

2025 铜市新篇章：供需改善驱动价格中枢跃升

通惠期货研发部

核心观点：

孙皓

从业编号：F03118712

投资咨询：Z0019405

sunhao@thqh.com.cn

www.thqh.com.cn

2024 年是铜市波动剧烈的一年，价格走势呈现大幅起伏。二季度铜价一度创下历史新高，背后驱动因素包括矿端供应的扰动、中美制造业的阶段性回暖以及宏观资金配置力度的增强。此外，海外市场的挤仓现象也对铜价形成助推。然而，从全年来看，全球铜市整体处于供过于求的格局，这成为铜价在快速上涨后无法维持高位的根本原因。

在供应端，尽管矿端扰动对原料供应构成一定压力，但 2024 年国内外新增冶炼产能的大量释放使电解铜产量保持稳定。需求端表现则相对疲弱，国内外制造业 PMI 多数时间位于荣枯线下方，欧洲制造业萎缩尤为明显，导致铜库存水平显著高于近年平均值。

展望 2025 年，全球铜市场的供需格局有望从当前的供过于求逐步转向供需平衡。受冶炼费（TC/RC）大幅下滑影响，国内冶炼厂的利润空间将显著收窄，部分冶炼产能或将因成本压力被动缩减。此外，铜精矿供应紧张将进一步对电解铜产量构成约束，从而限制上游供应端的生长。

在需求端，2025 年下游消费增速或将高于 2024 年。具体来看，中美两国可能进入主动补库周期，叠加国内电网投资扩张、家电消费回暖以及新能源车产量的持续攀升，整体需求动能将保持强劲。与此同时，随着主要央行实施进一步的货币宽松政策，海外需求也有望逐步回暖，推动全球铜库存同比下降。

价格方面，2025 年铜价或将维持在相对高位运行，但受制于市场供需关系的边际改善和宏观环境的稳定性，趋势性行情可能不如 2024 年显著，全年波动幅度或将有所收窄。综合来看，2025 年铜市场将呈现供需趋稳、价格高位震荡的运行格局。

风险提示：

地缘政治危机影响，终端需求不及预期，海外通缩预期加剧等。



【目 录】

第一部分 2024 铜价走势回顾	3
一、年初-3月初震荡走势.....	3
二、3月初-5月中旬持续走高.....	3
三、5月中旬-8月初震荡回调.....	3
四、8月初以来高位震荡.....	4
五、11月上旬-年底回落后持续震荡.....	4
第二部分 全球经济及宏观形势影响	5
一、美国经济：坚韧复苏，增长动力强劲.....	5
二、欧元区经济：制造业疲弱，服务业稳步回升.....	5
三、英国经济：稳步复苏，通胀得到有效控制.....	5
四、日本经济：通缩阴霾逐渐消散，薪资消费同步回升.....	6
五、国内经济：政策提振，需求表现有望改善.....	6
第三部分 升贴水	8
第四部分 全球铜供给	9
一、矿端：全球铜矿供应增量收紧.....	9
二、冶炼端：冶炼利润下滑带来小幅减产预期.....	10
三、废铜回收：冶炼产生的重要补充.....	11
第五部分 全球铜需求	12
一、电力：电力需求增长文件，推动铜需求上涨.....	13
二、家电：以旧换新带动销量提升，出口强劲带动需求上涨.....	15
三、汽车：新能源车增速较快，传统汽车拖累整体增长.....	15
四、房地产：相关数据表现较差，地产带来的铜需求下滑.....	16
五、新能源领域：增速最快的新兴领域.....	17
第六部分 全球铜库存变化	17
第七部分 持仓分析	18
第八部分 供需平衡：供需边际趋紧，铜价中枢上行	19
第九部分 展望 2025	21



第一部分 2024 年铜价走势回顾

一、年初-3 月初震荡走势

沪铜和 LME 铜震荡区间：在年初至 3 月初，沪铜和 LME 铜价格在较窄的区间内波动，震荡区间分别为 67,700-69,950 元/吨和 8,189-8,642 美元/吨。此期间铜价没有显著的上行或下行趋势，主要反映了市场对于未来铜价走向的不确定性，市场参与者观望情绪较浓。

现货粗炼/精炼冶炼费下跌：这一时期，铜现货粗炼和精炼冶炼费延续下行趋势，表明冶炼环节的盈利情况较差。冶炼费的下跌往往反映了矿石供应的紧张，或者是冶炼厂处理矿石的能力和成本之间的压力。

二、3 月初-5 月中旬持续走高

铜矿短缺加剧：3 月初至 5 月中旬，铜矿供应持续紧张。多个矿山发生了突发性事故，如智利 Codelco 的 Radomiro Tomic 铜矿因生产事故暂停，巴西淡水河谷 Sossego 铜矿的运营也遭遇暂停，进一步加剧了市场对铜矿供应短缺的担忧。

冶炼费大幅下跌：与此同时，冶炼费持续下跌，迅速下探至 2019 年以来的低位。冶炼费的下降是铜矿供应紧张的一个明显信号，表明冶炼厂的原材料采购成本上升。

CSPT 减产共识：在此期间，中国铜冶炼企业的座谈会和 CSPT 小组达成了减产共识，进一步加剧了市场对铜矿供应紧张的担忧。冶炼厂减产实际上是为了适应铜矿的供应瓶颈，同时维持盈利能力。

ICSG 铜矿预期下调：国际铜研究小组（ICSG）发布的 2024-2025 铜市场预测报告也下调了今年铜精矿的增速预期，这意味着全球铜矿的供应将继续偏紧。供应端的紧张与需求端的复苏共同推动了铜价上涨。

铜价创历史新高：多重利好因素的推动下，铜价持续走高。特别是 5 月中旬，COMEX 铜出现了逼空行情，进一步推高了铜价，最终创下了历史新高。

三、5 月中旬-8 月初震荡回调

高铜价抑制需求：5 月中旬达到历史新高后，铜价开始进入震荡回调阶段。根据 ICSG 数据，2024 年 5-6 月全球精炼铜的月度消费同比下降，5 月为-4.26%，6 月为-6.68%。高铜价对下游需求产生了抑制作用，尤其是在铜价达到历史新高后，部分需求方可能采取观望态度或减少采购，从而导致需求的回落。



需求疲软与库存变化：在这个阶段，尽管供给端紧张，但需求端的减弱使得铜价未能持续攀升，反而出现了回调。市场对铜的需求感到不确定，尤其是在全球经济复苏尚不均衡的情况下，高铜价抑制了部分终端消费者的采购热情。

四、8月初以来高位震荡

震荡回调后的稳定：8月初开始，铜价在经历了震荡回调后逐渐企稳，并在相对高位保持震荡走势。这一阶段，铜价没有明显的下跌趋势，市场情绪相对平稳，价格维持在一个较高的区间内。

供需格局依旧复杂：尽管铜价高位震荡，但铜矿的供应紧张、冶炼费用低、绿色能源和电动车的需求继续增长，使得市场对铜的需求仍然保持较强的支撑。与此同时，全球经济的不确定性，尤其是欧美地区的经济放缓，以及中国制造业的复苏进程，也影响了铜价的走势。

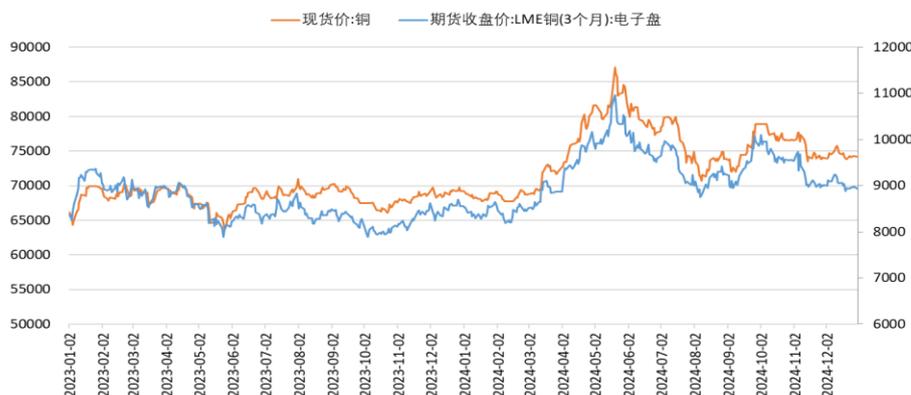
高位震荡持续：此后，铜价继续在较高的水平震荡，受制于短期内供应的紧张和需求端的相对疲弱。

五、11月上旬-年底回落后持续震荡

自2024年11月以来，铜价走势受到宏观环境和基本面因素的双重影响。美国总统大选后，美元指数显著走强，削弱了以美元计价的铜的国际竞争力，对价格形成压制。同时，海外宏观政策的不确定性及市场对经济增长的担忧，令市场情绪趋于谨慎，铜价短期承压。

然而，国内基本面表现依旧稳健。社会库存延续去化趋势，反映出消费需求的韧性。随着价格回落，下游行业采购积极性提升，对铜价构成支撑。此外，全球能源转型及电动汽车产业的快速发展继续推动铜的中长期需求增长，而供应增量有限，为价格提供底部支撑。

图 1：2024 年铜价走势复盘





数据来源：iFind，通惠期货研发部

第二部分 全球经济及宏观形势影响

2024年，全球主要经济体逐步摆脱衰退的忧虑，复苏迹象日益显现，各国在抗击通胀方面取得了积极进展，主要央行的货币政策普遍出现转向，进入降息周期。美国表现优异，英国复苏较快，欧洲经济面临较大压力，而日本则面临工资通胀螺旋的逐步形成。

一、美国经济：坚韧复苏，增长动力强劲

美国经济在2024年继续保持强劲复苏势头，表现出全球发达经济体中的领先地位。美国经济增长的主要支撑来自于稳定的就业市场、强劲的消费需求以及薪资的持续增长。尽管个别月份的就业数据出现波动，但整体失业率仍维持在低位，显示出劳动力市场的健康。薪资增速持续较快，进一步推动了个人消费支出的增长，成为美国经济扩张的核心动力。

从整体经济增速来看，2024年美国延续了2023年的强劲表现。第一季度美国GDP同比增长了3%，增长速度在全球发达经济体中处于领先地位。第二季度增速稍微加快至3.1%，继续巩固美国在全球经济中的领先地位。然而，第三季度的实际GDP增速略有放缓，为2.8%，低于市场预期的3%。放缓的主要原因之一是私人建筑投资和非设备投资的减少，另外一个原因是2023年第三季度的高基数效应。

IMF对2024年美国经济增长的预测为2.8%，较此前的2.6%有所上调，预计美国经济将在软着陆的路径上稳步前行。2025年，美国经济增长预期也上调至2.2%，较7月时的1.9%有所改善，表明美国经济在未来几年的增长潜力仍然较强。

二、欧元区经济：制造业疲弱，服务业稳步回升

欧元区经济的复苏步伐较为缓慢，呈现出制造业疲弱、服务业回升的结构性特点。以德国和法国为代表的欧元区主要经济体，其制造业PMI持续处于荣枯线下方，工业产出出现明显下降。尽管上半年曾出现触底回升的迹象，但第三季度的制造业PMI再次回落，表明欧元区的制造业复苏依然脆弱。

尽管欧元区整体经济增长低于预期，但避开了衰退风险，成功实现了加息周期中的“软着陆”。展望2025年，随着私人消费复苏、工业产品需求回升以及投资活动好转，德国经济有望恢复增长，增速或将超过1%。欧央行的降息周期也可能为经济复苏提供支持，带动欧元区其他经济体的复苏节奏加快。



三、英国经济：稳步复苏，通胀得到有效控制

2024年，英国经济在全球主要经济体中表现相对较好，复苏势头逐步增强。英国经济在第一季度和第二季度分别实现0.7%和0.5%的环比增长，市场对其经济前景的预期逐步转向乐观。IMF在2024年10月发布的报告中，将英国2024年GDP增长预期从4月的0.6%、7月的0.7%上调至1.1%，同时也上调了2025年的增长预期，或将达到1.5%。

英国在抗通胀方面取得了显著成效，9月份的通胀率已降至1.7%，远低于2022年10月的11.1%。服务业和工资增长对经济复苏起到了重要支撑作用。制造业PMI也回升至荣枯线以上，显示出制造业的复苏趋势。英国经济在脱欧后通过更加自主的货币政策，避免了受到欧元区经济疲软的拖累，表现出较强的韧性，2025年经济增速或将进一步提升。

四、日本经济：通缩阴霾逐渐消散，薪资消费同步回升

日本经济在2024年经历了复苏的曙光。尽管二季度GDP同比下降了1.0%，这部分归因于2023年高基数的影响，但日本经济的整体表现逐步回暖。薪资增长是推动日本经济复苏的关键因素之一。2024年日本企业在春季薪资谈判中实现了5.1%的涨幅，创下33年来的新高。随着企业利润持续增长，薪资的上涨为消费和经济增长提供了动力。

日本经济的复苏得益于长期通缩压力的缓解和工资通胀螺旋的形成，推高了通胀水平，但同时也促进了消费回升。2025年，日本经济或将进一步走出长期低迷状态，消费将持续回升，出口将继续受益于日元贬值带来的竞争力提升。

五、国内经济：政策提振，需求表现有望改善

2024年以来，国内经济面临多重挑战，但政府采取了一系列积极的宏观政策以刺激需求和提振经济。政策的积极性明显提升，需求端的刺激措施逐步落地。上半年，国内经济呈现出弱修复的态势，主要受制于内需不足、私人部门投资积极性较低以及外部环境的逐渐恶化。然而，随着下半年政策进一步加码，市场情绪回升，制造业和商品市场的表现有所改善。

尽管政策层面的刺激措施逐步落实，国内经济的表现依然受到限制。上半年，内需不足，尤其是在私人部门投资方面，企业和居民的投资意愿仍然较低。金融市场的表现较为低迷，市场资金活期化程度较低，进一步加剧了经济复苏的难度。与此同时，国内金融统计数据显示，市场信心尚未恢复，整体的金融数据出现了大幅回落。企业和居民的投资需求未能得到有效激发，制造业PMI持续下行，且长期处于荣枯线下方，显示出制造业疲软的态势。房地

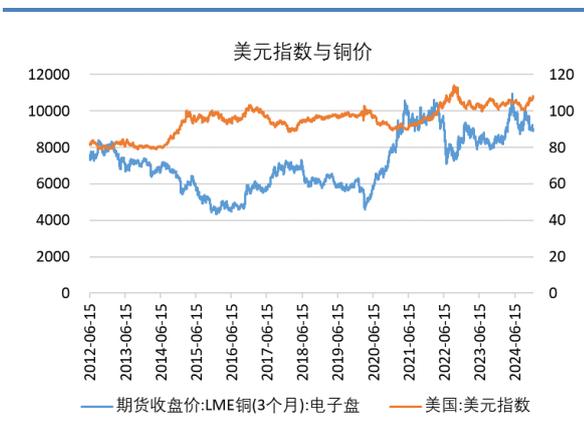


产市场数据依旧疲弱，M1-M2 剪刀差降至历史最低水平，反映出流动性紧张，市场对未来经济复苏的信心不足。

随着美联储在 9 月启动 50 个基点的降息，国内货币政策空间进一步打开，推动了一系列刺激措施的出台。包括降准、降息以及针对房地产市场的支持政策，旨在稳住资本市场和推动房地产市场的回稳。政策的发力使得市场的风险偏好在 9 月底明显回升，股市和商品市场的情绪逐步改善。特别是在商品市场，风险偏好的回升推动了铜等大宗商品价格的企稳，市场情绪有所好转。

展望 2025 年，国内经济有望在政策的持续发力下实现更为显著的复苏。首先，财政赤字率有望进一步提升，为政府提供更多的政策空间，以刺激内需增长。央行也可能继续实施宽松的货币政策，尤其是在外部需求依然面临压力的背景下，内需刺激的力度将进一步加强。制造业和基建投资增速有望进一步加快，这些领域或将成为推动经济增长的重要引擎。同时，房地产市场也有望在政策扶持下逐步企稳，地产竣工数据有望转好。铜等大宗商品的总需求仍具韧性，2025 年国内对铜的需求或将进一步扩张，对铜价存在支撑。

图 2：美元指数及铜价



数据来源：iFinD，通惠期货研究部

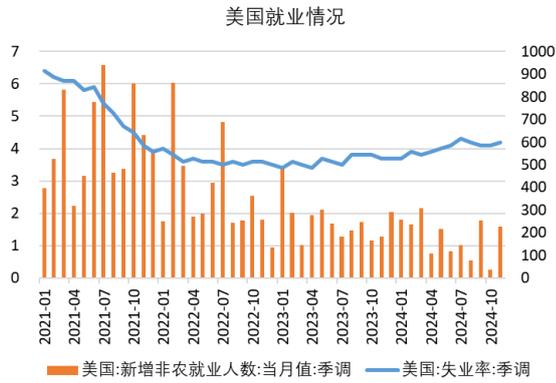
图 3：联邦基金利率与铜价



数据来源：iFinD，通惠期货研究部

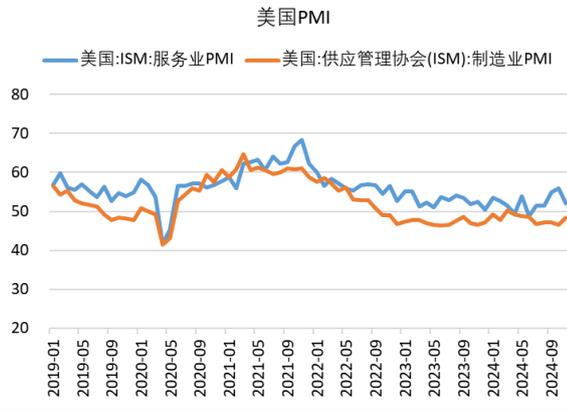


图 4：美国就业情况



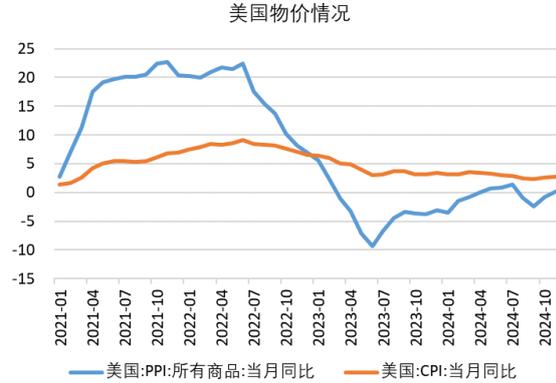
数据来源：iFinD，通惠期货研究部

图 6：美国 PMI



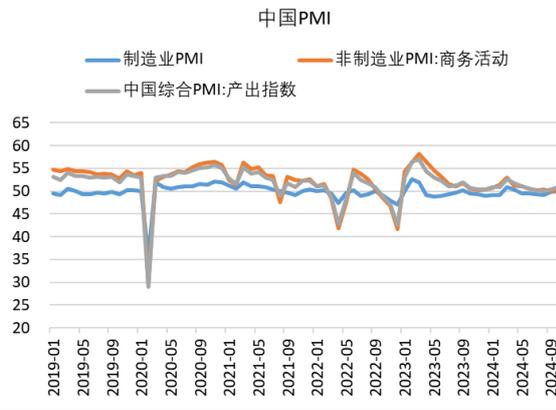
数据来源：iFinD，通惠期货研究部

图 5：美国物价情况



数据来源：iFinD，通惠期货研究部

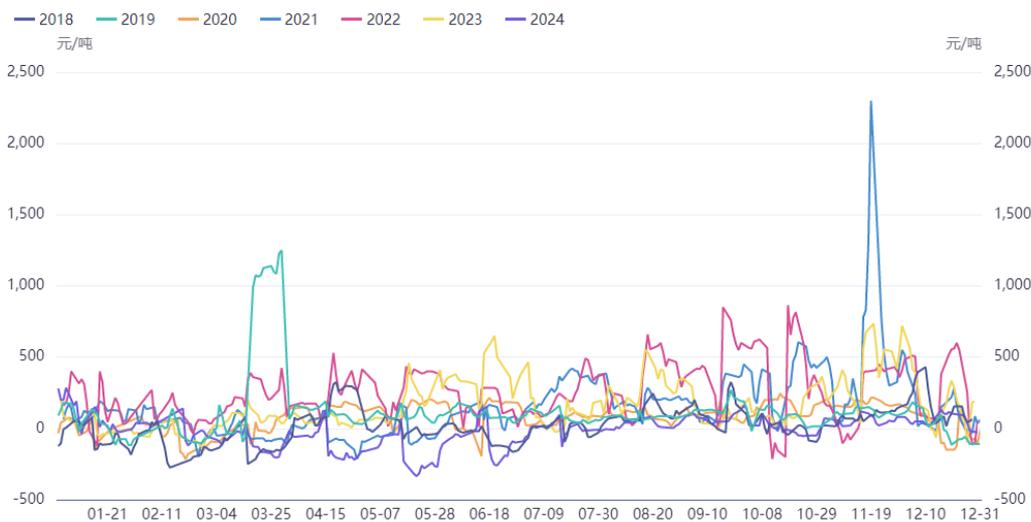
图 7：中国 PMI



数据来源：iFinD，通惠期货研究部

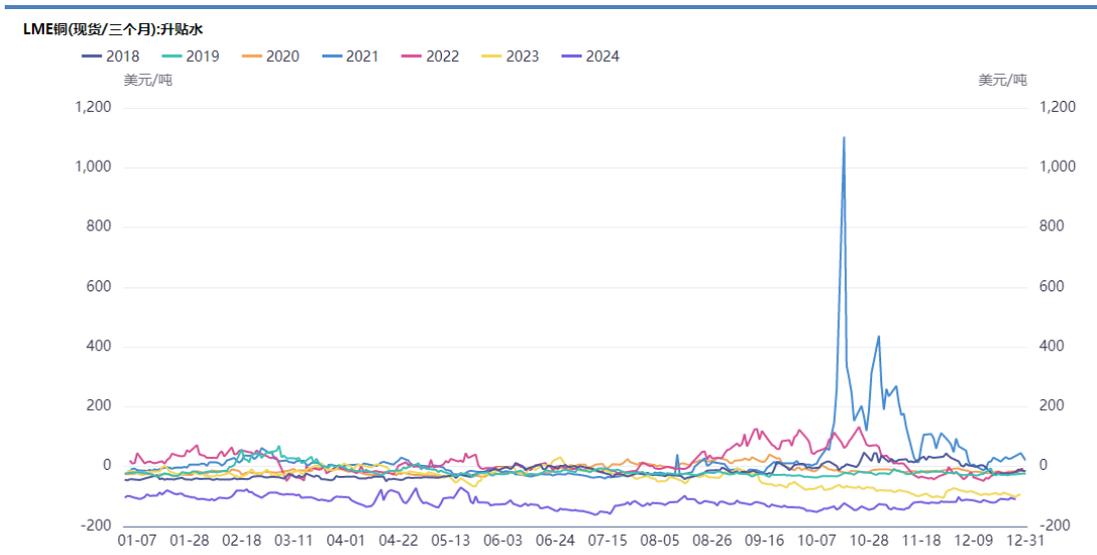
第三部分 升贴水

图 8：现货升贴水季节图



数据来源：iFinD，通惠期货研发部

图 9: LME (现货/3 个月) 升贴水季节图



数据来源: iFinD, 通惠期货研发部

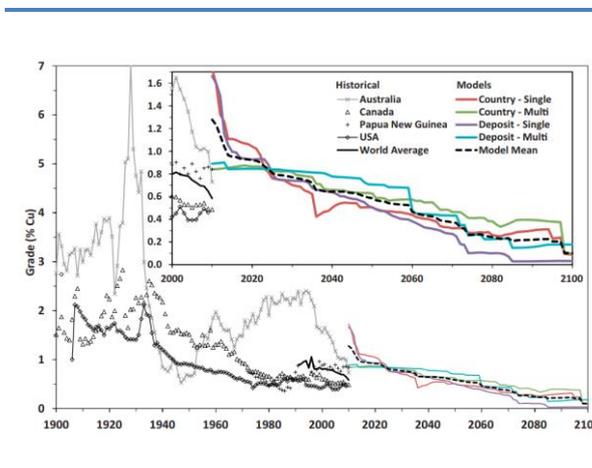
第四部分 全球铜供给

一、矿端：全球铜矿供应增量收紧

全球铜矿中长期面临新资源减少且老资源品位下滑的问题，新资源发现速度逐步放缓，且勘探难度及成本增加也在削减铜矿企业资本开支意愿。具现到铜矿产量数据中，显示为全球铜矿产量增速逐步放缓，5 年 CAGR（年均复合增长率）下降明显，由 2016 年 4.54% 的高点降低至 2023 年的 1.52%；环比增速也出现明显回落。

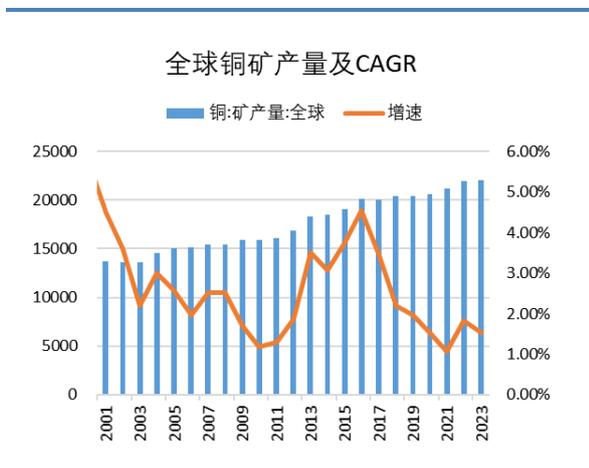
除此之外，由于矿石品位下滑、ESG 投入增长以及通胀导致原辅料成本上涨等原因，近几年铜矿成本整体维持上行趋势。

图 10: 全球铜矿品位持续下滑



数据来源: 公开资料整理, 通惠期货研究部

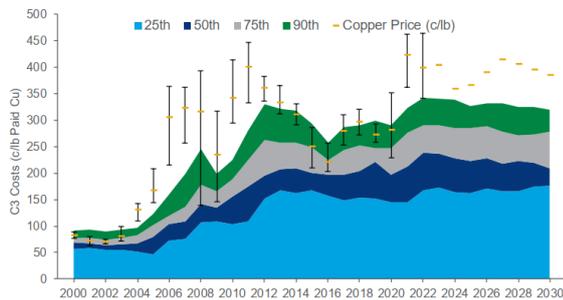
图 11: 全球铜矿产量及 CAGR (5 年)



数据来源: iFinD, 通惠期货研究部



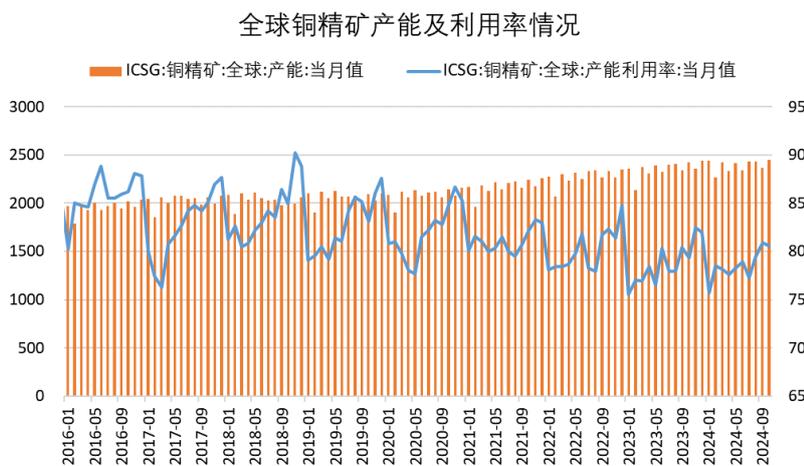
图 12：铜矿成本维持上行趋势



数据来源：Woodmac，通惠期货研究部

据 ICSG 公布的产能数据显示，尽管全球铜矿持续扩张，新增产能不断投入，但实际产出未能跟上产能扩张的步伐，导致产能利用率逐渐走低。2024 年 1-10 月平均产能利用率仅为 78.5%，主要受铜矿品位下降导致的开采难度提升影响，此外诸如恶劣天气、罢工等突发事件也对铜矿开采有一定影响。

图 13：全球铜精矿产能利用率下滑



数据来源：iFinD，通惠期货研发部

二、冶炼端：冶炼利润下滑带来小幅减产预期

智利铜矿商 Antofagasta 已同意以每吨 21.25 美元/每磅 2.125 美分的价格将铜精矿出售给江西铜业股份有限公司。同比 2024 年每吨 80 美元/每磅 8.0 美分下滑了 73%。

据 SMM 测算，11 月进口铜精矿现货冶炼亏损已经达到 1225 元/吨，目前冶炼厂进口现货铜精矿已经处于普遍亏损状态，且目前长单 TC 也出现大幅回落，国内部分高成本冶炼厂或将出现减、停产，但由于大部分冶炼产能为国企背景，因此对整体影响相对较小。

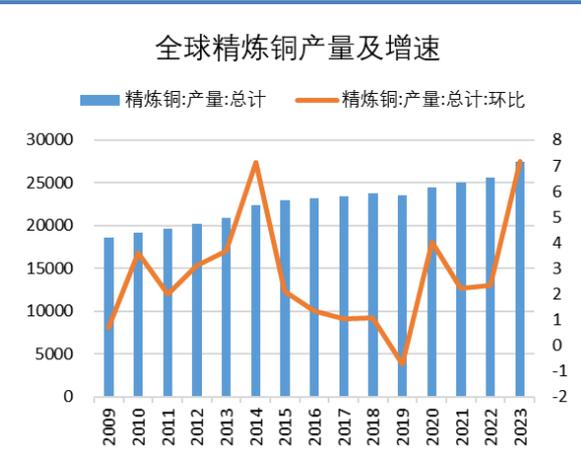


图 14：长单 TC 下滑严重



数据来源：iFinD，通惠期货研究部

图 15：全球精炼铜产量及增速



数据来源：iFinD，通惠期货研究部

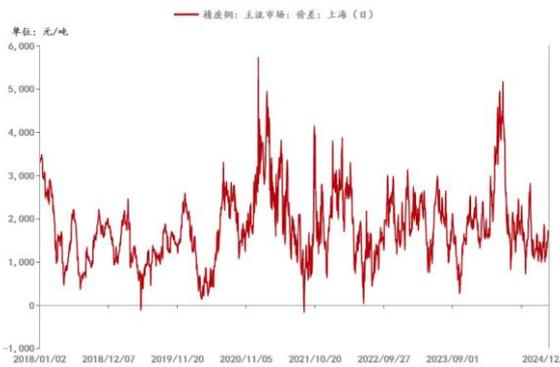
三、废铜回收：冶炼产出的重要补充

2023 年，国内废铜的供应量达到了 196 万吨，创下近年来的新高，同比增长了 22.5%。然而，进入 2024 年后，废铜的供应增速开始放缓，回收难度加大。2024 年上半年，废铜与精铜的价差先扩大后有所收窄，二季度时达到了近年来的最高水平。在上半年，废铜在大多数时间里对精铜起到了较好的替代作用，废铜进口量在二季度达到年内峰值。但进入第三季度，由于中美两国制造业需求的同步疲弱，铜价从高位明显回调，精废价差也阶段性反弹，废铜的需求有所下降，替代效应减弱。进入第四季度后，随着一系列稳增长政策的出台，国内需求有所回升，制造业 PMI 重回荣枯线上方，铜价开始阶段性反弹，废铜需求回升，精废价差降至 1000 元/吨以下，废铜替代效应再次增强。

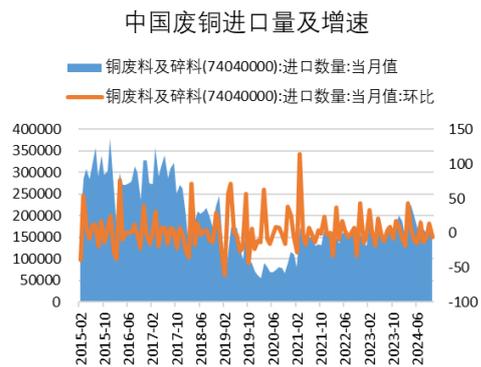
从废铜的进口来源来看，美国、日本、马来西亚、泰国和英国依旧是主要的供应国，占据了超过 50%的份额。同时，印度和越南等国工业需求的快速增长，促使海外供应商将更多的再生铜原料出口到这些国家。从长期来看，再生铜产业仍具有较大的发展潜力。由于环保政策日益严格、金属回收技术不断创新，以及铜在未来供需缺口的巨大压力，再生铜产业或将迎来新一轮的增长。据 GIIResearch 预测，2023 至 2031 年期间，再生铜市场的年复合增长率将达到 5.5%。尽管全球废铜供应在 2025 年仍可能面临紧张局面，但由于精铜价格的上涨空间不及 2024 年，国内废铜进口的利润空间或将有所下降，进口增速也将低于 2024 年水平。

图 16：精废价差

图 17：中国废铜进口量及增速



数据来源：钢联，通惠期货研究部

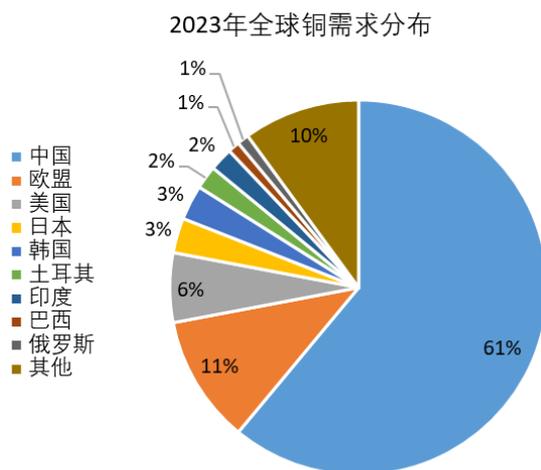


数据来源：iFinD，通惠期货研究部

第五部分 全球铜需求

中国精炼铜消费占比超 50%，是全球最主要的铜消费国。据 ICSG 数据，2023 年全球前三大铜消费经济体分别为中国（61%）、欧盟 15 国（11%）和美国（6%）。

图 18：中国是全球最大的精炼铜消费经济体



数据来源：ICSG，通惠期货研发部

铜的终端消费中，中国以及全球范围内最大的需求领域都是电力。其中中国铜的下游需求中，电力行业份额达到 46.7%，其次为空调制冷（13.8%）、交通运输（12.6%）、建筑（8%）、机械电子（8.3%）和其他领域（10.6%）。而全球铜的下游需求中，电力行业同样占据最大份额（29%），紧随其后的是建筑行业（26%）、交通运输（13%）、工业机械（11%）和其他消费领域（21%）。

图 19：2023 年国内铜需求中电力最大

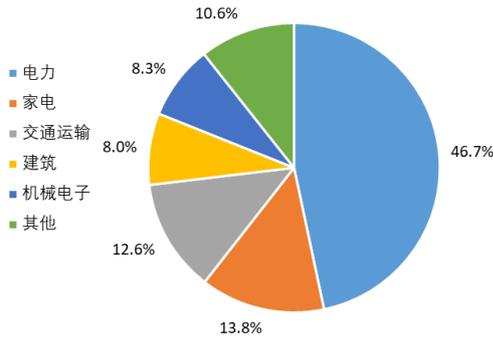
请务必阅读正文后的免责声明

图 20：2023 年全球铜需求中电力最大

市场有风险，入市需谨慎！

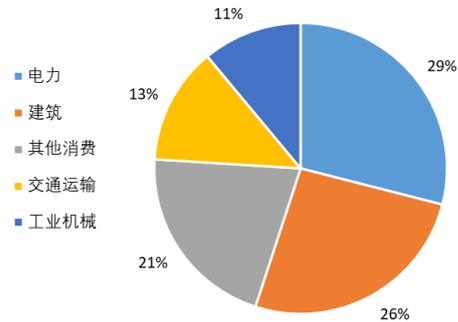


2023年中国铜需求分布



数据来源：iFind，通惠期货研究部

2023年全球铜需求分布



数据来源：iFind，通惠期货研究部

一、电力：电力需求增长文件，推动铜需求上涨

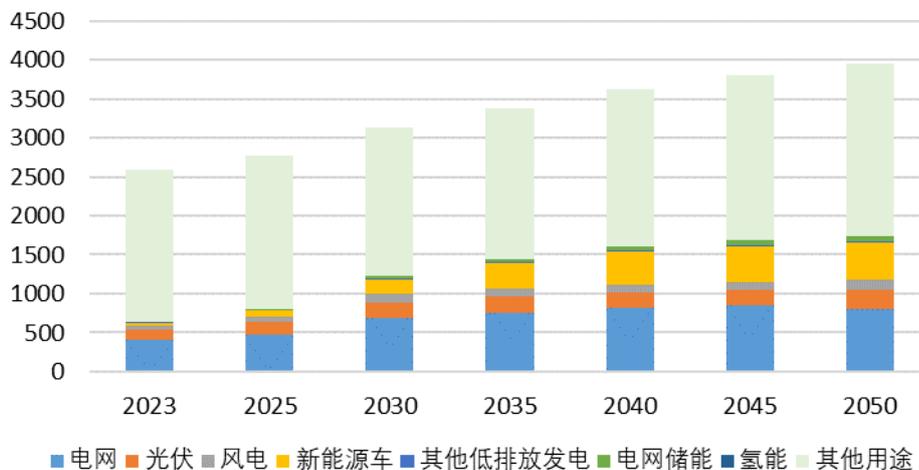
根据 IEA 发布的全球电力年度报告，在全球经济强劲增长、极端热浪天气频发和电气化进程加速的多重因素驱动下，全球电力需求正以前所未有的速度攀升，2024 年增长率或将达 4%，其中中国电力需求将迎来 6.5% 的稳健增长。

中国电力需求的显著扩张将主要得益于服务业及工业部门的蓬勃发展，特别是太阳能光伏、电动汽车制造与电池生产领域的迅猛增长。因此从长期需求来看，电力基础设施随着可再生能源容量的扩大，其中风力发电、光伏电池和储能系统都严重依赖铜来实现高效的能源产生、传输和储存，因此铜仍将是电网的支柱。

据 IEA 预测，2025 年用于电网及新能源电力系统的铜需求将由 2023 年的 637 万吨提升 26.2% 至 804 万吨。

图 21：IEA 铜需求预测

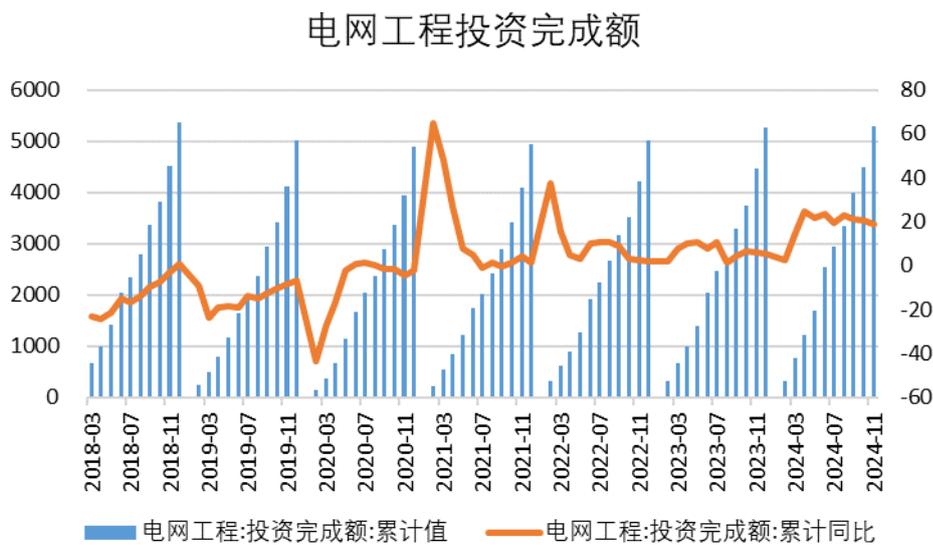
IEA铜需求预测（万吨）



数据来源：IEA，通惠期货研发部

“十四五”期间，出于国民经济增长趋缓带来的逆周期调节需求，电网或将加大投资力度。从实际完成情况来看，2024年1-11月电网基本建设投资完成额同比上涨18.7%。在铜价达到高点的4-5月份同比增速也保持在19%以上，可见国家电网对于电缆用铜的采购仍然保持坚挺。

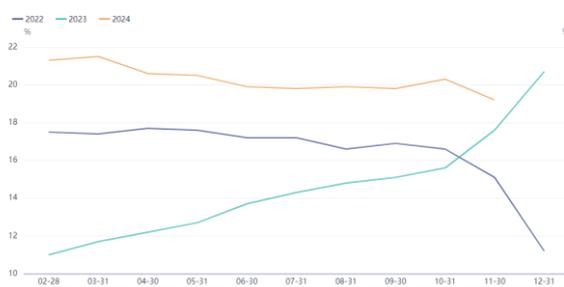
图 22：2024 年 1-11 月电网工程投资完成额同比+18.7%



数据来源：iFinD，通惠期货研发部

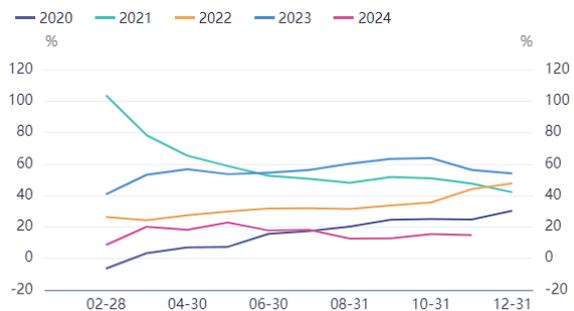
除电网外，风电、光伏等电源侧亦维持较快增速。2024年1-11月国内累计风电装机容量累计同比+19.2%，2024年1-11月国内累计新增光伏投资完成额同比+14.8%。

图 23：2024 年风电累计装机量保持增长



数据来源：iFinD，通惠期货研究部

图 24：2024 年光伏电池产量持续增长

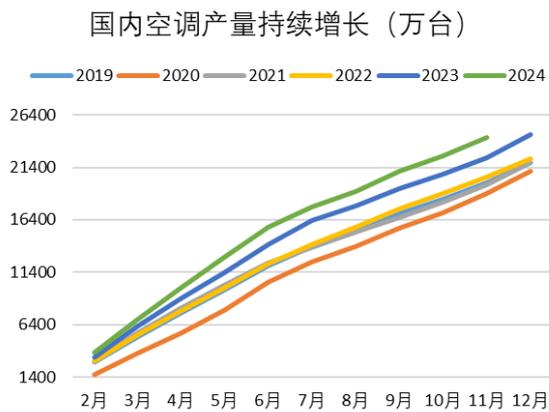


数据来源：iFinD，通惠期货研究部

二、家电：以旧换新带动销量提升，出口强劲带动需求上涨

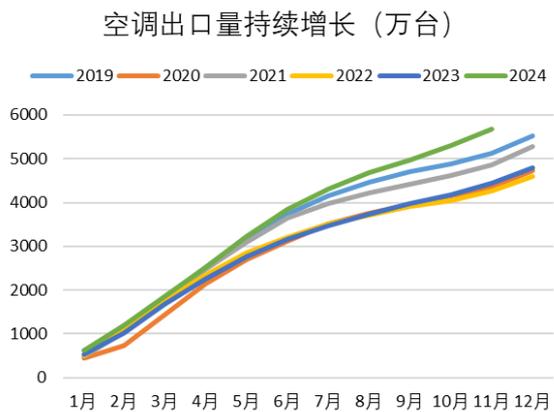
2024年1-11月国内空调产量累计增长1903万台，同比增加8.52%，出口量累计同比大增28.0%，在出口持续增长以及国内以旧换新政策的持续拉动下，2025年的需求或将维持强势。

图 25：空调产量保持增长



数据来源：iFind，通惠期货研究部

图 26：空调出口量保持增长



数据来源：iFind，通惠期货研究部

三、汽车：新能源车增速较快，传统汽车拖累整体增长

2024年1-10月国内新能源汽车产量实现同比较快增长，但传统汽车产量同比下滑较多，导致汽车总产量增长较慢。

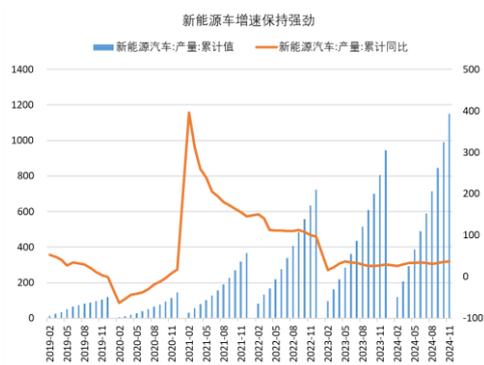
2024年前11月，新能源车产量同比提升37.5%至1148.9万辆。

图 27：24年1-11月汽车产量同比提升4.2%



数据来源：iFind，通惠期货研究部

图 28：24年前11月新能源车产量提升37.5%



数据来源：iFind，通惠期货研究部

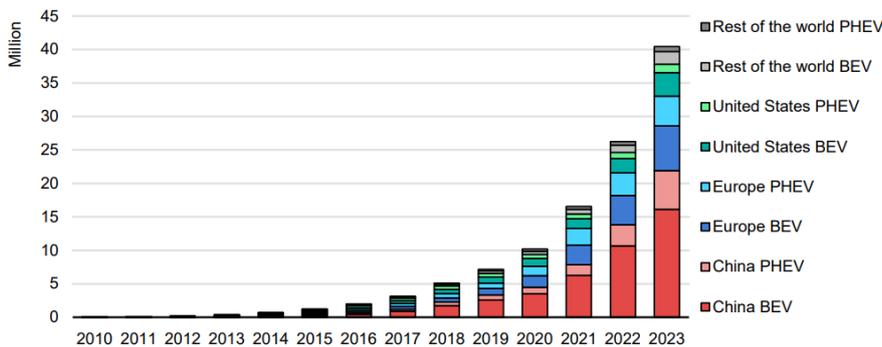
据 Gartner 发布的数据显示，到 2025 年底，全球电动汽车保有量将达到 8500 万辆。中国（58%）和欧洲（24%）的电动汽车销量增长将是 2025 年全球电动汽车保有量增长的主要原因。



因，这两个市场的电动汽车保有量或将占到全球电动汽车总保有量的 82%。到 2025 年乃至未来十年，中国的电动汽车保有量都将高于世界其他地区的总保有量。

根据 Gartner 报告显示，2025 年底，全球纯电动汽车（BEV）总保有量将接近 6200 万辆，较 2024 年增长 35%。插电式混合动力汽车（PHEV）的增长速度略有放缓，在 2025 年将达到 2300 万辆，较 2024 年增长 28%。

图 29：中国仍将是最大的电动车市场

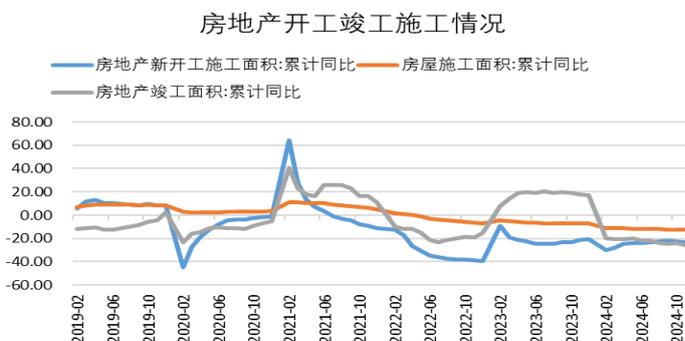


数据来源：IEA，通惠期货研发部

四、房地产：相关数据表现较差，地产带来的铜需求下滑

2024 年 1-11 月房屋竣工面积同比减少 26.2%，房屋施工面积同比减少 12.7%，房屋新开工面积同比减少 23%。地产相关数据表现较差，竣工、施工、新开工面积均同比大幅减少，地产带来的铜需求或有较大下滑。

图 30：房地产数据保持弱势



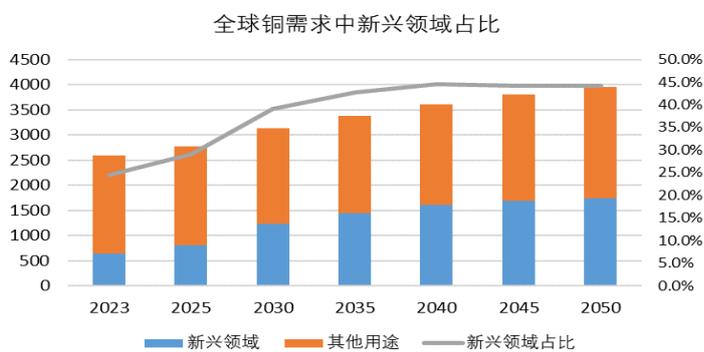
数据来源：iFind，通惠期货研发部

五、新能源领域：增速最快的新兴领域

相比于传统的电缆、燃油车、空调、房地产等领域，新兴应用领域，如新能源汽车、充电桩、光伏风电等随着环保趋严以及政策促进，而进入高速发展期。而铜由于其优异的导电性和散热等性质，广泛应用于以上新型应用领域，铜的需求量由此得到提升。

据 IEA 预测，2025 年用于新兴领域的铜需求将由 2023 年的 637 万吨提升 26.2% 至 804 万吨，占铜总需求的 29.1%；至 2030 年将进一步提升至 1223 万吨，占总需求的 39%。

图 31：新兴领域铜需求占比快速提升

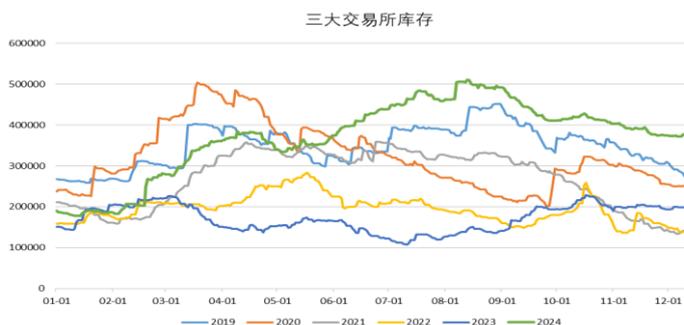


数据来源：IEA，通惠期货研发部

第六部分 全球铜库存变化

整体来看，今年全球铜显性库存出现累库，处于历史高位。截至 2024 年 10 月 25 日，LME 铜总库存为 276775 吨，同比增加 9.16 万吨，为近年绝对高位水平。COMEX 库存为 85695 吨，同比增加 6.22 万吨，库存水平回升至 2022 年底高位。上海期货交易所截止 10 月 25 日的铜库存为 163075 吨，同比增加 126667 吨，10 月末上海保税区库存为 4.22 万吨，同比增加 2.23 万吨。国内交易所库存总量处于近年中位水平。

图 32：全球显性库存处于历史高位



数据来源：iFind，通惠期货研发部

国内铜社会库存水平年内也呈现冲高回落走势，截至 11 月 21 日，SMM 全国主流地区铜

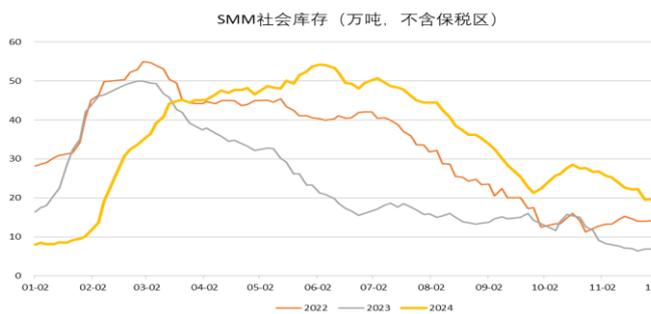
请务必阅读正文后的免责声明

市场有风险，入市需谨慎！



库存为 16.13 万吨，同比增加 10.6 万吨。截止 10 月底，国内样本冶炼厂内电解铜库存量也显著高于去年同期。虽然 2024 年铜库存总量明显高于 2023 年，但并未对铜价中枢形成压制。2025 年随着全球电解铜由供过于求转向供需平衡，全球铜库存水平或同比下降，但幅度有限。并未对铜价中枢形成压制。2025 年随着全球电解铜由供过于求转向供需平衡，全球铜库存水平或同比下降，但幅度有限。

图 33: SMM 社会库存回落至平均水平



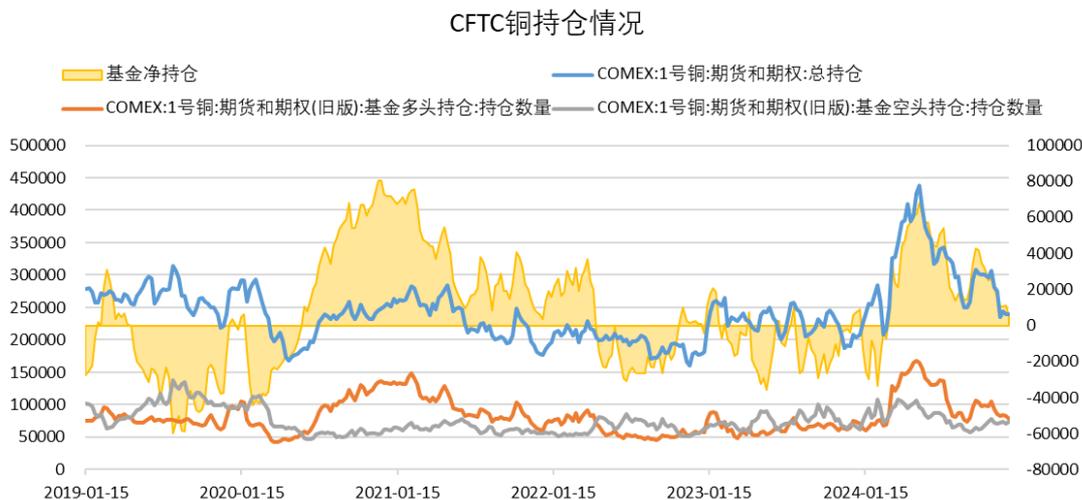
数据来源: iFinD, 通惠期货研发部

第七部分 持仓分析

2024 年 COMEX 铜期货、期权总持仓相较往年有明显增加。5 月中旬铜价创新高时，总持仓最高达到 437417 张，较年初 208027 张的总持仓有 110.3% 的增加。净多持仓也在同期达到近三年的高点，仅低于 2020 年的高数值。

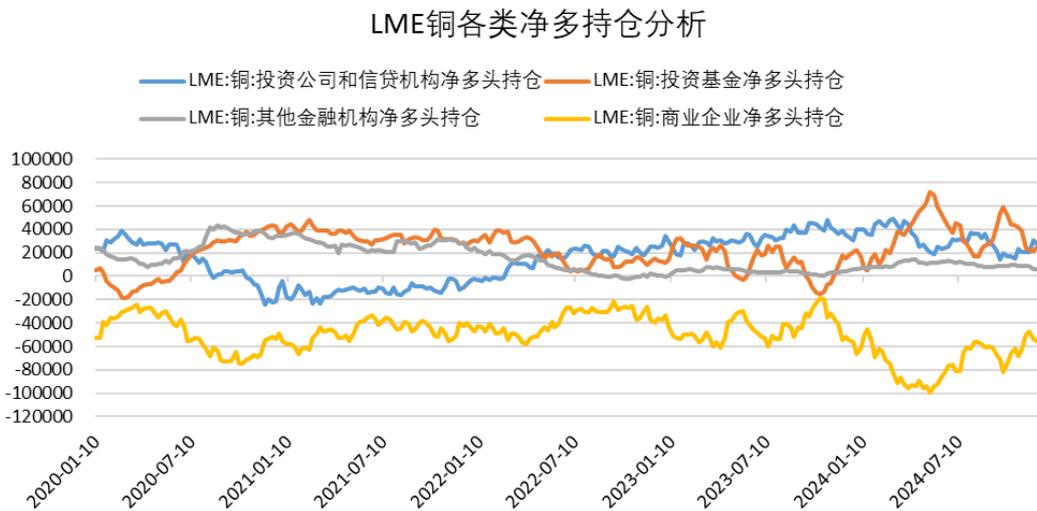
整体而言，2024 年内 CFTC 总持仓和净持仓与铜价走势一致性较好，资金对于铜价推涨的动力较为明显。

图 34: CFTC 铜持仓情况



数据来源：iFinD，通惠期货研发部

图 35：LME 各类铜净多持仓



数据来源：iFinD，通惠期货研发部

第八部分 供需平衡：供需边际趋紧，铜价中枢上行

海外以欧美制造业回流，亚非拉制造业转移的铜需求快速崛起，也使得铜的定价和国内的宏观和需求粘性减弱，而与海外的宏观和需求粘性增强。2025 年全球精炼铜总产量计算可达 2886 万吨，环比增速 3.11%，总消费量 2898 万吨，环比增速 4.27%，全球精炼铜短缺 12 万吨。国内精炼铜产量 1598 万吨，环比增速 6.00%，精炼铜总产量 1599 万吨，环比增速 0.65%，总短缺 1 万吨。

海外铜冶炼厂新增和扩增明显，抢夺有限的铜精矿资源，导致我国铜精矿供应或更加紧张，愈发走低的铜精矿加工费 TC 也是佐证，警惕冶炼厂减产引发精炼铜供应担忧。

表 1：铜供需平衡表

单位：万吨	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
全球铜精矿产量	2190	2217	2273	2332	2379
增速 (%)	3.53%	1.26%	2.54%	2.57%	2.03%
智利	538	530	554	553	551
秘鲁	244	276	278	276	266
刚果	223	234	262	286	294
中国	196	176	179	184	205
美国	130	120	120	120	120
澳大利亚	91	90	90	90	90



俄罗斯	81	75	79	82	84
蒙古	130	152	163	168	173
印尼	74	68	74	73	73
赞比亚	37	37	37	37	38
其他国家	446	459	439	464	487
全球精炼铜产量	2565	2710	2798	2886	2958
增速 (%)	2.85%	5.65%	3.28%	3.11%	2.50%
原生精炼铜产量	2153	2258	2324	2388	2435
再生精炼铜产量	412	452	474	498	523
全球精炼铜消费量	2597	2707	2779	2898	3024
增速 (%)	3.12%	4.26%	2.67%	4.27%	4.35%
中国精炼铜产量	1466	1588	1598	1648	1715
增速 (%)	3.03%	9.91%	6.00%	3.00%	3.00%
中国精炼铜消费量	1467	1588	1599	1648	1715
增速 (%)	5.66%	8.28%	0.65%	3.14%	4.07%
电力	726	792	795	824	862
占比 (%)	49.5%	49.9%	49.7%	50.0%	50.3%
增速 (%)	7.8%	9.1%	0.4%	3.7%	4.6%
空调	216	241	258	274	290
占比 (%)	14.7%	15.2%	16.2%	16.6%	16.9%
增速 (%)	6.9%	12.0%	7.0%	6.0%	6.0%
交通	144	167	177	187	199
占比 (%)	9.8%	10.5%	11.1%	11.4%	11.6%
增速 (%)	3.7%	16.0%	6.0%	6.0%	6.0%
电子	135	132	134	136	139
占比 (%)	9.2%	8.3%	8.4%	8.3%	8.1%
增速 (%)	-1.8%	-2.2%	1.5%	1.5%	2.2%
建筑	117	123	99	89	84
占比 (%)	8.0%	7.8%	6.2%	5.4%	4.9%
增速 (%)	2.1%	5.0%	-20%	-10%	-5.0%
其他	129	133	136	138	141
占比 (%)	8.8%	8.4%	8.5%	8.4%	8.2%
增速 (%)	6.1%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%
其他国家	1130	1119	1182	1250	1310



全球供需缺口	-32	3	19	-12	-66
--------	-----	---	----	-----	-----

数据来源: iFinD, ICSG, 通惠期货研发部



第九部分 展望 2025

在基本上，2024 年全球铜精矿供应依旧紧张，铜精矿加工费维持低位，国内铜冶炼厂的减产预期并未成真，铜精矿的紧张状况尚未传导至精炼铜端。2025 年，受国内外冶炼厂新增和复产影响，精炼铜产能或仍将维持高位释放，全球铜显性库存也将处于历史高位。终端需求方面，欧美经济复苏，制造业回流，亚非拉地区的新型基础设施建设持续推进，海外铜需求超预期增长。国内一线和二线城市楼市止跌企稳，电力、家电、汽车等需求依然强劲，2025 年铜的全球供需或将维持紧平衡状态，对铜价形成支撑。

整体来看，2025 年铜价可能呈现先抑后扬的震荡走势。特朗普上台初期，中美贸易战有可能升级，再加上美联储未大幅降息，美元强势，国内春节季节性累库，铜价可能承压回落。

到 3-4 月，国内重要会议召开和传统旺季的预期推动，铜价可能止跌企稳。进入 5-8 月，传统消费淡季到来，海内外政策空档期，铜价或继续震荡筑底。到了 9-12 月，随着国内货币和财政政策加力，逆周期调节持续，国内金九银十需求释放，再加上美国制造业复苏，中美两国的补库存周期相互作用，铜价有望恢复上涨。然而，仍需警惕经济危机或中美关系恶化的风险，届时金融市场或将大幅波动，铜价可能受到打压。

展望 2025 年，市场的不确定性较大，波动性将加剧，铜价在短期内或面临宽幅震荡压力。但从长期来看，铜精矿供应紧张和绿色铜需求的快速增长预示着铜市场即将迎来新一轮的增长周期，因此对长期铜价持看好态度。

分析师承诺

本人(或研究团队)以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人(或研究团队)的研究观点。本人(或研究团队)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

客户不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司不确保本报告充分考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

咨询热线：021-68864685

地址：上海市浦东新区陆家嘴西路99号万向大厦7楼

邮编：200120

电话：021-68864685 传真：021-68866985

