

2024年4月8日



## 供应缩减支撑

## 锌价逢低多配

### 核心观点及策略

- 宏观面看，美国经济软着陆概率增加，3月非农超预期意味着降通胀道路曲折，市场预期美联储首次降息节点延后，且降息次数有所减少。欧元区通胀回落不及预期，经济景气度延续分化，欧央行对降息保持谨慎。国内政策基调中性偏多，经济景气度延续回升。
- 供应端看，一季度海外矿山扰动增多，强化锌矿紧缺格局。Benchmark达成在165美元/吨，为三年来最低水平，佐证锌矿收紧预期，成本端支撑较强。受加工费走低，炼厂利润不佳影响，国内精炼锌月度供应环比增量较小，同比降幅较大。进口锌锭窗口间歇开启，部分弥补国内产量下滑。
- 需求端看，海外消费未有效改善，LME库存维持高位，现货溢价下行。国内初端企业开工率不及同期，终端基建投资回升，但实物量落地尚待时日；地产依旧未有有效改观，前端后端数据尽显疲态；汽车家电表现尚可，提供部分支撑；风光投资增速有所放缓，需求“金三”不旺叠加进口锌流入下，社会库存累库不止，绝对水平已高于去年同期。
- 整体来看，宏观中性偏好，基本面多空交织，矿端紧张传导至冶炼端收紧逻辑强化，锌价下方支撑犹存，但需求恢复不及预期，去库推迟制约锌价上方空间。预计锌价将维持宽幅震荡，区间在20500-22000元/吨。鉴于原料收紧及需求环比改善逻辑，倾向于逢低做多。
- 策略建议：逢低做多，跨期正套
- 风险因素：宏观风险，海外交仓，需求不及预期

投资咨询业务资格  
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

☎ 021-68555105

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

## 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 全球锌矿供应频出扰动，国内矿山尚未完全恢复 .....	7
3.1.2 内外加工费环比回落，锌矿进口有望环比增加 .....	9
3.2 精炼锌供应情况.....	10
3.2.1 全球精炼锌供应逐步恢复.....	10
3.2.2 进口窗口阶段开启，国内月度供应环比增量有限 .....	11
3.3 精炼锌需求情况.....	13
3.3.1 海外需求偏弱.....	13
3.3.2 国内消费恢复不及预期，初端出口喜忧参半 .....	14
3.3.3 终端需求延续分化.....	15
3.4 海外库存高位小增，国内超季节性累库.....	18
四、总结与后市展望 .....	18

## 图表目录

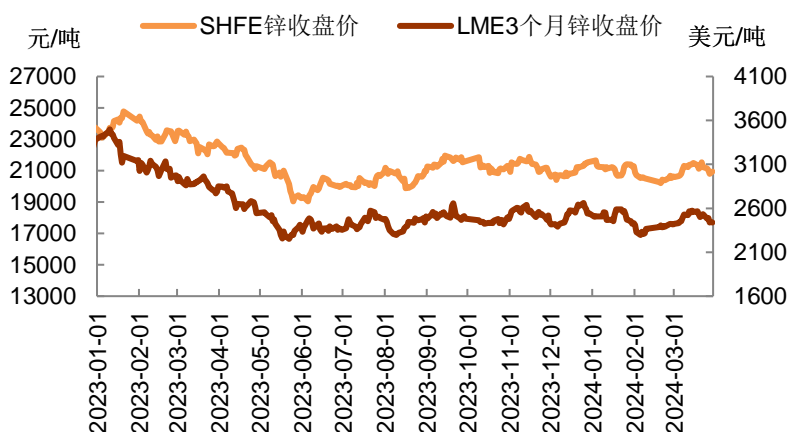
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势 .....	4
图表 2 美国通胀情况.....	6
图表 3 美国利率水平.....	6
图表 4 美国就业市场.....	6
图表 5 欧美 PMI 数据.....	6
图表 6 欧元区通胀情况.....	7
图表 7 欧元区利率水平.....	7
图表 8 国内 PMI 数据.....	7
图表 9 国内金融数据.....	7
图表 10 全球锌矿月度产量情况.....	8
图表 11 内锌矿月度产量情况.....	8
图表 12 2024 年海外锌矿产量增减情况（万吨） .....	9
图表 13 内外矿加工费维持弱势.....	10
图表 14 锌矿进口窗口长期关闭.....	10
图表 15 锌矿进口情况.....	10
图表 16 冶炼厂原料库存.....	10
图表 17 2021 年四季度至今欧洲冶炼厂减复产情况（万吨） .....	11
图表 18 全球精炼锌月度产量情况.....	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 22 精炼锌进口窗口开启.....	12
图表 23 全球精炼锌月度需求情况.....	13
图表 24 美国新建住房销量.....	13
图表 25 美国汽车销量情况.....	13
图表 26 欧元区房屋营建情况.....	13
图表 27 欧元区汽车销量情况.....	14
图表 28 各地锌锭贸易升水.....	14
图表 29 国内初端企业开工率.....	14
图表 30 镀锌板净出口情况.....	14
图表 31 压铸锌合金出口情况.....	15
图表 32 氧化锌出口情况.....	15
图表 33 基建投资增速回暖.....	17
图表 34 地产主要指标依然疲软.....	17
图表 35 汽车产销情况.....	17
图表 36 白色家电产量情况.....	17
图表 37 风电新增装机量情况.....	17
图表 38 光伏新增装机量情况.....	17
图表 39 LME 库存小幅增加 .....	18
图表 40 国内超季节性累库.....	18

## 一、锌市场行情回顾

3月沪锌主力期价呈现先扬后抑的走势。上半月，国内政治局会议落幕，定调中性偏多，全年GDP增长目标5%，赤字率3%，连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿，市场情绪偏暖。基本面看，海外部分矿山供应受扰动，锌矿供应趋紧下加工费下调，受亏损扩大，国内炼厂检修增多，同时韩国炼厂亦传出缩减产量消息，加之国内铜冶炼企业传出联合减产，市场情绪高亢，锌价受振反弹至21650元/吨附近。伴随着利多消化，高价对消费的负反馈显现，库存累库不止。同时，日本央行鸽派加息、瑞士央行意外降息，推动美元走强，美联储官员讲话也出现反复，6月降息预期出现一定摇摆。受美元反弹及消费不佳影响，下半月，锌价出现高位回落，截止至3月31日，期价收至20945元/吨，月度涨幅1.8%。

伦锌亦呈现倒V型走势，月上旬，美元延续回落，伦锌延续2月中旬以来的翻台态势，月下旬，伴随着美元探底回升，伦锌上方2600美元/吨附近受阻承压回落，截止至3月底，期价最终收至2437美元/吨，月度涨幅达0.56%。

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

美国经济及劳动力市场较为强劲。3月ISM制造业PMI上升2.5至50.3，市场预期为48.4，此前该指数连续16个月位于收缩区间，制造业景气持续回升。2月工厂订单月率保持稳健录得1.4%，高于前值-3.8%和预期1%，为2023年11月以来新高。同时，美国3月季调后非农就业人口增加30.3万人，大超预期，为2023年5月以来最大增幅。美国3月失业率降至3.8%，前值3.9%。

通胀粘性较大，美国2月未季调CPI年率录得3.2%，为去年12月以来新高，高于市场预期的3.1%，主要贡献来自能源价格的回升。2月未季调核心CPI年率录得3.8%，为2021年5月以来新低，高于市场预期的3.7%，为连续第二个月高于市场预期。2月美国PCE价格指数同比回升0.1个百分点至2.5%，环比增速由1月的0.4%回落至0.3%。核心PCE同比较前期回落0.1个百分点至2.8%，为2021年3月以来的最低水平，环比回落0.2个百分点至0.3%。PCE价格指数同比小幅反弹，但核心PCE同比延续降温趋势，符合市场预期。

美联储3月FOMC会议决定继续将联邦基金利率维持在5.25%-5.50%，连续第5次维持当前利率水平，保留着3次降息预期，并未释放出偏鹰的信号。但3月底以来，美联储理事、鲍威尔、旧金山联储主席相继发表言论，鸽鹰参半，市场对6月首次降息预期也不断跟随美国公布的经济数据及官员讲话出现摇摆。伴随着4月初强劲非农数据公布后，市场将美联储首次降息时间从7月推迟到9月，预计全年降息幅度为67基点，降息次数不足三次。

整体看，美国经济数据强劲，经济软着陆概率增加，非农就业数据超预期或意味着通胀道路较曲折，美联储年内降息预期有所延后，且降息次数有所减少。

## 2.2 欧元区方面

欧元区经济景气度延续分化。3月欧元区Markit制造业PMI回落0.8至45.7，服务业PMI回升0.9至51.1，高于市场预期的50.5。制造业与服务业景气持续分化。3月欧元区19国经济景气指数较2月回升0.8至96.3，但与疫情前水平相比仍处低位。通胀方面，2月欧元区CPI从1月份的2.8%降至2.6%，但高于市场预期的2.5%，也高于欧央行2%的目标位。核心CPI从3.3%放缓至3.1%，也高于预期的2.9%，为连续第七个月下降，表明价格压力仍在降温。通胀放缓程度低于预期，这为欧央行官员提供了“不急于降息”的支持。

欧央行继续维持利率不变，符合市场预期。将2024年欧元区通胀预期由2.7%下调至2.3%。重申了控制通胀至目标水平的决心，其表示只要有必要，利率将保持足够的限制性。欧央行行长拉加德表示，当前没有讨论降息的可能性。市场预期降息节点在6月。

整体来看，欧元区通胀回落不及预期，经济景气度延续分化，同时欧央行维持对开启降息保持谨慎，强调仍需根据更多指标做相应政策调整，市场预期降息节点在6月。

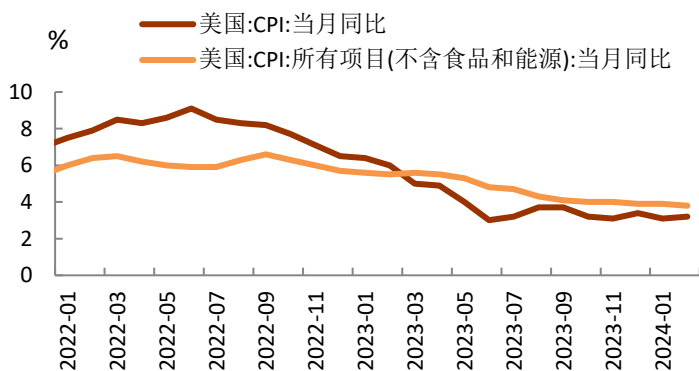
## 2.3 国内方面

3月初国内公布政府工作报告，全年GDP增长目标5%，赤字率3%，连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿，基调中性偏多。2月金融数据未延续1月的开门红，2月新增社融1.56万亿元，同比少增1.6万亿，1月融资“开门红”可能部分透支了2月的部分需求。2月新增人民币贷款1.45万亿元，同比少增3600亿元。其中，2月企业中长贷新增1.29万亿元，同比多增1800亿元，表现稳定。2月居民中长贷减少1038亿元，同比多减1901亿元，时隔7个月，再出现单月负增长意味着居民还在提前还贷，继续去杠杆。指向国内经济延续修复，但仍待提

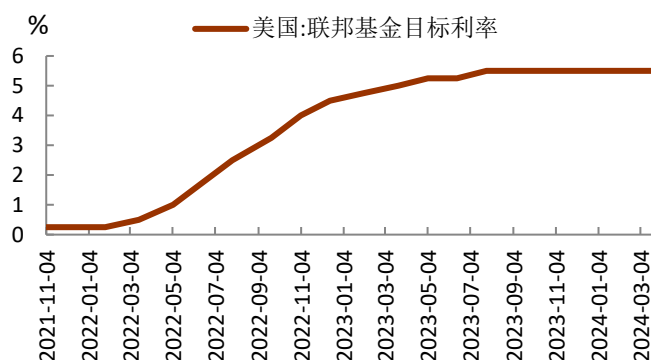
振。不过年初以来的经济数据看多向好，1-2月工业增加值当月同比增速为7.0%，高于去年12月的6.8%。1-2月社会消费品零售总额累计同比增长5.5%，高于12月的2.9%。1-2月固定资产投资完成额累计同比增速为4.2%，1-2月地产、制造业和广义基建投资的累计同比增速分别为-9.0%、9.4%和9.0%。1-2月城镇调查失业率和31个大城市城镇调查失业率分别为5.3%和5.1%，受春节因素影响，符合季节性规律。且前瞻指标也显示经济景气水平回升，3月官方制造业和非制造业PMI指数分别为50.8%、53.0%，环比分别上升1.7、1.6个百分点，均位于扩张区间，企业生产经营活动加快。

整体来看，2月社融信贷未延续1月开门红，信贷需求仍待提振。不过年初经济中生产、投资、消费各项指标均边际回升，国内经济景气度延续回升。

图表 2 美国通胀情况

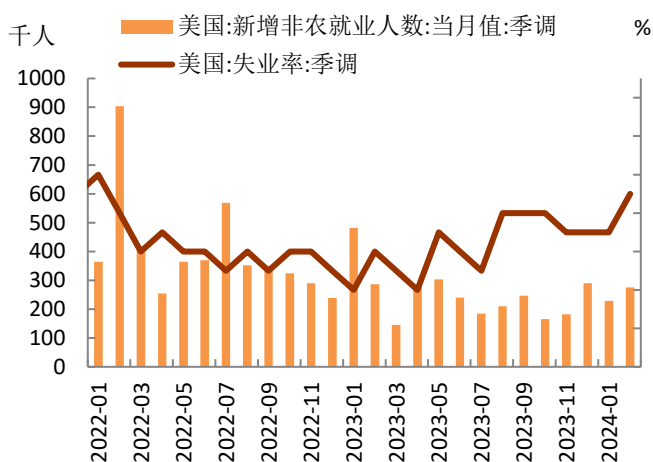


图表 3 美国利率水平

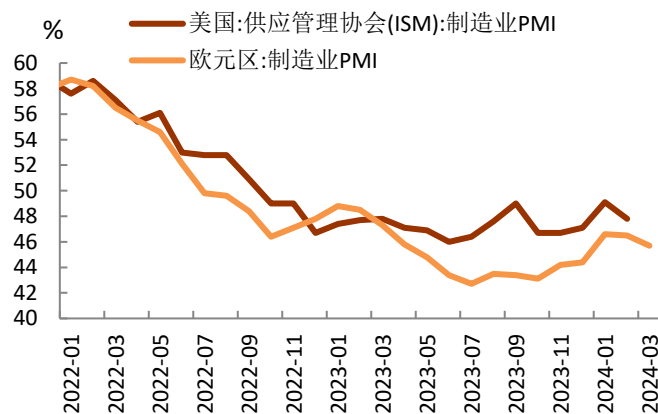


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 4 美国就业市场

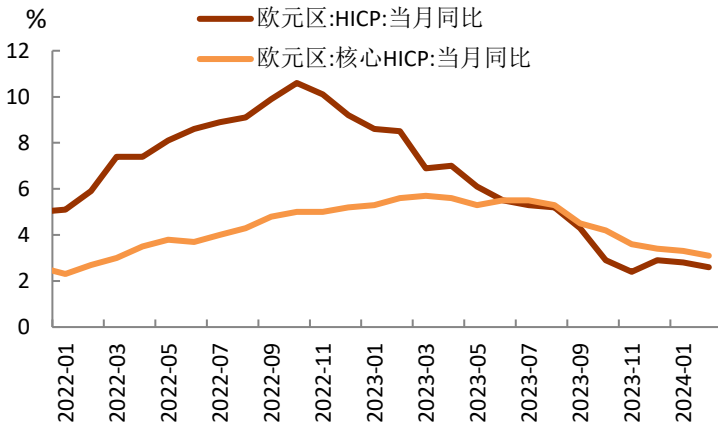


图表 5 欧美 PMI 数据

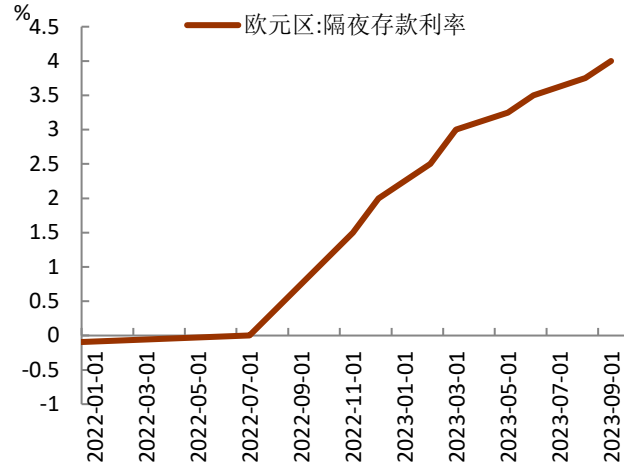


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表6 欧元区通胀情况

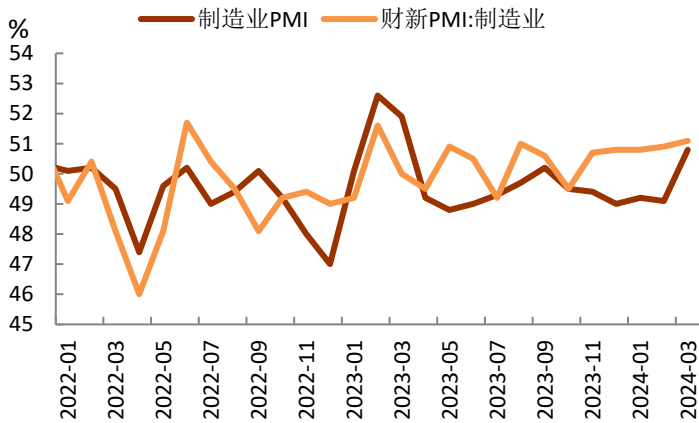


图表7 欧元区利率水平

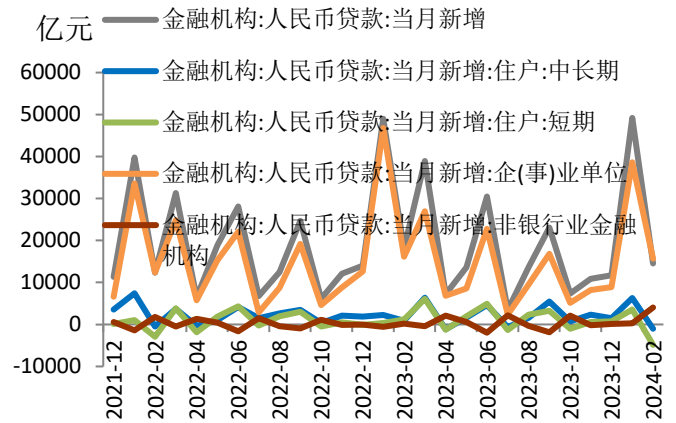


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表8 国内PMI数据



图表9 国内金融数据



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 全球锌矿供应频出扰动，国内矿山尚未完全恢复

ILZSG: 2024年1月全球锌矿产量97.78万吨，同比减少1.53%，环比减少2.73%。

3月以来，海外矿端扰动事件频发。Volcan称公司正在更新其Rumichaca尾矿坝的运营许可证，3月19日起暂停San Cristobal、Carahuacra和Ticlio三座矿山的运作，最长持续时间可达30天。停产的三座矿山在2023年锌精矿产量总计10.43万吨，停产一个月影响量预计在8600金属吨。3月21日，嘉能可在一份声明中表示，受3月18日登陆的飓风带来的暴雨影响，该公司

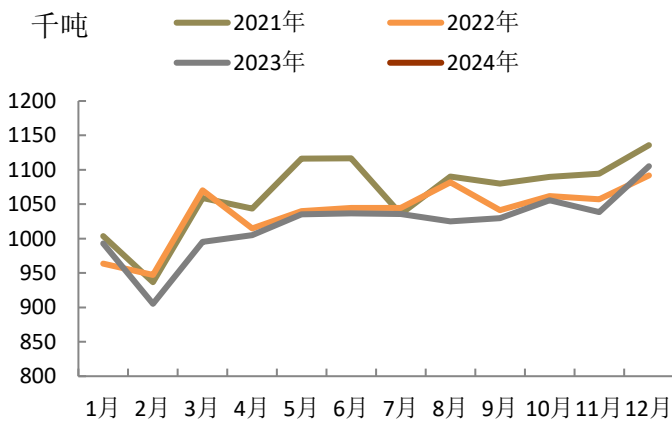
暂时停止了位于澳大利亚的McArthur River锌矿和铅矿的生产。该公司称继续监测洪水，并评估对作业的影响。该矿2023年锌矿产量26.22万吨，铅矿产量5.04万吨，关注影响周期。同时，也有矿产计划复产的消息，加拿大政府准许重新授予加拿大BMC矿产公司育空KZK锌铅铜项目运营许可。如果矿山投产，那么年度锌产量或将新增10万吨以上。尽管远期有BMC矿业KZK项目恢复，但短期矿山扰动下锌矿供应仍偏紧。

对于2024年全年来看，重点关注项目在于刚果Kipushi矿、澳大利亚Bowdens Silver和Endeavor、墨西哥Buenavista和Peñasquito、波斯尼亚的Vares银矿及俄罗斯Ozernoye矿等，预计2024年海外锌矿增量在10-15万吨左右（前期预期在20万吨左右），下调量级主要在俄罗斯Ozernoye矿及墨西哥Buenavista矿及Neves Corvo矿的突发减产等。

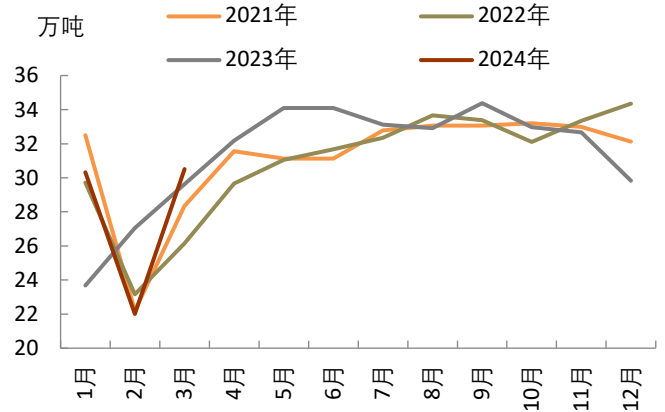
国内来看，SMM数据显示，2月锌矿产量22.01万吨，环比减少27.38%，同比减少18.63%。1-2月累计产量52.32万吨，累计同比增加3.13%。2月春节假期叠加北方矿山延续季节性减产，锌矿产量回落符合预期。3月7日，罗平锌电公告显示富乐铅锌矿因安全生产许可证停产，复产时间不确定，不过部分矿山复产，预计3月锌矿产量环比回升至30.51万吨。此外，国内北方矿山复产基本要于4月正式恢复，预计4月锌矿产量延续回升态势。2024年全年看，主要增量来源于新疆火烧云项目、贵州猪拱塘铅锌矿及江西银珠山项目，市场预计火烧云项目增量较为可观，或达15-20万吨，但考虑到火烧云项目高海拔影响，实际兑现量或打折扣，后期仍需密切关注。

总的来看，全球锌矿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 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	5
迈蒙矿	米尼加	0.5
Ozernoye	俄罗斯	5
Bowdens Silver	澳大利亚	3
Vares 银矿	波斯尼亚	3.5
Buenvista	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	5
Tara	爱尔兰	2
Dugald River	澳大利亚	3
增量合计		54.1
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
减量合计		-43.6
合计		10.5

数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

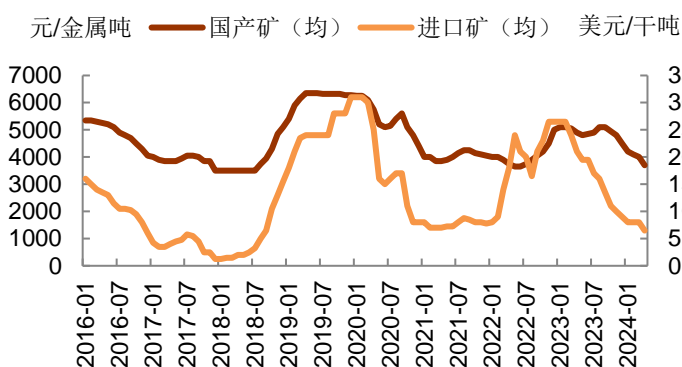
### 3.1.2 内外加工费环比回落，锌矿进口有望环比增加

海外仍有矿山仍有扰动，国内北方矿山尚未完全复产叠加罗平锌电停产，内外锌矿加工费延续下调。SMM数据：4月国内外锌矿月均价分别为3700元/吨和65美元/干吨，均值环比减少300元/吨和15美元/干吨。Benchmark谈判较为曲折，4月3日，泰克资源与韩锌达成锌精矿TC 165美金/吨，基本符合市场预期，较23年的274美金/吨降了40%，为三年来最低水平，佐证锌矿收紧预期。

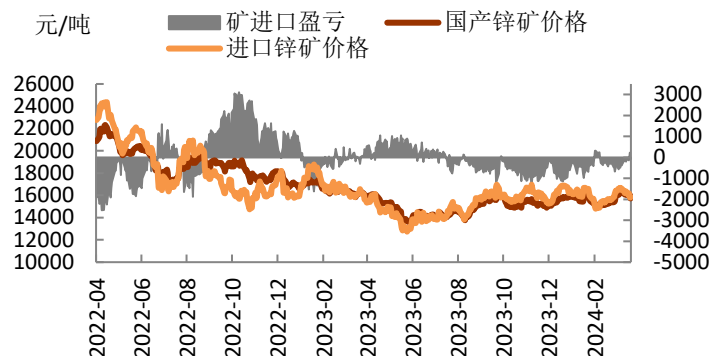
进口情况看，海关数据显示，2024年1、2月锌矿进口量分别为39.59万吨和25.12万吨，累计进口量为64.71万吨，累计同比减少28.29%。前两月进口前三的国家分别为秘鲁（17.14万吨）、澳大利亚（16.69万吨）、哈萨克斯坦（5.34万吨）。沪伦比价较弱，锌矿进口维持关闭，进口机会较少，同时，2月国内春节假期炼厂部分检修放假，对锌矿需求季节性减弱。此外，年初澳大利亚处于雨季，洪水影响矿山运输，叠加南非部分矿山生产受阻，海外锌矿供应减少亦影响国内进口。后期来看，3月锌矿进口短暂性开启，且国内炼厂生产恢复后对原料

需求较强，预计3月锌矿进口量有望环比回升。

图表 13 内外矿加工费维持弱势

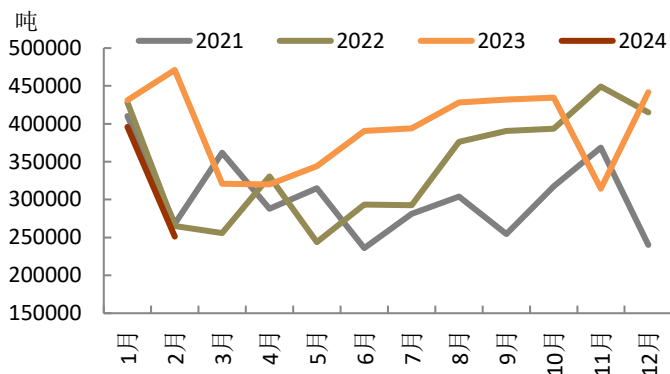


图表 14 锌矿进口窗口长期关闭

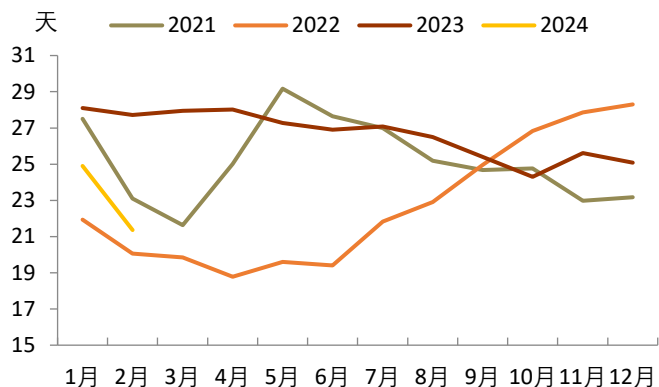


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 15 锌矿进口情况



图表 16 冶炼厂原料库存



数据来源：Mysteel，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，2024年1月精炼锌产量113.82万吨，环比减少3.02%，同比增加4.14%。其中，中国及美洲产量同比增幅分别为8.75%和4.42%，欧洲产量同比减少18.45%。

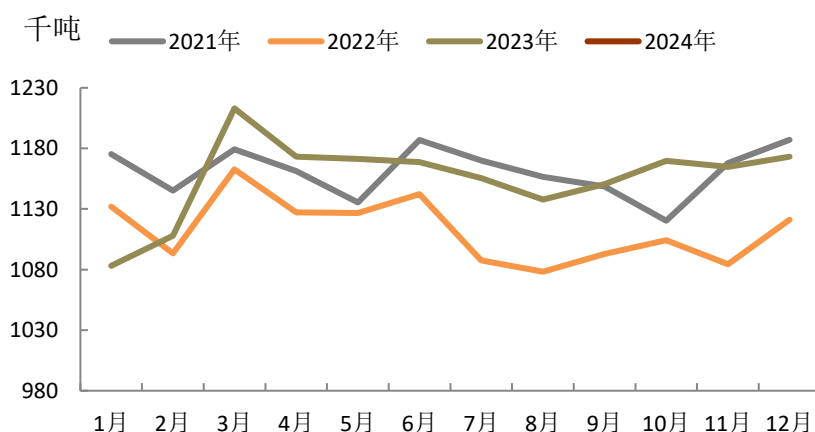
近期海外炼厂减复产并存，继Nystar2024年1月下半月对位于荷兰的Budel锌冶炼厂（年产能30万吨）进行保养和维护而暂停运营后，3月6日韩国Young Poong Corp表示已将其Seokpo锌冶炼厂（年产能40万吨）的产量削减了五分之一。3月18日消息显示，嘉能可已于2月增加Nordenham锌冶炼厂（年产能16.5万吨）的产出。后期，复产投建方面仍需关注俄罗斯铜业及波利顿Odda炼厂的情况。

图表 17 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。2024 年 1 月 15 日，宣布自 1 月中下旬暂停生产。
	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。2024 年 2 月已开始增加产出。
	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 18 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

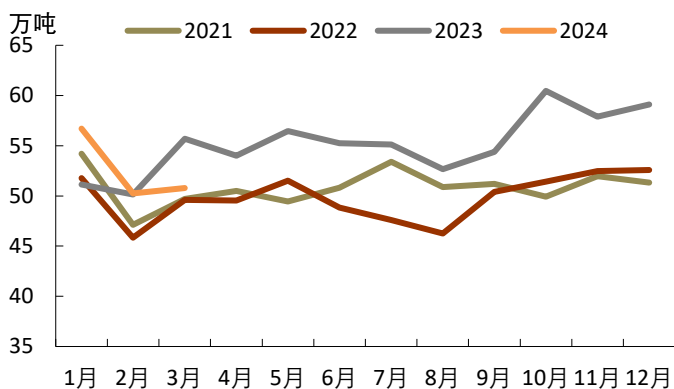
### 3.2.2 进口窗口阶段开启，国内月度供应环比增量有限

SMM数据显示，2月精炼锌产量为50.25万吨，环比下降6.44万吨或环比下降11.36%，同比增加0.22%，1~2月累计产量106.9万吨，累计同比增加5.61%，略低于预期。2月恰逢春节假期，冶炼厂顺势放假检修增加，且节后锌精矿原料偏紧，部分企业复产延后；另外2月生产天数自然减少2天，产量下降，主要减量集中在湖南、四川、陕西、广东等地。对于3月，生产天数增加，四川部分放假的企业产量恢复，叠加安徽地区产量提升和湖南地区复产带来增量，但湖南、四川、广西、辽宁、青海等地冶炼厂检修减产，产量亦下降明显，总的来看，预计

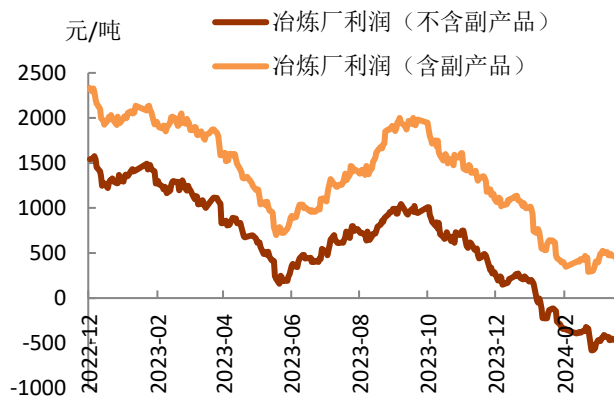
精炼锌产量环比增加0.53万吨至50.79万吨，同比下降8.78%，1-3月累计产量157.7万吨。原料紧缺、利润欠佳的背景下，后期不排除更多炼厂提前检修或减产，精炼锌月度供应环比难有大幅提升。

进口方面，海关数据显示，2024年1、2月精炼锌进口量分别为2.51万吨和2.53万吨，累计进口量5.03万吨，累计同比增加666.8%。1月进口前三国家为：韩国、伊朗、西班牙，分别为：0.81万吨、0.6万吨、0.34万吨；2月进口前三国家为：澳大利亚、哈萨克斯坦、伊朗，分别为：1.2万吨、0.84万吨、0.28万吨。1、2月精炼锌出口量分别为0.1万吨和0.16万吨，累计出口量为0.26万吨，累计同比增加22.68%。前两个月精炼锌累计净进口4.77万吨。前两月精炼锌进口量基本符合预期，去年年底锌锭进口窗口开启后，货源陆续流入，澳大利亚及伊朗进口明显增加，而哈锌延续常规进口。后期来看，2月底锌锭进口窗口再度短暂开启，预计3月进口量环比增加至3万吨左右。

图表 19 国内精炼锌月度产量

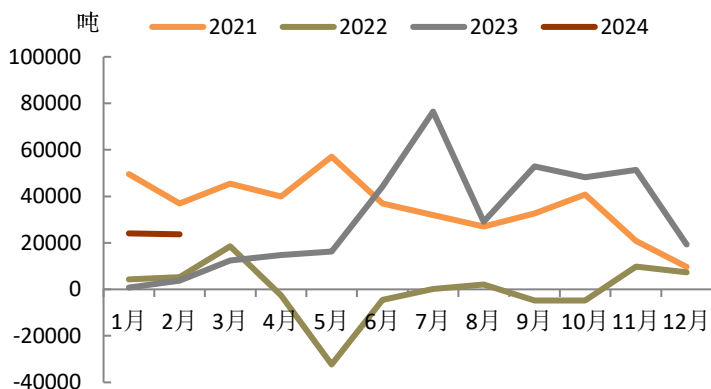


图表 20 冶炼厂生产利润

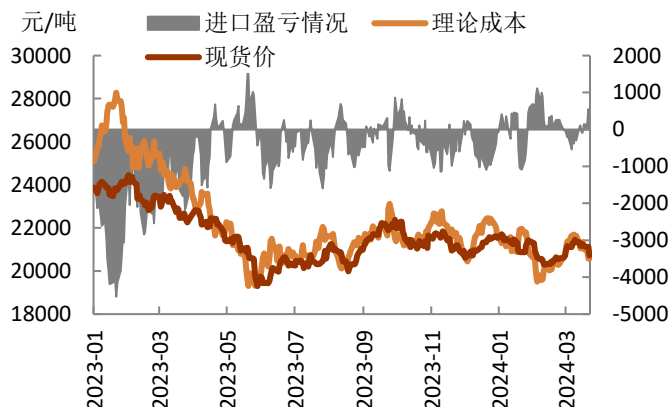


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 21 精炼锌净进口情况



图表 22 精炼锌进口窗口开启



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

### 3.3 精炼锌需求情况

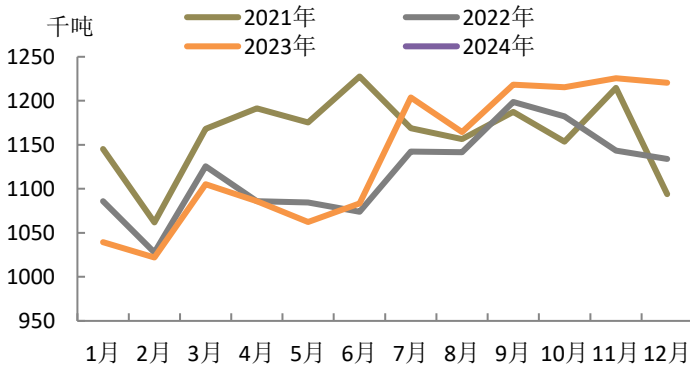
#### 3.3.1 海外需求偏弱

全球范围来看，ILZSG数据显示，2024年1月精炼锌消费量为107.95万吨，环比减少11.55%，同比增加3.9%。全球锌市场由2023年12月份的供应短缺4.68万吨转为供应过剩5.87万吨，2023年同期为供应过剩5.4万吨。

海外来看，锌需求主要集中在汽车及地产板块。美国市场来看，数据显示，2月成屋销售改善，但新屋销售略不及预期。数据显示，美国成屋销售438万套，远超过市场预期的395万套，为2023年2月以来的销量峰值。2月美国新建住房销量为66.2万套，不及预期的67.5万套，环比增速则回落2个百分点至-0.3%。汽车方面，2月美国汽车产量同比增加8.75%至24.36万辆，芯片紧缺改善下，产量恢复为主。欧洲方面，1月欧元区19国营建产出指数达104.5，环比增加0.5，同比增加0.8，稳中偏好。汽车方面，1、2月欧洲汽车销量同比重回两位数增长，主要受益于同期低基数，尤其是去年年初德国汽车补贴政策调整导致汽车产销大打折扣，3月欧元区汽车销量同比降幅达26%，未能延续年初以来的向好态势，指向制造业消费仍显偏弱。

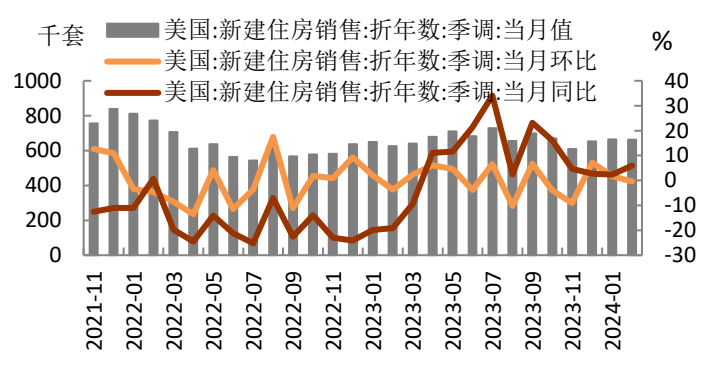
总的来看，欧美微观数据喜忧参半，消费未有显著改善的背景下，欧美锌现货溢价延续高位回落态势，市场等待下半年欧美央行开启降息，或带动消费端边际改善。

图表 23 全球精炼锌月度需求情况

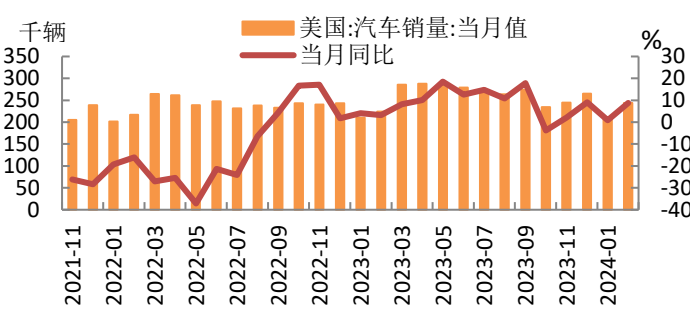


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 24 美国新建住房销量

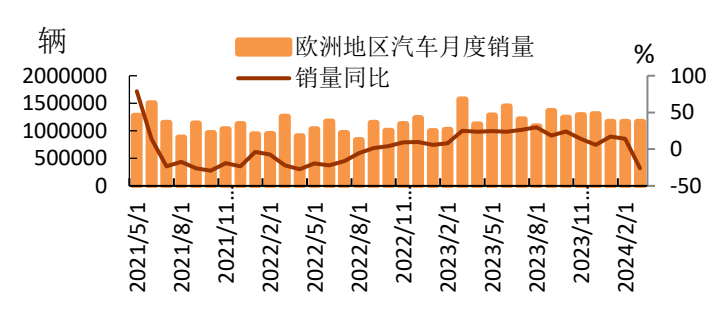


图表 25 美国汽车销量情况

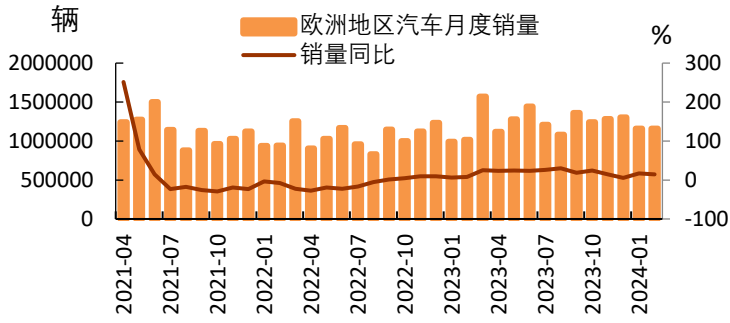


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

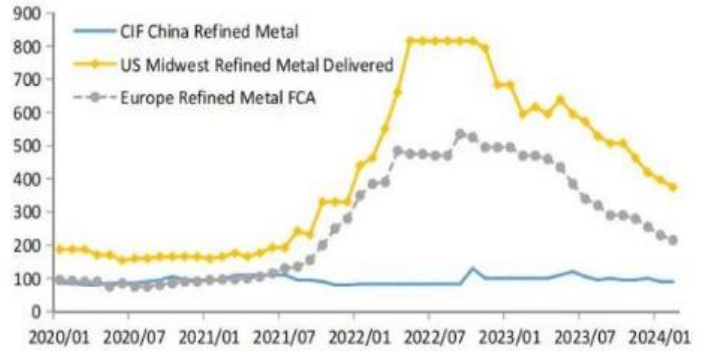
图表 26 欧元区房屋营建情况



图表 27 欧元区汽车销量情况



图表 28 各地锌锭贸易升水



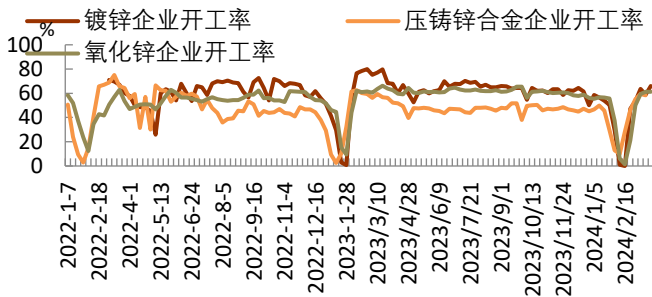
数据来源: iFinD, Bloomberg, CRU, 铜冠金源期货

### 3.3.2 国内消费恢复不及预期，初端出口喜忧参半

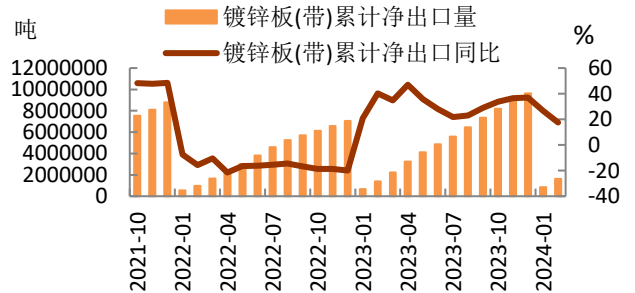
3月进入消费传统消费旺季，但从初端企业开工情况看，均较往年同期偏弱，截止至3月29日，镀锌、压铸锌合金及氧化锌企业开工率分别为64.25%、57.9%和60.66%。其中，月中，河北天津等北方地区受环保限产扰动，同时终端订单欠佳，企业成品库存较高，抑制开工；镀锌结构件方面，光伏招标未结束，表现不及预期。铁塔企业订单依旧稳定，其他板块未见明显改善。锌价波动使得终端亦处于观望状态。压住新合金企业成品库存仍处于较高水平，部分企业计划减少开工天数。橡胶级氧化锌订单在半钢胎开工的带动下，订单表现依旧较好，但行业竞争大，利润空间缩窄，部分企业生产减量；陶瓷级及电子级氧化锌表现变化较小；饲料级氧化锌订单暂无好转，氧化锌企业开工相对稳定。总的来看，

从初端消费品出口情况看，镀锌板出口延续较好，压铸锌合金及氧化锌出口较弱。海关数据显示，2024年1-2月镀锌板累计净出口161.19万吨，累计同比增加17.55%。1-2月压铸锌合金累计出口量495.48吨，累计同比减少9.58%，其中2月出口降幅较大，主要因2月也为第一进口国越南的春节假期，叠加国内亦处于春节长假，导致出口订单出现明显下滑。1-2月份氧化锌累计出口量1671.34吨，累计同比减少27.74%。后期来看，随着季节性因素解除，叠加海外需求逐渐恢复，各初端板块出口均有望环比改善。

图表 29 国内初端企业开工率



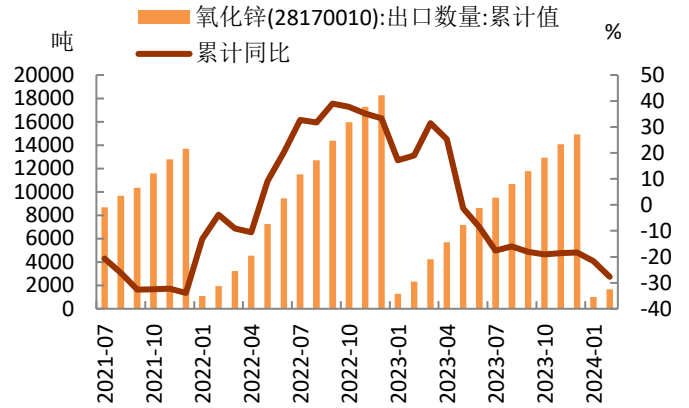
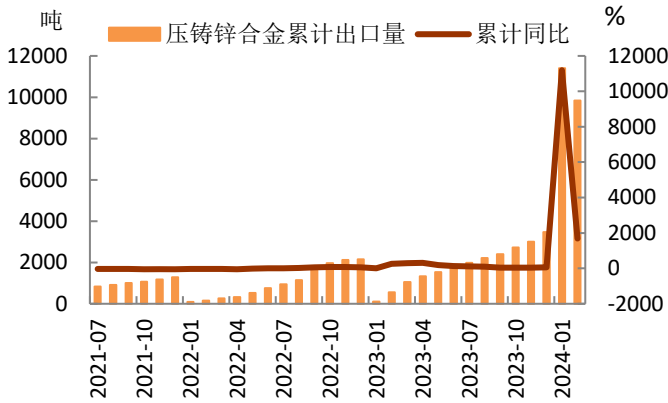
图表 30 镀锌板净出口情况



数据来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

图表 31 压铸锌合金出口情况

图表 32 氧化锌出口情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

### 3.3.3 终端需求延续分化

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，此外，汽车板块中最易遭受腐蚀的部位对镀锌钢板的应用比例也较大，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**：国家统计局数据显示，2024年1-2月广义、狭义基建投资同比分别为9.0%、6.3%，分别较2023年1-12月累计同比分别提升0.7、0.4个百分点，但较2023年12月当月同比分别回落1.8、0.5个点。随着去年年底增发1万亿国债在2月下发完毕，资金相对充裕，带动年初基建投资回升。不过，资金尚未落实到实物工作量，从高频数据来看，1-3月沥青开工率底部震荡，水泥发运率增速回落，国内挖掘机销量跌幅有所收窄但仍大。

因此前万亿国债发行拖延了专项债项目的启动，及部分省份新增政府投资项目受到管控，今年1-2月新增专项债累计发行3979亿元，较去年同期少发4290亿元。2024年政府报告中指出，拟安排地方政府专项债券3.9万亿，额度较去年增加1000亿元。后期看，随着政府工作的恢复及国家相关要求的提出，后期专项债发行速度有望提升，实物量也有望加速体现，支撑锌消费。

**房地产方面**：国家统计局数据显示，2024年1-2月地产投资累计同比增速为-9.0%，较前值跌幅收窄0.6个点。其中，生产端，1-2月新开工、施工、竣工面积的累计增速分别为-11.0%、-29.7%和-20.2%，均低于2023年全年的水平。需求端，今年1-2月商品房销售面积累计同比增速为-20.5%，跌幅较去年全年的8.5%进一步扩大，增速也低于2023年12月单月同比。数据显示，地产投资跌幅收窄，反应了城中村改造、保障房建设对地产投资的支持作用有所显现，但新开工、施工、竣工普遍回落，销售跌幅扩大，反应了地产行业景气度依旧偏弱。

3月中旬杭州二手房全面取消限购，地产宽松政策持续释放，但从高频数据来看，3月30大中城市商品房成交面积依旧处于近年同期低位，其回升过程较为曲折，指向地产市场仍未真正企稳。地产前后端的疲态，依旧是拖累锌相关消费的重要因素。

**从汽车方面来看：**中汽协数据显示，2024年2月份，汽车产销分别完成150.6万辆和158.4万辆，环比分别下降37.5%和35.1%，同比分别下降25.9%和19.9%。1-2月，汽车产销分别完成391.9万辆和402.6万辆，同比分别增长8.1%和11.1%。2月恰逢国内春节假期，且部分购车需求已在春节前释放，2月汽车产销符合季节性回落的特征。从前两个月的运行情况看，汽车产销保持平稳运行，其中新能源汽车和汽车出口保值良好态势。高频数据看，汽车半钢胎和全钢胎开工率持续回升，其中半钢胎开工率绝对值持续处于近年同期最高值。

中央财经委员会第四次会议，提出鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新，推动耐用消费品以旧换新。政策鼓励有助于进一步带动家电、汽车等耐用消费品的购买。此外，2024年进入新能源汽车补贴新阶段，地方政府对企业补贴增加，叠加政策对“以旧换新，汽车下乡”刺激，车企优惠力度加大等令汽车行业保有较好支撑。后期随着各项政策的进一步细化及落实，有望巩固拓展汽车行业发展，带动耗锌量呈现正增长。

**从白色家电方面来看：**统计局数据显示，2024年1-2月空调产量3763.6万台，同比增长18.8%。1-2月冰箱产量1374.4万台，同比增长12.8%。1-2月洗衣机产量1622.5万台，同比增长18.5%。1-2月彩电产量2533.1万台，同比增长4.5%。出口方面，1-2月空调累计出口1196万台，同比增长17.2%。1-2月冰箱累计出口1131万台，同比增长41.9%。1-2月洗衣机累计出口531万台，同比增长40.0%。1-2月电视机累计出口1414万台，同比增长1.0%。内销及外销均表现同比正增长。

2024年开年以来，以旧换新是白色家电板块最重要的产业政策之一。从目前市场反馈的情况来看，无论是政府方面还是渠道企业方面，均在大力实施以旧换新，有望带动家电内销延续向好态势。从产业在线排产数据看，空调、冰箱及洗衣机3到5月产量同比均呈现正增速，临近空调传统生产旺季，企业3月开始为开门红冲刺做准备，厂家排产积极性较高，同时，出口也正值旺季，海外补库需求仍能带动空调出口增长。受益于海运费下调及部分海外国家采购积极备货，冰箱出口排产亦呈现较强增势，部分企业出口订单已满仓至4月份，预计上半年均能保持较好出口；洗衣机方面内销尚未显现较强增势，但尚能保持较稳定需求。

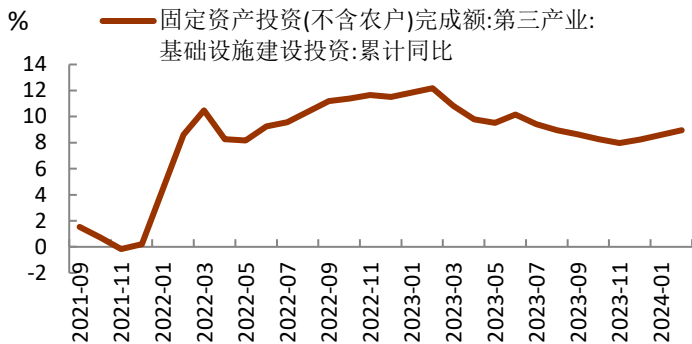
总的来看，在政策牵引、厂家排产积极及出口延续高增长态势下，家电市场有望保持较好状态，利多镀锌及合金板块需求。

**从风电和光伏板块来看：**电力企业联合会数据显示，2024年1-2月风电新增装机容量累计量989万千瓦，累计同比增加69.35%。预计全年风电新增装机量89GW，同比增速17.63%。2024年1-2月光伏新增装机容量累计量3672万千瓦，累计同比增加80.27%。根据光伏协会数据，中性预估2024年光伏新增装机量为205GW，同比减少5%。总的来看，随着项目增速放缓及行业内卷加速，风光难维持2023年的高增速。中性预计看，2024年光伏耗锌量同比减少2万吨，风电耗锌量同比增7.3万吨。



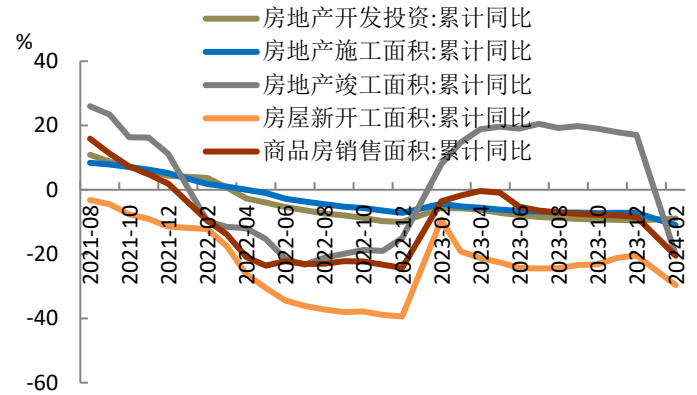
整体来看，年初以来终端消费延续分化态势，依旧换新政策下，汽车及家电消费预期较好，基建及地产项目复工节奏偏慢及部分项目延后，光伏订单改善但高增速不再。

图表 33 基建投资增速回暖



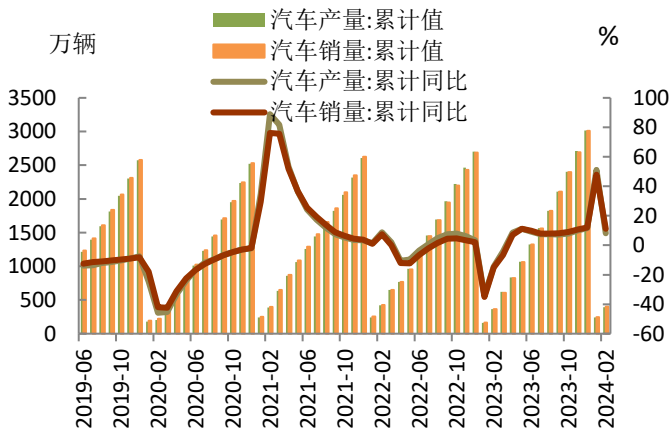
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 34 地产主要指标依然疲软



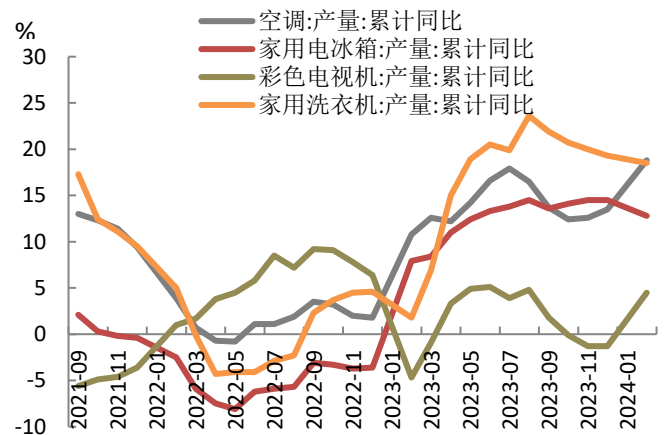
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 35 汽车产销情况



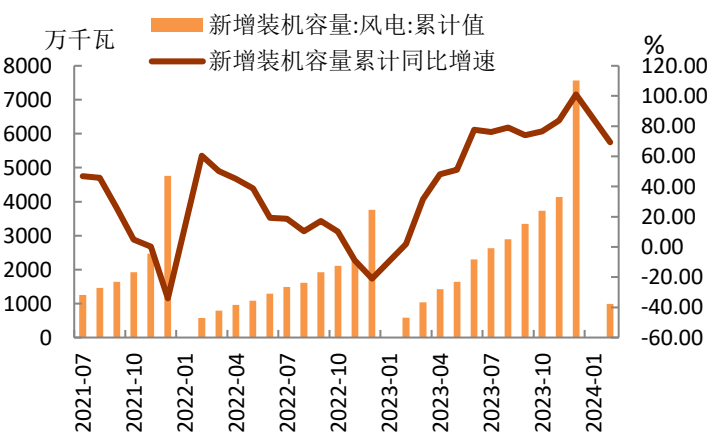
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 36 白色家电产量情况



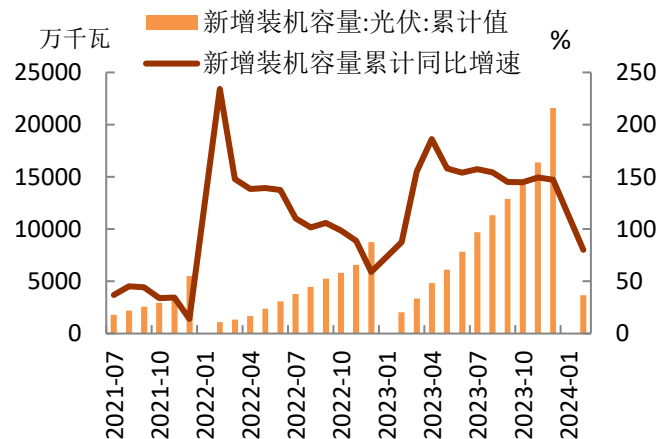
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 37 风电新增装机量情况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 38 光伏新增装机量情况



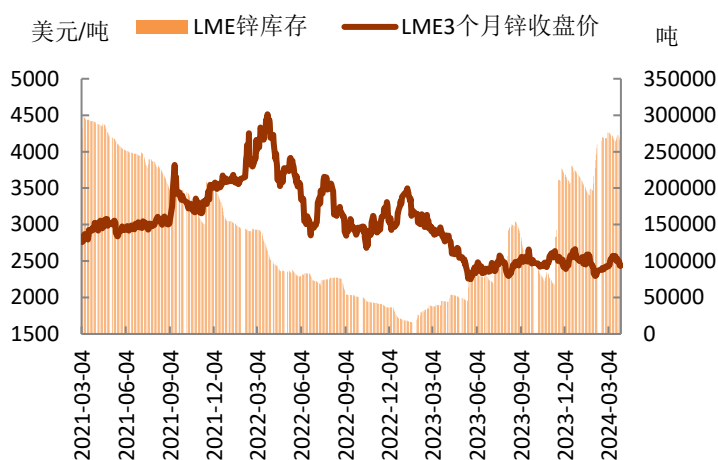
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

### 3.4 海外库存高位小增，国内超季节性累库

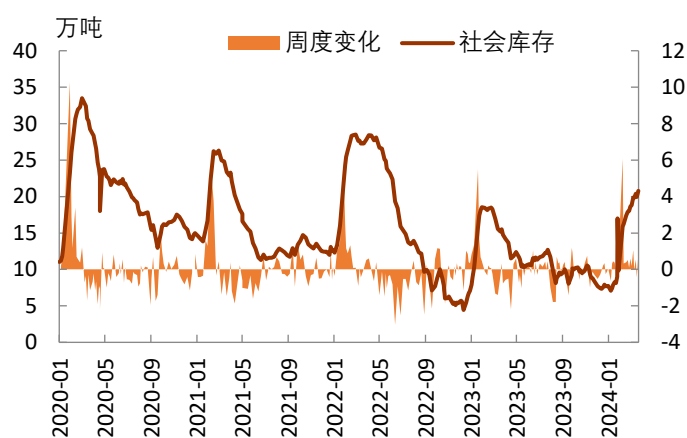
3月LME库存呈现先跌后涨，截止至3月29日，库存为270875吨，月度增加2825吨。LME0-3现货维持贴水结构，截止至3月28日贴水44.9美元/吨，较月初变化不大。库存高位及大幅贴水，凸显海外需求疲态。投资资金净空持仓先减后增，目前资金变化反复，总体偏空。

国内库存超季节性累库，受下游恢复不及预期，及进口锌锭流入影响，社会库存迟迟未能呈现持续性去库，截止至4月1日，库存达20.78万吨，较2月底增加3.37万吨，库存绝对水平也较去年同期偏高，限制锌价上行空间。后期来看，进入4月份，随着消费环比进一步改善，及供应端产出受限，库存大概率步入去库阶段，库存有望高位回落。

图表 39 LME 库存小幅增加



图表 40 国内超季节性累库



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

## 四、总结与后市展望

宏观面看，美国经济软着陆概率增加，3月非农超预期意味着降通胀道路曲折，市场预期美联储首次降息节点延后，且降息次数有所减少。欧元区通胀回落不及预期，经济景气度延续分化，欧央行对降息保持谨慎。国内政策基调中性偏多，经济景气度延续回升。

供应端看，一季度海外矿山扰动增多，强化锌矿紧缺格局。Benchmark达成在165美元/吨，为三年来最低水平，佐证锌矿收紧预期，成本端支撑较强。受加工费走低，炼厂利润不佳影响，国内精炼锌月度供应环比增量较小，同比降幅较大。进口锌锭窗口间歇开启，部分弥补国内产量下滑。

需求端看，海外消费未有效改善，LME库存维持高位，现货溢价下行。国内初端企业开工率不及同期，终端基建投资回升，但实物量落地尚待时日；地产依旧未有有效改观，前端后端数据尽显疲态；汽车家电表现尚可，提供部分支撑；风光投资增速有所放缓，需求“金三”不旺叠加进口锌流入下，社会库存累库不止，绝对水平已高于去年同期。

整体来看，宏观中性偏好，基本面多空交织，矿端紧张传导至冶炼端收紧逻辑强化，锌价下方支撑犹存，但需求恢复不及预期，去库推迟制约锌价上方空间。预计锌价将维持宽幅震荡，区间在20500-22000元/吨。鉴于原料收紧及需求环比改善逻辑，倾向于逢低做多。

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。