

● 主要结论

从宏观方面来看，美国特朗普政府的重大政策转变正影响全球市场，其中大宗商品市场 2 月重点聚焦地缘博弈、贸易关税等方面。近年来，全球宏观变局加速演进，尤其是 2024 年海外超级选举年叠加大国博弈地缘乱局进一步冲击国际经贸关系。东西方产业链、价值链和供应链裂痕加深，全球经贸秩序遭受冲击，世界各国的和平发展与安全治理遭遇现实主义威胁。面对危机、冲突甚至战势升级，灰犀牛临近黑天鹅乱舞冲击着各国产业链安全，全球新一轮科技创新从合作到竞争到对抗，关键性产业链科技竞争加剧、资源品面临大国之间供应链争夺，不断出现一系列突发地缘政治因素导致大宗原料经贸重塑与供需错配。在这样的背景下，特朗普加征钢铝关税的举措引发了诸多关注，对包括铜铝钢材黄金等商品贸易可能带来后续更多的深远影响。

目前全球正处于上一轮“传统制造业发展”阶段中后期和新一轮“科技创新产业变革”阶段的中前期，中国实体经济增长从传统制造业分工下的“世界工厂”逐步向新质生产力引领的“先进产业体系”转型。目前我国铜为代表的有色产业链比较完整且规模庞大，考虑到我国建立的比较完整的工业体系还有进一步升级转型空间，且我国人口基数巨大、区域发展不平衡，要真正完成工业化转型升级、全社会电气化及智能 AI 网联发展还有极大升级潜力。而考虑到我国制造业体系齐全及内外消费双循环战略发展，预计我国将在更长时间内持续维持在铜消费的高峰平台期，中国铜消费峰值的最早预估时点或将延长至 2025-2030 年左右，而 2024 年全球铜价大涨屡创价格纪录后快速回落，也受到更多金融属性和中长期行业预期推动。

从铜产业基本面而言，当前我国有色为代表的大宗商品板块仍可总结：“宏观地缘政策主导市场、现实与预期冰火两重天”，现阶段全球矿业资源为代表的供应不足题材仍发酵，同时相关国家频频禁止或限制贸易、国有化或强制转让、提高特许权门槛、停止或重新谈判现有商业合同等措施加剧市场风险，然而供需短期错配并不能支持原料端价格持续健康牛市，更多是上游关键资源品的畸形繁荣。目前国内外与产业政策的利好预期加大，其中铜为代表的有色板块股期相关资产价格不乏上演冲高回落式的“弱现实强预期”题材炒作行情，然而阶段性上涨主要因投资者对国内外货币政策流动性缓和与相关实体产业政策刺激预期的提前下注，这种短期透支政策预期的躁动情绪是否能持续？需依赖国内外宏观货币政策宽松和产业支持政策更多利好刺激，尤其是铜为代表的大宗原料对全球经济前景、中美关系变化及产业政策变化更敏感。

我国春节长假过后，我国从传统淡季中复苏，下游行业加大开工的表现强于预期，显示出 2025 年我国多家精铜杆大中型企业在手订单较稳定，预计 2025 年大企业景气度稳定扩张而中小企业持续萎缩态势将延续。考虑到宏观重塑供需贸易格局，聚焦铜金融定价异动频发，预计资金豪赌宏观政策、大国博弈冲击地缘、国际产业经贸低效高成本不稳定成新常态，上半年铜价可能呈现多轮巨幅震荡，过程中需警惕铜价重演多轮过山车式行情异动风险，3 月铜价将主要围绕 75000-82000 元/吨附近高位震荡。

国信期货交易咨询业务资格：
证监许可【2012】116 号

分析师：顾冯达
从业资格号：F0262502
投资咨询号：Z0002252
电话：021-55007766-6618
邮箱：15068@guosen.com

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、大宗商品热点跟踪-宏观热点

近年来，全球宏观变局加速演进，尤其是 2024 年海外超级选举年叠加大国博弈地缘乱局进一步冲击国际经贸关系。东西方产业链、价值链和供应链裂痕加深，全球经贸秩序遭受冲击，世界各国的和平发展与安全治理遭遇现实主义威胁。面对危机、冲突甚至战势升级，灰犀牛临近黑天鹅乱舞冲击着各国产业链安全，全球新一轮科技创新从合作到竞争到对抗，关键性产业链科技竞争加剧、资源品面临大国之间供应链争夺，不断出现一系列突发地缘政治因素导致大宗原料经贸重塑与供需错配。在这样的背景下，特朗普加征钢铝关税的举措引发了诸多关注，对包括铜和贵金属在内大宗商品贸易可能带来后续更多的深远影响。

从加征关税的直接影响来看，由于中国对美国钢铝直接出口占比极低，政策变化带来的直接影响相对有限。2024 年，中国累计出口钢材 11071.6 万吨，同比增长 22.7%，但出口到美国的占比仅为 0.8%，较 2023 年进一步下降。铝材方面，中国出口至美国的铝材总量占国内铝材总出口量的 4.5%，且主要集中在铝板带箔、铝型材等产品。

尽管直接出口影响有限，但美国关税政策可能影响中国钢铁和铝的下游产品出口。例如，工程机械、家用电器、新能源汽车等行业对美出口可能因关税提高而受限，进而影响钢材和铝的间接出口规模。此外，中国对美转口贸易可能因关税政策而被迫缩减。2024 年，越南对美钢材出口增长 143%，成为美国钢材进口的重要来源之一，而中国对越南的大量出口或也成为了越南对美出口大增的关键驱动。

另一方面，全球范围内的钢铝贸易流向及产业链上下游的资源分配将在关税政策的影响下发生变化，从而使得出口贸易型企业的经营状况首当其冲。美国对全球钢铝征收高关税，可能引发其他国家的效仿或贸易保护主义的连锁反应，导致全球贸易环境恶化，中国钢铝企业在其他市场也可能面临更多的贸易壁垒和摩擦，增加了出口的不确定性和风险。美国加征关税可能导致中国钢铝行业产业链上下游的不稳定。例如，上游的铁矿石、氧化铝等原材料供应商可能因需求下降面临销售压力，下游的汽车、机械制造等用钢铝行业也可能因成本上升、订单减少而调整生产计划，对整个产业供应链造成冲击。美国是全球重要的钢铁和铝产品消费市场之一，加征关税后，中国钢铝产品进入美国市场的成本大幅增加，价格竞争力下降，出口量可能减少。部分依赖美国市场的企业订单量下滑，产能利用率降低，进而影响企业的营收和利润。

随着最新关税政策的落地和实施，未来钢铝价格也将呈现阶段性变化。短期来看，美国加征关税将推高国内钢铝价格，增加下游产业如汽车、建筑、家电等的成本，最终传导至终端消费者，进一步推高美国国内的通货膨胀率。从 2018 年到 2021 年，美国进口和国产钢材与铝材价格分别上涨约 2.4% 和 1.6%，下游产业每年的生产价值平均减少 34 亿美元。长期来看，全球钢铝供应链将加速调整。加拿大、墨西哥等国虽享有部分关税豁免，但仍面临严格的配额限制。欧盟、日本等经济体可能采取报复性关税措施，对美国的大豆、飞机、半导体等商品加征关税，加剧贸易战风险。此外，美国国内制造商将不得不承担更高的价格，可能导致需求放缓。

整体而言，短期内钢铝价格将继续上涨，但长期来看，需求放缓和供应链调整可能导致价格回落。全球钢铝市场将进入一段高不确定性和高波动期，各国需加强合作与对话，以稳定市场预期。面对动荡的市场外部环境，相关企业需要通过不断调整市场战略和自身定位，以应对越来越多的市场不确定性风险，加快推动产业升级，加大技术研发投入，提高产品质量和附加值，向高端产品领域转型，减少对低附加值、高能耗产品的依赖。加速市场多元化：积极开拓其他海外市场，如“一带一路”沿线国家和新兴经济体市场，降低对美国市场的依赖，分散贸易风险。注重内部管理，优化生产流程，降低生产成本，提高生产效率，增强自身的抗风险能力。

特朗普加征钢铝关税的市场影响及中国应对策略

1 中国对美国的钢铝出口情况及关税影响

1.1 钢铝出口现状：中国对美钢铝直接出口占比极低。2024 年，中国累计出口钢材 11071.6 万吨，同比增长 22.7%，但出口到美国的占比仅为 0.8%，较 2023 年进一步下降。铝材方面，中国出口至美国的铝材总量占国内铝材总出口量的 4.5%，且主要集中在铝板带箔、铝型材等产品。因此，美国加征关税对中国钢铝直接出口的影响相对有限。

1.2 关税对出口量的影响：尽管直接出口影响有限，但美国关税政策可能影响中国钢铁和铝的下游产品出口。例如，工程机械、家用电器、新能源汽车等行业对美出口可能因关税提高而受限，进而影响钢材和铝的间接出口规模。此外，中国对美转口贸易可能因关税政策而被迫缩减。2024 年，越南对美钢材出口增长 143%，成为美国钢材进口的重要来源之一，而中国对越南的大量出口或也成为了越南对美出口大增的关键驱动。

2 美国加征关税对中国钢铝企业的危害

1. 出口市场受阻：美国是全球重要的钢铁和铝产品消费市场之一，加征关税后，中国钢铝产品进入美国市场的成本大幅增加，价格竞争力下降，出口量可能减少。部分依赖美国市场的企业订单量下滑，产能利用率降低，进而影响企业的营收和利润。

2. 贸易摩擦风险加剧：美国对全球钢铝征收高关税，可能引发其他国家的效仿或贸易保护主义的连锁反应，导致全球贸易环境恶化，中国钢铝企业在其他市场也可能面临更多的贸易壁垒和摩擦，增加了出口的不确定性和风险。

3. 产业供应链冲击：美国加征关税可能导致中国钢铝行业产业链上下游的不稳定。例如，上游的铁矿石、氧化铝等原材料供应商可能因需求下降面临销售压力，下游的汽车、机械制造等用钢铝行业也可能因成本上升、订单减少而调整生产计划，对整个产业供应链造成冲击。

3 美国加征关税对全球钢铝价格的影响及后续走势

1. 短期影响：美国加征关税将推高国内钢铝价格，增加下游产业如汽车、建筑、家电等的成本，最终传导至终端消费者，进一步推高美国国内的通货膨胀率。从 2018 年到 2021 年，美国进口和国产钢材与铝材价格分别上涨约 2.4% 和 1.6%，下游产业每年的生产价值平均减少 34 亿美元。

2. 长期影响：长期来看，全球钢铝供应链将加速调整。加拿大、墨西哥等国虽享有部分关税豁免，但仍面临严格的配额限制。欧盟、日本等经济体可能采取报复性关税措施，对美国的大豆、飞机、半导体等商品加征关税，加剧贸易战风险。此外，美国国内制造商将不得不承担更高的价格，可能导致需求放缓。

3. 后续走势研判：市场分析师预计，短期内钢铝价格将继续上涨，但长期来看，需求放缓和供应链调整可能导致价格回落。全球钢铝市场将进入一段高不确定性和高波动期，各国需加强合作与对话，以稳定市场预期。

4 国家层面及国内钢铝企业可能得应对策略

(1) 国家层面的反制措施关税反制：中国可对美国部分进口商品加征关税，并将相关企业列入不可

靠实体清单。(2) 进出口管制：进一步加强对关键战略资源的管理，如对钨、碲、铋、钼、铟等物项实施出口管制。(3) 多边合作：通过世贸组织等多边机制，对美国的不合理关税政策提出申诉，维护多边贸易体系。(4) 产业升级转型：加大技术研发投入，提高产品质量和附加值，向高端产品领域转型，减少对低附加值、高能耗产品的依赖。(5) 市场多元化：积极开拓其他海外市场，如“一带一路”沿线国家和新兴经济体市场，降低对美国市场的依赖，分散贸易风险。(6) 优化价格管理：注重内外部管理优化，合理调整生产流程，降低生产成本，提高生产效率，加大运用金融工具风险管理增强企业抗风险能力。

综上所述，特朗普加征钢铝关税虽对美国本土产业有一定保护作用，但其负面影响更为显著，包括推高国内成本、引发全球贸易摩擦等。中国通过关税反制、产业升级和市场拓展等措施，不仅有效应对了美国的贸易壁垒，还进一步巩固了自身在全球产业链中的地位。

2024 年以来的全球超级选举大年期间，超过 80 个国家和地区举行 100 多场选举活动，覆盖 42 亿人，占全球总量比重超过 41%，占全球总 GDP 的比重超过 42%。直观来说，2024 年以来除中国以外“半壁江山”政坛陷入风高浪急，包括美国两党争夺作为主线贯穿全年的美国总统大选以外，包括英法德加日韩及伊朗出现执政力量的巨大颠覆性冲击，考虑到俄乌冲突、中东乱局两大地缘冲突中心的乌克兰和以色列也面临极大内外部压力。为审慎应对外部环境不确定性、安全威胁多发性、社会风险复杂性等诸多挑战，警惕 2024 年选举年后螺旋恶化的地缘政治暴力冲突黑天鹅风险爆发及 2025 年大变局惊涛骇浪新一轮冲击，需要警惕高新技术和战略性关键资源品成为大国博弈与地缘风险的主要交锋领域，这也是保护主义和民族主义最集中的领域之一，随着全球资源问题政治化日益突出，欧美对华推动“脱钩断链”使得亲西方地区及途径航道的战略性资源进口更易受限，多重因素共振使得全球产业链供应链的成本提高、效率降低、前景不稳。

从金融市场的主线变化来看，市场对美联储的降息预期经历了频繁调整。近期，美联储官员的频繁发言和美国经济数据的强劲表现，使得市场对美联储未来货币政策的预期发生了显著变化。尽管美国显示出经济的韧性，但美联储官员们仍倾向于继续降息以防止经济过度放缓，目标是实现经济的“软着陆”。这种谨慎的态度与市场乐观情绪之间存在分歧，导致全球市场风险偏好波动，资产价格也随之剧烈变动。在全球资产配置方面，美联储的降息预期降温 and 地缘政治的紧张局势，促使投资者重新评估各类资产的吸引力。美元因美国经济数据强劲而走强，而黄金作为避险资产，在不确定性增加的背景下受到青睐。工业金属价格则因全球经济增长前景不稳定性而呈现动荡。需要密切关注美联储的政策动向以做出相应的资产配置决策。美联储未来的货币政策路径，将是影响全球资产价格的关键因素。

当前市场的焦点主要集中在美联储如何引导降息预期。最近的联储官员发言表现出较为谨慎的立场。近期多位美联储高管在公开场合强调，美联储倾向于采取渐进降息的策略，避免过快的政策调整对经济产生不确定性冲击。通过这一系列发言，美联储成功管理了市场对于过度降息的预期，明确了未来政策调整将依据经济数据表现逐步推进的路径。这些发言反映了美联储希望在保持经济增长和控制通胀之间实现更为精细的平衡，令市场逐渐淡化了对进一步激进降息的期待。

特朗普新一届任期的经济政策风格上，甚至进一步推进更加激进的财政和贸易措施，此外新一届特朗普政府继续推动大规模的关税政策，并支持加大制造业回流力度，这对美国制造业、能源行业和基础设施建设等板块构成利好。此外，特朗普管理下美国经济面临的通胀压力将进一步加剧。特朗普的政策还可能包含放松金融、环保等领域的监管措施，利好金融板块和能源板块，尤其是传统化石能源的生产企业。特朗普的胜选也意味着贸易保护主义政策的回归。尤其美国政府很可能通过强化 301 条款等加征关税政策，打击全球供应链，由于进口商品价格上涨，消费成本将上升，特别是在科技、消费品等高度依赖中国供应链的领域，但长期来看，供给侧的约束和通胀压力将逐渐显现。此外，黄金等避险资产在地缘政治不确定性和通胀上升的背景下，也会受到投资者青睐，而铜铝镍锂等国际化金属则可能因贸易政策出现错配失衡。

历史经验表明，政治因素往往影响各国货币和财政政策的调整预期，进而影响金融市场情绪和价格。除了美国特朗普上台后带来的一系列政治不确定性外，类似的政策博弈也在其他全球主要经济体中出现。例如美联储的降息预期调整就在特朗普上台前后出现极大调整，这一方面是政治因素与经济因素的博弈，另一方面则是市场预期和政策影响之间的博弈。尽管当期全球经济及地缘政治快速变化使得未来经济前景充满不确定性，但在海外新一轮右翼崛起带动资源民族主义、贸易保护主义抬头，全球化贸易遭遇效率降低、成本抬升、不确定性上升的明显风险之下，需警惕我国新能源产业链供应链安全和发展稳定遭遇逆流！

2025 年一季度，正值全球经贸和政治局势剧烈变化的时刻，美国特朗普带动全球右翼崛起带来了广泛的政治经济新一轮大面积洗牌，为审慎应对外部环境不确定性、安全威胁多发性、社会风险复杂性等诸多挑战，需要警惕 2025 年高新技术和战略性关键资源品成为大国博弈与地缘风险的主要交锋领域，这也是保护主义和民族主义最集中的领域之一，随着全球资源问题政治化日益突出，欧美对华推动“脱钩断链”使得亲西方地区及途径航道的战略性资源进口更易受限，多重因素共振使得全球产业链供应链的成本提高、效率降低、前景不稳。在特朗普新一届政府班子带来了新一轮贸易保护主义可能会加剧供给端紧张，进而推升通胀压力。对此金融市场已有明显反应，国际大类资产价格走势分化明显，美元指数高位巨震，而特朗普充满不确定性的大国间政策伴随更高的经济与贸易摩擦不确定性，刺激债市、黄金、美元和虚拟资产为代表的避险资产需求整体增加，然而中国为代表的新兴市场股市及顺周期性风险资产价格则逆势反弹。

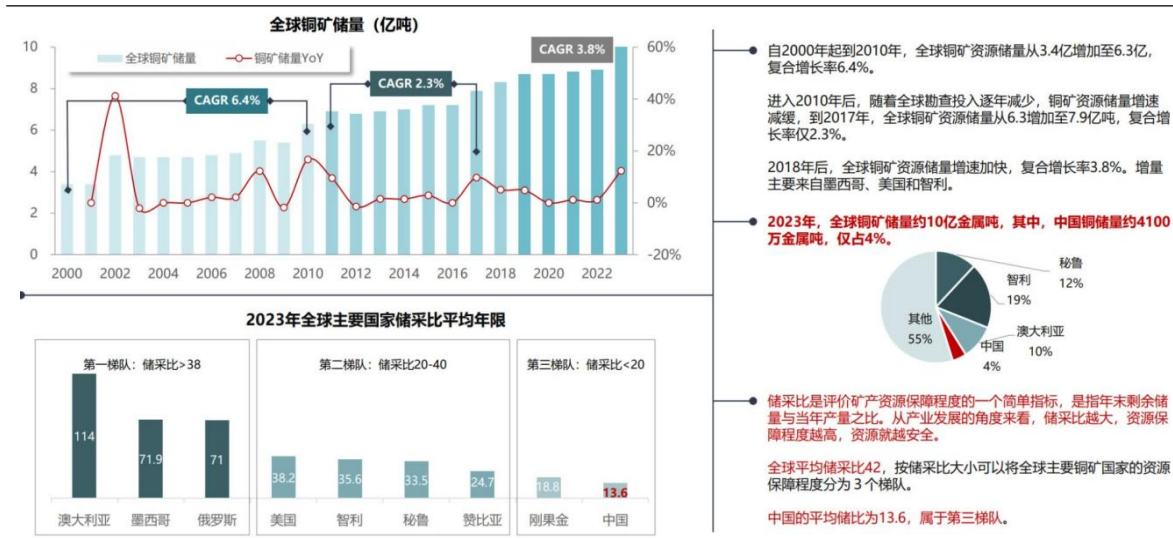
目前全球正处于上一轮“传统制造业发展”阶段中后期和新一轮“科技创新产业变革”阶段的中前期，中国实体经济增长从传统制造业分工下的“世界工厂”逐步向新质生产力引领的“先进产业体系”转型。目前我国铜为代表的有色产业链比较完整且规模庞大，考虑到我国建立的比较完整的工业体系还有进一步升级转型空间，且我国人口基数巨大、区域发展不平衡，要真正完成工业化转型升级、全社会电气化及智能 AI 网联发展还有极大升级潜力。而考虑到我国制造业体系齐全及内外消费双循环战略发展，预计我国将在更长时间内持续维持在铜消费的高峰平台期，中国铜消费峰值的最早预估时点或将延长至 2025-2030 年左右，而 2024 年全球铜价大涨屡创价格纪录后快速回落，也受到更多金融属性和中长期行业预期推动。

二、大宗商品热点跟踪-铜市

2025 年一季度，正值全球经贸和政治局势剧烈变化的时刻，美国特朗普带动全球右翼崛起带来了广泛的政治经济新一轮大面积洗牌，为审慎应对外部环境不确定性、安全威胁多发性、社会风险复杂性等诸多挑战，需要警惕 2025 年高新技术和战略性关键资源品成为大国博弈与地缘风险的主要交锋领域，这也是保护主义和民族主义最集中的领域之一，随着全球资源问题政治化日益突出，欧美对华推动“脱钩断链”使得亲西方地区及途径航道的战略性资源进口更易受限，多重因素共振使得全球产业链供应链的成本提高、效率降低、前景不稳。在特朗普新一届政府班子带来了新一轮贸易保护主义可能会加剧供给端紧张，进而推升通胀压力。对此金融市场已有明显反应，国际大类资产价格走势分化明显，美元指数高位巨震，而特朗普充满不确定性的大国间政策伴随更高的经济与贸易摩擦不确定性，刺激债市、黄金、美元和虚拟资产为代表的避险资产需求整体增加，然而中国为代表的新兴市场股市及顺周期性风险资产价格则逆势反弹。

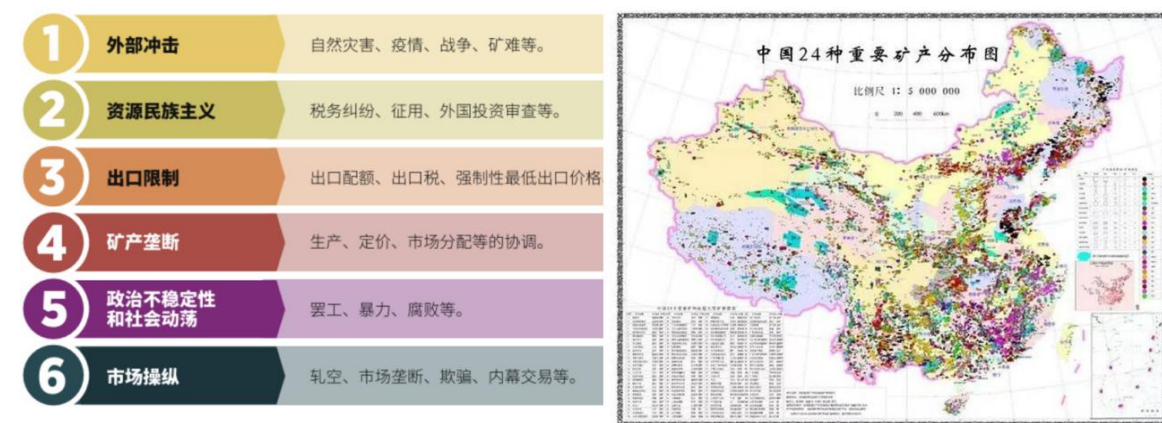
需要注意的是，近年来以铜为代表的战略性关键矿产资源已成为全球大国博弈与地缘风险的主要交锋领域，也是全球资源民族主义上升最集中的领域之一，随着全球资源问题政治化日益突出，尤其是欧美对华推动“脱钩断链”的背景下，从“亲西方”资源国进口战略性矿产资源更易受到地缘政治、贸易限制等影响，其表现形式主要为国家安全为名禁止或限制贸易、国有化或强制转让、提高矿产特许权使用费率和税率、停止或重新谈判现有采矿合同等，上述关键资源供应风险冲击全球经贸供应链的安全。

图：在全球资源问题政治化的背景下，中国的铜矿资源保障程度严重不足



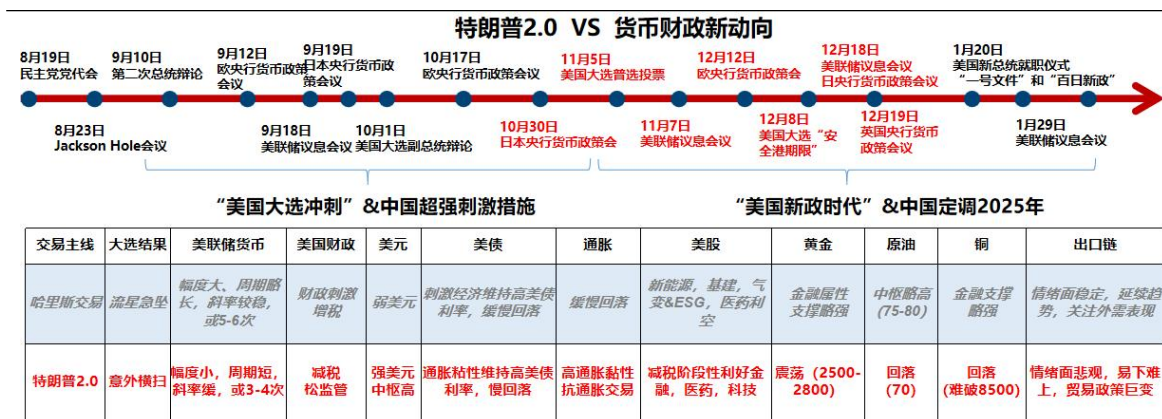
数据来源：SMM，国信期货

图：在全球资源问题政治化的背景下，中国铜资源保障程度严重不足



数据来源：SMM，国信期货

图：金融市场聚焦美国引领全球政治潮右转与降息周期进入变盘期

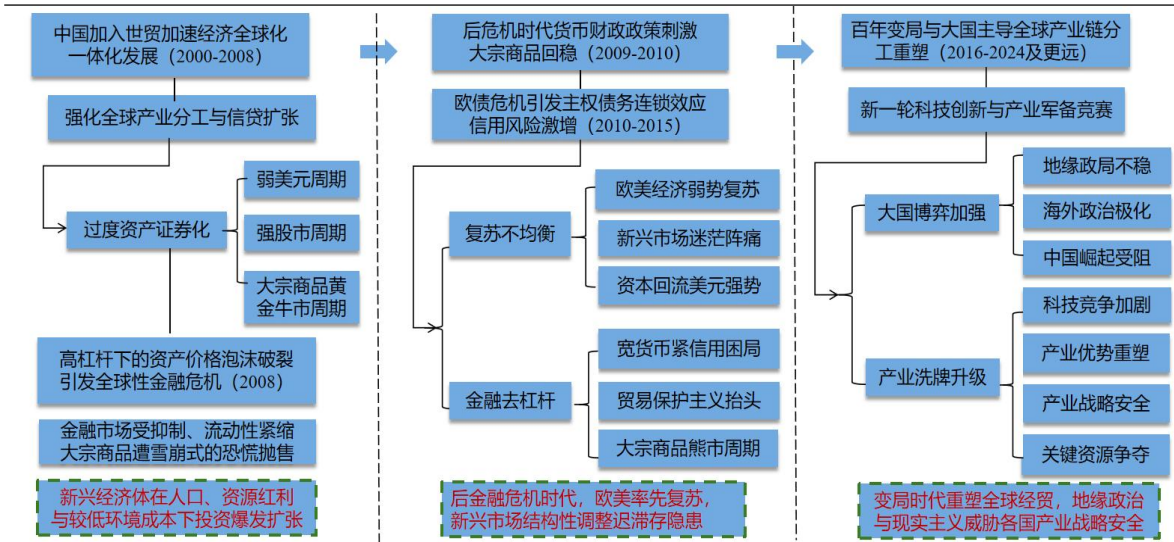


数据来源：国信期货

近年来铜为代表的大宗商品市场给人印象最深刻的是四大方面：1) 海外宏观与地缘乱局的黑天鹅风险密集爆发，股债汇及大宗商品的潜在价格波动与市场风险均处于近年来高位！2) 全球大国博弈加剧分

歧严重，资源民族主义与贸易保护主义兴起，经贸割裂与大宗产业链供需错配风险激增！3）面对全球宏观动荡与产业链供应安全冲击，铜等资源品战略价值与风险溢价抬高，安全高于效率成为市场新共识！4）大宗实体产业链困局乱局不断，金融资本与产业资本间的博弈加剧，美国铜、白银期货逼仓等市场操纵事件爆发！需要注意到类似于全球铜市多轮冲高回落的过山车异动行情，也正在包括金银铝锡镍锰等战略性关键矿物资源品中接连上演，其中共同点在于宏观政策预期刺激、大国博弈地缘冲突加剧、国际产业经贸低效高成本不稳定成常态、国际金融资本抱团避险资产荒重现、关键产业链上游战略性资源品成为各国资本追逐基点等市场大环境多题材叠加共振推动，而特朗普上台影响风险偏好和全球政治经济影响正扩散！

图：全球产业链结构重塑与大国博弈显著加强，产业链供应链安全成为重中之重



数据来源：WIND, 国信期货整理

图：美联储降息预期对大类资产价格强弱的影响

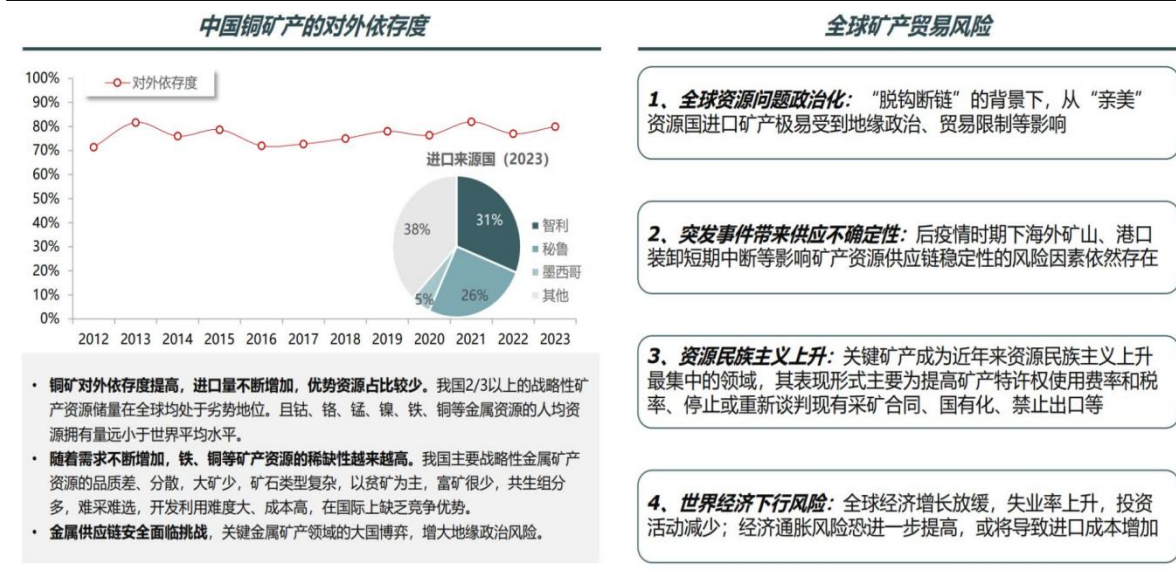
阶段	全球股市					债券			大宗商品				汇率	
降息预期	标普500	纳斯达克	道琼斯	欧洲股指	MSCI发达	MSCI新兴	美国国债	美公司债	工业金属	原油	农产品	黄金	美元指数	欧元
1984.9-1984.10	-9.6%	-23.9%	-20.1%	N/A	-9.6%	N/A	37.5%	44.5%	-53.4%	29.0%	-29.1%	16.4%	49.8%	39.7%
1989.3-1989.6	63.4%	77.2%	53.8%	32.7%	6.5%	185.2%	38.9%	36.9%	-64.0%	26.6%	-26.1%	-31.1%	32.7%	17.8%
1995.1-1995.7	44.0%	58.6%	46.4%	7.9%	21.3%	-5.2%	38.9%	36.9%	-11.3%	-4.2%	11.2%	1.1%	-15.6%	19.6%
2000.5-2001.1	-10.9%	-39.1%	2.0%	-13.0%	13.9%	-33.1%	17.2%	16.4%	-8.5%	-9.7%	-16.6%	-4.1%	-0.5%	2.9%
2006.7-2007.9	15.9%	20.0%	19.0%	12.4%	16.2%	37.8%	7.7%	6.5%	-0.3%	8.2%	13.7%	10.5%	-6.0%	7.8%
2018.12-2019.7	20.0%	24.6%	15.2%	16.4%	17.2%	9.4%	10.5%	17.8%	-3.4%	23.5%	-13.9%	21.8%	2.4%	-4.0%
可比口径中位数	20.0%	24.6%	19.0%	12.4%	16.2%	9.4%	17.2%	17.8%	-8.5%	8.2%	-13.9%	1.1%	-0.5%	2.9%

数据来源：WIND, 国信期货整理

从我国电解铜行业政策环境来看，无论是我国稳经济扩内需，产业政策领域鼓励发展“新质生产力”，推动制造业促升级调结构和绿色低碳降低能耗等概念高度下铜板块获得更多景气度，还是欧美为代表的西方加紧对铜等关键矿物加强管控和供应链保障，以安全为名事实上行断链脱钩！国内外金融资本和产业资本更多聚焦有色为代表的的关键资源品战略价值。因此产业链逻辑更多以全球货币政策转向中性宽松和关键战略金属稀缺性叙事逻辑为主，2024年上半年宏观政策利好预期及铜资源供应端刚性题材完全盖过了我国

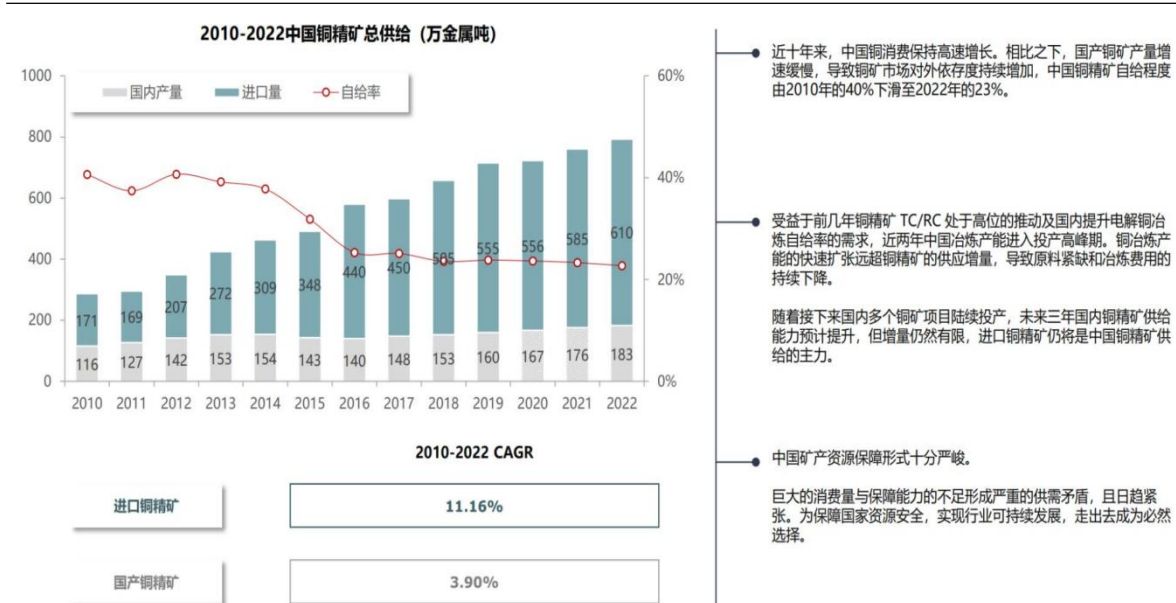
中下游需求相对疲软的利空影响，刺激铜为代表的大宗商品在3月-5月出现明确反弹态势，尽管下半年铜等商品高位回调，但预计未来铜等有色金属可能引来更多宏观市场不确定性，市场面对海外宏观政策不确定性、产业供需及资金偏好高频度切换，预计下半年铜等有色金属可能引来更多宏观市场不确定性，市场面对海外宏观政策不确定性、产业供需及资金偏好高频度切换，预计2025年铜价高波动将成为新常态。

图：在全球资源问题政治化的背景下，主要战略金属供应链面临挑战



数据来源：SMM，国信期货

图：近年来，我国铜精矿自给率持续下滑，结构性供需不平衡问题日益突出

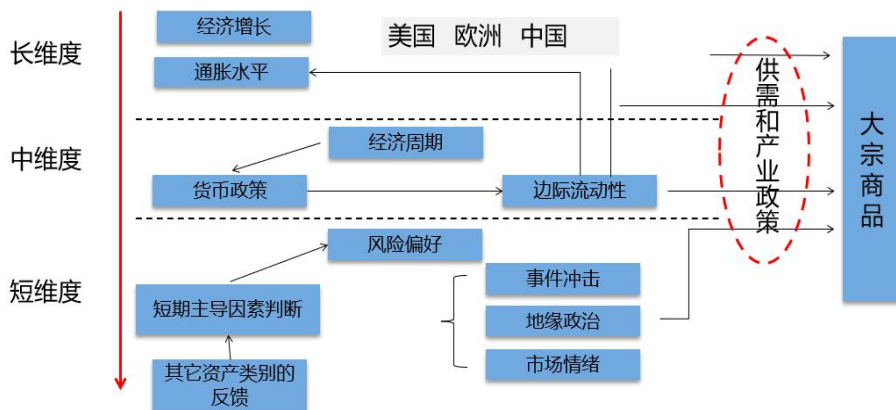


数据来源：SMM，国信期货

从近阶段铜为代表的大宗资源品价格异动来看，这主要是宏观地缘、产业错配及资金多空博弈等多重因素的结果，从市场研究的核心逻辑及主导因素来看，2024-2025年持续牵动市场情绪是百年变局加速演进下大国博弈、地缘政治、产业重塑及影响大类资产价格变化的风险偏好等更广泛更复杂的市场变量。可以说今年把握住宏观政治风险、地缘博弈冲击经贸与风险偏好等因素能更好理解和发掘包括铜为代表的大宗资源品市场整体价格趋势变化及投研主线。2024年海外迎来包括欧美俄等多个经济大国和“关键资源国”

选举换届。面对百年变局加速演进下，大国博弈及地缘政治等因素复杂影响持续施压，有色为代表的全球实体经济供应链受制于区域经贸割裂与重塑，全球经贸往来的效率损失、成本增加、订单转移、产业冲击等多重压力，目前我国大宗商品产业链贴近下游终端行业的需求仍有待恢复，国内外制造业补库存周期暂未启动，生产企业深陷终端需求不振、产能过剩压力、行业利润萎缩的困局，这不仅导致大宗产业上下游企业经营和价格管理难度加大，还会通过全球产业竞争加大与行业内卷加速企业淘汰重整，铜产业处于百年变局加速演进下供需平衡再重塑阶段。而 2023-2025 年全球铜为代表矿业价格频频异动，更多受到金融属性和行业中长期预期改善推动，其中海外商品供应链巨头和大型金融机构对冲基金起到推波助澜的作用。

图：大宗研究：自上而下把握大趋势，自下而上抓住矛盾点



数据来源：国信期货整理

我国金融市场“躁动的不是树，不是风，是人心！是政策预期！是资金偏好！”，统计历年我国“周期躁动”行情可发现，资金豪赌政策预期的躁动情绪往往缺乏持续，尤其是当前有色为代表的国际定价资源品强势表现明显，但我国实体下游经历持续终端负反馈，国内实体下游企业普遍面临：“宏观微观两极分化，风险管理需求暴增”。尽管铜为代表的有色板块股期相关资产价格“弱现实强预期”题材炒作行情不断，此前资金对宏观冲击下大类资产风格切换与产业政策刺激预期豪赌，后续国内外宏观、地缘博弈和产业刺激政策等利好是否驱动更多资金聚焦宏观政策刺激与产业重整以抵消或掩盖部分真实消费力不足，尤其是铜为代表的有色金属等关键性战略原材料对全球经济前景、大国博弈关系变化及各国产业政策变化影响极为敏感，关注海外选举潮影响下全球经贸割裂分化之下大宗商品供应链及产业风险的估值定价。

从商品价格横向对比上看，更多受金融属性主导的国际有色金属及贵金属走势明显强于包括更多受到商品属性主导的黑色钢铁、能源化工及农产品在内的整体商品走势，而从产业链纵向调研也可明显感受到，铜为代表的上游大宗资源品市场景气度高于整体下游加工品及终端产品，上述情况也验证里近阶段我国大宗商品产业链上下游的不平衡问题，在大变局时代产业链重塑调整及全球资本推波助澜下上演的铜为代表的国际经贸关联度较大、金融属性占比较高的上游资源品畸形繁荣与 2021 年前的新能源产业泡沫相类似，因此需要警惕 2025 年国内金融市场监管压力较大之下警惕海外动荡对国内联动资产带来的明显外溢冲击。

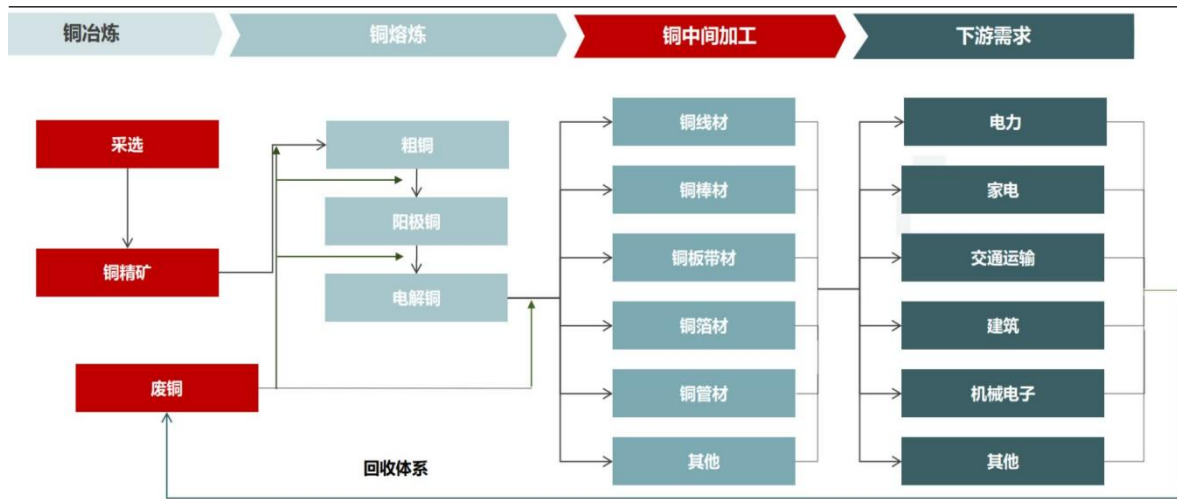
作为衡量全球经济的重要观察指标之一，“铜博士”为首的有色金属板块与宏观经济周期、通胀周期及科技创新呈现高度正相关性。而无论是全国两会及中央政治局会议强调的我国稳经济扩内需、货币和财政政策保持中性宽松，还是在中观产业政策领域推动制造业促升级调结构、房地产企稳托底放开限制、新能源低碳经济发展及“新质生产力”等概念，都对“铜博士”为首的战略关键矿物带来更多景气度！国内外资金除了压注股债市场以外正更多聚焦铜为代表的战略性资源品投资机会，然而近阶段铜市场的定价受到海外矿商及资本联合体炒作，同时不能忽视因地缘经贸割裂冲击引发的 COMEX 铜期货逼空事件的教训。

三、产业链供需热点分析-铜

产业热点：全球有色金属库存分化加大，供需增速双双转弱调整再平衡

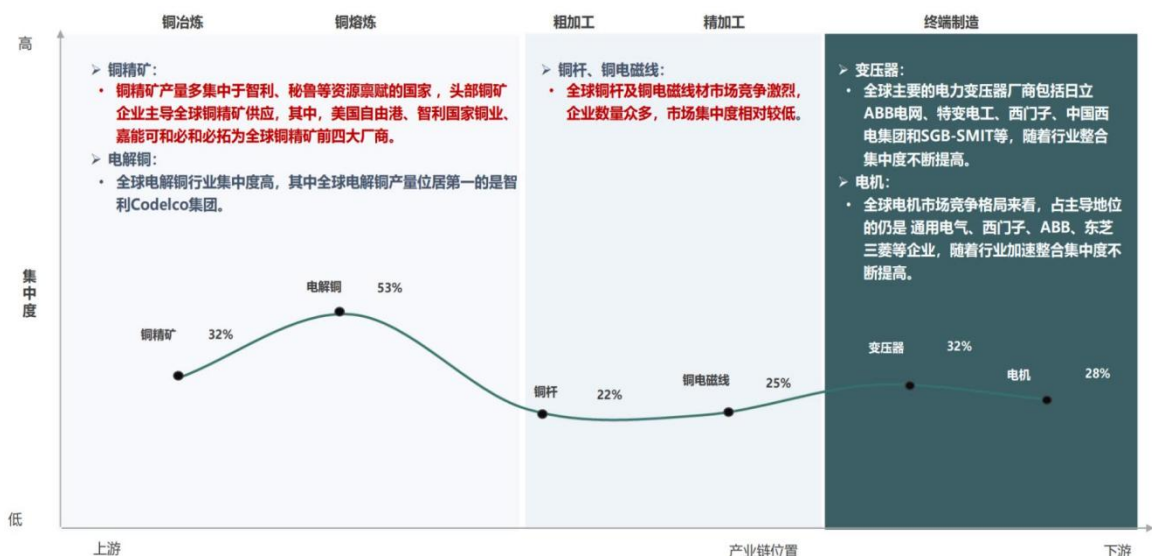
从全球铜资源贸易和供需结构性来看，中国作为全球制造业第一大国，也是铜等有色关键资源进口第一大国，中国进口铜矿实物量在全球进口量中占比达到60%以上，精炼铜产量在全球占比持续下滑至43%左右，随着近年来国内矿业资源不足和冶炼加工产能过剩，在全球关键矿物资源供应持续紧缺的威胁之下，我国铜产业链面临关键资源“卡脖子”问题突出。由于全球铜资源分布和冶炼加工产业布局区域分布不均衡，近年来中国铜资源的供需结构矛盾较为突出，我国铜产业链上游资源严重依赖进口。2020-2025年我国精炼铜产销量在全球占比高达50%左右，相比之下我国国产铜矿产量增速缓慢，自身铜原料资料供应远远无法满足需求。我国每年进口大量铜精矿，铜产业链对外依存度从2010年的60%升至2024年80%左右。

图：铜产业链供应链面临重塑洗牌，上游矿端紧缺，中下游加工产能过剩，终端下游一般



数据来源：SMM，国信期货整理

图：全球铜精矿、电解铜、铜杆环节 CR5 企业综合市场集中度分别为 32%、53%、22%



数据来源：SMM，国信期货整理

从铜产业链结构性特点来看，全球铜产业链主要环节中铜精矿、电解铜、铜杆、铜电磁线环节 CR5 生产企业的综合市场集中度分别为 32%、53%、22%及 25%。其中由于产业链上游铜矿由于其作为全球战略资源的稀缺性强，铜矿商的毛利率处于铜产业链中的高位，且因铜精矿产量多集中于智利、秘鲁等资源禀赋极高的南美国家，头部铜矿企业主导全球铜精矿供应，其中美国自由港、智利国家铜业、嘉能可和必和必拓为全球铜精矿前四大厂商议价能力极强，而中国作为全球“贫铜”国家其电解铜冶炼产能位居世界第一，使得我国铜精矿对外依存度达到 80%，进口铜资源的议价权旁落处于被动局面，在铜冶炼及铜杆等中间产品方面则处于产能过剩，凸显我国作为全球最大铜产品产销国大而不强。

具体分析铜产业链现状来看，由于近年来全球主要矿业资源国产出国普遍面临生产事故、品位下降、产量减少、环保政策等因素挑战，导致全球资源矿山停产等因素的威胁加大，而我国自身矿业资源禀赋远远无法满足世界第一制造业大国的海量原材料需求，使得我国自身资源供应增量面临瓶颈，近三年来我国铜精矿为代表的有色金属产量增速持续降低，而作为全球最大的大宗商品消费国，在传统消费领域及新能源领域对铜等有色金属需求持续快速提升，尤其是在 2020-2025 年间我国以铜精矿为主要原料的铜粗炼产能正处于持续快速扩张阶段，目前我国粗炼铜产能已接近全球产能的半壁江山。数据显示，2023 年中国精炼铜产量增长高达 13.5%，全球精炼铜总产量达到近 1300 万吨的历史新高，而同期我国铜精矿进口量也大增 9.1%至 2754 万吨。考虑到 2023-2024 年全球地缘政治和经贸形势不确定性增大，尤其是铜上游的铜精矿及废铜资源供应明显紧张，2024 年我国铜冶炼商因铜矿原料供应紧张被迫减少供应将是大概率事件，我国 2024 年铜产量将从 10%以上高增速跌至 6-8%左右，而我国铜产业链对海外铜原料进口依赖度高达 90%以上，海外铜精矿供应端减产和停产事件施压中国冶炼厂原料采购，铜精矿卖方缩小长单签出比例，放大现货成交比例，现货加工费一跌再跌，铜精矿现货加工费已跌至 0 美元甚至负值，凸显了我国有色产业链在中游冶炼加工环节产能过剩，上游原料端受制于人，下游终端消费面临反倾销指控的尴尬局面，而类似于铜产业的全球贸易流向和产业链供需利润的巨大变化也正在铝锌锡等其他战略关键资源中陆续重演。

2024-2025 年以来，LME 库存绝对值虽然仍位于往年低位，但相对值出现快速回升，因此前 COMEX 铜逼仓事件及欧美利率成本极高，海外大宗隐形库存转为显性，同时由于中美欧等主要经济体的工业终端用铜需求复苏偏弱，市场认为未来有色库存低位反弹的趋势。尤其是 2024-2025 年以来海外的铜铝库存从历年低位出现反弹致其市场预期发生改变，因此有色过去长期低位库存转为快速累库对应的是升水走弱进而转为贴水，而非升水走强。参考 2020-2025 年规律，目前海外利率飙升，市场认为贸易商库存游戏可能有所松动，更多关注矿端扰动和精矿加工费走弱。就全球铜供需而言，全球表观（三大交易所库存）铜库存不足全球一个月的消费量，即使加上全球最大可跟踪隐形库存上海保税区铜库存也不足全球两周所需。

从铜产业链结构性特点来看，全球铜产业链主要环节中铜精矿、电解铜、铜杆、铜电磁线环节 CR5 生产企业的综合市场集中度分别为 32%、53%、22%及 25%。其中由于产业链上游铜矿由于其作为全球战略资源的稀缺性强，铜矿商的毛利率处于铜产业链中的高位，且因铜精矿产量多集中于智利、秘鲁等资源禀赋极高的南美国家，头部铜矿企业主导全球铜精矿供应，其中美国自由港、智利国家铜业、嘉能可和必和必拓为全球铜精矿前四大厂商议价能力极强，而中国作为全球“贫铜”国家其电解铜冶炼产能位居世界第一，使得我国铜精矿对外依存度达到 80%，进口铜资源的议价权旁落处于被动局面，在铜冶炼及铜杆等中间产品方面则处于产能过剩，凸显我国作为全球最大铜产品产销国大而不强。

1. 上游铜矿：全球铜资源国供应分化，对华供应是重要焦点

就有色行业国内外供应链来看，考虑到南美、东南亚及非洲等地资源民族主义抬头、东西方大国之间地缘政治博弈冲击加大以及逆全球化下的贸易保护主义威胁，以中国为代表的新兴经济体遭遇区域经贸割裂、地缘政治冲突加剧与产业洗牌升级转型的复杂局面，全球第一的我国有色产业链结构调整压力进一步

加大，而深挖我国有色等制造业结构性问题主要有几方面：资源自给率不足，经济增速下滑、冶炼产能过剩、科技创新技术不足。因此，在世界各国新一轮先进制造业残酷竞争的格局下，中国以有色金属为代表的实体经济必须抓资源、去过剩、调结构、稳内需、促创新，加速产业升级节奏，为此必须用好国内国外两个市场两种资源，贴近国家战略稳定我国资源安全保障，在百年变局中谋转型求破局！正是在此背景下，我国铜产业链企业顶住压力持续践行“扩展海外资源投资、打通产业链形成合力”的长线思维，推动近年来我国企业在铜镍钴锂等关键矿石资源领域对外投资赶超国内相应权益储量、我国企业海外投资矿山的资源产量规模远超国内相应资源产量的格局，为中国实体产业缓解近年来关键矿业资源“卡脖子”并筑牢我国有色等关键产业链战略安全打下重要基础

从全球铜矿资源供应结构来看，近年来全球铜矿资源产能供应保持稳定，供需缺口有所收窄呈现紧平衡。智利、秘鲁、刚果金、中国和美国作为全球铜矿前5大铜矿生产量前五的国家（2022年，金属吨）产量规模均超100万吨，五国合计产量达到1325.4万吨，占全球铜矿产量的60.5%。中国是世界上主要铜矿生产国之一，但在全球铜矿产量占比不到9%，相比而言我国作为全球最大的铜资源进口国和精铜生产国，我国精炼铜消费在全球55%占比而言，我国国内铜原料资料供应远远无法满足需求，因此中国每年需要进口大量铜原料，主要包含铜矿、精炼铜、粗铜、废铜4种，其中因环保等问题粗铜及废铜进口占比较小，预计2024-2025年我国铜矿和精炼铜进口高占比高增速将保持。从全球铜矿供应地区变化来看，由于世界铜矿资源分布不均，传统主产区主要集中于智利、秘鲁为代表的南美地区，同时刚果（金）为代表的非洲地区和印尼为代表的东南亚和哈萨克斯坦为代表的中亚地区增长较为迅猛。2023年智利作为全球第一铜资源国，其国内大型铜矿山因老化或升级改造面临供应产能下滑，同时自身新项目的投产和现有项目的改扩建增量较小，其铜矿产量增速及出口近年来一直呈现下滑趋势，而与此同时受益于中国企业对“一带一路”沿线国家合作，尤其是近几年大力推动矿山项目投资支持和开发深入，非洲的刚果（金）、东南亚的印尼和中亚的哈萨克斯坦等国铜矿产量增长极为迅猛，2022年上述三国的铜矿产量增速达到同比增长20%左右的高水平，三国铜矿产量分别在229.5万吨、96.6万吨、75.8万吨，在全球铜矿主产国排行中升至第三、第六和第十位，2023年相关地区产量持续高增长也带动增加上述三国铜资源出口保持快速增长的态势，2024-2025年如果排除地缘政治和贸易带来的冲击，上述地区原本将保持高增速推动对华铜资源出口。

图：全球铜矿生产及精铜供需预测（单位：万吨）

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
铜精矿	1981.4	2082.5	2213.3	2318.5	2386.0	2454.9	2491.5
湿法铜	500.7	509.0	526.2	555.6	558.6	571.2	566.1
总计	2482.1	2591.5	2739.5	2874.1	2944.6	3026.1	3057.6

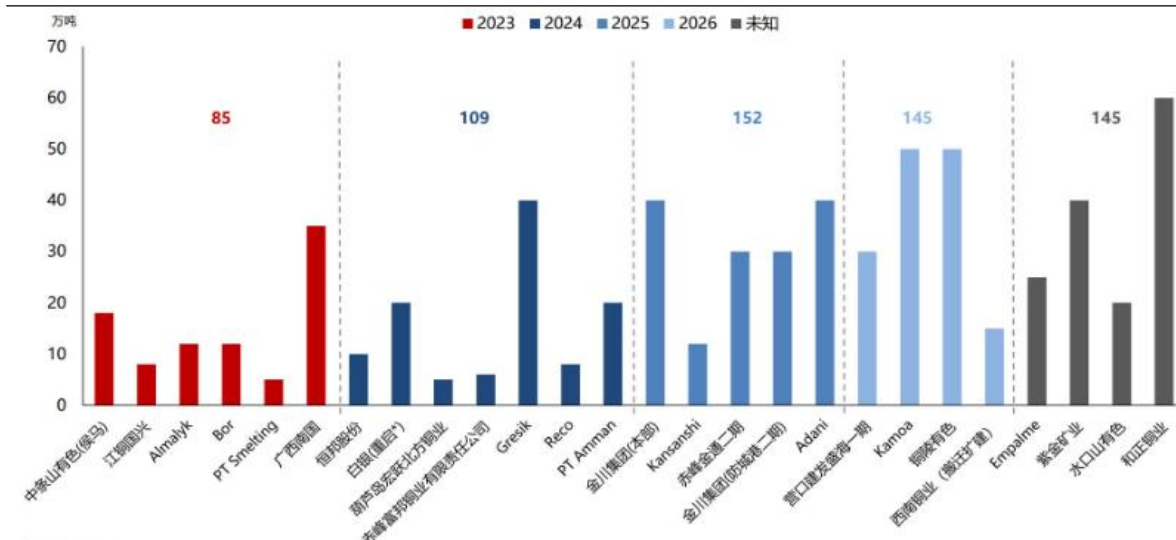
数据来源：ICSG，国信期货

图：全球铜冶炼产能及预测（单位：万吨）

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
闪速/连续炼铜	1568.5	1571.5	1617.0	1622.0	1669.0	1704.0	1704.0
中国冶炼技术	356.1	350.1	376.6	484.6	292.6	495.1	509.6
反射炉/鼓风炉/回转炉等	362.7	362.7	365.7	384.5	385.5	390.2	390.2
其他	109.0	107.0	111.0	112.0	138.5	185.5	185.5
总计	2396.3	2391.3	2470.3	2603.1	2685.6	2774.8	2789.3

数据来源：ICSG，国信期货

图：2024 年后全球粗炼产能的集中上马，加剧铜精矿紧张格局，将改变中国原料进口结构



数据来源：SMM，国信期货整理

国际铜研究组(ICSIG)数据显示，目前全球共有 840 座铜矿山（包括运营和计划开发）、165 家粗炼厂和 325 家精炼厂。截至 2022 年底，全球铜矿产能 2739.5 万吨，其中，铜精矿产能 2213.3 万吨，湿法铜（SX-EW）产能 526.2 万吨。从铜矿山开发进程来看，大型矿业公司经营主要集中在勘探、采选环节；从资源勘探到采矿，这个过程可能需要很长的时间，在这期间项目需要大量的资本支出，而且只有在上述期间结束时公司才能指望现金流入。因此大型矿山项目的开发具有一定的风险需要大型矿业公司和多个矿业公司联合完成，一般从勘探资源到采矿达产的全流程通常需要 5-10 年，而在原有矿山基础之上增产成也需要 2-3 年左右，因此考虑到全球铜矿品位下降、成本提升，新项目的投产和现有项目的改扩建增量产能投入高投资周期长，未来预估的超额供应量难以单纯靠短期高铜价就能刺激项目扩产，可以说全球铜矿供应弹性较小，铜资源的未来数年增速很大程度可从近年来矿山挖潜增产项目和新矿山投产进度来进行定性推算和定量跟踪预估。

根据国际铜业研究组织（ICSIG）报告显示，从全球铜供需发展趋势和特点来看，2024 年全球铜市增减地区情况与 2023 年大体相似，铜矿供应增加较快的地区包括非洲、美洲、亚洲；精炼铜供应增加较快的地区主要是非洲、南美和亚洲；精炼铜消费增长主要来自亚洲，其中中国是全球铜市“稳定器”。由于全球铜资源分布和冶炼加工产业布局区域分布不均衡，铜原料贸易是全球铜市平衡的主要方式。从铜矿贸易来看，智利是世界第一铜资源出口国，但近年来智利铜矿出口因该国铜矿产量增速下滑及智利国内冶炼产能比重增加导致，而秘鲁作为全球铜矿第二大出口国近年来铜矿出口份额占比持续增长，此外印尼、哈萨克斯坦及塞尔维亚等国出口量快速提升，上述国家对华铜矿出口量近年来“一降一升”的情况，反映出全球铜原料供应格局的变化，而且这些变化还将不断演进并与中国资源投资和进口来源多样化战略诉求息息相关，未来几年刚果（金）精铜产量和出口量有望保持快速增长以弥补智利铜资源对华出口份额。

就有色行业国内外供应链、来看，考虑到南美、东南亚及非洲等地资源民族主义抬头、东西方大国之间地缘政治博弈冲击加大以及逆全球化下的贸易保护主义威胁，以中国为代表的新兴经济体遭遇区域经贸割裂、地缘政治冲突加剧与产业洗牌升级转型的复杂局面，全球第一的我国有色产业链结构调整压力进一步加大，而深挖我国有色等制造业结构性问题主要有几方面：关键资源自给率不足，国内经济增速下滑、低端加工产能过剩、地缘政治对抗加剧、科技创新技术不足。因此，在世界各国新一轮先进制造业残酷竞争的格局下，中国以有色为代表的实体制造业必须抓资源、去过剩、调结构、稳内需、促创新，加速产业升级节奏，为此必须用好国内国外两个市场两种资源，稳定我国资源安全保障，在变局中谋转型求破局！

2. 冶炼贸易：中国制造业工厂大而不强，原料和定价受制于人

从我国电解铜相关的产能规模来看，全球方面，2023-2025 年以来，世界铜生产主要增量依然来自于中国的产量增长，海外产量有一定下滑；需求端，全球制造业情况增速放缓，消费增速下滑。近年来随着中国为代表的亚洲铜生产加工产能扩张，目前我国铜粗炼产能已接近全球产能的半壁江山，但绝对量水平仍遥遥领先于各国，相当于全球精铜产量其余前 12 个大国的总和之多。

根据中商产业研究院《2024-2029 年中国电解铜市场发展现状及潜力分析研究报告》显示，2024-2029 我国电解铜产量呈现整体持续上升态势，2023 年中国电解铜产量达到 1298.8 万吨的历史新高，近五年年均复合增长率达 7.34%，其中 2023 年中国精炼铜产量增长高达 13.5%，而 2023 年我国铜精矿进口量也大增 9.1%至 2754 万吨，考虑到 2024 年全球地缘政治和经贸形势不确定性增大，尤其是铜上游的铜精矿及废铜资源供应明显紧张，2024 年我国铜冶炼商因铜矿原料供应紧张被迫减少供应将是大概率事件，我国 2024 年电解铜产量将从 2023 年 10%以上的高增长跌至增长 6-8%左右的中速增长状态，预测 2024 年中国电解铜产量增速预计降至 7.3%左右的五年均值，预计 2024 年电解铜产量达到 1394.1 万吨新高。

图：2024 年中国电解铜产量预期增速或见顶回落



数据来源：ICSG，国信期货

从全球铜贸易和生产结构性分布来看，中国作为全球制造业第一大国，也是铜等有色关键资源进口第一矿供应端保持正常运营状态干扰暴增，海外运输也出现明显变化，后续货源到货稳定供应被迫为。根据业内调研了解，考虑现金成本后，中国铜冶炼厂的加工费盈亏平衡点一般位于 60-70 美元/吨左右，而 2024 年我国铜精矿进口加工费自 80 美元/吨附近骤降至 0 美元/吨左右，铜矿加工费大幅低于盈亏平衡点，对冶炼厂利润释放造成了一定的限制，预计 2024 年铜冶炼产量将从 2023 年 10%以上的超高增速快速下滑。

近年来，我国铜粗炼产能持续扩张，导致铜矿原料供应端减产停产事件施压中国冶炼厂原料采购，铜精矿卖方缩小长单签出比例，放大现货成交比例，现货加工费一跌再跌，导致 2024 年我国进口铜精矿现货加工费处于近十多年来低位。数据显示，从 2023 年四季度接近 90 美元/吨的高于年度长单水平，跌至 2024 年 6 月跌至 0 美元/吨附近，甚至在期间多次出现负值水平成交。据业内调研，我国铜冶炼企业考虑现金成本和副产品收益的加工费盈亏平衡点在 50-60 美元/吨附近。而 2024 年铜精矿现货加工费处于罕见极端值且大幅低于盈亏平衡点，原料供应紧张及生产亏损加大倒逼我国冶炼厂减产尤其是民营中小铜厂。

2024 年以来中国有色金属协会及铜冶炼企业组织多场专题会议讨论应对铜精矿加工费持续低迷情况，但无助于完全解决全球铜精矿供应端带来的干扰叠加新建冶炼产能的扩张使供应紧张，而国内铜精矿供应

总量不足、品味下降、成本高企等因素也限制我国铜精矿产能及产能，这也引发海外矿商推波助澜导致我国铜精矿现货加工费前所未见跌势，中国冶炼厂的铜精矿加工费联合谈判机制面临严峻的挑战。

就铜供应链来看，东西方大国之间地缘政治博弈冲击加大以及逆全球化下的贸易保护主义威胁，以中国为代表的新兴经济体遭遇区域经贸割裂、地缘政治冲突加剧与产业洗牌升级转型的复杂局面，全球第一的我国有色产业链结构调整压力进一步加大，而 2024-2025 年 COMEX 铜出现逼仓事件作为全球有色市场标志性事件，提醒我国产业链相关企业注重风险管理。从行业有关部门和铜冶炼企业的反馈来看，当前我国铜冶炼行业正对近年来产能过快增长过快进行反思，特别是在未来提高新建项目准入门槛还是控制新增产能降低在产产能负荷，可能是中国铜行业深入贯彻供给侧改革和健康有序升级转型的重要标志，行业面临结构性改革并提高集中度有利于我国铜冶炼加工铜产业链中长期景气度低位复苏，铜行业冶炼产能加快重整和利润萎缩并未影响市场对铜产业链未来前景整体看好，因行业大重整往往有利于龙头估值及产品价格。

伴随全球百年变局加速演进，大宗供应链行业也正面临前所未有的机遇与挑战。大宗供应链行业，作为连接生产与消费的重要纽带，主要涉及大宗商品的采购、储存、运输、加工和分销等环节。这一行业不仅对保障国家经济的稳定运行具有重要作用，也是推动全球贸易和经济发展的关键力量。

电解铜为代表的大宗商品位于上游原材料资源环节，在金融投资市场，电解铜尤其是交易所指定的交割品牌电解铜现货往往是同质化、可交易的标准化大宗商品标的。我国制造业产值占全球的比重连续多年稳居世界第一，同时我国也连续多年蝉联全球铜资源采销及进口的第一大国，制造业的飞速发展作生了对大宗供应链服务的较大需求。近年来随着我国实体经济尤其是制造业相关上下游龙头集中度提高，制造业的飞速发展作生了对大宗供应链服务的较大需求。行业企业日益专业化、规模化，对原辅材料采购供应、产成品分销需求由单纯追求“价格低廉”转为更加注重整体供应链“安全、效率”，以追求更稳定的铜等原材料供应和产成品分销渠道、更高效的货物和资金周转、更安全的物流仓储等等，因此传统大宗贸易商正转型升级为大宗供应链企业。

3. 下游消费：下游行业消费偏弱，聚焦行业再库存情况

从铜消费情况来看，跟踪近年来中国铜消费从中高增速变缓的同时结构性转型的趋势变化来看，有三大因素主导着中国铜需求潜力：1、房地产为代表的建筑、基建等传统固定资产投资对铜消费贡献有所放缓；2、新能源新基建等领域发展对铜消费提升的促进持续，3、智能网联及城镇化加大全社会电气化对铜消费的提升。过去十年，中国平均单位 GDP 消费强度是世界的 3-4 倍左右、是美国的 8 倍、印度 4 倍、智利 2 倍，虽然我国单位 GDP 精炼铜消费强度已提前进入下降区域，然而我国人均铜消费高峰尚未出现拐点，随着实体经济制造业升级仍具有较大发展潜力。

参照先行工业化国家的相关指标，通过对中国经济发展不平衡及人口因素，更多按照参照对象的低值进行预测和对比分析，时点预测如下：（1）人均 GDP 和三产，参照先行工业化国家低值 1.6 万美元，峰值约 2027 年达到；（2）城镇化率，参照人均铜消费量超过 10kg 的制造业发达国家均值 76%，峰值约 2030 年达到；（3）三产占 GDP 比值，参照低值 59%，峰值约 2023 年达到；（4）人均电耗，参照低值 5834kwh，峰值约 2024 年达到。综合以上指标，考虑到我国制造业体系齐全及内外消费双循环战略发展，预计我国将在更长时间内持续维持在铜消费的高峰平台期，中国铜消费峰值预估时点或将延长至 2030 年左右。2024 年及 2025 年需对全球铜为代表的供应链体系冲击重塑及资源供应方抱团垄断威胁保持足够警惕，需从铜精矿现货爆雷及海外 COMEX 铜逼仓事件中吸取深刻教训避免产业链供应链冲击重演。

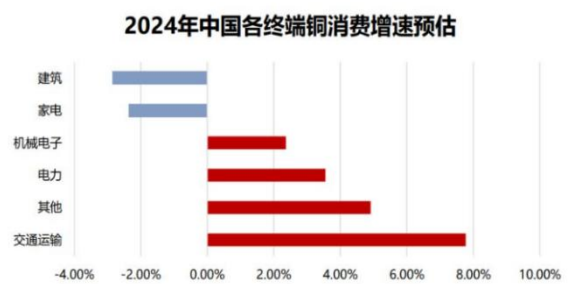
图：以发达国家工业化经验预估中国铜消费潜力

单位	峰值年份	城市化率%	三产占比%	人均电耗KWH	人均GDP(美元)	峰值消费量(kt)	总人口	人均精铜消费(kg)
美国	2000	79	75.4	13671	36488	3025	2.82亿	10.72
德国	2006	73	69.0	7174	35400	1398	0.82亿	17.05
日本	1991	79	67.4	7975	37154	1613	1.27亿	12.7
韩国	2004	81	58.5	7830	15922	940	4804万	19.57
意大利	2006	67.7	70.0	5834	31800	801	5894万	13.59
法国	2000	76.9	74.7	7238	21800	574	6091万	9.42
西班牙	2010	71	67	6026	34674	344	4595万	7.49
英国	1997	81	70.7	5909	25266	408	5849万	6.97
加拿大	2006	80	66.2	17235	31825	301	3200万	9.40
澳大利亚	2002	87.6	69.9	10813	20071	188	1965万	9.57
以上平均	-	77.6	68.9	8970	29040	-	-	11.65

数据来源：SMM, 国信期货

图：碳达峰碳中和新能源新基建带来铜消费巨大潜力

领域	单位：万吨	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
光伏	China	24	38	73	90	105	117
	Ex-China	52	61	95	112	143	164
风电	China	37	27	40	47	52	57
	Ex-China	25	16	25	25	30	36
新能源汽车	China	28	55	62	78	90	103
	Ex-China	23	29	38	57	78	97
总计	China	89	120	176	216	246	277
	Ex-China	100	106	157	194	251	298
光伏新铜消费量		188	226	333	409	497	575
全球铜消费量		2415	2452	2547	2630	2755	2874
光伏新耗铜占比(R)		8%	9%	13%	16%	18%	20%
传统领域铜消费量		2227	2226	2214	2221	2258	2299



数据来源：SMM, 国信期货

然而，我国铜产业链关键原材料铜精矿严重依赖海外进口，随着我国经济的持续发展和铜产业发展，对铜精矿产品的需求将会持续增加，我国有色金属精矿供应缺口持续扩大，原材料对外依存度持续走高。国内铜金属市场属于卖方市场，位于上游的铜金属采选企业依靠其基础性资源而获得优势地位，铜金属采选企业的市场供给能力将会极大地影响下游冶炼、加工企业的生产经营活动。值得注意的是，2023年欧盟公布《关键原材料法案》首次将铜镍和铝上游材料添加到战略材料清单，以呼应欧洲企业希望更快更易获得相关许可和资本支持需求，另有欧洲企业呼吁将锌等其他金属也加入战略材料清单，因欧盟战略矿产所定相关原材料自给率保障或将出现供应不稳的局面。

图：战略性关键原料事关各主要经济体产业链供应安全和稳定



数据来源：国土资源部，国信期货整理

图：2024 年全球超级选举大潮落后，敏感点叠加牵动市场神经，2025 年大变局惊涛骇浪

2024年是全球超级选举大年，有超过80个国家和地区举行超百场选举活动，覆盖42亿人，占全球总量41%，占全球总GDP的42%。海外风高浪急惊涛骇浪将至，**美国大选政治极化引发黑天鹅**，俄乌冲突、中东乱局地缘冲突当事方以色列和乌克兰当局首脑面临内外交困骑虎难下。为审慎应对外部环境不确定性、安全威胁多发性、社会风险复杂性等诸多挑战，聚焦2024-2025年全球国别（地区）风险敏感时点，尤其是政治选举日期、敏感民族宗教节日、各类纪念日/假期等敏感时点，警惕2024年选举年期间地缘政治暴力冲突黑天鹅风险爆发及2025年大变局惊涛骇浪。



数据来源：国际选举制度基金会，国信期货

无独有偶，2023 年美国能源部正式将铜列入其关键材料名单，标志着继中欧日印和加拿大之后，美国政府首次将铜列入官方“关键”名单。美国关键材料清单目前包括电工钢、铜铝镁镍钴锂、镨钕镱铽镓、铂铱、氟、天然石墨、硅和碳化硅，上述矿物将获得美国抗通胀方案税收减免。美国能源部支持本国清洁能源转型将重点识别并保障关键材料未来供应安全，其关键材料供应链包括太阳能板、风力发电机、电力电子元件、照明和电动汽车等相关行业。从更广泛的大宗关键原料产业链视野来看，2024 年海外正迎来包括欧美俄等多个经济大国和“关键资源国”选举换届后的巨大冲击变化。

面对百年变局加速演进下，大国博弈及地缘政治等因素复杂影响持续施压，有色为代表的全球实体经济供应链受制于区域经贸割裂与重塑，全球经贸往来的效率损失、成本增加、订单转移、产业冲击等多重

压力，目前我国大宗商品产业链贴近下游终端行业的需求仍有待恢复，生产企业深陷终端需求不振、产能过剩压力、行业利润萎缩的困局，这不仅导致大宗产业上下游企业经营和价格管理难度加大，还会通过全球产业竞争加大与行业内卷加速企业淘汰重整，产业处于供需重塑的转型阶段，这对于大宗商品阶段性的呈现生产成本提高、供需结构性偏紧，进而导致大宗商品呈现“畸形繁荣”境况，在大宗商品稳价保供工作推动下，关注原料端非理性的结构性上涨对我国产业链上下游均衡发展和复苏发展构成的冲击和掣肘。

4 铜市展望：宏观贸易预期摇摆 资金聚焦异动频频

从宏观方面来看，美国特朗普政府的重大政策转变正影响全球市场，其中大宗商品市场 2 月重点聚焦地缘博弈、贸易关税等方面。近年来，全球宏观变局加速演进，尤其是 2024 年海外超级选举年叠加大国博弈地缘乱局进一步冲击国际经贸关系。东西方产业链、价值链和供应链裂痕加深，全球经贸秩序遭受冲击，世界各国的和平发展与安全治理遭遇现实主义威胁。面对危机、冲突甚至战势升级，灰犀牛临近黑天鹅乱舞冲击着各国产业链安全，全球新一轮科技创新从合作到竞争到对抗，关键性产业链科技竞争加剧、资源品面临大国之间供应链争夺，不断出现一系列突发地缘政治因素导致大宗原料经贸重塑与供需错配。在这样的背景下，特朗普加征钢铝关税的举措引发了诸多关注，对包括铜铝钢材黄金等商品贸易可能带来后续更多的深远影响。

目前全球正处于上一轮“传统制造业发展”阶段中后期和新一轮“科技创新产业变革”阶段的中前期，中国实体经济增长从传统制造业分工下的“世界工厂”逐步向新质生产力引领的“先进产业体系”转型。目前我国铜为代表的有色产业链比较完整且规模庞大，考虑到我国建立的比较完整的工业体系还有进一步升级转型空间，且我国人口基数巨大、区域发展不平衡，要真正完成工业化转型升级、全社会电气化及智能 AI 网联发展还有极大升级潜力。而考虑到我国制造业体系齐全及内外消费双循环战略发展，预计我国将在更长时间内持续维持在铜消费的高峰平台期，中国铜消费峰值的最早预估时点或将延长至 2025-2030 年左右，而 2024 年全球铜价大涨屡创价格纪录后快速回落，也受到更多金融属性和中长期行业预期推动。

从铜产业基本面而言，当前我国有色为代表的大宗商品板块仍可总结：“宏观地缘政策主导市场、现实与预期冰火两重天”，现阶段全球矿业资源为代表的供应不足题材仍发酵，同时相关国家频频禁止或限制贸易、国有化或强制转让、提高特许权门槛、停止或重新谈判现有商业合同等措施加剧市场风险，然而供需短期错配并不能支持原料端价格持续健康牛市，更多是上游关键资源品的畸形繁荣。目前国内外与产业政策的利好预期加大，其中铜为代表的有色板块股期相关资产价格不乏上演冲高回落式的“弱现实强预期”题材炒作行情，然而阶段性上涨主要因投资者对国内外货币政策流动性缓和与相关实体产业政策刺激预期的提前下注，这种短期透支政策预期的躁动情绪是否能持续？需依赖国内外宏观货币政策宽松和产业政策更多利好刺激，尤其是铜为代表的大宗原料对全球经济前景、中美关系变化及产业政策变化更敏感。

我国春节长假过后，我国从传统淡季中复苏，下游行业加大开工的表现强于预期，显示出 2025 年我国多家精铜杆大中型企业在手订单较稳定，预计 2025 年大企业景气度稳定扩张而中小企业持续萎缩态势将延续。考虑到宏观重塑供需贸易格局，聚焦铜金融定价异动频发，预计资金豪赌宏观政策、大国博弈冲击地缘、国际产业经贸低效高成本不稳定成新常态，上半年铜价可能呈现多轮巨幅震荡，过程中需警惕铜价重演多轮过山车式行情异动风险，3 月铜价将主要围绕 75000-82000 元/吨附近高位震荡。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。