



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

峰回路转，柳暗花明

——2024年四季度有色投资策略展望

分析师：李野（F0285557，Z0002369）

2024. 9. 27

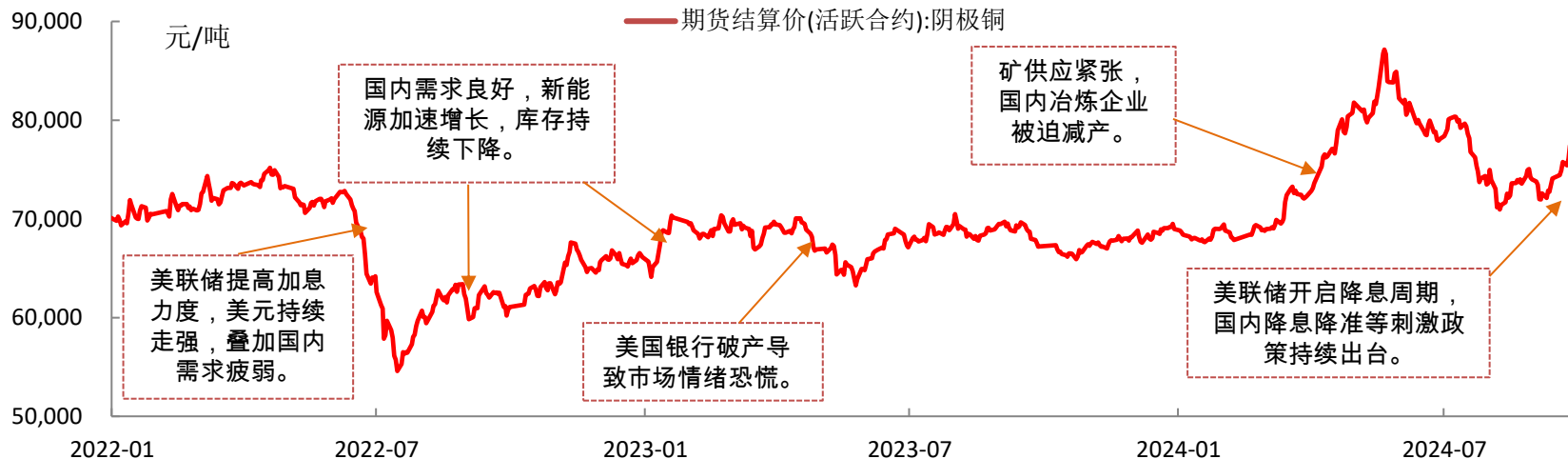
品种：铜

冶炼增速放缓，需求环比回升

——2024年四季度铜投资策略展望

- 主要驱动因素：美联储开启降息周期，矿供应延续紧张，冶炼增速放缓，需求环比回升。
- 宏观角度：美联储开启降息周期，国内降息降准等刺激政策持续出台。
- 供求角度：矿供应持续紧张，精矿加工费持续低位，国内冶炼产量增速放缓。国内新能源电源投资增速明显放缓，电网投资提速，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20万吨。
- 预计价格主要运行区间：LME铜8900-10000美元/吨，上期所铜74000-83000元/吨。

国内铜价走势回顾

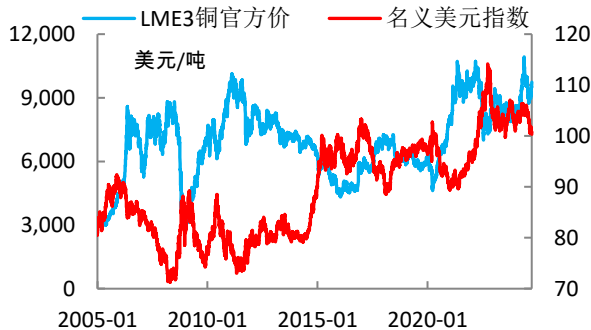


- 铜：2024年一季度，由于矿供应不及预期，精矿加工费大幅萎缩，冶炼利润面临严峻考验，中国冶炼企业被迫宣布联合减产，导致供求过剩预期转为供求平衡甚至缺口，铜价大幅上扬。二季度国内产量延续高增长，减产力度不及预期，全球库存持续小幅增加，COMEX风险解除，高亢的市场情绪回落，铜价持续回落调整。三季度随着冶炼产量同比增长放缓，全球库存小幅下降，需求环比回升，乐观情绪抬头。

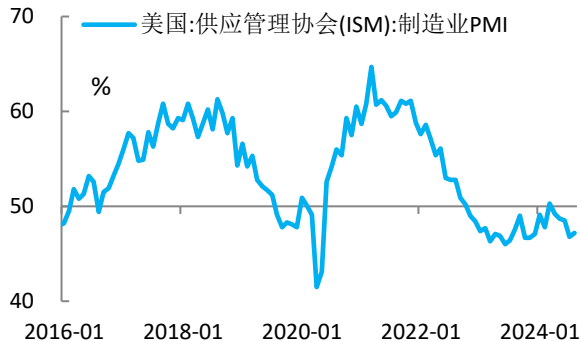
美联储开启降息周期

- 9月份美联储宣布降息50个基点，开启降息周期。
- 8月美国的通胀率下降到了2.5%，失业率升至4.2%，具备了降息条件。
- 市场预期11、12月份美联储将降息2次。
- 由历史数据来看，美联储降息有利于铜价走强。

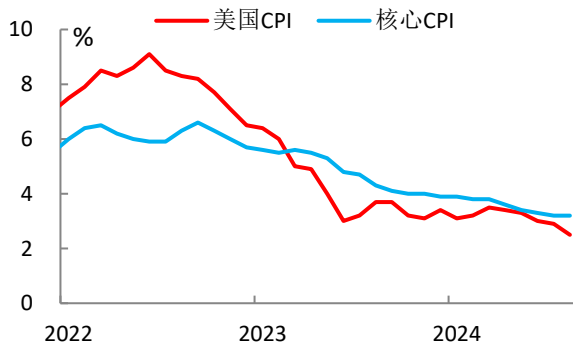
美元指数与LME铜价（美元/吨）



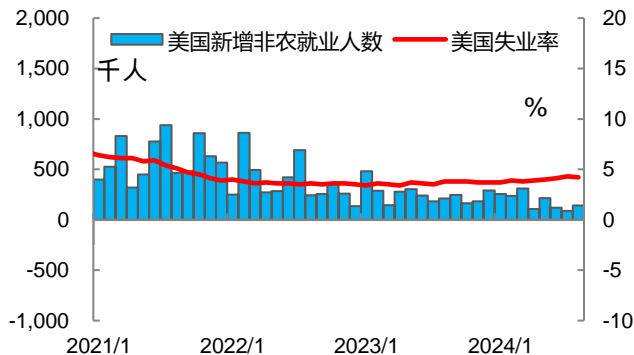
美国ISM制造业PMI（%）



美国CPI和核心CPI（%）



美国新增非农就业人数（千人）

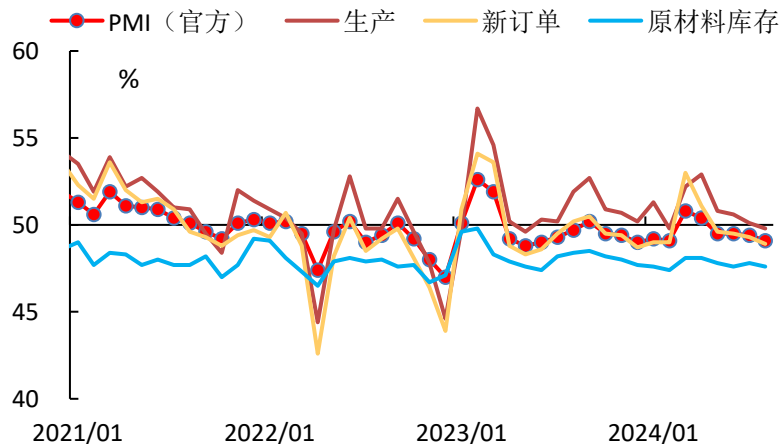


资料来源：Wind, 申万期货研究所

国内经济刺激加码，效果需持续观察

- 受地产疲弱的拖累，国内经济依旧承受压力。前8个月有6个月制造业PMI低于荣枯线。
- 国内推出了经济扶持政策（取消限购、降低首付比例、降息降准），效果仍需要观察。
- 四季度人民币兑美元汇率有望走强，将降低以美元标价的相对价格。

中国制造业PMI (%)



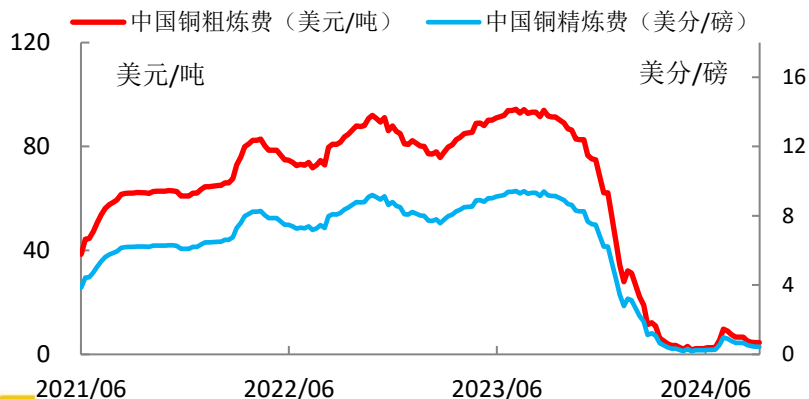
人民币兑美元汇率



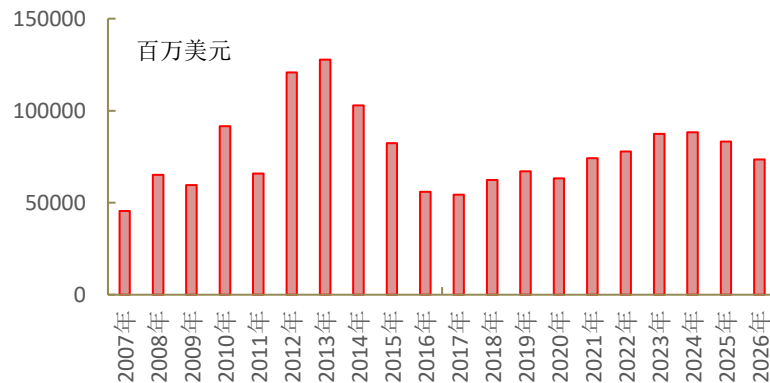
精矿持续紧张

- 最新周度精矿加工费已降至4.6美元/吨，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，短期难有改善。
- 今年以来，精矿供应处于持续紧张状态，二季度由于铜价过快上涨，废杂铜集中供应弥补了精矿供应的紧张。

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

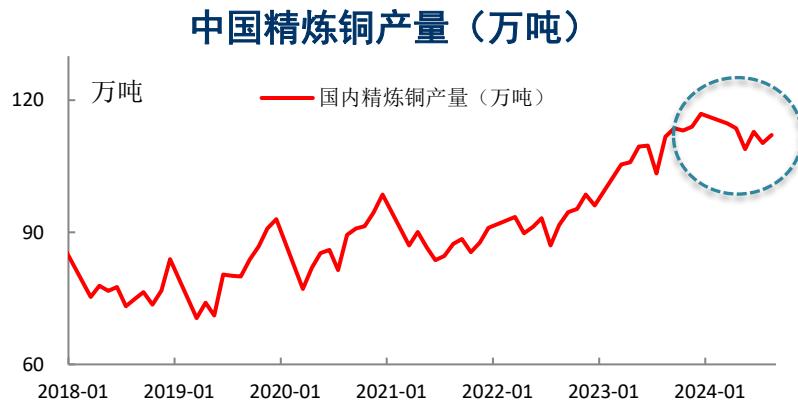
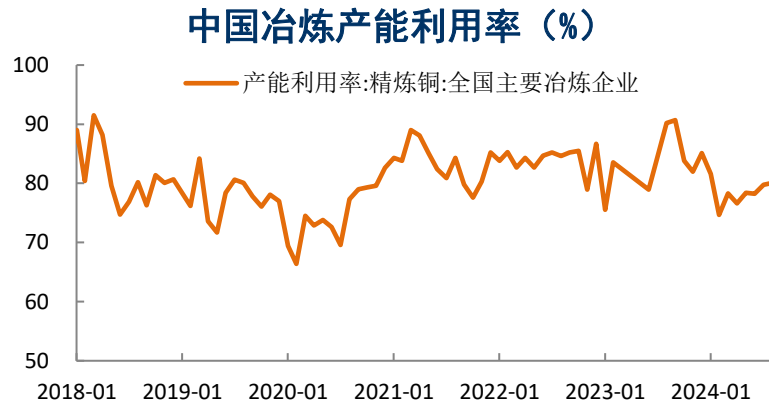
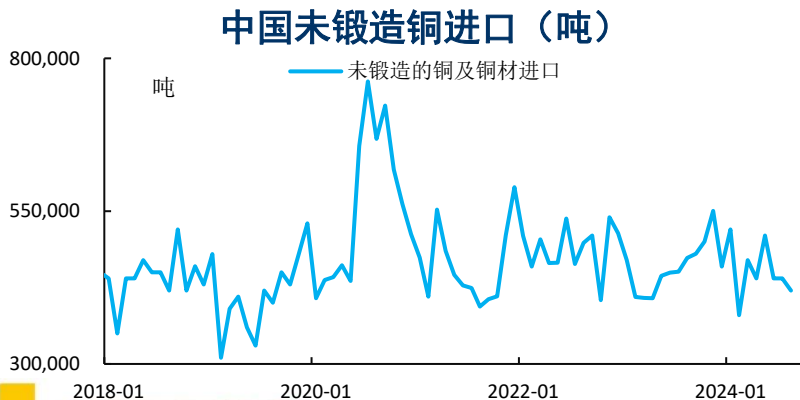
全球新增铜矿山项目及数量

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	ChuquicamataUnderground	95	150	200
Chile	Mantoverde	0	0	25
Chile	QuebradaBlancaPhasell	0	180	235
Chile	SpenceGrowthOperation	134	180	185
DRC	DeziwaExpansionSXEW	0	0	60
DRC	Kamoa-Kakula	341	380	430
DRC	Kinsevere	0	0	10
DRC	KisanfuSXEW	0	10	40
DRC	MutoshiSXEW	0	10	30
DRC	TenkeFungurumeMill	0	0	50
Mexico	BuenavistaZinc	0	15	20
Mongolia	OyuTolgoiUnderground	134	150	250
Peru	MinaJusta	34	50	55
Peru	Quellaveco	90	300	340
Russia	Udokan	0	20	70
US	Gunnison	0	5	10
US	PumpkinHollowO/P	0	0	10
Uzbekistan	Almalyk	125	160	220
Zambia	KonkolaDeep	15	20	35
年度新增（千吨）		1000	1685	2330
			685	645

四季度国内铜产量增速有望放缓

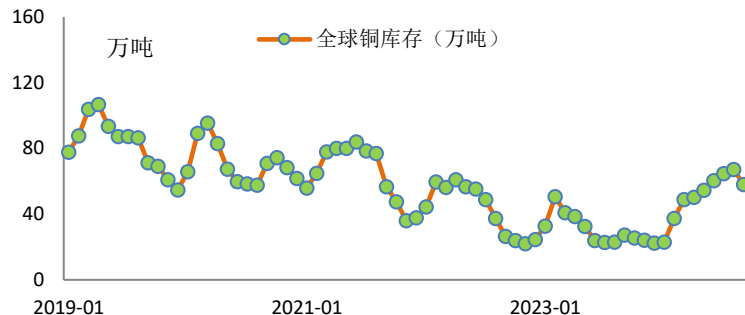
- 国家统计局，8月精炼铜产量112.1万吨，同比增长0.9%，增速环比回落；1-8月累计产量890.8万吨，同比增长6.2%。
- 安泰科认为，前期由于铜价上涨，废杂铜供应集中增加。后期废杂铜供应可能减弱，冶炼产量增速有望进一步放缓。
- 2024年1-8月份累计进口233.69万吨，同比增加7.96%。



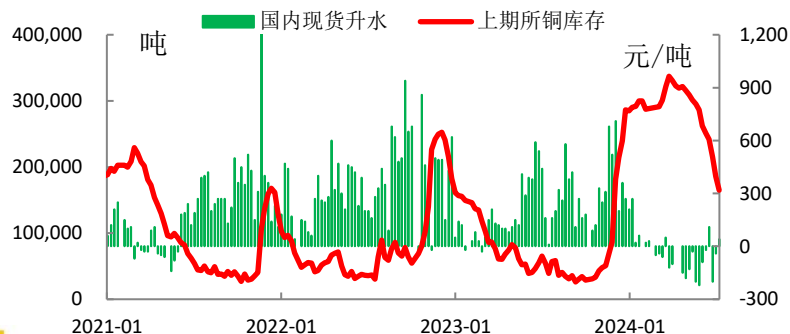
全球库存月度回落

- 1-8月份全球铜库存（LME+COMEX+上期所+上海保税库铜库）逐月回升，但9月份首次出现下降。
- LME库存9月份回落，LME现货贴水维持在130美元/吨左右。
- 国内库存持续回落，导致现货由贴水转为升水。

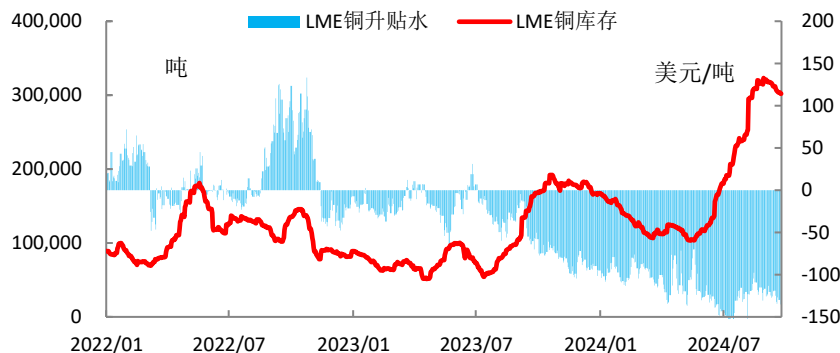
全球铜库存（SFE+LME+COMEX+上海保税库，万吨）



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）

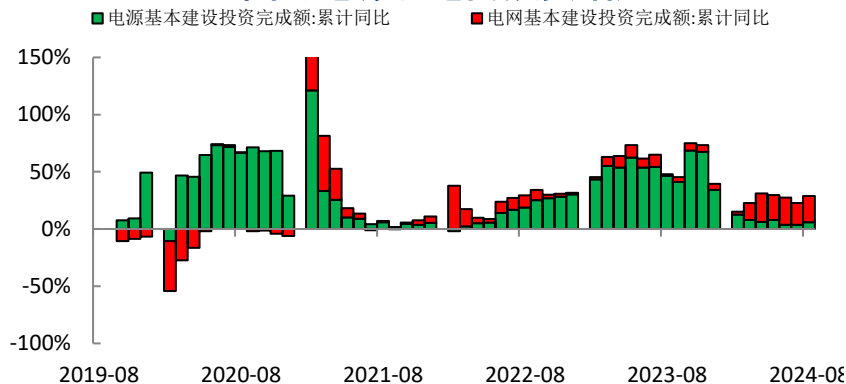


资料来源：Wind, 申万期货研究所

电力：风光电装机增速放缓，电网投资高速增长

- 1-8月份，全国主要发电企业电源工程完成投资4976亿元，同比增长5.1%。电网工程完成投资3330亿元，同比增长23.1%。
- 新能源装机增速明显下降，受限于电网无法消纳。电网瓶颈凸显，使得电网增速两位数增长，也将带动铜需求增长。

国内电源和电网投资增速



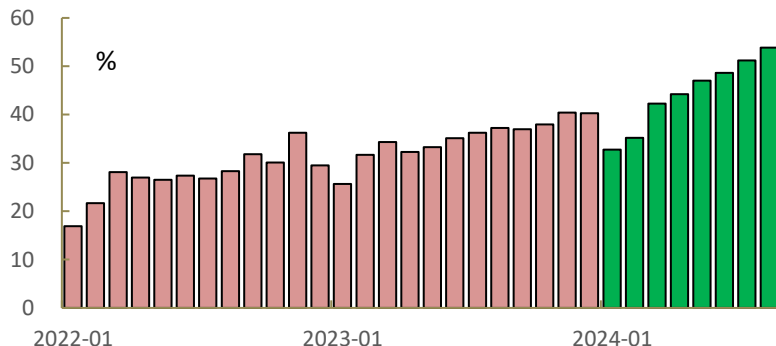
国内电源铜需求增量测算（万吨, 万千瓦, %）

新增发电量（万千瓦）	水电	火电	核电	风电	光电	附注
2024年1-8月	658	2,859	119	3,361	13,999	注：风电0.9万吨/GW；光电0.45万吨/GW
2023年1-8月	721	3,429	119	2,892	11,316	
增速	-8.7%	-16.6%	0.0%	16.2%	23.7%	
折合年铜需求增量（万吨）				10.7	20.7	

交通设备：预计新能源渗透率提升巩固铜需求

- 中汽协，8月份汽车产销同比分别下降3.2%和5%。今年1-8月汽车产销量同比分别增长2.5%和3%。乘联会9月份零售数据环比回升10%。
- 1-8月新能源汽车产销量同比分别增长29%和30.9%，新能源汽车渗透率达到37.5%，8月份渗透率达到53%。
- 新能源叠加智能驾驶有望助力汽车产销高增长。

国内新能源汽车渗透率（%）



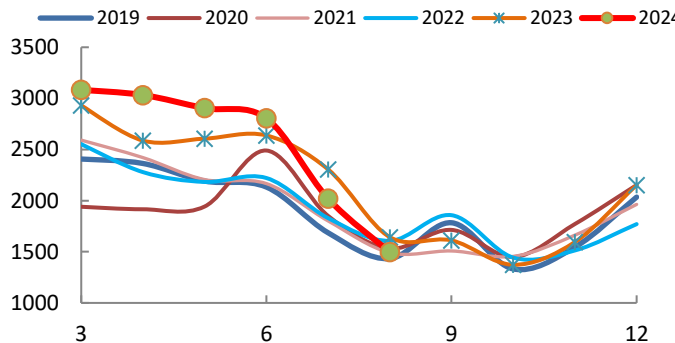
国内新能源汽车铜需求增量测算（辆、万吨）

	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1-8月份	3,893,681	2,783,361	434,363	9,022,493	2,219,397	313,380	32,000,014
耗铜量（万吨）	32.318	16.700	1.651	19.849	5.770	3.447	79.74
2023年1-8月份	3,648,006	1,537,547	408,019	10,065,846	2,323,094	230,006	30,941,906
耗铜量（万吨）	30.278	9.225	1.550	22.145	6.040	2.530	71.77
预计耗铜增量（万吨）							13.66

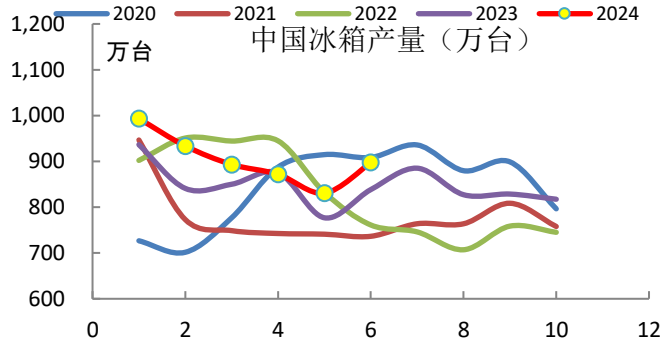
家电：家电排产同比正增长

- 8月空调产量同比下降9.4%，
1-8月累计同比增长7.8%。
9月空调排产同比增长8.8%。
- 冰箱产量同比增长4.7%；
1-8月累计产量同比增长
7.3%。9月份冰箱排产同比
增长2.2%。
- 洗衣机产量同比增长7.0%；
1-8月累计产量同比增长
7.2%。9月份洗衣机排产同
比增长1.5%。
- 家电铜需要将继续正增长。

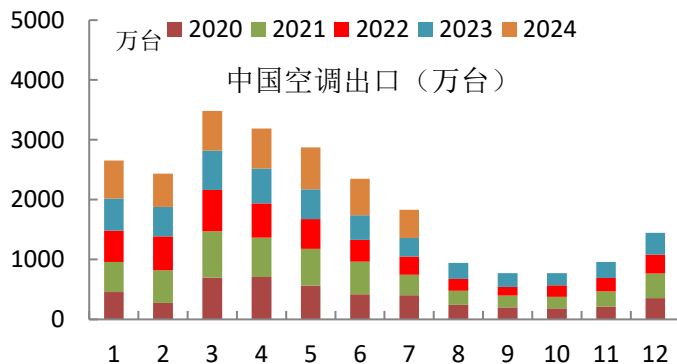
中国空调产量（万台）



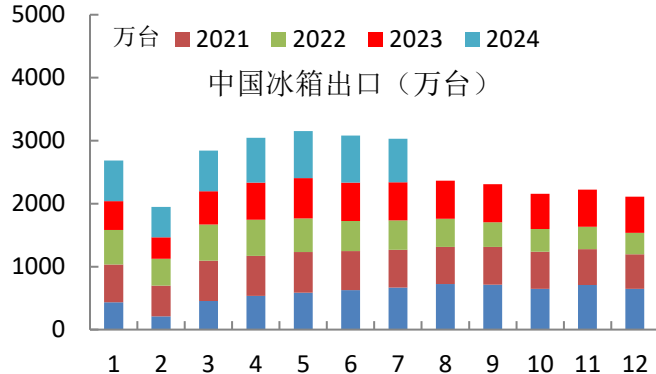
中国冰箱产量（万台）



中国空调出口（万台）



中国冰箱出口（万台）



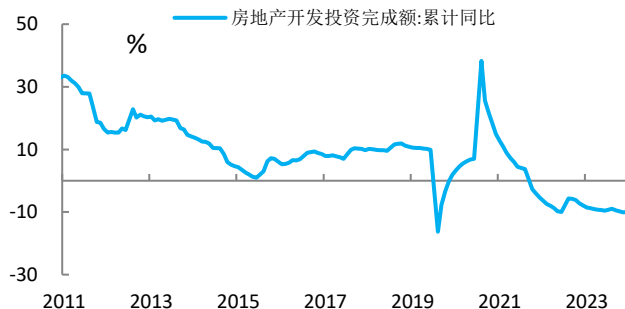
地产和电子通信：拖累有限

- 2024年1-8月房屋累计新开工面积同比增速为-22.5%，房屋累计竣工面积同比增速为-23.6%，开发投资累计金额同比增速为-10.2%。
- 近期央行宣布，全国商业性个人住房贷款最低首付比例统一为15%，存量房利率下降50个基点，扶持政策再次加码。
- 三季度，电子通讯行业环比回升，由于铜需求占比较低，影响有限。

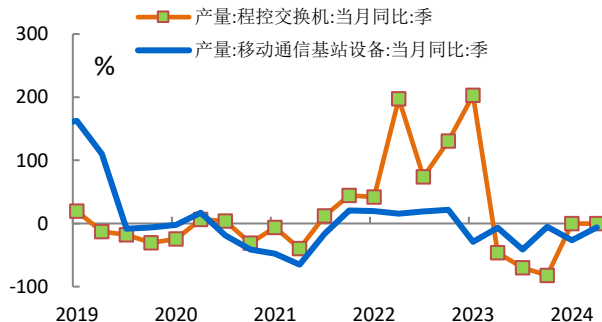
中国竣工面积累计同比 (%)



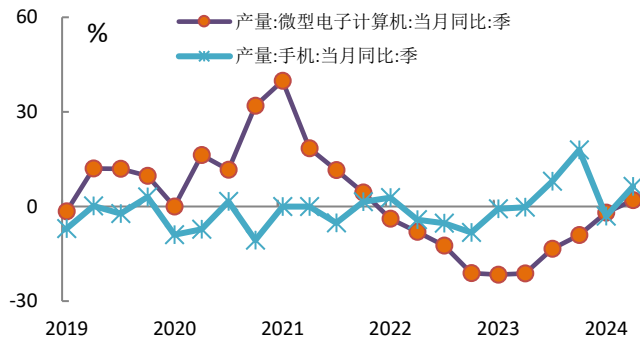
中国地产投资完成额累计同比 (%)



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20万吨

- 供应：精矿供应处于持续紧张状态，二季度由于铜价过快上涨，废杂铜集中供应弥补了精矿供应的紧张。四季度国内冶炼产量增速有望进一步放缓。
- 需求：2024年国内电网高速增长弥补风光电装机增速放缓；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，扶持政策效果需要进一步观察。
- 供求差异：预计2024年供求缺口20万吨。

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%	6.0%	2.8%		1.2%	1.7%	2735	20	0.7%	供求差异 -0.8%，约 为20万吨 缺口
家电	14.6%	4.0%	0.6%		1.5%	1.8%		30	1.1%	
交通运输	11.0%	2.0%	0.2%		2.0%	2.1%		40	1.5%	
建筑	9.4%	-10.0%	-0.9%		2.5%	2.3%		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			2.1%							

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 美联储开启降息周期，市场预期11、12月份美联储将降息2次。国内刺激政策加码。
2. 矿供应持续紧张，四季度国内冶炼产量增速有望进一步放缓，供应缩减有望再次支撑铜价。
3. 四季度需求环比有望回升，国内电力投资有望延续高增长，汽车和家电有望正增长，地产需要持续观察。
4. 预计全球需求增速1.8%，供应增速1.1%，预计2024年供求缺口约20万吨。

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：

全球铜精矿超预期增产
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年四季度铜期货操作建议

波段操作

- ❖ 如果铜价达到74000元/吨以下，建议买入，目标区间81000-82000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

冶炼产量缩减，供求有望缺口

——2024年四季度锌投资策略展望

- 主要驱动因素：矿增量不及预期，国内冶炼产量同比负增长，供求有望转向缺口。
- 供求角度：供应端，由于矿供应紧张，冶炼出现亏损，四季度国内冶炼产量可能继续缩减。需求端，预计四季度国内基建可能小幅正增长，以旧换新政策将促家电汽车正增长，地产持续疲弱，需求总体稳定。预期2024年缺口约5万吨。
- 预计价格主要运行区间：LME锌2700-3500美元/吨，上期所锌22500-29000元/吨。

国内锌价走势回顾

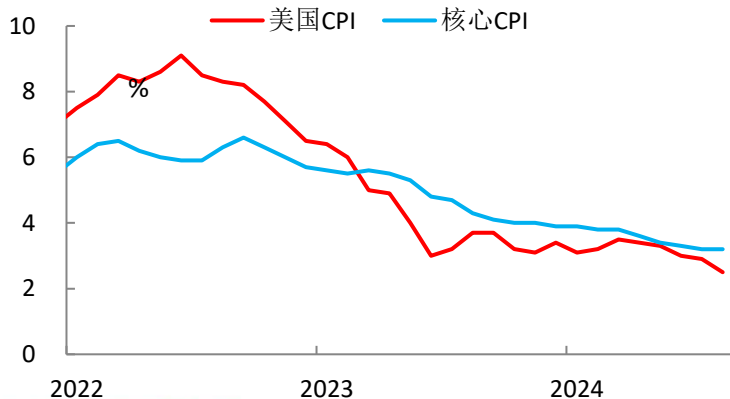


- 锌：在需求淡季的一季度，锌价呈现区间波动走势，二季度随有色集体走强，锌价持续上涨，去年至今精矿加工费持续缩窄，冶炼行业出现亏损，在减产预期的推动下，锌价跟随有色集体上涨，但现货持续贴水，需求表现差强人意，6月份锌价回落。矿产量的持续缩减，供求预期由小幅过剩转为供求紧平衡，赋予锌价更具韧性。8月份国内产量同比增速明显回落。冶炼出现缩减迹象，伴随库存下降，锌价持续走强。

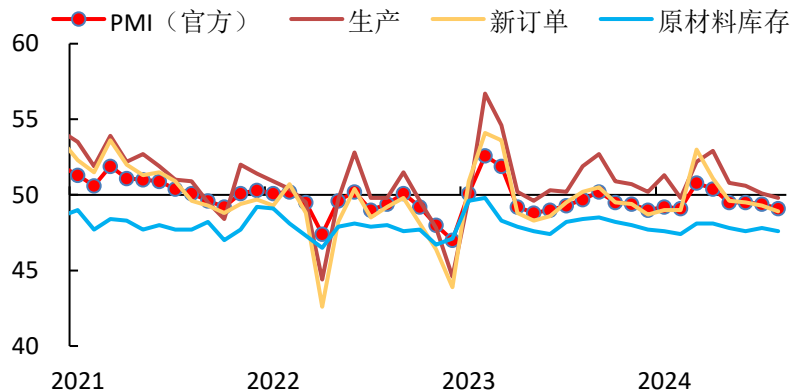
美联储降息在望，国内刺激有望加码

- 9月份美联储宣布降息50个基点，开启降息周期。8月美国的通胀率下降到了2.5%，失业率升至4.2%，具备了降息条件。市场预期11、12月份美联储将降息2次。由历史数据来看，美联储降息有利于锌价走强。
- 受地产疲弱的拖累，国内经济依旧承受压力。前8个月有6个月制造业PMI低于荣枯线。国内推出了经济扶持政策（取消限购、降低首付比例、降息降准），效果仍需要观察。

美国CPI和核心CPI (%)



中国制造业PMI (%)



资料来源: Wind, 申万期货研究所

ILZSG预计矿产量小幅增加

- 国际铅锌小组（ILZSG）预计2024年世界锌矿产量将增长0.7%，达到1242万吨。主要基于预计澳大利亚、墨西哥和刚果民主共和国的增长，Kipushi新矿场将于今年下半年投入使用。加拿大、南非、美国和秘鲁的产量预计将减少，而Antamina矿的产量预计会下降。
- 中国矿山产量在2023年增长0.5%后，预计2024年将增长1%。预计今年欧洲矿山产量将进一步下降7.9%，主要是葡萄牙的Aljustrel矿于9月暂停开采，但据彭博报道，爱尔兰的Tara计划复产。

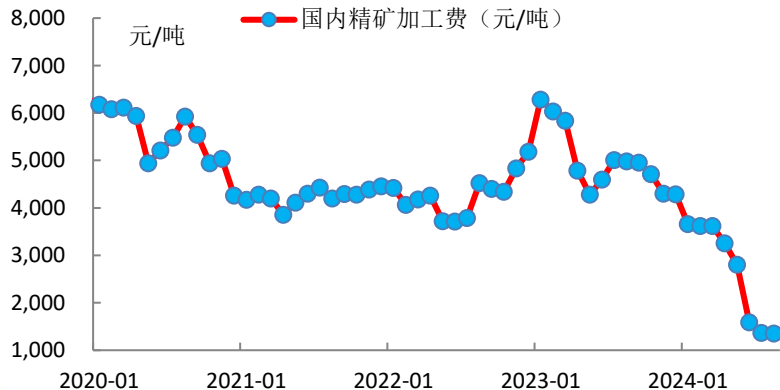
前期宣布停产矿山及其产能（万吨）

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	Antamina	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

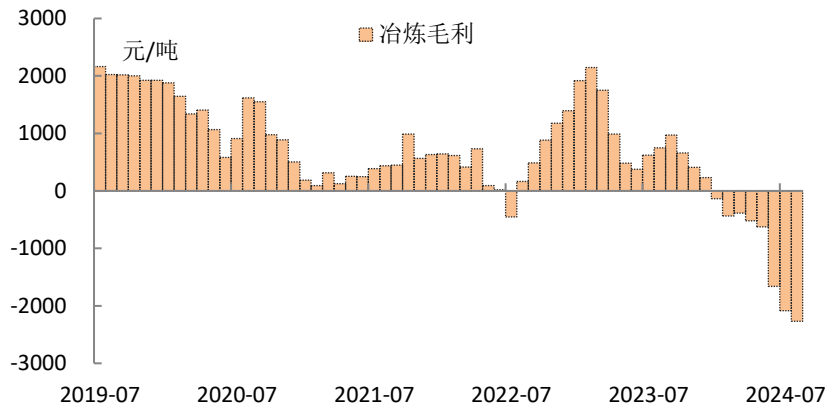
加工费持续低迷

- 国际铅锌小组认为，全球锌矿产量缩减主要受加拿大、南非、土耳其和秘鲁产量下降的影响，巴西、哈萨克斯坦和美国的产量高于2023年同期。据彭博报道Tara在考虑复产。
- 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1400元/吨，进口加工费降至负40美元/吨，锌冶炼行业已8个月亏损，8月份锌产量出现负增长。
- 持续低迷的精矿加工费，减产有望持续。

国内锌精矿价格（元/吨）



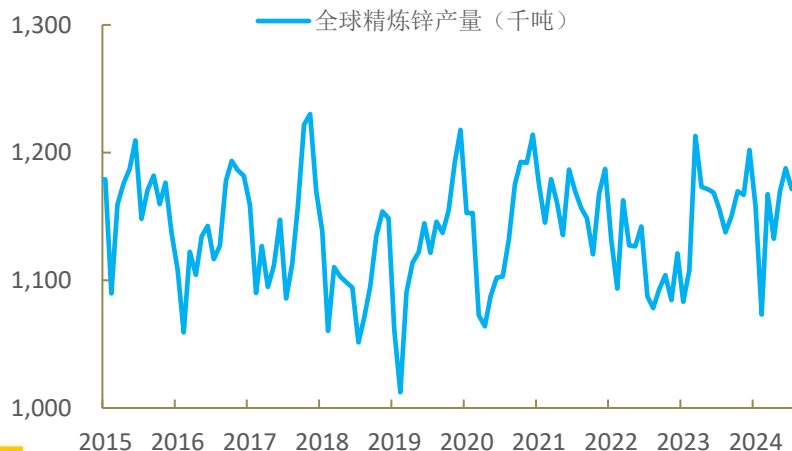
国内冶炼毛利估算（元/吨）



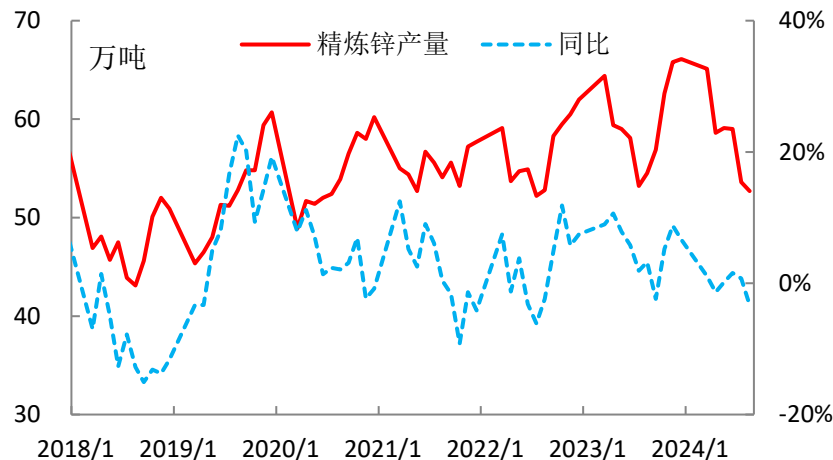
四季度国内冶炼有望进一步缩减

- ILZSG预计，预计今年中国精炼锌金属产量将增长1%。预计澳大利亚、韩国、日本和墨西哥的产量将增加，但加拿大的产量将下降。
- 2024年8月中国锌产量为52.4万吨，同比减少3.8%；1-8月锌产量为455.9万吨，同比增长2.7%。
- 由于精矿加工费低迷，四季度国内冶炼有望进一步缩减。

ILZSG全球锌冶炼产量（千吨）



中国锌产量（万吨）

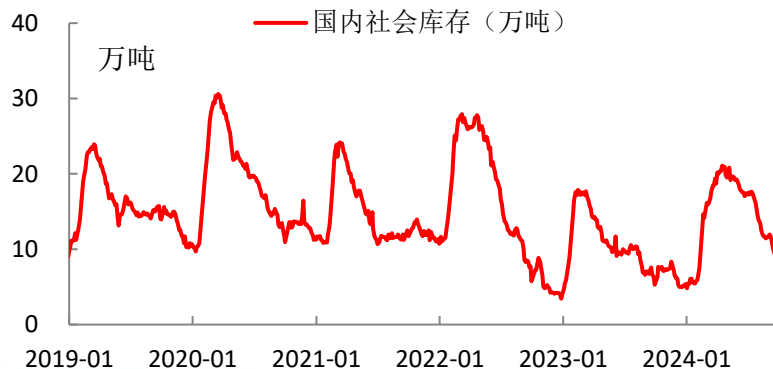


资料来源：ILZSG, Wind, 申万期货研究所

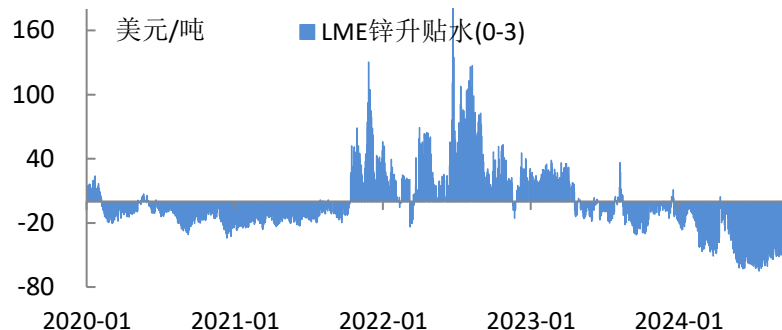
国内库存下降明显，需求出现向好迹象

- 年初以来LME库存基本稳定在25万吨左右。二季度进入需求旺季，国内外库存持续回落，目前已降至8.5万吨的历史低位区间。
- LME现货贴水出现缩窄，国内现货转为升水，需求相对供应出现向好迹象。

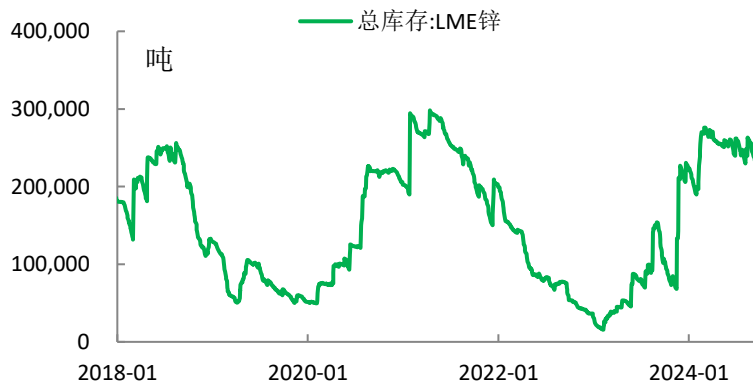
国内锌社会库存（万吨）



LME现货升贴水（美元/吨）



LME库存（吨）

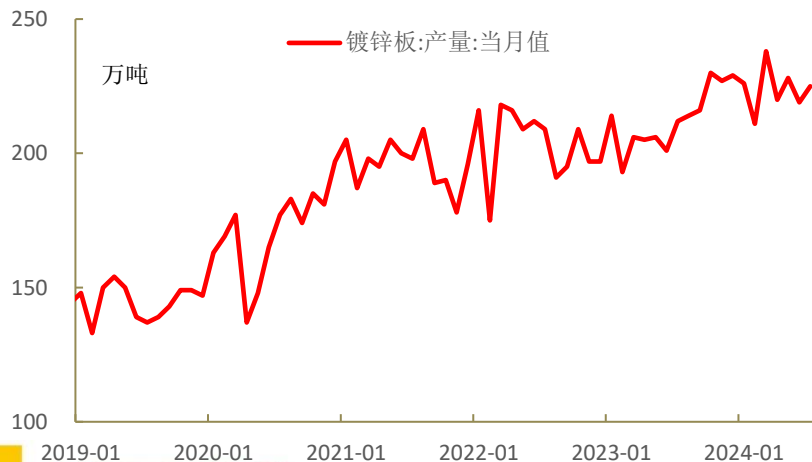


资料来源：Wind, 申万期货研究所

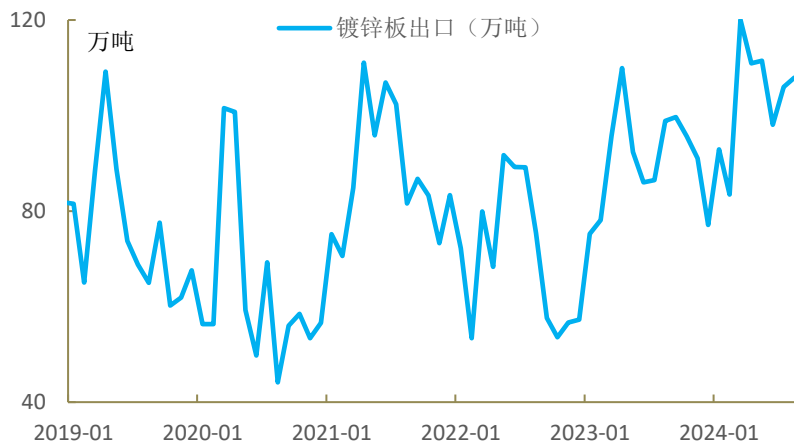
国内镀锌板产量出口良好

- 2024年8月我国镀层板（带）出口总量共计163.87万吨，月环比增幅5.11%，年同比增幅16.38%。2024年1-8月份我国镀层板（带）出口总量共计1234.15万吨，年同比增幅18.14%。价格优于其他国家是出口增加的主要原因。
- 据卓创资讯调研数据显示，8月份国内镀锌带钢产量环比降幅达到了2.07%。

国内镀锌板产量（万吨）



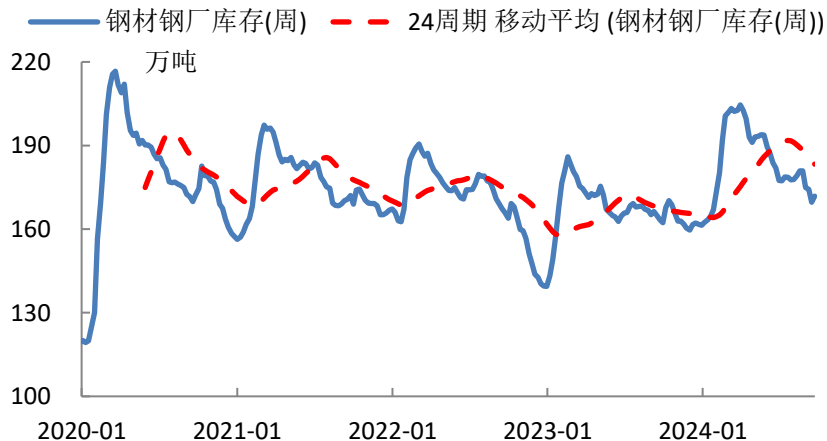
国内镀锌板出口（万吨）



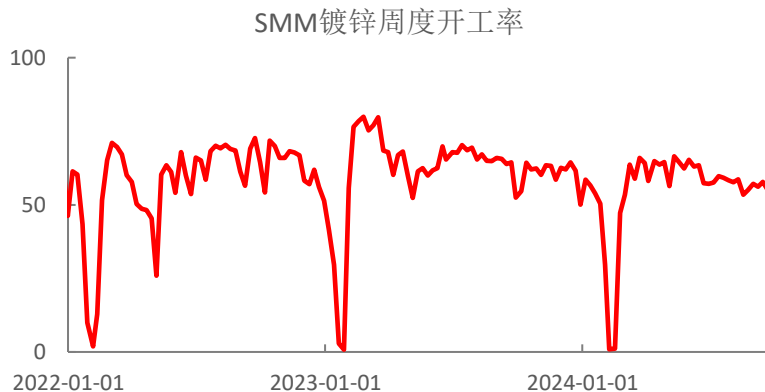
镀锌板库存持续回落

- 目前镀锌板开工率为55.01%，年初以来镀锌开工总体处于正常水平。
- 随着进入需求旺季，目前镀锌板库存出现下降迹象，但钢材价格低迷，国内下游需求不振，导致库存总体水平高于往年同期。

国内主要钢厂镀锌板库存（万吨）



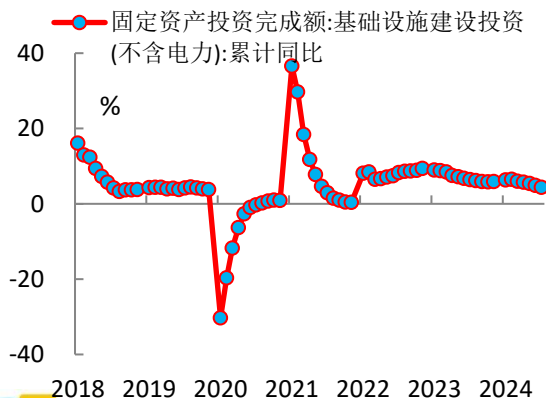
国内主要镀锌板企业开工率（%）



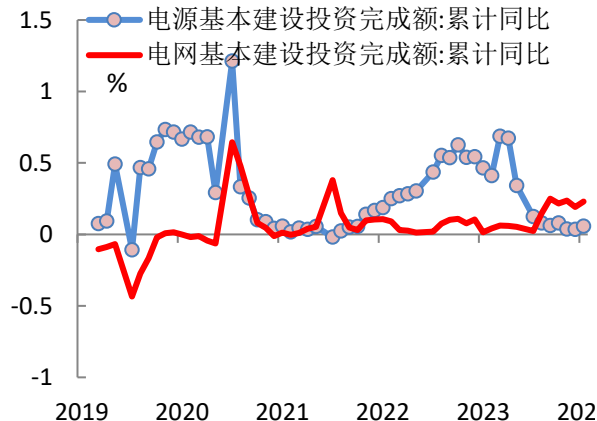
地产扶持政策再次加码

- 2024年1-8月份基建增速为4.4%，低于去年同期，全年国内基建有望保持小幅正增长。
- 由于地产拖累宏观经济，近期央行宣布，全国商业性个人住房贷款最低首付比例统一为15%，存量房利率下降50个基点，扶持政策再次加码，政策效果仍需要观察。

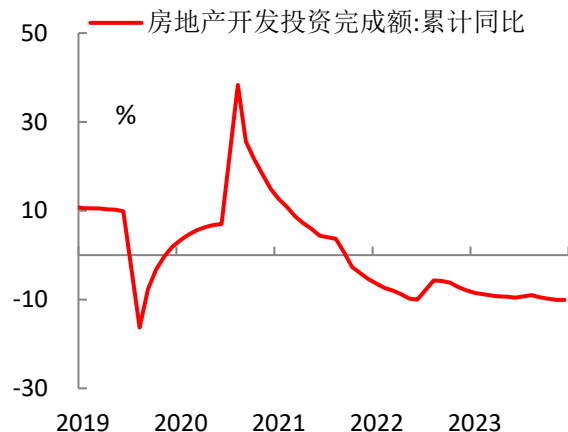
国内固定资产投资累计同比 (%)



国内电源投资累计同比 (%)



国内房地产投资完成额累计同比 (%)

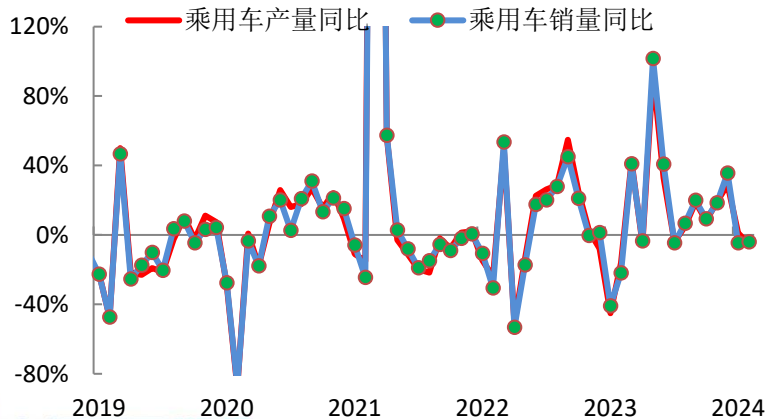


资料来源: Wind, 申万期货研究所

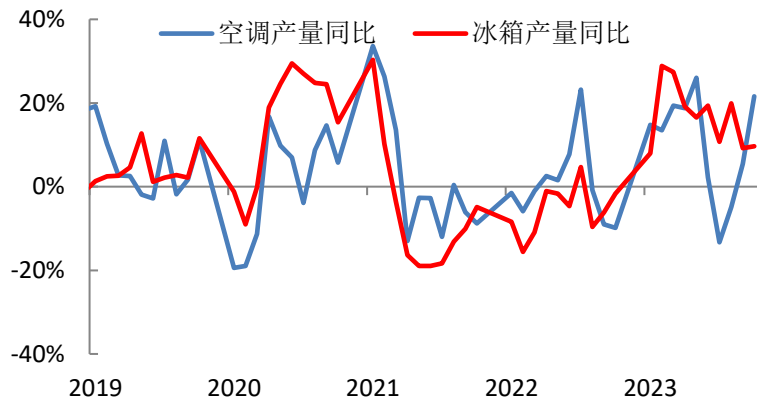
预计以旧换新促汽车、家电增长

- 中汽协，8月份汽车产销同比分别下降3.2%和5%。今年1-8月汽车产销量同比分别增长2.5%和3%。乘联会9月份零售数据环比回升10%。
- 国家统计局数据显示，8月空调产量同比下降9.4%，1-8月累计同比增长7.8%，9月空调排产同比增长8.8%。冰箱产量同比增长4.7%；1-8月累计产量同比增长7.3%，9月份冰箱排产同比增长2.2%。9月洗衣机产量同比增长7.0%；1-8月累计产量同比增长7.2%，9月份洗衣机排产同比增长1.5%。

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年四季度供求有望缺口

- 锌矿：国际铅锌小组（ILZSG）预计2024年全球锌矿产量将增长0.7%，达到1242万吨。
- 精炼锌：ILZSG预计全球精炼锌产量将受到精矿供应量的限制，预计2024年将小幅增长0.6%，达到1401万吨。由于精矿加工费低迷，四季度国内冶炼有望进一步缩减。
- 锌需求：ILZSG预计2024年全球精炼锌需求将增长1.8%，达到1396万吨。
- 供求平衡：预计缺口5万吨。

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	12,389	12,420
美洲	4,036	4,099	3,947	3,559	3,978	3,813	3,776	
亚洲	7,043	5,987	5,849	5,792	5,909	5,817	5,964	
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	13,900	13,910
欧洲	2,367	2,403	2,349	2,153	2,376	2,299	2,124	
美洲	1,597	1,672	1,672	1,574	1,709	1,765	1,672	
亚洲	9,839	9,279	9,138	9,174	9,538	9,453	9,600	
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	13,691	13,960
全球精炼锌过剩/缺口	-477	-456	-209	347	-215	-329	208	-50

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 美联储开启降息周期，市场预期11、12月份美联储将降息2次。国内刺激政策加码。
2. 矿供应紧张，国内冶炼亏损持续扩大，国内产量出现缩减，四季度国内冶炼有望进一步缩减。
3. 预计下半年国内基建可能小幅正增长、以旧换新政策将促家电和汽车正增长，地产政策效果尚需观察。
4. 由于国内产量有望进一步缩减，预计2024年供求缺口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：

全球锌精矿干扰率大幅提升

■ 需求：

国内基建投资、家电产量、
汽车产量超预期增长

■ 库存：

全球库存超预期大幅变动

2024年四季度锌期货操作建议

波段操作

- ❖ 如果锌价在23000元/吨以下，建议择机买入，目标区间25000-26000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。