

# 原料宽松，供给持续放量

## 报告摘要：

### 行情回顾：

- **国内现货：**截至 9 月 28 日，SMM1#锌锭均价 21,900 元/吨，较 2022 年同期下跌 11.4%，较 2023 年二季度末上涨 8.5%。
- **期货市场：**截至 9 月 28 日，沪锌主力合约收盘价 21,570 元/吨，较 2022 年同期下跌 8.9%，较 2023 年二季度末上涨 7.6%；伦锌电子盘收盘价 2,627 美元/吨，较 2022 年同期下跌 11.7%，较 2023 年二季度末上涨 9.7%。
- **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：**当前宏观氛围尚且偏暖，锌价走高后高位震荡，需关注后续宏观数据更新。
- **成本端：**原料端持续今年以来的宽松格局，国内矿端稳定产出，远端进口矿或将趋紧，目前冶炼厂积极备库，年内因原料短缺影响生产的可能性不大。
- **利润上：**虽然加工费呈弱化走势，但锌价持续走高提振冶炼厂利润，当前利润水平处于高位。
- **供给端：**在原料宽松与高利润刺激下，国内冶炼厂除个别企业处于检修状态，其他冶炼厂维持正常开工，预计四季度将持续放量，此外，海外消费持续低迷，锌市呈现内强外弱格局，进口锌不断流入国内，增强国内供给压力。
- **需求端：**当前尚且处于“金九银十”的季节性旺季，但与往年相比，修复不及预期，四季度来看，传统消费旺季过后，消费将再次走弱，或将对锌价形成拖累。

- **行情展望及投资策略：**整体来看，宏观情绪尚且偏暖，国内冶炼厂持续放量，叠加进口货源冲击，年内锌锭将维持宽供给格局，随着天气逐渐变冷，下游消费将步入淡季，对锌价形成拖累，短期来看，旺季延续及库存相对低位对锌价形成支撑，关注上方两万二压力位，中长期来看，供给放量伴随消费弱化，锌价或将走弱，可逢高布空，关注宏观政策落地情况。

- **风险提示：**宏观风险；进口货源带来供给压力；国内冶炼厂超预期减产。

分析师：祁玉蓉

从业资格证号：F03100031

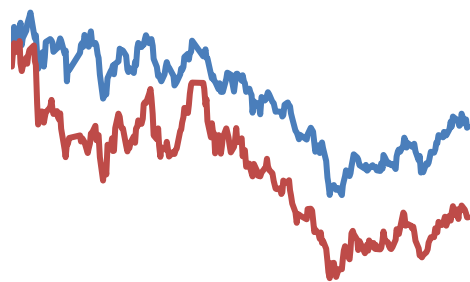
研究所

金属期货（期权）研究室

TEL： 010-8229 5006

Email： qiyurong@swwhyse.com

## 相关图表



## 目录

报告摘要:	1
一、锌市行情回顾: 宏观利好, 锌价上行	5
二、锌精矿: 原料供给充足	7
(一) 锌精矿价格震荡上行	7
(二) 自产+进口, 矿端持续宽松	8
三、供给端: 持续宽松	11
(一) 锌价上行, 提振炼厂利润	11
(二) 进口窗口打开, 供给压力较强	12
四、需求端: 等待好转	14
(一) 旺季不旺, 下游需求支撑有限	14
(二) 政策利好频发, 终端不及预期	17
(三) 沪伦比值高位, 出口窗口持续关闭	19
五、库存与供需平衡: 逢低采买带动去库	19
六、行情展望及投资策略	22

## 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: 中国锌精矿月度产量 .....	9
图表 18: 中国锌精矿进口情况 .....	9
图表 19: 锌精矿生产利润 .....	9
图表 20: 中国锌精矿进口盈亏 .....	9
图表 21: 2023 年 1-8 月锌精矿进口来源 .....	9
图表 22: 锌精矿港口库存：连云港 .....	9
图表 23: 锌精矿月度供需平衡表（单位：万金属吨） .....	10
图表 24: 精炼锌企业生产利润 .....	11
图表 25: 硫酸平均价 .....	11
图表 26: 国产锌精矿加工费 .....	11
图表 27: 进口锌精矿加工费 .....	11
图表 28: 全球锌锭月度产量 .....	12
图表 29: 精炼锌月度成品库存 .....	12
图表 30: 精炼锌月度开工率 .....	13
图表 31: 精炼锌月度产量 .....	13
图表 32: 精炼锌进口盈亏 .....	13
图表 33: 精炼锌月度进口量 .....	13
图表 34: 2023 年 1-9 月国内锌冶炼厂检修影响量 .....	13
图表 35: 2023 年 9 月国内锌冶炼厂检修情况 .....	14
图表 36: 镀锌开工率 .....	15
图表 37: 镀锌周度产量 .....	15
图表 38: 镀锌原料库存 .....	15
图表 39: 镀锌成品库存 .....	15
图表 40: 压铸锌合金开工率 .....	16
图表 41: 压铸锌合金周度产量 .....	16

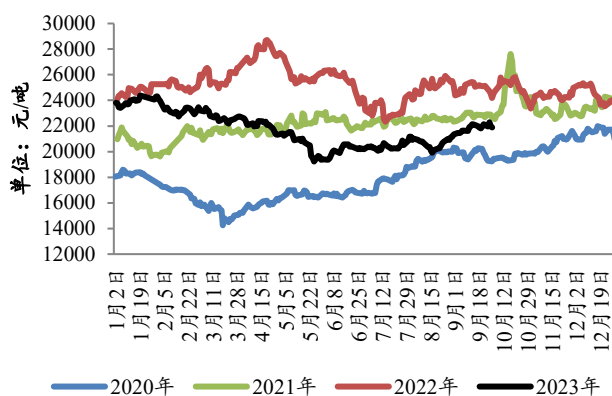
图表 42: 压铸锌合金原料库存 .....	16
图表 43: 压铸锌合金成品库存 .....	16
图表 44: 氧化锌开工率 .....	17
图表 45: 氧化锌周度产量 .....	17
图表 46: 氧化锌原料库存 .....	17
图表 47: 氧化锌成品库存 .....	17
图表 48: 房地产月度数据 (累计同比) .....	18
图表 49: 基础设施建设投资 (累计同比) .....	18
图表 50: 汽车产量 .....	18
图表 51: 汽车销量 .....	18
图表 52: 家电总产量 .....	19
图表 53: 家电当月同比 .....	19
图表 54: 沪伦比值 (剔除汇率影响) .....	19
图表 55: 精炼锌月度出口量 .....	19
图表 56: SMM 三地库存 .....	20
图表 57: SMM 锌锭保税区库存 .....	20
图表 58: SHFE 精炼锌库存 .....	20
图表 59: LME 库存 .....	20
图表 60: 锌锭月度供需平衡表 (单位: 万吨) .....	21

## 一、锌市行情回顾：宏观利好，锌价上行

三季度锌价重心上移。7月公布的二季度GDP增速不及预期，房地产开发投资同比下降7.9%，但国内6月新增银行贷款跃增，社融数据也超预期，叠加发改委公布的利好政策，沪锌走势相对平稳，临近月末，各项利好政策频发，宏观情绪偏暖，锌价上行；8月初公布的7月财新制造业PMI超预期回落，加之外盘走弱，沪锌下方支撑减弱，重心下移，社融数据创新低等利空情绪弥漫，沪锌突破下方两万关口，随后现货市场成交较好，华北等地区流通货源偏紧，升水抬高，叠加市场对“金九银十”旺季消费预期尚存，沪锌触底反弹，加之宏观利好不断释放，支撑锌价强势走高，沪锌逼近两万二关口。伦锌方面，7月上旬锌价区间运行，随后公布的美国CPI数据超预期回落，PPI降幅超预期，引爆市场多头情绪，伦锌强势上升，随后多头止盈离场，锌价重回前期震荡区间，月末美联储公布加息25个基点符合市场预期，伦锌再次走强；8月惠普下调美国信用评级，市场情绪转空，避险情绪较重，伦锌下行，美国7月零售销售数据连续四次增长录得0.7%，加强了美联储加息预期，伦锌呈直线型跌势，随后公布的美国就业等数据增强市场对美联储停止加息预期，叠加内盘涨势拉动，伦锌止跌反弹；9月伦锌呈区间震荡。

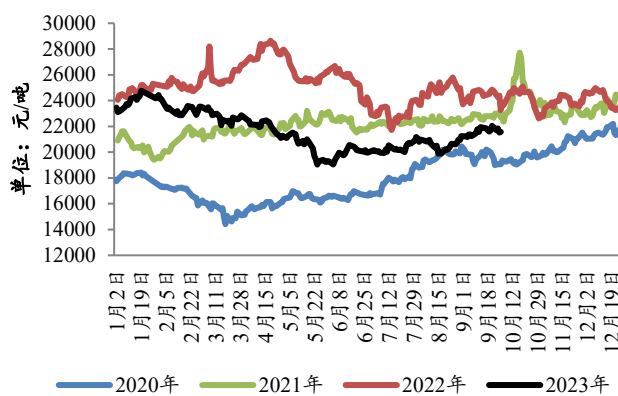
截至9月28日，SMM1#锌锭平均价21,900元/吨，较2022年同期下跌11.4%（-2,820元/吨），较2023年二季度末上涨8.5%（+1,720元/吨）；沪锌主力合约收盘价21,570元/吨，较2022年同期下跌8.9%（-2,100元/吨），较2023年二季度末上涨7.6%（+1,525元/吨）；伦锌电子盘收盘价2,627美元/吨，较2022年同期下跌11.7%（-347美元/吨），较2023年二季度末上涨9.7%（232.5美元/吨）。

图表 1：SMM1#锌锭平均价



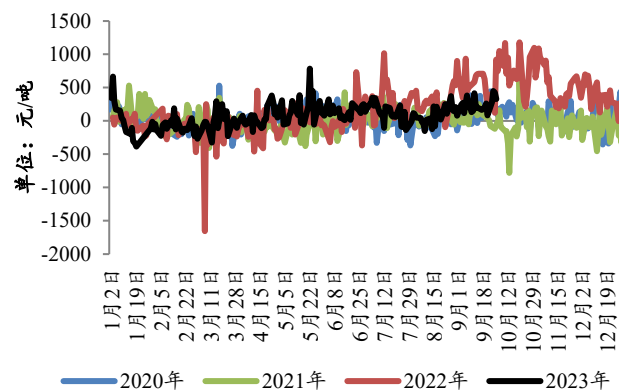
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 2：沪锌主力收盘价



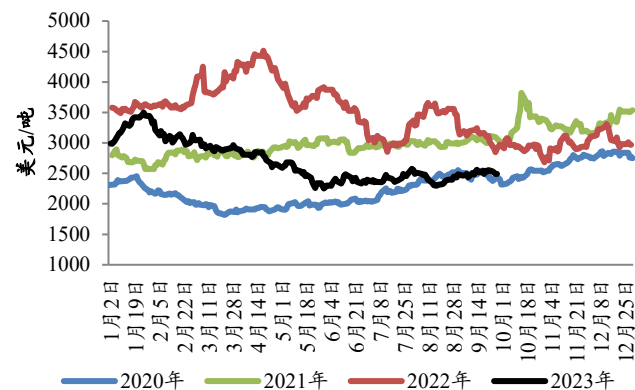
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图表 3：基差



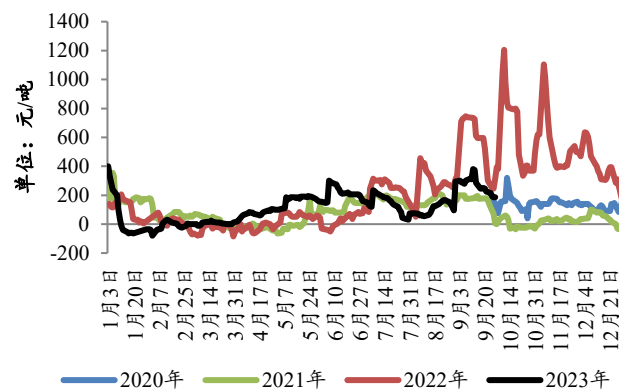
资料来源：SMM, WIND, 宏源期货研究所

图表 4：期货收盘价（电子盘）：LME 三个月锌



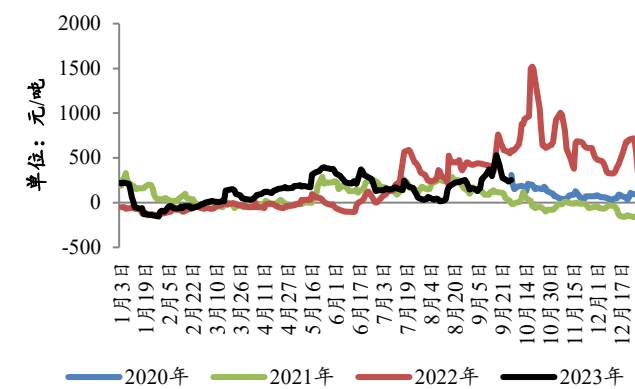
资料来源：WIND, 宏源期货研究所

图表 5：现货升贴水-上海地区



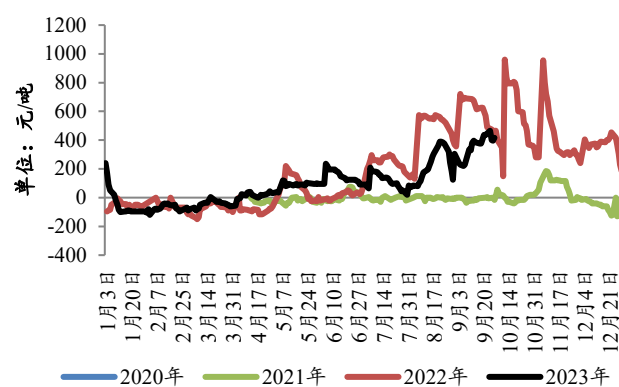
资料来源：SMM, 宏源期货研究所

图表 6：现货升贴水-广东地区



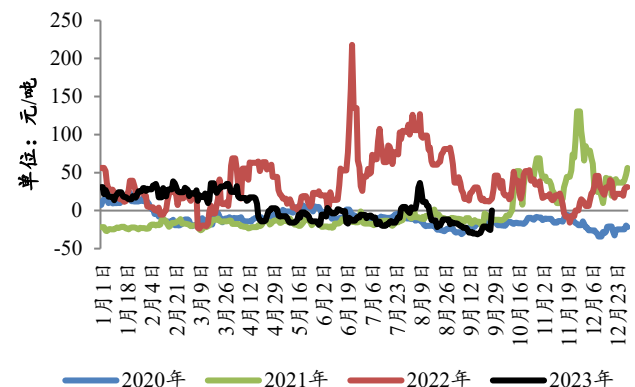
资料来源：SMM, 宏源期货研究所

图表 7：现货升贴水-天津地区



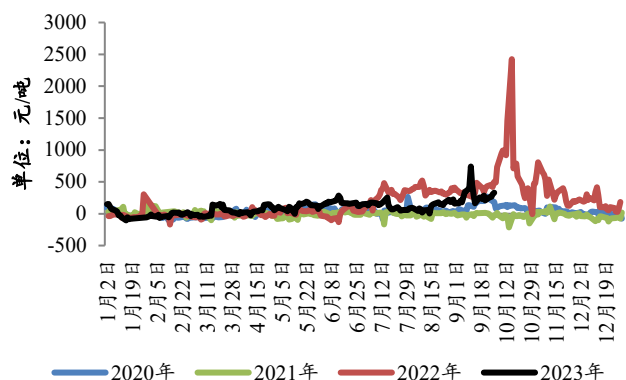
资料来源：SMM, 宏源期货研究所

图表 8：LME 锌升贴水 (0-3)



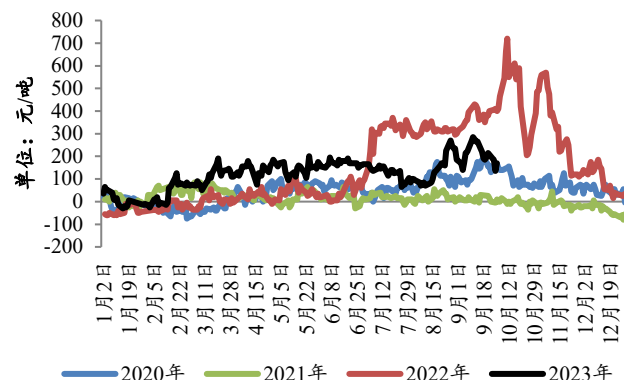
资料来源：SMM, 宏源期货研究所

图表 9：近月-连一



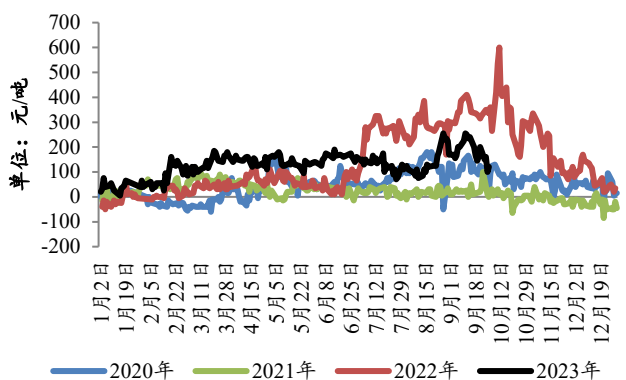
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图表 10：连一-连二



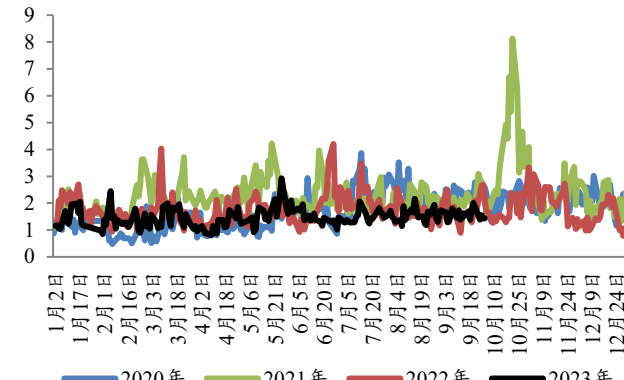
资料来源：WIND，宏源期货研究所

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

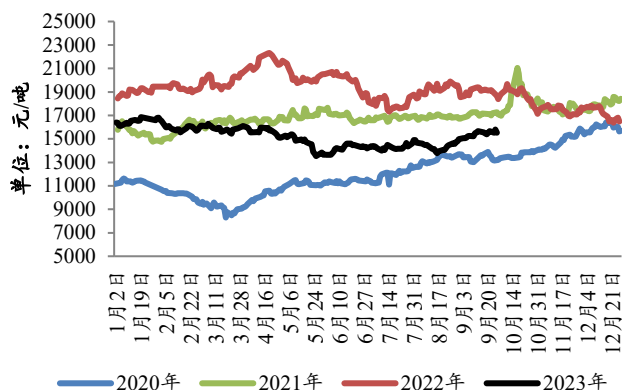
## 二、锌精矿：原料供给充足

### （一）锌精矿价格震荡上行

2023 年三季度，国内外锌精矿价格震荡上行。截至 9 月 28 日，国产锌精矿平均价 15,518 元/吨，较 2022 年同期下跌 17.6%（-3,308 元/吨），较 2023 年二季度末上涨 9.3%（+1,324 元/吨）；进口锌精矿平均价 14,988.86 元/吨，较 2022 年同期下跌 13%（-2,234.98 元/吨），较 2023 年二季度末上涨 7.9%（+1,097.17 元/吨）。

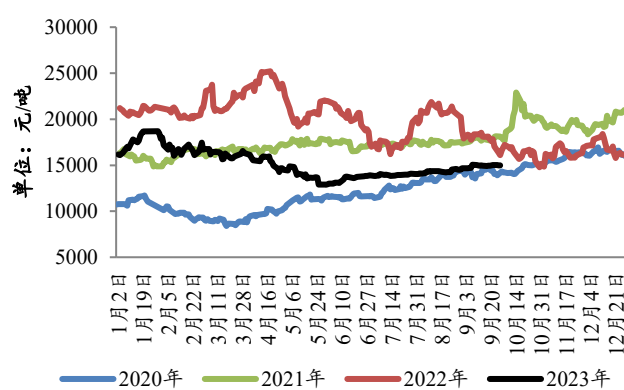


图表 13: 国产锌精矿价格



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 14: 进口锌精矿价格

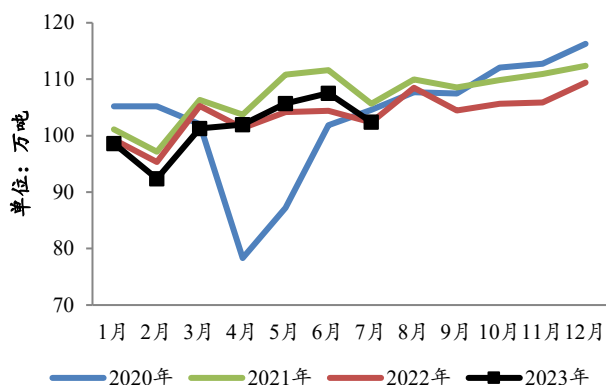


资料来源: SMM, 宏源期货研究所

## (二) 自产+进口，矿端持续宽松

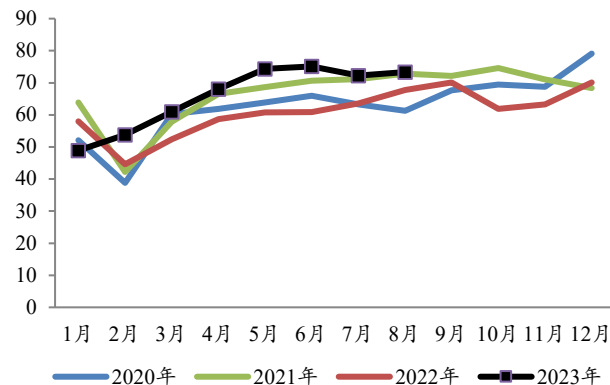
全球矿端供给持续宽松。ILZSG 数据显示，2023 年 7 月全球锌精矿产量 102.45 万吨，环比减少 4.72% (-5.08 万吨)，同比增加 0.06% (+0.06 万吨)；2023 年 1-7 月全球锌精矿累计产量 709.94 万吨，累计同比减少 0.32% (-2.28 万吨)，整体与去年相当。

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

增减并存，国内矿端供给平稳。7 月因大运会影响，部分矿企提前开启检修，甘肃、青海、贵州等地区部分矿山进入夏季检修，产量下移；8 月内蒙古矿山检修、云南部分地区矿山枯竭，带来产量下移，但甘肃地区检修复产和湖南、西藏等地区矿山品味上移，带来矿产增量，整体较 7 月变动不大；9 月随着检修复产，叠加加工费下移、锌价上行，矿山利润有所提升，投产积极性较高，产量有所提升。预计 2023 年三季度国内锌精矿产量 99.82 万吨，环比增加 2.73% (+2.65 万吨)，同比增加 8.38% (7.72 万吨)；2023 年前三季度国产锌精矿累计产量 270.10 万吨，累计同比增加 10.06% (+24.69 万吨)。

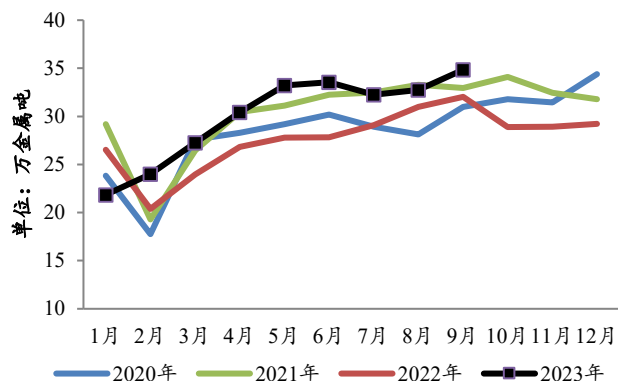
海外消费较弱，锌精矿持续流入我国，从远端加工费来看，海外矿端趋紧，进口或将减少，但国内矿端整体维持宽松供给格局。2023 年 7-8 月锌精矿进口量 82.20 万吨，同比增加 22.89%

请务必阅读正文之后的免责条款部分



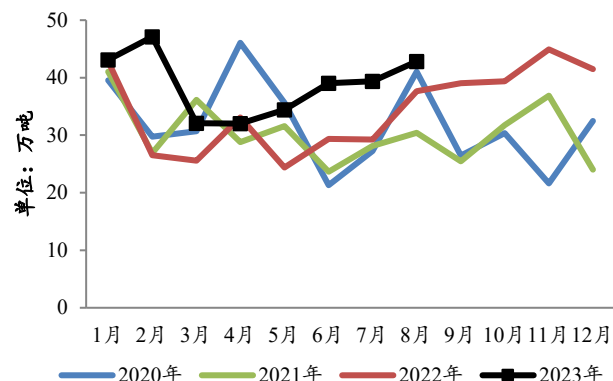
(+15.31 万吨); 2023 年 1-8 月累计进口量 310.02 万吨, 累计同比增加 24.69%(+61.40 万吨)。  
从进口来源看, 2023 年 1-8 月锌精矿进口主要来自澳大利亚、秘鲁、南非和玻利维亚, 进口占比分别为 22%、17%、11%和 7%。

图表 17: 中国锌精矿月度产量



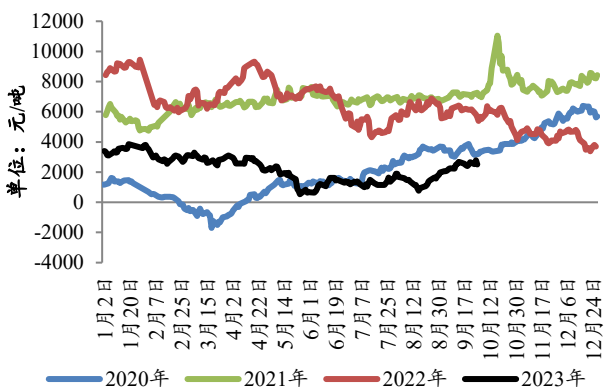
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 18: 中国锌精矿进口情况



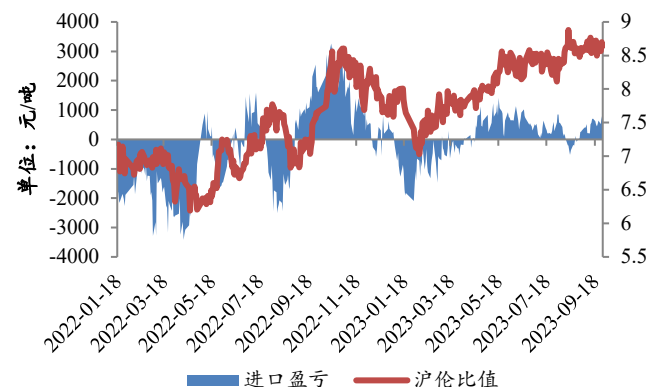
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 19: 锌精矿生产利润



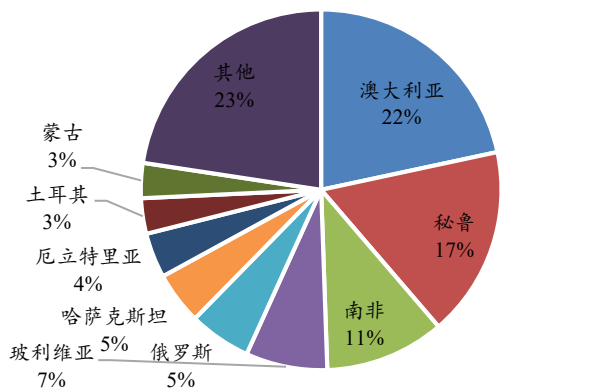
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 20: 中国锌精矿进口盈亏



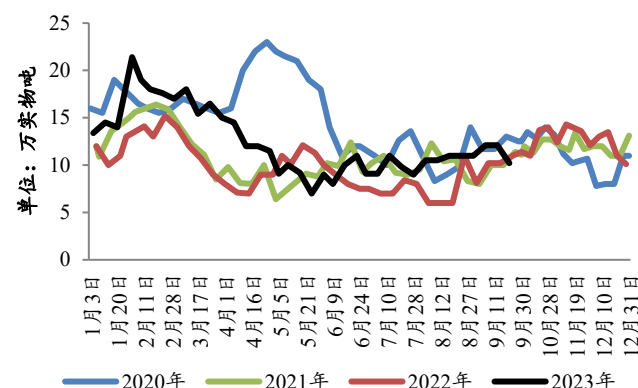
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 21: 2023 年 1-8 月锌精矿进口来源



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

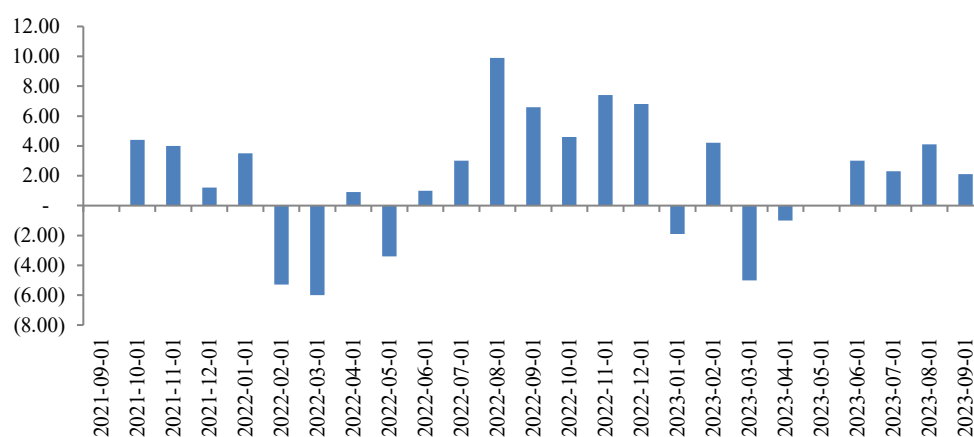
图表 22: 锌精矿港口库存: 连云港



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 23: 锌精矿月度供需平衡表 (单位: 万金属吨)

日期	产量	进口量	表观消费量	实际消费量	月度平衡
2023-09-30	34.12	39.00	51.80	49.80	2.10
2023-08-31	32.91	39.00	50.60	46.50	4.10
2023-07-31	33.11	39.40	51.00	48.70	2.30
2023-06-30	34.10	39.10	51.90	48.80	3.00
2023-05-31	32.17	32.00	46.70	47.70	-1.00
2023-04-30	29.62	32.10	44.20	49.20	-5.00
2023-03-31	27.05	47.10	48.50	44.30	4.20
2023-02-28	23.68	43.10	43.30	45.20	-1.90
2023-01-31	33.40	41.50	53.20	46.50	6.80
2022-12-31	33.40	44.90	53.80	46.40	7.40
2022-11-30	32.10	39.40	50.00	45.40	4.60
2022-10-31	33.40	39.10	51.10	44.50	6.60
2022-09-30	33.70	37.60	50.80	40.90	9.90
2022-08-31	31.80	29.30	45.10	42.00	3.00
2022-07-31	31.70	29.30	45.00	43.20	1.00
2022-06-30	31.04	24.40	42.10	45.50	-3.40
2022-05-31	29.70	33.10	44.70	43.80	0.90
2022-04-30	26.10	25.60	37.80	43.80	-6.00
2022-03-31	23.20	26.53	35.20	40.50	-5.30
2022-02-28	29.70	42.84	49.20	45.70	3.50
2022-01-31	33.00	30.00	46.60	45.30	1.20
2021-12-31	33.28	36.60	49.90	45.90	4.00
2021-11-30	34.10	31.76	48.50	44.10	4.40
2021-10-31	34.12	39.00	51.80	49.80	2.10



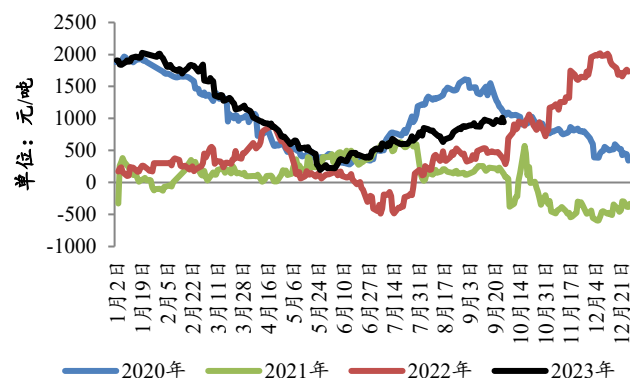
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

## 三、供给端：持续宽松

### （一）锌价上行，提振炼厂利润

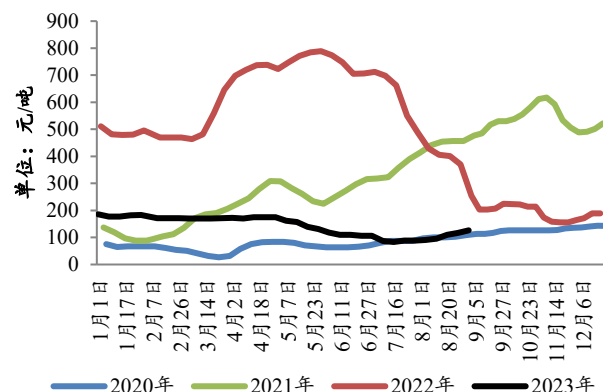
锌价上行，带动冶炼厂利润。截至9月27日，精炼锌企业生产利润942元/吨，较2022年同期增加590元/吨，较2023年二季度末提升456元/吨；截至9月28日，国产锌精矿加工费4,950元/金属吨，较2022年同期增加700元/金属吨，与2023年二季度末持平，进口锌精矿加工费110美元/干吨，较2022年同期下跌145美元/干吨，较2023年二季度末下降65美元/干吨；截至9月28日，华东地区9月硫酸平均价121元/吨，环比上涨53.16%（+42元/吨），同比上涨16.63%（+17元/吨）；西北地区9月硫酸平均价169元/吨，环比上涨6.96%（+11元/吨），同比下滑44.04%（-133元/吨）；东北地区9月硫酸平均价89元/吨，环比上涨22.34%（+16元/吨），同比下跌63.75%（-157元/吨）。

图表 24：精炼锌企业生产利润



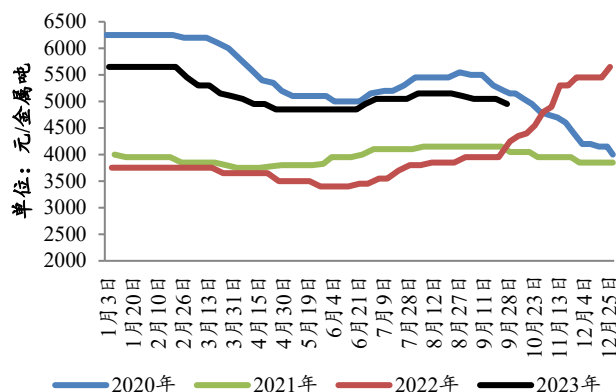
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 25：硫酸平均价



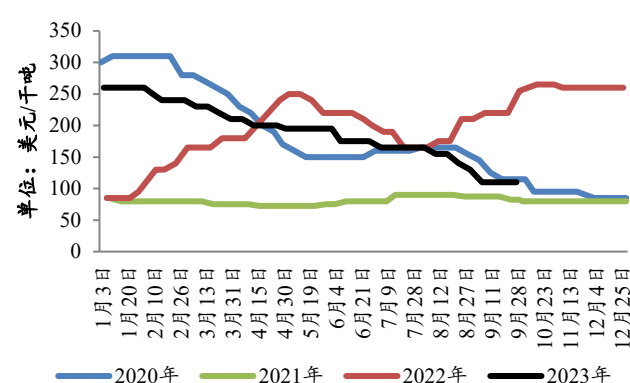
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 26：国产锌精矿加工费



资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 27：进口锌精矿加工费



资料来源：SMM，宏源期货研究所

## （二）进口窗口打开，供给压力较强

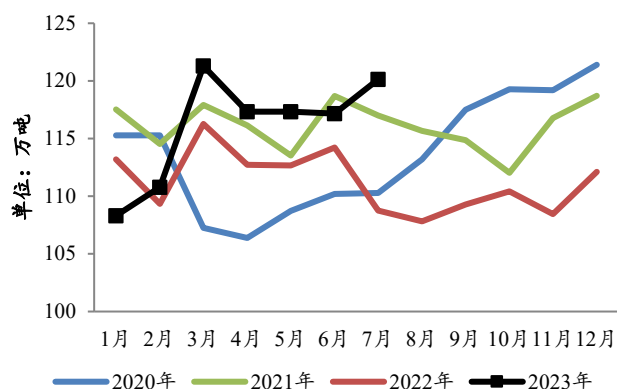
随着欧洲能源危机逐渐解除，海外供给增加，全球锌产量处于高位水平。ILZSG 数据显示，2023 年 7 月全球精炼锌产量 120.14 万吨，环比增加 2.53% (+2.97 万吨)，同比增加 10.47% (+11.39 万吨)；1-7 月累计产量 812.36 万吨，累计同比增加 3.20% (+25.2 万吨)。

高利润刺激下，国内锌冶炼厂生产积极性较高，除部分冶炼厂有常规检修，多数企业均保持满负荷生产。7 月冶炼厂检修主要集中在内蒙古、陕西、甘肃和新疆等地区，但减量不及预期；8 月广东、湖南等地区超预期检修，四川地区因大运会减产时间延长，同时内蒙古地区复产节奏缓慢，整体使得 8 月产量低于预期；9 月产量基本符合预期，除了内蒙古、甘肃、湖南等地常规检修外，湖南、云南、内蒙、四川等地冶炼厂检修恢复贡献大部分增量，随着炼厂检修进一步结束，预计 10 月产量将持续增加。2023 年三季度国内精炼锌产量 164.12 万吨，环比减少 0.67% (-1.11 万吨)，同比增加 13.77% (+19.87 万吨)；前三季度累计产量 486.29 万吨，累计同比增加 10.18% (44.94 万吨)。

进口来看，海外消费持续弱势，沪伦比值高位，内强外弱格局下，锌锭货源持续流入我国，2023 年 7-8 月精炼锌进口量 10.60 万吨，1-8 月累计进口 20.43 万吨，累计同比增加 277.26% (+15.02 万吨)。

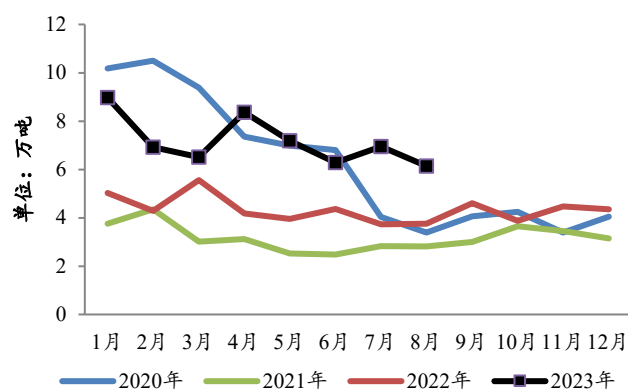
整体来看，国内冶炼厂原料充足，利润处于相对高位，企业生产积极性较高，除常规检修外，冶炼厂基本维持高开工，此外，内强外弱格局下，进口货源持续流入国内，预计四季度将维持供给宽松格局。

图表 28：全球锌锭月度产量



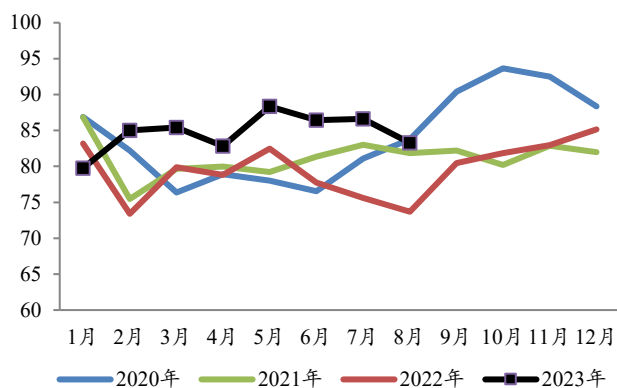
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 29：精炼锌月度成品库存



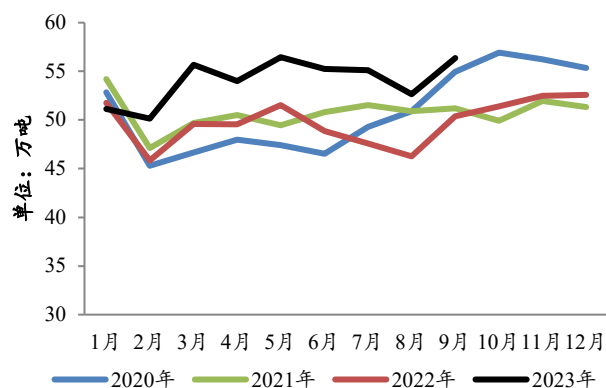
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 30: 精炼锌月度开工率



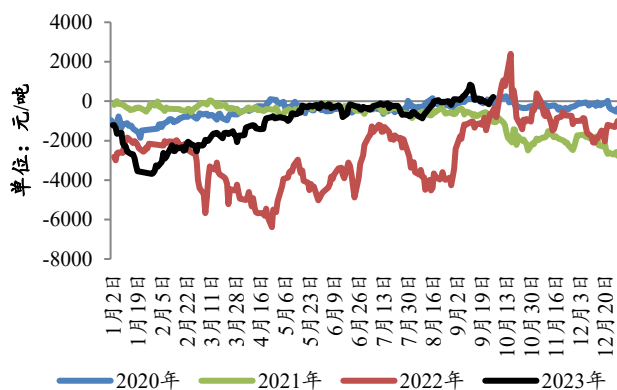
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 31: 精炼锌月度产量



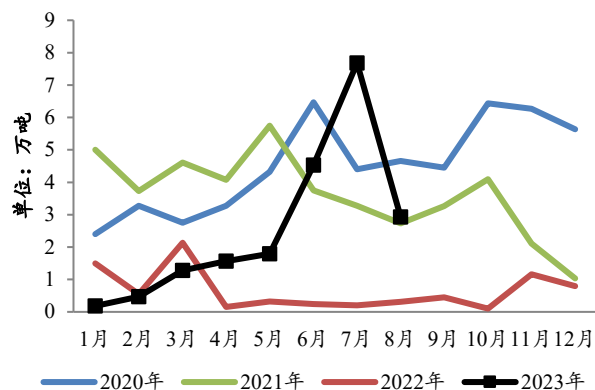
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 32: 精炼锌进口盈亏



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 33: 精炼锌月度进口量



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 34: 2023 年 1-9 月国内锌冶炼厂检修影响量

时间	环比影响量
2023 年 1 月	-18,346
2023 年 2 月	-7,600
2023 年 3 月	52,008
2023 年 4 月	-20,690
2023 年 5 月	20,667
2023 年 6 月	-8,697
2023 年 7 月	-518
2023 年 8 月	-23,632
2023 年 9 月	31,376
合计	24,568

资料来源: SMM, 宏源期货研究所

**图表 35：2023 年 9 月国内锌冶炼厂检修情况**

企业名称	备注	环比影响量
赤峰中色	设备检修	-972
白银有色	设备检修	-6,000
湖南三立	设备检修	-4,200
中金岭南	检修恢复	5,500
巴彦淖尔紫金	检修恢复	5,600
兴安铜锌	检修恢复	10,000
四环锌锗	产量恢复	9,000
湖南太丰	检修恢复	3,740
泸溪蓝天	检修恢复	2,500
云南振兴	检修恢复	1,200
华峰锌业	检修恢复	1,250
河南金利	提产	1,000
其他		2,758
合计		31,376

资料来源：SMM，宏源期货研究所

## 四、需求端：等待好转

### （一）旺季不旺，下游需求支撑有限

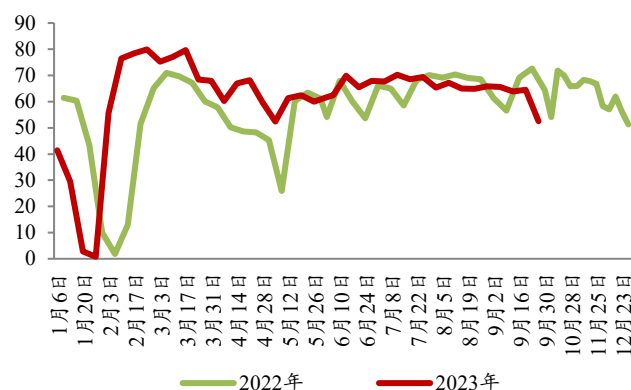
镀锌板块三季度开工相对平稳，变动较小。

7 月国内政策利好频发，黑色金属价格上行，带动终端采买情绪，且国家电网与南方电网订单处于集中交货期，企业排产情况稳定向好，7 月中下旬受台风影响，运输受阻，镀锌企业开工有所下滑，整体较 6 月提升 1.59 个百分点至 63.39%。分企业来看，年产能 50 万吨以上的大型企业开工率环比上涨 2.23%为 70.24%，年产能 10-50 万吨的中型企业开工率环比上升 0.14%为 48.01%，年产能 10 万吨以下的小型企业开工率环比上升 0.13%为 48.19%。

8 月因暴雨洪涝灾害影响，部分企业存在减停产情况，同时前期利好情绪消化，终端数据未见明显好转，黑色价格再次走弱，下游采买情绪变弱，镀锌开工有所下移，较 7 月下降 0.57 个百分点至 62.82%。分企业来看，年产能 50 万吨以上的大型企业开工率环比下降 0.67%为 69.57%，年产能 10-50 万吨的中型企业开工率环比下降 0.37%为 47.64%，年产能 10 万吨以下的小型企业开工率环比下降 0.23%至 47.97%。

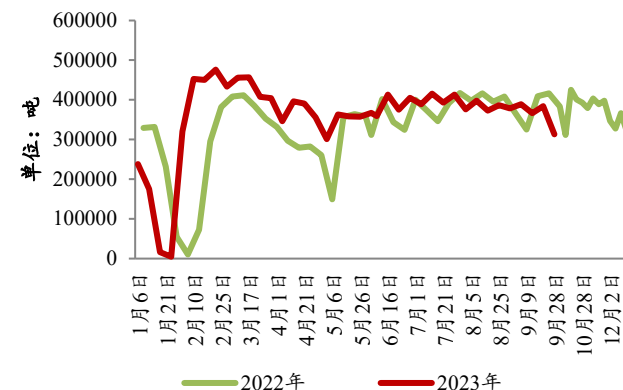
9 月天气好转，且进入传统“金九银十”消费旺季，叠加宏观政策利好，市场情绪有所回暖，但整体不急往年，预计 9 月镀锌板块开工率有所回升。

图表 36: 镀锌开工率



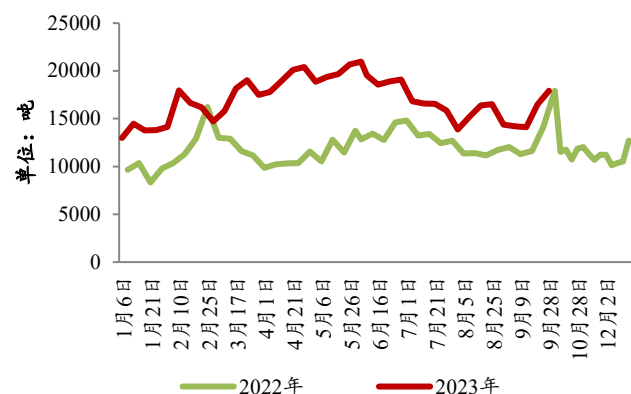
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 37: 镀锌周度产量



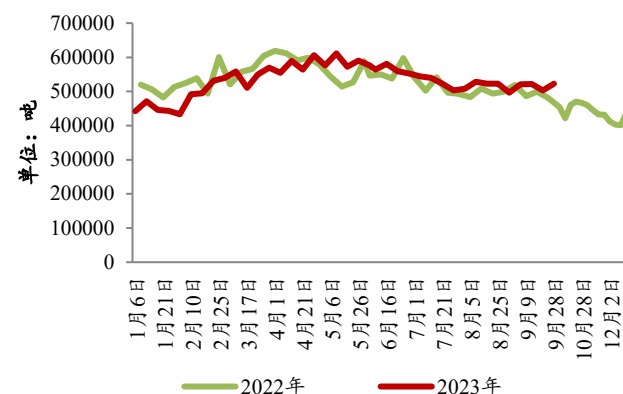
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 38: 镀锌原料库存



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 39: 镀锌成品库存

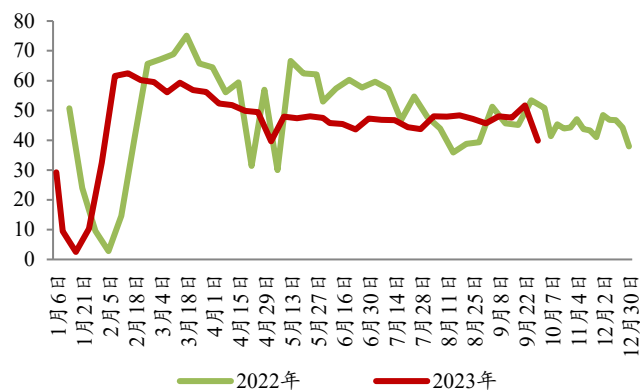


资料来源: SMM, 宏源期货研究所

宏观利好驱动, 叠加传统旺季来临, 压铸锌合金企业三季度开工环比提升。7 月传统需求淡季叠加台风天气影响, 部分压铸锌合金厂家开工减少或开工暂停, 开工率整体较 6 月下滑 0.06 个百分点至 41.98%, 较 2022 年同期下滑 0.85 个百分点; 8 月锌价先跌后涨, 月中价格低位, 刺激锌合金厂家积极备库, 在一定程度上提振锌合金企业开工率, 此外, 常规的海外圣诞节订单, 叠加人民币走弱出口窗口开启, 华南、华东地区部分小五金需求有所提升, 虽然持续性不强, 但在一定程度上提振企业 8 月开工率, 较 7 月环比提升 0.59 个百分点至 42.57%; 进入 9 月, 在宏观利好影响下, 金属普遍偏强, 季节性旺季叠加双节节前备库, 预计 9 月开工小幅提升。截至 9 月 28 日, Zamak3 锌合金平均价 22,620 元/吨, 较 2022 年同期下滑 10.9% (-2,770 元/吨), 较 2023 年二季度末上涨 8.20% (+1,720 元/吨); Zamak5 锌合金平均价 23,020 元/吨, 较 2022 年同期下滑 10.7% (-2,770 元/吨), 较 2023 年二季度末上涨 8.10% (+1,720 元/吨)。

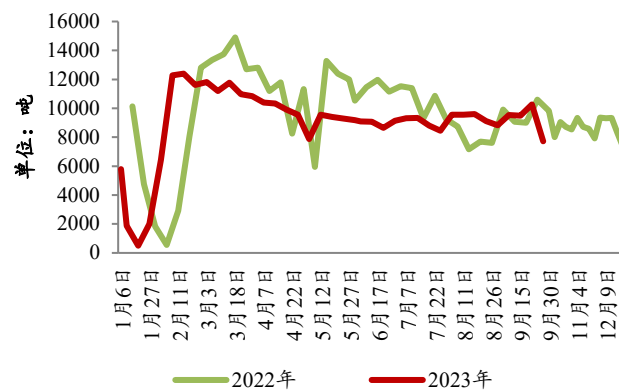


图表 40: 压铸锌合金开工率



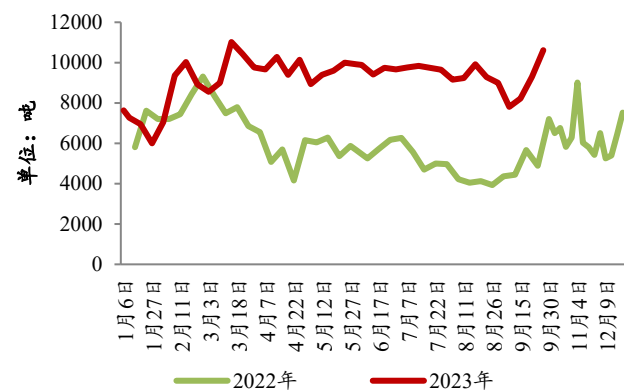
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 41: 压铸锌合金周度产量



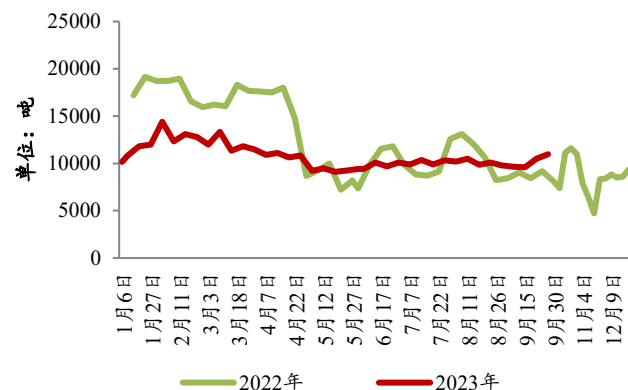
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 42: 压铸锌合金原料库存



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

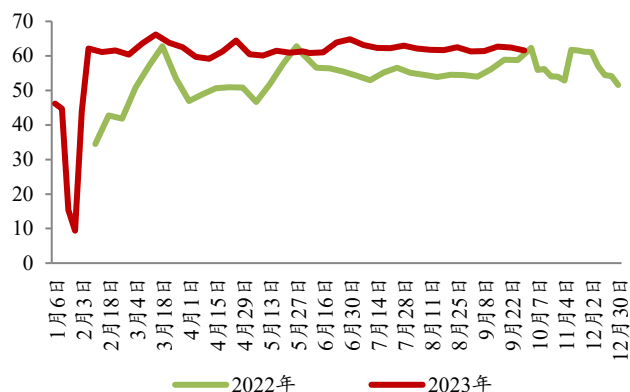
图表 43: 压铸锌合金成品库存



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

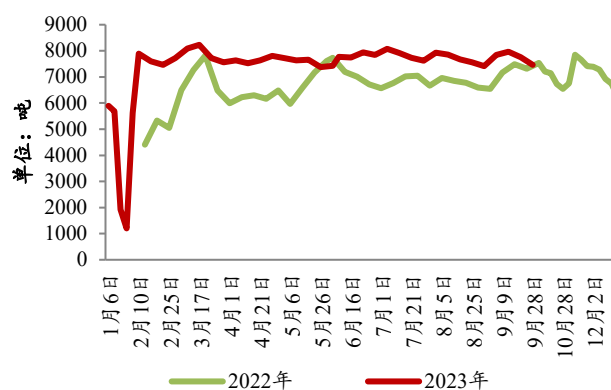
受益于订单需求, 2023 年氧化锌企业开工率相对平稳。7 月, 部分企业受台风天气影响, 存在检修减产, 但部分企业检修复产带来增量, 增减并存, 7 月氧化锌企业开工率环比提升 1.09 个百分点至 49.80%; 进入 8 月, 下游受天气炎热减停产的轮胎企业逐渐复产, 且对未来市场看好的情况下有备库动作, 氧化锌订单整体偏好, 但由于辅料纯碱的价格上行, 氧化锌成品售价抬升, 但加工费上行有限, 压制氧化锌企业生产利润, 此外上半月锌价较弱, 企业逢低补库, 下半月, 锌价走强, 企业观望态度较强, 多以刚需采购为主, 开工来看, 虽然部分企业有常规检修, 但开工率环比小幅提升 0.32 个百分点, 同比提升 3.11 个百分点; 9 月检修基本复产, 但辅料价格上行压制氧化锌企业利润, 预计开工上行幅度有限。截至 9 月 28 日, 氧化锌( $\geq 99.7\%$ ) 均价 21,000 元/吨, 较 2022 年同期下跌 10.3% (-2,400 元/吨), 较 2023 年二季度末上涨 7.1% (+1,400 元/吨)。

图表 44: 氧化锌开工率



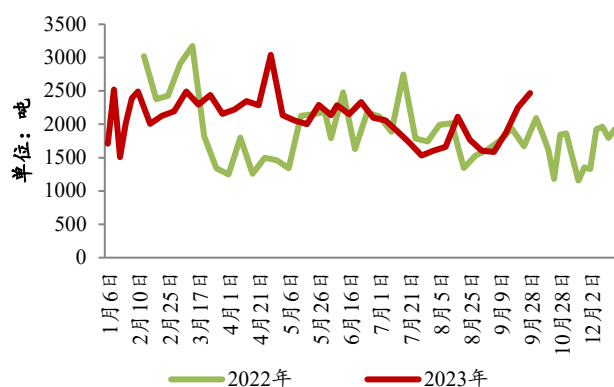
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 45: 氧化锌周度产量



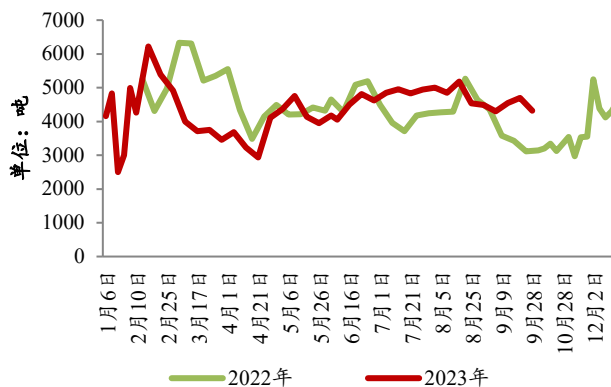
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 46: 氧化锌原料库存



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 47: 氧化锌成品库存



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

## (二) 政策利好频发, 终端不及预期

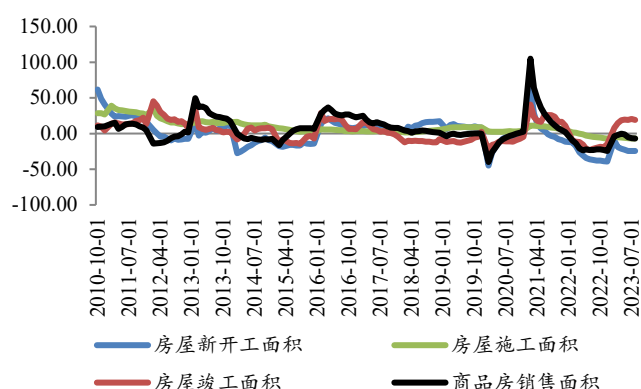
房地产方向: 三季度宏观利好政策不断, 房企融资面利好政策力度加大, 虽然政策持续利好, 为市场带来乐观预期, 但实际落地效果并不显著, 截至 2023 年 8 月, 房屋新开工面积、房屋施工面积及商品房销售面积累计同比均有所下滑, 下滑比例分别为 24.4%、7.1%、7.1%, 房屋竣工面积累计同比增加 19.2%。

基建方向: 截至 2023 年 8 月, 基础设施建设投资累计同比增长 8.96%。

汽车方向: 与往年同期相比, 2023 年三季度汽车销售数据较好。2023 年 7-8 月汽车产量 483.70 万辆, 同比减少 0.69% (-3.36 万辆), 3-8 月累计产量 1,433.39 万辆, 累计同比增加 9.34% (+122.49 万辆); 2023 年 7-8 月汽车销量 496.93 万辆, 同比增加 3.45% (+16.59 万辆), 1-8 月累计销量 1,820.81 万辆, 累计同比增加 8.06% (+135.78 万辆)。整体来看, 我国汽车行业仍处于缓慢恢复阶段, 行业运行仍面临较大压力, 在政策刺激推动下, 新能源汽车渗透率有望进一步提升, 从而带动产业链需求增加。

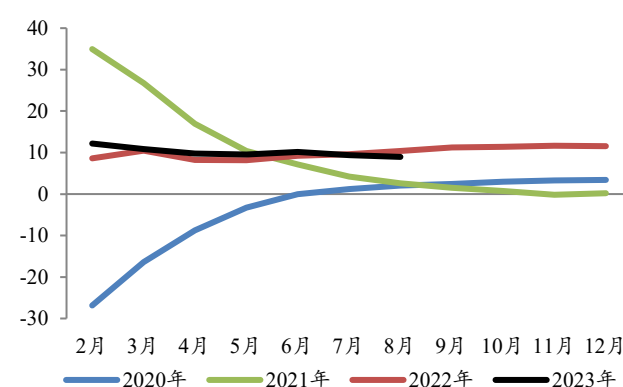
家电方向：受地产等拖累，今年以来家电总产量持续下滑，其中，家用电冰箱、家用洗衣机和空调同比增速尚且为正，彩电产量当月同比已连续两月为负值。2023年7-8月家电总产量10,585.90万台，同比增加9.49%（+917.47万台），3-8月累计产量35,265.10万台，累计同比增加13.66%（+4,237.52万台）。其中，2023年7-8月彩电产量3,304.40万台，同比减少4.28%（-147.65万台），3-8月累计产量10,191万台，累计同比增加2.90%（+287.68万台）；7-8月空调产量3,949.20万台，同比增加14.90%（+512.08万台），3-8月累计产量14,710.68万台，累计同比增加16.08%（+2,037.51万台）；7-8月家用电冰箱产量1,687.80万台，同比增加17.94%（+256.74万台），3-8月累计产量5,190.01万台，累计同比增加19.26%（+838.08万台）；7-8月家用洗衣机产量1,644.50万台，同比增加21.98%（+296.29万台），3-8月累计产量5,173.40万台，累计同比增加26.21%（+1,074.23万台）。

图表 48：房地产月度数据（累计同比）



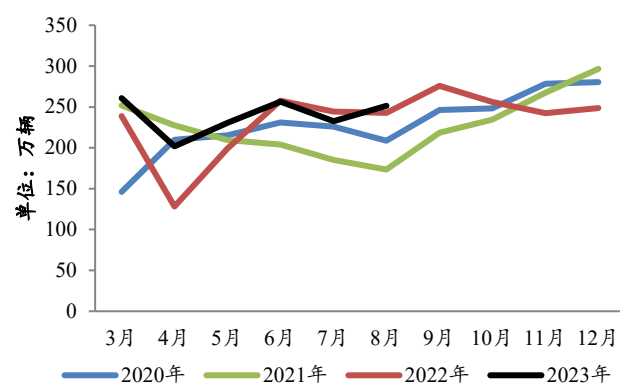
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图表 49：基础设施建设投资（累计同比）



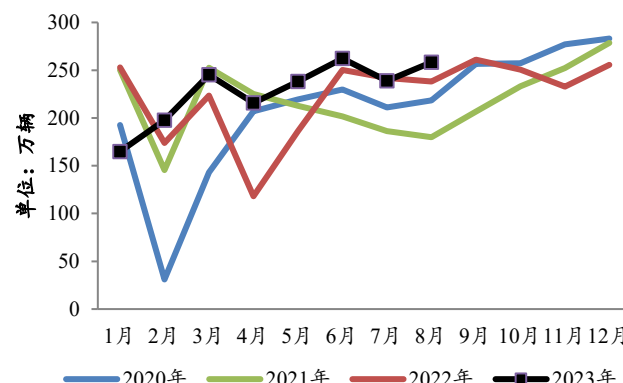
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图表 50：汽车产量



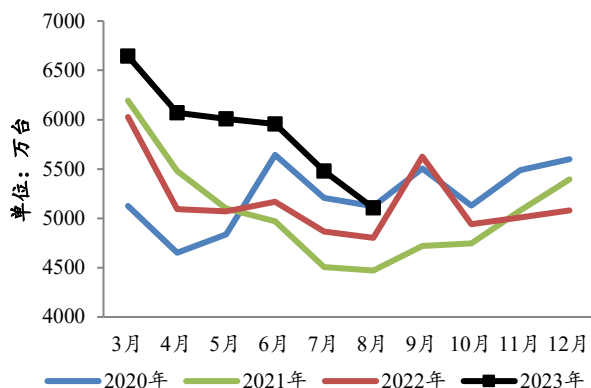
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图表 51：汽车销量



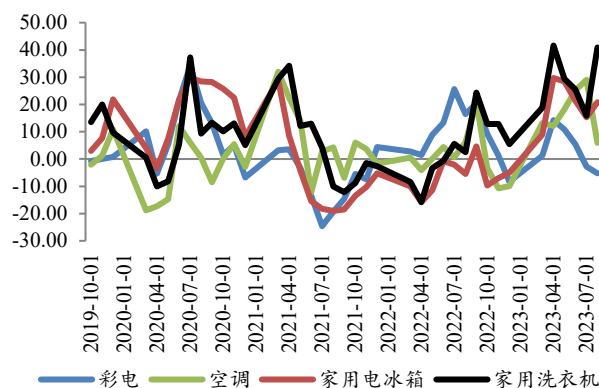
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图表 52：家电总产量



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图表 53：家电当月同比

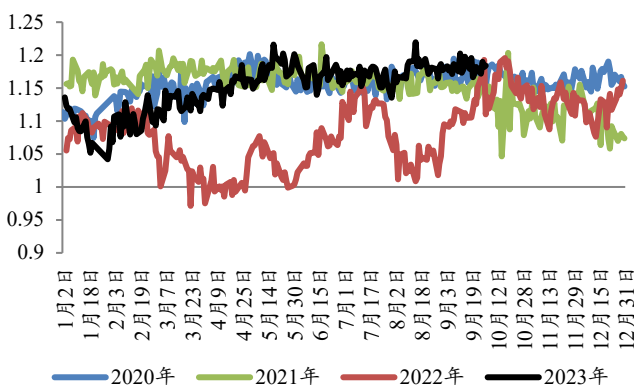


资料来源：WIND，宏源期货研究所

### （三）沪伦比值高位，出口窗口持续关闭

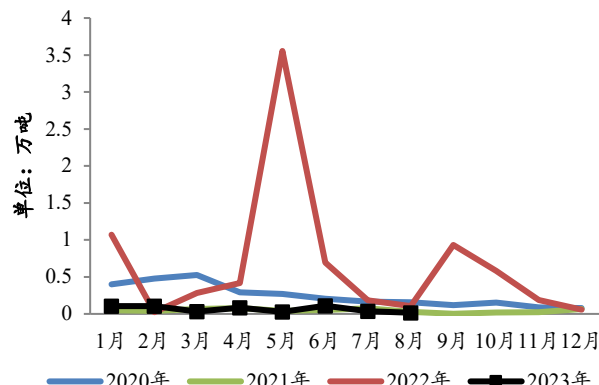
沪伦比值持续走高，出口窗口暂未开启。2023 年 7-8 月精炼锌出口量 512 吨，1-8 月累计出口量 5,121 吨，同比大幅减少。

图表 54：沪伦比值（剔除汇率影响）



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图表 55：精炼锌月度出口量



资料来源：SMM，宏源期货研究所

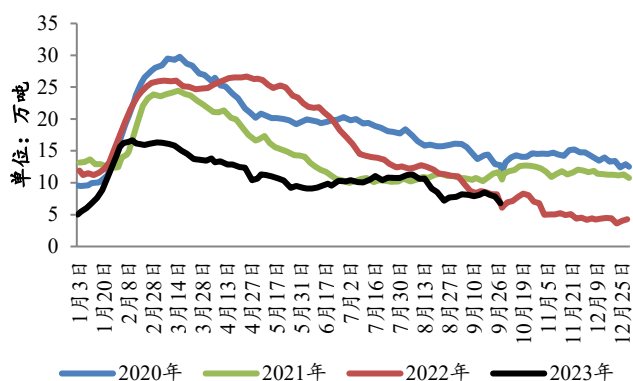
## 五、库存与供需平衡：逢低采买带动去库

三季度沪锌社库去库明显，主要系八月中上旬锌价下跌，下游企业逢低补库，带动锌锭社会库存明显下降。7 月国内精炼锌库存增量来自株冶、汉中、皓钰等，减量来自紫金、兴安铜锌和金利等，增减相抵，七月库存变动不大；8 月库存微降，变动主要来自四环、中金岭南、紫金、兴安铜锌、铜冠、泸溪蓝天等；9 月适逢中秋、国庆双节，下游企业积极备库，但是冶炼厂维持高开工，因此 9 月去库并不显著，库存仅有少量下降。截至 9 月 28 日，SMM 上海、广东、天津三地锌锭库存总量 6.77 万吨，较 2022 年同期增加 0.71 万吨，较 2023 年二季度末下降 3.44 万吨，其中，上海、广东、天津的库存水平分别为 2.61 万吨、1.97 万吨、2.72 万吨；保

税区库存今年以来持续低位，截至 9 月 28 日，锌锭保税区库存 0.08 万吨，较 2022 年同期下降 0.07 万吨，较 2023 年二季度末下降 0.24 万吨。

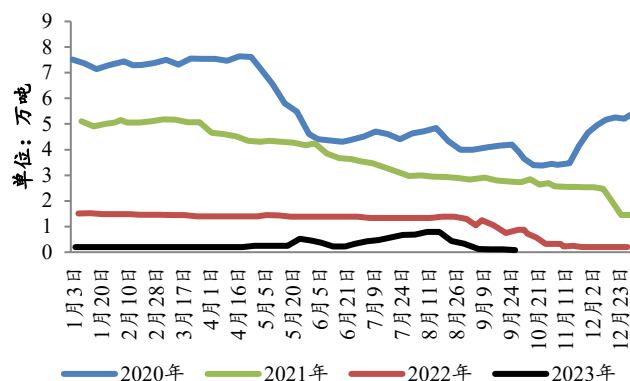
交易所库存来看，上期所库存走势与社会库存走势基本一致。截至 9 月 28 日，上期所库存 32,129 吨，较 2022 年同期下降 5,565 吨，较 2023 年二季度末下降 27,345 吨；LME 库存 8 月中旬明显提升，主要系花旗银行在 LME 交易所大量购入，9 月中旬开始，LME 库存有所下降，截至 9 月 29 日，LME 库存 103,000 吨，较 2022 年同期减少 49,100 吨，较 2023 年二季度末增加 22,175 吨。

图表 56: SMM 三地库存



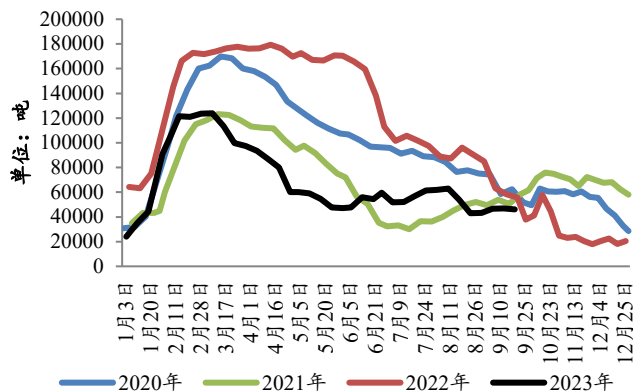
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 57: SMM 锌锭保税区库存



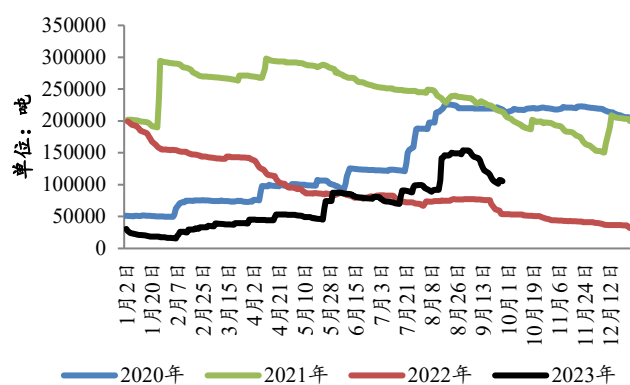
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 58: SHFE 精炼锌库存



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

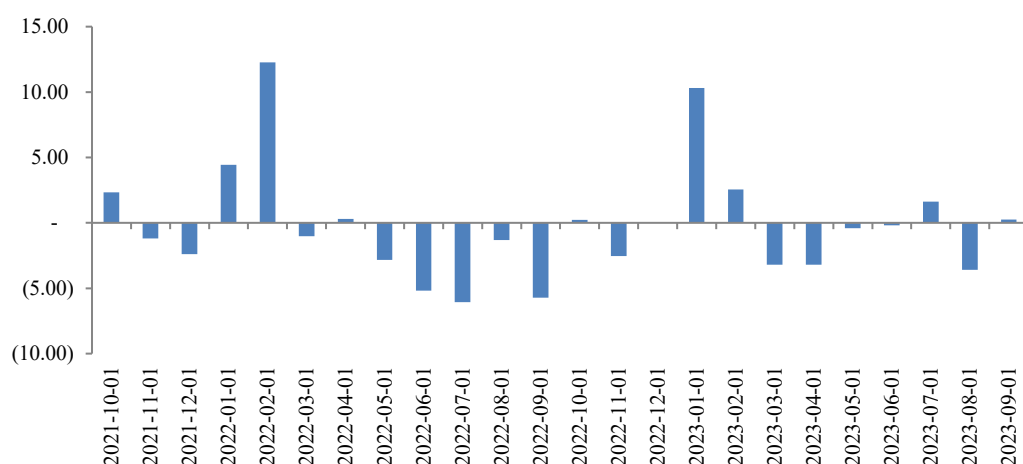
图表 59: LME 库存



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图表 60：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
2023-09-30	56.36	4.00	0.10	60.26	60.00	0.26
2023-08-31	52.65	3.00	0.10	55.55	59.14	-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	55.98	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
2022-03-31	49.55	2.13	0.28	51.40	52.42	-1.02
2022-02-28	45.87	1.50	0.05	47.32	35.50	12.27
2022-01-31	51.76	2.70	0.10	53.94	49.50	4.44
2021-12-31	51.33	1.03	0.07	52.30	54.70	-2.40
2021-11-30	51.95	2.11	0.02	55.03	56.22	-1.19
2021-10-31	49.96	4.10	0.02	58.04	55.70	2.34



资料来源：SMM，宏源期货研究所

## 六、行情展望及投资策略

2023 年三季度在宏观利好政策刺激下，锌价重心上移。四季度来看，宏观政策对锌价影响较大，当前宏观氛围尚且偏暖，锌价走高后高位震荡，需关注后续宏观数据更新。基本面来看，原料端持续今年以来的宽松格局，国内矿端稳定产出，加工费走势相对较弱，海外远端加工费走弱，印证远端进口矿或将趋紧，目前冶炼厂积极备库，年内因原料短缺影响生产的可能性不大；供给端来看，虽然加工费呈弱化走势，但锌价持续走高提振冶炼厂利润，当前利润水平处于高位，冶炼厂生产积极性较大，在原料宽松与高利润刺激下，国内冶炼厂除个别企业处于检修状态，其他冶炼厂维持正常开工，预计四季度将持续放量，此外，海外消费持续低迷，锌市呈现内强外弱格局，进口锌不断流入国内，增强国内供给压力；需求端来看，当前尚且处于“金九银十”的季节性旺季，但与往年相比，修复不及预期，四季度来看，传统消费旺季过后，消费将再次走弱，或将对锌价形成拖累。

整体来看，宏观情绪尚且偏暖，国内冶炼厂持续放量，叠加进口货源冲击，年内锌锭将维持宽供给格局，随着天气逐渐变冷，下游消费将步入淡季，对锌价形成拖累，短期来看，旺季延续及库存相对低位对锌价形成支撑，关注上方两万二压力位，中长期来看，供给放量伴随消费弱化，锌价或将走弱，可逢高布空，关注宏观政策落地情况。

风险上需要注意：宏观风险；进口货源带来供给压力；国内冶炼厂超预期减产。



**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

