



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

需求延续良好，供应决定高度

——2024年年度铜投资策略展望

分析师：李 野（F0285557，Z0002369）

2023. 12. 25

品种：铜

过剩预期可变，供求平衡可取

——2024年年度铜投资策略展望

- 主要驱动因素：美联储降息，矿山干扰率提升导致供应不及预期，新能源高增长。
- 供求角度：预计2024年美联储货币政策转为降息，国内刺激政策有望加码，宏观环境有利于铜价。矿供应将延续稳定增长，冶炼增速将大于精矿供应增速，精矿加工费大概率低位。国内电源投资有望延续高增长，新能源汽车有望稳固交通设备铜需求，家电有望持平，地产有效库存出清有利于地产企稳。
- 预计铜全球需求增速2.2%，供应增速2.4%，预计2024年供大于求5.5万吨。
- 预计价格主要运行区间：LME铜7000-10000美元/吨，上期所铜55000-78000元/吨。

国内铜价走势回顾

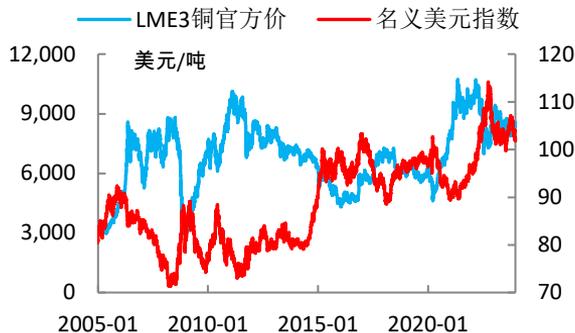


- 铜：2023年初美联储持续紧缩力度；3月份美国硅谷银行破产及向欧洲蔓延，加剧市场恐慌，铜价出现回落。随着美欧挽救措施出台，市场情绪逐步企稳。5月份美联储暗示加息接近尾声，中国新能源需求继续拉动铜需求，尤其是太阳能和风电装机同比大幅增长，推升铜价回升。三季度铜供需两旺，全球库存回升和预期过剩，导致铜价回落。四季度随着矿山干扰率提升，供应过剩预期存疑，叠加美联储鸽派言辞和国内持续经济刺激，铜价企稳回升。2023年铜价波动率与历年相比明显下降。

预计2024年美联储降息并支持铜价

- 美联储在12月份议息会议后的声明中明确表示“进入加息周期尾声，对降息的讨论已经启动，不会等通胀回到2%再降息”。
- 点阵图分布看，2024年降息预期集中在2-4次。市场预期明年3月首次降息。
- 由历史数据来看，美联储降息有利于铜价。

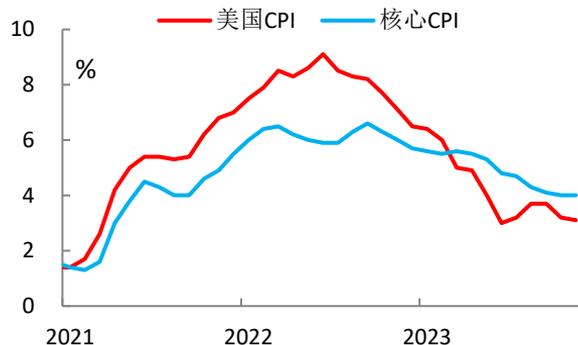
美元指数与LME铜价（美元/吨）



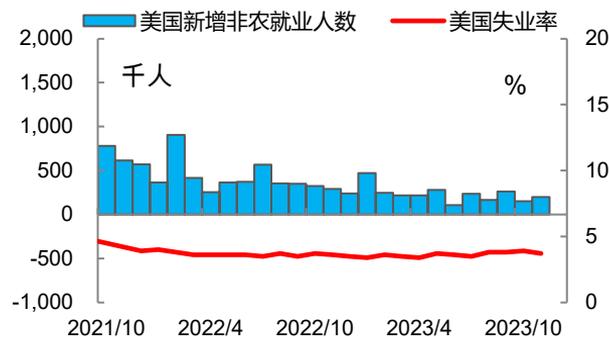
美国ISM制造业PMI（%）



美国CPI和核心CPI（%）



美国新增非农就业人数（千人）

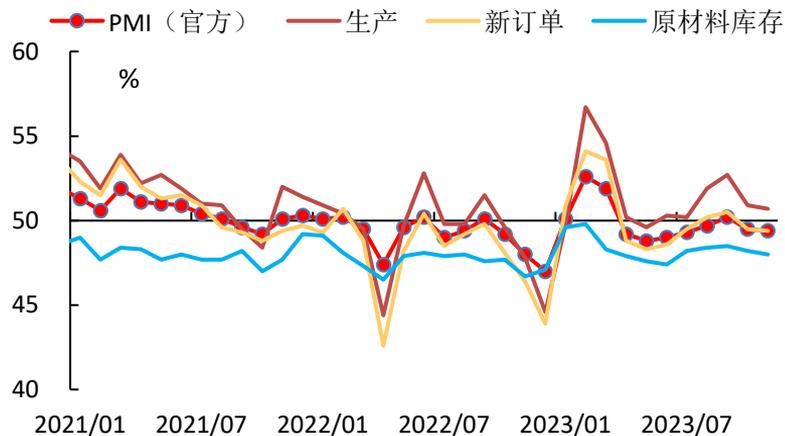


资料来源：Wind, 申万期货研究所

国内经济刺激有望加码

- 国内经济主要受地产疲弱的拖累，2023年前11个月的PMI数据中有7个月低于荣枯线。
- 虽然国内推出了多项地产扶持政策（取消限购、降低首付比例）、降息降准，但经济刺激仍需加码。
- 2023年人民币兑美元总体表现弱势，贬值幅度弱于2022年，弱势人民币汇率相对支撑了国内铜价。
- 2024年随着欧美加息结束并进入到降息周期，人民币汇率有望回升，并可能相对抑制国内铜价。

中国制造业PMI (%)



人民币兑美元汇率

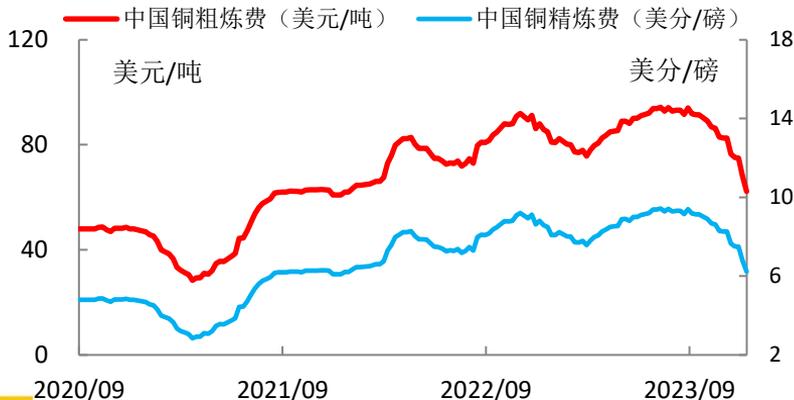


资料来源: Wind, 申万期货研究所

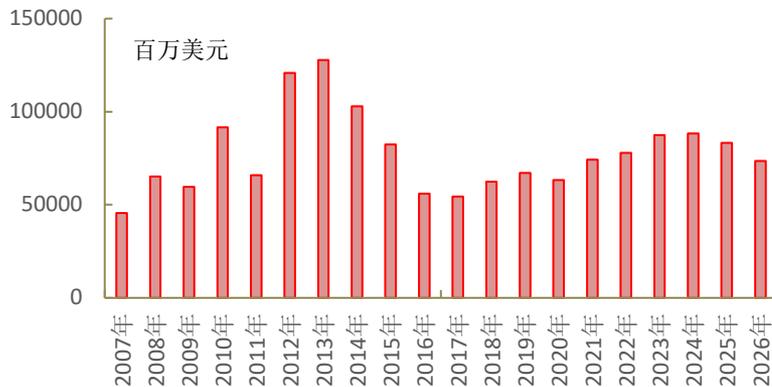
ICSG预计矿供应增速落后于冶炼增速

- 2024年长单进口精矿加工费敲定为80美元/吨和8.0美分/磅，较2023年下降10%。这与国际铜研究小组（ICSG）预期相符，即预计2024年矿供应增速落后于冶炼增速。
- 最新周度精矿加工费已达到62.2美元/吨，较9月份的95美元/吨明显回落。
- 近年来矿供应的高速增长，受益于2012-2015年全球矿山投资的大幅增长。2025-2030年矿供应增速可能会逐步放缓。

中国进口精矿加工费（美元/吨，美分/磅）



全球主要矿企资本支出现金流（百万美元）



全球新增铜矿山项目及数量

全球新增铜矿山项目及数量（单位：千吨）

| 国家 | 矿山名称 | 2022年 | 2023年 | 2024年 |
|------------|--------------------------|-------|-------|-------|
| Botswana | Khoemacau | 32 | 55 | 55 |
| Chile | Chuquicamata Underground | 95 | 150 | 200 |
| Chile | Mantoverde | 0 | 0 | 25 |
| Chile | Quebrada Blanca Phase II | 0 | 180 | 235 |
| Chile | Spence Growth Operation | 134 | 180 | 185 |
| DRC | Deziwa Expansion SXEW | 0 | 0 | 60 |
| DRC | Kamoa-Kakula | 341 | 380 | 430 |
| DRC | Kinsevere | 0 | 0 | 10 |
| DRC | Kisanfu SXEW | 0 | 10 | 40 |
| DRC | Mutoshi SXEW | 0 | 10 | 30 |
| DRC | Tenke Fungurume Mill | 0 | 0 | 50 |
| Mexico | Buenavista Zinc | 0 | 15 | 20 |
| Mongolia | Oyu Tolgoi Underground | 134 | 150 | 250 |
| Peru | Mina Justa | 34 | 50 | 55 |
| Peru | Quellaveco | 90 | 300 | 340 |
| Russia | Udokan | 0 | 20 | 70 |
| US | Gunnison | 0 | 5 | 10 |
| US | Pumpkin Hollow O/P | 0 | 0 | 10 |
| Uzbekistan | Almalyk | 125 | 160 | 220 |
| Zambia | Konkola Deep | 15 | 20 | 35 |
| | | 1000 | 1685 | 2330 |
| | 年度新增（千吨） | | 685 | 645 |

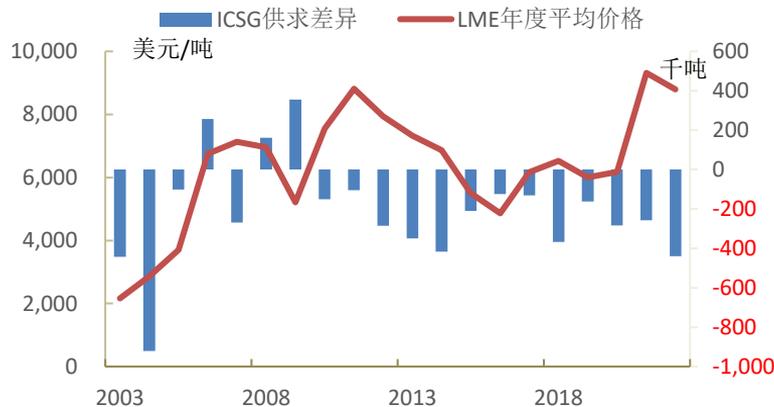
多数机构预计明年过剩

- 各机构预测结果主要焦点是对明年矿供应增加的数据存在差异，对需求的预期增加集中在新能源（风光电、新能源汽车）。国际铜研究小组、麦格里和中金公司预计明年过剩，彭博基本情形预计平衡，高盛预计缺口。
- 由国际铜研究小组的供求差异历史数据来看，与铜价的相关性仅为20%，准确性并不高。
- 伍德麦肯兹数据显示，全球矿山成本九十分位数为6780美元/吨，呈现逐年抬升的势头，主要因品位逐年下降。

各机构对2024年供求预期汇总

| 机构名称 | 2024年供求关系预计 |
|---------|----------------|
| 国际铜研究小组 | 过剩46.5万吨 |
| 麦格里 | 过剩46万吨 |
| 彭博 | (基准情形) 过剩0.5万吨 |
| 高盛 | 缺口15.5万吨 |
| 中金公司 | 过剩扩大，下方矿山成本支撑 |

ICSG供求差异与LME铜价（千吨、美元/吨）



资料来源：ICSG、SMM、中金公司、Bloomberg, 申万期货研究所

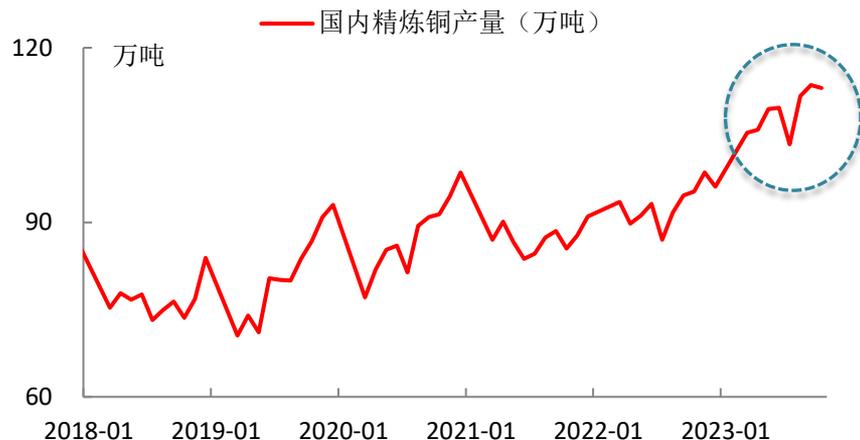
预计2024年国内冶炼产量延续高增长

- 11月精炼铜产量114.0万吨，同比增长12.3%；1-11月累计产量1181.1万吨，同比增长13.3%。11月份未锻轧铜及铜材进口量为55万吨，1-11月进口量为504万吨，同比减少5.9%。国内供应的增加使得进口量下降。
- 根据Mysteel预计，2024年国内精铜预计产量约1252.75万吨，较2023年增加102.63万吨，增幅8.92%。

中国未锻造铜进口（吨）



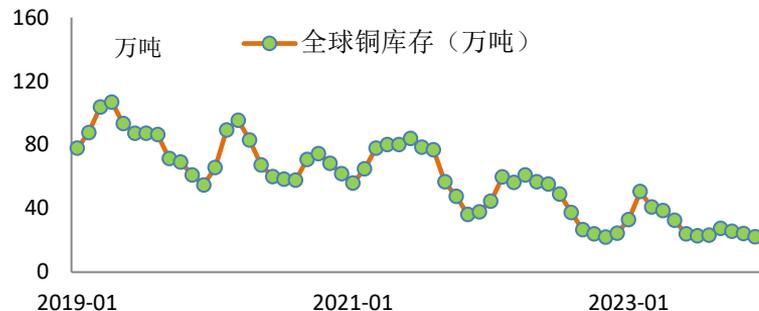
中国精炼铜产量（万吨）



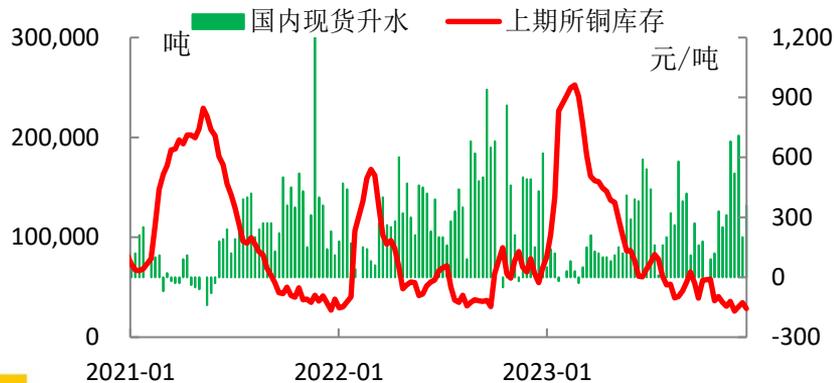
全球库存总体低位

- 2023年年初季节性回升，之后LME+COMEX+上期所+上海保税库铜库逐月下降，目前仅为22万吨，为15年来低位。
- 2023年LME库存持续增加，主要因中国进口下降，现货贴水曾达到100美元/吨低点，而国内由于低库存持续现货升水。
- 上海保税库降至1万吨，而历史峰值为80万吨。

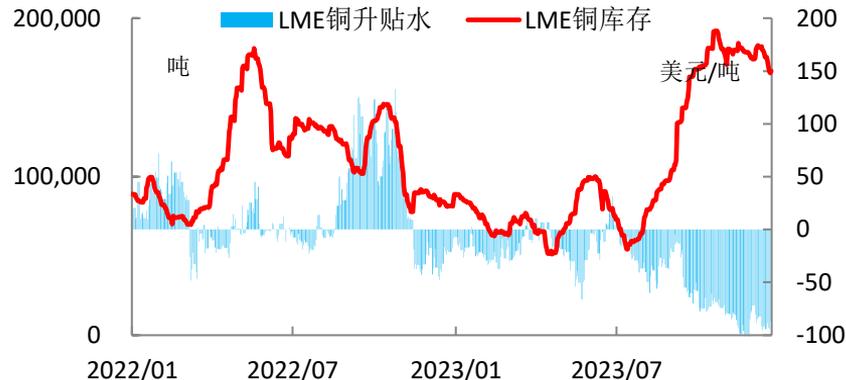
全球铜库存（SFE+LME+COMEX+上海保税库，万吨）



上期所库存和国内现货升贴水（吨、元/吨）



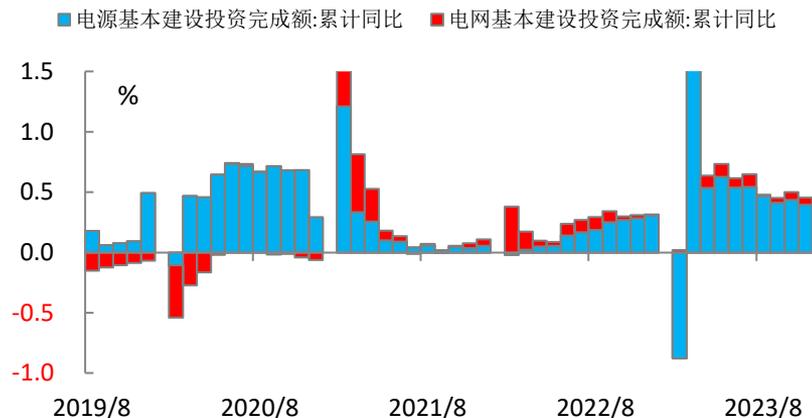
LME铜库存和现货升贴水（吨，美元/吨）



资料来源：Wind, 申万期货研究所

电力：风、光电装机有望延续高增长

- 为改善能源结构，在“碳达峰、碳中和”的背景下，随着太阳能发电度电成本与火电基本相当，太阳能装机高速增长。
- 1-11月份太阳能发电装机同比增加149%，风电同比增加83%，两项估算年度新增铜需求约40-50万吨
- 1-11月份电网投资投资额好于2022年同期，但与弱于2016-2021年。

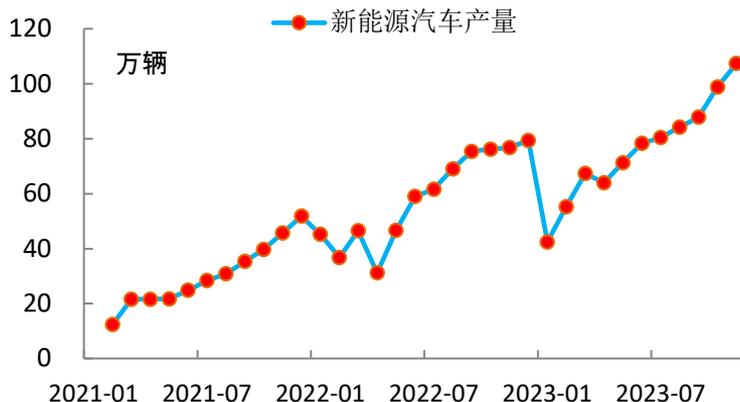


国内电源铜需求增量测算（万吨, 万千瓦, %）

| 新增发电量（万千瓦） | 水电 | 火电 | 核电 | 风电 | 光电 | 附注 |
|--------------|--------|-------|------|-------|--------|--------------------------|
| 2023年1-11月份 | 939 | 4,655 | 119 | 4,139 | 16,388 | 注：风电0.9万吨/GW；光电0.45万吨/GW |
| 2022年1-11月份 | 2,060 | 3,333 | 228 | 2,252 | 6,571 | |
| 增速 | -54.4% | 39.7% | 0.0% | 83.8% | 149.4% | |
| 折合年铜需求增量（万吨） | | | | 6.8 | 41.1 | |

交通设备：预计新能源渗透率提升巩固铜需求

- 2023年1-11月份汽车产销同比分别增长10%和10.8%，明显好于预期。11月份新能源渗透率达到34.5%，全年将达到31.0%。
- 2023年燃油车购置税减免取消，新能源汽车购置税延长至2027年，渗透率有望继续提高。
- 欧美提高新能源车进口关税，掣肘新能源车出口。

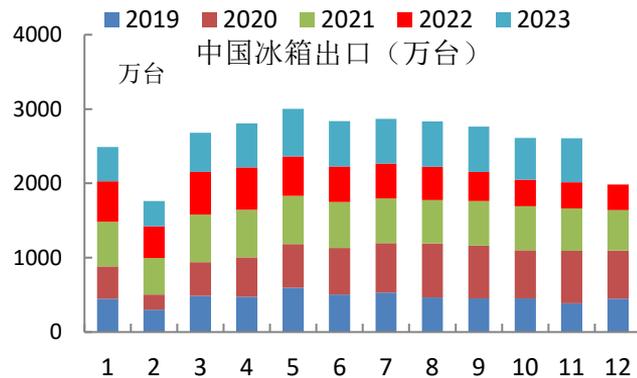
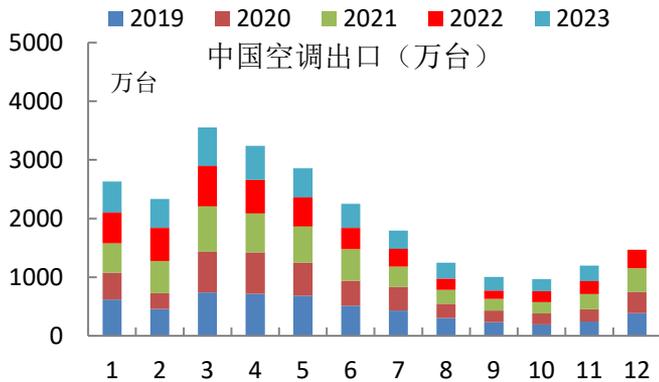
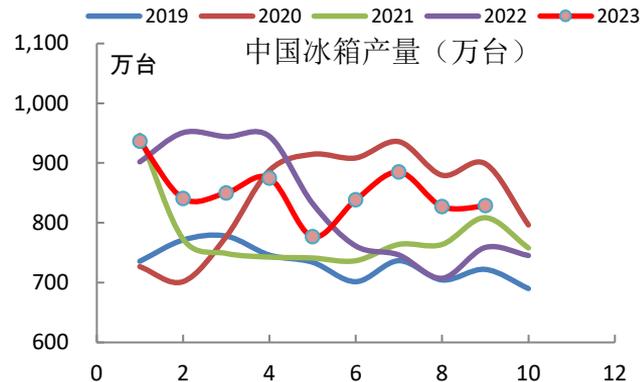
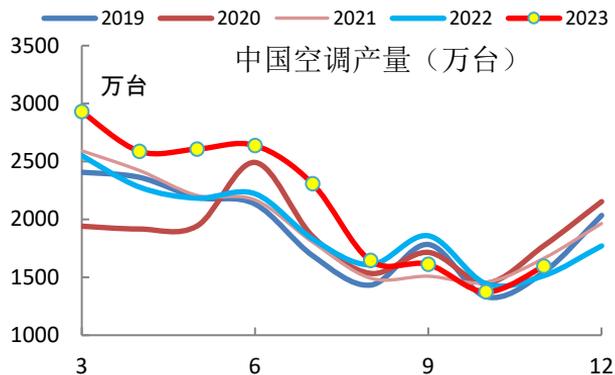


国内新能源汽车铜需求增量测算 (辆、万吨)

| | 乘用车：纯电动 (83KG/辆) | 乘用车：插电混 合动力 (60KG/辆) | 乘用车：普通混 合动力 (38KG/辆) | 乘用车：传统燃 油车 (23KG/辆) | 商用车：传统燃油 (26KG/辆) | 商用车：纯电动 (110KG/辆) | 年产量 (辆) |
|-----------|---------------------|----------------------------|----------------------------|---------------------------|----------------------|----------------------|------------|
| 2023年全年F | 5,978,354 | 2,723,337 | 714,385 | 16,081,694 | 3,607,433 | 400,172 | 29,505,375 |
| 耗铜量 (万吨) | 49.620 | 16.340 | 2.715 | 35.380 | 9.379 | 4.402 | 119.44 |
| 2022年全年 | 5,121,901 | 1,576,798 | 842,278 | 16,272,474 | 2,877,163 | 306,817 | 26,997,431 |
| 耗铜量 (万吨) | 42.512 | 9.461 | 3.201 | 35.799 | 7.481 | 3.375 | 103.46 |
| 耗铜增量 (万吨) | | | | | | | 15.99 |

家电：预计产量持平

- 1-11月空调产量同比增长12.6%，冰箱同比增长14.5%，洗衣机同比增长20%，彩电同比下降1.3%。
- 1-11月份空调出口增加3.4%以上，表现好于预期。
- 空调产量高增长主要得益于“保交楼”、疫情解封后消费释放等因素。
- 预计2024年家电产量在2023年高基数的情况下可能持平。

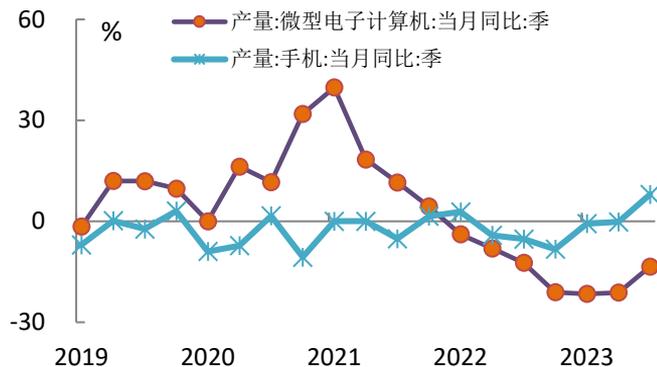
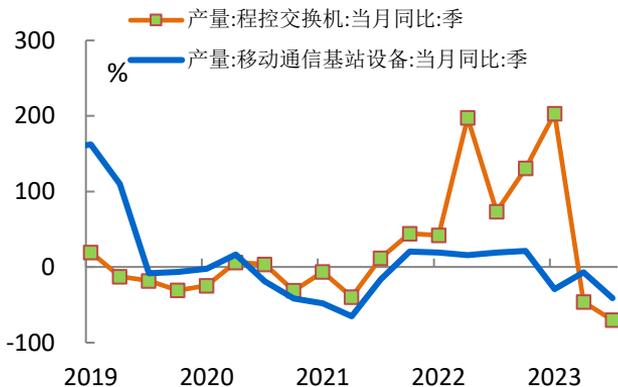


地产：有望企稳；电子通信：拖累有限

■ 1-11月份施工面积、开工面积和房地产投资依旧负增长。竣工面积同比增加17.9%，受保交楼利好带动。

■ 由于地产对经济的拖累，国家持续出台房地产扶持政策，如：解除限购、降低首付等。随着有效库存出清，预计2024年地产行业有望企稳。

■ 2024年电子通讯行业可能延续疲弱，由于铜需求占比较低，影响有限。



资料来源：Wind, 申万期货研究所

预期2024年供大于求5.5万吨

- 供应：预计2024年矿供应延续增长，彭博预计新增精矿产量64.5万吨，增速约为2.4%。
- 需求：预计国内太阳能和风电投资高增长将继续拉动铜需求，新能源汽车渗透率提升有望巩固交通设备行业铜续期，家电产量可能持平，地产随着有效库存出清，有望企稳。
- 供求差异：预计2024年供大于求5.5万吨。

全球精铜供求平衡表（万吨，%）

| 下游行业 | 国内需求占比 | 2024年国内铜需求 预计（全年） | 对国内总铜需 求贡献（全 年） | 境 外 需 求 与 矿 供 应 不 同 情 况 下 | 全球其它地区 消费预计增速 （占45%） | 预计全球消费 增速 | 2024年铜产 量 （万吨） | 2022年新 增矿供应 （万吨） | 供应增速 | 主观观点 | | |
|--------|--------|----------------------|-----------------------|---|----------------------------|--------------|----------------------|------------------------|------|------|---------------------------------|------|
| 电力 | 46.0% | 6.0% | 2.8% | | 2756 | 1.0% | 2.1% | 60 | 65 | 2.2% | 供求差异 +0.2%， 约为5.5万 吨过剩 | |
| 家电 | 14.6% | 0.0% | 0.0% | | | 1.2% | 2.2% | | | 70 | | 2.5% |
| 交通运输 | 11.0% | 2.0% | 0.2% | | | 1.5% | 2.3% | | | 80 | | 2.9% |
| 建筑 | 9.4% | 5.0% | 0.5% | | | 2.0% | 2.5% | | | | | |
| 电子设备 | 7.5% | -5.0% | -0.4% | | | | | | | | | |
| 其它 | 11.5% | -1.0% | -0.1% | | | | | | | | | |
| 国内需求增速 | | | 3.0% | | | | | | | | | |

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 预计2024年美联储货币政策转为降息，国内刺激政策有望加码，宏观环境有利于铜价。
2. 矿供应将延续稳定增长，冶炼增速将大于精矿供应增速，精矿加工费大概率低位。
3. 国内电源投资有望延续高增长，新能源汽车有望稳固交通设备铜需求，家电有望持平，地产有效库存出清有利于地产企稳。
4. 预计全球需求增速2.2%，供应增速2.4%，预计2024年供大于求5.5万吨。

风险提示：

■ 宏观：

美联储货币政策超预期变化
国内经济意外放缓

■ 供应：

全球铜精矿增产超预期
全球矿山干扰率大幅提升

■ 需求：

国内电力投资、房地产、家电产量、新能源汽车产量超预期下降

■ 库存：

存在大量隐性库存

2024年年度铜期货操作建议

波段操作

- ❖ 如果铜价达到55000元/吨，建议买入，目标区间70000-71000元/吨；

套利操作

- ❖ 跨市套利持续跟踪进口套利空间，择机操作，关注人民币汇率变化。
- ❖ 跟踪期现价差，择机操作。

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的买入套期保值。



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

需求缺少亮点，低价考验供应

——2024年年度锌投资策略展望

分析师：李 野（F0285557，Z0002369）

2023. 12. 25

品种：锌

需求缺少亮点，低价考验供应

——2024年年度锌投资策略展望

- 主要驱动因素：预计矿供应增加，需求总体平稳，供大于求。
- 供求角度：国际铅锌研究小组预计2024年冶炼产量将增长3.3%。全球需求将增长2.5%，供大于求36.7万吨，目前矿山减产尚不能扭转过剩预期。

预计2024年国内基建可能小幅正增长、地产有望企稳，家电可能持平，交通设备轻微增长，下游需求轻微正增长。

- 预计价格主要运行区间：LME锌2000-3000美元/吨，上期所锌17000-24000元/吨。

国内锌价走势回顾

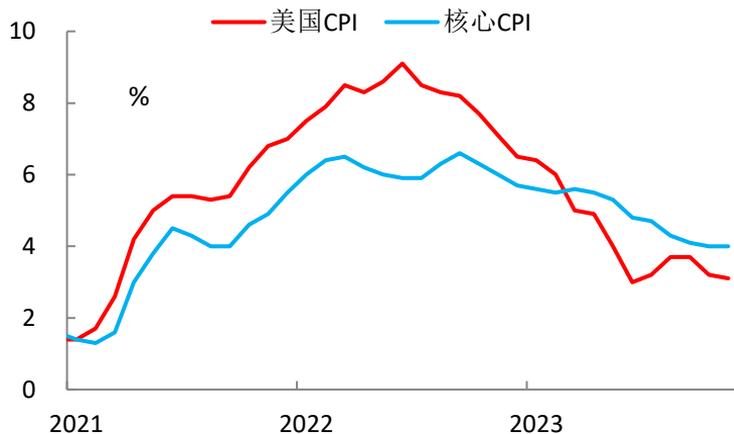


- 锌：年初欧美银行危机再次引发悲观预期，锌价跟随有色集体回落；虽然云南限电导致产量受限，需求的疲弱未能对锌价形成有效支撑；云南限电解除拉动产量明显恢复，供应持续宽松和需求平淡使得锌价跌至18600元/吨附近。随着库存持续低位，叠加矿山减产，以及需求尚可，锌价持续回升，并触及22000元/吨高点。四季度锌价总体窄幅区间波动。

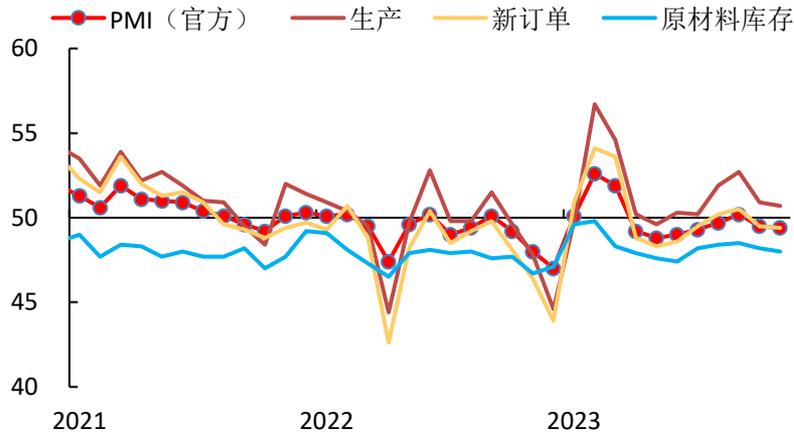
美联储进入降息周期，国内经济刺激有望加码

- 美联储主席在12月份议息会议后的声明中明确表示“进入加息周期尾声，对降息的讨论已经启动，不会等通胀回到2%再降息”。点阵图分布看，2024年降息预期集中在2-4次。市场预期明年3月首次降息。
- 国内经济主要受地产疲弱的拖累，2023年前11个月的PMI数据中有7个月低于荣枯线。虽然国内推出了多项地产扶持政策（取消限购、降低首付比例）、降息降准，但经济刺激仍需加码。

美国CPI和核心CPI (%)



美元指数与LME锌价 (美元/吨)



未来新增矿山项目

2021-2024年新增矿山产能统计（千吨）

| 国家 | 矿山项目(单位：千吨) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|--------------|-------------------------------------|--------|------|------|------|------|
| Algeria | Tala Hamza | 50 | 150 | 175 | 175 | 175 |
| Australia | Century Tailings | 273 | 273 | 273 | 273 | 273 |
| Australia | Dugald River | 170 | 170 | 170 | 170 | 170 |
| Australia | Mungana King Vol Project | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| Australia | Sulphur Springs Copper Zinc Project | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 |
| Burkina Faso | Perkoa | 58.256 | | | | |
| Canada | Middle Tennessee | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| Canada | Myra Falls | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| Cuba | Castellanos Project | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Eritrea | Asmara Project | | 60 | 120 | 120 | 120 |
| Eritrea | Bisha Expansion | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Greenland | Citronen | 0 | 50 | 100 | 150 | 150 |
| India | Rampura Agucha | 120 | 170 | 200 | 200 | 200 |
| Iran | Mehdiabad Expansion | 200 | 200 | 350 | 500 | 700 |
| Kazakhstan | Shalkiya | 120 | 160 | 160 | 160 | 160 |
| Mexico | Rey de plata | 24 | 36 | 36 | 36 | 36 |
| Peru | Santander | 24.7 | 24.7 | 24.7 | 24.7 | 24.7 |
| Portugal | Neves Corvo Expansion (ZEP) | 70 | 70 | 70 | 70 | 70 |
| South Africa | Gamsberg (Phase 1) | 250 | 250 | 250 | 250 | 250 |
| Sweden | Zinkgruvan Expansion | 8.25 | 8.25 | 8.25 | 8.25 | 8.25 |
| USA | Empire State Mine | 24 | 36 | 36 | 36 | 36 |
| | 增量（千吨） | | 266 | 315 | 200 | 200 |
| | | 1754 | 2020 | 2335 | 2535 | 2735 |

ILZSG预计矿供应增加，但锌价低位考验矿山

- 国际铅锌研究小组（ILZSG）认为全球锌矿产量2023年仅增长0.1%至1243万吨，预计2024年世界锌矿产量将增长3.9%至1291万吨。2023年，中国、印度、蒙古、秘鲁和俄罗斯联邦的产量将有所上升，每年产能为35万吨的Ozernoye新矿预计将在年底前投入生产。然而，这些预期的增长将在很大程度上被澳大利亚、玻利维亚、布基纳法索、加拿大、瑞典和爱尔兰的减少所抵消，这些矿山主要因锌价低迷而停产。
- 2024年，澳大利亚和俄罗斯联邦的大幅增长将是预测矿山产量增长的主要驱动力。预计波斯尼亚和黑塞哥维那、巴西、中国和墨西哥的产量也将增加，但爱尔兰、美国和葡萄牙的产量将下降。

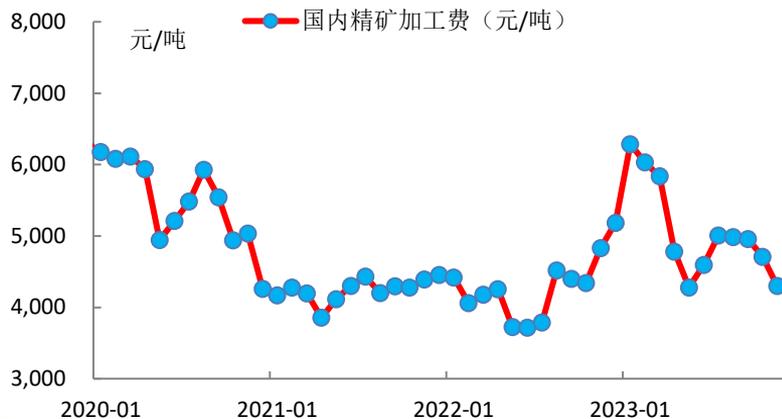
宣布停产矿山及其产能（万吨）

| 国家 | 矿山名 | 影响产量（万吨） | 原因 |
|-----|--------------|----------|----------------------|
| 美国 | Gordonsville | 3.8-4.5 | 锌价下降，成本较高 |
| | Cumberland | | |
| 爱尔兰 | Tara | 10.3 | 2024年矿品位下降 |
| 葡萄牙 | Aljustrel | 11 | 锌价下降，成本较高 |
| 秘鲁 | Islay | 0.8 | 锌价下降，成本较高，7月宣布停产 |
| 秘鲁 | Antemina | 14 | 2024年矿品位下降 |
| 美国 | Red Dog | 3.5 | 因设备故障产量下降，2024年矿品位下降 |

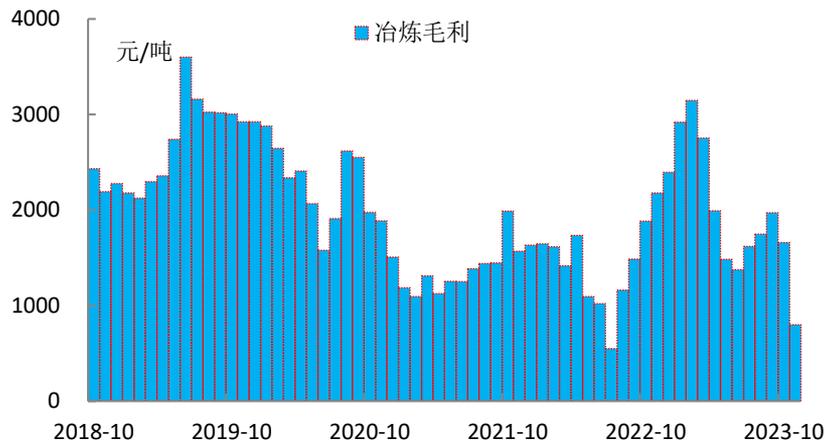
ILZSG预计冶炼产量正增长

- 年初以来国内精矿加工费持续回落，目前国产周度精矿加工费报价基本在4200-4600元/吨，进口加工费降至90美元/吨。
- 国际铅锌研究小组（ILZSG）预计2023年全球精炼锌金属产量将增长3.7%，达到1384万吨，2024年将增长3.3%，达到1430万吨。主要因中国产量的增长，预计2023年和2024年中国的产量将同比增加分别为6.7%和4.1%。

国内锌精矿价格（元/吨）



国内冶炼毛利估算（元/吨）



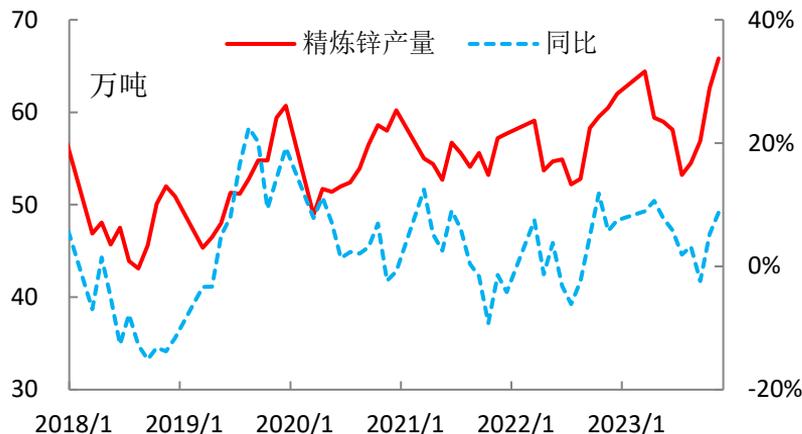
ILZSG预计冶炼增量来至中国、澳大利亚和挪威

- 在2022年下降11.6%后，预计2023年欧洲的产量将进一步下降2.6%。这主要是由于德国的预测减少，这将超过法国、意大利、荷兰、俄罗斯联邦和西班牙的预期增加量。2024年，除中国以外，澳大利亚和挪威的冶炼产预期也将强劲增长，预计2023年下半年将完成Odda冶炼厂的扩建。
- 2023年1-11月中国锌产量648.8万吨，同比增长7.3%。限电解除和冶炼利润尚可促使锌产量增长明显。一季度云南因降水不足导致出台限电措施，省内锌冶炼减产10%，二、三季度国内产量恢复增长。

ILZSG全球锌冶炼产量（千吨）



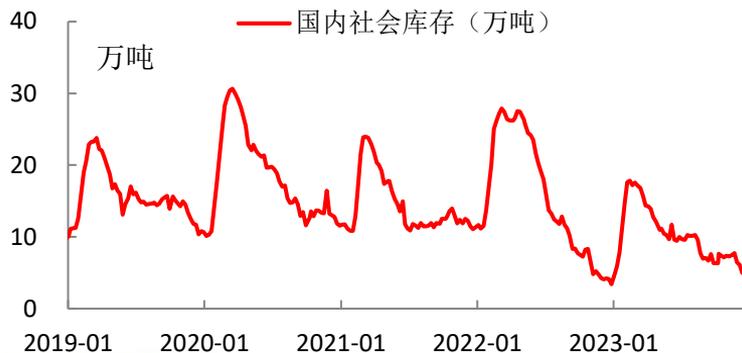
中国锌产量（万吨）



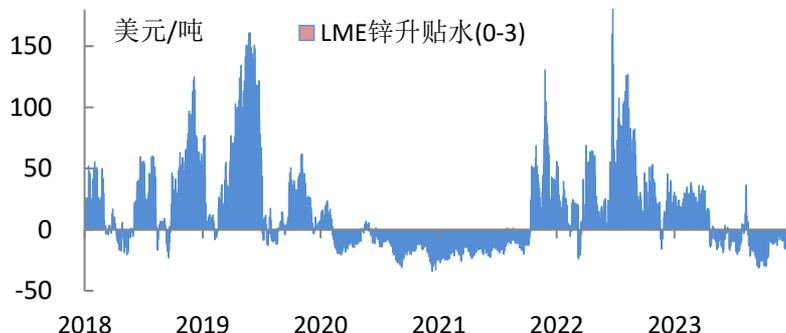
境内外库存和现货升贴水迥异

- LME库存四季度快速增加，由年初1.6万吨回升至目前的22万吨。而国内社会库存持续下降，接近年初的不足4万吨低点。
- LME库存快速回升，使得现货大多数时间表现贴水；而国内由于库存低位，现货表现持续升水。

国内锌社会库存（万吨）



LME现货升贴水（美元/吨）



LME库存（吨）



资料来源：Wind, 申万期货研究所

国内镀锌板产量小幅增加，出口增加明显

- 据中钢协统计，10月份镀锌板产量230万吨，同比增加22万吨，上升10.5%，累计产量2010万吨，同比增加23万吨，上升1.2%；
- 兰格调研对全国53家钢厂样本进行统计。其中镀锌板生产线共153条，停产或检修38条，开工率为75%，较上月末下降3%。
- 镀锌板出口回升至疫情前水平，受益于欧美和东南亚需求良好。1-11月份同比增加28.2%。

国内镀锌板产量（万吨）



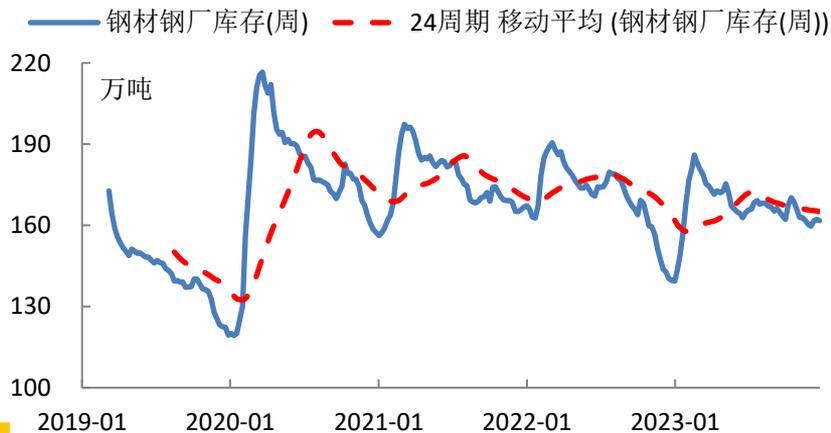
国内镀锌板出口（万吨）



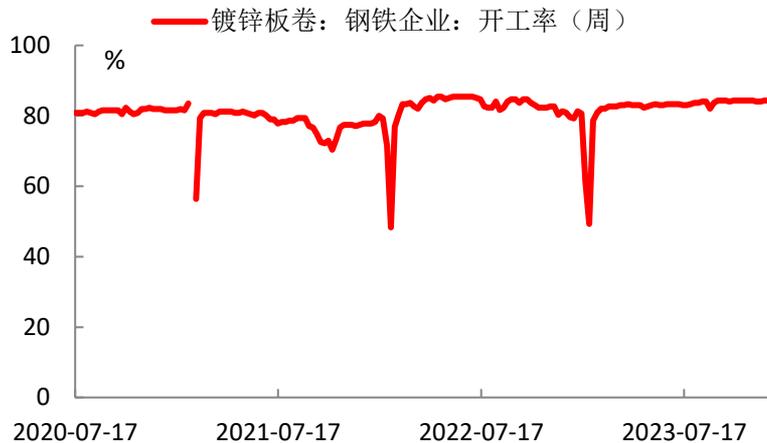
预计一季度镀锌板库存季节性回升

- 2023年春节消费淡季累库后，3月份开始国内镀锌板库存持续小幅度下降，目前镀锌板库存为161万吨，总体处于正常水平。2024年一季度镀锌板库存大概率季节性回升。
- 目前镀锌板开工率为83%，与往年同期基本持平。

国内主要钢厂镀锌板库存（万吨）



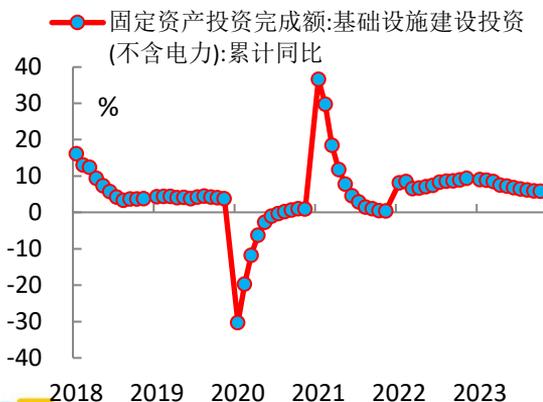
国内主要镀锌板企业开工率（%）



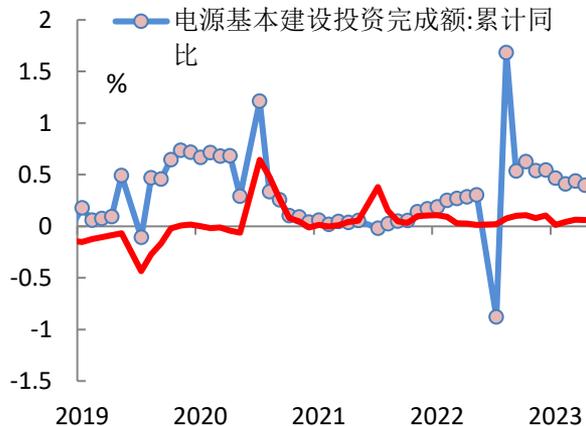
预计基建低速增长、地产有望企稳

- 2023年1-11月份基建增速为5.8%。由于经济增长压力较轻，四季度基建增速继续环比回落。预计2024年基建仍可能低速增长。
- 在国家持续不断出台扶持地产政策后，地产竣工持续正增长。但开工、施工和投资仍为负增长，回升乏力；由于地产严重拖累宏观经济，国家陆续出台解除限购、降低利率等扶持措施，随着有效库存出清，预计2024年地产行业有望企稳。

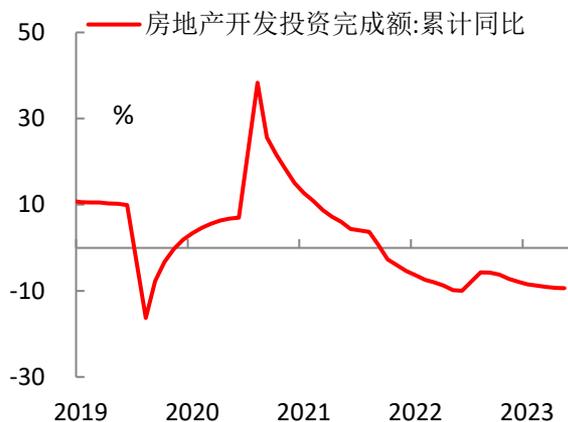
国内固定资产投资累计同比 (%)



国内电源投资累计同比 (%)



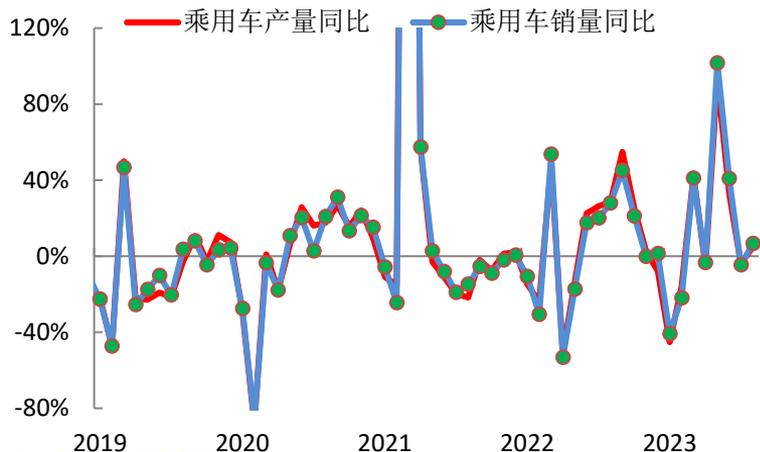
国内房地产投资完成额累计同比 (%)



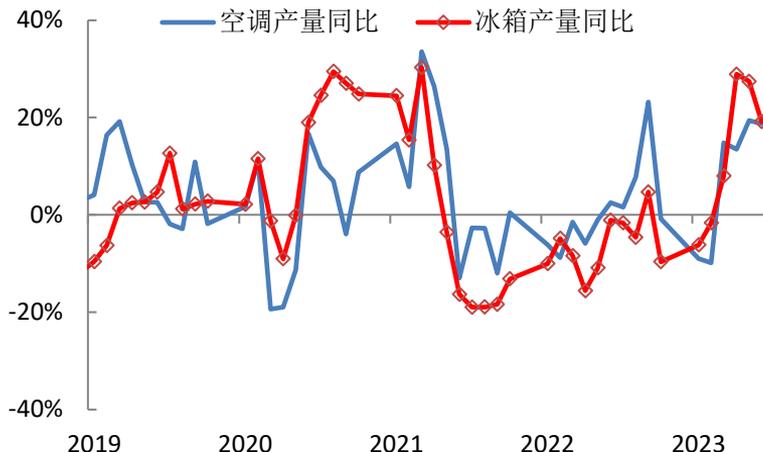
预计汽车产销可能轻微正增长，家电产量可能持平

- 1-11月，汽车产销量分别完成2711.1万辆和2693.8万辆，同比分别增长10%和10.8%，增速较1-10月分别提升两个百分点和1.7个百分点。预计2024年国内汽车产量轻微正增长，出口有望延续良好状态。
- 1-11月空调产量同比增长12.6%，冰箱同比增长14.5%，洗衣机同比增长20%，彩电同比下降1.3%；家电出口同比轻微正增长，表现好于预期。预计2024年家电产量在2023年高基数的情况下可能持平。

国内乘用车产销量同比 (%)



国内空调冰箱产量同比 (%)



预计2024年供求轻微过剩

- 供应：ILZSG预计2023年全球精炼锌金属产量将增长3.7%，达到1384万吨，2024年将增长3.3%，达到1430万吨。主要因中国产量的增长，预计2023年和2024年中国的产量将同比增加分别为6.7%和4.1%。
- 需求：国际铅锌研究小组认为2022年全球精炼锌需求下降4.3%，预计2023年需求将增长1.1%，达到1359万吨，2024年将增长2.5%，达到1393万吨。中国锌需求预计将增长1.2%，欧洲需求将下降1.8%，印度、沙特阿拉伯和美国的锌使用量将上升。
- 供求平衡：国际铅锌研究小组预计2023年和2024年全球精炼锌金属供应将超过需求，预计分别为24.8万吨和36.7万吨。

全球精炼锌供求平衡表（千吨）

| 单位（千吨） | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 全球锌矿产量 | 13,385 | 12,733 | 12,961 | 12,408 | 12,881 | 12,461 | 12,430 | 1,291 |
| 美洲 | 4,036 | 4,099 | 3,947 | 3,559 | 3,978 | 3,813 | | |
| 亚洲 | 7,043 | 5,987 | 5,849 | 5,792 | 5,909 | 5,817 | | |
| 中国 | 5,186 | 4,304 | 4,258 | 4,200 | 4,250 | 4,210 | | |
| 澳大利亚 | 780 | 1,020 | 1,283 | 1,332 | 1,350 | 1,350 | | |
| 全球精炼锌产量 | 13,708 | 13,260 | 13,513 | 13,640 | 13,934 | 13,352 | 13,839 | 14,297 |
| 欧洲 | 2,367 | 2,403 | 2,349 | 2,153 | 2,376 | 2,299 | | |
| 美洲 | 1,597 | 1,672 | 1,672 | 1,574 | 1,709 | 1,765 | | |
| 亚洲 | 9,839 | 9,279 | 9,138 | 9,174 | 9,538 | 9,453 | | |
| 中国 | 6,906 | 6,501 | 6,431 | 6,749 | 6,802 | 6,930 | | |
| 全球精炼锌消耗量 | 14,185 | 13,715 | 13,722 | 13,293 | 14,149 | 13,681 | 13,591 | 13,930 |
| 全球精炼锌过剩/缺口 | -477 | -456 | -209 | 347 | -215 | -329 | 248 | 367 |

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 预计2024年美联储货币政策转为降息，国内刺激政策有望加码，宏观环境有利于锌价。
2. 国际铅锌研究小组预计2024年冶炼产量将增长3.3%，达到1430万吨。预计2024年中国产量将增加为4.1%。
3. 国际铅锌研究小组预计2024年全球需求将增长2.5%，达到1393万吨。预计中国锌需求预计将增长1.2%。
4. 预计2024年国内基建可能小幅正增长、地产有望企稳，家电可能持平，交通设备轻微增长，下游需求轻微正增长。
5. 国际铅锌研究小组预计2024年供大于求36.7万吨，目前矿山减产尚不能扭转过剩预期。

风险提示：

■ 宏观：

美联储利率意外大幅调降

■ 供应：

全球锌精矿干扰率大幅提升

■ 需求：

国内电力投资、房地产、家电产量、新能源汽车产量超预期

■ 库存：

全球库存超预期大幅变动

2024年年度锌期货操作建议

波段操作

- ❖ 如果锌价在24000元/吨以上，建议择机卖出，目标区间20000-21000元/吨；

套利操作

- ❖ 跨市套利持续跟踪进口套利空间，择机操作，关注人民币汇率变化。
- ❖ 跟踪期现价差，择机操作。

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的卖出套期保值。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格
(核准文号 证监许可[2011]1284号)

研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

分析师声明

作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的利益。

免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。