

冠通期货研究咨询部

2025年4月3日

供应端扰动加剧，关税助推铜价波动

分析师

王静

期货从业资格证书编号：

F0235424

Z0000771

电话：

010-85356618

Email: [wangjing](mailto:wangjing@gtfutures.com.cn)

[@gtfutures.com.cn](mailto:wangjing@gtfutures.com.cn)

公司网址：

[http://www.gtfutures.c](http://www.gtfutures.com.cn/)

[om.cn/](http://www.gtfutures.com.cn/)

摘要

□ 摘要

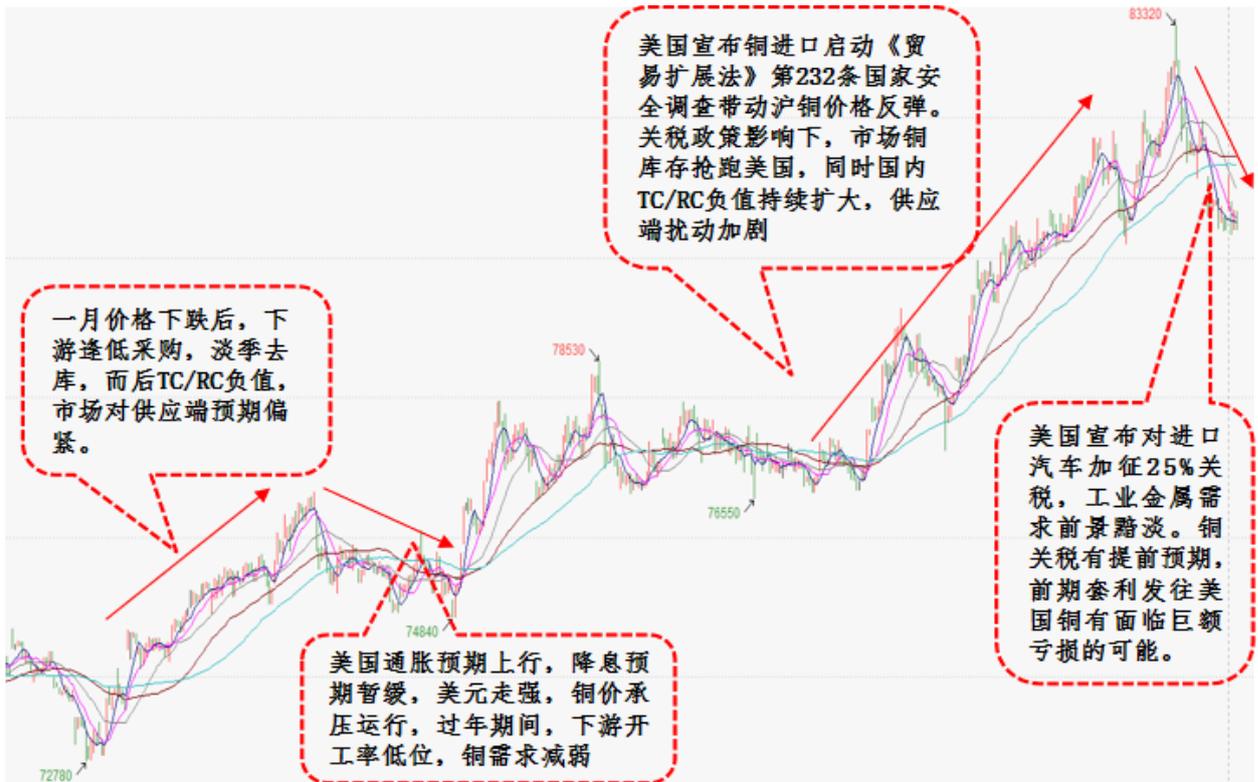
沪铜一季度整体呈震荡上行趋势。4月3日凌晨特朗普宣布对美出口商征收最低10%的关税，并对部分国家征收对等关税，铜暂时不受对等关税的影响。受此影响，行情普遍有所承压，美元下跌，市场对宏观经济不确定性预期增强。供给方面，一季度国内铜供应未见明显收紧，就目前情况来看，二季度国内铜供应主要受国内冶炼厂生产积极性、废铜进口量及全球铜供应影响，整体而言预计有所减量。前期受关税影响部分铜库存抢跑美国，若铜关税未如预期落地，则前期套利隐性库存或显性化，增加社会铜供给量，盘面承压。需求方面，预计进入二季度，电解铜需求量将会进一步季节性增加，对铜价形成支撑。新能源市场带来需求增量，电网需求稳步高速发展。国内以旧换新政策带来下游终端的消费提高，带动铜下游走货的顺畅。目前政府仍在致力于稳住楼市，或减少地产疲弱带来的需求拖累。总的来说，一季度铜价震荡上行主要受美国关税政策的影响，大量铜抢跑至美国，导致其他地区的供应预期变弱，国内对于美国进口的废铜也有缩量预期，同时国内TC/RC值持续转入负值并扩大，加深了市场对于供给端的担忧。而需求进入金三银四后，下游采买积极性上涨，以旧换新政策对于家电新能源支撑力度强劲，虽价格持续上涨，下游存在观望，但整体仍环比回升。近期盘面交易逻辑以美国关税为主，目前铜关税尚未落地，市场观望情绪浓厚，后期政策变动将对盘面造成波动影响，美伦铜价差预计有所收窄，沪铜短期震荡整理，谨慎操作为主。

风险点：

- 1、特朗普关税政策
- 2、下游需求兑现情况

一、一季度沪铜价格走势

一月价格下跌后，下游逢低采购，淡季去库，而后 TC/RC 降低，市场对供应端预期偏紧，盘面上涨。月底美国通胀预期上行，降息预期暂缓，美元走强，铜价承压运行，过年期间，下游开工率低位，铜需求减弱，盘面承压运行。二月下旬美国宣布铜进口启动《贸易扩展法》第 232 条国家安全调查带动沪铜价格反弹。关税政策影响下，市场铜库存抢跑美国，同时国内 TC/RC 负值持续扩大，供应端扰动加剧。三月底，美国宣布对进口汽车加征 25% 关税，工业金属需求前景黯淡。铜关税有提前预期，前期套利发往美国铜有面临巨额亏损的可能。



二、宏观基本面信息

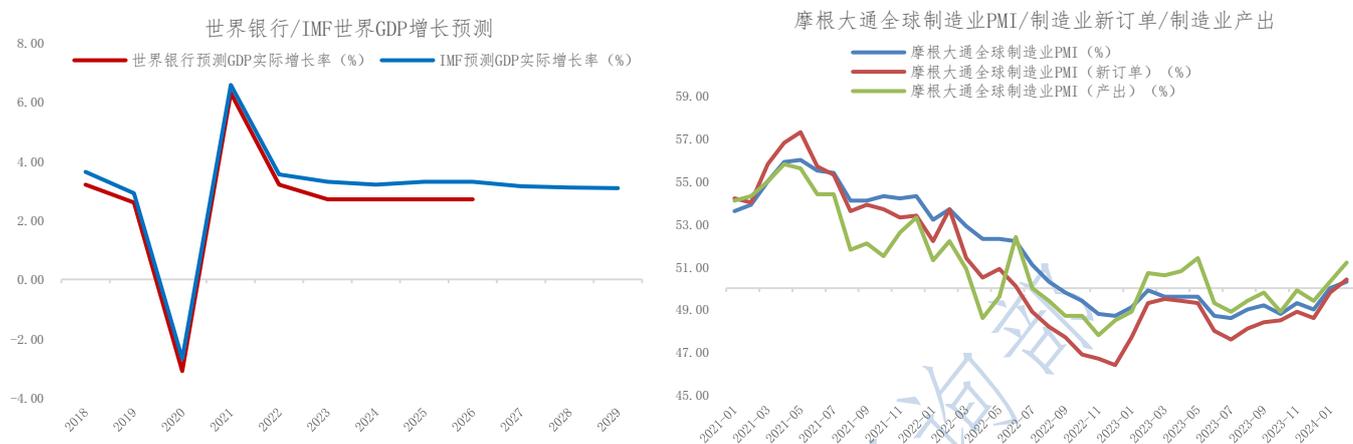
根据国际货币基金组织（IMF）最新预测，全球经济正呈现“阶梯式”复苏态势。数据显示，2025 年全球经济增速预计将微幅提升至 3.3%，较 2024 年的 3.2% 略有改善，但相较于疫情前十年（2010-2019）年均 3.7% 的增长中枢仍显疲软。值得关注的是，不同经济体间的增长差异持续扩大：新兴市场与发展中经济体以 4.2% 的增速领跑，而发达经济体增长率仅为 1.9%，二者差距扩大至 2.3 个百分点。

2025 年 2 月，摩根大通全球制造业 PMI 为 50.3%，较上月上升 0.3 个百分点，连续 2 个月处于扩张区间，为 2024 年 7 月以来最高水平。

在通胀方面，全球物价水平预计将从 2024 年的 5.7% 回落至 4.2%。其中发达国家得益于更成熟

的货币政策传导机制，通胀率有望更快回归 2% 的政策目标区间。但需要警惕的是，地缘政治冲突加剧背景下，贸易壁垒抬升、供应链重构等政策不确定性因素，可能通过抬高全球交易成本的方式，加剧通胀的波动风险。

图：世界银行/IMF 世界 GDP 增长预测；摩根大通全球制造业 PMI/制造业新订单/制造业产出



数据来源：Wind，冠通研究

今年 2 月，特朗普指示商务部对潜在的铜关税展开调查，并在 270 天内提交一份报告。特朗普之前威胁要对所有铜进口征收高达 25% 的关税，此举可能会扰乱全球铜市场。高盛和花旗分析师预计美国将在年底前对铜征收 25% 的关税。受铜关税政策影响以来，铜价震荡上行，美伦铜价差拉大，铜库存快速向美国转移，导致其他地区存在铜供应短缺的预期。美国总统特朗普宣布对进口汽车加征 25% 关税，全球贸易战风险骤然升级，工业金属需求前景黯淡。美国可能会在几周内对进口铜征收关税，比决定的最后期限早几个月。若铜关税提前，可能将对抢跑铜的贸易商造成极大亏损，加剧铜市场的波动。

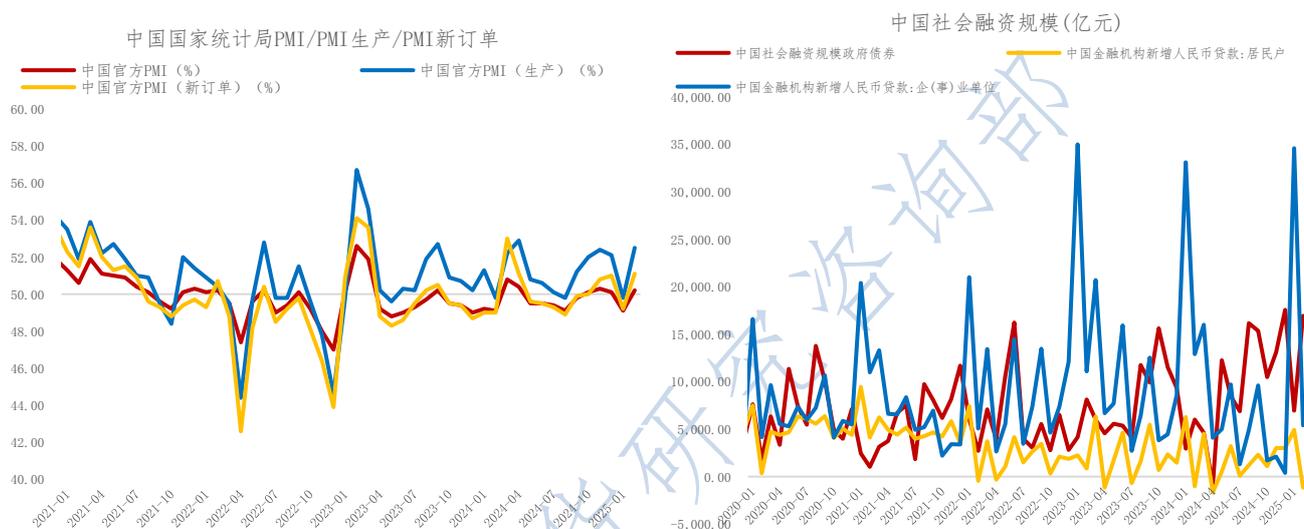
北京时间 4 月 3 日凌晨特朗普宣布对美出口商征收最低 10% 的关税，并对与美国贸易不平衡最大的约 60 个国家/地区征收额外关税。一些商品将不受对等关税的约束，包括：已受第 232 条关税约束的钢铁/铝制品和汽车/汽车零部件；铜、药品、半导体和木材制品；未来可能受第 232 条关税约束的所有物品；黄金；美国无法获得的能源和其他某些矿产。特朗普表示，如果其他国家取消对美国出口产品的贸易壁垒，他将考虑降低税率。

受春节后复工复产加速驱动，2 月制造业采购经理指数 (PMI) 强势反弹至 50.2%，环比提升 1.1 个百分点，自 2023 年 9 月以来首次突破荣枯线；非制造业商务活动指数同步上行至 51.4% (环比 +0.7%)，带动综合 PMI 产出指数回升至 50.9% (环比 +0.7%)，三大指数同步站稳扩张区间，印证宏

观经济复苏动能持续增强。

1-2月社会融资规模达9.29万亿元，同比多增1.32万亿元(+16.6%)，创历史同期次高（仅次于2023年9.7万亿元）；2月新增社融2.23万亿元（前值7.06万亿元），剔除春节错位影响后同比多增约4000亿元；社融存量同比增速回升0.3个百分点至8.2%，终结连续5个月下行趋势，存量规模达417.29万亿元。人民币贷款增加6.14万亿元。2月末，人民币各项贷款余额261.78万亿元，同比增长7.3%。

图：中国国家统计局PMI/PMI生产/PMI新订单；中国社会融资规模(亿元)

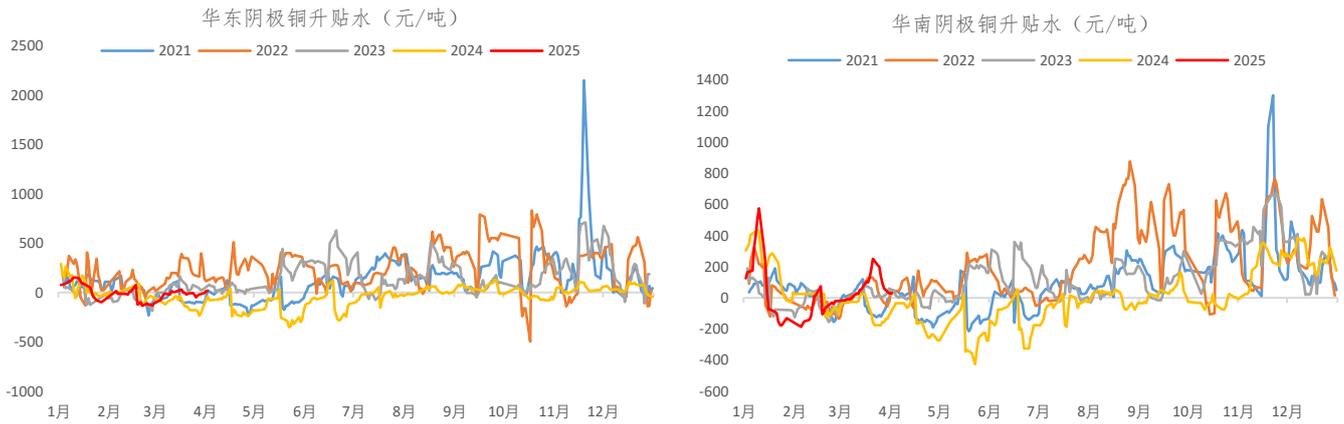


数据来源：Wind，冠通研究

三、伦铜/沪铜价格分析

一季度以来，受美国关税政策的影响，铜价整体趋势上行，基本面交易铜矿端偏紧的格局。美国关税政策消息传出之后，美铜价格上涨，套利需求增加，带动铜价上涨。二季度进入需求旺季，关税政策影响持续，预计价格仍保持上涨趋势。

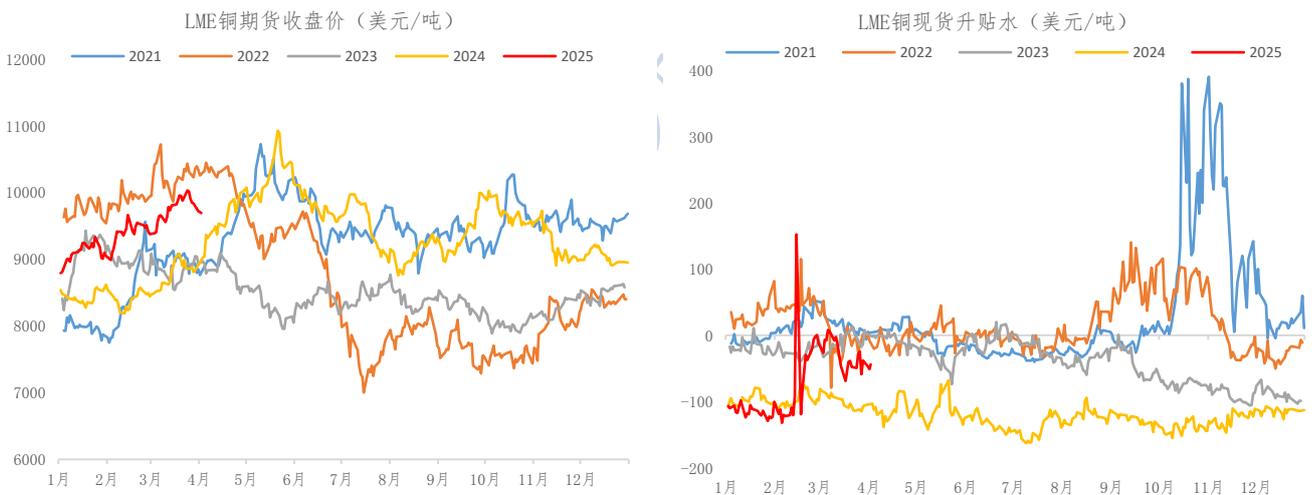
图：华东、华南阴极铜升贴水



数据来源: Wind, 冠通研究

截至4月2日, 华东现货升贴水 15 元/吨, 华南现货升贴水 30 元/吨。近期国内铜价走势偏强, 现货升水走强。2025 年 4 月 1 日, LME 官方价 9703 美元/吨, 现货升贴水-51 美元/吨。

图: LME 铜期货收盘价; LME 铜现货升贴水



数据来源: Wind, 冠通研究

四、铜供应端信息

据 ICSG 数据统计显示, 2025 年 1 月, 全球铜矿产量增长 2%。精炼铜产量提升 1%。其中, 原生精炼铜产量上涨 0.9%, 再生精炼铜增长 1.3%。产量的提升主要受益于新矿山的投产或产能升级, 例如秘鲁的 Quellaveco 矿的增产, 刚果的 Kamo a 矿(精矿)的扩建。铜需求方面, 统计数据显示, 2025 年 1 月精炼铜需求增长 1%, 其中中国显性需求增加 3.5%。

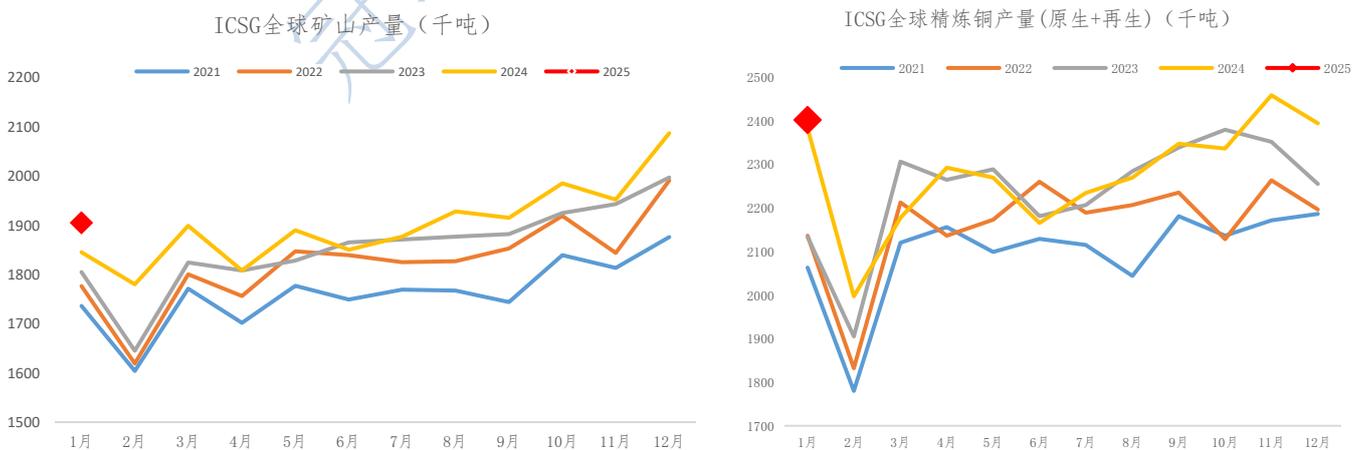
整体而言，2025年1月，基于中国表观使用量（不包括保税/未报告库存变化）的全球精炼铜平衡初步显示短缺约1.9万吨，而2024年1月为短缺2.4万吨。调整中国保税库存变化后的全球精炼铜平衡显示市场短缺约1.7万吨。

图：ICSG 全球铜供需平衡表

	2021	2022	2023	2024	2024	2025	2024	2024	2024	2025
单位：千吨					1月		10月	11月	12月	1月
铜矿产量	21264	21921	22384	22884	1865	1905	1985	1952	2087	1905
铜矿产能	26019	26637	27586	28630	2386	2475	2449	2376	2462	2475
铜矿产能利用率(%)	81.7	82.3	81.1	79.9	78.2	77	81	82.1	84.8	77
原生精炼铜	20751	21120	22014	23052	1969	1987	1958	1954	2002	1987
再生精炼铜	4149	4153	4489	4581	390	395	382	381	370	395
精炼铜产量(原生+再生)	24900	25273	26503	27634	2359	2382	2340	2334	2372	2382
精炼铜产能	30773	31418	32171	33063	2748	2931	2846	2769	2879	2931
精炼铜产能利用率(%)	80.9	80.4	82.4	83.6	85.8	81.3	82.2	84.3	82.4	81.3
精炼铜消费	25211	25830	26556	27332	2383	2401	2336	2458	2394	2401
精炼铜库存(期末值)	1210	1258	1191	1392	1172	1437	1424	1388	1392	1437
库存期间变动	-26	48	-67	201	-19	45	-12	-36	4	45
供需平衡	-311	-557	-52	301	-24	-19	5	-124	-22	-19
季节性调整后平衡					-104	-101	8	-32	-42	-101
考虑中国保税区库存后平衡	-509	-685	-80	310	-19	-17	-5	-127	-51	-17

数据来源：Wind，冠通研究

图：ICSG 全球矿山产量；ICSG 全球精炼铜产量(原生+再生)

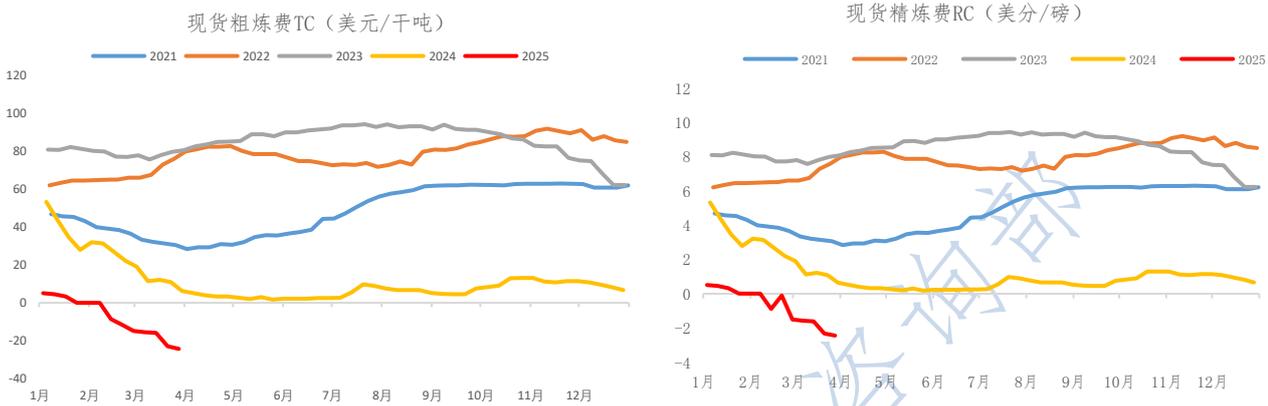


数据来源：Wind，冠通研究

2024 年四季度至今，铜精矿格局愈发紧张，冶炼厂 TC/RC 费用一路走低，硫酸价格上涨，弥补部分亏损，大型冶炼企业通过签订长协合同可在低利润下持续运营，但中小冶炼厂预计通过检修或减产来减少亏损。

截止 3 月 28 日，现货粗炼费（TC）-24.32 美元/干吨，现货精炼费（RC）-2.44 美分/磅，冶炼厂加工费进一步走弱，预计 4 月将面临一轮检修。

图：现货粗炼费 TC；现货精炼费 RC



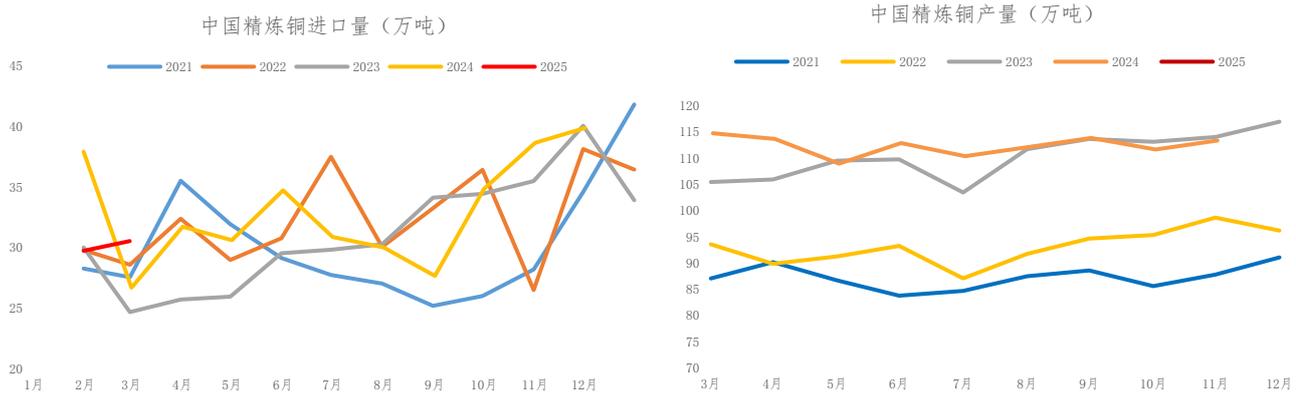
数据来源：Wind，冠通研究

2025 年 1—2 月，中国铜精矿进口量为 471.4 万吨，同比增加 1.3%，其中，智利、秘鲁等南美国家仍为主要供应国，但秘鲁供应同比下滑，非洲（刚果、赞比亚）和中亚（哈萨克斯坦）进口占比逐步提升。

一季度国内铜供应未见明显收紧，就目前情况来看，二季度国内铜供应主要受国内冶炼厂生产积极性影响、废铜进口量及全球铜供应影响，整体而言预计有所减量。

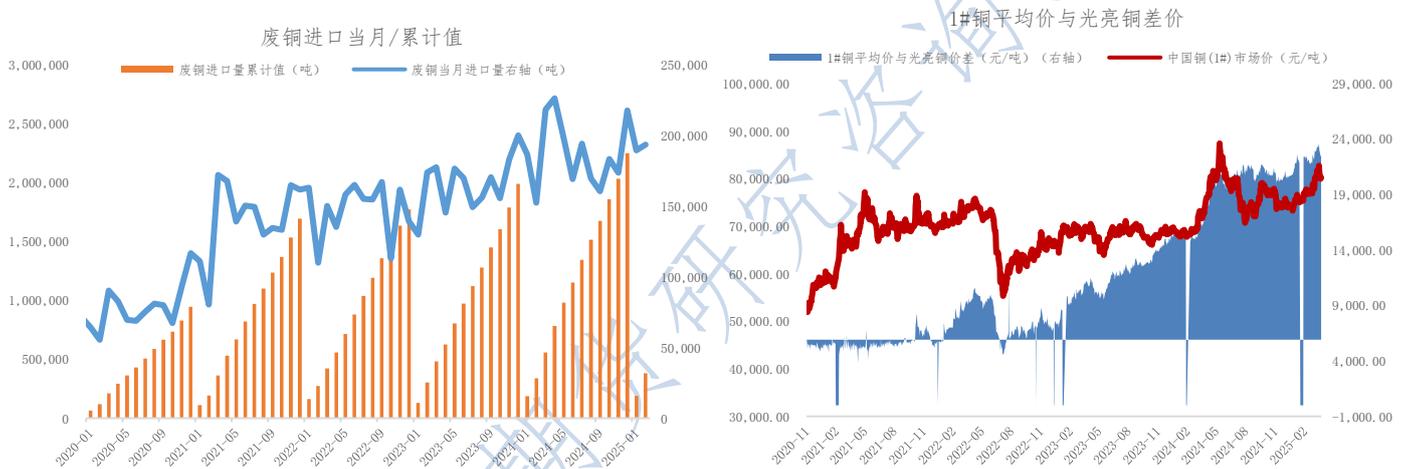
据海关总署统计显示，2025 年 1-2 月中国铜废碎料进口量 38.26 万吨，同比增加 12.89%。1-2 月累进从美国进口废铜量为 70984 吨，同比增加 6000 吨，增幅 9%，高于市场预期。1-2 月份废铜进口持续亏损，最大亏损超 1000 元/吨，然阻止不了废铜进口商进口的步伐。究其原因，仍是 TC/RC 费用负值扩大，铜矿端收紧，迫使废铜需求量增加。预计后续受美国关税政策影响，二季度废铜进口量将有所减少。

图：中国精炼铜进口量；中国精炼铜产量



数据来源: Wind, 冠通研究

图: 废铜进口当月/累计值; 1#铜平均价与光亮铜差价

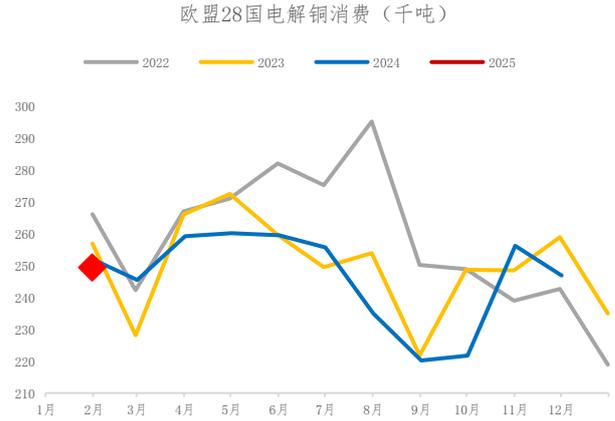
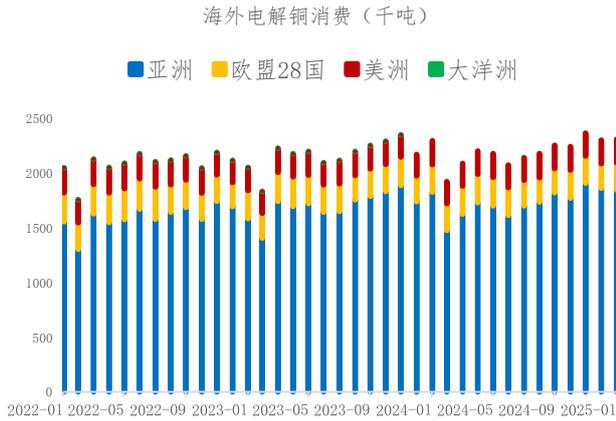


数据来源: Wind, 冠通研究

五、铜需求端信息

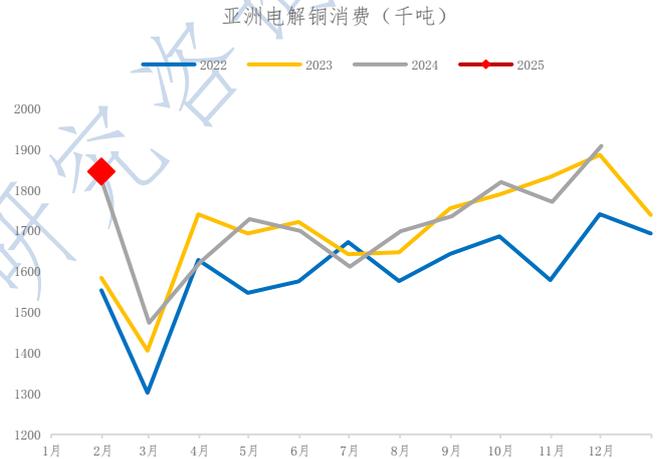
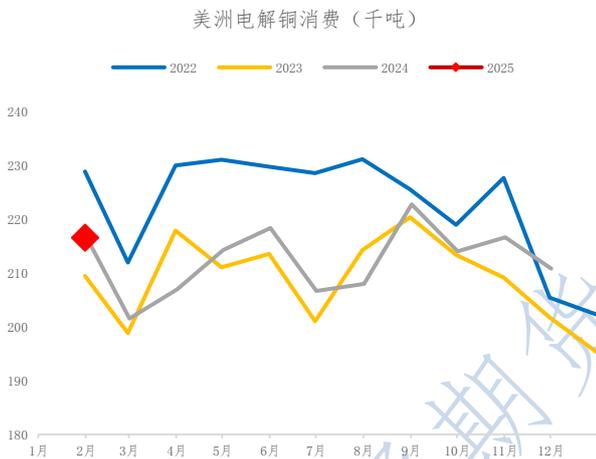
统计数据显示, 2025 年 1 月精炼铜需求增长 1%, 其中中国显性需求增加 3.5%。综合来看, 全球电解铜消费量以亚洲为主, 而亚洲点解铜消费量以中国为主, 电解铜消费环比有所上升。除地产板块表现为下滑以外, 其余板块均呈现出较强的需求韧性。在海外货币政策宽松及国内政策刺激积极的背景下, 需求仍存在进一步改善的可能。预计进入二季度, 电解铜需求量将会进一步季节性增加, 对铜价形成支撑。

图: 海外电解铜消费; 欧盟 28 国电解铜消费



数据来源：Wind，冠通研究

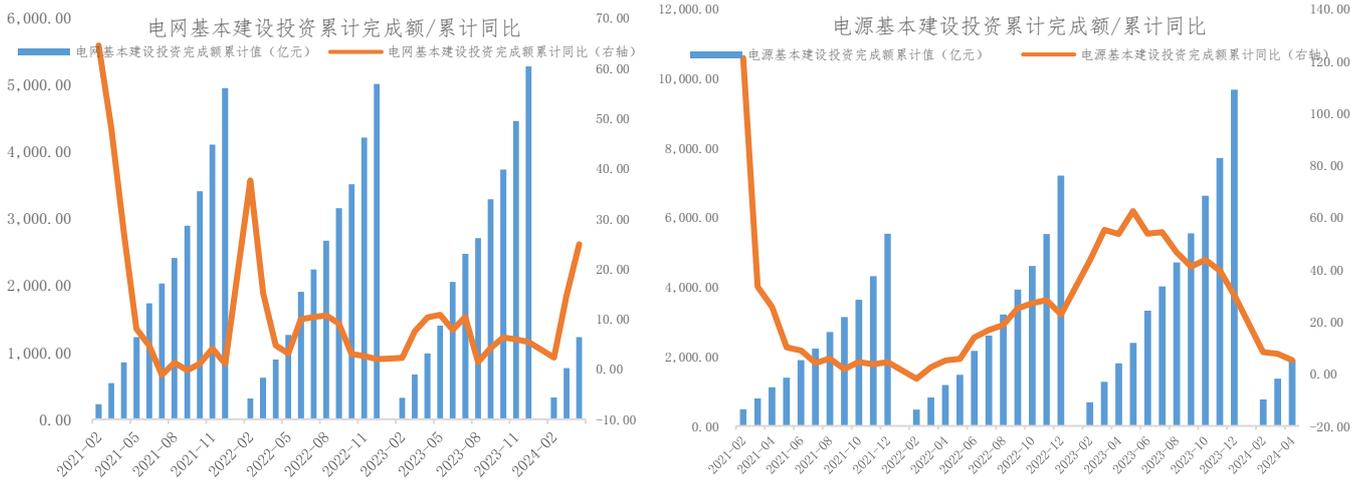
图：美洲电解铜消费；亚洲电解铜消费



数据来源：Wind，冠通研究

1-2 月份，全国发电设备累计平均利用 505 小时，比上年同期减少 61 小时；全国主要发电企业电源工程完成投资 753 亿元，同比增长 0.2%；电网工程完成投资 436 亿元，同比增长 33.5%。2024 年以来电网投资持续高增。国家电网 2024 年的投资额达到 6080 亿元，同比增长 13.2%。2025 年其计划投资额为 6535 亿元，增速为 7.5%，增速仍处于较高水平。

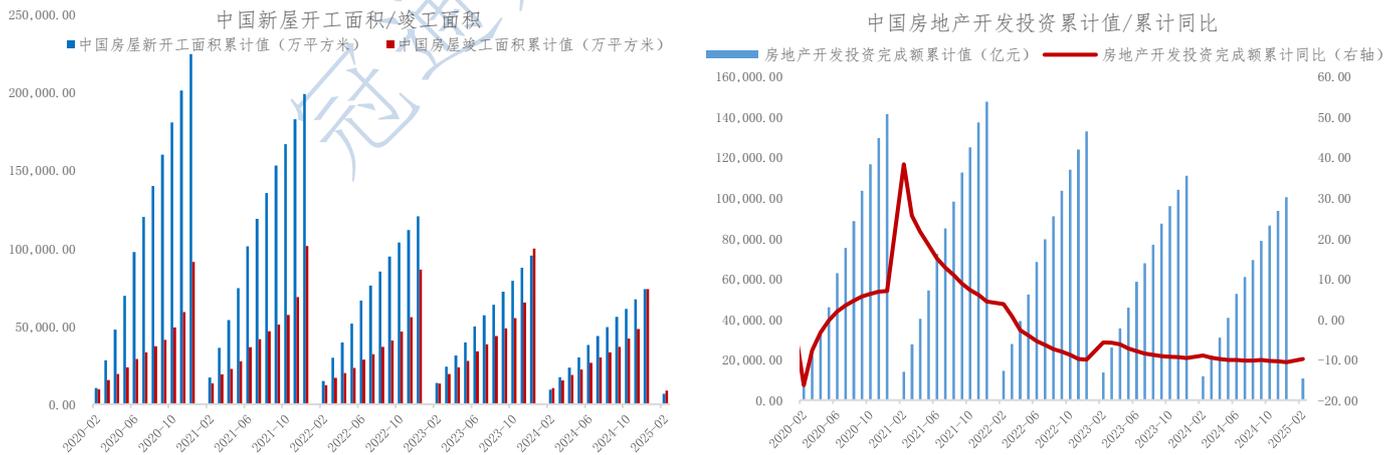
图：电网基本建设投资累计完成额/累计同比；电源基本建设投资累计完成额/累计同比



数据来源: Wind, 冠通研究

1-2月, 全国房地产开发投资 10720 亿元, 同比下降 9.8%, 降幅比上年全年收窄 0.8 个百分点; 其中住宅投资 8056 亿元, 下降 9.2%, 降幅收窄 1.3 个百分点。1-2 月, 房地产开发企业房屋施工面积 605972 万平方米, 同比下降 9.1%。其中, 住宅施工面积 421351 万平方米, 下降 9.7%。房屋新开工面积 6614 万平方米, 下降 29.6%。其中, 住宅新开工面积 4821 万平方米, 下降 28.9%。房屋竣工面积 8764 万平方米, 下降 15.6%。其中, 住宅竣工面积 6328 万平方米, 下降 17.7%。相较其他稳定增长的铜需求, 地产仍然是主要拖累。

图: 中国新屋开工面积/竣工面积; 中国房地产开发投资累计值/累计同比



数据来源: Wind, 钢联数据, 冠通研究

国家能源局数据显示, 截至 2 月底, 全国累计发电装机容量 34.0 亿千瓦, 同比增长 14.5%。其

中，太阳能发电装机容量 9.3 亿千瓦，同比增长 42.9%；风电装机容量 5.3 亿千瓦，同比增长 17.6%。1-2 月份，全国发电设备累计平均利用 505 小时，比上年同期减少 61 小时；全国主要发电企业电源工程完成投资 753 亿元，同比增长 0.2%；电网工程完成投资 436 亿元，同比增长 33.5%。

图：风电发电机装机量累计值/累计同比；太阳能发电机装机量累计值/累计同比



数据来源：Wind，钢联数据，冠通研究

近些年随着新能源的快速发展，新能源汽车光伏，风电等方面带来的增量不容忽视。中国光伏行业协会名誉理事长王勃华表示，全球光伏装机将继续保持增长。2024 年全球光伏新增装机同比增长约 35.9%，2024 年全球主要光伏市场均保持不少于 15%的增速。预测乐观情况下，2025 年全球光伏新增装机同比增长 10%。新兴市场需求增长，如中东等发展迅猛。预计 2025 年全球光伏装机将继续保持增长，但增速将会放缓。乐观预测，2025 年全球光伏新增装机同比增长 10%。

图：中国光伏新增并网容量累计值/累计同比；中国光伏累计并网容量

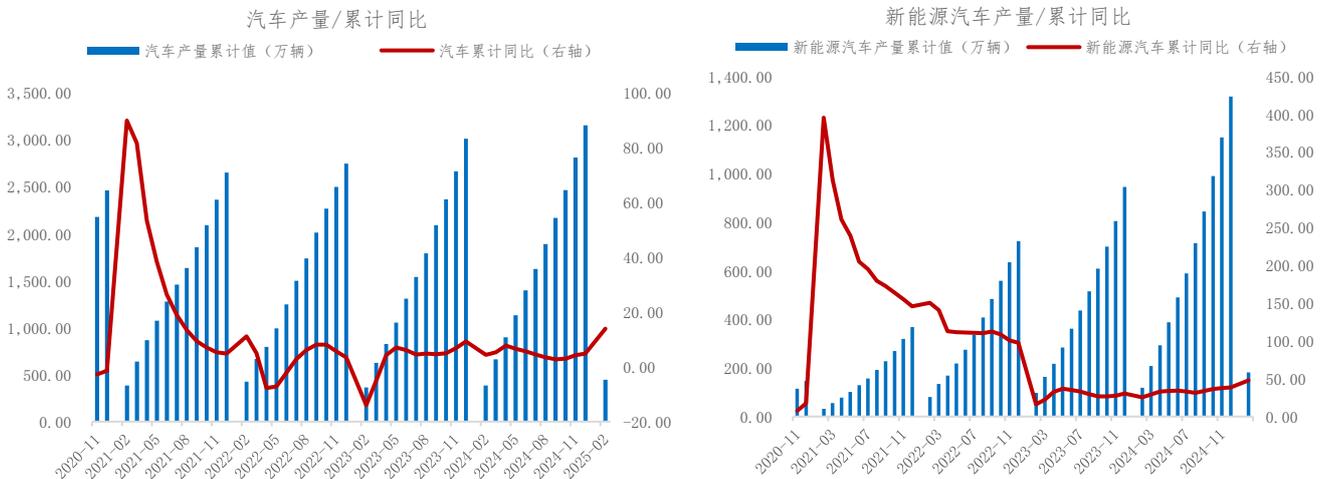


数据来源: Wind, 钢联数据, 冠通研究

1—2 月份, 推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新政策持续显效。其中, 在汽车置换更新补贴政策带动下, 汽车制造业利润同比增长 11.7%。

2 月 1-28 日, 全国乘用车市场零售 139.7 万辆, 同比去年同期增长 26%, 较上月下降 22%, 今年以来累计零售 319.1 万辆, 同比增长 1%; 全国乘用车厂商批发 178.1 万辆, 同比去年同期增长 35%, 较上月下降 15%, 今年以来累计批发 388.2 万辆, 同比增长 13%。新能源车市场零售 72 万辆, 同比去年同期增长 85%, 较上月下降 3%, 今年以来累计零售 146.5 万辆, 同比增长 38%; 全国乘用车厂商新能源批发 84.2 万辆, 同比去年同期增长 82%, 较上月下降 5%, 今年以来累计批发 173.2 万辆, 同比增长 49%。

图: 汽车产量/累计同比; 新能源汽车产量/累计同比

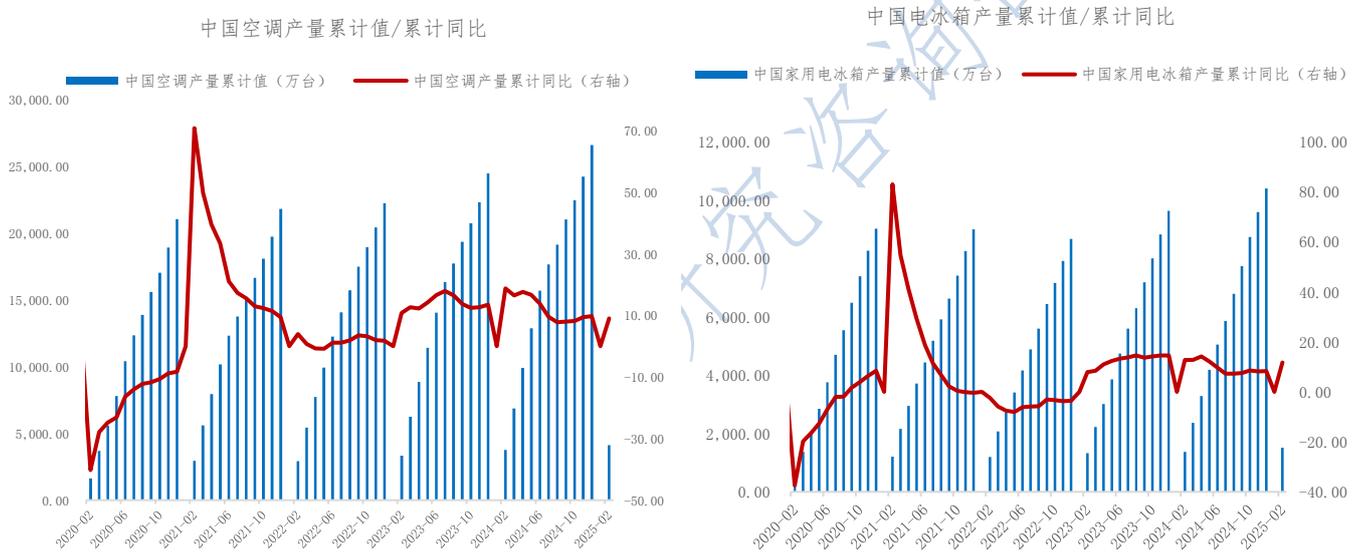


数据来源：Wind，钢联数据，冠通研究

中国家用冰箱产量 2025 年 1-2 月产量为 1511.8 万台，同比增加 137.4 台，涨幅 10.00%，环比增加 612.7 万台，涨幅 68.15%。

从家电国内产量来看，整体呈现走高趋势，主要受国内以旧换新和消费刺激政策，以及出口市场的支撑，1-2 月产量来看，冰箱产量同比走高 137.4 万台，涨幅 10%，洗衣机走高 229.4 万台，涨幅 14.14%，家用彩电增长 33.3 万台，同比走高 1.31%。空调走高 364.5 万台，增幅在 9.68%。

图：中国空调产量累计值/累计同比；中国电冰箱产量累计值/累计同比



数据来源：Wind，钢联数据，冠通研究

2025 年 2 月中国出口空调 676 万台，同比增长 20.5%；1-2 月累计出口 1407 万台，同比增长 17.6%。2 月出口冰箱 548 万台，同比增长 12.9%；1-2 月累计出口 1257 万台，同比增长 11.1%。2 月出口洗衣机 229 万台，同比增长 4.0%；1-2 月累计出口 546 万台，同比增长 2.8%。

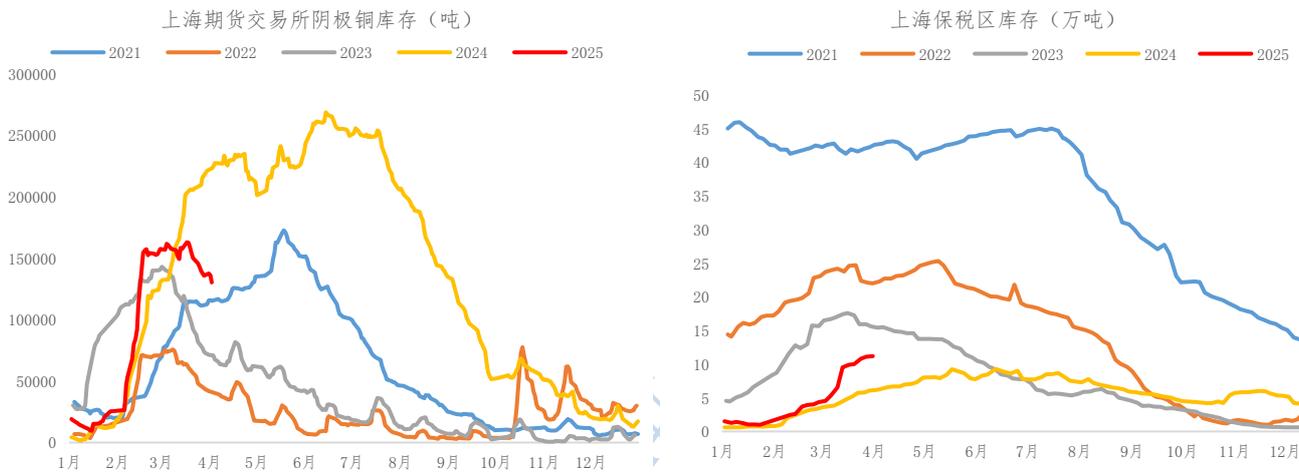
2025 年 1-2 月中国空调产量 4128.1 万台，累计增长 9.0%。1—2 月份，消费品以旧换新政策继续显效，限额以上单位通讯器材类、文化办公用品类、家具类、家用电器和音像器材类商品零售额分别增长 26.2%、21.8%、11.7%、10.9%。

六、铜库存端信息

春节期间企业放假，铜出现季节性累库。截至3月28日，上期所铜库存录得13.57万吨，一季度以来大幅累库，环比去年四季度末+656.75%，上海保税区库存同样出现大幅累库，环比去年年末+699.28%。

随着下游企业复产，另美国关税政策下，铜库存大量向美转移，其他地区出现供应短缺现象，预计二季度铜库存将逐步小幅去化为主。

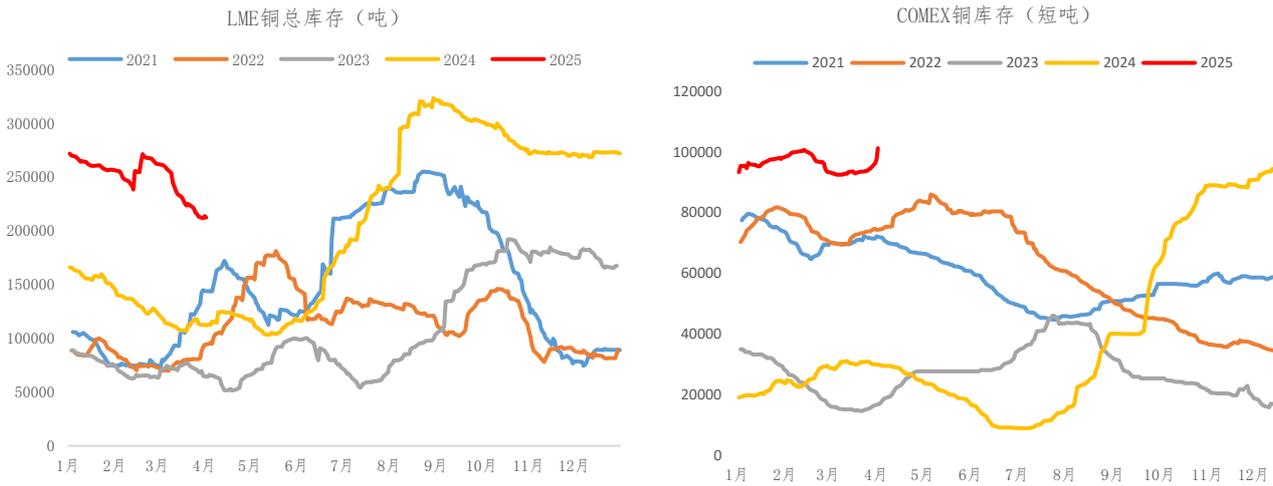
图：上海期货交易所阴极铜库存（吨）；上海保税区库存（万吨）



数据来源：Wind，钢联数据，冠通研究

2025年第一季度，海外伦铜、美铜库存整体维持高位震荡态势，截至3月28日，LME铜库存21.29万吨，相较于本季度初去库幅度超过21%，美铜库存49.45万短吨，相较季度初累库幅度1.4%。受关税贸易冲突以来，2025年3月27日，伦铜价格为9940美元/吨，而美铜价格为11568美元/吨，两者之间的价差扩大到1628美元/吨，导致大量铜库存向美国转移，价差扩大下，关税若提前或给铜市场带来较大冲击。

图：LME铜总库存（吨）；COMEX铜库存（短吨）

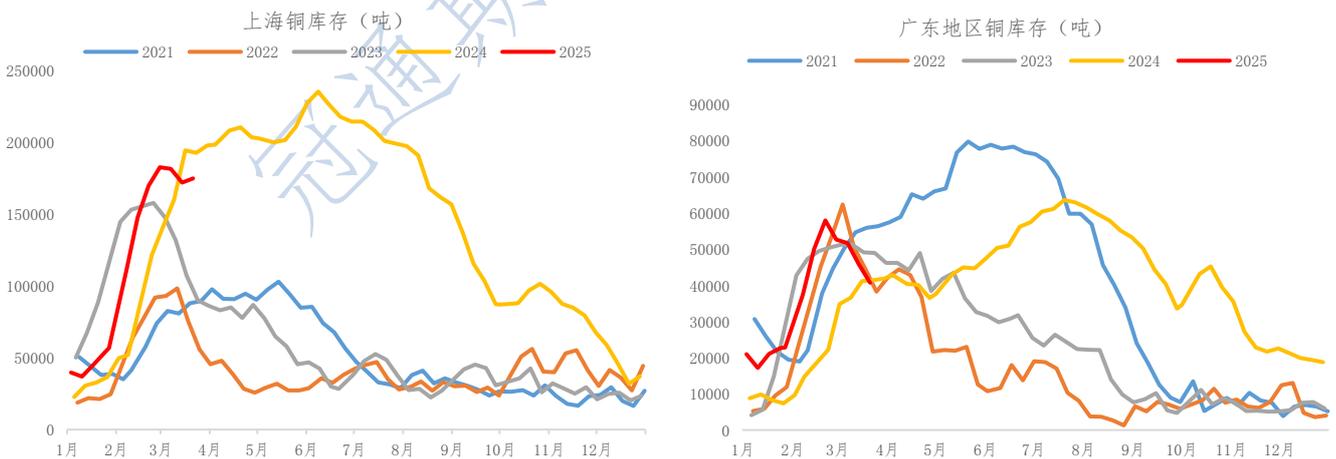


数据来源: Wind, 钢联数据, 冠通研究

截至3月27日上周四,国内电解铜社会库存为33.46万吨,较去库前3月3日的最高值38.75万吨下降5.29万吨,库存连续三周表现下降,虽去库速度较为缓慢,但今年电解铜社会库存遵循往年规律,已进入去库阶段。

截止到3月21日,上海地社会库存区17.5万吨,同比-9.22%,江苏地区社会库存区4.06万吨,同比-2.92%,广东地区社会库存区4.07万吨,同比-0.39%。随着后续冶炼厂检修减产,市场需求逐渐恢复,预计继续去化库存。

图: 上海铜库存(吨); 广东地区铜库存(吨)



数据来源: Wind, 钢联数据, 冠通研究

图: 精炼铜供需平衡表

单位: 万吨	2024年3月	2024年4月	2024年5月	2024年6月	2024年7月	2024年8月	2024年9月	2024年10月	2024年11月	2024年12月	2025年1月	2025年2月
电解铜产量	96.46	94.35	96.55	96.40	98.20	98.60	98.81	96.39	94.95	101.77	104.65	103.02
进口量	29.70	28.50	32.60	28.70	27.80	25.10	32.40	36.00	36.10	37.25	26.70	26.98
出口量	2.30	2.50	7.40	15.80	7.00	3.10	1.60	1.02	1.16	1.68	1.54	3.10
净进口	27.40	26.00	25.20	12.90	20.80	22.00	30.80	34.98	34.94	35.57	25.16	23.88
总供给	123.86	120.35	121.75	109.30	119.00	120.60	129.61	131.37	129.89	137.34	129.81	126.90
表观消费	117.10	121.20	117.90	114.80	127.30	130.60	141.07	128.50	138.89	142.05	125.11	106.17
期末库存	6.76	(0.85)	3.85	(5.50)	(8.30)	(10.00)	(11.46)	2.87	(9.00)	(4.71)	4.70	20.73
总供给环比增减	6.90%	-2.83%	1.16%	-10.23%	8.87%	1.34%	7.47%	1.36%	-1.13%	5.74%	-5.48%	-2.24%
表观消费环比增减	19.73%	3.50%	-2.72%	-2.63%	10.89%	2.59%	8.02%	-8.91%	8.09%	2.28%	-11.93%	-15.14%
期末库存环比增减	-62.57%	-112.57%	-552.94%	-242.86%	50.91%	20.48%	14.60%	-125.04%	-413.59%	-47.67%	-199.79%	341.06%

数据来源: Wind, 钢联数据, 冠通研究

核心观点:

昨日凌晨特朗普宣布对美出口商征收最低 10% 的关税, 并对部分国家征收对等关税, 铜暂时不受对等关税的影响。受此影响, 行情普遍有所承压, 美元下跌, 市场对宏观经济不确定性预期增强。供给方面, 一季度国内铜供应未见明显收紧, 就目前情况来看, 二季度国内铜供应主要受国内冶炼厂生产积极性、废铜进口量及全球铜供应影响, 整体而言预计有所减量。前期受关税影响部分铜库存抢跑美国, 若铜关税未如预期落地, 则前期套利隐形库存或显性化, 增加社会铜供给量, 盘面承压。需求方面, 预计进入二季度, 电解铜需求量将会进一步季节性增加, 对铜价形成支撑。新能源市场带来需求增量, 电网需求稳步高速发展。国内以旧换新政策带来下游终端的消费提高, 带动铜下游走货的顺畅。目前政府仍在致力于稳住楼市, 或减少地产疲弱带来的需求拖累。总的来说, 一季度铜价震荡上行主要受美国关税政策的影响, 大量铜抢跑至美国, 导致其他地区的供应预期变弱, 国内对于美国进口的废铜也有缩量预期, 同时国内 TC/RC 值持续转入负值并扩大, 加深了市场对于供给端的担忧。而需求进入金三银四后, 下游采买积极性上涨, 以旧换新政策对于家电新能源支撑力度强劲, 虽价格持续上涨, 下游存在观望, 但整体仍环比回升。近期盘面交易逻辑以美国关税为主, 目前铜关税尚未落地, 市场观望情绪浓厚, 后期政策变动将对盘面造成波动影响, 美伦铜价差预计有所收窄, 沪铜短期震荡整理, 谨慎操作为主。

分析师 王静

冠通期货研究咨询部

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲 6 号万通中心 D 座 20 层（北京总部）

公司电话：010-85356618

Email: wangjing@gtfutures.com.cn

本报告发布机构——冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

免责声明：

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对
所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传
送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。