

有色研究团队

核心观点

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

马志君

从业资格编号：F03114682

联系人：

马志君

电话：021-68982784

邮箱：mazj@xzfutures.com

2023 年 10 月 31 日-11 月 2 日,上海有色网举办了“2023 SMM 金属产业年会”。本次会议主要观点如下:

2023 年,是国内疫情防控全面放开的第一年,也是中国从三年大疫的困境中坚强走出来的一年!纵观国际宏观面,2023 年全球局势复杂多变,继俄乌冲突之后巴以冲突再让全球各国紧绷神经,美联储加息成为美国经济的“双刃剑”,全球贸易保护主义抬头……未来的全球经济面临诸多不确定性因素!

当前金属产业正面临着前所未有的机遇和挑战!本次会议为大家提供专业、深度的行业分析、政策解读、市场风向预测,并带来前沿的产业技术,助力行业同仁更好地为 2024 年做好规划。

1、2024 年铜市场长单展望及预测

(发言人：叶建华 SMM 大数据总监)

1.1 宏观面

全球主要经济体制造业 PMI 显示全球经济复苏依然较为乏力。9 月份全球制造业 PMI 为 48.7%，虽连续三个月环比上升，但却处于 50 荣枯线以下，显示当前全球经济下行态势未改。特别地欧洲地区 PMI 表现差强人意。经合组织预测，由于全球经济复苏仍然脆弱，全球经济 2023 年仅增长 2.7%，放缓预期，并预计在 2024 年下半年将出现 2 次“适度”的降息。

止步“12 连降” 美国 8 月 CPI 进一步抬升至 3.7% 9 月保持不变。美国通胀仍未达到目标水平，基于韧性十足的就业数据以及 10 年期国债收益率上行，美联储仍将维持紧缩的货币政策，能源价格反弹显示通胀放缓也并非一帆风顺。

欧元区通胀依旧顽固对于经济损伤逐步体现。欧元区 CPI 依然表现顽固，欧央行或暂不停止加息步伐。短期内欧元兑美元相互牵制。综合来看，持续高利率下，预期欧美经济衰退高概率或发生在 2023 年底或 2024 年一季度前后，且进入四季度欧洲通胀或将反复，令其经济压力加大，或将领先美国进入衰退期，期间将对铜价带来向下的压力，重点关注欧美降息的时间点。

中国 9 月份新增信贷、社融超预期回升金融数据释放积极信号。在降息、减税和房地产市场供需两端政策进一步加码下，房地产销售边际改善，提振居民按揭贷款需求。9 月份居民中长期贷款增加 3456 亿元，为三季度以来最高水平，需要关注其持续性。中长期来看，从通胀、房地产等端口数据看，中国经济依然面临挑战。需重点关注国内货币政策发力的方向。

2.2 基本面

因铜精矿需求提升及再生铜原料紧张近期 TC 及 RC 出现回落和低位运行。2 铜冶炼厂新扩建产能及部分冶炼厂检修归来，叠加北方冶炼厂冬储等原因，铜精矿需求提升，双节归来，现货铜精矿 TC 下跌明显。铜价的持续回落，令再生铜原料经济优势隐没，RC 承压低位运行。少部分冶炼厂因此出现产量减少风险。冶炼厂利润的持续回升，更多受益于冬季化肥需求季节性回升，硫酸价格上涨。全球铜矿山主要新扩建矿山变量 重点关注 2025 年铜精矿紧张向精铜产量的传导。2024 年后全球粗炼产能的集中上马加剧铜精矿紧张格局，且将改变中国原料进口结构。2024 年铜精矿过剩量较 2023 年收缩 2023 年长协 TC 为 88 美元/吨 2024 年预计在 84 美元/吨附近。

2、铜原料市场展望

(发言人：于吴一帆 SMM 铜高级分析师)

铜精矿与阳极铜供需平衡结果同向而行。随着中国铜冶炼厂粗炼项目在下半年的集中投放，中国对进口铜精矿需求量不断增加；今年四季度废铜供货商捂货惜售情绪浓厚，废产粗供应承压，直接导致阳极铜去库。从铜精矿到电解铜的原料端平衡来看，这样可以从更加宏观的角度来看当下原料端的供需情况。从整体上来看，今年的铜精矿进口量增幅是较大的，今年下半年，8 月份的中国铜精矿进口量刷新历史月度进口记录，1-9 月铜精矿进口累计同比增加 7.8%，今年三季度末和四季度部分冶炼厂像北方铜业、白银有色、大冶有色本部和广西南国新线带来的铜精矿需求增量，直接增加对铜精矿的需求量。阳极铜上由于 10 月份的铜价下行，直接导致废铜供应商捂货惜售情绪浓厚，叠加部分冶炼厂像梧州金升的短期检修，同

样加剧阳极铜的库存去化。形成铜精矿和阳极铜共同去库的局面。以中国国产铜精矿为起点来看看国内的供需变化。

国产铜精矿供应量面临诸多威胁。中国铜矿山面临生产事故、品位下降、产量减少、环保政策导致的矿山停产等因素的威胁造成自 2022 年起月度铜精矿累计同比在持续恶化，2023 年 1-8 月中国铜精矿累计减量为 5.06 万吨。从国内的铜精矿供应情况，随着我国电解铜产量的与年俱增，中国国产铜精矿的增量无法匹配高速增长的国内炼厂对铜精矿的需求量。中国铜矿山面临生产事故、品位下降、产量减少、环保政策导致的矿山停产等因素的威胁造成自 2022 年起月度铜精矿累计同比在持续恶化，2023 年 1-8 月中国铜精矿累计减量为 5.06 万吨，比如说今年西藏的甲玛铜矿生产事故、江西地区老牌矿山的品位下降、环保政策下诸多民营小型铜矿山停止运营等诸多因素，威胁国产铜精矿的供应。

未来中国铜精矿供应增量十分有限。国产铜精矿增量有限且多为扩建项目带动，境内可开发新投产的超大型优质铜矿项目十分稀少，目前可见的只有中铝集团凉山州红泥坡铜矿和紫金矿业西藏朱诺铜矿，国产铜精矿增量遭遇瓶颈叠加铜精矿进口量日益增加造成中国铜精矿自给率不断降低。中国国产铜精矿的自给率自 2011 年开始快速下滑，在 2016 年后就常年维持在 23%左右的低位水平，SMM 预计在今年起国产铜精矿自给率会再次降低至 20%左右的水平，预计从 2014 年至 2025 年中国的铜精矿自给率减少 13.6%，减幅达 41%。如此低的国产铜精矿自给率呈现出严重依赖进口铜精矿的格局。在未来中国铜矿新扩建项目只有西藏玉龙铜矿、西藏巨龙铜矿、武山铜矿 3 期工程、城门山铜矿 3 期工程和白山堂铜矿，但是新投产项目只有西藏朱诺铜矿和凉山州红泥坡铜矿，中国铜精矿供应增量未来还是由扩建项目带动，新投产铜矿项目数量稀少，境内目前难有潜在可开发的大型铜矿山，国内铜精矿增量遇天花板。反观铜精矿需求端，中国

铜冶炼厂粗炼产能却在持续扩产。

近三年中国铜粗炼产能迅速扩张施压原料供应端。2023-2025 年中国铜粗炼产能算数平均年化增长率预计为 10%超越 2014-2022 年的 5%粗炼产能增长率，最终形成 1214 万吨粗炼产能的格局，很大程度上对冶炼厂的原料采购工作带来挑战。

3、铜：能源金属的范式变化

**(发言人：施毅 浙商证券研究所副所长/
金属新材料首席)**

1.铜价进入新一轮上涨周期，库存处于历史低位。2020 年 3 月后，铜价进入新一轮上涨周期。2020 年 3 月后铜价进入新一轮上涨周期，主要由于新冠疫情爆发后，全球流动性宽松。2022 年下半年铜价高位回落，主要由于铜价还受其金融属性影响，下半年美元走强。目前铜显性库存水平处于历史低位，对铜价有支撑性。2020 年 3 月 27 日，LME+COMEX+上期所铜库存合计 62 万吨，截止 2023 年 10 月 20 日，库存合计 27 万吨。

2.成本端上涨支撑铜价中枢上移。从历史数据来看，完全成本曲线 90 分位线对铜价起支撑作用，2022 年铜均价相对成本曲线 90 分位约有 35% 下跌空间。受多因素影响，近年成本呈上涨趋势，预计 2022 年完全成本曲线 90 分位约为 6467 美元/吨（约 4.3 万元/吨）。2022 年行业 AISC 预计约为 219 美分/磅（约 32449 元/吨），预计同比增长 8%。其中，主要由于人工成本、燃料和其他生产成本上涨。电力成本和维持性资本开支水平预计有所下滑。

3.铜矿投产周期较长，资本开支限制供给端增长。2015 年铜价下跌削弱矿企资本开支意愿，未来铜矿供给端增长受限。

4.需求目前以传统领域为主，未来新能源占比逐步凸显。铜终端需求结构：建筑（27%）、基础设施（16%）、工业（12%）、交通运输（12%）和电力设备（32%）仍以传统领域为主：预计2022年光伏、新能源汽车、风电三大产业铜需求量占比约10%。

4、全球铝市场供需现状与未来展望

（发言人：李加会 SMM 铝高级分析师）

电解铝供应端：国内产能触及“天花板”行业开工率逐年增高。
2013-2015年国内电解铝产能过剩，行业亏损，开工率低位运行。2016-2017年发改委等四部委4月下发了656号文件—关于印发《清理整顿电解铝行业违法违规项目行动工作方案》，行业违规产能退出。2018-2019年随着国内电解铝产能置换项目的逐步推进，国内电解铝行业产能逐步修复至4320万吨附近。2020年至今云南等地区转移产能逐步建成落地，国内电解铝运行产能逼近4550万吨天花板。山东、新疆、内蒙古、云南电解铝发展优势明显，占据国内58%的产能。“30”60”碳达峰目标贯穿，未来低碳铝发展前景广阔，云南及西部风光电铝产能比例将继续增加，山东、河南等火电铝未来仍有大量转移预期。

2023年国内电解铝开工率向上修复行业高产。2022年至今，国内电解铝供应侧因能耗双控及电力供需问题，运行产能波动较大，尤其是西南地区，受水电供应较为明显，云、贵、川等地区先后多次经历停产及复产，未来水电仍存在较大不确定性，随着云南等水电铝的占比越来越高，国内供应端仍存在较大不确定性。2023年8月末云南地区基本完成了复产工作，目前省内仅剩13万吨待复产及12万吨转移产能待投产，其他的均处于满产状态，截止目前云南地区总运行产能达555万吨，较6月初增长229万吨左右，西南地区未来供应压力将持续凸显。截止目前国内电解铝建成产能约为4520万吨，运行产能修复至4294万吨附近，同比去年增长252

万吨。

5、后疫情时代下中国铝加工市场的供需现状及挑战

(发言人：曲健汇 SMM 铝高级分析师)

年内供应稳步抬升，不同铝材年内表现各不相同。铝型材 2023 年实现正增长，光伏型材需求大幅增长、建筑转好成为型材产量正增长主要原因；铝板带、铝箔 2023 年产量均为负增长，罐料、双零箔等产品降幅较大；原生铝合金 2023 年产量相对平稳，需求不济与铝水合金化比例要求压迫合金开工率上下承压，合金企业普遍稳定生产为主；新能源板块仍是铝材增长重要引擎，2023 年电池箔、钎焊材、光伏型材等产品产量增速表现亮眼；2023 年中国房地产竣工表现优于预期，叠加全球高温天气带动空调出口需求增长，双重利好下空调箔产量意外暴涨至 104 万吨，增幅高达 21%；部分明显产品如电池铝箔、光伏型材虽然年内产量维持较高增速，但新增产能快速涌入撬动供需关系，盈利能力已然开始下降；分海内外市场看，2023 年海外市场表现不及内贸市场，多家铝材企业主动缩减出口业务比重。

6、锌行业市场需求现状及价格展望

(发言人：韩珍 SMM 锌品目高级分析师)

2023 年辅料价格回落，国内矿 75%分位成本曲线降至 13000 元/金属吨。进入 2023 年以来，辅料价格呈现回落态势，2023 年国内矿 75%分位成本曲线降至 13000 元/金属吨，2022 年同期该分位成本曲线还在 13800 元/金属吨。

海外锌矿产量增量不及预期，预计 2024 年产量增幅明显。据 SMM 调

研显示，2023年在多方因素影响下，海外锌矿产量增量或不及预期，其中秘鲁以及澳大利亚矿及加拿大贡献海外矿主要减量，不过到2024年，SMM预计海外锌锭产量或将增加明显，同比增幅在4%左右。

海外港口发货量有所抬升。据SMM调研显示，海外出港数据自进入2023年以来整体重心上移，预计后续或逐步传导至到货。由于中国连云港是进口锌精矿主要存放地，因此，锌精矿进口量与连云港库存存在强关联性，能一定程度上反应国内锌精矿进口量，可以通过看连云港的库存波动来测算进口矿流入情况。数据显示，自7月份以来，国内锌精矿进口量有所提升。

2023年二季度锌精矿进口窗口开启激发进口流入，预计2024年进口量维持高位。2023年二季度，锌精矿进口窗口开启，引发进口锌流入，据海关数据显示，1~9月我国锌矿进口同比增加23%，SMM预计2024年进口锌矿数量或将维持高位。

进口锌矿加工费报价大幅走低，反映远端锌矿偏紧预期。自进入2023年以来，进口锌矿加工费报价大幅走低，反映出远端锌矿偏紧预期；国内方面，自2023年三季度以来，国内冶炼厂原料库存也有所下行。此外，据SMM调研显示，自二季度以来，国内锌精矿进口窗口间歇性开启，进口锌精矿的流入，有效缓解了国内矿紧缺的情况。

2024年国内精炼锌产量或达到675万吨。精炼锌产量方面，在高利润刺激下，炼厂开工率处于近几年同期高位，带动精炼锌产量提升。SMM预计全年精炼锌产量或达到675万左右。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。