

有色组

电话：0571-85167251
邮编：310003
地址：杭州市下城区万寿亭 13 号
网址：<http://www.zjncf.com.cn>

有色金属分析思路方法

有色金属分析体系以宏观面+产业面为主导，宏观判断方向，产业决定趋势。本篇报告重在分析影响长期铜铝价格波动的核心矛盾点，以及重要边际变量

核心观点：

铜：政策主导预期，供给约束增强，铜价运行区间抬高

2024 年，在复杂多变的宏观环境下，多空因素交织。市场降息预期兑现，国内政策积极转向，“人工智能+”新兴产业崛起，矿冶矛盾加剧等诸多因素共同作用下，铜价运行区间上台阶。但市场也在政策预期与基本面现实分歧中，保持一定理性，运行节奏上先扬后抑。

2025 年，为应对外部环境变化，国内宏观政策基调适度宽松与更加积极。货币政策由稳健转为适度宽松，财政政策举措将分批，有节奏推出，赤字率进一步提高，或在一定程度上修复国内经济预期，铜价表现不悲观，运行区间或略有上移。市场最为关注的加关税事件，无论是从市场情绪波动还是实际需求影响上，都存在利空效应，但市场会将悲观预期提前进行消化，进而影响铜价运行节奏。

2025 年影响铜价的宏观变量：应对外部环境变化冲击，宏观政策加码发力，稳住内需（利多）；美国再通胀预期较强，美联储开启降息节奏放慢（利空）；贸易保护主义，加征关税预期影响全球经济增长（利空）；地缘政局军事博弈影响风险偏好（利空）。

2025 年影响铜价的中观变量：全球铜矿端产量增速放缓传导至冶炼端部分减产，矿产端与冶炼端供应同步收紧，供给增速较低（利多）；终端需求电力电网投资增速平稳（利多）；AI 算力需求爆发也拉动了电力系统耗铜量，铜也被市场赋予新质生产力概念，受到主力资金青睐（利多）；新能源车产销平稳（利多）；房地产筑底回稳效果不明显（利空）；加关税影响外需走弱（利空）。

交易面：外部环境变化加剧，国内政策加码发力，预期与现实博弈加剧，铜价波动区间或加大。铜价或在 68000-90000 元/吨区间震荡运行。68000-73000 元/吨或是箱体下沿底部区间，85000-90000 元/吨或是箱体上沿阻力区间。对于不及预期或超出预期事件，在仓位管理上，需做好防范。

风险提示：

经济衰退超出预期，地缘政局波动加大，矿产冶炼减产计划不及预期。

铜：政策主导预期，供给约束增强，铜价运行区间抬高

一、行情回顾

2024 年，在复杂多变的宏观环境下，多空因素交织。市场降息预期兑现，国内政策积极转向，“人工智能+”新兴产业崛起，矿冶矛盾加剧等诸多因素共同作用下，铜价运行区间上台阶。但市场也在政策预期与基本面现实分歧中，保持一定理性，运行节奏上先扬后抑。

图 1 沪铜主力合约走势



资料来源：东方财富

图 2 沪铝主力合约走势



资料来源：东方财富

图 3 沪锌主力合约走势



资料来源：东方财富

图 4 沪镍主力合约走势



资料来源：东方财富

二、国内增量政策更加积极对冲外部环境负面影响

(一)、特朗普政策主张推出落地时间或影响铜价运行节奏

特朗普经济政策主张的推出优先级可能是限制非法移民（减少劳动力供给，抬升通胀），对外加关税（全球经济增长压力显现，抬升通胀），对内减税（刺激消费投资），放松监管（经济政策全面宽松，财政刺激力度加大，赤字率上升）。特朗普当选后，美元先扬后抑，有色金属或提前反应加征关税对经济增长前景负面预期，随后再反应对外加税、对内减税、宽松财政支出等政策主张对通胀预期抬升的影响。虽然降息周期开启，但由于再通胀预期较高，利率下限水平也将抬升。在美国经济表现较强情形下，降息节奏放缓概率较大，降息的主要目的是减轻美国政府债务利息支出压力。预计铜价运行节奏或先抑后扬。

长期看，欧美制造业回流将增加海外固定资产投资，进而拉动铜需求边际增量。需求侧主导铜价趋势的边际定价权一方面在海外欧美制造业回流的节奏步伐，新兴市场需求拉动；另一方面在 AI 革命推动下，算力需求爆发对电力系统需求大增，铜增量需求点有所体现，市场也赋予了铜 AI 新质生产力概念。

图 5 美元指数与伦铜价格



数据来源：wind

图 6 中美利差



数据来源：wind

图 7 美国政府债务



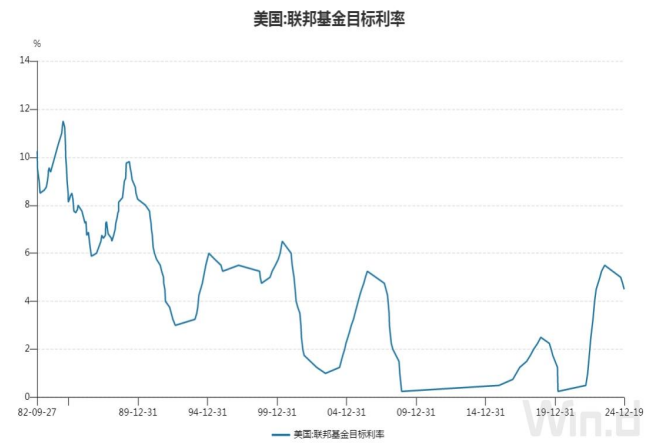
数据来源：wind、中金公司

图 8 美国 CPI 与核心 CPI



数据来源：wind

图 9 美国联邦基金目标利率



数据来源: wind

图 10 美国密歇根大学消费者信心指数



数据来源: 美国白宫网、新华网、中信证券

(二)、赤字率是焦点，财政刺激规模是重点

2024 年国内经济数据较为疲软，实体融资需求依旧偏弱，主要靠政府发债支撑。随着美联储降息，中美利差压力缓和，国内已降准降息。为应对加征关税风险，政策兼顾发展与安全，货币政策适度宽松，财政政策更加积极。国内将见招拆招，政策留有余地空间，力度不会小，只会更大。但需跟踪好政策分阶段推出的节奏，不能指望一口气把政策利好全部出完。市场预计财政政策推出节奏是先化债（解决企业的应收账款问题，增加现金流），后刺激消费。中央政府加杠杆扩大发债空间后，地方政府债务压力才会缓和，为地方政府腾挪出稳经济的资源空间，从而间接拉动消费。据部分机构预计，2025 年“4%赤字率+3 万亿特别国债+4.2 万亿新增专项债+2 万亿债务限额”组合，对应 14 万亿政府债规模。目前政策托底地产筑底回稳预期较强，市场对地产负面影响反应已在钝化，有色金属价格似乎在摆脱地产链条不利约束，走出新兴行业需求爆发驱动的上行趋势。从产业发展趋势层面看，中长期稳定有色金属需求的基本盘在新能源和 AI 科技领域。

图 11 中国广义财政脉冲与出口增速



数据来源: wind、中金公司

图 12 赤字率与市场表现情形预测

赤字率	预期	预计市场表现情形
大于4%	超出预期	市场先涨顺周期，然后成长接力
4%	符合预期	成长更强，消费随着盈利修复接力
3.5%	不如预期	市场先下跌，红利占优，再等下一轮比较强政策刺激

数据来源: 公开资料整理

三、供应端约束依旧较强，支撑铜价底部区间

(一)、铜矿长单加工费继续回落，矿产端供应仍是偏紧状态

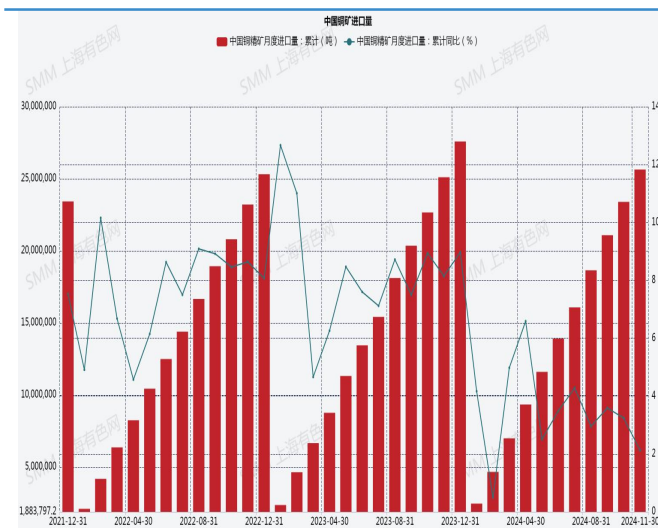
全球铜矿品位下滑，开采成本不断提升，矿山资本支出减少，铜矿供应趋紧已成较为确定趋势，从而导致加工费持续走低。2025 年铜矿长单加工费再度下调，据 SMM 显示，2024 年 12 月 6 日，江西铜业、中国铜业、铜陵有色、金川集团和大冶有色与 Antofagastat 敲定 2025 年铜精矿长单加工费 Benchmark 为 21.25 美元/吨与 2.125 美分/磅。2024 年铜精矿加工费长单 Benchmark 则为 80 美元/吨与 8.0 美分/磅。2025 年铜矿长单加工费较 2024 年降幅达 73%，反映铜矿供应偏紧趋势仍在延续，矿产端供应增速放缓或部分传导至冶炼端减产预期上，低迷的加工费压缩了冶炼厂利润。SMM 预计，2025 年全球铜精矿平衡将进一步短缺，缺口在 82.2 万金属吨。面对矿冶炼亏损，冶炼厂或很难将在电解铜端口过多让步。另据中金公司预计，得益于 Malmyzhskoye 投产，Las Bambas 增产，以及 Kamoakakula3、QB2、Oyu Tolgoi、TFM 等项目的爬产，铜精矿供给增速将自 2024 年的 1.8%回升至 2.6%。冶炼端产能增速仍将大于矿端，铜精矿供需仍将较为紧张。

图 13 中国铜矿产量及增速



数据来源：SMM

图 14 中国铜矿进口量



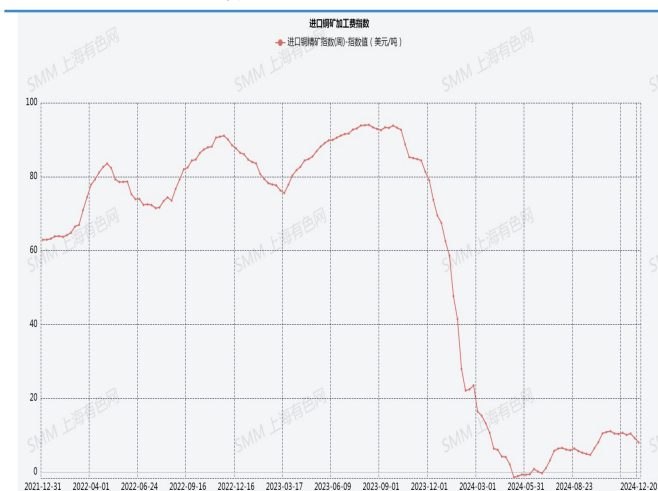
数据来源：SMM

图 15 铜矿长单 TC



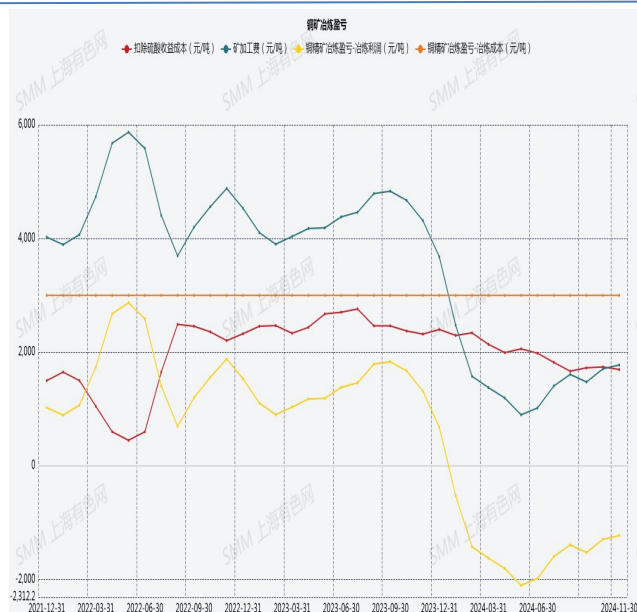
数据来源：SMM

图 16 进口铜矿加工费指数



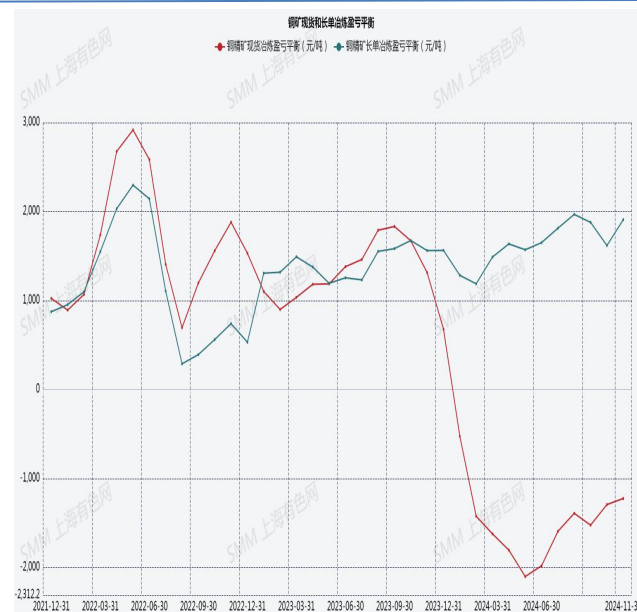
数据来源：SMM

图 17 铜矿冶炼盈亏



数据来源：SMM

图 18 铜矿现货和长单冶炼盈亏平衡



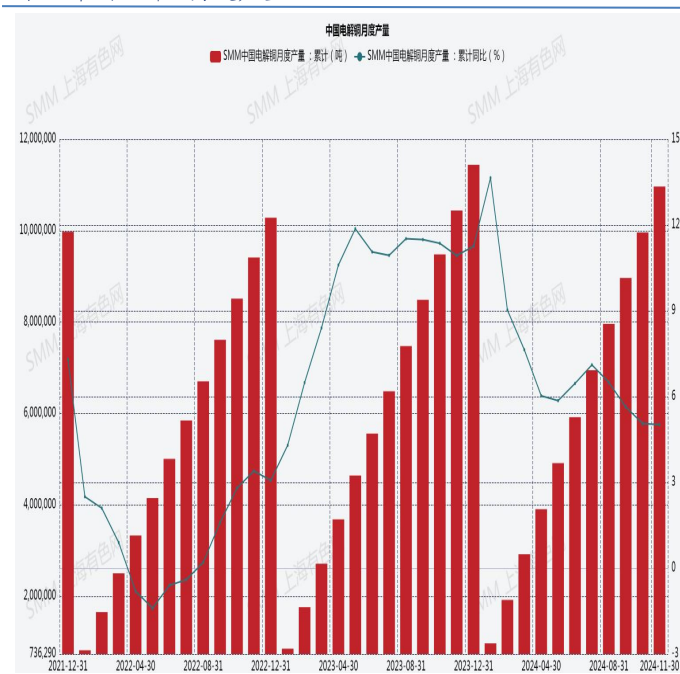
数据来源：SMM

（二）、矿冶矛盾持续，废铜供应或有增加

2025 年铜矿供应继续偏紧，产量增速维持低位，但冶炼端产量增速仍将快于矿产端。2024 年全球粗炼及精炼产能继续扩产，但鉴于加工费持续走低，冶炼厂利润减少，市场又转为预期部分冶炼厂会减产。国内冶炼端产能整体上较为充裕，国内政策严控冶炼铜新增产能扩张，有利于冶炼端加快消化过剩产能。对于国内冶炼厂减产进展情况，后期仍需走一步看一步，减产计划的不确定性依旧存在。据中金公司预计，2025 年全球精炼铜过剩将自 2024 年的 46 万吨收窄至 31 万吨。

SMM 数据，2024 年中国铜冶炼厂整体开工率平均值 85.48%，较 2023 年平均值 89.28% 回落近 4 个百分点。预计 2025 年铜冶炼厂整体开工率均值仍有一定幅度下滑。影响铜冶炼开工率的变量一方面是冶炼厂检修减产和环保限产，另一方面是加工费持续走低，冶炼厂利润减少，被迫导致冶炼厂开工率下滑。鉴于矿产端短缺，废铜原料进口标准放宽，废铜供给或将趋于宽松，有望缓解矿产端供应紧张带来的冶炼端减产压力。据 SMM 显示，2024 年 1-11 月，中国进口废铜 203.24 万吨，同比增长 13.76%，维持增长态势。预计 2025 年，废铜进口量仍将趋于增长。

图 19 中国电解铜月度产量



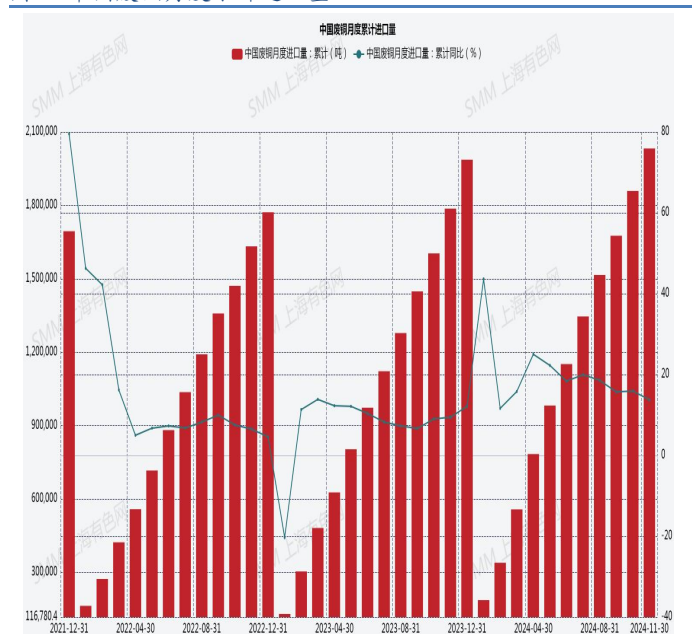
数据来源：SMM

图 20 中国电解铜冶炼企业开工率



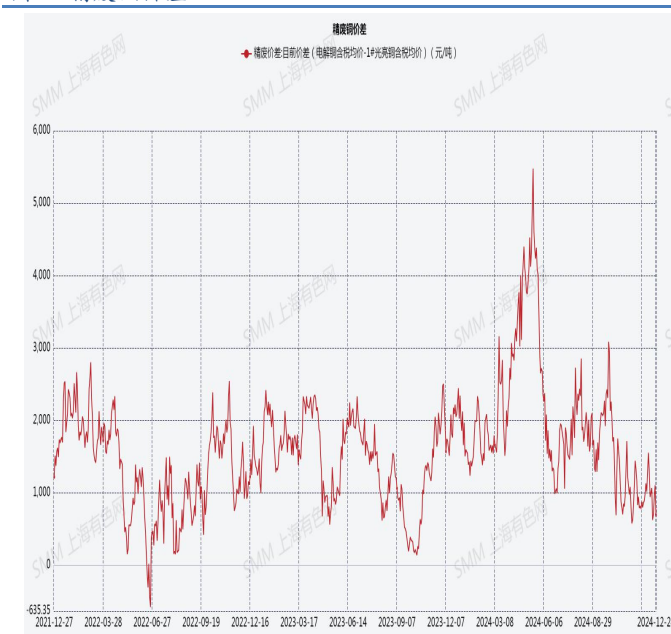
数据来源：SMM

图 21 中国废铜月度累计进口量



数据来源：SMM

图 22 精废铜价差

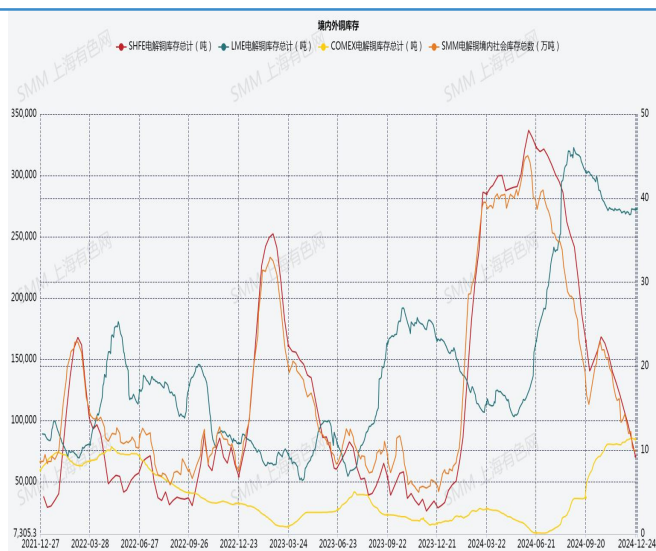


数据来源：SMM

(三)、下游现货商买跌不买涨，关注库存波动周期

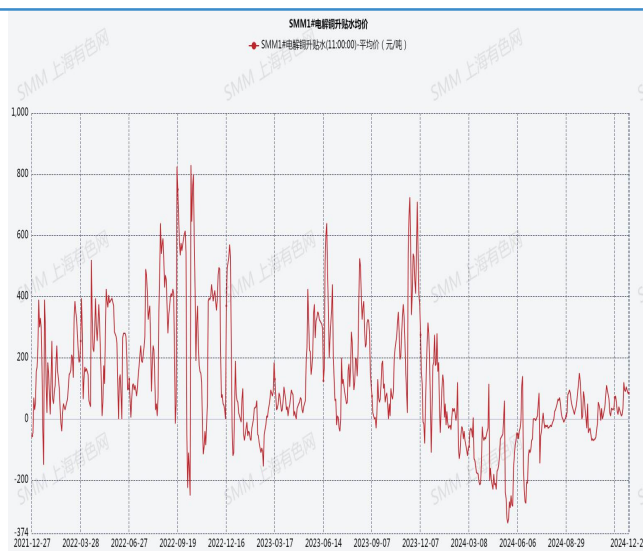
2024 年供应端收缩，现货偏紧，叠加需求端结构性增长趋势形成，导致境内库存回落。下游现货商坚持逢低买跌，不买涨的经营策略，降低采购成本。关注价格与库存周期联动，有助于研判价格波动方向。若现货产业面继续供需偏紧态势，被动去库周期与主动补库周期叠加，有利于铜价走出稳步震荡上行行情。

图 23 境内外铜库存



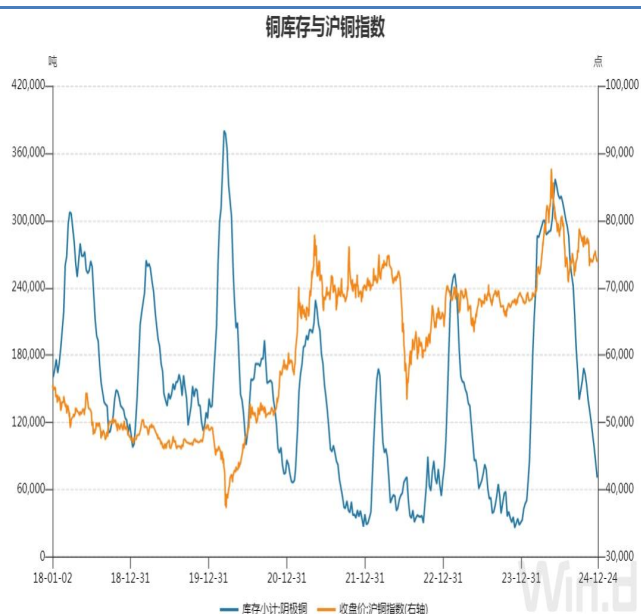
数据来源：SMM

图 24 SMM1#电解铜升贴水均价



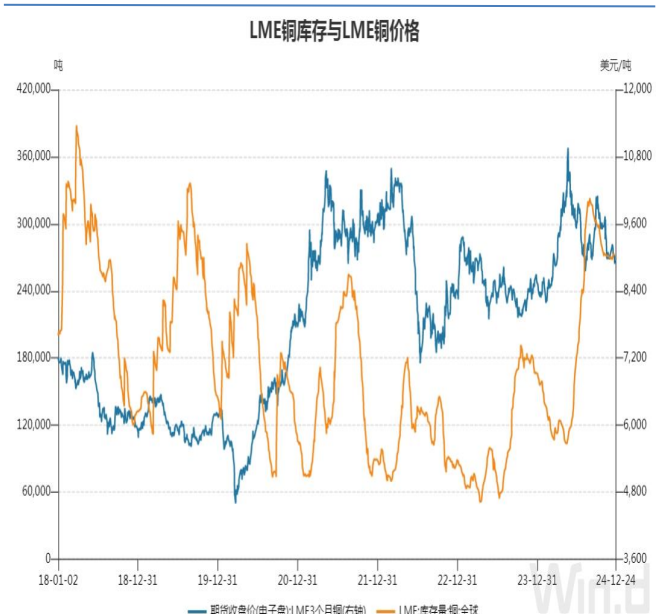
数据来源：SMM

图 25 铜库存与沪铜指数



数据来源：wind

图 26 LME 铜库存与 LME 铜价格



数据来源：wind

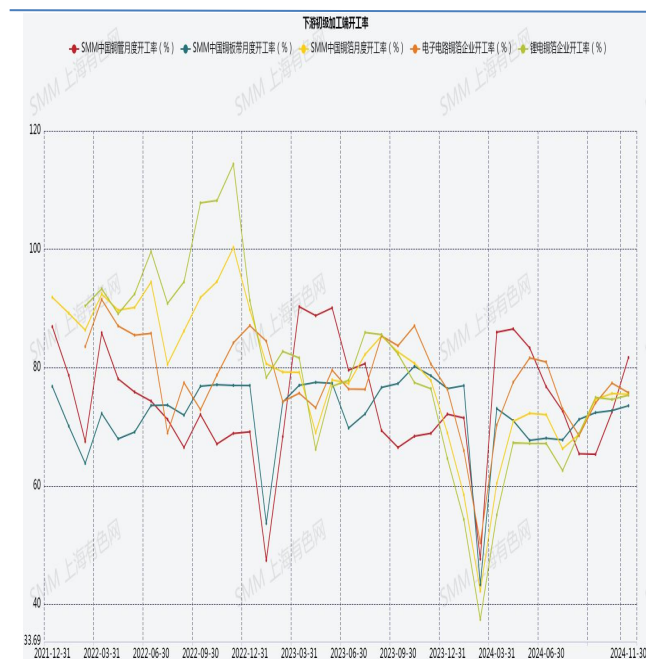
四、需求端结构增长是亮点，平抑传统需求波动

铜下游需求端主要集中在地产基建、汽车、电力等领域，鉴于目前国内宽松政策加码托底经济，市场对地产链条存在改善预期，但期望值并不会太高，毕竟中国的工业化和城镇化进程已趋于饱和，经济结构转型背后也是传统领域需求萎缩和新兴领域需求扩张的切换过程。中期增发国债托底地产基建后，有色金属在传统领域需求或将表现平稳。长期需求端会更加关注新能源产业链和 AI 革命对铜金属边际增量需求拉动。

（一）、铜材出口退税事件对下游初级加工端开工率影响有限

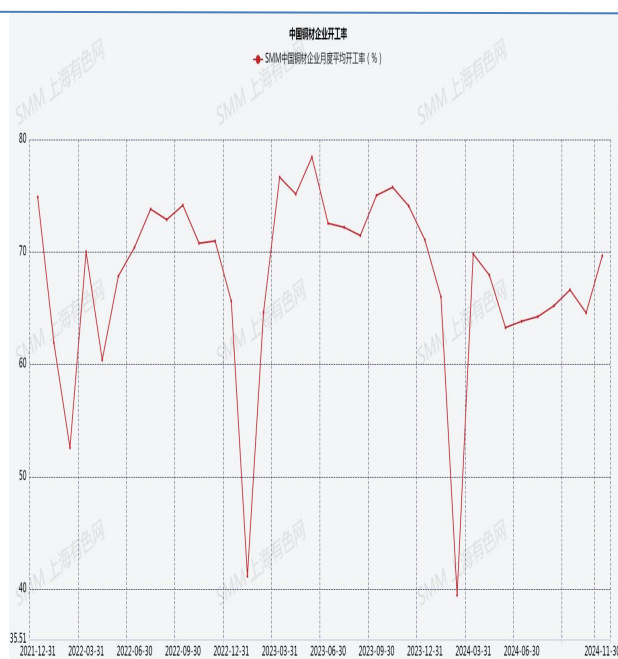
关于取消铜材出口退税事件，一方面是为应对后期美国加征关税影响而提前实施，缓解部分财政压力；另一方面，推动国内淘汰落后产能，优化供给端结构。鉴于国内铜材处于净进口状态，取消出口退税主要影响在于抑制出口，减少海外供应，外盘价格偏强于内盘，反过来又会抑制进口，国内铜供需关系将再度偏紧，长期对沪铜价格影响并非完全利空。短期市场情绪反应偏空，长期影响较为有限。

图 27 下游初级加工端开工率



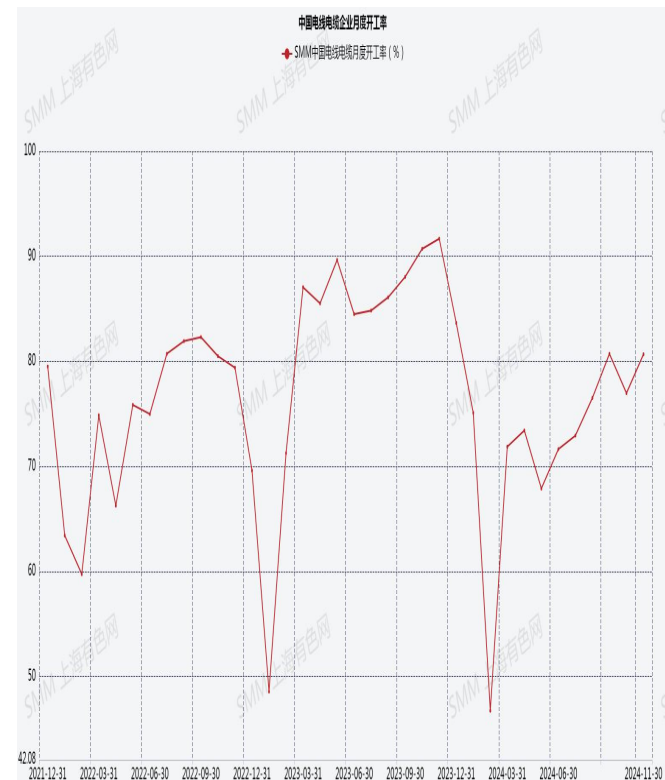
数据来源：SMM

图 28 中国铜材企业开工率



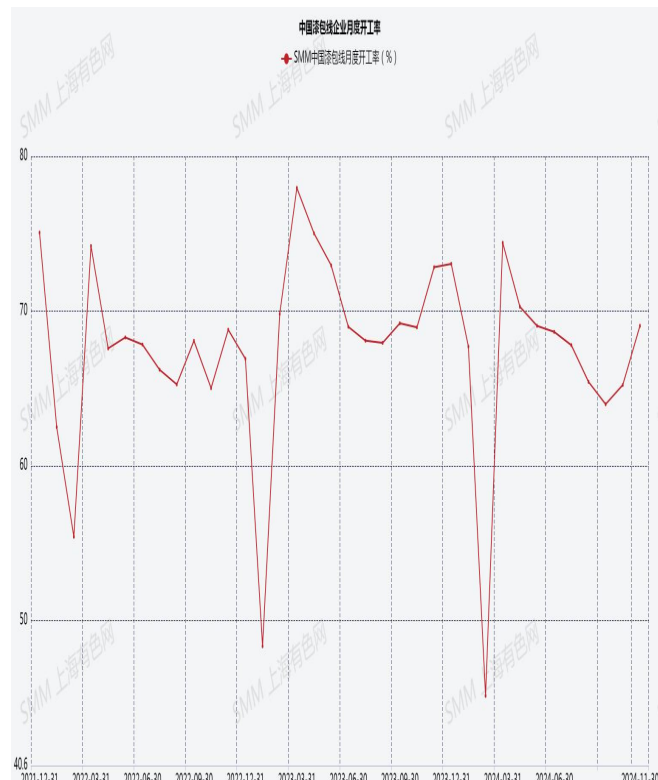
数据来源：SMM

图 29 中国电线电缆企业月度开工率



数据来源：SMM

图 30 中国漆包线企业月度开工率



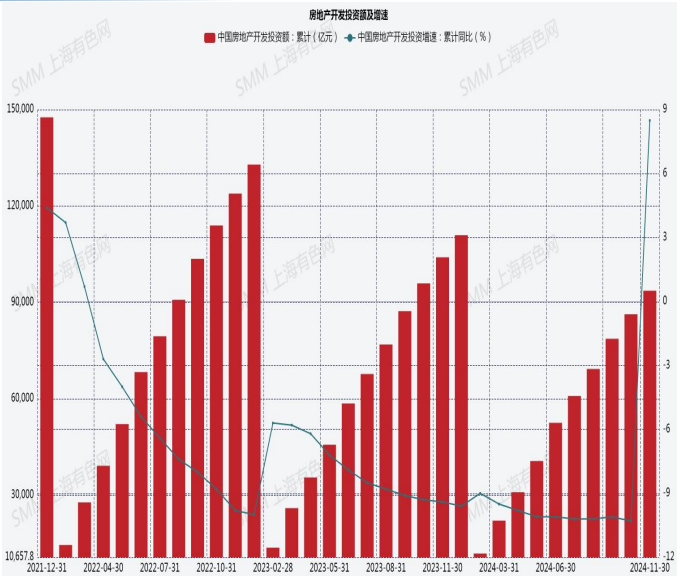
数据来源：SMM

(二)、房地产筑底回稳存预期，但实际效果可能有限

对于房地产领域，需要以经济转型思维看待长周期里总量萎缩，中短期政策支持房地产筑底回稳，但效果尚不明显。地产政策放松刺激对房地产投资、开工、销售影响仅是预期上的边际改善，总量上的拉动空间有限。过去 20 年，房价过度上涨，已透支未来，远远超过居民收入增幅。房地产能否回归健康，需求能否有效企稳，取决于房价能否向居民收入靠拢，或居民收入向上提升，靠拢房价。长期人口减少是不可逆趋势，地产供需关系已转为过剩，上行周期已结束。居民财富对地产配置逐渐减少，地产对经济增长贡献逐渐减弱，对夕阳行业地产不宜抱过高期待。2024 年 1-11 月，房地产开发投资额 9.36 万亿元，累计同比增速 8.49%，由负转正。2024 年 1-11 月，房地产新开工面积 6.73 万平方米，累计同比增速-23%，继续负增长。2024 年 1-11 月，房地产竣工面积 4.81 万平方米，累计同比增速-26.2%，继续负增长。2023 年竣工面积在保交楼政策助推下大幅改善后，2024 年竣工面积增速或受三年前地产周期见顶，期房销量高位回落影响而下滑。2024 年 1-11 月，商品房销售面积 8.61 万平方米，累计同比增速-14.3%，继续负增长。

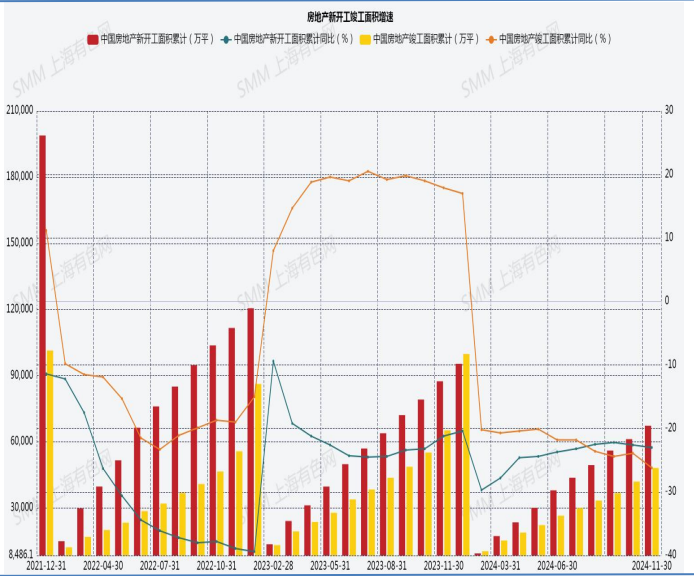
在房地产处于下行周期阶段时，基建和出口在一定程度上对冲了地产拖累。2024 年 1-11 月，中国基建投资增速 9.39%，延续增长态势，与政策发力托底有关。2024 年 1-11 月，中国出口累计同比增速 5.4%，延续增长态势，或与加征关税前的抢出口有关。2025 年关注美国加征关税对出口链影响，短期情绪上对有色金属影响偏负面。但铜材相关产品出口至美国的占比份额很小，实际影响有限。对于即将到来的贸易冲突，不必过度恐慌，经历了 2018-2019 年的锤炼后，再次应对贸易冲击，会更加从容淡定，办法总比困难多。过去中国企业通过供应链、产业链的出海、转口贸易的布局，以及去欧美地区投资建厂，已转移了部分加关税风险。目前，美国占中国出口份额比重已下降至 15%，东盟占中国出口份额比重已上升至 16%。美国对中国贸易顺差贡献已降至 37%，东盟对中国贸易顺差贡献已升至 19%。美国与新兴市场国家对中国贸易贡献方面，呈现出此消彼长的关系。

图 31 房地产开发投资额及增速



数据来源：SMM

图 32 房地产新开工竣工面积增速



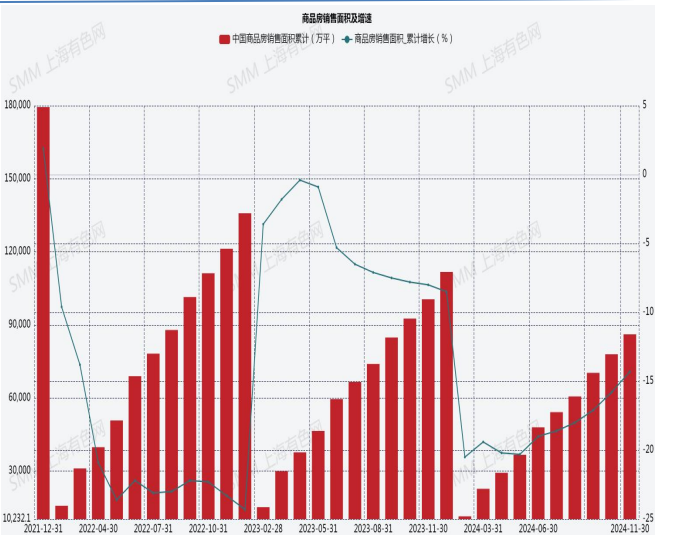
数据来源：SMM

图 33 中国出口、基建、地产投资增速



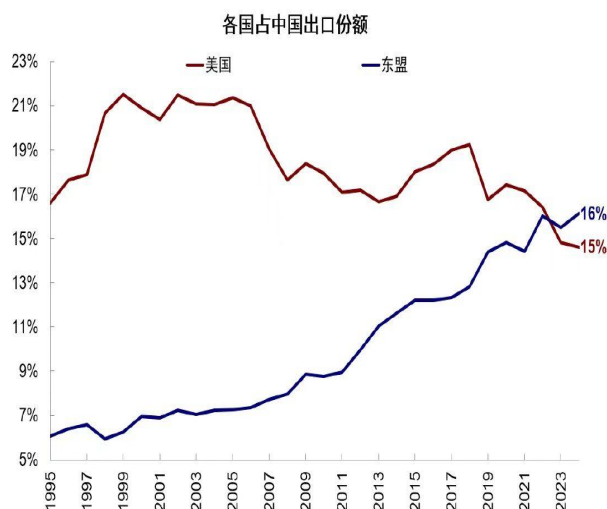
数据来源：wind

图 34 商品房销售面积及增速



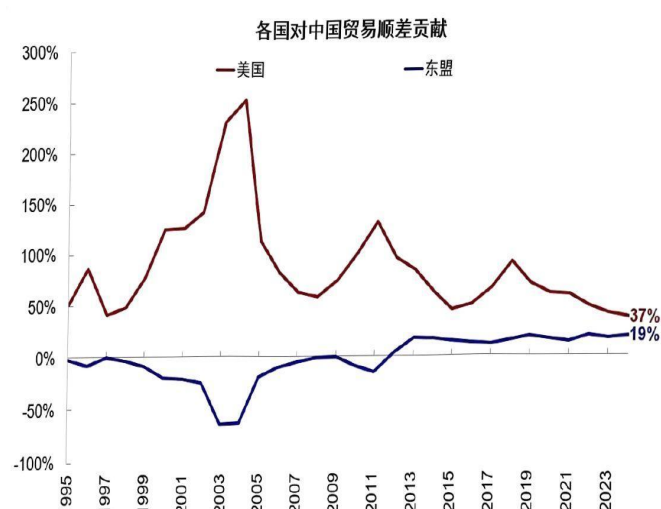
数据来源：SMM

图 35 美国与东盟占中国出口份额



数据来源: wind 中金公司

图 36 美国与东盟对中国贸易顺差贡献



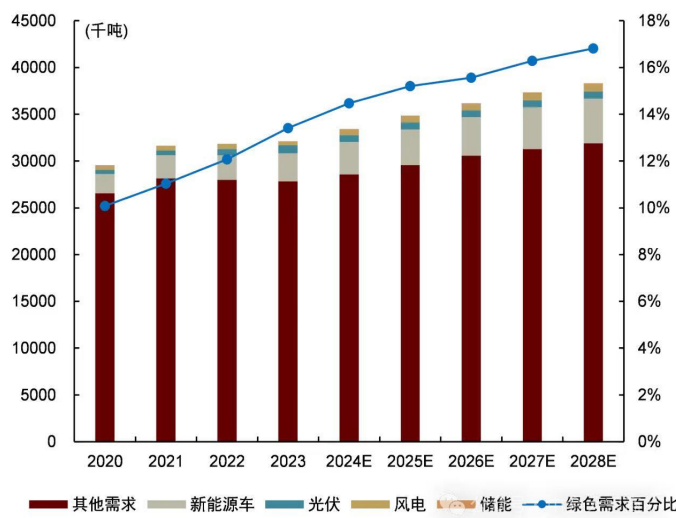
数据来源: wind 中金公司

(三)、铜在新能源和 AI 算力领域的需求占比逐步提升

在碳达峰、碳中和背景下,传统火力发电企业正逐渐向新能源发电运营商转型,预计到 2030 年,新能源发电量占比达 42%,2060 年新能源发电量占比达 80%。在发电结构转型过程中,电源侧、电网侧投资增速将会平稳增长。2024 年 1-11 月,电网投资完成额 5290 亿元,累计同比增速 18.7%。2024 年 1-11 月,电源投资完成额 8665 亿元,累计同比增速 12%。中国新能源汽车产销量保持稳定增长。2024 年 1-11 月,中国新能源汽车产量 1134.5 万辆,累计同比增速 35%。中国新能源汽车销量 1126.2 万辆,累计同比增速 35.63%。目前新能源汽车渗透率 40%,未来渗透率还有提升空间。汽车电动化和智能化对锂、钴、镍、铜、铝等有色金属增量需求拉动值得重点关注。

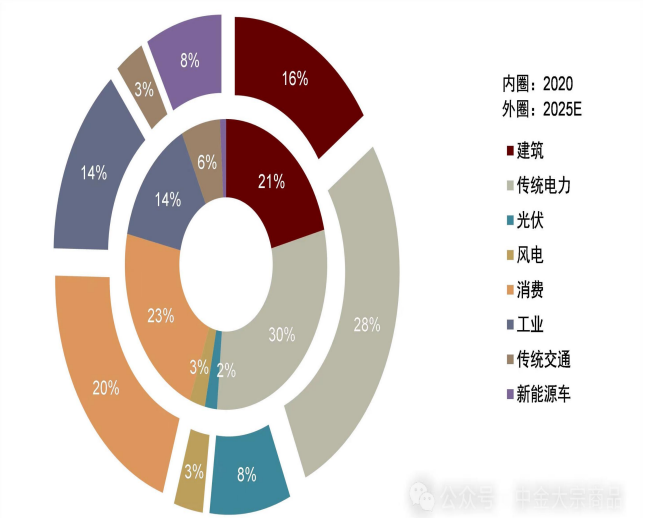
2025 年,铜在绿色需求领域占比 19.4%,已超过传统建筑领域需求占比。在 AI 应用需求方面,据机构数据显示,2023 年 AI 数据中心对铜需求为 20-50 万吨,未来 5 年的年均复合增长率或为 26%,预计 2027 年 AI 对铜的需求增长将达到 50-120 万吨,届时占全球铜总需求占比 3.3%。预计 2030 年 AI 对铜的需求可能会达到 260 万吨,届时占全球铜总需求占比 10%。AI 科技革命赋予了铜新质生产力元素,市场资金面关注度稳步提升。

图 37 铜在绿色需求预测



数据来源：转自中金公司研报

图 38 铜下游需求结构比较



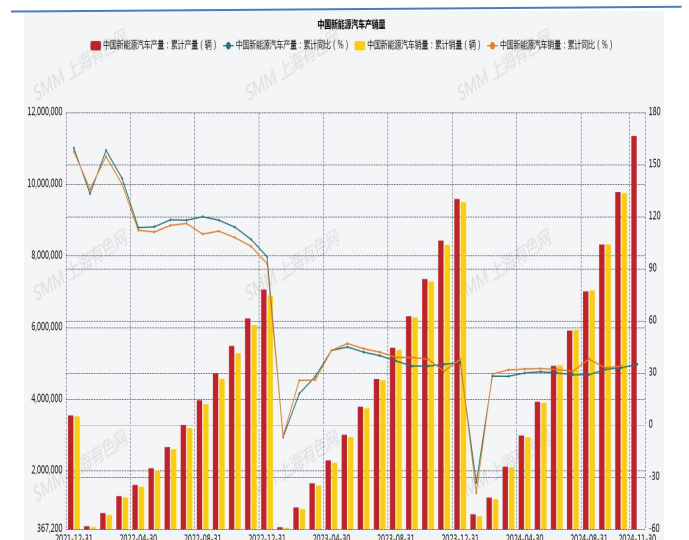
数据来源：转自中金公司

图表 39 铜在新能源领域需求情况

新能源应用领域	2021 年	2025 年	新能源不同领域中铜需求复合增速
光伏领域中的连接器、电缆、逆变器。光伏领域单位耗铜量每兆瓦 4 吨。	全球光伏新增装机量 170GW，耗铜量 69 万吨	全球光伏新增装机量 286GW，耗铜量 114.4 万吨	10.64%
风电领域中的电缆、发电机、变压器。风电领域单位耗铜量每兆瓦 6 吨。	全球风电新增装机量 40GW，耗铜量 24 万吨	全球风电新增装机量 112GW，耗铜量 67.2 万吨	22.87%
新能源汽车中的电池、电机、充电桩。新能源汽车单位耗铜量每辆 83 千克。	全球新能源汽车销量 625 万辆，耗铜量 51.88 万吨	全球新能源汽车销量 1800 万辆，耗铜量 149.4 万吨	23.56%
合计耗铜量	144.88 万吨	331 万吨	17.97%

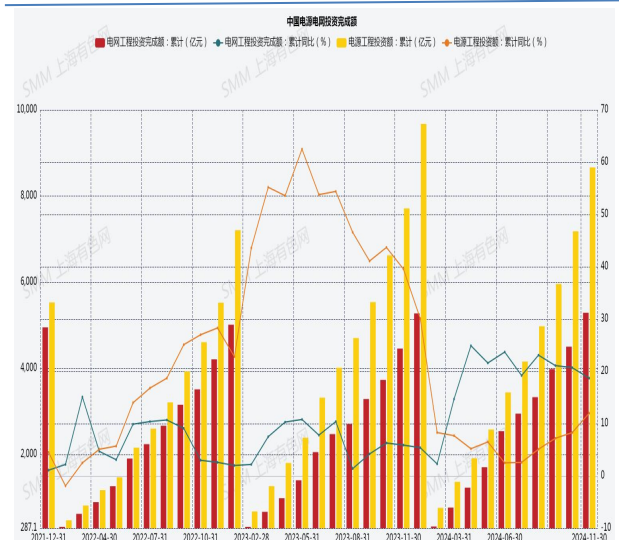
资料来源：中国光伏行业协会、国际铜业协会、全球风能理事会、EVTank、证券市场红周刊

图 40 中国新能源汽车产销量



数据来源：SMM

图 41 中国电源电网投资完成额



数据来源：SMM

五、展望—政策主导预期，供给约束增强，铜价运行区间抬高

2024 年，在复杂多变的宏观环境下，多空因素交织。市场降息预期兑现，国内政策积极转向，“人工智能+”新兴产业崛起，矿冶矛盾加剧等诸多因素共同作用下，铜价运行区间上台阶。但市场也在政策预期与基本面现实分歧中，保持一定理性，运行节奏上先扬后抑。

2025 年，为应对外部环境变化，国内宏观政策基调适度宽松与更加积极。货币政策由稳健转为适度宽松，财政政策举措将分批次，有节奏推出，赤字率进一步提高，或在一定程度上修复国内经济预期，铜价表现不悲观，运行区间或略有上移。市场最为关注的加关税事件，无论是从市场情绪波动还是实际需求影响上，都存在利空效应，但市场会将悲观预期提前进行消化，进而影响铜价运行节奏。

2025 年影响铜价的宏观变量：应对外部环境变化冲击，宏观政策加码发力，稳住内需（利多）；美国再通胀预期较强，美联储开启降息节奏放慢（利空）；贸易保护主义，加征关税预期影响全球经济增长（利空）；地缘政局军事博弈影响风险偏好（利空）。

2025 年影响铜价的中观变量：全球铜矿端产量增速放缓传导至冶炼端部分减产，矿产端与冶炼端供应同步收紧，供给增速较低（利多）；终端需求电力电网投资增速平稳（利多）；AI 算力需求爆发也拉动了电力系统耗铜量，铜也被市场赋予新质生产力概念，受到主力资金青睐（利多）；新能源车产销平稳（利多）；房地产筑底回稳效果不明显（利空）；加关税影响外需走弱（利空）。

交易面：外部环境变化加剧，国内政策加码发力，预期与现实博弈加剧，铜价波动区间或加大。铜价或在 68000-90000 元/吨区间震荡运行。68000-73000 元/吨或是箱体下沿底部区间，85000-90000 元/吨或是箱体上沿阻力区间。对于不及预期或超出预期事件，在仓位管理上，需做好防范。

免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价，交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，请交易者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证，不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。
2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。
3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。
4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

浙江新世纪期货有限公司

地址： 杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编： 310003

电话： 400-700-2828

网址： <http://www.zjncf.com.cn>