

2024年2月5日



产业矛盾有限 锌价随预期摇摆

核心观点及策略

- 宏观面看，美国通胀缓解经济就业韧性较强，美联储降息紧迫性下降，鲍威尔重创3月降息预期，市场预计首次降息节点推迟至5月。国内货币稳健宽松，地产优化松绑，政策维持偏暖但未有超预期内容。
- 供应端看，全球锌矿供应收紧，叠加国内北方矿山生产淡季，内外加工费维持偏弱，但跌势放缓。海外新星欧洲炼厂再停产，精炼锌供应压力边际减弱。国内炼厂利润低位且部分检修部分放假，精炼锌月供应见顶回落。同时，精炼锌进口窗口多持关闭状态，海外货源冲击有限。
- 需求端看，欧美微观消费喜忧参半，现货溢价延续回落，需求疲软未改善。国内初端企业逐步放假，但放假周期较往年偏短，叠加国内炼厂合金生产比例增加，春节累库将低于往年同期。终端消费延续分化，基建好转，汽车家电及新增消费尚可，地产依旧构成拖累。
- 整体来看，海外宏观继续围绕降息节点及经济软着陆的逻辑展开，国内暂未有超预期政策，但市场仍抱有期待。国内长假上下游均走弱，未有新矛盾点，锌价走势跟随宏观预期摇摆，预计2月沪锌主要运行区间在20500-22000元/吨。
- 策略建议：区间内高抛低吸
- 风险因素：宏观风险，需求不及预期

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

王工建

☎ 021-68555105

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

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 全球锌矿供需短缺.....	9
3.1.2 内外加工费低位，锌矿进口预期环比回落.....	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 国内精炼锌供应见顶，锌锭进口放缓.....	12
3.3 精炼锌需求情况.....	14
3.3.1 海外需求偏弱.....	14
3.3.2 国内表观需求亮眼，出口有提振.....	16
3.3.3 终端需求分化，地产为主要拖累项.....	17
3.4 海外库存高位回落，国内累库兑现.....	20
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 美国就业市场.....	8
图表 5 欧美 PMI 数据.....	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 GDP 增速.....	8
图表 10 全球锌矿月度产量情况.....	10
图表 11 内锌矿月度产量情况.....	10
图表 12 内外矿加工费维持弱势.....	10
图表 13 锌矿进口窗口维持关闭.....	10
图表 14 锌矿进口情况.....	11
图表 15 冶炼厂原料库存.....	11
图表 16 2021 年四季度至今欧洲冶炼厂减复产情况（万吨）	12
图表 17 2024 年海外冶炼厂产量变化情况（万吨）	11
图表 18 全球精炼锌月度产量情况.....	12
图表 19 国内精炼锌月度产量.....	13
图表 20 冶炼厂生产利润.....	13
图表 21 精炼锌净进口情况.....	13
图表 22 精炼锌进口窗口短暂开启再关闭.....	13
图表 23 2023-2024 国内新增冶炼产能（万吨）	14
图表 24 全球精炼锌月度需求情况.....	15
图表 25 美国新建住房销量.....	15
图表 26 美国汽车销量情况.....	15
图表 27 欧元区房屋营建情况.....	15
图表 28 欧元区汽车销量情况.....	16
图表 29 各地锌锭贸易升水.....	16
图表 30 国内表观消费增速.....	16
图表 31 镀锌板净出口情况.....	16
图表 32 压铸锌合金出口情况.....	17
图表 33 氧化锌出口情况.....	17
图表 34 基建投资增速翘尾.....	19
图表 35 地产主要指标依然疲软.....	19
图表 36 汽车产销情况.....	19
图表 37 白色家电产量情况.....	19
图表 38 风电新增装机量情况.....	19
图表 39 光伏新增装机量情况.....	19
图表 40 各版块耗锌量预估（万吨）	20
图表 41 LME 库存高位回落	20

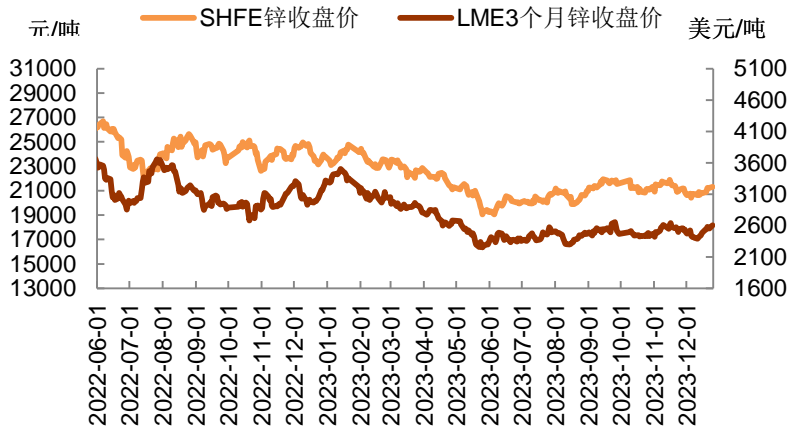
图表 42 国内社会库存兑现累库.....20

一、锌市场行情回顾

1月沪锌主力显现区间内先抑后仰的走势。月初市场进一步消化美联储鸽派转向的利多影响，锌价在震荡区间上沿运行。随后伴随着市场修正降息乐观预期，炼厂发货恢复正常及进口锌锭到港、北方环保影响反复等影响，锌价高位回调。1月15日新星欧洲炼厂宣布暂停产，但宏观氛围欠佳及市场担忧海外交仓，锌价短暂冲高后延续回调态势。月中国内公布的经济数据喜忧参半，全年GDP目标超额完成但月度数据仍显疲软，市场认为政策出台必要性下贱，叠加A股加速下跌，锌价受拖累跌破21000元/吨一线至20650元/吨附近跌势放缓。月末，宏观氛围转暖带动锌价止跌反弹，一方面，欧美经济数据好转，衰退担忧缓解，另一方面，1月24日央行超预期降准降息，此外国内炼厂利润低下，成本端支撑也有所显现，锌价反弹至区间上沿盘整，截止至1月31日，期价收至21295元/吨，月度跌幅达1.02%。

伦锌呈现先跌后涨，月初伴随着美元止跌反弹及伦锌技术面存调整需求，期价回调至2500美元/吨附近横盘修整。1月15日新星突发宣布暂停荷兰炼厂生产，期价短暂回补至2600美元/吨上方后再度转跌至2450美元/吨附近止跌，月末伴随着海外降息预期调整淡化及经济数据强劲，美元涨势放缓，处103附近震荡，伦锌压力减弱，反弹至2600美元/吨附近震荡，最终收至2528美元/吨，月度跌幅达5.03%。

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

美国经济韧性仍强。美国2023年4季度GDP同比增速回升0.2个百分点至3.1%，2023年全

年美国实际GDP同比增长2.5%，较2022年回升0.6个百分点。2024年1月Markit制造业和服务业双双超预期，较12月有所改善，创下数月新高，制造业PMI更是升至荣枯线上方。制造业PMI初值50.3，创2022年10月份以来新高，预期47.6，12月前值为47.9。服务业PMI初值52.9，创七个月新高，高于预期的51.5，12月前值为51.4。此外，消费保持强劲，消费信心明显回升。数据显示，美国12月零售销售额同比增速上升1.8个百分点至4.8%。2024年1月美国密歇根大学消费者信心指数为78.8，环比回升9.1，创2021年7月以来新高。

通胀方面也有所回落。2023年12月美国CPI同比为3.4%，较11月上升0.3个百分点，高于市场预期的3.2%。核心CPI同比较11月下降0.1个百分点至3.9%。不过，核心CPI环比维持在0.3%的高位，季调环比折年率继续反弹至3.8%，主要受到核心商品及能源通胀回升的影响。2023年12月美国PCE价格指数同比增速为2.6%，与11月持平。核心PCE同比较11月回落0.2个百分点至2.9%，低于市场预期（3.0%）。

就业市场依旧强劲，1月美国新增非农就业35.3万人，为2023年1月以来高点。1月失业率为3.7%，已经连续3个持平，仍处历史低位。1月劳动力平均时薪同比为4.5%，为2023年9月以来高点，环比上升0.2个百分点；环比为0.6%，为2022年3月以来高点。

政策方面，2024年1月31日召开的利率会议上，美联储宣布维持利率在5.25%-5.50%区间，为2023年9月以来，连续第4次维持利率水平不变，符合预期。会后鲍威尔讲话偏鹰，反复强调在确信通胀以可持续的方式向2%迈进之前，不宜降息。重创市场3月降息预期，据CME观察显示，截至2月1日，市场预期美联储大概率降息的时点在5月，仍预期有6次左右降息可能。

总体看，美国通胀压力缓解，同时经济就业韧性较强，软着陆概率较大，令美联储降息预期紧迫性下降。不过降息方向性较确定，目前市场将首次降息节点推后至5月。

2.2 欧元区方面

欧元区GDP喜忧参半，去年四季度整体经济增长陷入停滞，但并未陷入预期的衰退。其中，最大经济体德国在去年四季度GDP出现萎缩，但三季度GDP从负值上修至0，因此勉强避免了技术性衰退。第二大经济体法国去年四季度GDP增长为0，而意大利和西班牙的经济则分别增长了0.2%和0.6%。此外，从前瞻数据看，1月欧元区制造业PMI初值为46.6，较前值44.4回升，超出预期的44.7，为九个月新高；服务业PMI指数从12月份的48.8降至48.4，不及预期的49，为近三个月来低点；制造业的改善抵消了服务业的进一步下滑，综合PMI小幅回升至47.9。显示欧元区商业活动有所回暖，经济衰退压力减小。

通胀方面仍面临一定的挑战，数据显示，12月HICP同比增速回升0.5个百分点至2.9%，不过，核心HICP同比增速仍呈回落态势，环比下降0.2个百分点至3.4%。从欧央行1月利率会议情况看，维持利率不变，符合市场预期，这也是欧央行连续第三次维持利率不变。但行长拉加德重申现在降息还为时尚早是欧央行管委会的共识，不过其仍认为欧央行可能会在夏季开始降息。

总的来看，欧元区商业活动回暖，经济衰退压力减弱，但通胀面临压力，欧央行对降息节点依旧偏谨慎，市场定价降息节点在4月份，略抢跑。

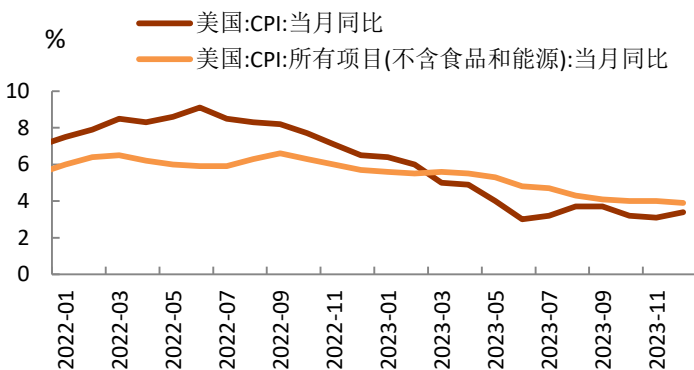
2.3 国内方面

从国内各项重要指标来看，显示经济修复力度尚有限，内需动力仍显不足。2023年四季度GDP同比5.2%（前值4.9%），全年GDP同比5.2%，高于目标值5%。但从12月当月数据看，喜忧参半。12月工业增加值同比6.8%（前值6.6%）；社零同比7.4%（前值10.1%）。1-12月固投同比3.0%（前值2.9%）。其中，地产投资累计同比-9.6%（前值-9.4%），狭义基建投资5.9%（前值5.8%），制造业投资6.5%（前值6.3%）。数据显示工业增加值显著回升，消费端依旧较弱，投资端中基建及制造业小幅回升，地产跌幅扩大，国内经济修复较为曲折，内需不足，稳增长政策仍需加码。前瞻指标看，1月份官方制造业PMI为49.2%，环比上升0.2个百分点，相对偏低，不过强于季节性，内外需求边际改善是支持数据反弹的主要因素。服务业商务活动指数为50.1%，环比上升0.8个百分点。受冬季低温天气及春节假日临近等因素影响，建筑业进入施工淡季。建筑业商务活动指数为53.9%，比上月下降3.0个百分点。

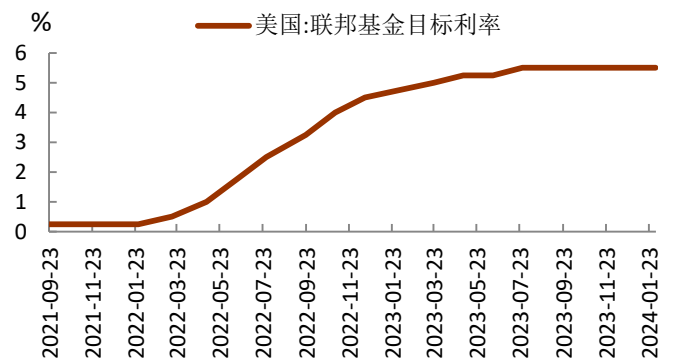
国内货币政策延续稳健宽松的基调，央行进一步助力稳增长。1月24日央行宣布全面降准、定向降息，超市场预期。将于2月5日下调存款准备金率0.5个百分点，向市场提供长期流动性1万亿元。同时，1月25日将下调支农支小再贷款、再贴现利率0.25个百分点，从2%下调到1.75%，并持续推动社会综合融资成本稳中有降。地产端政策延续释放，优化或解除部分一二线城市房地产限购。

整体来看，国内经济修复维持较慢节奏，政策维持暖基调，1月降准已落地，一季度降息可期，关注3月初两会是否释放更多政策支持。

图表 2 美国通胀情况

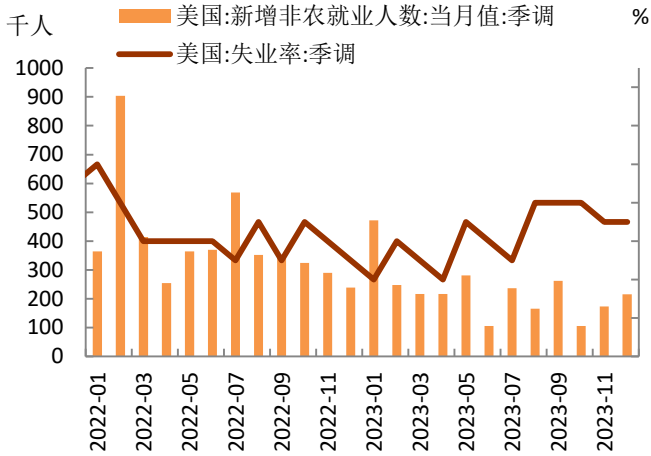


图表 3 美国利率水平

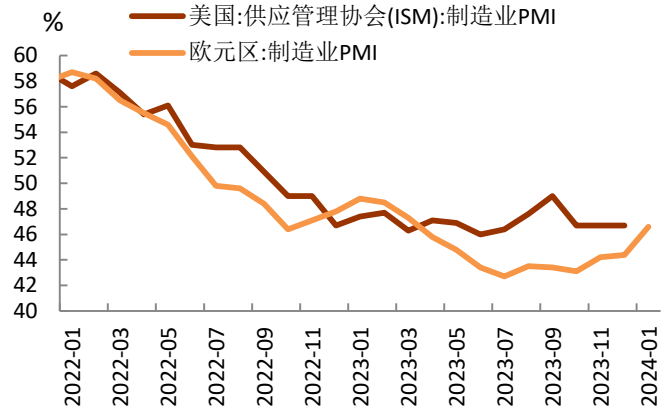


数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 4 美国就业市场

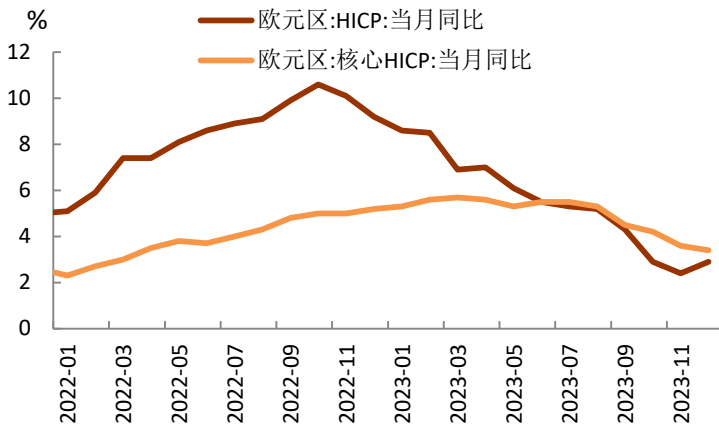


图表 5 欧美 PMI 数据

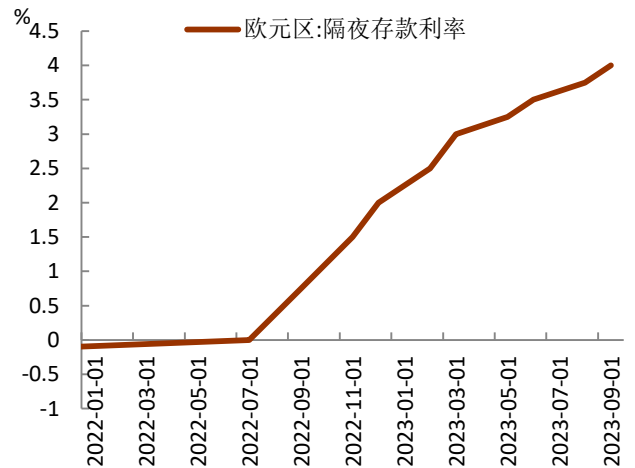


数据来源：iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

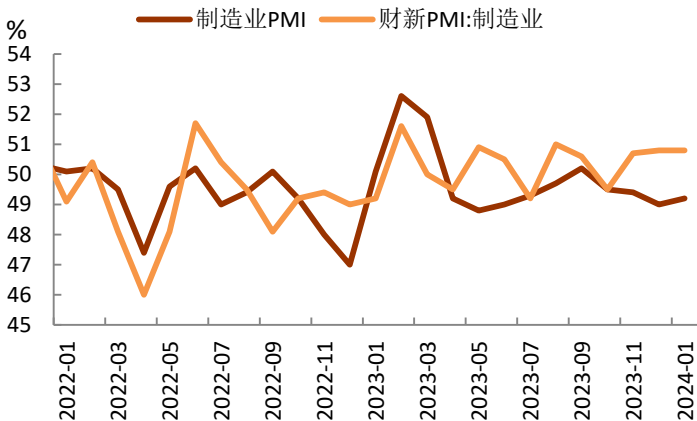


图表 7 欧元区利率水平

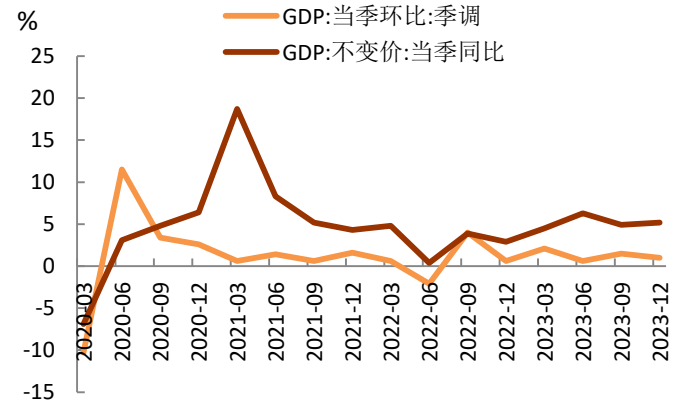


数据来源：iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 8 国内 PMI 数据



图表 9 国内 GDP 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 全球锌矿供需短缺

ILZSG: 2023年11月全球锌矿产量104.8万吨, 环比增加1.42%, 1-11月累计产量1111.7万吨, 累计同比减少1.96%。2023年全球锌矿供应不及预期, 主要源于海外端, 除了部分矿山因利润下滑减产外, 矿石品位下降、工人罢工、项目提产不及预期、事故等也是影响供应的因素。

目前海外部分矿企公布了2023Q4的财报, 其中Teck2023年全年锌精矿产量为64.4万吨, 略低于指导值64.5-68.5万吨的下限。源于一季度的天气相关问题, 以及Red Dog的设备故障。预计2024年锌矿产量将在56.5-63万吨之间。其中, Red Dog的产量将在52-7万吨之间, 由于矿山开采进入后期阶段, 品级下降; Antamina (22.5%份额) 年产量预计在4.5-6万吨, 根据安塔米纳的采矿计划, 相较于2023年, 2024年铜矿产量较高, 锌矿产量较低。韦丹塔2024财年第三季度锌矿总产量为31.2万吨, 同比减少3.4%, 环比减少1.89%。其中, Zinc India第三季度锌矿产量27.1万吨, 同比增长7%, 环比增长8%, 受益于金属矿产量的提高。而Zinc International第三季度锌矿总产量4.1万吨, 同比下降40%, 环比下降38%, 受Gamsberg产量降幅就较大拖累。MMG2023年锌矿产量20.347万吨, 同比下降9%, Dugald River一季度生产受阻拖累。预计2024年Dugald River 锌产量为17.5-19万吨, Rosebery的锌产量为5-6万吨, 同比均有所改善。Lundin Mining2023年锌矿产量18.5161万吨, 位于指导值18.1-19.2万吨的中点。其中Neves-Corvo产量10.8812万吨, 位于锌指标的上限, Zinkgruvan产量7.6349万吨, 产量略低于指导值。对于2024年, 预计锌矿产量19.5-21.5万吨。韦丹塔2024财年第三季度(2023Q4)锌矿总产量为31.2万吨, 同比减少3.4%, 环比减少1.89%。

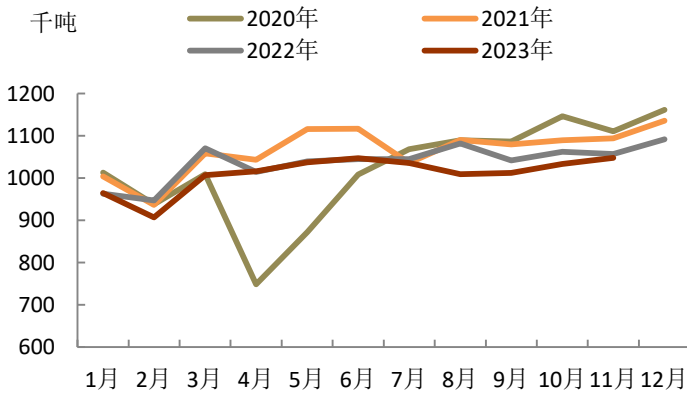
对于2024年全年来看, 根据我们不完全统计, 预计海外锌矿增量在20万吨左右, 主要增量在刚果Kipushi矿、澳大利亚Bowdens Silver和Endeavor、墨西哥Buena Vista和Peñasquito、波斯尼亚的Vares银矿及俄罗斯Ozernoye矿等。减量主要在秘鲁Antamina矿、葡萄牙矿业公司Almina旗下Aljustrel矿山、托克旗下位于温哥华的Myra Falls polymetallic以及美国的Gordonsville和Cumberland等。

国内来看, SMM数据显示, 2023年12月锌矿产量29.84万吨, 环比减少8.7%, 同比减少13.1%。四季度北方高纬度矿山多进入季节性检修, 部分减产至2024年3-4月份, 产量如期环比同比回落。全年来看, 锌矿累计产量376.6万吨, 累计同比增加1.62%。对于2024年中性预计增量在5-7万吨左右, 主要增量来源于新疆火烧云项目、贵州猪拱塘铅锌矿及江西银珠山项目。

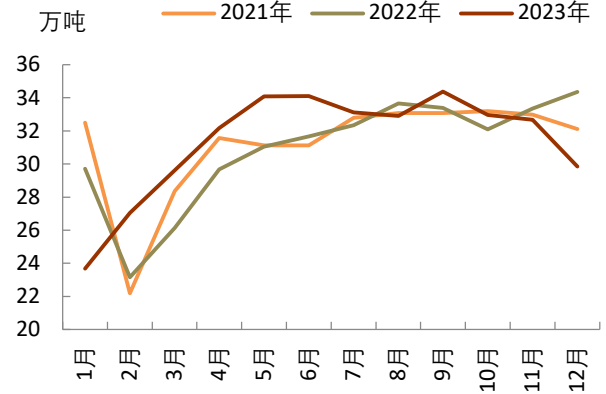
总的来看, 全球锌矿供应增速不及冶炼端供应增速, 2024年全球锌矿供应缺口有望达

10-15万吨。

图表 10 全球锌矿月度产量情况



图表 11 内锌矿月度产量情况



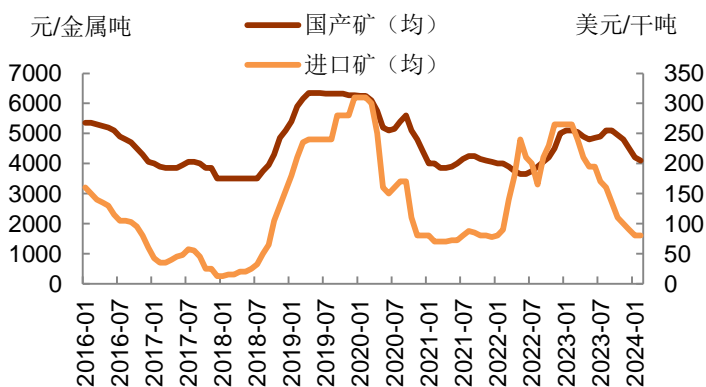
数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

3.1.2 内外加工费低位，锌矿进口预期环比回落

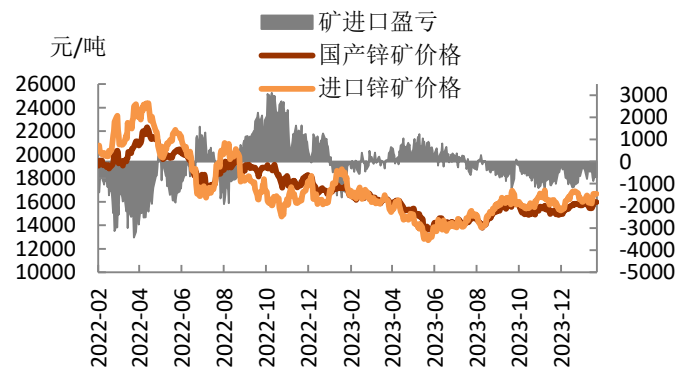
海外仍有矿山意外减产，锌矿供应收紧下进口矿TC降势放缓。国内北方矿山延续季节性检修，且1月降雪增多，产出下滑，国内炼厂冬储需求增加下，加速了锌矿加工费下滑。从SMM月度加工费报价情况看，2024年2月国产锌矿TC均值报价在4100元/金属吨，环比减少100元/金属吨；进口锌矿TC均值报价在80美元/干吨，环比持平。

进口情况看，海关数据显示，2023年12月锌矿进口量44.19万吨，同比增6.44%，环比增40.55%。全年进口量472.32万吨，同比增14.23%。全年自澳大利亚累计进口锌矿115.24万吨，同比增8.7%；秘鲁累计进口87.91万吨，同比增加32%；南非累计进口46.77万吨，同比增4.39%。12月到港锌矿多为此前长单，叠加国内季节性备货需求，进口量环比增加。当前现货TC较低，且多数炼厂原料库尚可，当前TC下采购积极性欠佳，预计1月锌矿进口量环比回落。

图表 12 内外矿加工费维持弱势

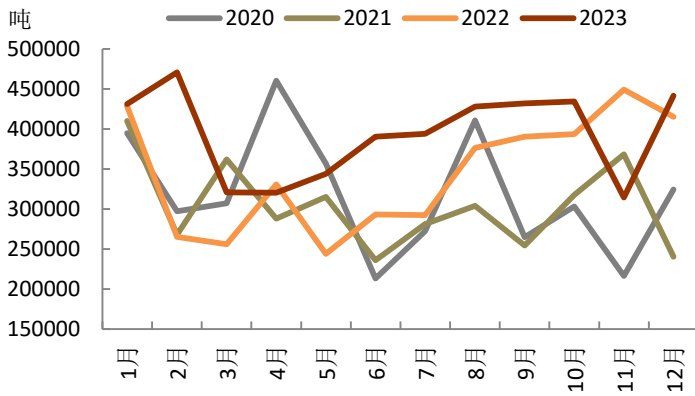


图表 13 锌矿进口窗口维持关闭

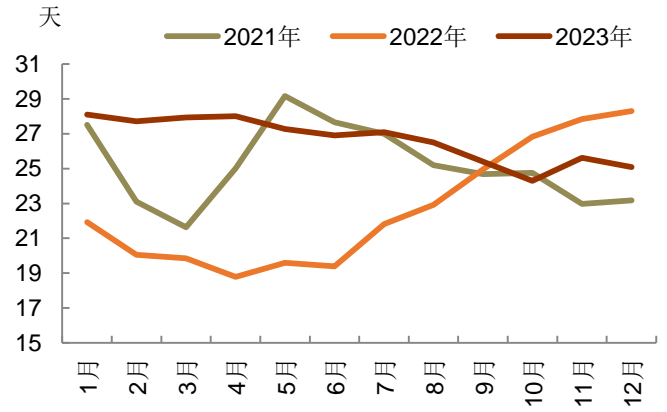


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 14 锌矿进口情况



图表 15 冶炼厂原料库存



数据来源: Mysteel, 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11月全球精炼锌产量115.8万吨, 环比基本持平。1-11月累计产量1270万吨, 累计同比增加3.85%。中国贡献主要增量, 累计同比增加8.7%, 美洲地区精炼锌产量累计同比增加1.84%, 欧洲地区产量累计同比减少5.7%。

1月15日, Nystar公告称将于2024年1月下半月对位于荷兰的Budel锌冶炼厂进行保养和维护, 暂停该锌冶炼厂的运营, 生产时间另行通知。因荷兰政府已经停止对能源密集型行业的支持举措, 与欧洲其他冶炼厂相比, Budel不具有优势, 继续生产经济性较差。该炼厂精炼锌年产30万吨, 暂停生产有望缓解海外供需过剩的格局, 若停产时间较长, 精炼锌年度供需有望自过剩转向平衡。

此外, 2024年需重点关注嘉能可位于德国年产17万吨左右炼厂复产情况, 以及俄罗斯铜业及波利顿Odda炼厂的复产及投扩建情况。

图表 16 2024 年海外冶炼厂产量变化情况 (万吨)

冶炼厂	企业	厂址	产能	备注
Odda	Boliden	挪威	4	年产能从目前的 20 万吨增加到 35 万吨。2024 年 5 月开始投产, 于 2025 年满产。
Nordenhan	嘉能可	德国	16.5	计划 2024Q1 恢复生产
Verkhny Ufalei	俄罗斯铜业	俄罗斯	5	2024Q3 产出
Townsville	Korea Zinc	澳大利亚	1.5	扩建
HZL	韦丹塔	印度	3	扩建
Cheyabinsk	UMMC	俄罗斯	4	扩建

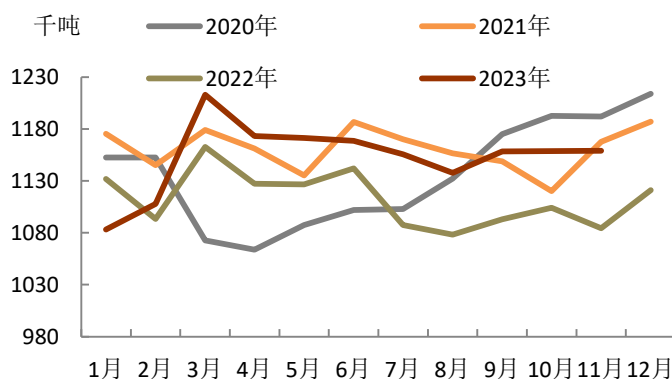
数据来源: 新闻整理, 铜冠金源期货

图表 17 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。2024 年 1 月 15 日，宣布自 1 月中下旬暂停生产。
	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。
	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

图表 18 全球精炼锌月度产量情况



数据来源：iFinD，新闻整理，铜冠金源期货

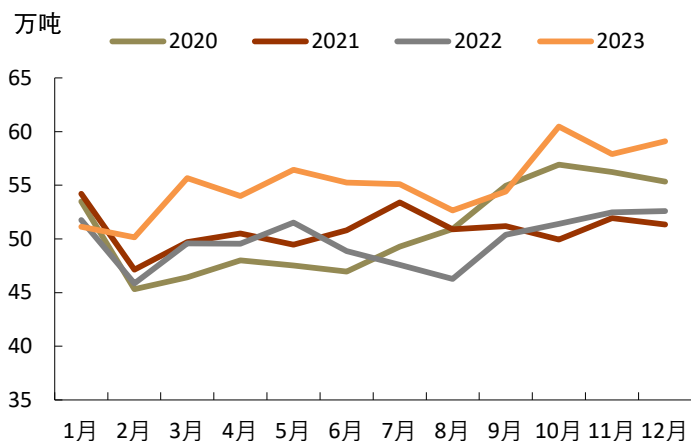
3.2.2 国内精炼锌供应见顶，锌锭进口放缓

SMM数据显示，2023年12月精炼锌产量为59.09万吨，环比增加1.19万吨，同比增加12.38%。全年产量662.2万吨，同比增10.77%。12月广西河池南方新增产能带来较大增量，湖南、陕西、河南和云南的冶炼厂检修恢复和年底产量提升带来一定增量；抵消陕西、甘肃、贵州等地的冶炼厂检修等产量的下降，整体增量略超预期。

预计1月精炼锌产量环比下降1.75万吨至57.24万吨，同比增加11.96%。临近春节，贵州、四川、安徽、江西、广西等地部分冶炼厂受成本增加、环保等进入检修阶段，产量下降；内蒙古、云南、湖南等地冶炼厂产量下降，亦有部分企业提前放假；同时云南、广西、陕西、甘肃部分冶炼厂检修恢复和产量提升贡献一定增量。总体供应见底，压力减弱。

进口方面，海关数据显示，2023年12月精炼锌进口量2.26万吨，同比增184%，环比减少56.37%。12月精炼锌主要进口国为哈萨克斯坦、韩国、澳大利亚及秘鲁、日本。12月一般贸易、保税区仓储转口货物和保税仓库进出境货物，分别为1.54万吨、0.57万吨和0.44万吨。精炼锌出口量3204.5吨，精炼锌净进口量19364.9吨。全年进口量38.03万吨，同比增380%。12月精炼锌进口窗口多关闭，进口量如期环比回落，进入1月精炼锌进口窗口间歇式开启，预计进口量环比有所回升。

图表 19 国内精炼锌月度产量

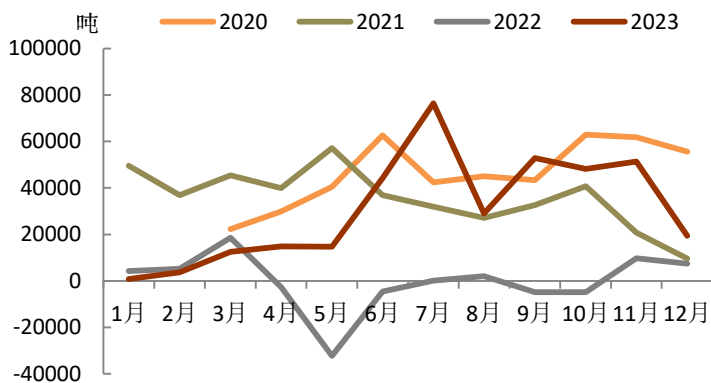


图表 20 冶炼厂生产利润

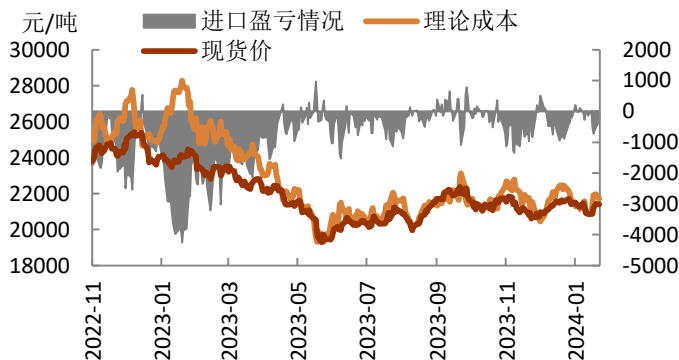


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 21 精炼锌净进口情况



图表 22 精炼锌进口窗口短暂开启再关闭



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 23 2023-2024 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	投产时间
桂阳皓钰	再生锌	0	8	2023.1
江西思远	再生锌	0	3	2023.5
广西永鑫	再生锌	5	5.8	2023.5
四川鑫美	矿产锌	0	7	2023.5
湖南泸溪县盛德	再生锌	0	2	2023.6
广东原点	再生锌	0	0.8	2023.8
南丹吉朗	矿产锌	8	3	2023.10
河南金利金铅	再生锌	15	3	2023.12
湖南金石	再生锌	5	5	2023.12
广西桂盛	再生锌	0	5	一期 2023 年 9 月，二期 2024 年
林西恒富	再生锌	0	3	一期 2023 年 12 二期 2024 年 5 月
广西河池南方	矿产锌	35	30	2023.12
河南济源万洋	矿产锌	0	15	2024.10
广西誉升	矿产锌	5	5	2024
潍坊龙达	再生锌	0	2	2024 年初
桂阳银龙	再生锌	0	2	2024
荆州正峰	再生锌	0	7	2024
四川雅安汉源县金成锌业	再生锌	0	10	2024 年底
泸溪蓝天	再生锌	5	5	2024
云铜锌业	矿产锌	10	15	2025

数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

3.3 精炼锌需求情况

3.3.1 海外需求偏弱

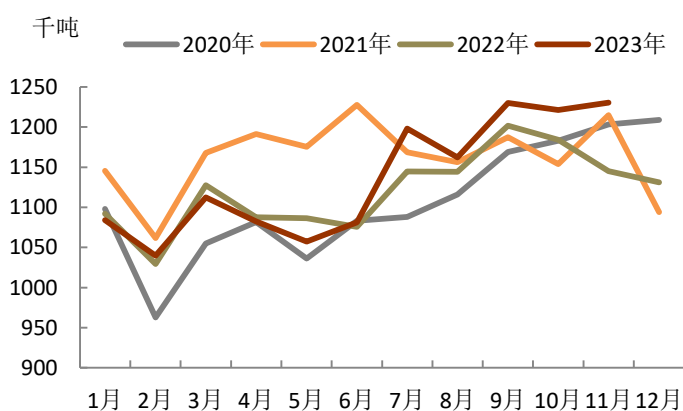
全球范围来看，ILZSG数据显示，2023年11月全球精炼锌消费量123.05万吨，环比增加0.76%。1-11月累计消费量1248.96万吨，累计同比增加1.41%。全球过剩量为21.1万吨，2022年同期为短缺8.6万吨。

海外来看，锌需求主要集中在汽车及地产板块。美国市场来看，数据显示，美国新房销售增速继续回落，2023年12月美国新房销售同比较11月回落1.3个百分点至4.4%，跌幅较11月（-7.9%）进一步扩大。成屋销售也较弱，2023年12月美国成屋销售套数季调折年数为378万套，低于市场预期的383万套，为2010年10月以来的新低。当前30年期抵押贷款固定利率有所

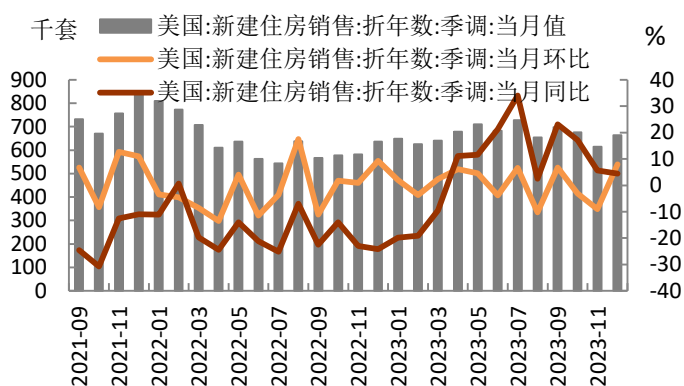
回落，但仍处于高位，居民购房能力与购房意愿依然受到高利率的压制。汽车方面，随着汽车工人罢工影响解除，美国12月汽车产量有效恢复，单月销量同比增速达5.3%。欧洲市场，11月欧元区19国营建产出指数延续环比回落，也降至2022年12月以来的低位，显示欧洲地产市场较为低迷。与此同时，欧洲汽车产销也表现较差，欧洲汽车制造商协会近期发布的数据显示，2023年12月欧洲新车销售出现了17个月以来的首次下降，其中电动汽车的需求放缓是重要因素。其中，欧洲最大的汽车市场德国，2023年12月新车销量下滑了近四分之一，源于月突然取消了电动汽车补贴，以及自身经济深层次的结构性问题。

总的来看，欧美微观数据多偏弱，显示海外消费近期环比下滑，这与欧美锌现货溢价不断下调也相互印证，海外消费疲软态势短期依旧难以扭转。

图表 24 全球精炼锌月度需求情况

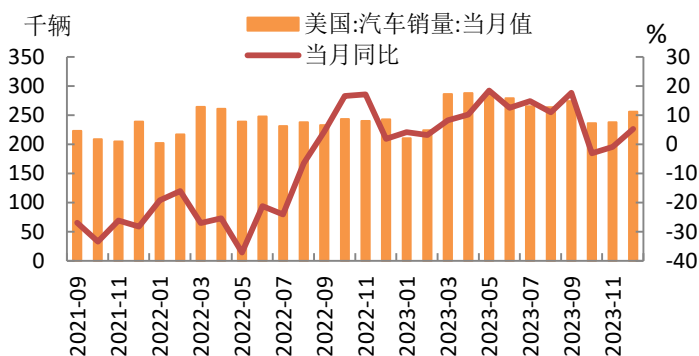


图表 25 美国新建住房销量

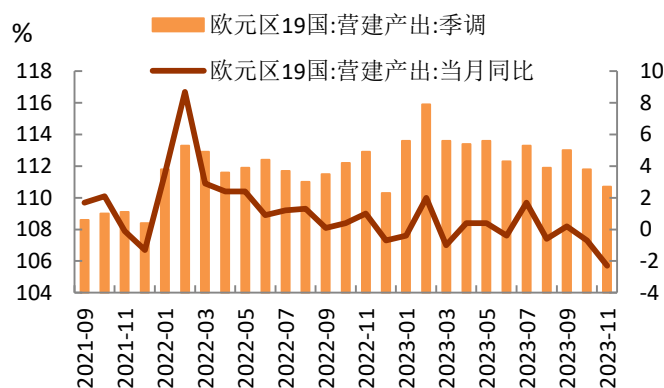


数据来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

图表 26 美国汽车销量情况

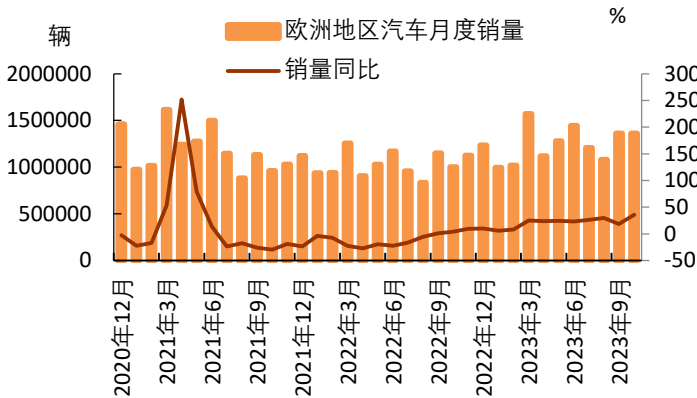


图表 27 欧元区房屋营建情况

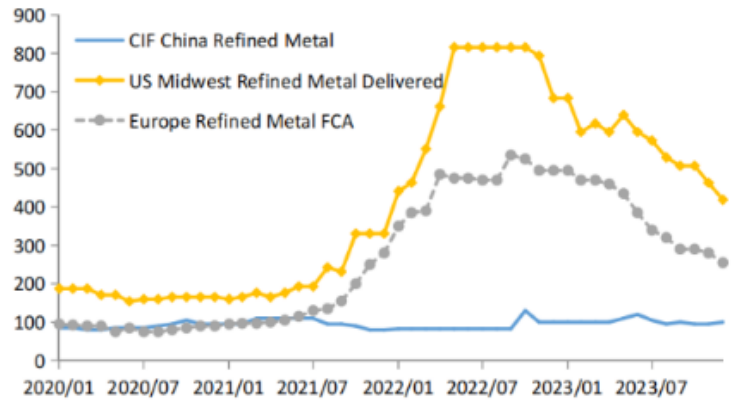


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 28 欧元区汽车销量情况



图表 29 各地锌锭贸易升水



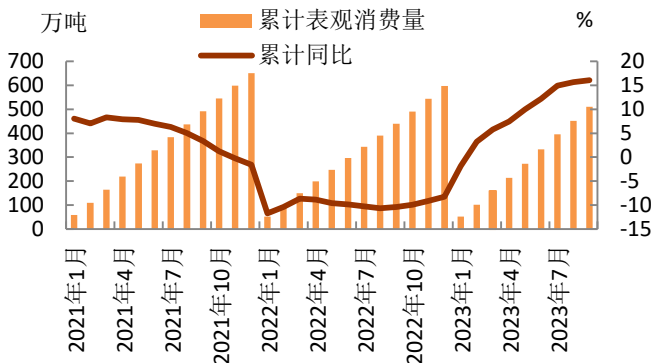
数据来源：iFinD, Bloomberg, CRU, 铜冠金源期货

3.3.2 国内表观需求亮眼，出口有提振

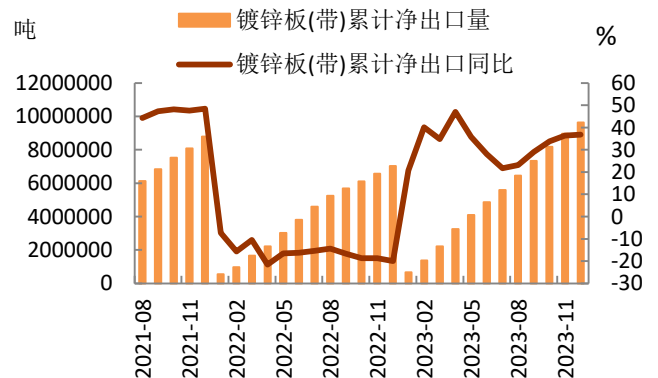
2023年锌表观需求表现亮眼，全年表观消费累计同比增加17%。一方面，去年表需消费基数较低；另一方面，下游消费具有较强的韧性。同时，2022年铝仓储事件后，炼厂直发下游货源的形式增多，这部分量并未很好的反应在社会库存统计中，库存相对低位放大了表需的增速。

从初端消费品出口情况看，镀锌板及压铸锌合金出口表现较好。海关数据显示，2023年全年镀锌板累计净出口963.54万吨，累计同比增加36.9%。压铸锌合金全年累计出口量6673.254吨，累计同比增加209%。氧化锌全年累计出口量14911.34吨，累计同比-18.4%。得益于东南亚及中东地区消费韧性及人民币贬值的提振，镀锌板和压铸锌合金出口预计全年为锌消费带来8万吨左右的增量。后期来看，1月下旬国内下游陆续进入春节放假阶段，叠加海外圣诞、元旦节需求陆续结束，预计对国内初端产品需求季节性回落。

图表 30 国内表观消费增速

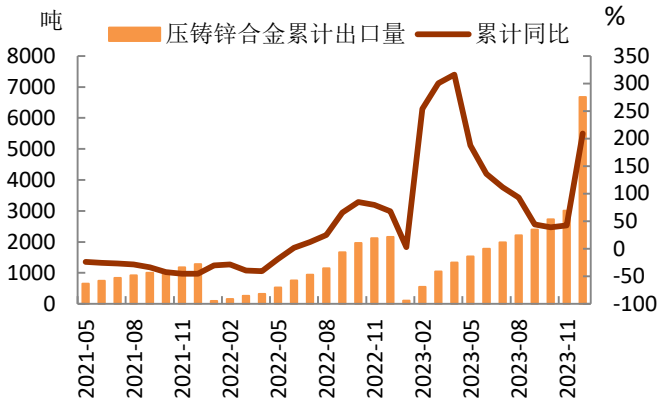


图表 31 镀锌板净出口情况

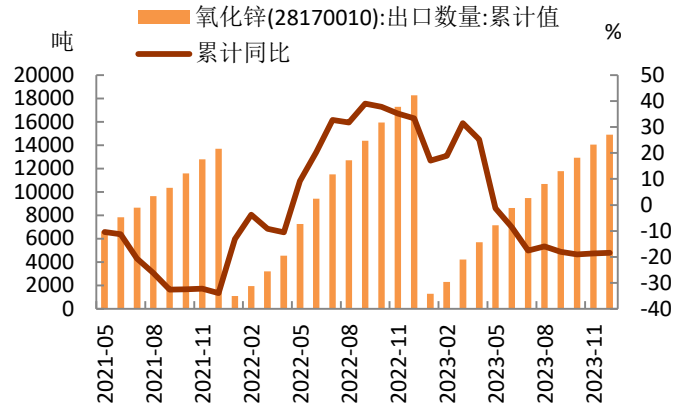


数据来源：SMM, iFinD, 铜冠金源期货

图表 32 压铸锌合金出口情况



图表 33 氧化锌出口情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

3.3.3 终端需求分化，地产为主要拖累项

国内终端需求来看，基建及房地产是主要的传统应用领域，占中国的锌消费量50%以上，其中，基础设施中桥梁、供水管道、铁路、新基建中的特高压铁塔等带动对镀锌材的需求。房地产用锌主要集中在墙体龙骨架、屋顶、护栏、内部管道、内饰等对镀锌钢材和锌合金的需求。此外，建筑地产向下游带动家电需求，对于镀锌彩涂板、管的消费量具有重要影响。汽车板块中最易遭受腐蚀的汽车地盘、外覆盖件、前机舱、行李箱、车门及车身覆盖件等部位对镀锌钢板的应用比例也较大，同时作为化工添加原料的氧化锌在汽车轮胎的生产中也发挥重要作用。近年来，在“双碳”目标下，光伏和风电等新能源产业的蓬勃发展，锌金属在光伏、风电等低碳经济领域的新应用，形成了锌金属消费的新增量。

传统消费板块来看，**基建投资方面**：国家统计局数据显示，2023年1-12月广义、狭义基建投资同比分别为8.2%、5.9%，分别较前值提升0.3、0.1个百分点。单月看，12月广义、狭义基建投资当月同比分别为10.7%、6.8%，分别较前值增速变动5.4、1.9个点。基建出现翘尾，指向随着2023年四季度万亿国债落地发力，叠加去年暖冬为基建提供较好天气，项目年末赶工，基建建设进入加速期。

从当前高频数据看，1月沥青开工率回落，水泥发运率小升，整体基建实物工作量仍待提升。中长期看，在专项债与政策性金融工具双箭齐发，及储备项目新开工量相对充裕的背景下，基建投资仍有期待，有望稳固锌消费基本盘。

房地产方面：国家统计局数据显示，2023年1-12月地产投资累计同比-9.6%，较前值回落0.2个点；12月地产投资当月同比-12.5%，跌幅较前值小幅扩大。2023年1-12月房屋新开工、施工、竣工面积累计同比分别为-20.4%、-7.2%、17.0%，较前值+0.8、+0、-0.9个百分点。新开工增速微升，施工稳定，竣工增速回落。2023年1-12月商品房销售面积为-8.5%，较前值回落0.5个百分点，土地成交也仍在低位，指向房企信心仍然低迷。

12月以来仍有地产优化政策陆续出台，如北京、上海调整普通住宅规定及下调购房首付比例，1月27日，广州放开120平方米以上住房限购、1月30日苏州全面取消限购、1月31日起上海放松外环外（崇明区除外）非户籍单身购房限制，一二线城市地产政策陆续优化及松绑，政策效果仍有待观察。高频数据看，30大中城市商品房成交面积维持近年低位，指向政策暖风下居民信心依旧不足，购房意愿低下，地产尚在筑底。后期我们也需关注城中村改造、保障性住房建设等的边际提振。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，2023年12月，我国汽车产销分别完成307.9万辆和315.6万辆，产量环比下降0.5%，销量环比增长6.3%，同比分别增长29.2%和23.5%。2023年全年汽车产销分别完成3016.1万辆和3009.4万辆，同比分别增长11.6%和12%。产销量创历史新高，实现两位数较高增长。其中，2023年，在政策和市场的双重作用下，我国新能源汽车持续快速增长，新能源汽车产销分别完成958.7万辆和949.5万辆，同比分别增长35.8%和37.9%，市场占有率达到31.6%，高于上年同期5.9个百分点。

对于2024年，受汽车板块刺激政策延续的支撑，汽车总销量将超过3100万辆，同比增长3%以上。其中，乘用车销量2680万辆同比增长3%；商用车销量420万辆，同比增长4%。新能源汽车销量1150万辆，出口550万辆。从高频数据看，汽车半钢胎开工率小幅回升且维持在同期偏高水平，也指向当前车市保持较高景气度，有望延续支撑锌市消费。

从白色家电方面来看：统计局数据显示，2023年1-12月空调累计产量24487万台，同比增长13.5%。1-12月冰箱累计产量9632.3万台，同比增长14.5%。1-12月洗衣机累计产量10458.3万台，同比增长19.3%。1-12月彩电累计产量19339.6万台，同比下降1.3%。出口方面，1-12月空调累计出口4799万台，同比增长4.6%。1-12月冰箱累计出口6713万台，同比增长22.4%。1-12月洗衣机累计出口2879万台，同比增长39.8%。1-12月液晶电视累计出口9887万台，同比增长7.5%。数据显示，2023年受国内地产修复及国内家电刺激政策支持下，白色家电内销修复性增长；海外需求呈现回暖态势，叠加跨境电商平台举办活动、提升服务水平的加持下，家电出口订单增长态势更为明显，内销外销共振下，家电产销表现较好。

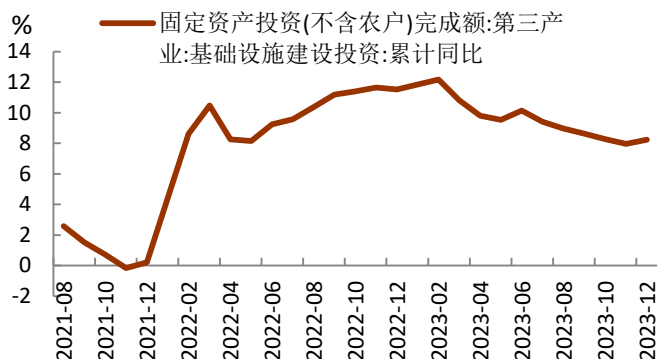
从产业在线最新排产数据来看，空调、冰箱及洗衣机三大家电1月排产同比增速分别为53.2%、48.8%和4.6%，均保持较好同比增速，一方面受2023年同期基数偏低影响，另一方面，因今年2月春节假期前，企业提前备货，带动企业排产提升。总的来看，家电板块延续良好态势，利多镀锌及合金板块需求。

从风电和光伏板块来看：电力企业联合会数据显示，1-11月风电新增装机容量累计量41.39GW，累计同比增加83.8%。1-11月光伏新增装机容量累计量163.88GW，累计同比增加149.4%。预计全年风电及光伏板块带动耗锌增量分别为15万吨和11万吨，预计2024年增量分别为5万吨和5万吨。

整体来看，我们认为财政政策延续较为宽松的背景下，基建有望呈现稳中偏好的投资增速，托底稳固锌消费的基本盘；汽车及家电板块在政策加持下有望延续偏好表现，新增消费板块及出口消费依然保有一定增量。但地产端来看，竣工累计同比增速或难保持当前高位，

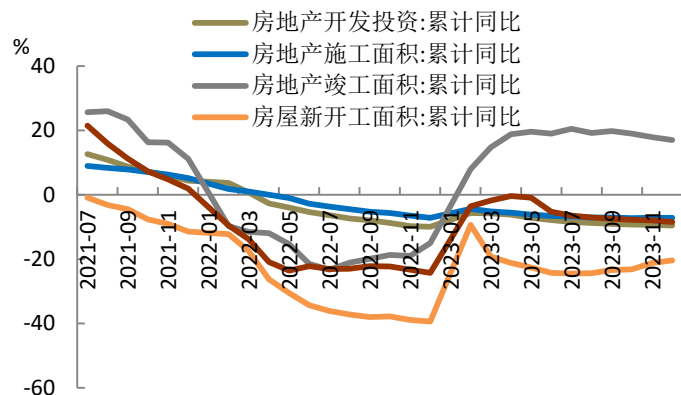
将构成锌消费拖累项。不过总的来看，消费增量有望抵消地产端减量，预计2024年国内消费呈现小幅增速，预计1.5%左右。

图表 34 基建投资增速翘尾



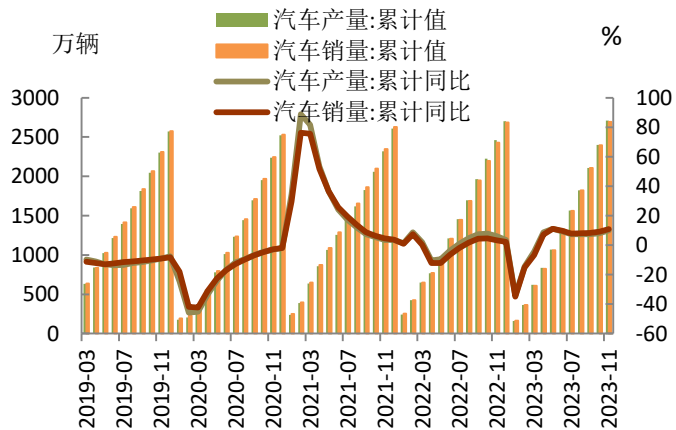
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 35 地产主要指标依然疲软



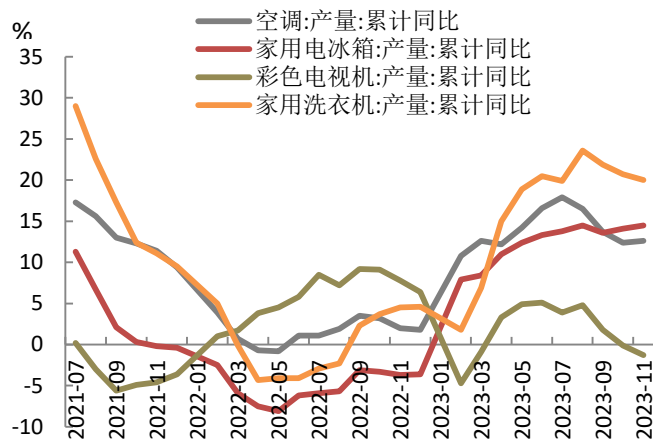
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 36 汽车产销情况



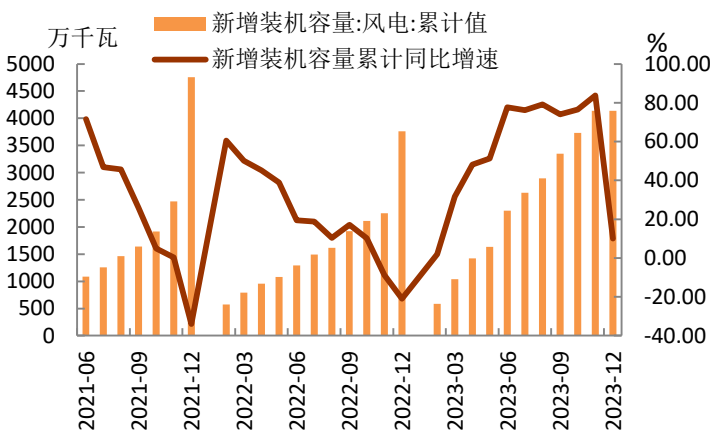
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 37 白色家电产量情况



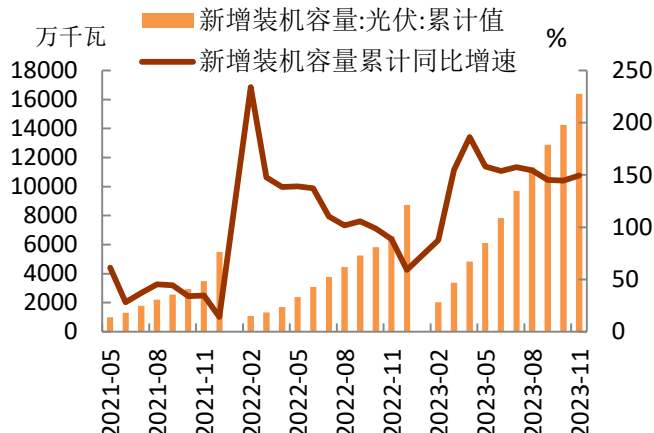
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 38 风电新增装机量情况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 39 光伏新增装机量情况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 40 各版块耗锌量预估 (万吨)

板块	2023 年 E	增速	2024 年 E	增速	占比
基建	227.3	6%	243.3	7%	35%
地产	99.6	-5.2%	96.6	-2.99%	14%
汽车	110.2	10%	117.4	6.56%	16.9%
家电	79.9	11.74%	84.5	5.75%	12.2%
风电	35.8	71.05%	41.3	15.38%	5.9%
光伏	27	72.41%	32.4	20%	4.7%
出口	29.1	37.78%	29.4	1.03%	4.2%
其它	76.1		50.2		7.2%
合计	685		695		

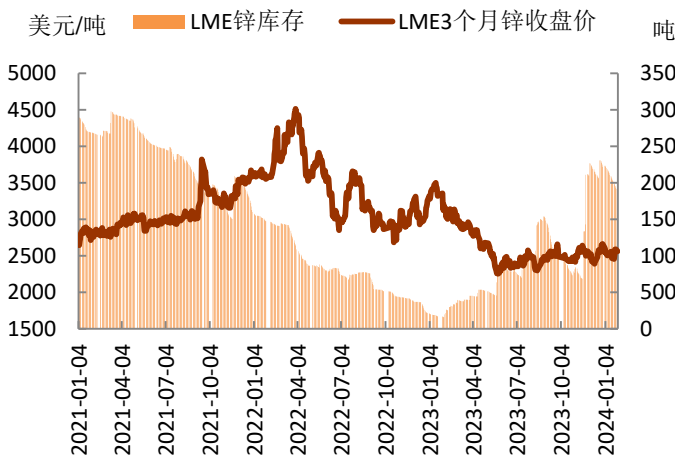
数据来源: iFinD, SMM, 铜冠金源期货

3.4 海外库存高位回落, 国内累库兑现

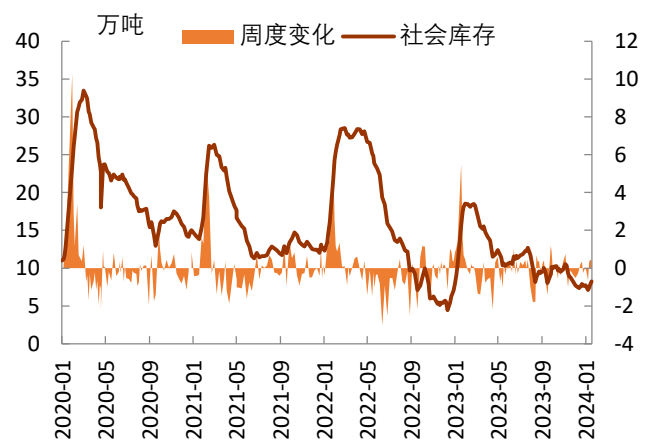
1月以来LME库存持续高位回落, 交仓压力暂缓, 截止至1月31日库存报199425吨, 月度减少25400吨。LME0-3现货贴水先增后减, 由月初贴水20.5美元/吨收敛至贴水7美元/吨。

国内季节性累库节奏较慢, 月初受锌价回落及下游逢低备货带动, 库存不增反降, 月下旬如期兑现累库, 不过相较于往年而言, 累库程度较小, 绝对库存量维持在同期偏低水平, 这也对锌绝对价格起到支撑, 且限制月间价差收敛程度, 截止至1月29日, 库存达8.24万吨, 月度累库0.32万吨。

图表 41 LME 库存高位回落



图表 42 国内社会库存兑现累库



数据来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

四、总结与后市展望

宏观面看, 美国通胀缓解经济就业韧性较强, 美联储降息紧迫性下降, 鲍威尔重创3月降息

预期，市场预计首次降息节点推迟至5月。国内货币稳健宽松，地产优化松绑，政策维持偏暖但未有超预期内容。

供应端看，全球锌矿供应收紧，叠加国内北方矿山生产淡季，内外加工费维持偏弱，但跌势放缓。海外新星欧洲炼厂再停产，精炼锌供应压力边际减弱。国内炼厂利润低位且部分检修部分放假，精炼锌月供应见顶回落。同时，精炼锌进口窗口多持关闭状态，海外货源冲击有限。

需求端看，欧美微观消费喜忧参半，现货溢价延续回落，需求疲软未改善。国内初端企业逐步放假，但放假周期较往年偏短，叠加国内炼厂合金生产比例增加，春节累库将低于往年同期。终端消费延续分化，基建好转，汽车家电及新增消费尚可，地产依旧构成拖累。

整体来看，海外宏观继续围绕降息节点及经济软着陆的逻辑展开，国内暂未有超预期政策，但市场仍抱有期待。国内长假上下游均走弱，未有新矛盾点，锌价走势跟随宏观预期摇摆，预计2月沪锌主要运行区间在20500-22000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

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

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

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

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

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



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。