

ICSG 供需分析报告跟踪与分析

2025 年 10 月 30 日 星期四

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 1-8 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 1-7 月份,全球铜过剩 16.3 万吨,2025 年 1-8 月,全球铜过剩量 14.7 万吨,过剩量持续修复,目前处于紧平衡状态。2025 年 1-8 月,铜矿产量同比增速 2.2%,精炼铜产量增速 4%,精炼铜的增速快于铜矿产量增速,且八月份铜矿产量增速出现显著下滑,使得 1-8 月份的铜矿增速回落明显。精炼铜消费增速 6%,消费增速快于精炼铜产量增速,对比 2025 年 1-7 月,消费增速从 5.9%增至 6%,而精炼铜产量增速从 3.9%至 4%,其中消费增速和产量增速均主要由中国贡献,海外整体成转弱态势。2025 年 1-8 月,全球供需结构好转的主要原因在于,一是全球表观消费增速持续回升,其中主要是中国表观消费出现回暖。二是全球除中国和刚果金外的精炼铜产量下滑,增速录得-2%。

铜矿趋紧,但精炼铜供应增速仍在高位,主要由中国和刚果金冶炼厂贡献增量,这是加工费持续倒挂的主要原因。但海外精炼铜增速已出现逐渐下滑迹象,后续看中国是否接力。2025 年 1-8 月份,中国和刚果金的产量增速分别为 9%和 8%,1-7 月增速分别为 7.5%和 9.5%,中国冶炼厂 8 月份增速仍在走高,刚果金冶炼厂 8 月增速有所下滑。除中国和刚果金外,全球其他地区精炼铜产量增速录得-2%,较 1-7 月份的 0.5%出现明显下滑,且转为负数。

海外铜矿频出扰动,年内铜矿供应压力持续增大,下一年度长单 TC 谈判面临更大压力,炼厂减产或成趋势,海外先行,国内反内卷接力,2026 年一季度,全球精炼铜供应压

力可能逐渐显现。海外日韩等国表示，如果加工费再创新低，则按计划减产。中国进口铜精矿散单加工费最新录得-42.7美元/干吨，截至9月份，铜精矿现货亏损2555.64元/吨，冶炼厂亏损的状态已经持续很久。国内冶炼产能反内卷呼声日渐高涨，前期工信部发布有色行业高质量发展相关文件，《河南省有色金属产业绿色化改造指南》已发布，近期CSPT第三季度总经理会议达成共识，响应有色协会理事会会议关于反对铜冶炼行业“内卷式”竞争精神，促进铜行业健康稳定发展。

未来关注点：矿端，短期关注Grasberg铜矿和巴拿马铜矿的复产进度，中长期关注刚果金和蒙古国铜矿产能扩张期能持续多久；精炼铜端，短期关注铜冶炼厂与上游矿商就2026年加工费长单的谈判结果，中长期关注国内冶炼产能反内卷政策落地进度。

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 2. 铜精矿进口量历史性高位（吨）..... 7

图表 3. 精炼铜产量增速创新高（吨）..... 7

图表 4. 国内旧废产量回暖（万吨）..... 7

图表 5. 废铜进口量中位数水平（吨）..... 7

图表 6. 冶炼厂盈利情况不佳（元/吨）..... 8

图表 7. 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 1-8 月，全球铜过剩量 14.7 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 1-8 月，铜矿产量同比增速 2.2%，精炼铜产量增速 4%，精炼铜的增速快于铜矿产量增速，且八月份铜矿产量增速出现显著下滑，使得 1-8 月份的铜矿增速回落明显。精炼铜消费增速 6%，消费增速快于精炼铜产量增速，对比 2025 年 1-7 月，消费增速从 5.9%增至 6%，而精炼铜产量增速从 3.9%至 4%，其中消费增速和产量增速均主要由中国贡献，海外整体成转弱态势。

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，但进入八月份后，全球铜矿扰动加大，矿端矛盾逐渐凸显。2025 年 1-8 月，蒙古国矿产出增量依旧稳健，增速达 34%，与 1-7 月份持平，主要依赖 Oyu Tolgoi UG 项目启动，但近几日 Oyu Tolgoi LLC 正对其蒙古铜矿业务中涉及腐败与不道德行为的指控开展内部调查，并已寻求执法部门协助，后续关注进展以及是否会对生产产生影响。刚果金增速 8%较 1-7 月份缩窄 3.8 个百分点，年内卡莫阿铜矿略有扰动，后续应该能修复。智利、秘鲁的铜矿增速分别为 1%和 2.6%，增速较 1-7 月份的 2.3%和 3.3%均有显著收窄，智利 Collahuasi、Los Pelambres 和一些较小矿场减产对整体产出有所影响，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，智利铜矿整体增速承压。秘鲁 Cerro Verde、Antamina 和 Antapaccay 矿产出有所下滑，但 Las Bambas 和 Toromocho 铜矿产出增长起到一定的抵补作用，整体增速仍有所收窄。印尼产量下滑 30%，主要是格拉斯伯格铜矿产量下滑所致，8 月份该铜矿产量下滑还是受矿山调度等影响，预计 9 月份印尼产出会因格拉斯伯格铜矿事故问题进一步下降。

今年全球矿山事故频发，近期更是将铜矿压力推至高位。海外矿山事故不断，三季度铜矿增速整体预计会出现显著下滑。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，并且逐渐传导至冶炼厂端。

精炼铜端，2025 年 1-8 月份，全球精炼铜产量增速较 1-7 月的 3.9%继续走扩至 4%。分国家来看，中国和刚果金精炼铜总量占比在 57%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 1-8 月份，中国和刚果金的产量增速分别为 9%和 8%，1-7 月分别为 7.5%和 9.5%，中国冶炼厂 8 月份增速仍在走高，刚果金冶炼厂 8 月增速有所下滑。具体而言，中国冶炼厂产能增速过高的问题仍在持续，随着铜矿压力逐渐增大，铜矿和精炼铜的供需市场失衡状况持续恶化，冶炼厂加工费压力巨大，冶炼厂面临巨大亏损。除中国和刚果金外，全球其他地区精炼铜产量增速录得-2%，较 1-7 月份的 0.5%出现明显下滑，且转为负数，这意味着海外精炼铜产出已经开始收缩，低加工费压力逐渐蔓延至精炼铜端。海外产量下滑较多的国家主要有菲律宾、智利和日本，1-8 月份精炼铜产量增速分别为-64%、-10%和-8%。十月份，日本、西班牙和韩国发表联合声明称，对铜冶炼加工费及精炼费（TC/RCs）暴跌表示深切担忧，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，海外炼厂已经处于极限压力位，如果下一年度长单加工费再创新低，海外精炼铜产量或因扛不住亏损而进一步压减。当前全球精炼铜产量之所以还能实现 4%的增速，是因为中国贡献了主要增量，中国方面，1-8 月份，中国精炼铜产量增速继续走高，达到 9%。我们认为即使 2026 年的长单加工费谈判结果再创新低，中国冶炼厂的控产进度相对国外可能会慢一些，但是最终进行产能优化是相对确定的结果，铜冶炼反内卷的呼声也在逐渐增大。总而言之，全球铜矿压力凸显，冶炼厂议价能力持续下滑，加工费持续创新低，海外冶炼厂可能率先减产，国内可能逐步布局产能优化改造政策，陆续布局实施反内卷政策，全球精炼铜产能存在显著的压减空间。

表观消费端，2025 年 1-8 月，全球表观消费增速为 6%，高于 1-7 月的 5.9%，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 1-8 月份，中国表观消费增速为 9%，而 1-7 月份为 8.9%，精炼铜出口增速达到 15%。海外消费表现相对低迷，全球除中国外的消费增速为 1.6%，较 1-7 月份收窄 0.4 个百分点。

目前，中国进口铜精矿散单加工费最新录得-42.7 美元/干吨，截至 9 月份，铜精矿现货亏损 2555.64 元/吨，冶炼厂亏损的状态已经持续很久。三季度全球铜矿压力加剧，致使当前加工费承受着继续走低的巨大压力，全球铜冶炼厂面临更大幅度的亏损风险。海外日韩等国表示，如果加工费再创新低，则按计划减产。国内冶炼产能反内卷呼声日渐高涨，前期工信部发布有色行业高质量发展相关文件，近期《河南省有色金属产业绿色化改造指南》已发布，近期 CSPT 第三季度总经理会议达成共识，响应有色协会理事会会议关于反对铜冶炼行业“内卷式”竞争精神，促进铜行业健康稳定发展。

未来关注点：矿端，短期关注 Grasberg 铜矿和巴拿马铜矿的复产进度，中长期关注刚果金

和蒙古国铜矿产能扩张期能持续多久；精炼铜端，短期关注铜冶炼厂与上游矿商就 2026 年加工费长单的谈判结果，中长期关注国内冶炼产能反内卷政策落地进度。

二、全球供需数据概览

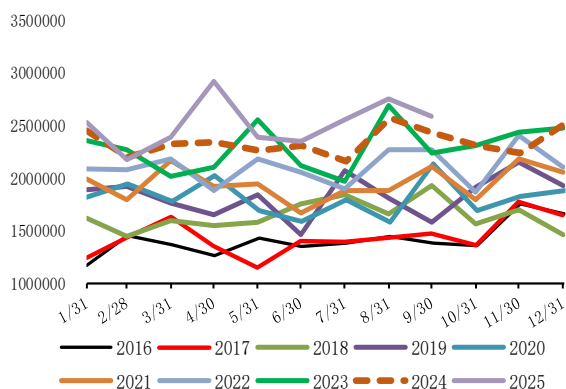
图表 1. 全球铜供需表现（%）

		铜矿	精炼铜&废铜		精炼铜表观需求	全球供需格局
2025年1-8月	全球	2.2%	主因项目产能提升和一些运营矿山生产改善	全球	4.0%	考虑库存变化的表观供需：全球过剩14.7万吨
	智利	1.0%	Escondida、Centinela、Mantos Copper和Codeico矿场的产出增加，抵消Collahuasi、LosPelambres以及其他一些较小矿场的减产	铜矿产精炼铜	3.9%	
				废铜产精炼铜	5.0%	
	刚果金	8.0%	Kamoa（精矿）和Tenke/Kisanfu（SX-EW）矿山扩建的影响	中国	9.0%	
				刚果金	8.0%	
	秘鲁	2.6%	LasBambas和Toromochu矿场的显著增长抵消Cerro Verde、Antamina和Antapacay矿场的产量下降	全球除中国和刚果金	-2.0%	
				亚洲除中国	-4.7%	
	蒙古国	34.0%	Oyu Tolgoi UG项目启动	日本	-8.0%	
				菲律宾	-64.0%	
	印尼	-30.0%	格拉斯伯格矿产量降低	智利	-10.0%	
2025年1-7月	巴拿马		持续关停	印度	22.0%	全球过剩16.3万吨
				全球废铜增长	5.0%	
	全球	3.4%	埃斯孔迪达、蒙特内拉、曼托斯铜矿以及Codeico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	全球	3.9%	
	智利	2.3%	埃斯孔迪达、蒙特内拉、曼托斯铜矿以及Codeico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	3.6%	
				废铜产精炼铜	5.4%	
	秘鲁	3.3%	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	中国	7.5%	
				刚果金	9.5%	
	刚果金	11.8%	卡莫阿矿（精矿）以及Tenke/Kisanfu（SX-EW）矿山的扩建	智利	-8.6%	
	蒙古国	34.0%	Oyu Tolgoi UG项目启动	日本	-8.3%	
	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。	亚洲（除中国）	-3.4%	
2025年1-6月				全球（除中国和刚果金）	0.5%	全球过剩30万吨
	全球	2.7%	埃斯孔迪达、蒙特内拉、曼托斯铜矿以及Codeico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	全球	3.6%	
	智利	2.6%	埃斯孔迪达、蒙特内拉、曼托斯铜矿以及Codeico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	3.6%	
				废铜产精炼铜	3.7%	
	秘鲁	3.6%	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	中国	6.0%	
				刚果金	6.5%	
	刚果金	9.5%	卡莫阿矿（精矿）以及TFM/KFM（SX-EW）扩张	智利	-8.4%	
	蒙古国	31.0%	Oyu Tolgoi UG项目启动	日本	-8.8%	
	印尼	-36.0%	格拉斯伯格矿场的产量降低	亚洲（除中国）	2.3%	
				全球（除中国和刚果金）	0.6%	

资料来源：ICSG，兴证期货研究咨询部整理所得

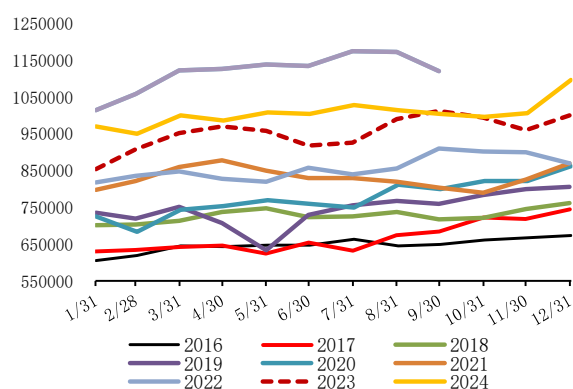
数据来源：ICSG，兴证期货研究咨询部

图表 2. 铜精矿进口量历史性高位（吨）



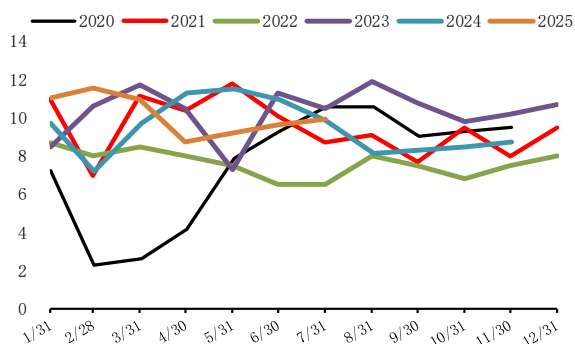
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 3. 精炼铜产量增速创新高（吨）



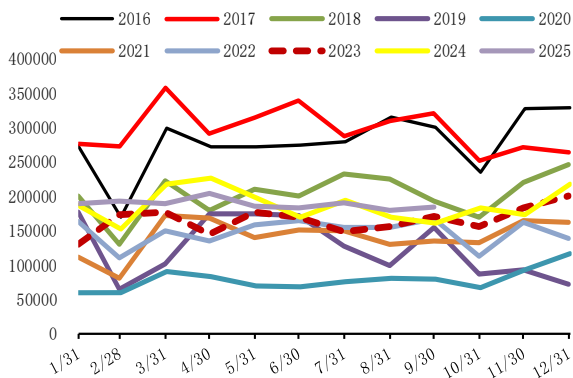
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 4. 国内旧废产量回暖（万吨）



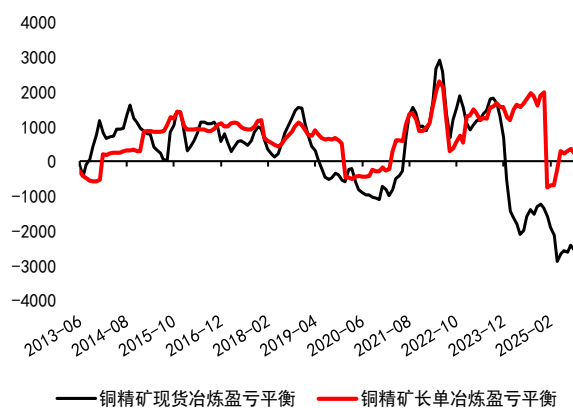
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 5. 废铜进口量中位数水平（吨）



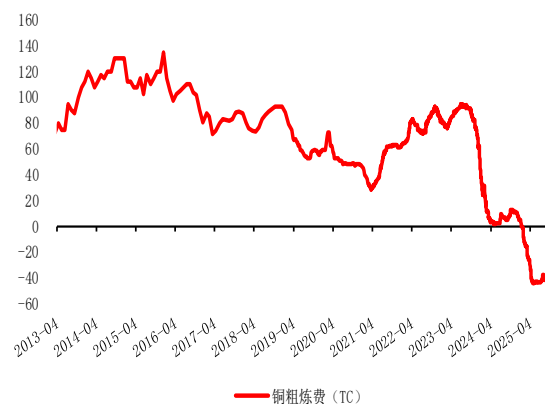
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

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。