

2022年12月14日

星期三



拨云散雾，静待月明

联系人：黄蕾

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

要点

●宏观面看，2023年欧美央行加息周期接近尾声，全球流动性紧缩压力有望缓解。美元难再现单边行情，或呈现高位震荡。欧美经济衰退风险增大，其中欧元区衰退程度将更加严重。国内防疫政策放松、稳地产政策加码，且预期仍有积极政策释放，有望带动经济触底回升。人民币上半年震荡，下半年存升值预期。

●锌矿看，2023年海外矿山增量预计在25万吨左右，国内矿山增量预计在8.2万吨。随着海外炼厂需求恢复，海外矿端过剩量级有望收窄。国内矿端转向紧平衡，供应或呈现前松后紧。精炼锌看，欧洲能源难现极端行情，欧洲炼厂存部分复产预期，叠加新增产能释放，供应将由紧平衡转向宽松。国内原料宽松、利润可观下，增产相对确定，叠加新增产能释放，供应增量有望达5.9%。

●需求端看，海外经济下行叠加利率大概率维持相对高位，继续抑制需求，也将拖累国内初端出口拉动。国内基建仍有望维持较好表现；地产供需两端受政策持续托举，投资增速有望改善；乘用车税费减免政策部分前置了2023年的需求量，但新能源汽车免征车辆购置税政策延续支持下，仍有望贡献消费增量；地产板块企稳将带动家电内消改善。总的看，随着经济修复，锌消费同比增速有望达近3.5%。

●整体来看，国内外锌锭市场均有转向过剩的预期，锌价重心有望下移。预计伦锌主要运行区间在2500-3800美元/吨，沪锌在20000-26000元/吨。内外强弱上，一季度国内放开后疫情存阶段性冲击，叠加欧洲能源端支撑增强，锌价表现或外强内弱；但进入下半年，在国内需求复苏增强预期下，锌价或呈现内强外弱。

风险提示：欧洲炼厂复产超预期，国内需求恢复低于预期

目录

一、 锌市场行情回顾.....	4
二、 宏观面	5
2.1 海外方面.....	5
2.1.1 美国.....	5
2.1.2 欧元区.....	5
2.2 国内方面.....	7
2.3 美元指数或高位震荡，人民币存回升预期.....	7
三、 锌基本面分析	8
3.1 锌矿供应情况.....	8
3.1.1 2023 年海外新增 25 万吨，国内新增 8 万吨.....	8
3.1.2 2023 年国内锌矿或先松后紧.....	11
3.2 精炼锌供应情况.....	12
3.2.1 全球精炼锌供应情况.....	12
3.2.2 国内精炼锌供应增加预期较强.....	14
3.3 精炼锌需求情况.....	16
3.3.1 全球精炼锌需求情况.....	16
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 内外库存维持低位.....	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	4
图表 2 内外比价情况.....	4
图表 3 美国通胀情况.....	6
图表 4 美国利率水平.....	6
图表 5 美国 PMI 数据.....	6
图表 6 欧元区 PMI 数据.....	6
图表 7 欧元区通胀情况.....	6
图表 8 欧元区利率水平.....	6
图表 9 国内 PMI 数据.....	7
图表 10 国内 GDP 同比增速.....	7
图表 11 美元指数走势.....	8
图表 12 人民币走势.....	8
图表 13 2022-2023 年海外锌矿新增量（万吨）	9
图表 14 2022-2023 年国内锌矿新增量（万吨）	10
图表 15 全球锌矿月度产量情况.....	10
图表 16 国内锌矿月度产量情况.....	10
图表 17 国内锌矿月度产量情况.....	11
图表 18 国内锌矿月度进口情况.....	11
图表 19 内外矿加工费情况.....	12
图表 20 锌矿进口盈亏.....	12
图表 21 近年海外锌矿供需平衡表（万吨）	12
图表 22 近年国内锌矿供需平衡表（万吨）	12
图表 23 全球精炼锌月度产量情况.....	13
图表 24 欧洲 TTF 天然气期货价格.....	13
图表 25 欧洲主要国家电价.....	13
图表 26 欧洲天然气库存情况.....	13
图表 27 2021 年四季度至今欧洲冶炼厂减复产情况（万吨）	14
图表 28 2023 年海外冶炼厂计划新增项目（万吨）	14
图表 29 国内精炼锌月度产量.....	15
图表 30 锌矿港口库存.....	15
图表 31 冶炼厂原料库存.....	15
图表 32 国内精炼锌月度净进口量.....	15
图表 33 冶炼厂利润情况.....	16
图表 34 锌锭进口盈亏情况.....	16
图表 35 2022-2023 年国内冶炼厂新增产能（万吨）	16
图表 36 全球精炼锌月度需求情况.....	17
图表 37 美国新屋销售情况.....	17
图表 38 美国成屋销售情况.....	17
图表 39 美国汽车销量情况.....	17
图表 40 欧元区房屋营建情况.....	18

图表 41 欧元区汽车销量情况.....	18
图表 42 镀锌企业开工率.....	19
图表 43 压铸锌合金企业开工率.....	19
图表 44 氧化锌企业开工率.....	19
图表 45 镀锌板出口情况.....	19
图表 46 基建投资增速情况.....	21
图表 47 建筑 PMI 指数.....	21
图表 48 地产主要指标.....	21
图表 49 房屋竣工面积当月同比增速.....	21
图表 50 地产销售面积当月同比增速.....	22
图表 51 汽车当月产销情况.....	22
图表 52 白色家电内需情况.....	22
图表 53 白色家电外需情况.....	22
图表 54 上期所库存回落.....	23
图表 55 LME 库存加速下滑.....	23
图表 56 社会库存大幅减少.....	23
图表 57 保税区库存维持低位.....	23
图表 58 近年海外精炼锌供需平衡表（万吨）.....	24
图表 59 近年国内精炼锌供需平衡表（万吨）.....	24

一、锌市场行情回顾

今年锌价波动较大，呈现出冲高回落后宽幅震荡的走势，可以分为三个部分。

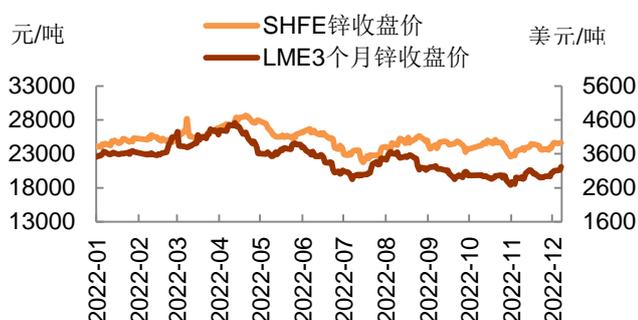
第一部分，年初至4月中旬，锌价震荡上行。2月以来，俄乌冲突加剧了欧洲能源危机，欧洲炼厂减产预期增强，带动锌价走强。同时，3月伦镍史诗级逼仓，也带动基本金属普涨，随后伦锌低库存高升水的背景下，也出现挤仓行情。尽管国内疫情形势严峻，但沪锌被动增值，并创出年内高点至29170元/吨。

第二部分，4月中旬至7月中旬，锌价高位快速回落。主要来源于海外流动性收紧及国内疫情反复的压力。美联储不断释放激进加息言论，市场担忧情绪升温，叠加国内多地封城，放大了市场悲观情绪，基金属均高位快速下跌，并在7月中旬创出年内低点至21880元/吨。

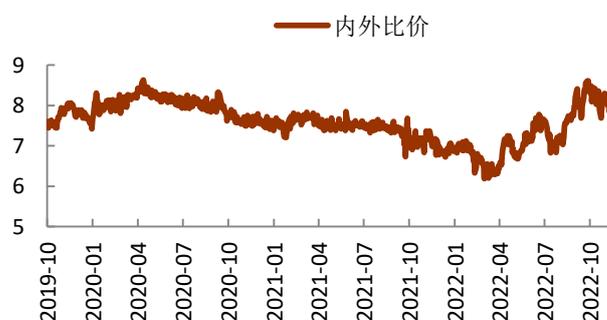
第三部分：7月中旬至今，锌价低位反弹后宽幅震荡。随着美国通胀预期见顶，美联储激进加息担忧有所缓解，同时，欧洲能源危机加剧、国内疫情缓解后复工复产加速，带动锌价低位反弹。然8月鲍威尔在全球央行年会上重申了抗通胀的决心，激进加息担忧再起，同时，欧洲能源价格高位回落，锌价由涨转跌，但国内供应不及预期、低库存限制了跌势。进入10月，在低库存低仓单的背景下，ZN2210合约出现挤仓行情，短暂带动锌价拉涨。待挤仓结束后，锌价重回宏观及基本面相博弈的状态，呈现宽幅震荡走势。截止至12月7日，沪锌主力期价收至24610元/吨，较年初涨幅2.3%。伦锌收至3215美元/吨，较年初降幅10.1%。全年主要运行区间在2650-4530美元/吨。

从比价的情况来看，今年一季度，伦锌受能源危机、伦镍及伦锌挤仓带动，走势偏强，国内受疫情冲击大面积封城，沪锌被动跟涨，内外比价表现震荡回落，并在3月底降至6.29附近，4-5月份处于6.3-6.9低位波动，6月后随着国内疫情影响边际改善，复工复产逐步恢复，内外比价由6.7回升至7.2附近。进入三季度，国内下游渐进消费旺季，海外能源高位回落，人民币出现持续贬值走势，加之国内ZN2210合约出现挤仓行情，多种因素下，内外比价不断回升，一度攀升至8.6附近。伴随着ZN2210合约交割结束，及11月后人民币由贬值转为升值，比价高位回落至7.7附近震荡。

图表1 沪锌主连及LME三月期锌走势



图表2 内外比价情况



数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

二、宏观面

2.1 海外方面

2.1.1 美国

2022年美国通胀压力不断攀高，美联储2022年采取了相对激进的紧缩货币政策，连续6次累计加息375个BP。通胀见底回落，最新数据显示，11月通胀超预期下降，其中11月未季调CPI同比升7.1%，未季调核心CPI同比升6%，均低于预期及前值。与此同时，受高通胀及加息影响，美国经济下行压力也在逐步增强。从供应管理协会PMI数据来看，自2022年2月见顶回落，11月跌破50荣枯线陷入收缩。

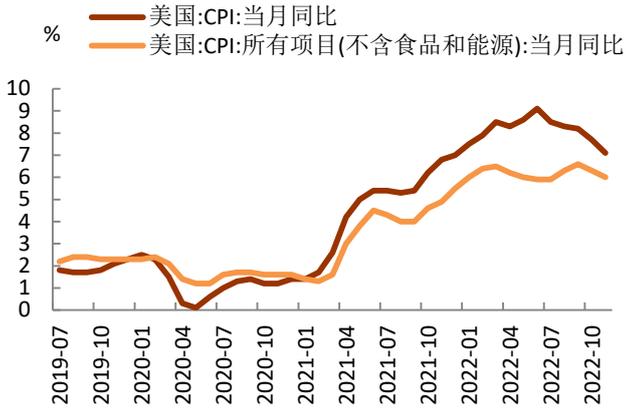
对于2023年，美国通胀压力大概率会缓解。影响通胀的三个主要指标包括能源价格、核心商品价格和房租走势。12月初，能源价格已跌回年初起点附近，能源通胀再2023年一季度末将大幅缓解。同时，随着供应链逐步正常化及需求转向服务业，核心商品价格有望回落。此外，受高利率影响，美国租金已在2022年2月前后见顶，且逐渐下行。叠加经济增速放缓对消费的抑制，预计美国通胀将继续回落。目前市场主流预测，美联储未来加息以50和25BP为主，加息政策可能在2023年年中结束，终点利率或达5-5.5%，进入下半年或逐步转为降息。与此同时，美国经济大概率陷入衰退，但企业及居民的资产负债表情况尚可，美国经济衰退或相对温和。根据IMF预测数据看，2022年美国经济增长为1.6%，预计2023年美国经济增长将继续下滑至1.0%。

2.1.2 欧元区

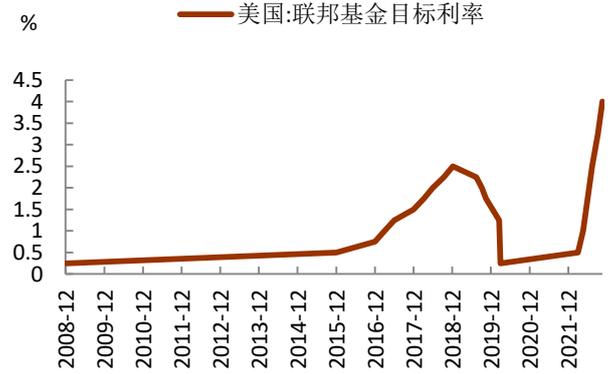
受俄乌冲突影响，欧元区能源价格大幅攀升，推动通胀水平屡创新高。尽管11月通胀同比增速略回落至10%，核心通胀同比增速持平于5%，但整体维持在较高水平。受高通胀的影响，欧央行也大幅加息，年年三次累计加息200BP。但快速加息并未有效缓解通胀压力，与此同时欧元区经济进一步恶化，欧元区制造业PMI指数逐步下探，自7月以来已连续四个月处于荣枯线下方，经济衰退基本确认。

目前看，欧央行仍面临着经济与通胀的两重难题。2022年12月或加息50BP，2023年加息75-100BP，5月可能最后一次加息，峰值有望达到2.75-3%，2023年或不会降息。相对于美国而言，欧元区经济衰退程度将更加严重。根据IMF预测数据看，2022年年欧元区经济增长3.1%，2023年预计欧元区经济增速仅为0.5%。

图表 3 美国通胀情况

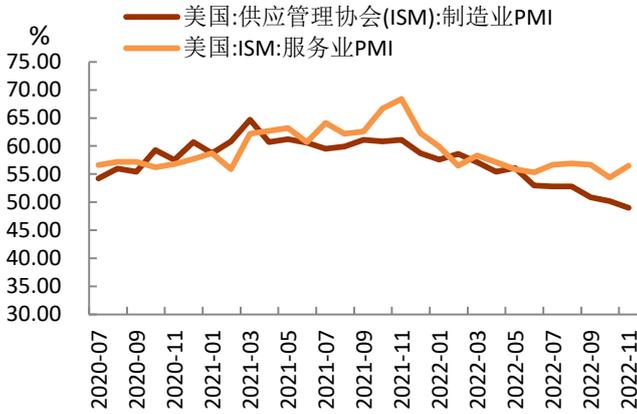


图表 4 美国利率水平

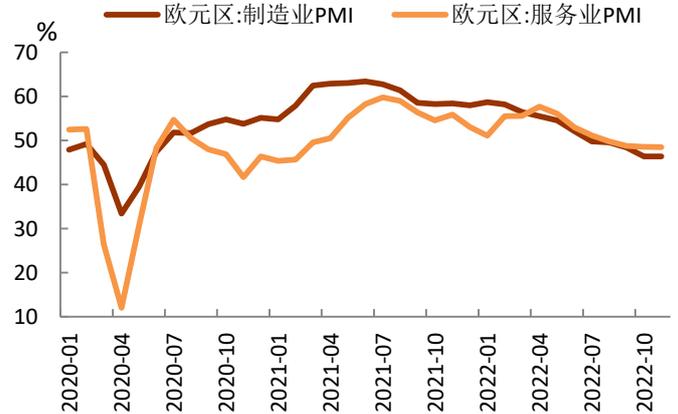


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 5 美国 PMI 数据

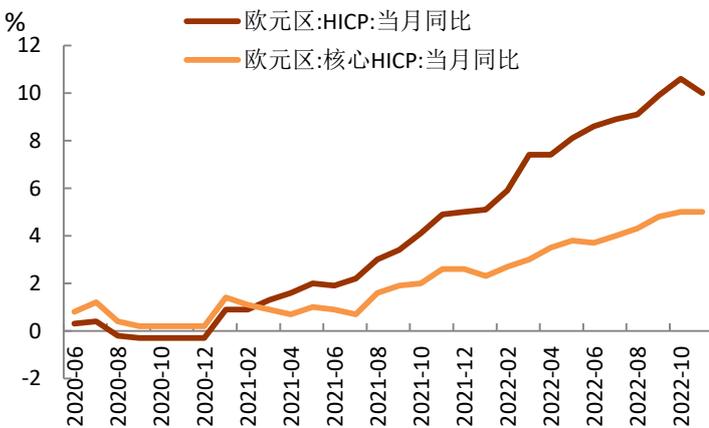


图表 6 欧元区 PMI 数据



数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 7 欧元区通胀情况



图表 8 欧元区利率水平



数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

2.2 国内方面

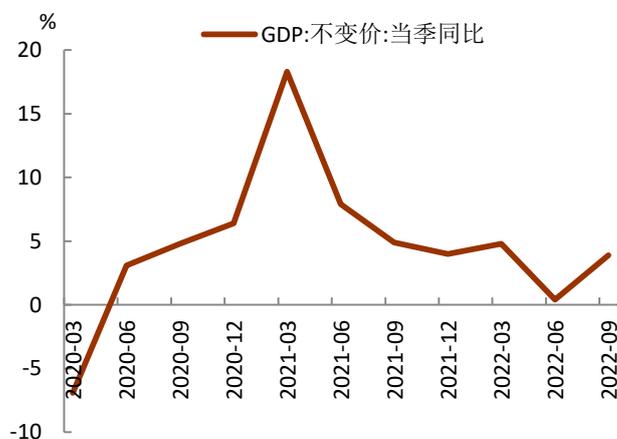
2022年国内经济面临错综复杂的局面，欧美激进加息、俄乌冲突，国内疫情超预期爆发及地产走弱。尽管年中不断释放积极的财政及货币刺激政策，但经济恢复动能依旧偏弱。从GDP增速来看，一季度疫情冲击较小，GDP同比增4.8%；二季度疫情大面积扩散，部分大城市风控，经济停滞，但受5月下旬出台33项稳经济一揽子政策刺激，二季度GDP同比增速收0.4%；三季度，疫情逐步好转，但地产端事件冲击增多，不过在稳增长持续发力下，GDP同比增3.9%，略好于预期。对于四季度而言，疫情卷土重来，叠加海外出口需求回落，经济下行压力再度凸显，预计GDP同比增速在3%。全年GDP增速或不及年初两会所定目标。从国内制造业PMI数据来看，今年受疫情反复及出口下滑影响，PMI表现总体偏弱，四季度再度跌破50荣枯线。

对于2023年而言，国内面临的内外局均有所变化。欧美加息周期接近尾声，但全球经济衰退风险增大，俄乌冲击影响边际减弱；国内防疫政策不断放松，稳地产政策仍在持续加码，经济有望触底回升。从最近的政治局会议表态来看，2023年工作重心也将转向经济建设，市场对于接下来的中央经济工作会议、两会等均有较乐观期待。预计全年GDP增速或达5%的水平，制造业PMI也有望重回扩张区间。

图表9 国内 PMI 数据



图表10 国内 GDP 同比增速



数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

2.3 美元指数或高位震荡，人民币存回升预期

2022年在美联储激进加息、美国经济韧性相对较强及避险作用等因素的影响下，美元指数表现非常强劲，由年初的96左右一路上行，在9月底达近115的高位。随着美联储加息放缓预期走强及美国经济衰退显现，美元指数震荡回落后在104附近盘整。对于2023年，上半年美联储或维持加息，美元指数或表现相对坚挺，下半年，随着加息周期接近尾声，叠加非美经

济体，如中国经济的改善，美元存一定贬值可能。总的来看，美元难再现单边行情，或呈现高位震荡。

2022年，人民币兑美元贬值程度较大，特别是4月中旬至11月初这个阶段，源于中美两国金融周期和经济周期的不同步下，中美利差收窄至转向，资本出现外流，同时国内疫情影响下，增速低于预期，投资者持有人民币意愿下降。但11月后，在国内疫情政策优化、地产政策进一步加码，央行喊话维稳等举措下，人民币贬值有所放缓，人民币再度回归7左右的关口震荡。对于2023年，上半年在海外维持紧缩的压力下，人民币兑美元或维持震荡，下半年随着国内经济回稳，人民币兑美元有望回升。

图表 11 美元指数走势



图表 12 人民币走势



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 2023 年海外新增 25 万吨，国内新增 8 万吨

ILZSG 最新数据显示，2022 年 1-9 月全球锌矿产量 920.6 万吨，累计同比减少 2.9%。今年以来，国内外锌矿产出均不及预期。其中，海外主因疫情导致员工缺勤率上升；部分矿山因洪水减产；部分矿山因资源枯竭而关闭（如嘉能可北美地区的 Matagami 矿山、Hudbay 旗下的 777 矿山）；多数矿山品位延续下滑；以及部分新增项目（如 Zhairem、Gamsberg、Neves-Corvo 等）扩张不及预期。多数海外矿企年度产量指引也一再下调，如嘉能可产量调降至 92-97 万吨，较 2021 年减少 17-22 万吨。Lundin 矿业将 Neves Corvo 矿山全年的产量指引从 11-12 万吨降至 9-10 万吨。不过，受益于非洲 Gamsberg 产量创新高，韦丹塔全年产量

预计 126-131 万吨，较 2021 年增加 13-19 万吨。

国内矿山年初因北方举办冬奥会、召开两会，炸药运输受管控，影响产出。进入 3 月，国内疫情大爆发，封控、跨省运输受阻再度影响生产。进入四季度，内蒙地区炸药采购问题再现。SMM 数据显示，1-11 月锌矿累计产量达 305.1 万吨，累计同比减少 8.7%。

全年来看，预期 2022 年全球锌矿产量达 1269 万吨，同比降低 0.86%。其中，海外锌矿产量 932 万吨，同比增加 1.97%。国内锌矿产量 337 万吨，累计同比减少 7.9%。受欧洲炼厂减产影响，海外锌矿需求减弱，海外锌矿呈现宽松格局，而国产产量不及预期下，锌矿呈现偏紧格局。

对于 2023 年，海外主要矿山增量预计在 25 万吨左右，增量主要来源于韦丹塔位于非洲的 Gamsberg 矿、葡萄牙 Neves-Corvo 及巴西的 Aripuana 矿，减量来源于韦丹塔位于印度的 Rampura-Agucha、秘鲁的 Antamina 及墨西哥的 Penasquito 矿。国内预计新增产能 8.2 万吨，增量主要来源于内蒙古三贵口铅锌矿、广西张十八铅锌矿、河北蔡家营及新疆金鑫铅锌矿等。不过，近年国内环保趋严，新增矿山投产多不畅，往往出现延后现象，实际投产量或远低于预期。总的来看，预计 2023 年全球锌矿产量 1304 万吨，同比增加 2.7%。其中，海外锌矿产量 957 万吨，同比增加 2.7%。国内疫情减弱，对矿山生产干扰边际下滑，叠加少量新增产能释放，预计产量达 347 万吨，同比增 3%。

图表 13 2022-2023 年海外锌矿新增量（万吨）

矿企	国家	矿山	2022 年增量	2023 年增量
Vedanta	南非	Gamsberg	1.4	21.5
Vedanta	印度	Rampura-Agucha	0	-2
Lundin Mining	葡萄牙	Neves-Corvo	4.7	1.8
Nexa Resources	巴西	Aripuana	3.4	1.6
BHP/Teck/ Glencore	秘鲁	Antamina	-7.5	-1.5
Tevali	加拿大	Caribou	1	0
Goldcorp	墨西哥	Penasquito	3.5	-2.2
Heron Resources	澳大利亚	Woodiawn	1	0
Shalkiya 锌业	哈萨克斯坦	Shalkiya	2	2
Glencore		Zhaimem	1.5	2
俄罗斯矿业	俄罗斯	Rubtsovsky	2	0
	合计		13	23.2

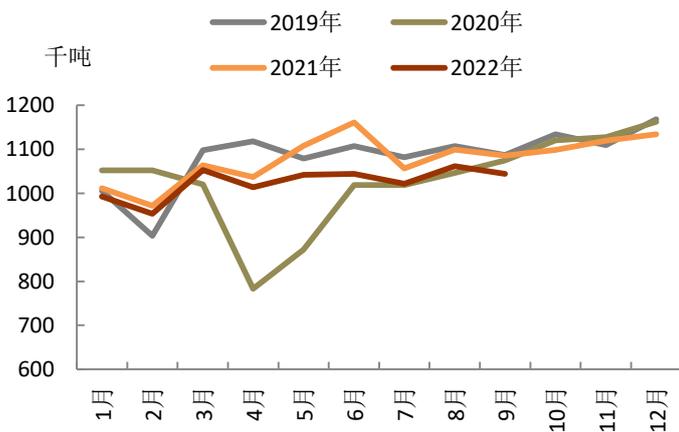
数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

图表 14 2022-2023 年国内锌矿新增量（万吨）

地区	矿山	2022 年增量
云南	场坝	1
内蒙古	荣达	3
合计		4
		2023 年增量
内蒙古	三贵口铅锌矿	1.5
	乾金达	1
	查干矿业	0.5
	金星矿业	0.4
西藏	宝翔矿业	0.5
	纳如松多	0.3
广西	张十八铅锌矿	1.4
河北	蔡家营	0.6
新疆	金鑫铅锌矿	0.6
江西	冷水坑	0.5
河南	杨家湾	0.4
青海	都兰县金属	0.3
湖南	康家湾	0.2
合计		8.2

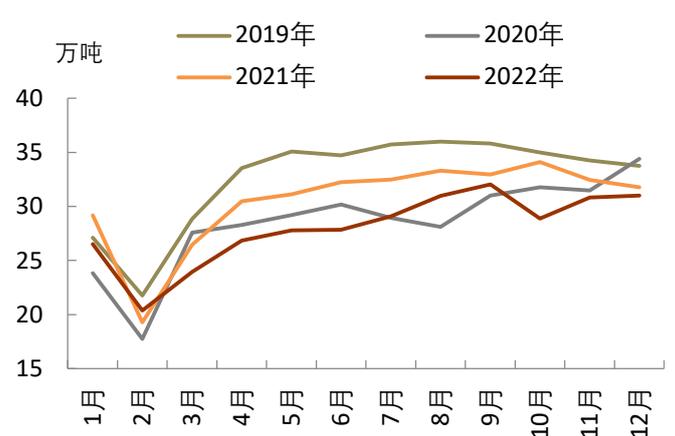
数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

图表 15 全球锌矿月度产量情况



数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 16 国内锌矿月度产量情况



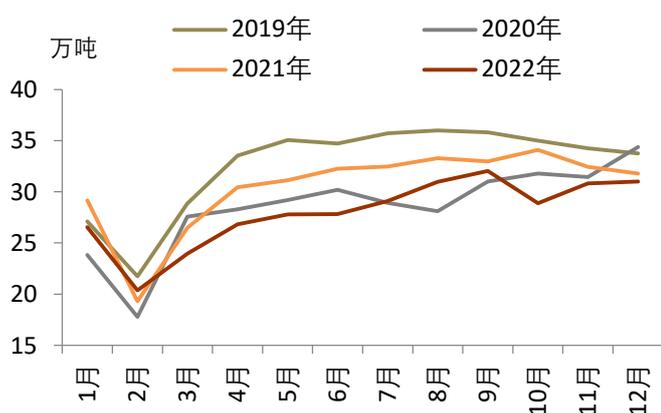
3.1.2 2023 年国内锌矿或先松后紧

加工费来看，目前仍年度长协加工费谈判阶段，从市场反馈来看，炼厂态度相对强势，部分长单报至 280 美元/干吨，且市场多数认为长协价或敲定在 300 美元/干吨上行，高于今年的 230 美元/干吨，锌矿供应趋松。

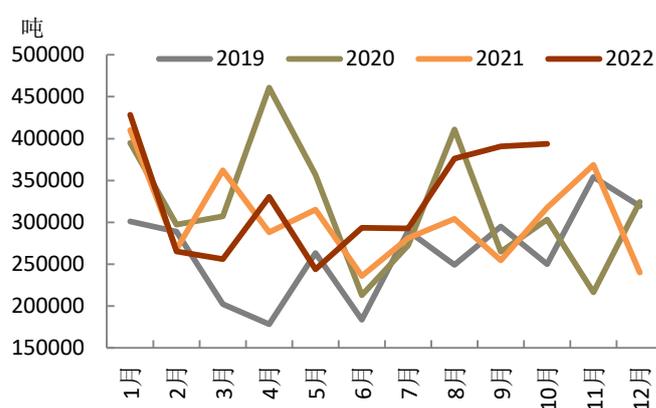
国内月度锌矿加工费报价来看，今年一季度内外加工费均处低位，二季度随着海外炼厂检修增多，需求减少，且比价偏低，倒逼进口加工费逐步上抬，而国产矿维持偏紧，加工费维持低位波动，进入三季度，国产矿稳中有增，且进口矿窗口逐步开启，紧张情况缓解，内外加工费均有所回升。据 SMM 数据显示，12 月国产矿及进口矿加工费分别为 5000 元/金属吨和 265 美元/干吨，分别较年初增加 1000 元/金属吨和 185 美元/干吨。目前来看，2023 年锌矿大概率呈现前松后紧的格局，当前加工费也处于相对高位，继续上涨空间有限，下半年，随着欧洲炼厂回归，海外需求增加的预期下，加工费或呈现回落态势。

锌矿进口方面，1-10 月累计进口锌精矿达 327.0422 万吨(实物吨)，累计同比上升 7.61%。今年上半年内外比价维持在低位，锌矿进口亏损幅度较大，下半年进口窗口阶段性打开，特别是自 9 月以来进口窗口持续性开启，加之海外炼厂检修，对矿端需求不高，锌矿进口货源大量流入，缓解了炼厂原料紧张的格局。全年看，预计进口量累计达 406 万吨，累计同比增 11.3%。对于 2023 年，尽管欧洲炼厂存复产预期，但内外锌矿或维持外松内紧的状态，仍需进口锌矿补充。

图表 17 国内锌矿月度产量情况

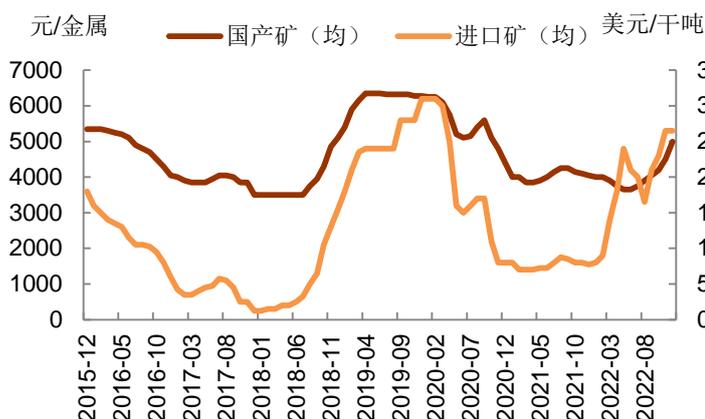


图表 18 国内锌矿月度进口情况

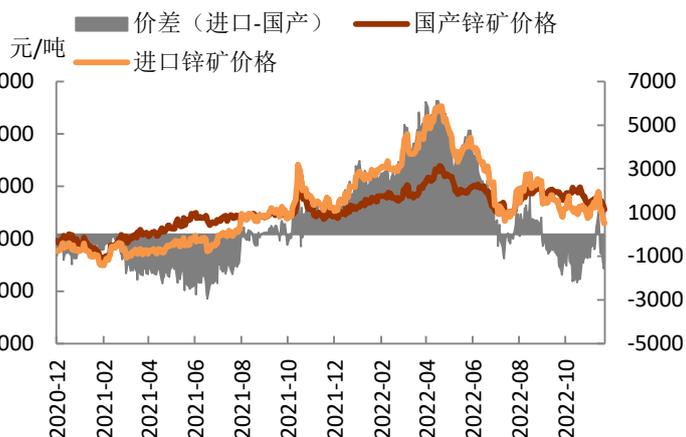


数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 19 内外矿加工费情况



图表 20 锌矿进口盈亏



数据来源：SMM，iFinD，弘则，铜冠金源期货

图表 21 近年海外锌矿供需平衡表（万吨）

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年*	2023 年*
锌矿产量	888.4	883	913.96	932.0	957.0
增速	3.7%	-0.6%	3.5%	2.0%	2.7%
锌矿需求量	897.4	898	909.0	892.0	935.0
锌矿平衡	-9	-15	5	40.0	22

数据来源：ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 22 近年国内锌矿供需平衡表（万吨）

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年*	2023 年*
锌矿产量	391.5	342.5	365.8	337.0	347.0
增速	-5.8%	-12.5%	6.8%	-7.9%	3.0%
锌矿进口量	142.9	172.1	163.8	182.7	189.0
锌矿需求量	492.3	514.0	512.8	505.1	534.7
锌矿平衡	42.2	0.5	16.8	14.6	1.3

数据来源：ILZSG，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

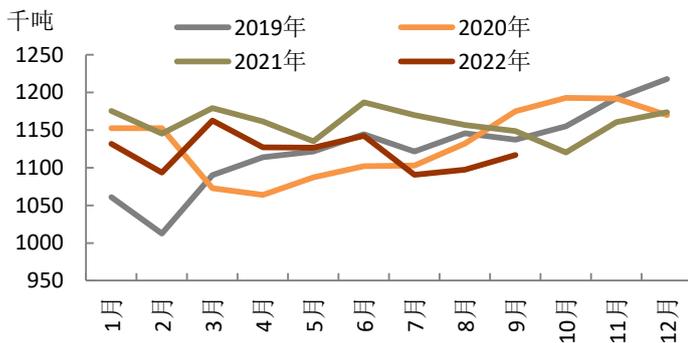
ILZSG数据显示，今年1-9月全球精炼锌产量为1011.1万吨，累计同比减少2.42%。海外看，欧洲地区精炼锌供应矛盾较为突出，去年四季度以来，欧洲能源价格上抬，欧洲部分炼厂成本增加下进行减停产。今年2月俄乌冲突加剧了欧洲能源危机，伴随着北溪1号供应的不断下滑，天然气及电价一路走高，欧洲炼厂亏损不断扩大，亏损幅度一度超1000欧元，这也导致

更多的炼厂加入减产。截止至11月，炼厂减产规模达87万吨左右，占全球精炼锌产能6.4%。不过，8月以来，随着欧盟行政干预增强、欧洲各国天然气库容率超预期增长、需求下滑及天气较往常偏暖等影响，天然气及各国电价见顶回落，截止至11月，天然气价格较8月底高点已回落近2/3，欧洲炼厂也逐步由亏损转为小幅盈利。11月，新星宣布11月控产恢复生产，复产速度快于市场预期，海外供应逐步恢复预期下，多头信心受挫。

年初至今，海外除了欧洲炼厂因能源价格高企扩大减产外，美洲精炼锌供应也出现波动。如Teck的Trail冶炼厂将于9月中旬至11月初关闭进行重大维护，而Nyrstar的Clarksville冶炼厂预计将在整个9月保持关闭，Peñoles的Torreon的运营水平再次低于预期。

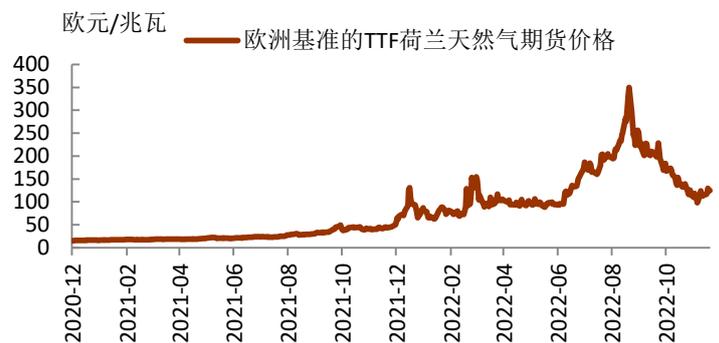
总的来看，预计全年海外精炼锌产量750万吨，同比减少3.6%，其中欧洲地区减量在18-20万吨。对于2023年，在欧洲天然气供应在与俄罗斯硬脱钩后，LNG供应的稳定性成为至关重要的因素，同时需求端的变化也是核心因素之一。考虑到运输成本及跨区溢价等影响，预计2023年欧洲天然气价格难下高位。不过，若地缘冲突发生较大变化，那么天然气供应侧的约束或出现超预期的缓解，则欧洲乃至全球天然气价格将出现下行风险，传导至锌产业链上，将加速欧洲炼厂回归市场。此外，新增产量预计在15万吨，中性预估欧洲产量恢复10万吨，即增加25万吨。那么2023年海外精炼锌产量预计达775万吨，同比增加3.3%。

图表 23 全球精炼锌月度产量情况

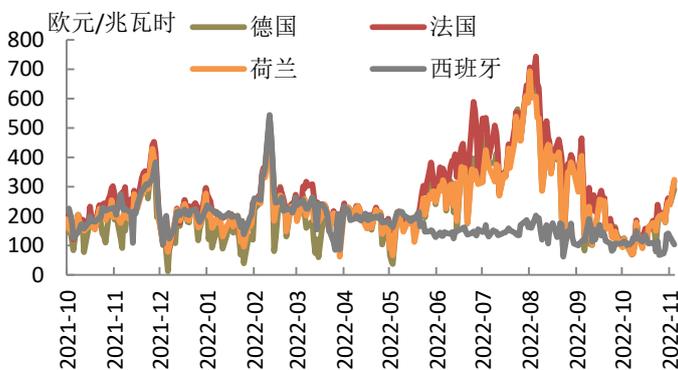


数据来源：iFinD，新闻整理，铜冠金源期货

图表 24 欧洲 TTF 天然气期货价格

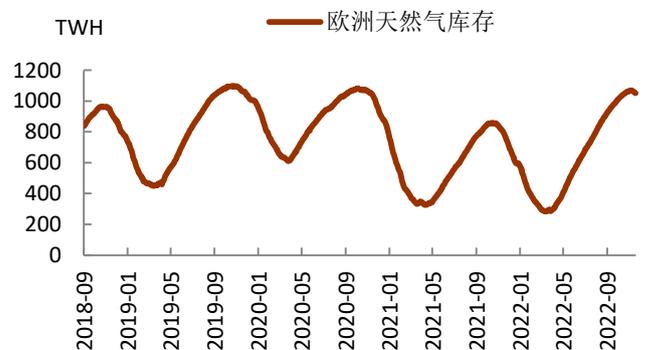


图表 25 欧洲主要国家电价



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

图表 26 欧洲天然气库存情况



图表 27 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	30	21 年 10 月产量消减 50%，2022 年 9 月 1 日再减产。现计划 11 月在有限的基础上恢复生产。
	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，目前仍处关闭状态
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	16.5	16.5	计划 2022 年 11 月日停产检修，锌及合金合计 16.5 万吨
	Northfleet	英国	5		
波利顿	Kokkola	芬兰	31.5		
	Odda	挪威	20		
Teck	Trail	芬兰	35		
总计			252	87	

数据来源：新闻整理，铜冠金源期货

图表 28 2023 年海外冶炼厂计划新增项目（万吨）

国家	公司	炼厂	2023 年新增
加拿大	Hudbay	Flin Flon	-2
土耳其	SZPPL00	Siirt	3
俄罗斯	Russian Copper	Verkhny Ufalei	15
加拿大	Glencore	Valleyfield	0.5
印度尼西亚	Kapuas Prima	Kapuas Prima	0.7
纳米比亚	Vedanta	Skorpion	6
合计			23.2

数据来源：公开资料，公司网站，铜冠金源期货

3.2.2 国内精炼锌供应增加预期较强

今年以来，国内精炼锌生产受干扰因素较多，上半年，内外比价处于较低位置，锌矿进口维持亏损时间较长，加剧了国内炼厂原料紧张的情况，同时，加工费维持低位，炼厂利润不佳下生产积极性也受限。此外，疫情的影响也较大，部分炼厂出现非常规的检修。进入下半年，伴随着疫情阶段性缓解，国内锌矿产出有所恢复及进口锌矿补充增加，炼厂原料紧缺情况边际改善，加工费上行及副产品硫酸价格止跌，利润低位回升后炼厂生产积极性抬升。不过，四季度受疫情、环保、限电等外在因素干扰，产量兑现不及预期。据SMM数据显示，1-11月精炼锌累计产量为545.2万吨，累计同比去年同期减少2.16%。预计12月产量环比增加2.09万吨至54.56万吨，同比增加3.23万吨，达到年内最高产量。2022年全年精炼锌累计产量为599.8万吨，累计同比减少1.45%。

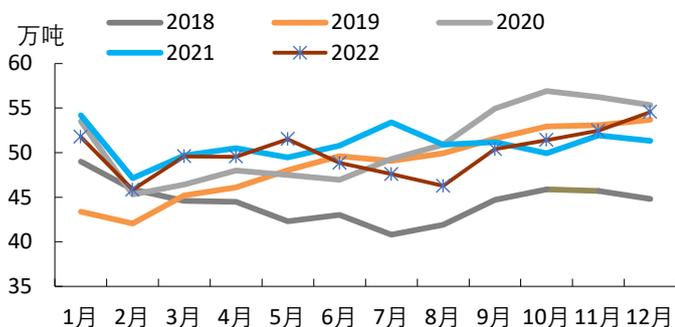
对于2023年而言，原料供应环比改善，对精炼锌生产的制约性将边际减弱。同时，仍有

85万吨新增产能计划投放，其中河南金利及河池南方合计40万吨投产概率相对较大。总的来看，预计2023年国内精炼锌累计产量有望达635万吨左右，累计同比增加5.9%。

进出口方面看，海关数据显示，2022年1-10月精炼锌累计净出口1.88万吨，去年同期为净进口39.83万吨。上半年内外比价较低，精炼锌进口亏损较大，一度亏损近4000元/吨，与此同时，精炼锌出口窗口开启，带动部分出口量。下半年，随着内外比价低位反弹，进口窗口阶段性开启，但考虑到美洲、欧洲地区现货溢价远远高于亚洲地区，且今年长单量也更侧重于欧美，进口货源流入有限。进入10月中下旬，进口窗口再度关闭。总的来看，预计全年精炼锌净进口在1.5-2万吨左右。对于2023年，预计内外比价难以出现今年上半年的极端低位，出口量有望减少，同时，考虑到人民币也难出现持续贬值，内外比价亦难出现大幅上涨，叠加海外精炼锌供应恢复需要时间，预计全年净进口量相对有限，维持在较低水平。从目前贸易商签订长单的意愿并不高，预计2023年精炼锌进口量将维持低位。

企业利润来看，上半年锌矿偏紧，内外加工费处于低位，然副产品价格高企，贡献部分利润。不过，锌价自4月中旬高位回落，叠加硫酸价格也自6月中旬见顶，炼厂利润快速下滑。三季度，内外加工费逐步回升，且锌价低位反弹，硫酸价格也自9月中旬止跌回升，炼厂利润逐步修复，目前利润水平较高，生产积极性较佳。年底至明年一季度加工费预计维持高位，炼厂有望保持较好盈利状态。

图表 29 国内精炼锌月度产量

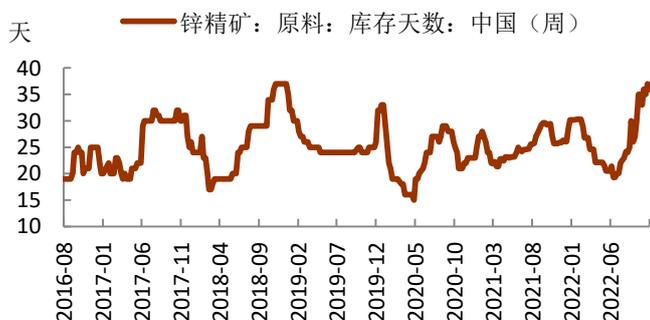


图表 30 锌矿港口库存

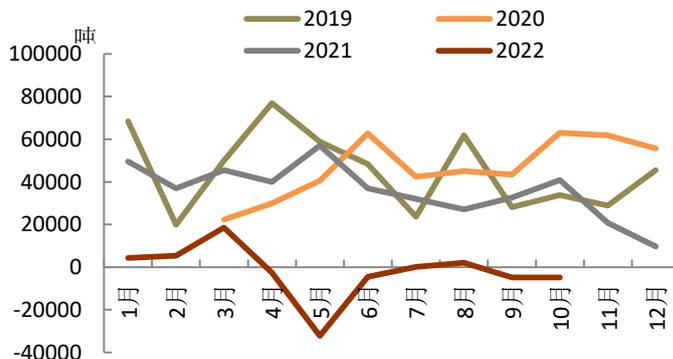


数据来源：SMM, Mysteel, iFinD, 铜冠金源期货

图表 31 冶炼厂原料库存



图表 32 国内精炼锌月度净进口量



数据来源：SMM, iFinD, 铜冠金源期货

图表 33 冶炼厂利润情况



图表 34 锌锭进口盈亏情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 35 2022-2023 年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
青海西部铝业	再生锌	0	4	2022.1
桂阳皓钰	再生锌	0	6	2022.8
江西思远	再生锌	0	2.5	2022.10
合计			12.5	
河南金利	矿产锌	8	10	2022.12
南丹吉朗	矿产锌	8	2	2023.3
四川俊磊	矿产锌	0	7	2023.7
河池南方	矿产锌	35	30	2023.7
河南万洋	矿产锌	0	15	2023.12
金诚锌业	再生锌	0	10	2023.12
广西誉升	矿产锌	5	5	2023
广西永鑫	再生锌	5	5.8	2023
合计			84.5	

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

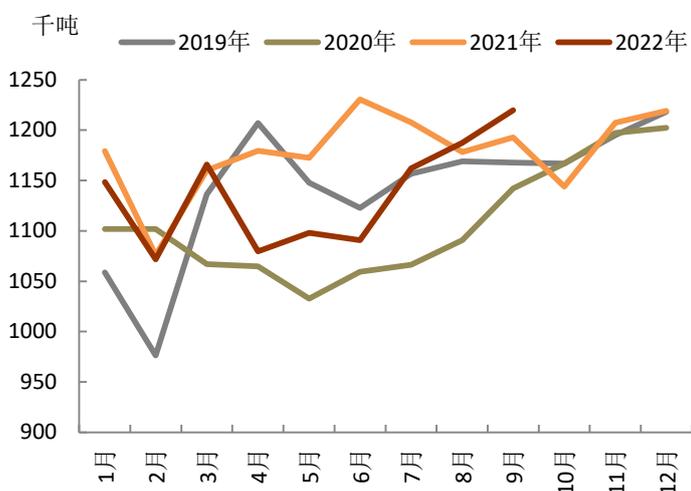
全球范围来看，ILZSG 数据显示，今年1-9月全球精炼锌累计消费量为1015.4万吨，累计同比减少2.95%。1-9月全球精炼锌供需缺口在4.3万吨，去年同期为短缺10.1万吨。

海外方面，锌需求主要集中在汽车及地产板块。受欧美持续加息影响，利率上行抑制消

费者购房需求，欧美房地产市场压力不断显现。数据显示，截止至10月，美国30年按揭贷款利率已经由年初的3.22%上升至7.08%左右，为2002年3月以来的最高水平。而新建住房月度销售量由年初的83.1万套下降至10月的63.2万套，成屋月度销售量由年初的64.9万套下降至9月的47.1万套。欧洲方面，欧元区19国营建产出由年初的112.2下滑至9月的110。同时，欧美高利率也拖累了消费者的构成需求，叠加原材料成本高企、劳动力、芯片供应偏紧等均制约欧美汽车端恢复。数据显示，1-9月美国汽车销量累计213.07万辆，累计同比下滑21%。欧洲方面，欧洲汽车制造商协会（ACEA）最新公布的数据显示，1-10月欧盟乘用车累计销量为753万辆，累计同比下滑8.1%。

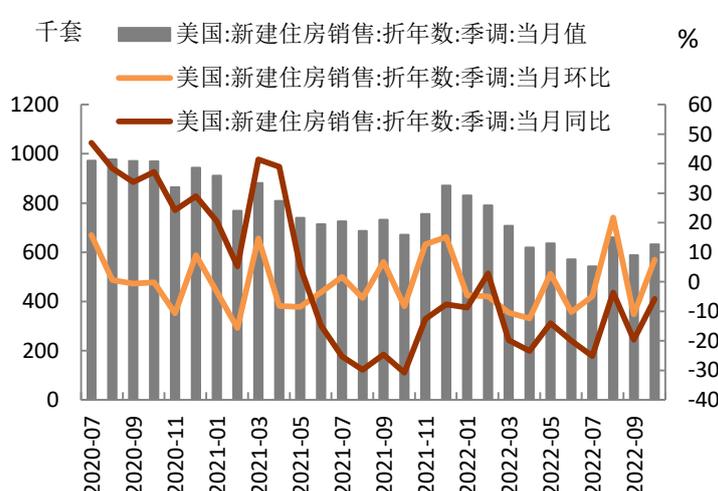
对于2023年而言，尽管欧美加息均存放缓预期，但利率或维持在相对高位，叠加经济下行压力增加，对地产及汽车消费延续制约，预计2023年海外消费增速或下降1.34%。

图表 36 全球精炼锌月度需求情况

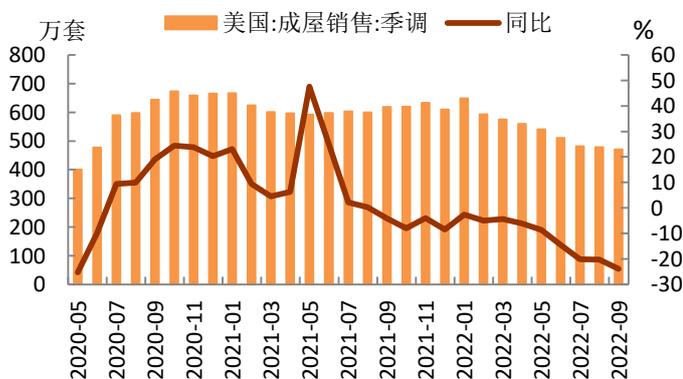


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 37 美国新屋销售情况

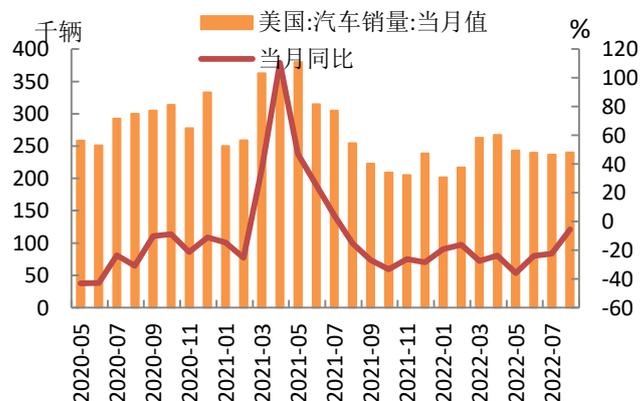


图表 38 美国成屋销售情况

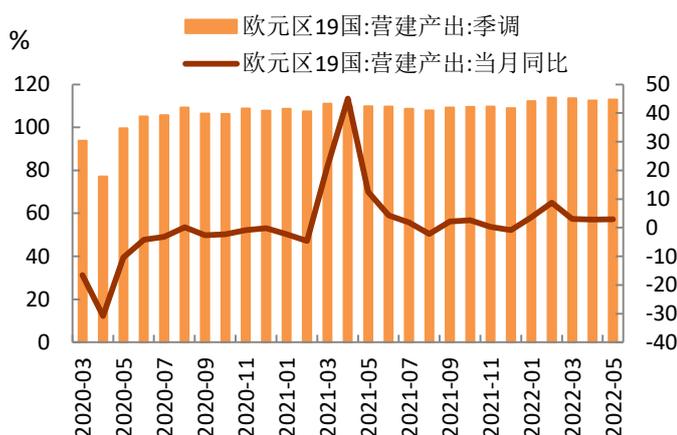


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

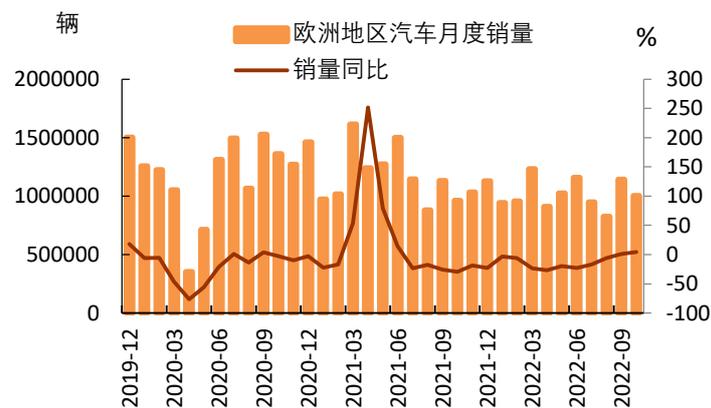
图表 39 美国汽车销量情况



图表 40 欧元区房屋营建情况



图表 41 欧元区汽车销量情况



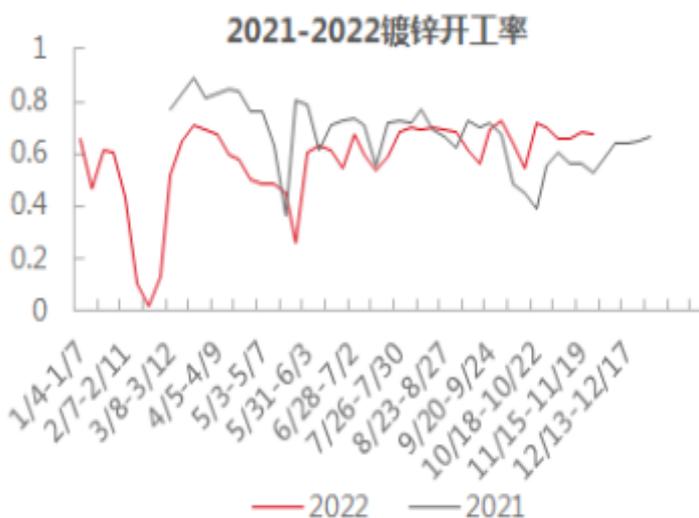
数据来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

3.3.2 国内精炼锌初端需求情况

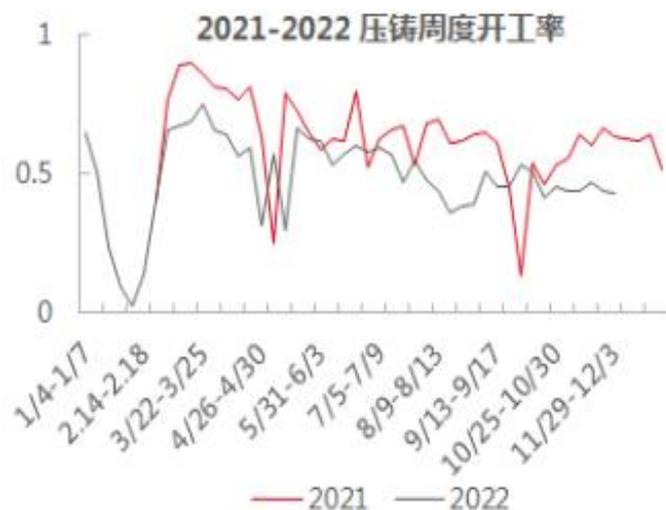
今年初端消费结构性差异较为明显,并且相较于往年同期水平总体偏弱。上半年,国内疫情冲击较大,多地封城,运输管控严格,导致初端企业开工均受到不同程度的影响,各个板块开工率同比出现较大的下滑。进入下半年,疫情影响边际减弱,上海解封,运输也逐步恢复正常,企业有效复工复产,开工率逐步回升,但受制于终端板块变现不一,初端企业开工恢复程度有所差距。分板块看,镀锌板块表现最好,主要受到终端基建订单逐步增加的带动,开工率恢复至同期水平,并且在金九银十的阶段,表现较同期水平偏高。然压铸锌合金表现则是最弱的板块,一方面,因终端房地产板块表现疲软,导致五金、卫浴等订单大幅减少,成品库存积压下倒逼企业下调开工;另一方面,今年海外需求较去年有所下滑,出口订单下滑也是导致压铸锌合金企业开工不佳的一大因素。氧化锌板块总体表现偏平稳,开工率多维持在55-60%之间,对锌总体消费贡献影响有限。进入11月,北方气温转凉,部分户外作业受影响,但华南、华中表现尚可,消费变现出一定韧性,但随着气温降低,叠加疫情重燃,消费将有所拖累,环比支撑将边际减弱。

从镀锌板出口表现来看,海关数据:1-10月累计净出口量为611.66万吨,累计同比下降18.75%。总的来看,上半年镀锌板出口同比表现尚可,但进入下半年,出口量显著下滑,源于海外经济增速下滑后需求减弱,及东南亚国家自身产量跟进后,国产镀锌板竞争力下降。全年看,累计进出口量达预计在700万吨,累计同比下降20.5%,全年耗锌需求减少5万吨,拖累全年消费增速约0.74%。

图表 42 镀锌企业开工率

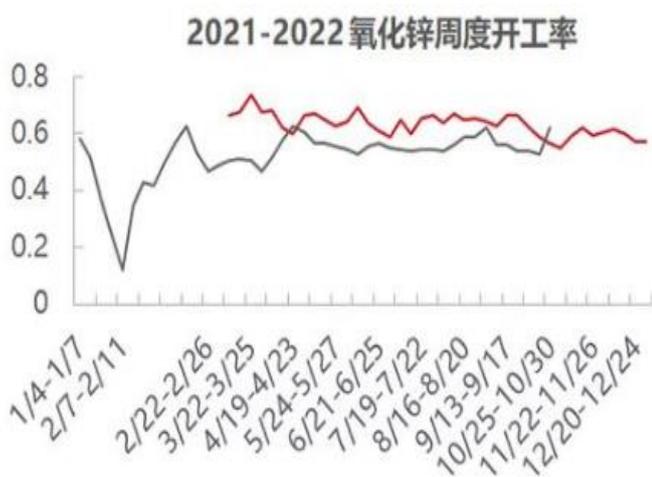


图表 43 压铸锌合金企业开工率

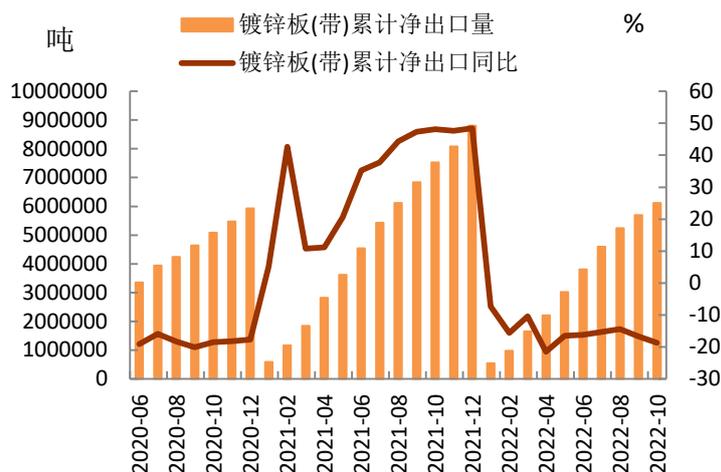


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 44 氧化锌企业开工率



图表 45 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，主要集中在基建、地产、汽车及家电等领域，消费占比分别为 33%、24%、15%和 14%。

从基建投资方面来看：在国内疫情反复及地产投资低迷的背景下，基建作为稳经济的重要抓手。一季度基建处于高增速阶段，进入二季度，各地疫情拖累，投资增速下滑，但下半年，随着疫情好转及专项债、政策性开发性金融工具等资金不断投入、各地基建项目加快落地，基建投资重回高增速。数据显示，1-10月基础设施建设投资（不含水电燃气）累计同比增长 8.7%，较 1-9 月上升 0.1 个百分点。

对于 2023 年，海外经济衰退预期较强下，出口或将延续承压，而国内疫情反复及地产投资难有大幅增量预期下，基建稳增长政策或将延续。不过看，考虑到地方债务压力较大，社会资本参与也还在恢复期，预计狭义基建投资相较于今年或偏弱些，全年有望呈现前高后低的态势。不过，基建板块仍将为镀锌板块消费带来坚实的基础，预计对锌消费增速拉动在 3.2% 左右。

房地产方面：今年以来尽管各地地产政策不断出出台，但地产投资增速一路探底。三季度政策进一步加码，如“保交楼”专项债推出、930 地产新政出台，各地也进一步调整首付、公积金贷款等，但政策效果显现仍需时间，地产投资增速延续下行，1-10 月房地产投资累计同比增长-8.8%，较 1-9 月下滑 0.8 个百分点。

从销售端看，尽管政策加持，但居民对房市依旧信心不足、观望情绪较浓，地产销售端仍未出现持续改善。1-10 月商品房销售面积同比下降 22.3%，单月降幅连续 4 个月超过 10%。从施工端看，房企拿地意愿依然有限，但随着保交付工作的有序推进，新开工及竣工面积的跌幅有所收窄，但施工面积降幅仍呈现小幅扩大。

后期来看，目前政策端对地产企业已射出三支箭，即信贷投放、债券融资及股权融资。三箭齐发，充分说明“救市先救企”，为房企后续融资等创造了非常好的空间和机会。这也将逐步缓解居民对于房企交付担忧，促进房地产市场逐步企稳。预计 2023 年随着疫情负面影响逐步减弱，供需两端政策持续托举，房地产投资增速有望呈现前低后高走势的走势，新开工及竣工端有望小幅复苏，带动部分镀锌及压铸锌合金消费，预计对锌消费增速拉动在 1.27%。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，2022 年 1-11 月，汽车产销分别达到 2462.8 万辆和 2430.2 万辆，同比分别增长 6.1% 和 3.3%，累计增速放缓，较 1-10 月分别收窄 1.8 和 1.3 个百分点。上半年国内疫情爆发，多地出现封城，运输受限，对汽车产销构成较大冲击。下半年疫情好转，且 5 月底以来，国家及地方政府出台一系列促汽车消费政策，包括对单车价格（不含增值税）不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税至年底；新能源免征购置税延续至明年底；多地出台置换补贴等。在政策端发力及汽车出口势头良好等因素拉动下，自 6 月份以来汽车产销持续保持快速增长。四季度而言，在稳经济、促消费政策持续作用下，汽车产销将继续保持较快增长。全年看，汽车销量或达 2680 万辆，同比增长 2%。

考虑到今年下半年实施的乘用车购置税减半政策将于 2022 年 12 月 31 日退出，将会导致 2023 年部分需求提前释放，进而干扰了 2023 年实际需求量。不过，新能源汽车免征车辆购置税政策延续至 2023 年，在政策持续的鼓励下，新能源汽车年度增速预计在 40% 左右。总的看，预计 2023 年汽车销量达 2760 万辆，同比增长 3%，对锌消费增速贡献率在 0.48%。

从白色家电方面来看：产量方面，1-10 月空调累计产量 18959.5 万台，同比增长 3.2%；冰箱累计产量 7159 万台，同比下降 3.3%；洗衣机累计产量 7318 万台，同比增长 3.7%；彩电累计产量 16139.6 万台，同比增长 9.1%。内需方面，家电板块涨跌不一，主要原因地产板块拖了装修后周期需求。对于 2023 年我们认为，随着地产板块企稳，家电消费有望改善，但

总体以刚需为主，大幅改善预期不强。

出口方面，1-10月空调累计出口4049万台，同比下降12.2%；冰箱累计出口4790万台，同比下降20.2%；洗衣机累计出口1690万台，同比下降8%；液晶电视累计出口7705万台，同比增长12.9%。今年家电出口总体表现偏弱，源于海外面临高通胀、补贴退出、欧洲还要面临能源危机，家电消费需求低于预期。对于2023年，考虑到高通胀及欧洲的能源危机，海外需求改善的拐点还未形成明确预期，出口增速难有较好表现，总体对锌消费增速贡献率在0.64%。

总体来看，我们认为2023年基建稳经济政策或将延续，基建投资全年呈现前高后低的态势，全年投资增速仍有望达9%左右的水平；地产供需两端政策持续托举，投资增速有望呈现前低后高走势的走势，全年投资增速或回升至0.8%；乘用车税费减免政策干扰了2023年实际需求量，但新能源汽车免征车辆购置税政策延续支持下，年度增速预计在40%左右；地产板块企稳将带动家电内消改善，但海外需求下滑将继续拖累外销表现。总的看，随着经济修复，锌消费同比增速有望达近3.5%。

图表 46 基建投资增速情况

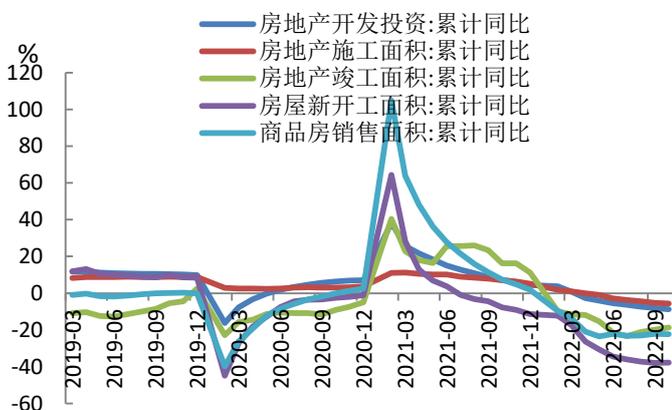


图表 47 建筑 PMI 指数



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 48 地产主要指标



图表 49 房屋竣工面积当月同比增速



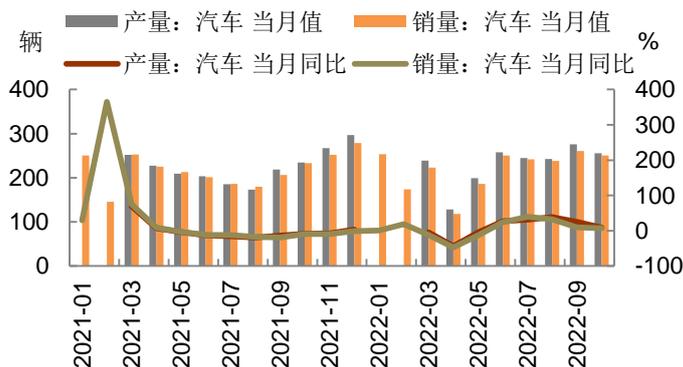
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 50 地产销售面积当月同比增速

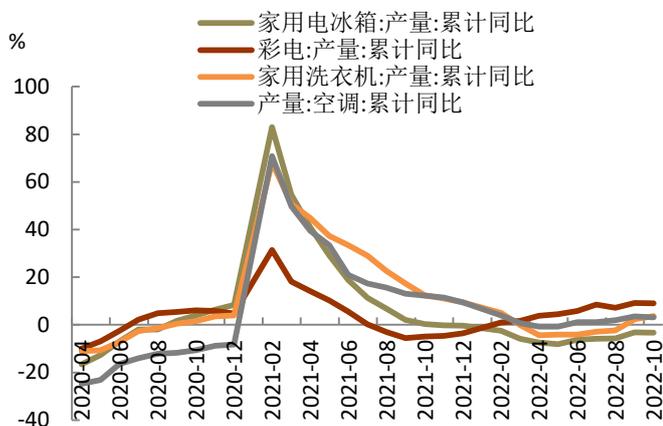


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 51 汽车当月产销情况

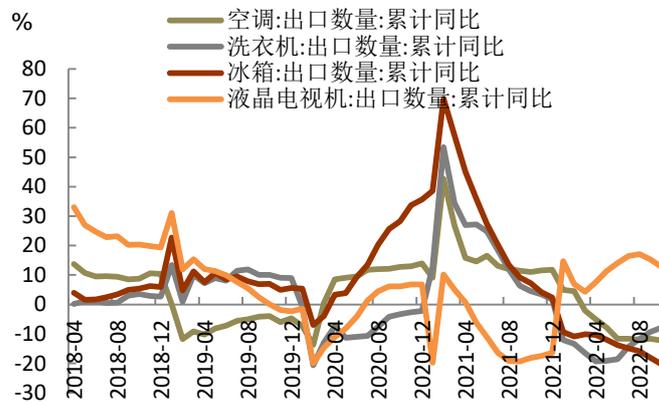


图表 52 白色家电内需情况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 53 白色家电外需情况



3.4 内外库存维持低位

今年以来，LME库存呈现稳步下滑的态势。由年初的近18万吨降至12月初的不足4万吨。其中，4月初因托克大幅注销仓单以弥补欧洲现货市场供应，LME库存仓单占比快速攀升，一度引发挤仓行情。而6月中旬，在低库存的背景下，注销仓单占比再度暴涨，曾一度牵动市场神经。随后注销仓单占比逐步回归正常值，但LME库存则延续低位去库的态势，低库存下挤仓担忧一直存在。

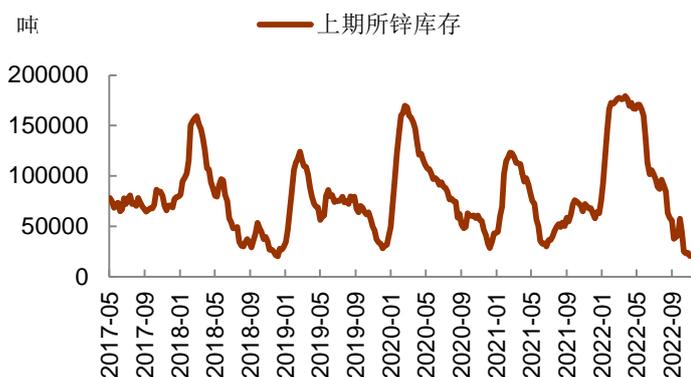
上期所库存呈现先增后减的走势。一季度库存不断增加，至4月中旬增至近18万吨，随后震荡回落，7月底跌破10万吨，至9月底，库存不足4万吨，与此同时，交易所仓单量也降至至极值，一度引发ZN2210合约挤仓。伴随着挤仓结束，交割货源增加，库存回升至5万吨上方，但随后再度走低，截止至12月初，交易所库存量仅2万吨左右，同时，仓单量也仅25吨，对近月价格构成一定支撑。

社会库存来看，年初至三月中旬，库存不断攀升，三月中旬后，库存一路回落，进入9月

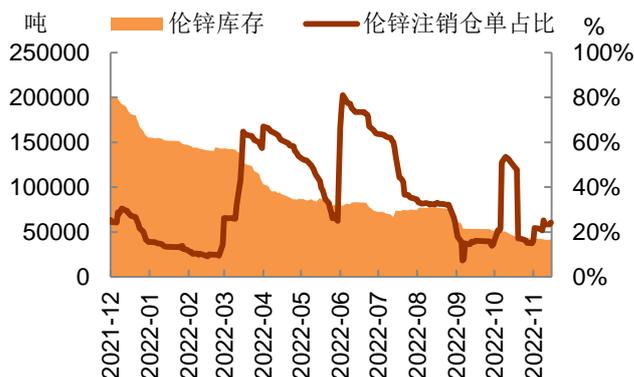
份，库存跌至近三年低位，截止至12月初，库存处于5.5万吨附近徘徊，绝对值维持近年低水平。保税区库存来看，因今年锌锭进口窗口对处于亏损状态，保税库锌锭库存维持低位，截止至12月初近2000吨左右库存量。

后期看，预计伴随着欧洲冶炼厂逐步复产，海外库存有望低位回升。国内一季度受春节假期下游放假及炼厂稳定生产影响，库存有望低位反弹，甚至出现持续累库。

图表 54 上期所库存回落



图表 55 LME 库存加速下滑

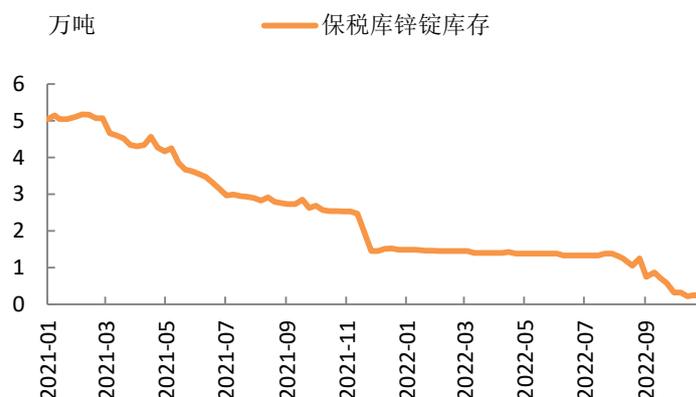


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 56 社会库存大幅减少



图表 57 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

宏观面看，2023 年欧美央行加息周期接近尾声，全球流动性紧缩压力有望缓解。美元难再现单边行情，或呈现高位震荡。欧美经济衰退风险增大，其中欧元区衰退程度将更加严重。国内防疫政策放松、稳地产政策加码，且预期仍有积极政策释放，有望带动经济触底回升。人民币上半年震荡，下半年存升值预期。

锌矿看，2023 年海外矿山增量预计在 25 万吨左右，国内矿山增量预计在 8.2 万吨。随着海外炼厂需求恢复，海外矿端过剩量级有望收窄。国内矿端转向紧平衡，供应或呈现前松后

紧。精炼锌看，欧洲能源难现极端行情，欧洲炼厂存部分复产预期，叠加新增产能释放，供应将由紧平衡转向宽松。国内原料宽松、利润可观下，增产相对确定，叠加新增产能释放，供应增量有望达 5.9%。

需求端看，海外经济下行叠加利率大概率维持相对高位，继续抑制需求，也将拖累国内初端出口拉动。国内基建仍有望维持较好表现；地产供需两端受政策持续托举，投资增速有望改善；乘用车税费减免政策部分前置了 2023 年的需求量，但新能源汽车免征车辆购置税政策延续支持下，仍有望贡献消费增量；地产板块企稳将带动家电内消改善。总的看，随着经济修复，锌消费同比增速有望达近 3.5%。

整体来看，国内外锌锭市场均有转向过剩的预期，锌价重心有望下移。预计伦锌主要运行区间在 2500-3800 美元/吨，沪锌在 20000-26000 元/吨。内外强弱上，一季度国内放开后疫情存阶段性冲击，叠加欧洲能源端支撑增强，锌价表现或外强内弱；但进入下半年，在国内需求复苏增强预期下，锌价或呈现内强外弱。

图表 58 近年海外精炼锌供需平衡表（万吨）

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年*	2023 年*
精锌产量	770	768	776.9	749.2	774.2
产量增速	-1.46%	-0.31%	1.21%	-3.57%	3.34%
进出口	54.4	48.5	42.7	1.2	5
精锌需求	741.8	658.2	732	745	735
需求增速	-0.03%	-11.27%	11.18%	1.80%	-1.34%
精锌平衡表	-26.2	61	2.4	3	34.2

数据来源：ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 59 近年国内精炼锌供需平衡表（万吨）

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年*	2023 年*
精锌产量	584.6	610.4	608.9	599.8	635
增速	9.60%	4.41%	-0.25%	-1.49%	5.87%
收抛储			18		
净进口量	54.37	51.2	42.7	1.2	5
精锌需求	637	670.4	673	607	628
增速	1.50%	5.24%	0.39%	-9.90%	3.46%
精锌平衡表	1.97	-8.8	-3.4	-6	12

数据来源：SMM, 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。