

# 矿端供给偏紧，锌价重心或上移

## 报告摘要：

### ➤ 行情回顾：

- **国内现货：**截至 12 月 12 日，SMM1#铅锭平均价格 20,890 元/吨，较年初下跌 12.2%。
- **期货市场：**截至 12 月 12 日，沪锌主力合约收盘价 20,880 元/吨，较年初下跌 11.0%，年内最高价 23,660 元/吨，最低价 18,060 元/吨；伦锌电子盘收盘价 2,428 美元/吨，较年初下跌 18.8%，年内最高价 3,512 美元/吨，年内最低价 2,215 美元/吨。
- **基差：**从基差角度来看，目前锌市处于 back 结构。

### ➤ 逻辑分析：

- **宏观环境：**海外经济主要经济体 2024 年通胀风险、地缘政治风险尚存，部分地区和国家可能继续收紧货币政策，经济压力较大；国内维持复苏基调。
- **原料端：**2023 年矿端持续宽松；2024 年矿端收紧为大趋势，原料端为锌价提供一定支撑。
- **利润上：**2023 年炼厂利润可观；随着原料收紧预期逐渐兑现，2024 年炼厂利润将受到一定的挤压。
- **供给端：**2023 年海外炼厂逐步复产，国内原料宽松叠加高利润刺激，炼厂维持高开工，供给充足；2024 年海外炼厂延续前序复产趋势，国内炼厂亦有新增产能投放；锌市 2024 年过剩预期尚存。
- **需求端：**海外经济压力尚存，国内需关注政策端对终端消费的影响。

➤ **行情展望及投资策略：**综合来看，我们预期 2024 年锌价重心较 2023 年将有所上移，预期运行区间 19,000-25,000 元/吨；但随着矿端收紧逐步兑现，炼厂利润或将受到挤压，建议炼厂在利润相对可观的情况下通过套保对利润进行保护。

➤ **风险提示：**宏观风险；炼厂非预期减停产；终端消费不及预期。。

分析师：祁玉蓉

从业资格证号：F03100031

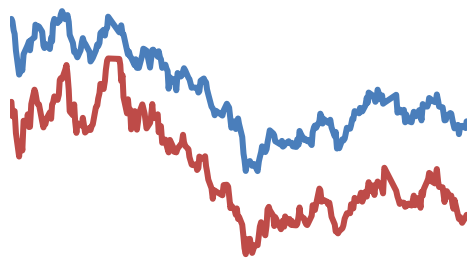
研究所

金属期货（期权）研究室

TEL： 010-8229 5006

Email： qiyurong@swhyse.com

## 相关图表



## 相关报告：

《有色金属锌 2023 年报：供给约束解除，锌价重心下移》

《宏源锌半年报：供给压力较强，静候需求回暖 20230620》

《宏源锌四季度报：原料宽松，供给持续放量 20231010》

《宏源期货锌月报：下游消费淡化，锌价高位难以维持 20231030》

## 目录

报告摘要:	1
一、锌市行情回顾:“V”型走势,重心下移	5
二、锌精矿:近松远紧	6
(一) 海外锌精矿:2023 年海外矿端扰动不断	6
(二) 国内锌精矿:2023 年国内矿山产量大幅增长	9
三、供给端:利润驱动开工,锌市供给过剩	10
(一) 海外供给:复产为主	10
(二) 国内供给:炼厂高开工放量,进口持续补充	11
四、需求端:海外下行压力较大,国内复苏为主基调	13
(一) 海外消费:衰退风险尚未消散,经济承压较重	13
(二) 国内消费:地产支撑有限,基建韧性尚存	13
(三) 出口:沪伦比值高位,出口窗口持续关闭	16
五、库存与供需平衡	16
六、行情展望及投资策略	17

## 图表目录

图表 1: SMM1#锌锭平均价 .....	5
图表 2: 沪锌主力收盘价 .....	5
图表 3: 基差 .....	6
图表 4: 期货收盘价（电子盘）：LME 三个月锌 .....	6
图表 5: 全球锌精矿月度产量 .....	7
图表 6: 2009-2024 年全球锌精矿产量 .....	7
图表 7: 2023 年矿山减停产情况及其影响（万金属吨） .....	7
图表 8: 2023 年部分上市矿企前三季度生产情况（万金属吨） .....	8
图表 9: 2024 年海外矿山新增/复产情况（万金属吨） .....	8
图表 10: 锌精矿生产利润 .....	9
图表 11: 中国锌精矿月度开工率 .....	9
图表 12: 中国锌精矿月度产量 .....	9
图表 13: 中国锌精矿进口情况 .....	9
图表 14: 2023 年 1-10 月锌精矿进口来源 .....	10
图表 15: 锌精矿港口库存：连云港 .....	10
图表 16: 全球锌锭月度产量 .....	11
图表 17: 2009-2022 年全球精炼锌产量 .....	11
图表 18: 精炼锌企业生产利润 .....	11
图表 19: 硫酸平均价 .....	11
图表 20: 国产锌精矿加工费 .....	12
图表 21: 进口锌精矿加工费 .....	12
图表 22: 精炼锌月度开工率 .....	12
图表 23: 精炼锌月度产量 .....	12
图表 24: 精炼锌进口盈亏 .....	12
图表 25: 精炼锌月度进口量 .....	12
图表 26: 主要经济体 CPI（当月同比） .....	13
图表 27: 主要经济体 PMI .....	13
图表 28: 中国锌锭月度实际消费量 .....	14
图表 29: 镀锌企业月度开工率 .....	14
图表 30: 压铸锌合金企业月度开工率 .....	14
图表 31: 氧化锌企业月度开工率 .....	14
图表 32: 房地产月度数据（累计同比） .....	15
图表 33: 基础设施建设投资（累计同比） .....	15
图表 34: 汽车产量 .....	15
图表 35: 汽车销量 .....	15
图表 36: 家电总产量 .....	16
图表 37: 家电当月同比 .....	16
图表 38: 沪伦比值（剔除汇率影响） .....	16
图表 39: 精炼锌月度出口量 .....	16
图表 40: SMM 三地库存 .....	17
图表 41: SMM 锌锭保税区库存 .....	17

图表 42: SHFE 精炼锌库存 .....	17
图表 43: LME 库存 .....	17

## 一、锌市行情回顾：“V”型走势，重心下移

2023 年在复苏不及预期的过剩格局下，锌市走势偏弱，重心整体较 2022 年有所下移。

年初的时候，在经济复苏预期下，锌价上行，达到年内最高点 23,660 元/吨。

进入 2 月，伴随着硅谷银行破产、美联储加息预期增强等一系列的宏观扰动，锌价开始转头向下，加上国内经济复苏不及预期，消费端无明显好转，国内外供给持续放量，锌价走出了明显的下跌态势，随着美国债务问题不断反复，美联储内部对加息存在分歧，强调年内不会降息，市场对美国经济衰退预期增强，市场避险情绪迅速升温，锌价下行。

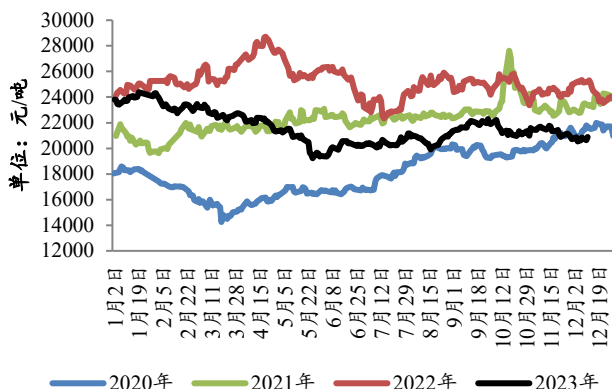
跌势一直延续至五月底，沪锌主力合约达到近两年多以来的低点 18,060 元/吨，锌价触及部分冶炼厂厂家成本线，国内外炼厂被迫减产，市场上进口锌货源流通有所减量，供应端过剩局面暂时得以缓解，同时海外瑞典 Boliden 暂停欧洲最大锌矿的生产，以及 Ronnskar 冶炼厂因火灾被迫停产，海外供给面存紧缩预期，叠加国内地产“小作文”频发，宏观面有所回暖，5 月美国非农就业报告远高于市场预期，美国债务上限问题得到解决，美联储暂停加息，宏观向好与基本面好转双重支撑下，6 月初锌价开始触底反弹。

8 月初，惠普下调美国信用评价，市场情绪转空，避险情绪较重，多头止盈离场，锌价回吐部分前期涨幅。

8 月中下旬美国 PMI 数据意外爆冷，国内稳经济政策持续发力，叠加“金九银十”的消费旺季预期，市场情绪偏暖，锌价止跌反弹，临近 9 月交割时，多头增仓上攻，期现价格双双走高，沪锌一度突破 22,000 元/吨；下游企业完成节前备库后，市场成交有所回落，再次回吐部分涨幅，但跌势并没延续太久，10 月底在万亿国债及海外矿山减产预期下，锌价开始反弹，但终端市场始终未见明显好转，且年内过剩格局不变，锌价小幅反弹后再度走弱。

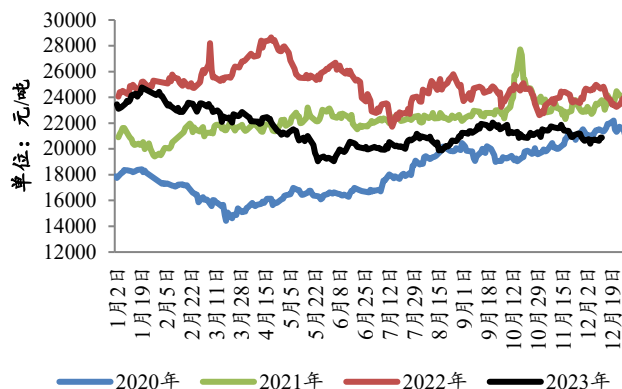
截至 12 月 12 日，SMM1#铅锭平均价格 20,890 元/吨，较年初下跌 12.2% (-2,910 元/吨)，年内均价 21,581.88 元/吨，较年初下跌 14.1% (-3,546.30 元/吨)；截至 12 月 12 日，沪锌主力合约收盘价 20,880 元/吨，较年初下跌 11.0% (-2,575 元/吨)，年内最高价 23,660 元/吨，最低价 18,060 元/吨；伦锌电子盘收盘价 2,428 美元/吨，较年初下跌 18.8% (-561.5 元/吨)，年内最高价 3,512 美元/吨，年内最低价 2,215 美元/吨；从基差角度来看，目前锌市处于 back 结构。

图表 1：SMM1#锌锭平均价



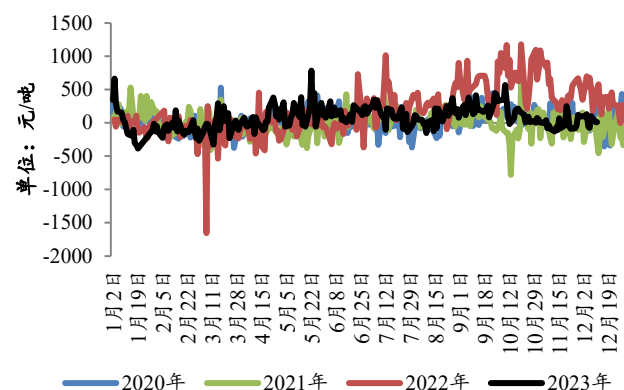
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 2：沪锌主力收盘价



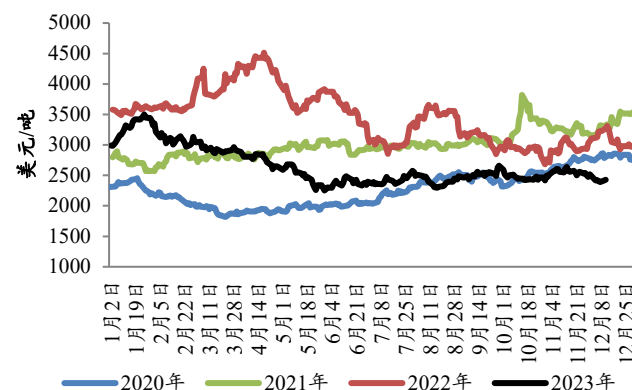
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图表 3：基差



资料来源：SMM, WIND, 宏源期货研究所

图表 4：期货收盘价（电子盘）：LME 三个月锌



资料来源：WIND, 宏源期货研究所

## 二、锌精矿：近松远紧

2023 年以来，海外矿山陆续有减停产事件发生，加工费虽然有所下调，但整体处于相对高位，年内矿山产量增幅较大，加之海外矿的进口补充，矿端供给整体呈现宽松格局；随着海外能源价格回落，海外炼厂逐渐复产，且国内炼厂亦有新增产能投放，但部分矿端因多因素扰动有减停产动作，预计 2024 年锌精矿整体趋紧，加工费或将随之进一步下调。

### （一）海外锌精矿：2023 年海外矿端扰动不断

劳务罢工、财务损失，海外矿山减停产操作频发，2023 年全球锌精矿产量略有下滑。2023 年 6 月 Newmont 位于墨西哥的 Peñasquito 矿因工位劳工罢工停产，影响产能 15.22 万金属吨，于 10 月结束罢工恢复生产，2023 年产量同比下滑 6 万金属吨；Boliden 位于欧洲最大的锌矿 Tara，因锌价下跌、能源成本高导致不可持续的财务损失，于 6 月中旬停产进入保养维持阶段，影响产能 10.32 万金属吨，2023 年产量同比下滑 5 万吨，最新公告显示，Boliden 公司表示如果与工会的谈判达成协议，希望在 2024 年第二季度重新开放欧洲 Tara 矿山，如若二季度能顺利恢复，预计贡献产量在 7 万金属吨左右，2024 年产量同比预计不增不减；Volcan 公司的 Chungar-Islay 矿山、Aeris resource 公司的 Jaguar 矿山、ALMINA 公司的 Aljustрал mines、以及 Nyrstar 在田纳西州中部的锌矿 Middle Tennessee（包括 Gordonsville 和 Cumberland 两座地下锌矿）因锌价跌破成本价，在三四季度关停产能；Toho Zinc 因破产原因，11 月中旬宣布在澳大利亚的 Broken Hill 也将在未来两个月陆续关停；除此之外，多座矿山因品味下滑等原因亦有不同程度的产量下滑。

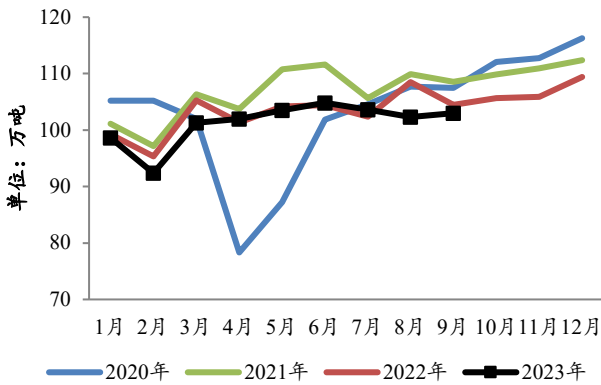
2024 年矿端增减并存，增量恐不及需求增量。2024 年预计锌精矿产量最大增量来自俄罗斯 OZ 矿山重启的 10 万金属吨增幅，OZ 矿每年可生产 60 万实物吨的锌矿和 8 万实物吨的铅矿，中国为 OZ 矿的主要流入国，考虑 2023 年四季度该矿山发生火灾，此前预计的 2024 年 2 月可以进口到国内的预期或将受到影响；Vedanta 位于南非的 Gamsberg 矿产二期爬产，也将带来 5 万金属吨的增量；Boliden 如若明年二季度能顺利恢复，预计贡献产量在 7 万金属吨左右，同比预计不增不减；此外，Polymetals Resources 位于澳大利亚的 Endeavor 矿山将于明年下半年开始生产第一批精矿，预计带来产量增量 8 万金属吨。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

第6页

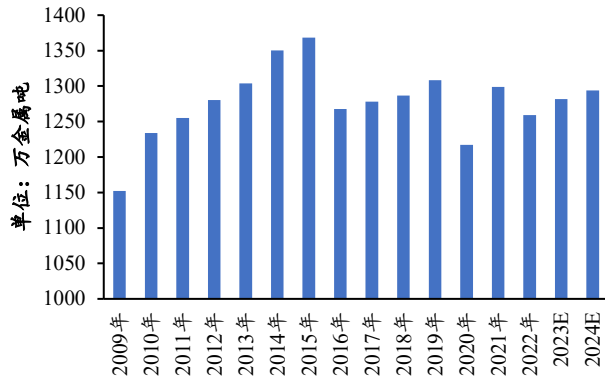
ILZSG 数据显示,截至 2023 年 9 月,全球锌精矿累计产量 911.49 万吨,累计同比减少 1.48% (-13.67 万吨), 预计全年锌精矿产量下降 15-20 万吨左右; 乐观估计, 若海内外新增投产及复产项目明年可以如期生产, 预计 2024 年全球锌精矿产量增量在 20-30 万吨左右。

图表 5: 全球锌精矿月度产量



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 6: 2009-2024 年全球锌精矿产量



资料来源: WIND, SMM, 宏源期货研究所

图表 7: 2023 年矿山减停产情况及其影响 (万金属吨)

公司	地区	矿山	原因	影响产量	2023 年同比	2024 年同比
Newmont	墨西哥	Peñasquito	工会劳工罢工; 10 月结束罢工恢复生产	15.22	-6	6
Boliden	爱尔兰	Tara	不可持续的财务损失, 锌价下跌、能源成本高 (Boliden 公司表示如果与工会的谈判达成协议, 希望在 2024 年第二季度重新开放欧洲 Tara 矿山。)	10.32	-5	0
Volcan	秘鲁	Chungar-Islay	价格跌破成本线	0.8	-0.4	-0.4
Aeris resource	澳大利亚	Jaguar	价格跌破成本线	3.08	-0.77	-2.31
ALMINA	葡萄牙	Aljustрал mines	价格跌破成本线	9.9	-2.48	-7.42
Nyrstar	法国	Middle Tennessee (Gordonville、Cumberland)	金属价格下跌和生产成本上升, 跌破成本线	4-5	-0.67	-3.33
Toho Zinc	澳大利亚	Broken Hill	破产, 将在未来两个月分阶段关闭	5.08	0	-5
MMG	澳大利亚	Dugald River & Rosebery	事故	22.46	-2.55	5.04
Glencore/Teck/BHP/Mitsubishi	秘鲁	Antamina	明年因品味大幅下滑	43.47	4.07	-20
Teck	美国	Red dog	品味大幅下滑 (明年)	55.3	-0.8	-4.5
Sibanye-Stillwater	澳大利亚	New Century	2023 年上半年因洪水减产	11.9	-3.2	3.3

资料来源: SMM, 公司公告, 宏源期货研究所



图表 8：2023 年部分上市矿企前三季度生产情况（万金属吨）

企业	2023 年前三季度产量	2022 年前三季度产量	同比	2023 年产量指引 (Q3)
Glencore	67.21	69.96	-4%	95±3
Vedanta	100.6	99.9	1%	
MMG	13.9705	16.4157	-15%	18.8-20.3
BHP	9.81	9.3	5%	
South32	4.2	4.58	-8%	
Newmont	8.17	13.49	-39%	
Boliden	15.67	19.35	-19%	
Teck	46.2	50.7	-9%	64.5-68.5
Nexa	24.29	22.15	10%	29.9-33.4
Penoles	20.54	20.56	-0.1%	
Lundin Mining	13.44	11.79	14%	18.1-19.2
Grupo Mexico	4.86	4.47	9%	
Fresnillo plc	7.8861	7.6093	4%	
Kaz Mineral	3.64	2.94	24%	

资料来源：SMM，公司公告，宏源期货研究所

图表 9：2024 年海外矿山新增/复产情况（万金属吨）

公司	所在地	锌矿	状态	2024 年预计增量
Ozernoye	俄罗斯	Ozernoye	重启（2023Q4 投产，但 2023Q4 发生火灾）	10
Vedanta	南非	Gamsberg	二期爬产	5
Nexa	巴西	Aripuana	新建 （2022Q4 投产，2024Q1 满产）	0.53
Glencore	哈萨克斯坦	Zhairem	投产项目爬产	3
New Century	澳大利亚	Century Tailings	扩产	3
Vedanta	印度	Rampura Agucha	产量增加	2
Glencore	澳大利亚	MaArthur River	2023 年矿石品味下滑	2
Lundin Mining	葡萄牙	Neves Corvo	扩建（2024 年达到铭牌产能）	2
MMG	澳大利亚	Dugald River	事故重启后 2024 年产量环增	2
Adriatic Metals	波斯尼亚	Vares	新建（2023Q4 投产）	4
Southern Copper /Grupo Mexico	墨西哥	Buenavista Zinc, Sonora	扩建 （2024Q1 第一期 10 万吨投产）	7
Polymetals Resources	澳大利亚	Endeavor	重启 （2024 年下半年生产第一批精矿）	8
Ivahoe & Gecamines	刚果（金）	Kipushi	扩建（2024Q3）	2

资料来源：SMM，公司公告，宏源期货研究所

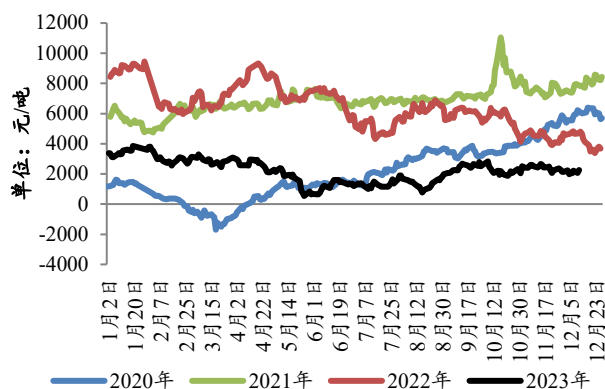


## (二) 国内锌精矿：2023 年国内矿山产量大幅增长

与海外减产扰动不断相比，国内锌精矿增量相对稳定。年初因环保等因素矿山复产缓慢，国内矿山产量有限，主要依靠进口货源补充，5 月国内矿山基本完成全面复产，开工趋于平稳；SMM 数据显示，截至 11 月，国内锌精矿累计产量 339.95 万吨，累计同比增加 11.78% (+35.73 万吨)，2024 年预计国内新增产能 10-15 万吨左右。

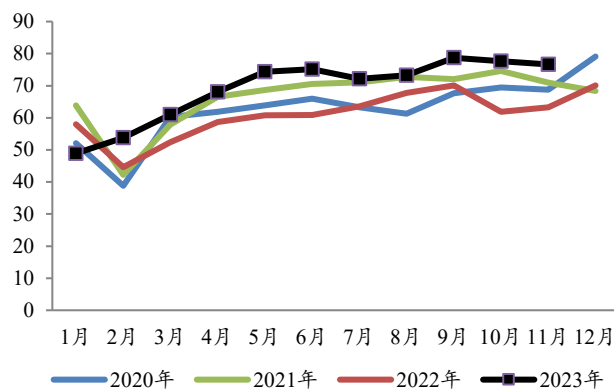
年内因人民币贬值等因素，沪伦比值高位，进口窗口打开，海外锌精矿持续流入国内。截至 10 月，锌精矿累计进口 396.69 万吨，累计同比增加 21.3% (+69.65 万吨)，从进口来源，1-10 月锌精矿进口主要来自澳大利亚、秘鲁、南非和俄罗斯；考虑 2024 年国内经济依旧呈现复苏基调，海外加息暂缓，人民币或将开启升值通道，沪伦比值回落，进口锌精矿或将出现一定幅度的减量。

图表 10：锌精矿生产利润



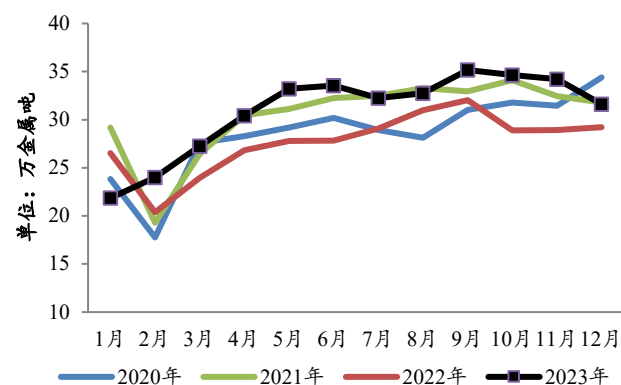
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 11：中国锌精矿月度开工率



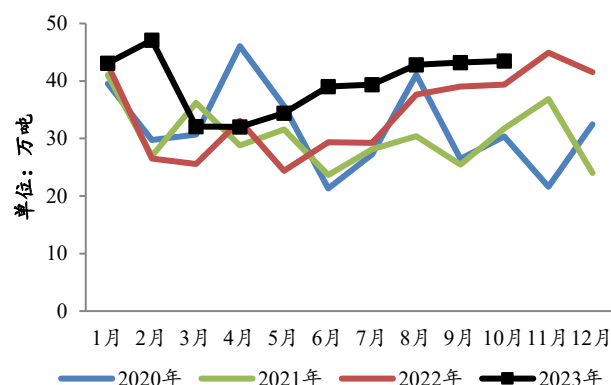
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 12：中国锌精矿月度产量

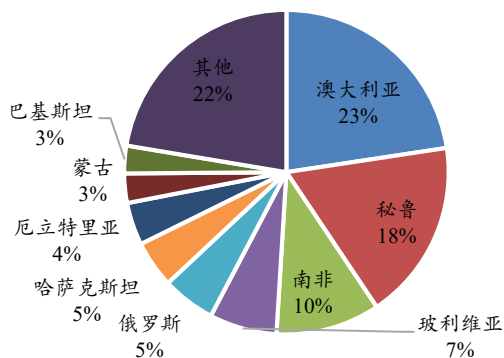


资料来源：SMM，宏源期货研究所

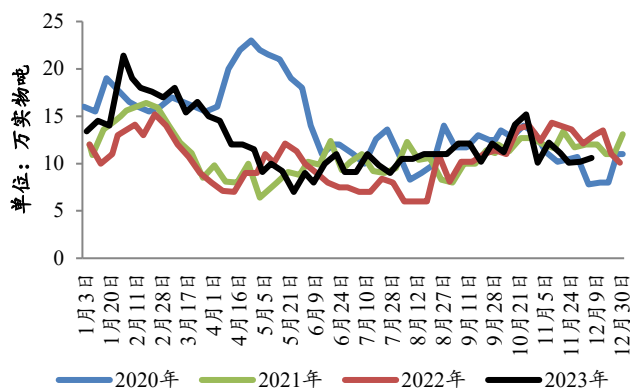
图表 13：中国锌精矿进口情况



资料来源：SMM，宏源期货研究所

**图表 14：2023 年 1-10 月锌精矿进口来源**


资料来源：SMM，宏源期货研究所

**图表 15：锌精矿港口库存：连云港**


资料来源：SMM，宏源期货研究所

### 三、供给端：利润驱动开工，锌市供给过剩

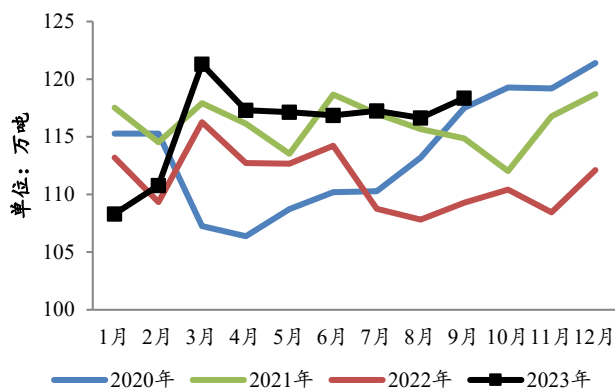
欧洲能源价格回落，前期减停产的冶炼厂陆续复产，国内炼厂 2022 年因原料不足、自然灾害等因素减产较多，2023 年原料充足、利润可观，除常规检修外，炼厂基本维持满负荷生产，精炼锌整体供给充足；2024 年随着矿端资源收紧，精炼锌过剩格局或将得到一定缓解。

#### （一）海外供给：复产为主

2022 年由于欧洲能源危机问题，海外炼厂减停产较多，2023-2024 年以复产为主。受电价及天然气价格高企的影响，欧洲多家冶炼厂有减产/关停产能的情况，包括 Nyrstar 于 2021 年 10 月将欧洲的三家锌冶炼厂（荷兰的 Budel、比利时的 Balen 以及法国的 Auby）产量下调了 50%，2022 年 9 月关闭了位于荷兰的 Budal 冶炼厂；11 月嘉能可位于德国的 Nordenham 冶炼厂将开始维护。随着欧洲能源价格回落，前期减停产炼厂陆续复产，Nyrstar 公司于 2022 年 11 月宣布将重启其位于荷兰的 Budel 冶炼厂，产能 27 万吨/年；Auby 冶炼厂 2023 年 3 月初恢复锌及其副产品的生产，产能 15 万吨/年；嘉能可位于德国的 Nordenham 冶炼厂宣布将于明年夏季开始复产。预期随着能源价格的不断回落，海外炼厂复产格局将在 2024 年继续延续。

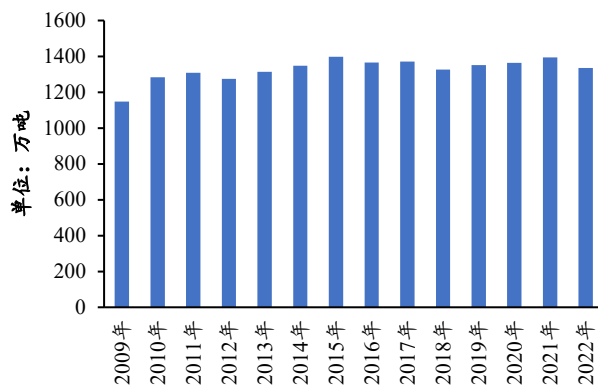
ILZSG 数据显示，截至 2023 年 9 月，全球精炼锌累计产量 1,043 万吨，累计同比增加 3.95%（+39.7 万吨）；9 月全球锌市场供应短缺 15,400 吨，8 月供应过剩 28,000 吨；2023 年前九个月，全球锌市场供应过剩 475,000 吨，2022 年同期为过剩 47,000 吨。

图表 16：全球锌锭月度产量



资料来源：SMM, 宏源期货研究所

图表 17：2009-2022 年全球精炼锌产量



资料来源：WIND, 宏源期货研究所

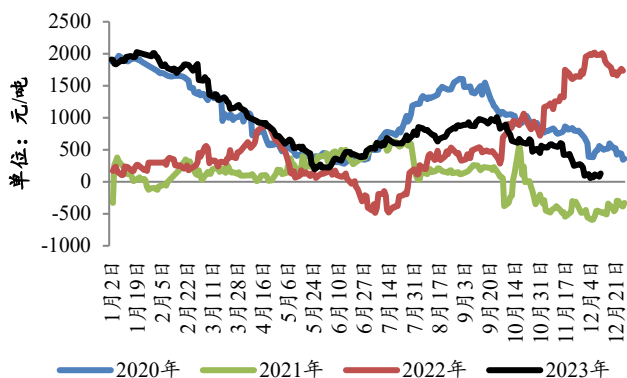
## (二) 国内供给：炼厂高开工放量，进口持续补充

原料充足且利润可观，2023 年国内炼厂维持高开工。2022 年四季度在锌价持续高位、加工费持续上行的情况下，冶炼厂利润持续攀升，高利润一直持续到 2023 年一季度末，后随着加工费和锌价双双下跌，冶炼厂利润开始下滑，但整体依旧处于相对高位，此外，三四季度硫酸等副产品价格回升，亦为炼厂的利润提供了一定的补充，在原料充足且利润高企的情况下，国内冶炼厂生产积极性较大，除常规检修外，炼厂基本处于满负荷生产，年内整体开工基本维持在 80% 以上，预计 2024 年随着矿端收紧，精炼锌产量增幅或将趋缓。

截至 12 月 12 日，精炼锌企业生产利润 128 元/吨，较年初下滑 93.3% (-1,782 元/吨)；截至 12 月 8 日，国产锌精矿加工费 4,450 元/金属吨，较年初下降 21.2% (-1,200 元/金属吨)；进口锌精矿加工费 90 美元/干吨，较年初下滑 65.4% (-170 美元/干吨)；截至 11 月，国内精炼锌累计产量 604.65 万吨，累计同比增加 10.78% (58.86 万吨)。

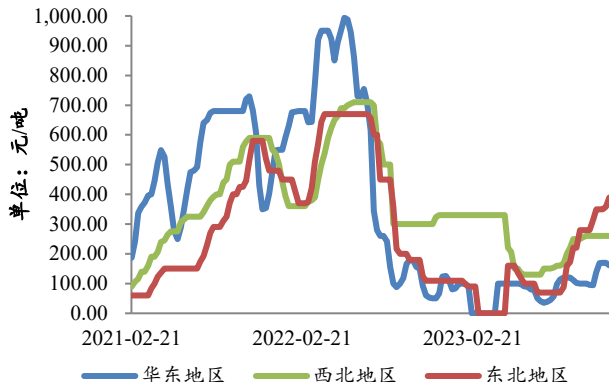
从进口角度来看，锌市内强外弱，沪伦比值持续走高，二季度中后期，进口窗口持续开启，海外货源不断流入国内，截至 10 月，累计进口精炼锌 30.59 万吨，累计同比增加 24.63 万吨。考虑 2024 年海外加息节奏趋缓，且矿端偏紧，预计沪伦比值将有所回落，进口减少。

图表 18：精炼锌企业生产利润

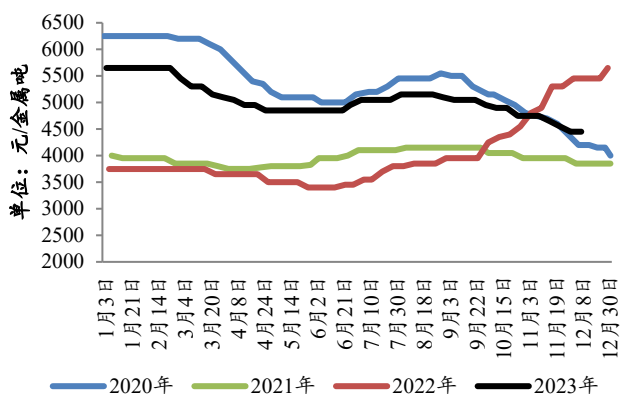


资料来源：SMM, 宏源期货研究所

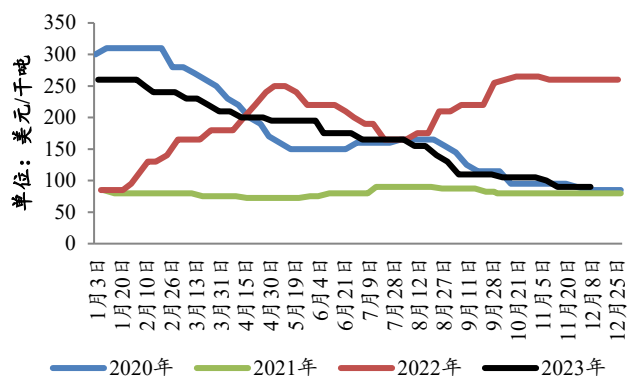
图表 19：硫酸平均价



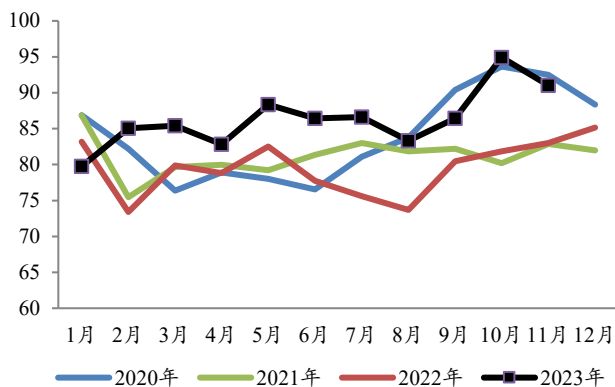
资料来源：SMM, 宏源期货研究所

**图表 20：国产锌精矿加工费**


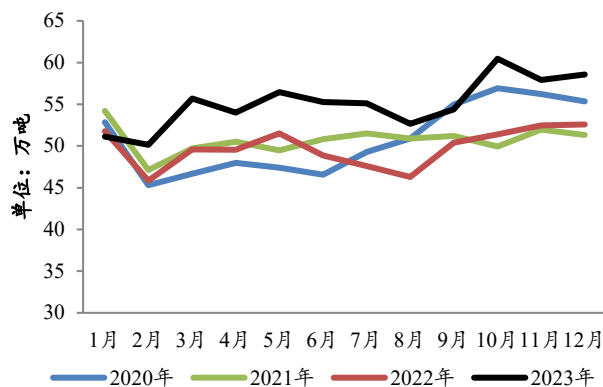
资料来源：SMM，宏源期货研究所

**图表 21：进口锌精矿加工费**


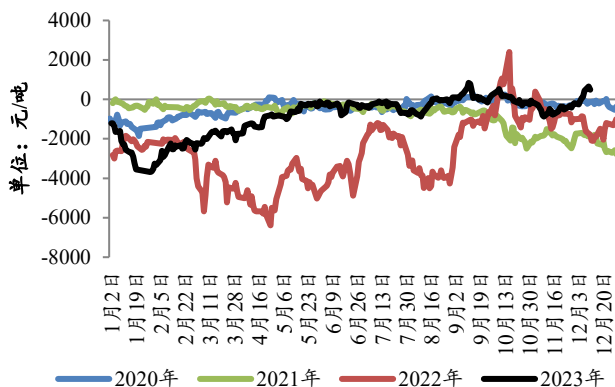
资料来源：SMM，宏源期货研究所

**图表 22：精炼锌月度开工率**


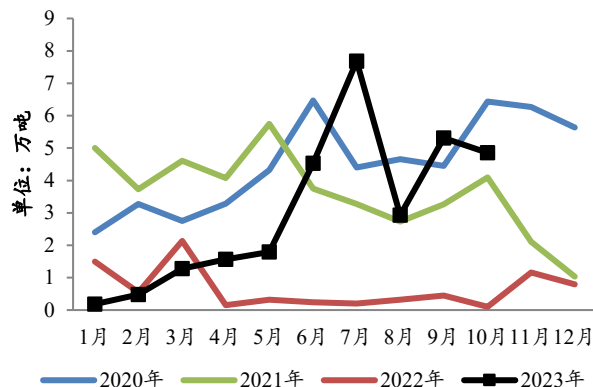
资料来源：SMM，宏源期货研究所

**图表 23：精炼锌月度产量**


资料来源：SMM，宏源期货研究所

**图表 24：精炼锌进口盈亏**


资料来源：SMM，宏源期货研究所

**图表 25：精炼锌月度进口量**


资料来源：SMM，宏源期货研究所

## 四、需求端：海外下行压力较大，国内复苏为主基调

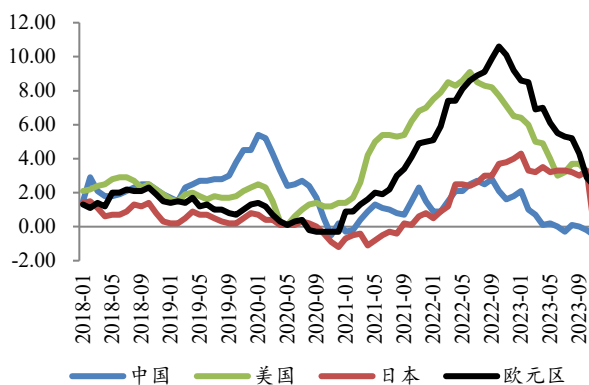
2023 年国内消费复苏不及预期，锌锭下游消费整体相对疲软，对锌锭需求支撑有限；2024 年来看，海外经济衰退的风险并未消除，经济下行压力较大，预计对锌市需求增速有限，国内仍以复苏为主基调，地产竣工端及基建方向将为锌市消费提供一定的支撑。

### （一）海外消费：衰退风险尚未消散，经济承压较重

受供应链紧张、能源和大宗商品上涨等因素影响，2022 年海外通胀数据达到了近数年以来的高位，为应对通胀上行风险，海外多个地区采取加息措施，全球经济增速有所放缓。其中，美联储本轮自 2022 年 3 月开始的加息周期中，已进行 11 次加息，累计加息幅度 525 个基点，联邦基金利率从 0%-0.25% 上升至 5.25%-5.50%，处于 2001 年以来的高位。

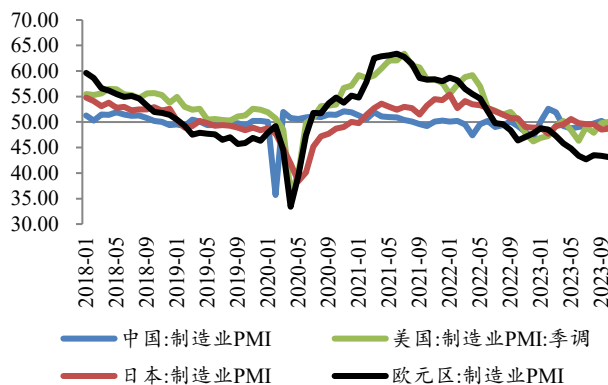
截至 11 月，全球制造业 PMI 为 49.3%，连续 15 个月位于荣枯线以下，其中，新订单 48.9%，连续 17 个月处于荣枯线以下，产出指标从二季度末开始位于荣枯线以下，就业从三季度开始位于荣枯线以下；分主体来看，主要经济体制造业 PMI 走势分化，但整体较为弱势，11 月中国制造业 PMI 为 49.40%，9 月短暂回升荣枯线之上后，10 月再次回落至荣枯线以下；美国制造业 PMI 在 10 月录得 50% 后，11 月再次回落至荣枯线以下，录得 49.40%；日本制造业 PMI 从 6 月以来持续位于荣枯线以下，11 月录得 48.30%；欧洲区制造业 PMI 从 2022 年 7 月以来持续 17 个月位于荣枯线以下，11 月录得 44.20%。整体来看，海外经济主要经济体 2024 年通胀风险、地缘政治风险尚存，部分地区和国家可能继续收紧货币政策，经济压力较大，预计对锌市的需求增速有限。

图表 26：主要经济体 CPI（当月同比）



资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 27：主要经济体 PMI



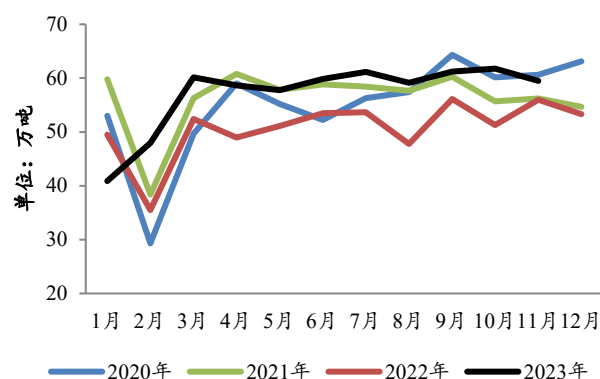
资料来源：SMM，宏源期货研究所

### （二）国内消费：地产支撑有限，基建韧性尚存

初端消费来看，根据统计，2023 年镀锌板块依旧是锌锭的最大消费板块，预计占比为 69.23%，其次是压铸锌合金板块，消费占比 10.03%，氧化锌占比 4% 左右。从下游开工来看，锌锭三大需求板块开工均较为弱势，因基建开工早于房地产开工，年后镀锌板块开工迅速回升至 65% 左右，但进入二季度，随着经济复苏不及预期，国内经济数据全面回落，镀锌板块开工随之小幅震荡

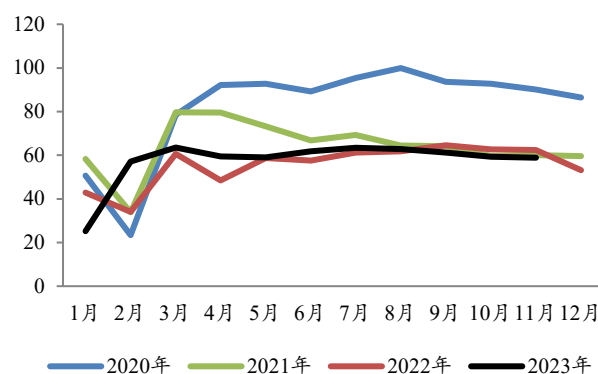
下滑，年内维持在 60%左右；年内房地产板块表现较为一般，压住锌合金开工呈现较为明显的下滑趋势，年内开工在 40%左右；受益于订单因素，氧化锌开工相对平稳，年初复产回升后基本维持在 50%左右。2022 年受新冠疫情影响，锌锭需求基数较低，2023 年 1-11 月锌锭累计消费 628.04 万吨，累计同比增加 12.98% (+72.17 万吨)，且下游初端加工板块库存环比有所提升，部分锌锭库存从冶炼厂转至下游加工商原料库存。

图表 28：中国锌锭月度实际消费量



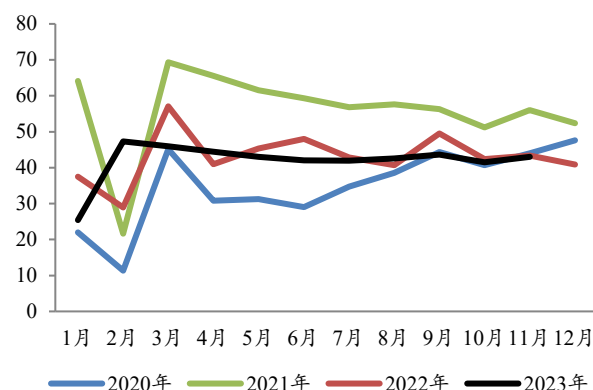
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 29：镀锌企业月度开工率



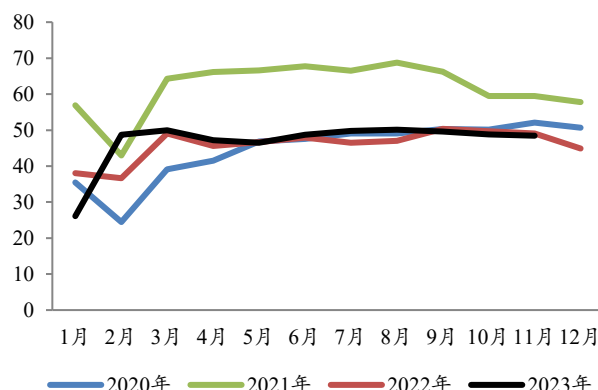
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 30：压铸锌合金企业月度开工率



资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 31：氧化锌企业月度开工率



资料来源：SMM，宏源期货研究所

房地产方向：截至 2023 年 11 月，房屋新开工面积、房屋施工面积及商品房销售面积累计同比均有所下滑，下滑比例分别为 21.2%、7.2%、8.0%，房屋竣工面积累计同比增加 17.9%。2023 年下半年以来，国内关于房地产的政策频频发布，带动锌价上行，但实际落地情况不及预期，房地产板块资金收紧，预计新开工方面难以为锌价提供较强的支撑，但是考虑竣工与新开工之间 2-3 年的时间差，2024 年房地产竣工端将对锌市提供支撑。

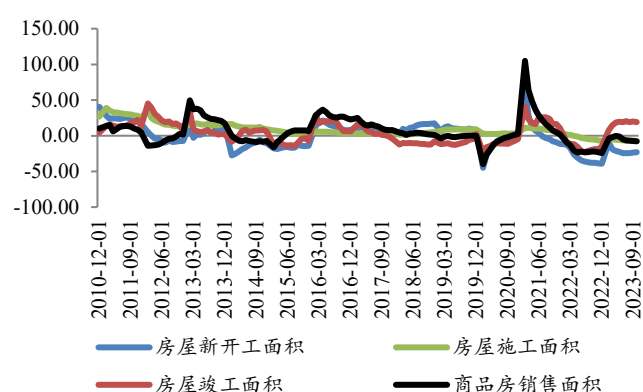
基建方向：截至 2023 年 11 月，基础设施建设投资累计同比增长 7.96%。分行业看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比增长 24.4%，交通运输、仓储和邮政业累计同比增长 10.8%，水利、环境和公共设施管理业累计同比下滑 1.1%。基建板块作为国内逆周期的重要手段，预计 2024 年还将持续发力，基建方面对锌需求韧性尚存



汽车方向：汽车板块恢复相对较好，产销数据高于往年同期基本持平。截至 11 月，国内汽车累计产量 2,289.92 万辆，累计同比增加 9.83% (+205.01 万吨)，累计销量 2,688.90 万吨，累计同比增加 10.69% (+259.58 万吨)。

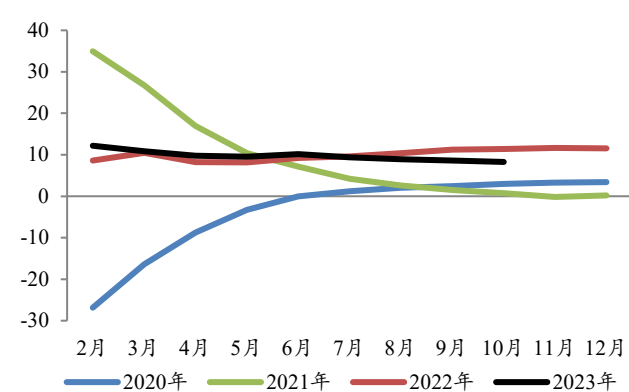
家电方向：受房地产板块拖累，2023 年家电总产量环比呈下降态势，但整体依旧处于相对高位。截至 10 月，家电累计总产量 45,433.10 万台，累计同比增加 9.23% (+3,840.82 万台)；分板块来看，彩电累计产量 13,621.60 万台，累计同比减少 2.19% (-304.82 万台)，空调累计产量 17,695.08 万台，累计同比增加 10.77% (+1,720.74 万台)，家用电冰箱累计产量 6,902.31 万台，累计同比增加 18.16% (+1,060.88 万台)；家用洗衣机累计产量 7,214.10 万台，累计同比增加 23.32% (+1,364.03 万台)。

图表 32：房地产月度数据（累计同比）



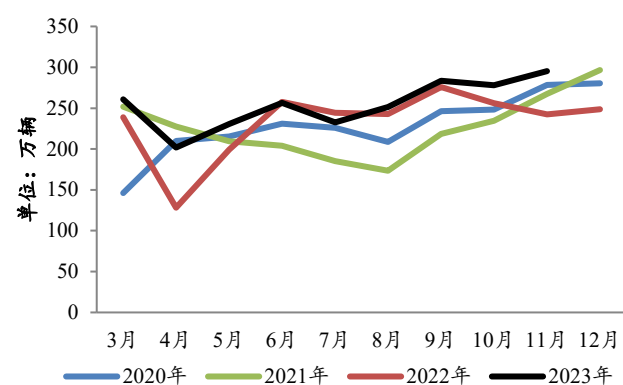
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图表 33：基础设施建设投资（累计同比）



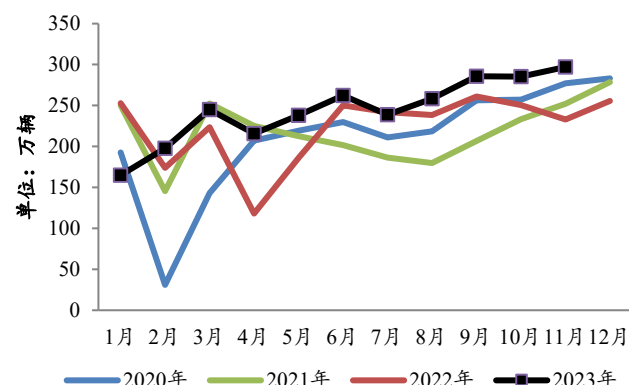
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图表 34：汽车产量



资料来源：WIND，宏源期货研究所

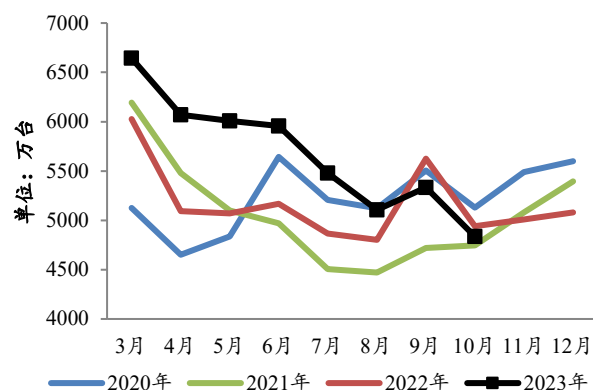
图表 35：汽车销量



资料来源：WIND，宏源期货研究所

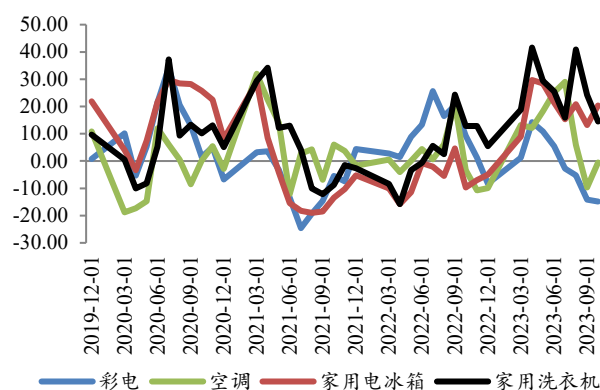


图表 36：家电总产量



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图表 37：家电当月同比

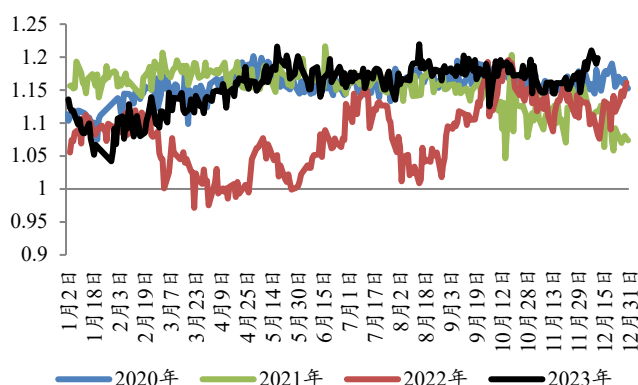


资料来源：WIND，宏源期货研究所

### （三）出口：沪伦比值高位，出口窗口持续关闭

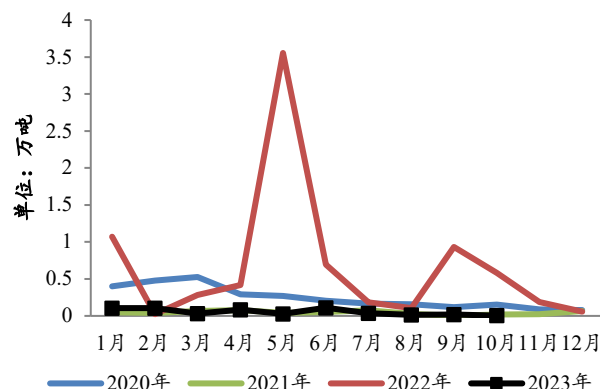
年内沪伦比值持续走高，锌市内强外弱，出口窗口暂未开启。截至 10 月，精炼锌累计出口量 0.54 万吨，累计环比减少 5.80 万吨，处于近几年来绝对低位。

图表 38：沪伦比值（剔除汇率影响）



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图表 39：精炼锌月度出口量



资料来源：SMM，宏源期货研究所

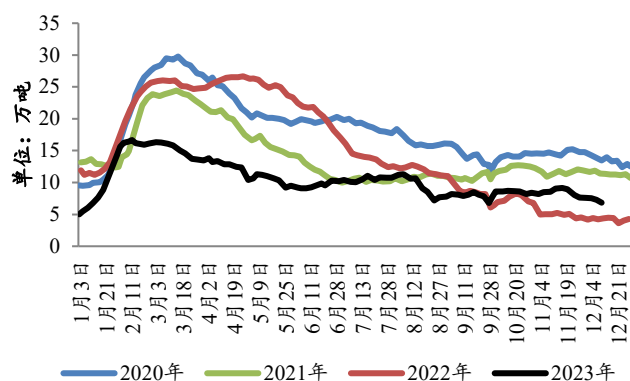
## 五、库存与供需平衡

2023 年锌锭社库处于相对低位，对锌价形成一定支撑。2022 年二季度末开始，沪锌持续去库，库存水平一度刷新历史新低，2023 年元旦节后，沪锌进入传统累库期，春节期间在高利润刺激下，炼厂开工维持高位，下游企业放假较多，沪锌累库持续至 2 月中旬，达到年内库存顶部，随后提前开启去库（往年去库期开启时间为三月下旬），累库水平约为往年同期的一半，但之后在需求疲软及进口货源的压力下，去库趋势较为缓慢。截至 12 月 11 日，SMM 七地锌锭库存总量 7.80 万吨，上海、广东、天津三地库存总量 6.85 万吨；截至 12 月 8 日，保税区库存 0.83 万吨，处于往年同期绝对低位。

从交易所库存来看，上期所库存走势与社库基本一致，LME 由于海外炼厂复产，但消费不佳的原因，年内呈现明显的累库趋势。截至 12 月 8 日，上期所精炼锌库存总量 2.41 万吨，处于往年同期相对低位；LME 库存 21.11 万吨，处于往年同期高位。

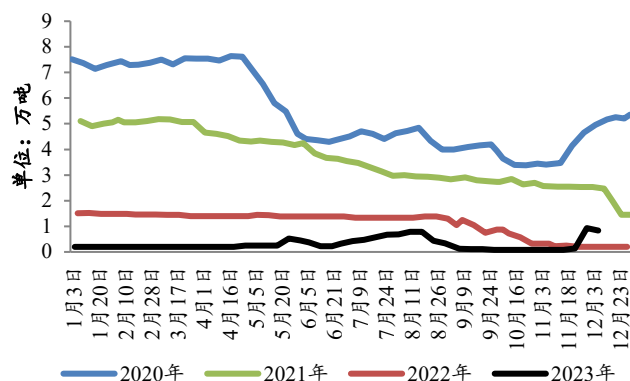
2024 年随着海外炼厂的逐渐复产，预计锌锭库存将出现一定的累积，摆脱前期的低库存格局，但考虑原料收紧因素，库存累库水平或将受到一定压制。

图表 40: SMM 三地库存



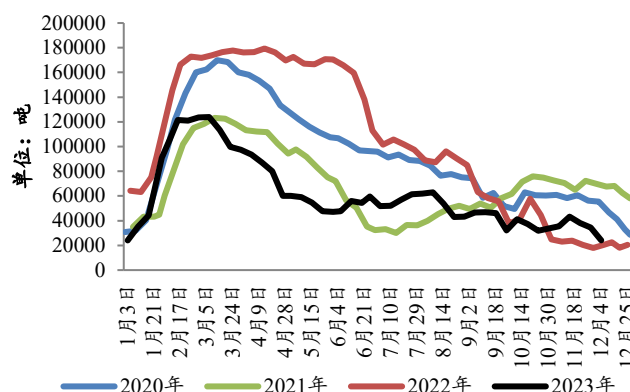
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 41: SMM 锌锭保税区库存



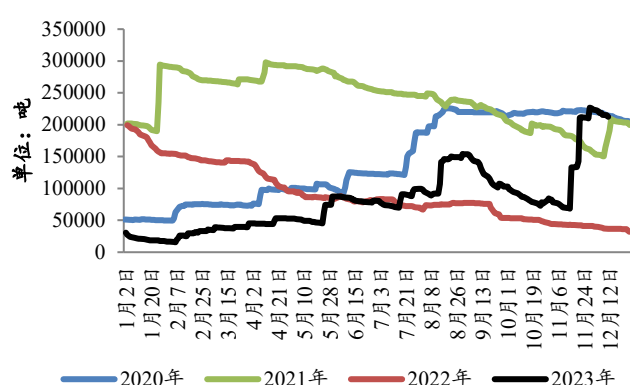
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 42: SHFE 精炼锌库存



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图表 43: LME 库存



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

## 六、行情展望及投资策略

锌市在 2023 年整体呈现内强外弱格局，进口货源不断流入国内，加剧国内过剩格局，锌价承压下行。受能源危机影响，2022 年海外炼锌厂减停产较多，2023-2024 年呈现复产趋势，海外炼厂将持续放量，国内炼厂 2022 年受原料、限电及自然因素等影响，供给有所收紧，抬升锌价，2023 年在原料宽松及利润可观的情况下，冶炼厂生产积极性较大，开工持续高位，加之部分厂家有新增产能投产，供给整体较为宽松；消费角度来看，海外为应对通胀风险，实施紧缩性政策，经济下行压力较大，国内整体呈现弱复苏基调，但从初端消费来看，整体不及预期。

展望 2024 年，矿端收紧及海外炼厂复产为大趋势，锌价重心或将上移。2023 年以来，海外矿端扰动不断，多个矿山因亏损、品味下滑等因素，供给有所收缩，国内加工费处于历史中位水平，进口加工费则处于历史相对低位水平，进一步印证矿端收紧逻辑，与此同时，海外炼厂延续 2023 年的复苏趋势，国内炼厂亦有新增产能投放，将进一步加剧矿端偏紧的格局，此外，考虑 2024 年海外加息节奏趋缓，且矿端偏紧，预计沪伦比值将有所回落，进口减少，国内供给端压力将有所缓解；消费端来看，海外经济主要经济体 2024 年通胀风险、地缘政治风险尚存，部分地区和国家可能继续收紧货币政策，经济压力较大，预计对锌市的需求增速有限，国内维持复苏基调，地产竣工端对锌需求尚可期待，且基建端需求韧性尚存，国内消费相对乐观。

综合来看，我们预期 2024 年锌价重心较 2023 年将有所上移，预期运行区间 19,000-25,000 元/吨；但随着矿端收紧逐步兑现，炼厂利润或将受到挤压，建议炼厂在利润相对可观的情况下通过套保对利润进行保护。

风险上需要注意：宏观风险；炼厂非预期减停产；终端消费不及预期。

#### 免责声明:

宏源期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构,已具备期货交易咨询业务资格。

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行期货投资所造成的一切后果,本公司概不负责。本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为宏源期货,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

风险提示:期市有风险,投资需谨慎

