

吴坤金
金属研究员
从业资格号: F3036210
交易咨询号: Z0015924
☎ 0755-23375135
✉ wukj@wkqh.cn

锌：近期行情分析与展望

报告要点：

3 月份以来，锌价先抑后扬，月中锌价走出阶段性双底后价格有所反弹。

近期锌价有所反弹主要有以下几个方面的预期改善：一是锌精矿供需宽松预期缓和；二是欧洲锌冶炼复产可能不及预期；三是国内消费略好于预期。

展望未来，海外供应干扰逐渐缓解，锌精矿供应有望边际增加，原料库存偏高的背景下，精炼锌产量有望维持增长。需求方面，短期欧美地产景气度回升，但由于利率仍处在高位，预计欧美房地产趋势放缓的节奏不变。往后看全球精炼锌供需仍有过剩预期，锌价上方压力犹存。

套利方面，随着国内供需维持偏紧而海外供需边际宽松，预计国内进口窗口仍有打开的机会，跨市反套仍值得高度关注。

风险点：1、国内精炼锌供应增加不及预期（单边）；2、海外锌需求强于预期（单边）；3、国内供需相比海外供需弱于预期（套利）。

锌：近期行情分析与展望

1、行情回顾

3 月份以来，锌价先抑后扬，月中锌价走出阶段性双底后逐渐反弹，锌价反弹高点较低点涨幅约 4%-5%。上周下半周锌价有所回落。

图 1：沪锌主连价格走势（元/吨）



数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

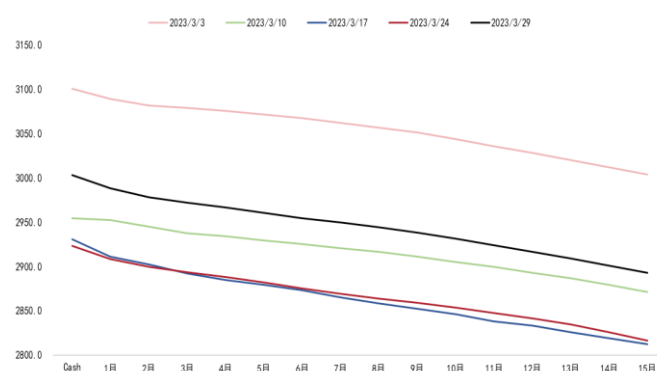
图 2：LME 锌 3M 价格走势（美元/吨）



数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

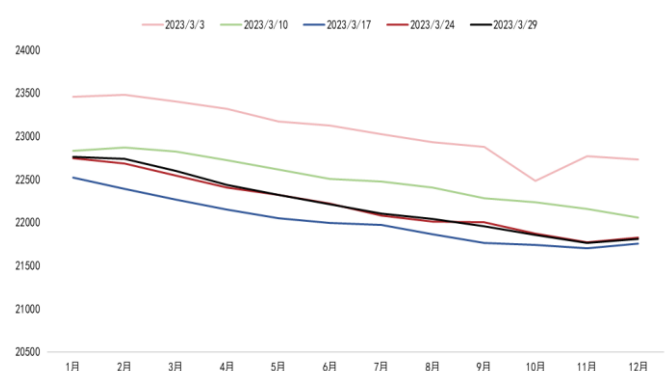
相对价格方面，近期锌价反弹过程中，锌的期货结构并未发生大的变化，LME 和 SHFE 均维持小幅 Back 结构。结构变化表明，锌价反弹并非是近期供需显著收紧的结果，更多是预期改善的结果。

图 3：伦锌期货结构（美元/吨）



数据来源：LME、五矿期货研究中心

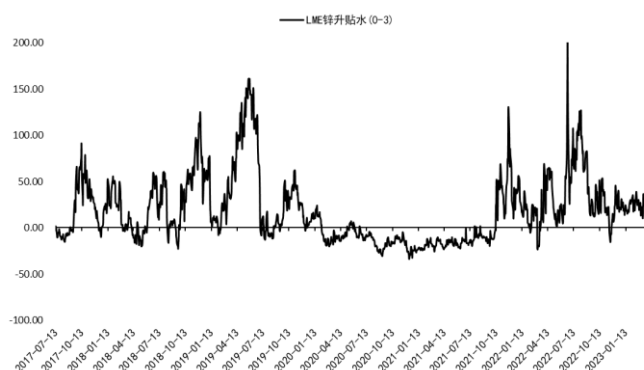
图 4：沪锌期货结构（元/吨）



数据来源：上期所、五矿期货研究中心

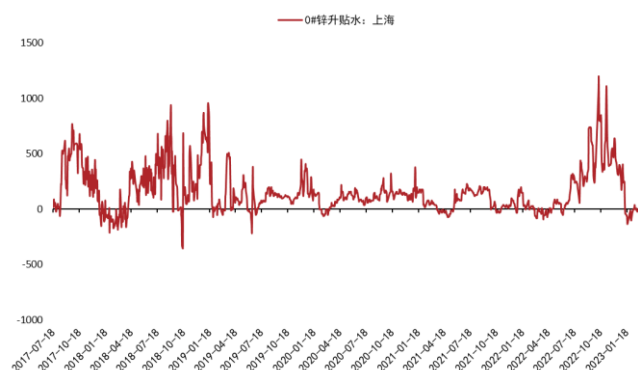
基差方面，近期锌价反弹过程中，海外基差走强，国内基差维持 0 附近，表明海外现货在反弹过程中起更大的推动作用。

图 5：伦锌 Cash-3M 价差（美元/吨）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 6：沪锌基差（元/吨）



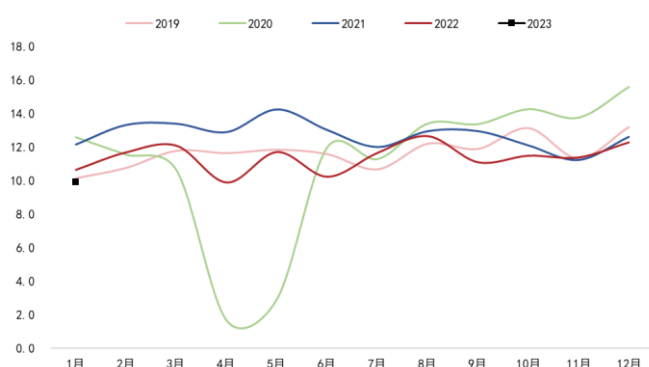
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

2、走势原因分析

近期锌价有所反弹，产业层面主要有以下几个方面的预期改善：

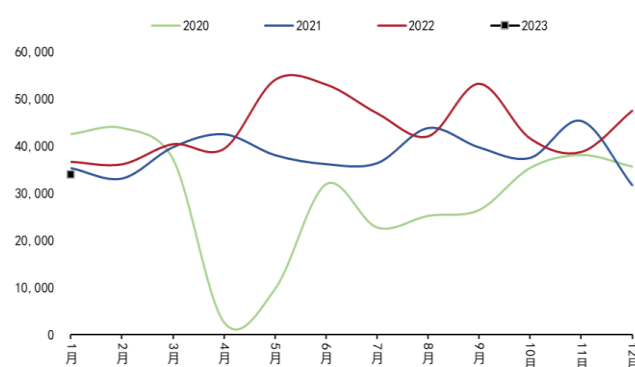
第一，锌精矿供需宽松预期缓和。锌精矿供需宽松预期缓和一方面体现在海外锌精矿供应干扰超预期。一季度秘鲁、玻利维亚锌精矿供应因政局动荡干扰加大，锌精矿运输和生产均受到一定影响，数据显示，1 月份秘鲁锌精矿产量同比偏低，玻利维亚锌精矿出口量亦偏低。同时，澳大利亚 Dugald River 锌矿也因事故而停产约 1 个月。

图 7：秘鲁锌矿产量（万吨）



资料来源：秘鲁矿业部、五矿期货研究中心

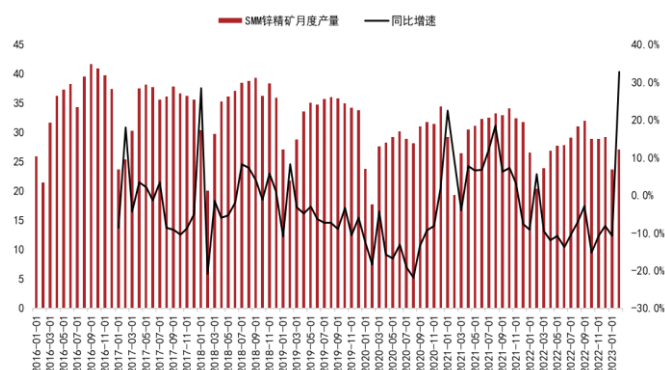
图 8：玻利维亚锌精矿出口估算量季节变化（吨）



资料来源：玻利维亚统计局、五矿期货研究中心

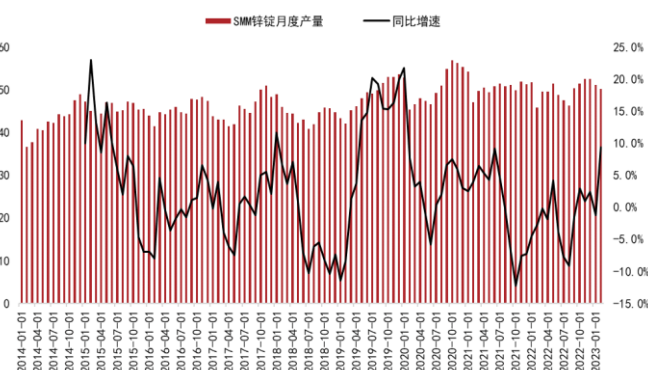
另一方面，中国锌精矿原料供需边际收紧。供应方面，根据 SMM 数据，1-2 月国内锌精矿产量约 50.7 万吨，同比增长 8.1%，考虑到去年产量偏低，这一增速并不高。需求方面，3 月中旬以前，国内锌冶炼企业检修活动偏多，中旬之后冶炼厂生产逐渐恢复，对于原料的需求增加。体现在产量数据上，1-2 月中国精炼锌产量同比增长约 3.8%，预估 3 月产量同环比均增长约 6%-10%。

图 9：中国锌精矿产量&同比增速（万吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

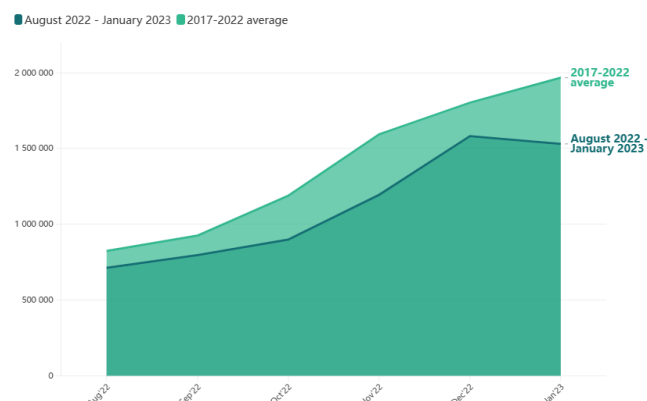
图 10：中国精炼锌产量&同比增速（万吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

第二，欧洲锌冶炼复产可能不及预期。3月28日，欧盟理事会达成一项政治提议，成员国自愿减少15%的天然气需求目标延长1年。2022年8月到2023年1月，欧盟天然气总消耗量下降了19.3%。如果欧盟成员国延长减少天然气需求目标，叠加夏季高温用气需求增加预期，可能导致欧洲锌冶炼厂天然气使用量不及预期，从而造成产量恢复进程受影响。从天然气价格看，美国天然气价格已跌至疫情前水平，继续大幅下跌概率较低，海外锌冶炼成本端下移压力阶段减轻。

图 11：2022 年 8 月以来欧盟天然气消费削减量



资料来源：EUROSTAT、五矿期货研究中心

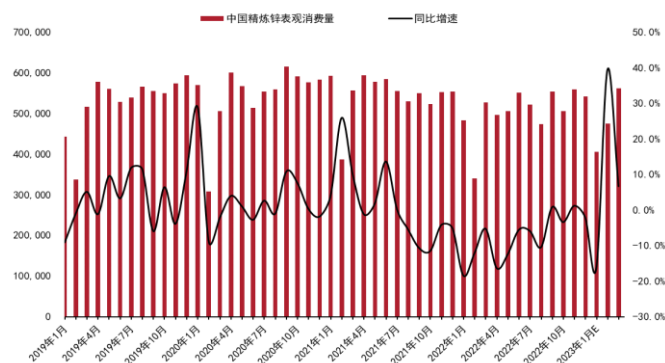
图 12：欧美交易所天然气价格（便士/色姆、美元/百万英热）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

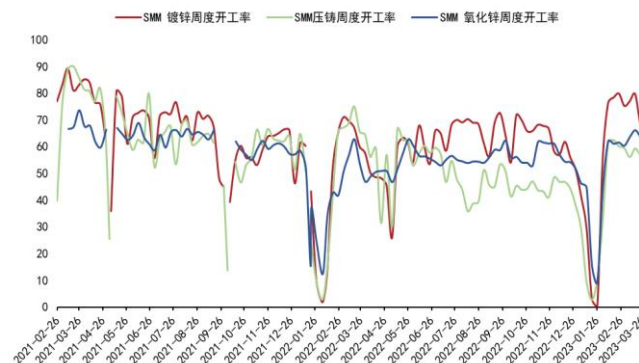
第三，国内消费略好于预期。1-2月国内锌锭消费前低后高，累计表观消费量同比增长约6.9%。假设3月锌锭净进口量为零，则3月当月国内表观消费量同比增长6.5%左右，一季度累计表观消费量增长6.8%，消费恢复至2021年90%以上，表现略好于预期。下游开工率方面，元宵节后镀锌开工率明显回升，当前开工水平高于去年同期，压铸锌合金开工率亦高于去年同期，氧化锌开工率表现稍弱。

图 13：中国精炼锌表观消费&同比增速（吨）



资料来源：海关、WIND、SMM、五矿期货研究中心

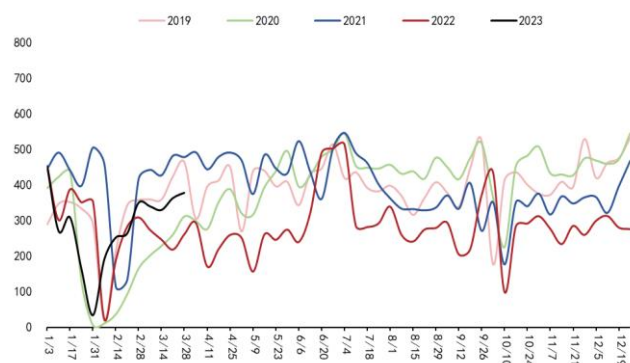
图 14：中国锌下游企业开工率



数据来源：SMM、五矿期货研究中心

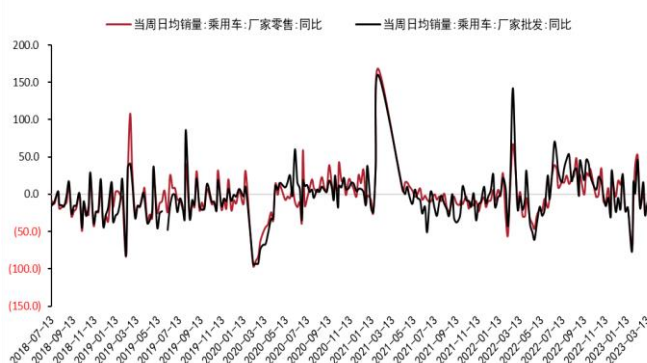
行业方面，年初以来，各地房地产政策进一步放松，且主要侧重限购和公积金政策，政策陆续出台有利于地产成交好转。30大中城市商品房成交数据显示，近期成交进一步回暖。汽车方面，年初以来多个省份出台了汽车补贴政策。国内汽车销售经历了前两个的相对低迷期后，3月份也迎来回暖，当前周度销量同比小幅转正。

图 15：30 大中城市商品房周度成交面积（万平方米）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 16：中国乘用车周度销售同比（%）



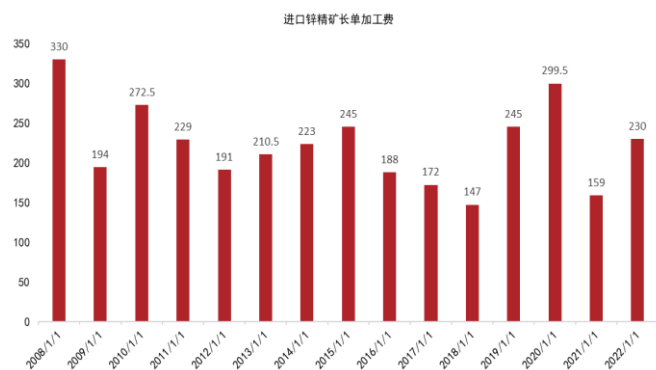
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

3、未来展望

对于单边行情，供应方面，海外锌精矿供应干扰主要集中在1-2月，进入3月供应干扰有所缓解，因此往后看锌精矿供应有望边际增加。同时，近期处于锌精矿长单加工费谈判窗口期，目前市场预测本年度长单加工费维持偏高水平，如果真如市场预期的结果，或再次引发市场对于锌原料供应增加的预期。

此外，虽然加工费连续下跌，但原料库存偏高可能使得精炼锌产量维持增长。截至3月下旬，中国港口锌精矿库存维持偏高水平。截至2月底的中国锌冶炼厂原料库存亦相对充足。

图 17：进口锌精矿长单加工费（美元/吨）



数据来源：SMM、五矿期货研究中心

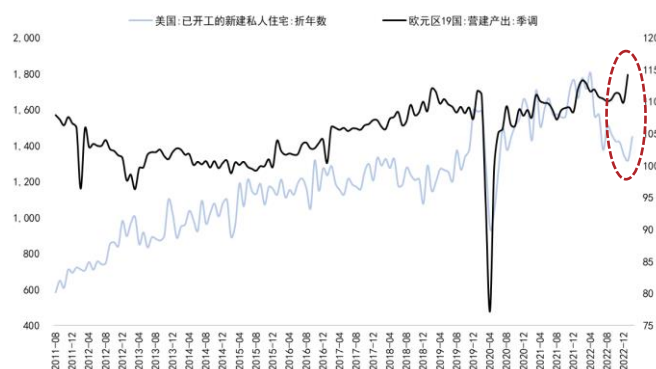
图 18：连云港锌精矿库存（万吨）



数据来源：SMM、五矿期货研究中心

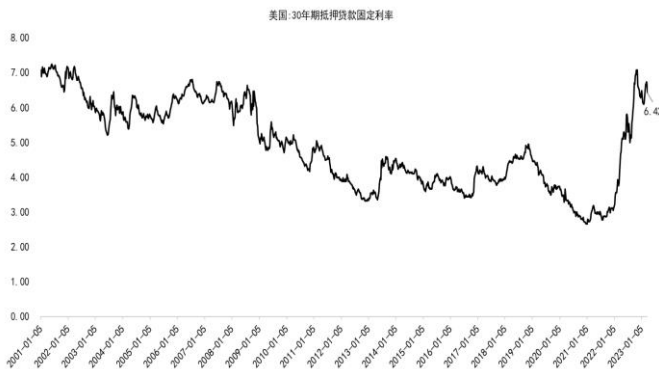
需求方面，从美国新开工住宅和欧元区营建产出数据看，短期欧美地产景气度回升，但由于利率仍处在高位，预计欧美房地产趋势放缓的节奏不变。

图 19：进口锌精矿长单加工费（美元/吨）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

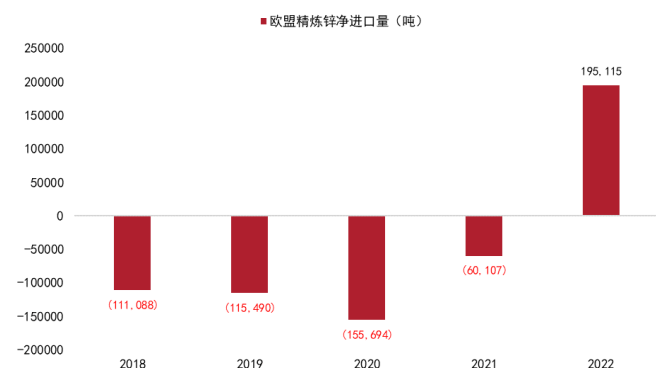
图 20：美国 30 年期抵押贷款固定利率



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

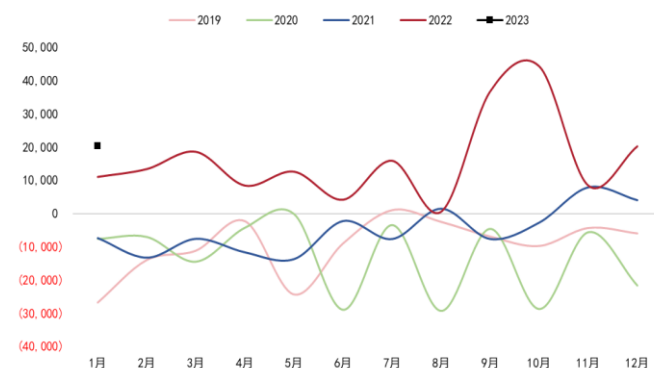
与地产景气度回升相对应，欧盟 1 月份精炼锌仍维持净进口状态，2.0 万吨的净进口量依然明显高于正常水平。未来随着需求减少和供应增加，欧盟精炼锌进口存在下降空间，并将增加海外的过剩压力。

图 21：欧盟精炼锌净进口量（吨）



数据来源：EUROSTAT、五矿期货研究中心

图 22：欧盟精炼锌净进口季节变化（吨）



数据来源：EUROSTAT、五矿期货研究中心

供需平衡方面，按照上文分析及一季度库存变化，对全年海外供应和需求预测进行下调，往后看全球精炼锌供需仍有过剩预期。从 LME 投资基金多头持仓占比看，市场情绪乐观程度有限。对应锌价，我们认为价格上方仍有压力。

表 1：全球精炼锌供需平衡预测（万吨）

	2020	2021	2022E	2023E	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E
中国								
供应	610	609	598	634	154	158	160	162
需求	654	655	604	620	144	160	158	160
净进口	40.5	42.9	3.0	6.0	0.5	1.0	2.0	2.5
国储调整	0	18	0	0	0	0	0	0
平衡	(3.5)	14.9	(3.0)	20.0	10.5	(1.0)	4.0	4.5
中国以外								
供应	752	785	748	758	186	190	190	192
需求	684	753	766	748	184	186	188	190
净出口	40.5	42.9	3.0	6.0	0.5	1.0	2.0	2.5
平衡	27.5	(10.9)	(21.0)	4.0	1.5	3.0	0.0	(0.5)
全球								
供应	1362	1394	1346	1392	340	348	350	354
需求	1338	1408	1370	1368	328	346	346	350
平衡	24.0	4.0	(24.0)	24.0	12.0	2.0	4.0	4.0

数据来源：SMM、海关、公司公告、ILZSG、五矿期货研究中心

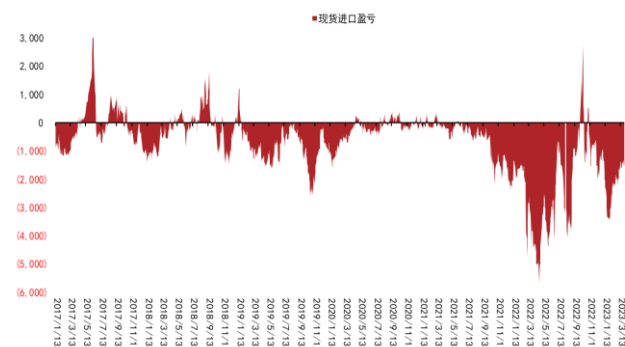
图 23：LME3 个月锌价&LME 锌投资基金多头持仓占比



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

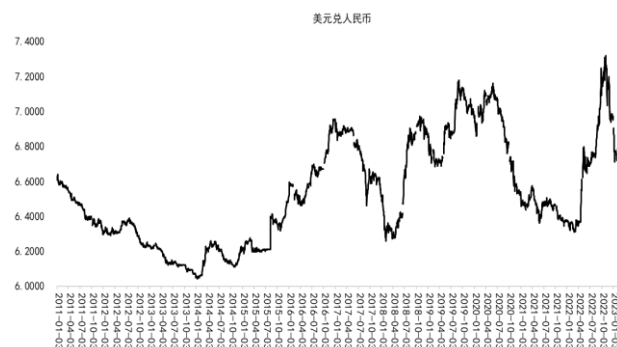
套利方面，当前国内锌锭进口亏损仍较大，现货进口亏损约 1700-1800 元/吨。进口亏损维持偏大既有海外显性库存偏低的因素，也有人民币汇率偏强导致跨市反套需求不强的因素。

图 24：锌锭现货进口亏损（元/吨）



数据来源：上期所、LME、SMM、WIND、五矿期货研究中心

图 25：美元兑人民币汇率



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

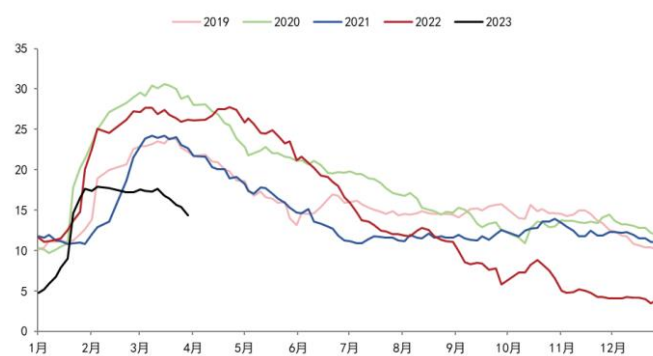
未来随着国内供需维持偏紧而海外供需边际宽松，预计国内进口窗口仍有打开的机会，跨市反套仍值得高度关注。从库存方面看，前期 LME 库存累库幅度有一定放缓，但上周五库存再次明显增加，国内库存延续去化节奏，海外库存相对国内库存走高。

图 26：LME 库存季节性（吨）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 27：国内社会库存季节性（万吨）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

风险点：1、国内精炼锌供应增加不及预期（单边）；2、海外锌需求强于预期（单边）；3、国内供需相比海外供需弱于预期（套利）。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为**五矿期货有限公司**所有。本刊所含文字、数据和图表未经**五矿期货有限公司**书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn