



2025年6月9日

基本面支撑坚实，铜价缓慢上行

核心观点及策略

- 宏观方面，全球贸易体系面临重构风险，关税政策对全球供应链持续形成冲击，美国经济面临滞涨风险伴随全球经济增速预期下滑，而全球制造业难以转入共振上行周期，美联储仍不急于调整利率水平；国内方面，央行1万亿买断式逆回购延续适度宽松基调，工业企业利润增速转正，外贸出口富有韧性，经济结构持续改善内循环不断加速，我国经济企稳向好的势头并未改变。
- 基本面来看，海外矿端扰动频发，虽然洋山铜美金溢价回落但国内紧平衡格局改善有限。消费端，传统行业保持旺季成色，新兴产业(除光伏以外)用铜增量增速较快，非美地区显性库存回落。
- 整体来看，全球贸易体系面临重构风险，关税政策及其不确定性正对美国和贸易伙伴国经济产生广泛影响，美元指数疲软提振金属市场。基本面上市场对矿端供应短缺的担忧程度加剧，在全球新能源和电气化产业加速发展的背景下，铜已跃升为全球制造业体系中的战略储备物资，全球显性库存持续回落对铜价提供强支撑。预计6月份铜价将在确认下方支撑后缓慢上行，测试今年前高压力。
- 风险点：90天暂缓期后对等关税回归，美联储维持鹰派立场

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5月铜行情回顾.....	4
二、宏观经济分析.....	5
1、全球贸易局势存隐忧，美联储降息预期迟滞.....	5
2、美国制造业萎缩加剧，欧元区经济意外回暖.....	6
3、我国外贸出口彰显韧性，工业企业利润增速转正.....	7
三、基本面分析.....	8
1、海外矿端扰动频发，现货TC维持-40美金开外.....	8
3、预计5月精铜进口量偏紧，出口窗口维持小幅开启.....	13
4、海外库存陆续流向北美，国内进入低库存区间.....	14
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.....	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	8
图表 4 美欧制造业 PMI	8
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	11
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	12
图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势	12
图表 12 中国铜材产量及增速变化	12
图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化	12
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	13
图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化	13
图表 18 中国废铜进口单月变化	14
图表 19 中国废铜进口累计变化	14
图表 21 LME 铜库存	15
图表 22 SHFE 和保税区库存走势	15
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	19
图表 24 电网投资完成额变化	19
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	20
图表 28 家用空调库存变化	20
图表 29 汽车销量变化	20
图表 30 新能源汽车产量及销量变化	20

一、2025 年 5 月铜行情回顾

2025 年 5 月，铜价整体呈震荡上行走势，伦铜从月初的最低 9125 美金反弹至 5 月底的最高 9655 美金，沪铜运行区间在 76800-78200，整体震荡向上运行，5 月铜价方向总体向上。一方面，中美谈判缓和紧张局势的乐观情绪有所消退，美联储诸多官员的表态仍倾向于继续等待合适的降息时机，而美铜关税溢价的不确定性令海外铜价存在上行预期，此外市场预期中美两国领导人近期可能再次通话，整体海外宏观氛围保持平稳；另一方面，卡莫阿铜矿卡库拉矿段因地震地下作业暂停，巴拿马铜矿短期复产无望，而安托法加斯塔对中国 CSPT 小组报价年中长单 TC 仅为-15 美金/吨，供应端扰动担忧加剧，而全球显性库存持续回落且非美地区库存水平偏低，基本面强支撑对短期铜价构建坚实底部。截至 5 月 30 日，伦铜报收于 9497 美元/吨，月度涨幅达 4.07%；沪铜报收于 77600 元/吨，月度涨幅为 0.49%。5 月人民币兑美元汇率持续升值主因美国关税政策态度明显软化以及叠加美元指数表现疲软，沪伦比值快速下行至一线，整体市场表现为内弱外强。

图表 1 铜期货价格走势



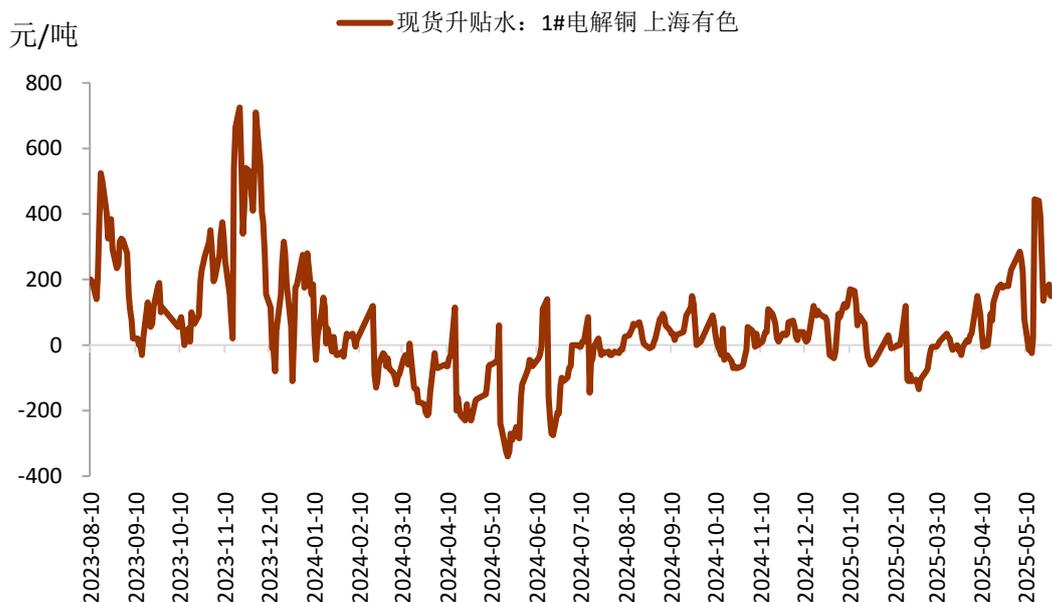
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

5 月以来，国内精铜终端消费显现旺季特征，一方面铜价重心缓慢抬升后下游按需积极逢低补库维持正常运行，另一方面电缆线企业开工率恢复至 8 成上方，电网投资项目建设自 5 月伊始有所加快。从电网投资端来看，省市级电网投资项目有序展开招投标，5 月铜缆线企业开工率升至 81.4%，而工程和地产类线缆订单和轨道交通类订单较为充沛，房地产竣工端低迷但因用铜占比降温拖累边际减弱；空调排产旺季铜管开工率

敬请参阅最后一页免责声明

高企，近期空调内销和出口均十分稳健，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消费大幅走弱。从初端加工来看，精铜杆 5 月开工率平稳，精铜制杆加工费回升铜缆线企业订单充沛，铜箔企业开工率维持在 6 成左右，主因新能源汽车销量增速持续超预期，传统电子铜箔在印制电路板和覆铜板的需求同样坚挺。5 月社会库存持续回落至降至 13 万吨后小幅反弹但幅度有限，换月后现货由从升水始终位于升水区间，整体运行区间在-25 至+445 元/吨之间。截止 5 月底，华东 8mmT1 电缆线杆加工费回升至 500-750 元/吨，较上月小幅下调 50 元/吨，整体仍位于高位主因现货升水高企以及线缆企业旺季需求增加。从近月盘面结构来看，近月 B 结构冲高回落并持续收窄，主因 5 月国内社会库存基本见底并维持了较长时间的地位水平，5 月部分冶炼厂较难有增产预期甚至出现小规模减产但大型企业产量输出平稳，近期进口货源到港量有所回升，供应端边际偏紧格局有所改善。整体预计 6 月传统行业消费将环比回落，但新兴产业将持续精铜需求增长的新动能，预计内贸铜的现货仍将维持小幅升水的态势，但升水幅度较 5 月恐有回落。

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、全球贸易局势存隐忧，美联储降息预期迟滞

美国白宫表示，特朗普已正式签署行政令将进口钢铁和铝制品的关税由 25%提高至 50%。且据 7 月 8 日 90 天的关税恢复期现仅剩 5 周，特朗普政府甚至发出警告函要求各

国在周三前提交贸易谈判的最佳方案，否则或将面临高额的惩罚性措施，其威胁如果有国家在 90 天豁免期限内无法与美达成共识，美国将恢复加征对等关税。华盛顿目前正在与欧盟、日韩、越南和印度等国家展开谈判，而这场谈判的进程与结果将直接影响全球贸易格局的演变以及全球资本市场的预期稳定性。欧盟领导人表示，面对特朗普提高钢铝关税的威胁欧美并未退缩，相反如果双方难以达成协议，欧盟最迟将于 7 月中展开对美国千亿美元进口商品实施报复的措施，欧美将坚决捍卫欧元区整体利益，保护工人、消费者及其工业产业，欧盟委员会称把新贸易战聚焦于金属、汽车、制药、半导体和民用飞机等关键领域。我们认为在 7 月初的豁免期到期后，全球贸易局势存在隐患，当前市场在逐步消化中美贸易谈判缓和后，没有超前定价贸易战死灰复燃甚至愈演愈烈的风险。

美联储最新会议纪要显示，尽管进出口的波动造成部分影响，但美国经济活动继续以稳健的速度扩张，失业率稳定在较低水平，通胀率总体可控但有所上升，企业实现将部分关税成本转嫁给消费者，贸易政策对经济前景影响存在较大不确定性。美联储威廉姆斯表示，当通胀开始偏离预期目标时，全球各国央行必须作出强有力的回应，监狱美国关税和贸易政策对经济的影响高度不确定，各国央行应专注于避免采取错误成本远超过收益的方案，不仅要锚定长期通胀预期，更要确保短期预期重回正轨。：鲍威尔与特朗普会晤表达美联储独立制定货币政策以及拒绝接受政治干预的立场，当前的货币政策将完全依赖最新数据及其对经济前景的影响，美联储正密切观察贸易政策和减税计划对经济的影响，特朗普则认为鲍威尔迟迟不降息是错误决定，这将使美国与中国等经济体的竞争中处于劣势，这是特朗普上任以来双方的首次面对面交锋。我们认为美联储的政策独立性短期难以受到挑战，预计年内仅有 1-2 次小幅降息的预期。

2、美国制造业萎缩加剧，欧元区经济意外回暖

美国 5 月 ISM 制造业 PMI 降至 48.5，略低于前值的 48.7，萎缩程度进一步扩大，分项数据中工厂订单指数升至 47.6(环比+0.4%)，连续第四个月下降，凸显关税上调后企业下游订单走向疲软尤其是订单积压量以近三年最慢的速度萎缩，就业指数录得 46.8(环比+0.3%)，企业因生产和订单萎缩导致员工招聘意愿急剧下滑，其中进口指数仅为 39.9(环比-7.2%)，创 2009 年以来新低，而物价支付指数则大幅降至 69.4(环比+-0.4%)，数据显示短期原材料价格的大幅上涨仍是企业面临的实际困境，但美国企业当前正想法设法将关税成本将终端消费转移，以外贸易政策的变化也令生产商难以安排采购计划以及有效地补充合适库存水平，总体来看，美国制造业萎缩正在进行时，在贸易政策不确定性加剧的背景下，美国企业难以主动扩张的积极意愿。

欧元区 5 月制造业进一步回升至 49.4，高于前值的 49，创下近三年以来的最高水平，其中分项数据全面领先于预期，在生产、订单和就业等关键指标中持续改善，欧元

区有望在不久的将来跨过荣枯线瓶颈，迎来制造业的全面复苏。其中“火车头”德国 5 月制造业 PMI 录得 48.3，环比略微下降 0.1%，但德国制造业产出实现了连续第三个月增长，得益于海外出口订单的进一步增加，新出口订单连续第二个月回升，知名企业表示随着通胀的稳步下行，欧元区本土需求开始复苏，德国生产商乐观情绪增强，这很大程度上依赖于德国新政府的成立、减免税收的政策以及大型基建项目的落地实施。法国 5 月制造业 PMI 升至 49.8 已逼近荣枯线附近，其中法国产出水平连续第二个月上升，创三年以来的最快增长，新订单指数虽略有下降但降幅边际收窄，企业对未来一年的经济增长预期大幅走高，乐观情绪水平升至 2022 年 2 月以来最高值。意大利 5 月制造业 PMI 录得 49.2，几乎与 4 月持平，尽管新订单有所下降，但降幅十分微小，而出口销售在最新调查期间实现增长，虽然增幅很小，但这是两年多来的首次增长，主要得益于欧洲客户订单的增加。在美欧贸易谈判充满不确定性的背景下，欧央行鹰派管委呼吁短期不应进一步实施宽松，欧元区中期通胀前景仍是未知数，未来主要商品价格或面临上升风险，欧元区当前的利率水平处于应为未来格局演变的有利位置。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、我国外贸出口彰显韧性，工业企业利润增速转正

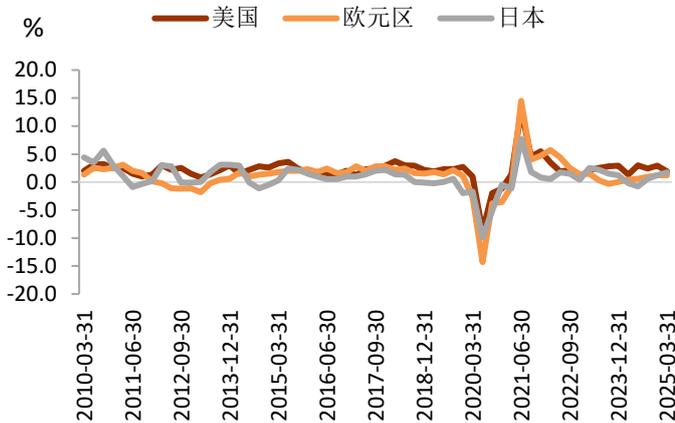
5 月，央行宣布下调 7 天逆回购利率 0.1% 至 1.4%，为去年 9 月份以来的第二次降息，宣布下调降低存款准备金率 0.5%，预计将为市场释放中长期流动性 1 万亿元，降低住房公积金贷款利率 0.25% 刺激楼市，增加 3000 亿元的科技创新和技术改造再贷款额度，设立 5000 亿服务消费和养老再贷款，持续支持“两新”政策，即大规模设备更新及消费品以旧换新。央行将继续坚持适度宽松货币政策，引导金融机构支持科技金融、普惠小微、扩大消费及稳定外贸。我国经济内循环正不断加速发展以对冲各类外部环境风险。

我国 4 月外贸出口总值达 5352 亿美元，同比+4.6%，其中出口同比+8.1%。今年前四月对美国出口同比下降 1.5%，而对东盟国家出口增长 12.6%，今年 1-4 月东盟已成为我国第一大贸易伙伴。虽然数据层面有“抢出口”的成分，但总体体现为我国经济和外贸体系的强韧性，中国制造的难以替代性，叠加我国积极构建“一带一路”的政策路径，出口端并未受到海外贸易局势的显著拖累。近期关税减免后制造业出口订单大幅回升，预计二季度“抢出口”现象还将持续。

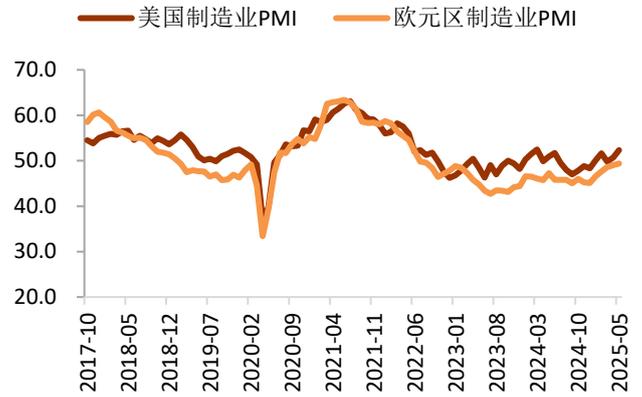
4 月我国规模以上工业增加值同比+6.1%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 17.6%，有色金属冶炼和压延加工业增长 7.5%。1-4 月我国规模以上工业企业利润同比+1.4%，其中 4 月同比+3%，连续第三个月转正回升，其中高技术制造业利润同比增长 9.0%，随着“人工智能+”行动的深入推进，半导体器件、电子电路制造、集成

电路制造等行业利润分别增长 105.1%、43.1%和 42.2%。“两新”政策加力扩围效果明显，家用电器、厨房电器、非电力家用器具制造等行业利润分别增长 17.2%、17.1%和 15.1%。我国经济持续迈向高质量发展。

图表 3 发达国家 GDP 增速

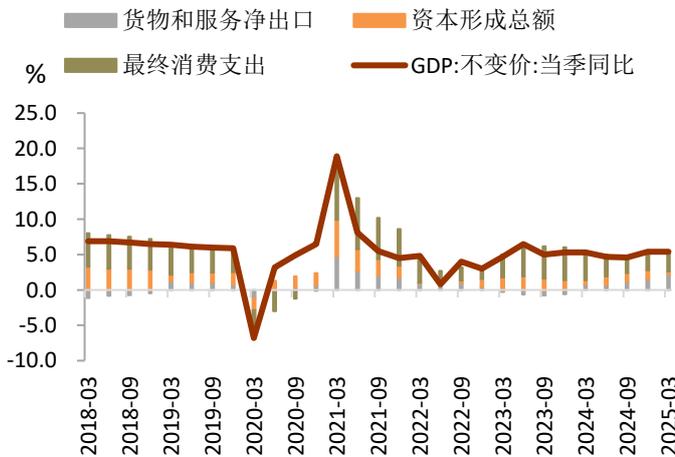


图表 4 美欧制造业 PMI

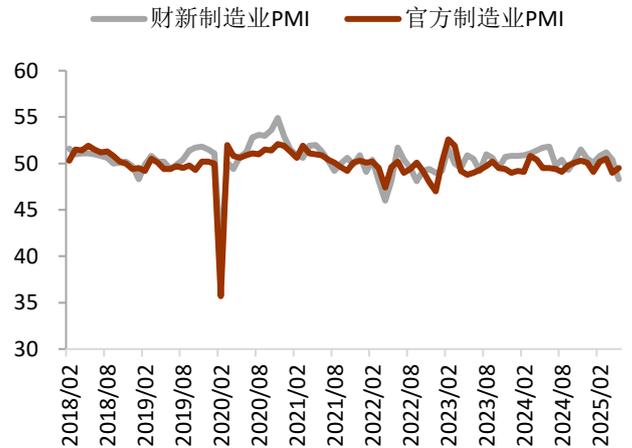


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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、海外矿端扰动频发，现货 TC 维持-40 美金开外

5 月现货 TC 延续下滑并一度扩大至-43 美金/吨，市场对精矿中期供应趋紧担忧不断加剧，2025 年精矿供应将维持较低增速水平，成本端对中期铜价构建坚持底部支撑。Antofagsta(安拓法加斯塔)近期向中国 CSPT 冶炼小组报价年中长单 TC 报价已下探至-15 美金/干吨，再创历史新低，本轮谈判所覆盖的供货期预计从 2024 年下半年至 2025

敬请参阅最后一页免责声明

年年中，目前中国冶炼小组尚未对报价作出回应，但可以明显感受到市场对原料供应预期的悲观程度加剧。4月巴拿马总统表示将不会与第一量子公司就巴拿马项目复产签订新的采矿合同，其国民议会不会批准新的协议，该矿所有权将更多地属于巴拿马及其人民，预计年内复产的希望十分渺茫。此外，年产40万吨秘鲁安塔米纳铜矿此前突发矿难一度中断运营，目前项目尚未完全复产。5月艾芬豪-紫金旗下位于刚果金的卡莫阿-卡库拉铜矿的卡库拉矿段发生多次地震，目前该区域的地下开采作业已全民暂停，人员和设备均从井下撤离，本次矿震将显著拖累今年产量目标，2024年该项目铜产量达43.7万吨。总体上我们将2025年全球矿端供应增速下调至1.7%，而2026年的供应增速或进一步降至1.4%。

第一量子公司决定每月花费约2000万美元来维护其闲置的Cobre Panama铜矿，该公司目前有12.1万吨精矿，不过由于近两年未进行加工，部分精矿已经产生变质，而对已变质的材料进行再加工在经济上几乎不可行，该尾矿库治理计划包含更新后的环境和法律规程，预计实施时间为6至12个月，具体取决于设备状况。监管工作将涉及10个政府机构，其中包括巴拿马环境部。现任总统穆利诺此前表示有兴趣重新协商该矿未来的运营模式，但会优先考虑国家所有权。

艾芬豪矿业执行董事长与总裁兼首席执行官继2025年5月20日首次宣布位于刚果民主共和国的卡库拉矿山暂停井下开采作业后，就卡莫阿-卡库拉矿山最新运营情况发布公告。由于井下抽水和电力基础设施遭受影响，目前卡库拉井下涌水量大幅增加。在艾芬豪矿业和紫金矿业的支持下，卡莫阿铜业正在制定详细的排水计划，包括采购新的抽水设备以提高抽水能力，从地表抽水作业。艾芬豪感谢中方合作伙伴紫金矿业和中信金属在采购抽水设备方面的大力协助。卡库拉矿山井下开采作业暂停期间，我们正集中力量维护抽水和水管理设施，包括加快采购从地表排水的相关设施。我们正与世界顶级的岩土工程专家昼夜不停的调查研究，以查明我们正面临的问题的原因并制定解决方案。目前，卡库拉的地表基础设施，包括I期和II期选矿厂以及一步炼铜冶炼厂，完全没有受到影响。I期和II期选矿厂目前处理来自地表堆存的矿石。卡莫阿地下矿山的采矿活动和毗邻的III期选矿厂持续正常运营，并未受影响。

季报显示，第一量子公司2025年第一季度铜产量为9.97万吨，环比下降10.7%，同比下降1.3%，其2025年铜指导产量38-44万吨(剔除巴拿马铜矿复产)。旗下位于赞比亚的Kansanshi铜矿第一季度铜产量为4.65万吨，环比减少3%。减少的主要原因是原料品位较低。Kansanshi冶炼厂计划于2025年第二季度进行为期六周的维护停工。预计2025年下半年S3扩建项目将首次投产，初始预计将用低品位原料。2025年铜指导产量16-19万吨。另一座位于赞比亚的SENTINEL铜矿一季度铜产量为4.64万吨，受品位及吞吐量影响，产量环比减少18%。该铜矿计划于2025年第二季度进行为期4天的全面维护停机。2025年下半年尾矿浓缩机升级，预计上半年产量将低于2024年，但下半年产量将有所提高，2025年铜指导产量20-23万吨。第一量子维持今年铜指导区

间 38-44 万吨。

季报显示，泰克资源 2025 年第一季度铜产量为 10.6 万吨，同比增加 7.2%，环比减少 13.1%。旗下位于加拿大的 Highland Valley 项目 2025 年一季度铜产量为 2.95 万吨，同比增加 16.1%，环比增加 5.4%。同比增加主要得益于矿石品位提高以及选矿厂处理量增加。旗下位于智利的 QBII 项目今年一季度铜产量为 4.2 万吨，同比减少 2.3%，环比减少 27.1%。本季度的产量受到 1 月份为期 18 天的停工影响，停工是为了进行维护工作，并完成尾矿库（TMF）开发所需的额外尾矿提升工作。此外，2 月底智利全国范围内的停电导致该矿场断电，造成数天的非计划停工，也对产量产生了负面影响。尽管资产利用率受到上述因素的影响，且不包括本季度的延长停产，2025 年第一季度的平均日工厂处理量仍高于 2024 年第四季度，这表明运营稳定性持续提升。泰克资源维持 2025 年铜产量指引区间 49-56.5 万吨。

ICSG(国际铜研究小组)最新数据显示，2025 年 3 月全球精炼铜产量为 243 万吨，消费量为 241 万吨，3 月精炼铜市场供应过剩 1.7 万吨，2 月则为供应过剩 19.5 万吨，过剩状态迅速收紧，海外投行则警告称今年下半年全球精铜可能转向短缺。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%，秘鲁矿业官员近期表示，预计今年秘鲁的铜总产量将达 280 万吨左右，今年的矿业投资规模预计将至少达 48 亿美元。目前秘鲁已成为全球第三大铜生产国，2024 年铜总产量已达 270 万吨，秘鲁南部阿普里马克（Aurimac）和阿雷基帕（Arequipa）地区的非正式和非法铜矿开采也有所增加，不过他表示，这在该国总产量中所占比例仍很小。

2、国内产量释放遇瓶颈，海外精铜新增产能爬坡缓慢

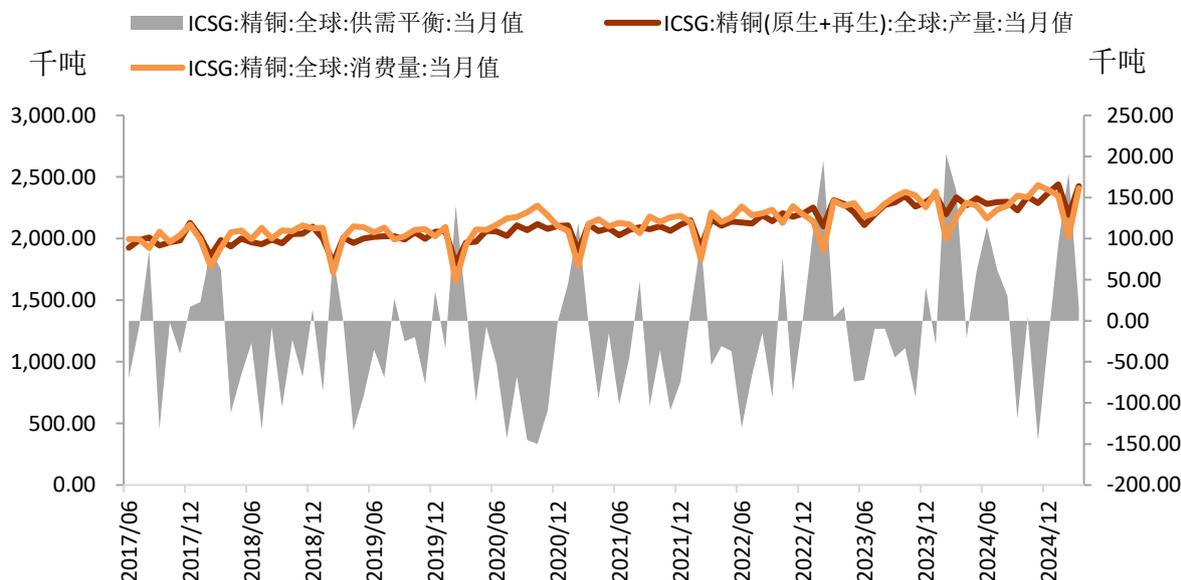
SMM 数据显示，我国 4 月我国电解铜产量为 112.6 万吨，同比+14.2%，今年 1-4 月我国电解铜累计产量达 431.98 万吨，同比+17.3%。4 月份全国主要冶炼厂产能利用率高位运行，企业检修范围较小。虽然铜精矿 TC 负值持续走扩令冶炼端利润大幅收缩，但副产品价格坚挺支持大中型炼厂产量高位运行，出口窗口小幅开启也引导部分炼厂交仓 LME 亚洲库。

国内方面，4 月我国电解铜产量 112.6 万吨，同比+14.3%，主要冶炼企业产能利用率 78.1%，4 月国内部分冶炼厂减产幅度很小，硫酸和金银等副产品利润尚可，但若 TC 长期维持较大负值区间，不排除 6 月以后非 CSPT 小组冶炼厂可能减产 20%左右。1-4 月我国精铜进口量 109.2 万吨，同比-8.2%，海外可交割货源陆续流向北美拖累我国进口，随着美国 232 调查的窗口期临近，未来南美货源有望逐步回流我国。在 232 调查背景下，今年美国流入我国的废铜数量预计将有所减少，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。好在其他国家和地区对中国废铜进口供应保持平稳，今年 1-4 月我国废铜进口量累计为 77.7 万吨，同比仅下降 0.7%。“两新政策”的积极推进及新型电网系统改造令国内废旧拆解量保持充裕状态，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，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。

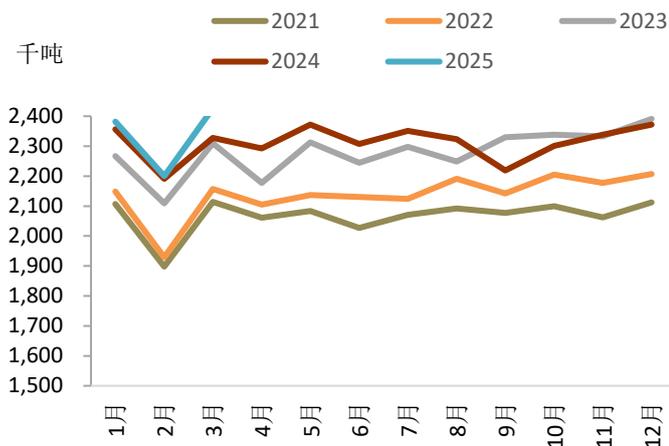
海外方面，自由港旗下的印尼 Manyar 冶炼厂 50 万吨产能于去年 10 月突发火灾导致停产，直至今年 5 月下旬才恢复运营，预计 6 月底产出成品；PT-Amman 22 万吨冶炼厂去年年中建设完工，但爬产十分缓慢；位于印度的卡奇铜业旗下的 Adani 冶炼厂 40 万吨粗炼于三季度投产，但产量不及预期，预计今年增量仅有 5 万吨；第一季度卡莫阿的 50 万吨湿法冶炼厂已经竣工，但由于电力供应不足，爬产计划推迟三个月进行；第一量子旗下的位于赞比亚的 Kansanshi 项目的 12 万吨扩建产能计划将于今年三季度实施，但有推迟预期。整体预计 2025 年海外精铜新增冶炼产能仅为 62 万吨，但实际产出则相当有限。预计 2025 年海外精铜实际增量约 15 万吨，其中湿法增量来自于非洲刚果的卡莫阿以及赞比亚 Kansanshi 的湿法矿业一体化项目，总计约 15 万吨。火法增量分别来自于印度 Adani 和 PT Amman 的各 5 万吨，印尼 Manyar 第三季度缓慢爬产带来的 10 万吨；但菲律宾 Pasar 炼厂 2 月大修关停，智利 Enami 和瑞典 Boliden 的停产也令今年火法增量可能几乎为零。整体，在低价工费的背景下，国内冶炼产量释放受限，预计 5 月国内精铜产量将回落至 105-108 万吨。

图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

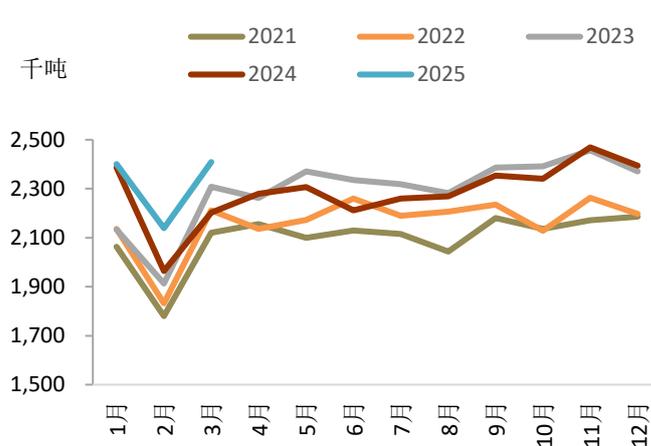


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

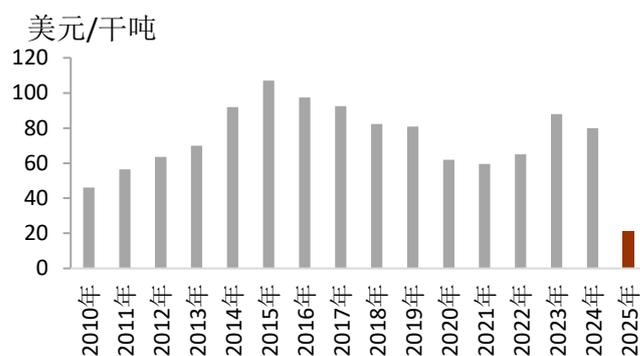


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

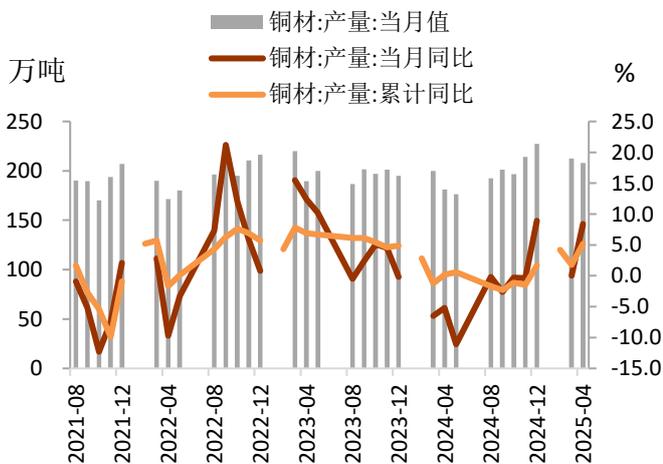


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

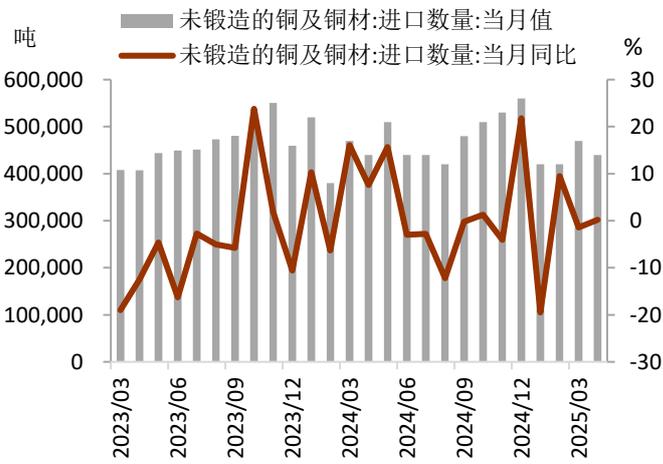


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 12 中国铜材产量及增速变化

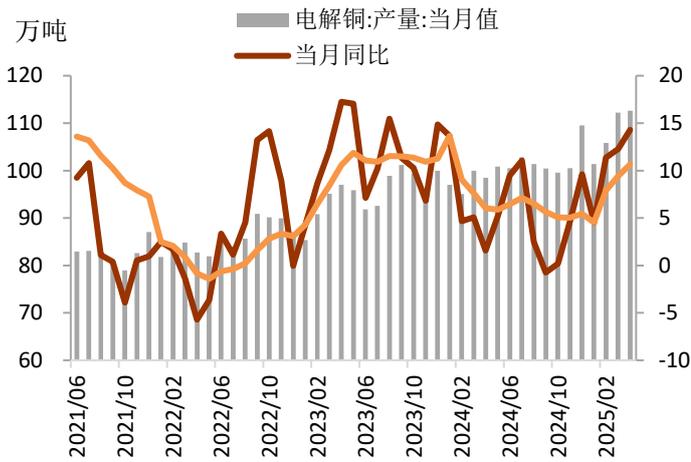


图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

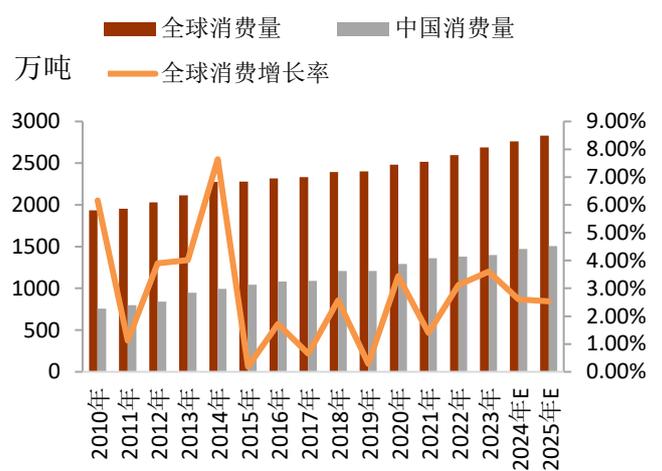


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 14 中国精炼铜产量变化

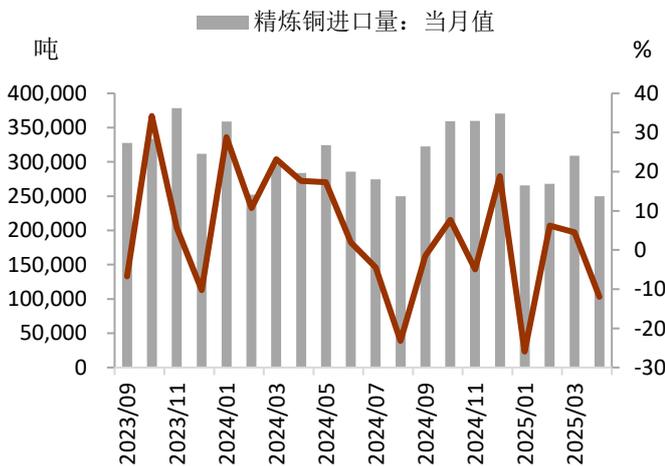


图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化



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

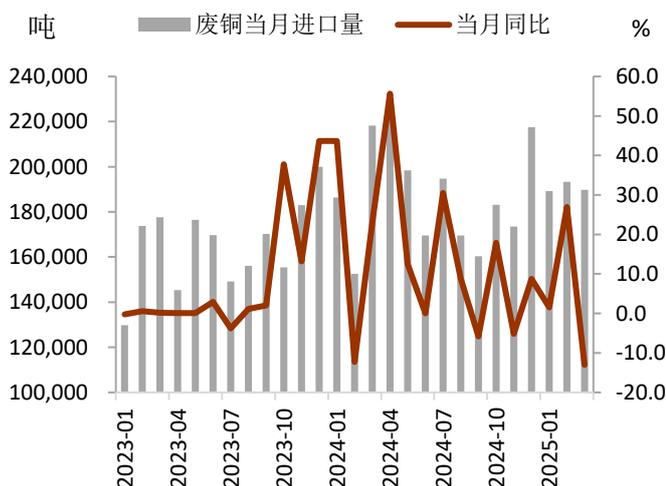
3、预计 5 月精铜进口量偏紧，出口窗口维持小幅开启

海关数据统计，今年 1-4 月我国未锻造铜及铜材累计进口量为 174 万吨，同比-3.9%；1-4 月铜矿砂及精矿进口量为 698 万吨，同比+5%；1-4 月精炼铜进口量达 109.2 万吨，同比-8.2%，其中 4 月进口量仅为 25 万吨。5 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，而南美货运仍优先选择发往北美仓单进行交仓。COMEX-LME 的美金溢价一度反弹至 1100 美金上方，232 调查的悬而未决以及特朗普再次提高钢铝的进口关税令市场对美铜关税预期持续升温。

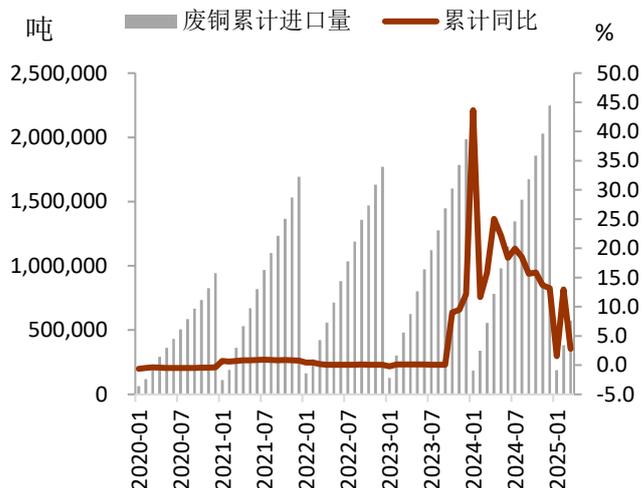
5 月洋山铜提单溢价从高位小幅回落至 95 美金/吨左右，主因南美货源有一定进口回流到港预期，剔除人民币汇率因素后沪伦比值波动区间维持 1.12-1.14，出口维持小

幅平衡到开启的状态主因美铜溢价持续上行，仓单溢价高企拉动国内铜现货保持升水状态，当月换月后的第一天升水最高升至 450 元/吨，而后逐渐回落主因国内消费进入旺季周期将过以及下游在高铜价下补库意愿有所走弱，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

5 月以来国内库存进入低位区间震荡，社会库存从整体维持在 13-15 万吨之间，5 月底上海保税区库存降至 5 万吨，而上期所库存则进一步降至 10.6 万吨，而 LME 亚洲库存则继续降至 7.4 万吨，截止 5 月 30 日全球显现库存下滑至 46.5 万吨，全球库存大幅回落，而海外库存进入倒挂周期，COMEX 库存时隔三年后再次超越 LME。从结构上看 5 月国内库存偏低运行，表现为下游畏高铜价补库力度有限，因此社会库存去化速率放缓，但因库存基数位于较低水平，国内尽管 B 结构收窄但 B 结构仍然延续，LME 的 0-3 的 Spread 则因显性库存持续下降导致 BACK 结构进一步加深。

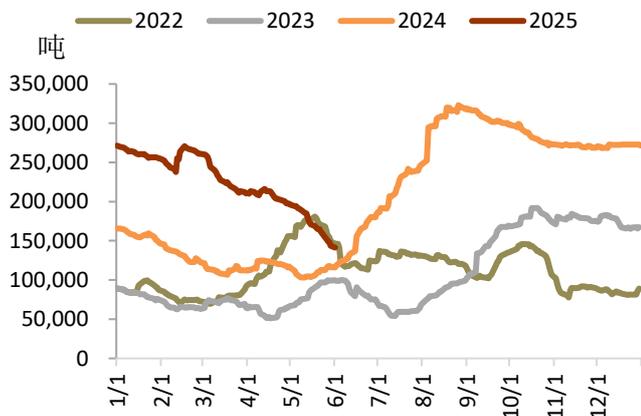
截止 5 月 30 日，截止 5 月 30 日，LME、COMEX 和 SHFE 三大交易所的库存分别为

14.9 万吨、18.1 万吨和 10.6 万吨，总计 43.6 万吨，较上个月继续回落 0.3 万吨，较今年最高点已大幅回落近 20 万吨，LME 注销仓单比例升至 53%，伦铜 0-3 由 B 结构走扩至 50 美金左右。LME 显性库存上月继续下行，其中欧洲库存降至 6.3 万吨，亚洲库存则降至 7.4 万吨，目前 LME 库存中俄罗斯铜仓单已占据 50% 以上，可交割货源仍在持续流入北美；而 COMEX 显现库存则大幅升至 18.1 万吨，目前陆续有南美精铜发往美国，部分货源希望赶在 232 调查落地之前注册交仓，目前 COMEX-LME 价差已回归至 1000 美金上方，隐含关税税率重回 11%，美国对本土制造业回流的核心诉求强烈，由于美国对钢铝关税征收税率已经从 25% 提升至 50%，引发市场对未来精铜进口关税可能提高的遐想，预计海外库存转向北美仍将持续至三季度。

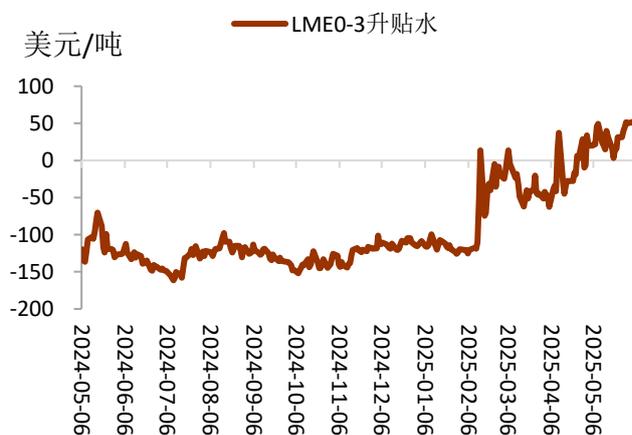
截止 5 月 30 日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）降至 15.5 万吨，环比上月减少 2.8 万吨。其中 SHFE 总库存升至 10.6 万吨，月环比增加 1.6 万吨，上海保税区为 5 万吨，月环比下降 4.3 万吨。5 月上旬所库存低位反弹主因国内供应边际有所回暖，而保税区库存大幅回落主因进口亏损持续扩大，部分冶炼厂在出口窗口开启状态下积极寻求交割 LME 亚洲库的良机。

总体来看，全球显性库存偏低非美地区持续回落，国内社会库存低位运行，预计 6 月全球库存将进一步下滑，主因国内紧平衡状态将得以延续，在美铜关税溢价持续高企的背景下，海外可交割货源仍将持续涌入北美作为首选。

图表 21 LME 铜库存

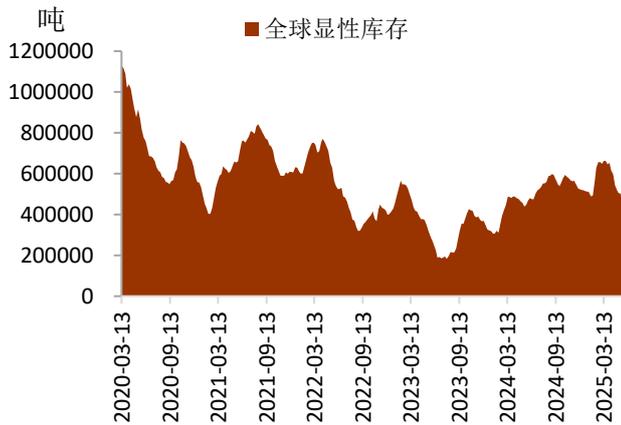


图表 22 SHFE 和保税区库存走势



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

电网投资项目建设加快，柔性直流技术提供价值增量

国家能源局数据显示，2025 年 1-4 月我国电网工程投资完成额达 1408 亿元，同比增长 14.6%；2025 年 1-4 月我国电源工程投资完成 1933 亿元，同比增长 1.6%，增速降幅缩小。截至 4 月底，全国累计发电装机容量 34.9 亿千瓦，同比增长 15.9%。其中，太阳能发电装机容量 9.9 亿千瓦，同比增长 47.7%；风电装机容量 5.4 亿千瓦，同比增长 18.2%。光伏发电在 1-4 月份的新增发电装机容量达到 10493 万千瓦(即 104.93GW)，同比增速高达 74.6%。

2025 年国网+南网的电网投资总额有望达 8250 亿，2024 年电网投资总额为 6083 亿，同比多增 2200 亿。今年南方电网公司将全面部署推进电网设备大规模更新，两网计划投资布局特高压等新型电网系统，以化解大基地的消纳瓶颈，截止到 2024 年，我国建成特高压的线路达 41 条。在 2025 年将开工“5 直 2 交”特高压线路，未来的柔性直流技术将给新增线路带来重要的价值增量，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%，未来我国配电网建设的重要程度将大幅提升。4 月我国铜缆线企业开工率升至 81.3%，呈现好于往年的强韧性特征，省市级电网投资项目招投标陆续启动，轨道交通和基建工程项目平稳推进，预计 2025 年我国电网投资用铜增速将保持在 3-4%。

光伏行业新规落地，风电增长预期放缓

根据电力企业联合会数据，1-4 月我国光伏装机容量 104.9GW，同比+74.6%，4 月装机量超预期主因“5.31”新政窗口期前终端出现的抢装潮现象，今年国家发改委、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，预计5-6月光伏装机量环比将大幅回落。今年一季度，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。

去年下半年，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大概率进入放缓态势。

1-4月，风电装机容量为20GW，同比+18.5%，我们维持全年装机总量85GW的预期。目前陆风装机受建造和维护成本高企影响，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，且铝线缆在风力发电以及短距离输送场景中对铜线缆的替代性正不断加强。整体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10%以上的降幅。

房地产下行进一步放缓，大中型城市量价底部回升

国家统计局数据，国家统计局数据，2025年1-4月我国全国房地产开发投资总额为27730亿元，同比下降10.3%，其中，住宅投资21179亿元，同比下降9.6%，1-4月份，房地产开发企业房屋施工面积620315万平方米，同比下降9.7%。其中，住宅施工面积431937万平方米，同比下降10.1%。房屋新开工面积17836万平方米，下降23.8%。其中，住宅新开工面积13164万平方米，同比下降22.3%。房屋竣工面积15648万平方米，同比下降16.9%。其中，住宅竣工面积11424万平方米，同比下降16.8%。

从价格层面来看，4月70个大中型城市新建商品住宅价格指数同比下降4.5%，70个大中型城市二手房价格同比下降6.7%，降幅进一步收窄。政策端，央行近期下调个人公积金贷款利率0.25%，目前5年以上首套贷款利率已降至2.6%，此举将有利于支撑居民家庭的刚性住房需求，进一步巩固房地产市场回稳向好的态势。预计下半年我国房地产行业将走向企稳，楼市信心将得到有效修复，但距离行业脱离底部仍有待时间检验，

预计 2025 年房地产用铜增速同比小幅下降 2.4% 左右。

家用空调销售进入旺季，部分地区“国补”暂停形成扰动

国家统计局数据显示，2025 年 1-4 月我国空调总产量达 1.05 亿台，同比增长 7.2%，4 月我国家用空调销量为 2257.9 万台，同比增长 2%，1-4 月家用空调累计销量为 8145.2 万台，同比增长 11.3%。截止 4 月底，全国家用空调工业库存为 1710.4 万台，环比-0.92%。我国家用空调生产高峰期将过，在国家“两新”政策的大力推进下，二季度以来我国空调销售仍保持强劲势头。

产业在线数据显示，7 月家用空调内销排产量为 1137 万台，较去年同期增长 22.8%，8 月内销排产量为 693.8 万台，同比去年下降 9.2%。二季度后全国大范围气温回暖，但 5 月中下旬部分地区出现局部强降雨甚至冰雹拖累终端销售进度，而随着“618”大促的临近，厂商和经销商纷纷加紧生产和销售节奏，力求冲刺上半年销量目标。但重庆、辽宁、甘肃和江苏等地传出“国补”暂停的消息，“国补告急”、限量限时领取也成为了制约消费者购买力的短期困境，为了更好地在旺季抢占市场份额，企业产品竞争进入白热化阶段。7 月家用空调出口排产 575.5 万台，较去年同期实绩下降 16.9%，8 月出口排产 515.3 万台，同比下降 6.6%。受特朗普关税政策影响外，我国销往拉美、欧洲、中东和非洲等地区需求保持强劲，同比回落主因去年的高基数影响，美国关税调整后我国部分订单逐渐转移至海外生产，预计二季度空调出口端排产将出现一定程度下滑，当前出口转内销的经营策略将是大势所趋。

新能源汽车产销增速稳健

中汽协数据，今年 1-4 月我国新能源汽车产销分别完成 442.9 万辆和 430 万辆，同比分别增长 48.3% 和 46.2%。其中，4 月新能源汽车产销分别完成 125.1 万辆和 122.6 万辆，同比均增长 44%。1-4 月我国新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 42.7%。在出口方面，4 月新能源汽车出口首破 20 万辆。1-4 月新能源汽车出口 64.2 万辆，同比增长 53%。

二季度以来我国消费品以旧换新政策效应逐步显现，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，如比亚迪的“天神之眼”无人驾驶技术，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，中国造车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 4 月销量突破 38 万辆，同比增长 20%，海外市场份额同比+92%。政策端：《推动消费品以旧换新行动方案》，《2024-2025 节能降碳行动方案》，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。我国耐用品内需仍有向上调整的空间，我们预计今年新能源汽车用铜增速仍将保持在 25% 以上。

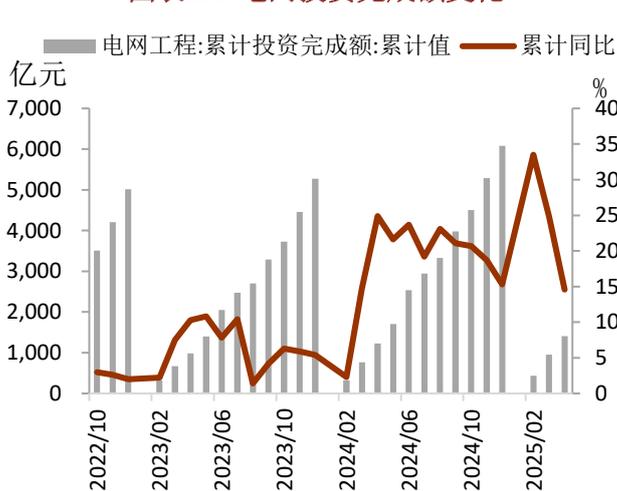
传统行业呈现旺季特征，新兴产业(除光伏外)增量稳健

整体需求端来看，新能源汽车产销增速稳健，白色家电进入销售旺季，电网投资项目进入集中建设期，而光伏风电装机量有所降温，房地产用铜仍在下行趋势之中，人工智能和数据中心用铜提供消费潜力，5月我国传统行业呈现旺季特征，新兴产业(除光伏以外)用铜增量增速较快，预计6月国内消费端将维持平稳，但增量总体空间有限。

图表 23 电源投资完成额变化

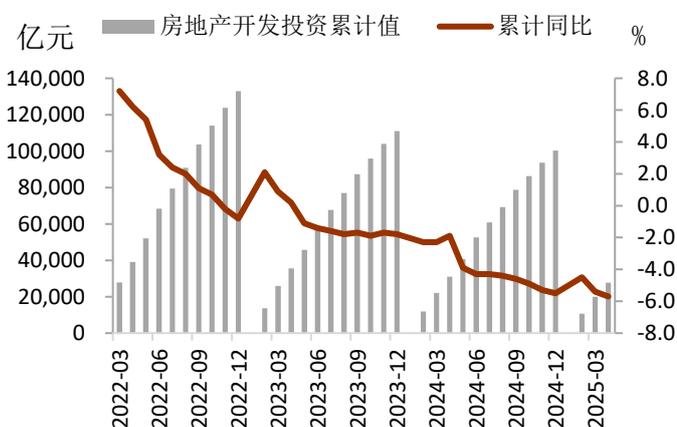


图表 24 电网投资完成额变化

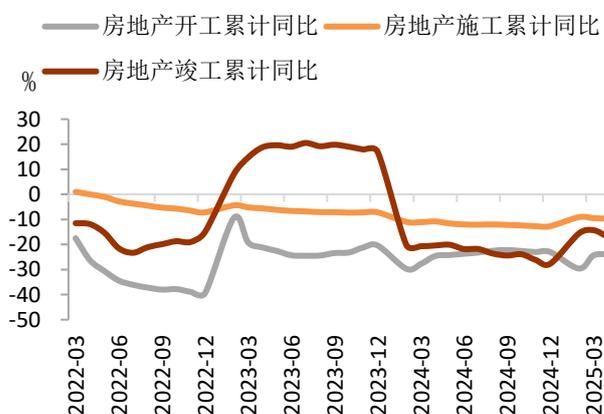


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

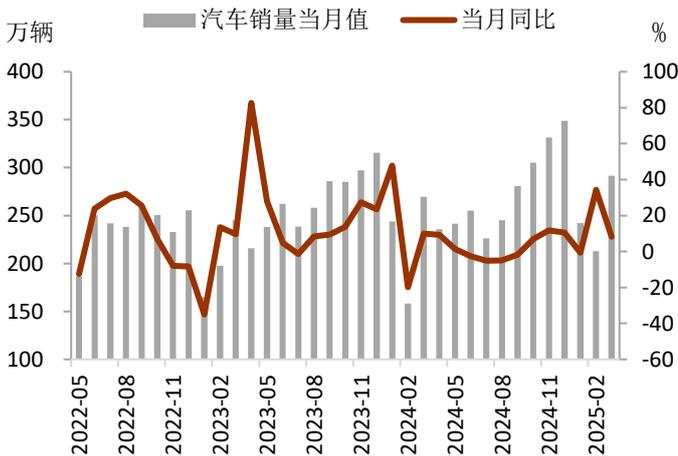


图表 28 家用空调库存变化

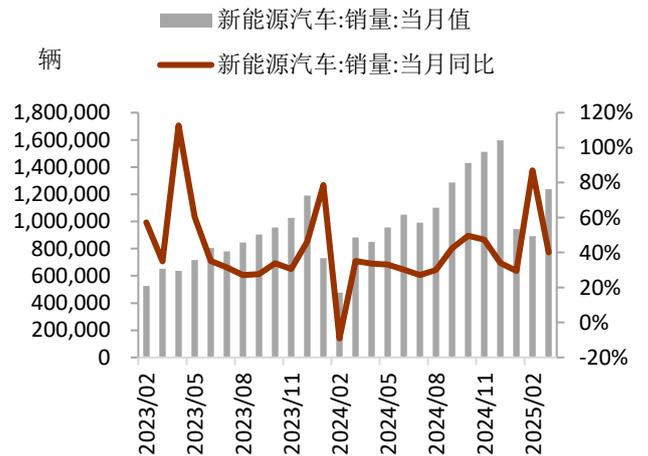


资料来源：iFinD，产业在线，铜冠金源期货

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，全球贸易体系面临重构风险，关税政策对全球供应链持续形成冲击，美国经济面临滞胀风险伴随全球经济增速预期下滑，而全球制造业难以转入共振上行周期，美联储仍不急于调整利率水平；国内方面，央行 1 万亿买断式逆回购延续适度宽松基调，工业企业利润增速转正，外贸出口富有韧性，经济结构持续改善内循环不断加速，我国经济企稳向好的势头并未改变。

基本面来看，海外矿端扰动频发，现货 TC 历史新低，虽然洋山铜美金溢价回落但国内紧平衡格局改善有限。消费端，我国传统行业保持旺季成色，新兴产业(除光伏以外)用铜增量增速较快，海外非美库存下滑，国内库存低位震荡。

敬请参阅最后一页免责声明

整体上，全球贸易体系面临重构风险，关税政策及其不确定性正对美国和贸易伙伴国经济产生广泛影响，美元指数疲软提振金属市场。基本上市场对矿端供应短缺的担忧程度加剧，在全球新能源和电气化产业加速发展的背景下，铜已跃升为全球制造业体系中的战略储备物资，全球显性库存持续回落对铜价提供强支撑。预计 6 月份铜价将在确认下方支撑后缓慢上行，测试今年前高压力。

风险点：90 天暂缓期后对等关税回归，美联储维持鹰派立场

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 B1 栋 9 楼 910、911 室

电话：025-57910823

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。