



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

Nyrstar 锌矿意外停产，锌冬季逻辑重现？

摘要

宏观上，美国10月ISM制造业PMI和美非农数据均不及预期，美联储继续加息概率走低，市场流动性风险减少，锌上方压力减轻，国内10月宏观数据即将密集公布，万亿国债稳预期，政策利好逐渐释放，宏观中性偏多。

基本上，Nyrstar两座矿山意外停产，但是整体影响或有限，国内云南省传出水电限产消息，供应扰动增加。冬储临近，国内锌精矿偏紧，加工费下移。锌精矿企业生产利润尚可，冶炼厂开工动力十足。11月国内消费淡季开启，终端汽车和家电表现超预期，海外锌库存在前三季度拉涨后逐渐回落，国内锌库存处于历史同期偏低位置对锌价有支撑。

短期锌受宏观情绪向上和矿端扰动影响，整体震荡偏强，建议逢低试多为主。中长期看，随着寒冬临近，地缘政治风险加剧，欧洲天然气价格或再次出现波折，国内冶炼厂冬储或进一步推动加工费下移，2024年小阳春预期下，锌整体重心或上移，但也需警惕需求证伪和高锌价的负反馈效应。

沪锌关注区间【20500，22500】元/吨，伦锌关注区间【2300，2800】美元/吨。

风险提示：海外矿山停产，天然气价格暴涨，国内需求不足

目 录

第一章	美经济数据走弱，国内万亿国债稳预期	3
第二章	矿端意外停产，云南水电限产，供应扰动增加	6
第三章	弱现实强预期，消费淡季VS万亿国债刺激	8
第四章	小结和展望	13

第一章 美经济数据走弱，国内万亿国债稳预期

美国10月ISM制造业PMI 45.5，前值49.2，单月降幅为一年多来最大，创下三个月新低，预期将持平于预期49。其中，新订单分项指数创5月以来新低。高利率环境对经济活动造成压力。10月ADP就业人数增加11.3万人，远不及预期的15万人，也是连续三个月不及预期，前值为8.9万人。美国10月新增非农就业降至15万人，季调失业率超预期升至3.9%，不及预期。据CME美联储观察工具，12月美联储不加息的概率高达90%，对2024年5月会议上降息至少25个基点的预期已增至50%以上。美元走弱，金属普涨。

图1.1 美国非农就业新增人数（人）

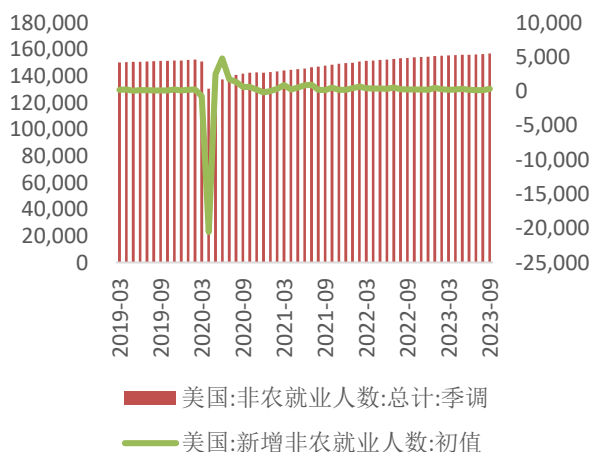


图 1.2 美元指数和锌价（美元/吨）



资料来源：Wind，中辉期货研究院

资料来源：Wind，中辉期货研究院

10月国内官方制造业PMI录得49.5，较上个月减少0.7%，低于荣枯线。中国10月财新PMI 49.5，前值50.6，经济景气度有所减弱。国务院增发万亿国债，中央财政赤字从3%升至3.8%，短期提振市场信心，地方债危机化解，基建类钢材需求迎来利好，但是受寒冬影响，具体效果落地或延后至明年一季度显现。为了冲刺全年5%GDP增速，四季度或将出台更多积极的财政政策和货币政策，整体经济稳中向好趋势明朗。

图1.3 中国制造业PMI

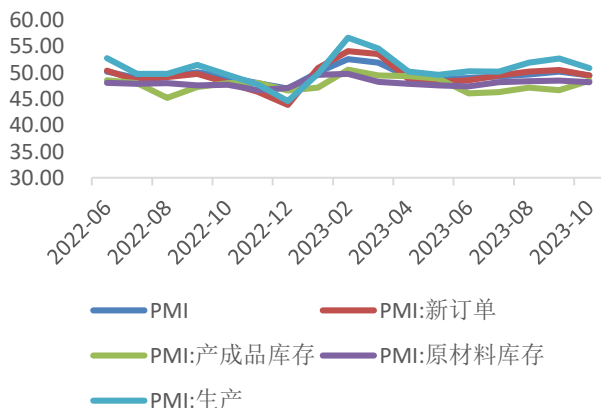
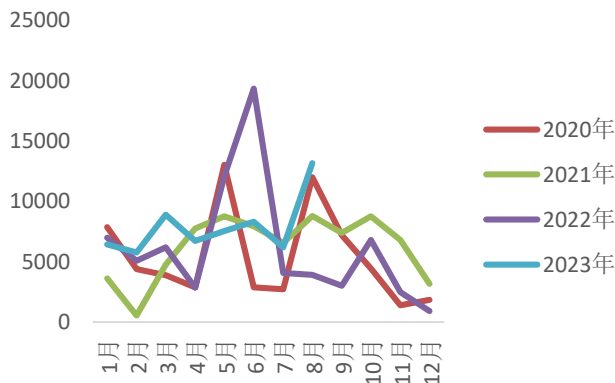


图 1.4 地方政府债券发行额当月值（亿元）



资料来源：Wind，中辉期货研究院

资料来源：Wind，中辉期货研究院

截至11月6日，伦锌2567美元/吨，周度涨幅4%，沪锌主力合约21435元/吨，周度涨幅0.63%，锌外强内弱。11月7日，长江有色锌锭现货均价21650元/吨，基差130元/吨。

图1.5 LME锌和沪锌价格（美元/吨，元/吨）

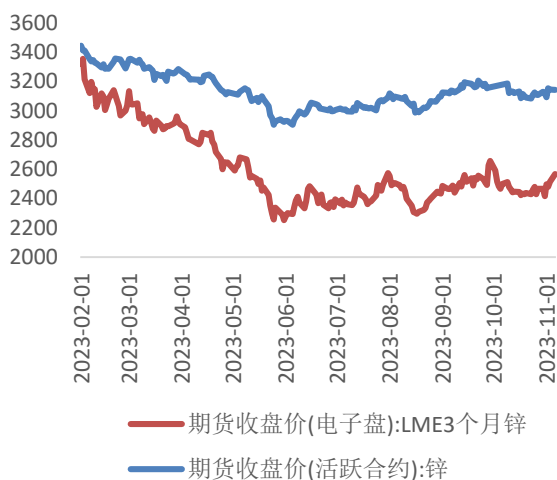
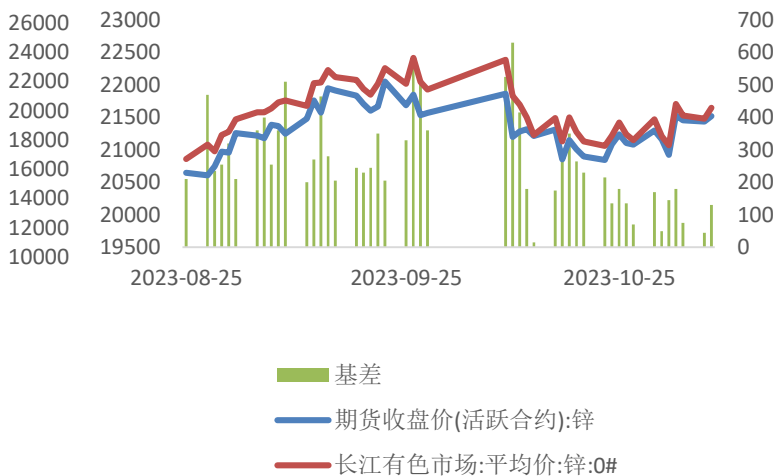


图 1.6 沪锌基差（元/吨）

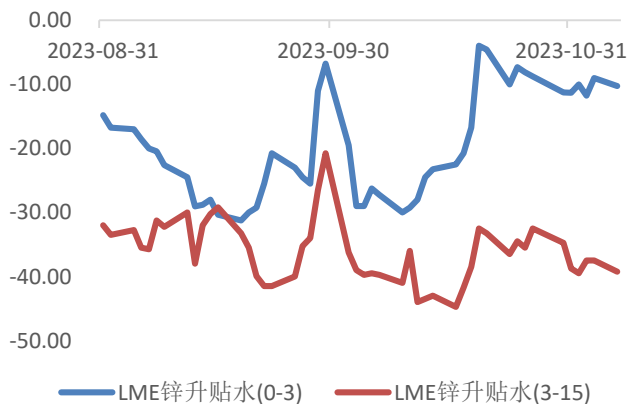


资料来源：Wind，中辉期货研究院

资料来源：Wind，中辉期货研究院

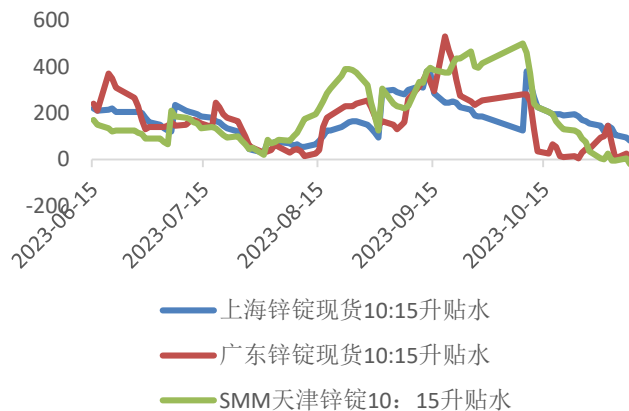
LME锌升贴水（0-3）最新贴水10.25美元/吨，LME锌升贴水（3-15）最新贴水39.25美元/吨。上海锌锭现货升水80元/吨，广东锌锭升水0/吨，天津锌锭贴水20元/吨。沪锌月间BACK结构维持。

图1.7 LME锌升贴水（美元/吨）



资料来源：Wind，中辉期货研究院

图 1.8 锌升贴水（元/吨）



资料来源：Wind，中辉期货研究院

沪伦比值8.66，锌现货进口亏损168元/吨，两者均有所回落。9月精炼锌进口5.3万吨，1-9月累计进口25.7万吨。海外锌大量涌入国内市场，受2022年低基数和9月进口窗口打开影响，9月精炼锌进口数量同比增长约10倍，环比增长82%。预计2024年进口锌流入仍将处于高位。

图1.9 锌沪伦比值和进口盈亏

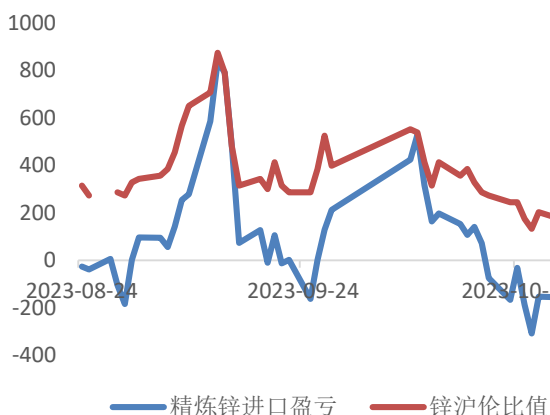
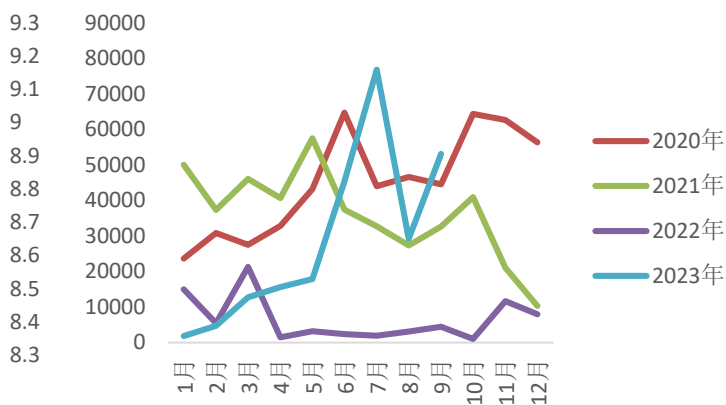


图 1.10精炼锌进口数量（吨）



资料来源：Wind，中辉期货研究院

资料来源：Wind，中辉期货研究院

截至11月6日，LME锌库存76725吨，周度减少4875吨，上期所锌库存33547吨，周度小幅微增1671吨，海外锌库存在前三季度拉涨后逐渐回落，近期小幅增加，国内锌库存处于历史同期偏低位置。

图1.11 LME锌库存（吨）

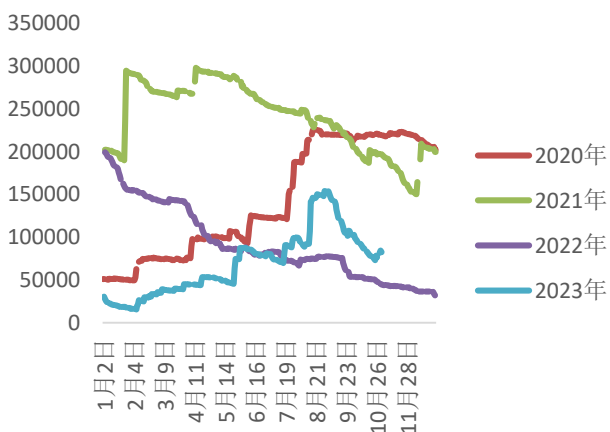
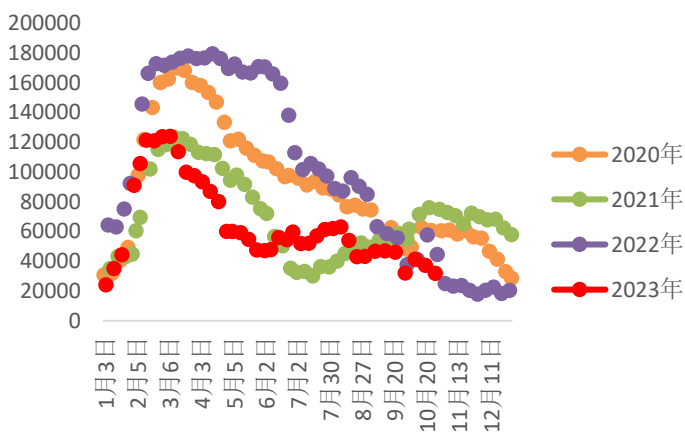


图 1.12上期所锌库存（吨）

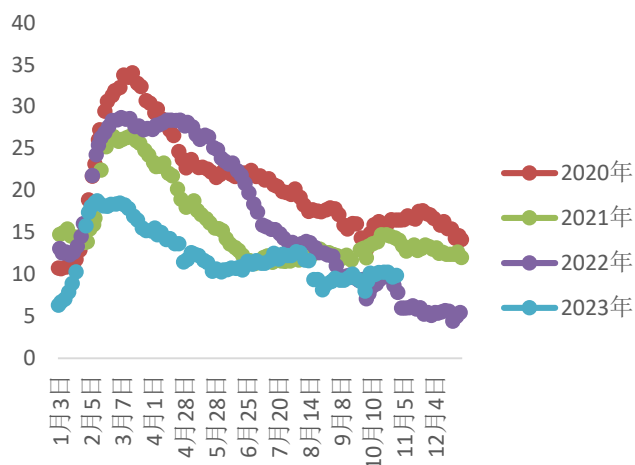


资料来源：Wind，中辉期货研究院

资料来源：Wind，中辉期货研究院

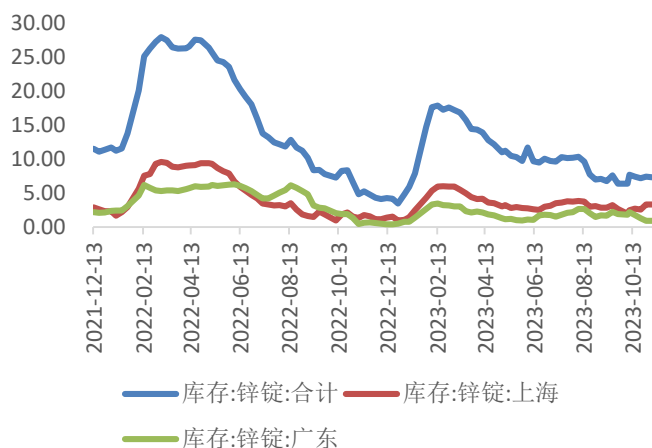
截至本周一（11月6日），SMM七地锌锭库存总量为9.76万吨，较10月30日下降0.14万吨，较11月3日增加0.26万吨，国内库存录增。上海市场由于进口锌锭到货增加，库存累增；广东市场随着沪粤价差的修复，冶炼厂发往广东的库存增加；天津市场到货正常，下游企业周中逢低采购，周末提货增加，库存微降。整体来看，原三地库存增加0.28万吨，七地库存增加0.26万吨。

图1.13 20-23年锌社会库存(万吨)



资料来源: Wind, 中辉期货研究院

图 1.14 锌境内社会库存(万吨)



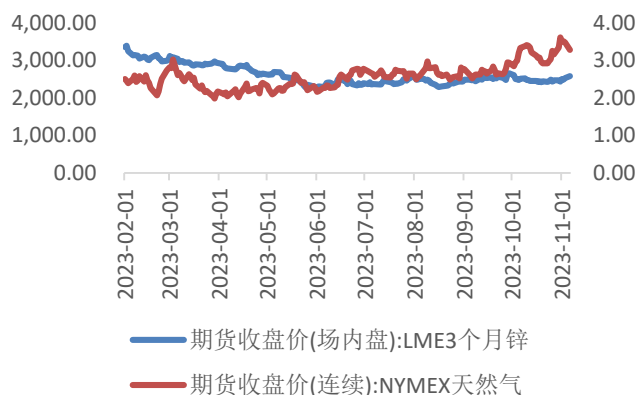
资料来源: Wind, 中辉期货研究院

第二章 矿端意外停产, 云南水电限产, 供应扰动增加

据SMM消息, Nyrstar公司决定于11月30日关闭位于田纳西州的其中一座锌矿Middle Tennessee (包括Gordonsville和Cumberland两座地下锌矿), 预计将影响4-5万吨的锌矿产量。相比全球锌矿千万吨产量来说, 影响较小, 但是引发了市场对海外锌冬季供应的担忧。事件驱动下, 伦锌一度隔夜暴涨超6%。

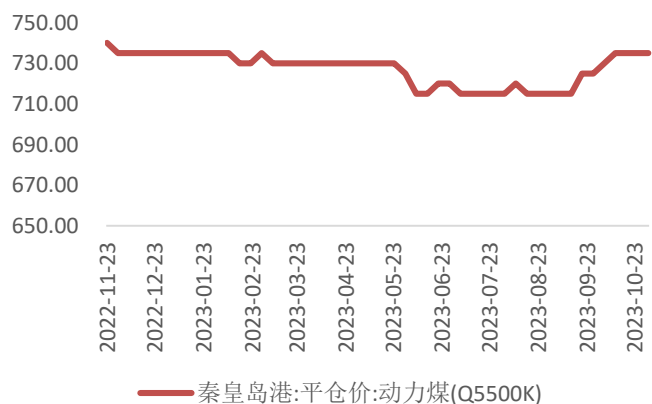
随着冬季临近, 叠加巴以冲突加剧, 中东天然气供应欧洲的管道或受影响, 而欧洲拥有全球17%的精炼锌产能, 且冶炼的主要能源为天然气。欧洲天然气供应压力增大, 价格出现波动, 库存与供应紧张的风险之间进行权衡, 远期价格有上升风险。NYMEX天然气价格最新报3.47美元/百万英热。秦皇岛港口动力煤Q5500报735元/吨。警惕俄乌战争和巴以冲突扩大化对欧洲天然气价格和地缘安全的影响。与此同时, 云南进入枯水期, 传出水电限产的消息, 水力发电减少, 对后续云南省内的精炼锌产量或产生影响。

图2.1 天然气价格和LME锌价格(美元/百万英热, 美元/吨)



资料来源: Wind, 中辉期货研究院

图 2.2 秦皇岛动力煤(Q5500)价格(元/吨)



资料来源: Wind, 中辉期货研究院

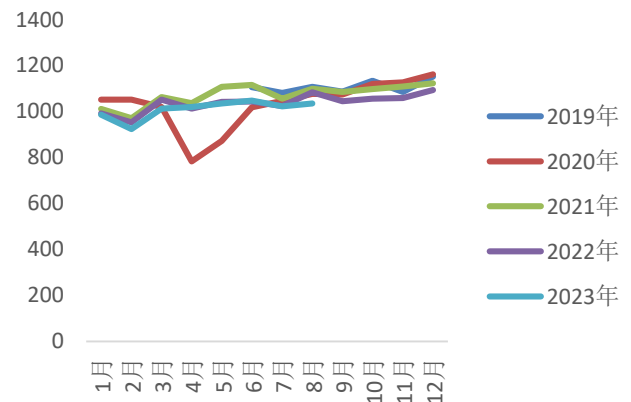
根据ILZSG统计，2022年全球锌精矿1300万吨，我国产锌精矿420万吨产量，锌精矿进口413万吨，自给率50%。2023年8月全球矿山产量为103.6万吨，较上个月增加1.25万吨，同比减少4.51%。2023年海外锌矿增量不及预期，其中秘鲁和澳大利亚，加拿大贡献了主要的减量。预计2024年产量或明显增加，届时供应压力或增大。根据SMM数据，2023年国内锌矿75%成本分位线降至13000元/金属吨，较2022年同期下降800元/金属吨。

图2.3全球主要国家锌矿产量（万吨）

全球主要国家锌矿产量（单位：万吨）					
年份	全球	中国	澳大利亚	秘鲁	美国
2022年	1300	420	130	140	77
2021年	1270	414	132	153	70.4
2020年	1200	406	131	133	71.8
2019年	1270	421	133	140	75.3
2018年	1250	417	111	147	82.4
2017年	1250	440	84.2	147	77.4

资料来源：Wind，中辉期货研究院

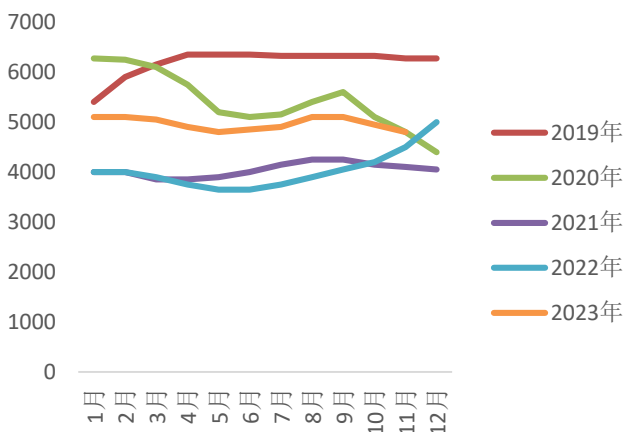
图 2.4 2019-2023年全球锌矿产量



资料来源：Wind，中辉期货研究院

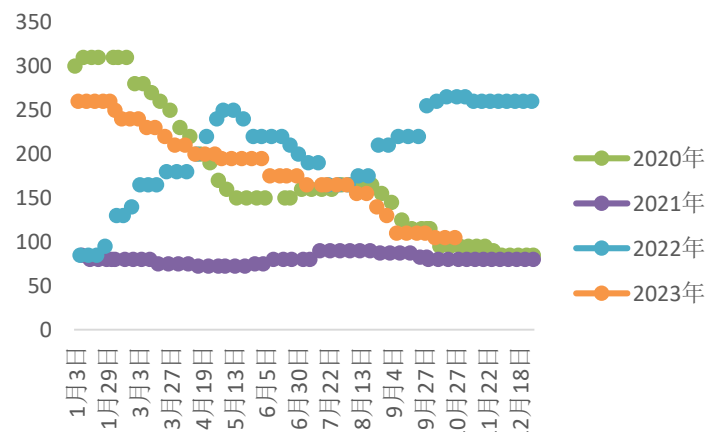
国产锌冶炼加工费处于历史同期居中位置，随着冶炼厂冬储，加工费或有进一步下行空间。2023年锌冶炼新投产和复产主要集中在下半年，冶炼厂产能释放积极，9月精炼锌冶炼开工率86.43%。11月，锌精矿国产月度TC减少150元/吨至4800元/金属吨，进口月度TC下降10美元/吨至100美元/吨。根据历史同期数据来看，进口锌矿加工费连续下挫，侧面显示了海外锌矿偏紧预期，市场传言国内冶炼大厂加紧收锌精矿，补充原材料缺口。

图2.5 锌精矿国产月度加工费（元/吨）



资料来源：Wind，中辉期货研究院

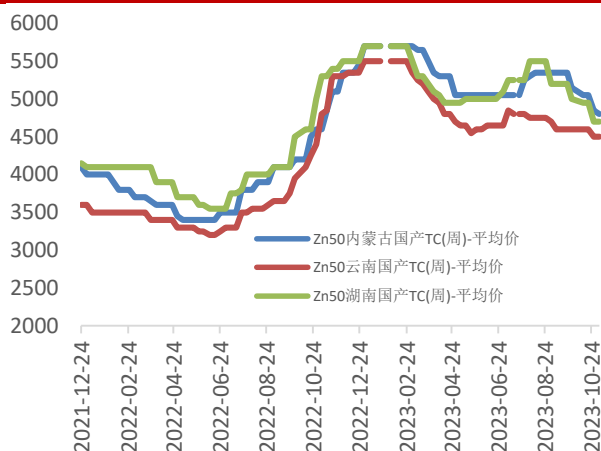
图 2.6 进口锌精矿加工费（美元/吨）



资料来源：Wind，中辉期货研究院

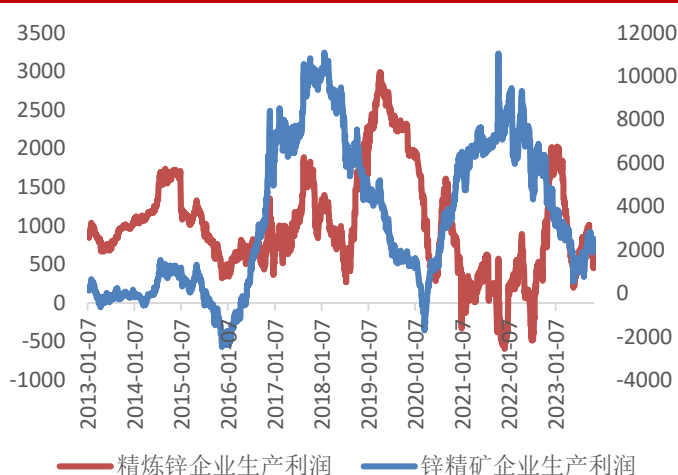
本周锌精矿国产TC分化，内蒙古TC下滑50元/吨至4800元/吨，云南TC持平至4500元/吨，湖南TC持平至4700元/吨。硫酸价格281.5元/吨。截至11月2日，锌精矿企业生产利润2514元/吨，精炼锌企业生产利润566元/吨。

图2.7 锌精矿国产周度加工费（元/吨）



资料来源：Wind，中辉期货研究院

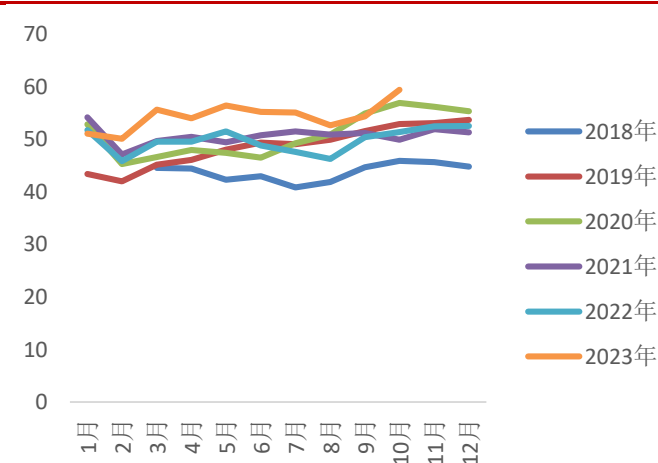
图 2.8 锌精矿企业和精炼锌企业生产利润（元/吨）



资料来源：Wind，中辉期货研究院

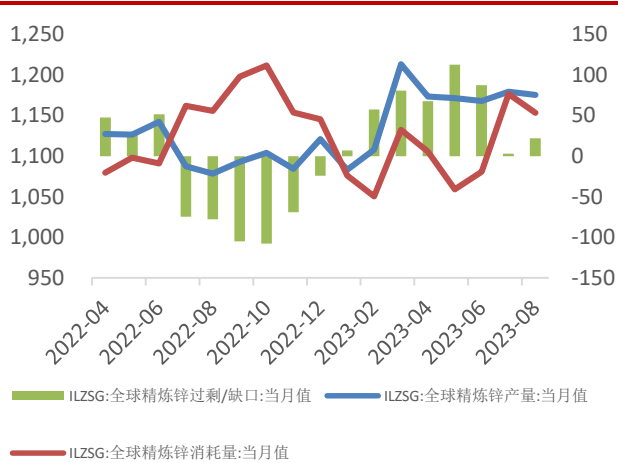
根据ILZSG统计，2022年，全球精炼锌产量1335万吨，消耗量1368万吨，总缺口33万吨。2023年8月，全球精炼锌产量117.5万吨，全球精炼锌消耗量115.3万吨，当月精炼锌盈余2万吨。1-8月，全球精炼锌产量586.7万吨，消耗量557.5万吨，累计盈余29.1万吨。全球精炼锌整体小幅过剩。由于加工费处于高位，2023年国内精炼锌产量屡超预期，10月国内锌锭产量59.42万吨，1-10月国内锌锭累计产量544万吨。预计2023年全年的精炼锌产量或达到661万吨。

图2.9 国内精炼锌月度产量（万吨）



资料来源：Wind，中辉期货研究院

图 2.10 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

第三章 弱现实强预期，消费淡季VS万亿国债刺激

锌及其合金主要用于钢铁、冶金、机械、电气、化工、轻工、军事和医药等领域。初级消费主要以镀锌、压铸锌合金、黄铜、氧化锌、电池等版块为主。镀锌作为锌下游消费最大板块（61%），主要终端消费流向包括基建、房地产、汽车等领域。氧化锌产品广泛应用在橡胶轮胎、电子工业，饲料，陶瓷等领域。

图3.1 锌终端消费行业占比

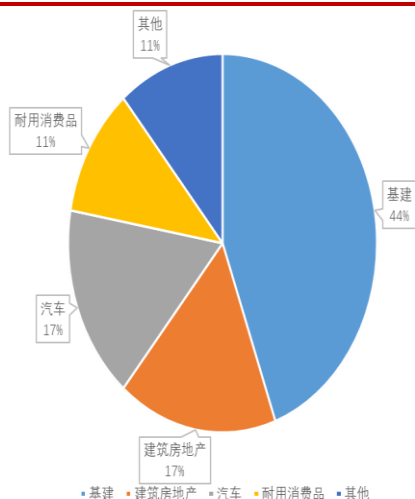
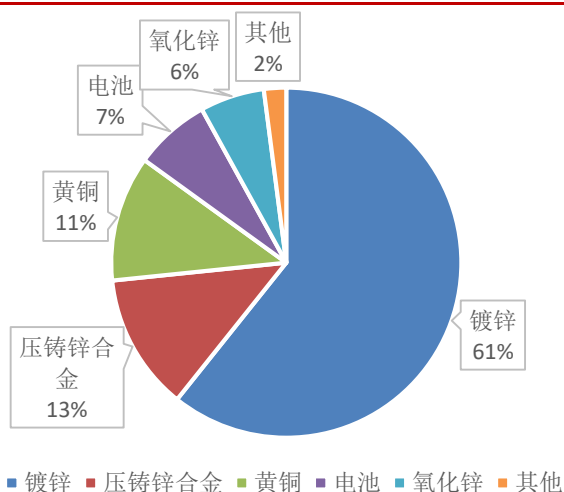


图 3.2 锌中下游需求占比

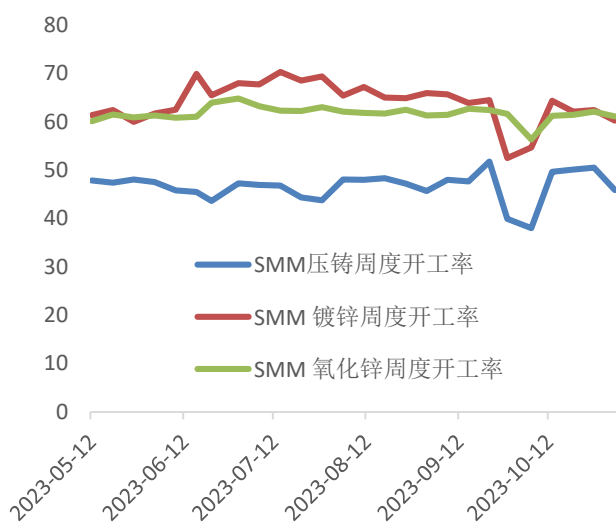


资料来源：Wind，中辉期货研究院

资料来源：Wind，中辉期货研究院

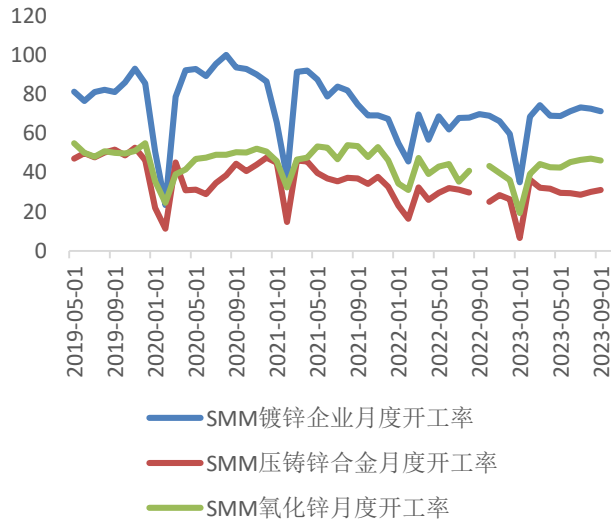
根据SMM数据，最新的周度开工率来看，压铸锌合金开工率环比下滑4.65%至45.85%，镀锌开工率环比下滑2.2%至60.2%，氧化锌开工率环比下滑1%至61.1%。主要原因是锌价拉升，下游进入消费淡季，订单需求偏弱，对高锌价接受程度较低，需求负反馈将制约锌上行空间。

图3.3 锌中下游加工企业周度开工率



资料来源：Wind，中辉期货研究院

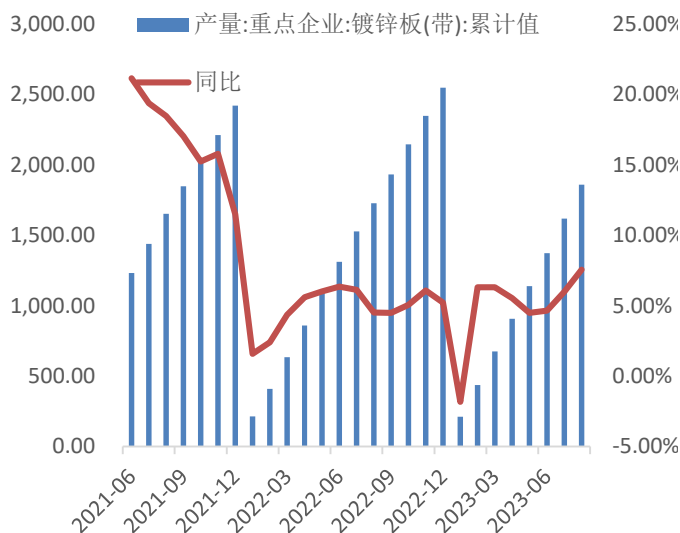
图 3.4 锌中下游加工企业月度开工率



资料来源：Wind，中辉期货研究院

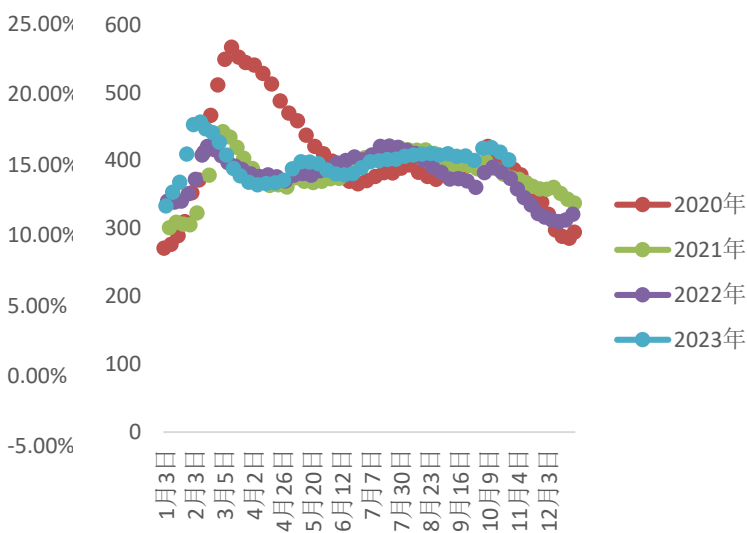
截至11月3日，热卷总库存281.84万吨，冷轧总库存111.79万吨。消费淡季叠加房地产景气不足，钢材市场库存偏高，镀锌厂家逢低刚需采购为主。万亿国债政策落地后，钢材市场热度上升，镀锌行业预期改善。整体而言，受疫情后基建项目集中开工和光伏电站投资增速超预期影响，2023年镀锌开工率整体较平稳。

图3.5 重点企业镀锌产量累计值和同比



资料来源：Wind，中辉期货研究院

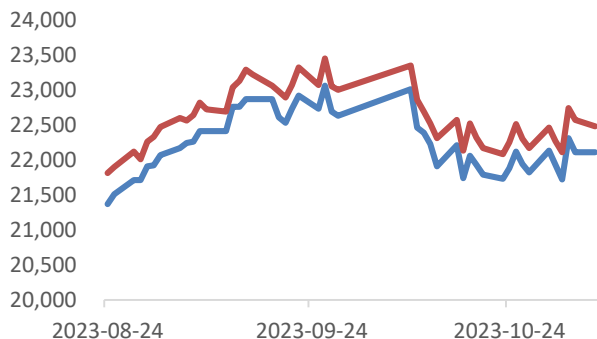
图 3.6 热卷和冷轧周度库存（万吨）



资料来源：Wind，中辉期货研究院

截止11月6日，长江有色压铸锌合金价格22110元/吨。9月，锌合金出口182吨，1-9月累计出口2394吨。随着海外圣诞季来临，海外消费旺季开启，对锌合金出口短期或利好。2023年我国出口整体回落明显叠加国内消费大循环不足，压铸锌合金整体开工偏弱。

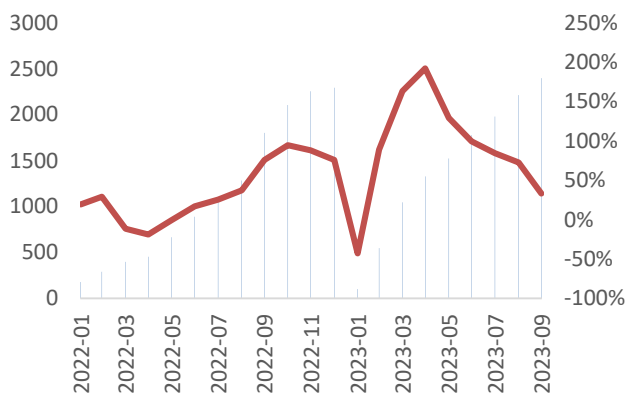
图3.7 压铸锌合金价格（元/吨）



— 长江有色市场:平均价:压铸锌合金锭:ZAMAK-3
— 价格:锌合金:Zamak5/ZX03:国产

资料来源：Wind，中辉期货研究院

图3.8 锌合金出口数量

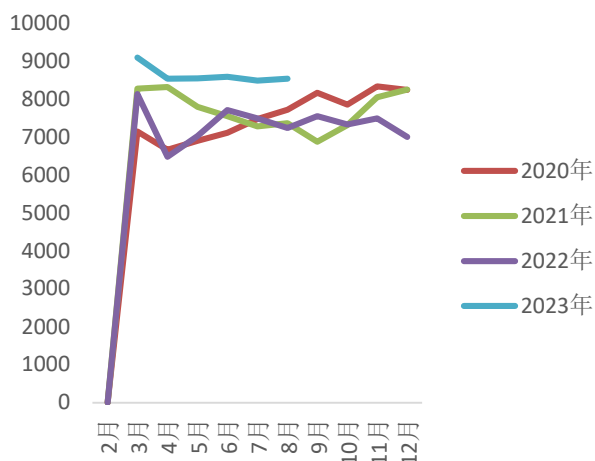


— 出口数量:锌合金:累计值
— 出口数量:锌合金:累计同比

资料来源：Wind，中辉期货研究院

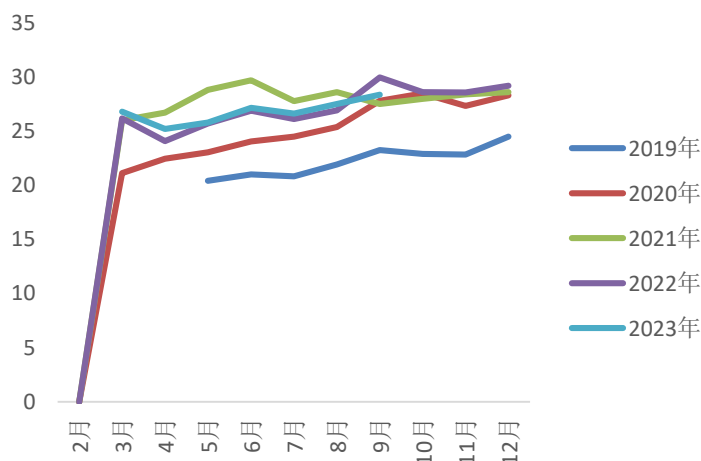
8月，轮胎产量8529万条，9月饲料产量28.36百万吨，当月同比减少3.5%。随着北方冬季环保要求收紧，氧化锌供应或偏紧。金九银十汽车销量超预期，汽车轮胎产量处于历史同期高位。2023年，受汽车和家电表现超预期影响，氧化锌开工表现亮眼。

图3.9 轮胎产量当月值（万条）



资料来源：Wind，中辉期货研究院

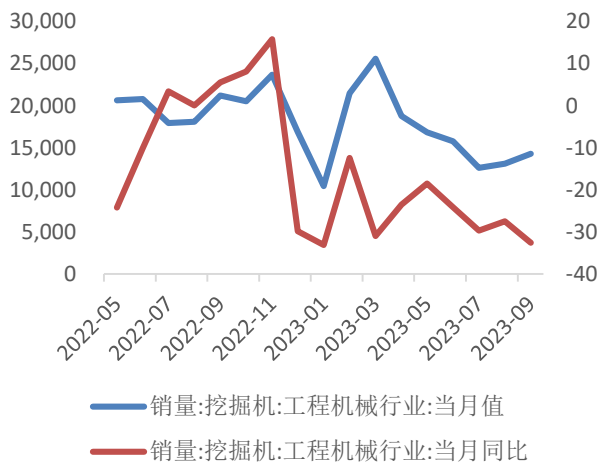
图 3.10 饲料产量当月值（百万吨）



资料来源：Wind，中辉期货研究院

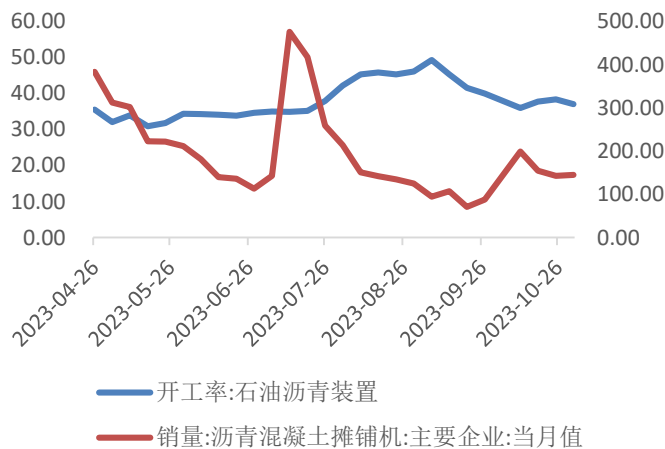
中国工程机械工业协会最新数据显示，9月销售各类挖掘机14283台，同比减少32.6%。而另一基建的关键商品沥青的开工率和机器销量分别为37%和145万台。随着北方进入寒冬，基建项目开工逐渐进入淡季。但是随着万亿国债政策刺激落地，市场预期2024年小阳春将提前发力。

图3.11 挖掘机销量和同比



资料来源：Wind，中辉期货研究院

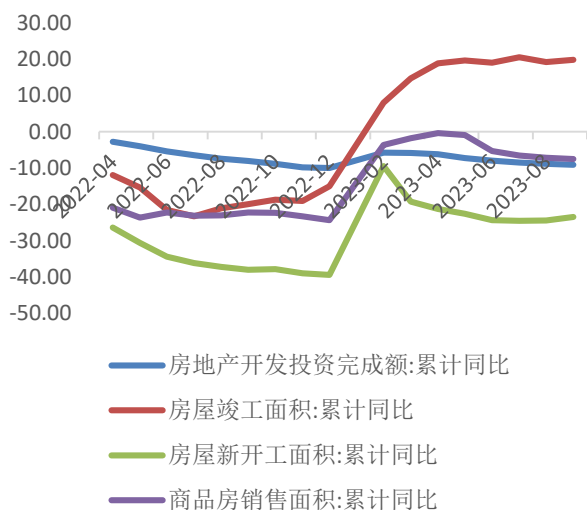
图3.12 沥青装置开工率



资料来源：Wind，中辉期货研究院

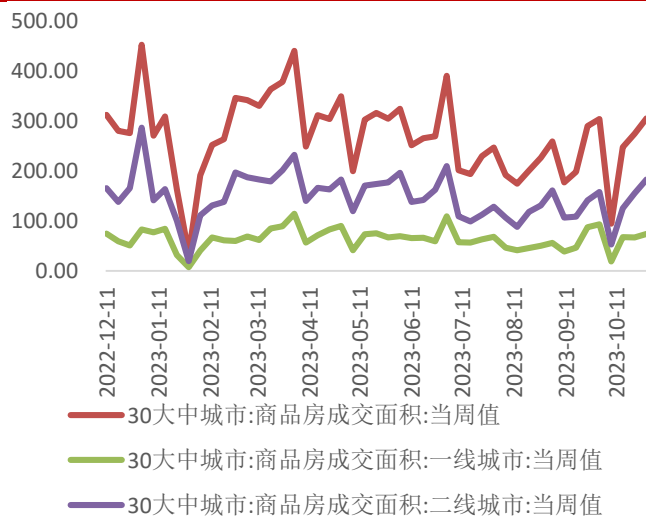
9月，房地产开发投资完成额同比下滑9.1%，前值-8.8%，房屋新开工面积同比下滑23.4%，前值-24.4%，商品房销售面积同比下滑7.5%，前值-7.1%。“保交楼”政策下，房屋竣工面积同比增长19.8%，前值19.2%，称为唯一正增长的房地产数据。30大中城市商品房最新一周成交面积305.37万平方米，前值274.77万平方米。房地产整体继续承压。

图3.13 9月房地产表现



资料来源: Wind, 中辉期货研究院

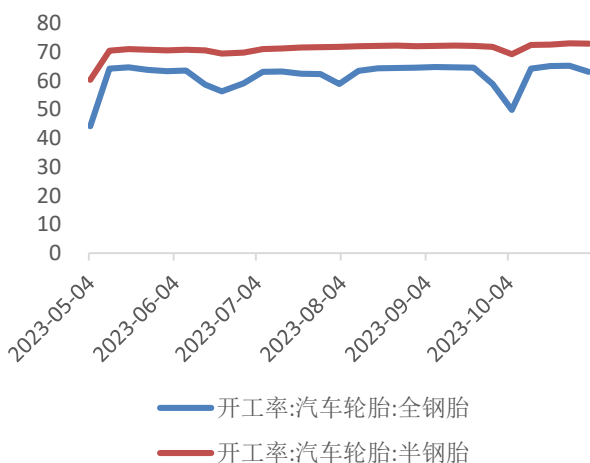
图 3.14 30大中城市商品房成交面积



资料来源: Wind, 中辉期货研究院

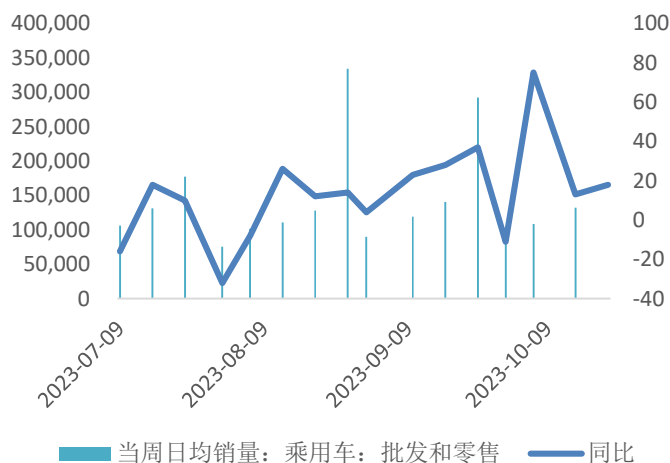
10月26日-11月2日，汽车全钢胎和半钢胎开工率分别为63.15%和72.98%，前值65.3%和73.08%。当周日均乘用车销量132085辆，前值108504辆。受促销和补贴影响，汽车银十消费亮眼，表现超预期，其中新能源汽车渗透率进一步走高。

图3.15 汽车轮胎，全钢胎和半钢胎开工率



资料来源: Wind, 中辉期货研究院

图 3.16 当周日均销量乘用车批发加零售



资料来源: Wind, 中辉期货研究院

总结来说，2023年由于锌精矿加工费偏高，锌冶炼厂开足马力生产，锌锭产量持续超预期，叠加进口窗口打开，海外锌精矿和锌锭涌入国内市场。国内经济复苏强预期和弱现实博弈激烈，但经过疫情三年，居民和企业，政府的资产负债表均有待修复，锌的终端需求受房地产拖累仍旧偏弱，造成锌全年震荡偏弱。

随着冬储临近，叠加海外矿山减产和国内万亿国债利好，锌短期震荡偏强。但需要警惕高锌价的负反馈效应和需求证伪后的回落风险。

图3.17 2023年锌供需平衡表

2023年精炼锌供需平衡表 (万吨)													
时间	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2023年累计
总供应量	51.2	50.51	56.93	55.48	58.22	59.676	62.75	55.56	59.69	62.42	60	60	692.44
国内产量	51.12	50.14	55.68	54	56.45	55.25	55.11	52.65	54.4	59.42	58.5	58.5	661.22
净进口	0.08	0.37	1.25	1.48	1.77	4.426	7.64	2.91	5.29	3	1.5	1.5	31.22
总消费量	40.87	47.96	60.08	59.18	59.07	59.07	61.73	58.65	60.82	60.45	60	60	687.88
过剩/短缺	10.33	2.55	-3.15	-3.7	-0.85	0.606	1.02	-3.09	-1.13	1.97	0	0	4.56

资料来源：Wind，中辉期货研究院

第四章 小结和展望

宏观上，美国10月ISM制造业PMI和美非农数据均不及预期，美联储继续加息概率走低，美元走弱，美债利率回落，欧洲各国制造业PMI表现也欠佳，海外央行加息进入尾声。市场流动性风险减少，锌上方压力减轻，国内10月宏观数据即将密集公布，万亿国债稳预期，政策利好逐渐释放，宏观整体中性偏多。

基本上，Nyrstar两座矿山意外停产，但是整体影响或有限，国内云南省传出水电限产消息，供应扰动增加。冬储临近，国内锌精矿偏紧，加工费下移。锌精矿企业生产利润尚可，冶炼厂开工动力十足。10月国内锌锭产量59.42万吨，进口窗口打开，海外锌转移至国内。11月国内消费淡季开启，终端汽车和家电表现超预期，锌价走高后，镀锌等加工企业周度开工率下滑。海外锌库存在前三季度拉涨后逐渐回落，国内锌库存处于历史同期偏低位置对锌价有支撑。

短期锌受宏观情绪向上和矿端扰动影响，整体震荡偏强，建议逢低试多为主，中长期看，随着寒冬临近，地缘政治风险加剧，欧洲天然气价格或再次出现波折，国内冶炼厂冬储或进一步推动加工费下移，2024年小阳春预期下，锌整体重心或上移，但需警惕需求证伪和高锌价的负反馈效应。沪锌关注区间【20500，22500】元/吨，伦锌关注区间【2300，2800】美元/吨。

风险提示：海外矿山停产，天然气价格暴涨，国内需求不足

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

