

## 矿端频现减产，锌价底部夯实

### 报告要点

我们在四季度策略报中提出低库存对锌价的支撑将会弱化，锌价在四季度将承压运行，回顾来看基本符合我们的预期。考虑到 2024 年锌锭供应增量有收缩预期，供需面宽松态势将会显著缓解，预计沪锌价格在 2024 年或偏强运行，主力合约主要波动区间在 20000-23000 元/吨，2024 年沪锌建议以偏多思路对待。

### 摘要：

**主要观点：**我们在四季度策略报中提出低库存对锌价的支撑将会弱化，锌价在四季度将承压运行，回顾来看基本符合我们的预期。考虑到 2024 年锌锭供应增量有收缩预期，供需面宽松态势将会显著缓解，预计沪锌价格在 2024 年或偏强运行，主力合约主要波动区间在 20000-23000 元/吨。

### 核心逻辑：

（1）宏观方面，国内稳增长预期再度升温，三季度地产政策频出，大型城市放开认房不认贷，央行连续降息降准，2024 年关注现实需求兑现情况。海外方面，美联储 9 月暂停加息，但明年降息时间或将延迟，美联储鹰派表述背景下美元指数走势偏强。同时当前这么高的利率之下，欧美经济存在较大的下滑风险，海外锌锭需求将继续回落。

（2）供应端，随着欧洲电价以及天然气价格的回落，欧洲冶炼厂逐步复产，预计后续将会有更多冶炼厂加入复产的行列。国内锌锭产量也在逐渐增加，随着锌矿供应逐渐宽松，冶炼厂利润上半年处于历史当中偏高位置，工厂生产意愿较强，短期锌锭产量供应较为充裕，远期或因为锌矿供应收紧产量而出现下滑。预计 2024 年精炼锌供应增速为 2.1%。

（3）消费端，地产需求偏弱，下游主要的中端消费企业如镀锌企业以及压铸锌合金企业的开工率都处在较低水平。不过地产政策频出，对后续需求预期有一些拉动。海外锌锭消费偏弱，锌现货贸易升水不断回落，LME 锌库存新加坡仓库连续交仓后也回升到偏正常的水平。展望后市，宏观上稳增长预计将会继续发酵，基建投资具有回升潜力。预计 2024 年精炼锌消费增速为 2.6%。

（4）供需平衡情况，2023 年上半年锌价大幅度下跌之后，海外锌矿以及国内锌锭的减产将对供应端产生扰动，但锌锭供需宽松态势四季度并未改变，锌锭库存四季度

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号



### 有色与新材料研究团队

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

张远  
zhangyuan@citicsf.com  
从业资格号：F03087000  
投资咨询号：Z0019399

**重要提示：**本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

将逐步累积，锌锭低库存情况将会得到有效缓解。对于 2024 年，锌矿供应逐步转为紧张，精炼锌供给增速出现下降，锌锭供需宽松态势将会显著缓解。

我们在四季度策略报中提出低库存对锌价的支撑将会弱化，锌价在四季度将承压运行，回顾来看基本符合我们的预期。考虑到 2024 年锌锭供应增量有收缩预期，供需面宽松态势将会显著缓解，预计沪锌价格在 2024 年或偏强运行，主力合约主要波动区间在 20000-23000 元/吨。

**投资建议：**以偏多思路对待

**风险因素：**供应回升不及预期；宏观转向风险

## 目录

摘要:	1
一、2023 年锌市场回顾:	5
二、2023 年锌市场观点和核心逻辑	6
三、锌矿短期维持宽松, 但远期存收紧风险	6
3.1 海外矿端: 海外锌矿供应略微不及预期	7
3.2 国内矿端: 2023 年国内锌矿产量大幅增长	8
四、冶炼产能充足, 短期供应压力较大	10
4.1 国内供应: 国内锌锭产量处于偏高水平	10
4.2 海外供应: 欧洲炼厂开始复产, 海外产量有望提升	12
五、海外经济存下滑压力, 国内经济复苏为主基调	13
5.1 国内消费: 2024 年基建投资仍有韧性	13
5.2 海外消费: 欧美经济衰退风险仍存	16
六、库存: 低库存情况将会缓解	18
七、供需平衡表	18
免责声明	20

## 图表目录

图表 1: 沪锌连三和 LME3 个月锌	5
图表 2: 2023-2024 年全球锌矿产量恢复	7
图表 3: 2023 年全球锌矿产量不及预期	7
图表 4: 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: 2023 年国内锌精矿产量逐渐恢复	9
图表 7: 连云港进口锌矿库存	9
图表 8: 2023 年锌精矿进口量处于高位	9
图表 9: 冶炼厂锌矿库存	9
图表 10: 国内外锌矿加工费	9
图表 11: 国内锌精矿新建/扩建	10
图表 12: 2023 年国内锌冶炼增速回升	11
图表 13: 国内锌锭产量处于高位	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	11
图表 17: 精炼锌进口量	12
图表 18: 精炼锌出口量	12
图表 19: 2023 年锌净进口量将提升	12
图表 20: 国内保税区锌锭库存持续去化	12
图表 21: 全球精锌产量	13
图表 22: 欧洲精炼锌产能复产情况	13
图表 23: 镀锌开工率	14

图表 24：压铸锌开工率.....

图表 25：氧化锌开工率.....

图表 26：初端消费开工率.....

图表 27：商品房销售面积.....

图表 28：房屋新开工面积.....

图表 29：房屋竣工面积环比略有支撑.....

图表 30：当月新增施工面积.....

图表 31：基建投资增速处于高位.....

图表 32：基建投资细分行业同比增速.....

图表 33：美国成屋销售仍然疲软.....

图表 34：美国抵押贷款利率仍然较高.....

图表 35：全球汽车销量.....

图表 36：全球新能源汽车销量.....

图表 37：全球 PMI 处于下行趋势.....

图表 38：主要经济体 PMI.....

图表 39：国内锌社会库存.....

图表 40：LME 锌库存.....

图表 41：供需平衡表.....

14

14

14

15

15

15

15

16

16

17

17

17

17

17

17

18

18

19

## 一、2023 年锌市场回顾：

2023 年上半年锌价整体呈现重心下移的走势，1 月初随着疫情管控放开，下游消费逐渐复苏，市场乐观情绪抬升，下游补库意愿也有所增强。而海外通胀数据逐渐回落，美联储紧缩预期有所降温，风险资产如 A 股以及锌价大幅度反弹，锌价最高反弹至 25000 元/吨附近。

2 月份以后，随着锌矿进口盈利窗口持续打开，锌矿进口量大幅度增加，2 月份锌矿进口量达到 47.11 万实物吨，创造近几年来高点。而国内锌矿产量也在逐渐恢复，锌矿供应较为宽松，TC 持续性处于高位。锌矿供应宽松叠加锌锭端供给约束缓解，锌锭日均产量大幅增加。同时美联储鲍威尔发言鹰派，美联储紧缩预期再度升温，叠加硅谷银行破产，避险情绪升温，锌价也大幅度下移。

5 月份锌锭过剩预期逐渐转为现实，5 月份锌锭产量达到 56 万吨以上，为近几年最高位，叠加国内经济数据全面回落，下游需求逐渐放缓，锌锭库存累库放缓，锌价在 5 月底一度跌到 18500 元左右。在锌价大幅度下行之后，锌全产业链利润被大幅度压缩，海外高成本锌矿不得已发生停产，而国内冶炼厂也开始频繁检修，锌价在供给扰动背景之下 6 月份略微有一些反弹。

进入下半年，伦锌总体呈现弱势震荡格局，沪锌考虑到人民币升值因素表现更强。6-8 月冶炼厂检修较多，8 月份锌锭产量严重不及预期，叠加北方洪水影响，天津仓库到库量有所收紧，锌锭库存一度降至 10 万吨以下。而国内地产政策频出，大型城市放开认房不认贷，并且央行连续降息和降准，市场对地产需求预期有所回升，锌价在宏观预期以及低库存支撑之下有所反弹，沪锌价格一度突破 22000 元/吨。

进入到 9 月份，冶炼厂检修逐渐完成，锌锭供应重新回到高供应局面，而下游需求并未有太多起色，锌价承压回落，价格一度跌到 20000 元/吨附近。10 月底海外锌矿再度减产，导致锌矿供应收紧预期再度发酵，并且中央财政宣布在四季度增发国债 1 万亿元，财政政策空间打开，锌锭需求存在回升的预期，锌价再度上行。

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

主要观点：我们在四季度策略报中提出低库存对锌价的支撑将会弱化，锌价在四季度将承压运行，回顾来看基本符合我们的预期。考虑到 2024 年锌锭供应增量有收缩预期，供需面宽松态势将会显著缓解，预计沪锌价格在 2024 年或偏强运行，主力合约主要波动区间在 20000-23000 元/吨。

核心逻辑：

（1）宏观方面，国内稳增长预期再度升温，三季度地产政策频出，大型城市放开认房不认贷，央行连续降息降准，2024 年关注现实需求兑现情况。海外方面，美联储 9 月暂停加息，但明年降息时间或将延迟，美联储鹰派表述背景下美元指数走势偏强。同时在当前这么高的利率之下，欧美经济存在较大的下滑风险，海外锌锭需求将继续回落。

（2）供应端，随着欧洲电价以及天然气价格的回落，欧洲冶炼厂逐步复产，预计后续将会有更多冶炼厂加入复产的行列。国内锌锭产量也在逐渐增加，随着锌矿供应逐渐宽松，冶炼厂利润上半年处于历史当中偏高位置，工厂生产意愿较强，短期锌锭产量供应较为充裕，远期或因为锌矿供应收紧产量而出现下滑。预计 2024 年精炼锌供应增速为 2.1%。

（3）消费端，地产需求偏弱，下游主要的中端消费企业如镀锌企业以及压铸合金企业的开工率都处在较低水平。不过地产政策频出，对后续需求预期有一些拉动。海外锌锭消费偏弱，锌现货贸易升水不断回落，LME 锌库存在新加坡仓库连续交仓后也回升到偏正常的水平。展望后市，宏观上稳增长预计将会继续发酵，基建投资具有回升潜力。预计 2024 年精炼锌消费增速为 2.6%。

（4）供需平衡情况，2023 年上半年锌价大幅度下跌之后，海外锌矿以及国内锌锭的减产将对供应端产生扰动，但锌锭供需宽松态势四季度并未改变，锌锭库存在四季度将逐步累积，锌锭低库存情况将会得到有效缓解。对于 2024 年，锌矿供应逐步转为紧张，精炼锌供给增速出现下降，锌锭供需宽松态势将会显著缓解。

我们在四季度策略报中提出低库存对锌价的支撑将会弱化，锌价在四季度将承压运行，回顾来看基本符合我们的预期。考虑到 2024 年锌锭供应增量有收缩预期，供需面宽松态势将会显著缓解，预计沪锌价格在 2024 年或偏强运行，主力合约主要波动区间在 20000-23000 元/吨。

## 三、锌矿短期维持宽松，但远期存收紧风险

2023 年锌矿供应呈现宽松局面，TC 处于相对高位，并且冶炼厂原材料库存也处于历史高值。随着锌矿隐形库存逐渐流入到市场，进口锌矿呈现较高增速，而国内锌矿产量也逐渐恢复，锌矿供应较为宽松。受益于原材料的充裕，锌锭供



## 中信期货有色与新材料 2024 年年度策略报告（锌）

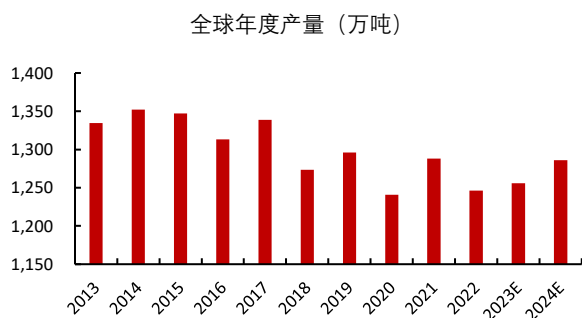
应也随着锌矿供应的宽松逐渐增加，锌锭产量一度达到 56 万吨以上的高水平。不过随着锌价不断下跌，锌矿利润被不断侵蚀，部分高成本的矿山选择停产，如 boilden 旗下的 Tara 锌矿，葡萄牙的 Aljustrel 锌矿，Nyrstar 位于美国田纳西州的锌矿，这使得远期锌矿供应或将收紧。

### 3.1 海外矿端：海外锌矿供应略微不及预期

**2023 年全球锌精矿产量略微不及预期。**2023 年 1-8 月全球锌矿产量为 808.5 万吨，同比去年下降 12.2 万吨。产量增幅较大的地区集中在爱尔兰、葡萄牙、南非、巴西等国家，2022 年受疫情管控、生矿井进水事故等影响锌矿产量不及预期，2023 年一季度都有恢复。澳大利亚一季度锌精矿产量为 24.6 万吨，同比减少 4.6 万吨，产量下降是由于森林大火事件导致生产损失，矿石等级降低和劳动力可用性降低。杜加尔德河锌矿（年产能 17 万吨）3 月 21 日已经恢复生产，5 月是开始满产。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。

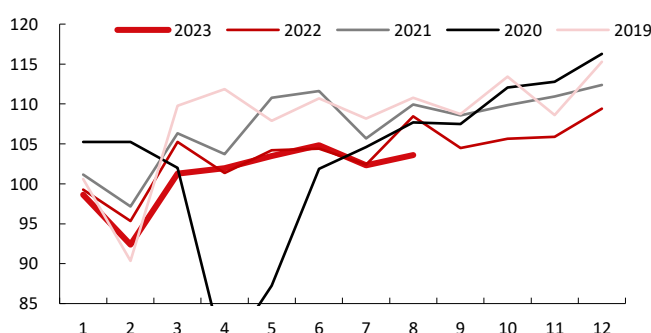
**2024 年锌矿新增产能仍然较多，但是考虑到 2023 年海外锌矿减产较多，并且锌矿隐形库存基本释放完毕，锌矿供应在 2024 年或将收紧。**2023 年锌价低迷，海外锌矿出现大量减产，锌矿减量主要包括 boilden 旗下的 Tara 锌矿（12 万金属吨），葡萄牙的 Aljustrel 矿场（10 万金属吨），Nyrstar 位于美国田纳西州的 6 万吨产能。2024 年备受市场瞩目的产能包括俄罗斯的 Ozeroye，但 2023 年 11 月发生火灾，投产时间预计延后，2024 年锌矿新增产量预计 30 万吨

图表 2：2023-2024 年全球锌矿产量恢复 单位：万吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 3：2023 年全球锌矿产量不及预期 单位：万吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 中信期货有色与新材料 2024 年年度策略报告（锌）

图表 4： 2023 年全球主要锌矿山增量项目

单位：万吨

锌矿	所在公司	所在地	2024 增量
Ozernoye 锌矿	Ozernoye	俄罗斯	15
Gamsberg	Vedanta	南非	5
Aripuanã	Nexa	巴西	4
Zhairem	Glencore	哈萨克斯坦	3
Century Tailings	New Century	澳大利亚	3
Rampura Agucha	Vedanta	印度	2
McArthur River	Glencore	澳大利亚	2
Neves Corvo	Lundin	葡萄牙	2
Dugald River	MMG	澳大利亚	2
Juanicipio	Fresnillo	墨西哥	1
Sindesar Khurd	Vedanta	印度	1

资料来源：SMM 中信期货研究所

### 3.2 国内矿端：2023 年国内锌矿产量大幅增长

国内锌矿产量增速放缓。2023 年 10 月 SMM 中国锌精矿月度产量为 35.14 万金属吨，累计产量 305.56 万吨。2023 年随着春节假期结束，锌矿产量逐渐恢复。虽然期间内蒙古锌矿出现停产，但是考虑到银漫矿业锌矿产量较少，检修影响不大。高尔奇矿业锌矿产量也较小，仅 1-2 万吨，且为常规式检修，所以对国内锌矿产量影响较为有限。

从加工费来看，2023 年随着沪伦比值的回升，进口锌矿大量流入国内，国内锌矿供需从紧张转向宽松。近期锌矿加工费有一些回落，主要是因为海外锌矿增量有一些不及预期，叠加海内外冶炼厂逐渐复产，锌矿需求明显增加。当前国内加工费为 4650 元/吨，进口矿加工费 90 美元/吨。

虽然从加工费来看，近几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。预计 2024 年新增锌矿产能为 8 万吨。

锌精矿进口量 2023 年大幅抬升。2023 年以来，随着锌矿进口盈利窗口打开，锌精矿进口量大幅度抬升。2023 年 1-9 月锌精矿进口量达 353.2 万实物吨，同比增加 22.8%。5 月之后锌矿进口量开始回升，因为 4 月之后进口锌矿比值逐渐打开，9 月份锌精矿进口量仍然维持高位。

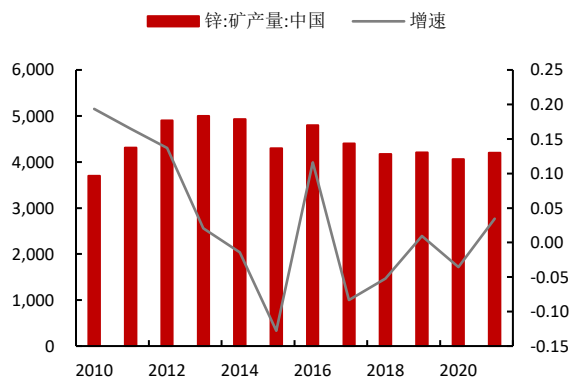
2024 年国内矿产量相比于 2023 年将会收紧。泰克资源和韩国锌业公司将 2023 年亚洲锌精矿 benchmark 价格确定为 274 美元/干吨，同时该合同还包括价格超过 3000 美元以上的部分有 6% 的价格分成。2023 年锌精矿 benchmark 给 2023



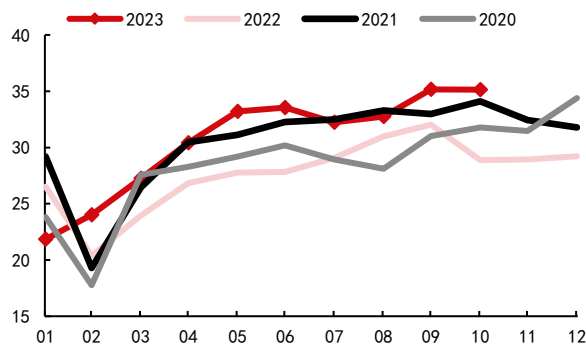
## 中信期货有色与新材料 2024 年年度策略报告（锌）

年锌矿供应宽松定下了大的基调。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。不过进入 2024 年，海外锌矿产能减产较多，预计进口量将会显著下滑，国内矿产量相比于 2023 年将会收紧。

图表 5：2022 国内锌矿产量恢复不及预期 单位：千吨



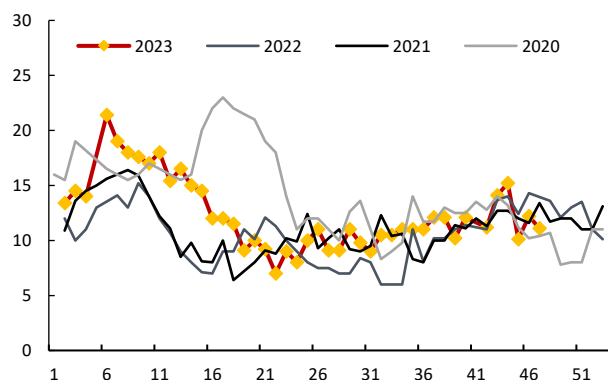
图表 6：2023 年国内锌精矿产量逐渐恢复 单位：万吨



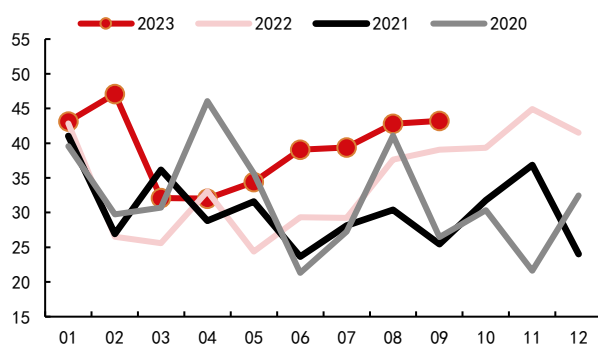
资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 7：连云港进口锌矿库存 单位：万吨



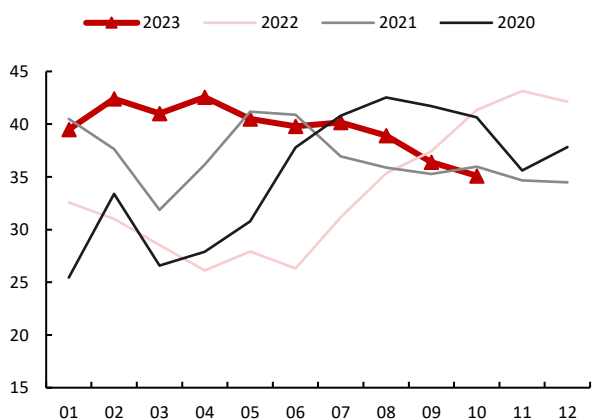
图表 8：2023 年锌精矿进口量处于高位 单位：万吨



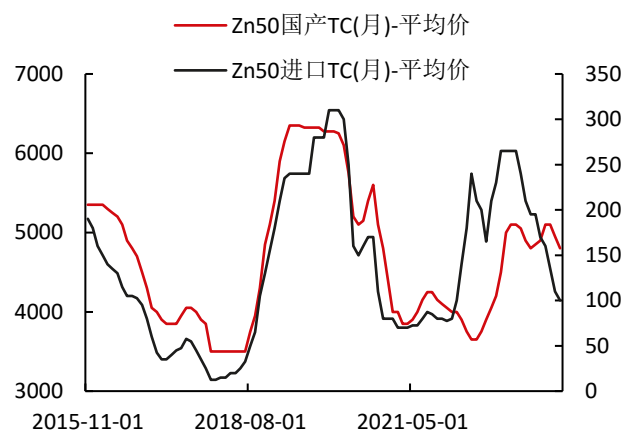
资料来源：SMM 中信期货研究所

资料来源：海关总署 中信期货研究所

图表 9：冶炼厂锌矿库存 单位：天



图表 10：国内外锌矿加工费 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

## 中信期货有色与新材料 2024 年年度策略报告（锌）

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
鑫湖矿业	驰宏锌锗	西藏	2.5
厂坝铅锌矿	白银有色	甘肃	2
纳如松多	宝翔矿业	西藏	1.8
湖南花垣县矿山	湖南太丰矿业	湖南	1
银漫矿业	兴业矿业	内蒙古	1
郭家沟铅锌矿	金徽矿业	甘肃	0.5

资料来源：SMM 中信期货研究所

## 四、冶炼产能充足，短期供应压力较大

随着欧洲电价以及天然气价格的回落，欧洲冶炼厂逐步复产，法国锌冶炼厂 Auby 自去年 10 月份检修完成后已经复产，Balen 产能也在逐步复产中。嘉能可旗下 Nordenham 炼厂宣布将于明年夏季复产，预计后续将会有更多冶炼厂加入复产的行列。国内锌锭产量也在逐渐增加，随着锌矿供应逐渐宽松，冶炼厂利润上半年处于历史当中偏高位置，工厂生产意愿较强，2023 年 10 月份锌锭产量达到 60 万吨以上，短期锌锭产量供应较为充裕，远期或因为锌矿供应收紧产量而出现下滑。

### 4.1 国内供应：国内锌锭产量处于偏高水平

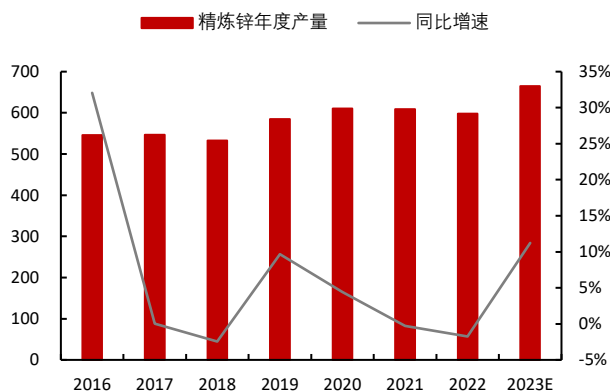
根据 SMM 数据，2023 年 10 月 SMM 中国精炼锌产量为 60.46 万吨，同比增加 17.6%。1 至 10 月精炼锌累计产量达到 545.3 万吨，同比增加 10.6%。预计 11 月份锌锭产量为 59.86 万吨，仍然处于高位。进入 10 月份，前期检修的冶炼厂逐渐复产，锌锭产量也在不断创造新高。

国内锌冶炼厂产量 2022 年由于各方面原因处于历史较低水平，如缺少锌精矿、广西洪水、四川等地限电等等，2022 年 9 月之后产量在逐渐恢复。随着进口锌矿盈利窗口持续性打开，锌矿进口量大幅度增加。冶炼厂原料库存较为充裕，同时伴随着冶炼加工费的抬升冶炼厂利润也是处于历史偏高的位置，冶炼厂增产意愿较强。

2023 年四季度锌锭供应将增加，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。同时伴随着检修减少，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 665 万吨，相较于 2022 年有明显增量。2024 年冶炼产能将会继续增加，但是受制于锌矿的制约，锌锭产量增速将会明显下滑。

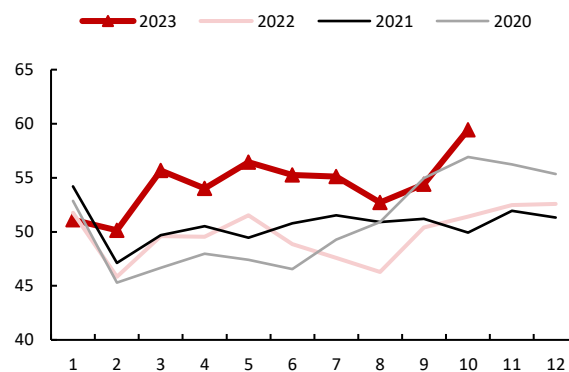
## 中信期货有色与新材料 2024 年年度策略报告（锌）

图表 12：2023 年国内锌冶炼增速回升 单位：万吨



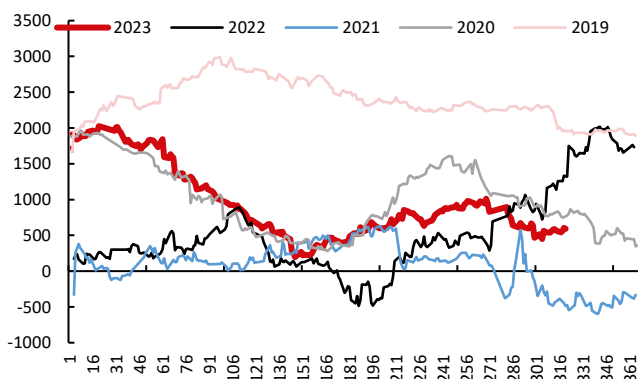
资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 13：国内锌锭产量处于高位 单位：万吨



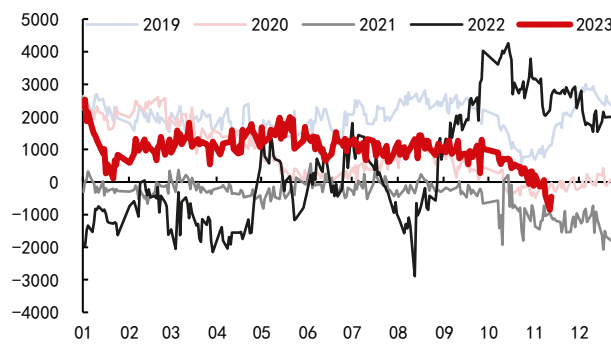
资料来源：Wind 中信期货研究所

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

图表 16：国内精炼锌新建/扩建 单位：万吨

企业名称	地区	原材料分类	计划新增产能	2024 新增产能	投产时间
河池南方	广西	矿产锌	35	35	2024Q1
广西誉升	广西	矿产锌	5	5	2024Q1
广西永鑫	广西	再生锌	5	5	2024Q1
河南万洋	河南	矿产锌	15	15	2023Q2
潍坊龙达	山东	再生锌	2	2	2024Q1
桂阳银龙	湖南	再生锌	2	2	2024
荆州正峰	湖北	再生锌	7	7	2024
金成锌业	四川	再生锌	10	10	2024
泸溪蓝天	湖南	再生锌	5	5	2024

资料来源：SMM 中信期货研究所

2023 年 1-9 月精炼锌累计进口量约为 25.74 万吨,其中 6 月精炼锌进口 4.53 万吨, 7 月进口 7.68 万吨, 8 月进口 2.92 万吨, 9 月进口 5.31 万吨。主要在于沪

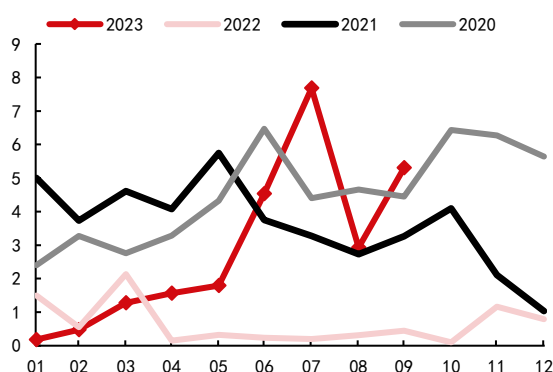
## 中信期货有色与新材料 2024 年年度策略报告（锌）

伦比值有所修复，进口盈利窗口打开。进口前三名国家：澳大利亚（1.58 万吨），哈萨克斯坦（1.38 万吨），韩国（1.28 万吨）。

从精炼锌进口盈亏来看，2023 年前三季度国内锌价强于国外，沪伦比上半年持续走高，国内对进口精炼锌需求上升。进入 5-6 月份以后，伴随着美联储加息持续超预期，进口锌锭盈利窗口一度打开。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”，内强外弱格局持续演绎，沪伦比价处于高位，同时进口盈利窗口持续打开。预计进入 2024 年沪伦比值将会有所回落，考虑到海外锌矿减产较多，并且海外加息节奏放缓，美元指数回落对海外锌价存在支撑。

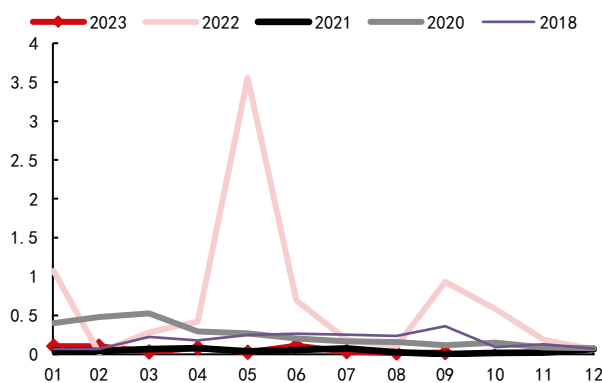
图表 17：精炼锌进口量

单位：万吨



图表 18：精炼锌出口量

单位：万吨

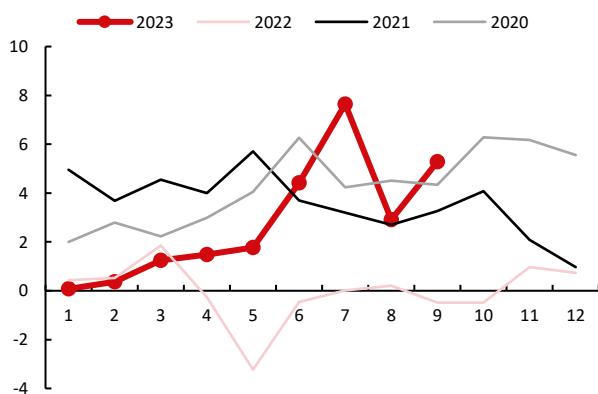


资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 19：2023 年锌净进口量将提升

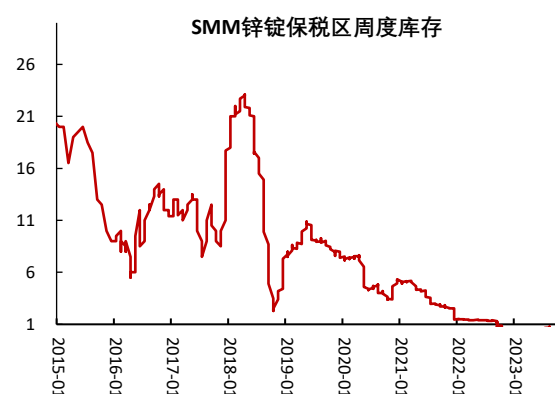
单位：万吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 20：国内保税区锌锭库存持续去化

单位：万吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

### 4.2 海外供应：欧洲炼厂开始复产，海外产量有望提升

随着天然气价格以及电价的回落，欧洲冶炼厂开始逐个宣布复产。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。Auby 近期表示基于当前的市场环境，宣布开始复产产能。Balcan 产能也在逐步复产中。嘉能可旗下 Nordenham 炼厂宣布将于明年夏季复产，而旗

## 中信期货有色与新材料 2024 年年度策略报告（锌）

下另一炼厂 Portovesme 因成本较高及工人问题，原生锌产能或永久损失。预计在当前电价之下，欧洲冶炼厂都有复产的动力。

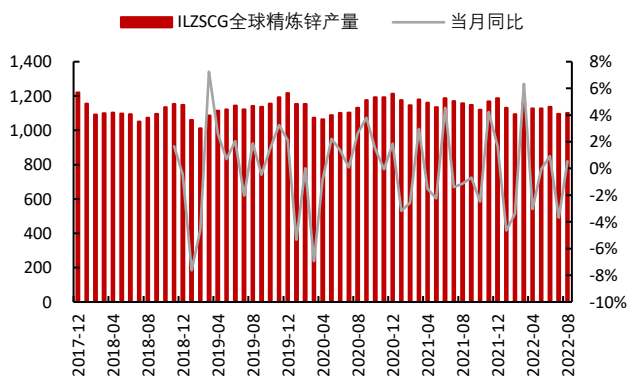
2021-2022 年海外能源价格居高不下，锌冶炼成本大幅攀升，在天然气价格处于高位的背景之下，海外冶炼厂理论利润亏损严重。欧洲能源危机的大背景下，导致欧洲锌冶炼企业电力成本高企，市场 2022 年供给端主要关注点主要聚焦在欧洲地区，欧洲冶炼产能大概 230 万吨，占比全球精炼锌产能的 15%。Nyrstar 于去年 10 月份将其在欧洲的三家锌冶炼厂（荷兰 Budel、比利时的 Balen 以及法国的 Auby）的产量削减了 50%。Nystar 冶炼公司产能分别为：Budel 30 万吨/年，Balen26 万吨/年，Auby15 万吨/年。2022 年 8 月嘉能可称利润亏损下或将关闭欧洲冶炼厂，nyrstar 宣布关闭位于荷兰的 budal 冶炼厂，影响产量约 13.5 万吨。2022 年 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。随着天然气价格回落，2023 年欧洲冶炼厂纷纷开始选择复产，预计这一趋势在 2024 年将会延续。

图表 21：全球精炼锌产量

单位：万吨

图表 22：欧洲精炼锌产能复产情况

单位：万吨



公司	炼厂	所属国	产能	减产情况	减产产能
Nyrstar	Auby	法国	17	将从2022年1月第一周开始进行维护，2022年3月复产；2022Q3再次检修，2022年12月复产时间无限期推迟，2023Q1开始复产	0
	Balen/Overpelt	比利时	29	2021年10月中旬开始产量削减50%，2022年8月宣布全减，2022年11月宣布复产	14.5
	Budel	荷兰	27	2021年11月中旬暂时关闭	0
Glencore	Portovesme	意大利	14	2021年11月中旬暂时关闭	10
	Northfleet	英国	5	-	-
	Nordenham	德国	18	2021年10月15日称缩减产量，2022年10月5日称将对冶炼厂进行维护	18
Boliden	San Juan de Nueva	西班牙	46	2021年10月15日称缩减产量	-
	Kokkola	芬兰	30	-	-
	Odda	挪威	20	-	-
Teck	Trail	英国	30	-	-
	总计		236		42.5

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、海外经济存下滑压力，国内经济复苏为主基调

随着疫情管控的放开，国内消费场景逐渐回归，下游企业备货意愿提升，精炼锌库存在今年年初早早进入去库状态。不过进入二季度，国内经济数据全面回落，锌锭库存去化速率也在放缓。海外经济在美联储大幅度加息的背景之下存在继续回落的可能，出口仍成为较大拖累项。预计 2024 年四季度国内精炼锌需求会有一定回升，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 2024 年国内需求主基调。

### 5.1 国内消费：2024 年基建投资仍有韧性

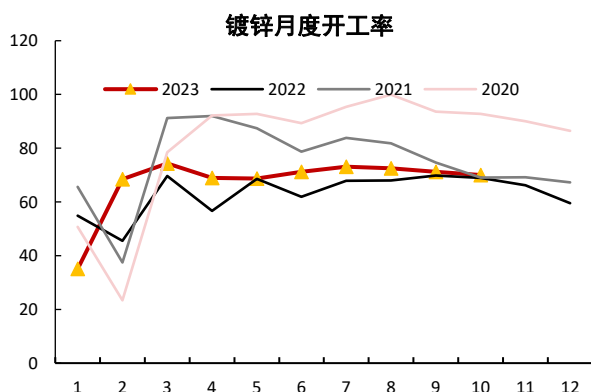
从初端消费来看，春节过后下游企业逐渐复苏，锌下游企业开工率早早回升到较高位置。基建开工率明显快于地产，镀锌企业周度开工率环比大幅回升接近 80%。不过进入二季度之后，随着国内经济数据的全面回落，下游企业开工率也在下移。镀锌开工率当前为 63%，趋势性出现了下移。压铸锌合金企业开工率回

## 中信期货有色与新材料 2024 年年度策略报告（锌）

落至 45.8%。压铸锌合金下游涉及五金、卫浴等产品，压铸锌合金的需求与地产需求高度相关。压铸锌周度开工率近期出现连续下滑，除了受需求走弱影响以外，由于冶炼厂今年的锌合金产量有所提高，也挤占了部分压铸锌合金企业的开工率。进入九十月份，传统需求旺季推升镀锌、压铸和氧化锌板块开工率阶段性改善，但终端订单未见改善背景下，10 月开工出现下滑。

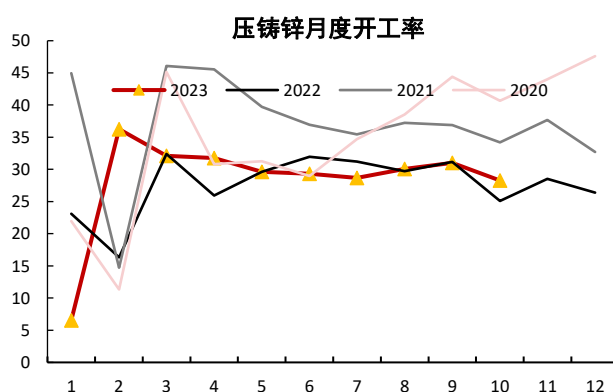
图表 23：镀锌开工率

单位：%



图表 24：压铸锌开工率

单位：%

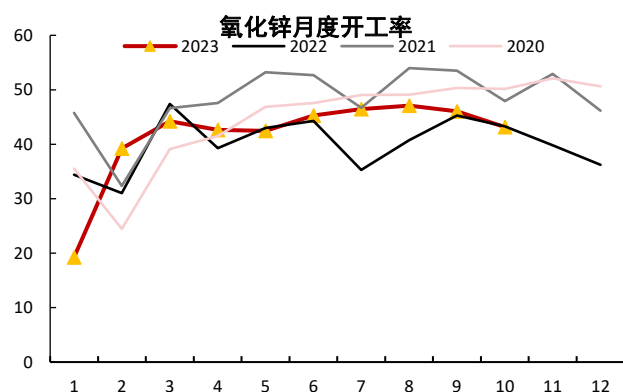


资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

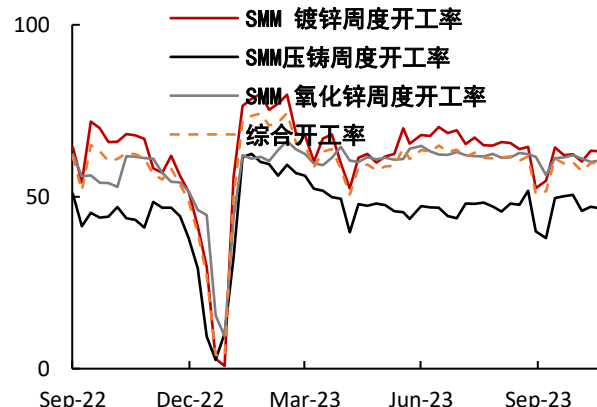
图表 25：氧化锌开工率

单位：%



图表 26：初端消费开工率

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，最先影响到的是拿地和新开工，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改善，2024 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，

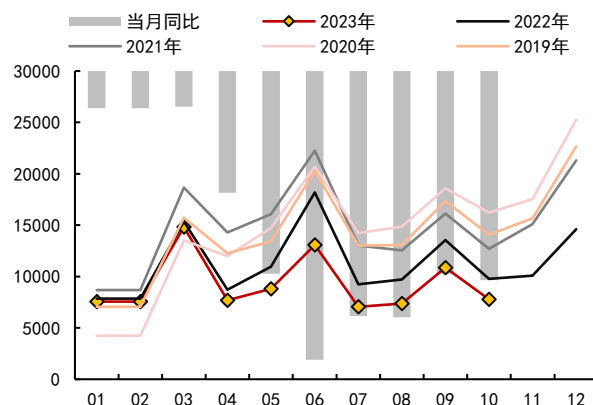


## 中信期货有色与新材料 2024 年年度策略报告（锌）

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 1-10 月竣工面积同比 18.4%。

图表 27：商品房销售面积

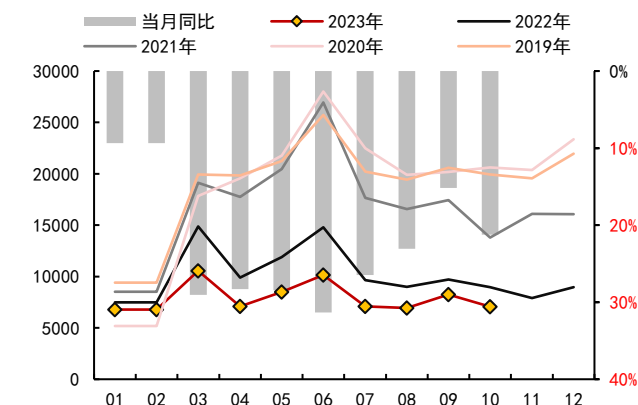
单位：万平方米



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 28：房屋新开工面积

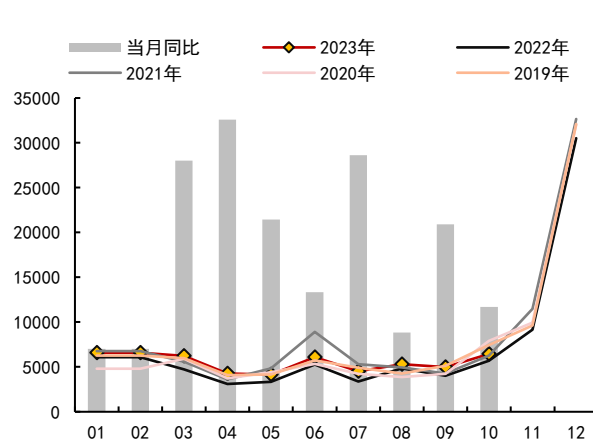
单位：万平方米



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

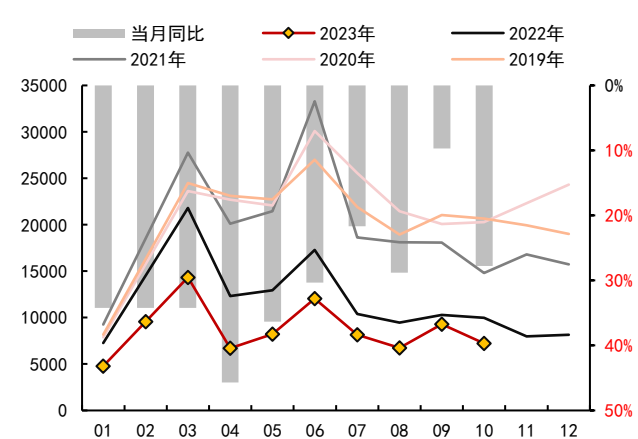
单位：万平方米



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 30：当月新增施工面积

单位：万平方米



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

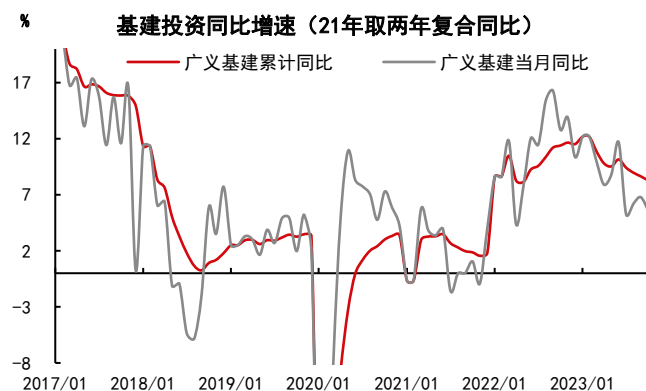
基建方面，1-10 月广义基建累计同比 8.3%，较 1-9 月 8.6% 的增幅有所回落。1-10 月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 5.9%，较前值放缓 0.3 个百分点。分行业看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比 25.0%，较上月基本持平。交通运输、仓储和邮政业累计同比 11.1%，较上月回落 0.5 个百分点。水利、环境和公共设施管理业累计同比 -0.8，较上月回落 0.7 个百分点。

基建作为国内逆周期调节的主要手段，预计后续还将会持续发力，但是重心或向新基建倾斜，比如新能源汽车充电桩、5G 基站建设、大数据中心等。10 月消息，中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 10000 亿元，增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，整体提升我国抵御自然灾害的能力。据相关部分介绍，增发的国债资金初

## 中信期货有色与新材料 2024 年年度策略报告（锌）

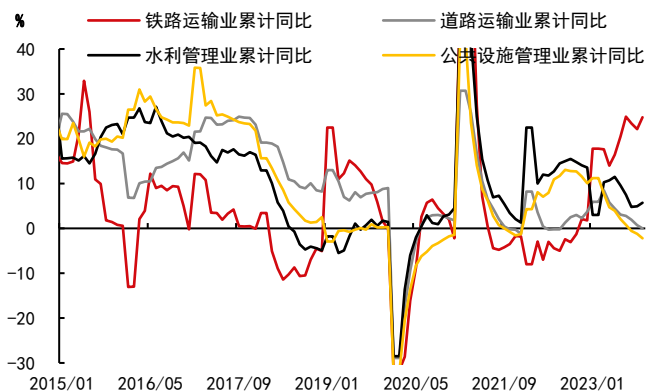
步考虑在 2023 年安排使用 5000 亿元，结转 2024 年使用 5000 亿元，该一万亿专项国债也将拉动基建领域对镀锌板块的需求。从宏观情况上来看，欧美经济衰退风险仍在，外需拉动增长动力不足，预计稳增长将继续成为 2024 年主基调，全年基建投资仍有韧性。

图表 31：基建投资增速处于高位 单位：%



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 32：基建投资细分行业同比增速 单位：%



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

### 5.2 海外消费：欧美经济衰退风险仍存

2023 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。在美联储持续大幅度加息的背景之下，欧美经济有硬着陆的风险。今年上半年海外银行爆发破产危机，对锌价产生一定负面影响。进入下半年，美国伴随高通胀回落及就业数据保持韧性，降息讨论的声音逐渐增强阶段提振锌价偏强运行，美国经济整体来看当前仍保持一定韧性。

2023 年，美国房地产市场整体呈现偏弱局面。2023 年 9 月成屋年化销量 396 万套，环比下降 2%，同比减少 16%，创 2010 年以来新低；9 月新屋销售年化 75.9 万套，环比回升 12%，同比回升 38%。2023 年 9 月美国成屋库存回升到 113 万套，创出近一年新高，新屋库存回升到 44.1 万套，维持在偏高位。美国房地产市场延续低迷状态，一方面是由于美国 15 年抵押贷款利率再度创出 1999 年以来新高；另外一方面是由于房价仍处于高位，居民房屋购买力指数维持在低位。整体来看，美联储维持高利率将继续施压美国房地产市场。

全球新能源汽车市场保持持续高增长。根据 MarkLine 和 CleanTech 统计数据，2023 年 8 月全球新能源汽车销量 123.8 万辆，同比增长 46%，环比回升 12%，1-8 月累计同比增长 41%；中汽协统计数据显示，2023 年 9 月中国新能源汽车销售 90.4 万辆，同比增长 28%，1-9 月累计同比增长 38%，新能源车对传统车的替代比例 29.8%，而 2022 年底为 25.8%。2023 年 8 月欧洲新能源汽车销量 27 万辆，同比增长 69.3%，1-8 月份欧洲新能源汽车销量约为 193.2 万辆，同比增长 33.6%，新能源车替代比例为 22.7%，2022 年底欧洲新能源汽车对传统车替代比例为 23%。

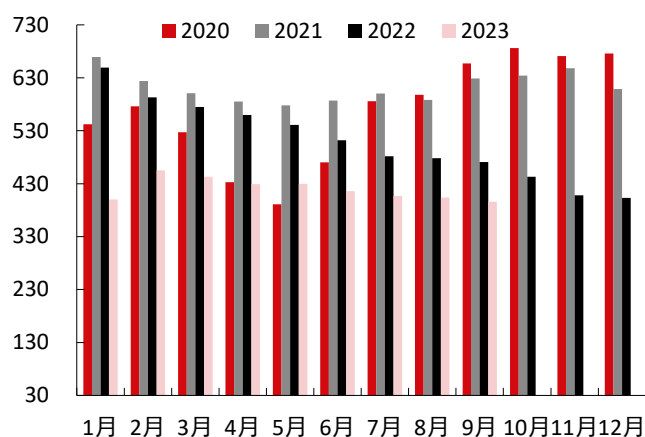
10 月摩根大通全球制造业 PMI 维持在 48.8%，环比略降 0.4 个百分点，连续

## 中信期货有色与新材料 2024 年年度策略报告（锌）

14 个月处于荣枯线之下。主要经济体制造业 PMI 表现略微分化，但多数偏弱，中国制造业 PMI 在 9 月重回荣枯线上方后于 10 月回落至 49.5%。10 月日本制造业 PMI 维持在 48.7%，连续 5 个月在荣枯线之下。10 月欧元区制造业 PMI 延续偏弱的局面，尤其欧元区已经连续 16 个月处于荣枯线之下，Markit 美国制造业 PMI 10 月重回荣枯线上方录得 50%。伴随着中国经济增长放缓且欧美经济仍受高通胀及高利率压制，全球制造业延续收缩状态，对精炼锌需求保持不利。

图表 33：美国成屋销售仍然疲软

单位：万套



图表 34：美国抵押贷款利率仍然较高

单位：%

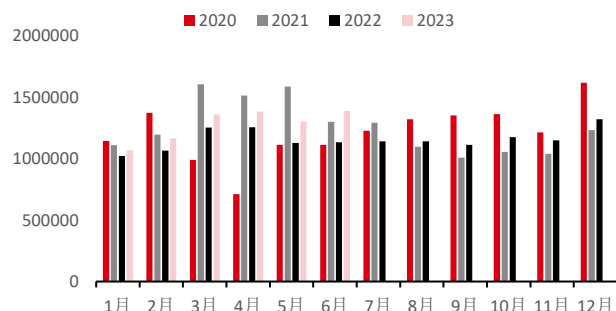


资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

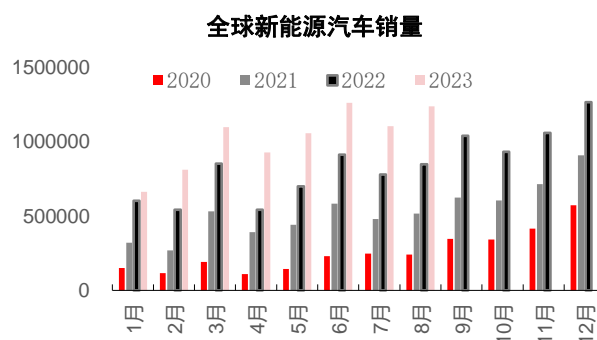
图表 35：全球汽车销量

单位：辆



图表 36：全球新能源汽车销量

单位：辆

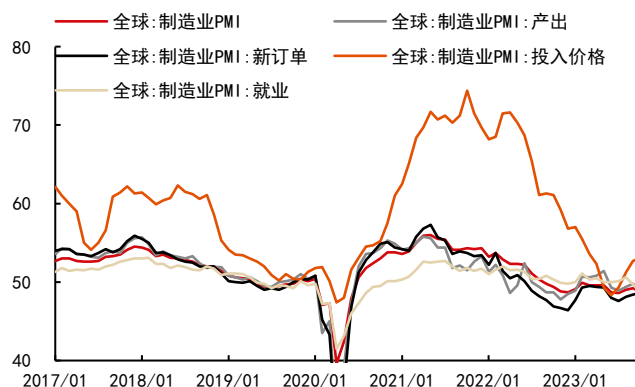


资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

资料来源：美国经济分析局 中信期货研究所

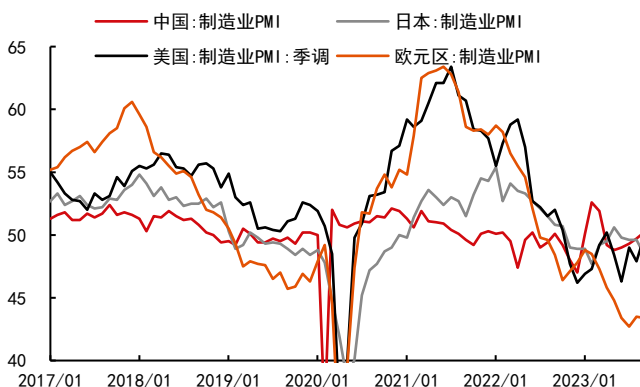
图表 37：全球 PMI 处于下行趋势

单位：%



图表 38：主要经济体 PMI

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

## 六、库存：低库存情况将会缓解

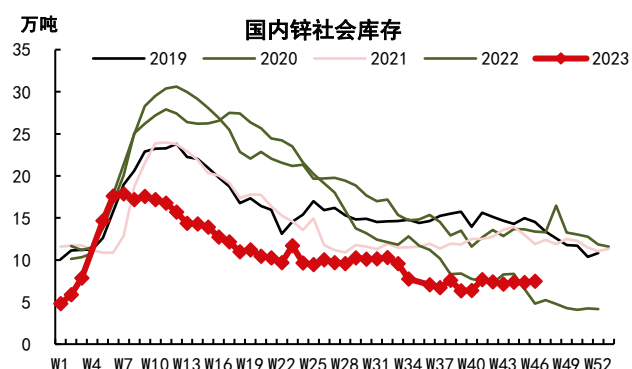
从社会库存来看，进入到 8 月份，随着冶炼端检修停产，叠加锌价回落，下游备货意愿较强，锌锭库存存在 8 月份再度回落到 10 万吨以下，刺激锌价在三季度出现反弹，

从 LME 交易所库存来看，伦锌库存 2023 年初一度下降至 2 万吨以下，绝对量来看也处于近 10 年偏低水平。后期随着欧洲冶炼厂逐步复产，以及海外需求逐级走弱，LME 锌锭库存也在逐渐累积。随着近期新加坡仓库连续大幅度交仓，LME 锌库存已经回升到历史当中偏正常水平。

2023 年四季度，随着锌锭供应回升，叠加进口锌锭维持高位，预计国内锌锭社会库存将会出现一定累积。海外库存方面，欧洲冶炼厂逐渐复产，而海外需求继续回落，伦锌库存也将累积。锌锭低库存情况将得到缓解，近期国内外社会库存都进入到累库状态，国内锌锭社会库存回到 10 万吨以上，海外 LME 锌库存大幅度交仓，当前库存也超过 13 万吨。

图表 39：国内锌社会库存

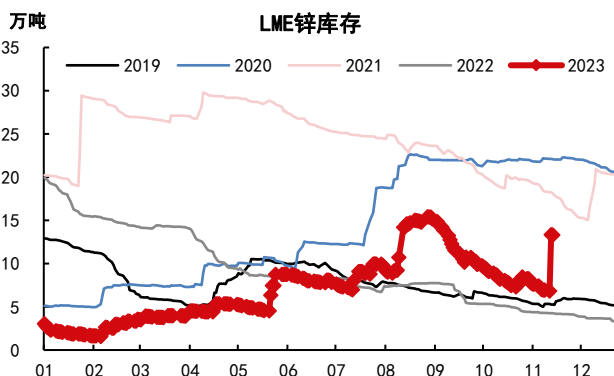
单位：万吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 40：LME 锌库存

单位：万吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

## 七、供需平衡表

供需平衡情况，2023 年上半年锌价大幅度下跌之后，海外锌矿以及国内锌锭的减产将对供应端产生扰动，但锌锭供需宽松态势四季度并未改变，锌锭库存存在四季度将逐步累积，锌锭低库存情况将会得到有效缓解。对于 2024 年，锌矿供应逐步转为紧张，精炼锌供给增速出现下降，锌锭供需宽松态势将会显著缓解。

图表 41：供需平衡表

单位：万吨

全球精炼锌供需平衡表					
月度	产量 (ILZSG)	同比	消费量(ILZSG)	同比	供需平衡
2018	1326	-3.3%	1372	-3.31%	-46
2019	1351	1.9%	1372	0.05%	-21
2020	1364	0.9%	1329	-3.13%	35
2021	1393	2.2%	1415	6.44%	-21
2022	1335	-4.2%	1368	-3.31%	-33
2023F	1400	4.9%	1388	1.42%	13
2024F	1430	2.1%	1424	2.62%	6

资料来源：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>