

宏观与消费面临不确定性 铜价暂以震荡为主

研究院 新能源&有色组

研究员

陈思捷

☎ 021-60827968

✉ chensijie@htfc.com

从业资格号: F3080232

投资咨询号: Z0016047

师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号: F3046665

投资咨询号: Z0014806

封帆

☎ 021-60827969

✉ fengfan@htfc.com

从业资格号: F03036024

投资咨询号: Z0014660

联系人

王育武

☎ 021-60827969

✉ wangyuwu@htfc.com

从业资格号: F03114162

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

市场要闻与重要数据

1. 矿端供应方面, 2025年4月间, 铜精矿的长单价格继续走低至-42.52美元/吨。目前主要矿业公司所公布的1季度财报上来看, 多数企业仍然出现了环比下降的情况。另外还发生了诸如 Antamina 矿区事故导致暂时停运的事件(目前已逐步恢复)。不过在临近月末之时, 智利国家铜业公司(Codelco)董事长 Maximo Pacheco 表示, 4月份铜产量同比增长22%, 预计产量为10.5万吨。Pacheco在年度股东大会上表示, 尽管他承认与获取关键矿产相关的地缘风险, 但铜需求依然强劲。从铜精矿进口数据来看, 2025年1至3月国内铜精矿累计进口量达到710.77万吨, 同比上涨1.71%, 而在目前国内铜精矿贸易市场成交维持相对低迷的情况下, TC价格在5月间或仍难有明显回升。此外受到中美贸易争端的影响, 据Mysteel讯, 4月间Collahuasi铜矿出口运输受阻, 美国原定发往中国的铜精矿受关税影响改至日韩印度等地区。原料市场仍然紧张。

2. 粗铜供应方面, 2025年1至3月国内阳极铜进口量累计达到17.05万吨, 同比下降26.57%。4月间南方粗铜加工费较月初下降50元/吨至1,100元/吨(与3月底持平), 北方粗铜加工费较月初时下降150元/吨至800元/吨(3月底时为900元/吨)。进口粗铜加工费持平于95美元/吨。目前在铜精矿持续紧张的情况下, 阳极铜能否有效补充成为了市场乃至国家层面均较为关注的热点。2025年4月25日, 中国有色金属工业协会再生金属分会于江西南昌召开再生铜阳极板生产企业研讨会。会议达成5点共识, 再生铜产业是铜工业原料安全保障与绿色发展重要方式。2024年我国再生铜产量445万吨, 相当于减少铜精矿开采8亿吨、碳排放1245万吨, 作用显著。与会企业称市场前景好, 未来将加快创新, 借数字化、智能化升级生产装备与工艺。

3. 精炼铜方面, 目前TC价格持续处于低位, 目前国内冶炼厂在不考虑副产品的情况下, 国内绝大多数冶炼企业均处于亏损状态(散单亏损2,885元/吨, 长单亏损672元/吨)。但由于当下包括贵金属以及硫酸等副产品价格相对偏高, 因此使得冶炼企业暂时得以维系。2025年1至3月国内精铜产量为319.41万吨, 同比上涨9.4%, 3月产量为112.21万吨, 环比上涨6.04%。2季度检修涉及产能约115万吨, 倘若副产品价格维持偏强态势, 则冶炼厂也并不会以检修的名义进行减产, 实际影响产量或许较小。但更长期而言, 倘若TC价格持续处于极低位置, 则对于国内冶炼产能而言, 仍将是较大隐患。

4. 废铜方面, 据SMM统计口径, 2025年1至2月, 国内废铜产量达到22.61万吨, 同比上涨33.79%。而据富宝资讯统计, 湖北地区废铜(占全国产能约15%)开工率从月初时的42.45%下降至月底时的33.23%。江西地区废铜(占全国产能约15%)开工率从月初时的57.8%下降至月底时的52.8%。由于4月初铜价出现大幅走低, 精废价差一定缩窄, 使得涉废企业使用废铜的意愿降低。但此后铜价则是持续缓慢回升, 促使工厂原

料库存微增，因此在临近月末之际，开工率还是出现了小幅回升的情况。但后续反向开票货源的减少限制了铜厂进一步扩充废料库存的能力。而目前外盘价格再度开始走弱，倘若精废价差不能进一步扩大，则市场此后对于使用废铜的意愿或许将会再次下降。

5. 精铜进出口方面，2025年1至3月，国内精铜累计进口量达到84.26万吨，累计同比下降7.06%，而累计出口量则是达到了11.74万吨，同比增长156.25%（主要由于国内此前取消了一些冶炼厂出口的限制）。由于在五一假期前，Comex较伦铜溢价长时间维持相对较高水平，使得Comex库存一度超过14万吨（年初时约9.3万吨），因此短期内来自非洲、智利及秘鲁等地抵港的货源增量有限，进口铜补充或显不足。鉴于保税区库存偏高，若后续进口条件优化，前期外销冶炼品有望回流国内以补市场之需。

6. 废铜进出口方面，2025年1至2月（目前最新），国内废铜进口量达57.22万吨，同比上涨2.71%。同时从美国方面进口的废铜已经从此前的20%以上逐步下降至目前11%左右，并且预计未来该比例将会进一步走低。

7. 初级加工端方面，2025年3月，国内铜材开工率为67.16%，较2月环比上涨13.32个百分点。较去年同期下降2.66个百分点。3月间表现最为突出的是铜管企业，开工率较2月环比上涨约15个百分点，这主要有由于目前在中美贸易争端存在高度不确定性的情况下，与铜管相关的家电行业存在一定“抢出口”的行为，同时保交楼以及国补等政策也在一定程度上刺激国内消费，叠加此后还将会迎来“京东6.18”的活动，因此上半年预计家电板块连带铜管开工或维持向好局面，但进入下半年后，倘若国内地产板块不能有相对明显的回升，那么单纯依靠内需维持家电增长或许相对较为困难。铜杆企业在目前电力板块持续稳定增长的情况下同样在近期走高。不过目前据部分终端行业反馈，电缆订单在4月间则是有所下降。预计4月间铜材仍能维持相对较高开工率，但临近下半年时，受到出口或大幅走弱的影响，开工率恐将有所下降。

8. 终端消费方面，2025年1至3月，国内电网累计投资额达到956.00亿元，同比继续上涨24.80%，目前电力板块依然是铜需求中相对稳定的增长因素，但需关注近期部分终端所反映的电缆订单有所下降的情况。就地产而言，2024年地产投资完成额继续下滑超10%，新增开工以及竣工面积下降也都超过20%。预计2025年地产板块或仍在探底过程中，1至3月，国内地产投资额达1.99兆，同比仍下降9.9%，而新开工与竣工面积同样分别下降24.4%与14.4%。汽车板块方面，2025年1至3月，国内传统汽车产量达到437.9万辆，同比下降2.45%。新能源车累计产量达318.20万辆，同比增长50%，而乘联会则表示预计2025年中国新能源车产量将会达到1,600万辆（2024年产量为1,288.8万辆）。但在出口方面，由于特朗普关税政策存在较大不确定性，因此预计新能源车出口同样会受到影响。家电板块于2024年表现相对良好，空调、冰箱以及洗衣机的产量增长分别为9.7%、8.3%以及8.8%，但这其中来自出口部分的贡献同样不容小觑，

虽然目前 1 季度家电出口数据仍然相对较好，但此部分增量在当下的国际贸易环境而言，或许也会受到较大挑战。电子方面，或许仍是 2025 年铜品种终端需求最有可能出现意外惊喜的板块，尤其在 deep seek 对人工智能算力的优化或将使得更多领域可以更加高效地利用人工智能以优化其工作效率，因此对于集成电路的需求也或将出现较为明显的增长。总体而言，诸如电缆以及家电出口在下半年或遇到一定调整，但就上半年情况而言，暂时也不宜对铜品种终端需求抱有过分悲观的态度。

9. 库存方面，2025 年 4 月间，LME 库存下降 1.12 万吨至 20.02 万吨，SHFE 库存下降 14.60 万吨至 8.93 万吨，中国社会库存（不含保税区）则是下降 20.76 万吨至 12.96 万吨，上海保税区库存上涨 0.15 万吨至 7.10 万吨。此前伴随着市场对于特朗普关税预期的不断加强，使得全球库存呈现出向 Comex 市场逐步转移的情况，目前 Comex 市场库存超过 14 万吨（2024 年上半年以前长时间都在 2 万至 3 万吨的水平），这也导致能够流入国内的进口货源减少，使得未来国内精铜供应出现紧缺的情况。目前国内库存去化已经相对明显。

策略

单边：中性

在 4 月间，国内库存出现大幅去化的情况，这一方面是由于 Comex 市场溢价较高，导致全球库存均存在向美国市场流入的迹象，使得国内进口货源补充减少，并且 4 月间国内检修略有增加，叠加铜精矿干扰因素仍然较大，自美国发运往中国的铜精矿也受到影响而被迫改道甚至去向他国。但同时宏观因素以及内需展望的高不确定性又使得铜价在 4 月末出现走弱，5 月间铜价或暂时仍保持震荡格局，区间范围大致在 73,500 元/吨至 79,800 元/吨。

套利：暂缓

期权：short put@73,000 元/吨

风险

矿端供应偏紧预期被打破 TC 快速上行

海外流动性冲击风险

目录

市场要闻与重要数据.....	1
策略.....	3
风险.....	3
铜重要数据:	6

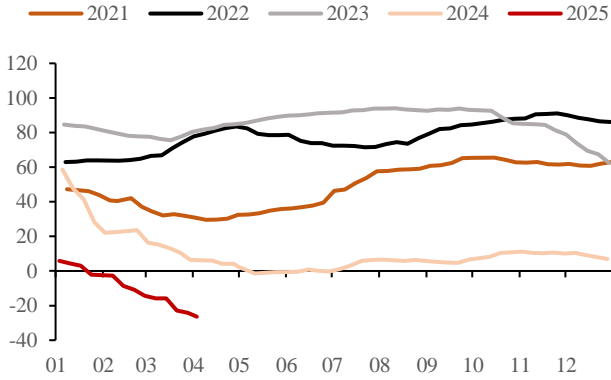
图表

图 1: TC 价格指数 单位: 点.....	6
图 2: 中国铜精矿进口量 (合计) 单位: 万吨.....	6
图 3: 粗铜加工费 单位: 元/吨、美元/吨.....	6
图 4: 国内阳极铜进口量 单位: 万吨.....	6
图 5: 国内粗铜产量 单位: 万吨.....	6
图 6: 精铜冶炼利润 单位: 元/吨.....	6
图 7: 国内精铜产量 单位: 万吨.....	7
图 8: 国内硫酸价格 单位: 元/吨.....	7
图 9: 国内废铜产量 单位: 万吨.....	7
图 10: 国内精废价差 单位: 元/吨.....	7
图 11: 现货铜进口盈亏 单位: 元/吨.....	7
图 12: 国内精铜进口量 单位: 万吨.....	7
图 13: 国内废铜进口量 单位: 万吨.....	8
图 14: 进口自美国废铜比例 单位: %.....	8
图 15: 国内铜材开工率 单位: %.....	8
图 16: 国内铜杆开工率 (周度) 单位: %.....	8
图 17: 铜管、铜板带箔开工率 单位: %.....	8
图 18: 国家电网实际投资完成额 单位: 亿元、%.....	8
图 19: 国家电网计划投资与实际完成额 单位: 亿元.....	9
图 20: 电线电缆开工率 单位: %.....	9
图 21: 中国房地产投资额 单位: 万亿、%.....	9
图 22: 中国房地产新开工与竣工面积同比 单位: %.....	9
图 23: 国内传统汽车产量 单位: 万辆.....	9
图 24: 国内新能源车产量 单位: 万辆.....	9
图 25: 中国新能源车出口量 单位: 万辆、%.....	10
图 26: 国内主要家电产量 (月度) 单位: 万台.....	10
图 27: 国内主要家电出口量 (月度) 单位: 万台.....	10
图 28: 国内集成电路产量 单位: 亿块.....	10
图 29: 国内社库 单位: 万吨.....	10
图 30: SHFE 库存 单位: 万吨.....	10
图 31: LME 库存 单位: 万吨.....	11

图 32: 上海保税区库存 单位: 万吨	11
图 33: LME 亚洲库存 单位: 万吨.....	11
图 34: COMEX 库存 单位: 万吨	11

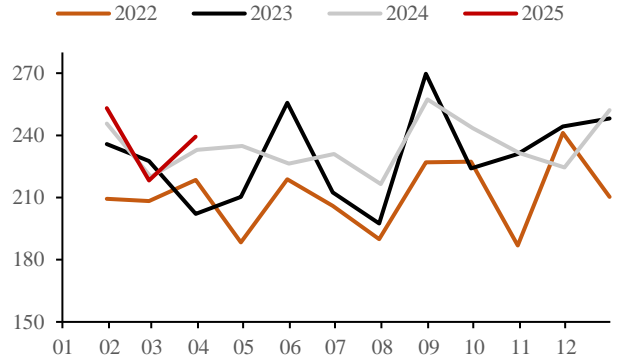
铜重要数据:

图 1: TC 价格指数 | 单位: 点



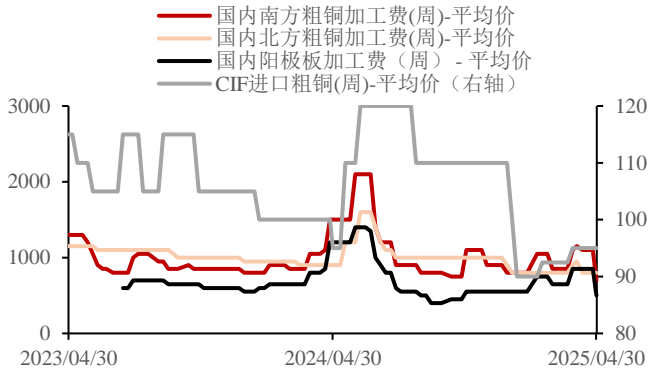
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 2: 中国铜精矿进口量(合计) | 单位: 万吨



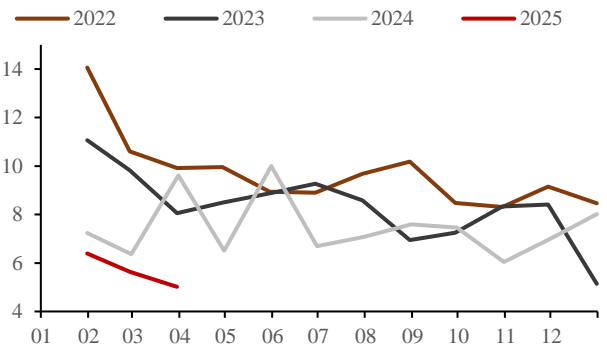
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 3: 粗铜加工费 | 单位: 元/吨、美元/吨



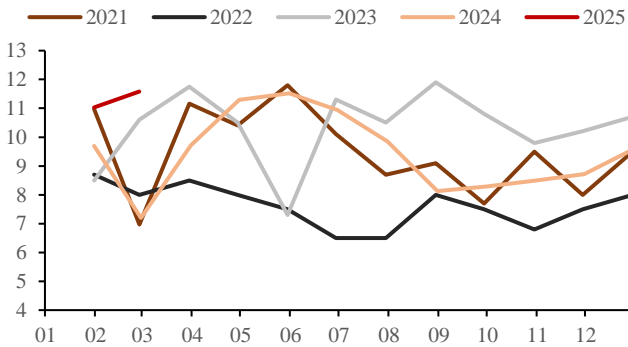
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 4: 国内阳极铜进口量 | 单位: 万吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 5: 国内粗铜产量 | 单位: 万吨



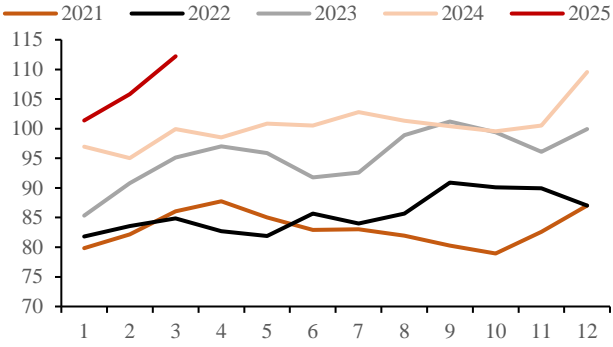
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 6: 精铜冶炼利润 | 单位: 元/吨



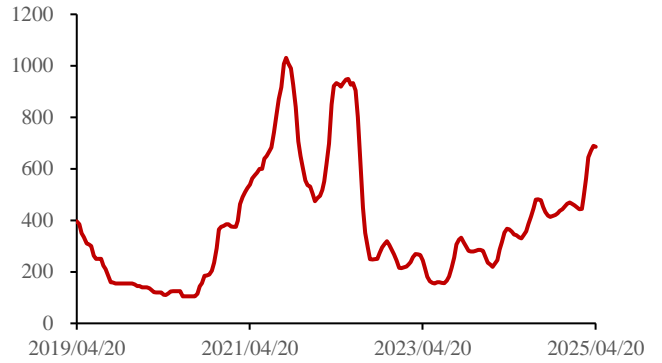
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 7: 国内精铜产量 | 单位: 万吨



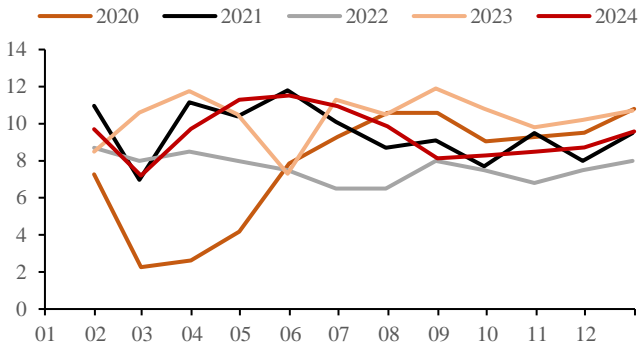
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 8: 国内硫酸价格 | 单位: 元/吨



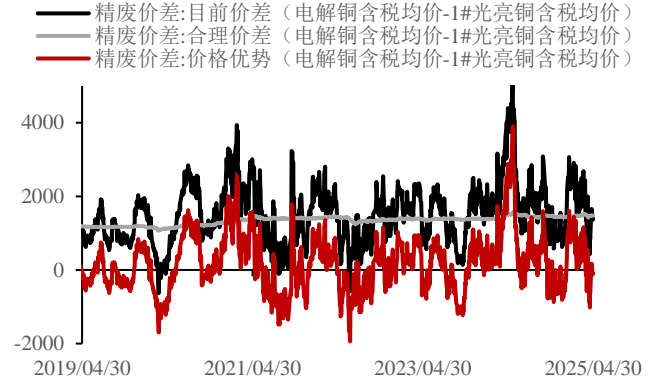
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 国内废铜产量 | 单位: 万吨



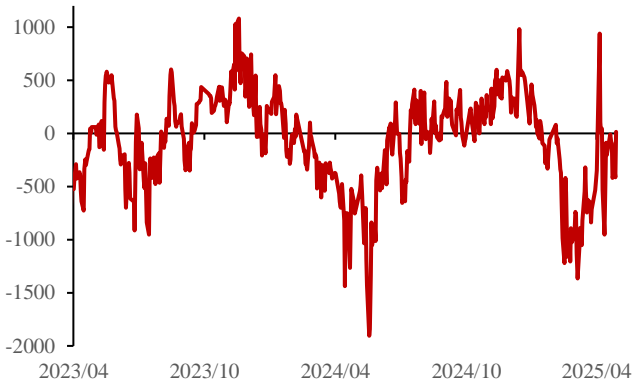
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 10: 国内精废价差 | 单位: 元/吨



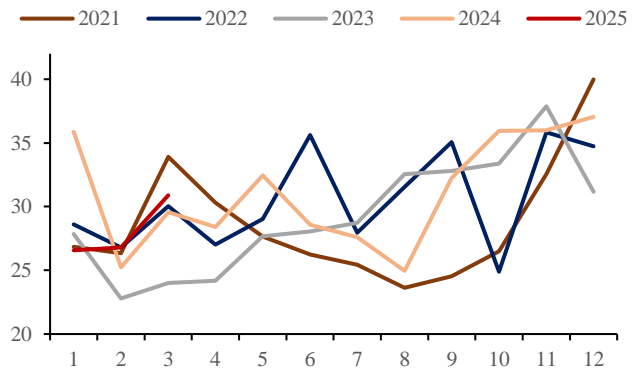
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 11: 现货铜进口盈亏 | 单位: 元/吨



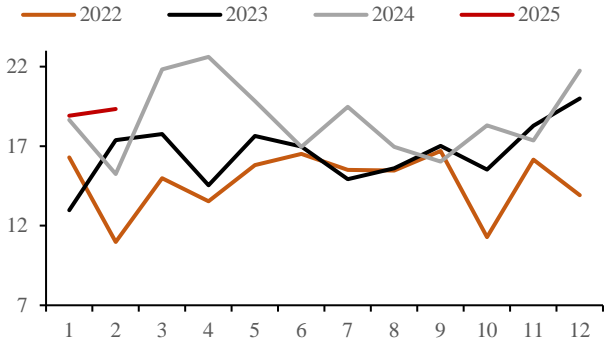
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 12: 国内精铜进口量 | 单位: 万吨



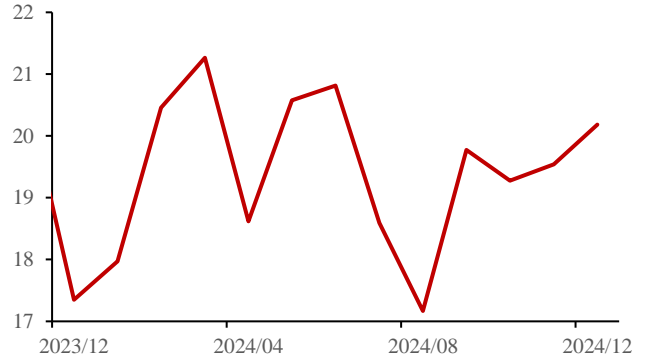
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 13: 国内废铜进口量 | 单位: 万吨



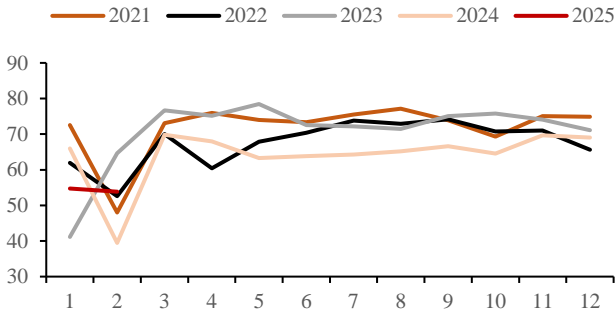
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 14: 进口自美国废铜比例 | 单位: %



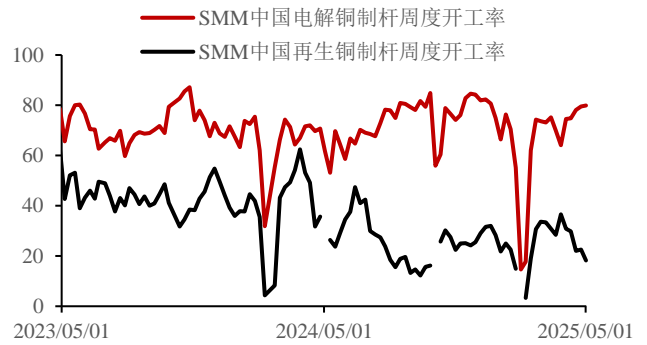
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 15: 国内铜材开工率 | 单位: %



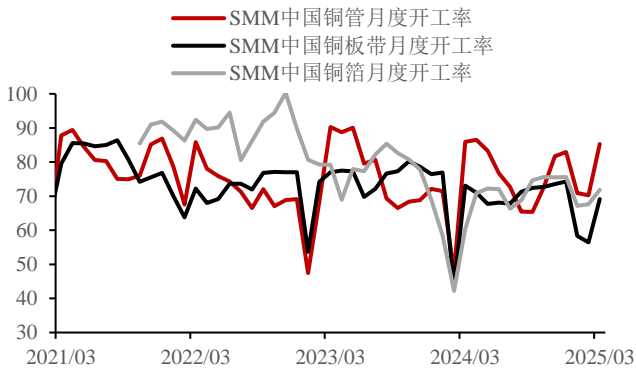
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 16: 国内铜杆开工率 (周度) | 单位: %



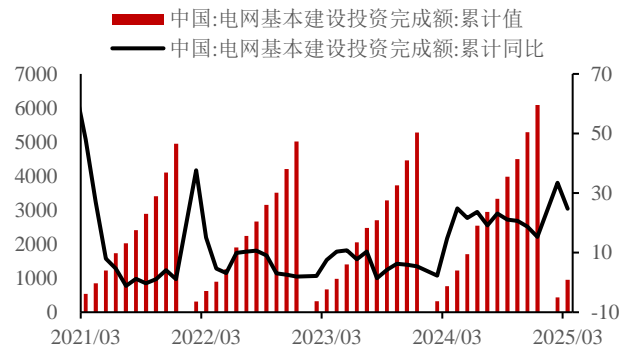
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 17: 铜管、铜板带箔开工率 | 单位: %



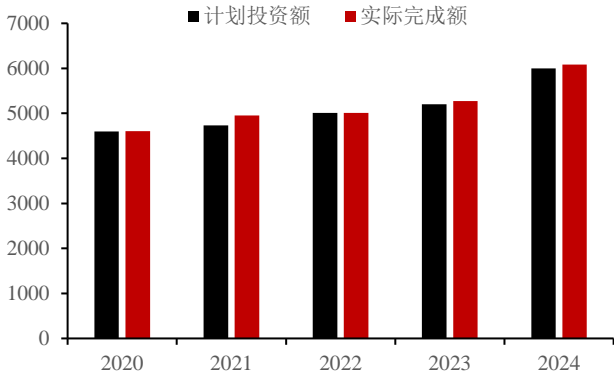
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 18: 国家电网实际投资完成额 | 单位: 亿元、%



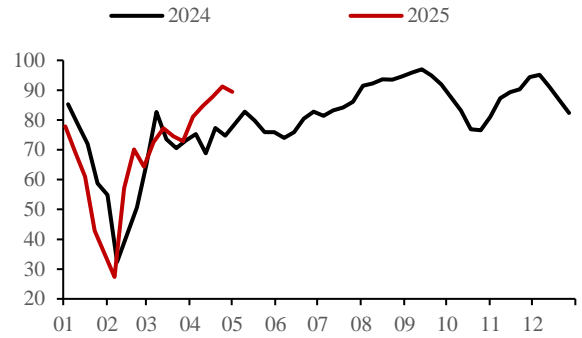
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 国家电网计划投资与实际完成额 | 单位: 亿元



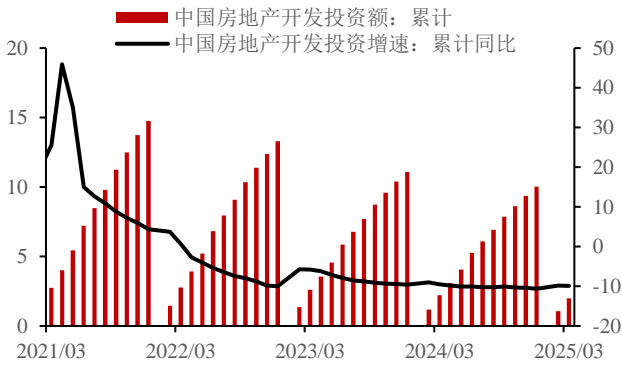
数据来源: SMM Wind 华泰期货研究院

图 20: 电线电缆开工率 | 单位: %



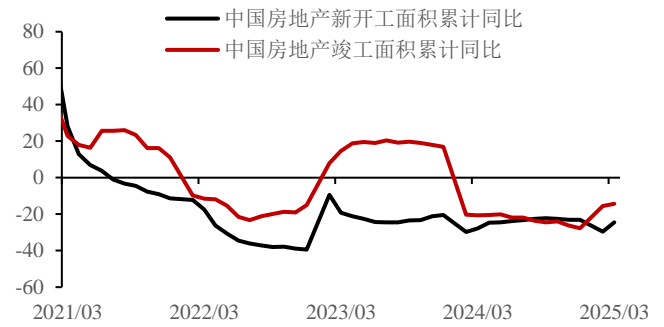
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 21: 中国房地产投资额 | 单位: 万亿、%



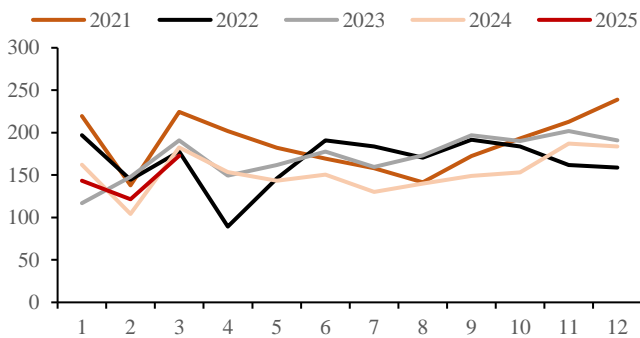
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 22: 中国房地产新开工与竣工面积同比 | 单位: %



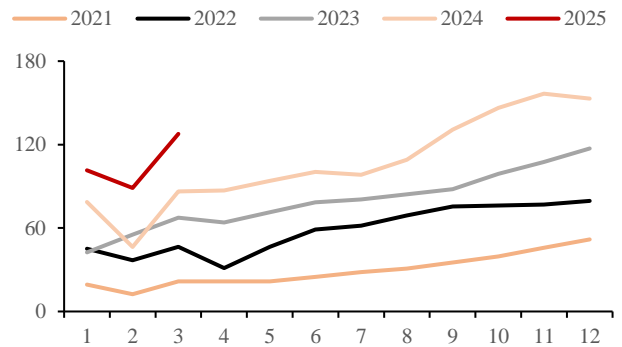
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 23: 国内传统汽车产量 | 单位: 万辆



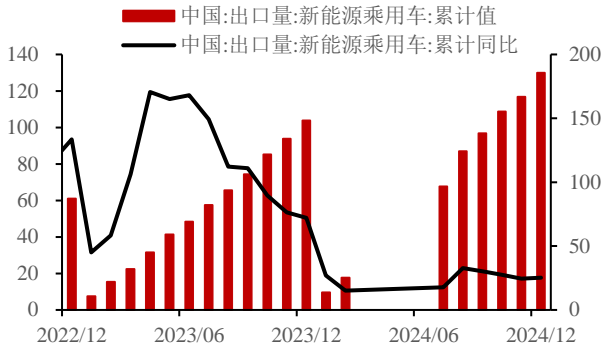
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 24: 国内新能源车产量 | 单位: 万辆



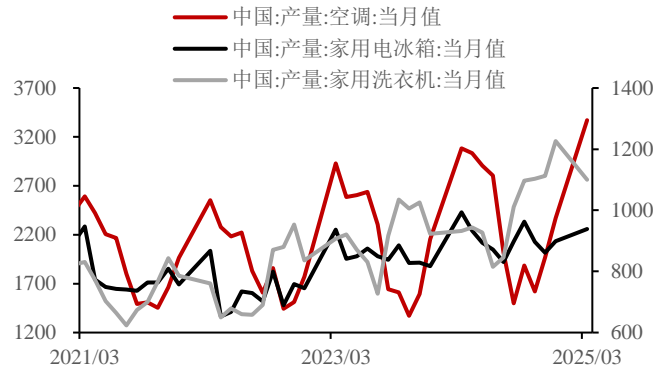
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 25: 中国新能源车出口量 | 单位: 万辆、%



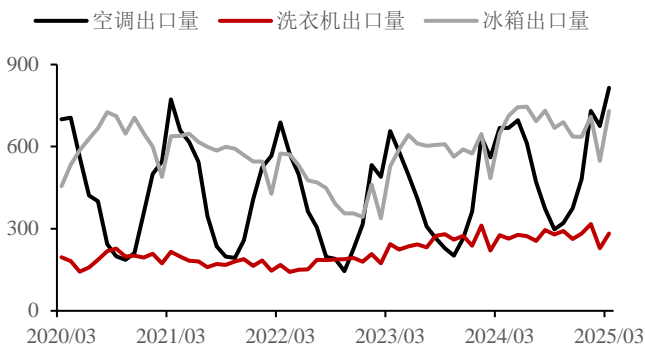
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 国内主要家电产量 (月度) | 单位: 万台



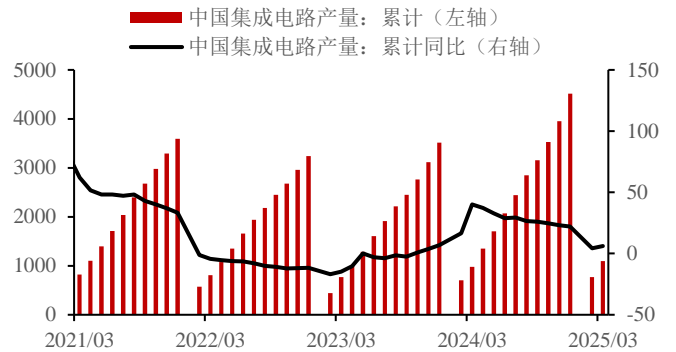
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 27: 国内主要家电出口量 (月度) | 单位: 万台



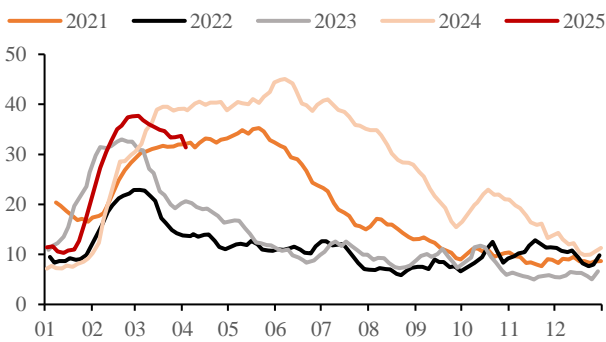
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: 国内集成电路产量 | 单位: 亿块



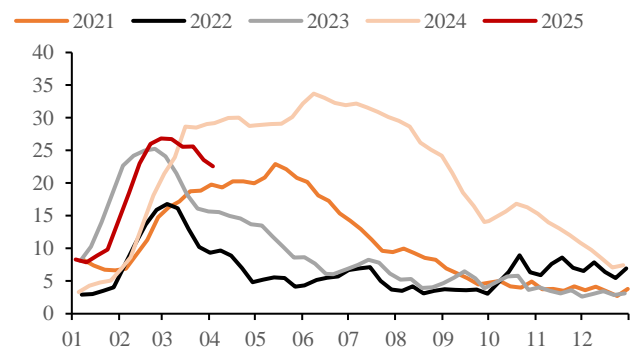
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 29: 国内社库 | 单位: 万吨



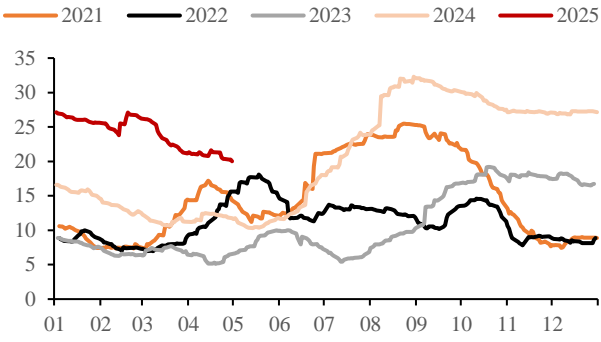
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 30: SHFE 库存 | 单位: 万吨



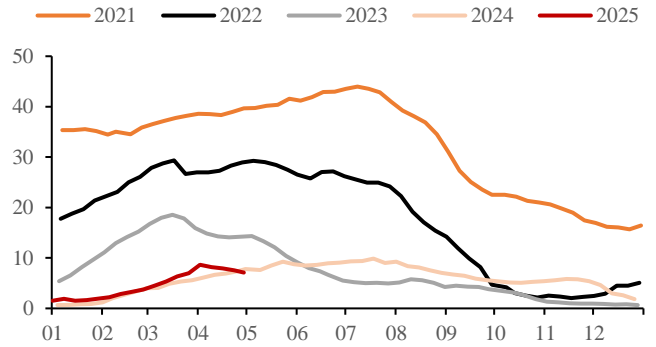
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 31: LME 库存 | 单位: 万吨



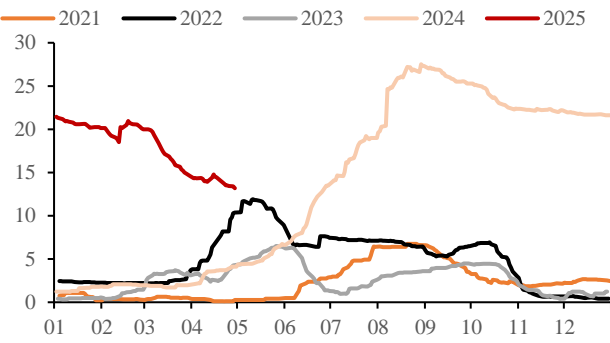
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 32: 上海保税区库存 | 单位: 万吨



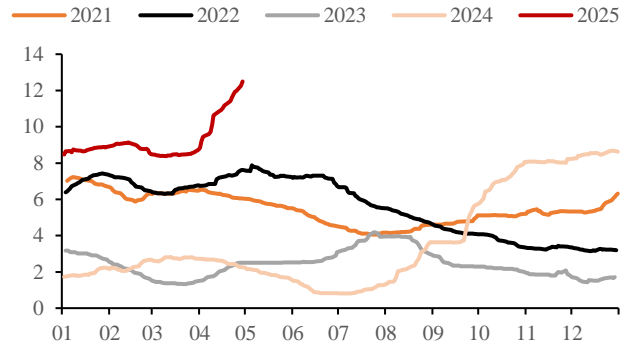
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 33: LME 亚洲库存 | 单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 34: Comex 库存 | 单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com