

2024年11月8日



宏观敏感度增强

锌价波动放大

核心观点及策略

- 宏观面看，美国大选靴子落地，特朗普“美国优先”政策利好美国经济同时抬升通胀，11月美联储如期降息25BP，12月不排除暂停降息的可能。在外部压力增加的背景下，国内逆周期政策加码的必要性增强。
- 供应端看，Century尾矿及河北华澳分别因森林大火和事故暂停生产，扰动频发拖累锌精矿供应改善节奏，加工费回升空间有限，成本端支撑尚存。海外炼厂存减产预期，供应边际下滑。国内炼厂维持较大亏损，提产动力欠缺，供应弹性不大。沪伦比价修复后精炼锌进口亏损大幅收窄，进口补充存边际回升预期。
- 需求端呈现弱现实强预期的格局，临近旺季尾声下游高价承接力不足，但政策持续释放，托底意图明显，终端汽车、家电及镀锌出口延续偏好态势，消费旺季支撑光伏及风电需求，基建实物量边际改善，地产弱修复持续性待观察。
- 整体来看，宏观及基本面多空交织，国内政策托底基调不变，宏观风险来源于特朗普后期政策。供应端扰动频发及政策托底需求对锌价构成支撑，但原料供应改善，成本支撑松动，进口锌锭流入预期及需求弱现实拖累锌价。预计锌价仍难走出单边行情，震荡运行为主，波动将有所加大，预计主要运行区间24000-26000元/吨。
- 操作建议：单边回调做多
- 风险因：特朗普出台激进政策，国内政策低于预期

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

021-6855 5105

li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 一、锌市场行情回顾 | 4 |
| 二、宏观面 | 4 |
| 2.1 美国方面 | 4 |
| 2.2 欧元区方面..... | 5 |
| 2.3 国内方面 | 5 |
| 三、锌基本面分析 | 7 |
| 3.1 锌矿供应情况..... | 7 |
| 3.1.1 内外矿山均有扰动，原料供应改善有限..... | 7 |
| 3.1.2 加工费边际改善，锌精矿进口保持高位..... | 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 11月精炼锌产量环比小幅增加，精炼锌进口亏损收窄..... | 11 |
| 3.3 精炼锌需求情况..... | 12 |
| 3.3.1 海外经济下行拖累锌消费..... | 12 |
| 3.3.2 初端企业开工表现分化，镀锌板出口维持较好态势..... | 14 |
| 3.3.3 政策进一步加码，消费改善仍可期待..... | 15 |
| 3.4 海外库存先减后增，国内累库略超预期..... | 17 |
| 四、总结与后市展望 | 18 |

图表目录

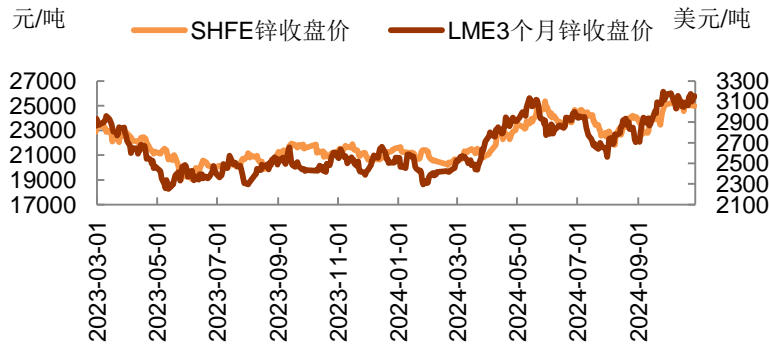
| | |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势 | 4 |
| 图表 2 美国通胀情况..... | 6 |
| 图表 3 美国利率水平..... | 6 |
| 图表 4 美国就业市场..... | 6 |
| 图表 5 欧美 PMI 数据..... | 6 |
| 图表 6 欧元区通胀情况..... | 7 |
| 图表 7 欧元区利率水平..... | 7 |
| 图表 8 国内 PMI 数据..... | 7 |
| 图表 9 国内社融情况..... | 7 |
| 图表 10 2024 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..... | 10 |
| 图表 14 锌矿进口盈亏..... | 10 |
| 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..... | 11 |
| 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..... | 12 |
| 图表 20 冶炼厂生产利润..... | 12 |
| 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..... | 14 |
| 图表 29 各地锌锭贸易升水..... | 14 |
| 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

10月沪锌主力呈现高位震荡的走势。宏观预期主导盘面，随着海外经济数据不断公布叠加美联储官员频繁讲话，市场押注美联储11月降息25BP，同时美国大选临近，特朗普当选概率增加，美元呈现偏强走势，施压金属。不过国内会议不断，一揽子政策逐步释放，政策预期偏暖基调，托底锌价。月下旬，伦锌挤仓担忧助推沪锌上冲年内高点，然海外持续交仓降低挤仓风险，叠加国内北方环保拖累消费，锌价未能突破新高转而回落调整，截止至月底，主力期价收至25275元/吨，月度涨幅0.62%。

伦锌高位震荡，美元强劲压制锌价走势，不过海外近月多头持仓及仓单较集中，市场传言集中在某大型贸易商手中，流动性担忧推动伦锌在10月24日刷新年内新高点至3284美元/吨，随后交仓打压升水，伦锌冲高回落后震荡，截止至月底收至3037.5美元/吨，月度跌幅1.3%。

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

美国经济数据喜忧参半，10月美国ISM制造业PMI为46.5，较9月回落0.7，低于市场预期的47.6，为2023年8月以来的最低值。同时2024Q3美国GDP不变价环比折年率为2.8%（前值3%），略低于市场预期的2.9%。此外，3季度美国GDP同比增速为2.7%，较2季度回落近0.4个百分点。但9月美国零售和食品服务销售额环比增速有所改善，回升0.3个百分点至0.4%，高于市场预期的0.3%。就业市场降幅大超预期，10月美国新增非农就业仅1.2万人，为2020年12月以来新低，或受工人罢工及飓风的影响。不过10月美国失业率为4.1%，与9月持平，符合市场预期。且10月劳动力平均时薪同比为4.0%，较上一月继续上行0.1个百分点。环比为0.4%，较9月略有增长。通胀方面，核心通胀小幅回升。9月美国CPI同比为2.4%，较8月继续下行0.1个百分点，最近2个月整体通胀延续缓解的节奏与能源通胀大幅缓解有关。但核心CPI

同比为3.3%，较8月小幅回升0.1个百分点，二手车价格回升是推升核心通胀同比回升的关键。11月8日利率会议上，美联储降息25个基点，放缓步伐符合市场预期，表示就业和通胀目标所面临的风险“大致平衡”，但决议声明删除了关于“在抗通胀问题上获得信心”的表述，可能暗示12月暂停降息。

近期备受瞩目的美国大选于11月6日午间落幕，特朗普当选新一届总统。从其政策主张看，对内减税、对外加征关税、放松监管、驱逐非法移民、鼓励化石能源、重视科技、外交孤立主义。对于美国经济及通胀影响较复杂，其中对内减税刺激消费，同时驱逐非法移民减少劳动力推高工资水平，将加剧美国通胀压力；不过鼓励化石能源生产，降低油价又将缓解通胀。减税刺激投资将提高经济增长，但对外加征关税推高生活成本又将抑制消费，不利于经济发展，不过特朗普倡导“美国优先”，总体利多美国经济增长。短期放松能源监管及逐步扩大关税范围及提高关税税率等政策可能率先落地，将抑制投资偏好，美元强势上涨，不利于金属价格。

整体来看，美国大选及美联储降息靴子落地，特朗普当选利好美国经济发展，美元强势施压金属走势，不过美联储11月如期降息25BP，缓解美元高位的压制。特朗普主张贸易保护，通胀压力抬升，市场预期美联储12月存暂停降息的可能，美元走势反复加大金属波动。

2.2 欧元区方面

欧元区制造业及服务业表现分化，10月欧元区Markit制造业PMI较9月回升0.9至45.9，超出市场预期的45.1；服务业PMI较9月回落0.2至51.2；综合PMI较9月回升0.1至49.7。不过，欧元区2024年3季度GDP不变价同比为0.9%，较2季度回升0.3个百分点，超过市场预期的0.8%。通胀表现有所回升，10月欧元区HICP同比增长2.0%，较9月回升0.3个百分点，略高于市场预期的1.9%。核心HICP同比增速较9月持平为2.7%，高于市场预期的2.6%。

欧央行10月决议降息25BP，边际贷款利率、主要再融资利率和存款便利利率分别下降至3.65%、3.4%和3.25%，符合预期，此为今年欧央行第三次降息。对于后期对是否继续降息，欧央行官员存在分歧。部分官员认为服务通胀仍然偏高，欧央行仍然应当对通胀风险保持警惕，而不要匆忙地调整政策利率。而部分官员则认为，货币条件仍然紧张，需要进一步降息，需要经济复苏才能阻止通胀降至2%以下，重点应该放在经济疲软上。

整体来看，欧元区经济边际改善，三季度GDP及10月制造业PMI超预期，不过服务业低于预期且通胀回升，欧央行对于后期降息与否产生分歧，预计仍将围绕经济及通胀水平谨慎采取行动。

2.3 国内方面

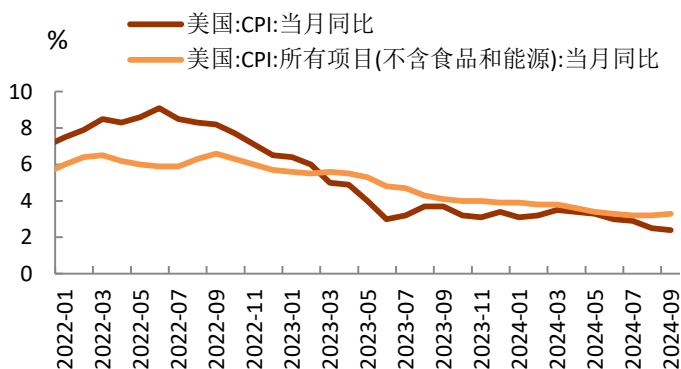
国内三季度经济先抑后扬，前三季度中国GDP同比增长4.8%，略低于上半年的5.0%，三季度GDP增速为4.6%。从9月单月数据看出现好转迹象，9月工业增加值同比增长5.4%，较前

月的4.5%明显改善。9月社零环比增速为0.39%，由负转正。9月，制造业、广义基建、狭义基建和地产投资的当月同比增速分别为9.7%、17.5%、2.2%和-9.4%，均较8月有所提升。从经济前瞻指标看，国内10月PMI逆季节性回升，自今年5月以来首次处于扩张区间。数据显示：10月份官方制造业PMI为50.1%，比上月上升0.3个百分点。服务业商务活动指数为50.1%，比上月上升0.2个百分点。9月下旬以来，一揽子增量政策陆续出台，内需边际修复，利好制造业及服务业景气度回升。

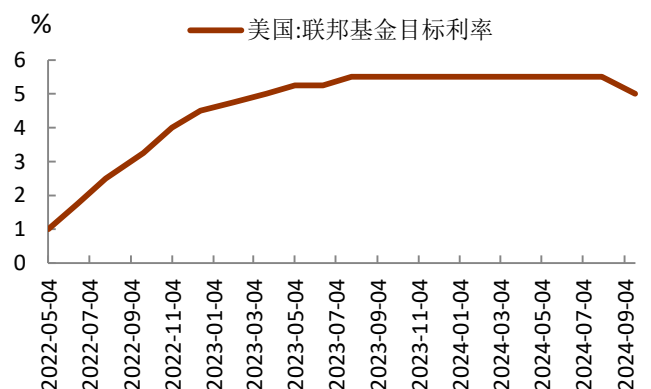
美国大选靴子落地，新一届总统特朗普对华政策更加激进，从其此前政策主张看上台后将对中国商品征收60%的关税且会限制中国通过第三国对美国的间接出口。可预见的关税冲击将对中国出口增长造成较显著负面影响，因此加大国内逆周期政策的必要性进一步上升。目前市场静待11月5-8日的人大常委会，期待在财政及货币政策上有更大释放空间，缓解地方政府债务负担及提高消费，从而部分对冲外部错中复杂的环境对国内经济的影响。

整体来看，9月底一揽子政策有所显现，国内经济边际好转，但伴随美国大选落地，出口增速压力增加，市场预期更多财政及货币政策对冲外需下滑风险及内需仍较疲软的压力。

图表 2 美国通胀情况

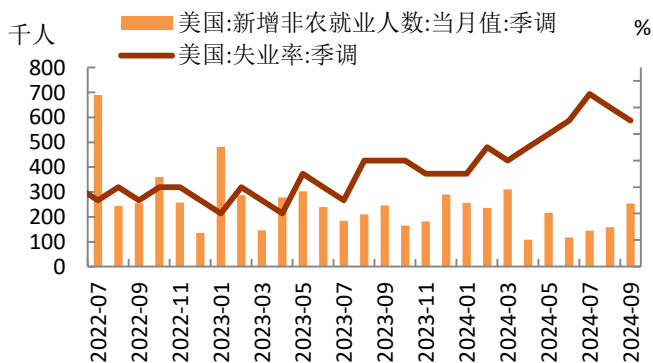


图表 3 美国利率水平

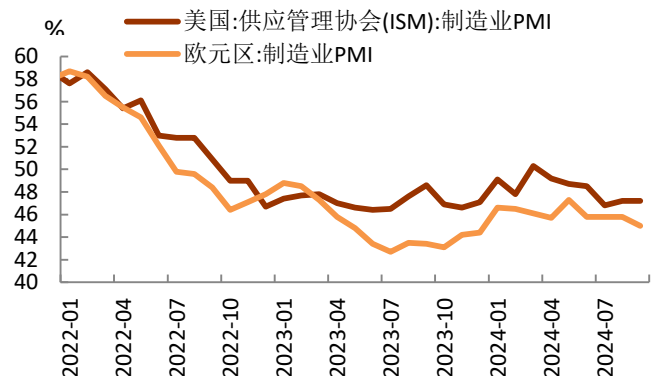


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 4 美国就业市场

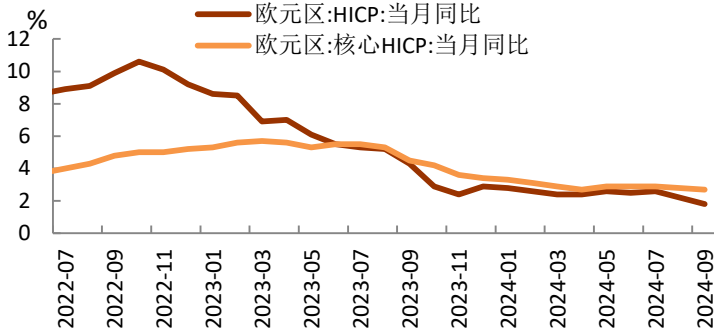


图表 5 欧美 PMI 数据

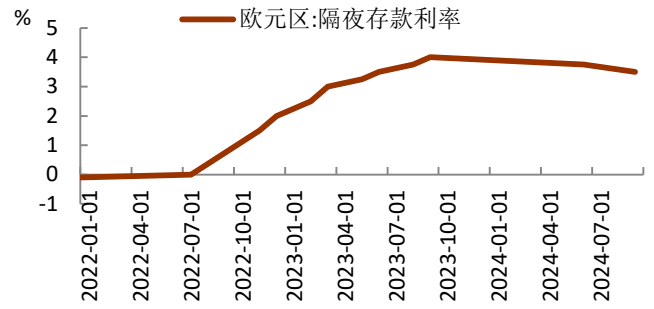


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表6 欧元区通胀情况

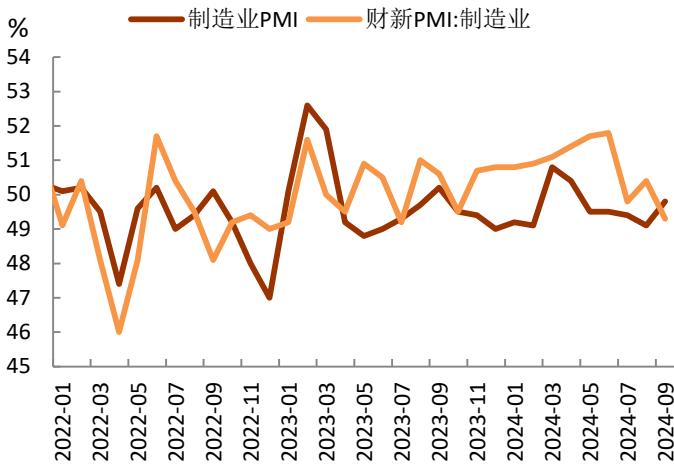


图表7 欧元区利率水平

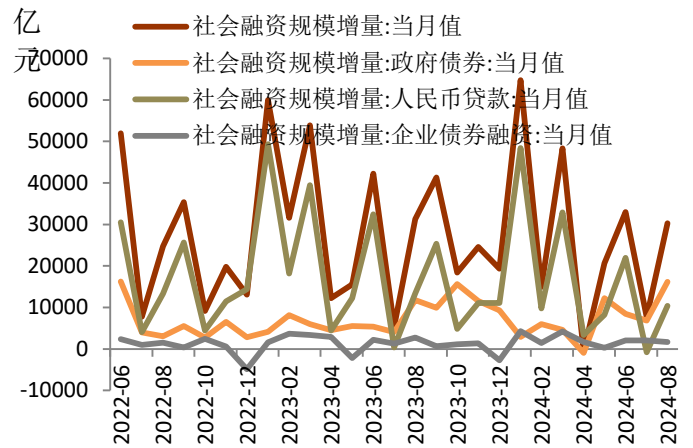


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

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 内外矿山均有扰动, 原料供应改善有限

ILZSG: 2024年8月全球锌精矿产量97.79万金属吨, 同比减少1.66%, 环比减少0.02%。1-8月累计产量766.8万金属吨, 累计同比减少4.18%。其中, 海外累计产量518.8万吨, 同比减少5.03%。中国累计产量248万吨, 同比减少2.34%。

海外矿山新增扰动, 10月18日宣布, Sibanye-Stillwater旗下位于澳大利亚的Century尾矿处理项目因受到区域性森林大火影响而暂时停产。由于管道需求量较大, 项目预计将暂停生产至2024年11月16日, 预计锌精矿影响量9680金属吨。叠加此前刚果(金)的基普什 Kipushi

因回收率及耗电量变动将2024年产量指引从10-14万吨精矿锌减至5-7万吨，使得海外锌矿增量再打折扣，预计2024年供应增量不足2万吨。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，预估在60-70万吨，原料供应边际改善预期强化。

国内方面，SMM：2024年9月锌精矿产量34.94万吨，环比减少3.24%，同比增加1.63%，1-9月累计产量283.91万吨，累计同比增加0.996%。10月中旬江西江铜银珠山投产，产量有望逐步释放，不过河北华澳因事故10月中旬暂停生产，北方矿山陆续进入季节性生产淡季，叠加火烧云投产后实际贡献量尚有限，预计10月产量环比减少1.62万吨至33.32万吨。

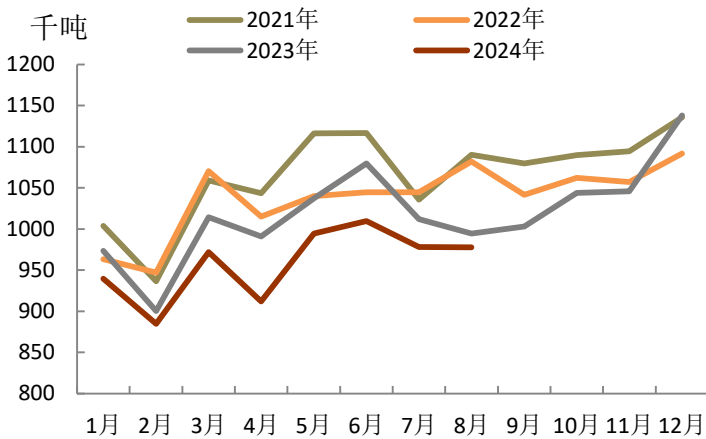
整体来看，尽管俄罗斯oz矿产投产落地，国内火烧云、银珠山项目释放产量，但这些大型项目产量释放集中在25年，叠加四季度炼厂冬储需求的存在，我们认为年内锌精矿供应边际改善但偏紧格局难以扭转，2025Q1才能看到加工费的有效回暖。

图表 10 2024 年海外锌矿产量增减情况（万吨）

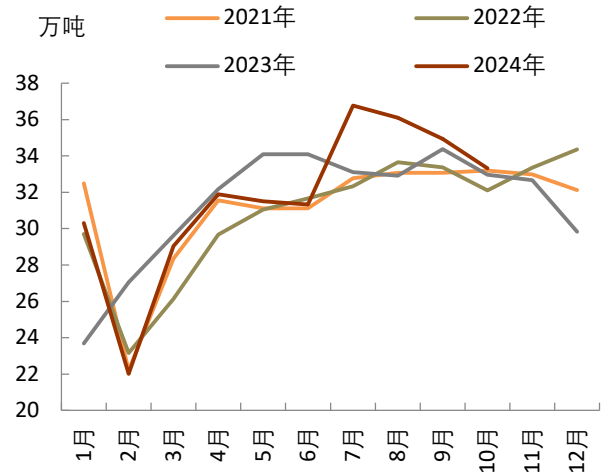
| 矿山 | 国家 | 2024 年变化 |
|-----------------------------------|--------|----------|
| Kipushi | 刚果 | 6 |
| 迈蒙矿 | 米尼加 | 0.5 |
| Ozernoye | 俄罗斯 | 5 |
| Vares 银矿 | 波斯尼亚 | 3.5 |
| Buonavista | 墨西哥 | 5.4 |
| Peñasquito | 墨西哥 | 14 |
| Kazzinc | 哈萨克斯坦 | 3 |
| Neves-Corvo | 葡萄牙 | 2 |
| Aripuanã | 巴西 | 2 |
| Lalor | 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 |
| Century zinc | 澳大利亚 | -0.968 |
| 合计 | | 1.582 |

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



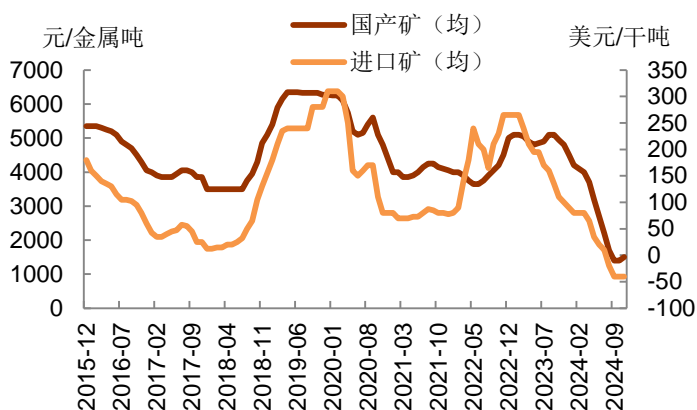
数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

3.1.2 加工费边际改善, 锌精矿进口保持高位

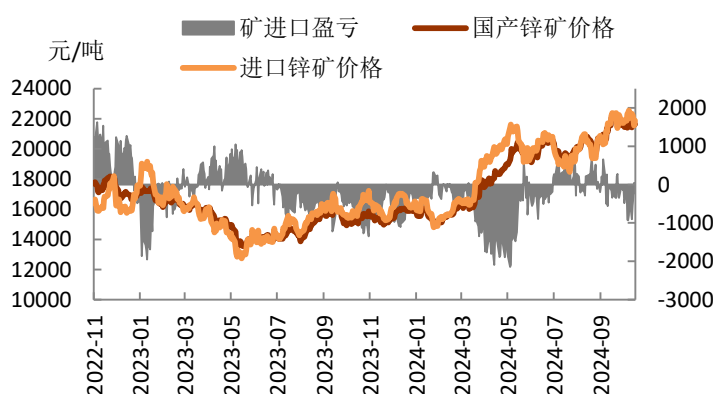
SMM 数据显示, 11 月国内外锌精矿月度加工费均值分别报 1500 元/金属吨和-40 美元/干吨, 均值分别环比增加 100 元/金属吨及持平。因国内矿山释放产量、炼厂检修控产及进口补充提振, 原料库存改善, 国内 TC 环比小增, 但进口货源依旧紧俏, 进口 TC 维稳。11 月初 CZSPT 首次发布 2025Q1 锌精矿采购加工费指导价区间: 国内到厂加工费(基准加工费) 2000 元(平均值)-2500 元(平均值)/金属吨, 进口美元加工费 10 美元(平均值)-30 美元(平均值)/干吨。原料趋松预期较一致, 后期加工费将维持环比改善态势。

进口情况看, 海关数据显示, 2024年9月进口锌精矿40.45万吨(实物吨), 环比增加13.05%, 同比降低6.37%, 主要进口国为: 澳大利亚、美国、秘鲁、哈萨克斯坦等。1-9月累计锌精矿进口量为285.28万吨(实物吨), 累计同比降低19.23%。9月锌矿进口窗口亚延续开启, 叠加国内原料紧缺态势未有改善, 对进口货源需求不减, 9月进口量环比增加。展望10月, 国内新增项目供应尚有限, 叠加炼厂冬储需求增加, 对进口货源采购热情不减, 预计10月锌矿进口量将维持高位。

图表 13 内外矿加工费降至极低水平

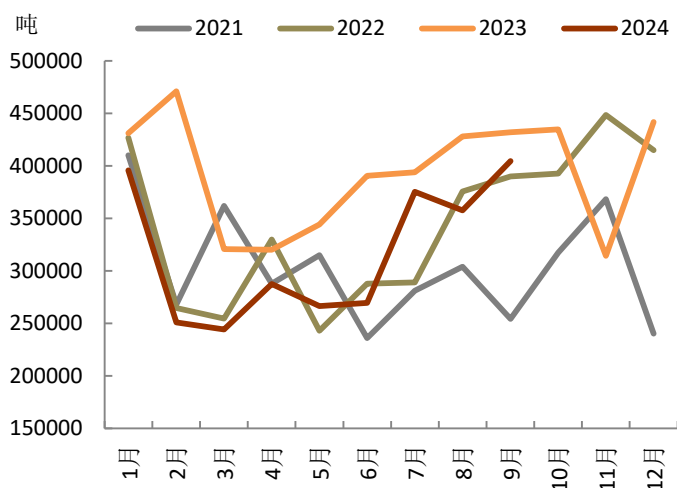


图表 14 锌矿进口盈亏

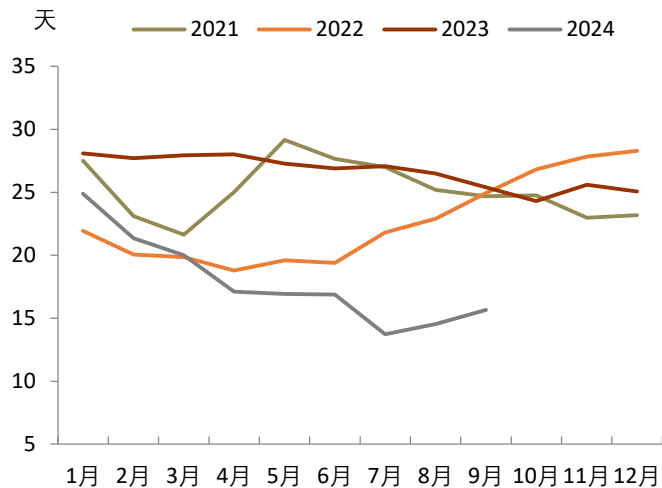


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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

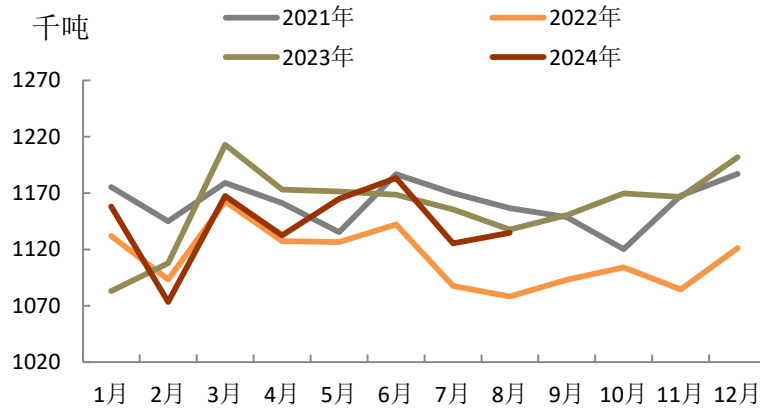
3.2.1 海外炼厂出现扰动，精炼锌增量预期减少

全球范围来看，ILZSG数据显示，2024年8月精炼锌产量113.49万吨，环比增加0.84%，同比减少0.25%。1-8月累计产量911.4万吨，累计同比减少0.76%。其中，欧洲、美洲、中国产量累计同比分别为-17.84%、0.71%和-1.31%。

欧洲炼厂减产风险增加。10月初法国总理在内阁会议上称，计划自明年2月起，上涨电力最终消费内部税（TICFE），超过能源价格保护机制实施前的水平。此前，每兆瓦时的电力税约33欧元，财政部宣布该税将提高到“每兆瓦时50欧元左右”。电力税费增加将侵蚀欧洲炼厂冶炼利润。市场传言托克旗下 Balen（比利时，产能27万吨）和 Auby（法国，产

能 15 万吨) 因电力问题在 2024 年 12 月或 2025 年 1 月面临停产。同时韩国 Seokpo 锌冶炼厂因污水排放问题或面临停产 60 天, 今年 3 月因故已减产五分之一。叠加此前 9 月 24 日 Teck 旗下的 Trail 电解锌厂火灾导致关停四分之一产能, 及波利顿旗下 Odda 锌冶炼厂 15 万吨扩建项目由 2024Q4 推迟至 2025Q1, 四季度海外精炼锌产量存下调预期。

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。 |
| Teck | Trail | 加拿大 | 30 | 9 月 24 日因火灾导致关停四分之一产能 |

数据来源: 新闻整理, 铜冠金源期货

3.2.2 11 月精炼锌产量环比小幅增加, 精炼锌进口亏损收窄

SMM 数据显示, 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, 炼厂减复产并存, 增量体现在湖南、陕西及四川等地区, 减量集中在江西、四川、甘肃, 预计产量环比回升至 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%。

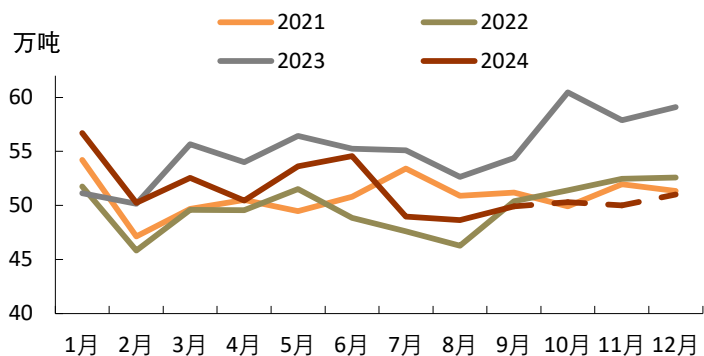
展望 11 月, 多数炼厂维持前期开工水平, 少数炼厂减产扩大及停产, 部分炼厂复产, 其中云南驰宏因加工费长期低位导致原料压力较大, 减产扩大; 增量上, 陕西部分炼厂复产后产量提升, 赤峰地区炼厂产量恢复。增减相抵下, 预计精炼锌产量环比增加 2000 吨。

总体看, 原料改善+年底冲量, 精炼锌产量供应恢复预期升温, 但在原料改善有限及利润仍欠佳的大背景下, 炼厂增产动力仍不够强烈。

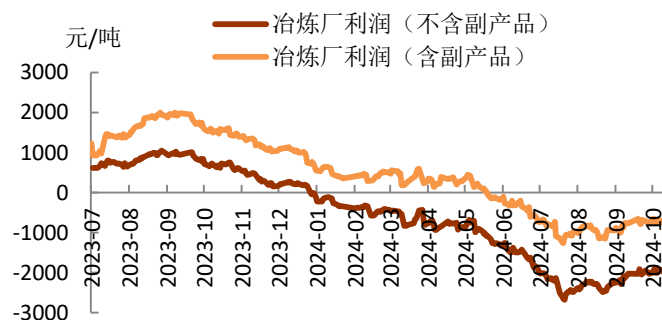
进口方面, 海关数据显示, 2024 年 9 月精炼锌进口量为 52,773.33 吨, 环比增长 98.28%,

同比下降0.60%。主要进口国为哈萨克斯坦、澳大利亚、印度。1-9月份精炼锌累计进口31.98万吨，累计同比增加24.62%，9月精炼锌出口0.09万吨。9月上旬锌锭进口窗口开启，给到锌锭进口机会，叠加长单货源持续流入，月度进口量超预期。不过9月下旬，锌锭进口窗口逐步关闭，进口冲击预计减弱，不过前期锁单货源仍有持续流入，预计10月进口量仍有4万吨左右。

图表 19 国内精炼锌月度产量

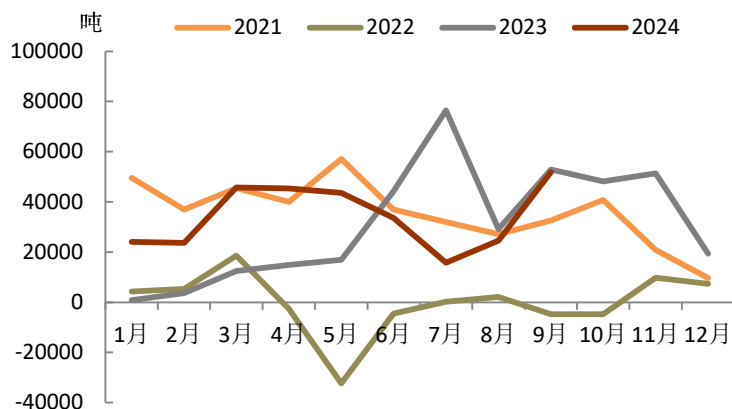


图表 20 冶炼厂生产利润

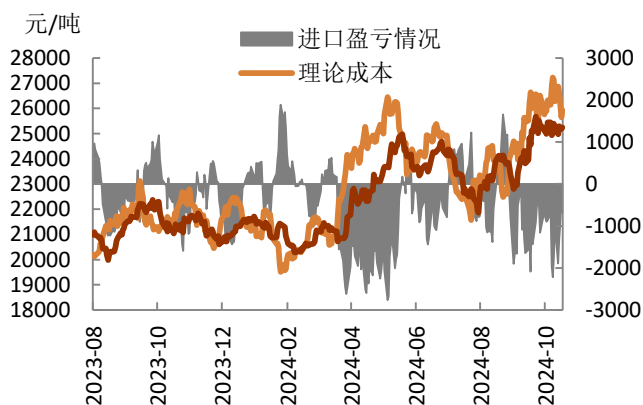


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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 海外经济下行拖累锌消费

全球范围来看，ILZSG数据显示，2024年8月精炼锌消费量120.12万吨，环比增加2.12%，同比增加1.72。1-8月累计消费量898.73万吨，累计同比增加2.26%。其中，中国、欧洲、美洲消费量累计同比分别为0.94%、-4.23%、0.1%。1-8月全球锌供应过剩量为12.7万吨，去年同期为过剩41.8万吨。

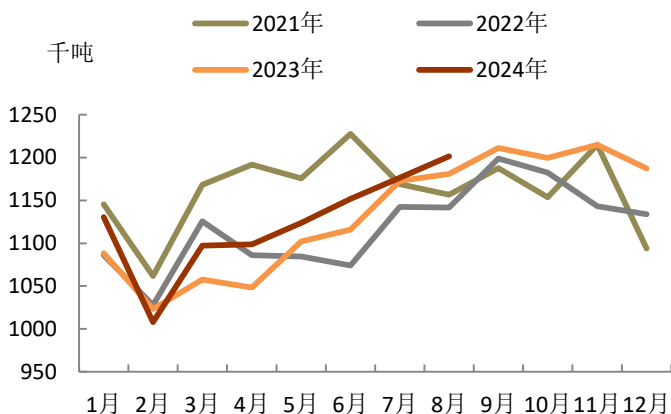
海外来看，锌需求主要集中在汽车及地产板块。伴随着美联储降息落地，美国30年期抵

押贷款固定利率9月回落至6.08%附近，但进入10月小幅反弹至6.54%，不过相较于二季度高位已有明显回落。9月美国房屋销售表现分化，成屋销售384万套，低于市场预期388万套，较8月回落4万套。而新房销售73.8万套，高于市场预期的72万套，环比增长4.1%。欧元区8月19国营建产出指数环比持平在102.4，同比增速降幅略有扩大。

10月欧美汽车销量分化，其中因面临高利率环境，汽车价格降幅有限，新车需求停滞不前等因素，以及9月下旬飓风“海伦”袭击引发洪水也直接影响汽车销量，9月美国汽车销量环比同比均有回落。欧洲汽车销量环比增加，同比小幅下滑，不过当前欧洲经济增长持续放缓和失业率攀升，汽车销量改善持续性仍待观察。从欧美市场现货溢价看，10月欧美现货溢价小幅增加，或受资金影响，供需面未有明显改善。

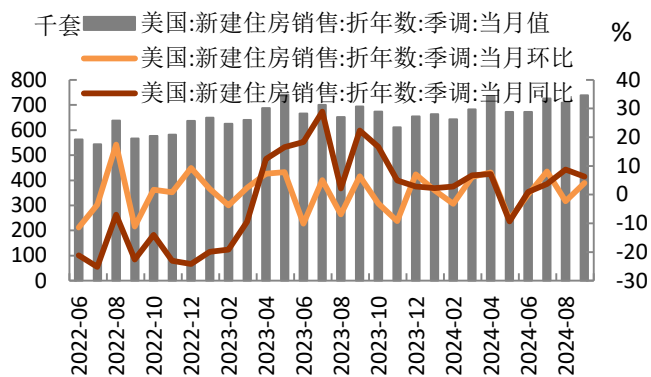
后期看，欧美经济放缓压力仍不容忽视，海外消费的改善呈现较不稳定的态势，尤其是欧洲地区，不过欧美均步入降息周期，或为消费企稳带来一定支撑。

图表 24 全球精炼锌月度需求情况

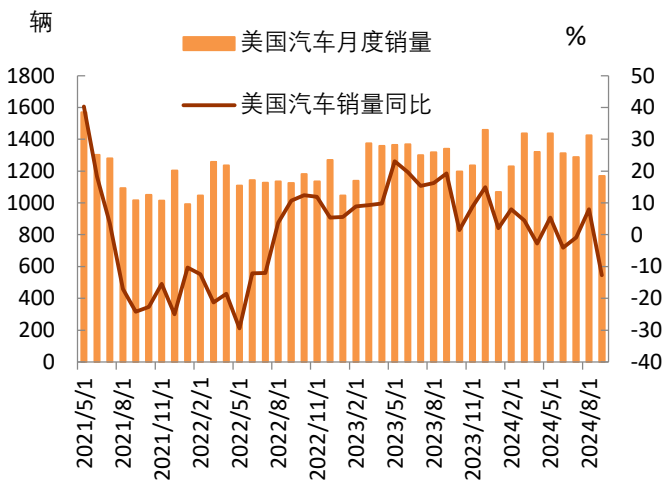


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 25 美国新建住房销量

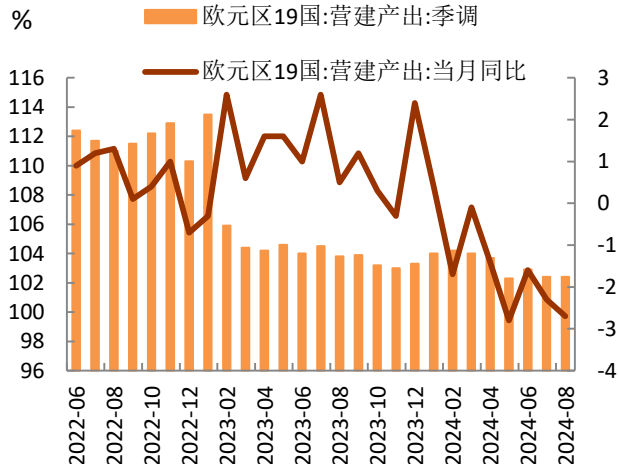


图表 26 美国汽车销量情况

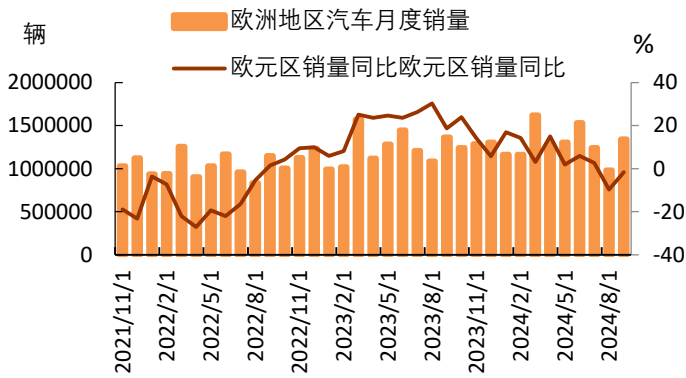


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

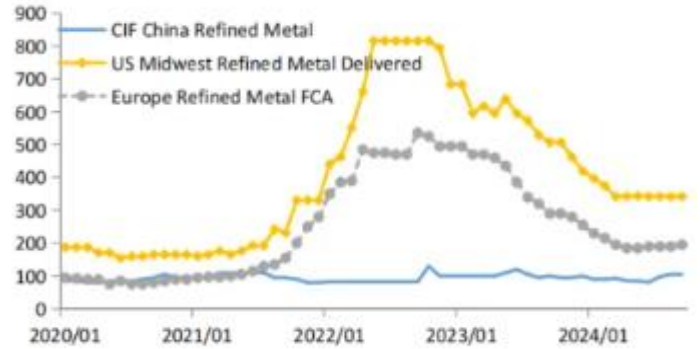
图表 27 欧元区房屋营建情况



图表 28 欧元区汽车销量情况



图表 29 各地锌锭贸易升水



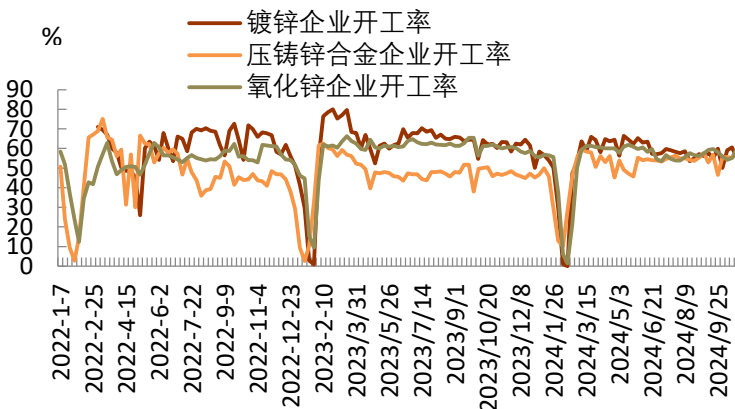
数据来源: iFinD, Bloomberg, CRU, 铜冠金源期货

3.3.2 初端企业开工表现分化, 镀锌板出口维持较好态势

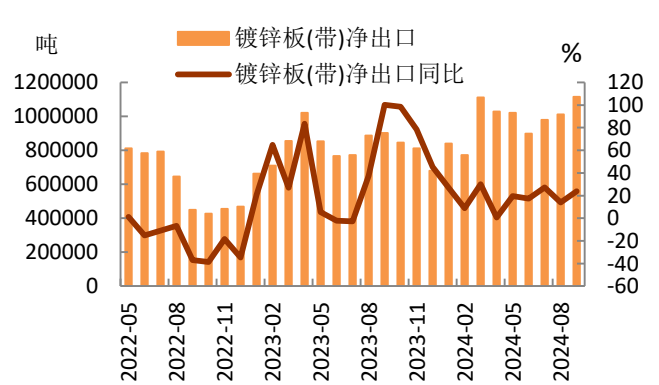
10月初端消费企业开工率有所分化, 其中受黑色系价格波动较大, 及月下旬天津、河北及山东多大环保预期影响, 镀锌企业开工表现偏弱, 截止至月底为55.45%, 处于往年中性偏低位。压铸锌合金企业开工率先增后减, 终端订单仍然不佳, 特别是小五金、卫浴、箱包配件等, 截止至月底开工率为55.2%, 略高于往年同期水平。氧化锌方面, 橡胶类订单需求偏稳, 饲料类订单提升有限, 而受地产消费拖累, 陶瓷类订单依旧低迷, 不过伴随前期检修企业复工, 月底企业开工率回升至59.59%。进入11月, 消费旺季接近尾声, 初端消费开工存回落预期, 不过北方环保影响解除后镀锌企业开工或小幅改善。

从镀锌板出口情况看, 2024年9月镀锌板出口量为119.9万吨, 环比增加11.12%, 同比增加20.27%; 主要出口国: 菲律宾、韩国、巴西及土耳其等。1-9月累计镀锌板出口量为950.62万吨, 累计增加15.58%。价格优势及巴西、土耳其镀锌板消费增长明显利多国内镀锌板出口, 进入四季度, 进入出口淡季, 预计镀锌板出口环比回落。

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，消费改善仍可期待

传统消费板块来看，**基建投资方面**：1-9月基建投资增速回落至9.26%（前值7.87%），分项上看，1-8月电热燃气供应业、交通运输投资及水利设施投资增速分别为24.8%、7.7%及2.8%，均较前值23.5%、6.7%及1.2%有所回升。

从专项债发行进度看，8-9月专项债发行进度明显提速，尤其是9月单月新增发行额超1万亿元，为年内最高。截至10月31日，10月新增专项债发行总额2971.3亿元，从累计进度来看，年度3.9万亿的总额基本发行完毕。资金端较为充裕且加速到位，不过项目端看仍显不足，据Mysteel不完全统计，2024年9月，全国各地共开工4247个项目，较8月的2021个项目明显增加，但远低于2023年9月的7571个项目，对基建投资有一定拖累。

伴随天气影响解除，多地项目开工改善明显，基建实物量有所修复。高频数据看，10月沥青开工率、水泥发运率底部反弹。随着前期投放的专项债资金逐步落地至项目端，实物量将延续回升，对锌消费提振有望增强。

房地产方面：国家统计局数据显示，2024年1-9月地产投资累计同比-10.1%（前值-10.2%）。其中，1-9月新开工、施工、竣工面积的累计增速分别为-22.2%（前值-22.5%）、-12.2%（前值-12%）和-24.4%（前值-23.6%），商品房销售面积同比-17.1%（前值-18%）。生产端看，新开工面积跌幅较前一月有所收窄，但施工、竣工还在边际走弱，这或是受前期新项目偏少影响。销售面积跌幅均连续第四个月收窄，显示地产需求端持续改善。

9月24日以来，一系列地产政策组合拳出台，具体措施包括下调房贷利率、下调首付比例、调整限购政策、扩大“白名单”范围、重启土储地方债券等，对地产销售端的承托作用很显著。从高频数据来看，截止至10月中下旬，30大中城市日均新房成交面积同比增速再度回正。二手房销售也同步回升，与去年同比增速为正。10月17日，住建部新闻发布会出台“四个取消，四个降低，两个增加”的一揽子政策，其中“两个增加”为通过货币化安置房方式新增实施100万套城中村改造、危旧房改造，以及年底前将“白名单”项目的信贷规模增加至4万亿。政策略低于市场预期，也体现出本轮地产政策重在托举而非强刺激。不过积极向好的方向延续，有利于继续修复地产端，周期或仍较漫长，对锌消费的拖累程度短期难有有效改善。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，2024年9月汽车产销分别完成279.6万辆和280.9万辆，环比分别增长12.2%和14.5%，同比分别下降1.9%和1.7%。1-9月，汽车产销分别完成2147万辆和2157.1万辆，同比分别增长1.9%和2.4%。其中，9月新能源汽车产销分别完成130.7万辆和128.7万辆，同比分别增长48.8%和42.3%。1-9月，新能源汽车产销分别完成831.6万辆和832万辆，同比分别增长31.7%和32.5%。出口方面，9月汽车出口53.9万辆，环比增长5.4%，同比增长21.4%。1-9月，汽车出口431.2万辆，同比增长27.3%。

受汽车报废更新补贴力度加强及地方置换更新政策陆续生效，叠加部分车企推出秋季新品，乘用车市场逐渐回暖，终端零售市场持续走强，新能源汽车产销及汽车出口保持较好态

势，但商用车市场表现仍相对疲弱。后期看，以旧换新及报废补贴政策延续的支撑下，四季度汽车产销仍有提升预期，贸易保护带来进出口的不确定性，抢出口因素或依旧存在，预计汽车出口保持高位。

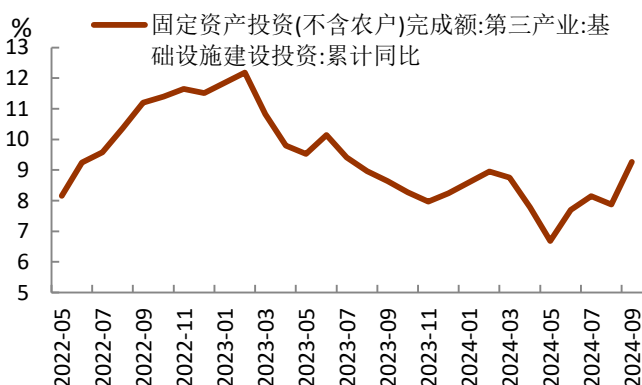
从白色家电方面来看：统计局数据显示，2024年1-9月空调累计产量21028.6万台，同比增长8.0%。1-9月冰箱累计产量7742.1万台，同比增长7.5%。1-9月洗衣机累计产量8242.7万台，同比增长6.7%。1-9月彩电累计产量15008.7万台，同比增长2.5%。出口方面，1-9月空调累计出口4982万台，同比增长25.5%。1-9月冰箱累计出口6072万台，同比增长21.8%。1-9月洗衣机累计出口2449万台，同比增长16.3%。1-9月电视累计出口8071万台，同比增长7.9%。数据来看，受大规模设备更新和消费品以旧换新政策催化，9月家电内销表现亮眼，家电市场潜力得以释放。外销环比微微走弱，但并未削弱行业景气度上行的趋势。

后期来看，9月24日以来，地产政策加码，叠加国内货币政策宽松力度加强，有望改善地产后周期家电需求，同时国内将迎来“双十一”大促，线上线下双向引流的刺激下，也有望助推家电内需进一步改善。外需方面，欧美补库周期延续，抢出口及年底圣诞黑五备货等因素的存在，四季度出口仍具成长性。

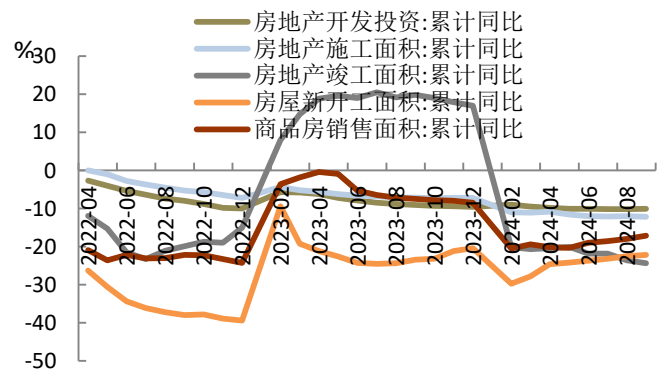
新兴消费板块来看，电力企业联合会数据显示，2024年9月光伏新增装机量20.89GW，同比增长32.38%，改变了环比两个月持续走弱的趋势。1-9月份光伏累计装机量16088万千瓦，同比增长24.77%。近期光伏行业供给加速出清，防止‘内卷式’恶性竞争”达成共识。随着分布式光伏管理日益规范化，这一市场有望迎来重整，开发企业的预期相对乐观。同时，四季度为光伏产业链的传统旺季，在今年财政政策加大为新能源投资提供支援的背景下，国内装机延续高增可期。

9月风电新增装机5.51GW，同比+21%，环比+49%。1-9月，国内风电新增装机39.12GW，同比+17%。随着陆上风电需求回暖及海上风电项目加速招标及开工，带动风电新增装机量环比大幅增加。对于四季度，进入年底冲刺阶段，将有更多陆上及海上风电项目加速施工进度，叠加一系列政策支持，如财政补贴、税收优惠及简化审批流程等，年底风电新增装机量有望保持较高增速。

图表 32 基建投资增速有望回暖

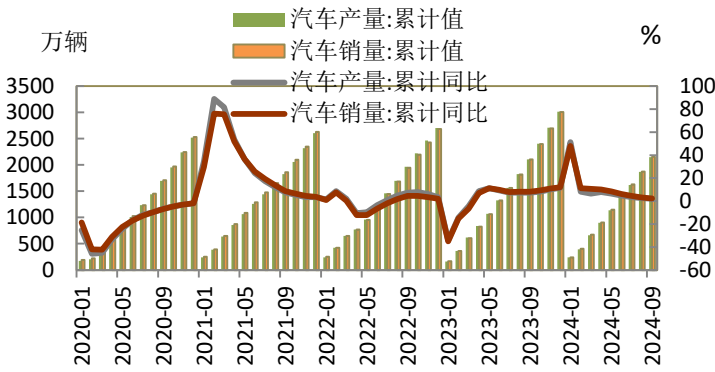


图表 33 地产主要指标依然疲软

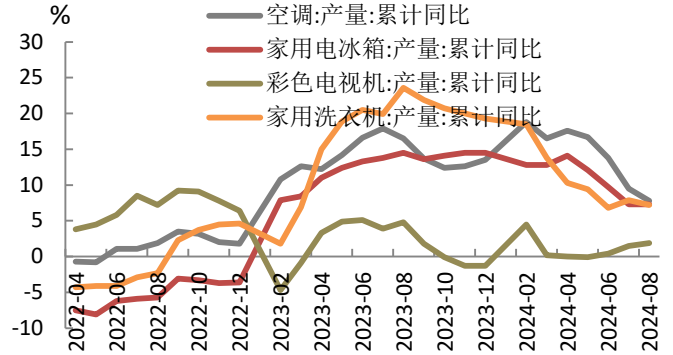


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 34 汽车产销情况

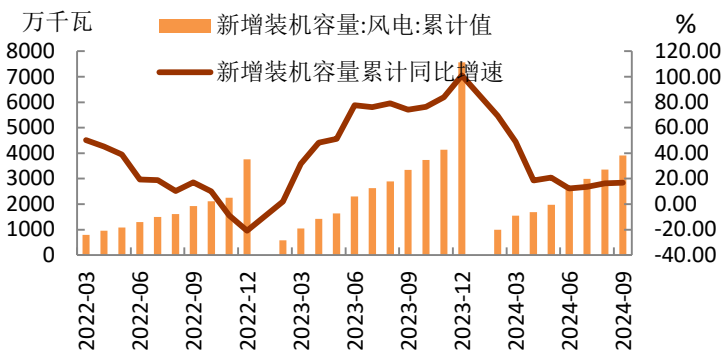


图表 35 白色家电产量情况

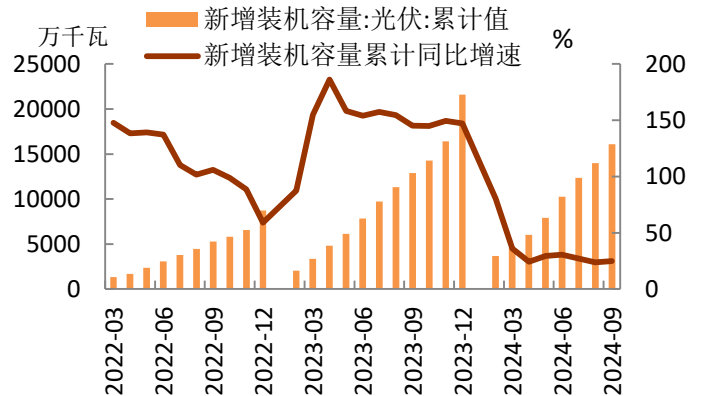


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 36 风电新增装机量情况



图表 37 光伏新增装机量情况



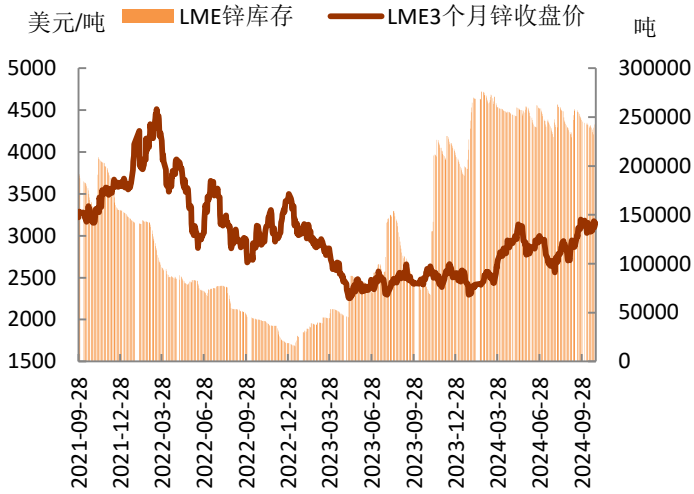
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

3.4 海外库存先减后增，国内累库略超预期

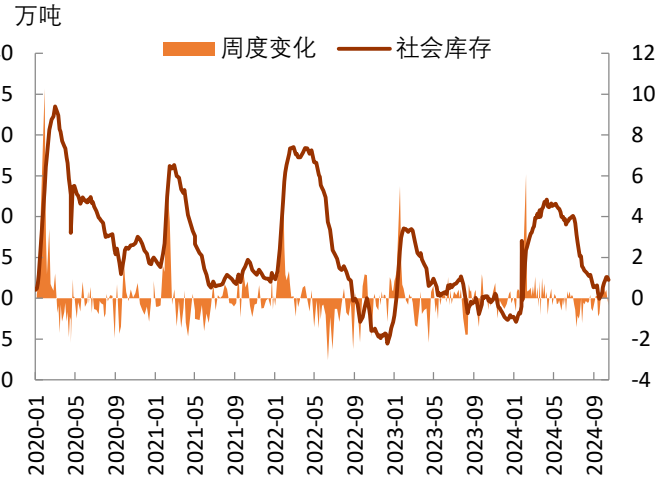
10月LME库存呈现先减后增的特点，月上旬库存缓慢降至24万吨下方，月底伴随着LMR0-3现货Back结构扩大，海外隐性库存交仓，库存回升至24.67万吨，处近两年高水平。当前伦锌近月持仓及仓单集中度都较高，不过11月初伴随LME0-3现货转C结构，流动性风险减弱，但后期仍需跟踪持仓及仓单变动。

国内10月累库超预期，国庆长假后如期累库，随后受高价反噬消费及进口锌锭持续流入影响，累库时长及累库量略超预期，去库拐点延后，截止至10月28日，社会库存为12.24万吨，较9月底增加2.32万吨。不过10月下旬锌锭流入放缓，叠加锌价回落后下游逢低采买补库，11-12月仍有小幅去库预期。

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，美国大选靴子落地，特朗普“美国优先”政策利好美国经济同时抬升通胀，11月美联储如期降息25BP，12月不排除暂停降息的可能。在外部压力增加的背景下，国内逆周期政策加码的必要性增强。

供应端看，Century尾矿及河北华澳分别因森林大火和事故暂停生产，扰动频发拖累锌精矿供应改善节奏，加工费回升空间有限，成本端支撑尚存。海外炼厂存减产预期，供应边际下滑。国内炼厂维持较大亏损，提产动力欠缺，供应弹性不大。沪伦比价修复后精炼锌进口亏损大幅收窄，进口补充存边际回升预期。

需求端呈现弱现实强预期的格局，临近旺季尾声下游高价承接力不足，但政策持续释放，托底意图明显，终端汽车、家电及镀锌出口延续偏好态势，消费旺季支撑光伏及风电需求，基建实物量边际改善，地产弱修复持续性待观察。

整体来看，宏观及基本面多空交织，国内政策托底基调不变，宏观风险来源于特朗普后期政策。供应端扰动频发及政策托底需求对锌价构成支撑，但原料供应改善，成本支撑松动，进口锌锭流入预期及需求弱现实拖累锌价。预计锌价仍难走出单边行情，震荡运行为主，波动将有所加大，预计主要运行区间24000-26000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

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。