

起落过后，下行震荡

国投安信期货 2023 年锌年度策略

SDIC ESSENCE FUTURES

目录

1. 走势回顾：上、下半场 3
2. 年底线索与轮廓启发 4
3. 供应增量能兑现吗？ 6
 - 3.1 从 ILZSG 基本预期出发 6
 - 3.2 矿：延续复产，TC 波折 8
 - 3.3 精锌：曲折难再多，内外同复产 11
4. 消费与平衡：2023 年，海外更弱、国内更强 13
5. 价格展望：震荡区间下移，重视动平衡节奏 15

肖静

有色金属组长

从业资格证号：F3047773

投资咨询号：Z0014087

个人简介：

17 年从业经验，在有色金属行情分析、产业客户保值维护方面有非常丰富的经验。2010 年开始连续五年获得上海期货交易所优秀分析师奖。现任国投安信期货研究院铅锌品种研究员。2019-2021 年度连续获得上海期货交易所优秀有色金属分析师。

摘要

摘要一：2023 年锌相对缺少单边显著的趋势机会，价格以重心下移的区间震荡为主，供应兑现对行情引导更大，消费则主要由中国托底。显著补入库存前，锌是震荡市，不是熊市，多数时间市场关注度有限。

摘要二：2022 年锌价交易组合是：“宏观流动性拐点+局部能源题材打击精准+欧洲继续减产+国内供应不顺利+实际很差的国内消费+更低的库存”。2023 年，市场给出的模型是供应拐点即将到来，矿及锭会恢复供应水平，供需缺口进一步缩减。

摘要三：2023 年，预计全球锌产量有较大可能实现 40 万吨增量，增量修复主要依靠欧洲产能的复产以及中国产量转稳；2023 年预计全球锌消费将在中国托底背景下有所回暖，兑现路径上，海外更差，而国内消费增速可能在 2022 年低基数上有较大反弹。

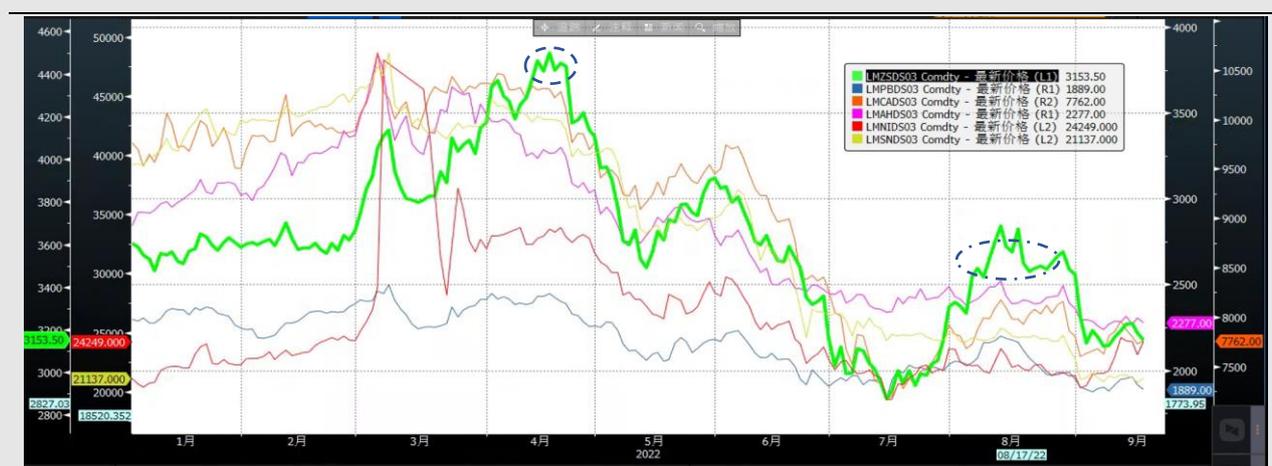
摘要四：2023 年锌市场供求在平衡表上继续延续短缺状态，但短缺量明显缩窄，锌价迎来震荡区间下移拐点。伦锌交投区间预计在 2300-3300 美元，沪锌加权预计在 2-2.4 万元/吨间。交易机会上，因库存的有效补入需要时间，要重视由库存节奏引导的交易弹性，一季度锌价波动的弹性最大。

2022 年全球锌市场依然延续紧平衡，年底内外交易所显性库存跌至更低；2023 年市场普遍预计锌市大概率终于要迎来较宽松的平衡环境了。我们认为 2023 年锌相对缺少单边显著的趋势机会，价格以重心下移的区间震荡为主，供应兑现对行情引导更大，消费则主要由中国托底。显著补入库存前，锌是震荡市，不是熊市，多数时间市场关注度有限。我们原本想定的题目是暂无“锌”意或聊聊“锌”意，就是想反映疫后三年，大起大落的锌价已经经历了层出不穷的各种因素，市场见的太多了，2023 年虽不好说有没有更大的地缘政治冲突，但天下难再有新鲜事儿了，全球宏观经济下行压力下，锌的供应可能重回疫前路线，锌的分析也以传统供求为主。

1. 走势回顾：上、下半场

2022 年，除铅外，LME 有色金属板块各品种价格全创记录，普遍创高时点是 3 月 8 日、3 月 9 日。其中，伦锌最高冲至 4896 美元（上一轮 2006 年 11 月高点 4580 美元；2017–2018 年上半年矿端紧俏推动下的最高价 3595.5 美元；2021 年 10 月欧洲秋冬电力危机最高锌价 3944 美元），对比下来，高点非常高。在跟随全板块 3 月创高后，内外锌价还有后劲儿，实际最高收盘价是 4 月 19 日的 4513 美元，同期沪锌加权指数创下 28980 元高点。

图 1：2022 年有色金属涨跌波动

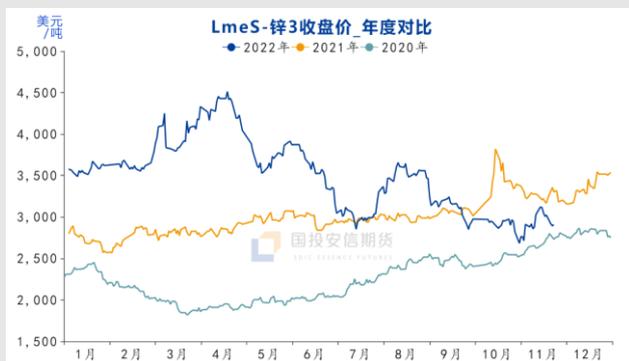


资料来源：Bloomberg、国投安信期货

夏季有色金属转跌后，锌市同样遭遇抛压，但在相同的有色金属交易气氛下，锌价下半年的反弹幅度、年底表现可以让市场感受到锌存在的弹性与韧性，这主要源自更独立、更强势的基本面，尤其锌在上游存在减损题材，它们包括：俄乌冲突下，天然气及电价创高，对欧洲炼

厂供损的影响以及国内精锌生产始终不顺；这引导显性库存进入极低去库状态；在消费疲弱的环境下，内外平衡反而更紧；低库存矛盾支持锌在同板块中有较高定价。

图 2：伦锌三年走势对比



资料来源：Wind、国投安信期货

图 3：沪锌三年走势对比



资料来源：Wind、国投安信期货

2. 年底线索与轮廓启发

2022 年上半年锌价涨跌起落、下半年反弹震荡，四季度、临近年底锌价的内外走势有些意思：

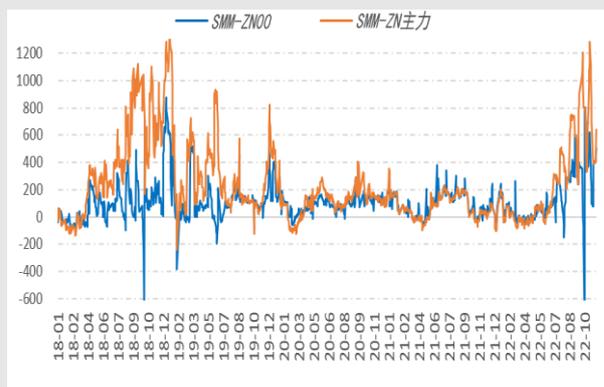
1) 入冬后，欧洲天然气备货充足、制造业用电活动相对受限，先暖冬、后冷冬下，欧洲电价下滑，伦锌快速回吐了市场交易了将近一年的能源溢价，而且开始将关注点放在欧洲地区的弱需求上，尽管伦锌库存更低，但外盘锌价明显转疲，11 月初伦锌仍在尝试打开更低的点位；

图 4：锌现货及三个月进口利润



资料来源：国投安信期货

图 5：沪锌交割月与交割次月价差



资料来源：SMM、Wind、国投安信期货

2) 反观国内, 四季度传统精锌供应追产期, 欧洲炼厂减产后下半年加工费快速上涨、保障冶炼利润, 但国内精锌供应的环比增量仍然一般。同时基建发力、疫情背景、春节较早, 共同托底了消费韧性, 再加上 10 月开始国内社库反复走低, 盘面上 2210 合约较高的仓量、推涨了极端的现货升水, 临近年底, 沪锌仓量仍有蠢蠢欲动的发力感。相较外盘, 年底锌市更加内强外弱, 国内还是在反映低库存、消费韧性与冲产曲折这些因素。

表 1: 2022 年有色板块高低价振幅

	LME 铜	LME 铝	LME 铅	LME 锌	LME 镍	LME 锡*
年内最高	10845	4074	2700	4896	55000	51000
低点时间	7月15日	9月28日	9月27日	11月3日	7月15日	10月31日
年内最低	6955	2081	1746	2654	18230	17350
最大跌幅	-35.87%	-48.93%	-35.33%	-45.80%	-66.85%	-65.98%
	年内最高		年内最低		最大跌幅	
沪锌加权	4月19日	28900	7月15日	21380	-26.02%	

资料来源: 文华财经、国投安信期货

图 6: 2022 年锌均价创出新高 (截至 11 月)



资料来源: Ifind、国投安信期货

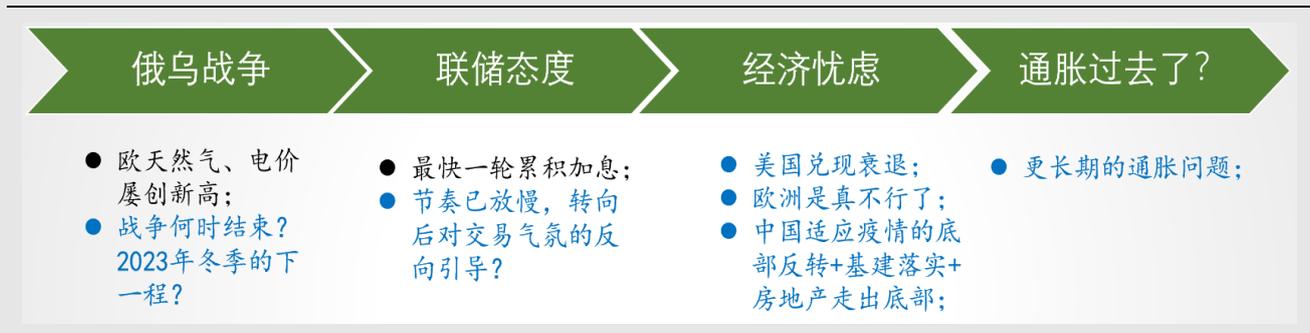
2022 年锌市出现了非典型组合, 内外锌比价的变动相当极端、相当剧烈。不同于前两轮锌价高点主要由“强矿业周期+强消费周期”驱动; 2022 年锌价交易的组合是: “宏观流动性拐点+局部能源题材打击精准+欧洲继续减产+国内供应不顺利+实际很差的国内消费+更低的库存”, 这么一个非典型组合。这样的情境下, 内外锌市走出了一个极高的年度均价: 截至 11 月底伦锌均价 3519 美元/吨, 比去年高 17%, 2006、2007 年牛市年均价是 3200 美元/吨; 同期沪锌加权年均价 25147 元 (2021 年为 22351 元), 基本接近沪锌刚上市时 2007 年的 25164 元。2022 年伦锌年均价涨幅在同板块中排第二, LME 各品种截至 11 月的年均价变动是: 伦镍 (+40%)、锌 (+17%)、铝 (+10%)、锡 (-2%)、铜 (-5%)。

宏观整体气氛带动了伦锌在上半年的起落, 而内外市场在不同时间点上的供求双弱继续将库存拖向更低点令四季度、年底的锌价仍有活性。复盘 2022 年年报, 定性分析问题不大, 但俄乌冲突放大了锌价一季度的涨势; 而供应端尤其国内锌产量依然没有恢复、1-10 月国内精锌还在净出口 1.8 万吨的状态, 算上 2021 年抛储量, 2022 年国内锌市出现了将近 60 万吨、8% 的表观供应降幅, 超过了地产及防疫困局下的实际消费降幅, 限制了锌价的整体跌势。

2022 年锌的供求状态是非典型的, 2023 年宏观可能的交易动线我们在下图中做了适当展望, 但新的一年锌市场的供求脉络可能重回典型, 即矿的供应可能更多、国内以及欧洲精锌

供应可能恢复、消费再次由国内托底，库存可能脱离“地板”水平。对比下来，宏观市场情绪本就纷乱，而疫后三年锌的供求再次面临过剩、放松的拐点，虽然这个过程仍可能曲折。不过，叠加下来，锌大概率是相对缺乏趋势的震荡市，配置吸引力一般。我们将打开 2023 年锌在供求上的动线，尝试划一个震荡区间，只是从这些年的实践出发，以四周为单位的显性库存变化（尤其在预期差方面）对供求环境、对锌价的指引最强。

图 7：2023 年宏观动线展望



资料来源：国投安信期货（黑色为 2022 年，蓝色为 2023 年）

3. 供应增量能兑现吗？

3.1 从 ILZSG 基本预期出发

2022 年高锌价仍然没有激励出供应，疫后三年上游市场相继经历了以矿端减损为主导的供需错配以及由能源成本推升、节能降耗压力影响下的内外炼厂生产瓶颈。尽管过去几年的交投经验多次告诉我们，从精矿、冶炼到库存量的过剩传导并不顺利，但当前市场给出的 2023 年供应模型依然是供应的拐点即将到来，矿及锭会恢复供应水平，供需缺口进一步缩减。

ILZSG 对 2023 年全球锌产业链的基本预期如下：

1) 矿端：2022 年增量不及预期，从最初的将近 40 万吨增量预期、下调到 20 万吨，再调到年内减少 0.9%；2023 年 ILZSG 再次预估全球锌精矿增加 40 万吨、2.7% 增速；

2) 锭的供应：2022 年全球精锌产出减少 2.7%，俄乌冲突下欧洲产量累计减损 12%、中国炼厂生产仍不稳定；预计 2023 年中国炼厂恢复供应，增产 3.8%，带动全球精锌供应增加 2.63%、年增量同样接近 40 万吨；

3) 消费：ILZSG 将 2022 年全球精锌消费增速大幅下调至负增长 1.9%，其中，认为中国锌消费下降 3.3%、欧洲下降 3.1%；当年整体消费降幅不及供应缩量；2023 年该机构认

为全球锌消费将回升 1.5%，中国预计增长 1.2%。

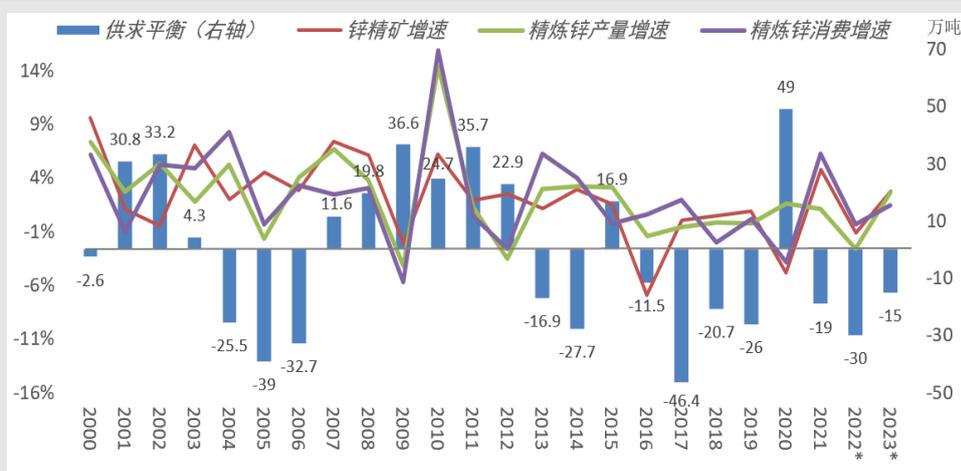
供求平衡上，ILZSG 认为 2022 年全球精锌供求缺口达到 29.7 万吨，2023 年缺口将收窄到 15 万吨。

表 2：ILZSG 全球精锌供求平衡动态调整

单位 (万吨)	锌精矿产量	精炼锌供应	精炼锌需求	供需平衡 (万吨)
	2019、2020年实际产量			
2019年	1286	1348	1374	(26)
2020年	1224	1370	1321	49
2021年	1282	1385	1404	(19)
	2021年			
2020年10月预测	6.6% 1314	2.9% 1399	4.2% 1352	46.3
2021年4月预测	5.7% 1292	3.1% 1413	4.3% 1378	35.30
2021年10月预测	4.7% 1285	2.5% 1413	6.2% 1409	21.7 扣减中国抛储3.7
2022年4月预测	4.1% 1282	0.4% 1385	5.7% 1404	(19)
	2022年			
2021年10月预测	4.2% 1339	2.3% 1445	2.3% 1441	4.40
2022年4月预测	3.9% 1328	0.9% 1397	1.6% 1426	(29)
2022年10月预测	-0.9% 1268	-2.7% 1349	-1.9% 1379	(29.7)
	2023年			
2022年10月预测	2.7% 1303	2.6% 1384	1.5% 1399	-15

资料来源：ILZSG、国投安信期货

图 8：ILZSG 全球锌市场供求平衡



资料来源：ILZSG、国投安信期货

ILZSG 通常在每年 4 月、10 月动态修订产销预期，目前这个模型，对供应更加乐观，我

们认为冶炼端 40 万吨增量修复的概率较大，但对矿端增量建议持跟踪态度；消费方面，我们暂对全球整体消费增速看法不多，不过该机构对中国 2023 年锌消费仅给出 1.2% 的复苏速度明显偏保守。

其他机构同样也以关注供应增量为主，即与 2022 年锌市场供需双降、供弱于求相比较，2023 年全球锌市供需双增、供大于需，市场的看法较统一。我们更关注的是实际供求与市场预期的动态兑现路径，也就是现实与预期的速度差，比如市场目前倾向的这个供求模型，就可能在有色金属整体下行的市场氛围里去放大它，但很可能社库依然处在低位。我们认为这很可能发生在中国春节前后的传统淡季里，届时宏观气氛看弱、社库季节性累入，这一版的平衡又容易导向资金对锌市场的空配，且年度交替期间指数的交易行为也难有利于锌。2023 年一季度可能出现的第一波较明显的震荡下行，就可能拿当前大部分机构预估的年度供求平衡来做论据，价格的震幅、弹性就会变大。

3.2 矿：延续复产，TC 波折

2022 年上半年，高锌价、低加工费，锌精矿的供应仍然偏紧，但下半年，除了欧洲冶炼产能减损降低了精矿需求量，快速提振了加工费以外，从比较碎片化的矿业公司季度报告看，新冠疫情对矿端的影响已经减弱。2020 年以前市场关注的新增项目重新在 2022 年兑现增量，这包括：Rampura Agucha（韦丹塔印度）、Gamsberg（韦丹塔南非）、Neves Corvo（Lunding 葡萄牙）、Century Tailings 等分期扩产项目，以及 Zhairem（嘉能可哈萨克斯坦）、Aripuana（Nexa 巴西）等新建矿山将继续在 2023 年提供增量。同时，长期看，疫情打断、压缩了 2017-2018 年受益于牛市的锌矿扩产周期，其间只有 2019 年达到了当年精矿供应预期，而随着时间推进，2023 年会有部分老矿山走向完全关闭（Hudbay），部分大矿如 Red dog、San Cristobal、Cerro Lindo 还有减量风险，两相叠加下，疫情前市场常寄予厚望的此轮精矿供应峰值已被压窄。

我们认为 2023 年全球锌精矿能够释放供应增量，走出疫情扰动，但 ILZSG 目前 40 万吨的增量预期，意味着全年锌精矿产量将接近 2013 年 1303 万吨峰值。定性看，较有难度，中性预期更倾向矿端供应恢复回 2019 年的约 1290 万吨、增加 30 余万吨。当然，准确预测矿的供应增减难度较大，市场主要以跟踪加工费来感受矿端供应松紧。但难办的是，2022 年、2023 年加工费波动受矿冶双向博弈的影响较大、外矿与内矿的加工费差异较大，验证难度大。

表 3: 海外锌精矿长单 TC

	TC (美元/千吨)	基准价 (美元/吨)	上调	下调	LMEZN年度均价	实际加工费
2006年	128	1400	14%	12%	3292	393
2007年	300	3500	10%	6-7%	3269	277
2008年	300	2000	10%	10%	1859	286
2009年	194	1250	12%	10%	1674	245
2010年	270	2500	8%	5%	2157	253
2011年	229	2500	8%	6%	2191	210
2012年	191	2000	5%	2%	1946	190
2013年	211	2000	6%	2%	1909	209
2014年	223	2000	5%	2%	2165	231
2015年	235	2000	8%	3%	1928	233
2016年	203	2000	9%	3%	2095	212
2017年	172	2800	0	0	2896	172
2018年	147	/	/	/	2892	147
2019年	245	2700-3000	5%	2%	2506	245
2020年	300				2279	300
2021年	159					159
2022年	230	3800	价格每涨1美元/吨, 加工费涨0.05美元/吨			
2023年	280-300?	市场预计冶炼复产250-260, 2023H2到200, 但有280成交的				

资料来源: 国投安信期货整理

图 9: 进口精矿长期 TC



资料来源: 亚洲金属网、国投安信期货

图 10: 疫情以来 SMM 内外精矿加工费走势



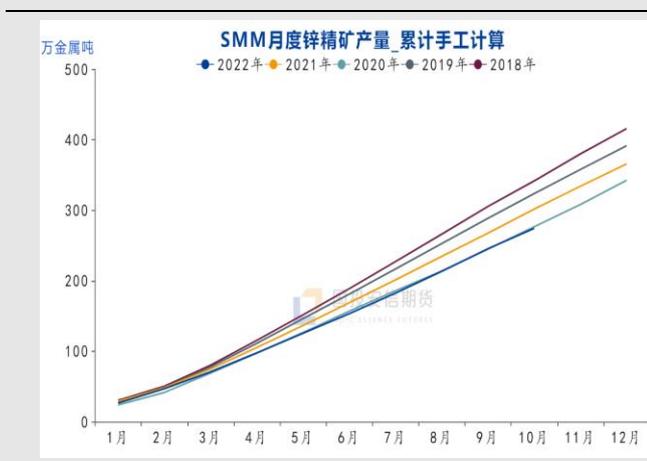
资料来源: SMM、国投安信期货

通过加工费长单可以感受到市场分歧, 海外主要评估欧洲锌炼厂产能的修复强弱, 但市场看法不一, 较乐观的倾向长单加工费定在 280-300 美元/千吨, 不乐观的认为 250-260 美元/千吨。只有在欧洲锌产出稳定后, 加工费继续保持在高位, 才能兑现精矿的充裕增量。2023 年, 如果我们只框定欧洲这一局部区域, 我们认为当地局部精矿供应宽松能够跑过冶炼产能复产。节奏上, 2023 年预计海外精矿散单 TC 一季度高位震荡在 260-280 美元/千吨、二三季度

度徘徊在 150–250 美元/干吨较低位置，四季度全年矿冶供应形势基本明朗，倘若加工费仍能接近 300 美元，意味着 2023、2024 年全球锌精矿的供应十分宽松。锌市就有可能在 2023 年大部分时间延续震荡市的基础上步入相对熊市。

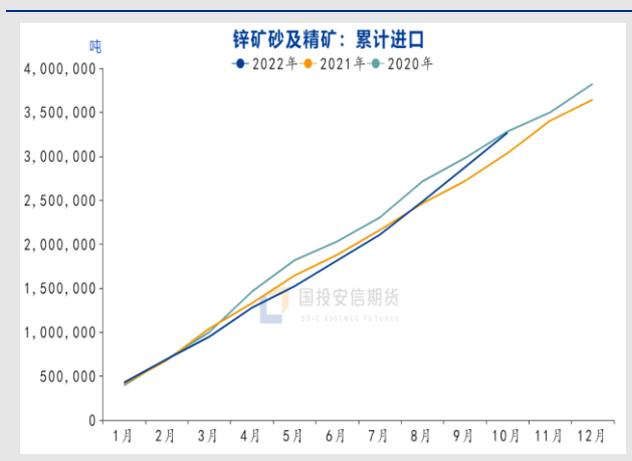
再看国内，锌精矿是我国具备资源优势的矿种，但 2022 年国内矿山生产积极性依然一般，全国明显增产的省份只有青海，而内蒙、云南、山西、河北锌精矿产出都呈减量，市场普遍预计 2022 年国内锌精矿减产 10 万吨（预期普遍在 8–12 万吨间）。因此，前三季度，尽管国内锌锭生产并不稳定、常有减损，但在欧洲减产带动进口 TC 快速上涨前，自产锌精矿加工费长期维持在 3500–3950 元/金属吨，四季度才受外矿加工费拉动，快速突破 5000 元/金属吨。

图 11: SMM 锌精矿累计产量



资料来源: SMM、国投安信期货

图 12: 国内锌精矿累计进口量



资料来源: 中国海关、国投安信期货

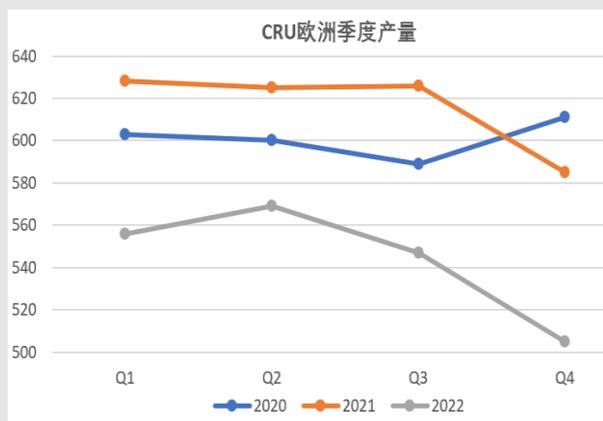
新的一年，市场对国内锌精矿扩产仍存 10 万吨级预期，但实际过往多年难以兑现，2023 年市场关注的锌精矿项目依然是兰坪、乾兴达、宏泰及银漫等。近年，国内相关矿冶生产（含采矿、尾矿处理、安全生产等）方面的政策推动变化不大，疫情期间，锌价长期高位、加工费长期低位，矿端利润较丰，但也没有见到明显的内矿增量，国内精矿供应相当刚性。中性预计，2023 年国内自产精矿供应前低后高，供应量向 2021 年回归。

2023 年包括中国在内的全球锌精矿供应增量较高，保守预计年增量可达 30–35 万吨级、略超过 2019 年水平的概率较大，锌价交投重心将承压下移。

3.3 精锌：曲折难再多，内外同复产

2022 年内外精锌产量减损大，超过了精矿损失、也超过了消费疲态。2023 年，市场目前对全球精锌产量的预估模型基本在增产 40 万吨、回到 2021 年水平，增量修复主要依靠欧洲产能的复产以及中国产量转稳。初步认为，尽管欧洲复产不平顺，但冶炼端有较大可能实现 40 万吨增量预期。

图 13: CRU 欧洲季度产量对比



资料来源: CRU、国投安信期货

图 14: 荷兰天然气远月价格显示 Q1 仍高



资料来源: Bloomberg、国投安信期货

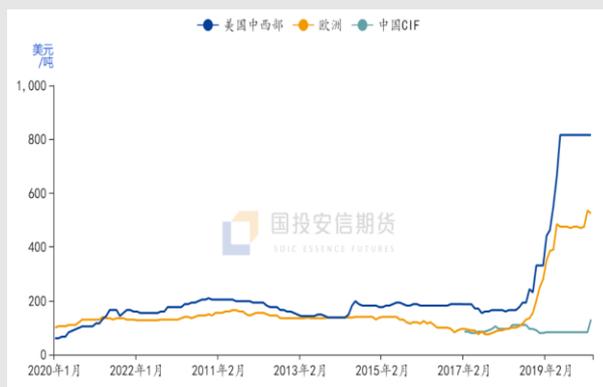
海外，继 2021 年秋冬欧洲电价暴涨引发产量减损后，2022 年俄乌冲突持续刺激天然气及电价上行，推升欧洲通胀，进一步恶化了欧洲精锌生产商的供应能力。2022 年欧洲受拖累的锌冶炼产能占比达到 24%，ILZSG 认为造成了约 12% 的产量损失，CRU 统计口径显示欧洲锌锭减产了 11%（以年产能 230 万吨计）、减量 28.7 万吨。由于欧洲锌炼厂多属全球行业龙头，拥有资源、技术优势，面对尚难破解的电价困局，自不能“袖手”。过去一年多的时间里，龙头厂商尝试破局，2022 年 11 月相对暖冬背景下，Nystar 公布了部分产能复产计划，它们包括：全面增强回收系统、降低生产成本；荷兰 Budel 炼厂投入节能设备重启部分产能；比利时 Balen 炼厂选择采购接近三成的风电长协并独立建设光风错峰的光伏储能系统。另一巨头嘉能可也在同样的方向上探索。基于此，市场普遍认为 2023 年欧洲锌产能复产概率大，但在复产强弱上看法不一，其关键是俄乌冲突能否在 2023 年结束，能源压力是否能够迅速缓和。我们认为在不引入俄乌问题或者俄乌问题在二季度、年中时段逐渐平息的背景下，中性模型是欧洲锌产量能够在 2022 年基础上恢复 10-18 万吨级。

图 15: 欧洲炼厂冶炼利润粗算



资料来源: 国投安信期货

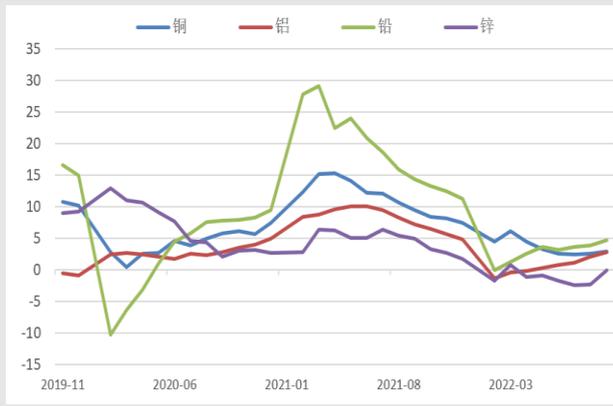
图 16: CRU 锌锭贸易升水



资料来源: CRU、国投安信期货

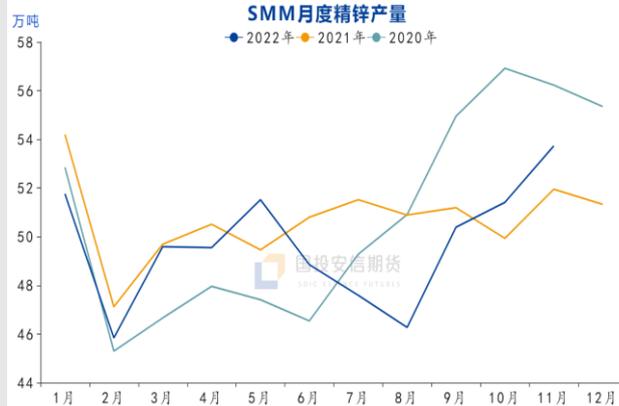
另外，欧洲产能恢复还要经历挑战，包括 2023 年一季度寒冬电价、产能重启后加工费的波段下行以及 2022 年超高贸易升水慢慢回落对冶炼成本、利润的影响。在长期能源成本较高背景下，预计欧洲炼厂复产的过程较克制，LME 锌库存脱离地板位置后慢慢回升。2023 年一个能够显示欧洲复产较积极的信号是：锌价内强外弱背景下，中国重新获得了稳定的进口货源。

图 17: 国家统计局有色金属累计产量增速



资料来源: 国家统计局、国投安信期货

图 18: SMM 月度精锌产量



资料来源: SMM、国投安信期货

国内，2022 年在没有能耗双控压力下的精锌生产非常曲折。似乎跟全球锌精矿供应一样，国内冶炼端也有近似“刚性”的特点存在。我们看到，相同的宏观背景下，对比国家统计局有色金属各品种累计产量增速，2022 年 1-10 月精锌以累计增速 0.8%再次垫底。而同期频繁修订产量的国内第三方机构给出的精锌累计产出基本为负增长 1%左右，各机构预计 2022 年

国内精锌继续减量约 5-8 万吨。当年减损因素包括：精矿供应紧俏、运输加剧了原料紧张、北方持续的疫情扰动、原再生锌产能扩产迟滞等等，能够兑现月度产量预期的月份不多。

表 4：近两年锌冶炼新增及扩产项目

企业名称	新产能 (万吨/年)	投产时间	备注
青海华鑫	6	2022	原生
广西誉升 (一期)	6	2022	再生
南丹吉朗铝业	3	2022	原生
西南能矿一期	2.5	2022	原生
2022年合计	17.5		
金利金铅	10	2023	再生
江西金铂铈	1.5	2023	原生
梧州永鑫	5	2023	再生
四川俊磊	2	2023	再生
南方有色	30	2023	原生
2023年合计	48.5		

资料来源：安泰科、国投安信期货

图 19：SMM 国内锌精矿及冶炼生产利润



资料来源：SMM、国投安信期货

2023 年中国精锌产量能够有较大幅度的复苏，目前市场非常乐观，普遍预计国内供应增量能够达到 30 万、甚至 40 万吨。支持产量回升的因素包括：1) 2022 年年底加工费快速上升倾向促成较高的长单加工费，如 250-280 美元/干吨，保证进口原料供应；2) 2023 年国内精矿生产有所回暖，供应靠向 2021 年；3) 中国托底消费，矿端面临的比价条件不像 2022 年上半年那样极端；4) 2021、2022 年连续两年炼厂经历了各种各样的减损因素，负边际影响已经触底；5) 疫情以来国内新增原再生锌项目兑现慢、常停滞，2023 年疫情压力释放后，搞经济背景下，项目落地的积极性更高。

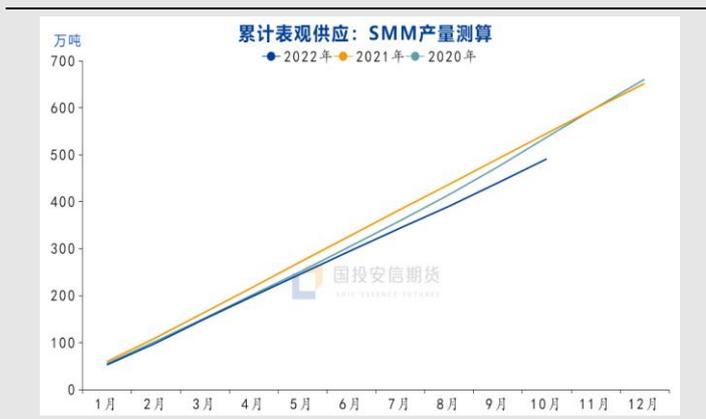
2023 年由于国内还要度过至少一个季度的疫情适应期，倾向国内精锌增产 25-30 万吨级的概率较大。结合欧洲复产 10-18 万吨产量预期，全球基本能够兑现 40 万吨中值的精锌供应。而与矿相比，中国是冶炼产量增长的关键，过去两年市场对国内产量的预期比较失败，我们仍需关注具体到月度的实现路径。倘若国内精锌供应积极、欧洲复产相对顺利，2023 年四季度外矿 TC 可能在 150-200 美元/干吨。

4. 消费与平衡：2023 年，海外更弱、国内更强

2022 年全球锌市冶炼端减量，但同期锌消费也弱。ILZSG 数据显示，当年全球精锌消费下滑 1.9%，降速慢于产出，显性库存继续去库，支持下半年锌价仍在较高区域震荡。过去

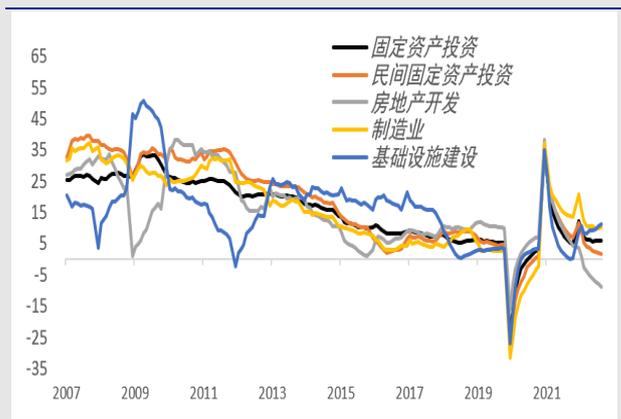
一年，欧洲锌消费下降 3.1%，中国锌消费下降了 3.3%（ILZSG）。尽管基建投资力度大，但兑现过程中，国内锌消费同时遭遇房市指标持续恶化、海外需求转疲、制造业受疫情困扰等多重因素压制，在 2021 年触及锌消费高点后，2022 年国内消费转疲的幅度大于预期。同时，含抛储 2022 年国内表观供应滑落更大，平衡表上掩盖了需求疲态。这也是全年市场感受到的锌的产消情况并不好，但现货价格逢低坚挺、年底社库极低的主因。国内锌市遭遇了表观供应降幅超过实际消费降幅的情况。

图 20: 国内锌表观供应（产量+净进口）



资料来源：SMM、中国海关、国投安信期货

图 21: 国内宏观投资分项



资料来源：国家统计局、国投安信期货

2023 年全球锌消费将在中国托底背景下有所回暖，ILZSG 认为中国消费预计反弹 1.2%，全球增长 1.5%。兑现路径上，我们认为海外消费更差，而国内锌消费可能在 2022 年低基数上有较大反弹如 3-3.5%，国内机构目前对 2023 年中国实际锌消费增速预期在 1.5-2%。宏观上，我们继续看好基建项目的需求兑现，国内房地产迎来止跌拐点，年度 GDP 增速将在 4.5-5% 间，因此更倾向一个乐观的需求增速。

平衡表上，2023 年全球锌锭供应增量超出需求修复，供求继续向平衡方向发展，甚至不同机构的统计口径会出现小幅过剩，我们将继续跟踪 ILZSG 年度预期。行情分析上，建议主要关注国内平衡。我们继续沿用 2021 年国内实际高消费基数，2022 年国内锌产消的基本模型为：实际消费-4%（比 ILZSG 预期跌幅大），产量-1%，净出口转为微幅净进口，以此为基础：

1) 价格乐观情景：2023 年国内实际消费增长 3.5%；国内锌产量增长 25 万吨；净进口受国内消费激励增至 15 万吨；供求平衡为短缺 18 万吨；

2) 价格悲观情景: 2023 年国内需求修复较弱, 预计国内实际消费增长 2%, 国内锌产量增加 30 万吨, 净进口 10 万吨; 供求平衡为短缺 8 万吨。

表 5: 国内锌市供求平衡预期 (万吨)

价格乐观预期	实际消费	产量	净进口	抛储	表观供应	平衡
2019年	666	616	54.36		670.36	4.36
2020年	675	634	51.2		685.2	10.2
2021年	695	640	42.88	18	700.88	5.88
2022年	667	632	2		634	-33
2023年	690	657	15		672	-18
消费悲观预期	实际消费	产量	净进口	抛储	表观供应	平衡
2023年	680	662	10		672	-8

资料来源: 国投安信期货整理

主观上, 比较看好国内锌消费增速的回暖, 因此 2023 年锌市场供求在平衡表上仍可能延续短缺状态, 但短缺量明显缩窄, 将迎来锌价震荡区间下移的拐点。

5. 价格展望: 震荡区间下移, 重视动平衡节奏

平衡表显示, 2023 年内外锌市将大幅缩减 2022 年短缺幅度, 供应复苏超过需求, 价格震荡交投的重心将会下滑。但由于供求仍处转变期, 2022 年年底锌显性库存处在极低位置, 经过 2023 年整年, 年底全球显性库存主要以回升 25-30 万吨级为主。伦锌交投区间预计在 2300-3300 美元, 沪锌加权预计震荡在 2-2.4 万元/吨。

图 22: 交易所显性库存



资料来源: Wind、国投安信期货

图 23: 国内锌社库



资料来源: 钢联、国投安信期货

交易机会上，因库存的有效补入需要时间，要重视由库存节奏引导的交易弹性，我们认为一季度锌价波动的弹性最大。春节放假背景下，1月下旬市场开始进入季节性累库期，但与往年相比，2301 合约交割入库在运输环节上受节假日、疫情的影响要更大，不排除上半月仍有一定挤仓风险。1月下旬至2月，国内锌市开始累库，且当季内外宏观风险较大，美国调整加息节奏后将兑现衰退，而国内也逢疫情适应期的挑战。因此，判断2023年一季度锌价下滑走低的概率极大，很可能出现上半年低点；二季度，国内宏观底部企稳、锌消费也进入旺季，锌价也会再次反弹。下半年锌市的震荡交投轮廓市场将重点关注供应情况。

【免责声明】

国投安信期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。本报告仅供国投安信期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投安信期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。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导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

国投安信期货研究院

北京市

地 址：北京市西城区广安门外南滨河路1号高新大厦12层

上海市

地 址：上海市虹口区杨树浦路168号17楼

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投安信期货官方微信



国投安信期货 APP

