

2024年10月11日



走势锚定宏观

锌价宽幅震荡

核心观点及策略

- 宏观面看，非农就业表现超预期反应了美国经济韧性尚存，且高于预期的通胀数据令降息预期放缓，市场预计11月降息25BP。国内政策积极转向，市场信心修复，有望带动四季度经济的环比改善。
- 供应端看，海外矿山再现扰动，Kipushi矿年内产量减半，叠加国内四季度北方矿山生产淡季及炼厂冬储需求增加，原料端支撑增强。炼厂检修复产，10月精炼锌产量预计回升至50.29万吨但低于同期水平。当前锌锭进口亏损较大，进口持续冲击影响有限。
- 需求端看，海外维持高库存及贴水的状态，消费恢复较为曲折。国内以旧换新政策持续，汽车及家电板块维持较高景气度，此外镀锌板出口延续良好态势，风光保持正增速；近期政策转向，财政政策有望加码，地产政策优化，基建及地产均有修复预期，“银十”消费改善有望体现。
- 整体看，美联储步入降息周期及国内释放增量政策利好市场风险偏好改善，矿端及冶炼端扰动因素及消费季节性回暖为锌价提供支撑，不过也需警惕国内政策不及预期及消费改善缓慢带来锌价高位回落风险，预计沪锌主要波动区间24000-26000元/吨。国内供应低水平及进口锌锭冲击有限的背景下，去库仍可期，跨期尝试滚动正套。
- 操作建议：单边回调做多，跨期滚动正套
- 风险因：美联储降息不及预期，国内未释放增量政策

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 海内外锌矿投产不改年内原料紧张格局.....	7
3.1.2 加工费延续筑底，锌精矿进口环比回落.....	9
3.2 精炼锌供应情况.....	10
3.2.1 海外炼厂出现扰动，精炼锌增量预期减少.....	10
3.2.2 10月精炼锌供应恢复但维持同比低位，精炼锌进口窗口维持关闭.....	11
3.3 精炼锌需求情况.....	12
3.3.1 海外需求改善不稳定.....	12
3.3.2 初端企业开工率回升，镀锌板出口表现较好.....	14
3.3.3 政策进一步加码，消费改善预期可期.....	14
3.4 海外库存维持高位，国内节后累库不改去库预期.....	17
四、总结与后市展望	18

图表目录

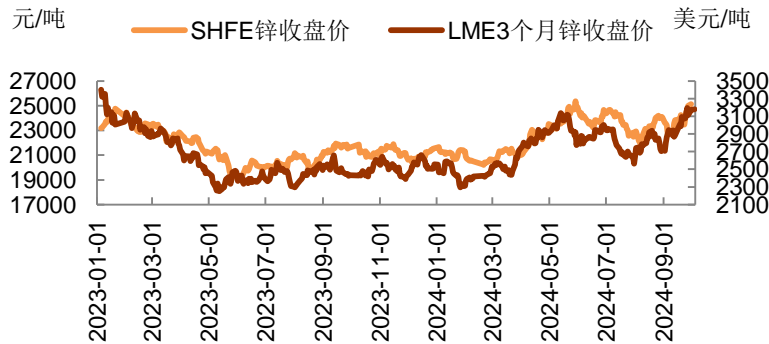
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势	4
图表 2 美国通胀情况.....	6
图表 3 美国利率水平.....	6
图表 4 美国就业市场.....	6
图表 5 欧美 PMI 数据.....	6
图表 6 欧元区通胀情况.....	6
图表 7 欧元区利率水平.....	6
图表 8 国内 PMI 数据.....	7
图表 9 国内社融情况.....	7
图表 10 2024 年海外锌矿产量增减情况（万吨）	8
图表 11 全球锌矿月度产量情况	9
图表 12 国内锌矿月度产量情况.....	9
图表 13 内外矿加工费降至极低水平.....	9
图表 14 锌矿进口盈亏.....	9
图表 15 锌矿进口情况.....	10
图表 16 冶炼厂原料库存天数.....	10
图表 17 全球精炼锌月度产量情况.....	10
图表 18 2024 年初以来海外炼厂事件汇总（万吨）	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 23 精炼锌进口盈亏情况.....	12
图表 24 全球精炼锌月度需求情况.....	13
图表 25 美国新建住房销量.....	13
图表 26 美国汽车销量情况.....	13
图表 27 欧元区房屋营建情况.....	13
图表 28 欧元区汽车销量情况.....	13
图表 29 各地锌锭贸易升水.....	13
图表 30 国内初端企业开工率.....	14
图表 31 镀锌板净出口情况.....	14
图表 32 基建投资增速有望回暖.....	16
图表 33 地产主要指标依然疲软.....	16
图表 34 汽车产销情况.....	17
图表 35 白色家电产量情况.....	17
图表 36 风电新增装机量情况.....	17
图表 37 光伏新增装机量情况.....	17
图表 38 LME 库存维持高位	18
图表 39 国内仍有去库预期.....	18

一、锌市场行情回顾

9月沪锌主力呈现先抑后扬的走势，月上旬，锌价自24000元/吨一线附近高位回落至22500元/吨附近受支撑。月初美国ISM制造业PMI不及预期，8月非农数据喜忧参半，经济衰退担忧升温，同时市场对美联储大幅降息预期回落，风险偏好承压。俄罗斯OZ矿山自9月4日开始生产，锌矿供应支撑松动，市场信心回落，锌价快速回落。月下旬，利空影响消化，锌价企稳，随后伴随美联储超预期降温及国内一揽子政策接棒，市场做多热情点燃，锌价快速上涨，月末突破25000元/吨重要阻力位，逼近上半年前高，截止至9月30日，期价收至25120元/吨，月度涨幅4.45%。

伦锌走势探底回升，月初伦锌自2900美元/吨一线附近跌至2700美元/吨一线附近企稳，随后反弹突破3000美元/吨一线，截止至月底收至3077.5美元/吨，月度涨幅6.14%。

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

美国经济仍有下行压力，9月美国ISM制造业PMI为47.2，与前一个月持平。非制造业PMI则回升3.4至54.9，高于市场预期51.7，美国制造业和服务业景气度分化程度继续加剧。不过就业市场表现亮眼，9月新增非农就业为25.4万人，较8月的15.9万人明年回升，同时也显著高于市场预期15），为2024年3月以来新高。失业率回落0.1个百分点至4.1%，低于市场预期的4.2%。但9月通胀下降进程停滞，CPI和核心CPI全线超预期。9月CPI同比上涨2.4%，较前值2.5%有所放缓，但超出预期值2.3%，为2021年2月以来最低水平。9月核心CPI（剔除波动较大的食品和能源成本）同比上涨3.3%，小幅超出预期和前值3.2%。超级核心CPI也有所抬头，同比增长4.6%。

9月利率会议上，美联储以50个基点的幅度开启降息周期，点阵图暗示今年将再降50个基

点，明年再降100个基点。会后鲍威尔称降息视情况可快可慢可暂停，没看到经济中有迹象表明衰退可能性上升，总体呈现鸽派降息+鸽派点阵图+鹰派讲话的组合。

整体来看，9月美联储开启降息周期且幅度超预期，从最新的非农数据看，就业市场的超预期表现反应了美国经济韧性尚存，且高于预期的通胀数据，令市场降息预期回落至25BP。

2.2 欧元区方面

欧元区经济景气度持续回落，制造业PMI较8月进一步回落1.0至44.8，低于预期的45.7。服务业PMI较8月回落2.4至50.5，低于市场预期的52.3。综合PMI回落至48.9，较8月下降2.1，低于市场预期的50.5。同时，通胀压力也持续缓解，9月欧元区HICP同比增长1.8%，较前一个月回落0.4个百分点，是自2021年6月以来，通胀同比增速首次回落至欧央行2%目标以下。核心HICP同比增速较前一个月回落0.1个百分点至2.7%，符合市场预期。

欧洲央行于9月12日进行了年内第二次降息，将关键存款利率下调25个基点，而主要再融资和边际贷款利率下调60个基点，符合预期。近期欧央行多位官员提到10月降息的可能性，其中行长拉加德表示，欧央行对控制通胀信心增强，并会在10月把信心的增强纳入考量。欧央行管委兼芬兰央行行长雷恩表示，通胀压力缓解和欧元经济恶化支持10月降息。欧央行管委瓦斯莱指出，尚不能确认或排除欧央行在10月份降息的前景，欧央行确实将进一步降息，但将取决于经济数据前景。

整体来看，欧元区经济指标及通胀均维持下行态势，欧央行不排除10月降息的可能性，关注10月17日利率会议。

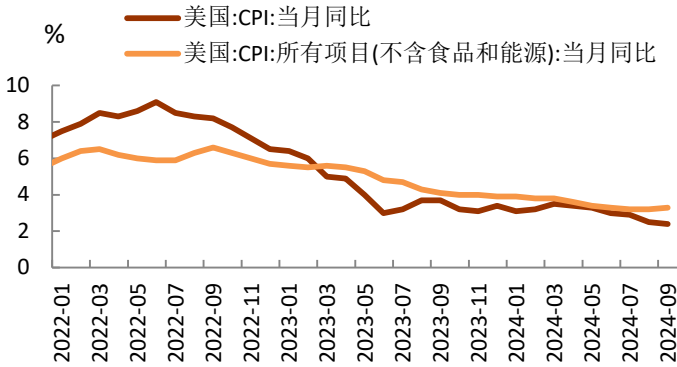
2.3 国内方面

国内经济现积极迹象，9月份官方制造业PMI为49.8%，比上月上升0.7个百分点。表现略低于近年同期的平均水平，但涨幅强于季节性。服务业商务活动指数为49.9%，比上月下降0.3个百分点。

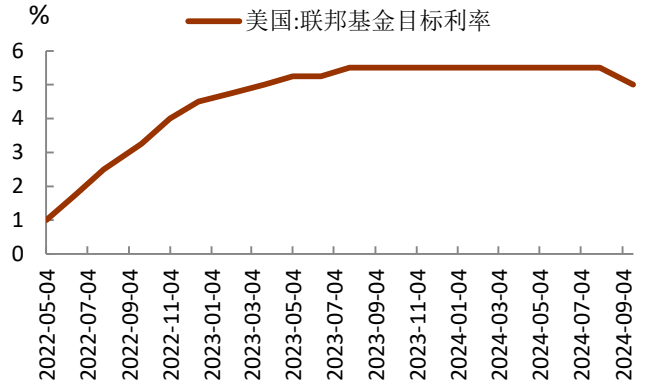
9月底迎政策拐点，9月24日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，连续发布多条政策利好，包含降准、降息、降低存量房贷利率、首创货币工具支持股票市场发展等。相关措施主要围绕更加积极的货币政策、不断完善的金融监管等市场关心的问题。9月26日召开政治局会议，本次会议是首次在9月份单独召开讨论经济形势的中央政治局会议。会议指出，“保证必要的财政支出”，“要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债”，货币政策提出“要降低存款准备金率，实施有力度的降息”。提出促进房地产市场“止跌回稳”，加大“白名单”项目贷款投放力度，“调整住房限购政策”。指出“促消费和惠民生结合起来”，促进中低收入群体增收，提升消费结构；要培育新型消费业态等。

整体开看，政策积极转向，预计货币政策维持宽松，财政政策仍有加码预期，地产政策进一步修正，政策暖风会持续，市场信心快速修复，有望带动四季度经济的环比改善。

图表 2 美国通胀情况

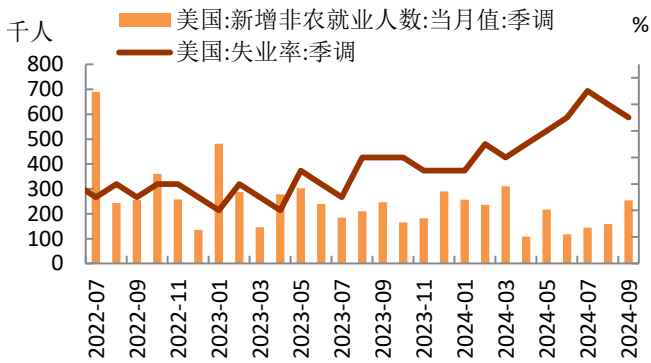


图表 3 美国利率水平

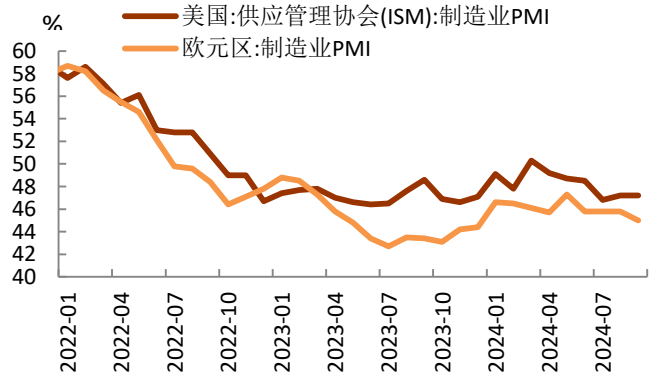


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 4 美国就业市场

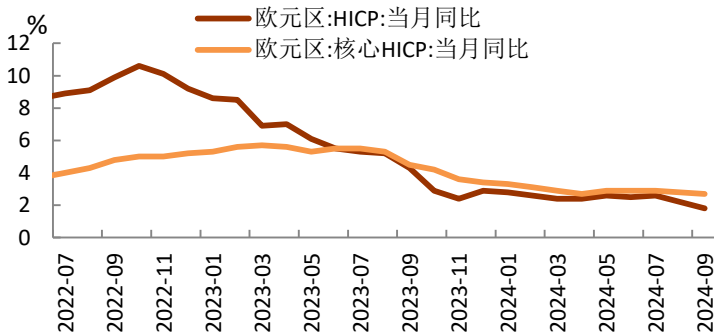


图表 5 欧美 PMI 数据

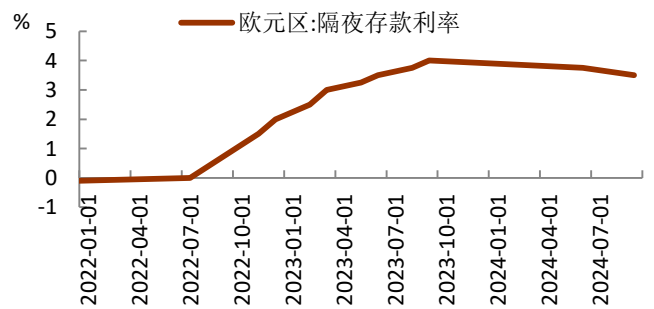


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

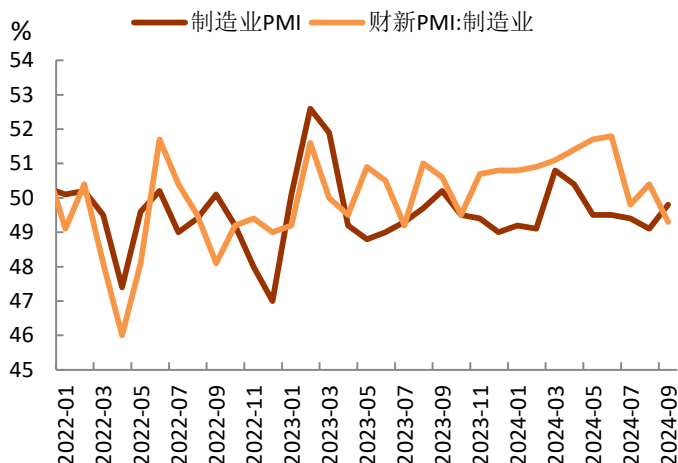


图表 7 欧元区利率水平

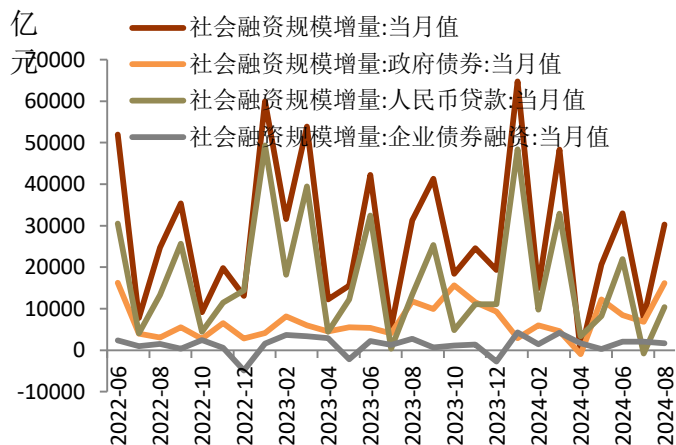


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

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 海内外锌矿投产不改年内原料紧张格局

ILZSG: 2024年7月全球锌精矿产量99.56万金属吨, 环比减少1.66%, 1-7月累计产量675.8万金属吨, 累计同比减少3.57%。其中, 海外累计产量459.7万吨, 同比减少4.34%。中国累计产量216.1万吨, 同比减少1.88%。

市场较为关注的俄罗斯OZ矿山9月4日正式生产, 该矿山因火灾及制裁投产过程一波三折, 市场一度预计延后至25年, 故投产消息是小幅超预期的。考虑爬产时间, 预计年内供应5万金属吨, 不改变24年全球锌精矿紧缺的格局, 但随着产量释放, 25年将供应较大增量。此外, 刚果(金)的基普什 Kipushi年内锌矿产量从10-14万吨精矿锌减至5-7万吨, 因运营中断导致每日产量无法维持。计划于2025年年中完成将选矿厂处理能力提高20%, 达到每年96万吨矿石的目标。

总的来看, 24年海外锌精矿增量不足5万吨, 增量远不及预期。对于2025年, 伴随着新增矿山如刚果金的Kipushi、俄罗斯OZ、波斯尼亚Vares银矿等产量的持续释放; Antamina矿采矿方式调整、葡萄牙Aljustrel及波利顿旗下Tara矿利润修复后的复产; 以及澳大利亚Endeavor矿25H1投产的兑现, 海外锌矿增幅可观, 中性预估在60万吨以上, 原料供应边际改善预期强化。

国内方面, SMM: 2024年8月锌精矿产量36.11万金属吨, 同比增加19.72%, 环比减少1.8%, 1-8月锌精矿累计产量248.97万金属吨, 累计同比增加0.91%。伴随着火烧云矿山和银珠山矿

山投产，7、8月锌精矿月度产量同比明显增加，9月内蒙古、四川等地存在矿山检修结束产量逐渐恢复，预计月度产量环比增加0.98万吨至37.09万吨。四季度受高海拔影响，火烧云项目开采难度加大，年内贡献量约10万吨；同时北方地区矿山也陆续进入季节性检修，猪拱塘一期投产预计在年底，四季度国内锌精矿产量增幅受限。

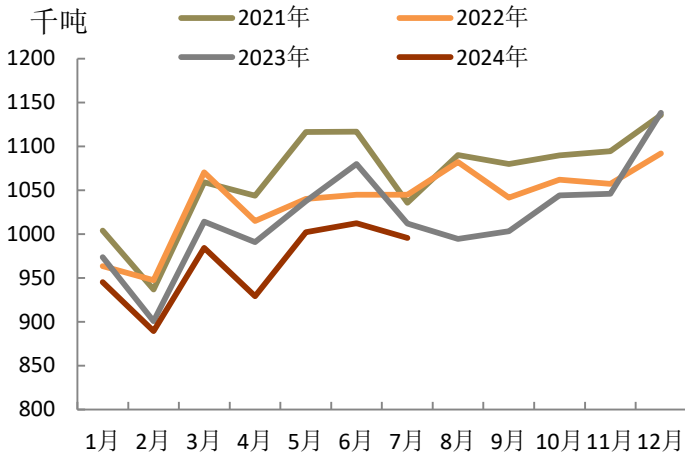
整体来看，尽管俄罗斯oz矿产投产落地，国内火烧云、银珠山项目释放产量，但这些大型项目产量释放集中在25年，叠加四季度炼厂冬储需求的存在，我们认为年内锌精矿供应边际改善但偏紧格局难以扭转，2025Q1才能看到加工费的有效回暖。

图表 10 2024 年海外锌矿产量增减情况（万吨）

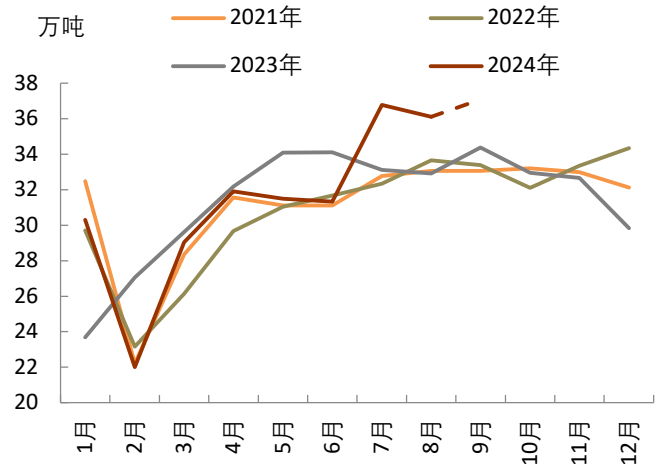
矿山	国家	2024 年变化
Kipushi	刚果	6
迈蒙矿	米尼加	0.5
Ozernoye	俄罗斯	5
Vares 银矿	波斯尼亚	3.5
Buenvista	墨西哥	5.4
Peñasquito	墨西哥	14
Kazzinc	哈萨克斯坦	3
Neves-Corvo	葡萄牙	2
Aripuanã	巴西	2
Lalor	加拿大	0.7
Endeavor	澳大利亚	0
Tara	爱尔兰	1
Dugald River	澳大利亚	3
Gamsberg	南非	2.45
Aljustrel 铅锌矿	葡萄牙	-7.5
Antamina	秘鲁	-23
Gordonsville 和 Cumberland	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	-1.5
合计		2.55

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



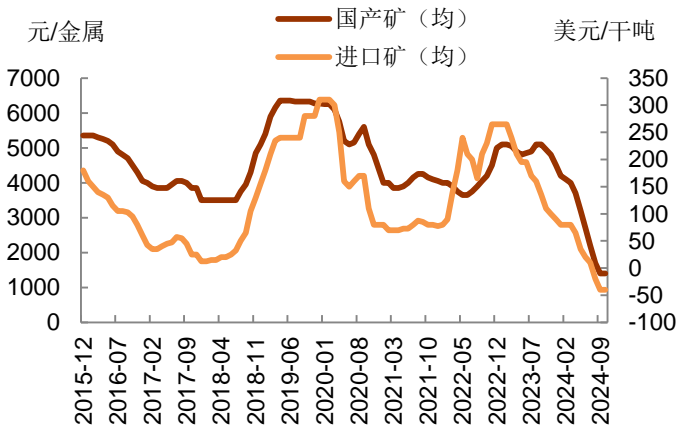
数据来源：iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

3.1.2 加工费延续筑底，锌精矿进口环比回落

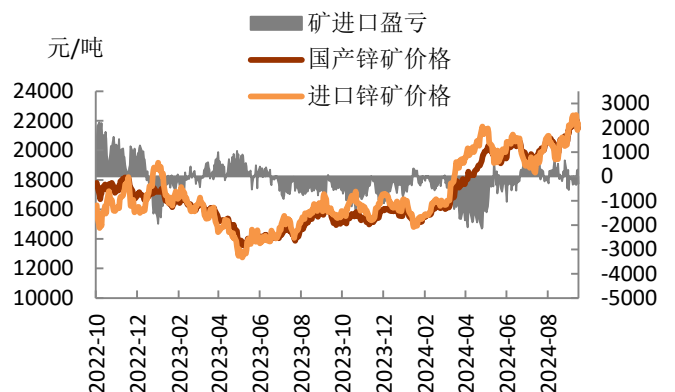
SMM 数据显示，10 月国内外锌精矿月度加工费均值环比持平，分别报 1400 元/金属吨和-40 美元/干吨，加工费延续筑底。

进口情况看，海关数据显示，2024年8月进口锌精矿35.78万吨，环比减少4.68%，同比减少16.42%，主要进口国为：澳大利亚、秘鲁、哈萨克斯坦等，其中刚果流入0.04万吨，显示刚果金的Kipushi矿暂未有量级流入国内。1-8月累计锌精矿进口量为244.83万吨，累计同比减少21.03%。8月锌精矿进口窗口维持开启，进口矿较国产矿存优势，进口需求依旧较强，叠加前期锁价货源陆续到港，单月进口量维持年内偏高位，9月进口窗口维持开启，预计进口量有望延续高位。

图表 13 内外矿加工费降至极低水平

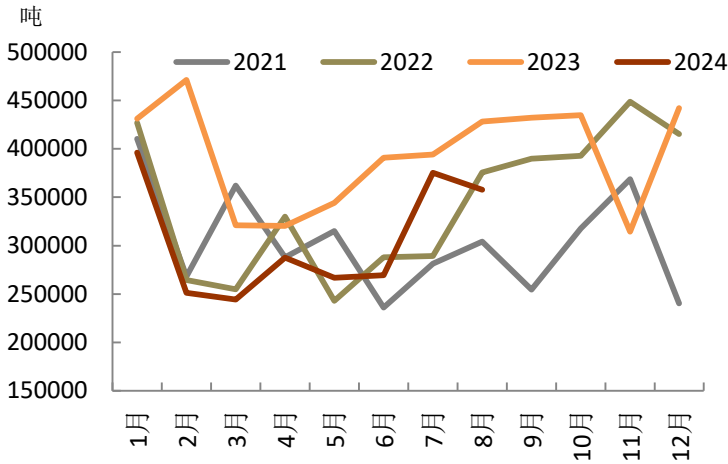


图表 14 锌矿进口盈亏

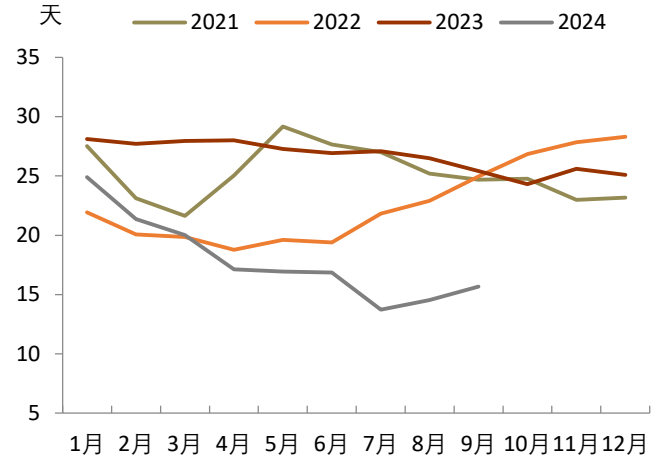


数据来源：SMM, iFinD, 铜冠金源期货

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

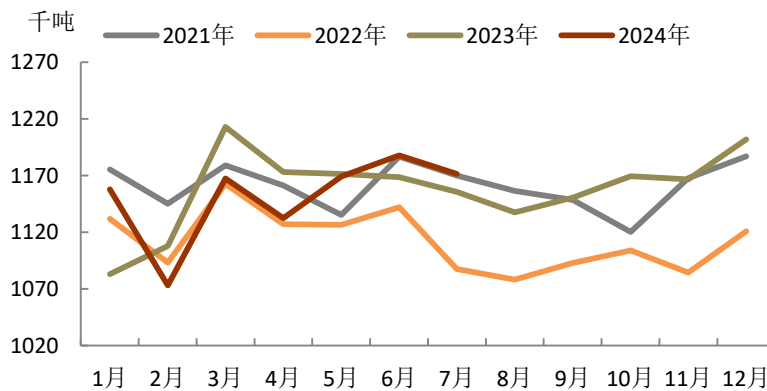
3.2 精炼锌供应情况

3.2.1 海外炼厂出现扰动，精炼锌增量预期减少

全球范围来看，ILZSG数据显示，2024年7月精炼锌产量117.14万吨，环比减少1.38%，1-7月累计产量805.1万吨，累计同比减少0.16%。其中，欧洲、美洲、中国产量累计同比分别为-18.14%、-0.26%和0.859%。

近期海外炼厂扰动增加，其中波利顿旗下原计划 2024Q4 扩产 15 万的 Odda 锌冶炼厂因焙烧设备施工延误，扩产完成推迟至 2025Q1；9 月 24 日，Teck 旗下的 Trail 电解锌厂发生火灾，导致 Trail 冶炼厂（锌总产能 30 万吨）关闭四分之一，年内海外冶炼预期增量下降。

图表 17 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 18 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

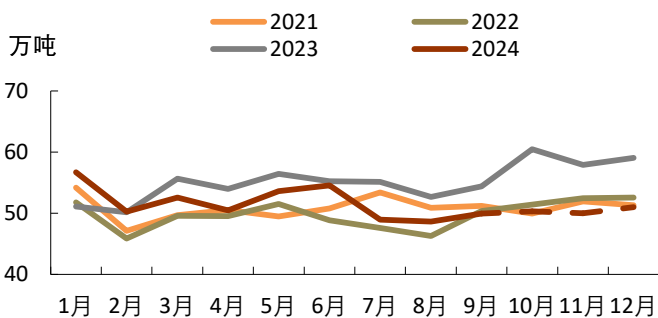
3.2.2 10 月精炼锌供应恢复但维持同比低位，精炼锌进口窗口维持关闭

加工费持续回落，炼厂生产经营压力不断增加，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。但从SMM公布的近期产量数据来看，炼厂减产预期有所落空。8月精炼锌产量为48.63万吨，环比下降0.68%或0.33万吨，略不及预期的49.03万吨，同比下降7.64%。9月精炼锌产量环比增加1.3万吨至49.93万吨，同比减少8.21%，高于预期。1-9月累计产量465.7万吨，累计同比减少3.94%。对于10月，炼厂复产为主，增量集中在内蒙古、陕西、湖南等地，减量集中在甘肃地区炼厂检修，总体看月度供应环比回升至50.29万吨，环比增加0.36万吨，1-10月累计产量516万吨，累计同比减少5.37%。

在原料供应及利润的问题并没有太大改观的背景下，我们认为，即便年内炼厂供应难进一步压缩，但提产动力亦不强偏弱，维持低产状态。预计全年产量下调至617万吨左右，同比减少45万吨，降幅6.8%。

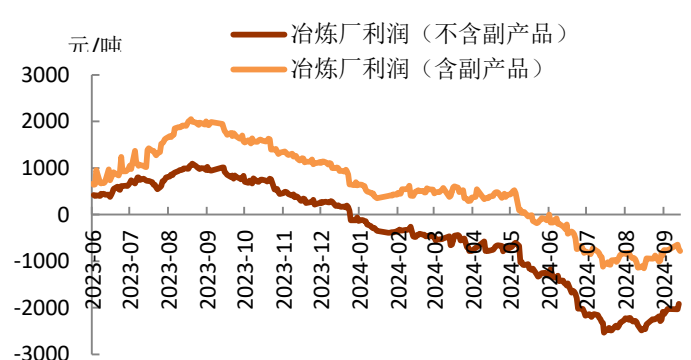
进口方面，海关数据显示，2024年8月精炼锌进口2.65万吨，环比增加0.82万吨或44.24%，同比下降9.01%，主要进口国为哈萨克斯坦、澳大利亚、伊朗及墨西哥。1-8月份精炼锌累计进口26.7万吨，累计同比增加30.72%。8月沪伦比价延续抬升，进口窗口开启，进口货源流入，9月上旬进口窗口延续开启，下旬沪伦比价回落，锌锭进口转亏，不过前期锁价货源仍有流入，预计9月进口量环比增至3-4万吨。

图表 19 国内精炼锌月度产量

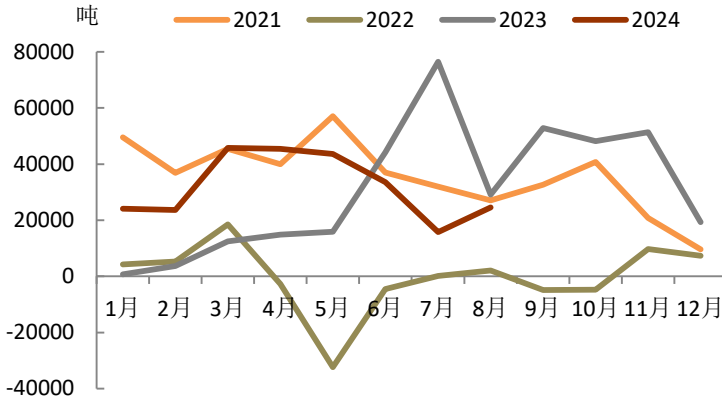


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

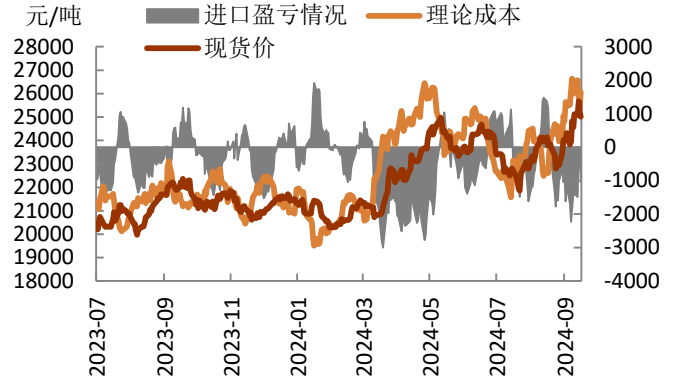
图表 20 冶炼厂生产利润



图表 21 精炼锌净进口情况



图表 23 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

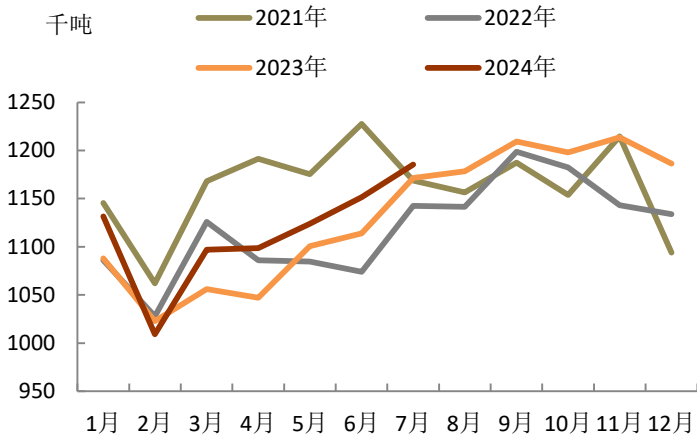
全球范围来看，ILZSG数据显示，2024年7月精炼锌消费量118.54万吨，环比增加2.95%，1-7月累计消费量779.7万吨，累计同比增加2.6%。其中，中国、欧洲、美洲消费量累计同比分别为0.967%、-4.54%、0.92%。1-7月全球锌供应过剩量为25.4万吨，去年同期为过剩46.6万吨。全年看，ILZSG最新预测：2024年全球精炼锌供需缺口为16.4万吨，2025年将供应过剩14.8万吨。

海外来看，锌需求主要集中在汽车及地产板块。伴随着美联储降息落地，美国30年期抵押贷款固定利率回落至6附近波动，购房成本较前期回落，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，8月美国新房销售71.6万户，高于市场预期的70万户，同比增速较7月回升2.5个百分点至9.8%，增速已连续三个月回升。7月欧元区19国营建产出指数环比持平在103，同比增速降幅略有扩大。

9月欧美汽车销量均呈现同比下滑的态势，其中美国汽车销量同比下降12.8%，欧洲汽车销量同比降幅28%。欧美经济下行压力增加，失业率上升是汽车销量下滑的主要因素，其中欧洲更为疲软，多家欧洲车企开始关闭工厂裁员。从欧美市场现货溢价看，供需双弱的状态令现货溢价表现平稳。

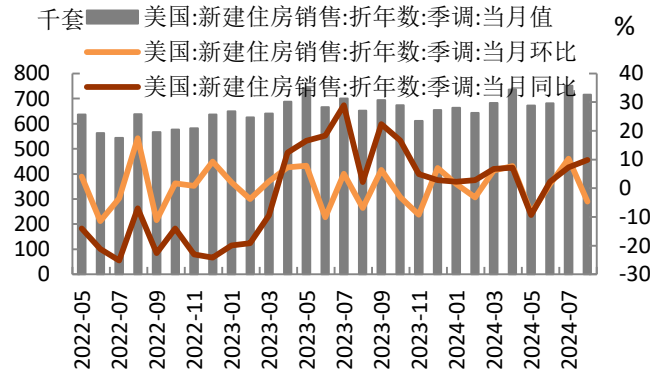
后期看，欧美经济下行压力仍不容忽视，海外消费的改善呈现较不稳定的态势，尤其是欧洲地区，不过欧美均步入降息周期，或为消费企稳带来一定支撑。

图表 24 全球精炼锌月度需求情况

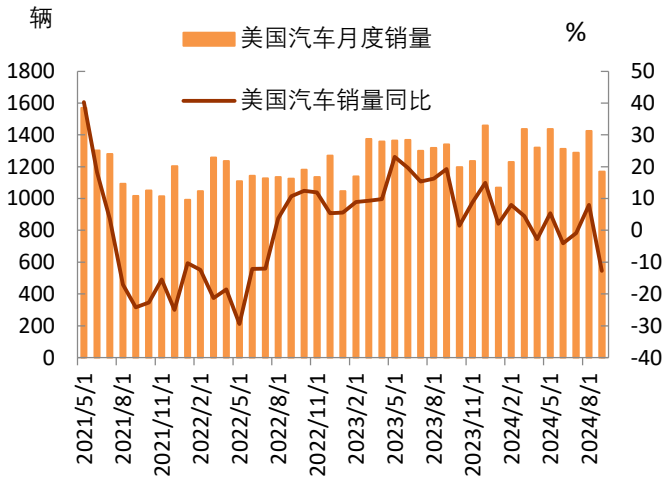


数据来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

图表 25 美国新建住房销量

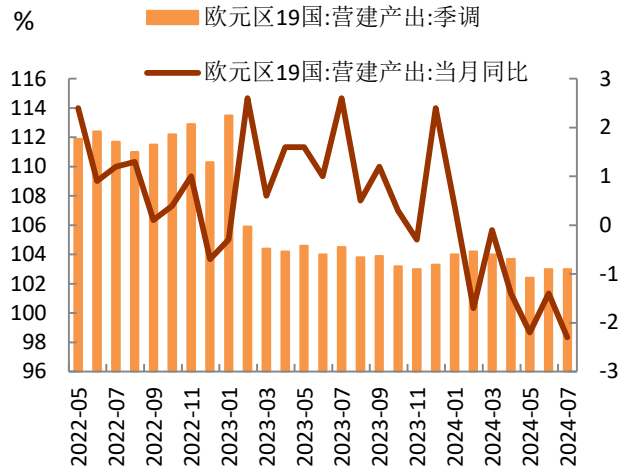


图表 26 美国汽车销量情况

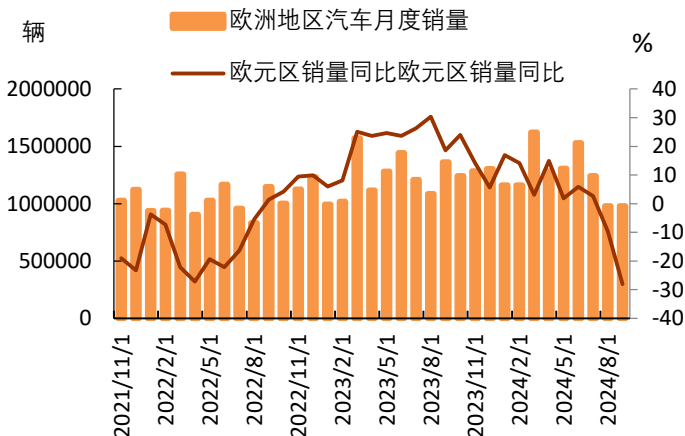


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 27 欧元区房屋营建情况

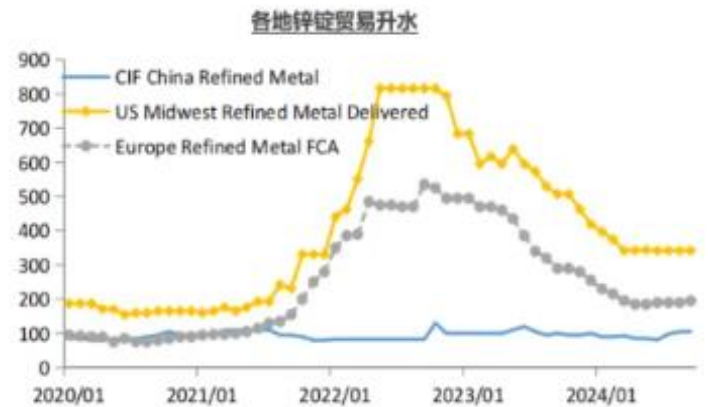


图表 28 欧元区汽车销量情况



数据来源: iFinD, Bloomberg, CRU, 铜冠金源期货

图表 29 各地锌锭贸易升水

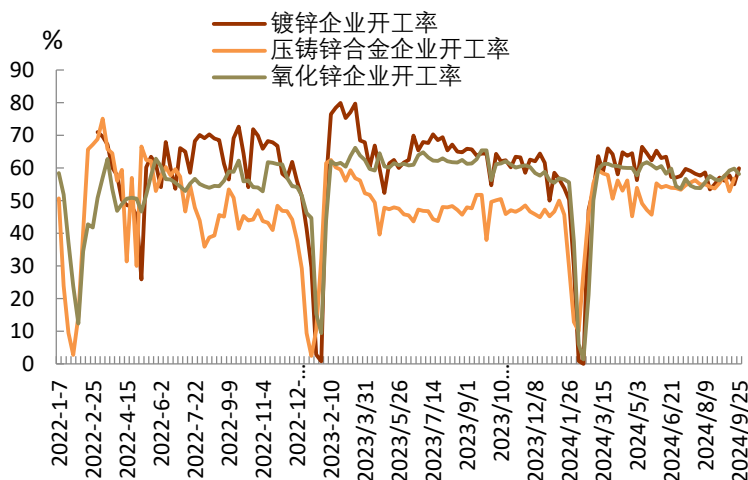


3.3.2 初端企业开工率回升，镀锌板出口表现较好

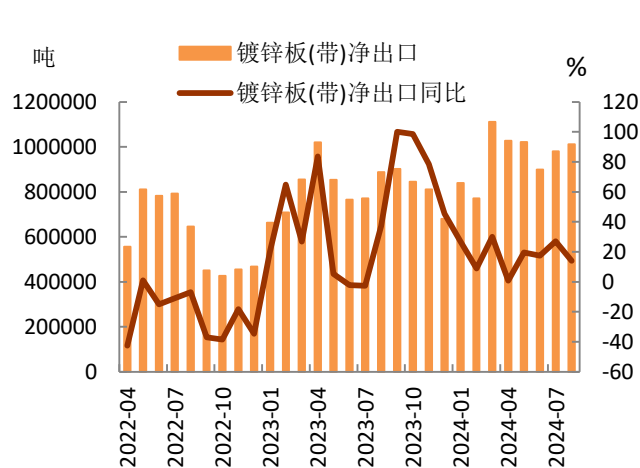
9月初端消费企业开工边际改善，截止至月底，镀锌、压铸锌合金及氧化锌企业开工率分别为59.39%、56.8%、58.19%。月下旬国内释放政策利好，黑色系延续低位反弹，消费预期改善提振镀锌企业信心，叠加中秋后放假企业复工，开工回升明显，高于去年同期水平；中秋放假企业复工叠加政策利好刺激带动，压铸锌合金企业开工大幅回升，也较往年同期水平偏高；氧化锌开工相对偏弱，一方面部分企业电力检修而停产，另一方面，企业生产利润欠佳，国庆存放假计划，企业开工略弱于往年同期。进入10月，伴随政策落地实物量，消费有望延续改善，初端企业开工率预计延续回升态势。

从镀锌板出口情况看，2024年8月镀锌板出口量为107.90万吨，环比增加1.82%，同比增加9.13%；主要出口国：泰国、菲律宾、韩国。1-8月累计镀锌板出口量为830.74万吨，累计增加14.94%。8月国内黑色系价格延续寻底，原料成本下移抬升镀锌板出口竞争优势，镀锌板出口强于往年同期水平，9月中上旬黑色系价格维持低位，镀锌板出口优势尚存，预计出口量维持较好表现。

图表 30 国内初端企业开工率



图表 31 镀锌板净出口情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

3.3.3 政策进一步加码，消费改善预期可期

传统消费板块来看，**基建投资方面**：高温雨涝等影响，8月基建投资未能延续6、7月的持续反弹，国家统计局数据显示，1-8月基建投资增速回落至7.87%（前值8.14%），分项上看，1-8月电热燃水供应业及交运设施投资增速分别为23.5%及6.7%，均较前值23.8%和8.2%有所回落，而水利设施投资增速1.2%（前值0.7%），小幅改善。

从专项债发行进度看，截至9月21日，9月新增专项债发行总额9102.7亿元，为年内单月最高水平，年内至今累计发行额达到3.48万亿元，较前期明显提速，进度已快于除2022年的

其他年份。但实物工作量的提振反映滞后，石油沥青、水泥开工率依旧维持较为弱势，对应到金九时节镀锌企业订单改善但幅度有限。不过9月底政治局会议上，指出“保证必要的财政支出”、“要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债”。接下来财政政策加码预期较强，叠加天气影响因素较弱，实物需求显性拐点有望出现，锌消费将持续边际改善。

房地产方面：国家统计局数据显示，2024年1-8月地产投资累计同比-10.2%（前值-10.2%）。其中，1-8月房屋新开工、施工、竣工面积累计同比分别为-22.5%（前值-23.2%）、-12%（前值-12.1%）、-23.6%（前值-21.8%），商品房销售面积同比-18%（前值-18.6%）。新开工、施工及销售面积同比降幅微幅收窄，竣工面积降幅扩大。

8月底以来，市场一直流传降低存量住房贷款利率及存量房贷利率转按揭等的小作文，9月中下旬，新一轮地产优化政策出台落地。9月24日，国新办新闻发布会上，人民银行会同金融监管总局出台了五项房地产金融的新政策，包括批量调整存量房贷利率、优化个人住房贷款最低首付款比例、完善商业性个人住房贷款利率定价机制、延长部分房地产金融政策期限、优化保障性住房再贷款有关要求等。9月26日，政治局召开会议提出，要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要“严控增量、优化存量、提高质量”，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。9月29日，金融管理部门此前宣布的一揽子房地产金融举措落地。随后，北京、上海等一线城市优化限购政策。

在新一轮地产优化政策落地后，地产销售明显改善。30大中城市日均新房成交面积同比增速回升，较2019年同比跌幅收窄；二手房销售也在同比边际改善，同比增速大幅抬升。从分城市线级来看，受限购政策调整，一线城市改善幅度最大，北上深房市均有明显改善，广州的房市改善不显著，或于其政策前期已基本调整到位有关。总体来看，新一轮地产政策加码的背景下，地产销售边际改善，有望带动地产板块整体回暖，不过回暖程度仍需观察销售改善的持续性。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，2024年8月汽车产销分别完成249.2万辆和245.3万辆，同比分别下降3.2%和5%，环比分别增长9%和8.5%。1-8月，汽车产销分别完成1864.7万辆和1876.6万辆，同比分别增长2.5%和3%。其中，8月新能源汽车产销分别完成109.2万辆和110万辆，同比分别增长29.6%和30%，市场占有率达到44.8%。出口方面，8月汽车出口51.1万辆，环比增长9%，同比增长25.4%，1-8月，汽车出口377.3万辆，同比增长28.3%。数据显示，汽车产销及出口仍保持较好的态势。对于后期来看，中央以旧换新补贴+地方置换补贴政策持续发力，“金九”热度不减，有望继续支撑车市热度延续，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1-8月空调累计产量19139.1万台，同比增长7.8%（前值9.5%）。1-8月冰箱累计产量6781.6万台，同比增长7.3%（前值7.3%）。1-8月洗衣机累计产量7145.9万台，同比增长7.2%（前值7.9%）。1-8月彩电累计产量13069.9万台，同比增长1.9%（前值1.5%）。出口方面，1-8月空调累计出口4685万台，同比增长25.3%（前值24.1%）。1-8月冰箱累计出口5404万台，同比增长23.4%（前值23.9%）。1-8月洗衣机累计出口2170万台，同比增长18.8%（前值20.8%）。1-8月电视累计出口7043万台，同比增长8.4%

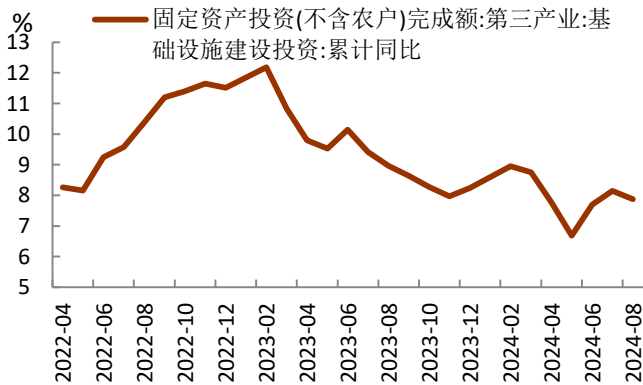
(前值7.6%)。数据显示，四大家电产量及出口维持偏好态势，同比延续正增长。

产业在线最新数据显示，10月空冰洗三大行业排产都表现出增长趋势，其中家用空调排产同比增长23.9%；冰箱排产同比增长8.6%；洗衣机排产同比增长5.6%。7月末国家新版以旧换新政策出台以来，各省实施细节加速落地，且随着政策宣传的深入及年底家电促销季的来临，企业排产积极。出口方面，欧美补库需求延续，同时受美国大选带来的关税不确定性增加，企业出现抢出口的现象，出口有望维持高增速。总的来看，以旧换新补贴政策及出口较为强劲的支持下，家电产销有望保持正增速。

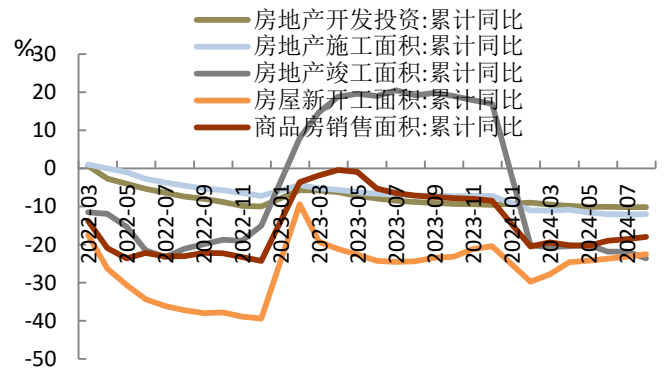
新兴消费板块来看，电力企业联合会数据显示，2024年8月光伏新增装机量1646万千瓦，同比增加2.88%，1-8月累计新增装机量13999万千瓦，累计同比增加23.71%。8月份新增装机环比增速下滑，与分布式光伏增量收缩有关。过去几年，分布式光伏项目因其灵活性和相对较低的投资门槛，吸引了大量投资者的关注。但随着光伏装机容量的增加，市场竞争愈发激烈，许原本盈利的项目如今面临着收益下滑的风险。2024年光伏行业将经历进一步整合，部分小型企业将面临淘汰的风险。不过在当前低迷的制造环节价格或将支撑2024年光伏新增装机量同比实现增长，但增速大概率放缓。

8月风电新增装机量370万千瓦，同比增加41.8%，1-8月累计新增装机量3361万千瓦，累计同比增加16.22%。近期海风项目储备增加节奏提速，浙江、山东、广东三省的多个海风项目获得核准，随着这些项目逐步推进到设备招标阶段和施工阶段，有望带动我国风电景气度回升。

图表 32 基建投资增速有望回暖

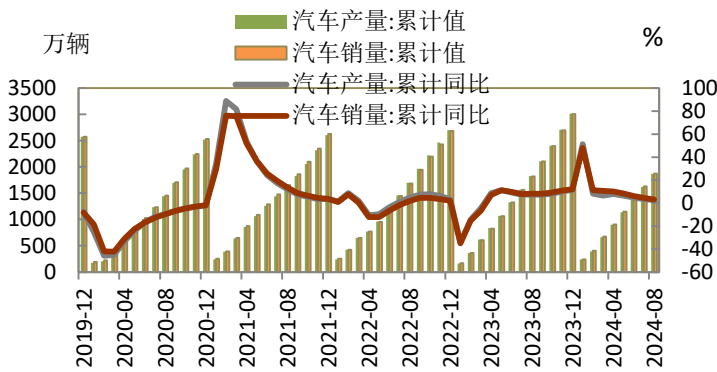


图表 33 地产主要指标依然疲软

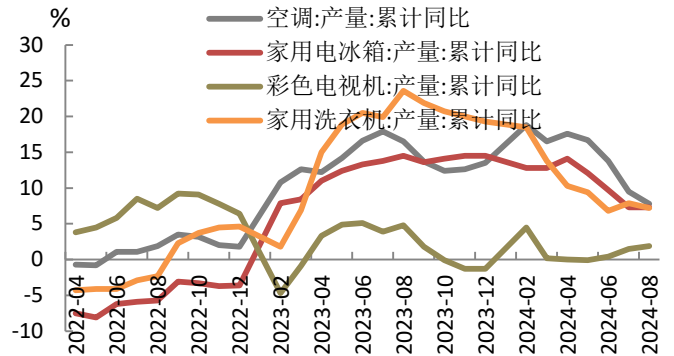


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 34 汽车产销情况

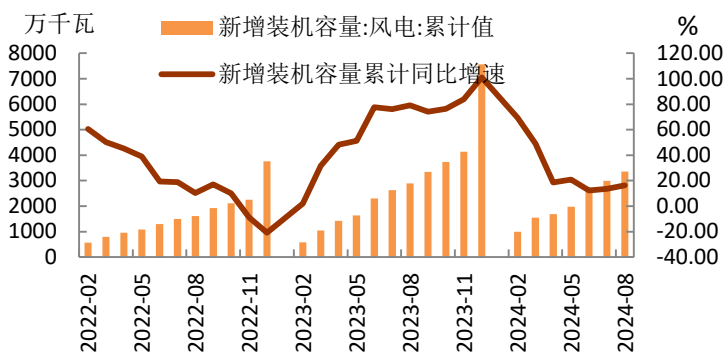


图表 35 白色家电产量情况

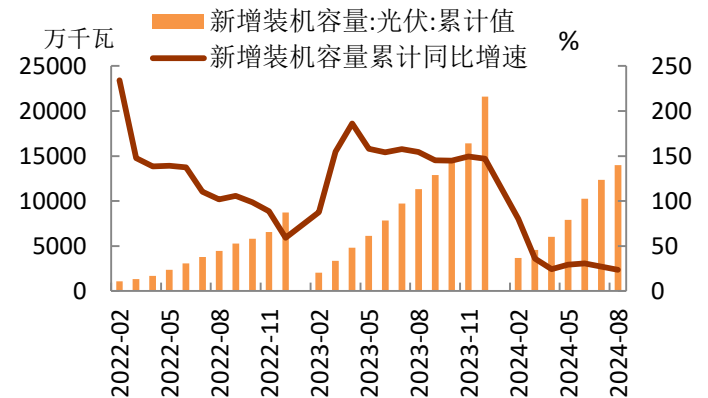


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 36 风电新增装机量情况



图表 37 光伏新增装机量情况



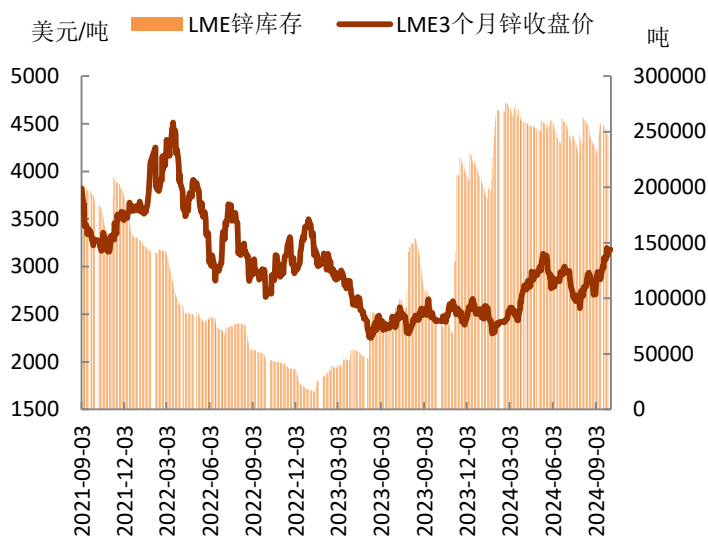
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

3.4 海外库存维持高位，国内节后累库不改去库预期

9月LME库存先增后减，整体高位波动，截止至9月30日，库存为24.53万吨，仍处近两年高水平。LME0-3现货贴水由月初的-50美元/吨收窄至34.22美元/吨。高库存大贴水的背景下，佐证海外消费改善较有限。

9月社会库存延续回落，月下旬去库斜率放缓，一方面进口锌锭到港补充，另一方面，下旬锌价低位反弹抑制下游采买，临近国庆长假，下游仍有刚需补库，截止至9月底，库存降至9.92万吨。国庆长假期间，累库0.77万吨，处于近年中性偏低水平。后期看，预计国内四季度维持低供应及进口冲击有限，下游需求边际改善背景下，库存仍有走低预期，总体低库存状态将延续。

图表 38 LME 库存维持高位



图表 39 国内仍有去库预期



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

四、总结与后市展望

宏观面看，非农就业表现超预期反应了美国经济韧性尚存，且高于预期的通胀数据令降息预期放缓，市场预计11月降息25BP。国内政策积极转向，市场信心修复，有望带动四季度的环比改善。

供应端看，海外矿山再现扰动，Kipushi矿年内产量减半，叠加国内四季度北方矿山生产淡季及炼厂冬储需求增加，原料端支撑增强。炼厂检修复产，10月精炼锌产量预计回升至50.29万吨但低于同期水平。当前锌锭进口亏损较大，进口持续冲击影响有限。

需求端看，海外维持高库存及贴水的状态，消费恢复较为曲折。国内以旧换新政策持续，汽车及家电板块维持较高景气度，此外镀锌板出口延续良好态势，风光保持正增速；近期政策转向，财政政策有望加码，地产政策优化，基建及地产均有修复预期，“银十”消费改善有望体现。

整体看，美联储步入降息周期及国内释放增量政策利好市场风险偏好改善，矿端及冶炼端扰动因素及消费季节性回暖为锌价提供支撑，不过也需警惕国内政策不及预期及消费改善缓慢带来锌价高位回落风险，预计沪锌主要波动区间24000-26000元/吨。国内供应低水平及进口锌锭冲击有限的背景下，去库仍可期，跨期尝试滚动正套。

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。