

2023年6月5日



## 基本面未实质性改善

### 锌价仍有下行压力

#### 核心观点及策略

- 宏观面看，欧美制造业指数延续下行，但通胀均有所降温，市场预期美联储6月暂停加息，也下调欧央行加息预期，叠加美国债务谈判向好推进，市场风险偏好回暖，海外宏观压力阶段性减弱。国内经济数据仍不佳，内生驱动不足，市场对政策出台意愿增强，关注7月政治局会议。
- 供应端看，欧洲能源成本坍塌，炼厂利润修复下，仍有复产预期。LME库存大幅增加，海外隐形库存显现。国内看，部分矿山及炼厂因利润受损而减产，但进口锌矿补充下，炼厂原料充足。炼厂减产未成规模，硫酸也暂无胀库风险，且精炼锌进口窗口临近开启，进口补充预期较强，国内供应端仍显宽松。
- 需求端看，欧美经济仍处下行通道，海外需求较疲软。国内强复苏预期伪证，终端基建投资高位小幅回落，汽车同比表现偏弱，家电内销外销表现尚可，但地产投资弱势未有实时性改善。下游投机性补库情绪仍存，库存低位运行，但弱需求预期下，低库存支撑力度不强。
- 整体来看，海外供过于求，国内进口货源抵消了炼厂检修影响，供应仍显宽松，下游尚处消费淡季，基本面未有实时性改善，锌价仍有下行压力，后期需要看到更多矿山及炼厂减产，供应出现大幅缩减，或需求预期出现显著改善，才能扭转锌价的弱势格局。预计6月沪锌主要运行区间18000-20000元/吨，伦锌在2100-2500美元/吨。
- 策略建议：反弹后沽空
- 风险因素：宏观风险，矿山及炼厂规模性减产

投资咨询业务资格  
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68556855

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68556855

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68556855

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

## 目录

一、锌市场行情回顾 .....	5
二、宏观面 .....	5
2.1 美国方面 .....	5
2.2 欧元区方面.....	6
2.3 国内方面 .....	6
三、锌基本面分析 .....	8
3.1 锌矿供应情况.....	8
3.1.1 全球锌矿供应情况.....	8
3.1.2 国内锌矿产出季节性恢复，进口矿有望增加.....	11
3.2 精炼锌供应情况.....	12
3.2.1 全球精炼锌供应情况.....	12
3.2.2 国内精炼锌供应情况.....	14
3.3 精炼锌需求情况.....	15
3.3.1 全球精炼锌需求情况.....	15
3.3.2 国内精炼锌初端需求情况.....	17
3.3.3 国内精炼锌终端需求情况.....	17
3.4 海外库存缓慢增加，国内呈现去库.....	20
四、总结与后市展望 .....	22

## 图表目录

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势 .....	5
图表 2 美国通胀情况.....	7
图表 3 美国利率水平.....	7
图表 4 美国 PMI 数据.....	7
图表 5 欧元区 PMI 数据.....	7
图表 6 欧元区通胀情况.....	8
图表 7 欧元区利率水平.....	8
图表 8 国内 PMI 数据.....	8
图表 9 国内社融数据.....	8
图表 10 2022-2023 年海外锌矿产量变化情况（万吨） .....	9
图表 11 全球锌矿月度产量情况.....	9
图表 12 国内锌矿月度产量情况.....	9
图表 13 2021-2023 年国内锌矿新增量（万吨） .....	10
图表 14 内外矿加工费止跌.....	11
图表 15 锌矿进口窗口开启.....	11
图表 16 锌矿进口情况.....	12
图表 17 冶炼厂原料库存.....	12
图表 18 全球精炼锌月度产量情况.....	13
图表 19 欧洲天然气期货价格.....	13
图表 20 欧洲主要国家电价.....	13
图表 21 欧洲天然气库存.....	13
图表 22 2021 年四季度至今欧洲冶炼厂减复产情况（万吨） .....	13
图表 23 国内精炼锌月度产量.....	15
图表 24 冶炼厂生产利润.....	15
图表 25 2022-2023 年国内新增冶炼产能（万吨） .....	14
图表 26 精炼锌净进口情况.....	15
图表 27 锌锭进口盈亏情况.....	15
图表 28 全球精炼锌月度需求情况.....	16
图表 29 美国新建住房销量.....	16
图表 30 美国成屋销售情况.....	16
图表 31 美国汽车销量情况.....	16
图表 32 欧元区房屋营建情况.....	16
图表 33 欧元区汽车销量情况.....	16
图表 34 国内初端企业开工率.....	17
图表 35 镀锌板净出口情况.....	17
图表 36 基建投资增速小幅回落.....	19
图表 37 挖掘机产销.....	19
图表 38 地产主要指标依然疲软.....	20
图表 39 30 大中城市商品房成交面积.....	20
图表 40 汽车当月产销情况.....	20
图表 41 乘用车周度销量.....	20

---

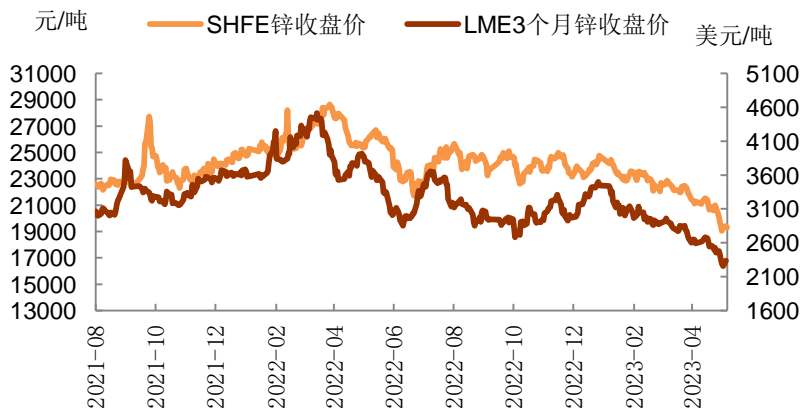
图表 42 白色家电产量情况.....	20
图表 43 白色家电出口情况.....	20
图表 44 上期所库存持续回落.....	21
图表 45 LME 库存先抑后扬.....	21
图表 46 社会库存走低.....	21
图表 47 保税区库存流入.....	21

## 一、锌市场行情回顾

5月沪锌主力ZN2307期价上半月窄幅震荡，下半月持续性破位下跌。源于宏观与基本面形成共振，宏观面来看，欧美服务业PMI高企，通胀粘性较高，叠加美联储官员持续释放鹰派言论，市场不断调整利率预期，押注美联储6月加息预期升温。同时，月中美国银行事件再发酵、美国债务谈判一波三折，市场避险情绪也助推美元阶段性走强，利空锌价。国内看，4月经济、金融数据全线偏弱，强复苏预期伪证，经济内生动力不足，市场信心大幅受挫。基本面看，国内5月精炼锌供应预期再度回升至高位，叠加需求进入淡季，且需求预期较弱，月底精炼锌进口窗口更是趋于开启，进口货源补充预期抬升下，锌价破位下跌，低点至18600元/吨，部分矿企及炼厂陷入亏损，出现减产计划，但受低价进口锌冲击及减产兑现待验证，锌价反弹无力，止跌企稳后再陷震荡，截止至月底，主力期价收至19240元/吨，月度跌幅8.79%。

伦锌走势亦呈现破位下行走势。海外宏观氛围不佳，美指走高打压伦锌走势。同时，欧美需求疲软，LME再度出现集中交仓，悲观情绪推动锌价最低跌至2215美元/吨。伴随着美国债务谈判逐步达成及LME交仓结束，市场情绪缓解，伦锌震荡修整，最终收至2252美元/吨，月度跌幅14.89%。

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

## 二、宏观面

### 2.1 美国方面

经济数据看，6月初公布的美国5月ISM制造业指数为46.9，较4月回落，且不及市场预期，已连续七个月萎缩，持续萎缩时间创下2009年以来最长，制造业持续萎靡。其中，新订单加速萎缩，原材料成本降幅为近一年最快。物价支付指数44.2，为年内新低，表明通胀压力缓

解。此前，5月中旬美国劳工统计局的数据显示，美国4月CPI同比上升4.9%，连续第10次下降，预期5%，前值5%。核心CPI较上月小幅放缓，同比上升5.5%，与预期持平，前值5.6%。“超级核心通胀”（剔除住房的核心服务通胀）同比增速降至5.16%，创2022年5月以来最低。数据也显示美国通胀放缓，但核心通胀仍具较强粘性。就业市场看，依旧较强劲。美国ADP就业报告显示，5月美国就业人数增加了27.8万人，高于市场预期的18万人，略低于4月份下调后的29.1万人。但工资增长的速度正在放缓，5月份的年薪增长仍为6.5%，但比4月份的6.7%有所下降。

在美联储5月的议息会议上，宣布加息25BP至5.00%-5.25%，符合预期。议息会议的会后声明变化暗示此后暂停加息，不过鲍威尔在发布会上也否定了降息，并表示银行业危机有所缓解以及仍然强调了压低通胀的重要性，市场对于发言做出了偏鹰理解。

整体来看，美国制造业延续下行，但强劲的就业数据表明服务业市场依然强劲，美国经济软着陆可能性提高。随着通胀预期降温，月底美联储官员言论转向鸽派，市场对于美联储的加息预期发生剧烈摇摆，对于6月美联储暂停加息的押注占上风。此外，美国债务谈判逐步向好推进，也带动市场风险偏好回升，美元高位回落，对锌价利空边际减弱。

## 2.2 欧元区方面

经济数据方面，欧元区5月制造业PMI终值为44.8，略高于预期44.6，但低于前值45.8，已经连续11个月低于荣枯线。国内外新订单不断下降，凸显制造业疲软。

5月4日，欧洲央行公布最新利率决议，将三大关键利率均上调25个基点，加息步伐如期放缓。欧洲央行在声明中表示，整体通胀有所下降，但潜在价格压力仍然强劲。同时，过去的加息正在有力地传导到欧元区的融资和货币条件，而传导到实体经济的滞后和力度仍不确定。因此，欧洲央行称将“确保利率达到足够限制性水平”，暗示未来仍将加息。不过，6月初公布的欧元区5月通胀大降温，源于能源成本的下降。数据显示，5月欧元区调和CPI同比增长6.1%，预期为6.3%，远低于上月的7%，为俄乌冲突以来最低水平。核心调和CPI同比增长5.5%，与预期持平，前值为5.6%，现见顶迹象。通胀数据发布后，市场对欧央行6月15日进一步加息预期大幅降温。

整体来看，欧元区通胀水平大降温，市场对欧央行持续加息预期降温，欧元区紧缩压力有望边际减弱。但制造业数据处于荣枯线下较长时间且仍环比回落，凸显经济衰退压力不减。

## 2.3 国内方面

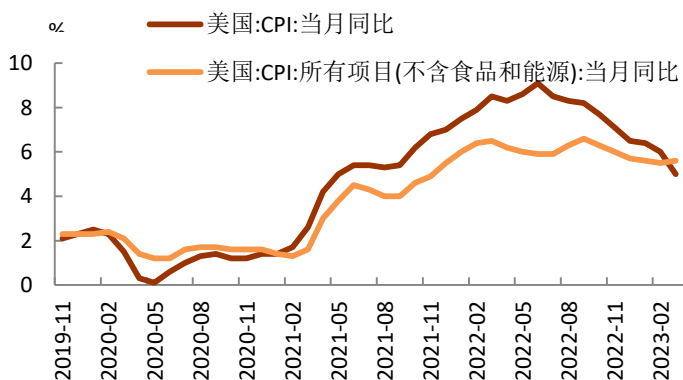
国内4月金融数据表现欠佳，4月社会融资规模增量为1.22万亿元，比上年同期多2729亿元，远低于前值5.38万亿元。人民币贷款增加7188亿元，同比多增649亿元，远低于前值3.89万亿元。住户贷款减少2411亿元，其中，短期贷款减少1255亿元，中长期贷款减少1156亿元，再次转负。4月末，M2-M1剪刀差为7.1%，较前值的7.6%小幅缩窄。数据显示，居民端借贷

意愿仍偏谨慎，中长期信贷偏弱的情绪下，国内经济环比改善动能减弱。M2-M1差值维持低位，信用转化不明显。

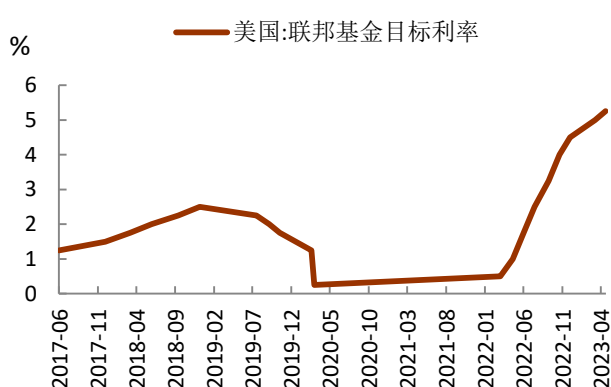
5月份官方制造业PMI为48.8%，比上月下降0.4个百分点，低于临界点，制造业景气水平再次小幅回落。制造业PMI分项表明，内需、外需短期均维持弱势，产出也进一步回落。非制造业PMI为54.5%，比上月下降1.9个百分点，仍高于临界点，非制造业延续恢复性增长，但环比增速回落，其中建筑业或仍受房地产拖累，服务业或为节假日需求高峰结束后的正常回落。随后公布的财新PMI数据与官方PMI有所分化，因财新样本较少且以小企业为主。数据显示，5月财新制造业PMI为50.9，较4月上升1.4个百分点，重回荣枯线以上。制造业产出扩张，关键在于新订单量增加，新增出口业务量也小幅加速增长。但制造业信心指数降至2022年11月以来最低，低于长期均值。显示企业担心经济不稳定性仍将持续，尤其是海外市场，不利于生产经营。

整体来看，近期公布的国内数据进一步强化了经济复苏斜率放缓的预期，显示当前经济内生驱动不强，市场对政策出台预期逐步升温，5月底以来市场小作文不断。但去年二季度基数较低，经济增速同比较高的背景下，二季度或为政策观察期，或以喊话提振市场情绪为主，实质性利多政策出台或要等到7月的政治局会议。

图表 2 美国通胀情况

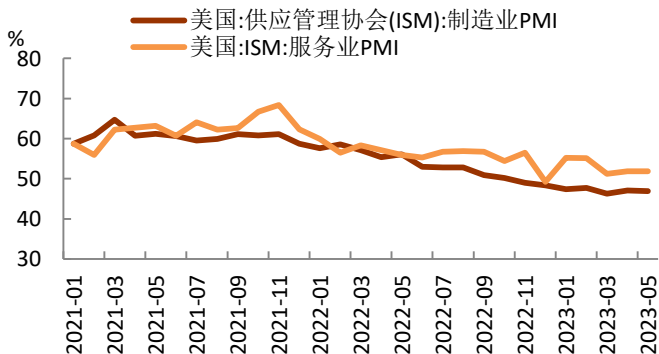


图表 3 美国利率水平

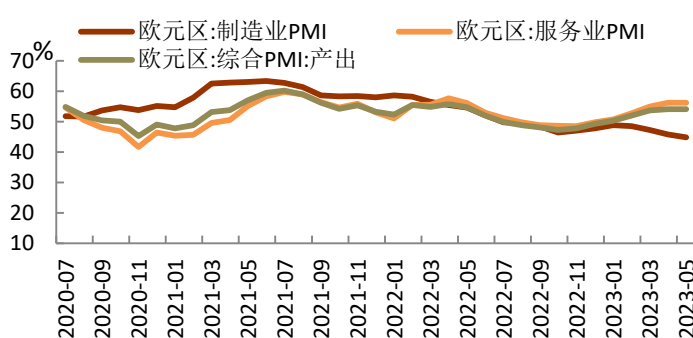


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 4 美国 PMI 数据



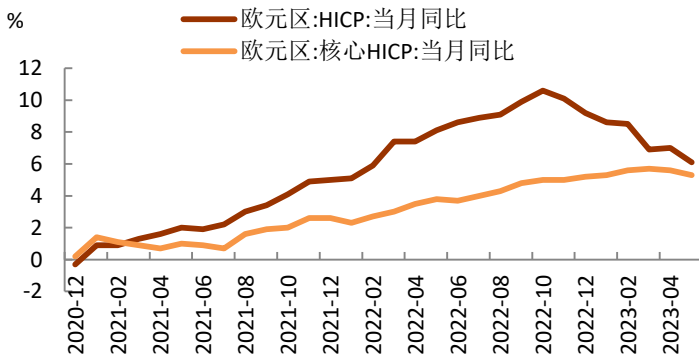
图表 5 欧元区 PMI 数据



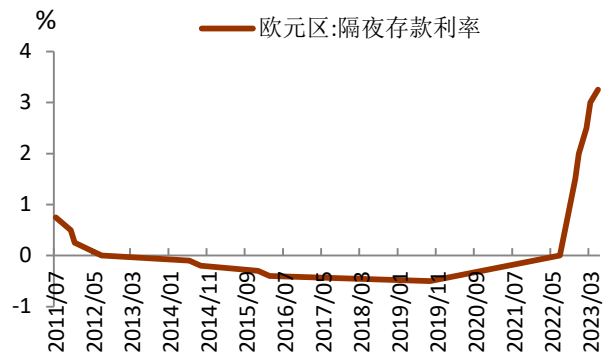
数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货



图表 6 欧元区通胀情况

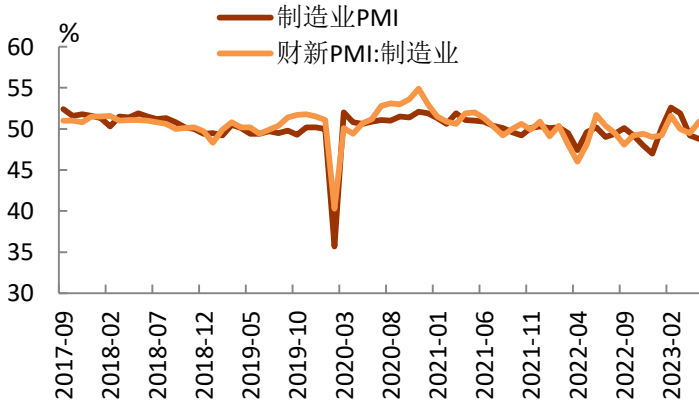


图表 7 欧元区利率水平

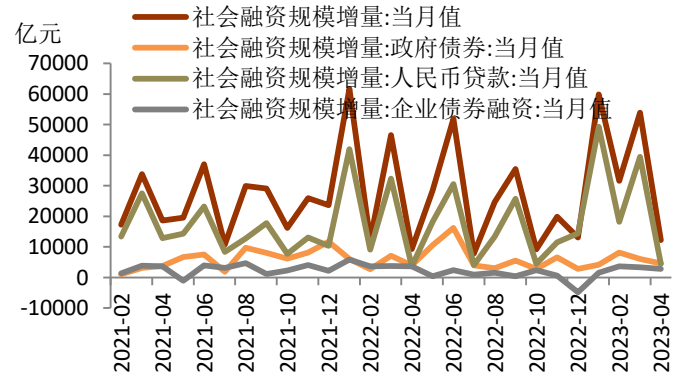


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 8 国内 PMI 数据



图表 9 国内社融数据



数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

## 三、锌基本面分析

### 3.1 锌矿供应情况

#### 3.1.1 全球锌矿供应情况

ILZSG 最新数据显示, 2023年一季度全球锌矿累计产量298.1万吨, 累计同比减少0.17%。年初以来, 尽管疫情冲击减弱, 但安全事故及极端天气扰动部分矿山生产, 2月中旬五矿位于澳洲Dugald River矿山发生事故而停产, 3月中旬Nexa Resources位于秘鲁的Cerro Lindo矿山因飓风Yaku造成的“异常强降雨”和河流泛滥而暂停生产。使得一季度锌矿产出恢复较慢, 同比出现小幅下滑。不过该影响已解除, 矿山均与3月下旬恢复生产, 二季度将体现增量。国内来看, SMM数据显示, 2023年1-4月锌矿累计产量112.52万吨, 累计同比增加3.53%。一季度矿山受春季假期、两会环保及天气等原因, 处于生产淡季, 进入二季度生产季节性恢复。



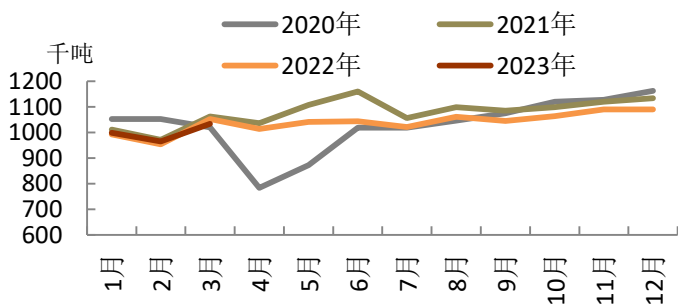
全年来看，多家海外矿企下调全年生产指引，预计2023年海外锌矿增量由年初25万吨左右下调至19.7万吨。国内锌矿新增产能维持8.2万吨。预计2023年全球锌矿产量1286万吨，同比提高3%。

图表 10 2022-2023 年海外锌矿产量变化情况（万吨）

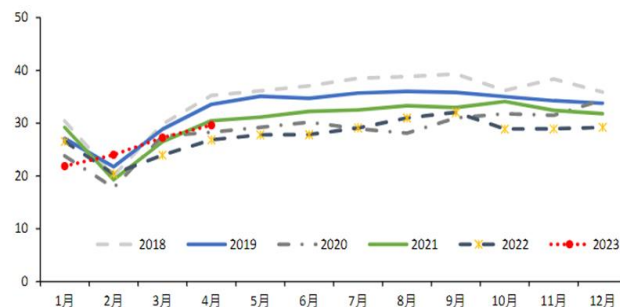
矿山	22 年变量	23 年变量
Buenaventura	-1.92	0
Grupo mexico	-0.7	3
HudBay Minerals	-3.8	0.5
Lundin Mining	1.51	3
MMG	-2.49	0
Newmont	-3.48	1
Nexa	-2.35	3.26
Sierra Metals	-4.11	1
South32	-0.78	0.1
Southern Copper	-0.74	4
Teck	4.99	2
Trevali	-12.66	-4.2
Lundin Mining	-2	0
西藏珠峰	0	2
紫金矿业	0.57	1
Antamina	-2.75	0
Glencore	-15	2
Vedanta	3.8	1
合计	-41.91	19.66

数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

图表 11 全球锌矿月度产量情况



图表 12 国内锌矿月度产量情况



数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

**图表 13 2021-2023 年国内锌矿新增量（万吨）**

地区	公司	矿山名称	21 年变量	22 年变量	23 年变量
内蒙	兴业矿业	银漫矿业	0	1.3	0
	兴业矿业	乾金达	0.7	0	1
	兴业矿业	荣邦矿业	0.1	0	0
	盛达矿业	东晟矿业	0.4	0	0
	诚诚矿业	诚城矿业	0	1.9	0
	金星矿业	金星矿业	0	0	0.4
	艾玛铅锌矿	艾玛铅锌矿	0	-4.9	0
	查干矿业	查干矿业	0	0	0.5
	恒发矿业	恒发矿业	-0.5	0.5	0
	紫金矿业	三贵口铅锌矿	0	0	1.5
西藏	驰宏锌锗	鑫湖矿业	0	0.6	0
	宝翔矿业	纳如松多	0	0	0.3
	宝翔矿业	宝翔矿业	0	-0.5	0.5
新疆	紫金矿业	乌拉跟	3	0.6	0
	金鑫铅锌矿	金鑫铅锌矿	0	0	0.6
青海	都兰县多金属矿业	都兰县多金属矿业	0	0.5	0.3
湖南	混合整改	湘西华林	0	1	0
	湖南有色	宝山矿业	1	0.1	0
	水口山	康家湾铅锌矿	0	0	0.2
广西	山北矿业	山北矿业	0.3	0	0
	德安天宝矿业	张十八铅锌矿	0.5	1.4	1.4
辽宁	青城子矿业	青城子矿业	0	0.6	0
	海帝矿业	海帝矿业	0	0.8	0
陕西	西北有色	二里河	0	0.3	0
江西	江铜集团	冷水坑	0	0	0.5
河南	卢氏新润矿业	杨家湾铁锌矿	0	0.3	0.4
河北	河北华澳	蔡家营	0	-0.6	0.6
		合计	5.5	3.9	8.2

数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

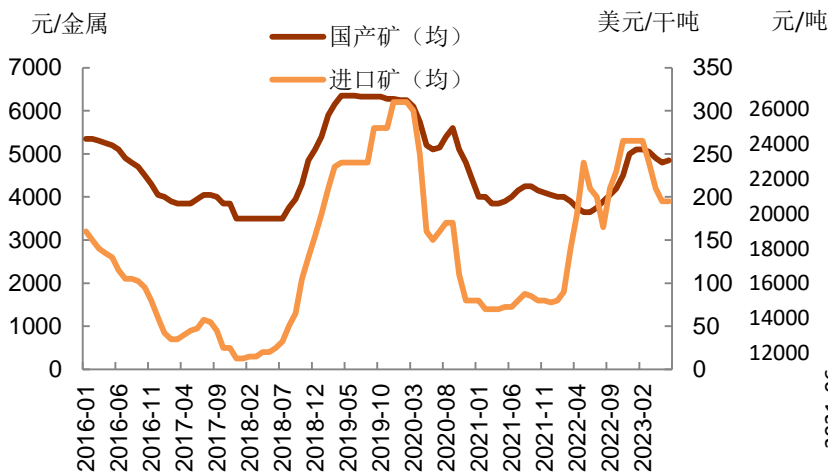
### 3.1.2 国内锌矿产出季节性恢复，进口矿有望增加

SMM数据显示，2023年1-4月锌矿累计产量112.52万吨，累计同比增加3.53%。一季度矿山受春季假期、两会环保及天气等原因，处于生产淡季，进入二季度生产季节性恢复。据SMM数据显示，国内75%分位数矿山成本在13800元/金属吨，加上加工费后，成本在18650元/吨。5月底锌价一度跌破该成本线，随后也有消息显示驰宏锌锗旗下矿山计划减产，后期关注利润对矿山产出的制约。

锌矿进口方面，海关数据显示，2023年1-4月累计进口154.34万吨，累计同比增加20.56%。一季度锌矿进口窗口关闭，但随着去年四季度采购货源陆续到港，1、2月单月锌矿进口量处于相对高位，3、4月进口量回归正常区间。进入4月中旬，锌矿进口窗口再度开启，叠加国内炼厂高产背景下原料保持高需求，进口预期增强。考虑1至1个半月船期，进口增量有望在6月体现。

对于内外锌矿加工费而言，上半年内外锌矿TC呈现高位回落后企稳态势，其中国产矿TC均值由年初的5100元/金属吨回落至5月低点4800元/金属吨，6月小幅回升至4850元/金属吨；进口矿TC由年初的265美元/干吨高位回落至5月低点195美元/干吨，6月环比持平。后期来看，三季度国内锌矿产出环比改善叠加进口锌矿补充，内外加工费均有环比回升预期，但考虑到目前锌价低位下，矿山出于利润考虑，压低TC意愿强烈，且欧洲炼厂仍有复产预期，全球锌矿供需趋于紧平衡，预计TC环比改善幅度有限。

图表 14 内外矿加工费止跌

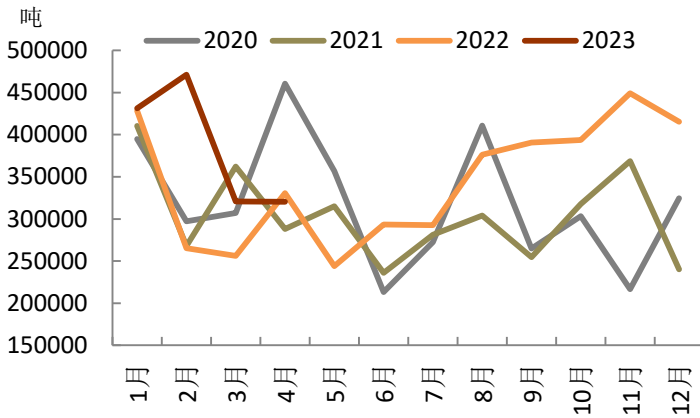


图表 15 锌矿进口窗口开启

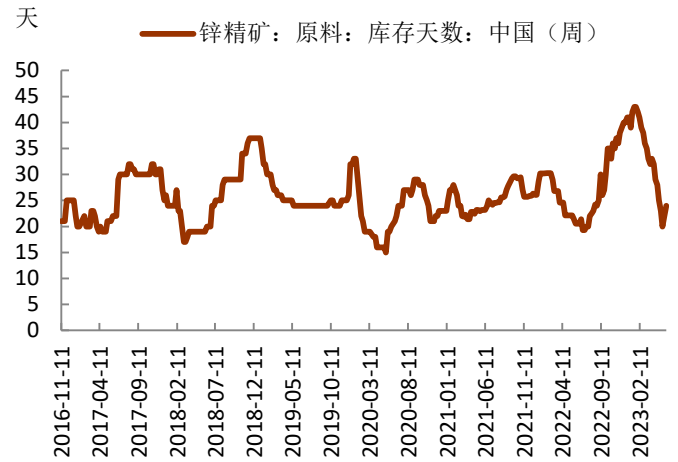


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 16 锌矿进口情况



图表 17 冶炼厂原料库存



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

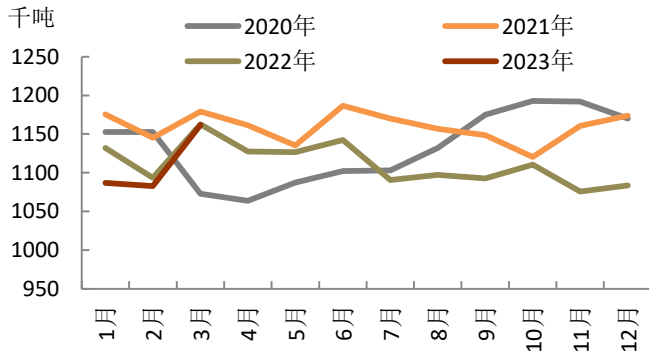
### 3.2 精炼锌供应情况

#### 3.2.1 全球精炼锌供应情况

全球范围来看，ILZSG数据显示，2023年一季度全球精炼锌产量为336.4万吨，累计同比减少0.33%。3月新星法国炼厂宣布复产，国内炼厂在利润高企下产出保持高位，全球精炼锌月度产量有望环比回升。

后期看，欧洲能源价格高位回落后企稳，截止至5月底，欧洲天然气价格回落至2021年10月份的水平，欧洲各国电价回落至2020年7月份的水平，且当前欧洲天然气库存水平也远高于往年同期，能源价格扰动减弱，海外锌成本端支撑崩塌。目前欧洲炼厂利润改善持续的时间已较长，炼厂复产意愿较为强烈。据悉，嘉能可德国炼厂复产概率较大，一方面因利润修复，另一方面考虑到工厂停产但人工成本高企；意大利炼厂复产概率相对较小，源于炼厂生产成本较高及工人问题，原生锌产能或永久损失。此外，从国内角度看，下半年有新增冶炼产能投放预期，国内供应有望边际增加。ILZSG4月最新预计，2023年全年全球精炼锌供应量为1376万吨，同比增加2.1%，低于去年10月预期的同比2.6%。

图表 18 全球精炼锌月度产量情况

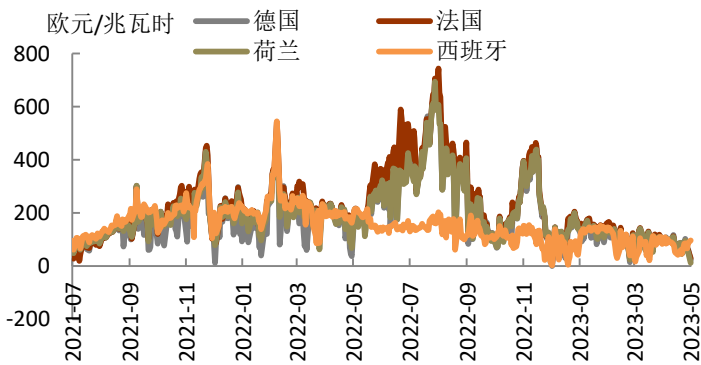


图表 19 欧洲天然气期货价格

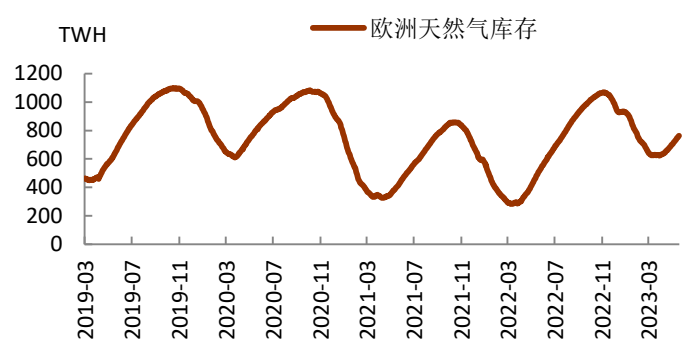


数据来源：iFinD，新闻整理，铜冠金源期货

图表 20 欧洲主要国家电价



图表 21 欧洲天然气库存



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

图表 22 2021 年四季度至今欧洲冶炼厂减复产情况（万吨）

公司	冶炼厂	国家	总产能	减产产能	备注
新星	Budel	荷兰	30		21 年 10 月产量消减 50%，2022 年 9 月 1 日再减产。2022 年 11 月逐步恢复生产。现近满产。
	Balen	比利时	27		21 年 10 月产量消减 50%，现已恢复，近满产。
	Auby	法国	15		22 年 1 月停产维护。2023 年 3 月初全部复产。
嘉能可	Portovesme	意大利	24	16	21 年 11 月宣布 12 月底对 10 万吨硫化锌产线停产维护。目前 2/3 产能减产。
	San Juan de Nieva	西班牙	46		
	Nordenham	德国	16.5	16.5	2022 年 11 月日停产检修。目前复产概率较大，停产人工成本高。
	Northfleet	英国	5		
波利顿	Kokkola	芬兰	31.5		
	Odda	挪威	20		
Teck	Trail	芬兰	35		
总计			250	32.5	

数据来源：新闻整理，铜冠金源期货

### 3.2.2 国内精炼锌供应情况

SMM数据显示，2023年1-4月精炼锌累计产量210.9万吨，累计同比增7.22%。5月预计产量环比增加1.98万吨至55.98万吨。1-5月累计产量266.9万吨，累计同比增7.51%。

考虑到5月底锌价跌破19000元/吨，高成本炼厂已现亏损，其它炼厂利润也快速压缩，炼厂检修计划有提前预期。从三方调研消息看，驰宏锌锗已计划对其他矿山及冶炼部分采取部分检修，叠加四川四环、云南蒙自矿冶设备出现问题，5月精炼锌月度产量或降至55万吨，低于预期。后期看，6-8月份国内进入夏季高温天气，电力供需潜在风险也将对产量构成影响。叠加三季度炼厂常规检修季，国内月度供应环比有望小幅回落。此外，市场担忧硫酸价格低迷倒逼炼厂减停产的问题，从调研情况看，鉴于成本考虑，炼厂不停产更多倾向于提前检修以应对，且目前大部分炼厂暂无硫酸胀库问题，硫酸引发的担忧风险暂时不大。

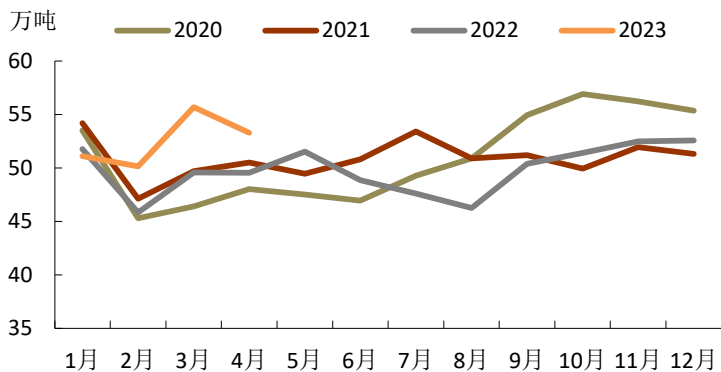
进口情况看，2023年1-4月精炼锌累计进口3.5万吨，累计同比降19.24%。1-4月精炼锌累计出口3249.72吨。1-4月精炼锌累计净进口3.17万吨，累计同比增加24.8%。年初以来精炼锌进口窗口亏损幅度不断收窄，叠加进口哈锌长单流入，1-4月精炼锌净进口量同比增长。5月中下旬，随着沪伦比价不断攀升，精炼锌进口窗口逐步开启，月底已有超万吨保税区货源流入市场，5月精炼锌净进口量仍有望环比回升。

图表 23 2022-2023 年国内新增冶炼产能（万吨）

企业名称	原材料分类	原产能	新产能	实际投产时间
青海西部铝业	再生锌	0	4	2022.1
桂阳皓钰	再生锌	0	6	2022.11
江西思远	再生锌	0	2.5	2023.5
河南金利	矿产锌	0	15	2022.12
湖南金石矿业	再生锌	5	5	2023.7
广西河池南丹吉朗	矿产锌	8	3	2023.7
四川雅安俊磊锌业	矿产锌	0	7	2023.5
广西河池南方	矿产锌	35	30	2023.12
河南济源万洋	矿产锌	0	15	2024.6
四川雅安汉源县金成锌业	再生锌	0	10	2024
广西誉升	矿产锌	5	5	2024
广西永鑫	再生锌	5	5.8	2024
湖南泸溪县盛德	再生锌	0	8	2023.1

数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

图表 24 国内精炼锌月度产量

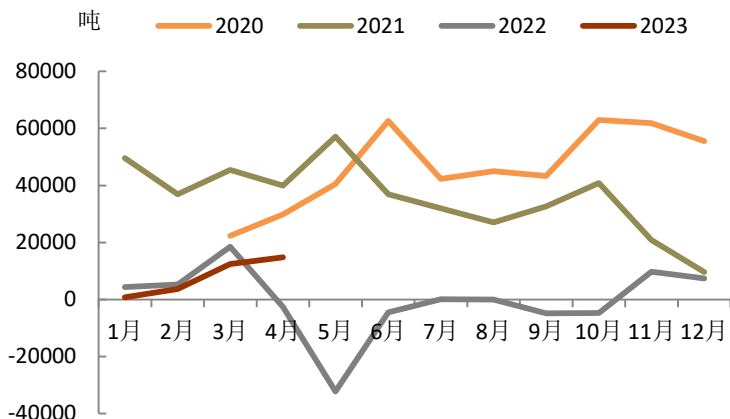


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 25 冶炼厂生产利润

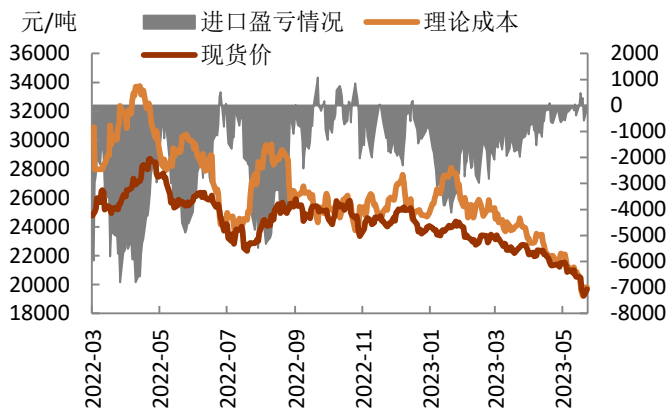


图表 26 精炼锌净进口情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 27 锌锭进口盈亏情况



### 3.3 精炼锌需求情况

#### 3.3.1 全球精炼锌需求情况

全球范围来看，ILZSG数据显示，2023年一季度全球精炼锌需求量为331.5万吨，累计同比增加1.72%。一季度全球精炼锌供应过剩4.9万吨，去年同期为11.6万吨。

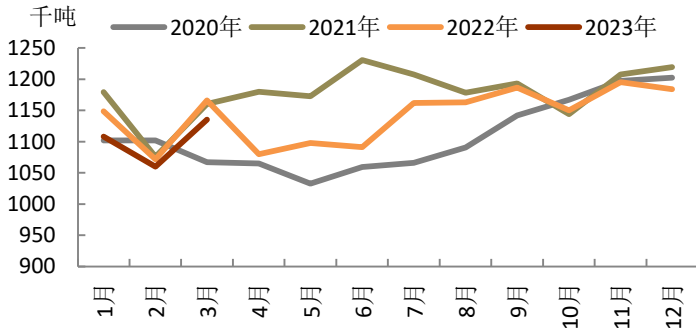
海外来看，锌需求主要集中在汽车及地产板块，而这些板块消费波动对利率较为敏感。自2022年以来，欧洲央行开启加息周期，利率不断上行抑制消费者购房及汽车消费需求。数据显示，自2022年四季度以来美国30年按揭贷款利率多维持在6.5%上下波动，截止至5月底为6.57%，维持在较高水平。对应到消费端，1-4月美国新建住房销量同比增速降幅不断收窄，4月转正，但1-4月美国成屋住房销量同比仍维持23%左右的降幅。欧元区一季度营建产出同比增速由正转负。凸显当前高利率水平下，欧美居民购房意愿偏低。汽车方面，1-4月欧美汽



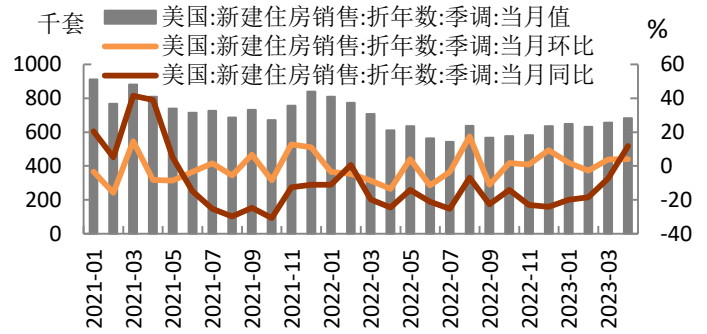
车销量表现较好，同比保持较高增速，年初以来芯片短缺问题已有明显改善，但汽车销量相较于疫情前仍有一定差距。

从目前的跟踪的微观数据看，欧美地产及汽车消费数据好坏参半，显示消费疲软但有一定韧性。不过从欧美制造业PMI走势来看，经济下行压力不减，进入衰退的概率在增大，后期欧美需求难言乐观，拖累锌消费。

图表 28 全球精炼锌月度需求情况

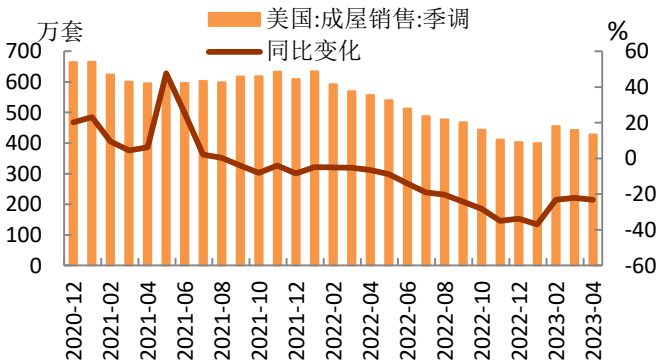


图表 29 美国新建住房销量

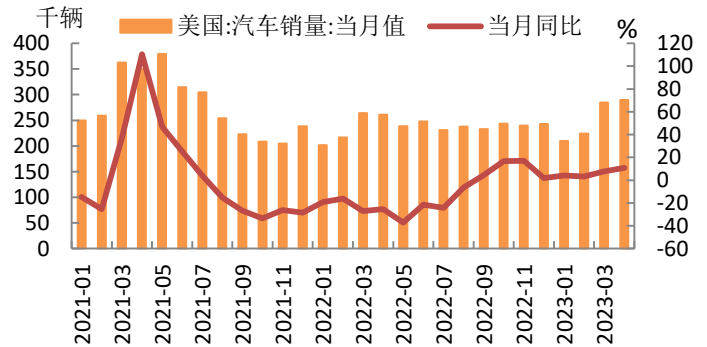


数据来源：SMM, iFinD, 铜冠金源期货

图表 30 美国成屋销售情况

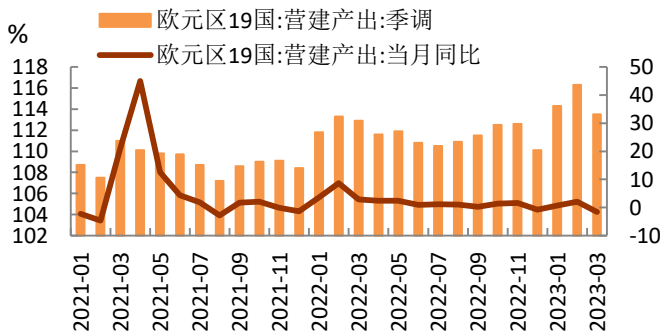


图表 31 美国汽车销量情况

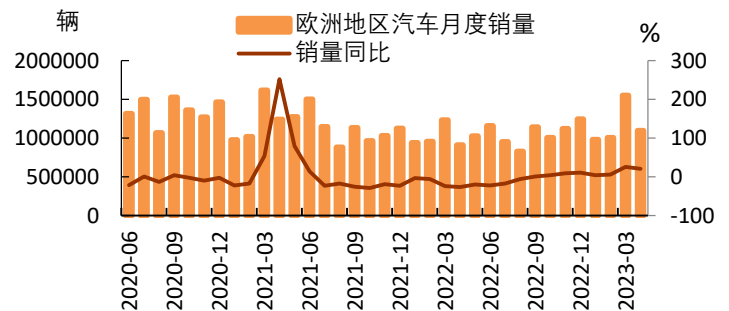


数据来源：iFinD, 铜冠金源期货

图表 32 欧元区房屋营建情况



图表 33 欧元区汽车销量情况



数据来源：iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

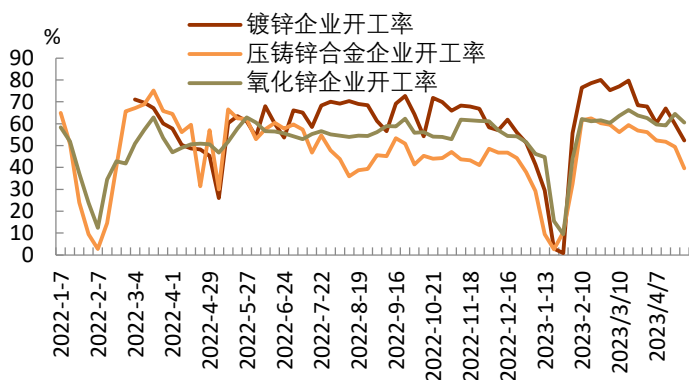
### 3.3.2 国内精炼锌初端需求情况

5月国内下游初端企业开工率呈现先跌后涨，月初受五一假期影响，叠加终端消费淡季，订单欠佳，多数企业选择放假，且放假天数较往年偏多，随着假期影响解除，放假企业复工后带动企业开工率回升，截止至5月底，镀锌企业开工率回升至60%，月底基本持平，同比下滑1.13个百分点；压铸锌合金企业开工率回升至48%，月度下滑1.41个百分点，同比下滑14.12个百分点；氧化锌企业开工率回升至60.9%，月度下滑3.6个百分点，同比下滑1.93个百分点。

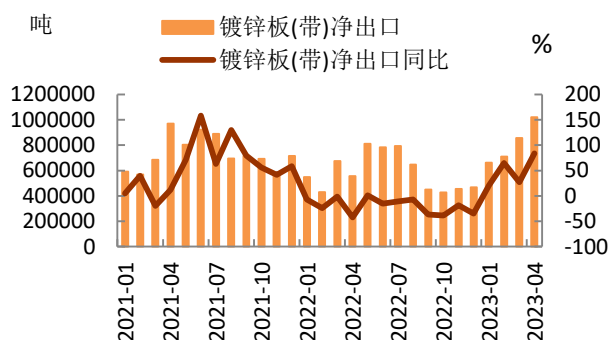
整体来看，初端企业开工率同比均偏弱，板块间差异依然存在，其中压铸锌合金同比降幅最大。一方面5月处于传统消费淡季，终端订单不足；另一方面，国内地产板块依旧疲软，对锌消费构成较大拖累，下游多逢低采购，实际需求一般。后期看，6-8月受梅雨季、高温天气影响，终端处于消费淡季，订单预期欠佳的背景下降继续制约初端企业生产意愿，预期企业开工率维持偏弱。

镀锌板出口方面，2023年4月出口镀锌板净出口为102.1万吨，环比增加19.4%，同比增加83.6%；1-4月累计镀锌板净出口量为324.7万吨，累计同比增加47%，较2021年累计同比15.4%。4月镀锌板主要进口国依然为泰国、韩国和菲律宾等传统的镀锌板进口大国。1-4月为镀锌板出口传统旺季，东南亚及中东地区对镀锌板需求上升，尽管受去年1-4月疫情影响基数偏低，累计同比出现较大增速，但较2021年累计同比增速也较可观，显示年初至今镀锌板出口情况表现尚可。5-6月镀锌板出口步入传统消费淡季，预计净出口量将出现环比下滑，且基于去年同比高基数，同比增速亦有下滑预期。

图表 34 国内初端企业开工率



图表 35 镀锌板净出口情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

### 3.3.3 国内精炼锌终端需求情况

国内终端需求来看，房地产、建筑业和汽车工业是主要应用领域，占中国的锌消费量50%左右，其次在地铁、城市轻轨等基础设施建设、电力工程、电网建设等领域也占有一定份额。大量镀锌薄板材用于汽车制造、冷藏箱、建筑业、通风和供热设施以及家具制造等领域。

**房地产方面：**统计局数据显示，2023年1-4月全国房地产开发投资同比下降6.2%（前值-5.8%）。施工和新开工面积累计增速继续下滑，分别为-5.6%和-21.2%（前值分别为-5.2%和-19.2%）。此外，保交楼持续推进，竣工面积累计同比增长18.8%，增速较上月提高4.1个百分点。一季度受挤压需求集中释放影响，地产行业出现回暖，但进入4月行业复苏节奏放缓。1-4月销售面积累计增速降幅收窄至0.4%（前值-1.8%），4月改善1.4个百分点，而3月改善了1.8个百分点。

目前看，4月信贷数据显示，居民中长期贷款回落到负增长，加杠杆意愿明显见底，这就导致地产销售缺乏持续性驱动。从最近微观数据看，5月30大中城市商品房成交面积相较于去年同期涨幅收窄。从各线城市来看，一线城市和二线城市商品房销售均边际走低。土地成交面积小幅回升，但溢价率至历年同期低位。因“销售回款-拿地-开工-交付-销售回款”的良性循环不畅通，房企的资产负债表没充分修复。且在人口下滑且“住房不炒”政策背景下，房企对未来预期谨慎，拿地能力及意愿均不强，导致地产投资增速延续下滑。尽管保交楼下政策支撑下竣工端表现尚可，但竣工端持续欠佳的背景下，地产端对镀锌及合金需求仍显欠佳。

**从基建投资方面来看：**统计局数据显示，2023年1-4月基础设施投资（不含电力）累计同比增长8.5%（前值8.8%），增速小幅回落，基建托底经济的效用边际减弱。从分项来看，铁路运输业投资增长14.0%，水利管理业投资增长10.7%，道路运输业投资增长5.8%，公共设施管理业投资增长4.7%。除水利管理业外，基建各项投资增速都有不同程度的边际下滑。

从资金层面看，1-4月国内新增专项债的发行额达16215.88亿元，占全年发行限额的42.67%，较去年同期增加2196.97亿元。从项目进展情况看，4月中字头企业如中国电建、中国化学的新签合同同比、环比增速明显下滑，反映年初项目发力前置后，二季度重大项目增量下行。从微观数据看，4月挖掘机销量1.9万台，再创近年同期最低，环比减少26.6%；相比2022年和2019年同期分别下降约23.5%、33.9%；其中国内销量约0.95万台，环比3月减少31.6%，相比2022年同期下降40.7%。沥青企业开工率也自4月初高位的38.5%回落至31.8%。

总的来看，今年专项债发行前置较明显，而地方政府土地收入下滑使得财政收入承压，后期资金支持力度将减弱，进而影响基建项目的投资进度。同时，6-8月国内将迎来梅雨及高温天气，户外作业受限，基建项目进展有望进一步放缓。但从托底经济的角度看，基建投资有望保持一定韧性，但投资高峰已过，对镀锌及合金需求增速有望放缓。

**从汽车方面来看：**中汽协数据显示，2023年4月汽车产销分别完成213.3万辆和215.9万辆，环比分别下降17.5%和11.9%，同比分别增长76.8%和82.7%。1-4月，我国汽车产销分别完成835.5万辆和823.5万辆，同比分别增长8.6%和7.1%。其中，4月，新能源汽车产销分别完成64万辆和63.6万辆，同比均增长1.1倍，市场占有率达到29.5%。1-4月，新能源汽车产销分别完成229.1万辆和222.2万辆，同比均增长42.8%，市场占有率达到27%。受去年同期低基数影响，4月汽车产销同比增幅较大。但3月以来非理性促销潮导致消费者持币观望，叠加车市恢复不及预期，产销增速环比回落。

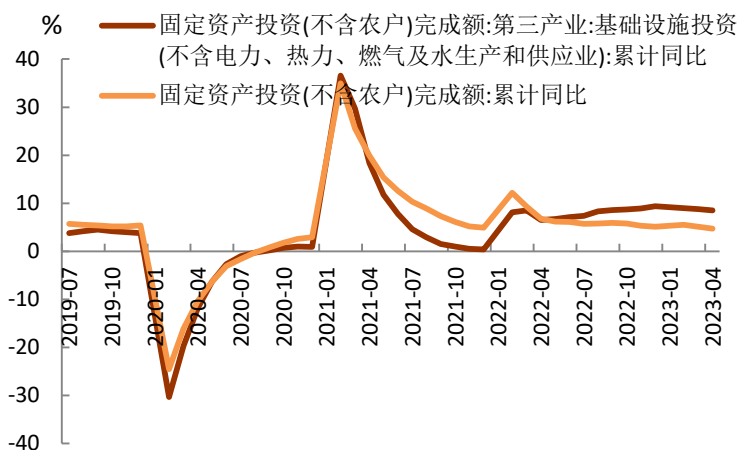
从高频指标看，乘联会数据显示，5月1-21日，全国乘用车市场零售104.6万辆，同比去年同期增长41%，较上月同期增长10%。随着价格战热度逐渐消退，消费者恢复理性消费，观望情绪缓解，前期压抑的需求有所释放。同时，五一期间，部分地方政府、厂商进行了临时性补贴，“五一”车展对短期市场促进也很强，带动购车消费好转，从而利于氧化锌需求修复。

**从白色家电方面来看：**统计局数据显示，2023年4月空调产量同比增长12.1%；1-4月累计产量同比增长12.2%。4月冰箱产量同比增长29.7%；1-4月累计产量同比增长11%。4月洗衣机产量同比增长41.6%；1-4月累计产量同比增长15%。4月彩电产量同比增长14.3%；1-4月累计产量同比增长3.3%。出口方面，4月空调同比增长1.2%；1-4月累计同比下降4%。4月冰箱同比增长3.2%；1-4月累计同比下降9.5%。4月洗衣机同比增长57.4%；1-4月累计出口同比增长32.4%。4月液晶电视同比增长6.8%；1-4月累计同比增长11%。数据显示，4月内销外销均有改善，同比增速均为正。

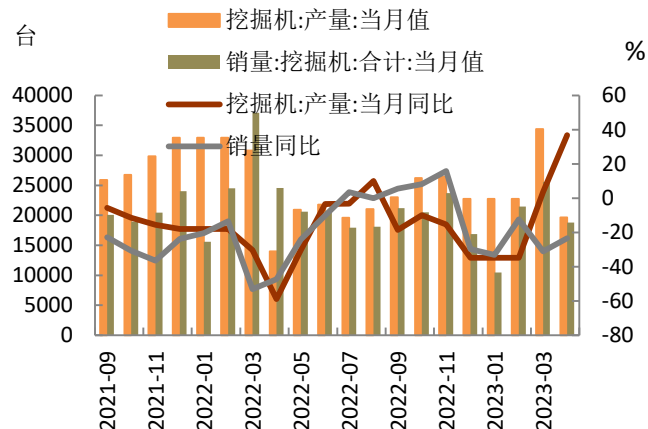
产业在线数据显示，6月空冰洗排产继续大增，空调排产同比增33.6%，最为优异；冰箱排产同比增6.1%；洗衣机排产同比增2.3%。三季度白电排产全面回落，其中7、8月同比环比增速均持续回落。

总的来看，年初以来白电内外销均表现超预期，后期看6月排产表现也较佳，一方面去年同期基数低，另一方面商家618促销活动及消费旺季预期下，企业生产节奏拉满。外需上，原材料、海运费下降，人民币有所贬值均利于出口。白色家电板块对合金需求仍有一定支撑。

图表 36 基建投资增速小幅回落

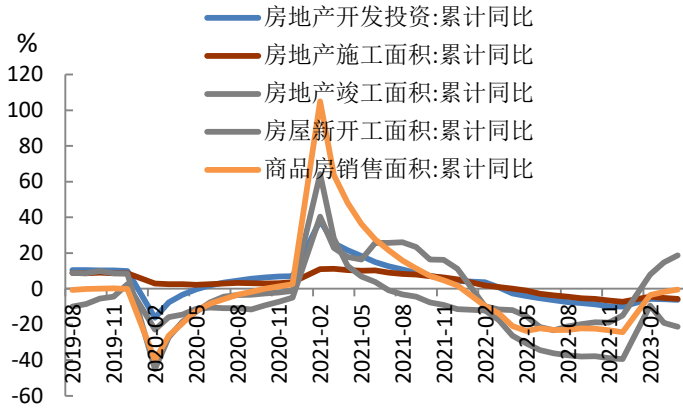


图表 37 挖掘机产销



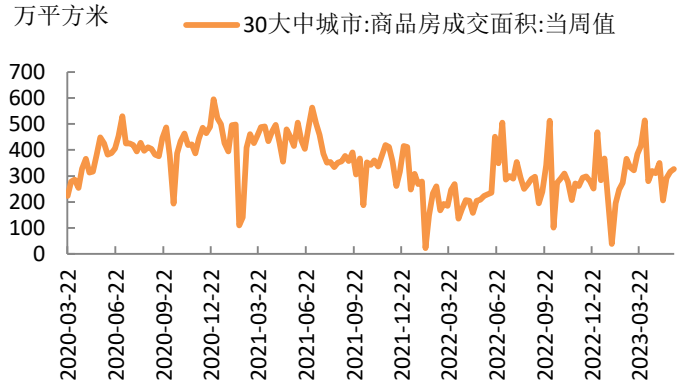
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 38 地产主要指标依然疲软

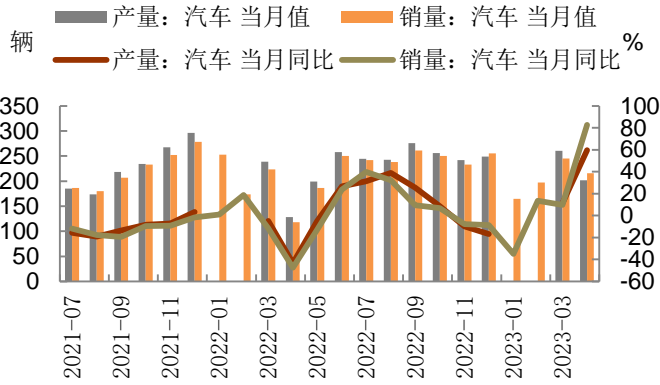


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 39 30大中城市商品房成交面积

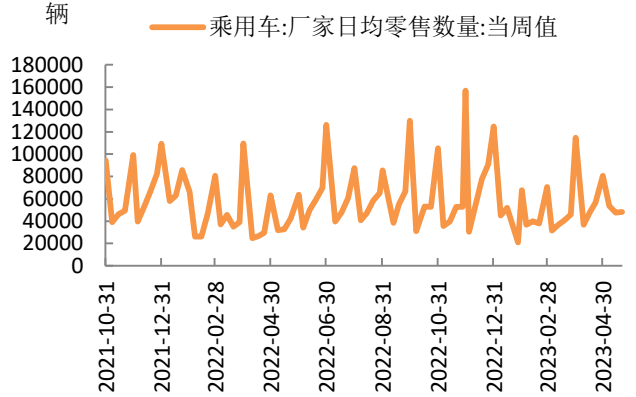


图表 40 汽车当月产销情况

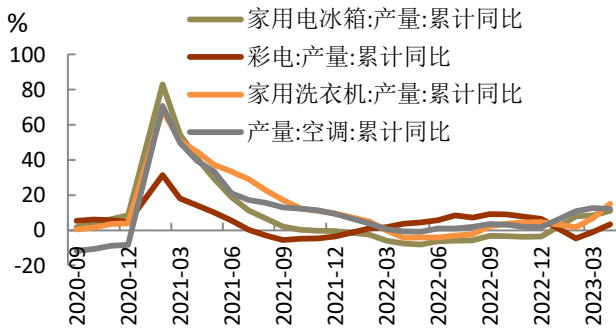


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 41 乘用车周度销量

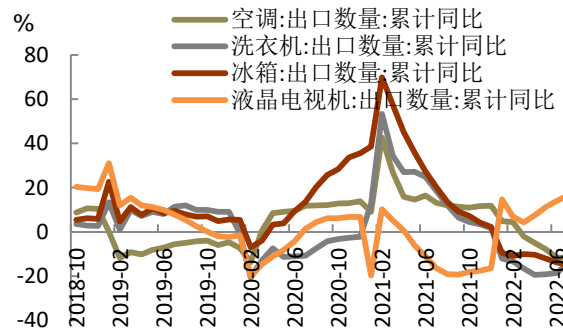


图表 42 白色家电产量情况



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 43 白色家电出口情况



### 3.4 海外库存缓慢增加，国内呈现去库

5月LME延续4月底以来的回落态势，降至5万吨下方水平，但临近月底，出现持续性交仓，

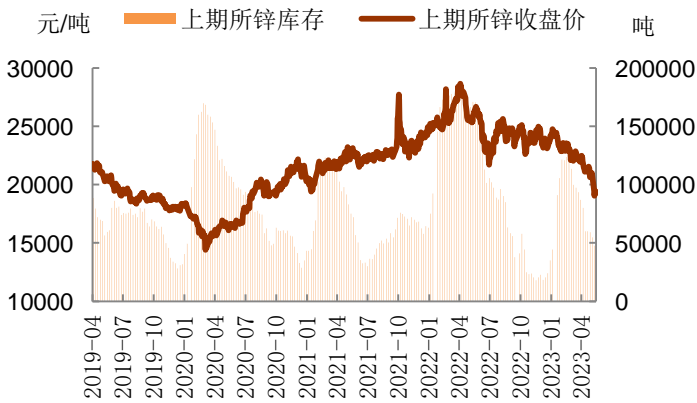


截止至5月31日，库存收至87500吨，月度增加34575吨。由于交仓集中在新加坡地区，对国内补充较为便利，后期需关注精炼锌进口窗口持续开启后交割仓库货源流动情况。

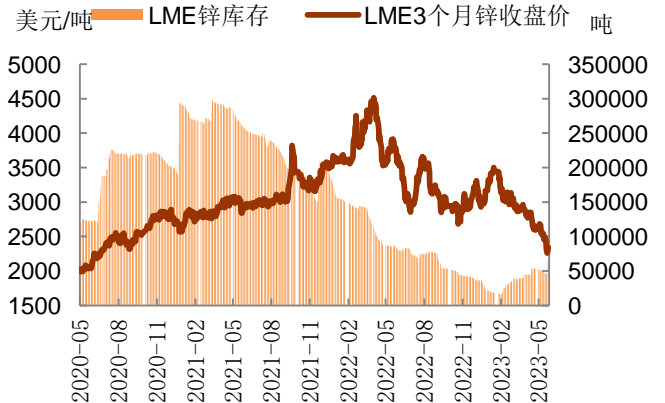
上期所库存持续性回落，截止至5月26日库存降至47589吨，月度减少12455吨。同时，受现货高升水及期货合约间维持Back结构影响，持货商选择注销仓单去现货市场抛售，使得交易所仓单量加速下滑，截止至5月底仅3700多吨。低库存低仓单的情况，一度引发市场对近月合约软逼仓的瞎想。不过鉴于市场隐性库存的存在及监管角度的考量，我们认为挤仓风险可控。

社会库存上，月初受五一假期影响，库存小幅累积，但随后伴随着锌价持续快速下跌，下游逢低采购增多，且锌锭入库量不高，带动库存回落。截止月底，七低库存为10.63万吨，月度减少0.86万吨，但远低于往年同期去库速度。保税区库存来看，月底库存报0.52万吨，月度增加0.27万吨。但受采集口径影响，实际库存量有1-2万吨，月底精炼锌进口窗口临近开启，保税区货源逐步流入市场，对国内供应构成冲击，国内库存有望转增。

图表 44 上期所库存持续回落

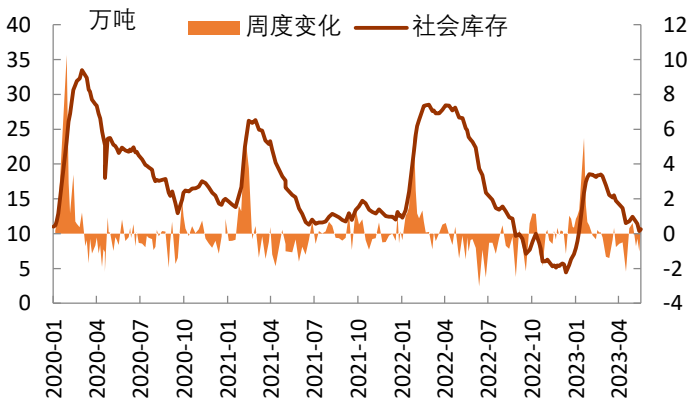


图表 45 LME 库存先抑后扬

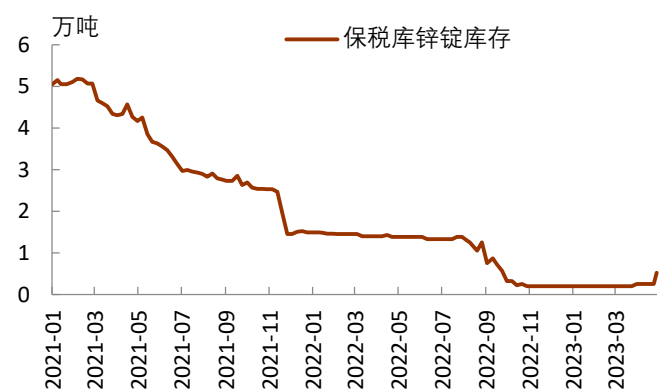


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 46 社会库存走低



图表 47 保税区库存流入



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

#### 四、总结与后市展望

宏观面看,欧美制造业指数延续下行,但通胀均有所降温,市场预期美联储6月暂停加息,也下调欧央行加息预期,叠加美国债务谈判向好推进,市场风险偏好回暖,海外宏观压力阶段性减弱。国内经济数据仍不佳,内生驱动不足,市场对政策出台意愿增强,关注7月政治局会议。

供应端看,欧洲能源成本坍塌,炼厂利润修复下,仍有复产预期。LME库存大幅增加,海外隐形库存显现。国内看,部分矿山及炼厂因利润受损而减产,但进口锌矿补充下,炼厂原料充足。炼厂减产未成规模,硫酸也暂无胀库风险,且精炼锌进口窗口临近开启,进口补充预期较强,国内供应端仍显宽松。

需求端看,欧美经济仍处下行通道,海外需求较疲软。国内强复苏预期伪证,终端基建投资高位小幅回落,汽车同比表现偏弱,家电内销外销表现尚可,但地产投资弱势未有实时性改善。下游投机性补库情绪仍存,库存低位运行,但弱需求预期下,低库存支撑力度不强。

整体来看,海外供过于求,国内进口货源抵消了炼厂检修影响,供应仍显宽松,下游尚处消费淡季,基本面未有实时性改善,锌价仍有下行压力,后期需要看到更多矿山及炼厂减产,供应出现大幅缩减,或需求预期出现显著改善,才能扭转锌价的弱势格局。预计6月沪锌主要运行区间18000-20000元/吨,伦锌在2100-2500美元/吨。



全国统一客服电话：400-700-0188

### 总部

上海市浦东新区源深路 273 号  
电话：021-68559999（总机）  
传真：021-68550055

### 上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、  
307 室  
电话：021-68400688

### 深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方  
广场 2104A、2105 室  
电话：0755-82874655

### 大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号  
期货大厦 2506B  
电话：0411-84803386

### 芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号  
伟星时代金融中心 1002 室  
电话：0553-5111762



### 郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来  
公寓 1201 室  
电话：0371-65613449

### 铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财  
富广场 A906 室  
电话：0562-5819717

## 免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。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。