

库存维持低位，铜价高位震荡

——铜月度展望

报告导读

供应端，海外铜矿供应事故频发，全球铜矿产量计划持续下调，铜精矿加工费持续维持负值。精炼铜炼厂利润维持低位，叠加全球铜市物流依然扭曲，全球精炼铜库存维持低位水平。需求方面，高铜价对于下游需求存在一定制约，但电力及新能源需求保持刚性增长。整体看来，库存低位对铜价支撑仍存，短期价格重心维持高位。套利方面，进口利润维持历史低位水平，叠加出口盈利窗口开启，建议布局买 SHFE 抛 LME 的跨市反套头寸，关注海外关税政策变动

分析师：沈凡超

中央编号：BTT231

联系电话：852-4623 5564

邮箱：hector@cnzsqh.hk

相关报告

投资要点

□ 铜矿供应扰动不断，加工费维持历史低位

铜矿供应维持偏紧格局，加工费维持负值

□ 电解铜减产不及预期，整体供应维持增长趋势

副产品支撑炼厂利润，国内电解铜产量维持快速增长

□ 下游采购积极性不高，开工率不及往年

受高铜价抑制，电解铜需求整体维持弱势

□ 库存表现分化

海外持续去库，国内库存边际回升

□ 跨市套利建议布局买 SHFE 抛 LME 的跨市反套头寸

进口利润维持历史低位水平，叠加出口盈利窗口开启

风险提示

关税政策反复，美国经济数据大幅回落

正文目录

1. 铜矿供应扰动不断，加工费维持历史低位	4
1.1. 铜矿供应维持偏紧格局	4
1.2. 加工费持续维持负值	4
2. 再生铜进口逐步回升，精废价差回归至合理水平	5
3. 电解铜减产不及预期，整体供应维持增长趋势	5
4. 下游采购积极性不高，开工率不及往年	6
5. 终端需求表现分化	7
5.1. 电网投资维持高位增长	7
5.2. 房地产拖累延续	8
5.3. 家电需求保持韧性	8
5.4. 新能源汽车销量维持高速增长	8
6. 交易所库存表现分化	9
7. 跨市套利	10
8. 市场展望	10

图表目录

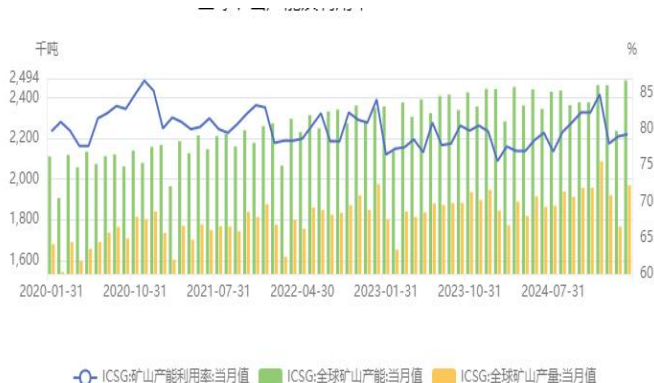
图表 1：全球矿山产能及利用率	4
图表 2：中国铜矿产量	4
图表 3：铜矿进口量	4
图表 4：进口铜矿加工费	4
图表 5：废铜进口量	5
图表 6：精废价差	5
图表 7：全球精炼铜产量及开工率	5
图表 8：中国电解铜产量	5
图表 9：炼厂利润	6
图表 10：炼厂开工率	6
图表 11：精炼铜进口量	6
图表 12：电解铜进口利润	6
图表 15：铜板带开工率	6
图表 16：黄铜棒开工率	6
图表 13：电解铜制杆开工率	7
图表 14：再生铜制杆开工率	7
图表 17：铜管开工率	7
图表 18：铜箔开工率	7
图表 19：电网基本建设投资额及同比增速	7
图表 20：电源基本建设投资额及同比增速	7
图表 21：30 大中城市成交面积	8
图表 22：房地产新开工、施工、竣工累计同比	8
图表 23：空调产量	8
图表 24：电冰箱产量	8
图表 25：汽车产量	9
图表 26：新能源汽车产量	9
图表 27：上海期货交易所库存	9
图表 28：中国境内社会库存	9
图表 29：COMEX+LME 库存合计	9
图表 30：伦敦金属交易所注销仓单	9
图表 31：COMEX-LME 价差	10
图表 32：LME 铜升贴水	10
图表 33：洋山铜溢价	10
图表 34：现货进口利润	10

1. 铜矿供应扰动不断，加工费维持历史低位

1.1. 铜矿供应维持偏紧格局

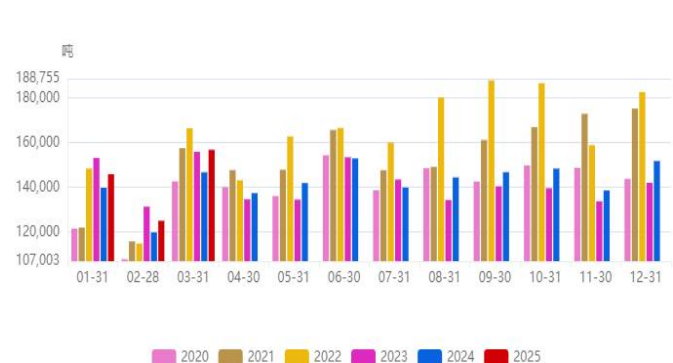
全球铜矿供给持续低于预期，巴拿马 Cobre 铜矿仍无复产时间表，政府仅允许月度维护，但库存精矿因长期闲置出现变质，再加工经济性极低。此外，受淹井事件影响，2025 年度卡莫阿-卡库拉铜矿产量计划指引将从 52-58 万吨下调至 37-42 万吨。今年铜矿加工费出现持续下滑，6 月中旬期间已下跌至极低水平，极端的加工费报价反映了铜精矿供给相对于冶炼产能的紧缺。由于下半年铜精矿供应不足问题难以缓解，2025 年下半年长协合同的进展仍然缓慢，中国铜冶炼厂在第一轮谈判中没有回应主要矿业公司安托法加斯塔 -15 美元/吨和 -1.50 美元/吨的 TC/RC 报价，预计下半年铜矿供应维持偏紧格局。

图表 1：全球矿山产能及利用率



资料来源：ICSG，浙商国际

图表 2：中国铜矿产量

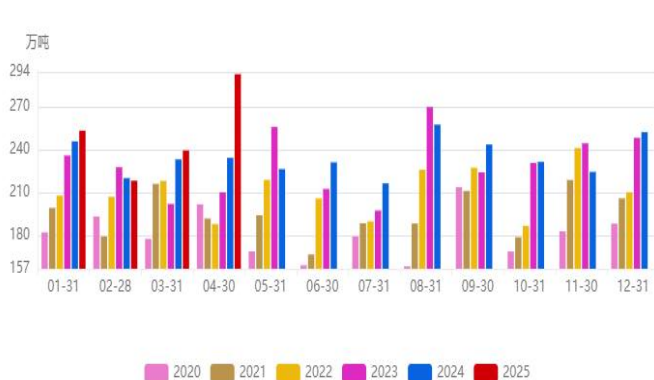


资料来源：SMM，浙商国际

1.2. 加工费持续维持负值

进口方面，2025 年 5 月中国进口铜精矿及其矿砂 293.5 万吨，环比增加 1 万吨；1-5 月中国铜矿砂及其精矿进口量为 1240.6 万吨，同比增长 7.4%。由于硫酸等副产品收益高企，加工费转负尚未拖累炼厂开工，国内炼厂对铜矿需求维持高位。

图表 3：铜矿进口量



资料来源：海关总署，浙商国际

图表 4：进口铜矿加工费



资料来源：SMM，浙商国际

2. 再生铜进口逐步回升，精废价差回归至合理水平

上半年废铜进口量依然维持平稳。1-4 月进口铜废碎料（海关编码 74040000）累计量为 77.7 万吨，同比下滑 0.7%，数据好于预期。由于关税预期存在，美国废铜进口量显著下滑，而国内企业及时调整策略，转向其他国家如日本、欧盟、东南亚等国家或地区寻求再生铜原料，从其他地区进口量出现增加，支撑进口总量降幅有限。截至 6 月，精废铜含税价差从之前高位回落至 1500 元/吨附近，逐渐回归至合理价差水平。

图表 5：废铜进口量



资料来源：海关总署，浙商国际

图表 6：精废价差



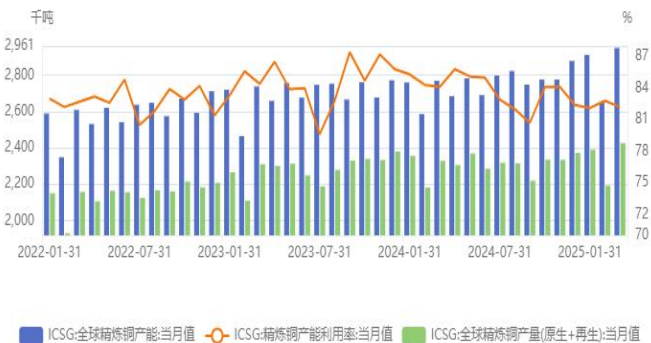
资料来源：SMM，浙商国际

3. 电解铜减产不及预期，整体供应维持增长趋势

2025 年 5 月中国精铜产量为 113.7 万吨，同比增加 9.49%。1-5 月国内精铜产量 545.5 万吨，同比增长 11.09%。SMM 调研数据显示，6 月仅有 1 家冶炼厂有检修计划，但产能利用率下降的企业数明显增加，因此，6 月总产量较 5 月或将有所下降。

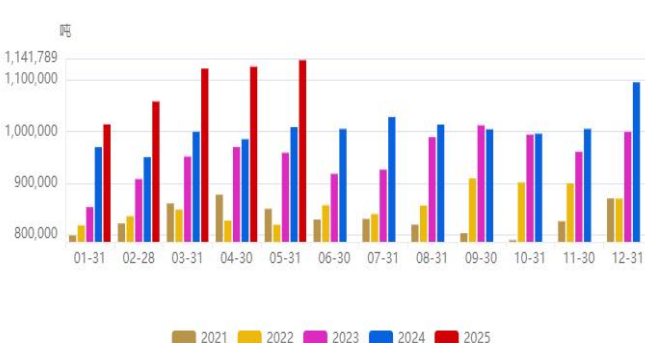
电解铜进口方面，2025 年 1-4 月中国精炼铜进口量 142 万吨，同比增加 4.5%，但 4 月单月进口环比下降 11%，主因近期进口亏损持续扩大。截至 6 月中旬，现货铜进口盈利约 -857 元/吨，进口窗口持续关闭，预计后市部分电解铜将出口至海外。

图表 7：全球精炼铜产量及开工率



资料来源：ICSG，浙商国际

图表 8：中国电解铜产量



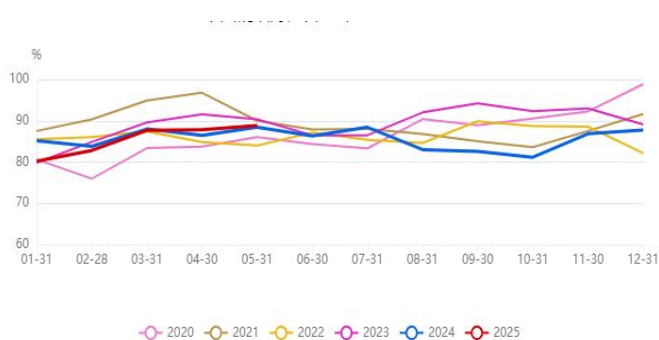
资料来源：海关总署，浙商国际

图表 9：炼厂利润



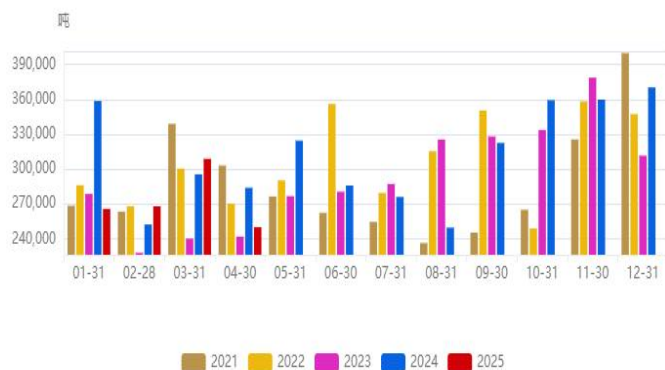
资料来源：SMM，浙商国际

图表 10：炼厂开工率



资料来源：SMM，浙商国际

图表 11：精炼铜进口量



资料来源：海关总署，浙商国际

图表 12：电解铜进口利润

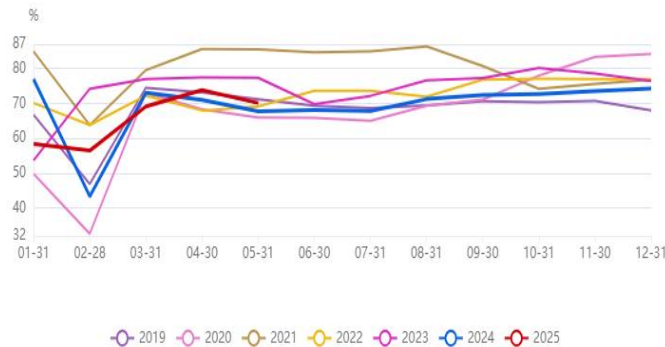


资料来源：SMM，浙商国际

4. 下游采购积极性不高，开工率不及往年

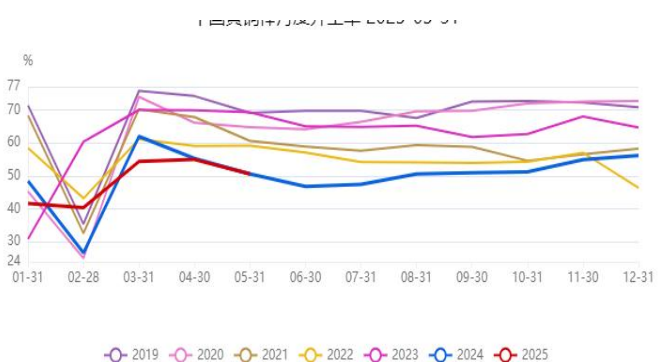
下游加工企业开工率不及预期，成品库存略有累库，加工企业采购比较谨慎，对高价货源接受度不高。现货市场成交处于消费淡季，电解铜现货小幅贴水。

图表 15：铜板带开工率

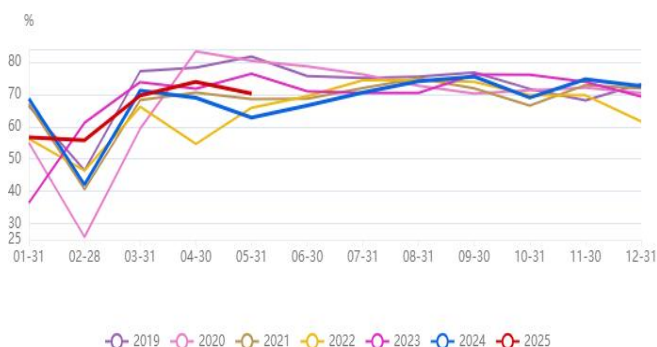


资料来源：SMM，浙商国际

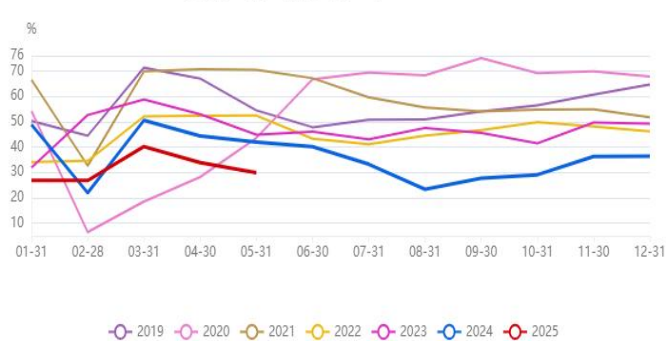
图表 16：黄铜棒开工率



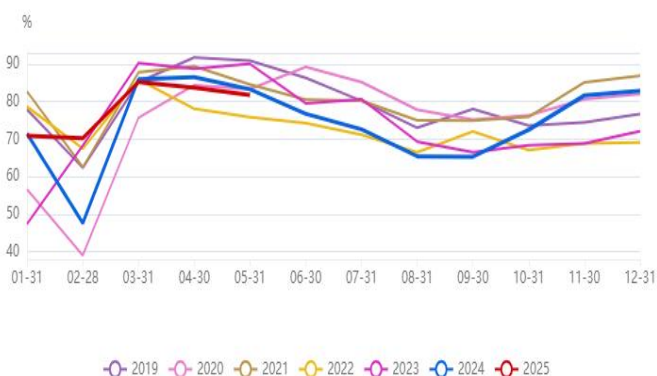
资料来源：SMM，浙商国际

图表 13：电解铜制杆开工率


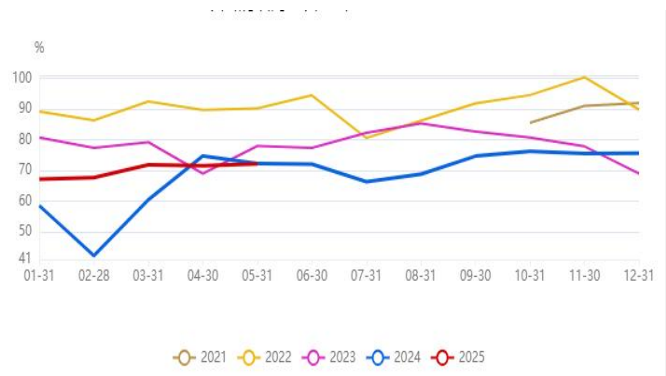
资料来源：SMM，浙商国际

图表 14：再生铜制杆开工率


资料来源：SMM，浙商国际

图表 17：铜管开工率


资料来源：SMM，浙商国际

图表 18：铜箔开工率


资料来源：SMM，浙商国际

5. 终端需求表现分化

5.1. 电网投资维持高位增长

电力电网方面, 2025 年 1-4 月电网基本建设投资累计完成额 1408 亿元, 同比增长 14.6%; 1-4 月电源基本建设累计投资 1933 亿元, 同比增长 1.6%。由于电网改造需求维持高位, 后续电网投资料将维持高速增长。

图表 19：电网基本建设投资额及同比增速

图表 20：电源基本建设投资额及同比增速

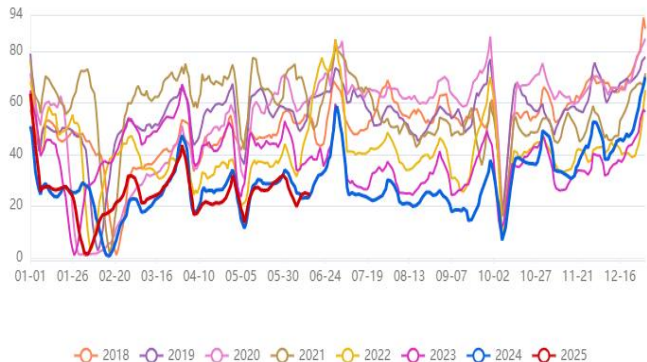

资料来源：SMM，浙商国际

资料来源：SMM，浙商国际

5.2. 房地产拖累延续

房地产方面，2025 年 1-5 月房屋新开工面积、施工面积、竣工面积、销售面积累计同比分别为下降 22.8%、9.2%、17.3%、2.9%。地产销售低位企稳，但竣工延续大幅下滑。

图表 21：30 大中城市成交面积



资料来源：SMM，浙商国际

图表 22：房地产新开工、施工、竣工累计同比

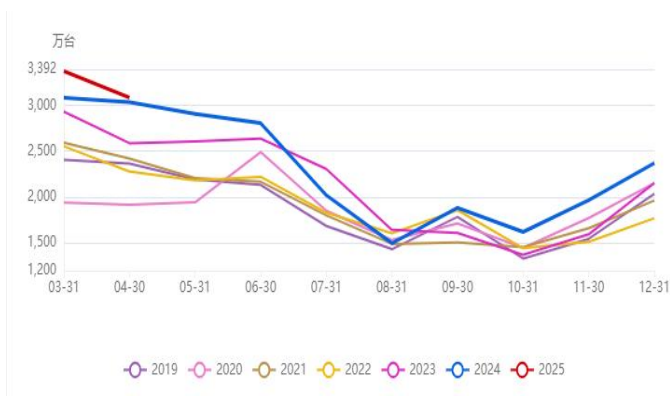


资料来源：SMM，浙商国际

5.3. 家电需求保持韧性

家电方面，以旧换新等政策推动家电需求维持增长态势。产业数据显示，2025 年 5 月家用空调内销排产 1437 万台，较去年同期内销实绩增长 15.4%，6 月内销排产 1361 万台，同比增长 28.8%。2025 年 5 月冰箱内销排产 330 万台，同比下降 3.4%。2025 年 5 月洗衣机内销排产 319 万台，较去年同期内销实绩增长 4.6%。

图表 23：空调产量



资料来源：SMM，浙商国际

图表 24：电冰箱产量



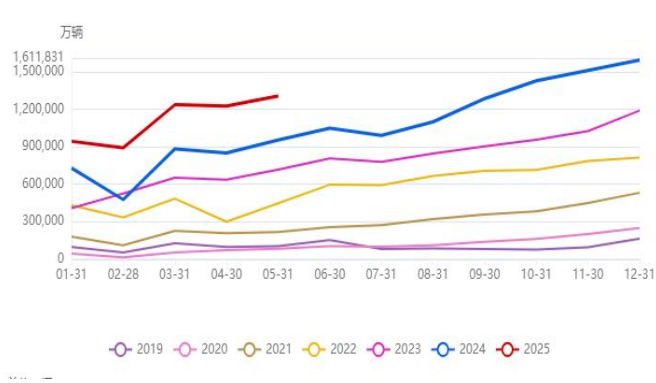
资料来源：SMM，浙商国际

5.4. 新能源汽车销量维持高速增长

汽车方面，国内 2025 年 5 月汽车产量 264.9 万辆，同比增长 11.6%，1-5 月汽车产量累计产量 1282 万辆，同比增长 12.7%；新能源汽车方面，5 月产量 127 万辆，同比增长 35%，1-5 月累计产量 570 万辆，同比增长 45.2%。

图表 25：汽车产量

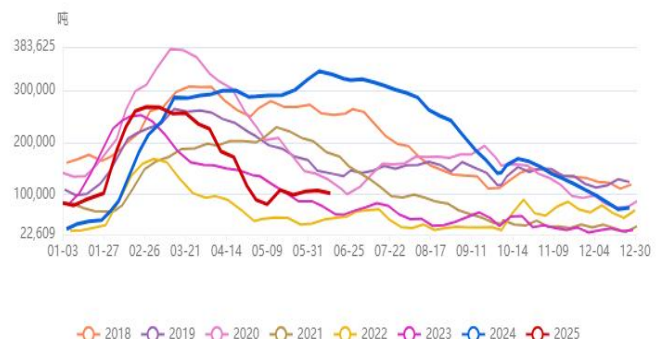

资料来源：SMM，浙商国际

图表 26：新能源汽车产量


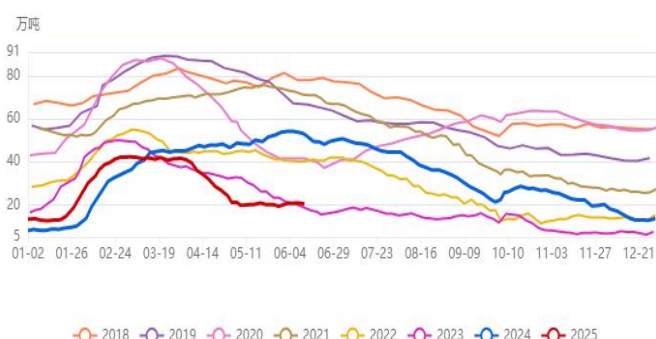
资料来源：SMM，浙商国际

6. 交易所库存表现分化

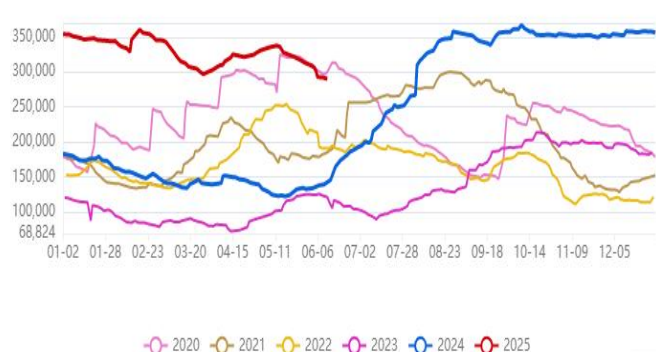
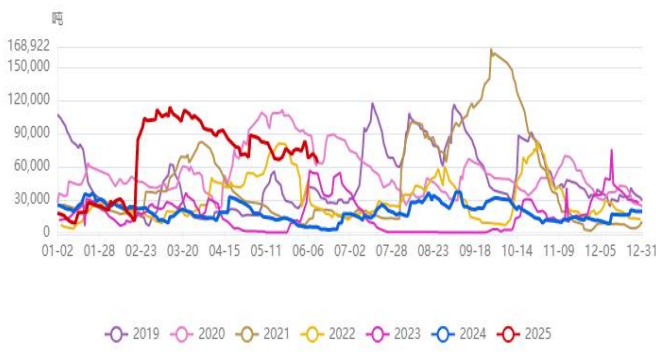
截至 6 月，LME 和 COMEX 铜库存合计为 29.1 万吨，较上月环比下降 3.2 万吨。截至 6 月，上期所库存铜库存约为 10.2 万吨，较上月环比增加约 0.4 万吨。截至 6 月，中国电解铜社会库存约为 20 万吨，较上月环比减少 0.8 万吨。由于全球铜贸易商仍转运铜前往美国交割，海运在途库存持续增长，海外铜库存或将持续维持低位。

图表 27：上海期货交易所库存


资料来源：SHFE 官网，浙商国际

图表 28：中国境内社会库存


资料来源：SMM，浙商国际

图表 29：COMEX+LME 库存合计

图表 30：伦敦金属交易所注销仓单


资料来源：LME 官网，浙商国际

资料来源：LME 官网，浙商国际

7. 跨市套利

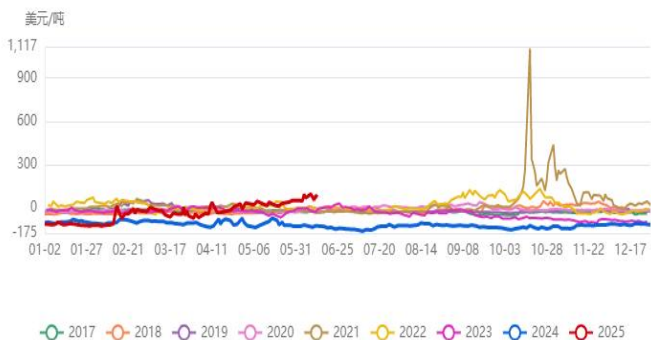
由于现货贸易流转向美国，LME0-3 升贴水持续走高，而国内下游需求进入淡季，目前仍维持贴水结构。但从月差结构来看，当前价差结构扭曲，远月合约维持 BACK 结构，跨市反套或存在移仓收益。由于国内电解铜出口盈利窗口已经打开，国内部分炼厂计划出口电解铜进行交割套利。当前进口利润（-857）处于历史低位水平，美国加征关税落地后，价差有望持续收敛至正常水平，建议布局买 SHFE 空 LME 的跨市反套头寸。

图表 31：COMEX-LME 价差



资料来源：LME 官网，浙商国际

图表 32：LME 铜升贴水



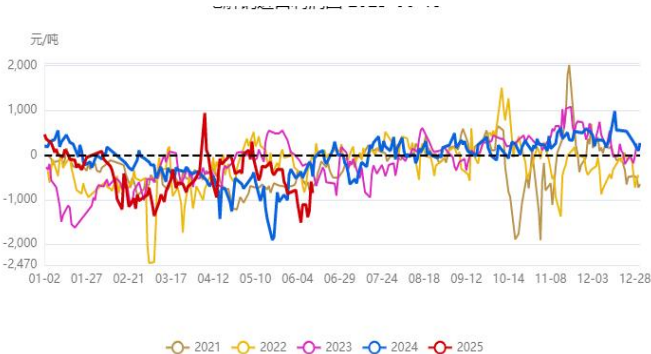
资料来源：LME 官网，浙商国际

图表 33：洋山铜溢价



资料来源：LME 官网，浙商国际

图表 34：现货进口利润



资料来源：LME 官网，浙商国际

8. 市场展望

供应端，海外铜矿供应事故频发，全球铜矿产量计划持续下调，铜精矿加工费持续维持负值。精炼铜炼厂利润维持低位，叠加全球铜市物流依然扭曲，全球精炼铜库存维持低位水平。需求方面，高铜价对于下游需求存在一定制约，但电力及新能源需求保持刚性增长。整体看来，库存低位对铜价支撑仍存，短期价格重心维持高位。套利方面，进口利润

维持历史低位水平，叠加出口盈利窗口开启，建议布局买 SHFE 抛 LME 的跨市反套头寸，关注海外关税政策变动

风险披露及免责声明

负责撰写本报告的分析员是浙商国际金融控股有限公司（“浙商国际”）的持牌代表及证监会持牌人士（沈凡超，中央编号：BTT231），该（等）分析员及其有联系人士没有在有关香港上市公司内任职高级人员、没有持有有关证券的任何权益、没有在发表此报告 30 日前处置或买卖有关证券及不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖有关证券。

本报告所包含的内容及其他资料乃从可靠来源搜集，这些分析和信息并未经独立核实及浙商国际并不保证其绝对准确和可靠，且不会承担因任何不准确或遗漏而引起的任何损失或损害的责任。

本报告的版权为浙商国际及其关联机构所有，仅供浙商国际及其关联机构在符合其司法管辖区的注册或发牌条件下使用，并禁止任何人士在没有得到浙商国际的书面同意下透过任何媒介或方式复制、转发、分发、出版或作任何用途，否则可能触犯相关法规。

投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升可跌，而过往表现并不反映将来之表现。本报告只供一般参考，不应视为作出任何投资或业务决策的基础，亦不应视为邀约、招揽、邀请、意见或建议购买、出售或以其他方式买卖任何投资工具或产品。浙商国际建议投资者在进行投资前寻求独立的专业意见。任何人士因本报告之资料及内容而蒙受的任何直接或间接损失，浙商国际均不承担任何法律责任。

浙商国际金融控股有限公司

地址：香港上环德辅道中 199 号无限极广场 17 楼 1703-1706 室

客服热线：+852-2367 2367

传真：+852-2180 6598

电邮：cs@cnzsqh.hk

官网：www.cnzsqh.hk