

2022年4月8日 星期五

## 能源支撑因素犹存 国内静待消费兑现



联系人：黄蕾

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105

### 要点

●一季度锌价表现偏强，期价运行的根本逻辑在于欧洲能源问题对供应端的扰动及国内需求向好预期这两条主线。2月以来俄乌间冲突强化了欧洲能源的支撑力度，但国内环保及疫情等因素，令现实需求表现偏弱，拖累沪锌涨幅，锌市呈现外强内弱的格局。

●二季度来看，尽管俄乌局势仍显反复，但市场焦点转向欧美及俄罗斯间制裁及反制裁，全球一级能源大概率维持高位，欧洲电价也难回前期水平，欧洲精炼锌供给恢复的不确定性因素依然存在。国内而言，内外比价低位下，进口矿维持亏损，国内炼厂原料较为紧缺，尽管利润尚可，但原料制约下精炼锌产量或难现超季节性增量，供给压力有限。需求端看，在全年5.5%GDP目标的指引下，叠加突发疫情冲击，国内逆周期调节力度有望增强，基建托底预期不改，同时地产也存改善预期，待国内疫情消退后，对锌消费或形成实物量的提振。

●整体来看，当前欧洲能源导致的供给扰动支撑仍存，托底锌价。国内精炼锌或难现超季节性增量，同时需求仍可期，锌市仍可以偏多对待。不过当前锌价处于高位，存一定高估风险，操作上不建议追高，可逢低做多。

风险提示：欧洲炼厂成本支撑坍塌，国内需求迟迟未兑现

## 目录

一、 锌市场行情回顾.....	4
二、 锌基本面分析 .....	5
2.1 锌矿供应情况.....	5
2.1.1 全球锌矿供应情况.....	5
2.1.2 国内锌矿供应情况.....	6
2.2 精炼锌供应情况.....	8
2.2.1 全球精炼锌供应情况.....	8
2.2.2 国内精炼锌供应情况.....	10
2.3 精炼锌需求情况.....	12
2.3.1 全球精炼锌需求情况.....	12
2.3.2 国内精炼锌初端需求情况.....	12
2.3.3 国内精炼锌终端需求情况.....	13
3、 内外库存表现分化.....	16
三、 总结与后市展望 .....	18

## 图表目录

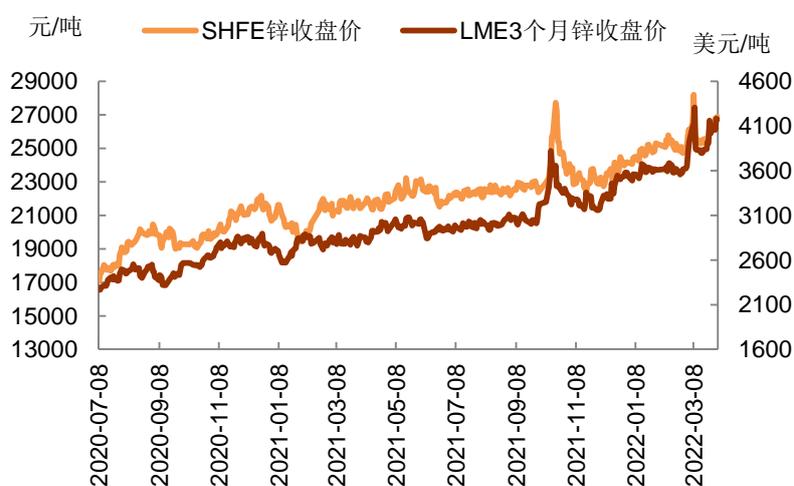
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势 .....	4
图表 2 2022-2023 年海外主要矿山增量（万吨） .....	5
图表 3 全球锌矿月度产量情况 .....	6
图表 4 国内锌矿月度产量情况 .....	6
图表 5 国内锌矿月度进口情况 .....	6
图表 6 2020-2022 年国内主要矿山新增产能（万吨） .....	7
图表 7 内外矿加工费走势分化 .....	8
图表 8 锌矿长协加工费 .....	8
图表 9 全球精炼锌月度产量情况 .....	9
图表 10 2022-2023 年海外冶炼新增量（万吨） .....	9
图表 11 2021 年四季度至今欧洲冶炼厂减复产情况（万吨） .....	9
图表 12 俄罗斯锌矿产量占全球比例 .....	10
图表 13 俄罗斯锌锭产量占全球比例 .....	10
图表 14 欧洲主要国家电价 .....	10
图表 15 欧洲天然气期货价格 .....	10
图表 16 国内精炼锌月度产量 .....	11
图表 17 冶炼厂原料库存情况 .....	11
图表 18 国内精炼锌月度进口量 .....	11
图表 19 锌锭进口盈亏情况 .....	11
图表 26 基建逐步发力 .....	15
图表 27 专项债月度发行情况 .....	15
图表 28 地产主要指标仍显疲弱 .....	15
图表 29 当月新开工面积 .....	15
图表 30 当月竣工面积 .....	16
图表 31 汽车当月产销情况 .....	16
图表 32 白色家电内需情况 .....	16
图表 33 白色家电外需情况 .....	16
图表 34 上期所库存大幅增加 .....	17
图表 35 LME 库存加速下滑 .....	17
图表 36 LME 现货升水情况 .....	17
图表 37 欧洲地区现货升水 .....	17
图表 38 社会库存超预期累库 .....	18
图表 39 保税区库存维持低位 .....	18

## 一、锌市场行情回顾

一季度，LME锌价格呈现横盘运行后冲高回落的走势。1-2月期价在宏观及基本面多空因素影响下，围绕3600美元/吨一线窄幅震荡，一方面，年初美联储不断释放鹰派言论，称年内或提前加息，且提到了开启缩表，美元止跌走强，金属承压。另一方面，欧洲能源价格居高不下，欧洲炼厂自去年三季度以来减产相继兑现，海外供应紧张，基本面支撑锌价。3月伦锌价格出现较大波动，俄乌地缘冲突点燃市场对欧洲天然气供应的担忧情绪，市场担心炼厂亏损或扩大或延长减产，叠加伦镍出现史诗级逼空行情，伦锌跟随冲高至历史高位4896美元/吨。而伴随着伦镍逼空反转，伦锌快速回落至3800美元/吨附近。不过在俄乌局势反复、欧美俄间制裁及反制裁措施不断，叠加美联储3月加息25bp靴子落地的共同支撑下，伦锌止跌反弹，最终收至4173.5美元/吨，季度涨幅达18.01%。

沪锌主力一季度涨幅达11.03%，低于伦锌，主要因一季度国内冬奥会、残奥会及两会的环保限制，2月后国内疫情遍地开花，限制了春节后初端消费恢复进度，且终端需求也未形成足够的实物量。沪锌被动跟随伦锌上涨，国内弱需求拖累锌价涨幅。截止至3月30日，沪锌主力期价收至26785元/吨，季度高点至28440元/吨。

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、锌基本面分析

### 2.1 锌矿供应情况

#### 2.1.1 全球锌矿供应情况

ILZSG 最新数据显示，2022 年 1 全球锌矿产量为 100.6 万吨，同比减 0.58%。2021 年全年全球锌矿产量达 1294.7 万吨，累计同比增加 4.34%，较 2019 年同比减少 0.21%。从数据来看，全球锌矿产量逐步增加，当尚未完全恢复至疫情前水，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25-30万吨万吨，增量主要体现在嘉能可旗下位于哈萨克斯坦的 Zhaiрем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 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 Gold corp	Penasquito	3.5	-2.2
澳大利亚	Heron Resources	Woodlawn	1	0
哈萨克斯坦	嘉能可 (Kzzinc)	Zhaiрем	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

图表3 全球锌矿月度产量情况



数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

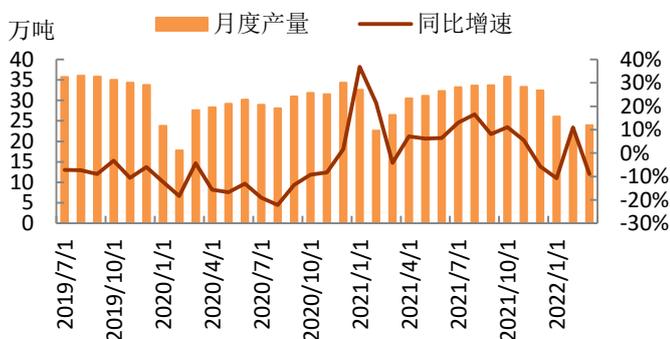
### 2.1.2 国内锌矿供应情况

国内矿端看, 据SMM数据显示, 2022年一季度中国锌精矿产量72.97万吨, 同比减少2.6%或减少1.97万吨。一季度北方矿产处于生产淡季, 西藏及内蒙地区矿山季节性停产。同时, 进入2月, 受冬奥会、残奥会及两会临近的影响, 环保政策趋严, 炸药运输受限, 各地区矿山生产受不同程度影响, 矿山产出受到一定限制。

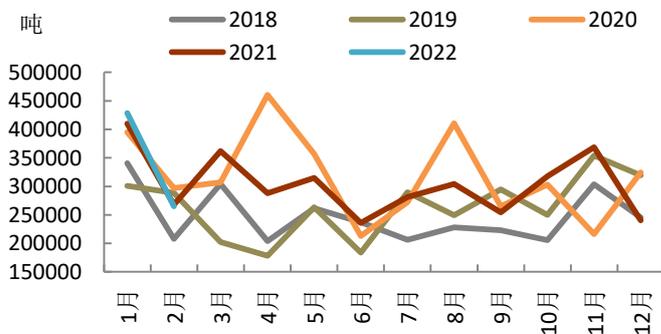
2015年后, 铅锌矿山产量则由利润导向转到政策导向, 2021年又面临“碳达峰、碳中和”的问题, 令生产依然受到一定干扰。与此同时, 锌矿品位下降也制约产出, 且新矿开发也面临更加严峻的局面, 供应增量有限。全年锌矿产量365.8万吨, 同比增加6.8%或23.35万吨。对于2022年, 国内主要矿山增量来自于湖南、内蒙古以及广西地区, 预计增量在10万吨左右。

进口方面, 海关数据显示: 2022年1-2月锌矿砂及其精矿累计进口量为69.36万吨, 累计进口同比增2.25%。进口锌矿相较国产锌矿而言缺乏价格分享机制, 且年初至今进口矿进口维持亏损, 使得炼厂更愿意采购国产锌矿。不过, 伴随进口矿加工费低位回升, 进口矿进口亏损幅度有所收窄, 叠加国内货源较为紧缺, 目前部分炼厂对原料结构进行一定调整, 预计后期进口矿采购量或环比回升。

图表4 国内锌矿月度产量情况



图表5 国内锌矿月度进口情况



数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

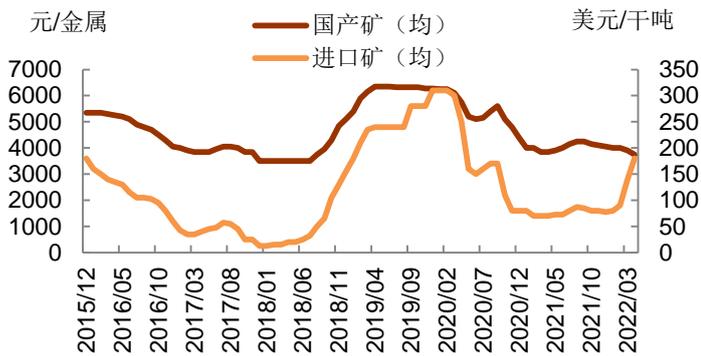
**图表 6 2020-2022 年国内主要矿山新增产能（万吨）**

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

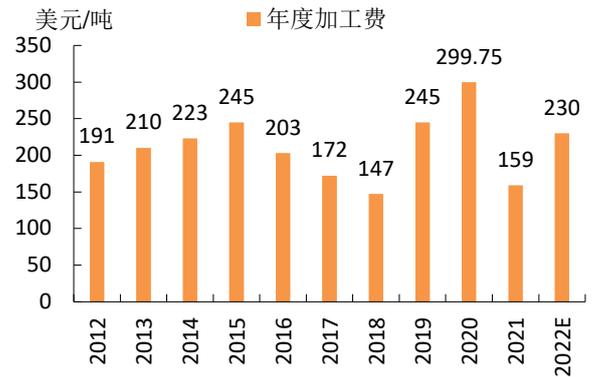
数据来源：SMM，铜冠金源期货

月度加工费的情况也能作证当前原料仍显紧缺，年初至今，国产锌矿加工费延续环比探底，截止至4月份，加工费由年初的均值4000元/金属吨降至3750元/金属吨。不过，进口锌矿加工费则呈现低位反弹，较国内走势分化明显，由年初的均值80美元/干吨环比回升至180美元/干吨。后疫情阶段，海外矿山延续恢复态势，锌矿供给不断修复，同时沪伦比价处历年低位，且海运费上涨等因素助推了进口加工费的低位反弹。此外，4月初泰克资源签订年度锌精矿合同，加工费将从2021年159美元/干吨提升至230美元/干吨，上调45%，该合同包含自动调整条款：如果锌价超过3800美元/吨后，加工费将会向上调整5%，但如果锌价下跌，加工费则维持不变。敲定的实际加工费低于市场预期的270-300美元/干吨，但远高于年初预期的175美元/干吨，一方面当前锌价高于3800美元/吨，炼厂享有加工费上调5%的权益，另一方面基于当前较低的内比价。

图表 7 内外矿加工费走势分化



图表 8 锌矿长协加工费



数据来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

## 2.2 精炼锌供应情况

### 2.2.1 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全球精炼锌产量为110.09万吨, 同比减5.5%。2021年全年精炼锌累计产量达1393.6万吨, 累计同比增加2.17%, 较2019年同期比增加3.18%。

2022年, 海外冶炼增量产能较为有限, HZL产能扩张带来6.5万吨增量, 此外Townsville等也将带来约2万吨增量, 抵消Hudbay破产关停的8万吨减量后, 2022年海外冶炼增量产能预计同比增加4-5万吨左右。

2021年9月份起, 在能源危机带来发电成本持续走高的影响下, 欧洲冶炼厂陆续出现减产。近5年欧洲地区锌锭年产量在240-250万吨之间波动, 占比全球产量18%左右。欧洲精炼锌产能主要集中在嘉能可、新星、波利顿, 欧洲产能占比中30%冶炼产能因高电价出现减停产, 令海外供给维持偏紧。

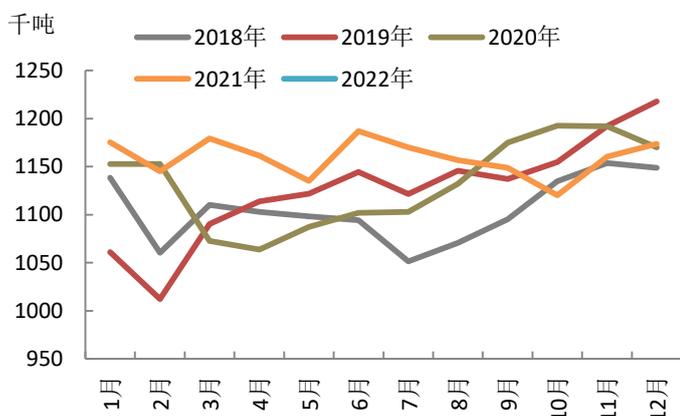
进入2022年海外地缘冲突不断, 2月24日, 俄罗斯对乌克兰采取军事行动, 全球能源价格大涨。ILZSG数据显示, 俄罗斯全年锌矿产量约30万吨, 精炼锌产量约21吨, 分别较全年产量占比为2.4%和1.5%。海关数据显示, 我国2021年自俄罗斯进口锌矿为19.06万吨, 占比总进口量的5%左右, 同时未从俄罗斯进口精炼锌。所以俄乌冲突对全球锌矿及锌锭供应的影响甚微, 对我国锌矿、精炼锌的进口量影响也较小, 但对锌价的影响主要在于欧洲能源成本提升。欧洲与俄罗斯间在天然气方面相互依赖度很高, 欧盟40%的天然气进口源于俄罗斯, 俄罗斯70%的天然气出口至欧盟。

2月下旬至今, 欧洲天然气价格跟随俄乌局势出现较大波动, 3月初一度冲高至200欧元/兆瓦时的历史高位, 欧洲各国电价也跟随走高至400-500欧元/兆瓦时的极高水平。高电价导致炼厂亏损加剧, 市场担忧炼厂检修扩大或延长, 助推内外锌价刷新高位。不过, 3月17日, 在法国采取政府能源补助前提下, 新星重启法国炼厂, 但高电价仍限制炼厂满产。

从目前情况看，俄乌局势仍具反复性，但对市场的冲击边际减弱，市场更多关注在欧美及俄罗斯间的博弈。3月下旬，普京宣布对不友好国家天然气采取卢布结算机制，随后遭G7强烈反对。随后，美国答应今年年底前出口欧盟至少150亿立方米的天然气，但相较于从俄罗斯进口的1500亿立方米的天然气的进口量而言，杯水车薪。另外，德国和奥地利也启动第一级应急机制，荷兰鼓励企业和居民减少使用量，以面对有可能到来的天然气荒。总体看，尽管欧洲也在通过增加美国天然气采购、加快能源结构调整的举措，但短期内仍难以弥补俄罗斯天然气进口的缺口。

综上所述，我们认为尽管当前临近欧洲2021-2022年采暖季尾声，且后期欧洲其它国家也有可能效仿法国实施能源补贴政策，但欧美与俄间或维持较长时间的博弈，天然气带动的欧洲电价在接下来的一段时间大概率维持高位波动，同时欧洲国家财政补助的后期执行情况及欧洲炼厂复产节奏不确定性仍存，故海外供给端扰动对锌价的底部支撑逻辑依然有效。

图表9 全球精炼锌月度产量情况



图表10 2022-2023年海外冶炼新增量(万吨)

企业名称	炼厂名称	2022E	2023E
Hudbay	Flin Flon	-8	-4
Kapus Prima	Kapus Prima	2	1
Korea Zinc	Townsville	2	
NIF	Valleyfiddle	1.5	0.5
Russian Copper	Verkhny Ufalei		15
Vedanta-HZL	HZL	6.5	
合计		4	12.5

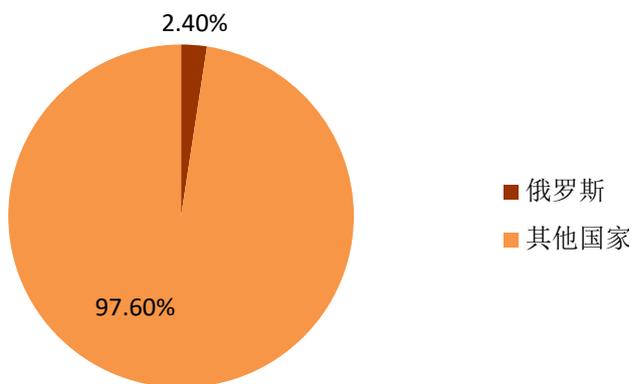
数据来源：iFinD，新闻整理，铜冠金源期货

图表11 2021年四季度至今欧洲冶炼厂减复产情况(万吨)

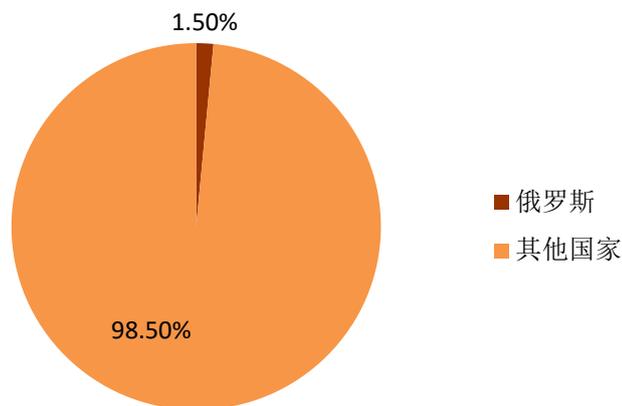
公司	冶炼厂	国家	总产能	减产产能	备注
新星	Budel	荷兰	30	15	21年10月产量消减50%
	Balen	比利时	27	13.5	21年10月产量消减50%
	Auby	法国	17	17	22年1月停产维护，3月17日宣布部分复产，市场预期日产量3000-4000吨
嘉能可	Portovesme	意大利	24	10	21年11月宣布12月底对10万吨硫化锌产线停产维护
	San Juan de Nieva	西班牙	46		错峰生产
	Nordenham	德国	5		错峰生产
	Northfleet	德国	5		
波利顿	Kokkola	芬兰	31.5		
	Odda	挪威	20		
总计			205.5	55.5	

数据来源：新闻整理，铜冠金源期货

图表 12 俄罗斯锌矿产量占全球比例

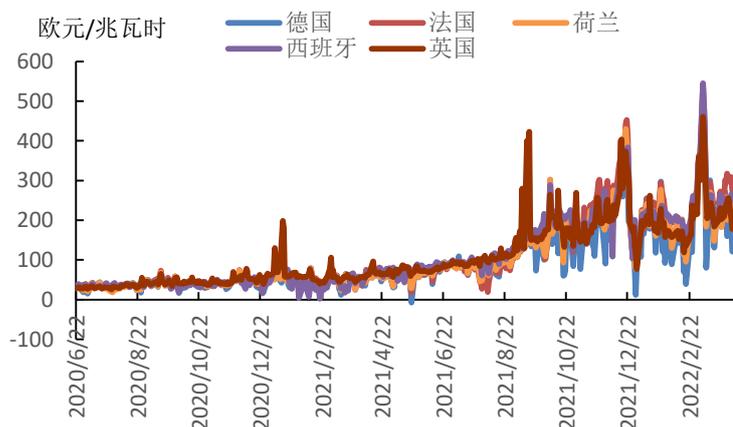


图表 13 俄罗斯锌锭产量占全球比例

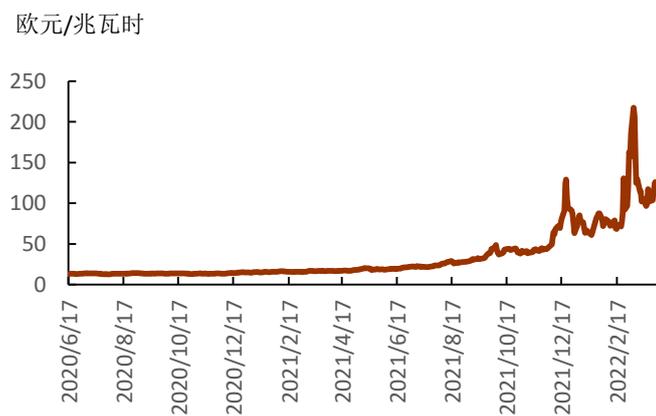


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 14 欧洲主要国家电价



图表 15 欧洲天然气期货价格



数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

## 2.2.2 国内精炼锌供应情况

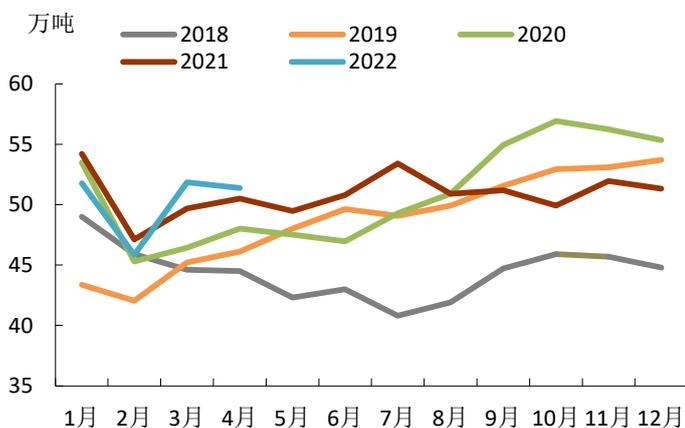
SMM数据显示,一季度国内精炼锌产量累计产量为147.7万吨,同比去年同期减少2.19%。

1、2月份,炼厂一方面受原料偏紧及利润低下的影响,减产增多且减产周期延长,在产企业提产动力也不强。SMM数据显示,1月冶炼厂原料库存21.93天,2月下降至20天,处于历史低位。另一方面国内春节长假,且冬奥会、残奥会及两会等环保趋严,也导致炼厂集中检修增多。进入3月,炼厂复工复产增多,葫芦岛锌业恢复正常生产;内蒙紫金检修结束;湖南部分中小冶炼厂于3月中旬或3月底恢复生产;广西部分炼厂于3月中旬前后复产;其余部分地区亦有春节后恢复量。与此同时,国内疫情越发严峻,进入3月中下旬多地运输受限,炼厂原料供应较为严峻,陕西部分炼厂检修或减产,精炼厂月度产量低于预期。对于4月份而言,内蒙地区因故减产、云南炼厂小幅检修叠加陕西炼厂减产,月度产量预计环比仅微增。

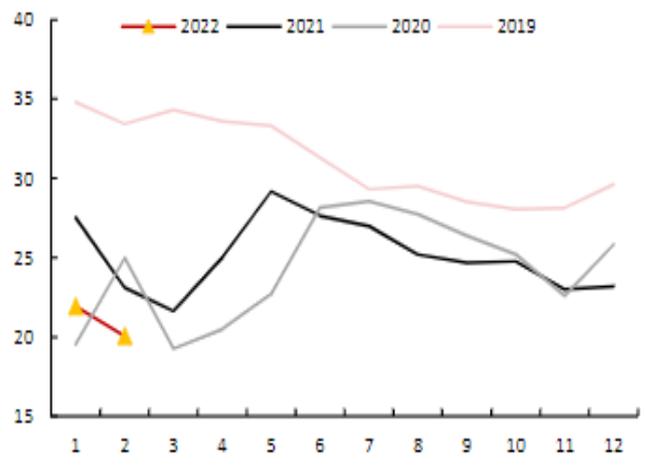
进口情况看，海关数据显示，1-2月精炼锌累计进口量达2.05万吨，累计出口量达1.09万吨，1-2月净进口量仅为0.96万吨，而去年同期净进口量为8.6万吨。今年1-2月精炼锌净进口量大幅减少源于，锌锭进口窗口维持关闭，且亏损幅度达2000元/吨左右的，同时，2月国内春节长假，国内消费不足，进口需求亦有所减少。此外，欧洲炼厂自去年四季度减产至今，导致欧洲地区精炼锌供给缺口较大，现货升水创历史高位，刺激部分货源流向欧洲地区。对于3月而言，沪伦比价维持低位，进口亏损一度走扩至近5000元/吨，出口盈利可观，进口量将仍以长单为主，净进口量或维持低水平。后期，随着欧洲能源刺激边际减弱及国内消费发力，沪伦比较有望低位修复，净进口量有望低位反弹。

整体来看，一季度国内精炼锌产量及进口量总体维持偏弱水平，供给端压力有限。进入二季度，沪伦比价有望低位修复，锌矿供给也有望逐步改善，国内精炼锌产量、净进口量预计环比回升。

图表 16 国内精炼锌月度产量

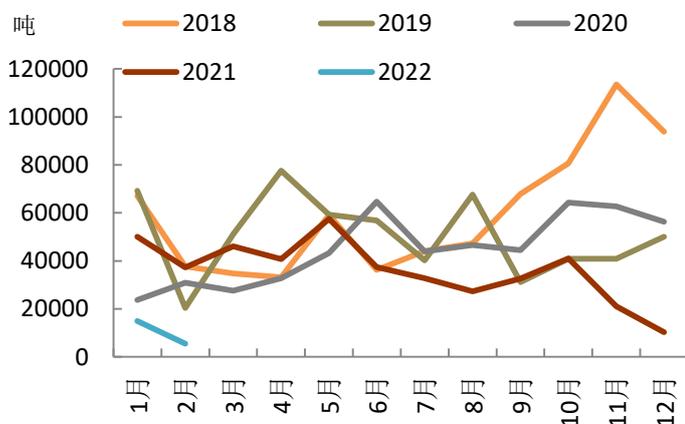


图表 17 冶炼厂原料库存情况

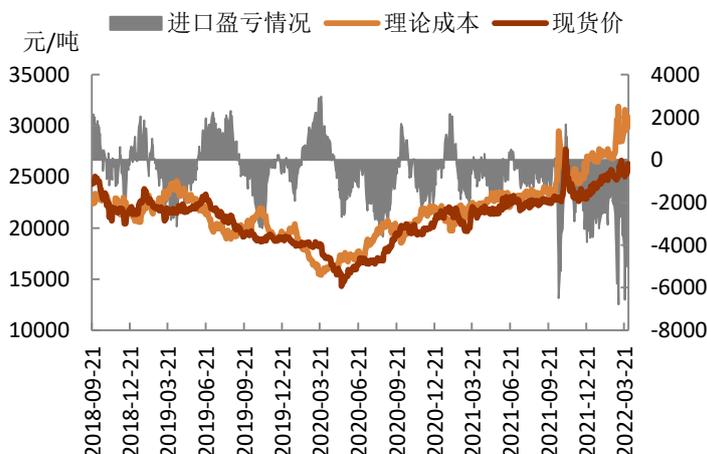


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 18 国内精炼锌月度进口量



图表 19 锌锭进口盈亏情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

## 2.3 精炼锌需求情况

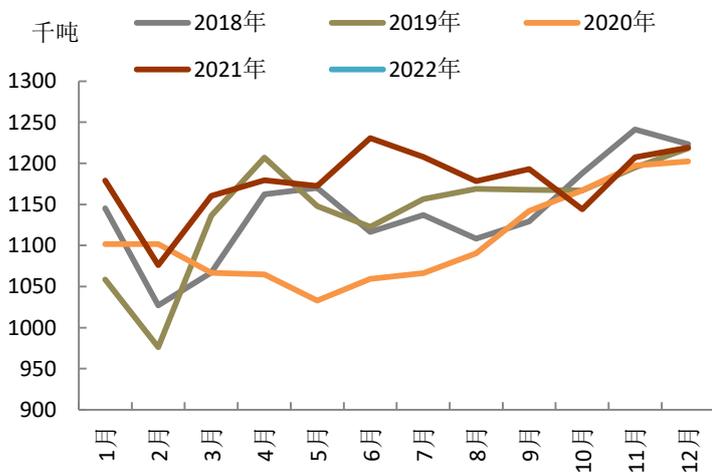
### 2.3.1 全球精炼锌需求情况

全球范围来看，ILZSG 最新数据显示，2022年1全球精炼锌需求量为113.93万吨，同比减3.4%。2021年全年精炼锌累计消费量达1414.8万吨，累计同比增加6.43%。全年供需缺口在23.5万吨。

海外方面，最新数据显示，美国3月ISM制造业PMI录得57.1，尽管连续扩张22个月，但下滑至2020年9月以来新低。当前，美国制造业仍处于需求驱动和供应链受限的环境中。俄乌危机在短期内可能会继续加剧原材料价格高企和全球供应中断，通胀前景仍然堪忧。制造业和经济的上趋势能否延续需要继续观察。欧元区3月制造业PMI录得57，创下自去年1月以来新低，扩张速度有所下降。尽管进一步放松疫情管制措施提振了需求，但由于俄乌冲突及其相关制裁使得成本上涨，制造业景气指数回落，增加了制造业滑入新一轮衰退的风险。

总的来看，当前欧美制造业仍处扩张区间，但增速均有所回落，加之当前美联储加息周期、俄乌冲突等复杂的政治、经济背景下，欧美制造业增速仍有继续回落的风险，这也将间接拖累海外锌的终端需求。

图表 20 全球精炼锌月度需求情况



图表 21 欧美 PMI 指数



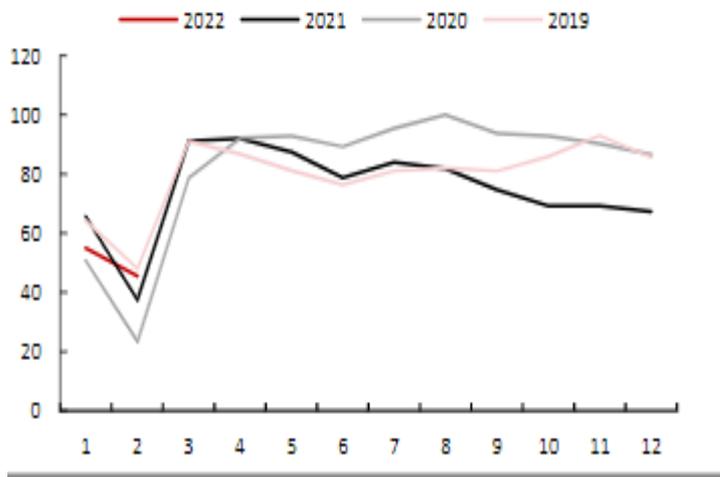
数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

### 2.3.2 国内精炼锌初端需求情况

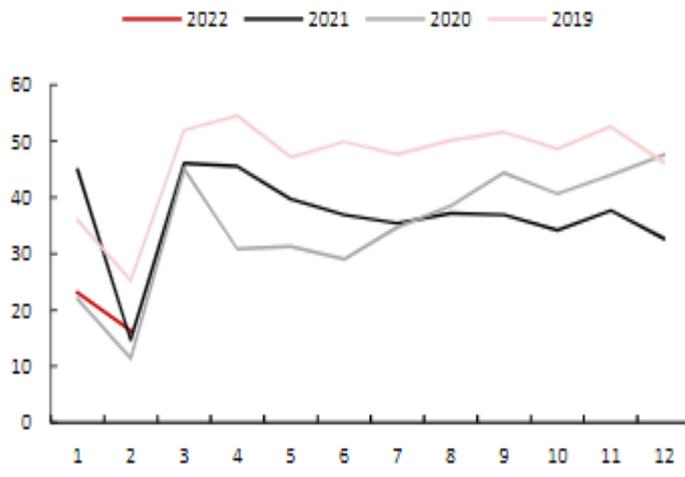
一季度国内初端需求表现欠佳，1-2月北方因冬奥会、残奥会、两会等环保趋严，初端企业春节后复工速度较往年偏晚；进入3月，国内疫情冲击原料及成品运输，叠加终端订单不佳，初端消费呈现旺季不旺的特征。二季度，国内疫情有望逐步缓解，叠加消费处于传统旺季，初端消费有望逐步改善，企业开工率或环比回升。

2021年国内镀锌板出口创下近年高位，进入2022年镀锌板出口仍保持较好的韧性，出口需求对锌价拉动力度不减。

图表 22 镀锌企业开工率

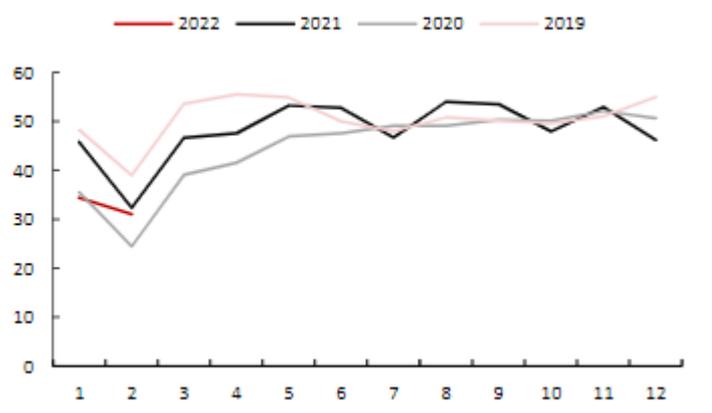


图表 23 压铸锌合金企业开工率

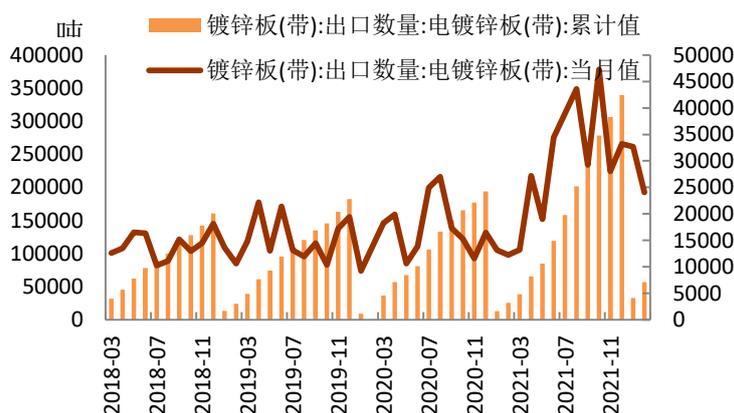


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 24 氧化锌企业开工率



图表 25 镀锌板出口情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

### 2.3.3 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，1-2 月全国房地产开发投资同比增长 3.7%。其中，房屋新开工面积同比下滑 12.2%，降幅扩大；施工面积同比增长 1.8%，增速收窄；竣工面积同比下滑 9.8%，增速转负；销售面积同比下滑 9.6%，增速转负。从数据来看，除施工面积同比增速为正之外，房屋新开工面积、竣工面积以及商品房销售面积同比均处于负增长区间。与此

同时，房地产投资和房地产开发企业到位资金之间也出现了明显的背离，房地产行业的潜在下行压力依旧很大。进入3月份，全国多地出现疫情反弹，吉林、上海、福建等地受疫情影响严重。地产投资板块中建材库存去化较1-2月节奏有所放缓，疫情对建筑业施工的拖累显著，加之房地产销售仍然偏弱，房地产投资动能预计下行。

不过，今年国内加快保障性住房的建设，这也是我国“十四五”期间的工作重点。根据目前27个省份披露的2022年保障性租赁住房的建设情况，估算今年全国将新建240万套保障性租赁住房。在房住不炒的政策背景下，保障性租赁住房筹建规模的扩大能够在一定程度上托底房地产投资。

总体来看，当前地产投资仍显偏弱，但政策底已现。今年两会定调，2022年国内经济增长目标定为5.5%左右，受制于偏弱的地产投资及销售数据等，可能对完成5.5%目标构成负面影响，那么松绑地产，稳地产的必要性也就越强。近期福州限购放松，秦皇岛限购令废止，各地政策再度松动，同时贝壳研究院的统计显示，3月50个城市3月带看客户量、新增挂牌房源量环比增长均超三成，热点城市的推盘量和带看规模也在3月稳步提升，地产板块底部回升的动力依然存在。锌作为地产后周期品种，后期有望随着地产施工增速修复而改善。

**从基建投资方面来看：**统计局数据显示，1-2月基建同比增速为8.1%，表现亮眼，源于资金端和项目端的支撑。财政部数据显示，1-2月政府新增专项债合计发行8775亿元，占提前批的60.1%，专项债发力前置特征明显。同时，在政策的引导下，今年各地重大项目开工时间也都比较早。全年安排了新增专项债额度为3.65万亿元，较去年持平，高于此前预期。除了去年底发行的提前批次1.46万亿外，年内仍有23519亿元的额度。得益于资金面提供充足保障，基建投资保持较好的韧性。

后期来看，我们认为基建增速表现仍可继续期待，因为目前国内经济复苏基础仍不牢靠，外存输入性通胀压力，内有疫情的不利影响。在这种背景下，国内财政政策仍将会以“稳增长”作为工作重心，基建托底经济有望加快，从而对锌初端消费构成实质性提振。

**从汽车方面来看：**中汽协数据显示，2022年1-2月，汽车累计产销量分别为423.5万辆和426.8万辆，同比增长8.8%和7.5%，汽车行业产销情况总体保持稳定。进入3月，国内疫情多地反扑，国内多家车企为配合防疫要求相继停产，未停产的车企在生产、物流效率上也存不同程度的冲击。

中汽协根据13家重点企业上报的周报推算，3月汽车行业销量预计完成224.9万辆，环比增长29.5%，同比下降11%；2022年1-3月累计销量预计完成651.7万辆，同比增长0.5%。

2月俄乌爆发冲突，尽管俄罗斯和乌克兰在芯片产业链上的参与度较低，因此不会影响到芯片的生产制造环节。但以美元计价的大宗商品价格持续高涨，推高了芯片价格的上涨预期，或进一步加剧芯片的紧张局面。

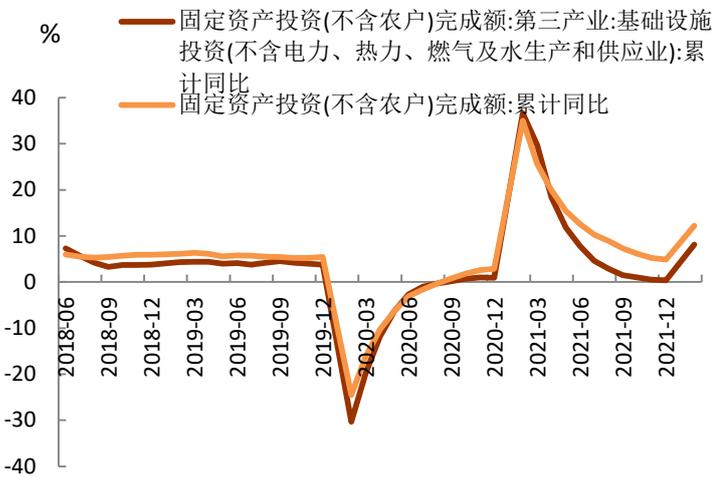
整体来看，国内疫情扰动下，短期对国内汽车产销构成不利影响，但后期随着疫情改善，汽车产销或迎来集中性释放。不过也需关注到，当前芯片供给维持偏紧，原材料价格仍处高位，也对汽车产业经营带来一定冲击。而初端产品氧化锌多用于汽车轮胎生产，短期需求受

一定抑制，后期仍存改善预期。

**从白色家电方面来看：**产量方面，1-2月空调、洗衣机、冰箱及彩电产量累计同比增速分别为3.9%、5%、-2.5%和1%。出口方面，1-2月空调、洗衣机、冰箱及彩电出口累计同比增速分别为4.5%、-13.4%、-10.9%和6.9%。1-2月国内出现倒春寒，3月多地疫情快速爆发，将继续拖累白色家电产销表现。二季度看，疫情预期好转，叠加国内五一、618等多个购物促销节日，预计家电产销环比将改善。此外，俄乌冲突推动海运费价格上涨，叠加出口运力不足，家电出口将延续受限。

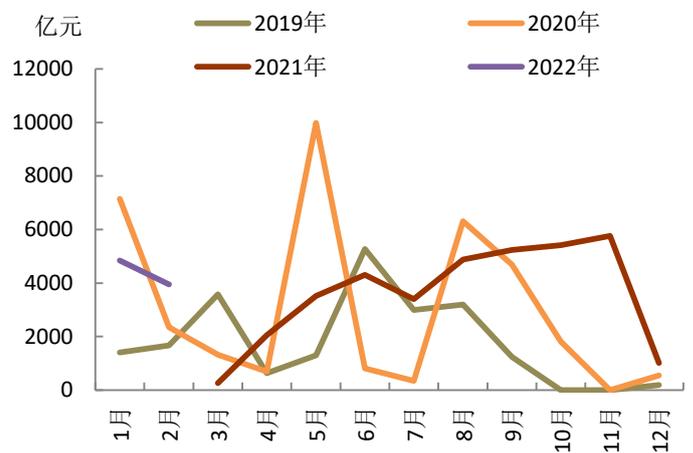
综上所述，得益于国内“稳增长”的总基调，预计地产政策存进一步松绑的可能，基建板块延续发挥托底经济的重要使命，汽车板块受芯片价格高企及疫情拖累，需求有望在二季度集中修复，家电产销环比改善预期，而出口在高海运费下，或表现欠佳。总体而言，终端需求向好预期不改，二季度将对锌消费实物量提振将逐步显现。

图表 26 基建逐步发力

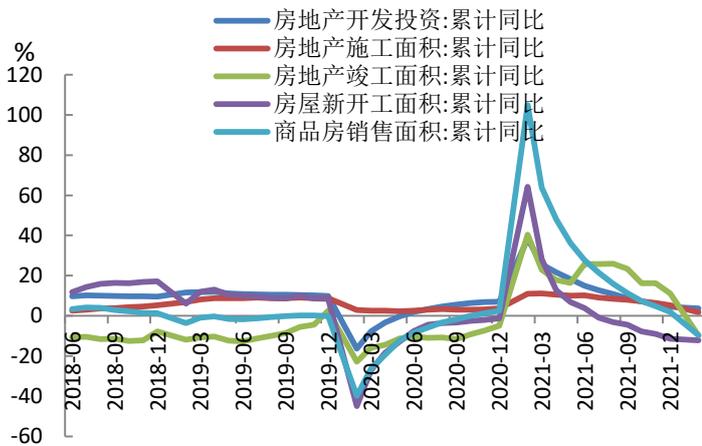


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 27 专项债月度发行情况

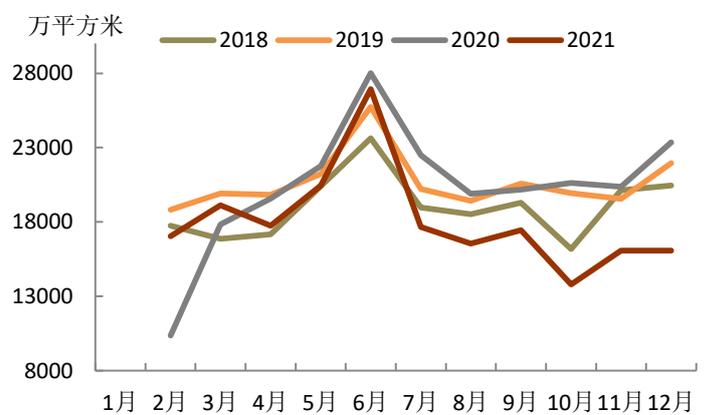


图表 28 地产主要指标仍显疲弱

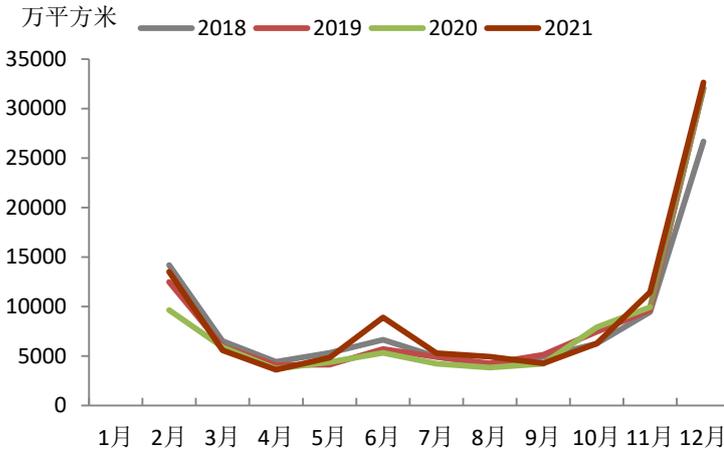


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 29 当月新开工面积

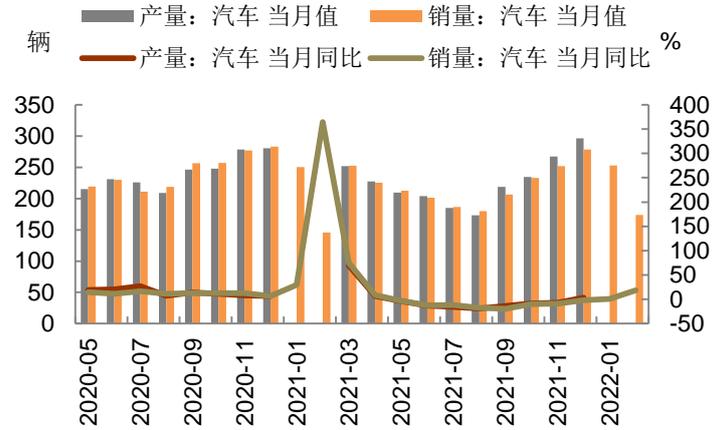


图表 30 当月竣工面积

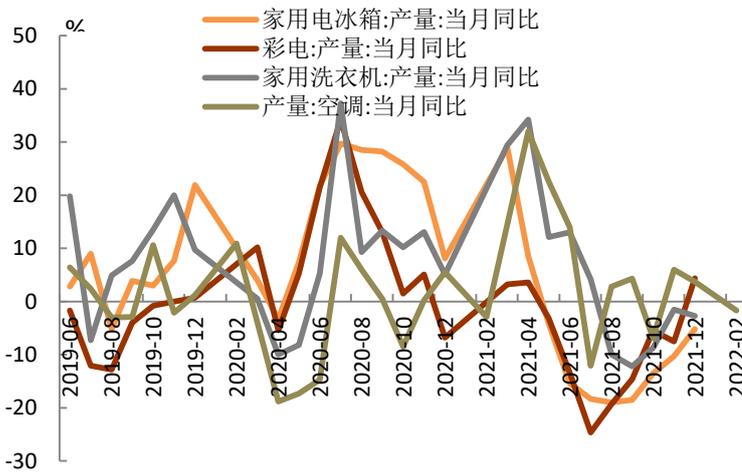


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 31 汽车当月产销情况

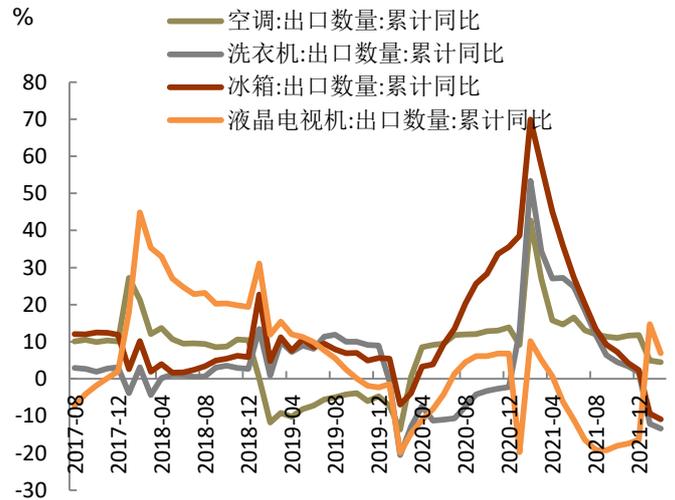


图表 32 白色家电内需情况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 33 白色家电外需情况



### 3、内外库存表现分化

进入2022年，LME库存加速下行，截止至3月底，库存降至142100吨，较年初减少51775吨，降幅达26.7%，创2020年7月以来低位，且短期库存尚未显现出止跌迹象。目前伦敦库存中81%集中在亚洲地区，欧洲地区库存仅500吨，降至历年极低水平。海外低库存推升伦敦现货年内多维持升水结构，截止至3月底，现货升水达59美元/吨，欧洲地区现货升水维持在200多美元/吨的高位。

国内方面，年内上期所及社会库存均显现回升态势，截止至3月底，分别达到177826吨及27.28万吨，分别较年初增加176%和127%，库存均维持历史相对高位。1-2月国内受冬奥会、残奥会及两会等环保因素制约，叠加春节长假影响，库存累积，进入3月，下游复工复产，但

国内多地疫情形势严峻，特别是华东及华北地区，均出现区域性封城，令下游消费恢复远不及预期，库存高企也是拖累内外锌价的一大因素。

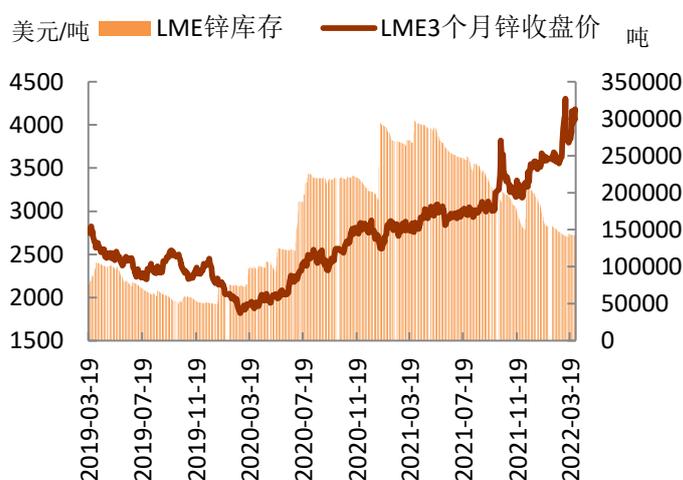
保税区来看，年初至今仍维持在低水平波动，源于当前锌锭进口窗口维持较大幅度亏损，进口仍以长单为主，散单较少。

后期来看，受海外能源坚挺因素的影响，海外炼厂复产节奏存不确定性，库存或维持降势；国内疫情改善后，下游需求大概率将出现回补，将加速国内库存高位回落；而随着国内需求修复，内外比较存低位修复的可能，锌锭进口亏损幅度有望收窄，届时保税区库存有望低位小幅回升。

图表 34 上期所库存大幅增加

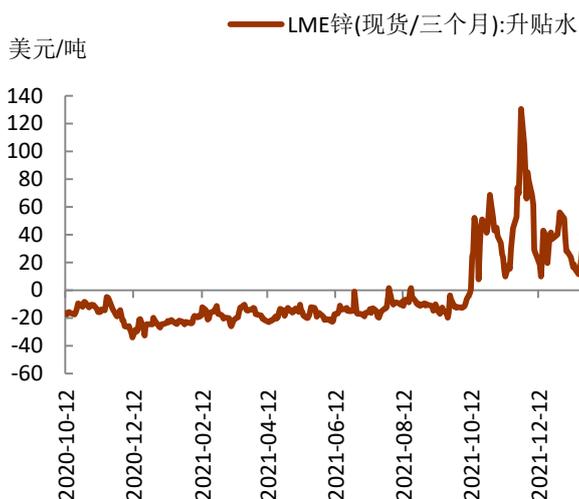


图表 35 LME 库存加速下滑

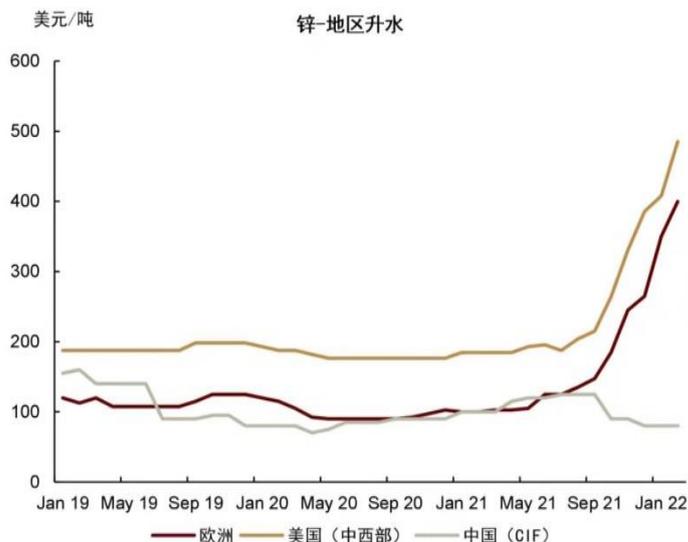


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 36 LME 现货升水情况

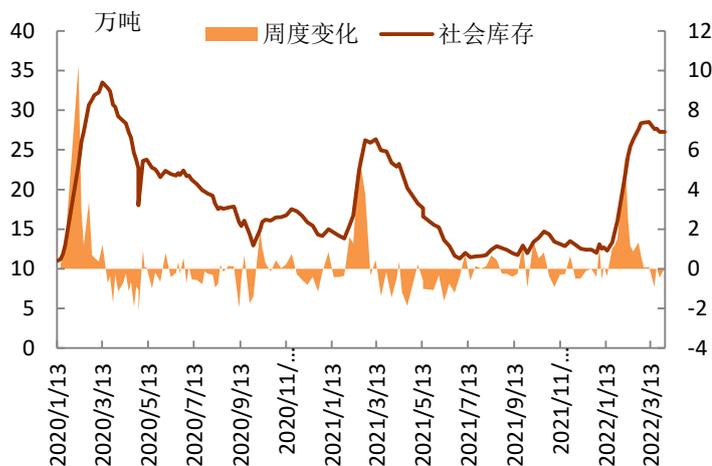


图表 37 欧洲地区现货升水



数据来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 38 社会库存超预期累库



图表 39 保税区库存维持低位



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

### 三、总结与后市展望

一季度锌价表现偏强，期价运行的根本逻辑在于欧洲能源问题对供应端的扰动及国内需求向好预期这两条主线。2月以来俄乌间冲突强化了欧洲能源的支撑力度，但国内环保及疫情等因素，令现实需求表现偏弱，拖累沪锌涨幅，锌市呈现外强内弱的格局。

二季度来看，尽管俄乌局势仍显反复，但市场焦点转向欧美及俄罗斯间制裁及反制裁，全球一级能源大概率维持高位，欧洲电价也难回前期水平，欧洲精炼锌供给恢复的不确定性因素依然存在。国内而言，内外比价低位下，进口矿维持亏损，国内炼厂原料较为紧缺，尽管利润尚可，但原料制约下精炼锌产量或难现超季节性增量，供给压力有限。需求端看，在全年5.5%GDP目标的指引下，叠加突发疫情冲击，国内逆周期调节力度有望增强，基建托底预期不改，同时地产也存改善预期，待国内疫情消退后，对锌消费或形成实物量的提振。

整体来看，当前欧洲能源导致的供给扰动支撑仍存，托底锌价。国内精炼锌或难现超季节性增量，同时需求仍可期，锌市仍可以偏多对待。不过当前锌价处于高位，存一定高估风险，操作上不建议追高，可逢低做多。

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。时时