

美降息顺周期+供应或迎拐点，铜未来可期

2025 年 10 月 17 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

美联储降息，有色行业处于顺周期。美联储 2025 年 9 月，美联储正式打开降息窗口，目前市场对 10 月份继续降息 25bp 的概率大约为 97.3%，未来降息的预期相对较强。一方面，美联储的政策路劲开始向鸽派转向，鲍威尔前期表态后续政策路劲要兼顾就业和通胀问题，而其在最近的发言中更是表示央行可能在未来几个月结束缩减资产负债表，劳动力市场预期持续恶化，这一信息支撑了投资者对对本月再次降息的预期。另一方面，美国总统特朗普在全球范围内推动贸易争端，与此同时，美国政府已经陷入停摆的困境，通过降息提振经济或已十分紧迫。

精炼铜有望迎来供应拐点，供需平衡表有望显著修复。

1.短期，全球铜矿事故频发，铜矿供应进一步收紧，冶炼厂加工费或进一步下挫，冶炼厂或面临更严峻的经营压力，海外日本、韩国等国家冶炼厂或率先减产或停产，中国基于反内卷政策，后续存在产能优化的可能性，全球精炼铜增速预计存在缩窄的空间。长期，全球主流矿企资本开支预计在 2026 年出现下滑，铜矿产出预计在 2030 年左右受到影响。

2.废铜供应承压。一方面，废铜进口量下滑，主要是自美国和马来西亚的进口量显著下滑，主因受到美国加征关税影响，短期难以缓解。另一方面，国内再生铜市场受取消违规退税等政策影响，后续如果政策兑现，废铜成本抬升明显，市场或出现失衡现象。长期看，废铜对精铜的替代受到回收技术的限制，一是不同行业的回收率差异很大，从电力电缆中可

以近乎完全回收，可消费品的回收率要低得多。二是，新废料是在制造过程中产生的，几乎全部是可回收的，报废产品的旧废料比较难收集和处理，也很容易丢失。

中美关税风波，美国囤铜现象不止，结构性库存困境难解。2025 年 4 月初至今，COMEX 库存累库现象持续存在，当前美铜库存已至 30.8 万吨，累库幅度达 248%，贸易商在各市场间所开展的套利行为给全球铜市场贸易带来了显著影响，一度使得非美地区库存趋紧。因中美关税风波未平，且精炼铜目前处于关税豁免范围，后续美国囤积精炼铜的现象可能持续，COMEX-LME 价差仍然存在扩大的空间。

短期，下游刚需采购接受度提升，长期，消费空间潜力较大。据 SMM 资讯，此次铜价上涨至高位，下游仍然进行刚需采购，相较于之前，下游对于价格的接受度有所提高。四季度来看，新能源汽车和光伏消费翘尾效应、电力投资追赶效应和数据中心消费提升效应均给市场较强消费预期。长期来看，新的消费增长极持续发力，具体在中国的光伏、风电和新能源车、欧美的数据中心、东盟和印度的基础设施建设。

整体来看，美联储降息顺周期+后续有望迎来精炼铜供应拐点，需求韧性，供需结构修复，铜未来可期。

风险因素

中美关税摩擦升级，叠加美国政府停摆压力，市场交易
美国衰退预期

报告目录

一、行情复盘.....	4
二、供应核心逻辑.....	5
2.1 短期，全球铜矿扰动加剧，叠加国内反内卷，精炼铜供应减产在望	5
2.2 长期，主要矿企资本开支或在 2025 年见顶，2026 年开始下滑	7
2.3 短期，废铜供应面临现实压力，长期，需以来回收技术突破	9
2.4 中美关税风波，美国囤铜现象不止，结构性库存困境难解	10
三、总结	10

图表目录

图表 1. 2025 年全球铜矿事故发生情况	5
图表 2. 全球铜矿资本开支情况（吨）	8
图表 3. 全球主流矿企资本开支总和（百万美元）	8
图表 4. 铜精矿进口量历史性高位（吨）	12
图表 5. 精炼铜产量增速创新高（吨）	12
图表 6. 粗铜产量 SMM 预测值（万吨）	12
图表 7. 再生铜杆开工率（%）	12
图表 8. 冶炼厂盈利情况不佳（元/吨）	13
图表 9. TC 深度倒挂（美元/干吨）	13
图表 10. 电源投资额（亿元）	13
图表 11. 电网投资额（亿元）	13
图表 12. 空调产量季节图（万台）	14
图表 13. 家用空调企业库存（万台）	14
图表 14. 汽车产量季节图（万辆）	14
图表 15. 新能源汽车产量季节图（万辆）	14
图表 16. COMEX 库存（吨）	15
图表 17. COMEX-LME 价差（美元/吨）	15

一、行情复盘

2025年1月—3月，沪铜从73000元/吨左右一路上涨至82000元/吨的高位。主要原因是多重预期共振，具体体现在加工费倒挂背景下的冶炼厂亏损后减产预期+年初多种消费提振政策和金三银四旺季消费预期+年初下游加工商的买入套保盘支撑+COMEX铜的交割压力共同作用。

2025年4月上旬，沪铜出现快速的流畅性下挫，从80000元/吨左右跌至75000元/吨左右。主要原因是美国宣布对全球加征对等关税，引发全球市场震动，沪铜直接转为宏观属性主导，市场定价美国经济衰退，铜、原油等大宗商品均出现暴跌。

2025年4月中旬—2025年7月初，沪铜出现持续慢涨行情，7月初再度站上80000元/吨一线。主要原因是美国总统特朗普预告将对进口铜加征巨额的关税，市场看到了跨市场套利的窗口，即美铜价格可能出现大幅上涨，贸易商和交易商开启了全球库存搬运至美国的漫漫长路，随着美铜库存持续创新高，而伦敦和中国市场以及全球其他地区的库存持续流入美国市场，导致非美地区库存趋紧。在此过程中，因美铜定价了25%-50%关税的政策预期和跨市场套利的空间，美铜价格上涨幅度远高于沪铜和伦铜，以至于COMEX-LME价差升高至1500美元/吨左右，处于历史性绝对高位，美铜和伦铜价格出现短暂的价格脱钩。

2025年7月上旬—2025年7月底，美铜继续疯涨，但沪铜和伦铜反而回吐涨幅，录得下跌。在这短暂的时间内，美铜和伦铜彻底出现价格的脱钩，主要原因仍是在美国。7月7日，特朗普向全世界预告美国铜关税将在8.1日落地，前期市场维持了几个月的库存搬运和价差套利逻辑逐渐消散，尚未从伦敦市场和中国市场发运的库存已经来不及搬运，所以伦敦市场库存开始从低位累库，中国精炼铜出口通道也开始收窄，伦铜和沪铜价格开始转弱，率先回吐价差套利的涨幅。与此同时，在途或是离美国较近的库存则抢在8.1关税落地前加速运进美国，COMEX-LME价差迅速扩大至近3000美元/吨，纽铜价格持续上涨。

2025年7月30日—2025年8月1日，美铜暴跌，引发市场震动，但沪铜和伦铜小幅跟跌，但市场波动不大。7.30日，美国白宫宣布对几类进口铜产品征收关税，将自8月1日起对进口半成品铜产品（例如铜管、铜线、铜棒、铜板和铜管）及铜密集型衍生产品（例如管件、电缆、连接器和电气元件）普遍征收50%的关税。但铜输入材料（例如铜矿石、精矿、铋铜、阴极铜和阳极铜）和铜废料不受“232条款”或对等关税约束。因本次铜关税将精炼铜排除在外，前期所谓的全球库存搬运和价差套利逻辑结束，美铜暴跌，伦铜和沪铜虽然也有小幅回调，但幅度极其有限，三天内，COMEX-LME价差已经从2946.5美元/吨收缩至66.07美元/吨，三大交易所铜价逐渐回归理性。

2025年8月2日—9月底，伦铜和沪铜回归基本面逻辑，美铜因关税问题正在寻求新的平

衡。对于沪铜和伦铜来说，因精炼铜输美通道关闭后，两地库存得以正常积累，市场回归基本面，维持偏强震荡格局。对于美铜而言，价格经过一轮暴跌，美铜与伦铜的价差已经收支 100 美元/吨以内。但美铜现在也面临困境，下游加工材进口加征高额关税，导致美国本土铜材紧缺，倒逼加大美国国内电解铜进口。

2025 年 9 月 25 日至今，沪铜再度站上 86000 元/吨的高位，且全球铜价波动快速放大，市场关注度越来越高。铜的基本面逻辑也进一步加强，主要体现在全球矿石因铜矿事故频发而下滑+需求韧性+美联储降息顺周期。

二、供应核心逻辑

2.1 短期，全球铜矿扰动加剧，叠加国内反内卷，精炼铜供应减产在望

图表 1. 2025 年全球铜矿事故发生情况

时间	全球铜矿事故具体情况
2025 年 2 月	智利发生短时间大规模停电，当地主要铜矿产量均有减量。
2025 年 3 月	哈萨克斯坦 Ulytau 地区的 East Zhezkazgan 矿发生矿难，尚未复产。
2025 年 4 月上	KGHM 旗下的 Sierra Gorda 铜矿发生事故，但尚未影响生产。
2025 年 4 月末	秘鲁 Antamina 铜矿发生事故，停工两天，已复产。
2025 年 5 月底	Kakula 地下矿因地震活动引发地下矿涌水量增加而暂停采矿，后续分阶段复产，年度指引量从 52-58 万吨下调至 37-42 万吨。
2025 年 6 月初	Teck Resources 旗下 Carmen de Andacollo 铜矿发生机械故障，矿山需要对 SAG 磨机进行停机修复，维修大约需要一个月的时间，预计停运不会对销售产生重大影响，之前披露的 QB2025 年年铜产量指引保持不变。
2025 年 7 月 23 日	中国黄金集团内蒙古矿业有限公司乌努格吐山铜钼矿选矿厂因格栅板脱落事故导致大学生坠入浮选槽，内蒙古矿业停产 47 天后复产。
2025 年 7 月 25 日	Newmont 位于加拿大不列颠哥伦比亚省西北部的 Red Chris 矿发生事故，Red Chris 矿暂停运营。
2025 年 8 月初	Codelco 旗下 El Teniente 铜矿发生人员伤亡事故致 6 人死亡，事故发生地附近的四个矿区处于持续关闭状态，该铜矿年度指引量从 37 万吨下调至 31.6 万吨。
2025 年 9 月初	Capstone Copper 位于智利的 Mantoverde 矿运营区因一周内两台球磨机电机相继发生故障而被迫停产，将面临暂时性产量下滑。Capstone 管理层预计，维修工作将耗时约四周，铜产量将因本次事故而减少 3000 至 4000 吨。
2025 年 9 月初	Freeport-McMoran 位于印尼的 Grasberg 铜矿发生矿泄事故，导致两人死亡，五人失踪，Grasberg 铜矿停产。Freeport-McMoran 预计 2026 年的产量可能比此前预估低 35%。
2025 年 9 月下	Teck Resources 旗下的 Quebrada Blanca 铜矿由于尾矿坝加高工程导致停产时间延长，年内铜产量指引从 21-23 万吨下调至 17-19 万吨。
2025 年 9 月下	Hudbay Minerals 位于秘鲁 Constancia 的选矿厂因抗议活动关闭，他们表示不会影响 25 年指引量。
2025 年 10 月初	智利矿业监管机构 Sernageomin 已对必和必拓旗下全球最大铜矿埃斯孔迪达（Escondida）的一宗死亡事故展开调查

资料来源：SMM、公开资料整理，兴证期货研究咨询部

2023 年四季度以来，全球铜矿与精炼铜之间一直存在着供需失衡的问题，即铜矿扰动频发，产出表现不及预期，而精炼铜产量持续高增，矿商大幅压制加工费，导致冶炼厂的加工费从 80

美元/干吨左右的高位快速下跌至-40 美元/干吨左右，全球铜矿的扰动带动铜价出现几轮冲高行情。

回顾 2023 年，海外铜矿频出扰动，成为铜价上涨的导火索。彼时智利矿场受到技术、矿石品位下降以及中部区域干旱导致的水资源供应减少等多重负面影响；美国因天气相关问题和传送带技术故障导致产量减少；第一量子旗下的巴拿马铜矿整个关停；印尼的格拉斯伯格铜矿受到运营限制致产量下滑；中国因主要矿场暂时关闭，铜矿产量也录得显著下滑。2023 年，全球铜矿增速降至 1%，年底，铜矿加工费自高位快速下挫，市场逐渐关注到这一异常指标。2024 年初，市场对于铜供应的担忧逐渐席卷盘面，铜价从 68000 元/吨左右上涨至 89000 元/吨附近。但彼时铜矿的压力并未对冶炼厂产量产生实质性影响，市场上涨更多的是对于供应收紧的预期，后来精炼铜产量持续高速增长，使得市场预期被证伪，铜价后续自高位快速回落。

回顾 2025 年，海外铜矿再度频出扰动，铜价再次被推涨至历史性高位。2025 年，全球范围内出现多次矿难或其他事故，导致全球铜矿产量大幅低于年初的预期。此次矿石压力之所以引起市场高度关注，主要有两个原因，一是事故多发，涉及面较广，年内已经出现了多起矿企事故，对矿企生产产生影响。二是影响较为深远，涉及全大型铜矿。一方面，全球第二大铜矿—Grasberg 铜矿出现相对严重的事故，导致该矿援引不可抗力条款，部分场区长时间停产，对产量影响较大，矿企下调 2025 年内指引产量，且 2026 年产量预期削减 35%。据国际铜业小组统计，Grasberg 铜矿是全球第二大铜矿，产能达 80 万吨/年，仅次于智利的 Escondida 铜矿。另一方面，Codelco 旗下 El Teniente 铜矿发生人员伤亡事故致 6 人死亡，该铜矿年度指引量从 37 万吨下调至 31.6 万吨，El Teniente 铜矿是全球第十大铜矿，产能达 40.1 万吨/年。另外，据上海金属网消息，智利矿业监管机构 Sernageomin 已对必和必拓旗下全球最大铜矿埃斯孔迪达（Escondida）的一宗死亡事故展开调查，目前该矿山生产运营仍维持正常，但市场也存在隐忧。Escondida 铜矿是全球第一大铜矿，年产能达到 135 万吨，断层高于其他矿山，如果此次事故调查发现矿山存在生产安全隐患，可能导致矿山产出下滑，市场的担忧情绪持续存在。

我们认为，2026 年可能是铜供应真正转向紧缺的转折之年，矿石紧缺压力背景下，精炼铜供应可能逐步收紧。近几年，铜矿趋紧的消息时而发酵，精炼铜产能却在持续扩张，矿相对偏紧而精炼铜持续宽松的失衡状态一直持续，这也意味着市场兑现的一直是供应趋紧的预期，精炼铜实际供应并不紧张。**对比 2023 年，2025 年的供应格局出现较大的变化。**一方面，行业格局发生变化，冶炼厂压力逐渐逼近极限。2023-2024 年，散单的铜矿加工费是自 80 美元/吨的高位下滑至 0 附近，长单加工费更是维持在 80 美元/吨，冶炼厂所面临的压力相对较小。进入 2025 年后，基于 2025 年初的矿产预期，散单加工费一路下跌至-40 美元/吨左右，而年度长单加工费

的谈判结果为 21.25 美元/吨，散单和长单均陷入亏损状态，即使算上硫酸、金银等副产品收益，冶炼厂也是亏损的状态。当前，相较 2025 年初，全球铜矿产量因大范围事故而大幅度下滑，铜矿供应压力较 2025 年初要大很多。此时冶炼厂与上游矿山正就后续的加工费进行谈判，显而易见，冶炼厂的议价权将被进一步挤压，后续加工费进一步下滑的压力非常大。我们预期，2026 年的长单加工费可能下跌至负数。另一方面，政策导向逐渐蓄力。2025 年，工信部等八部门印发《有色金属行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》，提出要科学合理布局铜冶炼项目，据消息称，中国有色金属工业协会高度重视铜冶炼“内卷式”问题，专程向国家相关部门报送了材料，提出严控铜冶炼产能扩张的具体措施建议。基于以上两方面分析，结合当前全球铜矿进一步紧张的现实背景，我们认为铜矿压力将逐渐传导至精炼铜端，铜矿和精炼铜高度不平衡的状态将逐渐回归平衡。主要存在两种路径：一是全球铜矿产量显著下滑后，直接导致关联的一些冶炼厂缺少原料而被迫停产，比如近期 Grasberg 矿石供应问题可能迫使印尼自由港公司停止 Manyar 铜冶炼厂的生产。二是冶炼厂加工费再度被压低，炼厂经营压力巨大，日本、韩国等国家冶炼厂先行减产，据 SMM 资讯，日本、西班牙和韩国近期罕见地发表联合声明，对不断暴跌的铜加工和精炼费（TC/RCs）表示深切担忧，并警告称，在当前形势下，冶炼厂和矿商都无法实现可持续发展。日本主要铜冶炼厂 JX Advanced Metals 和三菱材料（Mitsubishi Materials）表示，由于费用下降侵蚀了利润率，他们计划缩减铜精矿加工规模。中国冶炼厂将陷入进一步内卷的负向循环，后续如果国内反内卷政策发力，中国冶炼厂有望陆续也开启产能管理。

2025 年 9 月，中国精炼铜产量 112.1 万吨，环比下滑 4.31%，产量迎来了较为罕见的下滑。展望未来，海外冶炼厂减产叠加中国产量边际修正，我们认为后续全球精炼铜产量有望收紧，增速显著下滑。

2.2 长期，主要矿企资本开支或在 2025 年见顶，2026 年开始下滑

铜是生产周期最长的金属之一，从铜矿的勘探到生产出来一般需要五年左右的时间。也就是说，2025 年的资本开支一般会影响 2030 年左右的铜矿产出。

从彭博统计的全球主流矿企的资本开支来看，英美资源、第一量子、自由港、力拓、紫金矿业、淡水河谷等大型矿企资本开始在未来几年均有不同程度下滑，其中必和必拓的资本开支支撑相对较强。整体来看，全球主流矿企的资本开支预计在 2025 年见顶，2026 年开始进入下滑通道。究其原因，我们认为可能在两个方面：一是全球经济不景气。铜一直被称为大宗商品的风向标，它的下游消费链接各行各业，与全球宏观经济联系十分紧密，因此，它的宏观属性也比较强。当宏观经济不景气的时候，矿企投资意愿下降，资本开支承压。二是铜矿可勘探资源相

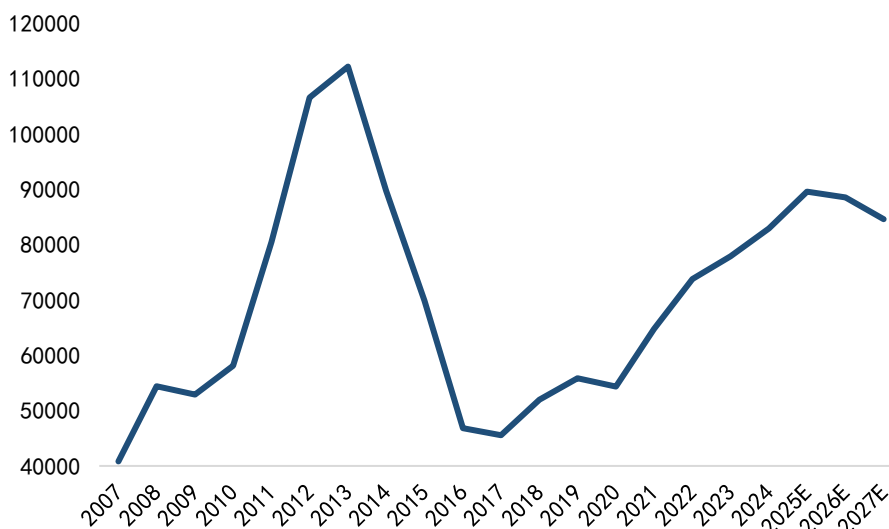
对较少，目前智利和秘鲁的铜矿资源逐渐下滑，前期紫金矿业等矿企加大对刚果金铜矿的开采，目前也已经处于持续放量的阶段，后续市场上可供开采的资源相对有限。

图表 2. 全球铜矿资本开支情况（吨）

资本开支情况	2027E	2026E	2025E	2024E	2023E	2022E	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2010	2011	2009	2008	2007
Agnico Eagle Mines Ltd	2028	1985	2100	1818	1654	1538	1083	759	883	1089	874	516	450	475	621	446	483	512	657	909	524
英美资源集团股份有限公司	3446	3886	4093	5532	5876	6191	5732	4647	4744	3400	2278	2418	4053	5974	6125	5959	6203	5280	4607	5146	3931
安托法加斯塔公司	2049	3096	3854	2415	2129	1879	1773	1306	1074	873	899	795	1049	1646	1345	874	667	1302	1324	1135	482
巴里克矿业公司	5155	4884	4123	3174	3086	3049	2435	2054	1701	1400	1396	1126	1713	2432	5501	6773	4973	3778	2351	1749	1046
必和必拓有限公司	10411	10453	9880	9273	7083	6111	5804	6167	7123	5853	4663	6459	12763	15512	22547	19235	11406	10656	10735	8908	7934
Boliden AB	1317	1476	1739	1416	1454	989	695	682	930	703	653	465	430	509	761	613	616	405	646	709	372
中国黄金国际资源有限公司	250	217	217	61	61	46	154	151	128	133	256	194	277	266	472	215	71	13	37	27	26
洛阳铝业	1257	1429	1347	681	1825	1564	664	1106	394	425	158	129	94	98	97	68	108	106	100	169	154
Evolution Mining Ltd	587	598	693	602	565	485	327	315	243	239	205	171	160	39	38	224	51	80	4	0	0
第一量子矿业有限公司	1091	1186	1273	1340	1326	1191	999	610	1843	2584	2017	1497	1820	2893	2601	1373	1050	358	362	460	320
自由港 - 麦克莫兰公司	3657	4355	4714	4808	4824	3469	2115	1961	2652	1971	1410	2813	6353	7215	5286	3494	2534	1412	1587	2708	1755
嘉能可有限公司	5656	5906	5838	5611	4484	4177	3618	3569	4712	4687	3586	3048	5372	8815	9559	2970	2606	1657	1088	1823	1577
金田有限责任公司	1344	1418	1495	1189	1019	1043	1060	591	613	814	834	629	634	609	738	1221	1008	1021	859	1241	825
墨西哥集团股份有限公司	2635	2884	2052	1766	1661	1542	1362	1115	1126	1686	1500	1590	1689	2433	2858	2118	1217	581	515	693	552
赫德贝里矿业公司	777	540	563	347	281	309	352	361	259	191	250	193	491	807	1003	546	250	110	90	136	109
佩诺莱斯工业股份有限公司	662	682	557	446	592	735	748	561	913	1039	947	683	725	683	855	868	776	520	368	446	247
江西铜业股份有限公司	571	636	819	912	600	774	437	408	480	321	484	244	227	282	317	370	404	379	342	355	324
波兰铜业集团股份公司	1597	1571	1514	1471	1139	927	1008	888	842	797	742	825	1045	1090	1010	739	630	466	474	560	429
伦丁矿业公司	1367	959	791	807	857	843	532	431	665	752	479	188	278	422	241	159	189	130	128	274	189
九红株式会社	1235	1132	1292	1062	771	907	1171	1011	841	931	1212	2162	2948	1982	1465	965	1070	947	1790	772	567
三菱商事株式会社	3677	3597	4119	3605	3365	3507	3669	2999	2846	2504	1481	2076	2812	4954	6995	5234	2676	1967	3809	3145	1421
三菱材料株式会社	499	540	536	546	523	636	725	824	801	645	711	596	501	637	622	641	508	740	650	653	545
三井金属矿业株式会社	294	264	266	201	213	205	249	271	311	357	328	235	239	258	271	335	231	145	338	347	333
俄罗斯诺里尔斯克公司	2375	2375	2407	2386	2988	4227	2683	1686	1262	1480	1940	1667	1626	1277	1970	2692	2201	1728	1061	2360	1140
五矿资源有限公司	775	810	1350	905	790	565	570	515	476	332	667	771	1959	1038	558	642	380	308	173	12	9
纽蒙特矿业有限公司	1100	1194	1287	1200	1310	1514	1203	789	591	599	627	510	513	655	2150	2796	2013	833	881	413	388
New Gold Inc	87	245	289	271	266	293	247	284	253	214	554	556	390	279	289	516	414	134	112	127	65
纽蒙特矿业公司	3177	3234	3219	3402	2666	2131	1653	1302	1463	1032	866	1133	1311	1040	1900	3210	2787	1402	1769	1870	1670
大洋黄金公司	402	501	503	380	350	282	325	254	242	224	270	447	142	109	160	290	147	95	71	108	119
Pan American Silver Corp	410	434	355	323	379	275	243	179	206	144	142	203	147	132	159	160	119	78	53	244	117
力拓股份有限公司	9938	10719	10868	9621	7086	6750	7384	6189	5488	5430	4482	3012	4685	8162	13001	17615	12335	4591	5388	8574	5000
Sandfire Resources NL	205	263	222	222	327	206	89	77	118	68	63	62	79	90	193	279	36	2	4	0	0
南方铜业公司	1769	2130	1417	1027	1009	949	892	592	708	1121	1024	1119	1150	1530	1703	1052	613	409	415	524	316
Sumitomo Metal Mining Co Ltd	777	762	1220	868	916	493	370	421	448	381	468	357	536	640	637	949	631	436	469	570	413
Taseko Mines Ltd	110	111	253	229	126	139	104	49	38	73	75	14	15	35	96	193	52	54	15	105	116
泰克资源有限公司	1812	1797	1854	1924	3217	4202	3697	2708	2614	2017	1772	1430	1757	2004	2527	2434	1250	787	520	875	534
淡水河谷公司	5841	5979	5611	6538	5901	5470	5067	4254	3751	3849	3904	5009	8206	11222	13271	15951	15760	13400	8096	4980	6651
紫金矿业	3815	3820	4109	3444	4297	3687	3124	2015	1722	1181	746	831	773	1010	1402	1267	1157	539	433	751	246

数据来源：彭博，兴证期货研究咨询部

图表 3. 全球主流矿企资本开支总和（百万美元）



数据来源：彭博，兴证期货研究咨询部

因此，从长期来看，铜矿供应的刚性压力仍然存在，未来可能更需以来废铜的补充供应。

2.3 短期，废铜供应面临现实压力，长期，需以来回收技术突破

短期，废铜现实压力之一：国家发改委等四部委联合发布《关于规范招商引资行为有关政策落实事项的通知》（发改体改〔2025〕770 号），要求规范再生市场违规税费返还的问题。此举对废铜市场影响较大，因为废铜市场前期一直存在税费低于精炼铜市场的问题，据 smm 调研资讯，废铜税率一般在 5%左右，远低于精炼铜的 13%，如果后续政策规范落实要求废铜市场回归正常税率的话，废铜成本将大幅度提升。一般而言，精废铜价差中位数水平大约在 1500 元/吨附近，如果精废铜价差过低，市场转向精铜消费，如果精废铜价差大幅上升，则市场转向废铜消费。如果废铜执行和精炼铜一样的税率，精废铜价差将低于中位数水平，短期购买方难以接受这个价差，可能转向精铜消费，废铜厂商也可能因接受不了而惜售，最终，再生铜市场需要一定的时间回归新的平衡。

短期，废铜现实压力之二：进口量下滑致使进口供应趋紧。一般而言，我国主要的废铜进口来源国是美国、日本、马来西亚和泰国等。今年，美国对铜材和相关衍生产品加征高额的关税后，美国本土也十分缺低成本铜，致使美国出口废铜的量出现压减。2025 年 1-8 月份，中国废铜累计进口量为 151.49 万吨，累计同比下降 0.04%。其中 1-8 月自美国进口 13.4 万吨，较上年同期下滑 54.5%，自日本进口 21.5 万吨，较上年同期增长 17%，自马来西亚进口 8.76 万吨，较上年同期下降 31%，自泰国进口 19.35 万吨，较上年同期增长 78%，另外，澳大利亚、荷兰和英国进口量同比下滑 1%、3%和 2%。目前来看，我国自泰国进口量已经超越美国和马来西亚，目前主要从日本和泰国进口较多，美国和马来西亚市场进口量下滑较多。需要注意的是，中国香港进口量同比增长 73%，但是现在体量太小，增长贡献率较小，后续持续关注。展望后市，美国对铜材和衍生产品加征关税已成既定事实，基于市场对精炼铜后续可能面临关税的担忧，美国市场对于废铜的出口积极性可能持续走低，后续我国自美国进口废铜的量可能难以修复。

长期，废铜压力主要在回收技术提升和回收体系的完善。长周期角度看，基于铜矿资源刚性约束和下游终端消费的增长空间之间的矛盾，未来仍需要废铜的替代补充作用。废铜主要是从家电、汽车等终端器件上拆解下来的，既可以直接代替铜矿生产出粗铜，进一步加工成精炼铜，又可以替代精炼铜生产出再生铜材，用于终端消费。据国际铜业小组统计，回收铜约占全球使用量的三分之一左右，解决了一些国家供应不足的难题。但，废铜回收也存在难点，一是不同行业的回收率差异很大，从电力电缆中可以近乎完全回收，可消费品的回收率要低得多。二是，新废料是在制造过程中产生的，几乎全部是可回收的，报废产品的旧废料比较难收集和处理，也很容易丢失。

2.4 中美关税风波，美国囤铜现象不止，结构性库存困境难解

2025 年二季度，由于特朗普要求开启铜的关税调查，后续要对铜加征关税，市场开始将非美地区的铜搬运至美国，实现交易所之间的价差套利，形成了 COMEX 铜库存持续累积而 LME 库存持续走低的局面，非美地区铜库存一度紧张。七月初，特朗普预告铜关税将在 8.1 落地，全球铜库存搬运的逻辑就开始发生改变，LME 库存逐渐累库，主因是未发货的库存已经来不及运进美国，所以输美通道逐渐关闭，但由于在途库存或就近的库存仍有望加速运进美国，且当时 COMEX/LME 价差处于历史性高位，仍能看到 COMEX 库存在不断累积。

据央视新闻报道，7.30 日，美国白宫签署了一项公告，宣布对几类进口铜产品征收关税。将自 8 月 1 日起对进口半成品铜产品（例如铜管、铜线、铜棒、铜板和铜管）及铜密集型衍生产品（例如管件、电缆、连接器和电气元件）普遍征收 50% 的关税。白宫表示，铜输入材料（例如铜矿石、精矿、铈铜、阴极铜和阳极铜）和铜废料不受“232 条款”或对等关税约束。此次关税将精炼铜排除在外，前期库存搬运和价差套利的逻辑结束，铜库存输美通道彻底关闭，COMEX 铜价暴跌，截至 8.1 日，COMEX-LME 价差已经从 2946.5 美元/吨收缩至 66.07 美元/吨，纽铜和伦铜之间的价差迅速收缩。

2025 年 4 月初至今，美铜累库现象持续存在，当前美铜库存已至 30.8 万吨，累库幅度达 248%。贸易商在各市场间所开展的套利行为给全球铜市场贸易带来了显著影响，年内非美地区库存结构性紧张的现象可能阶段性出现，即贸易商将亚洲、欧洲和非洲的库存运往美国，以获取更可观的溢价。展望未来，我们认为此种现象可能还会出现，主要原因有两个：一是美国对铜开展的“232 调查”并未完全落地，精炼铜目前仍是处于被豁免的状态，当前中美贸易争端存在升级的压力，市场难免担心美国可能再对精炼铜加征关税，美国的本土企业很难停止购买精炼铜的节奏。二是现实压力使得美企企业不得不大量购买精炼铜，前期美国对下游铜材和衍生产品加征了 50% 的高额关税，使得这些产品的价格高企，企业原料成本压力巨大，转向精炼铜消费。因此，美铜库存持续累库的背景下，非美地区库存存在结构性压力。

三、总结

美联储降息，有色行业处于顺周期：美联储 2025 年 9 月，美联储正式打开降息窗口，目前市场对 10 月份继续降息 25bp 的概率大约为 97.3%，未来降息的预期相对较强。一方面，美联储的政策路劲开始向鸽派转向，鲍威尔前期表态后续政策路劲要兼顾就业和通胀问题，而其在最近的发言中更是表示央行可能在未来几个月结束缩减资产负债表，劳动力市场预期持续恶化，

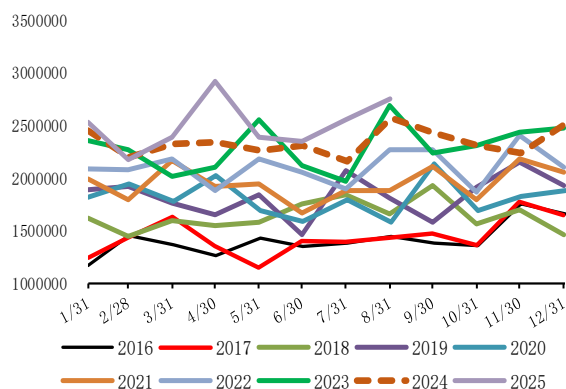
这一信息支撑了投资者对本月再次降息的预期。另一方面，美国总统特朗普在全球范围内推动贸易争端，与此同时，美国政府已经陷入停摆的困境，通过降息提振经济或已十分紧迫。

精炼铜有望迎来供应拐点，供需平衡表有望显著修复：1. 短期，全球铜矿事故频发，铜矿供应进一步收紧，冶炼厂加工费或进一步下挫，冶炼厂或面临更严峻的经营压力，海外日本、韩国等国家冶炼厂或率先减产或停产，中国基于反内卷政策，后续存在产能优化的可能性，全球精炼铜增速预计存在缩窄的空间。长期，全球主流矿企资本开支预计在 2026 年出现下滑，铜矿产出预计在 2030 年左右受到影响。2. 废铜供应承压。一方面，废铜进口量下滑，主要是自美国和马来西亚的进口量显著下滑，主因受到美国加征关税影响，短期难以缓解。另一方面，国内再生铜市场受取消违规退税等政策影响，后续如果政策兑现，废铜成本抬升明显，市场或出现失衡现象。长期看，废铜对精铜的替代受到回收技术的限制，一是不同行业的回收率差异很大，从电力电缆中可以近乎完全回收，可消费品的回收率要低得多。二是，新废料是在制造过程中产生的，几乎全部是可回收的，报废产品的旧废料比较难收集和处理，也很容易丢失。

中美关税风波，美国囤铜现象不止，结构性库存困境难解：2025 年 4 月初至今，COMEX 库存累库现象持续存在，当前美铜库存已至 30.8 万吨，累库幅度达 248%，贸易商在各市场间所开展的套利行为给全球铜市场贸易带来了显著影响，一度使得非美地区库存趋紧。因中美关税风波未平，且精炼铜目前处于关税豁免范围，后续美国囤积精炼铜的现象可能持续，COMEX-LME 价差仍然存在扩大的空间。

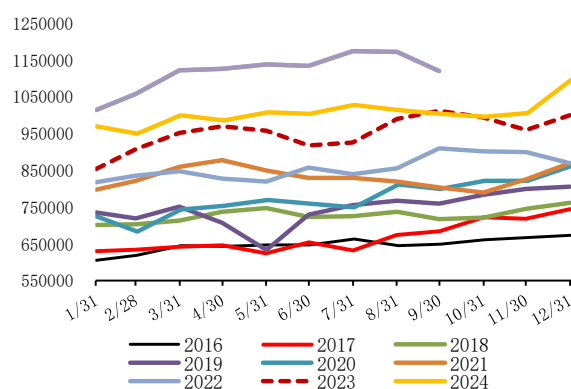
短期，下游刚需采购接受度提升，长期，消费空间潜力较大：据 SMM 资讯，此次铜价上涨至高位，下游仍然进行刚需采购，相较于之前，下游对于价格的接受度有所提高。四季度来看，新能源汽车和光伏消费翘尾效应、电力投资追赶效应和数据中心消费提升效应均给市场较强消费预期。长期来看，新的消费增长极持续发力，具体在中国的光伏、风电和新能源车、欧美的数据中心、东盟和印度的基础设施建设。

图表 4. 铜精矿进口量历史性高位（吨）



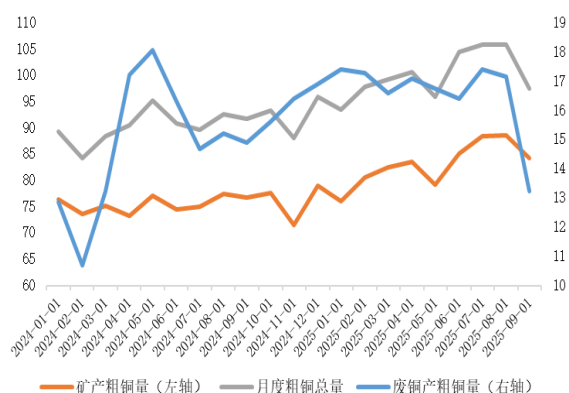
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 5. 精炼铜产量增速创新高（吨）



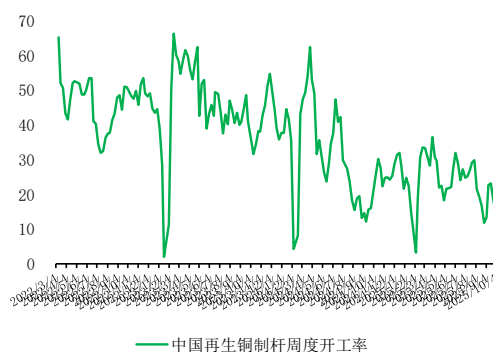
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 6. 粗铜产量 SMM 预测值（万吨）



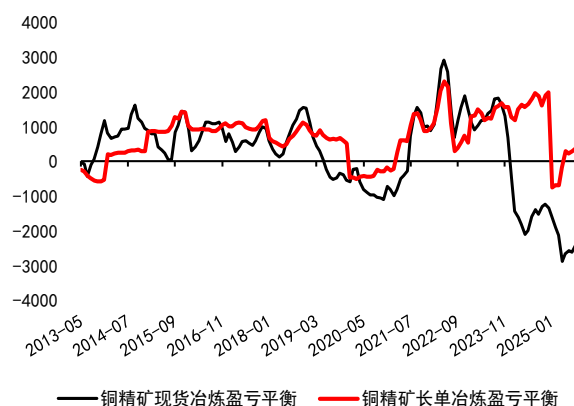
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 7. 再生铜杆开工率（%）

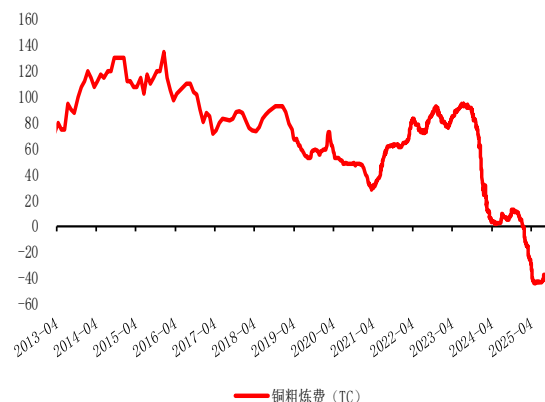


数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 8. 冶炼厂盈利情况不佳（元/吨）



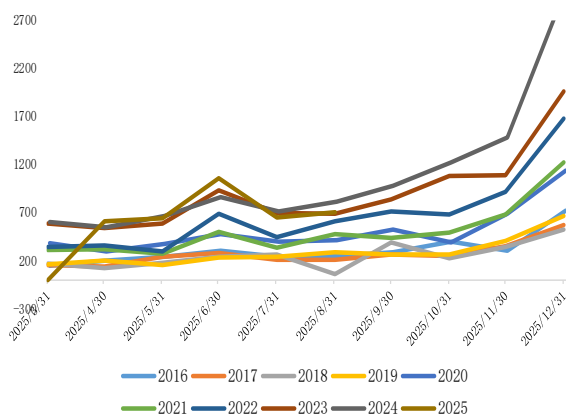
图表 9. TC 深度倒挂（美元/干吨）



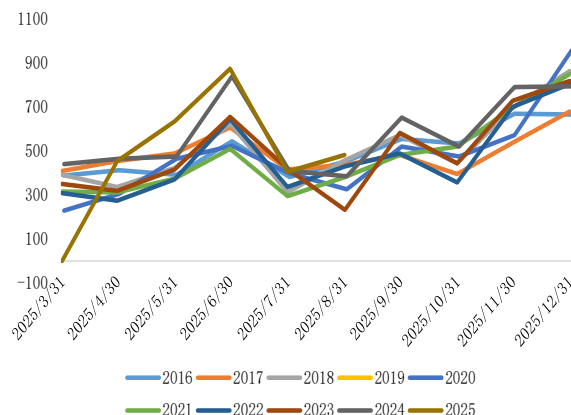
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 10. 电源投资额（亿元）



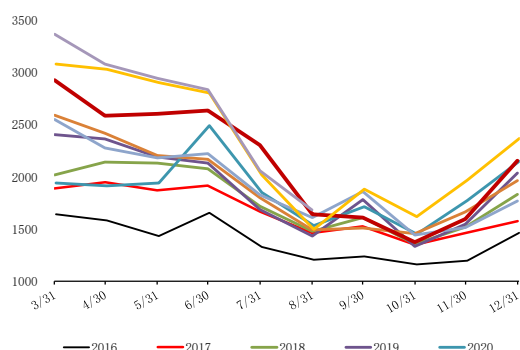
图表 11. 电网投资额（亿元）



数据来源：ifind，兴证期货研究咨询部

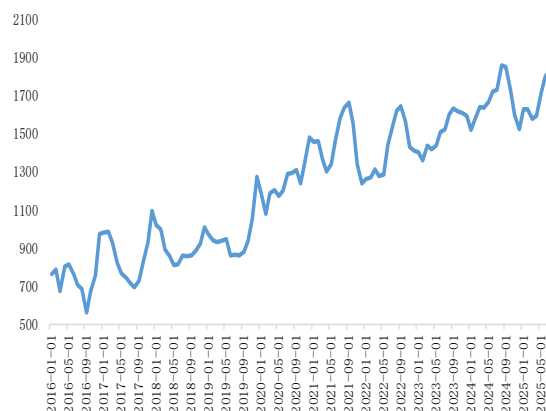
数据来源：ifind，兴证期货研究咨询部

图表 12. 空调产量季节图（万台）



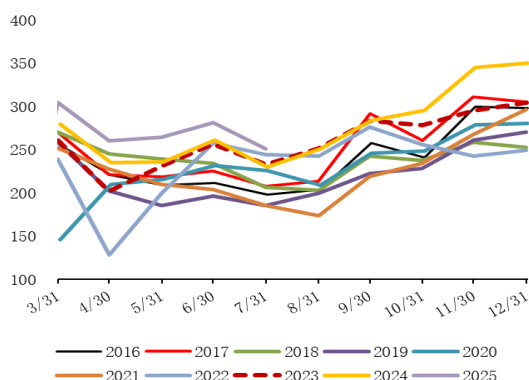
数据来源：ifind，兴证期货研究咨询部

图表 13. 家用空调企业库存（万台）



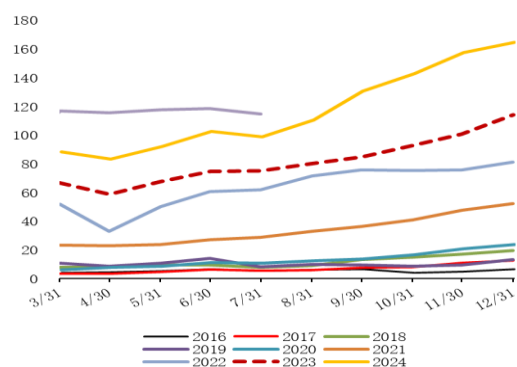
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 14. 汽车产量季节图（万辆）



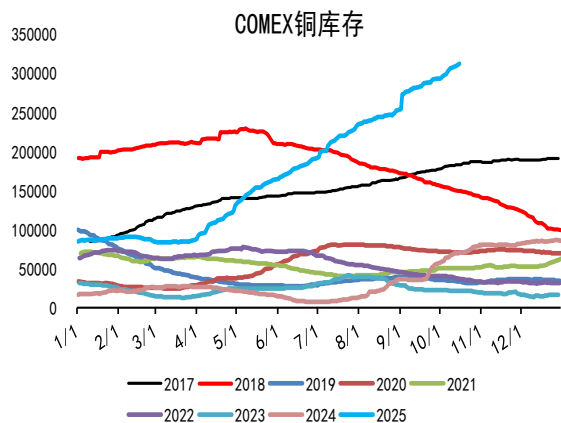
数据来源：ifind，兴证期货研究咨询部

图表 15. 新能源汽车产量季节图（万辆）



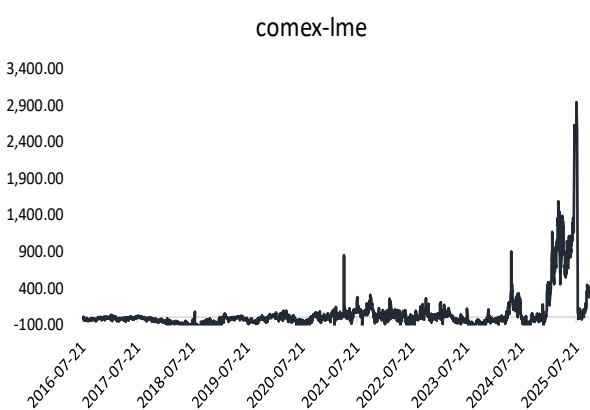
数据来源：ifind，兴证期货研究咨询部

图表 16. COMEX 库存（吨）



数据来源: ifind, 兴证期货研究咨询部

图表 17. COMEX-LME 价差（美元/吨）



数据来源: ifind, 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。