

2023年2月3日



锌价高位震荡

等待需求验证

核心观点及策略

- 宏观面看，美国通胀回落且经济下行，美联储如期放缓加息，且鲍威尔言论偏鸽，美元指数震荡偏弱，金属压力放缓。欧元区，受益于能源价格回落，通胀拐头且经济下行压力减弱，央行表态逐步转鸽。国内春节假期出行及消费显著改善，市场对未来经济持续修复信心不减。
- 供应端看，欧洲能源价格回落后，炼厂利润修复至盈利，存复产预期。国内看，原料锌矿供应偏宽松，内外加工费仍处偏高水平，炼厂原料维持攀升至近年高位。目前国产矿生产炼厂维持高利润，但1月以来沪伦比价回落不利于进口矿，进口矿生产炼厂利润压缩至甚微，近端精炼锌供应预计维持高位，但远期精炼锌提产空间或被压缩。
- 需求端看，维持弱现实强预期的状态。终端看，基建在资金及项目充足背景下，保有较高增速；地产在疫情放开及政策加持下，有望低位修复；汽车板块受消费提前透支，一季度或偏弱，但中长期稳中有增；家电板块也将跟随地产修复。不过，目前下游初端企业尚未完全复工，消费启动或至元宵节后，库存延续季节性增加。
- 整体来看，海外未有更多超预期部分，市场焦点依然在国内。核心点在于供需两端恢复的速度差异，可重点关注库存拐点情况。在需求证伪前，锌价难改震荡走势。预计2月沪锌主要运行区间在23500-25300元/吨，伦锌主要运行区间在3230-3630美元/吨。
- 策略建议：区间波段操作
- 风险因素：情绪转向风险，需求恢复不及预期

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68556855

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68556855

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68556855

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

目录

一、锌市场行情回顾	5
二、宏观面	5
2.1 美国方面	5
2.2 欧元区方面.....	6
2.3 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 国内锌矿总供应较充沛，内外加工费维持高水平.....	10
3.2 精炼锌供应情况.....	11
3.2.1 全球精炼锌供应情况.....	11
3.2.2 国内精炼锌供应情况.....	13
3.3 精炼锌需求情况.....	14
3.3.1 全球精炼锌需求情况.....	14
3.3.2 国内精炼锌初端需求情况.....	16
3.3.3 国内精炼锌终端需求情况.....	17
3.4 海外库存延续低位去库，国内库存季节性累库	19
四、总结与后市展望	20

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 美国利率水平.....	7
图表 4 美国 PMI 数据.....	7
图表 5 欧元区 PMI 数据.....	7
图表 6 欧元区通胀情况.....	8
图表 7 欧元区利率水平.....	8
图表 8 国内 PMI 数据.....	8
图表 9 国内 GDP 同比增速.....	8
图表 10 2022-2023 年海外锌矿新增量（万吨）	9
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 2022-2023 年国内锌矿新增量（万吨）	10
图表 14 内外矿加工费环比维稳.....	11
图表 15 锌矿进口窗口暂时关闭.....	11
图表 16 锌矿进口量保持高位.....	11
图表 17 冶炼厂原料库存.....	11
图表 18 全球精炼锌月度产量情况.....	12
图表 19 欧洲天然气期货价格.....	12
图表 20 欧洲主要国家电价.....	12
图表 21 欧洲天然气库存.....	12
图表 22 2023 年海外冶炼厂计划新增项目（万吨）	12
图表 23 2021 年四季度至今欧洲冶炼厂减复产情况（万吨）	13
图表 24 国内精炼锌月度产量.....	14
图表 25 冶炼厂生产利润.....	14
图表 26 精炼锌净进口情况.....	14
图表 27 锌锭进口盈亏情况.....	14
图表 28 全球精炼锌月度需求情况.....	15
图表 29 美国新建住房销量.....	15
图表 30 美国成屋销售情况.....	15
图表 31 美国汽车销量情况.....	15
图表 32 欧元区房屋营建情况.....	15
图表 33 欧元区汽车销量情况.....	15
图表 34 镀锌企业开工率.....	16
图表 35 压铸锌合金企业开工率.....	16
图表 36 氧化锌企业开工率.....	16
图表 37 镀锌板净出口情况.....	16
图表 38 基建投资增速维持高位.....	18
图表 39 地产主要指标仍显疲弱.....	18
图表 40 房地产当月竣工面积.....	18
图表 41 汽车当月产销情况.....	18

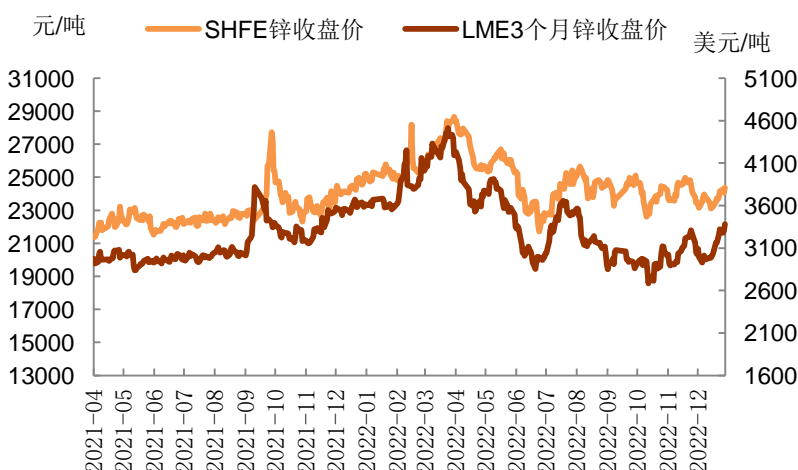
图表 42 白色家电内需情况.....	19
图表 43 白色家电外需情况.....	19
图表 44 上期所库存低位回升.....	19
图表 45 LME 库存延续下滑态势	19
图表 46 社会库存季节性累库.....	20
图表 47 保税区库存维持低位.....	20

一、锌市场行情回顾

2023年1月沪锌主力期价呈现先抑后扬的走势。进入1月，临近春节长假，国内下游企业放假增多，需求端下滑显著，叠加锌价反弹至24000元/吨，整数关口存压力，期价回落，至23000元/吨附近下游逢低采买增多，期价止跌。下半月，随着美国通胀放缓、经济数据表现不佳，强化了美联储放缓加息预期，叠加国内政策暖风频吹，大中型城市出行也逐步从疫情中恢复，市场对国内经济恢复信心增强，宏观利多驱动下，期价大幅反弹。月底，随着假期临近，且期价反弹至宽幅震荡区间上沿压力有所显现，多头获利平仓，期价涨势放缓。假期归来后，期价维持震荡，截止至1月31日，主力期价收至24300元/吨，月度涨幅2.4%。

伦锌走势强于沪锌，1月呈现震荡上行的走势。源于美联储放缓加息预期下，美元走势震荡偏弱，同时，中国经济修复预期下，需求改善，内外共同推动伦锌走强。截止至1月31日，伦锌收至3402美元/吨，月度涨幅14.6%。

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

美国劳工统计局的数据显示，12月CPI仍同比增6.5%，为2021年10月以来的一年多最低增速，低于11月前值的同比增7.1%，也低于去年6月的峰值同比增幅9.1%。同时，环比跌0.1%，为三年来首次环比转负增长，创2020年4月美国新冠疫情爆发以来的最大跌幅。核心CPI同比增5.7%，为2021年12月以来一年最低，低于11月前值的增6%。12月环比增0.3%，尽管高于11月前值的环比增0.2%，但低于去年8月和9月时的环比增0.6%。数据显

示出美国通胀正在放缓，为美联储进一步放缓加息步伐铺路。2月1日，美联储最新利率会议中，将政策利率联邦基金利率的目标区间从4.25%至4.50%上调到4.50%至4.75%，加息幅度25个基点，符合预期，这是连续第二次放慢加息步伐，也是自去年3月以来首度一次加息仅25个基点。会后，鲍威尔表示，考虑再加息约两次后暂停，今年降息不合适，未探索暂停加息后重新开始加息的可能性，金融状况收紧需时间，现在第一次可以说通胀放缓进程已开始。目前市场预计到今年底，美联储将较6月利率峰值降息50基点。

经济数据来看，美国1月ISM制造业指数降至47.4，为连续第三个月萎缩，且萎缩幅度扩大，也是连续五个月下降，创下2020年5月以来新低。其中，新订单和生产指数均较上月进一步滑落。

总的来看，随着美国通胀回落及经济衰退下行越发显著，强化了市场对美联储加息速度转向预期，美元指数延续偏弱震荡，对金属压力放缓。

2.2 欧元区方面

2月1日，欧盟统计局公布数据显示，1月调和CPI初值同比8.5%，低于市场预期8.9%，较上月9.2%继续下滑，连续3个月下跌，增速创为2022年5月以来新低。核心调和CPI同比初值上升5.2%，略高于市场预期的5.1%，较上月维持不变，依然在高位徘徊。受惠于能源价格走低，欧元区通胀压力持续减弱。从经济数据上看，1月24日公布的数据显示，欧元区1月制造业PMI初值为48.5，低于预期值48.8，高于前值47.8，显示欧元区制造业活动收缩步伐进一步明显放缓。服务业PMI初值50.7，为去年8月以来首次超过荣枯线，高于预期值50.2和前值的49.8，这表明服务业活动亦有所恢复。

尽管近几周欧央行内部对加息节奏分歧较大，但从最新的利率会议看，欧洲央行已经平息了这种争论。2月2日，欧央行宣布，将三大主要利率均上调50个基点，符合市场预期。预计3月再加息50个基点，然后将评估其货币政策的后续路径，相较于去年12月表态偏鸽。

总的来看，随着能源价格高位回落，欧元区通胀及经济下行压力均有所放缓，欧央行表态也由鹰转鸽，流动性压力进一步减缓。

2.3 国内方面

12月中旬以来，疫情防控政策的进一步放松，2023年1月8日起对新冠病毒感染由“乙类甲管”调整为“乙类乙管”，将“新冠病毒肺炎”更名为“新冠病毒感染”；且2023年1月8日起恢复受理审批公民因出国旅游、访友申请普通护照，取消入境人员全员核酸检测等。与此同时，国内稳增长政策也在进一步加码，住建部表示，对购买首套房的大力支持，首付比、首套利率该降的降下来。财政部表示，2023年，将适量扩大专项债券资金投向领域和用作资本金范围，持续形成实物工作量和投资拉动力，推动经济运行整体好转。随着疫情防控放开及政策加码，12月经济数据的实际表现却明显好于市场预期，带动四季度和全年经

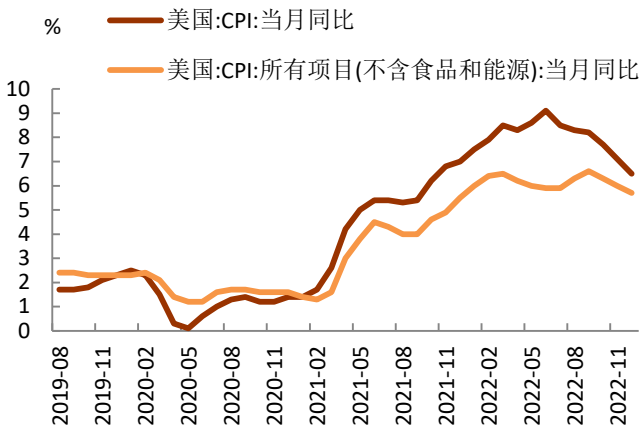
济增速超预期。数据显示，2022年国内全年GDP增长3.0%，4季度增长2.9%。

此外，春节假期期间，全国发送旅客同比增长53%、恢复至2019年的54%，小客车出行流量超2019年同期水平。全国国内旅游出游3.08亿人次，同比增长23.1%，恢复至2019年同期的88.6%。春节档总票房67.62亿元，比去年同期的60.39亿元增长约12%。国内出行及消费均显著改善。

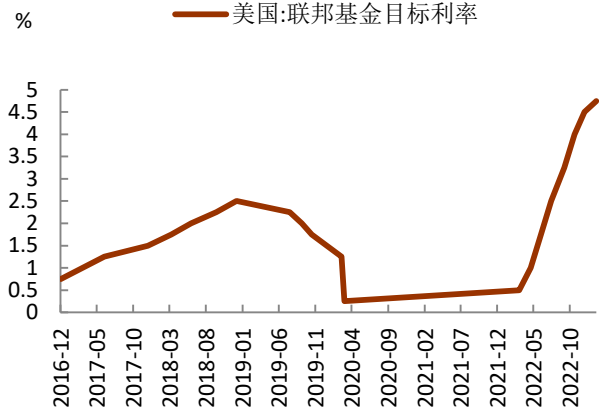
最新公布的数据显示，1月官方PMI为50.1%，比上月上升3.1个百分点。非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别为54.4%和52.9%，高于上月12.8和10.3个百分点。三大指数均升至扩张区间，显示经济景气水平明显回升。

总的来看，随着防疫管控全面放开，叠加政策端维持积极态势，经济显著改善，市场对未来经济持续修复信心不减，市场风险偏好明显抬升。

图表2 美国通胀情况

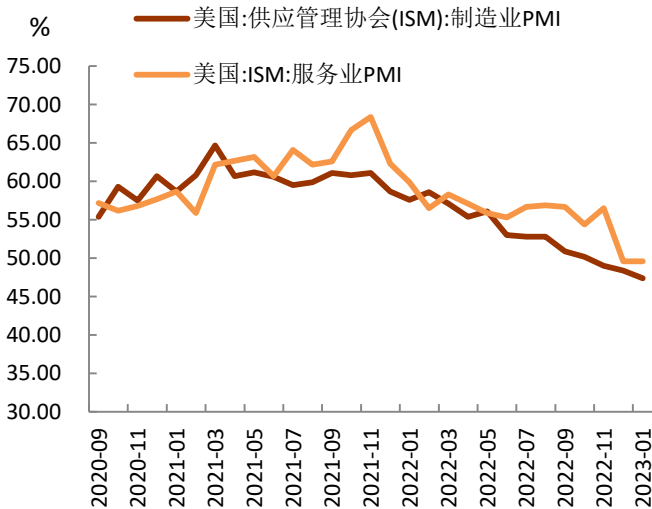


图表3 美国利率水平

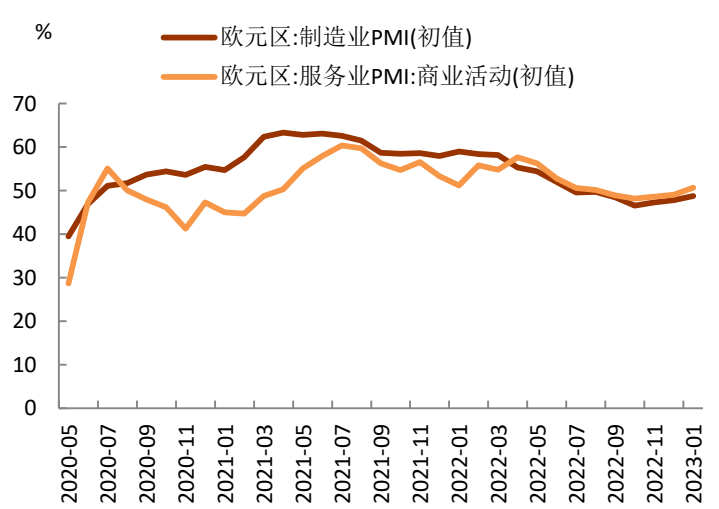


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表4 美国 PMI 数据

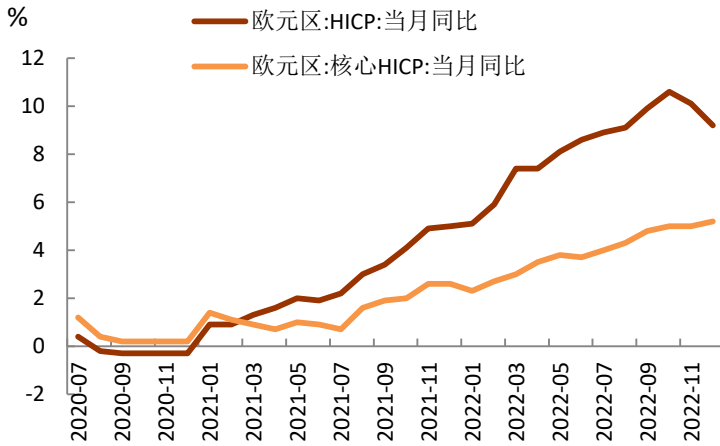


图表5 欧元区 PMI 数据

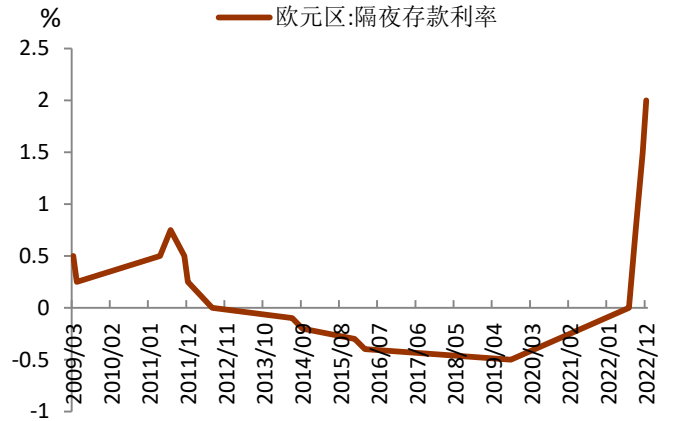


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表6 欧元区通胀情况

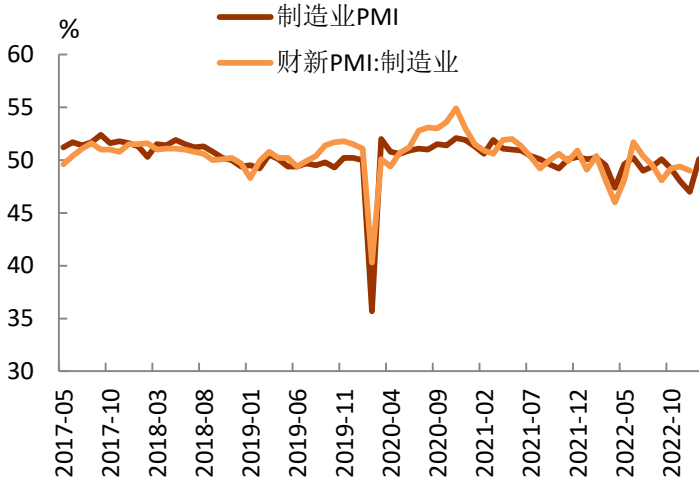


图表7 欧元区利率水平



数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表8 国内 PMI 数据



图表9 国内 GDP 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1-11月全球锌矿产量1141.6万吨, 累计同比减少2.1%。全年产量预计达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%。

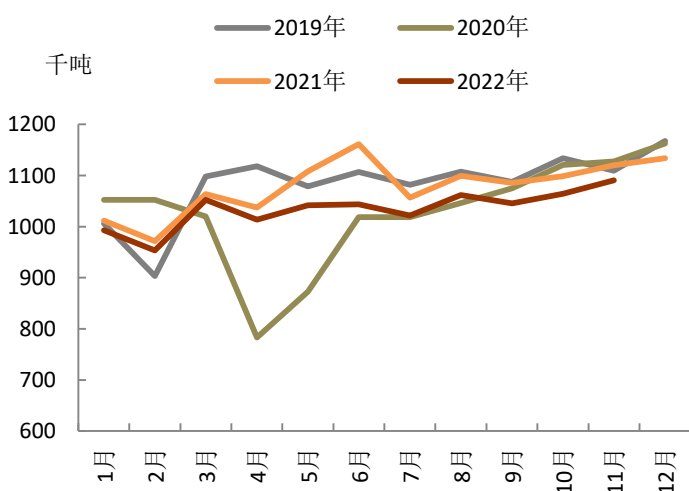
对于2023年，海外主要矿山增量预计在25万吨左右，国内预计新增产能8.2万吨。预计2023年全球锌矿产量1304万吨，同比增加2.7%。其中，海外锌矿产量957万吨，同比增加2.7%。国内疫情减弱，对矿山生产干扰边际下滑，叠加少量新增产能释放，预计产量达347万吨，同比增3%。

图表 10 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		Zhairm	1.5	2
俄罗斯矿业	俄罗斯	Rubtsovsky	2	0
	合计		13	23.2

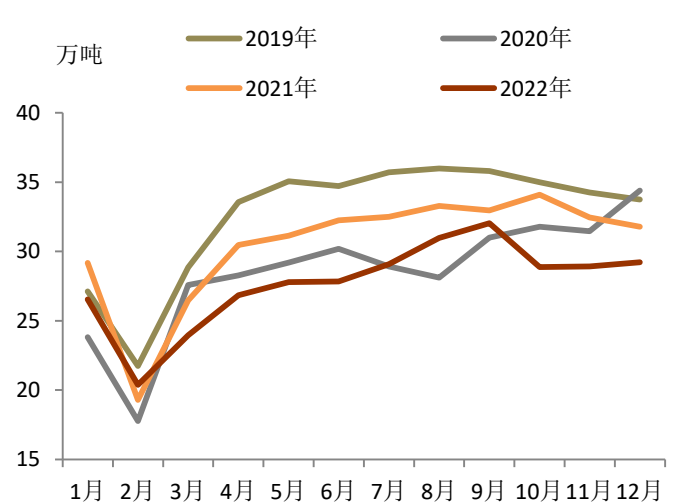
数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

图表 11 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 12 国内锌矿月度产量情况



图表 13 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

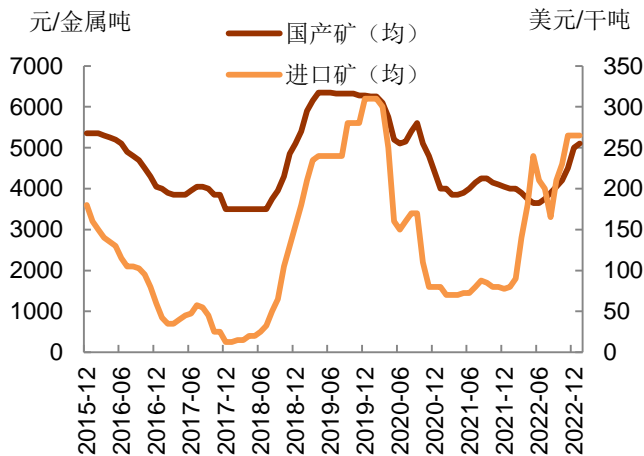
数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

3.1.2 国内锌矿总供应较充沛，内外加工费维持高水平

SMM数据显示，2022年12月国内锌矿产量29.21万吨，环比增加0.28万吨，同比减少2.57万吨。全年锌矿产量332.43万吨，累计同比减少9.13%。尽管四季度国内锌矿产量季节性下滑，但锌矿进口量维持高位，弥补了国内产量下滑的缺口。海关数据显示，2022年12月国内锌精矿进口41.5万实物吨，同比增加72.8%，环比减少7.6%，进口量处于历史偏高水平。全年累计进口量413.48万实物吨，累计同比增加13.34%。2023年1月来看，国内处于春节假期，部分矿山检修放假，预计产量延续季节性偏弱。而1月上旬锌矿进口窗口维持开启，中旬以来进口窗口收窄关闭，但考虑到存在前期货源集中到港的问题，预计进口量维持偏高水平。

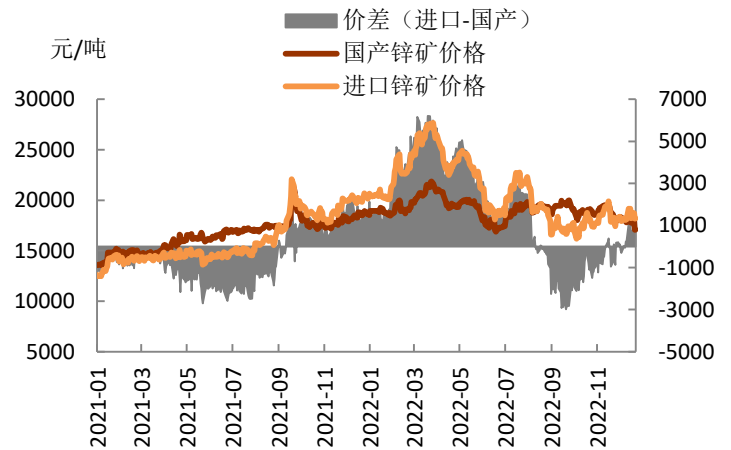
国内锌矿总体供应较为充沛，从内外加工费走势可以作证。2023年2月国产锌矿月度加工费报价在4800-5400元/金属吨，进口矿月度加工费报价在250-280美元/干吨，环比均持平，保持在较高水平。此外，从冶炼厂原料库存水平看，截止至1月中旬，原料库存天数攀升至42天的高位，相较于往年同期中位数高15天，也显示目前国内原料端供应较为宽松。

图表 14 内外矿加工费环比维稳

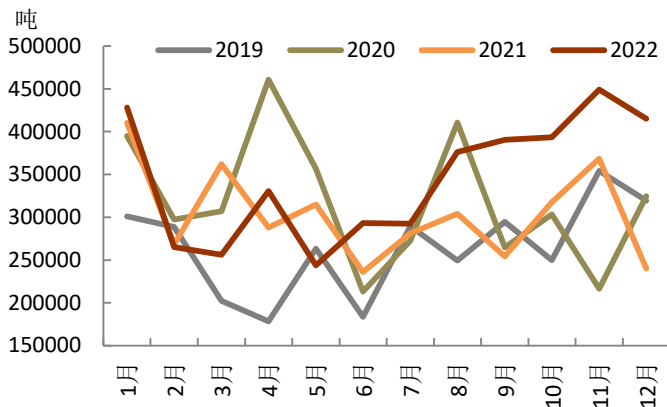


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 15 锌矿进口窗口暂时关闭

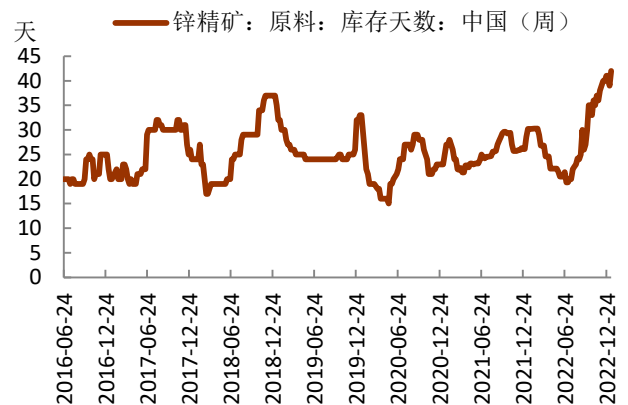


图表 16 锌矿进口量保持高位



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 17 冶炼厂原料库存



3.2 精炼锌供应情况

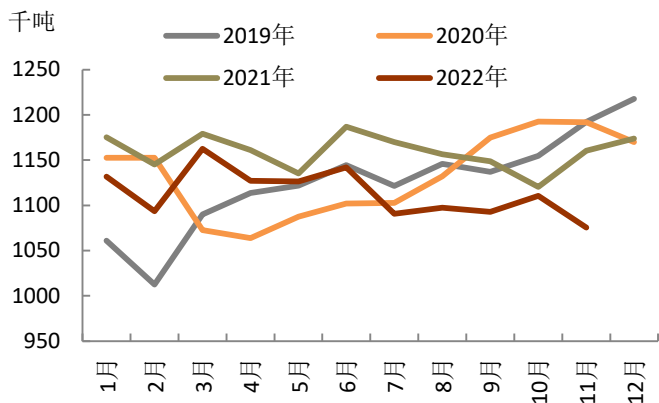
3.2.1 全球精炼锌供应情况

全球范围来看，ILZSG 最新数据显示，2022年1-11月全球精炼锌产量为1220.4万吨，累计同比减少3.62%。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。

欧洲能源端看，自2022年12月中旬以来，欧洲天然气及电价均出现大幅回落，源于：一方面，欧洲这个冬季超预期偏暖，需求低于预期，天然气库存维持在较为健康的水平，截止至1月底，仍有超75%的库容率，高于近年平均水平。另一方面，欧盟能源部长会议达成协议，将天然气价格上限定在180欧元/兆瓦时。自明年2月15日起实施，为期一年。价格上限较11

月提案下降35%，市场情绪也受挫。截止至1月底，欧洲天然气价格自去年12月高点已回落60%，各国电价回落幅度超80%。目前欧洲大多数锌冶炼厂冶炼利润已经回正，且已有电解铝企业开始复产，市场对锌炼厂复产预期有所抬升。不过，目前欧洲炼厂尚未有新的复产消息，短期欧洲精炼锌供应依旧偏紧，后期仍需持续跟踪。

图表 18 全球精炼锌月度产量情况

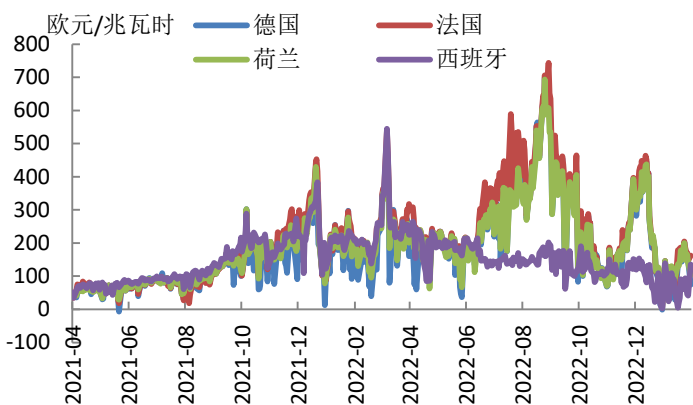


图表 19 欧洲天然气期货价格

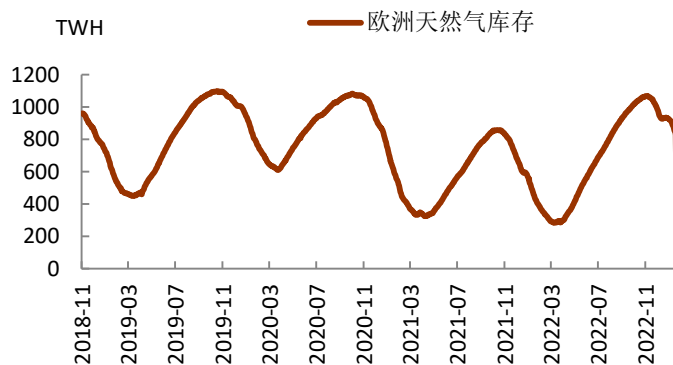


数据来源：iFinD，新闻整理，铜冠金源期货

图表 20 欧洲主要国家电价



图表 21 欧洲天然气库存



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

图表 22 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

图表 23 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

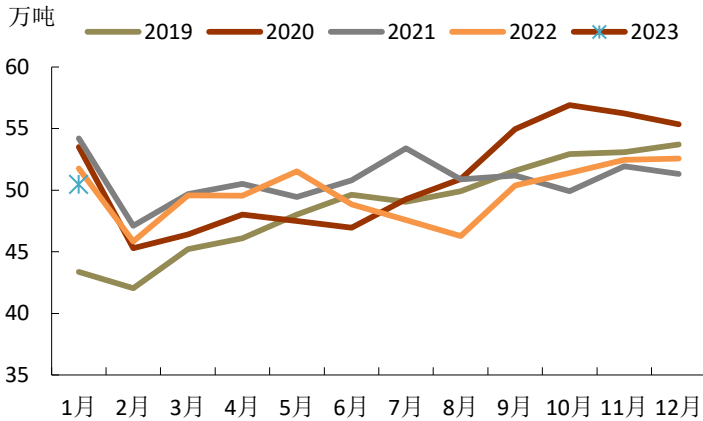
3.2.2 国内精炼锌供应情况

SMM数据显示，2022年12月精炼锌产量为52.58万吨，环比增加0.11万吨，同比增加1.25万吨。12月产量环比增加，但略不及市场预期，源于白银有色已完成全年产量指标后控产减量近8500吨，以及赤峰中色设备调整减产3600吨，兴安铜锌设备故障减量1000吨。全年精炼锌累计产量为597.8万吨，同比减少1.77%。对于2023年1月而言，多数炼厂正常生产，河南金利新增产量产能计划月上旬产出锌锭，日产150-200吨，不过四川、湖南、江西的再生锌炼厂减产，月度产量预计50.46万吨，环比减少2.11万吨，同比减少1.29万吨。但相较于往年春节期间产量看，仍处高位。从冶炼厂的检修计划来看，2月预计国内锌锭产量为47万吨，同比增加2.53%。

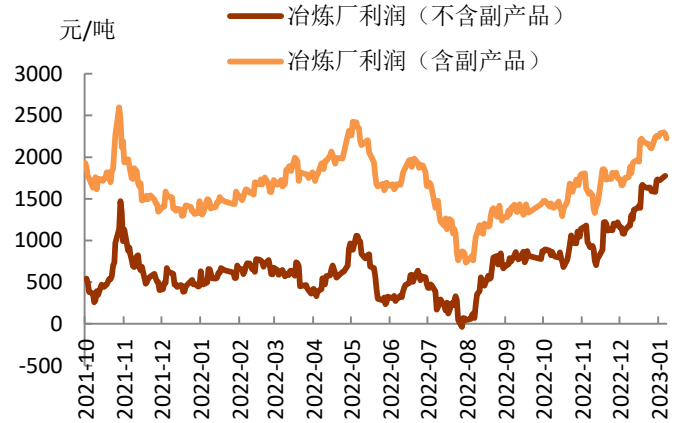
炼厂利润角度看，在加工费维持高位及锌价二八分享机制加持下，炼厂利润依旧可观，截止至1月底，利润维持在1700-2200元/吨，处于近年相对高位。但1月以来，比价不利于进口矿，进口矿生产炼厂利润压缩至平衡附近，将影响生产积极性。

进口情况看，海关数据显示，2022年12月国内锌锭进口7932吨，环比减少31.8%，同比减少23.2%。全年累计进口量7.92万吨，累计同比下降81.76%。12月锌锭出口570吨，全年累计出口8.09万吨。全年累计净出口0.17万吨。从1月进出口盈亏情况看，精炼锌进口维持较大亏损，截止至1月底亏损近3500元/吨，出口亏损小幅收窄，但截止至1月底仍有200元/吨多的亏损，预计1月进出口量级均较小。

图表 24 国内精炼锌月度产量

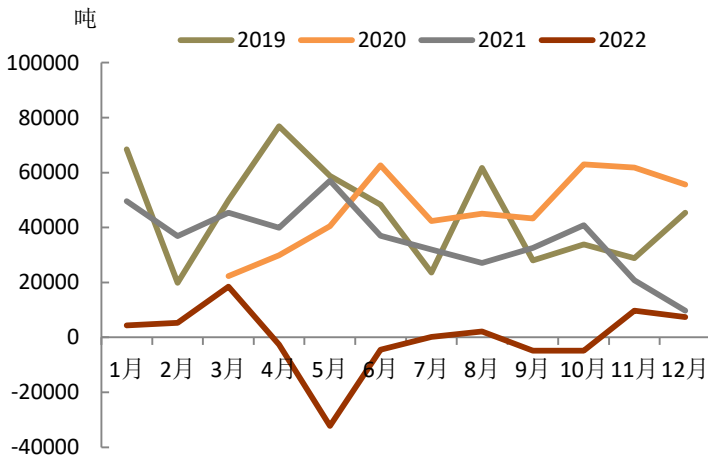


图表 25 冶炼厂生产利润

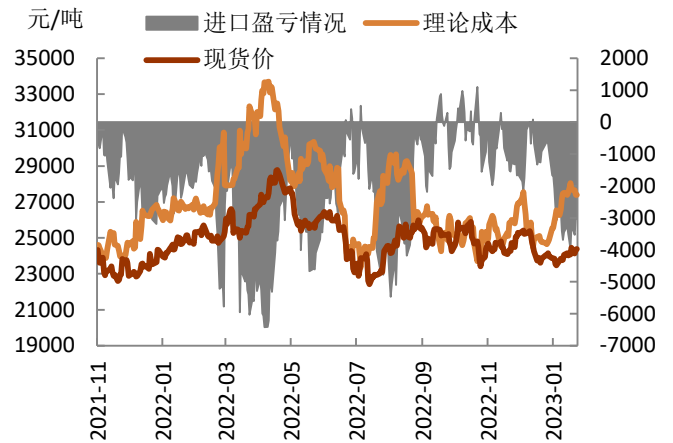


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 26 精炼锌净进口情况



图表 27 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

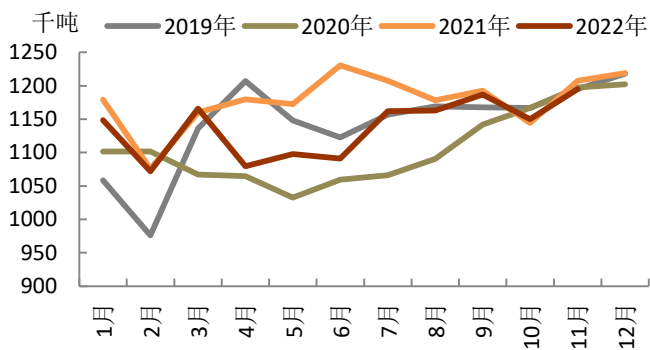
全球范围来看，ILZSG 最新数据显示，2022年1-11月全球精炼锌消费量1243.2万吨，累计同比降3.07%。全球1-11月供需短缺2.28万吨，2021年同期为短缺1.63万吨。

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，2022年12月美国30年按揭贷款利率有所回落，但维持在6.33%的高位。12月新建住房销量环比改善，但较年初回落明显；成屋住房销量环比延续回落。11月欧元区19国营建产出环比再度回落。汽车方面，2022年美国汽车累计产量286.01万辆，累计同比降14.63%，降幅较1-11月略收窄。欧元区看，欧洲汽车制

造商协会 (ACEA) 最新公布的数据显示, 1-11月汽车累计销量1128.7万辆, 同比下降了4.1%。因疫情对芯片供应的持续影响, 欧美较高的利率水平, 及能源成本飙升下令消费者可支配收入大幅减少, 欧美汽车销量均出现不同程度回落。

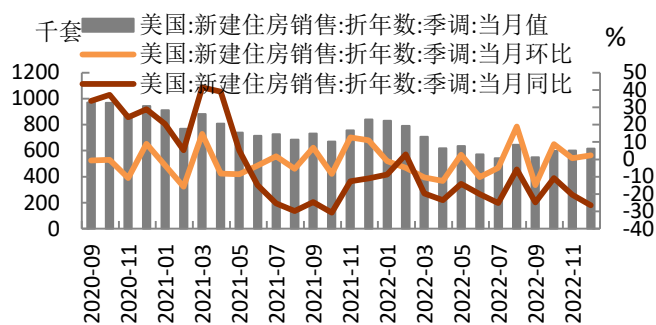
后期来看, 欧美央行货币政策虽然存在放缓及转向的预期, 但2023年利润总体维持在高位, 叠加高利润下经济下行预期, 对地产需求及汽车销量仍有较明显的抑制。

图表 28 全球精炼锌月度需求情况

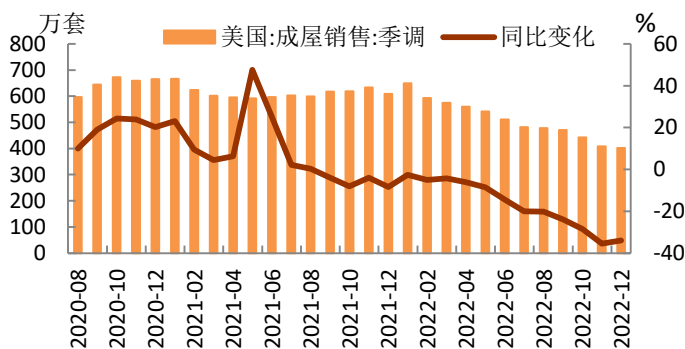


数据来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

图表 29 美国新建住房销量

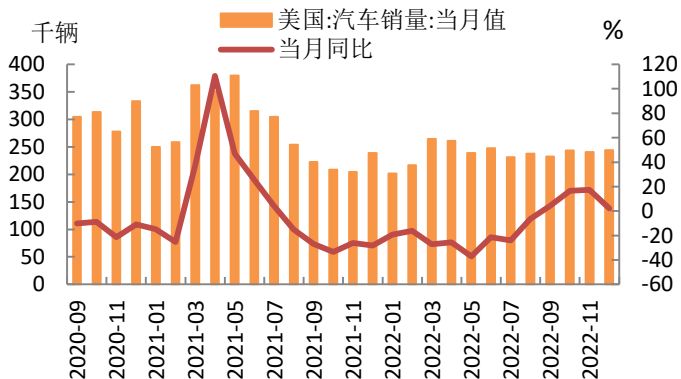


图表 30 美国成屋销售情况

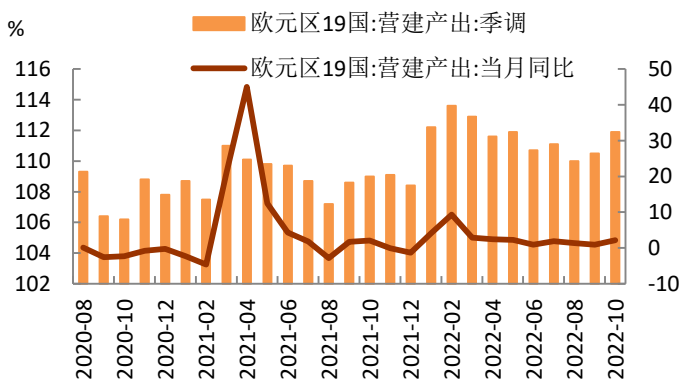


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 31 美国汽车销量情况

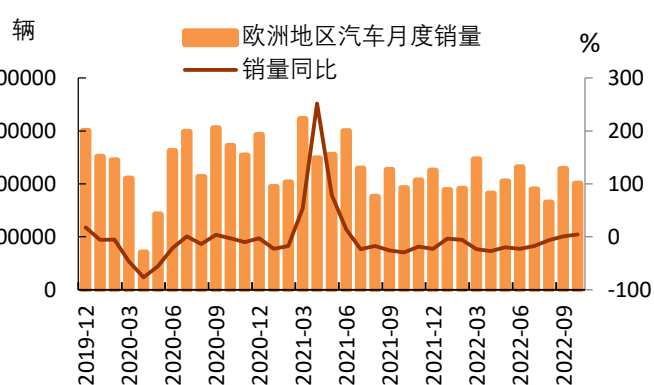


图表 32 欧元区房屋营建情况



数据来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 33 欧元区汽车销量情况



3.3.2 国内精炼锌初端需求情况

1月国内正逢春节假期，初端企业放假增多，企业开工率均延续回落态势。分板块来看，初端消费占比约67%的镀锌板块看，元旦前后不管是终端企业还是加工企业基本陆续进入放假安排，小型企业受疫情和整体订单减少顺势提早放假，于元旦前放完。中大型基本在1月上旬完成放假，截止至1月20日，开工率大幅回落至2.84%。

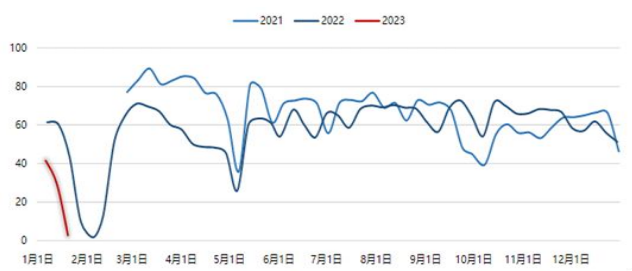
初端消费占比11%的压铸锌合金来看，目前开工率降至9.42%，加速下滑。因终端地产相关五金卫浴订单较差，叠加出口不佳及疫情冲击，自12月中旬起陆续有企业进行放假，调研数据来看，企业放假时间在7-60天不等平均放假天数29天，高于去年的放假28.62天。截止至1月20日，开工率大幅回落至2.52%。

氧化锌消费占比相对偏少，低于5%。相较于往年，今年终端订单较差，放假企业增多且提前，仅有少数企业放假较晚或春节不停产，企业多计划到1月底复工。截止至1月20日，开工率大幅回落至15.4%。

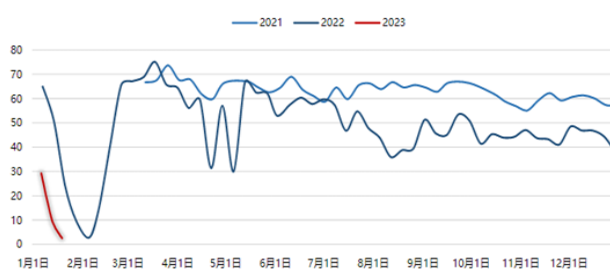
总的看，下游企业放假较往年提前，且放假周期更长，开工率延续回落且远低于去年同期水平。根据调研，企业多在1月底至2月初复工，实际需求恢复需到2月再验证。

镀锌板出口方面，海关数据显示：2022年12月镀锌板出口量为57.23万吨，全年累计出口量为844.51万吨。12月镀锌板进口量为10.5万吨，全年累计进口量为140.61万吨。全年累计净出口量为703.9万吨，累计同比降20%，较1-11月降幅略扩大。折算看，全年耗锌需求减少5万吨，拖累全年消费增速约0.74%。

图表 34 镀锌企业开工率

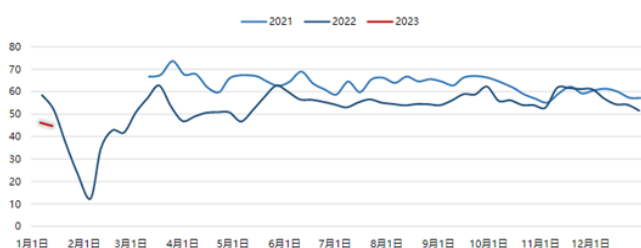


图表 35 压铸锌合金企业开工率

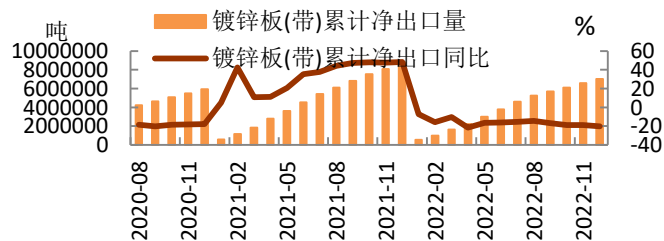


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 36 氧化锌企业开工率



图表 37 镀锌板净出口情况



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，2022年全年地产投资累计同比下降10%，延续1-11月回落0.2个百分点，跌势放缓。

施工端数据看，尽管同比下滑幅度仍大，但边际改善。12月当月新开工面积同比增长-44.3%，前值-50.8%；施工面积同比-48.2%，前值-52.6%；竣工面积同比增长-6.6%，前值-20.2%，回升幅度相对较大，源于保交楼政策的继续发力。需求端看，12月当月商品房销售面积同比增长-31.5%，前值-33.3%。目前看，最为先行指标拿地及新开工均不佳，意味着地产投资复苏将延续十分缓慢。12月下半月国内销售下滑，拖累全月销售同比增速仍下滑30%。

后期来看，房地产主要指标将持续修复。去年11月以来，“金融16条“三支箭”等房地产融资支持政策的加快落地，修复了企业端预期，一定程度上缓解房企资金压力。同时，今年1月初，央行、银保监会决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，有变相的降息效果。1月17日，在瑞士达沃斯举行的世界经济论坛上，副总理刘鹤称房地产是国民经济的支柱产业，中国仍处于城市化较快的发展阶段，巨大的需求潜力将为房地产行业健康发展提供有力的支撑。地产供需两端政策加码，均有助于居民购房信心改善和房地产内生周期修复。预计疫情结束后房屋销售短期边际改善可能性高，尤其是春节后或有明显回升。新开工及竣工端有望延续小幅复苏，带动部分镀锌及压铸锌合金消费。

从基建投资方面来看：统计局数据显示，2022年全年狭义基建累计同比增长9.4%、较1-11月份增加0.5个百分点。12月当月增速甚至达到了14.3%。基建投资无疑在2022年扮演了“挑大梁”的角色，而地方政府专项债券和政策性开发性金融工具是推动基建增速大幅回升的关键。专项债方面，财政部最新数据显示，2022年全年全国发行新增地方政府专项债券40384亿元，高于2021年的35844亿元。政策性开发性金融工具方面，截至2022年10月末，政策性开发性金融工具合计投放7400亿元，有力补充了一批重大项目的资本金。与此同时，各银行为金融工具支持的项目累计授信额度已超3.5万亿元。

对于2023年而言，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2022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固的基础，预计对锌消费增速拉动在3.2%左右。

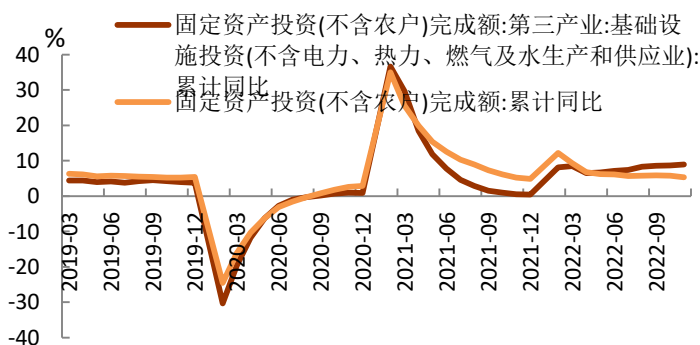
从汽车方面来看：中汽协数据显示，2022年12月汽车产量环比微降，销量小幅增长，同比均呈现下降。当月，汽车产销分别达到238.3万辆和255.6万辆，产量环比下降0.3%，销量环比增长9.7%，同比分别下降18.2%和8.4%。12月国内疫情防控优化调整，燃油车购置税减半政策和新能源汽车补贴政策即将退出，厂商优惠幅度加大，叠加春节假期临近，12月终端市场“翘尾现象”明显。2022年，汽车产销分别完成2702.1万辆和2686.4万辆，同比增长3.4%

和2.1%，全年实现小幅增长。

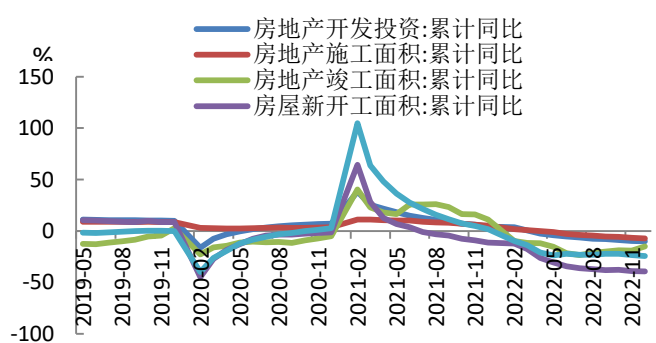
后期来看，去年12月回补效应下，提前透支了部分需求，预计一季度终端市场压力较大，销量可能会出现明显下降。不过，12月中旬召开的中央经济工作会议明确了2023年经济工作总体目标，强调内需消费对经济增长的核心支撑作用。市场呼吁继续出台购置税减半等促汽车消费政策的声音依旧较大，有望助推汽车消费稳中有增。全年看，预计2023年汽车销量达2760万辆，同比增长2.7%，对锌消费增速贡献率在0.48%。

从白色家电方面来看： 产量方面，2022年空调累计产量22247.3万台，同比增长1.8%。冰箱累计产量8664.4万台，同比下降3.6%。洗衣机累计产量9106.3万台，同比增长4.6%。彩电累计产量19578.3万台，同比增长6.4%。出口方面，2022年全年空调累计出口4592万台，同比下降13%；冰箱累计出口5489万台，同比下降22.9%；洗衣机累计出口2062万台，同比下降5.9%；电视累计出口9226万台，同比增长10.4。数据显示内需方面，家电板块涨跌不一，出口总体表现偏弱。国内地产板块拖了装修后周期需求，同时海外面临高通胀、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，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。海外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%。

图表 38 基建投资增速维持高位



图表 39 地产主要指标仍显疲弱

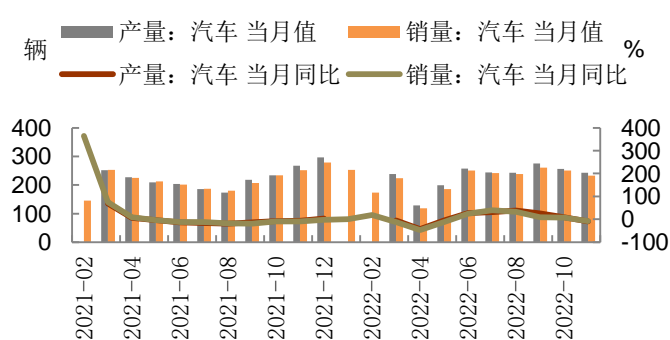


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 40 房地产当月竣工面积

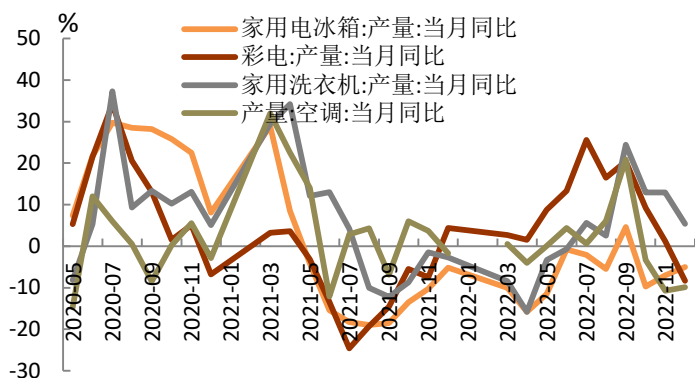


图表 41 汽车当月产销情况

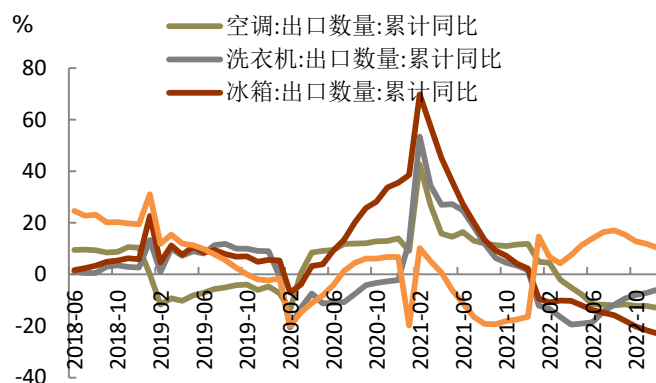


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 42 白色家电内需情况



图表 43 白色家电外需情况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

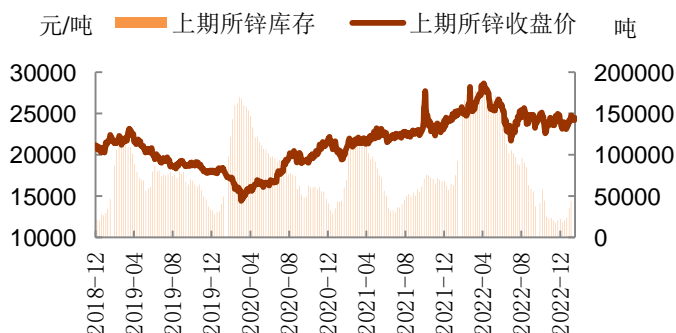
3.4 海外库存延续低位去库，国内库存季节性累库

1月，LME库存延续低位去库，截止至1月31日，库存降至17250吨，月度减少5600，降至近二十多年来的历史低位。其中，库存集中在亚洲地区，美洲及欧洲库存降至0。注销仓单占比维持在48%左右的较高水平，叠加极低的库存，伦锌存在挤仓的基础。

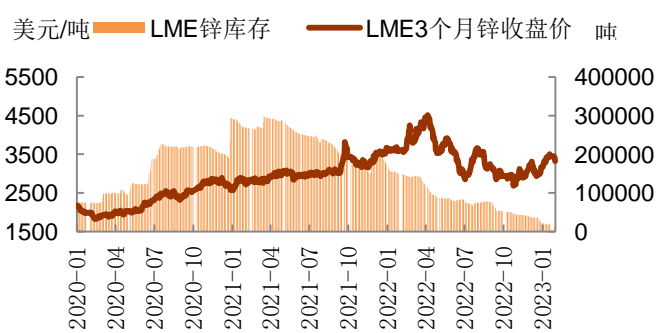
1月上期所库存大幅回升，截止至1月20日，库存增至44248吨，月度增加23795吨，同时，仓单量月度增加23791吨至24218吨，源于随着国内春节假期临近，市场交投低迷，现货由此前升水280-300元/吨附近转向贴水60左右，持货商交仓意愿增加。同时，近端月间价差也由Back结构转向小幅Contango结构，利于套保企业移仓换月。随着库存低位回升，对锌价支撑减弱。

社会库存步入春节假期季节性累库，截止至1月31日，SMM七低库存报收15.79万吨，月度增加10.32万吨。因今年春节假期较往年早，累库周期也较往年提前，春节前三周累库量处于近五年高位，春节当周累库存处于近五年均值水平，总的看基本符合市场预期。考虑到下游实际消费恢复要到元宵节后，叠加节前已备有部分库存，预计社会库存将持续累增一到两周，对锌价有一定压力。保税区库存方面，维持在0.2万吨的水平，处于近年低位。

图表 44 上期所库存低位回升

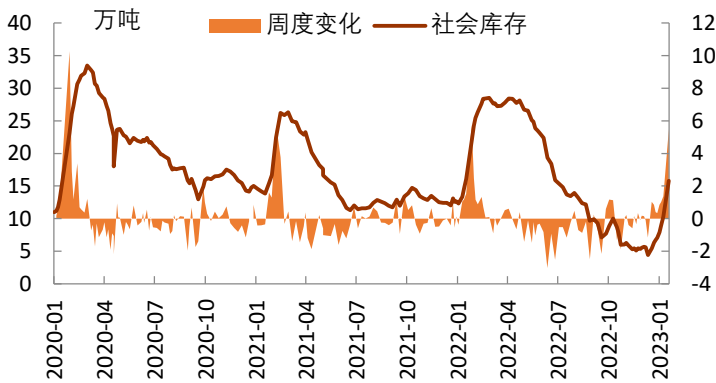


图表 45 LME 库存延续下滑态势

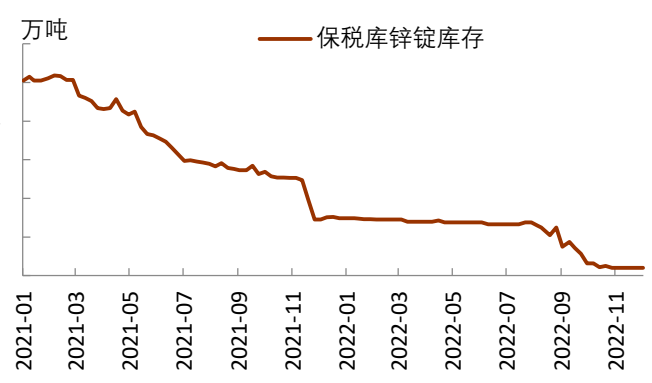


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 46 社会库存季节性累库



图表 47 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，美国通胀回落且经济下行，美联储如期放缓加息，且鲍威尔言论偏鸽，美元指数震荡偏弱，金属压力放缓。欧元区，受益于能源价格回落，通胀拐头且经济下行压力减弱，央行表态逐步转鸽。国内春节假期出行及消费显著改善，市场对未来经济持续修复信心不减。

供应端看，欧洲能源价格回落，炼厂利润修复至盈利，存复产预期。国内看，原料锌矿供应偏宽松，内外加工费仍处偏高水平，炼厂原料维持攀升至近年高位。目前国产矿生产炼厂维持高利润，但1月以来沪伦比价回落不利于进口矿，进口矿生产炼厂利润压缩至甚微，近端精炼锌供应预计维持高位，但远期精炼锌提产空间或被压缩。

需求端看，维持弱现实强预期的状态。终端看，基建在资金及项目充足背景下，保有较高增速；地产在疫情放开及政策加持下，有望低位修复；汽车板块受消费提前透支，一季度或偏弱，但中长期稳中有增；家电板块也将跟随地产修复。不过，目前下游初端企业尚未完全复工，消费启动或至元宵节后，库存延续季节性增加。

整体来看，海外未有更多超预期部分，市场焦点依然在国内。当前核心点在于供需两端恢复的速度差异，可重点关注库存拐点。在需求证伪前，锌价难改震荡走势。预计2月沪锌主要运行区间在23500-25300元/吨，伦锌主要运行区间在3230-3630美元/吨。

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。