

2022年7月8日 星期五

宏观施压&供需托底

内外锌价宽幅震荡



联系人：黄蕾

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105

要点

●下半年，海外流动性收紧压力依然存在，但伴随着经济衰退的担忧，加息节奏存不确定性。国内疫情缓解后，稳增长政策有望兑现，内外政策延续分化的态势。

●基本面看，上半年内外锌矿生产扰动因素较多，产量不及预期，下半年产量有望边际改善，全年同比增速在2%。下半年内外需求预期差下，比价有望回升，锌矿进口窗口开启下，国内原料有望补充，带动精炼锌产量边际回升，但预计全年增速有限。而海外端，欧洲能源危机的因素仍是影响精炼锌产出的主要变量，尤其是四季度采暖季阶段，炼厂扩大减产的概率依然存在，精炼锌供应修复的力度较弱。需求侧看，海外经济见顶回落，需求边际下滑；而国内消费有望逐步释放，特别是基建板块有望形成较为可观的实物量，同时汽车板块也存改善预期，而地产及后周期的家电板块，改善程度则相对有限。

●整体来看，海外宏观面不确定因素较大，将加剧内外锌价波动。而海外能源问题及国内需求回升预期下，对锌价仍构成较强支撑，板块中预计表现相对偏强，可做多配。预计下半年内外锌价宽幅震荡为主，伦锌主要运行区间在2800-4000美元/吨，沪锌在21000-27000元/吨。

风险提示：宏观风险，供应超预期

目录

一、 锌市场行情回顾.....	5
二、 宏观面	6
2.1 海外方面.....	6
2.2 国内方面.....	6
三、 锌基本面分析	8
3.1 锌矿供应情况.....	8
3.1.1 全球锌矿供应情况.....	8
3.1.2 国内锌矿供应情况.....	10
3.2 精炼锌供应情况.....	13
3.2.1 全球精炼锌供应情况.....	13
3.2.2 国内精炼锌供应情况.....	15
3.3 精炼锌需求情况.....	17
3.3.1 全球精炼锌需求情况.....	17
3.3.2 国内精炼锌初端需求情况.....	18
3.3.3 国内精炼锌终端需求情况.....	19
3.4 内外库存表现分化.....	22
四、 总结与后市展望	23

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 欧元区通胀情况.....	7
图表 4 美国利率水平.....	7
图表 5 欧元区利率水平.....	7
图表 6 欧美 PMI 数据.....	7
图表 7 全球 PMI 数据.....	7
图表 8 国内 PMI 数据.....	8
图表 9 国内 GDP 同比增速.....	8
图表 10 2022 年海外主要矿山增量（万吨）	9
图表 11 全球锌矿月度产量情况.....	9
图表 12 全球锌矿月度产量情况.....	10
图表 13 国内锌矿月度产量情况.....	11
图表 14 国内锌矿月度进口情况.....	11
图表 15 内外矿加工费走势分化.....	11
图表 16 锌矿进口盈亏.....	11
图表 17 2020-2022 年国内主要矿山新增产能（万吨）	12
图表 18 全球精炼锌月度产量情况.....	13
图表 19 欧洲 TTF 天然气期货价格.....	13
图表 20 欧洲主要国家电价.....	14
图表 21 欧洲天然气库存情况.....	14
图表 22 2021 年四季度至今欧洲冶炼厂减复产情况（万吨）	14
图表 23 2022-2023 年海外冶炼新增量（万吨）	14
图表 24 国内精炼锌月度产量.....	15
图表 25 冶炼厂原料库存情况.....	15
图表 26 2020-2023 国内冶炼厂新增产能（万吨）	16
图表 27 国内精炼锌月度进口量.....	16
图表 28 国内精炼锌月度出口量.....	16
图表 29 冶炼厂利润情况.....	17
图表 30 锌锭进口盈亏情况.....	17
图表 31 全球精炼锌月度需求情况.....	17
图表 32 美国新屋开工情况.....	17
图表 33 美国成屋销售情况.....	18
图表 34 美国汽车销量情况.....	18
图表 35 欧元区房屋营建情况.....	18
图表 36 欧元区汽车销量情况.....	18
图表 37 镀锌企业开工率.....	19
图表 38 压铸锌合金企业开工率.....	19
图表 39 氧化锌企业开工率.....	19
图表 40 镀锌板出口情况.....	19

图表 41 基建逐步发力.....	21
图表 42 专项债发行情况.....	21
图表 43 地产主要指标仍显疲弱.....	21
图表 44 30 大中城市商品房成交面积情况.....	21
图表 45 地产销售面积情况.....	21
图表 46 汽车当月产销情况.....	21
图表 47 白色家电内需情况.....	22
图表 48 白色家电外需情况.....	22
图表 49 上期所库存大幅增加.....	22
图表 50 LME 库存加速下滑	22
图表 51 社会库存超预期累库.....	23
图表 52 保税区库存维持低位.....	23
图表 53 2017-2022 年全球锌市供需平衡表.....	24
图表 54 国内锌市供需平衡表.....	24

一、锌市场行情回顾

上半年，内外锌价整体呈现震荡后冲高回落的走势。

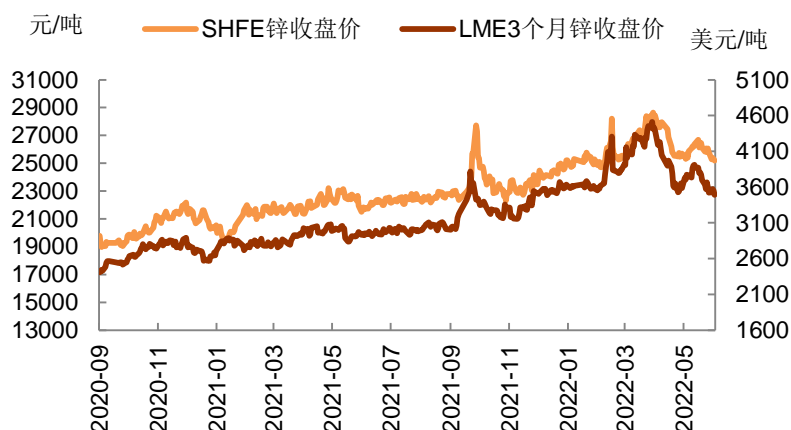
可以分为三个阶段，第一个阶段为年初至2月底，伦锌期价在宏观及基本面多空因素影响下，围绕3600美元/吨一线窄幅震荡。一方面，年初美联储不断释放鹰派言论，美元止跌走强，金属承压。另一方面，欧洲炼厂自去年三季度以来减产相继兑现，基本面支撑锌价。

第二阶段为3月至4月中下旬，伦锌震荡上行。2月底爆发俄乌冲突，市场担忧欧洲天然气供应受阻，从而导致炼厂扩大或延长减产，叠加伦镍史诗级逼空，伦锌刷新历史高位至4896美元/吨。伴随着伦镍逼空反转，伦锌快速回落至3800美元/吨附近。不过在俄乌局势反复、欧美俄间博弈及美联储3月加息靴子落地，伦锌止跌反弹。进入4月中旬，在LME锌挤仓担忧下，伦锌上涨至年内次高至4540美元/吨。

第三阶段为4月中下旬至今，伦锌期价震荡式下跌。进入4月下旬，美联储释放更加鹰派的加息和缩表预期，IMF下调全球经济增速预期。此外，国内锌锭出口不断兑现，海外挤仓担忧减缓，伦锌高位下跌至3451美元/吨。随着宏观担忧情绪暂缓，伦锌反弹至4000美元/吨附近。然美联储6月加息超预期，且海外经济衰退担忧增加，伦锌承压回落至3000美元/吨附近。截止至6月30日，伦锌收至3142.5美元/吨，年初至今跌幅达12.15%。

沪锌走势类似于伦锌，呈现冲高回落的走势。尽管国内年初突发疫情，但在一系列稳增长刺激下，市场维持较强预期，但进入5月，在国内坚持“动态清零毫不动摇”的防疫政策下，令市场担忧防疫大于经济，强预期减弱，市场信心崩塌，期价高位回落。尽管5月以来国内不断加码刺激政策，但也难抵海外流动性收紧压力，沪锌期价震荡下行，截止至6月底，收至23765元/吨，年初至今跌幅达1.119%。

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 海外方面

2020年下半年以来，受货币宽松、财政补贴不断的提振，欧美疫后经济强劲复苏，劳动力市场加速修复，通胀率持续上升。同时，疫情影响下供给不畅，叠加俄乌冲突对全球农产品、能源供给的冲击，令欧美通胀进一步冲高。数据显示，美国5月CPI同比增长8.6%，同比增速创近40年新高，核心CPI同比上涨6%，也处近年高位。欧元区6月CPI同比上涨8.6%，再度刷新纪录新高。

为应对数十年罕见的通胀压力，美联储采取了一系列紧缩措施，今年3月正式开始新一轮加息周期。截止至目前，美联储分别在3月16日、5月4日和6月15日加息25个基点、50个基点和75个基点；于2022年6月1日开始实施新一轮缩表，新一轮货币政策正常化过程明显提速。欧洲方面，为了应对通胀飙升的担忧，欧洲央行也表态将开启加息步伐，计划在7月加息25个基点，并暗示9月可能加息50基点。

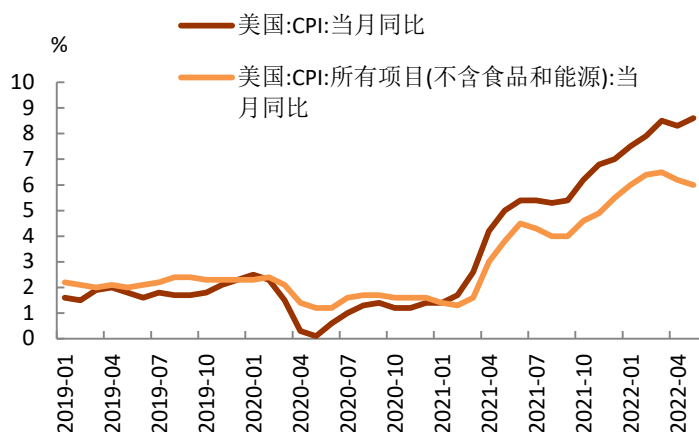
不过，在高通胀及海外各国加速收紧流动性的压力下，欧美各国PMI数据增速呈现高位回落的态势。数据显示，6月美国ISM制造业PMI数据53，创2020年6月以来新低；欧元区6月制造业PMI终值52.1，创2020年9月以来低位。

2.2 国内方面

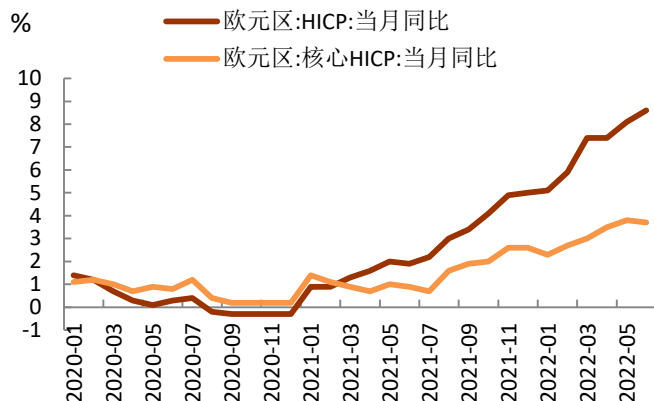
今年以来全国多个地区疫情反扑，导致多地经济活动按下暂停键，对国内经济影响明显。一季度GDP同比增长4.8%，高于去年四季度，但低于政府工作报告提出5.5%的目标。在经济下行压力不断加大的背景下，国内稳增长政策不断加码。进入5-6月，国内疫情好转，上海全面解封，经济逐步步入正轨。从最新公布的数据看，6月官方PMI录得50.2%，在连续三个月收缩后重返扩张区间。财新PMI录得51.7，3月以来首次高于荣枯线。

整体来看，下半年海外政策仍存在较大的不确定性，在“滞”与“胀”之间，货币政策将面临艰难的选择，但总的来看，流动性收紧周期尚未结束，全球资产面临较大压力。国内而言，随着常态化核酸检测的铺开，疫情防控与经济增长之间的将会统筹平衡，稳增长政策有望有效落地，经济增长动能将逐步恢复。

图表 2 美国通胀情况

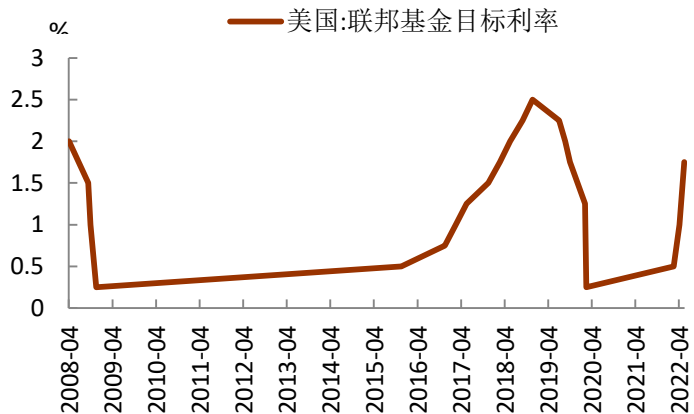


图表 3 欧元区通胀情况

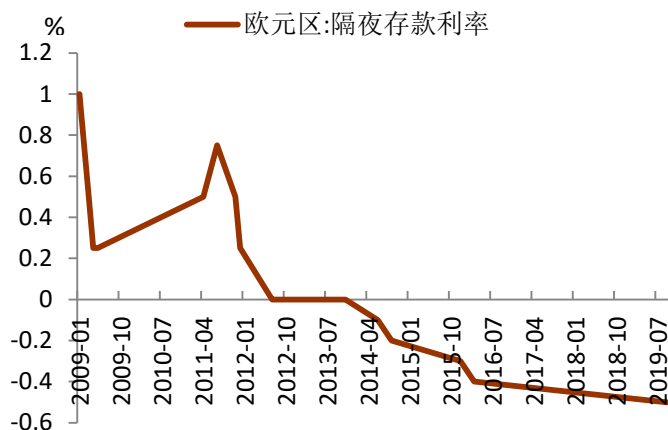


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 4 美国利率水平

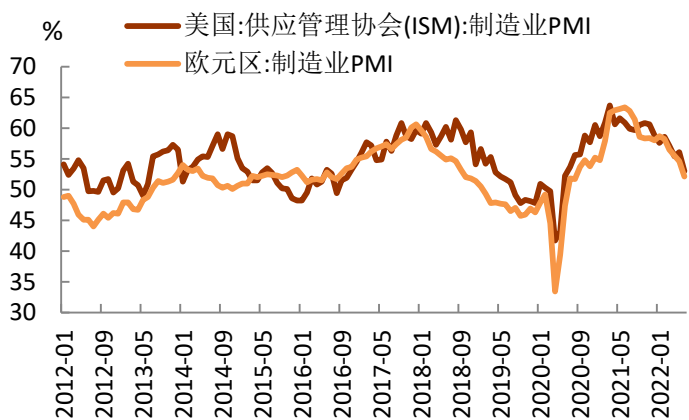


图表 5 欧元区利率水平

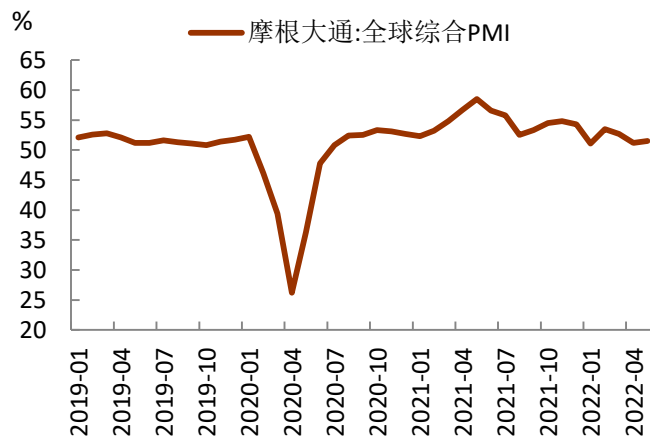


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 欧美 PMI 数据

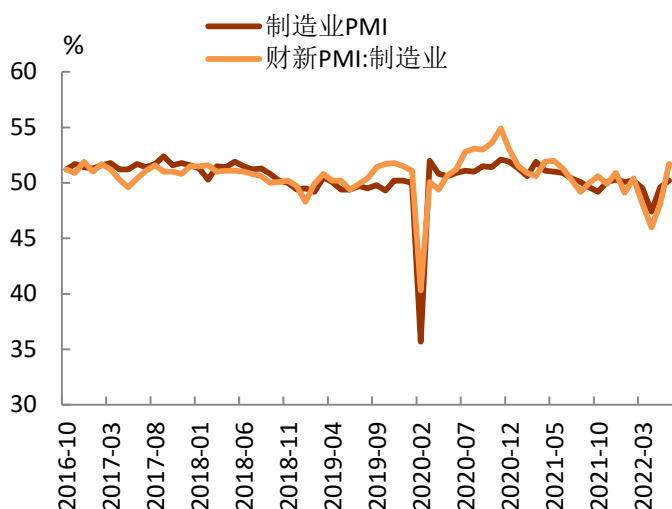


图表 7 全球 PMI 数据



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 同比增速



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 全球锌矿供应情况

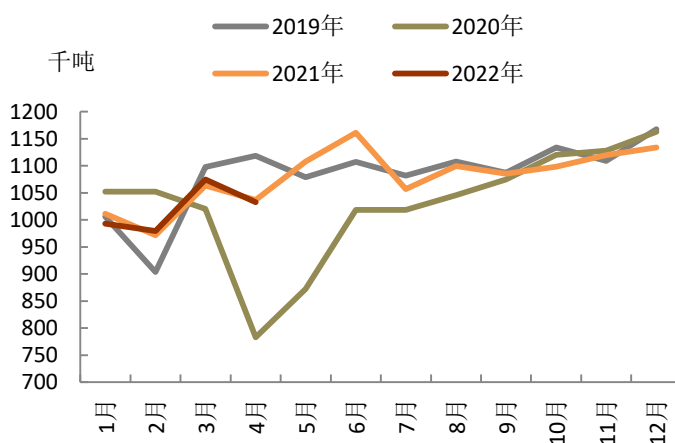
ILZSG 最新数据显示, 2022 年 1-4 月全球锌矿产量为 407.92 万吨, 累计同比减 0.11%, 但较 2020 年累计同比增加 4.39%。今年以来, 海外矿山产量增速不及预期。从海外主要上市公司财报数据来看, 2022 年 Q1 产量同比及环比均出现了负增长, 主因疫情导致员工缺勤率上升, 部分矿山出现用工紧缺的问题; 部分矿山因强降雨导致洪水而出现减产; 多数矿山品位延续下滑也是导致产量不及预期的一大因素。此外, 因哈萨克斯坦的新投项目 (Zhairem 矿山) 扩张不及预期, 嘉能可将全年锌矿产量下调了 9%, 约 10 万吨。

年初, 市场预计全年海外锌矿增量在 20-30 万吨, 考虑到锌矿产出不及预期及新增项目投放延后, 故将全年海外锌矿增量下调至 15 万吨左右。尽管全年海外锌矿增量下修, 但欧洲地区能源高企下, 炼厂检修亦减少锌矿需求, 海外矿端趋向紧平衡。

图表 10 2022 年海外主要矿山增量（万吨）

国家	企业	矿山	2022 年增量（年初）	2022 年增量（当前）
秘鲁	Glencore/Teck/bhp	Antamina	1	1
南非	Vedanta	Gamsberg	3.3	3.3
澳大利亚	New Century	New Century	1.57	1.7
印度	Vedanta	Rampura-Agucha	3	3
澳大利亚	Glencore	Mount Isa	1	0
澳大利亚	MMG	Dugaid River	0.5	0
澳大利亚	Glencore	McArthur River	1	0.8
哈萨克斯坦	Glencore	Zhaimem	5	3
哈萨克斯坦	Glencore	Kazzinc	-4	-4
巴西	Nexa	Aripuana	4	2
墨西哥	Grupo mexico	Buenavista Znic	2	0
葡萄牙	Lundin	Neves Corvo	4.5	4.5
非洲	Trevali	Perkoa	-3	-3
秘鲁	Trevali	Santander	-1	-1
玻利维亚	Sumitomo	San Cristobal	2	2
美国	Teck	Red Dog	0.5	1
澳大利亚	MMG	Rosebery	-1	-2
加拿大	Glencore	Kidd	-1	-1
哈萨克斯坦	西藏珠峰	塔中矿业	1	1
俄罗斯	紫金矿业	龙兴	0.5	0.5
秘鲁	Volcan	Yauli	0.7	0.7
	合计		21.6	13.5

数据来源：SMM，新闻整理，铜冠金源期货

图表 11 全球锌矿月度产量情况


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 12 全球锌矿月度产量情况

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	Q1 环比	Q1 同比	2022 年产量预测	此前产量预测
MMG	6.84	5.81	6.1834	6.1397	4.9763	-18.95%	-27.25%	22.5-25	
嘉能可	28.26	29.92	27.4	26.2	24.15	-7.82%	-14.54%	101±3	111±3
Vedanta	34.3	28.2	30.3	30.4	35	15.13%	2.04%		
Teck	14.6	16.8	14.43	14.878	15.75	5.86%	7.88%	63 - 66.5	
Nexa Resources	7.74	8.16	7.99	8.11	6.63	-18.25%	-14.34%	28.7- 31.8	
Boliden	6.76	7.2672	6.5278	6.2951	5.8127	-7.66%	-13.95%		
Lundin Mining	3.34	3.48	3.8769	3.683	3.2391	-12.05%	-3.02%	18.8-20.3	
Trevali	3.39	3.96	3.74	3.25	2.83	-12.92%	-16.52%	11.2-12.7	
New Century	3.0433	3.1737	2.89	3.03	2.73	-9.90%	-10.29%	11-13	
Penoles	6.9687	6.9121	6.9858	6.5383	6.7212	2.80%	-3.55%		
Sierra Metals	1.0942	0.95858	0.86691	0.676	0.476	-29.59%	-56.50%		
合计	116.3316	114.6416	111.1908	109.2001	108.3153	-0.81%	-6.89%		

数据来源：上市公司财报，铜冠金源期货

3.1.2 国内锌矿供应情况

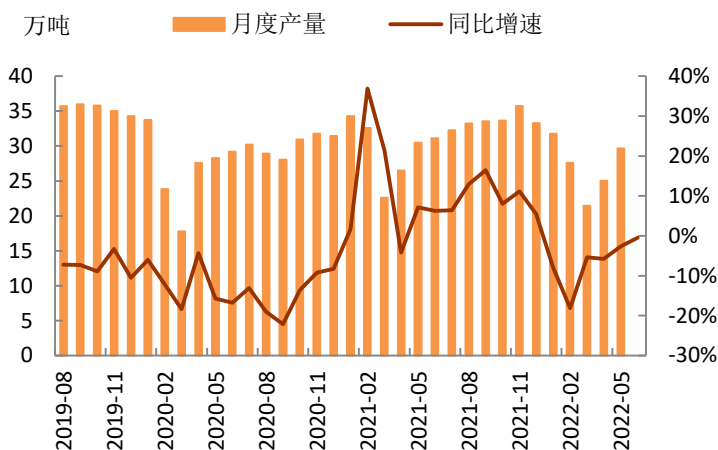
上半年国内锌矿产出低于预期，据SMM数据显示，1-6月国内锌矿产量约177.3万吨，同比减少7.43万吨或4.12%。一方面，一季度处于北方矿山季节性生产淡季，叠加国内冬奥会、两会，限制炸药运输，各地区矿山生产受不同程度影响；另一方面，国内疫情疫情加剧，防疫封控政策下也限制矿山产出。

锌矿进口量也远低于市场预期，海关数据显示，1-5月锌矿累计进口量为152.4万吨，累计同比减少7.4%。主因上半年，锌价呈现外强内弱的格局，比价处于低位，锌矿进口亏损由通常1000元/吨扩大至3000元/吨，叠加进口矿无价格分享机制，炼厂拒采进口矿。不过，进入5月份，锌矿进口窗口间隙开启，炼厂增加了远期采购，预计7月到港，但多按需采购。

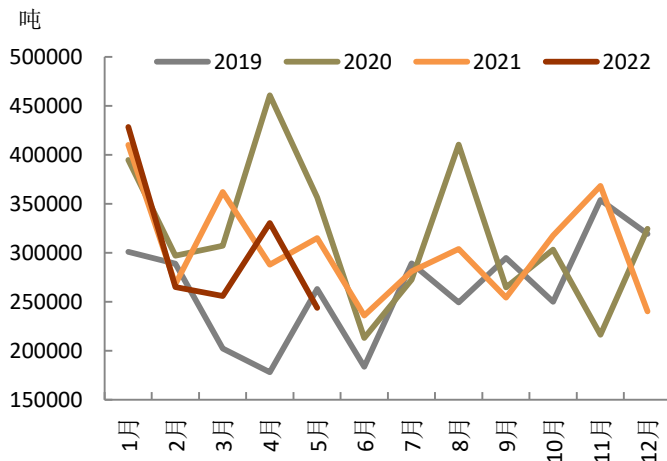
总的来看，上半年国内锌矿供应呈现偏紧的格局，从内外加工费的走势也可以佐证。SMM月度加工费报价显示，上半年，国产锌矿加工费均值由4000元/金属吨一路降至3650元/金属吨，维持在2018年8月以来的低位。进口锌矿加工费3月以来出现快速回升，一方面，得益于年度加工费谈判的提振，另一方面，则是对较低的内比价价的修复。从7月数据来看，国产加工费均值环比增加100元/金属吨至3750元/金属吨，绝对值仍处低位，紧张格局不改；进口新矿均值环比减少10美元/干吨至200美元/干吨，一方面进口矿流入增加，另一方面内外比价出现低位修复。

下半年而言，国内锌矿产出预计稳中抬升，但受制于环保压力、矿山开采权到期等多种因素影响，锌矿产出增量相对有限。同时，今年新增产能集中在湖南、内蒙古以及广西地区，多为小型项目，加之环保压力依旧较大，投产进程不畅，预计全年锌矿增量由年初的18万吨左右调降至9万吨。预计全年，国内锌矿产量达425万吨，同比增加11万吨或3%。进口方面，伴随着进口窗口间歇性开启，且炼厂国产矿和进口矿混合比例生产可以实现盈利，预计将增加进口锌采购量。总的来看，下半年国内锌矿供应紧张程度将有所改善，但也难言宽松。

图表 13 国内锌矿月度产量情况

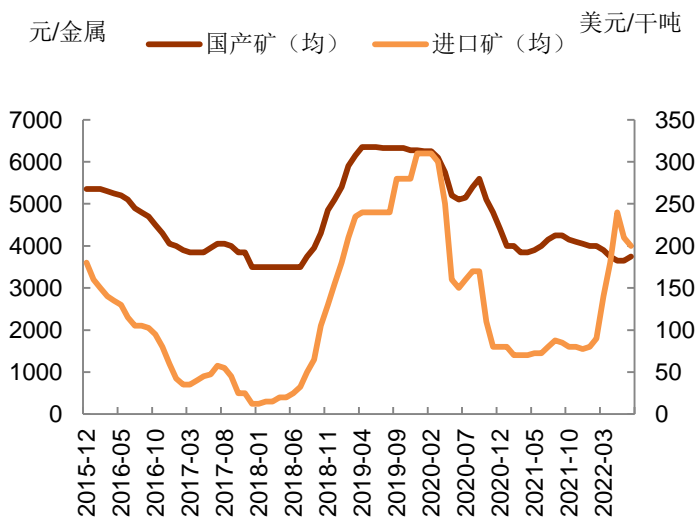


图表 14 国内锌矿月度进口情况

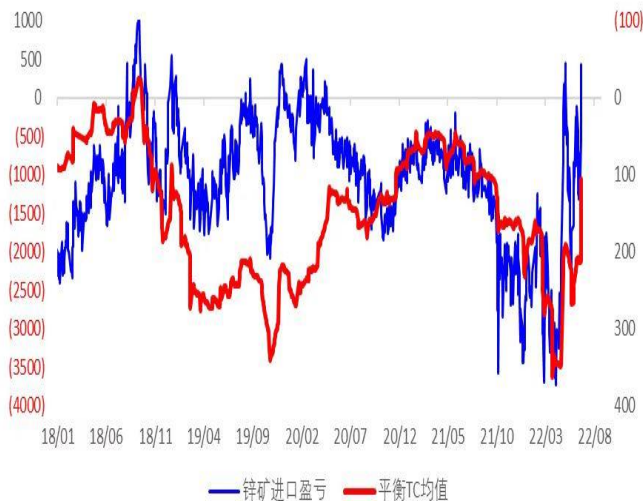


数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 15 内外矿加工费走势分化



图表 16 锌矿进口盈亏



数据来源：SMM，iFinD，弘则，铜冠金源期货

图表 17 2020-2022 年国内主要矿山新增产能（万吨）

地区	所属公司	矿山名称	20 年变量	21 年变量	22 年变量（年初）	22 年变量（当前）
湖南	混合整改	湘西华林	2	0	11	1.3
湖南	湖南有色	宝山矿业	-1	1	0	0
湖南	湖南志弘矿业	大脑坡	0	0	3	0
内蒙	国金矿业	八岔沟西	2	0	0	0
内蒙	兴业矿业	银漫矿业	0.3	0	0	1.3
内蒙	兴业矿业	乾金达	0.3	0.7	0	0
内蒙	兴业矿业	荣邦矿业	0.3	0.1	0.5	1
内蒙	盛达矿业	东晟矿业	0	0.4	0	0
内蒙	盛达矿业	赤峰金都	0.2	0	0	0
内蒙	诚诚矿业	诚诚矿业	0	0		1.6
内蒙	紫金矿业	三贵口铅锌矿	-1.8	0		1.3
内蒙	金星矿业	金星矿业	0	0		0.4
内蒙	艾玛铅锌矿	艾玛铅锌矿	0	0		-4.5
新疆	紫金矿业	乌拉跟	1	3	0	0.6
新疆	金鑫铅锌矿业	金鑫铅锌矿业	0	0		0.6
甘肃	金徽矿业	郭家沟	0.5	0	0	0
甘肃	白银有色	广坝铅锌矿	0	0		-0.1
广西	北山矿业	北山矿业	0	0.3	0.3	0
广西	德安天宝矿业	张十八铅锌矿	0	0.5	0	2.5
江西	江铜集团	冷水坑	0	0	0.3	0.3
河北	河北华澳	蔡家营	0	0	1	-0.6
额尔古纳	诚诚矿业	诚诚矿业	0	0	1.7	
西藏	驰宏锌锗	鑫湖矿业	0	0		0.6
西藏	宝翔矿业	纳如松多	0.2	0		0.3
河南	卢氏新润矿业	杨家湾铁锌矿	0	0		0.6
辽宁	青城子矿业	青城子矿业	0	0		0.6
青海	都兰县多金属矿业	都兰县多金属矿业	0	0.3		1.1
		合计	4	6.3	17.8	8.9

数据来源：SMM，铜冠金源期货

3.2 精炼锌供应情况

3.2.1 全球精炼锌供应情况

全球范围来看，ILZSG数据显示，2022年1-4月全球精炼锌产量为453.51万吨，累计同比减少2.7%。

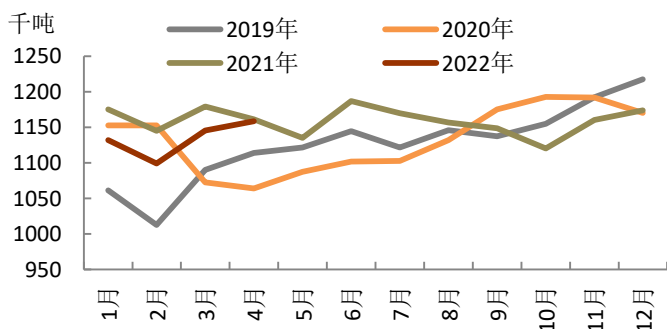
年初至今，全球精炼锌减量主要源于欧洲地区。自2021年四季度以来，欧洲地区天然气价格走高，带动各国电价攀升至近年高位，欧洲地区多家冶炼厂因成本抬升而出现减停产的情况吧，减产产能占全球总产能4%。今年3月17日，在法国采取政府能源补助前提下，新星宣布重启法国炼厂，但高电价下仍厂控产生产。而其它检修炼厂尚未公布复产信息。

今年2月俄乌战争爆发，进一步推动了欧洲天然气价格，尽管4月中旬后，欧洲地区进入天然气消费淡季，但从目前的补库情况看，天然气库存水平较往年同期仍显偏低。而近期因涡轮机的问题，俄罗斯缩减了“北溪1号”60%的供气量，且美国自由港大火也导致LNG出口停摆，关闭长达三个月，出口全部恢复或要到年底；同时，欧洲天然气供应大国挪威的罢工也令其供应前景雪上加霜。总的来看，目前天然气补库困难重重，这为今年四季度采暖季埋下了能源风险，欧洲冶炼厂仍有扩大减产的可能。

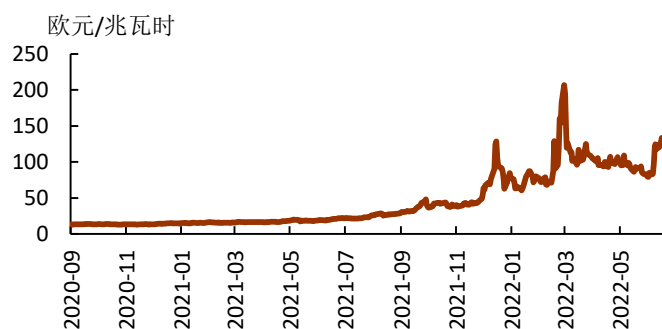
此外，今年海外新增冶炼产能较少，同时北美和南美地区部分冶炼厂存在运营和质量上的问题。如Hudbay Minerals 位于加拿大的Flin Flon 冶炼厂，随着“777”支线矿在运营 18 年后关闭，今年或将全面退役。加拿大第二家冶炼厂Noranda Income Fund 因劳动力短缺及电力缩减，沪将年度产量计划下调了15000 吨。Nexa Resources位于巴西的两家炼厂则因为缺乏原料导致产量同比出现下滑。

总的来看，上半年海外能源问题导致欧洲地区炼厂延续减产状态，叠加北美、南美地区炼厂产量下滑，海外精炼锌供应处于偏紧格局。进入下半年，欧洲地区能源风险依然存在，特别是四季度，炼厂扩大减产的概率也是存在的；而今年海外新增项目较少，预计下半年海外精炼锌供应难言宽松，在需求侧不出现断崖式下跌的情况下，精炼锌供应大概率维持偏紧的格局。

图表 18 全球精炼锌月度产量情况

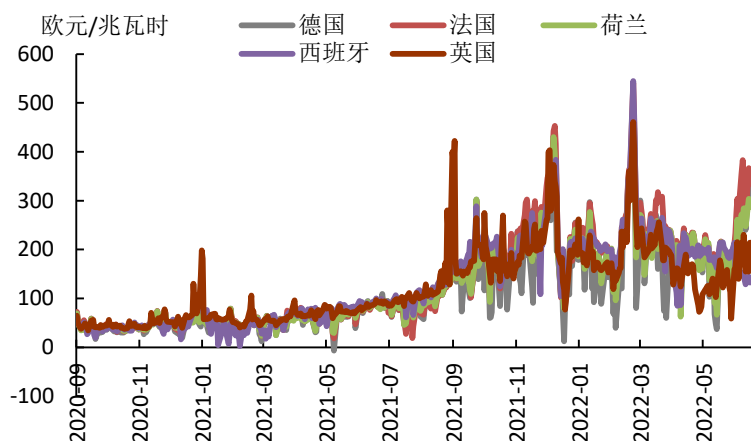


图表 19 欧洲 TTF 天然气期货价格

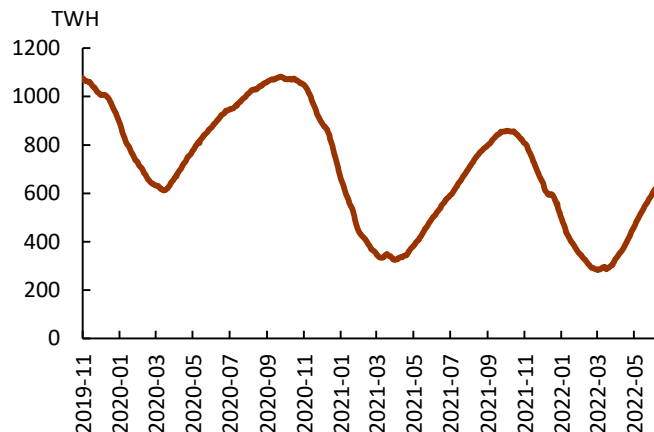


数据来源：iFinD，新闻整理，铜冠金源期货

图表 20 欧洲主要国家电价



图表 21 欧洲天然气库存情况



数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 22 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	15	21 年 10 月产量消减 50%
	Balen	比利时	27	13.5	21 年 10 月产量消减 50%
	Auby	法国	17	17	22 年 1 月停产维护, 3 月 17 日宣布部分复产, 市场预期日产量 3000-4000 吨
嘉能可	Portovesme	意大利	24	10	21 年 11 月宣布 12 月底对 10 万吨硫化锌产线停产维护
	San Juan de Nieva	西班牙	46		错峰生产
	Nordenham	德国	5		错峰生产
	Northfleet	德国	5		
波利顿	Kokkola	芬兰	31.5		
	Odde	挪威	20		
Teck	Trail	芬兰	35		
总计			240.5	55.5	

数据来源: 新闻整理, 铜冠金源期货

图表 23 2022-2023 年海外冶炼新增量 (万吨)

企业名称	炼厂名称	2022E	2023E
Hudbay	Flin Flon	-9	0
Kapus Prima	Kapus Prima	2	1
Korea Zinc	Townsville	2	
NIF	Valleyfidle	1.5	0.5
Russian Copper	Verkhny Ufalei		15
Vedanta-HZL	HZL	6.5	
合计		3	16.5

数据来源: 新闻整理, 铜冠金源期货

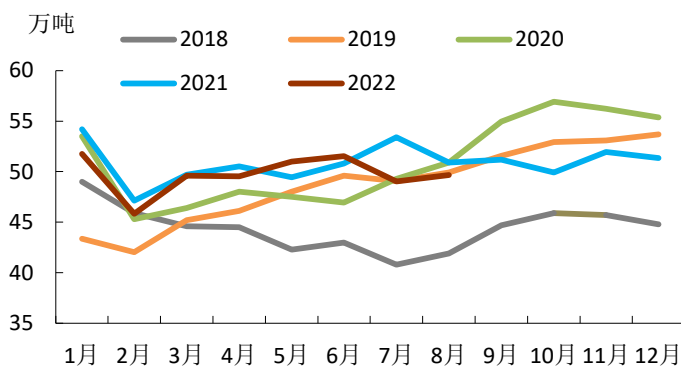
3.2.2 国内精炼锌供应情况

上半年，国内精炼锌产量低于预期。SMM数据显示，1-6月精炼锌累计产量为297.3万吨，累计同比减少1.49%。产量同比下滑主要源于，一方面，原料锌矿供应偏紧，叠加二季度国内疫情导致原料运输受阻，部分炼厂减停产以应对；另一方面，炼厂非常规性检修增多，如年初内蒙古兴安冶炼厂发生安全事故，6月南方暴雨导致广西地区炼厂生产受阻等。7-8月，北方部分炼厂计划常规检修，预计7月精炼锌产量环比增加0.63万吨至49.66万吨，1~7月精炼锌预计累计产量为347万吨，累计同比减少1.8%。

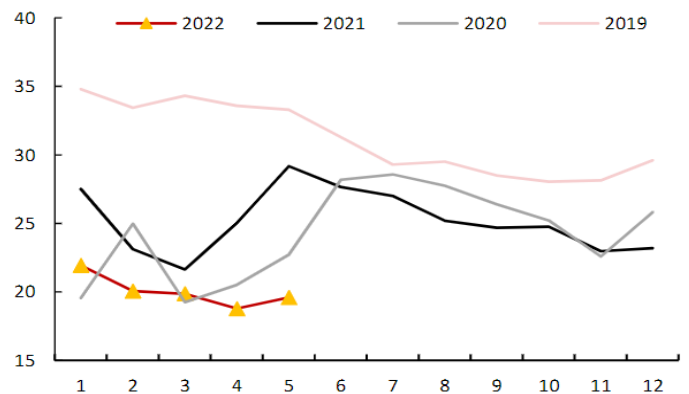
从企业的利润情况看，今年以来，尽管锌矿加工费表现低迷，但得益于副产品硫酸价格高企，且锌价绝对值处于高位，使得冶炼企业总体利润表现较为可观，高位可达2300元/吨附近。不过，6月以来，锌价高位回落，炼厂利润有所压缩至1400元/吨，而不含副产品的炼厂利润则临近盈亏平衡。若后期，锌价再度大幅回落，炼厂利润继续大幅压缩的情况下，存在主动减产的可能性。

新增产能来看，去年底以来，新增冶炼多为再生锌项目，且今年多个项目延后至2023年投产，新增总量由年初预计的近47万吨下修至22万吨，全年实际贡献量预计在10万吨。

图表 24 国内精炼锌月度产量



图表 25 冶炼厂原料库存情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

进出口方面看，海关数据显示，1-5月精炼锌累计进口量为4.66万吨，累计同比下降79.87%。1-5月精炼锌累计出口量达5.35万吨，累计同比增18.6倍。1-5月精炼锌累计净进口量为减少6870吨，而去年同期为22.9万吨。因今年以来内外比价处于极低水平，精炼锌进口亏损幅度较大，一度超5000元/吨，极大地降低了进口需求。与此同时，海外精炼锌紧缺带动现货溢价拉涨，且在较低比价的背景下，精炼锌出口出现盈利。3、4月份起，有渠道的冶炼企业及贸易商逐步布局出口事宜，随着锌锭及船期到位，5月精炼锌出口出现放量的情况。

总的来看，上半年国内精炼锌供应低于预期，且精炼锌呈现净出口的罕见情况。对于下半年，我们认为在原料锌矿不宽松的背景下，精炼锌产量同比增幅相对有限。同时，当前冶炼企业利润主要依赖于硫酸，而华东、华北地区硫酸价格存高位回落的预期，叠加锌价回落，后期不排除企业因亏损而压缩产出或减产。进出口方面，下半年国内需求好转，海外需求存

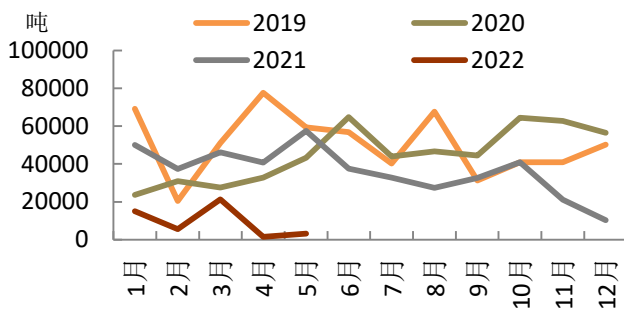
回落预期，内外比价有望走强，精炼锌进口亏损幅度有望收窄，出口窗口开启机会或减少，精炼锌或呈现小幅净进口。考虑到海外供应紧缺及进口窗口难持续开启，全年净进口量级别预计不大。

图表 26 2020-2023 国内冶炼厂新增产能（万吨）

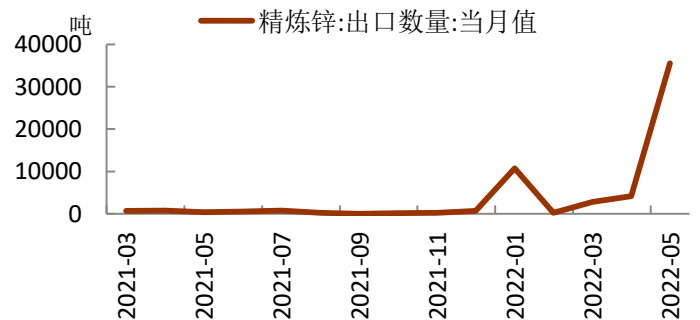
企业名称	原材料分类	原产能	新产能	实际投产时间
青海华信环保	矿产锌	0	5	2020 Q4
乌恰紫金锌业	矿产锌	0	10	2020.12.10
广西誉升	矿产锌	0	5	2021.11
西南能矿	再生锌	0	8	2021.11
合计			28	
青海西部铝业	再生锌	0	4	2022.1
广西永鑫	再生锌	5	5.8	2022
四环比利弗	再生锌	0	3	2022
凉山索玛	再生锌	0	2	2022
湖南金石矿业	再生锌	5	5	2022.8
江西思远	再生锌	0	2.5	2022.8
2022 年合计			22.3	
金诚锌业	再生锌	0	10	2023 初
河南金利	再生锌	0	10	2023
祥云飞龙	再生锌	18	15	2023
南丹吉朗	矿产锌	8	2	2023
四川俊磊	矿产锌	8	0	2023
华峰锌业	再生锌	10	5	2023
2023 年合计			42	

数据来源：SMM，铜冠金源期货

图表 27 国内精炼锌月度进口量



图表 28 国内精炼锌月度出口量

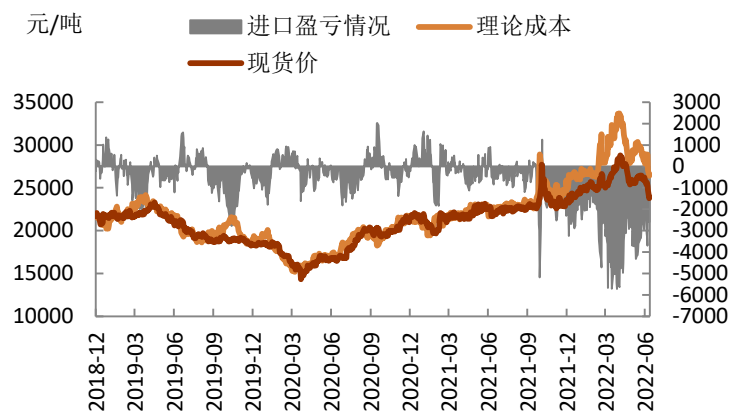


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 29 冶炼厂利润情况



图表 30 锌锭进口盈亏情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

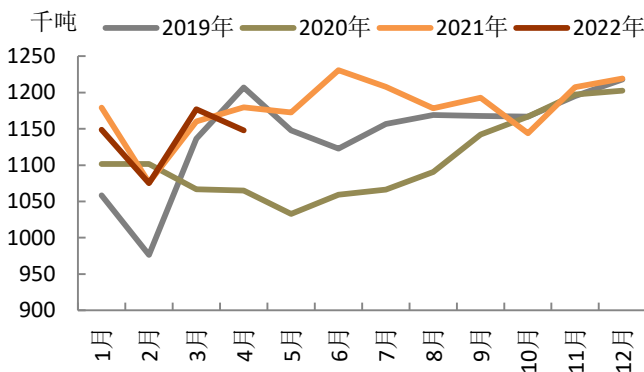
3.3 精炼锌需求情况

3.3.1 全球精炼锌需求情况

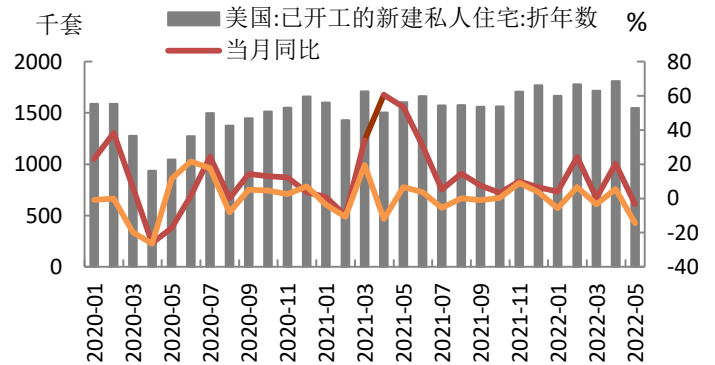
全球范围来看，ILZSG 最新数据显示，2022年1-4月精炼锌累计消费量达454.85万吨，累计同比减1.01%。1-4月全球精炼锌供需缺口达1.3万吨，去年同期为过剩8.3万吨。

上半年，海外锌消费保持较强的韧性。建筑板块看，美国新屋开工保持较高的同比增速，但5月增速有所回落；成屋销售同比降幅扩大。欧元区营建产出保持较良好的同比增速。汽车板块看，欧美汽车销量同比均出现较大降幅，主因半导体短缺和新冠疫情的持续影响，同时还面临着俄乌局势升级、原材料价格上涨及零部件短缺等挑战。下半年来看，欧美抗通胀的决心不减，经济增速存下调预期。此外，欧洲地区受俄乌冲突影响较大，陷入衰退的可能性更大。总的来看，下半年在欧美经济增速下滑的预期下，海外锌消费或难以保持上半年的强韧性，消费有望放缓。

图表 31 全球精炼锌月度需求情况

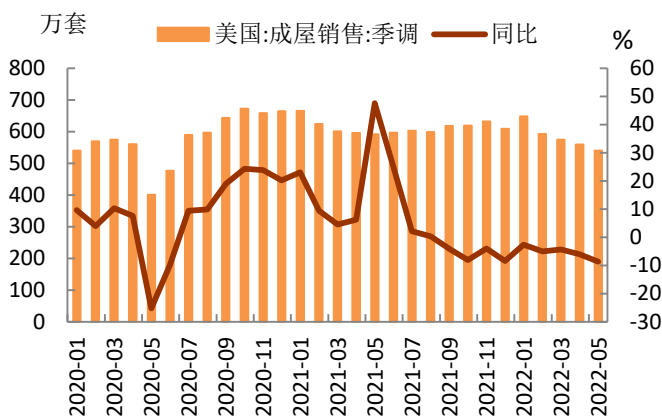


图表 32 美国新屋开工情况

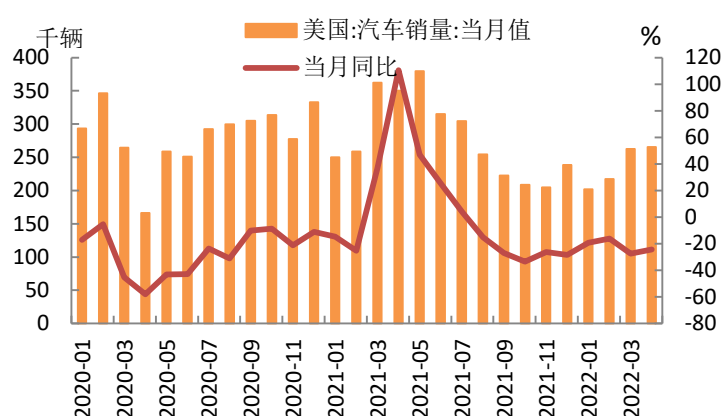


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 33 美国成屋销售情况

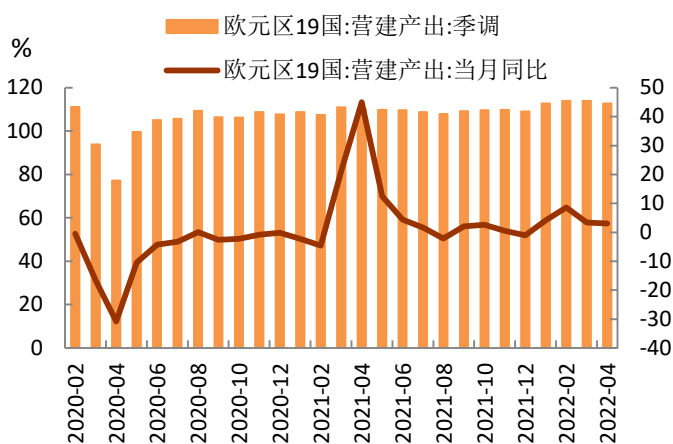


图表 34 美国汽车销量情况

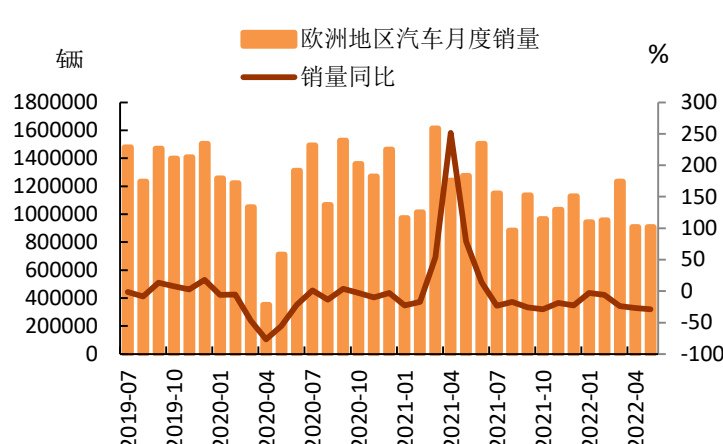


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 35 欧元区房屋营建情况



图表 36 欧元区汽车销量情况



数据来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

3.3.2 国内精炼锌初端需求情况

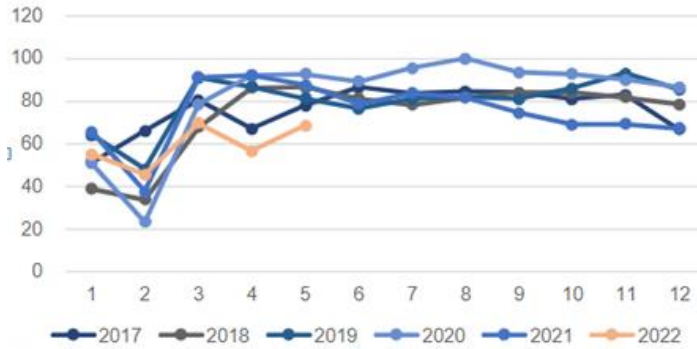
今年国内初端消费远低于往年同期水平，主要源于，一方面 1-2 月国内北方因冬奥会、残奥会等影响环保趋严，另一方面，3 月以来国内多地疫情加剧，原料及成品运输受阻。且伴随着全国防疫政策趋严、上海地区封城，导致终端开工不畅，订单需求拖累了初端企业开工率表现。尽管进入 5 月，上海地区企业逐步复工复产，6 月全面复工，但受制于原料价格高企、企业利润不佳、终端需求低迷、南方暴雨北方高温等外在因素影响，初端企业开工率环比改善，但远未达到往年同期水平。

此外，今年镀锌板出口表现也较去年偏弱。海关数据显示，1-5 月镀锌板净出口量为 301.92 万吨，累计同比减少 16.5%。一方面，去年上半年受取消出口退税的影响，市场抢出口导致基数较高；另一方面，今年国内疫情迭起，运输不畅拉长了船期，同时，海外地缘争

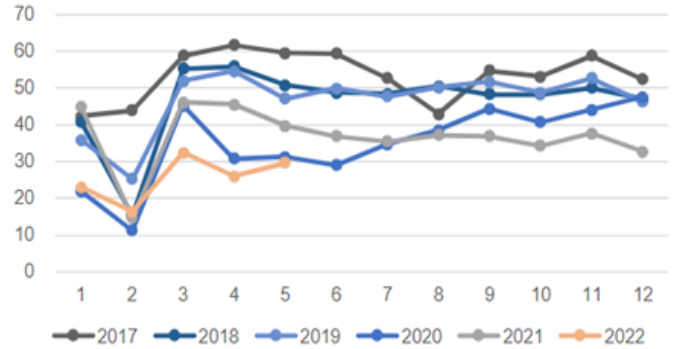
端导致原油等价格上涨，海运费高企压缩了出口利润。

对于下半年而言，国内疫情好转，一系列稳增长刺激政策有望逐步兑现，终端需求落地将逐步传导至初端，企业开工有望延续环比改善。不过，因海外需求见顶预期增强，下半年镀锌板出口或难有亮眼表现。

图表 37 镀锌企业开工率

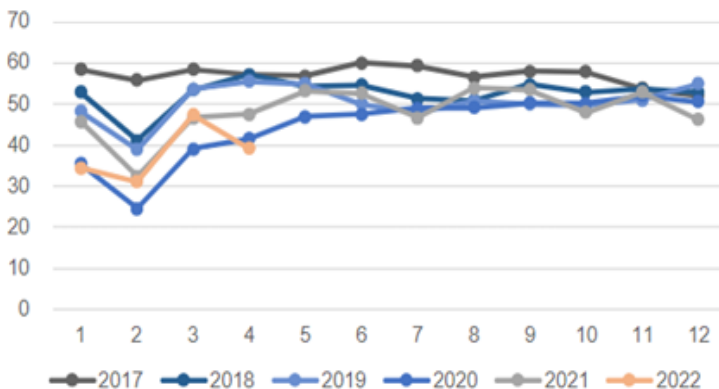


图表 38 压铸锌合金企业开工率



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 39 氧化锌企业开工率



图表 40 镀锌板出口情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

3.3.3 国内精炼锌终端需求情况

国内终端需求来看，房地产、建筑业和汽车工业是主要应用领域，占中国的锌消费量 50% 左右，其次在地铁、城市轻轨等基础设施建设、电力工程、电网建设等领域也占有一定份额。大量镀锌薄板材用于汽车制造、冷藏箱、建筑业、通风和供热设施以及家具制造等领域。

房地产方面：统计局数据显示，1-5 月份，房地产开发投资同比-4.0%；房屋施工面积同比-1.0%；房屋新开工面积同比-30.6%；房屋竣工面积同比-15.3%；房屋销售面积同比-23.6%。

上半年，受多地疫情反复等超预期因素影响，房地产市场经历了前所未有的挑战，地产投资累计同比首次负增长，拿地及销售等也出现不同程度下滑。在国内经济下行压力加大的背景下，中央和各部委频繁释放积极信号，各地全面落实因城施策，行业政策环境进入宽松

期。5-6月，疫情影响逐渐弱化，重点城市销售面积环比转增，市场底部回升。

下半年，预计有利于房地产行业平稳健康发展的政策将继续出台，房地产市场将逐步企稳恢复，房屋销售有望边际改善。不过，考虑到房企融资依然受限，即使销售改善，但传导至投资端至少要3-6个月，故预计下半年地产投资难有大起色，有效改善至少到年末或明年初。而作为地产后周期品种，镀锌及压铸锌合金需求将受不同程度拖累。

从基建投资方面来看：统计局数据显示，1-5月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长6.2%。其中，基建投资同比增长6.7%。年初以来，国内多地疫情反扑，在稳增长的诉求下，基金的重要性全面提升，成为了疫情冲击经济之下的主要支撑点。

从资金层面看，今年专项债发行明显加快。5月30日财政部要求各地加快支出进度，确保今年新增专项债在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕。财政部数据显示，截止至6月底，新增专项债发行量合计超过3.4万亿元，已达全年限额（36500亿元）的90%。而专项债中超50%投向了基建板块，这为上半年基建发力提供了充足的资金支持。从基建项目情况看，相较于去年，各省重大项目个数、总投资额、年度投资计划均有所上升。其中，重大项目合计约2.94万，较去年增加12%，全国总投资规模约39.45万亿元，较去年增长10%；全国年度投资计划合计约11.27万亿元，较去年上升19%。

下半年看，预计8月底前专项债资金仍将有所贡献；9月后，随着财政资金发力逐步弱化，则需更多关注其他资金来源，如城投债净融资、特别国债及专项债提前发行的情况。同时，随着重大项目的逐步落地，将有效带动锌消费实物增量。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，2022年1-5月汽车产销961.8万辆和955.5万辆，同比下降9.6%和12.2%。年初以来，汽车产销表现低于预期，源于：一方面，乌俄战争等因素导致汽车制造原材料价格出现了上涨，对行业利润造成了一定的压力；同时，全球范围内的芯片短缺问题依然存在；另一方面，国内疫情突发，特别是长三角地区疫情对汽车产销造成较大影响。

不过5月以来，随着国内各地疫情得到有效控制，汽车产业链逐渐畅通，复工复产节奏加快，汽车产销有所回暖。同时，针对汽车消费的刺激政策也不断加码。5月23日，国常会决议中出台了阶段性减征部分乘用车购置税600亿元；5月31日，财政部、税务局出台了减半征收车辆购置税的政策；多地发放“巨额”汽车消费券、增加购车指标等措施。对于下半年，我们认为在产业生产恢复正常节奏、原料价格出现拐点及各地政策刺激下，汽车产销有望恢复至两位数以上的增速，全年销量仍有望至5%的水平。

从白色家电方面来看：产量方面，1-5月空调、冰箱、洗衣机及彩电累计产量同比增速分别为-0.8%、-8.1%、-4.1%和4.5%。出口方面，1-5月空调、冰箱、洗衣机及彩电累计出口同比增速分别为-7.8%、-12%、-19.1%和11.3%。

内需方面，上半年，受国内地产持续走弱、多地疫情反扑及原材料价格上涨，压制了家电产销。自4月以来，各地疫情逐步好转，同时各地落实促消费政策，家电消费有所改善。此外，地产端边际改善，也有望带动地产后周期的家电消费回暖。外需方面，海外耐用品及

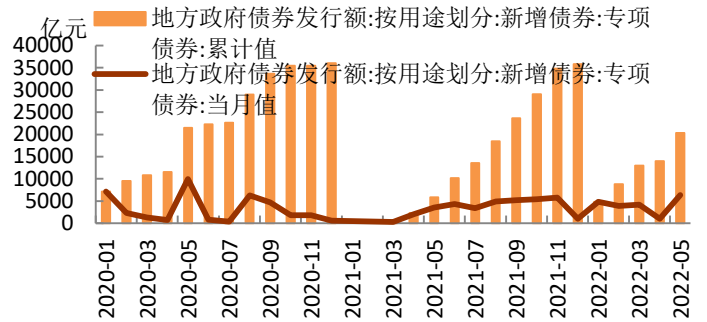
地产销售高位回落，叠加地缘冲突导致海运费上涨、人民币贬值，均制约家电出口表现。下半年，海外需求维持见顶回落的预期，出口端或延续同比回落的态势。

总体来看，下半年，我们认为基建依然是拉动锌消费的重要动力，汽车边际改善也将带动氧化锌需求回暖，但地产及家电板块的消费提振将相对有限。

图表 41 基建逐步发力

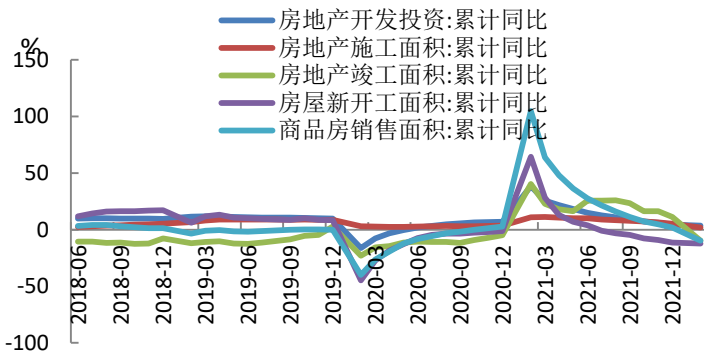


图表 42 专项债发行情况

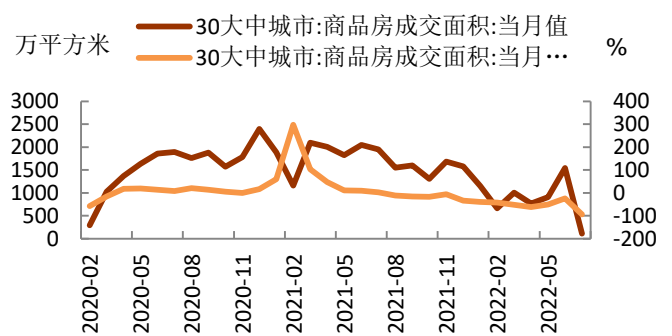


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 43 地产主要指标仍显疲弱

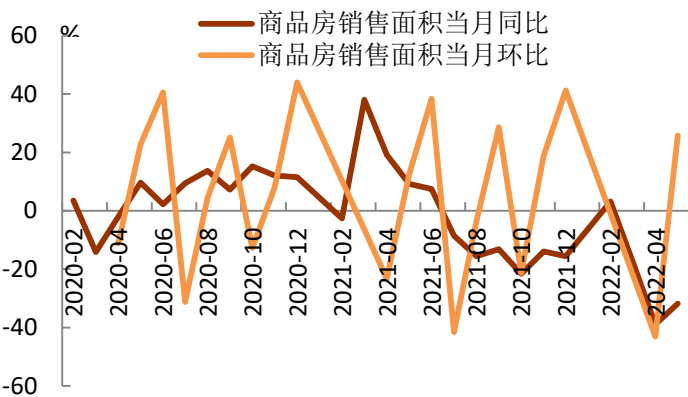


图表 44 30大中城市商品房成交面积情况

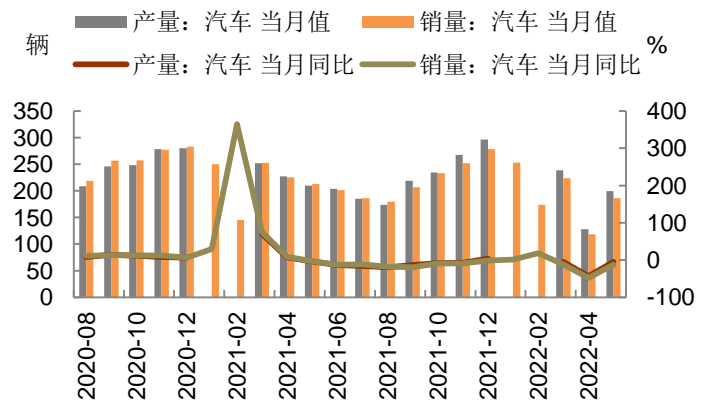


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 45 地产销售面积情况

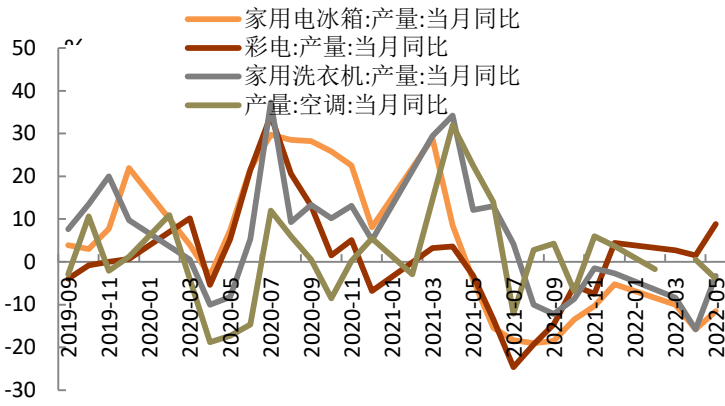


图表 46 汽车当月产销情况

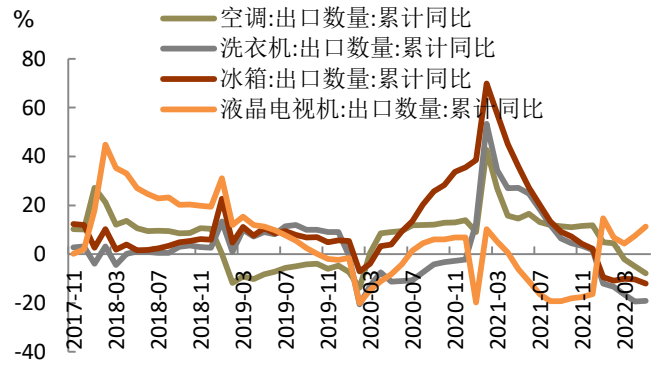


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 47 白色家电内需情况



图表 48 白色家电外需情况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

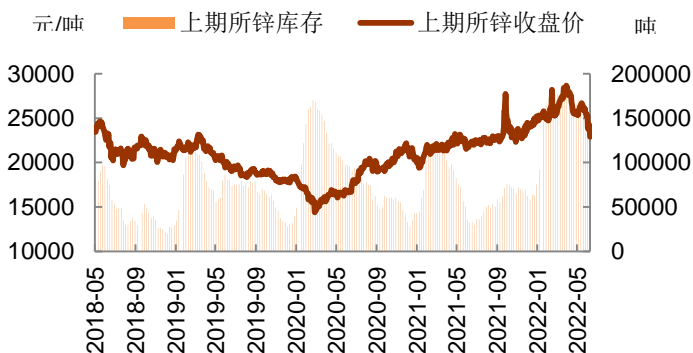
3.4 内外库存表现分化

2022年以来，LME锌加速去库，截止至6月底，库存由年初的19万吨降至8万吨，降幅超50%，其中欧洲地区库存仅为25万吨的极低值。这主要还是源于欧洲炼厂减产而需求较平稳，导致的加速去库。低库存的背景下，4月初及6月下旬，注销仓单占比出现较明显的攀升，0-3月现货升水同步大幅拉涨，海外出现挤仓担忧。对于下半年，在海外炼厂复产概率不大的前期下，我们认为LME库存维持低水平的概率较高，同时考虑到需求见顶回落的预期下，库存速度将显著放缓。

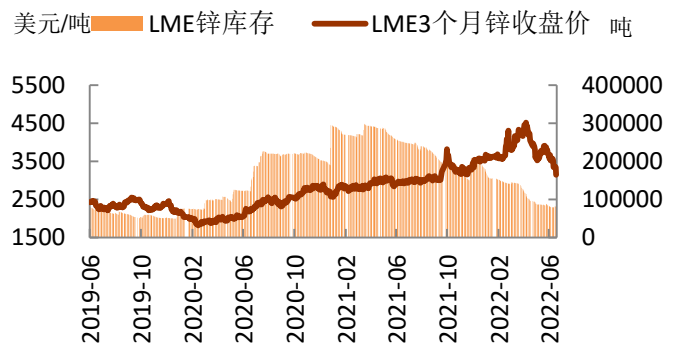
国内而言，上半年上期所及社会库存同比维持较高水平。进入5月份，两者库存均呈现高位回落的态势，截止至6月底，上期所库存为112959吨，但较年初增幅仍达95%；社会库存降至18.26万吨，较年初增幅达39%，绝对水平高于去年同期，但已低于2020年同期水平。对于下半年，考虑到国内三季度需求大概率环比改善，而供给端增速相对有限，将有望加速去库。

保税区库存来看，年初至今仍维持在低水平波动。对于下半年，我们认为锌锭进口窗口难以持续开启，预计保税区库存仍将维持低位。

图表 49 上期所库存大幅增加

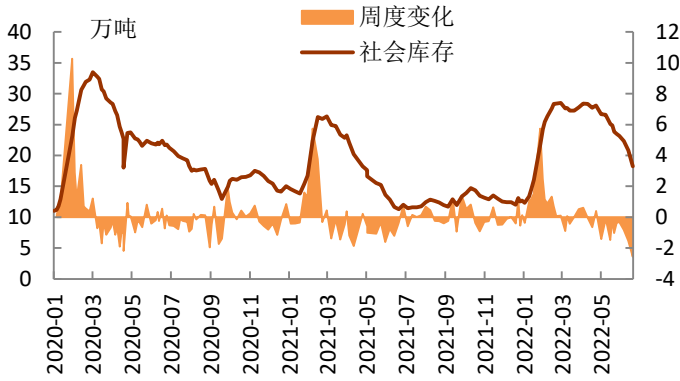


图表 50 LME 库存加速下滑



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 51 社会库存超预期累库



图表 52 保税区库存维持低位



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

四、总结与后市展望

下半年，海外流动性收紧压力依然存在，但伴随着经济衰退的担忧，加息节奏存不确定性。国内疫情缓解后，稳增长政策有望兑现，内外政策延续分化的态势。

基本面看，上半年内外锌矿生产扰动因素较多，产量不及预期，下半年产量有望边际改善，全年同比增速在2%。下半年内外需求预期差下，比价有望回升，锌矿进口窗口开启下，国内原料有望补充，带动精炼锌产量边际回升，但预计全年增速有限。而海外端，欧洲能源危机的因素仍是影响精炼锌产出的主要变量，尤其是四季度采暖季阶段，炼厂扩大减产的概率依然存在，精炼锌供应修复的力度较弱。需求侧看，海外经济见顶回落，需求边际下滑；而国内消费有望逐步释放，特别是基建板块有望形成较为可观的实物量，同时汽车板块也存改善预期，而地产及后周期的家电板块，改善程度则相对有限。

整体来看，海外宏观面不确定因素较大，将加剧内外锌价波动。而海外能源问题及国内需求回升预期下，对锌价仍构成较强支撑，板块中预计表现相对偏强，可做多配。预计下半年内外锌价宽幅震荡为主，伦锌主要运行区间在2800-4000美元/吨，沪锌在21000-27000元/吨。

图表 53 2017-2022 年全球锌市供需平衡表

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年*
锌矿供应	1268.3	1274.4	1281.4	1227.6	1279	1305
增速	0.03%	1%	1%	-4.20%	4.2%	2%
精锌产量	1353.4	1315.1	1351.8	1,377	1383.7	1397
增速	-0.57%	-2.80%	2.80%	1.90%	0.49%	0.9%
精锌需求	1399.8	1371.8	1379.1	1,327	1,405	1412
增速	1.98%	-2.00%	0.53%	-3.77%	5.88%	0.5%
精锌平衡表	-46.4	-56.7	-27.3	50	-21.3	-15

数据来源：ILZSG，铜冠金源期货

图表 54 国内锌市供需平衡表

	2019 年	2020 年*	2021*	2022*
精锌产量	584.7	610.4	610.6	615
增速	9.7%	4.4%	0.03%	0.72%
净进口量	54.4	48.5	48	15
国储			18	
精锌需求	636.6	657	684	650
增速	1.5%	3.7%	4.1%	-5%
精锌平衡表	2.5	1.9	-7.4	-20

数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

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

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

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

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

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。时时套米