

冶炼减产下修，等待回调布局



走势评级：**锌：震荡**
 报告日期：**2024年7月8日**

★事件概述

7月8日，午后锌价震荡下行，跌幅1.24%。目前锌价可能来到阶段性拐点，如何理解此前锌价的演绎？锌的逻辑又发生了如何变化，后续又该重点关注哪些因素？

★冶炼检修预期大幅下修

SMM公布7月锌冶炼检修量为34586吨，同时下调了6月冶炼检修预期，这导致冶炼减产预期被大幅下修近4万吨，对锌价形成明显利空。基本上，供应收缩力度将不及预期，消费淡季下，7月或难以看到社库大幅去化。资金面上，此前资金看好锌的一大原因是锌的冶炼减产在有色商品中落地相对到位，但目前看来，冶炼偏紧导致社库去化的逻辑有所削弱。

★社库持续累增，需求疲软不堪

锌价上涨和消费淡季压制下游拿货，现货贴水持续扩大，社库累增斜率也比往期更高，短期内需求仍难有显著改善，叠加供应收缩不及预期，预计7月社库将维持高位震荡，即便再次出现拐点，短期内去库速度或依旧偏慢。往后看，年内基建侧资金落地速度预计较慢。8、9月专项债资金落地或要四季度中期，或将拖累锌的去库节奏。氧化锌和锌合金面临订单不足的窘境，镀锌开工或随水利和电力侧转好而有所回升，但消费偏弱格局依旧难改。

★投资建议

冶炼检修不及预期与社库持续累增，可能导致锌价在短期内走势偏弱，但TC将继续对锌价形成支撑，本轮回调不宜看的过深。中长期来看，冶炼检修大方向未变，但社库去库节奏或将变慢，7月锌价或以震荡为主，后续依然具备上涨空间。近期需关注海内外通胀数据和即将召开的中共中央委员会。近日交易所连续上调铅锌保证金和涨跌幅，需注意波动率放大和资金流出风险。策略方面，单边角度，锌价短期或面临回调风险，但中期供需趋紧逻辑不变，建议等待并关注回调买入机会；套利角度，需求回升与社库去化预期有所后置，建议关注近月反套机会。

★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。

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

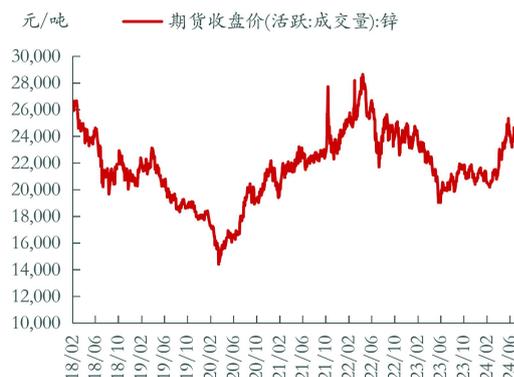
联系人：

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

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。本报告的信息均来自于公开资料，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、事件概述

7月8日，午后锌价震荡下行，终收24370元/吨，跌305元/吨，跌幅1.24%。沪锌在连续上涨后，横盘高位震荡已久，多头以冶炼大量检修为矛、空头以淡季需求疲软为盾展开博弈。目前锌价可能来到阶段性拐点，如何理解此前锌价的演绎？锌的逻辑又发生了如何变化，后续又该重点关注哪些因素？

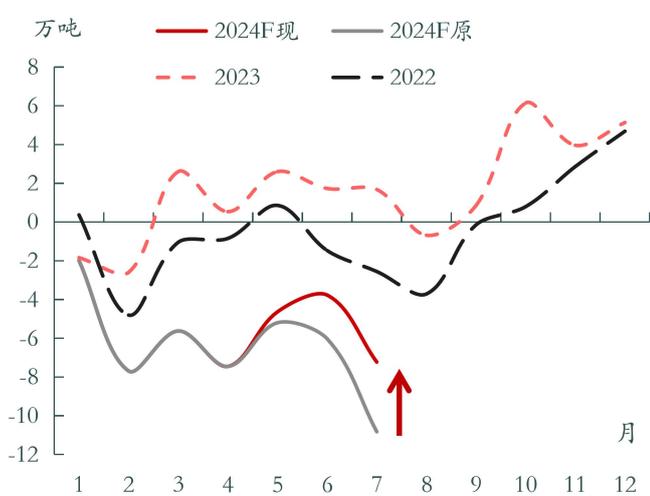
2、冶炼检修预期大幅下修

6月下旬至今，锌价上涨主要是在交易7月冶炼超预期检修和地产政策端对情绪的提振。6月底时，某资讯机构预计7月冶炼检修为5万吨，市场根据检修的高预期进行了一轮交易。同时，该阶段锌精矿加工费下跌加速，现货进口TC最低竞标价迅速落为负值，市场上传言四季度进口长协签订负值，矿紧矛盾愈演愈烈，或延续至年底，供应偏紧情绪进一步加剧，多头资金趁势拉升锌价。在该过程中，铜铝走势仍旧疲弱，资金相对更偏好供应矛盾突出的铅锌。

今日SMM公布7月锌冶炼检修量为34586吨，同时下调了6月冶炼检修预期，这导致冶炼减产预期被大幅下修，对锌价形成明显利空。数据发布后，市场原本的7月5万吨检修预期被下调至3.5万吨左右，同时由于6月精炼锌产量的超预期，6月冶炼检修量也从检修8290吨上调至增加8648吨，差值超1.6万吨。6、7月份的检修量修正使得原本接近11万吨的累计检修量被下修至检修7.2万吨，差值接近4万吨。

在市场初步交易时，我们就已提示，需要谨慎对待超预期的冶炼检修量。根据资讯机构统计和市场调研，我们发现市场对冶炼检修量存在显著分歧，机构间口径不一致，部分与炼厂直接对接的下游贸易商认为检修量存在高估嫌疑。而目前来看，我们认为需要重新审视和理解锌的冶炼检修量。

图表1：SMM国内冶炼厂年内累计产能增减



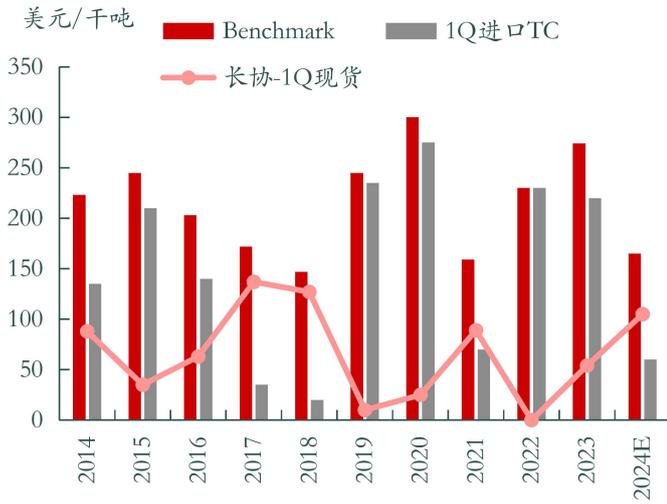
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表2：SMM7月统计冶炼检修增产情况

企业	环比(吨)	原因
西部矿业	-10000	停产检修
白银有色	-9000	检修停产
河南金利	-8000	检修半月
赤峰中色	-6500	检修半月
兴安铜锌	-4000	检修半月
陕西锌业	-4000	控产减量
河南豫光	-3000	检修减量
云南振兴	-1350	停产检修
株洲冶炼	1000	产量恢复
其他	10264	
总量	-34586	

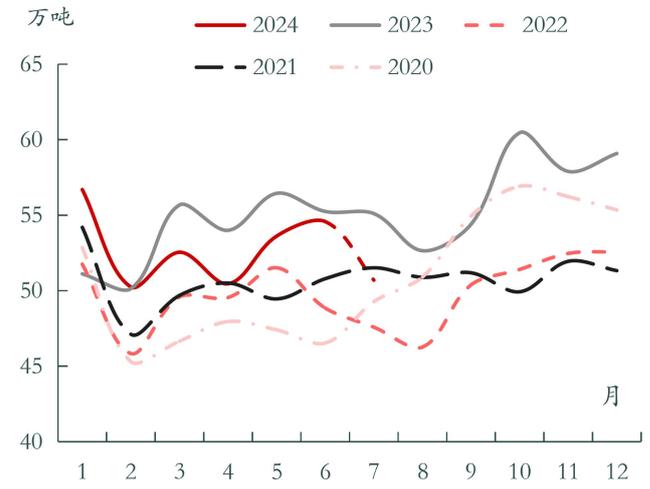
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 3: 锌精矿年度长协与一季度进口 TC



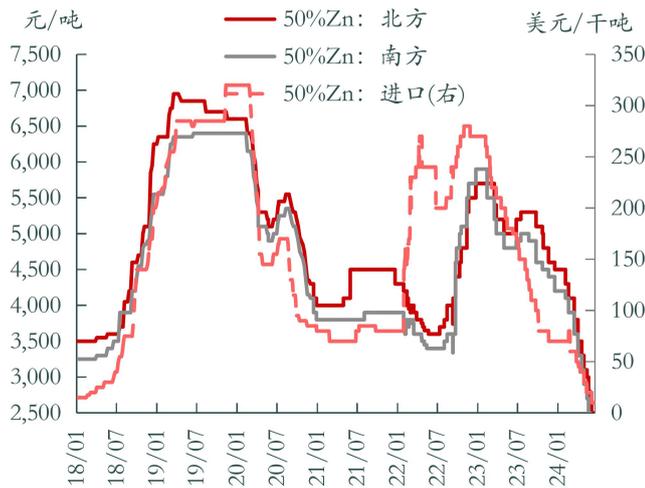
资料来源: Bloomberg, Nystar, Refinitiv, 东证衍生品研究院

图表 4: SMM 中国精炼锌月度产量预计



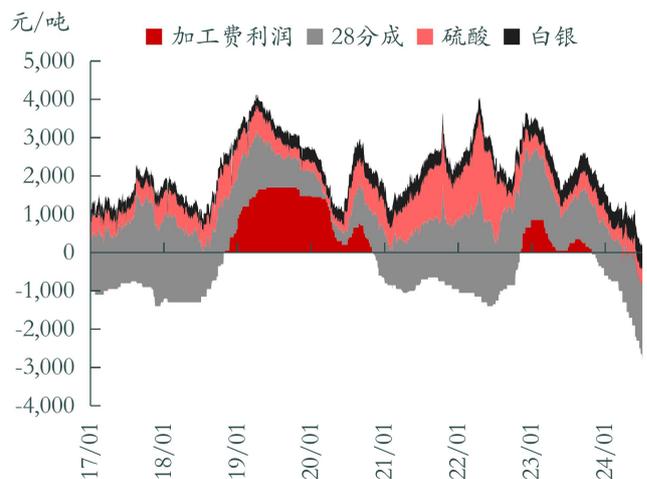
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 5: 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 6: 考虑副产品的冶炼厂综合收益



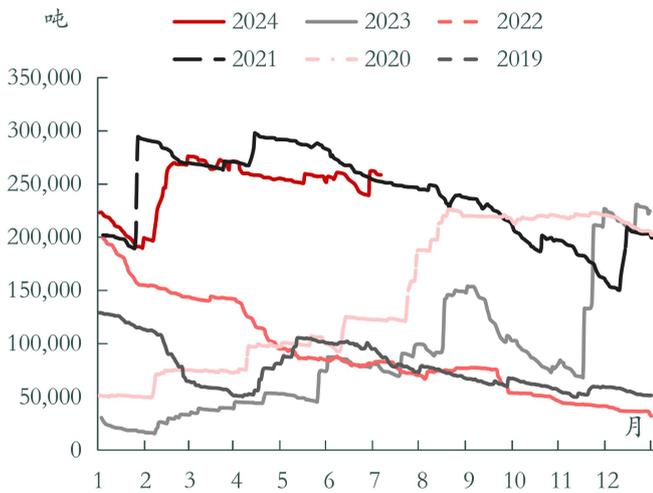
资料来源: SMM, Wind, 东证衍生品研究院

检修量上, 7月冶炼检修处于季节性绝对高位, 冶炼端因矿紧和生产亏损而减产终有相对充分的落地。基本上, 锌价的支撑在于供应紧缺, 3.5万吨检修量不会从根本上改变供应紧缺格局, 但供应收缩力度将不及预期, 原影响当月约10%比例的精炼锌产量将下降至7%左右; 在消费淡季下, 7月或难以看到社库大幅去化, 矿紧传导到锭紧的周期或比想象中更长。资金面上, 此前资金看好锌的一大原因是锌的冶炼减产在有色商品中落地相对到位, 基本面矛盾相对扎实, 在超预期冶炼检修的背景下, 社库压力或提前至7至8月, 但目前看来, 在6月精炼锌产量超预期, 以及检修量大幅下修后, 锌冶炼偏紧导致社库去化的逻辑有所削弱。

3、社库持续累增，需求疲软不堪

锌价上涨后，LME 库存再次经历集中交仓，而国内社库近期持续累增，锌需求已经探至低点。由于消费淡季来临，下游拿货意愿较差，据市场调研，6月底至7月首周，全国除上海地区外，近期现货市场成交疲弱，部分贸易商甚至出现半日无成交现象，实际消费表现疲软；上海地区多签订长协，成交相对较好，但同比往年也有所下降。数据上，近期现货市场贴水持续扩大，而社库累增斜率也比往期更高，短期内下游需求仍难有显著改善。

图表 7：LME 库存季节性变化



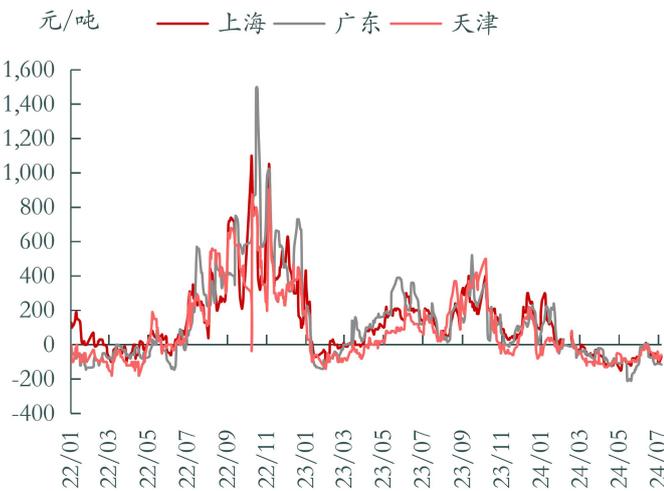
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 8：国内七地库存季节性变化



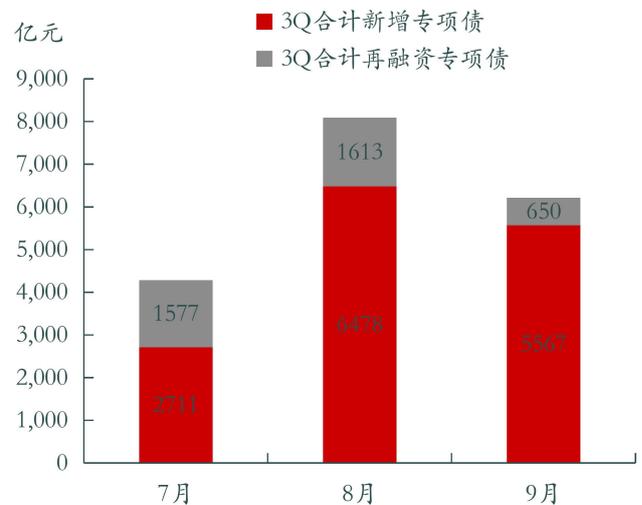
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 9：锌锭现货升贴水



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

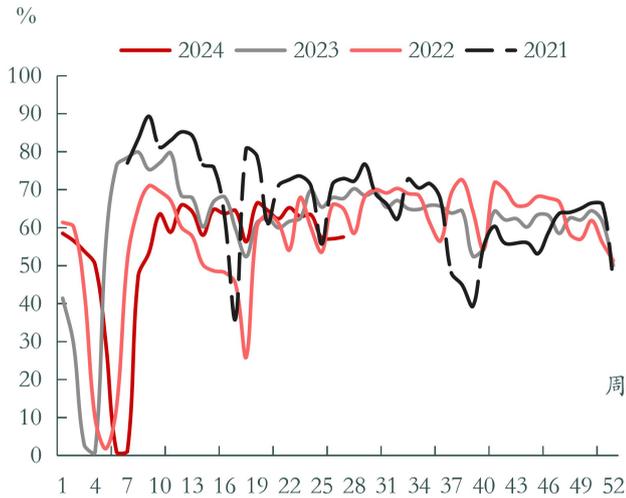
图表 10：三季度已披露省份专项债发行计划统计



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

在5月社库出现去化时我们就已指出，下游成交多为锌价回落时的补库行为，同时此前社库的去化主要来自到厂较慢和在途锌锭较多，因而我们对社库一直持谨慎态度。从当前节点来看，锌价上涨和消费淡季对下游拿货形成压制，现货以刚需成交为主，近期成品库存又出现略微累积，再加上供应收缩不及预期，预计7月社库将维持高位震荡，即便出现库存拐点，短期内去库速度或依旧偏慢。

图表 11: SMM 镀锌企业周度开工率



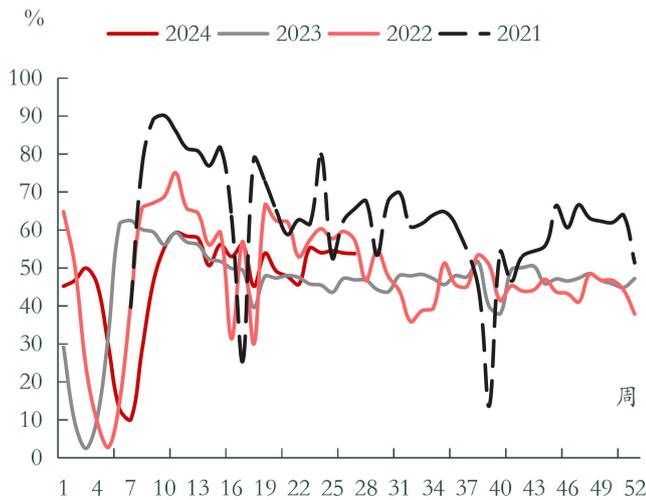
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 12: 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 13: 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 14: 初端下游成品库存情况



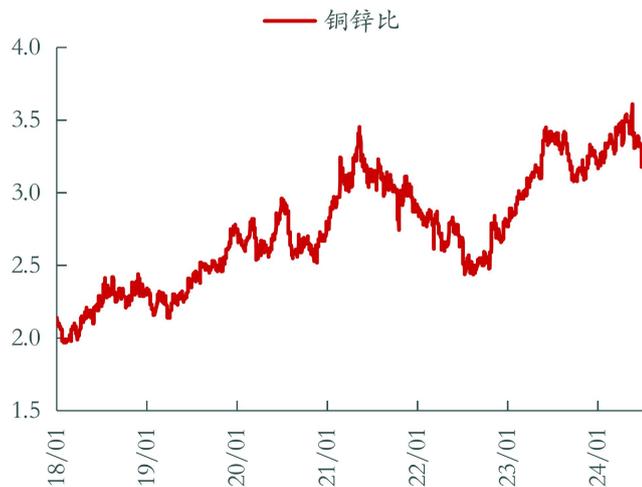
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

往后看，年内基建侧资金落地速度或比预期更慢。6月实际发行占计划发行量的约70%，上半年专项债发行显著不及预期。7月专项债发行仍然较低，而8月和9月专项债资金若落实到项目上可能要到四季度中期，这将拖累今年锌的去库节奏。下游来看，氧化锌和锌合金面临淡季订单不足的窘境，同时成品端有所累库，而镀锌侧开工此前由于铁塔招标订单落地而出现两周的回升，但近期又因订单走弱和大范围强降雨而下滑，后续随着水利项目的集中开工和电力侧项目的持续跟进，镀锌开工或仍有回升预期，但这依旧难以改变消费偏弱的大格局。

4、投资建议

目前来看，冶炼检修不及预期与社库持续累增带来的压力，可能导致锌价在短期内走势偏弱，但由于矿紧格局持续，未来进口TC或将面临持续的负值，持续下行的TC将继续对锌价形成底部支撑，供应偏紧的逻辑未出现根本性改变，因此本轮回调不宜看的过深。中长期来看，冶炼检修大方向未变，但社库去库节奏或将变慢，7月锌价或以震荡为主，后续依然具备上涨空间。近期需要重点关注近日发布的海内外通胀数据，以及中共中央委员会释放的信号。

图表 15: SHFE 铜锌比



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 16: 精炼锌进口盈亏与沪伦比



资料来源: SMM, Wind, 东证衍生品研究院

风险方面，供应侧的核心风险在于矿锭进口超预期，虽然当前消费偏弱，但后续锌锭进口打开预期仍存，不排除产业机构有捂矿和捂锭行为；需求端的核心风险在于专项债落地速度偏慢，目前5月专项债发行提速的效应仍未在下游显现，而两者均需要持续进行观察。此外，近日交易所连续上调铅锌保证金和涨跌幅，短期需注意波动率放大和资金流出风险。



策略方面，铜锌比在铜逼仓风险告一段落后有所回落，一是铜锌之间的矿紧节奏存在差异，二是冶炼减产落地情况存在差异，由于锌冶炼减产下修，短期内铜锌比可能会有所反弹。单边角度，锌价短期或面临回调风险，但中期供需趋紧逻辑不变，建议等待并关注回调买入机会；套利角度，需求回升与社库去化预期有所后置，建议关注近月反套机会。

5、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。

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