

2024年1月5日



驱动持续性不强

锌价宽幅震荡

核心观点及策略

- 宏观面看，美国通胀回落，美联储鸽派转向，强化了市场降息预期，美元走势承压，利多风险资产，不过谨防降息乐观预期出现摇摆，美元难趋势下行。国内经济修复强度有限，中央经济工作会议托而不举，强政策预期降温。
- 供应端看，托克再关停温哥华矿山，年产4万金属吨锌矿，国内正值北方矿山季节性生产淡季，原料收紧强化，远端TC仍存下调预期。海外炼厂有复产及扩建计划，但复产节奏不确定且原料紧张下，供应回归或较缓慢。国内炼厂12月排产依旧偏高，环保对部分地区生产存扰动，且原料收紧，部分炼厂1月计划增加检修计划，供应压力有望缓解。
- 需求端看，海外消费延续偏弱态势，逢锌价反弹相对高位后交仓显著，LME库存回升至近三年高位。国内北方环保扰动较多，镀锌生产受限。终端基建微观指标指向偏软，地产维持筑底，汽车、家电及新消费板块维持偏好，需求韧性下库存维持偏低水平。
- 整体来看，宏观有提振但持续性受限，海外高库存压力不减，国内供需双弱，库存进入累库阶段，基本面难提供强反弹驱动，不过随着加工费大幅下行，成本支撑依然存在，多空交织下，锌价将维持在宽幅区间20500-22000元/吨内运行。
- 策略建议：区间内高抛低吸
- 风险因素：宏观风险，供应大增

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68556855

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68556855

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68556855

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 一、锌市场行情回顾 | 5 |
| 二、宏观面 | 5 |
| 2.1 美国方面 | 5 |
| 2.2 欧元区方面..... | 6 |
| 2.3 国内方面 | 6 |
| 三、锌基本面分析 | 8 |
| 3.1 锌矿供应情况..... | 8 |
| 3.1.1 全球锌矿供需转向短缺..... | 8 |
| 3.1.2 锌矿进口补充充裕，后期加工费仍有下行压力..... | 10 |
| 3.2 精炼锌供应情况..... | 12 |
| 3.2.1 全球精炼锌供应逐步恢复..... | 12 |
| 3.2.2 国内精炼锌产能投放期，供应维持高水平..... | 13 |
| 3.3 精炼锌需求情况..... | 15 |
| 3.3.1 海外需求偏弱..... | 15 |
| 3.3.2 国内表观需求亮眼，出口有提振..... | 17 |
| 3.3.3 终端需求分化，地产为主要拖累项..... | 18 |
| 3.4 海外库存显著回升，国内库存维持低位..... | 21 |
| 四、总结与后市展望 | 22 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势 | 5 |
| 图表 2 美国通胀情况..... | 7 |
| 图表 3 美国利率水平..... | 7 |
| 图表 4 美国就业市场..... | 7 |
| 图表 5 欧美 PMI 数据..... | 7 |
| 图表 6 欧元区通胀情况..... | 8 |
| 图表 7 欧元区利率水平..... | 8 |
| 图表 8 国内 PMI 数据..... | 8 |
| 图表 9 国内社融规模..... | 8 |
| 图表 10 全球锌矿月度产量情况..... | 10 |
| 图表 11 内锌矿月度产量情况..... | 10 |
| 图表 12 2024 年海外锌矿变化（万吨） | 10 |
| 图表 13 内外矿加工费环比回落..... | 11 |
| 图表 14 锌矿进口窗口维持关闭..... | 11 |
| 图表 15 锌矿进口情况..... | 11 |
| 图表 16 冶炼厂原料库存..... | 11 |
| 图表 17 2021 年四季度至今欧洲冶炼厂减复产情况（万吨） | 12 |
| 图表 18 2024 年海外冶炼厂产量变化情况（万吨） | 13 |
| 图表 19 全球精炼锌月度产量情况..... | 13 |
| 图表 20 欧洲天然气期货价格..... | 13 |
| 图表 21 2023-2024 国内新增冶炼产能（万吨） | 14 |
| 图表 22 国内精炼锌月度产量..... | 15 |
| 图表 23 冶炼厂生产利润..... | 15 |
| 图表 24 精炼锌净进口情况..... | 15 |
| 图表 25 精炼锌进口窗口短暂开启再关闭..... | 15 |
| 图表 26 全球精炼锌月度需求情况..... | 16 |
| 图表 27 美国新建住房销量..... | 16 |
| 图表 28 美国汽车销量情况..... | 16 |
| 图表 29 欧元区房屋营建情况..... | 16 |
| 图表 30 欧元区汽车销量情况..... | 17 |
| 图表 31 国内表观消费增速..... | 17 |
| 图表 32 镀锌板净出口情况..... | 17 |
| 图表 33 压铸锌合金出口情况..... | 18 |
| 图表 34 氧化锌出口情况..... | 18 |
| 图表 35 基建投资增速小幅回落..... | 20 |
| 图表 36 地产主要指标依然疲软..... | 20 |
| 图表 37 汽车产销情况..... | 20 |
| 图表 38 白色家电产量情况..... | 20 |
| 图表 39 风电新增装机量情况..... | 20 |
| 图表 40 光伏新增装机量情况..... | 20 |
| 图表 41 各版块耗锌量预估（万吨） | 21 |

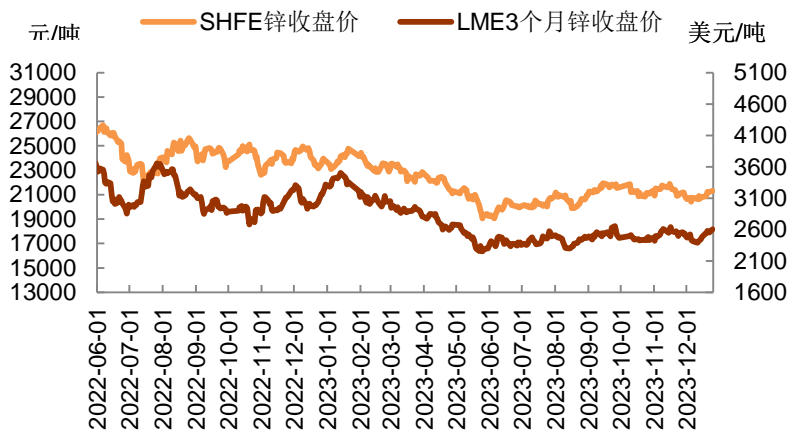
| | |
|----------------------------|----|
| 图表 42 LME 库存大增 | 22 |
| 图表 43 国内社会库存低位去库 | 22 |
| 图表 44 全球精炼锌供需平衡表（万吨） | 23 |
| 图表 45 国内精炼锌供需平衡表（万吨） | 23 |

一、锌市场行情回顾

12月沪锌主力期价呈现企稳反弹的走势。月初锌价延续此前跌势，跌至20200元/附近止跌反弹，最终收至21545元/吨，月度涨幅达3.98%。宏观来看，美联储12月利率会议继续按兵不动，且暗示鸽派大转向，预计明年三次降息，而欧英央行与美联储反差鲜明，保持限制性政策，美元走势承压，市场风险偏好回升。基本面来看，海外再现矿产减产，但海外大交仓抵消利多影响。国内11月精炼锌产量不及预期，因部分企业超预期减停产。同时，陕西某炼厂资金因素减产、甘肃某炼厂自身问题暂停出货、锌价低位炼厂发货积极性不佳，叠加下游逢低补库，现货阶段性紧张，升水及月间价差走扩，单边锌价企稳反弹。不过随着炼厂供应恢复、进口货源流入以及下游高位接货意愿不足，月下旬锌价突破21000元/吨整数关口后反弹动力明显减弱。

伦锌呈现先抑后扬的走势，整体维持区间运行，月上旬受美元反弹及海外交仓压力，伦锌延续跌势，至2400美元/吨一线企稳，月下旬，伴随着美联储鸽派转向、LME库存减少及托克矿山关闭，伦锌反弹至2600美元/吨一线，但20日当日LME库存增2.3万余吨，打压多头信心，期价反弹减弱围绕2600美元/吨一线横盘震荡，截止至月底期价最终收至2662美元/吨，月度涨幅达7.66%。

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

二、宏观面

2.1 美国方面

美国通胀延续回落。11月CPI同比小幅回落至3.1%，因能源价格回落推动，不过通胀环

比有所回升，或与短期汽车行业罢工带来价格小幅反弹有关，后续有望缓解。核心CPI同比为4.0%，与10月持平，下行遇阻，主要与租金通胀依然较高有关。11月美国PPI同比为0.8%，环比下降0.4个百分点；核心PPI同比增速2%（前值2.3%）。PPI同比增速下降受到能源价格回落影响。经济尚有韧性，美国12月ISM制造业PMI指数47.4，连续第14个月萎缩，但高于前值及预期；且受美联储降息预期支撑，市场对后期经济修复抱有偏乐观态度。

近期变化较大的是美联储态度的转向，12月利率会议中，暂停加息，将联邦基金利率区间维持在5.25%-5.50%，符合预期。但鲍威尔表态已有明显转向，称利率已经进入限制性水平，不需要通胀降至2.0%才开始行动，会在之前降息；美联储已经开始讨论降息。明年有经济衰退可能性，不过预计可以避免。美联储将明年的利率中枢从5.1%下调至4.6%，下调50BP。受美联储鸽派转向影响，市场对明年降息预期节点再度由5月提前至3月，且预计年内降息6次，降息幅度达150BP。伴随着此后多位官员鹰派讲话的打压及乐观情绪的消退，市场对降息的预期出现了摇摆和修正。

总体看，美国通胀回落，美联储鸽派转向，同时美国经济尚有韧性，衰退交易尚未开启，市场风险偏好回暖，美元偏弱运行。不过当前市场降息预期过于乐观，存摇摆及修正的可能，美元难现趋势性走弱。

2.2 欧元区方面

欧元区经济景气度仍然低迷，12月制造业PMI为44.2，与11月持平；服务业PMI回落0.6至48.1。综合PMI为47.0，较11月回落0.6，已连续7个月处于荣枯线之下。但通胀超预期回落，11月欧元区HICP同比增长2.4%，环比回落0.5个百分点，且低于市场预期的2.7%。核心HICP同比增速环比回落0.6个百分点至3.6%，同样低于市场预期的3.9%。

尽管通胀超预期回落，但欧央行维持降息预期为时尚早的态度。12月利率会议上，欧央行如期维持利率不变，符合市场预期。但表态称欧元区价格压力仍然较大，通胀虽然在最近几个月有所下降，但短期内很可能会再次上升。数据将决定限制性政策的水平和持续时间，只要有必要利率就会保持足够的限制性。欧央行行长拉加德表示，欧央行并未讨论降息前景，态度偏鹰。

总的来看，欧元区通胀超预期回落，欧央行加息步伐或已结束，但鉴于通胀反复的担忧，央行利率转向尚早，央行行长表态较美联储偏鹰，同时，欧元区经济仍显低迷，但现企稳修复的迹象。

2.3 国内方面

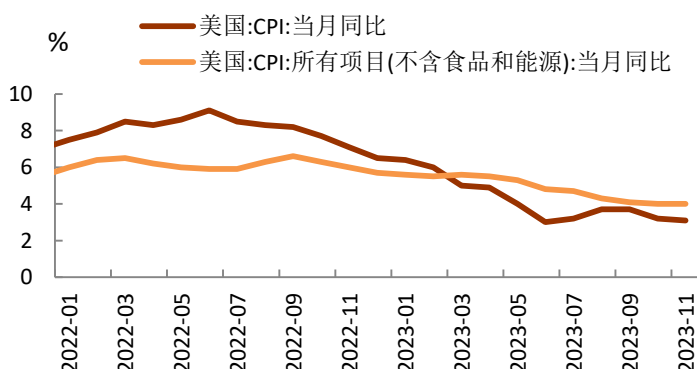
从国内各项重要指标来看，显示经济修复力度尚有限，内需动力仍显不足。12月官方制造业PMI为49，环比下跌0.4且低于市场预期的49.5，非制造业PMI为50.4，环比上涨0.2但低于市场预期的50.5。同时，11月新增社融2.45万亿元，同比多增4556亿元，政府债发行仍是主

要的推动力。新增人民币信贷1.09万亿元，同比少增1368亿元。分项中，企业中长贷新增4460亿元，同比少增约2900亿元；居民中长贷新增2331亿元，同比小幅多增228亿元，低基数有一定的贡献，结构上仍有待提振。M2同比增速10.0%（前值10.3%），M1同比增速1.3%（前值1.9%），增速双双回落，微观预期有待提升。11月工业增加值同比增速为6.6%，环比增长0.87%，内需改善；社会消费品零售总额同比增长10.1%（前值7.6%），低基数推升消费增速；1-11月固定资产投资累计同比增速为2.9%，投资各主要分项均边际改善，其中制造业投资改善幅度最大，单月投资增速从3.6%回升至4.7%；广义基建投资由2.6%回升至2.7%，专项债发放完毕，资金形成实物量且今年冬季偏暖，户外开工停工较晚；地产仍承压。

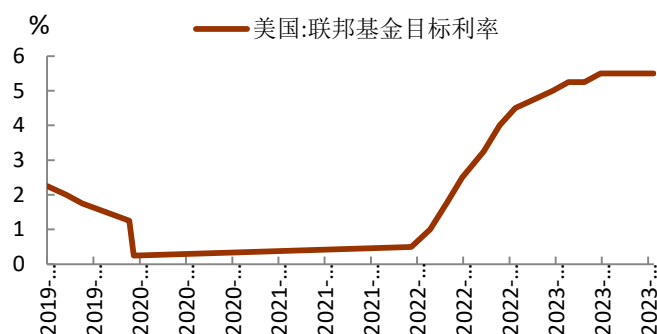
从政策基调看维持偏暖，12月12日中央经济工作会议落幕，会议指出当前存在“有效需求不足”、“社会预期偏弱”的问题，明确要“以进促稳、先立后破”。财政政策要适度加力；货币政策维持稳健；加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”；统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险。

整体来看，政策端维持偏暖，但暂未有超预期增量刺激政策，总体托而不举。国内经济内生驱动强度不足，延续缓慢修复节奏。

图表 2 美国通胀情况

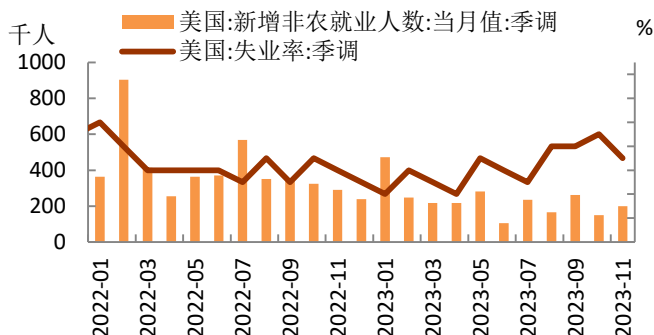


图表 3 美国利率水平

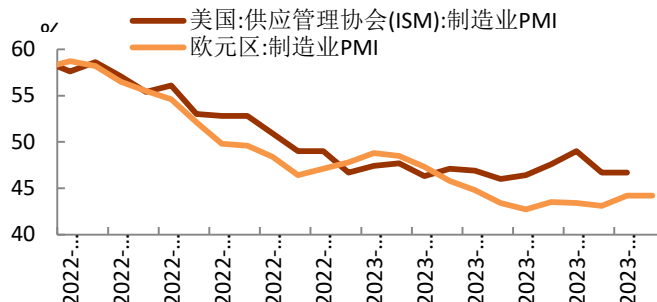


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 4 美国就业市场

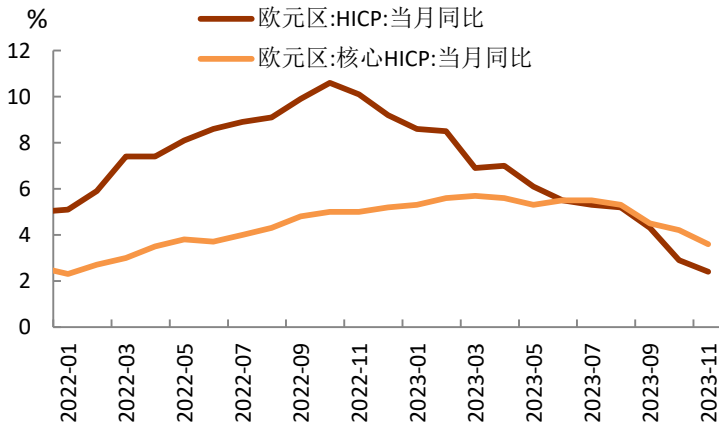


图表 5 欧美 PMI 数据

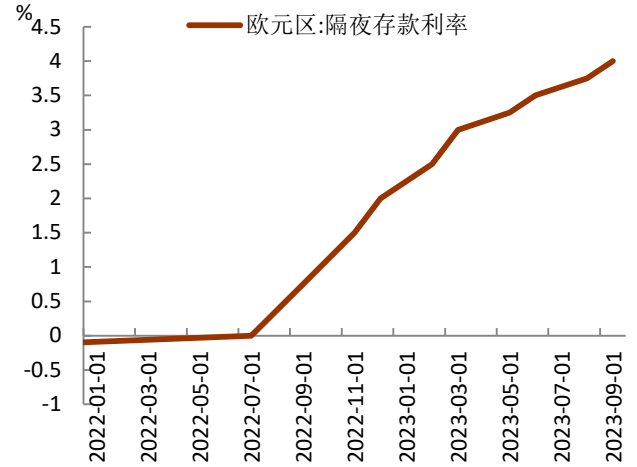


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表6 欧元区通胀情况

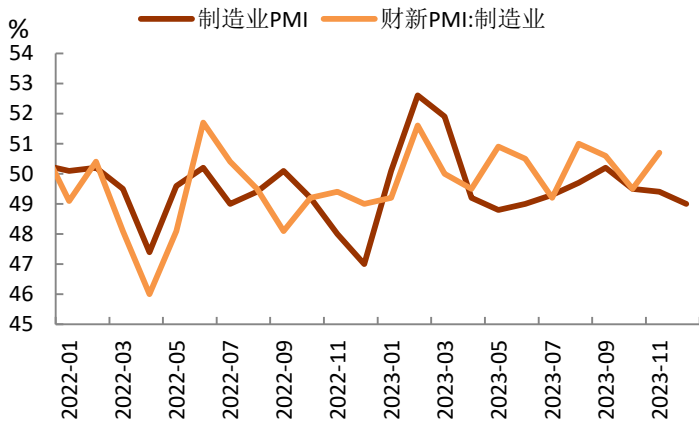


图表7 欧元区利率水平

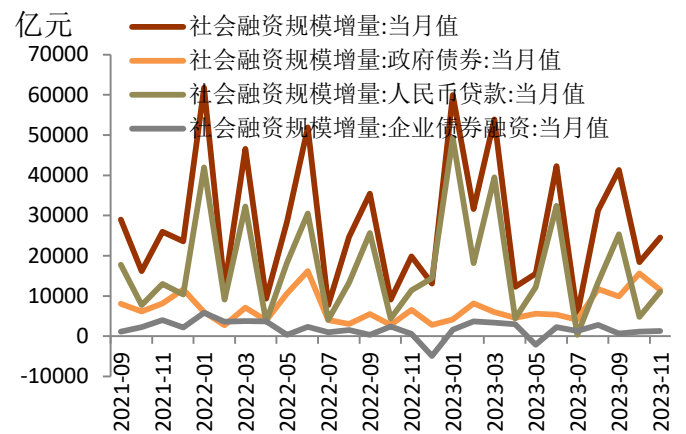


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表8 国内PMI数据



图表9 国内社融规模



数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

三、锌基本面分析

3.1 锌矿供应情况

3.1.1 全球锌矿供需转向短缺

2023年全球锌矿供应不及预期,主要源于海外端,除了部分矿山因利润下滑减产外,矿石品位下降、工人罢工、项目提产不及预期、事故等也是影响供应的因素。

其中,因利润因素减少的供应量大概在10万吨左右。其中,Boliden宣布由于“不可持续的财务损失”,7月5日暂停欧洲最大的爱尔兰锌矿Tara的生产,12月12日最新消息显示,2024年1月与该矿员工薪资谈判,若能达成协议,计划2024Q2重新开放该矿。葡萄牙Almina矿业

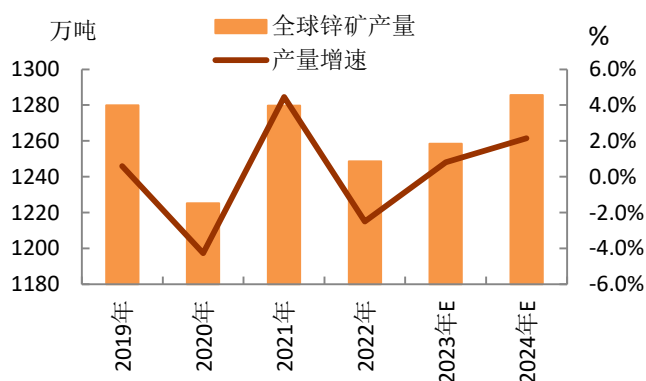
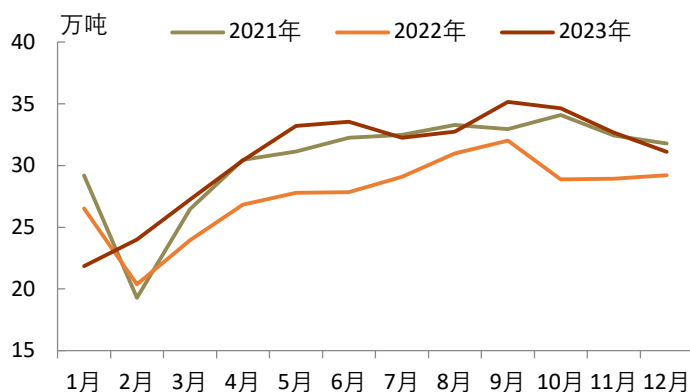
于9月24日暂停旗下位于葡萄牙南部的Aliustrel铅锌矿的运行，预计2025年第二季度才能恢复生产，该公司指出锌价低以及冶炼厂加工费高是决定停产的主要原因，预计影响量在2.5万吨；Volcan旗下位于秘鲁的Islay因锌价跌破成本线，7月中旬暂停运营，影响量0.4万吨；Aeris resource旗下位于澳大利亚的Jaguar矿9月进行保养和维护，影响量0.8万吨。11月2日，Nyrstar宣布由于锌价疲软以及通胀影响，计划11月30日暂时关闭美国田纳西州的两个锌矿Gordonsville和Cumberland，影响量0.4万吨。此外，为应对工会罢工，纽蒙特6月8日暂停墨西哥Peñaquito矿的运营，10月5日罢工结束，影响量在5万吨，全年产量指引下调了9.5万吨。

其它如MMG旗下澳大利亚Dugald River矿2月中旬发生事故，直至3月下旬重新开工，全年产量指引出现下调；韦丹塔的Gamsberg、BMM矿石品位下降，产出不及预期；TECK旗下Red Dog矿受到品位低及电力系统问题干扰；Fresnillo旗下Saucito and San Julián因矿石品位下滑影响产出；Nexa旗下Cerro Lindo矿3月中旬降雨导致停产，Atacocha矿6月底也受到非法抗议影响，持续了一个月，Aripuanã项目因设备问题影响生产稳定性，年度产量出现下调。

对于2024年，预计锌矿增量在20万吨左右，主要增量在刚果、澳大利亚、墨西哥及俄罗斯等地，其中俄罗斯Ozernoye矿原计划2024年1月产出，但2023年11月突发火灾导致设备损坏，产出再度延后，年内供应增量将打折扣；加拿大Ivanhoe Mines和刚果Gécamines与Glencore达成协议，将重启刚果Kipushi锌矿，预计2024Q3首批精矿；Adriatic Metals旗下波斯尼亚的Vares银矿继续释放产量，主要贡献欧洲市场；Polymetals旗下澳大利亚Endeavor银锌铅矿重启，下半年产出第一批锌矿等。主要减量在，秘鲁Antamina矿因采矿方式变化将出现较大幅度减少；葡萄牙矿业公司Almina旗下Aljustrel矿山暂停运行；托克12月18日宣布关停温哥华岛迈拉福斯多金属矿山(Myra Falls polymetallic mine)以进行矿山维护保养，也将带来3万金属吨的减量。

国内来看，SMM数据显示，11月锌精矿产量小幅下降至32.67万吨，1-11月累计产量337.73万吨，累计同比增加11.4%。预计12月北方矿山季节性减停产下产量继续下调至31.12万吨。全年看，锌矿累计产量368.85万吨，累计同比增11%。对于2024年，国内新增矿山带来主要增量，其中新疆火烧云项目年内已有2万吨矿产出，2024年乐观预估有10万吨供应增量；贵州猪拱塘铅锌矿一采区计划在2024年年底投产，达产后年产锌精矿约7万吨；江西银珠山项目将于2024年下半年投产，均将供应部分增量。综合看，中性预计增量在5-7万吨左右。

综上，预计2023年全年全球锌矿供应为1259万吨，增速0.8%，锌矿供应由松转紧。2024年全球锌矿供应增速2.15%至1285.55万吨。不过，海外通胀下项目耗资成本增加，矿石品位下降、罢工扰动以及利润压缩下不排除后续矿山再度出现减停产，此外，部分矿山进入闭坑周期，如嘉能可旗下澳大利亚的Lady Loretta锌矿将于2025年下半年关闭，这些因素都会导致海外锌矿实际增量出现较大的不确定性，总体看，矿端供应增速不及冶炼端供应增速，2024年全球锌矿供应缺口有望达10-15万吨。

图表 10 全球锌矿月度产量情况

图表 11 内锌矿月度产量情况


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 12 2024 年海外锌矿变化 (万吨)

| 矿山 | 国家 | 2024 年变化 | 备注 |
|---------------------------|--------|----------|---|
| Kipushi | 刚果 | 5 | 数十年的停产, 2024 年 Q3 首批精矿 |
| 迈蒙矿 | 米尼加 | 0.5 | 2024 年底产出 |
| Ozernoye | 俄罗斯 | 15 | 2023 年 11 月火灾烧毁设备, 产出量打折扣 |
| Bowdens Silver | 澳大利亚 | 5 | 2023 年取得当地生产许可, 暂未提及开工时间 |
| Vares 银矿 | 波斯尼亚 | 8 | 2023 年 11 月开始生产, 爬产 |
| Buenavista | 墨西哥 | 7 | 2024Q1 投产 |
| Peñasquito | 墨西哥 | 5 | 2022 年产量 17 万吨, 6 月 8 日罢工, 10 月 5 日恢复 |
| Kazzinc | 哈萨克斯坦 | 3 | 爬产 |
| Neves-Corvo | 葡萄牙 | 2 | 爬产 |
| Aripuanã | 巴西 | 2 | 爬产 |
| Lalor | 加拿大 | 0.7 | 爬产 |
| Endeavor | 澳大利亚 | 5 | 2024 年下半年生产第一批精矿 |
| Tara | 爱尔兰 | 1 | 因矿已无利可图, Boliden 于 2023 年 7 月 5 日正式停产, 复产待定 |
| Aljustrel 铅锌矿 | 葡萄牙 | -7.5 | 矿山利润不佳, 2023 年 9 月 24 日暂停运行, 预计 2025Q2 才能恢复。 |
| Antamina | 秘鲁 | -25 | 采矿方式改变 |
| Gordonsville 和 Cumberland | 美国 | -4.6 | 锌价疲软以及通胀影响, Nyrstar 计划 2023 年 11 月 30 日暂时关闭两座矿山 |
| Myra Falls polymetallic | 加拿大温哥华 | -3 | 托克 12 月 18 日宣布再次关停, 年产锌精矿 3-4 万金属吨 |
| 合计 | | 19.1 | |

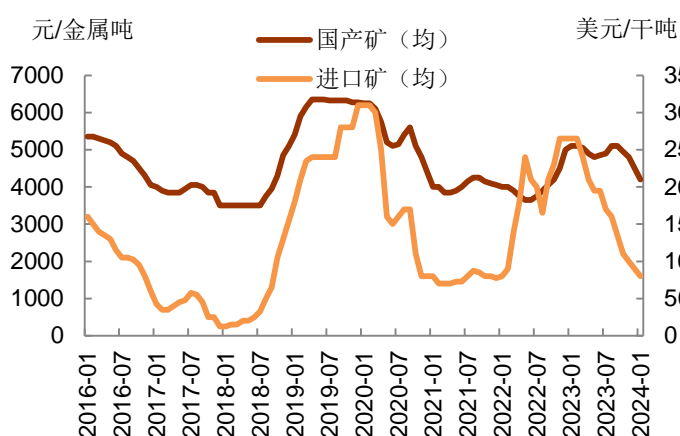
数据来源: iFinD, SMM, 铜冠金源期货

3.1.2 锌矿进口补充充裕, 后期加工费仍有下行压力

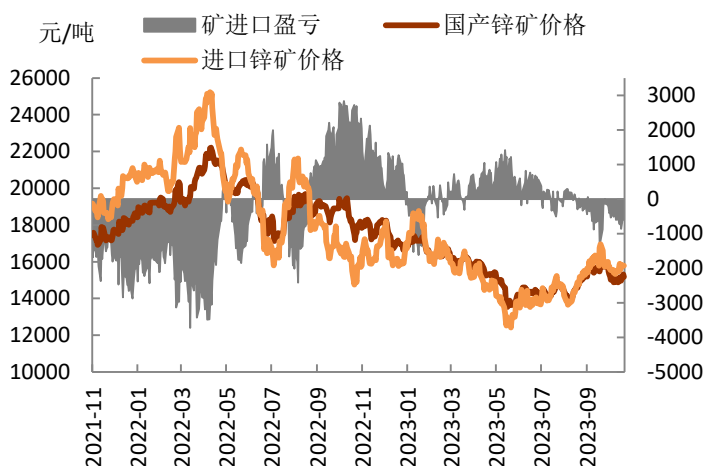
12月以来北方降温降雪, 季节性检修矿山增多, 叠加锌矿进口维持关闭, 内外TC延续同步下行, SMM: 2024年1月内外锌矿TC 月均价分别报4200元/金属吨和80美元/干吨, 均值分别环比减少300元/金属吨和10美元/干吨。

进口情况看，海关数据显示，2023年11月锌矿进口31.4万吨实物吨，环比降27.67%，同比降30.01%，进口前三国家分别是澳大利亚（10.04万实物吨）、秘鲁（7.19万实物吨）、哈萨克斯坦（2.47万实物吨）。11月进口量如期环比回落，主因进口窗口关闭，零单进口减少；11月国内精炼锌生产低于预期，炼厂对矿需求环比减少；及临近年底，长单步入尾声，到货减少。1-11月累计进口量428.13万实物吨，累计同比增15.1%。12月以来，红海局势升级，但对锌矿主要进口航线影响较小；秘鲁发生地震，对锌矿主产区影响有限，叠加沪伦比价修复，且炼厂备货积极性较高，预计进口量环比有望小增。

图表 13 内外矿加工费环比回落

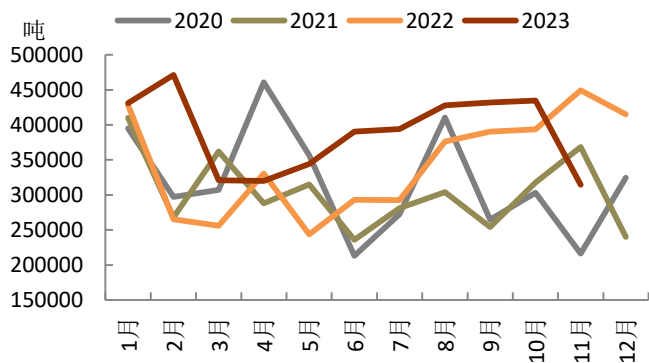


图表 14 锌矿进口窗口维持关闭

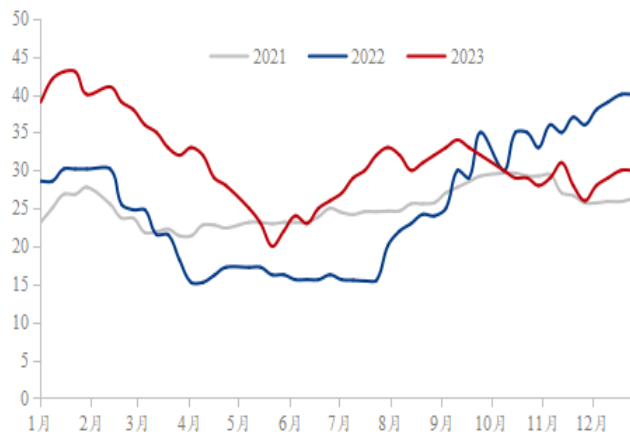


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 15 锌矿进口情况



图表 16 冶炼厂原料库存



数据来源：Mysteel，iFinD，铜冠金源期货

3.2 精炼锌供应情况

3.2.1 全球精炼锌供应逐步恢复

全球范围来看，ILZSG数据显示，2023年10月精炼锌产量117.77万吨，1-10月累计产量1156.5万吨，累计同比增3.85%。其中中国市场贡献主要增量，欧洲及美洲地区累计产量分别为85.14万吨和138.4万吨，累计同比减少4.051.68%和增加0.13%。

伴随着欧洲地区能源价格回归至正常区间，前期检修的炼厂多已陆续复产，其中新星法国Auby炼厂2023年3月宣布复产，荷兰及比利时炼厂也在逐步爬产中。11月中旬，嘉能可宣布旗下德国Nordenham炼厂计划一季度复产。

对于2024年，海外炼厂主要增量来源于现有炼厂扩建及欧洲炼厂的复产。其中波利顿挪威的Odda冶炼厂计划将锌冶炼产能扩建至35万吨，最为该炼厂原料供应商——旗下Tara矿山此前因利润不佳，于7月5日停产，不过伴随着矿企与员工积极薪资谈判，若协议达成该矿有望2024Q2恢复生产，有望增加该炼厂产能扩建的原料保障度。嘉能可德国Nordenham炼厂计划一季度复产；俄罗斯铜业旗下的Verkhny Ufaei炼厂2024Q3开业，年产量可达12万吨；此外还有韦丹塔及俄罗斯UMMC现有炼厂的扩建。考虑到薪资谈判存变数，炼厂扩建节奏的不确定性以及原料供应紧张等因素，中性角度我们维持2024年海外精炼锌供应增量在15万吨左右的判断。

图表 17 2021 年四季度至今欧洲冶炼厂减复产情况（万吨）

| 公司 | 冶炼厂 | 国家 | 总产能 | 减产产能 | 备注 |
|------|-------------------|-----|------|------|--|
| 新星 | Budel | 荷兰 | 30 | | 21 年 10 月产量消减 50%，2022 年 9 月 1 日再减产。2022 年 11 月逐步恢复生产。爬产中。 |
| | Balen | 比利时 | 27 | | 21 年 10 月产量消减 50%。爬产中。 |
| | Auby | 法国 | 15 | | 22 年 1 月停产维护。2023 年 3 月初全部复产。 |
| 嘉能可 | Portovesme | 意大利 | 24 | 16 | 21 年 11 月宣布 12 月底对 10 万吨硫化锌产线停产维护。目前 2/3 产能减产。 |
| | San Juan de Nieva | 西班牙 | 46 | | |
| | Nordenham | 德国 | 16.5 | 16.5 | 2022 年 11 月日停产检修。 |
| | Northfleet | 英国 | 5 | | |
| 波利顿 | Kokkola | 芬兰 | 31.5 | | |
| | Odda | 挪威 | 20 | | |
| Teck | Trail | 芬兰 | 35 | | |
| 总计 | | | 250 | 32.5 | |

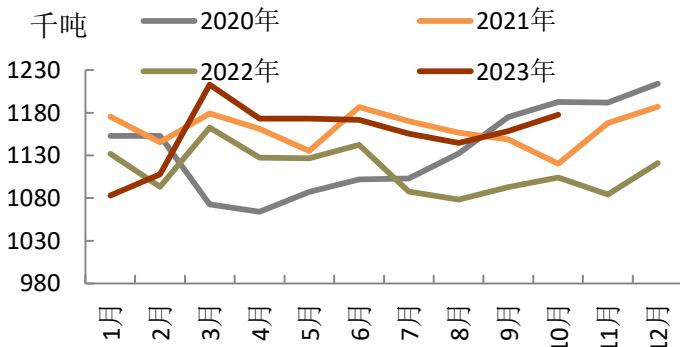
数据来源：新闻整理，铜冠金源期货

图表 18 2024 年海外冶炼厂产量变化情况（万吨）

| 冶炼厂 | 企业 | 厂址 | 产能 | 备注 |
|----------------|------------|------|------|---|
| Odda | Boliden | 挪威 | 4 | 年产能从目前的 20 万吨增加到 35 万吨。2024 年 5 月开始投产，于 2025 年满产。 |
| Nordenhan | 嘉能可 | 德国 | 16.5 | 计划 2024Q1 恢复生产 |
| Verkhny Ufalei | 俄罗斯铜业 | 俄罗斯 | 5 | 2024Q3 产出 |
| Townsville | Korea Zinc | 澳大利亚 | 1.5 | 扩建 |
| HZL | 韦丹塔 | 印度 | 3 | 扩建 |
| Cheyabinsk | UMMC | 俄罗斯 | 4 | 扩建 |

数据来源：新闻整理，铜冠金源期货

图表 19 全球精炼锌月度产量情况



数据来源：iFinD，新闻整理，铜冠金源期货

图表 20 欧洲天然气期货价格



3.2.2 国内精炼锌产能投放期，供应维持高水平

2023年国内精炼锌供应总体维持较为宽松的状态，不仅受益于自身产量的大幅增加，而且进口精炼锌也由2022年的净出口转为净进口。

SMM数据显示，2023年11月精炼锌产量为57.9万吨，环比下降2.56万吨（-4.23%），同比增加10.62%，低于此前预计的59.86万吨。因陕西、湖南、云南炼厂超预期停产及检修，内蒙、陕西、云南、广东部分炼厂产量下滑亦带来减量。与此同时，四川提产、甘肃检修结束贡献增量。1-11月精炼锌累计产量达到603.2万吨，同比增加10.62%。预计12月产量环比增0.68万吨至58.58万吨，因广西南方新增及湖南、云南、陕西复产带来增量。全年产量达661.7万吨，累计增速10.7%。

对于2024年，国内仍有部分新增冶炼项目投产，如河南万洋、金成锌业、广西永鑫等，叠加2023年年底河池南方新投产能的释放，预计新增产能合计在60万吨，供应端依然存在压力。不过，考虑到2024年锌矿加工费及锌价较2023年有明显回落，炼厂利润难达2023H1的高水平，满产超产的概率将下滑，此外新投产能生产稳定性存不确定性，预计全年产量预计达677万吨，增速2.27%。

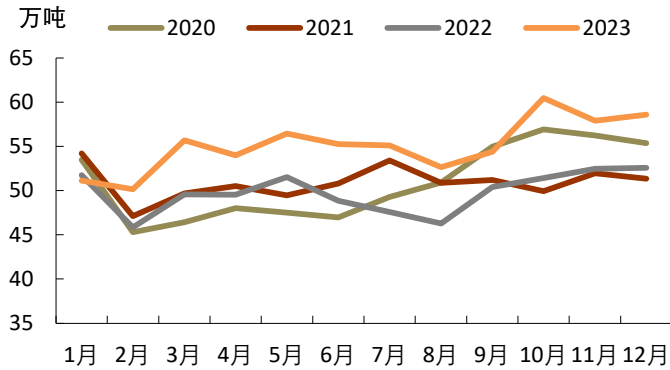
进口方面，海关数据显示，2023年11月锌锭进口量5.17万吨，环比增加6.59%，同比增加344.9%，进口主要来源为澳大利亚、哈萨克斯坦、和韩国，分别为1.78万吨、1.26万吨、1.21万吨，总占比92.61%。月度进口量超预期，除了哈锌等长单进口延续外，11月月初进口窗口短暂打开，澳大利亚、韩国及保税区内零单进口量增加。1-11月锌锭进口总量35.77万吨，同比增加401.8%。对于12月，月初进口窗口再度短暂打开，叠加长单进口延续，预计月度进口量仍能维持在5万吨的高位。

图表 21 2023-2024 国内新增冶炼产能（万吨）

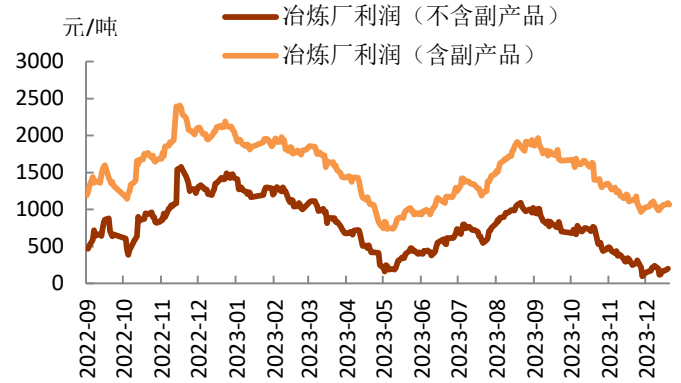
| 企业名称 | 原材料分类 | 原产能 | 新产能 | 投产时间 |
|-------------|-------|-----|-----|----------------------------|
| 桂阳皓钰 | 再生锌 | 0 | 8 | 2023.1 |
| 江西思远 | 再生锌 | 0 | 3 | 2023.5 |
| 广西永鑫 | 再生锌 | 5 | 5.8 | 2023.5 |
| 四川鑫美 | 矿产锌 | 0 | 7 | 2023.5 |
| 湖南泸溪县盛德 | 再生锌 | 0 | 2 | 2023.6 |
| 广东原点 | 再生锌 | 0 | 0.8 | 2023.8 |
| 南丹吉朗 | 矿产锌 | 8 | 3 | 2023.10 |
| 河南金利金铅 | 再生锌 | 15 | 3 | 2023.12 |
| 湖南金石 | 再生锌 | 5 | 5 | 2023.12 |
| 广西桂盛 | 再生锌 | 0 | 5 | 一期 2023 年 9 月，二期 2024 年 |
| 林西恒富 | 再生锌 | 0 | 3 | 一期 2023 年 12 二期 2024 年 5 月 |
| 广西河池南方 | 矿产锌 | 35 | 30 | 2023.12 |
| 河南济源万洋 | 矿产锌 | 0 | 15 | 2024.10 |
| 广西誉升 | 矿产锌 | 5 | 5 | 2024 |
| 潍坊龙达 | 再生锌 | 0 | 2 | 2024 年初 |
| 桂阳银龙 | 再生锌 | 0 | 2 | 2024 |
| 荆州正峰 | 再生锌 | 0 | 7 | 2024 |
| 四川雅安汉源县金成锌业 | 再生锌 | 0 | 10 | 2024 年底 |
| 泸溪蓝天 | 再生锌 | 5 | 5 | 2024 |
| 云铜锌业 | 矿产锌 | 10 | 15 | 2025 |

数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

图表 22 国内精炼锌月度产量

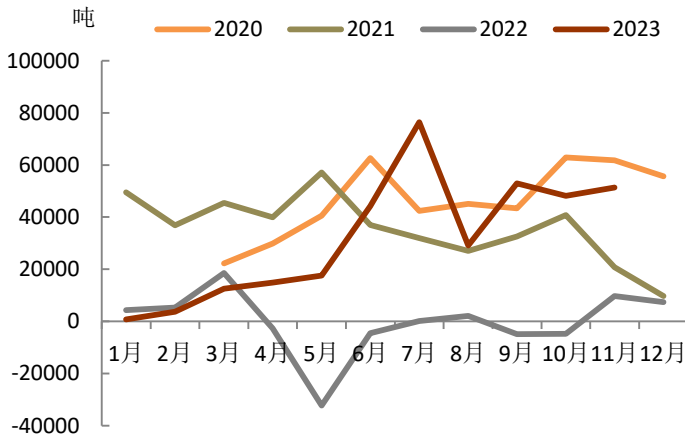


图表 23 冶炼厂生产利润

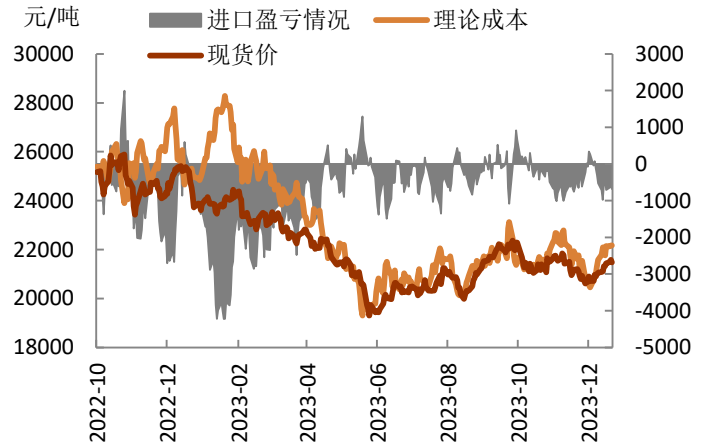


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 24 精炼锌净进口情况



图表 25 精炼锌进口窗口短暂开启再关闭



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

3.3 精炼锌需求情况

3.3.1 海外需求偏弱

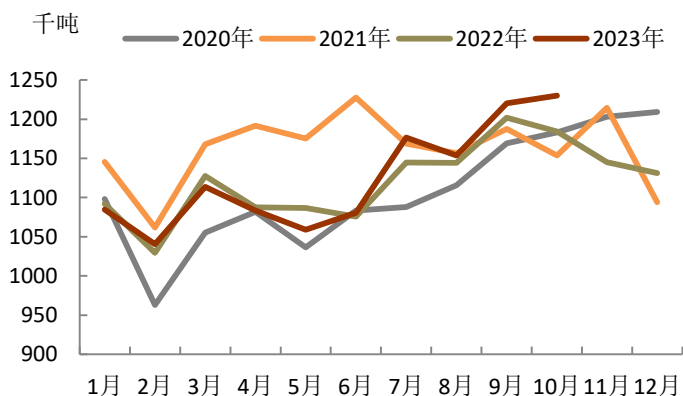
全球范围来看，ILZSG数据显示，2023年10月精炼锌消费量123.02万吨，1-10月累计消费量1127万吨，累计同比增加0.9%。其其中欧洲及美洲累计消费量分别为177.96万吨和142万吨，累计同比减少5.76%和0.56%。

海外来看，锌需求主要集中在汽车及地产板块，而这些板块消费波动对利率较为敏感。从欧美房屋销售及汽车销售表现看，美国11月新房销售明显回落，但成屋销售有所回升，11月美国新房销售同比1.4%（前值16.5%）；成屋销售同比增速为-7.3%（前值-14.6%），但仍处于相对低位，且已连续27个月处于负增长区间；已开工新建住宅同比增速为9.3%（前值

-5.1%)。成屋销售以及新开工住宅的回暖,或与购房成本回落下居民购买意愿提升有关。从美国地产高频数据来看,自11月初开始,30年期抵押贷款固定利率开始逐渐回落,截至12月22日已由最高点7.8%回落至6.67%。未来随着美联储降息周期的开启,美国房地产压力或有望进一步缓解。受汽车行业大罢工影响,10月、11月汽车产量同比增速转负,但随着罢工影响逐步解除,汽车产量有望回归正常,从今年以来的数据看,仍有望回归至两位数的同比增速。欧元区营建指数相对稳定,较去年同期增减幅度相对较小。汽车产量同比维持强劲态势,但更多受益于去年同期低基数。乘用车需求仍较新冠前水平低五分之一,销售前景更是暗淡。

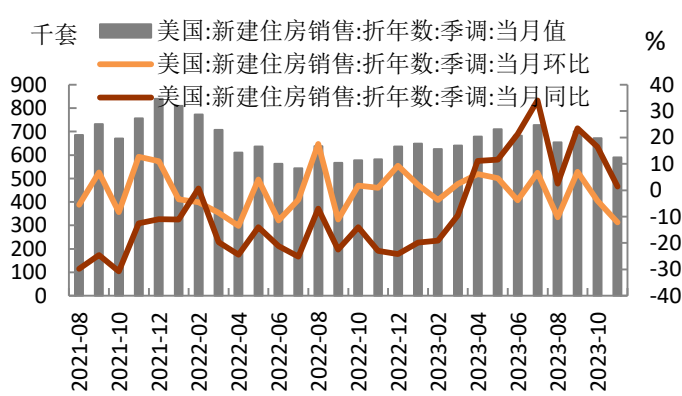
总的来看,美国微观消费仍保持韧性,且伴随着利率逐步回落及汽车工人罢工解除,有望带动房屋销售及汽车产销回暖,而欧元区方面,经济景气度不佳下,住房及汽车等微观消费难言出现显著改善。不过展望2024年,高利率对美国经济的损害有望逐渐显现,目前市场主流仍倾向于“软着陆”,预计锌相关需求下滑速度较缓慢。欧元区受基数较低影响,经济进一步大幅下行空间受限,有望企稳筑底,微观锌消费有望修复。

图表 26 全球精炼锌月度需求情况

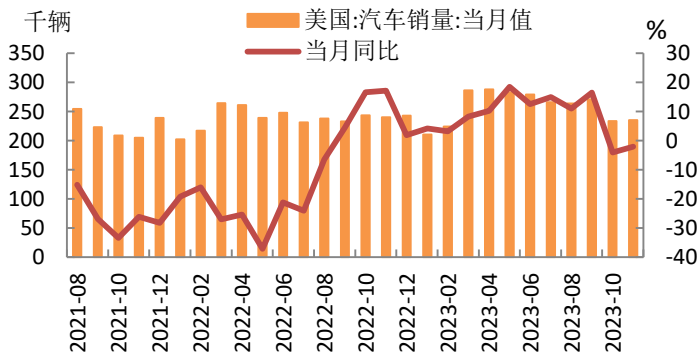


数据来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

图表 27 美国新建住房销量

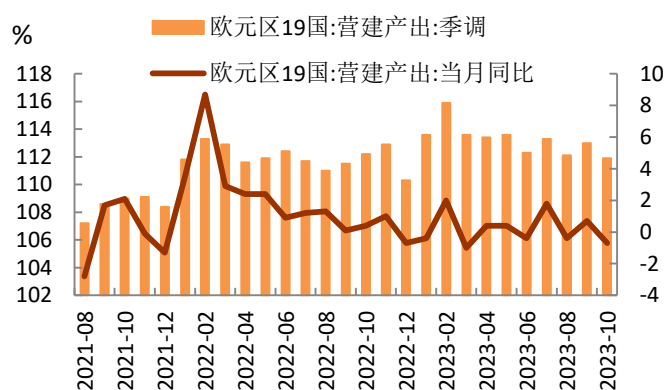


图表 28 美国汽车销量情况

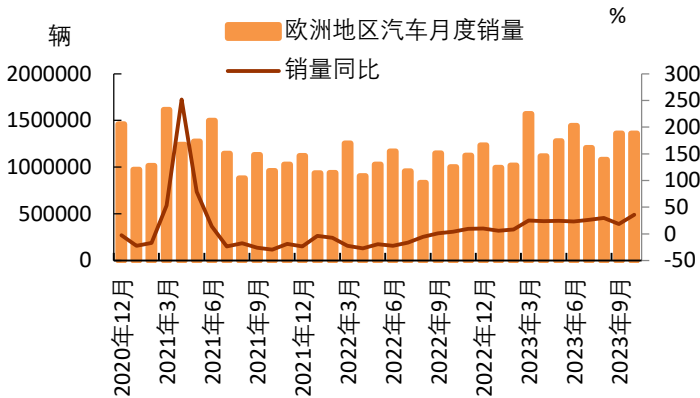


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 29 欧元区房屋营建情况



图表 30 欧元区汽车销量情况



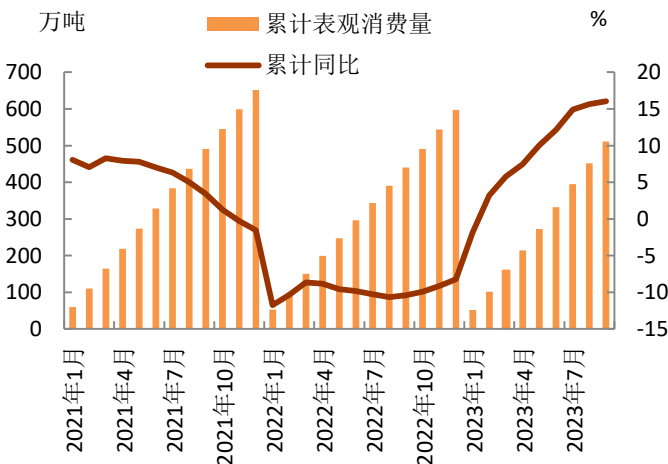
数据来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

3.3.2 国内表观需求亮眼，出口有提振

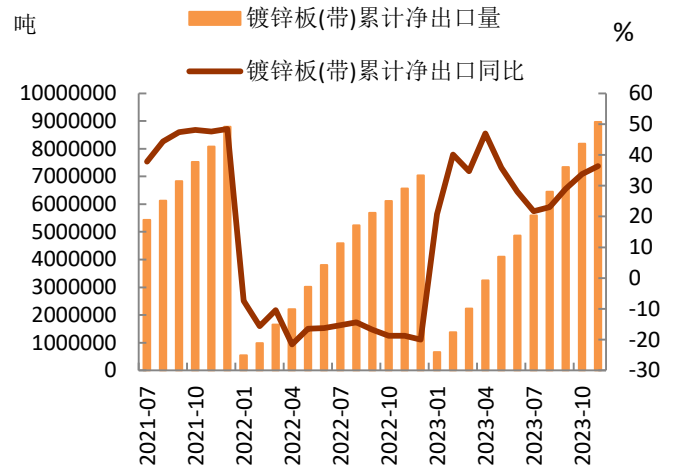
今年锌表观需求表现亮眼，1-11月累计表观消费累计同比增加17.3%。一方面，去年表需消费基数较低；另一方面，下游消费具有较强的韧性。同时，2022年铝仓储事件后，炼厂直发下游货源的形式增多，这部分量并未很好的反应在社会库存统计中，库存相对低位放大了表需的增速。

实际上，我们去看初端产品出口，镀锌板及压铸锌合金出口表现还是不错的。海关数据显示，1-11月镀锌板累计净出口896.4万吨，累计同比增加36%。压铸锌合金1-11月累计出口量3011.64吨，累计同比增加42.3%。氧化锌1-11月累计出口量140633吨，累计同比减少18.6%。得益于东南亚及中东地区消费韧性及人民币贬值的提振，镀锌板和压铸锌合金出口预计全年为锌消费带来8万吨左右的增量。

图表 31 国内表观消费增速

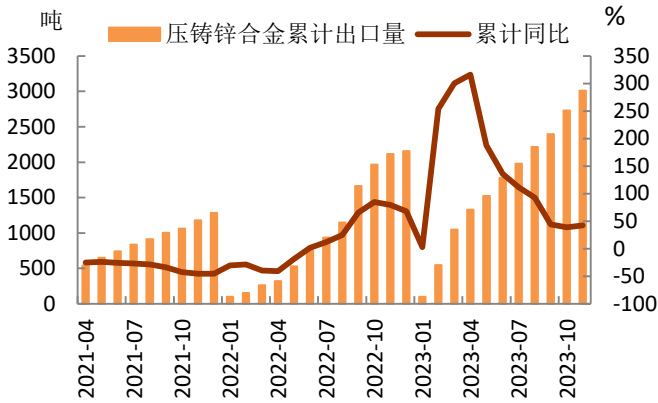


图表 32 镀锌板净出口情况

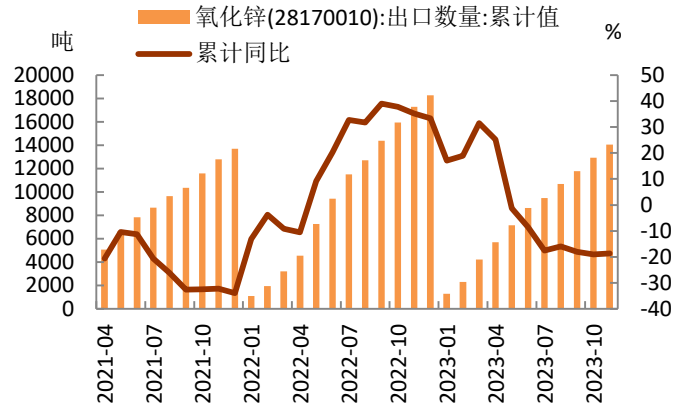


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 33 压铸锌合金出口情况



图表 34 氧化锌出口情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

3.3.3 终端需求分化，地产为主要拖累项

国内终端需求来看，基建及房地产是主要的传统应用领域，占中国的锌消费量50%以上，其中，基础设施中桥梁、供水管道、铁路、新基建中的特高压铁塔等带动对镀锌材的需求。房地产用锌主要集中在墙体龙骨架、屋顶、护栏、内部管道、内饰等对镀锌钢材和锌合金的需求。此外，建筑地产向下游带动家电需求，对于镀锌彩涂板、管的消费量具有重要影响。汽车板块中最易遭受腐蚀的汽车地盘、外覆盖件、前机舱、行李箱、车门及车身覆盖件等部位对镀锌钢板的应用比例也较大，同时作为化工添加原料的氧化锌在汽车轮胎的生产中也发挥重要作用。近年来，在“双碳”目标下，光伏和风电等新能源产业的蓬勃发展，锌金属在光伏、风电等低碳经济领域的新应用，形成了锌金属消费的新增量。

传统消费板块来看，**基建投资方面**：国家统计局数据显示，1-11月基建投资同比分为8.0%，较前值回落0.3个百分点。资金端来看，截至12月15日，预计今年累计新增发行专项债3.93万亿元，资金量充裕。项目端看，据Mysteel不完全统计，2023年11月，全国各地共开工3476个项目，环比下降45.11%；总投资额约15180.21亿元，环比下降56.72%，同比下降58.1%；前11月合计总投资约45.82万亿元。项目端同比下滑，但相对充足。从高频数据来看，12月沥青开工率及水泥发运率均有回落，指向基建实物工作量仍待提升，万亿国债支持效果暂不明显。

年末，北方户外开工受限，南方存一定赶工预期，预计基建投资同比继续回落空间受限。中长期看，在专项债与政策性金融工具双箭齐发，及储备项目新开工量相对充裕的背景下，基建投资仍有期待，有望稳固锌消费基本盘。

房地产方面：国家统计局数据显示，1-11月地产投资累计同比-9.4%（前值-9.3%）；房屋新开工、施工、竣工面积累计同比分别为-21.2%（前值-23.2%）、-7.2%（前值-7.3%）、17.9%（前值19%）。总的看，地产投资跌幅仍大，新开工增速微升，施工稳定，竣工增速回落。销售端看，1-11月商品房销售面积同比-8.0%（前值-7.8%），地产销售仍未见明显改善。

从高频数据看，30大中城市商品房成交面积维持同比低位，指向居民信心修复不足，购房意愿低下。

12月以来，北京、上海调整普通住宅规定及下调购房首付比例，地产政策依旧偏积极，但受制于居民信心仍显不足，资产负债表仍在修复，地产“销售-投资-开工”环节暂难形成正向反馈。展望2024年，上半年多数楼盘集中验收和交付，竣工端有望保持增长，但高增速难以为继。我们从前瞻性指标去看，一般新开工领先竣工约3年，新开工累计同比增速自2021年7月转负，过去两年较差的新开工数据将直接拉低明年的竣工端需求，那么随着保交楼接近尾声，竣工累计同比增速或有下滑，并且后期地产销售及投资改善程度仍存不确定，将构成锌消费拖累项，不过后期我们也需关注城中村改造、保障性住房建设等的边际提振。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，2023年11月汽车产销环比同比均实现增长，11月汽车产销分别完成309.3万辆和297万辆，环比分别增长7%和4.1%，同比分别增长29.4%和27.4%。1-11月，汽车产销分别完成2711.1万辆和2693.8万辆，同比分别增长10%和10.8%，增速较1-10月分别提升2和1.7个百分点。其中，乘用车延续良好态势，商用车保持较快增长，新能源汽车和汽车出口引领行业增长。受益于“双11”大促等消费浪潮，购车需求进一步释放，市场表现延续向好且超出预期。

对于12月而言，汽车板块刺激政策延续，叠加各地车展及部分企业年尾冲刺，存在“翘尾”预期。全年汽车产销有望创历史新高，超预期完成全年指标。

从白色家电方面来看：统计局数据显示，2023年1-11月空调累计产量22334.1万台，同比增长12.6%。冰箱累计产量8815.4万台，同比增长14.5%。洗衣机累计产量9535.8万台，同比增长20%。彩电累计产量17650.9万台，同比下降1.3%。出口方面，1-11月空调累计出口4437万台，同比增长3.8%。冰箱累计出口6138万台，同比增长19.4%。洗衣机累计出口2642万台，同比增长40.4%。液晶电视累计出口9090万台，同比增长7.6%。

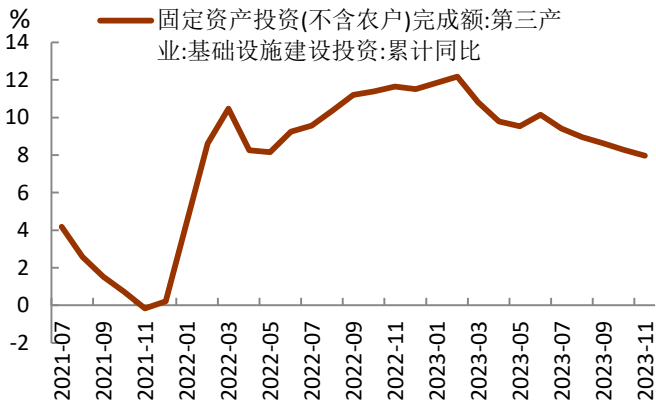
今年以来，受国内地产修复及国内家电刺激政策支持下，白色家电内销修复性增长；海外需求呈现回暖态势，叠加跨境电商平台举办活动、提升服务水平的加持下，家电出口订单增长态势更为明显，内销外销共振下，家电产销表现较好。从产业在线排产数据来看，12月空调、冰箱、洗衣机产量同比增速分别为5.5%、30.4%、19.3%。考虑到年末处于传统淡季且部分企业全年任务完成，年终将平稳收尾，全年看，总量增长已成定局。

从风电和光伏板块来看：电力企业联合会数据显示，1-11月风电新增装机容量累计量41.39GW，累计同比增加83.8%。1-11月光伏新增装机容量累计量163.88GW，累计同比增加149.4%。预计全年风电及光伏板块带动耗锌增量分别为15万吨和11万吨，预计2024年增量分别为5万吨和5万吨。

整体来看，我们认为财政政策延续较为宽松的背景下，基建有望呈现稳中偏好的投资增速，托底稳固锌消费的基本盘；汽车及家电板块在政策加持下有望延续偏好表现，新增消费板块及出口消费依然保有一定增量。但地产端来看，竣工累计同比增速或难保持当前高位，将构成锌消费拖累项。不过总的来看，消费增量有望抵消地产端减量，预计2024年国内消费

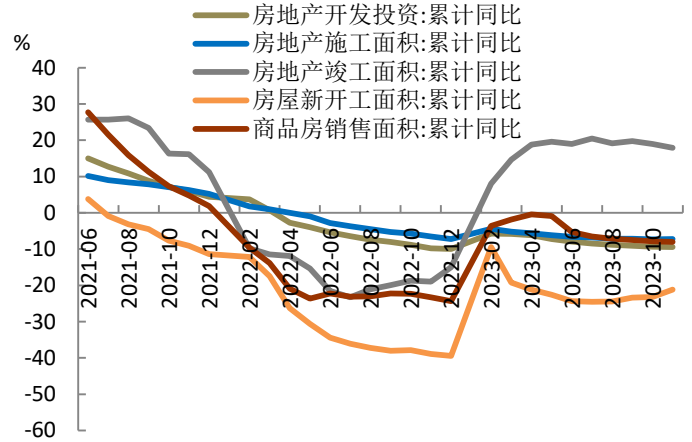
呈现小幅增速，预计1.5%左右。

图表 35 基建投资增速小幅回落



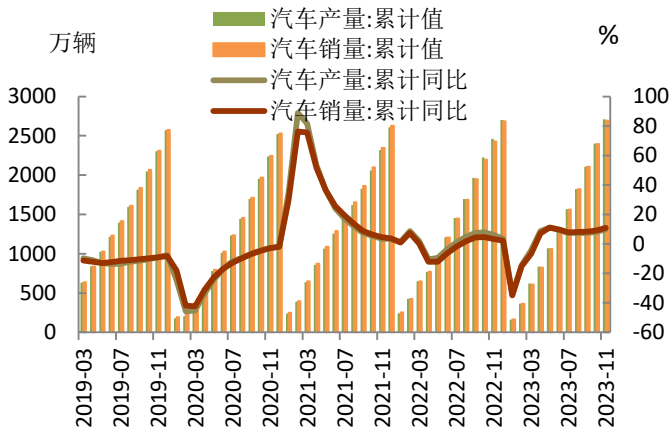
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 36 地产主要指标依然疲软



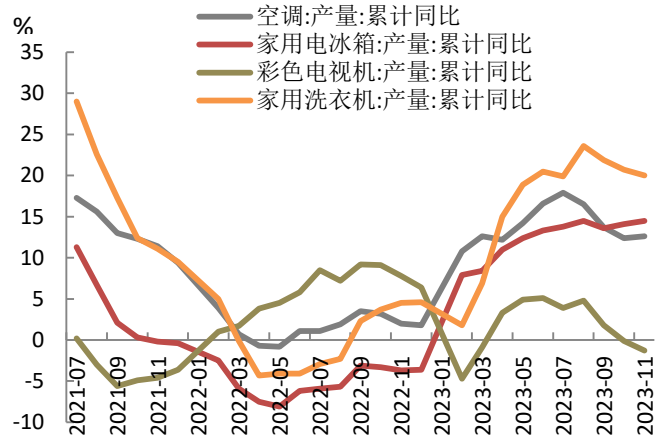
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 37 汽车产销情况



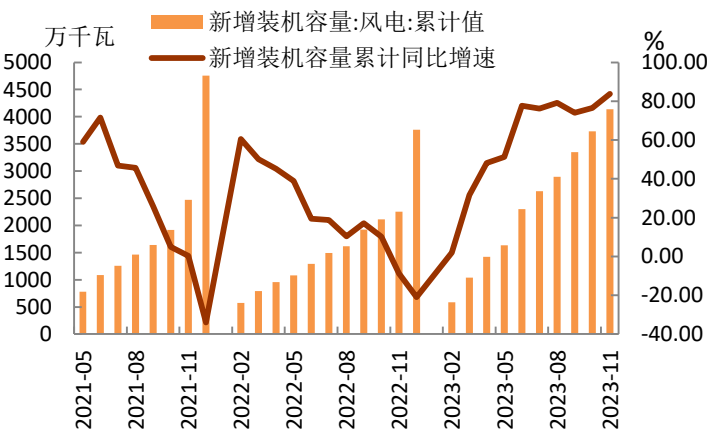
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 38 白色家电产量情况



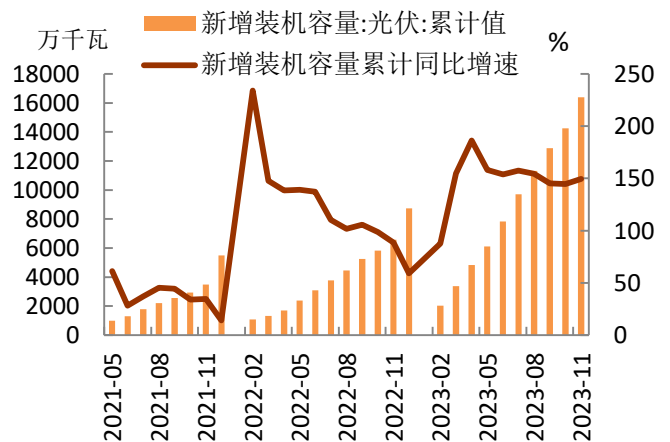
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 39 风电新增装机量情况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 40 光伏新增装机量情况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 41 各版块耗锌量预估（万吨）

| 板块 | 2023 年 E | 增速 | 2024 年 E | 增速 | 占比 |
|----|----------|--------|----------|--------|-------|
| 基建 | 227.3 | 6% | 243.3 | 7% | 35% |
| 地产 | 99.6 | -5.2% | 96.6 | -2.99% | 14% |
| 汽车 | 110.2 | 10% | 117.4 | 6.56% | 16.9% |
| 家电 | 79.9 | 11.74% | 84.5 | 5.75% | 12.2% |
| 风电 | 35.8 | 71.05% | 41.3 | 15.38% | 5.9% |
| 光伏 | 27 | 72.41% | 32.4 | 20% | 4.7% |
| 出口 | 29.1 | 37.78% | 29.4 | 1.03% | 4.2% |
| 其它 | 76.1 | | 50.2 | | 7.2% |
| 合计 | 685 | | 695 | | |

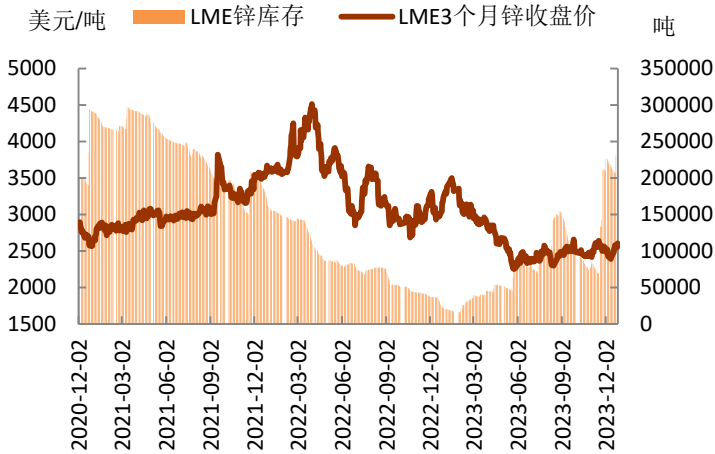
数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

3.4 海外库存显著回升，国内库存维持低位

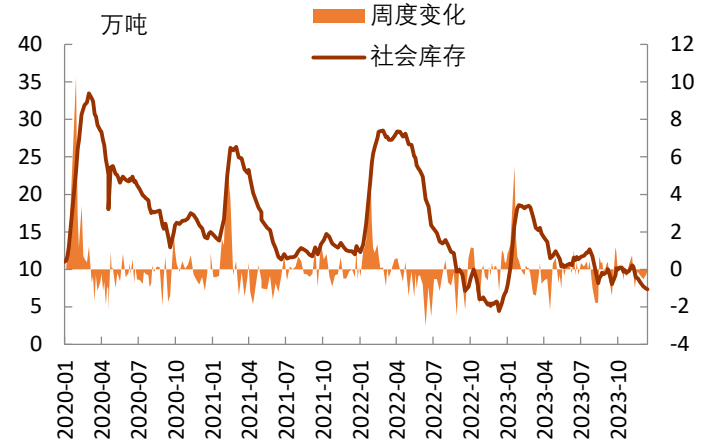
11月中旬以来LME出现几波集中交仓，时间节点分别是11月16日、21日、22日、29日和12月20日，对比伦锌价格，可以发现，当伦锌反弹至在2550-2620/吨区间，海外交仓压力陡增。截止至12月底，LME库存达224825吨吨，维持在近三年高位。海外消费不佳下，大量隐性库存显性化，且集中在新加坡仓库，后期来看，对比新加坡锌锭进出口流行及新加坡仓库出入库水平，隐性库存余量已有限，交仓压力有望边际减弱。

11月底以来国内社会库存持续回落，淡季去库主要源于几点：1、国内11月精炼锌产量不及预期，2、北方部分炼厂因自身因素，12月初暂停发货，3、11月中旬以来锌绝对价格高位回落，且内外TC同步下行，炼厂利润低下，发货积极性不佳，4、下游逢低备货动作明显，5、部分进口锌锭直发下游。截止至12月底，库存达21215吨。展望看，12月国内精炼锌产量环比增加，前期暂发货源炼厂也于12月下旬恢复发货，锌锭长单到港，下游受环保影响消费不佳，补库持续性不强，供应恢复而需求疲软下，库存拐点渐进。不过考虑到锌锭进口窗口暂未持续开启且长单尾声，国内部分地区炼厂也受环保干扰，预计累库节奏依旧维持偏慢。

图表 42 LME 库存大增



图表 43 国内社会库存低位去库



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

四、总结与后市展望

宏观面看，美国通胀回落，美联储鸽派转向，强化了市场降息预期，美元走势承压，利多风险资产，不过谨防降息乐观预期出现摇摆，美元难趋势下行。国内经济修复强度有限，中央经济工作会议托而不举，强政策预期降温。

供应端看，托克再关停温哥华矿山，年产4万金属吨锌矿，国内正值北方矿山季节性生产淡季，原料收紧强化，远端TC仍存下调预期。海外炼厂有复产及扩建计划，但复产节奏不确定且原料紧张下，供应回归或较缓慢。国内炼厂12月排产依旧偏高，环保对部分地区生产存扰动，且原料收紧，部分炼厂1月计划增加检修计划，供应压力有望缓解。

需求端看，海外消费延续偏弱态势，逢锌价反弹相对高位后交仓显著，LME库存回升至近三年高位。国内北方环保扰动较多，镀锌生产受限。终端基建微观指标指向偏软，地产维持筑底，汽车、家电及新消费板块维持偏好，需求韧性下库存维持偏低水平。

整体来看，宏观有提振但持续性受限，海外高库存压力不减，国内供需双弱，库存进入累库阶段，基本面难提供强反弹驱动，不过随着加工费大幅下行，成本支撑依然存在，多空交织下，锌价将维持在宽幅区间20500-22000元/吨内运行。

图表 44 全球精炼锌供需平衡表（万吨）

| | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 E | 2024 年 E |
|------|--------|--------|---------|----------|----------|
| 锌矿供应 | 1225.3 | 1279.8 | 1248.55 | 1258.55 | 1285.55 |
| 增速 | -4.27% | 4.45% | -2.50% | 0.80% | 2.15% |
| 精锌产量 | 1,378 | 1385.8 | 1331.9 | 1417.9 | 1447.9 |
| 增速 | 1.73% | 0.57% | -3.89% | 6.46% | 2.12% |
| 精锌需求 | 1,329 | 1,406 | 1351.6 | 1400 | 1420 |
| 增速 | -3.64% | 5.84% | -3.90% | 3.58% | 1.43% |
| 精锌平衡 | 49.4 | -20.4 | -19.7 | 17.9 | 27.9 |

数据来源：ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 45 国内精炼锌供需平衡表（万吨）

| | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 E | 2024 年 E |
|-------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 精锌产量 | 610.4 | 608.9 | 598 | 662 | 677 |
| 增速 | 4.41% | -0.25% | -1.49% | 10.70% | 2.27% |
| 收抛储 | | 18 | | | |
| 净进口量 | 51.2 | 42.7 | -0.18 | 40 | 30 |
| 精锌需求 | 670.4 | 673 | 604.2 | 685 | 695 |
| 增速 | 5.24% | 0.39% | -9.90% | 13.37% | 1.46% |
| 精锌平衡表 | -8.8 | -3.4 | -6.38 | 17 | 12 |

数据来源：SMM，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室

电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室

电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号期货大厦 2506B

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。