



让衍生品
成为新的生产力

Make derivatives the
new productivity

中辉期货研究院所
交易咨询业务资格：
证监许可【2015】75号

作者：肖艳丽

有色金属团队

侯亚辉 Z0019165

肖艳丽 Z0016612

陈焕温 Z0018790

摘要

宏观上，2024年美国降息周期开启，市场流动性压力减轻，欧洲经济有望触底反弹，国内经济缓慢复苏，市场对未来预期稳中向好。基本面方面，海外锌矿偏紧，成本支撑有力，锌中长期供应担忧增加，供需矛盾转向，终端消费方面，基建预期企稳，汽车，电力和家电需求维持高景气，房地产偏弱但跌幅收窄，海外锌需求回暖。矿端紧张和成本支撑筑牢锌价底部，需求回暖帮助锌重心缓慢上移，建议把握机会，逢低试多，2024年沪锌关注区间【20000，24500】元/吨，伦锌关注区间【2250，2950】美元/吨。风险提示：需求不足，矿山减产

目 录

| | | |
|-----|------------------|----|
| 第一章 | 锌多空逻辑 | 3 |
| 第二章 | 成本和利润支撑..... | 3 |
| 第三章 | 需求预期..... | 6 |
| 第四章 | 宏观分析..... | 9 |
| 第五章 | 2024年锌趋势预测 | 10 |

第一章 锌多空逻辑

2023年由于锌供需增需减，叠加全球经济复苏一波三折，弱现实和强预期反复博弈下，锌整体表现偏弱，LME锌年中一度跌至2215美元/吨，沪锌下探至18069元/吨。下半年锌逐渐反弹震荡回升，截至2023年12月19日，LME锌报收2577.5美元/吨，沪锌报收21015元/吨。

图1 LME 锌和沪锌价格（美元/吨，元/吨）

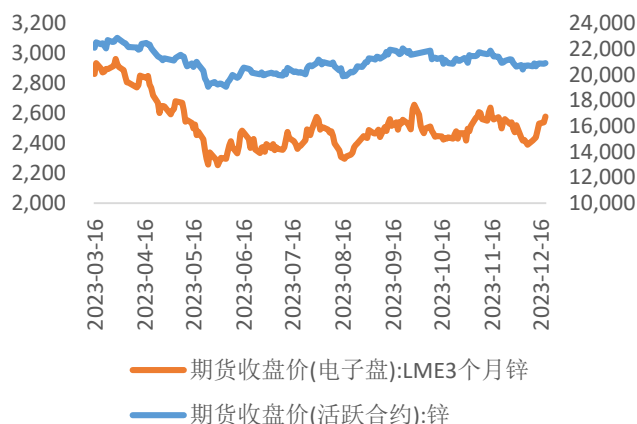
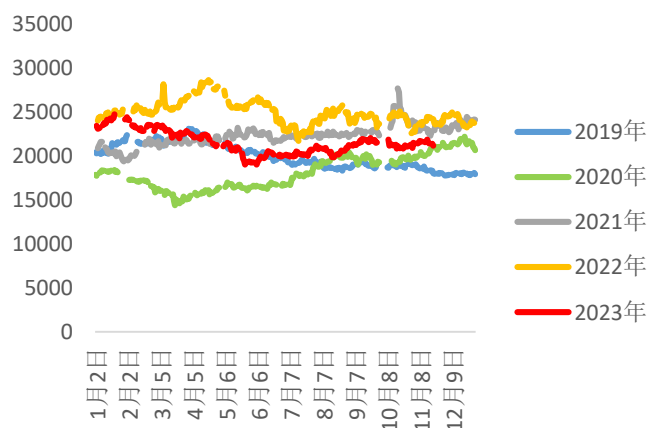


图2 2019-2023 年沪锌价格对比（元/吨）



资料来源：Wind，中辉期货研究院

资料来源：Wind，中辉期货研究院

随着年关临近，冬储和消费淡季交织，锌多空博弈又来到了关键的点位。锌多头认为海外锌矿偏紧，2024年锌供应担忧或增加，随着经济复苏，国内疫情疤痕效应逐渐消退，美联储降息，市场流动性压力减轻，宏观整体稳中向好，宏观和基本面共振下，锌有望重回24000元/吨。锌空头认为国内外精炼锌供应超预期，海外锌库存高位，或有更多隐形库存显性化，2024年全球经济增速下滑，美国经济硬着陆风险较大，国内房地产压力较大，地方财政面临挑战，信心恢复尚需时间，锌或再次震荡下行。

第二章 成本和利润支撑

锌精矿供应方面，海外矿企资料显示，全球锌矿75%成本分位线在1900美元/吨，90%的成本分位线在2200美元/吨。伦锌在2023年5月创出年内低点2215美元/吨后，海外部分高成本矿山因锌价走低减产和停产。根据SMM统计，Boliden暂停欧洲最大的爱尔兰锌矿Tara的生产，影响量在5.2万吨左右，葡萄牙Almina矿业暂停Aliustrel铅锌矿的运行，预计影响量在2.5万吨。Nyrstar暂停美国田纳西州的两个锌矿Gordonsville和Cumberland，影响量0.4万吨。俄罗斯铅锌矿OZ意外突发大火，预计影响60万吨锌精矿产量，占到全球产量的4%。俄罗斯Sviblov受美国制裁，其采矿量在俄罗斯排名第三。

整体而言，2023年全球锌矿因品味下降，工人罢工，意外事故等供应不及预期，且随着锌价下跌，锌矿因利润下降减产和停产增加，预计2024年全球锌矿或偏紧。根据ILZSG统计，2022年全球锌精矿1300万吨，预计2023年全球锌精矿产量约为1260万吨，较2022年环比减少40万吨，整体供应缺口或接近20万吨。2024年全球锌精矿产量约为1286万吨，环比增长约2%。

图 3 全球锌矿产量 (万吨)

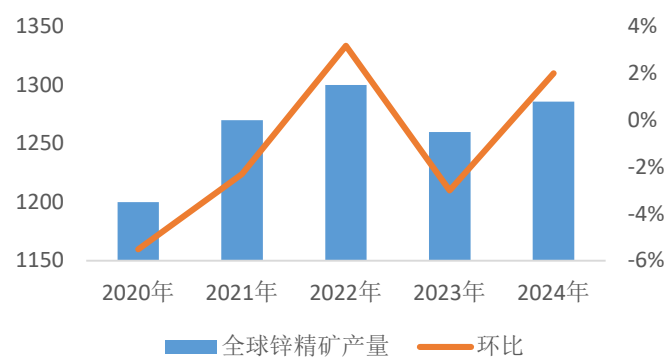
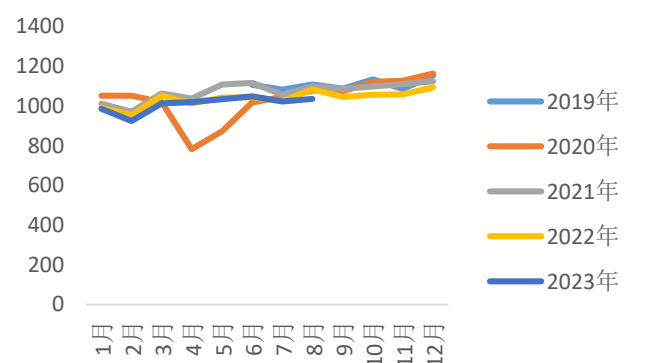
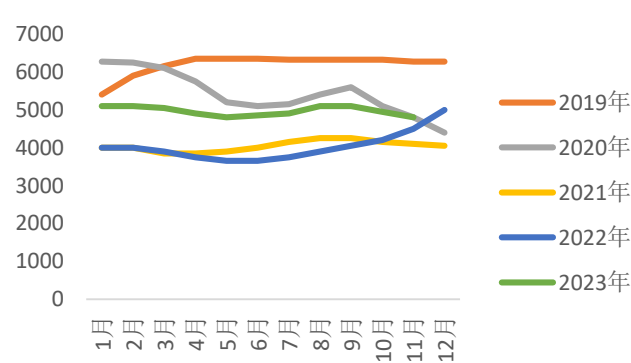


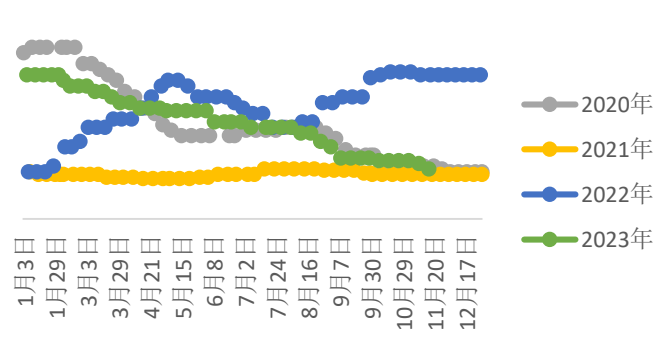
图 4 2019-2023 年全球锌矿产量



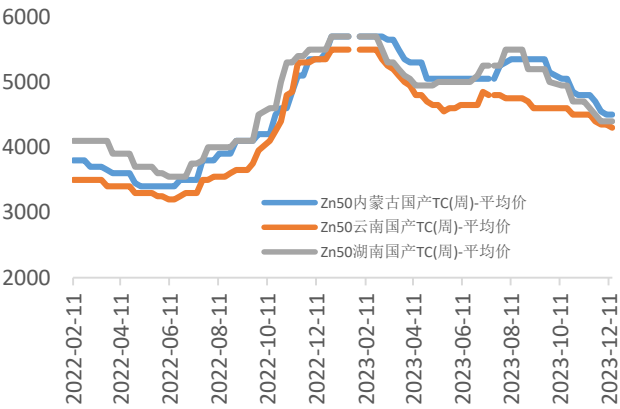
资料来源：Wind，中辉期货研究院
图 5 锌精矿国产月度加工费 (元/吨)



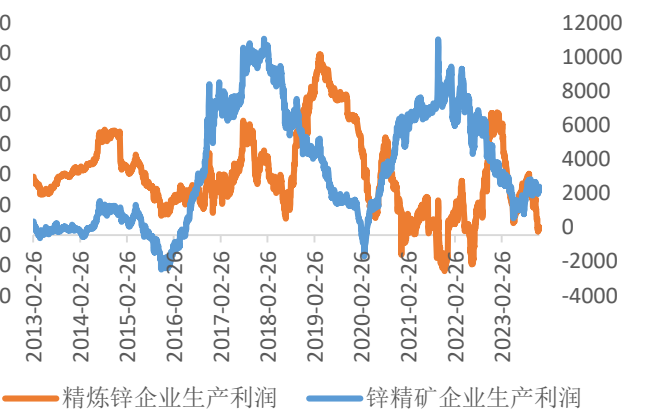
资料来源：Wind，中辉期货研究院
图 6 进口锌精矿加工费 (美元/吨)



资料来源：Wind，中辉期货研究院
图 7 锌精矿国产周度加工费 (元/吨)



资料来源：Wind，中辉期货研究院
图 8 锌精矿企业和精炼锌企业生产利润 (元/吨)



资料来源：Wind，中辉期货研究院

资料来源：Wind，中辉期货研究院

2023年国内锌精矿累计产量约为172万吨，锌精矿进口465万吨，今年锌进口窗口打开，锌矿和锌锭均大量涌入国内市场。锌精矿加工TC由年初的5700元/吨降至4400元/吨，进口加工费自

年初的260美元/吨回落至90美元/吨，侧面证明了锌精矿供应从宽松逐步转为紧张。锌精矿最新综合周度加工费（二八分成后）为5602元/吨。虽然锌精矿的紧缺暂未传导至锌锭端，但随着时间的推移，锌精矿的紧张或逐步增加锌锭的供应压力。2023年9月，全球精炼锌产量118.4万吨，全球精炼锌消耗量119.9万吨，精炼锌缺口1.5万吨。1-9月，全球精炼锌产量1043.97万吨，消耗量1001.98万吨，累计盈余41.99万吨。海外锌冶炼厂因2022年天然气价格暴涨而减产的产能基本恢复，国内外新增精炼新产能大量释放。2024年，全球的精炼锌冶炼厂产能预计进一步释放，比如嘉能可德国Nordenhan炼厂计划一季度复产，俄罗斯铜业旗下的Verkhny Ufalei炼厂2024三季度开业，年产量可达12万吨，波利顿挪威的Odda冶炼厂计划将锌冶炼产能扩建至35万吨。

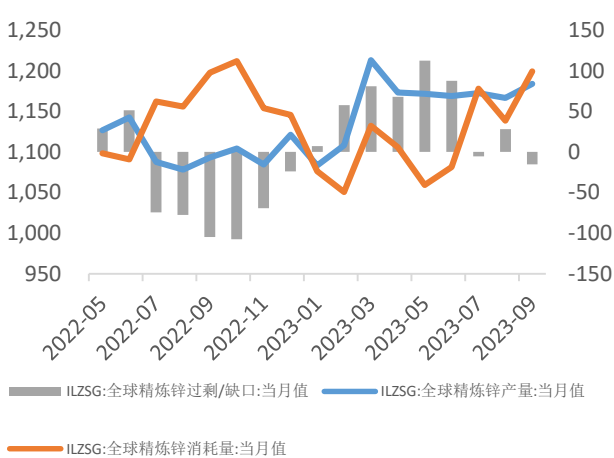
国内精炼锌冶炼厂由于加工费利润可观，产量屡超预期，10月锌锭产量创历史达到60.46万吨。11月云南限电和检修增加，产量降至57.9万吨。SMM数据显示，国内锌锭75%的分位线为13000元/吨，二八分成之后锌锭的75%的成本分位线为19000元/吨。截至2023年12月18日，国内锌精矿企业生产利润2408元/吨，精炼锌企业生产利润102元/吨。12月预计国内精炼锌产量或环比增加0.68万吨至58.58万吨，同比增加11.41%。进口方面，海外需求疲软导致金属内强外弱，1-10月精炼锌进口30.6万吨，同比增长413.1%。2023年精炼锌进口超预期，尤其7月和9月分别进口7.68万吨和5.3万吨。预计2024年，随着美元开启降息周期，人民币汇率回升，精炼锌仍将大量涌入国内。

2023年国内精炼锌产量累计预计达到662万吨，累计同比增加10.69%。精炼锌进口累计38万吨，精炼锌总供应700万吨，精炼锌总需求690万吨，过剩10万吨。预计随着锌矿端紧张逐步转向锌锭端，2024年国内精炼锌总产量增速或放缓，总产量预计670万吨，总进口25万吨，精炼锌总供应695万吨，精炼锌总需求692万吨，供需紧平衡。

图 9 国内精炼锌供需平衡表（万吨）

| 国内精炼锌年度供需平衡表（万吨） | | | | |
|------------------|-------|-----|--------|-------|
| 年份 | 精炼锌产量 | 净进口 | 精炼锌消费量 | 过剩/短缺 |
| 2024 | 670 | 25 | 692 | 3 |
| 2023 | 662 | 38 | 690 | 10 |
| 2022 | 600 | 0 | 605 | -5 |
| 2021 | 610 | 42 | 673 | -21 |
| 2020 | 610 | 51 | 670 | -9 |

图 10 全球精炼锌产量和消耗量（万吨）



资料来源：Wind，中辉期货研究院

资料来源：Wind，中辉期货研究院

库存方面，海内外库存分化明显，海外高通胀高利率环境下，经济需求不足，LME锌库存全年稳步上升，并在出现连续多次大量交仓，隐形库存显性化，LME锌库存最新报205950吨，年初仅为30475吨，增长惊人。上期所锌库存24109吨，

锌国内社会库存7.56万吨，处于历史同期低位，年初为6.32万吨，在春节累库至18.78万吨后持续震荡去化。

图 11 LME 锌库存 (吨)

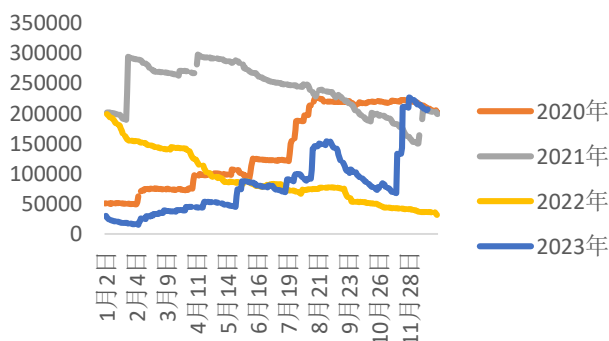
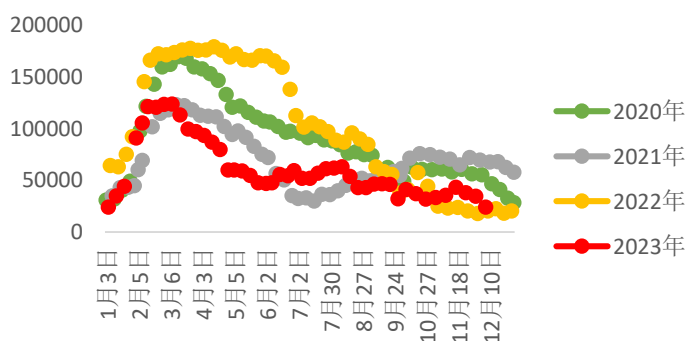
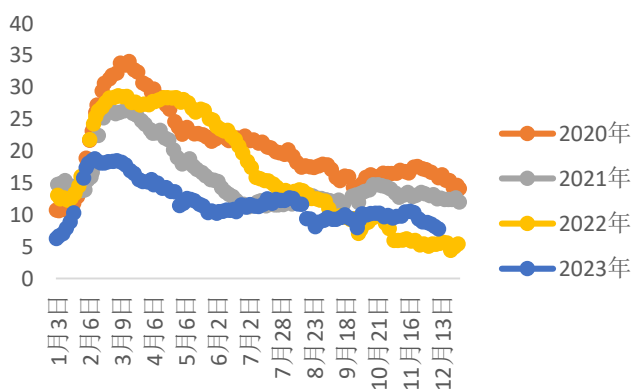


图 12 上期所锌库存 (吨)



资料来源：Wind，中辉期货研究院

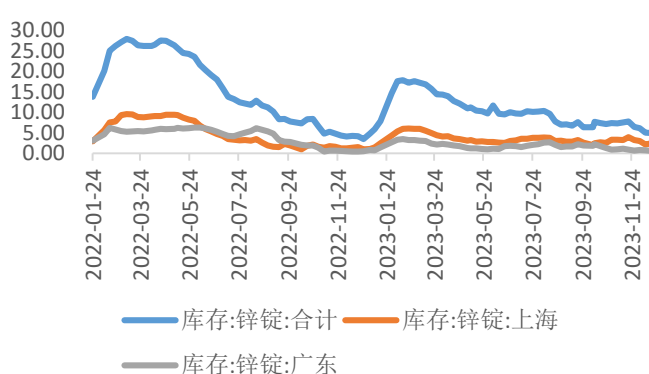
图 13 2020-2023 年锌社会库存 (万吨)



资料来源：Wind，中辉期货研究院

资料来源：Wind，中辉期货研究院

图 14 锌境内社会库存 (万吨)



资料来源：Wind，中辉期货研究院

第三章 需求预期

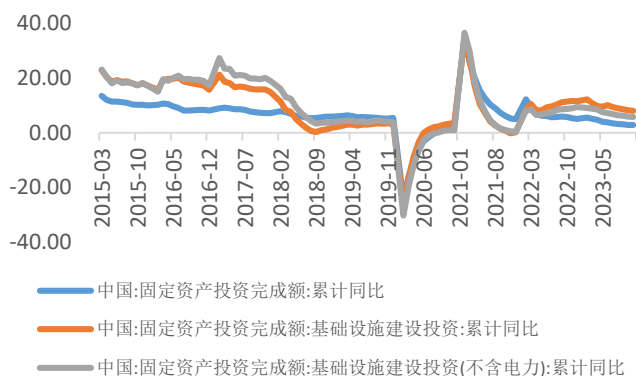
需求消费方面，锌，作为基建属性很强的工业金属，常用的有色金属之一，其产量和消费量仅次于铜和铝。因为锌具有具有良好的抗腐蚀性能、延展性和流动性，常被用作钢铁的保护层，能与多种金属制成物理与化学性能更加优良的合金，广泛应用于建筑、汽车、机电、化工等领域。其中基建和房地产，汽车作为锌锭终端消费的三大行业，分别占比44%，17%和17%。

2023年9月，全球精炼锌产量118.4万吨，全球精炼锌消耗量119.9万吨，精炼锌缺口1.5万吨。1-9月，全球精炼锌产量1043.97万吨，消耗量1001.98万吨，累计过剩41.99万吨。同时，海外高利率和高通胀环境下，锌需求不足，根据ILZSG数据，2023年欧洲及美洲累计消费量分别为143万吨和115万吨，累计同比减少5.43%和增加1.2%。2024年海外央行政策转向，欧洲经济有望触底反弹，锌需求或有好转，关注海外LME锌库存去化情况。

国内需求方面，终端需求表现分化，汽车和家电，电力表现亮眼，基建中的水利和公路，建筑房地产表现不佳，对需求形成拖累。统计局最新数据，11月固定资产投资完成额基础设施建

设投资累计同比增长7.96%，前值8.27%。随着年关临近，受寒潮影响，基建项目年底以赶工收尾为主，混凝土发运，沥青开工，挖掘机销量等均下滑。10月末，国家中央财政增发万亿国债，政策传递出积极的态度，明年基建预期显著改善，预计2024年基建锌需求增速将达到6.5%，耗锌量约238万吨。

图 15 固定资产投资完成额 (%)



数据来源: Wind, 中辉期货研究院

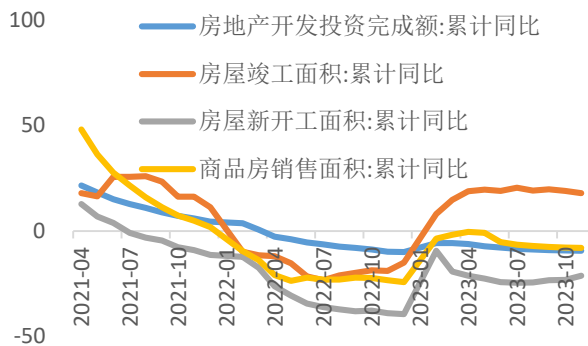
图 16 水利, 铁路, 公路等固定资产投资额 (%)



数据来源: Wind, 中辉期货研究院

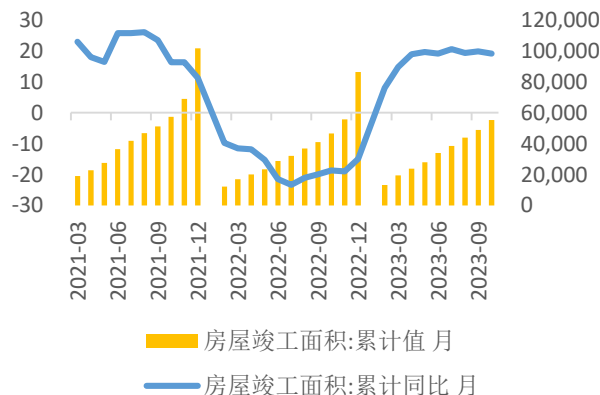
11月房地产开发投资完成额同比下滑9.4%，前值-9.3%，房屋竣工面积同比增长17.9%，前值19%，房屋新开工面积同比下滑21.2%，前值-23.2%，商品房销售面积同比下滑8%，前值-7.8%。724政治局会议之后，中央经济工作会议也不再提“房住不炒”。继一线城市“认房不认贷”和“存贷利率调降”的政策之后。12月14日，北京和上海分别出台了房地产调整政策，对普通住房标准进行调整，降低了首付比例和利率下限，减轻居民房贷压力，促进改善型购房需求进一步释放，鼓励观望资金入市，稳定地方财政预期，重建市场信心。预计2024年房地产表现环比好转，跌幅有望收窄，耗锌量或达到95万吨。

图 17 国内房地产表现 (%)



数据来源: Wind, 中辉期货研究院

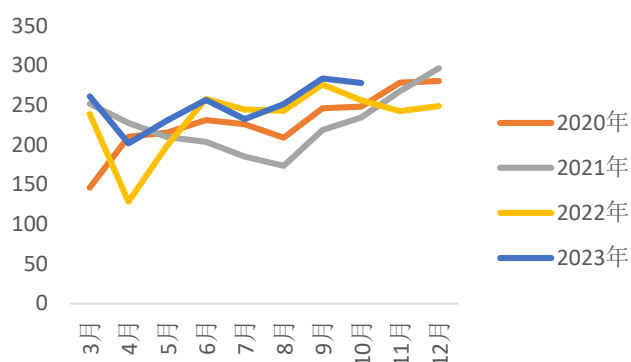
图 18 房屋竣工面积累计值和累计同比 (万平方米, %)



数据来源: Wind, 中辉期货研究院

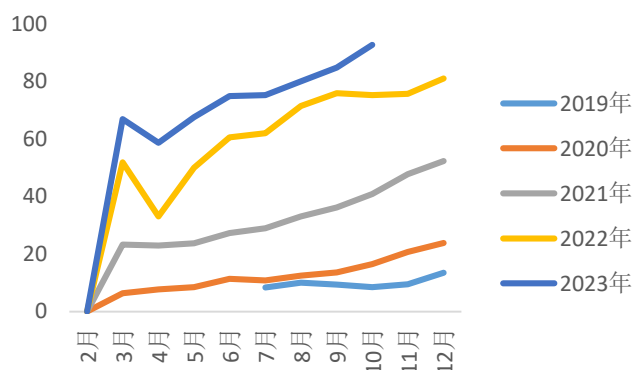
11月，汽车产量295.3万辆，同比增长23.6%。1-11月汽车累计产量2711.1万辆，累计同比增长10%。新能源汽车产量100.6万辆，1-11月新能源汽车累计产量804.9万辆，累计同比增长27.7%。2024年购置税减免和车牌赠送，地方补贴等将延续，新能源汽车全年销量有望突破千万辆，同时中国汽车出海表现亮眼。随着汽车轻量化和智能化推进，高强度铝镁合金应用场景增加，2024年汽车用铝或维持6%以上增速，耗铝量或达到118万吨。

图 19 汽车销量（万辆）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

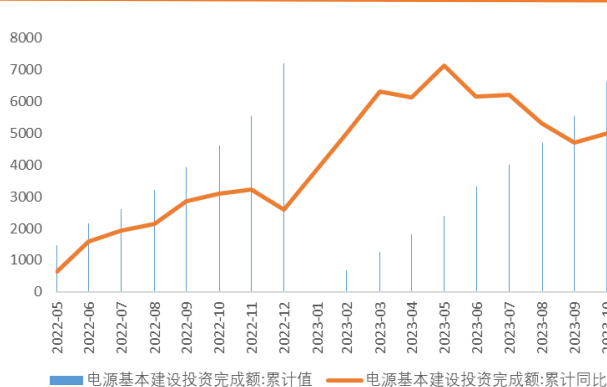
图 20 新能源汽车产量（万辆）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

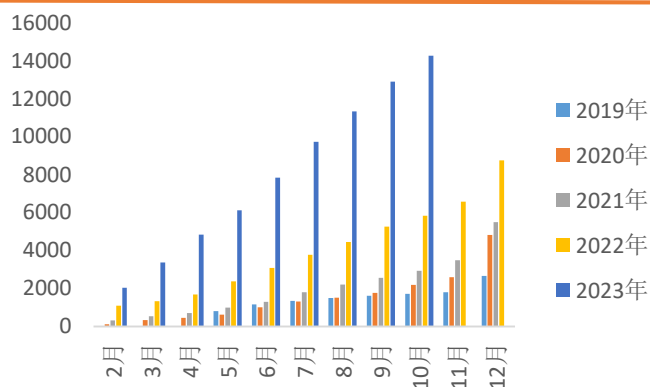
1-10月，电网基本建设投资完成额累计3731亿元，同比增长6.3%，完成全年目标71.74%。电源基本建设投资完成额累计6621亿元，同比增长43.7%。双碳目标下，以风光电，特高压，智能电网改造的投资项目力度空前。1-10月国内累计新增光伏装机53576万千瓦，光伏表现高景气，相关光伏组件和钢结构需求大增，预计2024年相关铝需求仍将维持高增长，电力相关耗铝量或将达到75万吨。

图 21 电源基本建设投资完成额累计值和累计同比（亿元，%）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 22 2019-2023 年光伏新增装机容量对比（万千瓦）

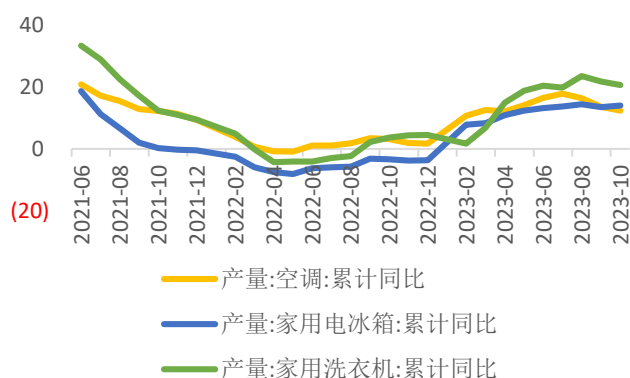


数据来源：Wind，中辉期货研究院

10月，空调，冰箱，洗衣机出口累计同比分别增长3.1%，15.9%，40.4%。空调，冰箱，洗衣机产量累计同比增长12.4%，14.1%，20.7%。家电出口和生产增长超预期，产销两旺。权威气象部门预测2024年仍将是厄尔尼诺大年，极端高温天气或再次出现，叠加国内保交楼进入尾声，大

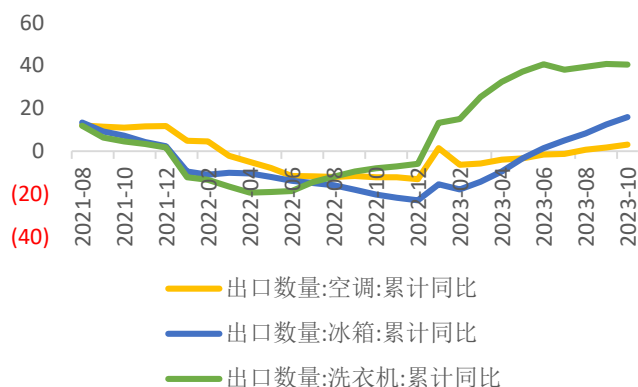
量房屋进入交付环节，市场对家电消费维持乐观预期。预计2024年家电锌需求环比增长5%，耗锌量86万吨。整体而言，2024年锌的海内外需求预期改善，对锌价下方形成有力支撑。

图 23 空调，冰箱，洗衣机产量同比 (%)



数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 24 空调，冰箱，洗衣机出口数量同比 (%)

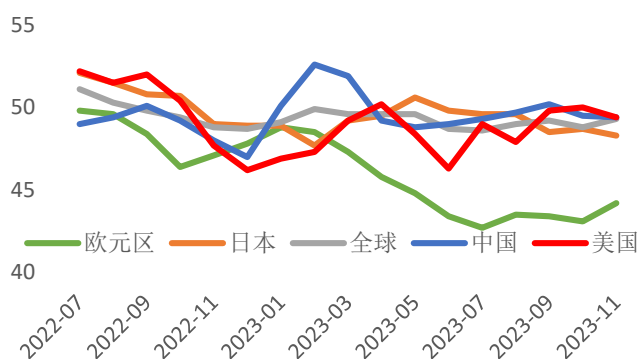


数据来源：Wind，中辉期货研究院

第四章 宏观分析

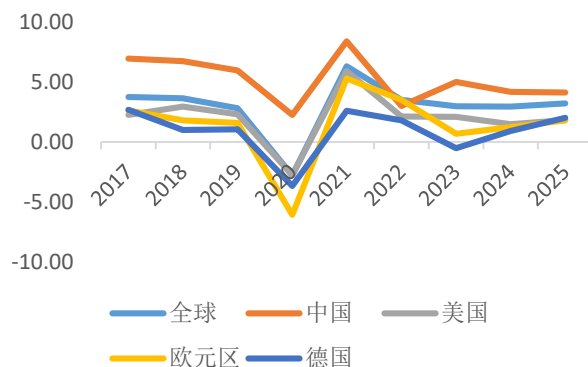
宏观上，海外方面，IMF预测2024年受俄乌战争和巴以冲突，叠加逆全球化影响，预计2024年的全球经济增速或下滑至2.94%，中美经济增速分别下滑至4.16%和1.48%。欧元区德国经济增速将触底反弹至1.23%和0.92%。随着欧洲央行降息和美国经济回落，欧洲经济有望止跌企稳。美联储12月如期不加息，鲍威尔超预期偏鸽发言，美元指数和美债收益率回落，商品上方压力减轻。市场预测美联储大概率在明年二季度开启降息周期。

图 25 全球主要经济体制造业 PMI



数据来源：Wind，中辉期货研究院

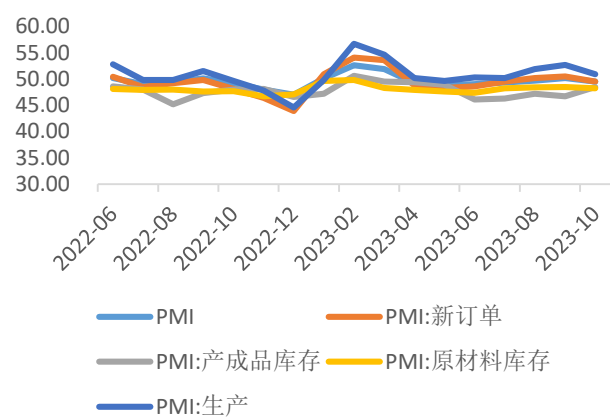
图 26 IMF 预测全球主要经济体增速 (%)



数据来源：Wind，中辉期货研究院

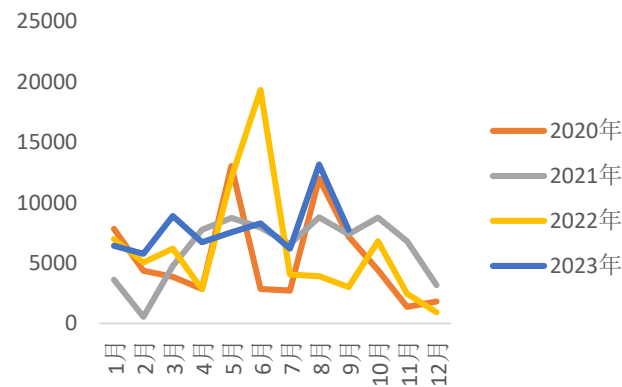
国内方面，中央经济工作会议召开，为来年的经济工作定调，强调了逆周期和跨周期调节，“稳中求进，以进促稳，先立后破”，提出稳健的货币政策要“灵活适度，精准有效”，2024年国内经济或波浪式复苏。

图 27 中国制造业 PMI



资料来源：Wind，中辉期货研究院

图 28 地方政府债券发行额当月值（亿元）



资料来源：Wind，中辉期货研究院

地缘政治方面，近期红海局势紧张，也门胡塞武装扰动红海地缘，苏伊士运河作为全球运输大动脉受阻，占有全球约12%的贸易和16%的集装箱货运量，如果航线被迫绕行非洲好望角，将增加10%-15%的航运成本，若红海局势不能短期内快速妥善解决，最终或将推高欧洲国家通胀，打击本就脆弱的欧洲经济，进而改变海外央行的货币政策。

第五章 2024年锌趋势预测

宏观上，2024年美国降息周期开启，市场流动性压力减轻，欧洲经济有望触底反弹，国内经济缓慢复苏，市场对未来预期稳中向好。基本面方面，海外锌矿偏紧，成本支撑有力，锌中长期供应担忧增加，供需矛盾转向，终端消费方面，基建预期企稳，汽车，电力和家电需求维持高景气，房地产偏弱但跌幅收窄，海外锌需求回暖。矿端紧张和成本支撑筑牢锌价底部，需求回暖帮助锌重心缓慢上移，建议把握机会，逢低试多，2024年沪锌关注区间【20000，24500】元/吨，伦锌关注区间【2250，2950】美元/吨。风险提示：需求不足，矿山减产

免责声明：

本报告由中辉期货研究院编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

中辉研究院 有色金属团队

侯亚辉

Z0019165

肖艳丽

Z0016612

陈焕温

Z0018790

