

热点报告—锌

锌：跌势汹汹，如何应对？

走势评级：

锌：震荡

报告日期：

2024 年 9 月 5 日

★事件概述

9 月 5 日，沪锌大幅下跌，沪锌主连午后收盘 22695 元/吨，跌 725 元/吨，跌幅 3.71%。我们认为锌价大跌是消息面刺激、基本面矛盾预期弱化、宏观预期打压、资金离场等多重因素共振所致。

★下跌的原因与具体事件分析

基本面上，海外大矿复产压制淡化年内矿紧逻辑，削弱中期供应矛盾；《市政基础设施资产管理办法（试行）》印发，压制国内基建侧需求起色预期；巴西启动对镀锌板卷反倾销调查，镀锌出口的明显增量可能受阻，出口需求预期同样受到冲击。

宏观面上，韩国央行基本未对第二季度数据进行修正，证实了该国经济陷入萎缩，由于韩美经济联系紧密，衰退预期再度点火，LME 金属价格反应较强。即将到来的美国就业数据令市场避险情绪升温，部分资金离场观望。

资金面上，由于前期锌在有色中走出了一波独立行情，吸引部分外部投机资金参与，在市场产生明显利空消息的同时，投机资金的离场意愿较强，加上之前锌在有色中表现较强，今日的下跌也会存在一定的补跌效应。

★投资建议

锌远期供应趋松预期渐强，需求侧尚无起色，虽然专项债发行提速，但目前下游新增订单极为有限；下游补库后接货能力相对有限，叠加进口流入预期较强，远期结构性矛盾已有缓解迹象；短期宏观以偏空影响为主，叠加资金流出效应，锌短期空头趋势已经确立。中期角度，宏观长期走向尚未完全清晰，且国内仍有政策落地预期，基本面矛盾难在年内出现实际改善，中期锌价仍暂以偏多思路对待。

策略角度，短期建议尝试逢高试空，中期等待回调布局机会；套利角度，月差驱动暂不明显，内外方面，后市锌锭偏紧预期仍存，比价打开尚不完全，建议关注内外反套机会

★风险提示

进口超预期，专项债落地慢，矿端复产超预期，宏观因素影响。

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：Z0024605

Tel: 63325888-3904

Email: weidong.sun@orientfutures.com

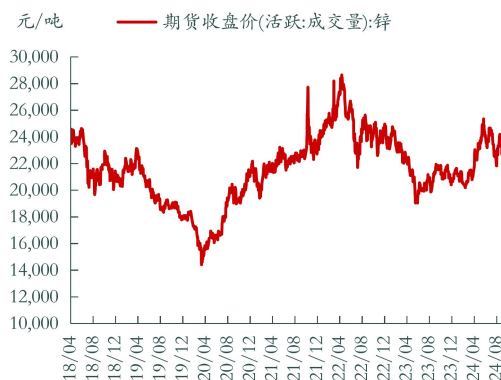
联系人：

魏林峻 有色金属分析师

从业资格号：F03111542

Email: linjun.wei@orientfutures.com

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
《矿紧预期落地，减产空间无多》	2024/05/23
《镀锌需求疲软，转好预期尚存》	2024/06/11
《“锌”到水穷处，坐看云起时》	2024/06/28
《冶炼减产下修，等待回调布局》	2024/07/08

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。

1、下跌原因分析和价格展望

9月5日，沪锌大幅下跌，主连午后收盘22695元/吨，跌725元/吨，跌幅3.71%，盘中领跌传统有色。我们认为今日锌价的大跌是消息面刺激、基本面矛盾预期弱化、宏观预期打压、资金离场等多重因素共振所致。

基本面上，海外大矿复产淡化年内矿紧逻辑，削弱中期供应矛盾；《市政基础设施资产管理方法（试行）》印发，打压国内基建侧需求起色预期，锌价短期跟随黑色；巴西启动对镀锌板卷反倾销调查，镀锌出口的明显增量可能受阻，出口需求预期同样受到冲击。

宏观面上，韩国央行基本未对第二季度数据进行修正，证实了该国经济陷入萎缩，由于韩美经济联系紧密，衰退预期再度点火，LME金属价格于早上11点产生反应。此外，即将到来的美国重磅就业数据令市场避险情绪再度升温，市场对交易逻辑举棋不定，部分资金离场观望。

对于即将到来的美国就业数据，我们保有偏悲观的态度，即无论非农是否超预期，市场都可能给出偏空的逻辑主线。若非农超预期，则大幅降息预期受打压，同时美国经济下行趋势在降息前难以发生实质性扭转，短期经济数据的变好终究是昙花一现；若非农低于预期，虽然能在一定程度上提振降息预期，但进一步增加美国经济硬着陆可能，市场将继续回归衰退交易。或许非农只有在略微偏弱的情况下，才能发挥其有限的预期提振作用，但去博弈其实现可能性的风险收益率相对较低。

资金面上，由于前期锌在有色中走出了一波独立行情，吸引部分外部投机资金参与，在市场产生明显利空消息的同时，投机资金的离场意愿较强，加上之前锌在有色中表现较强，今日的下跌也会存在一定的补跌效应。

以下是对近期发生的扰动事件的详细分析和展望。

2、供应：大矿复产落地明显压制锌价

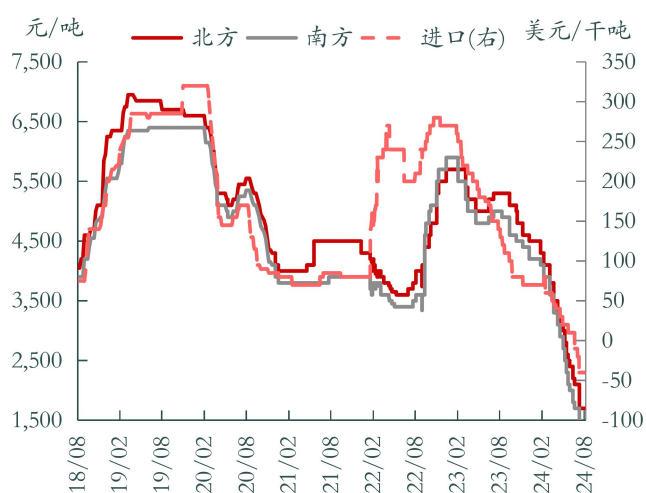
①俄罗斯 Ozeroye 矿启动复产

据外电，在去年因火灾和美国制裁造成的延误之后，俄罗斯的 Ozeroye 工厂于本周三启动了锌精矿生产。根据 OZ 的规划，锌精矿满产年加工多达 600 万吨的锌矿，年产量为 30~35 万金属吨，该工厂的精矿产量将位居世界第五，占海外锌矿供应的 3.5% 左右。

OZ 矿此前披露计划于今年三季度启动复产，但因火灾影响严重、美国制裁和设备受损等因素的影响，早前市场对今年 OZ 矿复产的预期不太乐观，普遍认为年内产出较为困难，因此该矿复产对市场来说是超预期的。从披露时点来说，锌价此前的上涨是计价了矿紧和冶炼减产预期所致，然而海外大矿的复产令市场焦点再度转向远端供应趋松，不仅是年内 OZ 矿对国内提供的矿石增量，还有对明年矿端大量复产的预期。

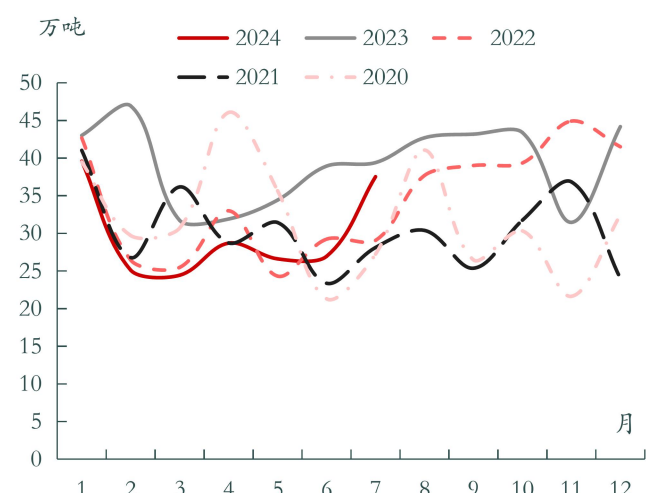
实际影响来看，考虑到复产时间，我们预计年内 OZ 矿产量或在 3~5 万金属吨左右，其中或有少量流入国内进行补充，但时点应会在年底前后，国内远月供应矛盾缓解预期渐强。加工费方面，我们依然不认为年内 TC 会出现明显反弹，OZ 矿加上其他年内复产矿的年内增量依然有限，在海外炼厂复产以及国内炼厂产能未完全释放的背景下，四季度 TC 持稳运行的可能性较大；另一方面，若国内炼厂后续减产不及预期，甚至不排除短期 TC 进一步下行的可能性。

图表 1：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 2：锌精矿季节性进口量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

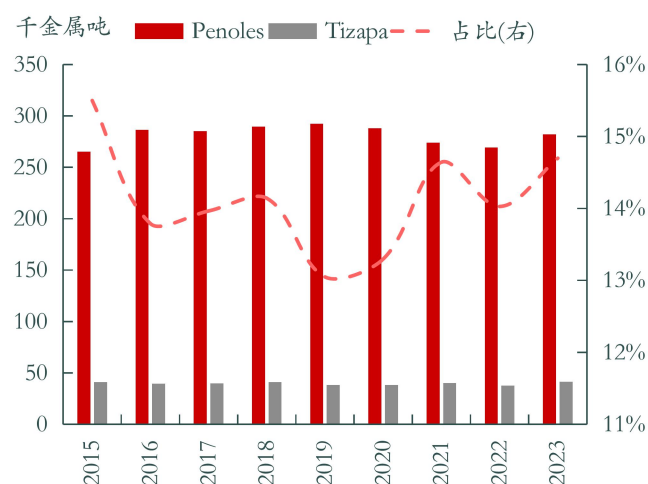
②Tizapa 因罢工无限期停产

据外电，Industrias Penoles 于 8 月 30 日宣布，由于全国矿业工会号召举行罢工，其位于墨西哥州的 Minera Tizapa 部门无限期停止运营。罢工的原因是矿业工会认为企业违反了 4 月份签署的集体劳动协议，但 Penoles 否认了违反情况，同时将遵守适当的法律和行政程序来解决冲突。

Tizapa 是生产锌、银、金、铅和铜的多金属矿，Penoles 拥有其 51% 的股权，年产矿石量约 98 万吨/年，已探明储量约 7 年，2024 年公司仍在持续勘探以延长其寿命。过去 9 年 Tizapa 的年锌精矿产量在 4 万金属吨左右，即每季度约 1 万金属吨，Penoles 集团锌精矿总年产量在 28 万金属吨左右，Tizapa 占比约 14%。

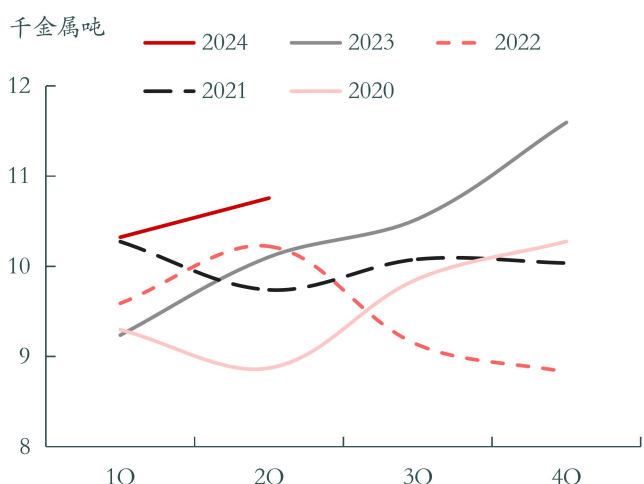
今年 3 月 4 日，Penoles 卷入侵害员工利益事件，4 月公司签署集体劳动协议，随后墨西哥当局表示劳务纠纷事件已经解决。上次事件从发生到结束用了 1 个月左右，考虑到墨西哥本国还在发生司法罢工，本次罢工期限可能更长，若年内罢工问题得不到解决，则预计影响锌精矿产出在 1.3 万金属吨左右，对海外矿紧格局影响不大，但近年来年底罢工事件扰动频发，后续还需关注南美等重点地区的罢工风险。

图表 3: Penoles 总计和 Tizapa 项目产量及占比



资料来源: Penoles, 东证衍生品研究院

图表 4: Tizapa 锌精矿季节性产量



资料来源: Penoles, 东证衍生品研究院

3、需求: 基建需求预期下修, 巴西镀锌板出口或受限

①《市政基础设施资产管理办法(试行)》印发

文件明确提到“严禁为没有收益或收益不足的市政基础设施资产违法违规举债, 不得增加隐性债务”。市政基础设施资产按照功能及特征, 分为交通设施、供排水设施、能源设施、环卫设施、园林绿化设施、综合类设施、信息通信设施、其他市政设施。

此前国内部分基建领域的效益不佳, 往往营收难以覆盖前期投入。根据中国城市轨道交通协会, 2019~2023 年各城市有轨电车的平均客运强度均低于国家发改委“初期客运强度不得低于 0.1 万人次/公里·日”的要求, 29 条有轨电车线路中, 仅有 8 条线路符合要求, 达标率仅为 27.6%; 而根据全国地铁公司的营收利润统计情况, 大部分地铁公司的净利润在刨除政府补贴后均为亏损。轨道交通客流量小、前期投资大、营收渠道单一等问题较为突出, 后续相关项目的落地或将严格受到效应考核。

影响方面, 文件意味着今后收益率难以覆盖债务本息的地方基建项目将普遍受限, 而更多的资金将能够落实到能够产生效益的基建项目上; 但另一方面, 对于下游高度和基建相关的锌来说, 由于后续基建项目将更加精挑细选, 叠加前期 12 个高风险债务省份全面暂缓基建项目等消息的影响, 明年再次推动大规模基建的可能性也将有所降低。

②巴西启动对镀锌板卷反倾销调查

9 月 2 日, 巴西对原产于中国的镀锌和镀铝锌板卷发起反倾销调查。涉及南共市税号 7210.30.10、7210.30.90、7210.49.10、7210.49.90、7210.61.00、7210.69.11、7210.69.19、7210.69.90、

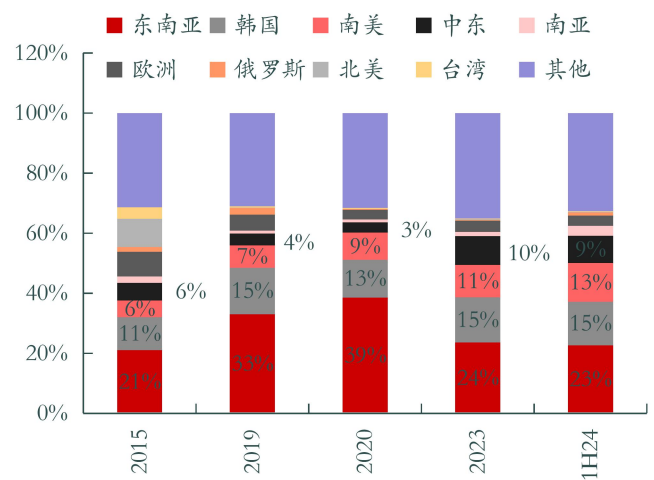
7212.20.10、7212.20.90、7212.30.00、7225.91.00、7225.92.00、7225.99.90 和 7226.99.00 项下的产品。我国锌初端下游产品中，以镀锌产品的出口比例位最高，2023 年这一比例达到 16.2%，同比 2022 年增加 3.4 个百分点。以我国典型的镀锌板出口为例（海关 HS 编码 72104990），南美地区的出口占比自从 2015 年起就开始持续提升，今年迎来爆发式增长，主要驱动来自巴西，相比 1H19 的 2.5%，1H24 巴西的出口占比已经达到 6.6%。作为镀锌板出口的主要增量国，巴西开启反倾销调查诚然会在一定程度上影响后续出口预期的兑现。一般来说，从开启反倾销调查到落地增加关税都需要半年以上的时间，但短期来说，依然会对国内镀锌出口预期产生偏空影响。

图表 5：国内锌初端下游产品出口占比估算

单位：万吨	年份	镀锌板	管棒结构件	锌合金	氧化锌
年产量	2022	4439	1754	47	34
	2023	4755	1867	47	38
月均产量	2022	370	146	4	3
	2023	396	156	4	3
年均出口量	2022	845		0.3	1.8
	2023	1074		0.2	1.5
出口占比		13.6%		0.7%	5.5%
		16.2%		0.4%	3.9%

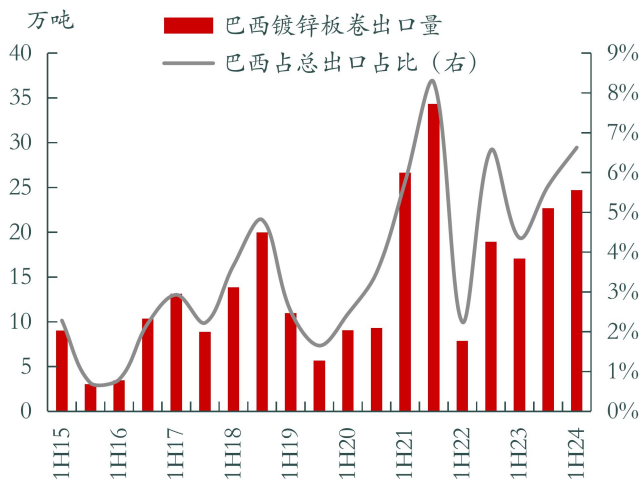
资料来源：Mysteel, SMM, 东证衍生品研究院

图表 6：重点年份镀锌板分地区出口量



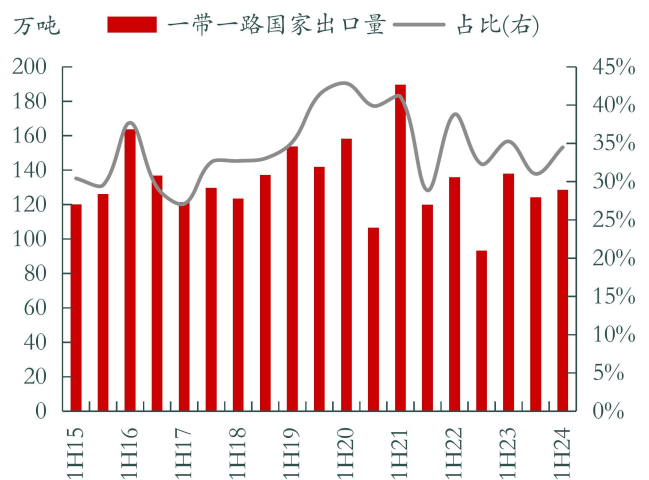
资料来源：海关总署, 东证衍生品研究院

图表 7：半年度巴西镀锌板出口量及其占总出口比例



资料来源：海关总署, 东证衍生品研究院

图表 8：一带一路国家镀锌板出口量及其占比



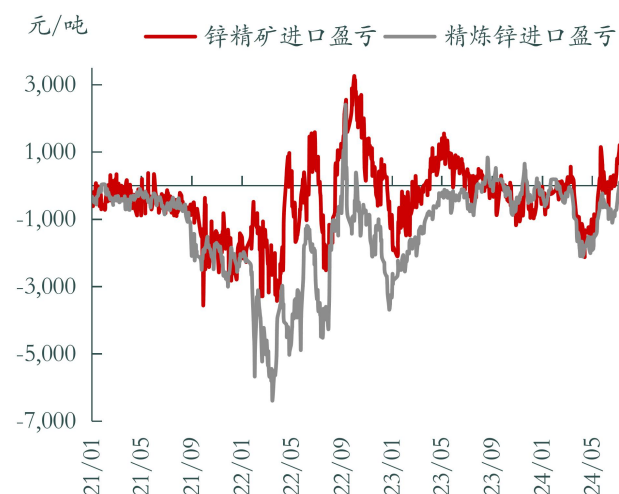
资料来源：海关总署, 东证衍生品研究院

4、投资建议

总体来看，锌远期供应趋松预期渐强，市场将更多的目光转向明年矿端的大量复产和投产；需求侧尚无起色，虽然专项债发行提速，但目前下游新增订单极为有限。社库在经历大幅去化后，下游已经经历一轮补库，后续接货能力相对有限，叠加进口流入预期较强，远期结构性矛盾已有缓解迹象。短期宏观以偏空影响为主，叠加资金流出效应，锌短期空头趋势已经确立，关注近日将陆续公布的美国就业和经济数据。中期角度，宏观长期走向尚未完全清晰，且国内仍有政策落地预期，基本面矛盾难在年内出现实际改善，中期锌价仍暂以偏多思路对待。

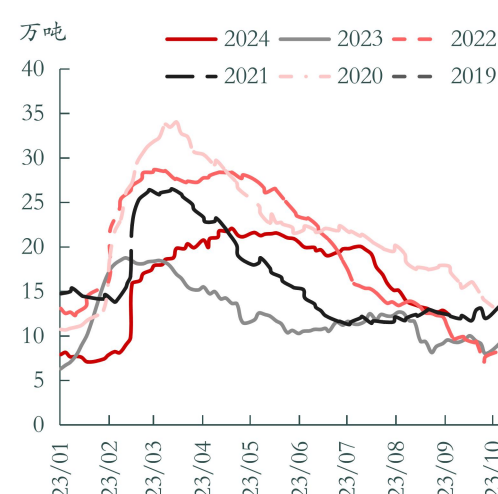
策略角度，短期建议尝试逢高试空，中期等待回调布局机会；套利角度，月差驱动暂不明显，内外方面，后市锌锭偏紧预期仍存，比价打开尚不完全，建议关注内外反套机会。

图表9：锌精矿和精炼锌进口盈亏



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表10：国内七地库存季节性变化



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

5、风险提示

矿松超预期，进口超预期，宏观冲击，需求不及预期。

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

Email：research@orientfutures.com