

2023年11月15日



成本支撑夯实底

待需求蓄势破局

核心观点及策略

- 宏观面看，美联储加息预期淡化，但降息尚远，高利率下美国经济内生增长动力难以持续，有向下调整压力。欧央行降息节点或相对更早，下半年经济有望企稳。国内经济筑底，政策形成实效尚需时日，复苏弹性较温和。
- 供应端看，海外通胀下矿企耗资成本增加，不排除高成本矿山再减产，且新增项目投产也存变数。欧洲炼厂复产，国内冶炼产能投放，原料紧缺将加大矿冶间的博弈，加工费存向下调整预期，利润压缩下有望限制全球精炼锌产量释放增速。
- 需求端看，海外消费延续偏弱态势，国内需求温和增加，其中在财政政策延续较为宽松的背景下，基建稳中向好稳固锌消费的基本盘，汽车及家电有望延续偏好表现，新增消费及出口预计依然保有韧性，将抵消地产端减量。
- 整体来看，海外紧缩压力减弱但经济调整压力仍存，国内定调积极，经济温和恢复。矿企成本端支撑夯实锌价底部，但全球供需偏弱抑制锌价上方空间，预计期价呈现磨底后重心缓慢上抬的震荡走势，2024年伦锌主要运行区间在2300-3000美元/吨，沪锌主力在20000-24000元/吨。
- 策略建议：靠近成本线低多，阶段供需错配的结构交易
- 风险因素：宏观风险，需求不及预期

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	6
2.1 美国方面	6
2.2 欧元区方面.....	6
2.3 国内方面	7
三、锌基本面分析	9
3.1 锌矿供应情况.....	9
3.1.1 全球锌矿供需转向紧缺.....	9
3.1.2 锌矿进口补充充裕，后期加工费仍有下行压力.....	11
3.2 精炼锌供应情况.....	13
3.2.1 全球精炼锌供应逐步恢复.....	13
3.2.2 国内精炼锌产能投放期，供应维持高水平.....	14
3.3 精炼锌需求情况.....	16
3.3.1 海外需求偏弱，但存韧性.....	16
3.3.2 国内表观需求亮眼，出口有提振.....	17
3.3.3 终端需求分化，地产为主要拖累项.....	18
3.4 海外库存显著回升，国内库存维持低位.....	22
四、总结与后市展望	22

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 美国就业市场.....	8
图表 5 欧美 PMI 数据.....	8
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 全球锌矿月度产量情况.....	10
图表 11 内锌矿月度产量情况.....	10
图表 12 海外主要上市公司季度产量（万吨）	10
图表 13 2024 年海外锌矿变化（万吨）	11
图表 14 全球矿山成本线.....	11
图表 15 国内矿山成本线.....	11
图表 16 内外矿加工费高位回落.....	12
图表 17 锌矿进口窗口开启周期较长.....	12
图表 18 锌矿进口情况.....	12
图表 19 冶炼厂原料库存.....	12
图表 20 2021 年四季度至今欧洲冶炼厂减复产情况（万吨）	13
图表 21 2024 年海外冶炼厂产量变化情况（万吨）	14
图表 22 全球精炼锌月度产量情况.....	14
图表 23 欧洲天然气期货价格.....	14
图表 24 2023-2024 国内新增冶炼产能（万吨）	15
图表 25 国内精炼锌月度产量.....	15
图表 26 冶炼厂生产利润.....	15
图表 27 精炼锌净进口情况.....	16
图表 28 精炼锌进口盈亏情况.....	16
图表 29 全球精炼锌月度需求情况.....	17
图表 30 美国新建住房销量.....	17
图表 31 美国汽车销量情况.....	17
图表 32 欧元区房屋营建情况.....	17
图表 33 欧元区汽车销量情况.....	17
图表 34 国内表观消费增速.....	18
图表 35 镀锌板净出口情况.....	18
图表 36 压铸锌合金出口情况.....	18
图表 37 氧化锌出口情况.....	18
图表 38 基建投资增速小幅回落.....	20
图表 39 地产主要指标依然疲软.....	20
图表 40 汽车产销情况.....	21
图表 41 白色家电产量情况.....	21

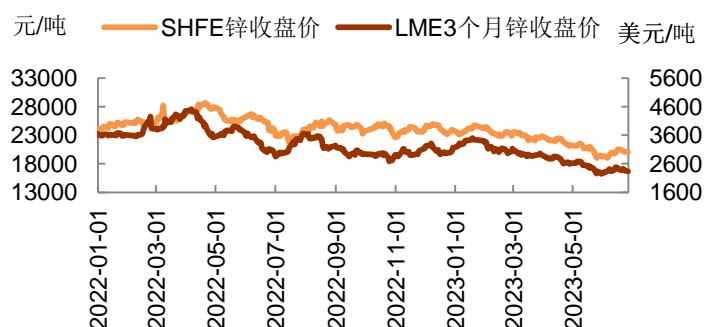
图表 42 风电新增装机量情况.....	21
图表 43 光伏新增装机量情况.....	21
图表 44 各版块耗锌量预估（万吨）.....	21
图表 45 LME 库存显著回升.....	22
图表 46 国内社会库存维持低位.....	22
图表 47 全球精炼锌供需平衡表（万吨）.....	23
图表 48 国内精炼锌供需平衡表（万吨）.....	23

一、锌市场行情回顾

年初至今，锌价呈现探底回升后反弹走势。年初，美国通胀预期回落，加息压力减弱，国内疫情管控放开，需求回暖，内外宏观利好带动锌价上行，1月30日创年初高点24800/吨。随后，鲍威尔释放鹰派言论，3月欧美银行相继暴雷，加息预期增强及市场避险情绪升温，助推美元走强，此外，新星宣布3月法国炼厂复产，宏观及基本面共振下锌价受抑，但全球低库存令锌价下跌走势并不顺畅，在22000元/吨附近获得支撑。进入二季度，国内一系列经济金融数据欠佳，强复苏证伪，市场信心受挫，叠加5月精炼锌单月产量达56万吨绝对高位，锌锭过剩转为现实，作为有色空配品种，锌价跌势快且深，5月底跌至年内低位18600元/吨附近。随着全产业链利润压缩，部分海外高成本矿山相继减产，全球矿供应收紧，国内炼厂提前检修，叠加7月底政治局会议释放积极信号，供应压力减弱及需求预期改善支撑锌价止跌反弹。但海外集中交仓，库存回升打压，锌价在21300元/吨附近反弹受阻后回落至19750元/吨附近。伴随着美联储9月加息暂缓预期升温及8月中旬以来国内地产政策超预期，市场情绪修复。同时，国内8月精炼锌产量远不及预期及旺季前下游低位补库，低库低仓单下，锌市出现挤仓行情，期价推升至22100元/吨附近。国庆长假期间，巴以冲突令市场风险偏好回落，挤仓行情消退，同时美联储年内加息预期淡化但高利率仍将维持较长时间，美元高位下锌价承压回落。10月下旬，国内增发万亿国债，中央金融会议定调积极，11月初新星美国矿山减产及俄罗斯OZ矿突发火灾等消息刺激，锌价短暂突破震荡区间上沿，随着利多消化期价高位调整，截止至11月13日，沪锌主力收至21600元/吨，较年初跌幅7.9%。

伦锌走势呈现探底震荡企稳走势。上半年，伦锌大幅回落，因美国数据强劲增强了经济软着陆预期，同时通胀压力下美联储保持鹰派，叠加欧美银行事件，美元坚挺打压伦锌价格。基本面也存在利空点，一方面欧洲炼厂宣布复产，另一发面海外消费疲软，现货溢价不断下行，LME库存持续攀升，投机资金转空，期价由年初3512元/吨高点回落至5月底2215美元/吨。随着部分矿山减停产，成本支撑显现，伦锌价格止跌筑底，截止至11月13日，期价收至2550美元/吨，较年初跌幅14.7%。

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

2023年以来美国经济的表现远超年初市场的预期，ISM制造业PMI指数跌势放缓，有逐步回暖迹象，服务业PMI维持在扩张区间上方；季度GDP也呈现回升态势，其中三季度GDP更是爆表，环比增速达4.9%。市场对美国经济预期逐步由年初的衰退调整为“软着陆”。同时，美联储利率决议关注的两大指标：通胀和就业也显现出较强的粘性及韧性。通胀延续2022年年中高位回落的态势，三季度末受原油价格上涨及汽车工人罢工影响，通胀反复，10月通胀再度低于预期。但核心通胀数据相较于美联储2%的通胀目标还有一定差距，显示通胀虽有回落但粘性仍存。就业方面，年初以来美国非农就业人数有所放缓，然失业率持续处于历史低位徘徊，显示就业市场有韧性。2024年而言，预计就业市场延续放缓但不会出现恶化，通胀维持缓慢下行态势。

美联储则延续了2022年3月以来的激进加息步伐，不过伴随着通胀的高位回落，加息节奏逐步放缓，2023年内加息7次利率会议上，6月、9月及11月均暂停加息，且目前市场预期12月加息概率也较低。不过，受制于核心通胀较2%的目标仍有差距。2024年美联储将继续在经济增长及控制通胀间找寻平衡。目前看，美联储开启降息的节点尚远，大概率在2024年下半年。

总体看，美联储加息步入尾声，但降息尚远，高利率下对美国经济内生性的增长动力或难以持续，2024年经济有向下调整的压力。但鉴于美元走势相对坚挺，金属的金融属性仍受一定压制。

2.2 欧元区方面

受能源危机缓解、财政扩张及就业市场韧性等影响，2023年上半年，欧元区经济未如市场预期进入衰退，一、二季度GDP环比增速分别为0%、0.2%，不过三季度GDP明显走弱，环比增速-0.1%，其中作为欧洲经济火车头的德国，三季度GDP环比萎缩0.1%，意味着欧元区最大经济体陷入衰退的风险在加大。同时，欧元区制造业PMI维持在紧缩区间，10月更是降至43.1的低位，服务业PMI也自8月再度陷入紧缩区间，10月降至47.8。对于2024年，上半年经济或延续疲软态势，但是进入下半年，市场预期或迎来企稳至小幅温和增长。根据IMF11月预测，2024年欧元区GDP将由2023年的1.3%微升至1.5%。

通胀方面，因能源价格大幅下调，尤其是天然气价格的断崖式回落，欧元区通胀压力显著缓解，其中三季度，通胀回落加速。数据显示，调和HICP由2022年年底的两位数逐步下降至2023年10月的2.9%，核心调和HICP也降至4.2%。伴随着通胀压力减少，欧央行加息的步伐也有所放缓，2023年内加息6次，利率上调至4%，10月利率会议如期停止加息，会议后转

向对降息节点的讨论，当前市场预计欧央行将于2024年4月首次降息，全年累计降息4次，合计100个基点。

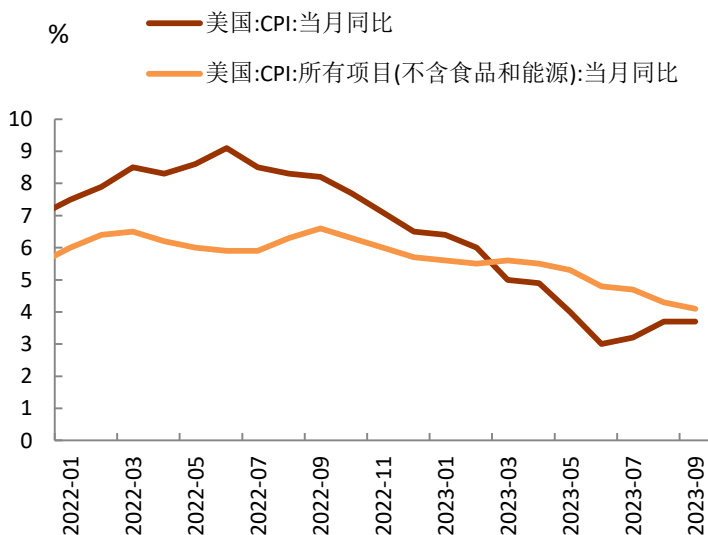
总体看，在通胀降温，经济疲软的背景下，欧央行利率决议将转向，时间节点或在明年二季度，同时，预计欧元区经济下行空间趋缓，上半年延续偏弱，下半年有望企稳小幅改善，不过也需要关注地缘扰动带来的变数。

2.3 国内方面

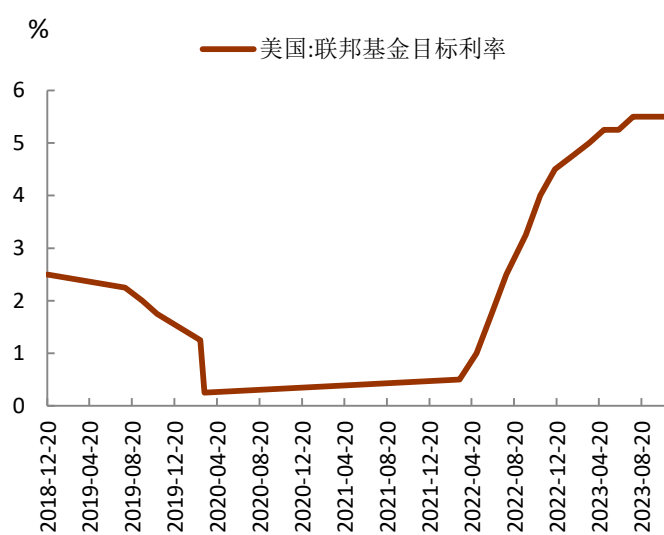
自2022年年末国内疫情管控放松后，市场对经济强复苏预期强烈，2023年一季度国内经济、金融及通胀等各项经济指标表现强劲。不过进入二季度，各项经济指标后劲不足，逐步转弱，强复苏的预期渐渐被证伪，市场情绪快速回落。三季度，政治局会议、各部委会议的陆续召开，加快了政府稳增长、稳信心的相关政策出台落地，尤其是地产端政策的超预期，市场信心大幅度修复，经济、金融及通胀数据也开始共振改善。四季度随着财政部万亿国债增发、中央金融会议召开，彰显了政府加大逆周期调控的决心，财政政策有望延续积极态势，且基建、地产等刺激政策有望加码出台，市场对经济长期悲观预期大幅改善。

总体看，当前国内经济仍处筑底阶段，政策形成实效尚需时日，地产端风险并未完全出清，经济复苏的弹性预计较为温和。此外，随着美联储加息步入尾声，资本外流缓解，人民币贬值压力有望降低。

图表 2 美国通胀情况

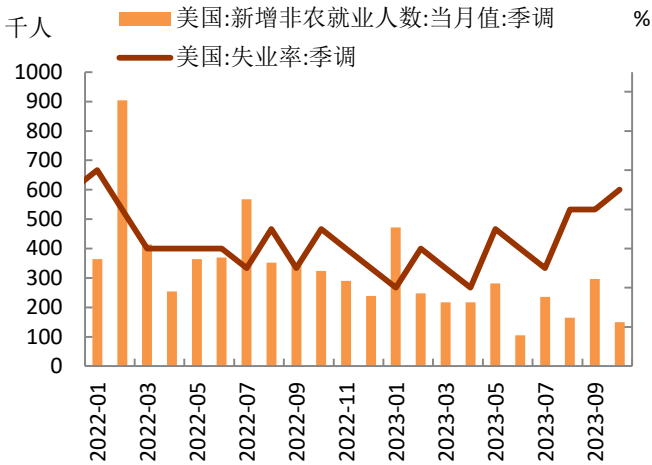


图表 3 美国利率水平

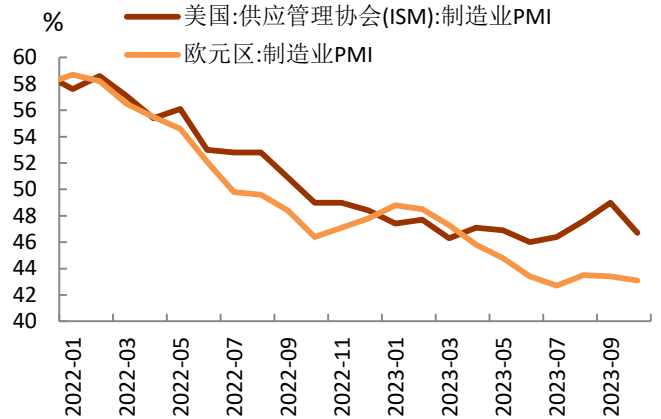


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 4 美国就业市场

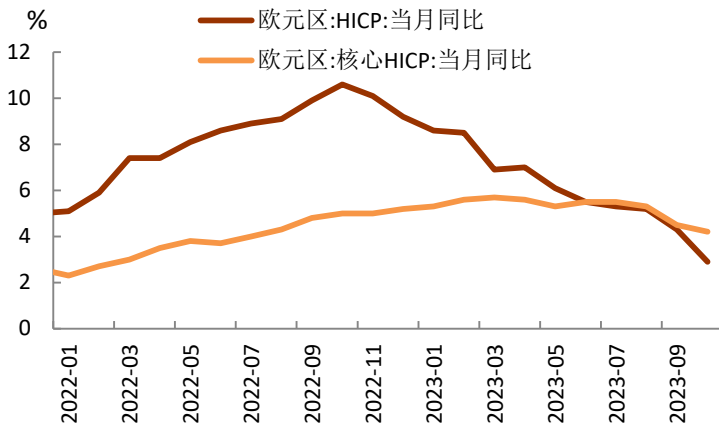


图表 5 欧美 PMI 数据

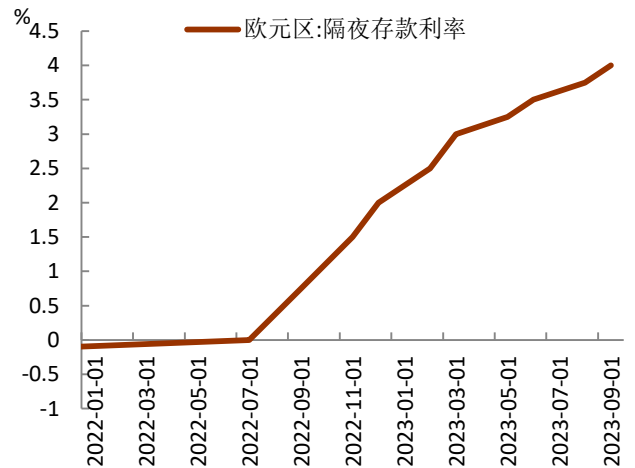


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

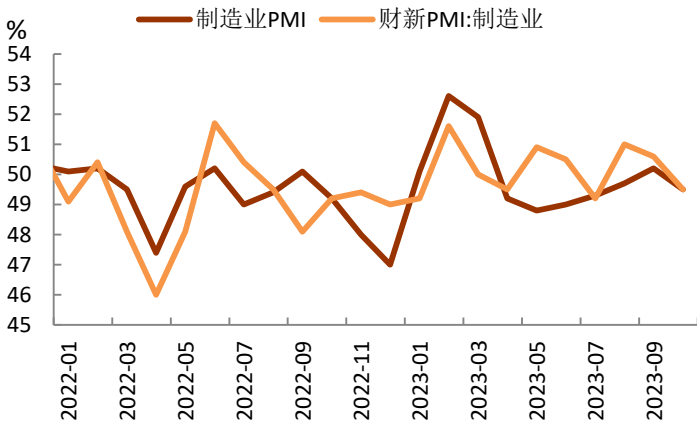


图表 7 欧元区利率水平



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 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 全球锌矿供需转向短缺

2023年全球锌矿供应不及预期，主要源于海外端，除了部分矿山因利润下滑减产外，矿石品位下降、工人罢工、项目提产不及预期、事故等也是影响供应的因素。

其中，因利润因素减少的供应量大概在10万吨左右。海外矿企资料显示：全球锌矿75%成本分位线在1900美元/吨，90%的成本分位线在2200美元/吨。5月底伦锌跌至2215美元/吨，部分高成本矿山生产利润大幅压缩。随后Boliden宣布由于“不可持续的财务损失”，7月5日暂停欧洲最大的爱尔兰锌矿Tara的生产，重启时间待定，锌矿供应影响量在5.2万吨左右；葡萄牙Almina矿业于9月24日暂停旗下位于葡萄牙南部的Aliustrel铅锌矿的运行，预计2025年第二季度才能恢复生产，该公司指出锌价低以及冶炼厂加工费高是决定停产的主要原因，预计影响量在2.5万吨；Volcan旗下位于秘鲁的Islay因锌价跌破成本线，7月中旬暂停运营，影响量0.4万吨；Aeris resource旗下位于澳大利亚的Jaguar矿9月进行保养和维护，影响量0.8万吨。11月2日，Nyrstar宣布由于锌价疲软以及通胀影响，计划11月30日暂时关闭美国田纳西州的两个锌矿Gordonsville和Cumberland，影响量0.4万吨。此外，为应对工会罢工，纽蒙特6月8日暂停墨西哥Peñiquito矿的运营，10月5日罢工结束，影响量在5万吨，全年产量指引下调了9.5万吨。

其它如MMG旗下澳大利亚Dugald River矿2月中旬发生事故，直至3月下旬重新开工，全年产量指引出现下调；韦丹塔的Gamsberg、BMM矿石品位下降，产出不及预期；TECK旗下Red Dog矿受到品位低及电力系统问题干扰；Fresnillo旗下Saucito and San Julián因矿石品位下滑影响产出；Nexa旗下Cerro Lindo矿3月中旬降雨导致停产，Atacocha矿6月底也受到非法抗议影响，持续了一个月，Aripuanã项目因设备问题影响生产稳定性，年度产量出现下调。

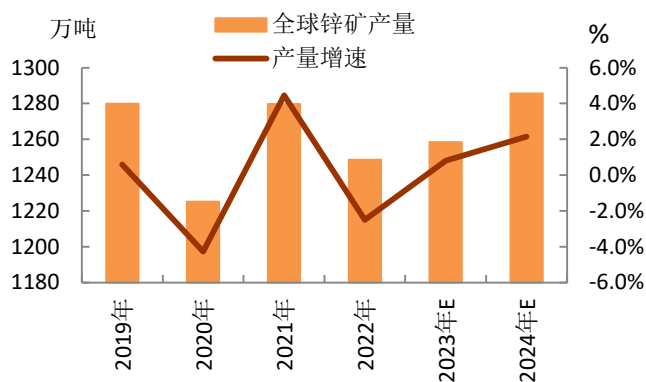
对于2024年，预计锌矿增量在20-25万吨，主要增量在刚果、澳大利亚、墨西哥及俄罗斯等地，其中俄罗斯Ozernoye矿原计划2024年1月产出，但2023年11月突发火灾导致设备损坏，产出再度延后，年内供应增量将打折扣；加拿大Ivanhoe Mines和刚果Gécamines与Glencore达成协议，将重启刚果Kipushi锌矿，预计2024Q3首批精矿；Adriatic Metals旗下波斯尼亚的Vares银矿继续释放产量，主要贡献欧洲市场；Polymetals旗下澳大利亚Endeavor银锌铅矿重启，下半年产出第一批锌矿等。主要减量在，秘鲁Antamina矿因采矿方式变化将出现较大幅度减少；葡萄牙矿业公司Almina旗下Aliustrel矿山暂停运行；波利顿的Tara矿暂停生产，产出减少等。

国内来看，SMM数据显示，2023年1-9月锌矿累计产量281.1万金属吨，累计同比增3.8%。今年疫情影响运输解除，矿山产出稳步回升，叠加部分在建矿山产量爬产，锌矿产出同比增加。此外，根据SMM数据显示，国内75%分位线为13000元/吨，考虑加工费以及二八分成后，

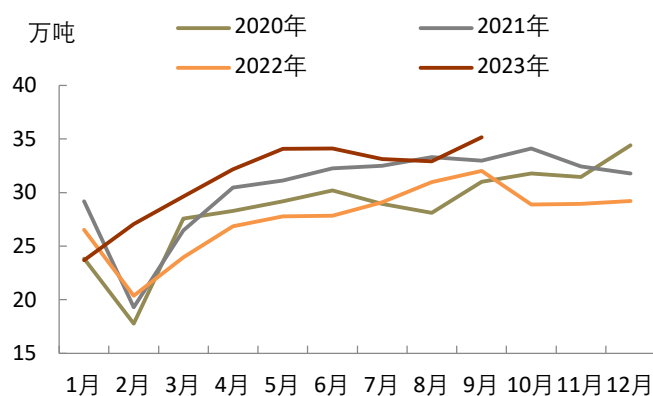
锌75%成本支撑在19000元/吨附近。5月底锌价跌至万九下方，矿山利润压缩下，矿企减产意愿也有所增强，伴随着锌价低位反弹，矿企利润修复后生产回归平稳。对于2024年，国内锌矿供应弹性相对较小，预计增量在5万吨左右。其中，新疆火烧云项目年内已有部分锌矿产出，2024年供应少量增量；贵州猪拱塘铅锌矿一采区计划在2024年年底投产，达产后年产锌精矿约7万吨；江西银珠山项目将于2024年下半年投产，均将供应部分增量。

综上，预计2023年全年全球锌矿供应为1259万吨，增速0.8%，锌矿供应由松转紧。2024年全球锌矿供应增速2.15%至1285.55万吨。不过，海外通胀下项目耗资成本增加，矿石品位下降、罢工扰动以及利润压缩下不排除后续矿山再度出现减产，此外，部分矿山进入闭坑周期，如嘉能可旗下澳大利亚的 Lady Loretta 锌矿将于2025年下半年关闭，这些因素都会导致海外锌矿实际增量出现较大的不确定性，总体看，矿端供应增速不及冶炼端供应增速，2024年全球锌矿供应缺口有望达10-15万吨。

图表 10 全球锌矿月度产量情况



图表 11 内锌矿月度产量情况



数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 12 海外主要上市公司季度产量 (万吨)

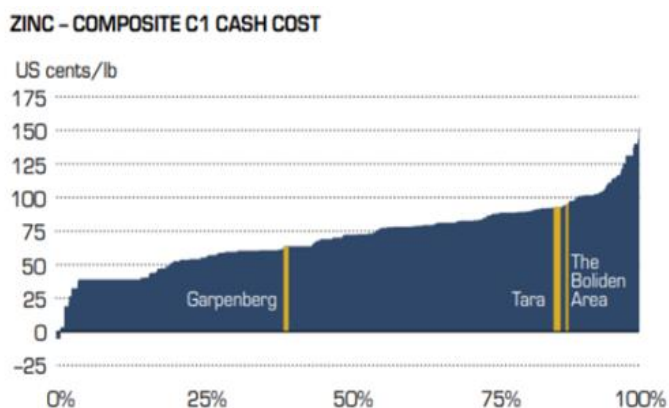
矿企/万吨	2023 前三季度	同比	2023 年产量指引 (2023Q3)	此前产量指引 (2023Q2)	产量指引变化
嘉能可	67.21	-3.93%	95±3	95±3	
韦丹塔	100.6	0.7%			
MMG	13.97	-14.9%	19-21.5	22.5-25	-3.25
BHP	9.81	5.5%	8.5-10.5	8.5-10.5	
South32	4.2	-8.3%	6.2	6.2	
Newmont	8.17	-39.43%	10.44	19.05-20.87	-9.52
Boliden	15.68	-19%			
Teck	46.24	-8.81%	64.5 - 68.5	64.5 - 68.5	
Nexa	24.32	9.8%	29.9-33.4	30.7-35.1	-1.25
Penoles	20.54	-0.1%			
Lundin Mining	13.44	13.95%	18.1-19.2	18-19.5	-0.1
Grupo Mexico	4.86	8.6%			
Fresnillo plc	8.12	6.77%			

数据来源：上市公司财报，铜冠金源期货

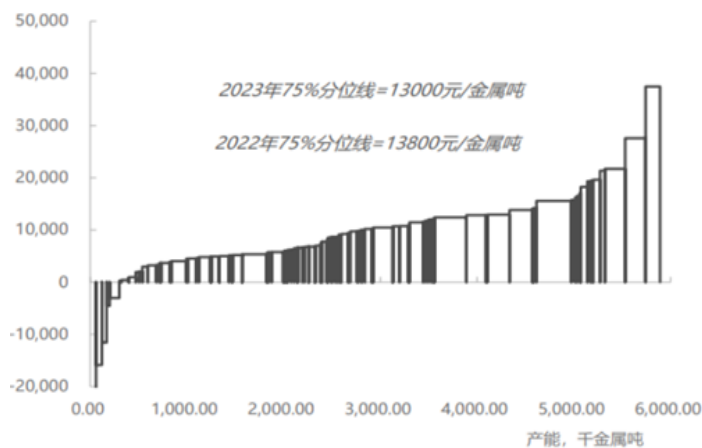
图表 13 2024 年海外锌矿变化（万吨）

矿山	国家	2024 年变化	备注
Kipushi	刚果	11	数十年的停产，2024 年 Q3 首批精矿
迈蒙矿	米尼加	0.5	2024 年底产出
Ozernoje	俄罗斯	15	2023 年 11 月火灾烧毁设备，产出量打折扣
Bowdens Silver	澳大利亚	5	2023 年取得当地生产许可，暂未提及开工时间
Vares 银矿	波斯尼亚	8	2023 年 11 月开始生产，爬产
Buenavista	墨西哥	7	2024Q1 投产
Peñasquito	墨西哥	5	2022 年产量 17 万吨，6 月 8 日罢工，10 月 5 日恢复
Kazzinc	哈萨克斯坦	3	爬产
Neves-Corvo	葡萄牙	2	爬产
Aripuanã	巴西	2	爬产
Lalor	加拿大	0.7	爬产
Endeavor	澳大利亚	5	2024 年下半年生产第一批精矿
Tara	爱尔兰	-6	因矿已无利可图，Boliden 于 2023 年 7 月 5 日正式停产，复产待定
Aljustrel 铅锌矿	葡萄牙	-7.5	矿山利润不佳，2023 年 9 月 24 日暂停运行，预计 2025Q2 才能恢复。
Antamina	秘鲁	-25	采矿方式改变
Gordonsville 和 Cumberland	美国	-4.6	由于锌价疲软以及通胀影响，Nyrstar 计划 2023 年 11 月 30 日暂时关闭两座矿山
合计		21.1	

数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

图表 14 全球矿山成本线


数据来源：公开资料，SMM，铜冠金源期货

图表 15 国内矿山成本线


3.1.2 锌矿进口补充充裕，后期加工费仍有下行压力

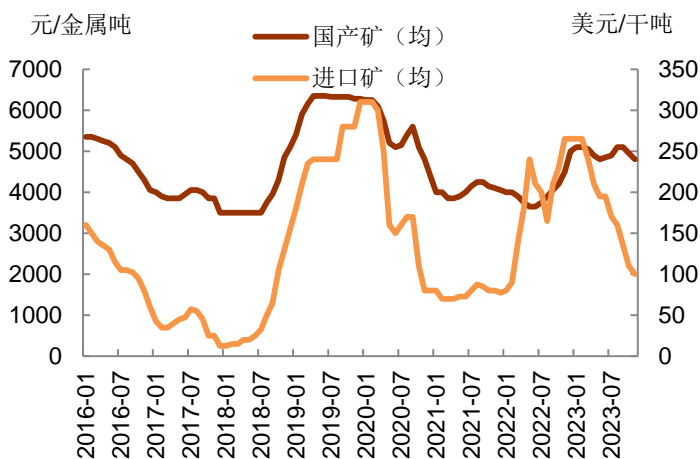
尽管今年全球锌矿供应逐步趋紧，但国内矿供应保持相对宽裕，一方面，国内自身锌矿产量稳中有增。另一方面，年初以来，锌矿进口窗口多开启，炼厂增加进口补充。内外锌矿加工费走势分化也较明显，其中国产锌矿前三季度保持较为坚挺，进入四季度受北方矿山季

节性检修及进口矿优势收窄影响，国内TC高位回落，较进口TC分化有所收敛，截止至11月，TC均值由年初5100元/金属吨降至4800元/金属度；进口加工费自年初265美元/干吨持续回落，截止至11月降至100美元/吨，远端报价更是降至50-70美元/吨左右。

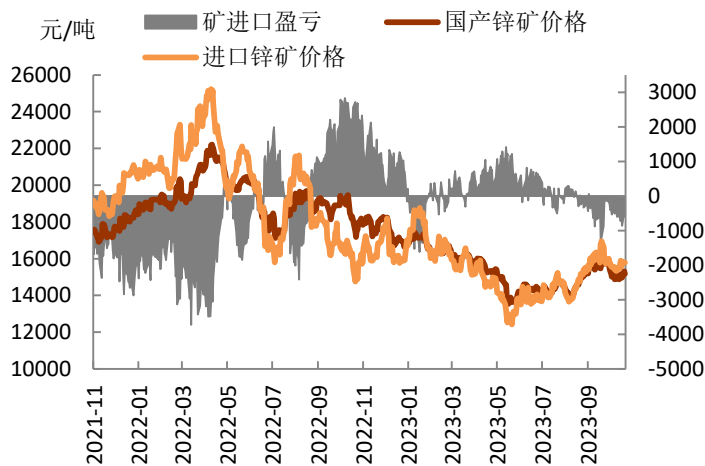
进口情况看，海关数据显示，2023年1-9月锌精矿累计进口量353.22万实物吨，累计同比增加23.4%。今年锌矿进口大幅增加，主要源于年初以来锌价表现内强外弱，锌矿进口窗口开启周期较长，叠加炼厂生产意愿较高，增加了对进口矿的采购需求。9月以来，锌矿进口窗口逐步关闭，锌矿单月进口量存环比回落预期，但考虑长单货源仍陆续到港，四季度锌矿进口量仍能保持在相对偏高的水平。预期全年锌精矿进口量在470万实物吨，累计同比增加14.2%。

对于2024年，全球锌矿供需偏紧的背景下，进口锌矿加工费较2023年上半年将出现较大幅度的下滑，进口矿吸引力下降，进口量有望回落。而国内锌矿供应增加弹性较小，预计总供应量将有明显下滑，炼厂原料紧张局面将在二季度逐步显现。

图表 16 内外矿加工费高位回落

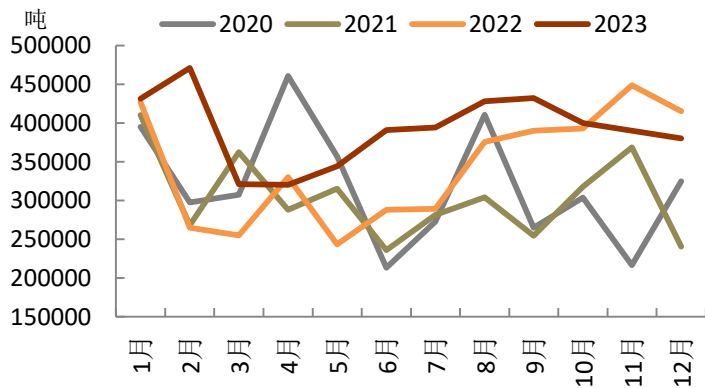


图表 17 锌矿进口窗口开启周期较长

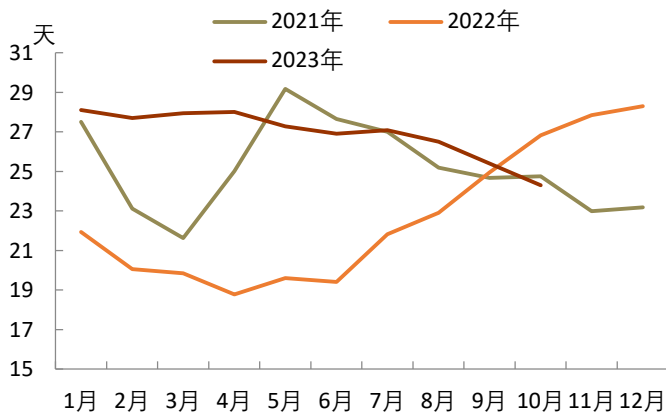


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 18 锌矿进口情况



图表 19 冶炼厂原料库存



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

3.2 精炼锌供应情况

3.2.1 全球精炼锌供应逐步恢复

全球范围来看，ILZSG数据显示，2023年1-8月全球精炼锌累计产量928.1万吨，累计同比增加3.6%，其中中国市场贡献主要增量，欧洲及美洲地区累计产量分别为69.7万吨和111.8万吨，累计同比减少2.21%和增加0.43%。

欧洲地区能源价格已经回归至正常水平，新星前期减产炼厂也逐步复产，其中法国Auby炼厂2023年3月宣布复产，荷兰及比利时炼厂也在逐步爬产中。四季度，欧洲采暖季对能源需求增加，不过今年冬季偏暖，天然气库存维持在近五年高位，且11月13日雪佛龙称已恢复以色列塔马尔天然气田生产，中东局势对天然气供应扰动担忧降温，欧洲能源价格难现极端行情，对炼厂生产冲击影响边际减弱。

对于2024年，海外炼厂主要增量来源于现有炼厂扩建及欧洲炼厂的复产，其中波利顿挪威的Odda冶炼厂计划将锌冶炼产能扩建至35万吨，不过后期需要旗下爱尔兰Tara矿山的关闭可能对炼厂产能扩张节奏的影响；嘉能可德国Nordenham炼厂计划一季度复产；俄罗斯铜业旗下的Verkhny Ufalei炼厂2024Q3开业，年产量可达12万吨；此外还有韦丹塔及俄罗斯UMMC现有炼厂的扩建。考虑到炼厂扩建节奏的不确定性以及原料供应紧张等因素，中性角度预估2024年海外精炼锌供应增量在15万吨左右。

图表 20 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		21 年 10 月产量消减 50%，2022 年 9 月 1 日再减产。2022 年 11 月逐步恢复生产。爬产中。
	Balen	比利时	27		21 年 10 月产量消减 50%。爬产中。
	Auby	法国	15		22 年 1 月停产维护。2023 年 3 月初全部复产。
嘉能可	Portovesme	意大利	24	16	21 年 11 月宣布 12 月底对 10 万吨硫化锌产线停产维护。目前 2/3 产能减产。
	San Juan de Nieva	西班牙	46		
	Nordenham	德国	16.5	16.5	2022 年 11 月日停产检修。
	Northfleet	英国	5		
波利顿	Kokkola	芬兰	31.5		
	Odda	挪威	20		
Teck	Trail	芬兰	35		
总计			250	32.5	

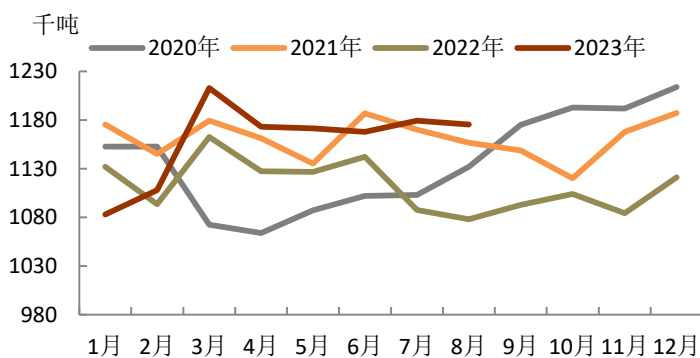
数据来源：新闻整理，铜冠金源期货

图表 21 2024 年海外冶炼厂产量变化情况（万吨）

冶炼厂	企业	厂址	产能	备注
Odda	Boliden	挪威	4	年产能从目前的 20 万吨增加到 35 万吨。2024 年 5 月开始投产，于 2025 年满产。
Nordenhan	嘉能可	德国	16.5	计划 2024Q1 恢复生产
Verkhny Ufalei	俄罗斯铜业	俄罗斯	5	2024Q3 产出
Townsville	Korea Znic	澳大利亚	1.5	扩建
HZL	韦丹塔	印度	3	扩建
Cheyabinsk	UMMC	俄罗斯	4	扩建

数据来源：新闻整理，铜冠金源期货

图表 22 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 23 欧洲天然气期货价格



3.2.2 国内精炼锌产能投放期，供应维持高水平

2023年国内精炼锌供应总体维持较为宽松的状态，不仅受益于自身产量的大幅增加，而且进口精炼锌也由2022年的净出口转为净进口。

SMM数据显示，2023年1-10月精炼锌累计产量545.2万吨，累计同比增加10.65%(52.5万吨)。因原料有保障、炼厂利润较高、新增产能释放及环保影响较小。云南文山锌钢检修及部分炼厂限电，产量预计环比降至59.86万吨，12月河池南方新增产能投产，将带来万吨增量，不过部分炼厂全年指标完成后四季度冲产积极性或下降，综合考虑下，预估全年供应预计达664万吨附近，增速11%。

对于2024年，国内仍有部分新增冶炼项目投产，如河南万洋、金成锌业、广西永鑫等，叠加2023年年底河池南方新投产能的释放，预计新增产能合计在60万吨，供应端依然存在压力。不过，考虑到2024年锌矿加工费及锌价较2023年有明显回落，炼厂利润难达2023H1的高水平，满产超产的概率将下滑，此外新投产能生产稳定性存不确定性，预计全年产量预计达679万吨，增速2.26%。

进口方面，海关数据显示，2023年1-9月精炼锌累计进口量25.74万吨，同比增加338.95%。5月底以来，锌价走势内强外弱，精炼锌进口窗口逐步开启，精炼锌流入量明显增多，其中7

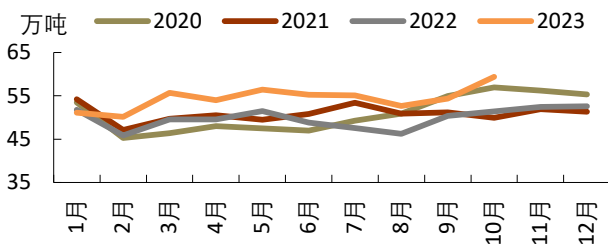
月进口量达7.67万吨的高位。10月下旬进口窗口逐步关闭，考虑长单及到港周期，预计10月进口量仍能维持在4-5万吨的水平，全年看，预计精炼锌进口量在30-32万吨的水平。2024年预计精炼锌仍有开启机会，海外也需锌锭流入化解过剩的需求，预计锌锭仍能保持净进口。

图表 24 2023-2024 国内新增冶炼产能（万吨）

企业名称	原材料分类	原产能	新产能	投产时间
桂阳皓钰	再生锌	0	8	2023.1
江西思远	再生锌	0	3	2023.5
广西永鑫	再生锌	5	5.8	2023.5
四川鑫美	矿产锌	0	7	2023.5
湖南泸溪县盛德	再生锌	0	2	2023.6
广东原点	再生锌	0	0.8	2023.8
南丹吉朗	矿产锌	8	3	2023.10
河南金利金铅	再生锌	15	3	2023.12
湖南金石	再生锌	5	5	2023.12
广西桂盛	再生锌	0	5	一期 2023 年 9 月，二期 2024 年
林西恒富	再生锌	0	3	一期 2023 年 12 二期 2024 年 5 月
广西河池南方	矿产锌	35	30	2023.12
河南济源万洋	矿产锌	0	15	2024.10
广西誉升	矿产锌	5	5	2024
潍坊龙达	再生锌	0	2	2024 年初
桂阳银龙	再生锌	0	2	2024
荆州正峰	再生锌	0	7	2024
四川雅安汉源县金成锌业	再生锌	0	10	2024 年底
泸溪蓝天	再生锌	5	5	2024
云铜锌业	矿产锌	10	15	2025

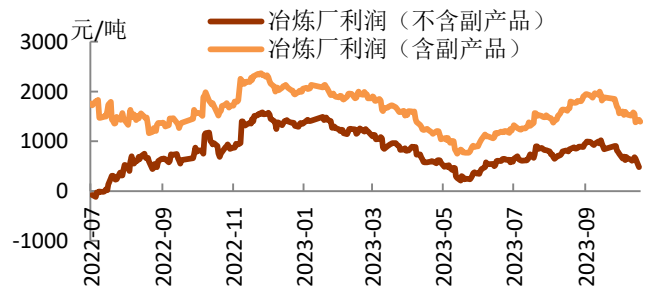
数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

图表 25 国内精炼锌月度产量

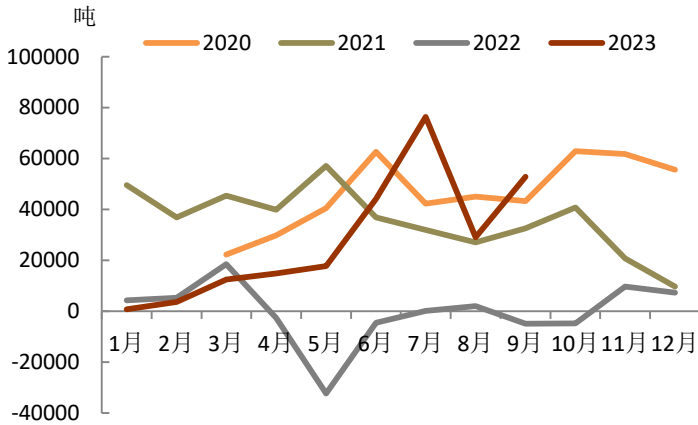


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

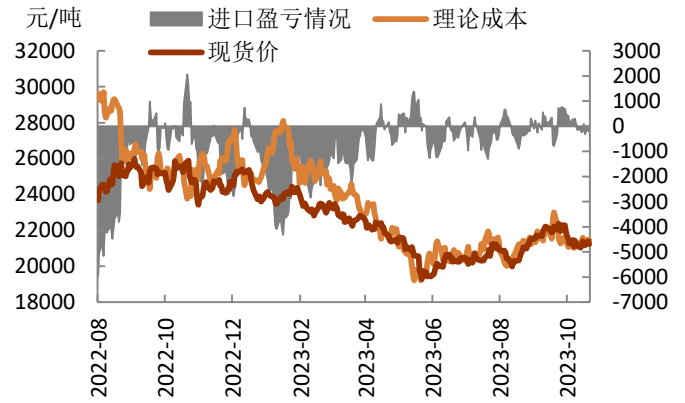
图表 26 冶炼厂生产利润



图表 27 精炼锌净进口情况



图表 28 精炼锌进口盈亏情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

3.3 精炼锌需求情况

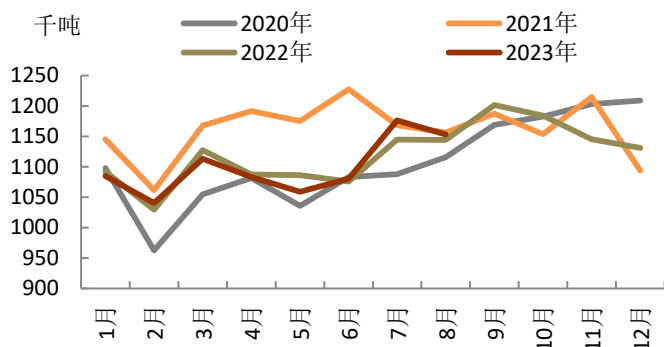
3.3.1 海外需求偏弱

全球范围来看，ILZSG数据显示，2023年1-8月全球精炼锌累计消费量为879.2万吨，累计同比增加0.04%。其中欧洲及美洲累计消费量分别为143万吨和115万吨，累计同比减少5.43%和增加1.2%。

海外来看，锌需求主要集中在汽车及地产板块，而这些板块消费波动对利率较为敏感。从欧美房屋销售及汽车销售表现看，美国市场经济韧性较强，新建住房销售自2023年4月起同比增速转正，且基本回归至2021年的水平；汽车销售表现不错，同比增速为正且下半年单月销量已高于2021年同期水平。欧洲市场表现相对偏弱，营建产出延续去年底的震荡回落，汽车销售也表现不佳。总的来看，尽管欧美央行自2022年以来激进加息，但美国经济韧性明显好于欧洲，其它各项指标如制造业PMI、GDP、零售销售等各项指标也能相互印证，欧美经济等分化对应到锌消费上也表现有所差异。

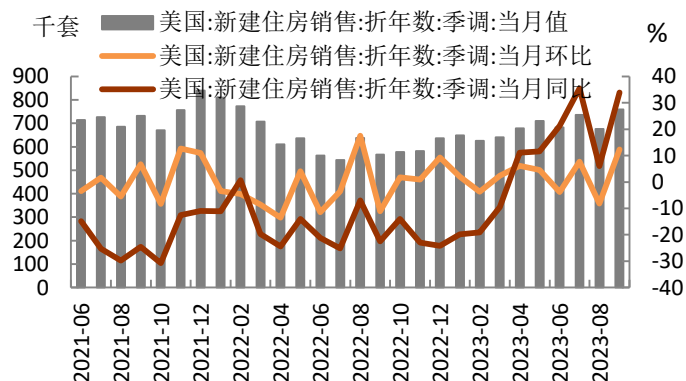
展望2024年，我们认为在高利率维持较长时间的背景下，对经济的抑制影响将逐渐显现，美国消费存在回落预期，而欧洲市场尽管尚未现经济扭转信号，但受基数较低影响，经济进一步大幅下行空间受限，有望企稳筑底。从IMF2023年10月最新预期来看，2024年美国GDP环比回落，欧洲经济环比回升，增减相抵下，预计海外需求有望由-3.7%回升至1.4%。

图表 29 全球精炼锌月度需求情况

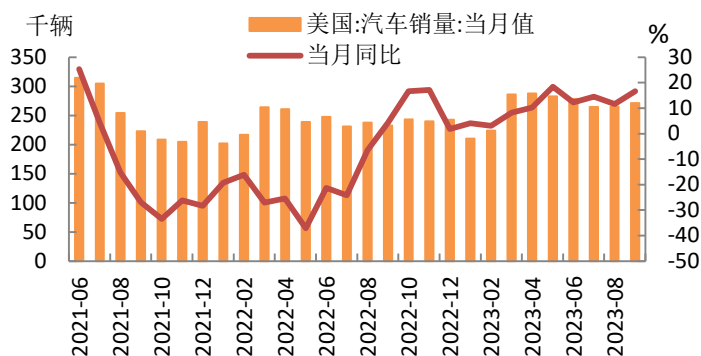


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 30 美国新建住房销量

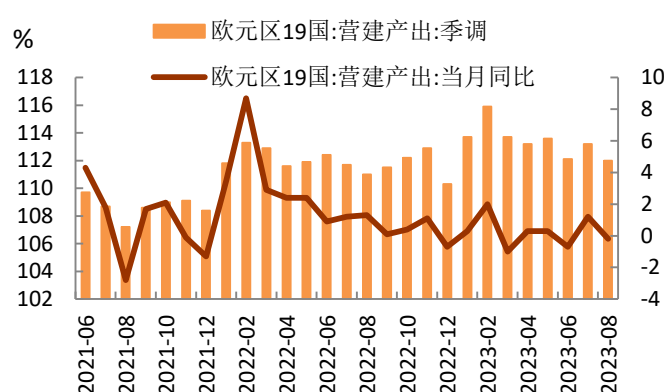


图表 31 美国汽车销量情况

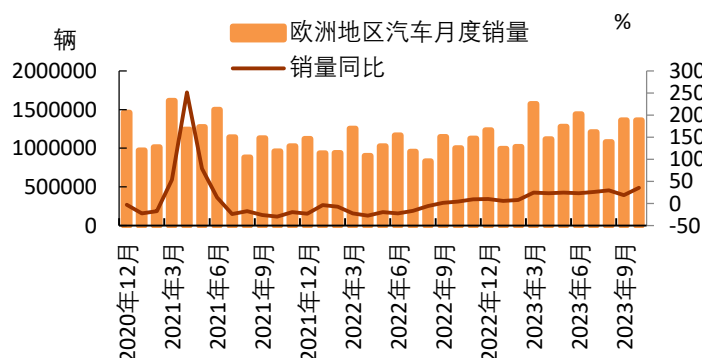


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 32 欧元区房屋营建情况



图表 33 欧元区汽车销量情况



数据来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

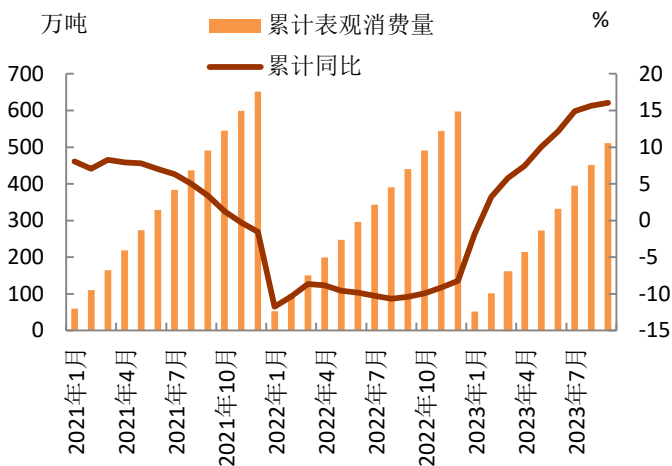
3.3.2 国内表观需求亮眼，出口有提振

今年锌表观需求表现亮眼，1-9月累计表观消费达510.6万吨，累计同比增加16%。一方面，

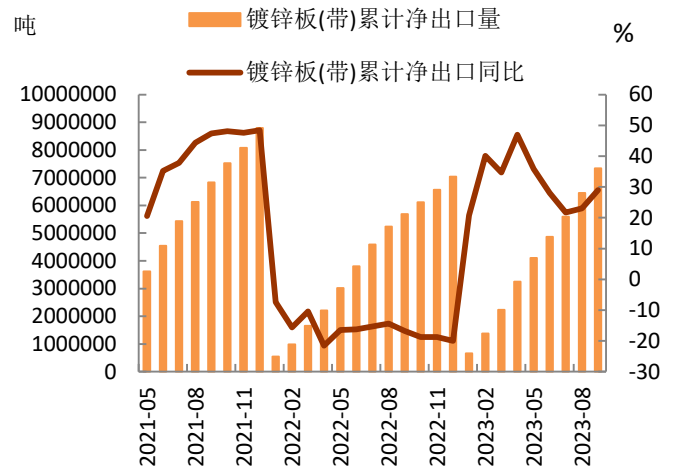
去年受疫情风控的影响，表需消费基数较低。另一方面，下游消费具有较强的韧性。同时，2022年铝仓储事件后，炼厂直发下游货源的形式增多，这部分量并未很好的反应在社会库存统计中，库存相对低位放大了表需的增速。

实际上，我们去看初端产品出口，镀锌板及压铸锌合金出口表现还是不错的。海关数据显示，1-9月镀锌板累计净出口734.3万吨，累计同比增加29%。压铸锌合金1-9月累计出口量2397.4吨，累计同比增加44%。氧化锌1-9月累计出口量11783吨，累计同比减少18.1%。得益于东南亚及中东地区消费韧性及人民币贬值的提振，镀锌板和压铸锌合金出口预计全年为锌消费带来8万吨左右的增量。

图表 34 国内表观消费增速

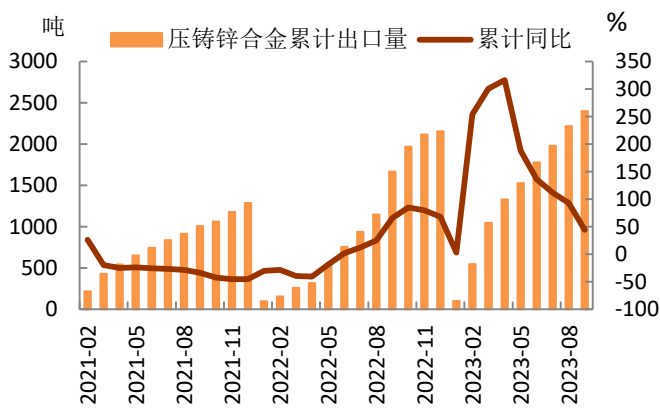


图表 35 镀锌板净出口情况

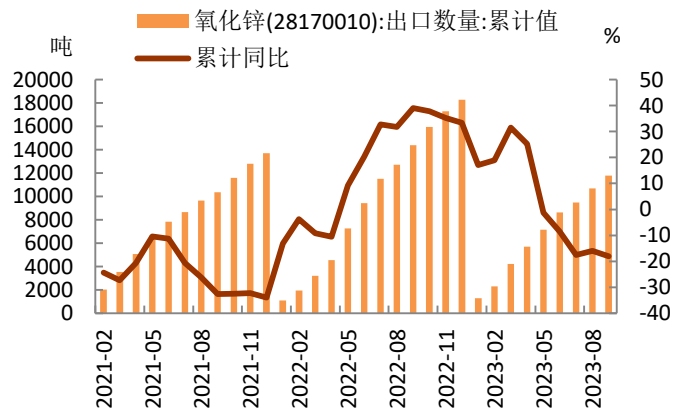


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 36 压铸锌合金出口情况



图表 37 氧化锌出口情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

3.3.3 终端需求分化，地产为主要拖累项

国内终端需求来看，基建及房地产是主要的传统应用领域，占中国的锌消费量50%以上，

其中，基础设施中桥梁、供水管道、铁路、新基建中的特高压铁塔等带动对镀锌材的需求。房地产用锌主要集中在墙体龙骨架、屋顶、护栏、内部管道、内饰等对镀锌钢材和锌合金的需求。此外，建筑地产向下游带动家电需求，对于镀锌彩涂板、管的消费量具有重要影响。汽车板块中最易遭受腐蚀的汽车地盘、外覆盖件、前机舱、行李箱、车门及车身覆盖件等部位对镀锌钢板的应用比例也较大，同时作为化工添加原料的氧化锌在汽车轮胎的生产中也发挥重要作用。近年来，在“双碳”目标下，光伏和风电等新能源产业的蓬勃发展，锌金属在光伏、风电等低碳经济领域的新应用，形成了锌金属消费的新增量。

传统消费板块来看，**基建投资方面**：2023年年初以来基建投资逐月下滑，源于专项债发行偏慢，且项目开工落地不及预期。统计局数据显示，1-9月广义基建投资完成额累计同比增加8.64%。细分领域中，电力板块投资增速较亮眼，水利设施板块表现较弱。

不过，下半年尤其是7月以来新增专项债发行加快，且10月底前需发放完毕，叠加三年内开工项目投资额增长较快，目前在建项目充足，四季度基建投资稳中偏好，有望稳固锌消费基本盘。10月24日，中央财政增发万亿国债，资金集中于灾后重建、水利和“平急两用”基础设施等领域，其中2023年四季度资金使用5000亿，2024年使用5000亿。我们认为，财政对基建刺激到落地形成实物量或在明年初，中长期有望带动锌消费向好，同时也传递出政府稳增长的态度和信心，为后期更多政策出台提供想象空间。

房地产方面：2023年地产投资、新开工、施工及销售表现依旧偏弱，1-9月累计同比增速分别为-9.1%、-23.4%、-7.1%和-7.5%，均维持负增速，但在保交楼政策支撑下，竣工累计同比增速自2月转正后多保持在两位数，1-9月累计同比增速19.8%。

年初以来各地政府不断出台地产刺激政策，包括降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施。尤其是，8月以来地产优化政策组合拳出台，超市场预期，增强了地产销售改善的预期。但从高频数据跟踪看，30大中城市商品房成交面积依旧低于2022年及2019年的水平，地产改善幅度尚有限，体现居民信心仍显不足，资产负债表仍在修复，地产“销售-投资-开工”环节暂难形成正向反馈。但考虑到年底及明年上半年多数楼盘集中验收和交付，竣工端有望保持增长。但竣工环节当前的高增速或难以为继，我们从前瞻性指标去看，一般新开工领先竣工约3年，新开工累计同比增速自2021年7月转负，过去两年较差的新开工数据将直接拉低明年的竣工端需求，那么随着保交楼接近尾声，竣工累计同比增速或有下滑，并且后期地产销售及投资改善程度仍存不确定，将构成锌消费拖累项，不过后期我们也需关注城中村改造、保障性住房建设等的边际提振。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，2023年1-10月汽车产销分别为2401.6万辆和2396.7万辆，同比分别增长8%和9.1%。年初以来，伴随着汽车企业价格战的结束，国家多项促汽车消费的出台、稳行业增长措施刺激的推出，汽车产销逐步恢复增长，行业呈现“淡季不淡，旺季更旺”的发展势头。与此同时，近年随着国内汽车产量质量提升以及核心技术水平不断突破，整车质量明显提升，国际竞争力也得到显著增强，叠加今年人民币贬值助推，汽车出

口表现也是非常亮眼的，1-10月，汽车出口392.2万辆，同比增长59.7%。在内销外销双重推动下，全年产销甚至有可能首次突破2900万辆的大关。

尽管随着汽车轻量化的不断推进，车身、底盘所需传统热镀锌量增速放缓，但行业积极推广的超高强度锌铝镁合金稳步发展，且车内镀锌结构件、配件及轮胎外胎所耗氧化锌稳步提升，汽车板块总耗锌量仍能实现同比正增长，预计2023年带来增量10-12万吨。2024年，汽车板块刺激政策有望延续，但出口增速或难维持当前高水平，但总体看，汽车产销仍能维持5%以上的增速，有望带动锌消费增量在8万吨左右的水平。

从白色家电方面来看：统计局数据显示，1-9月空调累计产量19366.2万台，同比增长13.7%；1-9月冰箱累计产量7182.4万台，同比增长13.6%；1-9月洗衣机累计产量7495.7万台，同比增长21.9%。1-9月彩电累计产量14423.8万台，同比增长1.8%。出口方面，1-9月空调累计出口3970万台，同比增长1.7%。1-9月冰箱累计出口4987万台，同比增长12.5%。1-9月洗衣机累计出口2111万台，同比增长40.8%。1-9月液晶电视累计出口7520万台，同比增长8.5%。

今年以来，白色家电产量表现不错，累计同比均能呈现同比正增长，其中出口较好带动一部分增量。四季度而言。空调、冰箱等排产季节性回落，但年底国内双十一等大促活动，以及海外感恩节后的圣诞大采购，有望对冲部分影响。

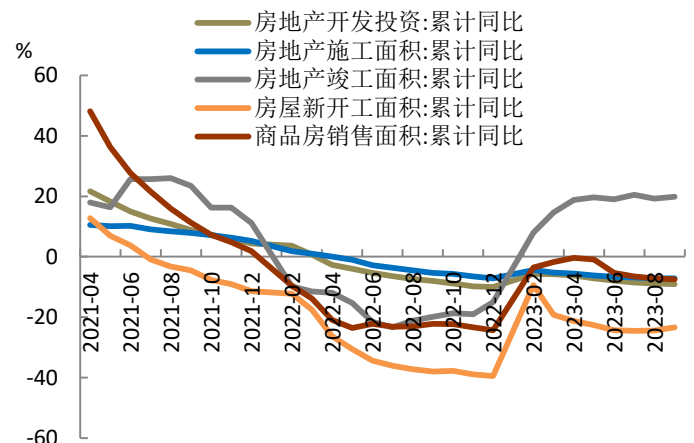
从风电和光伏板块来看：电力企业协会数据显示，1-9月风电新增装机容量累计量33.48GW，累计同比增加74%。1-9月光伏新增装机容量累计量128.94GW，累计同比增加145%。预计全年风电及光伏板块带动耗锌增量分别为15万吨和11万吨，预计2024年增量分别为5万吨和5万吨。

整体来看，我们认为财政政策延续较为宽松的背景下，基建有望呈现稳中偏好的投资增速，托底稳固锌消费的基本盘；汽车及家电板块在政策加持下有望延续偏好表现，新增消费板块及出口消费依然保有一定增量。但地产端来看，竣工累计同比增速或难保持当前高位，将构成锌消费拖累项。不过总的来看，消费增量有望抵消地产端减量，预计2024年国内消费呈现小幅增速，预计1.5%左右。

图表 38 基建投资增速小幅回落

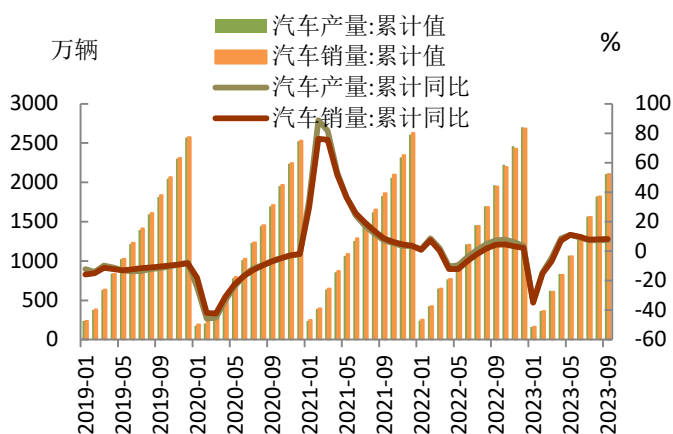


图表 39 地产主要指标依然疲软



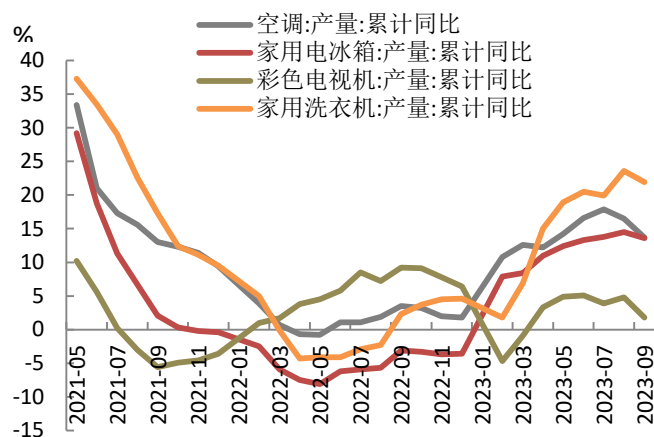
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 40 汽车产销情况

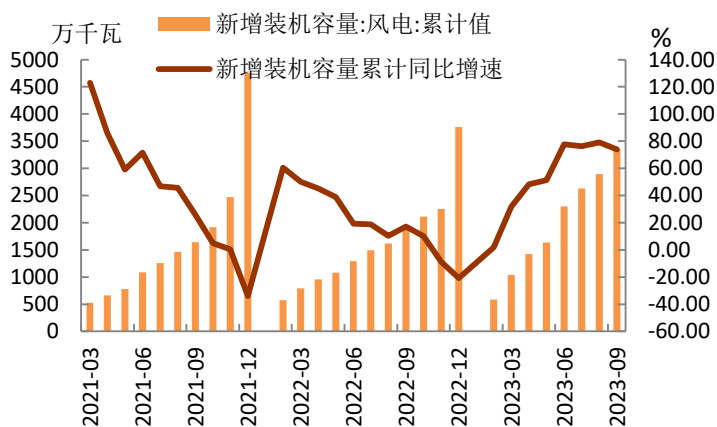


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 41 白色家电产量情况

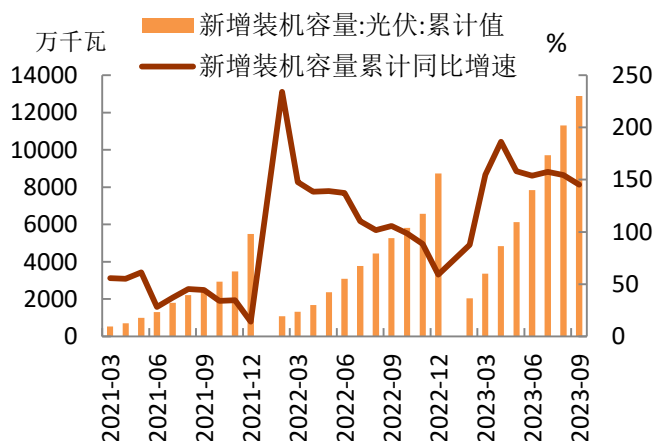


图表 42 风电新增装机量情况



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 43 光伏新增装机量情况



图表 44 各版块耗锌量预估 (万吨)

板块	2023 年 E	增速	2024 年 E	增速	占比
基建	225.7	6%	241.5	7%	35%
地产	99.62	-5.2%	96.64	-2.99%	14%
汽车	110.2	10%	117.43	6.56%	17.02%
家电	79.86	11.74%	84.45	5.75%	12.24%
风电	35.75	71.05%	41.25	15.38%	5.98%
光伏	27	72.41%	32.4	20%	4.7%
出口	29.1	37.78%	29.4	1.03%	4.26%
其它	72.77		46.93		6.8%
合计	680		690		

数据来源: iFinD, SMM, 铜冠金源期货

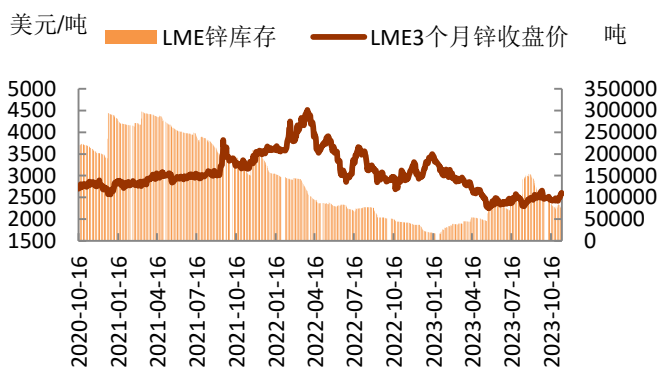
3.4 海外库存显著回升，国内库存维持低位

年初以来LME库存稳步攀升，5月底、7月中旬及8月中旬出现三波集中交仓，库存一度攀升至15万吨上方，较年初2万吨的库存量已有质的变化，且LME0-3维持贴水结构，凸显海外需求疲软。截止至11月13日回落至69225吨附近，较年初增加48725吨。海外需求不佳背景下，后期库存仍将恢复增势。

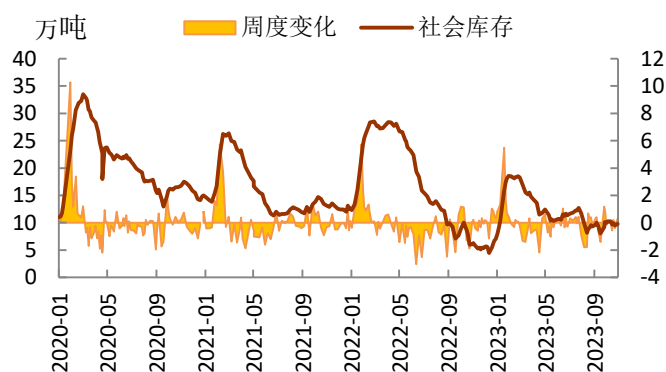
国内库存较年初有所增加，截止至11月13日，库存达10.48万吨，较年初增加4.16万吨。今年库存维持同期低位源于，下游消费有韧性；炼厂合金生产线增加；受此前铝仓单事件影响，炼厂锌锭直发下游比例提升；去年基数较低。

总的来看，内外库存均有回升，海外消费较弱下库存仍有累增预期，国内消费保有韧性，库存增加空间有限。

图表 45 LME 库存显著回升



图表 46 国内社会库存维持低位



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

四、总结与后市展望

宏观面看，美联储加息预期淡化，但降息尚远，高利率下美国经济内生增长动力难以持续，有向下调整压力。欧央行降息节点或相对更早，下半年经济有望企稳。国内经济筑底，政策形成实效尚需时日，复苏弹性较温和。

供应端看，海外通胀下矿企耗资成本增加，不排除高成本矿山再减产，且新增项目投产也存变数。欧洲炼厂复产，国内冶炼产能投放，原料紧缺将加大矿冶间的博弈，加工费存向下调整预期，利润压缩下将限制全球精炼锌产量释放增速。

需求端看，海外消费延续偏弱态势，国内需求温和增加，其中在财政政策延续较为宽松的背景下，基建稳中向好稳固锌消费的基本盘，汽车及家电有望延续偏好表现，新增消费及出口预计依然保有韧性，将抵消地产端减量。

整体来看，海外紧缩压力减弱但经济调整压力仍存，国内定调积极，经济温和恢复。矿

企成本端支撑夯实锌价底部，但全球供需偏弱抑制锌价上方空间，预计期价呈现磨底后重心缓慢上抬的震荡走势，2024年伦锌主要运行区间在2300-3000美元/吨，沪锌主力在20000-24000元/吨。

图表 47 全球精炼锌供需平衡表（万吨）

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 E	2024 年 E
锌矿供应	1225.3	1279.8	1248.55	1258.55	1285.55
增速	-4.27%	4.45%	-2.50%	0.80%	2.15%
精锌产量	1,378	1385.8	1331.9	1417.9	1447.9
增速	1.73%	0.57%	-3.89%	6.46%	2.12%
精锌需求	1,329	1,406	1351.6	1400	1420
增速	-3.64%	5.84%	-3.90%	3.58%	1.43%
精锌平衡	49.4	-20.4	-19.7	17.9	27.9

数据来源：ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 48 国内精炼锌供需平衡表（万吨）

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 E	2024 年 E
精锌产量	610.4	608.9	598	664	679
增速	4.41%	-0.25%	-1.49%	11.04%	2.26%
收抛储		18			
净进口量	51.2	42.7	-0.18	30	20
精锌需求	670.4	673	604.2	680	690
增速	5.24%	0.39%	-9.90%	12.55%	1.47%
精锌平衡表	-8.8	-3.4	-6.38	14	9

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 A906 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。