

2024年9月6日



宏观担忧未解

锌价先抑后扬

核心观点及策略

- 宏观面看，美国经济衰退担忧犹存，市场押注美联储大幅降息预期升温，但存在不及预期的风险。国内经济下行压力较大，政策加码的必要性增强。
- 供应端看，海外矿山再现扰动，俄罗斯OZ矿开始生产，国内火烧云产量有所释放，不改现期全球矿端偏紧格局，内外加工费维持承压态势。炼厂联合减产应对TC下跌诉求较强，后期持续跟踪减产兑现情况，供应端弹性较弱。当前精炼锌进口窗口尚未开启，进口货源冲击有限。
- 需求端看，海外需求不稳定，高库存高贴水的组合延续压制锌价。国内高温渐退，基建实物量增量有望体现，汽车及家电在政策加持下预计延续向好，且东南亚需求稳健提振镀锌板出口，但地产端消费拖累难言改善。
- 整体来看，宏观主导方向，供需决定相对强弱。国内外经济下行压力均较大，宏观情绪偏谨慎，关注后期美联储大幅降息及国内政策加码的兑现情况。矿侧对冶炼弹性约束持续，同时消费渐入旺季，供需存边际改善预期。在宏观情绪疲软的背景下，预计9月锌价震荡偏弱，主要运行区间22500-24500元/吨，较健康的基本面支持锌可作为有色板块对冲的多配品种。同时去库预期犹存，跨月仍以正套思路对待。
- 操作建议：单边区间操作，跨期滚动正套
- 风险因素：海外经济深度衰退，国内旺季消费远不及预期

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

021-6855 5105

li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

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 供应仍有扰动，全球锌精矿恢复缓慢.....	7
3.1.2 锌精矿进口环比增加，但加工费未有止跌迹象.....	10
3.2 精炼锌供应情况.....	11
3.2.1 海外炼厂减复产并存，供应端修复.....	11
3.2.2 炼厂释放联合减产信号，精炼锌进口窗口暂未开启.....	12
3.3 精炼锌需求情况.....	13
3.3.1 海外需求改善不稳定.....	13
3.3.2 初端企业开工维持淡季特征，镀锌板出口表现尚可.....	15
3.3.3 终端延续分化，存韧性但亮点有限.....	16
3.4 内外库存走势分化.....	19
四、总结与后市展望	19

图表目录

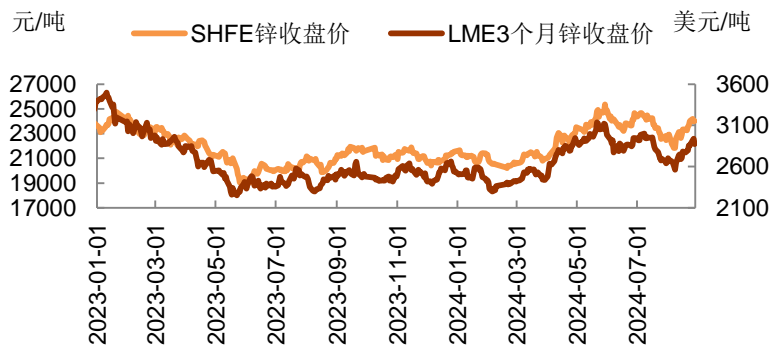
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势	4
图表 2 美国通胀情况.....	6
图表 3 美国利率水平.....	6
图表 4 美国就业市场.....	6
图表 5 欧美 PMI 数据.....	6
图表 6 欧元区通胀情况.....	6
图表 7 欧元区利率水平.....	6
图表 8 国内 PMI 数据.....	7
图表 9 国内社融情况.....	7
图表 10 2024 年海外锌矿产量增减情况（万吨）	8
图表 11 全球锌矿月度产量情况	9
图表 12 国内锌矿月度产量情况.....	9
图表 14 2024 年海外矿山扰动事件汇总（万吨）	10
图表 15 内外矿加工费降至极低水平.....	11
图表 16 锌矿进口盈亏.....	11
图表 17 锌矿进口情况.....	11
图表 18 冶炼厂原料库存天数.....	11
图表 19 全球精炼锌月度产量情况.....	12
图表 20 2024 年初以来海外炼厂事件汇总（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 精炼锌进口盈亏情况.....	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 美国汽车销量情况.....	14
图表 28 欧元区房屋营建情况.....	14
图表 29 欧元区汽车销量情况.....	15
图表 30 各地锌锭贸易升水.....	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 基建投资增速有望回暖.....	18
图表 34 地产主要指标依然疲软.....	18
图表 35 汽车产销情况.....	18
图表 36 白色家电产量情况.....	18
图表 37 风电新增装机量情况.....	18
图表 38 光伏新增装机量情况.....	18
图表 39 LME 库存小幅累库	19
图表 40 国内去库节奏放缓.....	19

一、锌市场行情回顾

8月沪锌主力呈现探底回升的走势，月初市场弥漫着美国经济衰退的担忧，锌价延续下行探底，跌破22000元/吨重要支撑位。随后美国多项指标显现出韧性，衰退担忧明显减弱，叠加美联储降息预期不断强化，锌价跟随有色板块企稳反弹。同时，下游逢低采买带动库存持续逆季节性回落，叠加加工费不断刷新历史低位，减产预期走高，基本面偏多的属性支撑锌价反弹弹性高于其他有色品种。8月21日，CZSPT小组达成减产共识，预期照进现实，锌价延续反弹格局，并站稳24000元/吨一线。不过随着利多消息消化及消费旺季尚未到来，锌价反弹动力驱缓，走势逐步转向横盘震荡调整，截止至月底，期价最终收至24050元/吨，月度涨幅达5.3%。

伦锌走势亦呈现探底回升的态势，月初跌破2600美元/吨一线后企稳反弹，至2900美元/吨上方后涨势放缓，最终收至2899.5美元/吨，月度涨幅达7.47%。

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

美国经济有韧性但衰退担忧犹存。7月零售和食品服务销售额同比增长2.7%。其中，零售销售同比增长2.6%，环比增长1%（高于市场预期的0.4%），为2023年1月以来的最高值。7月耐用品订单终值环比升9.8%，预期升9.9%，初值升9.9%，6月终值降6.7%。美国8月ISM制造业PMI为47.2，低于预期的47.5，高于前值。其中，美国8月ISM制造业新订单指数降至44.6，大幅低于前值47.4，为2023年5月以来最低。制造业PMI连续第五个月萎缩，再度引发了人们对经济衰退的担忧。劳动力市场疲软迹象明显，7月JOLTS职位空缺767.3万人，大幅不及预期的810万人，创2021年初以来最低，前值从818.4万人下修至791万人。

通胀延续回落，7月美国CPI同比增长2.9%，核心CPI同比为3.2%，均较6月下行0.1个百分点

点，其中CPI达到2021年以来的最低水平。7月美国通胀的缓解主要与核心通胀缓解有关，其中核心商品，尤其是二手车贡献较大。美国7月PCE物价指数同比增长2.5%，较6月持平，符合市场预期。核心PCE物价指数同比上涨2.6%，同样与6月持平，略低于市场预期的2.7%。

在经济、就业及通胀均放缓的背景下，为美联储提供了降息基础。8月23日的杰克逊霍尔会议中，美联储主席鲍威尔向市场传递了迄今为止最明确的信号：美联储即将启动降息周期。就在美联储释放降息信号当天，纽约股市三大股指集体应声上涨。不过，鲍威尔并没有给出降息路径，仍强调“依赖数据”。

整体来看，美国就业及通胀放缓，经济有韧性但衰退担忧犹存，鲍威尔释放明确降息信号但为给出降幅指引，市场认为9月降息25BP为基准情形，降息50BP的概率逐步升温，流动性有望改善。

2.2 欧元区方面

欧元区经济景气度回落，8月欧元区制造业PMI较7月回落0.2至45.6，低于市场预期的45.8。服务业PMI由7月的51.9上升至53.3，高于预期的51.7。综合PMI为51.2，较7月上升1.0，高于市场预期的50.1。通胀继续回落，8月欧元区HICP同比增长2.2%，较前一月回落0.4个百分点，符合市场预期。核心HICP同比较前一月回落0.1个百分点至2.8%。

受经济及通胀同步回落影响，欧央行已先于美联储于6月开启降息，对于后期降息路径，欧央行官员多维持偏谨慎态度，如欧洲央行管委诺特也指出，决定9月是否降息需获得更多数据。欧洲央行管委兼德国央行行长内格尔认为，预计通胀高于目标的状态将持续至2025年，目前还没有实现通胀目标，欧洲央行不可以过快降息。

整体来看，欧元区经济指标及通胀均维持下行态势，但欧央行在6月首次开启降息后对后续降息路径维持谨慎态度，认为政策应循序渐进、谨慎推进，需等待更多数据做出进一步指引。

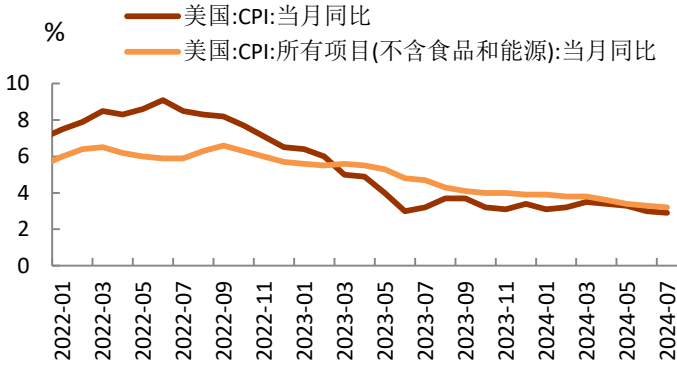
2.3 国内方面

国内经济数据维持疲软，7月经济金融指标多延续弱势，其中，7月新增人民币贷款2600亿，预期4561亿，去年同期3459亿；新增社融7708亿，预期1.02万亿，去年同期5366亿；存量社融增速8.2%，前值8.1%；M2同比6.3%，预期6.4%，前值6.2%；M1同比-6.6%，前值-5%。7月信贷、社融规模均低于季节性、也低于预期，结构仍然欠佳，本质约束还是需求不足、信心不足。7月工业增加值同比5.1%（前值5.3%），社零同比2.7%（前值2.0%）；1-7月固投同比3.6%（前值3.9%），地产投资同比-10.2%（前值-10.1%），广义基建投资同比8.1%（前值7.7%），制造业投资同比9.3%（前值9.5%）。经济指标延续低位震荡，内需延续偏弱，且前段表现较好的出口及制造业也出现了放缓迹象。从经济前瞻指标来看，8月官方制造业PMI为49.1%，比上月下降0.3个百分点。服务业商务活动指数为50.2%，比上月上升0.2个百分点。

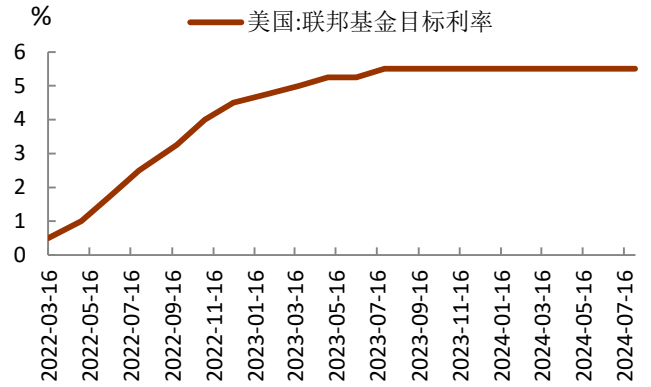
制造业PMI降幅略高于季节性，表现不及近年同期水平，价格回落、内需不足仍未主要拖累因素。

整体来看，国内经济内生动力依旧不足，且出口增速出现放缓迹象，全年实现5%GDP目标的难度较大，仍需政策端加码。

图表 2 美国通胀情况

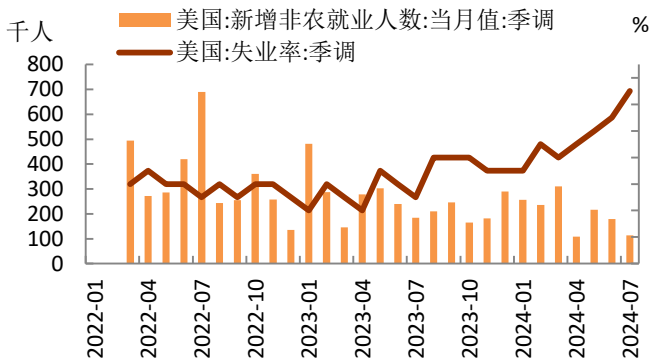


图表 3 美国利率水平

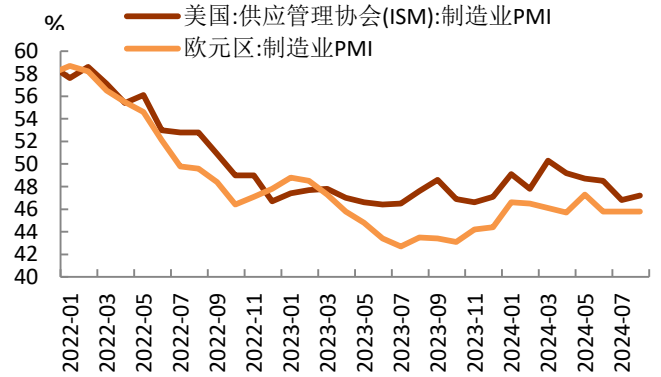


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 4 美国就业市场

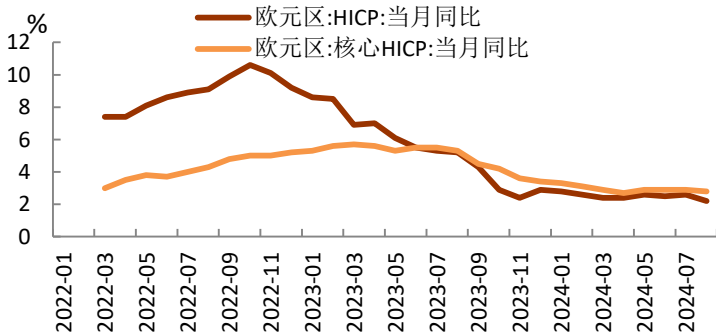


图表 5 欧美 PMI 数据

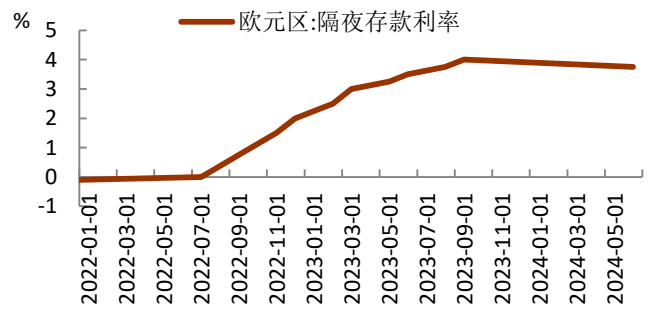


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

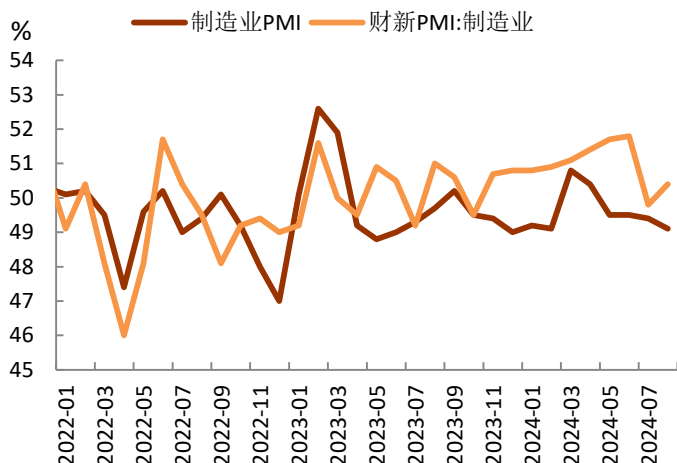


图表 7 欧元区利率水平

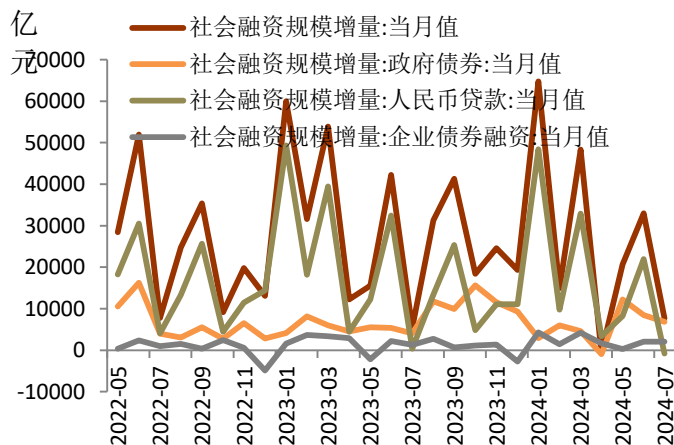


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 8 国内 PMI 数据



图表 9 国内社融情况



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 供应仍有扰动，全球锌精矿恢复缓慢

ILZSG: 2024年6月全球锌精矿产量101.51万金属吨, 环比增加0.78%, 1-6月累计产量579.2万金属吨, 累计同比减少3.43%。其中, 海外累计产量399.9万吨, 同比减少2.94%。中国累计产量179.3万吨, 同比减少4.55%。

从海外主要上市矿企二季度财报来看, 2024Q2累计产量117.93万吨, 同比减少4.93%, 主要受矿石品位下滑、设备检修延长、矿石开采节奏调整等因素影响。同时, 多数企业全年产量指引维持不变, 少数企业产量指引下滑, 如MMG旗下Dugald River因额外维护影响, 全年产量预计低于此前的17.5-19万吨的指导量; South32预计2025财年锌精矿产量5万吨, 较2024财年6.07万吨小幅下滑。

近期海外矿山再现扰动, 因热带风暴Debby引发的历史性洪水, 8月12日多伦多上市的泰坦矿业 (Titan Mining) 宣布其位于美国的Empire State矿山 (ESM) 暂时停止运营。泰坦矿业表示, 矿山恢复运营后, 矿石将在地下堆放, 因为地下设施需要重建电力系统, 预计耗时1-2个月, 在此期间锌精矿生产将暂停, 不过仍维持今年对ESM的生产指导不变, 为5600-6000万磅 (2.54-2.72万吨), 短期对市场情绪带来一定提振。8月31日Penoles宣布, 由于全国矿业工会号召罢工, 其位于墨西哥州的MineraTizapa工厂将无限期停止运营, 该矿2023年锌精矿产量8万金属吨。

不过, 俄罗斯OZ矿迎来新进展, 在2023年的火灾和美国制裁导致延期后, 该工厂于周三

(9月3日) 开始生产锌精矿，计划在2025年达到满负荷生产。总体看，我们将2024全年海外锌精矿增量调整至10.55万吨。

国内方面，SMM：2024年7月锌精矿产量36.77万金属吨，同比增加11.1%，环比增加17.2%，1-7月锌精矿累计产量212.89万金属吨，累计同比变动-0.4%。7月产量环比回升明显，主要源于火烧云矿山和银珠山矿山投产，其中火烧云项目贡献主要增量。但考虑到火烧云氧化矿的特征及可用冶炼厂较少，目前实际流入冶炼厂的量依然有限，且其生产尚不稳定，预计8月锌精矿产量环比回落至34万金属吨。

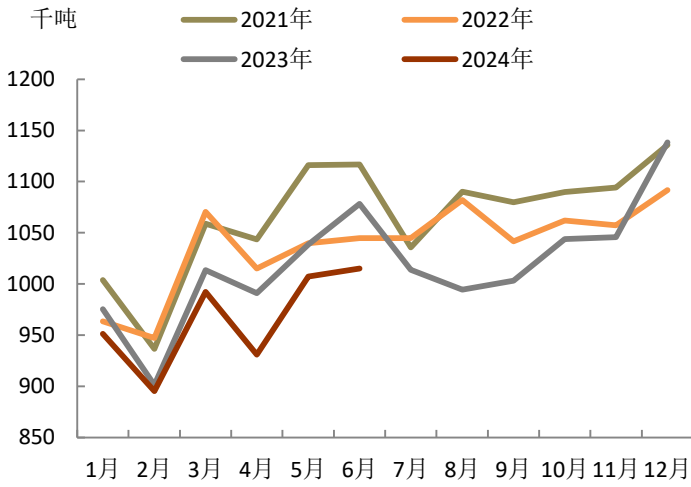
整体来看，近端锌精矿原料维持偏紧，伴随着海内外矿山生产恢复及新增项目逐步兑现，四季度锌精矿紧张局面有望边际改善。但考虑到全年海外增量较小且国内高海拔新增矿实际兑现量级不确定性较大，叠加国内炼厂冬储需求增加，原料改善程度或较有限，难以扭转全年锌矿短缺的格局。中长期看，年内全球新增矿山项目多在2025年有效释放，且部分项目延后至2025年落地，远端原料供应有望转向紧平衡。

图表 10 2024 年海外锌矿产量增减情况（万吨）

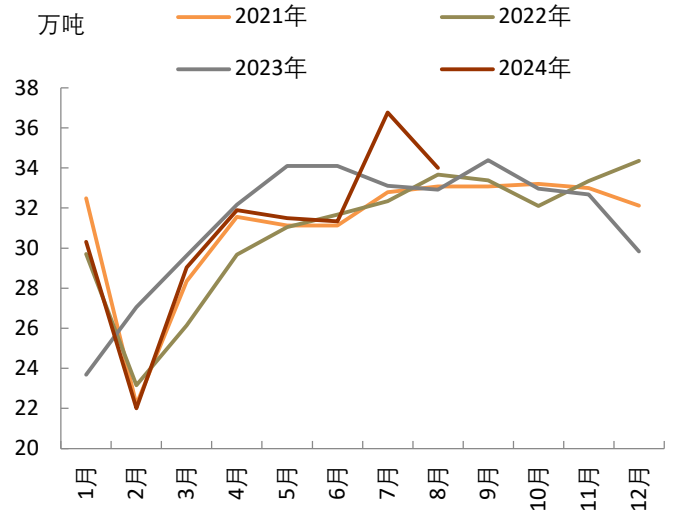
矿山	国家	2024 年变化
Kipushi	刚果	12
迈蒙矿	米尼加	0.5
Ozernoye	俄罗斯	5
Bowdens Silver	澳大利亚	3
Vares 银矿	波斯尼亚	3.5
Buenvista	墨西哥	5.4
Peñasquito	墨西哥	14
Kazzinc	哈萨克斯坦	3
Neves-Corvo	葡萄牙	2
Aripuanã	巴西	2
Lalor	加拿大	0.7
Endeavor	澳大利亚	0
Tara	爱尔兰	1
Dugald River	澳大利亚	3
Gamsberg	南非	2.45
Aljustrel 铅锌矿	葡萄牙	-7.5
Antamina	秘鲁	-23
Gordonsville 和 Cumberland	美国	-4.6
Myra Falls polymetallic	加拿大温哥华	-3.5
Broken Hill	澳大利亚	-5
San Cristobal、Carahuacra 和 Ticlio	秘鲁	-0.9
Minera Tizapa	墨西哥	-2.5
合计		10.55

数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 11 全球锌矿月度产量情况



图表 12 国内锌矿月度产量情况



数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 13 海外上市矿企锌矿产量汇总 (万吨)

矿企	2023 年产量	2024Q2	Q2 同比	2024 年产量指引
嘉能可	91.85	21.16	-7.76%	90-95
Teck	64.4	15.19	-7.64%	56.5-63
Nexa	33.3	8.3	2.47%	32.3-38.1
韦丹塔	131.8	30.1	-7.38%	132.2-136.3
MMG	20.35	5.03	0.95%	22.5-25
Boliden	19.54	3.76	-35.4%	
Newmont	10.44	6.5	-87.5%	24.5
Penoles	28.21	7.15	9.23%	
Grupo Mexico	6.55	2.94	70.81%	11.78
Fresnilloplc	11.01	2.92	4.21%	
Lundin Mining	18.52	4.746	31.41%	19.5-21.5
BHP	12.5	1.58	-59.2%	9-11
Volcan	24.2	5.28	-15.7%	24-25
sierra metals	1.98	0.51	-8.93%	1.75-2.02
South32	5.82	1.74	7.41%	5
HudBay Minaals	3.46	0.81	-7.5%	2.7-3.5
Gold Resource	1.35	0.202	-43.4%	
合计	485.27	117.93	-4.93%	

资料来源: 上市公司财报, 铜冠金源期货

图表 14 2024 年海外矿山扰动事件汇总（万吨）

矿企	矿山	国家	影响量	备注
Lundin Mining	Neves-Corvo	葡萄牙	0.04	2月12日发生安全生产事故，停工三天
Volcan	San Cristobal、Carahuacra 和 Ticlio	秘鲁	0.9	更新尾矿坝的运营许可证，3月19日起暂停生产，最长持续时间可达30天
嘉能可	McArthur River	澳大利亚	1	3月18日登陆的飓风带来的暴雨影响，暂停生产
Nexa	Morro Agudo	巴西	1	采矿作业将从5月1日起暂停，Nexa 2024年的综合指导保持不变。
MGG	Dugald River	澳大利亚	2.98	7月5日 Dugald River 锌矿项目的一家工厂暂停生产，进行大约两个月的维修工作，精矿生产暂停，但采矿作业将继续。
Titan Mining	Empire State	美国	0.33	8月12日宣布 因热带风暴黛比（Debby）引发的历史性洪水暂时停止运营，影响时长1-2个月，2024年全年产量指引维持在2.54-2.72万吨
Penoles	Minera Tizapa	墨西哥	2.5	8月31日宣布因罢工无限期停止运营
		合计	8.72	

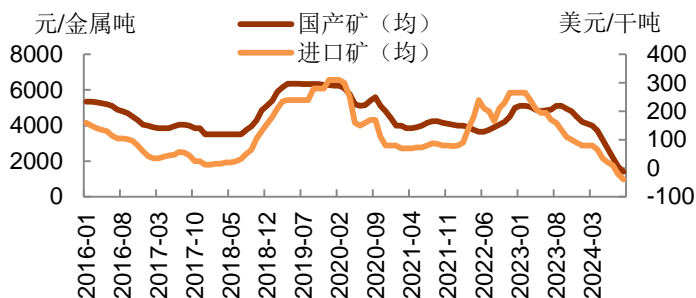
数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

3.1.2 锌精矿进口环比增加，但加工费未有止跌迹象

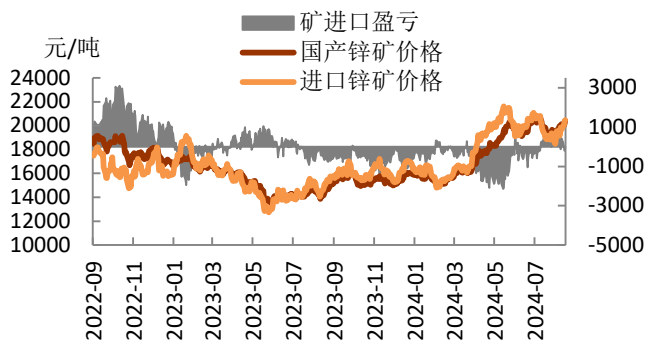
锌矿供应紧张格局未缓解，内外矿加工费均延续环比下滑。SMM 数据显示，9月内外锌精矿加工费均值分别报收 1400 元/金属吨和-40 美元/干吨，环比分别降 300 元/金属吨和-20 美元/干吨。近日市场出现千元/吨的国产报价及-100 美元/干吨的进口报价，TC 仍未有止跌迹象，在此背景下，8月21日中国锌原料联合谈判（协调）小组（CZSPT）季度会议中释放联合减产信号，希望通过减少需求缓解 TC 下行压力。后期减产兑现，加工费跌势有望改善，但考虑到四季度国内矿山季节性检修及炼企冬储需求增加，锌精矿加工费总体将难改低位。

进口情况看，海关数据显示，2024年7月锌精矿进口量为37.54万实物吨，环比增加39.27%，同比减少4.71%。主要进口国为：澳大利亚、秘鲁、玻利维亚、哈萨克斯坦等。1-7月累计进口量209.05万实物吨，累计同比减少21.76%。7月锌精矿进口窗口维持开启，炼厂为下半年原料库存做储备，增加进口货源采购，叠加前期订购货源陆续到港，进口量如期环比增加。8月进口窗口延续开启，预计锌精矿进口量维持偏高水平。

图表 15 内外矿加工费降至极低水平

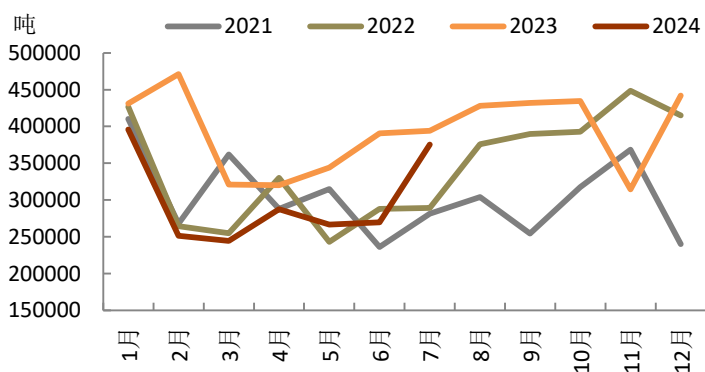


图表 16 锌矿进口盈亏

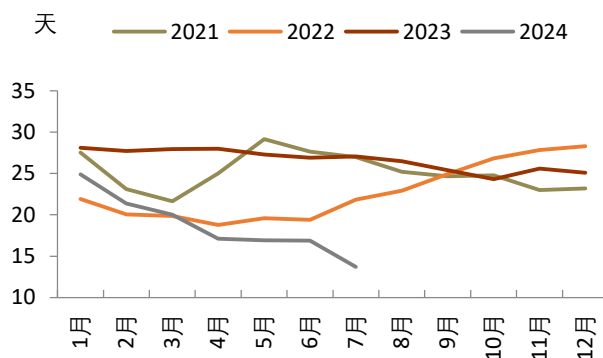


数据来源：SMM, iFinD, 铜冠金源期货

图表 17 锌矿进口情况



图表 18 冶炼厂原料库存天数



数据来源：Mysteel, iFinD, 铜冠金源期货

3.2 精炼锌供应情况

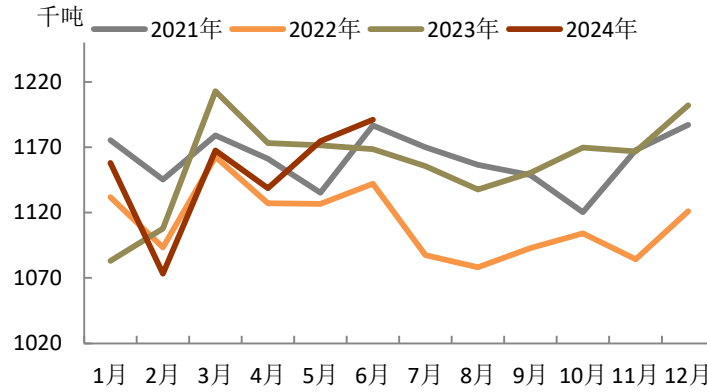
3.2.1 海外炼厂减复产并存，供应端修复

全球范围来看，ILZSG数据显示，2024年6月精炼锌产量119.11万吨，环比增加1.39%，1-6月累计产量689.7万吨，累计同比减少0.06%。其中，欧洲、美洲、中国累计产量分别为43.3万吨、83.1万吨、332.2万吨，累计同比分别为-18.7%、-0.16%、-0.42%。

年初以来，海外炼厂减复产并存，其中Nyrstar位于荷兰Budel的工厂1月中旬暂停生产，5月13日以较低的产能重新启动。嘉能可位于德国的Nordenham冶炼厂也自2月增加产出，但是产能提升较为缓慢。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。

据CRU调研，8月波兰两家炼厂面临生产问题，冶炼厂生产中断有所增加，叠加消费改善情况不稳定及原料不宽裕，炼厂爬产进度依旧缓慢。下半年重点关注俄罗斯铜业Verkhny Ufalei及波利顿Odda炼厂新增及扩建情况，其中Odda扩建项目计划2024年底产出。

图表 19 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

图表 20 2024 年初以来海外炼厂事件汇总 (万吨)

公司	冶炼厂	国家	总产能	备注
新星	Budel	荷兰	31.25	2024 年 1 月下旬进入保养维护期。4 月 30 日宣布于 5 月 13 日当周以较低的产能重新启动。
嘉能可	Nordenham	德国	16.5	2022 年 11 月停产检修，2024 年 2 月增加产出。
Young Poong Corp	Seokpo	韩国	40	3 月 6 日宣布已将产量削减了五分之一。

数据来源：新闻整理，铜冠金源期货

3.2.2 炼厂释放联合减产信号，精炼锌进口窗口暂未开启

SMM数据显示，2024年7月精炼锌产量为48.96万吨，环比下降5.627万吨或环比下降10.3%，同比下降11.15%，1~7月累计产量367.1万吨，累计同比下降2.81%。7月产量略低于预期值，源于，一方面四川地区暴雨天气影响下，当地企业生产受阻，另一方面，云南、广东、广西等地企业超预期减产、控产带来一定减量。

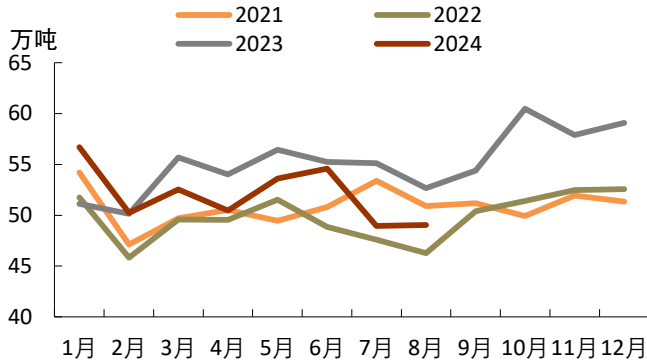
对于8月，河南、湖南、广东、甘肃、青海、广西等地部分冶炼厂前期检修恢复，同时内蒙古、陕西、湖南、云南、四川、辽宁等地因原料紧缺叠加利润下降带来一定减产，综合看预计产量环比微增0.07万吨至49.03万吨，同比下降6.88%，1-8月累计产量416.2万吨，累计同比下降3.31%。

展望9月，预期炼厂减复产并存，减产预期集中在云南、陕西、内蒙古、湖南、广西地区，复产集中在，青海、甘肃、四川、湖南地区。此外，8月21日内蒙古举行的中国锌原料联合谈判（协调）小组（CZSPT）季度会议中，国内14家锌骨干企业释放减产信号，不排除贡献额外减量，总体预计9月精炼锌月度供应量环比下滑万吨。

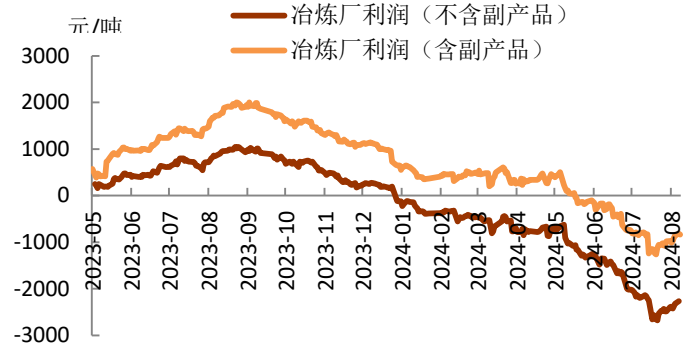
截止至7月份，炼厂原料平均库存天数降至13.72天，处于近五年同期低位且低于安全生产水平。受益于8月锌价探底后反弹，炼厂利润亏损幅度小幅收窄，截止至8月底，不含副产品的利润在-2200元/吨，仅含硫酸的利润在-850元/吨。

进口方面，海关数据显示，2024年7月精炼锌进口量1.85万吨，环比减少1.65万吨，同比减少75.97%。主要进口国为哈萨克斯坦、澳大利亚、伊朗、土耳其等。1-7月累计进口量24.05万吨，累计同比增加37.36%。7月精炼锌进口窗口多处于关闭，月底进口窗口短暂开启，但进口利润较小，进口量仍以长单流入为主，散单不含税品牌少量进口，环比如期回落。进入8月，进口窗口处于盈亏附近波动，保税区货源明显流入，预计进口量有望环比增加至2-2.5万吨附近。

图表 21 国内精炼锌月度产量

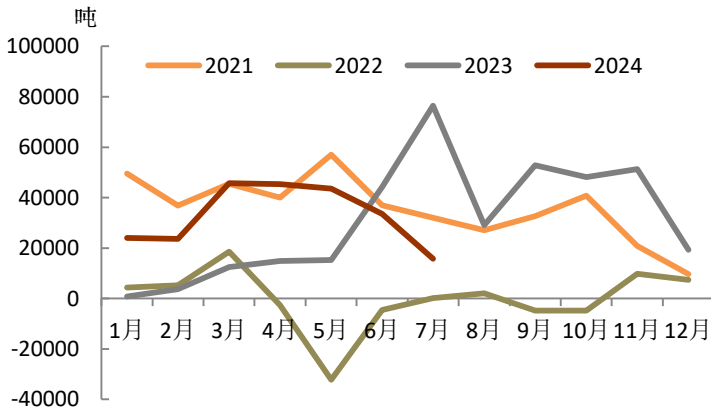


图表 22 冶炼厂生产利润

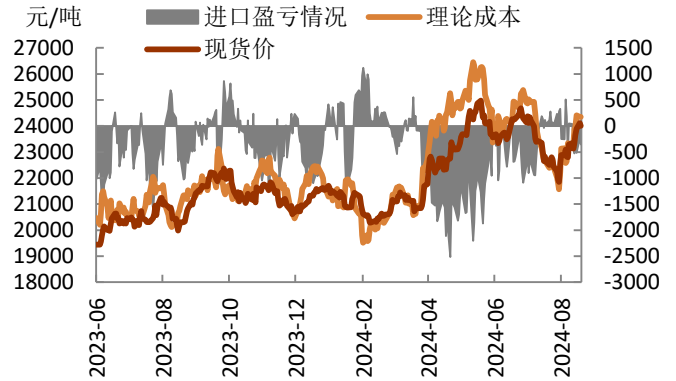


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 23 精炼锌净进口情况



图表 24 精炼锌进口盈亏情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

3.3 精炼锌需求情况

3.3.1 海外需求改善不稳定

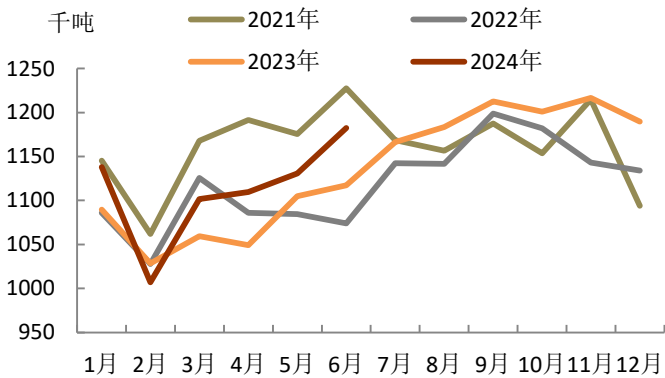
全球范围来看，ILZSG数据显示，2024年6月精炼锌消费量118.2万吨，环比增加4.6%，1-6月累计消费量666.9万吨，累计同比增加3.4%。其中，中国、欧洲、美洲消费量分别为321万吨、104.6万吨、78.4万吨，累计同比分别为2.1%、-0.46%、-2.46%。1-6月全球锌市场供应

过剩228000吨，去年同期为过剩452000吨。

海外来看，锌需求主要集中在汽车及地产板块。伴随着降息节点临近，美国30年期抵押贷款固定利率自4月底以来高位回落，截至8月底降至6.5%附近，为自2023年5月以来最低值，购房成本回落的情况下，美国房地产需求有所回升。从美国房地产市场的先行指标新建住房销售数据看，7月新房销售73.9万户，明显高于市场预期的62.3万户，为2023年5月以来最高，同比增速回升5.3个百分点至5.6%。6月欧元区19国营建产出指数环比改善，同比增速也回归正增长。7月欧美汽车表现分化，其中美国汽车销量同比下降2%，欧洲汽车销量同比增加26.4%。从欧美市场现货溢价相互验证，欧美现货溢价在4月份逐步企稳以来，6、7月份小幅抬升，溢价略显坚挺。

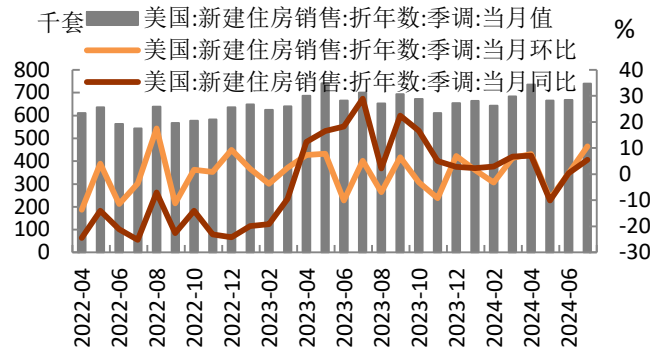
后期看，6月欧央行开启降息，且后续仍有降息空间，美联储9月降息概率较大，欧美货币政策同步转向宽松，利率下行预期强化将减缓对地产及汽车消费的压制。但二季度以来欧美经济指标有所下滑，一度引发经济衰退担忧，需求仍显不稳定，改善持续性仍待观察。

图表 25 全球精炼锌月度需求情况

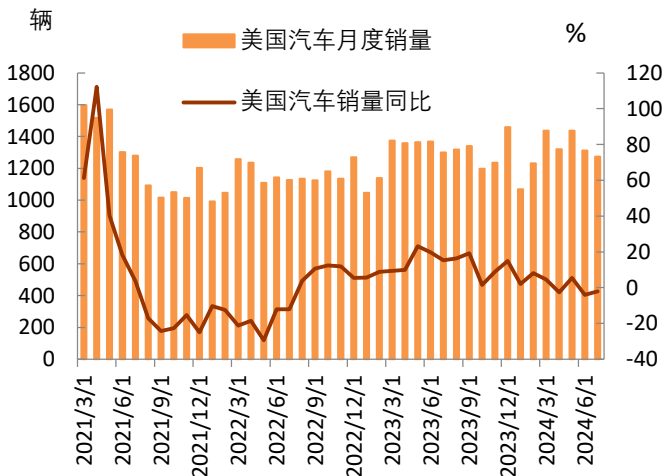


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 26 美国新建住房销量

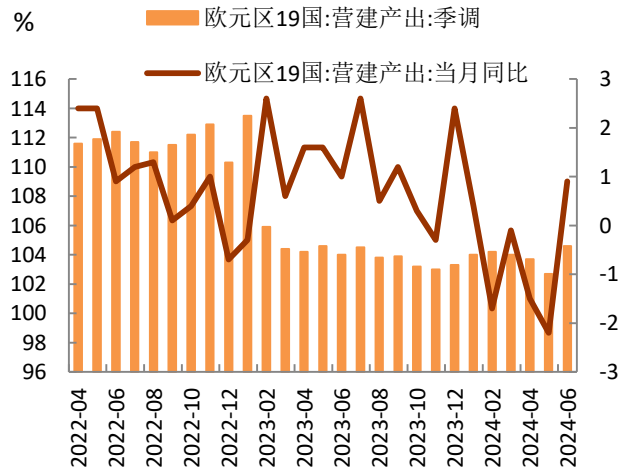


图表 27 美国汽车销量情况

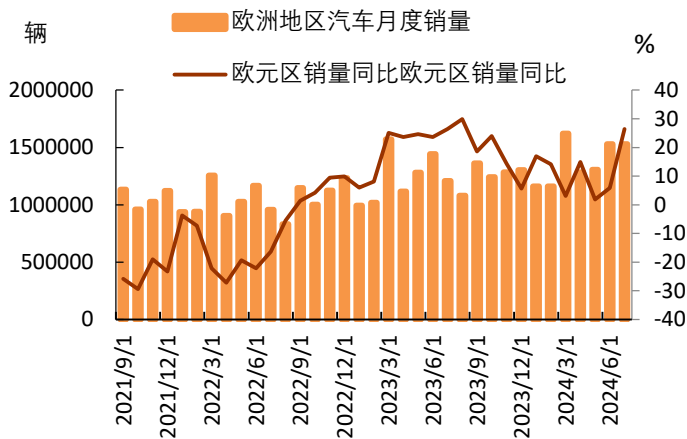


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

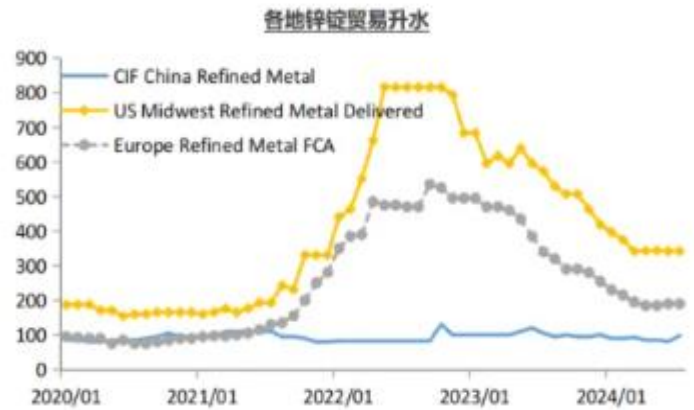
图表 28 欧元区房屋营建情况



图表 29 欧元区汽车销量情况



图表 30 各地锌锭贸易升水



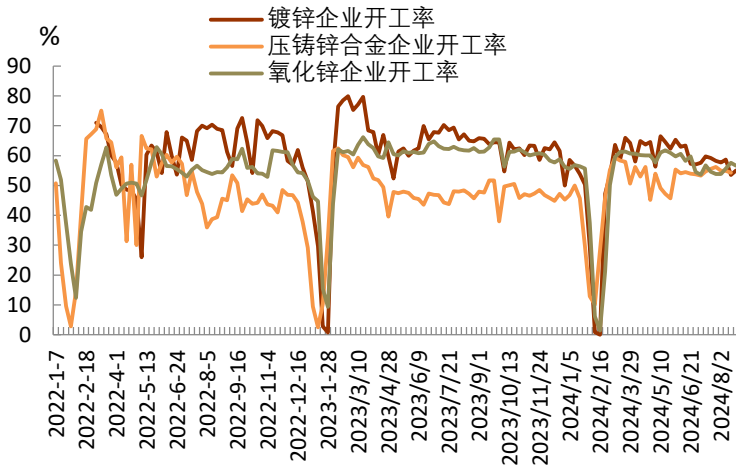
数据来源：iFinD，Bloomberg，CRU，铜冠金源期货

3.3.2 初端企业开工维持淡季特征，镀锌板出口表现尚可

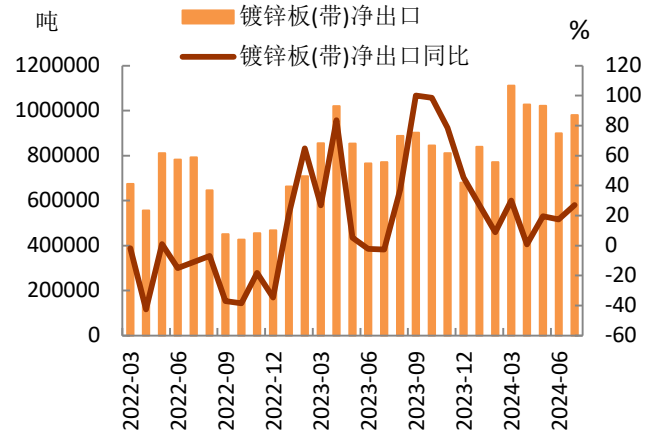
8月初端企业消费维持淡季表征，截止至月底，镀锌、压铸锌合金及氧化锌企业开工率分别为55.03%、54.25%和56.63%。其中镀锌板块开工率低于往年同期水平，压铸锌合金企业开工率好于去年但低于2021年，氧化锌企业开工低于去年略高于2022年。8月黑色系价格大幅下跌，贸易商及镀锌管厂看跌情绪浓烈，叠加消费淡季订单欠佳，企业根据成品库存量采取减产放假的方式进行生产调整，镀锌企业开工较弱势，月底黑色系价格企稳反弹，企业开工略有回升。江浙地区高温停产企业陆续恢复生产，带动压铸锌合金企业开工回暖。终端全钢胎、陶瓷级订单较差，抑制氧化锌企业开工。进入9月，高温影响放缓，叠加黑色系延续反弹，预计消费有望边际改善，将带动企业开工率环比改善。

从初端消费品出口情况看，镀锌板、压铸锌合金出口延续较好，氧化锌出口较弱。海关数据显示，2024年7月镀锌板出口量105.97万吨，环比增加8.07%，同比增加22.54%，主要出口国为泰国、菲律宾、韩国及意大利。1-7月累计出口量722.84万吨，累计同比增加15.86%。7月镀锌板出口超季节性，一方面东南亚地区镀锌板需求依旧较强，其中泰国供应主要增量，另一方面，国内黑色系价格大幅下跌，增强了镀锌企业出口竞争力。对于8月，黑色系价格止跌小幅反弹，镀锌企业出口优势放缓，同时出口船只紧张问题凸显，港口货物积压严重，部分镀锌产品出口时间需要推迟半个月至一个月，预计8月出口量将环比回落。

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 终端延续分化，存韧性但亮点有限

传统消费板块来看，**基建投资方面**：国家统计局数据显示，2024年1-7月广义基建投资同比8.1%，较1-6月增速变动0.4个百分点。基建增速走势分化，其中电热燃水供应业投资增速较高，而交运、水利设施投资增速较低，体现出近几个月广义基建主要是由中央投资主导的公用事业板块支撑。

从领先于基建投资3个月左右的新增专项债发行量来看，自5月以来新增专项债发行加速，截止至8月18日，8月发行总额达4148.0亿元，年内单月发行规模仅次于5月。年内至今累计发行额达到2.19万亿元，进度较前期有所加快，但较2019和2021年外的其他年份仍相对偏慢。从微观板块开工率情况看，受高温及洪水影响，7-8月沥青开工率、水泥发运率底部震荡，指向实物工作量仍偏低。

受益于资金投放及项目审批加速，广义基建投资增速连续两个月环比回升，但高温及洪水等因素影响户外作业，基建实物量未有明显体现，后期基建增速持续反弹可能与专项债、增发国债加快落地有关，同时伴随天气因素影响减弱，实物量增量将有所改善。

房地产方面：国家统计局数据显示，2024年1-7月地产投资累计同比-10.2%（前值-10.1%）。其中，1-7月房屋新开工、施工、竣工面积累计同比分别为-23.2%（前值-23.7%）、-12.1%（前值-12%）、-21.8%（前值-21.8%），商品房销售面积同比-18.6%（前值-19%）。新开工跌幅连续五个月收窄，销售降幅连续两个月收窄，施工及竣工保持稳定。高频数据看，30大中城市日均新房成交面积绝对值仍处于近年同期最低位，分城市线级来看，一二线城市新房销售边际回落，不过三线城市新房销售跌幅小幅收窄。

8月底以来，市场传言分两步降低存量住房贷款利率，及存量房贷利率转按揭的小作文，一度提振市场信心，后期关注消息推进情况。

总体看，地产行业仍处于探底阶段，517新政后销售小幅回温，但需求脉冲放量后持续性存疑，使得开放商投资信心改善有限。近期政治局及央行工作会议等多次重点提及下半年全力坚持并落实“收储”相关工作，后期需关注政策落地情况。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，2024年7月汽车产销分别完成228.6万辆和226.2万辆，环比分别下降8.8%和11.4%，同比分别下降4.8%和5.2%。1-7月，汽车产销分别完成1617.9万辆和1631万辆，同比分别增长3.4%和4.4%。其中，7月，新能源汽车产销分别完成98.4万辆和99.1万辆，同比分别增长22.3%和27%。1-7月，新能源汽车产销分别完成591.4万辆和593.4万辆，同比分别增长28.8%和31.1%。7月车市进入传统淡季，部分厂家迎来高温休假，产销节奏放缓，环比同比均呈现下降。出口方面，7月汽车出口46.9万辆，环比下降3.2%，同比增长19.6%，受传统燃油车出口下滑拖累，出口环比下降。1-7月，汽车出口326.2万辆，同比增长28.8%。

725新一轮以旧换新政策中，提出支持老旧营运货车报废更新，提高新能源公交车及动力电池更新补贴标准，提高汽车报废更新补贴标准，同时直接安排超长期特别国债资金，用于支持地方自主提升消费品以旧换新能力。政策支持进一步提升，有望释放存量市场的更换需求。此外，车企新品不断投放及部分地方放宽限购、增发指标，有利于汽车行业保持较高景气度，预计全年带动耗锌增速5.4%。

从白色家电方面来看：统计局数据显示，2024年1-7月空调累计产量17661.3万台，同比增长9.5%（前值13.8%）。1-7月冰箱累计产量5861.0万台，同比增长7.3%（前值9.7%）。1-7月洗衣机累计产量6142.9万台，同比增长7.9%（前值6.8%）。1-7月彩电累计产量11246.0万台，同比增长1.5%（前值0.4%）。出口方面，1-7月空调累计出口4312万台，同比增长24.1%。1-7月冰箱累计出口4672万台，同比增长23.9%。1-7月洗衣机累计出口1877万台，同比增长20.8%。1-7月液晶电视累计出口5980万台，同比增长7.6%。

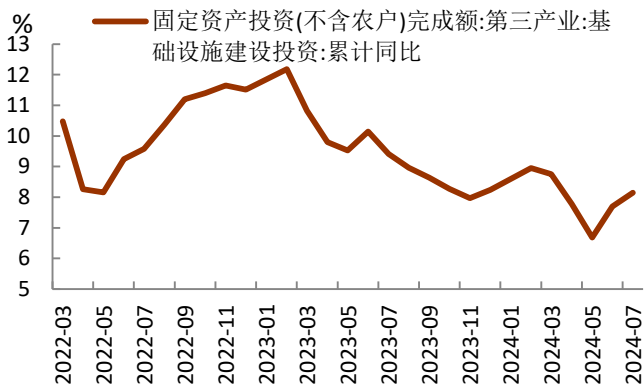
产业在线数据显示，8-10月三大家电排产增速分化，空调表现相对较好。目前企业高库存压力明显，不过7月25日新一轮以旧换新政策明细出台，一定程度上将促进内销需求；但执行期限只到今年年底，房地产、经济等大环境仍然未见明朗，因此厂家还会保持一定的谨慎心态，合理调整排产预期。外需方面，消费有韧性，欧美国家补库需求尚可，且东南亚新增需求，家电出口有望延续向好态势，增速或有放缓。

新兴消费板块来看，电力企业联合会数据显示，2024年7月光伏新增装机量2105万千瓦，同比增加12.33%，1-7月累计新增装机量12353亿瓦，累计同比增加27.14%。6月4日国家能源局发布《做好新能源消纳的工作，保障新能源高质量发展的通知》中提出，在保证经济性前提下，资源条件较好地区的新能源利用率可降低至90%。消纳红线放宽幅度超出预期，集中式项目并网进度有望加快。同时，工商业项目表现较好，支撑分布式装机。下半年国内地面电站传统季节性装机旺季来临，国内新增光伏装机有望实现较高增长。

7月风电新增装机量407万千瓦，同比增加22.6%，1-7月累计新增装机量2991万千瓦，累计同比增加13.7%。今年上半年的风电中标项目迎来爆发期，中标规模已经超过2023年全年

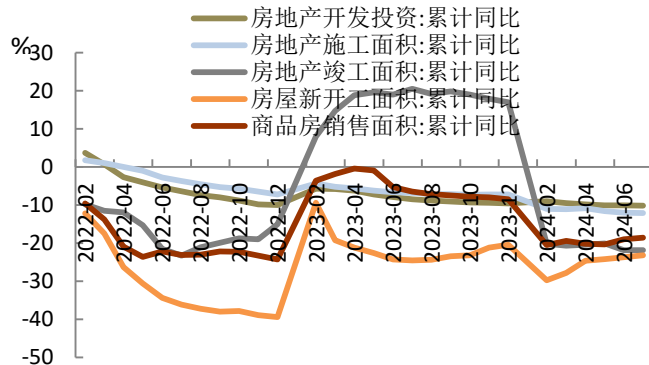
风电整机新增招标量，企业在手订单也较为充足。不过由于风电项目中标价格低位运行，且交付不及预期，行业亏损严重，后期随着施工问题解决及三季度旺季来临，施工交付将有所好转。

图表 33 基建投资增速有望回暖

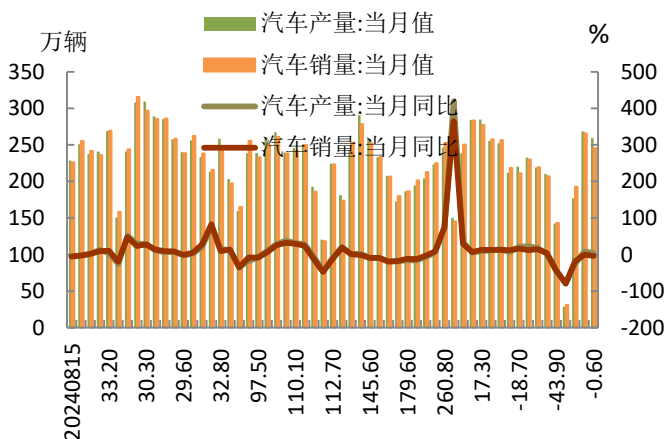


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 34 地产主要指标依然疲软

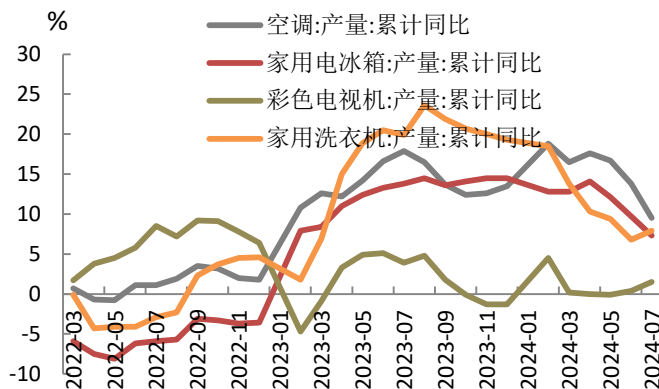


图表 35 汽车产销情况

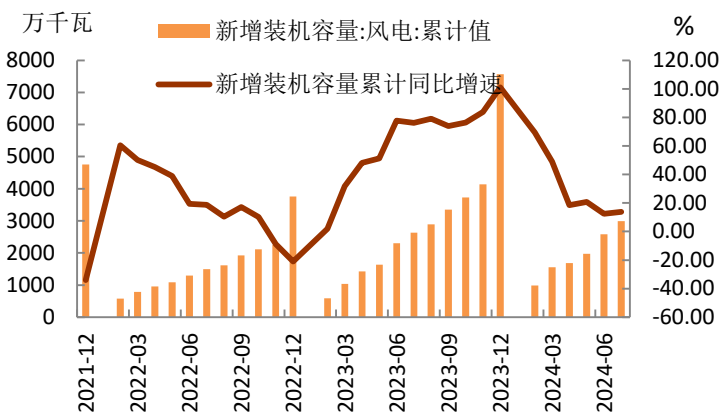


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 36 白色家电产量情况

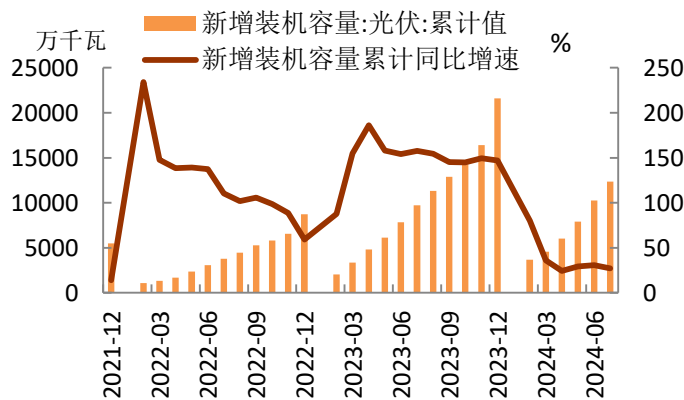


图表 37 风电新增装机量情况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 38 光伏新增装机量情况

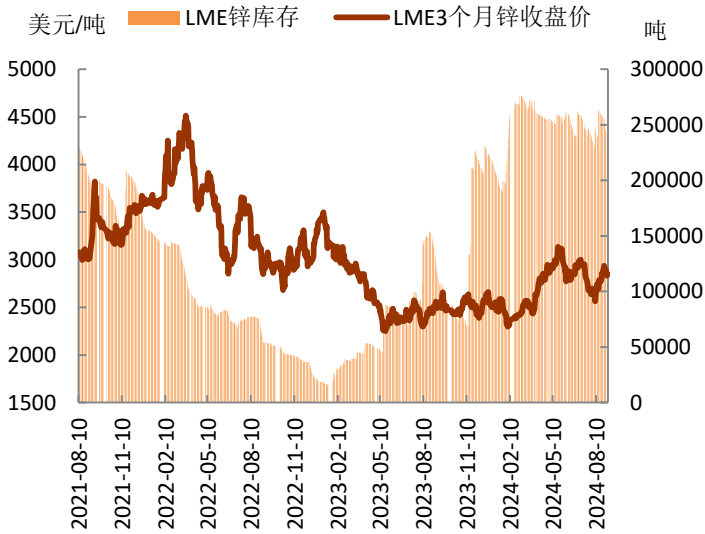


3.4 内外库存走势分化

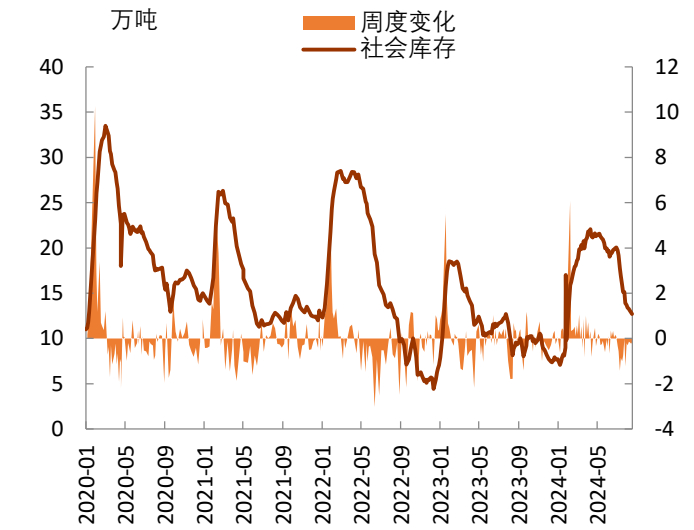
8月LME库存先增后减，其中8月14日增加23625吨，再现集中交仓，随后库存缓慢回落，截止至8月30日，库存报收244775吨，月度增加6350吨。LME0-3维持大贴水结构，截止至月底，贴水51.28美元/吨。当前海外维持大贴水高库存的结构，佐证消费依旧较为疲软。

8月社会库存延续去库，但伴随着锌价回升，及前期下游已采买较多货源，月下旬去库斜率放缓，截止至8月29日，库存达12.71万吨，月度减少3.2万吨。后期来看，炼厂减产预期及下游刚需采买尚存的背景下，有望延续缓慢去库。

图表 39 LME 库存小幅累库



图表 40 国内去库节奏放缓



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

四、总结与后市展望

宏观面看，美国经济衰退担忧犹存，市场押注美联储大幅降息预期升温，但存在不及预期的风险。国内经济下行压力较大，政策加码的必要性增强。

供应端看，海外矿山再现扰动，俄罗斯OZ矿开始生产，国内火烧云产量有所释放，不改近期全球矿端偏紧格局，内外加工费维持承压态势。炼厂联合减产应对TC下跌诉求较强，后期持续跟踪减产兑现情况，供应端弹性较弱。当前精炼锌进口窗口尚未开启，进口货源冲击有限。

需求端看，海外需求不稳定，高库存高贴水的组合延续压制锌价。国内高温渐退，基建实物量增量有望体现，汽车及家电在政策加持下预计延续向好，且东南亚需求稳健提振镀锌板出口，但地产端消费拖累难言改善。

整体来看，宏观主导方向，供需决定相对强弱。国内外经济下行压力均较大，宏观情绪

偏谨慎，关注后期美联储大幅降息及国内政策加码的兑现情况。矿侧对冶炼弹性约束持续，同时消费渐入旺季，供需存边际改善预期。在宏观情绪疲软的背景下，预计9月锌价震荡偏弱，主要运行区间22500-24500元/吨，较健康的基本面支持锌可作为有色板块对冲的多配品种。同时去库预期犹存，跨月仍以正套思路对待。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

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。