

2023年7月6日



成本支撑显现

锌价低位震荡

核心观点及策略

- 宏观面看，欧美央行维持鹰派基调，美元坚挺，对锌价仍有压制。美国经济存软着陆可能，欧元区经济下行压力更大，目前市场尚未对经济衰退充分定价。国内经济复苏放缓，政策刺激预期升温，但也需谨防预期差。
- 供应端看，海外锌矿减产，成本支撑显现。同时，全球矿端供需过剩量级收窄，内外加工费预计回落，但空间有限。欧洲炼厂复产预期较强，供应延续恢复。国内看，年内精炼锌供应高峰已过，下半年在利润压缩背景下，供应压力小于上半年，但同比维持高水平。
- 需求端看，海外需求保有韧性，但高利率下，需求缓慢下行趋势难改。国内侧，寄希望于政府出台政策刺激消费，但预计传统领域难有强刺激。终端基建板块需求保持韧性，地产板块维持弱复苏，家电及汽车板块边际改善。
- 整体来看，下半年内外宏观呈现分化，难形成共振。全球供需偏弱的格局未扭转，但随着全产业链成本压缩后，锌价难以出现上半年较为顺畅的下跌行情，预计沪锌在区间18000-21500元/吨内低位震荡，伦锌主要运行区间2200-2700美元/吨。
- 策略建议：逢高沽空
- 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 | 6 |
| 2.1 美国方面 | 6 |
| 2.2 欧元区方面..... | 6 |
| 2.3 国内方面 | 7 |
| 三、锌基本面分析 | 9 |
| 3.1 锌矿供应情况..... | 9 |
| 3.1.1 全球锌矿供应过剩量级收窄..... | 9 |
| 3.1.2 锌矿进口补充较充裕，加工费后期存回调压力..... | 12 |
| 3.2 精炼锌供应情况..... | 13 |
| 3.2.1 全球精炼锌供应逐步恢复..... | 13 |
| 3.2.2 国内精炼锌供应高点已过，下半年维持相对高位..... | 15 |
| 3.3 精炼锌需求情况..... | 17 |
| 3.3.1 上半年海外需求尚有韧性，下半年仍有下滑预期..... | 17 |
| 3.3.2 国内精炼锌初端需求偏弱，但镀锌板出口表现亮眼..... | 18 |
| 3.3.3 国内精炼锌终端需求分化，地产为主要拖累项..... | 19 |
| 3.4 海外库存快速回升，国内库存维持低位..... | 22 |
| 四、总结与后市展望 | 23 |

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 美国就业市场强劲..... | 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 欧元区 PMI 数据..... | 8 |
| 图表 9 欧元区失业率..... | 8 |
| 图表 10 国内 PMI 数据..... | 8 |
| 图表 11 国内 GDP 同比增速 | 8 |
| 图表 12 2022-2023 年海外锌矿产量变化情况（万吨） | 10 |
| 图表 13 全球锌矿月度产量情况..... | 10 |
| 图表 14 国内锌矿月度产量情况..... | 10 |
| 图表 15 2021-2023 年国内锌矿新增量（万吨） | 11 |
| 图表 16 海外矿山成本分位线..... | 12 |
| 图表 17 国内矿山成本分位线..... | 12 |
| 图表 18 内外矿加工费高位回落..... | 13 |
| 图表 19 锌矿进口窗口开启周期较长..... | 13 |
| 图表 20 锌矿进口情况..... | 13 |
| 图表 21 冶炼厂原料库存..... | 13 |
| 图表 22 全球精炼锌月度产量情况..... | 14 |
| 图表 23 欧洲天然气期货价格..... | 14 |
| 图表 24 欧洲主要国家电价..... | 14 |
| 图表 25 欧洲天然气库存..... | 14 |
| 图表 26 2021 年四季度至今欧洲冶炼厂减复产情况（万吨） | 15 |
| 图表 27 2022-2023 年国内新增冶炼产能（万吨） | 16 |
| 图表 28 国内精炼锌月度产量..... | 16 |
| 图表 29 冶炼厂生产利润..... | 16 |
| 图表 30 精炼锌净进口情况..... | 17 |
| 图表 31 锌锭进口盈亏情况..... | 17 |
| 图表 32 全球精炼锌月度需求情况..... | 18 |
| 图表 33 美国新建住房销量..... | 18 |
| 图表 34 美国成屋销售情况..... | 18 |
| 图表 35 美国汽车销量情况..... | 18 |
| 图表 36 欧元区房屋营建情况..... | 18 |
| 图表 37 欧元区汽车销量情况..... | 18 |
| 图表 38 国内初端企业开工率 | 19 |
| 图表 39 镀锌板净出口情况..... | 19 |
| 图表 40 基建投资增速小幅回落..... | 21 |
| 图表 41 地方专项债发行进度..... | 21 |

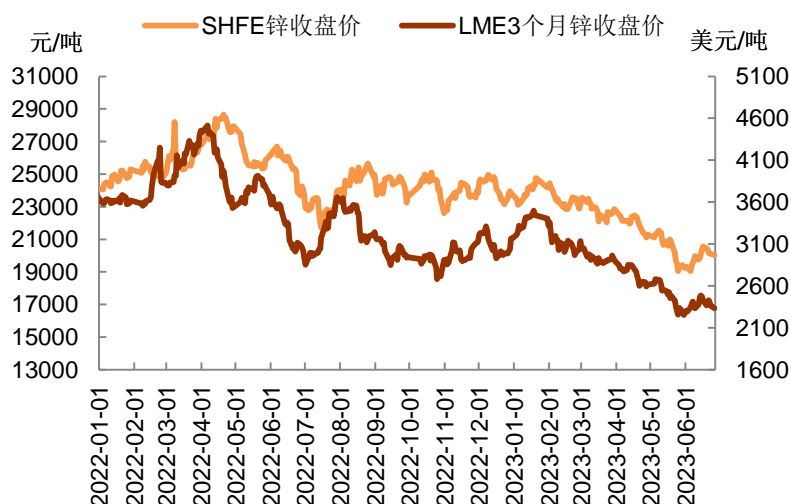
| | |
|------------------------------|----|
| 图表 42 地产主要指标依然疲软..... | 21 |
| 图表 43 30 大中城市商品房成交面积..... | 21 |
| 图表 44 汽车当月产销情况..... | 22 |
| 图表 45 乘用车周度销量..... | 22 |
| 图表 46 白色家电产量情况..... | 22 |
| 图表 47 白色家电出口情况..... | 22 |
| 图表 48 LME 库存低位回升 | 23 |
| 图表 49 国内社会库存维持同期低水平 | 23 |
| 图表 50 近年海外精炼锌供需平衡表（万吨） | 23 |
| 图表 51 近年国内精炼锌供需平衡表（万吨） | 24 |

一、锌市场行情回顾

上半年锌价整体呈现震荡回落的走势。年初美国通胀延续高位回落，市场对美联储放缓加息预期升温。同时，国内疫情全面放开后，市场对经济快速修复给与较大信心。内外宏观形成共振，市场情绪偏暖带动锌价由22900元/吨上行至24880元/吨附近。随后伴随着美联储官员不断释放鹰派言论，美元止跌回升，且国内正值春节假期，需求偏弱，锌价承压下行。进入3月美国硅谷银行、瑞信银行接连暴雷，市场对金融系统性风险担忧情绪升温，叠加新星宣布自3月起恢复法国炼厂生产，宏观及基本面共振下锌价震荡下行。随着欧美银行事件平息，及国内库存低位、下游逢低投机采买支撑，锌价在21800元/吨附近止跌。但美国债务谈判陷僵持、银行事件反复、美联储官员维持偏鹰言论，叠加国内经济复苏放缓进一步确认，市场情绪转弱，锌价破位大幅下挫，一度跌至18600元/吨，触及部分上游成本线。然经济数据越差，市场对政府出台刺激政策预期越强，加之美联储6月暂停加息，同时产业端也出现了海外高成本矿山停产、国内炼厂检修提前等，多重利多因素刺激下，5月底以来锌价呈现低位反弹的走势，一度反弹至20600元/吨附近。实际情况看，国内政策刺激未超预期，且美联储重申年内将再加息两次，市场乐观情绪消退，且锌基本面支撑不强，期价承压回调，截止至6月底，主连期价收至20195元/吨，较去年年度跌幅15.7%。

伦锌走势呈现冲高回落的态势，走势相对沪锌偏弱。年初美元下行助推伦锌走强至高点3512美元/吨，随后美元低位反弹利空伦锌，且海外炼厂复产、LME集中交仓，投机基金空头不断增仓，伦锌接连下跌，5月底跌至2215美元/吨，逼近海外高成本矿企成本线，期价止跌震荡，截止至6月底，伦锌收至2394.5美元/吨，较去年年底跌幅19.3%。

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

从2022年3月开始美联储连续进行了10次加息，2023年6月暂停一次加息，目前美国联邦利率达到5.25%。今年年初以来，美国通胀延续自去年11月以来的高位回落态势，同时3月中旬以来美国SVB银行暴雷事件引发市场对美国经济的担忧，美联储在通胀与经济中不断平衡，加息节奏明显较去年放缓，2月、3月、5月均加息25BP，6月暂停加息。下半年来看，美国通胀大概率维持回落但相较于美联储2%通胀目标仍有差距，从鲍威尔6月底国会证词中也不断重申，年内还有两次加息，不会出现降息。

从美国经济数据表现看，较年初市场预期的更加有韧性，市场也逐步上调了美国经济“软着陆”的预期。美国ISM制造业和非制造业数据延续高位回落的态势，但就业市场依旧强劲，虽然5月失业率环比小增，但维持维持在4%以下的偏低水平。

总的来看，美联储加息尚未结束，美元表现坚挺，对金属依然有压制，但加息已步入尾声，加息压力边际在减弱。同时，美国经济韧性较强，存在软着陆的概率，市场尚未对经济衰退充分定价。

2.2 欧元区方面

伴随着能源价格高位回落，欧元区通胀自2022年10月高位回落，但核心通胀仍有粘性，维持较高水平。同时，欧元区失业率延续震荡下行，4月份失业率降至6.5%，为历史较低水平，就业市场强劲制约了核心通胀回落的速度。故相对于美联储而言，欧央行货币政策更加鹰派。欧元区自2022年7月以来持续加息8次，今年2月、3月、5月和6月分别加息50BP、50BP、25BP和25BP，利率提高至3.5%。从加息节奏看，5月以来也呈现放缓，但鉴于欧元区粘性较强的核心通胀，欧央行行长拉加德维持鹰派态度。市场预计欧央行7月及9月将进一步加息。

欧元区一季度GDP环比-0.1%，2022年四季度GDP环比下修为-0.1%，连续两个季度出现萎缩，欧元区经济进入技术性衰退。同时，欧元区制造业PMI自2022年7月跌入荣枯线以下后，目前已连续11个月位于收缩区间，但服务业PMI却在能源供应短缺缓解后显著抬升，6月服务业PMI为55.1。服务业复苏对欧元区经济的拉动作用更为明显，故市场对欧元区经济衰退的预期较年初缓和。但6月欧元区服务业PMI降至52.4%，超预期下滑，对经济支撑弱化，衰退担忧再度升温。

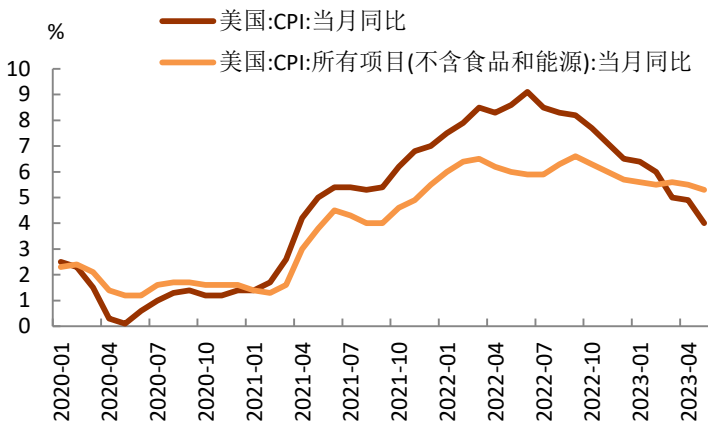
总的来看，欧元区通胀最大压力时期已过，但就业强劲、工资压力上升或导致核心通胀回落速度较慢，这将导致欧央行维持偏鹰基调，加息结束周期或晚于美联储。在高利率的压制下，欧元区经济衰退的压力相对更大。

2.3 国内方面

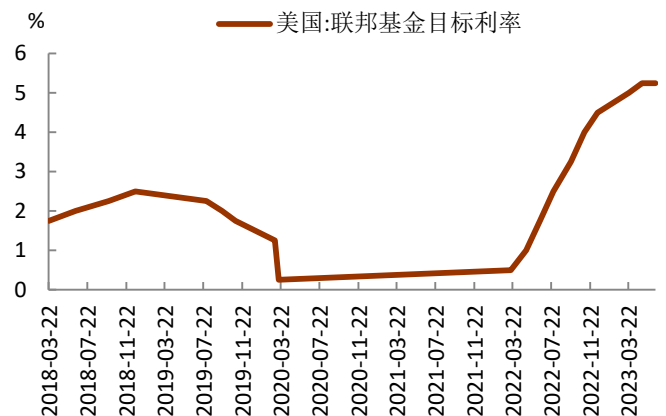
从官方制造业PMI数据可以看出，一季度制造业PMI重回荣枯线上方，显示在积压需求释放的作用下，经济复苏较快，但进入4月，制造业PMI重回荣枯线下方，且5月延续回落，显示国内内生动能不足，经济复苏明显放缓，年初市场强复苏预期被证伪。6月制造业PMI小幅回升至49，仍处荣枯线下方，显示国内经济阶段性企稳但距经济扩张仍有距离。从GDP数据来看，一季度GDP同比增速4.5%，二季度受去年基数较低影响，同比增速有望达7%左右，全年GDP目标位5%。从政策情况看，上半年政策定力整体较强，直至二季度末经济进一步走弱，尤其是地产超预期下行，市场对刺激政策呼声走高，进入6月中旬，稳增长政策陆续出台。6月13日央行超预期降息、6月16日国常会上高层提出研究推动一批政策措施等。

展望下半年，需求不足仍是主要矛盾，地产及出口是关键。预计财政政策将延续较为积极的基调，增量资金将为稳增长注入动力；同时，货币政策上，大方向还是维持宽松，降准降息仍可期。全年看，5%的GDP目标仍能实现。但如果政策出台力度远低于市场预期，那么经济内生增长很难出现强驱动，经济修复仍显偏弱。

图表 2 美国通胀情况

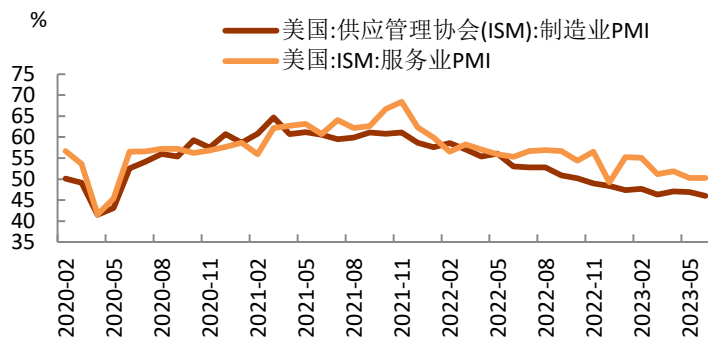


图表 3 美国利率水平

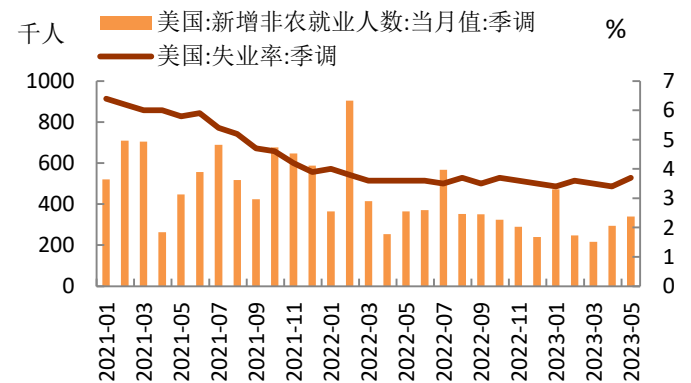


数据来源：iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 4 美国 PMI 数据

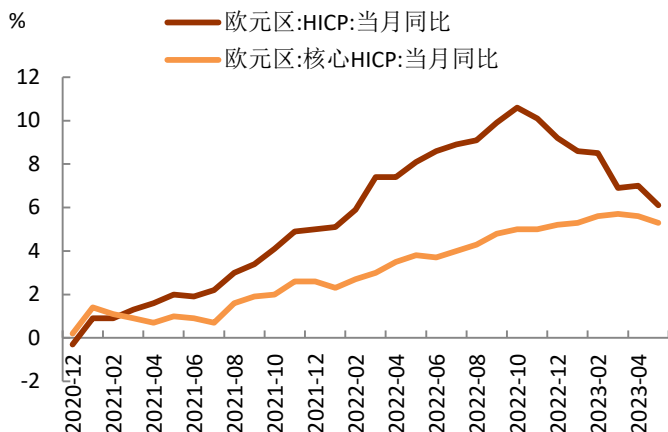


图表 5 美国就业市场强劲

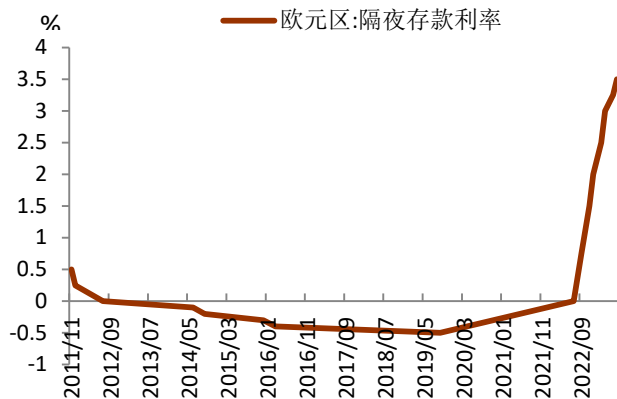


数据来源：iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

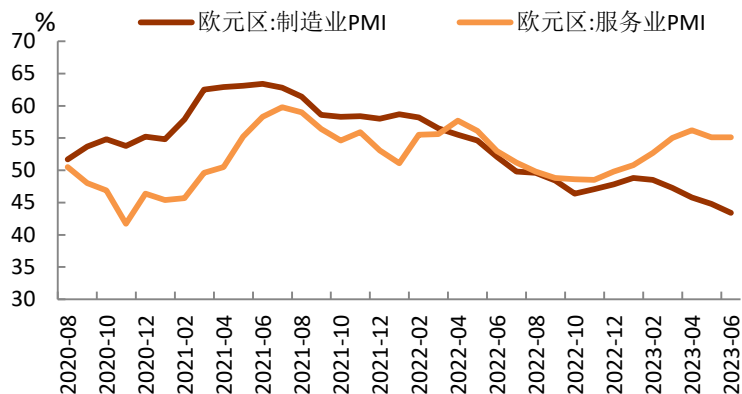


图表 7 欧元区利率水平

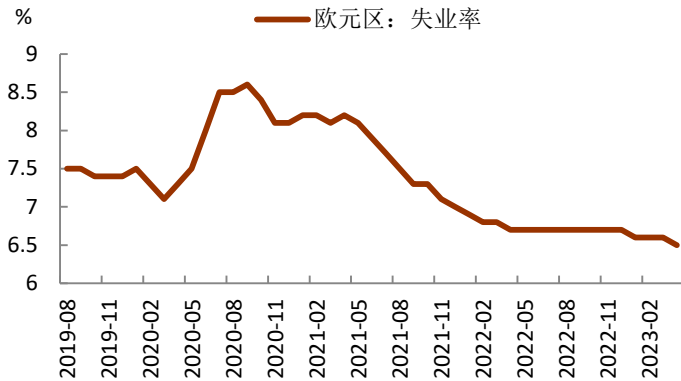


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 8 欧元区 PMI 数据

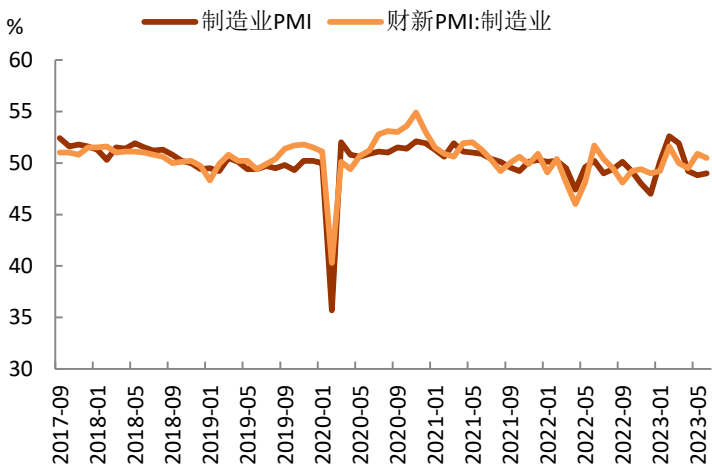


图表 9 欧元区失业率



数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 10 国内 PMI 数据



图表 11 国内 GDP 同比增速



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 全球锌矿供应过剩量级收窄

ILZSG 最新数据显示，2023年1-4月全球锌矿累计产量402.39万吨，累计同比增加0.29%或1.15万吨。年初以来，海外部分矿山生产出现干扰，2月中旬五矿位于澳洲Dugald River矿山发生事故而停产（3月21日陆续复产，停产34天），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（3月下旬恢复）。使得一季度全球锌矿产出恢复偏慢，不过影响偏短期。但6月13日，Boliden称因不可持续财务亏损，将暂停位于爱尔兰的欧洲最大锌矿Tara的生产（全年锌矿产量10.3万吨），该矿山基本自供；6月23日，Newmont旗下Peñasquito项目由于工会罢工而宣布不可抗力，6月8日以来该矿已暂停运营，复产时间未定（去年锌矿产量17.1万吨，今年原预估增量2万吨左右）。此外，因Lundin旗下Neves-corvo项目爬产进度不及预期，下调年度产量指引；嘉能可也下调年度产量指引，因俄乌冲突对哈萨克斯坦的供应链的影响，叠加新建项目爬产进度缓慢、南美资产剥离和部分矿山开采进入尾声。综上，年初预计海外锌矿供应增量在25万吨左右，现下调至15万吨附近。

国内来看，SMM数据显示，2023年1-5月锌矿累计产量146.61万吨，累计同比增长6.88万吨或4.92%。预计6月锌矿产量33.84万。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，5月底锌价跌至低位，触及部分矿企成本线，但国内矿山生产相对刚性。5月底驰宏锌锗称旗下矿山出现减产，源于采矿证更换而暂时停产。此外，银漫矿业计划停产1个月。总的看，部分矿山生产受干扰，但不改变国产锌矿产出恢复趋势。此外，预计今年国内锌矿新增在8.2万吨。远期看，市场较为关注的新疆和田火烧云矿山项目因位于昆仑山深处，高海拔高寒地区，基础设施差，矿山开发成本高难度大。目前项目在推进，进展不明确。

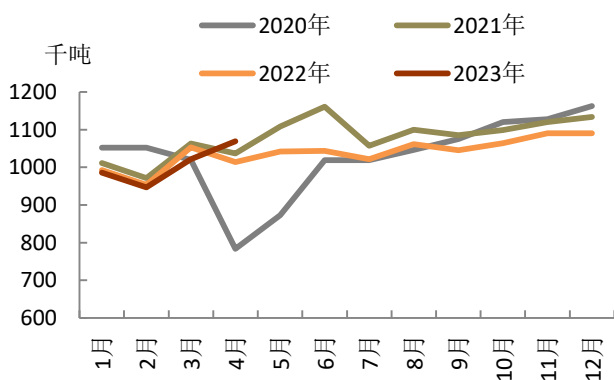
此外，海外上市公司财报显示，目前海外矿山90分位线（C1）约为2200美元/吨，75分位线（C1）约2000美元/吨，50分位线（C1）约1700美元/吨。SMM数据显示，国内矿山75成本分位线（C3）约14800元/金属吨，换算后得出国内矿山75成本分位线（C1）约18100元/金属吨。历史经验看，价格往往难以跌破50分位线，跌破75分分位线阻力也较大，跌破90分位线阻力相对较小。当前内外锌价均临近矿山90分位线，海外少量高成本矿山停产，但短期难现规模化减产，国内矿山集中度较为分散且国有化占比较高，生产相对刚性，短期亦难出现大范围减产，但内外成本端支撑均有所显现。

图表 12 2022-2023 年海外锌矿产量预期变动量情况 (万吨)

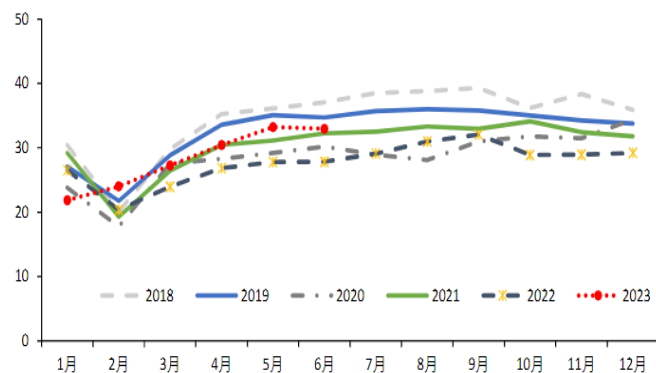
| 矿山 | 22 年变量 | 23 年变量 |
|-----------------|--------|--------|
| Buenaventura | -1.92 | 0 |
| Grupo mexico | -0.7 | 3 |
| HudBay Minerals | -3.8 | 0.5 |
| Lundin Mining | 1.51 | 3 |
| MMG | -2.49 | 0 |
| Newmont | -3.48 | 1 |
| Nexa | -2.35 | 3.26 |
| Sierra Metals | -4.11 | 1 |
| South32 | -0.78 | 0.1 |
| Southern Copper | -0.74 | 4 |
| Teck | 4.99 | 2 |
| Trevali | -12.66 | -4.2 |
| 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 13 全球锌矿月度产量情况



图表 14 国内锌矿月度产量情况



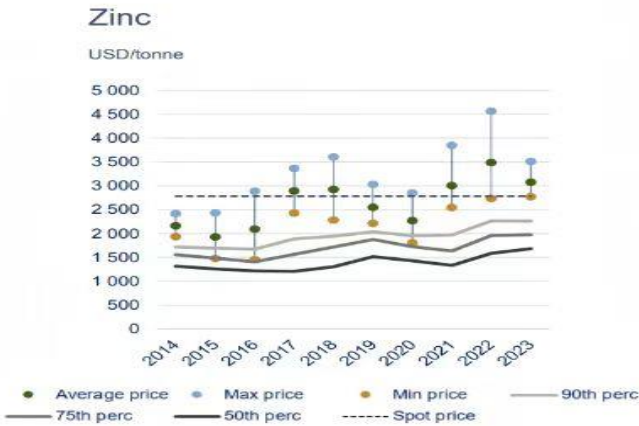
数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 15 2021-2023 年国内锌矿预期变动量（万吨）

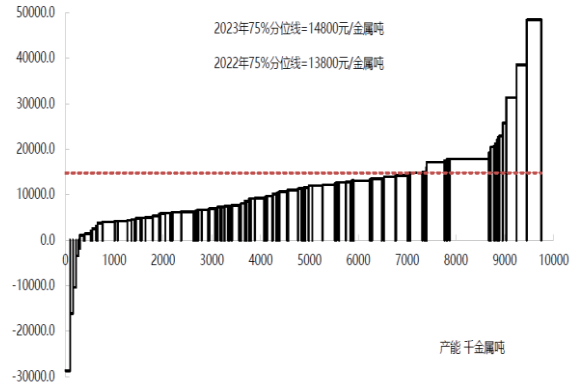
| 地区 | 公司 | 矿山名称 | 21 年变量 | 22 年变量 | 23 年变量 |
|----|----------|----------|--------|--------|--------|
| 内蒙 | 兴业矿业 | 银漫矿业 | 0 | 1.3 | 0 |
| | 兴业矿业 | 乾金达 | 0.7 | 0 | 1 |
| | 兴业矿业 | 荣邦矿业 | 0.1 | 0 | 0 |
| | 盛达矿业 | 东晟矿业 | 0.4 | 0 | 0 |
| | 诚诚矿业 | 诚城矿业 | 0 | 1.9 | 0 |
| | 金星矿业 | 金星矿业 | 0 | 0 | 0.4 |
| | 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 | 卢式新润矿业 | 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

图表 16 海外矿山成本分位线



图表 17 国内矿山成本分位线



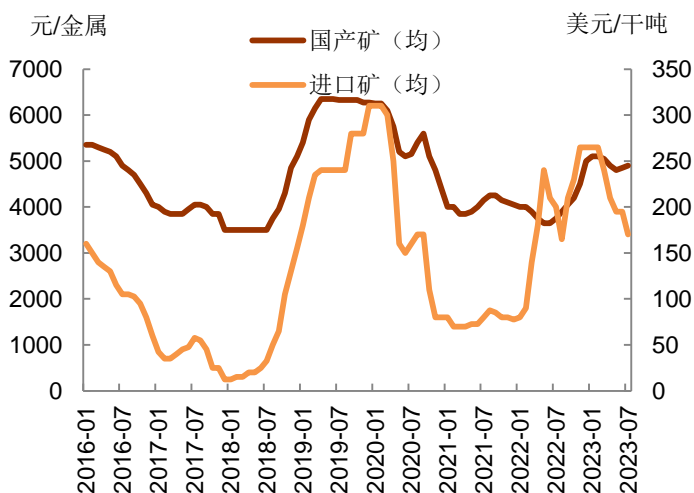
数据来源：iFinD，公司财报，SMM，铜冠金源期货

3.1.2 锌矿进口补充较充裕，加工费后期存回调压力

锌矿进口方面，海关数据显示，2023年1-5月锌精矿累计进口量为188.76万实物吨，累计同比增加24.23%。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，锌矿进口窗口再度持续开启，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。下半年看，海外部分矿山减停产，且欧洲炼厂逐步复产，锌矿需求竞争将加剧，三季度锌矿进口存环比回落预期，但去年同期基数较低，同比仍有不错表现；进入四季度，国内炼厂进入常规冬储备货期，有望加大进口，进口量有望环比回升。全年看，锌矿进口量420万实物吨，累计同比小幅增加2%。

内外锌矿加工费方面，上半年内外锌矿TC呈现高位回落后企稳态势，进入7月内外加工费走势出现劈叉，国产及进口锌矿月度加工费分别报4700-5100元/金属吨和160-180美元/干吨，均值分别环比增加50元/金属吨和减少25美元/干吨，较年初均值分别减少200元/金属吨和95美元/干吨。目前国内锌矿产出季节性回升，且进口矿持续补充，供应相对宽幅；但海外方面，锌矿供应现扰动且需求增加，加工费出现下调。后期看，随着全球锌矿供应过剩量级收窄，内外锌矿加工费均有回落预期。

图表 18 内外矿加工费高位回落

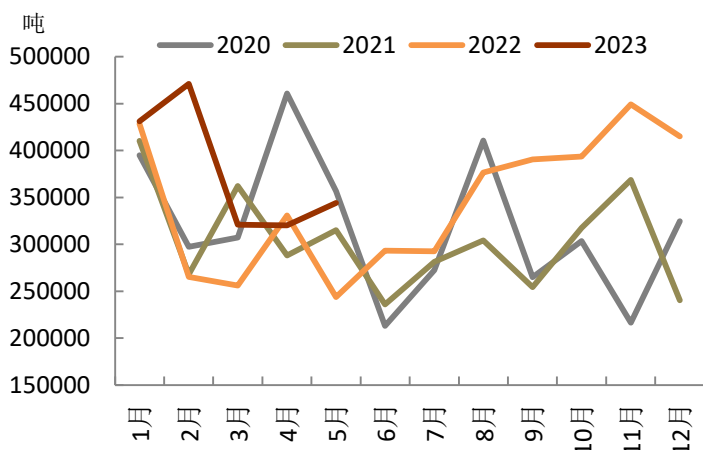


图表 19 锌矿进口窗口开启周期较长

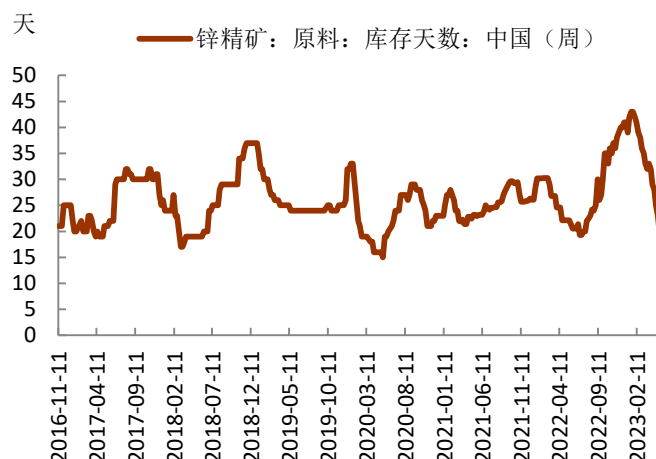


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 20 锌矿进口情况



图表 21 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 全球精炼锌供应逐步恢复

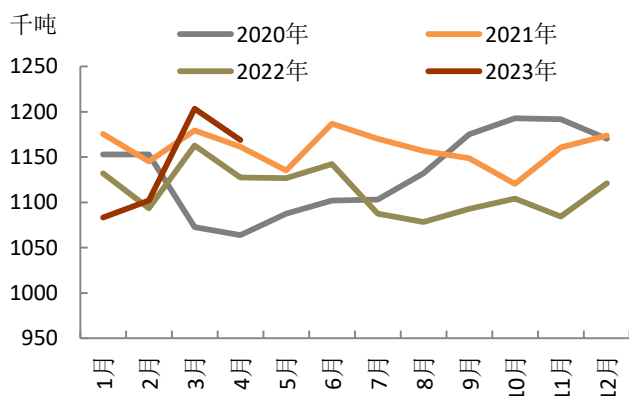
全球范围来看，ILZSG数据显示，2023年1-4月全球精炼锌累计产量455.7万吨，累计同比增加0.93%，较2021年同期减少2.23%。扣除中国产量增加外，海外精炼锌还处于负增长，显示欧洲炼厂复产节奏相对较慢。

2021年10月以来，欧洲能源价格大幅攀升，加之2022年年初俄乌冲突，加剧了能源供应端风险，欧洲天然气及电力价格剧烈攀升，但进入2022年年底，受天然气高库存、欧洲超预期暖冬、需求下滑等影响，天然气及电价快速回落，今年以来欧洲能源价格延续下行，截止

至6月底，欧洲天然气及各国电力价格回落至2021年年底和2021年8月左右的水平。伴随着能源价格的高位回落，欧洲炼厂利润修复后，复产预期增加。今年3月份，新星法国Auby炼厂（产能15万吨）宣布复产（获得补贴），旗下位于欧洲荷兰的Budel炼厂（产能30万吨）及比利时的Balen炼厂（产能27万吨）也处于爬产中。此外，嘉能可旗下位于德国的Nordenham炼厂（产能17万吨）计划今夏复产，位于意大利的Portovesme炼厂（产能24万吨）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。

从目前的欧洲天然气库存量来看，高于五年均值35%左右的水平，且欧洲地区夏季制冷需求相对偏低，三季度欧洲能源价格处于筑底阶段。进入四季度欧洲地区步入2023/2024年采暖季（本年的十月底到次年的三月份），天然气需求增加，而供应端依旧较为脆弱，欧洲能源价格仍有回升的可能。但考虑到充足的库存对供需紧张形成缓冲，预计能源价格难现极端情况，对欧洲炼厂生产抑制边际减弱。中性角度预估，今年海外精炼锌供应恢复量在25万吨左右。

图表 22 全球精炼锌月度产量情况

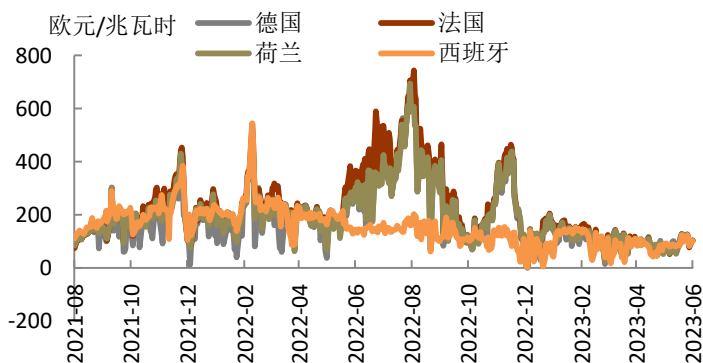


图表 23 欧洲天然气期货价格

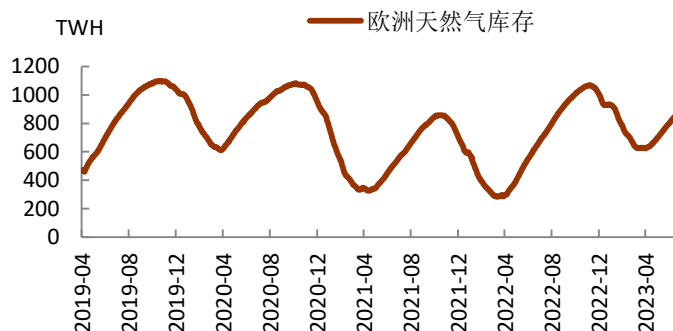


数据来源：iFinD，新闻整理，铜冠金源期货

图表 24 欧洲主要国家电价



图表 25 欧洲天然气库存



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

图表 26 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。爬产中。 |
| | Balen | 比利时 | 27 | | 21 年 10 月产量消减 50%。爬产中。 |
| | 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。2023 年 6 月中旬宣布将重启生产。 |
| | 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 国内精炼锌供应高点已过，下半年维持相对高位

SMM数据显示，2023年1-5月精炼锌累计产量达到267.4万吨，同比增加7.7%。预计6月精炼锌产量环比减少2.87万吨至53.59万吨，同比增加9.7%；1-6月累计产量达到321万吨，累计同比增加8.03%。上半年国内精炼锌产量同比大增，源于原料供应较为充裕、炼厂利润较为可观，叠加去年底投产的河南金利产能释放。3月以来云南地区部分炼厂因限电而控产，但影响量有限。5月底锌价跌至18600元/吨附近，炼厂利润大幅压缩，河南地区部分炼厂因硫酸价格低迷生产受限，加之炼厂进入常规检修季，部分炼厂检修提前，6月产量环比出现较大回落，但同比维持高位。

下半年看，市场关注焦点在于河池南方30万吨矿产锌投产问题，据悉投产时间由年初预计的年中推迟到年底，将在2024年供应增量。叠加上半年较高利润或难以为继，炼厂生产积极性削弱，我们认为二季度为全年供应高点，三季度受季节性检修影响，产量或季节性回落，同比增幅收窄；四季度受炼厂年底冲量影响，产量有望环比回升。

进口情况看，2023年5月精炼锌进口1.79万吨，环比增长14.26%，同比上涨451.75%，1~5月累计进口5.29万吨，累计同比上涨13.57%。5月精炼锌出口量256吨，累计出口量3505吨，累计同比减少93.45%。1-5月累计净进口量为4.93万吨。

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增多（去年为2000吨/月，今年为6000吨/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，不含税精炼锌进口窗口阶段性开启，贸易商加大零单进口量，且保税区库存不断流入市场，带动5月进口量继续环比回升。对于下半年而言，我们认为精炼锌进口窗口仍有间歇性开启的

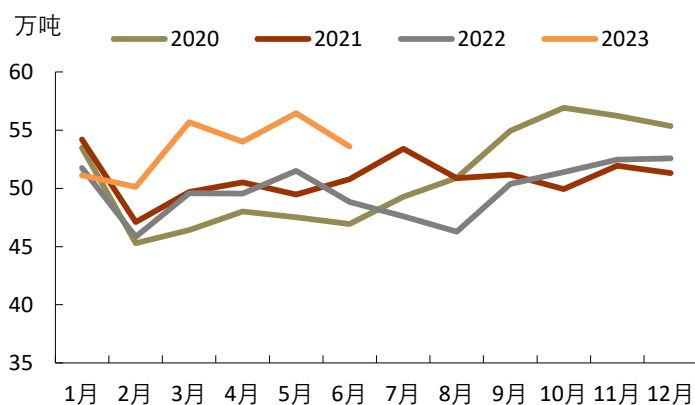
机会，一方面海外需求较疲软，存在货源流入国内降低海外过剩的需求，另一方面海外隐形库存较多，仍存交仓压力，比价利多进口。预计全年精炼锌净进口量由年初的5万吨上调至13万吨左右。

图表 27 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 |
| 河南金利金铅 | 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 28 国内精炼锌月度产量

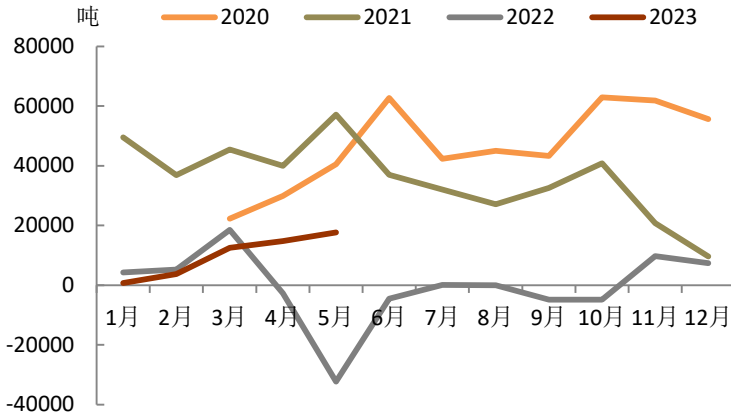


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

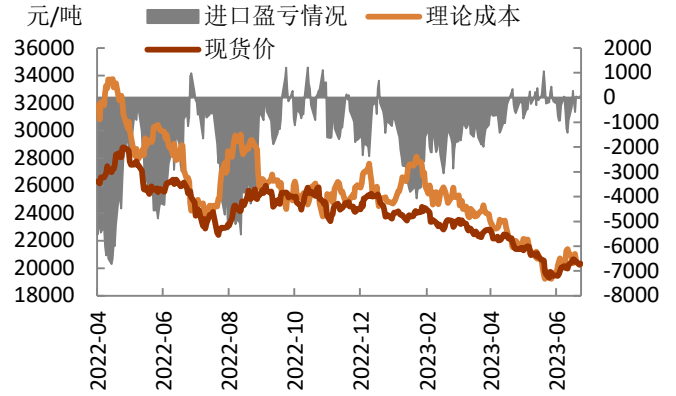
图表 29 冶炼厂生产利润



图表 30 精炼锌净进口情况



图表 31 锌锭进口盈亏情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

3.3 精炼锌需求情况

3.3.1 上半年海外需求尚有韧性，下半年仍有下滑预期

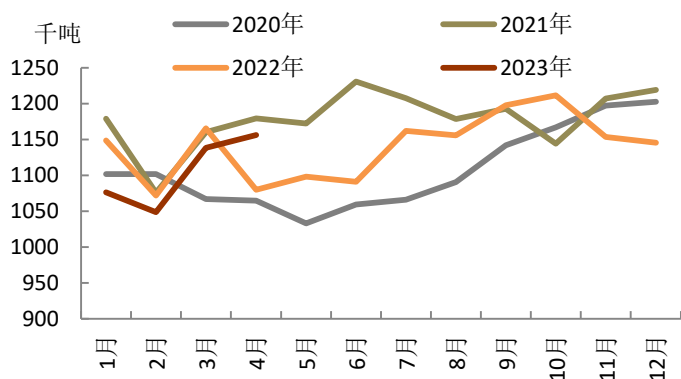
全球范围来看，ILZSG数据显示，2023年1-4月累计消费量为441.95万吨，累计同比减少1.04%。1-4月全球精炼锌供需过剩13.76万吨，去年同期为过剩4.95万吨。

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，欧美央行开启加息周期，利率不断上行抑制消费者购房及汽车消费需求。美国来看，自2022年四季度美国30年按揭贷款利率见顶，去年四季度至近年上半年多维持在6.5%上下波动，截止至6月底为6.67%，维持在较高水平。对应到消费端，去年下半年美国新建住房销量表现偏弱，今年以来环比改善，尤其是5月当月销量达76.3万套，同比增加近20%，环比增幅12.2%。成屋销售情况相对弱些，去年全年稳步下滑，今年年初至今有所改善，但相较于去年同期仍有加大差距，单月同比降幅在20-23%。汽车方面，年初以来汽车销量逐步改善，尤其是3月和4月。从历年数据看，3-5月汽车销量季节性较好。今年3月及4月汽车销量同比增速分别达7.7%和10.95%，但相较于2021年同期仍分别-21%和-17.3%。

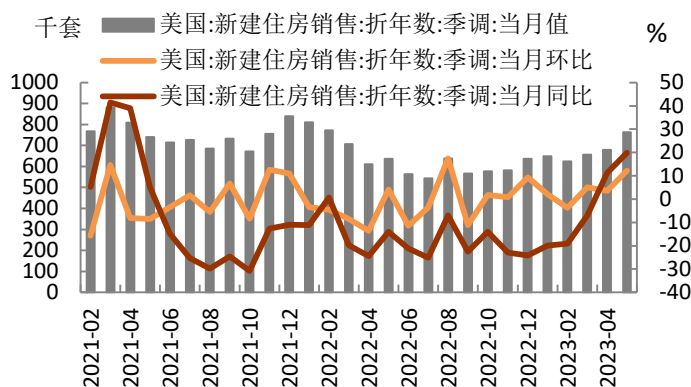
欧洲方面，今年欧元区19国营建产出表现较好，高于往年同比水平，但在2月达到高点后有所回落。汽车方面，年初以来汽车销量有所恢复，3月以来单月同比增速回升至20%上方，但较2021年仍表现偏弱。

综上，我们认为欧美高利率对地产及汽车消费存抑制，但今年以来多板块呈现较强韧性。下半年看，美国经济实现软着陆概率依然较大，欧元区经济衰退压力相对更确定些，总的来看，欧美需求下滑预期不改，将继续拖累锌板块消费。

图表 32 全球精炼锌月度需求情况

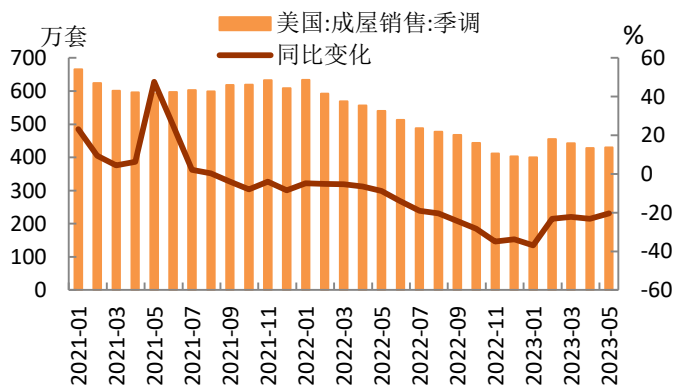


图表 33 美国新建住房销量

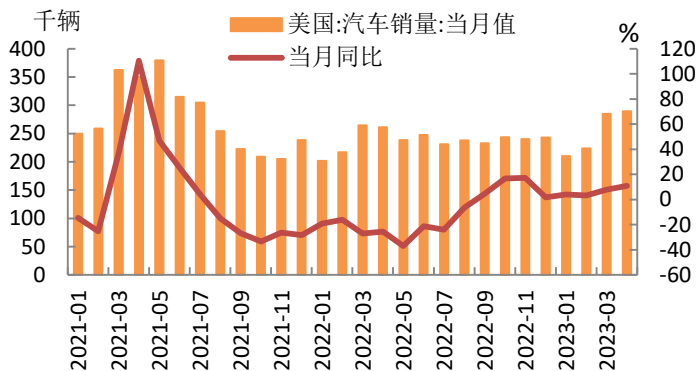


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 34 美国成屋销售情况

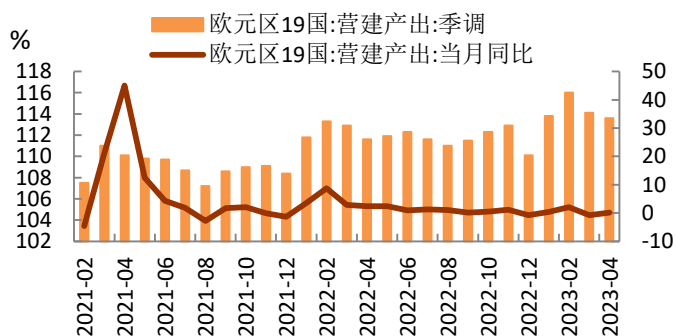


图表 35 美国汽车销量情况

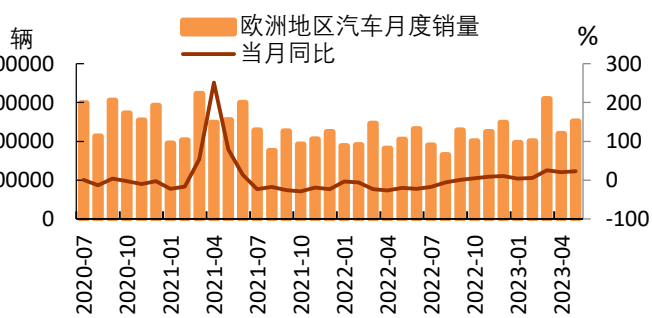


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 36 欧元区房屋营建情况



图表 37 欧元区汽车销量情况



数据来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

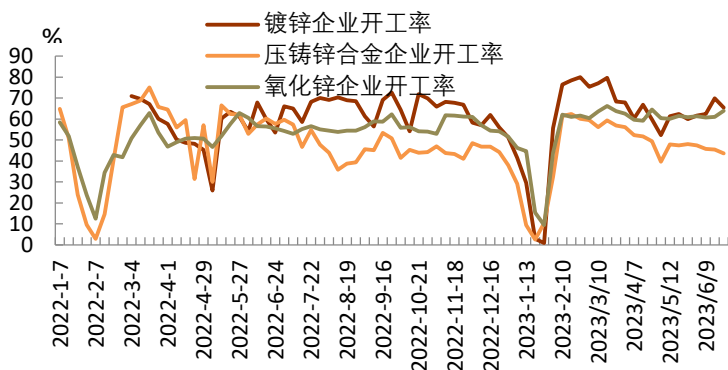
3.3.2 国内精炼锌初端需求偏弱，但镀锌板出口表现亮眼

年初至3月中旬，初端企业消费恢复较为强劲，但3月中旬至6月底，企业开工率高位回落，

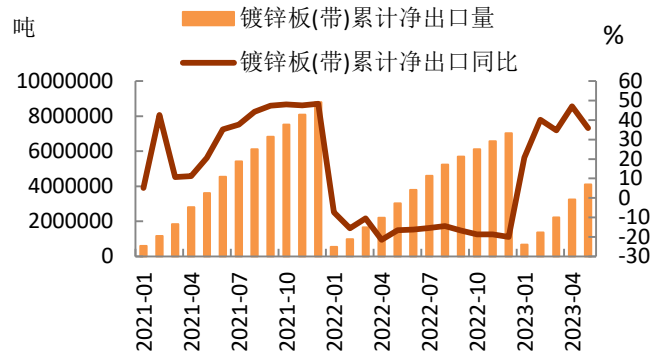
且板块间分化较为明显。其中，消费占比67%的镀锌企业开工率开工降至65.43%，钢材需求冲高回落叠加梅雨季高温户外限制，开工率季节性回落，但处于同期正常区；压铸锌合金企业开工率降至43.6%，远低于同期水平，更多受终端地产消费及出口欠佳拖累；氧化锌企业开工率维持较为平稳的波动，为63.9%，得益于终端半钢胎企业开工率处于同比偏高水平。整体看，压铸锌合金板块拖累初端消费整体表现，这也能跟终端需求板块间强弱相互印证。

镀锌板出口方面，2023年1-5月镀锌板净出口为410.1万吨，累计同比增加35.8%或108.2万吨。我国镀锌板主要出口国为韩国、泰国、菲律宾、印度尼西亚及巴西等。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，进入5月进口需求季节性回落，但总体看，年初以来镀锌板出口表现较好，需求占比在3.7%左右（去年全年消费占比2.8%），为需求提供较强支撑。下半年看，镀锌板出口呈现季节性下滑，出口量环比减少，但同比将维持偏高水平。

图表 38 国内初端企业开工率



图表 39 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分化，地产为主要拖累项

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1-5月，全国房地产开发投资同比-7.2%，前值-6.2%。其中，新开工面积同比-22.6%，前值-21.2%；房屋施工面积同比-6.2%，前值-5.6%；竣工面积同比+19.6%，前值+18.6%；销售面积同比-0.9%，前值-0.4%。

今年一季度全国楼市出现明显复苏，但4月楼市逐步转弱，进入5月地产系各项指标延续不同程度走弱。源于疫情后居民收入预期改善及信心修复需要时间，在前期刚性需求集中释放后，地产销售去化放缓，造成房企拿地和新开工的必要性不足，更多选择降杠杆，从而导致地产投资走低。不过，在保交楼政策的持续推进下，竣工端仍维持两位数的增长。5月单月数据看，新开工面积同比下滑28%，变化不大；施工面积下滑36.34%，降幅收窄；竣工面积同

比增加24.5%，增幅收窄；销售面积同比下滑19%，降幅连续两个月走扩。

6月中旬以来，央行不断降息，将7天期逆回购利率下调10个基点，下调常备借贷便利利率10个基点；将MLF利率下调10个基点，净投放370亿元。随后6月一年期LPR和5年期LPR报价也分别下调10bp。其中5年期LPR直接与房贷利率挂钩，本轮下调有助于居民降低贷款利率，刺激房地产销售回暖。此外，市场对下半年政策进一步扩大支持需求和保障供给的力度仍有期待。不过，在人口下滑且“住房不炒”政策背景下，地产板块难有较大幅度提振，更多维持弱复苏的节奏，仍将对锌板块消费构成拖累。

从基建投资方面来看：统计局数据显示，2023年1-5月基础设施投资（不含电力）累计同比增长7.5%（前值8.5%），自去年12月以来已经连续5个月回落，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16.4%，前值14%；水利管理业投资增长11.5%，前值10.7%；增速有所增长。道路运输业投资增长4.4%，前值5.8%；公共设施管理业投资增长3.9%，前值4.7%，增速有所回落。

从资金端看，稳增长政策指引下，今年一季度新增专项债发行持续放量，但4、5月发行速度有所放缓。1-5月新增专项债累计发行18970.5亿元，占全年限额的49.9%，略落后于去年同期的20339亿元（占全年限额的55.7%），但发行进度较历史同期仍然偏快。从新增专项债投向看，1-5月约74%投向基建，较去年同期72.5%有所提升。后期看，去年11月监管下达2023年地方新增专项债为2.19万亿元，为近年之最，目前提前批发行发行已进入尾声。全年额度为3.8万亿元，高于去年0.15亿元，下半年专项债发行空间变窄。

总的来看，今年专项债发行前置较明显，下半年专项债发行空间变窄。市场预期政策端将通过政策性开发性金融工具或特别国债等，为基建投资增加更多的资金支持。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，对锌板块刚性需求尚存，但需求增量幅度或有限。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，2023年5月，汽车产销分别完成233.3万辆和238.2万辆，环比分别增长9.4%和10.3%，同比分别增长21.1%和27.9%。2023年1-5月，汽车产销分别完成1068.7万辆和1061.7万辆，同比均增长11.1%。因去年4-5月基数相对降低，5月同比仍呈现较大幅度增长；随着前期各大车企降价促销潮热度降温，消费回归理性，同时国家与地方政府陆续出台的促销政策，叠加五一长假营销活动提振，产销量实现环比增加。其中，5月，新能源汽车产销分别完成71.3万辆和71.7万辆，环比分别增长11.4%和12.6%，同比分别增长53%和60.2%，市场占有率达到30.1%。2023年1-5月，新能源汽车产销分别完成300.5万辆和294万辆，同比分别增长45.1%和46.8%，市场占有率达到27.7%。1-5月，汽车企业出口175.8万辆，同比增长81.5%。其中，传统汽车出口累计同比增速63.6%，新能源汽车出口累计同比增速160%。

下半年来看，各地促汽车消费补贴陆续发放，6月底新能源汽车购置税减免政策再度延续，明确“两免两减”，稳定车企和消费者预期。同时，6月中旬工信部等五部门共同发布开展2023年新能源车下乡活动，为期半年。在政策加持下，车市即将迎来下半年消费旺季，汽车

销量有望企稳向上，从而提振氧化锌需求。

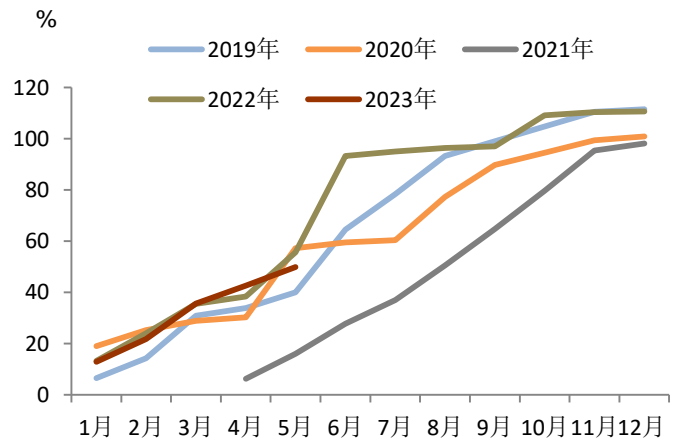
从白色家电方面来看：统计局数据显示，1-5月空调累计产量11425万台，同比增长14.2%。1-5月冰箱累计产量3857.9万台，同比增长12.4%。1-5月洗衣机累计产量4082.5万台，同比增长18.9%。1-5月彩电累计产量7706.7万台，同比增长4.9%。出口方面，1-5月空调累计出口2756万台，同比下降3.4%。1-5月冰箱累计出口2559万台，同比下降3.4%。1-5月洗衣机累计出口1085万台，同比增长37.1%。1-5月电视机累计出口3870万台，同比增长9.2%。

得益于去年年底以来防疫政策优化，春节停工后积压需求的释放，原材料价格的高位回落，以及保交楼政策下竣工集中交付带动，年初以来，白色家电内销增速可观，带动整体产量同比回升。外销方面，受海运费大幅下滑刺激，且5月初以来人民币加速贬值，均利好白色家电出口。下半年来看，地产保交付持续推进下，有望继续带动后周期白电的需求，同时家电高保有量高淘汰率及政策补贴仍将带来可观的存量换新空间。对于出口而言，宏观氛围摇摆不定，后期出口存一些不确定性。总的来看，内销向好仍对锌合金板块有一定支撑。

图表 40 基建投资增速小幅回落

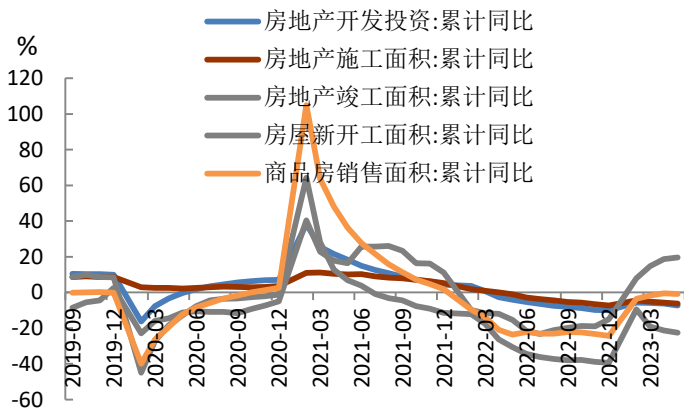


图表 41 地方专项债发行进度

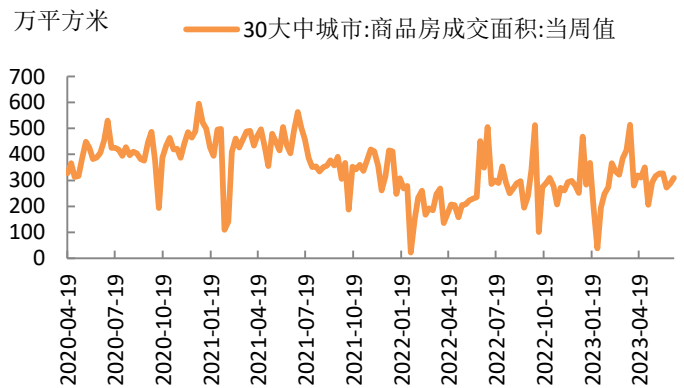


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 42 地产主要指标依然疲软

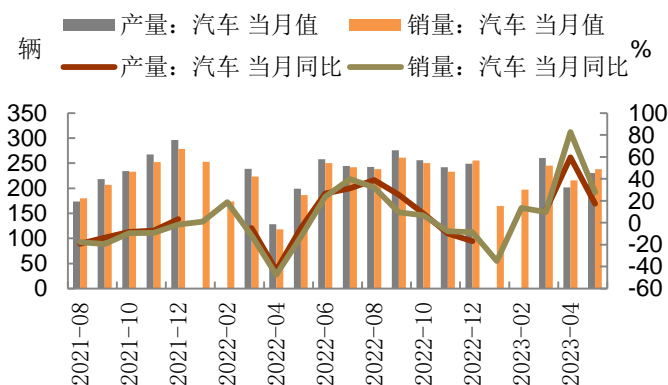


图表 43 30大中城市商品房成交面积

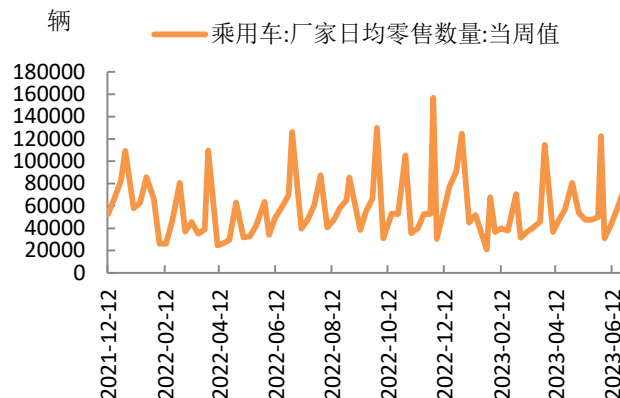


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 44 汽车当月产销情况

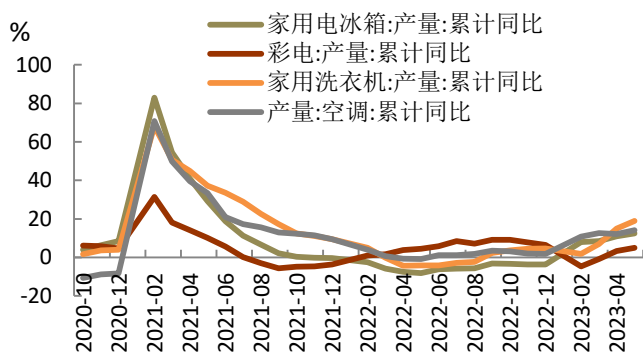


图表 45 乘用车周度销量

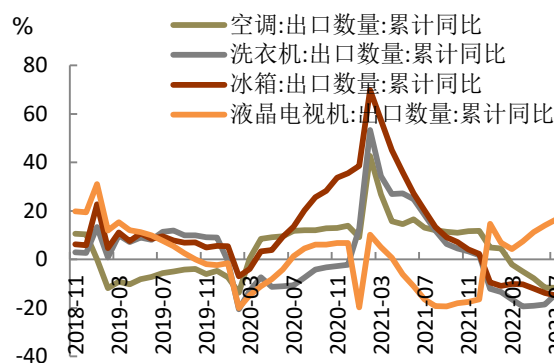


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 46 白色家电产量情况



图表 47 白色家电出口情况



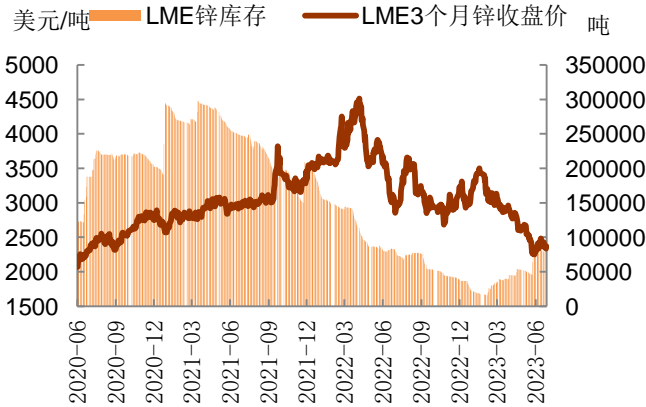
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

3.4 海外库存快速回升, 国内库存维持低位

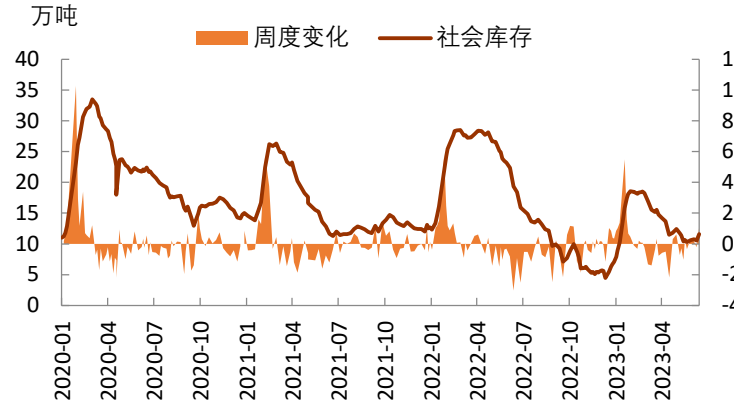
上半年LME库存低位回升, 由年初不足2万吨逐步攀升, 至5月底库存增加至87500吨, 6月份库存小幅回落, 截止至6月底, 库存达78250吨。总的来看, 海外集中交仓兑现, 库存较年初已翻4倍, 且市场仍存交仓预期, 不断增加的库存对伦锌的压力不减。

国内来看, 上半年社会库存呈现先增后减态势, 3月中旬达高点18.5万吨后, 库存逐步下行, 进入5月中旬后去库速度放缓, 截止至6月底, 库存达11.57万吨, 较年初增加5.25万吨, 较去年同期少7.76万吨。今年库存同比维持在近五年低位, 一方面去年下半年基数较低, 另一方面, 受去年铝仓库事件影响, 炼厂直发下游增多, 且市场存在部分隐性库存。预计下半年库存大概率维持在偏低水平, 继续支撑月间Back结构, 但随着低库存逻辑不断固化, 对锌单边支撑边际影响减弱。

图表 48 LME 库存低位回升



图表 49 国内社会库存维持同期低水平



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

四、总结与后市展望

宏观面看，欧美央行维持鹰派基调，美元坚挺，对锌价仍有压制。美国经济存软着陆可能，欧元区经济下行压力更大，目前市场尚未对经济衰退充分定价。国内经济复苏放缓，政策刺激预期升温，但也需谨防预期差。

供应端看，海外锌矿减停产，成本支撑显现。同时，全球矿端供需过剩量级收窄，内外加工费预计回落，但空间有限。欧洲炼厂复产预期较强，供应延续恢复。国内看，年内精炼锌供应高峰已过，下半年在利润压缩背景下，供应压力小于上半年，但同比维持高水平。

需求端看，海外需求保有韧性，但高利率下，需求缓慢下行趋势难改。国内侧，寄希望于政府出台政策刺激消费，但预计传统领域难有强刺激。终端基建板块需求保持韧性，地产板块维持弱复苏，家电及汽车板块边际改善。

整体来看，下半年内外宏观呈现分化，难形成共振。全球供需偏弱的格局未扭转，但随着全产业链成本压缩后，锌价难以出现上半年较为顺畅的下跌行情，预计沪锌在区间18000-21500元/吨内低位震荡，伦锌主要运行区间2200-2700美元/吨。

图表 50 近年海外精炼锌供需平衡表（万吨）

| | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年* |
|-------|--------|---------|--------|--------|---------|
| 精锌产量 | 770 | 768 | 776.9 | 733.9 | 759.4 |
| 产量增速 | -1.46% | -0.31% | 1.21% | -5.53% | 3.47% |
| 进出口 | 54.4 | 48.5 | 42.7 | -0.18 | 13 |
| 精锌需求 | 741.8 | 658.2 | 732 | 747.4 | 733.4 |
| 需求增速 | -0.03% | -11.27% | 11.18% | 1.94% | -1.87% |
| 精锌平衡表 | -26.2 | 61 | 2.4 | -13.32 | 13 |

数据来源：ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 51 近年国内精炼锌供需平衡表（万吨）

| | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年* |
|-------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 精锌产量 | 584.6 | 610.4 | 608.9 | 598 | 635 |
| 增速 | 9.60% | 4.41% | -0.25% | -1.49% | 6.19% |
| 收抛储 | | | 18 | | |
| 净进口量 | 54.37 | 51.2 | 42.7 | -0.18 | 13 |
| 精锌需求 | 637 | 670.4 | 673 | 604.2 | 641.6 |
| 增速 | 1.50% | 5.24% | 0.39% | -9.90% | 6.19% |
| 精锌平衡表 | 1.97 | -8.8 | -3.4 | -6.38 | 6.4 |

数据来源：SMM，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

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。