

热点报告—锌

欲速则不达，锌价何时能到头？

走势评级： 锌：看涨
报告日期： 2024 年 4 月 12 日

★事件概述

自 3 月 28 日起，沪锌主力连涨九日，累计涨幅超过 10%，在有色板块中涨势也颇为突出，本轮锌价的上涨驱动为何？为何锌价上行如此强势？后市又该如何看待？

★强预期逻辑持续发酵

前半段上涨中，宏观属性会更强一些；后半段行情中，供应端偏紧预期发酵，基本面偏强的预期拉动锌价。上涨主因包括：①内外宏观数据超预期，需求预期全面上修，拉动有色板块整体上行，海外需求修复或是本轮锌价上涨的关键因素。②4 月份锌锭预期产量环比下滑，叠加冶炼扰动发生，锭紧预期逐渐被证实。③传言海外矿企达成绝对低位的 TC 长协，对锌价形成明显支撑。④此前锌价贴近下方成本支撑，上行空间远大于下行风险，逢低布局多单几乎成为市场的共识。

★弱现实逻辑不够坚实

空头逻辑主要在于需求偏弱和社库累库，但两者均不坚实。①虽然地产端高频数据表现不佳，但锌初端下游开工仍有韧性，二季度中后期需求端依然有潜在边际增量。②国内锌锭社库维持累库，但库存绝对量处于中偏低水平，一旦库存拐点到来，难去库逻辑或将受到挑战，预计后续社库会维持高位震荡。

★后市展望和投资建议

目前在锌锭累库、需求中性偏弱、降息递延的背景下，基本面难以对锌价形成向上托举。上涨过程中情绪面较强，偏弱的基本面数据影响不大，或许只有等到上涨驱动发生扰动，即宏观面发生转弱和供应侧修复时，锌价的上涨才会告一段落。前者可能性较低，而后者潜在的扰动主要来自于矿端复产预期。

谨慎对待高位锌价，关注内外反套机会。在当前点位下，追多锌价的风险较大，而从上行趋势继续维持的角度来看，做空锌价的逻辑支撑尚不坚实，单边交易的盈亏比不佳，我们更建议关注沪伦比修复为主的内外反套机会。

★风险提示

需求不及预期，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



1、事件概述

自3月28日起，沪锌主力连涨九日，累计涨幅超过10%。清明节后，受伦锌上涨拉动，沪锌两次跳空高开，在有色板块中涨势也颇为突出，虽然消息面扰动和海内外经济数据公布起到一定推阻作用，但锌价整体向上趋势明显。目前锌价在靠近23000元/吨关口后有所回调，本轮锌价的上涨驱动为何？为何锌价上行如此强势？后市又该如何看待？

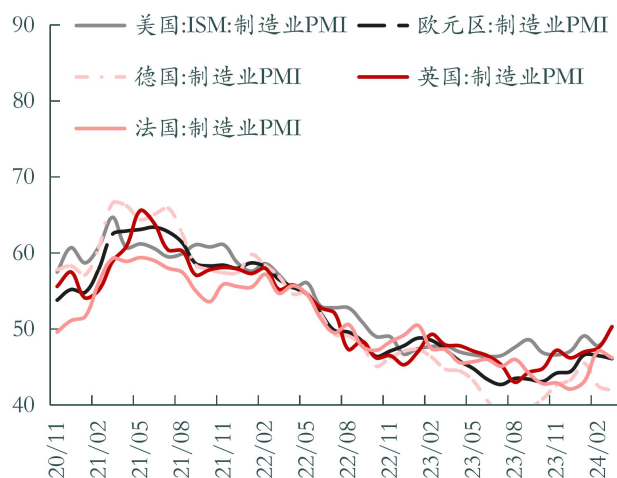
2、锌价上涨的原因和驱动

2.1、强预期逻辑持续发酵

本轮上涨的前半段时间中，锌的基本面并没有发生显著变化，随着有色板块整体走强和伦锌拉涨效应，本轮上涨的宏观属性或许更强一些；在后半段行情中，供应端偏紧预期发酵，本质上是基本面的偏强预期拉动。在二季度报中我们指出，锌价有望在二季度开启上涨行情，其主要驱动来自供应扰动和宏观预期转好两方面。节奏上，两者可能在消息面上交替形成利好驱动，以促使锌价上行。在本轮上涨中，供应端和宏观均出现扰动，但主要影响的是市场预期而非当前基本面，其中主要事件和原因包括：

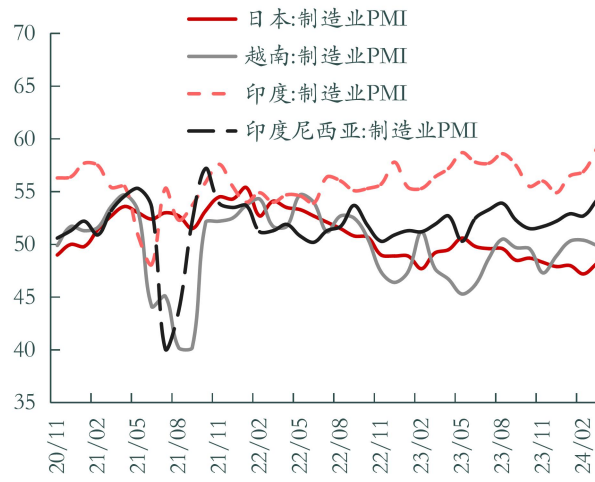
①宏观预期走强：内外宏观数据超预期，需求预期全面上修。3月官方制造业PMI升至50.8，环比回升1.7个百分点，显著高于Wind一致预期的49.9，自去年10月以来首次重返扩张区间；此外，3月份全球PMI为50.3，环比上月上升1.2个百分点，跳出了连续17个月的收缩区间。分地区来看，亚洲制造业PMI为51.6，环比上升1.3个百分点，亚洲制造业引领全球，同时增速有所加快；欧洲制造业PMI为48.4%，环比上升0.4个百分点，连续3个月环比上升，继续保持弱复苏态势；美洲制造业PMI为50.6，其中美国制造业PMI为50.3，环比上升2.5个百分点，美国制造业明显回暖。市场对全球需求复苏的信心得到提振，内外需求预期上修，叠加降息预期临近，拉动有色板块整体上行，我们认为海外需求修复是本轮锌价上涨的关键因素。

图表1：欧美地区和国家 PMI



资料来源：同花顺 iFinD，东证衍生品研究院

图表2：东南亚国家 PMI



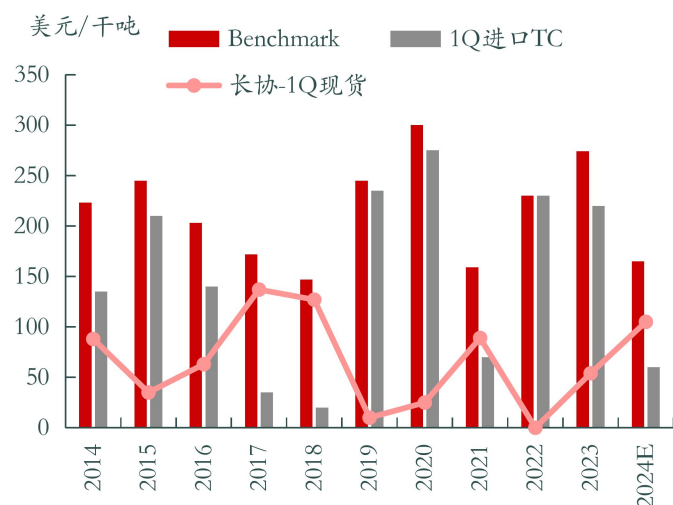
资料来源：同花顺 iFinD，东证衍生品研究院

②**供应扰动预期发酵**：SMM 预计 4 月份锌锭产量预计环比下滑 2.12 万吨，同比下降 6.61%，产量回落十分显著；叠加河南、陕西、云南、内蒙等地部分冶炼厂因原料和利润不足而检修减产，供应端扰动进一步发酵，锭紧预期逐渐被证实。

③**清明假期期间，市场传言 Teck 与韩国锌业 (Korea Zinc) 达成进口锌精矿 TC165 美元的长协价格**。该价格位于历史绝对低位，较 2023 年的 274 美元下降约 40%，创三年新低；但也需注意，长协与现货 TC 的价差升至 105 美元/干吨，为五年来最高水平，这代表今年后市的矿紧格局仍有转松预期。

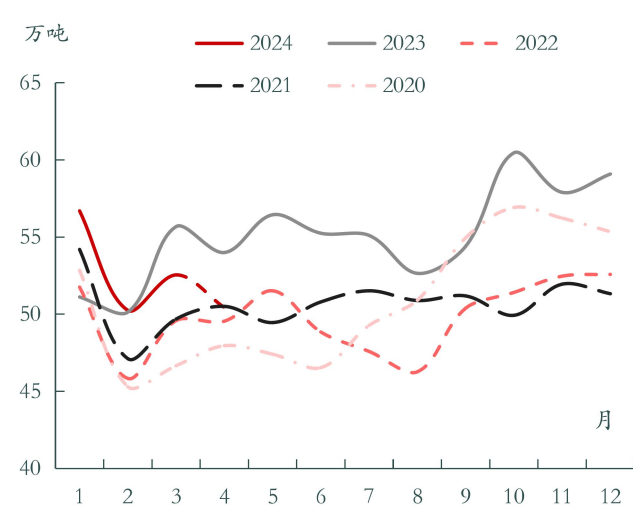
④**交易角度来看，一季度逢低多锌几乎成为市场共识**。由于此前锌价在 20000-21000 元/吨区间运行，贴近下方成本支撑，而在低利润下未来发生冶炼扰动是大概率事件，因此当时锌价的上行空间远大于下行风险，逢低布局多单几乎成为市场的共识，由于先前给予低位布局的时间较长，后续资金的做多意愿较为充足。

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

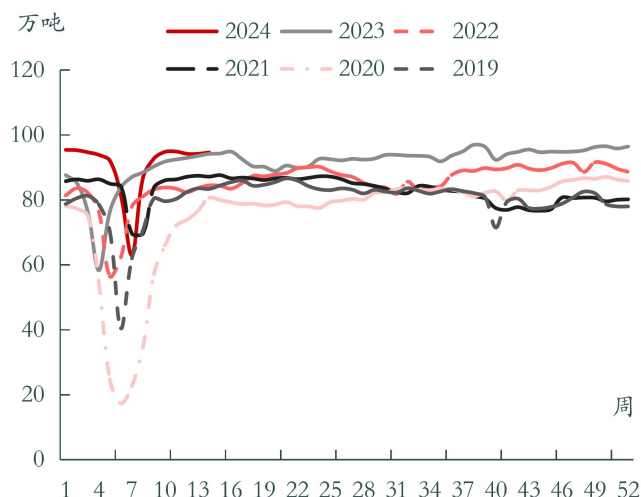
2.2、弱现实逻辑不够坚实

上涨过程中，空头力量相对较弱，空方逻辑主要在于需求偏弱和社库累库，但这两方面逻辑都尚未证实或证伪，亦或者后续仍存在不确定性。

①**表观需求韧性仍存，后续或有边际增量**。今年需求侧的减量主要来自于地产拖累，但就 1-2 月来看，虽然地产侧高频数据表现不佳，但锌消费侧的显性数据表现仅稍显偏弱，锌初端下游的开工率处于中性偏低水平，而由于出口较强，作为镀锌主要组成之一的镀锌板卷的产量仍然保持在历史高位。展望二季度，基建端也有望发挥其托底作用。一季度地方债的发行量仅为全年计划的 16%，剩余额度较多。此外，根据二季度目前已披露

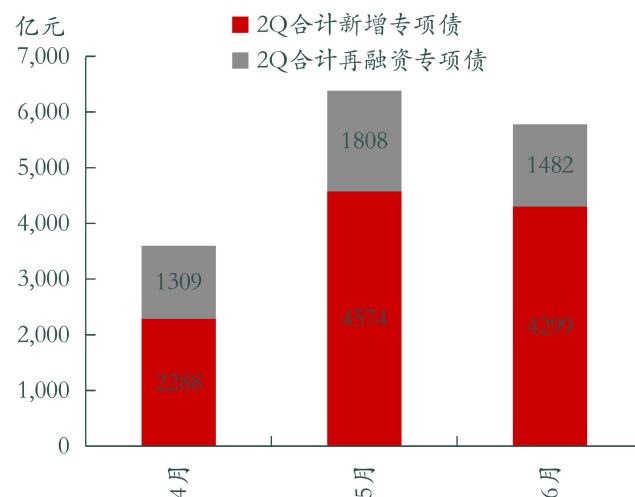
发行计划的地区省份，计划发行的专项债主要集中在 5-6 月，考虑到锌需求的显性化可能存在 1~2 个月的时滞，二季度中后期锌的需求端依然可能存在边际增量。

图表 5：镀锌板卷周度产量



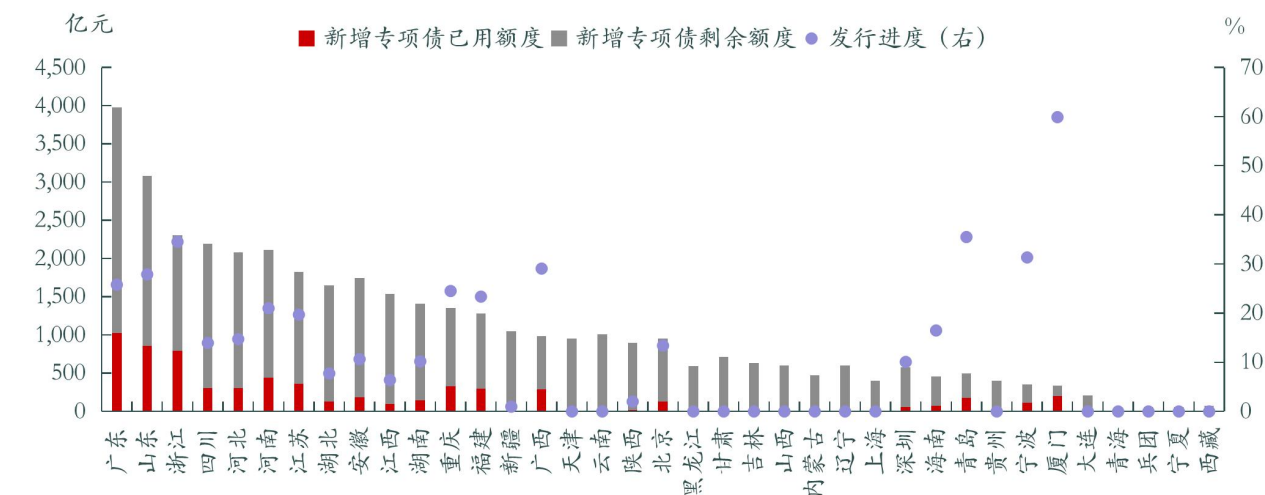
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 6：二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

图表 7：今年各省市地区专项债发行进度

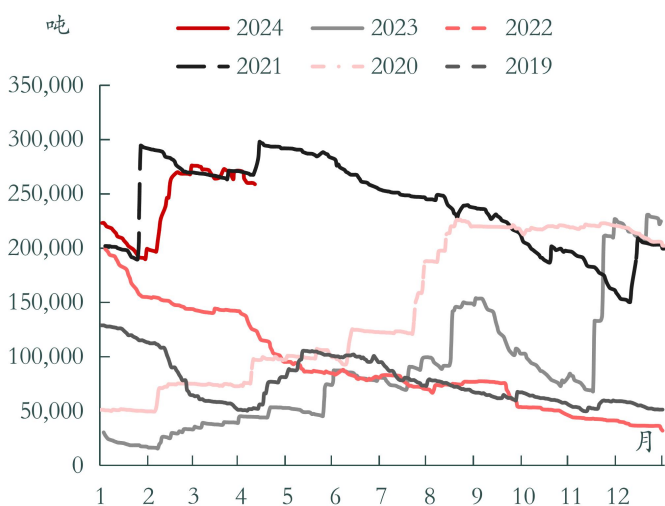


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

②社库季节性累库，但仍处于历史低位。截至 4 月 11 日，国内锌锭社库比 8 日增加 0.15 万吨，仍然保持震荡上行趋势，但在历史同期时锌锭已经步入去库阶段，当前季节性消费表现偏弱。但从另一个角度来看，目前锌锭的社库绝对量处于历史中等偏低水平，同时累库的幅度正在边际递减，一旦库存拐点到来，锌锭难以去库的逻辑或将受到挑战。同时在锌价上涨后，进口盈亏已经被拉低至-1500 元/吨以下，进口窗口再次关闭，海外高库存转嫁至国内的路径受阻。由于锌价上涨后，下游企业观望情绪浓厚，现货主要以

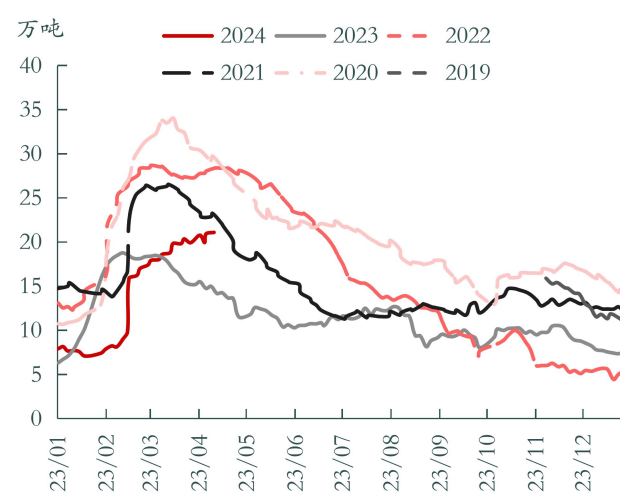
刚需成交为主，预计后续社库会维持高位震荡，而短期内需求改善幅度有限，即便出现库存拐点，短期内去库速度或依旧以偏慢。

图表 8: LME 库存季节性变化



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 9: 国内七地库存季节性变化



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

3、后市展望

锌价在靠近 23000 元/吨后遇到阻力，主要是由于美国通胀数据超预期而导致降息递延预期走强，同时 4 月 11 日国内锌锭社库依旧累库，锌价上行略有受阻，但趋势上并未出现显著拐点。另外沪锌下方筹码略有松动，可能有部分资金出现止盈离场行为。往后看，锌价的上行是否已经结束？后市该如何交易？

锌价上行的结束或需等待本轮上涨驱动出现扰动。本轮上涨与我们二季报观点最大的差异在于，目前锌锭仍处于累库阶段，同时需求侧并未真正释放。我们此前认为锌价只有在需求相对转好，而库存步入去库周期后才能启动持续性较强、幅度较大的上涨行情，目前在锌锭累库、需求中性偏弱、降息递延的背景下，基本面很难对锌价形成向上托举作用。同时本轮锌价上涨的情绪面支撑较强，中性偏弱的基本面和累库数据对锌价产生的拖累并不显著，或许只有等到本轮上涨驱动发生扰动，即宏观面转弱和供应侧修复时，锌价的上涨才会告一段落。

潜在的扰动主要来自于矿端复产预期。从盘面来看，市场对强劲制造业数据的反应积极，同时降息递延也正逐渐被市场计价，短期内宏观侧发生利空的可能性相对偏弱。基本面上，秘鲁因许可证停产的矿山可能在未来两周有复产预期，此外澳洲北部天气转好，嘉能可的 Mc Arthur 锌矿也有望在本月复产。两者全年影响锌矿产量大约为 2.5 万吨，虽然影响量相对全年产量占比不大，但锌矿复产可能会对今年的矿紧逻辑形成冲击。冶炼方

面，由于TC下行，目前冶炼生产利润继续下行，但硫酸和白银等副产品价格有所上涨，运营利润甚至小幅增加，可能会拖累冶炼的减产预期。

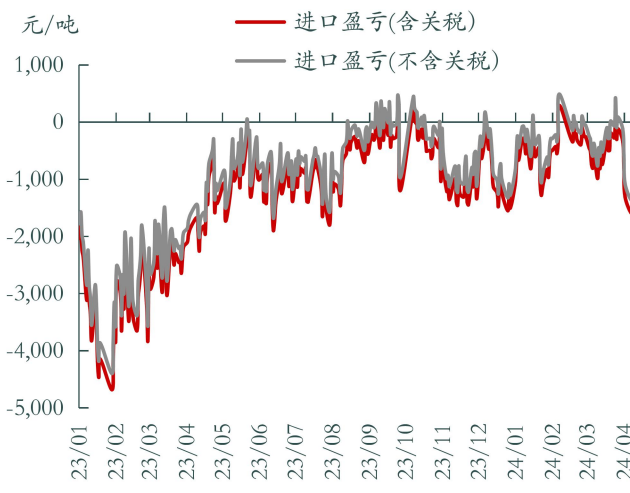
谨慎对待高位锌价，关注内外反套机会。在当前点位下，追多锌价的风险较大，而从上行趋势继续维持的角度来看，做空锌价的逻辑支撑尚不坚实，单边交易的盈亏比不佳，我们更建议关注内外套利机会。锌价上涨后，除汇沪伦比从1.18迅速下行至1.13左右，随后在伦锌的上攻下进一步下修震荡，内外比可能存在上修弹性。目前进口窗口关闭，锌锭流入减少，海外库存高企的压力又回至伦锌，而海外矿端又存在复产预期，伦锌上涨压力逐渐增加。国内制造业数据表现较好，国网在4月有特高压和输变电项目的招标采购计划，后续还有专项债发力、家电以旧换新等需求边际增量，整体内强外弱格局不变，沪伦比存在一定的上行空间和弹性。

图表 10：锌价沪伦比



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 11：精炼锌进口盈亏



资料来源：SMM，Wind，东证衍生品研究院

4、投资建议

单边角度，此前多单建议逐步止盈，若无仓单建议暂时观望。套利角度，内强外弱格局有望延续，建议关注低位内外反套机会。

5、风险提示

需求不及预期，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