



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

供需两旺，略有缺口

——2023年四季度铜投资策略展望

分析师：李 野（F0285557，Z0002369）

2023. 9. 28

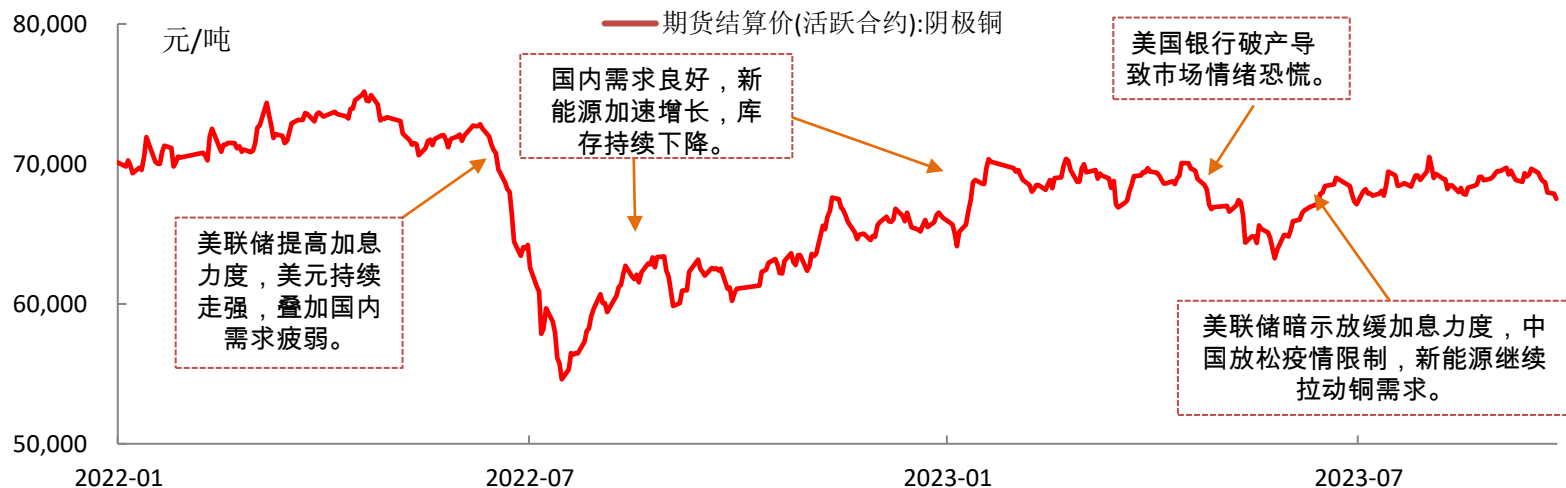
品种：铜

供需两旺，略有缺口

——2023年四季度铜投资策略展望

- 主要驱动因素：美联储加息仍有可能，降息遥遥无期，推升美元走强。供求略有缺口。
- 供求角度：精矿供应持续稳定增加，彭博预计全球今年新增矿产量68.5万吨。国内电力投资有望延续高增长，汽车产量可能零增长，新能源汽车有望稳固交通设备铜需求，家电有望延续正增长，观察地产扶持政策效果。
- 预计全球需求增速4.7%，预计全年供求缺口约为30万吨。
- 预计价格主要运行区间：LME铜7000-11000美元/吨，上期所铜55000-80000元/吨。

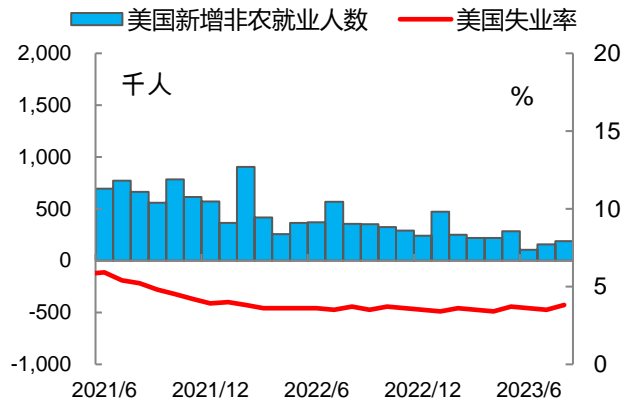
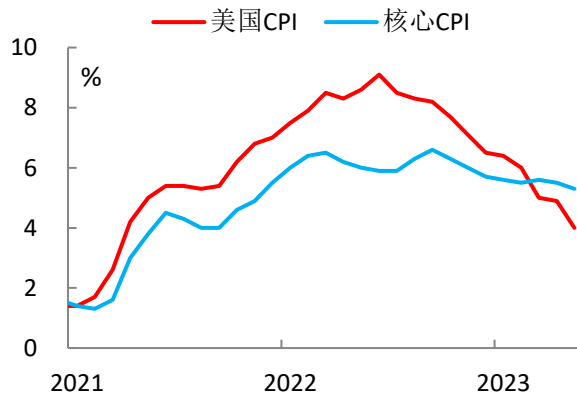
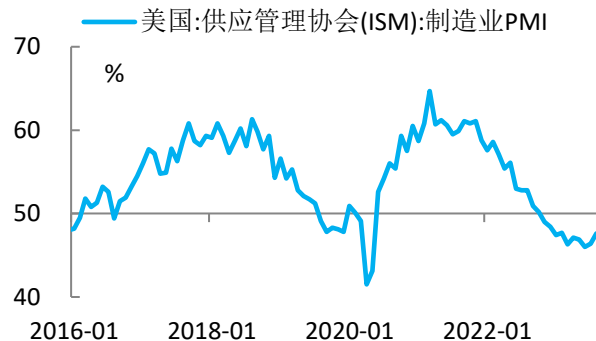
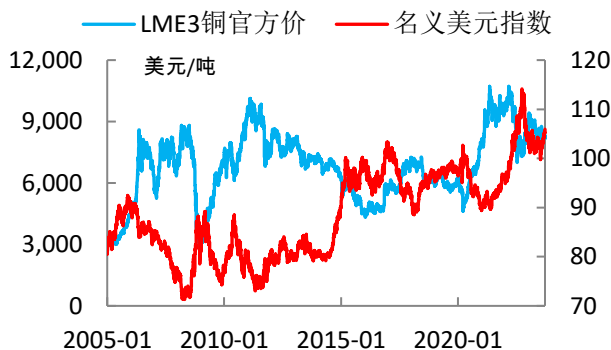
国内铜价走势回顾



- 铜：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，推升铜价回升至7万上方。三季度铜供需两旺，全球库存略有回升，尤其是中国供应增加明显，叠加美联储可能加息表态，铜价小幅回落，总体区间波动。

美联储加息仍有可能，降息遥遥无期

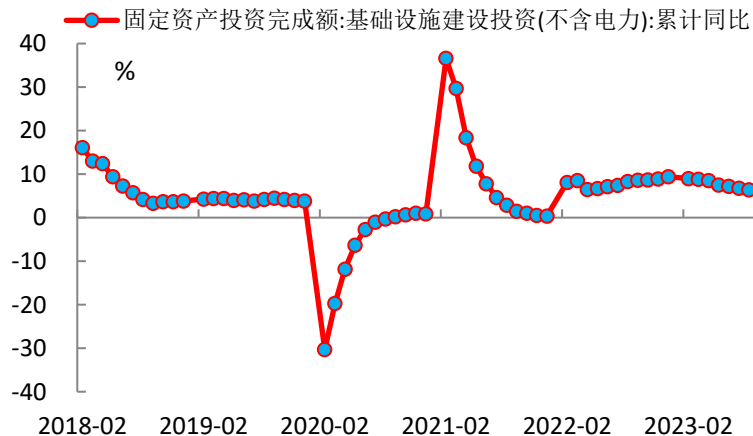
- 9月份美联储议息会议声明表现鹰派，加息仍有可能，降息遥遥无期，推升美元持续走强。
- 由点阵图来看，四季度仍可能加息一次，至5.5-5.75%。
- 美元高利率和强势依旧对铜价保持压力。
- 长期来看，紧缩影响边际递减，由于通胀粘性超过以往，需要更长时间观察。



资料来源: Wind, 申万期货研究所

国内基建环比回落，人民币汇率有望回升

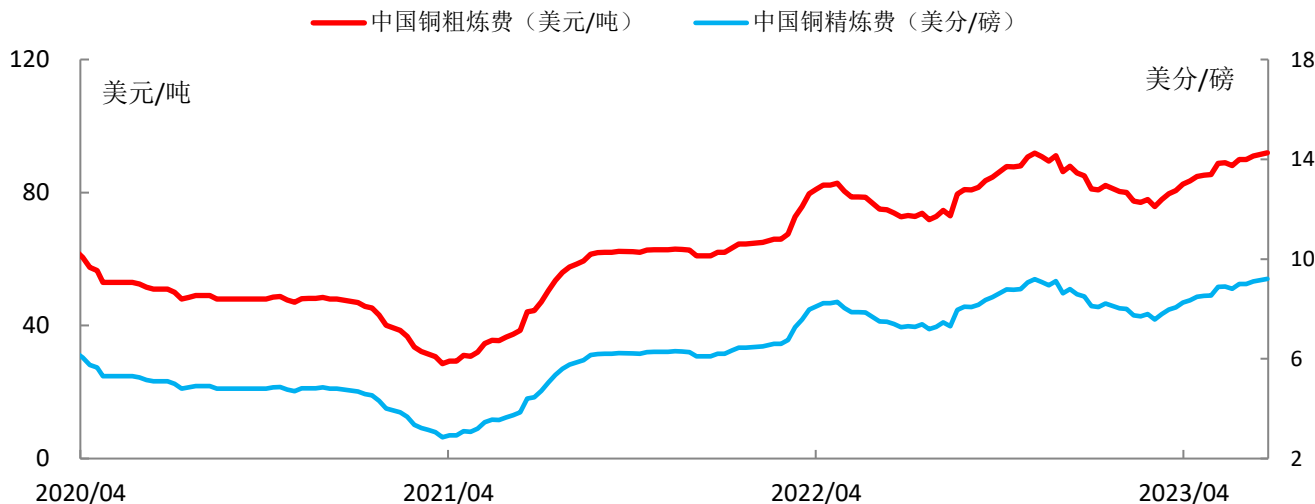
- 今年疫情管控取消，经济增长目标无忧，增加基建维稳经济的必要性可能下降。
- 前8个月国内基建投资为6.4%，高于正常年份，但增速逐月放缓，四季度可能继续放慢。
- 年初以来人民币汇率持续走弱，目前官方汇率接近7.2，接近2008年的低位。
- 随着欧美加息接近尾声，人民币汇率贬值压力边际递减，并有望回升。



资料来源: Wind, 申万期货研究所

铜精矿供应稳定增加

- 今年长单进口精矿加工费敲定为88美元/吨和8.8美分/磅，为五年来新高，意味着精矿产能相对于冶炼产能稳定增长。
- 最新周度精矿加工费已达到90-95美元/吨。四季度长度精矿加工费谈判达成95美元/吨的谈判预期上限。



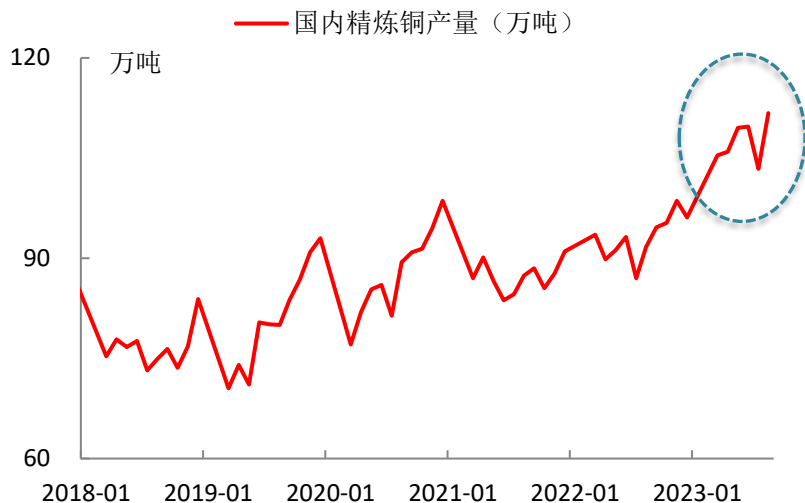
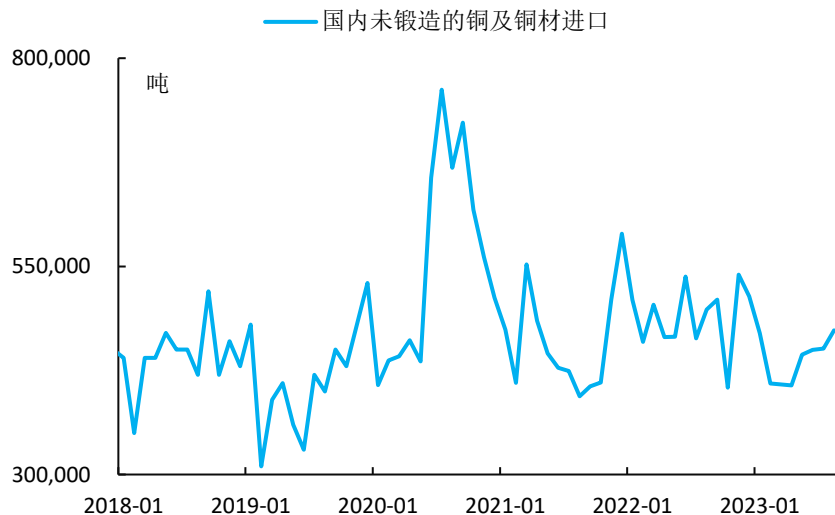
全球新增铜矿山项目及数量

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
年度新增（千吨）		1000	1685	2330
			685	645

国内冶炼产量高增长

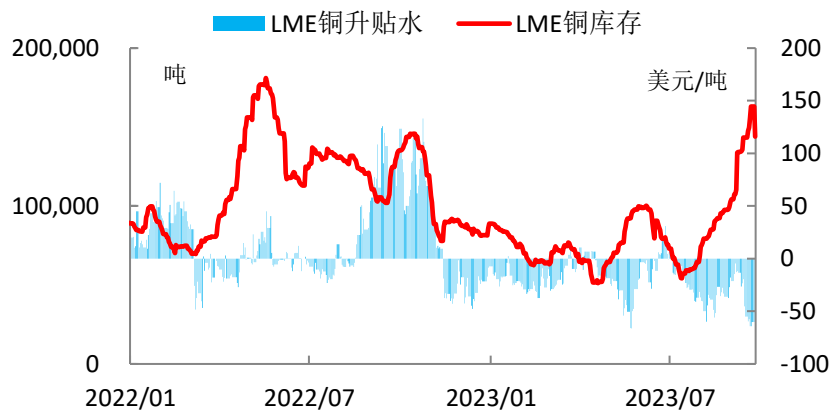
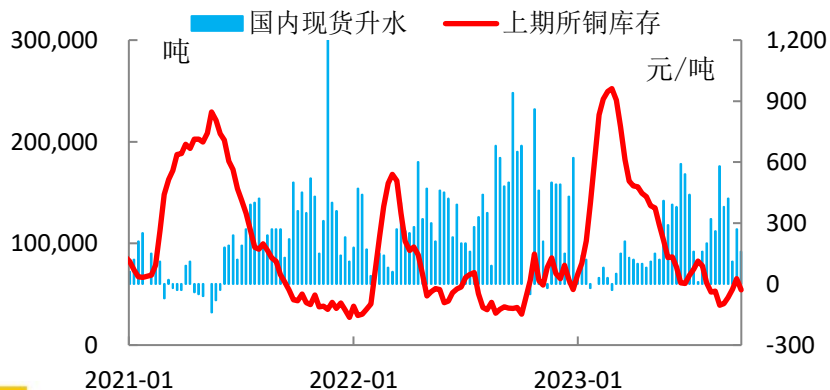
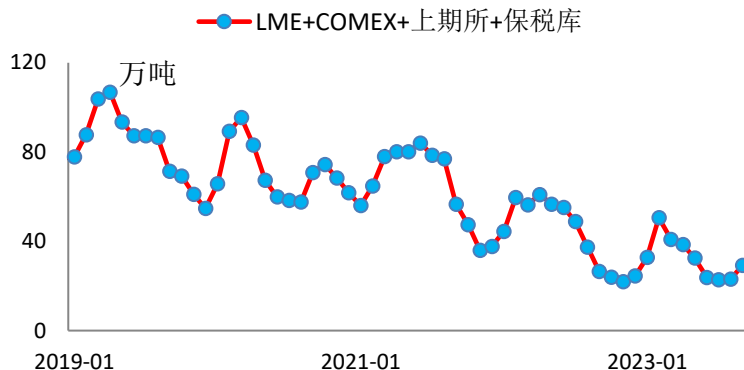
- 国家统计局，8月精炼铜产量111.7万吨，同比增长16.4%，创历史最高月度产量；1-8月累计产量840.8万吨，同比增长13.3%。
- 中国8月未锻轧铜及铜材进口473,330.4吨，环比出现回升，同比下滑5%，因国内产量增加。今年1-8月，中国未锻轧铜及铜材进口3,512,654.1吨，同比减少10%。



资料来源：Wind, 申万期货研究所

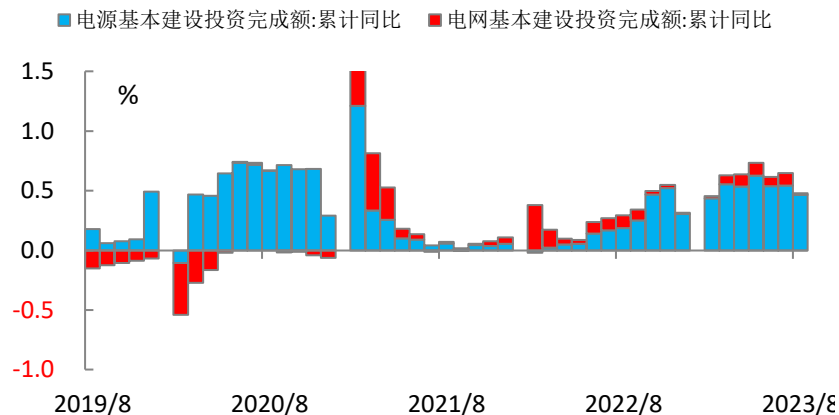
三季度全球库存回升

- 三季度持续回升，全球主要交易所加上海保税库的库存量回升至29万吨。
- LME库存增加明显，主要因中国进口下降。
- LME现货贴水达到70美元/吨的创纪录低点，而国内延续现货升水。



电力：太阳能装机延续高增长，电网增速回落

- 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。
- 1-8月份太阳能发电装机同比增加155%，风电同比增加79%，两项估算年度新增铜需求约60万吨
- 1-8月份电网投资同比增加1.4%，延续正增长，增速环比回落。

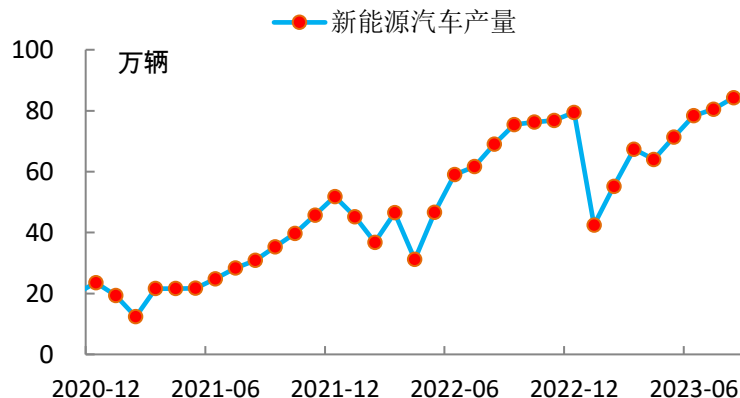


国内电源铜需求增量测算（万吨, 万千瓦, %）

新增发电量（万千瓦）	水电	火电	核电	风电	光电	附注
2023年1-8月份	721	3,429	119	2,892	11,316	注：风电0.9万吨/GW；光电0.45万吨/GW
2022年1-8月份	1,306	1,983	228	1,614	4,447	
增速	-44.8%	72.9%	0.0%	79.2%	154.5%	
折合年铜需求增量（万吨）				17.3	46.4	

交通设备：新能源渗透率提升巩固铜需求

- 2023年1-8月，乘用车产销分别完成1567.2万辆和1564.3万辆，同比分别增长5.9%和6.7%。
- 今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。
- 由于基数原因，全年汽车同步可能零增长，新能源渗透率提升巩固交通设备行业铜需求。



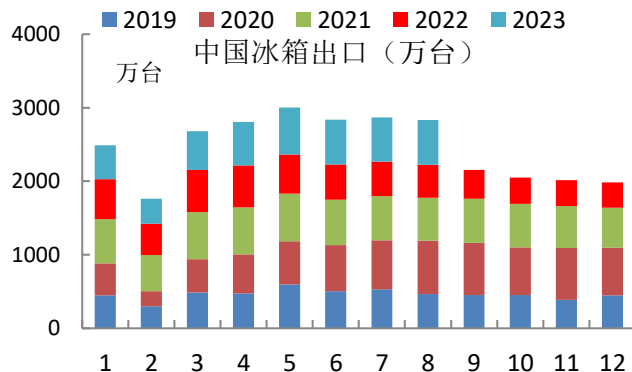
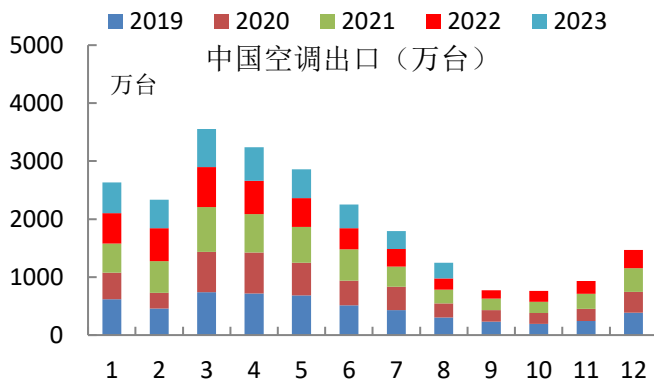
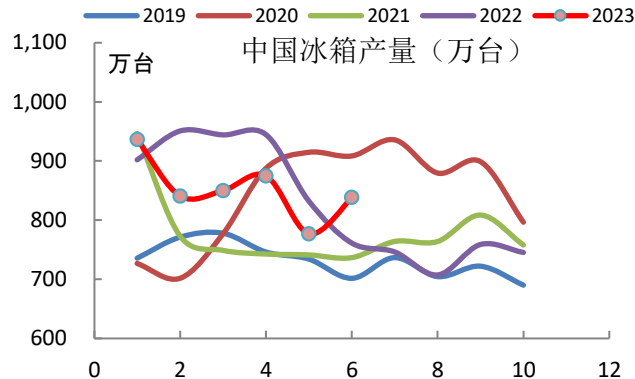
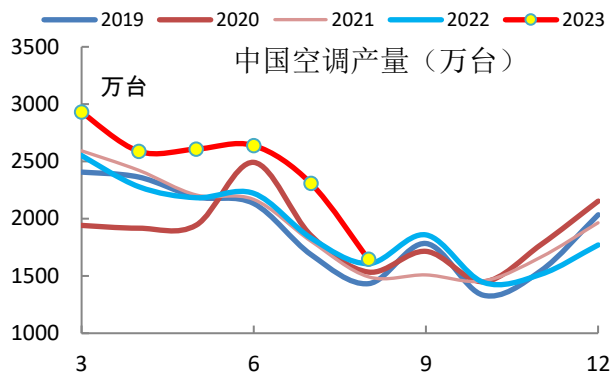
国内新能源汽车铜需求增量测算（辆、万吨）

	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)	1-8月份合计 (辆)	折合年产量 (辆)
2023年1-8月份	3,648,006	1,537,547	455,144	10,018,721	2,323,094	230,006	18,212,518	27,318,777
耗铜量 (万吨)	30.278	9.225	1.730	22.041	6.040	2.530	71.84	108.40
2022年1-8月份	2,934,340	847,170	552,060	10,462,051	2,005,734	156,510	16,957,865	26,997,431
耗铜量 (万吨)	24.355	5.083	2.098	23.017	5.215	1.722	61.49	103.46
耗铜增量 (万吨)							10.36	4.95

假设：1、今年年底前纯电动、插电混动和普通混动相对占比不变；2、预计全年产量同比零增长，3、预计全年新能源汽车产量占比为35%。

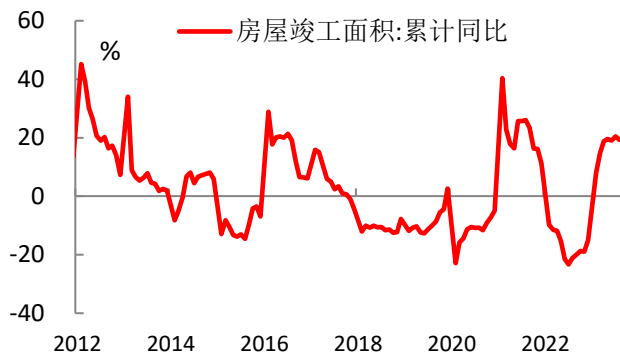
家电：产量延续高增长，出口好于预期

- 1-8月空调产量同比增长16.5%，冰箱同比增长14.5%，洗衣机同比增长23.6%，彩电同比增长4.8%。
- 8月份家电出口同比增加35%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。



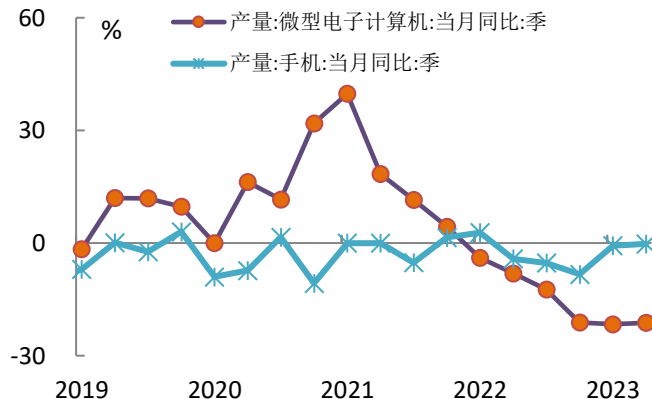
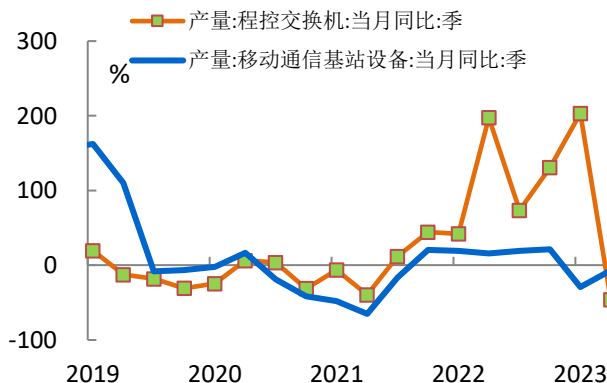
地产：扶持政策持续出台；电子通信：略显疲弱

- 1-8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19.2%，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。目前尚未显现效果，需要持续观察。

- 上半年电子通讯行业略显疲弱，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

预期今年供求缺口约30万吨

- 供应：预计今年矿供应延续增长，彭博预计新增精矿产量68.5万吨，增速约为3.0%。
- 需求：国内太阳能和风电投资高增长将继续拉动铜需求，尽管汽车总产量可能零增长，新能源汽车渗透率提升有望稳固铜需求量，家电延续正增长，需要关注地产扶持政策效果。
- 供求差异：预计今年供求缺口约30万吨。

全球精铜供求平衡表（万吨，%）

下游行业	国内需求占比	2023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	2023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%	12.0%	5.5%		1.0%	4.6%	2250	60	2.7%	供求差异 1.5%，约 为30-40 万吨缺口
家电	14.6%	8.0%	1.2%		1.2%	4.7%		68.5	3.0%	
交通运输	11.0%	0.0%	0.0%		1.5%	4.8%		80	3.6%	
建筑	9.4%	15.0%	1.4%		2.0%	5.0%		90	4.0%	
电子设备	7.5%	-5.0%	-0.4%							
其它	11.5%	-2.0%	-0.2%							
国内需求增速			7.5%							

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 美联储表现鹰派，加息仍有可能，降息遥遥无期，推升美元走强，给铜价带来压力。
2. 矿供应将延续稳定增长，高企的精矿加工费将刺激冶炼产量延续高增长。
3. 国内电源投资有望延续高增长，汽车总产量可能零增长，新能源汽车有望稳固交通设备铜需求，家电有望延续正增长，观察地产扶持政策效果。
4. 预计全球需求增速4.7%，预计全年供求缺口约为30万吨。

风险提示：

■ 宏观：

美联储利率意外大幅加息

■ 供应：

全球铜精矿增产超预期增加

■ 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：

全球库存意外大幅增加

2023年四季度铜期货操作建议

波段操作

- ❖ 如果铜价达到65000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

总体平稳，轻微过剩

——2023年四季度锌投资策略展望

分析师：李 野（F0285557，Z0002369）

2023.9.28

品种： 锌

总体平稳，轻微过剩

——2023年四季度锌投资策略展望

- 主要驱动因素：产量同比增加，需求总体平稳，供需轻微过剩。
- 供求角度：尽管精矿加工费持续小幅回落，冶炼利润尚可，国内锌产量有望延续正增长。预计国内基建增速前高后低，汽车产销年度同比零增长，家电产量延续良好，地产尚需观察，需求总体平稳，预计供求轻微过剩。
- 预计价格主要运行区间：LME锌2100-2800美元/吨，上期所锌18000-23000元/吨。

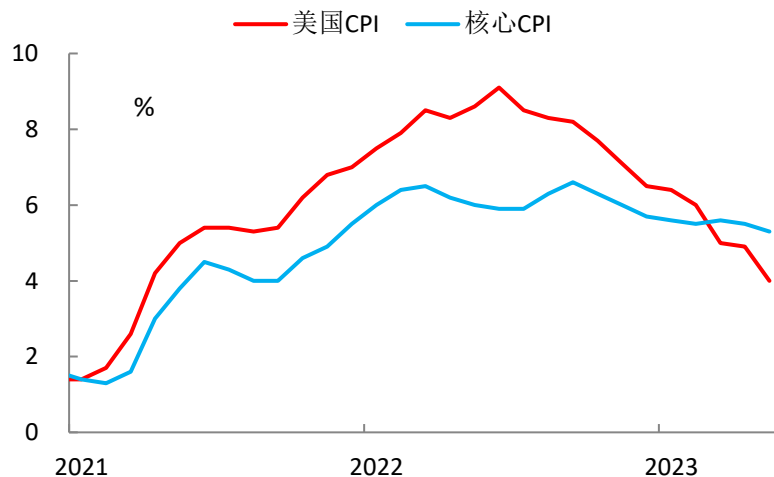
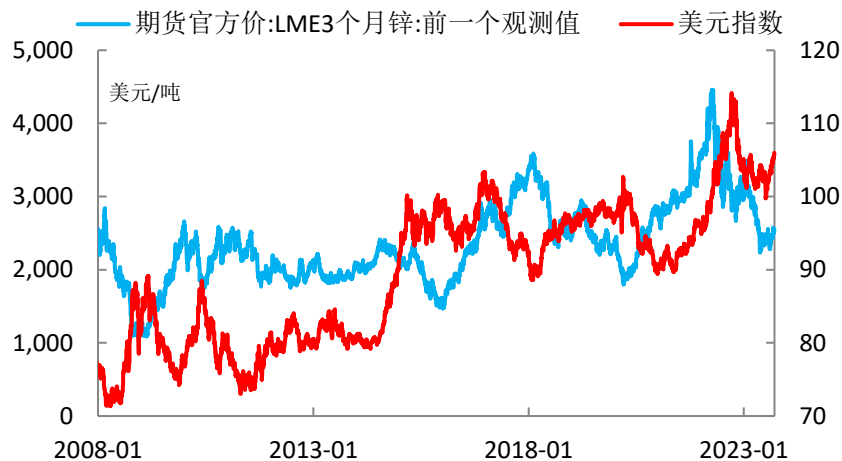
国内锌价走势回顾



- 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。

美联储加息仍有可能，降息遥遥无期

- 9月份美联储议息会议声明表现鹰派，加息仍有可能，降息遥遥无期，推升美元持续走强。
- 由点阵图来看，四季度仍可能加息一次，至5.5-5.75%。
- 长期来看，紧缩影响边际递减，由于通胀粘性超过以往，需要更长时间来观察。



未来新增矿山项目

2021-2024年新增矿山产能统计（千吨）

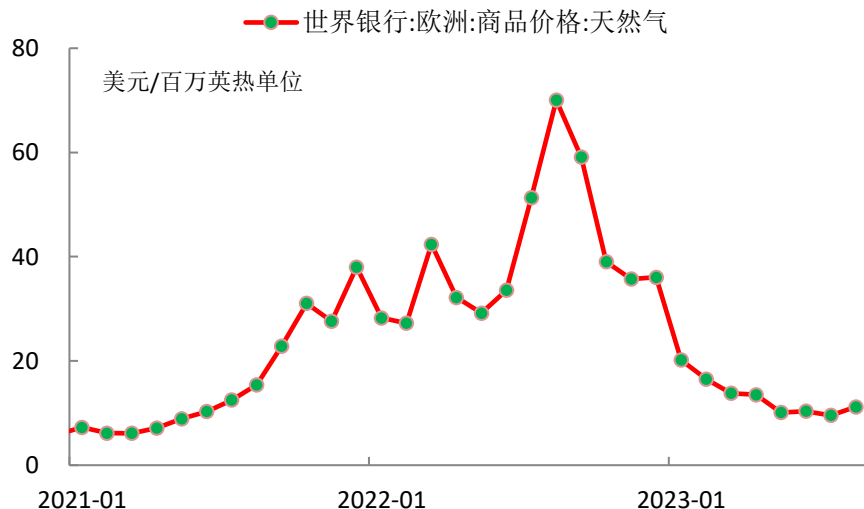
国家	矿山项目(单位：千吨)	2020	2021	2022	2023	2024
Algeria	Tala Hamza	50	150	175	175	175
Australia	Century Tailings	273	273	273	273	273
Australia	Dugald River	170	170	170	170	170
Australia	Mungana King Vol Project	50	50	50	50	50
Australia	Sulphur Springs Copper Zinc Project	32	32	32	32	32
Burkina Faso	Perkoa	58.256				
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

欧洲锌冶炼复产不明显

- 去年因能源价格上涨，嘉能可和NYSTAR先后先后宣布旗下的欧洲冶炼企业减产或者停产。随着能源价格回落至俄乌冲突前，欧洲前期停产产能复产缓慢。
- 雪佛龙和伍德赛德天然气工人罢工和挪威油气田减产交替推升天然气价格，但涨幅与去年无法相比。

欧洲受影响锌冶炼企业（万吨）

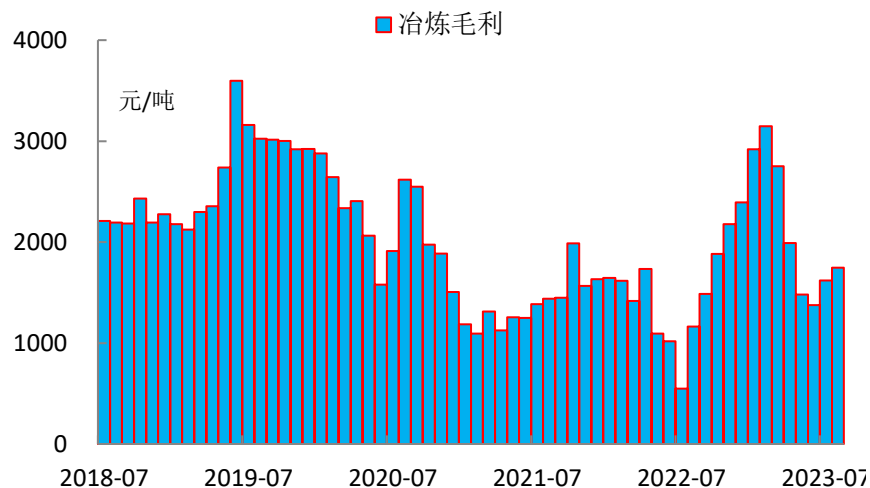
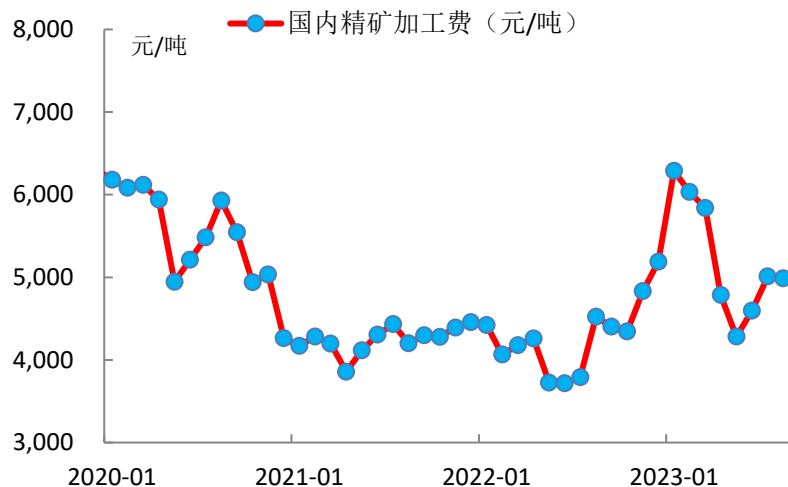
企业	国家	炼厂	产能（万吨）	减产、停产
NYSTAR	比利时	Balen	26	已经减产
	法国	Auby	16	已经停产
	荷兰	Budel	30	已经减产
嘉能可	西班牙	San Juan De Nieva	46	已经减产
	意大利	Portovesme	24	10万吨产能停产
	德国	Nordenham	5	已经减产
	英国	Northfleet	5	未见报道
Boliden	芬兰	Kokkola	30	未见报道
	挪威	Odda	20	未见报道
Teck	英国	Trail	30	未见报道



资料来源: Wind, 新闻整理, SMM, 申万期货研究所

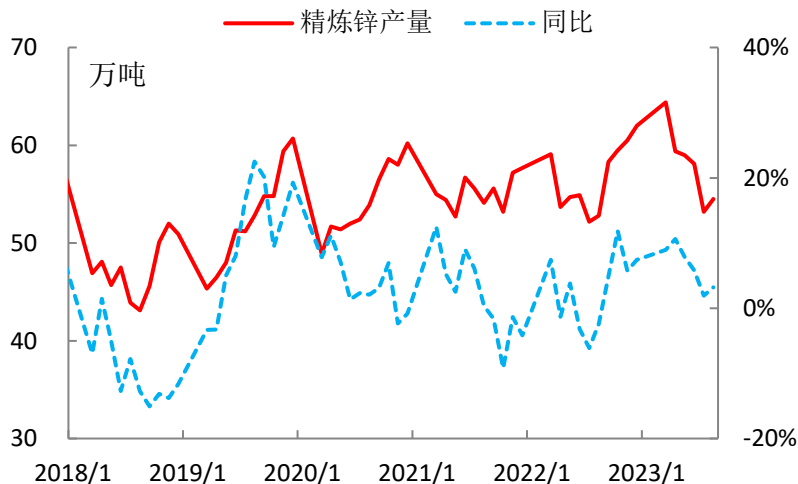
精矿加工费回落，冶炼利润尚可，产量正增长

- 年初以来精矿加工费持续小幅回落，目前国产周度精矿加工费报价基本在5000元/吨，进口加工费受葡萄牙Almina矿山停产6个月影响，降至110美元/吨。
- 年初云南降雨偏少，导致限电，锌产量释放有限；二季度随着降雨增加，限电解除，在冶炼利润尚可的情况下，国内产量增加明显。



前8个月国内锌产量增长明显

- 1-8月中国锌产量453.8万吨，同比增长7.1%。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。
- 今年国内仍计划有20-40万吨新增产能，产量有望延续正增长。

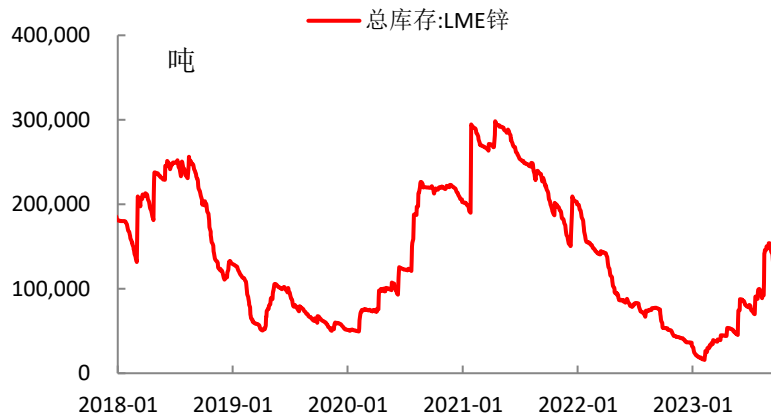
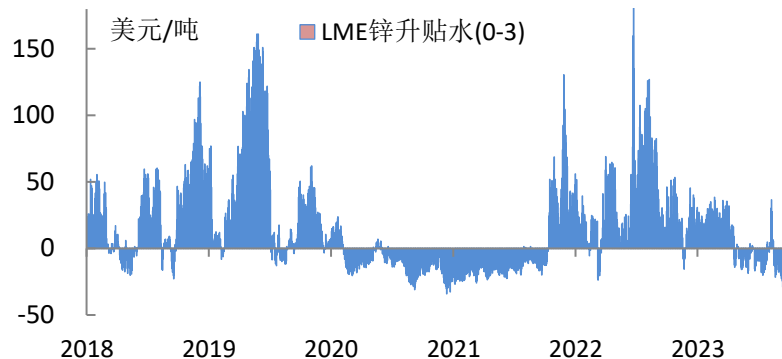
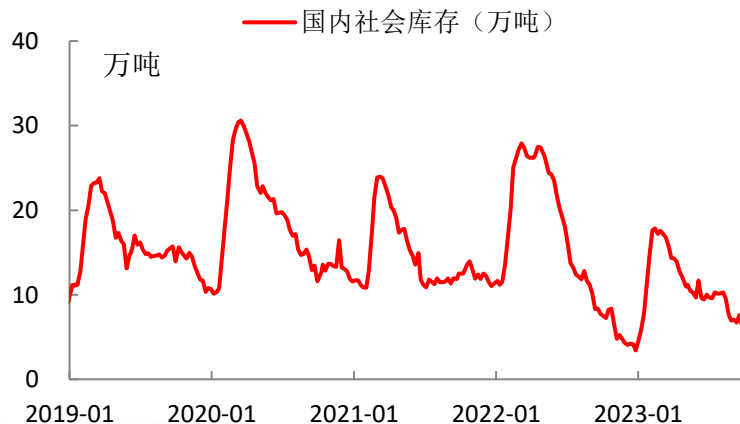


中国锌新增产能（万吨）

企业名称	新产能（万吨）	投产时间	备注
西南能矿	8	2022	计划投产
祥云飞龙	15	2022	计划投产
广西誉升	10	2022	计划投产
金城锌业	10	2023	计划投产
南丹吉朗	2	2022	计划投产
广西永鑫	5.8	2022	计划投产
河南金利	10	2023	计划投产
凉山索玛	2	2022	计划投产
湖南金石	5	2022	计划投产
华峰锌业	5	2022	计划投产

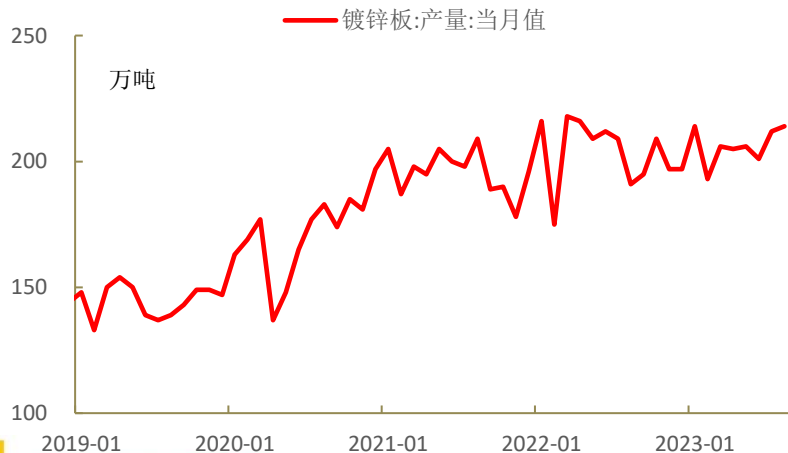
LME库存回升，现货转为贴水

- 随着国内进口量持续高位，LME库存近日出现下降迹象。由于国内进入下半年需求旺季，国内库存持续回落，并支撑锌价持续小幅走高。
- LME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。



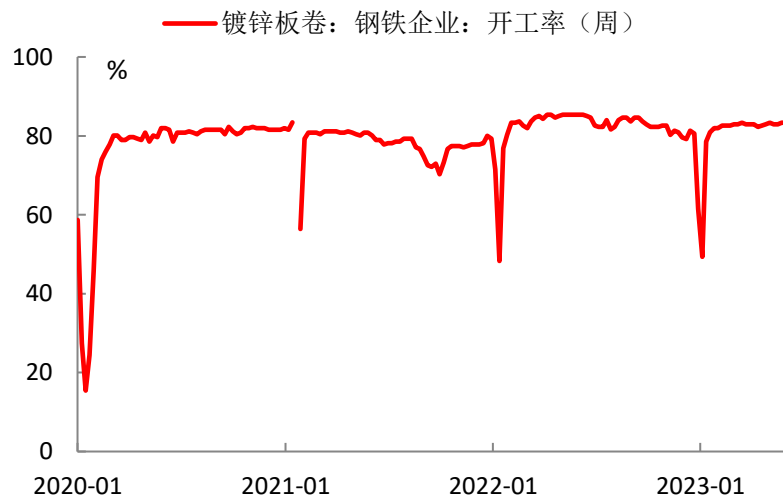
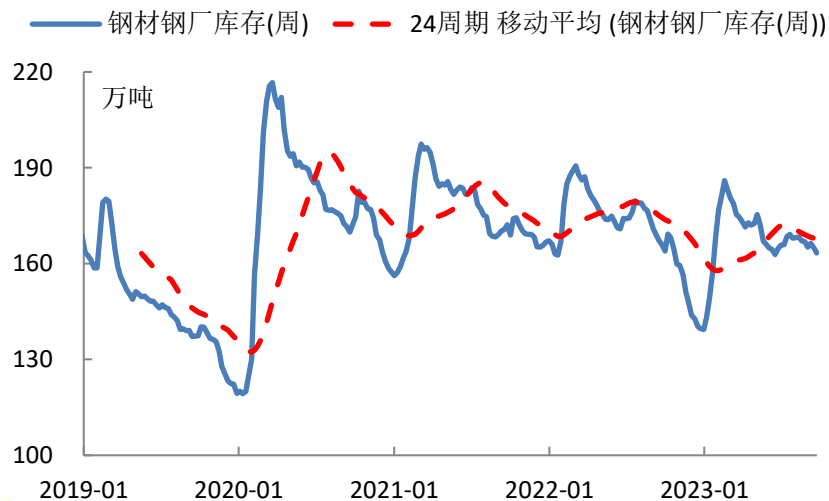
国内镀锌板产量小幅下降，出口恢复

- 据中钢协统计，重点企业8月份镀锌板产量214万吨，同比增加19万吨，上升9.7%，累计产量1652万吨，同比减少35万吨，下降2.1%。
- 据兰格钢铁网调研数据显示，截至9月21日，全国53家钢厂样本进行统计。其中镀锌板生产线共154条，停产或检修37条，开工率为76%，较上月末升1%。
- 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。



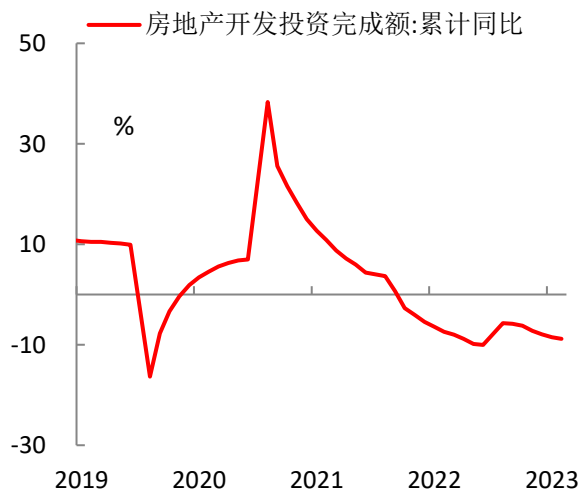
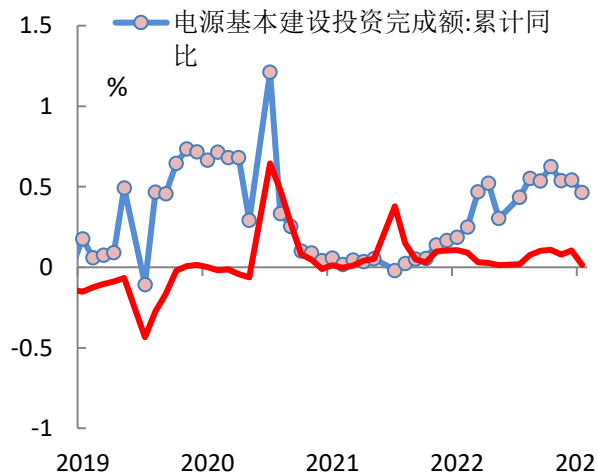
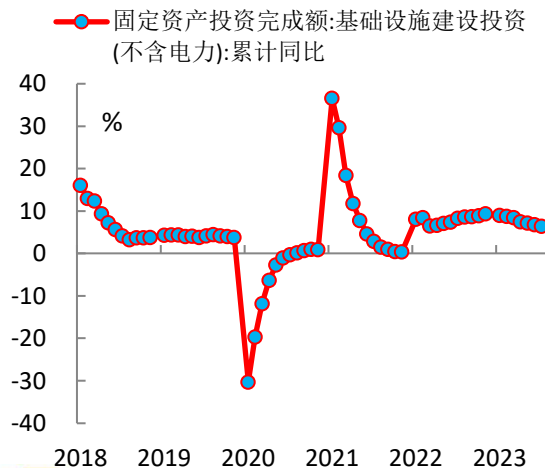
镀锌板库存中性、开工率稳定

- 在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163万吨，总体处于正常水平。
- 目前镀锌板开工率为83%，与往年同期基本持平。



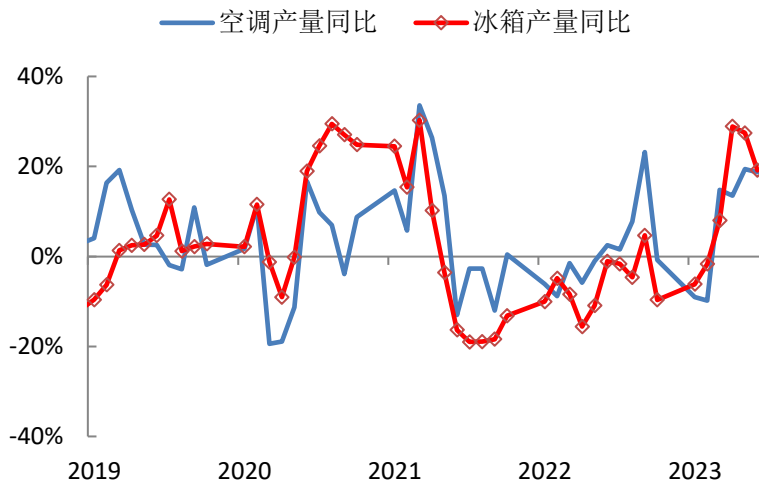
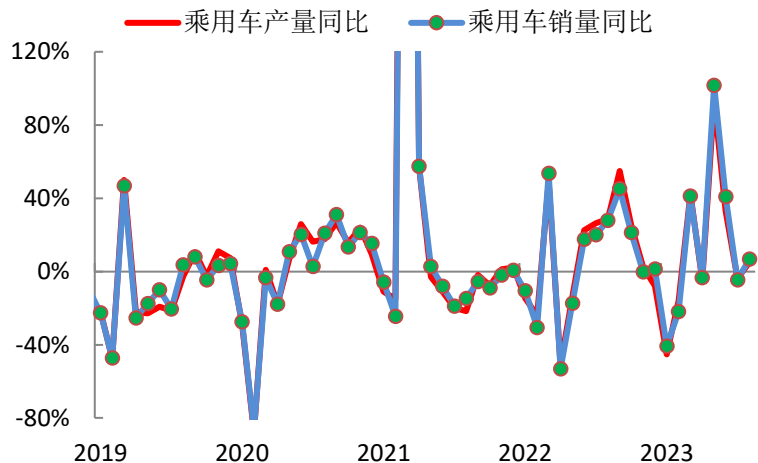
预计基建延续环比回落、地产恢复仍需观察

- 1-8月份基建增速为6.4%。由于今年经济增长压力较轻，四季度基建增速可能继续环比回落。
- 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，但扶持政策形成实际需求尚需时间观察。



预计汽车产销可能零增长，家电产量表现良好

- 1-8月，乘用车产销分别完成1567.2万辆和1564.3万辆，同比分别增长5.9%和6.7%。由于基数原因，全年汽车可能同比零增长。
- 1-8月空调产量同比增长16.5%，冰箱同比增长14.5%，洗衣机同比增长23.6%，彩电同比增长4.8%。8月份家电出口同比增加35%以上，表现好于预期。家电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2023年供求轻微过剩

- 由于精矿加工费支持冶炼利润尚可，国内冶炼产量有望延续正增长。
- 由于欧美利率维持高位，经济增速可能受到抑制。国内需求预期维持平稳，供求可能轻微过剩。

全球精炼锌供求平衡表（不计算国储抛储数量）

单位（千吨）	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
全球锌矿产量	13,472	13,130	13,385	12,733	12,961	12,408	12,881	12,448	12,648
非洲	304	337	422	421	517	489	548	525	
美洲	3,937	3,904	4,036	4,099	3,947	3,559	3,978	3,828	
亚洲	6,638	6,920	7,043	5,987	5,849	5,792	5,909	5,814	
中国	4,918	5,342	5,186	4,304	4,258	4,200	4,250	4,210	
澳大利亚	1,596	849	780	1,020	1,283	1,332	1,350	1,350	
全球精炼锌产量	13,975	13,654	13,708	13,260	13,513	13,640	13,934	13,867	14,167
欧洲	2,405	2,355	2,367	2,403	2,349	2,153	2,376	2,307	
美洲	1,716	1,575	1,597	1,672	1,672	1,574	1,709	1,775	
非洲	178	169	165	158	154	148	163	164	
亚洲	9,338	9,540	9,839	9,279	9,138	9,174	9,538	9,425	
中国	6,508	6,650	6,906	6,501	6,431	6,749	6,802	6,930	
全球精炼锌消耗量	13,855	13,823	14,185	13,715	13,722	13,293	14,149	14,219	14,080
全球精炼锌过剩/缺口	119	-169	-477	-456	-209	347	-215	-352	87

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 美欧加息可能延续高利率，美欧紧缩不利于锌需求。
2. 国内矿山挺价和境外矿山停产，使得精矿加工费持续缩窄。国内冶炼产量有望延续正增加，预计全球供应轻微正增长。
3. 预计国内基建增速前高后低，汽车产销年度同比零增长，家电产量延续良好，地产能否恢复尚需观察，需求总体平稳。
4. 预计供需趋向轻微过剩，建议关注精矿加工费和库存变化。

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：

全球库存意外大幅变动

2023年四季度锌期货操作建议

波段操作

- ❖ 如果锌价在22000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。