



申银万国期货  
SHENYIN & WANGUO FUTURES

# 若浪起舞，蔚然潮涌

## ——2024年下半年有色投资策略展望

分析师：李 野（F0285557，Z0002369）

2024. 6. 28

品种：铜

# 供求缺口犹在，有望再现雄风

——2024年下半年铜投资策略展望

- 主要驱动因素：美联储开启降息周期，矿供应延续紧张。
- 宏观角度：市场预期美联储下半年开启降息周期，国内地产刺激政策持续出台。
- 供求角度：矿供应不及预期，并表现极其紧张，低迷的精矿加工费，国内冶炼产量有望缩减。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8800-12000美元/吨，上期所铜73000-98000元/吨。

# 国内铜价走势回顾

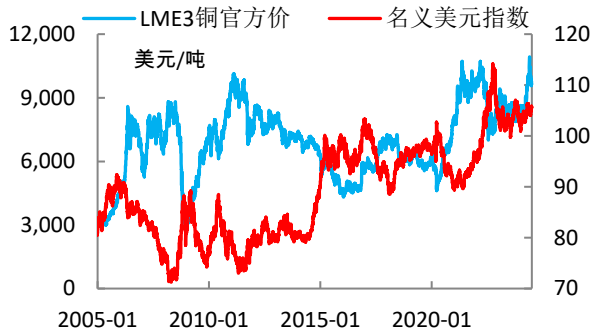


- **铜：**2024年一季度，由于矿供应不及预期，精矿加工费大幅萎缩，冶炼利润面临严峻考验，中国冶炼企业被迫作出联合减产，导致供求过剩预期转为供求平衡甚至缺口，铜价大幅上扬。二季度国内产量延续高增长，减产力度不及预期，全球库存持续小幅增加，COMEX风险解除，高亢的市场情绪回落，铜价持续回落调整。

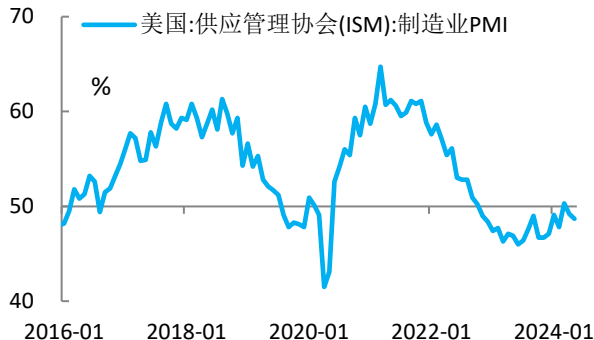
# 美联储可能年内降息

- 美联储仍可能在年内开启降息周期。降息一次还是两次可能取决于就业和通胀数据的情况。降息步伐可能“拖沓”。
- 市场预期美联储最早9月议息会议降息，尚有3个月的观察期。如果这3个月的数据依然强劲，很可能仅12月降息一次。
- 由历史数据来看，美联储降息有利于铜价走强。

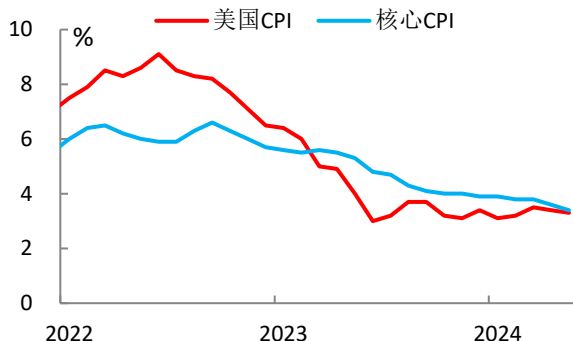
## 美元指数与LME铜价（美元/吨）



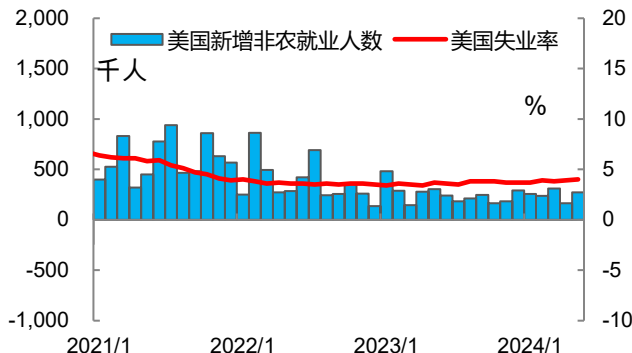
## 美国ISM制造业PMI（%）



## 美国CPI和核心CPI（%）



## 美国新增非农就业人数（千人）

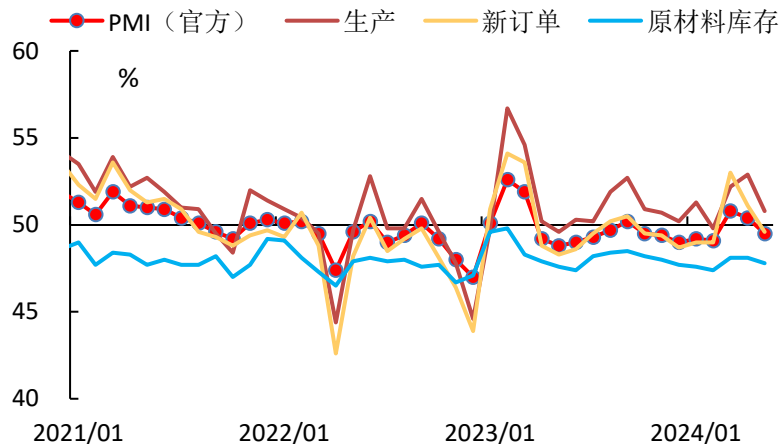


资料来源：Wind, 申万期货研究所

# 国内经济仍需要扶持

- 国内经济主要受地产疲弱的拖累，国内经济依旧承受压力。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。
- 上半年人民币兑美元汇率保持稳定，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 (%)



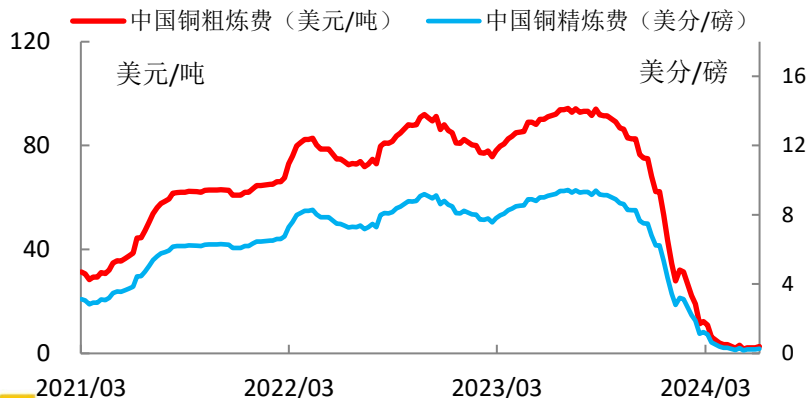
## 人民币兑美元汇率



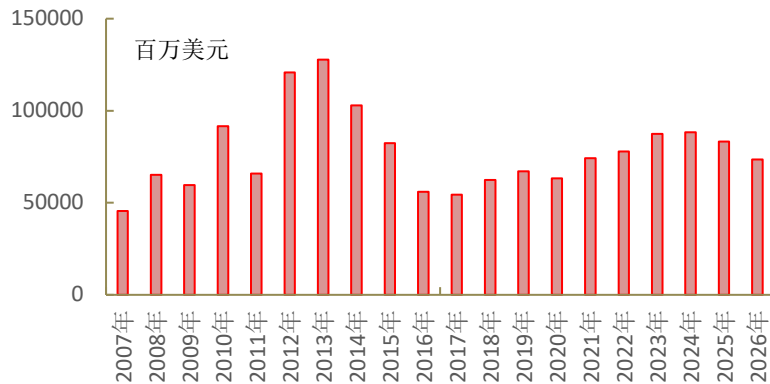
# 精矿持续紧张，加工费降至历史低位

- 最新周度精矿加工费已降至2.0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。
- 今年上半年，精矿供应处于持续紧张状态，尽管国内冶炼企业联合宣布推出新产能和增加检修，降低对精矿的采购，但由于铜价持续走高，矿采购热情有增无减。

## 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

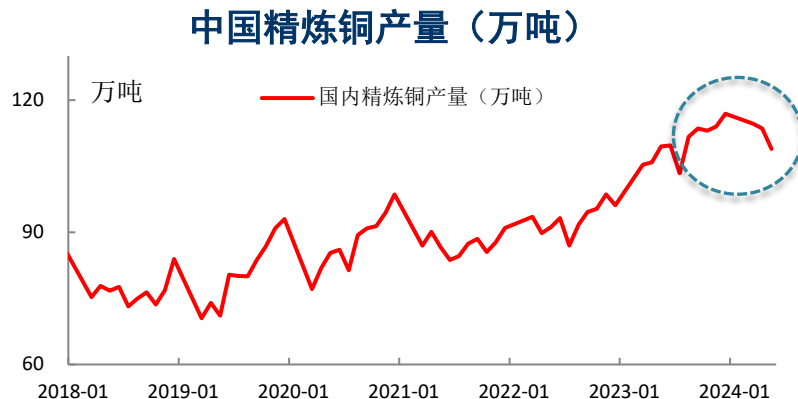
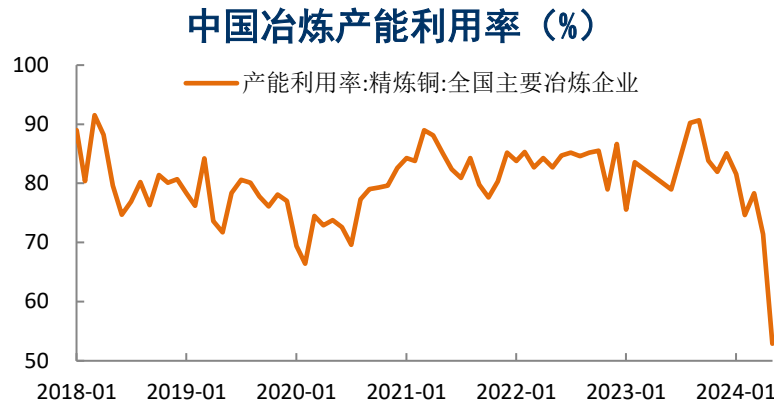
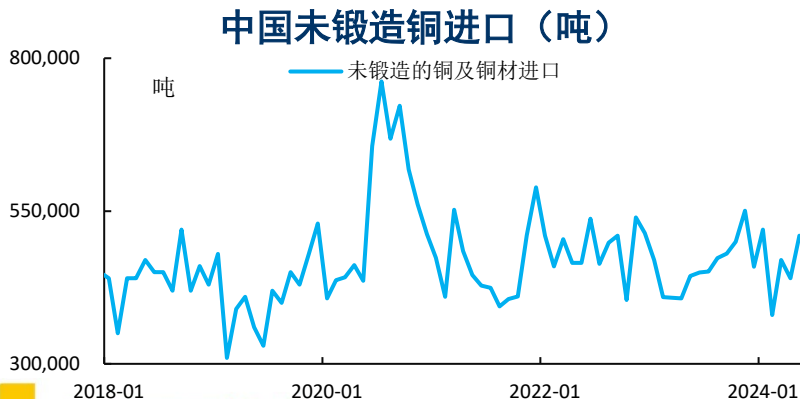
全球新增铜矿山项目及数量（单位：千吨）

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



# 下半年国内铜产量可能缩减

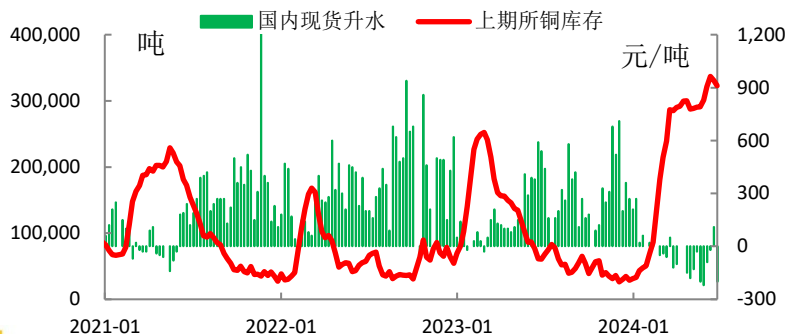
- 5月精炼铜产量为108.9万吨，同比增长0.6%；1-5月精炼铜产量为553.7万吨，同比增长8.2%。5月份冶炼企业产能利用率明显下降。
- 安泰科认为，前期由于铜价上涨，废杂铜供应集中增加。后期废杂铜供应可能减弱，冶炼产量增速有望进一步放缓。
- 1-5月份未锻造铜进口同比增加8.8%。5月份出口小幅增加。



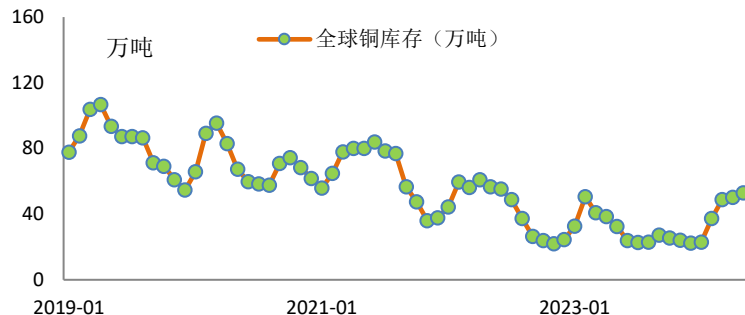
# 全球库存回升，说明上涨由预期驱动。

- 年初全球铜库存（LME+COMEX+上期所+上海保税区铜库）22万吨，为15年来低位。今年旺季库存不仅没有下降，反而小幅增加，并使得国内和LME均为现货贴水。
- 由库存的角度来看，需求阶段性偏弱。主要因铜价上涨过快，企业采购放缓，降低原料库存，导致生产库存转为社会库存。

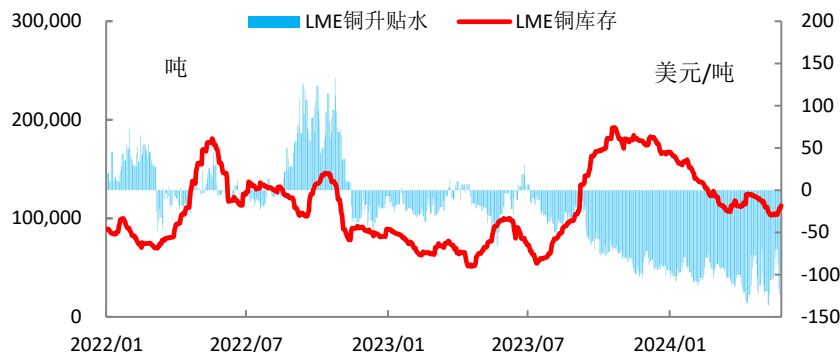
## 上期所库存和国内现货升贴水（吨、元/吨）



## 全球铜库存（SFE+LME+COMEX+上海保税区，万吨）



## LME铜库存和现货升贴水（吨、美元/吨）

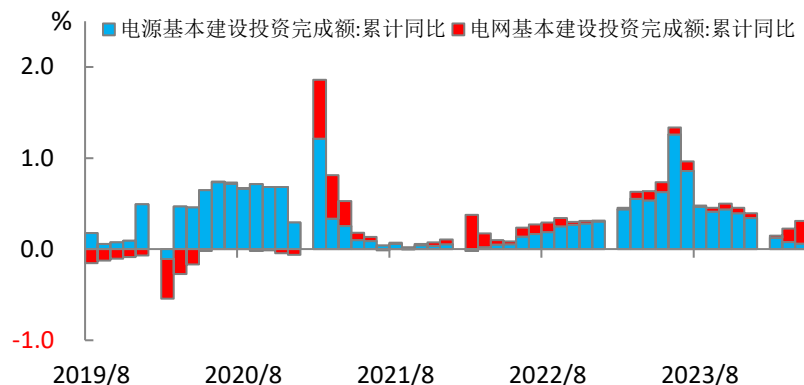


资料来源：Wind, 申万期货研究所

# 电力：风光电装机增速放缓，电网投资高速增长

- 1-5月全国累计发电装机容量同比增长10.3%。太阳能发电装机容量同比增长38.4%，风电装机容量同比增长12.7%。
- 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



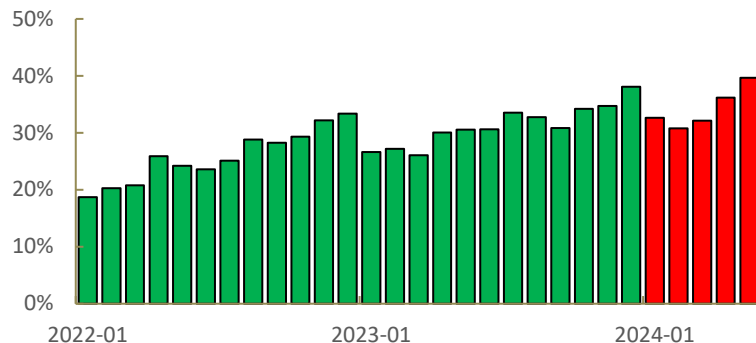
## 国内电源铜需求增量测算（万吨, 万千瓦, %）

新增发电量（万千瓦）	水电	火电	核电	风电	光电	附注
2024年1-4月	272	916	0	1,684	6,011	注：风电0.9万吨/GW；光电0.45万吨/GW
2023年1-4月	355	1,266	119	1,420	4,831	
增速	-23.4%	-27.6%	0.0%	18.6%	24.4%	
折合年铜需求增量（万吨）				7.5	15.9	

# 交通设备：预计新能源渗透率提升巩固铜需求

- 中汽协数据显示，2024年5月汽车销量为241.7万辆，同比增长1.5%。1-5月，汽车产销分别完成1138.4万辆和1149.6万辆，同比分别增长6.5%和8.3%，产销增速较1-4月分别收窄1.3个和2个百分点。
- 新能源叠加智能加速，有望助力汽车产销高增长。
- 预计今年汽车行业铜需求增量可能为15-20万吨。

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1-5月份	2,217,020	1,506,396	275,158	5,706,546	1,483,181	192,419	27,313,728
耗铜量 ( 万吨 )	18.401	9.038	1.046	12.554	3.856	2.117	47.01
2023年1-5月份	2,061,970	800,899	209,995	5,977,404	1,497,014	127,625	26,997,431
耗铜量 ( 万吨 )	17.114	4.805	0.798	13.150	3.892	1.404	41.16
预计耗铜增量 ( 万吨 )							17.55

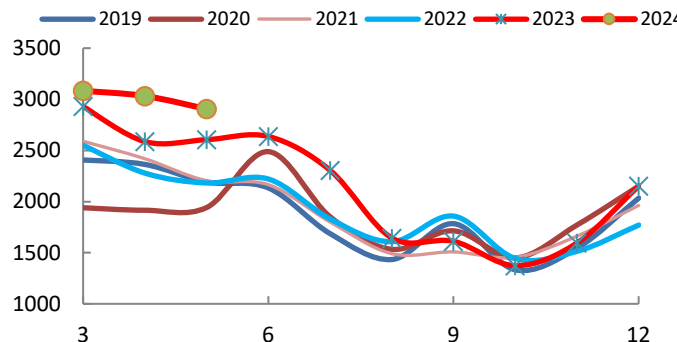
# 家电：有望受益于以旧换新政策

- 5月全国空调产量同比增长12.9%；1-5月累计同比增长16.7%。5月全国冰箱产量同比增长5.2%；1-5月累计同比增长12.1%。5月全国冷柜产量同比增长4.2%；1-5月累计同比增长22.8%。

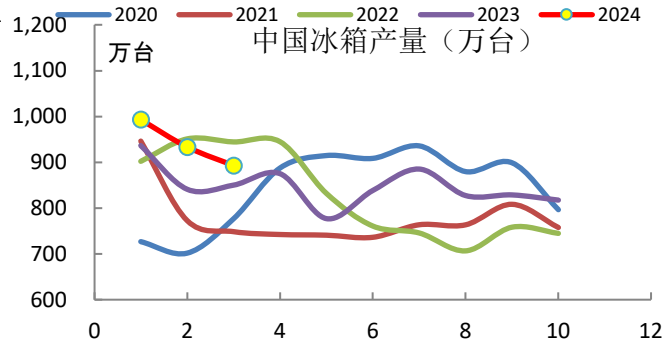
- 空调板块6-8月内销排产同比分别为+3.6%、+0.9%、-6.2%，6-8月出口排产同比分别为+31.4%、+10.6%、+1.5%。

- 家电铜需要延续正增长。

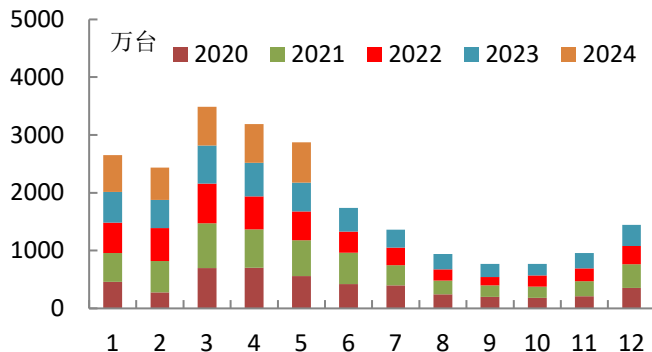
## 中国空调产量（万台）



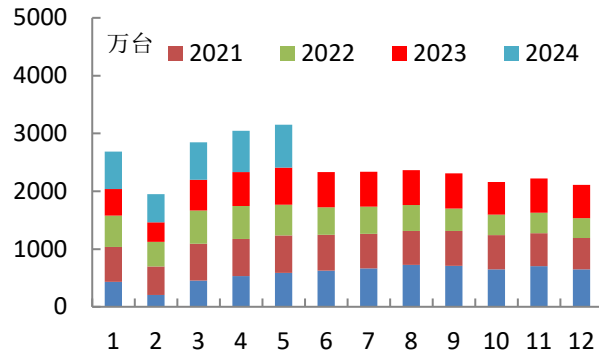
## 中国冰箱产量（万台）



## 中国空调出口（万台）



## 中国冰箱出口（万台）



资料来源：Wind, 申万期货研究所

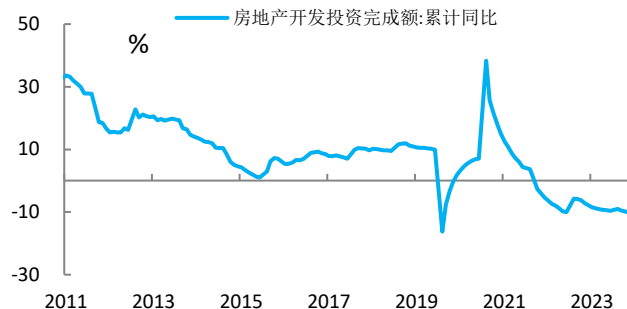
# 地产和电子通信：拖累有限

- 1-5月份，国内新建商品房销售额同比下降27.9%，施工面积同比下降11.6%，新开工面积下降24.2%。房屋竣工面积下降20.1%，地产行业未见明显好转。
- 近期扶持力度不断加强，取消首套和二套贷款利率政策下限，下调公积金贷款利率0.25个百分点，最低首付比例降至15%，二套房首付降至25%，但扶持政策效果需要进一步观察。
- 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。

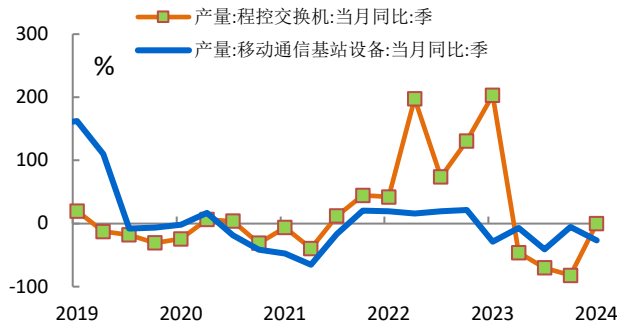
## 中国竣工面积累计同比 (%)



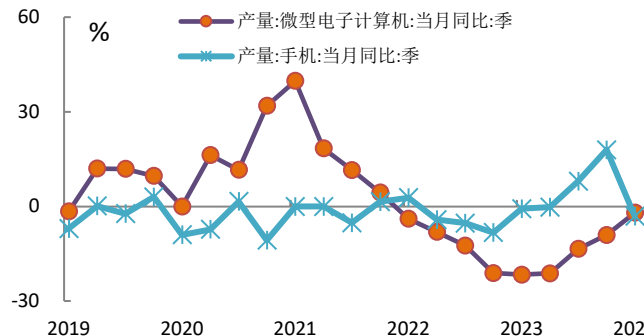
## 中国地产投资完成额累计同比 (%)



## 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20万吨

- 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。下半年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. 年内美联储降息周期预期热情阶段性回落，国内刺激政策出台后进入观察期。
2. 矿供应持续紧张，下半年国内冶炼产量增速有望延续回落，供应缩减有望再次支撑铜价。
3. 国内电力投资有望延续高增长，汽车和家电有望正增长，地产有效库存出清有利于地产企稳。
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年下半年铜期货操作建议

## 波段操作

- ❖ 如果铜价达到76000元/吨，建议买入，目标区间84000-85000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。

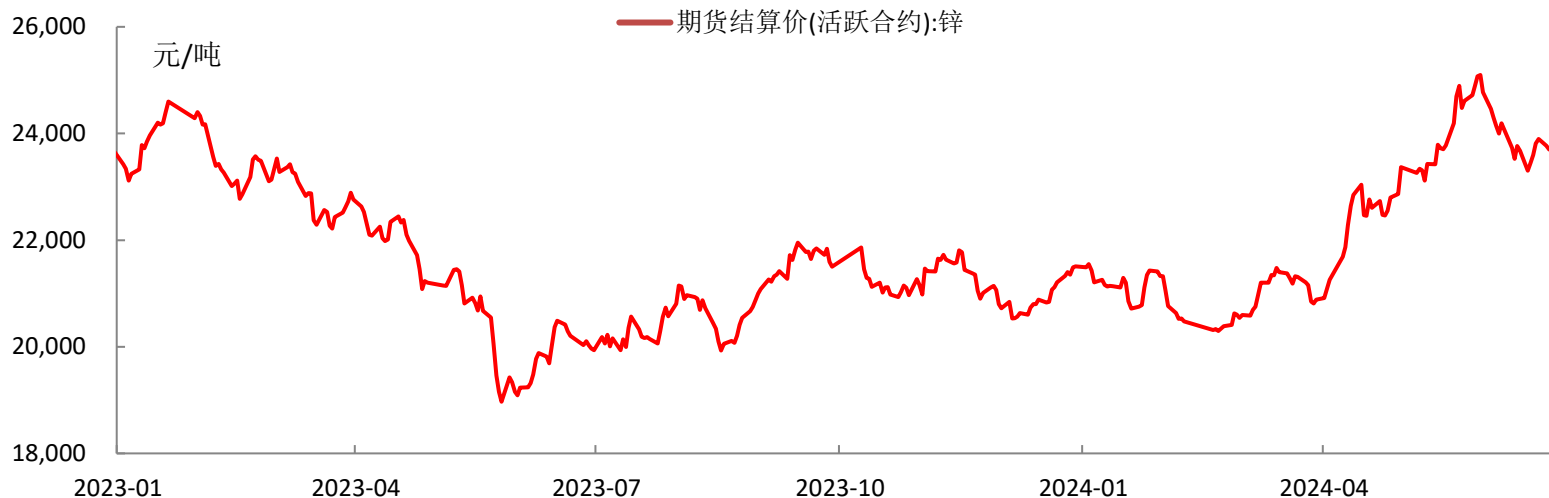
品种：锌

# 矿持续缩减，供求紧平衡

## ——2024年下半年锌投资策略展望

- 主要驱动因素：矿增量不及预期，供求紧平衡。市场情绪、资金因素可能成为阶段性主导因素。
- 供求角度：供应端，由于矿供应紧张，冶炼出现亏损，下半年冶炼可能减产。需求端，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汽车正增长，地产持续疲弱，需求总体稳定。预期2024年过剩由25万吨调减至5万吨。
- 预计价格主要运行区间：LME锌2600-3500美元/吨，上期所锌21500-29000元/吨。

# 国内锌价走势回顾

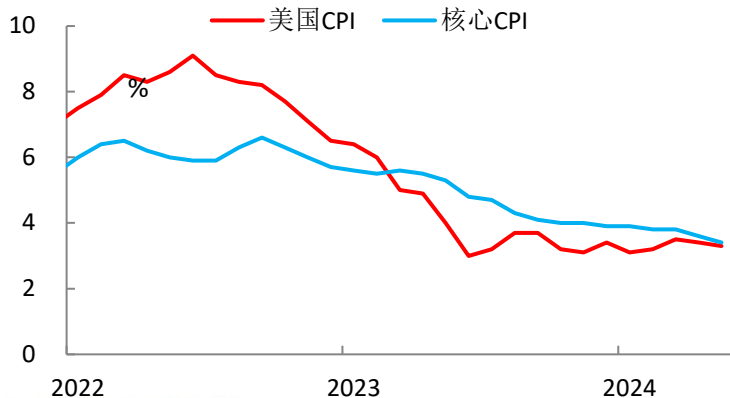


- 锌：在需求淡季的一季度，锌价呈现区间波动走势，二季度随铜价走强，锌价持续上涨，去年至今精矿加工费持续缩窄，冶炼行业出现亏损，在减产预期的推动下，锌价跟随有色集体上涨，但现货持续贴水，需求表现差强人意，6月份锌价回落。矿产量的持续缩减，供求预期由小幅过剩转为供求紧平衡，赋予锌价更具韧性。

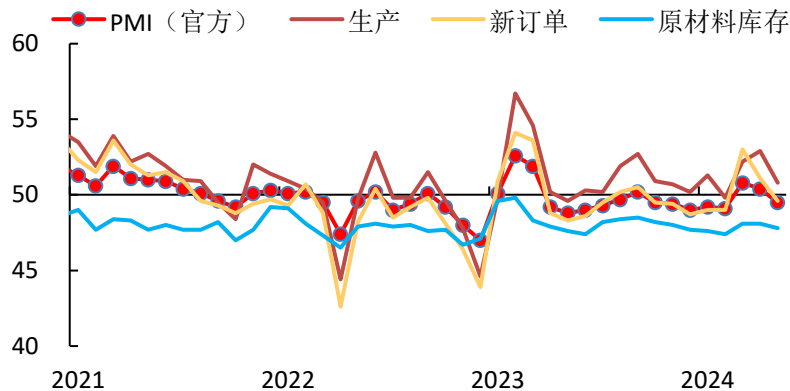
# 美联储降息在望，国内刺激有望加码

- 美联储仍可能在年内开启降息周期。降息一次还是两次可能取决于就业和通胀数据的情况。降息步伐可能“拖沓”。市场预期美联储最早9月议息会议降息，尚有3个月的观察期。如果这3个月的数据依然强劲，很可能仅12月降息一次。
- 国内经济受地产疲弱的拖累，依旧承受压力。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。

## 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。

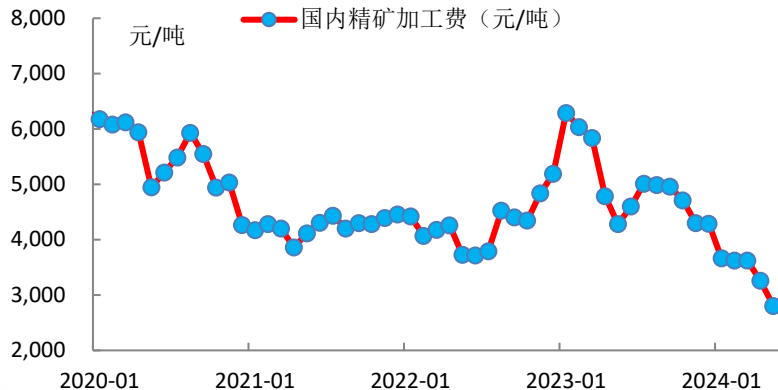
## 前期宣布停产矿山及其产能（万吨）

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

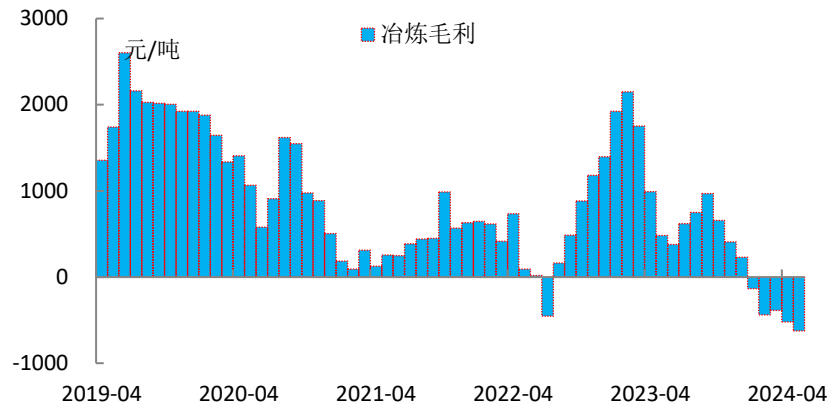
# 加工费持续低迷

- 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2300元/吨，进口加工费降至10美元/吨，锌冶炼行业已5个月亏损，但国内目前尚未出现明显的冶炼减产情况。
- 持续低迷的精矿加工费，使得减产预期增强。

## 国内锌精矿价格（元/吨）



## 国内冶炼毛利估算（元/吨）



资料来源：Wind, SMM, 申万期货研究所

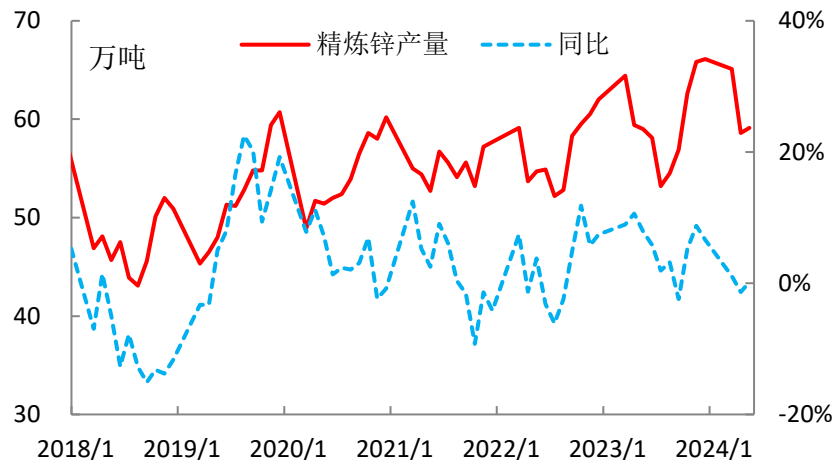
# 下半年国内冶炼可能缩减

- 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。
- 国内5月份锌产量59.1万吨，同比增长0.9%，1-5月份产量298.7万吨，同比增长3.2%。
- 由于精矿加工费低迷，未来产量增速大概率放缓或减产。

ILZSG全球锌冶炼产量（千吨）



中国锌产量（万吨）

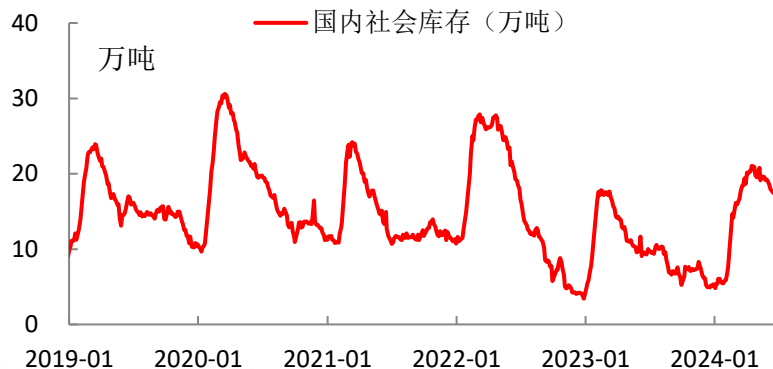




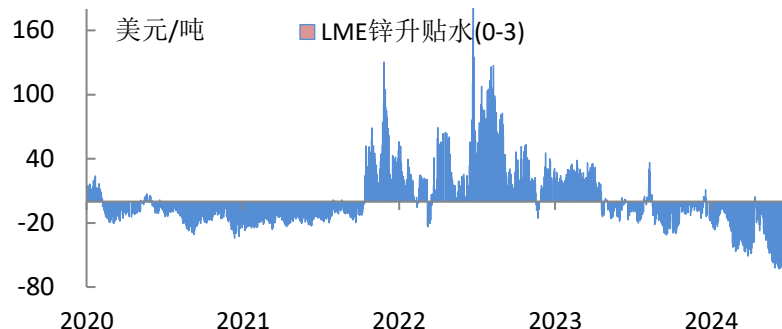
# 库存小幅下降

- 二季度进入需求旺季，国内外库存小幅下降，降速低于往年同期。
- LME现货持续贴水状态，表明现货相对充裕。
- 由库存的情况来看，目前供求不存在明显的差异。

## 国内锌社会库存（万吨）



## LME现货升贴水（美元/吨）



## LME库存（吨）

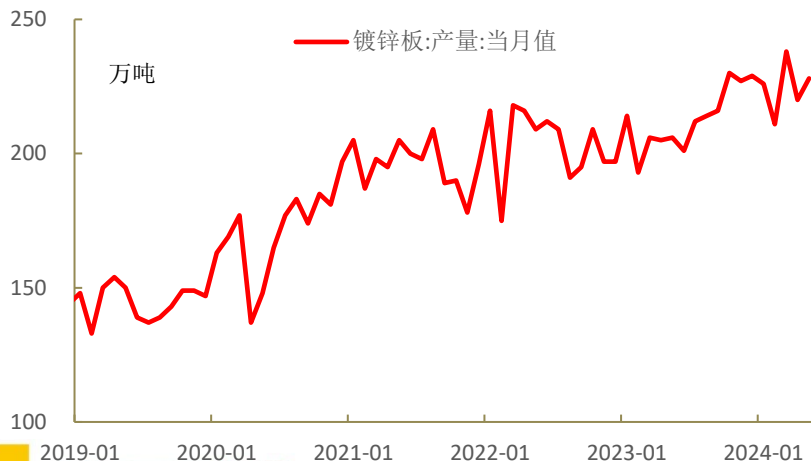


资料来源：Wind, 申万期货研究所

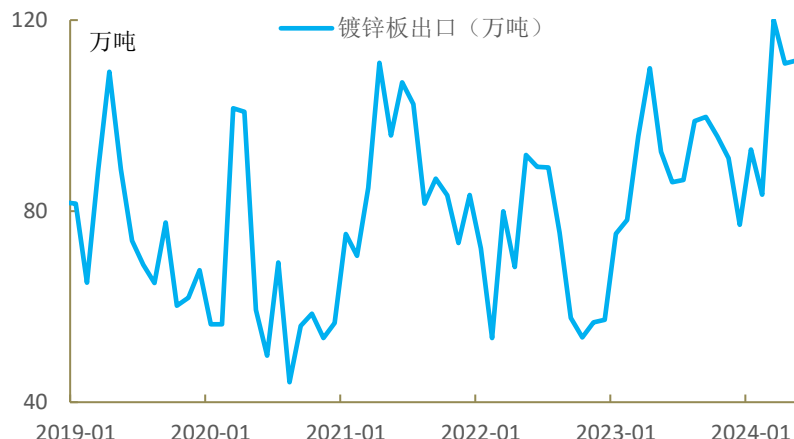
# 国内镀锌板产量小幅增长，出口表现良好

- 2024年5月镀锌板出口量为111.49万吨同比增加20.66%；2024年1-5月累计镀锌板出口量为518.81万吨，同比增加14.94%，价格优于其他国家是出口增加的主要原因。
- 国内重点企业镀锌板产量稳定小幅增长，1-5月份同比增加8.8%。

## 国内镀锌板产量（万吨）



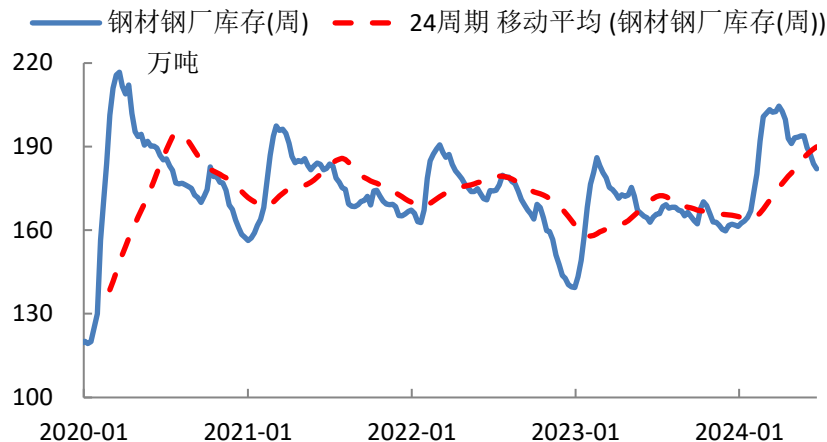
## 国内镀锌板出口（万吨）



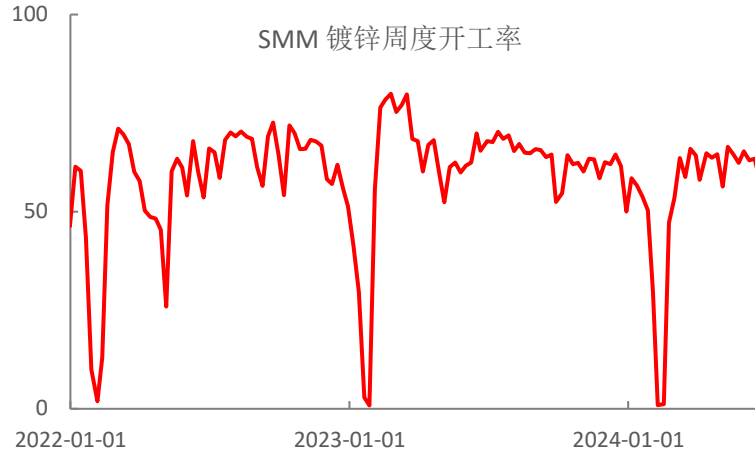
# 镀锌累库高于往年同期

- 目前镀锌板开工率为57.3%，1-5月份镀锌总体处于正常水平。
- 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）



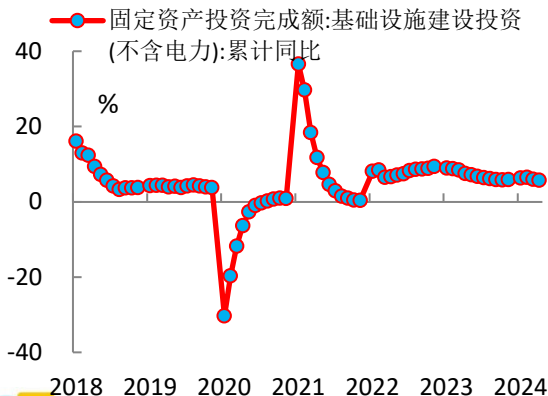
## 国内主要镀锌板企业开工率（%）



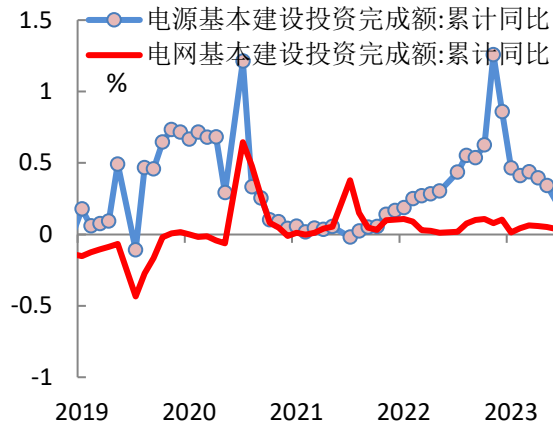
# 预计基建低速增长、地产未见起色

- 2024年1-5月份基建增速为5.7%，低于去年同期，下半年国内基建有望保持小幅正增长。
- 由于地产拖累宏观经济，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，目前未见明显起色，政策效果仍需要观察。

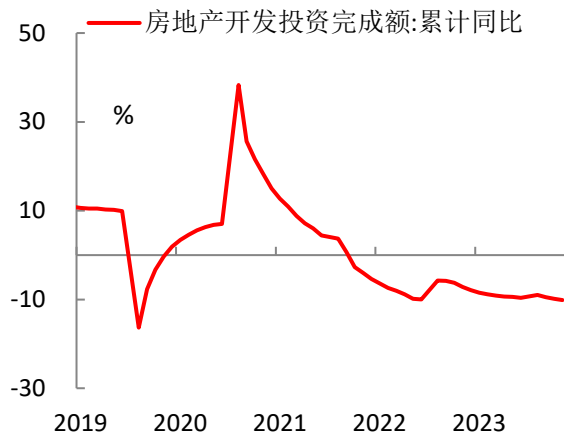
## 国内固定资产投资累计同比 (%)



## 国内电源投资累计同比 (%)



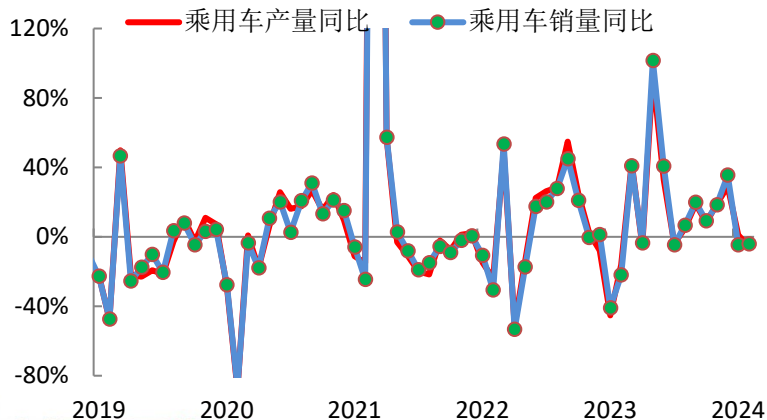
## 国内房地产投资完成额累计同比 (%)



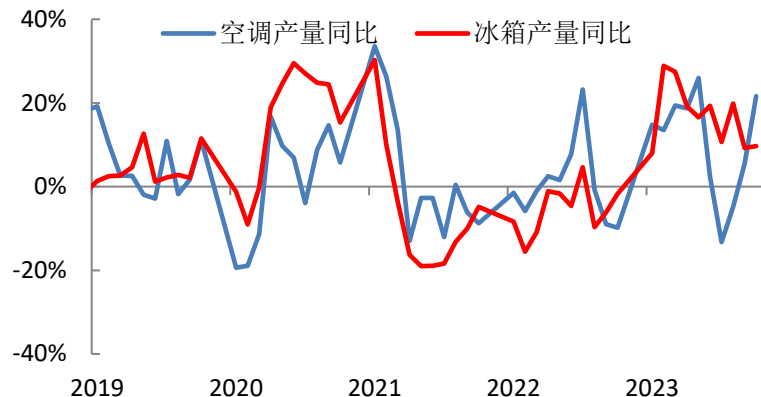
# 预计以旧换新促汽车、家电增长

- 中汽协数据显示，2024年5月汽车销量为241.7万辆，同比增长1.5%。1-5月，汽车产销分别完成1138.4万辆和1149.6万辆，同比分别增长6.5%和8.3%，产销增速较1-4月分别收窄1.3个和2个百分点。
- 国家统计局数据显示，5月全国空调产量同比增长12.9%；1-5月累计同比增长16.7%。5月全国冰箱产量同比增长5.2%；1-5月累计同比增长12.1%。5月全国冷柜产量同比增长4.2%；1-5月累计同比增长22.8%。
- 汽车、家电有望受益于国内提出的依旧换新鼓励消费政策。

## 国内乘用车产销量同比 (%)



## 国内空调冰箱产量同比 (%)



# 预计2024年供求紧平衡

- 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。
- 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：预计供大于求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	3,817	
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	14,010
欧洲	2,367	2,403	2,349	2,153	2,376	2,299	2,123	
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. 年内美联储降息周期预期热情阶段性回落，国内刺激政策出台后进入观察期。
2. 矿供应紧张，国内冶炼亏损持续扩大，虽然上半年国内产量仍为正增长，但下半年产量面临缩减压力。
3. 国际铅锌小组预计2024年全球锌矿产量将增长0.7%，精炼锌增长0.6%，需求将增长1.8%，供大于求5万吨。
4. 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。

## 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年下半年锌期货操作建议

## 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。