

铜：降息周期 VS 特朗普执政 铜或先抑后扬

内容提要：

- ◆ 美联储正式进入降息周期，从 9 月至今累计降息 3 次共 100 个基点，不过 12 月份的美联储议息将 2025 年的预计 4 次降息共计 100 个基点调整至 2 次降息共计 50 个基点；美联储 7 月左右才会停止缩表，美元指数拐点预计在明年 7 月份才会真正到来，在此之前铜价或承压运行。
- ◆ 供给端来看，铜精矿短缺问题贯穿 2024 年始终，最直观的表现是铜精矿 TC 断崖式下跌，预计铜精矿供应增量在 2025 年难改收缩趋势，虽然国内精炼铜依然处于过剩格局，但增量有所放缓。供给端所提供的价格支撑在 2025 年或有所减弱。
- ◆ 需求端来看，2025 年中国将进一步鼓励居民消费，推行相关利好政策。传统领域方面，电力板块维持高景气度，持续兜底铜需求，地产和家电需求有望边际回暖。新兴领域方面，市场需求有所前置，叠加特朗普执政期间关税壁垒不断升高，新能源领域对国内铜需求拉动或有所减弱。
- ◆ 库存端来看，上半年，国内铜需求增量不及预期，导致国内库存不断累积。进入下半年，国内冶炼厂积极加大海外出口力度，国内资源逐步流向海外，令国内库存转向去库。展望 2025 年，低加工费背景下，国内精铜产量预期下调，国内库存重心或出现回落。
- ◆ 展望 2025 年，特朗普执政周期叠加美联储降息周期，2025 年依然是宏观大年。上半年全球贸易格局恶化以及美元走强或令铜价承压，而进入下半年，美元指数拐点的到来叠加国内需求预期好转，或在一定程度支撑铜价底部。我们预计 2025 年铜价走势将呈现先抑后扬态势，主要运行区间在 70000-82000 元/吨。

有色金属/铜

石磊

从业资格证：F0270570

投资咨询证：Z0011147

TEL：0516-83831127

E-MAIL：

shilei@neweraqh.com.cn

苏州大学数学与应用数学专业理学学士，新加坡国立大学计量金融专业理学硕士。

新纪元期货投资咨询部副经理，主攻黑色产业链研究，中级经济师。

陈啸

从业资格证：F3056981

TEL：0516-83831160

E-MAIL

chenxiao@neweraqh.com.cn

第一部分 2024 铜期货行情回顾

2024 年沪铜宽幅震荡，截至 12 月 1 日，沪铜全年振幅 31.88%，年度涨幅 7.1%，目前期价处于历史高位区间波动。分阶段来看：

第一阶段：1 月至 3 月上旬，美联储降息预期升温，国内央行降准，双重利多作用下，沪铜短暂上扬，随后陷入横盘震荡。

第二阶段：3 月中旬至 5 月中下旬，海外铜矿供应趋紧促使 CSPT 小组呼吁减产，COMEX 铜逼仓事件引发市场剧烈波动，在多重利多因素共振助推下，纽约铜与伦敦铜价差快速走扩，极端价差超过 2006 年水平，达到 1100 美元/吨。沪铜也一度从年初的 6.8 万元拉涨至 5 月中下旬约 9 万元，创出历史新高。

第三阶段：5 月中旬至 9 月初，逼仓炒作情绪降温，全球 PMI 疲软、美国衰退预期加剧，全球市场风险偏好显著回落，叠加国内冶炼厂减产未兑现，导致库存累积，铜价回吐前期过激涨幅，盘面重回基本面逻辑，期价快速下挫至 7 万一线运行，沪铜整体呈现倒 V 走势。

第四阶段：9 月下旬至今，在美联储降息 50BP 以及国内宽松政策组合拳的带动下，沪铜企稳反弹，价格重心不断上移。10 月份市场整体驱动不足，主力合约波动收窄，全球聚焦美国总统大选结果指引。11 月初，大选结果尘埃落定，特朗普的胜选削减了对明年降息的押注，美元指数随即大幅上行，一度突破 108 关口，刷新近两年高点，基本金属承压明显。

图 1. 2024 年沪铜主力合约走势回顾



第二部分 宏观分析

一、全球央行进入新一轮降息周期

2024 年以来，全球经济下行压力加大，欧美等主要发达国家补库存接近尾声。欧元区经济表现疲软，制造业持续萎缩的形势恶化，且影响逐渐向服务业等其他领域传导。第一大经济体德国已经陷入技术性衰退，未来

可能有更多国家步入后尘。欧洲央行 6 月宣布下调关键利率 25 个基点，为 2019 年以来首次降息，之后分别于 9 月和 10 月再次降息 25 个基点。相比欧元区而言，美国经济依然稳健，但劳动力市场逐渐降温，通胀正在朝着 2% 的目标迈进。美联储 9 月会议下调联邦基金利率 50 个基点，四年来首次宣布降息，意味着新一轮降息周期正式开启。除了美联储和欧洲央行以外，瑞士、加拿大、英国等主要发达国家，以及南非、印尼、泰国等部分新兴市场国家央行也已陆续开始降息。12 月 19 日北京时间凌晨，美联储如期降息 25 个基点，把联邦基金利率目标区间下调到 4.25%-4.50% 之间。从 9 月至今，美联储已经降息了 3 次，累计降息 100 个基点。不过在最后一次利率决议美联储释放鹰派信号，将对 2025 年降息预期作出调整，预计从之前的 4 次降息共计 100 个基点调整至 2 次降息共计 50 个基点，美元指数大幅上扬施压基本金属。

图 2. 近一年美元指数走势



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

二、美联储停止缩表后将迎来美元流动性拐点

美联储从 2024 年 6 月开始放缓缩表，当前资产负债表仍在以每月 600 亿美元规模缩减。根据纽约联储相关报告测算，当美联储总资产规模降至 6.5 万亿美元左右时，将停止缩表。截至 2024 年 12 月 18 日当周，美联储总资产规模为 6.94 万亿美元，按照每月 600 亿美元的速度缩减，预计 2025 年 7 月左右停止缩表。美联储降息周期开启，意味着借贷美元的成本下降，但从降息到发挥作用需要时间。此外，美联储缩表仍在持续，美元流动性持续收紧的趋势没有改变，直到停止缩表，并重新转向扩表，才意味着美元流动性拐点的到来，美元指数将进入下行周期。故在 2025 年 7 月之前，美元指数仍将位于高位波动，在一定程度施压铜价。

三、地缘政治风险降温

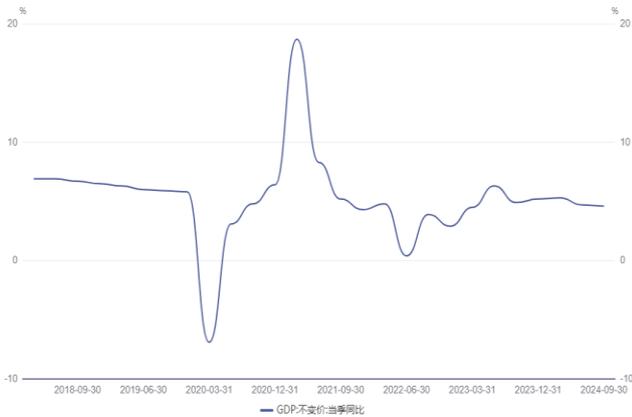
当今世界面临百年未有之大变局，国际形势错综复杂，地缘冲突此起彼伏，避险情绪挥之不去。俄乌危机已持续两年多时间，巴以冲突爆发也超过一年，近期朝鲜半岛局势升温，引发市场对东北亚局势动荡的担忧。不过特朗普胜选之后，其主张缓和地缘局势，承诺当选后将结束俄乌冲突，寻求解决巴以冲突的方案。一旦俄乌和中东地缘冲突结束，2025 年市场避险情绪或有所降温。

四、国内政策端利好频发

2024 年中国前三个季度实际 GDP 增长分别为 5.3%、4.7%、4.6%。前三季度 GDP 累计同比增长 4.8%，最终消费支出对 GDP 累计同比增速的拉动仅 2.4%，较上半年回落 0.6%。居民消费意愿不足，市场修复放缓。

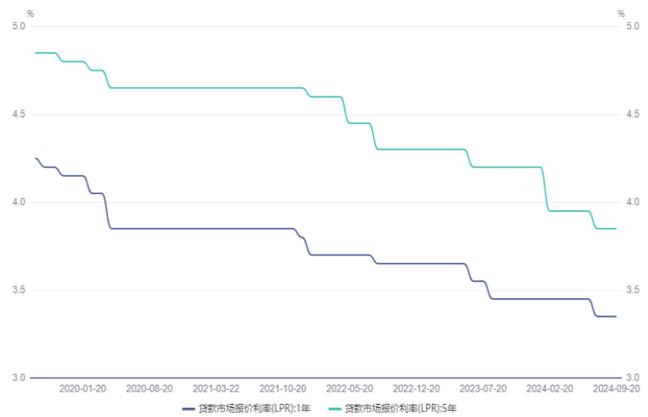
2024 年截至 12 月，我国共进行了两次降准，在 2 月全面降准 0.5 个百分点后，9 月再度宣布全面降准 0.5 个百分点。此外，还传达出“视流动性情况进一步择机 0.25-0.5 个百分点”的政策可能性，降准力度明显高于此前年份。2024 年我国共计降息 3 次，2 月非对称调降 5 年期以上 LPR 下调 25 个基点，7 月同时调降 1 年期和 5 年期以上 LPR 10 个基点，10 月同时调降 1 年期和 5 年期以上 LPR 25 个基点，至此 1 年期 LPR 调整为 3.1%，5 年期 LPR 下降至 3.6%。国家旨在推动居民消费力度，改善房地产行业低迷现状，国内政策端向好。

图 3. 中国 GDP 当季同比



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 4. LPR 一年期与五年期走势



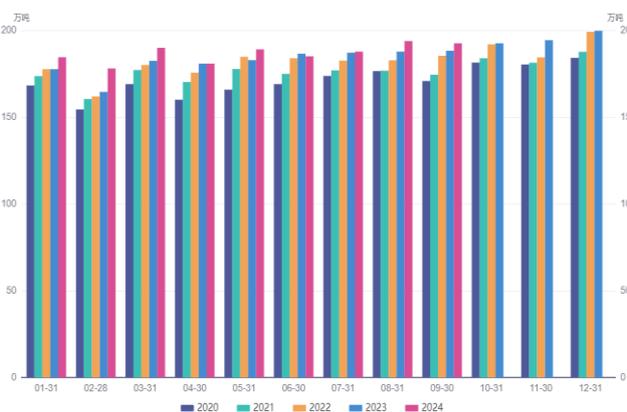
资料来源：iFinD 新纪元期货研究

第三部分 供给端分析

一、铜矿供应：供应大幅收缩

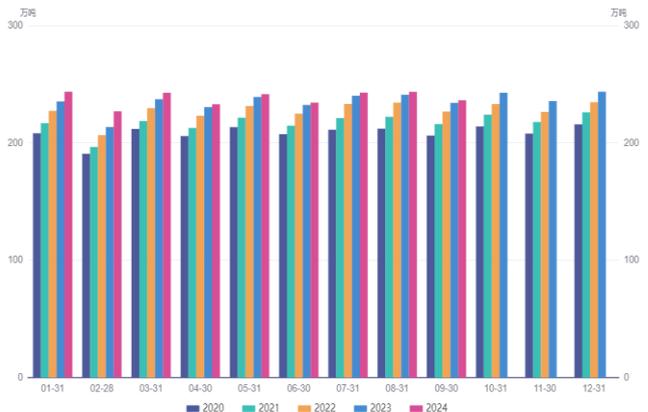
2024 年全球矿业周期进入下行阶段，铜精矿供应量大幅收缩，虽然市场对此早有预期，但铜精矿供应的紧张程度仍然对整个产业链造成了显著的影响。

图 5. ICSG：铜精矿全球产量当月值（万吨）



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 6. ICSG：铜精矿全球产能当月值（万吨）



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

根据 ICSG 数据，2024 年 1-9 月全球矿山产铜产量为 1681.2 万吨，同比增长 2.7%。这一增长主要得益于洛阳钼业的复产与产能提升，以及泰克资源的产能爬坡。2024 年铜矿生产过程中频繁遭遇天气异常和铜矿工人罢工

工等外部因素的干扰，导致整体生产稳定性受到严峻挑战。预计 2024 年铜精矿增速较 2023 年会有大幅回落，增量仅约 21 万吨。

表 2：全球铜精矿供需平衡（万吨）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
铜精矿总产量	1705	1684	1754	1825	1907	1928	1986
产量增速	-1.0%	-1.2%	4.2%	4.1%	4.5%	1.1%	3.0%
智利	579	573	566	544	543	555	571
秘鲁	246	215	230	240	271	271	280
刚果	149	170	200	245	261	288	298
中国	160	168	182	197	201	201	203
美国	126	120	120	123	124	129	131
澳大利亚	93	89	90	90	90	90	90
俄罗斯	80	81	82	86	100	100	110
蒙古	126	128	133	130	156	163	165
印尼	28	37	61	71	75	75	75
赞比亚	41	42	40	45	40	32	35
铜精矿总需求	1723	1761	1804	1824	1915	1976	2055
需求增速	0.7%	1.7%	2.4%	1.2%	5.0%	3.2%	4.2%
精炼铜总产量	1993	2023	2053	2081	2189	2269	2364
铜精矿供需平衡	-27.3	-77.3	-49.4	0.9	-7.8	-48.1	-69

展望 2025 年，预计年全球新增铜矿产量约 58 万吨左右，全球铜矿的新建投产项目相对有限，更多的是 2024 年新建、扩建项目的持续爬产，以及老矿山的复产、扩建项目，其给予的增量将于明年逐步体现。

2025 年铜精矿增量更多集中于南美及非洲地区，两者占全球增量近 70%。其中，南美地区主要体现在智利、秘鲁、巴西及厄瓜多尔，非洲地区主要体现在刚果及赞比亚。泰克资源的 Quebrada Blanca 铜矿项目正处于产能爬坡阶段，预计在其达产状态下，将为 2025 年带来约 4.3 万吨的铜精矿增量；第一量子在赞比亚的 Kansanshi 铜矿 S3 扩建项目计划于 2025 年第一季度投产，预计新增铜矿产量约 3 万吨；五矿旗下的 Chalcobamba 项目为 Las Bambas 铜矿的下一阶段开发项目，目前其采场持续开发，预计明年将贡献 5 万吨的增量；中铝旗下的 Toromocho 铜矿目前正进行二期扩建，扩建完成后其产能将由 20 万吨提升至 30 万吨，预计明年增产约 4 万吨。

表 3：2025 年主要铜矿增量预期（万吨）

矿山	地点	主要矿权	公司预计达产时间	预计增产
Quebrada Blanca	智利	泰克资源	爬产中	4.3
Mantoverde	智利	MMC、Capstone	2024 年 Q3	5
Sierra Gorda	智利	South 32、KGHM	2025 年中	3
Toromocho	秘鲁	中国铝业	2025 年	4
las bambas-Chalcobamba	秘鲁	五矿资源	2025 年	5
Kaoa-Kakula	刚果	资金矿业、艾芬豪	2024 年 6 月已投产	10
Kansanshi	赞比亚	第一量子	2025 年中	3
甲玛铜矿	中国	中国黄金国际	复产	1.5
Oyu Tolgoi	蒙古	力拓	2025 年继续爬产	2
Tucuma	巴西	Ero Copper	2024 年	3.5
Mirador Phase	厄瓜多尔	铜陵有色	2025 年	5
Malmyzhskoye	俄罗斯	俄罗斯	2025 年	10

Mineral Park	美国	Mercator Minerals	2025 年重启	1.7
			合计	58

资料来源：公开资料整理 新纪元期货研究

二、冶炼端：TC 断崖式下跌

2024 年铜精矿市场出现了前所未有的紧张局面，加工处理费的暴跌成为市场关注的焦点。截至 12 月 16 日，铜精矿现货 TC 为 9.8 美元/干吨，较去年同期大幅下跌 85.80%。铜精矿 TC 的低迷意味着供应相对薄弱。2023 年 11 月第一量子旗下 Cobre Panama 矿厂关闭拉开了铜精矿 TC 大幅下跌的序幕，随着下游对铜需求的增长，铜冶炼企业处于产能扩张状态，供需错配成为市场主旋律。2024 年 3 月 13 日，中国有色金属工业协会召开铜冶炼企业座谈会，提议行业尽快调整铜原料结构，调整冶炼生产节奏，提高准入门槛，并严控铜冶炼产能扩张。不过一些铜冶炼企业依旧处于产能扩张状态，因为即便亏损，也不能停下项目展开的步伐，因为项目的背后是产量、就业和地方经济增长的需求。铜精矿现货 TC 在 5 月份一度跌至 1.7 美元/干吨，与此对应的是铜价的历史新高。

展望 2025 年，安托法加斯塔与中国铜冶炼小组敲定的 2025 年铜精矿长单 TC 和 RC 的基准价分别为 21.25 美元/吨和 2.125 美分/磅，大幅低于去年 80 美金的同期水平，为 1992 年以来的最低水平。市场认为这一结果大幅低于市场预期以及当前中国铜冶炼端的平均现金成本，但这已是 CSPT 小组与海外矿商反复博弈和谈判后的最优结果，2025 年粗炼产能增速远高于铜精矿是极低 TC 的主要原因。在多家主流矿企下调指引产量目标及部分主要矿山生产中断的背景下，2025 年铜精矿预计将维持供不应求状态，中国大部分冶炼厂或面临较大幅度的利润收缩甚至部分陷入亏损的局面。

（注：大型铜冶炼厂和矿企之间的贸易存在长协和现货之分。长协是双方签订，由矿企向铜冶炼厂供货的长期协定，时间通常为一个季度或一年。现货则是由冶炼厂直接在市场上按照现货价格进行铜矿采购。长协中最主要的内容是长协加工费，也就是长协 TC/RC。长协加工费由 CSPT 和海外矿企协商得到，协议期间内都按照既定的加工费计算。加工费越高代表铜矿采购费越低，冶炼厂效益越好。）

图 7. 铜精矿现货粗炼费 TC（美元/干吨）



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 8. 铜精矿现货精炼费 RC（美分/磅）



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

三、精炼铜：精炼铜产量增速或放缓

2024 年 1-9 月全球精炼铜产量为 2108.26 万吨，消费量为 2123.16 万吨，供应短缺 14.90 万吨。全球精炼铜生产呈现两极分化情况，中国和刚果在新建项目带动下，产量出现明显增长，而智利、日本、美国、印度等国家则因冶炼厂关停等意外原因出现不同规模的减产现象。

从海外主要精铜新扩建项目来看，印度 Kutch Copper 旗下的 Adani 冶炼厂与紫金矿业旗下的 Kamoia 将作为 2025 年海外精铜扩建产能的主要增量，新增产能规模均为 50 万吨。整体来看，预计 2024-2025 年海外精铜冶炼产能扩张规模将达 174 万吨。

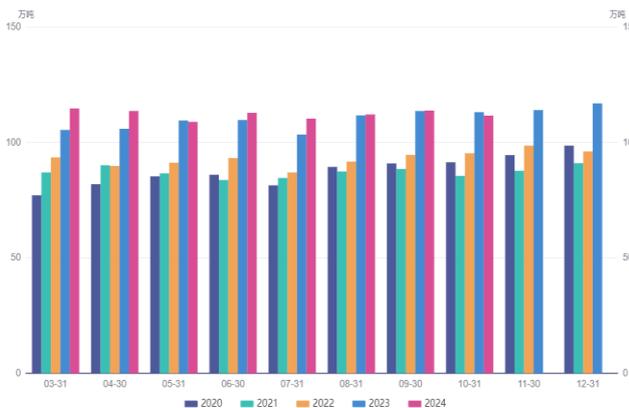
表 4: 2024-2025 海外主要精铜新扩建项目 (万吨)

冶炼厂	公司	新增产能	国家	投产年份
PT Freeport	自由港印尼	40	印尼	2024
PT Amman	中色-阿曼矿业	22	印尼	2024
Adani	Kutch Copper	50	印度	2024
Kamoia	紫金矿业	50	刚果	2025
Kansanshi	第一量子	12	赞比亚	2025
合计		174		

资料来源：公开资料整理 新纪元期货研究

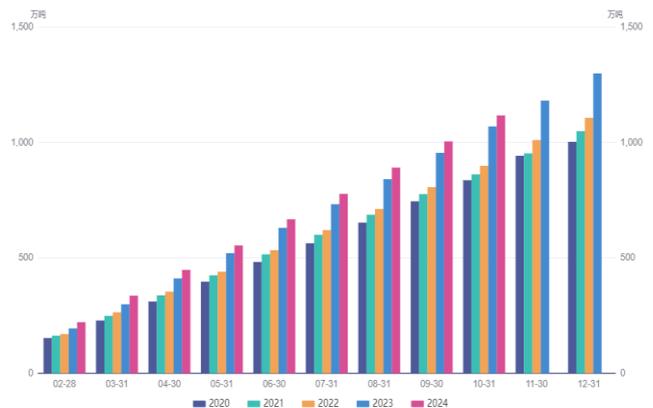
根据国家统计局统计，2024 年 10 月全国精炼铜产量为 111.6 万吨，同比减少 1.3%；2024 年 1-10 月全国精炼铜累计产量为 1116.9 万吨，同比增加 4.5%。

图 9. 中国精炼铜当月值 (万吨)



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 10. 中国精炼铜累计值 (万吨)



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

2024 年国内精铜产量整体上保持较高水平，主要原因我国新增的精炼产能和复产项目的顺利推进。从四季度至明年的新增冶炼产能投放来看，金川甘肃（本部）和金川防城港的冶炼厂已在四季度初陆续投产，项目建成后精铜年产量总和将达到 125 万吨。目前防城港冶炼厂已进入投料生产环节，预计明年一季度有精铜产出。铜陵有色二期双闪精炼项目原计划明年一季度投产，但基于一些原因推迟至明年三季度投产，项目建成后精铜年产量为 50 万吨。根据最新国内炼厂的排产情况，预计四季度国内精铜产量将达到 290 万吨，全年累计产量将达到 1190 万吨，同比增速为 4%。展望 2025 年，在较低的 TC 背景下，2025 年国内精铜增速或有所放缓。

表 5: 国内精炼新扩建项目预估 (万吨/年)

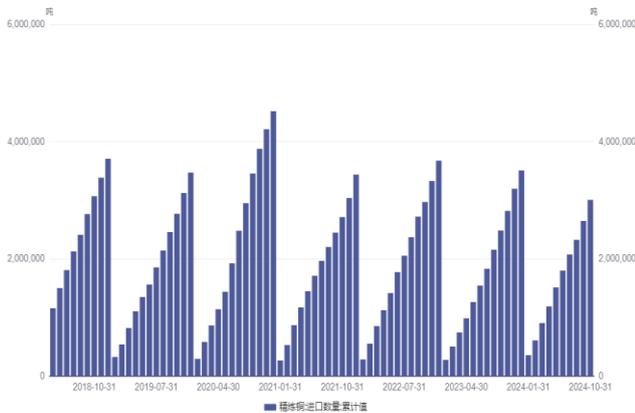
企业名称	新增精炼产能 (万吨/年)	新增精炼后总产能 (万吨/年)	生产使用原料	投产年份
五矿铜业（湖南）有限公司	20	30	铜精矿	2024

赤峰富邦铜业有限责任公司	6	12	铜精矿	2024
金川集团（本部）	30	50	铜精矿	2025
葫芦岛宏跃北方铜业	5	15	铜精矿	2024
白银有色（重启）	20	40	铜精矿	2024
山东恒邦	10	30	铜精矿	2024
西南铜业（搬迁扩建）	15	40	铜精矿	2025
铜陵有色金属集团股份有限公司	50	50	铜精矿	2025
赤峰金通铜业有限公司	30	60	铜精矿	2025
金川集团（港防城）	30	75	铜精矿	2025
营口建发盛海（一期）	30	30	铜精矿	2026

资料来源：SMM 新纪元期货研究

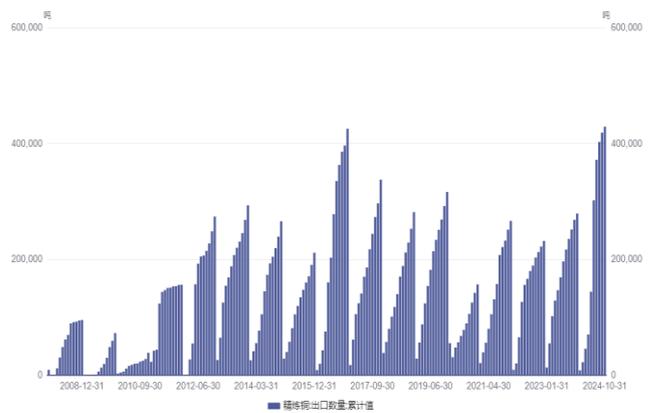
据海关总署数据显示，2024 年 1-10 月中国进口精炼铜共 300.07 万吨，累计同比增加 6.68%；其中 10 月进口 35.94 万吨，环比增加 29.19%，同比增加 7.62%。1-10 月中国出口精炼铜共 42.91 万吨，累计同比增加 70.52%；其中 10 月出口 1.03 万吨，环比下降 47.86%，同比下降 36.74%。许多中国冶炼厂开始调整其投入结构，从采购铜精矿转向废铜。中国在 2024 年前 10 个月的铜精矿进口量增长有限，但可回收废料进口量却增长了 16%。不过随着特朗普的胜选，美国废铜流向中国构成威胁。2019 年和 2020 年，中国对美国可回收铜征收 25% 的关税以报复美国关税，导致美国对中国的出口几乎停滞。因特朗普上任后或将再次加大关税力度，中国废铜进口商已开始减少采购美国废铜。

图 11. 中国精炼铜进口累计值（吨）



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 12. 中国精炼铜出口累计值（吨）



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

第三部分 需求端分析

国内铜消费整体表现较好，光伏、新能源车、电力等领域存在明显增量。2024 年今年 1-10 月国内铜实际消费量 1243.64 万吨，同比增长 2.73%。受光伏及新能源基础设施建设提振，2024 年国内电源建设持续维持高景气度，而地产行业等传统则表现低迷，需求拉动偏弱。

图 13. 电解铜表观消费量（万吨）



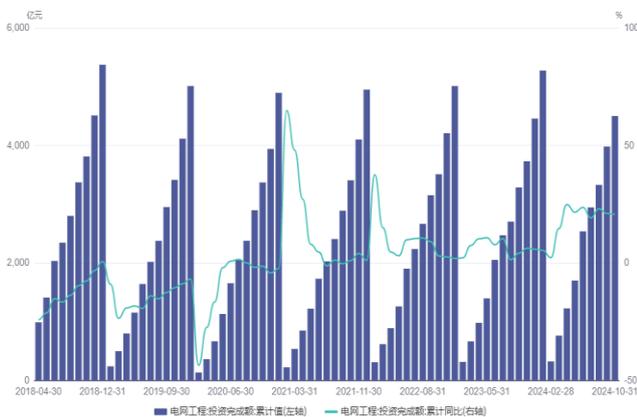
资料来源：Mysteel 新纪元期货研究

一、传统消费领域：房地产表现低迷 电网改造兜底铜需求

电力方面，2024 年 1-10 月电网基本建设累计投资额为 4502 亿元，同比增速为 20.70%；2024 年 1-10 月电源基本建设投资额达到 7181 亿元，同比增速为 8.30%。2024 年上半年电网订单表现低迷，因上半年高铜价抑制下游招标规模，铜缆企业生产几乎陷入停滞，直至下半年铜价快速回落以后，终端电缆企业才逐步恢复生产，三季度以后铜价表现趋于平稳，众企业为满足全年计划目标总额，电网投资招标量大幅反弹。从电网端对铜需求的拉动来看，在 2030 年之前预计每年将多出 250 万吨左右，电网改造在一定程度兜底铜需求。

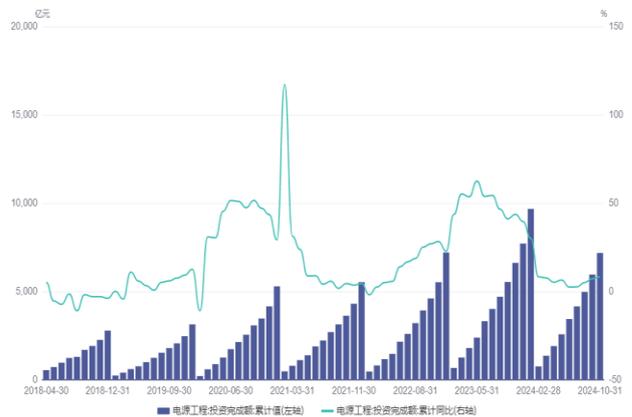
2025 年是“十四五”规划的收官之年，“十四五”规划强调可再生能源及新基建建设，伴随可再生能源的发展和新型基础设施建设，高技术线缆、通讯、电源等领域继续得以快速发展。然而相对于“十三五”期间的农村电网改造、智能电网建设，对于铜线缆的需求拉动有所收缩。预计 2025 年国内线缆行业整体有望延续 2024 年态势，预计以平稳为主，增长潜力相对有限。

图 14. 电网基本建设投资完成额累计值（亿元）



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 15. 电源基本建设投资完成额（亿元）

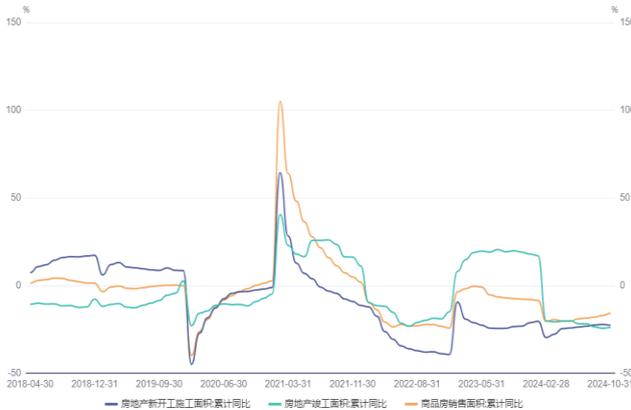


资料来源：iFinD 新纪元期货研究

房地产方面，2024 年中国房地产数据表现低迷，降幅较 2023 年有所扩大。据国家统计局统计，2024 年 1-10 月份，全国房地产开发投资累计总额 8.63 万亿，同比下降 10.3%；商品房销售面积累计 7.79 亿平方米，累计同比减 15.8%；而房地产竣工面积达 4.2 万平方米，累计同比降幅扩大至 23.9%。为刺激居民消费，拯救市场低

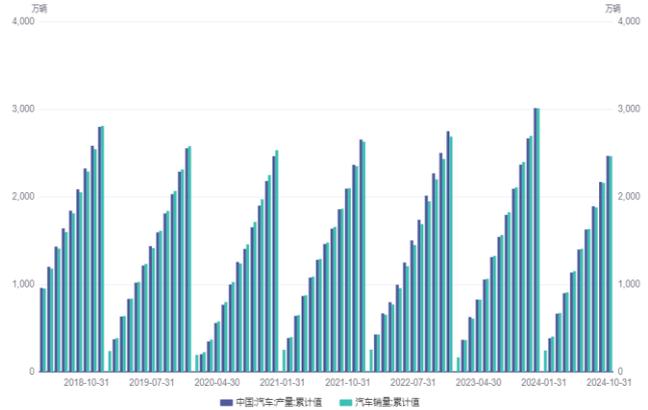
迷，中央政府出台一系列刺激楼市政策，其中包括降低房贷利率、下调 LPR 利率、降低首付比例、放开限购限售减免购房税收、提高公积金贷款额度上限、取消普通非普通住宅标准等，政策出台力度之大覆盖范围之广堪称历史之最。在强刺激政策引领下，中国楼市成交量在三季度迎来反弹，但因居民对市场预期仍未发生实质性扭转，成交量的自增并未带来成交价格的回升。预计 2025 年房地产行业将继续承压，不过 2025 年中国将进一步实施宽财政、稳房价政策，房地产对铜需求有望边际回暖。

图 16. 中国房地产销售、新开工竣工面积累计同比增速



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

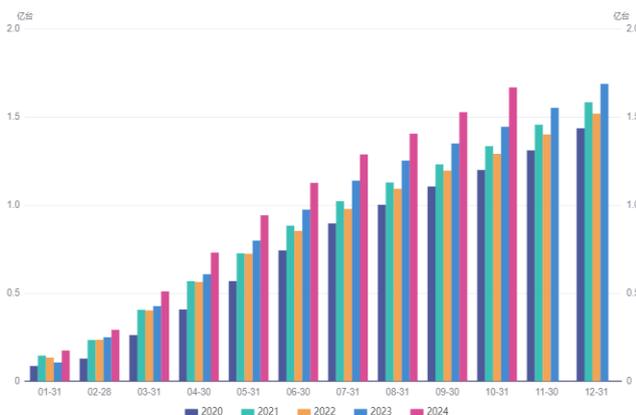
图 17. 中国汽车产销量当月值（万辆）



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

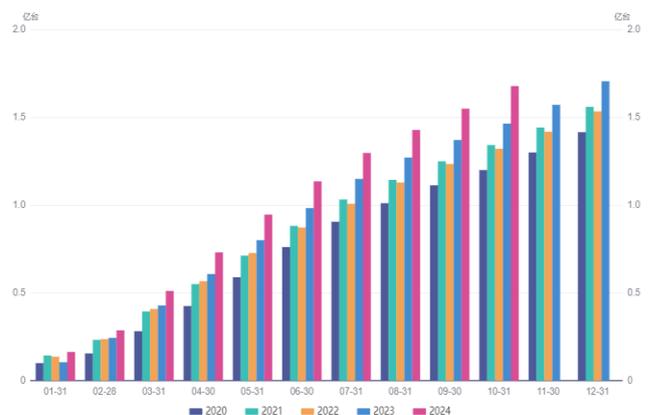
传统汽车方面，中国 2024 年汽车整体产销增幅放缓，根据中汽协数据显示，2024 年 1-10 月汽车产量累计 2446.6 万辆，累计同比增 1.87%；汽车销量累计 2462.4 万辆，累计同比增 2.74%。2024 年 3 月份传统汽车表现亮眼，由于春节后新车大量上市、车展等线下活动陆续开展、部分地区以旧换新促销政策实施等，汽车销售量环比同比均呈现较快增长，其中环比增速达到 70%以上。2024 年下半年受市场内需增长缓慢、出口贸易壁垒持续提升等因素长期影响，汽车行业承压运营。不过国家不断出台促消费政策，2024 年 8 月和 9 月汽车销量环比持续呈现较好增长，增幅分别为 8.5%和 14.5%。展望 2025 年，我国汽车制造行业延续新能源汽车销量、出口销量快速增长态势，且自主品牌车竞争力持续提升，汽车产品结构正在持续向新能源车转变，7 月以来新能源乘用车销售占比均在 50%以上。

图 16. 家用空调累计产量（亿台）



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 17. 家用空调累计销量（亿台）



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

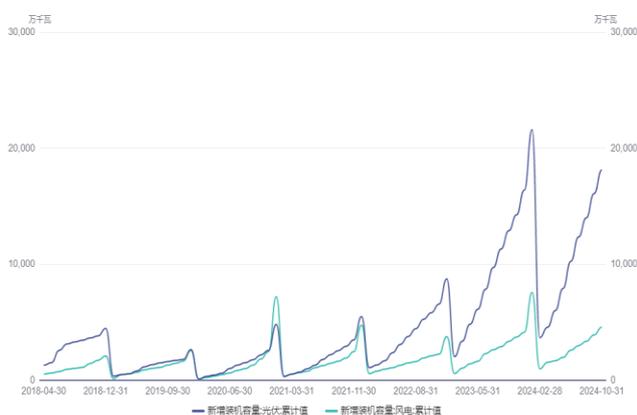
家电方面，2024 年中国家电行业表现可圈可点。根据产业在线数据显示，2024 年 1-10 月，我国家用空调产量累计 1.67 亿台，累计同比增 15.46%；家用空调销量累计 1.68 亿台，累计同比增 14.6%。在中央政府大力推进“以旧换新”政策以及对绿色低碳产品提供额外补贴的背景下，2024 年家电市场线上和线下销售均表现强劲。出口方面，虽然特朗普上任后迅速开启贸易关税壁垒，空调行业受到波及，但从占比份额来看，美国市场占我国空调总营收比重有限。我国空调具备较强的核心竞争力，主要得益于成熟的产业链布局和制造业成本的竞争优势，故家电企业对关税的敏感度相对较低，关税的轻微变动对它们的影响不大。预计 2025 年空调行业的用铜需求将维持稳定增长。

二、新兴领域：新能源汽车增速放缓 需求拉动或减弱

光伏方面，国家统计局数据显示，今年 1-10 月我国光伏装机累计新增 181.3GW，同比增长 27.2%，较今年光伏工业协会预计的 220GW 的年计划量完成率已达 82%；2024 年 1-10 月我国风电装机总量达 45.8GW，同比增长 22.8%。在“十四五”规划期间，西北地区的大型风电和光伏发电基地建设计划的 550GW 的项目已成为推动行业增长的关键力量。整体来看，2024 年新增装机容量增幅有所放缓，特朗普上台后贸易担忧升温，光伏出口不确定性增加，美国将中国光伏电池关税增加至 50%。展望 2025 年，光伏新增装机容量预计仍保持高位，不过预计全球光伏需求增速将从高速增长逐渐切换到低速增长；风电装机容量预计进一步提高，主要受益于风电大型化趋势、国内政策支持及成本下降。

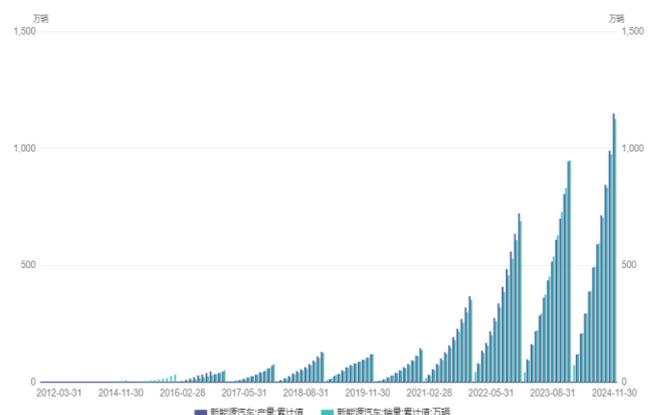
新能源汽车方面，2024 年新能源汽车行业延续增长态势，不过出口增速有所放缓，主因欧美关税壁垒对我国新能源汽车出口起到一定限制。根据中汽协统计，中国 2024 年 1-11 月新能源汽车产销量分别为 1148.90 万辆和 1126.20 万辆，同比增长 42.74% 和 35.62%。随着新能源汽车制造商在新车型开发上越来越偏好采用更薄的铜箔材料、减少使用低压和高压线束而更多地采用变压器。预计未来电动汽车的单车铜消耗量将逐渐递减。目前一辆纯电汽车用铜量约为 70 公斤左右，预计在 2030 年后将降至 65 公斤以下。同时，全球均在下调新能源汽车领域的增速预期，对铜消费预期有直接影响。

图 18. 光伏和风电新增装机量（万千瓦）



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 19. 中国新能源汽车产销量（万辆）



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

三、库存端：电解铜处于供过于求格局

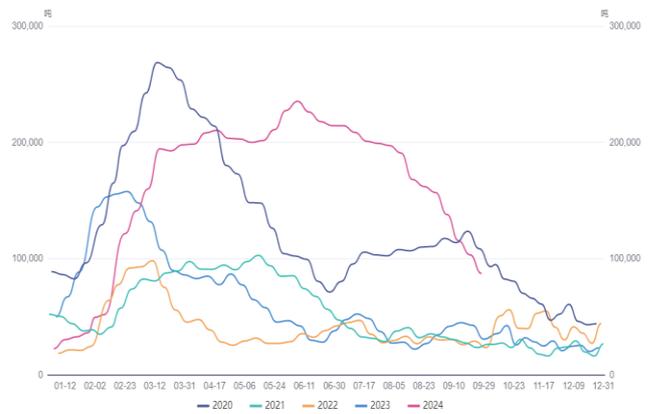
截至 2024 年 12 月 2 日，全球三大铜交易所库存总量为 57.26 万吨。2024 年海内外全球冶炼新增产能较多，电解铜产量维持高位，依旧处于供过于求的格局，铜库存水平位居近三年来绝对高位。上半年，国内铜需求量不及预期，导致国内库存不断累积。进入下半年，随着出口窗口的开启，国内冶炼厂积极加大海外出口力度，国内资源逐步流向海外，令国内库存转向去库。展望 2025 年，预计整体需求将保持平稳增长，低加工费背景下，国内精铜产量预期下调，国内库存重心或出现回落。

图 20. LME 铜库存（吨）



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 21. SHEF 铜库存（吨）



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

第四部分 总结与展望

2024 年美联储正式进入新一轮降息周期，年内总计降息 100 个基点，不过从 12 月美联储议息会议来看，美联储的降息之路节奏放缓，将对 2025 年降息预期作出调整，预计从之前的 4 次降息共计 100 个基点调整至 2 次降息共计 50 个基点。美元指数拐点预计在明年 7 月份才会真正到来，美元指数并不会随着降息的开启快速回落。因铜与美元指数存在显著的负相关关系，故美元指数或在上半年施压铜价。

供给端来看，铜精矿短缺问题贯穿全年始终，最直观的表现是铜精矿 TC 断崖式下跌，从安托法加斯塔与中国铜冶炼小组敲定的 2025 年铜精矿长单 TC 来看，铜精矿供应增量在 2025 年难改收缩趋势；在较低的 TC 背景下，2025 年国内精铜增速也将放缓。

需求端来看，2025 年中国将进一步宽财政、稳房价、鼓励消费，或对铜需求产生支撑。分板块来看，传统领域方面，电力板块维持高景气度，持续兜底铜需求；地产和家电需求在众多新出台利好背景下，有望边际回暖。新兴领域方面，新能源汽车板块受 2024 年国家车辆报废更新政策及各地推行的以旧换新政策激励，市场需求有所前置，叠加特朗普执政期间关税壁垒不断升高，新能源领域对国内铜需求的拉动会有所减弱。

综合来看，特朗普执政周期叠加美联储降息周期，2025 年依然是宏观大年。上半年全球贸易格局恶化以及美元走强或令铜价承压，而进入下半年，美元指数拐点的到来叠加国内需求预期好转，或在一定程度支撑铜价底部。我们预计 2025 年铜价走势将呈现先抑后扬态势，主要运行区间在 70000-82000 元/吨。

风险因素：美联储降息次数超预期、地缘政治超预期、矿端变化超预期、国内地产风险事件

免责声明

本研究报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何保证。我们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。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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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任何损失负任何责任。本报告仅反映撰写人的分析方法和观点，不代表新纪元期货股份有限公司的立场。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所获得许可，并需注明出处为新纪元期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼8-9层

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室

成都分公司

电话：028-68850968
邮编：610004
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518001
地址：深圳市罗湖区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼9层

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-67900698
邮编：400010
地址：重庆市南岸区江南大道2号国汇中心写字楼5-8