

2024年5月7日



## 成本抬升&需求改善

### 锌市回调做多

#### 核心观点及策略

- 宏观面看，美国经济景气度略回落叠加就业市场降温，降息预期回升，市场风险偏好回暖。国内刺激政策有望加速落地，经济向好修复。
- 供应端看，锌价上涨，海外炼厂有复产计划，加剧锌矿紧缺，内外加工费仍有下行压力，成本支撑抬升。国内炼厂利润欠佳，提产意愿不强烈，叠加沪伦比价低位下，锌锭进口窗口关闭，供应端压力有限。
- 需求端看，海外需求相对疲软，现货溢价延续回落。国内逆季节性累库，但后期随着专项债发行及项目提速，基建有望发力；一线城市限购逐步放开，地产或边际改善；家电及汽车在以旧换新政策提振下维持较好表现；需求季节性回暖预期下将进入去库阶段。
- 整体来看，内外宏观驱动向好，基本面看矿端紧缺及需求边际改善将为锌价注入上行动力。不过当前高价向下传导尚不顺畅，高位风险集聚，等待回调做多为宜。预计5月沪锌主要运行区间在22200-24000元/吨。
- 策略建议：等待回调做多，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 海外矿山存复产计划，国内矿山季节性恢复.....	7
3.1.2 内外加工费环比回落，锌矿进口亏损扩大.....	8
3.2 精炼锌供应情况.....	9
3.2.1 海外炼厂复产，供应端修复.....	9
3.2.2 国内精炼锌供应预期环比回落，精炼锌进口窗口关闭.....	10
3.3 精炼锌需求情况.....	12
3.3.1 海外需求偏弱.....	12
3.3.2 国内初端消费弱于同期，初端产品出口喜忧参半.....	13
3.3.3 终端需求延续分化.....	15
3.4 海外库存高位回落，国内逆季节性累库.....	17
四、总结与后市展望 .....	18

## 图表目录

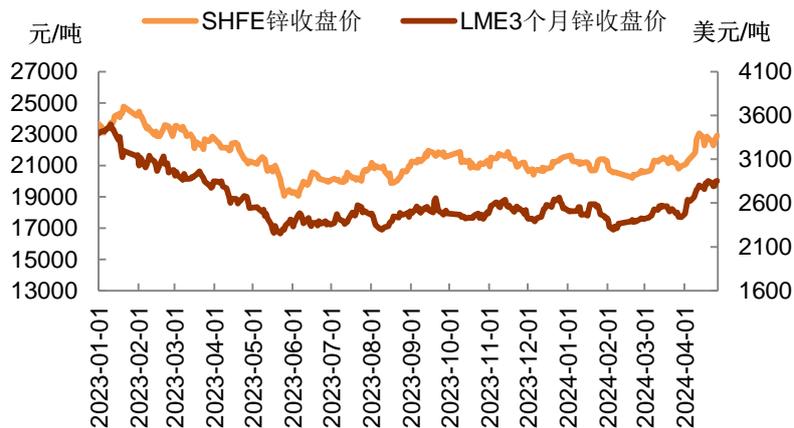
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势 .....	4
图表 2 美国通胀情况.....	6
图表 3 美国利率水平.....	6
图表 4 美国就业市场.....	6
图表 5 欧美 PMI 数据.....	6
图表 6 欧元区通胀情况.....	6
图表 7 欧元区利率水平.....	6
图表 8 国内 PMI 数据.....	7
图表 9 国内 GDP 数据.....	7
图表 10 全球锌矿月度产量情况.....	7
图表 11 内锌矿月度产量情况.....	7
图表 12 2024 年海外锌矿产量增减情况（万吨） .....	8
图表 13 内外矿加工费维持弱势.....	9
图表 14 锌矿进口亏损扩大.....	9
图表 15 锌矿进口情况.....	9
图表 16 冶炼厂原料库存.....	9
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.....	10
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.....	11
图表 22 精炼锌进口窗口开启.....	11
图表 23 全球精炼锌月度需求情况.....	12
图表 24 美国新建住房销量.....	12
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 基建投资增速回暖.....	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 库存高位回落 .....	18
图表 40 国内逆季节性累库.....	18

## 一、锌市场行情回顾

4月沪锌主力期价呈现强势突破上行的走势，月中创年内新高至23380元/吨。期价上涨主要受宏观层面驱动，月初美国公布的一系列数据显示，经济强劲、就业市场健康且通胀重燃，市场交易重点转向再通胀，同时，国内3月制造业PMI也重回50荣枯线上方，内外宏观向好带动有色贵金属板块集体走强，锌价也不断突破上方整数压力刷新年内高点。不过随着通胀重燃担忧升温，叠加美联储官员释放鹰派言论，市场预计年内降息延后且降息次数下调，宏观风险偏好有所回落，此外锌价走高，对下游负反馈愈明显，现货大贴水，采购不积极性下库存仍在增加，锌价涨势逐步放缓呈现高位区间震荡，截止至4月30日，期价收至23515元/吨，月度涨幅12.27%。

伦锌强势上涨，刷新年内新高至2905美元/吨。4月伦锌反弹主要受宏观层面主导，海外交易再通胀利多商品价格，伦锌跟随有色板块走强，截止至月底，期价收至2908美元/吨，月度涨幅达19.33%。

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

美国经济景气度回落。数据显示，4月美国ISM制造业PMI较3月回落1.1至49.2，低于市场预期水平50。服务业PMI同样较3月大幅回落2.0至49.4，明显低于市场预期的52，为2023年1月以来首次降至荣枯线之下。制造业与服务PMI双双不及预期，指向经济景气度回落。从最新的4月非农就业数据看，意外爆冷，4月美国新增非农就业17.5万人，为2023年10月以来

低点，显著低于市场预期的24万人，失业率升至3.9%，高于3.8%的预期和前值。但通胀方面则表现较为顽固，美国3月PCE价格指数同比增速回升0.2个百分点至2.7%，受近期能源价格回升的影响。核心PCE与2月持平，维持在2.8%，即使剔除食品和能源价格的干扰，核心通胀下行阻力一直没有得到缓解。

美联储政策方面，5月宣布维持利率在5.25%-5.50%区间，为2023年9月以来连续第6次维持利率水平不变，强调近期对于实现通胀水平回到2%目标方面缺乏进展；宣布从6月开始调整缩减资产负债表中国债的规模。会后的新闻发布会上，鲍威尔的发言尽管使用了“年内降息信心不足”相关措辞，但仍然排除了加息的可能性，表态中性偏鸽。

整体来看，鲍威尔排除加息可能，表态偏鸽。4月美国经济景气度有所回落叠加非农就业爆冷，市场重燃美联储降息预期，9月首次降息概率回升至90%附近且预计年内降息2次，美元高位回落，市场风险偏好回升。

## 2.2 欧元区方面

欧元区经济景气度改善。2024年一季度欧元区GDP同比增速为0.4%，高于预期值0.2%；环比增长1.5个百分点至1.3%，结束了此前连续两个季度的负增长，摆脱技术性衰退。4月欧元区Markit综合PMI由3月的50.3回升至51.4。其中服务业PMI持续走强，回升1.4至52.9，已连续3个月处于荣枯线之上。而制造业PMI则进一步回落至45.6（前值46.1）。通胀持续回落，4月欧元区HICP同比增长2.4%，与3月持平；核心HICP同比增速2.7%，前值2.9%，略高于市场预期的2.6%，已连续9个月下降。

欧元区通胀持续回落为欧央行降息提供支撑，欧央行行长拉加德表示，如果没有发生任何重大冲击，欧洲央行很快将降息，目前欧元区的通胀放缓符合预期。同时，多位官员也支持欧央行6月降息，且有官员认为，6月降息后，7月仍有再次降息的可能。

整体来看，欧元区经济景气度改善，制造业及非制造业则延续分化。通胀持续回落下为欧央行降息提可能，市场维持6月首次降息的预期。

## 2.3 国内方面

国内一季度GDP实际同比增速为5.3%，较前值提升0.1个点，高于预期4.9%，主要受1-2月数据较好影响，一季度GDP同比增速超预期。但3月当月数据多低于预期，3月社零同比3.1%，较前值回落2.4个百分点；1-3月固定资产投资同比4.5%；3月工业增加值同比4.5%，较前值回落2.5个百分点，低于市场预期的5.3%；3月中国出口同比-7.5%，预期-2.1%。消费、地产、工业生产均不同程度下滑；制造业、基建投资增速延续高增；受高基数影响，出口回落。经济前瞻指标显示经济景气度有所回落，4月官方制造业PMI为50.4，较前值50.8回落0.4个百分点，但为连续第二个月处于扩张区间。非制造业PMI为51.2，较前值53.0回落1.8个百分点。

政策有望加速发力，4月底中央政治局会议上强调：要靠前发力有效落实已经确定的宏观

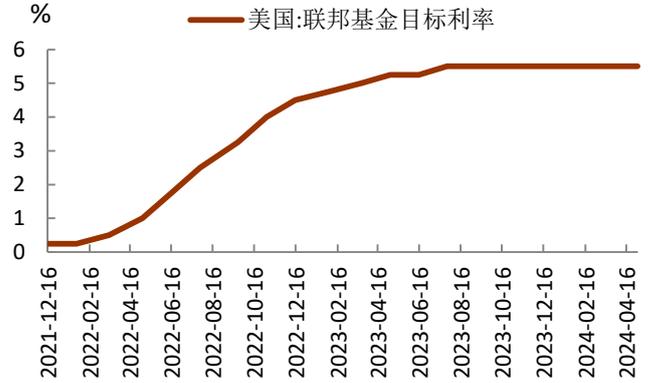
政策；要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度；要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具，加大对实体经济支持力度。

整体来看，国内经济景气度有所回落，但随着货币财政存量刺激政策加速落地，经济修复有望提速。

图表 2 美国通胀情况



图表 3 美国利率水平

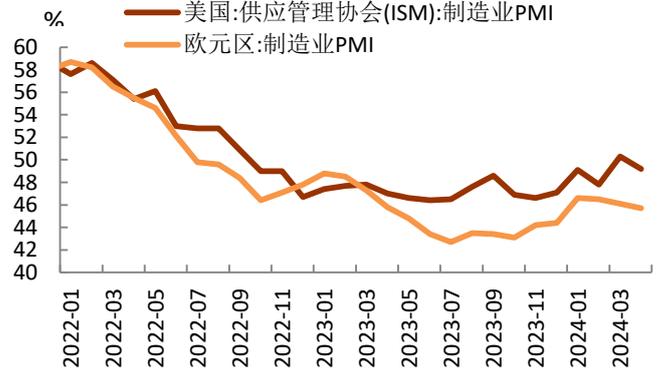


数据来源：iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 4 美国就业市场

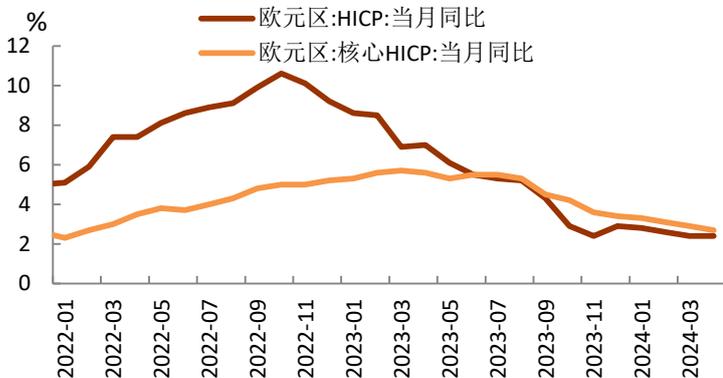


图表 5 欧美 PMI 数据

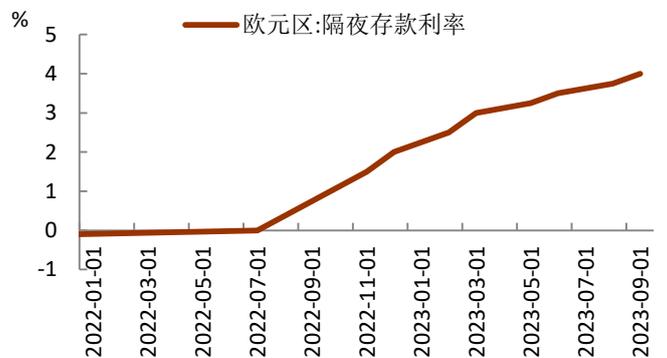


数据来源：iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

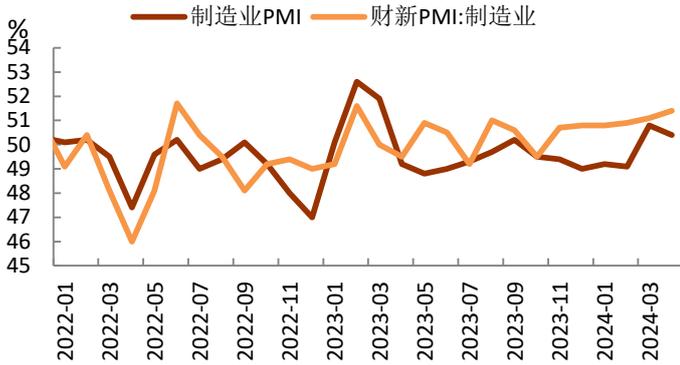


图表 7 欧元区利率水平

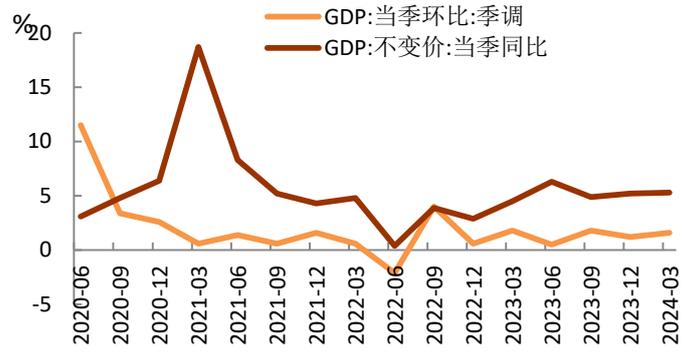


数据来源：iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 8 国内 PMI 数据



图表 9 国内 GDP 数据



数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

### 三、锌基本面分析

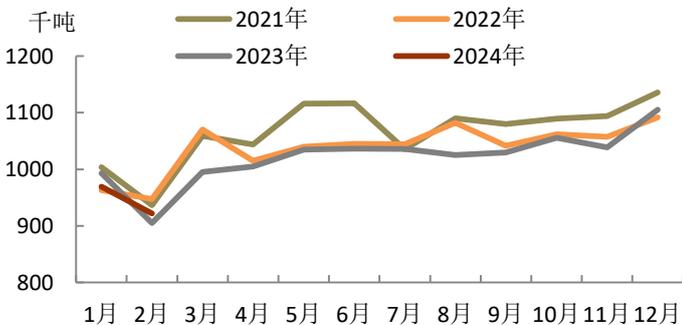
#### 3.1 锌矿供应情况

##### 3.1.1 海外矿山存复产计划，国内矿山季节性恢复

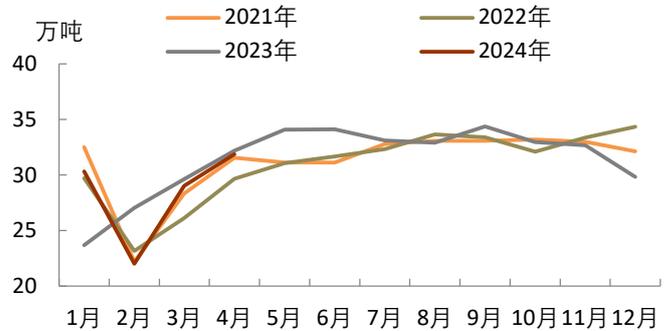
ILZSG: 2024年2月全球锌矿产量92.22万吨，环比减少4.8%。1-2月累计产量189.1万吨，累计同比增加0.75%。

近期海外矿山新增复产消息，5月3日波利顿Boliden降重启爱尔兰的Tara锌矿，计划在第四季度开始增产，并预计从2025年1月开始达到满产。国内方面，北方矿山延续季节性恢复，SMM数据显示，3月锌精矿产量为29.04万金属吨，环比增加7.03万金属吨。4月属于北方矿山复产高峰期，预计4月 SMM 锌精矿产量为31.86万金属吨，环比增加2.82万金属吨。当前锌矿原料维持偏紧，但下半年随着国内外锌矿矿山产量释放，锌矿紧张局面将边际改善，但仍难扭转全年锌矿短缺的格局。

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

**图表 12 2024 年海外锌矿产量增减情况（万吨）**

矿山	国家	2024 年变化
Kipushi	刚果	5
迈蒙矿	米尼加	0.5
Ozernoye	俄罗斯	5
Bowdens Silver	澳大利亚	3
Vares 银矿	波斯尼亚	3.5
Buenvista	墨西哥	5.4
Peñasquito	墨西哥	14
Kazzinc	哈萨克斯坦	3
Neves-Corvo	葡萄牙	2
Aripuanã	巴西	2
Lalor	加拿大	0.7
Endeavor	澳大利亚	5
Tara	爱尔兰	1
Dugald River	澳大利亚	3
增量合计		54.1
Aljustrel 铅锌矿	葡萄牙	-7.5
Antamina	秘鲁	-23
Gordonsville 和 Cumberland	美国	-4.6
Myra Falls polymetallic	加拿大温哥华	-3.5
Broken Hill	澳大利亚	-5
减量合计		-43.6
合计		9.5

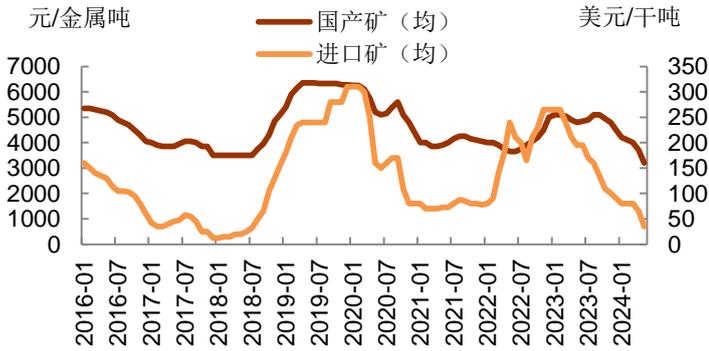
数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

### 3.1.2 内外加工费环比回落，锌矿进口亏损扩大

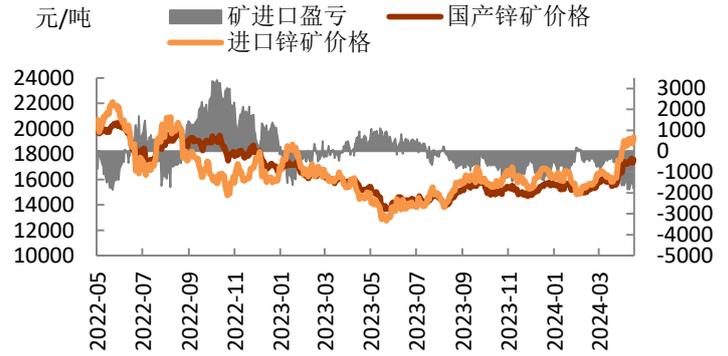
原料锌矿供应维持偏紧，5 月内外锌矿月度 TC 分别为 3200 元/金属吨和 35 美元/干吨，均值环比分别降 500 元/金属吨和 30 美元/干吨。内外矿山产量释放缓慢，叠加海外炼厂复产，加剧锌矿紧张格局，预计内外加工费仍有下行压力。

进口情况看，海关数据显示，2024年3月锌精矿进口量为24.43万吨，环比减少2.73%，同比减少23.86%。1-3月锌精矿累计进口量为89.14万吨，同比减少27.12%。3月主要进口国为伊朗（3.66万吨）、俄罗斯（3.15万吨）、南非（2.68万吨）、澳大利亚（2.29万吨）。现货TC较低，炼厂进口积极性不佳，多为长单。进入4月，沪伦比价由8.6附近下滑至8附近，进口矿亏损扩大至1700元/吨左右，进口预期下降。

图表 13 内外矿加工费维持弱势

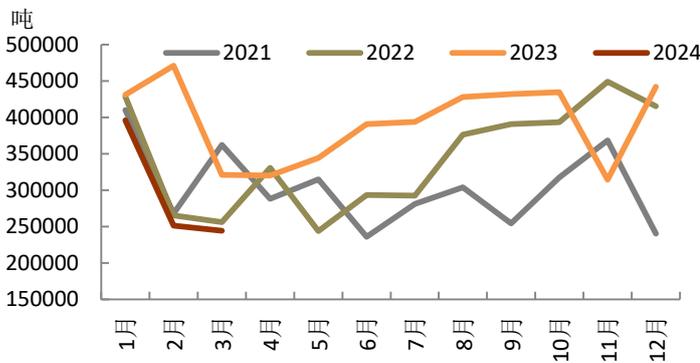


图表 14 锌矿进口亏损扩大

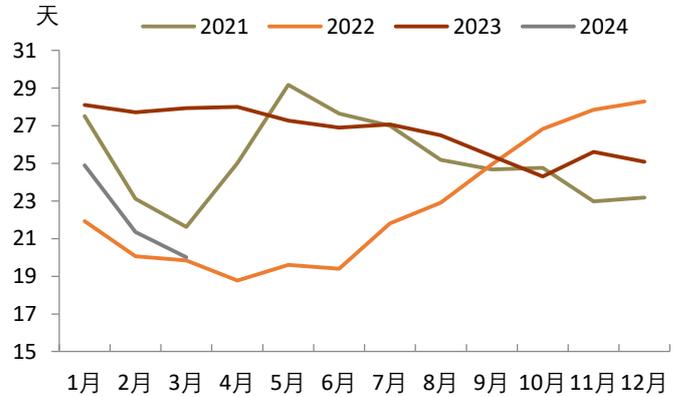


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 15 锌矿进口情况



图表 16 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 海外炼厂复产，供应端修复

全球范围来看，ILZSG数据显示，2024年2月精炼锌产量107.2万吨，环比减少7.8%。1-2月累计产量223.5万吨，累计同比增加2.6%。其中，中国及美洲产量同比增幅分别为6.6%和1.3%，欧洲产量同比减少16.5%。此外，根据ILZSG最新预测，全球精炼锌产量将受到精矿供应的限制，预计2024年精炼锌产量将小幅增长0.6%至1401万吨，此前预测增长至1430万吨。

近期海外炼厂新增复产消息，4月30日消息，Nyrstar位于荷兰Budel的工厂将于5月13日当周以较低的产能重新启动，此前1月中旬暂停生产。此外，嘉能可已于2月增加Nordenham锌冶炼厂（年产能16.5万吨）的产出。减产方面，3月6日韩国Young Poong Corp表示已将其Seokpo锌冶炼厂（年产能40万吨）的产量削减了五分之一。后期，复产投建方面主要关注俄罗斯铜业及波利顿Odda炼厂的情况。总的来看，海外炼厂复产，叠加新增冶炼项目推进，海外供应

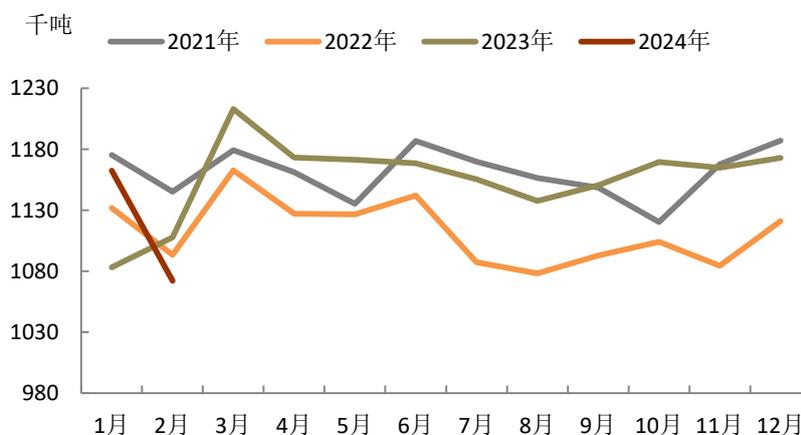
端逐步修复，精炼锌供需偏过剩的格局有望延续。

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。现计划 5 月 13 日以较低产能重启。
	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。2024 年 2 月已开始增加产出。
	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 国内精炼锌供应预期环比回落，精炼锌进口窗口关闭

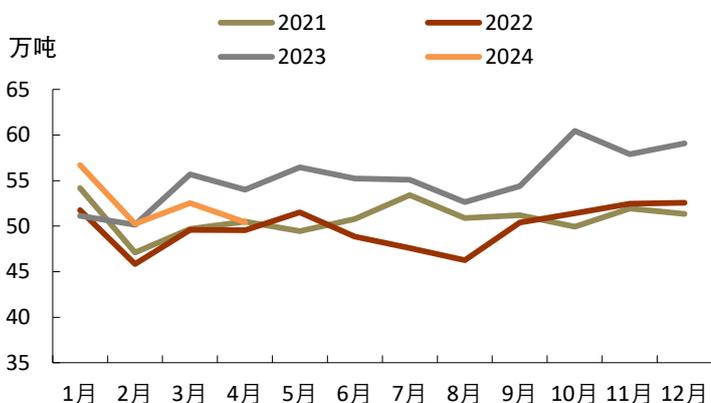
SMM数据显示，3月精炼锌产量为 52.55 万吨，环比增加 2.3 万吨或环比增加 4.57%，同比下降 5.61%，1~3 月累计产量 159.5 万吨，累计同比增加 1.63%，略高预计值。因生产天数增加，增量来源湖南、广西、四川等地的冶炼厂产量恢复，减量来源内蒙古、青海、湖南、四川的冶炼厂亦有一定的检修减产。

预计 4 月精炼锌产量环比下降 2.12 万吨至 50.43 万吨，同比下降 6.61%。减量来源：

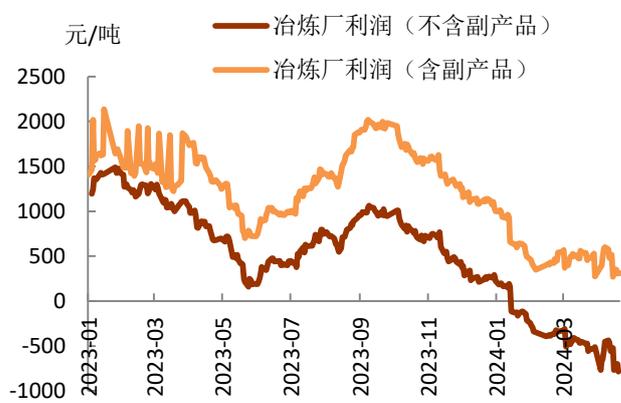
甘肃、新疆地区冶炼厂常规检修，叠加河南、陕西、云南、内蒙等地部分冶炼厂因原料和利润不足检修减产带来一定减量，增量来源：湖南、四川、陕西、安徽等地冶炼厂检修恢复产量增加。

进口方面，海关数据显示，2024年3月精炼锌进口4.63万吨，环比增加2.11万吨或环比增加83.51%，同比增加262.41%，1-3月精炼锌累计进口9.66万吨，累计同比增加399.56%。3月精炼锌出口量0.062万吨，3月精炼锌净进口4.57万吨。3月主要进口国为哈萨克斯坦（1.66万吨）、澳大利亚（1.55万吨）、伊朗（0.32万吨）。进口量略超预期，一方面哈锌长单持续流入，另一方面，2月底以来进口窗口间歇性开启，韩国、日本、印度进口增加。后期看，进入4月，锌价呈现外强内弱的格局，沪伦比价大幅回落，精炼锌进口亏损扩大至2000元/吨之上，预计散单进口量将大量减少，月度进口量预计在2-3万吨附近。

图表 19 国内精炼锌月度产量

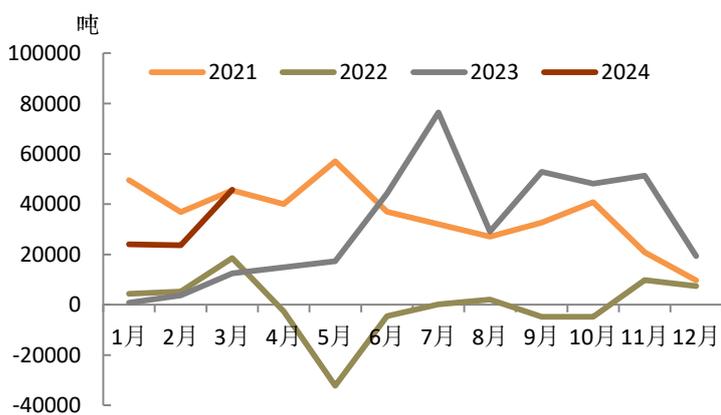


图表 20 冶炼厂生产利润

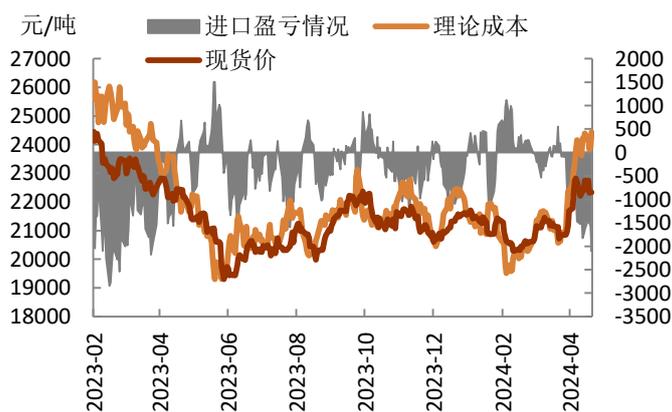


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 21 精炼锌净进口情况



图表 22 精炼锌进口窗口开启



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

### 3.3 精炼锌需求情况

#### 3.3.1 海外需求偏弱

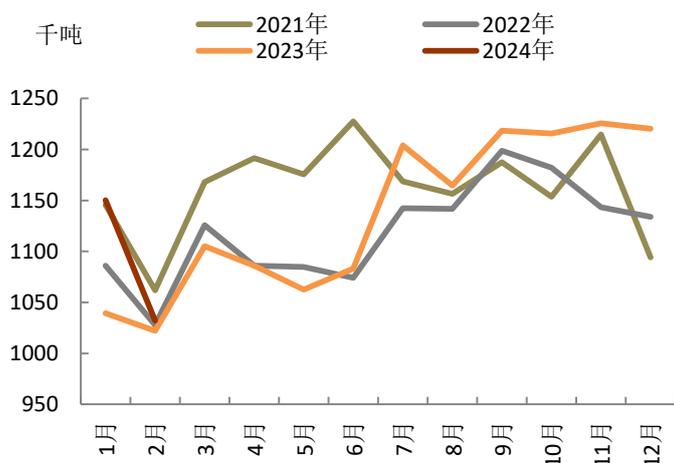
全球范围来看，ILZSG数据显示，2024年2月精炼锌消费量为103.2万吨，环比减少10.3%，1-2月累计消费量为218.2万吨，累计同比减少0.18%。1-2月全球供需过剩5.3万吨，去年同期为短缺0.8万吨。此外，ILZSG最新年度预期2024年全球精炼锌需求将增长1.8%达到1396万吨（此前预期增速为2.5%），其中中国需求预计增长1.4%。全球精炼锌市场出现过剩5.6万吨，远低于此前预期的36.7万吨。

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，房地产市场的先行指标3月新房销售同比增速回升8.3%，明显高于2月的1.9%；3月美国新屋销售69.3万套，为去年9月份以来最高，高于市场预期的66.9万套。受年初抵押贷款利率下高位回落叠加降息预期下建筑商信心恢复影响，同时房屋供给偏紧格局维持，新房开工有所回暖。汽车方面，3月美国汽车产量同比增加1.19%至28.93万辆。今年一季度以来，汽车销量逐步环比增长，得益于库存的充实、车队销售的稳健提升以及激励措施的大幅增加，刺激了零售市场的需求。

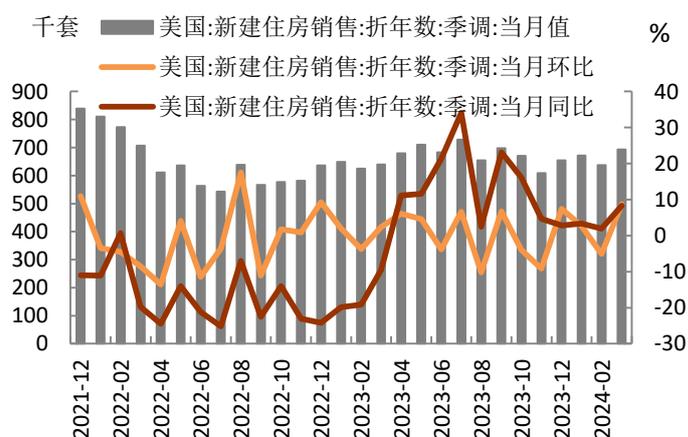
欧洲市场相对偏弱，2月欧元区19国营建产出指数105.6，同比减0.6%。自2013年以来受高通胀及高房贷利率影响，欧洲多国房屋销售大幅下降，不过2023年年底以来，房屋销售下降的国家数量及幅度均有减少，市场出现稳定迹象。随着欧元区降息预期升温，购房者信心有望增强，不过当前需求依旧面临挑战，需求有效回暖仍需等待。汽车方面，3月欧元区汽车销量同比降幅达26%，未能延续年初以来的向好态势，指向制造业消费仍显偏弱。

总的来看，欧美微观数据喜忧参半，消费未有显著改善的背景下，欧美锌现货溢价延续高位回落态势，市场等待下半年欧美央行开启降息，或带动消费端边际改善。

图表 23 全球精炼锌月度需求情况

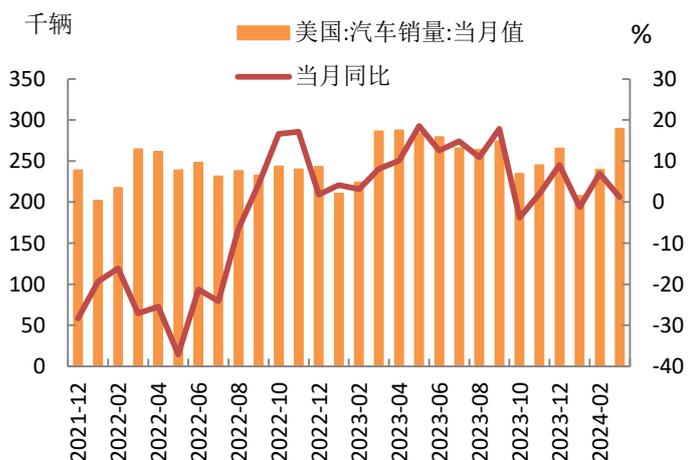


图表 24 美国新建住房销量

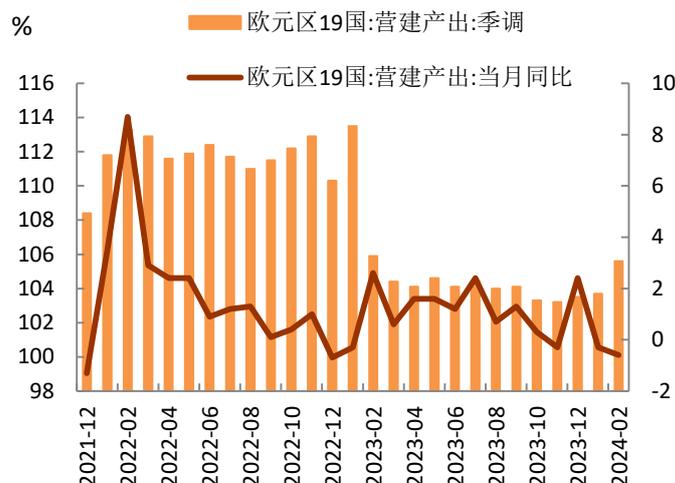


数据来源：SMM, iFinD, 铜冠金源期货

图表 25 美国汽车销量情况

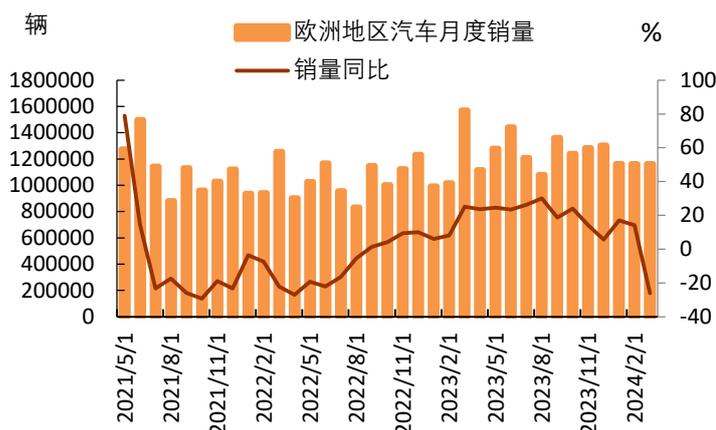


图表 26 欧元区房屋营建情况

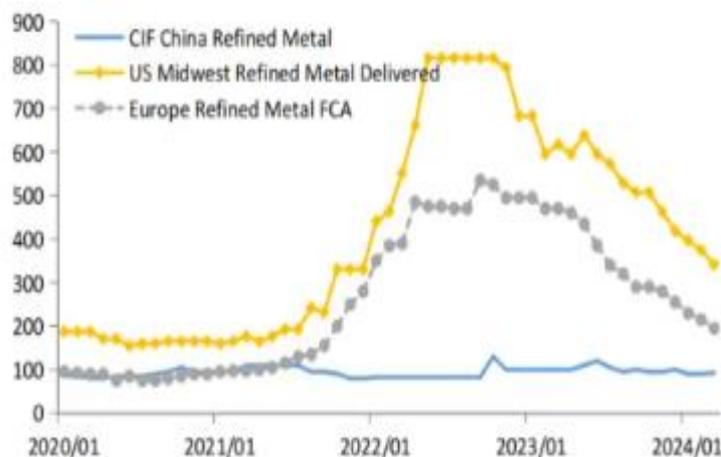


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 27 欧元区汽车销量情况



图表 28 各地锌锭贸易升水



数据来源: iFinD, Bloomberg, CRU, 铜冠金源期货

### 3.3.2 国内初端消费弱于同期，初端产品出口喜忧参半

4月下旬初端企业开工表现不及去年同期，截止至4月26日，镀锌、压铸锌、氧化锌企业开工率分别为64.54%、56.22%和60.06%。其中，4月黑色系震荡偏强，镀锌大厂订单较好，开工较高，但中小企业成本增加且订单竞争激烈，利润不佳下部分选择减产或放假；镀锌结构件分化明显，交通基建订单不及预期，铁塔及光伏订单较稳健。压住新合金板块企业订单较差，叠加区域原料价差明显，广东、宁波间压铸企业原料采购及销售间形成利润亏损，打击企业生产积极性，部分小型企业不同程度停产，拖累开工下行。原料价格上涨，但下游新增订单不明显，影响氧化锌企业开工，成品库存小增。受运输业及新能源汽车影响，橡胶类订单下滑，陶瓷类及饲料类、电子类订单较稳定。总体看，原料价格上涨，且终端订单不佳，

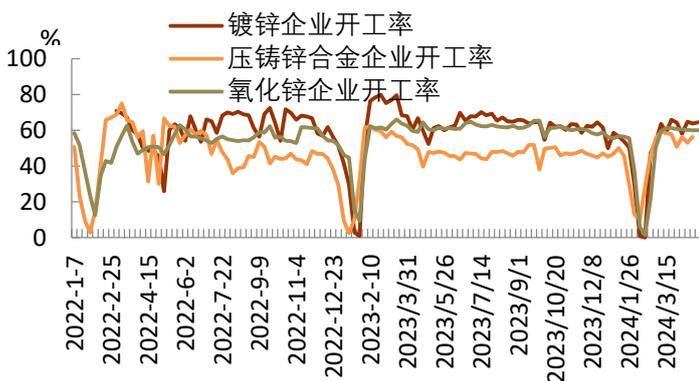
初端企业开工偏弱，这与终端板块欠佳的数据也相互验证。

从初端消费品出口情况看，镀锌板出口延续较好，压铸锌合金及氧化锌出口较弱。海关数据显示，2024年3月镀锌板净出口111.19万吨，同比增加30%，1-3月镀锌板累计净出口272.38万吨，累计同比增加22.33%。主要出口国为韩国、菲律宾、泰国、越南及以色列等。3月镀锌板出口季节性回升且人民币贬值利好企业出口，此外一带一路国家需求增加，也提振国内出口订单。进入4月随着黑色系价格回升，镀锌板价格优势减弱，出口量预计环比小降。

3月锌合金出口316.22吨，同比减少37%，1-3月累计出口811.7万吨，累计同比减少22.5%。主要出口国为越南、乌兹别克斯坦、孟加拉国及印尼等。3月越南等国春节因素解除，需求增加，提供一定出口支撑，但同比看，合金出口优势减弱，市场竞争力下滑出口量同比降幅较大，后期亦难出现较好表现；

3月氧化锌出口905.16万吨，同比减少52.8%，1-3月累计出口2576.5万吨，累计同比减少39%。主要出口国为越南、泰国、日本、肯尼亚等。国内氧化锌出口税务问题较复杂、征税手续费多，削弱出口竞争力；同时部分企业逐步厂迁海外或开拓海外市场，挤占国内出口份额，后期看，客观因素及产业贸易格局变化下，氧化锌出口难有强预期。

图表 29 国内初端企业开工率

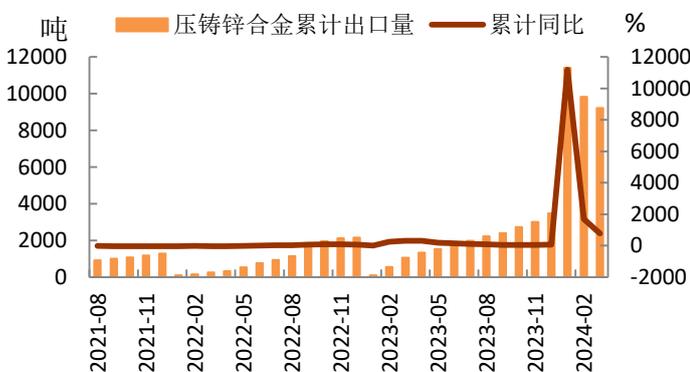


图表 30 镀锌板净出口情况



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 终端需求延续分化

传统消费板块来看，**基建投资方面**：国家统计局数据显示，1-3月广义、狭义基建投资同比分别为8.8%、6.5%，分别较1-2月累计同比变动-0.2、0.2个百分点。今年基建托底经济诉求低于去年，一季度基建投资维持高位，但表现偏弱，专项债发行及项目进展均偏慢。从高频数据看，1-3月沥青开工率底部震荡，水泥发运率增速回落，国内挖掘机销量跌幅有所收窄但仍大，整体基建实物工作量仍待提升。

4月23日消息称，发改委联合财政部完成2024年地方政府专项债券项目的筛选工作，共筛选通过专项债券项目约3.8万个、2024年专项债券需求5.9万亿元左右，为今年3.9万亿元专项债券发行使用打下坚实基础。4月底中央政治局会议再度强调要及早发行并用好超长期特别国债和加快专项债发行使用进度。预计5月开始地方政府专项债和国债净融资将明显加速，而超长期特别国债或将于6月开始发行。基建实物工作量有望提升，镀锌消费量有望季节性回暖。

**房地产方面**：国家统计局数据显示，2024年1-3月地产投资累计同比-9.5%，较前值跌幅扩大0.5个百分点。其中，1-3月房屋新开工、施工、竣工面积累计同比分别为-27.8%、-11.1%、-20.7%。1-3月商品房销售面积、销售额同比分别为-19.4%、-27.6%，分别较前值跌幅收窄1.1、1.7个百分点。新开工跌幅收窄、施工竣工跌幅扩大，房屋销售面积跌幅收窄，但土地成交仍在低位，指向地产景气仍在低位。

4月以来，30大中城市日均新房成交面积延续季节性回升，但同比表现仍处较低位。不过政策端依旧积极，4月底政治局会议提出切实做好保交房工作，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施。近期一线城市地产政策不同程度放松，叠加保障房落地预期，地产端有望边际改善，将有效带动镀锌及后端锌合金等消费。

**从汽车方面来看**：中汽协数据显示，3月汽车产销分别完成268.7万辆和269.4万辆，环比分别增长78.4%和70.2%，同比分别增长4%和9.9%。2024年1-3月，汽车产销分别完成660.6万辆和672万辆，同比分别增长6.4%和10.6%。其中，3月新能源汽车产销分别完成86.3万辆和88.3万辆，同比分别增长28.1%和35.3%。2024年1-3月，新能源汽车产销分别完成211.5万辆和209万辆，同比分别增长28.2%和31.8%。

3月汽车产销呈现较快增长，乘用车和商用车均有良好表现；新能源汽车延续快速增长势头，市场占有率稳定在30%；整车出口依然保持较高水平。高频数据看，汽车半钢胎开工率绝对值保持在近年同期上方，显示汽车行业保持较高景气度。后期，在以旧换新政策的加持下，有望巩固拓展汽车行业发展，带动耗锌量呈现正增长。

**从白色家电方面来看**：统计局数据显示，1-3月空调累计产量6878.0万台，同比增长16.5%。1-3月冰箱累计产量2362.1万台，同比增长12.8%。1-3月洗衣机累计产量2559.9万台，同比增长13.8%。1-3月彩电累计产量4334.3万台，同比增长0.2%。出口方面，1-3月空累计出口1864万台，同比增长11.2%。1-3月冰箱累计出口1779万台，同比增长34.4%。1-3月洗衣机累计出

口808万台，同比增长30.0%。1-3月电视累计出口2242万台，同比下降1.7%。

2024年开年以来，以旧换新是白色家电板块最重要的产业政策之一。从目前市场反馈的情况来看，无论是政府方面还是渠道企业方面，均在大力实施以旧换新，有望带动家电内销延续向好态势。从产业在线4-6月排产数据来看，4月空调、冰箱及洗衣机排产量同比增速分别为22.7%、14.2%和2%。均维持同比正增长，一方面以旧换新政策支持，另一方面进入二季度迎来空调旺季需求，叠加去年低基数效应，空调排产同比增速较高；此外原材料价格上涨，考虑未来成本上升的影响，部分冰箱企业排产计划提前。

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。

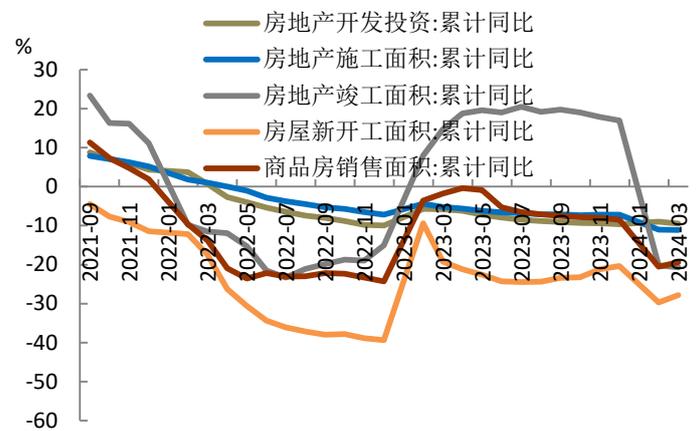
**新兴消费板块来看**，风电和光伏：电力企业联合会数据显示，2024年1-3月风电新增装机容量累计量1550万千瓦，累计同比增加49.04%。预计全年风电新增装机量89GW，同比增速17.63%。1-3月光伏新增装机容量累计量4574万千瓦，累计同比增加35.89%。根据光伏协会数据，中性预估2024年光伏新增装机量为205GW，同比减少5%。总的来看，随着项目增速放缓及行业内卷加速，风光难维持2023年的高增速。中性预计看，2024年光伏耗锌量同比减少2万吨，风电耗锌量同比增7.3万吨。

整体来看，年初以来终端消费延续分化态势，随着专项债及超长期特别国债发行，基建有望发力；地产端在一线逐步松绑背景下，有望边际改善；汽车及家电板块在以旧换新政策加持下延续向好态势，风光增速回落，但维持正增速，二季度需求有望季节性回暖。

图表 33 基建投资增速回暖

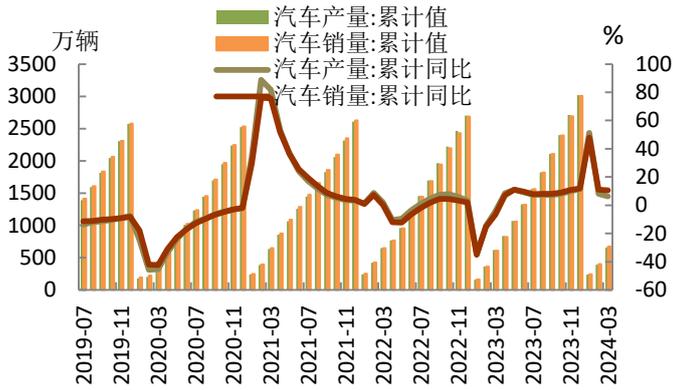


图表 34 地产主要指标依然疲软



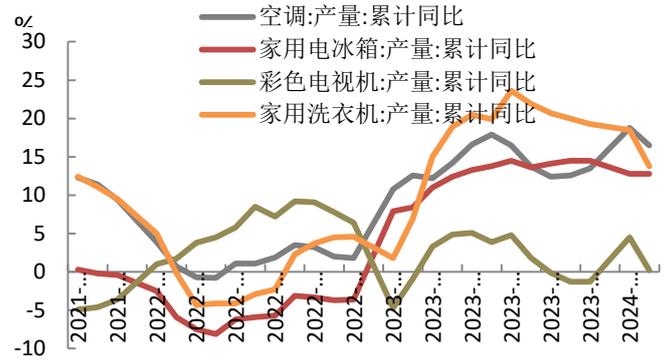
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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 风电新增装机量情况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 38 光伏新增装机量情况

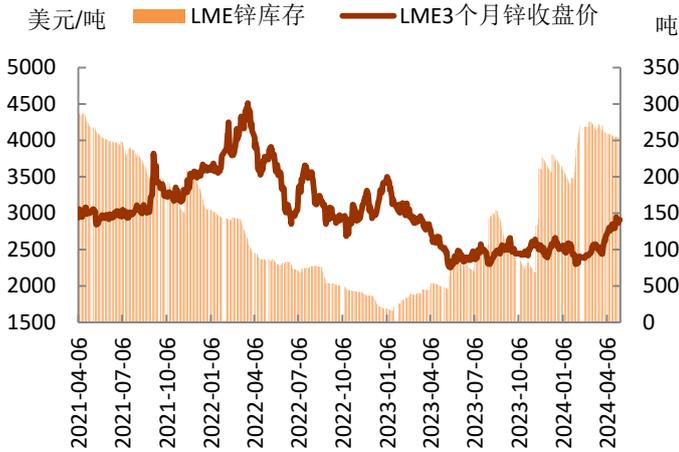


### 3.4 海外库存高位回落，国内逆季节性累库

4月LME库存延续高位小幅回落，截止至4月30日，库存为254875吨，月度减少9325吨。LME0-3现货贴水收窄，截止至4月30日贴水收至11.43美元/吨。库存高位回落、现货贴水收窄，指向海外压力有所缓解。此外，4月中旬投资资金净多头大幅增加，指向海外做多热情较高。

国内逆季节性累库，截止至4月29日社会库存达21.16万吨，月度增加1.2万吨。宏观情绪带动锌价强势上涨，但下游消费未能有效跟进，订单欠佳及原料价格大涨的背景下，下游企业拿货意愿较低，库存迟迟未能去库，出现逆季节性累库。月底，随着五一假期临近，下游刚需备货，预计节后库存呈现先累增后去库的表现。

图表 39 LME 库存高位回落



图表 40 国内逆季节性累库



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

#### 四、总结与后市展望

宏观面看，美国经济景气度略回落叠加就业市场降温，降息预期回升，市场风险偏好回暖。国内刺激政策有望加速落地，经济向好修复。

供应端看，锌价上涨，海外炼厂有复产计划，加剧锌矿紧缺，内外加工费仍有下行压力，成本支撑抬升。国内炼厂利润欠佳，提产意愿不强烈，叠加沪伦比价低位下，锌锭进口窗口关闭，供应端压力有限。

需求端看，海外需求相对疲软，现货溢价延续回落。国内逆季节性累库，但后期随着专项债发行及项目提速，基建有望发力；一线城市限购逐步放开，地产或边际改善；家电及汽车在以旧换新政策提振下维持较好表现；需求季节性回暖预期下将进入去库阶段。

整体来看，内外宏观驱动向好，基本面看矿端紧缺及需求边际改善将为锌价注入上行动力。不过当前高价向下传导尚不顺畅，高位风险集聚，等待回调做多为宜。预计5月沪锌主要运行区间在22200-24000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

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号  
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。