

季度报告—锌

锭紧支撑持续，锌价易涨难跌

走势评级：

锌：看涨

报告日期：

2024 年 9 月 26 日

★宏观面

历史上锌价在降息前后多为走弱趋势，主要是交易衰退所致。本轮降息周期前期黑天鹅事件较少，衰退交易前置发生，新兴经济体表现较强，中美补库周期共振开启，美国深度衰退的概率较低。政策制定者或因经济加速走弱而调整降息路径，我们对后续联储的降息路径持乐观态度。前期海外经济或难改边际走弱的趋势，需求好转预期或出现在 2~3 次降息后。4Q 宏观面的影响或略偏空，但即便出现衰退交易，对锌价的影响或也相对较小。

★供应端

海外矿端 3Q 或维持磨底格局，但 4Q 有望出现边际增量；国内矿端产出受限，即便有部分海外锌精矿预期流入，但冶炼产能释放未尽，进口矿或仅能令冶炼产能边际修复，同时考虑到其进口花费时间，年内矿紧格局依然难改。冶炼回归亏损减产逻辑，或维持减产到年底，TC 或将继续磨底。由于国内供应改善较为有限，锌锭进口有望增加。

★需求端

4Q 需求的改善或是边际性的。内需方面，专项债对基建侧的提振有待观察，地产或维持疲软运行，期待政策对耐用消费品领域的拉动。外需方面，降息后经济修复需要时间，美国补库周期从中期维度对冲经济走弱，外需整体或以走弱后修复态势运行。

★投资建议

交易角度，今年锌价的上涨很大程度受资金面影响，流动性拐点到来后需重点关注资金的指向性。节奏方面，沪锌上涨空间的打开或锚定于需求，短期内需求明显好转的可能性不大，建议以实物工作量为锚界定需求回暖时点；此外，我们的供需平衡表显示，后续社库将持续去化，建议关注接近年底时矿冶检修预期下潜在的低库存风险。策略角度，单边方面，中期建议关注逢低买入机会。期限方面，以跨月正套思路对待为宜。内外方面，进口窗口打开预期较强，建议关注内外反套机会，锁汇为宜。

★风险提示

宏观因素影响，需求表现不及预期，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

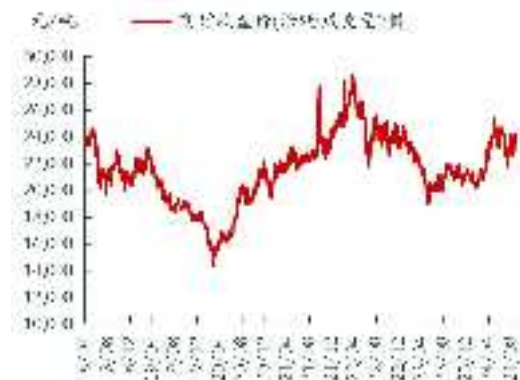
联系人：

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



《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
《锌：跌势汹汹，如何应对？》	2024/09/05

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、宏观面：深度衰退可能性不高，流动性拐点来临.....	5
3、供应端.....	7
3.1、矿端：年内矿紧格局难以显著改善.....	7
3.2、冶炼端：回归亏损检修逻辑，减产有望持续.....	11
3.3、进出口：四季度矿锭进口或维持高位.....	14
4、需求端.....	15
4.1、基建软性托底，建筑延续拖累.....	15
4.2、锚定需求正反馈，耐用消费品预期改善.....	18
4.3、海外需求：补库周期共振有望形成支撑.....	20
5、库存端：海外高库存或将转嫁国内.....	22
6、投资建议.....	22
7、风险提示.....	24

图表目录

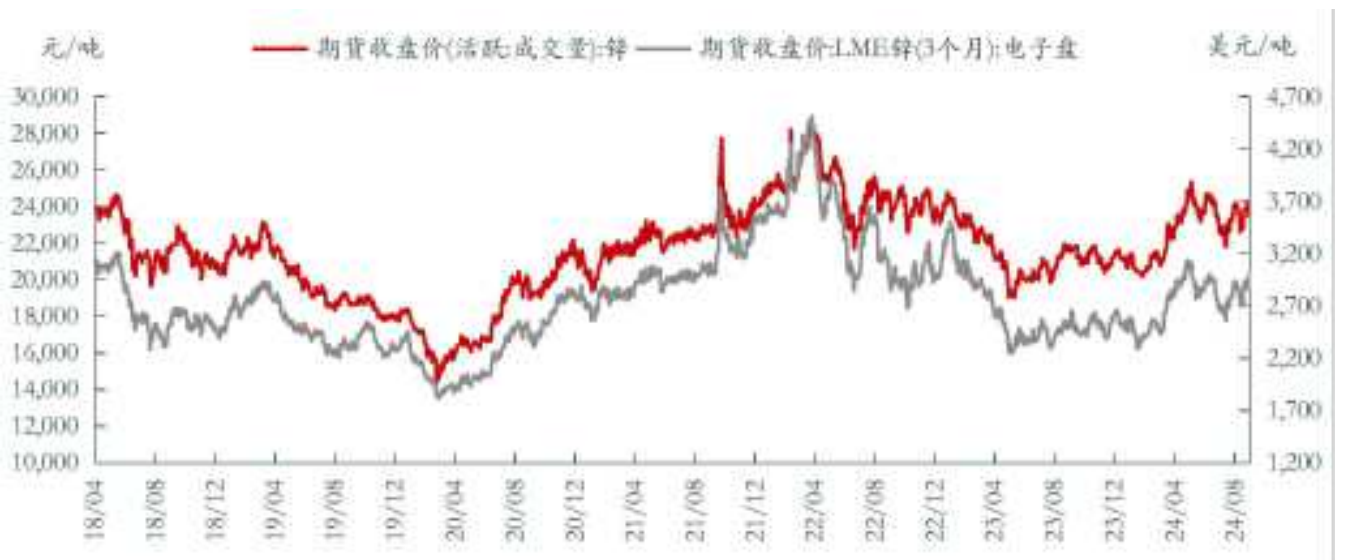
图表 1: 沪锌及伦锌价格走势回顾.....	5
图表 2: 历史上美联储降息前后 LME 锌走势.....	6
图表 3: 降息前后锌较铜下行趋势更加明显.....	6
图表 4: 海外主要矿企锌精矿产量.....	7
图表 5: 1H24 不同地区和口径锌精矿产量对比.....	7
图表 6: 海外头部矿企锌业务开发性资本支出.....	8
图表 7: 海外头部矿企锌业务维护性资本支出.....	8
图表 8: 24 年海外主要锌矿项目产量变化 (单位: 万金属吨)	8
图表 9: 海外头部矿企 2Q 更新的 2024 年产量指引.....	9
图表 10: 全球锌精矿月度产量.....	10
图表 11: 中国锌精矿月度产量.....	10
图表 12: 1H24 海外样本炼厂生产情况统计.....	11
图表 13: 海外样本炼厂精炼锌季节性产量.....	11
图表 14: 1H24 不同地区和口径精炼锌产量对比.....	11
图表 15: 全球精炼锌月度产量.....	12
图表 16: 中国精炼锌月度产量.....	12
图表 17: SMM 冶炼累计检修.....	13
图表 18: 国内和进口加工费.....	13
图表 19: 考虑副产品的冶炼厂综合收益.....	13
图表 20: 锌矿港口库存.....	13
图表 21: 锌精矿月度进口量.....	14
图表 22: 锌精矿进口盈亏.....	14
图表 23: 精炼锌月度进口量.....	15
图表 24: 精炼锌进口盈亏.....	15
图表 25: 近三年新增地方专项债规模 (月度)	16
图表 26: 基建及三大分项累计同比增速.....	16
图表 27: 4Q 专项债计划发行统计 (截至 9.25)	17
图表 28: 重点企业基建类新签合同额同比增速.....	17
图表 29: 房地产分板块累计同比.....	18
图表 30: 建筑业 PMI 及部分分项.....	18
图表 31: 钢厂企业镀锌板卷周度产量.....	18
图表 32: 镀锌卷板社库和钢厂总库存.....	18
图表 33: 乘用车产销同比增速.....	19
图表 34: 中国汽车产成品库存上升.....	19

图表 35: 白色家电产销同比增速.....	19
图表 36: 9~11 月家电排产当月预计同比增速.....	19
图表 37: 家电季节性出口数量.....	20
图表 38: 家电产业链成品库存情况.....	20
图表 39: 美欧日制造业 PMI.....	21
图表 40: 美国实际库存增速与库销比.....	21
图表 41: 美国中小企业当前补库意愿较弱.....	21
图表 42: 镀锌板卷出口量.....	21
图表 43: LME 锌库存.....	22
图表 44: 国内七地锌锭库存.....	22
图表 45: 精炼锌年度供需平衡表.....	23
图表 46: 锌精矿月度供需平衡表.....	23
图表 47: 精炼锌月度供需平衡表.....	24

1、行情回顾

三季度锌价整体呈震荡收敛运行，交易逻辑上宏观与基本面交替：7月至8月上旬交易宏观衰退逻辑，即便国内三中全会召开、以旧换新政策加码，但对需求提振有限，叠加日央行加息缩表引爆套息交易，有色价格走势萎靡；8月中旬锌走出独立上涨行情，主要驱动在于锌原料会议加剧年内炼厂减产预期，鲍威尔于全球央行会议放鸽，提振市场情绪；9月后，国内冶炼实际减产不及预期，美联储超预期降息 50bp，国内政策接力，沪锌波动率明显放大。展望四季度，供应扰动持续下，锭紧能否最终到来？终端需求的改善是否能够如期兑现？降息交易和衰退交易的折返跑下，锌价的节奏又该如何把控？

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、宏观面：深度衰退可能性不高，流动性拐点来临

从交易逻辑来看，首次降息前市场交易的是降息对经济的预期影响，即软着陆或硬着陆的可能性，首次降息后市场将交易锚点迁移至实际经济运行情况，即各类经济数据的表现。对于锌价来说，以史为鉴，锌价在降息前往往表现较强，在降息后 3 个月内走弱的概率更大，主要是市场交易衰退所致。其走弱的趋势性比铜更加明显，我们认为这可以通过两者需求侧的差异理解，与有新能源端增量需求的铜不同，锌的需求主要来自建筑和基建等传统领域，在宏观维度上或更加贴合降息前过程中的衰退趋势。

对比历史，我们认为本轮美国深度衰退的概率较低，即便出现衰退交易，对锌的偏空影响也可能较小。历史上几次降息都落实衰退，即黑天鹅事件频发，例如 1995 年的股市泡沫破裂，2008 年的次贷危机和 2019 年的中美贸易战。然而，目前美国并未出现催化经济失速的强驱动因素，即黑天鹅事件较少，多数市场机构预期经济将软着陆，且此前衰退交易已经前置，有色跌势覆盖涨幅也基本已经一轮计价衰退预期。其次，美联储的政策施展空间充足，政策制定者可以根据未来经济走弱速度来调整降息路径；再者，历

史上，新兴经济体有概率会因降息导致的美元流动性收紧和世界经济主体衰退的影响而共振下行，但目前新兴国家经济表现相对强劲，且从边缘化角色一跃成为需求主体，从近年来各类有色制成品的出口趋势可见一斑；同时，年内中美补库周期已经启动共振，虽然补库斜率较低，且各项前置指标表现不佳，但可以从中观维度支撑需求不坍塌，关于这点，文章 4.3 部分会有更详细的讨论。

图表 2：历史上美联储降息前后 LME 锌走势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 3：降息前后锌较铜下行趋势更加明显

历次降息	锌					铜				
	-3M	-1M	1M	+3M	+6M	-3M	-1M	1M	+3M	+6M
1995.7	4%	0%	1%	-1%	0%	0%	3%	1%	-3%	-11%
2001.1	12%	3%	0%	-5%	-14%	-12%	-6%	4%	-4%	-9%
2007.9	30%	9%	5%	-19%	-12%	11%	0%	1%	-12%	-12%
2019.7	16%	2%	-9%	2%	-9%	-6%	0%	-4%	0%	-3%
平均值	15%	3%	-1%	-6%	-9%	-2%	-1%	1%	-5%	-9%

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

对于联储后续的降息速度和力度，我们持偏乐观的态度。目前美联储官员宣布的“25+25”节奏较为保守，基于利率空间充足，且鲍威尔届联储在制定议息决议时更偏好于观察经济边际变化，政策制定者可能会因经济走弱而加速降息。由于降息初期经济走弱是大概率事件，我们相对看好年内的降息力度，目前 CME 的“50+25”节奏更符合我们的预期。

落实到锌的海外需求，需求好转的预期给到 2~3 次降息后会相对合适。短期内，尤其是前 1~2 次的降息过程中，海外经济或难改边际走弱的趋势。降息落地到实体经济转好之间存在时滞效应，传导周期则需要根据当时美国经济衰退程度来判定。

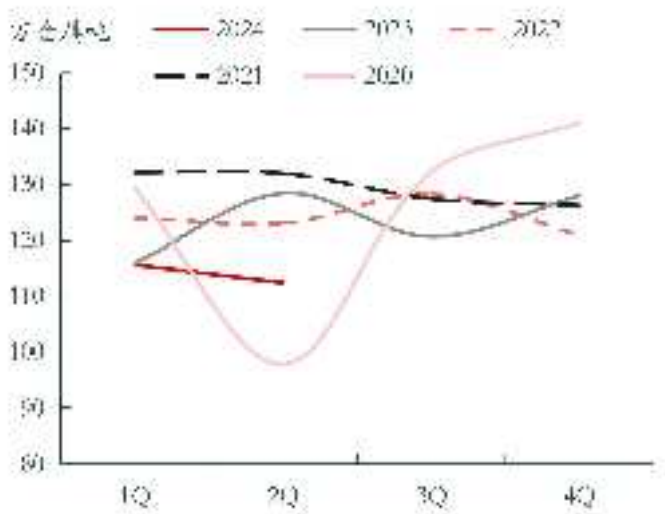
总结而言，四季度或是海外经济从走弱到企稳的过程，美国经济数据或在明年出现趋势性改善。对于后市锌价，四季度宏观或略偏空，但影响力度应不会很大，而全球流动性拐点来临或许能在资金面上对锌形成支撑。

3、供应端

3.1、矿端：年内矿紧格局难以显著改善

今年上半年海外锌精矿产量不及市场预期，根据样本统计，海外样本矿企 2Q24 锌精矿产量共计 112.4 万金属吨，同比 2Q23 减少 16 万金属吨（YoY-12.5%），矿紧环比一季度边际加剧，但基本已经接近阈值。产量减少的原因主要包括矿石品位下降、设备和检修问题、极端天气影响和其他因素等。从全球角度来看矿紧，2024 年上半年，全球锌精矿产量同比减少 25.4 万吨（YoY-4.2%），其中约三分之二的减量来自海外头部样本矿企，中国锌精矿产量同比减量相对较少，秘鲁地区锌精矿产量缩减比例最大，因而下半年大矿的复产和投产将在一定程度上决定减量是否能够得到补充。

图表 4：海外主要矿企锌精矿产量



资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院

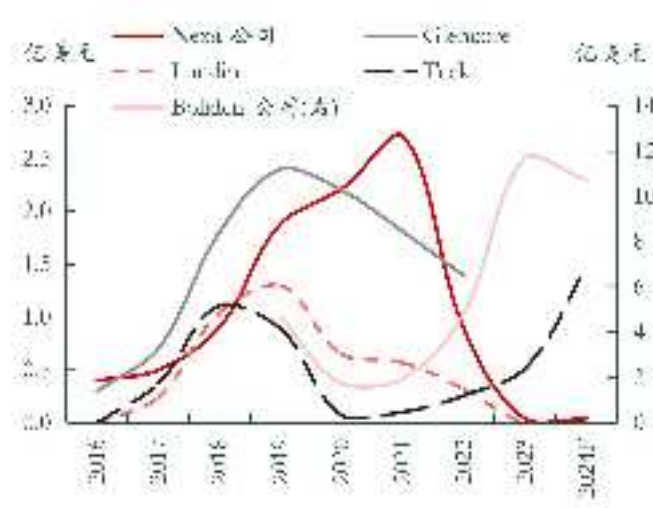
图表 5：1H24 不同地区和口径锌精矿产量对比

万金属吨	全球(万吨)	样本矿企	中国	秘鲁
2Q24	295.3	112.4	94.8	31.1
1Q24	281.8	115.6	81.4	31.5
环比变化	13.5	-3.2	13.4	-0.4
环比增速	4.8%	-2.8%	16.5%	-1.3%
2Q23	310.3	128.4	100.4	39.3
同比变化	-15.0	-16.0	-5.6	-8.1
同比增速	-4.8%	-12.5%	-5.6%	-20.7%
1H24	577.1	228.0	176.1	62.7
1H23	602.6	244.3	180.7	69.4
同比变化	-25.4	-16.3	-4.6	-6.8
同比增速	-4.2%	-6.7%	-2.5%	-9.8%

资料来源：ILZSG，SMM，秘鲁能矿部，公司公告，东证衍生品研究院

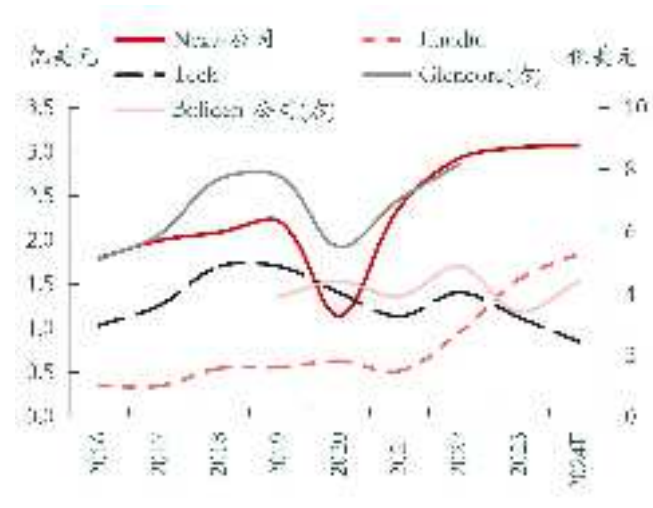
除了近两年低锌价、极端天气等因素的扰动，矿企资本支出的下降也是重要因素之一。从中长期维度来看，海外头部矿企在 2016 年锌价大涨后，开始大量投入锌业务的开发性资本支出，同时维护性资本支出以相对稳定的趋势上升。但自从 2020 年疫情以来，海外矿企的开发性资本支出后继无力，今年矿企的资本支出也多是用来扩张现有项目。中长期来看，由于锌元素多应用在传统领域，长期需求难有明确增量，叠加锌价中枢上移驱动不足，中长期锌矿的增量产能仍将相对有限。

图表 6：海外头部矿企锌业务开发性资本支出



资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院

图表 7：海外头部矿企锌业务维护性资本支出



资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院

图表 8：24 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
Kipushi	刚果	Gecamines	长期停产重启，年中达产	6.5→7
Penasquito	墨西哥	Newmont	罢工后重启	5.0
Buenavista	墨西哥	Southern Copper	1Q24 一期计划投产 10 万吨	5.0
Vares	波黑	Adriatic Metals	4Q23 新建投产	3.0
Zhaimen	哈萨克斯坦	Glencore	投产项目爬产	2→4
Juanicipio	墨西哥	Fresnillo plc	新建投产	2.0
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	1.0
Aripuana	巴西	Nexa	计划于 1Q24 满产	1.0
Red Dog	秘鲁	Teck	效率提升，产量超预期	0.5→2
Tara	爱尔兰	Boliden	3Q24 启动复产	0.5
Ozernoye	俄罗斯	Ozernaya Mining	9 月 4 日宣布重启	0→3
Endeavor	澳大利亚	Polymetals Resources	2H24 重启延后至 1H25	4→0
San Cristobal、Carahuacra、Ticlio	秘鲁	Volcan	因许可证原因暂时停产	-1.0
McArthur River	澳大利亚	Glencore	因台风暂时停产	-3→-1
Tizapa	墨西哥	Peñoles	无限期罢工	0→-1.3
Gamsberg	南非	Vedanta	1H 生产受阻，多发国内	4→-6
Antamina	美国	Glencore/Teck/BHP	产量指引	-20
总计				12→5.7

资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院

2024 年 1~8 月，全球锌精矿累计产量 671.7 万吨，同比减少 34.6 万吨 (YoY-4.9%)。其中，Antamina 贡献了最大的减量，其他项目如 Tara 矿持续停产，Gamsberg 和 BMM 项目品位下滑，Penasquito 项目因去年基数较高而产生较大减量，McArthur 河矿由于飓风侵袭二季度产量下滑，Volcan 旗下三家锌矿因许可证停产等。

根据海外锌矿二季度运行情况和公开资料整理，我们下调了全年锌矿项目的产量预期。增量方面，Ozernoye 于 9 月 4 日复产，年内或能贡献 3~4 万吨金属量的增量，Zhairem 项目投爬产和 Kipushi 产量指引略超预期，Red Dog 延续了一季度磨机使用率较高的情况，产量维持在较高水平。减量方面，Endeavor 将延后至 1H25 重启，上半年 Gamsberg 产量下降总体超预期，因而我们将年内增量从 12 万金属吨下调至 5.7 万金属吨。

图表 9：海外头部矿企 2Q 更新的 2024 年产量指引

公司和项目	2022	2023	2Q24/最新指引	同比变化 F	同比增速 F
Nexa	296.4	333	323-381	-10~+50	5.7%
Cerro Lindo	84.4	78	73-86	-5~+8	1.9%
El Porvenir	51.5	56	51-57	-5~+1	-5.4%
Atacocha	9.5	8.2	8-9	-0.2~+1	22.0%
Vazante	131.5	146	130-148	-16~+2	-5.8%
Morro Agudo	18.6	23	18-23	-5~0	-13.0%
Aripuanã	0.7	22	42-57	-20~35	-2.3%
Ludín Mining	158.9	185.2	195-215	+10~+30	10.7%
Neves-Corvo	82.4	108.8	120-130	+11~+21	14.9%
Zinkgruvan	76.5	76.3	75-85	-1~+9	4.8%
Teck	650.5	644	565-630	-76~-14	-7.2%
Antamina	97.4	104.2	45-60	-60~-45	-49.6%
Red Dog	553.1	539.8	520-570*	-20~+30	1.0%
MMG	224.6	203.5	225-250	-22~+47	16.7%
Dugald River	173.4	151.8	175-190	+25~+40	20.2%
Rosebery	51.2	51.6	50-60	-2~+8	6.6%
Buenaventura	36.2	25.0	24.1~24.9→24.3~26.8	-0.7~+1.8	2.2%
El Brocal	22.6	17.2	3.1~3.5→1.9~2.0	-15.3~-15.2	-188.9%
Uchucchacua	0.0	2.8	17~19	+14.2~+16.2	450.7%
Tambomayo	13.5	5.1	4~4.4→5.4~5.8	+0.3~+0.7	10.0%
Gelncore	939	919	900-950	-19~+31	0.7%
BHP	122.9	125	85-105	-40~-20	-24.0%
South32	62.2	57.8	62→60.7	+5	5.0%
Newmont Goldcorp	377	230	245	+15	6.5%
Hudbay	55	35	27-35	-8~0	-11.4%

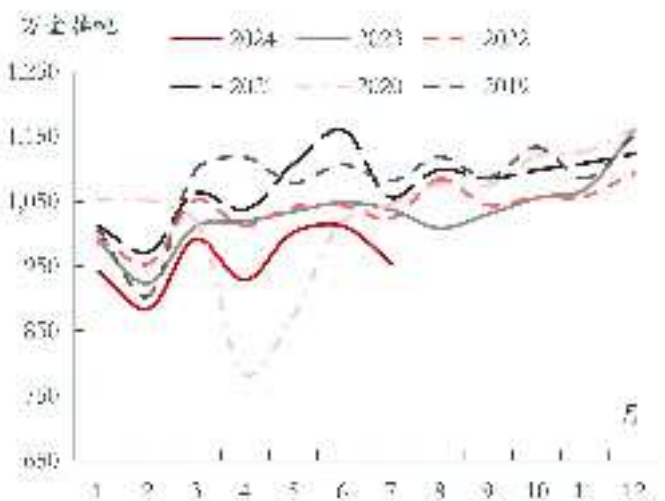
资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院

三季度矿端扰动较少，Penoles 旗下的 Tizapa 矿因罢工而无限期停产，若罢工持续到年底，则影响量在 1.3 万金属吨左右，影响量相对较小。复产方面，Tara 矿预计四季度开始增产，Ozernoye 矿自 9 月初启动复产，年内或能提供 3~5 万吨金属量的补充。从产量指引来看，二季度大部分企业的全年产量指引维持不变，基本已将品位下滑等因素提前计入考虑，后续 Buenavista，Uchucchacua 和 Yumpag 等项目产量释放仍然可期，但也有部分项目如 El Brocal 因库存清理完毕而年内不再产出。总体来看，海外矿端后续因去年低基数和矿石品位改善等原因导致的预期内增量大于可观测减量，但总体增幅不大，叠加部分矿山存在季节性出矿减量，预计三季度海外矿端依然会偏磨底运行，但在大矿复产和新增项目投爬产下，四季度依然可以期待出现少许边际增量。

根据 SMM，2024 年 1~8 月，国内锌精矿累计产量 249 万金属吨，同比增加 2.3 万金属吨（YoY+0.9%）。7 月和 8 月国内锌精矿的产量有所上升，主要是项目样本中增加火烧云，同时冷水坑矿田银珠山和康家湾矿等项目投爬复产，但考虑到品位下降、极端天气和设备更新等因素的影响，同时部分大矿后续出矿仍有不确定性，年内国产矿增量较少。进口方面，Kipushi 复产超预期，但运输时间较长和微量元素超标问题难以解决；Tara 和 OZ 矿的复产需持续观察，但在四季度流入国内的量或比较有限。

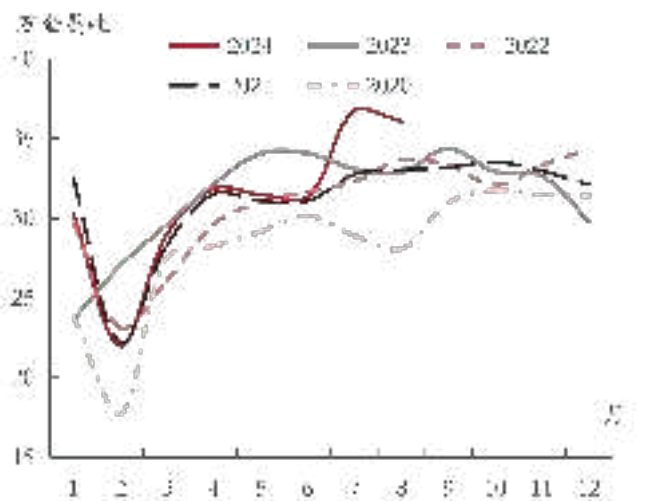
总体来看，海外矿端三季度或维持磨底格局，但四季度有望出现边际增量；国内矿端产出受限，即便有部分海外锌精矿预期流入，但冶炼产能释放未尽，进口矿或仅能令冶炼产能边际修复，同时考虑到其进口花费时间，年内矿紧格局依然难改，更多增量或在明年一季度流入国内。明年大矿复产较多，单 Tara、OZ 和火烧云三个大矿就能提供较为可观的金属增量，矿端紧缺将很大程度得到好转，在结构性矛盾消退后锌价或将承压。

图表 10：全球锌精矿月度产量



资料来源：ILZSG

图表 11：中国锌精矿月度产量



资料来源：SMM

3.2、冶炼端：回归亏损检修逻辑，减产有望持续

1H24 国内炼厂产量形成明显拖累，而海外炼厂复产贡献主要增量。根据 ILZSG，1H24 全球精炼锌产量共 690.3 万吨，同比微减 1.4 万吨（YoY-0.2%）。其中，中国精炼锌产量约 318.2 万吨，同比减少 4.5 万吨（YoY-1.4%），而海外样本炼厂产量 185.9 万吨，同比增加 7.8 万吨（YoY+4.4%），相较于总体产量来说，国内炼厂一二季度均形成拖累，这与国内矿紧和海外炼厂复产脱不开干系。

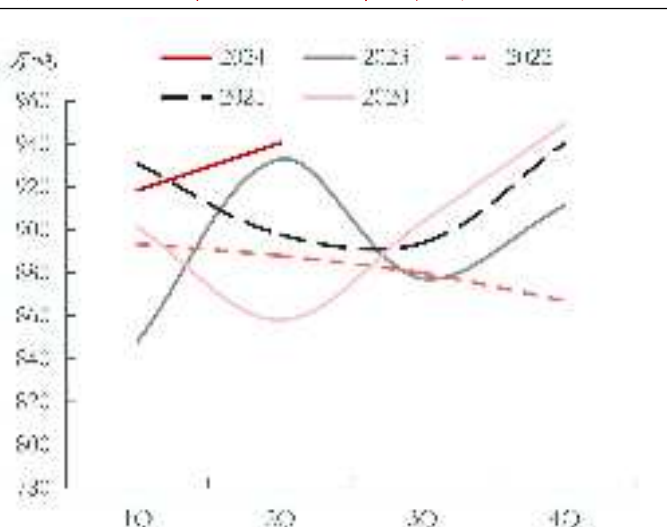
去年三季度以来，海外样本炼厂精炼锌呈趋势性上升，其中 Glencore 旗下的 Nordenham 炼厂因电价高企而在去年一季度停产，今年炼厂复产，贡献了主要的同比增量，此外 Zhairem 项目生产情况野有所改善；Boliden 旗下的 Odda 炼厂因扩建计划，于 2023 年底关闭了 4 号储罐，影响精炼锌产出；此外，Penoles 因进行设备维修和修正扩建的设计缺陷，将其精炼锌产能从 35 万吨/年限制至 27 万吨/年，年内精炼锌产量或将持续受到影响。总体来看，海外炼厂复产趋势未变，内外抢矿加剧原料紧缺，三季度海外精炼锌产量或有季节性下降，但四季度海外矿端复产预期具在，海外炼厂生产或以边际修复为主。

图表 12：1H24 海外样本炼厂生产情况统计

单位：千吨	1Q23	2Q23	1Q24	2Q24	环比变化	同比变化	1H 同比变化	1H 同比增速
Glencore	204	266	275	298	23.2	31.8	102.5	22%
Teck	62	68	64	65	1.4	-3.0	-1.1	-1%
NEXA	136	140	131	139	8.3	-1.1	-5.9	-2%
BOLIDEN	123	122	114	113	-1.1	-8.3	-17.3	-7%
Peñoles	64	68	59	63	4.2	-4.9	-10.5	-8%
Vedanta	215	209	220	211	-9.0	2.0	7.0	2%
Mitsui	44	60	56	51	-5.0	-9.0	3.0	3%

资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院

图表 13：海外样本炼厂精炼锌季节性产量



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

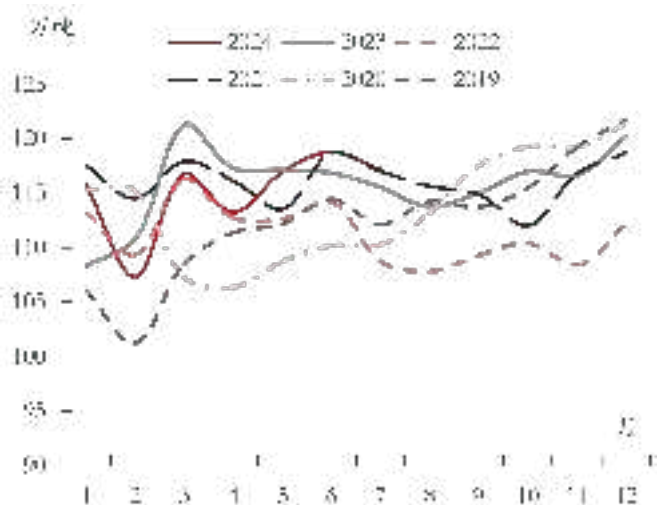
图表 14：1H24 不同地区和口径精炼锌产量对比

单位：万吨	ILZSG 全球	样本炼厂	SMM 中国
2Q24	350.4	94.1	158.7
1Q24	339.9	91.9	159.5
环比变化	10.6	2.2	-0.8
环比增速	3.1%	2.4%	-0.5%
2Q23	351.3	93.3	165.7
同比变化	-0.9	0.7	-7.0
同比增速	-0.3%	0.8%	-4.2%
1H24	690.3	185.9	318.2
1H23	691.7	178.1	322.6
同比变化	-1.4	7.8	-4.5
同比增速	-0.2%	4.4%	-1.4%

资料来源：ILZSG，SMM，公司公告，东证衍生品研究院

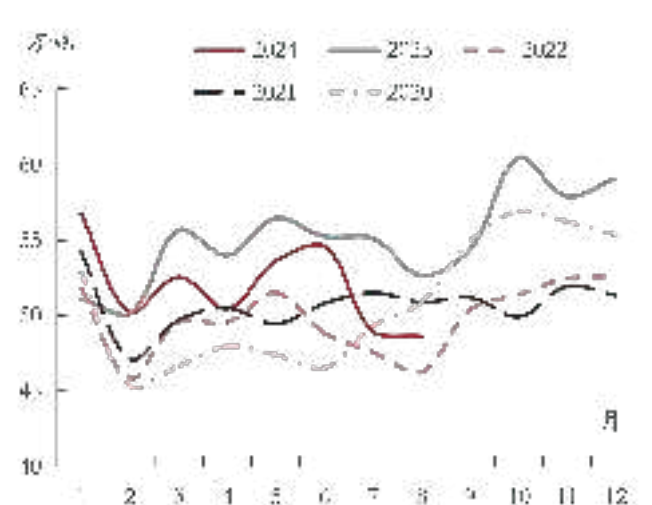
国内方面，四季度冶炼端将以检修减产为主线进行博弈。矿紧与生产利润双重压力下，8月锌冶炼原料会议召开，向市场发出年内减少锌精矿需求量100万金属吨的声音，虽然量级较大，但市场和业内均并不看好后续减产的落地。根据SMM口径，8月精炼锌产量48.6万吨，环比小幅下降0.3万吨；9月冶炼端检修统计为复产901吨，同时SMM上修了8月冶炼检修量，年内累计冶炼检修量达到9万吨，9月冶炼检修小幅不及预期，新增检修企业较少，后市再次达成普遍性减产的可能性较低。但另一方面，未出现大量复产下，市场维持年底前都将维持8月产量水平的预期，后续冶炼端或将恢复亏损减产逻辑。

图表 15：全球精炼锌月度产量



资料来源：ILZSG

图表 16：中国精炼锌月度产量

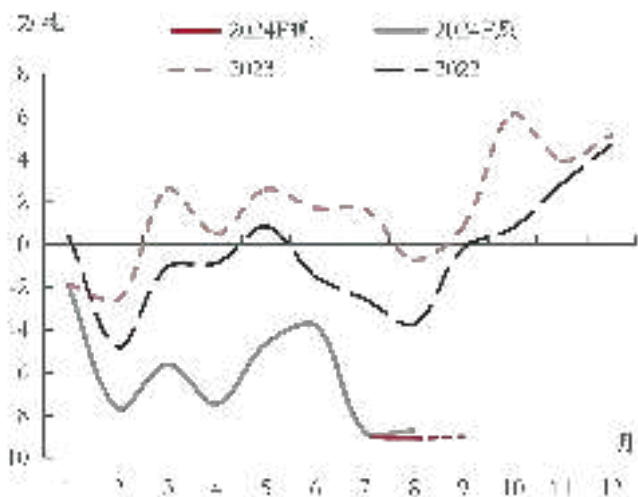


资料来源：SMM

加工费方面，联合减产不及预期，TC 短暂企稳后再次下跌。目前国内平均加工费在1400元/吨左右，进口加工费在-40美元/干吨左右，对于海外高富含锌矿，现货进口TC竞标价最低达到-105美元/干吨，矿紧在加工费上得到充分反映。对于后市TC，由于年内铅锌精矿或依然维持偏紧格局，后续TC需锚定大矿复产和新矿的投产情况，考虑到部分炼厂的冬储预期，四季度TC出现明显反弹的概率较低，但也需注意，若后续冶炼减产不及预期，不排除TC仍有边际下行的可能。

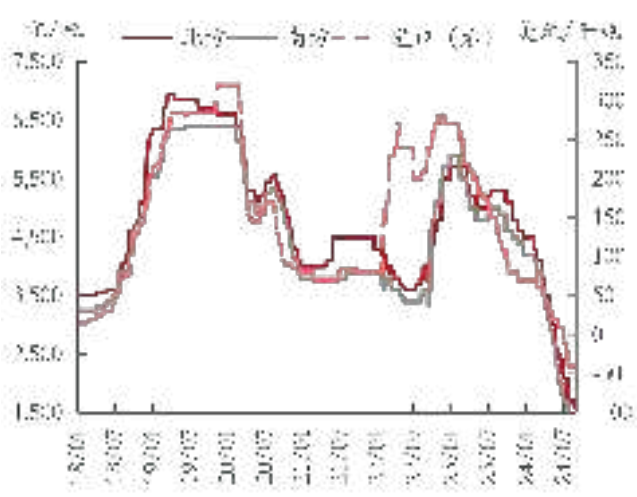
冶炼利润方面，低迷的加工费下，炼厂生产利润持续经受考验，且原料紧缺下矿端议价能力较强，部分炼厂甚至难以拿到28分成，非自给矿炼厂亏损严重。同时根据市场调研，部分炼厂反映市场上依然有不少进口矿，但要价较高，对炼厂现金流提出较高要求。近期硫酸和白银价格有所上升，我们认为四季度副产品依然能够在一定程度上填补生产利润的缺口。

图表 17: SMM 冶炼累计检修



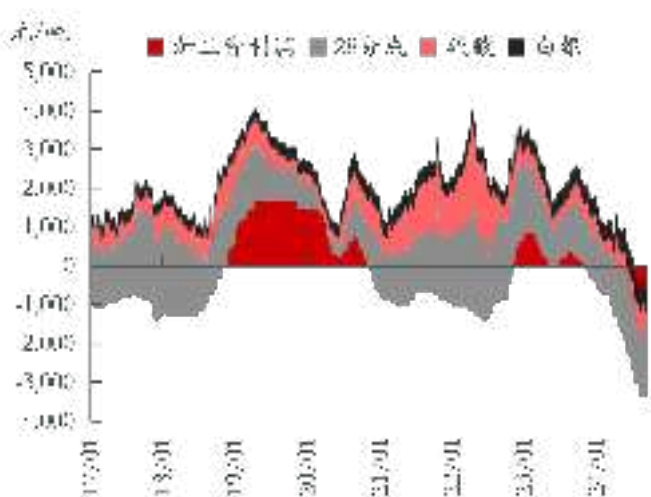
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 18: 国内和进口加工费



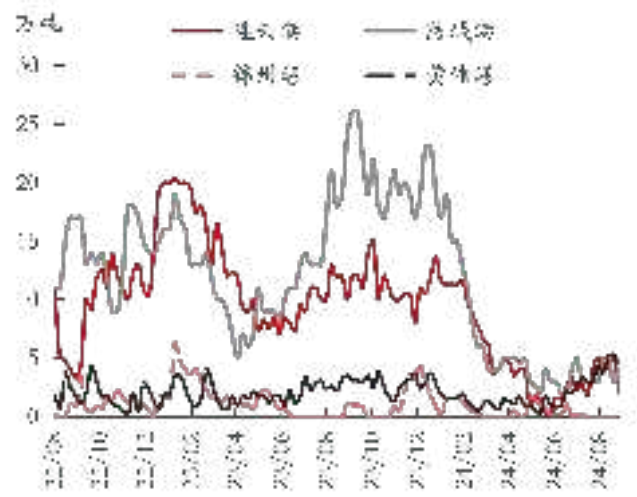
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 19: 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

图表 20: 锌矿港口库存



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

硫酸: 自从 7 月下旬开始, 硫酸均价就从 250 元/吨持续上涨, 在 8 月底达到 412.5 元/吨的高点后小幅回落, 对冶炼利润形成一定补充。对于酸价的上涨, 我们认为主要是供需趋紧预期造成的。供应方面, 冶炼厂预计减产增多, 影响硫酸供应预期; 需求方面, 9 月传统需求旺季临近, 秋季用肥量预期增加, 叠加稀土方面需求开始放量, 酸厂备货情绪升温, 厂库后期有所上升。往后看, 酸价在四季度存在季节性上涨趋势, 而在短暂回调后, 酸价已经为后续 10 月的旺季预期预留了更大的上涨空间, 考虑到后续的旺季预期和炼厂供应紧缩, 四季度硫酸或总体呈先涨后跌趋势。

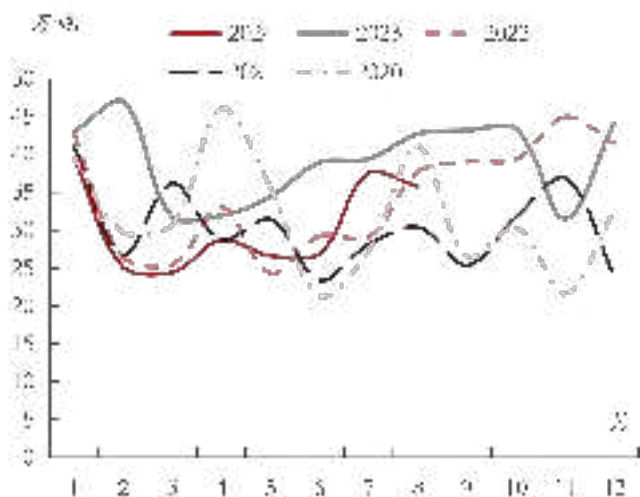
白银：三季度银价宽幅震荡，宏观情绪走弱对白银形成一定压制。从中长期维度来看，虽然短期内银的工业属性拖累其表现，但其宏观属性依然能够对冲地缘政治和金融风险，同时各国央行持续买入黄金，相比黄金，白银的弹性更大且已经经历一轮回调，预期银价在四季度依然会有不错的表现。

四季度冶炼利润将继续低位运行，压制炼厂生产意愿；实际产出仍然锚定且受限于并不乐观的矿端供应。考虑到联合减产的持续性有待观察，目前在冶炼端整体偏稳运行的预期下，后市或能看到锌矿港口库存企稳运行。**总体来看，四季度供应端将是矿紧略有缓和、锭端磨底运行的状态，供应边际转好的空间极其有限。**

3.3、进出口：四季度矿锭进口或维持高位

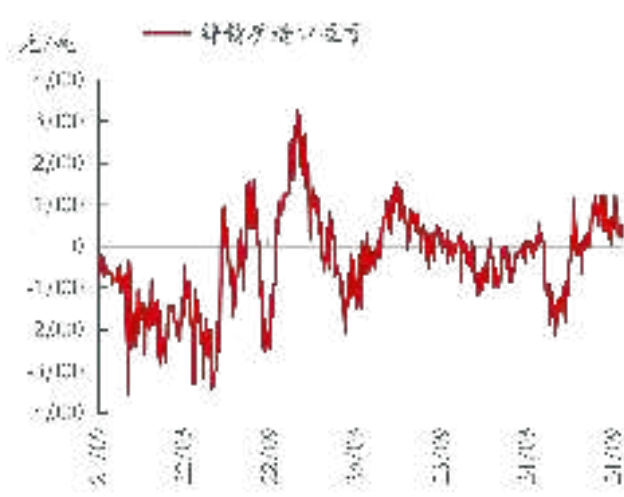
1~8月，国内锌精矿累计进口量244.8万吨，同比减少20.8%。其中7月和8月锌矿进口大超预期，7月进口锌精矿37.5万吨，环比6月增加39.3%，一边是7月矿端进口窗口持续打开，且比价足够大，导致海外锌精矿不断流入，另一边国内大矿出矿情况不佳，炼厂更加偏好高富含的进口矿，同时在矿紧的预期之下，炼厂也在提前布局下半年的原料供应和冬储预期。8月进口盈亏有所收缩，但依然有不少锌矿流入，因而港口库存持续累积，同时由于要价较高而去化速度较慢。往后看，进口窗口关闭后10月进口量或环比下滑，但由于四季度大矿存在复产预期，年底或有一些锌矿流入国内，但总量或不及三季度的高位。

图表 21：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 22：锌精矿进口盈亏

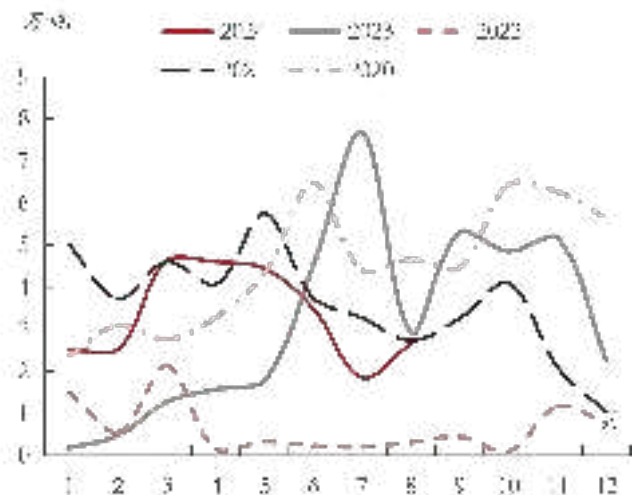


资料来源：SMM，海关总署，东证衍生品研究院

1~8月，国内精炼锌累计进口量26.7万吨，同比增加30.7%。三季度以来，精炼锌进口大幅下滑，主要是由于3月进口窗口开启后，后续进口量主要是通过长协和前期订单维持。三季度中后期进口窗口阶段性开启，LME库存去化和交仓交替发生，锌锭或持续

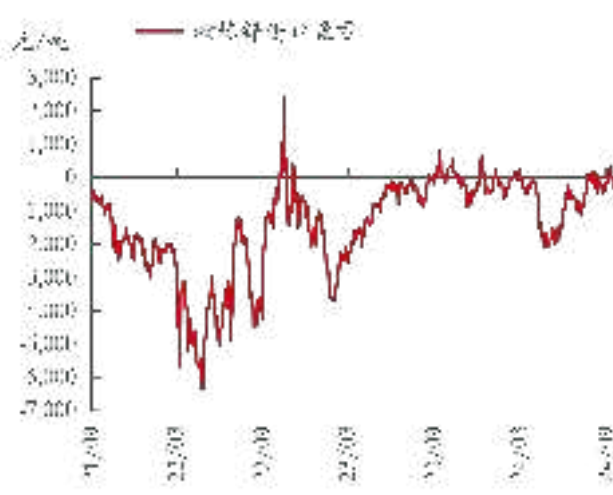
流入国内可能性较大。四季度来看，冶炼年底前或持续维持偏紧供应，由于四季度去库预期较强，四季度锌锭进口窗口重新打开预期较强，锌锭进口量环比三季度或继续上升。

图表 23：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 24：精炼锌进口盈亏



资料来源：SMM，海关总署，东证衍生品研究院

4、需求端

锌四季度的需求或将边际转好，但建议持谨慎乐观态度。国内方面，专项债持续发力下基建需求有望在四季度形成托底，耐用消费品消费或将环比增加，但需求总量增加空间较为有限；外需方面，中美补库周期或将从中周期维度对冲经济走弱，但同样补库斜率会掣肘于经济并不全面和完善的修复程度，谨慎对待补库周期的支撑力度。

4.1、基建软性托底，建筑延续拖累

对于四季度锌的需求，市场多寄希望于基建侧的托底，即专项债发行后新增项目的更多落地。前期专项债发行不及预期的情况在三季度迎来好转。7月底至8月底，专项债发行显著提速，尤其是8月最后一周，发行数量达到了惊人的 3700 亿有余；但 9 月初专项债发行阶段性拉闸，9 月中旬发行速度则再次回归正常旺季水平。8 月底的发行加速或受到政策端的影响。8 月 26 日，六部门印发《市政基础设施资产管理暂行办法（试行）》，其中提到“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”，办法 9 月 1 日起施行，未来基建侧项目也将精挑细选，部分效益较差的项目将不再支持发债，将资金引向更优质的项目。

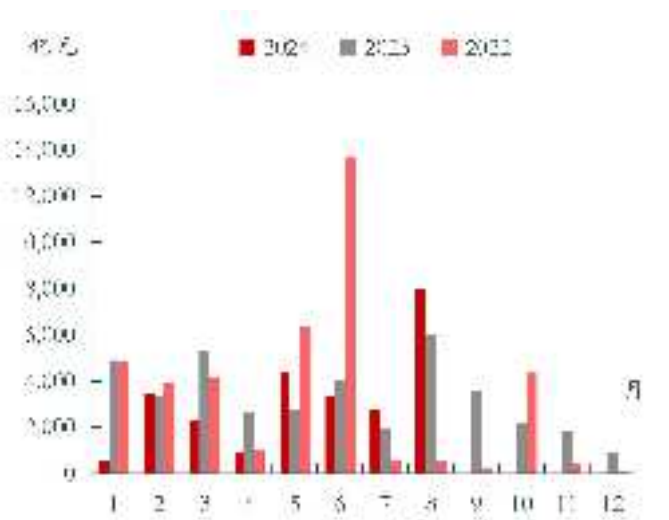
资金端来看，8~9 月份作为年内专项债发行高峰期，计划发行量超 1.1 万亿，实际可能超过这个数字。其中，8 月内发行未披露一书两案的特殊新增专项债发行量共计 2683 亿

元，占比 33.7%，剩余仅 5282 亿元作为传统新增专项债落地，不及计划发行量，但也能为四季度带来一些新增项目。然而，今年以来基建侧指引频出，无论是前期 12 个高风险债务省份全面暂缓基建项目，还是近期对基建效益提出的明确要求，都预示着国家对基建的态度已发生较大转变。同时，在地方财政吃紧的背景下，8、9 月份的传统专项债资金能否落实到新增项目也仍待观察。

从实际运行情况来看，**宏观角度**，1~8 月全国三大广义基建投资累计同比增速为 7.9%，增速同比去年同期下滑 1.1 个百分点，环比 1~7 月降低 0.27 个百分点。三季度固定资产投资增速边际放缓，分板块来看，电力侧维持强劲供给，交运侧平稳运行，水利侧低位修复。**中观角度**，2024 年二季度重点企业基建类的新签合同项目金额总计为 2.05 万亿元，同比下降 2.9%，增速环比转负，与二季度的实物工作量低迷相对应。**微观调研角度**，以镀锌厂为例，三季度无论大中小厂的订单表现均偏弱，中小厂订单改善预期被彻底证伪，大厂新增订单同样较少，而有余持续的价格战和回款困难，部分中小厂的现金流困境已经达到公司运营的阈值。

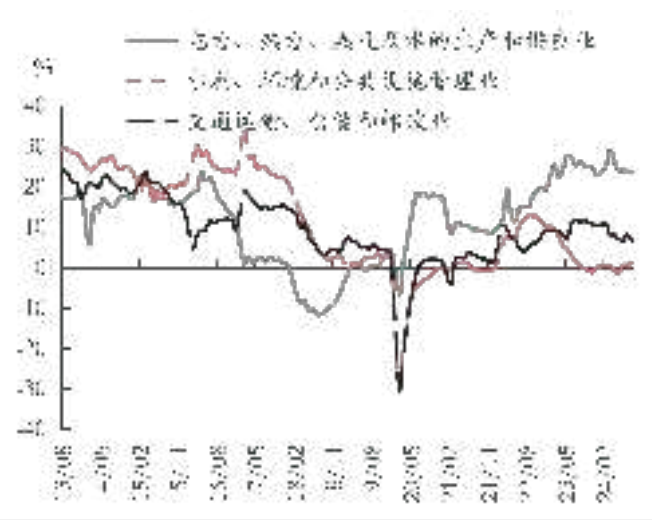
实物工作量维度，三季度在高温台风侵袭、假期因素、原材料价格高波动的背景下，实物工作量以磨底运行为主，三季度中后期的季节性修复趋势较往年来说更加平缓。直到三季度末期，地产、水利、交运板块的实物工作量表现依然疲弱，仅电力侧表现强劲。今年至今，发行的新增专项债有超 60% 投向了市政产业园区领域，且年中有一批水利项目集中开工，但实际生产运行情况不容乐观，镀锌板卷产量持续下滑，直到九月初才有所好转，厂商反映订单较少，而镀锌管、镀锌结构件等水利相关产品累库较为严重。**往后看**，考虑到今年新增专项债和实物工作量的匹配程度下降、特殊新增专项债对资金端的挤占、地方面临的财政困境、以及未来基建侧项目的效益优选预期，我们将基建全年的耗锌增速下调至 2%。

图表 25：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 26：基建及三大分项累计同比增速



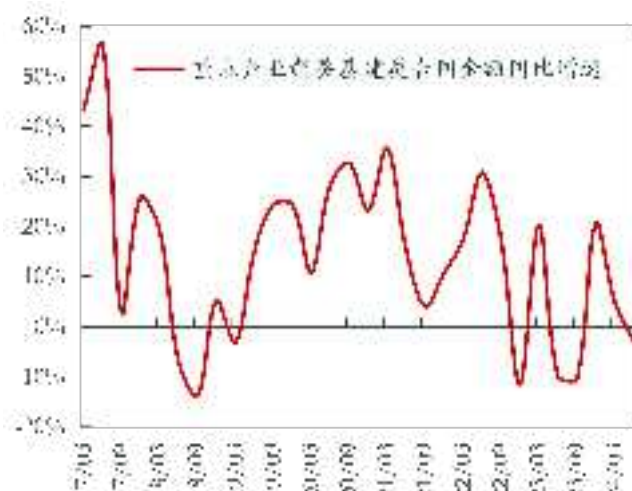
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 27：4Q 专项债计划发行统计（截至 9.25）

单位：亿元	10 月	11 月	12 月
浙江	380	300	0
福建	0	0	311
海南	220	0	0
辽宁	44	200	0
重庆	198	0	0
贵州	14	154	0
北京	0	139	0
广西	137	0	0
新疆	27	0	0
合计	1020	792	311
4Q 合计	2123		

资料来源：中国债券信息网，东证衍生品研究院

图表 28：重点企业基建类新签合同额同比增速



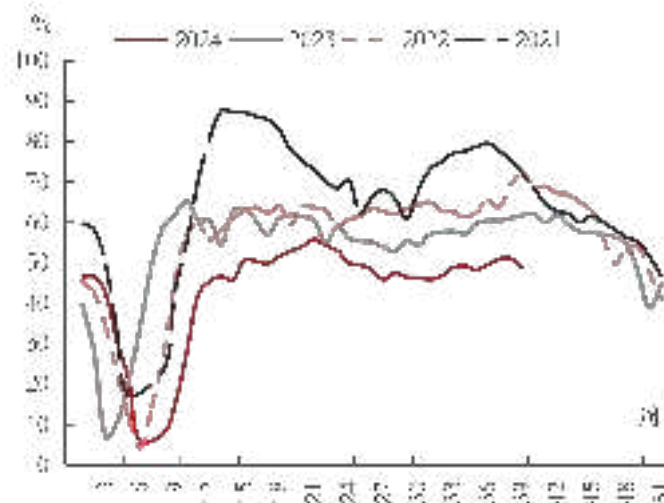
资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院（样本包括中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国中冶、中国交建、中国电建）

图表 16：石油沥青开工率



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

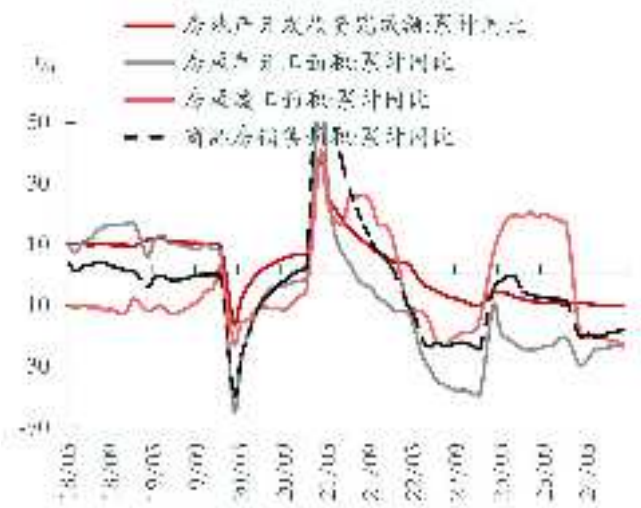
图表 17：水泥出货率



资料来源：数字水泥，东证衍生品研究院

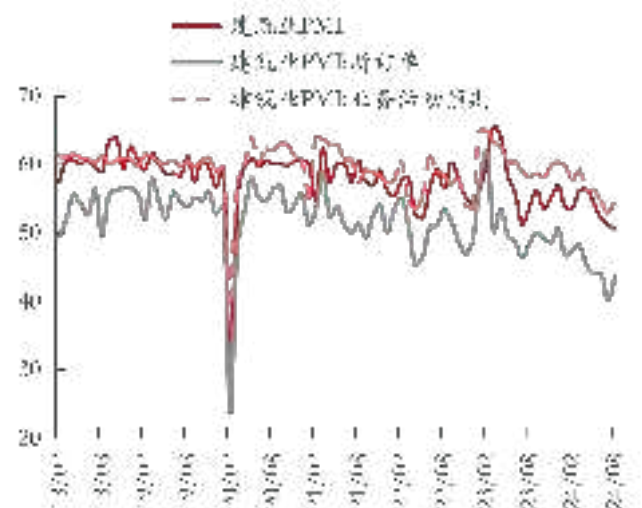
对于地产来说，我们维持半年报中的观点，地产依然会对锌需求形成明显拖累，鉴于建筑业 PMI 和竣工面积增速仍处于下行通道，后续地产需求甚至还可能出现边际趋弱。主要原因在于锌多被用于地产的施工和竣工端，而目前地产的政策多在销售端，即便能够在一定程度上改善房企现金流，但难以新增更多项目开工，预计现金流的修复只能对存量房完工起到边际改善作用。

图表 29：房地产分板块累计同比



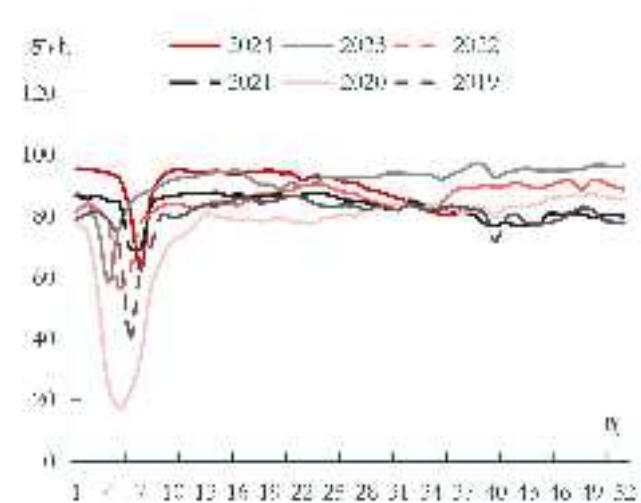
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 30：建筑业 PMI 及部分分项



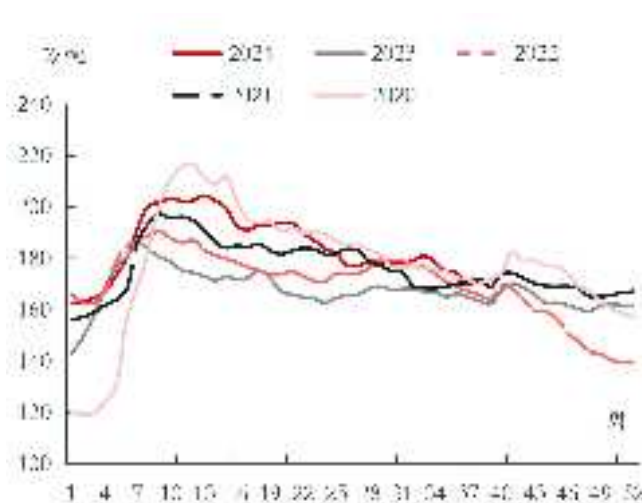
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 31：钢厂企业镀锌板卷周度产量



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 32：镀锌卷板社库和钢厂总库存



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

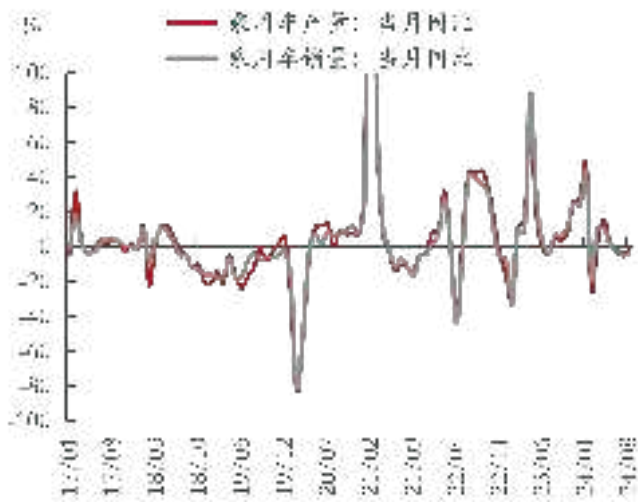
4.2、锚定需求正反馈，耐用消费品预期改善

汽车方面，根据中汽协，今年 1~8 月乘用车累计产量 1613 万台，累计同比增长 3%；累计销量 1615 万台，累计同比增长 3.2%，增速对比二季度时大幅下降，主要是由于前期消费年和以旧换新政策预期较强，部分厂商排产前置所致。三季度车企价格战告一段落，由于部分购车需求提前消化，6 月后汽车产成品库存明显抬头。8 月中旬以旧换新政策超预期加码，对新能源车乘用车和燃油乘用车的补贴基本翻倍，资金来源于超长期特别国债资金；9 月份，各省市针对以旧换新的细则陆续发布，部分地区在原有额度上继续

增加补贴力度。对于以旧换新加码，我们理解为促销费的必要手段，在较强的政策预期效应下，四季度车市有望实现需求正反馈，但由于三季度车市排产的疲软超我们预期，因而在预期对冲下，汽车板块的全年耗锌量增速维持不变。

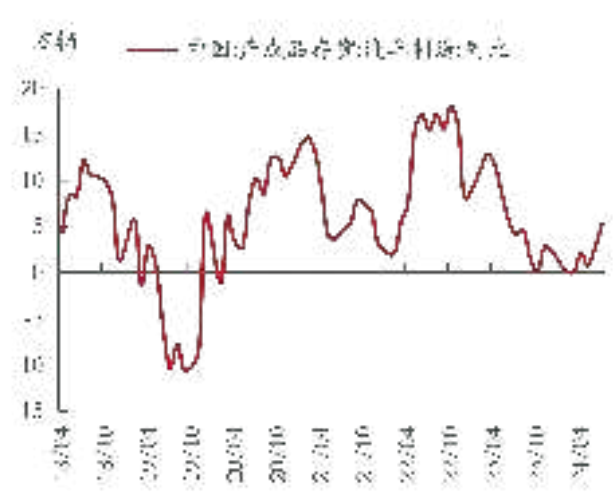
家电方面，据国家统计局，1~8月洗衣机、冰箱和空调产量分别累计同比增长5.9%、4.4%和4.3%，增速较上半年有所放缓。三季度家电排产情况不佳，主要是前期“以旧换新”政策和“消费促进年”预期下，部分厂商前置排产和有意增产。9月以旧换新政策加码，家电排产相应有所转好，空调排产同比增长较为明显，渠道库存也有所去化，家电厂库的成品库存均在低位运行，四季度国内消费同样有望实现正反馈。

图表 33：乘用车产销同比增速



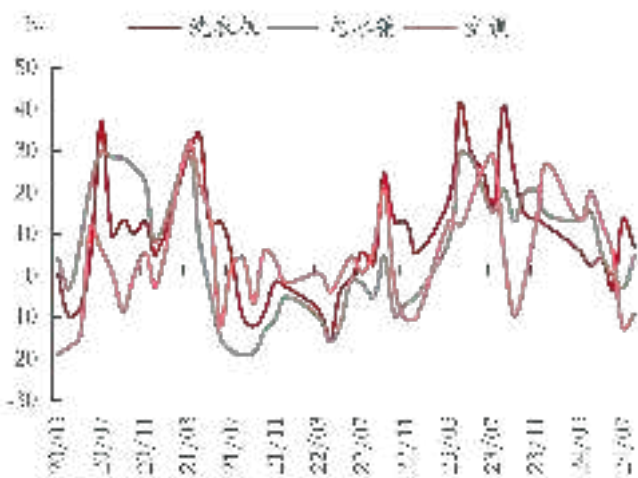
资料来源：中汽协，东证衍生品研究院

图表 34：中国汽车产成品库存上升



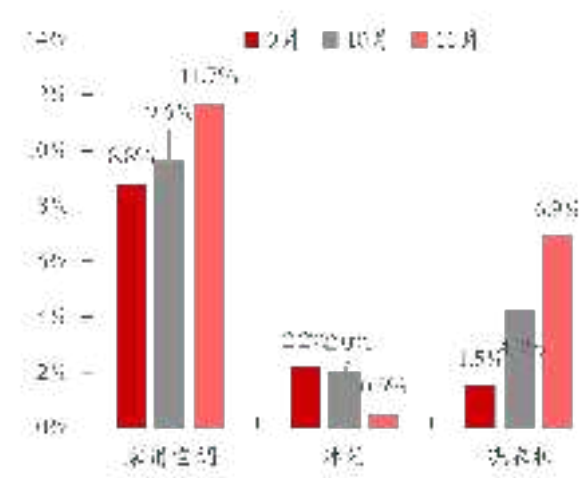
资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

图表 35：白色家电产销同比增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

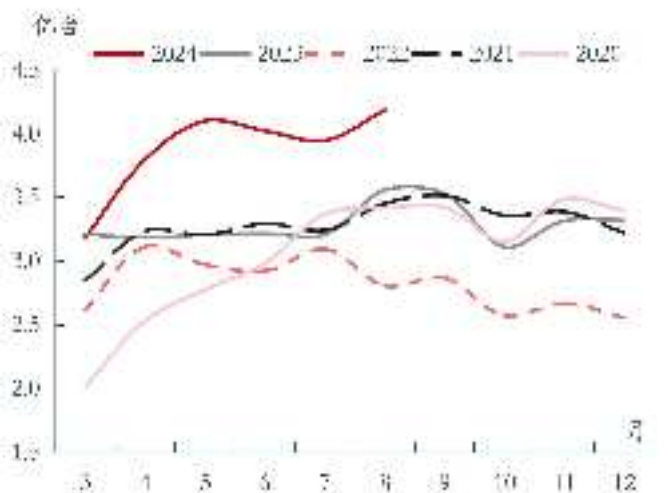
图表 36：9~11月家电排产当月预计同比增速



资料来源：产业在线，东证衍生品研究院

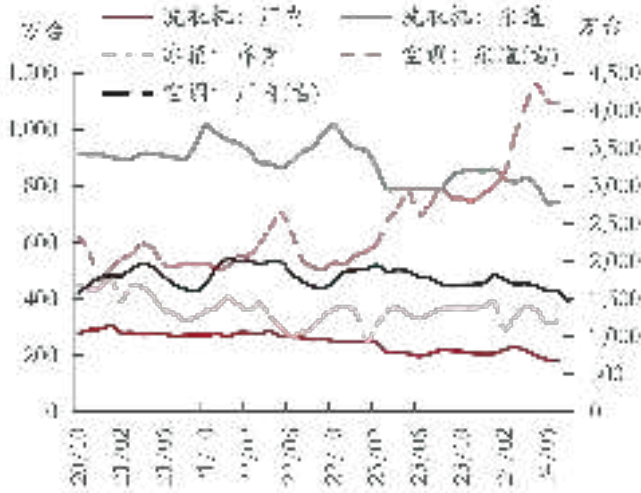
耐消出口方面，1~8月乘用车累计出口317.4万辆，累计同比增长29.4%；家电方面，前三季度家电出口高速增长，1~8月累计出口23.3亿台，同比增长18.7%，三季度耐消出口景气度强劲。与我们半年报的预期一致，美国补库周期启动，而特朗普的关税政策预期冲击依然很大，抢进口的行为已在发生，年内耐用消费品出口或维持高增。

图表 37：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 38：家电产业链成品库存情况



资料来源：产业在线，东证衍生品研究院

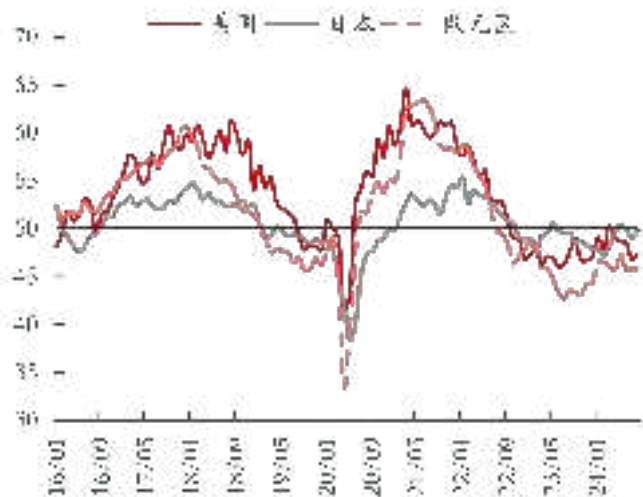
4.3、海外需求：补库周期共振有望形成支撑

就领先指标来看，美国实际库存同比已经从1%回升至2.1%左右，但库销比还未出现大幅下降；对比年中时刻，美国中小企业的补库意愿也已经从低迷回至中性附近。各项指标显示美国的补库周期已经启动，对比上一轮补库周期，本轮美国的补库斜率较低、补库力度更弱，需求目前多为边际改善。美国本轮补库周期主要由货币政策驱动，市场预期年内仍有50~75bp的降低等待落地，后续融资环境或将逐步得到改善。

而从历史补库周期来看，目前中美的有色（矿采）行业均已步入主动补库周期，但产业链的营收改善主要集中在上游采矿端，就库存数据来看，今年国内中下游的补库力度有限。而根据历史补库周期，当前时点有色中游行业正在进入主动补库阶段，后续船舶、机械设备等领域也有望逐渐进入主动补库，或能够在一定程度上支撑锌的需求。

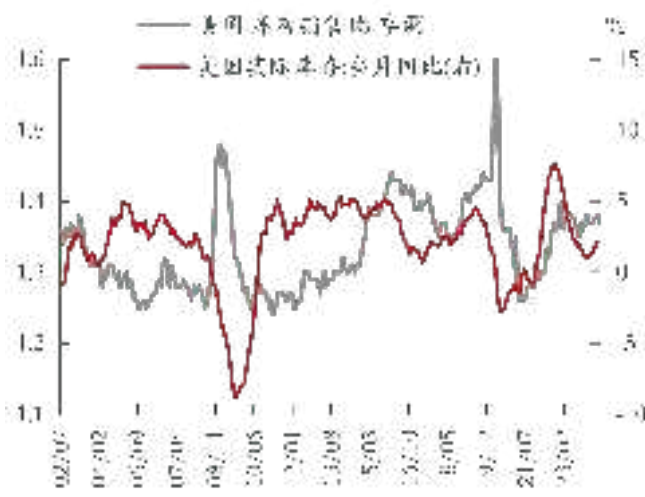
对应到锌产品的实际出口情况，1~8月我国出口镀锌板卷共830.7万吨，同比增加17%，主要是一带一路国家提供的需求支撑，主要增量国包括巴西、巴基斯坦和俄罗斯等。然而，由于中国钢铁制造业产能显著过剩，巴西和巴基斯坦已启动对我国镀锌板卷出口的反倾销调查，两者今年共计占我国镀锌板卷出口量的约10%，预计在明年对需求形成利空影响，但对年内出口影响有限。

图表 39：美欧日制造业 PMI



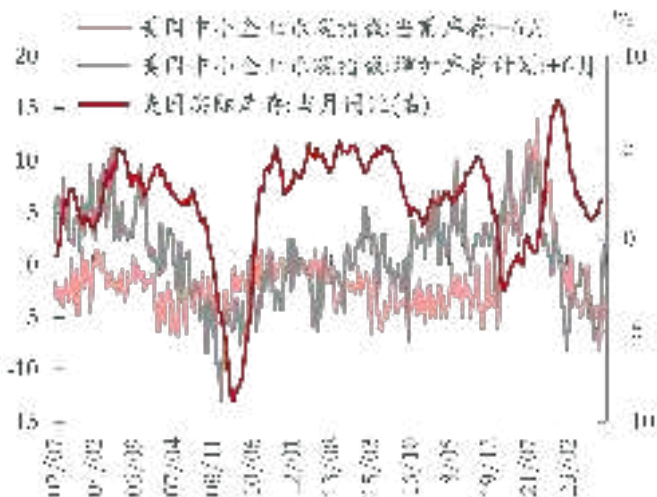
资料来源：Wind，东证衍生品研究

图表 40：美国实际库存增速与库销比



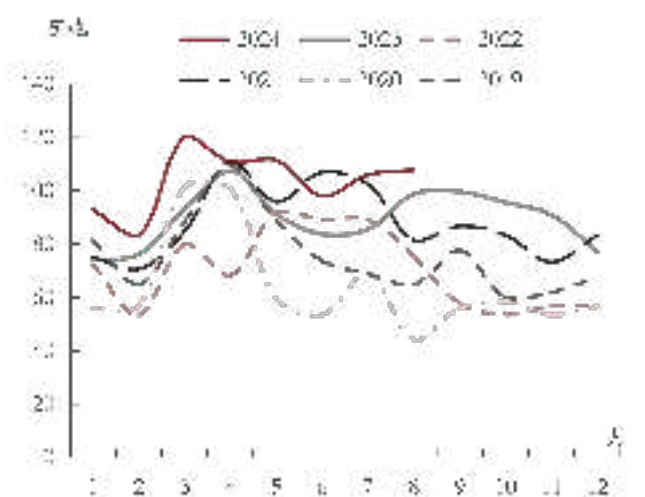
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 41：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 42：镀锌板卷出口量

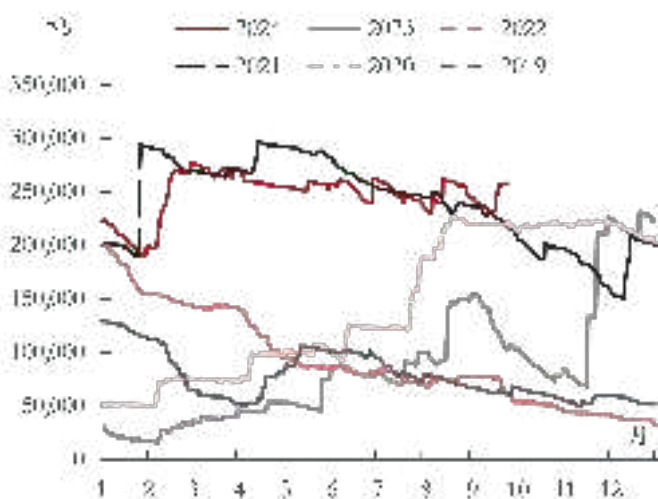


资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

5、库存端：海外高库存或将转嫁国内

三季度LME库存增减互现，海外需求疲弱下，新加坡地区多次出现大户集中交仓，中期精炼锌进口窗口打开，LME库存逐渐去化，进口锌锭逐渐流入国内。国内社库方面，三季度社库在需求疲弱的背景下出现超预期去化，主要是由于冶炼端超预期减产和锌价下跌后下游企业开启的一轮补库，库存去化在9月上旬边际趋缓。往后看，在供需趋紧、社库偏低下，后续锌锭进口窗口打开预期较强，四季度市场有望看到下游需求的边际好转和进口锌锭流入后的持续对冲，后续社库或出现震荡去库。

图表 43：LME 锌库存



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 44：国内七地锌锭库存



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

6、投资建议

宏观方面，我们认为四季度美国深度衰退的概率较低，即便发生衰退交易，对锌价的影响也不会很大；美国降息给予国内政策施展空间，四季度有望看到更强力有效的政策出台；供应端，四季度矿端增量有限，TC 或将继续磨底，冶炼回归亏损减产逻辑，供应增量将较为有限；需求端，四季度内需的改善或是边际性的。专项债对基建侧的提振有待观察，地产或维持疲软运行，期待政策对耐用消费品的拉动。外需方面，降息落地但经济修复需要时间，美国补库周期从中期维度对冲经济走弱，外需整体或以走弱后企稳修复态势运行。

交易角度，今年锌价的上涨很大程度受资金面影响，流动性拐点到来后需重点关注资金的指向性。节奏方面，沪锌上涨空间的打开或锚定于需求，短期内需求明显好转的可能性不大，建议以实物工作量为锚界定需求回暖时点；此外，我们的供需平衡表显示，后续社库将持续去化，建议关注接近年底时矿冶检修预期下潜在的低库存风险。风险方面，四季度宏观重磅事件较多，美国大选、联储后续降息、国内政策预期等，建议关注宏观方面的扰动，以及需求不及预期的可能性。

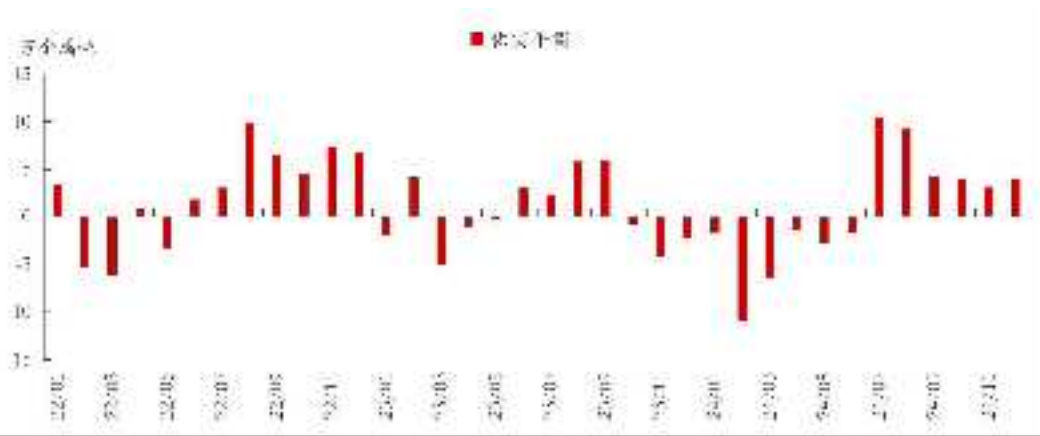
策略角度，单边方面，中期建议关注逢低买入机会。期限方面，以跨月正套思路对待为宜。内外方面，进口窗口打开预期较强，建议关注内外反套机会，锁汇为宜。

图表 45：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	610	662	628	650	632	622	567
	进口量	46	37	0	43	51	54	69
	需求量	659	692	652	685	675	663	645
	平衡	-3	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	3	17	5	-1	28	-34	-37
全球	产量	1,343	1,389	1,342	1,396	1,370	1,351	1,326
	需求量	1,343	1,365	1,361	1,389	1,334	1,372	1,372
	平衡	0	24	-19	7	36	-21	-46
全球产量同比		-3.3%	3.5%	-3.9%	1.9%	1.4%	1.9%	-3.3%
中国产量同比		-7.9%	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		-1.6%	0.3%	-2.0%	4.1%	-2.8%	0.1%	-3.3%
中国需求同比		-4.8%	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

图表 46：锌精矿月度供需平衡表



资料来源：ILZSG，SMM，国家统计局，安泰科，东证衍生品研究院

图表 47：精炼锌月度供需平衡表



资料来源：ILZSG，SMM，国家统计局，安泰科，东证衍生品研究院

7、风险提示

宏观因素影响，需求表现不及预期，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

Email：research@orientfutures.com