

## 半年度报告—锌

## “锌”到水穷处，坐看云起时

走势评级： 锌：看涨  
报告日期： 2024 年 6 月 28 日

## ★供应端

矿端：上半年海外矿端扰动持续发生，但在利润支撑与外部扰动减少的预期下，矿端供应几近收缩到阈值。我们预计年内矿紧情况依然难以缓解：1) 后续出矿增量或相对有限；2) 锌价中枢上移期限较短，年内矿端难现增产预期；3) 气候急转拉尼娜叠加罢工等不确定性因素，四季度矿端仍有扰动可能。

冶炼端：近期国内和海外加工费下跌加速，现货进口 TC 和远期进口长协最低价已来到负数，未来冶炼厂或将持续面临负 TC 价格。在矿紧超预期且亏损扩大的背景下，下半年冶炼扰动或持续释出，年内国内精炼锌的增产产量将非常有限。

## ★需求端

终端需求中，地产依旧形成拖累，耐用消费品增速边际放缓但仍有支撑，下半年增量或主要来自基建和出口。基建方面，8、9 三季度专项债发行迎来高峰期，水利、交运订单有望边际转强，实物工作量有望在 9 月前后出现回升，社库加速去化时点可能被前移至 8 月甚至 7 月。出口方面，美国年内补库力度或较弱，但关税问题与气候急转拉尼娜都可能会前置部分需求。

## ★投资建议

下半年锌或是供应趋紧，而需求转强的演绎。年内矿端弹性不大，冶炼减产预期终将落地；需求端，基建与出口有望形成支撑，库存压力或将得到缓解，锌价上涨空间有望打开，但同时也需关注海外中小矿复产、专项债落地进度和海外补库周期等风险因素。交易层面，下半年需重点关注预期交易前置的风险。策略方面，单边角度，建议关注在价格支撑附近轻仓试多机会，后期可逐步加仓，或是关注等待锌价震荡企稳后的低多机会；套利角度，后期建议关注远月跨期正套机会；内外方面，需求回升预期下，国内亟需打开进口窗口，建议关注低位内外反套机会。

## ★风险提示

宏观因素扰动，需求不及预期，专项债落地偏慢，进口超预期。



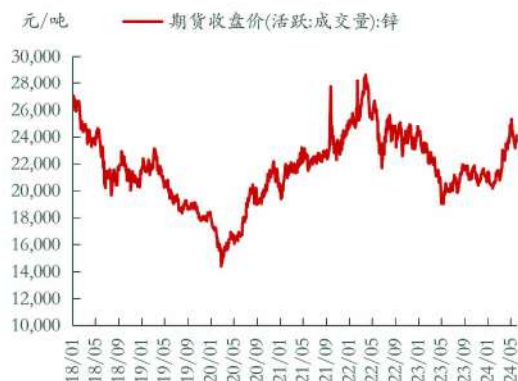
东方证券  
ORIENT SECURITIES

期货

孙伟东 首席分析师（有色金属）  
从业资格号：F3035243  
投资咨询号：Z0014605  
Tel: 8621-63325888  
Email: [weidong.sun@orientfutures.com](mailto:weidong.sun@orientfutures.com)

联系人：  
魏林峻 有色金属分析师  
从业资格号：F03111542  
Email: [linjun.wei@orientfutures.com](mailto:linjun.wei@orientfutures.com)

## 上期所锌主力合约走势



## 相关报告

《南美矿石供给季节性因素分析》	2024/03/25
《矿冶扰动持续，需求回升可期》	2024/03/29
《欲速则不达，锌价何时能到头？》	2024/04/12
《供需边际走强，锌价易涨难跌》	2024/04/29
《超预期复产落地，静候需求端转好》	2024/05/07
《海外锌矿企业季度运营分析：矿紧预期落地，减产空间无多》	2024/05/23
《锌调研报告：镀锌需求疲软，转好预期尚存》	2024/06/11

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。  
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

## 目录

1、行情回顾.....	5
2、供应端.....	5
2.1、矿端：矿紧格局难改，下半年增量有限.....	5
2.2、冶炼端：冶炼累计检修创新高，下半年扰动或加剧.....	9
2.3、矿冶平衡与进出口：负进口 TC 或成为阶段性常态.....	11
3、需求端.....	14
3.1、初端需求：镀锌订单有望转强，氧化锌面临累库压力.....	15
3.2、3Q 基建需求有望显性转强，地产拖累或将延续.....	16
3.3、耐用消费品增速或回落，但下半年仍有支撑.....	20
3.5、海外需求：补库力度或较弱，抢进口预期渐增.....	22
4、库存端.....	24
5、投资建议.....	25
6、风险提示.....	27



## 图表目录

图表 1：沪锌及伦锌价格走势回顾.....	5
图表 2：海外锌精矿月度产量.....	6
图表 3：海外样本头部矿企锌精矿产量.....	6
图表 4：秘鲁锌精矿产量.....	6
图表 5：部分即将关停矿山产量变动.....	6
图表 6：24 年海外主要锌矿项目产量变化（单位：万金属吨）.....	7
图表 7：海外头部矿企 1Q24 锌矿产量与 2024 年产量指引.....	8
图表 8：SMM 中国锌精矿产量.....	9
图表 9：2024 年国内主要锌矿产能变化（单位：万吨）.....	9
图表 10：全球精炼锌月度产量.....	10
图表 11：SMM 中国精炼锌月度产量.....	10
图表 12：2024 年海外主要新增冶炼产能统计与产量预估（单位：万吨）.....	10
图表 13：国内冶炼厂年内累计产能增减.....	11
图表 14：国内冶炼厂 6 月检修情况.....	11
图表 15：国内和进口锌精矿加工费.....	12
图表 16：考虑副产品的冶炼厂综合收益.....	12
图表 17：锌精矿月度进口量.....	13
图表 18：锌精矿进口盈亏.....	13
图表 19：精炼锌月度进口量.....	13
图表 20：精炼锌进口盈亏.....	13
图表 21：2023 年锌锭初端需求预估占比.....	14
图表 22：2021 年国内锌锭终端需求占比.....	14
图表 23：国内锌锭实际消费量与固定资产投资增速累计同比.....	14
图表 24：SMM 镀锌企业周度开工率.....	15
图表 25：SMM 氧化锌企业周度开工率.....	15
图表 26：SMM 锌合金企业周度开工率.....	15
图表 27：初端下游成品库存情况.....	15
图表 28：初端下游原料库存情况.....	16
图表 29：镀锌板季节性出口量.....	16
图表 30：近三年新增地方专项债规模（月度）.....	17
图表 31：重点企业基建类新签合同额同比增速.....	17
图表 32：PE 管材开工率.....	17
图表 33：石油沥青开工率.....	17
图表 34：三季度专项债计划发行统计（截至 6 月 24 日）.....	18

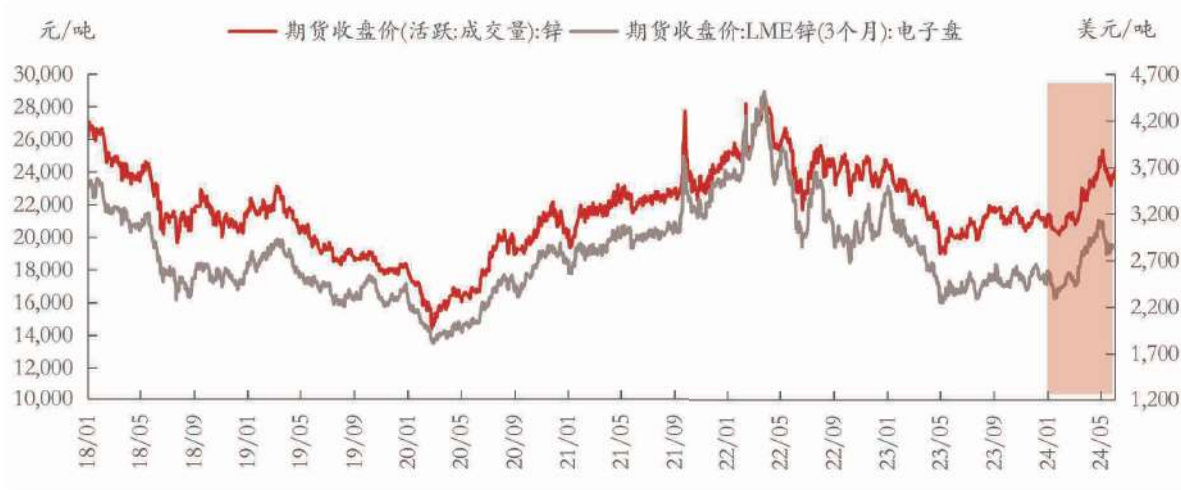
图表 35: 基建及三大分项累计同比增速.....	18
图表 36: 房地产分板块累计同比.....	19
图表 37: 建筑业 PMI 及部分分项.....	19
图表 38: 螺纹表观需求量.....	19
图表 39: 水泥出货率.....	19
图表 40: 乘用车产销同比增速.....	20
图表 41: 2020 年~2024 年 5 月国内汽车累计出口占比.....	20
图表 42: 白色家电产销同比增速.....	21
图表 43: 三大白季节性总产量.....	21
图表 44: 家电季节性出口数量.....	21
图表 45: 6~8 月家电排产当月同比增速.....	21
图表 46: 2024 年 1~5 月家电出口地区及同比增速.....	22
图表 47: 美欧日制造业 PMI.....	23
图表 48: 美国实际库存增速与库销比.....	23
图表 49: 美国中小企业当前补库意愿较弱.....	23
图表 50: 国内补库周期有望开启.....	23
图表 51: LME 锌库存.....	24
图表 52: SMM 国内七地锌锭库存.....	24
图表 53: 上期所锌库存.....	24
图表 54: SMM 保税区锌锭库存.....	24
图表 55: 锌矿港口库存.....	25
图表 56: SMM 锌冶炼厂原料库存.....	25
图表 57: 锌精矿年度供需平衡表.....	26
图表 58: 精炼锌年度供需平衡表.....	27



## 1、行情回顾

上半年，锌价总体先涨后跌，4月初海外需求恢复预期与矿端偏紧形成共振，宏观需求与微观供应带动锌价大幅上行，而6月初美联储降息预期降温，叠加锌下游需求偏弱，宏观需求预期走弱促成锌价下跌。上半年锌价波动主要受外盘带动，与预期不同的是，二季度锌价乃至整个有色板块价格的上涨较为迅猛，上涨中后期阶段锌价甚至已有脱离基本面的嫌疑。展望下半年，宏观和供应共振的驱动能否持续？矿紧传导周期将走到何处？需求是否还有恢复可能？

图表 1：沪锌及伦锌价格走势回顾



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

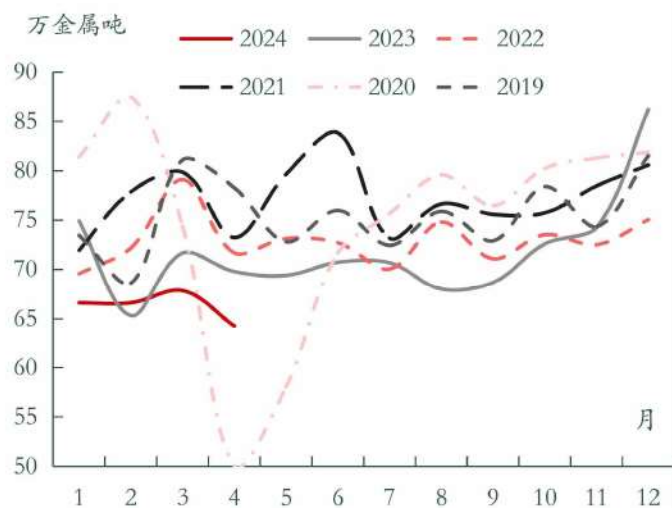
## 2、供应端

### 2.1、矿端：矿紧格局难改，下半年增量有限

今年上半年，海外矿端扰动持续发生，但二季度扰动明显少于一季度，我们认为矿端供应已几乎收缩到阈值。根据 ILZSG 统计，2024 年 1~4 月全球锌精矿产量 375.8 万金属吨，较 23 年同期减少 18.5 万金属吨（YoY-4.7%）；除去中国，1~4 月海外锌精矿产量同比减少 19.2 万金属吨，主要产出减量来自海外矿山。多数市场机构的统计指出，一季度海外矿端产量环比明显下滑，矿紧预期终落地。根据对海外头部矿企产量的跟踪，2024 年一季度海外样本锌精矿产量约 109.6 万金属吨，较 2023 年四季度产出减少 10.9 万金属吨（QoQ-9.1%），较 2023 年一季度同比微增 1.1 万金属吨（YoY+1.0%），一季度海外锌精矿的同比减量几乎都来自统计样本以外的中小矿山，多数中小矿山品位持续下滑且运营成本较大矿更高，在锌价中枢抬升后，复产预期存在但增量有限。此外，秘鲁锌精矿产量同样下滑，1~4 月累计产量为 40.7 万金属吨，同比去年同期减少 2.5 万金属吨（YoY-5.8%），与统计结果趋势一致。

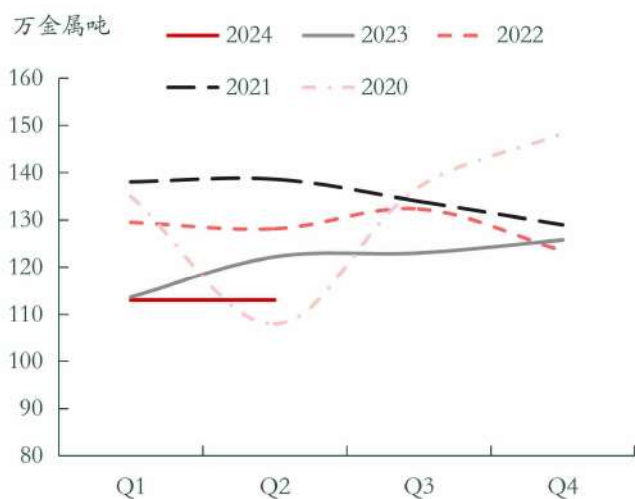
上半年矿端扰动的主要原因来自外部因素而非利润不足。与去年下半年锌价低迷时矿山因亏损而停运不同，今年以来矿山发生的扰动主要是由于天气、事故、设备技术问题和停产项目未恢复，例如 Neves Corvo 此前发生事故、McArthur 河矿因飓风原因停产、秘鲁锌矿因许可证到期停产等。上半年矿端扰动有若干超预期和值得注意的点：1) Antamina 是今年一季度产量中最大的减量，但其锌矿品位会因为开采进度而变化，考虑到其运营寿命已从 2028 年延长至 2036 年，将来该矿的出矿能力有望随着锌矿品位的修复而回升。2) 近年来由于矿石品位下降，市场并不看好 Red Dog 的出矿，但今年由于磨粉机在线时间和磨粉率的提升，Red Dog 的锌矿产量超预期。3) Dugald River 去年同期因发生大火停运，因而今年一季度产量同比大增，二季度这种增量或将难以维系。

图表 2：海外锌精矿月度产量



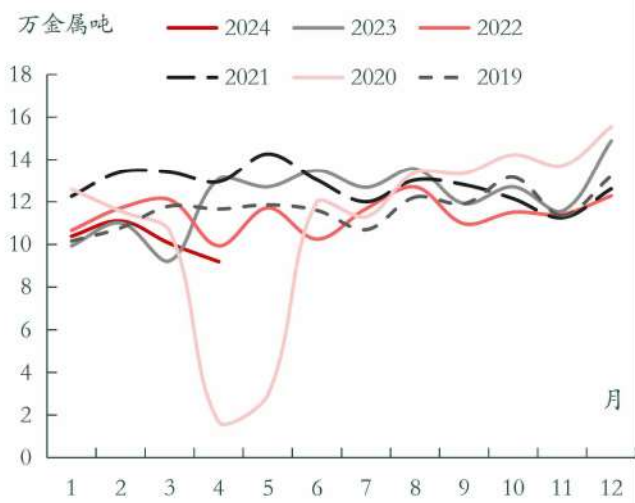
资料来源：ILZSG, SMM, 东证衍生品研究院

图表 3：海外样本头部矿企锌精矿产量



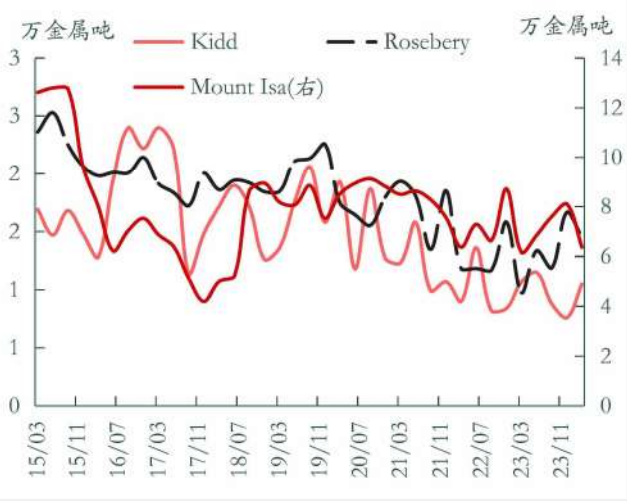
资料来源：公司公告, 东证衍生品研究院

图表 4：秘鲁锌精矿产量



资料来源：秘鲁能矿部, 东证衍生品研究院

图表 5：部分即将关停矿山产量变动



资料来源：各公司公告, 东证衍生品研究院



图表 6: 24 年海外主要锌矿项目产量变化 (单位: 万金属吨)

矿山名称	国家	公司	状态	2024 年预计增量
Ozernoye	俄罗斯	Ozernaya Mining	重启延期至 3Q24	15→0
Kipushi	刚果	Gecamines	长期停产后重启, 年中达产	6→6.5
Penasquito	墨西哥	Newmont	罢工后重启	5
Buenavista	墨西哥	Southern Copper /Grupo mexico	1Q24 一期计划投产 10 万吨	5
Endeavor	澳大利亚	Polymetals Resources	2H24 重启生产	4
Gamsberg	南非	Vedanta	1Q 生产受阻, 多发国内	4→0
Vares	波黑	Adriatic Metals	4Q23 新建投产	3
Zhairem	哈萨克斯坦	Glencore	投产项目爬产	2
Juanicipio	墨西哥	Fresnillo plc	新建投产	2
Dugald River	澳大利亚	MMG	事故后重启	1.5
Neves Corvo	葡萄牙	Lundin Mining	计划 24 年满产	1.5→1
Aripuana	巴西	Nexa	计划于 1Q24 满产	1
Red Dog	秘鲁	Glencore/Teck/BHP	产量指引	-2→0.5
Antamina	美国	Teck	产量指引	-6→-8
San Cristobal 等	秘鲁	Volcan	因许可证原因暂时停产	0→-1
McArthur River	澳大利亚	Glencore	因飓风暂时停产	0→-3
Tara	爱尔兰	Boliden	3Q24 启动复产	0→0.5
总计				32→20

资料来源: 各公司公告, 东证衍生品研究院

在利润支撑与外部扰动减少的预期下, 本轮锌矿产能的缩减已经接近尾声。一季度锌价上涨带动矿端大幅修复, 根据 S&P Global 的锌矿成本线, 在 25000 元/吨的情况下, 几乎所有海外锌矿都能盈利运营。此外, 三季度可能是厄尔尼诺转拉尼娜过程中的真空期, 澳洲和南美地区的天气扰动或相对较小。

四季度需重点关注厄尔尼诺急转拉尼娜对出矿的影响。根据世界气象组织预测, 今年厄尔尼诺事件可能会在 6~8 月逐渐过渡为拉尼娜, 8~11 月期间出现拉尼娜事件的概率已经增至 70%, 这意味着此次转变速度和 2023 年年初时非常接近。根据历史数据, 拉尼娜会导致大西洋沿岸的东风更加强烈, 致使南美地区的冷海水上涌, 海浪异常现象更加频繁, 从而导致南美地区气温比正常值更低。我们在《南美矿石供给季节性因素分析》一文中指出, 南美矿石产量和出口情况与厄尔尼诺强弱相关, 当拉尼娜现象发生时, 今年冬季南美地区气温或偏低, 从而影响冬季高峰期时南美地区矿石开采和出口。

矿紧格局或将维持到年底。一季度大部分海外头部矿企的产量指引并未发生改变, 即矿端扰动在以及复产超预期相抵后, 今年产量受影响程度相对较小。展望后市, 增量方面有 Buenavista、Kipushi 和 Aripuana 等矿山的投产爬产、McArthur 河矿和 New Century 因天气转好的复产预期等, 但 Tara 矿和 OZ 矿等大矿的产出还需等待至四季度。另外值得一提的是, McArthur 河矿在 3 月底时因飓风原因暂时停产, 年产量约 26 万吨, 目前该矿

处于修复进程中，但由于锌矿利润大幅提升，该矿山目前复产的预期最强。综上所述，四季度矿端趋松，关键要看增量投爬产、大矿复产、以及中小矿山的复产对外部扰动的抵消作用，但也需注意拉尼娜和南美季节性罢工的预期扰动。从增量来看，考虑到海外小矿复产动能不足以及实现率，我们将海外矿端全年增量下调至6万吨。

图表 7：海外头部矿企 1Q24 锌矿产量与 2024 年产量指引

单位：千金属吨	1Q23	4Q23	1Q24	同比增速	24 产量指引	同比变化
Vedanta	363.0	312.0	332.0	-8.5%		
Glencore	205.3	246.4	205.6	0.1%	900-950	-19~+31
Teck	145.0	181.8	159.8	10.2%	565-630	-76~-14
NEXA	74.8	90.2	87.2	16.6%	323-381	-10~+50
Peñoles	65.3	76.7	67.0	2.6%		
MMG	30.7	63.8	59.2	93.3%	225-250	-22~+47
Lundin Mining	48.6	50.7	45.7	-5.9%	195-215	+10~+30
BOLIDEN	61.2	38.6	39.7	-35.1%		
Group Mexico	15.1	16.9	26.4	74.9%	117.8	50.0
Southern Copper	27.1	26.5	23.1	-14.9%		
BHP	23.6	33.5	18.4	-22.0%	85-105	-40~-20
New Century	2(收购期)	32.0	20.0	/		
South 32	14.0	15.8	14.3	2.1%	62.0	5.0
Buenaventura	1.6	14.7	8.8	467.9%		
HudBay	9.8	5.7	8.8	-10.6%		
总计	1085.1	1205.3	1096.1	1.0%		

资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院

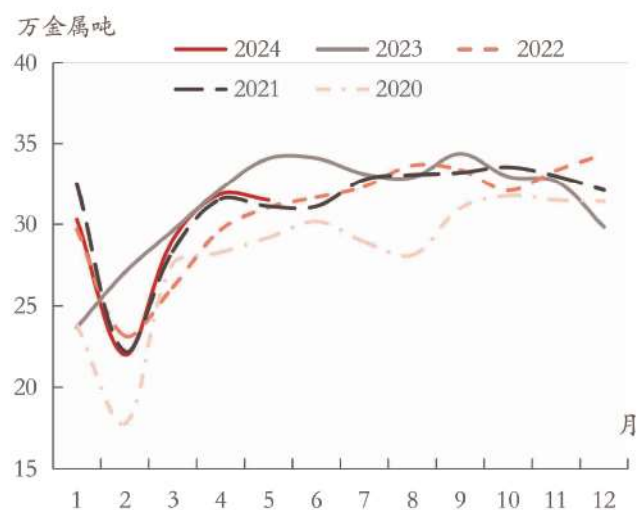
1~5 月国内锌精矿产量为 144.7 万金属吨，同比减少 1.9 万金属吨 (YoY-1.3%)，产量表现相对海外较好，但同比仍有降低。今年国内矿山利润充足，目前处在 6000 元/金属吨的高位上，但锌精矿增量相对有限，主要原因包括：1) 环保督察趋严，部分地区矿山产出受限；2) 国内多为中小型矿山，矿石品位下降的问题长期存在；3) 今年国内矿山的主要增量，火烧云矿的产出受股权转让、基础设施建设等因素影响，原预计二季度释放的产量延迟至 7 月以后。展望后市，下半年除火烧云外，国内其余矿山增量相对有限，矿紧格局依然亟需海外进口缓解，因而将 24 年国内矿山产出增量下调至 3 万吨。

下半年矿端将如何演变？总体来看，今年海内外矿端偏紧定调，三季度矿端边际释放量有限，四季度海外个别大矿有复产计划，以及部分新项目投爬产，国内火烧云可能有部分产出，矿端可能边际趋松。然而，我们认为年内矿紧情况依然难以缓解：1) 由于大矿复产需要时间，而投爬产项目增量较少，后续出矿增量或相对有限；2) 虽然矿端利润充足，但锌价中枢上移期限较短，价格仍存不确定性，其他矿山的增复产预期年内难以兑现；3) 气候急转拉尼娜后，今年冬季或比预期更冷，叠加罢工和地缘政治等不确定性因素，四季度矿端仍有扰动可能。因此，矿紧格局或许会延续至今年年底，继续对



锌价形成基本面上的支撑；同时基于海外锌矿进口预期不足，国内的矿紧可能只能通过冶炼端减产和矿山增爬产来缓解。

图表 8：SMM 中国锌精矿产量



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 9：2024 年国内主要锌矿产能变化（单位：万吨）

公司	地区	矿山	24 年变化 F
新疆地矿	新疆	火烧云	6
白银有色	甘肃	厂坝铅锌矿	1.5
驰宏锌锗	西藏	西藏鑫湖矿业	1
盛鑫矿业	贵州	猪拱塘铅锌矿	1
兴业银锡	内蒙	银漫矿业	0.5
长河矿业	青海	长河矿业	0.2
赤峰黄金	吉林	吉林瀚丰	0.2
金徽矿业	甘肃	郭家沟	0.1
其他	其他	品味下降	-2
总计			8.5

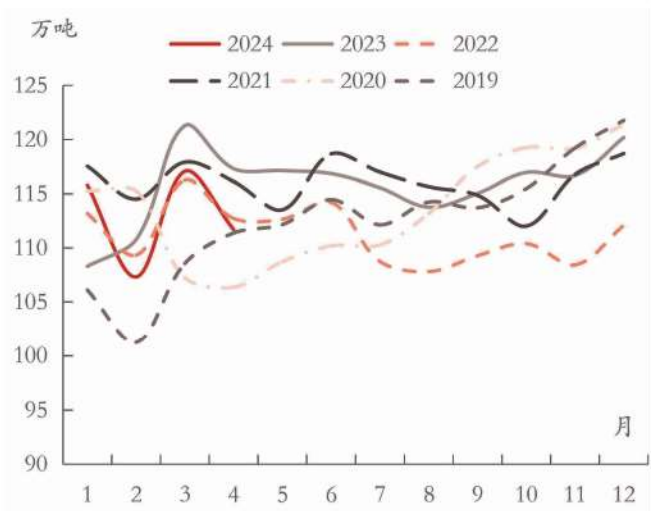
资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院

\*注：非完全统计

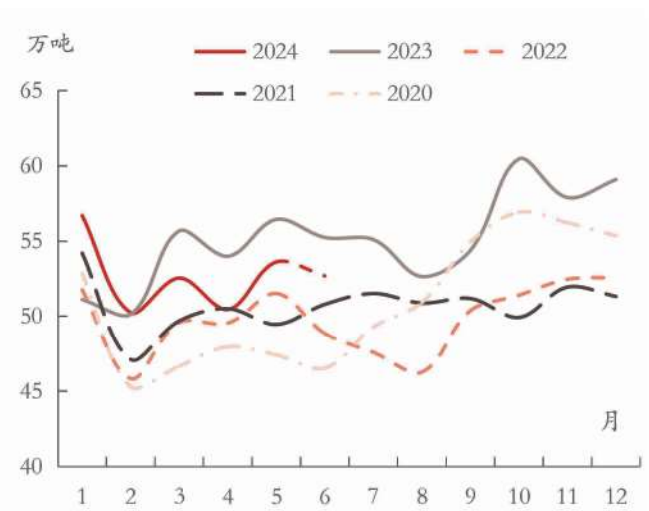
## 2.2、冶炼端：冶炼累计检修创新高，下半年扰动或加剧

根据 ILZSG，2024 年 1~4 月全球精炼锌产量 451.9 万吨，同比 2023 年同期减少 5.8 万吨（YoY-1.3%）；根据 SMM，1~5 月中国精炼锌产量为 263.6 万吨，同比减少 3.8 万吨（YoY-1.43%），海内外精炼锌产量同比去年均有所下滑。1~4 月欧洲精炼锌产量约为 67.2 万吨（YoY-4.7%），产量依然维持在历史低位，欧炼厂实际复产表现较差。

海外方面，上半年冶炼厂发生的扰动主要是由于原料偏紧和利润不足。1 月 Nystar 旗下的 Budel 冶炼厂减产，3 月韩国 Young Poong 旗下的 Seokpo 冶炼厂减产，推测两者均是由于亏损和原料短缺而停产。随后 Budel 与荷兰政府达成临时成本减免协议，于 5 月 13 日复产。Budel 铭牌年产能 31.5 万吨，本次停产影响产量约为 8.4 万吨。Seokpo 至今未复产，考虑到海外矿端偏紧情况要到四季度才可能缓解，将其影响产量提升至 6 万吨。总体来看，考虑到目前矿紧延续而炼厂亏损恶化，海外炼厂投扩产或不及预期，因此将今年海外精炼锌的增产量下调至 6 万吨左右。

**图表 10：全球精炼锌月度产量**


资料来源：ILZSG

**图表 11：SMM 中国精炼锌月度产量**


资料来源：SMM

**图表 12：2024 年海外主要新增冶炼产能统计与产量预估（单位：万吨）**

公司	国家	冶炼厂	现有产能	状态	24 产量变化 F
Glencore	德国	Nordenham	16.5	24 年 2 月复产	13
Boliden	挪威	Odda	35	新增 15 万吨产能	6
Russia Copper	俄罗斯	Verkhny Ufalei	12	3Q24 投产	5
Vedanta Resources	印度	Zinc India	52.5	品位与产量上升	5
KZ	澳大利亚	Townsville	30	新增 1 万吨产能	1
Kapuas Prima	印尼	Kapuas Prima	3*	新增 1 万吨产能	1
Glencore	哈萨克斯坦	Kazzinc	17*	新增 0.5 万吨产能	0.5
Mitsui Mining & Smelting	日本	Mitsui & Hikoshima	12*	产量指引	0.2
Penoles	墨西哥	Torreón	35	设备维修减产	-2
Young Poong Corp	韩国	Seokpo	40	减产 8 万吨产能	-4→-6
Nystar	荷兰	Budel	31.5	停产后 5 月复产	-4→-8.4
总产量变化估计					20→12

资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院

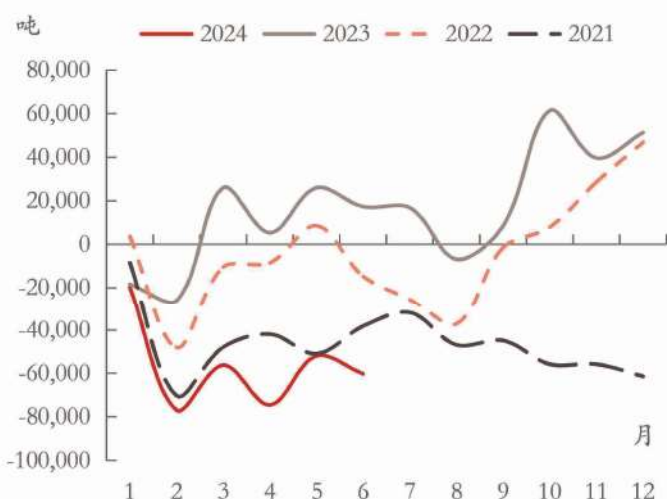
上半年国内市场矿紧预期早早出现，冶炼厂多选择提前检修并延长检修时间，2 月检修量达到史高 57000 吨。产量方面，国内 5 月精炼锌产量为 52.6 万吨，环比增加 6.3%，同比下降 5%，矿紧正在逐渐传导至锭端。据 SMM 统计，6 月份国内炼厂进一步减产，减产检修量为 8290 吨。若以此为基准，截至 6 月份，年内累计检修量已经升至 6 万吨，处于季节性峰值，且前期检修的部分产能迄今都未复产，符合我们此前对二季度减产的预期。边际上来看，近两月因原料短缺而减停产的冶炼厂逐渐增多，部分矿石运输不便



的地区减产有所加大。展望下半年，矿紧格局在短期内难以缓解，即便进口窗口短暂打开，流入的锌矿预计量依然较少，因而三季度冶炼端有望继续扩大减产；四季度海外矿端或有些许释放，同时国内出矿预计增加，冶炼端或也将边际趋松，但幅度可能相对比较有限。

据市场调研，目前现货进口 TC 及远期进口长协最低值已经来到负数，且有持续扩大的趋势，这与早前海外 165 美元/吨的远期长协形成对比，这意味着炼厂对下半年矿紧的预期相比 4 月时更加强烈，未来冶炼厂或将持续面临负 TC 价格。在矿紧超预期的背景下，下半年冶炼端边际上或将继续紧缩，年内国内精炼锌的增产量将非常有限，因此将全年预期下调至为同比降低 3 万吨。

图表 13：国内冶炼厂年内累计产能增减



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 14：国内冶炼厂 6 月检修情况

省份	企业名称	原因	环比(吨)
湖南	株洲冶炼	产量下降	-1000
内蒙古	巴彦淖尔紫金	产量下降	-1000
湖南	湖南太丰	月初停产	-1900
湖南	湖南轩华	停产	-2000
湖南	泸溪鸿运	停产半月	-1400
湖南	华峰锌业	检修半月	-880
陕西	陕西东岭	检修恢复	3000
甘肃	白银有色	检修恢复	1000
云南	蒙自矿冶	检修恢复	2600
贵州	西南能矿	产量增加	1400
其他			-8110
总计			-8290

资料来源：SMM，东证衍生品研究院

### 2.3、矿冶平衡与进出口：负进口 TC 或成为阶段性常态

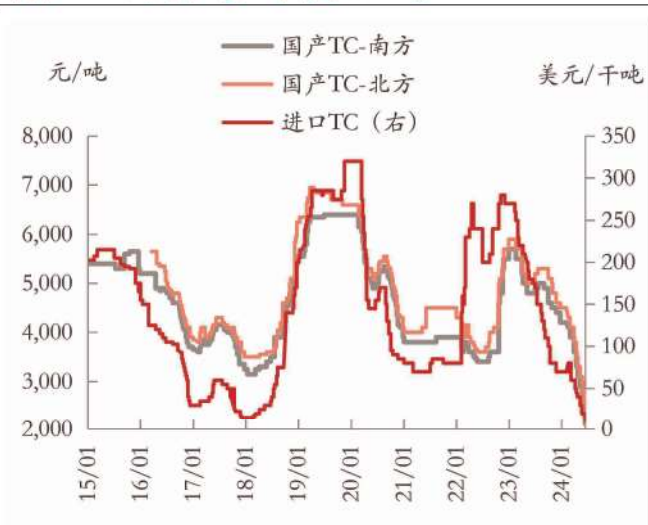
锌精矿加工费持续下跌，根据钢联口径，目前国内平均加工费已跌至 2300 元/吨左右，进口加工费在 10 美元/吨左右，国内和进口加工费均已创下历史新低。近期锌价有所回落，此前由 28 分成和硫酸价格支撑的冶炼利润也已转负，副产品利润对其支撑的力度也有所减弱。据市场调研，近期国内和海外加工费出现加速下跌趋势，进口最低竞标价格甚至已达 -40 美金/干吨，长协更是持续走弱，无论是现货和远期加工费、抑或是冶炼减产情况，都可能会比表面数据上更加糟糕，产业链企业生存现状堪忧。

白银：二季度银价运行中枢抬升，根据东证衍生品研究院宏观策略组的观点，二季度后期美国经济数据强劲，打压年内降息预期，宏观情绪走弱对白银形成压制，短期来看白银依然有回调空间。中长期来看，下半年表现宏观扰动和地缘政治事件依然存在，降息博弈下银价回调空间有限，中期银价或依然坚挺，对冶炼利润形成支撑。

**硫酸：**二季度硫酸价格高位偏弱震荡，伴随着铜锌矿端加工费持续下跌，硫酸产出同样减少。五一节后，硫酸下游磷酸铵需求淡季不淡，夏季生产支撑与秋季提前备货下，硫酸价格下方仍有支撑。总体来看，目前硫酸供需矛盾并不突出，后期需求走强或支撑价格，三季度硫酸价格运行区间或在 200~300 元/吨。

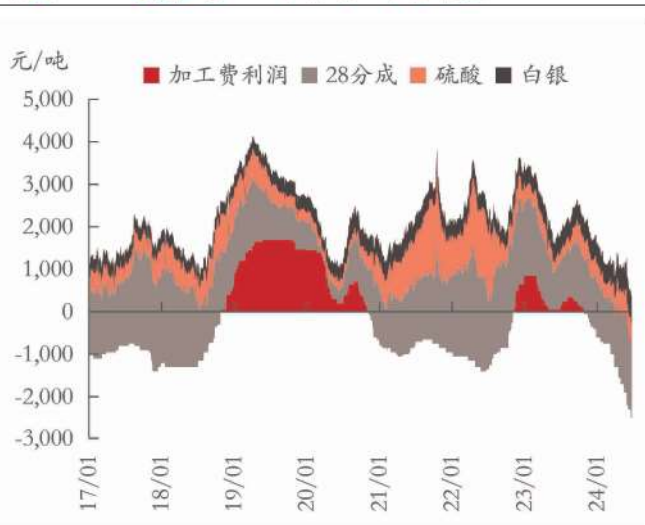
由于上半年海内外矿紧基本已经达到阈值，三季度矿端继续收紧的概率较小，但四季度仍有扰动可能。副产品来看，银价中期或维持坚挺，但酸价上行驱动不足，冶炼亏损可能会继续扩大，三季度冶炼减产行为或将加剧，四季度需要关注进口矿的流入情况。

图表 15：国内和进口锌精矿加工费



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 16：考虑副产品的冶炼厂综合收益



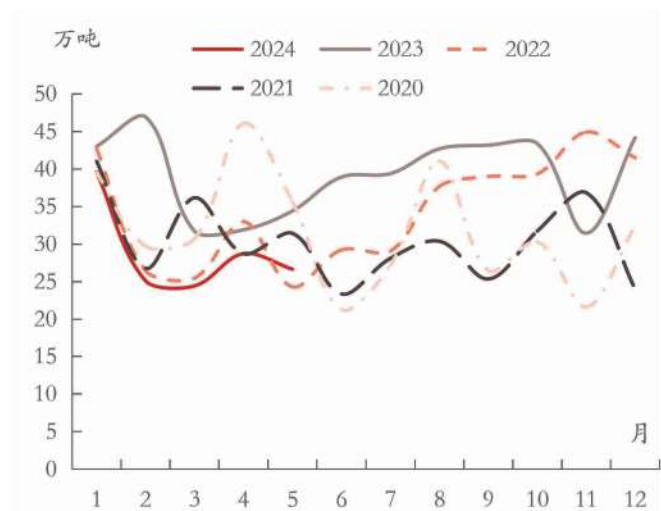
资料来源：SMM，Wind，东证衍生品研究院

进口方面，5月进口锌精矿 26.7 万吨，环比降低 7.2%，同比降低 22.5%，1~5 月累计锌精矿进口量为 144.6 万吨，累计同比大减 43.5 万吨（YoY-23.4%），锌精矿进口处于历史低位。年初至今，3 月锌精矿进口窗口短暂打开，而后续伦锌一路冲高，进口窗口一直关闭至 5 月底。6 月初锌精矿进口窗口再度短暂打开，但 6 月至今流入国内市场的锌矿依然较少，主要原因有三：一是因为海外与国内一样，都处于矿紧格局；二是今年以来海运费高企，运输成本偏高；三是由于澳洲和秘鲁到中国分别有 1 和 2 个月左右的船期，短期内锌矿流入量依然较少。往后看，由于海内外矿紧格局一致，叠加运价高企和天气扰动影响，我们认为即便后续进口窗口打开，流入的锌矿也会比较有限。

精炼锌方面，5 月精炼锌进口 4.4 万吨，环比下降 3.5%，同比增加 148%，1~5 月精炼锌累计进口 18.7 万吨，累计同比增加 253.4%。一季度精炼锌进口窗口间歇性开启，4~5 月进口窗口关闭，但前期索价货物和长单锌锭仍在持续到货，保税区库存上升，5 月进口锌主要来自于澳大利亚、哈萨克斯坦和西班牙。后续来看，由于下半年需求存在转好预期，且国内冶炼减产是时间问题，供需偏紧下国内社库可能会逐渐去化，锭端进口窗口打开预期渐强，但目前保税区库存持续升高，且矿紧传导至锭紧仍需时间，进口时点上可能还要延后，进口量上环比上半年将有望增加。

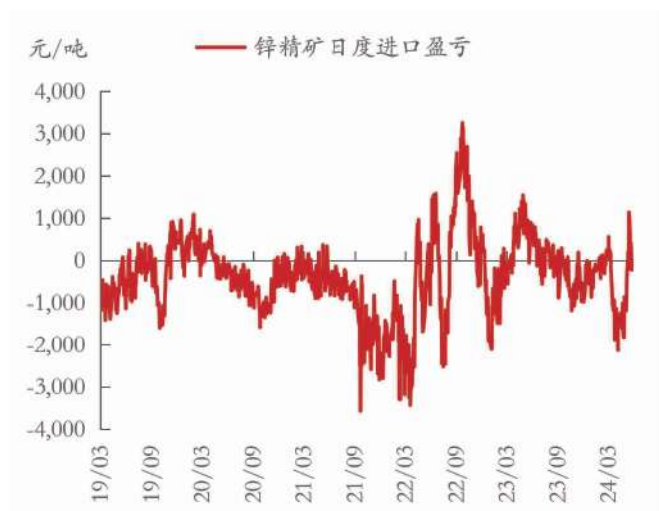


图表 17: 锌精矿月度进口量



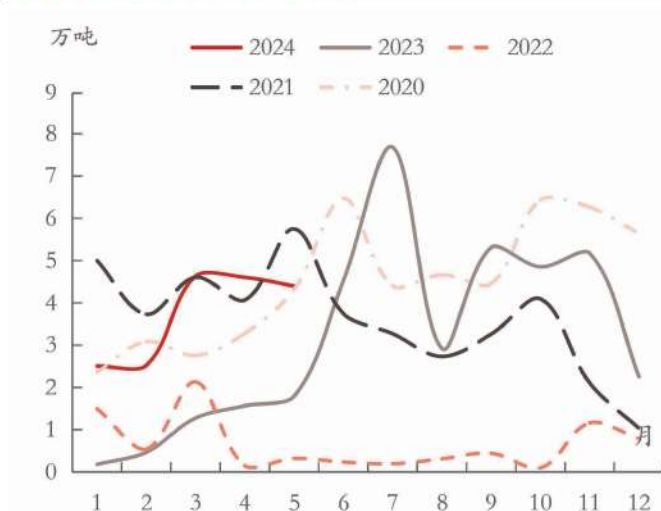
资料来源: 海关总署, 东证衍生品研究院

图表 18: 锌精矿进口盈亏



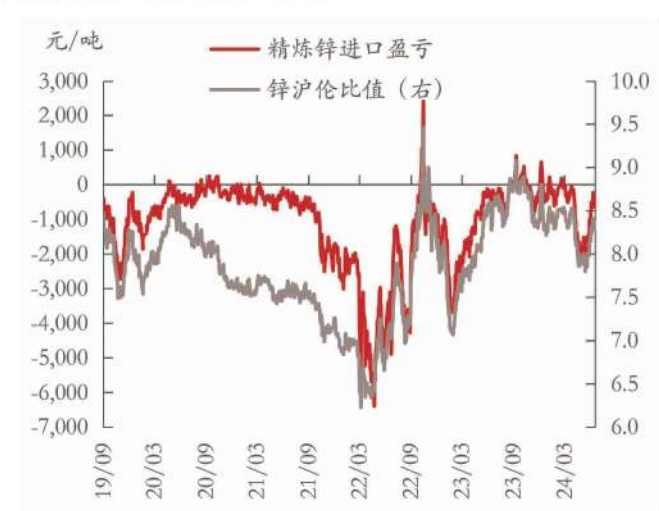
资料来源: SMM, 海关总署, 东证衍生品研究院

图表 19: 精炼锌月度进口量



资料来源: 海关总署, 东证衍生品研究院

图表 20: 精炼锌进口盈亏

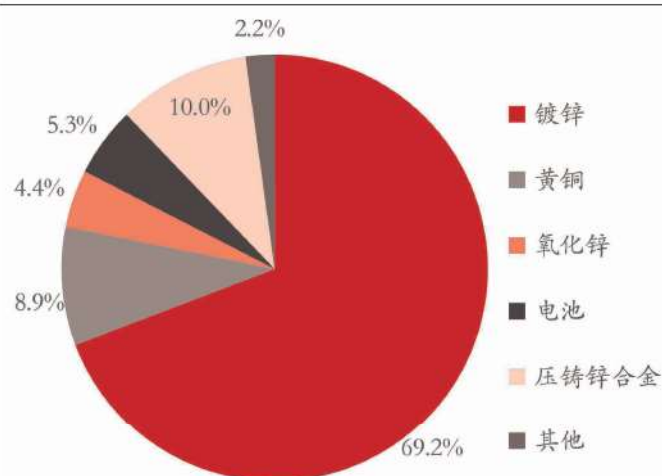


资料来源: SMM, 海关总署, 东证衍生品研究院

### 3、需求端

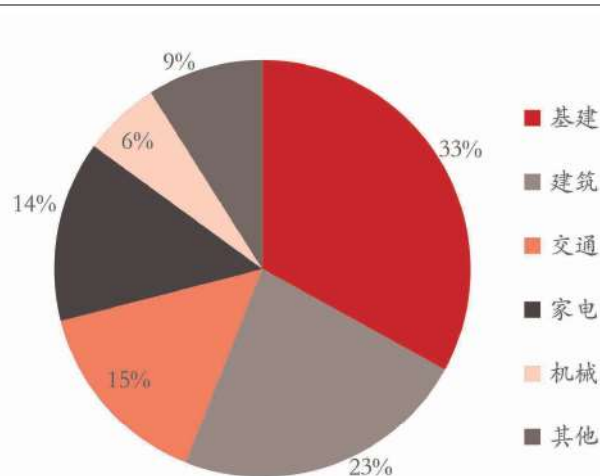
国内锌锭初端下游主要为镀锌(69%)、压铸锌合金(10%)、黄铜(8.9%)、电池(5.3%)、氧化锌(4.4%)等,近年来镀锌占比逐渐增加,是锌下游最大的应用领域。终端需求来看,锌需求依然以基建(33%)和地产(23%)等传统需求为主,但近年来地产开竣工走弱,地产需求占比或有下降。锌锭实际消费量和国内基建投资存在一定关联,其中交运和管网侧的相关性更为明显,主要是由于镀锌板卷、镀锌管、镀锌结构件等在两侧使用较多,此外铁塔也是近年来的下游增量,因而基建是锌终端需求中相当重要的领域。

图表 21: 2023 年锌锭初端需求预估占比



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 22: 2021 年国内锌锭终端需求占比



资料来源: 安泰科, 东证衍生品研究院

图表 23: 国内锌锭实际消费量与固定资产投资增速累计同比



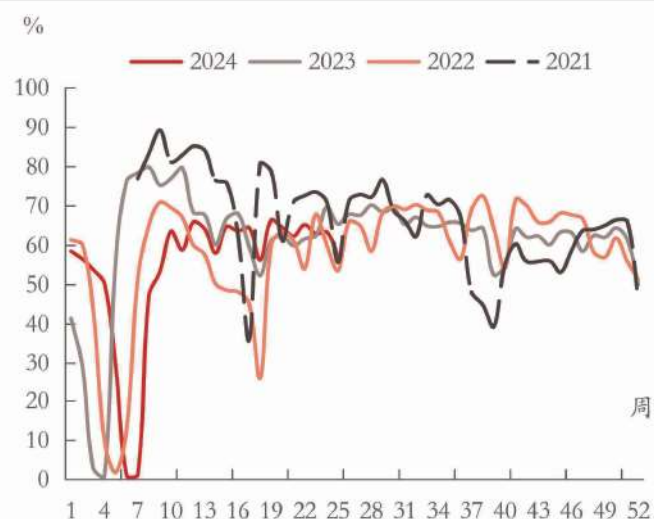
资料来源: SMM, Wind, 东证衍生品研究院



### 3.1、初端需求：镀锌订单有望转强，氧化锌面临累库压力

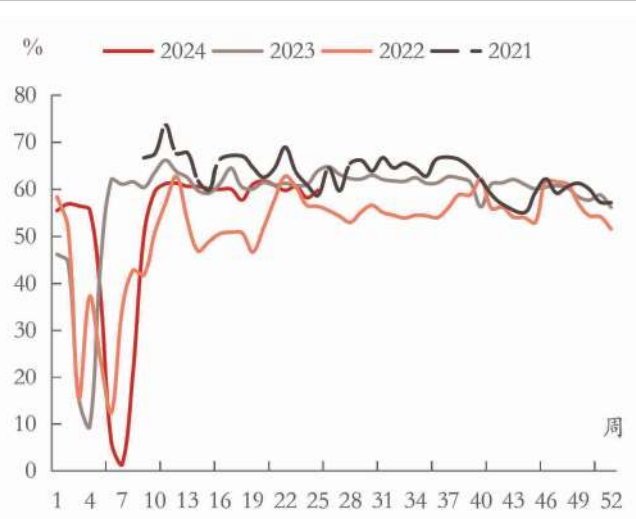
初端需求方面，上半年仅有氧化锌侧运行偏强，镀锌和氧化锌生产较弱。根据市场调研，上半年镀锌侧订单情况较差，专项债发行不及预期下，新增项目十分有限，小厂多保持3天左右的刚需原料库存。从成品库存来看，今年以来镀锌侧成品库存一直维持在偏低水平，主要是出口需求增加，主要销往越南、泰国、马来西亚等东南亚地区，这点与我们的调研结论相互印证。锌合金侧产能过剩和需求疲弱现象较为严峻，成品库存处于季节性偏低位置，而原料库存偏高。氧化锌受到汽车排产较佳的提振，上半年订单情况良好，但其成品库存自从5月起出现大幅累库，后续开工积极性或受打压。

图表 24：SMM 镀锌企业周度开工率



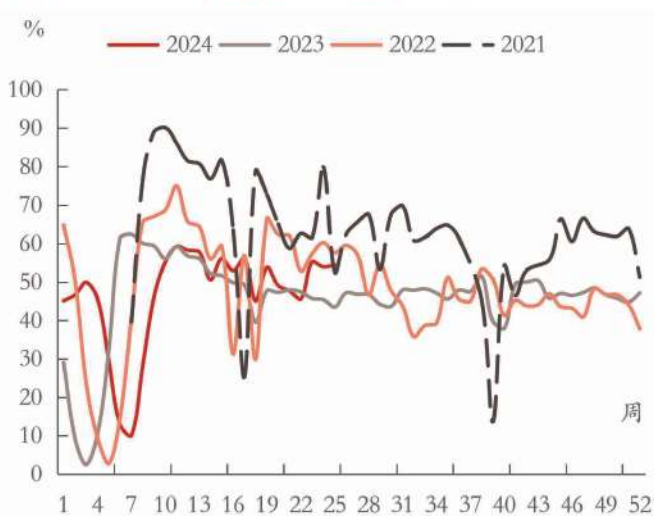
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 25：SMM 氧化锌企业周度开工率



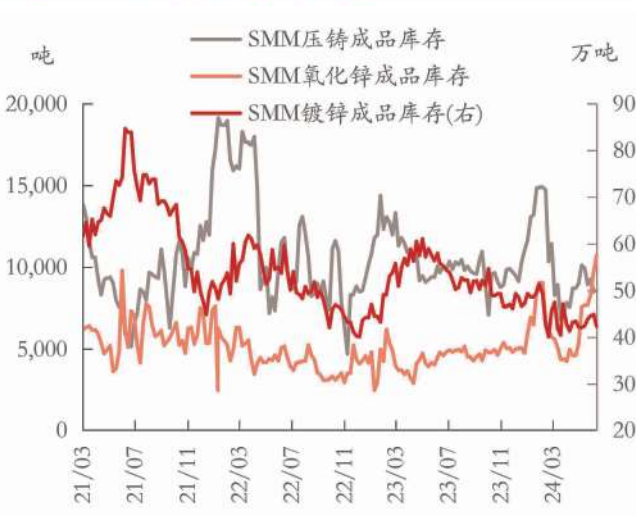
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 26：SMM 锌合金企业周度开工率



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

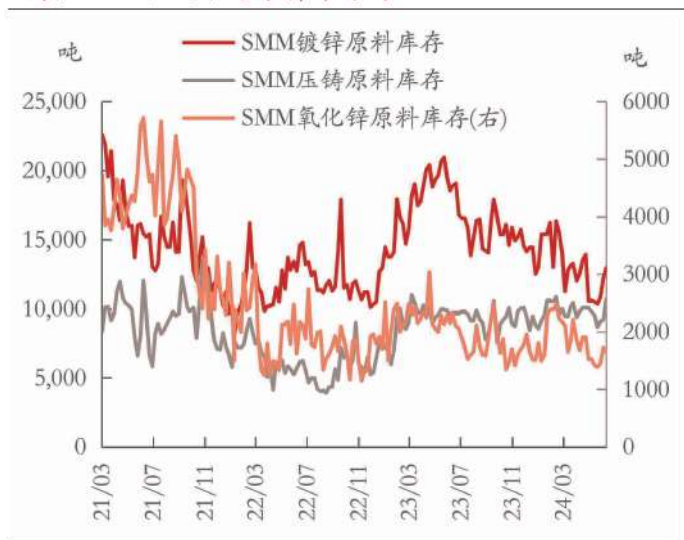
图表 27：初端下游成品库存情况



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

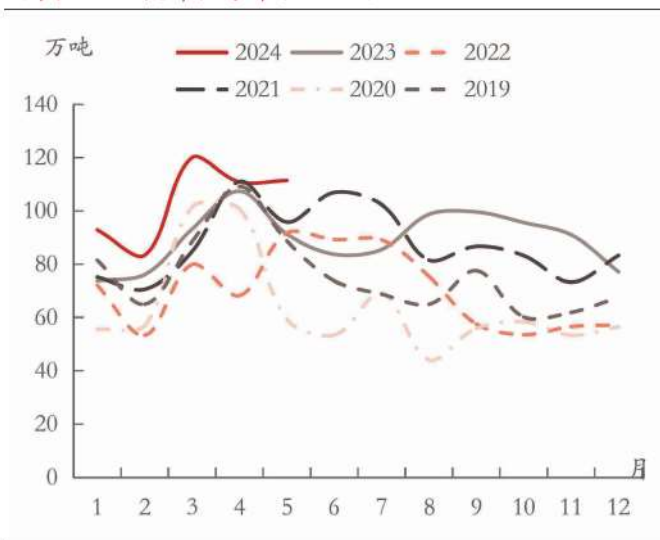
展望后市，镀锌企业普遍存有下半年订单边际转好的预期，同时依旧在期待专项债和万亿国债带来的项目增量，下半年开工或环比有所增加；锌合金难以改变供过于求的产业链格局，旺季下需求可能有边际回升，但微观角度预期订单增量有限，下半年或依旧维持偏弱运行；氧化锌下游主要集中在陶瓷和汽车轮胎上，上半年地产需求下滑和汽车订单强劲相互对冲，下半年地产端难有起色，而汽车订单边际增速下滑，叠加成品出现累库，三季度氧化锌开工可能边际趋弱。

图表 28：初端下游原料库存情况



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 29：镀锌板季节性出口量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

### 3.2、3Q 基建需求有望显性转强，地产拖累或将延续

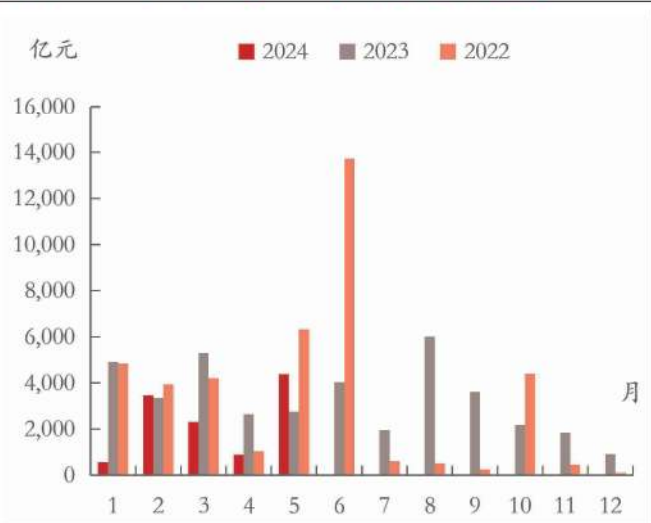
上半年专项债与基建运行情况：专项债发行不及预期，下游订单偏弱，实物开工不佳。结合数据与调研情况来看，下半年基建侧有转好预期，但地产侧依旧会成为主要拖累。1~5月基建增速同比增长5.7%，同比下降1.8个百分点，二季度增速边际放缓。资金端来看，1~5月份专项债发行不及预期，4月实际发行量不及计划发行量的40%，5月虽然发行提速，但依然不及计划发行量（89.1%）。截至6月23日，今年累计发行新增专项债1.33万亿元，全年累计发行进度仅达33.8%，尽管5月以后专项债发行显著提速，但全年发行进度依旧偏慢，剩余额度仍有2.57亿元，年内资金使用压力依然较大。

结合中观和调研情况来看，2024年一季度重点企业基建类的新签合同项目金额总计为2.09万亿元，同比增加5.1%，增速环比明显回落，但仍然保持正增长。但也需注意，样本企业多为大型央国企，根据我们此前调研，国企订单依旧较好，原因一是有地方项目支持，二是资金情况较好，能够以规模效应抢占市场份额；中小型企业订单情况普遍较差，许多小厂上半年订单甚至同比减幅达到70%~80%，据了解，一方面是因为上半年专项债发行偏慢带来的项目落地速度较慢，另一方面是订单本就不多的情况下还需面临更加激烈的市场竞争。实物生产角度，上半年交运、管网侧相关制成品生产低位运行，



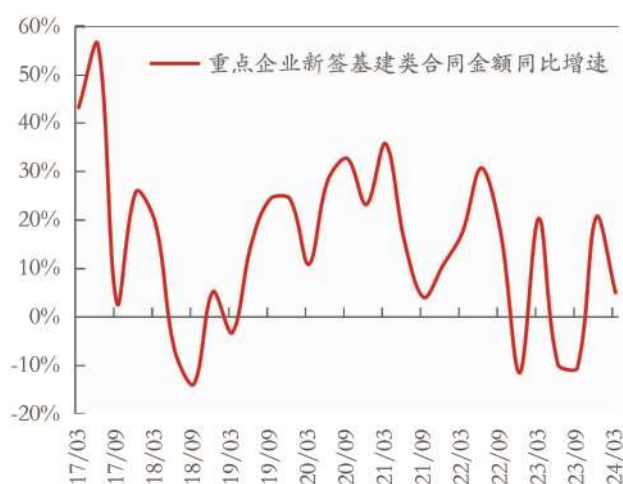
步入淡季后,石油沥青和PE管材开工率更是创下过去五年新低。开工偏弱的现象在5~6月尤为突出,这段时间内,大范围强降水、环保督察、假期因素、中高考、原材料价格波动等因素对开工有较强影响。短期内,强降水是最为关键的因素,梅雨季开始后,我们观测到长江流域以南地区的开工普遍下降,华东地区尤为突出,因而弱开工或还将持续一段时间。

图表 30: 近三年新增地方专项债规模 (月度)



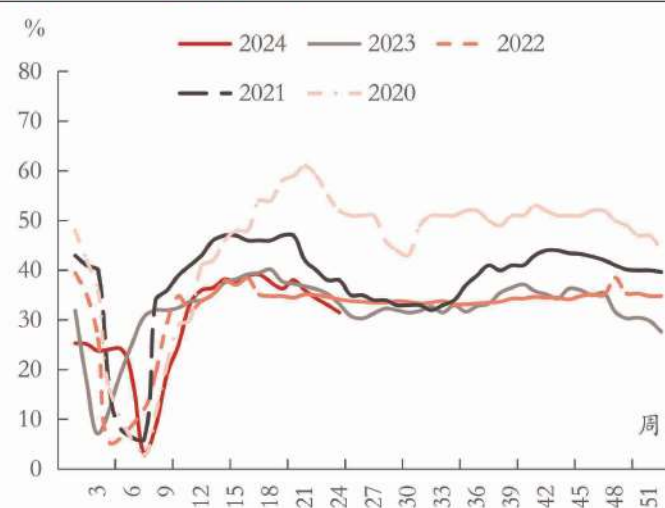
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 31: 重点企业基建类新签合同额同比增速



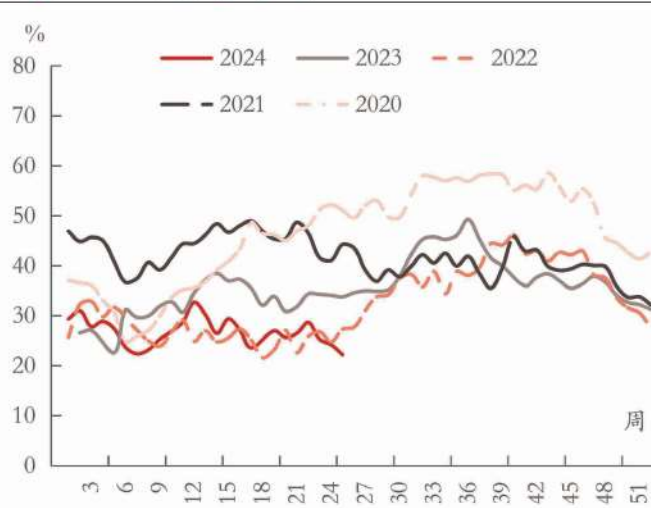
资料来源: 各公司公告, 东证衍生品研究院 (样本包括中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国中冶、中国交建、中国电建)

图表 32: PE 管材开工率



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 33: 石油沥青开工率



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

下半年专项债与基建运行展望：8、9月专项债发行迎来高峰期，水利、交运订单有望边际转强，实物开工有望在9月前后出现回升。后续来看，截至6月24日，已有27个省市地区陆续发布三季度地方债发行计划。分月份来看，7、8、9月份分别计划发行新增专项债2661、6844、5787亿元，计划发行额度已超二季度，8月和9月发行量可能为年内高峰。从结构来看，部分此前发行偏慢或计划发行额度较低的省份也开始发力；从发行量来看，与我们在热点报告中的预期一致，三季度将是今年专项债发行的高峰期；后续发行来看，从全年发行计划额度推算，四季度发行额度可能在1万亿左右，由于后续发债依然有一定压力，不排除三季度会出现超发情况。

结构上，电力将维持强劲开工，交运和水利侧订单有边际转强可能。上半年固定资产投资维持了电力高增，交运维稳而水利偏弱的格局，实物开工亦是如此。后续来看，6月国网季节性招标基本落地，铁塔项目已基本落地开工，指定特高压项目持续落实，有望提振下半年镀锌和结构件用量；下游企业对交运侧订单转好预期仍存，但仅处于边际修复的程度，后续仍需观察专项债资金落地至项目的进度；水利侧开工边际改善的预期仍然存在，主要是有超85%的增发国债水利项目已经开工实施，部分地区提出水利项目会在6月底前全部开工。然而，当前天气因素可能会影响项目开工进度，强降水或将持续到7月首周，在此之前，下游开工转好的可能性较低。

时间上，需求显性回升时点或在9月前后，社库加速去化时点或比之更早。从专项债发行到工厂开工具有一定时滞性，据调研和市场了解，这种时滞期平均在2个半月至3个月左右。专项债发行从5月下半月开始发行提速，考虑到今年专项债资金落地速度不及预期，需求显性回升的节点可能会在9月前后。同时，考虑到冶炼端后续进一步紧缩的可能性较大，社库加速去化的时点可能前于9月份。

图表 34：3Q 专项债计划发行量（截至 6 月 26 日）

单位：亿元	7 月	8 月	9 月	合计
广东		763	763	1526
四川	400	450	600	1450
浙江	200	500	500	1200
江苏		345	800	1145
湖南	150	400	463	1013
新疆	50	800	100	950
江西	70	400	337	807
山东	250	250	250	750
重庆		409	300	709
其他	1542	2527	1674	5743
总计	2661	6844	5787	15293

资料来源：中国债券信息网，东证衍生品研究院

图表 35：基建及三大分项累计同比增速

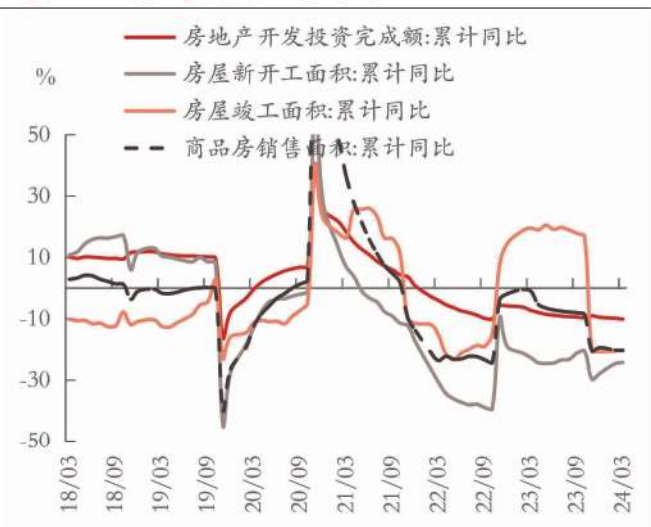


资料来源：Wind，东证衍生品研究院



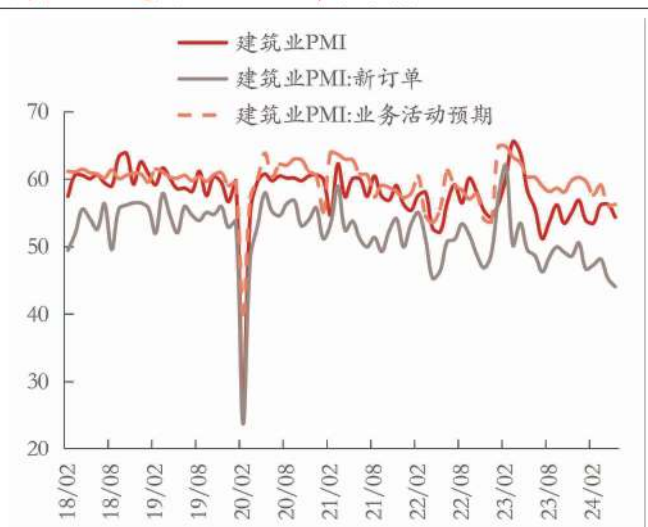
地产方面，锌用于施工和竣工端较多，今年1~5月房屋竣工面积累计22245万平方米，累计同比下降20.1%，同时建筑业新订单PMI继续处于收缩区间，有边际趋弱迹象。地产在后周期走弱的过程中，房企现金流受到持续挑战，即便上半年地产政策加码，但政策效力多落实于需求端，且供需两侧实际数据并未出现明显好转，楼市去库存速度依然偏慢。从实物工作量来看，螺纹钢需求累计同比下滑超20个百分点，水泥出货同样位于历史低位；趋势上，地产端的边际走弱可能还未完结。往后看，由于现金流的掣肘，竣工端仍将面临有存量但难去化的困境，下半年地产仍然是锌下游最主要的拖累。

图表 36：房地产分板块累计同比



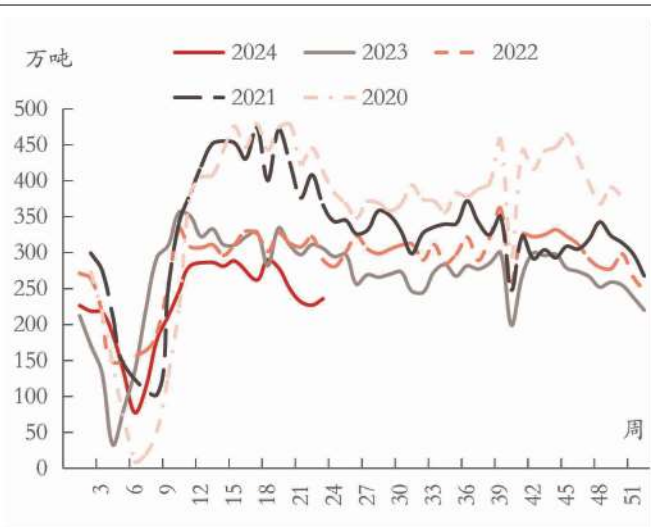
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 37：建筑业 PMI 及部分分项



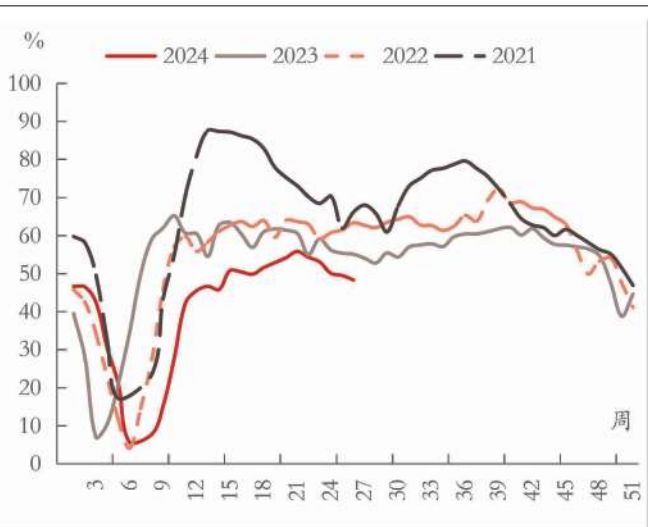
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 38：螺纹钢表观需求量



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 39：水泥出货率



资料来源：数字水泥，东证衍生品研究院

### 3.3、耐用消费品增速或回落，但下半年仍有支撑

耐用消费品方面，上半年家电和汽车排产表现强劲，主要是由于去年低基数效应，以及部分企业将预期建立在“以旧换新”和“消费促进年”等政策指引上，使上半年排产提前或有意增产，同时车市价格战多次打响，降价促销同样前置了今年的部分购车需求。

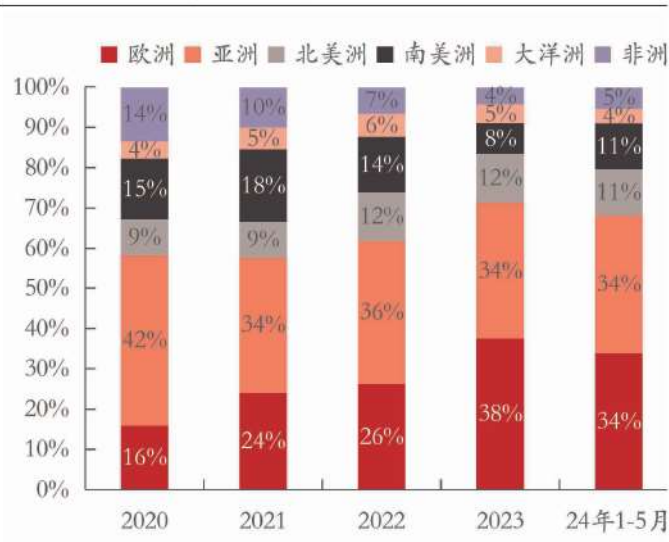
汽车方面，根据中汽协，2024年1~5月，汽车产量总计为1138.4万辆，同比增加6.5%，受益于国内政策发力和车市价格战，产销均实现稳增长；其中，汽车实现出口245万台，同比增长26%，汽车出口占产量约21.5%。从目的地来看，1~5月整车出口总量前五的国家分别是俄罗斯、墨西哥、巴西、比利时和阿联酋，合计占出口总数的约39%。目前欧洲在中国汽车出口量目前占比为34%左右，但今年欧美市场份额有所下降，而中亚、俄罗斯、巴西、墨西哥、东南亚国家以及非欧盟的欧洲国家表现走强。

图表 40：乘用车产销同比增速



资料来源：中汽协，东证衍生品研究院

图表 41：2020 年~2024 年 5 月国内汽车累计出口占比



资料来源：产业在线，东证衍生品研究院

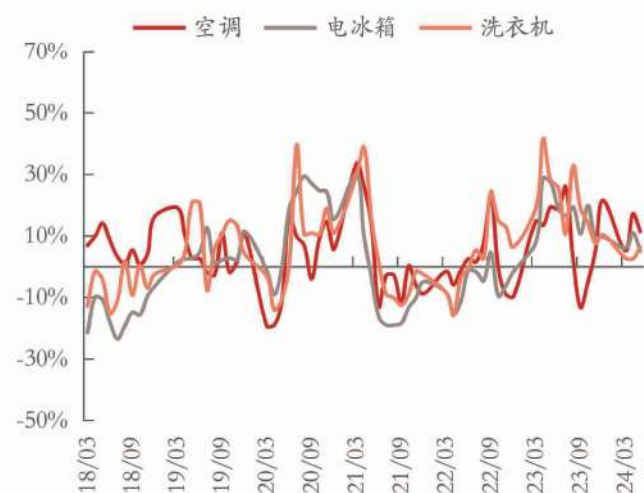
家电方面，1~5月三大白总产量1.46亿台，累计同比增加8.9%，上半年产量同比增速基本在10个百分点以上，但近期产量增速有所放缓。从排产情况来看，三大白6月份的排产依旧能够取得较高增速，但步入7月后均显著下滑，很可能是由于上半年排产前置所致。从季节性来看，家电生产往往上半年就面临高点，下半年绝对产量大概率会走低。出口方面，1~5月家电累计出口17.38亿台，同比增长24.6%，增速显著提升，出口量创下新高。分地区来看，1~5月家电出口增量主要在一带一路沿线市场，中东、拉美和非洲市场增长明显，欧洲地区有所回暖，北美地区表现疲软。

总体来看，上半年内需表现稳健，外需方面，耐用消费品出口的增量来源迁移至中东、拉美和东南亚等地区。对于下半年来说，排产前置和增产可能确实对后续开工有影响，同时部分家电的库存累增，后续需要给予库存一定的消化时间。然而，虽然下半年增速可能环比上半年有所回落，但降幅或不会很大。海外方面，国内家电和汽车出口依旧具有产品优势，同时考虑到今年气候从厄尔尼诺急转拉尼娜，冬季可能会比预期更冷，海



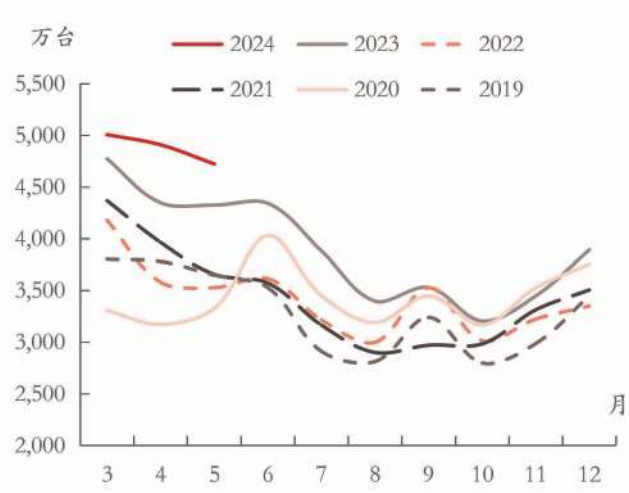
外需求增量或仍有持续性；此外，欧美地区此前表现疲软，后续有望逐渐开启补库周期，这点会在下文会更详细地分析。国内方面，目前以旧换新政策主要作用在需求端，后续排产的增加仍需要需求侧的正反馈来实现，同时若经济环境持续走弱，不排除加大政策施行力度的可能性。综上，我们认为对耐用消费品侧的需求不必过于悲观，下半年增速或将略有放缓。

图表 42：白色家电产销同比增速



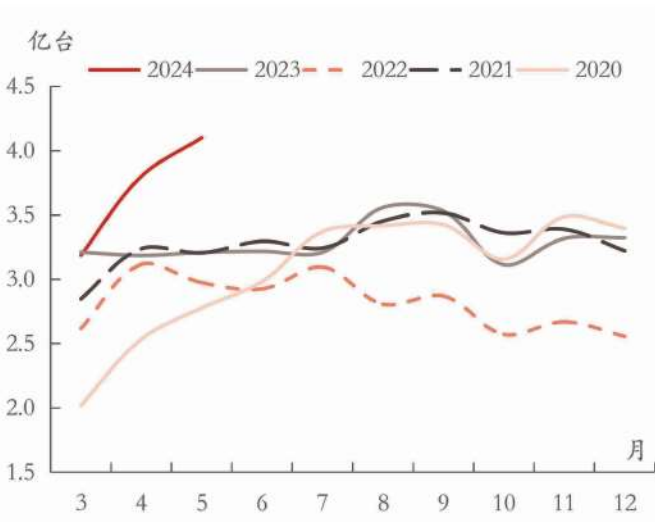
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 43：三大白季节性总产量



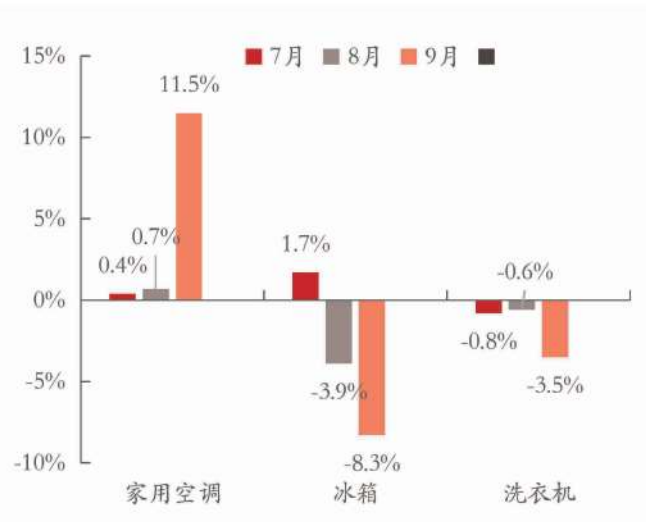
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 44：家电季节性出口数量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 45：7~9 月家电排产当月同比增速



资料来源：产业在线，东证衍生品研究院

**图表 46：2024 年 1~5 月家电出口地区及同比增速**

	1Q24(亿美元)	同比23/22	同比24/23
美国	52.0	-20.1%	0.1%
日本	18.0	-6.6%	-1.1%
俄罗斯	11.4	36.9%	-0.5%
德国	10.0	-22.7%	7.7%
墨西哥	9.5	4.7%	33.1%
泰国	9.1	-2.8%	26.6%
韩国	8.9	-5.0%	14.9%
英国	8.3	14.6%	-1.3%
意大利	7.3	-9.8%	-1.7%
法国	7.3	-11.9%	20.2%
马来西亚	7.3	15.5%	28.7%
阿联酋	7.1	14.5%	15.5%
巴西	6.8	8.1%	65.0%
西班牙	6.8	8.0%	10.7%
澳大利亚	6.6	-8.9%	13.2%
越南	6.3	-13.1%	36.7%
伊拉克	6.2	26.0%	32.8%
荷兰	6.1	-15.1%	16.3%
印度	5.6	8.8%	-4.0%
土耳其	5.5	43.3%	15.1%

资料来源：中国机电商会，东证衍生品研究院

### 3.5、海外需求：补库力度或较弱，抢进口预期渐增

海外需求方面，今年上半年欧美制造业 PMI 延续修复态势，转好大方向未变，下半年需重点关注海内外的补库周期，若补库周期开启，则有望在半年度级别上提振下游需求。美国第九轮被动去库开始于去年 7 月左右，数据上实际销售同比回升，而库存同比开始下降；今年 1~3 月，美国实际库存同比从 1%回升至 1.3%左右，数据表明美国有望开启新一轮的补库周期。然而，本轮美国补库的节奏和幅度有较大的不确定性。

从部分领先指标来看，美国年内补库力度或许较弱：1) 虽然库存已处于相对低位，但库销比并未出现明显回落；2) 目前美国的中小企业主观认为目前库存偏高，同时补库意愿较弱，可见当前需求端的拉动仍然偏弱。3) 本轮库存周期的轮换将主要由货币政策驱动，而目前美联储降息预期已被拉至年底，仅一次且幅度仅有 25bp，基于高利率的持续压制，年内可能难以见到企业主观信心的恢复。

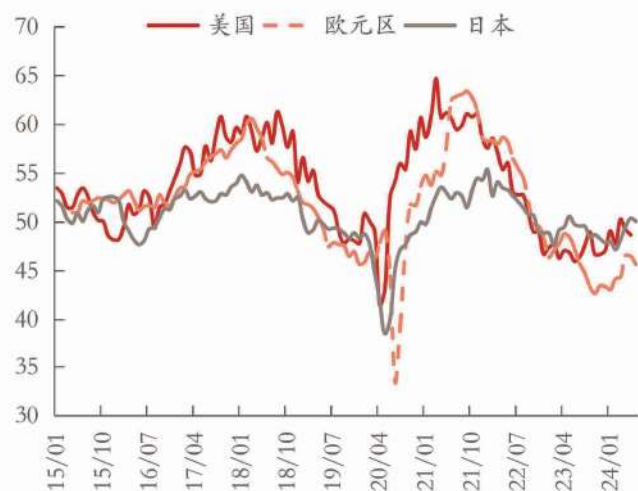
不确定性因素依然较多，尤其关注美国大选扰动：1) 美国大选对关税的预期扰动。特朗普在上半年声称，若其上台将对华所有产品加征超过 60%的关税，远超此前贸易战时 25%的关税；拜登在今年 5 月同样对华加征电动汽车、锂电池、光伏电池、关键矿产等产品的关税，且提升幅度多超 25%。目前看来，大选面临的关键议题是经济问题，而加关税是两党博取选民票数的有力手段，而无论谁当选总统，现有关税政策都将变得更加激进。由于市场十分担忧两党将竞相提高关税水平，难以忽视需求前置或争抢进口的可



能性。2) 厄尔尼诺急转拉尼娜。拉尼娜事件在四季度发生的概率较大，从而导致美洲地区变得寒冷干燥，而东南亚地区的降水将会异常偏多，气候变化的预期也会在一定程度上提振下游产品的进口预期。

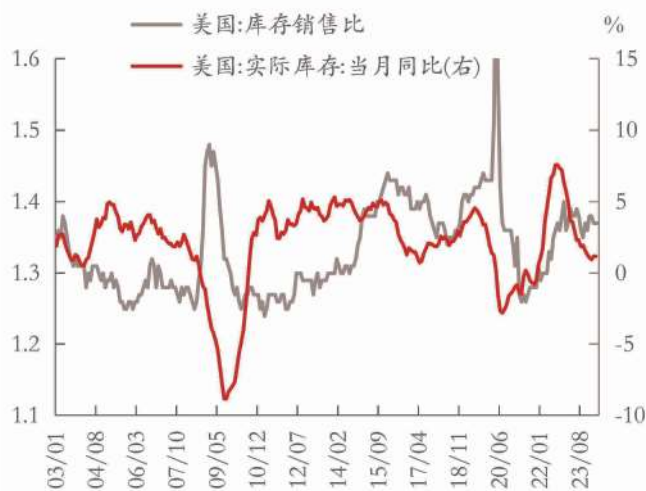
中国补库周期预期曲折。国内 PPI 同比领先于库存指标 3 个月左右，但目前 PPI 还未出现明显好转，成本端驱动尚未明确。此外，在产业结构转变的大背景下，建筑相关的产业链联动效应可能会比往期更加曲折，而新型产业，如新能源、计算机等行业与其他产业联动效应不强，因而中国本轮补库周期的强度或比往期更弱。除中美预期补库带来的需求恢复以外，中东、南美等地有望在下半年继续提供出口增量。逻辑上，拐点依然在于美国降息来带动需求好转，补库才有望打开空间。

图表 47：美欧日制造业 PMI



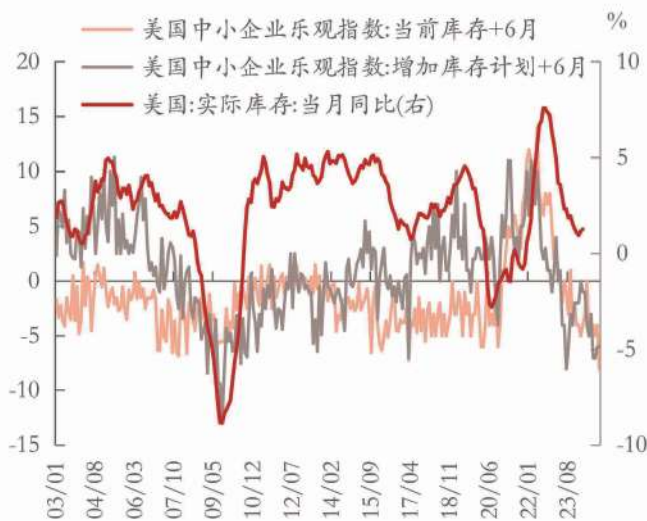
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 48：美国实际库存增速与库销比



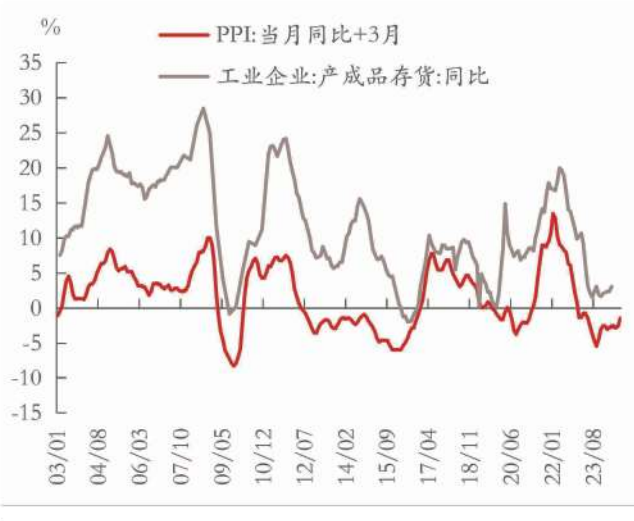
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 49：美国中小企业当前补库意愿较弱



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 50：国内补库周期有望开启

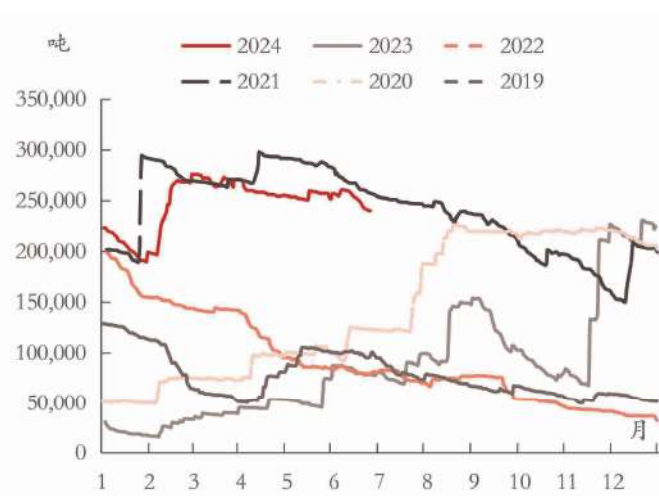


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

#### 4、库存端

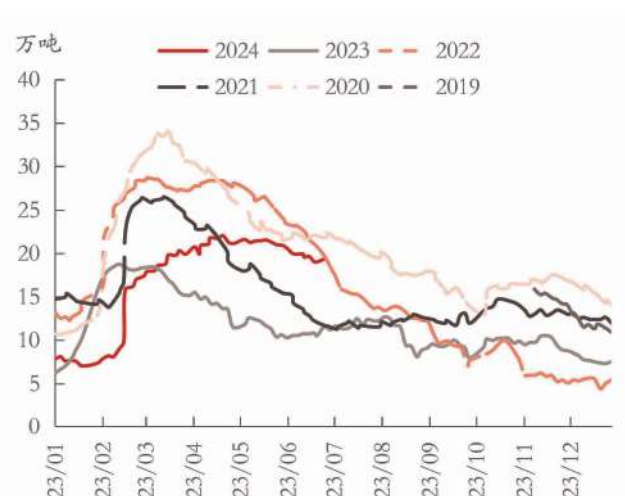
库存方面，LME 库存持续高位去化，从绝对量来看，海外库存依旧较高，去库斜率偏低，需求未见明显好转。国内方面，上半年国内需求萎靡不振，下游开工普遍偏弱，社库在4~5月经历了逆季节性累库，6月因铁塔订单逐步落地，下游镀锌开工回升而拐点初现，但后续仍受项目落地较慢、订单未明显转好、天气因素扰动、假期等因素扰动，近期社库又开始维持高位震荡。

图表 51: LME 锌库存



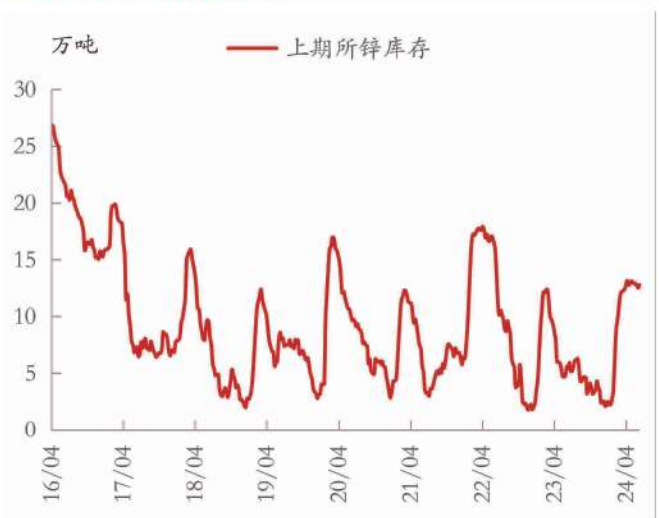
资料来源：LME，东证衍生品研究院

图表 52: SMM 国内七地锌锭库存



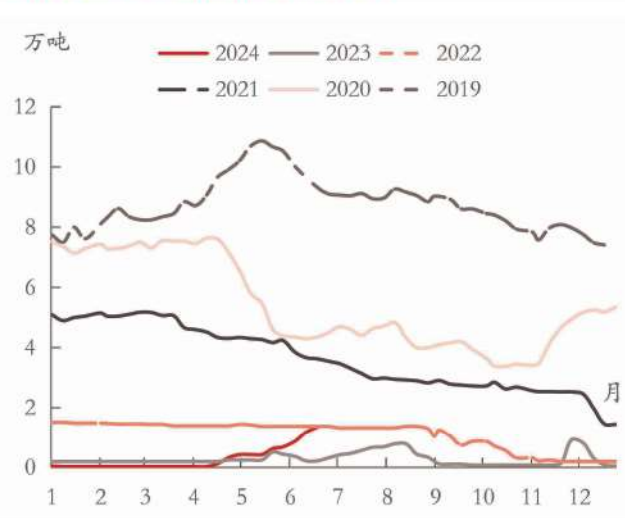
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 53: 上期所锌库存



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 54: SMM 保税区锌锭库存



资料来源：SMM，东证衍生品研究院



需要注意的是，上半年上期所库存持续上升，锌价上涨后交仓行为持续发生，分担了部分社库压力。进口方面，虽然锌锭持续流入，但港口库存逐渐走低，推测多数锌锭直接拉往厂库，进口锌锭以长协为主。产业链方面，炼厂库存持续下降，订单不佳下厂商维持较低累库意愿。

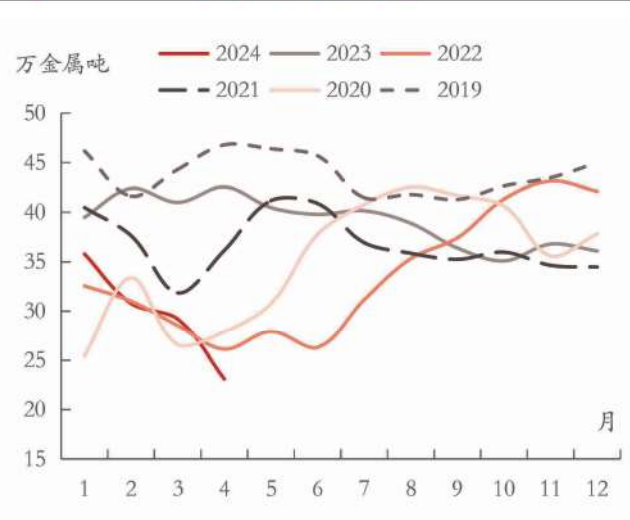
后续库存的演绎需锚定需求，即新增项目落地和动工的时点。天气扰动角度，梅雨季后下游开工或逐渐企稳，此前铁塔侧落地的订单以及集中动工的项目能够继续生产；专项债角度，资金落地项目开工需要3个月左右，因而需求显性回升时点或在9月前后，考虑到后续炼厂减产预期，社库加速去化的时点或许会更早，可能被前移至8月甚至7月，当社库加速下降后，锌价的上涨空间才会逐渐打开。

图表 55：锌矿港口库存



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 56：SMM 锌冶炼厂原料库存



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

## 5、投资建议

基本上，下半年或是供应趋紧，而需求转强的演绎。供应方面，三季度将延续矿紧格局，四季度复产计划与扰动预期共存，矿端可能边际趋松；炼厂将持续面临TC的磨底压力，原料紧缺和持续亏损下，冶炼减产大势所趋。需求方面不必过于悲观，宏观上三、四季度专项债资金有望落地新增项目，中观上水利和交运侧开工有望走强，微观上企业下半年订单转好预期具在，出口方面仍有提振预期，叠加美国补库周期的开启，海内外库存压力或将得到缓解，锌价的上涨空间有望打开。

交易层面，上半年预期交易显著，资金行为增多，切勿忽视预期交易前置的风险。上半年沪锌上涨初期，基本面矛盾尚未如现在这般清晰，而沪锌走势主要跟随外盘和有色整体，伦锌带动沪锌上行，过程中基金经理净多头持仓持续升高。锌价回调过程中，下部筹码不断平仓，资金行为主导价格，而这些资金具有一定交易预期的特征。绝对价格上，矿紧是锌价的刚性支撑。矿紧格局短期内难以改善，后续进口TC可能会跌至负值，并

持续磨底，对锌价形成强支撑，因而震荡企稳的过程中，沪锌深跌的可能性较低。下半年也需关注预期交易前置的风险，在偏多思路下，我们更推荐在预期价格支撑附近寻找左侧试多机会。

风险方面，供应端风险主要集中在矿端。海外方面，一季度海外矿端减量几乎都来自海外的中小矿山，这部分矿山运行情况难以清晰获取，在锌价中枢持续上移下，这部分矿山的增复产预期是下半年矿端的不确定因素。国内方面，需关注三季度火烧云矿的出矿进度。需求不及预期的风险同样值得关注。海外方面，美国年内的补库强度或许比预期更弱，降息预期仍在博弈中，此外还有美国大选和地缘政治等扰动，宏观侧的隐忧依然存在。国内方面，由于上半年专项债落地速度较慢，且带来的项目实际增量有限，下游担心下半年项目的落地速度，以及基建需求是否能够支撑其他分项的拖累和放缓。

策略方面，单边角度，建议关注在价格支撑附近轻仓试多机会，后期可逐步加仓，或是关注等待锌价震荡企稳后的低多机会；套利角度，月差方面目前机会不多，但下半年需求修复叠加后续矿端有增量预期，建议关注远月跨期正套机会；内外方面，需求回升预期下，国内亟需打开进口窗口，建议关注低位内外反套机会。

图表 57：锌精矿年度供需平衡表

单位：万金属吨		2024F	2023	2022	2021	2020	2019	2018
中国	产量	380	377	371	375	340	392	416
	进口量	185	212	186	164	172	143	134
	需求量	583	569	524	542	572	560	535
	平衡	-18	20	33	-3	-60	-25	15
海外	产量	860	854	855	903	901	906	871
	需求量	685	683	694	735	682	697	710
	平衡	-10	-41	-25	4	47	66	27
全球	产量	1239	1,230	1,225	1,278	1,241	1,297	1,287
	需求量	1268	1,252	1,218	1,277	1,254	1,257	1,245
	平衡	-29	-22	7	1	-13	40	42
全球产量同比		0.7%	0.4%	-4.1%	3.0%	-4.4%	0.8%	-5.4%
中国产量同比		0.8%	1.6%	-1.1%	10.3%	-13.3%	-5.9%	-18.4%
海外产量同比		0.7%	-0.1%	-5.4%	0.2%	-0.5%	4.0%	2.8%
全球需求同比		1.3%	2.8%	-4.6%	1.8%	-0.2%	1.0%	-3.7%
中国需求同比		2.5%	8.6%	-3.3%	-5.2%	2.1%	4.7%	-9.1%
海外需求同比		0.3%	-1.6%	-5.6%	7.8%	-2.2%	-1.8%	0.9%

资料来源：ILZSG，SMM，国家统计局，安泰科，东证衍生品研究院



图表 58：精炼锌年度供需平衡表

单位：万吨		2024F	2023	2022	2021	2020	2019	2018
中国	产量	659	662	628	650	632	622	567
	进口量	45	37	0	43	51	54	69
	需求量	702	692	652	685	675	663	645
	平衡	2	7	-24	8	8	13	-9
海外	产量	733	727	714	746	738	730	759
	需求量	684	673	709	704	659	709	727
	平衡	4	17	5	-1	28	-34	-37
全球	产量	1392	1,389	1,342	1,396	1,370	1,351	1,326
	需求量	1386	1,365	1,361	1,389	1,334	1,372	1,372
	平衡	6	24	-19	7	36	-21	-46
全球产量同比		0.2%	3.5%	-3.9%	1.9%	1.4%	1.9%	-3.3%
中国产量同比		-0.5%	5.4%	-3.4%	2.8%	1.6%	9.7%	-8.0%
海外产量同比		0.8%	1.8%	-4.3%	1.1%	1.2%	-3.9%	0.6%
全球需求同比		1.5%	0.3%	-2.0%	4.1%	-2.8%	0.1%	-3.3%
中国需求同比		1.5%	6.1%	-4.8%	1.5%	1.8%	2.8%	-6.7%
海外需求同比		1.6%	-5.1%	0.7%	6.8%	-7.0%	-2.4%	-0.1%

资料来源：ILZSG，SMM，国家统计局，安泰科，东证衍生品研究院

## 6、风险提示

宏观因素扰动，需求不及预期，专项债落地偏慢，进口超预期。

**期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）**

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

**上海东证期货有限公司**

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。



## 免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)