



2025 年 4 月 7 日

## 贸易局势恶化，铜价向下寻求支撑

### 核心观点及策略

- 宏观方面，美国对等关税幅度超预期，中方予以反制，全球范围内经济衰退风险升温，非美国国家尤其是新兴市场面临外需坍塌压力，造成短期金融市场系统性风险，美联储政策声明反复提及经济前景的不确定性，在“类滞胀”环境下被动维持限制性政策立场；国内方面，3月制造业PMI边际扩张，工业企业利润降幅收窄，央行维持MLF净投放体现适度宽松的政策路径，财政部为国有四大行融资5000亿元补充核心资本。
- 基本面来看，巴拿马铜矿仲裁解除，但现货TC负值走扩，3月国内精铜产量回升，进口量缩减。传统行业渐入缓慢复苏，新兴产业用铜增量稳健。全球库存持续上行，国内库存高位缓慢回落。
- 整体来看，特朗普政府重启贸易战令全球经济陷入衰退风险上升，系统性风险引发全球金融市场巨震，铜作为全球经济晴雨表短期难免承压；基本面今年我国精铜供应仍然平稳，需求表现富有韧性，去库总体缓慢。预计中期铜价将在超跌后寻求下方支撑后逐步企稳，密切关注关税政策是否持续升级，以及全球经济尤其是新兴市场国家的抗压能力。
- 风险点：贸易战持续升级，海外中断矿山复产

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 3 月铜行情回顾 .....                 | 4  |
| 二、宏观经济分析 .....                          | 5  |
| 1、美国对等关税超预期，美联储警惕滞胀风险 .....             | 5  |
| 2、美国制造业陷入萎缩，欧元区商业活动复苏 .....             | 6  |
| 3、制造业扩张边际上行，财政部积极补充大行核心资本 .....         | 7  |
| 三、基本面分析 .....                           | 8  |
| 1、第一量子放弃巴拿马铜矿仲裁，现货 TC 下行至-20 美金/吨 ..... | 8  |
| 3、3 月精铜进口量料大幅下降，美铜溢价逐步收窄 .....          | 13 |
| 4、海外库存转向北美，国内库存高位回落 .....               | 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 .....                            | 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 .....          | 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 .....     | 11 |
| 图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化 .....     | 11 |
| 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 .....       | 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 .....            | 20 |
| 图表 30 新能源汽车产量及销量变化 .....      | 20 |

## 一、2025 年 3 月铜行情回顾

2025 年 3 月，铜价整体呈冲高回落走势，伦铜从月初的 9300 美金反弹至 3 月下旬的 10100 美金后遇阻回调，沪铜则在 76700 一线企稳震荡上行至 83000 一线高位回落，3 月铜价重心总体上移。一方面，市场前期对美国经济复苏抱有乐观预期，叠加海外精矿供应中断 TC 负值走扩倒逼国内冶炼厂小幅兑现减产，供应端扰动难以缓解，另一方面，美国拟启动 232 调查对进口铜征收 25% 的关税计划令美铜溢价大幅上行至历史新高，全球铜资源流向北美造成非美地区供应短缺。此后，美国制造业 PMI、通胀、就业及消费者信心指数等多项核心经济数据表现不佳令市场担忧美国滞胀及浅衰退风险加剧，铜作为全球经济晴雨表难免承压。截至 3 月底，伦铜报收于 9690 美元/吨，月度涨幅为 3.4%；沪铜报收于 79950 元/吨，月度涨幅达 3.9%。3 月人民币兑美元汇率小幅升值主因关税政策或拖累美国经济下行导致美元走势相对疲软，沪伦比值上行至 8.25，整体市场表现为内强外弱。

图表 1 铜期货价格走势

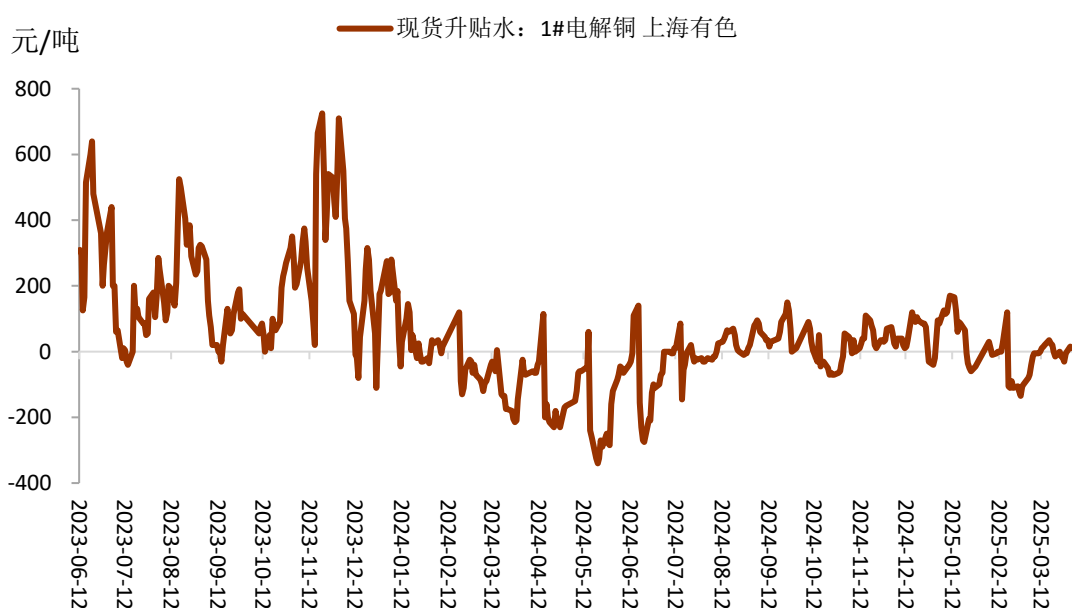


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3 月以来，国内精铜终端消费维持缓慢平稳的复苏态势，一方面铜价震荡上行涨幅较大令下游补库意愿减弱，另一方面线缆企业反馈房地产市场订单需求增量不足，电网投资项目招投标进程缓慢令企业订单环比小幅降温。从电网投资端来看，省市级电网投资项目有序展开招投标但总量规模有限，3 月铜缆线企业开工率维持 73% 左右，其中工程和地产类线缆订单和轨道交通类订单复苏缓慢；空调行业即将进入旺季排产高峰期铜管开工率提升，铜板带下游消费平稳，其中应用于新能源行业的汽车连接器需求良好，  
敬请参阅最后一页免责声明

而光伏焊带和通讯领域订单减速明显，预计 3 月精铜制杆开工率仅维持在 7 成左右。从初端加工来看，精铜杆 3 月开工率平稳，线缆终端订单支撑不足但生产保持节奏带动铜杆线需求缓慢恢复，铜箔企业开工率小幅回升至 6 成左右，主因新能源汽车产销渐入旺季同比增速稳健及传统传统电子铜箔在印制电路板和覆铜板的需求坚挺，应用于新能源汽车的逆变器、车载电脑等大功率高电流的基板制造中的消费总量也在不断增加；铜板带企业在汽车连接器、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对组件的总需求下滑。3 月社会库存最高升至 38 万吨后缓慢回落，现货由从深度贴水逐渐转向小幅升水，整体运行区间在-80 至+35 元/吨之间。华东 8mmT1 电缆线杆加工费小幅降至 350-520 元/吨，较上月上调 20 元/吨，主因线缆企业开工率低位反弹。从近月盘面结构来看，近月 C 结构向平水收敛，主因国内从累库转向去库，绝对库存高于往年同期但累库周期持续时间短暂，3 月部分冶炼厂兑现小幅减产预期增加供应端扰动，关注 4 月进入传统消费旺季后库存边际变化情况。整体 4 月消费端除光伏行业以外将有序复苏，预计现货升水重心将维持在平水到小幅升水区间。

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、美国对等关税超预期，美联储警惕滞涨风险

特朗普宣布将所有国家对等关税的基准关税税率定为 10%，将于 4 月 9 日生效，对欧盟和日本分别征收 20%和 24%的对等关税，对中国征收 34%的对等关税，而对巴西和

英国的关税税率仅为 10%，目前多个贸易伙伴国已宣布将立即采取反制措施予以回应，与此同时，特朗普重申将对进口汽车征收的 25% 的关税包括零部件，部分国家的对等关税幅度超出市场预期，令市场风险偏好大幅回落，虽然美国对等关税的全球基线税率偏低，但对部分国家的征收的特定关税超出市场预期，贸易伙伴国宣布将立即实施反制措施，全球贸易摩擦正式拉开帷幕，全球经济增长或面临严峻挑战，VIX 恐慌指数再度飙升至 40 上方接近 2020 年新冠疫情水平，全球投资者对市场转向悲观。美国财长贝森特认为特朗普反复呼吁美联储降息其目的是为了减少庞大美债规模的利息支出、对冲关税政策带来的经济下行风险以及促进美国制造业回流并重建供应链，而美联储则表示贸易政策充满不确定性背景下应当放缓降息步伐维持一段时间的限制性利率政策，美国通胀预期上行的风险远高于就业市场，贸易壁垒将对进口国基础通胀产生更持久的次轮效应，美国 2 月消费者信心指数大幅走弱，密歇根大学 5 年期通胀预期创下 32 年以来新高也凸显当前美国国内愈演愈烈的通胀环境。

欧元区 3 月调和 CPI 同比增速降至 2.2%，低于前值的 2.3%，核心 CPI 同比降至 2.4%，同样低于预期和前值，数据显示欧元区通胀呈现稳步放缓迹象，这使得欧央行管委需要权衡欧元区上半年是否需要继续降息。拉加德表示，美国的对等关税政策以及对欧盟实施的 25% 汽车和其他商品类关税将拖累今年欧元区经济增长 0.3%，若欧盟展开报复性反制措施，经济增长降幅将进一步扩大，通胀对经济层面的影响并非局限于短期或将产生深远的次轮效应，此外欧元汇率持续走弱也将带来进口物价约 0.5% 的短期涨幅，这些成本大部分将直接转嫁给终端消费者，欧盟已经做好了任何贸易反制手段的准备。我们预计欧央行将在 2025 年二季度仍然维持适度宽松的政策以应对经济下行风险。

## 2、美国制造业陷入萎缩，欧元区商业活动复苏

美国 2 月 ISM 制造业 PMI 降至 49，低于预期的 49.5，重回萎缩区间，ISM 的分项数据中工厂订单指数大幅降至 45.2 (环比-3.4%)，出现大幅萎缩，就业指数同样以去年 9 月以来最快的程度恶化，企业在贸易政策不确定前难以抉择是否扩大用工规模，物价支付指数大幅飙升至 49.4 (环比+7%)，库存指数升至 53.4，为近三年以来最高水平，整体显示美国制造业生产商订单需求放缓，企业原材料价格成本陡增，用工景气度下降，关税政策落地本土企业维持抢进口动作，我们认为对等关税一旦落地将对美国制造业企业供应链形成扰动，总体来看，当前美国企业面临的关税风险和经济环境进入滞胀的强预期将部分抵消政府减税政策带来的正面效应。

欧元区 1 月制造业 PMI 初值录得 46.1，高于前值的 45.4，服务业 PMI 初值为 51.4 持平前值，制造业生产活动出现改善迹象，服务业商业活动整体扩张，商业信心保持稳定。其中德国 1 月制造业 PMI 反弹至 44.1，高于预期的 42.7，制造业产出降幅较去年年底明显收窄，但产出指数仍位于收缩区间，新订单的疲弱导致私营部门业务量延续下

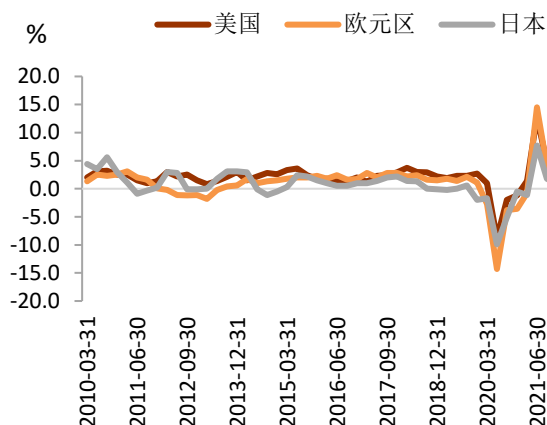
降趋势，积压订单的消耗速度不见起色，服务业商业活动指数升至 52.5，但物价压力进一步走高，商品和服务的平均价格以近一年来最快的速度上涨。法国 1 月制造业 PMI 初值反弹至 45.3，高于预期的 42.5，制造业萎缩程度明显收窄，企业新订单虽然连续第 8 个月下降但降幅收缩，未完成订单速度放缓并逐步消化积压订单，制造业市场信心修复，但企业裁员数量增加，私营部门就业人数创四年以来最大降幅。整体来看，欧元区经济呈现复苏迹象，德法两大经济引擎制造业边际回暖，服务业新订单回升但积压订单仍然较多，但需求端未见明显扩张，预计欧央行仍将为欧元区经济摆脱衰退风险制定温和宽松的政策路径。

### 3、制造业扩张边际上行，财政部积极补充大行核心资本

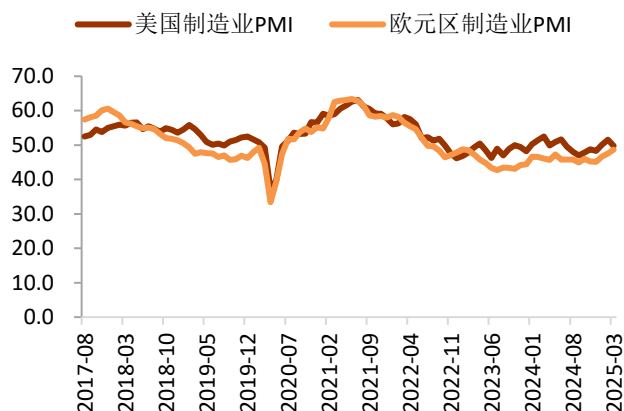
中国 3 月官方制造业 PMI 录得 50.5，扩张区间边际向上，分项数据来看，新订单指数环比上升 0.7%至 51.8 继续扩张，生产指数环比上升 0.1%至 52.6，原材料库存指数升至 51.2，从业人员指数环比回升至 48.2，显示制造业企业生产活动加快，市场需求景气度有所改善，主材料库存指数降幅收窄，企业用工需求有所回升，总体制造业扩张边际改善。分类型来看，大型企业 PMI 升至 51.2，环比-1.3%，中小企业 PMI 分别为 49.6%和 49.6%，非制造业商务活动指数为 50.8%。1-2 月全国规模以上工业企业利润同比-0.3%，随着我国“两新”政策的政策效应的逐步显现，通用设备、专用设备行业利润同比分别增长 6.0%、5.9%。其中，通用零部件制造、采矿冶金建筑专用设备制造、医疗仪器设备及器械制造等行业利润快速增长，同比分别增长 19.3%、14.1%、10.6%。在我国汽车行业置换更新补贴政策的带动下，汽车制造业利润同比增长 11.7%；在电子、家电产品以旧换新政策惠及面不断扩大的背景下，智能消费设备制造、家用厨房电器具制造、家用制冷电器具制造等行业利润分别增长 125.5%、19.9%、19.2%。随着我国大力推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新政策，预计工业企业利润将进一步得到修复。

3 月底，财政部出资 5000 亿元用于统筹国有大型银行的新一轮股权融资，其目的是为了通过外部融资的方式对四大行补充一级核心资本，缓解资产和内生资本补充速度剪刀差的压力，也能在一定程度上缓和近年来国有银行息差的净利润的压力。3 月底央行宣布展开 4500 亿 MLF 净投放操作，旨在维护市场流动性的合理充裕，体现适度宽松的货币政策导向。

图表 3 发达国家 GDP 增速



图表 4 美欧制造业 PMI

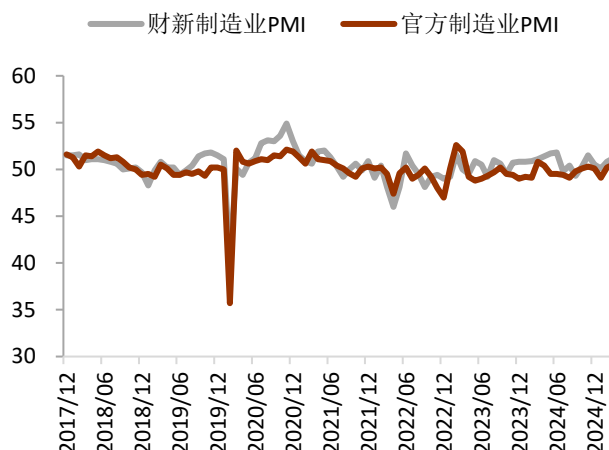


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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、第一量子放弃巴拿马铜矿仲裁，现货 TC 下行至-20 美金/吨

进入 3 月现货 TC 继续下行并一度扩大至-20 美金/吨，市场对精矿短期供应扰动担忧情绪并未缓解反而有所加剧，2025 年精矿供应增速在不考虑巴拿马铜矿复产的前提下将进一步下滑至 2.9%。第一量子公司放弃了对巴拿马铜矿的国际仲裁以寻求与政府展开谈判的机会，为年内复产提供了可能性但不会早于第四季度；BHP 旗下的南澳三矿去年三季度雷暴天气破坏基础电力设施，以及矿坑岩土不稳定和通风限制限制开采效率；伦丁矿业旗下位于美国的 Eagle（鹰山铜矿）去年年中东区下部斜坡发生坍塌，降低了开采效率，直至年底才恢复正常吞吐量；力拓旗下的肯尼科特铜矿因两条沿线断层发生高墙位移，限制了主脉矿的开采能力，而 Codelco 旗下位于智利的特恩尼特矿山因岩爆

敬请参阅最后一页免责声明

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，粗略预计 2025 年啊全球精矿供应增速将从 3.5%降至 2.9%，2026 年将进一步下滑至 1.4%，加剧供应担忧。

第一量子公司称，公司已经撤销了对巴拿马铜矿关停事宜造成巨额损失的国际仲裁，并暂停另一项仲裁，这可能为双方就关闭一年多的铜矿进行更多谈判铺路。该公司表示，已同意终止向国际商会提起的赔偿仲裁，并暂停加拿大-巴拿马自由贸易协定仲裁。该矿场于 2023 年 12 月在巴拿马大规模反采矿抗议和政治动荡中被关闭。巴拿马总统表示，只有第一量子公司结束仲裁后，政府才会与其谈判，科布雷巴拿马矿场对巴拿马、第一量子公司及铜市场均具有重要意义。2023 年 Cobre Panama 铜产量达 33 万吨，我们认为年内若重启也不会早于第四季度。

外媒消息，嘉能可旗下位于秘鲁的 Antapaccay 铜矿，由于附近城镇居民于 3 月底开始封锁通往矿场的道路，截止目前该事件暂无好转迹象，秘鲁抗议者封锁嘉能可 Antapaccay 铜矿道路，抗议扩建项目。附近还有 Las Bambas 和 Tintaya 等铜矿。秘鲁作为全球第二大铜生产国，但是矿业发展与社区冲突频发，如 2023 年 1 月 Antapaccay 铜矿曾遭袭击，9 月又遭原住民团体封锁。与此同时，嘉能可 暂停了智利阿尔托诺特（Altonorte）冶炼厂的铜出货，原因是该厂的冶炼炉受到了影响。该公司已经停止了该工厂的运营，并在商业合同中启动了所谓的不可抗力条款。不可抗力条款允许供应商因其无法控制的情况而停止发货。目前嘉能可对该冶炼厂关停不予评论。

据 RMK 公司消息，旗下位于俄罗斯的 Malmyzh 铜矿即将生产出第一批铜精矿，紧邻中国，该铜矿 2006 年被发现，铜储量约 83 万吨，品位约 0.34%，金储量达 347 吨。2018 年 RMK 公司收购 Malmyzhskoye 铜矿，该铜矿投产分为两个阶段，该项目已于 2024 年底投产第一阶段，产能 15 万吨，第二阶段投产后，该铜矿总产能将达到 29 万吨。

3 月 31 日，CSPT 小组敲定今年第一季度铜精矿现货 TC 指导价为 25 美金/干吨，并决定不敲定 2025 年第二季度铜精矿现货 TC 指导价。当前铜精矿加工费负值区间不断扩大，中国冶炼厂加工利润被大幅压缩，盈利状况不容乐观，仅靠副产品硫酸和金银提供一定支撑。

ICSG(国际铜研究小组)最新数据显示，2025 年 1 月全球精炼铜产量为 238 万吨，消费量为 240 万吨，1 月精炼铜市场供应短缺 1.9 万吨，2024 年 12 月供应短缺为 2.2 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 2 月智利铜产量达 39.7 万吨，同比-5.4%，由于 2 月智利全国突发大规模停电事件，导致北部矿区主要矿山中断生产，随后部分矿区启动备用电源但产量下降在所难免。Code1co(智利国家铜业)2024 年铜总产量达 144 万吨，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将是近两年该公司的首要任务。

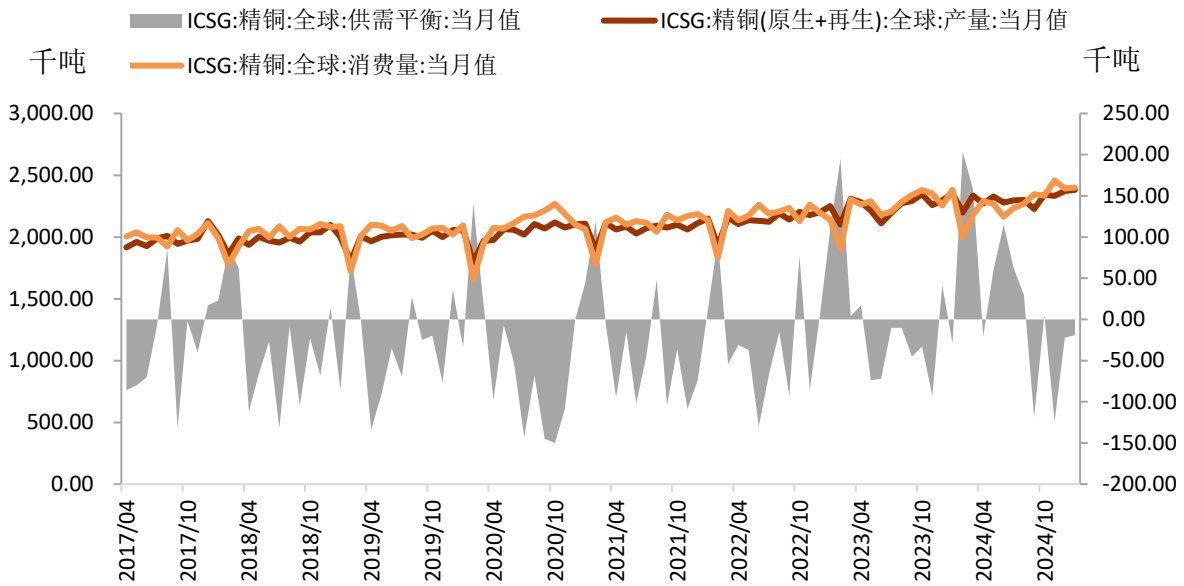
## 2、3 月国内电铜产量环比回升，冶炼厂兑现小幅减产预期

SMM 数据显示，我国 3 月我国电解铜产量为 112.2 万吨，同比+12.3%，今年一季度我国电解铜累计产量达 319.4 万吨，同比+9.4%。3 月份全国主要冶炼厂产能利用率高位运行，仅有少数冶炼厂例行检修。虽然现货加工费低迷令冶炼端利润大幅收缩，但冶炼厂仍维持较高产能利用率，主因副产品金银和硫酸提供一定利润支撑。

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。3 月以来，冶炼厂长单加工费也逐渐进入亏损状态，3 月中旬市场传出冶炼厂可能被迫小幅减产的消息，部分冶炼厂虽然兑现了减产预期，但影响范围有限，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。

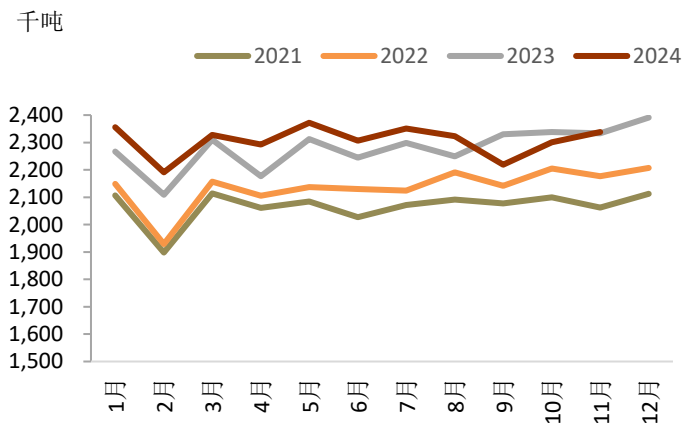
海外方面，2024 年海外精铜总产量达 1420 万吨，同比仅增 1%。从海外精铜新增产能来看，今年全球的增量主要集中在非洲刚果的湿法项目以及印尼和俄罗斯等冶炼项目，其中包括洛阳钼业旗下的 KFM 和 TFM 项目去年产能爬坡极为顺利，TFM 五条线已全部投入运营，洛阳钼业预计 2025 年铜产量将进一步升至 65-70 万吨。火法方面，印尼的 Gresik 扩建项目仍在爬产中，预计今年产量将达 25-30 万吨，中色股份旗下的印尼 Amman 的 22 万吨冶炼厂已在 9 月底举行开工仪式，3 月底成功生产出首批阴极铜，符合 LME 交易所规定的 A 级交割标准，将进入爬产周期；自由港旗下的 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 3 月国内精铜产量将继续上行至 105-108 万吨。

图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

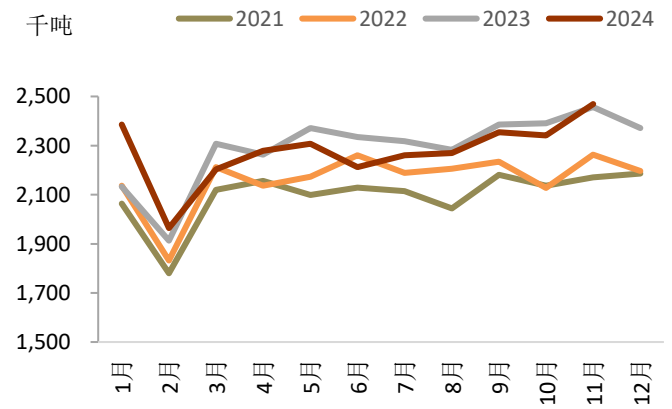


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化

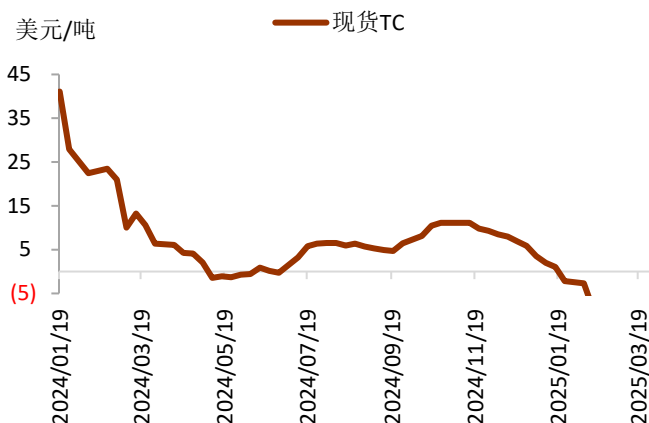


图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化

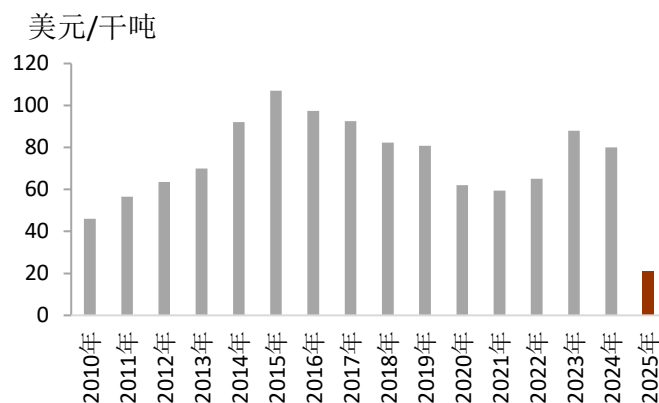


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

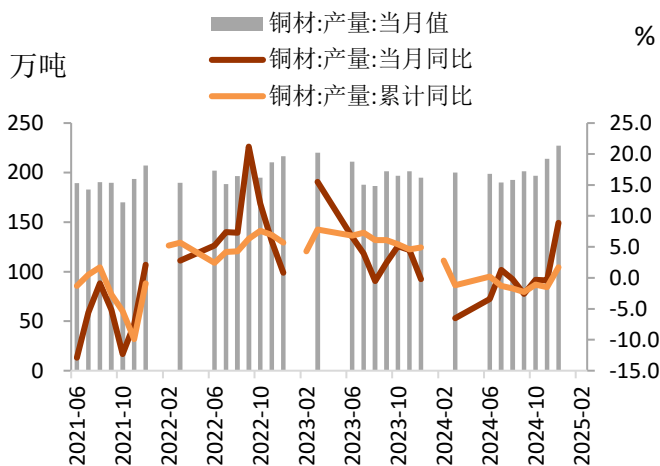


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

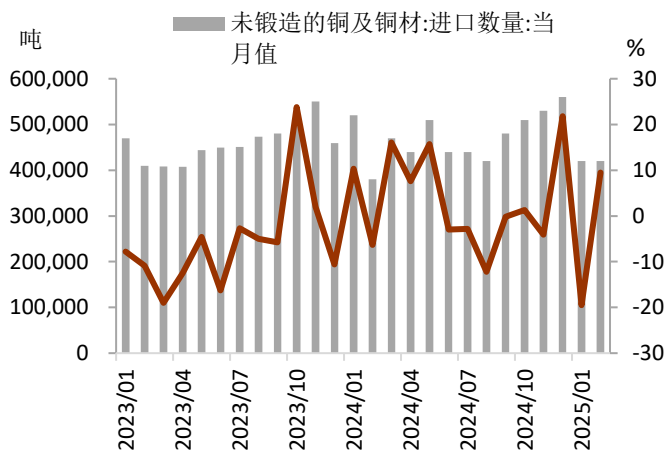


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 12 中国铜材产量及增速变化

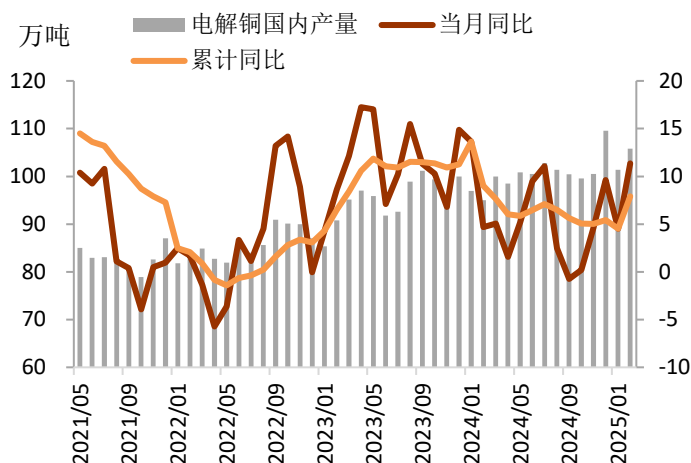


图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

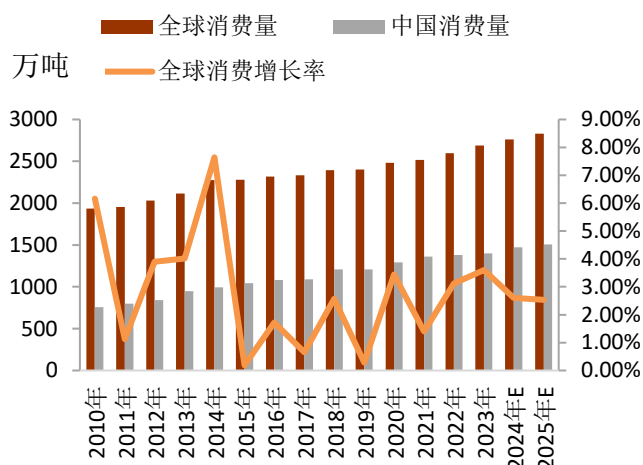


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 14 中国精炼铜产量变化

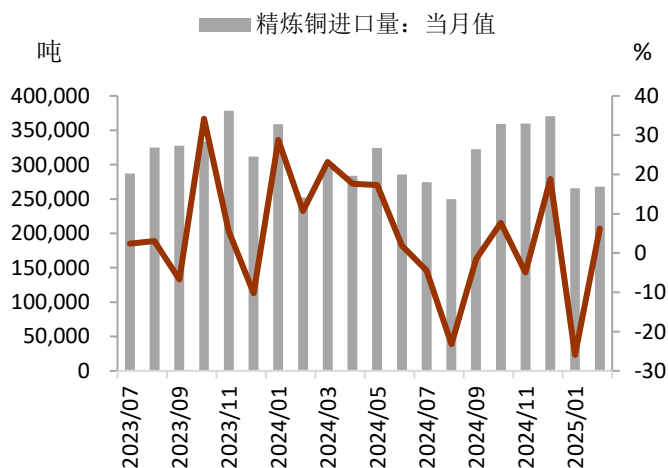


图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化

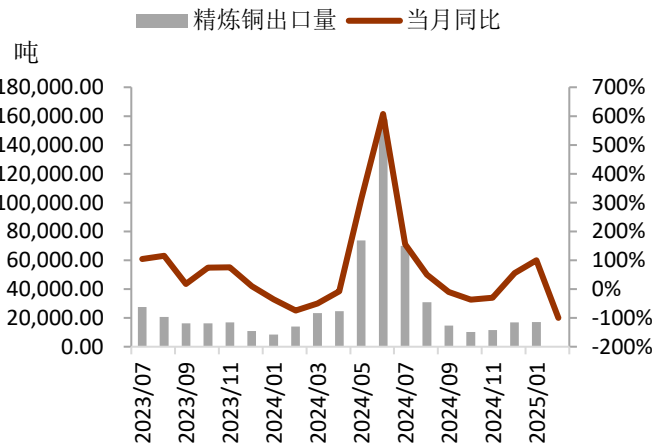


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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、3 月精铜进口量料大幅下降，美铜溢价逐步收窄

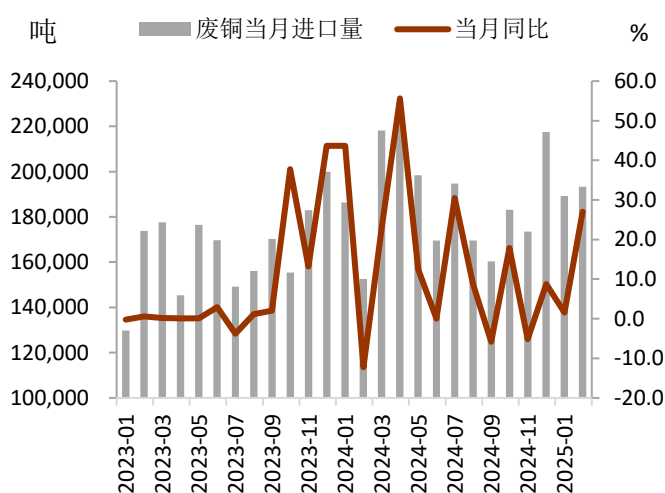
海关数据统计，今年 1-2 月我国未锻造铜及铜材进口量为 42 万吨，同比+9.5%；1-2 月铜矿砂及精矿进口量为 218.3 万吨，同比-0.7%；1-2 月精炼铜进口量为 53.3 万吨，同比-12.7%，其中 2 月进口量为 26.8 万吨。3 月进口窗口亏损扩大出口窗口短暂开启，国内部分冶炼厂寻求出口交割套利空间，非洲货源抵达港口到货量正常，但符合 COMEX 交割品等级的南美货源到港稀少纷纷发往北美地区进行交仓操作。主因 COMEX-LME 的美金溢价在 3 月一度扩大至 1500 美金上方，创历史新高。

3 月洋山铜的仓单和提单美金溢价升至 100 美金上方，主因进口南美好铜货源稀少，剔除人民币汇率因素后沪伦比值波动区间在 1.12-1.13，进口亏损扩大主因洋山港仓单

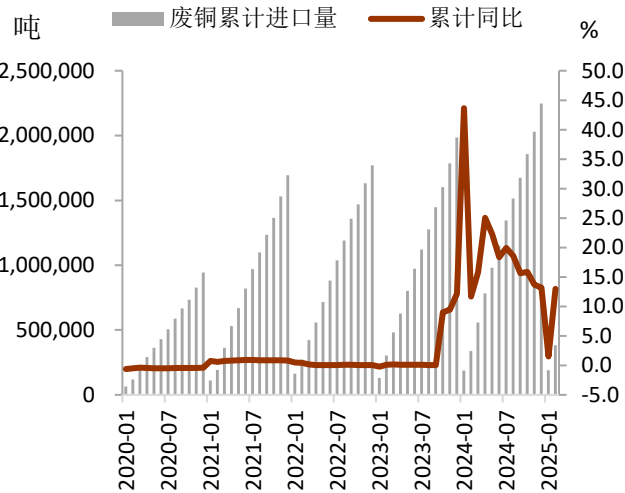
和提单美金升水逐渐走扩，国内消费复苏有限令内贸升贴水维持小幅贴水至平水状态，海外库存向北美地区倾斜后，非美地区形成短期供应短缺令剔除汇率因素后形成外强内弱的格局，此外，美元高位回落后人民币阶段性升值打压了进口窗口，导致进口正套业务方式没有空间。此外，特朗普对铜的 232 调查仍在进行之中，但市场预期关税将在几周内落地，一旦美国全面启动铜的进口关税，则将在一定程度上拖累我国的精铜进口量，但非洲、俄罗斯和哈萨克斯坦的湿法铜进口将保持平稳。

2 月我国废铜进口量为 19.3 万吨，同比+13%，日本和美国依然是主要供应来源，1-2 年全年我国废铜进口量累计达 38.3 万吨，同比+13%，主因国内贸易商在美铜关税落地之前选择继续抢进口操作，一旦美铜关税预期兑现，那么目前每月从美国进口的 3-4 万吨废铜数量将大幅减少，3 月废铜制杆行业开工率维持 4 成左右部分企业担心废铜原料成本抬升，限制了整体废铜制杆企业的补库意愿和开工积极性，预计今年上半年我国废铜进口量将呈现高开低走的态势。整体预计 3 月我国精铜进口量预计将大幅回落至 20 万吨以下，在关税政策落地之前 3 月废铜进口量仍将维持在 18-20 万吨。

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、海外库存转向北美，国内库存高位回落

3 月以来国内库存逐渐高位回落，社会库存从 38 万吨缓慢回落至 32 万吨附近，其中保税区库存大幅升至 11.2 万吨，而上期所库存则反弹至 23.5 万吨，而 LME 亚洲库存降至 14.9 万吨，截止 3 月 28 日全球显现库存已反弹至 64.6 万吨，全球库存继续反弹，但国内库存因消费渐入旺季高位缓慢回落，但因 3 月铜价整体偏高，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 则因全球库存向北美地区倾斜大幅降至 40-50 美金区间。

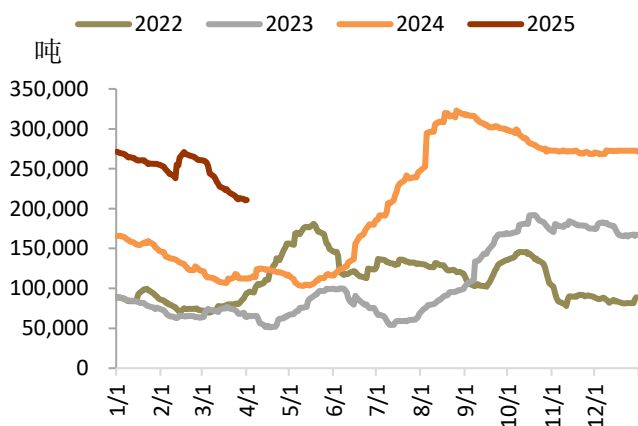
敬请参阅最后一页免责声明

截止 3 月 28 日，LME、COMEX 和 SHFE 三大交易所的库存分别为 21.2 万吨、9.4 万吨和 23.5 万吨，合计达 54.1 万吨，月环比略微下降 0.2 万吨，LME 注销仓单比例升至 44.7%，伦铜 0-3 升水大幅收缩至 50 美金一线。LME 总库存上月出现下滑，其中欧洲库存升至 6.3 万吨，北美库存见底，而亚洲库存则降至 14.9 万吨；而 COMEX 显现库存维持 9.4 万吨，但市场传言近期越有 50 万吨精铜正陆续发往美国，由于上月 COMEX-LME 的价差一度超过 1500 美元/吨，次级海外贸易商纷纷从全球收集货源发往北美并赶在关税落地前进行交仓，而后市场又传出对铜的 232 调查将在几周内公布最终结果，又令实物跨市场套利时间窗口被压缩导致美铜溢价收窄，但总体非美地区的短期供应扰动仍在持续。

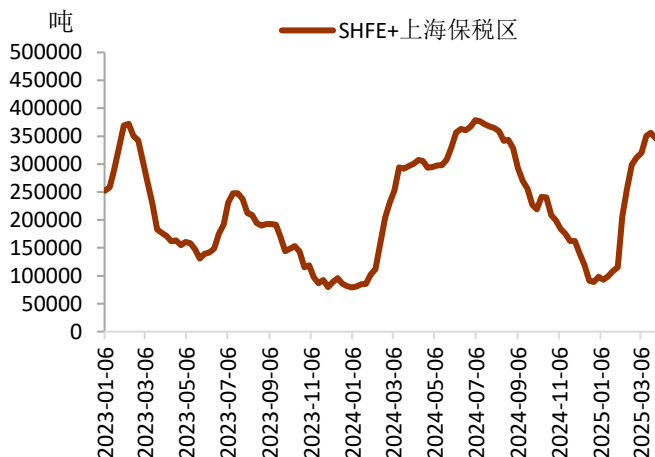
截止 3 月 28 日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）大幅增至 34.7 万吨，环比上月增加 6.4 万吨。其中 SHFE 总库存升至 23.5 万吨，环比上月底下降 3.3 万吨，上海保税区为 11.2 万吨，月环比增加 6.8 万吨，3 月上期所进入传统去库周期而保税区则出现大幅累库，主因出口窗口打开后部分企业执行从内地将保税区仓库的出口操作，国内库存呈现净增长。

总体来看，全球显性库存持续上行，国内转向去库但保税库存高企，预计 4 月全球库存将持续走高，主因中国冶炼厂预计维持高开工而消费端将维持平稳复苏，而海外库存流向北美的集中倾向将有所缓解。

图表 21 LME 铜库存

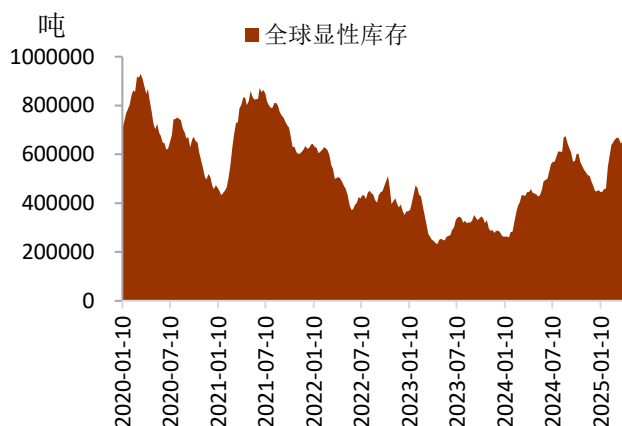


图表 22 SHFE 和保税区库存走势

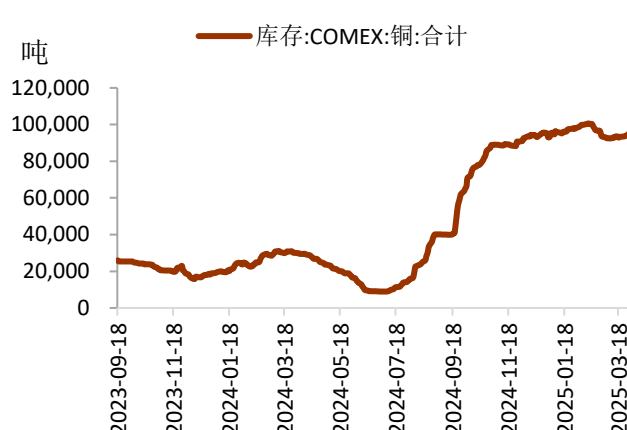


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

### 2025 年两网累计投资总额有望超 8000 亿

国家能源局数据显示，2025 年 1-2 月我国电网工程投资完成额达 436 亿元，同比增长 33.5%；2025 年 1-2 月我国电源工程投资完成额 753 亿元，同比仅增长 0.2%，降幅明显，全国累计发电装机容量 34.0 亿千瓦，同比增长 14.5%。其中，太阳能发电装机容量 9.3 亿千瓦，同比增长 42.9%；风电装机容量 5.3 亿千瓦，同比增长 17.6%。1-2 月份，全国发电设备累计平均利用 505 小时，比上年同期减少 61 小时。

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。南方电网今年三季度会议指出，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。光伏太阳能、核电、风电等新能源领域在我国社会发电量构成的比重正逐年递增，也对我国电网系统的接网消纳能力提出了更高的要求，我国未来电网系统发展方向将围绕重点建设特高压新型电网领域展开。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，我国电源投资年初完成额同比增速明显下滑，显示以风光为代表的新能源行业等新兴产业用铜增量今年或将出现一定程度的回落。

## 光伏行业供给侧改革箭在弦上，风电增速偏低运行

根据电力企业联合会数据，2025 年 1-2 月我国新增光伏装机容量为 39.5GW，同比增长 7.5%，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 220GW 附近，当前完成率仅为 18%，主因“十四五”期间我国规划的 550GW 的西北大型风光大基地计划已部分提前超额完成，2025 年我国光伏产业链将进入提质增效的新阶段，产业链供给侧改革已经提上议程，行业自律监管已渗透至产业链的中上游缓解。3 月我国集中式地面电站项目开机启动，终端采购中标容量较上月大幅回升，但今年新项目则因消纳瓶颈、预期收益率和行业自律协议等因素进展缓慢，光伏组件排产增量不及预期，分布式项目在政策窗口期前的抢装高潮已告一段落后逐步回归工商业订单的刚性支撑，预计 4 月光伏装机量仍将进一步减速。

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 1-2 月我国新增风电装机量达 9.3GW，同比下降 6.2%，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 2025 年风电增速将维持低增速，总体风光行业用铜增量将出现约 13% 左右的下降，而人工智能带动的数据中心用铜将难以提供足够增量弥补风光行业的需求缺口。

## 楼市成交价格降幅收窄

国家统计局数据，2025 年 1-2 月我国全国房地产开发投资总额为 10720 亿元，同比下降 9.8%，其中，住宅投资 8056 亿元，同比下降 9.2%，1-2 月我国商品房销售面积累计达 10746 万平方米，累计同比下降 5.1%，其中住宅销售面积同比下降 3.4%，房地产新开工施工面积累计为 6614 万平方米，同比降幅达 29.6%，而房地产竣工面积累计为 8764 万平方米，同比下降 15.6%，降幅明显收窄。从价格指数来看，2 月 70 个大中型城市新建商品住宅价格指数同比下降 5.2%，70 个大中型城市二手房价格同比下降 7.5%，降幅均收敛。

央行 2025 年工作会议强调,要坚持适度宽松的货币政策基调,适时择机降准降息,加大逆周期调节,扩大内需,激发市场活力。随着去年中央多部门合力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。

### 家用空调内销稳健,输美白电关税大幅增加

国家统计局数据显示,2025 年 1-2 月我国空调总产量达 4128.1 万台,同比增长 9%,其中 2 月我国家用空调销量为 1679 万台,同比增长 36.3%,1-2 月家用空调累计销量为 3452.4 万台,同比增长 20.6%。截止 2 月底,全国家用空调工业库存为 1695.6 万台,环比下降 4.9%。我国家用空调销售仍保持较快增长,在国家“两新”政策的扶持和大力推进下,一季度我国空调销售交出满意答卷。

产业在线数据显示,4 月家用空调内销排产量为 1342 万台,较去年同期增长 9.1%,5 月内销排产量为 1462 万台,同比去年实绩增长 17.4%。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。

### 1-2 月新能源汽车产销增速近 5 成,中资企业积极开拓海外市场

中汽协数据显示,今年 1-2 月,新能源汽车产销分别完成 190.3 万辆和 183.5 万辆,同比分别增长 52%和 52%。新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 40.3%。在出口方面,1 至 2 月,新能源汽车出口 28.2 万辆,同比增长 54.5%。2 月份,我国汽车产销分别完成 210.3 万辆和 212.9 万辆,同比分别增长 39.6%和 34.4%。其中,新能源汽车产销分别完成 88.8 万辆和 89.2 万辆,同比分别增长 91.5%和 87.1%。

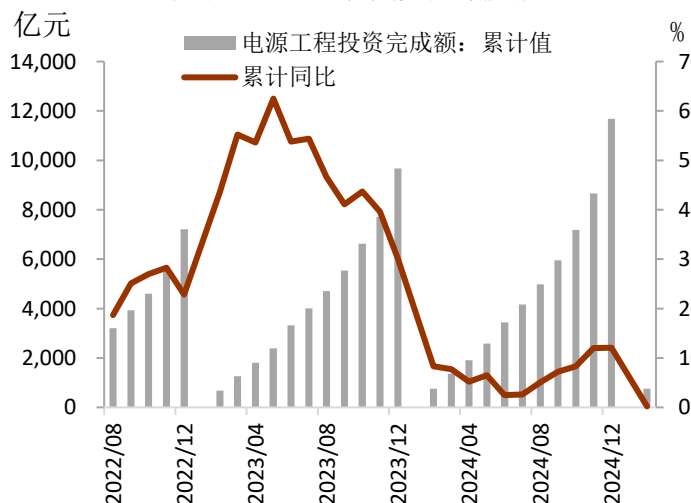
2025 年我国新能源汽车发展基本不失速,中资企业虽然对内竞争激烈,内卷化加

剧，但市场总体销量规模与日俱增，且部分企业已步入现代化运营管理模式，企业技术创新活跃，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 4 月我国新能源汽车产销仍将保持较快增长，但整体行业规模仍将维持较快扩张。

### 传统行业渐入缓慢复苏，新兴产业用铜增量稳健

整体需求端来看，新能源汽车产销增速稳健，电网投资开年并未全速发力，光伏风电用铜减速预期兑现，“两新”政策下空调内销韧性较强，房地产量价企稳但离全面复苏仍有距离，数据中心订单崭露头角但占比偏低，3 月我国传统行业渐入消费旺季，新兴产业用铜增量保持稳健，预计 4 月国内消费端将进一步回暖，增量将进入集中兑现期。

图表 23 电源投资完成额变化

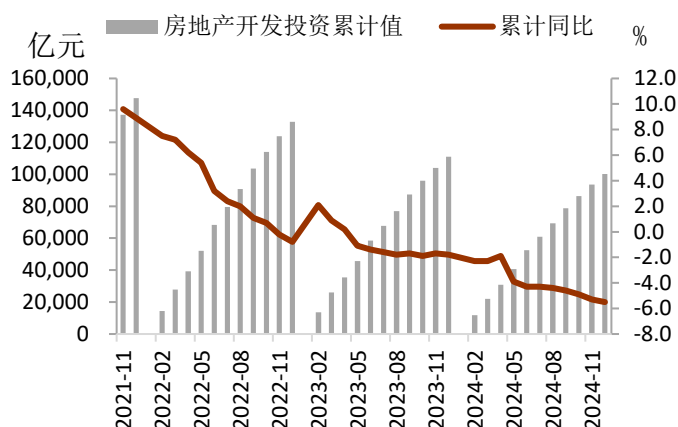


图表 24 电网投资完成额变化

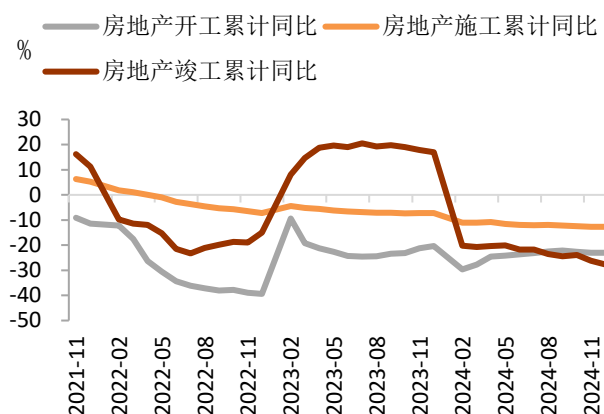


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 25 房地产开发投资增速变化

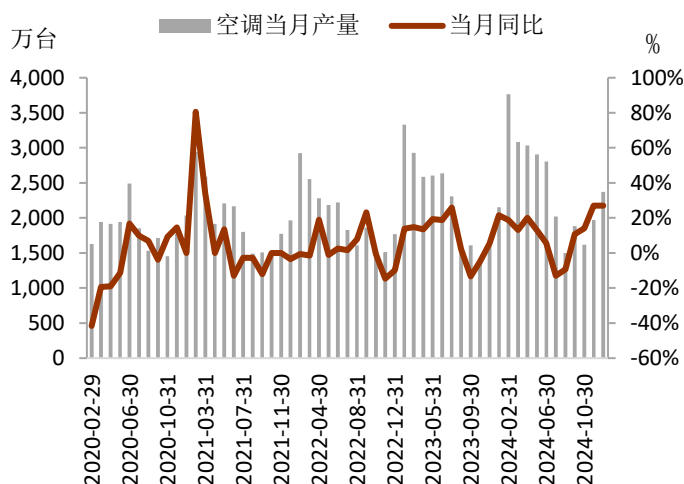


图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化

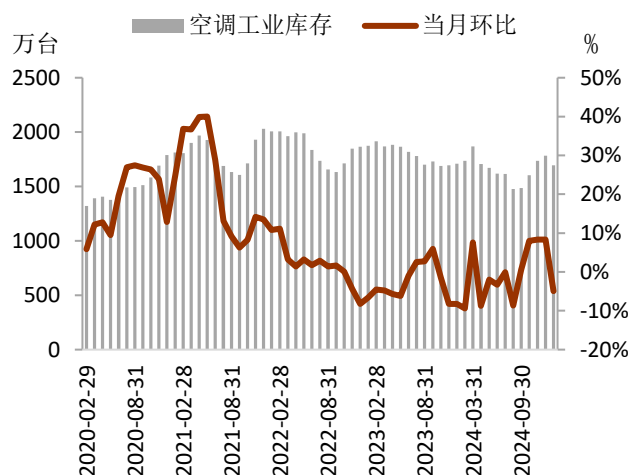


资料来源：iFinD，铜冠金源期

图表 27 空调产量增速变化

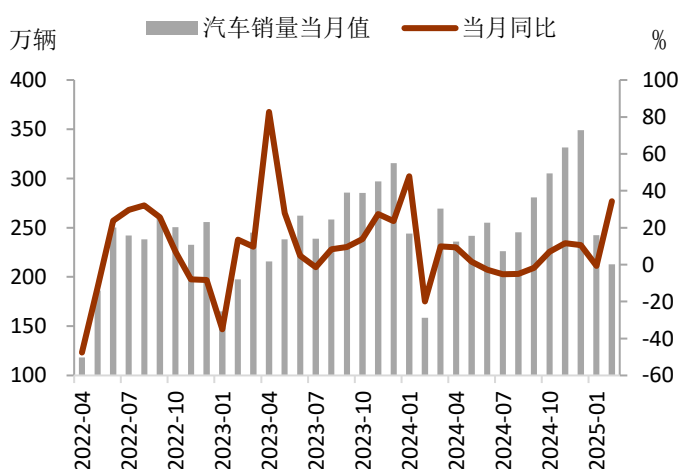


图表 28 家用空调库存变化

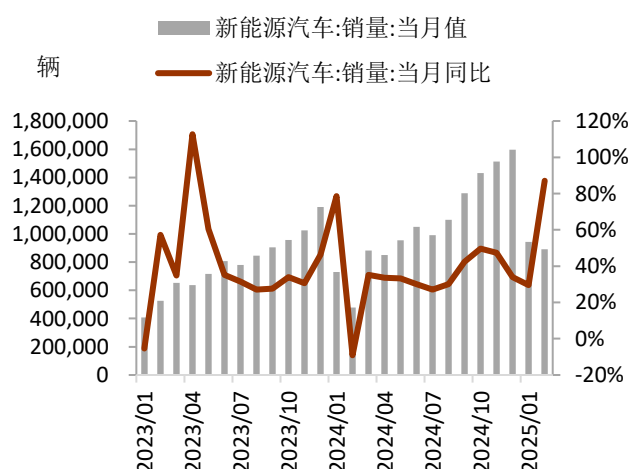


资料来源：iFinD，产业在线，铜冠金源期货

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

敬请参阅最后一页免责声明

#### 四、行情展望

宏观方面，美国对等关税幅度超预期，中方予以反制，全球范围内经济衰退风险升温，非美国国家尤其是新兴市场面临外需坍塌压力，美联储政策声明反复提及经济前景的不确定性，在“类滞涨”环境下被动维持限制性政策立场；国内方面，3月制造业PMI边际扩张，工业企业利润降幅收窄，央行维持MLF净投放体现适度宽松的政策路径，财政部为国有四大行融资5000亿元补充核心资本。

基本面来看，巴拿马铜矿仲裁解除，但现货TC负值走扩，3月国内精铜产量回升，进口量缩减。传统行业渐入缓慢复苏，新兴产业用铜增量稳健。全球库存持续上行，美铜溢价回落，国内库存高位缓慢回落。

整体上，特朗普政府重启贸易战令全球经济陷入衰退风险上升，系统性风险引发全球金融市场巨震，铜作为全球经济晴雨表短期难免承压，但预计铜价超跌后将有技术性修复需求，基本面今年我国精铜供应仍然平稳，需求表现富有韧性，去库总体缓慢。预计4月份铜价将在超跌后寻求下方支撑并逐步企稳反弹，密切关注关税政策是否持续升级，以及全球经济尤其是新兴市场国家的抗压能力。

风险点：贸易战持续升级，海外中断矿山大面积复产

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 305、307 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

敬请参阅最后一页免责声明

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。