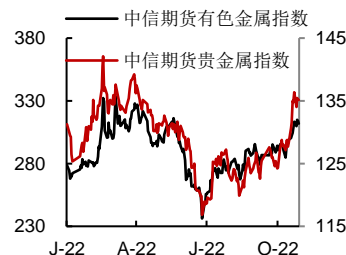


供给约束缓解，锌价重心下移

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

2023 年随着锌精矿的供给逐渐宽松，冶炼厂利润将大幅改善，精炼锌供给约束或将缓解，锌锭产量回升空间较大。消费来看，2022 年房地产信贷收紧政策将有矫正，基建需求或仍有韧性，不过海外经济下行压力较大，精炼锌下游消费品出口拉动转弱，需求支撑弱化。因此，在供应端增加，需求支撑弱化的情况下，2023 年精炼锌供需将逐渐走向宽松，或迎来宏观向下与基本面趋松的共振，锌价重心趋于下移。



摘要：

主要观点： 2023 年随着锌精矿的供给逐渐宽松，冶炼厂利润将大幅改善，精炼锌供给约束或将缓解，锌锭产量回升空间较大。消费来看，2022 年房地产信贷收紧政策将有矫正，基建需求或仍有韧性，不过海外经济下行压力较大，精炼锌下游消费品出口拉动转弱，需求支撑弱化。因此，在供应端增加，需求支撑弱化的情况下，2023 年精炼锌供需将逐渐走向宽松，或迎来宏观向下与基本面趋松的共振，锌价重心趋于下移。

核心逻辑：

(1) 从流动性上看，2022 年美联储逐步退出 QE，并且为了控制通胀采取了大幅度的加息，而欧洲央行同样采取了紧缩的货币政策。预计随着 2023 年欧美国家实质性衰退的临近，货币政策在 2023 或面临转向，但过程将会比较曲折。

(2) 供应端，2022 年全球锌矿供应不及预期，预计 2023 年产量供应扰动趋缓，整体预期转向宽松。随着锌矿供应逐渐转向宽松，冶炼厂利润得到大幅改善，预计 2023 年国内精炼锌产量回升空间较大，关注供应端扰动以及产量实质性落地情况。精炼锌进口数量预计较今年有所提高，整体来看，国内精炼锌实际供应较 2022 年回升空间较大。

(3) 消费端，2023 年国内精炼锌消费回暖，但增幅有限。房地产信贷收紧政策将有矫正，锌消费走弱趋势边际转缓；宏观上稳增长将成为 2023 年主基调，基建投资仍然具有韧性。不过 2023 年海外经济下行压力较大，精炼锌下游消费品出口拉动转弱。

有色金属研究团队

研究员：
沈照明
021-80401745
Shenzhaoming@citicsf.com
从业资格号：F3074367
投资咨询号：Z0015479

李苏横
0755-82723054
lisuheng@citicsf.com
从业资格号：F03093505
投资咨询号：Z0017197

郑非凡
zhenfeifan@citicsf.com
从业资格号：F03088415
投资咨询号：Z0016667

（4）供需平衡情况，2022 年精炼锌供需偏紧，供给瓶颈主要在锌锭端，预计 2023 年锌供应胜负手仍在锌锭，如若锌矿传导至锌锭供应较为顺畅，则供需将逐渐走向宽松，库存也将逐步累积。

我们认为 2023 年锌锭供需将逐渐走向宽松，伴随着海外经济进入实质性衰退，锌锭宏观向下与基本面宽松将迎来共振，锌锭价格重心将逐渐下移，如果锌矿传导至锌锭顺利，则 2023 年有望形成复刻版的 2019 年行情，节奏上来看上半年下行压力较大。预计沪锌 2023 年价格有望触及 20000 元/吨，主力合约波动区间在 20000-25000 元/吨。

投资建议： 单边持逢高沽空思路；结构上，跨期关注正套机会，跨市关注内外盘反套

风险因素： 供应回升不及预期；宏观风险

目录

摘要:	1
一、2022 年锌市回顾:	5
二、2023 年锌市场观点和核心逻辑	6
三、锌矿供应扰动趋缓, 整体预期转向宽松	6
3.1 海外矿端: 2022 年锌矿供应不及预期, 2023 年预计产量逐渐释放	6
3.2 国内矿端: 2022 年供应扰动频出, 2023 年国内锌矿预计小幅增长	8
四、2022 年国内外减产频起, 2023 供应约束或缓解	10
4.1 国内供应: 供给约束缓解, 2023 年锌锭供应预计增加	10
4.2 海外供应: 欧洲炼厂持续减产, 2023 年有复产可能	13
五、2023 年海外经济继续下滑, 国内经济开启复苏	14
5.1 国内消费: 2023 年地产下滑放缓, 基建投资仍有韧性	14
5.2 海外消费: 2023 年海外通胀迭起, 经济存衰退风险	18
六、库存: 2023 年库存将逐渐累积	19
免责声明	21

图表目录

图表 1: 沪锌连三和 LME3 个月锌	5
图表 2: 2022 年全球锌矿产量不及预期	7
图表 3: 2022 年底全球锌矿产量会开始增加	7
图表 4: 2021 年-2023 年全球主要锌矿山增量项目	8
图表 5: 2022 国内锌矿产量恢复不及预期	9
图表 6: 2022 年国内锌精矿产量依然偏低	9
图表 7: 连云港库存处于相对高位	9
图表 8: 2022H2 锌精矿进口窗口开启	9
图表 9: 2022H2 炼厂锌矿库存开始累积	10
图表 10: 国内外加工费开始回升	10
图表 11: 国内锌精矿新建/扩建	10
图表 12: 2022 年国内锌冶炼增速下降	11
图表 13: 2022 年国内锌冶炼产量较低	11
图表 14: 国产矿冶炼利润	11
图表 15: 进口矿冶炼利润	11
图表 16: 国内精炼锌新建/扩建	12
图表 17: 2022 年锌进口窗口打开机会不多	13
图表 18: 2022 年锌进口量同比持续下滑	13
图表 19: 2023 年锌净进口量或将提升	13
图表 20: 国内保税区锌锭库存持续去化	13
图表 21: 全球精锌产量基本保持负增速	14
图表 22: SMM 中国精锌产量	14
图表 23: 2022 年镀锌开工率前低后高	15
图表 24: 2022 年压铸锌开工率整体偏低	15

图表 25：2022 年氧化锌开工率整体偏低	15
图表 26：初端消费自年初整体下行	15
图表 27：房地产价格下行趋势明显	16
图表 28：新开工面积持续处于低位	16
图表 29：房屋竣工面积环比略有支撑	16
图表 30：房地产各阶段同比表现大幅走弱	16
图表 31：国内基建投资低于预期	17
图表 32：专项债投资大幅提高	17
图表 33：汽车销量维持较高增速	17
图表 34：新能源汽车销量持续攀升	17
图表 35：美国房地产价格指数开始回落	18
图表 36：2022 年美国房地产新开工数量回落	18
图表 37：美国汽车消费走弱	19
图表 38：全球新能源汽车销量大幅上行	19
图表 39：全球 PMI 处于下行趋势	19
图表 40：美国 CPI 大幅上行	19
图表 41：2022 年锌社会库存处于偏低水平	20
图表 42：2022 年 LME 锌库存持续下滑	20
图表 43：下游补库意愿较弱	20
图表 44：冶炼厂锌锭库存存在逐步抬升	20

一、2022 年锌市回顾：

2022 年锌价走势可以分为三个阶段：

第一阶段：一季度锌价进一步冲高，沪锌上涨 10.7%，伦锌上涨 16.7%；1 月份欧洲锌冶炼厂因为高能源价格而减产，叠加 LME 锌锭库存持续去化至低位引发供应担忧，锌价震荡上行，春节后，广西百色疫情引发铝锭供应意外中断，有色股票一度出现联袂上涨，锌价也出现跟涨，2 月下旬俄乌关系紧张，投资对供应端炒作极端化，伦镍极端挤仓带动锌价快速上涨，但国内由于正处于春节后的消费复苏期，过高的锌价对国内消费构成抑制，并且国内举办冬奥会限制华北地区工业生产以及部分地区出现疫情影响消费。3 月中旬 LME 针对伦镍的管控政策使得有色多头情绪迅速降温，锌价也随之出现快速回落。

第二阶段：二季度锌价转弱，沪锌下跌 11%，伦锌下跌 19%；4 月上旬伦锌库存持续走低，现货升水走高，海外挤仓推高锌价，但随着市场预期美联储将加快加息节奏并且将准备缩减资产负债表，国内疫情持续时间超预期，人民币于月中下旬快速贬值推动锌价出现一波较为顺畅的杀跌行情，5 月下旬随着上海疫情缓和，消费复苏，锌锭库存去化，锌价震荡反弹，但由于 5 月美国 CPI 超预期回升，并且拜登政府抗通胀是经济的首要任务，市场对美联储进一步加快加息预期升温，锌价再度掉头向下。

第三阶段：三季度与四季度锌价略微反弹，之后便进入震荡格局。随着 7 月份美联储议息会议决定加息 75bp，并未出现加息 100bp 的大幅度货币收紧政策，市场对于欧美经济衰退预期的担忧有些缓和，锌价也结束了此前的大幅下跌，开始出现反弹。由于锌产业基本面较好，库存在三季度维持大幅下降趋势，此轮反弹也较为强劲，沪锌价格从底部一度反弹超 20%。之后 9 月份随着杰克逊霍尔会议上鲍威尔再度申明将不遗余力地控制通胀，锌价再次承压回落。不过 10 月份美国通胀数据回落，叠加国内地产十六条的发布，宏观预期略微得到好转，锌价在宏观预期反复的作用之下总体维持宽幅震荡格局。

图表 1：沪锌连三和 LME3 个月锌

单位：美元/吨，元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

二、2023 年锌市场观点和核心逻辑

（1）从流动性上看，2022 年美联储逐步退出 QE，并且为了控制通胀采取了大幅度的加息，而欧洲央行同样采取了紧缩的货币政策。预计随着 2023 年欧美国国家实质性衰退的临近，货币政策或面临转向，但过程将会比较曲折。

（2）供应端，2022 年全球锌矿供应不及预期，预计 2023 年产量供应扰动趋缓，整体预期转向宽松。随着锌矿供应逐渐转向宽松，冶炼厂利润得到大幅改善，预计 2023 年国内精炼锌产量回升空间较大，关注政策扰动以及产量落地情况。精炼锌进口数量预计较今年有所提高，整体来看，国内精炼锌实际供应较 2022 年回升空间较大。

（3）消费端，2023 年国内精炼锌消费回暖，但增幅有限。房地产信贷收紧政策将有矫正，锌消费走弱趋势边际转缓；宏观上稳增长将成为 2023 年主基调，基建投资仍然具有韧性。不过 2023 年海外总体经济势头减弱，精炼锌下游消费品出口拉动转弱。

（4）供需平衡情况，2022 年精炼锌供需偏紧，供给瓶颈主要在锌锭端，预计 2023 年锌供应胜负手仍在锌锭，如若锌矿传导至锌锭供应较为顺畅，则供需将逐渐走向宽松。

我们认为 2023 年锌锭供需将逐渐走向宽松，伴随着海外经济进入实质性衰退，锌锭宏观与基本面将迎来共振，价格重心将逐渐下移，如果锌矿传导至锌锭顺利，则 2023 年有望形成复刻版的 2019 年行情。节奏上 H1 下行压力较大。预计沪锌 2023 年价格有望触及 20000，沪锌主力合约波动区间在 20000-25000。

三、锌矿供应扰动趋缓，整体预期转向宽松

2022 年海外和国内的锌矿供应都受到了较大的扰动，其中海外矿山由于矿山锌品位的下降以及部分大型矿山投产不及预期的原因，锌矿产量相较于去年有一些下降。而国内矿山产量也因为疫情原因大幅不及预期，包括年初受到冬奥会的影响内蒙古地区无法采购到炸药。预计 2023 年海内外锌矿供应相较于 2022 年都会有增加，锌矿供应将会边际宽松。

3.1 海外矿端：2022 年锌矿供应不及预期，2023 年预计产量逐渐释放

据 ILZSG 数据统计，今年 1-8 月全球锌矿产量为 819.3 万吨，较去年同期减少 27 万吨。年初以来受到疫情、洪水、罢工以及矿山品味下降的影响，全球锌精矿产量远不及预期。

从全球主要矿企来看，嘉能可调降产量为 92-97 万吨，同比去年将减少 17-22 万吨。受哈萨克斯坦暴乱影响，嘉能可位于哈萨克斯坦的 Zhairam 矿山产量不及预期。而嘉能可旗下位于南美洲的 Bolivian 矿山已于 2022 年第一季度关闭，Matagami 矿山也已于今年六月关闭。位于大洋洲的 Mount Isa 等矿山由于疫情而

中信期货有色金属 2023 年度策略报告（锌）

导致的劳动力短缺，使得矿山产量不及预期。Vedanta2022 年计划产量为 126-131 万吨，整体产量同比去年或增加 13-19 万吨，产量超预期增加主要在于其位于非洲的 Gamsberg 产量创历史新高，锌矿回收率有一定提高。泰克资源 2022 年计划产量为 63-66.5 万吨，同比去年增加 12.7-16.2 万吨，增量主要来源于其旗下位于阿拉斯加的红狗矿。其他矿企如 Antamina、MMG 均收到疫情影响而产量不及预期，Trevail 旗下矿山受雨水倒灌问题，产量受到较大影响，目前仍处于停产状态。Nexa 今年遭受了不同程度的抗议活动，其位于秘鲁的矿山频繁受到抗议的影响，产量也不及预期。

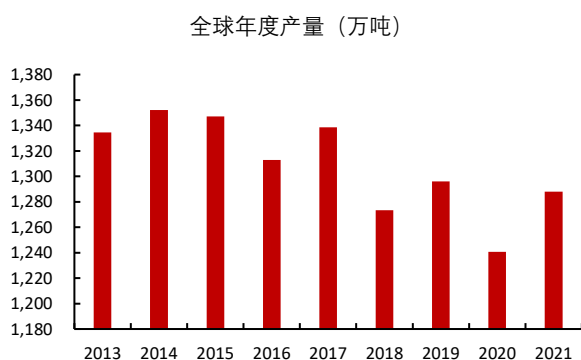
根据 SMM 数据，2023 年预计海外矿山新增产能共计 22.7 万吨，增量产能主要来自 Vedanta 的 Gamsberg，Nexa 的 Aripuana 以及 Lundin 的 Neves Corvo。预计随着明年供应扰动的消散，锌矿供应将逐渐走向宽松，当前矿企利润维持高位，2022 年产能扩建基本顺利，预计 2023 年产量较今年增加，预计可达到近五年来峰值。

图表 2：2022 年全球锌矿产量不及预期

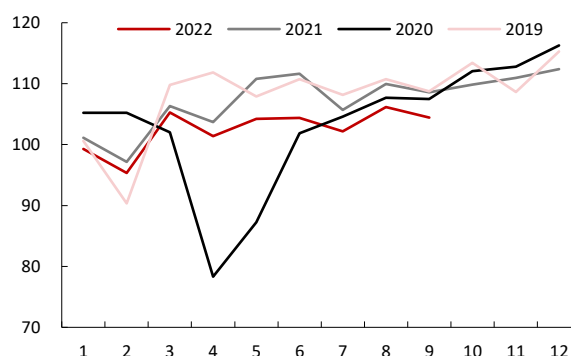
单位：万吨

图表 3：2022 年底全球锌矿产量会开始增加

单位：万吨



资料来源：Wind 中信期货研究所



资料来源：Wind 中信期货研究所

中信期货有色金属 2023 年度策略报告（锌）

图表 4：2021 年-2023 年全球主要锌矿山增量项目 单位：万吨

国家	矿山	2021 年增量	2022 年增量	2023 年增量
南非	Gamsberg	2	1.4	21.5
中国	场坝	9	1	0
	荣达	0.5	3	0
印度	Rampura-Agucha	8	0	-2
葡萄牙	Neves Corvo	3.8	4.7	1.8
玻利维亚	San Cristobal	3.5	0	0
巴西	Aripuana	1	3.4	1.6
秘鲁	Antamina	7.5	-7.5	-1.5
	Carahuacra	3	0	0
	Cerro Lindo	2.5	0	0
	Chungar	2.1	0	0
	Iscaycruz	3.2	0	0
	San Vicente (SIMSA)	2.4	0	0
加拿大	Caribou	2.2	1	0
墨西哥	Penasquito	2.5	3.5	-2.2
	Rey de Plata	2.3	0	0
美国	Red Dog	3.5	0	0
澳大利亚	Century	5	0	0
	Woodlawn	2.6	1	0
哈萨克斯坦	Shalkiya	5.4	2	2
	Zhaimem	11.5	1.5	2
俄罗斯	Rubtsovsky	1.5	2	0
小计		85.0	17	23.2

资料来源：SMM 中信期货研究所

3.2 国内矿端：2022 年供应扰动频出，2023 年国内锌矿预计小幅增长

根据 SMM 数据,2022 年 1-9 月锌精矿产量达 245.41 万吨,累计同比降 8.26%。今年受到冬奥会的影响,北方地区锌矿无法采购到炸药,部分矿企只得停工,今年国内锌矿供应明显不及预期。从加工费来看,海外锌矿加工费年初以来一直上行,主要是因为欧洲冶炼厂大幅减产,海外 TC 大幅上行。但是由于比价关系,国内进口锌矿增量较小,叠加国内锌矿产量较低,今年上半年国内 TC 一直处于低位。6 月份以后随着沪伦比值的回升,进口锌矿大量流入国内,国内 TC 开始回升,国内锌矿供需从紧张转向宽松,当前国内 TC 已经上升到 5300 元/吨。

虽然从加工费来看,今年国内矿端议价权较强,利润较高,但当前国内锌矿供应更多受国家政策影响。从锌矿产量数据来看,2010 年到 2014 年,国内锌精矿产量持续走高,2014 年产量高达 553 万吨,而 14 年之后则处于大幅下滑状态,主要原因在于 2015 年后密集出台的环保政策,2015 年以前锌矿的产量主要与利

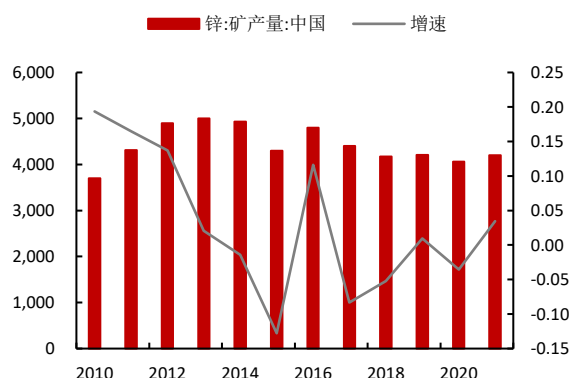
中信期货有色金属 2023 年度策略报告（锌）

润挂钩，而 2015 年之后锌矿的产量则由利润导向转到政策导向。2023 年投产扩建项目包括了乾金达、张十八铅锌矿、三贵口铅锌矿等，共计 8.2 万吨，但受制于政策，产能投放周期可能拉长。

2022 年 1-9 月累计进口锌精矿达 287.68 万实物吨，同比增加 5.7%。其中 9 月锌精矿进口量达 39.06 万实物吨，环比增加 1.42 万实物吨，同比增加 53%。今年上半年锌矿进口量同比回落，一方面是由于上半年进口盈利窗口关闭导致部分冶炼厂选择停产，另一方面是全球运输问题导致。7-8 月份后锌矿进口量已经得到较大提升，从数据来看，连云港锌矿周度库存与中国锌精矿进口量相关性较高，当前进口量基本为冶炼厂到货，当前锌精矿港口库存处于历史高位，预计后续随着锌精矿的陆续到港，锌锭供应也将会开始增加。

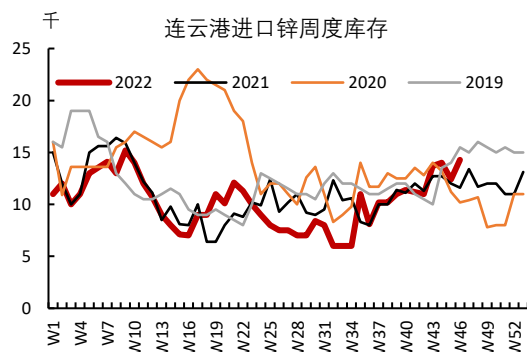
2023 年国内矿产量预计增加但增量有限，大概率维持紧平衡态势，不过相比于 2022 年将会明显放松。其一，海外矿供应量在 2023 年上半年预计都会较大，因为锌矿进口盈利窗口已经维持较长时间，给予了冶炼厂较长时间进行锁价备货；其二，碳中和以及能耗双控政策将持续限制矿端新增产能投产周期和产量释放，国内矿山有增量但是预计不会大幅宽松。

图表 5：2022 国内锌矿产量恢复不及预期 单位：千吨



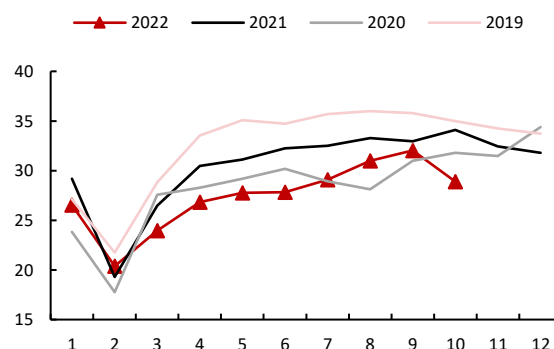
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 7：连云港库存处于相对高位 单位：千吨



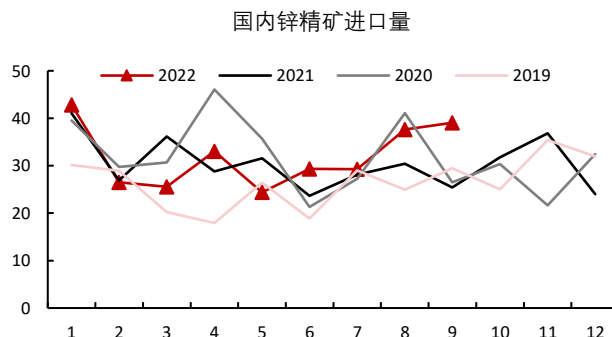
资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 6：2022 年国内锌精矿产量依然偏低 单位：万吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 8：2022H2 锌精矿进口窗口开启 单位：万吨



资料来源：海关总署 中信期货研究所

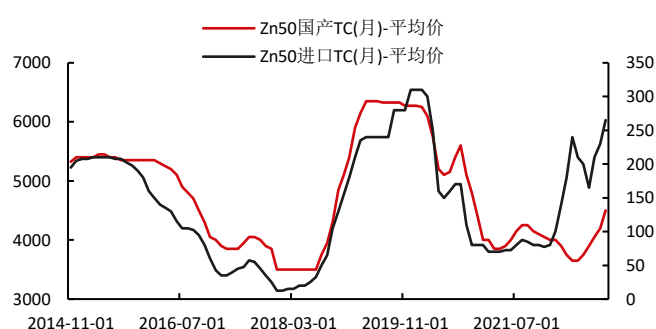
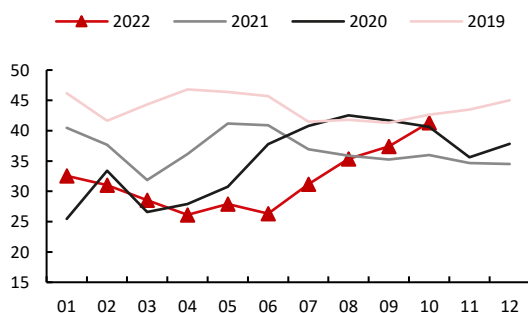
中信期货有色金属 2023 年度策略报告（锌）

图表 9：2022H2 炼厂锌矿库存开始累积

单位：天

图表 10：国内外加工费开始回升

单位：元/吨, 美元/吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 11：国内锌精矿新建/扩建

单位：万吨

锌矿	所在公司	所在地	2023 增量
三贵口铅锌矿	紫金矿业	内蒙古	1.5
乾金达	兴业矿业	内蒙古	1
查干矿业	查干矿业	内蒙古	0.5
金星矿业	金星矿业	内蒙古	0.4
张十八铅锌矿	德安天宝矿业	广西	1.4
蔡家营	河北华澳	河北	0.6
金鑫铅锌矿	金鑫铅锌矿业	新疆	0.6
宝翔矿业	宝翔矿业	西藏	0.5
纳如松多	宝翔矿业	西藏	0.3
冷水坑	江铜集团	江西	0.5
杨家湾铁锌矿	卢氏新润矿业	河南	0.4
都兰县多金属矿业	都兰县多金属矿业	青海	0.3
康家湾铅锌矿	水口山	湖南	0.2

资料来源：SMM 中信期货研究所

四、2022 年国内外减产频起，2023 供应约束或缓解

2022 年锌锭供应瓶颈较为突出，首先在海外高电价的背景之下，欧洲冶炼厂频繁出现减产。另外，国内冶炼厂因为高温限电、环保减产以及锌矿原料不足的问题，供应端一直不及预期。我们预计 2023 年全球精炼锌产量将有所修复，中性估计下锌锭供应增量将达到 25 万吨。若政策端扰动偏强则有减量，精炼锌进口数量可较今年有所提高

4.1 国内供应：供给约束缓解，2023 年锌锭供应预计增加

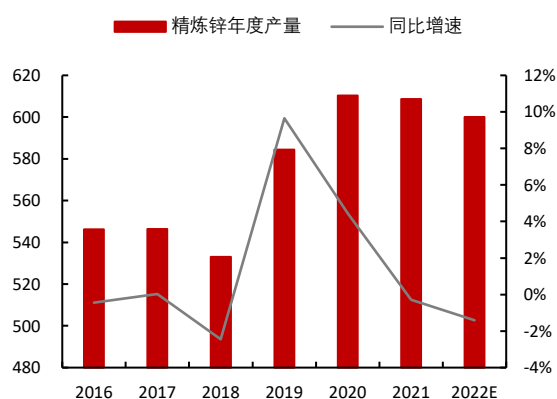
根据 SMM 数据，2022 年 9 月 SMM 中国精炼锌产量为 50.39 万吨，不及前期预期，环比增加 4.12 万吨。2022 年 1-9 月精炼锌累计产量为 441.4 万吨，累计同比去年同期减少 3.08%。一季度受冬奥会以及冬季影响，矿端供应较为紧张，而

中信期货有色金属 2023 年度策略报告（锌）

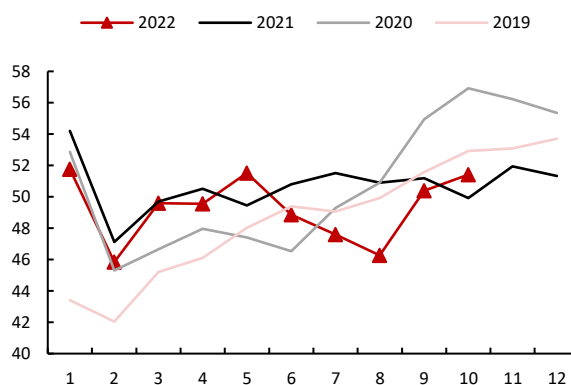
俄乌冲突使得沪伦比值处于历史极低位置，进口锌矿产生较大亏损，国内主要依靠进口矿的冶炼厂不得不选择停产，主要影响地区为陕西、内蒙、云南、四川等地。进入二三季度，国内四川云南地区发生限电，当地冶炼厂不得不选择停产。由于持续性的高温，四川不得不“让电于民”而选择降低负荷，云南地区也因为降水量较低，水电发电量不及预期导致当地出现限电停产。从三季度开始，硫酸等副产品价格急速下跌，抬升炼厂生产成本，造成部分炼厂控产。

预计 2023 年锌锭供应将增加，国内新增锌冶炼产能主要有河池南方、河南万洋、河南金利、金成锌业、广西永鑫等合计 80 万吨产能。同时伴随着锌矿供应逐渐走向宽松，陕西、内蒙古地区的锌冶炼厂将开始复产，预计 2023 年国内产量 632 万吨，相较于 2022 年有明显增量。

图表 12：2022 年国内锌冶炼增速下降 单位：万吨



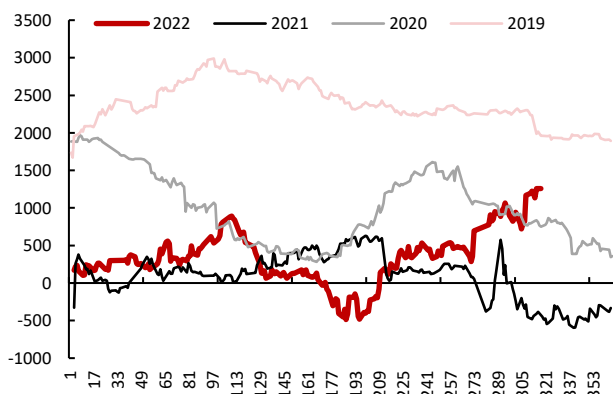
图表 13：2022 年国内锌冶炼产量较低 单位：万吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

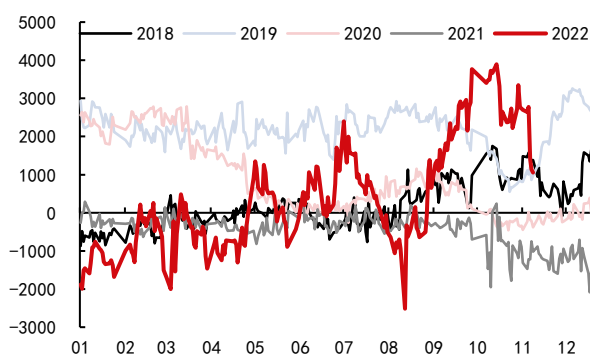
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 14：国产矿冶炼利润 单位：元/吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 15：进口矿冶炼利润 单位：元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

中信期货有色金属 2023 年度策略报告（锌）

图表 16：国内精炼锌新建/扩建 单位：万吨

企业名称	原产能	新产能	实际投产时间	备注
乌恰紫金锌业	0.00	10.00	2020.12.10	出量
青海华信环保	0.00	5.00	2020.Q4	出量
2020 年合计	0.00	15.00		
西南能矿	0.00	8.00	2022 年	计划投产
祥云飞龙	18.00	15.00	2022 年	计划投产
广西誉升	0.00	10.00	2022 年	计划投产
广西永鑫	5.00	5.80	2022 年	计划投产
凉山索玛	0.00	2.00	2022 年	计划出量
华峰锌业	10.00	5.00	2022 年	计划投产
青海西部铝业	0.00	4.00	2022 年 10 月	技改出量
南丹吉朗	8.00	2.00	2022 年 7 月	技改出量
湖南金石矿业	5.00	5.00	2022 年 8 月	计划投产
2022 年合计	46.00	56.80		
金城锌业	0.00	10.00	2023 年	计划投产
河南金利	0.00	10.00	2023 年	过环评
四川俊磊	8.00	0.00	2023 年	计划复产
2023 年合计	8.00	20.00		

资料来源：SMM 中信期货研究所

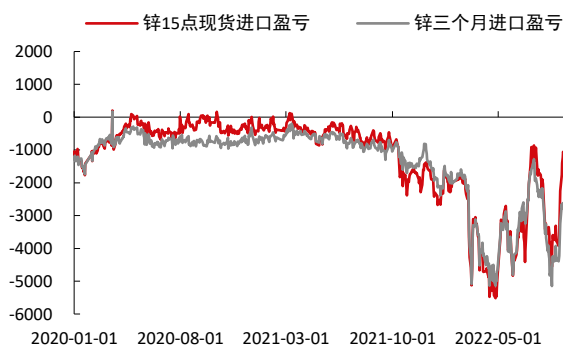
2022 年 9 月精炼锌进口 0.44 万吨，进口量环比增加 45%，同比下降 86.26%。1-9 月精炼锌累计进口量为 58641 吨，累计同比下降 83.79 %。从精炼锌进口来看，由于进口盈利窗口长期处于关闭状态，所以今年锌锭进口量较低；后续在 7-8 月份随着锌锭进口盈利窗口开启，进口锌锭有所增加。9 月精炼锌进口量约为 0.44 万吨，环比增加 0.13 万吨，主要来自于澳大利亚、韩国、泰国。考虑到 9 月下旬以及 10 月中上旬进口盈利窗口处于打开状态，预计 2022 年四季度锌锭进口量会继续增加。2022 年锌锭出口较为亮眼，2022 年 4-5 月份锌锭出口盈利窗口打开，国内冶炼厂及贸易商积极向 LME 的台湾仓库和新加坡仓库交仓，5 月份国内锌锭出口量达到 3.2 万吨，相比于去年大幅增加。

从精炼锌进口盈亏来看，2022 年上半年海外锌价格表现整体强于国内，沪伦比上半年持续走低，国内对进口精炼锌需求下降。进入 7-8 月份以后，伴随着美联储加息持续超预期，海外锌价明显弱于国内，进口锌锭盈利窗口一度打开。预计 2023 年随着海外经济下滑压力增强，叠加国内政策“稳货币，宽财政”，预计内强外弱格局将会持续，沪伦比价大概率处于高位，同时进口亏损会逐步收窄，精炼锌净进口量较 2022 年或有增加。

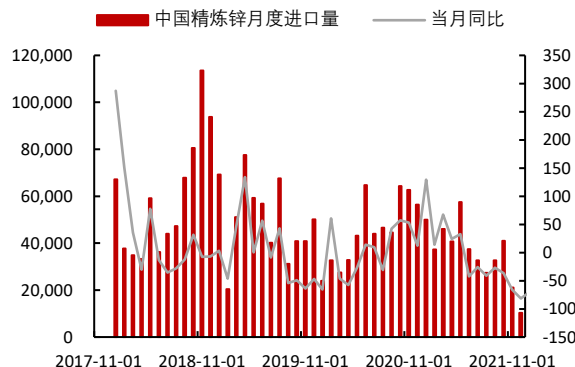
整体来看，预计 2022 年国内锌产量 632 万吨，若政策端扰动偏强则有减量，同时随着内弱外强局面的变化，沪伦比值大概率上修，进口窗口有打开机会，精炼锌进口数量预计较今年有所提高，则精炼锌实际供应较 2021 年或有小幅增加。

中信期货有色金属 2023 年度策略报告（锌）

图表 17：2022 年锌进口窗口打开机会不多 单位：元/吨



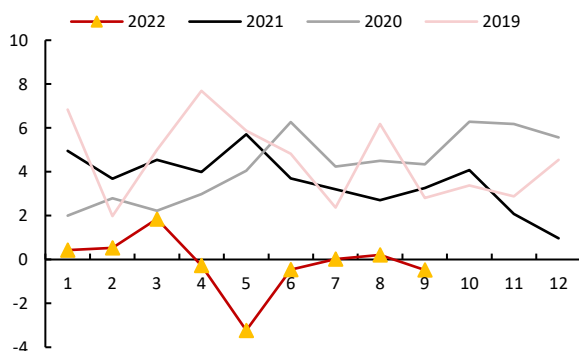
图表 18：2022 年锌进口量同比持续下滑 单位：吨，%



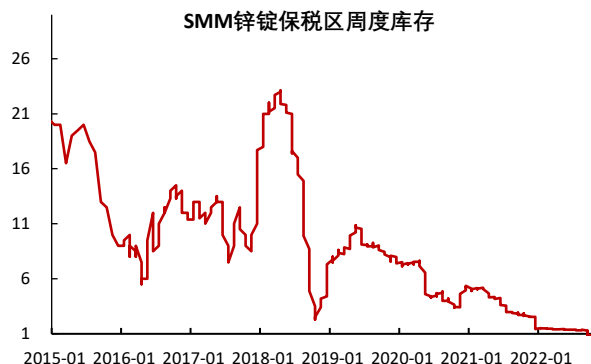
资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 19：2023 年锌净进口量或将提升 单位：万吨



图表 20：国内保税区锌锭库存持续去化 单位：万吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

资料来源：SMM 中信期货研究所

4.2 海外供应：欧洲炼厂持续减产，2023 年有复产可能

2022 年海外能源价格上半年居高不下，锌冶炼成本大幅攀升，在天然气价格处于高位的背景之下，海外冶炼厂理论利润亏损严重。欧洲能源危机的大背景下，导致欧洲锌冶炼企业电力成本高企，市场 2022 年供给端主要关注点主要聚焦在欧洲地区，欧洲冶炼产能大概 230 万吨，占比全球锌冶炼产能的 15%。Nyrstar 于去年 10 月份将其在欧洲的三家锌冶炼厂（荷兰 Budel、比利时的 Balen 以及法国的 Auby）的产量削减了 50%。Nyrstar 冶炼公司产能分别为：Budel 30 万吨/年，Balen 26 万吨/年，Auby 15 万吨/年。2022 年 8 月嘉能可称利润亏损下或将关闭欧洲冶炼厂，Nyrstar 宣布关闭位于荷兰的 Budal 冶炼厂，影响产量约 13.5 万吨。10 月 5 日，嘉能可宣布其在德国的 Nordenham 冶炼厂将自 11 月开始维护，复产时间未定。影响产能约为 18 万吨。

当前欧洲能源价格以及电价已经出现了回落，按照当前电价计算欧洲冶炼厂已经有利润。随着天然气价格以及电价的回落，Budal 冶炼厂宣布复产。Nyrstar 公司于 2022 年 11 月 11 日宣布将重启其位于荷兰的 Budel 冶炼厂，冶炼产能为 27 万吨/年。预计随着电价的回落，后续其他冶炼厂也有复产可能，海外供应压力减小，持续关注海外能源价格。

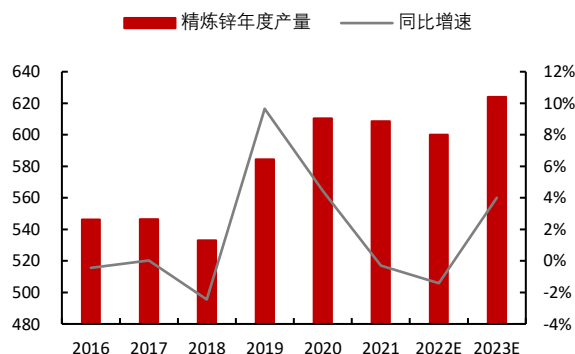
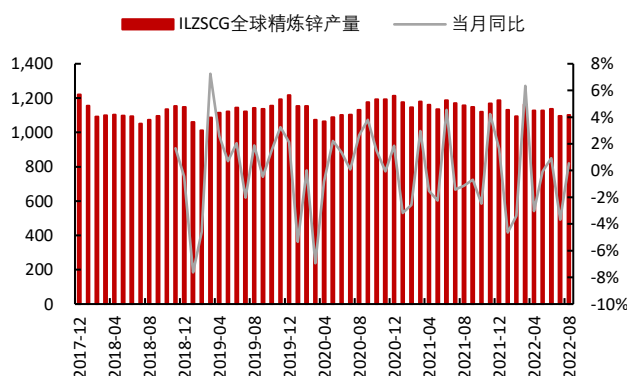
中信期货有色金属 2023 年度策略报告（锌）

图表 21：全球精锌产量基本保持负增速

单位：万吨

图表 22：SMM 中国精锌产量

单位：万吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

资料来源：SMM 中信期货研究所

五、2023 年海外经济继续下滑，国内经济开启复苏

2022 年国内精炼锌需求较为疲弱，受制于海外需求下滑的影响，2022 年国内镀锌出口量降幅较大，同时地产对精炼锌需求也形成较大拖累。预计 2023 年国内精炼锌需求将有一定回升，房地产信贷收紧政策将有矫正，锌消费走弱趋势边际转缓，同时基建需求仍有韧性，宏观上稳增长将成为 2023 年国内需求主基调。不过 2023 年海外经济下滑压力较大，美联储加息和流动性收紧压力较大，出口仍成为较大拖累项。

5.1 国内消费：2023 年地产下滑放缓，基建投资仍有韧性

从初端消费来看，一季度，春节前后的传统淡季期间，疫情持续扰动市场，工业企业放假时长有所增加，终端项目也有推迟，镀锌、氧化锌和压铸锌开工率均处年内低位。春节后，受制于冬奥会的影响，华北地区镀锌企业开工率恢复仍然较慢，镀锌出口下滑较大。

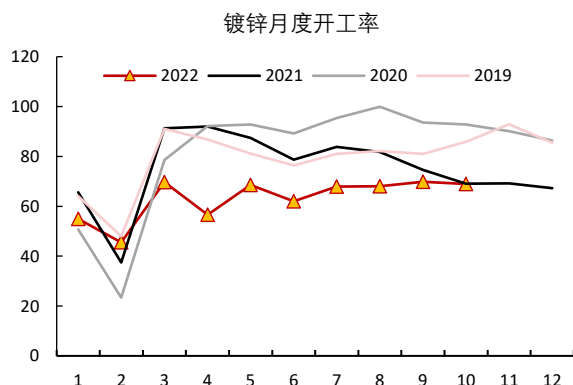
二季度，华东地区疫情爆发，上海地区进入封控状态，华东地区的企业不得已出现停产，同时高速阻塞定点换车等影响下汽运效率大幅下降。另外疫情打击了居民的消费信心，地产本就处于下行周期，疫情使得居民购房意愿转弱，地产行业进入负反馈，依托于地产的镀锌和压铸锌合金开工率表现较差。

三季度，传统淡季下，镀锌管和镀锌结构件开工小幅下降，主要由于 8 月疫情和极端天气扰动终端企业施工，钢材价格波动较大，下游订单未明显好转，企业成品库存压力显现。压铸合金方面，因部分厂因原料库存过高，有生产成为成品需求，开工略有恢复。

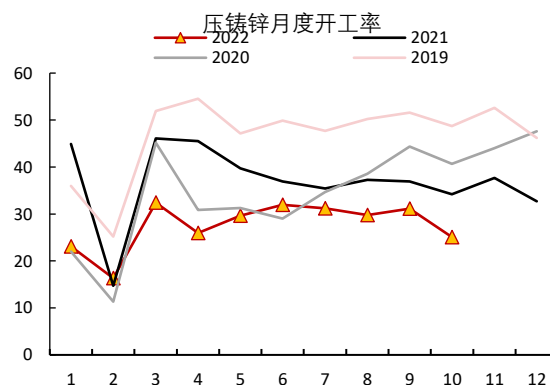
四季度，随着天气转凉，9 月份开始建筑工地开工速度有所加快，锌表观消费出现了较大回升。同时利率处于低位，工厂融资成本较低，镀锌企业生产意愿较强。叠加农用等往年常规旺季订单放量，尽管下游企业利润仍旧微薄，但整体开工有所提升。10 月之后疫情管控有所趋严，而各地疫情爆发不断，下游需求再次受到影响。

中信期货有色金属 2023 年度策略报告（锌）

图表 23：2022 年镀锌开工率前低后高 单位：%



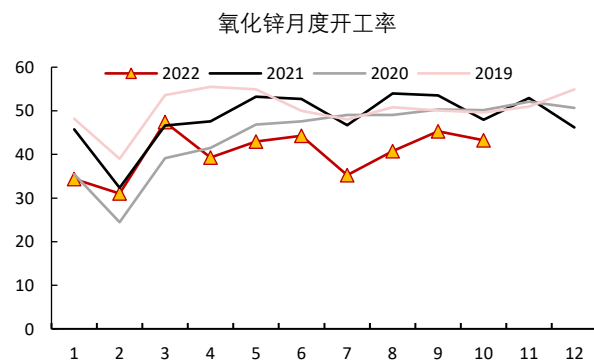
图表 24：2022 年压铸锌开工率整体偏低 单位：%



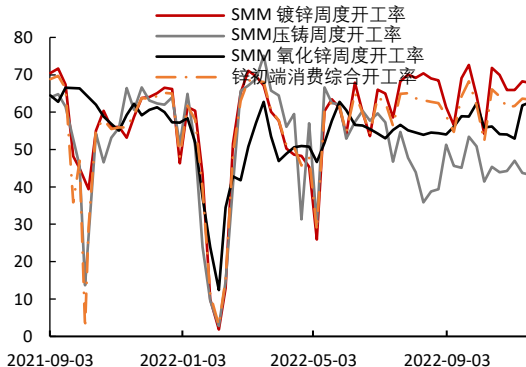
资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 25：2022 年氧化锌开工率整体偏低 单位：%



图表 26：初端消费自年初整体下行 单位：%



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

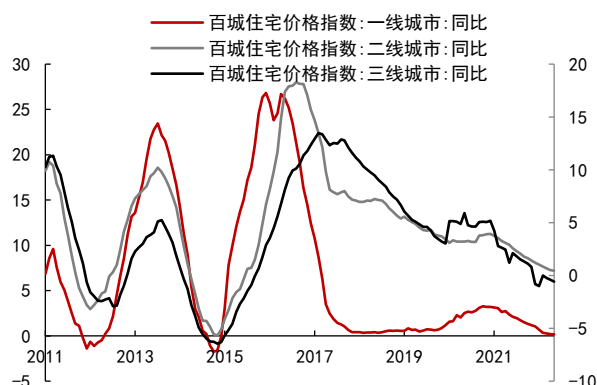
资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

房地产方面，当前现金流压力导致开发投资超预期下滑，但政策偏紧已经边际趋缓，预计在地产十六条以及三支箭等地产政策的刺激下，地产投资降势在 2023 年将放缓。。此轮地产下行周期始于 2021 年下半年，房企现金流压力已经导致开发投资超预期的下滑。资金紧张导致房企经营转向收缩，最先影响的是拿地和新开工，其次是施工、竣工节奏受到负面影响。从房地产建设周期来看，竣工一般落后于新开工 2-3 年，因此竣工端仍然有期待。如果后续开发商资金问题得到一定削弱，2023 年竣工端还会对镀锌等需求有一定支撑。

随着行业信用风险的暴露和恶化，监管政策开始边际转向。截至目前，央行已经多次对金融机构进行预期引导，纠正金融机构对房企融资管理规则的误解，适当放松涉房融资的限制。部分企业预计房地产信贷收紧政策将有矫正，预计 2023 年地产投资增速或将企稳，竣工端最为受益，2023 年全年或能达到 5% 的增速。

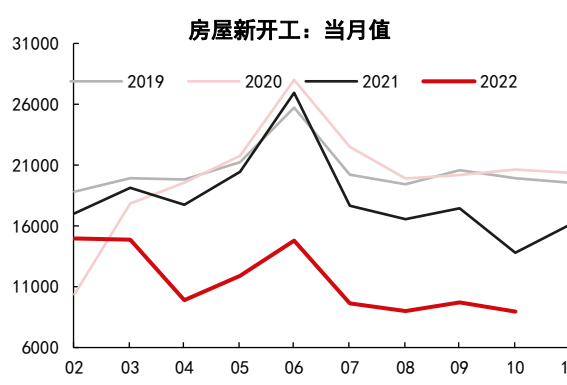
中信期货有色金属 2023 年度策略报告（锌）

图表 27：房地产价格下行趋势明显 单位：%



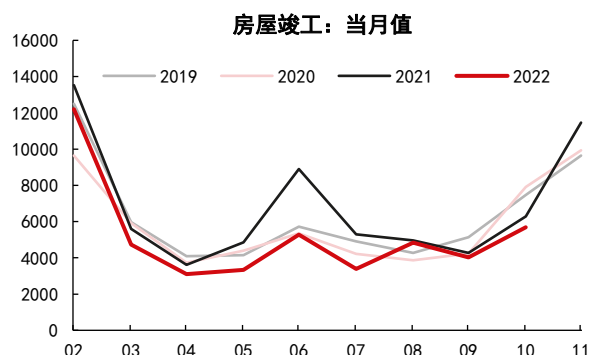
资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 28：新开工面积持续处于低位 单位：万平方米



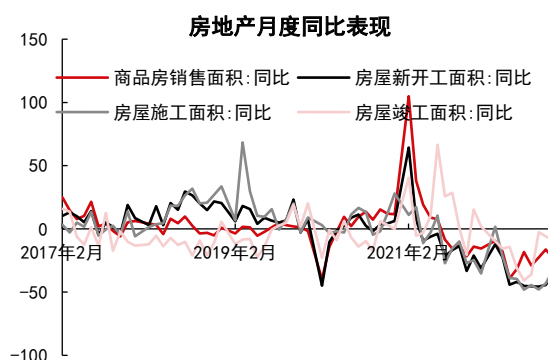
资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 29：房屋竣工面积环比略有支撑 单位：万平方米



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 30：房地产各阶段同比表现大幅走弱 单位：%



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

基建方面，今年专项债发行量创历史新高，约 5 成投向交通基础设施、市政和产业园区领域重大项目，结合 2021 年财政后置形成的实物工作量，2022 年基建投资增速较高。考虑到稳经济政策继续落地生效，预计 2023 年基建投资仍然具有韧性。2022 年 1-9 月基建投资同比增长 11.2%，增速较 1-8 月提高 0.8 个百分点；9 月基建投资同比增长 16.3%，增速较 8 月提高 0.9 个百分点，基建投资小幅改善。8 月 24 日国常会再推出 19 项稳经济政策，其中扩大基建投资仍是重要抓手。一是再增加 3000 亿元以上额度的政策性开发性金融工具；依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额，10 月底前发行完毕。二是核准开工一批条件成熟的基础设施等项目。这些措施的落地生效将推动后续基建投资趋于小幅改善。

从资金端来看，政府年底到明年年中，可用于基建投资的资金充足。从项目端来看，今年申报的项目较去年有明显的下降，但是项目端具有一定的弹性空间，如果政府稳增长的意愿偏强，项目通过的比例或有增加。从宏观情况上来看，明年年中欧美经济衰退风险加大，外需拉动增长动力不足，预计稳增长将继续成为 2023 年主基调，全年基建投资仍有韧性。

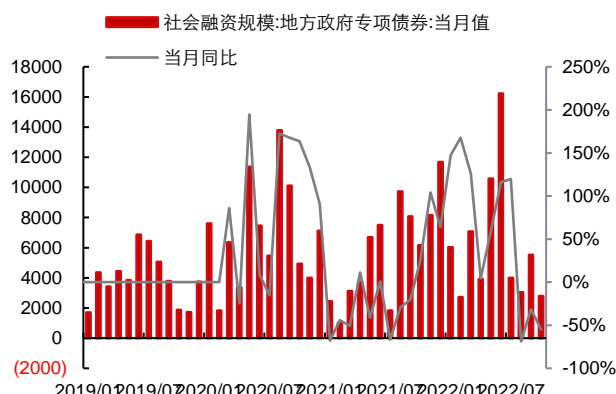
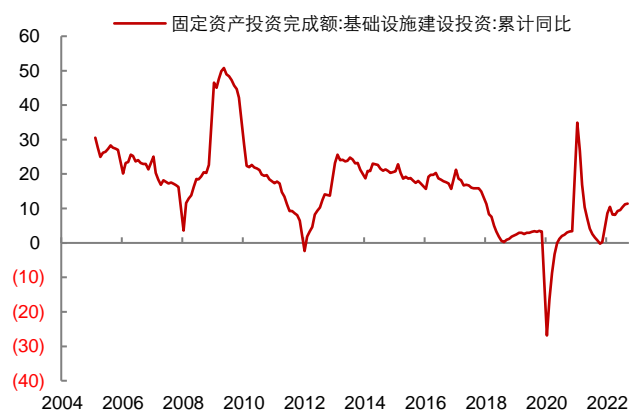
中信期货有色金属 2023 年度策略报告（锌）

图表 31：国内基建投资低于预期

单位：%

图表 32：专项债投资大幅提高

单位：亿元



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

汽车消费方面，今年国内汽车产销形成上半年疲弱下半年强劲格局。上半年受到疫情的影响，国内汽车消费受到明显压制，而处于全球汽车产业链中至关重要的上海更是受到较大影响，今年上半年汽车产销下滑较为严重。5月23日国务院总理主持召开国务院常务会议，进一步部署稳经济一揽子措施。在汽车方面，阶段性减征部分乘用车购置税600亿元。此外汽车央企发放的900亿元货车贷款，要银企联动延期半年还本付息。

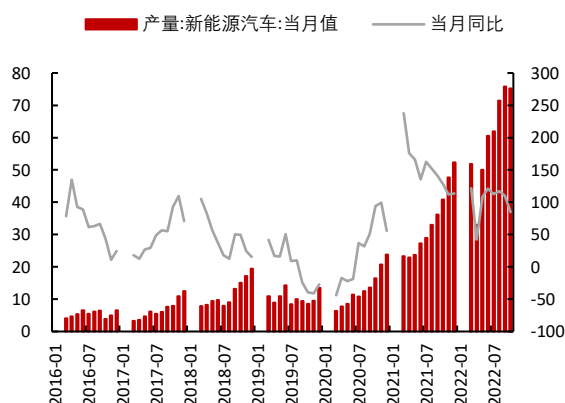
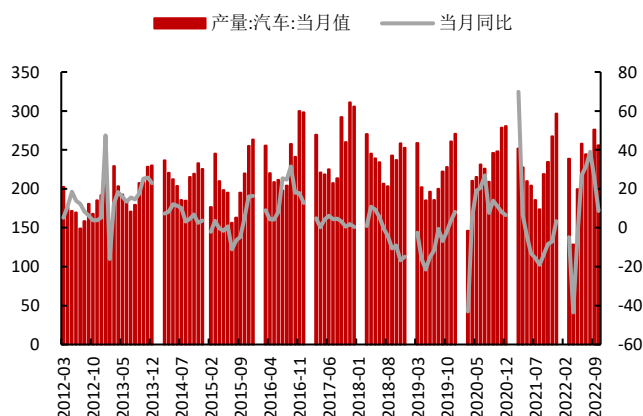
在政策的刺激之下，6月份开始汽车产销明显回升。中汽协数据，9月中国汽车销量252万辆，同比增加15%，1-9月累计同比增长4%。20228月份汽车经销商综合库存系数为1.46，环比回升0.01，同比上升0.09，库存水平位于警戒线以下，处于合理范围内。9月中国汽车出口30.1万辆，同比增加74%，1-9月累计出口同比增长58.8%。预计2023年汽车产销增速将会明显下滑，对锌消费支撑减弱。

图表 33：汽车销量维持较高增速

单位：万辆，%

图表 34：新能源汽车销量持续攀升

单位：万辆，%



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

5.2 海外消费：2023 年海外通胀迭起，经济存衰退风险

2022 年，在海外主要经济体通胀高企且粘性超预期、供应链中断和地缘危机加剧的背景下，海外央行加速收紧货币政策，全球经济增速有所放缓。这使得海外工业硅的需求有所下滑，也带动中国工业硅出口持续下滑。在美联储持续大幅度加息的背景之下，欧洲经济衰退已经无法避免，美国也极有可能陷入硬着陆的风险。

IMF 把全球经济增长率预计将从 2021 年的 6.0%，下调至 2022 年的 3.2% 和 2023 年的 2.7%；相较于今年 1 月份 IMF 对全球经济增长的预期，2022 年和 2023 年全球经济增长预期分别下调 1.2 个百分点和 1.1 个百分点，其中 2022 年美国 and 欧元区经济增长预期分别下调 2.4 个百分点和 0.8 个百分点，2022 年中国和印度经济增长预期分别下调 1.2 个百分点和 2.2 个百分点，2023 年美国 and 欧元区经济增长预期分别下调 1.6 个百分点和 2 个百分点，2023 年中国和印度经济增长预期分别下调 0.8 个百分点和 1 个百分点。

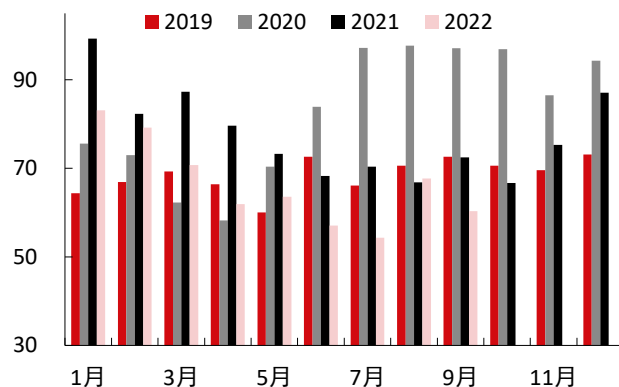
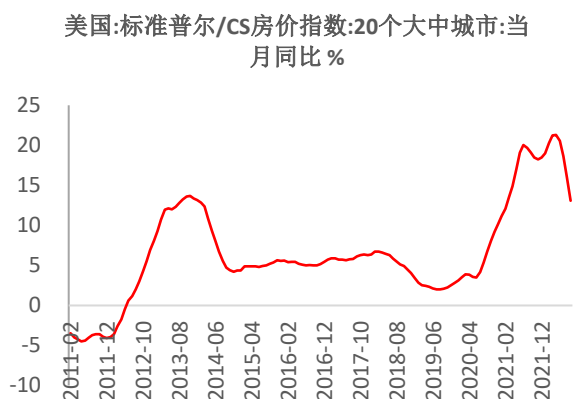
2022 年 10 月摩根大通全球制造业 PMI 为 48.6%，自 2021 年 5 月的高点 56% 连续回落，已经跌破荣枯线。美国 10 月工业产出初值环比下跌，产能利用率回落。由于前值有所修正，美国工业生产上升动能再度展现疲态，核心在于新订单的转冷使其难以有所表现，或将使得后续美国工业生产打开下行通道。

图表 35：美国房地产价格指数开始回落

单位：%

图表 36：2022 年美国房地产新开工数量回落

单位：万套



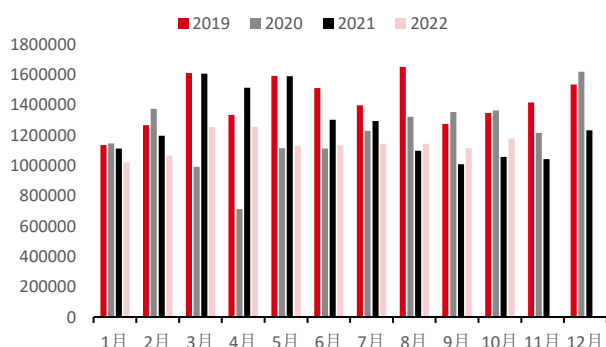
资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

中信期货有色金属 2023 年度策略报告（锌）

图表 37：美国汽车消费走弱

单位：辆



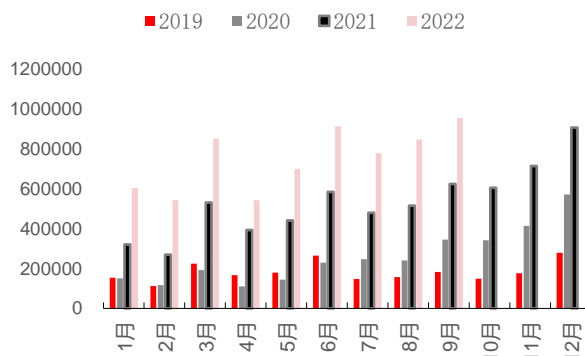
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 39：全球 PMI 处于下行趋势 单位：%



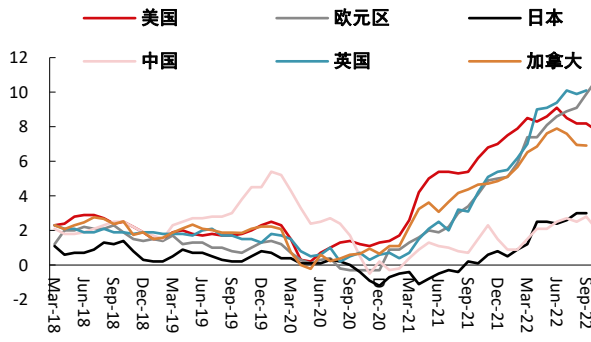
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 38：全球新能源汽车销量大幅上行 单位：辆



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 40：美国 CPI 大幅上行 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

六、库存：2023 年库存将逐渐累积

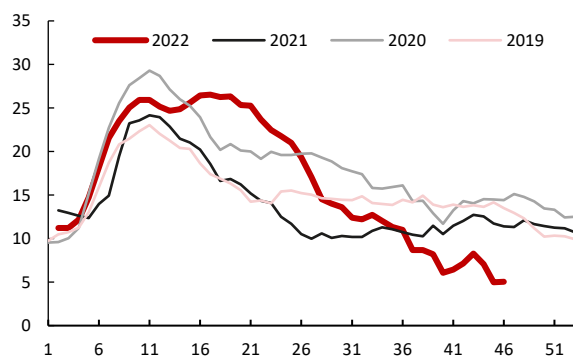
从社会库存来看，2022 年国内库存在春节期间大幅累库，主要是受到冬奥会的影响，华北地区镀锌厂因为环保问题陆续减产，导致锌需求表现较差，库存也在一直累积。不过 5 月份后锌库存开始大幅度下降，一方面随着疫情的解封，下游需求逐渐好转。另外受制于锌矿供应紧张的影响，国内陕西、内蒙、云南地区开工率出现下降，众多冶炼厂出现减产，库存下降至历史同期的相对低位水平。

从交易所库存来看，截止 11 月 18 日，LME 交易所加上上海保税库的锌库存在 5 万吨以下。伦锌库存下降至 4.53 万吨，绝对量来看，也处于近 10 年偏低水平；沪锌库存自年中持续降库，当前处于 10 年来最低水平，主要是由于今年国内供给扰动较大，叠加沪伦比值处于低位，进口锌数量偏低；上海保税库锌库存自年初以来持续下行，也是由于今年锌锭沪伦比值走弱，进口窗口打开机会较少，进口偏弱影响。

对于 2023 年，随着锌矿供应走向宽松，冶炼厂利润大幅回升，锌锭供应弹性较大，预计一季度锌锭库存将逐渐累积。海外库存方面，2022 年 LME 锌库存持续去化，预计 2023 年海外需求收缩，锌去库趋势或有扭转。

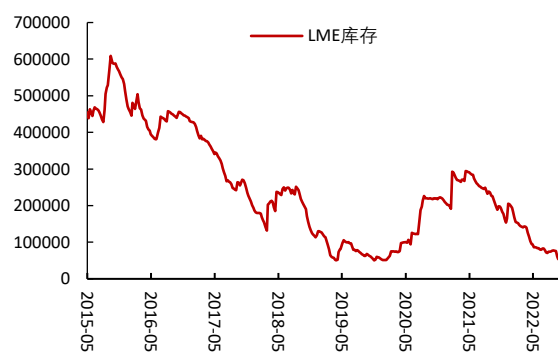
中信期货有色金属 2023 年度策略报告（锌）

图表 41：2022 年锌社会库存处于偏低水平 单位：万吨



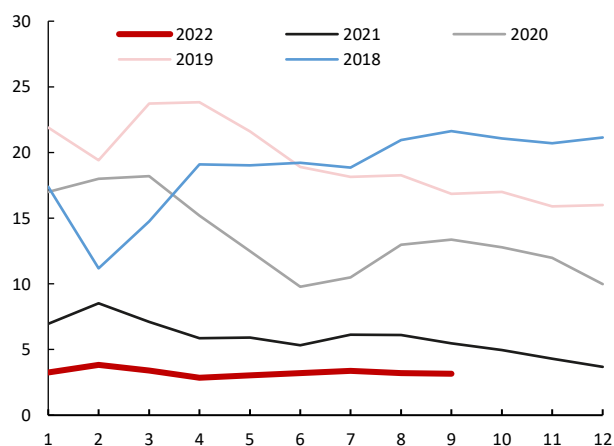
资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 42：2022 年 LME 锌库存持续下滑 单位：吨



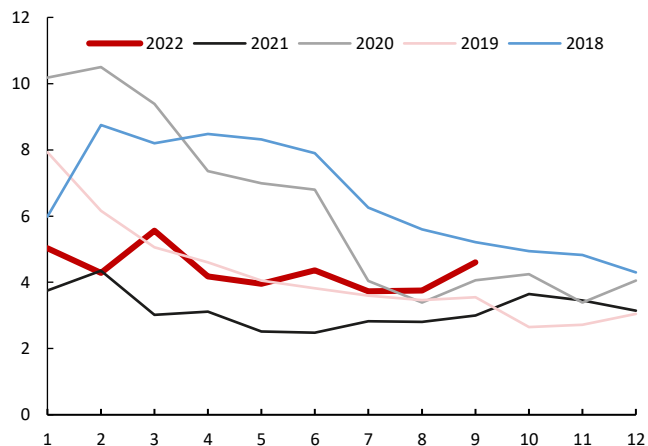
资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 43：下游补库意愿较弱 单位：万吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 44：冶炼厂锌锭库存逐步抬升 单位：万吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>