

2023 年经济复苏态势明确 供需双侧错位回升

——2023 年中泰期货有色金属市场年度回顾和未来展望

2022 年 12 月 29 日



中泰期货研究所



中泰期货服务号

品 种 目 录

分析师（团队）

铝分析师：彭定桂

期货从业资格：F3051331

投资咨询资格：Z0016008

锌分析师：王竣冬

期货从业资格：F3024685

投资咨询资格：Z0013759

联系电话：18366135881

E-mail: wangjd@ztqh.com

客服电话：400-618-6767

公司网址：www.ztqh.com

上半年经济复苏再现提振 下半年过剩压力难解

- 5 -

——中泰期货铝市场 2022 年年度回顾和 2023 年展望

沪锌年内创下上市以来次高价 供需博弈下价格维持震荡

- 22 -

——中泰期货锌市场 2022 年年度回顾和 2023 年展望

内容摘要

■ 铝：

市场回顾：2022 年铝价先涨后跌，伴随全球经济下行和美联储加息,前期高估值（高利润）的商品价格纷纷回落，但由于供应端脆弱性和整体库存水平偏低，价格回落的幅度相对有限。

供应：2022 年电解铝供应一波三折，先是大规模快速复产、投产，到三季度西南三省又面临到高温干旱限电减产，全年供给恢复很不顺利，产量增长不及预期。根据阿拉丁数据测算，2022 年中国电解铝产量预计在 3997 万吨，较上年增加 98 万吨，同比增长 2.5%。

需求：终端消费领域，整体表现较为疲软，除了汽车行业和光伏行业表现强劲以外，房地产、家电等行业陷入寒冬。下游开工显著弱于去年同期，特别是建筑型材领域。建筑型材开工惨不忍睹，因房地产需求惨淡；铝箔铝板带表现也不佳，铝板带上半年表现较好，因出口需求表现较好，但下半年出口需求下滑则出现显著的下滑态势，铝杆受益于电网投资稳定，铝合金受益于汽车产业扩张需求。

展望：2023 年，随着疫情全面放开，受疫情干扰的生产和消费将迅速回升，新一届政府工作重心将全面转向稳增长、保就业、扩大内需、提振消费，房地产重回支柱产业定位，上半年经济修复弹性较大，但全球经济仍处于衰退阶段，出口仍将大幅下降，受国内人口、经济信心、房地产仍在底部等因素，全年经济修复的空间比较有限。供需上，2023 年，若 5-6 月份云南开始加速复产，供应将大幅修复，供应同比增加 4.12% 约 170 万吨；消费方面，受房地产企稳、保交楼政策提振，预计明年内需将明显修复，但由于出口需求则大幅下滑，预计 2023 年消费增长 0.87% 约 36 万吨，全年供需过剩约 100 万吨。若明年产能复产顺利和全球经济陷入比较显著的衰退，预计下半年国内电解铝价格可能下探至 15000 元/吨左右；同时，由于国内经济强复苏预期，修复空间较大，而美元加息见顶对铝价抑制作用有限，上半年铝供需面表现较好，国内铝价有望上涨至 20000 元/吨，下半年则受供应过剩压力和市场进入降息阶段，震荡下行。

风险提示：西南降水丰富，云南提早复产

■ 锌：

市场回顾：2022 年锌价先涨后跌，随着国际地缘政治风险加码、能源危机显现价格水涨船高，其后锌市定价逻辑发生转变，全球经济下滑带来的需求不振拖累沪锌价格，市场更加认可需求不佳导致的利空逻辑。进入下半年后，海内外供需逻辑出现分化，海外炼厂在成本压力下减产消息不断为锌价提供支撑，国内需求迟迟得不到改善叠加供应端频传增量又对价格造成打压。

供应：产能方面，锌精矿供应紧张待缓解，锌锭产出稳中有降；库存方面，海内外库存持续低位，国内社会库存静待拐点；进出口方面，上半年出口亮眼，年末锌锭进口发力，全年进出口或能打平。

需求：下游开工方面，受房地产低迷等因素拖累，锌三大消费板块整体走弱。今年锌消费数据走低逾 10%，三大消费板块开工率上来看，2022 年除了镀锌三季度同比有所改善外，其他板块全年开工同比均呈现下降状态。终端消费领域，整体表现较为疲软，除了汽车行业表现强劲以外，房地产、家电等行业陷入寒冬。

展望：

若 12 月国内复产数据符合预期，在当前较高的锌价引导下，年后企业也有足够的动力开工生产，或进一步造成国内现货宽松。海外市场受成本提升影响，仍有减产乃至关停的风险，对应需主要关注欧洲天然气价格、欧洲大型炼厂生产端动态。

房地产方面，政治局经济会议上，再次强调了“房住不炒”的原则。回顾全年，针对房地产的刺激政策不

断涌现。从今年上半年开始，房贷利率下调历史最低水平，除个别核心城市以外，限购政策基本解除，地产销售、竣工已经出现企稳，并未继续恶化，但一众政策根本目的是维持行业稳定，并非鼓励与发展房地产，对锌的下游消费来说，房地产的企稳更多是从广义层面上，通过提振市场情绪来支撑锌价，2023 年即便房地产行业随着市场活力重现、重拾消费信心而不断向暖，也很难对锌价产生明显且持续的利多影响。短期预计竣工数据和销售数据可改善镀锌和压铸锌板块需求。我们认为 2023 年房地产行业将好于今年，但对锌下游消费的提振有限。

年内从基建的数据来看，除铁路运输业外固定资产投资完成额累计同比均处于正增长，基建表现逐步上行，未来重点关注基建的贡献情况。根据最新的经济会议，明年基建的带动更多的是在交通运输方面，释放出行消费潜力，加强停车场、充电桩、换电站、加氢站等配套设施建设，预计未来会对镀锌板和镀锌管消费有一定的带动。

2022 年，受俄乌冲突影响，海外锌锭价格上涨较快，出口窗口短暂打开，后随着国内需求预期悲观与美联储加息动作不断，价格快速回落。2023 年，随着疫情全面放开，受疫情干扰的生产和消费将迅速回升，当前锌价仍处高位，价格博弈将围绕在新增产能落地与国内需求复苏两个方面，预计将宽幅震荡，区间 20000-25000 元/吨。

风险提示：国际地缘政治风险加剧，国内外供应增量超预期

正文目录

目录

上半年经济复苏再现提振 下半年过剩压力难解	- 5 -
——中泰期货铝市场 2022 年年度回顾和 2023 年展望	- 5 -
一、市场回顾	- 5 -
1、2022 年加息周期与经济衰退叠加 铝价顺势回归常态	- 5 -
二、供应方面	- 7 -
1、产能：上半年产能快速修复 下半年再次遭遇限电减产	- 7 -
2、库存：三季度减产导致铝锭库存大幅去化	- 8 -
3、进出口：上半年出口高峰 原铝进口大幅减少	- 9 -
三、原料及成本方面	- 10 -
1、2022 年能源价格居高不下 2023 年能源价格压力缓和	- 10 -
2.氧化铝产能过剩加剧 价格持续回落	- 11 -
3.电解铝成本保持稳定 2023 年成本下移	- 12 -
四、需求方面	- 13 -
1、下游开工：受房地产行业拖累 建筑型材及铝板带开工显著弱于同期	- 13 -
2、终端需求：地产寒冬 新能源加速扩张	- 14 -
五、2023 年市场展望	- 17 -
1、供应展望：云南复产决定产量空间	- 17 -
2、需求展望：地产需求企稳 2023 年铝消费继续小幅增长	- 18 -
3.供需平衡：若云南投产预期较好 下半年过剩压力较大	- 19 -
4、宏观展望：上半年国内经济复苏 下半年海外经济衰退 VS 美元降息预期	- 20 -
沪锌年内创下上市以来次高价 供需博弈下价格维持震荡	- 22 -
——中泰期货锌市场 2022 年年度回顾和 2023 年展望	- 22 -
一、市场回顾	- 22 -
1、2022 年锌价创 2007 年上市以来次高 下半年震荡运行	- 22 -
二、供应方面	- 23 -
1、产能：锌精矿供应紧张待缓解 锌锭产出稳中有降	- 23 -
2、库存：海内外库存持续低位 国内社会库存静待拐点	- 24 -
3、进出口：上半年出口亮眼 年末锌锭进口发力	- 25 -
三、需求方面	- 26 -
1、下游开工：受房地产低迷等因素拖累 锌三大消费板块整体走弱	- 26 -
2、终端需求：地产与家电需求低迷，汽车板块尚可	- 26 -
四、2023 年市场展望	- 29 -
1、供应展望：库存拐点或于 2023 年上半年体现	- 29 -
2、需求展望：地产难言利好 基建提供需求爆发点	- 29 -
3、价格展望：价格博弈将围绕在新增产能落地与国内需求复苏两方面	- 30 -

上半年经济复苏再现提振 下半年过剩压力难解

——中泰期货铝市场 2022 年年度回顾和 2023 年展望

一、市场回顾

1、2022 年加息周期与经济衰退叠加 铝价顺势回归常态

2022 年铝价先涨后跌，伴随全球经济下行和美联储加息，前期高估值（高利润）的商品价格纷纷回落，但由于供应端脆弱性和整体库存水平偏低，价格回落的幅度相对有限。铝价来看，走势主要分为三个阶段：

第一阶段（2021.12-2022.3）：供应偏紧、旺季需求提振价格修复。基本上，2021 年三季度，国内电解铝接连遭遇大规模限电减产，在产产能大幅下降，开工产能从 4100 万吨以上降至不足 3800 万吨，大大低于消费预期，带动库存持续去化，节前库存水平仅有 80 万吨左右，导致上半年供需紧张预期较强，12 月开始铝价开始企稳回升。于此同时，欧洲地区爆发能源危机，大量电解铝产能减产，LME 铝价持续上涨，带动沪铝快速回升，而且 2 月俄乌战争爆发，西方纷纷出台各项措施制裁俄罗斯，市场担忧制裁影响俄铝供应，LME 铝顺势冲上 4000 美元/吨历史高位，沪铝也再度突破 24000 元/吨。另外，宏观上美联储仍在维稳货币宽松环境，无视通胀压力，而国内经历去年三季度拉闸限电后，12 月以来经济修复动能比较强劲，出口需求仍在高位。

第二阶段（2022.3-2022.7）：高估值遭遇货币紧缩和经济衰退担忧，价格大幅回落。由于俄乌战争的刺激，沪铝价格跟随 LME 铝大幅上涨至 4000 美元/吨以上的历史高位，两地价差一度打开沪铝出口窗口，反映市场极度过热，随着市场热炒结束，铝价快速回调。然而国内 3 月生产旺季遭遇上海疫情引发持续 3 个月的全国性大面积封控、物流停摆、制造业停工等多重冲击，市场信心较差，铝价从 22000 元/吨左右大幅回落至 5 月份 19000 元/吨左右。此后随着疫情防控缓和，物流有所恢复，铝价有所恢复。但是 6 月份美联储释放加快加息信号，6 月中旬首次加息 75 个基点，市场对大幅加息导致经济强衰退的担忧不断提升，商品开始快速回落。

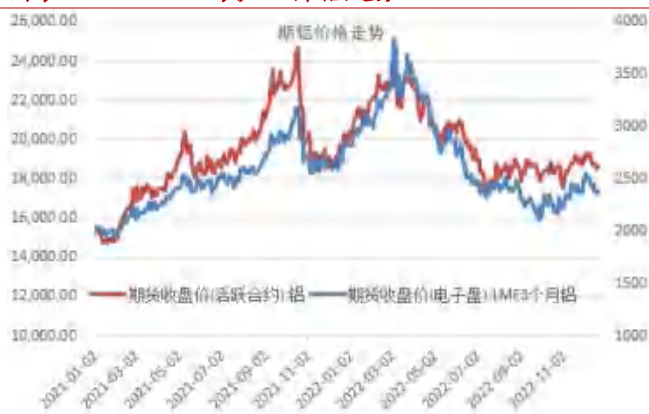
第三阶段（2022.7-2022.11）：供需双弱与经济疲软、货币紧缩相互交织，沪铝上下两难。7 月初随着市场对美联储突然大幅加息导致经济强衰退担忧心态修正，商品开始企稳，个别强势品种反弹幅度较高。但沪铝由于整体消费依旧疲软，特别是年中不断发生房地产断供、暴雷事件，导致市场信心非常悲观，限制铝价的反弹，主力价格维持在 18000-19000 区间震荡，现货也是贴水状况。但是 8 月中旬和 9 月中旬，四川、云南遭遇持续大面积高温干旱，水电供给压力较大，其中四川减产 100 万吨和云南减产 120 万吨，供给大幅下降，四季度库存加速去化，同时 10 月底开始市场转向美联储放缓加息步伐，货币环境趋缓，美元持续回落，铝供应短缺引发现货升水走强，铝价底部不断抬升。

海外价格方面，去年 12 月欧洲能源危机爆发，大量电解铝产能减产，同时遭遇 2 月份俄乌战争爆发，市场担忧制裁影响俄铝供应，LME 铝价一度冲破 4000 美元/吨，随着炒作情绪退潮，铝价迅速回落。此后，伴随着经济下行和美联储不断紧缩货币，LME 铝价最低下探至 2100 美元下方，海外

大幅产能陷入亏损，此时LME讨论禁止俄铝进入LME市场（11月公示不禁止），LME铝库存创新低，美联储放缓加息步伐等因素支撑，LME铝价逐渐回升。

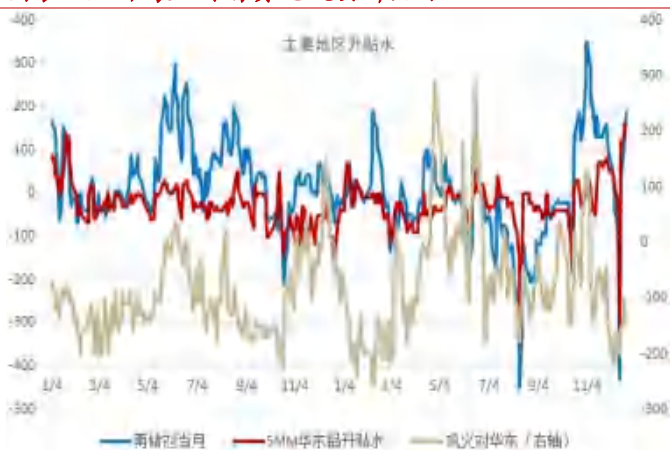
升贴水方面，上半年受到铝价大幅波动，升贴水表现并不稳定，波动较大，特别是巩义地。随着价格走势趋缓，下游需求疲软，导致11月份之前现货处于贴水状态，但是随着8-9月份四川、云南累计减产200万吨，库存开始快速去化，供应偏紧多头挤仓效应较强，升水不断走强。海外方面，俄乌战争，俄铝供应量下降，海外铝贸易升水冲高，随着炒作情绪回落，消费需求下滑，贸易铝升水持续下降。

图表1：LME铝与沪铝价格走势



来源：Wind，中泰期货整理

图表2：国内主要消费地现货升贴水



来源：Wind，中泰期货整理

图表3：铝锭进口盈亏



来源：SMM，中泰期货整理

图表4：海外铝贸易升水



来源：彭博，中泰期货整理

二、供应方面

1、产能：上半年产能快速修复 下半年再次遭遇限电减产

图表5：中国2022年电解铝产能变动详细

2022年中国电解铝运行产能变动情况 单位：万吨								
地区	企业名称	期初产能	期末产能	Q1	Q2	Q3	Q4	变动
新疆	东方希望	75	90	7	8			15
甘肃	甘肃中瑞	7.2	24.5			12	5.3	17.3
甘肃	中铝连城	14	54		6	34		40
青海	海源铝业	14	10	5	5			10
内蒙古	包头铝业	50	55	5				5
内蒙古	包头新恒丰	45	50	5				5
内蒙古	包头稀铝	78	85	7				7
内蒙古	蒙泰铝业	42	50	8				8
内蒙古	锦联铝材	92	105	8	5			13
内蒙古	创源铝业	65	78	13				13
内蒙古	霍煤鸿骏	82	86	4				4
内蒙古	白音华铝电	0	26				26	26
山西	山西新材料	30	42	12				12
山西	山西华润	45	50		5			5
河南	豫港龙泉	60	54				-6	-6
河南	恒康铝业	24	22				-2	-2
山东	山东魏桥	565	540		-25			-25
山东	南山铝业	84	80			-4		-4
四川	广元中孚	43	50			-30	37	7
四川	阿坝铝业	20	8			-20	8	-12
四川	博眉铝业	12.5	12			-12.5	12	-0.5
四川	四川启明星	12.5	12.5			-10	10	0
四川	广元启明星	12	12			-8	8	0
贵州	贵州华仁	32	30	10			-12	-2
贵州	中铝遵义	42	30				-12	-12
贵州	双元铝业	15	11				-4	-4
贵州	安顺铝业	11					-3	-3
贵州	兴仁登高	25	24				-1	-1
贵州	元豪铝业	0	2				2	2
云南	云铝股份	210	220	75	8	-73		10
云南	云南神火	53	72	23	14	-15		22
云南	云南其亚	12	13	18	5	-10		13
云南	云南宏泰	15	75	33	32	-5		60
广西	百矿铝业	42	22	-42	5	7	10	-20
广西	百矿田林	13	38	13	13			26
广西	百矿隆林	0	20	10	10			20
广西	百矿德宝	26	38	8	4			12
广西	百色银海	10	20			6	4	10
广西	来宾银海	25	33				8	8
合计		2003.2	2244	222	95	-129	90.3	279

来源：阿拉丁，中泰期货调研整理

2022 年电解铝供应一波三折，先是大规模快速复产、投产，到三季度西南三省又面临到高温干旱限电减产，全年供给恢复很不顺利，产量增长不及预期。

产能方面，年初云南电力供应缓解，省内督促企业尽快复产，加上铝价高、利润好，云南省去年停产产能迅速恢复，此外内蒙古、广西去年限电减产产能也迅速复产，电解铝产能迅速恢复至 4150 万吨左右，增加了近 350 万吨，然而今年夏季南方持续高温干旱，四川、云南降水偏少，水电供应不足，8 月、9 月份四川和云南分别又限电减产了 100 万吨和 120 万吨左右，12 月份贵州因寒潮限电减产 30% 仅 40 万吨，导致年内开工产能波动较大。截至年底国内电解铝开工产能大约在 4080 万吨，较年初增加约 280 万吨。新增产能方面，云南产能新增基本结束，文山铝业、云铝海鑫、云铝溢鑫、云南其亚、云南神火实现达产，云南宏泰和山东魏桥产能加总实现动态平衡，广西百矿产能也实现达产目标。此外锦联铝材、兴仁登高、贵州元豪、内蒙古白音华铝电实现置换产能投产，国内绝大部分产能已基本实现投产，建成产能接近 4500 万吨峰值。

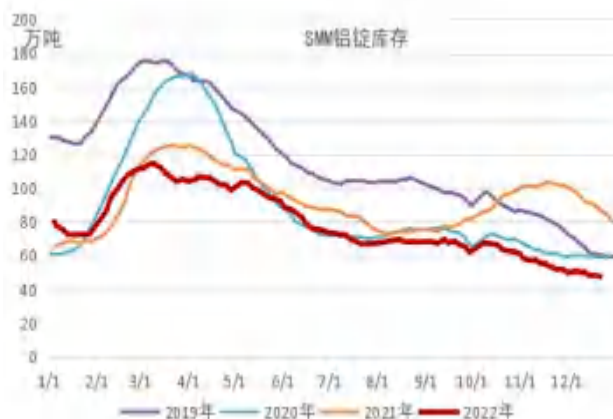
产量方面，根据阿拉丁数据测算，2022 年中国电解铝产量预计在 3997 万吨，较上年增加 98 万吨，同比增长 2.5%，此外根据国家统计局数据，11 月份电解铝产量为 341 万吨，同比增长 9.4%，1-11 月电解铝产量为 3677 万吨，累计同比增长 3.9，预计全年产量 4030 万吨。

2、库存：三季度减产导致铝锭库存大幅去化

库存方面，受 8、9 月份四川和云南减产影响，铝锭库存持续下滑，显著低于去年同期。截至 12 月 22 日，SMM 统计国内主要消费地电解铝库存 47.5 万吨，较去年同期下降 38.9 万吨，此外，钢联统计国内主要消费地铝棒库存 7.55 万吨，较去年同期下降 1.65 万吨，出入库方面，受疫情扰动，铝锭出入扰动比较大，趋势不太明显，四季度呈现出出入库双弱局面。

仓单方面，受库存持续下降，内外仓单库存均处于历史低位区间，沪铝下半年出现较为严重的多头挤仓效应，现货持续高升水，对价格支撑较强。

图表 6：SMM 主要消费地铝锭库存



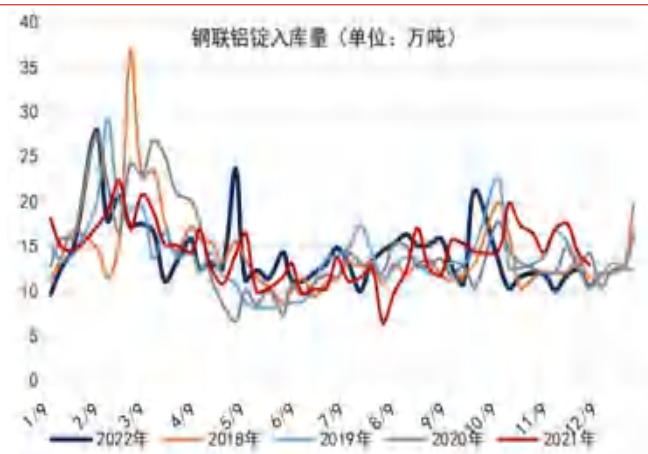
来源：SMM，中泰期货整理

图表 7：钢联主要消费地铝棒库存



来源：上海钢联，中泰期货整理

图表8：钢联铝锭入库量



来源：上海钢联，中泰期货整理

图表9：钢联铝锭出库量



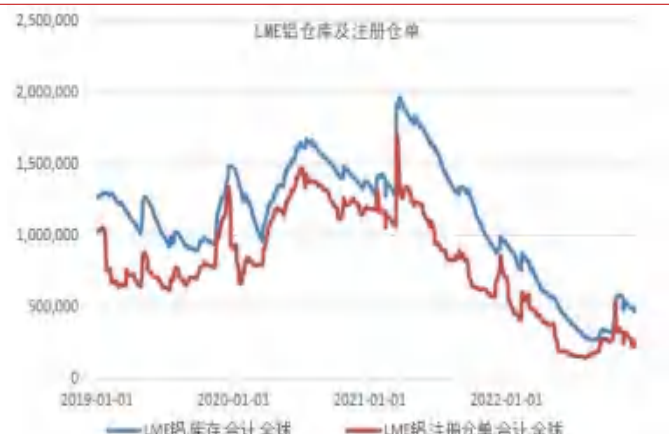
来源：上海钢联，中泰期货整理

图表10：上期所铝库存



来源：Wind，中泰期货整理

图表11：LME 铝库存



来源：Wind，中泰期货整理

3、进出口：上半年出口高峰 原铝进口大幅减少

进出口方面，出口对铝消费的拉动增量预计在80万吨。上半年铝材出口高峰，未锻轧铝及铝材月均出口近60万吨，下半年则快速回落至常态45-50万吨，因上半年LME铝价相对沪铝偏高，部分订单转移至中国，预计全年累计出口未锻轧铝及铝材约660万吨，同比增加约100万吨，增量主要是铝板带，少部分铝箔；不过，铝制品出口较去年有所减少，反映海外生产恢复，对国内铝制品量有所下降，全年累计出口铝制品约265万吨，较去年下降17万吨。进口方面，由于进口窗口关闭，原铝进口大大减少，但去年订单效应，今年仍有较大数量流入国内市场，预计全年进口未锻轧铝及铝材235万吨，同比下降约85万吨，其中铝锭60万吨左右，同比减少约100万吨。

根据海关总署最新数据显示，2022年11月，中国出口未锻轧铝及铝材45.55万吨，同比下降10.5%；1-11月累计出口613.18万吨，同比增长21.3%。11月中国进口未锻轧铝及铝材25.57万吨，同比下降35.7%；1-

11月累计进口213.27万吨，同比下降28.2%。其中，其中1-11月累计进口原铝54万吨，同比下降63.9%，累计出口原铝19.5万吨，同比增长2994%（保税出口方式为主）；累计进口废铝138.8万吨，同比增长58.8%。

图表12：国内电解铝开工产能



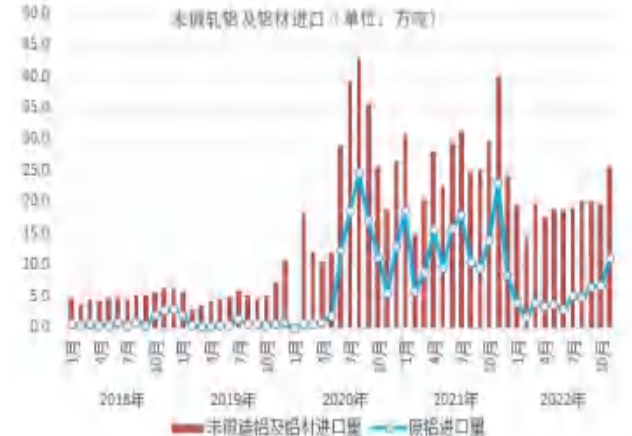
来源：ALD，中泰期货调研整理

图表13：国内电解铝产量



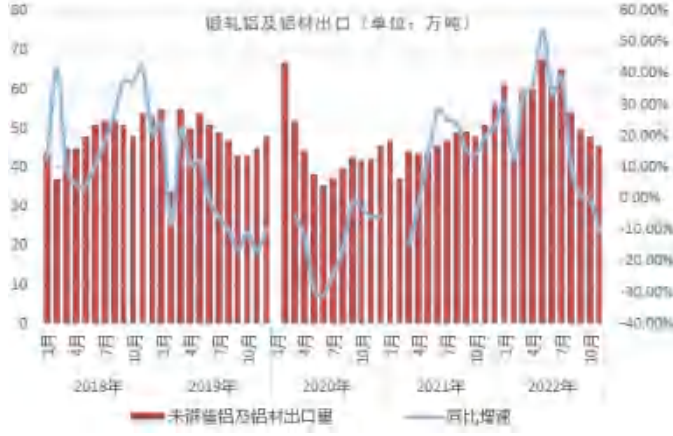
来源：ALD，中泰期货整理

图表14：未锻轧铝及铝材进口量



来源：Wind，中泰期货整理

图表15：未锻轧铝及铝材出口量



来源：Wind，中泰期货整理

三、原料及成本方面

1、2022年能源价格居高不下 2023年能源价格压力缓和

2022年尽管俄乌战争、欧洲能源危机加剧，海外煤炭价格大幅上涨，但国内煤炭价格整体平稳，主要受到去年以来保供政策支持，煤炭产能增加，确保了国内煤炭市场稳定。据统计，1-11月份，全国煤炭产量40.9亿吨，同比增长9.7%，比去年同期增加3.6亿吨，创历史新高，煤炭产能增加3亿吨。不过，年内煤炭价格仍然受到三月份疫情影响和9月份20大、矿难、疫情等多重因素影响出现较大幅度的上涨。此外，由于铝价下跌，能源成本成为电解铝主要的成本压力，目前国内除西北、内蒙古等地，其他地区电解铝产能的用电成本均高达5毛以上。预计2023年煤炭产能预计将在2022

年增长3亿吨的基础上继续增长约2亿吨-2.5亿吨，但由于井工矿投产周期较长所限，实际有效产能的提升或只有2亿吨以内，产量增长约1.5亿吨。国际煤炭产量将小幅增长，天气正常的情况下，进口煤价倒挂再现的概率较低，进口量有望恢复小幅增长。需求端来看，明年经济恢复增长，煤炭需求端增长率将恢复到4%~5%。考虑进口量，明年煤炭供需基本平衡，供需紧张局面有所缓解，电煤长协比例的提升将缓和煤炭市场的价格压力。

阳极方面，受原油价格上涨，阳极价格持续攀升，阳极占比电解铝成本的比例已明显处于历史高位区间。2023年预计阳极伴随能源价格下调，持续回落。

图表 16：动力煤价格走势


来源：Wind，中泰期货整理

图表 17：阳极价格走势


来源：SMM，中泰期货整理

2.氧化铝产能过剩加剧 价格持续回落

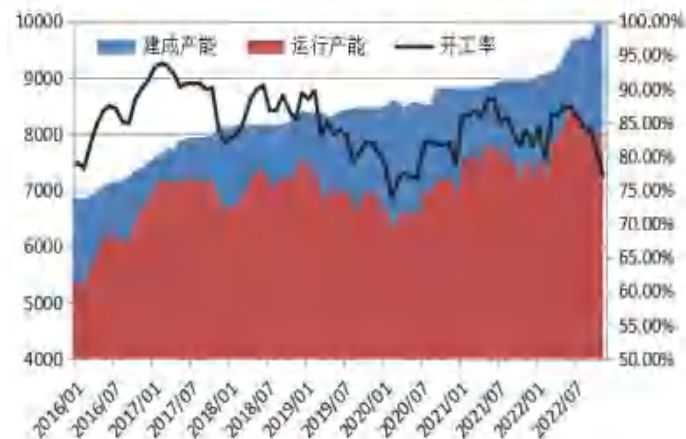
氧化铝产能方面，今年氧化铝密集投产，特别是上半年产能增长规模较大，开工率持续下滑，产能过剩压力进一步加剧，导致氧化铝价格持续走弱。根据阿拉丁数据，截至11月底，国内氧化铝建成产能9952万吨，同比增加1000万吨，开工产能7675万吨，开工率仅77.12%。新增产能包括河北文丰新材料二期240万吨、鲁渝博创100万吨扩建项目投产、鲁北化工二期100万吨、重庆九龙万博360万吨项目投产、田园化工二期40万吨、靖西天桂二三期170万吨投产，不过，重庆博赛水江和先锋氧化铝两个工厂退出共计180万吨。另外，海外印尼南山和魏桥分别投产100万吨。明年预计田东锦鑫100万吨、河北文丰三期120万吨或计划投产，氧化铝产能有望突破1亿吨，明年氧化铝产能过剩依旧难解。

氧化铝成本方面，受氧化铝价格持续下滑，今年氧化铝成本压力持续上升，山西、河南大量产能减产、停产。烧碱价格较去年基本翻倍，今年烧碱折百平均价格高达3500元/吨以上；国内铝土矿价格总体平稳，进口铝土矿价格由于原油价格大幅上涨，运输成本上涨价格有所上涨。阿拉丁(ALD)初步测算截止到11月末，全国氧化铝加权平均完全成本为2810.6元/吨，其中山西河南两省的氧化铝成本接近3000元/吨。

氧化铝价格方面，受新增产能大量投放，氧化铝今年持续回落，山东、广西等地成交最低下探至2600元/吨左右，不过年底由于备货需求增加、前

期大量减产，氧化铝快速反弹至 2900-3000 元/吨。预计明年由于氧化铝产
仍将持有严重过剩阶段，而能源成本不断下行，导致氧化铝成本支撑减弱，
氧化铝价格中枢有望下移。

图表 18：中国氧化铝产能及开工率



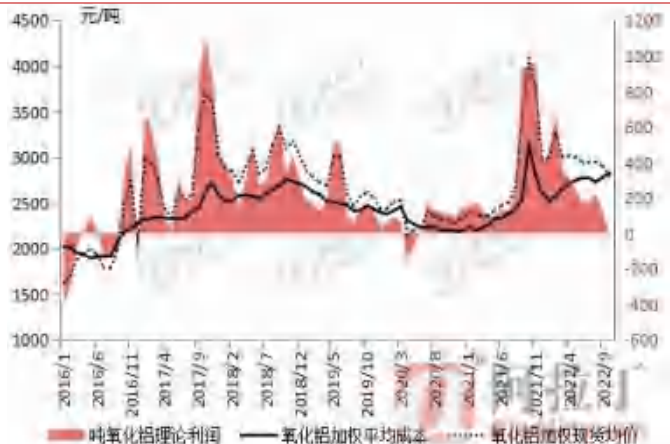
来源：ALD，中泰期货整理

图表 19：国内铝土矿价格走势



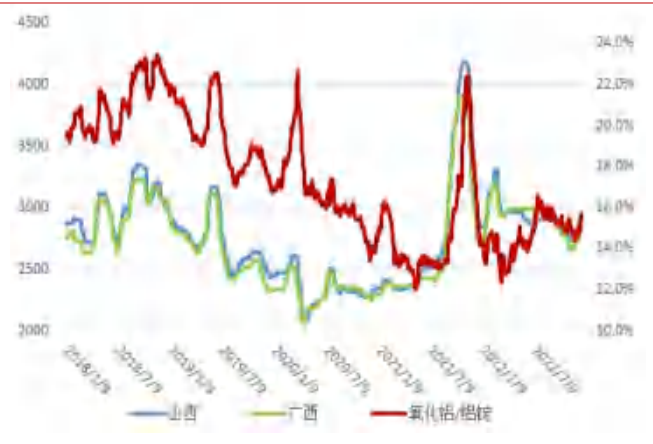
来源：ALD，中泰期货整理

图表 20：氧化铝加权平均利润



来源：ALD，中泰期货整理

图表 21：国内氧化铝价格走势



来源：ALD，中泰期货整理

3. 电解铝成本保持稳定 2023 年成本下移

电解铝成本方面，受原材料涨跌互现，主要是氧化铝价格下跌和阳极价格上涨，煤炭价格表现相对稳定，今年电解铝成本整体平稳，电解铝成本基本维持在 18000 元/吨上下。根据阿拉丁测算，2022 年 11 月全国电解铝加权平均完全成本 18243 元/吨，较 10 月成本增加 233 元/吨（原料价格使用采购周期内均价，并非即期价格）。

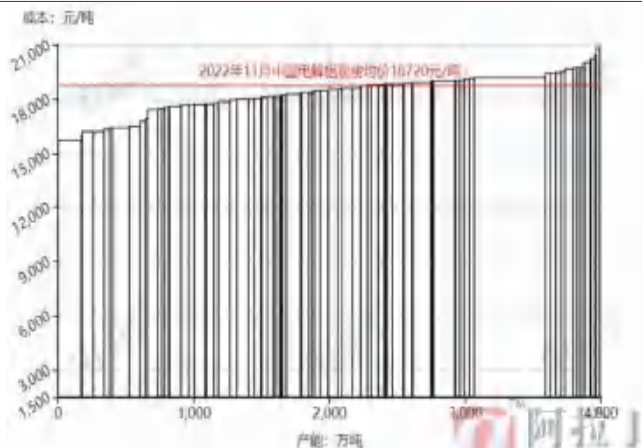
2023 年来看，一方面能源成本有望带动阳极价格下调，电解铝自备发电成本将有所回落，另一方面，氧化铝产能依旧严重过剩，能源价格下跌，降低了氧化铝价格中枢，氧化铝价格有望春节后再度回到下跌通道。预计 2023 年电解铝成本保持稳步回落趋势。

图表 22：国内电解铝加权平均成本及利润



来源：ALD，中泰期货整理

图表 23：国内电解铝产能成本曲线



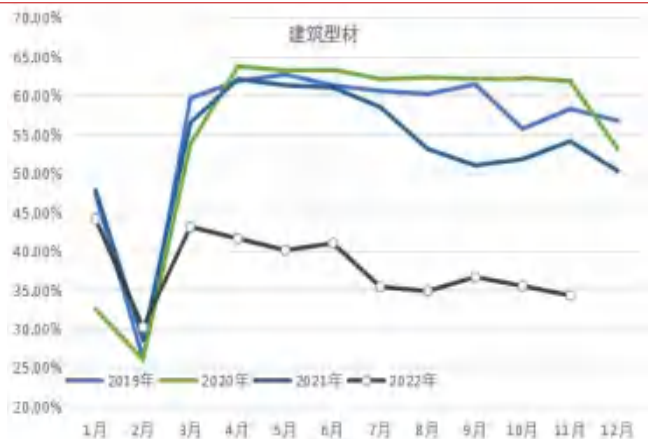
来源：ALD，中泰期货整理

四、需求方面

1、下游开工：受房地产行业拖累 建筑型材及铝板带开工显著弱于同期

下游开工方面，今年下游开工显著弱于去年同期，特别是建筑型材领域开工惨不忍睹，因房地产需求惨淡；铝箔铝板带表现也不佳，铝板带上半年表现较好，因出口需求表现较好，但下半年出口需求下滑则出现显著的下滑态势，铝杆受益于电网投资稳定，铝合金受益于汽车产业扩张需求。下游开工分化比较明显。

图表 24：建筑型材开工率



来源：SMM，中泰期货整理

图表 25：工业型材开工率



来源：SMM，中泰期货整理

图表 26：铝板带开工率

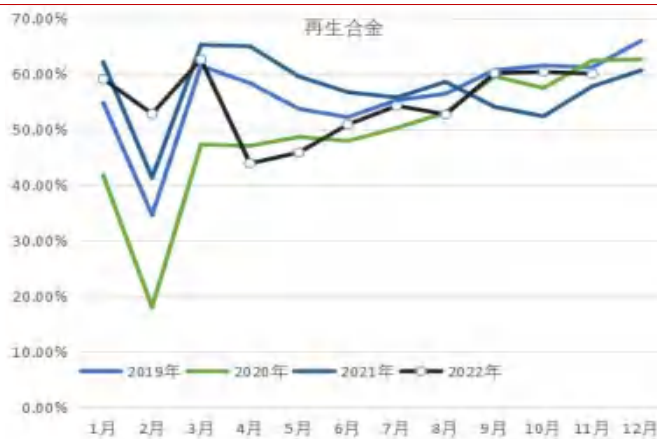

来源：SMM，中泰期货整理

图表 27：铝箔开工率


来源：SMM，中泰期货整理

图表 28：铝线缆开工率


来源：SMM，中泰期货整理

图表 29：再生铝合金开工率


来源：SMM，中泰期货整理

2、终端需求：地产寒冬 新能源加速扩张

终端消费领域，整体表现较为疲软，除了汽车行业和光伏行业表现强劲以外，房地产、家电等行业陷入寒冬。

房地产方面，2022年房地产市场仍在艰难探底中，即便多项政策出台，仍未止住下滑趋势，土地购置面积更是直接腰斩，连累新开工面积大幅下降。截至1-11月份，全国房地产开发投资123863亿元，同比下降9.8%；1-11月份，商品房销售面积121250万平方米，同比下降23.3%，房屋新开工面积111632万平方米，下降38.9%。房屋竣工面积55709万平方米，下降19.0%。

汽车方面，受购置税减半政策刺激和新能源汽车产业爆发增长，以及出口需求提升，今年汽车行业产销实现了增长，中汽协预计全年产销或达到2680万辆，同比增长2%。根据中汽协发布最新数据显示，11月，汽车产销分别为238.6万辆和232.8万辆，环比分别下降8.2%和7.1%，同比均下降7.9%。1-11月，汽车累计产销分别达到2462.8万辆和2430.2万辆，同比分别增长6.1%和3.3%，累计增速放缓，较1-10月分别收窄1.8和1.3个

百分点。其中，1-11月，新能源汽车产销分别完成625.3万辆和606.7万辆，同比均增长1倍，市场占有率达到25%。按照预计，中汽协认为今年新能源汽车总销量可达到670万辆。考虑新能源同比燃油车铝材用量高30-50公斤，新能源汽车销量提升为用铝量提升15万吨左右。

光伏方面，继续维持高景气周期，根据中国光伏协会发布的数据，上半年国内组件产量同比增长54.1%至123.6GW，下半年组件产量维持高增长。根据中国光伏行业协会预测，2022年全年，我国光伏新增装机规模将达到85GW至100GW，较去年增加30-45GW。出口方面，2022年以来，中国组件出口量波动上升，1-11月累计出口规模为148.5GW，相比去年1至11月同比上升62.93%。11月组件出口规模为10.77GW，环比下降8.0%，尽管进入淡季，2022年11月组件出口与去年同期相比仍上升30.5%。综合估计光伏组件产量较去年增加80-100GW，折合用铝量增长50万吨左右。

家电方面，受房地产需求拖累，家用空调产业继续呈现出下降趋势，据产业在线最新产销发布显示，2022年11月家用空调生产1082.20万台，同比下降9.48%；销售949.12万台，同比下降2.92%。预计全年产量1.48亿台，同比下降4.52%。

电力方面，稳增长持续发力，但主要在电源投资上，电网投资增量有限，整体铝消费增量有限。根据国家能源局数据，1-11月份，全国主要发电企业电源工程完成投资5525亿元，同比增长28.3%；电网工程完成投资4209亿元，同比增长2.6%。

图表30：房地产开发与投资增速



来源：Wind，中泰期货整理

图表31：房地产新开工面积



来源：Wind，中泰期货整理

图表 32：房地产竣工面积



来源：Wind，中泰期货整理

图表 33：房地产销售面积



来源：Wind，中泰期货整理

图表 34：空调产量



来源：Wind，中泰期货整理

图表 35：电网投资增速



来源：Wind，中泰期货整理

图表 36：汽车产量



来源：Wind，中泰期货整理

图表 37：太阳能电池产量



来源：Wind，中泰期货整理

五、2023 年市场展望

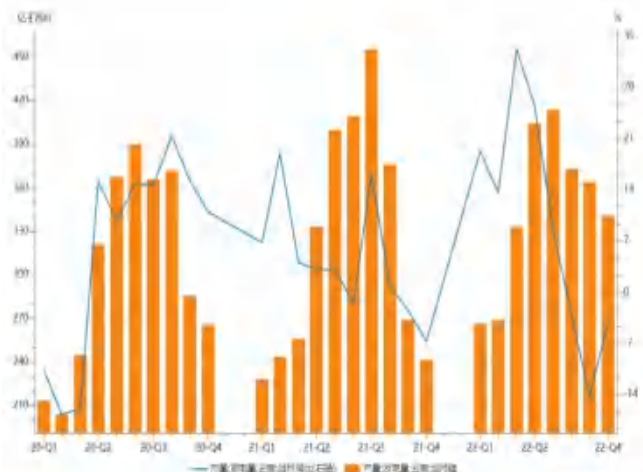
1、供应展望：云南复产决定产量空间

图表 38：中国 2023 年电解铝产能变动详细

2023 年中国电解铝产能增长预估 单位：万吨									
地区	企业名称	期初产能	期末产能	Q1	Q2	Q3	Q4	变动	备注
内蒙古	白音华铝电	26	40	14				14	投产
甘肃	甘肃中瑞	24.5	29.2		4.7			4.7	技改
四川	阿坝铝业	8	20	12				12	复产
贵州	贵州华仁	30	42	6	6			12	复产
贵州	中铝遵义	30	42	6	6			12	复产
贵州	双元铝业	11	15	4				4	复产
贵州	元豪铝业	2	8.25	6.25				6.25	投产
贵州	兴仁登高	25	35	5	5			10	复产
云南	云铝股份	220	308		30	30	28	88	复产
云南	云南其亚	25	35		10			10	复产
云南	云南神火	75	90		15			15	复产
云南	云南宏泰	75	101		20	6		26	复产
广西	百矿铝业	20	50	15	15			30	复产
广西	来宾银海	32	50	12	6			18	复产
合计		603.5	865.45	80	118	36	28	262	

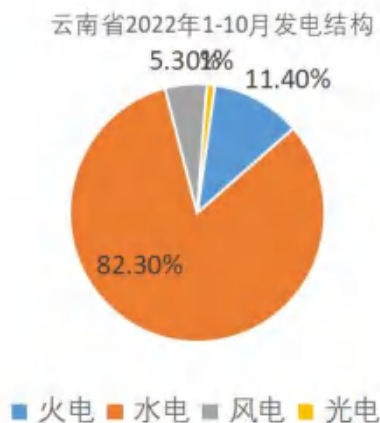
来源：中泰期货调研整理

图表 39：云南省月度发电情况



来源：Wind，中泰期货整理

图表 40：云南省发电结构占比



来源：Wind，中泰期货整理

供应方面，若复产预期良好，二季度末，国内电解铝运行产能有望提升至 4250-4300 万吨，全年产量有望增加至 4180 万吨，同比增加约 180 万吨。目前四川产能复产良好，基本实现达产目标，贵州产能受寒潮限电，预计年后大概率能启动复产，其他产能正在有序复产中。二季度随着云南进入丰水期，复产预期大大增强，产能恢复加快。

最大变量来自云南产能，云南 8 成以上是水电，丰水期更是达到 90% 以上，水电季节性比较明显，5-11 月为丰水期，发电量高有利于电解铝产能复产，此外云南外送电力占比 30%，外输需求占比高，广东外需下降

可能刺激云南更早进入复产。今年由于西南地区遭遇高温干旱，导致上游水位较低，9月份才因此限制云南电解铝产能，如果明年水电丰富，限产可能性较低，其次，外输需求显著大于发电量，上半年国内经济表现强劲，用电量较高，明年经济下行压力较大，出口需求大幅下降，外输压力将有所缓解，因此，不考虑利润等因素，铝厂二季度丰水期启动复产，年内全部启动120-140万吨限产产能复产，预计能增加产量50万吨。

2、需求展望：地产需求企稳 2023 年铝消费继续小幅增长

房地产方面，2023 年房地产市场将迎来企稳回升，市场信心有所改善，保交楼等政策扶持下，竣工量抬升，用铝量将部分提升，预计在 20-50 万吨。

根据国家统计局数据，估算 2022 年房地产投资下降约 10%、销售面积下降 23%、竣工面积下降 19%，房地产行业用铝量预估下降 10-15%，用铝量估计下滑 100-150 万吨。考虑当前保交楼政策支持和销售整体平稳，预计明年房地产市场整体持稳、小幅回升。一方面，从今年上半年开始，房贷利率下调历史最低水平，除个别核心城市以外，限购政策基本解除，地产销售、竣工已经出现企稳，并未继续恶化；另一方面，为了确保房地产市场平稳健康发展，中央会议提出要满足行业合理融资需求，房地产支柱产业地位重新得到政府认可，11 月份相继出台了信贷、股权、债券等三方面改善房地产融资政策扶持，主要指向“保交楼”和有效防范化解优质头部房企风险，因此预计明年房地产市场在政策提振下企稳回升，但考虑人口、房企暴雷事件影响，房地产修复空间比较有限。

汽车方面，新能源替代率继续提升，加上出口需求提振，预计明年产销整体平稳增长，但燃油车购置税优惠政策退出可能打击乏力的车市。根据中汽协预估 2022 年、2023 年中国汽车市场总销量分别为 2680 万辆、2760 万辆，同比增长 2%、3%，假定增长全部为新能源汽车，用铝量增长估计在 20 万吨左右。

光伏方面，预计 2023 年出口及国内光伏装机继续维持高增长，但增速大概率有所下滑，全年增长 80-100GW，贡献铝消费增量 40-50 万吨。2022 年光伏增长迅猛，得益于欧洲能源危机爆发，出口需求大幅提升，组件出口主要目的地是欧洲地区，占比近 6 成左右。目前欧洲市场受安装人力短缺等因素影响进度放缓，需求有所回落，但欧洲能源价格仍在高位，明年整体需求还在高位，预计明年出口增量在 50GW 左右。国内方面，根据光伏协会统计，我国已有 30 个省市明确了“十四五”期间的风光装机规划，其中 26 个省市光伏新增装机规模将超 4.06 亿千瓦，明年预计国内装机在今年 80-100GW 基础增加 30-50GW，合计光伏组件产量将继续增长 80-100GW。

进出口方面，受比值回归、进口窗口关闭，原铝进口需求将继续减少，将从今年 60 万吨回落至 30 万吨左右；出口方面则因海外需求下滑，比值优势减弱，出口量预计回归正常水平，未锻轧铝及铝材预计出口量在 550 万吨左右，同比今年下降约 100 万吨，净出口相较今年减少 80 万吨。

其他方面，家电行业受地产景气影响，今年高温空调库存去化较好，明年房地产企稳、家用空调产销企稳回升，重点看三季度高温情况；电网投资整体持稳，估计总量变动不大，预计明年整体消费处于微增长或是不增长。

3.供需平衡：若云南投产预期较好 下半年过剩压力较大

2022 年供应不及预期，主要是四川、云南、贵州等三省限电减产，导致产量不及预期，而上半年由于出口需求暴增，消费比较强劲，使得 2022 年铝库存去化比较多，年末库存仅有 50 万吨，低于同期近 40 万吨。2023 年，若 5-6 月份云南开始加速复产，供应将大幅修复，供应同比增加 4.12% 约 170 万吨；消费方面，受房地产企稳、保交楼政策提振，预计明年内需将明显修复，但由于出口需求则大幅下滑，预计 2023 年消费增长 0.87% 约 36 万吨，全年供需过剩约 100 万吨。

总的来说，明年供需关键点主要在三个方面：一是云南复产，二季度丰水期云南复产顺利，供应将显著提升，反之如果复产总量不多，加上其他意外事件导致其余产能减产，则大概率产量将明显下调，我们预期复产相对比较顺利，如果悲观一些预估，产量下调 30 万吨估算，则上半年二季度去库将比较显著，明年有可能还是紧平衡，价格支撑比较强劲。二是出口需求上，我们考虑到比值、海外经济衰退等因素，出口需求回落是大概率，变数可能不会太大。三是房地产需求，尽管房地产行业仍在探底，大边际来看，销售和竣工表现比较平稳，新开工和拿地需求比较差，但不影响存量竣工需求，预期在整体宽松的房市下，地产行业将迎来探底回升。

图表 41：中国电解铝供需平衡表

	月度	供应			消费		供需平衡
		产量	进口	供应量	内需	出口	
2022年	Q1	954	20	974	790	159	25
	Q2	1007	21	1028	879	182	-33
	Q3	1022	28	1050	899	162	-11
	Q4	1015	35	1050	923	140	-13
	合计	3998	104	4102	3491	643	-32
	变动	2.57%	-49.51%	-0.73%	-2.13%	17.57%	0.50%
2023年	1月	345	9	354	260	47	47
	2月	313	8	321	268	40	13
	3月	349	7	356	313	47	-4
	4月	340	7	347	310	47	-10
	5月	355	7	362	312	47	3
	6月	347	7	354	308	47	-1
	7月	348	7	355	303	47	5
	8月	361	7	368	305	47	16
	9月	350	7	357	308	47	2
	10月	362	7	369	308	47	14
	11月	351	7	358	308	47	3
	12月	363	7	370	310	47	13
	合计	4184	87	4271	3613	557	101
	变动	4.65%	-16.35%	4.12%	3.49%	-13.37%	0.87%

来源：阿拉丁，中泰期货整理

4、宏观展望：上半年国内经济复苏 下半年海外经济衰退 VS 美元降息预期

图表 42：固定资产投资与社零增速


来源：Wind，中泰期货调研整理

图表 43：中国制造业 PMI 指数


来源：Wind，中泰期货整理

2022 年，国内疫情因素对消费和生产扰动较大，而海外衰退压力明显增加，导致国内疫情防控优势减弱，出口需求快速回落，国内经济超预期的下行。2023 年，随着疫情全面放开，受疫情干扰的生产和消费将迅速回升，新一届政府工作重心将全面转向稳增长、保就业、扩大内需、提振消费，房地产重回支柱产业定位，上半年经济修复弹性较大，但全球经济仍处于衰退阶段，出口仍将大幅下降，受国内人口、经济信心、房地产仍在底部等因素，全年经济修复的空间比较有限。

消费端来看，今年上海、河南、西北、北京、广东等地接连不断爆发疫情，导致消费场景受限，特别是上半年上海疫情全国蔓延，物流几乎停滞，相比于投资来看，消费表现极度异常、反复冲击，1-11 月份，社会消费品零售总额同比下降 0.1%，当月同比增速最高也不过 6%。预计明年一季度春节假期和生产淡季，疫情高峰期过去，消费将快速修复进入平稳期，消费需求将回升至 6-7% 左右。消费的复苏的也将带动生产的回升，疫情防控放开有利于生产的恢复，参考今年上半年越南、韩国等国放开疫情，PMI 出现一定程度的上翘，预计明年上半年生产旺季阶段，随着疫情放开，国内 PMI 生产有望再度回升至荣枯线上方，不过后期出口需求放缓，阶段性的复苏仍然要回归常态。目前股市、黑色系已经开始定价明年经济复苏周期，沪铝方面由于四季度疫情、房地产需求疲软，导致年末价格并未过多反映后期经济复苏定价，预计随着库存开始累库和疫情高峰过去，沪铝定价有望在一季度初期转向国内经济复苏定价。

海外方面，今年 5 月，受通胀高企，美联储终于开启强力加息，美元强势上涨接近 115 点，上涨近 19%，美债收益率大幅上升，大宗商品等风险资产纷纷大幅下挫。10 月份开始，美国通胀压力大幅缓解，且显著低于市场预期，导致美元开始回调，商品也获得喘息反弹。展望 2023 年，通过美联储 12 月议息会议表态来看，一是继续通过加息控制通胀，利率终点高于 5%，意味着上半年仍然处于加息阶段，二是高利率持续时间将比较长，具体取决于通胀压力。目前来看，美国通胀因素已经从商品端转向服务端，而房价受利率提升已开始掉头向下，但薪资增速仍然较快，尤其是在服务业，反映美国通胀有一定韧性，上半年仍然有加息空间，市场预期基准利率上限

在 5.25%。目前核心通胀数据已开始下降，11 月核心 PCE 物价指数(不包括食品和能源)同比上升 4.7%，预计明年通胀有望降至利率附近降息窗口或打开，意味着二季度市场可能开始讨论降息，降息周期最快可能在下半年开始。对于商品而言，由于上半年仍处于加息阶段，近期交易加息放缓的预期较为充分，上半年商品可能受美元加息和需求疲软因素双向波动较大，下半年随着加息周期结束，美元指数有望显著回落，商品又将受益反弹。

不过，伴随加息收尾，经济衰退强弱也是影响商品价格的重要因素，若海外经济陷入强衰退周期，则商品的需求端支撑不在，即便下半年开始降息，价格仍将表现回落。

目前，俄乌战争使得欧洲深陷能源危机，民粹主义盛行，欧元区包括英国 PMI 指数已经是深度萎缩，欧洲经济前景较差。美国方面，美国高科技企业大幅度裁员和市场利率高企，越来越多的观点倾向于 2023 年美国经济硬着陆。这次衰退的时间和严重程度存在很大的不确定性，但市场的反映可能比经济本身衰退幅度更快、更为剧烈，类似今年 6-7 月份情况一样。如果衰退相对温和，能源成本将是决定价格下探深度，由于传统能源资本开支近年来不足，加上俄乌战争因素，明年预计能源价格回落空间有限，因此能源对于商品供应的制约依旧比较显著。对于电解铝而言，煤炭、阳极、氧化铝回落预计降低电解铝成本 1000 元/吨左右，即电解铝的成本下限预计在 16000 元/吨左右。若明年产能复产顺利和全球经济陷入比较显著的衰退，预计下半年国内电解铝价格可能下探至 15000 元/吨左右；同时，由于国内经济强复苏预期，修复空间较大，而美元加息见顶对铝价抑制作用有限，上半年铝供需面表现较好，国内铝价有望上涨至 20000 元/吨，下半年则受供应过剩压力和市场进入降息阶段，震荡下行。

风险提示：西南降水丰富，云南提早复产。

沪锌年内创下上市以来次高价 供需博弈下价格维持震荡

——中泰期货锌市场 2022 年年度回顾和 2023 年展望

一、市场回顾

1、2022 年锌价创 2007 年上市以来次高 下半年震荡运行

2022 年锌价先涨后跌，随着国际地缘政治风险加码、能源危机显现价格水涨船高，其后锌市定价逻辑发生转变，全球经济下滑带来的需求不振拖累沪锌价格，市场更加认可需求不佳导致的利空逻辑。进入下半年后，海内外供需逻辑出现分化，海外炼厂在成本压力下减产消息不断为锌价提供支撑，国内需求迟迟得不到改善叠加供应端频传增量又对价格造成打压。整体来看，今年沪锌价格走势主要分为三个阶段：

第一阶段（年初-2022.4.20）：成本大幅提升、供给预期偏紧，国际地缘政治不断发酵升级催生锌价。2 月俄乌冲突起始，大国关系失衡，国际地缘政治风险陡升，市场基于两个方面看涨锌价：其一，2021 年俄罗斯镍、铝、铅、钴、铜、锌产量全球占比分别为 9.26%、5.44%、4.88%、4.47%、3.90% 和 1.54%，镍、铝占比较高，俄乌冲突对其价格影响较大，另外，伦敦金属交易所中仓单占比中俄产铜的占比较大，铜价也受此影响走势偏强，此次地缘政治冲突逐渐导致整个有色金属板块向上运行；其二，俄罗斯在俄乌冲突爆发初期即减少了对欧洲的天然气出口量，在后续冲突不断发酵的过程中更是发生了天然气管道受损等突发事件，接踵而至的产业消息一路推波助澜，欧洲天然气价格不断攀升，大部分欧洲国家叫苦不迭，天然气价格的剧烈波动抬升了锌的冶炼成本，市场给予了锌价往上突破的预期，嘉能可 2022 年第一季度的锌产量下降 15% 至 241500 吨，在如此国际巨头宣布其产能下降或预期关停等数据后，锌价便如一匹脱缰的野马，主力价格一举突破去年十月份国内能耗双控时的顶点，2022 年 4 月 20 日创周期内历史新高 28754 元/吨，仅次于 2007 年刚上市时的价格。

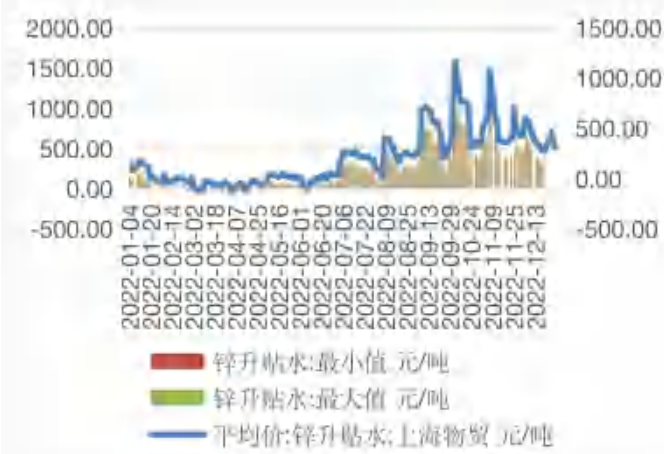
第二阶段（2022.4.20-2022.7 月中旬）：上海疫情影响超预期，恰逢货币政策强硬将沪锌价格打至年内低点。沪锌经历短暂的疯狂后，迅速退热走跌。上海自 3 月 27 日城市静止后，生产、交易都无法正常进行，造成的需求减量与悲观预期逐步积累，终于在 4 月下旬爆发，导致锌价自 28000 元/吨一路下跌至 26000 元/吨价格一线。2022 年，美联储已加息 7 次，加息幅度累计达 425 个基点，且美联储主席鲍威尔宣布，2023 年不会降息。回顾整个加息进程，市场或已逐渐接受美联储为抑制高通胀的鹰派节奏，但在加息初期，市场对此类国际影响重大的宏观调控行为给足了关注度。6 月首次加息时，沪锌便再也撑不住此时市场赋予它的 26000 元/吨的高价，开启了长达一个月的放量下跌，直至价格创下年内低点 21625 元/吨。

第三阶段（2022.7 月中旬至今）：需求难以提升，供应扩张预期。据国家统计局数据，中国 6 月锌产量为 54.9 万吨，同比减少 4.2%。1-6 月锌产量累计为 326.3 万吨，同比下滑 1.7%。据中国海关总署数据公布，中国 2022 年 6 月份精炼锌进口量约为 2391 吨，环比下降 26.36%，同比下降 93.62%。1-6 月精炼锌累积进口量为 49002 吨，累计同比下降 81.78%。7 月中旬，受上半年数据反映出国内锌供给偏紧支撑，沪锌止跌企稳。国内社

会库存亦开始走低，但美联储加息进程仍在高歌猛进，叠加前期因疫情导致的企业减产停产、物流受阻收发不畅、下游需求不景气，沪锌走出宽幅震荡行情。时间推到当下，国内加工费高企，炼厂利润丰厚，生产积极性不减，前期受扰的地区冶炼厂供应开始恢复。SMM 统计，12 月预计产量提升至 54.72 万吨。国内社会库存开始走反弹预期。下游处于消费淡季，镀锌开工持续下滑，房地产市场难以提振消费。

图表 1：LME 锌与沪锌价格走势

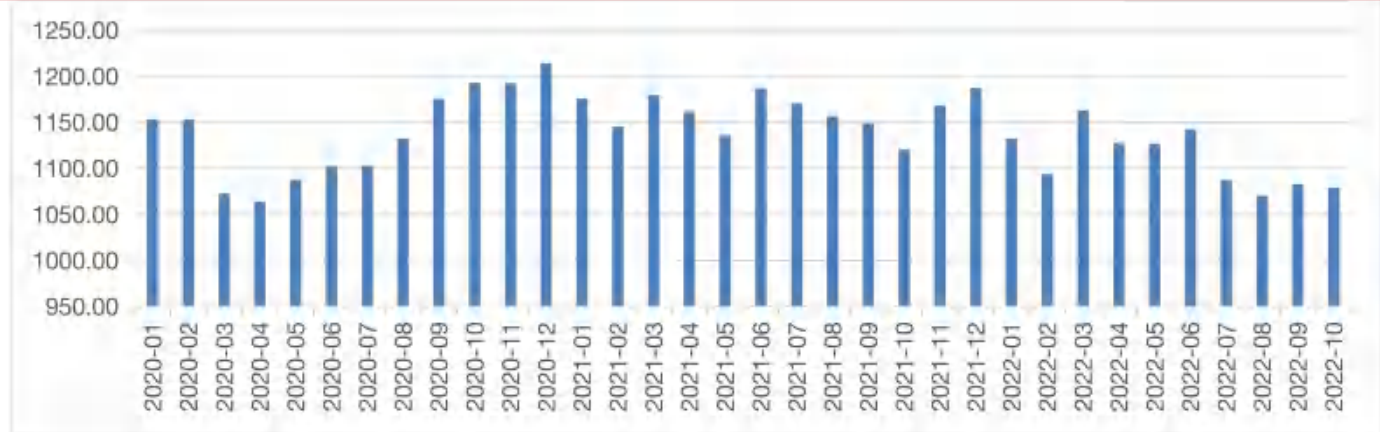

来源：Wind，中泰期货整理

图表 2：国内主要消费地现货升贴水


来源：Wind，中泰期货整理

二、供应方面

1、产能：锌精矿供应紧张待缓解 锌锭产出稳中有降

图表 3：ILZSG:全球精炼锌产量:当月值 单位：千吨


来源：ILZSG，中泰期货整理

锌精矿方面，据 ILZSG 统计，1—8 月全球锌矿产量为 819.3 万吨，较去年同期减少 27 万吨。随着疫情不断得到控制、市场需求的推动，锌精矿产量逐渐恢复增长，2021 年全球锌精矿产量有所增长，较 2020 年上涨了 6.58%。2022 年上半年全球锌精矿产量共计 610 万吨，同比减少了 3.17%，

据 ILZSG，2022 年全球锌精矿产量将达 1268 万吨。

受海外矿山品位降低、计划外检修以及新增产能投产进度缓慢等因素影响，大部分企业 2022 年锌精矿产量预计降低。由于近两年部分矿山开采殆尽，部分产能计划 2023 年关停，产能收缩引发海外锌精矿产量增长乏力，但整体预计 2023 年海外锌矿供应或在较高的利润驱动下走向宽松，2023 年预计海外矿山新增产能共计 23 万吨，增量产能主要 Vedanta 的 Gamsberg、Nexa 的 Aripuana 以及 Lundin 的 NevesCorvo。国产矿方面，2022 年上半年，国内受炸药等因素限制，多家冶炼厂被迫陷入减停产的境地，加之品位下滑等因素，2022 年国内整体锌矿产量不及预期。

精炼锌方面，2018 年以来，全球精炼锌产量呈现出持续增长的态势，2021 年疫情影响减弱，加之锌价有所下跌，推动 2021 年全球精炼锌产量大幅度增长，达 1413 万吨，较 2020 年增长了 3.9%。据 ILZSG 预测，2022 年全球精炼锌产量会有所下降，约为 1349 万吨，随后 2023 年产量回升。

国内来看，2022 年 1~11 月精炼锌累计产量为 545.2 万吨，累计同比去年同期减少 2.16%。SMM 预计 2022 年 12 月国内精炼锌产量环比增加 2.09 万吨至 54.56 万吨，同比去年增加 3.23 万吨或 6.29%，达到年内最高产量。2022 年 1~12 月精炼锌预计累计产量为 599.8 万吨，累计同比去年同期减少 1.45%。据 SMM，大部分炼厂于 1 月过年期间将维持正常生产，仅部分再生炼厂存在放假停产计划。

2、库存：海内外库存持续低位 国内社会库存静待拐点

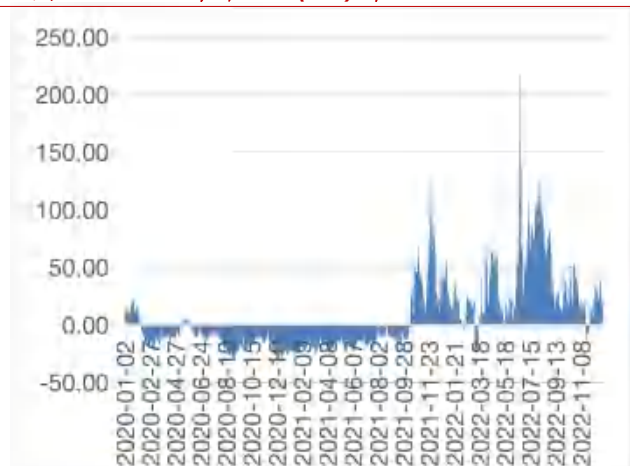
据 SMM，上半年伦锌持仓集度的增加，注销仓单暴增，引发市场对伦锌逼仓的担忧，伦锌也存在一定挤仓风险。6 月份 LME 锌 0-3 升水一度飙升至 218 美元/吨，back 结构过高，达到 1997 年以来的最高位。

12 月 28 日 LME 全球锌库存 36325 吨，处于 2020 年 4 月以来的低位，分洲别看，目前全球库存主要集中在亚洲（36175 吨），北美库存仅剩 125 吨，欧洲库存更是仅剩 25 吨，作为显性库存构成了老生常谈的“海外低库存”逻辑。从最近的仓单分布情况来看，整体注销仓单水平维持在相对低位，LME 锌升贴水(0-3)于 6 月 22、23、24 日出现阶段性高位（6 月 23 日报 218 美元/吨）后快速回落，低库存对价格的支撑作用相对有限。

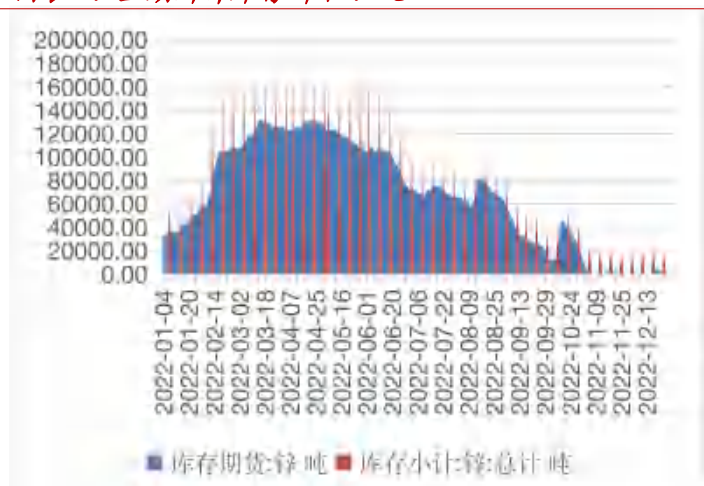
放眼国内，七地社会库存亦持续处于低位，给予沪锌一定支撑。SMM 分析指出，11 月中国精炼锌产量为 52.47 万吨，预计 2022 年 12 月国内精炼锌产量环比增加 2.09 万吨至 54.56 万吨，达到年内最高点。此时，疫情逐渐全面放开，生产逐步恢复，高速公路道路通畅，但运输人员数量恢复不及时，整体来看运输影响需时间逐渐修复，临近年末及春节将至，虽国家持续释放房地产利好信息，但终端落地仍需时间传导，基建方面也处于收尾状态，压铸企业更是有假期前置的情况，在此消费背景叠加供应预期增加下，社会库存拐点或有望将至。

图表4：LME 锌库存（全球） 单位：吨

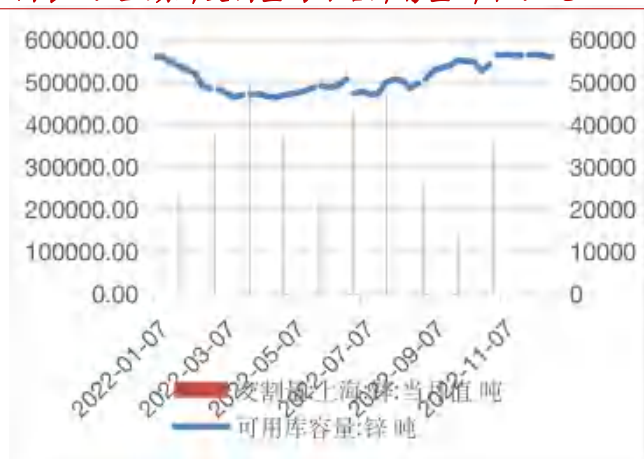

来源：LME，中泰期货整理

图表5：LME 锌升贴水(0-3) 单位：美元


来源：LME，中泰期货整理

图表6：上期所锌库存 单位：吨


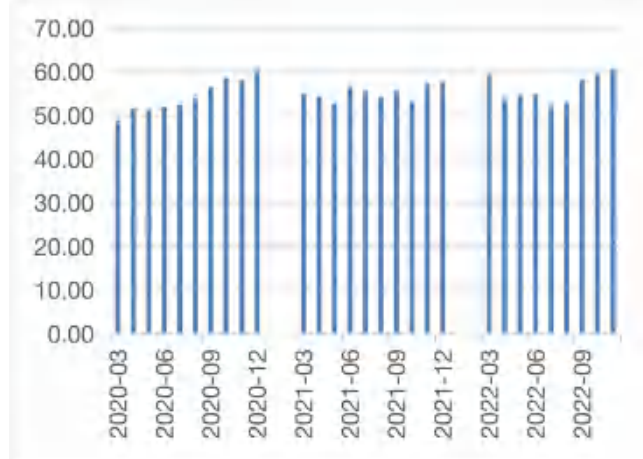
来源：Wind，中泰期货整理

图表7：上期所交割量与可容库存量 单位：吨


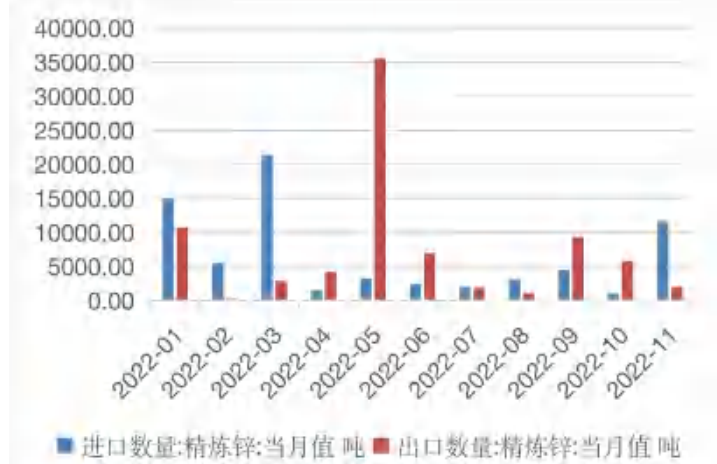
来源：Wind，中泰期货整理

3、进出口：上半年出口亮眼 年末锌锭进口发力

进出口方面，上半年LME 锌价相对沪锌偏高，部分订单转移至中国，据中国海关总署数据公布，1-6月精炼锌累计出口量为60445吨，同比增长17倍有余；1-6月精炼锌累计进口量为49002吨，累计同比下降81.78%。11月锌精矿单月进口大增到44.9万吨、创下三年来最大单月进口量，反映出较宽松的矿供应及外矿较高水平波动的TC，这将保障年底至春节期间精炼厂持续产出。1-11月国内锌精矿进口量已超去年同期。中国11月精炼锌进口量为11,628.36吨，环比猛增1054.62%，单月净进口9700余吨，今年1-11月精炼锌累计净出口9100吨，预计12月数据出来后，2022年进出口数量近乎持平。

图表8：精炼锌产量 单位：万吨


来源：Wind，中泰期货整理

图表9：精炼锌进出口量 单位：吨


来源：Wind，中泰期货整理

三、需求方面

1、下游开工：受房地产低迷等因素拖累 锌三大消费板块整体走弱

根据 SMM 数据，今年锌消费数据走低逾 10%，三大消费板块开工率上来看，2022 年除了镀锌三季度同比有所改善外，其他板块全年开工同比均呈现下降状态。

镀锌方面，全年镀锌结构件开工同比下滑，9~11 月因钢材价格表现相对平稳叠加终端需求好转，镀锌开工同比微增。压铸方面，国内疫情影响下内需不足叠加出口订单减少，压铸锌合金订单下降明显。氧化锌方面，轮胎库存保持高位，氧化锌年内表现相对低迷。

2、终端需求：地产与家电需求低迷，汽车板块尚可

终端消费领域，整体表现较为疲软，除了汽车行业表现强劲以外，房地产、家电等行业陷入寒冬。

房地产方面，2022 年房地产市场仍在艰难探底中，即便多项政策出台，仍未止住下滑趋势，土地购置面积更是直接腰斩，连累新开工面积大幅下降。截至 1-11 月份，全国房地产开发投资 123863 亿元，同比下降 9.8%；1-11 月份，商品房销售面积 121250 万平方米，同比下降 23.3%，房屋新开工面积 111632 万平方米，下降 38.9%。房屋竣工面积 55709 万平方米，下降 19.0%。

汽车方面，受购置税减半政策刺激和新能源汽车产业爆发增长，以及出口需求提升，今年汽车行业产销实现了增长，中汽协预计全年产销或达到 2680 万辆，同比增长 2%。根据中汽协发布最新数据显示，11 月，汽车产销分别为 238.6 万辆和 232.8 万辆，环比分别下降 8.2% 和 7.1%，同比均下降 7.9%。1-11 月，汽车累计产销分别达到 2462.8 万辆和 2430.2 万辆，同比分别增长 6.1% 和 3.3%，累计增速放缓，较 1-10 月分别收窄 1.8 和 1.3 个

百分点。

家电方面，受房地产需求拖累，家用白电产业继续呈现出下降趋势，据产业在线最新产销发布显示，2022年11月家用空调生产1082.20万台，同比下降9.48%；销售949.12万台，同比下降2.92%。预计全年产量1.48亿台，同比下降4.52%。据WIND，2022年11月冷柜、电冰箱、彩电产量分别为173.6、758.6、1783.1万台，前两者同比下降31.5%、7%，其中彩电同比上涨4.5%。

图表 10：房地产开发与投资增速 单位：万平米



来源：Wind，中泰期货整理

图表 11：房地产新开工面积 单位：万平米



来源：Wind，中泰期货整理

图表 12：房地产竣工面积 单位：万平米



来源：Wind，中泰期货整理

图表 13：房地产销售面积 单位：万平米



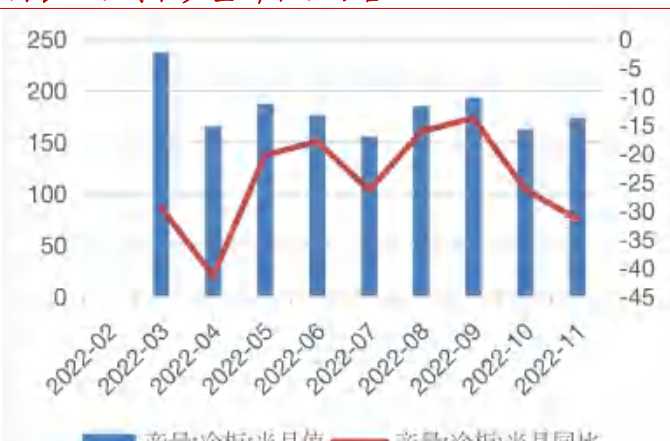
来源：Wind，中泰期货整理

图表14：汽车产量单位：万辆



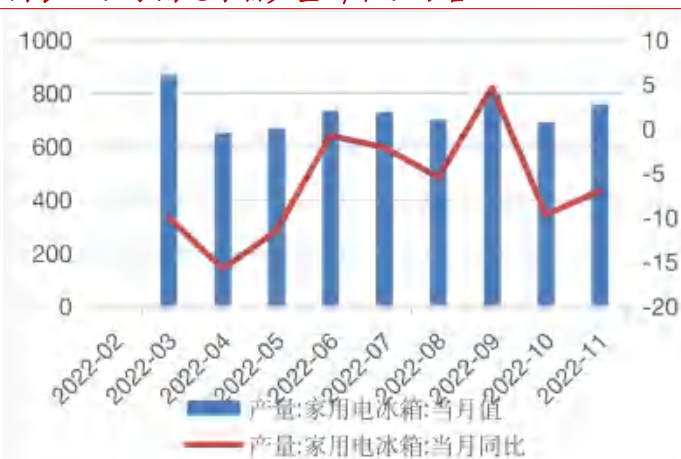
来源：Wind，中泰期货整理

图表15：冷柜产量单位：万台



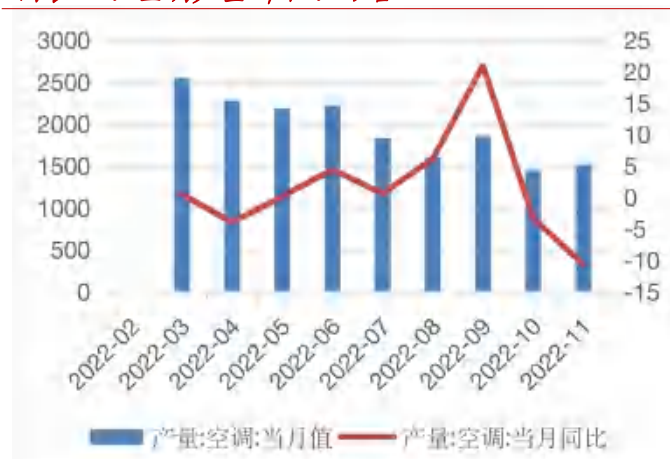
来源：Wind，中泰期货整理

图表16：家用电冰箱产量单位：万台



来源：Wind，中泰期货整理

图表17：空调产量单位：万台



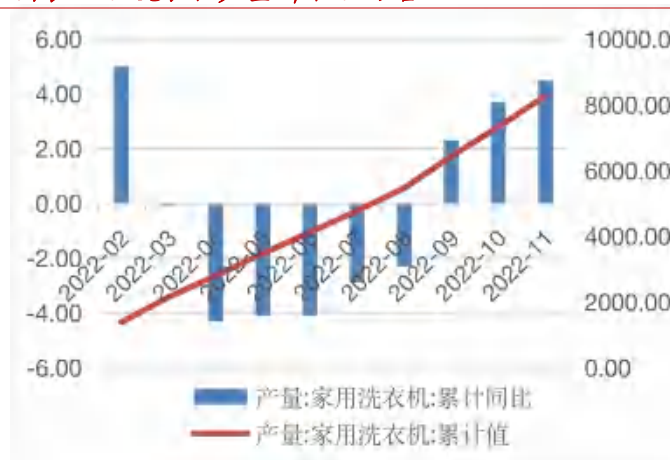
来源：Wind，中泰期货整理

图表18：彩电产量单位：万台



来源：Wind，中泰期货整理

图表19：洗衣机产量单位：万台



来源：Wind，中泰期货整理

四、2023 年市场展望

1、供应展望：库存拐点或于 2023 年上半年体现

2023 年海外锌精矿将增长 22 万吨上下，2023 年国内锌矿增量在 8 万金属吨以上（SMM），矿端宽松逐步兑现，2023 年预计不会发生限电限产、交通不畅等产发运情况，生产和到货得到保障后，在年后复工程度尚且不高、后疫情时代等待消费复苏的时间段里，可能会迎来一波短暂的累库行情。

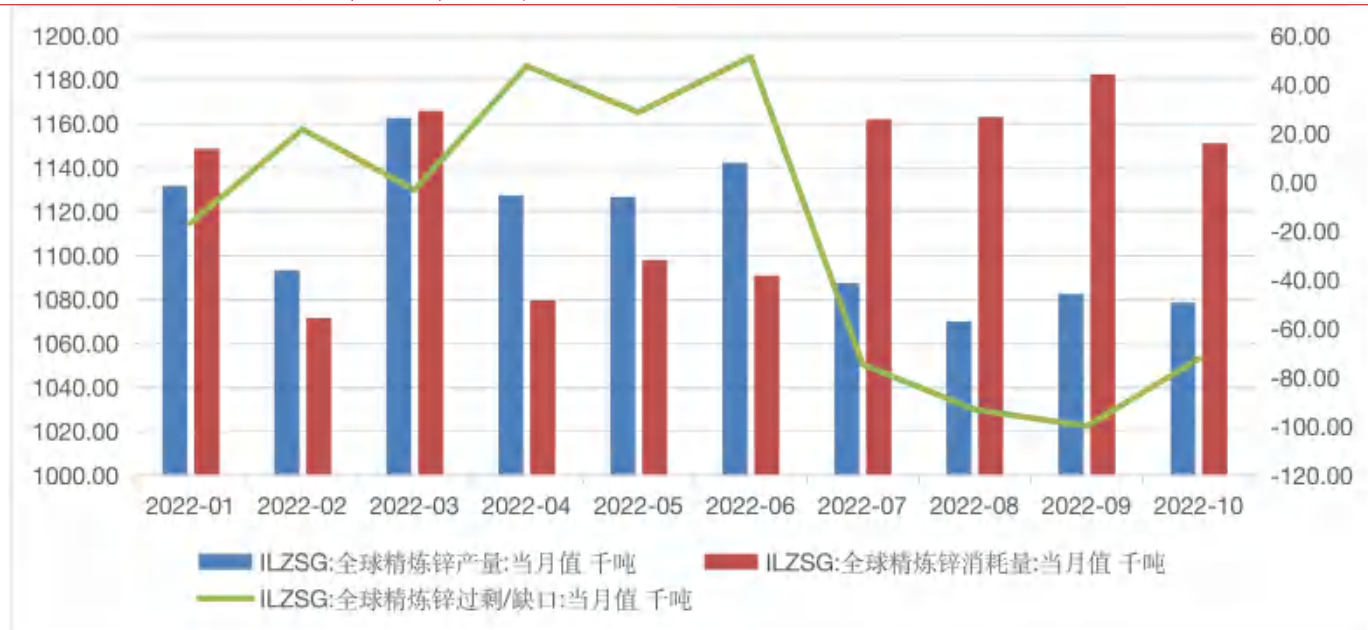
若 12 月国内复产数据符合预期，在当前较高的锌价引导下，年后企业也有足够的动力开工生产，或进一步造成国内现货宽松。海外市场受成本提升影响，仍有减产乃至关停的风险，对应需主要关注欧洲天然气价格、欧洲大型炼厂生产端动态。

2、需求展望：地产难言利好 基建提供需求爆发点

房地产方面，政治局经济会议上，再次强调了“房住不炒”的原则。回顾全年，针对房地产的刺激政策不断涌现。从今年上半年开始，房贷利率下调历史最低水平，除个别核心城市以外，限购政策基本解除，地产销售、竣工已经出现企稳，并未继续恶化，但一众政策根本目的是维持行业稳定，并非鼓励与发展房地产，对锌的下游消费来说，房地产的企稳更多是从广义层面上，通过提振市场情绪来支撑锌价，2023 年即便房地产行业随着市场活力重现、重拾消费信心而不断向暖，也很难对锌价产生明显且持续的利多影响。短期预计竣工数据和销售数据可改善镀锌和压铸锌板块需求。我们认为 2023 年房地产行业将好于今年，但对锌下游消费的提振有限。

年内从基建的数据来看，除铁路运输业外固定资产投资完成额累计同比均处于正增长，基建表现逐步上行，未来重点关注基建的贡献情况。根据最新的经济会议，明年基建的带动更多的是在交通运输方面，释放出行消费潜力，加强停车场、充电桩、换电站、加氢站等配套设施建设，预计未来会对镀锌板和镀锌管消费有一定的带动。

图表 20：ILZSG:全球精炼锌供需 单位：千吨



来源：ILZSG，中泰期货整理

3、价格展望：价格博弈将围绕在新增产能落地与国内需求复苏两方面

2022 年，受俄乌冲突影响，海外锌锭价格上涨较快，出口窗口短暂打开，后随着国内需求预期悲观与美联储加息动作不断，价格快速回落。2023 年，随着疫情全面放开，受疫情干扰的生产和消费将迅速回升，当前锌价仍处高位，价格博弈将围绕在新增产能落地与国内需求复苏两个方面，预计将宽幅震荡，区间 20000-25000 元/吨。

风险提示：国际地缘政治风险加剧，国内外供应增量超预期。

免责声明：

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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交易建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。