

2023年9月4日



政策刺激&消费旺季

锌价震荡偏强

核心观点及策略

- 宏观面看，近期美国经济指标下滑、就业通胀放缓，市场对美联储加息预期降温。欧元区通胀顽固，经济疲软，欧央行陷入两难境地。国内看，现实经济下行压力不减，但逆周期政策稳步推进中，经济有望企稳回升。
- 供应端看，全球锌矿供应增量收窄，内外加工费均不同程度下调。欧洲炼厂复产未有新增变化，国内炼厂检修季步入尾声，且原料及利润较好下，月度产出预计回升至高位。同时，进口窗口开启，进口货源流入，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，交仓压力较大，LME库存增至近两年高位。国内重磅刺激政策不断，地产板块有望修复，基建及汽车高频数据环比改善，有望抵消家电板块减量。
- 整体来看，宏观市场情绪偏暖，国内需求临近旺季有改善预期，叠加低库存有支撑。但海外仍有交仓压力，国内供应趋增，施压锌价。多空交织下，预计9月锌价区间震荡偏强，主要运行区间20500-21500元/吨。
- 策略建议：逢低做多
- 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 炼厂检修步入尾声叠加进口流入，供应趋增.....	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.....	8
图表 3 美国利率水平.....	8
图表 4 美国 GDP.....	8
图表 5 欧元区 GDP.....	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.....	9
图表 9 国内社融数据.....	9
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 锌矿进口窗口逐步关闭.....	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.....	14
图表 28 美国汽车销量情况.....	14
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 基建投资增速小幅回落.....	17
图表 34 沥青企业开工率.....	17
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.....	18
图表 38 乘用车周度销量.....	18
图表 39 白色家电产量情况.....	18
图表 40 家电排产情况.....	18
图表 41 LME 库存升至近两年高位	19

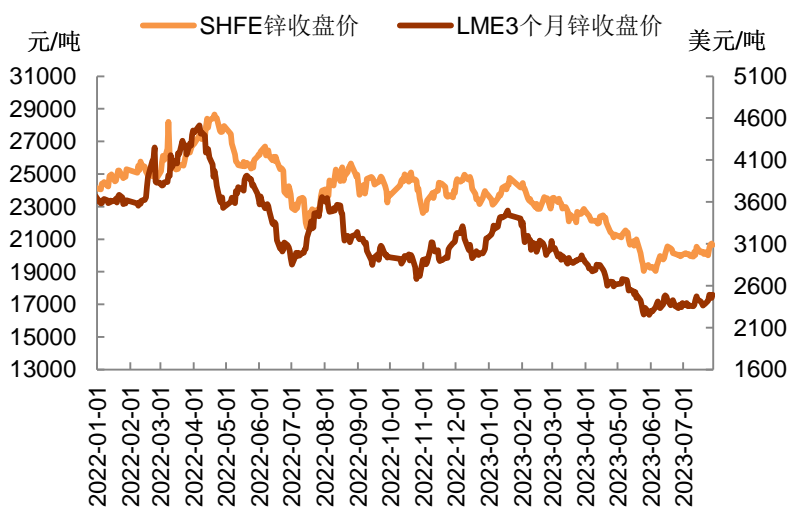
图表 42 上期所库存回落仓单低位.....	19
图表 43 社会库存大幅回落.....	19

一、锌市场行情回顾

8月沪锌主力2310合约期价呈现V型走势，上半月锌价高位回落，宏观面看，7月底海外两大会议落地后市场乐观情绪基本消化，美联储7月利率会议偏鹰，且美国数据仍较强劲，高利率维持较长预期增强，同时多家机构下调美国银行评级，避险情绪也助推美元反弹，利空锌价。国内7月通胀数据延续偏弱，进出口数据、经济及金融数据均不及预期，风险偏好明显回落。基本面上看，国内供应缩量低于预期且炼厂利润修复后生产积极性抬升，海外集中大幅交仓。宏观与基本面共振下，期价跌至震荡区间下沿附近。下半月，锌价企稳反弹，源于海外交仓压力暂缓，国内下游逢低备货带动库存降至历史低位，且国内逆周期政策稳步推进，增强市场信心，截止至月底，沪锌主力收至20960元/吨，月度涨幅0.84%。受人民币贬值影响，沪锌相对更为坚挺。

伦锌先抑后扬，受美元强劲反弹及海外集中大幅交仓打压，上半月伦锌一路下跌，逼近年内低点，随后美元涨势放缓及海外矿端成本支撑显现，伦锌止跌反弹，截止至月底，期价最终收至2434美元/吨，月度跌幅5.48%。

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7月CPI同比3.2%，预期3.3%，前值3.0%；核心CPI同比4.7%，预期4.8%，前值4.8%，是2021年11月以来最低。CPI低于预期，但油价又支撑着通胀难以继续回落。从8月16日公布的美联储7月利率会议纪要来看，总体偏鹰。大多数决策者仍认为通胀存在显著的上行风险，

可能需要进一步收紧货币政策。对于7月加息决定，美联储内外存在分歧，两人支持保持利率不变。此外，不再预计今年经济会轻度衰退。随后，在杰克逊霍尔年会上美联储主席鲍威尔表态也呈中性偏鹰。强调了美联储为将通胀继续降低所面临的漫长道路，准备在适当的时候进一步提高利率，并打算将货币政策维持在限制性水平，直到确信通胀率正朝着目标（2%）持续下降。

近期公布的美国经济数据多数偏弱。8月ISM制造业PMI为47.6，预期47，前值46.4，仍处于收缩区间，但收缩速率放缓。二季度实际GDP季环比从初值的2.4%修正为2.1%，低于预期的2.4%，数据被意外下修。7月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。7月耐用品订单环比初值下降5.2%，降幅为2020年4月以来最大，超过预期的下降4%，扣除波动较大的运输类别的耐用品订单环比初值上涨0.5%，高于预期的0.2%。劳动力市场现降温，7月JOLTS职位空缺882.7万人，显著不及预期的945万人，降至两年多最低，且6月前值从958.2万人大幅下修至917万人。8月非农数据喜忧参半，新增非农就业18.7万人，但上一月大幅下修至15.7万人，连续3个月平均新增就业人数放缓至15.0万人。失业率小幅上行，从上一月的3.5%上行至3.8%。薪资增长略有缓解，劳动力平均时薪环比为0.2%，明显低于上一月的0.4%。通胀也温和降温，美国7月PCE物价指数同比从6月的3%反弹至3.3%，但符合市场预期，创2022年6月以来最大同比增幅；环比增长0.2%，与预期和前值持平，创两年多来最小连续涨幅。

总的来看，随着多数经济指标下滑，市场对美国经济“软着陆”的预期有所松动。尽管鲍威尔维持中性偏鹰的态度，但近期数据显示劳动力市场及通胀有所降温，市场仍预计美联储9月暂停加息，同时对11加息的预期有所下调，最早大概率将于明年5月开启降息。

2.2 欧元区方面

欧央行7月货币政策会议纪要显示，委员会全员支持加息25个基点，但对9月是否加息意见不一，部分委员认为，欧元区经济面临极大压力，目前的利率足以在未来几年内降低通胀，9月不必进一步加息。此前的历次货币政策会议上，欧央行每次都直接向市场预告下个月会加息，但7月份并没有明确给出下个月的行动计划，显示内外分歧之大。从8月底公布的最新通胀数据来看，欧元区8月调和CPI同比初值上升5.3%，高于预期 5.1%，与前值持平；核心调和CPI同比初值5.3%，与预期持平，较7月的5.5%小幅下滑。受食品价格继续上涨且能源价格放缓影响，欧元区8月通胀高于预期，核心通胀环比回落但维持高位。此外，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，意味着欧央行的加息还未结束。

但欧元区经济再现疲软态势，欧元区8月制造业PMI终值为43.5，预期43.7，初值43.7。好于预期和前值，但仍位于收缩区间。此前公布的服务业PMI初值从前值50.9降至48.3，进一步跌至收缩区间。其中，法国服务业产出下降速度为两年半以来最快，制造业产出则连续第七

个月位于收缩区间。德国的情况更加严重，服务业PMI八个月来首次陷入萎缩，打破了缓解工业衰退的希望。

总的来看，欧元区经济下行压力依然存在，但劳动力市场短缺，通胀较为顽固的背景下，使得欧央行面临两难的困境，目前市场等待9月中旬欧央行会议落地。

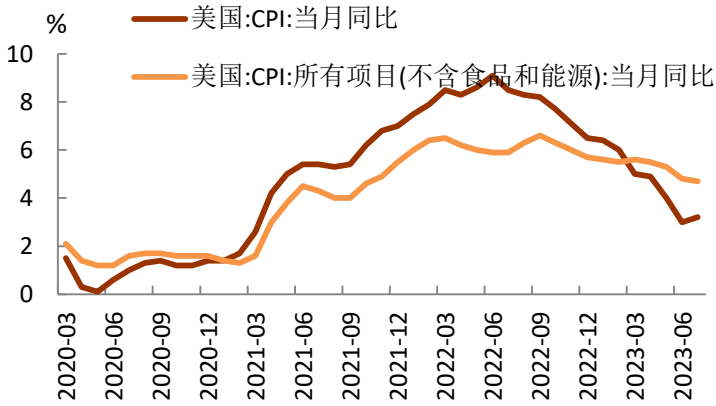
2.3 国内方面

国内7月通胀、出口、经济及金融指标多下滑。7月CPI同比-0.3%，时隔两年半再度转负。PPI同比-4.4%，高于前值但低于预期。7月出口同比-14.5%，超预期走低，增速创3年来新低；信贷社融超预期、超季节性回落，结构也明显恶化。7月新增人民币贷款3459亿，远低于预期及前值，其中：居民短贷减少，居民中长贷再度转负。企业短期贷款同比小幅减少，中长期贷款结束了长达10个月的同比多增。7月新增社融5282亿，远低于预期及去年同期水平。M1增速进一步回落，指向企业资金活化继续走弱。7月经济数据也不尽人意，规模以上工业增加值同比 3.7%，低于前值；社会消费品零售总额同比 2.5%，低于前值；1-7月份固定资产投资增长3.4%，民间投资降幅扩大至0.5%，高新技术增速回落。1-7月份房地产开发投资同比下降8.5%，商品房销售面积降6.5%。城镇调查失业率为5.3%，比上月上升0.1个百分点。此外，最新数据显示，8月份官方制造业PMI为49.7，连续第三个月回升，但仍处于荣枯线下方；非制造业PMI为51.0，连续第五个月下降；综合PMI为51.3，较上月上升0.2，继续保持在扩张区间。

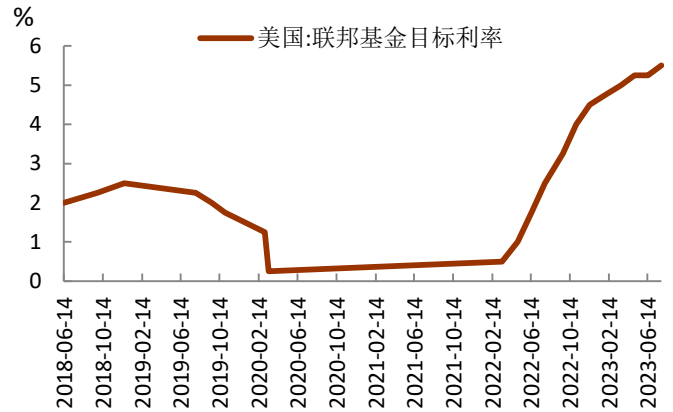
各种指标疲软凸显经济现实压力加大，叠加部分地产出现流动性风险、信托暴雷，市场担忧情绪升温。不过，政策端进一步加码，央行意外降息，且释放化债风险，市场悲观情绪略缓。重磅楼市刺激政策连发，各部委也在联合推动认房不认贷作为政策工具纳入“一城一策”工具箱，目前一线北上广深均官宣了“认房不认贷”新政。随后央行及金管局发布存量首套房贷款利率降低，首套二套首付比例下调的政策，现已有多家大中型银行官宣降低存量首套房贷利率。此外，8月底证监会近期接连发布公告，减半征收证券交易印花税；调降融资保证金比例，支持适度融资需求；进一步规范股份减持行为；统筹一二级市场平衡，优化IPO、再融资监管安排等，有望增加资本市场活跃度、提振投资者信心。

总的来看，国内现实经济下行压力不减，但政策端依旧偏暖，逆周期政策稳步推进中。利率下调、存量房贷利率降低、地产限购政策调整有望改善购房需求，监管利好政策连发也利于增强投资者信心。随着刺激政策落地发力，经济有望企稳回升。

图表 2 美国通胀情况

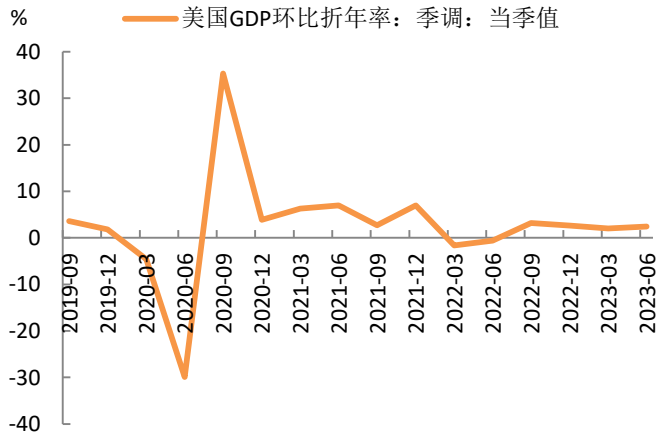


图表 3 美国利率水平

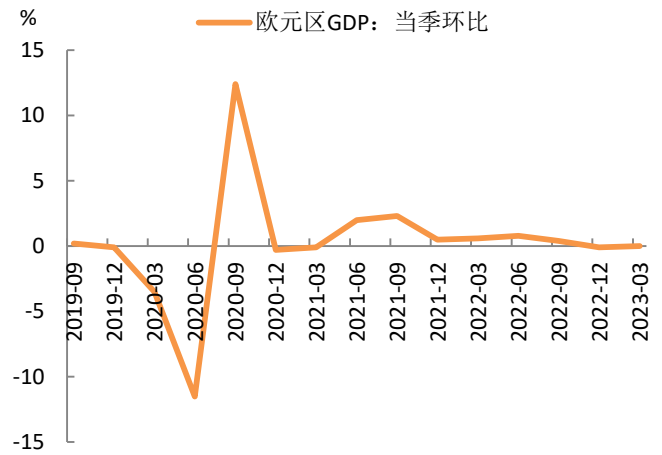


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 4 美国 GDP

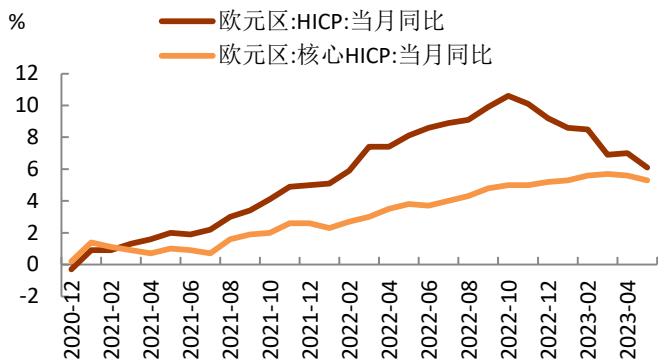


图表 5 欧元区 GDP

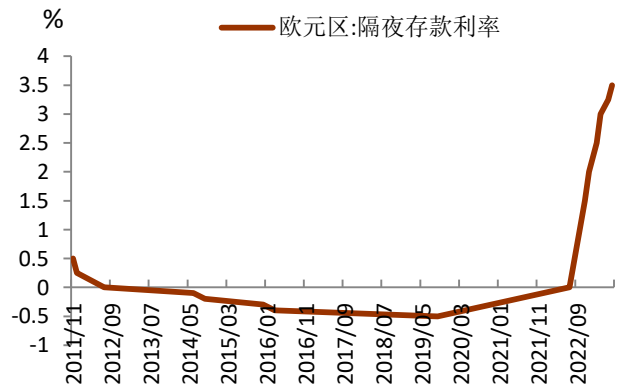


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

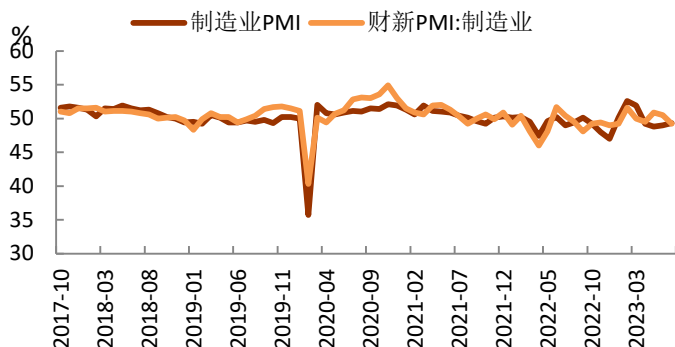


图表 7 欧元区利率水平

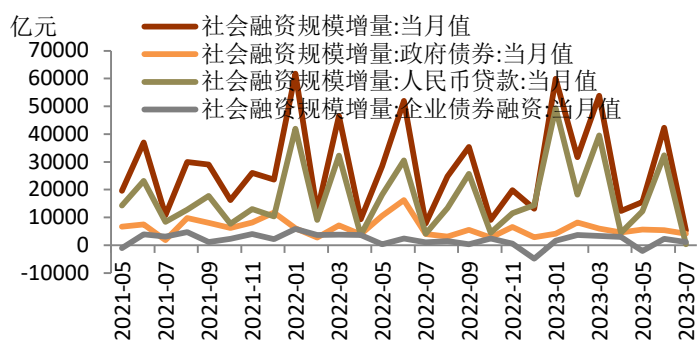


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

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

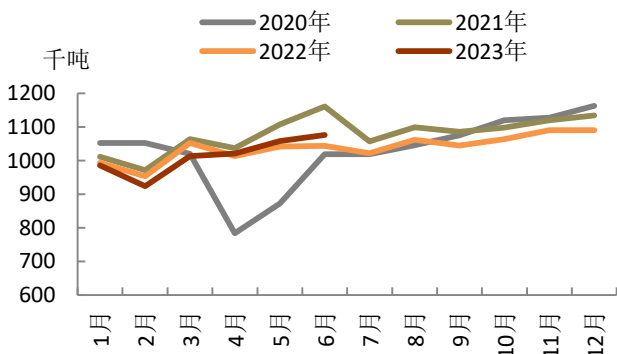
3.1 锌矿供应情况

3.1.1 全球锌矿供应恢复不及预期, 全年由松转紧

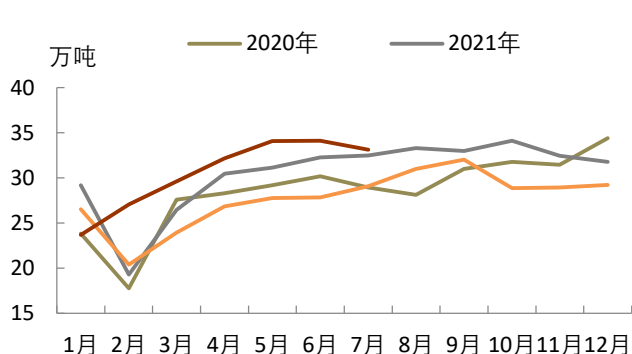
ILZSG 最新数据显示, 2023年6月全球锌矿产量107.5万吨, 环比增加1.7%。1-6月累计产量604.1万吨, 累计同比减少0.66%。从海外主要上市公司二季度报告来看, 上半年锌矿产量同比多出现下滑, 源于矿山关闭、品位下降、罢工、天气及事故、设备问题及亏损暂停生产等。不过多数矿企维持此前年度产量指引, 下半年锌矿产量环比有望改善。但全年锌矿供应增速存再度收窄的可能, 届时有望改善锌元素过剩的局面, 后期持续跟踪上市公司财报。

国内来看, SMM数据显示, 7月锌矿产量33.11万吨, 环比减少2.9%, 同比增2.4%, 1-7月累计产量213.82万吨, 累计同比增4.9%。四川大运会期间, 当地矿山顺势减产带来减量; 内蒙云南常规检修; 甘肃地区矿产复产带来一定增量。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



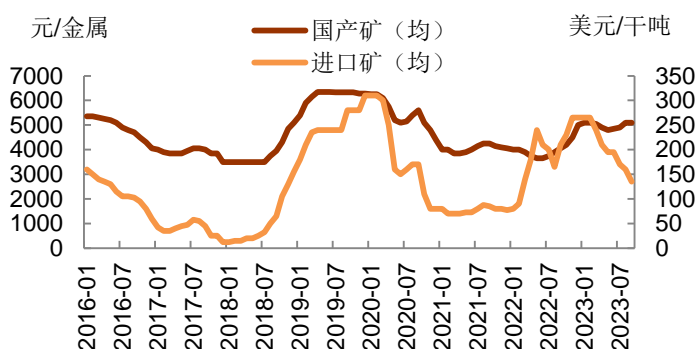
数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

3.1.2 锌矿进口量环比大增，内外加工费存回落预期

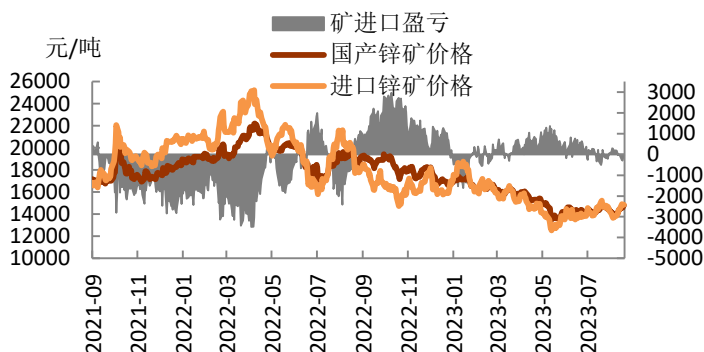
锌矿进口方面，海关数据显示，7月锌矿进口量39.4万吨，环比增加0.85%，同比增加34.65%。主要进口国为澳大利亚、秘鲁、玻利维亚、俄罗斯等。1-7月累计进口量267.2万吨，累计同比增加26.65%。上半年锌矿进口窗口多处于开启状态，且进口矿利润高于国产矿，炼厂倾向于使用进口矿。6、7月锌矿集中到港，单月进口量维持同比偏高水平。后期看，8月上旬锌价回落及进口加工费持续下行，锌矿进口盈利大幅收窄，月底进口窗口再度关闭，但考虑到前期炼厂锁价货源较多，进口量仍能维持高位。

内外锌矿加工费方面，SMM：9月国产及进口锌矿月度加工费延续分化，分别报4800-5400元/金属吨和120-150美元/干吨，均值分别环比持平 and 减少25美元/干吨。海外主要矿企上半年锌矿产出不及预期，欧洲炼厂复产，叠加进口需求居高不下，锌矿供需趋紧，进口锌矿TC自年初以来延续回落。国内矿山供应季节性恢复，且进口锌补充下，供需趋松，加工费仍维持偏高水平。后期来看，全球矿端供应增量预期下滑，内外加工费均有回落预期，且差距有望收窄。

图表 12 外矿加工费继续分化

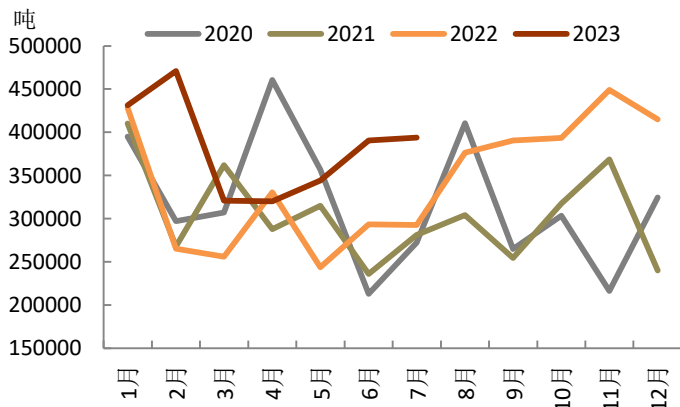


图表 13 锌矿进口窗口逐步关闭



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

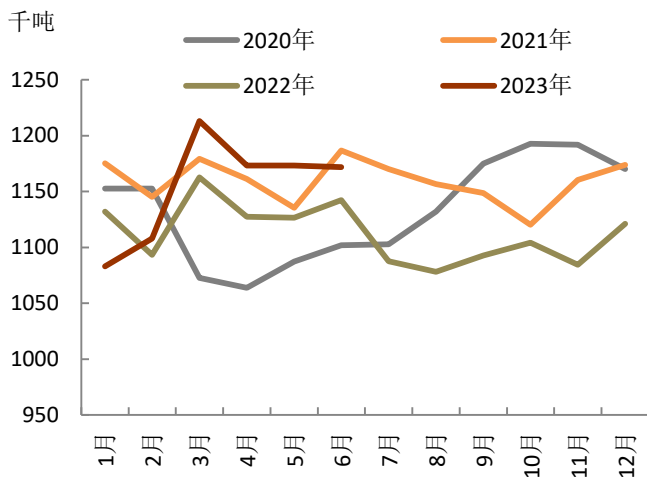
3.2.1 全球精炼锌供应逐步恢复

全球范围来看，ILZSG数据显示，2023年6月全球精炼锌产量为117.2万吨，环比持平。1-6月累计产量为693.7万吨，累计同比增加2.72%。其中，欧洲地区产量延续下滑态势，1-5月累计产量同比减少6.4%，炼厂复产节奏相对较慢；美洲及亚洲地区累计产量同比分别增加13.9%和5.4%。

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。目前欧洲地区处于天然气补库阶段，截至8月底，欧洲天然气库存填充率达到92.1%，补库进程或提前完成，欧洲天然气市场有望以高库存进入采暖季。不过，欧洲天然气供应端的脆弱性难改，澳洲伍德赛德公司解除罢工隐患，但雪佛龙公司9月7日举行罢工。风险事件直接冲击亚洲市场，但鉴于挪威秋季检修、其它地区产量存下行风险，情绪带动下，欧洲天然气波动更加剧烈。考虑到充足的库存对供需紧张形成缓冲，预计能源价格再现极端行情概率较低，对欧洲炼厂生产抑制边际减弱，同时海外需求弱势也将抵消部分成本端的利多影响，炼厂复产驱动仍存。

图表 16 全球精炼锌月度产量情况

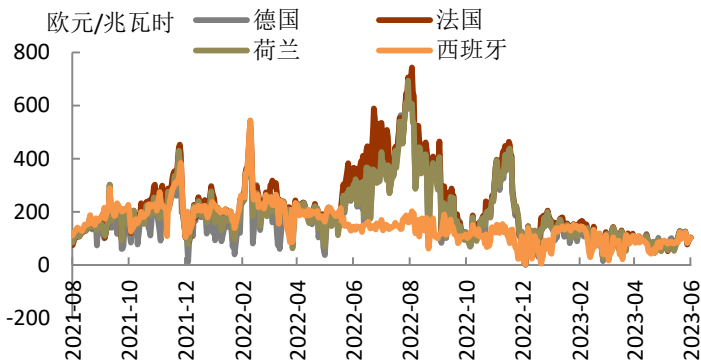


图表 17 欧洲天然气期货价格

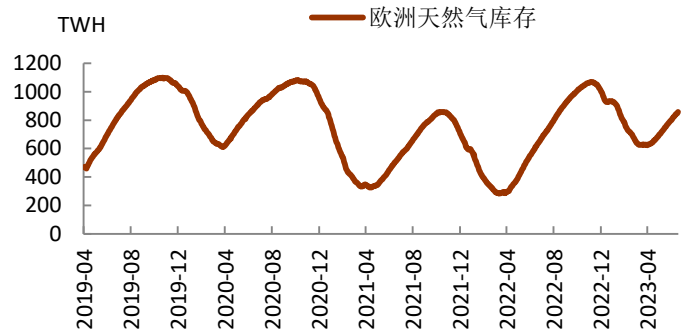


数据来源：iFinD，新闻整理，铜冠金源期货

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产复产情况（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 炼厂检修步入尾声叠加进口流入，供应趋增

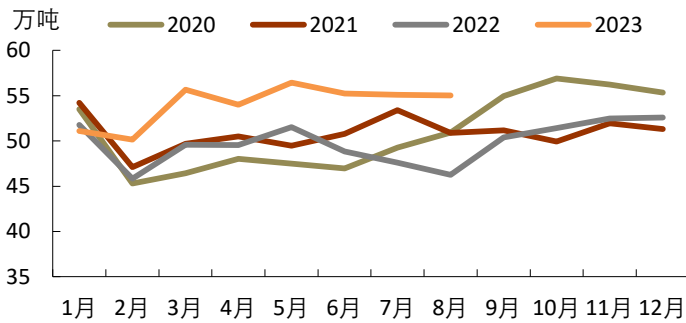
SMM数据显示，7月精炼锌产量为55.11万吨，环比下降0.14万吨或环比下降0.26%，同比增加15.79%，略超预期值。1-7月精炼锌累计产量达到377.7万吨，同比增加9.59%。7月国内冶炼厂减量主要集中在内蒙古、陕西、甘肃和新疆等地，整体影响量略低于预期，一方面冶炼厂基本按计划检修，除新疆外没有超预期检修停产的情况；另一方面，冶炼厂利润修复后，部分冶炼厂检修后提产速度。

8月而言，炼厂检修与复产并存，检修集中在内蒙古、甘肃、安徽及湖南地区，复产集中在山西、新疆、云南地区，预计精炼锌产量环比下降0.07万吨至55.04万吨，同比增加18.94%；1-8月累计产量达到432.8万吨，累计同比增加10.69%。

进口情况看，7月精炼锌进口量7.68万吨，环比增加69.4%；单月进口量远超预期，进口主要来源国为伊朗、哈萨克斯坦、韩国、印度等；1-7月累进进口量17.51万吨。5月底以来精炼锌进口窗口间歇式开启，叠加海外炼厂复产，消费不佳，助推了精炼锌向国内流入。后期看，8月沪伦比价走高，进口窗口间歇性开启，锌锭仍有流入，考虑船期因素，8月进口量环比降至3-4万吨。

整体而言，国内仍处炼厂检修季，月度供应环比延续回落，同比维持高位，不过进口锌超预期流入，抵消炼厂检修的减量。后期看，国内检修高峰期逐步结束，在原料供应充足及利润尚可的背景下，产出有望环比回升至高位，同时，当前沪伦比价利多精炼锌进口，国内总供应压力依然较大。

图表 21 国内精炼锌月度产量

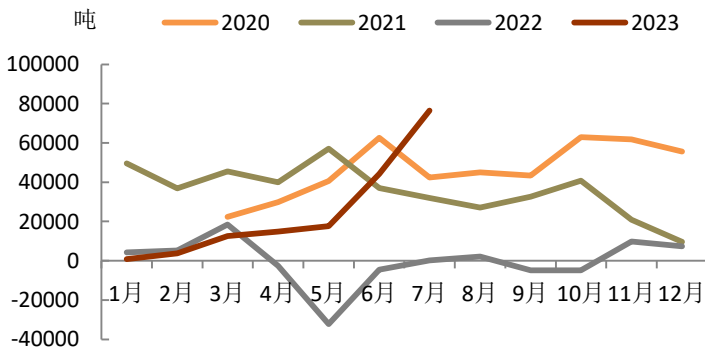


图表 22 冶炼厂生产利润

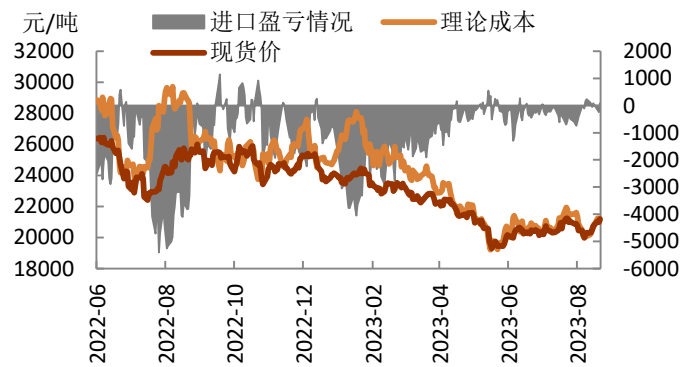


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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

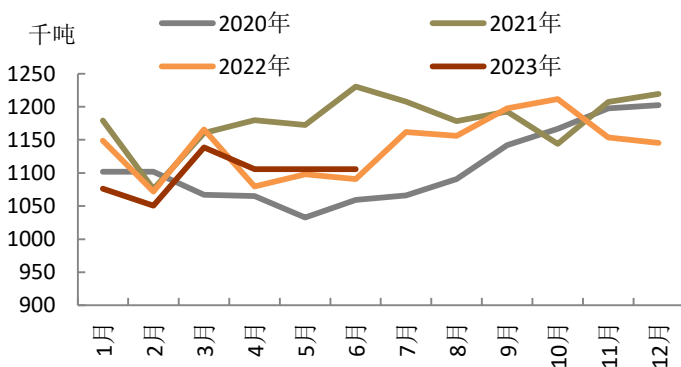
全球范围来看，ILZSG数据显示，2023年6月全球精炼锌需求量为109.6万吨，环比减少

0.9%。1-6月全球精炼锌供需过剩37万吨，去年同期为过剩24.1万吨。其中，欧洲地区消费较弱，1-5月消费累计同比下滑6.2%；美洲及亚洲地区消费呈现正增长，累计同比分别为5.2%和2.2%。

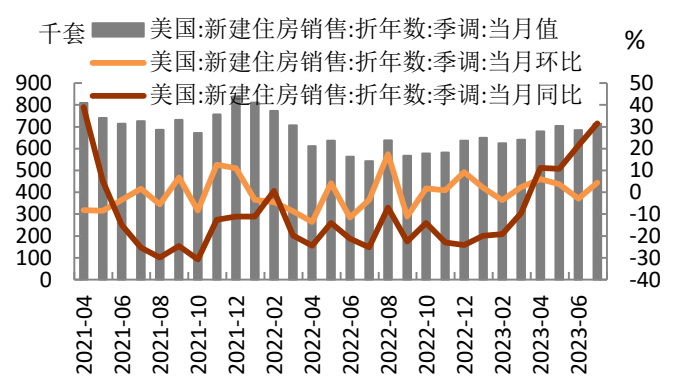
海外来看，锌需求主要集中在汽车及地产板块，而这些板块消费波动对利率较为敏感。自2022年以来，欧美央行开启加息周期，进入2023年下半年加息步伐放缓，但高利率或维持较长时间。截止至8月25日，美国30年按揭贷款利率为7.23%，自7月中旬以来再度上行。美国7月新屋及成屋销售变现分化，其中新屋销售意外环比增长4.4%，至年化71.4万户，创最近逾一年来新高。但成屋销售总数年化录得407万户，不及预期的415万户，为2023年1月以来新低；环比降幅为2.2%。汽车方面，6月美国汽车销量27.88万辆，环比回来，符合季节性特征，但同比增加12.5%。欧洲方面，6月欧元区19国营建产出112.7月，环比小降。6月汽车销量144.22万辆，环比同比均增加。

综上，海外终端消费数据喜忧参半，欧美高利率对需求存抑制，但多板块仍呈现出较强韧性。从目前市场预期来看，年内美国经济仍有软着陆的可能，欧洲经济压力相对更大，但较之前悲观预期边际修正，海外锌消费下滑程度预期改善。

图表 25 全球精炼锌月度需求情况

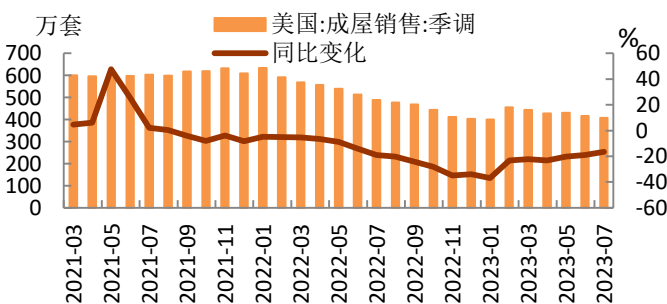


图表 26 美国新建住房销量

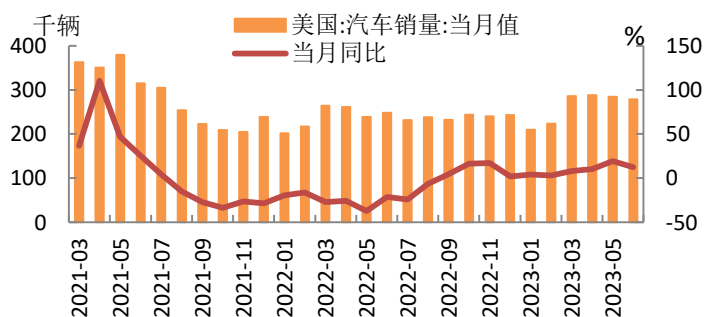


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 27 美国成屋销售情况

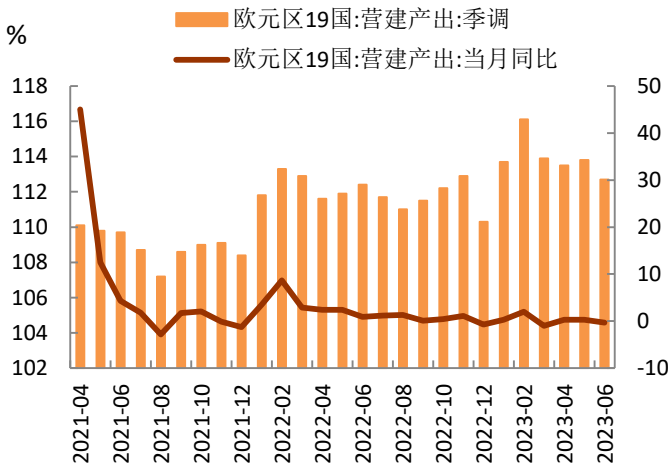


图表 28 美国汽车销量情况

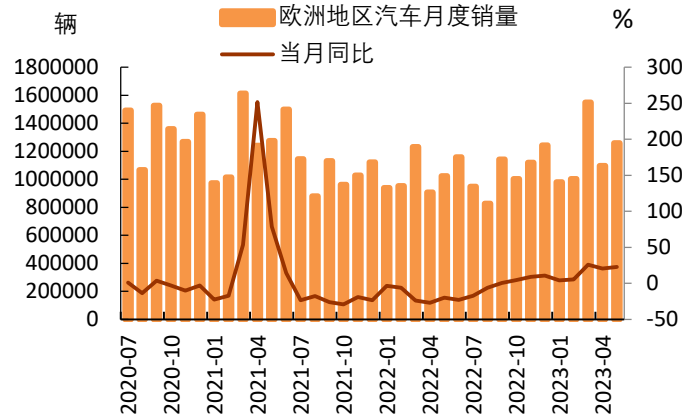


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 29 欧元区房屋营建情况



图表 30 欧元区汽车销量情况



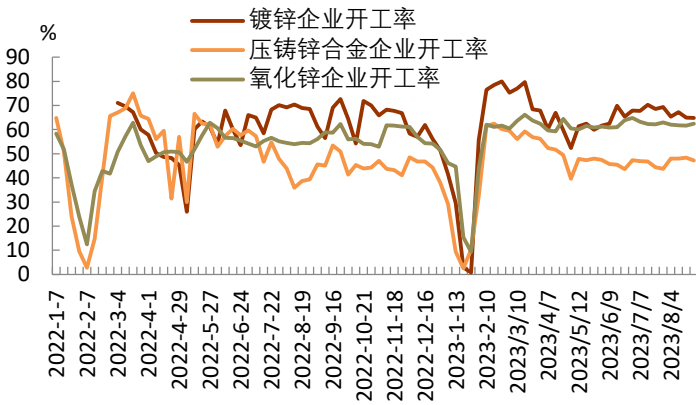
数据来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

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

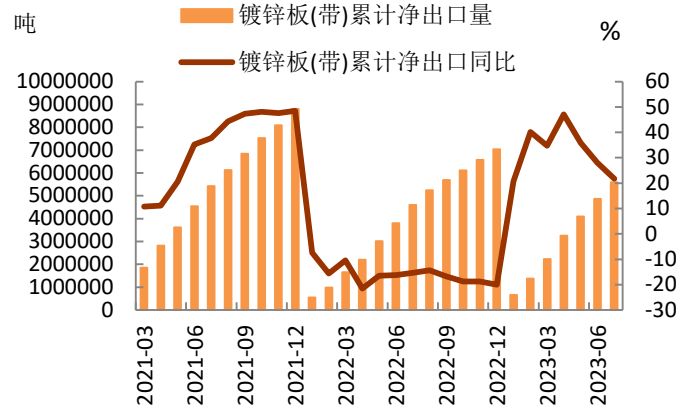
8月份，初端消费仍处于传统淡季，各板块企业开工率基本符合季节性特征，同时，8月华南及华北地区受台风、暴雨影响冲击，对当地企业生产构成一定影响，镀锌及压铸锌合金企业开工率阶段性出现环比下滑的情况。月下旬，伴随着台风等因素影响结束，企业开工有所恢复。不过，板块间仍然有所分化，其中镀锌管企业受黑色价格回落影响，订单走弱，企业开工下滑，但镀锌结构件企业在铁塔及光伏订单持续表现较好的情况下，企业开工稳中偏强；受人民币贬值影响，海外圣诞节订单有所增多，叠加下游五金、玩具等订单改善，带动压铸锌合金企业开工回暖；氧化锌企业仍以稳为主，目前终端轮胎企业开工以维持较高水平，向上空间有限；截止至8月底，镀锌、压铸锌合金及氧化锌企业开工率分别为64.83%、47.21%及62.5%，月度环比下滑4.56%、增加3.46%和下滑0.5%。后期来看，消费端即将进入金九银十旺季，终端消费及出口需求改善预期下，初端企业开工有望环比回升。

镀锌板出口方面，2023年7月镀锌板净出口量77.1万吨，环比增加0.78%，同比减少2.65%。出口国集中在泰国、韩国、菲律宾等。1-7月累计净出口559.3万吨，累计同比增加21.75%。7月镀锌板出口表现符合季节性规律，8月以来人民币再度贬值，利好出口企业，预计镀锌板出口维持环比增加。年初以来，镀锌板出口总体表现较好，带动锌需求增量在2.5万吨左右，占锌消费0.64%。

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1-7月地产投资累计同比-8.5%，较前值回落0.6个百分点。1-7月房屋新开工、施工、竣工面积累计同比分别为-24.5%、-6.8%、20.5%，新开工、施工增速小幅回落，竣工增速小幅回升。1-7月商品房销售面积同比-6.5%，较前值回落1.2个百分点。高频看，8月30大中城市商品房成交面积再度走弱，100大中城市成交土地面积也维持在同比低位，指向地产景气继续下行。此外，8月中旬，碧桂园出现流动性风险，市场情绪再度受挫。

不过7月底以来地产刺激政策不断，8月底各部委、央行更是出台重磅级地产刺激政策，如“认房不认贷”、降低存量首套住房贷款利率、首套二套首付比例下调、央行降息、上市房企融资松绑等。目前一线北上广深均官宣了“认房不认贷”新政，多家大中型银行也官宣降低存量首套房贷利率。从8月份微观高频数据来看，30大中城市商品房成交面积季节性回升，相较于2019年和2022年的同比增速跌幅有所收窄，其中各线城市地产销售均边际回暖。政策加持下，居民刚性及改善型住房需求有望释放。后期若销售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1-7月狭义基建投资同比为6.8%，分别较前值回落0.4个百分点。

今年二季度专项债发行速度偏慢，资金下发或影响项目开工；6月高温降雨天气对露天施工干扰；地方隐性债务监管趋严下，基建项目审批严格影响项目落地时长。从百年建筑网披露，全国基建项目开工数量已经连续2个月下滑，6月份全国开工项目数量环比下降33.97%。

不过，7月底政治局会议上强调加快专项债发行，近期市场传言，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。随着专项债发行提速，有望带动基建投资增速维持较高水平。从高频数据看，8月沥青开工率有所反弹，水泥发运率也有所回升，指向基建实物工作量进一步落地，利好镀锌板消费，金九银十消费旺季仍存期待。

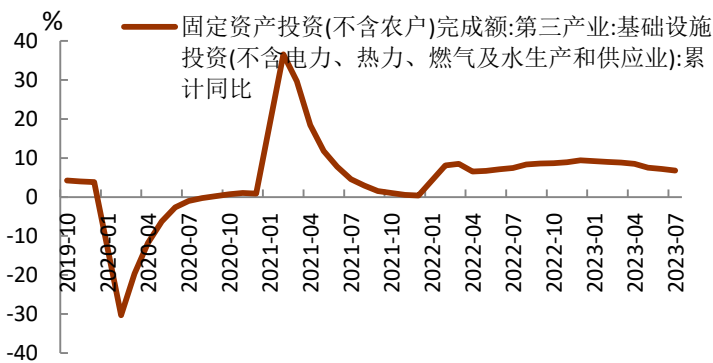
从汽车方面来看：中汽协数据显示，2023年7月，汽车产销分别完成240.1万辆和238.7万辆，环比分别下降6.2%和9%，同比分别下降2.2%和1.4%。1-7月，汽车产销分别完成1565万辆和1562.6万辆，同比分别增长7.4%和7.9%，累计产销增速较1-6月均回落1.9个百分点。7月，新能源汽车产销分别完成80.5万辆和78万辆，产量环比增长2.8%、销量环比下降3.2%，同比分别增长30.6%和31.6%。2023年1-7月，新能源汽车产销分别完成459.1万辆和452.6万辆，同比分别增长40%和41.7%。7月处于传统车市淡季，产销节奏放缓，其中乘用车产销环比同比双降，商用车产销因去年低基数同比两位数增长，新能源汽车及出口表现延续向好。

从微观高频数据看，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。

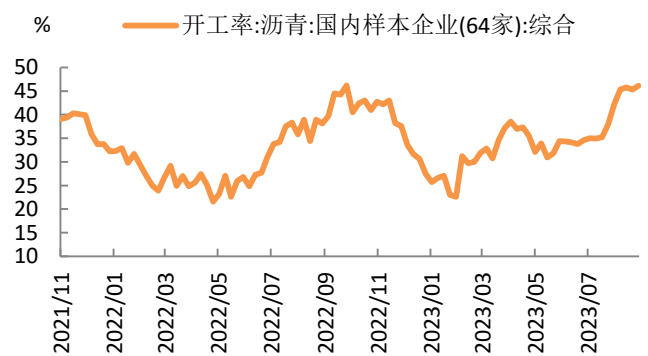
从白色家电方面来看：统计局数据显示，1-7月空调累计产量16348万台，同比增长17.9%，前值16.6%。冰箱累计产量5588.2万台，同比增长13.8%，前值13.3%。洗衣机累计产量5641.4万台，同比增长19.9%，前值20.5%。彩电累计产量10915.4万台，同比增长3.9%，前值5.1%。出口方面，1-7月空调累计出口3475万台，同比下降1.2%。冰箱累计出口3772万台，同比增长5%。洗衣机累计出口1559万台，同比增长38%。电视累计出口5588万台，同比增长8.3%。

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。出口方面，冰箱、洗衣机及电视表现较好，空调出口降幅收窄。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

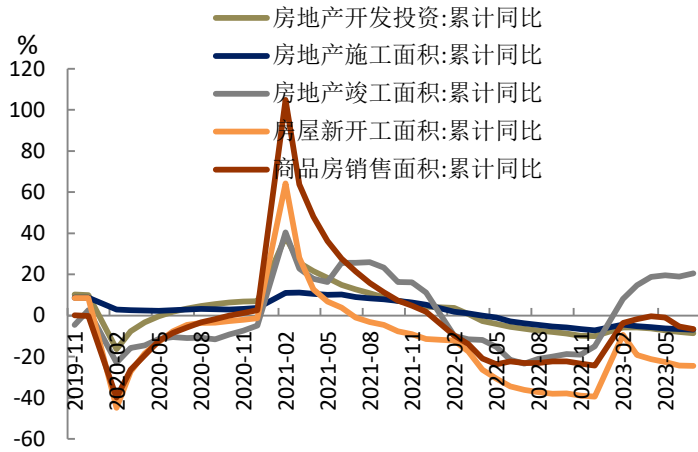


图表 34 沥青企业开工率



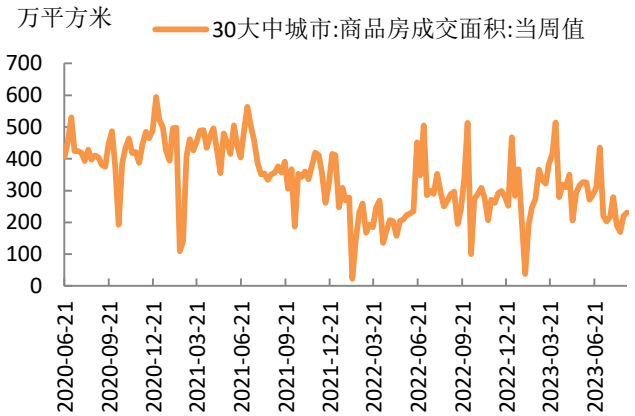
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 35 地产主要指标依然疲软

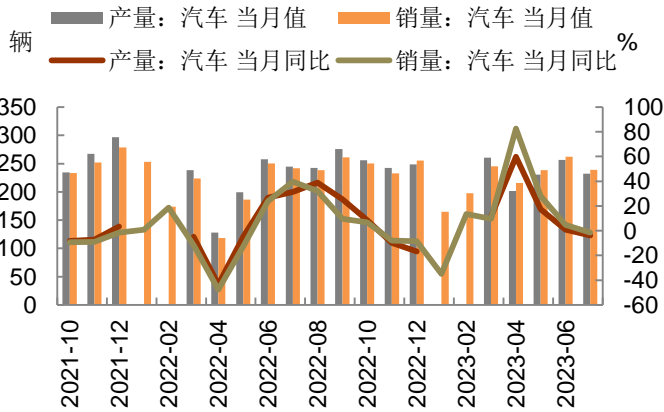


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 36 30大中城市商品房成交面积

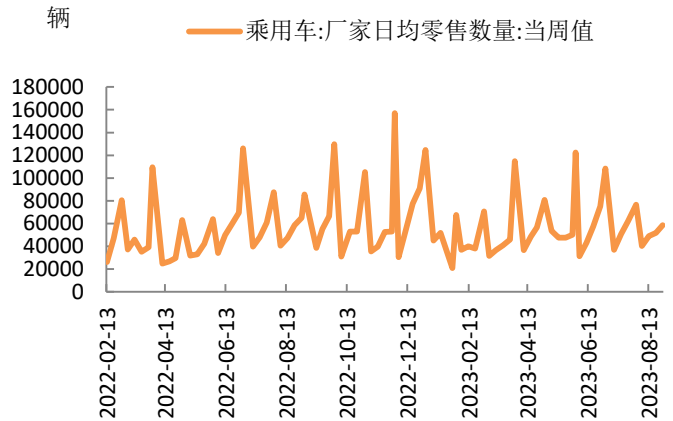


图表 37 汽车当月产销情况

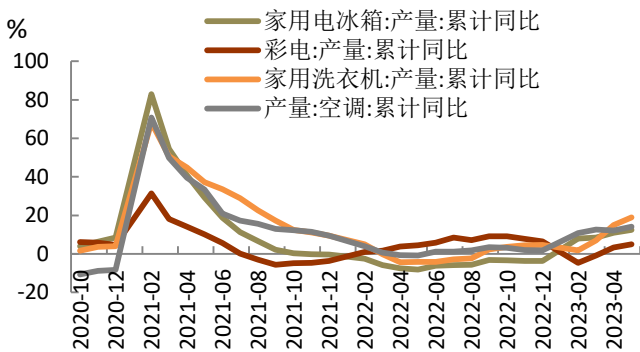


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

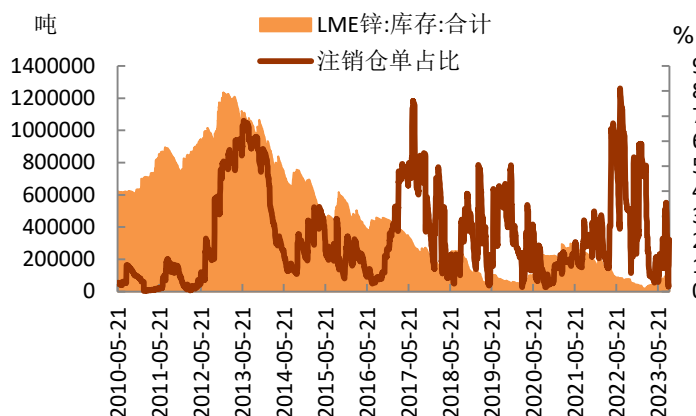


3.4 内外库存走势分化

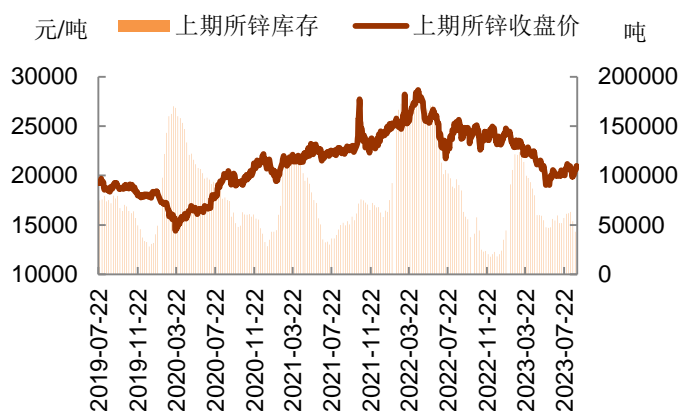
8月中旬，海外集中大幅交仓，几日库存增加超5万吨至15万吨上方，随后小幅回落，月底再度转增，最终收至153975吨，月度增加54825吨。LME0-3现货维持小贴水结构，截止至8月31日贴水32美元/吨。目前LME库存水平已恢复至近两年高位，海外现货升水下滑，结构偏弱，后期仍有交仓风险，对伦锌有较强压制。

国内来看，上期所库存先增后减，截止至8月底，库存为43054吨，月度减少18259吨。仓单量同步出现大幅下滑，截止至月底，交易所仓单量不足万吨。社会库存由跌转增，截止至月底，库存报收8.84万吨，月度减少3.4万吨。8月初以来，台风影响北方运输，入库减少，同时锌价下跌后，下游低位备货较多，带动库存低位大幅下滑，降至同期低位。但8月底库存企稳回升，源于北方运输影响解除，且北方炼厂检修恢复，供应逐步恢复，同时，下游低买后高位拿货积极性下降，且进口窗口再开启，进口货源补充。后期看，随着供应增加，库存仍有回升可能，但鉴于消费即将步入旺季，库存回升空间或相对有限。

图表 41 LME 库存升至近两年高位

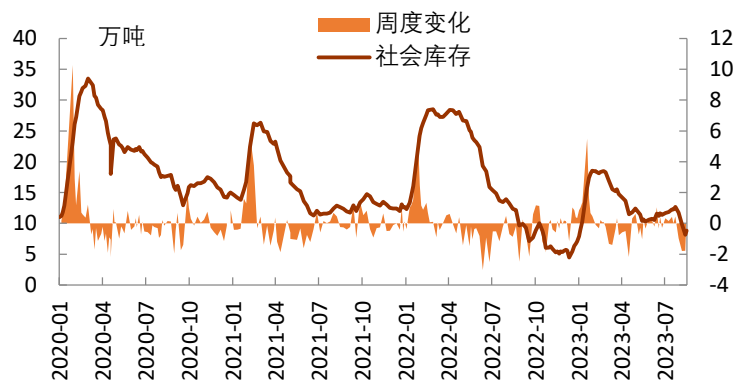


图表 42 上期所库存回落仓单低位



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 43 社会库存大幅回落



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

四、总结与后市展望

宏观面看，近期美国经济指标下滑、就业通胀放缓，市场对美联储加息预期降温。欧元区通胀顽固，经济疲软，欧央行陷入两难境地。国内看，现实经济下行压力不减，但逆周期政策稳步推进中，经济有望企稳回升。

供应端看，全球锌矿供应增量收窄，内外加工费均不同程度下调。欧洲炼厂复产未有新增变化，国内炼厂检修季步入尾声，且原料及利润较好下，月度产出预计回升至高位。同时，进口窗口开启，进口货源流入，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，交仓压力较大，LME库存增至近两年高位。国内重磅刺激政策不断，地产板块有望修复，基建及汽车高频数据环比改善，有望抵消家电板块减量。

整体来看，宏观市场情绪偏暖，国内需求临近旺季有改善预期，叠加低库存有支撑。但海外仍有交仓压力，国内供应趋增，施压锌价。多空交织下，预计9月锌价区间震荡偏强，主要运行区间20500-21500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。