



2025 年 2 月 12 日

贸易局势担忧缓和，铜价企稳向上

核心观点及策略

- 宏观方面，全球贸易局势担忧氛围趋于缓和，美联储鸽派官员支持延续温和降息，DeepSeek横空出世或令中美博弈进入新格局，美元指数短期基本见顶；国内方面，1月制造业PMI回落，工业企业利润修复，央行坚持适度宽松的货币政策基调，择机降准降息，着力扩大内需，激发市场活力。
- 基本面来看，海外中断矿山复产前景黯淡，现货TC跌入负区间，1月国内精铜产量下降，而废铜进口量激增。需求端，2025年我国电网投资总额有望超8000亿元，1月传统行业淡季趋弱，新兴产业则蓄势待发。全球库存低位回升，国内淡季进入累库周期。
- 整体来看，全球贸易局势缓和叠加美联储转向谨慎宽松令美元见顶回落，央行将坚持适度宽松的货币政策基调并择机降准降息。基本面今年我国电网投资计划总额将大幅增加，而低价工费背景令国内部分冶炼产能推迟投产，供需逐步转向紧平衡的预期较强。预计2月份铜价将在底部企稳状态下寻求向上突破的空间，关注特朗普政府的贸易政策动向及“特马”改革对美国中期经济增长的驱动。
- 风险点：美联储立场转鸽，海外中断矿山提产复产

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、2025 年 1 月铜行情回顾	4
二、宏观经济分析	5
1、美元短期见顶回落，美联储或延续温和宽松	5
2、美国制造业回归扩张，欧元区商业活动复苏	6
3、中国 AI 领域重大突破，制造业重回收缩区间	7
三、基本面分析	8
1、四季度主流矿企产量回升，一季度 TC 指导价上行	8
3、12 月精铜和废铜进口量均反弹	12
4、海外库存平稳，国内节后进入累库周期	13
5、传统行业复工有序推进，新兴产业需求蓄势待发	15
四、行情展望	20

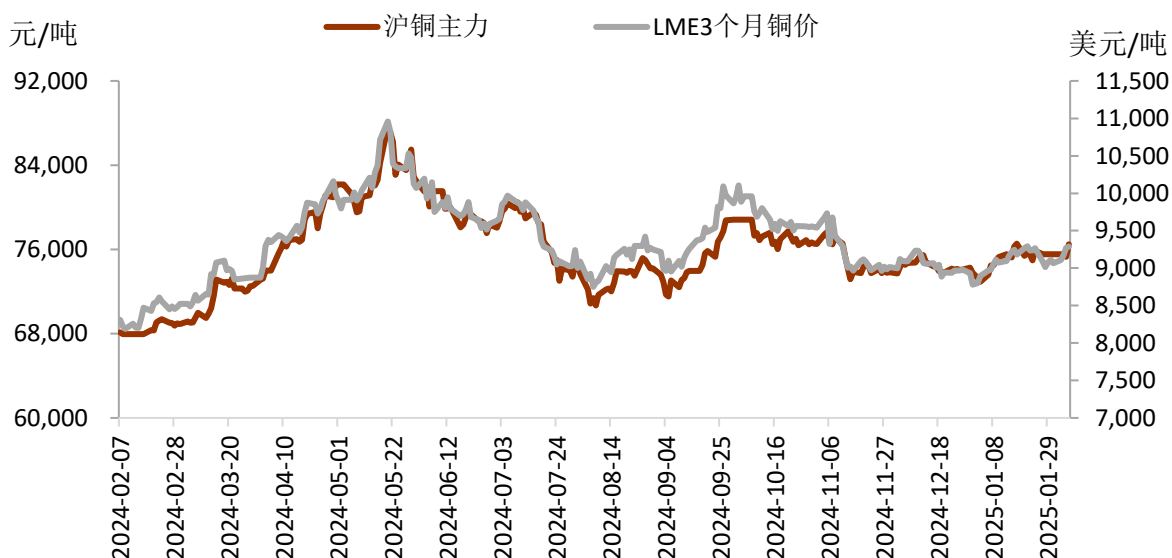
图表目录

图表 1 铜期货价格走势.....	4
图表 2 上海现货铜升贴水走势.....	5
图表 3 发达国家 GDP 增速.....	7
图表 4 美欧制造业 PMI.....	7
图表 5 中国 GDP 增速.....	8
图表 6 中国 PMI 指数.....	8
图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势.....	10
图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化.....	11
图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化.....	11
图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势.....	11
图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势.....	11
图表 12 中国铜材产量及增速变化.....	11
图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化.....	11
图表 14 中国精炼铜产量变化.....	12
图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化.....	12
图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化.....	12
图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化.....	12
图表 18 中国废铜进口单月变化.....	13
图表 19 中国废铜进口累计变化.....	13
图表 21 LME 铜库存	14
图表 22 SHFE 和保税区库存走势	14
图表 23 全球显性库存.....	15
图表 24 COMEX 美铜库存	15
图表 23 电源投资完成额变化.....	18
图表 24 电网投资完成额变化.....	18
图表 25 房地产开发投资增速变化.....	19
图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化.....	19
图表 27 空调产量增速变化.....	19
图表 28 家用空调库存变化.....	19
图表 29 汽车销量变化.....	19
图表 30 新能源汽车产量及销量变化.....	19

一、2025 年 1 月铜行情回顾

2025 年 1 月，铜价整体呈震荡上行走势，伦铜从月初的 8750 美金反弹至 9350 一线而后回落至春节期间的 8900 美金后获得支撑，并重新开启反弹势头，沪铜走势则反弹至 76000 一线后进入偏强震荡区间，1 月铜价走势总体偏强。宏观上，市场对贸易战担忧情绪缓解，美联储鸽派官员支撑延续缓慢降息，美国制造业 PMI 时隔三年重回扩张区间，中国四季度 GDP 同比增速超出预期全年实现保“5”目标，且国网预计今年电网投资总额有望超过 6500 亿元；与此同时，国内 1 月精铜环比减产逾 7%，春节长假国内累库偏慢。截至 1 月底，伦铜报收于 9064 美元/吨，月度涨幅为 3.2%；沪铜报收于 75540 元/吨，月度涨幅达 2.4%。1 月人民币兑美元汇率宽幅震荡主因特朗普政府关税政策摇摆以及美联储先鹰后鸽的政策立场转向，沪伦比小幅降至 8.33，整体市场表现为外强内弱。

图表 1 铜期货价格走势



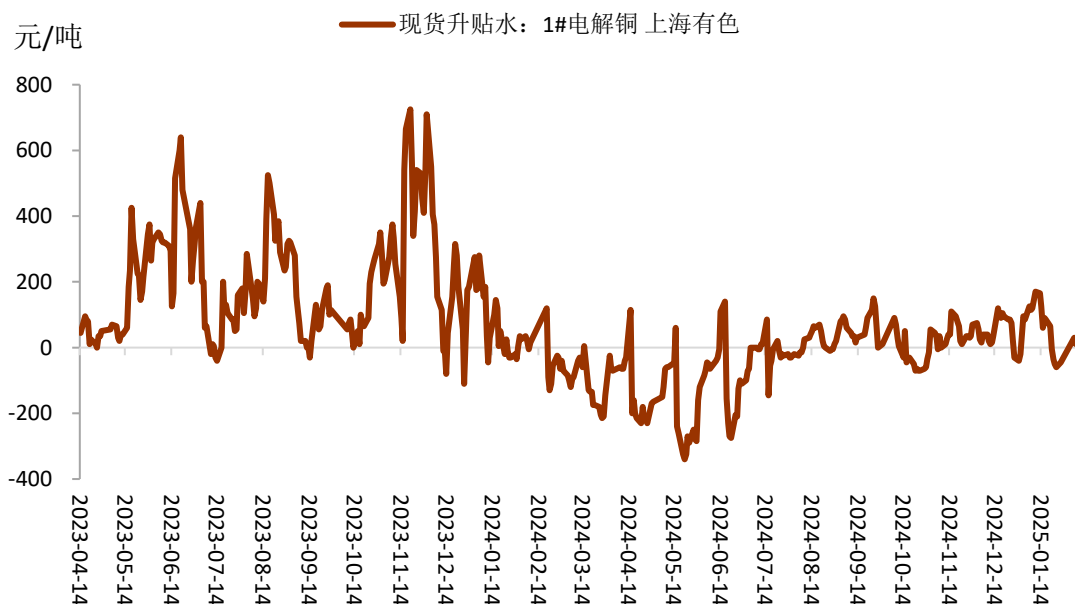
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

1 月以来，国内精铜终端消费日渐趋弱但好于往年同期，一方面铜价节前反弹令初端加工补库意愿放缓，另一方面尽管春节假期延长但企业订单饱和和开工率坚挺，线缆企业维持正常生产，1 月上旬终端消费韧性较强，到春节前消费逐渐转淡。从电网投资端来看，1 月电网工程投资项目基本收官，铜缆线企业的开工率降至 7 成左右，其中工程和地产类线缆订单和轨道交通类订单转弱；空调行业冷年销售淡季产量下滑但同比仍有增速，铜板带市场订单回落，其中应用于新能源行业的汽车连接器需求良好，而光伏焊带和通讯领域订单表现偏弱，1 月精铜制杆开工率维持在 6 成以上；新兴市场来看，1 月新能源汽车产销将环比回落但总量仍将高于去年同期，而光伏去年 12 月装机完成单月 70GW 以上的末段冲刺，

敬请参阅最后一页免责声明

全年装机增速超出预期。从初端加工来看，1月初精铜制杆开工率预计将在6成上方，长假停减产压制开工，铜箔企业开工率回落至5成左右，主因新能源汽车产销进入淡季以及传统电子铜箔在印制电路板和覆铜板的需求转弱，应用于新能源汽车的逆变器、车载电脑等大功率高电流的基板制造中的消费总量也在不断增加；铜板带企业在汽车连接器、光伏焊带和通讯领域订单回落较快，传统行业初端加工趋弱明显。1月社会库存维持在12万吨左右的低位，节前现货由升水转向贴水，整体运行区间在-60至165元/吨之间。华东8mmT1电缆线杆加工费小幅降至350-500元/吨，较上月下调50元/吨，主因电缆线企业订单回落企业开工降温。从近月盘面结构来看，近月维持稳定C结构但幅度较小，国内累库进程偏慢，春节期间国内库存累库幅度仅有11万吨，在1月国内精铜产量滑坡的背景下未能出现淡季大幅累库，关注年后初端加工的复工复产情况以及2月整体累库速度。整体2月消费端难以提供有效支撑，预计现货升水重心将维持偏低运行。

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、美元短期见顶回落，美联储或延续温和宽松

特朗普政府上任后原计划对中加墨三国分别征收关税，而后再推迟对加墨征税期限至3月，并表达希望在实施对华关税政策前与中方高层进行通话，尽管特朗普此前宣布将在2月中旬对多个行业包括芯片、制药、钢铁、铜铝、石油和天然气等实施新的进口关税以增强美国利益，但最终初期仅对钢铁和铝征收25%的进口关税，整体市场对全球贸易战担忧情绪缓

解并乐观预计中美贸易局势将趋于缓和，美元见顶回落短期或难以再创新高，十年期美债收益率降至 4.5% 下方。美国财长贝森特认为美国将在特朗普新政的带领下实现 3% 左右的非通胀型经济增长，并表示特朗普政府没有干预美联储政策的倾向，FOMC 仍将保持货币政策的独立性。近期美联储鸽派官员纷纷发声，部分地方联储主席几乎一致认为今年仍将延续温和降息以应对特朗普在关税、移民和减税政策方面带来的不确定性，稳健的就业市场及温和降温的通胀环境给了美联储更多时间审慎地选择政策路径，最新 CME 观察工具显示 3 月利率维持不变的概率仍高达 90% 以上，但市场或已开始计价年内或有两次 25BP 的小幅降息空间，关注“特马”改革对美国经济复苏的潜在驱动和影响力。

欧元区 1 月调和 CPI 同比增速回升至 2.5%，高于前值的 2.4%，核心 CPI 环比持平 2.7%，通胀进入温和反弹周期，但欧央行仍决定将三大基准利率下调 25 个基点。拉加德表示，希望 2025 年能够按照欧央行预期和计划实现通胀目标，未来经济增长不确定性仍然存在，尤其是特朗普政府可能实施的广泛贸易关税计划，欧元区已经做好了贸易反制措施准备，欧央行未来的降息路径将是渐进式的，部分管委认为更大幅度的降息选项需要保留。我们预计欧央行将在 2025 年一季度仍维持适度宽松的政策路径。

2、美国制造业回归扩张，欧元区商业活动复苏

美国 1 月 ISM 制造业 PMI 反弹至 50.9，好于预期的 50，时隔三年重回扩张区间，ISM 的分项数据中新订单指数大幅升至 55.1 (环比+2.6%)，扩张速度加快，生产指数大幅升至 52.5 (环比+2.6%)，就业指数为 50.3 (环比+5%)，企业用工人数不断增加，物价支付指数增至 54.9，库存指数降至 45.9 (环比-2.5%)，整体显示美国制造业市场需求回升，企业逐步扩大生产规模，制造业企业增加了用工人数，库存水平正逐步下降，企业生产成本有一定上行风险，制造业景气度逐渐改善，但本次数据调查发生在特朗普启动关税政策前，未来政策落地后可能对美国制造业企业供应链形成扰动，总体来看，企业面临的关税风险、海外需求疲软和美国本土的高利率环境仍将逐步抵消减税和放松监管带来的正面效应。

欧元区 1 月制造业 PMI 初值录得 46.1，高于前值的 45.4，服务业 PMI 初值为 51.4 持平前值，制造业生产活动出现改善迹象，服务业商业活动整体扩张，商业信心保持稳定。其中德国 1 月制造业 PMI 反弹至 44.1，高于预期的 42.7，制造业产出降幅较去年年底明显收窄，但产出指数仍位于收缩区间，新订单的疲弱导致私营部门业务量延续下降趋势，积压订单的消耗速度不见起色，服务业商业活动指数升至 52.5，但物价压力进一步走高，商品和服务的平均价格以近一年来最快的速度上涨。法国 1 月制造业 PMI 初值反弹至 45.3，高于预期的 42.5，制造业萎缩程度明显收窄，企业新订单虽然连续第 8 个月下降但降幅收缩，未完成订单速度放缓并逐步消化积压订单，制造业市场信心修复，但企业裁员数量增加，私营部门就业人数创四年以来最大降幅。整体来看，欧元区经济呈现复苏迹象，德法两大经济引擎制造业边际回暖，服务业新订单回升但积压订单仍然较多，但需求端未见明显扩张，预

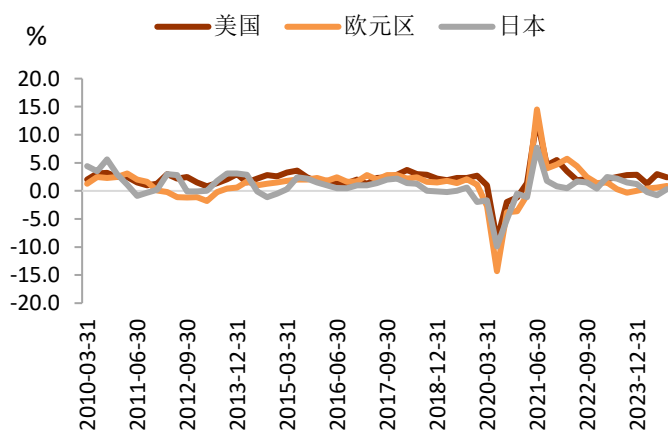
计欧央行仍将为欧元区经济摆脱衰退风险制定温和宽松的政策路径。

3、中国 AI 领域重大突破，制造业重回收缩区间

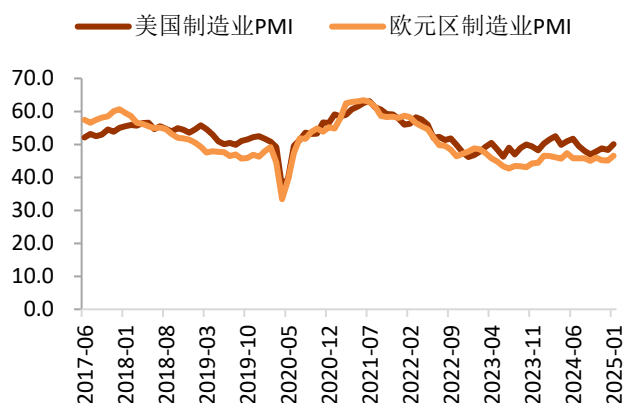
中国 1 月官方制造业 PMI 录得 49.1，三个月后重回收缩区间，分项数据来看，新订单指数环比下降 1.8%至 49.2 陷入收缩，生产指数环比下降 2.3%至 49.8，原材料库存指数小幅降至 47.7，从业人员指数持平 48.1，显示制造业企业生产活动有所放缓，市场需求出现回落，主要原材料库存持续下滑，用工景气度稳定，制造业呈现拐头向下风险。分类型来看，大型企业 PMI 降至 49.9，环比-0.6%，非制造业商务活动指数录得 50.2，其中建筑业指数降至 49.3，环比-1.7%。12 月全国规模以上工业企业利润同比+11%，2024 年全年我国高技术制造业利润同比+4.5%，高端装备制造行业中，光电子器件制造、航天器及运载火箭制造等行业利润较上年分别增长 66.9%、13.4%；智能化领域中，智能无人飞行器制造、智能车载设备制造和可穿戴智能设备制造等行业利润分别增长 164.7%、112.8%和 37.7%。

中国在人工智能领域的技术革命正日新月异，DeepSeek 的横空出世一定程度改变了全球人工智能领域格局并加剧全球科技多极化竞争，目前华为、腾讯、微软、英伟达、亚马逊和英特尔等国内外巨头企业正纷纷上线 DeepSeek 大模型服务，其已成为继 CHATGPT 后又一爆款原生 AI 软件。全新重构以后的大模型技术领域将有助于推动全球经济增长，同时抑制全球通胀，并对全球资本市场产生深远影响，削弱了美国当前在该技术领域的独特优势，一定程度削弱短期美元指数的地位，甚至将改变美联储未来的政策路径走向，与此同时，DeepSeek 也将在更广泛地领域帮助中国企业形成更高效的管理运行体系并提高全社会产出水平，国际资本市场转而看好中国经济发展，或将引领中美博弈进入新格局。

图表 3 发达国家 GDP 增速

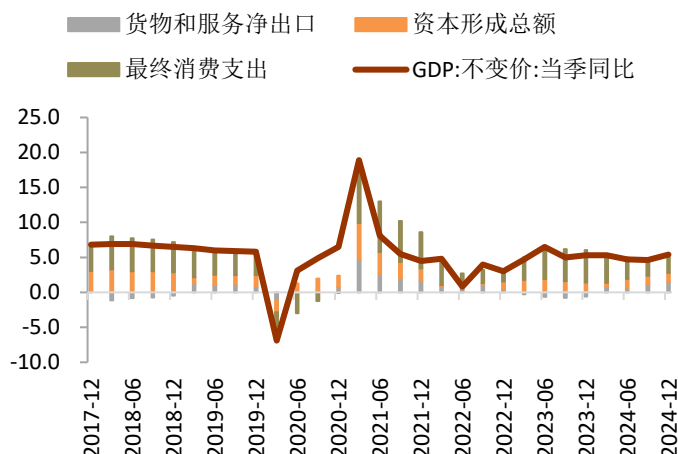


图表 4 美欧制造业 PMI

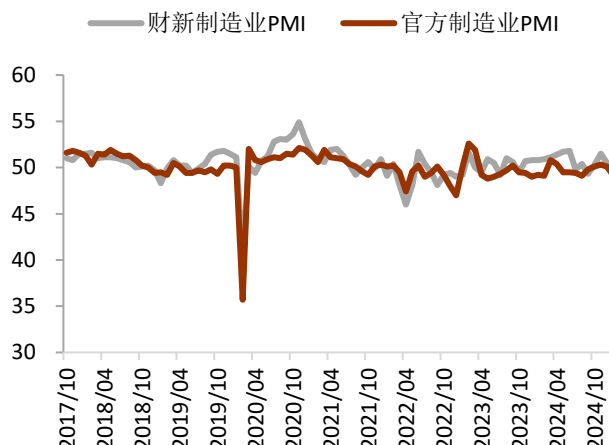


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 中国 GDP 增速



图表 6 中国 PMI 指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、基本面分析

1、四季度主流矿企产量回升，一季度 TC 指导价上行

今年 1 月现货 TC 仍位于 10 美金/吨下方月底临近负值，市场对短期精矿扰动担忧情绪家具。其中第一量子旗下位于巴拿马的 Cobre Panama 铜矿复产前景黯淡，该项目全国民调显示，约有 44%的居民认为该矿山应该永久关停，对复产前景形成不利影响；BHP 旗下的南澳三矿去年三季度雷暴天气破坏基础电力设施，以及矿坑岩土不稳定和通风限制限制开采效率；伦丁矿业旗下位于美国的 Eagle（鹰山铜矿）去年二季度东区下部斜坡发生坍塌，降低了开采效率，直至年底才恢复正常吞吐量；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 Codelco 旗下位于智利的特恩尼特矿山因岩爆事故后用于生产的开放面积减少导致矿石加工量的不断下滑。多数矿山干扰情况持续到了今年，粗略预计 2025 年啊全球精矿供应增速将小幅提升至 2.1%左右，仍处于偏低水平。

季报显示，力拓 2024 年四季度铜产量为 20.2 万吨，同比+26%。其中，旗下位于美国的肯尼科特铜矿四季度产量同比下降 35%，主因坑壁地质技术的不稳定性影响了采矿顺序，并增加了使用较低品位的库存矿石。旗下位于智利的 Escondida 铜矿四季度权益产量同比+46%，主因采选进入高品位区，FullSal 项目正在持续进展，本季度实现了首次盐矿化，并预计在 2025 年逐步增产。旗下位于蒙古的奥尤陶盖勒(OT)铜矿四季度大幅增长 63%，主因地下矿场的矿石品位提高带来的生产增加，此外露天矿操作也因矿石品位的提高而受益。四季度处理了来自地下矿山的 210 万吨矿石，平均铜入料品位为 1.96%，以及来自露天矿的 890 万吨矿石，平均品位为 0.43%。按完全产能基础计算并以可回收金属表示，地下矿和露天矿的生产提升仍按计划进行，目标是在 2028 年至 2036 年间每年达到 50 万吨铜。

季报显示，嘉能可 2024 年四季度铜产量为 24.6 万吨，同比-10.2%，但去年下半年总

敬请参阅最后一页免责声明

产量达 48.9 万吨，同比上半年增长 6%，主因旗下非洲 KCC 项目的产量提高以及 Mutanda 铜矿的运转效率高于预期。旗下位于智利的 Collahuais 铜矿 2024 年产量仅为 4.6 万吨，同比-3%，主因当期矿石品位下降以及水资源匮乏，尤其是去年下半年矿石回收率偏低。旗下位于秘鲁的 Antamina 铜矿去年权益产量达 14.5 万吨，地缘政治冲突内陆运输条件好转令产量损失较少。旗下位于美洲其他地区的铜产量总计达 22 万吨，同比 2023 年-8%，主要由于 2024 年第二季度岩土技术挑战导致的矿山序列延迟进一步受到影响，部分被 Lomas Bayas 的产量增加所抵消。

季报显示，自由港公司 2024 年四季度铜产量为 47.2 万吨，同比-5%，其中北美地区产量为 14.6 万吨，南美地区产量 13.2 万吨，印尼产量为 19.5 万吨，主因 Freeport 在南美和北美投入了新的技术设备以提高产出效率增加了产量。旗下位于印尼的年产能达 50 万吨的 Manyar 冶炼厂去年三季度发生火灾导致停产，公司与当地政府展开积极谈判试图延长铜精矿出口许可证期限至今年第二季度，不过被印尼政府要求额外征收 7.5% 的出口关税，目前该项目正在积极检修恢复中，未来是否有扩建计划将综合考虑技术、经济效益以及精铜市场的供求关系。

季报显示，BHP 去年四季度铜产量为 51.1 万吨，同比+17%，其中旗下位于智利的 Escondida 铜矿四季度权益产量为 33.98 万吨，同比+33%，该项目创下了近 10 年以来的产量最高记录，主因矿石回收率的提高和品位增加。旗下位于智利的 Pampa Norte 铜矿去年四季度产量为 6.6 万吨，同比+11%，其中 Cerro Colorado 项目目前还在检修中，而 Spence 的矿石品味和回收率还在增加。旗下位于澳洲南部的 Olympic Dam、Prominent Hill 和 Carrapateena 铜总计产量为 7.12 万吨，同比-13%，去年二季度的电力设施破坏影响恢复后产量有所回升，去年 12 月单月铜产量达到 3 万吨，以及 Carrapateena 项目启用了更高水平的破碎机。BHP 维持 2025 财年指导产量 184.5-204.5 万吨不变。

ICSG (国际铜研究小组) 最新数据显示，2024 年 11 月全球精炼铜产量为 233.8 万吨，消费量为 246.9 万吨，11 月精炼铜市场供应短缺 13.1 万吨，去年 1-11 月全球精铜供应过剩为 16.8 万吨，供应过剩格局有所缓解。根据智利铜委员会 Cochilco 数据，2024 年智利全国铜总产量达 550 万吨，同比+4.9%，其中 12 月全球最大铜矿 Escondida 铜产量为 13.36 万吨，同比+51%。智利政府推迟了出台加快采矿许可政策的改革，虽然试图简化采矿许可修改环境评估程序为了完善立法，但程序的拖延对采矿业影响正在深化，或对智利未来铜矿产出增速形成制约。

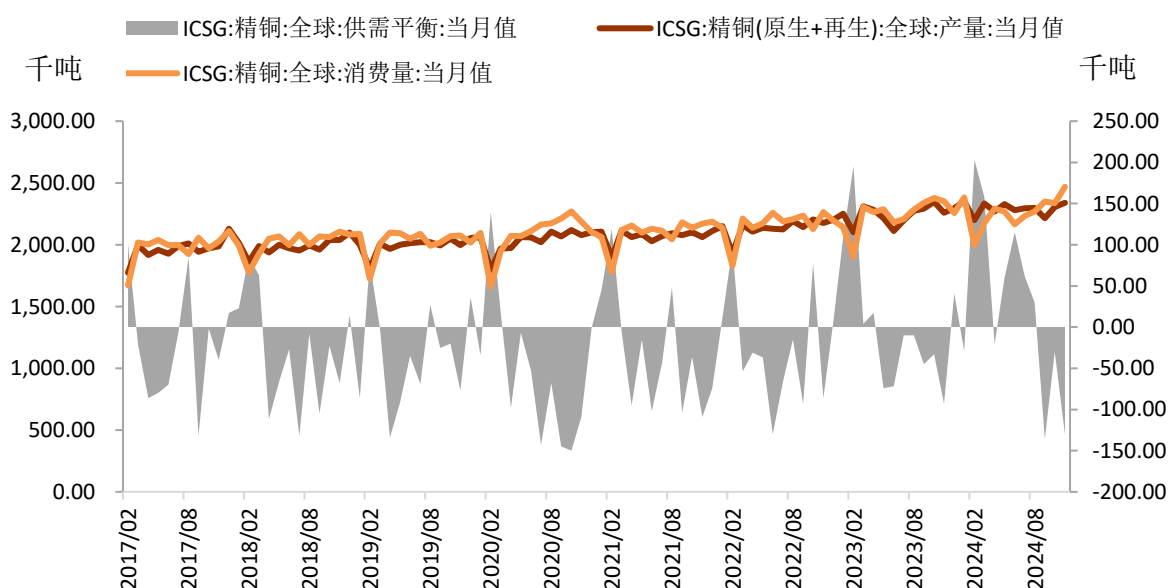
2、1 月国内电铜产量环比回落逾 7%

SMM 数据显示，我国 1 月我国电解铜产量为 101.4 万吨，同比+4.5%，环比-7.5%。1 月份全国主要冶炼厂产能利用率降至 74.5%。年初电铜产量回落，主因精矿加工费偏低以及春节假期延长令国内部分冶炼厂主动降负运行，部分现金成本偏高的中小炼厂预计一季度减产周期较长。

国内方面，今年国内冶炼厂产能的增长主要来自于金川、云铜、西部矿业、铜陵有色和江铜等头部企业，但由于原料自给率偏低等问题，铜陵有色旗下的金新铜业和赤峰金通均推迟投产计划至下半年。我们认为造成当前铜精矿加工费偏低的局面，主要缘于近几年全球冶炼端的大量新增产能投放，粗略预计 2024-2025 年全球约有 350-400 万吨的冶炼产能投产而同期铜精矿的供应增量仅有 150 万吨左右，严重的矿冶力量失衡导致铜精矿加工费日益下滑，因此在精矿中期供应格局偏紧的局面下，废铜的持续稳定供应将成为重要变量。

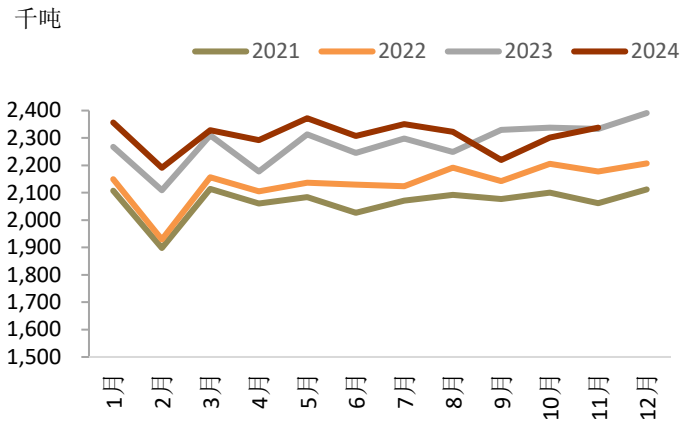
海外方面，海外精铜新增产能来看，今年全球的增量主要集中在非洲刚果的湿法项目以及印尼和俄罗斯等冶炼项目，其中包括洛阳钼业旗下的 KFM 和 TFM 项目去年产能爬坡极为顺利，TFM 五条线已全部投入运营，洛阳钼业初步核算 2024 年铜金属产量将达 65 万吨，超出去年 57 万吨的产量指引上限；俄罗斯的 Udokan 项目已于去年年中实现投产，预计今年将贡献增量 5 万吨，KPM 去年四季度扩建 5 万吨产能预计今年将逐步达产，全球湿法产量增量区间在 10 万吨，但考虑到非洲刚果间歇性停电以及内陆运输条件闭塞，矿石品位下滑以及 Udokan 项目去年年底发生火灾影响投产进度，今年海外湿法铜实际增量将极为有限。火法方面，印尼的 Gresik 扩建项目仍在爬产中，预计今年产量将达 25-30 万吨，印尼 Amman 的 22 万吨冶炼厂已在 9 月底举行开工仪式，去年年底开始生产精铜，但预计产量释放缓慢，Manyar 冶炼厂去年 10 月突发火灾导致被迫推迟至三季度投产，此外印度的 Adani (安迪纳) 50 万吨粗炼装置已经投产，预计今年贡献产量约 20 万吨；日本 Sumitomo 冶炼厂预计今年产量将达 45-48 万吨，同比增长有限，预计今年海外火法产量增量部分或在 20-30 万吨左右，总体海外精铜产量释放进度缓慢。我们预计 2 月国内精铜产量将维持 100 万吨上下。

图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

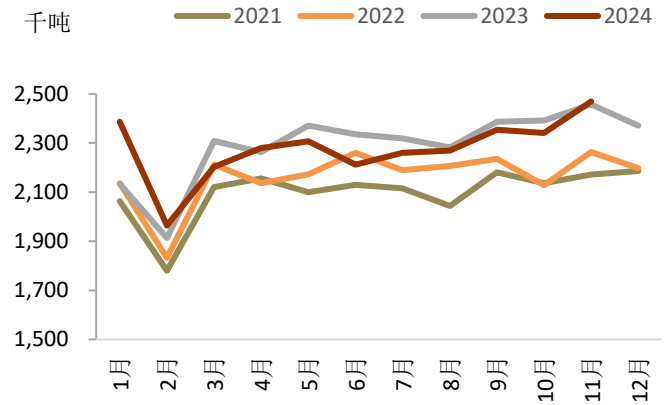


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化



图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化

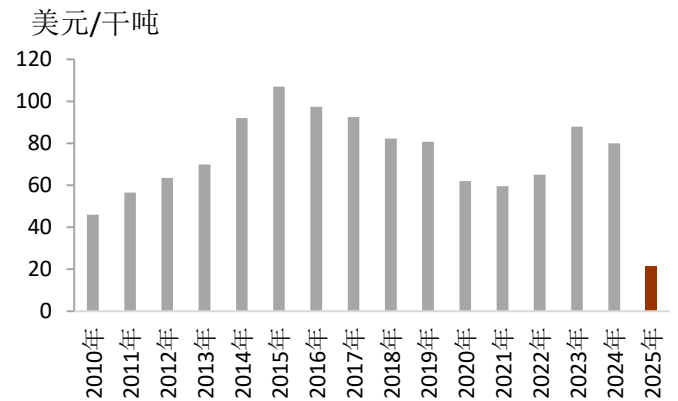


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

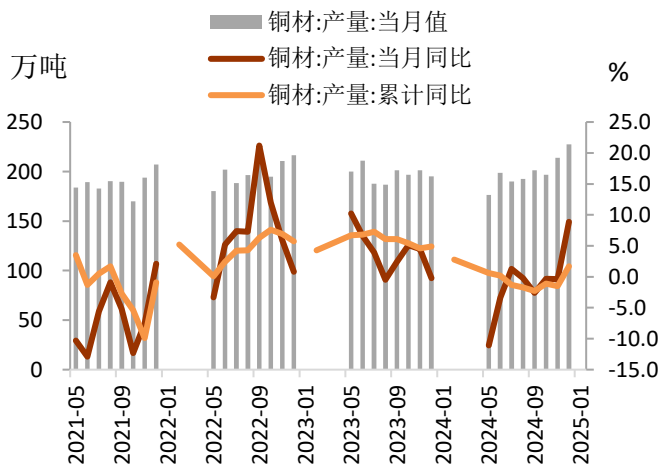


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

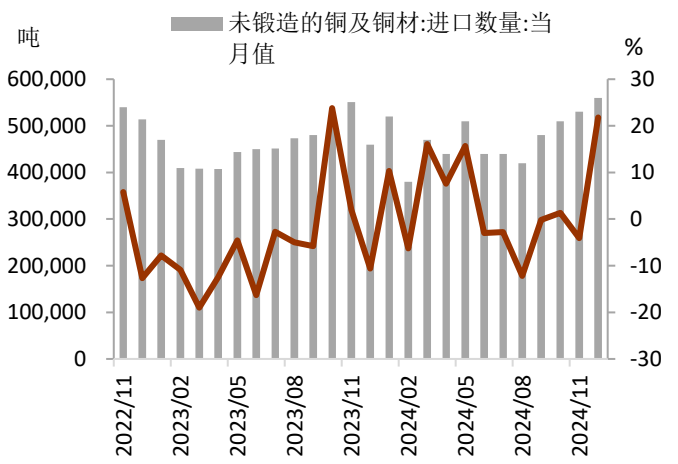


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 12 中国铜材产量及增速变化



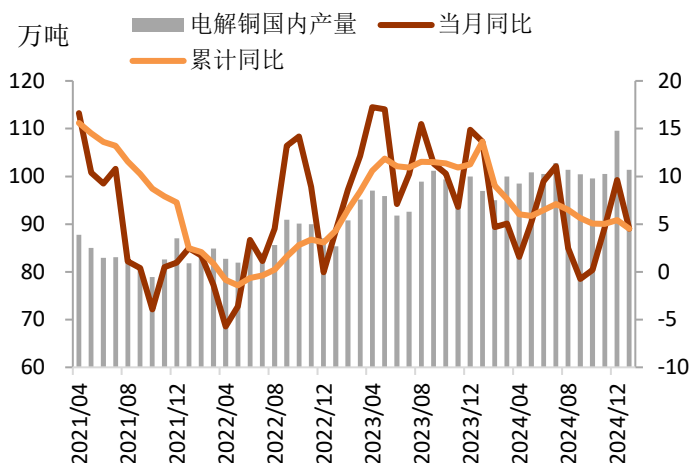
图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化



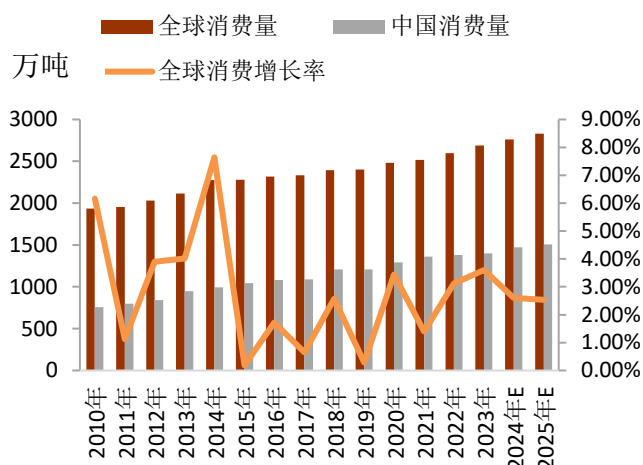
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图表 14 中国精炼铜产量变化

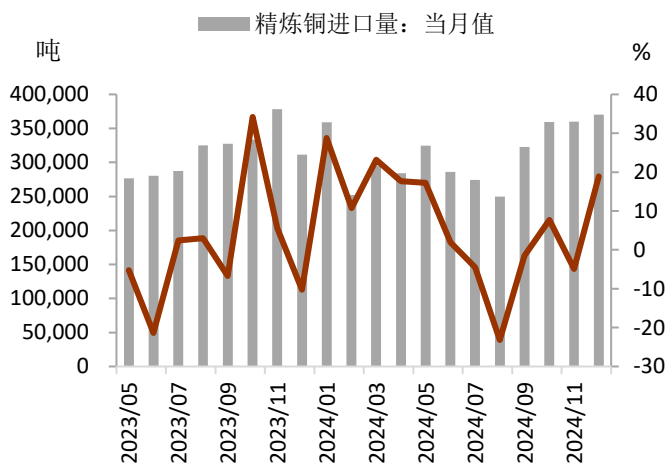


图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化

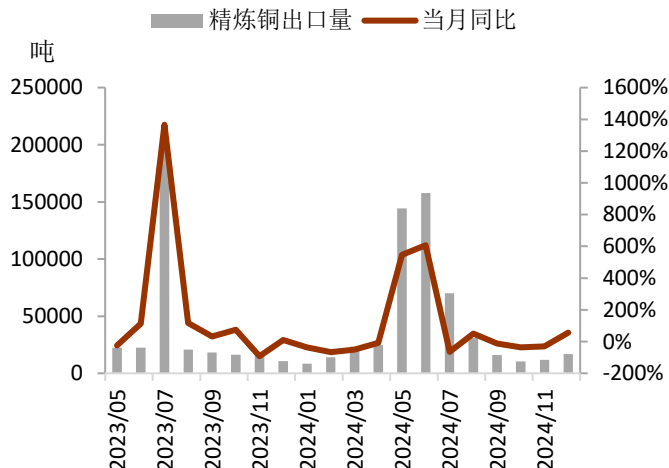


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、12 月精铜和废铜进口量均反弹

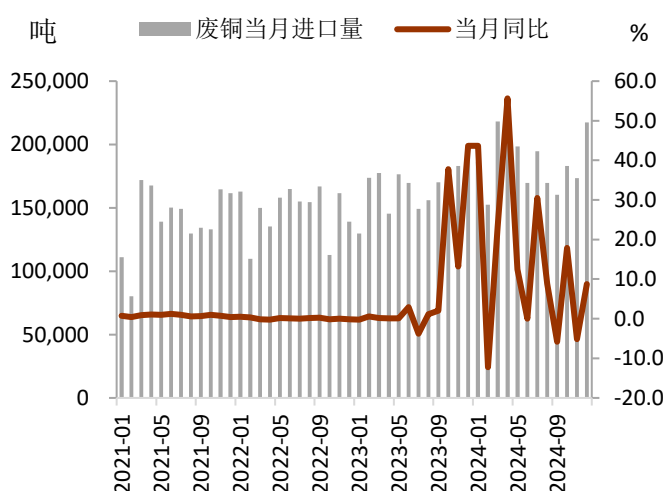
海关数据统计，我国 12 月我国未锻造铜及铜材进口量为 56 万吨，同比+21.8%；12 月铜矿砂及精矿进口量为 252.2 万吨，同比+1.7%；12 月精炼铜进口量 37 万吨，同比+18.8%，12 月进口窗口维持小幅亏损至平衡状态，激发贸易商积极捕捉进口良机，非洲湿法铜受到船期阻塞情况缓解，2024 年全年中国进口精炼铜累计 373.7 万吨，同比+6.5%，其中非注册进口量占比高达 62.2%，非注册精铜中来自刚果、俄罗斯和哈萨克斯坦三国的进口量高达 197.7 万吨，占进口总量的 52.9%。

1 月洋山铜的仓单和提单美金溢价升至 65 美金上方，进口仍然维持强劲活力，剔除人民币汇率因素后沪伦比值波动区间在 1.135-1.141，进口亏损收窄主因节前终端消费保持韧

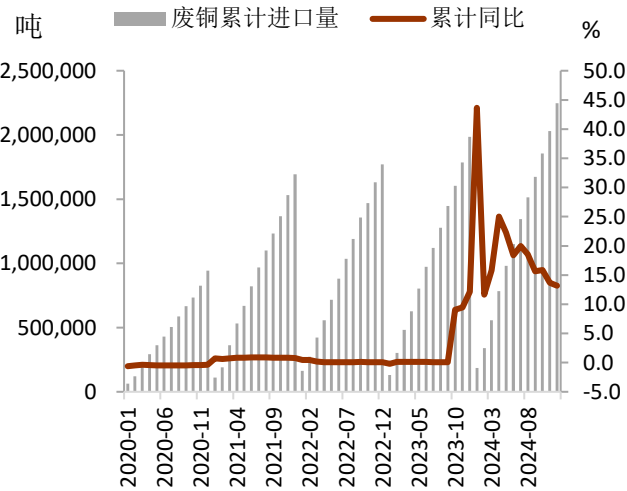
性令国内社库维持低位，下游企业寻求物美价廉的非注册货源替代国产精铜成为生产原料，而 1 月伦铜走势总体强于沪铜，导致剔除汇率因素后两地成外强内弱格局，而美元高位回落后人民币贬值幅度收缩令进口正套头寸产生汇率敞口利润，丰富了进口企业的盈利空间。此外，特朗普政府上任后未对输入美国的铜及铜制品征收关税，初期仅对钢铁和铝征收 25% 的关税，国内外贸企业对贸易格局恶化的担忧有所减弱，12 月我国非注册进口铜的占比已攀升至 68% 以上。

12 月我国废铜进口量为 21.7 万吨，同比+8.7%，日本和美国依然是主要供应来源，2024 年全年我国废铜进口量总计达 224.7 万吨，同比+13.2%，去年年底国内冶炼厂对废料依然坚挺，据悉国务院“783 号令”将推迟至 2028 年才实行，江西、安徽、湖北等集中度较高的大多数废铜制杆企业积极恢复开工，今年年初，废铜制杆行业开工率缓慢回升至 40% 左右，在铜精矿日益紧缺的背景下我们冶炼端对原料需求缺口逐渐放大，预计 2025 年对废铜需求规模将逐步提升。整体预计随着国内原料端的资源紧缺格局加剧，2 月我国精铜进口量预计将延续 35 万吨左右，而废铜单月进口量将维持在 20 万吨。

图表 18 中国废铜进口单月变化



图表 19 中国废铜进口累计变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、海外库存平稳，国内节后进入累库周期

节前国内库存维持低位节后进入累库周期，社会库存截止目前反弹至 30 万吨附近，其中保税区库存回升至 2.1 万吨，上期所库存反弹至 18.5 万吨，而 LME 亚洲库存维持 19.4 万吨，截止 2 月 7 日全球显现库存已反弹至 54.3 万吨，全球库存低位反弹，但总体春节长假国内累库绝对值不及预期。由于国内进入淡季累库，现货升水重心下移，国内近月 C 结构持续走扩，而 LME 的 0-3 的 Spread 则仍维持在 110 美金上方。

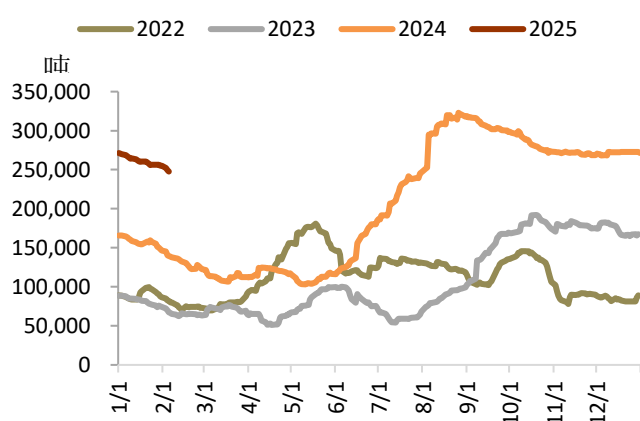
截止 2 月 7 日，LME、COMEX 和 SHFE 三大交易所的库存分别为 24.7 万吨、9.9 万吨和

18.5 万吨，合计达 54.3 万吨，月环比增加 9.5 万吨，LME 注销仓单比例升至 9.6%，伦铜 0-3 升水维持 110 美元上方高位运行。LME 总库存近期波动不大，其中欧洲库存小幅降至 5.3 万吨，北美库存见底；而 COMEX 库存则继续逼近 10 万吨，特朗普政府宣布实施对华 10% 的进口关税后美铜存在溢价，目前 CME-LME 的铜价差已超过 600 美元/吨创历史新高，LME 亚洲库存大稳小动，海外市场整体库存平稳。

截止 2 月 7 日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）大幅增至 20.6 万吨，环比增加 11.7 万吨。其中 SHFE 总库存升至 18.5 万吨，环比上月底大幅增加 11 万吨，上海保税区为 2.1 万吨，月环比增加 0.6 万吨，节后上期所和保税区均进入累库周期，主因国内精铜消费回归传统淡季，1 月下旬以来国内库存低位显著回升。

总体来看，全球显性库存低位回升，国内库存淡季进入累库周期，预计 2 月全球库存将继续走高，中国铜消费呈现缓慢复苏特征，而海外库存则因供需基本平衡维持合理波动区间。

图表 21 LME 铜库存

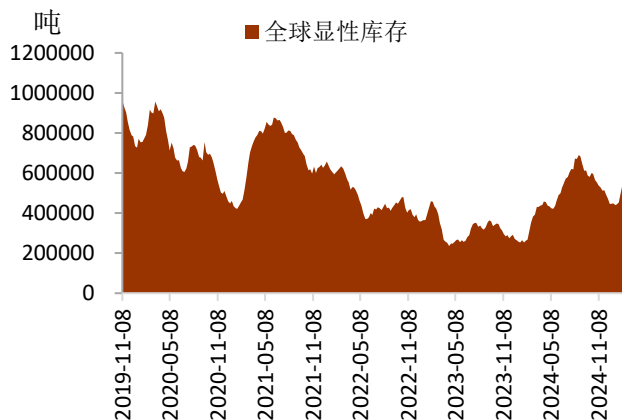


图表 22 SHFE 和保税区库存走势

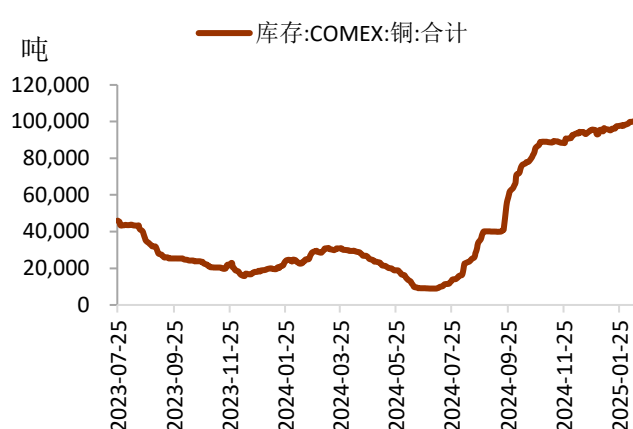


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 23 全球显性库存



图表 24 COMEX 美铜库存



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

5、传统行业复工有序推进，新兴产业需求蓄势待发

2025 年国网+南网累计投资总额有望超 8200 亿元

国家能源局数据显示，2024 年全年我国电网工程投资完成额达 6083 亿元，同比增长 15.3%；2024 年全年我国电源工程投资完成额 11687 亿元，同比增长 12.1%，全国累计发电装机容量约 33.5 亿千瓦，同比增长 14.6%。其中，太阳能发电装机容量约 8.9 亿千瓦，同比增长 45.2%；风电装机容量约 5.2 亿千瓦，同比增长 18.0%。

2025 年我国电网投资建设计划投资总额有望达 8200 亿元以上，其中国家电网预计投资 6500 亿元，南方电网预计投资 1700 亿元，均大幅高于去年同期水平。去年四季度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。12 月电缆线企业仍然维持 75%左右的开工率，呈现好于往年的强韧性特点，虽然春节长假令多数企业订单交付向后推迟，但我们预计 2 月电网投资建设将逐步走向正规，新项目陆续启动箭在弦上。整体来看，预计在中央“两新”政策的扶持下，我国电网投资将保持平稳增速，2025 年国家电网和南方电网累计投资总额有望超过 8200 亿元，同比 2024 年将大幅增加 2200 亿元，国网表示不排除年中加强逆周期调节的可能，仍有可能进一步上修投资预期。

光伏行业供给侧改革箭在弦上，风电增速偏低运行

根据电力企业联合会数据，2024 年全年我国新增光伏装机容量达 277.9GW，同比增长 28.7%，超额完成装机目标的 126%，而此前国家能源局预计 2025 年我国光伏装机容量将回落至 200-220GW，主因“十四五”期间我国规划的 550GW 的西北大型风光大基地计划已部分提前超额完成，2025 年我国光伏产业链将进入提质增效的新阶段，产业链供给侧改革迫在眉睫。今年 1 月我国集中式地面电站项目基本进入休息期，新项目则因消纳瓶颈、预期收益率和行业自律协议等因素进展缓慢，终端对组件的集中式采购或将推迟至 2 月下旬，分布式新政落地后工商业和民用领域迎来一波抢装热情，预计 2 月光伏装机量将环比大幅回落。

去年四季度，光伏行业先后召开了《防内卷式恶性竞争座谈会》，《光伏行业自律座谈会》等等，产业链各龙头企业高管及代表就“强化行业自律，防止内卷式恶性竞争，强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道及行业健康可持续发展进行了充分沟通交流，并达成共识。在行业自律座谈会上，行业呼吁上下游企业应精诚合作，加强自律，严防光伏行业“内卷外溢”，企业将一同与政府和银行完善差异化出口退税机制，建立黑白名单制度，对合理合规布局产能的企业加强信贷支持，与此同时，工信部公告了新修订的《光伏制造业规范条件》。在行业供给侧改革迫在眉睫的背景下，整体预计 2025 年光伏新增装机容量增速将延续放缓态势。

2024 年全年月我国新增风电装机量达 79.8GW，同比增长 5.5%，其中 12 月单月风电装机量为 28.1GW，同比-18.1%，虽然黑色原材料成本下降但风力发电机建设综合成本仍然偏高，而海风则因的投资建设周期长、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，风电项目或无法提供稳定的投资回报率，且目前钢芯铝线在风电产业原料使用中越来越普及。我们预计 2025 年风电增速将维持偏低运行，总体风光行业用铜增量将小幅回落，风光行业难以成为今年需求增量的核心驱动。

楼市成交价格降幅收窄

国家统计局数据，2024 年我国全国房地产开发投资总额 100280.2 亿元，同比下降 5.5%，其中，住宅投资 76040 亿元，同比下降 10.5%，2024 年我国商品房销售面积累计达 97385 万平方米，累计同比下降 12.9%，其中住宅销售面积为 81449.6 万平方米，同比下降 14.1%，房地产新开工施工面积累计为 67308.44 万平方米，同比降幅 23%，而房地产竣工面积累计为 73982.8 万平方米，同比下降 23%。从价格指数来看，12 月 70 个大中型城市新建商品住宅价格指数同比下降 5.7%，70 个大中型城市二手房价格同比下降 8.1%。

央行 2025 年工会会议强调，要坚持适度宽松的货币政策基调，适时择机降准降息，加大逆周期调节，扩大内需，激发市场活力。随着去年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，去年 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去年的低谷后，成交量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，今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今年竣工端仍难有较大起色。预计今年第一季度我国房地产行业将呈现企稳复苏态势，一揽子增量政策将逐步进入政策兑现期。

家用空调内销稳健，出口平稳增长

国家统计局数据显示，2024 年我国空调总产量达 2.37 亿台，同比增长 12.9%，其中 2024 年我国家用空调销量为 2.2 亿台，同比增长 17.7%，截止 12 月底，全国家用空调工业库存为 1787 万台，环比增长 2.7%。我国家用空调 2024 年一整年的发展历程中交出满意答卷，奠定了我国消费品内销市场的坚实基础，在“国补”政策的拉动下家用空调市场激发出强劲的消费活力。

产业在线数据显示，2 月家用空调内销排产量为 727 万台，较去年同期增长 19.8%，3 月内销排产量为 1380 万台，同比去年实绩增长 11.7%。今年以来，虽然铜价及其他相关原材料价格相对位于高位，空调市场面临成本上行风险，但市场在“国补”政策加码及春节假期的促销带动下，家用空调市场无论是批发还是零售端均表现喜人。2 月出口排产 866 万台，较去年同期增长 38.6%，主因东南亚非洲等新兴市场国家对家用空调的需求增长强劲，出口均价也出现止跌回稳的迹象，此前市场担忧的关税政策扰动带来的抢出口现象没有兑现，预计今年一季度我国空调出口仍将维持稳定增速。

新能源汽车 1 月产量将回落，行业进入规模化发展新阶段

中汽协数据显示，去年 12 月新能源汽车产销量分别完成 153 万辆和 159.6 万辆，同比分别增长 30.5%和 34%，增速保持稳定。2024 年全年新能源汽车产销分别完成 1288.8 万辆和 1286.6 万辆，同比分别增长 34.4%和 35.5%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 40.9%。超出去年年初中汽协预计的 1150 万吨的近 12%，2024 年我国新能源汽车出口累计达 128.4 万辆，同比增长 6.7%。

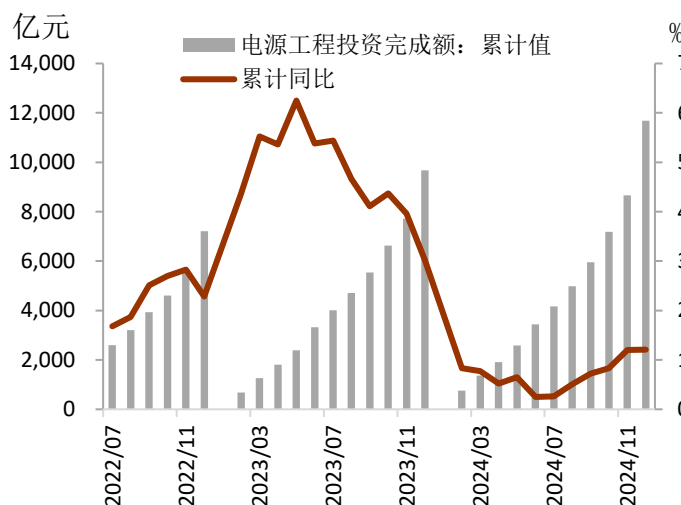
2024 年为我国新能源汽车的增长爆发之年，行业不断洗牌后场内国产新能源品牌竞争日益激烈，我国新能源汽车行业正进入市场化、产业化和规模化发展的新阶段。去年以来我国消费品以旧换新政策效应逐步显现，车企和经销商全力冲刺年末销量目标，国内油换电

需求持续增长，国内自主品牌研发创新能力不断提升，高性价比的电动和混动汽车受到市场青睐。去年四季度我国新能源汽车产销量增速持续攀升，内销和出口增速快速回升，市场占有率逐步提高。政策面主要为商务部印发《推动消费品以旧换新行动方案》，提供一次性购车优惠、金融贷款支持以及油电置换补贴。此外，国务院印发《2024-2025 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。这些长期扶持产业健康发展并且对消费者提供实际购车优惠的政策将提振电车市场需求，我们预计今年 1-2 月我国新能源汽车产销将呈现一定减速，但整体行业规模仍将维持较快扩张。

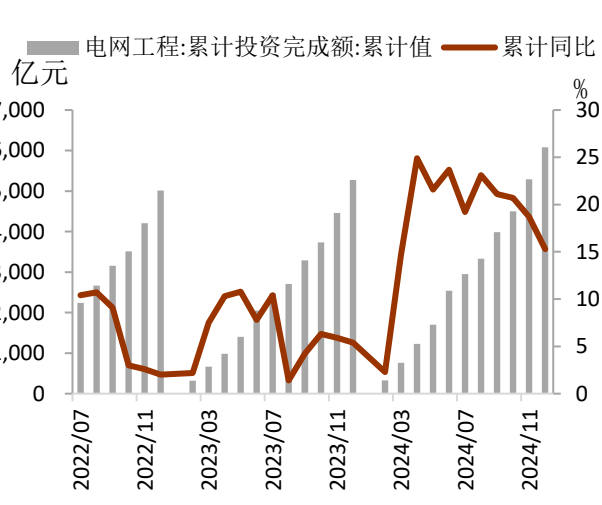
传统行业转入淡季，新兴产业蓄势待发

整体需求端来看，新能源汽车产销季节性回落但增速稳健，电网投资项目计划总额大幅增加，光伏风电面临供给侧改革压力；国补带动空调冷年销量坚挺，房地产竣工降幅收窄成交量回升，1 月我国传统行业渐入淡季，新兴产业表现相对平淡但蓄势待发，预计 2 月国内消费端将稳步持续回升，增速放缓但增量仍十分可观。

图表 23 电源投资完成额变化

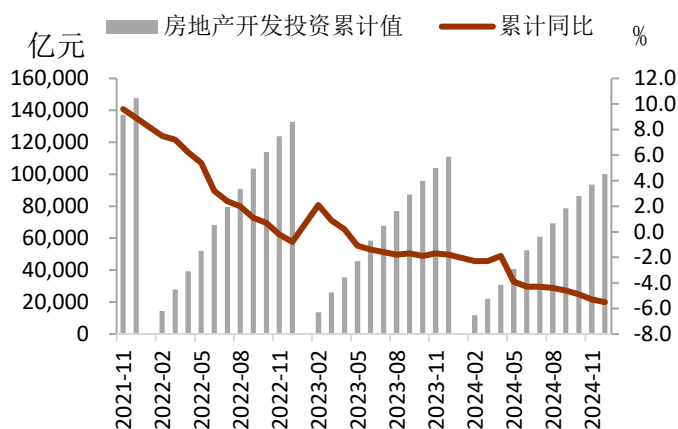


图表 24 电网投资完成额变化

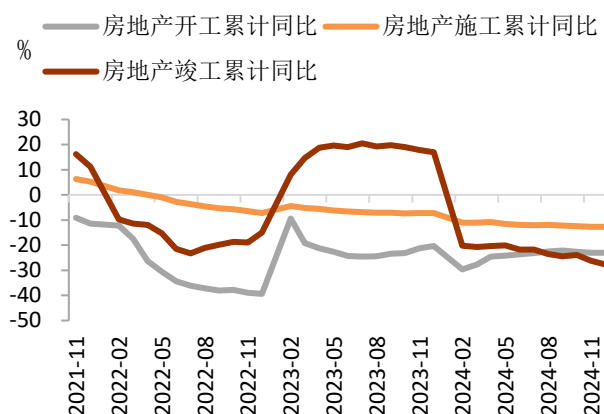


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 25 房地产开发投资增速变化

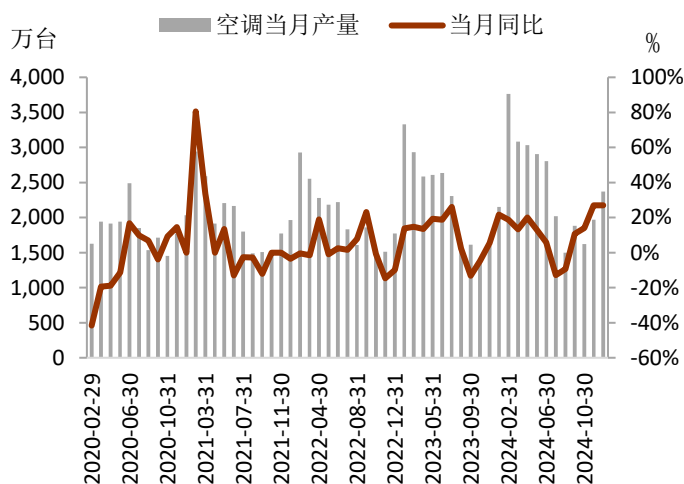


图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化

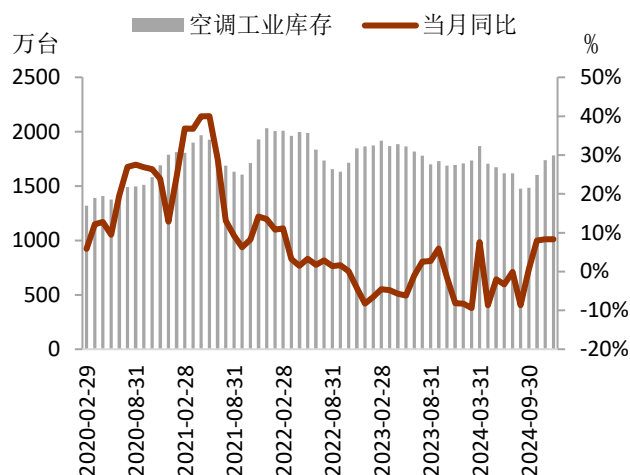


资料来源：iFinD，铜冠金源期

图表 27 空调产量增速变化

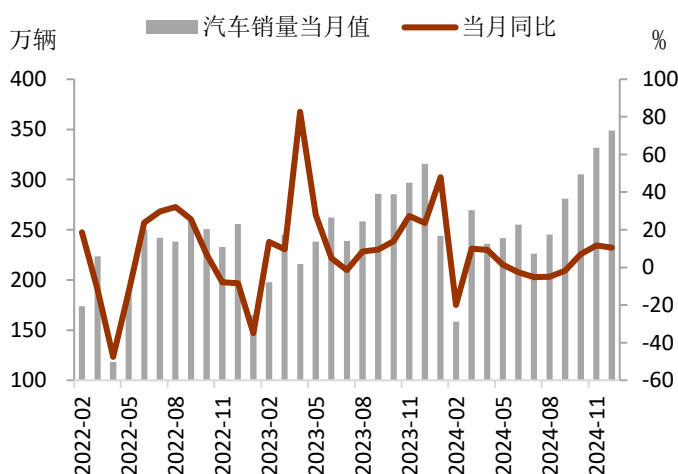


图表 28 家用空调库存变化

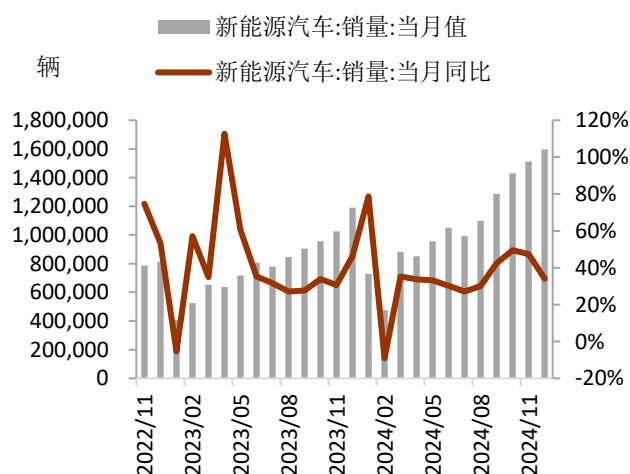


资料来源：iFinD，产业在线，铜冠金源期货

图表 29 汽车销量变化



图表 30 新能源汽车产量及销量变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

四、行情展望

宏观方面，全球贸易战担忧氛围趋于缓和，美联储鸽派官员支持延续温和降息，DeepSeek 横空出世或令中美博弈进入新格局，美元指数短期基本见顶；国内方面，1 月制造业 PMI 回落，工业企业利润修复，央行将坚持适度宽松的货币政策基调，择机降准降息，着力扩大内需，激发市场活力。

基本面来看，海外中断矿山复产前景黯淡，现货 TC 跌入负区间，1 月国内精铜产量下降，废铜进口量激增。需求端，2025 年我国电网投资总额有望超 8000 亿元，短期传统行业淡季趋弱，新兴产业用铜蓄势待发。全球库存低位回升，国内淡季累库绝对值偏低。

整体上，贸易局势缓和叠加美联储转向谨慎宽松令美元见顶回落，风险资产偏好回升，央行将坚持适度宽松的货币政策基调并择机降准降息，基本面今年我国电网投资计划总额大幅增加，而低价工费背景令国内部分新增冶炼产能推迟投产，供需转向紧平衡预期较强。预计 2 月份铜价将在底部企稳状态下寻求向上突破的空间，密切关注特朗普政府的贸易政策走向以及“特马”改革对美国中期经济增速的驱动。

风险点：美联储立场转鹰，海外中断矿山提前复产

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

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。