

锌：近期行情分析与展望

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

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

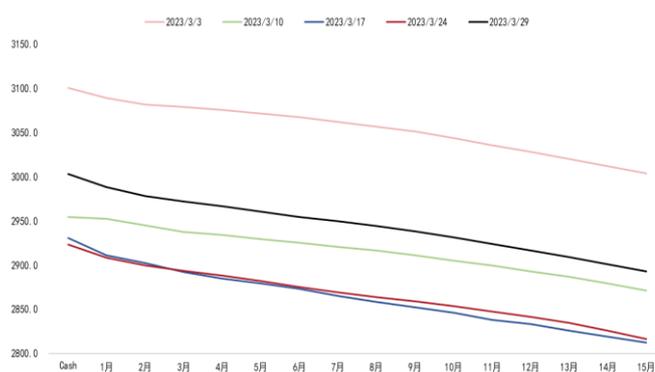
图 2：LME 锌 3M 价格走势（美元/吨）



数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

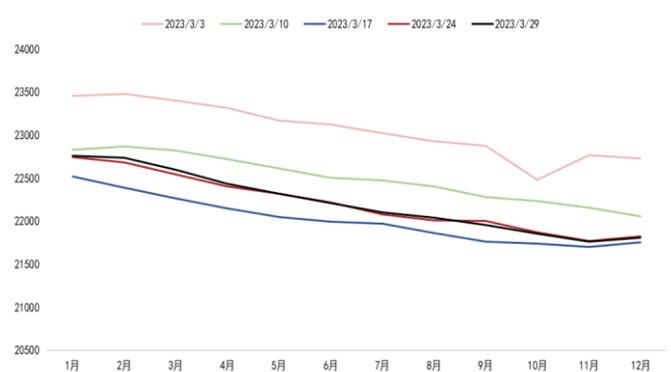
相对价格方面，近期锌价反弹过程中，锌的期货结构并未发生大的变化，LME 和 SHFE 均维持小幅 Back 结构。结构变化表明，锌价反弹并非是近期供需显著收紧的结果，更多是预期改善的结果。

图 3：伦锌期货结构（美元/吨）



数据来源：LME、五矿期货研究中心

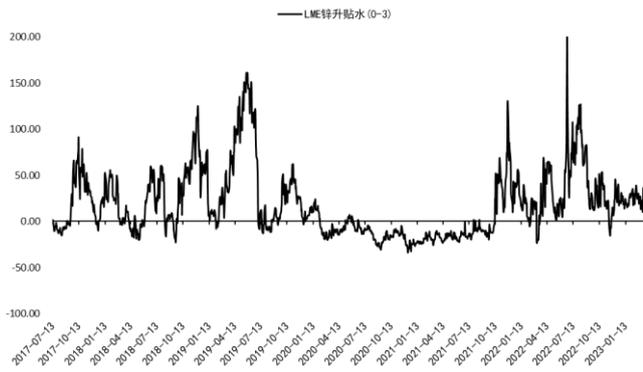
图 4：沪锌期货结构（元/吨）



数据来源：上期所、五矿期货研究中心

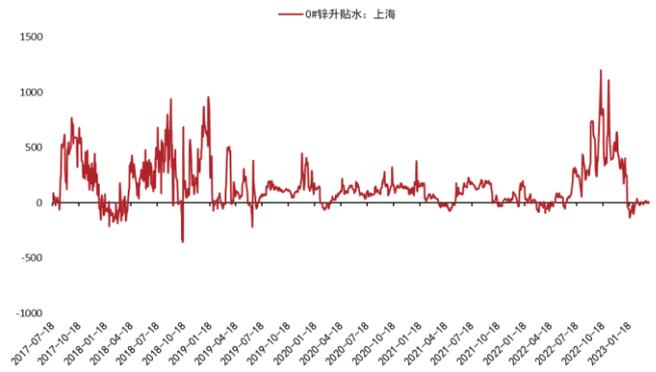
基差方面，近期锌价反弹过程中，海外基差走强，国内基差维持 0 附近，表明海外现货在反弹过程中起更大的推动作用。

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）



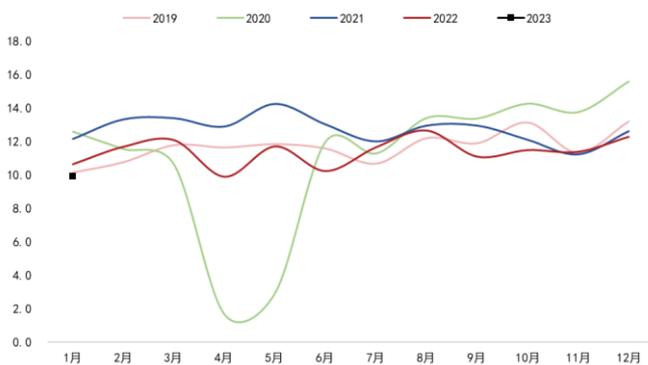
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

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：

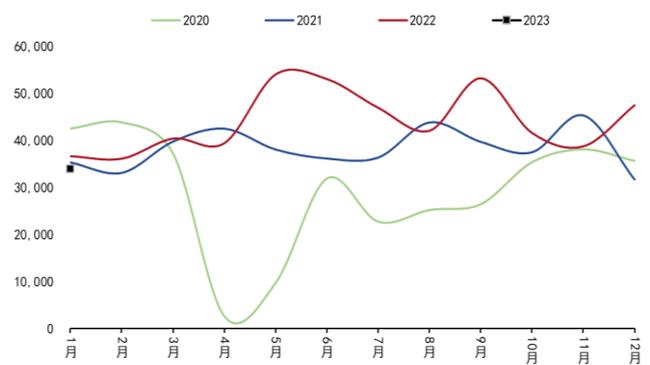
第一，锌精矿供需宽松预期缓和。锌精矿供需宽松预期缓和一方面体现在海外锌精矿供应干扰超预期。一季度秘鲁、玻利维亚锌精矿供应因政局动荡干扰加大，锌精矿运输和生产均受到一定影响，数据显示，1月份秘鲁锌精矿产量同比偏低，玻利维亚锌精矿出口量亦偏低。同时，澳大利亚 Dugald River 锌矿也因事故而停产约 1 个月。

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

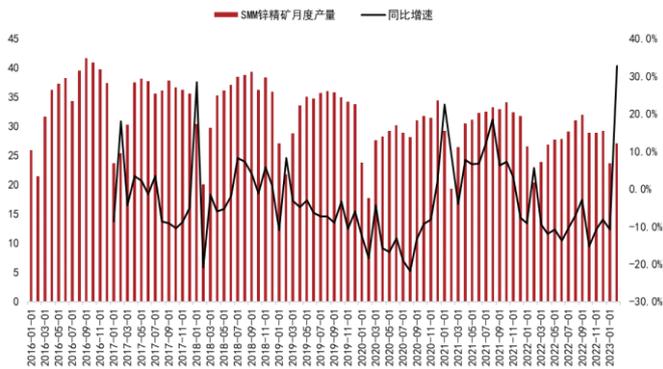
图 8：玻利维亚锌精矿出口估算量季节变化（吨）



资料来源：玻利维亚统计局、五矿期货研究中心

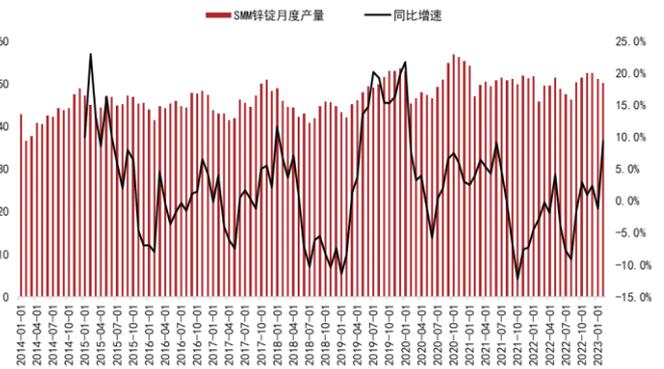
另一方面，中国锌精矿原料供需边际收紧。供应方面，根据 SMM 数据，1-2 月国内锌精矿产量约 50.7 万吨，同比增长 8.1%，考虑到去年产量偏低，这一增速并不高。需求方面，3 月中旬以前，国内锌冶炼企业检修活动偏多，中旬之后冶炼厂生产逐渐恢复，对于原料的需求增加。体现在产量数据上，1-2 月中国精炼锌产量同比增长约 3.8%，预估 3 月产量同环比均增长约 6%-10%。

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

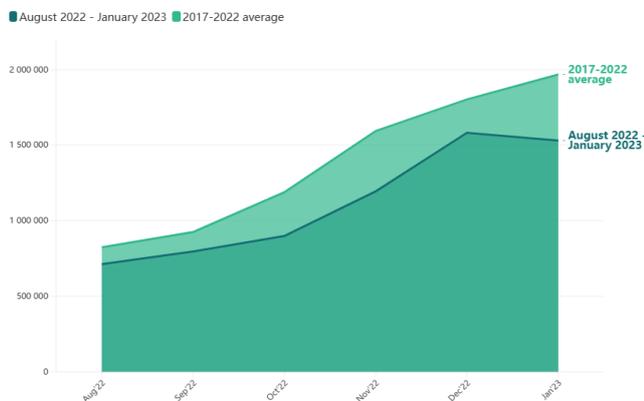
图 10：中国精炼锌产量&同比增速（万吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

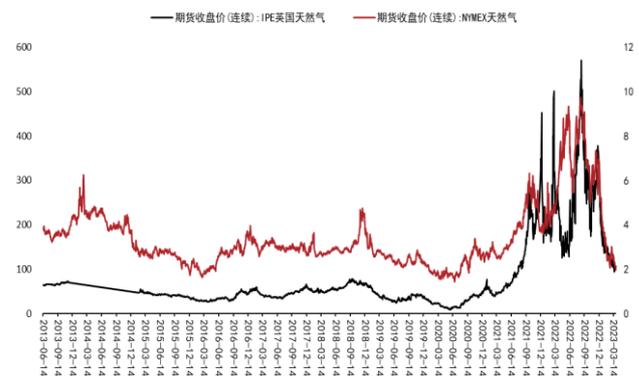
第二，欧洲锌冶炼复产可能不及预期。3 月 28 日，欧盟理事会达成一项政治提议，成员国自愿减少 15% 的天然气需求目标延长 1 年。2022 年 8 月到 2023 年 1 月，欧盟天然气总消耗量下降了 19.3%。如果欧盟成员国延长减少天然气需求目标，叠加夏季高温用气需求增加预期，可能导致欧洲锌冶炼厂天然气使用量不及预期，从而造成产量恢复进程受影响。从天然气价格看，美国天然气价格已跌至疫情前水平，继续大幅下跌概率较低，海外锌冶炼成本端下移压力阶段减轻。

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

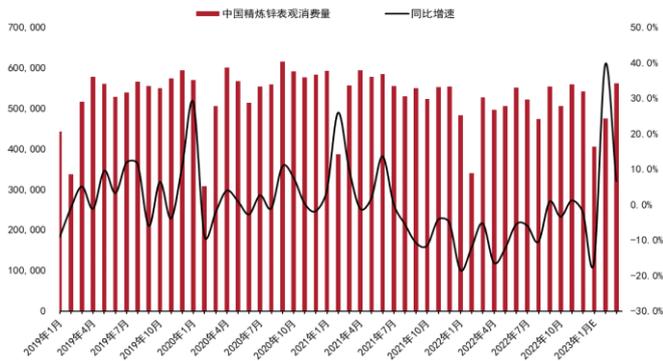
图 12：欧美交易所天然气价格（便士/色姆、美元/百万英热）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

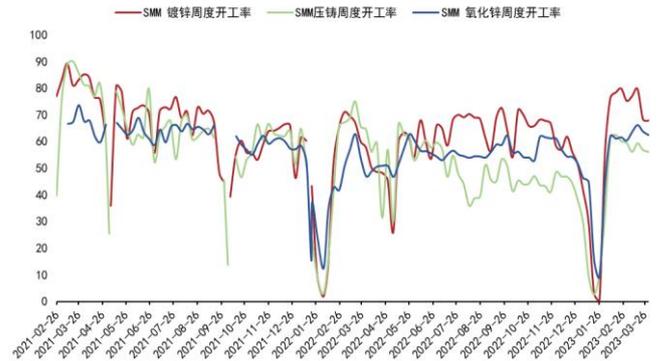
第三，国内消费略好于预期。1-2 月国内锌锭消费前低后高，累计表观消费量同比增长约 6.9%。假设 3 月锌锭净进口量为零，则 3 月当月国内表观消费量同比增长 6.5% 左右，一季度累计表观消费量增长 6.8%，消费恢复至 2021 年 90% 以上，表现略好于预期。下游开工率方面，元宵节后镀锌开工率明显回升，当前开工水平高于去年同期，压铸锌合金开工率亦高于去年同期，氧化锌开工率表现稍弱。

图 13：中国锌锭表观消费&同比增速（吨）



资料来源：海关、WIND、SMM、五矿期货研究中心

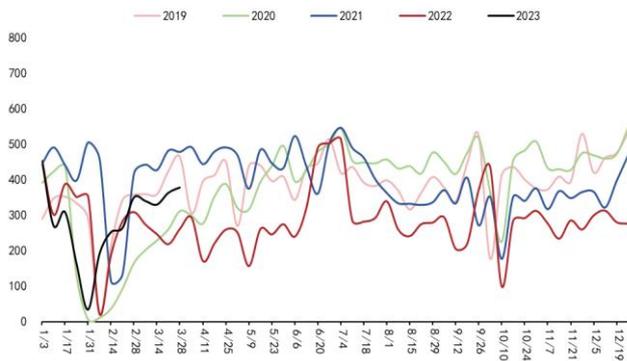
图 14：中国锌下游企业开工率



数据来源：SMM、五矿期货研究中心

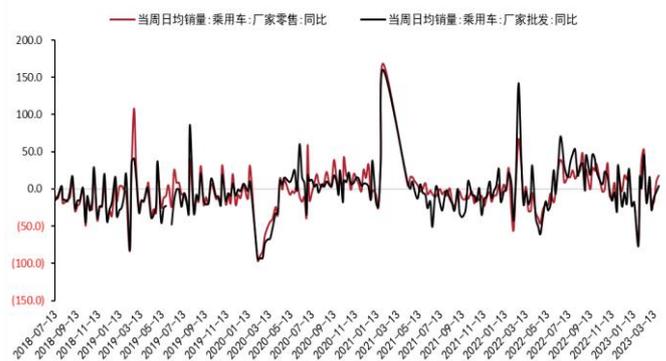
行业方面，年初以来，各地房地产政策进一步放松，且主要侧重限购和公积金政策，政策陆续出台有利于地产成交好转。30大中城市商品房成交数据显示，近期成交进一步回暖。汽车方面，年初以来多个省份出台了汽车补贴政策。国内汽车销售经历了前两个的相对低迷期后，3月份也迎来回暖，当前周度销量同比小幅转正。

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。

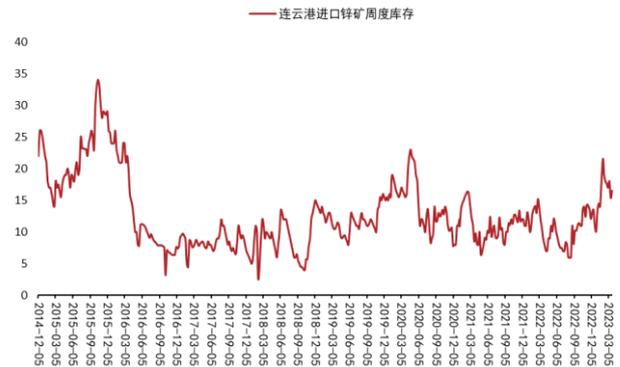
此外，虽然加工费连续下跌，但原料库存偏高可能使得精炼锌产量维持增长。截至 3 月下旬，中国港口锌精矿库存维持偏高水平。截至 2 月底的中国锌冶炼厂原料库存亦相对充足。

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

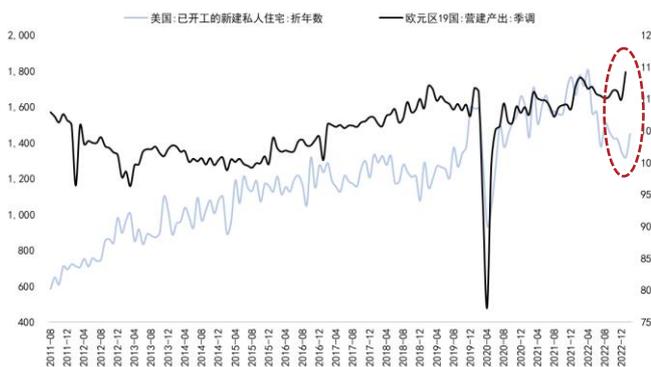
图 18：连云港锌精矿库存（万吨）



数据来源：SMM、五矿期货研究中心

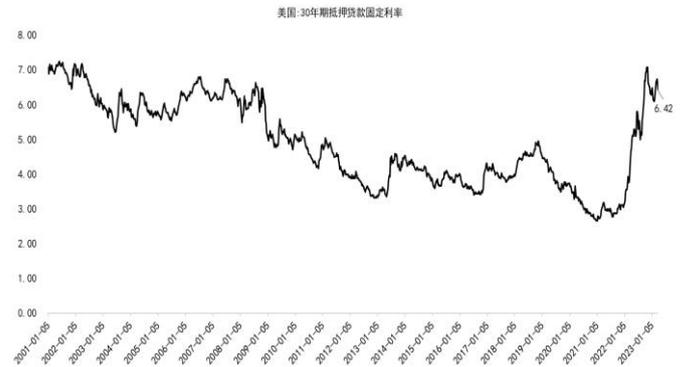
需求方面，从美国新开工住宅和欧元区营建产出数据看，短期欧美地产景气度回升，但由于利率仍处在高位，预计欧美房地产趋势放缓的节奏不变。

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

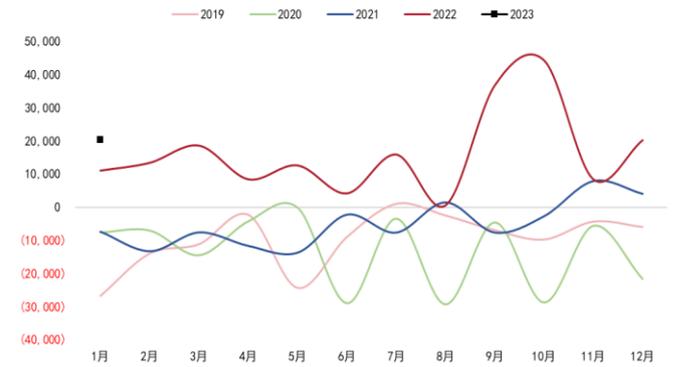
与地产景气度回升相对应，欧盟 1 月份精炼锌仍维持净进口状态，2.0 万吨的净进口量依然明显高于正常水平。未来随着需求减少和供应增加，欧盟精炼锌进口存在下降空间，并将增加海外的过剩压力。

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

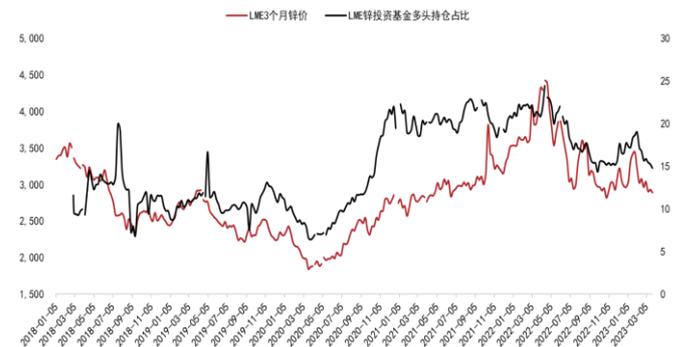
供需平衡方面，按照上文分析及一季度库存变化，对全年海外供应和需求预测进行下调，往后看全球精炼锌供需仍有过剩预期。从 LME 投资基金多头持仓占比看，市场情绪乐观程度有限。对应锌价，我们认为价格上方仍有压力。

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

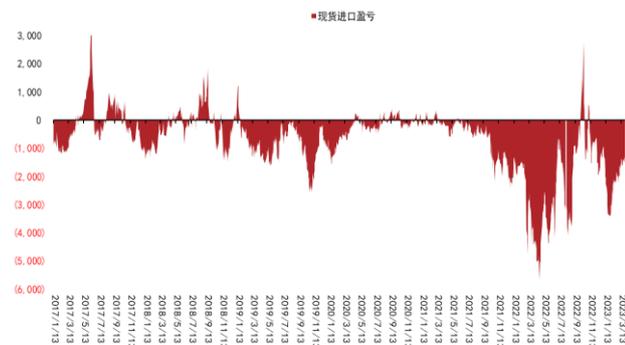
图 23：LME3 个月锌价&LME 锌投资基金多头持仓占比



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

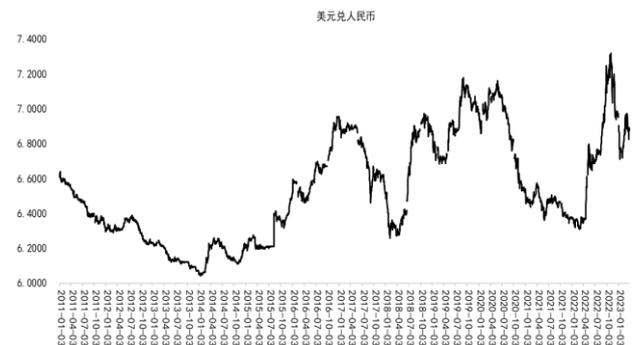
套利方面，当前国内锌锭进口亏损仍较大，现货进口亏损约 1700-1800 元/吨。进口亏损维持偏大既有海外显性库存偏低的因素，也有人民币汇率偏强导致跨市反套需求不强的因素。

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

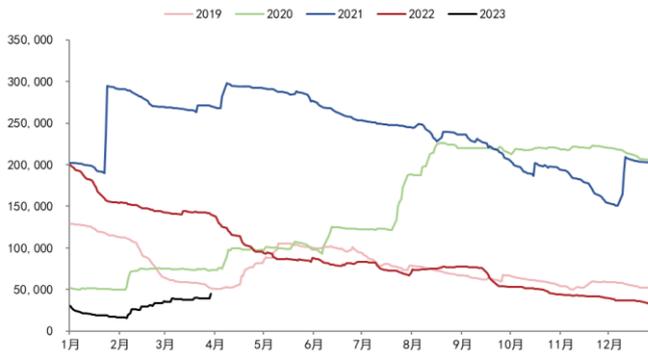
图 25：美元兑人民币汇率



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

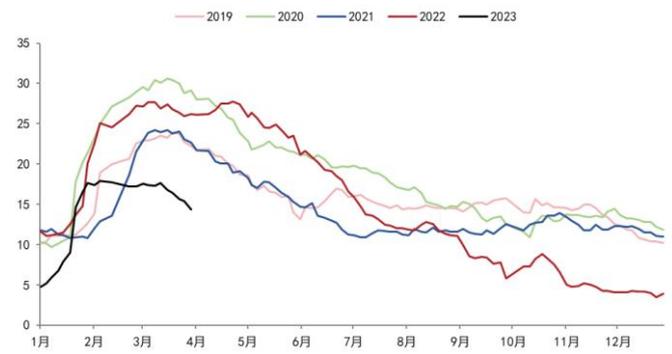
未来随着国内供需维持偏紧而海外供需边际宽松，预计国内进口窗口仍有打开的机会，跨市反套仍值得高度关注。从库存方面看，前期 LME 库存累库幅度有一定放缓，但上周五库存再次明显增加，国内库存延续去化节奏，海外库存相对国内库存走高。

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