

ICSG 供需分析报告跟踪与分析

2025 年 9 月 26 日 星期五

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 1-7 月,全球精炼铜持续紧平衡状态,且供需结构持续转强。2024 年上半年,全球铜过剩 48.8 万吨, 2025 年上半年,全球铜过剩 30 万吨,2025 年 1-7 月,全球铜过剩量 16.3 万吨,过剩量持续修复,其实对于全球市场的消费总量而言,目前是处于紧平衡状态的。2025 年 1-7 月,铜矿同比增速 3.4%,精炼铜增速 3.9%,精炼铜的增速快于铜矿产量增速。精炼铜消费增速 5.9%,消费增速快于精炼铜产量增速,对比 2025 年 1-6 月,消费增速从 4.8%增至 5.9%,而精炼铜产量增速从 3.6%至 3.9%,消费复苏十分显著。2025 年 1-7 月,全球供需结构好转的主要原因在于,全球表观消费增速较 1-6 月出现显著性的回升,其中主要是中国表观消费出现大幅度回暖,其次亚洲、中东、北非等国家消费也有所回暖。

铜矿趋紧,但精炼铜供应增速持续抬升,主要是中国和刚果金冶炼厂正持续放量,这是国内加工费持续倒挂的主要原因。2025 年 1-7 月份,中国和刚果金的产量增速分别为 7.5%和 9.5%,1-6 月分别为 6%和 6.5%,增速较 1-6 月有所显著走扩。然而,全球范围内的精炼铜产量增速主要由中国和刚果金贡献,除中国和刚果金之外的精炼铜增速仅 0.5%。日本和菲律宾精炼铜减量明显,1-7 月分别下降 8.3%和 57%。日本可能是因为难以接受长期倒挂的加工费而减产,菲律宾主要是因为帕萨炼厂关闭。

海外铜矿频出扰动,年内铜矿供应压力或将增大,四季度 TC 和下一年度长单 TC 谈判面临更大压力,如果加工费结果比三季度更差,可能成为市场交易的下一个重点。前期,

全球第五大铜矿—智利埃尔特尼恩特（El Teniente）铜矿因坍塌事故停产一周，近期，全球第二大铜矿—印度尼西亚中巴布亚省 Grasberg 因事故已停产两周，后续可能导致 35% 的减量。矿端压力与日俱增而中国和刚果金的精炼铜产量增速却持续冲高，后续矿工可能进一步压降加工费，冶炼商议价会更加艰难。

未来关注点：矿端，长期关注刚果金和蒙古国铜矿产能扩张期能持续多久，短期关注 Grasberg 铜矿和巴拿马铜矿的复产进度；精炼铜端，长期关注国内反内卷政策能都落地，近日，中国有色金属工业协会铜业分会表示，国家有关部门正在加快研究如何加强对铜冶炼产能建设规范化管理具体措施，坚决反对铜冶炼行业“内卷式”竞争。前期工信部着重提到对铜铝行业开展高质量发展，淘汰落后产能。如果国内对电解铜开展产能管理，或将改变全球供需格局，精炼铜可能面临短缺的困境。短期关注四季度长单 TC 谈判结果，如果结果比三季度更差，那表明当前国内精炼铜产量仍处于快速增长阶段，铜矿与精炼铜供需失衡的状态仍在持续。

报告目录

一、全球供需数据解读..... 4

二、全球供需数据概览..... 6

图表目录

图表 1. 全球铜供需表现（%）..... 6

图表 3. 铜精矿进口量历史性高位（吨）..... 7

图表 4. 精炼铜产量增速创新高（吨）..... 7

图表 5. 国内旧废产量回暖（万吨）..... 7

图表 6. 废铜进口量中位数水平（吨）..... 7

图表 7. 冶炼厂盈利情况不佳（元/吨）..... 8

图表 8. TC 深度倒挂（美元/干吨）..... 8

一、全球供需数据解读

从全球角度看，2024 年上半年，全球铜过剩 48.8 万吨，2025 年上半年，全球铜过剩 30 万吨，2025 年 1-7 月，全球铜过剩量 16.3 万吨，过剩量持续修复，其实对于全球市场的消费总量而言，目前是处于紧平衡状态的。2025 年 1-7 月，铜矿同比增速 3.4%，精炼铜增速 3.9%，精炼铜的增速快于铜矿产量增速。精炼铜消费增速 5.9%，消费增速快于精炼铜产量增速，对比 2025 年 1-6 月，消费增速从 4.8%增至 5.9%，而精炼铜产量增速从 3.6%至 3.9%，消费复苏十分显著。

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和蒙古国贡献，2025 年 1-7 月，刚果金增速达到 11.8%，增速较上半年继续扩大，主因卡莫阿矿（精矿）以及 Tenke/Kisanfu（SX-EW）矿山扩建，持续释放大量铜矿资源。其次，蒙古国铜矿增速表现也十分亮眼，主要是力拓旗下的 Oyu TolgoiUG 项目启动，未来增量空间较大，可持续关注。智利、秘鲁的铜矿增速分别为 2.3%和 3.3%，较上半年增速均有所下滑，主要是近期矿山事故频发所致。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。从跟踪的资讯来看，近期海外矿山事故不断，三季度铜矿增速可能较 1-7 月份有所下滑。具体情况如下：据 SMM 资讯，8 月 11 日（周一），因坍塌事故暂停运营一周多时间后，智利埃尔特尼恩特（El Teniente）铜矿重启部分井下作业以及加工活动，这是全球第五大铜矿。9 月 8 日 Freeport 发布公告称，当地时间，印度尼西亚中巴布亚省 Grasberg 崩落式地下矿山的的一个生产区域发生大规模湿性矿料涌出事故，导致矿井内部分区域通道中断。9 月 24 日，自由港公告称，与 7 月份预测比，公司预计第三季度公司铜销量同比下降约 4%，黄金销量同比下降约 6%。预计 2026 财年产量可能比此前预估的 1.7 亿磅铜和 160 万盎司黄金下降约 35%。根据分阶段重启计划，公司运营率可能在 2027 年恢复到事故前的水平。作为全球第二大铜矿，年产能达到 80 万吨/年，此次减产给市场带来的震动较大，在铜矿增速持续低于精炼铜增速的背景下，后续矿端压力可能持续显现。

精炼铜端，2025 年 1-7 月份，全球精炼铜产量增速较 1-6 月的 3.6%继续走扩至 3.9%。分国家来看，中国和刚果金精炼铜总量占比在 56%左右，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 1-7 月份，中国和刚果金的产量增速分别为 7.5%和 9.5%，1-6 月分别为 6%和 6.5%，增速较 1-6 月有所显著走扩，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。然而，需要注意的是，全球范围内的精炼铜产量增

速主要由中国和刚果金贡献，除中国和刚果金之外的精炼铜增速仅 0.5%。日本和菲律宾精炼铜减量明显，分别下降 8.3%和 57%。日本可能是因为难以接受长期倒挂的加工费而减产，菲律宾主要是因为帕萨炼厂关闭。

表观消费端，2025 年 1-7 月份，全球表观消费增速为 5.9%，高于 1-6 月的 4.8%，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 1-7 月份，中国表观消费增速为 8.9%，而 1-6 月份为 7.5%，精炼铜出口增速达到 15%。究其原因，可能是受到出口、数据中心、汽车、电力需求等提振较多。

2025 年 1-8 月，铜精矿进口量累计 2009.63 万吨，累计同比增长 7.76%，目前国内对铜矿的需求量仍然处于高位，精炼铜产量同比增长 12.3%，增速较 1-7 月份继续走扩。目前，中国进口铜精矿加工费-40.8 美元/干吨，铜精矿现货亏损接近 2500 元/吨，当前冶炼厂陷入加工费困境。

未来关注点：矿端，长期关注刚果金和蒙古国铜矿产能扩张期能持续多久，短期关注 Grasberg 铜矿和巴拿马铜矿的复产进度；精炼铜端，长期关注国内反内卷政策能都落地，近日，中国有色金属工业协会铜业分会表示，国家有关部门正在加快研究如何加强对铜冶炼产能建设规范化管理具体措施，坚决反对铜冶炼行业“内卷式”竞争。前期工信部着重提到对铜铝行业开展高质量发展，淘汰落后产能。如果国内对电解铜开展产能管理，或将改变全球供需格局，精炼铜可能面临短缺的困境。短期关注四季度长单 TC 谈判结果，如果结果比三季度更差，那表明当前国内精炼铜产量仍处于快速增长阶段，铜矿与精炼铜供需失衡的状态仍在持续。

二、全球供需数据概览

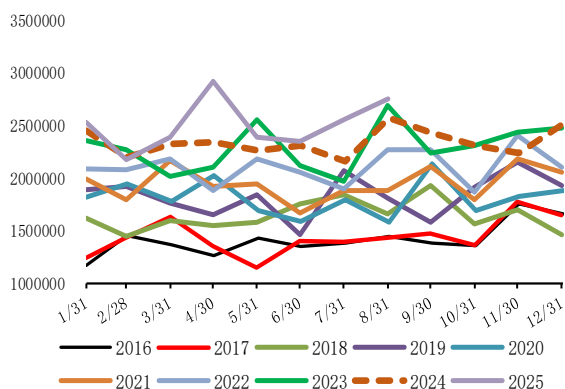
图表 1. 全球铜供需表现（%）

	铜矿			精炼铜&废铜			精炼铜表观需求		全球供需格局
2023 全年	全球	1%		全球	6.00%		全球	4.00%	考虑库存变化的 表观供需： 全球 短缺11.3万吨
	智利	-1.50%	技术问题+矿石品位下降+中 部区干旱导致水资源供应减少	铜矿产精炼铜	5.00%				
	刚果金	12.85%	卡莫阿矿扩张+其他矿场新增/ 扩容产能	废铜产精炼铜	9.00%				
	秘鲁	13%	Que llaveco新增产出 +Minajusta增产+Cusajone和 Las Bambas复产	中国	3.86%	产能扩张			
	印尼	-7.50%	巴图希约矿受到运营限制	刚果金	4.00%	产能新扩建			
	美国	-8%	天气+传送带技术故障，肯尼 科特产量减少	智利	-0.80%				
	巴拿马	-100%	铜矿因政策问题关停	日本	-3.70%				
	中国	-10%	技术问题+嘉玛和朱龙铜矿暂 时关闭	美国	-8%	维护中断、事故或运营问题	欧盟+日本+美国	-2.00%	
蒙古国	17%		印度	-5%					
			印尼	-20%					
			芬兰	-4%					
			瑞典	-55%					
2024 全年	全球	2.30%		全球	4.20%		全球	2.90%	考虑库存变化的 表观供需： 全球 过剩31万吨
	智利	5%	埃斯孔迪达和科拉瓦拉斯矿山的 产量提升以及克韦拉布兰卡 (QB2) 项目的逐步推进	铜矿产精炼铜	5%				
	刚果金	14%	金桑富产能提高+Tenke和 Kamoa-Kakula矿山扩张+其他 较小矿山的产能增加或扩大	废铜产精炼铜	2%	中国废料生产增加			
	秘鲁	-1%	多个主要矿场的产量水平降低	中国	4%	新建和扩建的电冶金工厂（SX-EW）的 持续投入	全球（除中国）	2.20%	
	印尼	14%	格拉斯伯格和巴图希约矿场在 2023年遭遇了显著降雨和山体 滑坡，导致运营受限，2024年 有所恢复。	刚果金	17%				
	美国	-8%	主要铜矿场的运营效率和矿石 品位下降	智利	-6.50%				
	巴拿马		持续关停	日本	5%	2023年肯尼科特冶炼厂因维护关闭 的产能恢复	欧盟、日本和美国需求疲软		
	蒙古国		持续增长	美国	2.40%				
			欧盟	-2%	瑞典隆斯卡炼油厂于2023年6月关闭 以及其他国家冶炼厂维护关闭				
2025 年1-7 月	全球	3.4%		全球	3.90%		全球	5.90%	全球过剩16.3 万吨
	智利	2.30%	埃斯孔迪达、森特内拉、曼托 斯铜矿以及Codelco矿场的产 量提升抵消了科拉瓦西、洛斯 佩尔马雷斯等矿场的减产影响	铜矿产精炼铜	3.60%				
				废铜产精炼铜	5.40%				
				中国	7.50%				
	秘鲁	3.30%	拉斯邦巴斯和托罗莫乔矿山的 显著增产完全抵消了塞罗韦尔 德、安塔米纳和安塔帕卡亚等 矿场的减产影响	刚果金	9.50%				
				智利	-8.60%	冶炼厂的维护关闭			
	刚果金	11.8%	卡莫阿矿（精矿）以及 Tenke/Kisanfu（SX-EW）矿山的 扩建	日本	-8.30%	一处冶炼厂进行了维护性停产			
	蒙古国	34.0%	Oyu TolgoiUG项目启动	亚洲（除中国）	-3.40%	日本和菲律宾产量减少，日本- 8.3%；菲律宾-57%，因帕萨炼油厂 关闭。不过印尼阿曼和马尼亚炼 厂投产，有增量，印度因运营效率 增加，产量也+25%。	多个亚洲、中东、北非国家需求增长，抵消了欧 盟、日本和美国需求疲软的影响。		
印尼	-32.0%	格拉斯伯格矿场的产量降低， 目前还是受到矿山调度的影响 。	全球（除中国和刚果金）	0.50%					
2025 年1-6 月	全球	2.7%		全球	3.60%		全球	4.80%	全球过剩30万 吨
	智利	2.60%	埃斯孔迪达、森特内拉、曼托 斯铜矿以及Codelco矿场的产 量提升抵消了科拉瓦西、洛斯 佩尔马雷斯等矿场的减产影响	铜矿产精炼铜	3.60%				
				废铜产精炼铜	3.70%				
				中国	6.00%				
	秘鲁	3.60%	拉斯邦巴斯和托罗莫乔矿山的 显著增产完全抵消了塞罗韦尔 德、安塔米纳和安塔帕卡亚等 矿场的减产影响	刚果金	6.50%				
				智利	-8.40%	冶炼厂的维护关闭			
	刚果金	9.5%	卡莫阿矿（精矿）以及TFM/KFM 矿（SX-EW）扩张	日本	-8.80%	一处冶炼厂进行了维护性停产			
	蒙古国	31.0%	Oyu TolgoiUG项目启动	亚洲（除中国）	2.30%	印度产量上升	多个亚洲、中东、北非国家需求增长，抵消了欧 盟、日本和美国需求疲软的影响。		
印尼	-36.0%	格拉斯伯格矿场的产量降低	全球（除中国和刚果金）	0.60%					
资料来源于：ICSG、兴证期货研究咨询部整理所得									

资料来源：ICSG，兴证期货研究咨询部整理所得

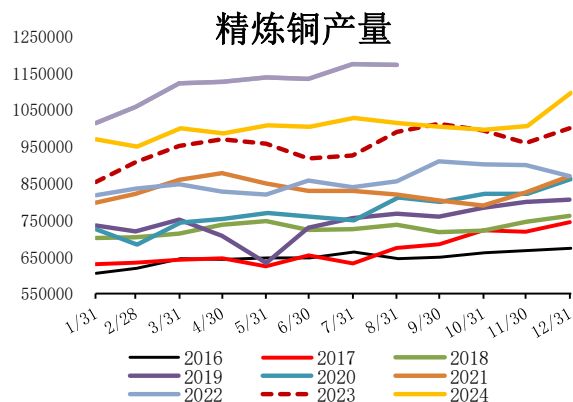
数据来源：ICSG，兴证期货研究咨询部

图表 2. 铜精矿进口量历史性高位（吨）



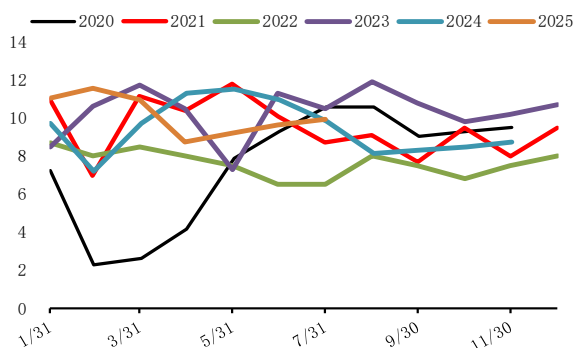
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 3. 精炼铜产量增速创新高（吨）



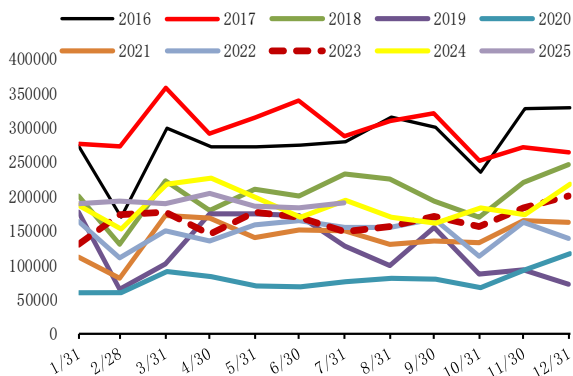
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 4. 国内旧废产量回暖（万吨）



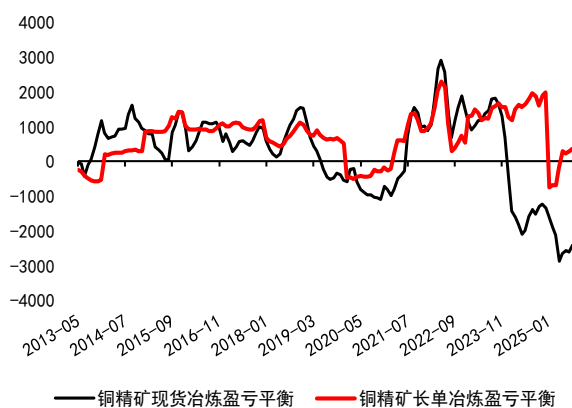
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 5. 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 6. 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 7. 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。