

2024 年铜市场年报

核心观点

宏观方面，预计 2025 年美联储总降息幅度在 50BP 左右，美元指数可能保持高位压制铜价在宏观层面上行，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。国内明年扩张型的财政政策和适度宽松的货币政策将一定程度对冲外部风险，居民端的消费能否被有效激活将是明年的重点，以及房地产和新质生产力将成为中国经济的新引擎。

基本面方面，供应端 2025 年铜精矿供应供给依旧相对偏紧，但是在非洲铜矿的加持下预计 2025 年全球铜矿供应增量会超过 2024 年，加上再生铜供应增量可以部分弥补铜矿的供应不足，精铜产量依旧可以保持较高增速。需求端预计整体保持稳定，国内相对强于国外。分板块来看，电网投资持续保持高位，房地产可能持续低迷，白色家电维持较快增速，新能源汽车将保持可观增量。

预计 2025 年上半年全球贸易格局恶化以及美元走强或令铜价继续承压，而下半年中国经济企稳向上令铜需求预期持续改善，铜价整体呈先抑后扬的态势。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 8500-10000 美元/吨。

2025 年铜市场展望

宏观政策主导铜价，铜价预期先抑后扬

一、行情回顾

回顾 2024 年，铜价经历了大起大落，年中一度接近 9 万元/吨的高位，随后又快速回落至 7.5 万元/吨并持续震荡到年底。在一季度，沪铜 70000 万元/吨下方做区间震荡，随后在二季度受宏观及基本面共振影响，铜价开启了近几年最大幅度的单边上行趋势并创下年内高点，最高涨至 88940 元/吨。第三季度随着海外挤仓情绪逐渐消退以及在高铜价导致的下游消费基本停滞的情形下，铜价快速下行一度跌至 70590 元/吨，不过在美联储超预期降息 50BP 以及国内宣布出台多项重磅稳增长政策后，铜价确认阶段性底部再度开启反弹行情。进入到四季度，在美国大选结束后美元指数大幅反弹创两年新高，铜价美国单边主义加剧拖累全球经济增长以及强美元周期的影响下压制铜价。

图 1 2024 年沪铜和 LME3 个月铜合约收盘价折线图



(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

二、宏观分析

（一）2025 年美联储降息进入“慢车道”

2024 年，美联储致力于控制通胀上行，数据显示，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%，显示美国通胀表现符合预期但近期下行进程受阻。在 2025 年特朗普当选美国总统后，其执政理念和政策可能持续扰动风险资产价格，而政策可能主要通过美元指数、通胀、全球贸易等方面影响铜等风险资产的价格，尽管 2024 年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%，核心原因在于美国经济强韧性背景下的软着陆预期升温，预计明年美债收益率将继续保持高位运行，降息频率将进入“慢车道”，市场预计 2025 年美联储总降息幅度在 50BP 左右。在这样的情形下，特朗普的政策理念有利于减低企业和个人的税负，刺激美国经济增长，美国经济向好的预期吸引国际资本流向美国，以维持美元霸主的地位，美元指数会维持高位。

欧洲方面，欧元区 11 月 CPI 同比增长 2.3%，高于前值的 2%；核心 CPI 同比增 2.7%，显示能源价格回落带来的通缩效应已边际递减，通胀再度升温是制约大幅快速降息的前提。拉加德表示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，认为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。预计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。

图 2 美国和欧洲 CPI 指标对比

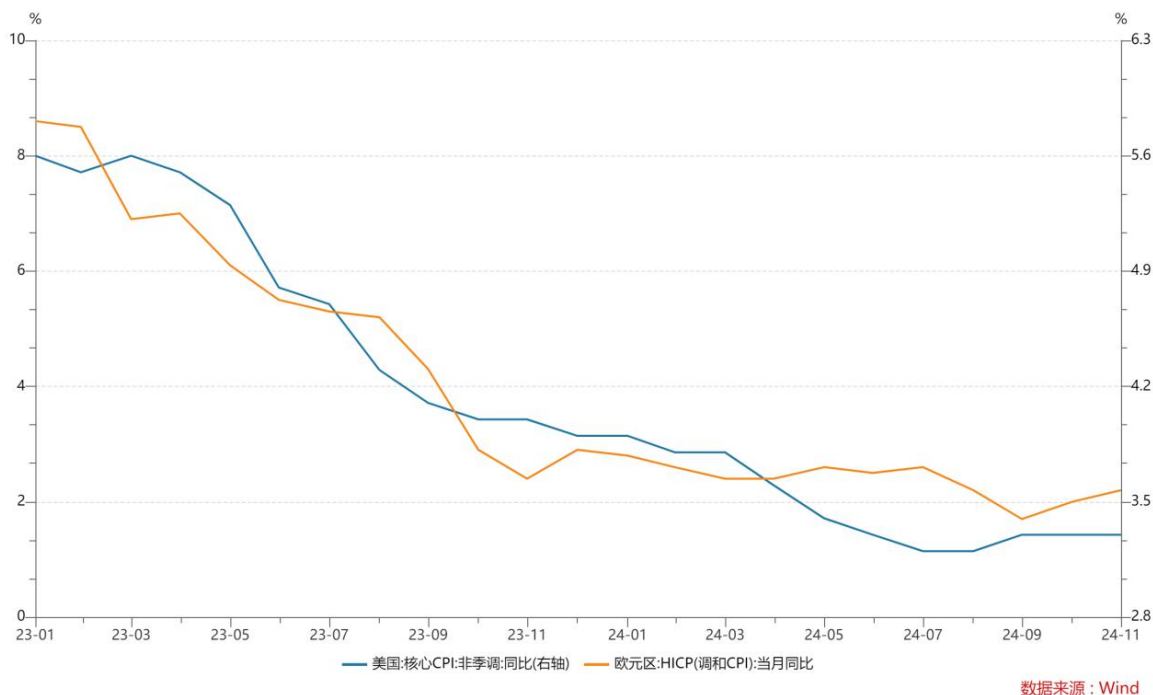


图 3 美元指数和 LME 铜价



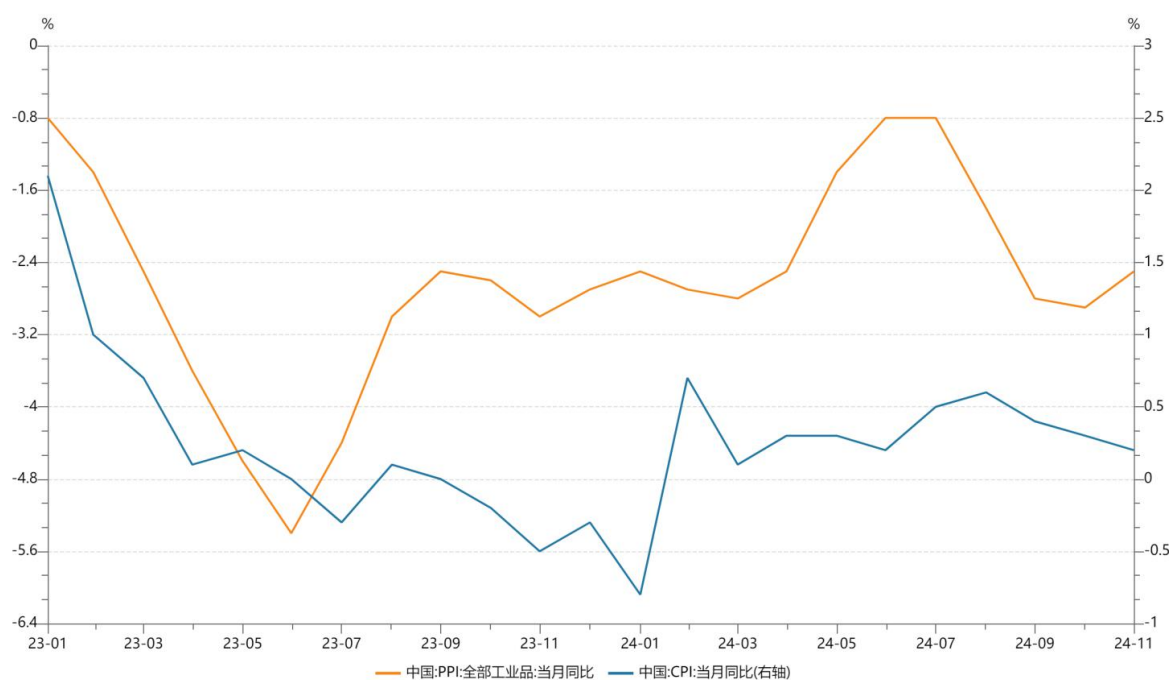
（数据来源：Wind，锦泰期货投资咨询部）

（二）国内经济超常规逆周期调节加码

2024 年中国经济面临发展增速下行、内需不足、产能过剩、基建投资边际

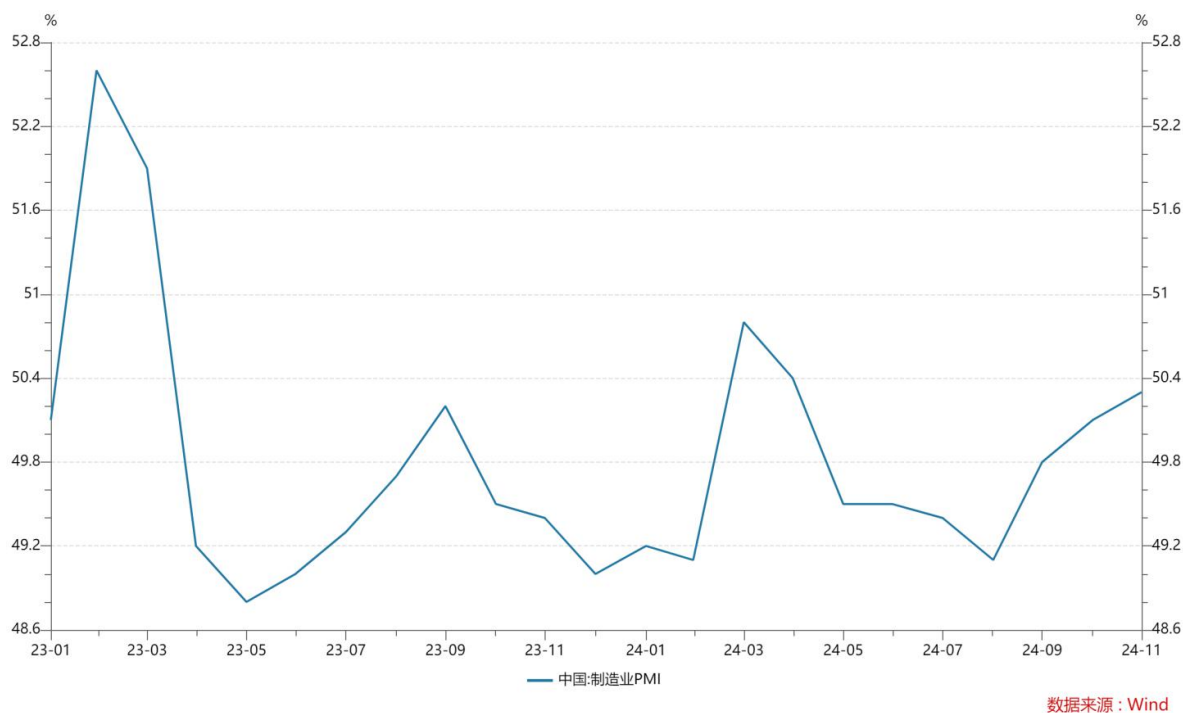
收益递减、地方政府债务压力增加等问题。为了应对我国经济增速放缓的压力，12月中央政治局会议强调要实施更为积极的财政政策，这是自09年后首次将货币政策基调由稳健转向适度宽松。此外，中央政府多部门今年多次联合出台了一系列货币和财政端的刺激经济政策，其中包括降低存款准备金率、降低LPR和逆回购利率、10万亿地方政府化债等方案，今年宏观政策的调控力度可谓历史最强。预计2025年央行将继续维持宽松政策，综合运用多种货币政策工具促进房地产市场和资本市场的平稳发展。

图4 中国PPI与CPI当月同比



数据来源: Wind

图 5 中国制造业 PMI 指数



(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

三、基本面分析

(一) 供应分析

1. TC 价格大幅回落，供不应求难以改变

2024 年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。数据显示，ICSG1-9 月全球铜精矿总产量为 1681.2 万吨，同比增加 2.7%，但南美等老牌矿山的矿龄老化及天气、技术、罢工等扰动因素影响，进口铜精矿现货 TC 长期维持在 10 美元左右，上半年甚至一度出现负加工费的历史极值。

图 6 ICSG 全球矿山产量和精炼铜产量

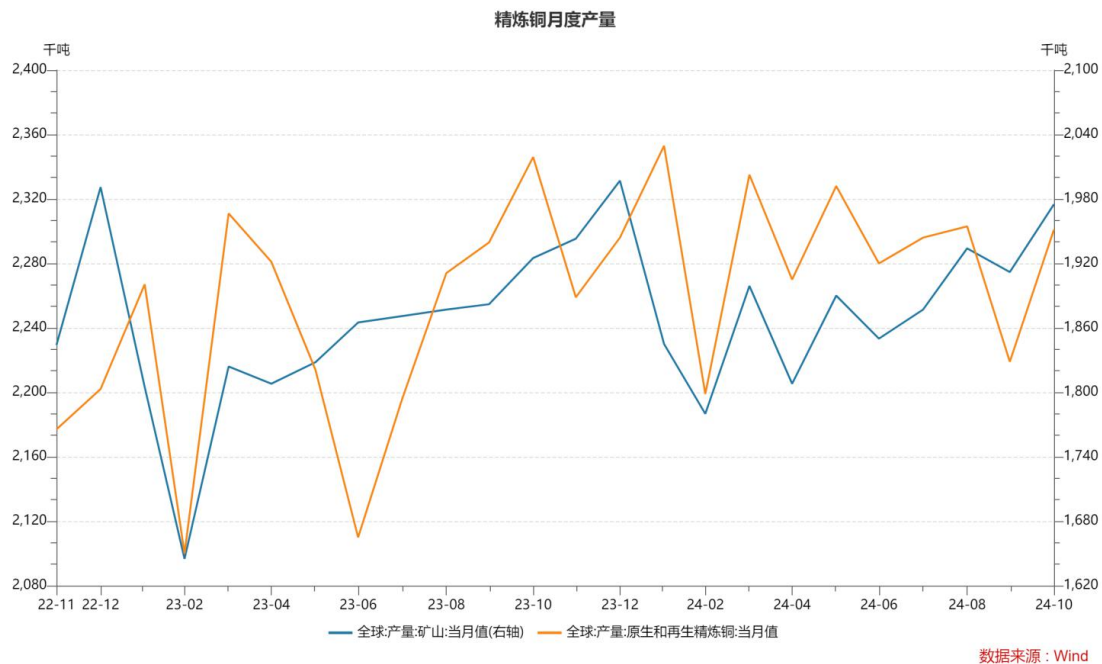
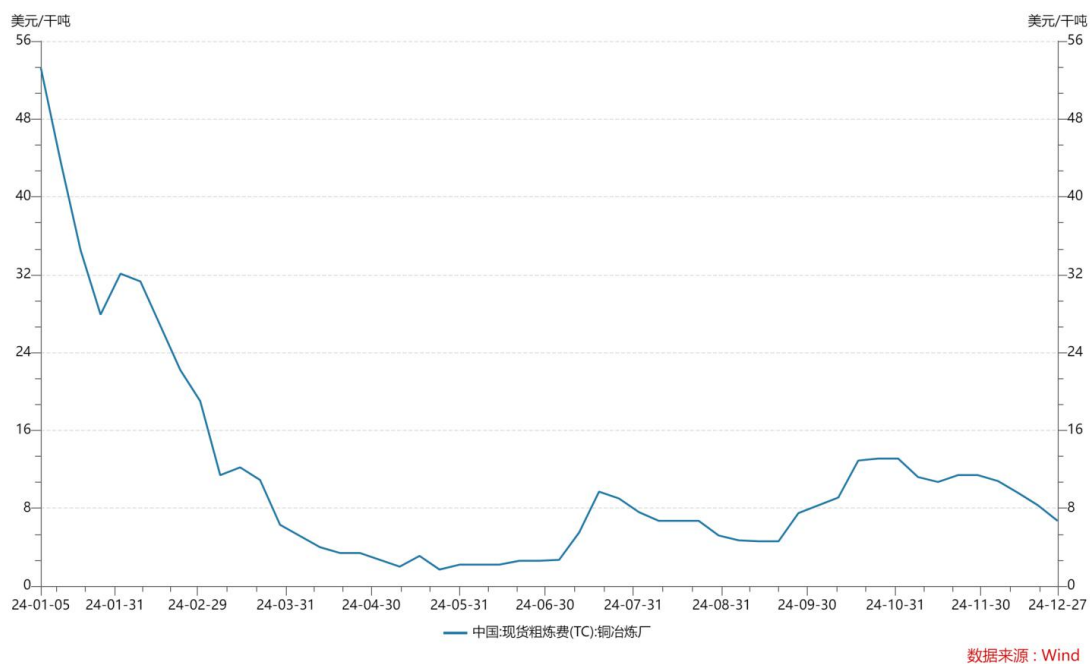


图 7 国内 TC 加工费



(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

与此同时, 安托法加斯塔与中国铜冶炼小组在年末敲定的 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。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，预计 2025 年的铜矿供应紧张局势难以改变。中长期来看，矿山品味下滑、资源国环保主义和资源保护主义对于矿产开采的干扰趋于上行，全球铜矿产量难有明显增长。

2. 国内精铜产量依旧正常

在这样的背景下，国内电解铜产量不降反增。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%；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，主因针对原料不足问题，冶炼厂通过采购大量阳极铜来降低对铜精矿的需求，废铜流向冶炼端比例提升至 52.5%，保障了原料供应，因此铜精矿的趋紧并未对国内产量形成较强制约。从整体的供应端来看，2025 年国内冶炼厂虽然会面临加工费下滑的困境，但预计总体产量仍将高位运行，其一是非洲地区铜精矿产能的扩张将继续推动我国进口量上升，其二为冶炼厂可以继续通过阳极铜冶炼精铜。因此明年国内精铜总供应将持续扩张，但增速或许会有所减缓。

图 8 国内精炼铜产量



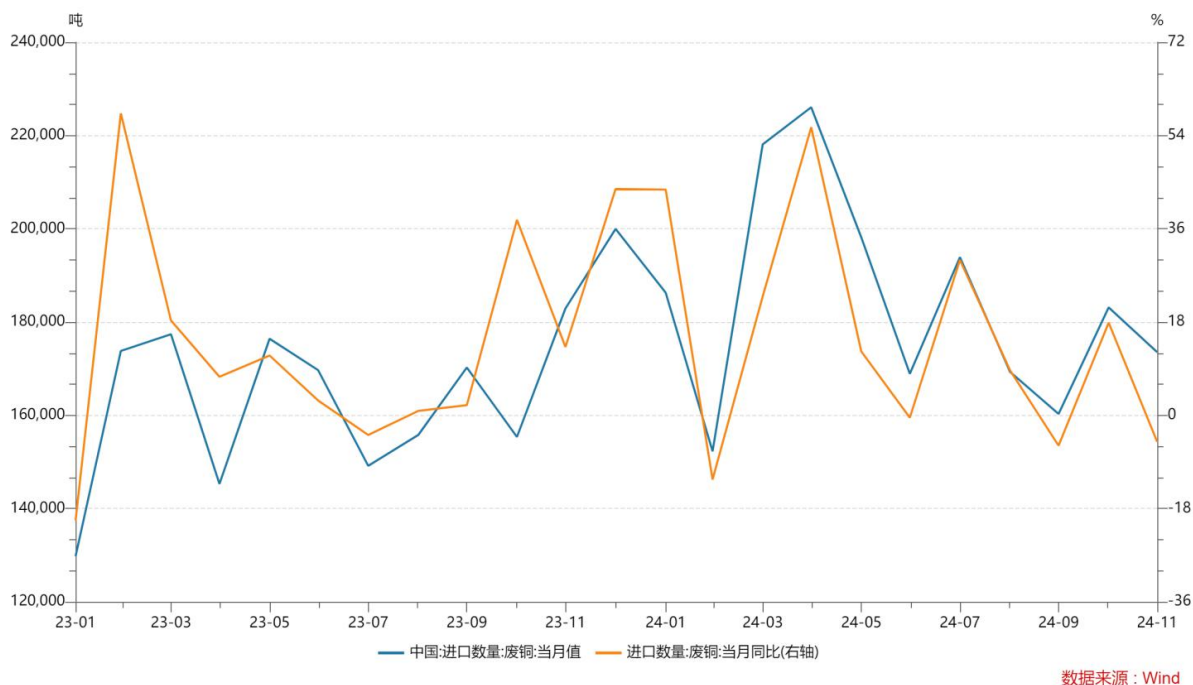
数据来源: Wind

(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

3. 废铜政策逐渐明朗，明年供应预计保持平稳

废铜方面，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 3 月份因铜矿供应短缺导致的铜价开启单边上行趋势后，冶炼厂对废铜需求陡然增加，精废价差逐渐扩大，5 月上旬精废价差扩大至 3500 元左右。据统计今年废铜流入国内冶炼端的总量接近 40 万吨。但 7 月份国家出台的“反向开票”和“783 号令”文件导致降息、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。截至 11 月底，再生铜杆企业开工率已恢复至 40% 左右。在政策逐渐明朗的前提下，预计 2025 年废铜供应仍将保持稳定，但贸易战进一步升级的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。

图 9 废铜月度进口

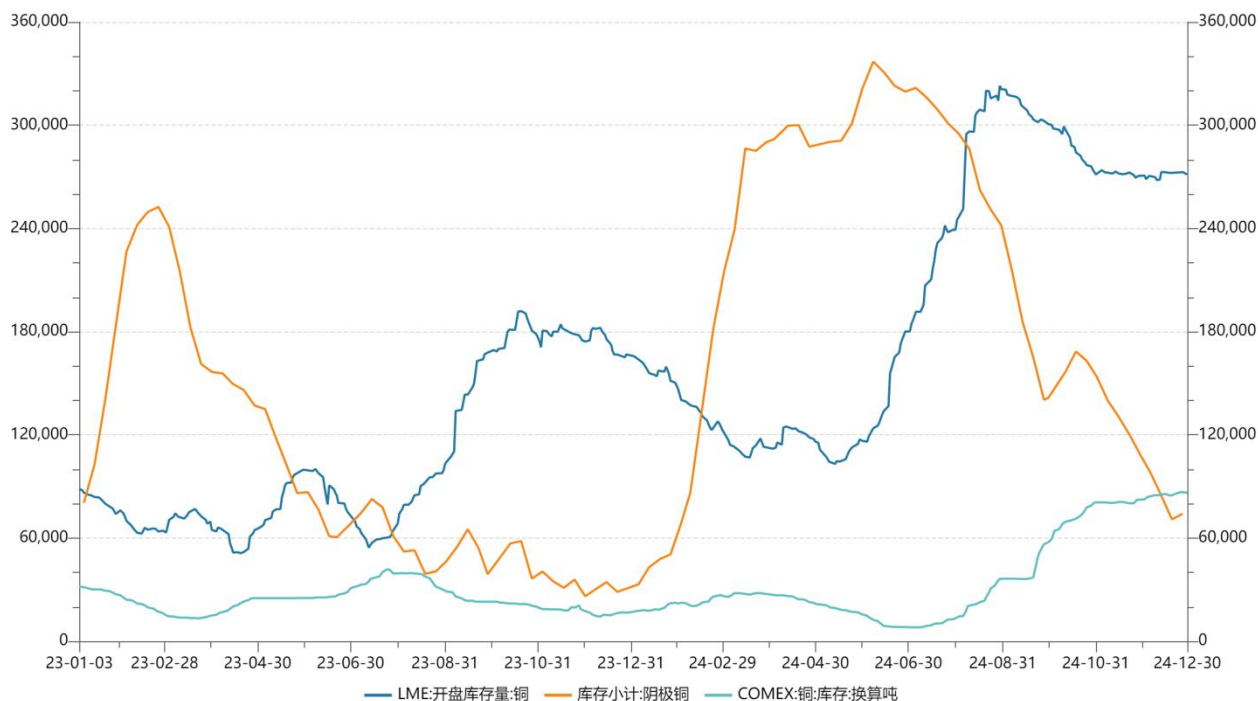


(数据来源：Wind，锦泰期货投资咨询部)

(二) 库存分析

2024 年，海内外全球冶炼新增产能较多，虽然铜矿供应紧张，但因有废铜的补充使得电解铜产量维持高位，在电解铜供过于求的情况下今年铜库存水平整体位居近两年来高位。海外方面，2024 年 LME 总库存整体呈先降后增的态势，而国内库存从年初的 3.3 万吨一路上行至 6 月中旬的 33 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。展望 2025 年，预计在非洲铜矿项目开发进一步完善的前提下铜供需格局将进一步改善，由过剩转向平衡。

图 10 全球三大显性库存



数据来源：Wind

(数据来源：Wind，锦泰期货投资咨询部)

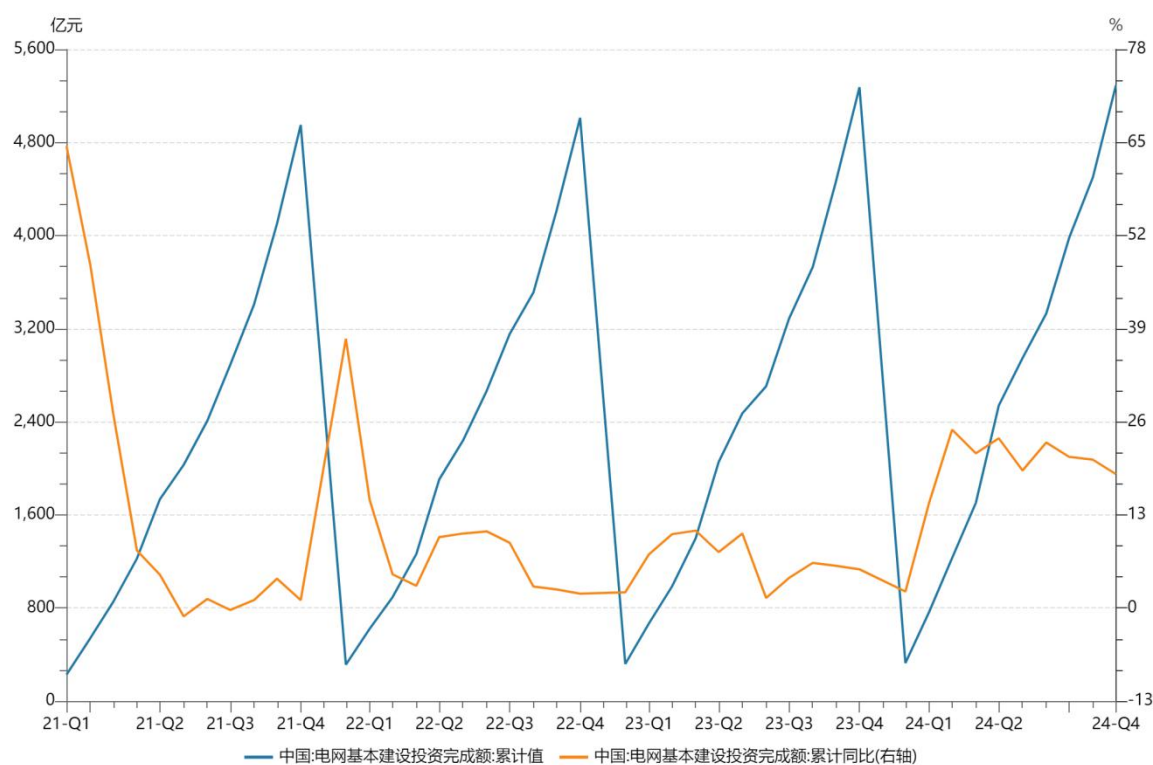
（三）终端消费

1、电网建设更新升级，特高压需求持续增长

电网投资方面，截止至 2024 年 10 月，电网基本建设投资完成额累计值为 4502 亿元，累计同比上升 20.7%。为了有效应对新能源领域的快速发展，今年国家加大对配电网改造力度，从而提升电网对可再生能源的吸纳能力。另一方

面，南方电网在今年第三季度的会议中表示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。预计 2025 年，依靠“十四五规划”对电力行业的支持，我国电网投资仍然有望保持在 6000 亿元以上，受此影响铜在电力领域将会持续保持较高需求。

图 11 国内电网投资



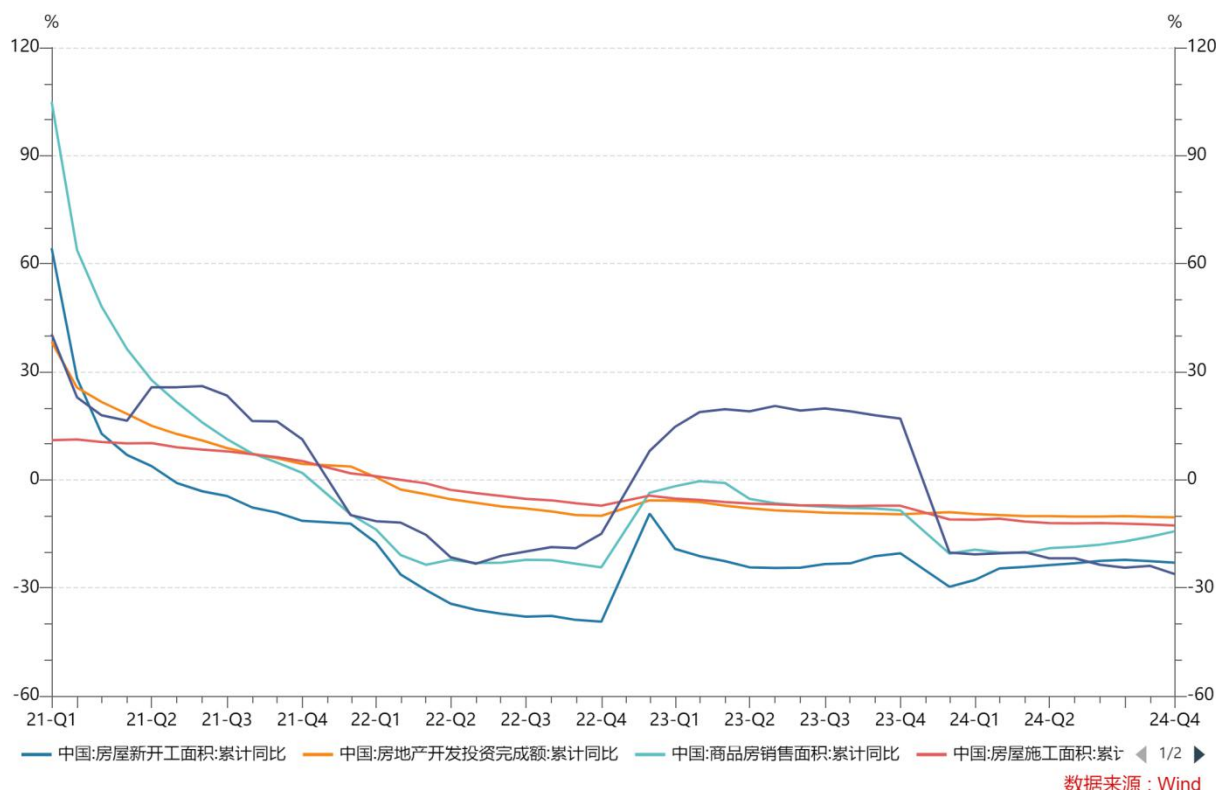
(数据来源：Wind，锦泰期货投资咨询部)

2、强刺激政策持续加码房地产市场

2024 年，房地产市场依旧承压运行。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%；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%。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，政策出台力度之大覆盖范围之广堪称历史之最。虽然在 24 年三季度迎来一波反弹，但由于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，因此房地产市场并未发生根本式扭转。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。

图 12 国内房地产市场



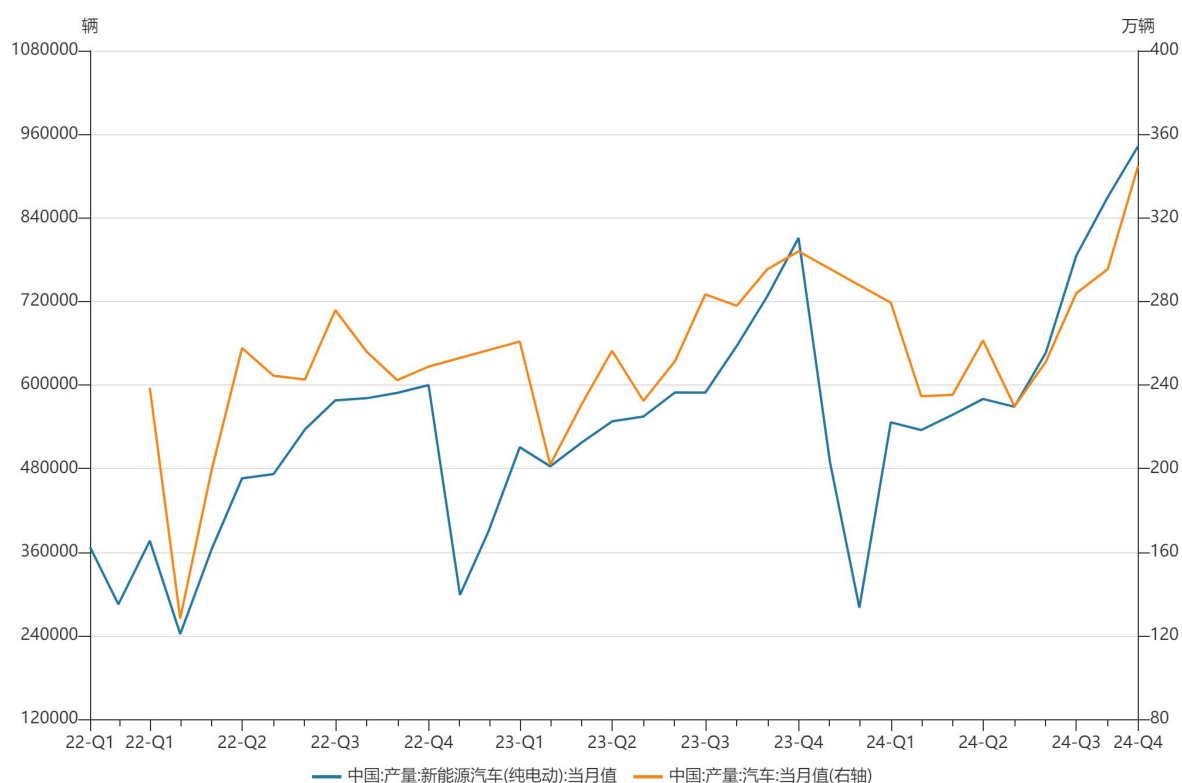
（数据来源：Wind，锦泰期货投资咨询部）

3、新能源汽车产销增速超出预期

中汽协数据显示，2024 年 11 月我国新能源汽车产销量分别为 156.6 万和 151.2 万辆，同比分别增长 51.1%和 47.4%；1-11 月新能源汽车累计销量已达 1126 万辆，累计同比增加 35.7%；海外方面，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新能源汽车消费。值得注意的是，由于新能源汽车厂商在新车型研发

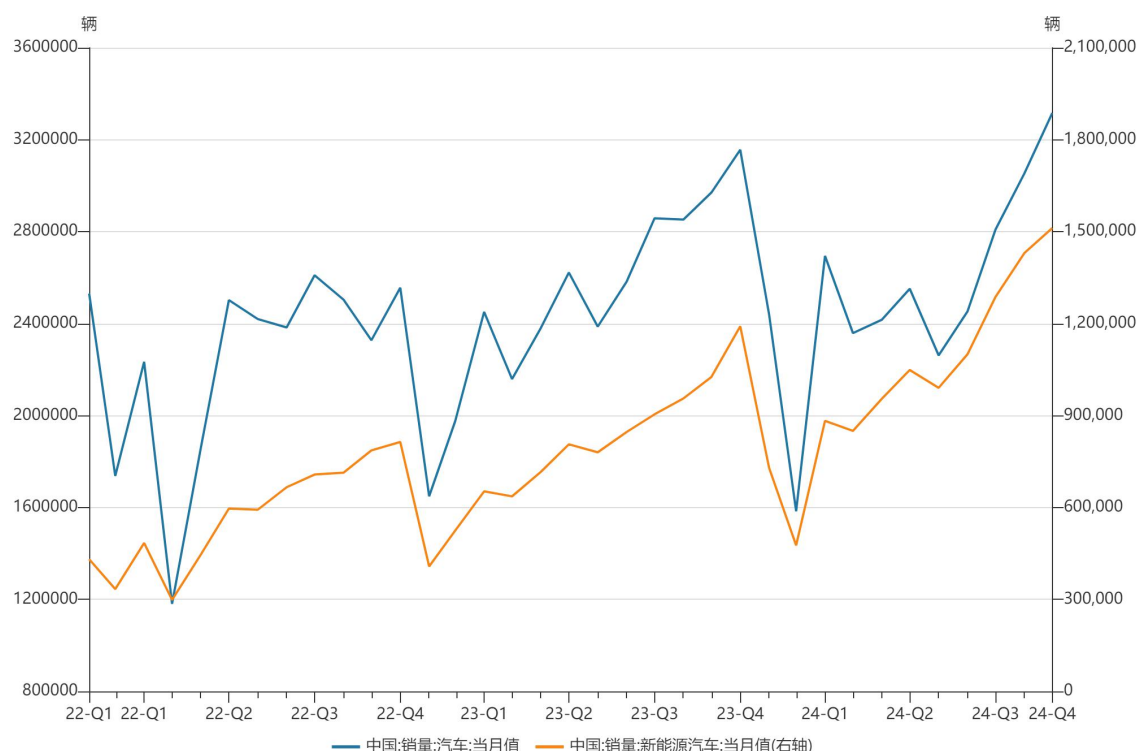
过程中逐渐倾向于使用厚度更薄的铜箔材料，导致未来单车耗铜量将逐渐小幅递减。据统计目前一辆纯电汽车用铜量约为 70 公斤左右，而在 2030 年后则降至 65 公斤以下。不过长期来看，新能源汽车在以旧换新政策导向和扩大内需的总基调的引领下仍将维持产销量的高速增长，单车耗铜量的逐渐减小目前可以忽略不计。

图 13 新能源车与汽车月度产量



数据来源: Wind

图 14 新能源车与汽车月度销量



数据来源：Wind

（数据来源：Wind，锦泰期货投资咨询部）

4、“以旧换新”促进空调销量提升

空调方面，2024 年 1-11 月我国空调总产量 2.42 亿台，累计同比增长 9.4%；1-11 月我国空调出口累计达 5678 万台，累计同比增长 28%；1-10 月我国家用空调累计销量 1.67 亿台，同比增长 14.6%。内销方面，2024 年在“以旧换新”政策的背景下，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，尤其在双十一促销以及线上直播普及化的带动下，空调行业展现出了“量价齐升”的良好局面。2025 年若相关政策能够得以延续，预计将进一步激发消费者的换新需求。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%。长远来看，海外市场难以寻求更高性价比和供应链配套完

善的其他国家产品，即使是 10%的全商品关税最终落地，对我国空调企业的销售影响也较为轻微。

图 15 空调月度产量

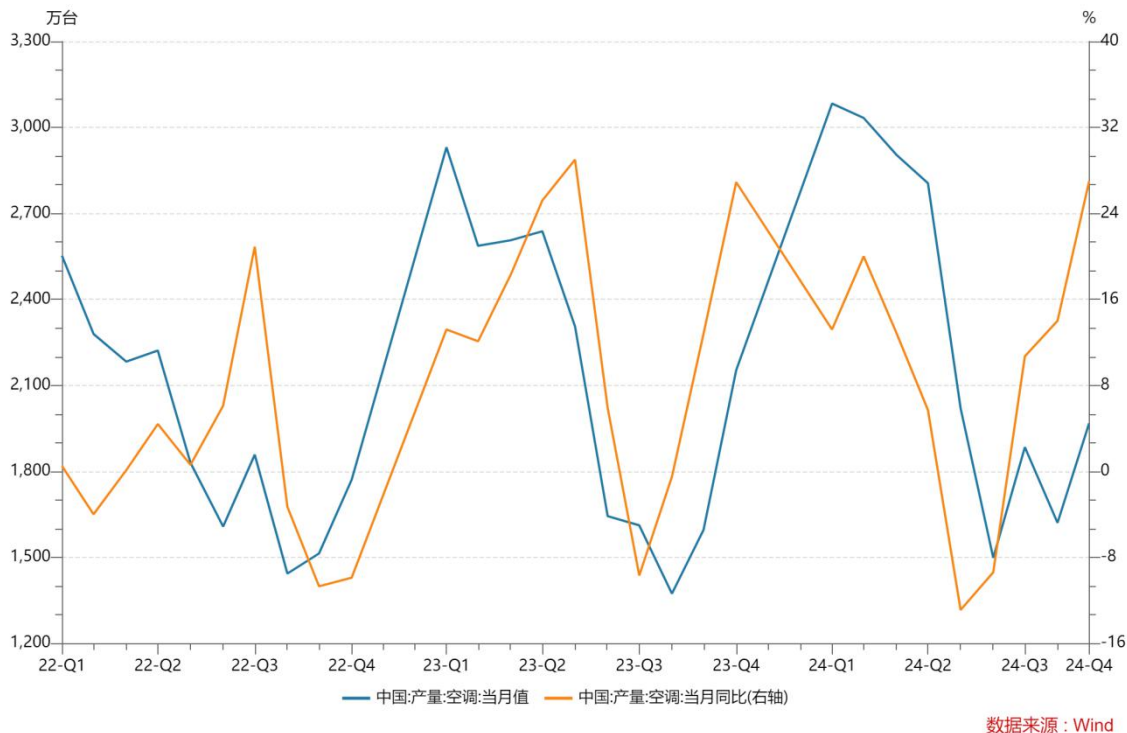


图 16 空调月度出口量



（数据来源：Wind，锦泰期货投资咨询部）

四、2025 年行情展望

宏观方面，特朗普的提高关税、收紧移民、减税和放松监管等核心政策使得美国通胀下行逐渐趋缓，迫使美联储继续温和降息，预计 2025 年美联储总降息幅度在 50BP 左右，美元指数可能保持高位压制铜价在宏观层面上行，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。同时，特朗普的核心政策有可能影响全球经济增长，欧洲和多个发展中国家未来将面临重要挑战。国内来看，明年扩张型的财政政策和适度宽松的货币政策将一定程度对冲外部风险，居民端的消费能否被有效激活将是明年的重点，以及房地产和新质生产力将成为中国经济的新引擎。

基本面方面，供应端 2025 年铜精矿供应供给依旧相对偏紧，但是在非洲铜矿的加持下预计 2025 年全球铜矿供应增量会超过 2024 年，加上再生铜供应增量可以部分弥补铜矿的供应不足，精铜产量依旧可以保持较高增速。需求端预计整体保持稳定，国内相对强于国外。分板块来看，电网投资持续保持高位，房地产可能持续低迷，白色家电维持较快增速，新能源汽车将保持可观增量。

综上所述，预计 2025 年上半年全球贸易格局恶化以及美元走强或令铜价继续承压，而下半年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的态势。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 8500-10000 美元/吨。

■ 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，锦泰期货研发部力求准确可靠，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。本报告仅向特定客户传送，未经锦泰期货研发部授权许可，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。