工领先竣工2-3年的时间，2023年1月新开工增速达到最低点，从时间上来看，今年国内房地产竣工有望见底，不过新开工仍处于低位盘整阶段，即便竣工见底，也仍将继续拖累电解铜消费。

图38：商品房销售面积（万平方米）

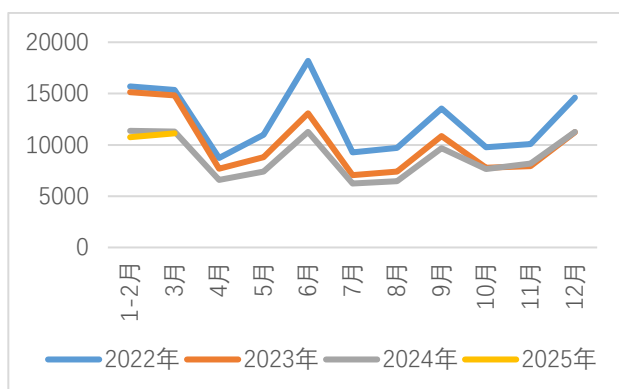
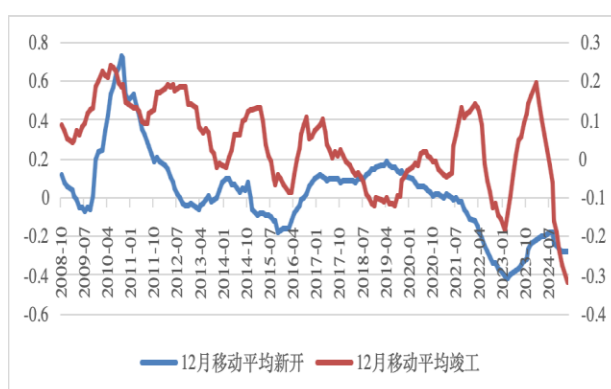


图39：新开工、竣工增长



数据来源：银河期货、wind

图40：100城土地成交面积（万平方米）

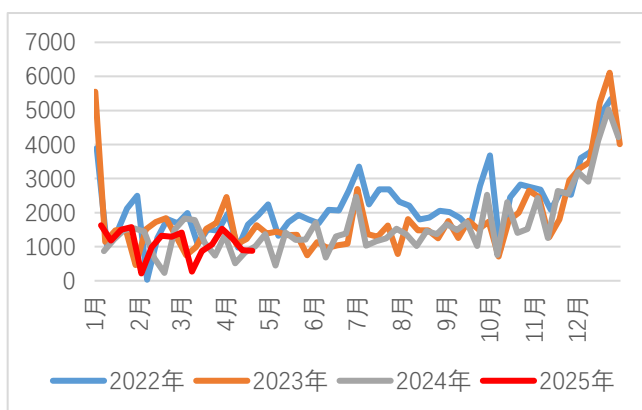
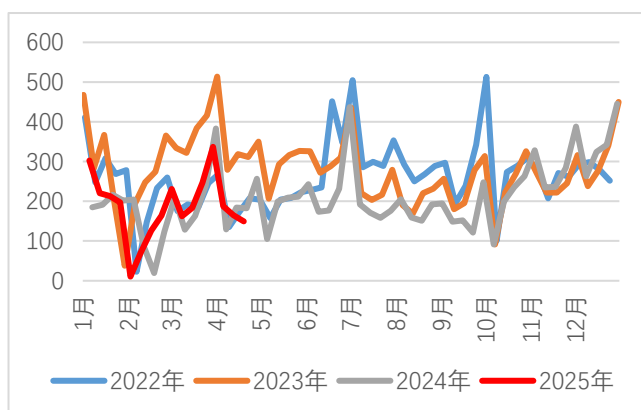


图22：30大中城市商品房成交面积（万平方米）



数据来源：银河期货、wind

（二）电网需求较为乐观

2024 年两网公司计划投资的总额为 7730 亿，2025 年两网公司计划投资 8025 亿，按统一数据口径比对，计划投资额的增速应该为 6.7%。2025 年 1-3 月中国电网投资完成额累计 956 亿元，同比增长 24.8%；电源工程投资完成额累计 1322 亿元，同比下降 2.5%，主要是由于 1-3 月风电新增装机量同比下降了 5.7%。

SMM 统计数据显示 3 月电线电缆开工率提高到了 73.6%，但从周度数据来看，提升幅度更为夸张，截止到 4 月 24 日，开工率已经提高到了 91.23%，达到了 2023 年的水平，对铜的消费起到了明显的带动。

图41：电线电缆开工率

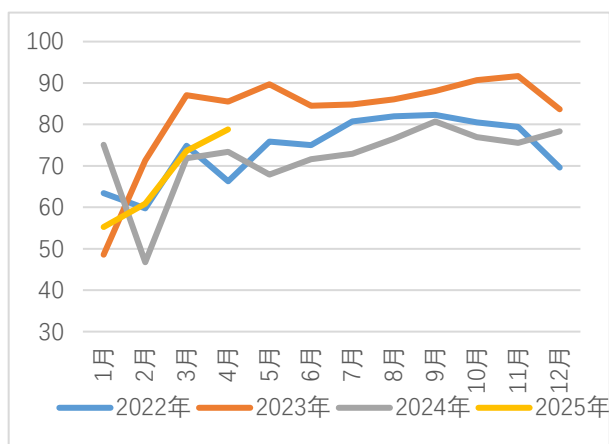
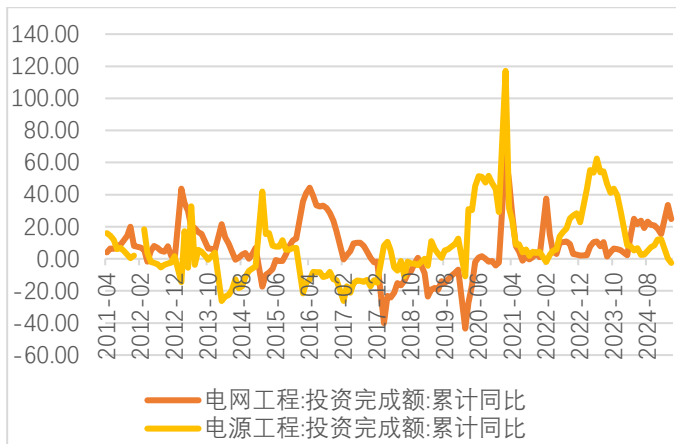


图42：电网投资和电源投资增速对比



数据来源：银河期货、smm、wind

（三）家电抢出口

2025 年 3 月中国家用空调生产 2484.8 万台，同比增长 13.9%；销售 2434.4 万台，同比增长 8.5%。其中内销规模 1278.0 万台，同比增长 3.5%；出口规模 1157.0 万台，同比增长 14.8%。整体来看三月内销为出口让步，增长仍缓慢，出口暂未受关税影响。但第二季度出口订单受较大影响，未来中东以及东南亚市场将是出口增长的主要动力区域。

根据产业在线最新发布的三大白电排产报告显示，2025 年 4 月份家用空调排产 2400 万台，较去年同期生产实绩增长 9.1%，其中 4 月内销排产 1342 万台，较去年同期内销实绩增长 9.1%，5 月内销排产 1462 万台，同比增长 17.4%，6 月内销排产 1385 万台，同比增长 31.1%。4 月出口排产 1058 万台，较去年同期出口实绩增长 7.5%，5 月出口排产 933 万台，同比增长 2.8%，6 月出口排产 746 万台，同比下降 10.9%。

整体来看，空调消费动力正在从外销向内销转移。但需警惕的是，随着国补的延续，补贴从稀缺变常态，导致消费者观望情绪蔓延，消费需求会等到大的促销节点上才激发，厂商和经销商们需要抗住库存周转的压力，等待下一个消费节点的爆发。

图43: 空调产量 (万台)

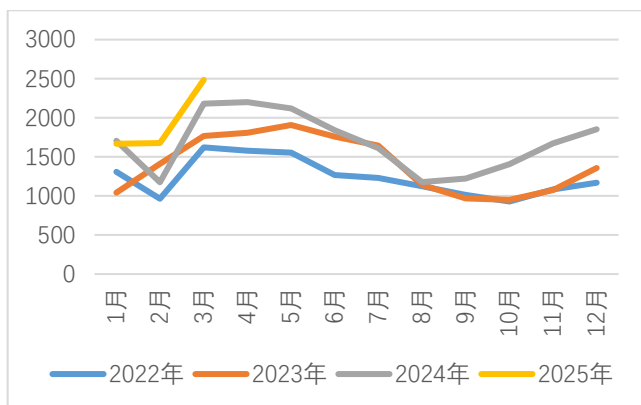
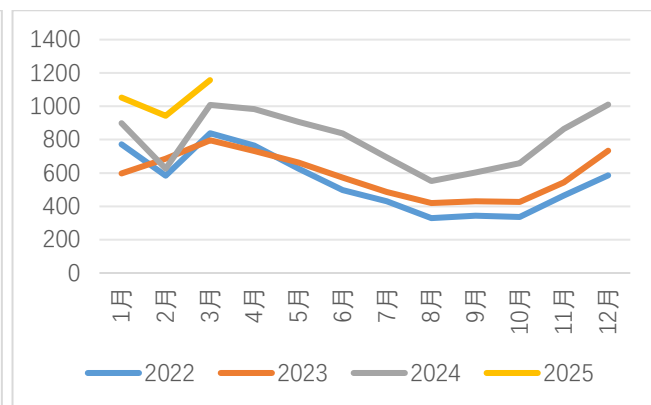


图44: 空调外销量 (万台)



数据来源: 银河期货、wind

(四) 汽车消费维稳

2025年1-3月, 中国汽车产量为756.1万辆, 同比增长14.5%, 其中燃油车为437.9万辆, 增幅为-2.45%, 新能源车产量为318.2万辆, 增幅为50.4%。在国家促消费和多省市对应的促消费政策的推动下, 春季车展线下活动将全面活跃市场气氛并将加速聚拢人气。4月初的新品上市极其活跃。厂商“一口价”策略、“0息”购车金融方案等一系列促销优惠活动继续。近期终端智驾推广对销量拉动效果一般, 各家为了抢抓以旧换新政策机会, 很多都推出厂商端的置换、报废补贴, 效果较好。

近日的各地乘用车置换政策刺激效果要大于报废, 合资燃油车发力, 随着新能源占比过半, 合资企业努力调整渠道、产品、广宣等, 尤其是头部合资, 近期取得尚可的业绩。传统燃油车虽然在去年10月份后降幅开始大幅收缩, 但新能源对传统汽车的替代仍将持续, 根据中汽协预测, 2025年有4.7%的增速, 2025年中国汽车总销量预计将达到3290万辆。2025年新能源汽车继续替代燃油车, 渗透率超过57%。

图45: 汽车销量 (万辆)

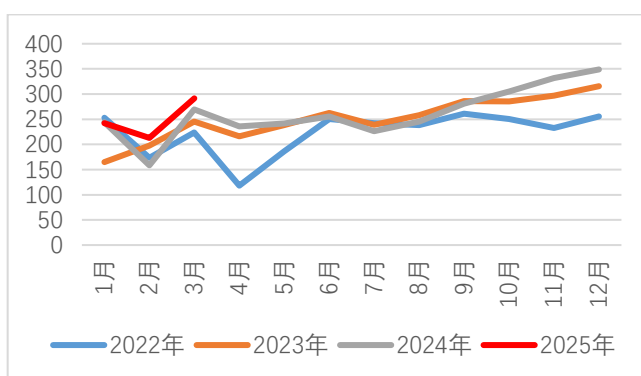
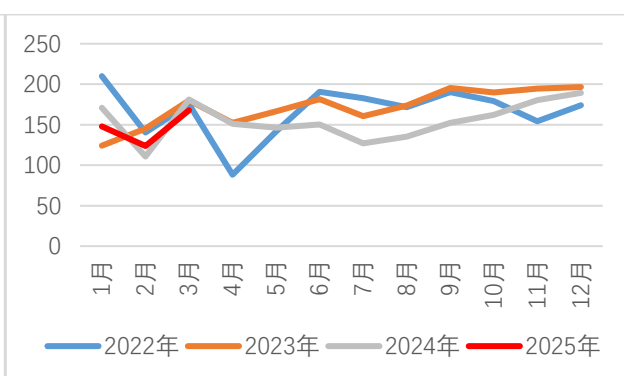


图46: 燃油车销量 (万辆)



数据来源: 银河期货、wind

中汽协数据, 2025年1-3月, 新能源汽车产销分别完成318.2万辆和307.5万辆, 同比分别增长50.4%和47.1%。新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的41.2%。

乘联分会表示今年的新能源车产销预计1600万辆左右, 同比增长24.4%。中汽协预测

到 2025 年，中国新能源汽车市场将占据全球新能源汽车市场约 60% 的份额，成为全球新能源汽车市场的重要引领者。

（五）光伏和风电

2025 年 1-3 月，光伏装机为 39.49GW, 同比同期增加 13.97GW 或 30.54%。2 月 9 日，国家发改委、能源局联合印发《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“新老划断”。5 月 31 日前，老项目继续执行现行保障性政策；5 月 31 日后，新增项目所有发电量将全部进入市场交易，光伏行业仍在抢装期。不过整体来说，光伏产业已经过剩，光伏协会发布的《2024—2025 年中国光伏产业发展路线图》预计，中国 2025 年新增光伏发电装机在 215—255GW 之间，远低于 2024 年的 278GW。

2025 年 1-3 月，风电装机为 14.62GW, 同比同期减少 0.88GW 或 5.68%。2025 年 1 月 1 日，中国可再生能源学会风能专业委员会秘书长秦海岩如此表示，2024 年中国风电新增并网装机容量约 88GW，预计 2025 年，中国风电年新增装机规模约为 105-115GW。由此计算，增幅为 25%，铜消费为 38.7 万吨，增加 7.7 万吨。

图47：风电新增装机量累计同比增速

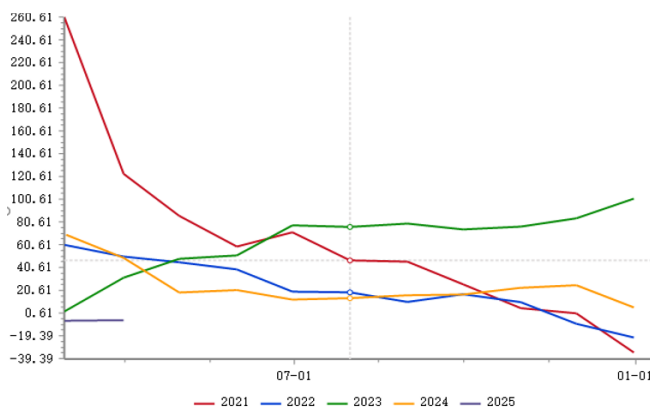
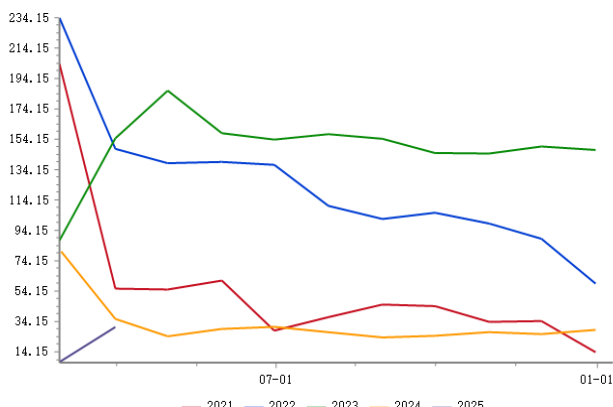


图48：光伏新增装机量累计同比增速



数据来源：银河期货、wind

三、消费总结

综上所述，在这 90 天内，预计美国因关税导致的消费前置仍会持续，不过消费者信心指数持续下降，集中补库结束后，后期美国的消费可能下滑也会更快。4 月初因特朗普对等关税政策导致铜价大幅下跌后，国内消费极速增加，其中增长最为明显的是电线电缆、光伏、出口，家电、汽车保持平稳，房地产没有明显起色，继续拖累市场。整体来看，当前铜消费呈现结构性分化特征，新兴领域需求增长与传统地产疲软形成鲜明对比。

IMF 最新的经济预测，2025 年全球 GDP 增长下调到 2.8%，大幅低于 2024 年的 3.3%，其中降幅最为明显的是美国和中国，美国 gdp 从 2.8% 下调到 1.8%，中国从 5% 下调到 4%，由于特朗普的关税政策，后续经济增长和消费仍有可能继续下调，整体消费或前高后低，我们将全球的消费增速从前期的 2.5% 下调到 2%，将中国的消费增速从 3.3% 下调到 2.6%。

图33：中国精铜需求增速

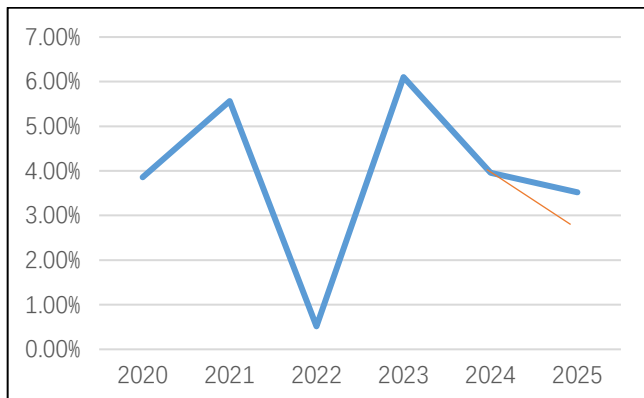
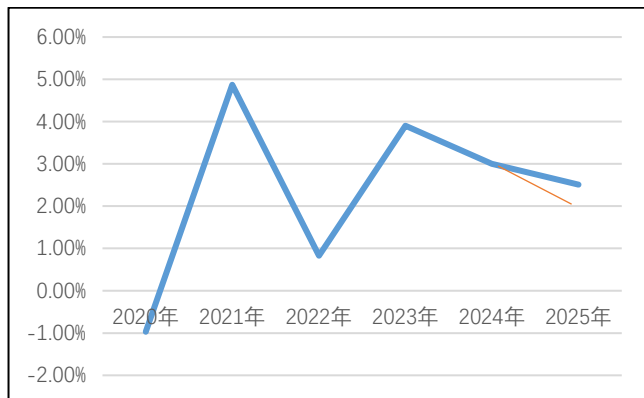


图34：全球精铜需求增速



数据来源：银河期货

第五部分 供需平衡表

从供需平衡表的角度来看，今明两年都呈现精铜过剩的情况。2024 年矿增量为 57 万吨/增幅 2.55%，高于前期预期的 1.8%，主要原因是洛阳钼业、南方铜业等企业生产超预期；2025 年铜矿供应增量由前期的 50 万吨下调到 20 万吨，增速从 2.2% 下调到 0.88%。

消费方面，预计 2024 年消费增速 3%，低于 2023 年的 3.9%，原因是欧美消费增速不景气，中国建筑业消费下滑，风光消费增速下降和铝代铜的影响。在特朗普关税政策影响下，全球消费前置，90 天的关税暂停期，海外的抢出口仍将持续，国内的出口订单受到一定程度的限制，但考虑到目前没有国家能够取代中国在全球产业链中的地位，国内还是能通过转口贸易出口高附加值的产品。整体消费或前高后低，我们将全球的消费增速从前期的 2.5% 下调到 2%，将中国的消费增速从 3.3% 下调到 2.6%。

2025 年全球供需平衡会从 2024 年的过剩 17 万吨增加到 33.8 万吨。

表 1：全球铜供需平衡表（千吨）

| | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 |
|-------|--------|-------|-------|--------|--------|---------|
| 铜矿产量 | 20653 | 21133 | 21787 | 22267 | 22837 | 23037 |
| 同比 | -0.40% | 2.32% | 3.09% | 2.20% | 2.56% | 0.88% |
| 铜矿消费量 | 20991 | 21140 | 21647 | 22357 | 22660 | 23681 |
| 同比 | 0.89% | 0.71% | 2.40% | 3.28% | 1.36% | 4.51% |
| 铜矿平衡 | -338 | -7 | 140 | -90.00 | 177.00 | -644.00 |
| 精铜产量 | 23552 | 23946 | 24326 | 25486 | 26226 | 26926 |
| 同比 | 0.98% | 1.67% | 1.59% | 4.77% | 2.94% | 2.67% |
| 精铜消费 | 23034 | 24156 | 24356 | 25306 | 26066 | 26587 |
| 同比 | -0.97% | 4.87% | 0.83% | 3.90% | 3.00% | 2% |
| 收储 | 300 | -110 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 供需平衡 | 218 | -100 | -30 | 180 | 170 | 338.68 |

数据来源：银河期货

表 2：中国精炼铜供需平衡表（万吨）

| | 精炼铜产量 | 精炼铜进口 | 精炼铜出口 | 库存（保税+社库） | 表观消费 | 同比增速 | 累计表观消费 | 累计同比增速 |
|---------|---------|--------|-------|-----------|---------|--------|---------|--------|
| 2021年 | 997.6 | 343.83 | 26.65 | -47 | 1361.78 | 1.40% | 1361.78 | 1.40% |
| 2022年 | 1028.21 | 367.59 | 23.2 | -7.97 | 1380.57 | 1.38% | 1380.57 | 1.38% |
| 2023年 | 1114.01 | 351.09 | 27.92 | -14.93 | 1452.11 | 7.35% | 1452.11 | 7.35% |
| 2024年 | 1206.6 | 371.55 | 45.19 | 10.78 | 1522.18 | 2.67% | 1522.18 | 2.67% |
| 2025年1月 | 101.28 | 26.5 | 1.7 | 5.27 | 120.81 | -9.84% | 120.81 | -9.84% |
| 2025年2月 | 105.82 | 26.8 | 3.25 | 23.6 | 105.77 | 23.42% | 226.58 | 3.95% |
| 2025年3月 | 112.21 | 31.07 | 6.8 | -0.54 | 137.02 | 15.19% | 347.39 | 8.01% |
| 2025年4月 | 111.63 | 30 | 4 | -16.5 | 154.13 | 26.53% | 573.97 | 12.97% |
| 2025年5月 | 111 | 30 | 3 | 0 | 138 | 14.25% | 921.36 | 13.23% |
| 2025年6月 | 111 | 30 | 3 | 3 | 135 | 15.40% | 1495.33 | 13.60% |
| 2025年E1 | 1266 | 355 | 40 | 30 | 1551 | 2.60% | 1551 | 2.60% |
| 2025年E2 | 1266 | 355 | 40 | 20 | 1561 | 2% | 1561 | 2.00% |

数据来源：银河期货、smm

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 302200000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区白玉兰广场 28 楼

全国统一客服热线：400-886-7799

公司网址：www.yhqh.com.cn