

关注锌市内外反套机会

近期锌沪伦比值快速上修，锌精矿进口窗口开启，随着锌精矿进口数量的增加，国内锌锭产量有望进一步抬升。国内消费一直处于强预期弱现实的状态，下游企业利润偏低、订单低迷。短期之内海外低库存使锌价下方空间有限，但国内供应边际改善和消费弱现实强预期使得锌价上行动力不足，整体震荡为主。

多因素叠加导致本轮锌价下跌

五月以来，多因素叠加导致本轮锌价下跌，最主要原因是美联储加息落地，并如期开始缩表，节奏快于前次。从4月下旬至今，美联储持续释放较为鹰派的货币政策信号，带动市场对政策预期的持续强化，美国国债收益率与美元指数迅速上行，有色板块集体承压下行。其次，国内虽原料偏紧，但冶炼厂的主要利润得益于持续上升的副产品价格，硫酸价格基本已达到近四年的高位，锌锭实际产量没有大幅缩减。消费方面，前期频频发布的政策利好预期带来的需求增长迟迟未能兑现，需求受到疫情冲击，下游龙头企业开工率同比偏低，企业订单低迷、利润偏低。截止5月23日，国内锌锭社会库存为24.19万吨，同比增加58.1%，库存累至历史同期高位。

海外冶炼扰动大，国内供应边际改善

国外锌锭供应的主要矛盾在冶炼端，受欧洲能源成本高企影响，去年四季度开始，欧洲地区以托克、嘉能可为代表的部分冶炼厂开始宣布降负荷生产。相较于国内，欧洲电力市场整体市场化程度较高，且多以散单采购为主，冶炼企业生产成本受电价波动影响较大。从各大企业已发布的一季度财报来看，欧洲一季度因冶炼厂减产带来的供应损失大约5.7万吨。国内方面，锌锭供应的主要矛盾在矿端，国内矿山受季节性、环保督察、冬奥会和疫情管控等因素前四个月开工同比偏低，国内矿加工费也随之一路走低，而由于沪伦比值持续走低导致进口矿冶炼亏损，在俄乌冲突爆发后锌精矿进口更是达到单吨亏损超过3000元，国内冶炼厂对进口矿的采购意愿明显降低，最终表现为锌精矿进口量同比负增。而随着宏观因素和国内锌锭出口的逐步兑现，五一假期后内外比值的大幅上修，海外矿进口窗口开启，缓解了国内前期锌精矿供应紧张的局面，国内锌锭供应边际改善，产量或进一步抬升。

消费弱现实强预期

从国内消费端来看，原定于月中复产的企业如期复产，且受上海管控放松的原因，周边城市逐步复产，带动整体开工率上行。从订单方面看，企业订单整体不佳，在宏观经济下行压力加大情况下，终端企业的订单也很难逆势上涨，由于订单低迷企业并不急于备库。截至5月20日，下游龙头企业开工率同比偏低为62.73%，镀锌作为锌下游初级加工环节占比最大的板块，镀锌管整体销售偏弱，企业成品库存高压下倒逼企业减产，近期开工率小幅走高主因锌价走低后刺激一部分前期截留的订单，目前实际新接订单较少。基建作为锌终端消费最大的板块，市场关注的焦点依旧在于国内稳增长政策背景下，基建领域对锌需求的提振。但是在4月专项债发行继续发力的同时，基建投资增速却大幅回落，主要原因是因各地疫情爆发导致开工受阻，另一个原因则是专项债固有问题，即“钱等项目”。随着复工复产的推进，国内稳增长需求发力的预期仍存，但基于当前的下游订单以及开工情况，需求增长幅度需谨慎看待。

锌价震荡为主，建议内外反套

截至5月23日，LME锌锭仓单库存为8.6万吨，同比下降70.18%，LME锌锭现货升水虽不及上月，但仍有14.5美元/吨。海外低库存使得锌价下跌空间有限，然而国内供应边际改善和消费低迷使锌价上行动力不足，整体震荡为主，但沪伦比值再次下探的可能性较大，若出口窗口再次开启，即内外价差达到-5000元/吨附近，可再次尝试买沪锌空LME锌的内外反套策略，止盈点为海外锌精矿进口窗口开启。

物产中大期货 陈薪伊