

今年1月初以来，沪铜在短期跌破73000后转而回升，期价一度上破76000大关，近期价格再度有所反复，上周跌破75000整数关，但基于宏观面趋于宽松、经济金融数据好转与铜自身供需面紧平衡形成共振，我们判断铜价有望从反弹行情转入中期上涨行情。

【宏观面趋于宽松 美国加关税政策偏鸽】

1，中国

去年12月底，中央政治局会议定调了今年2025实施更加积极有为的宏观政策，财政政策从“积极”到“更加积极”，货币政策从“稳健”到“适度宽松”，这是历史上的首次。通过打出有力有效的政策“组合拳”，加大逆周期调节力度，将更好应对我国经济运行中的不稳定、不确定因素，对冲外围风险，并通过增加投资和刺激消费等拉动经济增长。预计两会期间，将提高赤字率和增加特别长期国债发行量。在政策加持，和经济预期向好的带动下，具有经济风向标性质的“铜博士”面临需求端的景气回升，利于价格上涨。

2，美国

1月20日，特朗普上任，虽然相关的提高关税政策已经陆续出台，如对加拿大和墨西哥等，之后也有关于我国出口的关税提高的政策，但近期市场的表现显示，关税政策并未超预期，且存在调节空间。同时特朗普政府对美联储的影响力增强，前者希望降息的影，美元指数从1月中旬的高点110以上回落至108以下，虽然1月27-29的美联储议息会议，美联储降息的概率并不高，但市场重燃了3月降息的预期。美国继续处于降息周期有利于我国宏观政策实施的力度和空间。

【我国主要经济金融数据好转】

从去年四季度以来，我国主要经济数据和金融数据出现了好转或者边际好转，如经济数据中重要的制造业PMI，从去年9月见底后，持续反弹，重回50之上，去年5月制造业PMI首次跌破50，权益类市场和大宗商品均在5月底6月初先后转入了跌势，直至9月下旬。虽然最近12月的数据并未继续回升，但仍保持在50之上，其中关键的分项数据如新订单和新出口订单数据表现较强，新订单与生产指数之间的剪刀差持续收敛。而金融数据方面，M1快速反弹，虽然仍在负值，但环比反弹幅度较快，且M2与M1剪刀差快速收敛，我们判断，今年一季度M1同比增速或重返正值，这将是金融市场和实体行业出现积极转向的有利信号。

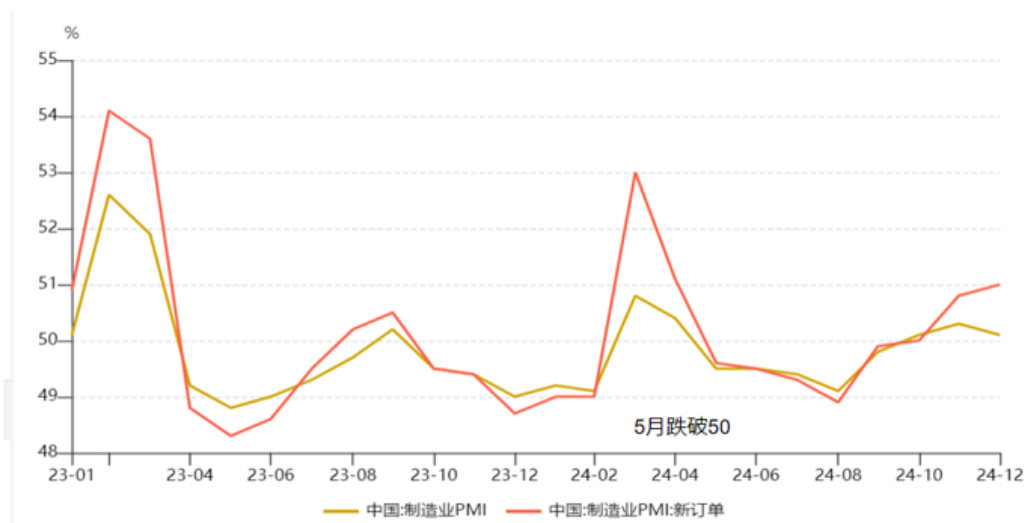


图1 我国制造业PMI

数据来源: Wind、华鑫期货研究所

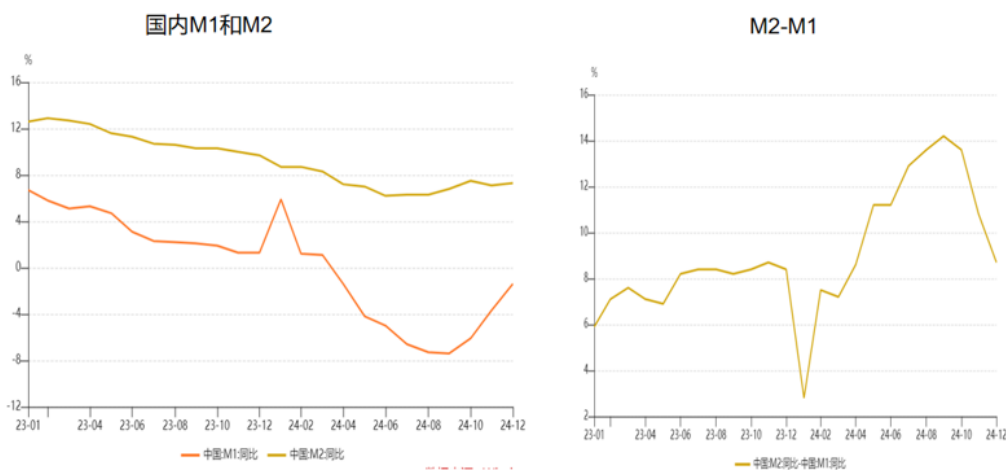


图2 我国M1和M2

数据来源: Wind、华鑫期货研究所

【铜供需紧平衡】

1, 上游铜精矿供给紧张局面延续

全球铜矿新项目或扩建项目较少,同时经年累月的开采,导致全球主要矿山品味下滑以及矿产开采的政策干扰等因素导致铜矿供给增速受限。产全球铜矿产能利用率呈现明显的下降趋势,2024年1-10月全球铜矿产能利用率为78.54%,较2023年下降。2025年,全球铜矿供给增速预计仅为2.2%。铜精紧缺直观地反映在铜精矿加工费持续走低上,智利矿业公司和国内头部铜冶炼厂达成协议,将2025年铜精矿加工精炼费用分别定为21.25美元/吨和2.125美分/磅,大幅低于2024年的80美元/吨和8美分/磅。截止上周五,智利Escondida矿区27%铜远期现货TC价跌至0美元/干吨,值得注意的是,去年3月份,国内铜冶炼厂联合减产的时候,该标的的TC费用在11美元/干吨,即若单从TC费用判断,目前铜精矿紧张程度较去年一季度时更严重了。



图3 智利Escondida矿区27%铜远期现货TC

数据来源：钢联、华鑫期货研究所

2. 需求增长和库存

1) 铜传统需求领域

我国铜终端需求中，电力占比最高，全球范围内，电力也排名居前。2023年，我国铜消费比例中，电力行业占比达 47%，家电和汽车分别占比 14%和 12%，建筑和电子行业分别占比 8%，2024 年 1-11 月电网累计投资额达 5290 亿元，预计 2024 年度电网累计投资额预计为 5771 亿元，“十四五”以来（电网累计投资总额预计达到 21009 亿元。根据中国电力网，“十四五”期间全国电网总投资额为 29000 亿元，2025 年作为“十四五”的收官之年，预计需要完成电网投资总额达 7991 亿元，即今年我国电网投资将明显高于去年。

2) 铜新增需求领域

新能源领域如汽车、光伏、风能等领域的增长需求，也拓展了铜的需求。如传统燃油车，平均耗铜量在 20kg 以上，以新能源汽车为例，平均耗铜量是传统燃油车的 4 倍以上，单车用铜量达到 80kg 左右。2024 年：全球新能源汽车销量达到 1660 万辆，同比增长 17%。2025 年预计全球新能源汽车销量将达到 1940 万辆，同比增长 23.85%，带来 65.6 万吨的铜需求新增量。

AI 数据中心将成为驱动电力增长的主要驱动力，美国能源部预测，从 2023 年开始，美国数据中心的电力需求将每年增加约 13%-27%，到 2028 年时将达到 325-580TWh，占美国总电力需求的 6.7%-12%。从 2023 到 2028 年，美国数据中心的电力需求有望增长 2-3 倍，铜作为发电和电力传输领域重要的金属材料，受益于 AI 的崛起。

3) 供需平衡表

我国铜供需平衡表

中国铜供需平衡表 单位: 万吨			
	2023年	2024年预估	2025年预估
铜产量	1144	1195	1220
净进口量	323	323	323
铜消费	1470	1500	1550
过剩/短缺	-3	18	-3

表1 我国铜供需平衡表

数据来源: 华鑫期货研究所

根据上游铜精矿紧缺和下游传统电力投资、新增需求如新能源和 AI 领域的拓展, 我们调整 2024 年铜供给平衡表, 并对 2025 年的需求端做了更为乐观的估计, 铜供需紧平衡的局面在延续中。

总结: 综合以上分析, 我们基于宏观、经济金融数据和铜自身供需的分析, 判断铜价节后有望延续中期反弹行情, 一季度有再度测试 78000-80000 的可能。

注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或者转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究创造价值”的理念，深谙“知微见著，臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

章敦海

期货从业资格：F03117293

投资咨询资格：Z0019353

邮箱：zhangzh@shxqh.com

华鑫期货有限公司

地址：上海市黄浦区福州路666号21、22楼

邮编：200001

电话：400-186-8822

 公众号·华鑫期评