

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：铜矿供给约束持续增强，给予铜价强支撑

2025年3月，市场对两会政策抱有预期，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。尽管有关税事件扰动，但市场反应已逐渐钝化，铜价表现不悲观，运行区间或略有上移。关税或影响铜价运行节奏，但不会改变震荡上行趋势。

3月影响铜价的宏观变量：应对外部环境变化冲击，观察两会政策稳内需的力度（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）。

3月影响铜价的中观变量：铜矿加工费持续走低，矿产供给增速较低，或影响冶炼端产量（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：宏观预期与产业现实博弈，金融资本与产业资本博弈，铜价波动加大。3月铜价或在75000-80000元/吨区间震荡运行。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：铜矿供给约束持续增强，给予铜价强支撑

一、行情回顾

2025年1-2月，在多空交织的宏观环境下，基于各自产业基本面差异，有色金属走势震荡分化。铜铝震荡反弹，锌镍继续筑底。

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、美国降息节奏放缓，观察国内两会政策窗口期

(一)、美国通胀压力尚未缓解，降息节奏放缓

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



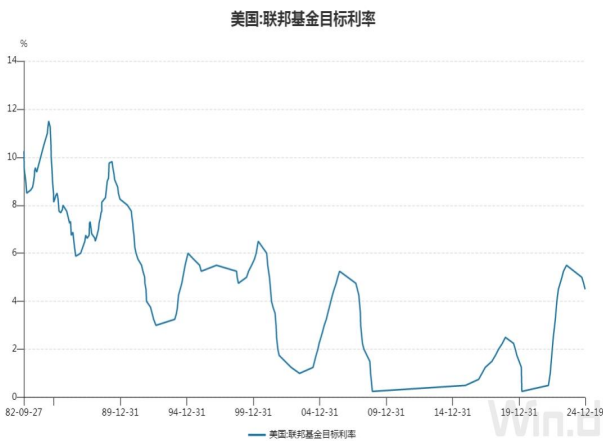
数据来源：wind

图 6 中美 10 年期国债收益率



数据来源：wind

图 7 美国联邦基金目标利率



数据来源：wind、中金公司

图 8 美国 CPI 与核心 CPI

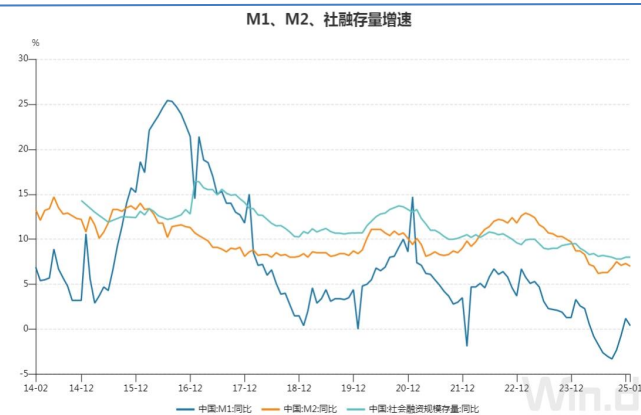


数据来源：wind

(二)、两会政策窗口期，重点关注财政政策刺激力度

3月市场将关注两会期间，释放出的政策信号。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9 M1、M2、社融存量增速



数据来源: wind

图10 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

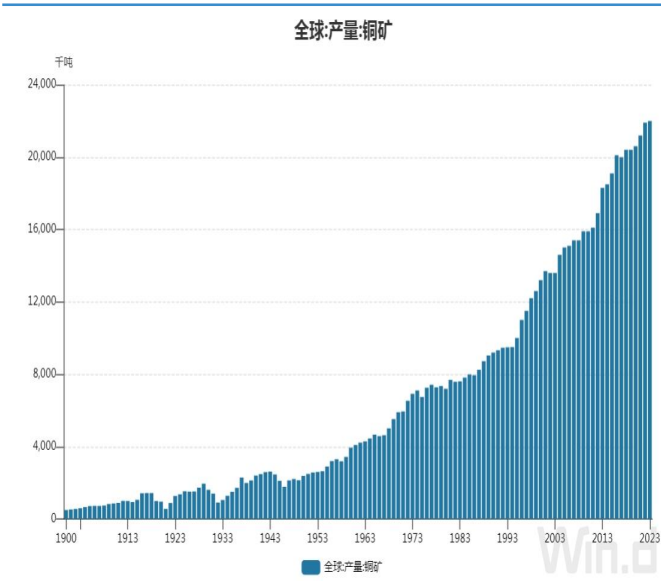
三、供应端约束依旧较强，继续支撑铜价

(一)、铜矿长单加工费继续回落至负值，矿产端供应仍是偏紧状态

2025年多个铜矿企业下调产量目标，全球铜矿供需缺口将更大。据SMM资讯，Freeport: 2025年计划铜销售量取决于矿企运营情况，预计将在2025年第一季度重新开始铜精矿出口，同时需要缴纳7.5%的铜矿出口税。Anglo American: 2025年智利大多数工厂的产量受到较低品位的影响，如Los Bronces选矿厂正在进行维护和智利淡水资源的影响，另外Collahuasi铜矿今年上半年品位降低。在2027年，Los Bronces的品位提升和智利Collahuasi浮选厂的更高处理量使生产受益，但由于计划中球磨机和输送机的维修使得秘鲁的产量略有下降。智利Collahuasi铜矿的品位提高和秘鲁工厂处理量的提高使生产受益。First Quantum: Kansanshi冶炼厂计划于2025年2季度开启为期6周的检修。Trident/Sentinel铜品味降低，提高球磨机处理量，包括优化爆破破碎、研磨速率和浮选回收率，更换矿坑内2号破碎机，安装创新的轨道驱动输送机，计划于2025年第二季度对绳索铲和小车辅助网络进行大修。对于Cobre Panama国际商会程序的最终听证会改期至2026年2月。

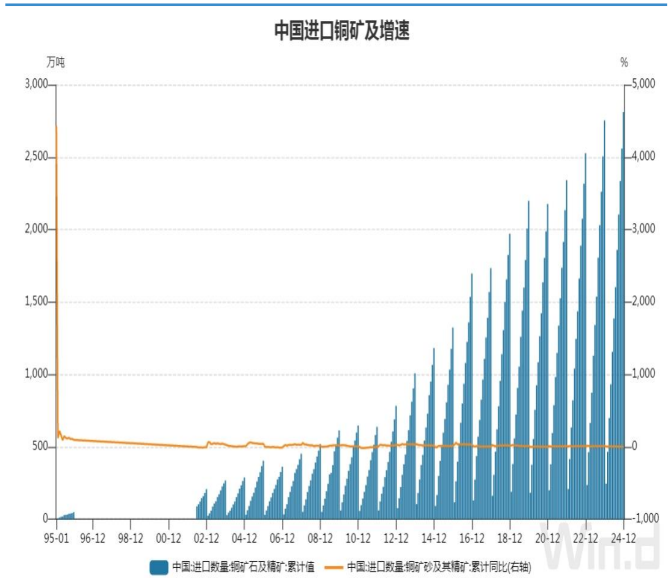
全球铜矿品位下滑，开采成本不断提升，矿山资本支出减少，铜矿供应趋紧已成较为确定趋势，从而导致加工费持续走低。2025年铜矿长单加工费再度下调，据SMM显示，2024年12月6日，江西铜业、中国铜业、铜陵有色、金川集团和大冶有色与Antofagastat敲定2025年铜精矿长单加工费Benchmark为21.25美元/吨与2.125美分/磅。2024年铜精矿加工费长单Benchmark则为80美元/吨与8.0美分/磅。2025年铜矿长单加工费较2024年降幅达73%，反映铜矿供应偏紧趋势仍在延续，矿产端供应增速放缓或部分传导至冶炼端减产预期上，低迷的加工费压缩了冶炼厂利润。SMM预计，2025年全球铜精矿平衡将进一步短缺，缺口在80-100万金属吨。面对矿冶炼亏损，冶炼厂或很难将在电解铜端口过多让步。

图 11 全球铜矿产量



数据来源：wind

图 12 中国铜矿进口量



数据来源：wind

图 13 铜矿长单 TC

| SMM全球主要铜矿企业产量及展望 | | | |
|------------------|------------------|---------------|-----------------|
| 排名 | 矿企名称 | 2024年铜产量 (Kt) | 2025年铜产量目标 (Kt) |
| 1 | Freeport-McMoRan | 1911.4 | 1814.4 |
| 2 | BHP | 1957.6 | 1,845-2,045 |
| 3 | Glencore | 951.6 | / |
| 4 | Anglo American | 773.0 | 690-750 |
| 5 | Antofagasta | 664.0 | 660-700 |
| 6 | Rio Tinto | 697.1(仅展示矿产铜) | / |
| 7 | First Quantum | 431.0 | 380-440 |
| 8 | MMG | 355.2 | 360-400 |
| 9 | Ivanhoe | 437.1 | 520-580 |
| 10 | Vale | 348.2 | 340-370 |
| | 总计 | 8526.2 | 6,609.4-7,099.4 |

数据来源：SMM 公众号

图 14 铜矿加工费



数据来源：wind

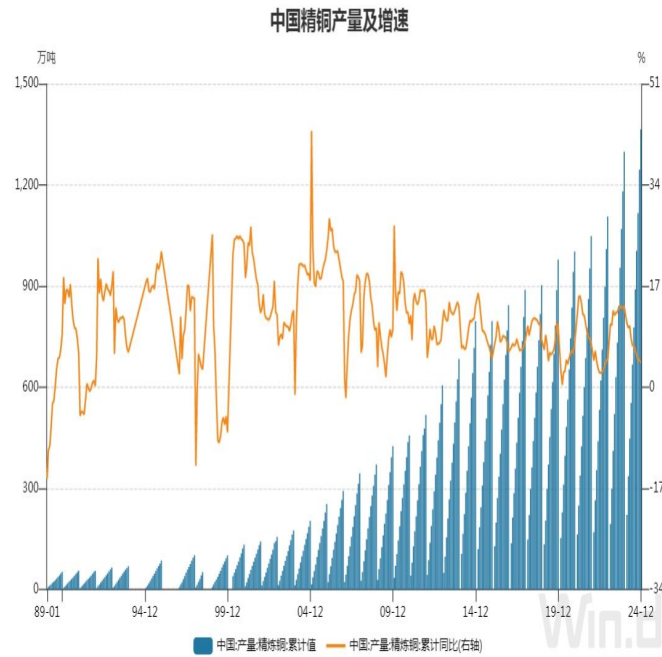
(二)、矿产端松紧在一定程度上决定冶炼端产量

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，

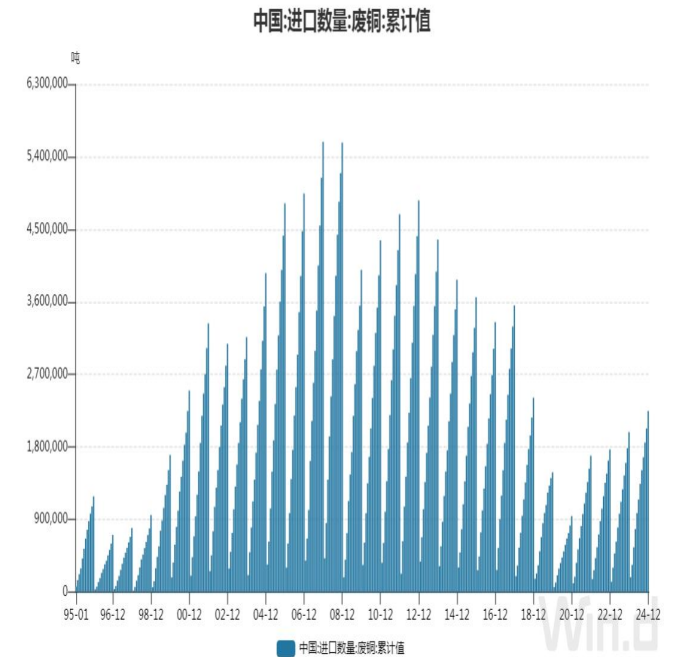
废铜供给或将趋于宽松，有望缓解矿产端供应紧张带来的冶炼端减产压力。据 SMM 显示，2024 年，中国进口废铜 224.74 万吨，维持增长态势。

图 15 中国电解铜月度产量



数据来源：wind

图 16 中国废铜进口量

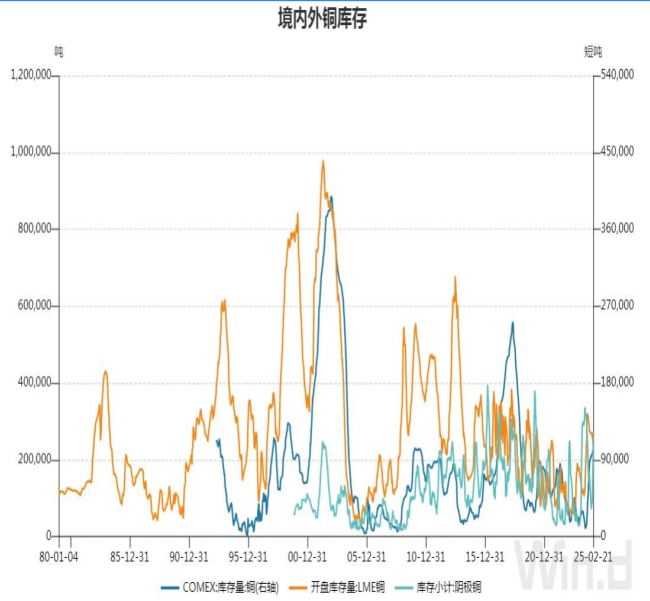


数据来源：wind

(三)、库存回升，升水回落

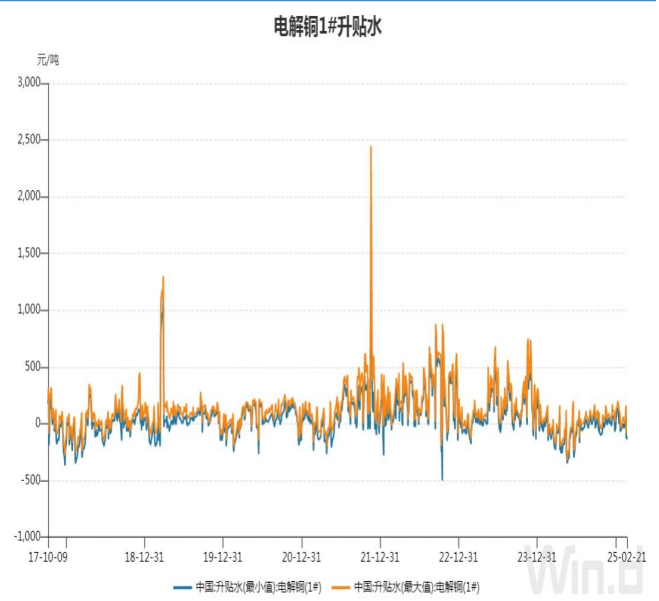
2025 年 1-2 月，受假期需求淡季影响，境内库存有所回升。2 月铜价反弹后，下游采购较为谨慎，部分下游未追涨采购，升水回落。3 月，随着下游复工复产，下游现货商坚持逢低买跌，不买涨的经营策略，降低采购成本。

图 17 境内外铜库存



数据来源：wind

图 18 电解铜 1# 升贴水



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。

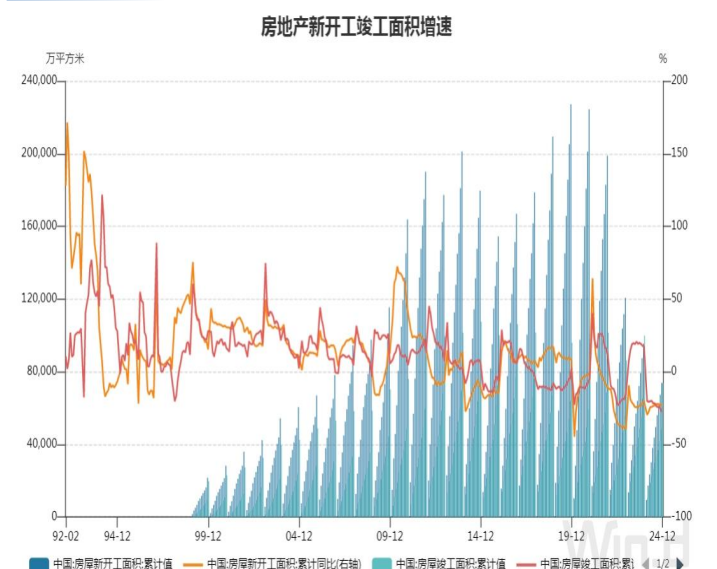
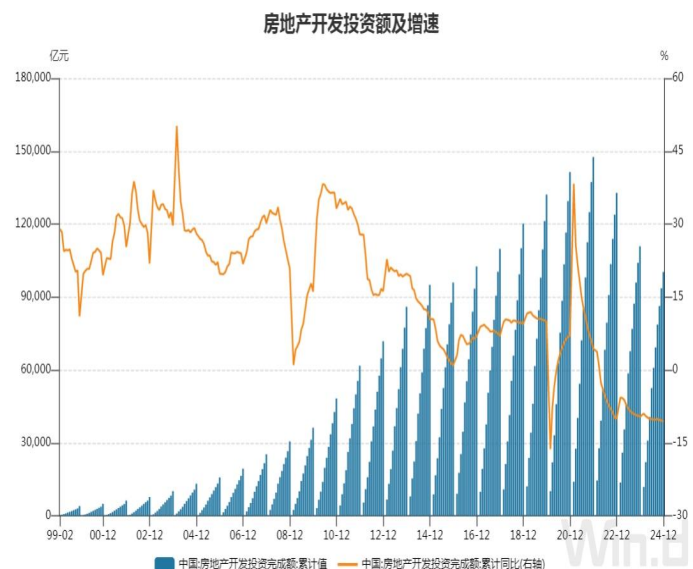
(一)、房地产筑底回稳存预期，但实际效果可能有限

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，房地产开发投资额 10 万亿元，累计同比增速-10.6%，继续负增长。2024 年，房地产新开工面积 7.38 万平方米，累计同比增速-23%，继续负增长。2024 年，房地产竣工面积 7.37 万平方米，累计同比增速-27.7%，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，商品房销售面积 9.73 万平方米，累计同比增速-12.9%，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，中国基建投资增速 9.19%，延续增长态势，与政策发力托底有关。2024 年，中国出口累计同比增速 5.9%，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 19 房地产开发投资额及增速

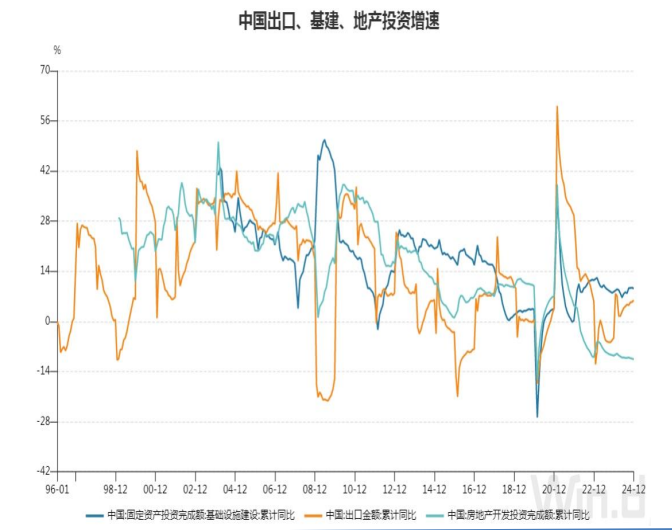
图 20 房地产新开工竣工面积增速



数据来源：wind

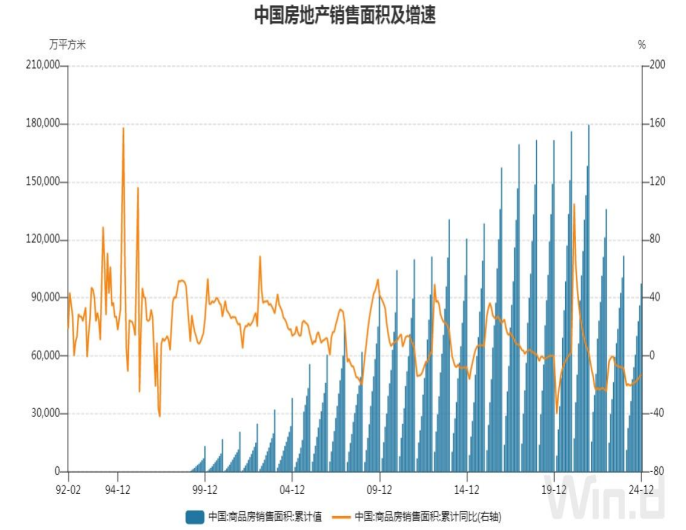
数据来源：wind

图 21 中国出口、基建、地产投资增速



数据来源: wind

图 22 商品房销售面积及增速



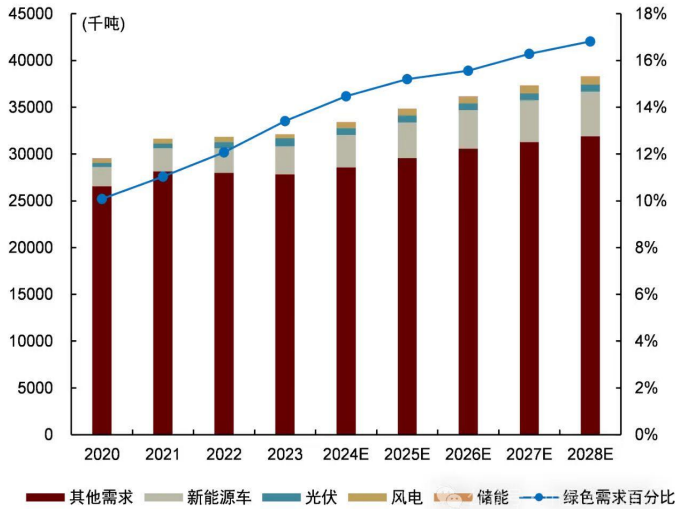
数据来源: wind

(二)、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，电网投资完成额 6082 亿元，累计同比增速 15.26%。2024 年，电源投资完成额 1.16 万亿元，累计同比增速 12.14%。中国新能源汽车产销量保持稳定增长。2024 年，中国新能源汽车产量 1316.8 万辆，累计同比增速 38.7%。中国新能源汽车销量 1286.5 万辆，累计同比增速 35.5%。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。

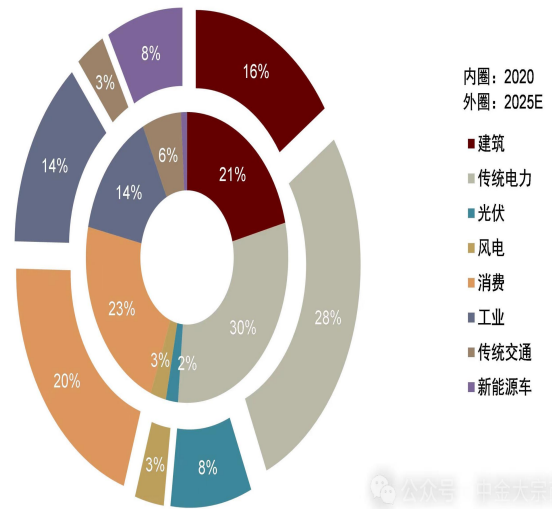
2025 年，铜在绿色需求领域占比 19.4%，已超过传统建筑领域需求占比。在 AI 应用需求方面，据机构数据显示，2023 年 AI 数据中心对铜需求为 20-50 万吨，未来 5 年的年均复合增长率或为 26%，预计 2027 年 AI 对铜的需求增长将达到 50-120 万吨，届时占全球铜总需求占比 3.3%。预计 2030 年 AI 对铜的需求可能会达到 260 万吨，届时占全球铜总需求占比 10%。AI 科技革命赋予了铜新质生产力元素，市场资金面关注度稳步提升。

图 23 铜在绿色需求预测



数据来源：转自中金公司研报

图 24 铜下游需求结构比较



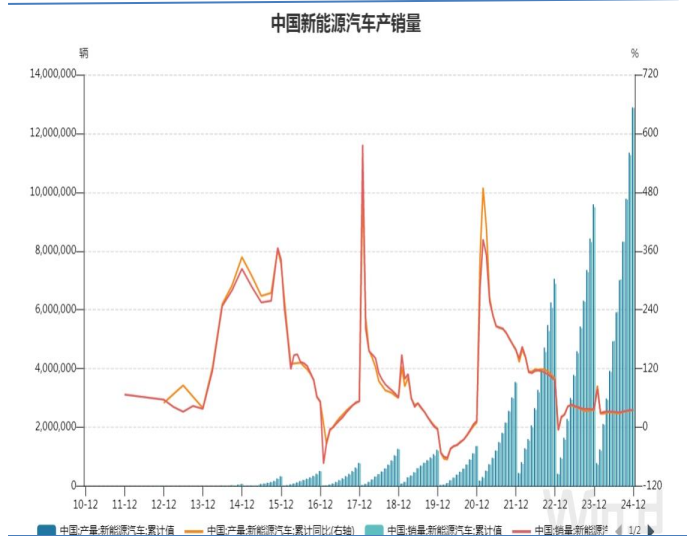
数据来源：转自中金公司

图表 25 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% |

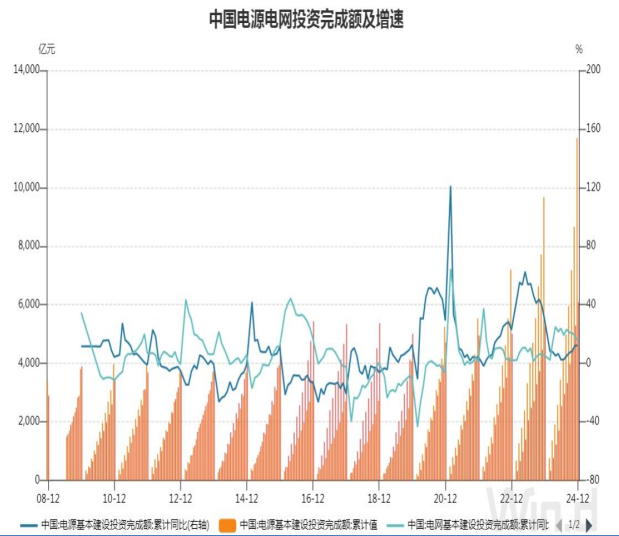
资料来源：中国光伏行业协会、国际铜业协会、全球风能理事会、EVTank、证券市场红周刊

图 26 中国新能源汽车产销量



数据来源: wind

图 27 中国电源电网投资完成额



数据来源: wind

五、展望—铜矿供给约束持续增强，给予铜价强支撑

2025 年 3 月，市场对两会政策抱有预期，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。尽管有关税事件扰动，但市场反应已逐渐钝化，铜价表现不悲观，运行区间或略有上移。关税或影响铜价运行节奏，但不会改变震荡上行趋势。

3 月影响铜价的宏观变量：应对外部环境变化冲击，观察两会政策稳内需的力度（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）。

3 月影响铜价的中观变量：铜矿加工费持续走低，矿产供给增速较低，或影响冶炼端产量（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：宏观预期与产业现实博弈，金融资本与产业资本博弈，铜价波动加大。3 月铜价或在 75000-80000 元/吨区间震荡运行。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>