

# 原料偏紧支撑锌价，关注上方宏观扰动

## 报告摘要：

### 行情回顾：

- **国内现货：**截至3月26日，SMM1#锌锭均价 21,060 元/吨，较去年年底下跌 2.27%，较去年同期下跌 7.39%。
- **期货市场：**截至3月26日，沪锌主力合约收盘价 21,025 元/吨，较去年年底下跌 2.41%，较去年同期下跌 7.64%；LME3 个月锌收盘价（电子盘）2,440 美元/吨，较去年年底下跌 8.34%，较去年同期下跌 16.08%。

### 逻辑分析：

- **宏观环境：**3月公布的美联储议息会议继续将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%-5.50% 之间，这是自去年9月以来美联储连续第五次维持利率不变，此外维持年内三次降息预期，整体偏鸽，后续持续关注美联储议息会议对锌价走势的影响；国内来看，市场回暖预期较大，整体氛围偏暖。
- **成本端：**一季度北方矿山仍处于检修停产状态，炼厂原料压力较大，部分炼厂抢购港口货，原料端延续偏紧格局，预计国内矿山于五六月恢复正常产出，国内供给略有增加，但海外矿山扰动不断，年内锌精矿偏紧逻辑不变，原料端为锌价提供一定的支撑。
- **利润上：**当前加工费持续较低，且易跌难涨，压缩炼厂利润，部分炼厂成本倒挂。
- **供给端：**在成本高压下，炼厂或下调产量，随着国内消费好转，锌市呈现内强外弱格局，进口锌的流入补充部分减量，供给端整体维持宽松格局。
- **需求端：**当前锌市需求端表现为“强预期，弱现实”，锌价冲高缺乏动力，二季度来看，地产和基建板块暂未出现明显利好支撑，锌市消费端预期好转有限；当前库存尚未开启去库，且 LME 库存高位亦对锌价形成一定压制。

➤ **行情展望及投资策略：**整体来看，宏观偏暖，原料端偏紧格局依旧，成本对锌价支撑较强，炼厂增减并存，供给维持宽松状态，需求向好有望缓解库存压力，预计锌价二季度运行区间 20,500-22,000 元/吨，单边可逢低布局多单。

➤ **风险提示：**宏观风险；进口货源带来供给压力；下游需求不及预期。

分析师：祁玉蓉

从业资格证号：F03100031

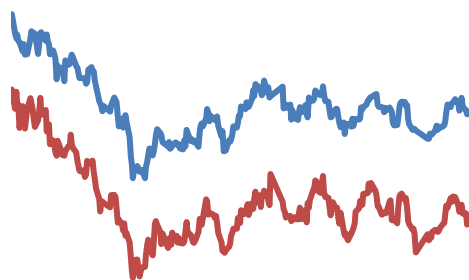
研究所

金属期货（期权）研究室

TEL：010-8229 5006

Email：qiyurong@swlhysc.com

## 相关图表



## 相关报告：

《宏源期货有色金属年报\_锌：矿端供给偏紧，锌价重心或上移 20231215》

《宏源期货有色金属月报\_锌：消费淡季，宏观因素主导锌价走势 20240130》

《宏源期货有色金属月报\_锌：锌价偏强运行，等待消费旺季兑现 20240305》

## 目录

报告摘要:	1
一、锌市行情回顾: 上方承压, 走势偏弱	5
二、锌精矿: 扰动不断, 整体偏紧	7
三、供给端: 增减并存, 整体较为宽松	10
(一) 加工费易跌难涨, 部分炼厂成本倒挂	10
(二) 供给收紧, 但短期过剩格局不变	11
四、需求端: “金三”未兑现, 消费不及预期	14
(一) 复产较慢, 需求支撑有限	14
(二) 出口窗口持续关闭	16
五、库存与供需平衡	17
六、行情展望及投资策略	19

## 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: 现货升贴水-上海地区 .....	6
图表 6: 现货升贴水-广东地区 .....	6
图表 7: 现货升贴水-天津地区 .....	6
图表 8: LME 锌升贴水(0-3) .....	6
图表 9: 近月-连一 .....	7
图表 10: 连一-连二 .....	7
图表 11: 连二-连三 .....	7
图表 12: 沪锌活跃合约成交持仓比 .....	7
图表 13: 国产锌精矿价格 .....	8
图表 14: 进口锌精矿价格 .....	8
图表 15: 全球锌精矿月度产量 .....	8
图表 16: 中国锌精矿月度开工率 .....	8
图表 17: 海外矿山 2024 年一季度动态 .....	9
图表 18: 中国锌精矿月度产量 .....	10
图表 19: 中国锌精矿进口情况 .....	10
图表 20: 2023 年锌精矿进口来源 .....	10
图表 21: 锌精矿港口库存: 连云港 .....	10
图表 22: 国产锌精矿加工费 .....	11
图表 23: 进口锌精矿加工费 .....	11
图表 24: 精炼锌企业生产利润 .....	11
图表 25: 冶炼厂利润拆分(未扣除冶炼成本) .....	11
图表 26: 全球锌锭月度产量 .....	12
图表 27: 精炼锌月度成品库存 .....	12
图表 28: 2024 年 Q1 国内锌冶炼厂检修复产情况(单位: 万吨) .....	12
图表 29: 精炼锌月度开工率 .....	13
图表 30: 精炼锌月度产量 .....	13
图表 31: 精炼锌进口盈亏 .....	13
图表 32: 精炼锌月度进口量 .....	13
图表 33: 镀锌开工率 .....	14
图表 34: 镀锌周度产量 .....	14
图表 35: 镀锌原料库存 .....	14
图表 36: 镀锌成品库存 .....	14
图表 37: 压铸锌合金开工率 .....	15
图表 38: 压铸锌合金周度产量 .....	15
图表 39: 压铸锌合金原料库存 .....	15
图表 40: 压铸锌合金成品库存 .....	15
图表 41: 氧化锌开工率 .....	16

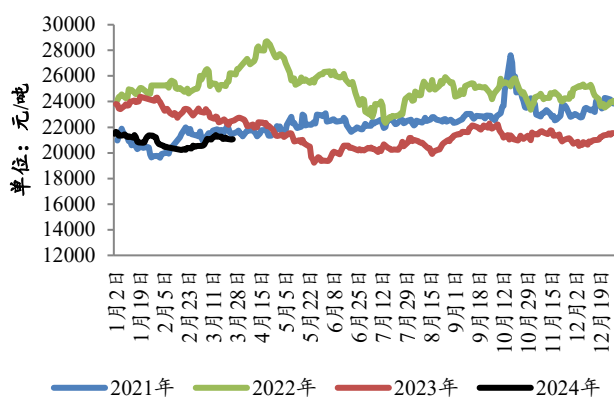
图表 42: 氧化锌周度产量.....	16
图表 43: 氧化锌原料库存.....	16
图表 44: 氧化锌成品库存.....	16
图表 45: 沪伦比值 (剔除汇率影响) .....	17
图表 46: 精炼锌月度出口量 .....	17
图表 47: SMM 三地库存.....	18
图表 48: SMM 锌锭保税区库存.....	18
图表 49: 锌锭月度供需平衡表 (单位: 万吨) .....	18
图表 50: SHFE 精炼锌库存 .....	19
图表 51: LME 库存 .....	19

## 一、锌市行情回顾：上方承压，走势偏弱

一季度锌价区间宽幅震荡，整体偏弱。1月初市场对美联储降息预期减弱，情绪偏空，锌价小幅走弱后在两万一上方震荡，月中Nystar表示因能源成本和不断恶化的市场状况，将于1月下半月暂时关停位于荷兰的Budel炼厂，受此影响，伦锌大幅拉涨后略有回调，沪锌小幅跟涨，随后美国公布的12月零售销售数据超预期加速，经济表现稳健，美联储降息预期减弱，美元指数走强，压制锌价，加之国内公布的房地产数据较弱，沪锌承压下行，临近月末，美国公布的Markit制造业初值高于预期录得50.3，叠加美元指数下移，伦锌上方压力减弱，在外盘带动及国内利好刺激下，沪锌重心上移，走出单边上行趋势，基本收复前期跌幅；二月适逢国内春节假期，但受终端消费疲软影响，锌市下游节前备库力度较弱，上旬临近春节，下游陆续放假，锌价持续走弱，春节期间下游多处于放假状态，炼厂端则维持正常生产，库存累积，节后首日锌价跳空低开，后随着上下游企业陆续复产，锌价震荡回升，但由于节后雨雪天气影响，终端恢复较慢，下游复工速度不及往年同期，锌价小幅上涨后区间震荡；3月初，韩国年产40万吨的YP公司宣布已将其Seokpo锌冶炼厂减产五分之一，大幅减产或完全停产可能会减少今年300,000吨的过剩产量，或使市场陷入短缺，加之国内宏观情绪偏好，锌价跳空上行，后在21,500元/吨位置承压，锌价窄幅波动，临近月末，下游消费未见明显好转，库存拐点尚未显现，加之短期美元强势回升，锌价承压下行，突破前期窄幅区间。

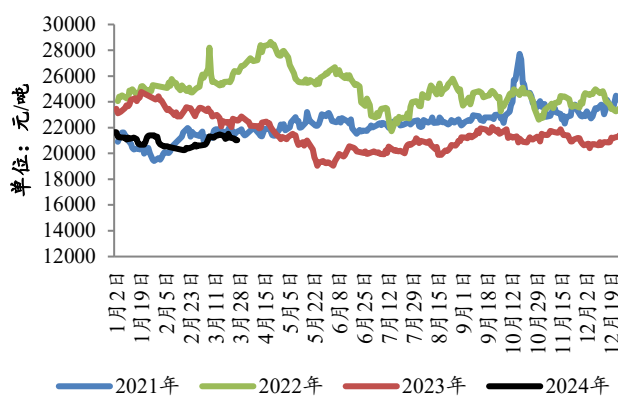
截至3月26日，SMM1#锌锭平均价21,060元/吨，较去年年底下跌2.27%（-490元/吨），较去年同期下跌7.39%（-1,680元/吨）；沪锌主力合约收盘价21,025元/吨，较去年年底下跌2.41%（-520元/吨），较去年同期下跌7.64%（-1,740元/吨）；LME3个月锌收盘价（电子盘）2,440美元/吨，较去年年底下跌8.34%（-222美元/吨），较去年同期下跌16.08%（-467.5美元/吨）。

图表 1：SMM1#锌锭平均价



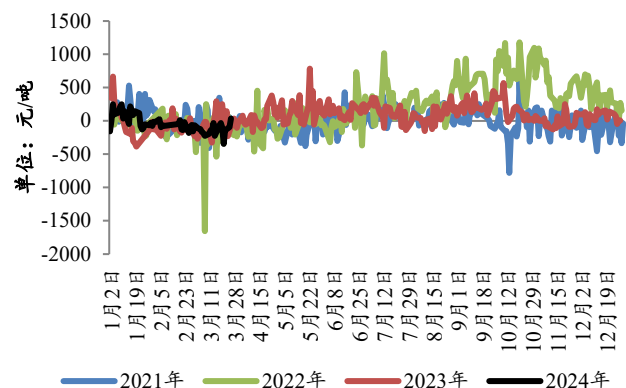
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 2：沪锌主力收盘价



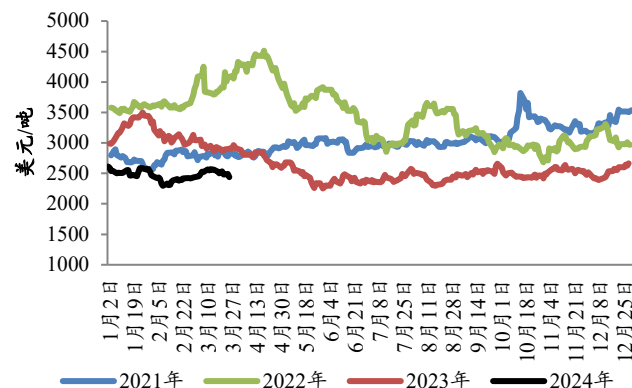
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图表 3：基差



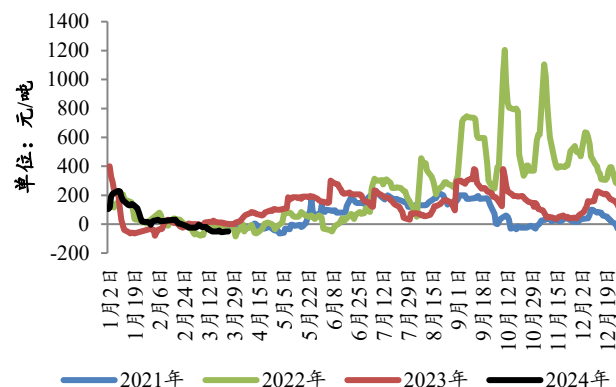
资料来源：SMM, WIND, 宏源期货研究所

图表 4：期货收盘价（电子盘）：LME 三个月锌



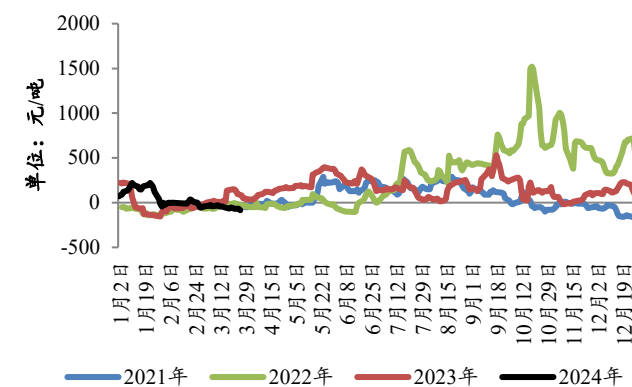
资料来源：WIND, 宏源期货研究所

图表 5：现货升贴水-上海地区



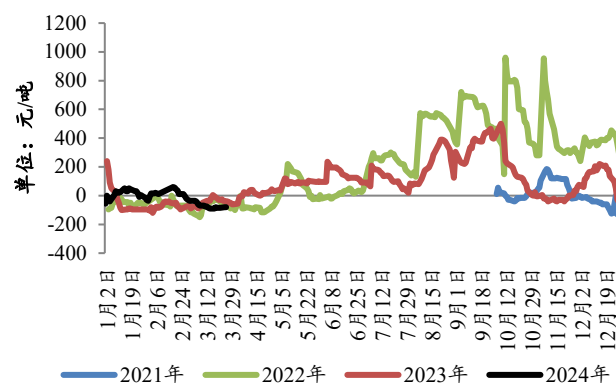
资料来源：SMM, 宏源期货研究所

图表 6：现货升贴水-广东地区



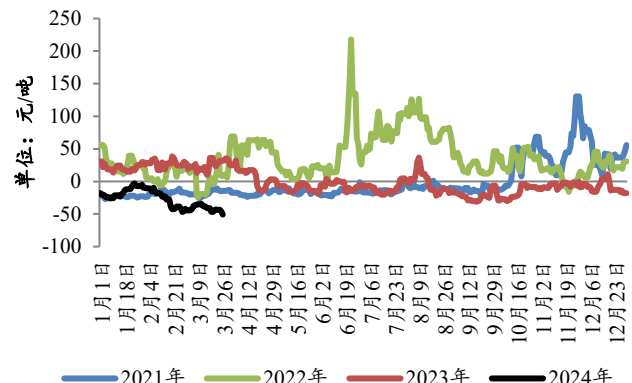
资料来源：SMM, 宏源期货研究所

图表 7：现货升贴水-天津地区



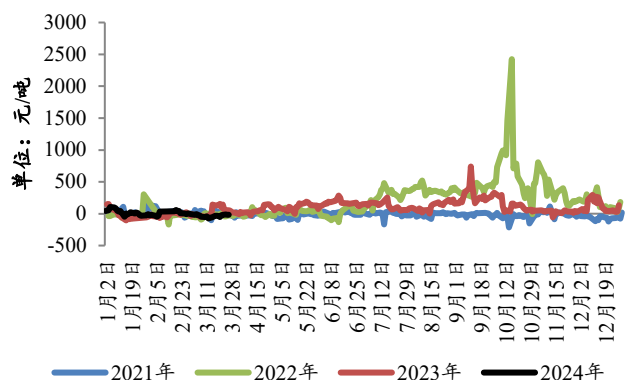
资料来源：SMM, 宏源期货研究所

图表 8：LME 锌升贴水 (0-3)



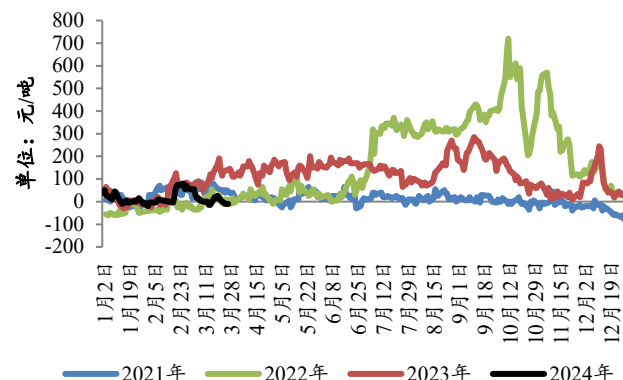
资料来源：SMM, 宏源期货研究所

图表 9：近月-连一



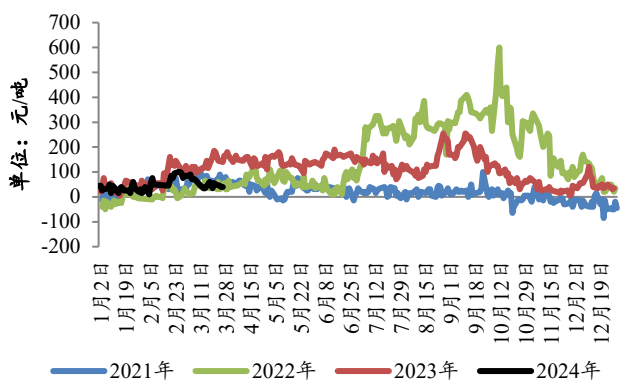
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图表 10：连一-连二



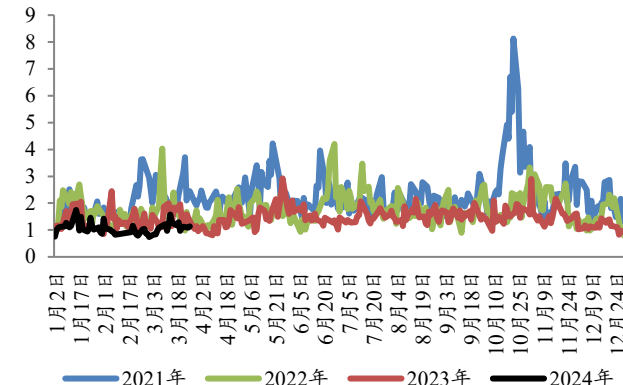
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图表 11：连二-连三



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图表 12：沪锌活跃合约成交持仓比

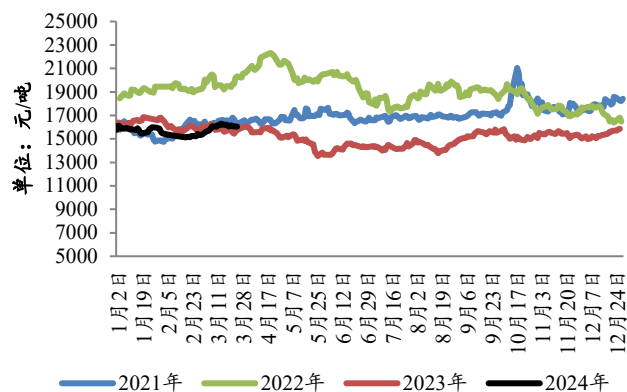


资料来源：WIND，宏源期货研究所

## 二、锌精矿：扰动不断，整体偏紧

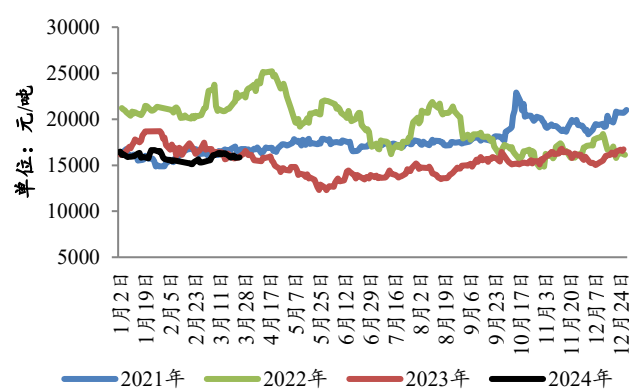
截至 3 月 26 日，国产锌精矿平均价 16,040 元/吨，较去年年底上涨 1.36% (+200 元/吨)，较去年同期下跌 0.01% (-2 元/吨)；进口锌精矿平均价 15,851.71 元/吨，较去年年底下跌 5.21% (-871.25 元/吨)，较去年同期下跌 1.60% (-257.63 元/吨)。

图表 13: 国产锌精矿价格



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

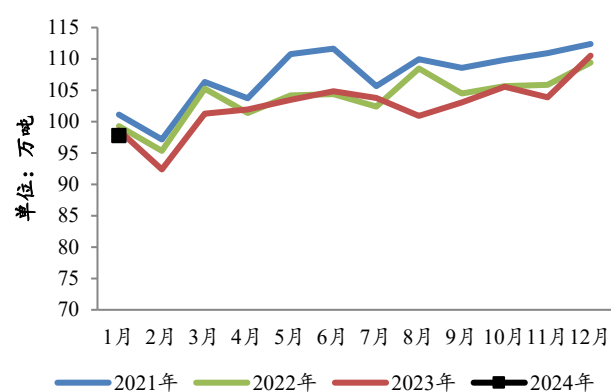
图表 14: 进口锌精矿价格



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

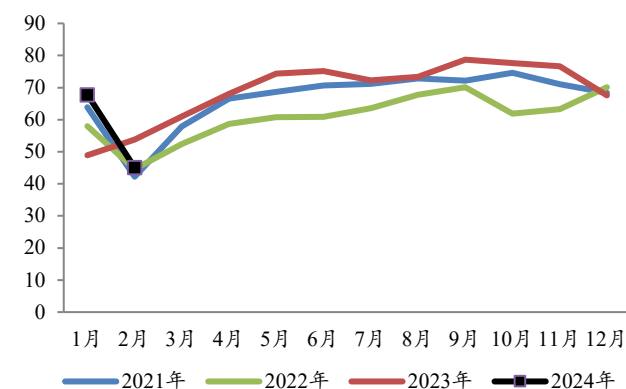
一季度海外矿山扰动不断，全球矿端偏紧格局暂未改善。国际铅锌研究小组（ILZSG）公布的数据显示，2024 年 1 月全球锌精矿产量 97.78 万金属吨，环比下滑 11.53%（-12.74 万金属吨），同比下滑 0.84%（-0.83 万金属吨）；2024 年 1 月，全球锌市场由前一个月的供应短缺 46,800 吨转为供应过剩 58,700 吨，2023 年 1 月，全球锌市场供应过剩 54,000 吨。

图表 15: 全球锌精矿月度产量



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 16: 中国锌精矿月度开工率



资料来源: SMM, 宏源期货研究所



图表 17：海外矿山 2024 年一季度动态

公告	地区	矿山	事件及原因
Lunding Mining	葡萄牙	Neves-Corvo 矿山	一名员工在地下操作一台设备时发生坠落事故，不幸身亡，当前主要生产铜和锌的矿山已暂时停止运营，正在与葡萄牙当局合作进行调查，该矿山计划 2024 年至少生产 3 万吨铜，12 万吨锌和少量铅。
Volcan	秘鲁	San Cristobal、Carahuacra 和 Ticlio 三座矿山	从周二起停止其在秘鲁的三个矿山的生产，最长可达 30 天，目前该公司正在更新其 Rumichaca 尾矿坝的运营许可证。本次停产的 San Cristobal、Carahuacra 和 Ticlio 三座矿山属于其 Yauli 矿业部门的一部分，2023 年这三座矿山锌精矿产量总计 10.43 万吨。在关闭期间，将进行所有必要的护理和维护工作，以尽快重启运营。
Glencore	澳大利亚	McArthur River 铅锌矿	因澳大利亚登陆的飓风带来暴雨，本周澳大利亚地区遭遇历史罕见的降雨，本次降雨超过了 1974 年的记录，目前已暂停 McArthur River 铅锌矿的生产，2023 年 McArthur River 锌精矿产量为 26.22 万金属吨。
Nexa	巴西	Morro Agudo 矿区	Morro Agudo 矿区的采矿作业将从 5 月 1 日起暂停，3 月 19 日至 4 月 30 日期间，采矿活动将减少，石灰石生产活动将继续满负荷进行。2023 年 Morro Agudo 矿区生产了 2.3 万吨锌精矿和 8300 吨铅精矿，该矿区目前没有任何估计的矿产储量。
Ozernoye	俄罗斯	Ozernoye 矿	受西方制裁和 2023 年 11 月该锌矿遭遇一场大火，该锌矿部分进口设备已经部分受损，而美国 12 月对该公司实施的制裁使其很难在国外找到替代设备。预计 2024 年三季度投产，2025 年满负荷运行。
Boliden	爱尔兰	Tara 矿山	二季度复产，但将缩减该矿山运营规模，每三周关停工厂一周并裁员 150 人左右，锌精矿产量目标下调至 18 万吨，2023 年目标为 19.8 万吨。
Glencore/Teck/BHP/Mitsubishi	秘鲁	Antamina 矿山	秘鲁环境监督机构向该国最大的铜锌矿 Antamina 颁发了一份期待已久的许可证，允许其启动一项耗资 20 亿美元的扩建工程，将该矿的运营寿命从 2028 年延长至 2036 年。
BMC 矿产公司	加拿大	KZK 项目	加拿大政府宣布准许重新授予加拿大 BMC 矿产公司(BMC Minerals) 育空 KZK 锌铅铜项目营运许可。KZK 项目将生产 2.35 亿磅锌、3200 万磅铜和 5600 万磅铅，矿山寿命为 9 年。
Adriatic Metals	波黑中部	Vares 银锌铅矿项目	欧洲 10 多年来首个新矿。Adriatic 表示，现在将努力增加加工活动，到今年第四季度达到 80 万吨的额定产能。

资料来源：SMM，宏源期货研究所

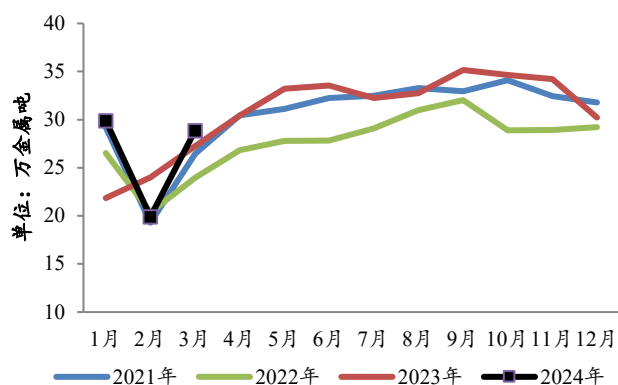
一季度国内矿山尚未完全复产，北方矿山出产多处于爬坡期。国内锌精矿预计一季度产量 78.69 万金属吨，累计环比减少 20.56% (-20.37 万金属吨)，累计同比增加 7.63% (+5.58 万金属吨)。预计 5 月左右国内矿山出产恢复正常，国内锌精矿供给将有所增加。

进口来看，锌市呈现内强外弱格局，锌精矿进口数量有限，港口库存持续下降。2024 年 1-2 月锌精矿累积进口 64.71 万金属吨，累计环比减少 28.29% (-25.52 万金属吨)，从进口来源

来看，进口货源主要来自秘鲁、澳大利亚、哈萨克斯坦、厄立特里亚和巴基斯坦；截至 3 月 22 日，锌精矿港口库存 6.8 万吨，较去年年底下降 38.74% (-4.30 万吨)，较去年同期下降 54.67% (-8.20 万吨)。

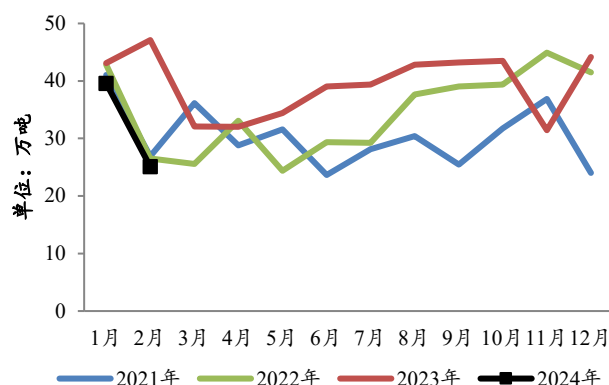
从加工费来看，截至 3 月 22 日，国产锌精矿周度加工费 3,800 元/金属吨，较 2023 年年末下调 9.50% (-400 元/金属吨)，较去年同期下调 25.49% (-1,300 元/金属吨)；进口锌精矿加工费 80 美元/干吨，与 2023 年年末持平，较去年同期下调 61.90% (-130 美元/吨)。从绝对水平来看，当前国内外锌精矿加工费处于历史相对低位，进一步印证了矿端趋紧的预期。

图表 18: 中国锌精矿月度产量



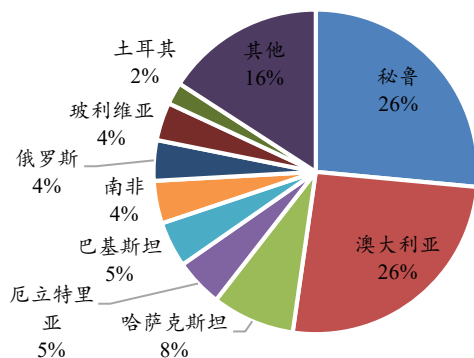
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 19: 中国锌精矿进口情况



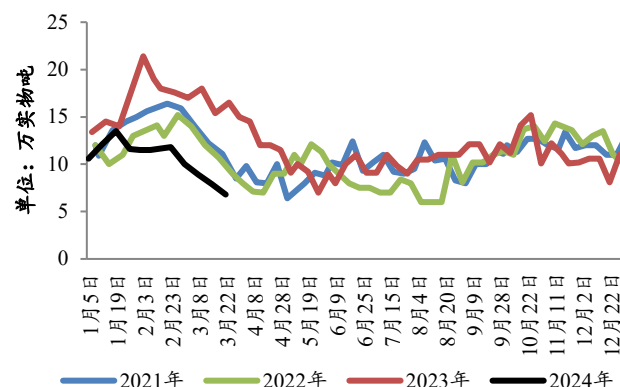
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 20: 2023 年锌精矿进口来源



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 21: 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：增减并存，整体较为宽松

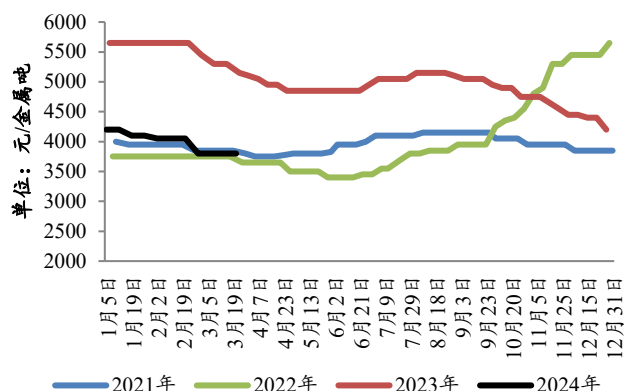
#### (一) 加工费易跌难涨，部分炼厂成本倒挂

国内外锌精矿偏紧，加工费持续低位，加之锌价低位，部分炼厂成本倒挂。截至 3 月 22 日，国产锌精矿周度加工费 3,800 元/金属吨，较 2023 年年末下调 9.50% (-400 元/金属吨)，较去

请务必阅读正文之后的免责条款部分

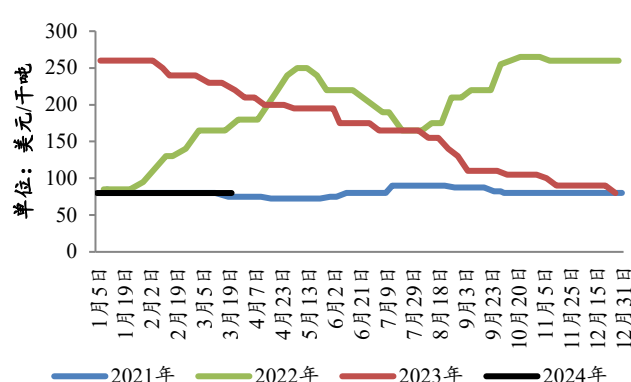
年同期下调 25.49% (-1,300 元/金属吨)；进口锌精矿加工费 80 美元/干吨，与 2023 年年末持平，较去年同期下调 61.90% (-130 美元/吨)；截至 3 月 27 日，精炼锌企业生产利润-570 元/吨，较去年年底下滑 780 元/吨，较去年同期下滑 1,768 元/吨。

图表 22：国产锌精矿加工费



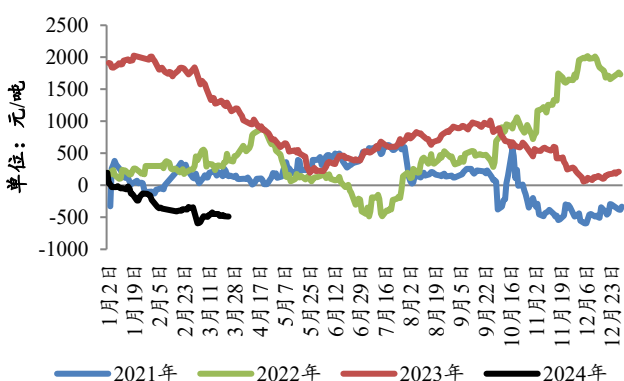
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 23：进口锌精矿加工费



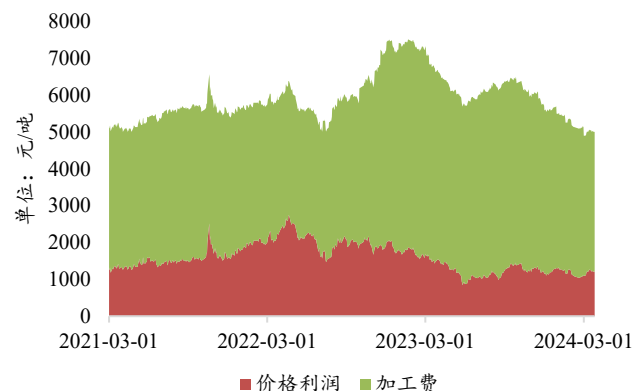
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 24：精炼锌企业生产利润



资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 25：冶炼厂利润拆分（未扣除冶炼成本）



资料来源：SMM，宏源期货研究所

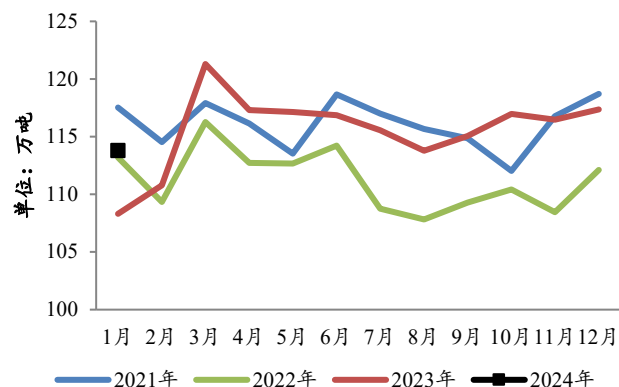
## （二）供给收紧，但短期过剩格局不变

全球精炼锌呈现过剩格局。ILZSG 数据显示，2024 年 1 月全球精炼锌产量 113.82 万吨，环比减少 3.02% (-3.54 万吨)，同比增加 5.09% (+5.51 万吨)；2024 年 1 月，全球锌市场由前一个月的供应短缺 46,800 吨转为供应过剩 58,700 吨，2023 年 1 月，全球锌市场供应过剩 54,000 吨。

一季度国内部分炼厂检修，供给端压力略有缓解，供给整体较为充足。1 月份湖南、四川、云南、江西等地区均有不同程度的检修减产计划，叠加天气因素带来的环保限产，产量略有下滑，2 月适逢春节假期，且自然日较少，产量下滑；3 月炼厂陆续复产，但因加工费持续压缩，部分炼厂成本倒挂，加之下游消费恢复有限，葫芦岛、株冶、四环、商洛、宏达等炼厂 3 月有检修计划，产量不及预期，预计较 2 月产量变动不大。预计一季度国内精炼锌产量 157.74 万吨，

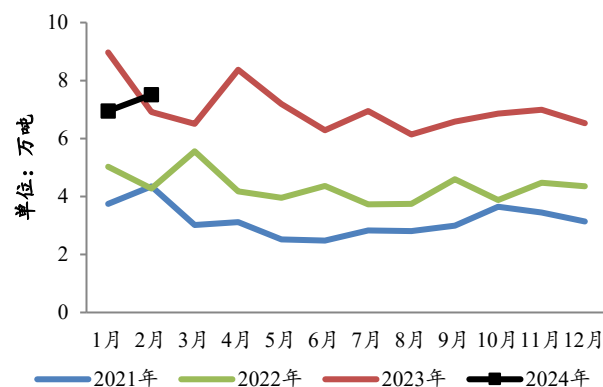
环比增加 0.51% (+0.80 万吨)，累计同比减少 11.11% (-19.71 万吨)。

图表 26: 全球锌锭月度产量



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 27: 精炼锌月度成品库存



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

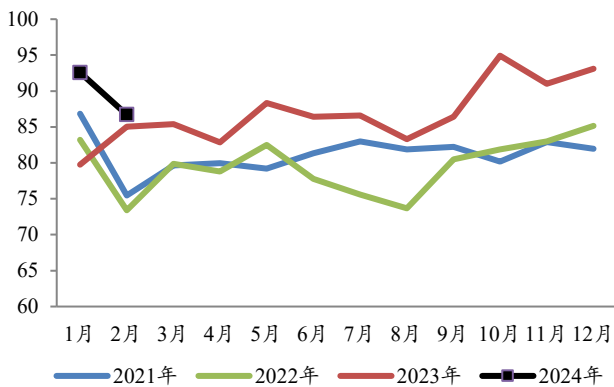
图表 28: 2024 年 Q1 国内锌冶炼厂检修复产情况 (单位: 万吨)

企业	减产时间	已减产能	复产时间	在减产能	拟减产能	备注
汉中锌业有限责任公司	2022/8/1	10	待定	10	0	减产一条线
石棉县东顺锌业有限责任公司	2023/5 月中旬	1	待定	1	0	错峰生产
云南昊龙实业集团兴煜冶炼有限公司	2023/11 月	10	2024/4 月	10	0	减产
东岭集团股份有限公司	2023/11/26	14	待定	14	0	减产
湖南省三立集团股份有限公司	2023 年 12 月	5	2024/1/3	0	0	停产
云南振兴实业集团有限责任公司	2023/12 月底	2	2024/3 月初	0	0	常规检修
云南云铜锌业股份有限公司	2024/2/1	11	2025 年	11	0	停产
江西铜业铅锌金属有限公司	2024/1/4	8	2024/1/11	0	0	减产
南丹县吉朗铜业有限公司	2024/1 月	2	2024/2 月初	0	0	检修
贵州西南能矿锌业有限公司	2024/1/10	5	2024/3/10	0	0	已复产
四川四环锌锗科技有限公司	2024/1 月中旬	8	2024/1 月底	0	0	检修
汉中锌业有限责任公司	2024/1/19	7	待定	7	0	减产
云南祥云飞龙再生科技股份有限公司	2024 年 1 月	7	2024/3/15	7	0	减产
鑫联环保科技股份有限公司	2024/1 月	2	待定	2	0	减产中
四川宏达股份有限公司	2024/2/18	2	2024/3 月中下旬	2	0	减产
花垣县太丰冶炼有限责任公司	2024/2 月中旬	5	2024/3 月末	5	0	检修
湖南轩华锌业有限公司	2024/2 月中旬	6	2024/3/15	0	0	已复产
陕西锌业有限公司	2024/2/8	5	待定	5	0	减产
株洲冶炼集团股份有限公司	2024/3/10	0		0	3	轮流检修

泸溪蓝天高科有限责任公司	2024/3/1	5	2024/4/1	5	0	停产检修
葫芦岛锌业股份有限公司	2024/3 月中旬	2	2024/4 月下旬	2	0	检修中
四川四环锌钴科技有限公司	2024/3 月初	4	2024/3 月底	4	0	减产
湖南省三立集团股份有限公司	2024/3/15	5	2024/4/15	5	0	停产检修
广西誉升锗业高新技术有限公司	2024/4 月中旬	0		0	10	停产检修
合计		126		90	13	

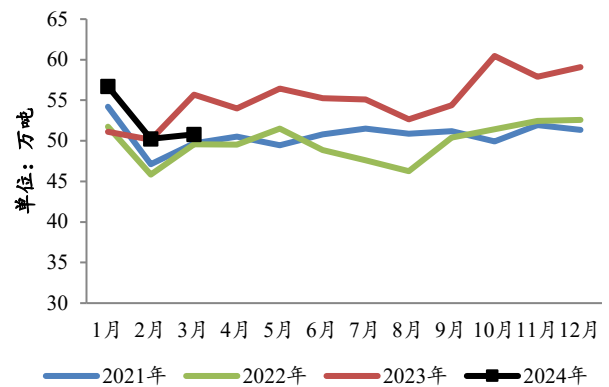
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 29：精炼锌月度开工率



资料来源：SMM，宏源期货研究所

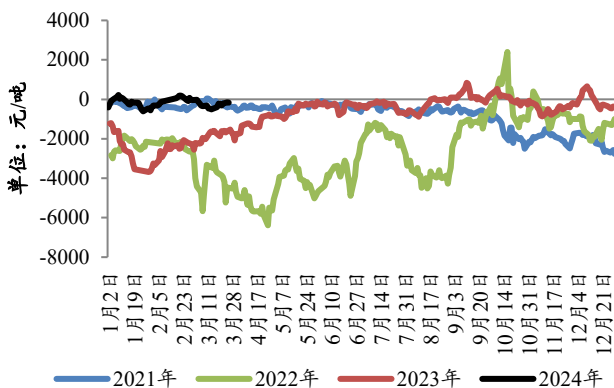
图表 30：精炼锌月度产量



资料来源：SMM，宏源期货研究所

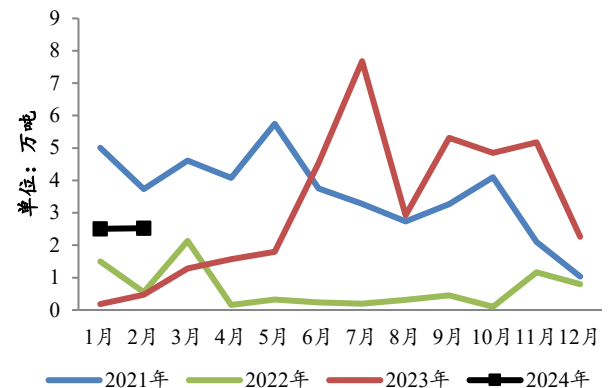
进口来看，锌市内强外弱，进口窗口时有开启，部分货源流入国内，补充国内炼厂检修减量。2024 年 1-2 月精炼锌进口 5.03 万吨，较去年同期大幅增加，预计 3 月进口量 2.5 万吨左右，一季度预计累计进口 7.53 万吨左右；截至 3 月 27 日，精炼锌进口盈亏-48.92 元/吨，在盈亏平衡点附近波动。

图表 31：精炼锌进口盈亏



资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 32：精炼锌月度进口量



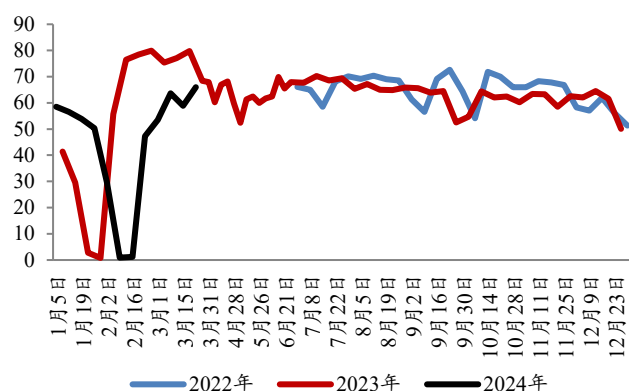
资料来源：SMM，宏源期货研究所

## 四、需求端：“金三”未兑现，消费不及预期

### （一）复产较慢，需求支撑有限

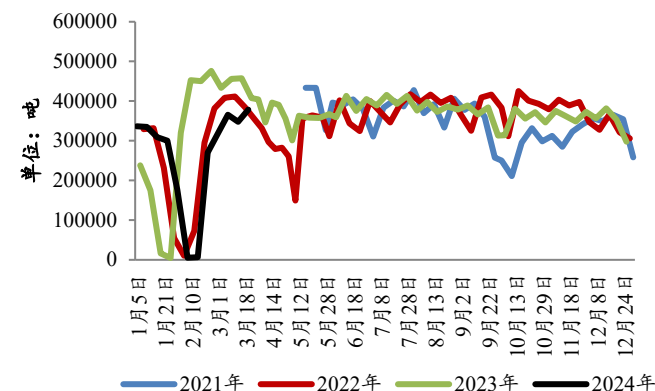
1月上旬，随着北方限产逐渐解除，镀锌开工略有回升，但由于黑色价格高企，下游经销商担心年后价格回落畏高慎采，加之年底基建端基本停工，镀锌板块销售清淡，成本库存累积，中下旬开始，部分小型镀锌企业逐步进入春节假期，部分大型企业开始减停生产线或减少工人生产批次，镀锌板块开工下调，春节期间镀锌板块开工基本为零，节后，镀锌企业逐步复产，但受雨雪天气及两会部分地区环保限产影响，镀锌企业复产节奏较慢，不及往年同期；截至当前，镀锌板块基本恢复至正常开工水平，但终端需求恢复较慢，下有囤货意愿不强，采购情绪较弱，普遍以低价促成交为主。

图表 33：镀锌开工率



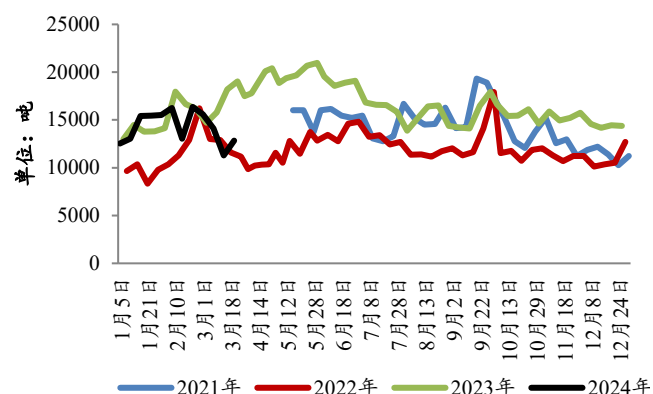
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 34：镀锌周度产量



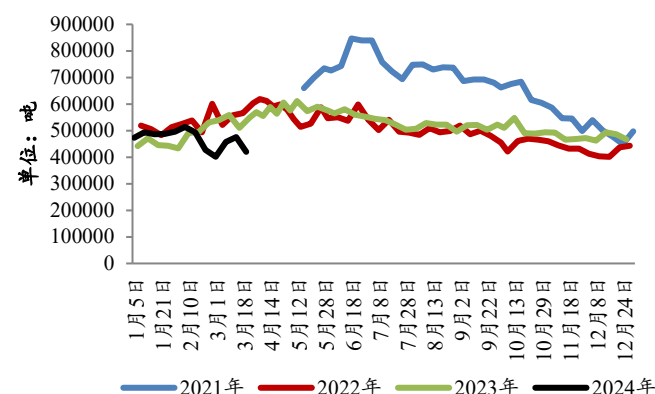
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 35：镀锌原料库存



资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 36：镀锌成品库存



资料来源：SMM，宏源期货研究所

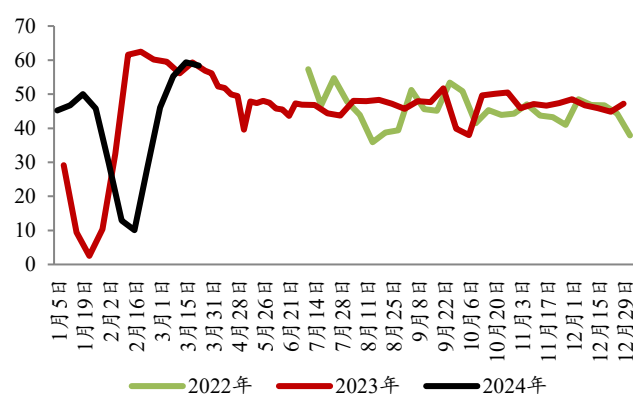
截至 3 月 26 日，Zamak3 锌合金平均价 21,730 元/吨，较去年年底下跌 2.21% (-490 元/



吨)，较去年同期下跌 7.18%（-1,680 元/吨）；Zamak5 锌合金平均价 22,130 元/吨，较去年年底下跌 2.17%（-490 元/吨），较去年同期下跌 7.06%（-1,680 元/吨）。

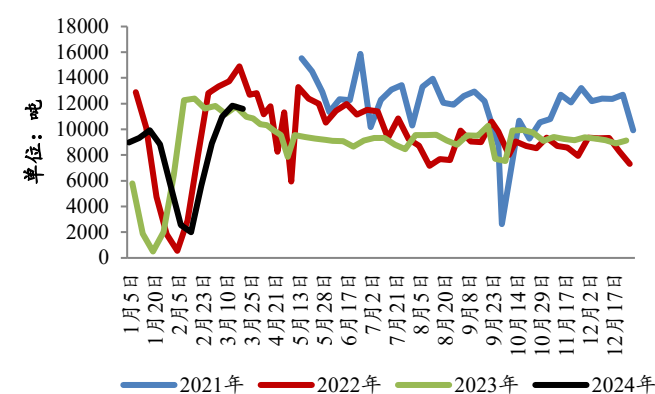
1 月中上旬部分压铸锌合金企业延续元旦停产情况，开工小幅下降后有所回升，但由于订单不佳，压铸锌合金成品库存持续累积，月下旬开始，压铸锌合金企业开始集中放假，开工显著下滑，在产企业以成品库存为主；节后，压铸锌合金企业积极复产，但受雨雪天气影响，复工节奏相对较慢，不及往年同期，3 月随着各方开始正常交易，压铸锌合金厂家消耗完原料库存后开始接单生产，但随着锌价盘面价格上移，下游接受度一般，贴水不断下滑，下游多以按需采购为主，观望情绪较重，截至当前，因终端消费一般，部分压铸锌合金厂家难以达到满产状态，开工略有下滑。

图表 37：压铸锌合金开工率



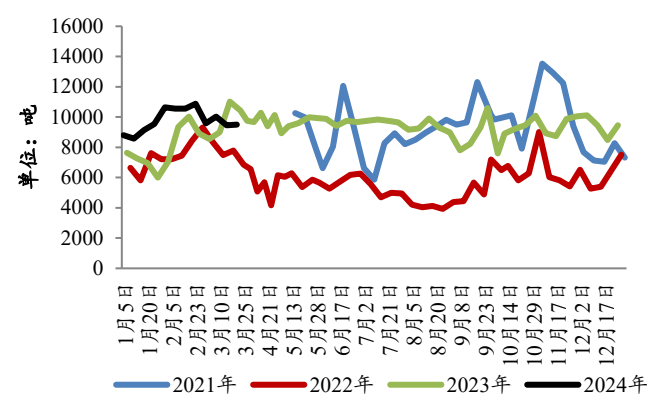
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 38：压铸锌合金周度产量



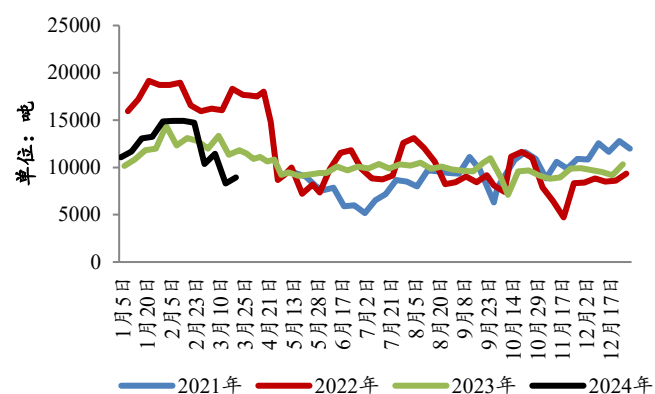
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 39：压铸锌合金原料库存



资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 40：压铸锌合金成品库存

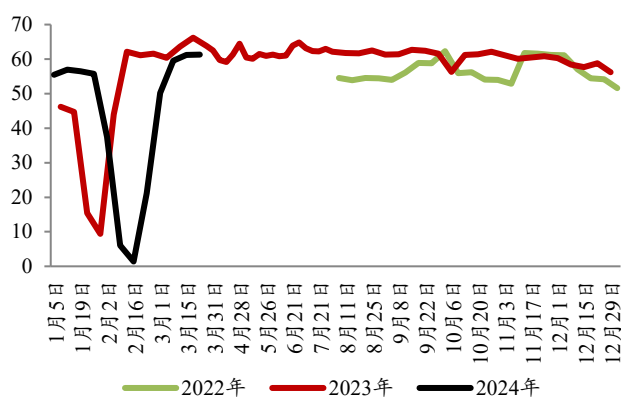


资料来源：SMM，宏源期货研究所

截至 3 月 26 日，氧化锌（≥99.7%）平均价 20,300 元/吨，较去年年底下跌 2.40%（-500 元/吨），较去年同期下跌 6.88%（-1,500 元/吨）。

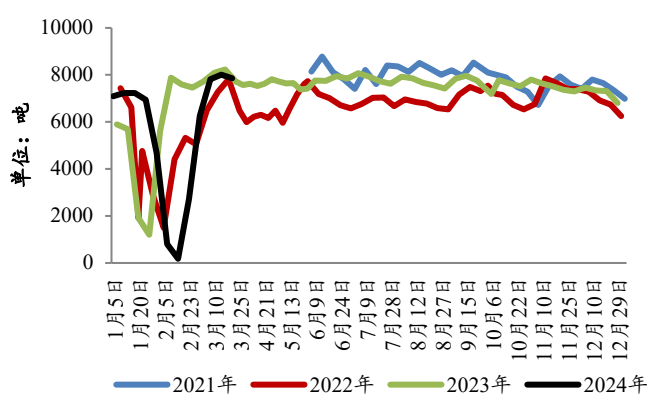
1 月氧化锌订单增减并存，轮胎级订单小幅下滑，陶瓷级订单相对平稳，饲料级、电子级和化工级氧化锌受终端备库需求订单有所增加，开工小幅震荡，中下旬开始企业陆续放假，开工下移，春节期间开工接近零，节后氧化锌企业复产缓慢，尤其是陶瓷级和饲料级氧化锌订单较差，开工恢复整体不及预期；3 月市场成交整体较 2 月有所好转，除内销订单外，出口订单好转亦带动氧化锌市场上旬，但下游对于高价氧化锌抵触情绪较重，观望情绪浓厚，市场订单略有缩减，短期来看氧化锌市场订单整体趋稳，市场有向旺季转变的趋势。

图表 41：氧化锌开工率



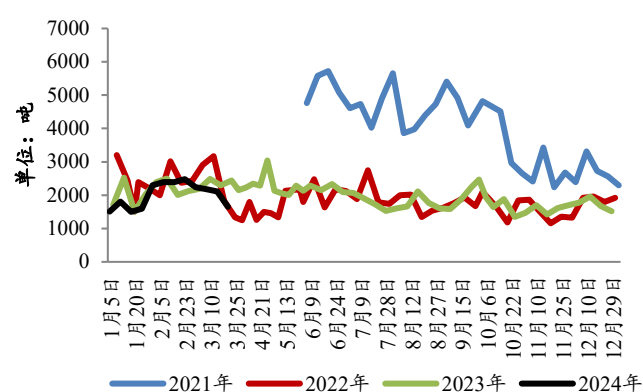
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 42：氧化锌周度产量



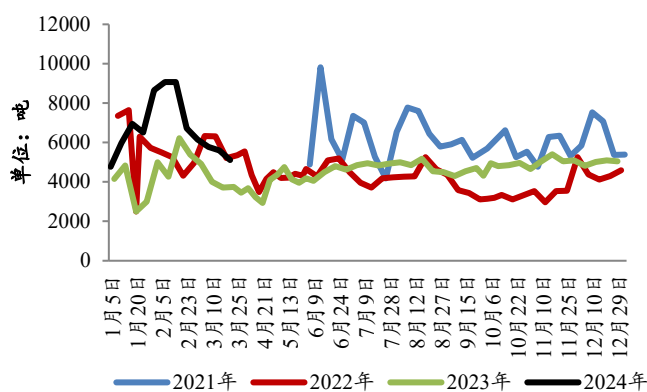
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 43：氧化锌原料库存



资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 44：氧化锌成品库存



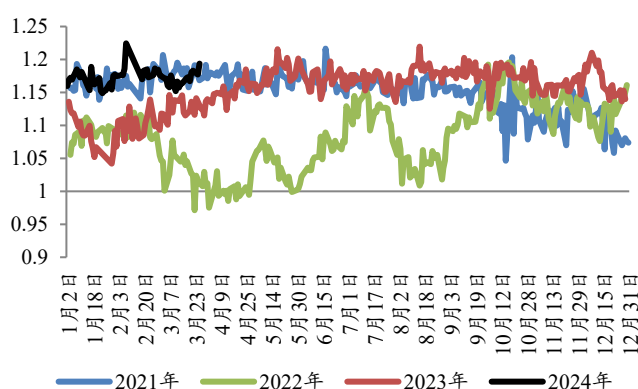
资料来源：SMM，宏源期货研究所

## (二) 出口窗口持续关闭



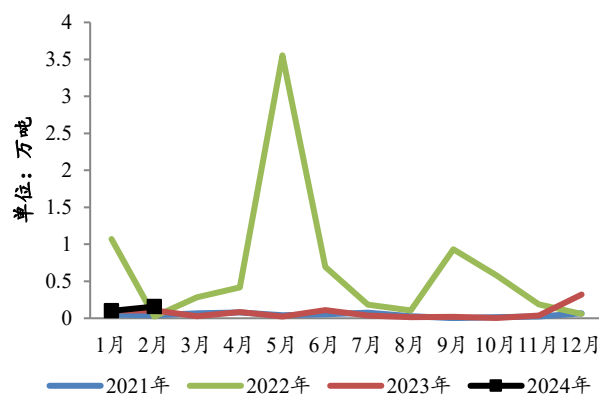
沪伦比值持续高位，锌市内强外弱，出口窗口暂未开启。2024 年 1-2 月精炼锌累积出口量 2,574 吨，累积同比增加 0.59% (+476 吨)。

图表 45：沪伦比值（剔除汇率影响）



资料来源：WIND, 宏源期货研究所

图表 46：精炼锌月度出口量



资料来源：SMM, 宏源期货研究所

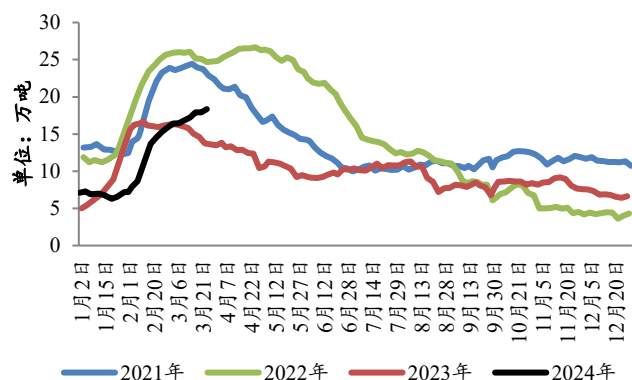
## 五、库存与供需平衡

1 月锌市供需双弱，下游虽有备库，但力度较弱，库存小幅去化，2 月上旬，下游企业多进入春节假期，采买减少，锌锭开始累库，春节期间，下游多处于放假状态，炼厂端则平稳产出，库存持续累积，节后下游复产节奏缓慢，加之春节期间炼厂库存积压，社库处于持续累库状态，传统去库周期尚未开始，库存处于中等偏高位置。

截至 3 月 25 日，SMM 七地锌锭库存总量 20.36 万吨，较去年年底增加 168.60% (+12.78 万吨)，较去年同期增加 34.04% (+5.17 万吨)；上海、广东、天津三地库存总量 18.35 万吨，较去年年底增加 175.94% (+11.70 万吨)，较去年同期增加 36.03% (+4.86 万吨)；保税区锌锭库存 0.03 万吨，持续低位。

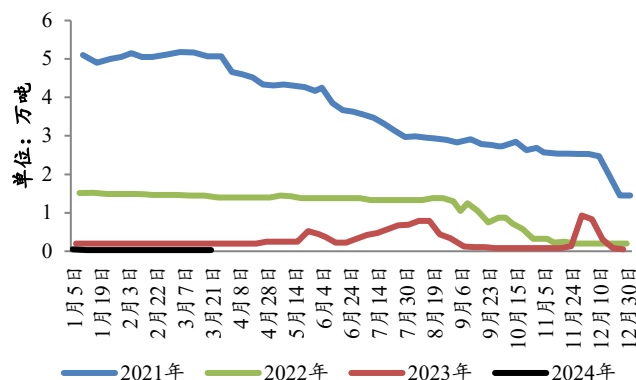
截至 3 月 22 日，上期所精炼锌库存 121,873 吨，较去年年底增加 474.47% (+100,658 吨)，较去年同期增加 25.20% (+24,528 吨)；截至 3 月 27 日，LME 锌库存 263,550 吨，较去年年底增加 17.22% (+37,725 吨)，较去年同期增加 484.69% (+218,475 吨)，LME 库存持续高位累库，锌价承压，关注海外货源内流增加国内供给压力。

图表 47: SMM 三地库存



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

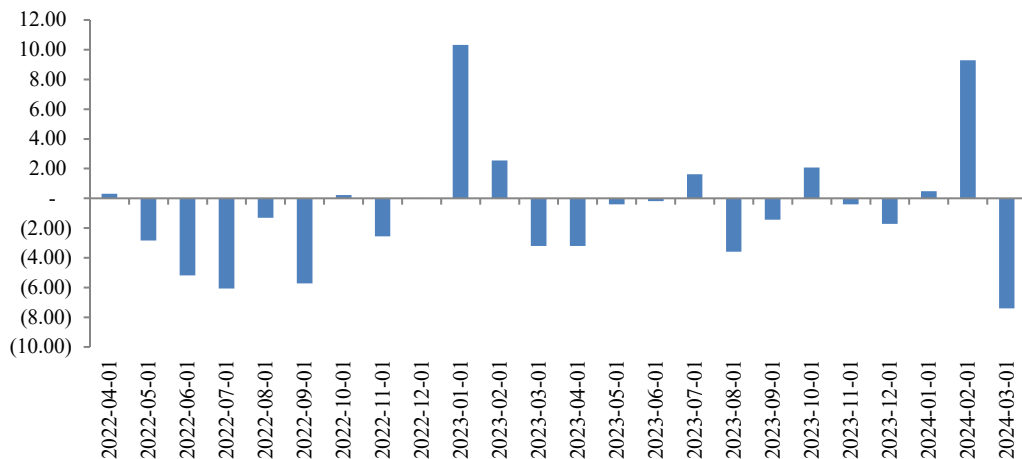
图表 48: SMM 锌锭保税区库存



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

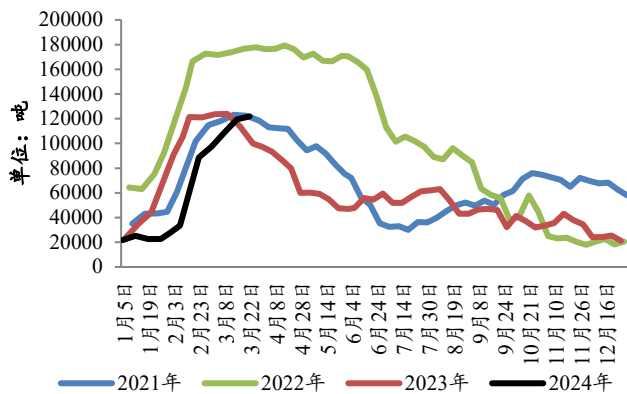
图表 49: 锌锭月度供需平衡表 (单位: 万吨)

日期	锌锭产量	进口量	出口量	表观消费量	实际消费量	月度供需平衡
2024-03-31	50.79	2.50	0.02	53.27	60.68	-7.41
2024-02-29	50.25	2.00	0.02	52.23	42.94	9.29
2024-01-31	56.70	2.50	0.02	59.18	58.70	0.48
2023-12-31	59.09	2.26	0.32	61.03	62.74	-1.71
2023-11-30	57.90	5.17	0.04	63.03	63.44	-0.41
2023-10-31	60.46	4.85	-	65.31	63.24	2.07
2023-09-30	54.40	5.31	0.01	59.70	61.13	-1.43
2023-08-31	52.65	2.93	0.02	55.56	59.15	-3.59
2023-07-31	55.11	7.68	0.04	62.75	61.13	1.62
2023-06-30	55.25	4.53	0.11	59.67	59.87	-0.20
2023-05-31	56.45	1.50	0.10	57.38	57.78	-0.40
2023-04-30	54.00	1.57	0.09	55.48	58.68	-3.20
2023-03-31	55.68	0.20	0.10	55.78	60.13	-3.20
2023-02-28	50.14	0.47	0.10	50.51	47.96	2.55
2023-01-31	51.12	0.18	0.11	51.20	40.88	10.32
2022-12-31	52.58	0.79	0.06	53.32	53.30	0.02
2022-11-30	52.47	1.16	0.19	53.45	56.00	-2.55
2022-10-31	51.97	0.10	0.58	51.47	51.27	0.22
2022-09-30	50.39	-	-	50.39	56.12	-5.73
2022-08-31	46.27	0.31	0.11	46.48	47.79	-1.31
2022-07-31	47.59	0.20	0.19	47.60	53.66	-6.06
2022-06-30	48.85	0.20	0.69	48.40	53.50	-5.18
2022-05-31	51.52	0.32	3.55	48.29	51.13	-2.84
2022-04-30	49.55	0.15	0.42	49.28	48.98	0.30



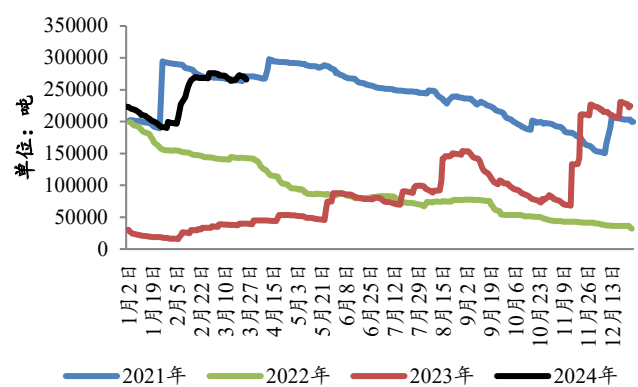
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 50: SHFE 精炼锌库存



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图表 51: 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

一季度适逢国内春节假期,下游开工变动较大,整体节前备库、节后复产采买不及往年,锌市成交一般,上方受到宏观方面压制,价格宽幅震荡,整体较为弱势。

宏观角度来看,3月公布的美联储议息会议继续将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%-5.50% 之间,这是自去年 9 月以来美联储连续第五次维持利率不变,此外维持年内三次降息预期,整体偏鸽,后续持续关注美联储议息会议对锌价走势的影响;国内来看,市场回暖预期较大,整体氛围偏暖。

基本面来看,一季度北方矿山仍处于检修停产状态,炼厂原料压力较大,部分炼厂抢购港口货,原料端延续偏紧格局,预计国内矿山于五六月恢复正常产出,国内供给略有增加,但海

外矿山扰动不断，年内锌精矿偏紧逻辑不变，原料端为锌价提供一定的支撑；生产端来看，当前加工费持续较低，且易跌难涨，压缩炼厂利润，部分炼厂成本倒挂，在成本高压下，炼厂或下调产量，随着国内消费好转，锌市呈现内强外弱格局，进口锌的流入补充部分减量，供给端整体维持宽松格局；需求端来看，当前锌市需求端表现为“强预期，弱现实”，锌价冲高缺乏动力，二季度来看，地产和基建板块暂未出现明显利好支撑，锌市消费端预期好转有限；当前库存尚未开启去库，且 LME 库存高位亦对锌价形成一定压制。

整体来看，宏观偏暖，原料端偏紧格局依旧，成本对锌价支撑较强，炼厂增减并存，供给维持宽松状态，需求向好有望缓解库存压力，预计锌价二季度运行区间 20,500-22,000 元/吨，单边可逢低布局多单。

风险上需要注意：宏观风险；进口货源带来供给压力；下游需求不及预期。

**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

