

2023年10月9日



供需双增 锌价震荡运行

核心观点及策略

- 宏观面看，美国就业及经济保持强韧性且通胀小幅抬头，高利率将维持较长时间，美元维持偏强态势。欧元区通胀难降但经济延续欠佳，欧央行鸽派加息，市场预期欧元区不会再加息。国内各项数据均现企稳回升迹象，同时政策端延续向好态势，经济有望延续向上修复。
- 供应端看，海外矿山再现减产叠加国内炼厂四季度冬储，内外加工费下滑。欧洲炼厂复产未有新增变化，国内炼厂原料储备较足，矿端供应收紧尚未影响生产，且随着检修季结束供应环比回升至高位。此外，进口窗口开启下，低价进口货源持续流入，供应趋松。
- 需求端来看，海外消费具韧性，但不改过剩局面，现货升水延续回落。但交仓压力缓解，LME库存回落至10万吨附近。国内专项债发行加速提振基建板块，汽车板块延续向好表现有望抵消家电板块季节性下滑影响，地产端改善不明显，仍待进一步观察。
- 整体来看，内外宏观延续分化，美元强劲对锌价仍有较强压制。矿端存收紧预期但传导至冶炼端仍需时间，炼厂原料充足下产量稳定增长，叠加进口补充，供应回升，需求端具仍性，供需双增下累库幅度或有限，同时结构性行情有望支撑单边价格，预计10月锌价区间震荡，主要运行区间21000-22000元/吨。
- 策略建议：区间操作
- 风险因素：宏观风险，消费兑现不及预期

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ 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	7
三、锌基本面分析	9
3.1 锌矿供应情况.....	9
3.1.1 全球锌矿供应恢复不及预期，全年由松转紧.....	9
3.1.2 锌矿进口量环比大增，内外加工费存回落预期.....	10
3.2 精炼锌供应情况.....	11
3.2.1 全球精炼锌供应逐步恢复.....	11
3.2.2 炼厂复产叠加进口补充，供应转松.....	12
3.3 精炼锌需求情况.....	13
3.3.1 海外需求尚有韧性，预期有所改善.....	13
3.3.2 旺季在即初端开工有望环比回升，人民币贬值利好镀锌板出口.....	15
3.3.3 政策刺激不断，终端消费有望回暖.....	16
3.4 内外库存走势分化.....	19
四、总结与后市展望	20

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.....	8
图表 5 欧元区 PMI.....	8
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 全球锌矿月度产量情况.....	9
图表 11 国内锌矿月度产量情况.....	9
图表 12 外矿加工费继续分化.....	10
图表 13 锌矿进口窗口关闭.....	10
图表 14 锌矿进口情况.....	10
图表 15 炼厂原料库存.....	10
图表 16 全球精炼锌月度产量情况.....	11
图表 17 欧洲天然气期货价格.....	11
图表 18 欧洲主要国家电价.....	12
图表 19 欧洲天然气库存.....	12
图表 20 2021 年四季度至今欧洲冶炼厂减复产情况（万吨）	12
图表 21 国内精炼锌月度产量.....	13
图表 22 冶炼厂生产利润.....	13
图表 23 精炼锌净进口情况.....	13
图表 24 锌锭进口盈亏情况.....	13
图表 25 全球精炼锌月度需求情况.....	14
图表 26 美国新建住房销量.....	14
图表 27 美国成屋销售情况.....	15
图表 28 美国汽车销量情况.....	15
图表 29 欧元区房屋营建情况.....	15
图表 30 欧元区汽车销量情况.....	15
图表 31 国内初端企业开工率.....	16
图表 32 镀锌板净出口情况.....	16
图表 33 基建投资增速延续小幅回落.....	18
图表 34 沥青企业开工率.....	18
图表 35 地产主要指标依然疲软.....	18
图表 36 30 大中城市商品房成交面积.....	18
图表 37 汽车当月产销情况.....	19
图表 38 乘用车周度销量.....	19
图表 39 白色家电产量情况.....	19
图表 40 家电排产情况.....	19
图表 41 LME 库存高位回落	20

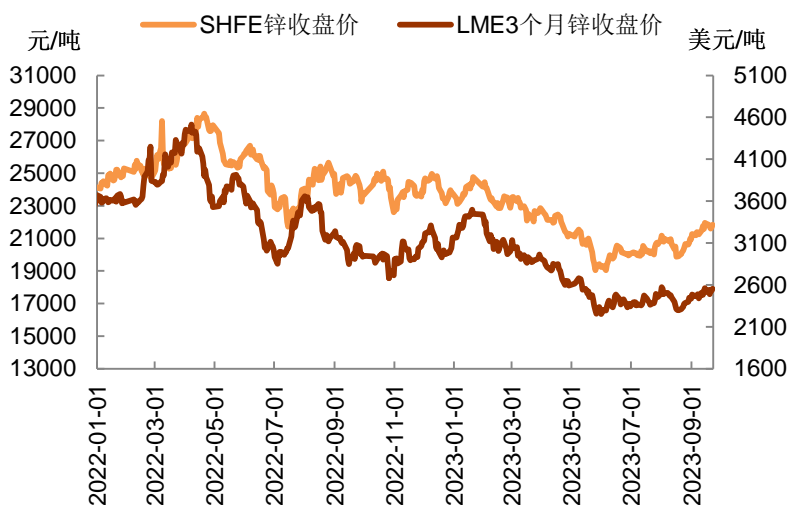
图表 42 上期所库存先增后减.....	20
图表 43 社会库存维持低位.....	20

一、锌市场行情回顾

9月沪锌主力2310合约期价表现偏强。上半月锌价延续8月中旬以来的反套走势，一度站上22000一线整数关口。锌价如此强势，主要还是由于宏观及资金面的相互配合。宏观来看，尽管在美联储11月加息预期支撑下，美元延续偏强运行，但国内地产政策频频释出、央行年内二次全面降准，8月经济及金融数据也超预期，经济企稳修复预期增强，情绪向好利多多头信心。此外，交易所仓单量维持相对低位，而9月合约持仓偏高，较高的虚实盘比下，资金挤仓情绪较浓，支撑锌价近月端单边走强。随着沪锌09合约交割，挤仓暂告一段落，下半月锌价涨势放缓，高位震荡。一方面，国内炼厂检修后精炼锌月度产出有望回升，同时进口锌锭有望持续流入，供应趋增，而需求未显现出明显的旺季特征，基本面难支撑锌价单边继续上涨。但另一方面，库存及仓单维持低位，持仓量居高不下，挤仓资金仍有热情，多空交织，锌价高位调整。截止至月底，沪锌主力2311收至21570元/吨，月度涨幅4.08%。

伦锌震荡偏强，海外再现矿山减产，远期矿端趋紧预期强化支撑锌价。同时，9月初以来，LME库存高位回落，也为伦锌提供反弹动力。但美元坚挺压制，锌价反弹空间仍收抑，截止至月底，期价最终收至2657元/吨，月度涨幅9.16%。

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

美国8月CPI同比涨幅3.7%，前值3.2%，预期3.6%；核心CPI同比增速4.3%，前值4.7%，预期4.3%，但环比涨幅0.3%，前值0.2%，预期0.2%。剔除了住房后的核心服务业通胀环比上

涨0.53%，前值0.2%，为2022年9月以来的最高水平，同比仍保持在4%以上。近期受原油价格大幅上涨影响，CPI同比超预期反弹及核心CPI环比六个月来首次加速上涨，显示通胀略有回升，打消了短期通胀回落的势头。后期来看，原油及工资两大问题或令通胀更加顽固。OPEC+维持减产下，原油价格控难走低，同时，美国三大车企因工资问题未谈拢而联合罢工，或增加工资-通胀螺旋上升的风险。从美联储利率会议来看，9月如期按兵不动，将基准利率维持在5.25%至5.50%的二十二年来高位；重申通胀保持高企，并改称就业增长放缓，经济活动稳健增长。点阵图方面，比预期更加鹰派，多数决策者预计今年内还有一次加息，预期明年降息幅度由上次的100BP收窄至50BP，预计明年可能至少降息一次。

经济及就业指标上看，美国9月ISM制造业指数49，显著好于预期，创去年11月以来最高，预期47.9，8月前值47.6。虽然仍位于萎缩区间，且为连续10个月萎缩，但收缩程度为近一年来最低，显著好于预期，较8月前值进一步改善。9月非农新增33.6万人，数据远超预期，且此前两个月的数据累计大幅上修近12万。失业率为3.8%，与8月持平。工资增幅略低于预期，同比增长4.2%，创2021年中期以来的最小涨幅，劳动力参与率稳定。

总的来看，伴随着原油价格上涨，美国通胀再度小幅抬头。同时就业强劲、经济强韧性的背景下，美联储年内仍有加息可能，且明年降息次数存减少预期，基调偏鹰，美元维持偏强态势，利空金属价格。

2.2 欧元区方面

欧元区经济的疲软与通胀的顽固一直让欧央行加息决定进退两难。通胀情况看，欧元区8月CPI终值为5.2%，低于初值5.3%。8月核心通胀确仍为5.3%。虽然欧元区上月通胀率实际上有所缓和，核心通胀环比也有所回落，但核心通胀维持高位。且欧元区7月份失业率为6.4%，保持在5月创下的历史最低水平，劳动力市场吃紧，薪酬将增长，通胀难降。经济数据看，

9月欧元区制造业PMI终值43.3，预期值43.3，前值43.3。服务业PMI为48.4好于预期。综合PMI终值为47.2，略高于8月份的46.7，也略高于预期值47.1，该数据已经连续第四个月低于荣枯线。其中，欧洲两大“引擎”均“熄火”，法国9月PMI大幅不及预期，德国制造业PMI仍低于40，欧元区经济收缩困境难解。

从9月中旬欧央行公布的利率决议来看，9月加息25个基点，超出市场预期。自去年7月结束长达八年的负利率时代以来，欧洲央行已连续10次加息，累计加息450个基点，为有史以来最快的紧缩步伐。与此同时，因欧元区经济普遍疲软，欧洲央行下调GDP增速预期：预计2023年GDP增速为0.7%，2024年GDP增速为1%，2025年GDP增速为1.5%，此前预计为1.6%。上调了通胀预期：预计2024年欧洲通胀率为3.2%，2025年通胀率为2.1%，决心确保通胀回归2%的目标。不过，欧洲央行表示：根据目前的评估，央行执行委员会认为，目前的政策利率已经达到了可以让通胀回归目标的水平。鸽派加息点燃了市场对于欧洲央行已经结束加息的预期。

总的来看，原油价格上涨下，欧元区通胀难降，但欧元区经济数据延续欠佳、欧央行鸽派加息，市场预期欧元区不会再加息，欧元表现弱势。

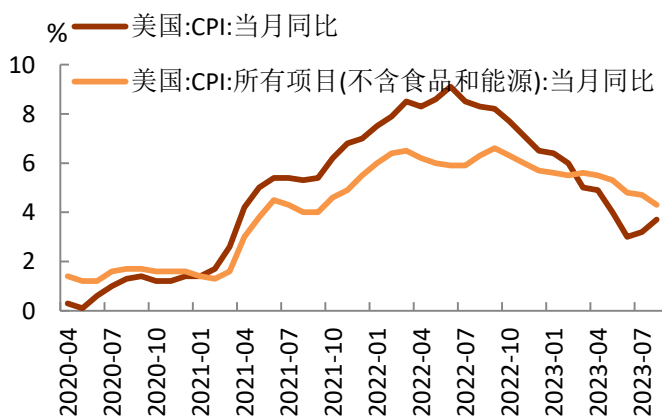
2.3 国内方面

国内8月通胀、出口数据改善，8月出口同比-8.8%，进口同比-7.3%。进出口同比均好于预期及前值。8月CPI同比0.1%，预期0.2%，前值-0.3%；PPI同比-3.0%，预期-2.9%，前值-4.4%，CPI和PPI同比双双回升。同时，8月金融及经济数据也多超预期。8月新增社融3.12万亿元，同比多增6316亿元，高于市场平均预期；分项来看，政府债券和企业债券净融资明显改善，是8月社融表现的主要支撑。8月新增人民币信贷1.36万亿元，同比多增868亿元，高于市场预期。其中居民中长期贷款新增1602亿元，连续两个月同比少增，指向地产仍偏弱；居民短期贷款2320亿元，小幅多增，基本符合季节性。M1、M2同比增速分别为2.2%和10.6%，均较7月回落0.1个百分点。8月工业增加值同比增长4.5%，环比提高0.5个百分点；社会消费同比增长4.6%，较上月顺升2.1个百分点，环比提高0.3个百分点；固定资产投资同比增长3.2%，较上月回落0.2个百分点，其中制造业投资增速加快，房地产和基建投资增速继续放缓。

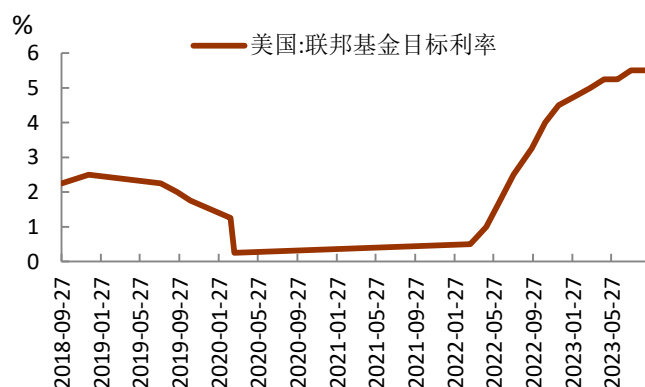
9月份官方制造业PMI较上月上升0.5至50.2，为连续第四个月回升，重返扩张区间，制造业景气水平进一步改善；非制造业PMI较上月上升0.7至51.7，继续高于临界点；综合PMI为52，较上月上升0.7，继续保持在扩张区间。

总的来看，国内各项数据均现企稳回升迹象，同时政策端延续向好态势，地产政策频频释出、货币总量政策也持续推出，经济低政策底基本确认。后期随着刺激政策效果的逐步体现，经济有望延续向上修复。

图表 2 美国通胀情况

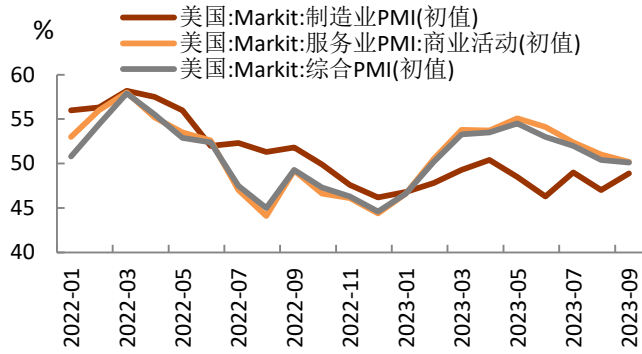


图表 3 美国利率水平

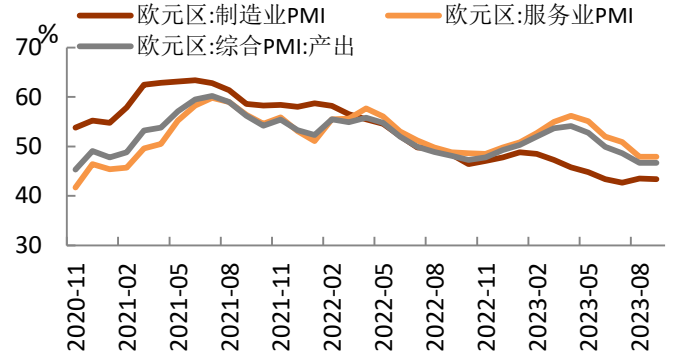


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 4 美国 PMI

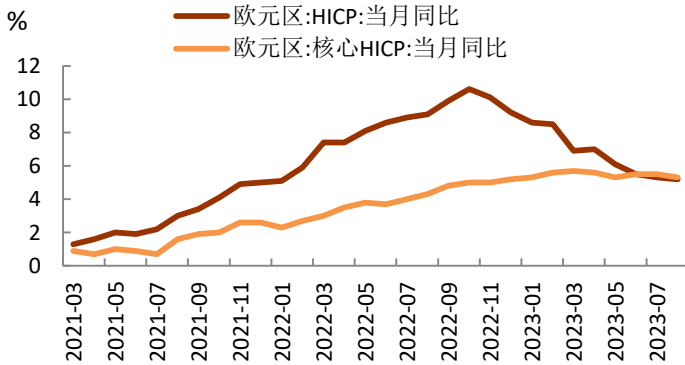


图表 5 欧元区 PMI

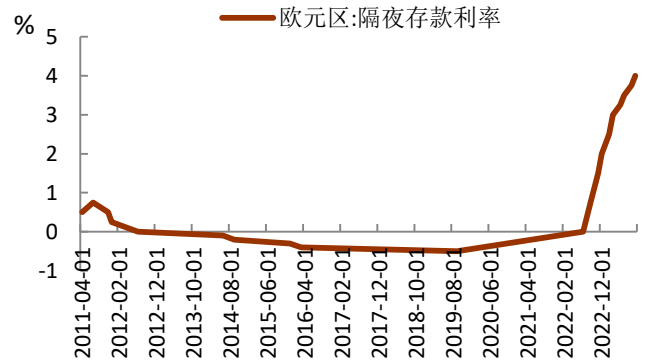


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

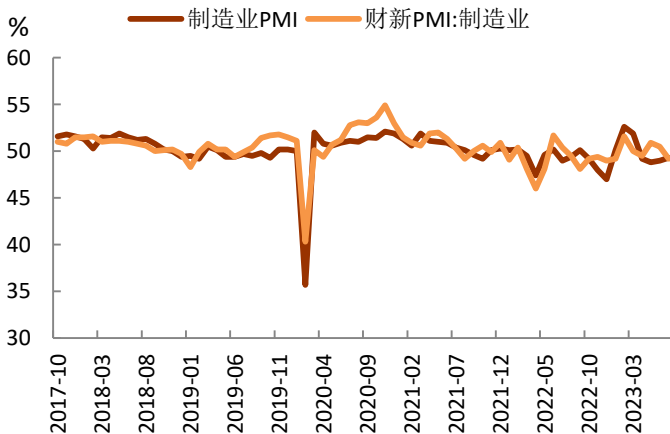


图表 7 欧元区利率水平

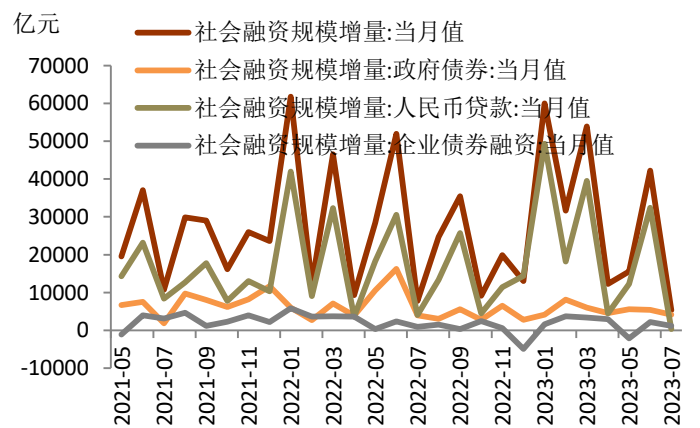


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

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

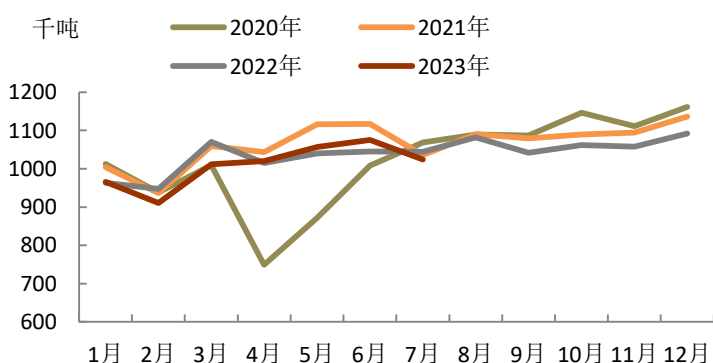
3.1.1 全球锌矿供应恢复不及预期，全年由松转紧

ILZSG 最新数据显示，2023年7月全球锌矿产量102.45万吨，环比减少4.72%。1-7月累计产量700.7万吨，累计同比减少1.5%。

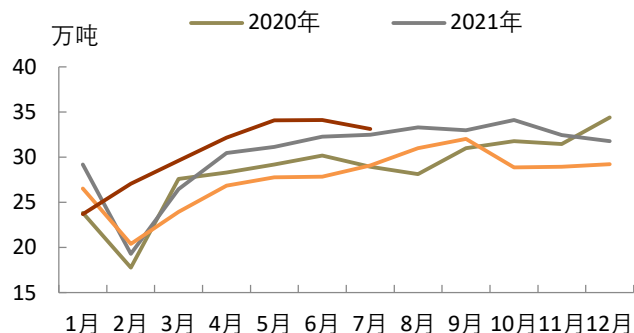
今年上半年受矿山关闭、品位下降、罢工、天气及事故、设备问题等影响，海外主要矿企产出不及预期。同时，5月底锌价跌至部分高成本矿山成本线附近，部分矿山出现减产计划，如6月13日，瑞典Boliden矿业公司宣布停止了爱尔兰Tara锌矿的所有运营，该矿年产锌矿13万吨。9月6日，葡萄牙Almina计划于9月24日暂停其Aljustrel锌铅矿的运营，预计2025年第二季度才能恢复生产，该矿2022年生产21.5万吨锌精矿，5万吨铅精矿。且表示，如果未来三个月LME锌价仍在2.500美元/吨以下，中小型矿山将开始减产。此外，澳大利亚极光金属(Aurora Metals)矿业公司于7月3日进入破产管理程序，旗下四座矿山都处于保养和维护状态；秘鲁矿企Volcan经营的Islay矿也于7月中旬暂停运营。总的来看，海外矿山产出不及预期且部分因亏损停产，矿端供应由宽松逐步趋紧，成本端对锌价托底支撑较为稳固。

国内来看，SMM数据显示，国内锌矿产出季节性恢复，SMM：8月锌精矿产量为32.91万金属吨，环比下降0.2万金属吨，但略高于预期。期间四川大运会期间用电和安全管控，部分当地矿山顺势检修，以及是内蒙古地区的矿山常规检修和云南地区部分矿山资源枯竭，但甘肃地区检修恢复和湖南、西藏等地的部分矿山原矿品味上涨，带来一定增量。9月伴随着矿山检修复产，预计产量环比增加1.21万金属吨至34.12万金属吨。总的来看，今年国内矿山产出恢复较好，全年增量有望达10万吨以上。

图表 10 全球锌矿月度产量情况



图表 11 国内锌矿月度产量情况



数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

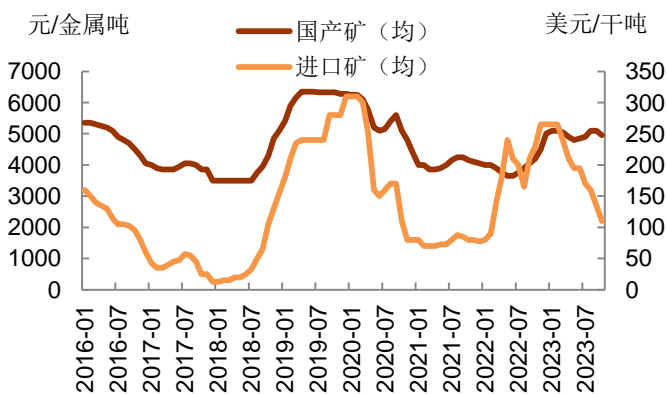
3.1.2 锌矿进口量环比大增，内外加工费存回落预期

锌矿进口方面，海关数据显示，8月锌矿砂及其精矿进口量为42.8万实物吨，环比增加8.67%，同比增加14.08%，主要进口国为秘鲁、南非和澳大利亚。1-8月累计进口量310.02万实物吨，累计同比增加25.4%。尽管8月中下旬锌矿进口窗口逐步关闭，但前期锁价货源陆续到港，8月锌矿进口量环比同比均大增。尽管目前锌矿进口窗口关闭，但前期锁价货源较多，预计9月进口量仍能维持高位。

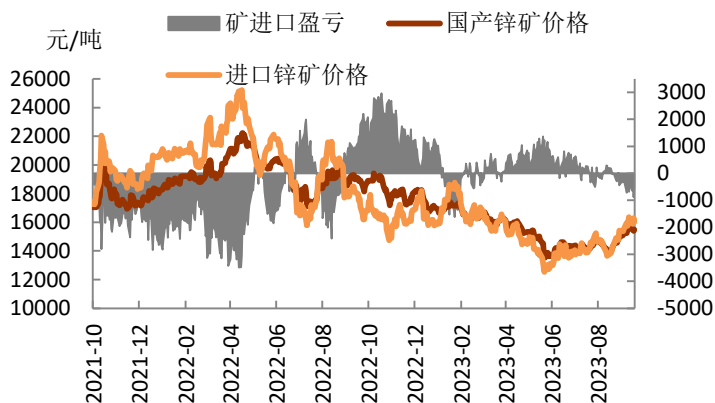
内外锌矿加工费方面，SMM：10月国产及进口锌矿月度加工费环比均回落，分别报4800-5100元/金属吨和100-120美元/干吨，均值分别环比减少150元/金属吨和25美元/干吨。

海外锌矿供应收紧预期强化，叠加四季度国内矿山生产季节性下滑，炼厂冬储等因素，内外加工费均仍有下滑预期，目前部分贸易商对远期报价TC已降至80美元/干吨。

图表 12 外矿加工费继续分化

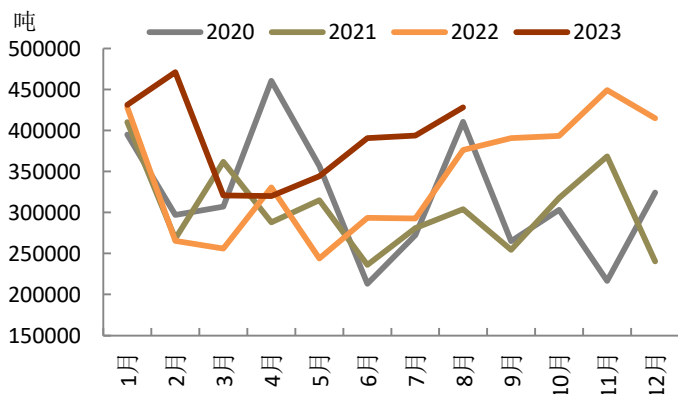


图表 13 锌矿进口窗口关闭



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 14 锌矿进口情况



图表 15 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

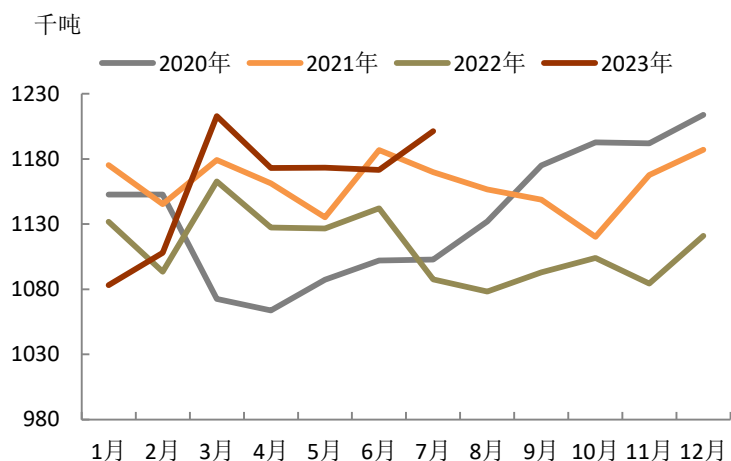
3.2.1 全球精炼锌供应逐步恢复

全球范围来看，ILZSG数据显示，2023年7月全球精炼锌产量为120.14万吨，环比增加2.5%。1-7月累计产量为814.3万吨，累计同比增加3.76%。增量主要在中国，1-7月欧洲和美洲分别累计同比减少1.24%和0.41%。

目前欧洲地区炼厂复产情况未有更新，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，但目前尚未出明确公告；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。

整体来看，海外精炼锌供应增加，但恢复速度偏慢。目前欧洲地区天然气淡季补库进入尾声，截至9月19日欧洲库容率为94.34%。同时，9月初澳洲雪佛龙公司罢工，月底罢工事件暂止，且挪威至欧洲PNG出口也在检修季后如期恢复，供应扰动也有所减弱。在库存充足下，欧洲天然气市场有望以高库存起点开启2023/24取暖旺季。根据欧洲中期天气预报中心最新预测模型，2023年三季度及四季度北欧及南欧的地面气温将继续高于往年常值，或意味着偏暖的冬天，欧洲能源价格上行风险有所缓解，成本端对欧洲炼厂生产抑制边际减弱。但也不排除意外情况，后续持续跟踪。

图表 16 全球精炼锌月度产量情况

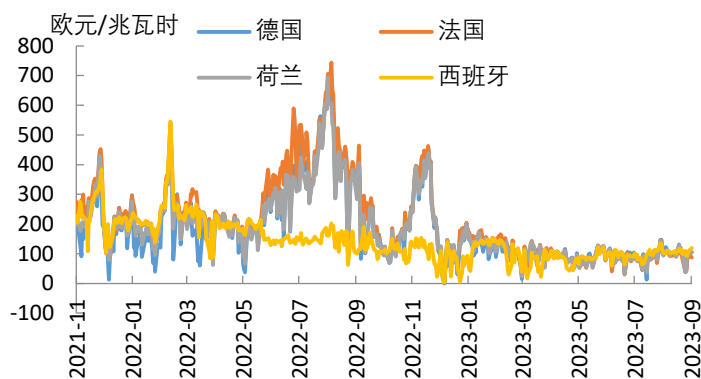


图表 17 欧洲天然气期货价格

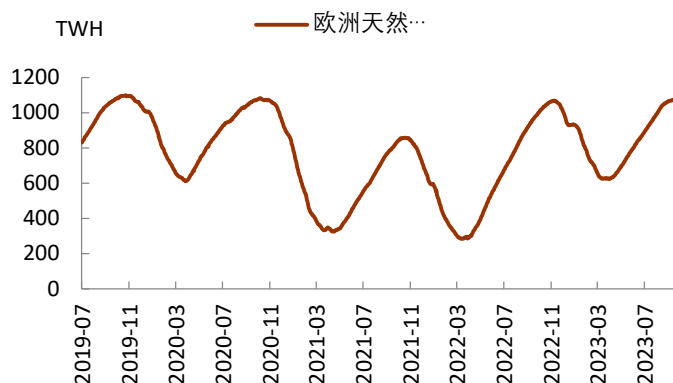


数据来源：iFinD，新闻整理，铜冠金源期货

图表 18 欧洲主要国家电价



图表 19 欧洲天然气库存



数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 20 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 炼厂复产叠加进口补充, 供应转松

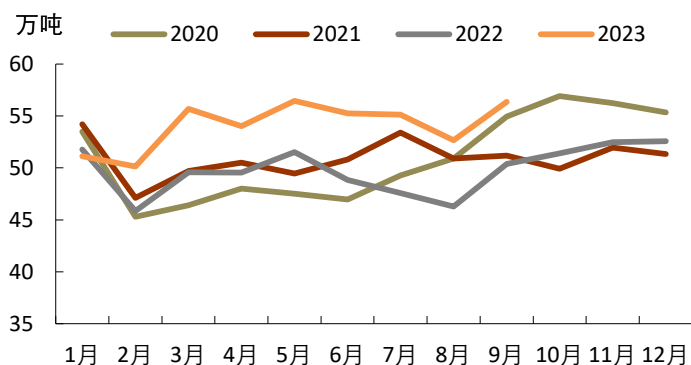
SMM数据显示, 8月精炼锌产量为52.65万吨, 环比下降2.46万吨或环比下降4.46%, 同比增加13.78%, 环比减量大幅低于预计, 源于广东、湖南等地冶炼厂超预期检修, 及内蒙古地区复产节奏有所延缓。1-8月精炼锌累计产量达到430.4万吨, 同比增加10.08%。9月而言, 内蒙古、甘肃、湖南等地常规检修外, 湖南、云南、内蒙、四川等地冶炼厂检修恢复贡献大部分增量。预计产量环比增加3.71万吨至56.36万吨, 同比增加11.85%; 1-9月累计产量达到486.8万吨, 累计同比增加10.28%。此外, 随着海外部分矿山减产, 及国内炼厂四季度存冬储需求, 市场担忧矿端或影响炼厂后期生产, 但从目前调研的情况看, 炼厂原料依旧能保障生产, 四

季度月度产量有望达58万吨的高位。

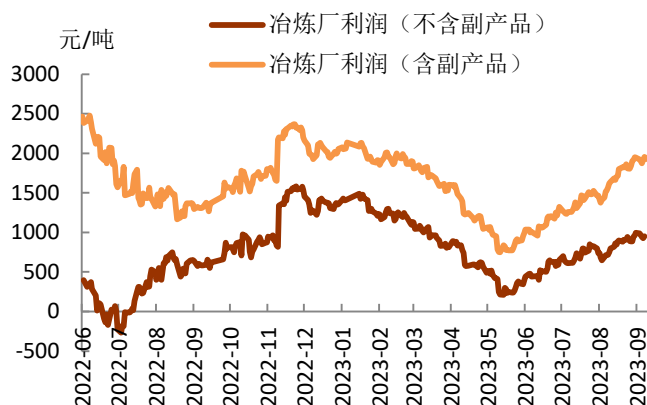
进口情况看，8月锌锭进口量2.93万吨，环比减少50.01%，同比增加489.8%；进口主要来源国为澳大利亚、哈萨克斯坦、韩国、印度、伊朗。1-8月锌锭进口量19.94万吨，同比增加312.21%。8月精炼锌进口窗口多关闭，进口量随之大幅下滑，不过8月底以来进口利润不断攀升至600多元/吨，预计9月进口量有望环比增加，预计达4-5万吨。

整体而言，随着炼厂逐步复产，精炼锌产量预计环比回升，且进口锌锭净流入增加预期，国内供应由前期阶段性紧张转为宽松。

图表 21 国内精炼锌月度产量

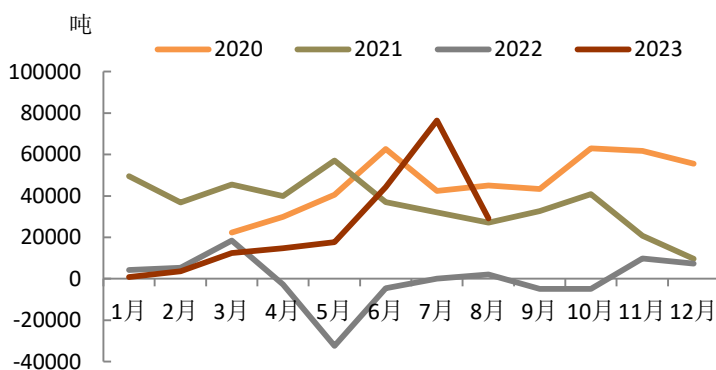


图表 22 冶炼厂生产利润

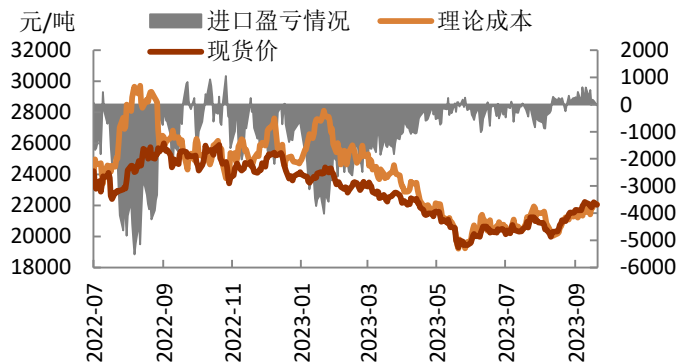


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 23 精炼锌净进口情况



图表 24 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 海外需求尚有韧性，预期有所改善

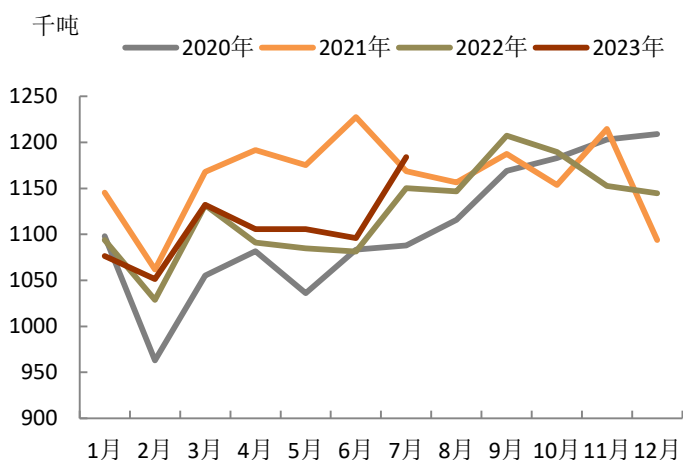
全球范围来看，ILZSG数据显示，2023年7月全球精炼锌需求量为118.4万吨，环比增加8.05%。1-7月累计消费量764.8万吨，累计同比持平。1-7月全球锌市供应过剩49.5万吨，去年同期为过剩19.9万吨。其中，欧洲地区消费较弱，1-7消费累计同比下滑6.3%；美洲及亚洲

地区消费呈现正增长，累计同比分别为3.14%和2.91%。

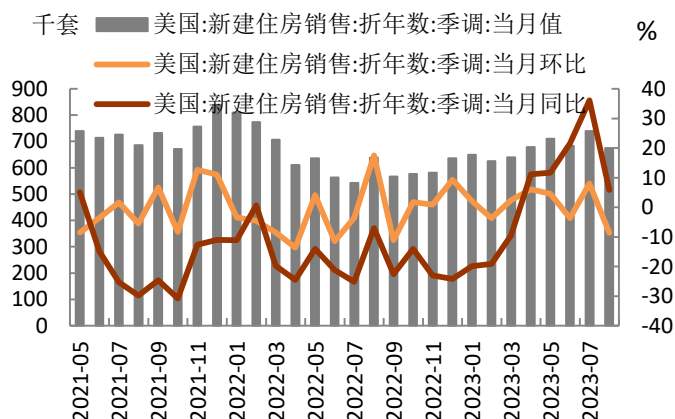
海外来看，锌需求主要集中在汽车及地产板块，而这些板块消费波动对利率较为敏感。自2022年以来，欧美央行开启加息周期，进入2023年下半年加息步伐放缓，但高利率或维持较长时间。截止至9月22日，美国30年按揭贷款利率为7.19%，虽有小幅回落，但依旧处高水平。美国8月新屋销售及成屋销售数据均不及预期，其中新屋销售年化67.5万户，创今年3月以来的最低，预期69.8万户，环比跌8.7%，为2022年9月来最大环比跌幅；成屋销售总数年化录得407万户，不及预期的415万户，为2023年1月以来新低；环比降幅为2.2%。汽车方面，7月美国汽车销量26.59万辆，自4月达年内高点后持续回落，符合季节性特征，但1-7月产量累计同比增加1.83%。不过9月中旬以来，美国三大汽车制造商——通用汽车、福特汽车和斯泰兰蒂斯集团举行罢工，此次罢工影响尚未可知，不排除后期规模扩大，将会有更多汽车工厂停产，这将不可避免的对美国汽车生产构成冲击。欧洲方面，7月欧元区19国营建产出113.1月，止跌企稳，环比改善。8月汽车销量108.13万辆，同比增加但环比回落。

综上，欧美高利率对需求存抑制，但多板块仍呈现出较强韧性。从近期微观数据来看，高利率下美国数据边际下滑，经济衰退可能性仍存，欧洲数据喜忧参半，经济压力相对更大，但较之前悲观预期边际修正，海外锌消费仍维持下行态势。

图表 25 全球精炼锌月度需求情况

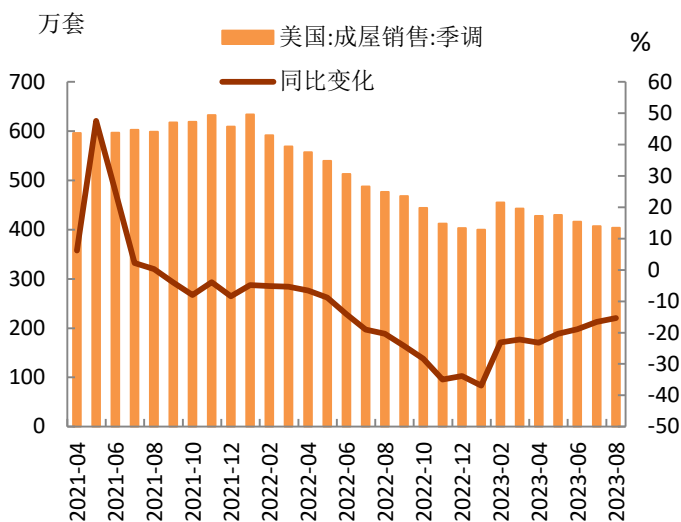


图表 26 美国新建住房销量

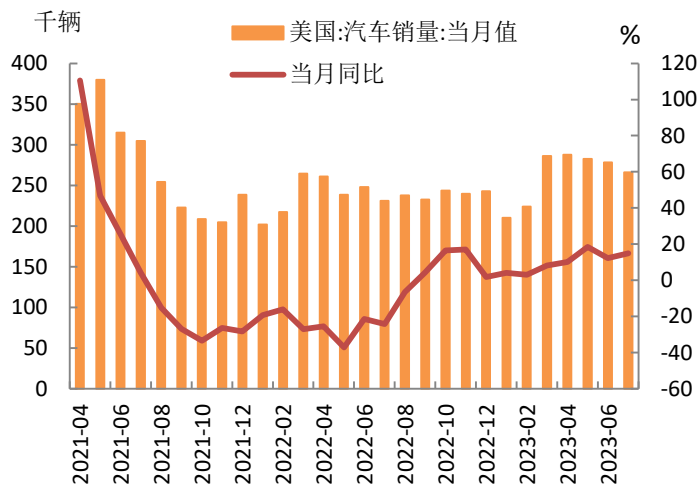


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 27 美国成屋销售情况

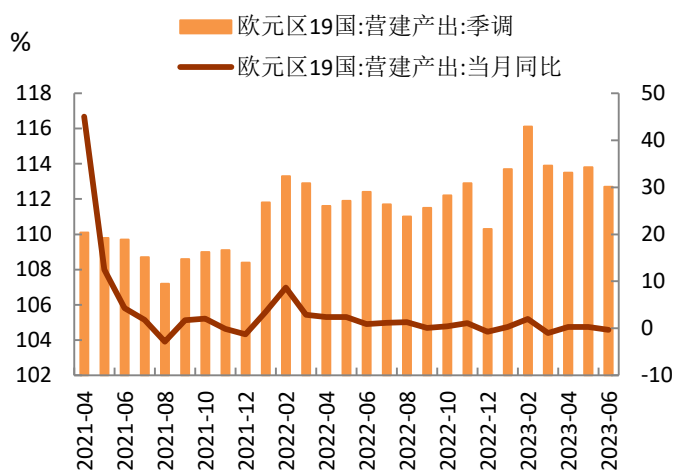


图表 28 美国汽车销量情况

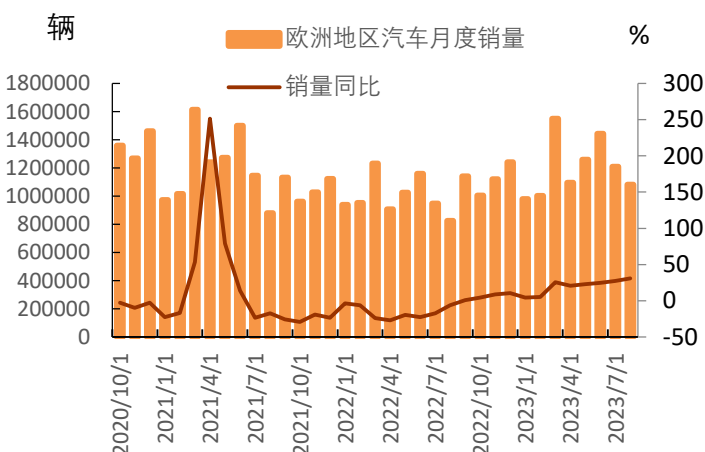


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 29 欧元区房屋营建情况



图表 30 欧元区汽车销量情况



数据来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

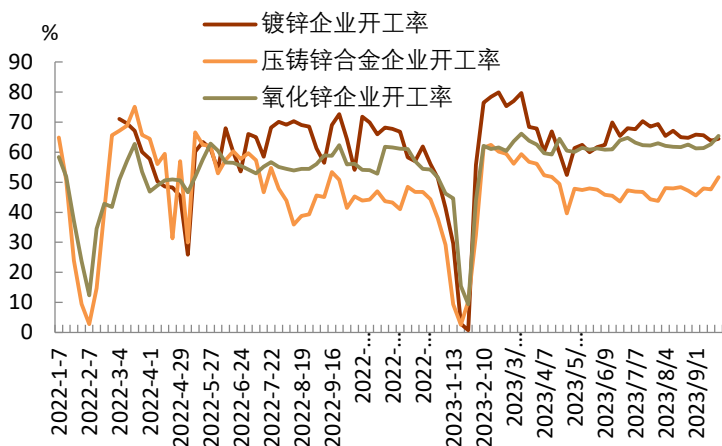
3.3.2 旺季在即初端开工有望环比回升，人民币贬值利好镀锌板出口

9月份，下游步入传统消费旺季，但从初端企业开工率表现来看，旺季特征尚不明显，其中，镀锌管企业受黑色系表现一般的影响，经销商采购较弱，企业开工表现一般；镀锌结构件企业维持较好的状态，铁塔及光伏订单持续表现较好，总的来看，镀锌板块企业开工同比差异不大。压铸锌合金企业开工延续环比改善，得益于五金、玩具等订单改善，带动压铸锌合金企业开工回暖，不过月底受国庆长假及杭州亚运会及的影响，部分企业计划放假、杭州周边部分企业计划停产，开工率存下滑预期。氧化锌企业开工维持稳定，下游轮胎半钢胎企业开工维持同比偏高的水平。截止至9月22日，各板块开工率分布达到为64.47%、51.73%及62.4%。后期来看，国庆长假回归后，各板块企业开工率均有环比回升的预期，同比表现仍

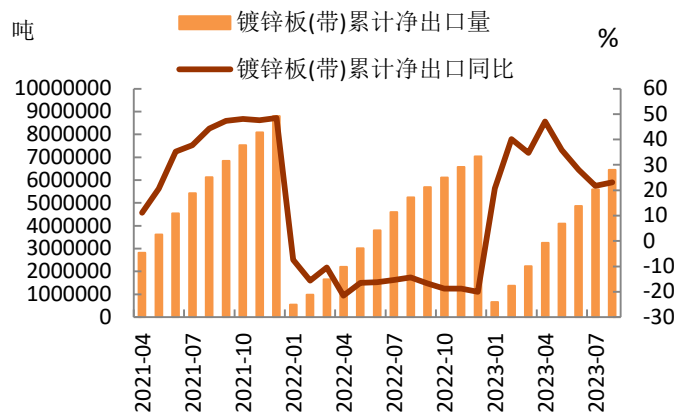
需观察。

镀锌板出口方面，2023年8月镀锌板净出口量88.75万吨，同比增加37.34%。主要出口国为泰国、韩国和菲律宾。1-8月累计净出口645.07万吨，累计同比增加23.1%。8月以来人民币再度贬值，利好出口企业，8月镀锌板出口量如预期环比增加，进入9月，出口量或呈现季节性下滑，总的来看，年初以来镀锌板出口总体表现较好，带动锌需求增量在2.9万吨左右，占锌消费0.65%。

图表 31 国内初端企业开工率



图表 32 镀锌板净出口情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

3.3.3 政策刺激不断，终端消费有望回暖

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8月当月房地产开发投资同比增长-10.9%，较上月回升1.3%，环比仍弱于季节性。其中，地产销售面积当月同比-11.9%，前值-15.4%；新开工面积当月同比-23.6%，前值-25.9%；施工面积当月同比-34.4%，前值-23.2%；竣工面积当月同比10.6%；前值33.2%。数据显示，地产销售和新开工降幅收窄，反映8月地产政策和金融政策的调整有初步成效，但好转程度尚有限。施工及竣工加速下滑。

8月中旬以来，地产刺激政策超预期推出，包括，全国层面推出“认房不认贷”、银行下调存量首套房贷利率、首套二套首付比例下调、多轮住房公积金领域政策优化、多地取消限价、央行降息降准等，有望进一步增强居民刚需及改善型住房需求部分释放。从当前微观数据看，地产销售仍偏弱，截止至9月10日，30大中城市商品房成交面积回升，其中三线城市地产销售同比由负转正，二线城市地产销售连续第六周边际回升，但一线城市销售还未见明显改善。总的来看，目前地产优化政策效果尚不明显，且城市间存较大差异，但现在就判断政策无效为时尚早，政策效果的发挥仍需一定时间。后期若地产销售能持续改善，从而带动地

产投资形成正循环，有望为锌消费带来一定修复。

从基建投资方面来看：统计局数据显示，2023年1-8月广义基建投资完成额累计同比增加8.96%，较上月放缓0.4 pct，单月同比+6.2%，较上月加速0.9 pct。从基建细分领域看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资同比增长26.5%，增幅扩大1.1pct，交通运输、仓储和邮政业投资同比增长11.3%，增幅收窄0.4 pct，水利、环境和公共设施管理业投资同比增长0.4%，增幅收窄1.2pct。受专项债发行偏慢，项目开工落地不及预期、及7、8月高温暴雨等影响，基建投资自年初逐月下滑。

不过，在国家稳增长政策的扶持下，7月以来专项债发行提速。7月24日政治局会议强调加快专项债发行。同时，监管部门要求新增专项债9月底前发行完毕，10月底前使用完毕。数据显示，1-7月新增专项债发行2.5亿元，8月单月完成发行5281亿元，发行节奏显著加速。按照新增专项债需于9月底前发行完毕的要求，预计9月单月需发行专项债7,887亿元，继续对基建投资带来支撑。基建项目上，根据Mysteel统计：8月全国各地共开工5709个项目，环比增长68.21%；总投资额约31287.65亿元，环比增长48.25%；前8月合计总投资约37.18万亿元。8月建筑业PMI新订单分项从7月的46.3%回升至48.5%，项目落地提速。从微观数据来看，8月石油沥青装置开工率超季节性上行，为近年同期最高值，水泥出货量也小幅回升，也显示当前基建项目开工施工进度加快。

总的来看，随着专项债加速发行下，基建投资有望企稳回升。同时，三年内开工项目投资额增长较快，目前在建项目充足，7、8月户外极端天气影响下滑，项目施工边际改善下，基建实物工作量有望加快落地，支撑镀锌板块消费。

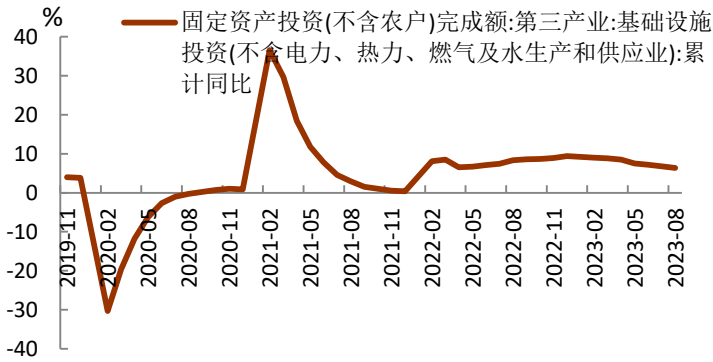
从汽车方面来看：中汽协数据显示，8月汽车产销分别达到257.5万辆和258.2万辆，环比分别增长7.2%和8.2%，同比分别增长7.5%和8.4%。1-8月，汽车产销累计完成1822.5万辆和1821万辆，同比分别增长7.4%和8%。其中，8月，新能源汽车依然表现良好。当月产销分别达到84.3万辆和84.6万辆，环比分别增长4.7%和8.5%，同比分别增长22%和27%，市场占有率达到32.8%。受国家出台多项促汽车消费、稳行业增长措施刺激，加之车企推出各项优惠促销活动，叠加暑期家庭出行、开学接送等购车、换车场景，助力市场需求持续释放，8月汽车市场整体呈现淡季不淡的特点，环比同比均实现增长。

后期看，伴随各项政策效果不断显现，加之汽车行业即将进入“金九银十”销售旺季，各大车企也在不断推出新产品，有助于市场需求进一步释放。微观数据看，目前汽车半钢胎开工率延续上升，处于近年同期最高位。叠加持续不断汽车消费利好政策有望使得汽车行业保持高景气，为氧化锌需求带来支撑。

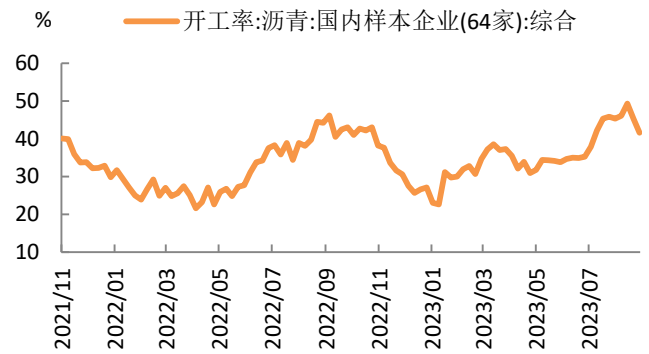
从白色家电方面来看：统计局数据显示，8月中国空调产量1643.4万台，同比增长5.9%；1-8月累计产量17745万台，同比增长16.5%。8月全国冰箱产量838.3万台，同比增长20.8%；1-8月累计产量6297.3万台，同比增长14.5%。8月全国洗衣机产量917.1万台，同比增长40.9%；1-8月累计产量6460.7万台，同比增长23.6%。8月全国彩电产量1706.7万台，同比下降5.2%；1-8月累计产量12614.3万台，同比增长4.8%。

3月份以来我国家电市场迎来修复周期，白色家电均产量均呈现同比正增长的态势。当前国内政策端大力支撑家电消费，包括支持居民更换或新购绿色智能家居产品、开展旧房装修；持续推动家电下乡；提升家装家居和电子产品消费消费等。从产业在线最新数据来看，8-11月冰箱排产环比维持小幅抬升，较去年同期略弱；洗衣机排产稳中略增，弱于去年同期水平；空调排产断崖式下滑，基本符合淡季特征，较去年同期略弱。总的来看，家电产量增速放缓，耗锌量增速也可能跟随放缓。

图表 33 基建投资增速延续小幅回落

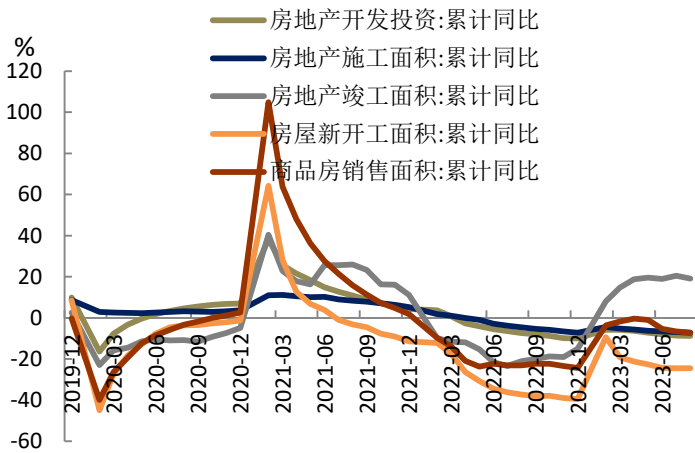


图表 34 沥青企业开工率

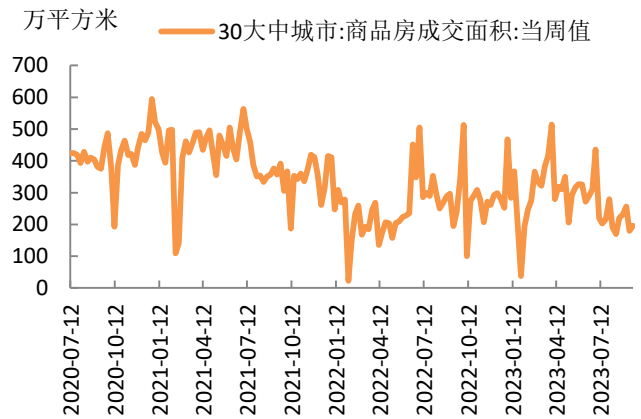


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 35 地产主要指标依然疲软

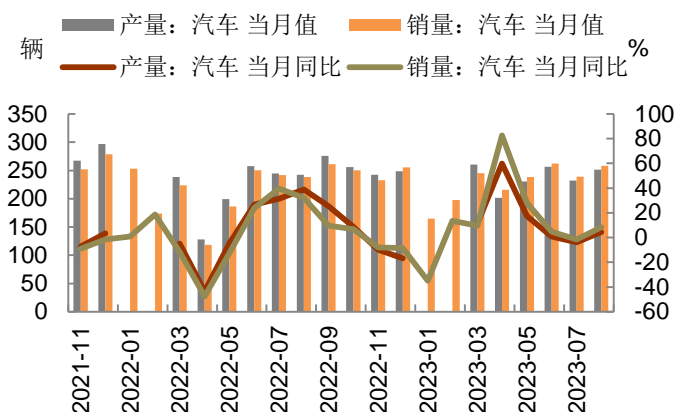


图表 36 30大中城市商品房成交面积



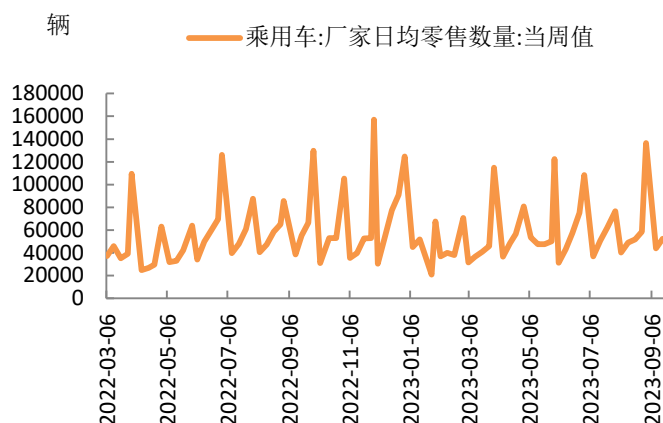
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 37 汽车当月产销情况

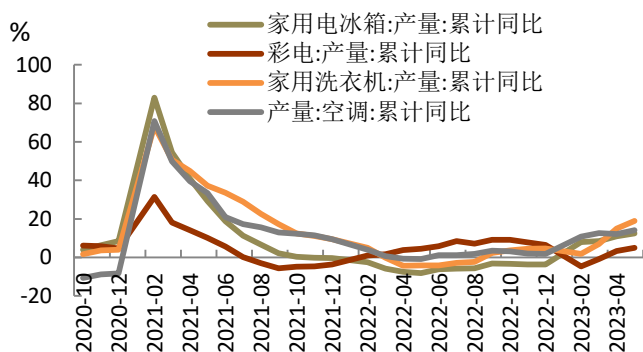


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 38 乘用车周度销量



图表 39 白色家电产量情况



数据来源: iFinD, 产业在线, 铜冠金源期货

图表 40 家电排产情况

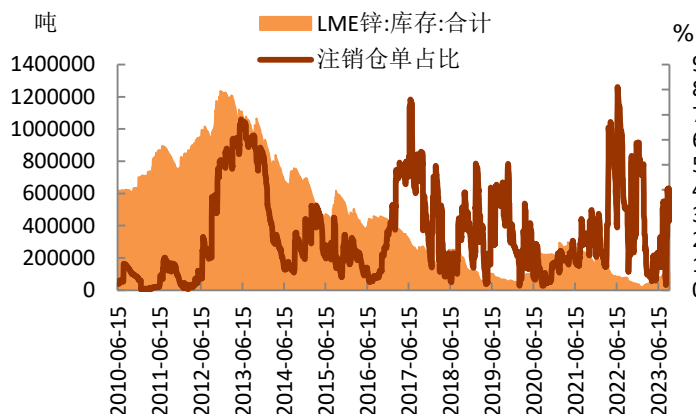


3.4 内外库存走势分化

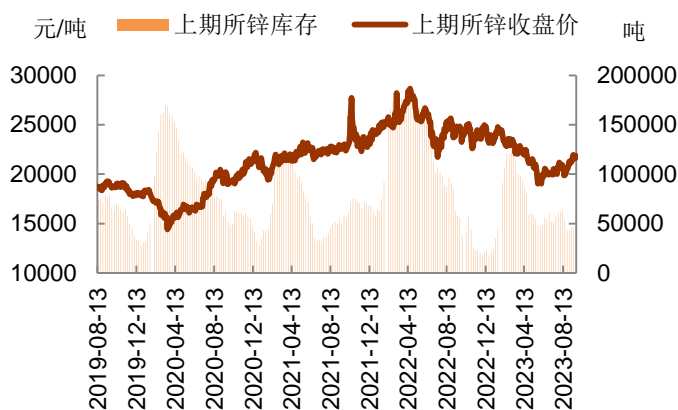
9月以来, LME库存高位回落, 截止至9月底, 库存达103000吨, 月度减少50975吨, 库存变动也主要在亚洲仓库, 短期交仓压力减弱。

国内来看, 上期所库存先增后减, 截止至9月底, 库存为32129吨, 月度减少10925吨。仓单量同步先增后减, 截止至月底, 交易所仓单量回落至10125吨。上半月, 交易所仓单量不足万吨, 而2309合约持仓量较高, 虚实盘比较高下, 资金挤仓热情较高。伴随着09合约交割临近, 仓单量逐步增加, 09合约交割后, 仓单部分流出, 截止至月底仓单量依旧处于偏低的水平, 从目前市场反馈来看, 11月合约仍不能排除挤仓的风险。长假前, 下游有部分备货需求, 社会库存维持在同比低位, 截止至9月底, 库存达8.03万吨, 月度增加0.81万吨。后期看, 国内供需双增, 库存仍有回升可能, 但空间或相对有限。

图表 41 LME 库存高位回落

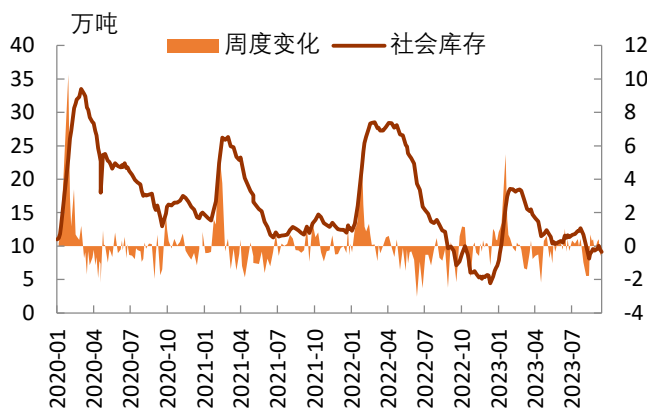


图表 42 上期所库存先增后减



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 43 社会库存维持低位



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

四、总结与后市展望

宏观面看，美国就业及经济保持强韧性且通胀小幅抬头，高利率将维持较长时间，美元维持偏强态势。欧元区通胀难降但经济延续欠佳，欧央行鸽派加息，市场预期欧元区不会再加息。国内各项数据均现企稳回升迹象，同时政策端延续向好态势，经济有望延续向上修复。

供应端看，海外矿山再现减产叠加国内炼厂四季度冬储，内外加工费下滑。欧洲炼厂复产未有新增变化，国内炼厂原料储备较足，矿端供应收紧尚未影响生产，且随着检修季结束供应环比回升至高位。此外，进口窗口开启下，低价进口货源持续流入，供应趋松。

需求端来看，海外消费具韧性，但不改过剩局面，现货升水延续回落。但交仓压力缓解，LME库存回落至10万吨附近。国内专项债发行加速提振基建板块，汽车板块延续向好表现有望抵消家电板块季节性下滑影响，地产端改善不明显，仍待进一步观察。

整体来看，内外宏观延续分化，美元强劲对锌价仍有较强压制。矿端存收紧预期但传导

至冶炼端仍需时间，炼厂原料充足下产量稳定增长，叠加进口补充，供应回升，需求端具仍性，供需双增下累库幅度或有限，同时结构性行情有望支撑单边价格，预计10月锌价区间震荡，主要运行区间21000-22000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

辽宁省大连市沙河口区会展路 67
号 3 单元 17 层 4 号
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。