

2024年3月4日



锌价震荡偏强

等待消费验证

核心观点及策略

- 宏观面看，美国通胀回落受阻，市场进一步修整降息预期，预计美联储年内首次降息节点延后至6月份，全年降息三到四次，美元偏强。国内经济修复且政策预期强，带动市场情绪回暖。
- 供应端看，海外矿山扰动事件较多，国内矿山未完全复产，锌矿收紧逐步传导至冶炼端。当前加工费及锌价下，炼厂亏损增多，强化减产预期。在内强外弱的背景下，沪伦比价回升，精炼锌进口窗口间歇式开启，进口货源或有少量流入，但整体供应压力已较去年下半年有明显边际改善。
- 需求端看，LME库存快速攀升及现货贴水走扩，均指向海外消费不佳。国内节后下游消费逐步回归，基建项目托底，汽车及家电“以旧换新”政策加持，风光新增装机量增速高位回落，地产政策呵护但实际效果依旧一般，消费尚稳健，等待政策更多刺激提振。
- 整体来看，国内政策向好部分对冲了海外降息预期下调的影响，锌产业链上游成本支撑依然有效，且国内消费在回归路上，支撑锌价低位反弹。不过，海外的交仓风险及国内消费成色尚未可知，使得锌价反弹难一蹴而就。考虑到当前锌价估值偏低，逢低做多风险有限，预计3月沪锌主要运行区间在20000-21500元/吨。
- 策略建议：逢低做多，跨期正套
- 风险因素：宏观风险，海外交仓，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	4
二、宏观面	4
2.1 美国方面	4
2.2 欧元区方面.....	5
2.3 国内方面	5
三、锌基本面分析	7
3.1 锌矿供应情况.....	7
3.1.1 全球锌矿供应频出扰动，国内矿山尚未完全恢复.....	7
3.1.2 内外加工费低位，炼厂原料库存回落.....	8
3.2 精炼锌供应情况.....	9
3.2.1 全球精炼锌供应逐步恢复.....	9
3.2.2 利润不佳炼厂存减产预期，锌锭进口或有补充.....	11
3.3 精炼锌需求情况.....	12
3.3.1 海外需求偏弱.....	12
3.3.2 国内淡旺季转换，待消费验证.....	13
3.3.3 终端需求稳健，地产仍为主要拖累项.....	14
3.4 内外库存均走高，国内累库弱于季节性.....	17
四、总结与后市展望	18

图表目录

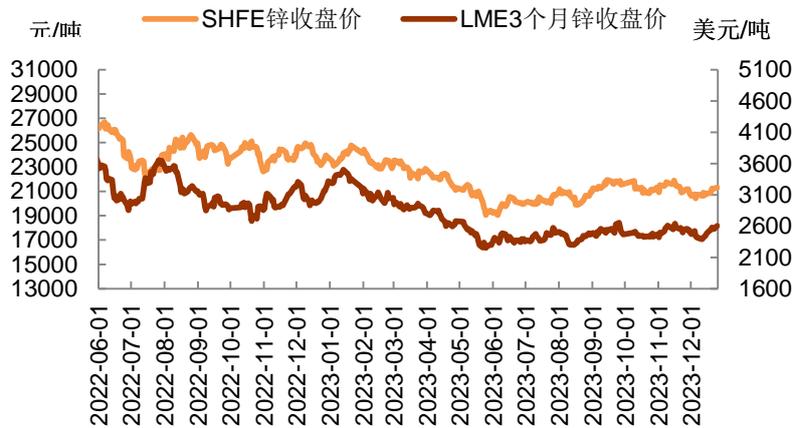
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势	4
图表 2 美国通胀情况.....	6
图表 3 美国利率水平.....	6
图表 4 美国就业市场.....	6
图表 5 欧美 PMI 数据.....	6
图表 6 欧元区通胀情况.....	7
图表 7 欧元区利率水平.....	7
图表 8 国内 PMI 数据.....	7
图表 9 国内 GDP 增速.....	7
图表 10 全球锌矿月度产量情况.....	8
图表 11 内锌矿月度产量情况.....	8
图表 12 内外矿加工费维持弱势.....	9
图表 13 锌矿进口窗口长期关闭.....	9
图表 14 锌矿进口情况.....	9
图表 15 冶炼厂原料库存.....	9
图表 16 2024 年海外冶炼厂产量变化情况（万吨）	10
图表 17 2021 年四季度至今欧洲冶炼厂减复产情况（万吨）	10
图表 18 全球精炼锌月度产量情况.....	11
图表 19 国内精炼锌月度产量.....	11
图表 20 冶炼厂生产利润.....	11
图表 21 精炼锌净进口情况.....	12
图表 22 精炼锌进口窗口短暂开启再关闭.....	12
图表 23 全球精炼锌月度需求情况.....	13
图表 24 美国新建住房销量.....	13
图表 25 美国汽车销量情况.....	13
图表 26 欧元区房屋营建情况.....	13
图表 27 欧元区汽车销量情况.....	13
图表 28 各地锌锭贸易升水.....	13
图表 29 国内初端企业开工率.....	14
图表 30 镀锌板净出口情况.....	14
图表 31 压铸锌合金出口情况.....	14
图表 32 氧化锌出口情况.....	14
图表 33 基建投资增速翘尾.....	16
图表 34 地产主要指标依然疲软.....	16
图表 35 汽车产销情况.....	17
图表 36 白色家电产量情况.....	17
图表 37 风电新增装机量情况.....	17
图表 38 光伏新增装机量情况.....	17
图表 39 LME 库存攀升至近三年高位	18
图表 40 国内累库弱于季节性.....	18

一、锌市场行情回顾

2月沪锌主力期价呈现区间内探底回升走势。锌价走势主要受美联储降息预期调整主导，月初公布的美国1月非农就业数据超预期、美国1月ISM服务业创四个月新高，及随后的鲍威尔重申美联储今年将谨慎进行降息，市场不断下调首次降息节前的预期。同时，国内临近春节长假，需求回落，交投谨慎，锌价回落。节中公布的美国1月通胀数据超预期，各项经济指标也向好，市场进一步下修年内降息预期。同时，海外库存大增，节后锌价补跌。且国内尚处季节性累库阶段，锌价也承压。随着国内非对称降息，股市延续反弹，市场情绪回暖，且元宵节后下游全面复工，需求回归预期下锌价企稳弱反弹，截止至2月29日，主力期价收至20635元/吨，月度跌幅达3.17%。

伦锌呈现V型走势，月上旬，随着市场对美联储乐观降息预期的下调及美国经济韧性较强的影响，美元走势偏强，伦锌承压。同时，海外库存增至近两年高位，伦锌跌破2400美元/吨一线至2023年8月中旬低位附近获技术支撑。随后伴随着美元涨势及海外交仓放缓、海外矿山扰动再现，伦锌止跌反弹，截止至月底，伦锌反弹至2423.5美元/吨，月度跌幅达4.13%。

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。2月美国Markit制造业PMI较1月回升0.8至51.5，超出市场预期的50.7，且已连续两个月处于荣枯线之上。服务业PMI则回落1.2至51.3，不及预期的52.3。但零售销售有所走弱，美国1月零售和食品服务销售额同比增长0.7%，较2023年12月大幅回落4.9个百分点。

点。其中，零售销售额同比回落5.0个百分点至-0.2%，为2020年5月以来首次转负。就业市场依旧较稳定。1月美国新增非农就业人数为35.3万人，为2023年1月以来高点；2023年12月和11月被上修至33.3万人和18.2万人，服务业仍是新增就业的主要贡献。1月美国失业率为3.7%，已经连续3个持平，仍处于历史相对低位。美国通胀回落遇阻。数据显示，美国1月CPI同比为3.1%，较上一月下行了0.3个百分点；核心CPI同比为3.9%，较上一月持平，核心商品通胀下行但核心服务通胀反弹，主要因素在于租金通胀。同时，2月美国密歇根大学消费者1年通胀预期为3.0%，较1月上升0.1个百分点，5年期通胀预期维持在2.9%。

美联储政策方面依然偏谨慎，美联储1月会议纪要会议显示，多数美联储官员认为，政策利率可能处于峰值，在更有信心通胀会达标前，不适合降息；大多数官员强调不确定高利率持续多久、强调以评估数据判断降通胀进展的重要性，两名官员指出长期紧缩带来经济下行风险。会议记录强化了美联储决策者最近发出的信息，即他们预计将于今年某个时候开始降息，但不急于行动。

整体看，伴随着美国通胀重燃及经济下行压力减弱，美联储降息紧迫性进一步降低，市场对年内首次降息节点预期延后至6月，同时预计年内降息次数已由上周的4次回落至3次，降息幅度为75BP。

2.2 欧元区方面

欧元区经济景气度有所分化。2月欧元区Markit制造业PMI则回落至46.1（前值46.6），服务业PMI较1月回升1.6至50.0，制造业与服务业景气再次分化。消费者信心指数仍处低位，2月欧元区19国与欧盟27国消费者信心指数分别为-15.5和-15.8，分别较1月回升0.6和0.4，但与疫情前相比仍处于相对低位。但零售销售依然较弱，2023年12月欧元区19国零售销售指数当月同比增速较11月回落0.4个百分点至-0.8%，已连续15个月处于负增长区间。通胀方面，通胀小幅回落，但核心通胀压力仍大。1月欧元区HICP同比增长2.8%，较2023年12月回落0.1个百分点，但高于市场预期的2.7%。核心HICP同比增速较2023年12月回落0.1个百分点至3.3%。

欧央行对于降息也保有耐心，欧央行会议纪要表明，官员们对于现在讨论降息为时过早存在普遍共识，过早降息的风险被视为是更大的危险。欧洲央行管委认为，目前欧洲薪资增长压力仍高企，就业市场仍偏紧，不排除货币政策维持偏紧的时间比预期更久的可能性。预计欧央行6月将首次降息，3月降息概率较低。只有数据符合欧洲央行预期，才有可能在4月降息。

整体来看，欧元区经济维持偏弱，通胀小幅回落但道路曲折，欧央行维持降息仍需耐心等待的表态。

2.3 国内方面

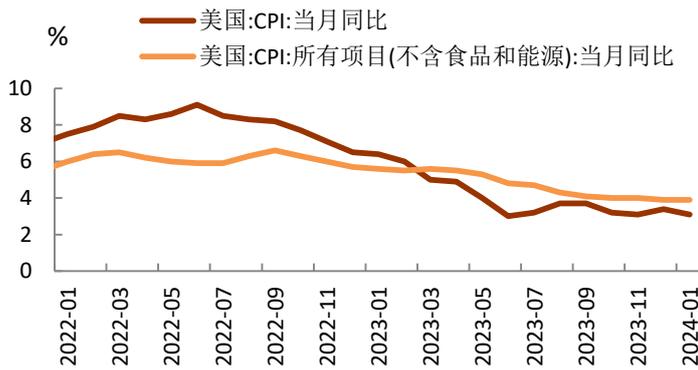
国内经济延续修复，1月社融信贷数据迎来“开门红”，结构也有所改善。数据显示，1

月新增社融6.5万亿元,同比多增5061亿元,连续6个月同比多增。人民币贷款新增4.92万亿元,同比多增162亿元;其中居民贷款新增9801亿元,同比多增7229亿元;中长贷新增约6272亿元,同比多增4041亿元;短贷新增3528亿元,创历史同期新高。但企业贷款新增3.86万亿元,同比少增约8200亿元。春节错位效应下,M1同比大幅回升至5.9%,去年12月为1.3%。前瞻指标看,2月官方制造业PMI为49.1%,环比下降0.1个百分点;非制造业PMI为51.4%,环比上升0.7个百分点。主要受春节假期因素影响,制造业PMI略有回落,非制造业PMI扩张加快,=经济总体延续扩张态势。

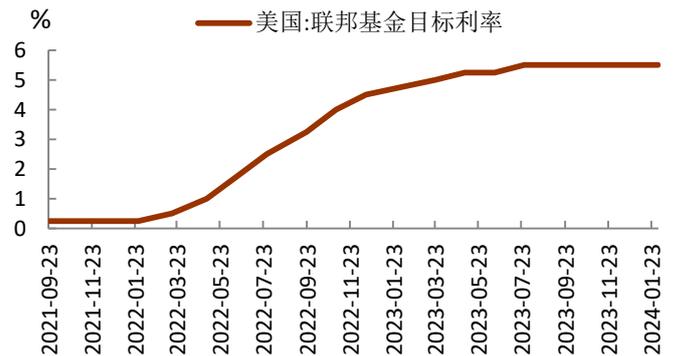
政策基调上维持相对宽松与积极,2月20日,中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布2月LPR报价,一年期、五年期以上分别报3.45%、3.95%,五年期以上较1月下调25bp,一年期持平。非对称LPR调整,有助于进一步降低居民融资成本,继续支持房地产市场的发展,后期效果仍待观察。

整体来看,国内维持积极稳健宽松的政策基调,经济缓慢修复中。3月初恰逢两会召开,市场抱有偏乐观的政策预期。

图表 2 美国通胀情况



图表 3 美国利率水平

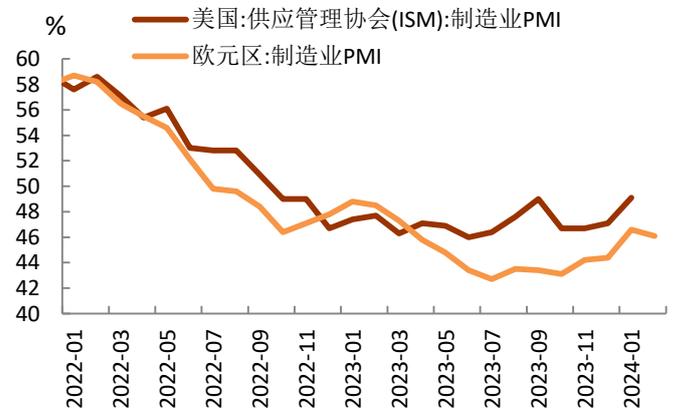


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 4 美国就业市场

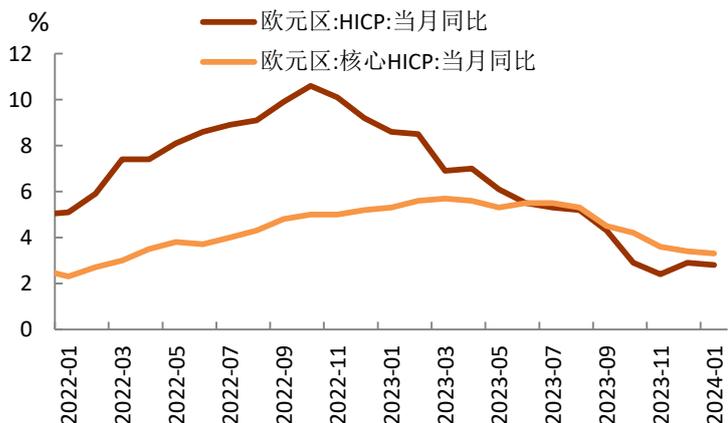


图表 5 欧美 PMI 数据

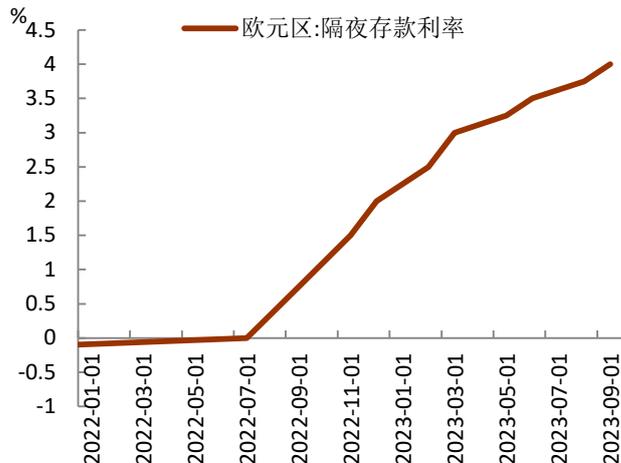


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表6 欧元区通胀情况

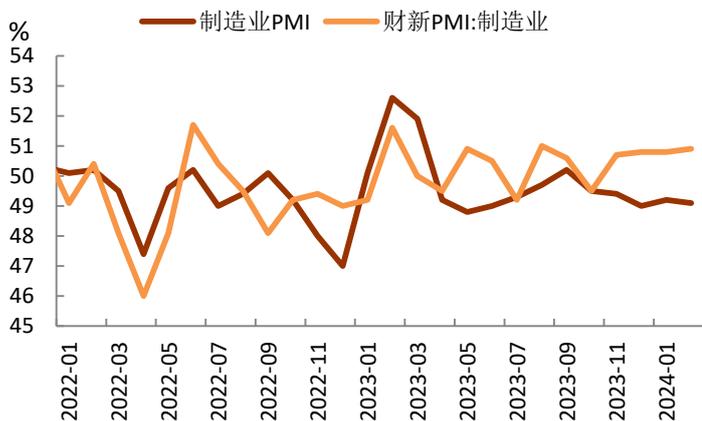


图表7 欧元区利率水平

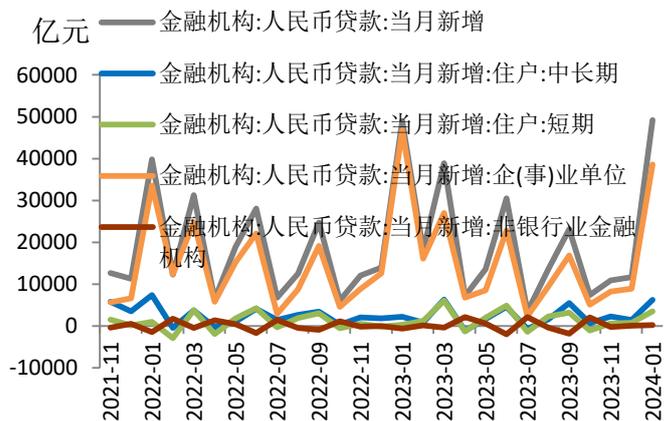


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

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 全球锌矿供应频出扰动，国内矿山尚未完全恢复

ILZSG: 2023年全年全球锌矿产量1225.8万吨, 较2022年减少16.9万吨。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。

自2023年下半年以来海外锌矿频出事故。近期消息显示, 俄罗斯Ozernoye锌矿的所有者2月5日称, 该矿已将锌精矿投产时间至少推迟至今年第三季度, 并计划在2025年实现该锌矿产

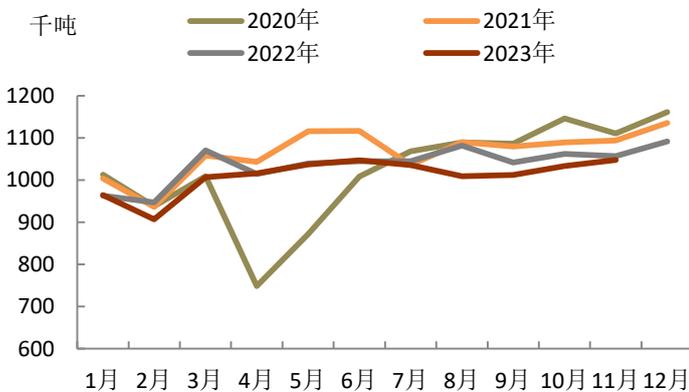
能的满负荷运行，该矿年产量在30-35万吨。2月12日消息，位于葡萄牙的Neves Corvo矿因发生死亡事故暂停运营。该矿山计划2024年生产12万吨锌和少量铅。艾芬豪矿业旗下刚果(金)的基普什(Kipushi)项目复产建设进度超预期，预计将于2024年第二季度投产，此前计划在三季度。该矿山投产前5年的锌产量预计超过25万吨/年。

总的来看，海外锌矿扰动事件较多，新增项目喜忧参半，2024年重点关注项目在于刚果Kipushi矿、澳大利亚Bowdens Silver和Endeavor、墨西哥Buenavista和Peñasquito、波斯尼亚的Vares银矿及俄罗斯Ozernoye矿等，预计2024年海外锌矿增量在15万吨左右（前期预期在20万吨左右），下调量级主要在俄罗斯Ozernoye矿及墨西哥Buenavista矿及Neves Corvo矿的突发减产等。

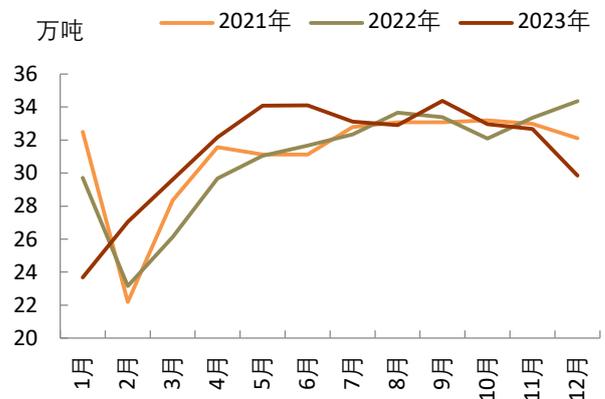
国内来看，SMM数据显示，2024年1月锌矿产量29.7万吨，环比-0.6万吨，产量季节性下滑。目前北方部分地区锌矿企业仍处消费淡季，复产时间节点在年3-4月份，预计锌矿产量维持偏弱表现。2024年全年看，主要增量来源于新疆火烧云项目、贵州猪拱塘铅锌矿及江西银珠山项目，市场预计火烧云项目增量较为可观，或达15-20万吨，但考虑到火烧云项目高海拔影响，实际兑现量或打折扣，后期仍需密切关注。

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

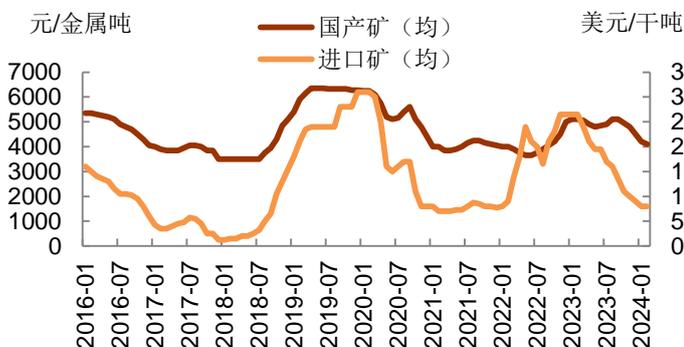
3.1.2 内外加工费低位，炼厂原料库存回落

海外仍有矿山仍有扰动，国内北方矿山延续季节性检修，内外锌矿加工费维持偏弱。SMM数据：3月国内外锌矿月均价分别为4000元/吨和80美元/干吨，均值环比减少100元/吨和持平。近期锌矿长协TC仍在谈判中，市场预计在120-150美元/吨，处于近十年较低位，凸显锌矿供应紧缺的一致预期。

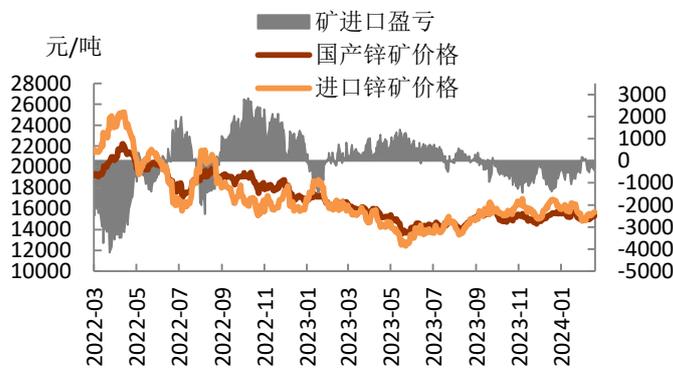
进口情况看，海关数据显示，2023年12月锌矿进口量44.19万吨，同比增6.44%，环比增40.55%。全年进口量472.32万吨，同比增14.23%。全年自澳大利亚累计进口锌矿115.24万吨，

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

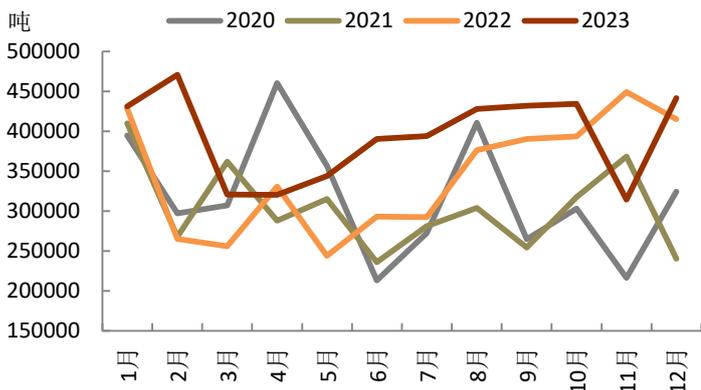


图表 13 锌矿进口窗口长期关闭

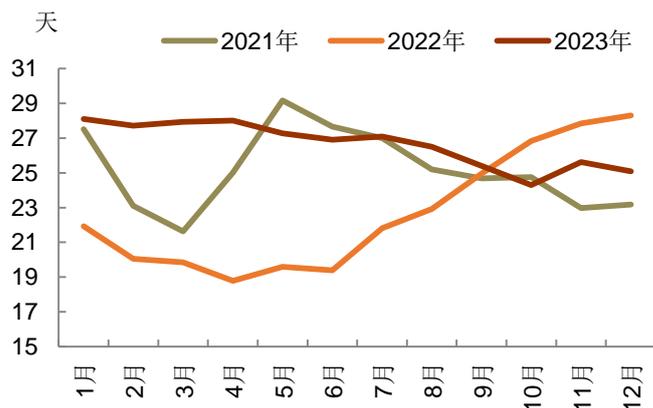


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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年全年全球精炼锌产量1386.3万吨，较2022年增加51万吨，中国贡献主要增量，累计同比增加7.74%，欧洲产量累计同比减少6%，美洲产量累计同比在呢个价1.47%。

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 Znic	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

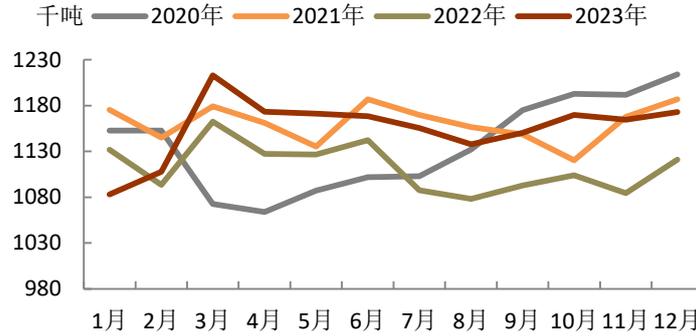
数据来源：新闻整理，铜冠金源期货

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



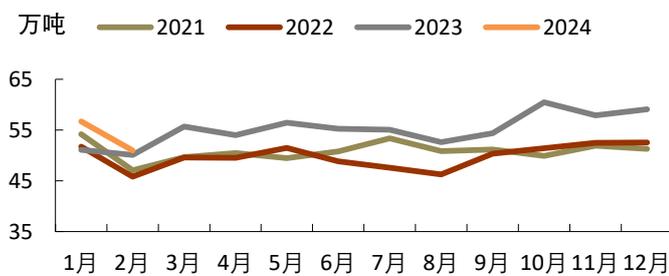
数据来源：iFinD，新闻整理，铜冠金源期货

3.2.2 利润不佳炼厂存减产预期，锌锭进口或有补充

SMM数据显示，2024年1月精炼锌产量为56.7万吨，环比下降2.39万吨或环比下降4.05%，同比增加10.9%，低于预计值。1月广西、云南、四川、安徽、江西等地冶炼厂检修，另外有云南、贵州地区的冶炼厂停产放假带来一定减量；同时广西地区新增产能继续释放，内蒙、甘肃、云南等地年初产量增加和检修恢复，最终录减。对于2月，受春节因素影响，湖南等再生锌停产放假居多，且四川炼厂检修，预计产量环比下降5.73万吨至50.96万吨，同比增加1.63%。

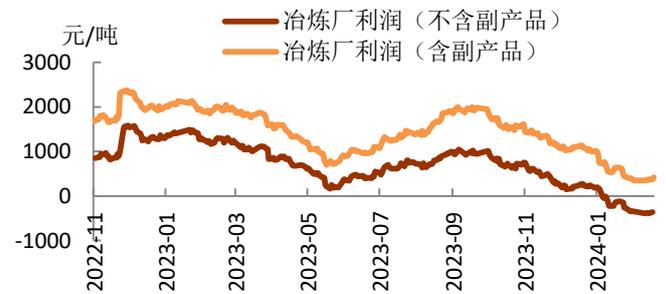
进口方面，海关数据显示，2023年12月精炼锌进口量2.26万吨，同比增184%，环比减少56.37%。12月精炼锌主要进口国为哈萨克斯坦、韩国、澳大利亚及秘鲁、日本。12月一般贸易、保税区仓储转口货物和保税仓库进出境货物，分别为1.54万吨、0.57万吨和0.44万吨。精炼锌出口量3204.5吨，精炼锌净进口量19364.9吨。全年进口量38.03万吨，同比增380%。12月精炼锌进口窗口多关闭，进口量如期环比回落，进入1月精炼锌进口窗口间歇式开启，预计进口量环比有所回升。2月中下旬，锌锭进口窗口再度短暂开启，而保税区库存有限，预计3月中下旬将看到进口锌锭有效流入。总的来看，进口货源补充不足，国内检修及春节因素扰动，精炼锌供应压力阶段见顶回落。

图表 19 国内精炼锌月度产量

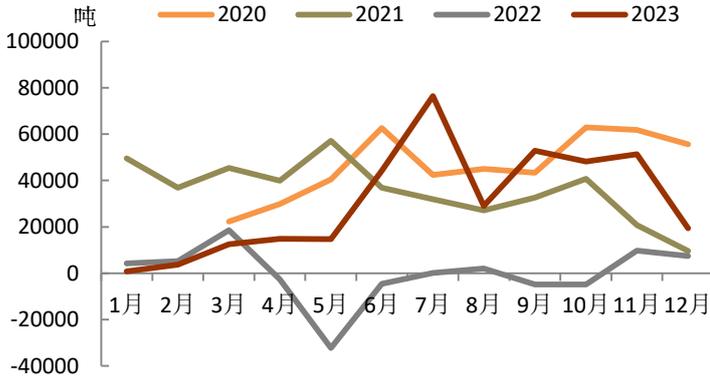


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 20 冶炼厂生产利润

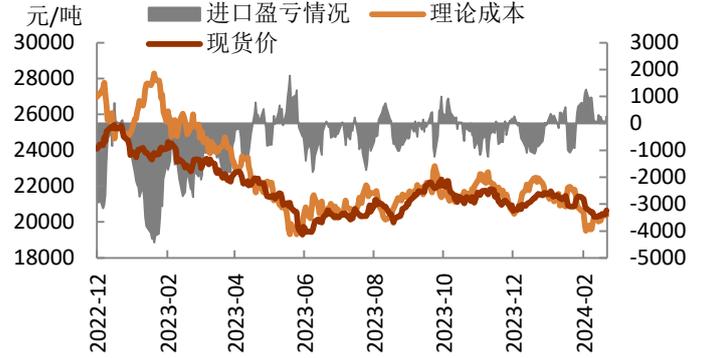


图表 21 精炼锌净进口情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 22 精炼锌进口窗口短暂开启再关闭



3.3 精炼锌需求情况

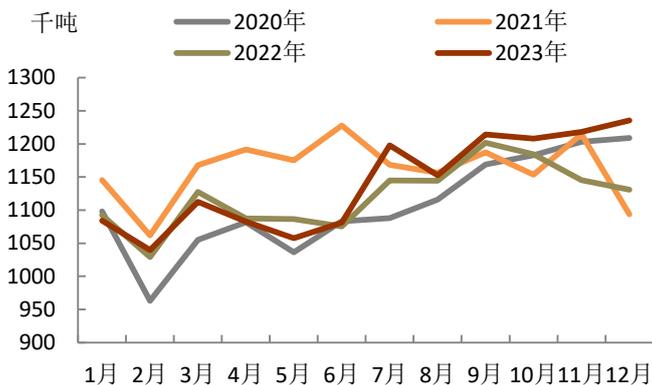
3.3.1 海外需求偏弱

全球范围来看，ILZSG数据显示，2023年全年全球精炼锌消费量为1365.9万吨，较2022年增加23.3万吨。全年全球锌市场供应过剩204,000吨，2022年则为供应短缺73,000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1月新屋及成屋销售增速均回升，其中1月新屋销售总数年化为66.1万户，预期68万户，前值66.4万户。国成屋销售季调折年数为400万套，超过预期397万套，为2023年8月以来的新高，同比增速进一步回升2个百分点至-1.7%，已连续9个月回升。截止至2月23日，美国30年期抵押贷款固定利率再次回升至6.9%（2月初为6.6%），或给美国房地产市场带来一定压力。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，2023年12月欧元区19国营建产出指数延续环比回升，显示欧洲地产市场边际改善。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，德国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，新车销量下滑了近四分之一。

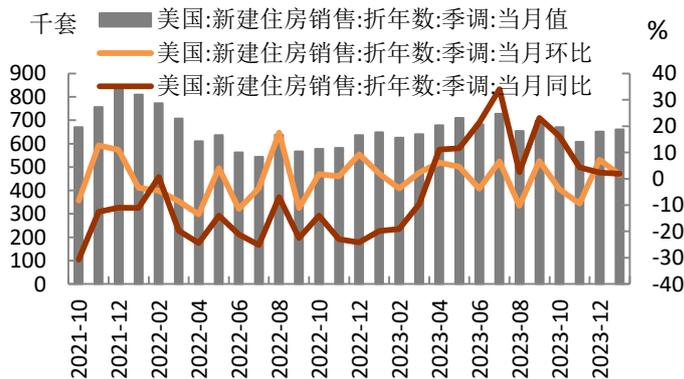
总的来看，欧美微观数据多偏弱，显示海外消费环比下滑，这与欧美锌现货溢价不断下调也相互印证，海外消费疲软态势短期依旧难以扭转。

图表 23 全球精炼锌月度需求情况

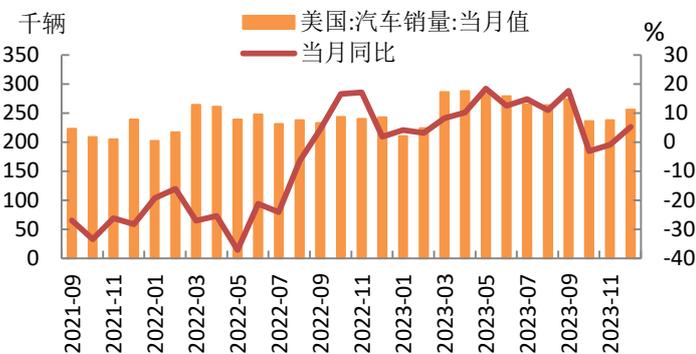


数据来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

图表 24 美国新建住房销量



图表 25 美国汽车销量情况

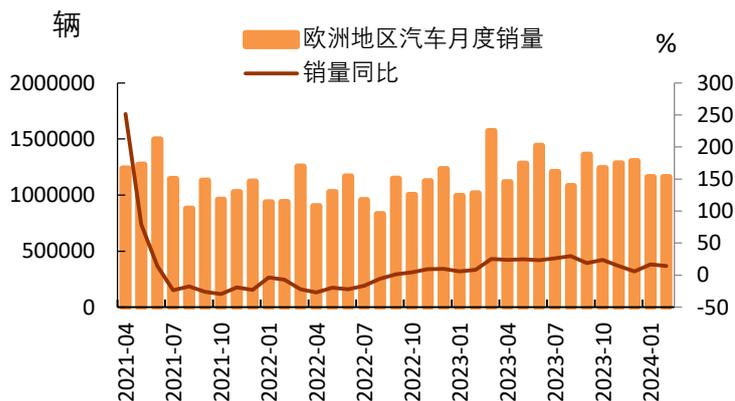


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 26 欧元区房屋营建情况

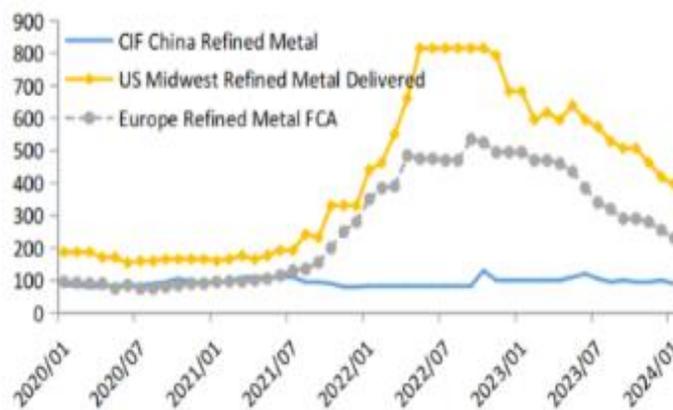


图表 27 欧元区汽车销量情况



数据来源: iFinD, Bloomberg, CRU, 铜冠金源期货

图表 28 各地锌锭贸易升水



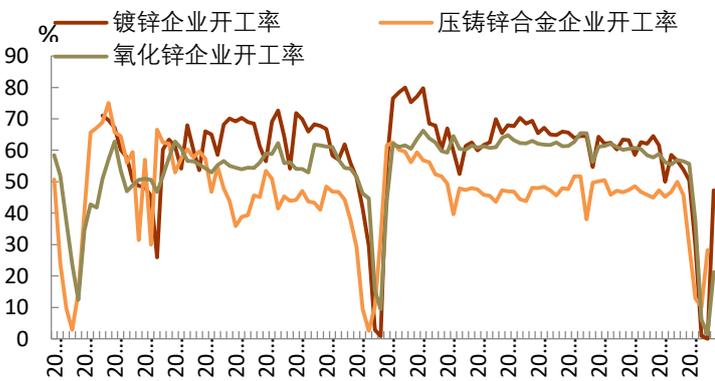
3.3.2 国内淡旺季转换, 待消费验证

2月恰逢国内春节长假, 2月初以来国内初端加工企业陆续放假, 企业开工率均呈现季节性

回落，初八左右下游企业陆续复工，元宵节后企业全面复工，企业开工率有望环比改善，截止至2月23日，镀锌、压铸锌、氧化锌企业开工率分别为47.22%、28.27%和21.22%，后期初端企业开工率有望回归正常水平。

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。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 29 国内初端企业开工率

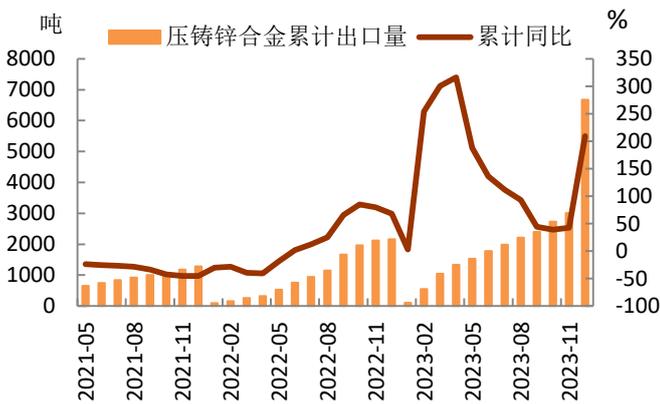


图表 30 镀锌板净出口情况

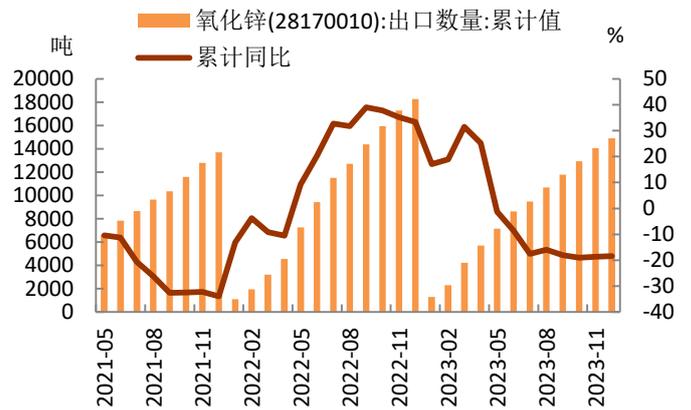


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 31 压铸锌合金出口情况



图表 32 氧化锌出口情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

3.3.3 终端需求稳健，地产仍为主要拖累项

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，此外，汽车板块中最易遭受腐蚀的部位对镀锌钢板的应用比例也较大，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。

春节期间，少量基建项目不停工，托底内需。节后据百年建筑调研，各地建筑实物量恢复情况低于去年，主因新项目总量减少且开工进度慢于去年，部分地区特定的续建项目暂缓施工。2月21-27日当周，全国水泥出库量同环比增80.2%，同比降87.4%，农历同比降29.9%。局部地区冻雨、暴雪极端天气导致需求恢复缓慢，同时复工高但是劳务上工率不及预期。后期看，3月进入传统施工旺季，需求或有边际回升，成色尚需进一步跟踪验证。

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。

开年以来，地产白名单加速落实，稳步推动地产融资协调机制。2月中旬央行非对称降息，其中5年期LPR下调25BP，进一步降低居民融资成本。一线城市集中放松限购，意在推动地产小阳春。但从高频数据看，地产板块仍显疲软。节后30大中城市商品房成交面积持续回升，但明显低于往年同期水平。百年建筑调研也显示：城中村改造项目进展慢于预期。总的来看，当前购房市场趋于理性，购房者收入及信心恢复尚需时间，地产板块修复缓慢，短期难言有质的改变，拖累锌消费需求。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，2024年1月汽车产销分别完成241万辆和243.9万辆，环比分别下降21.7%和22.7%，同比分别增长51.2%和47.9%。产销同比大幅增加，源于节前购车需求释放及同期低基数的作用。

高频数据看，春节期间汽车半钢胎和全钢胎开工率回落而节后开工率大幅回升，符合季节性但回升速度更快。政策端看，延续向好态势，日前召开的中央财经委员会第四次会议，提出鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新，推动耐用消费品以旧换新。政策鼓励有助于进一步带动家电、汽车等耐用消费品的购买。此外，2024年进入新能源汽车补贴新阶段，地方政府对企业补贴增加，叠加政策对“以旧换新，汽车下乡”刺激，车企优惠力度加大等令汽车行业保有较好支撑。不过，行业间竞争有所加剧，市场淘汰效应凸显，预计行业耗钢耗锌有保障，但难有较强劲的增速。

从白色家电方面来看：统计局数据显示，2023年全年空调累计产量24487万台，同比增

长13.5%。冰箱累计产量9632.3万台，同比增长14.5%。洗衣机累计产量10458.3万台，同比增长19.3%。彩电累计产量19339.6万台，同比下降1.3%。出口方面，2023年全年空调累计出口4799万台，同比增长4.6%。冰箱累计出口6713万台，同比增长22.4%。洗衣机累计出口2879万台，同比增长39.8%。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。

从政策端看，家电利好频出。商务部将2024年定为“消费促进年”，促进家电消费被明确提出；2月23日，中央财经委员会第四次会议提出，鼓励包括家电在内的传统消费品以旧换新，进一步激活家电存量市场。

高频数据看，产业在线显示3月三大白色家电排产同比均呈现正增长，3月进入空调生产旺季，一季度对企业全年目标达成较为重要，排产积极；

总的来看，在政策牵引、厂家排产积极及出口延续高增长态势下，家电市场有望保持较好状态，利多镀锌及合金板块需求。

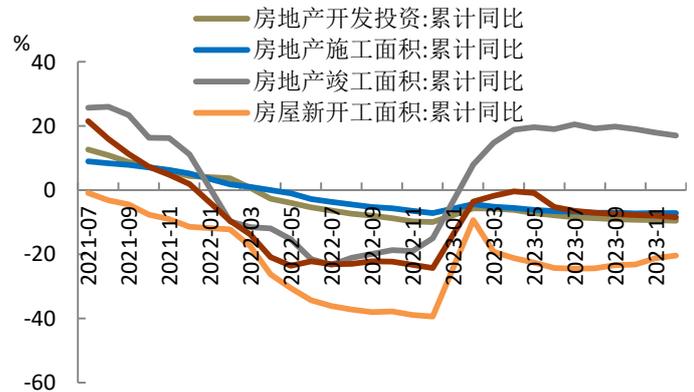
从风电和光伏板块来看：电力企业联合会数据显示，2023年全年风电新增装机容量累计量44.1GW，累计同比增加101.06%。全年光伏新增装机容量累计量216.02GW，累计同比增加147.13%。2024年看，随着项目增速放缓及行业内卷加速，风光难维持2023年的高增速。

整体来看，年初以来终端消费表现稳健，汽车及家电表现延续向好，基建托底，风光高增速放缓预期较为一致，而地产端仍未出现质的改善。

图表 33 基建投资增速翘尾

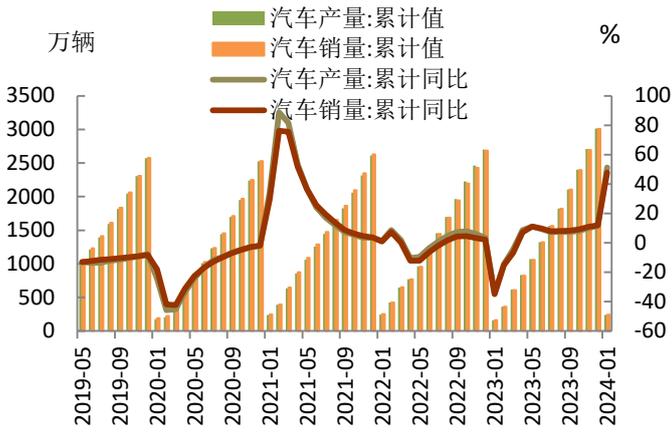


图表 34 地产主要指标依然疲软



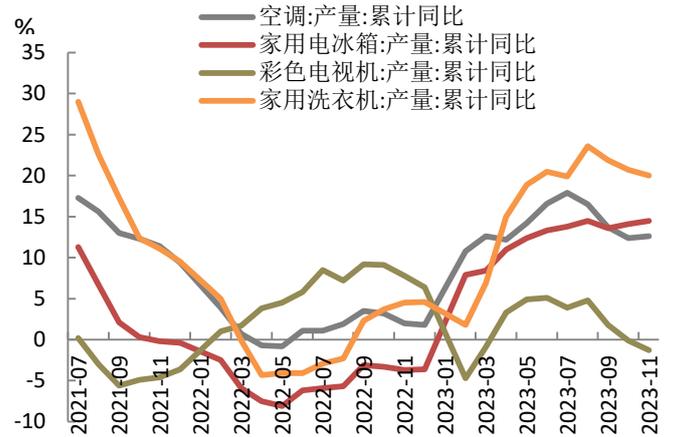
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 35 汽车产销情况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 36 白色家电产量情况



图表 37 风电新增装机容量情况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 38 光伏新增装机容量情况



3.4 内外库存均走高，国内累库弱于季节性

2月LME库存大幅攀升，截止至2月29日，库存达27.61万吨，月度增加78825吨，或涨幅近40%，库存回升至近三年高位。同时，LME0-3现货贴水由月初的9.7美元/吨走扩至44.25美元/吨。库存走高及贴水走扩，凸显海外需求疲态。投资资金持仓自2月9日转为净空头，截止至2月28日维持净空头，资金做多热情暂时不强。

国内季节性累库兑现，但春节累库量为2018年以来的低位，库存绝对量也维持在近年低水平，截止至2月29日社会库存达17.41万吨。源于近年货源厂对厂增多，且炼厂合金生产也在加快上马，低库存常态化。

图表 39 LME 库存攀升至近三年高位



图表 40 国内累库弱于季节性



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

四、总结与后市展望

宏观面看，美国通胀回落受阻，市场进一步修整降息预期，预计美联储年内首次降息节点延后至6月份，全年降息三到四次，美元偏强。国内经济修复且政策预期强，带动市场情绪回暖。

供应端看，海外矿山扰动事件较多，国内矿山未完全复产，锌矿收紧逐步传导至冶炼端。当前加工费及锌价下，炼厂亏损增多，强化减产预期。在内强外弱的背景下，沪伦比价回升，精炼锌进口窗口间歇式开启，进口货源或有少量流入，但整体供应压力已较去年下半年有明显边际改善。

需求端看，LME库存快速攀升及现货贴水走扩，均指向海外消费不佳。国内节后下游消费逐步回归，基建项目托底，汽车及家电“以旧换新”政策加持，风光新增装机量增速高位回落，地产政策呵护但实际效果依旧一般，消费尚稳健，等待政策更多刺激提振。

整体来看，国内政策向好部分对冲了海外降息预期下调的影响，锌产业链上游成本支撑依然有效，且国内消费在回归路上，支撑锌价低位反弹。不过，海外的交仓风险及国内消费成色尚未可知，使得锌价反弹难一蹴而就。考虑到当前锌价估值偏低，逢低做多风险有限，预计3月沪锌主要运行区间在20000-21500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

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。