

2022年11月7日 星期一

强现实弱预期下 锌价宽幅震荡



联系人：黄蕾

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

要点

●宏观面看，美联储11月加息符合预期，暗示最快12月开始放缓加息，但终端利率有所上调。目前美国经济增长放缓，欧洲衰退强化，经济下行预期拖累金属走势。国内疫情反复下，经济延续弱复苏。

●供应端看，三季度海外锌矿产出逐步增加，叠加炼厂检修导致需求减少，海外矿相对宽松。国内北方矿山进入生产淡季，不过锌矿进口窗口持续开启，进口货源补充下，原料相对充沛，内外加工费环比增加。叠加副产品价格回升，炼厂利润较佳，产量增加预期强。但目前矿到锭转换仍需时间，现货端维持偏紧。海外炼厂端看，欧洲炼厂减产再兑现，且能源自高点大幅回落，短期能源端支撑减弱，但欧洲冬季天气存变数，后期炼厂再减产仍存一定概率。

●需求端看，通胀及流动性收紧双重压力下，海外需求承压回落。国内看，四季度天气转凉，户外施工受限，基建投资增速或趋于平缓；汽车板块在政策加持下，有望维持高增速；地产竣工环节也将来部分消费增量，但持续性不宜过分乐观；家电或延续偏弱。总的来看，消费旺季后，需求端支撑力度或边际放缓。

●整体来看，美联储激进加息压力暂缓，然金属将面临更长时间流动性压力。国内远期供应增加预期较强，但产量释放仍需时间。当前现货仍显偏紧，低库存支撑力度依然较强。目前，多空均有逻辑支撑，锌价走势较为纠结，市场情绪变化有望放大锌价波动，预计11月期价呈现宽幅震荡，区间在22000-24500元/吨。在库存尚未出现持续累库压力下，跨月价差将维持BACK结构。

风险提示：宏观风险，国内供应远低于预期

目录

一、锌市场行情回顾	5
二、宏观面	5
2.1 海外方面.....	5
2.2 国内方面.....	6
三、锌基本面分析	8
3.1 锌矿供应情况.....	8
3.1.1 全年全球海外锌矿呈过剩.....	8
3.1.2 国内锌矿供应稳中有增.....	9
3.2 精炼锌供应情况.....	10
3.2.1 全球精炼锌供应情况.....	10
3.2.2 国内精炼锌供应增加预期较强.....	12
3.3 精炼锌需求情况.....	14
3.3.1 全球精炼锌需求情况.....	14
3.3.2 国内精炼锌初端需求情况.....	15
3.3.3 国内精炼锌终端需求情况.....	16
3.4 内外库存维持低位.....	19
四、总结与后市展望	20

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 欧元区通胀情况	7
图表 4 美国利率水平	7
图表 5 欧元区利率水平	7
图表 6 欧美 PMI 数据	7
图表 7 全球 PMI 数据	7
图表 8 国内 PMI 数据	8
图表 9 国内 GDP 同比增速	8
图表 10 上市公司锌矿产量情况（万吨）	9
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	10
图表 13 国内锌矿月度进口情况	10
图表 14 内外矿加工费走势分化	10
图表 15 锌矿进口盈亏	10
图表 16 全球精炼锌月度产量情况	11
图表 17 欧洲 TTF 天然气期货价格	11
图表 18 欧洲主要国家电价	11
图表 19 欧洲天然气库存情况	11
图表 20 2021 年四季度至今欧洲冶炼厂减复产情况（万吨）	12
图表 21 国内精炼锌月度产量	13
图表 22 锌矿港口库存	13
图表 23 冶炼厂原料库存	13
图表 24 国内精炼锌月度净进口量	13
图表 25 冶炼厂利润情况	13
图表 26 锌锭进口盈亏情况	13
图表 27 全球精炼锌月度需求情况	14
图表 28 美国新屋销售情况	14
图表 29 美国成屋销售情况	15
图表 30 美国汽车销量情况	15
图表 31 欧元区房屋营建情况	15
图表 32 欧元区汽车销量情况	15
图表 33 镀锌企业开工率	16
图表 34 压铸锌合金企业开工率	16
图表 35 氧化锌企业开工率	16
图表 36 镀锌板出口情况	16
图表 37 基建逐步发力	18
图表 38 非制造业 PMI 指数	18
图表 39 地产主要指标仍显疲弱	18
图表 40 房屋竣工面积当月同比增速	18

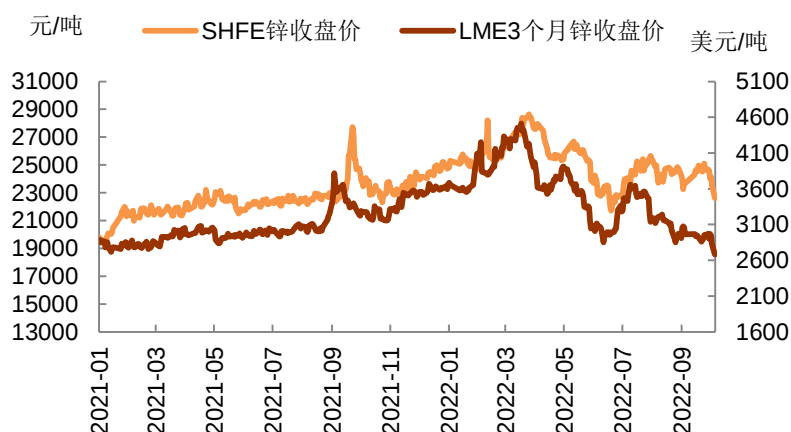
图表 41 地产销售面积当月同比增速.....	18
图表 42 汽车当月产销情况.....	18
图表 43 白色家电内需情况.....	19
图表 44 白色家电外需情况.....	19
图表 45 上期所库存回落.....	19
图表 46 LME 库存加速下滑	19
图表 47 社会库存大幅减少	20
图表 48 保税区库存维持低位.....	20

一、锌市场行情回顾

10月沪锌主力期价呈现冲高回落走势。上半月，产业端主导锌价走势，国庆假期归来，10月合约临近交割，但因交易所仓单远低于持仓量及现货偏紧，引发交割月挤仓，从而带动主力11月合约期价跟涨，期价一度反弹至25000元/吨附近。10月合约交割后，现货维持偏紧，而月底部分贸易商长单交货又出现困难，期价一度冲高至25650元/吨。但自21日后，随着交易所仓单持续流出，部分进口锌锭流入补充，及多头担心监管压力，11月挤仓动力不足，锌价应声下跌。同时，临近美联储利率会议，宏观再度占据主导，叠加国内多地疫情再抬头，需求受抑制，悲观情绪升温，锌价延续跌势。截止至月底，期价收至22610元/吨，月度跌幅达4.48%。

伦锌呈现先扬后抑走势。月初，欧洲炼厂扰动再现，受能源高价影响，嘉能可将从11月1日对其位于德国的Nordenham锌冶炼厂进行维护，刺激锌价低位反弹，但随后因欧洲能源危机延缓，天然气延续跌势及需求下行担忧，锌价上涨动力不足，重回震荡。月底，海外激进加息担忧重燃，锌价跌破年内低点，最终收至2688.5美元/吨，月度跌幅达9.6%。

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 海外方面

欧美通胀压力依然存在。美国劳工统计局公布数据显示，美国9月CPI同比增长8.2%，略高于市场预期，前值为8.3%。美国9月核心CPI也高出预期，同比增长6.6%，为1982年8月以来最大增幅，前值为6.3%，通胀数据再度暴表。在11月初的美联储最新利率会议上，11月加

息75BP，符合预期。但随后发布会上，鲍威尔称最快12月放慢加息，但鹰派表态指出，终端利率将高于之前预估，考虑暂停加息还太早。

欧元区方面，10月调和CPI同比上升10.7%，高于预期的10.3%和前值的10%，同时创下1997年有记录以来的峰值。核心CPI同比增长5%，与预期持平，超过9月时创下的历史最高4.8%。由于俄罗斯大幅削减了对欧天然气供应，欧洲国家不得不从其它地方寻找天然气，并为其支付更高的价格，加速了通胀上行。10月底，欧洲央行宣布连续第二次加息75个基点，将关键利率从0.75%上调至1.5%，但同时表示了对经济增长的担忧。从目前的高企的通胀数据看，12月再度加息75bp的概率依然较大。

而伴随着欧央行和美联储大幅加息及能源危机，欧美经济前景堪忧。美国10月ISM制造业PMI降至50.2，创2020年5月以来新低，预估为50.0，前值为50.9。其中，新订单指数在最近五个月中，第四次萎缩；出口订单分项指数为连续第三个月收缩；就业指数小幅回升，但仍然处于低位。数据显示，美国经济正在向衰退边缘滑落。欧元区10月制造业PMI终值由初值46.6下修至46.4，低于预期并较9月进一步下滑，连续四个月低于荣枯线，经济衰退预期得以强化。

整体来看，欧美依旧维持较高通胀，美联储及欧央行将继续收紧流动性，大类资产上方压力有所增加。同时，在高通胀、流动性收紧的影响下，欧美经济增速继续呈现放缓趋势，且在能源冲击的背景下，欧洲经济衰退的压力更大。

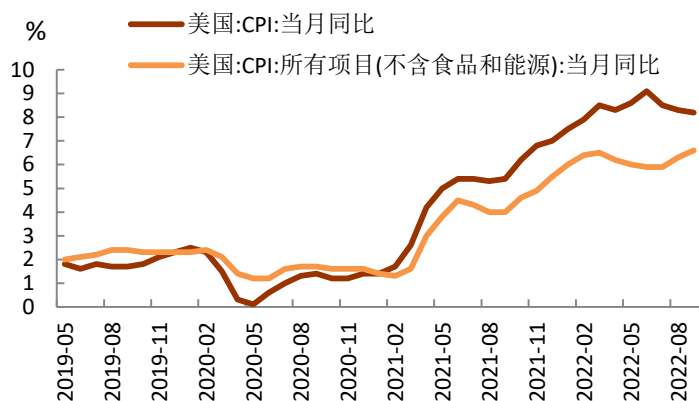
2.2 国内方面

第三季度，我国GDP同比增长3.9%，比二季度加快3.5个百分点。三季度国内疫情改善，经济恢复明显好于二季度，生产需求持续改善，就业物价总体稳定，民生保障有力有效，总体运行在合理区间。

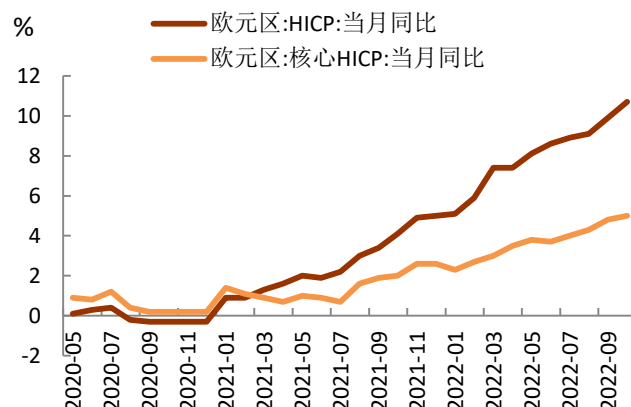
但国内10月PMI数据表现不佳，10月份制造业采购经理指数（PMI）为49.4%，比上月下降0.9个百分点，低于临界点，主因10月国内多地疫情反复，拖累经济复苏。从分类指数看，构成制造业PMI的5个分类指数均低于临界点。生产指数为49.6%，比上月下降1.9个百分点；新订单指数为48.1%，比上月下降1.7个百分点；原材料库存指数为47.7%，比上月上升0.1个百分点；从业人员指数为48.3%，比上月下降0.7个百分点；供应商配送时间指数为47.1%，比上月下降1.6个百分点。

国庆假期后，国内多地疫情有所抬头，在防疫政策维持“动态清零”总方针不变的背景下，国内经济预期仍以弱复苏为主。

图表 2 美国通胀情况

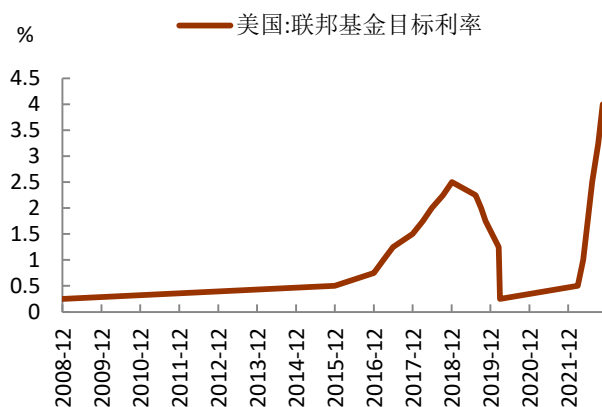


图表 3 欧元区通胀情况

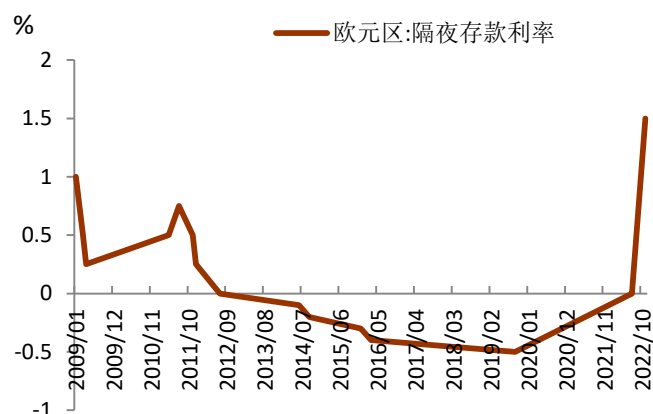


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 4 美国利率水平

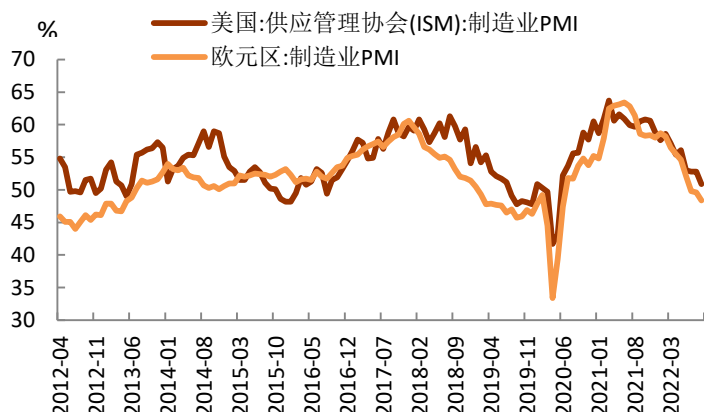


图表 5 欧元区利率水平

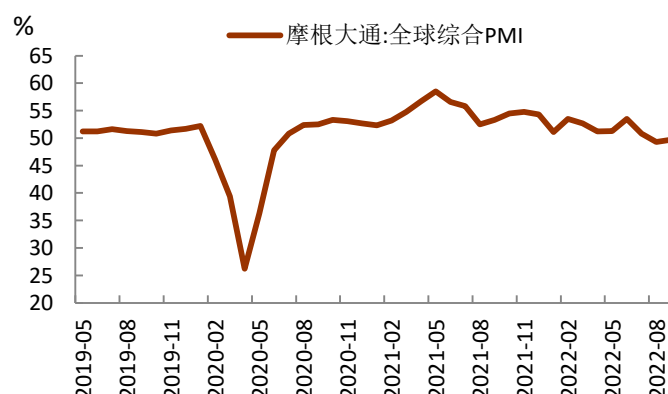


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 欧美 PMI 数据

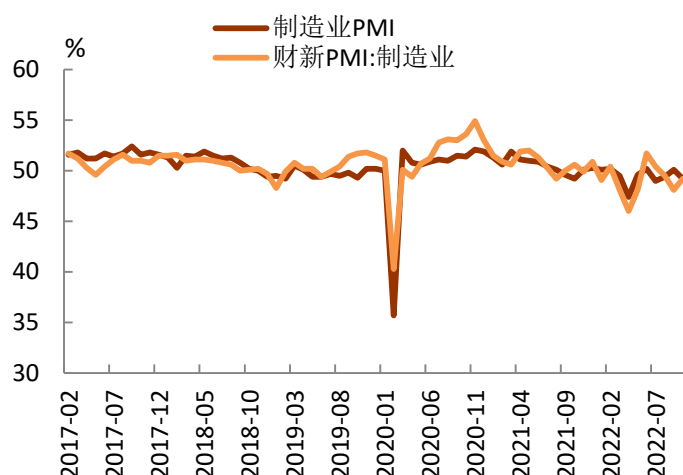


图表 7 全球 PMI 数据



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 三季度海外锌矿产出逐步回升

ILZSG 最新数据显示, 2022 年 8 月全球锌精矿产量 105.67 万吨, 当月同比降 3.88%, 1-8 月累计同比降 2.31%。今年以来, 海外矿山产量增速不及预期, 因疫情导致员工缺勤率上升; 部分矿山因洪水减产; 部分矿山因资源枯竭而关闭 (如嘉能可北美地区的 Matagami 矿山、Hudbay 旗下的 777 矿山); 多数矿山品位延续下滑; 以及部分新增项目 (如 Zhairem、Gamsberg、Neves-Corvo 等) 扩张不及预期。

不过, 从目前主要海外矿企公布的季度报看, 三季度锌矿产量回升明显, 环比、同比均呈现正增长, 矿端供应边际改善。不过, 部分矿企再度下调全年产量预期, 如嘉能可年内二度下调全年产量计划至 94.5 ± 2.5 万吨, 降幅在 6.5 万吨 (或 6%), 因受到俄乌战争的次级影响, 哈萨克斯坦出现供应链问题, 新增矿山提产较缓慢。

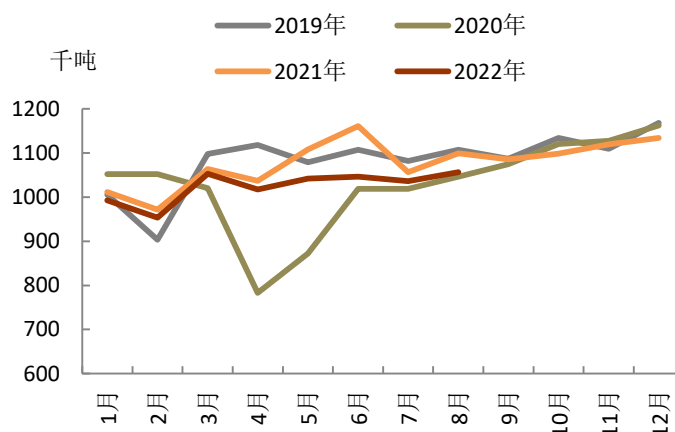
全年看, 2022 年全球锌矿产量预计在 1269 万吨, 同比降低 0.86%; 2023 年锌矿产量预计将增长 2.7% 至 1303 万吨。

图表 10 上市公司锌矿产量情况（万吨）

	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	Q3 环比	Q3 同比	2022 年 产量预测	此前产量 预测
MMG	6.1834	6.1397	4.9763	5.3488	6.0906	13.87%	-1.50%	22-23.5	
Glencore	27.4	26.2	24.15	23.92	21.89	-8.49%	-20.11%	94.5 ± 2.5	101 ± 3
Vedanta	30.3	30.4	35	32	32.9	2.81%	8.58%		
Teck	14.43	14.878	15.75	16.57	18.39	10.98%	27.44%	63 - 66.5	
Nexa	7.99	8.11	6.63	7.92	7.6	-4.04%	-4.88%	28.7-31.8	
Boliden	6.5278	6.2951	5.8127	7.2707	6.3059	-13.27%	-3.40%		
Lundin	3.8769	3.683	3.2391	4.1912	4.03	-3.85%	3.95%	16.8-18.3	
New Century	2.89	3.03	2.73	3.17	3.53	11.36%	22.15%	11 - 13	
Penoles	6.9858	6.5383	6.7212	6.9808	7	-1.73%	-1.80%		
BHP	3.3289	2.9603	3.2732	2.7576	3.2685	18.53%	-1.81%	11.5-13.5	
South32	1.54	1.73	1.64	1.54	1.4	-9.09%	-9.09%		
合计	106.5839	105.2741	105.0093	107.3715	107.5967	0.21%	0.95%		

数据来源：上市公司财报，铜冠金源期货

图表 11 全球锌矿月度产量情况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

3.1.2 国内锌矿供应稳中有增

SMM数据显示，9月国产锌矿32.03万吨，1-9月累计产量245.4万吨，累计同比降8%。10月，北方矿山逐步进入冬季检修季，产量预计下滑至28.88万吨，同比降15.31%，1-10月累计同比降9%。

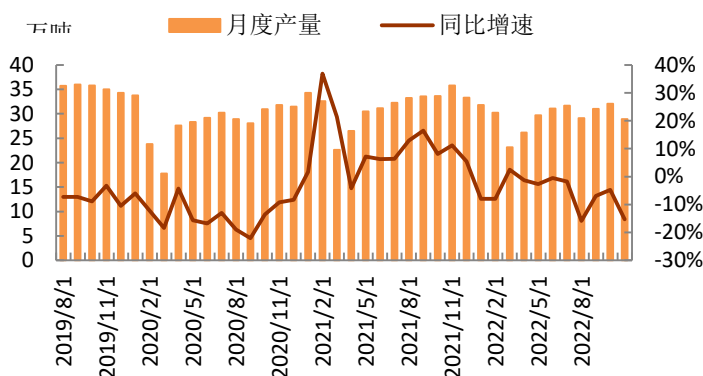
锌矿进口方面，9月进口锌精矿为39.06万吨（实物吨），环比上升3.77%，同比上升53.49%。1-9月累计进口达287.6814万吨（实物吨），累计同比上升5.7%。进口量延续环比增加，一方面因前期进口矿集中到港，另一方面沪伦比值增加，进口7月以来锌矿进口窗口多维持开启，

炼厂进口采购积极性较强。10月来看，进口矿盈利尚可，叠加北方炼厂多储需求增加，预计锌矿进口将维持高位。

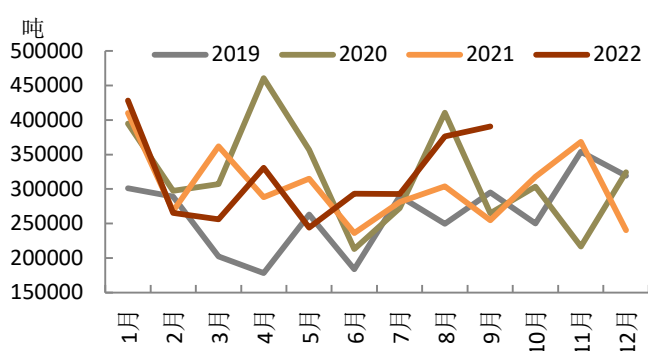
SMM数据显示，11月国产锌矿加工费报4200-4800元/金属吨，均值环比增加300元/金属吨；进口矿加工费报250-280美元/干吨，均值环比增加35美元/干吨。内外锌矿供应边际增加，矿山部分让利，加工费延续涨势。考虑到锌矿进口持续开启，在进口货源不断补充下，加工费有望延续环比上涨。

总的来看，当前国内锌矿供应较为充沛，炼厂四季度冬储压力大幅减弱，内外加工费仍有望环比上涨。

图表 12 国内锌矿月度产量情况

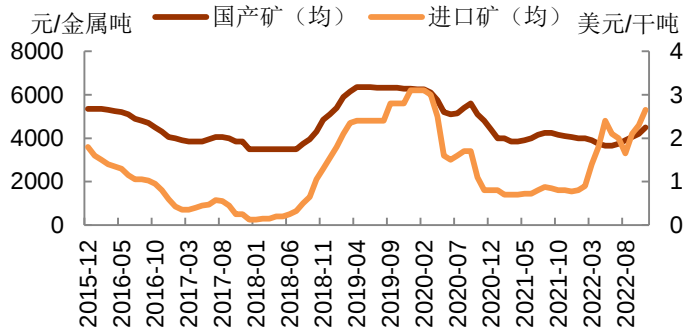


图表 13 国内锌矿月度进口情况

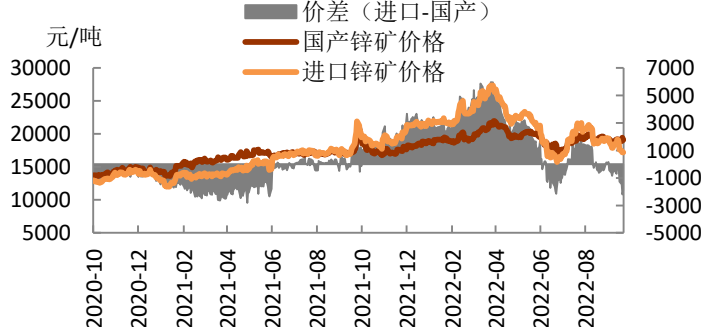


数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 14 内外矿加工费走势分化



图表 15 锌矿进口盈亏



数据来源：SMM，iFinD，弘则，铜冠金源期货

3.2 精炼锌供应情况

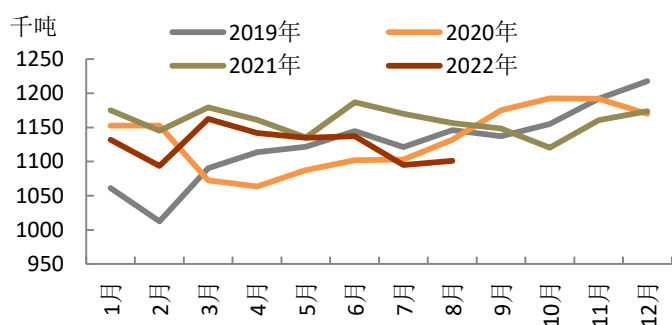
3.2.1 全球精炼锌供应情况

全球范围来看，ILZSG数据显示，2022年8月精炼锌产量110.09万吨，当月同比降低4.82%，1-8月累计产量897.7万吨，累计同比降3.6%。最新预期显示，2022年全年产量料减少2.7%至1,349万吨，主要是由于欧洲产量下滑，但2023年锌产量预计将增加2.6%至1,384万吨。

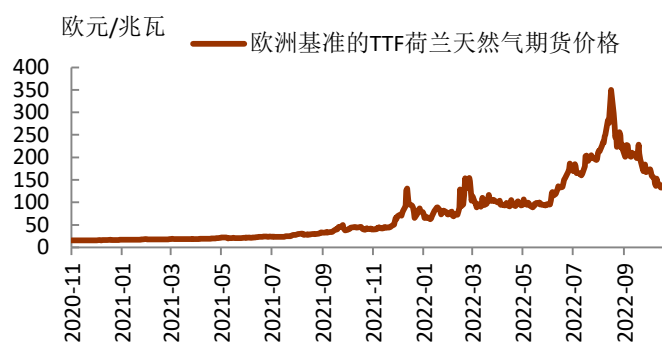
去年四季度以来，欧洲炼厂减产规模不断扩大，最新消息显示，嘉能可计划在11月1日对其位于德国的Nordenham锌冶炼厂进行维护。那么欧洲炼厂减停产规模将扩大至74万吨，占全球锌产能约5.3%。欧洲天然气及电价自8月底以来持续下行，单10月当月跌幅就达40%，主要受欧洲各国库容增加超预期、天气较暖、欧盟行政干预及需求下滑等影响。目前看，欧洲能源危机有所延缓，市场对欧洲炼厂供应扰动担忧随之降温，当前部分炼厂也临近盈利。不过，欧洲冬季天然仍存一定变数，能源危机难言彻底解除，且当前各国电价较去年三季度仍偏高，减产炼厂快速复产概率相对有限。故短期扰动降温对锌价支撑减弱，但后期仍存一定变数。

年初至今，海外除了欧洲炼厂因能源价格高企扩大减产外，美洲精炼锌供应也出现波动。如Teck的Trail冶炼厂将于9月中旬至11月初关闭进行重大维护，而Nyrstar的Clarksville冶炼厂预计将在整个9月保持关闭，Peñoles的Torreón的运营水平再次低于预期。此外，今年海外新增冶炼产能较少，新增贡献量较少。

图表 16 全球精炼锌月度产量情况

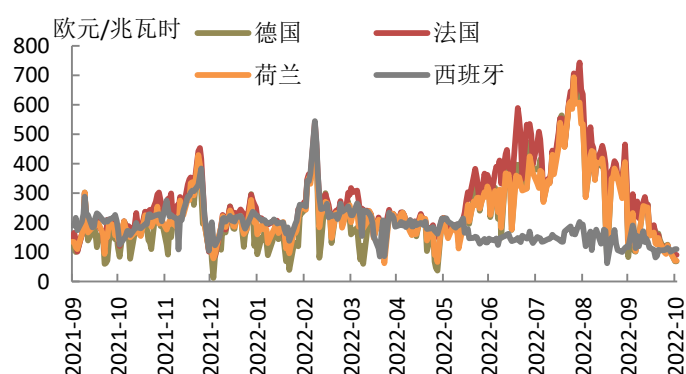


图表 17 欧洲 TTF 天然气期货价格

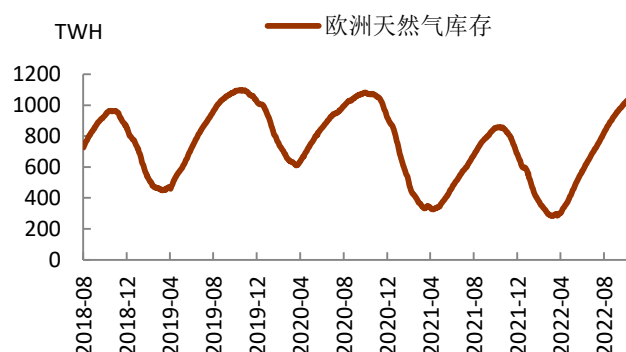


数据来源：iFinD，新闻整理，铜冠金源期货

图表 18 欧洲主要国家电价



图表 19 欧洲天然气库存情况



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

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	30	21 年 10 月产量消减 50%，2022 年 8 月 16 日再减产
	Balen	比利时	27	13.5	21 年 10 月产量消减 50%
	Auby	法国	17	4	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	16.5	16.5	计划 2022 年 11 月日停产检修，锌及合金合计 16.5 万吨
	Northfleet	英国	5		
波利顿	Kokkola	芬兰	31.5		
	Odda	挪威	20		
Teck	Trail	芬兰	35		
总计			252	74	

数据来源：新闻整理，铜冠金源期货

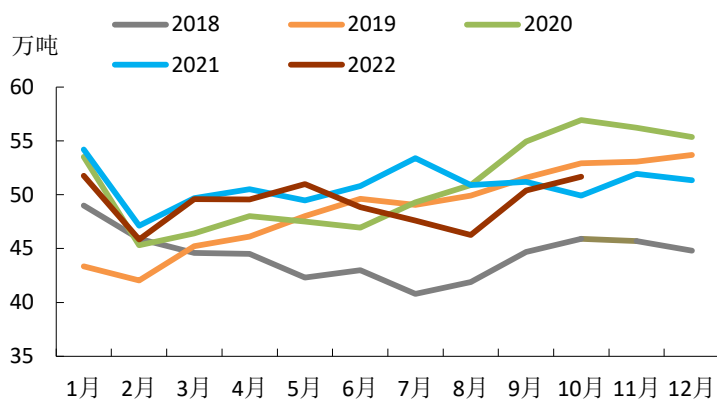
3.2.2 国内精炼锌供应增加预期较强

SMM数据显示，预计10月精炼锌月度产量环比增加1.27万吨至51.67万吨，同比去年增加1.74万吨，亦不及此前预期。1~10月累计产量为493万吨，累计同比减少2.43%。11、12月月度产量有望达到53-54万吨。从企业的利润情况看，9月中旬起，副产品硫酸价格止跌回升，叠加加工费环比回升，且锌绝对价格处于相对高位，冶炼厂利润低位修复，由8月中旬的500-800元/吨回升至800-1500元/吨。

进出口方面看，海关数据显示，9月精炼锌进口0.44万吨，环比上涨42.39%，同比下降86.26%；出口精炼锌0.93万吨，同比环比均大增，9月净出口量达0.49万吨。1-9月累计进口精炼锌5.86万吨，累计同比下降83.8%。累计出口精炼锌7.27万吨，累计净出口量达1.41万吨。9月下旬精炼锌进口窗口逐渐开启，部分KZ、SMC货源流入。同时，9月出口窗口关闭，但精炼锌出口量高于预期，绝大多数是由保税区流向海外。10月初以来，进口窗口持续开启，至21日左右因比价回落而关闭，跟踪海关数据来看，预计10月进口量将有明显增长。而出口持续亏损，预计难有持续增量。

总的来看，利润高企加原料充沛的情况下，炼厂生产积极性高。据调研显示，多数炼厂按年度计划生产，部分炼厂有提产计划，年底精炼锌供应增加预期较强烈。

图表 21 国内精炼锌月度产量

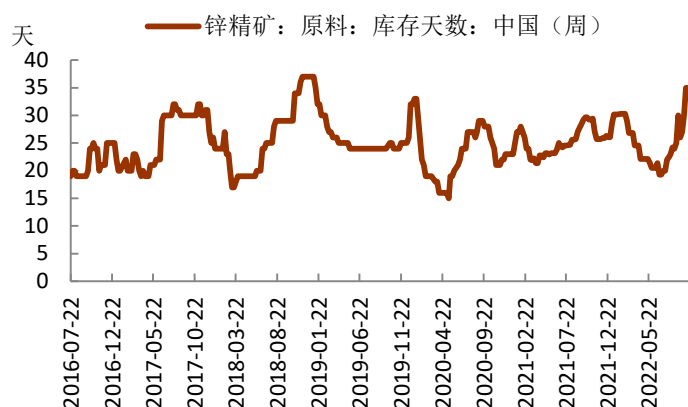


图表 22 锌矿港口库存

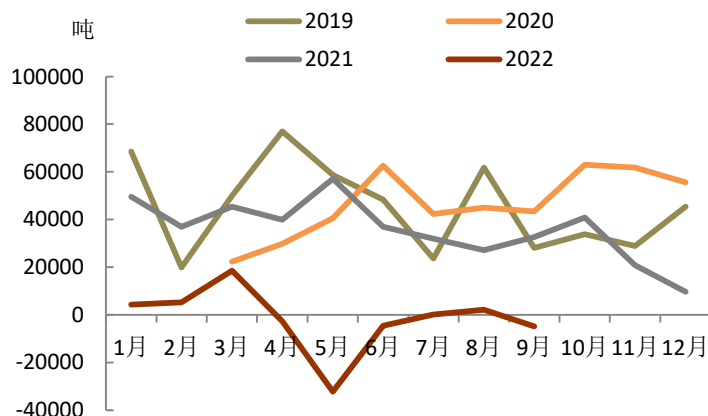


数据来源: SMM, Mysteel, iFinD, 铜冠金源期货

图表 23 冶炼厂原料库存



图表 24 国内精炼锌月度净进口量

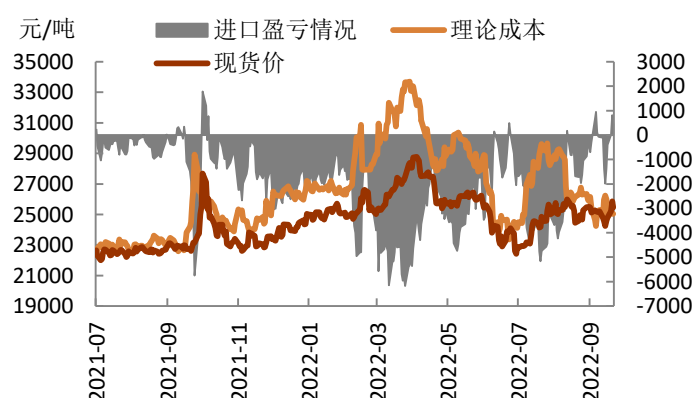


数据来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

图表 25 冶炼厂利润情况



图表 26 锌锭进口盈亏情况



数据来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

3.3 精炼锌需求情况

3.3.1 全球精炼锌需求情况

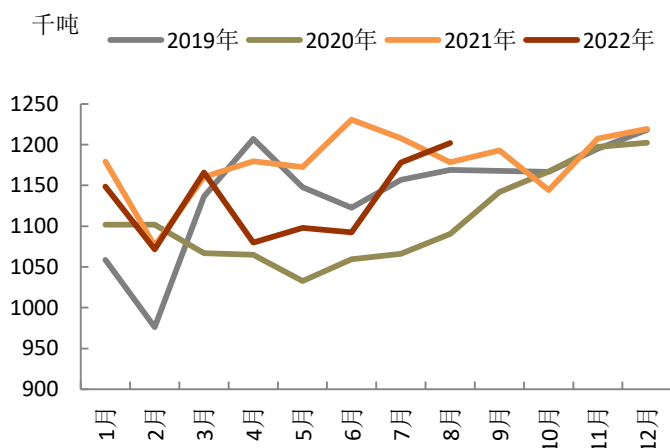
全球范围来看，ILZSG 最新数据显示，8月份精炼锌需求120.2万吨，当月同比增长2%；8月份精炼锌缺口10.1万吨，去年同期8月缺口2.18万吨。1-8月累计需求在898.1万吨，累计同比降3.1%。1-8月全球锌市场供应短缺4,000吨，2021年同期为短缺49,000吨。

此外，ILZSG最新预测显示，2022年全球精炼锌需求预计将减少1.9%至1,379万吨，但2023年料增加1.5%至1,399万吨。2022年锌供应将短缺29.7万吨，2023年为短缺15万吨，缺口收窄。

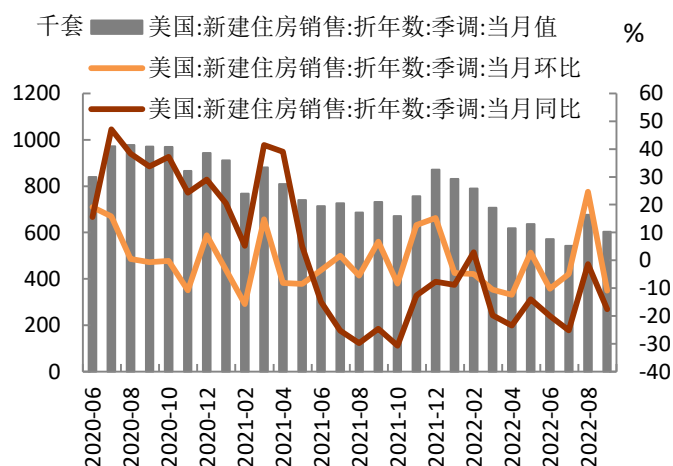
海外方面，受欧美持续加息影响，利率上行抑制消费者购房需求，欧美房地产市场压力不断显现。最新数据显示，美国9月新屋销售总数年化60.3万户，预期58.5万户，前值由68.5万户修正至67.7万户，高于预期但低于前值，总体趋势维持下行。9月成屋销售总数年化471万户，预期470万户，前值480万户。欧元区19国7月营建产出短暂企稳后，再度下滑。汽车端看，不断上涨的利率同样也制约了消费者的购车需求，同时，供应链、劳动力和物流挑战，原材料、零部件价格上涨也制约欧美汽车复苏前景。欧洲汽车制造商协会最新数据，预估2022年欧盟汽车新车全年销量同比降1%至960万辆，较2019年降幅达26%。

总的来看，欧美高通胀压力下，流动性收紧预期不改，对房地产及汽车等终端消费的抑制延续，锌消费环比增速放缓。

图表 27 全球精炼锌月度需求情况

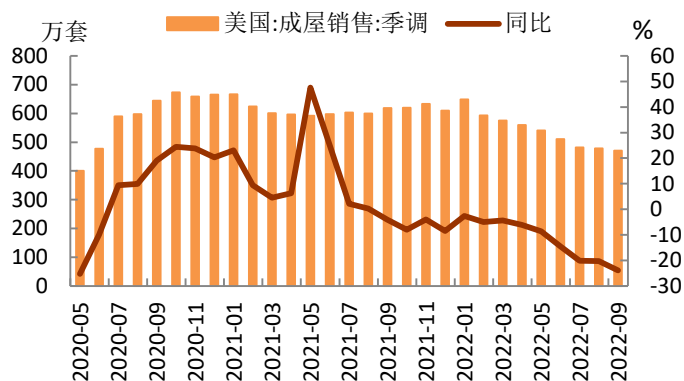


图表 28 美国新屋销售情况

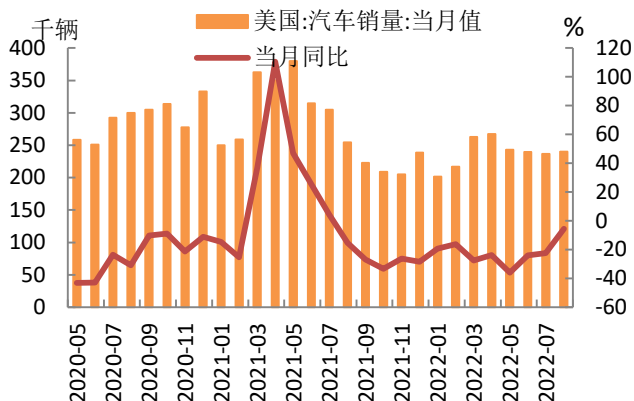


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 29 美国成屋销售情况

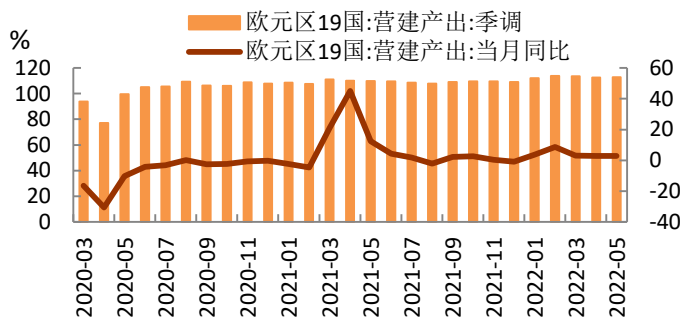


图表 30 美国汽车销量情况

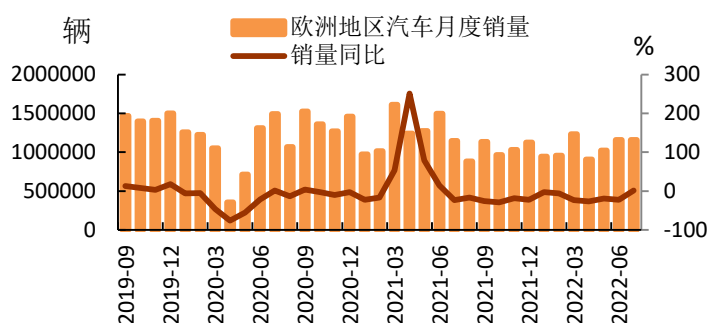


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 31 欧元区房屋营建情况



图表 32 欧元区汽车销量情况



数据来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

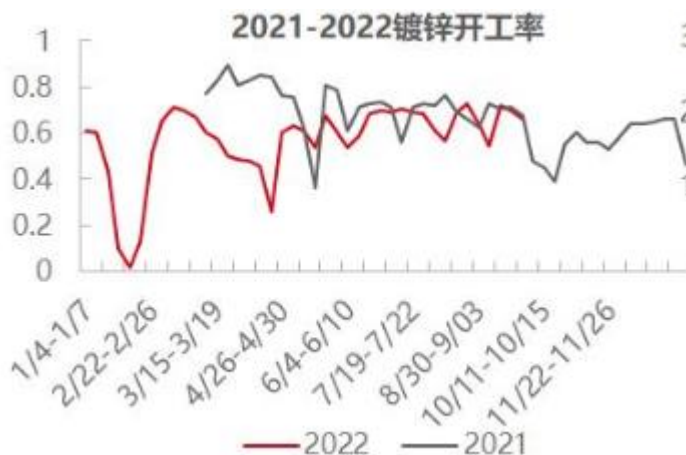
3.3.2 国内精炼锌初端需求情况

10月份看，初端消费表现旺季不旺，除了镀锌板块开工达同期水平外，压铸锌合金及氧化锌企业开工均远低于去年同期。分版块看，受益于基建订单提振，镀锌企业开工表现尚可，但月底多地疫情重燃，户外施工受影响；河北环保检查，部分企业短暂减停产；且黑色系持续回落，订单销售不畅下，企业下调开工。压铸锌板块，前半月，锌价大涨，终端观望情绪浓，订单不佳倒逼企业下调开工。同时，今年出口订单同比降幅较大，也不利于企业生产。氧化锌企业开工相对平稳，活性氧化锌订单小幅转好，轮胎库存压力较大，难言对企业开工提供持续支撑。后期看，随着天气转凉，户外施工将受限，初端消费逐步进入淡季，企业开工存下调可能。

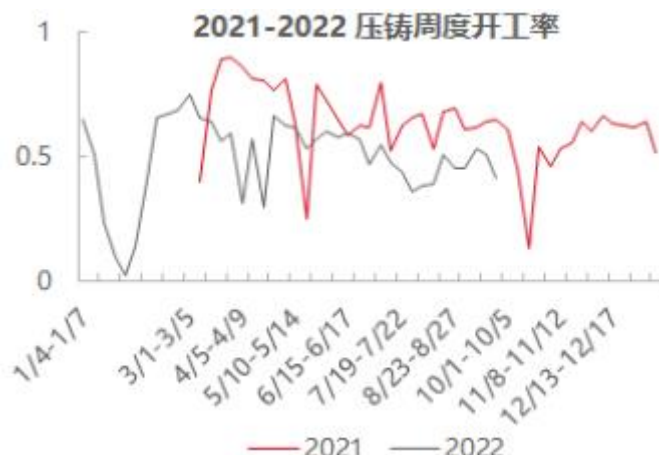
从镀锌板出口表现来看，今年较去年偏弱。海关数据显示，1-9月镀锌板净出口量为677.01万吨，累计同比减少16.95%。其中，9月当月出口量58万吨，同比将33.61%，拖累前三季度出口表现。前三季度看，镀锌板主要出口国为泰国、菲律宾及韩国。四季度看，能耗成本增加，相较于东南亚国家当地镀锌生产企业竞争优势下降，预计四季度镀锌板出口将

延续偏弱。

图表 33 镀锌企业开工率

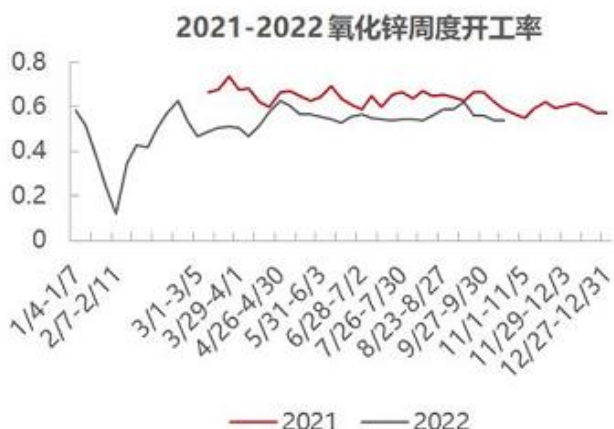


图表 34 压铸锌合金企业开工率

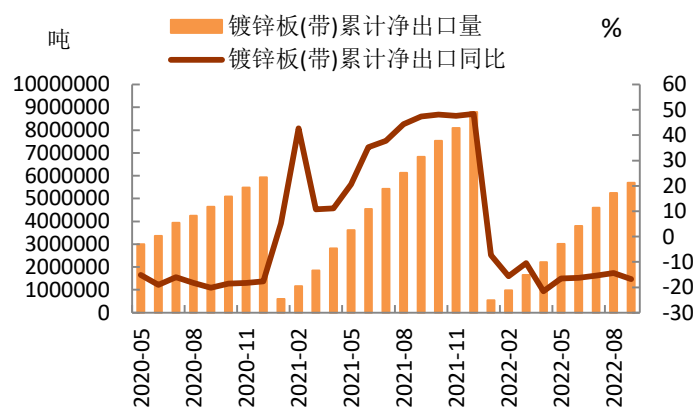


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 35 氧化锌企业开工率



图表 36 镀锌板出口情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

3.3.3 国内精炼锌终端需求情况

国内终端需求来看，主要集中在基建、地产、汽车及家电等领域，消费占比分别为 33%、24%、15%和 14%。

从基建投资方面来看：在国内疫情反复及地产投资低迷的背景下，基建作为稳经济的重要抓手。1-9 月份，全国固定资产投资（不含农户）421412 亿元，同比增长 5.9%。其中，1-9 月基建投资增速为 8.6%，前值 8.3%。单月看，狭义基建投资同比增长 10.5%，比上月回落 3.6%，但依旧是全年较高增速水平（仅次于 8 月），基建投资维持在历史最高增速。

目前看，依靠专项债盘活限额和政策性金融工具，支撑基建投资的增量资金不断推出，四季度基建资金依旧充沛。同时，高温回落后，基建实物工作量形成速度加快，9 月建筑业

PMI 上升至 60.2%，高于上月 3.7 个百分点，升至高位景气区间。总体而言，在资金充沛及项目加快形成实物量的支持下，四季度基建有望维持较好表现，支撑镀锌消费。

房地产方面：地产投资继续探底，统计局数据显示，1-9 月，全国房地产开发投资 103559 亿元，同比下降 8.0%，前值降 7.40%。单月同比降 12.0%，比上月回升 1.8%，自 7 月以来首次降幅收窄，环比小幅弱于季节性。

分项数据看，前端和后端出现分化，新开工、施工及销售同比增速降幅小幅收窄，但竣工同比降幅小幅扩大。9 月新开工面积降 44.4%，前值 45.7%；施工面积降 43.2%，前值 47.8%；竣工面积降 5.99%，前值 2.5%；销售面积降 16.2%，前值 22.6%。目前看，竣工同比增速有所回落，但仍明显好于新开工和施工，保交楼持续释放出积极进展。同时，在地产政策持续放松的情况下，居民购房需求有一定释放，销售降幅有所收窄。

总体看，居民购房意愿和能力仍然有限，地产销售并无实质性改善，地产企业资金压力仍然较大，房地产市场依然低迷。不过保交楼政策下，竣工端对锌消费有一定支撑。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，9 月汽车产销分别完成 267.2 万辆和 261 万辆，同比分别增长 28.1%和 25.7%，环比增速实现由负转正，分别为 11.5%和 9.5%。1-9 月，汽车产销分别完成 1963.2 万辆和 1947 万辆，同比分别增长 7.4% 和 4.4%

5 月底以来，国家及地方政府出台一系列促汽车消费政策，包括对单车价格（不含增值税）不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税至年底；新能源免征购置税延续至明年底；多地出台置换补贴等。在车辆购置税减征政策的持续发力及传统黄金消费季提振作用下，9 月国内车市继续保持快速增长势头。对于四季度而言，在稳经济、促消费政策持续作用下，汽车产销将继续保持较快增长。全年看，汽车销量有望达到 2750 万辆，同比增长 5%。

从白色家电方面来看：产量方面，9 月空调、冰箱、洗衣机及彩电产量同比增速分别为 20.9%、4.6%、24.4%和 20.4%；1-9 空调、冰箱、洗衣机及彩电累计产量同比增速分别为 3.5%、-3.1%、2.3%和 9.2%。出口方面，1-8 月空调、冰箱、洗衣机及彩电累计出口同比增速分别为 -11.6%、-18%、-9.4%及 15.4%。

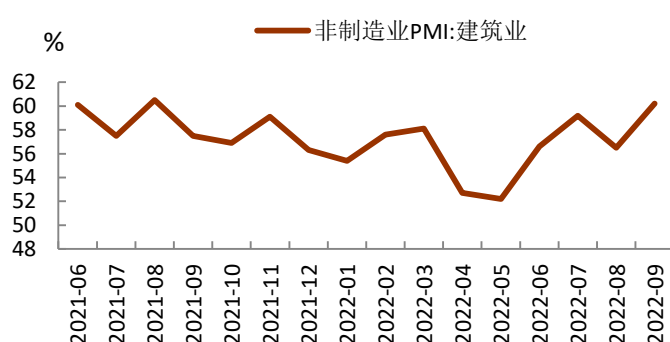
家电产销及出口表现好坏不一，内需方面，以旧换新、绿色智能家电下乡等政策持续加持，且天气炎热也带动空调等需求，此外地产销售小幅修复下，家电需求跟随改善。外需方面，海外经济不景气带来居民消费意愿降低，外销仍承压。

总体来看，我们认为年底天气转凉，户外施工受限，基建投资增速或趋于平缓；汽车板块在政策加持下，有望维持高增速；地产竣工环节也将来部分消费增量，但持续性不宜过乐观；家电或延续偏弱。

图表 37 基建逐步发力

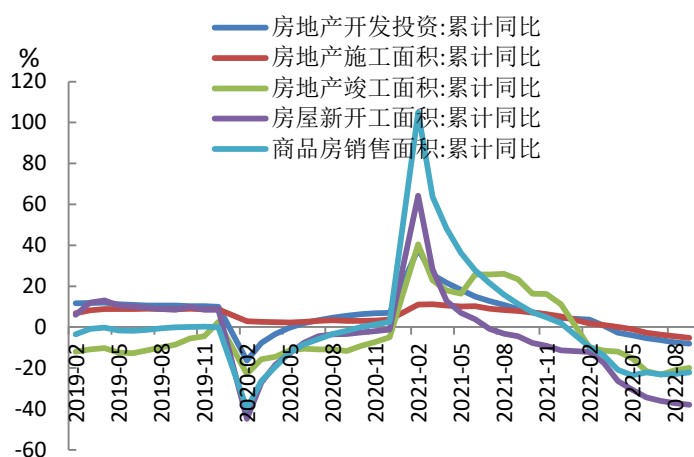


图表 38 非制造业 PMI 指数

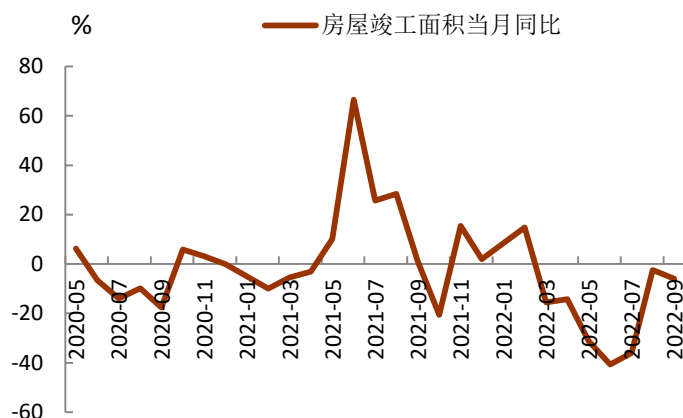


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 39 地产主要指标仍显疲弱

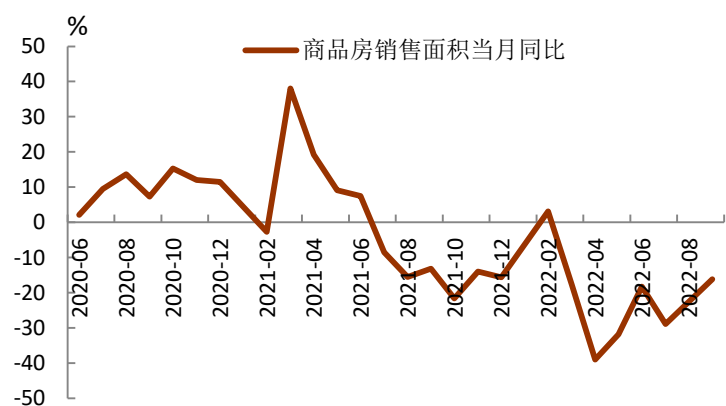


图表 40 房屋竣工面积当月同比增速

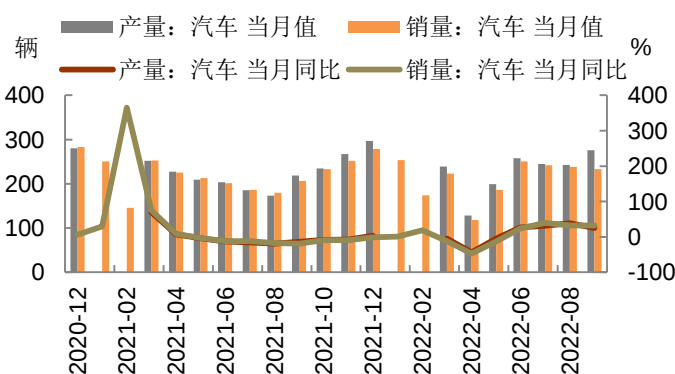


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 41 地产销售面积当月同比增速

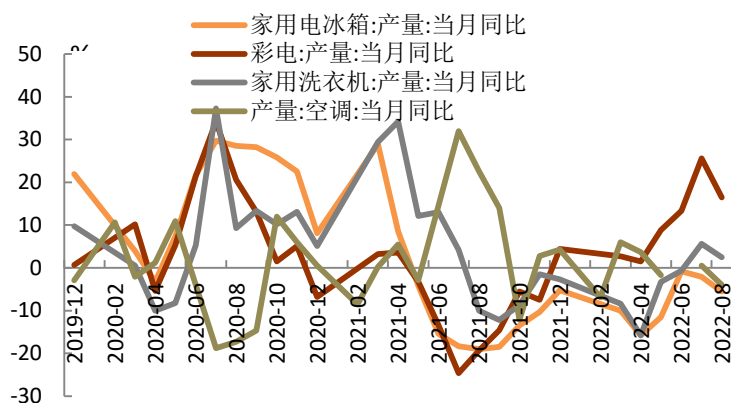


图表 42 汽车当月产销情况

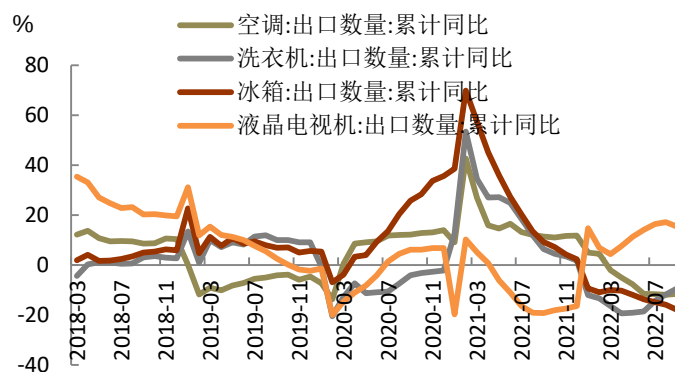


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 43 白色家电内需情况



图表 44 白色家电外需情况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

3.4 内外库存维持低位

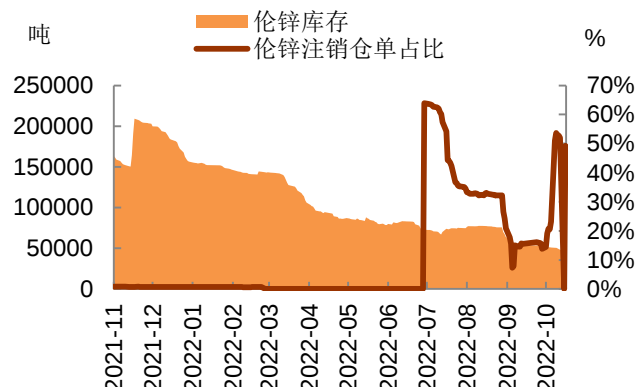
10月LME库存延续降势，目前不足5万吨水平，月度减少5925吨至47400吨。下旬，注销仓单大幅增加，主要集中在高雄和新加坡的仓库，从而导致注销仓单占比重新回到50%附近，叠加当前绝对库存维持低位，挤仓风险难言解除。

上期所库存呈现先增后减，上半月临近10月合约交割，库存及仓单数逐步增加，下旬，当月合约交割后，库存小幅回落，截止至10月底，库存量在44422吨，仍处年内偏低水平。SMM数据显示，社会库存自9月底以来缓慢增加，到10月21日到达安全线10万吨的水平，但市场货源依然偏紧，且月底伴随着期价回落，下游逢低采买增多，再度带动去库，截止至月底，库存降至7.88万吨，月度小幅累库0.77万吨。保税区库存延续跌势，月中进口窗口开启，叠加国内货源偏紧，少量保税区库存流出补充，截止至月底，库存在0.32万吨，月度减少0.43万吨。

图表 45 上期所库存回落

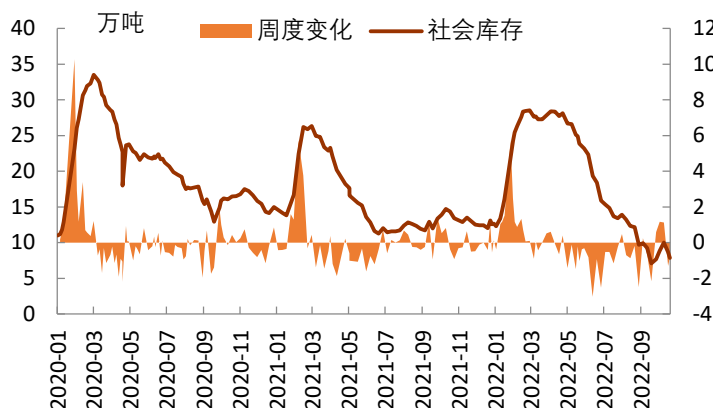


图表 46 LME 库存加速下滑

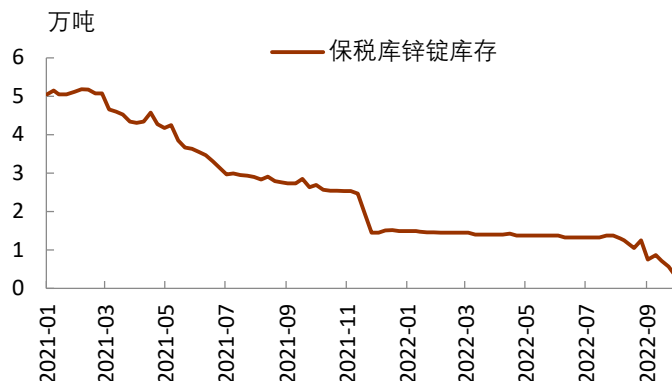


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 47 社会库存大幅减少



图表 48 保税区库存维持低位



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11月加息符合预期，暗示最快12月开始放缓加息，但终端利率有所上调。目前美国经济增速放缓，欧洲衰退强化，经济下行预期拖累金属走势。国内疫情反复下，经济延续弱复苏。

供应端看，三季度海外锌矿产出逐步增加，叠加炼厂检修导致需求减少，海外矿相对宽松。国内北方矿山进入生产淡季，不过锌矿进口窗口持续开启，进口货源补充下，原料相对充沛，内外加工费环比增加。叠加副产品价格回升，炼厂利润较佳，产量增加预期强。但目前矿到锭转换仍需时间，现货端维持偏紧。海外炼厂端看，欧洲炼厂减产再兑现，且能源自高点大幅回落，短期能源端支撑减弱，但欧洲冬季天气存变数，后期炼厂再减产仍存一定概率。

需求端看，通胀及流动性收紧双重压力下，海外需求承压回落。国内看，四季度天气转凉，户外施工受限，基建投资增速或趋于平缓；汽车板块在政策加持下，有望维持高增速；地产竣工环节也将来部分消费增量，但持续性不宜过分乐观；家电或延续偏弱。总的来看，消费旺季后，需求端支撑力度或边际放缓。

整体来看，美联储激进加息压力暂缓，然金属将面临更长时间流动性压力。国内远期供应增加预期较强，但产量释放仍需时间。当前现货仍显偏紧，低库存支撑力度依然较强。目前，多空均有逻辑支撑，锌价走势较为纠结，市场情绪变化有望放大锌价波动，预计11月期价呈现宽幅震荡，区间在22000-24500元/吨。在库存尚未出现持续累库压力下，跨月价差将维持BACK结构。

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。