

二季度行业策略：关税浪潮后，铜市影响几何？



李纵横 分析师

Email: lizongheng@lcqz.com

证书: S1320524090001

投资要点:

2025 年一季度铜价走势强势，板块表现亮眼。

对于 4 月初特朗普政府“对等关税”事件对铜价的冲击，我们认为，短期利空主要在于全球经济衰退风险抬升，从需求侧对铜价形成下行压力。而伴随美国政府态度边际缓和，在衰退风险得到阶段性释放后，我们提示关注铜价错杀后的反弹行情。

中期视角，特朗普关税政策带有鲜明的个人主义特征，后续存在反复可能，同时各国处于稳定经济的考虑，二季度相关对冲政策预计将陆续出台，风险资产将再次得到修复机遇。

同时，对于进口铜关税政策可能于下半年落地，跨洋价差虽然受 4 月初铜价回调的影响有所收窄，但在政策博弈期间，价差预期将继续存在，后续或围绕特定区间波动，相关套利需求可以为铜价提供一定支撑。而美国对于全球铜市的虹吸效应将使得其他地区精铜供应趋紧，提示关注其对于年内铜市供需结构的潜在影响。

基本面视角来看，铜精矿年内可贡献增量空间有限，预期增量规模 50 万吨，供给缺口预计持续拉大，矿端参与产业链利润分配话语权将进一步提升。2025 年矿冶矛盾难以得到有效解决，长单价格费用的下行将进一步大幅压缩国内冶炼厂利润空间，企业盈利将严重依赖于硫酸等副产品价格，冶炼行业的产能去化或将真正提上日程。需求端，地产需求依旧低迷，电网建设在逆周期调节背景下增量需求可期，白色家电销量强势，以旧换新政策刺激下，相关需求看好。考虑特朗普关税政策对于需求侧的冲击，我们下调了全球年度消费量，预期 2025 年将延续 2024 年过剩情况，但过剩量有望小幅收窄，整体或呈现紧平衡状态。

风险提示：美国关税政策超预期升级、宏观经济衰退风险上行、主产地产量不及预期、美联储降息节奏或幅度不及预期、中国稳经济政策力度不及预期等。

投资评级：看好（维持）

市场表现



相关报告

金价的“诗和远方”：黄金 ETF 深度

2024.05.29

坐看云起时——电解铝行业深度

2023.05.25

目 录

1. 一季度复盘：铜价单边走强，板块表现亮眼	5
2. 关税浪潮后，年内铜市影响几何？	6
3. 供给端：矿端持续收紧，炼厂检修周期开启	13
3.1 矿端：中长期供应将进入瓶颈期，年内供需缺口将持续扩大	13
3.1.1 中长期：矿企资本开支滞后，远期增量空间有限	13
3.1.2 主产国供给存在不确定性，年内矿端增量预期为 50 万吨左右	16
3.2 冶炼端：矿冶矛盾难解，减产或已提上日程	20
3.3 库存：去库趋势难以逆转，但节奏有望边际放缓	23
4. 需求端：电网建设及家电制造为年内需求主要增量	23
5. 供需平衡：铜市预计紧平衡	27
6. 投资建议	28
7. 风险提示	29

图表目录

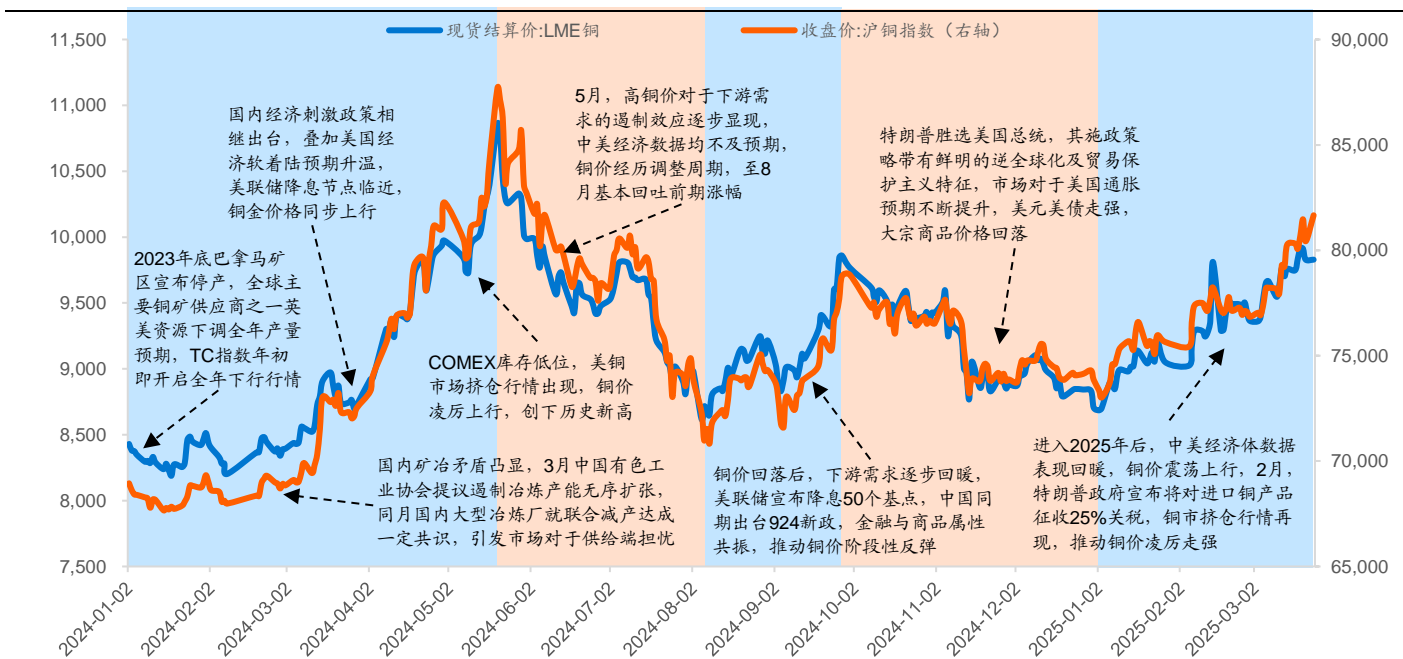
图 1	2024 年至今铜价走势回顾（美元/吨、点）	5
图 2	美国制造业 PMI 在关税政策落地前已回落至荣枯线以下	8
图 3	关税落地后，美国投资者对于经济状况信心迅速回落	8
图 4	4 月标普指数波动率大幅抬升	8
图 5	关税落地后，市场恐惧贪婪指数下行至极度恐惧区间	8
图 6	全球精炼铜消费结构（千吨）	9
图 7	美国精炼铜对外依赖度整体呈现上行趋势（万吨）	11
图 8	2025 年美国市场铜价溢价明显（美元/吨）	12
图 9	LME 和 COMEX 铜库存量对比（吨、短吨）	12
图 10	本轮 LME 库存减量主要来自于亚洲地区（吨）	12
图 11	2024 年国内铜废碎料进口结构	13
图 12	2025 年美国对华废铜出口量大幅减少（吨）	13
图 13	矿企勘探支出始终未恢复至十年前水平（十亿美元）	14
图 14	生成性勘探投入占比整体下行	14
图 15	2014-2028 年间全球投产铜矿项目分布（万吨）	16
图 16	2024 年全球铜矿产量维持增长（千吨、%）	16
图 17	2024 年铜矿产能有所提升（千吨、%）	16
图 18	智利、秘鲁、刚果金是全球铜矿主产区	17
图 19	大型矿企垄断全球铜矿供应	17
图 20	智利月度铜矿产量（千吨）	18
图 21	秘鲁月度铜矿产量（千吨）	18
图 22	刚果金铜矿供应占比快速提升（万吨）	19
图 23	刚果金铜矿产区集中于该国南部地区	19
图 24	国内铜精矿产量波动情况（万金属吨、%）	19
图 25	国内铜精矿进口数量（万吨、%）	19
图 26	国内铜精矿进口金额（万美元、%）	20
图 27	2025 年国内铜精矿港口库存快速去化（万吨）	20
图 28	全球电解铜产能变化情况（千吨）	21
图 29	2023-2025 年间国内电解铜产能加速扩张（万吨）	21
图 30	2024 年国内铜现货粗炼费用持续走低（美元/千吨）	21
图 31	副产品硫酸价格尚维持在高位（元/吨）	21
图 32	国内冶炼铜产能依旧维持高增（万吨）	22
图 33	不同产能规模冶炼企业产能利用率（%）	22
图 34	全球电解铜月度产量波动情况（千吨、%）	22
图 35	2025 年国内电解铜产量依旧高增（万吨、%）	22
图 36	国内电解铜现货库存波动情况（万吨、美元/吨）	23
图 37	中国消费全球近六成的精炼铜	24
图 38	全球铜终端应用领域	24
图 39	国内电解铜表观消费量波动情况（万吨、%）	24
图 40	国内电解铜实际消费量波动情况（万吨、%）	24
图 41	国内精铜杆产量波动情况（万吨）	25
图 42	国内精铜制杆企业产能利用率波动情况（%）	25
图 43	国内铜管产量波动情况（万吨）	25
图 44	国内铜管企业产能利用率波动情况（%）	25
图 45	国内房地产开发数据波动情况（%）	25
图 46	国内房地产开发投资额波动情况（亿元、%）	25
图 47	2025 年国内电网建设投资开年高增（亿元）	26
图 48	国内发电新增设备容量波动情况（万千瓦）	26
图 49	2025 年国内汽车产量开年大幅增长（万辆、%）	26
图 50	新能源汽车占比逐年提升（万辆）	26

图 51	国内家用空调产量波动情况（万台）	27
图 52	国内家用空调销量波动情况（万台）	27
表 1	LME 现货铜价月度涨跌统计（美元/吨）	5
表 2	有色金属及其子行业、铜权重成分股涨跌表现（元）	6
表 3	特朗普关税政策出台前后伦敦贵金属及 LME 有色金属价格表现对比(美元/盎司、美元/吨)	6
表 4	部分国家或地区“对等关税”税率	7
表 5	关税政策落地前后美联储降息节点概率分布对比	10
表 6	美国关于铜及相关制品关税政策时间节点及相关事件整理	10
表 7	2015 年后，全球新增铜矿数量极为有限（个、百万吨、百万美元、美元/吨）	15
表 8	全球主要矿企 2021-2025 年铜矿产量及规划（万吨）	17
表 9	2025 年全球核心增量矿山统计（万吨）	20
表 10	2025 年国内新增冶炼项目	22
表 11	2025 年国内冶炼企业全年检修情况（万吨）	23
表 12	铜供需平衡表拆解（万吨）	28

1. 一季度复盘：铜价单边走强，板块表现亮眼

2025年一季度，铜价走势强势。2024年四季度，特朗普政府鲜明的逆全球化及贸易保护浪潮冲击下，美元美债走强，大宗商品价格整体低迷，铜价随之持续回落。而进入2025年后，中美两大经济体数据表现回暖，美国关税预期有所缓和，市场对于全球宏观经济预期有所修复，铜价重回震荡上行区间；2月特朗普政府提出将对进口铜铝产品征收25%关税，使得纽铜、伦铜价差持续扩大，刺激了市场套利及下游厂商的囤货需求。一季度LME现货铜价连续三个月实现正向涨幅，由8685.5美元/吨，上行至9673美元/吨，月度涨幅分别为3.04%、5.61%、3.34%，季度涨幅11.37%，2024年同期涨幅3.55%；沪铜指数由73361.68点上行至79888.17点，季度涨幅8.9%，2024年同期涨幅5.25%。

图1 2024年至今铜价走势回顾（美元/吨、点）



资料来源：Wind，联储证券研究院

表1 LME 现货铜价月度涨跌统计（美元/吨）

月份	月初铜价	月末铜价	涨跌情况	月度涨跌幅
2024-01	8,430.00	8,513.00	涨	0.98%
2024-02	8,437.00	8,389.00	跌	-0.57%
2024-03	8,394.00	8,729.00	涨	3.99%
2024-04	8,920.00	9,973.50	涨	11.81%
2024-05	9,791.00	9,985.00	涨	1.98%
2024-06	9,985.50	9,476.50	跌	-5.10%
2024-07	9,517.00	9,014.50	跌	-5.28%
2024-08	8,998.00	9,215.00	涨	2.41%
2024-09	9,034.00	9,767.00	涨	8.11%
2024-10	9,741.00	9,427.00	跌	-3.22%
2024-11	9,425.00	8,879.00	跌	-5.79%
2024-12	8,871.00	8,706.00	跌	-1.86%
2025-01	8,685.50	8,949.50	涨	3.04%
2025-02	8,866.50	9,363.50	涨	5.61%
2025-03	9,360.50	9,673.00	涨	3.34%

资料来源：Wind，联储证券研究院

伴随商品价格的走强，权益市场中，铜板块一季度行情表现同样亮眼。截止至 2025 年 3 月 31 日，有色行业申万指数季度涨幅为 11.96%，在 31 个申万一级行业中排名第一。其中，受商品价格的带动，铜在子板块中表现同样最为亮眼，季度涨幅 15.02%，其余行业中，铝板块上涨 10.85%、其他小金属上涨 12.27%。

成分股方面，16 支成分股有 15 支实现正向涨幅，涨幅排名前五的分别为北方铜业（34.62%）、电工合金（25.3%）、紫金矿业（19.84%）、精艺股份（15.55%）和洛阳钼业（14.29%）。

表2 有色金属及其子行业、铜权重成分股涨跌表现（元）¹

名称	2024 年涨幅	季度初值	季度终值	2025 年一季度涨幅
有色	3.19%	4320.98	4834.57	11.96%
铜	13.87%	4334.89	4972.39	15.02%
铝	11.52%	3339.69	3715.47	10.85%
铅锌	6.80%	2607.43	2927.04	12.27%
其他小金属	-3.56%	11407.08	12141.7	6.17%
紫金矿业	23.54%	32.35	38.57	19.84%
洛阳钼业	30.03%	23.78	27.14	14.29%
西部矿业	15.63%	21.63	22.88	5.85%
铜陵有色	0.59%	94.10%	99.93%	6.19%
江西铜业	18.88%	36.19%	40.46%	11.63%
金诚信	-3.48%	59.48%	64.96%	9.37%

资料来源：Wind，联储证券研究院

2. 关税浪潮后，年内铜市影响几何？

2025 年 4 月 3 日，美国总统特朗普宣布签署所谓“对等关税”行政令²，宣布对所有贸易伙伴设立 10% 的“基准关税”，同时对部分国家和地区在该基准水平之上加征更高“对等关税”，其中对所有进口商品征收的 10% 基准关税将在 4 月 5 日生效；对等关税则将在 4 月 9 日开始生效。4 月 4 日，中国宣布自 4 月 10 日起，对原产于美国的所有进口商品在显性适用关税税率基础上加征 34% 关税³；4 月 6 日，欧盟委员会主席冯德莱恩表示欧盟已准备好通过相应的反制措施来捍卫自身利益⁴。4 月 9 日，针对美国对欧盟加征钢铝关税，欧盟宣布通过反制措施，拟 4 月 15 日起对美国输欧产品加征报复性关税⁵。

特朗普政府宣布的关税政策力度远超市场预期，对大宗商品市场带来明显利空影响，该政策宣布后，有色金属商品价格集体下跌。其中伦铜价格自 4 月 2 日的 9646 美元/吨，4 月 7 日下跌至 8825 美元/吨，跌幅 8.51%，沪铜主力合约价格自 79880 元/吨，下跌至 74320 元/吨，跌幅 6.96%。

表3 特朗普关税政策出台前后伦敦贵金属及 LME 有色金属价格表现对比（美元/盎司、美元/吨）

金属名称	4 月 2 日结算价	4 月 7 日结算价	涨跌情况	涨跌幅
黄金	3,119.75	3,014.75	跌	-3.37%
白银	33.87	30.33	跌	-10.47%
铜	9,646	8,825	跌	-8.51%
铝	2,480	2,350	跌	-5.24%
锌	2,774	2,576.5	跌	-7.12%
铅	1,949.5	1,863	跌	-4.44%
镍	15,795	14,360	跌	-9.09%

资料来源：Wind，联储证券研究院

¹ 指数使用申万有色、铜、铝、铅锌、其他小金属指数跟踪

² <https://www.news.cn/world/20250403/6c4b03ff5ecf4354bb6a891d0d40185c/c.html>

³ https://gss.mof.gov.cn/gzdt/zhengcefabu/202504/t20250404_3961451.htm

⁴ https://m.gmw.cn/2025-04/07/content_1304009043.htm

⁵ https://m.gmw.cn/2025-04/10/content_1304011743.htm

特朗普政府的关税政策带有鲜明的贸易保护主义特征，其关税税率的计算仅以贸易对象的逆差占进口比重作为原则，因此，拆解本轮美国所谓“对等关税”征收对象可以发现，受关税冲击影响最大的国家主要为对美贸易顺差显著的经济体。**综合关税税额和税率两方面来看，东亚、东南亚国家及地区受到关税政策冲击最为显著。**柬埔寨、越南、泰国等东南亚国家是加征“对等关税”税率最高的国家，中国、日本、韩国、越南、印度以及欧盟由于与美国贸易联接度相对紧密，受关税政策影响相对显著。

通过分析关税政策的重点波及范围可发现，其对于铜供给链直接冲击相对有限。其中我国是全球主要铜冶炼国及铜材制造国，美国铜原料出口以废铜为主，是全球主要的铜材终端消费国之一，东南亚国家虽为矿产原料主产地，但铜矿产量有限，在产业链中主要扮演中转角色。由于铜精矿的稀缺属性，矿端在铜产业链中享有更高议价权，而智利、秘鲁、刚果金等全球主要铜矿产区并未处于本轮关税征收的核心区。

表4 部分国家或地区“对等关税”税率⁶

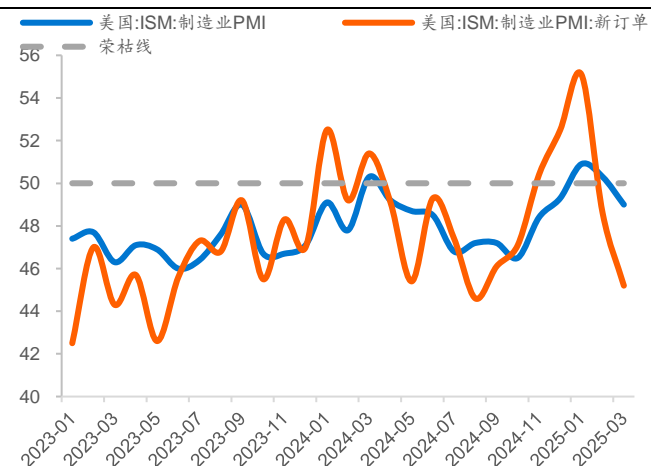
所属大洲	国家/地区	“对等关税”税率
亚洲	柬埔寨	49%
	越南	46%
	泰国	36%
	中国	34%
	印度尼西亚	32%
	中国台湾	32%
	韩国	30%
	巴基斯坦	29%
	哈萨克斯坦	27%
	印度	26%
	日本	24%
	马来西亚	24%
	约旦	20%
	以色列	17%
	菲律宾	17%
欧洲	塞尔维亚	37%
	瑞士	31%
	欧盟	20%
	挪威	15%

资料来源：White House，联储证券研究院

近期铜价快速回落，已脱离商品供需基本面本身，主要原因为市场恐慌情绪的释放，**导致风险资产价格普跌。**特朗普政府激进关税政策落地后，市场对于全球经济以及美国政策不确定性的担忧快速提升，美国 Sentix 投资信心指数由 3 月的-2.7,4 月 7 日迅速跌至-22，投资者对于金融风险担忧骤升，资本市场陷入恐慌，美国恐惧贪婪指数 4 月 7 日下行至个位数，为 2022 年新冠疫情期间以来的新低值，显示市场已处于极度恐慌情绪中。在此背景下，全球风险资产面临普跌，标普指数波动率大幅抬升，美股经历了大幅抛售。

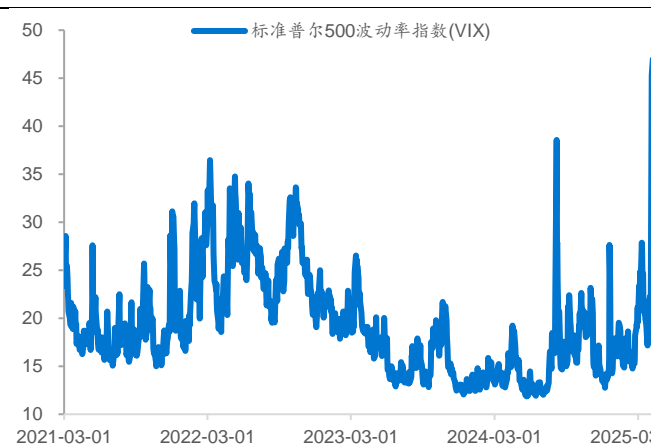
⁶ <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/04/regulating-imports-with-a-reciprocal-tariff-to-rectify-trade-practices-that-contribute-to-large-and-persistent-annual-united-states-goods-trade-deficits/>

图2 美国制造业 PMI 在关税政策落地前已回落至荣枯线以下



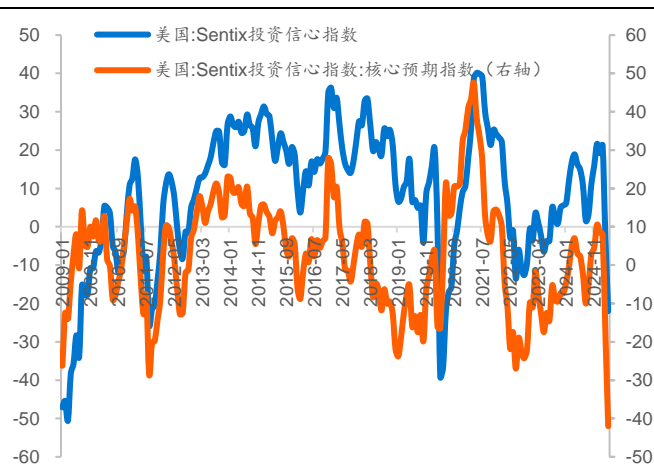
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图4 4月标普指数波动率大幅抬升



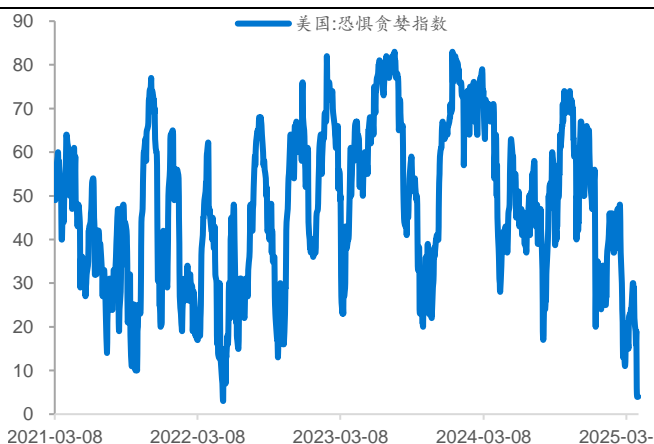
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图3 关税落地后, 美国投资者对于经济状况信心迅速回落



资料来源: Wind, 联储证券研究院

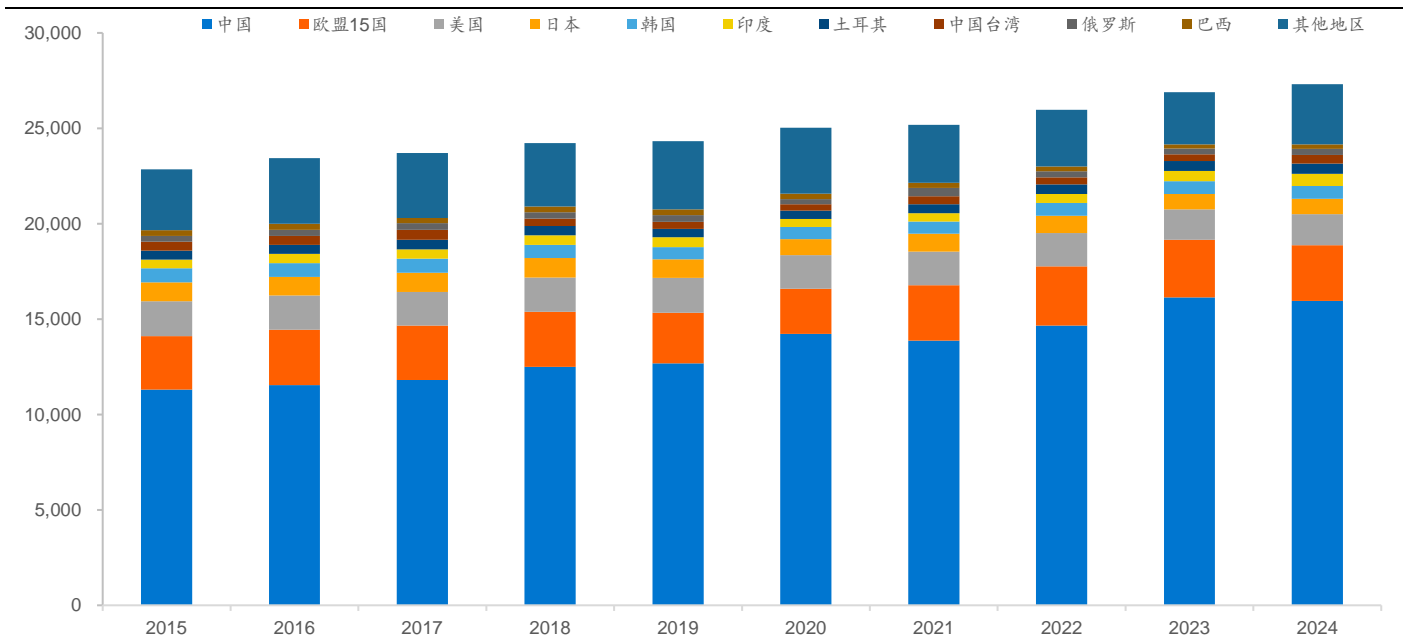
图5 关税落地后, 市场恐惧贪婪指数下行至极恐惧区间



资料来源: Wind, 联储证券研究院

等待市场情绪逐步释放后, 该风险事件对于铜市短期利空主要在于全球经济衰退风险抬升, 铜市场需求预期减弱, 从需求侧对铜价形成下行压力。从特朗普政府所谓“对等关税”征收国别可以看出, 本轮关税战重点针对的国家即以中国、东亚、东南亚为代表的生产型经济体, 反映的是美国对于二战后建立的全球贸易体系的拆解, 全球经贸活动将进一步从全球化向区域化转变, 这种变化将极大程度增加全球经济修复难度, 同时加大经济衰退风险, 削弱企业投资扩张意愿, 降低民众消费意愿, 进而导致总需求的下滑。中国占据全球精炼铜消耗量的五成左右, 东南亚则是过去数年铜边际消费增量的重要来源, 上述地区需求下滑将弱化 2025 年我们对于铜的年度消费预期, 从需求层面形成对于铜价的下行压力。

图6 全球精炼铜消费结构（千吨）



资料来源：Wind，联储证券研究院

但近期在资本市场巨幅波动以及经济衰退风险骤增的重压下，特朗普政府对于关税政策的强硬态度有所松动。4月9日，美国对不采取报复行动的国家实施了90天的关税暂停⁷；4月11日，美国海关宣布将对智能手机、芯片等电子产品的所谓“对等关税”予以豁免⁸，虽然当前美对我国关税政策态度依旧强硬，但对其他国家的缓和已经一定程度平复了市场恐慌情绪，风险资产价格在4月9日后普遍迎来反弹。

对于铜来说，所谓“对等关税”对于年内铜的商品基本面并无根本性改变，在恐慌情绪释放后，铜价同样迅速反弹。短期内，对于特朗普“对等关税”事件对于铜市的影响，我们认为应重点关注两方面：

第一， 本轮特朗普的关税战带有极为鲜明的个人主义特征，政策的反复转向显示特朗普政府对于关税战对于资本市场乃至宏观经济的冲击缺乏足够的认知，后续所谓“对等关税”政策的执行依旧存在较大不确定性。同时，我国与美关税战虽然不断升级，但双方均强调谈判窗口始终敞开。我们判断，二季度将是各国相关政策执行的重要窗口，在政策博弈期间，风险资产价格或将随之宽幅震荡，相关政策边际变化需要重点跟踪。

第二， 美国的所谓“对等关税”向全球输出不确定性，加大了经济衰退风险，各国出于稳经济目的，二季度相关对冲政策预计将陆续出台。二季度我国将进入铜消费旺季，作为全球最大铜消费市场，可关注国内刺激政策的落地情况。同时，在4月3日关税政策出台后，美联储降息节点调整，6月再次启动降息可能性上升，年内可能增加降息次数。若年中美联储降息落地将缓解市场对于流动性危机的担忧，风险资产价格预计再次得到阶段性修复机遇。

⁷ https://m.gmw.cn/2025-04/11/content_1304012952.htm

⁸ https://world.gmw.cn/2025-04/13/content_37963175.htm

表5 关税政策落地前后美联储降息节点概率分布对比⁹

	日期	275-300bp	300-325bp	325-350bp	350-375bp	375-400bp	400-425bp	425-450bp
落地前	5月7日						19.04%	80.96%
	6月18日					13.31%	62.31%	24.38%
	7月30日				8.53%	44.70%	38.01%	8.76%
	9月17日			5.92%	33.63%	40.06%	17.72%	2.68%
	10月29日		2.40%	17.17%	36.24%	30.98%	11.61%	1.59%
	12月10日	1.20%	9.80%	26.72%	33.61%	21.28%	6.59%	0.80%
落地后	5月7日						27.32%	72.68%
	6月18日					25.46%	68.91%	5.63%
	7月30日				21.05%	61.38%	16.60%	0.98%
	9月17日			14.97%	49.72%	29.54%	5.49%	0.28%
	10月29日		6.72%	30.57%	40.66%	18.74%	3.15%	0.16%
	12月10日	3.89%	20.26%	36.02%	28.16%	10.07%	1.53%	0.00%

资料来源：CME FedWatch，联储证券研究院

值得注意的是，本轮特朗普政府对于部分金属及能源类相关产品给予了“对等关税”豁免权限，铜及相关制品由于后续可能受《1962年贸易扩展法》第232条加征关税，进入了被豁免的商品范围之内。此前特朗普政府曾指示美国商务部对于铜业进行调查，并明确如果商务部的调查结果显示外国铜产品的进口可能对美国经济和国家安全构成风险，将对进口铜及相关产品征收25%关税。

表6 美国关于铜及相关制品关税政策时间节点及相关事件整理

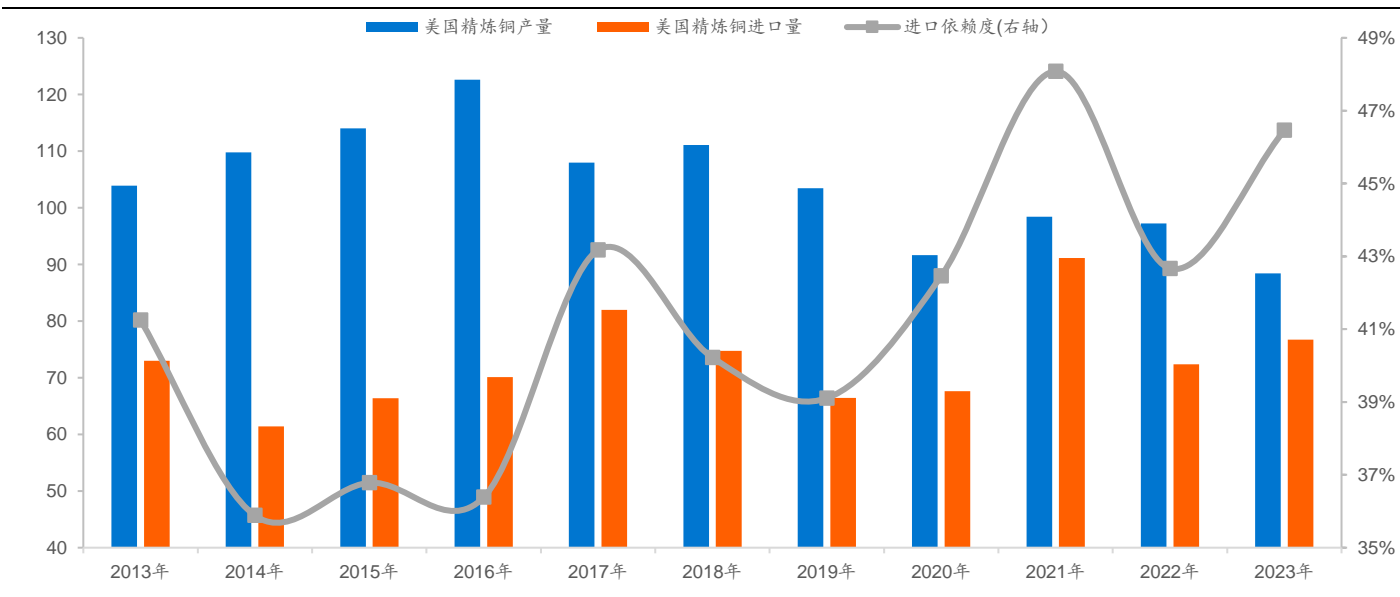
时间节点	相关事件
2025年2月25日	美国总统特朗普签署行政命令，指示美国商务部对铜业进行调查，研究外国铜产品的生产和进口是否会对美国经济和国家安全构成风险，商务部需在270日内向总统提交调查结果，宣称“铜必须在美国制造”
2025年3月4日	特朗普在国会演讲中明确，将对进口铜、铝、钢铁征收25%关税，实施时间为4月2日
2025年4月2日	由于铜、木材等商品可能受《1962年贸易扩展法》第232条加征关税，因此对本轮关税征收予以豁免
2025年11月22日	美国商务部工业和安全局270日调查截止日
2026年3月30日	商务部向美国总统提交报告后，特朗普需要在收到后3个月内确定报告结论，并采取相应行动，截止日为2026年3月30日

资料来源：公开资料整理，联储证券研究院

铜关税背后仍旧反映的是本届美国政府的贸易保护主义特征。美国在全球铜产业链中处在下游位置，由于铜矿资源相对匮乏，国内产能有限，在产高品位矿山有限，开采成本上行，矿产铜产量无法满足消费需求，每年需要进口精炼铜满足国内消费需求，主要进口国为智利、秘鲁等南美产铜国，新冠疫情后，美国企业开始将铜加工环节转移至墨西哥等临近国家，但原材料仍需依赖进口。**2014年起，美国对于进口铜依赖度整体呈现上升趋势。**2023年，美国精炼铜进口量76.71万吨，进口依赖度46%，较2022年上涨3个百分点，较2014年上涨10个百分点。在此背景下，美国政府认为境内铜产业正陷入所谓“衰退”，美国商务部长卢特尼克强调，铜必须通过贸易保护回归本土化生产。

⁹ <https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html>

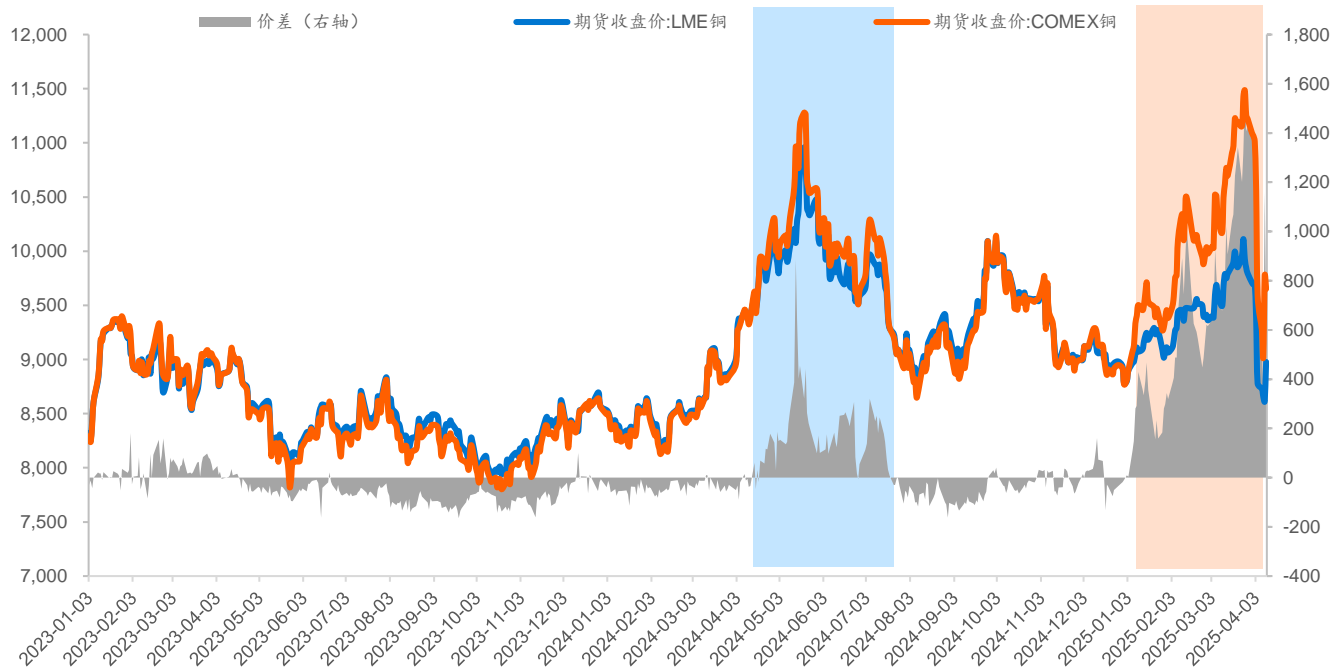
图7 美国精炼铜对外依赖度整体呈现上行趋势（万吨）



资料来源：Wind，联储证券研究院

2025年初以来，受美国即将对进口铜加征关税的预期影响，投资者开始对美国进口铜成本抬升进行定价，美国市场铜价相对全球铜市形成溢价，截止至2025年3月末，伦铜与纽铜价差突破1500美元/吨，美国市场内外价差带来了套利机遇，成为推高一季度铜价的重要因素之一。类比最近一轮美铜溢价行情，2024年5月高铜价叠加美国市场低库存的影响，美铜市场形成挤仓行情，推高2024年二季度铜价创下年度新高。本轮美铜的溢价行情持续时间与溢价幅度显著强于前次，经历4月初铜价大幅回撤后，纽铜与伦铜价差同样大幅收窄，但在恐慌情绪逐步消化后，价差再次重新走阔。且根据特朗普政府对于进口铜关税征收节点表述，2025年下半年相关关税政策才能落地，类比特朗普政府4月关税政策执行的不确定性，有关铜关税同样存在反复可能。在此政策博弈期间，美铜与国际铜价的价差将继续存在，相关套利需求可以为铜价提供一定支撑，但考虑COMEX铜价以从一季度的价格高位回撤，二季度伦铜、纽铜非合理价差预计难以恢复至3月水平，后续将围绕特定的价差区间波动。

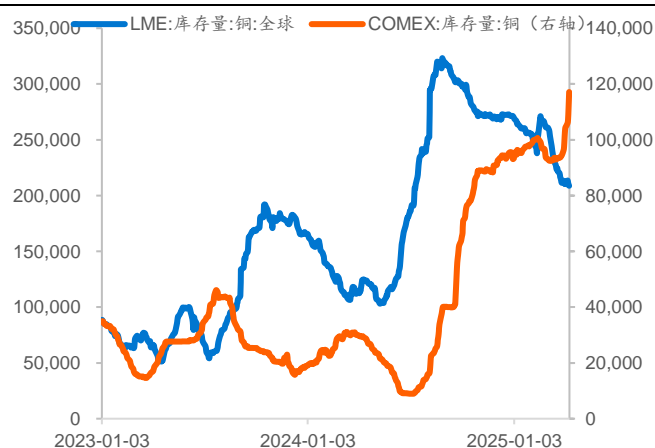
图8 2025年美国市场铜价溢价明显（美元/吨）



资料来源：Wind，联储证券研究院

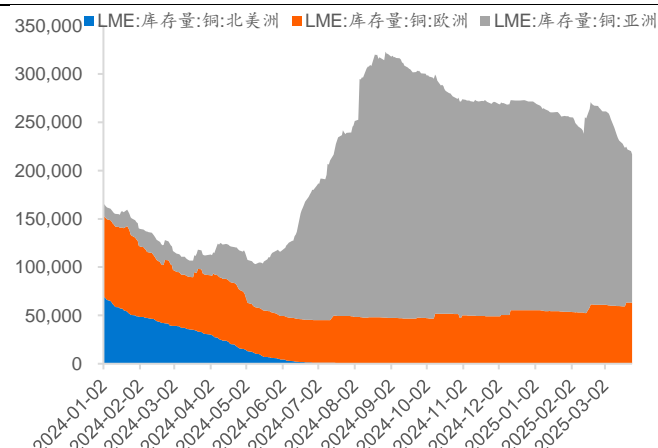
除了市场套利行为对于铜价直接性拉动以外，二季度美国铜关税政策对于全球铜市更大的影响在于对于铜供需结构的深刻改变。由于美国对于进口铜加征关税节点临近，美国市场呈现对于全球精炼铜的虹吸效应，全球其他地方可交割的铜集中进入美国，外在表现为 COMEX 铜的快速累库，且节奏有进一步加快趋势。2025 年，COMEX 铜库存量由年初 8.47 万吨，截止至 4 月 10 日已累库至 10.63 万吨，增长 25.45%。与之相对的是，LME 铜库存量则由年初的 26.98 万吨，下行至 20.88 万吨，减少 22.61%，且从其库存分布来看，主要减量来自于亚洲地区。这种全球性的铜供应链调整将对本年铜供给格局形成直接冲击，由于铜库存流动整体性改变，除美国外其余国家精炼铜采购节奏将被打乱，期间其他国家尤其亚洲地区精炼铜供给可能面临紧张状态。

图9 LME 和 COMEX 铜库存量对比（吨、短吨）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图10 本轮 LME 库存减量主要来自于亚洲地区（吨）

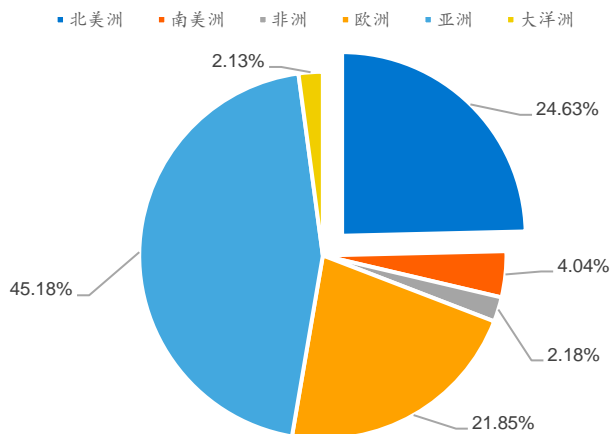


资料来源：Wind，联储证券研究院

美国对铜征收关税另一影响在于废铜供给量的收缩。由于美铜相较于全球市场的溢价，在推动全球其他地区铜流入美国的同事，同时也导致美国铜及相关制品出口意愿降低。对于我国来说，美国并不是铜矿及精铜主要进口国，但缺失废铜进口的重要渠道之一。2024 年，北美铜废料进口占比 24.63%，仅次于亚洲地区，是我国第二大废铜进口

来源。可以看出，贸易商对于关税征收已有预期，2025 年 1 月起，美国废铜进口量已显著走低，2 月月度进口量下行至 3.14 万吨，相较 2024 年 12 月减少 28.56%，同时东亚、东南亚废铜进口有所增加。但美国作为全球重要的废铜出口国，其供给阶段性的收缩不可避免的将对全球再生铜供应形成冲击，对于中国来说，实现对美废铜缩量全面替代尚需时日，预计美国废铜出口量的缩减将加剧全球铜市原料端供应紧张的局面，对年内铜价形成一定支撑。

图11 2024 年国内铜废碎料进口结构



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图12 2025 年美国对华废铜出口量大幅减少（吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

对上述分析进行总结，我们认为，短期来看，4 月初铜价的快速回调是跟随全球风险资产对于超预期关税政策被动反映，该风险事件对于铜供应链的直接冲击相对有限，短期利空主要在于全球经济衰退风险抬升，从需求侧对铜价形成下行压力。而伴随美国政府态度边际缓和，在衰退风险得到阶段性释放后，我们提示关注铜价错杀后的反弹行情；

中期视角，特朗普关税政策带有鲜明的个人主义特征，后续存在反复可能，同时各国处于稳定经济的考虑，二季度相关对冲政策预计将陆续出台，风险资产将再次得到修复机遇。同时，对于进口铜关税政策可能于下半年落地，跨洋价差虽然受 4 月初铜价回调的影响有所收窄，但在政策博弈期间，价差预期将继续存在，后续或围绕特定区间波动，相关套利需求可以为铜价提供一定支撑，而美国对于全球铜市的虹吸效应将使得其他地区精铜供应趋紧，对于年内铜供需结构产生结构性改变。

3. 供给端：矿端持续收紧，炼厂检修周期开启

3.1 矿端：中长期供应将进入瓶颈期，年内供需缺口将持续扩大

3.1.1 中长期：矿企资本开支滞后，远期增量空间有限

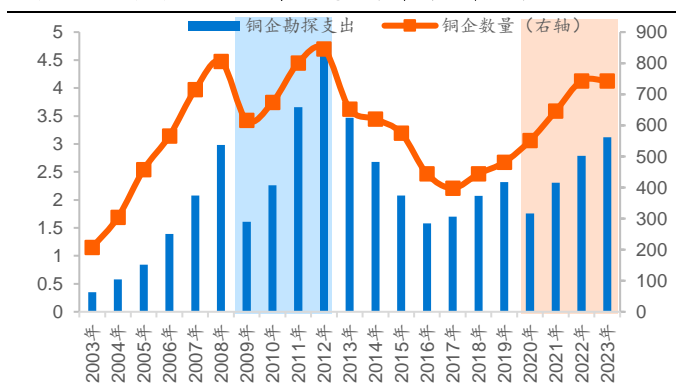
从中长期视角来看，全球铜精矿的勘探和开发正面临愈加严峻的挑战，矿产铜作为当前阶段铜材最主要的供给来源，其远期供给瓶颈成为我们长期看高铜价的基本盘。

首先，近年来铜矿开发难度呈现不断攀升的特点。由必和必拓公司运营的智利埃斯孔迪达矿山与 1981 年 3 月发现，至今仍旧是全球最大的铜矿产出矿山，该矿山不仅储量惊人，同时能够实现露天开采，然而这样的近地表矿山如今已经愈加稀少。2020 年新发现的阿根廷的费洛德索尔铜矿为例，该矿山铜资源量超过 1100 万吨，位于地表 600 米以下，运营难度及开发成本极高，客观上限制了新增资源后续可转化的实际产能。

其次，来自于我们对于全球矿企资本开支的跟踪。一方面，铜矿生产企业虽然在高铜价获得了高收益，但对于勘探投资支出却呈现显著的滞后效应。2020-2023 年，全球矿企勘探支出整体呈现上行趋势，但相较十年前的峰值水平仍有 33% 以上的差距（如果考虑通货膨胀因素后，两者间差距将更加明显）。

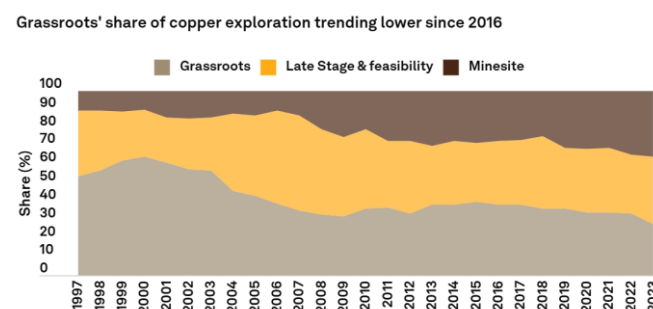
另一方面，铜矿商对于勘探资金的使用更加趋于保守。由于铜矿的开发周期较长，因此在开发难度不断增强的当前时点下，铜矿上更乐于将资本支出集中于延长在产的高品位、持续盈利的矿产寿命上，对于初始项目的投入占比持续走低，到 2023 年，该部分使用资金占比下行至 28%，是有记录以来的最低水平。

图13 矿企勘探支出始终未恢复至十年前水平（十亿美元）



资料来源：S&P Global，联储证券研究院

图14 生成性勘探投入占比整体下行



资料来源：S&P Global，联储证券研究院

上述原因直接导致了当前阶段全球铜矿端供应进入瓶颈期。根据 S&P Global Commodity Insights 公开的研究成果显示，在全球已发现的 239 个铜矿中，过去十年新增发现的仅有 14 个，且储量相对有限，仅占总储量的 3.5%。而有限的勘探成果进一步抬升了矿企的单吨勘探成本，从而继续抑制铜企的勘探支出投入意愿。因此，在未来相当长的时间内，全球铜矿产出增量仍将主要来自于现有主力矿山的增产，而受老矿山品味衰减、资源保护主义抬头等因素的影响，其未来可贡献的增量空间有限，铜精矿远期供应存在瓶颈。

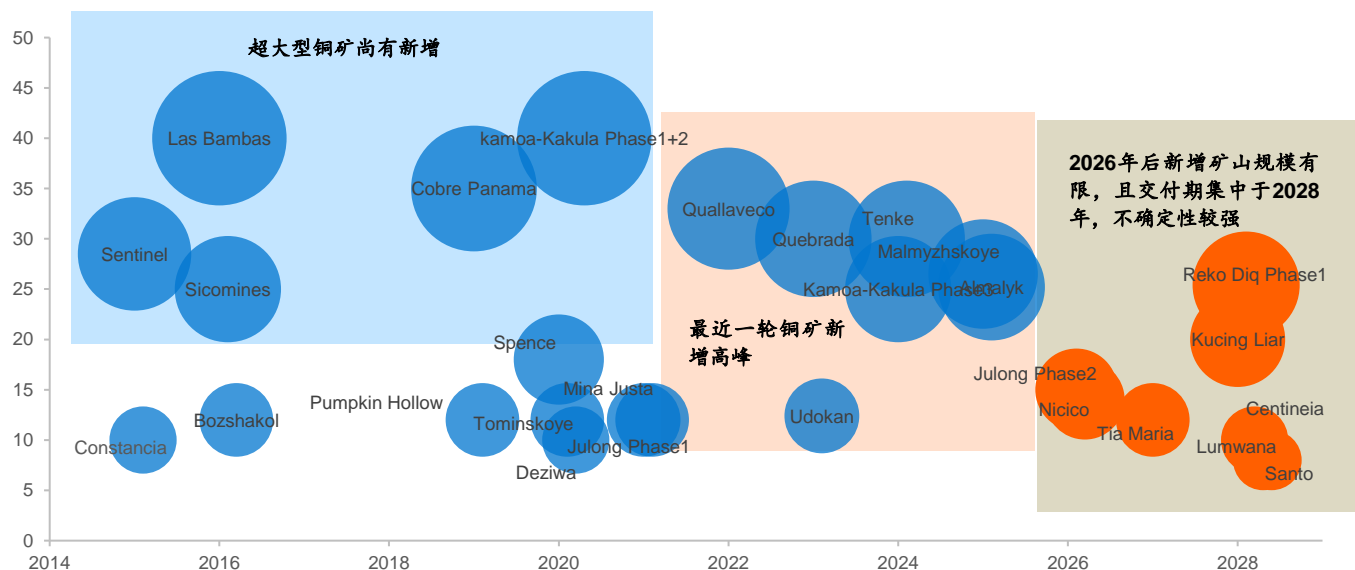
表7 2015年后，全球新增铜矿数量极为有限（个、百万吨、百万美元、美元/吨）

年份	铜矿发现量	铜矿资源储量	铜企勘探预算	单吨勘探成本
1990 年	8	71	529	7
1991 年	10	166	492	3
1992 年	8	45	487	11
1993 年	10	43	625	14
1994 年	13	100	563	6
1995 年	16	111	670	6
1996 年	11	71	730	10
1997 年	18	82	758	9
1998 年	12	35	625	18
1999 年	9	39	509	13
2000 年	9	17	451	27
2001 年	11	70	420	6
2002 年	8	18	316	17
2003 年	7	20	351	18
2004 年	7	18	584	32
2005 年	15	82	837	10
2006 年	7	26	1393	53
2007 年	15	75	2077	28
2008 年	10	76	2977	39
2009 年	6	24	1608	67
2010 年	1	1	2257	2301
2011 年	7	40	3657	91
2012 年	2	2	4701	2276
2013 年	5	37	3469	94
2014 年	5	28	2678	96
2015 年	1	3	2082	659
2016 年	1	1	1577	1515
2017 年	3	10	1704	170
2018 年	0	0	2075	—
2019 年	1	1	2321	2110
2020 年	2	2	1759	802
2021 年	1	1	2309	2443
2022 年	0	0	2791	—
2023 年	0	0	3118	—
合计	239	1315		

资料来源：S&P Global，联储证券研究院

得益于上一轮矿企资本开支高峰，当前时点下，我们正处在最近一轮的全球铜矿新增周期的尾声阶段。根据 ICSG 在《铜矿、冶炼厂、精炼厂名录》中统计的年产能超过 10 万吨的铜矿项目信息中我们可以看到，2022 年至今，全球新增铜矿较为集中，虽然体量相较 2014-2019 年间已有显著差距，但依旧能够为全球铜矿短期供应注入乐观预期。但 2026 年后，新增投产矿山规模将进一步下降台阶，且交付期普遍集中于 2028 年，考虑当前政治、环保、劳工问题频发，大型铜矿项目普遍建设缓慢，投产时间存在较大延迟风险。我们预期铜矿中长期供应将进入瓶颈期，矿端在铜产业链中进行利润分配的话语权将进一步提升。

图15 2014-2028 年间全球投产铜矿项目分布（万吨）

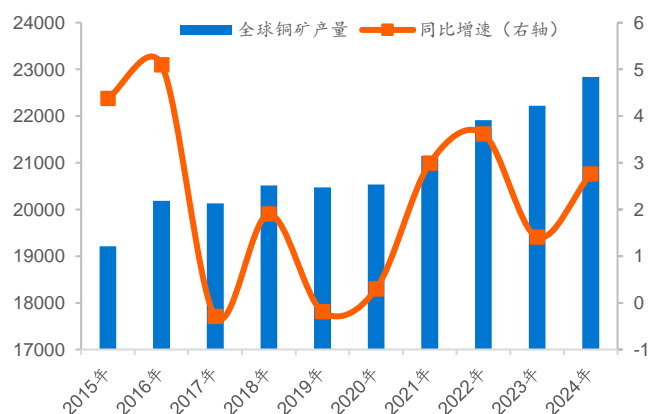


资料来源：International Copper Study Group，联储证券研究院

3.1.2 主产国供给存在不确定性，年内矿端增量预期为 50 万吨左右

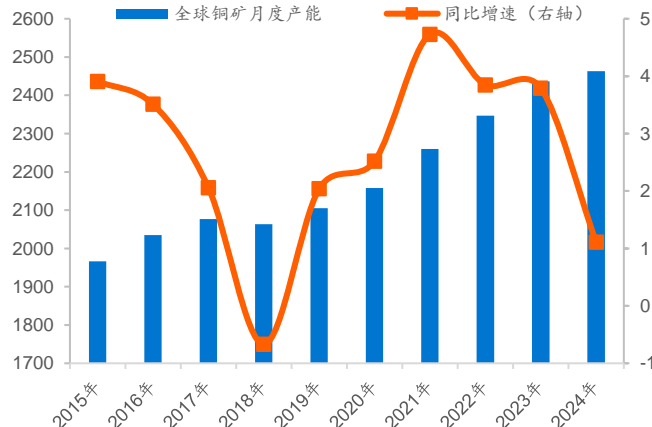
2024 年年初虽然经历巴拿马矿区停产，第一量子大幅下调年度产量预期的冲击，但整体矿端供应仍旧相对稳定。根据 Mysteel 统计数据显示，2024 年全球铜矿月度产能为 246.3 万吨，继续维持增长趋势，但同比增速为 1.11%，相较 2023 年下滑 2.68 个百分点。全年共实现铜矿产出 2283.51 万吨，在 2023 年增速显著回落，2024 年相较前值有所提升，同比增速 2.76%，增长 1.35 个百分点。智利、刚果金、秘鲁依旧是全球铜矿主要产区，三国供应占据铜矿产量的五成左右，分别占比 23.04%、14.35%、11.3%。而大型矿企依旧垄断全球铜矿供应市场，2024 年前十大矿企铜矿产量占总量的 48.49%。

图16 2024 年全球铜矿产量维持增长（千吨、%）



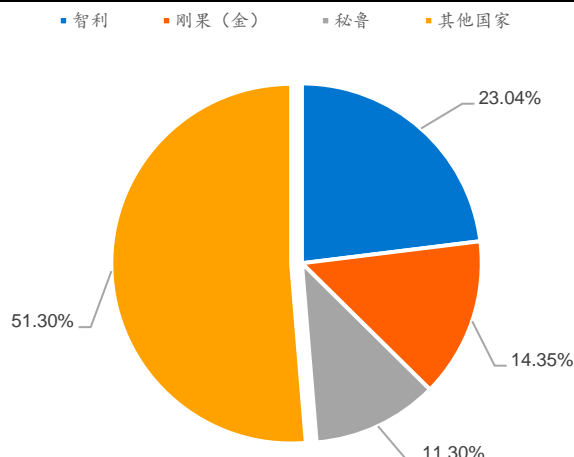
资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图17 2024 年铜矿产能有所提升（千吨、%）



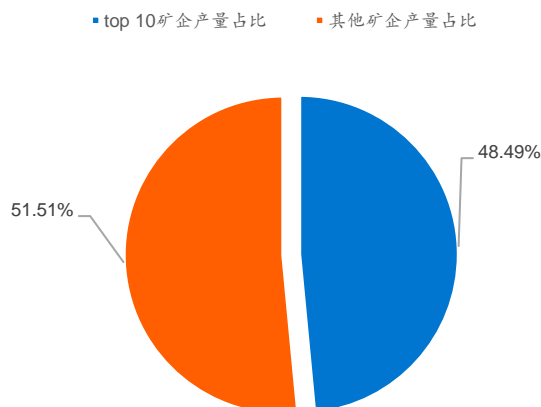
资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图18 智利、秘鲁、刚果金是全球铜矿主产区



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图19 大型矿企垄断全球铜矿供应



资料来源：Mysteel，公司公告，联储证券研究院

具体来看，2024 年主要矿企多数实现了产量正向增长，其中必和必拓受益于旗下主力智利埃斯孔迪达主力矿山扩建、洛阳钼业刚果金 TFM-KFM 改扩建项目投产，产量增幅较为明显；而第一量子由于巴拿马 Cobre Panama 矿山停产，产量跌幅最为明显。

表8 全球主要矿企 2021-2025 年铜矿产量及规划（万吨）

公司名称	所属国	2021	2022	2023	2024	增幅	增速	2025E	增幅	增速
BHP Group	澳大利亚	163.57	157.4	177.7	195.8	18.1	10.19%	189.5	-6.3	-3.22%
Freeport McMoRan	美国	172.52	190.5	191.1	190.68	-0.42	-0.22%	181.6	-9.08	-4.76%
Codelco	智利	172.79	155.3	142.4	142.87	0.47	0.33%	139	-3.87	-2.71%
紫金矿业	中国	58.4	88	101	107	6	5.94%	115	8	7.48%
Southern Copper Corporation	美国	95.82	89.47	91.1	97.39	6.29	6.90%	96.7	-0.69	-0.71%
Glencore	瑞士	119.6	105.81	101.01	95.16	-5.85	-5.79%	98.97	3.81	4.00%
Anglo American plc	英国	64.8	66.45	82.6	77.3	-5.3	-6.42%	72	-5.3	-6.86%
Rio Tinto	英国	49.35	52.1	62	69.7	7.7	12.42%	81.5	11.8	16.93%
Antofagasta PLC	智利	72.15	64.62	66.06	66.4	0.34	0.51%	68	1.6	2.41%
洛阳钼业	中国	20.91	25.43	39.4	65.02	25.62	65.03%	63	-2.02	-3.11%
Teck Resources	加拿大	28.7	27	29.6	44.6	15	50.68%	52.75	8.15	18.27%
First Quantum	加拿大	81.6	77.6	70.8	43.1	-27.7	-39.12%	41	-2.1	-4.87%
五矿资源	中国	33.97	30.51	34.73	39.98	5.25	15.12%	38	-1.98	-4.95%
合计		1134.18	1130.19	1189.5	1235	45.5		1237.02	2.02	

资料来源：公司公告，联储证券研究院

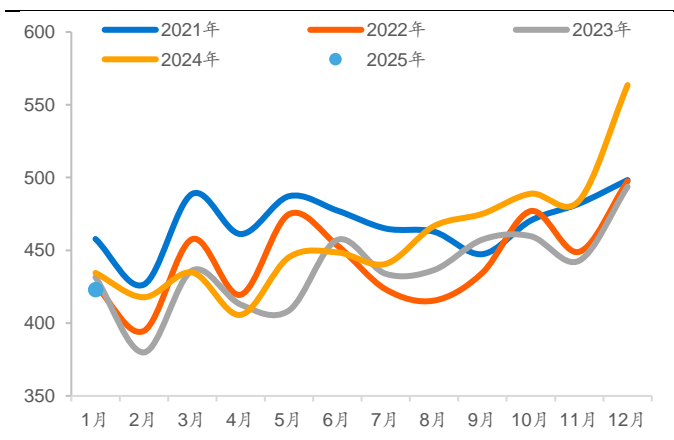
智利是全球第一大产铜国，2024 年铜矿产量 550.58 万吨，受益于 Teck 公司的 Quebrada Blanca 二期工程投产以及 BHP 主力矿山 Escondida 铜矿在 2024 年四季度的强劲表现，年度铜矿产量实现了大幅增长，同比增速 4.9%，12 月单月增速 14.1%。进入 2025 年后，受席卷该国的停电事件的影响，铜矿产量有所下滑，根据智利统计局公布的数据显示¹⁰，1 月、2 月月度铜矿产量分别为 42.28、39.74 万吨，同比增速-2.72%、-5.4%。考虑 Chuquibambilla 和 Andina 改扩建工程将于本年内完工以及 Quebrada Blanca 二期工程爬产，我们预计 2025 年智利铜矿产出将有一定增长，预期年度铜矿产量能够提升至 560 万吨。

秘鲁是南美第二大、全球第三大产铜国，过去三年产量规模相对稳定，2024 年铜矿产量 270.26 万吨，同比增速-0.48%。秘鲁铜矿开采面临的主要问题与智利相似，老矿山普遍品味下滑严重且罢工事件频发，过去两年铜矿产出能够维持规模主要依赖于对主力矿山的透支性开采。同时该国未来两年内并无新增项目能够投产，最近投产的矿山为 2022 年英美资源建设的 Quellaveco 矿山，年产量约占秘鲁总产量的 10%左右，之后最

¹⁰ <https://www.ine.gob.cl/estadisticas/economia/mineria>

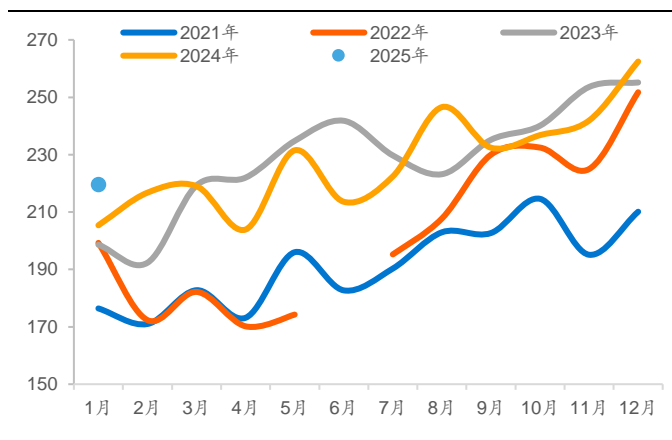
近能够投产的项目为 2027 年预投产的南方铜业 Tia Maria 矿山，因此短期内秘鲁铜矿产量难以实现大幅增长。我们预计 2025 年秘鲁铜产量将继续维持在 270 万吨左右，2026 年有进一步下滑可能。

图20 智利月度铜矿产量（千吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图21 秘鲁月度铜矿产量（千吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

刚果金是全球铜矿供应的主要增量来源国，近几年该国产量增长迅速。2023 年，刚果金超过秘鲁，首次成为全球第二大铜矿生产国，规模仅次于智利，2024 年铜矿产量 330 万吨，相较 2023 年增长 37 万吨，占全球总量比例 14.35%，提升 1.38 个百分点。未来数年内，刚果金将是全球铜矿增量的主要来源，且中资矿企在该国矿业开发领域有着大量投资，2025 年伴随紫金矿业 Kamo-a-Kakula 矿山的爬产、金川国际 Musonoi 矿山投产，我们预期该国铜矿产量将继续实现增长，规模有望提升至 355 万吨。

刚果金增量兑现对于 2025 年全球铜矿供应格局影响显著，我们认为该国铜矿产出主要有两大风险点：

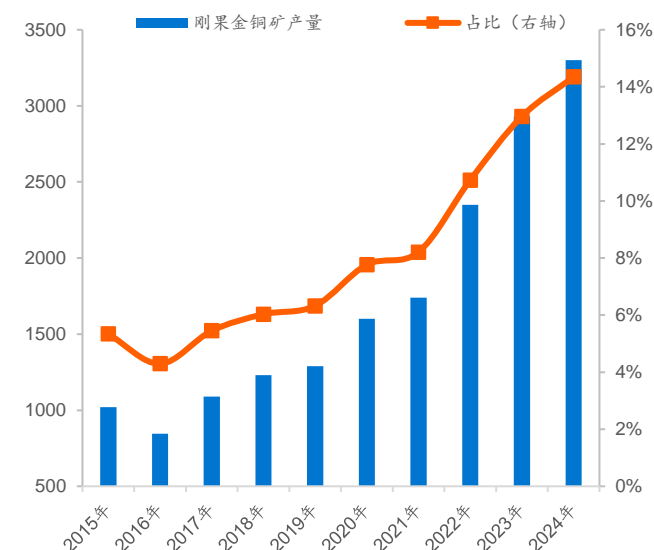
第一，新出台的钴出口禁令提升铜矿运营成本压力。2025 年 2 月 22 月，刚果金宣布对于钴实施出口禁令¹¹，持续时间为 4 个月，旨在遏制国际市场钴金属供应过剩引发的价格持续性下跌。钴作为铜矿的伴生品，矿企通常将其计入铜矿的生产成本进行抵扣，虽然该禁令对于铜矿供应直接影响有限，但禁令如果长期持续将抬升该国铜矿生产成本，不排除部分高成本矿山减产或停产的可能性。

第二，刚果金国内冲突风险的潜在外溢。2025 年，刚果金国内紧张局势急剧升级¹²，目前冲突范围主要集中于东部地区及首都金沙萨附近，而该国铜钴矿区则主要集中于南部省份，当前阶段受军事冲突影响有限，但局势继续恶化，不排除风险外溢的可能性，且东部乱局的主要原因即在于对当地矿产资源的争夺，作为该国主要经济来源的矿山将成为冲突的焦点，因此未来对于军事冲突的进展需要重点跟踪。

¹¹ https://cd.mofcom.gov.cn/jmxw/art/2025/art_1df23ff2993a4859aec90477feee0190.html

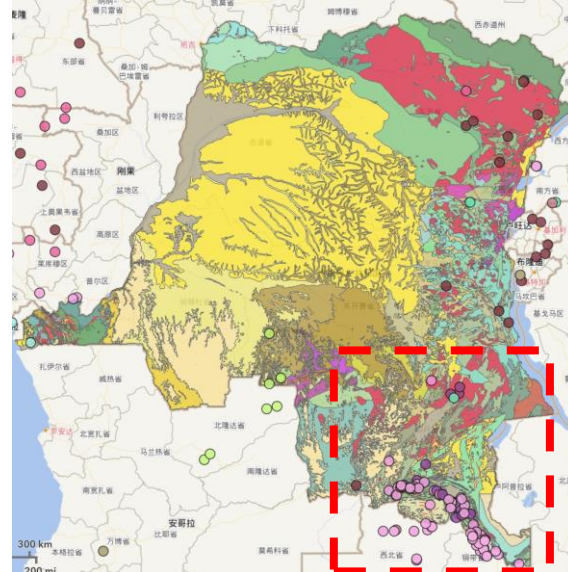
¹² <https://www.news.cn/world/20250323/4b86571dad144f80bcaacdf40b00c4bd/c.html>

图22 刚果金铜矿供应占比快速提升（万吨）



资料来源: Mysteel, 联储证券研究院

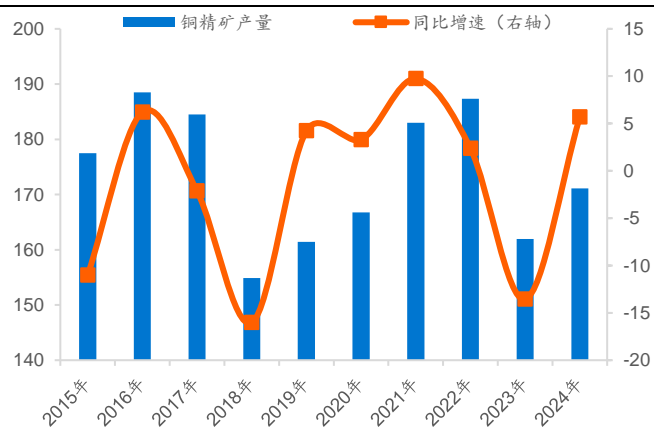
图23 刚果金铜矿产区集中于该国南部地区



资料来源: 全球地质矿产信息网¹³, 联储证券研究院

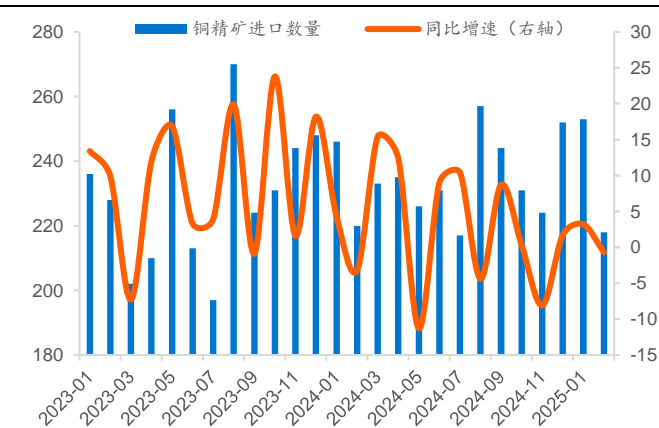
国内层面，2024 年国内铜精矿产量 171.12 万吨，同比增长 5.68%。我国铜矿供应进口依赖度较高，2024 年铜精矿进口数量多数月份同比增速均维持正增长，矿端供应未见短缺，进入 2025 年后，1 月、2 月铜精矿进口数量分别为 253 万吨、218 万吨，同比增速 3.2%、-0.7%有所放缓，同时，国内铜精矿港口库存自 2024 年 12 月炼厂冬储结束起，连续三个月快速下滑，截止至 3 月 14 日，库存规模减至 46 万吨，为 2024 年 6 月以来的最低值，显示国内矿端原料库存呈现持续去化趋势，未来供应预计偏紧。

图24 国内铜精矿产量波动情况（万金属吨、%）



资料来源: Mysteel, 联储证券研究院

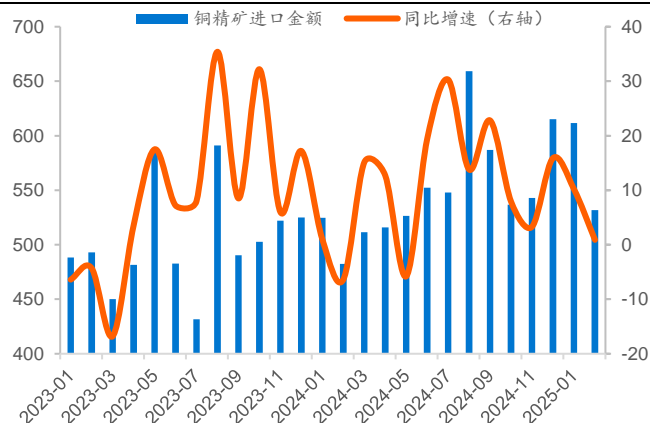
图25 国内铜精矿进口数量（万吨、%）



资料来源: Mysteel, 联储证券研究院

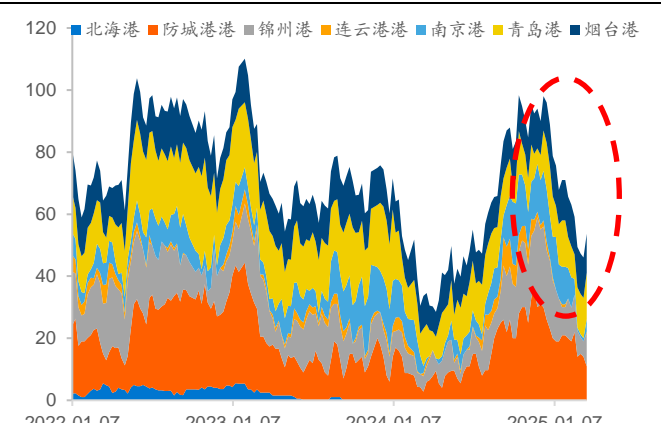
¹³ <http://ggmr.cgs.gov.cn/GeographicDataCenter.aspx#>

图26 国内铜精矿进口金额（万美元、%）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图27 2025 年国内铜精矿港口库存快速去化（万吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

我们预计 2025 年全球铜矿产量规模能够实现一定增长，增量在 50 万吨左右。与 2024 年矿山增量集中于刚果金不同，2025 年全球铜矿增量较为分散。根据主要矿企公布的数据显示，2025 年全球核心增量包括紫金矿业的刚果金 Kamoakakula 矿山、Rio Tinto 的蒙古 Oyu Tolgoi 矿山、俄罗斯预期投产的 Malmyzhskoye 矿山以及智利三个改扩建项目。其中，中资企业是 2025 年增量项目的主要参与方，统计的 13 座增量矿山中，有 7 座由中资企业运营。核心矿山增量统计规模合计为 60.68 万吨，部分增量规模有限的矿山并未计入，由于需要考虑实际干扰，我们预计 2025 年全球铜矿端增量在 50 万吨左右，相较 2024 年提升 10 万吨。

表9 2025 年全球核心增量矿山统计（万吨）

矿山名称	所在地	所属公司	工程属性	矿产状态	开采方式	2024 年产量	2025 增量
Kamoakakula	刚果金	紫金矿业	改扩建	在产	露天开采	43.7	14.3
Musonoi	刚果金	金川国际	新建	在建	地下开采	0	3.8
Kinsevere	刚果金	五矿资源	改扩建	在产	露天开采	4.49	2.11
Kolwezi	刚果金	紫金矿业	改扩建	在产	露天开采	9.46	1.54
Chuquicamata	智利	Codelco	改扩建	在产	露天开采	28.9	5
Quebrada Blanca	智利	Teck Resources	改扩建	在产	露天开采	20.78	4.22
Andina	智利	Codelco	改扩建	在产	地下开采	18.16	2
Oyu Tolgoi	蒙古	Rio Tinto	改扩建	在产	露天+地下开采	25	10
Malmyzhskoye	俄罗斯	RCC	新建	在建	露天开采	0	10
Las Bambas	秘鲁	五矿资源	改扩建	在产	露天+地下开采	30.29	7.71
Khoemacau	博茨瓦纳	五矿资源	改扩建	在产	露天开采	2.97	1.83
巨龙铜矿	中国	紫金矿业	改扩建	在产	露天开采	16.63	0.37
增量合计							60.68

资料来源：公司公告，联储证券研究院

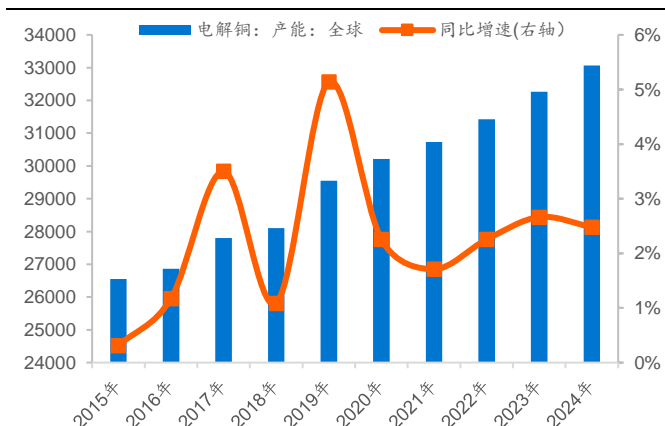
3.2 冶炼端：矿冶矛盾难解，减产或已提上日程

2024 年，国内矿冶矛盾走向激化，TC 指数持续走低，矛盾核心在于冶炼产能扩张速度与矿产增量严重不匹配。受过去数年间全球高铜价的影响，国内电解铜产能持续扩张，根据 Mysteel 统计数据，2024 年国内精炼铜产能 1453 万吨，相较 2023 年扩张 131 万吨，同比增速 9.91%，过去两年间持续保持 7%以上的高增速增长。与之相对的是，由于矿端扩张速度无法跟进，因此矿端供应持续处于紧张状态，加工费用在 2024 年持续走低，一度下行至个位数。

在加工费持续走低的大背景下，2024 年国内铜冶炼行业减产消息频发，一季度中国有色工业协会提议遏制冶炼产能无序扩张，但纵观全年减产现象并不明显。从盈利的角度看，铜冶炼企业能够维持现有规模生产，主要原因包括以下两点：第一，虽然现货加工费用下滑明显，但 2024 年长单价格尚属稳定，长单加工仍有一定盈利空间；第二，

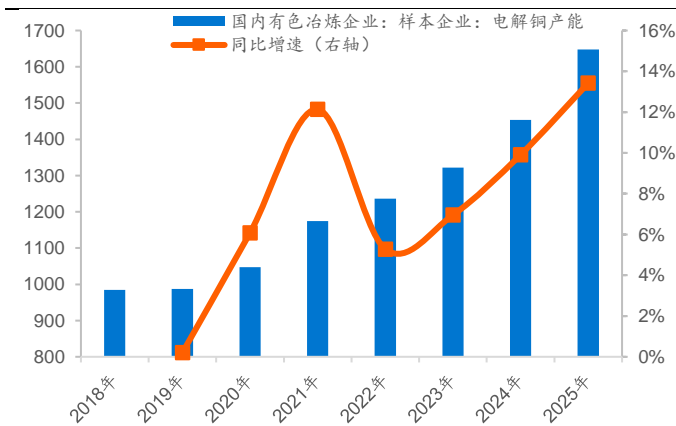
铜冶炼副产品包括硫酸、金银等商品价格持续走高。

图28 全球电解铜产能变化情况（千吨）



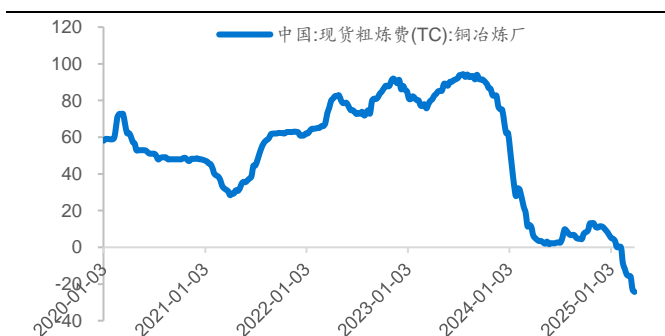
资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图29 2023-2025 年间国内电解铜产能加速扩张¹⁴（万吨）



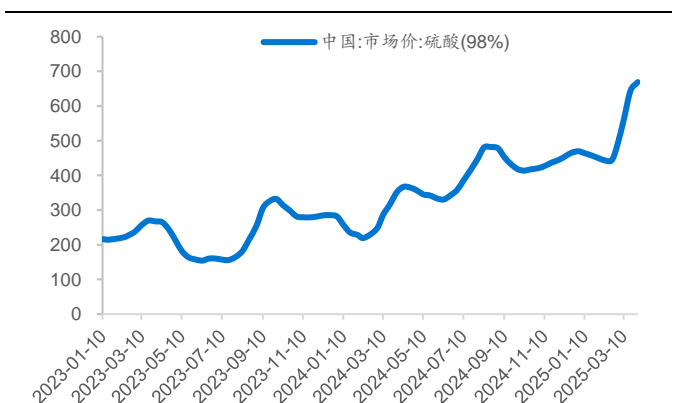
资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图30 2024 年国内铜现货粗炼费用持续走低（美元/千吨）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图31 副产品硫酸价格尚维持在高位（元/吨）



资料来源：Wind，联储证券研究院

2025 年一季度，国内冶炼铜产能延续高增，截止至 2 月，精炼铜产能在 2024 年的高位水平继续扩张至 1648 万吨，增量规模 195 万吨，TC 指数在 2024 年的低位水平下持续走低，在 2025 年 2 月下行至负区间。在零单亏损的背景下，作为冶炼厂盈利重要支撑的长单价格在 2025 年同样经历了大幅调整，2024 年 12 月，江西铜业与智利矿冶巨头 Antofagasta Plc 就 2025 年加工费用达成协议¹⁵，铜精矿价格费（TC）为 21.25 美元/吨，相较 2024 年大幅下滑 73.4% 创下自 1992 年以来的新低。以该长单价格水平测算，我们认为，2025 年长单价格费用的下行将进一步大幅压缩国内冶炼厂利润空间，企业盈利将严重依赖于硫酸等副产品价格，这样的盈利模式显然难以长期持续，冶炼行业的产能去化将真正提上日程。

从一季度国内电解铜产量来看，国内冶炼厂尚未出现明显的减产迹象。2025 年 1-2 月，国内电解铜累计产量 209.92 万吨，同比增长 7.21%。考虑全年国内电解铜新建产能规模以及矿端产能释放节奏，加工费用将在较长时间内维持当前低位水平。从成本角度看，冶炼行业产能的去化将首先海外炼厂进行。当前阶段欧洲、日韩冶炼厂已经释放主动减产信号，海外铜冶炼龙头嘉能可在菲律宾的 Pasar 铜冶炼厂 2024 年末已停产并积极考虑出售¹⁶，涉及粗炼产能 20 万吨。国内冶炼厂出于维持自身市场份额及地方政府激励政策的扶持下，主动去产能的意愿较弱，减产节奏预计相对滞后，我们预期 2025 年

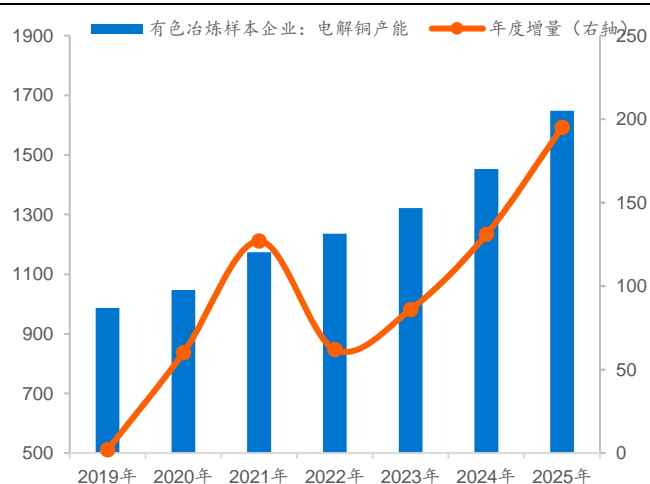
¹⁴ 2025 年产能数据统计时间截止至 2025 年 2 月

¹⁵ <https://alu.ccmn.cn/news/ZX018/202412/7f0a5e7b556f44dcb1564f0d49f730cf.html>

¹⁶ <https://youse.mysteel.com/a/24121909/D79541D78E7BE51B.html>

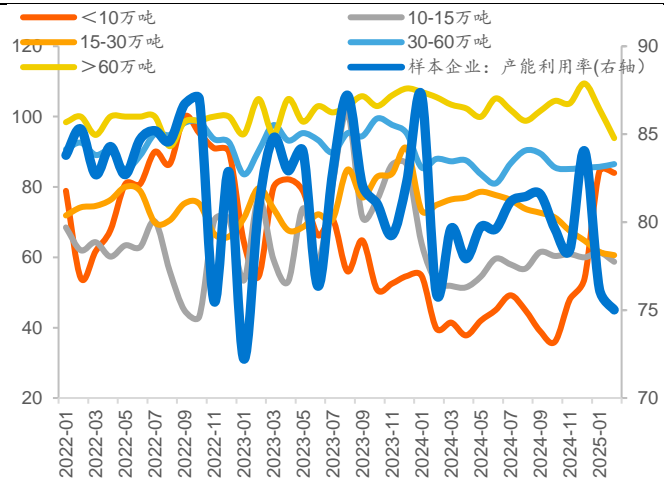
选择以检修的方式调节产量的可能性更高。

图32 国内冶炼铜产能依旧维持高增（万吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图33 不同产能规模冶炼企业产能利用率（%）



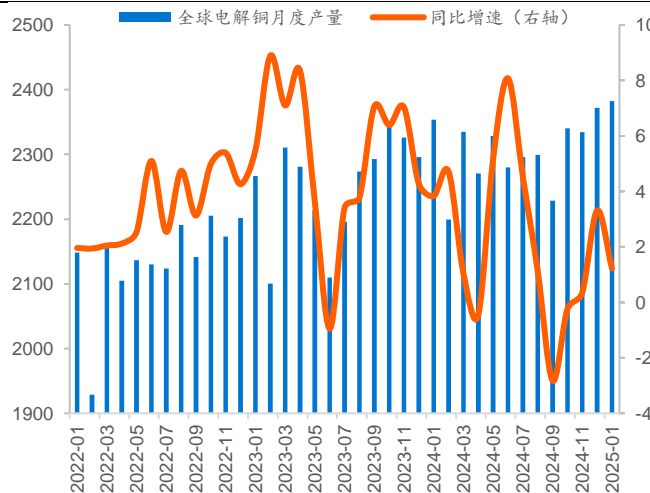
资料来源：Mysteel，联储证券研究院

表10 2025 年国内新增冶炼项目

公司名称	投产地	投产时间	新建产能
楚雄滇中有色金属有限责任公司	云南	2025 年 5 月	21 万吨
赤峰金通铜业有限公司	内蒙古	2025 年 10 月	30 万吨
广西金川铜业公司	广西	2025 年初	30 万吨
铜陵有色金属集团股份有限公司	安徽	2025 年 6 月	50 万吨

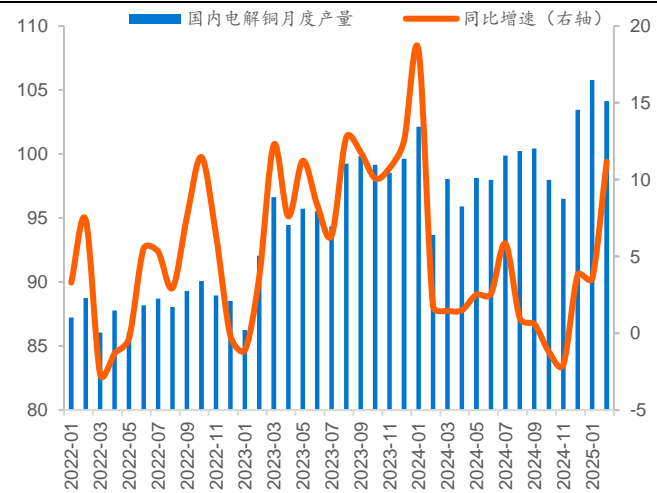
资料来源：公开资料整理，联储证券研究院

图34 全球电解铜月度产量波动情况（千吨、%）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图35 2025 年国内电解铜产量依旧高增（万吨、%）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

从已公布的国内炼厂检修计划来看，2025 年国内检修影响相对适中，根据 Mysteel 调研数据显示，预期冶炼企业检修影响量为 45.95 万吨，规模大致与 2023 年持平，低于 2024 年。节奏上看，在进入二季度后，国内炼厂开始集中性进入检修周期，年中将迎来峰值，影响时段将贯穿二、三季度，在此期间内，国内精铜供应将面临扰动，从供给端支撑铜价上行。

表11 2025 年国内冶炼企业全年检修情况（万吨）

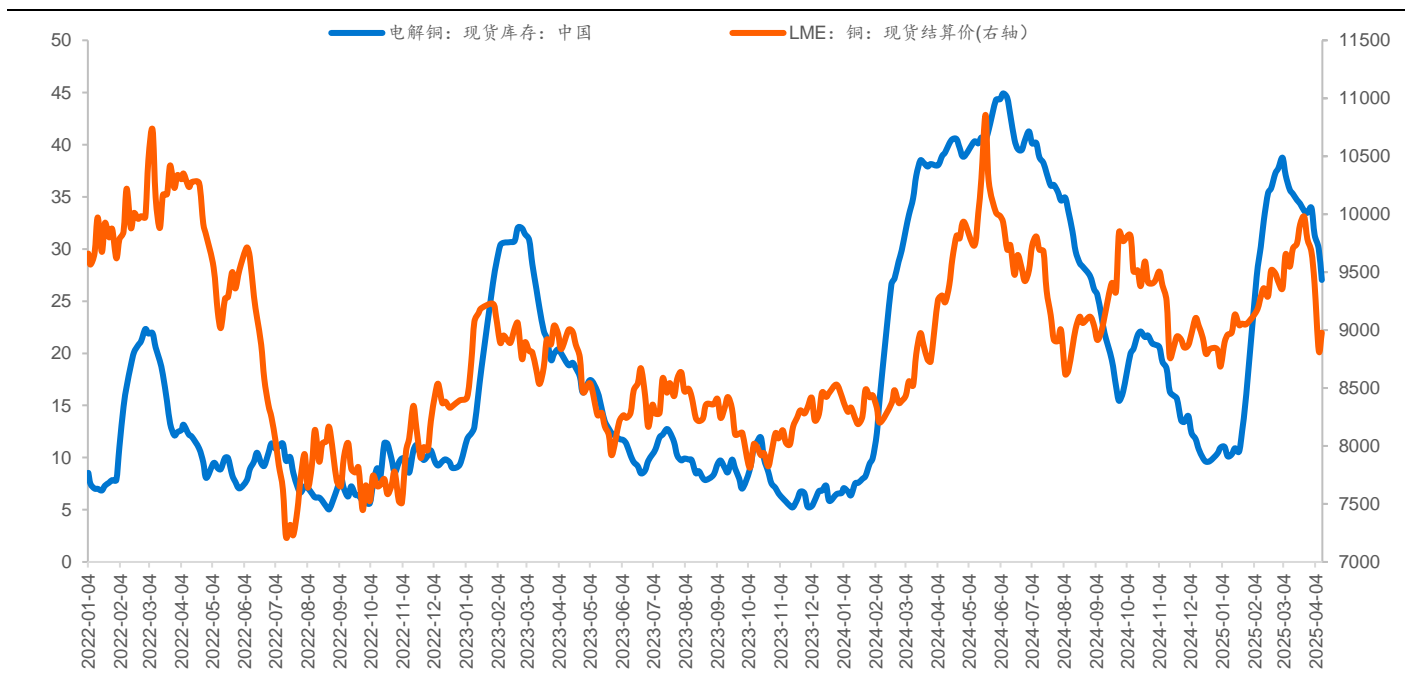
相关企业所在省份	电解铜产能	粗铜产能	检修开始时间	检修结束时间	预计影响产量
云南	15	15	12 月初	1 月中	1.85
安徽	70	50	3 月	3 月	未公布
湖北	55	40	3 月	3 月	
广西	40	40	3 月	3 月	
河南	15	12	3 月	4 月	
山西	20	20	4 月	4 月	
青海	15	15	4 月	4 月	
山东	20	20	5 月	5 月	
山东	55	40	5 月	5 月	
黑龙江	15	15	5 月	5 月	
内蒙古	40	40	6 月	7 月	
内蒙古	26	26	6 月	7 月	
吉林	15	15	9 月	9 月	
安徽	46	50	10 月	11 月	4
浙江	40	29	10 月	11 月	

资料来源：Mysteel，联储证券研究院

3.3 库存：去库趋势难以逆转，但节奏有望边际放缓

2025 年 3 月初，国内电解铜现货库存量上行至阶段性高点 38.75 万吨，3 月中受铜价上行速度过快影响，下游囤货需求转弱，4 月初经历特朗普关税事件冲击后，伴随铜价快速回调，企业风险偏好呈现同步向下趋势，直观表现为库存大幅去化，截止至 2024 年 4 月 10 日，国内现货库存量下行至 27.03 万吨。考虑企业去库节奏以及风险偏好的形成，预期短期内库存下行趋势难以逆转，但铜价经历 4 月初大幅下行后，下游企业成本压力已得到阶段性缓解，伴随生产旺季来临，二季度去库节奏有望边际放缓。

图36 国内电解铜现货库存波动情况（万吨、美元/吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

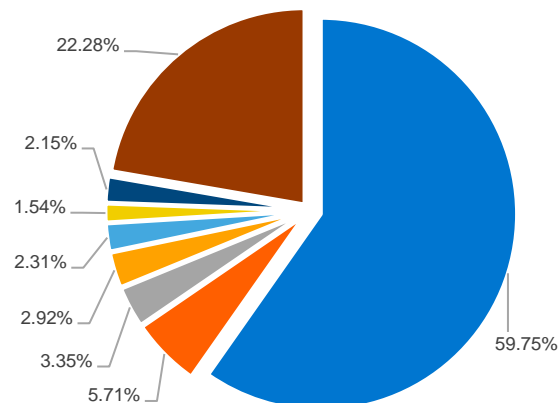
4. 需求端：电网建设及家电制造为年内需求主要增量

我国是全球最主要的铜消费国。2024 年全球近六成精炼铜由我国消费，其余重要消费国包括美国、德国、日本、韩国，占比分别为 5.71%、3.35%、2.92%、2.31%。从终端应用视角来看，消费及电子产品制造、地产建筑、电力电信基础设施建设是铜的主要

应用领域。根据 ICSG 统计数据显示，2024 年，消费及电子产品制造、建筑、电力电信基础设施建设、交运和工业设备铜消费量占比分别为 23%、26%、17%、13%、12%。

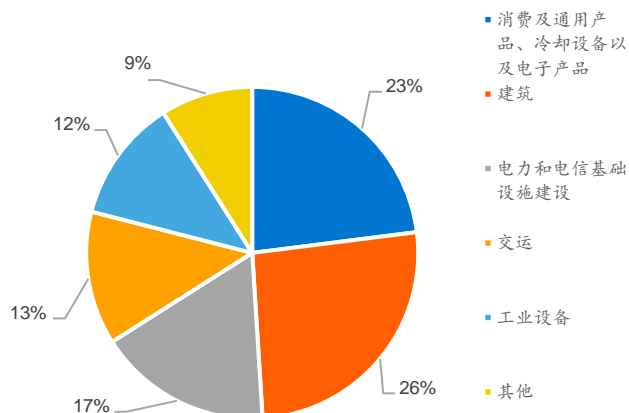
图37 中国消费全球近六成的精炼铜

■ 中国 ■ 美国 ■ 德国 ■ 日本 ■ 韩国 ■ 意大利 ■ 俄罗斯 ■ 其他国家



资料来源：Wind，联储证券研究院

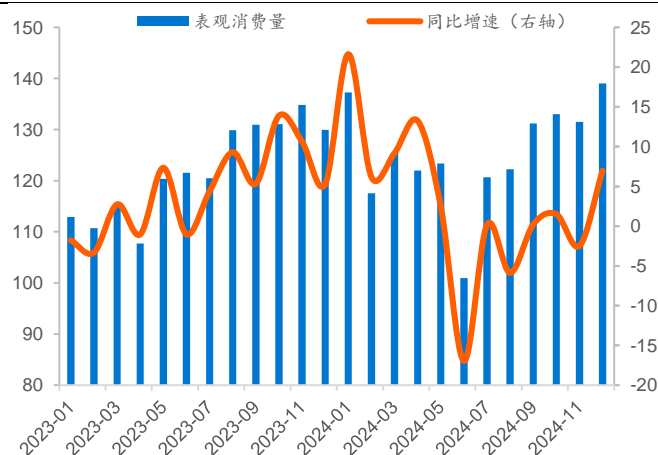
图38 全球铜终端应用领域



资料来源：International Copper Study Group，联储证券研究院

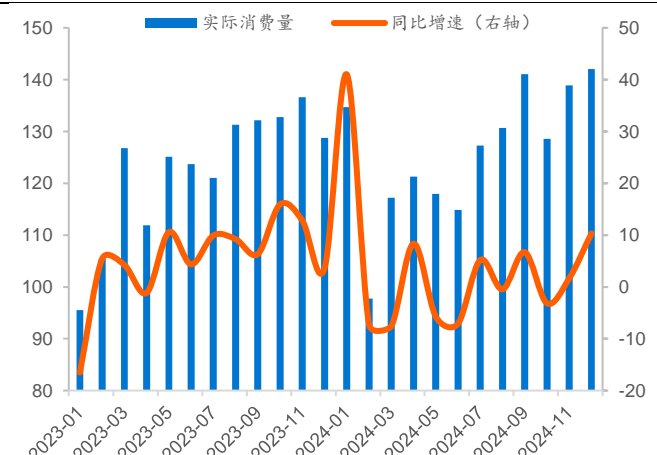
拉近至国内视角，2024 年国内铜消费量延续增长趋势，但受高铜价影响，增速较 2023 年有所下滑。2024 年国内电解铜表观消费量 1504.12 万吨，相较 2023 年增长 39.01 万吨；实际消费量 1512.27 万吨，相较 2023 年增长 41.17 万吨。2024 年中，受铜价上行速度过快的影响，国内电解铜消费增速显著放缓，部分终端消费企业选择消耗库存取代采购，6 月表观及实际消费量增速一度回落至负区间，伴随下半年铜价有序回落，增速随之有所提升。

图39 国内电解铜表观消费量波动情况（万吨、%）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

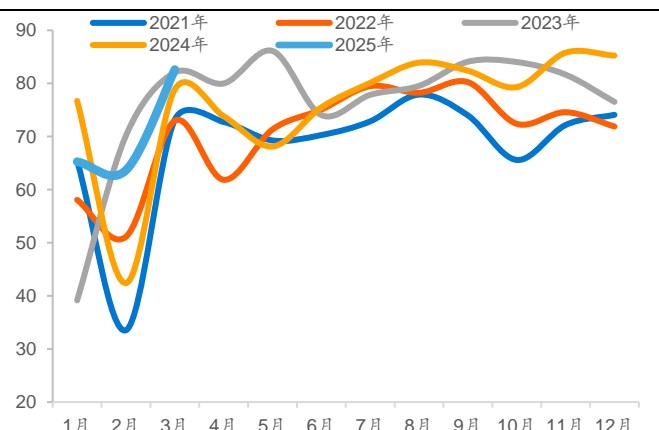
图40 国内电解铜实际消费量波动情况（万吨、%）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

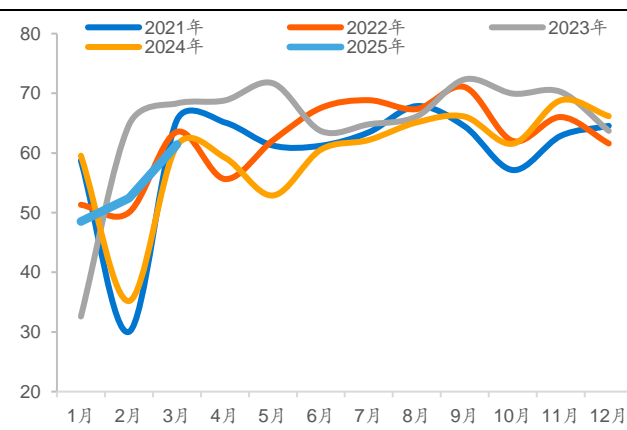
高频数据层面，2025 年一季度铜初级产品产量亮眼，产能利用率处在近五年高位水平，显示开年下游需求旺盛。在电解铜产量高增的背景下，铜一级产品一季度产量及相关企业开工率同样亮眼，根据 Mysteel 统计数据显示，2025 年 1-3 月国内精铜杆产量首次突破 200 万吨，为近五年新高，显示国内电网、电力基础设施建设需求强劲。铜管 1-3 月产量近 50 万吨，同样远超过去 5 年同期水平，铜管国内主力需求来源于制冷行业，显示一季度白色家电需求旺盛。

图41 国内精铜杆产量波动情况（万吨）



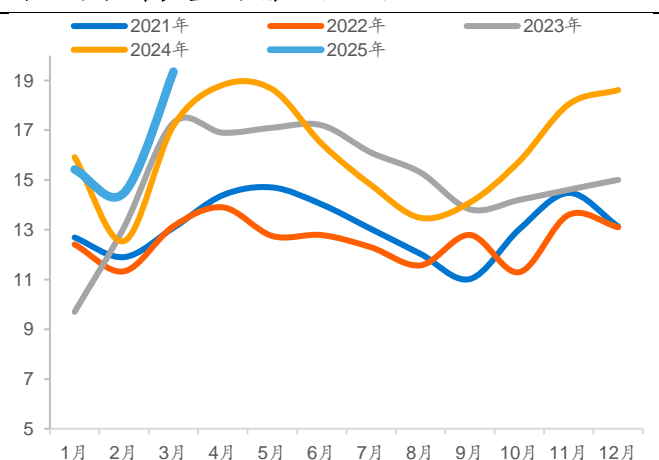
资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图42 国内精铜制杆企业产能利用率波动情况（%）



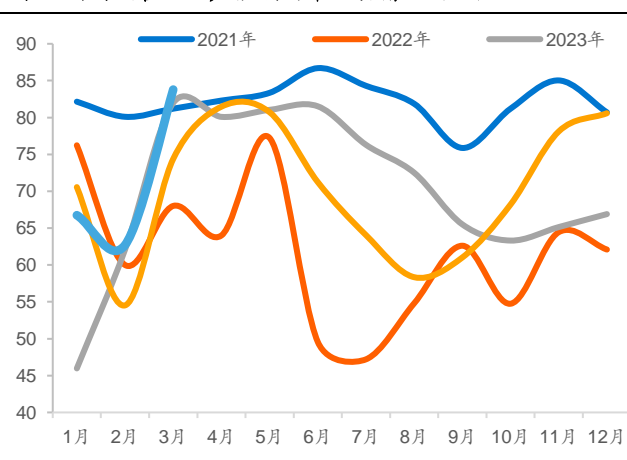
资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图43 国内铜管产量波动情况（万吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

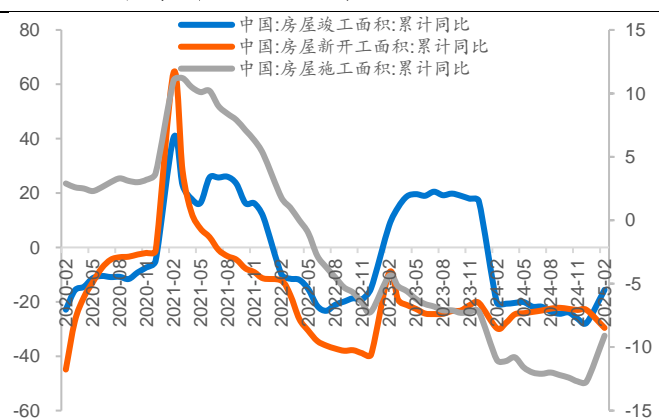
图44 国内铜管企业产能利用率波动情况（%）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

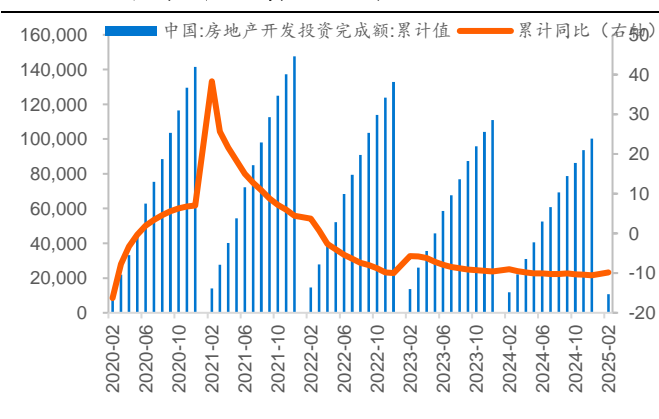
分板块来看，终端消费领域，建筑地产需求开年仍旧相对低迷，后续可关注相关支持政策落地情况。2025年2月国内房屋竣工面积同比减少15.6%，新开工面积同比减少29.6%，施工面积同比减少9.1%，房地产开发投资额1.07万亿，同比缩减9.8%。参考过去数年国内地产建设节奏，一季度通常为开工淡季，考虑2025年政府工作报告中明确提出稳定楼市，年内预期将由相关支持政策可以落地，后续地产需求恢复可以予以关注。

图45 国内房地产开发数据波动情况（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

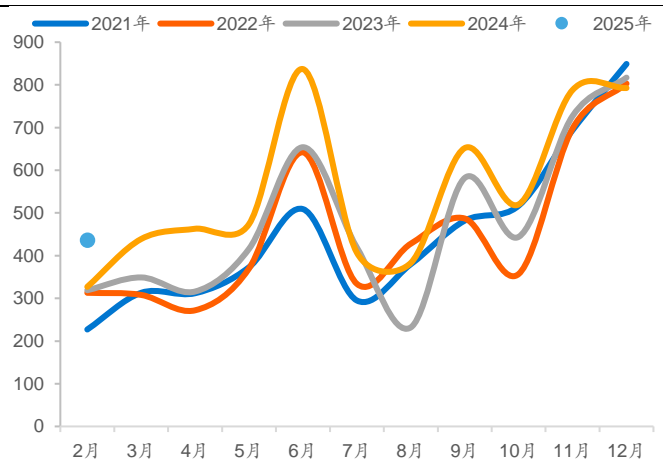
图46 国内房地产开发投资额波动情况（亿元、%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

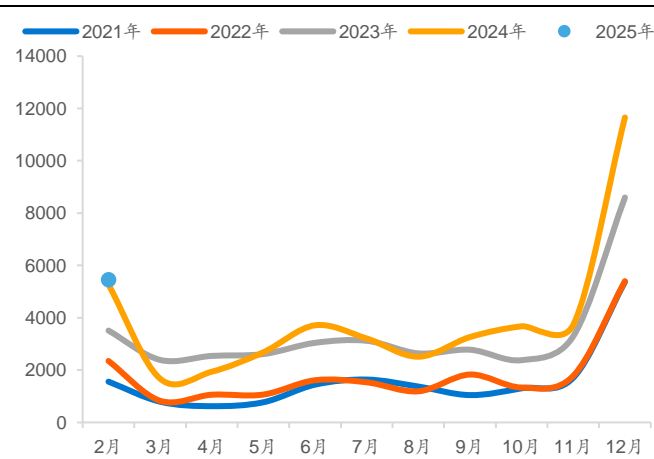
电网建设投资开年实现高增，逆周期调节增量需求可期。2025 年 1-2 月国内电网基本建设投资额 436.2 亿元，同比增长 33.33%，大幅领先于过去五年同期水平。新增发电设备容量 5453 万千瓦，在 2024 年同期高位水平继续实现一定增长。在宏观经济增速放缓、关税战制约出口规模的大背景下，2025 年逆周期调节力度预计继续增长，受传统基建相对饱和的影响，电力电网基础设施建设或将成为重点发力方向，相关领域铜需求将成为国内需求增量的重要来源。

图47 2025 年国内电网建设投资开年高增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

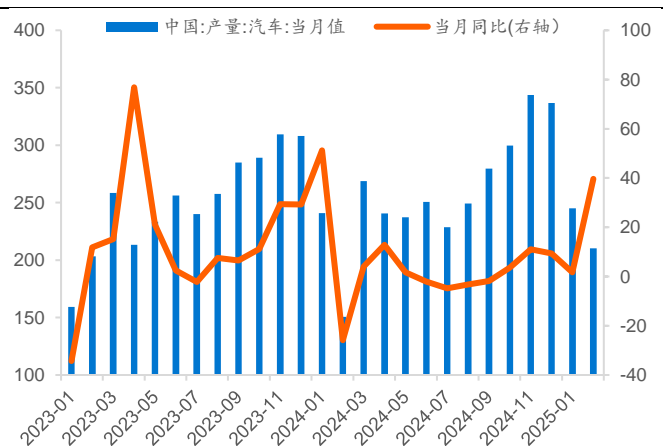
图48 国内发电新增设备容量波动情况（万千瓦）



资料来源：Wind，联储证券研究院

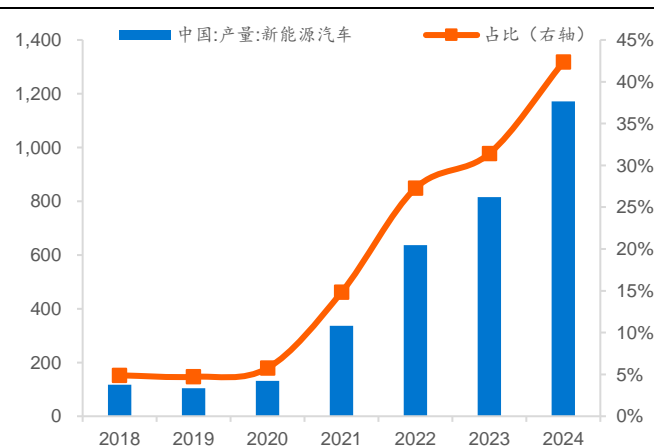
2025 年 1-2 月国内汽车产量 455.26 万辆，同比增长 16.27%。电气化进程持续推进，国内 1-2 月新能源汽车产量提升至 190.3 万辆，创下历史新高，占汽车总产量 41.8%。展望 2025 年，汽车依旧是内需消费的重要方向，购置补贴范围有望进一步扩大。此外，新能源车占比预计延续上升趋势，电气化进程的持续推进将带动单车耗铜量提升。

图49 2025 年国内汽车产量开年大幅增长（万辆、%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

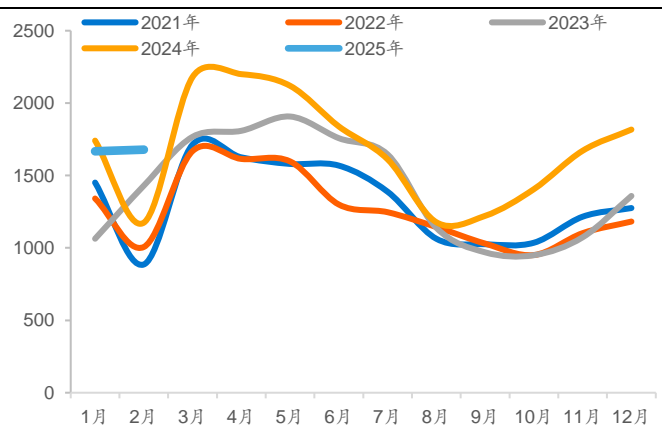
图50 新能源汽车占比逐年提升（万辆）



资料来源：Wind，联储证券研究院

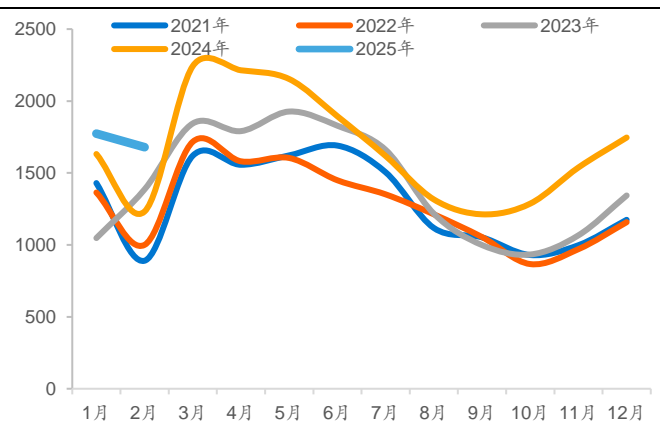
白色家电销量强势，以旧换新政策刺激下，相关需求看好。2025 年开年白色家电需求旺盛，以家用空调为例，1-2 月国内产量 3345.7 万台，销量 3452.4 万台，同比增速分别为 14.76%、20.56%，产销量均创下过去五年新高。不同于 2024 年政策推出节奏滞后，2025 年国内家电领域补贴政策贯穿全年，后续伴随制冷家电消费旺季到来，24 年因政策滞后所累计刚性购置需求有望得到集中性释放，年内家电领域需求或将维持强势，但同时提示关注出口贸易减量对于相关需求产生的负面效应。

图51 国内家用空调产量波动情况（万台）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图52 国内家用空调销量波动情况（万台）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

5. 供需平衡：铜市预计紧平衡

拆解供需平衡表，我们认为，2025 年矿端将延续短缺趋势，且供需缺口或将进一步拉大，预期铜精矿缺口量为 62 万吨。精炼铜方面，考虑特朗普关税政策对于需求侧的冲击，我们下调了全球年度消费量，预期 2025 年将延续 2024 年过剩情况，但过剩量有望小幅收窄，整体或呈现紧平衡状态。

表12 铜供需平衡表拆解（万吨）

项目名称		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 E
铜精矿						
	全球产量	2120	2190	2260	2300	2360
	智利	562	533	525	530	541
	刚果金	174	235	293	330	352
	秘鲁	230	245	276	260	267
	中国	191	194	182	180	181
	美国	123	123	113	110	111
	印尼	73.1	94.1	90.7	110	112
	俄罗斯	94	93.6	89	93	100
	澳大利亚	81.3	81.9	77.8	80	80
	哈萨克斯坦	51	59.3	74	74	74
	墨西哥	73.4	75.4	69.9	70	70
	赞比亚	84.2	79.7	71.2	68	68
	加拿大	55	52	50	45	41
	波兰	39.1	39.3	39.5	41	42
	其他国家	288.9	284.7	308.9	309	321
	供需缺口	38	66	19	-5	-62
精炼铜						
全球	产量	2496	2539	2688	2763	2884
	原生铜	2082	2124	2241	2305	2422
	再生铜	415	415	447	458	462
	消费量	2522	2584	2697	2733	2874
	供需缺口	-26	-45	-9	30	10
	产量	998	1028	1144	1184	1250
	进口量	344	367	351	374	330
	出口量	27	23	28	46	35
	表观消费量	1315	1372	1467	1504	1544
	实际消费量	1361	1380	1477	1512	1550
国内	废铜实际消费量	114	104	90	108	115
	社会耗铜量	1475	1484	1567	1620	1665
	终端耗铜量					
	电力	658	670	718	734	763
	占比	45.73%	46.02%	46.74%	46.51%	46.81%
	增速	5.96%	1.82%	7.16%	2.23%	3.95%
	家电	214	207	212	220	225
	占比	14.87%	14.22%	13.80%	13.94%	13.80%
	增速	6.47%	-3.27%	2.42%	3.77%	2.27%
	交通运输	165	179	193	202	212
	占比	11.47%	12.29%	12.57%	12.80%	13.01%
	增速	8.55%	8.48%	7.82%	4.66%	4.95%
	建筑	127	120	123	120	118
	占比	8.83%	8.24%	8.01%	7.60%	7.24%
	增速	4.96%	-5.51%	2.50%	-2.44%	-1.67%
	机械电子	129	126	127	131	134
	占比	8.96%	8.65%	8.27%	8.30%	8.22%
	增速	6.61%	-2.33%	0.79%	3.15%	2.29%
	其他	146	154	163	171	178
	占比	10.15%	10.58%	10.61%	10.84%	10.92%
	增速	5.04%	5.48%	5.84%	4.91%	4.09%

资料来源：Mysteel、SMM、Wind，联储证券研究院

6. 投资建议

对于 4 月初特朗普政府“对等关税”事件对铜价的冲击，我们认为，短期利空主要在于全球经济衰退风险抬升，从需求侧对铜价形成下行压力。而伴随美国政府态度边际缓和，在衰退风险得到阶段性释放后，我们提示关注铜价错杀后的反弹行情。

中期视角，特朗普关税政策带有鲜明的个人主义特征，后续存在反复可能，同时各国处于稳定经济的考虑，二季度相关对冲政策预计将陆续出台，风险资产将再次得到修复机遇。

同时，对于进口铜关税政策可能于下半年落地，跨洋价差虽然受 4 月初铜价回调的影响有所收窄，但在政策博弈期间，价差预期将继续存在，后续或围绕特定区间波动，相关套利需求可以为铜价提供一定支撑，而美国对于全球铜市的虹吸效应将使得其他地区精铜供应趋紧，提示关注其对于年内铜市供需结构的潜在影响。。

基本面视角来看，铜精矿年内可贡献增量空间有限，预期增量规模 50 万吨，供给缺口预计持续拉大，矿端参与产业链利润分配话语权将进一步提升。2025 年矿冶矛盾难以得到有效解决，长单价格费用的下行将进一步大幅压缩国内冶炼厂利润空间，企业盈利将严重依赖于硫酸等副产品价格，冶炼行业的产能去化或将真正提上日程。需求端，地产需求依旧低迷，电网建设在逆周期调节背景下增量需求可期，白色家电销量强势，以旧换新政策刺激下，相关需求看好。考虑特朗普关税政策对于需求侧的冲击，我们下调了全球年度消费量，预期 2025 年将延续 2024 年过剩情况，但过剩量有望小幅收窄，整体或呈现紧平衡状态，看好二季度板块表现。

推荐关注：紫金矿业、洛阳钼业、西部矿业、金诚信。

7. 风险提示

美国关税政策超预期升级、宏观经济衰退风险上行、主产地产量不及预期、美联储降息节奏或幅度不及预期、中国稳经济政策力度不及预期等。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 25F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000