

2024 年 12 月 13 日



新旧动能切换，铜价底部抬升

核心观点及策略

- IMF 预计 2025 年全球经济增长率约为 3.2%，我们认为当前美国通胀降温但下行趋缓，美联储未来降息或进入“慢车道”，限制性立场以及新关税和移民政策将拖累经济增长推高对内通胀，美国经济既有韧性也存在滞胀风险；欧元区虽脱离衰退区间但缺乏增长驱动，维持宽松仍是主旋律。国内来看，明年扩张型的财政政策和转向适度宽松的货币政策，以及超常规逆周期调节将一定程度对冲外部风险，居民消费和信贷周期将被有效激活，楼市信心逐渐企稳，关税壁垒或拖累出口下滑，但新质生产力将成为中国经济新引擎。
- 供应方面，2025 年铜精矿供应将维持低增速，矿山生产中断仍是主要干扰；加工费偏低背景下炼厂新增产能投放受到制约，产能利用率将遭遇瓶颈，明年国内精铜产量难有较大增长空间；与此同时，进口规模将持续扩张，而废料供应相对稳定，预计 2025 年国内精铜供应增速将维持在 2.3%。
- 需求方面，新兴产业用铜增长仍有空间，传统行业消费尚具韧性，在新旧消费动能转换背景下，整体预计 2025 年国内精铜消费增速将保持在 3.3%。
- 预计明年上半年全球贸易格局恶化以及美元走强或令铜价承压，而下半年美国制造业复苏叠加中国经济企稳向上令铜需求预期持续改善，铜价整体呈前低后高。预计明年沪铜的主要运行区间在 70000-85000 元/吨，伦铜主要运行区间为 8700-10500 美元/吨。
- 风险点：全球经济增速下滑，矿端扰动基本缓解

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、2024 年行情回顾.....	4
二、宏观经济分析	5
1、美国经济保持韧性，欧元区暂离衰退区间.....	7
2、美联储降息进入“慢车道”，欧央行维持宽松立场.....	7
3、超常规逆周期调节加码，新质生产力铸就新引擎.....	8
三、铜矿供应分析	10
1、长协 TC 基准价大幅回落，非洲铜产量逐年递增.....	10
2、预计 2025 年全球铜精矿增速仅为 2%	12
四、精铜供应分析	14
1、低加工费拖累国内精铜产量释放.....	16
2、2025 年海外精铜产量释放缓慢.....	17
3、2025 年国内精铜进口量将保持增长	18
4、废铜政策逐渐明朗，明年供应预计保持平稳.....	19
5、美铜年内陷挤仓风险，紧平衡预期下全球库存重心将下移	20
五、精铜需求分析	21
1、新型电网系统更新升级，特高压需求持续增长.....	21
2、房地产承压运行，强刺激政策维稳信心.....	21
3、“以旧换新”提振白色家电消费.....	22
4、新能源汽车产销增速超出预期.....	22
5、光伏装机增量可观，风电增速较为低迷.....	23
6、新旧动能转换，明年国内精铜终端消费增速或降至 3.3%.....	24
六、2025 年行情展望.....	27

图表目录

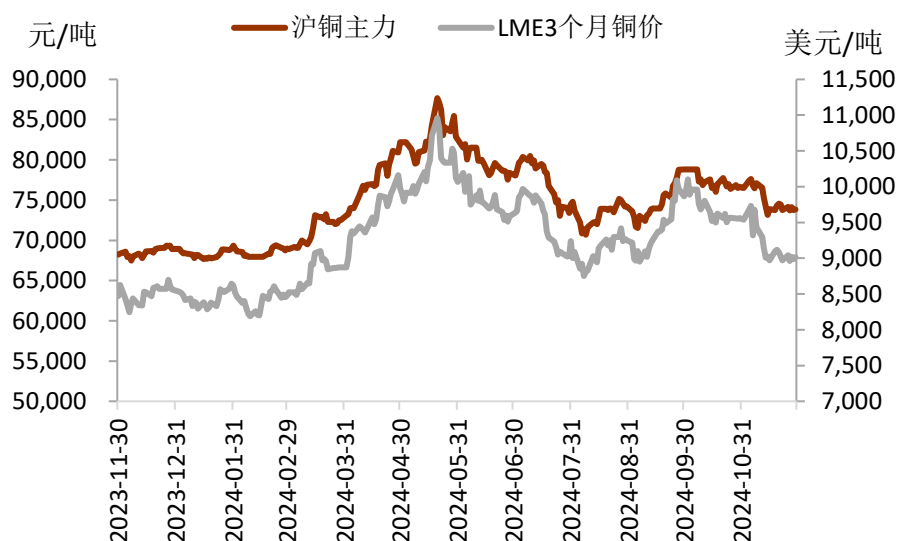
图表 1 铜期货价格走势.....	5
图表 2 上海现货铜升贴水走势.....	6
图表 3 发达国家 GDP 增速.....	9
图表 4 欧美制造业 PMI 指数.....	9
图表 5 中国 GDP 增速.....	9
图表 6 中国 PMI 指数.....	9
图表 7 全球主流矿企 2023 年第三季度产量情况（万吨）	11
图表 8 2023-2024 年全球主要铜矿项目增量跟踪 （万吨）.....	12
图表 9 2024-2025 国内精炼新扩建项目预估（万吨）	13
图表 10 2024-2025 海外精炼新扩建项目预估（万吨）	15
图表 11 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势	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、2024 年行情回顾

2024 年全年，铜价整体呈先扬后抑走势，一季度沪铜在 70000 下方做区间震荡，随后在 3 月进入了单边上行趋势，开启了近几年来幅度最大的一轮上涨行情并创下历史新高，而在 5 月下旬美铜挤仓结束以后国内外铜价迅速大幅回落，跌势一直持续到 8 月初并回归到 70000 元/吨附近，然后在三季度末确认阶段性底部支撑后再度反弹至 10 月初，随后四季度区间震荡后因美国大选尘埃落定随即转入震荡下行。进入 2024 年，在海外央行年初仍维持高利率环境的影响下，沪铜在 70000 元/吨下方震荡，最低一度探至 67000 元/吨创年内价格低点，随后在 3 月初由于美国再通胀预期、中美制造业复苏共振预期以及海外铜矿供应短缺加剧，从而形成了宏观、基本面的逻辑共振并受到了美铜挤仓情绪的推动，铜价开启了近几年来最大幅度的单边上行趋势并创下年内高点，最高涨至 88930 元/吨，而后在 5 月下旬随着海外挤仓情绪逐渐消退，全球制造业复苏周期被证伪以及在较高的绝对价格水平下导致的中国下游消费的基本停滞，铜价进入了快速下行阶段并一度跌至 8 月初的 71110 元/吨，随后在 9 月初美联储超预期降息 50 个基点后，铜价确认阶段性底部支撑后再度开启反弹行情至 79360 元/吨，随后铜价进入四季度后先是维持 76000-78000 元/吨做区间反复震荡，随后在美国大选结果出炉以后，因特朗普横扫胜选并推崇“美国优先”政策原则，美元指数大幅反弹创两年新高，铜价在关税和贸易壁垒加剧拖累全球经济增长以及强美元周期的影响下转入震荡下行。截止 11 月 29 日沪铜主力合约收于 73830 元/吨，较去年底价格相比，上涨 4600 元/吨，涨幅达 6.6%，全年波动区间在 67000-88930 元/吨，波动幅度为 32.7%。11 月 29 日伦铜最终收于 8980.5 美元/吨，较去年底价格相比，下跌 418.5 美元，涨幅为 4.9%，波动区间在 8127-11104.5 美元/吨，波动幅度为 36.6%，沪铜走势相对强于伦铜。

图表 1 铜期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2024 年全年，国内铜库存先升后降，上期所总库存从年初的 3 万吨左右的水平一路升至 6 月中旬的 32 万吨，这其中有季节性淡季累库的因素，也有上半年铜价大幅上行以后国内终端消费骤降导致的被动累库。上半年国内现货升水在终端消费逐渐走弱的周期下贴水幅度逐步扩大，并在下半年铜价快速回落后终端消费快速恢复转入小幅升水区间，年内升贴水波动区间在-325 至+110 元/吨之间。进入 2024 年后，初端加工恢复进程缓慢，3 月至 5 月铜价开启了单边大幅上行趋势后终端消费日渐降温甚至陷入停滞，最低一度跌至贴水-350 元/吨，创今年低点；6 月份后，美铜挤仓行情结束带动多头情绪释放，铜价快速回落后国内消费积极复苏并进入去库周期，国内库存从超过 40 万吨大幅回落至 10 万吨附近，随即国内近月由 C 转向 B 结构，现货贴水大幅修复开始转向升水结构，直至 10 月中旬终端消费再现疲软迹象，国庆节脉冲式的需求释放开始放缓新兴产业增速出现下滑，国内库存小幅反弹拖累现货再度走向贴水，11 月后随着海外宏观持续铜价重心不断下移，下游消费信心得到提振逢低积极补库，带动现货由小幅贴水转入正升水区间并一直持续至今，预计 12 月线缆行业订单将逐步趋缓，新兴产业用铜增速将进一步放缓，年内终端行业用铜渐入淡季难有较为充分的补库动机，明年 1 月春节将至累库周期或提前到来，预计年底前现货升贴水难有较大反弹空间，预计仍将保持小幅升水震荡运行。

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、美国经济保持韧性，欧元区暂离衰退区间

国际货币基金组织预计 2024 年和 2025 年全球经济增速约为 3.2%，其中预测发达国家经济增速为 1.8%，新兴市场和发展中国家经济增速约为 4.2%，在通胀下行的过程中，全球经济保持了强劲韧性，而逆全球化及地缘政治冲突可能对全球经济和大宗商品构成一定风险。特朗普 11 月以横扫胜选并着手启动关税和贸易保护政策，根据海外主流机构测算，若美国实施 10% 的对外关税基准税率，在不考虑其他国家实行反制的情况下将拖累美国经济增长约 0.5%，若其他国家采取反制措施，对美国经济增长影响预计将超过 1%，特朗普宣布将对中国进口的所有商品分别征收 10% 的关税将成为中美博弈的开端，与此同时，欧盟已针对美国可能到来的贸易制裁提前准备反制清单以保护自身利益。美国三季度 GDP 年化季环比增长 2.8%，与二季度持平，其中消费者支出环比增长 3.5%，虽低于预期的 3.7% 但仍为年内最高涨幅，三季度核心 PCE 物价指数环比增长 2.1%，略低于前值 2.2%，显示因通胀持续缓慢降温，消费者支出保持强韧性，美联储进入降息周期后带来的借贷成本下移，美国经济前三季度总体保持稳健增长。美国 11 月 Markit 制造业 PMI 快速修复至 48.8，虽然连续第五个月位于萎缩区间但制造业拐点或已显现，服务业 PMI 初值录得 57，创 2 年半以来新高，表明在特朗普上台后推崇的“美国优先”保护主义令短期制造业和商业活动均向上反弹，生产商企业信心得以修复，在正式关税落地前加大对原材料的抢进口力度，市场对美国第四季度经济展望较为乐观，截止 11 月底，10 年期美债收益率重回 4.4% 上方强势运行，整体预计 2025 年美国经济将在特朗普上任后推行的美国保护主义包括扩大财政支出，促进本土制造业回落以及对内企业和私人部门减税等各项政策预期中保持一定韧性，但全球贸易战重启或进一步升级也将一定程度对内拖累美国经济增长。

欧元区三季度 GDP 同比增长 0.9%，环比增长 0.4%，暂时避免落入技术性衰退区间。其中德国三季度 GDP 环比增长 0.2%，家庭支出和政府消费增长成为了“火车头”德国实现正增长的主要驱动，但三季度德国失业人口激增仍是隐患；法国三季度 GDP 环比增长 0.4%，奥运经济规模效应退潮后法国投资三季度下滑 0.8%，主因法国政府正面临巨大的财政赤字压力，家庭对未来经济前景的预期趋向悲观，但在奥运红利拉动下三季度家庭消费支出仍保持 0.5% 的增速，外贸投资小幅增长 0.1%，整体上，德法两大经济引擎的低位回升带动欧元区经济暂离衰退陷阱。

2、美联储降息进入“慢车道”，欧央行维持宽松立场

截止目前，在历经年内两次累计降息 75 个基点后，美国联邦基金利率已降至 4.5%~4.75%，美联储在 9 月开启首降并超预期降息 50 个基点，我们认为一方面美联储担忧就业市场疲态及制造业持续萎缩带来的经济下行风险，另一方面美联储试图通过大幅降息的方式带领经济

平稳走向软着陆，会议纪要显示美联储未来的政策重心将从控制通胀风险逐步转向实现双重目标的平衡性，大多数决策者们均认为逐步转向中性利率水平是更合适的选择，在未来将保持更为谨慎的宽松立场，当前的货币政策环境既不需要过度放松也不应具有限制性，鲍威尔声称当前美国经济并没有发出需要基于降息的信号，劳动力市场稳健，通胀进展已获得广泛基础，强劲的经济现状使美联储有能力做出谨慎决定。我们预计，美联储或将在今年年底最后一次降息结束后于 2025 年开始降息将进入“慢车道”。

美国 11 月 CPI 同比增长 2.7%，符合预期，11 月核心 CPI 同比增长 3.3%，环比增长 0.3%，主因家具和服饰分项小幅升温，酒店住宿和汽车价格也出现回升，显示美国通胀表现符合预期但近期下行进程受阻。十年期美债收益率被普遍视为全球资产定价的锚，其定价的基础与核心主要包括美国中性利率水平、预期通胀水平以及债券期限溢价，尽管美联储年内已累计降息 75 个 BP，但十债收益率仍持续上行并跃升至 4.4%，我们认为核心原因在于美国经济强韧性背景下的软着陆预期升温，特朗普推崇的关税壁垒和限制移民计划将推高对内通胀，以及美国财政端的债务规模持续扩张。美联储 12 月预计还将降息 25 个基点，点阵图显示 2025 年还会降息 2-3 次左右，但市场在四季度初已对降息基本定价，对长端债券利率的影响或有限。我们认为明年美债收益率将保持高位运行，降息频率将进一步放缓，主因美国制造业复苏以及对内减税政策将促进美国经济增长，关税和移民政策将推动潜在通胀预期回升（10 月美国核心 PCE 物价指数同比+2.8%），2025 年美国的中性利率中枢并维持较长的偏高水平。

欧元区 11 月 CPI 同比+2.3%（高于前值的 2%），核心 CPI 同比+2.7%，显示能源价格回落带来的通缩效应已边际递减，即 9 月 CPI 回落至 1.7% 以后连续两个月反弹，此前市场预期欧央行将在 12 月将大幅降息 50 个基点的预期已逐渐降温，当前通胀再度升温、失业率再创新低以及私人部门薪资增速高于预期都是制约大幅快速降息的前提。拉加德表示，为避免与美国产生贸易冲突，将扩大欧美贸易规模加大采购美国商品尤其是进口天然气的力度，欧元区有责任利用美国大选的结果推动自身的经济变革，恢复经济活力，当前无法准确评估美国关税壁垒对欧元区通胀程度的影响但短期会带来一定压力，并呼吁欧盟迅速推进资本市场联盟计划提升市场竞争力并抵御外部风险，欧元仍将在全球支付领域占据主导地位。我们认为在欧元区整体通胀中枢下移背景下 2025 年欧央行降息方向仍相对明确，但步伐预计稍有缓和，欧洲经济前景的不确定性将是左右宽松路径的核心因素。

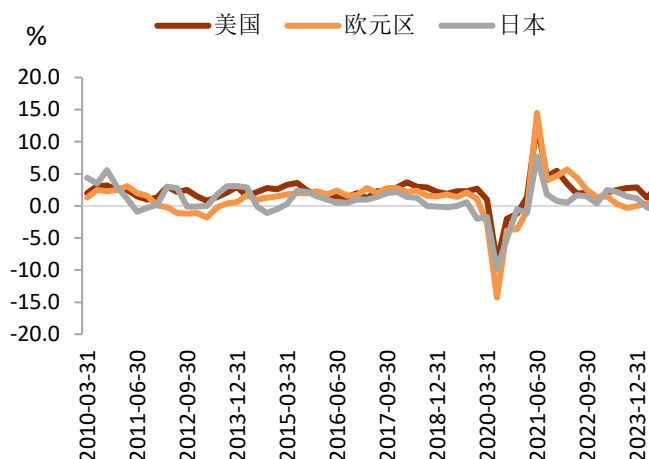
3、超常规逆周期调节加码，新质生产力铸就新引擎

今年中国经济面临海外高利率背景、逆全球化格局深化、地缘政治冲突加剧的一系列外部压力，以及中国经济面临经济发展增速下行、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、地方政府债务压力增加、经济结构亟需调整的现状。为应对我国经济增速放缓的压力，12 月中央政治局会议强调要实施更为积极的财政政策，自 09 年后首次将货币政策基调由稳健转向适度宽松，充实完善政策工具箱，加强超

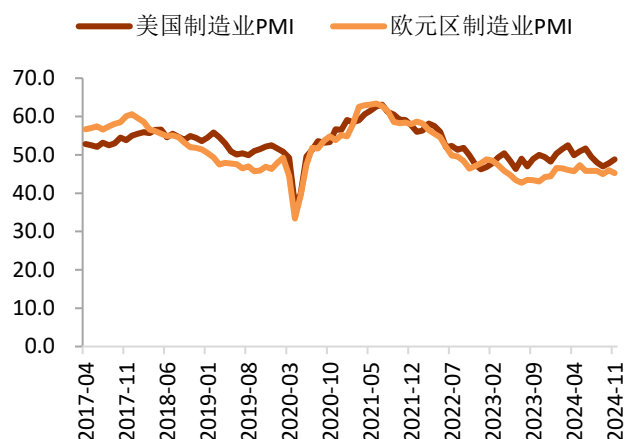
常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，发改委将着力加大政府投资支持力度，今年已安排政府投资资金约 6 万亿，未来经济结构上要以科技创新引领新质生产力的发展，我国绿色转型领域仍有广阔投资空间，将大力刺激消费全方位扩大国内需求。此外，中央政府多部门今年多次联合出台了一系列货币和财政端的刺激经济政策，其中包括降低存款准备金率、降低 LPR 和逆回购利率、宏观一揽子增量政策、10 万亿地方政府化债方案等等，楼市政策方面主要包括降低贷款利率和存量房贷利率、降低首付比例及上调贷款限额、取消限购限售及非普通住房标准、优化构建保障房体系、收储存量商品房等等，今年宏观政策的调控力度可谓历史最强。2025 年央行将继续坚持支持性的货币政策立场，强化逆周期条件，综合运用多种货币政策工具，重点加强对科技创新、绿色金融和消费金融领域的支持力度，进一步促进房地产市场和资本市场的平稳发展。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。

中国第三季度 GDP 同比增长 4.6%，前三季度 GDP 累计同比增长 4.8%。我国今年整体经济在较强的宏观政策调控下保持平稳运行，三季度制造业回归扩张区间，服务业景气度企稳回升，货币和财政政策的初步效应逐步兑现，经济结构持续优化，新质生产力快速发展，虽然外部环境纷繁复杂但经济稳中向好的基础没有改变。具体来看，我国前三季度的工业增加值同比增长 5.8%，其中装备制造业增加值同比增长 7.5%，高技术制造业同比增长 9.1%，增速分别超出全行业的 1.7%和 3.3%，其中新能源汽车、集成电路产品同比分别增长 33.8%和 26%，增速较快；前三季度我国服务业增加值同比增长 4.7%，其中信息传输和软件信息服务业同比分别增长 11.3%和 10.1%；前三季度，我国社零总额同比增长 3.3%，餐饮收入同比增长 6.2%，全国网上零售额同比增长 8.6%；前三季度我国固定资产投资总额同比增长 3.4%，除房地产开发以外同比增长 7.7%，在高技术产业领域中，航空、航天器及设备制造业，电子及通信设备制造业投资分别增长 34.1%和 10.3%；前三季度我国货物出口总额同比增长 6.2%，其中民营企业出口同比增长 9.4%，对“一带一路”国家进出口增长 6.3%，机电产品出口增长 8%；前三季度居民可支配收入同比名义增长 5.2%，CPI 同比增长 0.3%。预计 2025 年我国货币和财政政策将建立协同机制共同扶持经济增长，稳定资本市场信心，将引导更多资源和要素向新质生产力聚集，铸就中国经济发展的新引擎。

图表 3 发达国家 GDP 增速

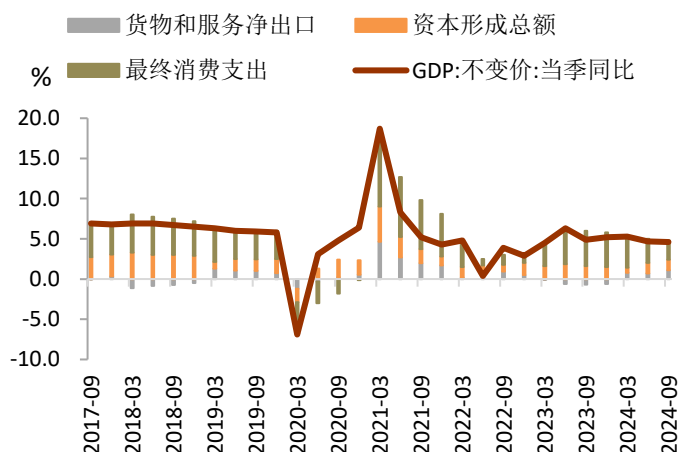


图表 4 欧美制造业 PMI 指数

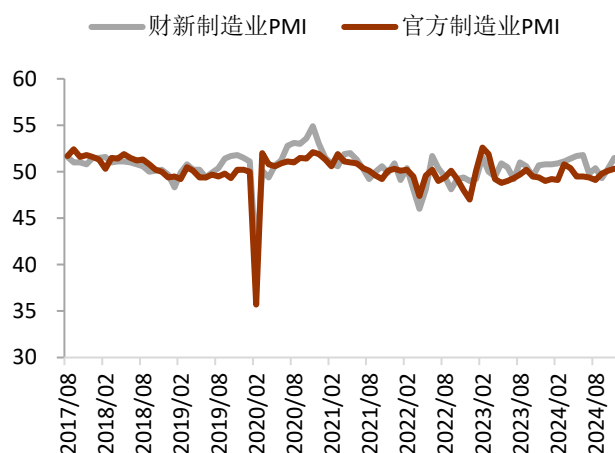


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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、长协 TC 基准价大幅回落，非洲铜产量逐年递增

2024 年至今，海外新建铜矿项目开发进展顺利，以非洲刚果为代表的中资企业纷纷扩张海外矿山投资规模，ICSG 统计今年 1-9 月全球铜精矿总产量为 1681.2 万吨，同比+2.7%，但因主产国智利等老牌矿山的矿龄老化品位下降以及部分矿山的天气、技术、罢工等扰动，巴拿马铜矿迟迟没有复产预期，进口铜精矿现货 TC(粗炼加工费)长期维持在 10 美金下方上半年一度出现负加工费的历史极值。从增量来看，洛钼旗下的位于刚果金的两大湿法混合项目 TFM+KFM 今年产量有望突破 60 万吨；艾芬豪-紫金旗下的卡莫阿铜矿三期提前投产，今年产量预计将达 45 万吨，五矿资源旗下的拉斯邦巴斯铜矿摆脱社区冲突干扰，产量逐渐回归；

安拓法加斯塔旗下的 Los Pelambres 项目在海水淡化厂扩建工程的扶持下预计今年增量达 5 万吨；TECK 旗下的 QBII 因高效运营能力预计增量将达 16 万吨之多。

全球矿端供应的扰动主要受到矿龄老化、部分矿石品位下滑以及周期性干旱导致降雨量偏少引发缺水等因素影响，智利 1-10 月铜产量累计为 448.4 万吨，同比增长 3.4%。第一量子旗下的 Cobre Panama 铜矿预计最早将于 2025 年二季度复产；虽然智利 Escondida 三季度矿石品位和回收率小幅提升，但仍未摆脱矿龄老化带来的产量预期下滑风险；自由港旗下的莫伦西和绿山铜矿产量同比均小幅下滑，其印尼新建的 48 万吨 Manyar 冶炼厂因火灾事故被迫推迟精铜销售进度至 2025 年，预计将于明年三季度恢复运营；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，而蒙古 OT 露天矿场持续遭受恶劣天气影响地面作业效率降低。BHP 旗下的南澳三矿因 10 月底雷暴天气破坏基础电力设施，矿坑岩土不稳定和通风限制限制开采效率预计减产 2 万吨。

我们跟踪统计了 2024 年全球前 15 大主流矿企前三季度的产量表现，其最近给出 2024 年的指导产量的中位数总和为 1290.52 万金属吨，同比 2023 年增加 33.45 万吨，增速仅为 2.6%。前 16 大矿企中有 6 家下调了产量预期，其中第一量子公司大幅下调产量指引区间近 30 万吨，自由港和英美资源分别下调今年产量目标 5.1 万吨和 6.6 万吨。全球最大矿企 Codelco 前三季度产量同比-4.9%，可见全球铜矿中期趋紧格局未改。

安托法加斯塔与中国铜冶炼小组敲定的 2025 年铜精矿长单 TC 和 RC 的基准价分别为 21.25 美元/吨和 2.125 美分/磅，大幅低于去年 80 美金的同期水平，市场认为这一结果大幅低于市场预期以及当前中国铜冶炼端的平均现金成本，但这已是 CSPT 小组与海外矿商反复博弈和谈判后的最优结果，此次超低的长单加工费谈判表明明年海外矿冶产能力的对比将产生严重失衡，在今年多家主流矿企下调指引产量目标以及部分主要矿山维持生产中断状态的背景下，明年铜精矿预计将维持供不应求的状态，中国多数冶炼厂或面临较大幅度的利润收缩甚至部分陷入亏损，明年全球精铜的产能投放和产量释放或将受到承压。当前全球和中国精铜冶炼产能仍在持续扩张态势，而海外铜矿供应增速却进入了放缓周期，虽然大冶有色火灾造成一定减产预期，铜陵有色或推迟其 50 万吨产能投放至明年下半年，但金川防城港及西南铜业搬迁后的粗炼产能均已开始投料生产，海外中色-阿曼矿业位于印尼 Amman 的 22 万吨以及卡奇铜业旗下的 Adani 的 40 万吨冶炼产能进入投产，铜精矿未来供不应求的格局仍未发生根本改变，因此积极提升原料端的自给率或成为国内冶炼企业未来转型的方向。

图表 7 全球主流矿企 2024 年第三季度产量情况（万吨）

矿企	2024 年 Q3 产量	Q3 同比	2023 年产量	2024 年产量目标	年增量 E	年增量同比 E
智利国营	33.8	-27.45%	132.5	132.5-135.2	1.35	1.02%
必和必拓	47.6	-3.27%	177.7	184.5-204.5	16.8	9.45%
自由港	47.7	140.79%	191.1	188.2	-5.13	-2.68%
英美资源	18.1	16.17%	82.6	73-79	-6.6	-7.99%
力拓	16.8	29.83%	62	66-72	7	11.29%
安托法加斯塔	17.9	77.23%	66.1	67-71	2.9	4.39%
第一量子	11.6	-51.61%	70.8	40-42	-29.8	-42.09%
嘉能可	24.26	-2.10%	101	95-101	-3	-2.97%
南方铜业	25.2	-4.07%	91.1	93.6	3.8	4.17%
紫金矿业	27.05	230.28%	100.73	111	10.27	10.20%
淡水河谷	8.6	-41.69%	32.66	32-35.5	1.09	3.34%
泰克资源	11.45	70.64%	29.6	46.5-54	17.15	57.94%
洛阳钼业	16.2	47.27%	41.95	52-57	15.05	35.88%
五矿资源	11.47	21.89%	34.73	36-41	3.77	10.86%
俄罗斯诺镍	10.8	7.50%	42.5	40.1-42.5	-1.2	-2.82%
合计	328.53		1257.07	1290.52	33.45	2.66%

资料来源：各大矿企财务报告，铜冠金源期货

2、预计 2025 年全球铜精矿增速仅为 2%

2025-2025 年仍是全球铜矿产能的集中投产期，据不完全统计，在不考虑干扰因素前提下，全球主流矿山项目于 2024 将合计贡献新增产量约 95 万吨，同比增长 4.3%，主要来源于南美的秘鲁、非洲的刚果金以及蒙古和我国西藏自治区地区都在积极推进铜矿新建产能的投放，在排除干扰率的情况下预计 2025 年全球铜精矿供应增速将超过 2%。

从今明两年的投产项目来看，由艾芬豪和紫金矿业合资位于非洲刚果的卡莫阿铜矿三季度铜总产量达 11.6 万吨，今年前三季度卡莫阿累计铜产量达 30.3 万吨，其中 9 月单月生产铜达 4 万吨再创历史新高。卡莫阿三期项目已于今年 6 月提前投产，目前正处于产能缓慢爬坡的阶段，三期达产后预计年产量将从 45 万吨逐步提升至 60 万吨以上，三期选矿厂的年吞吐能力预计将达 500 万吨。

力拓近期上调 2025 财年铜指引产量区间由原先的 66-72 万吨至 78-85 万吨，主因该公司预测旗下位于蒙古的 OT（奥尤陶盖勒）项目明年产量将激增 50%，力拓正加大对铜产业的投资力度主因全球能源领域的快速转型，其预计到 2030 年力拓年总产量目标将达 100 万吨。

BHP 旗下的位于智利的 Escondida 的开采品位及回收率开始逐步回升，Escondida 第三季度产量为 30.42 万吨，同比+11%，环比-2%，主因开采矿石的品位已提升至 1%（去年同期品位仅为 0.82%），采矿按计划进入高品位矿石区从而提升了回收率，预计 2025 年 Escondida

整体的矿石品位将保持在 0.9% 以上，2025 年指导产量将提升至 118-130 万吨。

洛钼铝业旗下的两大湿法混合项目 TFM 和 KFM 的前期勘探和后期开发效果不断超出预期，目前已分别拥有 45 万吨和 15 万吨的年矿产铜能力，公司预计若保持现有生产节奏，预计今年铜总产量有望突破 60 万吨，将打破原有的 52-57 万吨的指引区间上限。今年第一季度 TFM 混合矿 3 条生产线建设并全部达产，新增东区铜产能达 20 万吨，目前铜钴矿的生产线已达到 5 条，KFM 铜钴生产线已于 2023 年上半年达到设计产能，目前月产量已超过 1.5 万吨。五矿资源旗下的位于秘鲁的 Las Bambas 铜矿三季度铜产量为 9.06 万吨，为近三年以来的单季最高产量，今年秘鲁社区冲突干扰对内陆运输影响明显减弱，目前今年拉斯邦巴斯铜总产量或接近 40 万吨。

安托法加斯塔旗下位于智利的 Los Pelambres 铜矿的部分库存减少以及 Centinela 铜矿矿石品味和回收率的提高，前三季度累计铜产量达 46.37 万吨，同比+1%，主因 Los Pelambres 三季度铜产量达 9.2 万吨，同比+19%，得益于安拓今年投资 22 亿美元的海水淡化厂扩建工程已基本完工，海水淡化效率达到了 400 升/秒，未来将海水淡化效率再提升一倍，该项目将使得其成为智利中部第一个利用海水生产铜的大型项目以适应智利长期的干旱气候，扩建项目完工后矿石处理量增长显著，此外该项目的第四条选矿生产线也在顺利爬产，整体预计项目今年铜总产量将达到 33-35 万吨。

此外，第一量子旗下的位于赞比亚的 Kansanshi 铜矿第三季度产量为 4.98 万吨，同比+26%，为近三年以来的单季最高产量，主因采矿管理规范的提升，混合和氧化回路的磨矿品位和回收率的提高，Kansanshi 铜冶炼厂三季度生产阳极铜 9.3 万吨，生产硫酸 33.3 万吨，虽然第一季度冶炼厂发生了意外停产，但后期通过持续的配混模式提高了产量从而抵消了一季度的产量损失，Kansanshi 项目已上调 2024 年指导产量至 15.5-16.5 万吨。

泰克资源第三季度铜产量为 11.5 万吨，同比+59.7%，环比+4.2%，得益于旗下位于智利的 Quebrada Blanca II (QB) 矿山在第三季度的超预期表现，QB 矿山的高效运营能力和强劲的生产潜力随着运营规模的不断扩大，该矿山本季度的铜产量创下了历史新高。

干扰项来看，第一量子旗下的巴拿马铜矿预计至少要到 2025 年第二季度复产，该国新任总统表示，该项目问题确实需要解决但当前民众舆论及社会环境保障等问题具有更高的优先级，政府需要至少等到 2025 年年初才会着手解决该矿的复产问题，今年 7 月政府计划对该项目进行环境审计，2023 年巴拿马铜矿产量达 33 万吨，该矿产出占巴拿马本国的 GDP 比重超过 5%。该项目最近进行了一项全国性调查，约有 44% 的受访者认为该矿应该无限期关闭，约有 27% 的受访者支持在政府的严格监督下重新开放该矿，而 23% 的受访者主张重新开放该矿以便有序关闭。截至今年 10 月底，该矿区现场仍有近 12.1 万吨的铜精矿，第一量子公司还将继续谈判出口库存金属的许可证。

图表 8 2024-2025 年全球主要铜矿项目增量跟踪 (万吨)

矿山	地区	矿企	2024 年增量 E	2025 年增量 E
卡莫阿	刚果	紫金&艾芬豪	8	15
奎拉维克	秘鲁	英美资源	1	1
QB2	智利	泰克资源	16	8
Los Pelambres	智利	Antofagasta	4	1.5
OT	蒙古	力拓	4	10
Salobo	巴西	Vale	1	2
巨龙铜矿	中国	紫金	1.5	0
Grasberg	印尼	Freeport	2	1
Timok	塞尔维亚	紫金	3	0
Salvador	智利	Codelco	0	4.5
Kansanshi S3	赞比亚	第一量子	2	5
Tucuma	巴西	Caraiba	1	4
Mirador	厄瓜多尔	铜陵有色	0	3
Malmyzh	俄罗斯	RMK	0	10
TFM(湿法)	刚果	洛阳钼业	18	8
KFM(湿法)	刚果	洛阳钼业	5	0
Musonoi Sulphide	刚果	金川国际	0	4
Chalcobamba	秘鲁	五矿资源	0	10
Chuquicamata	智利	Codelco	0	5
Toromocho	秘鲁	中铝	0	5
Lonshi(湿法)	刚果	金诚信	1.5	2
KPM(湿法)	刚果	深圳亿特	2	3
Carrapateena	澳大利亚	OzMinerals	1	4
Udokan(湿法)	俄罗斯		6	7
Escondida	智利	BHP	8	5
Buenavista	墨西哥	南方铜业	1	1
Motheo	博茨瓦纳	Sandfire Resources	3	1
Tia maria	秘鲁	南方铜业	6	12
合计			95	132

资料来源：SMM，矿企季报，铜冠金源期货

四、精铜供应分析

1、低加工费拖累国内精铜产量释放

根据 SMM 统计数据，我国 11 月电解铜产量达 100.5 万吨，同比增长 4.6%，主要冶炼企业产能利用率为 77.1%，1-11 月我国电解铜累计产量达 1096.5 万吨，同比增长 5%。

今年国内精铜产量整体维持高位，主因国内在第二和第三季度由于铜矿供应短缺带来的

现货加工费大幅下降并未对我国大中型冶炼厂产能产生较大影响，今年冶炼端主要检修集中在粗炼端，二季度约有 220 万吨的冶炼产能参与集中检修，而冶炼企业通过维持较高比例的长协，积极通过资源回收渠道采购废杂铜以及及时充分地补充阳极板库存，因此铜精矿的趋紧并未对国内产量形成较强制约。三季度末，随着“783 号令”的风声渐起，废铜加工企业大面积停工停产，国内废铜供应量急剧收缩，精铜产量出现小幅回落，但进入四季度以来，废铜政策逐渐明朗带动废铜供应回归，再生铜杆企业积极复产。今年产量干扰方面，9 月中旬大冶有色新线硫酸设备发生火灾被迫进入提产检修，预计将于 12 月中旬重新投料复产；8 月中旬山东恒邦因侧吹炉放铜口突发喷溅被迫停产检修，已于 11 月下旬恢复生产。从四季度至明年的新增冶炼产能投放来看，金川防城港和金川甘肃的的冶炼厂已在四季度初陆续投产，目前防城港冶炼厂已进入投料试生产环节，预计明年一季度有精铜产出；五矿水口山新建 5 万吨精炼产能，11 月已有第一批精铜产出；西南铜业搬迁升级改造项目的火法系统已于 11 月成功投料，目前已正式进入带负荷试车阶段，项目建成后精铜年产量将达到 55 万吨；铜陵有色二期双闪精炼项目原计划明年一季度投料但基于客观原因预计推迟至明年三季度投产。整体预计四季度国内精铜产量将维持 290 万吨，而 2024 全年精铜累计产量预计将达 1190 万吨，同比增速为 4%。而在较低的加工费背景下，2025 年国内精铜总产量预计将达 1195 万吨，同比增速将显著放缓至 0.4%。

图表 9 2024-2025 年国内精铜新扩建项目预估（万吨）

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
山东恒邦	10	10	铜精矿	2024Q1
白银有色	20	0	铜精矿	2024Q2
北方铜业(葫芦岛)	5	0	铜精矿	2024Q2
赤峰富邦	6	0	铜精矿	2024
楚雄滇中有色	0	20	铜精矿	2024
广西南国	0	40	铜精矿	2024
包头华鼎	0	7	铜精矿	2024
五矿水口山(湖南)	0	5	铜精矿	2024Q4
小计	41	82		
西南铜业	0	55	铜精矿	2025Q1
金川集团(防城港)	40	40	铜精矿	2025Q1
金川集团(甘肃)	30	0	铜精矿	2025Q1
铜陵有色	0	50	铜精矿	2025Q3
小计	70	145		

资料来源：SMM，铜冠金源期货

2、2025 年海外精铜产量释放缓慢

海外方面，自由港旗下的印尼 Manyar 冶炼厂 50 万吨产能已于 7 月初投入试运行，预计今年增产 8-10 万吨；PT-Amman 22 万吨冶炼厂产能 5 月建设完工，但爬产时间将持续半年之久；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，预计今年产量仅有 4 万吨；2025 年第一季度紫金旗下的卡莫阿 50 万吨湿法冶炼产能计划投产；第一量子旗下的位于赞比亚的 Kansanshi 项目的 12 万吨扩建产能将于 2025 年投产，整体预计 2024-2025 年海外精铜冶炼产能扩张规模将达 174 万吨。预计 2024 年海外精铜产量增量约为 20 万吨，其中湿法增量来自于金诚信旗下 Lonshi 铜矿，KPM 铜矿以及俄罗斯 Udokan 矿冶一体项目，总计约 10 万吨。火法增量来自于印度 Adani 的 4 万吨，印尼 Manyar 下半年缓慢爬产带来的 10 万吨，以及 Gresik 的扩建项目；但智利 Enami 和瑞典 Boliden 的停产令火法增量或仅有 10 万吨左右。

图表 10 2024-2025 年海外精铜新建项目预估（万吨）

冶炼厂	公司	新增产能	国家	投产年份
PT Freeport	自由港印尼	40	印尼	2024
PT Amman	中色-阿曼矿业	22	印尼	2024
Adani	Kutch Copper	50	印度	2024
Kamoa	紫金矿业	50	刚果	2025
Kansanshi	第一量子	12	赞比亚	2025
合计		174		

资料来源：SMM，铜冠金源期货

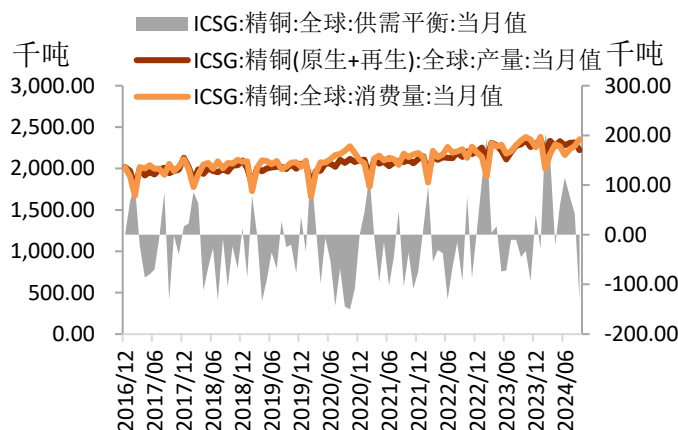
3、2025 年国内精铜进口量将保持增长

根据海关数据统计，今年 1-10 月我国铜精矿及矿砂累计进口量达 2338.5 万吨，累计同比增长 3.4%，而今年 1-9 月我国精炼铜累计进口量达 300.6 万，累计同比增长 6.7%。今年以来我国精铜进口呈先抑后扬的态势，上半年精铜进口窗口均未能打开，现货进口维持较大亏损幅度，二季度俄铜被欧美制裁后也未能如期流入我国，外加非洲地区基建设施落后，内陆运输受阻，德班港吞吐能力有限货船大面积滞留导致非洲湿法铜进入我国总量十分有限，上半年现货一度进入深度贴水区间，多种因素导致贸易商进口意愿低迷。下半年随着人民币汇率进入贬值周期，沪伦比价持续走扩，国内 8 月份以后进入快速去库周期而海外库存延续高位震荡，两地市场的供需分化令沪铜走势逐渐强于伦铜，三季度至今进口亏损收窄甚至出现短时间的窗口开启阶段，贸易商纷纷寻觅良机积极进口正套操作，且下半年铜价重心下移后中国终端消费回暖后对铜的需求有所增加，高性价比的非标湿法铜受到市场青睐，进口量从 9 月份开始逐步回归至 30 万吨上方，同比增速转正，我们预计 2024 年我国精炼铜进口总

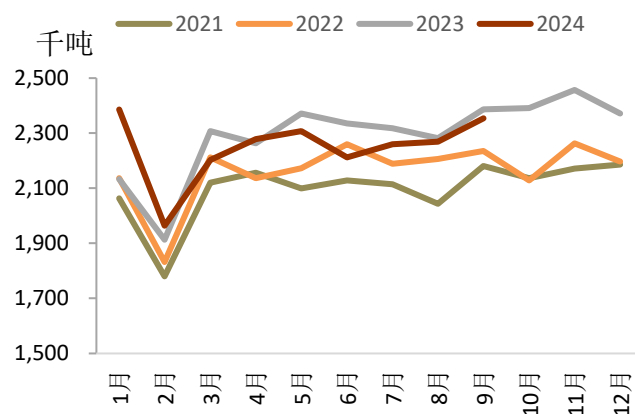
量将达 350 万吨以上，2025 年精铜进口量将进一步升至 380 万吨。精铜出口端在今年 6-7 月迎来一轮高峰主因 LME 亚洲部分仓库实行交割补贴政策带动中国冶炼厂集中出口交仓。

整体供应端来看，2025 年国内冶炼厂虽然会面临加工费下滑的困境产能利用率有所降温，但总体产量仍将高位运行，非洲地区湿法铜的产能扩张将继续推动我国进口量上升，明年国内精铜总供应将持续扩张，但预计增速有所减缓。

图表 11 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

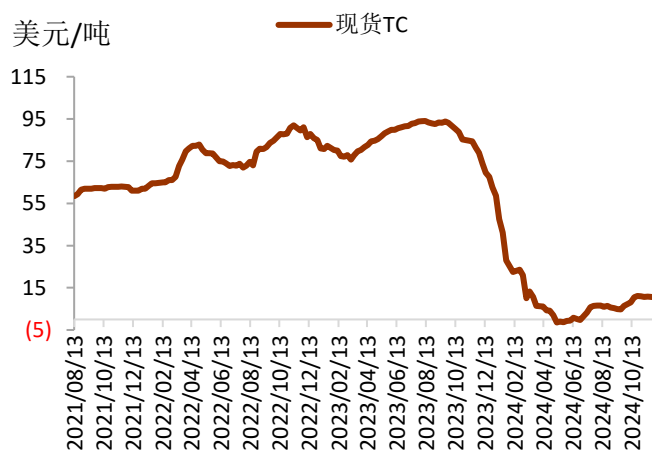


图表 12 ICSG 全球精炼铜消费变化

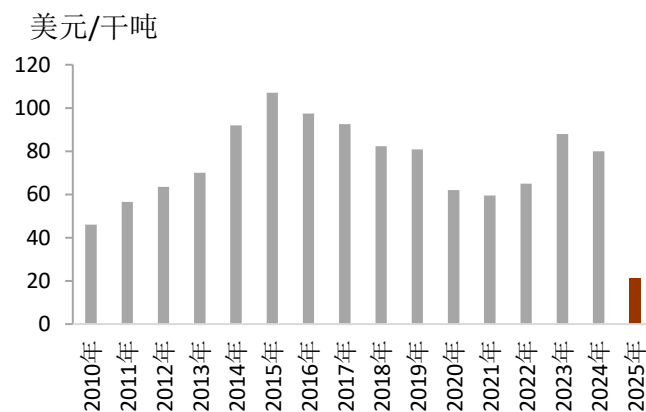


资料来源: Bloomberg, WBMS, ICSG, 铜冠金源期货

图表 13 中国铜精矿现货 TC 走势

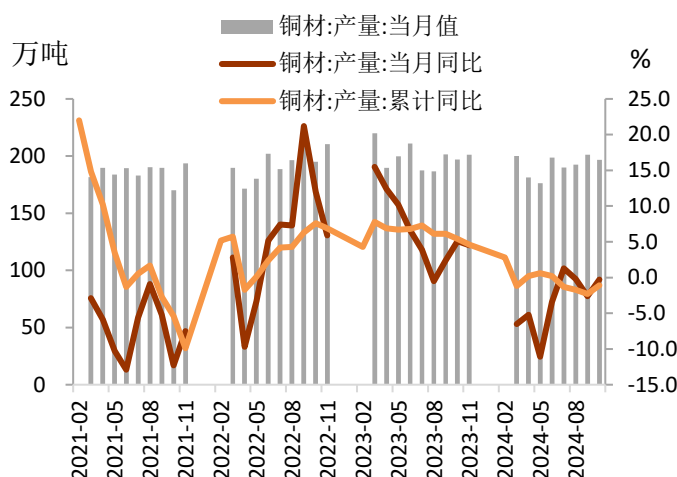


图表 14 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

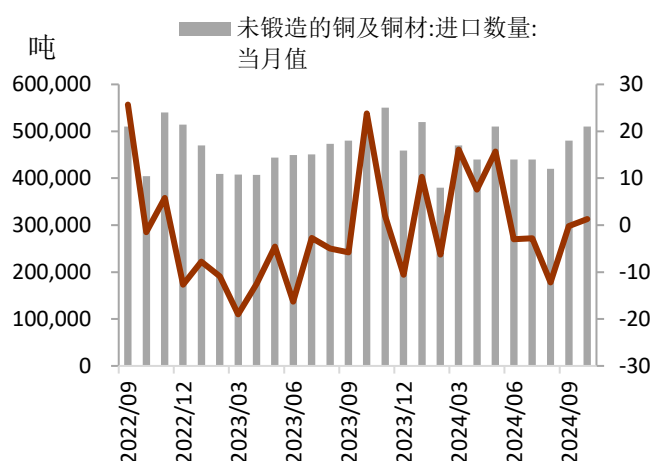


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 中国铜材产量及增速变化

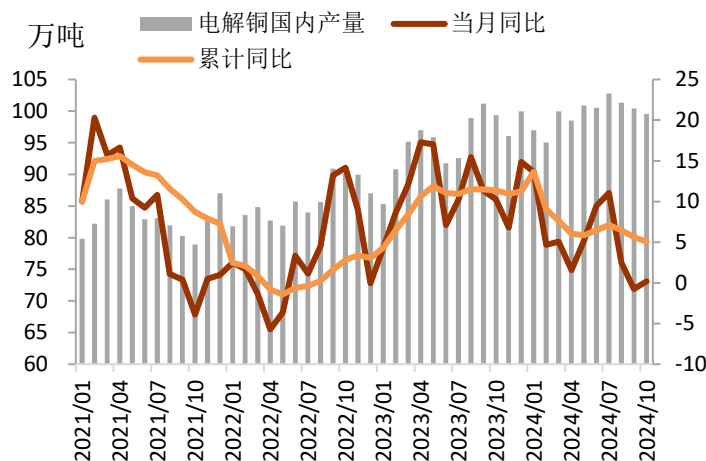


图表 16 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

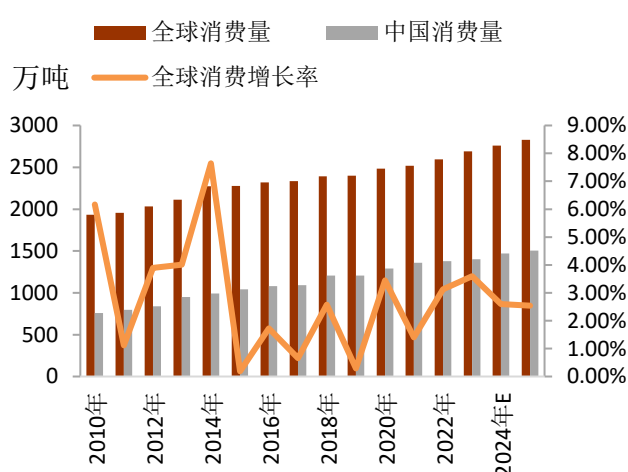


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 17 中国精炼铜产量变化

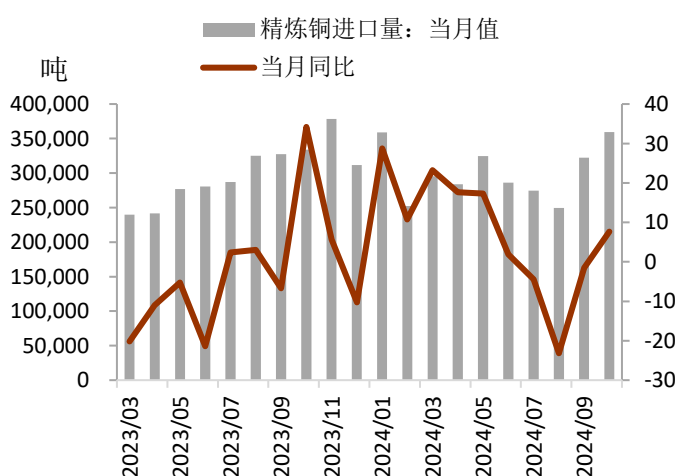


图表 18 中国精炼铜消费量变化

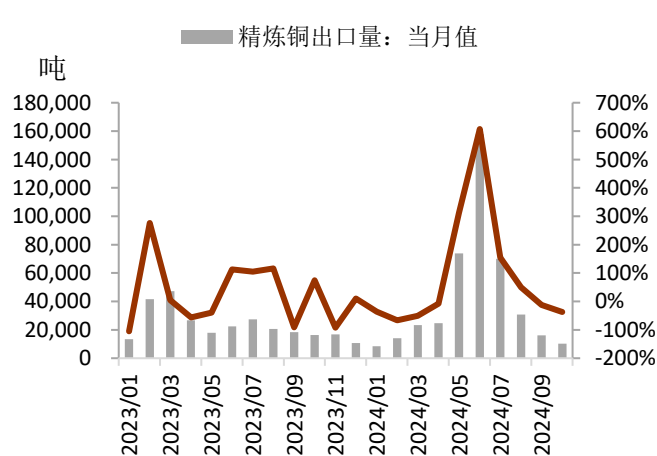


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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



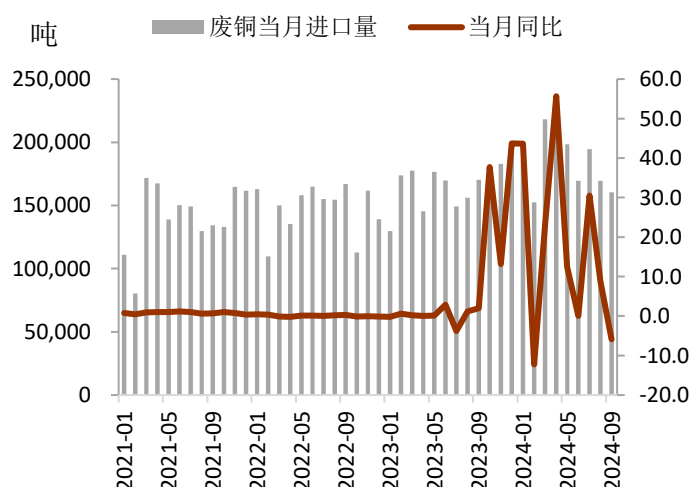
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、废铜政策逐渐明朗，明年供应预计保持平稳

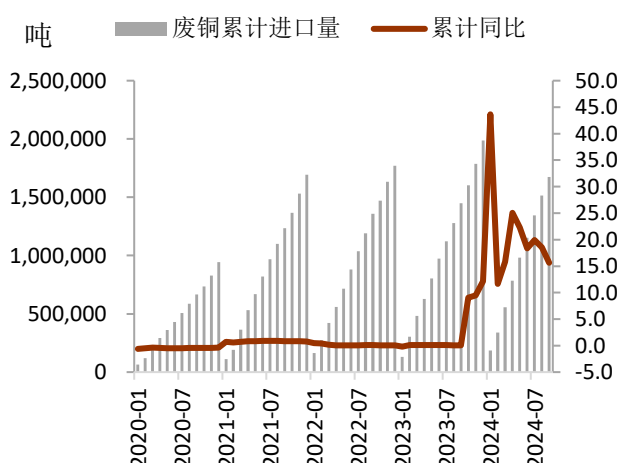
海关总署统计，今年 1-9 月我国废铜进口总量达 167.4 万吨，累计同比增长 15.7%。从去年 3 月份因铜矿供应短缺导致的铜价开启单边上行趋势后，市场较为担忧今年因矿端紧缺将导致部分中国冶炼厂被迫停产降负运行，但就在铜价一路上行创下近几年新高以后，巨大的精废价差也让废料回收企业和废铜制杆企业寻得出货良机，在 5 月上旬极端情况下精废价差扩大至 3500 元/吨以上的历史极值，冶炼厂对市场废杂铜采购的需求陡然增加，废铜回收积极采购国内并大量从海外尤其是东南亚进口废料销往中国冶炼端，据不完全统计，今年废铜流入国内冶炼端的总量接近 40 万吨。6 月以后随着铜价的高位快速回落，精废价差迅速收窄回归 1500-2000 元/吨的正常区间，国内废铜供应逐步收紧，又逢国家 7 月出台并拟实施限制性“反向开票”和“783 号令”文件，拟实行全国统一废旧资源税收标准(13%)，各地方没有法律法规依据或者没有经过国务院批准的政策措施，不得含有影响生产经营成本内容，包括给予特定生产经营者税收优惠、选择性、差异化的财政奖励或者补贴。导致降息、安徽、湖北等再生铜杆产能集中度较高的地区出现大面积企业停工停产，直至 10 月以后国家宣布“783 号令”将延期至 2028 年以后实施，废铜市场供应才逐步恢复，废铜加工企业开工率迅速回暖，截至 11 月底，再生铜杆企业开工率已恢复至 40%左右。12 月特朗普上台后宣布对中国进口所有商品征收 10%的关税，部分废铜贸易商担忧中美贸易战或波及废铜行业近期已暂停从美国进口废铜业务。

整体预计 2025 年废铜供应仍将保持稳定，中国废铜进口量将逐年递增，但贸易战重启及进一步升级预期令市场担忧废铜行业受到波及，或对整体进口量形成一定程度制约，明年精废价差将维持合理区间波动。

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



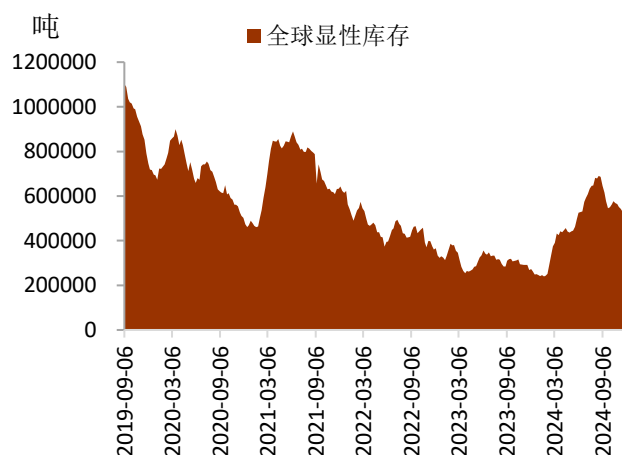
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

5、美铜年内陷挤仓风险，紧平衡预期带动明年库存重心下移

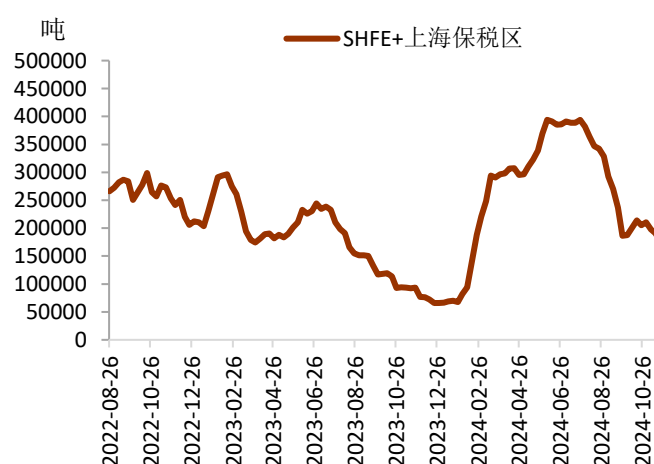
截至 11 月 29 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计库存 51.7 万吨，同比 2023 年年底大幅增长 106%；其中上期所+上海保税区库存 16.4 万吨，环比去年年底大幅增长近 10 万吨，全球显性库存整体重心大幅抬升，国内库存虽然历经四季度一轮去库但仍高于往年同期。海外方面，2024 年 LME 总库存整体呈先降后增的态势，基于去年年底的全球显性库存低基数效应，年初 LME 库存低位持续下探最低跌至 5 月中旬的 10.4 万吨，铜价 3 月初一路上扬国内进入消费旺季海外 COMEX 库存持续见底，市场进入软挤仓风险，由于 LME 铜仓库中仓单占比达到了 80%以上的是俄罗斯、中国、保加利亚和印度等品牌的铜，无法参与 COMEX 市场交割，国内生产的精铜同样无法参与交割，国内保税区的 9 万吨库存中大多来自于非洲刚果和俄罗斯也被排除在交割范围以外，预计能够实现交割的亚洲地区库存量为 3 万吨左右，加上 LME 的 2 万吨和美国本土的 1.8 万吨库存，全球可以参与 7 月 COMEX 合约交割的数量仅 6-7 万吨，大幅低于期货合约的空头多大十多万手的持仓量，美铜市场呈现一定的软挤仓风险，后因铜价高位快速回落后，市场情绪得到扭转，COMEX 空头纷纷布局从南美地区调货发往北美市场注册仓单并参与集中交割，海外库存重心得以逐步回升并最高上行至 70 万吨，并在 9 月以后呈现高位逐步回落格局。

国内方面，上期所库存上半年进入累库周期，年初较低基数背景下受春节下游放假停工因素影响以及上游供应持续高位运行，上期所总库存从年初的 3.3 万吨一路上行至 6 月中旬的 33 万吨，同比去年同期的累库幅度增加了约 30 万吨，主因铜价二季度开启大幅上行趋势后终端消费逐渐趋弱甚至陷入停滞，供需严重错配加剧了上半年的累库幅度，三季度后铜价重心下移，终端消费快速回暖又逢新兴产业用铜需求提速，上期所库存从 33 万吨的高位大幅回落至 11 月底的 10.8 万吨。预计 2025 年在整体需求保持平稳增长，低加工费背景下的国内精铜产量下调预期将拖累国内库存重心小幅回落。

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、新型电网系统更新升级，特高压需求持续增长

我国在“十四五”期间电网投资规模总额将达 2.9 万亿，2024 年我国电网投资计划完成总额预计将超过 5500 亿元，同比增长 4.3%。今年 1-10 月，我国电网投资累计完成总额已达 4502 亿元，累计同比增速 20.7%，已完成全年目标总额的 85.4%，累计同比增速较快主因今年铜价中枢上移，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。今年上半年电网订单十分低迷，主因上半年高铜价抑制两网招投标规模，铜缆线企业生产几乎陷入停滞，直至 5 月底铜价高位快速回落以后终端电缆企业逐渐恢复生产，线缆企业开工率恢复至 8 成上方，三季度以后铜价逐渐趋于平稳，国网和南网全力冲刺完成全年计划目标总额，电网投资招标量大幅反弹，整体来看，今年的电网建设情况是特高压订单增长较快，而中低压相对增长缓慢，此外，部分企业越来越倾向于使用铝芯缆线在风力发电领域和短距离电网输送场景，对铜缆线的替代性逐步增强。我们预计 2025 年电网投资增速将保持在 3-3.5%。

2、房地产承压运行，强刺激政策持续加码

国家统计局数据显示，今年 1-10 月我国房地产开发投资累计总额 8.63 万亿，累计同比下降 10.3%。1-10 月我国商品房销售面积累计为 7.79 万平方米，同比下降 15.8%，其中住宅销售面积为 6.54 万平方米，同比下降 17.7%，房地产新开工面积累计为 6.12 万平方米，同比降幅扩大至 22.6%，而房地产竣工面积达 4.2 万平方米，累计同比降幅扩大至 23.9%。10 月 70 个大中型城市新建商品住宅和二手住宅价格指数同比分别下降 6.2%和 8.9%。

今年房地产市场运行整体低迷，随着中央多部门合力出台一系列刺激楼市政策，其中包括降低房贷利率、下调 LPR 利率、降低首付比例、放开限购限售减免购房税收、提高公积金贷款额度上限、取消普通非普通住宅标准等等，10 月国务院新闻发布会密集出台一揽子增量政策，涉及地产主要为通过货币安置化的方式，新增 100 万套城中村和危旧房改造，并将楼市“白名单”项目的信贷规模扩大至 4 万亿，政策出台力度之大覆盖范围之广堪称历史之最。在强刺激政策的引领下中国楼市成交量在经历了上半年的低谷后，于三季度迎来一波脉冲式反弹，但由于当前楼市挂牌量的基数较大，居民端对市场预期仍未发生根本性扭转，以

及对未来收入增长预期有下行担忧，整体居民端杠杆率缺乏进一步上行的驱动，因此成交量的放大并未带来成交价格的回升，我们仅认为房地产的销售端在四季度开始逐渐复苏迹象，中国楼市总体企稳向上反弹仍有待检验政策兑现效果，明年房地产投资发开和开工施工仍将保持筑底运行，因三年建设周期的影响，我国在 22 年的楼市下行趋势初显端倪因此明年竣工端仍难有较大起色。预计 2025 年中国房地产行业将继续承压运行，整体建筑业的用铜总量几乎持平今年同期。

3、“以旧换新”提振白色家电消费

根据产业在线数据，2024 年 1-10 月我国空调总产量 2.25 亿台，累计同比增长 8.2%。1-10 月我国空调出口累计达 5304 万台，累计同比增长 27.2%。1-10 月我国家用空调累计销量 1.67 亿台，同比增长 14.6%，截止 10 月底，我国家用空调库存 1604 万台，同比下降 4.9%。

中国今年 1-10 月社零总额同比增长 3.5%，而在“以旧换新”类产品中家用电器零售总额前 10 个月同比大幅增长 39.2%，仅上半年家用空调累计销量已达 1.13 亿台，同比增长 15.5%，反映出居民端对以白色家电为主，以厨房家电为辅产品类型更新换代的强烈需求。在中央政府大力推进“以旧换新”政策以及对绿色低能耗产品提供额外补贴的背景下，今年家电市场的回升不仅体现在销量的较快增长，同时产品的平均售价已在同步提升，线上和线下销售均表现强劲，下半年在金九银十旺季、双十一促销以及线上直播普及化的带动下，行业展现出了“量价齐升”的良好局面。但值得注意的是，仍有一些不能满足“国补”条件的小品牌及经销商在行业激烈竞争的背景下面临退出市场的困境。

出口方面，市场担忧特朗普上任后美国关税落地或将波及到空调行业，因此四季度以来海外市场积极扩大采销力度，提前备货情绪高涨，仅 10 月单月出口量就达 321 万台，同比大增 58.9%。但我们认为从市场份额的角度全美市场站我国空调企业总营收的占比有限，且主要龙头企业已在海外提前布局产能，其次我国空调仍具有较强核心竞争力，短期美国市场难以寻求更高性价比和供应链配套完善的其他产品，即使是 10%的全商品关税最终落地，对我国空调企业的短期利润影响也较为轻微，我国空调企业在历经了数十年的发展变革，其产业布局和技术创新已基本引领全球，基于完善的产业链和制造业成本优势，较低程度的关税对我国家电企业的影响相对有限。此外，近年来我国在出口端积极开拓欧洲及亚非拉市场，积极布局广阔的海外市场空间。预计 2025 年空调行业的用铜增速将维持在 7%左右。

4、新能源汽车产销增速超出预期

中汽协数据显示，2024 年 10 月我国新能源汽车产销量分别为 146.3 和 143 万辆，同比分别增长 48%和 49.6%，今年 1-10 月新能源汽车累计销量已达 975 万辆，计划完成率已达 85%，我们预计今年新能源汽车总销量将达 1215 万辆，将超出中汽协此前预计的 1150 万辆的目标，增速将高达 35%。1-10 月我国新能源汽车出口达 105.8 万辆，同比增长 6.3%。

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新能源汽车市场的份额也在逐年递增，其中比亚迪在 10 月全球新能源汽车总销量占高达 27.7%，而五菱、吉利和理想品牌汽车的市占率分别为 4.5%、3.8%和 3%，预计 2024 年中国品牌汽车销量将占全球汽车市场总销量的 12%以上。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，在新能源汽车赛道上中资企业在智能化技术和开发平台的能力也得到全球认可，中外车企在汽车领域的地位正在日益更迭。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渐小幅递减，目前一辆纯电汽车用铜量约为 70 公斤左右，预计将在 2030 年后降至 65 公斤以下。我们预计 2025 年新能源汽车在延续以旧换新政策导向和扩大内需的总基调引领下仍将维持 25%的产销高增速，预计将达 1520 万辆，预计用铜增量将达 23.8 万吨。

5、光伏装机增量可观，风电增速较为低迷

根据彭博新能源财经报告，预计 2024 年全球光伏装机总容量将达 592GW，同比增长 33%，2023 年为 447GW，今年中国新增太阳能光伏的步伐继续加快，仅上半年装机已超过 100GW，同比增长 30.7%。国家统计局数据显示，今年 1-10 月我国光伏装机累计新增 181.3GW，同比增长 27.2%，较今年光伏工业协会预计的 220GW 的年计划量完成率已达 82%，“十四五”期间国家规划的 550GW 的西北大型风光大基地计划已成为近年来行业增长的重要支撑，下半年国内地面电站的传统装机旺季即将到来，随着国家规定消纳红线放宽至 90%，集中式项目建设并网进程正在提速，但分布式项目进展缓慢主要靠工商业刚需订单的勉强支撑。今年光伏行业上游硅料价格持续下行推动终端装机成本重心下移，为产业链低廉的利润环境带来一些改善。四季度光伏行业会议上产业链各级主体初步达成行业自律规范协议，行业未来将优化产业布局重点是理性规划产能，注重技术创新、实现资源共享并积极开拓海外市场从而提升竞争力，摆脱过度内卷和恶性竞争。出口方面，商务部表示面对日益严峻的出口形势和外部环境，光伏企业要注重产业链的研发设计和集成制造体系，争取通过量产高转换效率(超过 25%)的先进晶体硅光伏电池提质增效，并积极应对可能出现的贸易摩擦。去年年底抢装潮引发的单月 52GW 的装机量预计将不会重演，预计今年我国光伏装机容量将达 220GW，2025 年装机容量将进一步提升至 235-240GW。

根据 Mercom India Research 的数据，新兴市场中最具代表性的印度截止 2024 年 8 月累计光伏装机容量已达 89.4GW，占全社会发电总量的 19.5%，其中今年上半年装机总量为

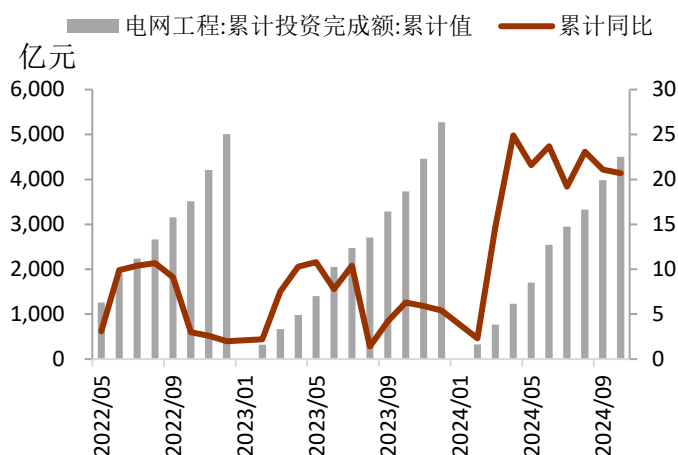
14.9GW,同比大增近300%,上半年我国对印度出口光伏组件约11.9亿美元,同比增长141.5%。今年年初印度总理启动屋顶光伏安装计划令其逆变器需求激增,目前印度逆变器有90%均从中国进口,印度本土企业的产能布局和技术水平仍未能有效满足市场需求,短期内寻求中国以外的产品、实现产业自足可控难度较大,晶科能源目前已占印度组件出货量的20%以上。4月以来印度对我国光伏产品重新实施《太阳能电池 ALMM 草案》并设置非关税壁垒,试图保护本国光伏产业,但电网连接的局限性和基础设施建设的不完善令本土项目被迫推迟,印度必须直面原料供应压力和并网建设的挑战,才能完成到2030年左右实现280GW的长远目标。

海上风电今年整体装机增速相对低迷,主因项目的投资成本过高投资收益率不稳定导致装机意愿下滑。2024年1-10月我国风电装机总量达45.8GW,同比增长22.8%,下半年风电装机略有提速但完成总量仍低于年初预期。我们认为,西部地区的用电量低、负荷低的特征,且70%以上的电力需要东输,虽然消纳红线放宽,但全国的电网结构和输电布局难以实现大规模风光项目的接网消纳,海风仍受制于投资建设周期长、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等问题,2024年路上加海上的风电装机增速预计将低于30%。总体来看,风光用铜的单耗量呈逐渐递减态势,铜铝比价的剧烈波动令铝代铜现象不断强化,根据CRU的预测,光伏和陆上风电的单机耗铜量都将在2025年降至2500GW/吨左右的水平。预计明年我国电网和发电端的精铜消费增速将小幅升至4.3%。

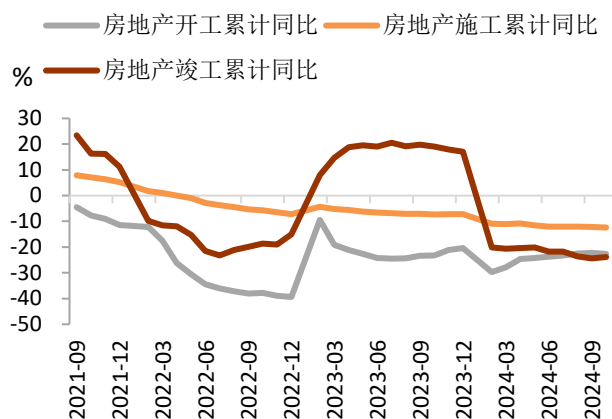
6、新旧动能转换, 预计2025年国内精铜终端消费增速或降至3.3%

整体上,2025年全球贸易格局面临恶化,主要经济体出口将迎接挑战,全球制造业复苏前景略显黯淡,而我国新兴产业发展和布局已日渐成熟,贸易保护主义或难以限制我国富有竞争力的新能源汽车以及光伏产品走向全球市场。从国内终端用铜需求来看,预计光伏和新能源汽车将保持可观增量,白色家电将维持较快增速,电网投资将平稳增长,传统燃油车产销逐步减量占比下降,房地产竣工端仍将筑底运行,风电增速难有较大反弹空间,电子机械行业将平稳运行,新兴产业的用铜增长仍有空间,传统行业消费尚居韧性,整体预计2025年国内精铜消费增速将小幅回落至3.3%。

图表 25 电网投资完成额

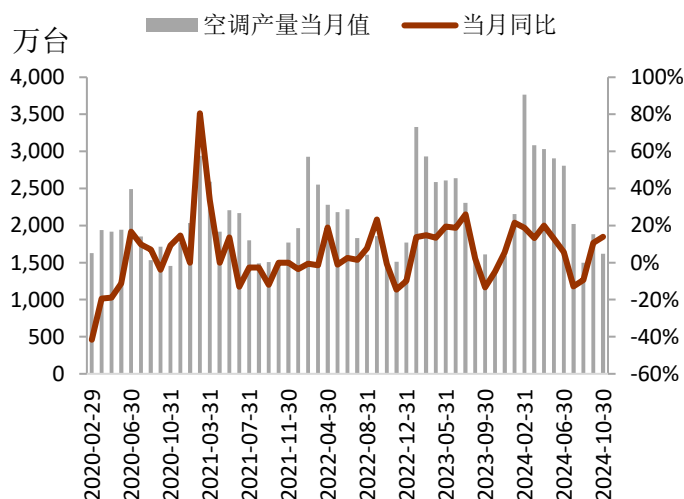


图表 26 房地产开工施工竣工增速

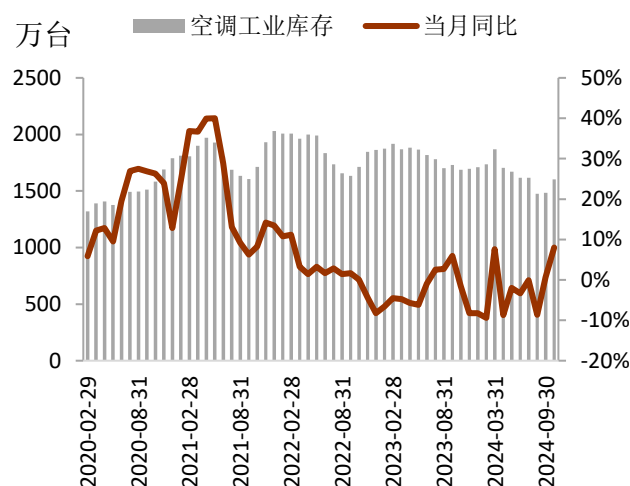


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 27 空调产量

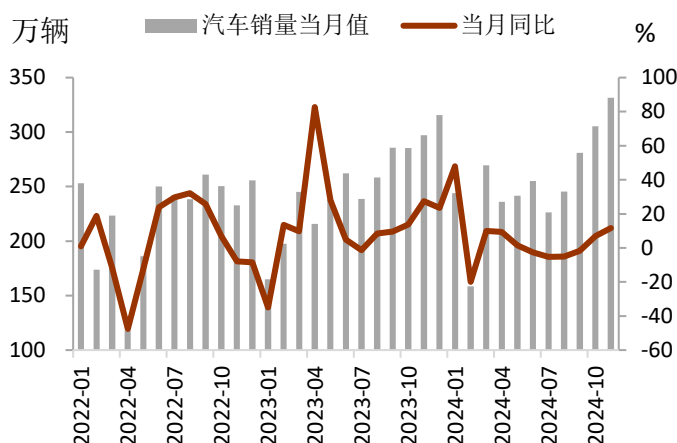


图表 28 家用空调库存

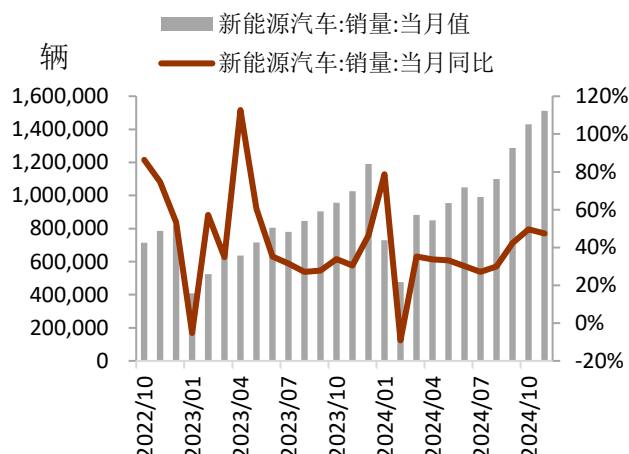


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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	2024E	增速	2025E	增速
交通	9.8%	157	11.3%	180	14.6%
建筑	19.9%	320	-5.9%	310	-3.1%
空调	13.1%	210	6.6%	225	7.1%
电子机械	21.8%	350	4.5%	355	1.4%
电网发电	21.5%	345	6.2%	360	4.3%
出口电缆	9.6%	155	2.0%	155	0.0%
其他	4.4%	70	7.7%	75	7.1%
总计		1607	3.3%	1660	3.3%

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	2024E	2025E	2026E
全球铜精矿产量	2224	2262	2310	2340
同比增速	1.57%	1.71%	2.12%	1.30%
全球精炼铜产量	2693.1	2748.4	2770	2790
同比增速	5.00%	2.05%	0.79%	0.72%
全球精炼铜消费量	2689.9	2720	2760	2800
同比增速	3.59%	1.12%	1.47%	1.45%
过剩/短缺	3.2	28.4	10	-10

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	2024E	2025E	2026E
国内精铜产量	1144	1190	1195	1210
净进口量	323	350	380	400
精铜消费量	1445	1477	1525	1555
废铜消费量	110	130	135	145
总耗铜量	1555	1607	1660	1700
消费增速	4.86%	3.34%	3.30%	2.41%
库存变化	22	23	10	15

资料来源：IFIND，CRU，SMM，铜冠金源期货

六、2025 年行情展望

IMF 预计 2025 年全球经济增长率约为 3.2%，我们认为当前美国通胀降温但下行趋缓，美联储未来降息或进入“慢车道”，限制性立场以及新关税和移民政策将拖累经济增长推高对内通胀，美国经济既有韧性也存在滞涨风险；欧元区虽脱离衰退区间但缺乏增长驱动，维持宽松仍是主旋律。国内来看，明年扩张型的财政政策和转向适度宽松的货币政策，以及超常规逆周期调节将一定程度对冲外部风险，居民消费和信贷周期将被有效激活，楼市信心逐渐企稳，关税壁垒或拖累出口下滑，但新质生产力将成为中国经济新引擎。

供应方面，2025 年铜精矿供应将维持低增速，矿山生产中断仍是主要干扰；长协加工费偏低背景下炼厂新增产能投放受到制约，产能利用率将遭遇瓶颈，明年国内精铜产量难有较大增长空间；与此同时，进口规模将持续扩张，而废料和冷料供应相对稳定，将一定程度弥补矿端资源紧缺扰动，预计 2025 年国内整体精铜供应增速将维持在 2.3%。

需求方面，预计光伏和新能源汽车将保持可观增量，白色家电维持较快增速，电网投资平稳增长，传统燃油车产销逐步减量占比下降，而房地产竣工仍将承压运行，风电装机难有较大反弹空间，电子机械平稳运行，新兴产业的用铜增长仍有空间，传统行业消费尚居韧性，新旧动能切换背景下，整体预计 2025 年国内精铜消费增速将保持在 3.3%。

预计明年上半年全球贸易格局恶化以及美元走强或令铜价承压，而下半年美国制造业复苏叠加中国经济企稳向上令铜需求预期持续改善，铜价整体呈前低后高。预计明年沪铜的主要运行区间在 70000–85000 元/吨，伦铜主要运行区间为 8700–10500 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 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。