

2021年12月9日

星期四

需求端主导行情

锌价或先扬后抑

联系人：黄蕾

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105



要点

●供给端来看，2021年全球锌矿恢复不及预期，呈现偏紧格局，2022年海外增量预计25-30万吨，国内增量预计10万吨，全球锌矿供应偏紧格局有望好转，内外加工费有望低位小幅回升。冶炼端看，2021年国内外受能源、能耗等问题干扰较多，2022年海外新增项目少，多为已投项目释放增量，约5万吨。一季度欧洲能源问题或仍干扰炼厂生产，但驱动的逻辑难以持续全年。国内新增预计15-20万吨，且能耗管控或常态化，若国储不继续投放锌锭，预计全年供应同比仅微增。

●需求端来看，2021年海外货币宽松叠加疫情后修复带动高需求，2022年需求边际或放缓。国内受终端疲软需求表现偏弱，2022年国内政策逆周期调节预期较强，地产不宜过分悲观，基建托底经济预期升温，且芯片供给改善带动汽车产销回暖，家电外销刚需内销好转。总体而言，上半年国内需求存改善预期，下半年经济压力较大，需求增速或回落。

●整体来看，2022年海外货币政策收紧预期较强，下半年或步入加息周期，金属预计承压。国内逆周期调控预期强，政策易松难紧。全球锌矿供给略宽松，一季度能源问题仍困扰海外锌锭供给，二季度后或缓解，国内呈现恢复态势，产量高峰或在二季度。需求或呈现先扬后抑走势。全年看，锌价上半年表现相对坚挺，下半年或缓慢下行，预计沪锌主要运行区间在20000-25000元/吨，伦锌主要运行区间在2600-3500美元/吨。

风险提示：海外能源危机超预期，国内需求低于预期，全球疫情加剧

目录

一、锌市场行情回顾	4
二、2021 年全球锌矿供应偏紧，2022 年全球锌矿紧张缓解	5
1、2021 年海外锌矿恢复不及预期，2022 年增量或达 25-30 万吨	5
2、2021 年国内锌矿未恢复至疫情前水平，2022 年新增约 10 万吨	6
三、锌锭端转为锌价锚点	8
1、2022 年海外无新增冶炼项目，一季度炼厂生产仍受能源干扰	8
2、2021 年国内精炼锌产量不及预期，2022 年有望增 15-20 万吨	10
四、需求端	13
1、2022 年海外疫情后高需求或回归常态	13
2、2021 年国内终端需求低迷，2022 年存改善预期	14
五、2021 年全球去库存，2022 年有望低位回升	18
六、总结与后市展望	19

图表目录

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势.....	4
图表 2 全球锌矿月度产量.....	5
图表 3 全球锌矿年产量及增速.....	5
图表 4 2022-2023 年海外主要矿山增量（万吨）.....	6
图表 5 国内锌矿年产量及增速.....	7
图表 6 国内外锌矿月度加工费.....	7
图表 7 国内锌矿进口情况.....	7
图表 8 锌矿进口国占比.....	7
图表 9 2020-2022 年国内主要矿山新增产能（万吨）.....	8
图表 10 全球精炼锌产量及年度增速.....	9
图表 11 全球精炼锌月度产量.....	9
图表 14 国内精炼锌产量情况.....	11
图表 15 沪伦比价情况.....	11
图表 16 国内冶炼厂盈亏情况.....	11
图表 17 硫酸现货价格.....	11
图表 18 国内精炼锌进口量.....	11
图表 19 精炼锌进口盈亏情况.....	11
图表 20 近年国储局锌锭收放情况.....	12
图表 21 2020-2021 国内冶炼厂新增产能（万吨）.....	12
图表 22 欧美 PMI 指数.....	13
图表 23 欧美汽车月度销量情况（辆）.....	13
图表 24 全球精炼锌消费占比情况.....	14
图表 25 镀锌板出口情况.....	14
图表 26 2021 年地产指标大幅回落，2022 年不宜过分悲观.....	15
图表 27 当月房屋新开工面积.....	15
图表 28 当月房屋销售面积.....	15
图表 29 当月房屋竣工面积.....	15
图表 30 2022 年基建有望托底经济.....	16
图表 31 地方政府专项债券月度投放情况.....	16
图表 32 2022 年新片紧缺预期好转，汽车产销或回暖.....	16
图表 33 新能源汽车产量情况.....	16
图表 34 2021 年家电产量回落，2022 年预计稳定增长.....	17
图表 35 2022 年外销或边际放缓.....	17
图表 36 今年内海外库存持续去化，明年或回升.....	18
图表 37 去库带来升水阶段性暴涨.....	18
图表 38 交易所库存冲高回落后小幅反弹.....	19
图表 39 全年多处升水结构.....	19
图表 40 社会库存降至近年低位，明年有望增加.....	19
图表 41 保税区库存延续走低.....	19
图表 42 2017-2022 年全球锌市供需平衡表.....	20
图表 43 国内锌市供需平衡表.....	20

一、锌市场行情回顾

2021年全年来看，锌价相较于其他基金属波动幅度相对较小，除了10月出现一波暴涨暴跌的行情外，总体呈现宽幅区间震荡，使得市场关注度及参与度相对较低。

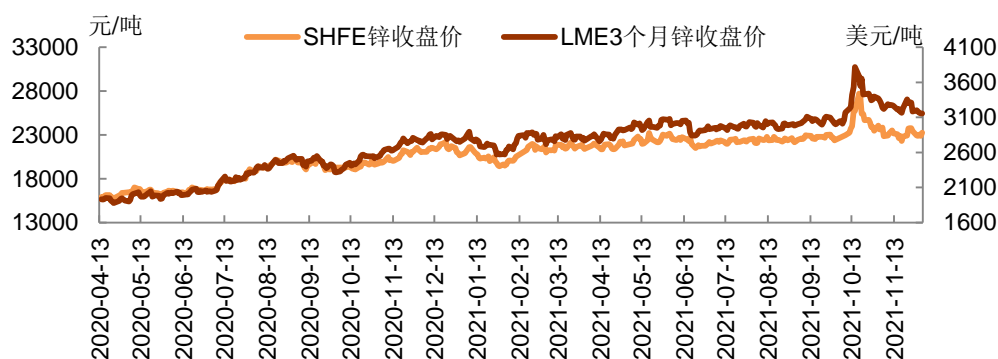
整体来看，锌价走势分为三个阶段：第一个阶段为年初至2月底，锌价呈现“V”型走势。年初，随着美国政治风险减弱且新总统拜登提出数万亿美元规模的刺激计划，美元止跌反弹，金属高位承压。与此同时，国内河北等地疫情严峻，加之需求超预期下滑拖累了锌价走势。月末，受海外贸易商集中交仓令锌价跌破万二一线。待市场消化利空影响后，伴随着市场对通胀预期的进一步升温，锌价修复性反弹至22000元/吨附近震荡。

第二阶段为2月底至9月底，锌价呈现区间21000-23600元/吨宽幅震荡。宏观面上，随着美国通胀数据不断上行，市场对美联储加快收紧购债预期增强，美元走势偏强，锌价承压。不过，国内调控压力上升，能耗管控及各地限电、环保影响不断，供应端扰动频发，限制精炼锌供应增速，国内库存维持低位，支撑锌价。但同时国内经济下行及限电也限制下游消费，锌市出现旺季不旺的现象。在宏观及基本面多空因素交织下，锌价上下两难，横盘震荡。7月份后，震荡中枢有所上移，但波动区间明显收窄。

第三阶段为10月至今，锌价暴涨暴跌，呈现倒“V”走势，随后再度陷入区间宽幅震荡。进入10月欧洲能源问题快速发酵，电价飙升导致欧洲炼厂生产亏损，新星及嘉能可相继宣布欧洲炼厂减产，市场担忧全球精炼锌四季度供应缺口扩大，同时全球能源价格大涨，也推动了市场对通胀的预期，内外锌价暴涨，沪锌刷新近十四年新高点至27720元/吨。不过10月中旬，伴随着国家对煤炭系价格行政调控趋严，市场对能源危机的炒作情绪迅速冷却，锌价高位回落，市场交易逻辑转向消费端。尽管11月下旬嘉能可扩大欧洲炼厂减产及Tara矿山因漏水检修，但市场表现相对理性，锌价短暂冲击后再度回落。截止至12月8日，年度涨幅达13.54%。

伦锌方面，走势类似于沪锌，但受欧洲能源问题短期难改善影响，10月冲高回落走势强于内盘。整体看，2月初刷新年内低点至2546.5美元/吨，10月中旬创近十四年新高至2944美元/吨，目前呈现区间3135-3390美元/吨区间震荡，截止至12月8日，年度涨幅达20.73%。

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势



数据来源：Wind，铜冠金源期货

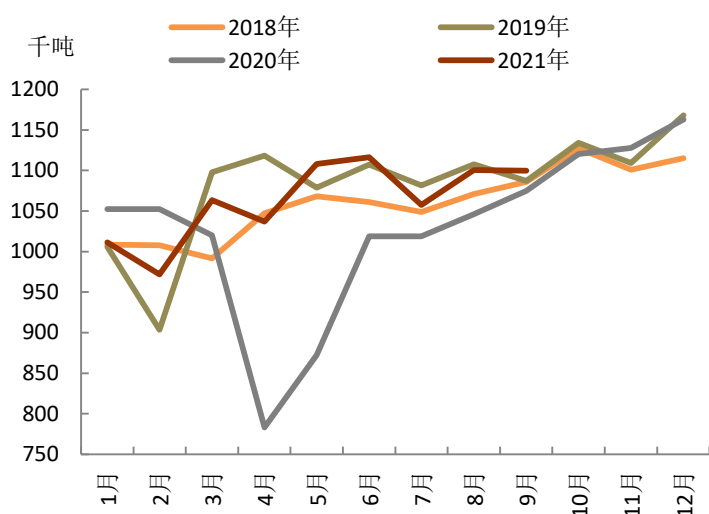
二、2021 年全球锌矿供应偏紧，2022 年全球锌矿紧张缓解

1、2021 年海外锌矿恢复不及预期，2022 年增量或达 25-30 万吨

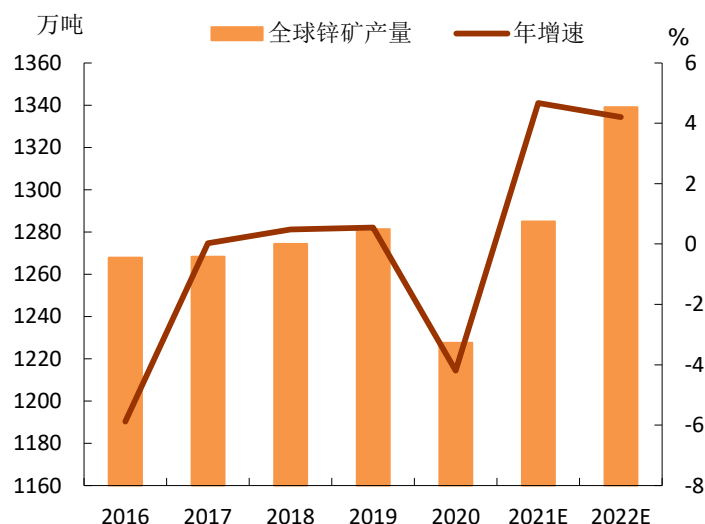
ILZSG数据显示,2021年1-9月全球锌矿累计产量达956.52万吨,累计同比增6.32%,较2019年同期减0.24%,前三季度全球锌矿产量逐步增加,但略低于疫情前水平。上半年,海外疫情影响超市场预期,印度疫情反扑、秘鲁因疫情阶段性封锁、新冠突变株在南非爆发等等,对锌矿的生产及运输均构成一定阻碍。进入三季度,疫情影响缓解后,锌矿产出恢复至正常水平。主要矿企如五矿、嘉能可、世纪新矿等年产量预计超疫情前水平,但Teck、伦丁、Nexa、Trevalli等年产量仍低于疫情前水平。全年看,全球锌矿产量预计在1285万吨,远低于年初预期,但较疫情前微增,全年锌矿供应维持偏紧格局。

对于2022年,海外锌矿增量预期有25-30万吨,增量主要体现在嘉能可旗下位于哈萨克斯坦的 Zhairam 矿山2021年5月投产,预计2022Q2稳定生产,矿产能16万吨/年。同时, Nexa 旗下 Aripuanã项目2021年10月7日获得运营许可批准,2022年Q1末开始生产。伦丁旗下 Neves-Corvo 锌扩展项目(“ZEP”)2021年1月重启后,2022年继续爬产。韦丹塔旗下的 Sindesar Khurd 和 Ramapura Agucha 矿曾在2021年4月和5月暂停运营,2022年将继续贡献增量。减量方面,嘉能可位于加拿大的 Matagami 矿区的 Bracemac McLeod 矿预计可使用到2022年初,而 Kidd 矿的开采寿命预计于2023年底结束,合计带来10万吨以上级别的减量。此外,2023年 Kzzinc 旗下 Maleevsky 项目逐步枯竭,部分抵消 Kzzinc 矿产增量。

图表 2 全球锌矿月度产量



图表 3 全球锌矿年产量及增速



数据来源: ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 4 2022-2023 年海外主要矿山增量（万吨）

国家	企业	矿山	2022 年增量	2023 年增量
哈萨克斯坦	Tu-ken Samruk	Shalkiya	2	2
葡萄牙	Lundin	Neves-Corvo	4.7	3.2
印度	Vedanta	Rampura-Agucha	5	1.7
	Vedanta	Sindesar Khurd	1.5	0
南非	Vedanta	Gamsberg	1.4	
巴西	Nexa	Aripuanã	3.4	1.6
加拿大	Tevali	Caribou	1	0
墨西哥	Penasquito Goldcorp	Penasquito	3.5	-2.2
澳大利亚	Heron Resources	Woodlawn	1	0
哈萨克斯坦	嘉能可 (Kzzinc)	Zhairesm	8	4
加拿大	嘉能可	Matagam	-3.5	-2.5
加拿大	嘉能可	Kidd	-2	-2
合计			26	5.8

数据来源：新闻整理，铜冠金源期货

2、2021 年国内锌矿未恢复至疫情前水平，2022 年新增约 10 万吨

从加工费的表现来看，前4个月受国内外疫情反复及内蒙能耗管控限制矿山产出影响，内外加工费均延续环比走弱的趋势，双双跌至近两年半以来的低位。4月底以来锌矿供应开始边际小幅趋松，内外锌矿加工费均环比抬升。进入9月份，炼厂担心疫情导致运输受限，提前步入冬储节奏，矿端再度趋紧。而四季度北方矿山季节性检修叠加冬奥会环保等影响，产出下滑，同时炼厂限电影响缓解后增加对原料需求，内外加工费环比持续走弱。至12月，国产加工费报3800-4300元/金属吨，进口矿报70-85美元/干吨，均值分别较年初增加50元/金属吨及减少2.5美元/干吨。2022年随着内外锌矿供应持续恢复，加工费有望低位回升，但幅度或相对有限。

尽管今年加工费有利于矿山，但全年锌矿产量并未呈现放量的情况。SMM数据显示，2021年全年锌矿产量为407万吨，累计同比增9.4%，但较2019年同比减6.4%，全年国内锌矿供应仍未恢复至疫情前水平。

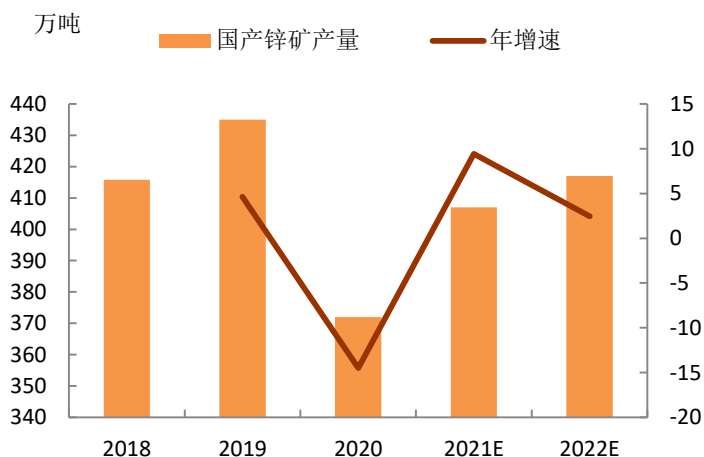
从近年锌矿产出情况看，2008年到2014年，国内锌精矿的产量主要与铅锌矿山的利润挂钩，当利润提升时，铅锌矿山的产量也随之提高，2014年产量高达553万吨；而2015年后，铅锌矿山产量则由利润导向转到政策导向。随着环保政策密集出台，国内铅锌矿山面临证照手续不全，采空区安全隐患以及尾矿排放不合格等问题，同时民营中小型矿山又无力承担整改费用，部分企业最终被迫关停，从而导致锌矿产量逐步呈现大幅下滑态势。而今年又面临“碳达峰、碳中和”的问题，尽管国内铅锌矿山不是能耗大户，但生产依然受到一定干扰，今年3月内蒙能耗管控就影响当月产量达0.8-1万吨。

与此同时，新矿开发也面临更加严峻的局面，不仅投产周期被拉长，而且开发成本也大

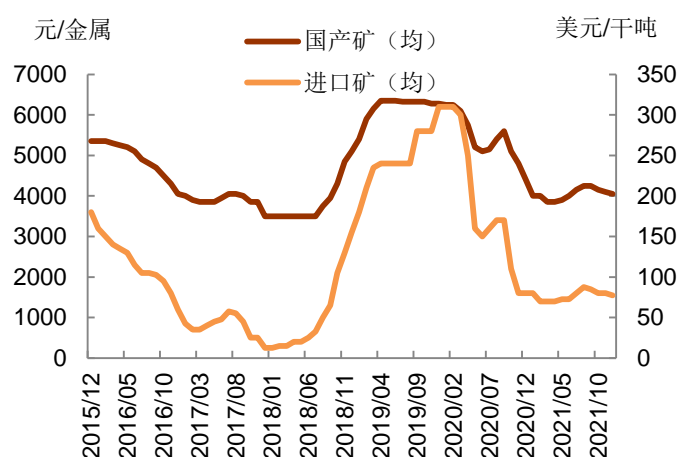
幅抬升。从近年情况也可以明显看出，新矿投产往往出现延后现象。对于2022年，国内主要矿山增量来自于湖南、内蒙古以及广西地区。据统计，约18万吨新增产能，但在政策面强化的背景下，大概率仍出现延后投产的现象，预计增量在10万吨左右。

进出口方面，海关数据：2021年1-10月锌矿累计进口量为303.47万实物吨，累计同比下滑7.5%。全年预计累计进口量在370万实物吨，折算为185万吨。今年来看，进口同比大降，一方面，上半年海外疫情反复，下半年海外大型矿山下调全年生产指标，使得全年锌矿产量低于年初预期，原料供应维持偏紧格局，且进口矿多维持亏损，亚洲地区呈现内卷情况；另一方面，前三季度全球海运问题凸显，高昂的运费及较长的运输周期拖累进口量。对于2022年，伴随着海外锌矿供应不断恢复，且海运问题有所缓解，预计锌矿进口量有望增加至380-390万实物吨，折算为190-195万吨。

图表 5 国内锌矿年产量及增速

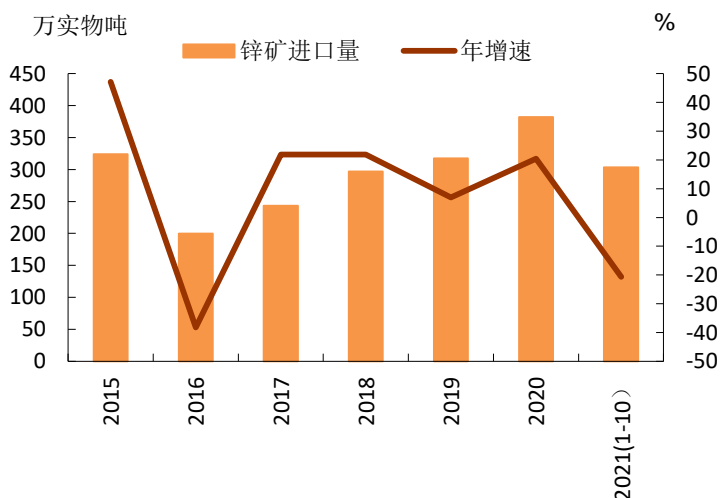


图表 6 国内外锌矿月度加工费

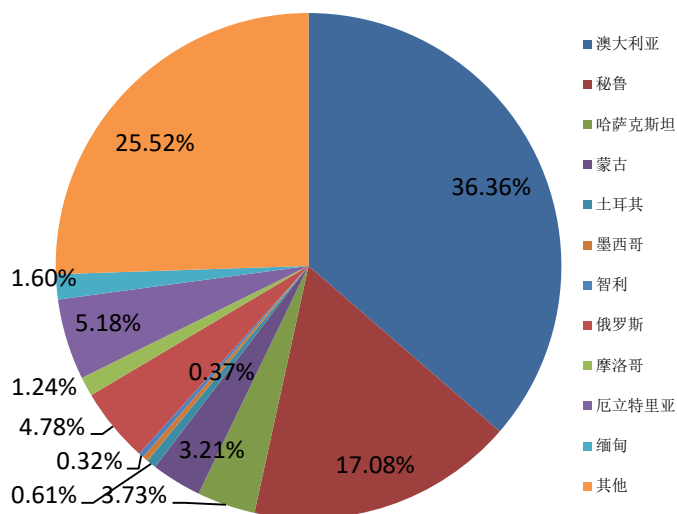


数据来源：SMM，铜冠金源期货

图表 7 国内锌矿进口情况



图表 8 锌矿进口国占比



数据来源：ILZSG，Wind，铜冠金源期货

图表 9 2020-2022 年国内主要矿山新增产能（万吨）

地区	所属公司	矿山名称	20 年变量	21 年变量	22 年变量
湖南	混合整改	湘西华林	2	0	11
湖南	湖南有色	宝山矿业	-1	1	0
湖南	湖南志弘矿业	大脑坡	0	0	3
内蒙	国金矿业	八岔沟西	2	0	0
内蒙	兴业矿业	银漫矿业	0.3	0.9	0
内蒙	兴业矿业	乾金达	0.3	0.9	0
内蒙	兴业矿业	荣邦矿业	0.3	0.1	0.5
内蒙	盛达矿业	东晟矿业	0	0.4	0
内蒙	盛达矿业	赤峰金都	0.2	0	0
新疆	紫金矿业	乌拉跟	1	3	0
甘肃	金徽矿业	郭家沟	0.5	0	0
广西	北山矿业	北山矿业	0	0.3	0.3
广西	德安天宝矿业	张十八铅锌矿	0	3	0
江西	江铜集团	冷水坑	0	0	0.3
河北	河北华澳	蔡家营	0	0	1
额尔古纳	诚诚矿业	诚诚矿业	0	0	1.7
		合计	5.6	9.6	17.8

数据来源：SMM，铜冠金源期货

整体来看，2021年全球锌矿产量预计为1285万吨，年增速4.7%，恢复不及预期。海外受疫情反扑影响较为明显，国内更多受政策面限制，矿产远低于疫情前水平，全年锌矿供应呈现偏紧格局。对于2022年海外锌矿增量预计在25-30万吨，国内预计在10万吨，全球合计增35-40万吨，年度增速在3.11%。

三、锌锭端转为锌价锚点

1、2022 年海外无新增冶炼项目，一季度炼厂生产仍受能源干扰

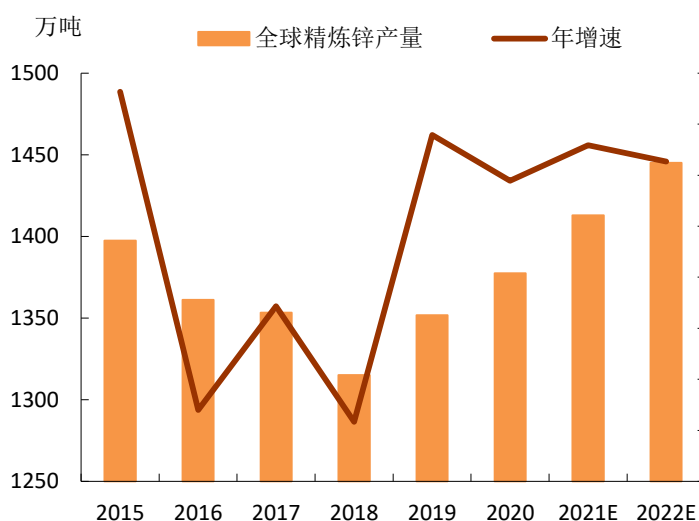
ILZSG数据显示，2021年1-9月全球精炼锌累计产量达1046.7万吨，累计同比增4.24%，较2019年同比增5.21%，前三季度供应恢复较为明显。

进入9月份，在能源危机带来发电成本持续走高的影响下，欧洲冶炼厂出现减产。Nyrstar于9月23日对荷兰锌冶炼厂Budel-Dorplein在用电高峰期削减产量，10月13日进一步削减其三家欧洲冶炼厂的锌产量，总产量80万吨，减产幅度高达50%，四季度减产量预计达7-8万吨。

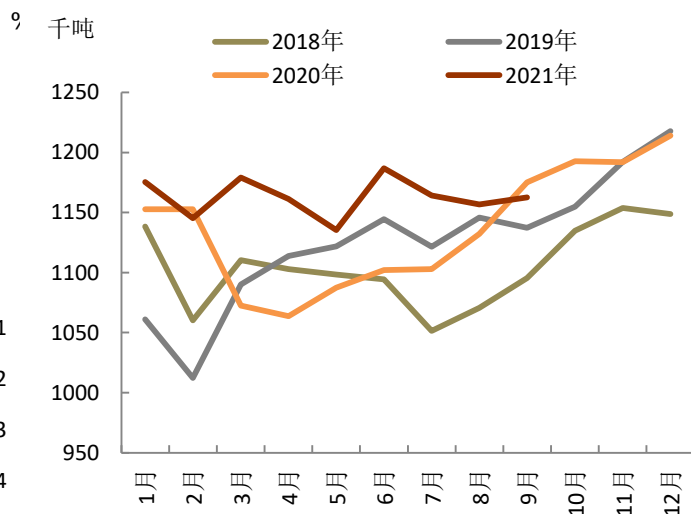
随后，嘉能可也宣布对欧洲三家锌冶炼厂进行错峰生产，总产量达80万吨。若同样按50%减产情况估算，预计四季度影响产量为9-10万吨。11月中旬，嘉能可扩大炼厂减产力度，对意大利的Portovesme冶炼厂年产10万吨硫化锌的生产线维护和保养至12月底，影响量在0.8-1万吨。11月16日德国宣布暂停“北溪二号”项目审批，欧洲天然气供需缺口难以补给，叠加美国延续制裁政策，明年一季度欧洲的电价依然易涨难跌。

对于2022年，海外几乎没有其它新增的中大型项目，预计增量主要来自于已投产炼厂的产能进一步释放，预计增量在5万吨左右。与此同时，一季度欧洲电价易涨难跌，能源问题对海外冶炼端干扰或将持续。不过，随着天气转暖叠加天然气供给增加，高电价问题有望缓解，减产炼厂修复弹性较高，欧洲能源问题对锌价驱动的逻辑难以持续全年。

图表 10 全球精炼锌产量及年度增速

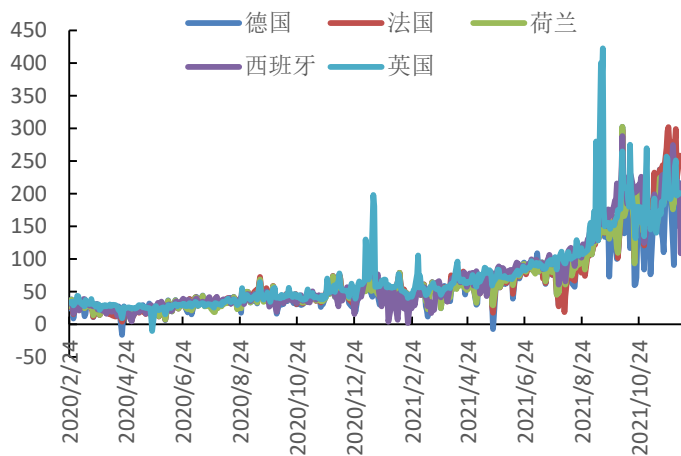


图表 11 全球精炼锌月度产量

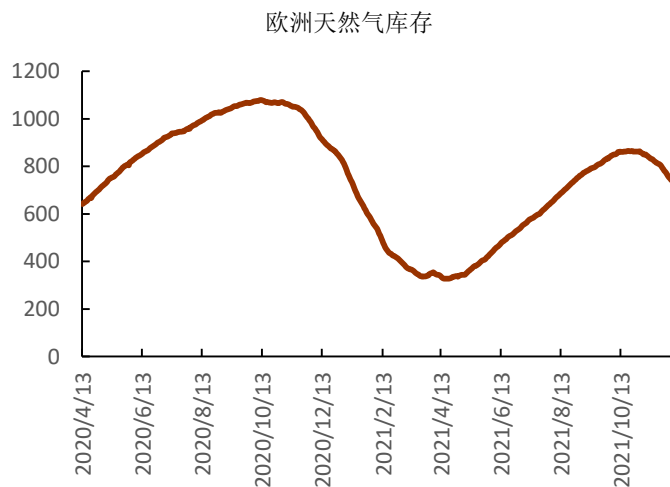


数据来源：ILZSG，铜冠金源期货

图表 12 欧洲主要国家电价(欧元/兆瓦时)



图表 13 欧洲天然气库存 (Twh)



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

2、2021 年国内精炼锌产量不及预期，2022 年有望增 15-20 万吨

今年国内冶炼端干扰事件不断，超出市场预期。SMM数据显示，全年产量预计在610.6万吨，累计同比仅增加0.03%。

回顾全年生产情况，春节假期后，冶炼企业多复产，但原料锌矿供应紧张，限制精炼锌产出。自3月中旬起，内蒙古实施严厉的能耗双控政策，倒逼冶炼厂及矿山减产，当月影响内蒙产出达万吨左右，超市场预期，4-6月影响延续。5月中旬，另一生产精炼锌大省云南雨季推迟到来，为保民生用电，要求企业错峰用电，当月影响量在8600余吨。6月中旬，云南限电影响减弱，炼厂部分复产。进入三季度，广西、湖南地区限电影响增加，叠加内蒙、安徽等地炼厂检修，精炼锌月度产量不及预期。进入10月，内蒙、河南、甘肃地区炼厂临时限电减产，限制月度产出。不过10月中旬以来，国家对煤炭价格管控政策增加，各地限电影响驱缓。叠加11月广西誉升新投产、内蒙驰宏复产，精炼锌月度产量回升。不过炼厂利润低迷叠加12月湖南花垣及陕西部分炼厂检修，限制年底精炼锌爬产幅度。

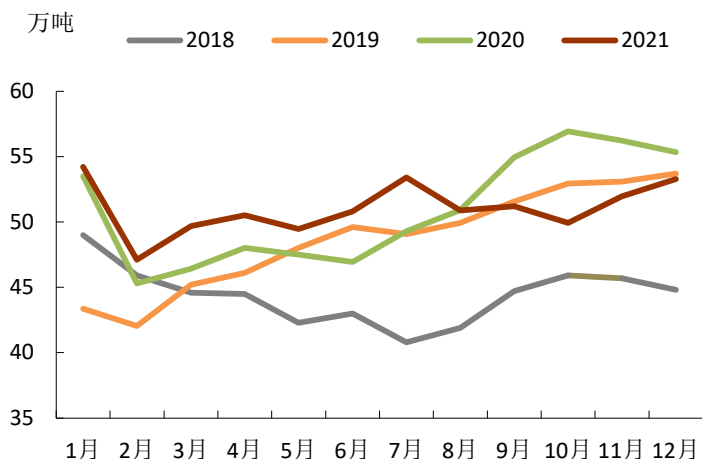
展望2022年，据SMM调研，计划投产产能约46.8万吨，同时今年11月投产的广西誉升10万吨产能明年将贡献增量。不过，根据往年经验，新增产能大概率会延后。此外，国内能耗管控将常态化，将对炼厂生产够成长期性影响。总的来看，预计2022年全年精炼锌产量增量在15-20万吨。

从锌锭进口情况来看，海关数据显示，2021年1-10月精炼锌累计进口量为40.28万吨，累计下滑4.6%。今年以来伦锌走势强于沪锌，沪伦比价持续走低，锌锭进口窗口多关闭，且亏损幅度较大，10月中旬一度亏损近3000元/吨，叠加前三季度海运费高企，导致散单进口大幅下滑，同时长单量签订也较往年回落。全年看，预计累计进口量在48-50万吨，较2020年减少4-6万吨。2022年预计外强内弱格局有所缓解，沪伦比较修复后进口亏损幅度有望收窄，进口量或环比小增。

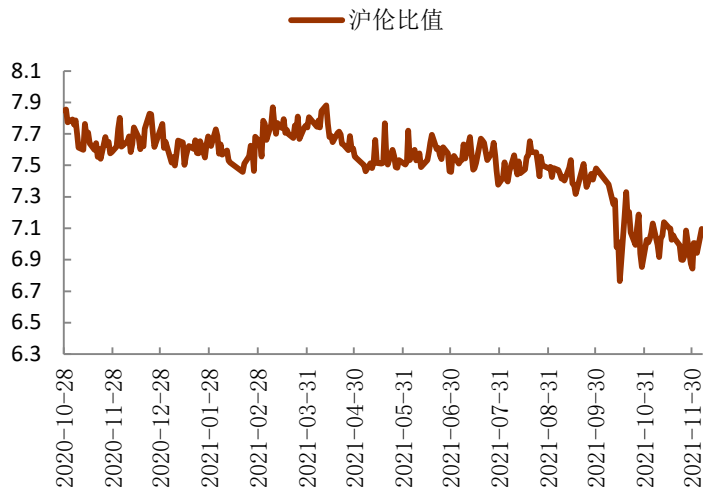
尽管今年受能耗管控及限电的影响，精炼锌产出远低于年初预期，叠加进口量也较往年偏低，导致供给端阶段性出现缺口，不过国储局自7月初开始分四批累计抛储18万吨锌锭，有效的弥补了供需缺口。若2022年国储局无新增投放，预计国内精炼锌合计供应仅微增。

从冶炼厂利润角度看，今年以来，尽管锌矿加工费维持低位，但锌价整体高位区间运行，叠加1-10月份副产品硫酸价格不断上涨，使得冶炼厂利润尚可。不过进入10月份，国内部分地区电价陆续上调，湖南、广西、辽宁等地区电价平均上调0.2元/度，对企业成本抬升平均在700~800元/吨，叠加辅料价格上涨，冶炼厂加工成本已经平均上调至5500~5600元/金属吨，部分炼厂成本高达6000元/金属吨，纯炼锌利润出现亏损，这也限制了年底炼厂追产积极性。

图表 14 国内精炼锌产量情况



图表 15 沪伦比价情况

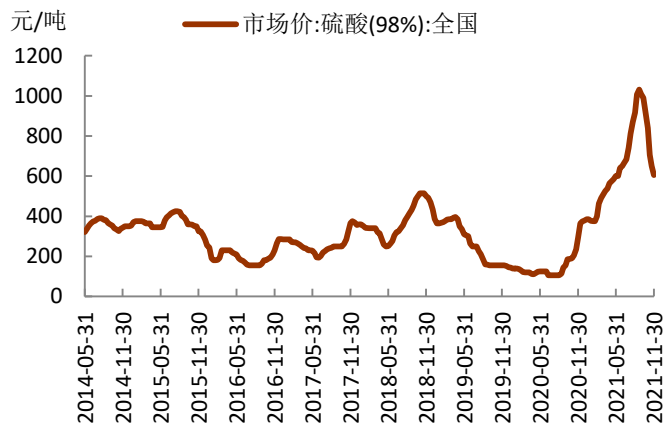


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 16 国内冶炼厂盈亏情况

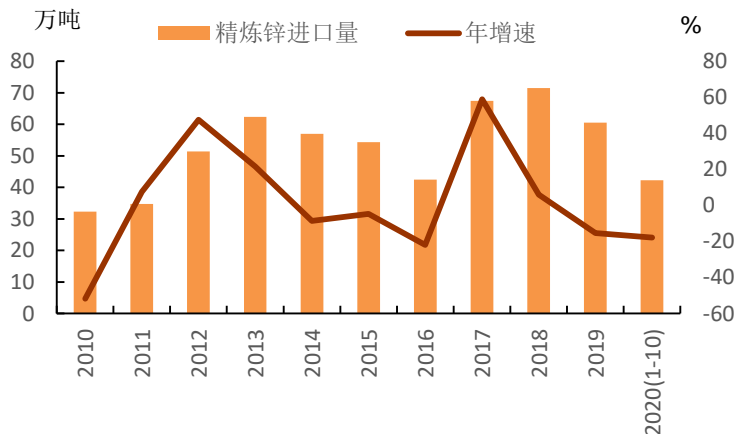


图表 17 硫酸现货价格

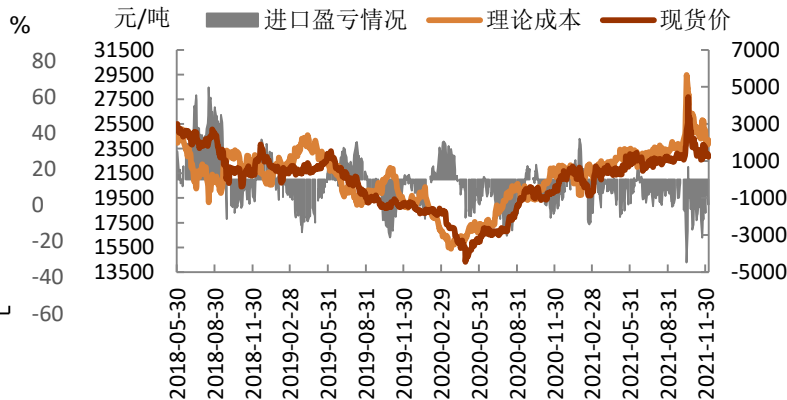


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 18 国内精炼锌进口量



图表 19 精炼锌进口盈亏情况



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 20 近年国储局锌锭收放情况

形式	日期	数量（万吨）	价格（元/吨）
收购	2009.1.14	5.9	11800
	截止至 2009.11 共收购	15.9	
	2012.11.15	10	16000
	2013.3.15	5	16010
投放	2010.11.9	5	19700
投放	2021.7.5	3	19500-21120
投放	2021.7.29	5	18603-21634
投放	2021.9.1	5	18821-21873
投放	2021.10.9	5	21847-22106

数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 21 2020-2021 国内冶炼厂新增产能（万吨）

企业名称	原产能	新产能	实际投产时间	备注
青海华信环保	0	5	2020 Q4	出量
乌恰紫金锌业	0	10	2020.12.10	出量
广西誉升	0	10	2021.11	新投产
贵州西南能矿	0	3	2021.11	新投产
青海西部铝业	0	4	2022.1	当前锌皮，计划技改出锌锭
西南能矿	0	8	2022	计划投产
祥云飞龙	18	15	2022	计划投产
南丹吉朗	8	2	2022.7	技改出量
广西永鑫	5	5.8	2022	计划投产
四川俊磊	8	0	2022	计划复产
凉山索玛	0	2	2022	计划出量
湖南金石矿业	5	5	2022.8	计划投产
华峰锌业	10	5	2022	计划投产
2022 年合计		46.8		
金诚锌业	0	10	2023 初	计划投产
河南金利	0	10	2023	过环评
2023 年合计		20		

数据来源：SMM，铜冠金源期货

综合来看，2021年海外及国内炼厂均受能源、能耗等因素扰动，全年全球精炼锌产量预计在1411万吨，同比增速2.44%，增速低于年初预期。2022年全球精炼锌产量在1441万吨，同

比增速2.13%，增速较今年基本持平。

四、需求端

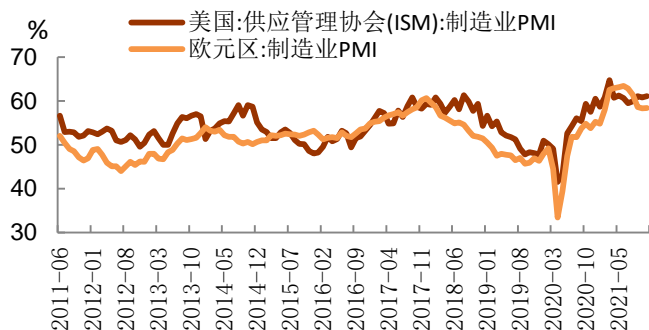
1、2022 年海外疫情后高需求或回归常态

从消费端来看，中国是世界上最大的锌消费国，占全球消费量将近一半。第二大消费国美国年度锌锭消费量90多万吨，占全球消费量7%。欧洲年锌锭消费量约240万吨，占全球消费量18%。日韩年消费量约100万吨，占全球消费量8%。印度年锌锭消费量约65万吨，占全球消费量5%。

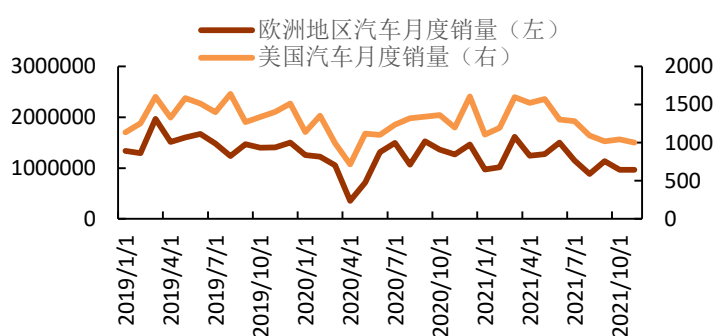
2021年随着疫情不断好转，叠加疫苗接种速度的加快，欧美经济率先步入恢复轨道。美国在拜登政府经济救助政策的刺激下复苏势头较强，欧元区因疫情缓解，经济亦呈现强劲反弹。不过，进入三季度，随着补贴政策渐退，美国经济复苏速度放缓，欧元区经济活动也现放缓迹象，制造业和服务业动能双双减弱，但仍远高于2020年同期。伴随着欧美经济的复苏，汽车产业同比恢复，上半年欧美汽车月度销量加速回归，三季度芯片短缺影响发酵拖累汽车销量环比下滑，但总体较2020年呈现大幅改善。而海外汽车用镀锌板占汽车用铁板的百分之八十以上，带动海外锌消费回升，同时也增加了国内镀锌板的出口需求。

2022年，海外经济复苏势头将有所减弱，疫情后的高需求或将逐渐回归常态。国际货币基金组织最新预计，2021年美国经济增长速率为6%，预计2022年美国经济增长速率为5.2%。2021年欧元区经济增长速率为5%，预计2022年欧元区经济增长速率为4.3%。不过，今年11月初，拜登签署的基建计划新增5500亿美元的基建投资，将支撑运输设备、钢铁、有色、建材等需求。同时，四季度以来，东南亚疫情边际缓解，美国汽车厂商开始释放扩产信号，蔓延全球的汽车缺芯瓶颈有望逐步得到解决，汽车生产受供应限制逐渐缓解。整体看，2022年海外对锌市需求刚性需求仍存，环比增速或小幅下滑。

图表 22 欧美 PMI 指数

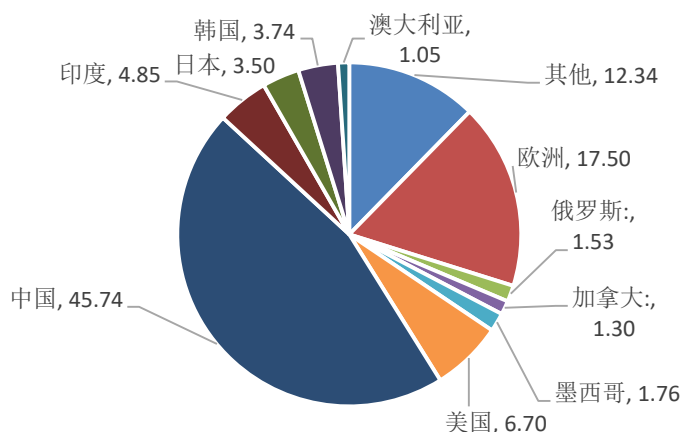


图表 23 欧美汽车月度销量情况 (辆)

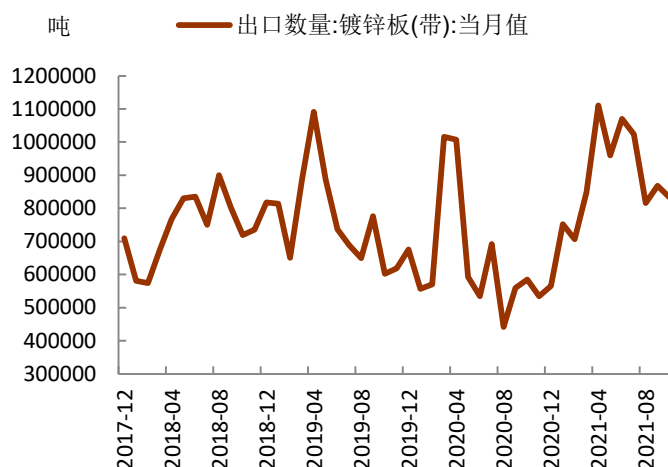


数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

图表 24 全球精炼锌消费占比情况



图表 25 镀锌板出口情况



数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

2、2021 年国内终端需求低迷，2022 年存改善预期

今年我国下游消费存超预期的表现。从国内终端消费结构来看，基础设施建设占比最大，其次是房地产、建筑业和汽车工业。今年基建投资作为逆周期操作，在疫情影响之下对锌消费有较好的提振作用。下半年房地产现赶工潮，同时汽车板块维持两位数增速，且海外经济不断恢复，增加了家电板块的需求。

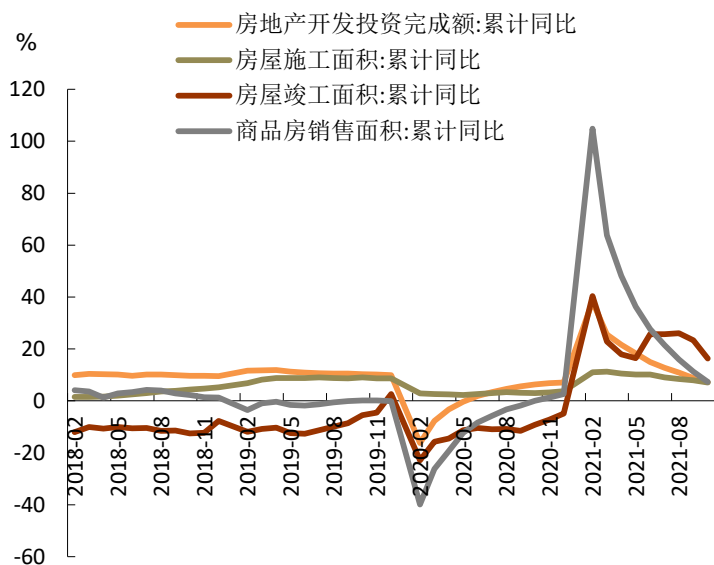
从**房地产板块**来看，全年地产投资增速快速回落。国家统计局：2021 年 1-10 月房地产开发投资累计同比增长 7.2%，1-9 月增 8.8%。主要指标来看，销售进一步转冷叠加房企资金链问题，导致新开工、施工、竣工面积、土地购置等指标也明显转弱。1-10 月份销售面积比 1-9 月份下滑 4 个百分点；新屋开工面积比 1-9 月份回落 3.2 个百分点；施工面积比 1-9 月下滑 0.7 个百分点至 7.1%，相对平稳；竣工面积比 1-9 月份下滑 7.1 个百分点，竣工面积快速走低；土地购置面积较 1-9 月份下滑 2.5 个百分点。

今年以来，地产融资政策延续偏紧，加之土地市场降温、流拍率激增，导致新开工持续回落。不过，9 月 29 日，央行、银保监会联合召开会议指出，要保持房地产金融政策连续稳定，金融部门要配合相关部门和地方政府，维护住房消费者合法权益。标志着政策底的出现。同时，10 月起，地产融资及信贷均出现改善，部分城市房贷利率下调。10 月房地产贷款投放较 9 月环比多增超过 1500 亿元。其中，房地产开发贷款环比多增 500 多亿元。居民中长期贷款结束了此前连续五个月的同比少增，比去年 10 月小幅多增 162 亿元。市场对于地产悲观预期有所缓解。

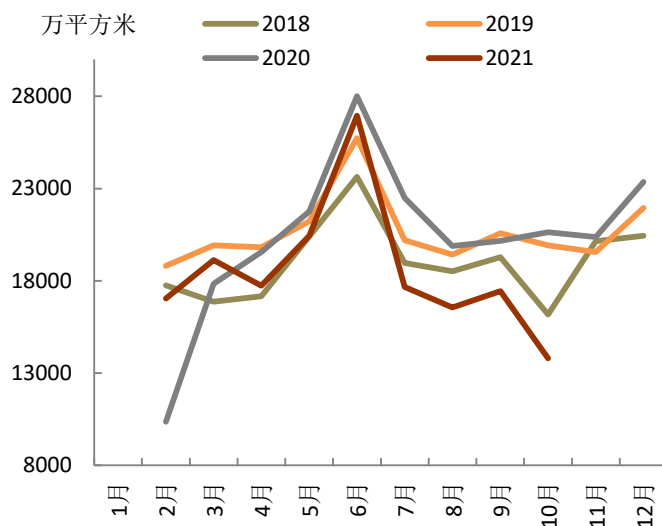
对于 2022 年，地产板块或继续寻底，不过融资环境较今年大概率将好转，好转程度仍要取决于政策支持力度。销售端的改善或难以一蹴而就，且房产税试点政策尚未落定，市场

情绪恢复仍需时间，这或继续拖累新开工增速。不过，今年仍为竣工大年，且房企资金缓解后将先保竣工，估对于锌品种仍有刚性提振。

图表 26 2021 年地产指标大幅回落，2022 年不宜过分悲观

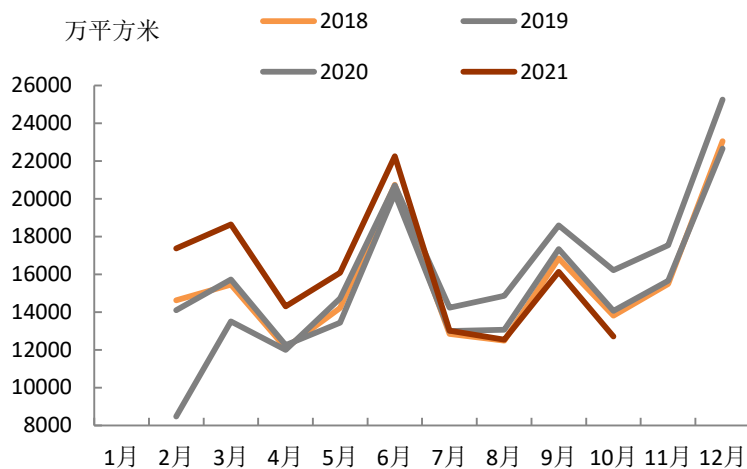


图表 27 当月房屋新开工面积

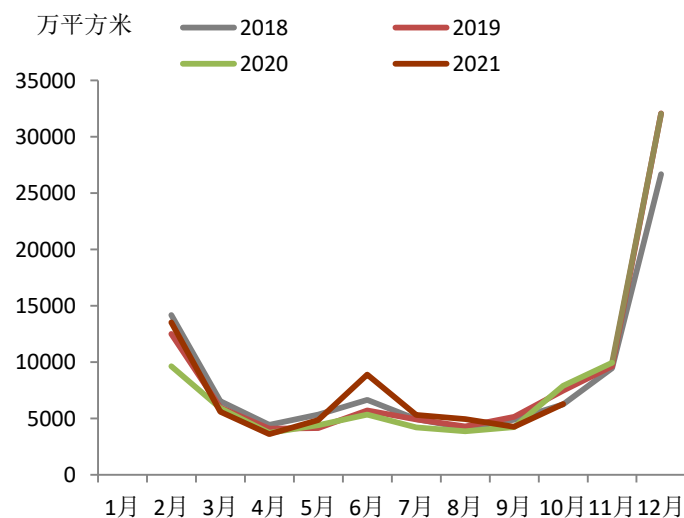


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 28 当月房屋销售面积



图表 29 当月房屋竣工面积



数据来源：Wind，铜冠金源期货

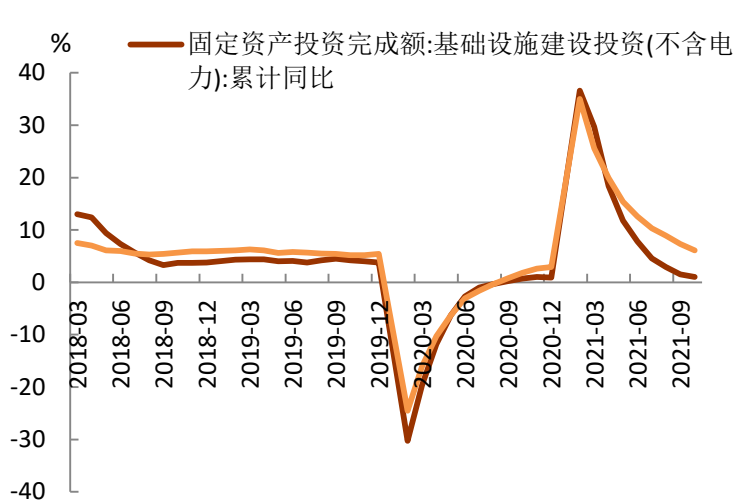
从基建板块来看，今年以来基建投资持续低迷。国家统计局：2021 年 1-10 月份基础设施投资同比增长 1.0%，增速比 1-9 月下降 0.5 个百分点。但从单月数据看，10 月基建当月同比-2.5%，两年复合同比增速 0.9%，较上月抬升 2.7 个百分点，是下半年以来首次转正。

上半年国内出口表现超预期，经济持续恢复，稳增长压力不大，财政政策资源呈现后倾，且重点向民生领域倾斜，基建相关支出被压减、收紧。下半年，国内经济增长动能有所下降，基建作为稳增长的重要抓手被寄予厚望。而从新增专项债发行情况看，上半年发行节奏偏慢，进入 8 月份发行速度有所加快。财政部数据显示，1-10 月新增专项债券共发行 29072 亿元，

发行进度为 75.6%，但仍远低于 2019 年和 2020 年同期的 99.1% 和 94.6%。此外，目前传统基建逐渐饱和，优质项目缺乏，加之穿透式监管导致项目申报、审批更为严格。不过，下半年后项目审批明显加快，各地也在加快重大项目开工。9 月共有 23 个省份开工重大项目 6646 个，10-11 月陕西、福建、广东、山东等重大项目也密集开工。

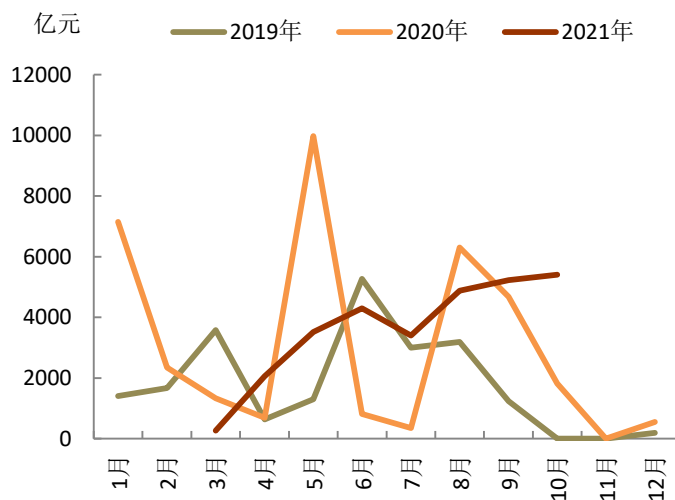
对于 2022 年，我们认为国内房地产销售、投资仍在寻底，且出口存高位回落可能，叠加消费和制造业投资恢复偏慢，明年经济下行的压力仍大，政府发力基建的必要性在上升。预计 2022 年基建投资温和回升，表现强于 2021 年，将带动镀锌板块需求回暖。

图表 30 2022 年基建有望托底经济

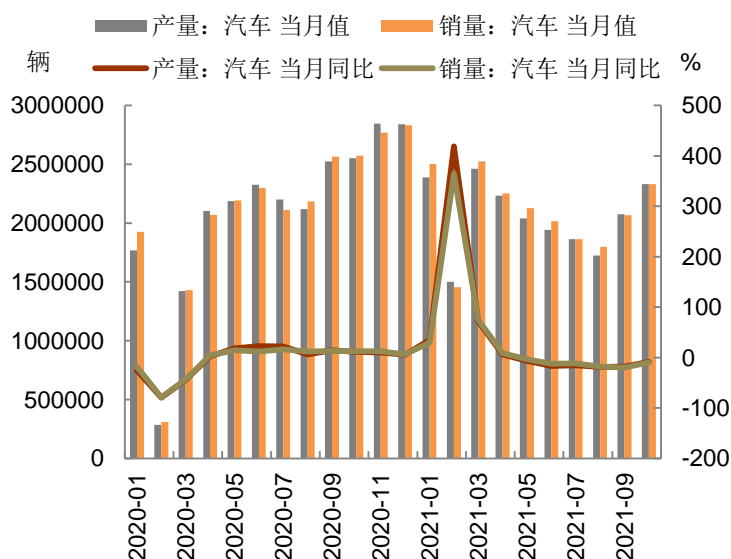


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 31 地方政府专项债券月度投放情况

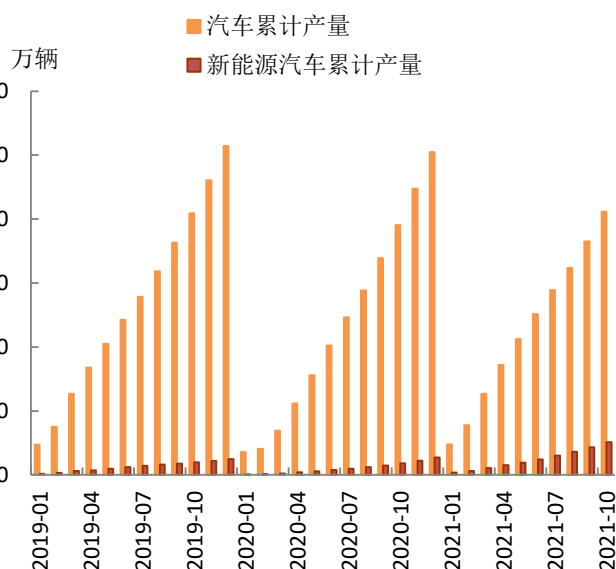


图表 32 2022 年芯片紧缺预期好转, 汽车产销或回暖



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 33 新能源汽车产量情况



从汽车板块来看，中汽协：1-10 月，汽车产销累计完成 2058.7 万辆和 2097 万辆，同比

增长 5.4% 和 6.4%，增幅继续回落。2020 年底起，汽车行业缺芯的问题开始暴露。在 2021 年二季度芯片短缺问题持续发酵，与此同时，电费、原材料价格上涨及海外费用高企，进一步加大企业生产及出口成本压力。在产能端和成本端承压下，3 月-8 月国内汽车产销量持续环比下滑。在供应端紧张情况下，汽车行业被迫去库存，库存水平已处于历史低位。不过，进入三季度，车规级芯片供应紧张态势环比缓解，汽车产销继续呈现恢复态势，预计 2021 年全年国内汽车销量达到 2600 万辆，同比增加 3.1%，但低于年初预计的 4% 增速。

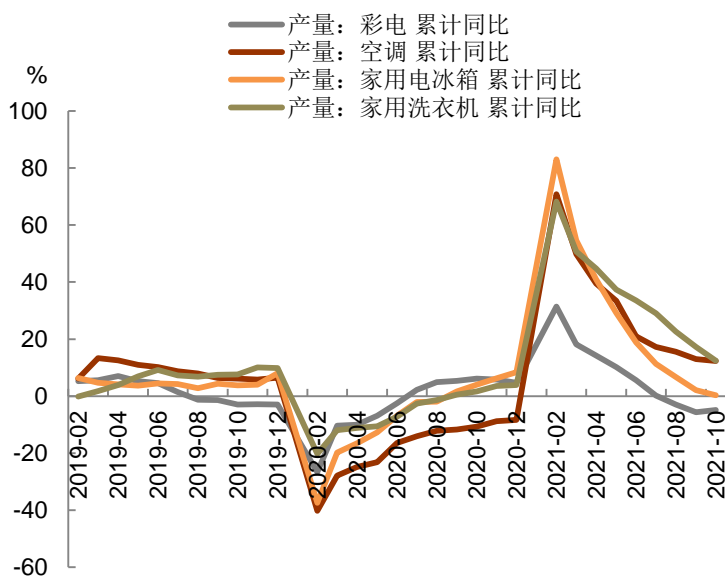
展望 2022 年，随着芯片短缺边际改善，供给短板逐步弥补，且行业库存回补有望带动销量提升。同时，原材料涨价有望见顶，叠加海运运费对成本的影响边际减弱，2021 年四季度以及 2022 年汽车板块有望触底修复，2022 年汽车销量增速有望恢复至 5%，将带动氧化锌需求向好。

从**家电板块**来看，国家统计局：1-10 月白色家电产量累计同比增速均有所回落，其中仅空调、冰箱板块正增速收窄，彩电、洗衣机负增速同样收窄。出口方面，1-10 月白色家电中仅电视出口呈现负增长，但其他三大板块正增速也不断收窄。整体看，2021 年，在成本高企、国内阶段性疫情散发、地产政策制约等因素的影响下，白色家电内销低于预期，而外销在年中后增速有所回落，但维持总体维持增长。

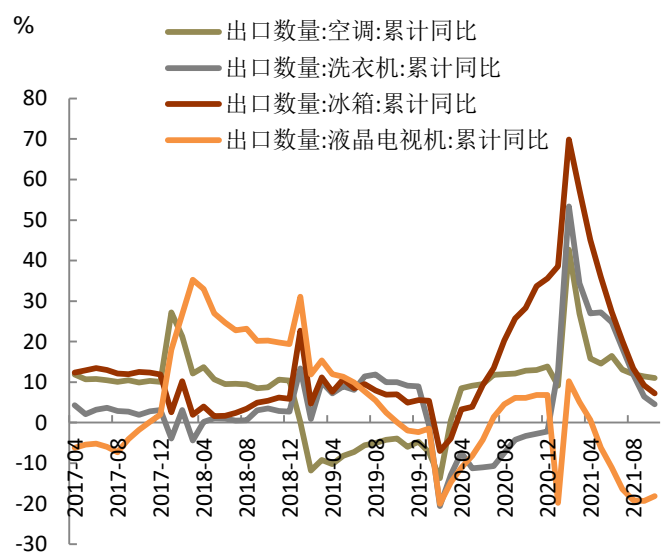
对于 2022 年，原材料、汇率压力有望边际缓解，地产竣工增速放缓对家电影响或有限，内销预计缓慢复苏，维持稳定增长，同时，外销预计边际放缓，但仍具韧性。

总体来看，2022 年锌消费增速较 2021 年有所改善，全年或达 2%。在基建托底、汽车产销好转的预期下，2021 年底至 2022 年上半年财政政策存前置预期，有望带动锌消费改善；下半年随着经济压力增加，需求增速或有所放缓。

图表 34 2021 年家电产量回落，2022 年预计稳定增长



图表 35 2022 年外销或边际放缓



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

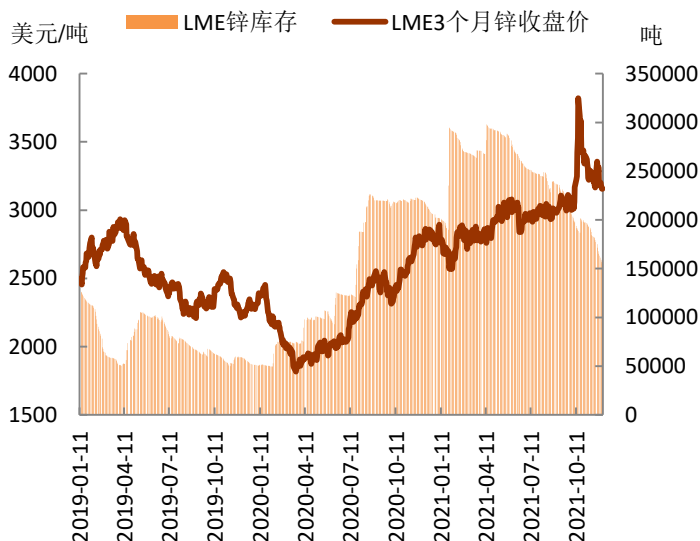
五、2021 年全球去库存，2022 年有望低位回升

今年以来，受海外消费偏强带动，LME 库存持续去化，进入 10 月中旬后加速去库，主因欧洲能源问题导致大型炼厂减产，欧洲库存下滑舒服加快，截止至 12 月 3 日，库存降至 15.335 万吨，较年初减少 4.87 万吨。10 月后伴随着海外供应紧张，现货转为升水结构，且一度攀升至 100 美元/吨上方，创近一年半以来高位，近期升水有所回落，但维持在 80 美元/吨左右的高水平，对伦锌支撑仍存。

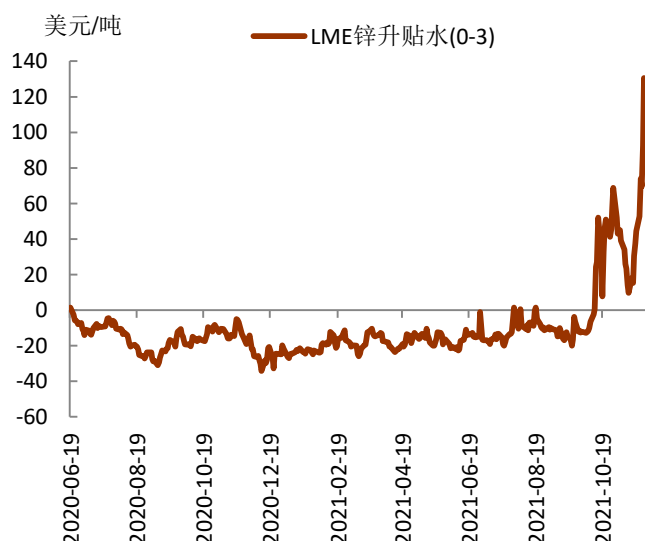
上期所库存呈现冲高回落后小幅反弹。年初累库，至 3 月中旬达年内高点 12.32 万吨，随后不断下滑至 7 月初止跌回升，10 月中旬后涨势放缓，围绕 7 万吨上下运行，截至 12 月 3 日，库存达 6.99 万吨，较年初增加 3.5 万吨。社会库存呈现先扬后抑后低位震荡。年初局部地区疫情及春节后累库，使得库存小幅增加，至 3 月中旬库存攀升至年内高点 26.33 万吨，随着下游消费逐步恢复，带动去库，库存下滑至 12 万吨下方。不过国储局于 7 月初年内首度投放 3 万吨储量，且直接投放至下游企业，使得去库速度放缓。7 月中旬至今，库存整体维持在低位徘徊，一方面国内供给受干扰较多，叠加刚性需求仍存带动去库，另一方面，国储局后续三批抛储量共 15 万吨也弥补了供应干扰导致的阶段性缺口。截止至 12 月 6 日，库存为 13.16 万吨，较年内高点回落 50%。保税区库存总体延续 2020 年的回落态势，因全年进口窗口多关闭，且进口亏损加大，使得保税区仅少量非盈利货源流入，截止至 12 月 6 日，库存降至 2.53 万吨，较年初下滑 50%。

展望 2022 年，国内方面，受供应难以放量影响，一季度累库或低于往年同期，下半年随着供给边际好转而需求增速回落，库存累库有望逐步增加。海外方面，一季度能源问题仍将限制供应，库存或延续下滑，后期伴随着天气转暖后，供应逐步恢复，库存或止跌回升。

图表 36 今年内海外库存持续去化，明年或回升

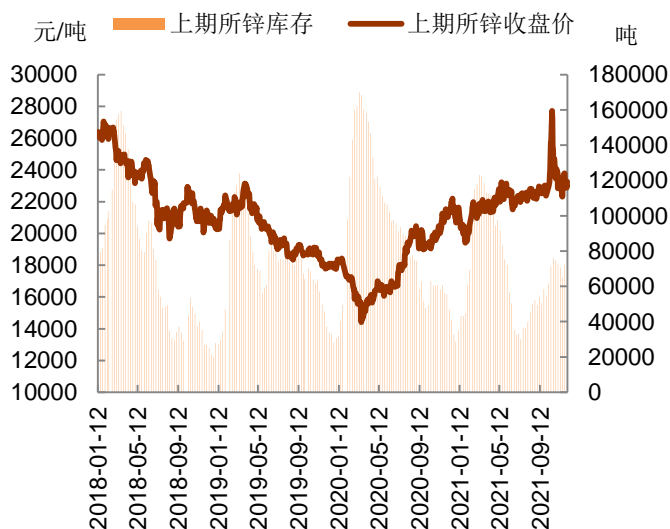


图表 37 去库带来升水阶段性暴涨



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 38 交易所库存冲高回落小幅反弹

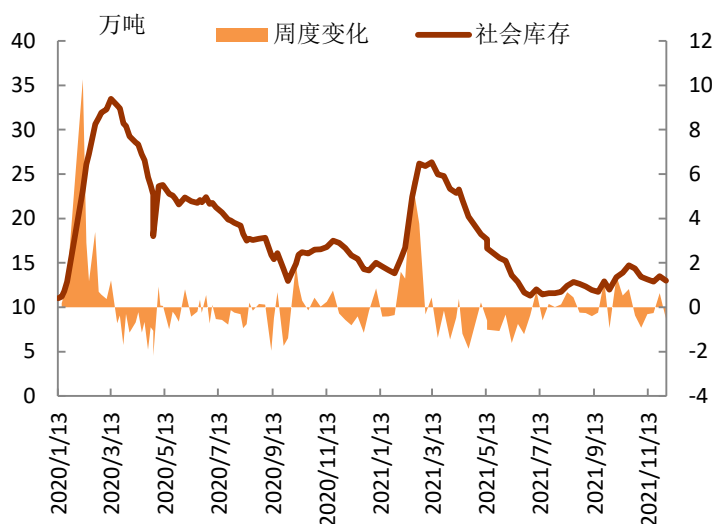


图表 39 全年多处升水结构



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 40 社会库存降至近年低位, 明年有望增加



图表 41 保税区库存延续走低



数据来源: SMM, Wind, 铜冠金源期货

六、总结与后市展望

供给端来看, 2021年全球锌矿恢复不及预期, 呈现偏紧格局, 2022年海外增量预计25-30万吨, 国内增量预计10万吨, 全球锌矿供应偏紧格局有望好转, 内外加工费有望低位小幅回升。冶炼端看, 2021年国内外受能源、能耗等问题干扰较多, 2022年海外新增项目少, 多为已投项目释放增量, 约5万吨。一季度欧洲能源问题或仍干扰炼厂生产, 但驱动的逻辑难以持续全年。国内新增预计15-20万吨, 且能耗管控或常态化, 若国储不继续投放锌锭, 预计全年

供应同比仅微增。

需求端来看,2021年海外货币宽松叠加疫情后修复带动高需求,2022年需求边际或放缓。国内受终端疲软需求表现偏弱,2022年国内政策逆周期调节预期较强,地产不宜过分悲观,基建托底经济预期升温,且芯片供给改善带动汽车产销回暖,家电外销刚需内销好转。总体而言,上半年国内需求存改善预期,下半年经济压力较大,需求增速或回落。

整体来看,2022年海外货币政策收紧预期较强,下半年或步入加息周期,金属预计承压。国内逆周期调控预期强,政策易松难紧。全球锌矿供给略宽松,一季度能源问题仍困扰海外锌锭供给,二季度后或缓解,国内呈现恢复态势,产量高峰或在二季度。需求或呈现先扬后抑走势。全年看,锌价上半年表现相对坚挺,下半年或缓慢下行,预计沪锌主要运行区间在20000-25000元/吨,伦锌主要运行区间在2600-3500美元/吨。

图表 42 2017-2022 年全球锌市供需平衡表

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年*	2022 年*
锌矿供应	1268.3	1274.4	1281.4	1227.6	1285	1325
增速	0.03%	1%	1%	-4.20%	4.70%	3.11%
精锌产量	1353.4	1315.1	1351.8	1,377	1,411	1,441
增速	-0.57%	-2.80%	2.80%	1.90%	2.44%	2.13%
精锌需求	1399.8	1371.8	1379.1	1,327	1,405	1,438
增速	1.98%	-2.00%	0.53%	-3.77%	5.87%	2.13%
精锌平衡表	-46.4	-56.7	-27.3	50	6	3

数据来源: ILZSG, 铜冠金源期货

图表 43 国内锌市供需平衡表

	2019 年	2020 年*	2021*	2022*
精锌产量	584.7	610.4	610.6	634
增速	9.7%	4.4%	0.03%	3.8%
净进口量	54.4	48.5	48	60
国储			18	
精锌需求	636.6	657	684	698
增速	1.5%	3.7%	4.1%	2%
精锌平衡表	2.5	1.9	-7.4	-4

数据来源: SMM, Wind, 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。