

ICSG 供需分析报告跟踪与分析

2025 年 9 月 1 日 星期一

兴证期货 · 研究咨询部

有色金属研究团队

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

李艳婷

从业资格编号: F03146166

投资咨询编号: Z0022609

联系人

李艳婷

liyanting@xzfutures.com

内容提要

2025 年上半年全球过剩量较上年同期有所修复。2025 年上半年,全球铜过剩 25 万吨,2024 年上半年,全球铜过剩 48.8 万吨。2025 年上半年,全球精炼铜增速低于上年同期,而表观消费增速却高于上年同期。2025 年上半年,全球精炼铜增速 3.6%,其中 56%的产量集中在中国和刚果金,两国增速分别为 6%和 6.5%,而全球表观消费增速为 4.8%,其中近 58%的消费集中在中国,中国表观需求增速达到 7.5%。2024 年上半年,全球精炼铜增速 6.2%,其中中国和刚果金增速分别达到 7%和 12%,精炼铜供应增速处于高位,而全球表观消费增速为 3.3%,中国略好于全球,大约为 3.5%。2025 年上半年,全球供需过剩情况好转的主要原因在于,全球精炼铜增速较上年同期回落+全球表观消费增速较上年回升,其中主要是中国和刚果金的精炼铜产量增速回落和消费回升最为明显,同时影响也最大。

全球铜矿增速尚能维持,但精炼铜产量增速更高,精炼铜相对铜矿过剩,所以加工费持续倒挂。全球三大铜精矿出口国分别是智利、秘鲁和刚果金,当前全球铜精矿增量主要来源于刚果金,该国的卡莫阿矿(精矿)和 TFM/KFM 矿(SX-EW)目前已成为全球排名前列的优质大型铜矿,提供大量新增铜矿,助力刚果金超越秘鲁成为全球第二大铜矿出口国。全球近一半的精炼铜产量集中在中国,近年精炼铜新增产量主要在中国和刚果金。2025 年 1-7 月,中国精炼铜产量同比增速达到 11.82%,再创新高。中国进口铜精矿加工费-41.48 美元/干吨,现货亏损 2618.09 元/吨,冶炼厂亏损严重。

关注: 第一量子的巴拿马铜矿何时复产

报告目录

一、全球供需数据解读.....	3
二、全球供需数据概览.....	4

图表目录

图表 1. 全球铜供需表现（%）	4
图表 2. 全球主要矿企产量（千吨）	5
图表 3. 铜精矿进口量历史性高位（吨）	5
图表 4. 精炼铜产量增速创新高（吨）	5
图表 5. 国内旧废产量回暖（万吨）	6
图表 6. 废铜进口量中位数水平（吨）	6
图表 7. 冶炼厂盈利情况不佳（元/吨）	6
图表 8. TC 深度倒挂（美元/干吨）	6

一、全球供需数据解读

从全球角度看，2025 年上半年，全球铜过剩 25 万吨，2024 年上半年，全球铜过剩 48.8 万吨，过剩量有所修复。2025 年 1-6 月，铜矿同比增速 2.7%，精炼铜增速 3.6%，精炼铜的增速快于铜矿产量增速。精炼铜消费增速 4.8%，消费增速快于精炼铜产量增速，对比 2024 年同期，消费增速从 3.3%增至 4.8%，而精炼铜产量增速从 6.2%收至 3.6%，全球供应过剩量较上年有所缩小，整体基本面环比修复。

铜矿端，分国家看，智利、秘鲁和刚果金占据资源的前三位置，近些年增量主要由刚果金贡献，今年上半年增速达到 9.5%，增速较上年继续扩大，主因卡莫阿矿(精矿)和 TFM/KFM 矿(SX-EW)已经成为全球排名前列的优质大型矿山，持续释放大量铜矿资源。而在 2023 年，因天气、项目延期、罢工等原因陷入困境的智利、秘鲁、美国等国家的铜矿生产也于 2024 年陆续恢复，也为铜矿产出贡献了巨大的力量。近两年，蒙古国的 OyuTolgoyUG 项目处于告诉投产阶段，增速高增，不过整体体量不及大矿。分矿山看，2025 年 1-6 月，MMG 铜矿产量增速最高，达到 63%，力拓、淡水河谷、安托法加斯塔增速均超过 10%，分别为 15%、14%和 11%，必和必拓同比增速为 6%，而嘉能可产量增速-26%，下降非常明显，另外，自由港、英美资源、第一量子、KGHM、Grupo Mexico 增速分别为-14%、-13%、-6%、-4%和-1%，也出现不同程度下滑。整体来看，不少矿企产量出现滑坡，智利铜业主要是受到前期旗下全球最大地下铜矿 El Teniente 的新矿区发生坍塌事故影响，但该企业 7 月产量已经出现陆续修复。

精炼铜端，2025 年 1-6 月份，全球精炼铜增速较上年同期出现明显收窄。分国家来看，中国和刚果金精炼铜总量占比达 56%，其中中国产量占比达到全球的近一半，这几年精炼铜增量主要也是由中国和刚果金贡献。2025 年 1-6 月份，中国和刚果金的产量增速分别为 6%和 6.5%，上年同期分别为 7%和 12%，增速较上年同期有所收窄，但仍处于高增状态，这也是近两年冶炼厂加工费持续被压制的核心因素，即冶炼厂产能增速过高，而铜精矿增速相对偏低，铜矿和精炼铜的供需市场失衡，冶炼厂失去议价权。另外，因智利、日本等国精炼铜增速出现明显的下滑，全球除中国和刚果金外的其他市场年内精炼铜增速仅 0.6%，低于全球平均水平。

表观消费端，2025 年 1-6 月份，全球表观消费增速为 4.8%，高于上年同期的 3.3%，主因受到中国消费增速提振。目前，中国仍是全球主要的铜消费市场，占据半壁江山，2025 年 1-6 月份，中国表观消费增速为 7.5%，而上年同期仅为 3.5%，究其原因，可能是受到抢出口、数据中心、汽车、电力需求等提振较多。

2025 年 1-7 月，铜精矿进口量累计 1733.7 万吨，累计同比增长 7.8%，目前国内对铜矿的需求量仍然处于高位，但精炼铜产量同比增长 11.82%。目前，中国进口铜精矿加工费-41.48 美元/

干吨，铜精矿现货亏损 2618.09 元/吨，当前冶炼厂陷入加工费困境。

小结：冶炼厂加工费倒挂的核心原因是精炼铜增速过高。虽然全球铜矿产量仍然维持同比增长，但因部分矿企产量下滑，整体增速难有显著回暖，而中国和刚果金冶炼厂投产量依旧很高，全球精炼铜增速持续高于铜矿增速，精炼铜相对铜矿是过剩的，因此矿商压低加工费，冶炼厂没有议价能力，目前市场处于失衡状态。

二、全球供需数据概览

图表 1. 全球铜供需表现（%）

2025年1-6月表现									
铜矿端			原因	精炼铜			原因	精炼铜消费（注：均为表观消费）	
地区		增速		地区		增速		地区	增速
全球	总	2.7%	受益于项目产能提升带来的额外产出，以及多个运营矿场生产状况的改善	全球	总	3.6%		全球	4.80%
	铜精矿	2.8%			初级	3.6%			
	SX-EW	2.3%			二次	3.7%			
智利	总	2.6%	埃斯孔迪多、森特内拉、曼托斯铜矿和科尔德科矿等增产，抵消了科拉瓦西、洛斯佩兰巴斯以及其他一些矿场的减产影响。	中国	总	6.0%			
				刚果金	总	6.5%			
秘鲁		3.6%	拉斯邦巴斯和托罗莫霍矿显著增产，有效抵消了Cerro Verde、Antamina和Antapaccay矿场的产量下降	智利	总	-8.4%		中国	7.50%
					电解铜	-10.4%			
刚果金		9.5%	卡莫阿矿（精矿）以及TFM/KFM矿（SX-EW）扩张	日本	SX-EW	-7.3%	冶炼厂因维护而关闭		
蒙古国		31.0%			总	-8.8%			
印尼		-36.0%	重大维护项目以及巴图·希约因矿序安排导致格拉斯伯格矿产出减少	亚洲（除中国）		2.3%	主要是印度产量的增加	全球（除中国）	1%
				全球（除中国和刚果金）		0.6%			
据国际铜业小组（ITCSC）统计，2025年上半年，全球铜表观过剩25万吨									

2024年1-6月表现									
铜矿端			原因	精炼铜			原因	精炼铜消费（注：均为表观消费）	
地区		增速		地区		增速		地区	增速
全球	总	3.10%	全球矿产量受益于2023年智利、印度尼西亚和美国等受限产量的恢复，以及刚果民主共和国（DRC）矿山项目产能提升带来的额外产量	全球	总	6.20%	中国和刚果民主共和国产能扩大	全球	3.30%
	铜精矿	2%							
	SX-EW	7%							
智利	总	2.40%		中国	总	7%	多个初级和次级（从废料）冶炼厂和精炼厂的启动和扩张	中国	3.50%
	铜精矿	2.50%		刚果金	总	12%			
秘鲁	总	2%	多个主要矿场的产量水平降低	智利	总	维持不变	电解铜下降，电积铜增加，二者相抵		
					电解铜	-4%			
刚果金	总	8.50%	卡莫阿矿扩张以及其他较小矿场产能增加	日本	SX-EW	2%			
美国	总	10%			总	3.70%			
印尼	总	33%	从2023年第一季度因强降雨和山体滑坡导致的格拉斯伯格和巴图希约矿场运营受限中恢复	美国	总	15%	2023年5月Kennecott冶炼厂的维护停产	全球（除中国）	3%
				欧盟	总	-4%			
据国际铜业小组（ITCSC）统计，2024年上半年，全球铜表观过剩48.8万吨									

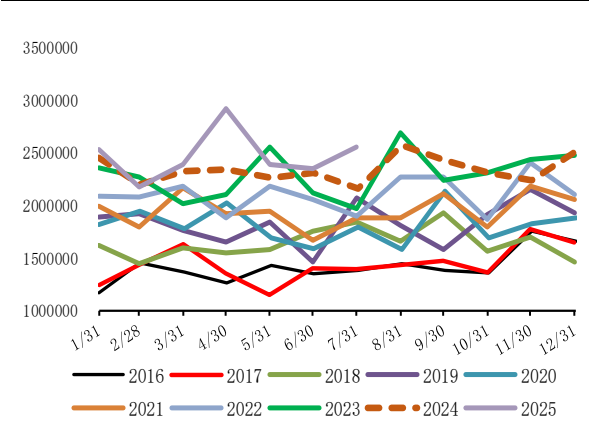
数据来源：ICSG，兴证期货研究咨询部

图表 2. 全球主要矿企产量（千吨）

主要矿企	2024二季度	2024一季度	2024上半年	2025二季度	2025一季度	2025上半年	2025年上半年同比
Freeport-McMoRan	470	492	962	437	393.7	830.7	-14%
BHP	505	466	971	516	513.2	1029.2	6%
Codelco	309	319	628	暂未披露	324		
Glencore	222.9	240	462.9	176	167.9	343.9	-26%
Grupo Mexico	244	240	484	240	240.2	480.2	-1%
Zijin Mining	256	263	519	暂未披露	287.6		
KGHM	179	179	358	175	169.2	344.2	-4%
First Quantum	102.7	101	203.7	91	99.7	190.7	-6%
Anglo American	196	198	394	173	168.9	341.9	-13%
Antofagasta	155	129	284	160	154.7	314.7	11%
Norilsk	109	110	219	104	109	213	-3%
MMG	91	67.1	158.1	140	118	258	63%
Rio Tinto	199.1	180.2	379.3	228	209.8	437.8	15%
Teck Resources	110	99	209	109	106	215	3%
Lundin	80	88	168	81	83	164	-2%
Vale	79	82	161	93	90.9	183.9	14%
Ivanhoe	101	86	187	暂未披露			
Barrick	43	40	83				
OZ Minerals			0				
Boliden	23	22	45				
Newcrest			0				
Newmont	15	15	30				
Sierra Metals	4	5	9				
总计	3391.6	3329.1	6720.7				

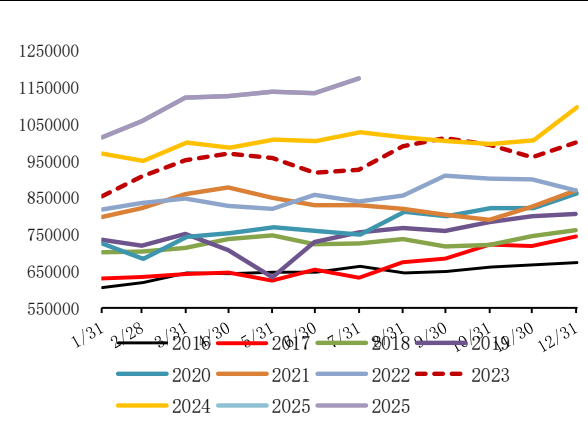
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 3. 铜精矿进口量历史性高位（吨）



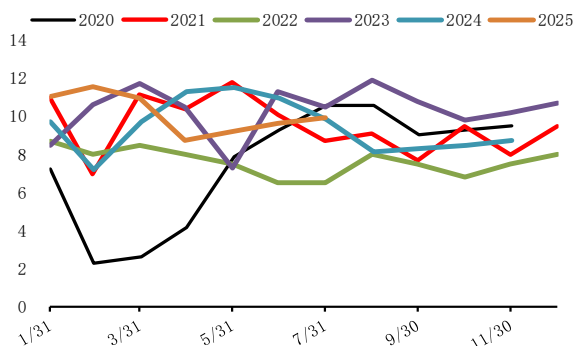
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 4. 精炼铜产量增速创新高（吨）



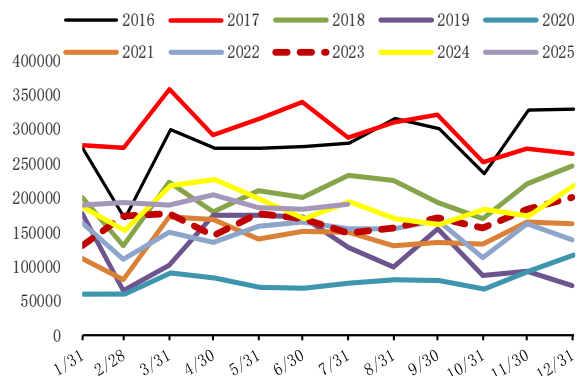
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 5. 国内旧废产量回暖（万吨）



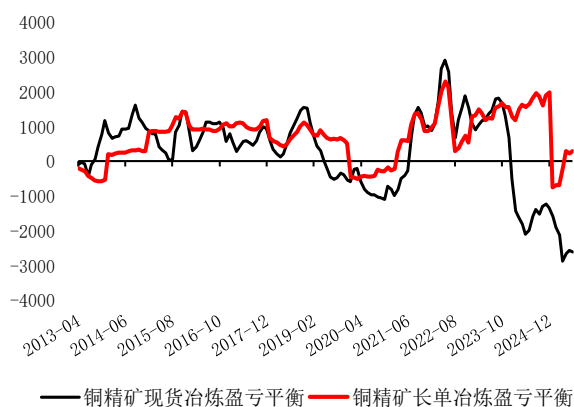
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 6. 废铜进口量中位数水平（吨）



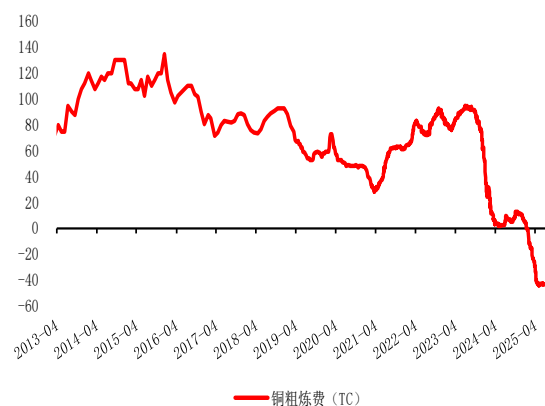
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 7. 冶炼厂盈利情况不佳（元/吨）



数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 8. TC 深度倒挂（美元/干吨）



数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。