

# 锌：供需双弱维持，宏观仍是主导

姓名：赵盛山

从业资格证号：F3075154 投资咨询证号：Z0017967

## 摘要

上半年宏观因素是价格的主要影响因素，基本面多空分歧，供应层面矿虽然偏紧但冶炼未明显减产，同时内需受地产拖累，基建、新能源车、光伏等亦难以形成托底，旺季不去库。三月巴以冲突、海外降息预期提前交易，同时国内地产刺激政策持续出台，通胀温和回升的预期有所增强，同时 COMEX 铜挤仓事件带动市场情绪，多因素共同推动贵金属和有色二季度整体上涨，锌价亦跟随上涨。展望下半年，三季度供应冶炼减产或带动基本面小幅好转，但预计需求整体仍偏弱，宏观层面美国通胀回落，降息预期提升，但由于降息预期有提前交易，预计像二季度这样降息预期交易和挤仓事件再次同时发生推动整体有色上涨的可能性相对较低，再创新高的难度较大，实际降息落地前可能预期还会对价格有一定支撑，短期可能还是处于一个高位偏震荡的状态。

## 一、上半年行情回顾

总体而言，锌价上半年呈现先抑后扬走势，宏观政策成为价格影响主要因素。春节前受地产等下行压力影响，通缩预期对商品价格形成拖累。春节后，地产下行趋势更加明确，但刺激政策出台的预期愈发强烈，叠加海外美国降息预期，市场对通胀回升担忧增加，贵金属、有色受益整体上涨。3 月以来通胀交易推升锌价震荡走高，叠加 COMEX 铜挤仓对市场情绪进一步助推，锌价上涨至年内高点。随后在挤仓结束，宏观情绪回落，锌价跟随有色小幅回落，但由于供应端矿仍偏紧，TC 持续创新低，冶炼减产检修干扰增加，同时美国通胀、就业数据环比走弱，市场对 9 月



图 1 沪锌价格走势

数据来源：WIND

## 二、产业格局梳理

**锌矿:**根据 ILZSG 的数据，2024 年 1-4 月全球锌矿产量 375.8 万吨，同比下降 4.68%。一季度矿干扰因素较多，包括各种火灾、事故、罢工等，非利润原因外，一季度由于锌价未明显上涨，中小矿山运营成本较高，利润刺激复产增产意愿不强，二季度后锌价明显上涨，矿企利润改善，价格激励有所提升。国内方面，根据 SMM 调研的数据，1-5 月锌矿产量 144.7 万吨，同比下滑 1.28%，因环保、安检等监管趋严叠加现有中小矿山品味下降，存量有所下降。同时火烧云、猪拱塘等大项目的放量预计要到下半年，上半年国产矿产量小幅下降。

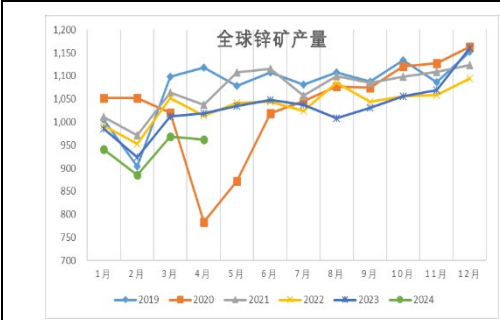


图 2 全球锌矿产量

2024 上半年海外矿企产能变动				
国家	公司	项目名称	上半年计划增量 (kt)	备注
印度	Vedanta	Ore-dung	-25	特提利和因低品位下降
印度	Vedanta	Rampura-Agucha	39	特提利上升
秘鲁	BOLLEN	Tara	25	走出时特提利产能下降，退出运营
秘鲁	Tack	Antamina	-200	特提利下降产能下降
美国	Tack	Pad Dine	10	产量下降
澳大利亚	IGO	Daniel River	0	产量下降
澳大利亚	IGO	Rowberry	10	产量下降
智利	Lundin	Northern Copper & Zinc	-5	产量下降
智利	Sibuya-Saltwater	Northern	20	产量下降
墨西哥	Group Mexico	Barrancas	55	特提利产能下降，一季度产能下降
秘鲁	Yokan	San Cristobal	-10	Rumi-Chaca 项目产能下降
墨西哥	Nyrstar	Panama	160	产量下降
澳大利亚	Glencore	McArthur River	-15	产量下降
澳大利亚	Polytech Resource	Endeavour	25	走出时特提利产能下降，退出运营
俄罗斯	Ore-nova Mining	Ore-nova	5	产量下降 23 年产能下降，但仍在产能，如俄罗斯的 Ore-nova 产量下降，不及年初设计目标
合计			124	

图 3 上半年海外矿企产能变动

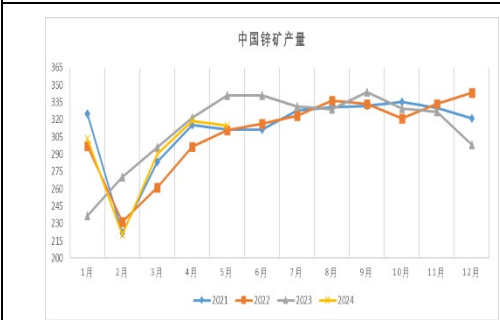


图 4 中国锌矿产量

2024 上半年国内矿企产能变动				
地区	公司	项目名称	上半年计划增量	备注
新疆	新疆有色集团	火地云	70	投产量
贵州	金诚信矿业	独山	20	一般项目投产，产能下降 24 年建成投产
甘肃	金诚信矿业	独山	5	2024 年投产量下降，适当调整
内蒙古	金诚信矿业	独山	5	产能下降，产能下降
甘肃	金诚信矿业	独山	10	产能下降
陕西	金诚信矿业	独山	-5	产能下降
广东	金诚信矿业	独山	-20	产能下降，产能下降
内蒙古	金诚信矿业	独山	-15	产能下降，产能下降
合计			70	产能下降，产能下降

图 5 上半年国内矿企产能变动

数据来源：WIND

**锌锭:**根据 ILZSG 的数据,2024 年 1-4 月全球锌矿产量 451.93 万吨,同比下降 1.27%。根据 SMM 的样本数据,2024 年 1-6 月中国锌锭产量 316.27 万吨,同比下降 1.97%。海外方面,产能增减不一,整体弹性有限。嘉能可旗下 Nordenham 冶炼厂在欧洲能源危机停产养护一年多后复产;韩国 Young Poong 旗下 Seokpo 锌冶炼厂因事故和加工费原因 3 月开始削减了五分之一产能;托克旗下 Nyrstar 的 Budel 因成本和市场状况不佳原因于 1 月起停产,随后与荷兰政府达成临时成本减免协议,于 5 月 13 日复产。国内方面,一季度矿紧而不缺,加工费持续下滑导致冶炼利润恶化,但三四月份锌价上涨,二季度产量环比未明显下滑,但利润原因限制锌锭产量释放。预计三季度因国内减产等原因产量环比会有所下调,四季度国内矿新增产能若有所释放,矿紧约束会有所缓解。

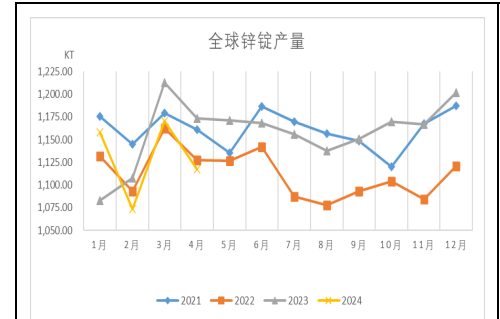


图 6 全球锌锭产量

2024 上半年海外冶炼产能变动				
国家	公司	项目名称	上半年计划增量 (kt)	备注
印度	Vedanta	Ore-dung	-25	特提利和因低品位下降
印度	Vedanta	Rampura-Agucha	39	特提利上升
秘鲁	BOLLEN	Tara	25	走出时特提利产能下降，退出运营
秘鲁	Tack	Antamina	-200	特提利下降产能下降
美国	Tack	Pad Dine	10	产量下降
澳大利亚	IGO	Daniel River	0	产量下降
澳大利亚	IGO	Rowberry	10	产量下降
智利	Lundin	Northern Copper & Zinc	-5	产量下降
智利	Sibuya-Saltwater	Northern	20	产量下降
墨西哥	Group Mexico	Barrancas	55	特提利产能下降，一季度产能下降
秘鲁	Yokan	San Cristobal	-10	Rumi-Chaca 项目产能下降
墨西哥	Nyrstar	Panama	160	产量下降
澳大利亚	Glencore	McArthur River	-15	产量下降
澳大利亚	Polytech Resource	Endeavour	25	走出时特提利产能下降，退出运营
俄罗斯	Ore-nova Mining	Ore-nova	5	产量下降 23 年产能下降，但仍在产能，如俄罗斯的 Ore-nova 产量下降，不及年初设计目标
合计			124	

图 7 上半年海外冶炼产能变动

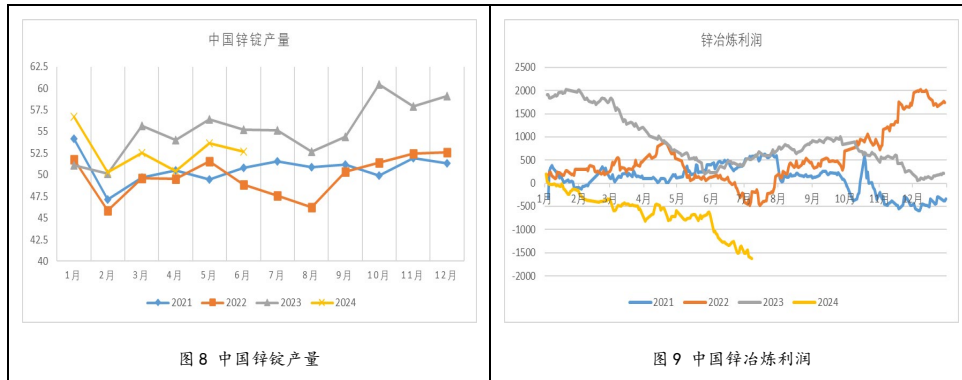
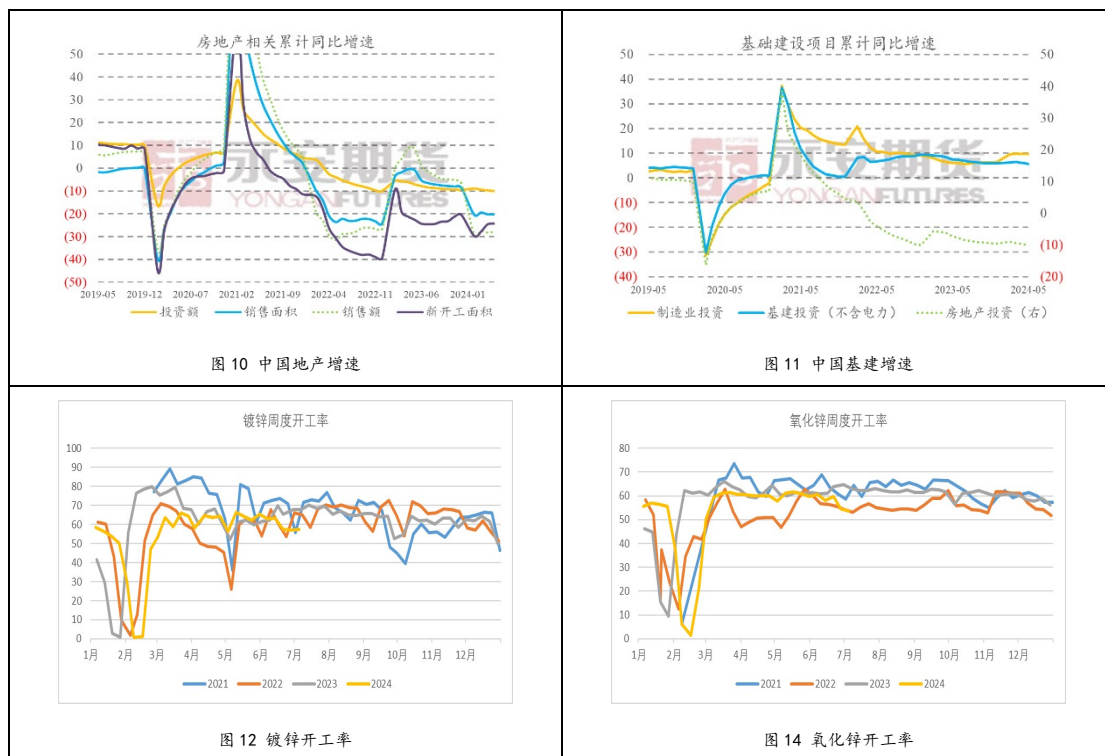


图1 不锈钢生产利润

图2 镍铁生产利润

需求：24年上半年内需整体偏弱，主要受地产需求持续下滑拖累，销售拖累开工、施工、竣工等一系列需求环节。同时因土拍收入下滑、专项债投放偏慢等因素，资金到位等问题使得基建需求难以托底地产需求下滑，24年1-6月预计表观需求同比下滑0.8%。新能源需求方面，受收入预期不乐观以及海外欧美关税制裁落地等因素拖累，新能源车产销虽同比维持正增但增速下滑，光伏受海外制裁及国内消纳能力不足等问题，上半年国内装机低于预期，出口增速亦出现下降。从下游开工数据来看，镀锌、氧化锌等开工较往年同期出现下滑，调研等情况亦反馈订单不足等问题。今年金三银四旺季时期出现不去库现象也一定程度反应内需偏弱的现象。



数据来源：Mysteel、永安期货

外需相对国内偏好，镀锌出口成为为数不多的需求亮点。从出口分地区统计情况来看，东南亚仍然是主要出口目的国。出口持续超预期的可能原因是人民币贬值背景下国内钢材性价比相对较高，原料出口加工以及转口贸易等需求相对偏强，制造业出海背景下对国内原料

需求仍在，但需要警惕贸易摩擦升级背景下出口需求的长期可持续性，从目前的政策看，预计下半年出口整体仍会维持相对偏强的状态。

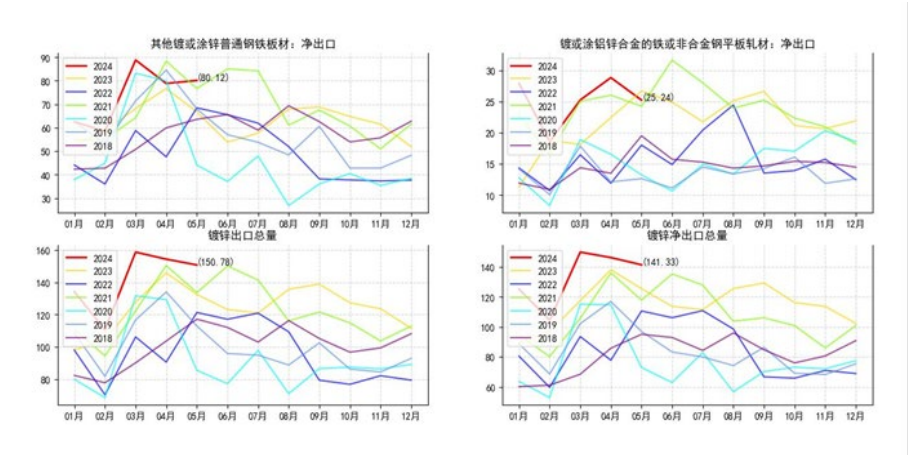


图 15 中国镀锌相关产品出口情况

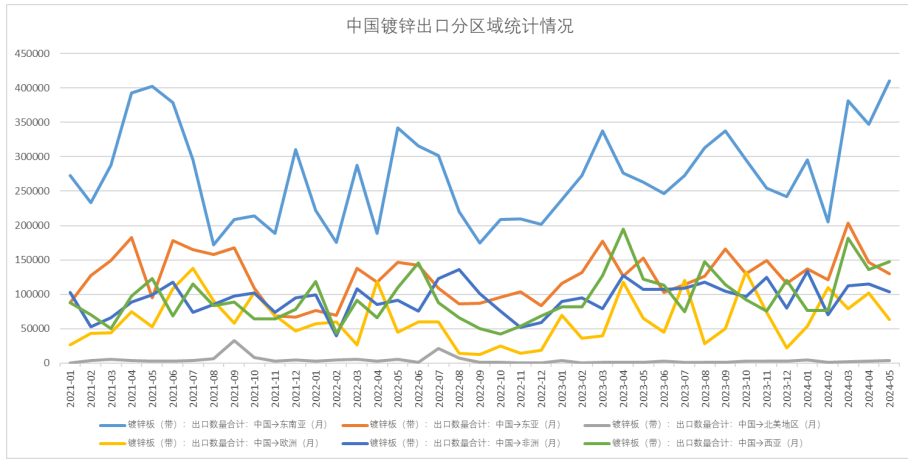


图 16 中国镀锌出口分地区情况

### 三、当前矛盾及展望

从基本面看，锌锭当前处于供应有干扰但内需亦偏弱的状态，市场的看多的观点主要还是在矿端供应持续偏紧，且三季度开始可能影响到冶炼，同时锌近年来整体涨幅相较供应端有干扰的其他品种比如锡、铜等涨幅相对较小。看空的观点主要在于锌的需求跟基建地产相关性更高，对国内需求相对悲观，上半年尤其是一季度锌锭相对其他有色品种表现一般的主要原因亦在于此。

今年锌主要上涨发生在二季度，主要驱动因素还是在于宏观层面。一季度矿确实偏紧，TC 持续下调，但锌锭彼时未有明显减产，需求偏弱旺季不去库，基本面的多空分歧胜负难分。二季度后，贵金属及有色出现整体明显上涨，主要伴随美联储降息预期提升以及国内地产刺激政策持续推出以及特别国债等发行国内通胀见底回升预期增强，此外受巴以冲突升级以及 5 月 COMEX 铜挤仓的情绪推动。下半年来看，美国降息预期提升，但由于降息预期有提前交易，预计像二季度这样降息预期交易和挤仓事件再次同时发生推动整体有色上涨的可能性相对较低，再创新高的难度较大，实际降息落地前可能预期还会对价格有一定支撑，短期可能还是处于一个高位偏震荡的状态。



#### 免责声明

以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但公司对信息来源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。且全部分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，客户应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我公司不承担任何责任。未经公司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我们均不承担任何责任。