



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

周期有轮回，今年是有色

——2024年二季度有色投资策略展望

分析师：李 野（F0285557，Z0002369）

2024. 3. 29

品种：铜

矿产不及预期，供求转为缺口

——2024年二季度铜投资策略展望

- 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。
- 宏观角度：预计2024年6月份美联储货币开始降息，国内刺激政策有望加码，宏观环境有利于铜价。
- 供求角度：矿供应不及预期，国内冶炼企业面临低迷的加工费被迫减产。国内新能源电源投资有望延续高增长，新能源汽车和家电受益于以旧换新可能保持正增长，地产仍然疲弱，观察扶持政策效果。预计2024年供求缺口13万吨。
- 预计价格主要运行区间：LME铜8000-11000美元/吨，上期所铜65000-90000元/吨。

国内铜价走势回顾

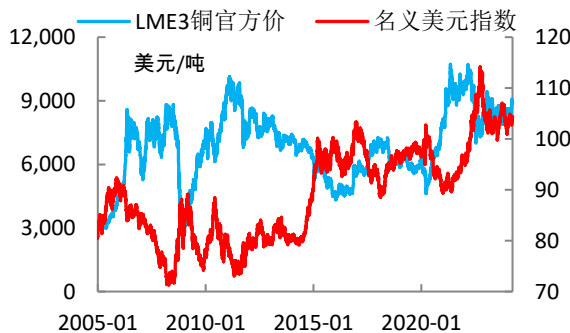


- 铜：2023年既受到美联储持续紧缩压制，又受到新能源需求的支撑，多空因素交织，铜价全年波动率与历年相比明显下降。进入到2024年，由于矿供应不及预期，精矿加工费大幅萎缩，冶炼利润面临严峻考验，中国冶炼企业被迫作出联合减产，导致供求过剩预期转为供求平衡甚至缺口，铜价大幅上扬。由于1-2月份是需求淡季，全球库存出现累库，LME和国内现货均呈现贴水状态，随着需求旺季的来临，库存可能逐步回落。

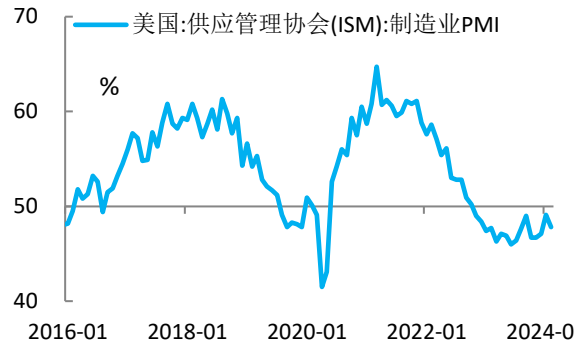
美联储可能6月降息

- 3月美联储利率决议维持基准利率不变，保持5.25%-5.5%，符合市场预期。
- 市场普遍预期美联储6月份降息，开启降息周期，点阵图显示年内可能降息三次。目前美国经济和就业数据已明显回落。
- 由历史数据来看，美联储降息有利于铜价走强。

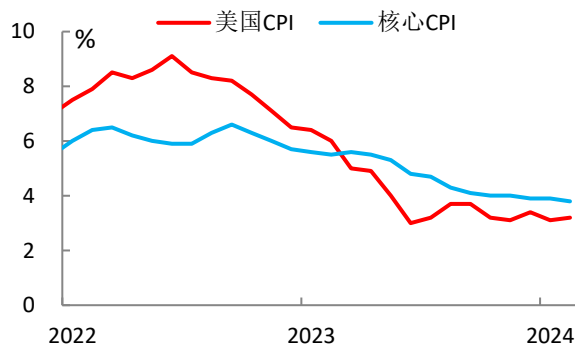
美元指数与LME铜价（美元/吨）



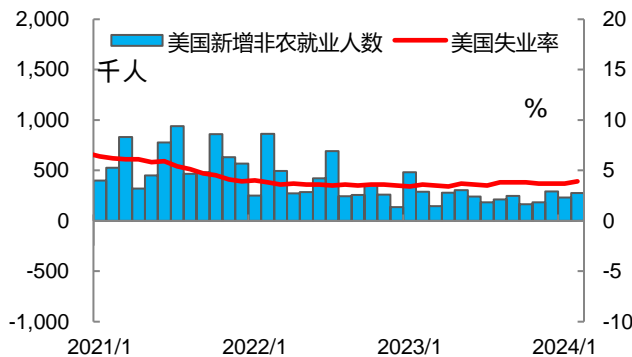
美国ISM制造业PMI（%）



美国CPI和核心CPI（%）



美国新增非农就业人数（千人）

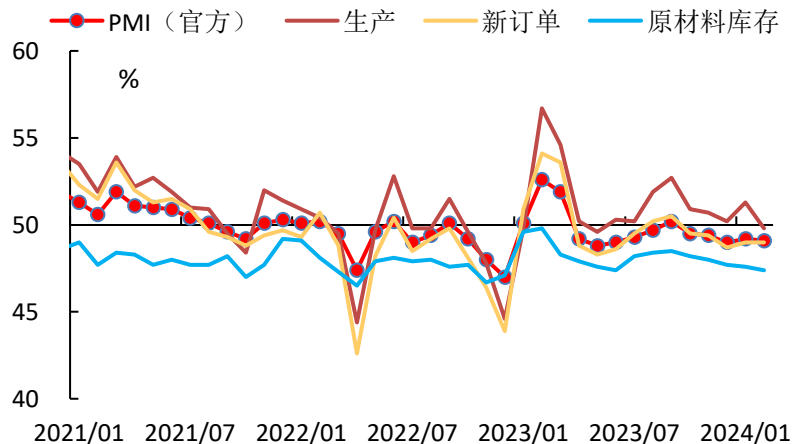


资料来源：Wind, 申万期货研究所

国内经济扶持将延续

- 国内经济主要受地产疲弱的拖累，已连续5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），效果仍需要观察，扶持政策将延续。
- 2023年人民币兑美元持续弱势，虽然美联储开启降息周期，人民币对美元有望企稳。与往年相比，汇率对国内铜价影响程度将下降。

中国制造业PMI (%)



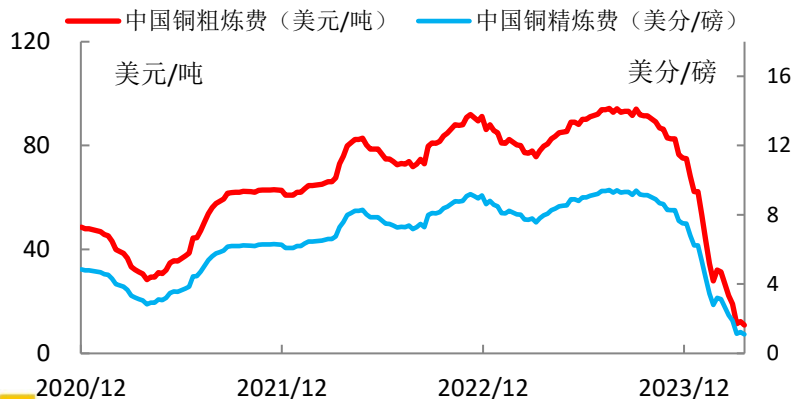
人民币兑美元汇率



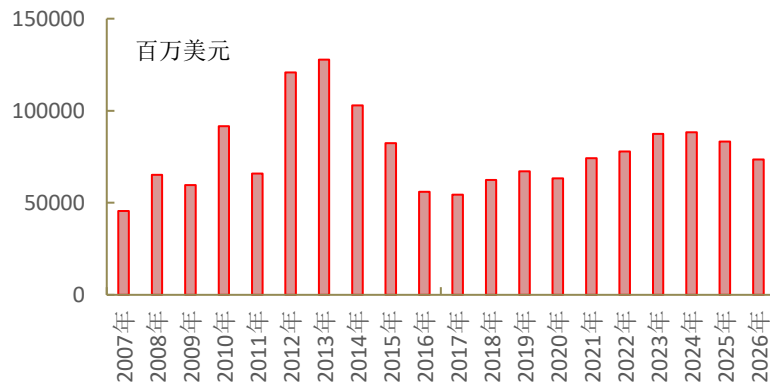
精矿供应紧张，加工费降至历史低位

- 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降至10.9美元/吨，较去年12月份的65美元/吨明显回落。主要由于第一量子在巴拿马矿山停产，以及英美资源因环保、品位下降等因素而减产，将可能导致40万吨产量损失。

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）



资料来源：Wind, 申万期货研究所

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

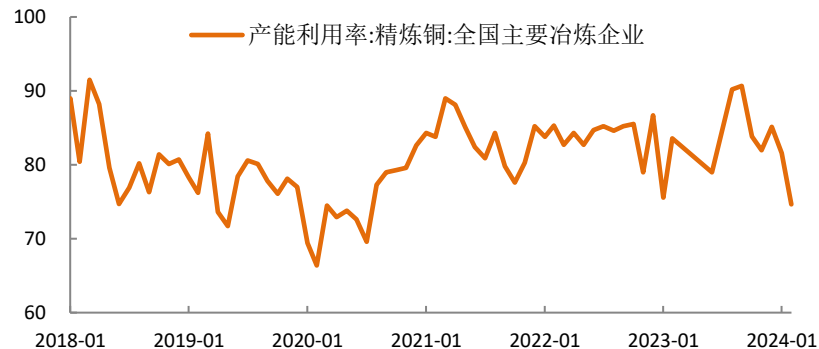
矿紧张将抑制国内铜产量

- 2023年国内铜产量同比增长4.5%。2024年1-2月国内精炼铜产量221.5万吨，同比增长10.7%，延续高增长。但由于精矿供应紧张，国内冶炼企业计划联合减产，国内产量增速未来将明显放缓。
- 1-2月份未锻造铜进口同比小幅增加，与去年平均水平相当。

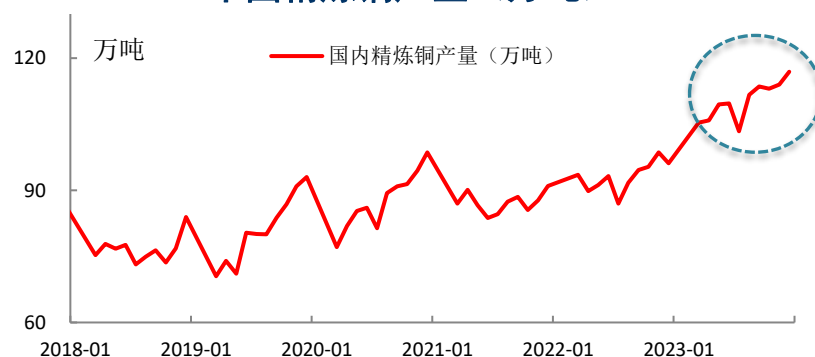
中国未锻造铜进口（吨）



中国冶炼产能利用率（%）



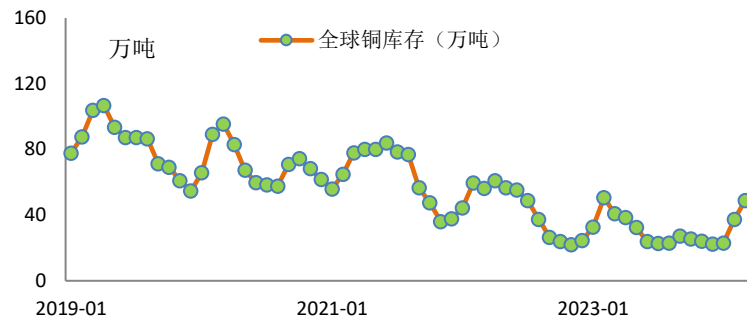
中国精炼铜产量（万吨）



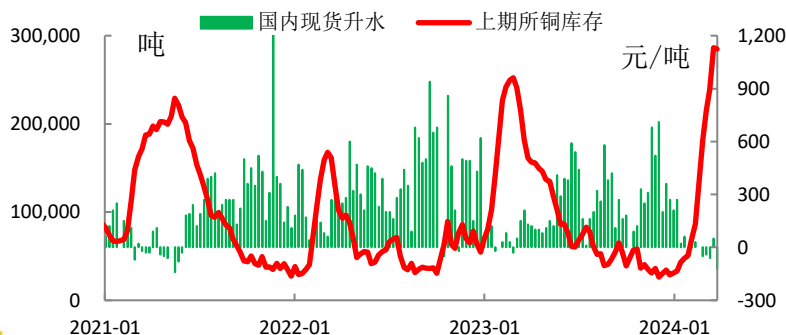
全球库存季节性回升

- 去年年底，全球铜库存（LME+COMEX+上期所+上海保税库铜库）22万吨，为15年来低位。1-2月份是国内需求淡季，库存迅速回升至47万吨。
- 国内和LME均表现为现货贴水，尤其是LME贴水超百美元，创四十多年来的低点。

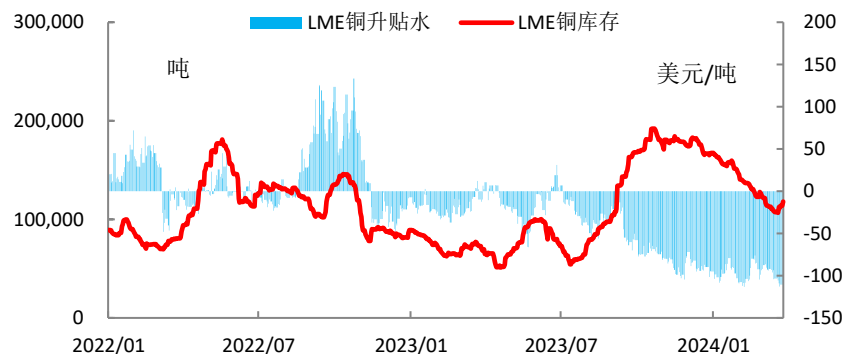
全球铜库存（SFE+LME+COMEX+上海保税库，万吨）



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）

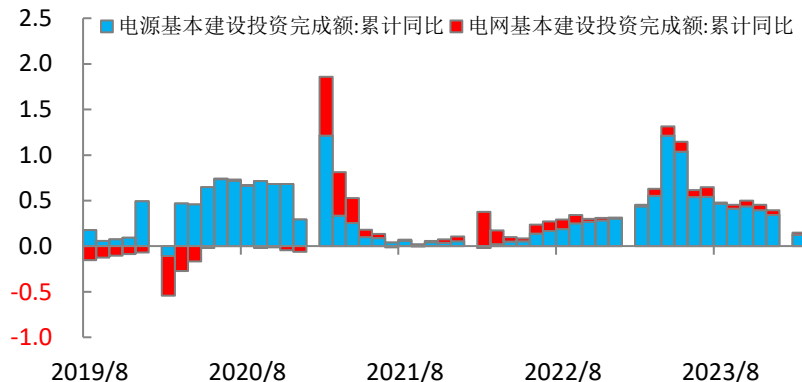


资料来源：Wind, 申万期货研究所

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。
- 1-2月份太阳能发电装机同比增加80%，风电同比增加70%，两项估算年度新增铜需求约80万吨。
- 1-2月份电网投资投资略好于2023年同期，同比增加2.3%。

国内电源和电网投资增速



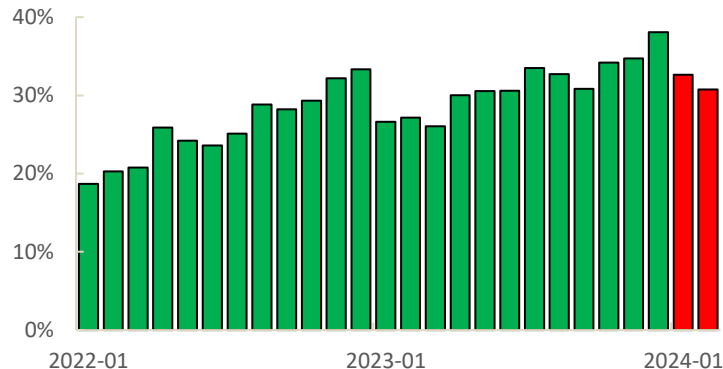
国内电源铜需求增量测算（万吨, 万千瓦, %）

新增发电量（万千瓦）	水电	火电	核电	风电	光电	附注
2024年1-2月	103	508	0	989	3,672	注：风电0.9万吨/GW；光电0.45万吨/GW
2023年1-2月	123	570	0	584	2,037	
增速	-16.3%	-10.9%	0.0%	69.3%	80.3%	
折合年铜需求增量（万吨）				19.5	59.8	

交通设备：预计新能源渗透率提升巩固铜需求

- 2023年国内汽车产销同比分别增长9.6%和10.6%，2024年前两个月新能源渗透率达到38.9%。国内已计划出台汽车以旧换新的激励消费政策，叠加智能驾驶，预计今年单月渗透率有望达到50%。
- 2024年1-2月份汽车产销同比分别增长8.1%和11.1%，延续高增长势头。欧美可能提高新能源车进口关税，掣肘新能源车出口。

国内新能源汽车渗透率（%）



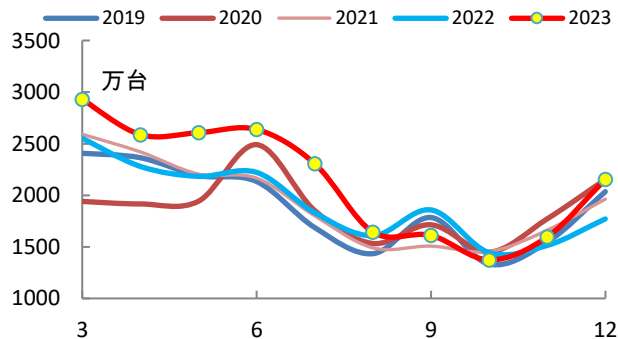
国内新能源汽车铜需求增量测算（辆、万吨）

	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)
2024年1-2月份	712,679	477,788	98,351	2,067,475	502,526	56,909	3,915,728
耗铜量 (万吨)	5.915	2.867	0.374	4.548	1.307	0.626	15.637
2023年1-2月份	646,312	287,843	102,130	2,589,572	513,559	38,275	61,774,342
耗铜量 (万吨)	5.364	1.727	0.388	5.697	1.335	0.421	14.933
耗铜增量 (万吨)							0.70

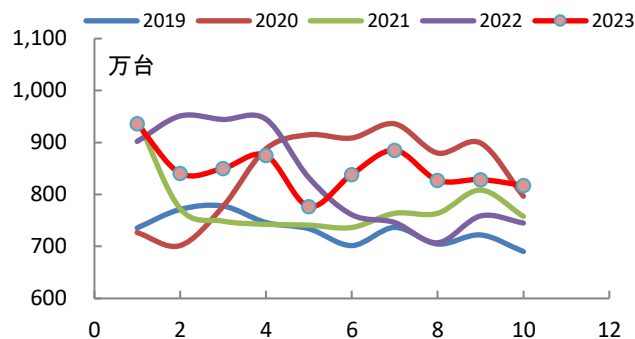
家电：有望受益于以旧换新政策

- 1-2月空调产量同比增长18.8%，冰箱同比增长18.5%，洗衣机同比增长20%，彩电同比增加4.5%。
- 1-2月份空调出口增加14.9%，表现好于预期。
- 空调产量高增长主要得益于“保交楼”等因素。
- 家电有望受益于近期国内提出的依旧换新鼓励消费政策。

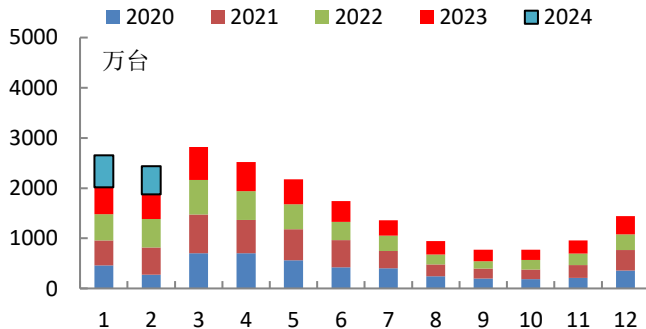
中国空调产量（万台）



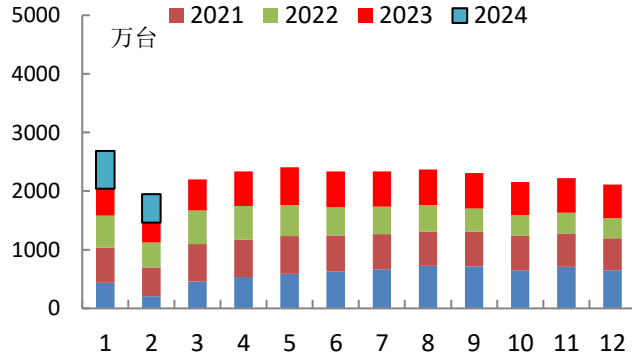
中国冰箱产量（万台）



中国空调出口（万台）



中国空调出口（万台）

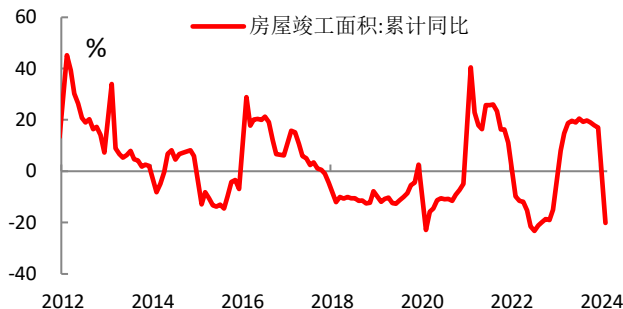


资料来源：Wind, 申万期货研究所

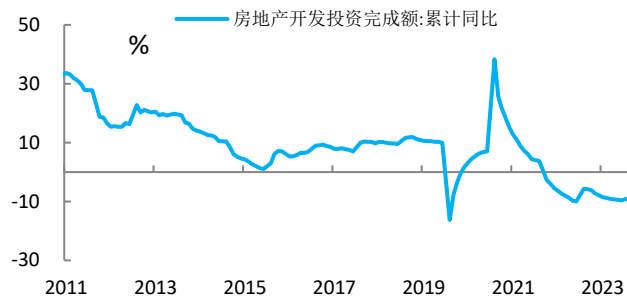
地产：有望企稳；电子通信：拖累有限

- 1-2月份，全国房地产开发投资同比下降9.0%，施工面积同比下降11.0%。房屋新开工下降29.7%。竣工下降20.2%。房地产开发企业到位资金下降24.1%。
- 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。

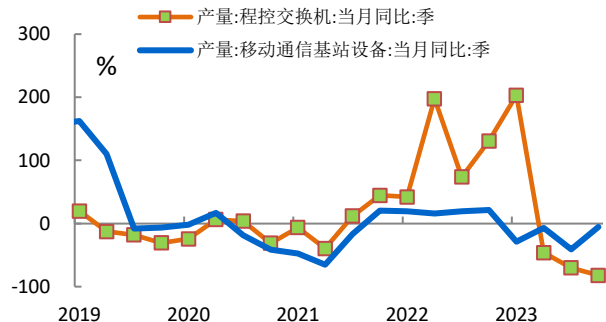
中国竣工面积累计同比 (%)



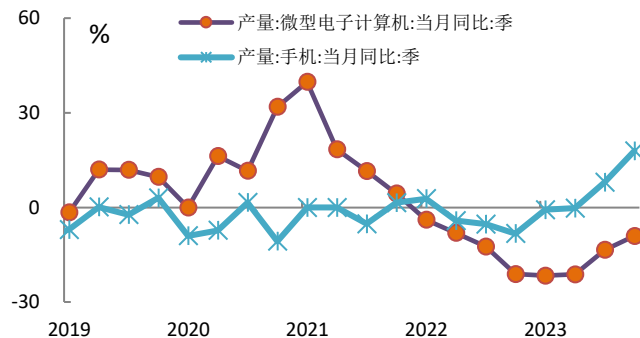
中国地产投资完成额累计同比 (%)



中国交换机和基站产量同比 (%)



中国电子产品产量同比 (%)



资料来源: Wind, 申万期货研究所

预期2024年供求缺口13万吨

- 供应：由于第一量子的巴拿马矿山停产和英美资源的减产，供应损失约40万吨，原本预期的过剩数量荡然无存。2023年四季度多数权威机构预计2024年供大于求40-50万吨。
- 需求：2024年新能源仍是铜需求的最重要驱动力，风光电装机有望延续高增长；新能源汽车受益于以旧换新和智能驾驶，有望保持正增长；家电行业受益于以旧换新的政策利好，有望延续正增长；房地产行业仍未见明显的企稳迹象，但随有效库存出清，以及解除限购、降低首付和房贷利率等扶持政策的持续发酵，房地产行业有望企稳。
- 供求差异：预计2024年供求缺口13万吨。

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）	2024年新增 供应（万吨）	供应增速	主观观点
电力	46.0%	5.0%	2.3%		1.2%	1.4%	2734	20	0.7%	供求差异 -0.5%，约 为13万吨 缺口
家电	14.6%	3.0%	0.4%		1.5%	1.6%		30	1.1%	
交通运输	11.0%	3.0%	0.3%		2.0%	1.8%		40	1.5%	
建筑	9.4%	-10.0%	-0.9%		2.5%	2.0%		50	1.8%	
电子设备	7.5%	-5.0%	-0.4%							
其它	11.5%	-1.0%	-0.1%							
国内需求增速			1.6%							

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 2024年6月美联储可能开启降息周期，国内刺激政策有望加码，宏观环境有利于铜价。
2. 矿供应紧张，国内冶炼企业被迫计划减产，供应不及预期。
3. 国内电源投资有望延续高增长，汽车和家电有望正增长，地产有效库存出清有利于地产企稳。
4. 预计全球需求增速1.6%，供应增速1.1%，预计2024年供求缺口13万吨。

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
全球冶炼开工率超预期提高

■ 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年二季度铜期货操作建议

波段操作

- ❖ 如果铜价达到71000元/吨，建议买入，目标区间74000-75000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。

品种： 锌

供应虽有缩减，未改过剩预期

——2024年二季度锌投资策略展望

- 主要驱动因素：矿增量不及预期，需求总体平稳，供求基本平衡。
- 供求角度：供应端，由于矿山减产，冶炼利润出现亏损。需求端，预计2024年国内基建可能小幅正增长、地产有望企稳，以旧换新政策将促家电汽车正增长。2024年过剩预期由36.7万吨调减至25万吨，目前供应端缩减程度尚不能扭转过剩预期。
- 预计价格主要运行区间：LME锌2300-3000美元/吨，上期所锌18500-24000元/吨。

国内锌价走势回顾

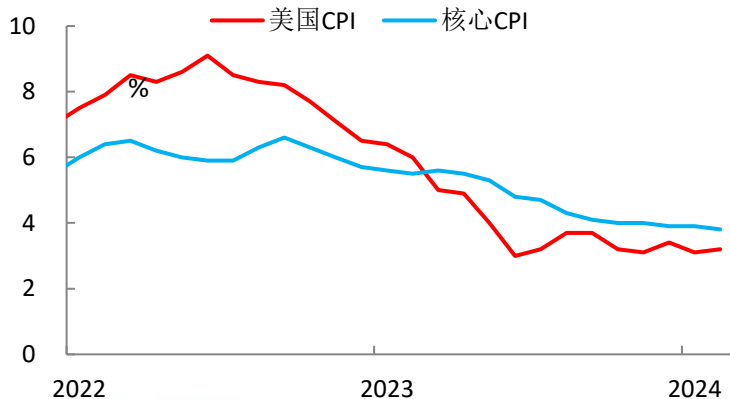


- 锌：去年至今精矿加工费持续缩窄，目前仅为3600元/吨，冶炼行业出现亏损，未来存在减产可能。虽有矿山减产，但尚不足改变供求过剩的市场预期。锌价上方受制于过剩预期，下方存在矿山和冶炼成本的支撑，导致锌价总体20000-22000元/吨区间波动。目前尚未出现足以打破区间波动的因素。

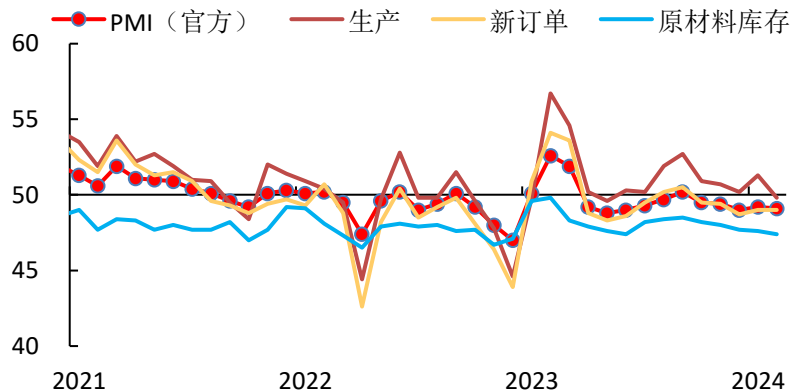
美联储降息在望，国内刺激有望加码

- 3月美联储利率决议维持基准利率不变，保持5.25%–5.5%，符合市场预期。市场普遍预期美联储6月份降息，开启降息周期，点阵图显示年内可能降息三次的预期。目前美国经济和就业数据已明显回落。
- 国内经济主要受地产疲弱的拖累，已连续5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），效果仍需要观察，扶持政策将延续。

美国CPI和核心CPI（%）



美元指数与LME锌价（美元/吨）



资料来源：Wind, 申万期货研究所

ILZSG预计矿供应增加， 锌价低位考验矿山

- 国际铅锌研究小组（ILZSG）预计2024年世界锌矿产量将增长3.9%至1291万吨。
- 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。
- 目前矿山减产状况尚不足扭转过剩预期。

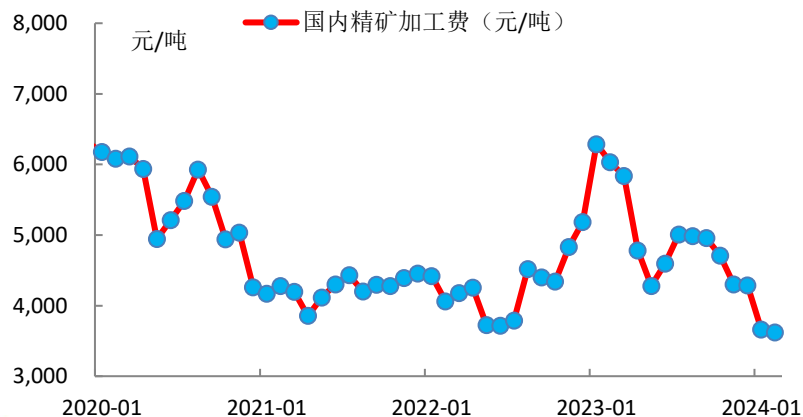
宣布停产矿山及其产能（万吨）

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

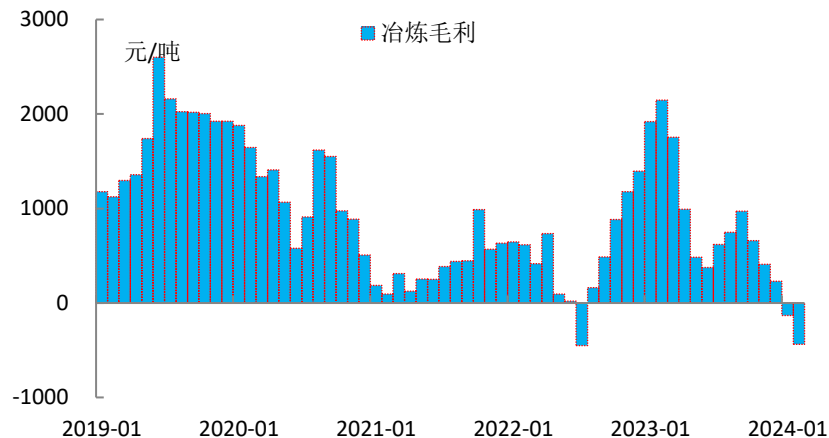
如果加工费持续低迷，未来存在减产可能性

- 年初以来精矿加工费持续回落，目前国产周度精矿加工费报价降至3800元/吨，进口加工费降至60美元/吨。估算锌冶炼行业已出现亏损，但目前尚未出现减产情况，如果加工费持续低迷，存在减产可能性。
- 国际铅锌研究小组（ILZSG）预计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4.1%。目前低迷的加工费，存在达不到预期的可能性。

国内锌精矿价格（元/吨）



国内冶炼毛利估算（元/吨）



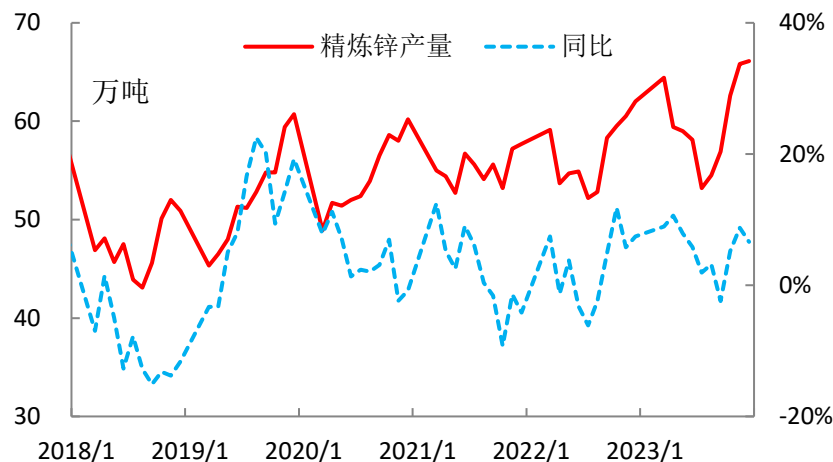
国内冶炼依旧高增长

- ILZSG预计，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。
- 2024年1-2月中国锌产量123.9万吨，同比增长15.5%。产量高增长受益于去年基数较低，去年同期云南限电影响产出。
- 由于精矿加工费低迷，未来产量增速大概率放缓。

ILZSG全球锌冶炼产量（千吨）



中国锌产量（万吨）

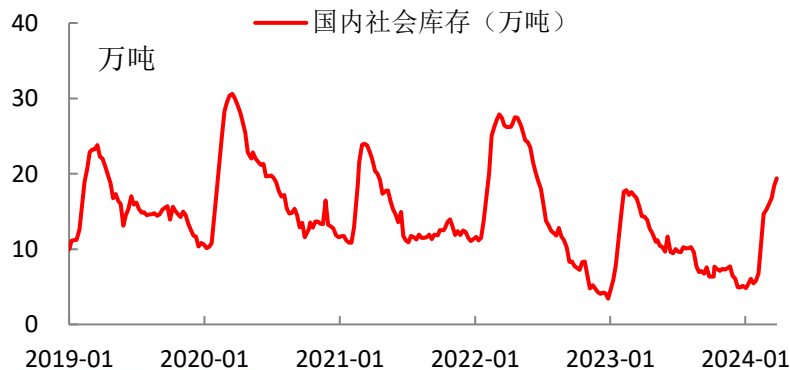


资料来源：ILZSG, Wind, 申万期货研究所

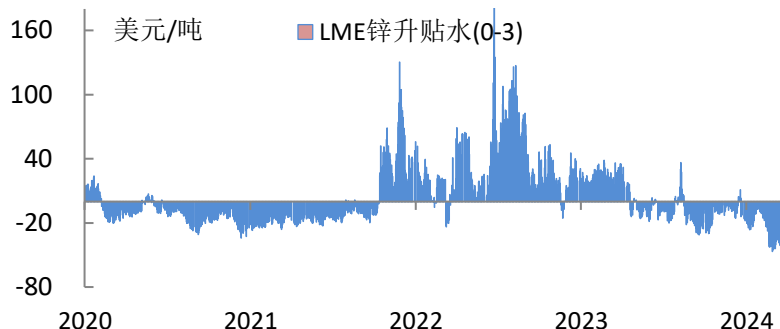
库存持续攀升

- 2023年年初至今，LME库存持续增加，目前已达到27万吨，导致现货贴水持续扩大，目前已接近100美元/吨的低位。
- 国内由于季节性影响出现累库，目前达到20万吨，虽然目前已进入需求旺季，但库存未出现下降迹象。

国内锌社会库存（万吨）



LME现货升贴水（美元/吨）



LME库存（吨）

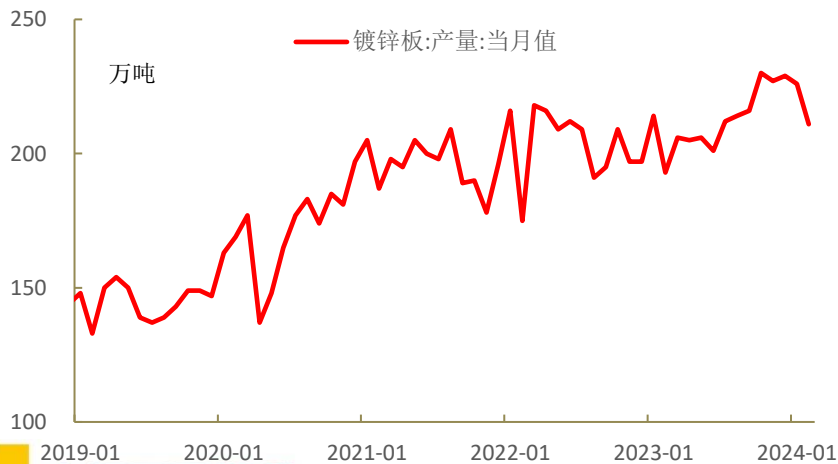


资料来源：Wind, 申万期货研究所

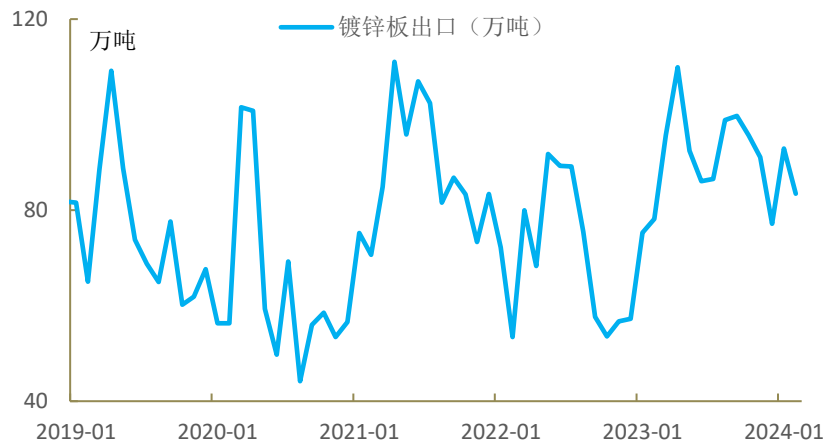
国内镀锌板产量下降，出口表现良好

- 根据SMM数据显示，年初至今镀锌板产量较去年同期有所增加，增幅约7%，主要受加工存在利润支持。
- 2024年1-2月镀锌板出口量分别为92.90和83.46万吨，累计同比增加15%。国别由高到低分别为：韩国、意大利、菲律宾、越南、泰国等。

国内镀锌板产量（万吨）



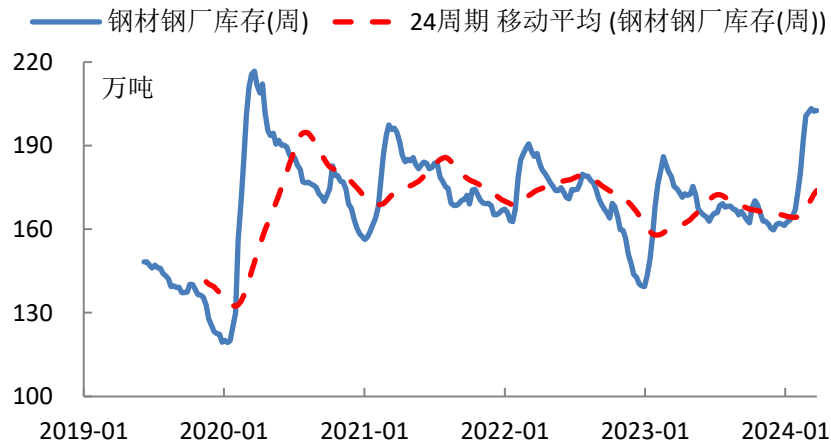
国内镀锌板出口（万吨）



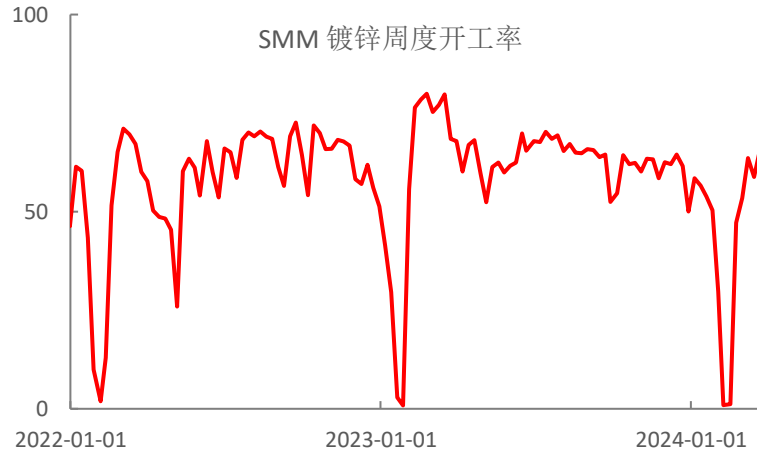
镀锌累库高于往年同期

- 目前镀锌板开工率为65.98%，由于春节较晚，开工率回升力度迟于去年。
- 库存累库高于去年同期，因产量增长明显。随着进入需求旺季，目前镀锌板库存出现下降迹象，钢材价格低迷，下游需求不振，将可能限制未来镀锌产量。

国内主要钢厂镀锌板库存（万吨）



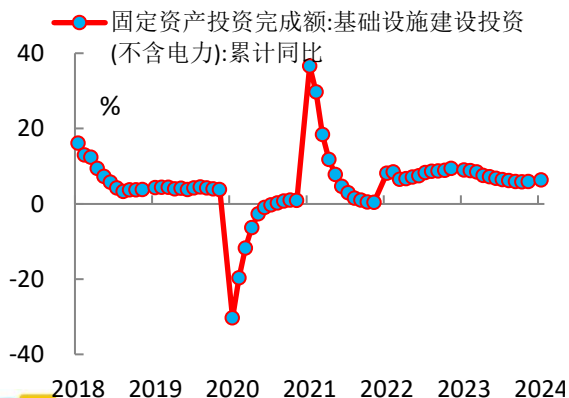
国内主要镀锌板企业开工率（%）



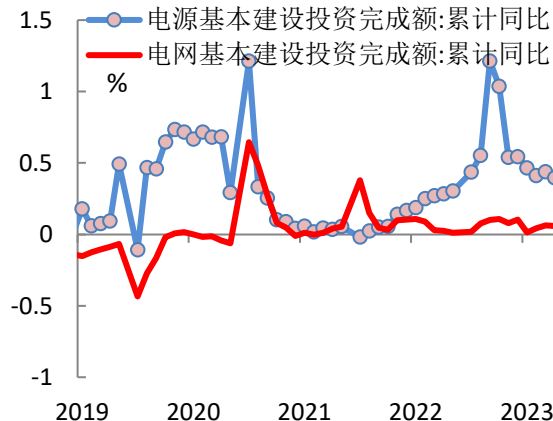
预计基建低速增长、地产有望企稳

- 2024年1-2月份基建增速为6.3%，低于去年同期，未来国内基建有望保持小幅正增长。
- 在国家持续不断出台扶持地产政策后，开工、施工、竣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年下半年地产行业有望企稳。

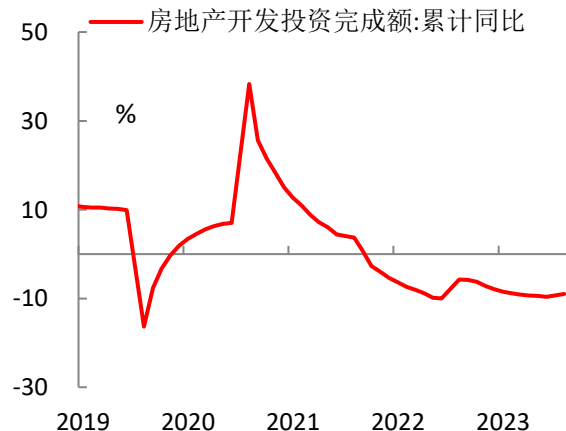
国内固定资产投资累计同比 (%)



国内电源投资累计同比 (%)



国内房地产投资完成额累计同比 (%)

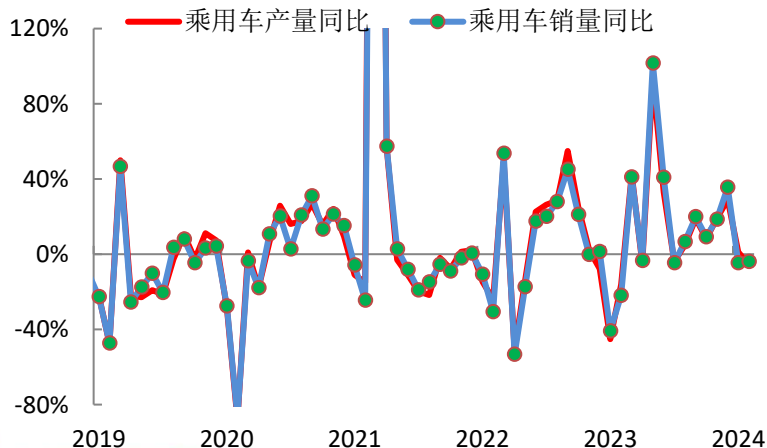


资料来源: Wind, 申万期货研究所

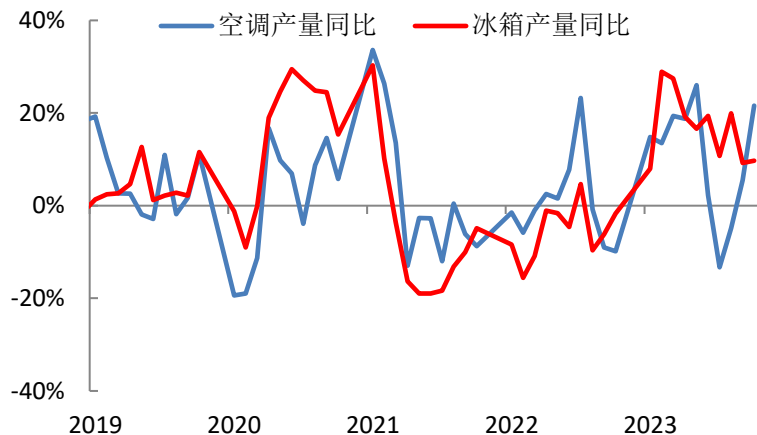
预计以旧换新促汽车、家电增长

- 2024年1-2月份汽车产销同比分别增长8.1%和11.1%，延续增长势头。
- 1-2月空调产量同比增长18.8%，冰箱同比增长18.5%，洗衣机同比增长20%，彩电同比增加4.5%。1-2月份空调出口增加14.9%，表现好于预期。
- 汽车、家电有望收益于近期国内提出的依旧换新鼓励政策。

国内乘用车产销量同比（%）



国内空调冰箱产量同比（%）



资料来源：中汽协、国家统计局、Wind, 申万期货研究所

预计2024年供求轻微过剩

- 供应：ILZSG预计2024年将增长3.3%，达到1430万吨。主要因中国产量的增长，预计2024年中国的产量将同比增加4.1%。由于矿山减产，小幅调低ILZSG产量数据。
- 需求：国际铅锌研究小组认为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：根据国际铅锌研究小组数据，预计2024年全球精炼锌仍将供大于求25万吨。

全球精炼锌供求平衡表（千吨）

单位（千吨）	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
全球锌矿产量	13,385	12,733	12,961	12,408	12,881	12,461	12,303	12,323
美洲	4,036	4,099	3,947	3,559	3,978	3,813	3,803	
亚洲	7,043	5,987	5,849	5,792	5,909	5,817	5,902	
中国	5,186	4,304	4,258	4,200	4,250	4,210	4,200	
澳大利亚	780	1,020	1,283	1,332	1,350	1,350	1,333	
全球精炼锌产量	13,708	13,260	13,513	13,640	13,934	13,352	13,869	14,180
欧洲	2,367	2,403	2,349	2,153	2,376	2,299	2,138	
美洲	1,597	1,672	1,672	1,574	1,709	1,765	1,646	
亚洲	9,839	9,279	9,138	9,174	9,538	9,453	9,669	
中国	6,906	6,501	6,431	6,749	6,802	6,930	6,920	
全球精炼锌消耗量	14,185	13,715	13,722	13,293	14,149	13,681	13,742	13,930
全球精炼锌过剩/缺口	-477	-456	-209	347	-215	-329	128	250

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. 由于矿山减产，冶炼利润出现亏损，调低ILZSG的2024年产量预期。
3. 保持ILZSG的2024年需求预期，其中全球将增长2.5%，中国将增长1.2%。
4. 预计2024年国内基建可能小幅正增长、地产有望企稳，以旧换新政策将促家电汽车正增长。
5. 2024年过剩预期由36.7万吨调减至25万吨，目前供应端缩减程度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增长

■ 库存：

全球库存超预期大幅变动

2024年二季度锌期货操作建议

波段操作

- ❖ 如果锌价在19500元/吨以下，建议择机买入，目标区间21000-22000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。