



2025年5月10日

## 宏观风险降温，铜价等待指引

### 核心观点及策略

- 宏观方面，中美经贸会晤暂缓贸易局势，美联储维持偏鹰立场延迟降息，欧元区经济意外回暖将延续宽松，美国短期受制于巨额债务压顶及经济下行压力，或倾向于态度软化和关税降级；国内方面，央行打出一揽子金融增量政策组合拳维稳市场信心，4月制造业PMI略有收缩，但工业企业利润增速超预期转正，加速经济内循环，驱动科技创新及推进高质量发展仍是基本路径。
- 基本面来看，现货TC负值扩大，4月进口稀少推高现货升水，洋山铜提单溢价创两年新高。传统行业呈现旺季特征，新兴产业(除光伏外)用铜增速稳健。全球库存大幅回落，国内进入低库存区间。
- 整体来看，海外宏观风险趋于降级，央行降准降息维稳市场预期，但宏观层面的利多出尽后铜价上行动能或缺乏新驱动，叠加前期技术性高位压力较大，铜价或有向下调整需求。基本面全球库存快速回落，中国新能源产业用铜增速稳健，经济内循环加速及积极与海外非美国国家和地区建立战略合作协议，铜价下方仍有强支撑。预计5月份铜价将在高位小幅回落后再度确认中期支撑，关注中美贸易谈判进展，以及全球制造业和经济增速表现。

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4月铜行情回顾.....	4
二、宏观经济分析.....	5
1、中美经贸会晤缓和局势，美联储按兵不动符合预期.....	5
2、美国制造业萎缩加剧，欧元区经济意外回暖.....	6
3、央行出台金融政策“组合拳”，4月制造业PMI轻微收缩.....	7
三、基本面分析.....	9
1、巴拿马铜矿复产谈判受阻，现货TC下行至-40美金/吨.....	9
3、4月精铜进口量预计回落，出口窗口小幅开启.....	14
4、海外库存陆续流向北美，国内进入低库存区间.....	15
5、电网投资需求回归，新兴产业同比增速下滑.....	16
四、行情展望.....	21

## 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 .....	8
图表 4 美欧制造业 PMI .....	8
图表 5 中国 GDP 增速 .....	9
图表 6 中国 PMI 指数 .....	9
图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势 .....	12
图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化 .....	12
图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化 .....	12
图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势 .....	13
图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势 .....	13
图表 12 中国铜材产量及增速变化 .....	13
图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化 .....	13
图表 14 中国精炼铜产量变化 .....	13
图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化 .....	13
图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化 .....	14
图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化 .....	14
图表 18 中国废铜进口单月变化 .....	15
图表 19 中国废铜进口累计变化 .....	15
图表 21 LME 铜库存 .....	16
图表 22 SHFE 和保税区库存走势 .....	16
图表 23 全球显性库存 .....	16
图表 24 COMEX 美铜库存 .....	16
图表 23 电源投资完成额变化 .....	20
图表 24 电网投资完成额变化 .....	20
图表 25 房地产开发投资增速变化 .....	20
图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化 .....	20
图表 27 空调产量增速变化 .....	20
图表 28 家用空调库存变化 .....	20
图表 29 汽车销量变化 .....	21
图表 30 新能源汽车产量及销量变化 .....	21

## 一、2025年4月铜行情回顾

2025年4月，铜价整体呈探底回升走势，伦铜从月初的最低8105美金反弹至4月底的9450美金，沪铜则在经历了今年第一次停板后逐渐企稳上行至78000一线，4月铜价波动较大但总体趋于上行。一方面，美国对等关税此前席卷全球并遭到伙伴国反制，全球经济增速预期被大幅下调，造成资本市场恐慌系统性风险，而后美国各类经济数据包括一季度GDP增速，非农就业人数以及消费者支出均呈现下滑，凸显经济的浅衰退压力，美国被迫调降对华关税并与伙伴国展开谈判，中美高层经贸会晤提振市场情绪，推高全球风险资产价格，叠加海外精矿供应中断TC负值走扩倒闭国内冶炼厂小幅兑现减产，供应端扰动难以缓解，另一方面，海外精矿供应趋紧延续，巴拿马铜矿重启谈判受阻，美铜关税溢价预期令非美地区精铜供应偏紧，现货TC负值持续走扩至-40美金/吨，国内库存进入低位区间，供应端扰动不断加剧持续提供较强的基本面支撑。截至4月29日，伦铜报收于9446.5美元/吨，月度跌幅为0.91%；沪铜报收于77600元/吨，月度跌幅达3.03%。4月人民币兑美元汇率大幅升至主因美国关税政策态度明显软化以及叠加美元指数走势疲软，沪伦比值上行至8.46一线，整体市场表现为内强外弱。

图表1 铜期货价格走势



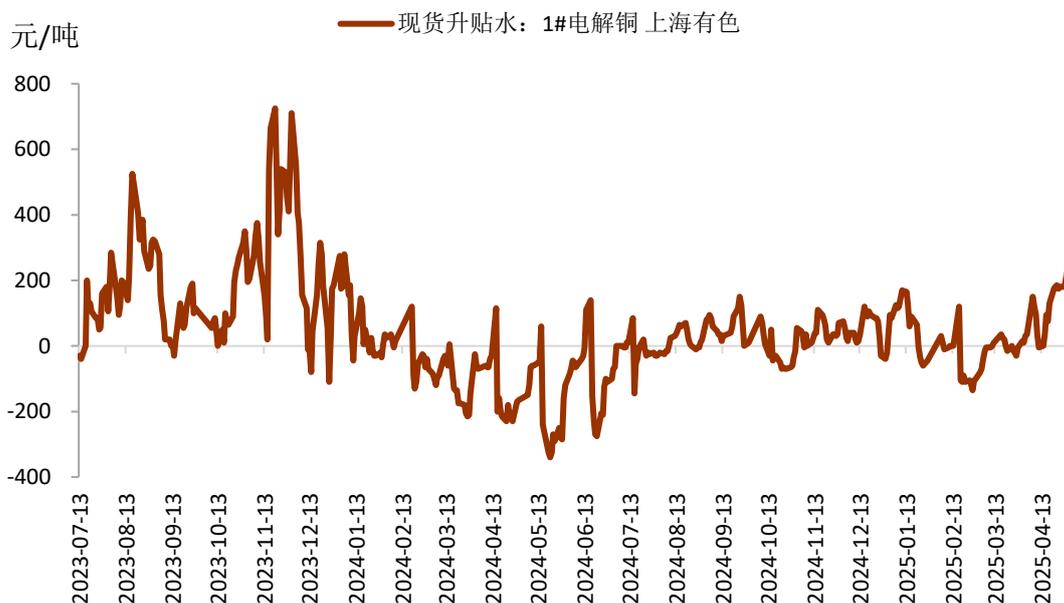
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4月以来，国内精铜终端消费维持平稳复苏，一方面铜价清明节后铜价大幅下挫给予下游逢低补库良机，另一方面电缆线企业积极复产，电网投资项目二季度陆续开展招投标。从电网投资端来看，省市级电网投资项目有序展开招投标，4月铜缆线企业开工率大幅升至81%，其中工程和地产类线缆订单和轨道交通类订单加快增长，房地产订单

敬请参阅最后一页免责声明

低迷程度改善；空调排产旺季带动下铜管开工率恢复至 9 成，出口转内销已成为行业共识，铜板带下游消费表现稳健，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减速明显。从初端加工来看，精铜杆 4 月开工率平稳，线缆终端订单快速恢复提振精铜杆企业积极复产并实现加工费上行，铜箔企业开工率维持在 5 成以上，主因新能源汽车产销渐入旺季行业发展动能十足，传统电子铜箔在印制电路板和覆铜板的需求同样坚挺；铜板带企业在光伏焊带和通讯领域订单出现减速，主因光伏供给侧改革背景下光伏组件需求锐减。4 月社会库存持续回落至 12 万吨的年内低位，现货由从升水重心持续走高，整体运行区间在+10 至+280 元/吨之间。华东 8mmT1 电缆线杆加工费回升至 650-800 元/吨，较上月上调 150-200 元/吨，主因线缆企业订单表现较为充沛拉动铜杆企业积极生产。从近月盘面结构来看，近月 B 结构持续走扩，主因国内国内 4 月去库速度较快且绝对基数偏低，虽然 4 月部分冶炼厂未能主动兑现减产预期但进口货源因贸易战影响部分受阻导致供应偏紧局面，关注 5 月进入传统消费旺季后低库存情况的持续时间。整体预计 5 月传统行业消费将平稳复苏，新兴产业将提供需求增长的新势能，预计内贸铜的现货升水重心将持续走高。

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、中美经贸会晤缓和局势，美联储按兵不动符合预期

4 月美国对等关税落地后，贸易伙伴国纷纷展开反制措施，此后美国各项的重要经

济数据均出现走弱迹象，其中美国一季度 GDP 季环比增速下降 0.3%，消费者支出下降，短期通胀预期迅速上升，凸显其经济面临滞涨和浅衰退风险，而后特朗普在近 20 天的时间里态度反复无常，先是讨论临时豁免进口汽车和零部件的可能性，又是单方面表态将于中国在一个月内达成协议，此后又宣布将成立中国工作小组处理相关事宜，最后暗示对华关税将大幅下调至 55%-60% 的区间，结果却得到的只是中方坚决的立场和强硬的回应。我们认为牵制美国的核心在于今年 6 月份美国将有近 6.5 万亿的美债到期，其需要买新还旧支付利息，但自从 4 月初贸易战开启以来，美国 10 年期债券收益率已大幅飙升至 4.5%，且目前美联储的联邦基金利率维持在 4.25%~4.5% 的高位区间，若新债发行的利率过高，美国政府将无力承担其高额利息支出，由于我国长期持有巨额的美债规模，一旦短期大量抛售美债，美债收益率将大幅飙升或触发全球美债违约甚至崩盘风险。日前商务部发表声明称，中美经贸高层会晤将于 5 月 9 日在瑞士展开谈判，中方表示在充分考虑全球期待、中方利益以及美国业界和消费者呼吁的基础上同意与美方举行会谈，整体立场凸显大国姿态，同时美方表示其当前的核心诉求是重塑美国制造业，提高消费者收入，以及减少对债务融资的依赖，美国财长和贸易代表均表示，与中方官员的交流具有建设性，预计本轮中美会谈或将一定程度缓解当前双方紧张局势，并且为推动更深入和更广泛的交流奠定基础，资本市场风险偏好有所回升。

美联储 5 月议息会议如期按兵不动，会议维持联邦基金利率至 4.25%~4.5%，鲍威尔会后表示，当前政策立场良好无需急于降息，由于特朗普政府在贸易、移民和财政政策以及监管等方面仍在不断演变，对经济中长期的影响高度不确定，而美联储有能力等待更多的数据信息后再调整政策立场，美国经济仍然具有韧性，当前通胀已被控制在低位区间，6 月降息的门槛仍然相当高，我们认为美联储年内首次降息时点不会早于今年第三季度。

## 2、美国制造业萎缩加剧，欧元区经济意外回暖

美国 4 月 ISM 制造业 PMI 降至 48.7，低于前值的 49，萎缩边际扩大，分项数据中工厂订单指数升至 47.2 (环比+2%)，连续第三个月下降，工厂产值分项指数大幅下挫至 44 (环比-4%)，就业指数录得 46.5 (环比+1.9%)，企业下游订单乏力拖累产出放缓，工厂招聘人数出现明显下滑，企业为躲避关税提前进口原料也已接近尾声，导致进口指数同样下滑，而物价支付指数则大幅升至 69.8 (环比+0.4%)，数据显示虽然能源价格下降，但其他投入品的支付价格仍处于上升趋势，企业面临多层面成本上行的压力，库存指数降至 50.8 (-2.6%)，显示生产商正保持低库存状态，在贸易政策不确定较强背景下企业难有补库和扩张动力，我们认为美国对等关税正对美国本土制造业形成较强的供应链扰动，总体来看，美国制造业萎缩程度加剧且并未摆脱下行风险，关税政策带来的负面影响或倒逼美国政府趋于关税降级。

欧元区一季度 GDP 季环比初值意外增长 0.4%，高于预期和前值的 0.2%。其中“火车头”德国一季度 GDP 环比增长 0.2%，法国 GDP 环比增长 0.1%，意大利则意外增长 0.3%，数据显示贸易战对欧洲经济的负面影响并未完全体现，虽然欧央行多次警告称关税抑制经济增长并对消费支出将形成直接影响，欧元区已经做好了零增长的准备，此前市场担忧对外依存度较高的德国将受到一定冲击，美国对钢铁、铝和汽车关税将直击德国等外向型经济，但新任德国政府正计划投资巨额用于加强国防和基础设施建设，也令市场看到有利前景，此外，中欧全面取消相互交往限制传递合作强音，也令两地深化合作携手共同发展铺平道路。我们认为欧元区的经济反弹更多来自于其渐进式宽松的货币政策，市场预期欧央行将于 6 月开启第 8 次降息，一路既往保持政策的连贯性，虽然其 4 月核心 CPI 同比升至 2.7%，为 8 个月以来的最高水平，但短期通胀或可归因于复活节等季节性因素，欧元区 3 月失业率小幅升至 6.2%，但总体风险仍然可控，拉加德表示欧央行非常接近完成通胀率回归 2% 的目标任务，贸易战对欧元区通胀的影响不太确定，欧元的短期走强以及能源成本下降都将缓解价格压力，我们预计在美元避险地位受到挑战的背景下，欧央行或无惧汇率下贬值风险，仍将采购宽松的货币政策以提振欧元区经济。

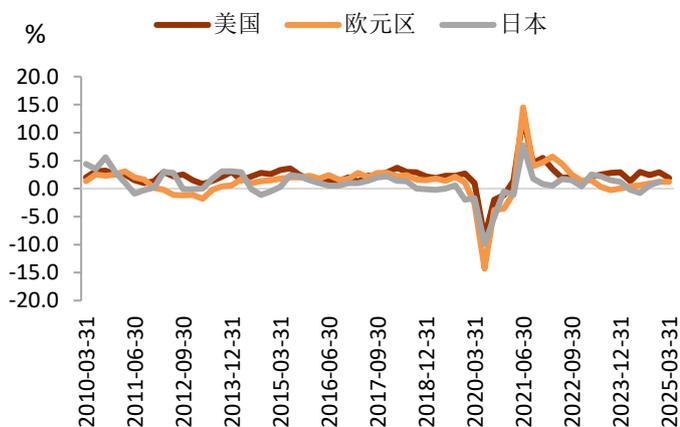
### 3、央行出台金融政策“组合拳”，4 月制造业 PMI 轻微收缩

央行 5 月初宣布下调 7 天逆回购利率 0.1% 至 1.4%，为去年 9 月份以来的第二次降息，央行宣布下调降低存款准备金率 0.5%，预计将为市场释放中长期流动性约 1 万亿元，本次降准后存款准备金率已经来到了 6.2%，并阶段性地将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率由 5% 调降至 0%。此后央行又宣布降低个人住房公积金贷款利率 0.25%，其中五年以上的首套房贷款利率由 2.85% 进一步下调至 2.6%。此外，央行宣布增加 3000 亿元的科技创新和技术改造再贷款额度，由目前的 5000 亿元增加至 8000 亿元；持续支持“两新”政策的实施，即大规模设备更新和消费品以旧换新，并设立 5000 亿元的服务消费与养老再贷款，引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持，以及增加支农支小再贷款额度 3000 亿元，并调降再贷款利率，与调降再贷款利率的政策形成协同效应，支持银行扩大对涉农小微和民营企业的贷款投放。本次央行出台的一揽子金融政策将极大地提振我国资本市场信心，扩大内需激发市场活力，全力推进科技创新和高质量发展，为我国中长期经济发展势头平稳向好打下坚实基础。

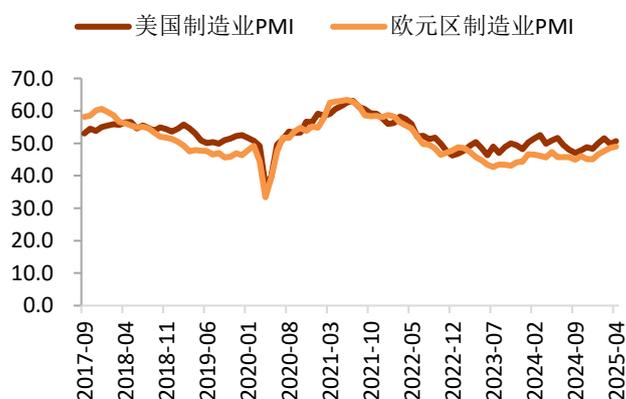
中国 4 月官方制造业 PMI 降至 49，环比下降 1.5%，呈现轻微收缩，其中大型企业 PMI 降至 49.0，环比下降 2.0%，中小企业 PMI 分别为 48.8% 和 48.7%，下降迹象明显，分项来看，生产指数环比下降 2.8% 至 49.8，新订单指数下降 2.6% 至 49.2，表明制造业生产活动加快市场需求景气度逐渐改善；原料库存指数简直 47，环比下降 0.2%，表明制造业企业主要原材料库存小幅下滑，而从业人员指数降至 47.9，环比下降 0.3%，表

明企业用工景气度继续回落，整体制造业生产活动略有放缓，对外依存度较高背景下制造业市场需求呈现一定降温迹象也符合预期。我国一季度工业企业利润同比增长 0.8%，一举扭转连续三个季度利润下滑的颓势，其中一季度装备制造业利润同比增长 6.4%，拉动全部规上工业利润增长 2.0 个百分点，成为规上工业利润增长的重要支撑。装备制造业的 8 个行业中有 7 个行业利润实现增长，其中，铁路船舶航空航天、仪器仪表、专用设备等行业利润增长较快，分别增长 59.7%、15.3%、14.2%。一季度，在航空航天产业高速发展的背景下，航空航天器及设备制造利润增长 23.9%；人工智能领域创新持续推进，带动智能消费设备制造、电子工业专用设备制造、电子器件制造等行业利润分别增长 63.7%、59.9%、55.3%；医疗器械高质量发展效果显现，医疗仪器设备及器械制造利润增长 12.5%，其中医疗诊断监护及治疗设备制造、康复辅具制造等行业分别增长 26.7%、25.0%。整体上我国经济总体企稳向好的势头并未改变。在大规模设备更新相关政策带动下，专用设备、通用设备行业利润同比分别增长 14.2%、9.5%，其中，电子和电工机械专用设备制造、通用零部件制造、文化办公用机械制造等行业利润快速增长，增速为 56.3%、24.6%和 9.5%。整体来看，3 月的外需抢出口和两新政策持续推动企业利润回升。

图表 3 发达国家 GDP 增速



图表 4 美欧制造业 PMI

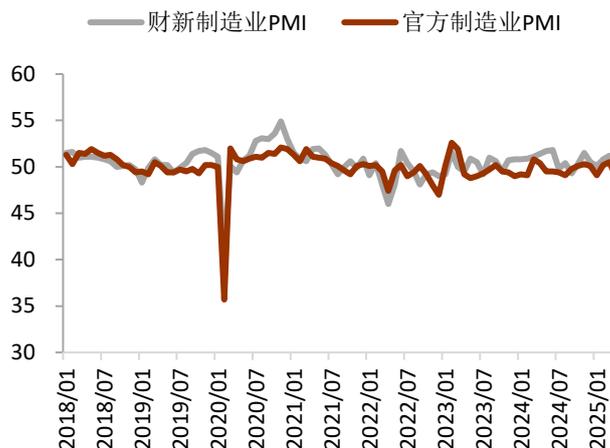


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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、巴拿马铜矿复产谈判受阻，现货 TC 下行至-40 美金/吨

4 月现货 TC 延续下滑并一度扩大至-40 美金/吨，市场对精矿中期供应趋紧担忧不断深化，2025 年精矿供应增速预期或进一步下调至 2.7%。虽然第一量子已经撤销了对项目的国际仲裁但，巴拿马总统穆利诺拒绝与第一量子公司签订新的采矿合同法案，声称任何新的采矿法需要国民议会的批准，该项目是属于政府和及其人民的结构；位于秘鲁年产超 40 万吨的安塔米纳铜矿于 4 月底突发矿难，致其一名运行经理身亡，目前项目正暂停运营开展事故调查；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，总体我们将 2025 年全球精矿供应增速将从 2.9%降至 2.7%，2026 年将进一步下滑至 1.4%，近年来铜价重心不断抬升后供应链危机不断深化。

尽管第一量子公司撤销了对巴拿马铜矿的国际仲裁诉讼，但巴拿马总统穆利诺并未就项目重启与该公司展开谈判。其表示，巴拿马不会向第一量子公司提供新的采矿合同法，任何与合同相关的新采矿法，例如被前任政府认为违宪的 406 法案，都将通过国民议会的批准，目前议会不支持这样的协议，其认为巴拿马铜矿应属于巴拿马及其人民的结构，如果决定永久关闭这座矿山，由于其规模庞大，整个过程大约需要 15 年的时间，2023 年 Cobre Panama 铜矿年产量超过 33 万吨，占巴拿马全国 GDP 的比重达 5%。

艾芬豪-紫金旗下位于非洲刚果金的卡莫阿-卡库拉铜矿 4 月产量创纪录达 5 万吨，处理矿石平均品位达到 4.19%，其中 4 月于去年二季度提产投产的 3 期项目产能爬坡顺利，平均回收率已高达 87.4%，超过设计回收率的 86%，3 期选矿厂的大多数矿石均来自于地下矿山，预计项目的地下开拓工程将于今年四季度完工，届时 3 期选矿厂入选铜

的平均品位将上升至 3%。

季报显示，嘉能可今年第一季度铜产量达 16.8 万吨，同比大幅下降 30%，环比下降 31%，主因其他位于智利的 Collahuasi (科亚瓦西) 铜矿一季度权益产量仅为 3.53 万吨，同比骤降 45.4%，该项目受品位和回收率下降以及矿山开采顺序和水资源限制等因素的影响，一季度 Collahuasi 同比环比均有所下降，预计等到新的海水淡化厂投入使用后，水资源限制才能有望得到缓解。此外，旗下位于非洲刚果金的 Katanga 铜矿今年一度产量达 4.7 万吨，同比减少 13%；旗下位于秘鲁的安塔米纳铜矿一季度权益产量为 3.3 万吨，同比下 8.6%。嘉能可维持 2025 年铜产量指引区间 85-91 万吨不变。

季报显示，MMG(五矿资源)今年一季度铜产量为 11.8 万吨，同比大幅增长 76%，主要得益于旗下 Las Bambas 和 Kinsevere 铜矿产量的提升。旗下位于秘鲁的 Las Bambas 一季度权益产量达 9.6 万吨，同比大幅增加 71%，主要得益于更高的选矿品位（铜品位为 0.88%，去年同期为 0.54%），以及冶金回收率提高（由 2024 年第一季度的 86.2% 提升至 88.1%），其中 Ferrobamba 和 Chalcobamba 矿坑的采矿活动保持稳定，推动本季度采矿量达到创纪录高位。旗下位于南非的 Khoemacau 铜矿一季度产量为 1.06 万吨，环比增长 4%，主要由于采矿顺序导致矿石品位提高，然而博茨瓦纳却遭遇了五十年一遇的破纪录降雨量，导致选矿量降低，部分抵消产量的增长。2025 年 MMG 铜产量目标为 46.6-52.2 万吨。

ICSG(国际铜研究小组)最新数据显示，2025 年 2 月全球精炼铜产量为 220 万吨，消费量为 214 万吨，2 月精炼铜市场供应过剩 6.1 万吨，1 月则为供应过剩 9 万吨，供应过剩格局有所缓解。根据智利国家统计局数据，今年 3 月智利铜产量达 47.7 万吨，同比增长 9.1%，3 月智利从大规模停电事件中缓解过来，北部矿区产量干扰影响不大。CodeIco(智利国家铜业)2025 年 4 月产量回升至 10.5 万吨，同比增长 22%，其董事长表示，虽然获取关键矿产地缘政治风险加剧，但中美和新兴市场国家的需求仍然强劲，CodeIco 仍将致力于恢复矿山产出、加大投资新建矿山以及扩大老化矿山中更丰富的矿床。

## 2、4 月国内电铜产量再超预期，废铜供应有效弥补矿端缺口

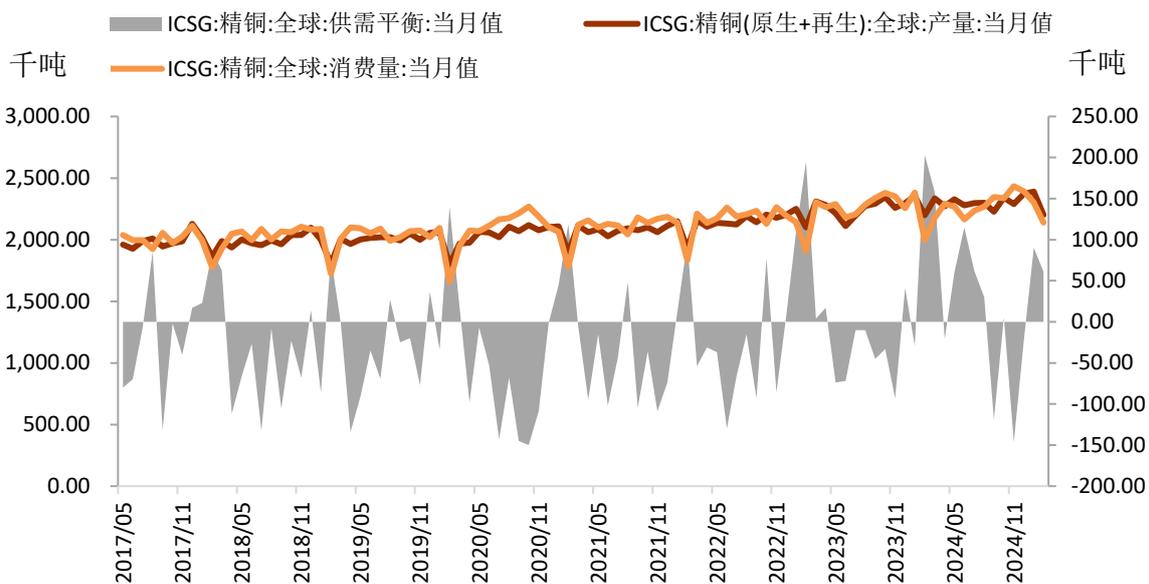
SMM 数据显示，我国 4 月我国电解铜产量为 112.6 万吨，同比+14.2%，今年 1-4 月我国电解铜累计产量达 431.98 万吨，同比+17.3%。4 月份全国主要冶炼厂产能利用率高位运行，企业检修范围较小。虽然铜精矿 TC 负值持续走扩令冶炼端利润大幅收缩，但副产品价格坚挺支持大中型炼厂产量高位运行，出口窗口小幅开启也引导部分炼厂交仓 LME 亚洲库。

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。废铜的持续稳定供应将成为重要变量。4 月以来，冶炼

厂现货加工费亏损幅度扩大，4月大中型炼厂兑现部分小幅减产预期但总体维持产能利用率的高位，减产影响范围有限，与此同时，冶炼厂积极采购废铜和阳极板进行冷料补充维持正常生产应对旺季需求来临，今年以来我国废铜产粗铜的比例已跃升至近20%，创近几年以来新高，2月我国国内废铜供应量同比增加23万吨，增速高达33.8%，有效对冲了进口废铜下降的缺口。海关数据显示，1-3月我国废铜累计进口57.2万吨，同比仍然增长2.8%，但预计4月后因美国232调查影响，我国废铜进口量将有所回落，2024年我国进口美国废铜量达43.9万吨，折合铜金属量约38万吨。

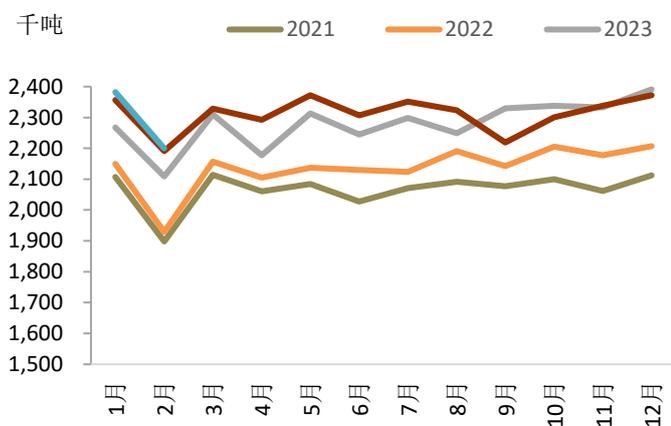
海外方面，2024年海外精铜总产量达1420万吨，同比仅增1%。从海外精铜新增产能来看，今年全球的增量主要集中在非洲刚果的湿法项目以及印尼和俄罗斯等冶炼项目，其中包括洛阳钼业旗下的KFM和TFM项目去年产能爬坡极为顺利，TFM五条线已全部投入运营，洛阳钼业预计2025年铜产量将进一步升至65-70万吨。火法方面，印尼的Gresik扩建项目仍在爬产中，预计今年产量将达25-30万吨，中色股份旗下的印尼Amman的22万吨冶炼厂已于去年三季度举行开工仪式，3月底成功生产出首批阴极铜，符合LME交易所规定的A级交割标准，将进入爬产周期；自由港旗下的Manyar冶炼厂去年10月突发火灾导致冶炼产能一直处于关闭状态，目前自由港正在积极寻求延长铜精矿出口许可证期限的方案，印尼政府表示将额外征收7.5%的精矿出口关税，把要求自由港公司尽快恢复冶炼厂运营，此外印度的Adani(安迪纳)50万吨粗炼装置已经投产但投产时间均迟于预期；此外，日本Sumitomo冶炼厂预计今年产量将达45-48万吨，同比增长较为有限，总体海外精铜产量释放主要集中在Amman、Adani和Manyar，预计今年三家冶炼厂精铜增量在50-60万吨左右。整体，我们预计5月国内精铜产量将维持在110-113万吨。

图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

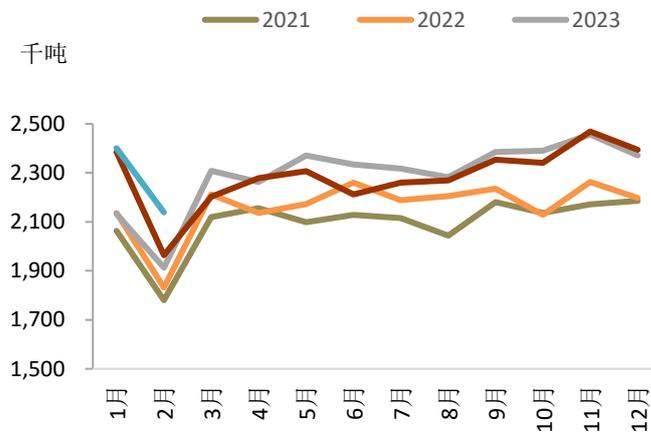


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化

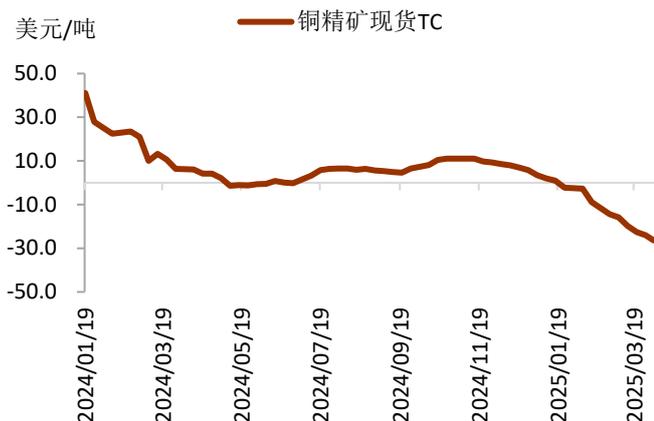


图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化

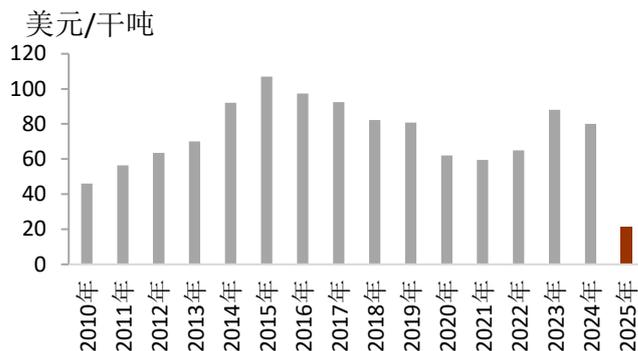


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

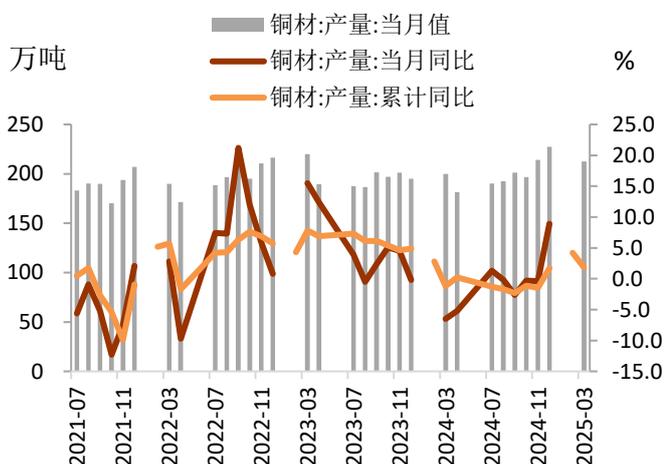


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

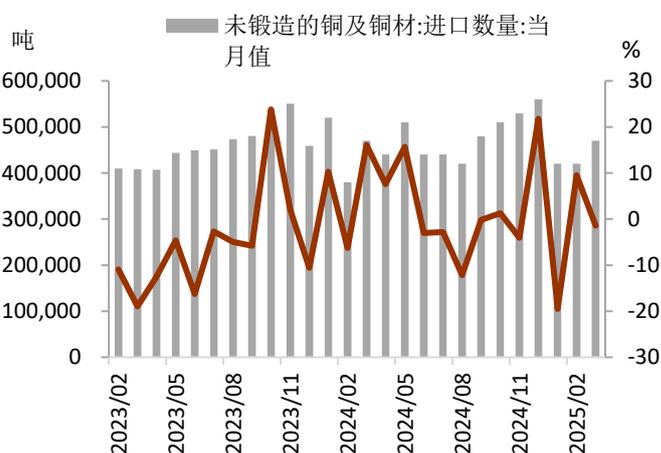


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 12 中国铜材产量及增速变化

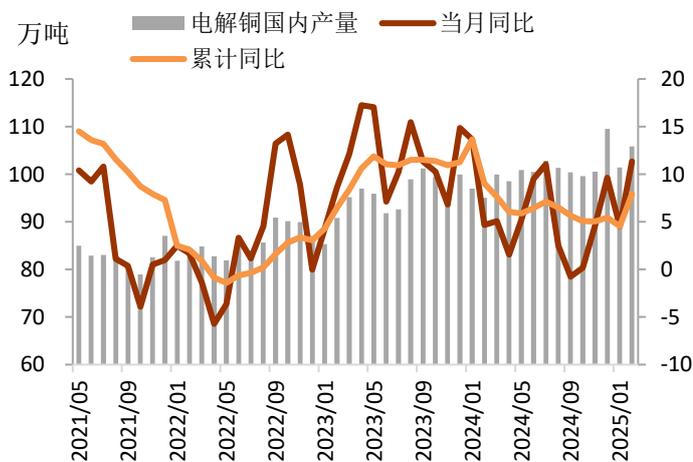


图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

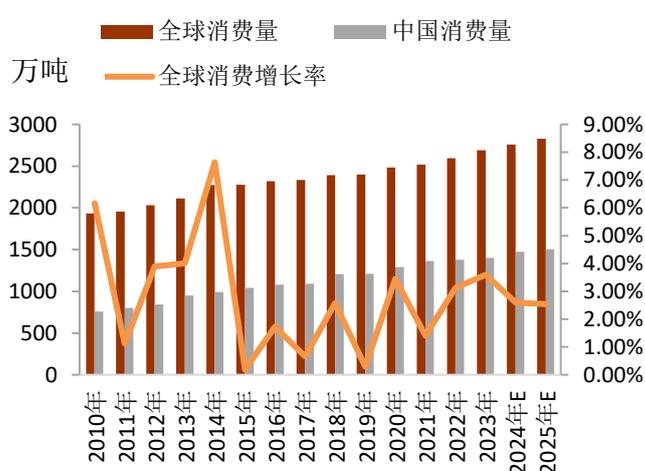


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 14 中国精炼铜产量变化

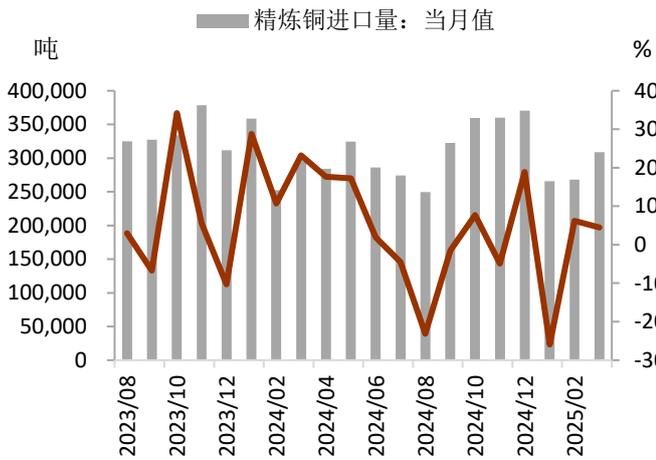


图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化

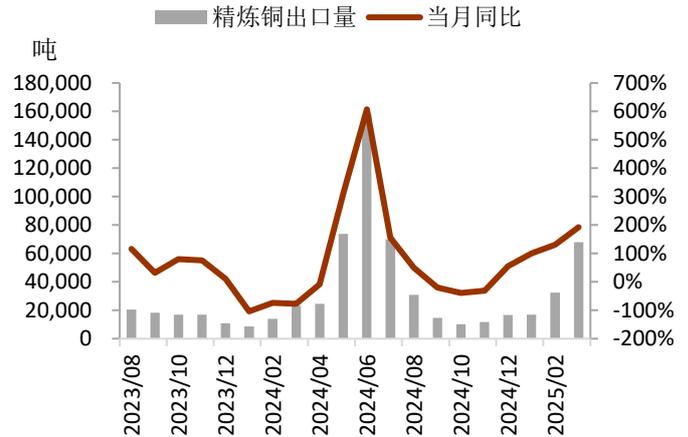


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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



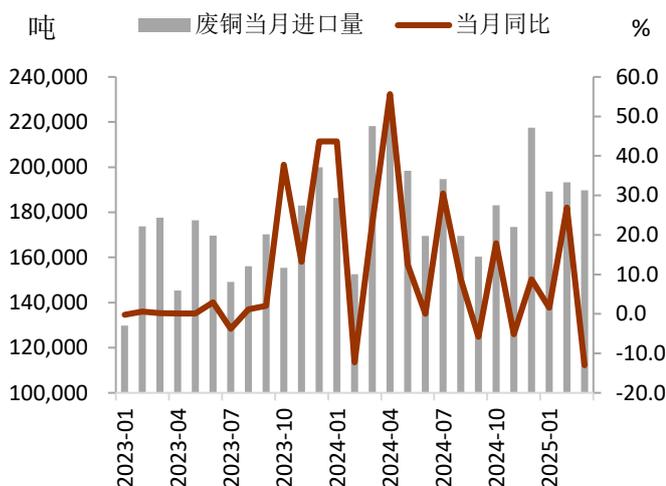
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 3、4 月精铜进口量预计回落，出口窗口小幅开启

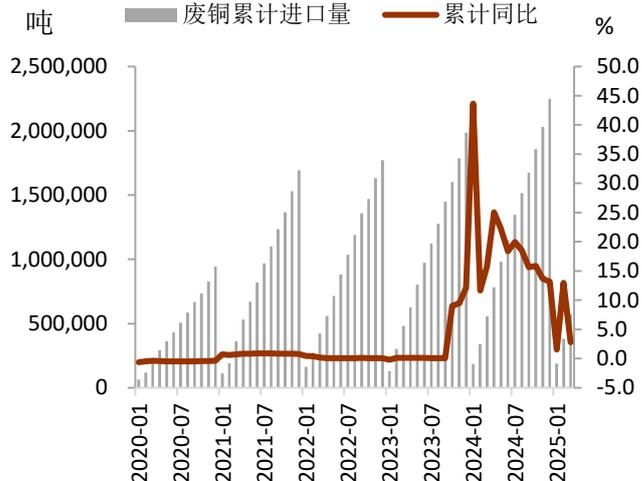
海关数据统计，今年 1-3 月我国未锻造铜及铜材累计进口量为 138 万吨，同比+6.9%；1-3 月铜矿砂及精矿进口量为 698 万吨，同比+5%；1-3 月精炼铜进口量达 90.7 万吨，同比+21.5%，其中 3 月进口量为 29.5 万吨。4 月出口窗口维持小幅开启状态，国内冶炼厂积极交仓 LME 亚洲库，非洲货源到港量有所下滑，关税溢价预期下南美货运仍优先选择发往北美仓单进行交仓。COMEX-LME 的美金溢价维持在 500-800 美金，虽然从高位大幅回落但两地市场仍存一定溢价空间。

4 月洋山铜提单溢价最高升至 110 美金上方，主因南美优质进口货源稀少，剔除人民币汇率因素后沪伦比值波动区间维持 1.12-1.14，进口亏损扩大主因洋山港仓单和提单美金升水逐渐走高，仓单溢价高位持续上行拉动内贸铜升水重心上移，最高升至 300 元/吨，国内消费虽进入旺季复苏周期但高升水部分阻挡下游补库意愿，从进口的角度来说，国内贸易企业进口意愿并未受到内贸现货高升水的拉动，主因在计算实际进口盈亏时往往需要剔除国内升水。虽然 COMEX 美铜溢价回落，但海外库存仍向北美地区倾斜，非美地区形成局部供应短缺令贸易商寻求优质进口货源变得艰难，虽然 3 月俄铜进口意外增加但难以成为进口融资主力，国内下游近几年未使用俄铜也令其国内销售受阻。此外，美元指数低位震荡叠加人民币近期的大幅升值对进口拉动影响有限，剔除汇率因素后沪伦比值重心并未明显走低。市场仍然担忧 232 调查或于近期落地，一旦美国全面启动铜的进口关税，则将在一定程度上打压我国精铜进口量，而非洲、俄罗斯和哈萨克斯坦的非标湿法铜进口则将继续支撑我国进口总量基数。

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、海外库存陆续流向北美，国内进入低库存区间

4月以来国内库存持续回落并进入低位区间，社会库存从30万吨快速回落至12万吨附近，4月上海保税区库存降至9.35万吨，而上期所库存则大幅降至11.7万吨，而LME亚洲库存则进一步降至12.6万吨，截止5月2日全球显现库存大幅降至51.9万吨，全球库存大幅回落，表现为COMEX库存持续上行而LME和SHFE快速下行。从结构上看国内4月社会库存快速去化，导致下游补库力度有限，现货从贴水转向小幅升水区间，国内近月C结构因去库而收窄并转向平水，而LME的0-3的Spread则因全球显性库存大幅下滑以及非美地区库存回落转向B结构。

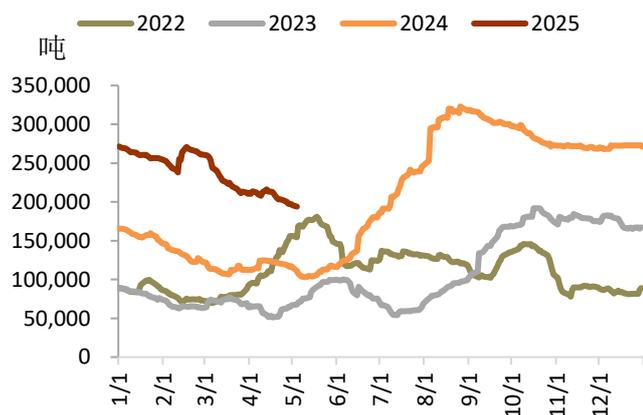
截止5月2日，LME、COMEX和SHFE三大交易所的库存分别为19.7万吨、14.9万吨和8.9万吨，合计达43.6万吨，月环比大幅下降15万吨，LME注销仓单比例升至44%，伦铜0-3由C结构转向B结构。LME显性库存上月持续回落，其中欧洲库存升至6.8万吨，北美库存见底，而亚洲库存则降至12.9万吨；而COMEX显现库存则大幅升至14.9万吨，此前市场传言的大量南美精铜正发往美国的消息正逐步兑现，部分货源希望赶在关税落地之前注册交仓，目前COMEX-LME价差已回归至800美金下方，隐含关税比例下滑，但232调查或将持续牵动市场神经，虽然中美经贸会晤顺利启动，但美国对本土制造业回流的核心诉求强烈，精铜基准关税或小幅超出市场预期，若232调查持续时间较长则将引导全球可交割货源缓慢流向北美，海外库存结构将发生改变。

截止4月30日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）大幅降至18.3万吨，环比上月减少16.4万吨。其中SHFE总库存降至8.9万吨，环比上月底大降14.6万吨，上海保税区为9.35万吨，月环比下降1.85万吨，4月上期所库存快速去化主因消费旺季提供稳定支撑，以及出口窗口打开后部分冶炼企业操作交仓LME亚洲库导致加剧国内

库存回落，国内库存呈现净增长。

总体来看，全球显性库存持续回落，国内社会库存快速去化，预计5月全球库存将维持低位，主因国内供需将进入紧平衡阶段，供应端难有增长预期而需求端表现日益稳健，而海外库存仍将持续流入北美但速率有所放缓。

图表 21 LME 铜库存

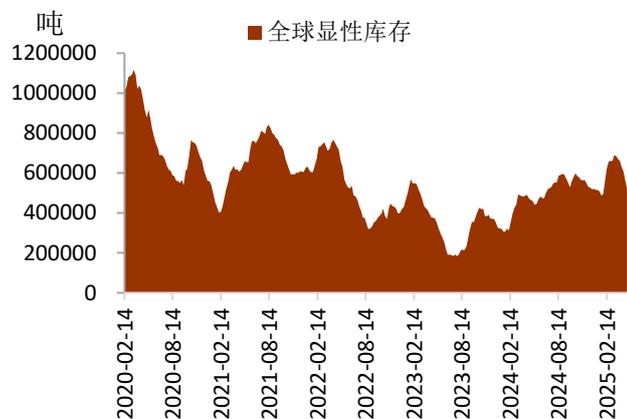


图表 22 SHFE 和保税区库存走势



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、电网投资需求回归，新兴产业同比增速下滑

### 电网投资项目陆续启动，电源投资一季度增速转负

国家能源局数据显示，2025年1-3月我国电网工程投资完成额达956亿元，同比增长24.8%；2025年1-3月我国电源工程投资完成1322亿元，同比下降2.5%，降幅明显。1-3月全国新增发电装机容量8572万千瓦，同比增加1629万千瓦。截至3月底，

全国累计发电装机容量 34.3 亿千瓦，同比增长 14.6%。其中，太阳能发电装机容量 9.5 亿千瓦，同比增长 43.4%；风电装机容量 5.4 亿千瓦，同比增长 17.2%。

2025 年我国电网投资建设计划投资总额有望达 8000 亿元以上，其中国家电网预计投资额达 6500 亿元，而南方电网预计投资 1700 亿元，均高于去年同期水平。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。IEA 预计到 2030 年及 2050 年中国电网线路总长度分别增长 0.15 和 0.31 亿公里，其中配电网线路长度分别为 0.12 和 0.28 亿公里，配电网占比将分别提升至 83.1%-87.9%，配电网建设重要程度将大幅提升。配电网投资增长确定性高。伴随配电网线路长度及占比提升，同时数字化等改造需求旺盛，配电网投资增速提升确定性较高，配电网投资占比有望增加。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，但值得注意的是，我国电源投资一季度投资增速累计同比已经下滑。

### 光伏行业即将实施新规，风电增速维持低迷

根据电力企业联合会数据，2025 年 1-3 月我国新增光伏装机容量为 59.7GW，同比增长 30.5%，根据此前国家能源局预计 2025 年我国光伏装机容量将回落至 220-230GW 附近，而一季度装机量超预期主因“5.31”新政窗口期前抢装潮的来临，日前国家能源局印发了《分布式光伏发电开发建设管理办法》，重点强调了就近消纳和安全运行管理。国家发展改革委、国家能源局联合印发了《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》明确新能源项目包括风电、太阳能发电上网电量原则上全部进入电力市场，通过市场交易形成价格，政策规定自今年 5 月 31 号以后，所有并网的项目必须全面执行新规。4 月我国分布式项目在政策窗口期前的抢装高潮进入最后冲刺阶段，而后光伏组件需求或将大幅走弱，预计 5 月光伏装机量将出现明显减速。

2024 年下半年，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。

2025 年 1-3 月我国新增风电装机量达 14.6GW，同比下降 5.7%，虽然黑色原材料成本逐渐下移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。我们预计今年第二季度我国风电装机将维持低增速，总体风光行业用铜量将出现约 13-15%左右的下降。

### 大中型城市成交价格同比降幅收窄

国家统计局数据，2025 年 1-3 月我国全国房地产开发投资总额为 19904 亿元，同比下降 9.9%，其中，住宅投资 15133 亿元，同比下降 9%，1—3 月份，房地产开发企业房屋施工面积 613705 万平方米，同比下降 9.5%。其中，住宅施工面积 427237 万平方米，同比下降 9.9%。房屋新开工面积 12996 万平方米，下降 24.4%。其中，住宅新开工面积 9492 万平方米，同比下降 23.9%。房屋竣工面积 13060 万平方米，同比下降 14.3%。其中，住宅竣工面积 9502 万平方米，同比下降 14.7%。从价格指数来看，3 月 70 个大中型城市新建商品住宅价格指数同比下降 5%，70 个大中型城市二手房价格同比下降 7.3%，降幅继续缩小。

央行近期下调个人公积金贷款利率 0.25%并于近期执行，5 年以上首套贷款利率调整至 2.6%。随着近期中央及多部门循序渐进地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。中国楼市在量价两端年初呈现企稳迹象，竣工降幅收窄主因 3 年前新开工面积同步减少。预计今年二季度我国房地产行业将逐渐企稳反弹，楼市信心将得到有效修复，但距离行业脱离底部拐头向上仍有待时间检验。我国过去 25 年来依托房地产驱动经济高速增长的时代或已接近尾声，优化经济结构，驱动创新发展将是未来经济增长的新引擎。

### 家用空调销售势能强劲，6 月排产增速近 3 成

国家统计局数据显示，2025 年 1-3 月我国空调总产量达 7445.8 万台，同比增长 9.7%，3 月我国家用空调销量为 2434.9 万台，同比增长 8.6%，1-3 月家用空调累计销量为 5887.3 万台，同比增长 15.3%。截止 3 月底，全国家用空调工业库存为 1726.3 万台，环比增长 3%。我国家用空调排产进入高峰期，在国家“两新”政策的大力推进下，3 月我国空调销售交出满意答卷。

产业在线数据显示，6 月家用空调内销排产量为 1361 万台，较去年同期增长 28.8%，7 月内销排产量为 1265 万台，同比去年实绩增长 36.7%。今年空调终端市场价格呈现一定的内卷化，铜材及其他原材料价格的上涨对空调厂商利润形成负面影响，中小企业感

受到明显压力，但厂商和经销商对今年高温天气富有信心，冷年过后的排产和备货两端均表现出一定的积极性。4月家用空调出口排产1058万台，较去年同期实绩增长7.5%，5月出口排产933万台，同比增长2.8%。受特朗普关税政策影响，我国空调出口到美国和墨西哥的税费均大幅增加，自今年4月9日起，我国输入美国的白色家电税率很有可能将攀升至60%以上，其中空调等产品的普遍关税税率或将达到80%，预计二季度空调出口端将受到一定冲击，企业或更多将资源倾斜到内销订单上。

### **新能源汽车产销增速再超预期，新能源销量占汽车总量逾4成**

中汽协数据显示，今年一季度，我国汽车产销分别完成756.1万辆和747万辆，同比分别增长14.5%和11.2%。其中，新能源汽车产销分别完成318.2万辆和307.5万辆，同比分别增长50.4%和47.1%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的41.2%。整车出口保持增长，海外影响力不断提升，其中新能源汽车出口44.1万辆，同比增长43.9%。3月，新能源汽车产销分别完成127.7万辆和123.7万辆，同比分别增长47.9%和40.1%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的42.4%。

二季度以来我国新能源汽车销量增速再超预期，中资龙头车企做大做强，不断开拓海内外市场抢占份额，中国新势力已成为全球新能源市场上的销售主力军，其中比亚迪3月销量突破37万辆，同比增长24.8%。目前多数中资企业已步入现代化运营管理模式，企业积极拓展技术创新，新产品全方位焕新拉动需求增长。一季度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技术能力不断提升，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5月我国新能源汽车产销仍将维持高增速，新能源汽车用铜增量将再超预期。

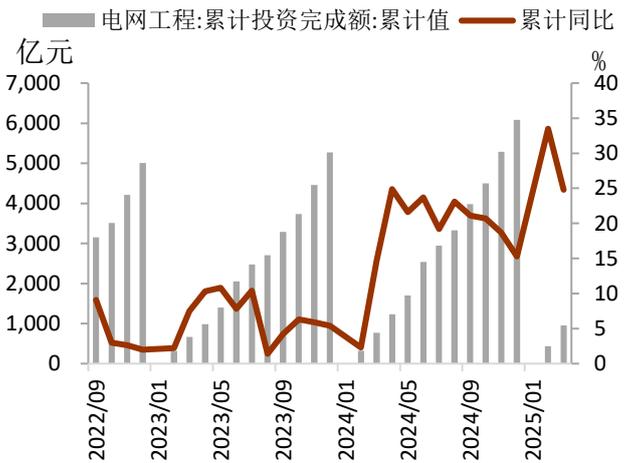
### **传统行业呈现旺季特征，新兴产业(除光伏外)增量稳健**

整体需求端来看，新能源汽车产销增速超预期，白色家电旺季排产大增，电网投资项目有序启动，而光伏风电装机总量降温，房地产竣工端乏力但成交价格反弹，人工智能和数据中心用铜蓄势待发，4月我国传统行业呈现旺季特征，新兴产业(除光伏以外)用铜增量保持稳健，预计5月国内消费端将稳中有升，但增量总体空间有限。

图表 23 电源投资完成额变化

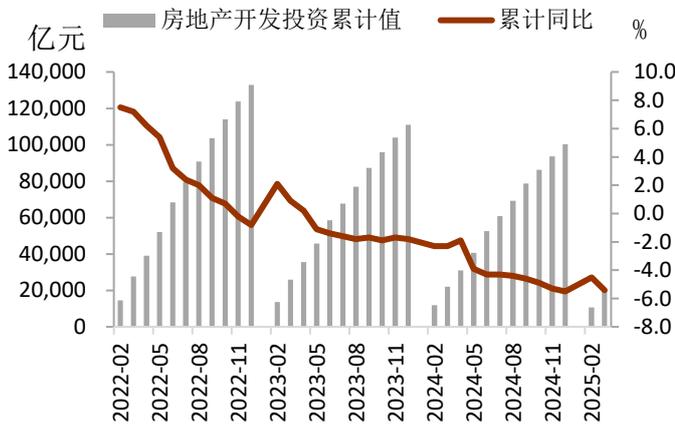


图表 24 电网投资完成额变化

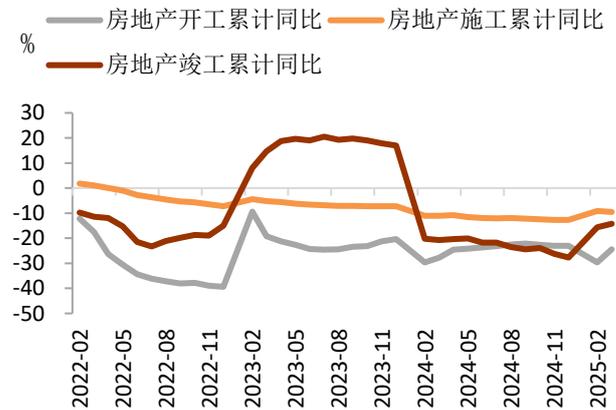


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

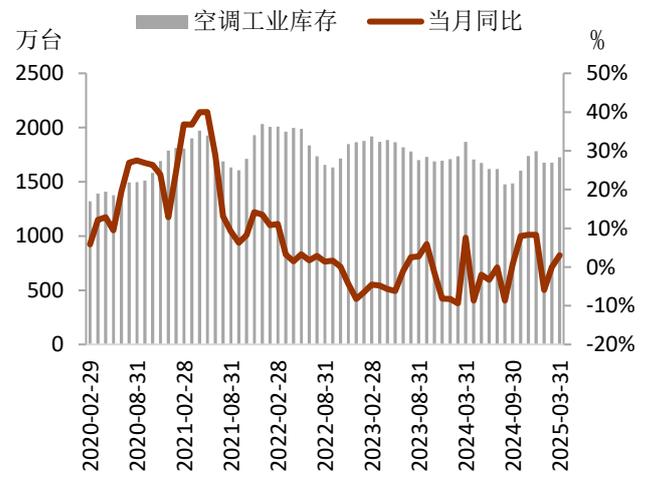


资料来源: iFinD, 铜冠金源期

图表 27 空调产量增速变化



图表 28 家用空调库存变化

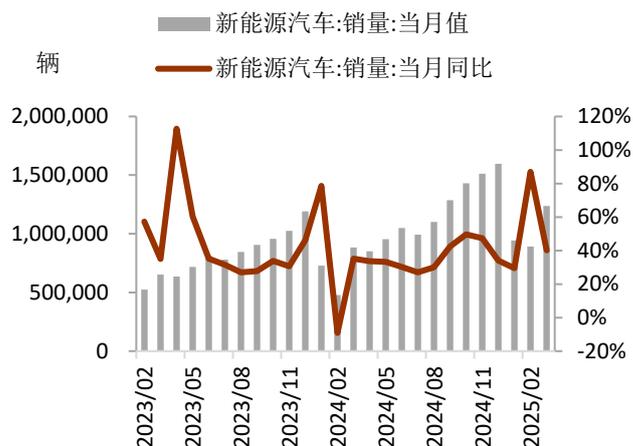


资料来源: iFinD, 产业在线, 铜冠金源期货

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

#### 四、行情展望

宏观方面，中美经贸会晤暂缓贸易局势，美联储维持偏鹰立场延迟降息，欧元区经济意外回暖将延续宽松，美国短期受制于巨额债务压顶及经济下行压力，或倾向于态度软化和关税降级；国内方面，央行打出一揽子金融增量政策组合拳维稳市场信心，4月制造业PMI略有收缩，但工业企业利润增速超预期转正，坚持货币财政双向发力，加速经济内循环，全力驱动科技创新及推进高质量发展仍是基本路径。

基本面来看，矿端趋紧格局未变，现货TC负值扩大，4月国内产量回升但进口稀少推高现货升水，洋山铜提单溢价创两年新高。传统行业呈现旺季特征，新兴产业(除光伏外)用铜增速稳健。全球库存大幅回落，海外库存流向北美，国内快速去库进入低库存区间。

整体上，中美贸易谈判初现曙光，海外宏观风险趋于降级，央行降准降息维稳市场预期，但宏观层面的利多出尽后铜价上行动能缺乏新驱动，叠加前期技术性高位压力较大，铜价或有向下调整需求。基本面全球库存快速回落，中国新能源产业用铜增速稳健，经济内循环加速及积极与海外非美国国家和地区建立战略合作协议，铜价下方仍有强支撑。预计5月份铜价将在高位小幅回落后再度确认中期支撑，关注中美贸易谈判进展，以及全球制造业和经济增速表现。

风险点：中美经贸会谈不及预期，美联储回归降息路径

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 306 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。