

2024年6月7日



## 市场情绪折返跑

### 锌价高位调整

#### 核心观点及策略

- 宏观面看，美国制造业回摆就业降温引发经济衰退担忧，通胀韧性约束美联储降息决策，维持谨慎表态。欧央行如预期降息但对未来降息路径不做承诺，利空兑现后美元涨势放缓。国内经济增速放缓但政策加码，逐步进入政策效果观察期。
- 供应端看，海外矿山扰动及新增项目后延，拖累锌矿增量下调，国内矿山延续季节性恢复，进口矿补充不足下，加工费已降至极低水平，三季度后原料供应存边际改善预期。当下低加工费被动推升锌价估值弥补炼厂利润，但原料库存低于同期，制约炼厂提产空间。锌锭进口窗口暂未开启，进口冲击压力有限。
- 需求端看，国内专项债发行加快及超长期特别国债落地利好基建，以旧换新政策延续支撑汽车及家电板块，高基数拖累风光增速同比转负，地产优化政策加码下供需或迎边际改善，消费后置预期下不排除淡季不淡。
- 整体看，内外经济复苏节奏放缓，多头资金调仓带动锌价调整，但矿侧矛盾未解，供给约束提供支撑。预计6月沪锌期价宽幅震荡，主要运行区间在23500-25000元/吨。
- 策略建议：等待调整企稳逢低做多
- 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 海外新增增量再度下调，国内矿山延续季节性恢复 .....	7
3.1.2 内外加工费环比回落，锌矿进口窗口开启 .....	8
3.2 精炼锌供应情况.....	10
3.2.1 海外炼厂复产，供应端修复.....	10
3.2.2 国内精炼锌供应预期环比回落，精炼锌进口窗口关闭 .....	11
3.3 精炼锌需求情况.....	12
3.3.1 海外需求偏弱.....	12
3.3.2 国内初端消费平稳，初端产品出口喜忧参半 .....	13
3.3.3 政策加码，终端需求预期较好.....	14
3.4 全球显现库存维持高位.....	17
四、总结与后市展望 .....	17

## 图表目录

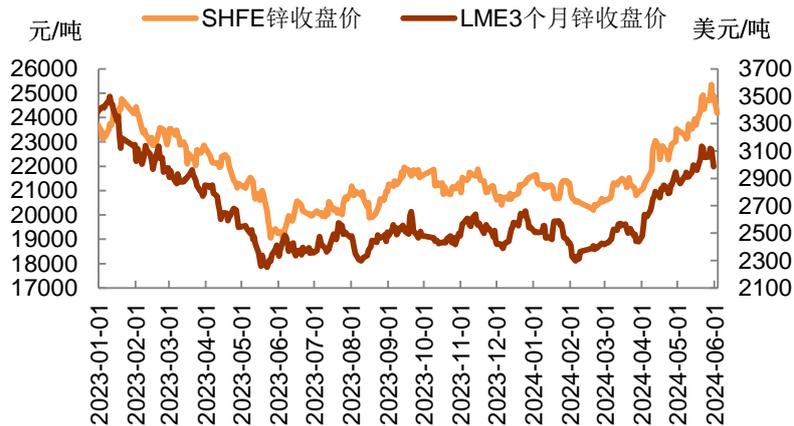
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势 .....	4
图表 2 美国通胀情况.....	6
图表 3 美国利率水平.....	6
图表 4 美国就业市场.....	6
图表 5 欧美 PMI 数据.....	6
图表 6 欧元区通胀情况.....	6
图表 7 欧元区利率水平.....	6
图表 8 国内 PMI 数据.....	7
图表 9 国内 GDP 数据.....	7
图表 10 全球锌矿月度产量情况.....	8
图表 11 国内锌矿月度产量情况.....	8
图表 12 2024 年海外锌矿产量增减情况（万吨） .....	8
图表 13 内外矿加工费维持弱势.....	9
图表 14 锌矿进口窗口开启.....	9
图表 15 锌矿进口情况.....	9
图表 16 冶炼厂原料库存.....	9
图表 17 2021 年四季度至今欧洲冶炼厂减复产情况（万吨） .....	10
图表 18 全球精炼锌月度产量情况.....	10
图表 19 国内精炼锌月度产量.....	11
图表 20 冶炼厂生产利润.....	11
图表 21 精炼锌净进口情况.....	11
图表 22 精炼锌进口亏损收窄.....	11
图表 23 全球精炼锌月度需求情况.....	12
图表 24 美国新建住房销量.....	12
图表 25 美国汽车销量情况.....	12
图表 26 欧元区房屋营建情况.....	12
图表 27 欧元区汽车销量情况.....	13
图表 28 各地锌锭贸易升水.....	13
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.....	14
图表 32 氧化锌出口情况.....	14
图表 33 基建投资增速回暖.....	16
图表 34 地产主要指标依然疲软.....	16
图表 35 汽车产销情况.....	16
图表 36 白色家电产量情况.....	16
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 库存高位波动 .....	17
图表 40 国内小幅去库.....	17

## 一、锌市场行情回顾

5月沪锌主力期价加速突破上涨，源于宏微观共振。宏观面看，美国经济就业及通胀数据均有回落，且鲍威尔重申今年不加息，市场修正美联储降息预期。国内4月底国内政治局会议释放积极信号，且5月中旬政策加码，超长期特别国债发行落地，央行打出优化住房金融政策组合拳，内外宏观氛围较暖，市场风险偏好升温。基本面看，矿端紧张矛盾加剧，内外加工费不断下调的背景下，通过锌价上涨弥补部分炼厂利润，锌价下方支撑较强，且基建地产政策持续释放，增加需求向好的乐观预期。此外，月下旬美铜出现挤仓，市场做多情绪更加浓烈，锌价走势单边上涨的走势，截止至5月31日，期价收至24890元/吨，月度涨幅5.85%。

伦锌延续4月以来的上涨趋势。随着美国各项指标出现回落，降息预期不断摇摆，美元高位回落，叠加美铜挤仓刺激，伦锌走势强劲，月中高点至3185美元/吨，最终收至2985美元/吨，月度涨幅达2.65%。

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

美国经济景气度进一步回落。数据显示，美国5月ISM制造业指数48.7，为三个月来最低，不及预期的49.6和前值为49.2。此前3月，制造业PMI意外大幅好于预期，突破50大关，达到50.3，结束了连续16个月的制造业收缩。但4、5月数据未能延续上涨趋势，显示当前美国制造业复苏之路仍显颠簸。同时，美国1季度实际GDP年化环比增速由此前的1.6%下修至1.3%。就业市场降温，5月小非农ADP数据显示，就业人数增加15.2万人，为三个月来最低水平，

大幅低于预期的17.5万人。5月25日当周续请失业救济人数为179.2万人，略超过预期的179万。但降通胀进程依然偏慢，降息仍需等待，4月美国CPI同比为3.4%，较3月下行0.1个百分点；核心CPI同比为3.6%，较3月下行0.2个百分点，为2021年4月以来低点。此外，4月核心CPI季调环比折年率为3.6%，也较1季度4.0%以上的水平明显缓解。4月美国PCE价格指数同比由3月的2.7%略微回落至2.65%，核心PCE同比由3月的2.8%回落至2.75%，回落幅度均较为有限。

美联储5月议息会议纪要较市场预期更加偏鹰，官员认为货币政策限制性的程度面临许多不确定性，需要更多的时间来确定去通胀的信心。一些与会者表示愿意在必要时进一步收紧货币政策。

整体来看，美国制造业放缓，通胀降温进程较慢，美联储降息仍需等待，目前市场预期美联储6月维持利率不变，年内仅降息一次。

## 2.2 欧元区方面

欧元区经济景气度改善。欧元区5月制造业PMI终值为47.3，较初值47.4下修0.1个百分点，但仍为14个月高点，4月为45.7。但通胀有所回升，5月欧元区HICP同比增速为2.6%，较4月的2.4%上升了0.2个百分点，高于市场预期的2.5%。核心HICP同比增速同样较4月回升0.2个百分点至2.9%，市场预期为2.7%。

6月6日，继加拿大央行打响降息第一枪后，欧央行如预期一致降息25个基点，为2019年以来首次，是G7成员国中第二个降息的央行。不过会后欧央行表示不对任何特定利率路径做预先承诺，意味着7月将连续降息不太可能。欧央行还表示，通胀前景“明显改善”，但同时上调了2024年通胀预期。

整体来看，欧元区经济景气度改善但通胀小幅回升，然欧央行如预期6月降息25BP，但对未来降息路径预期不过多承诺，市场仍预计今年还会降40BP。

## 2.3 国内方面

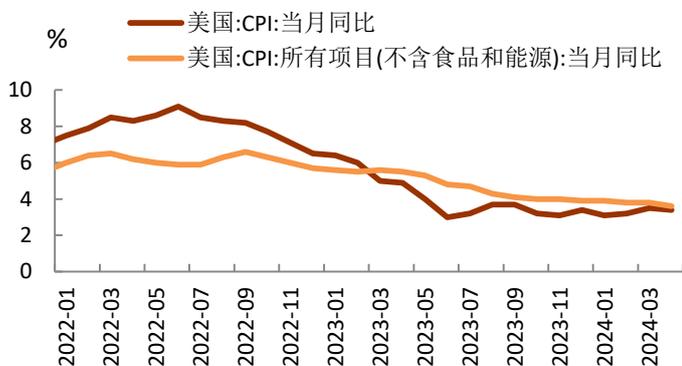
5月份官方制造业PMI为49.5%，比上月下降0.9个百分点。服务业商务活动指数为50.5%，比上月上升0.2个百分点。5月制造业PMI超季节性回落，一方面今年前四个月生产端表现强劲，5月大宗商品价格上涨，需求待提振，生产指数下滑，另一方面，新出口订单超季节性回落拖累。

政策端依旧积极，5月以来地产优化政策频出，包括降首付比、取消住房贷款利率下限、降公积金贷款利率、3000亿保障性住房再贷款，且支持地方国企收购存量商品住宅、专项债资金支持收回及回购土地用于保障性住房等，杭州、上海、广州等地也相继出台放宽限购政策。总书记主持召开企业和专家座谈会，重点落在进一步全面深化改革，包括电力体制改革、科技改造提升传统产业、优化外资企业营商环境、推动城乡融合发展等；5月底，国务院印发《2024-2025年节能降碳行动方案》，要求加强钢铁、建材产能产量调控，强化石化产

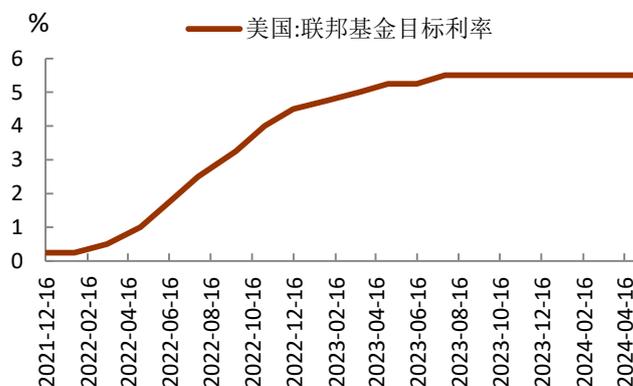
业规划布局刚性约束、严格新增有色金属项目准入等。

整体看，5月制造业出现回落，经济修复放缓，但政策端积极，稳地产、促改革是当前政策重点，经济预期延续向好，后期需关注政策实际效果及出口表现。

图表 2 美国通胀情况



图表 3 美国利率水平

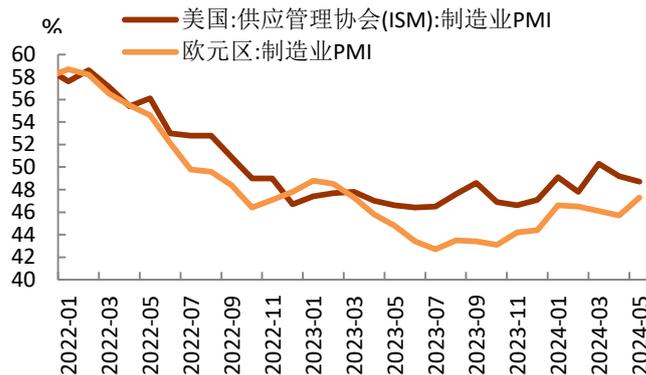


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 4 美国就业市场

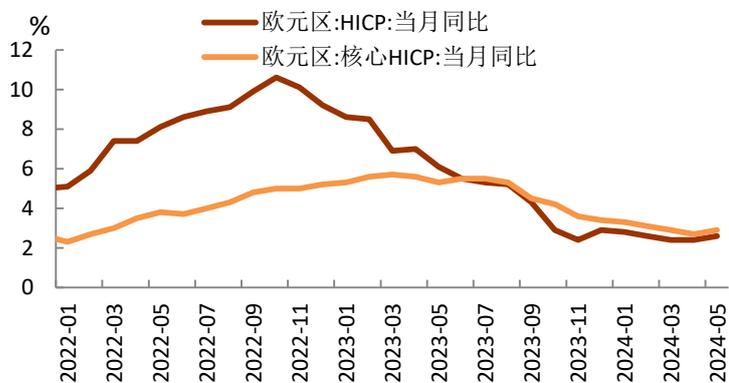


图表 5 欧美 PMI 数据

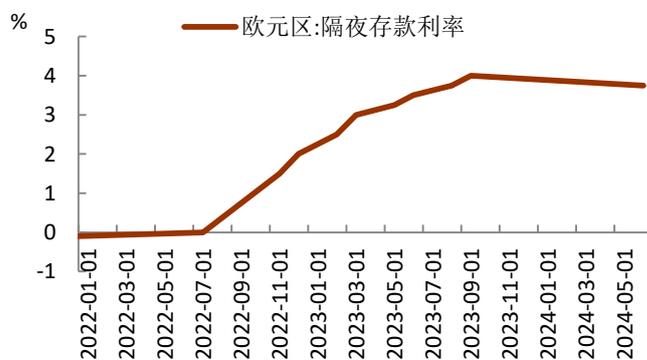


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

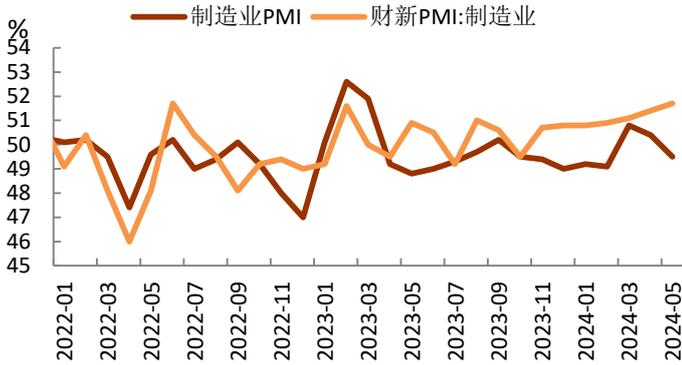


图表 7 欧元区利率水平

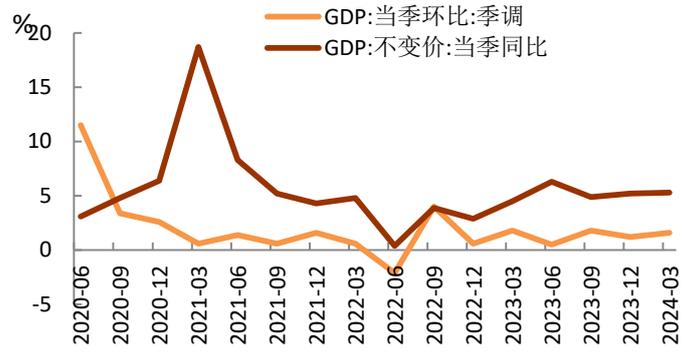


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 8 国内 PMI 数据



图表 9 国内 GDP 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 海外新增增量再度下调，国内矿山延续季节性恢复

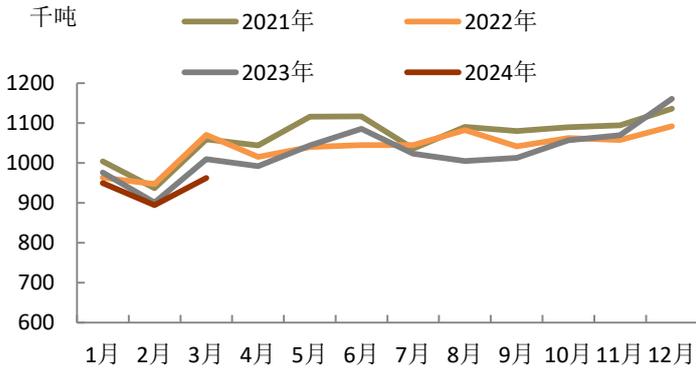
ILZSG: 2024年3月全球锌矿产量96.21万吨，环比增加7.6%，同比减少4.7%。1-3月累计产量280.6万吨，累计同比减少2.8%。

近期海外矿山复产及产出延后消息并存，5月3日波利顿Boliden降重启爱尔兰的Tara锌矿，计划在第四季度开始增产，并预计从2025年1月开始达到满产，复产计划符合市场预期。5月27日Polymetals计划于2024年下半年初开始Endeavour的矿山翻新工程，第一批精矿计划于2025年上半年产出，较市场预期延后，全年增量再度下调。

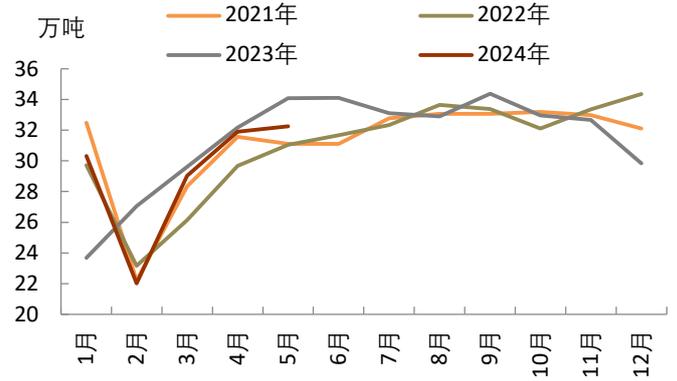
国内方面，北方矿山延续季节性恢复，SMM数据显示，4月锌精矿产量31.9万吨，同比降0.9%，环比增9.78%，1-4月累计产量113.2万吨，累计同比增0.64%。5月产量预计为32.25万吨，环比预计增1.1%。此外，内蒙古、四川等几处减产矿山预计到7月之后复产，现有生产矿山基本处于正常开工状态，预计后期锌矿月度产量延续环比增势。

当前锌矿原料维持偏紧，伴随着海内外矿山生产恢复及新增项目逐步兑现，三季度后锌矿紧张局面有望边际改善。但考虑到全年海外增量较小且国内高海拔新增矿实际兑现量级不确定性较大，原料改善程度或较有限，难以扭转全年锌矿短缺的格局。

图表 10 全球锌矿月度产量情况



图表 11 国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
Buenavista	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	0
Tara	爱尔兰	1
Dugald River	澳大利亚	3
Gamsberg	南非	2.45
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
San Cristobal、Carahuacra 和 Ticlio	秘鲁	-0.9
合计		6.05

数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

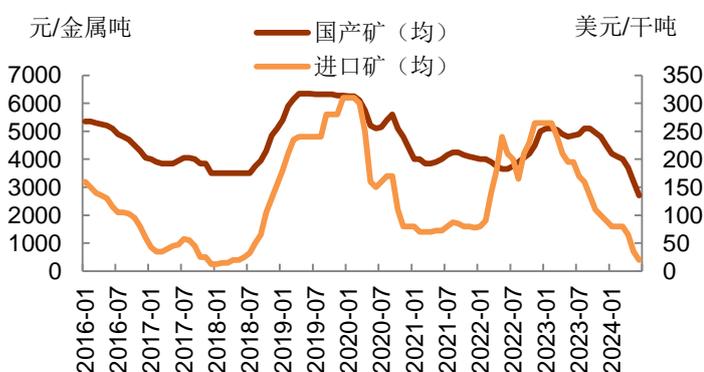
### 3.1.2 内外加工费环比回落，锌矿进口窗口开启

原料锌矿供应偏紧的态势未有改善，6 月内外锌矿月度 TC 分别为 2700 元/金属吨和 20

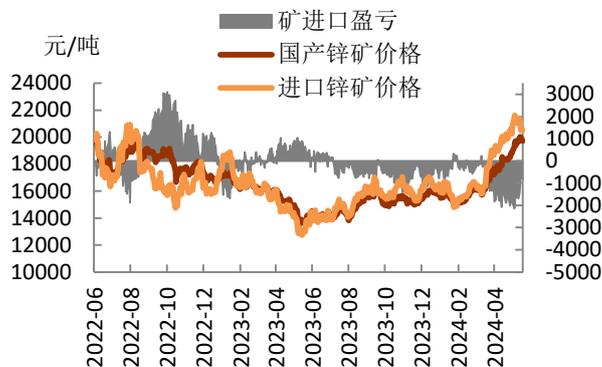
美元/干吨，均值环比分别降 500 元/金属吨和 15 美元/干吨。沪伦比价较低、海运费上涨及船运紧张，均不利于锌矿进口，国产锌矿采购竞争白日化，加工费降幅较大，短期加工费仍有下行压力，预计三季度后将企稳小幅回升。

进口情况看，海关数据显示，2024年4月锌矿砂及其精矿进口量为28.75万吨，环比增长17.62%，同比减少9.92%。其中，进口前三国家为秘鲁（6.1万吨）、澳大利亚（5.62万吨）、南非（3.78万吨）。1-4月锌矿累计进口量117.88万吨，累计同比降23.62%。4月锌矿进口窗口维持关闭，不过部分长单锌矿货源到港，及海外矿山扰动减少、国内炼厂原料需求增加，带动部分进口量，故在进口亏损的情况下，4月进口量仍录的环比增加。后期看，5月以来沪伦比价探底回升，进口窗口开启。同时炼厂原料库存水平降至安全边际下方，对进口锌矿需求难降，叠加仍有长单货源持续到港，预计锌矿月度进口量延续环比增加同比下滑的态势。

图表 13 内外矿加工费维持弱勢

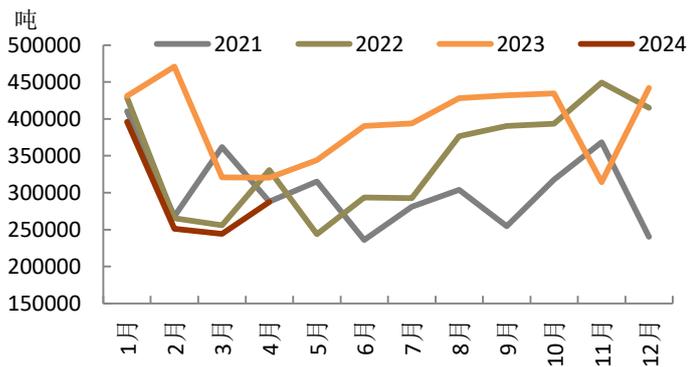


图表 14 锌矿进口窗口开启

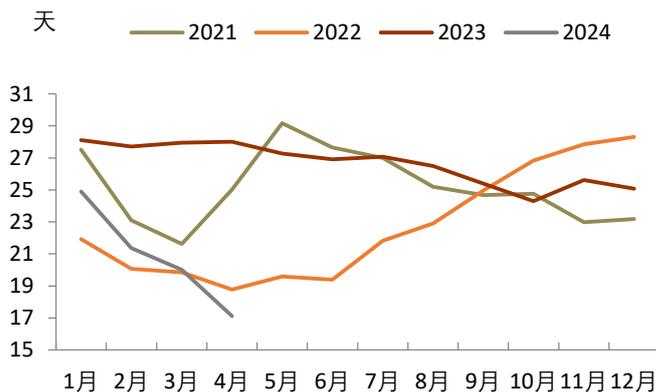


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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 海外炼厂复产，供应端修复

全球范围来看，ILZSG数据显示，2024年3月精炼锌产量115.89万吨，环比增加7.75%，同比减少4.5%。1-3月累计产量339.56万吨，累计同比减少0.25%。其中，中国、欧洲、美洲产量累计同比+2.05%、-17.85%、-0.89%。

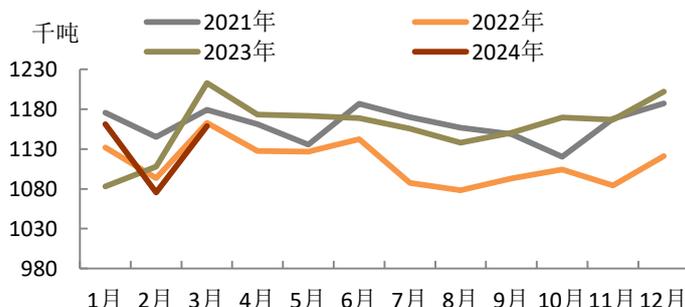
海外炼厂复产方面，Nyrstar位于荷兰Budel的工厂1月中旬暂停生产，5月13日以较低的产能重新启动。嘉能可位于德国的Nordenham冶炼厂也自2月增加产出，但是产能提升较为缓慢。减产方面，3月6日韩国Young Poong Corp表示已将其Seokpo锌冶炼厂（年产能40万吨）的产量削减了五分之一。伴随着欧洲两大炼厂生产逐步恢复，欧洲精炼锌产量供应有望边际增加，但爬产进度限制产量增速。后期仍需持续关注俄罗斯铜业及波利顿Odda炼厂新增及扩建情况。

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。现计划 5 月 13 日以较低产能重启。
	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

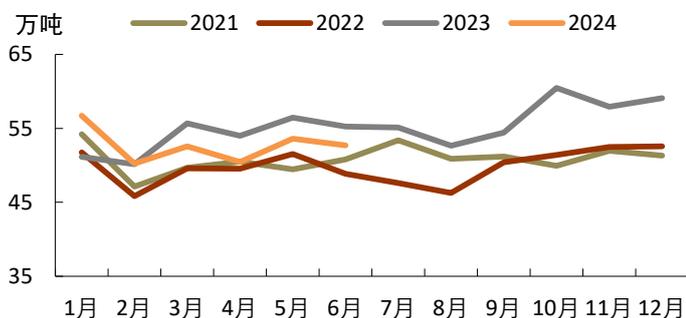
### 3.2.2 国内精炼锌供应预期环比回落，精炼锌进口窗口关闭

SMM数据显示，5月精炼锌产量53.62万吨，环比增加3.16万吨（6.26%），同比减少5.02%，产量略超预期。1-5月累计产量263.6万吨，累计同比减少1.43%。增量主要来源：河南、甘肃、新疆和湖南地区炼厂检修恢复，云南、四川、贵州地区炼厂产量增加亦贡献一定增量。减量来源于：甘肃、陕西、湖南、广西、内蒙地区炼厂检修及减停产。

对于6月，湖南地区部分炼厂因环保问题带来一定减量，内蒙古地区部分炼厂因原料问题产量减少；同时，陕西、甘肃、云南、贵州地区炼厂检修复产带来增量，预计月度产量环比减少0.93万吨至52.69万吨。1-6月累计产量316.3万吨，累计同比减少1.98%。

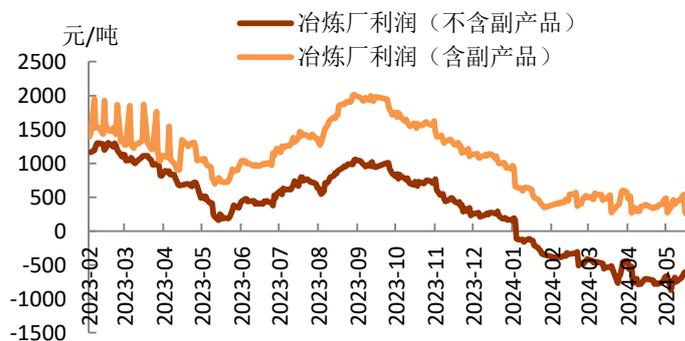
进口方面，海关数据显示，2024年4月精炼锌进口量为4.6万吨，环比减少0.68%，同比上升193.94%。进口量前三的国家分别为：澳大利亚（1.1万吨）、哈萨克斯坦（1.56万吨）、西班牙（0.45万吨）。1-4月累计进口量为14.27万吨，累计同比增加307.36%。4月单月进口量超市市场预期，主要源于西班牙锌锭进口量超预期。3月底以来沪伦比价大幅回落，精炼锌进口亏损不断扩大，但前期锁价锌锭货源陆续到港，带动月度进口量超预期增加。5月精炼锌进口窗口维持关闭，预计进口量环比下滑至3万吨，不过临近月底沪伦比价回升后，进口亏损收窄至800元/吨附近，后期关注进口开启情况。

图表 19 国内精炼锌月度产量

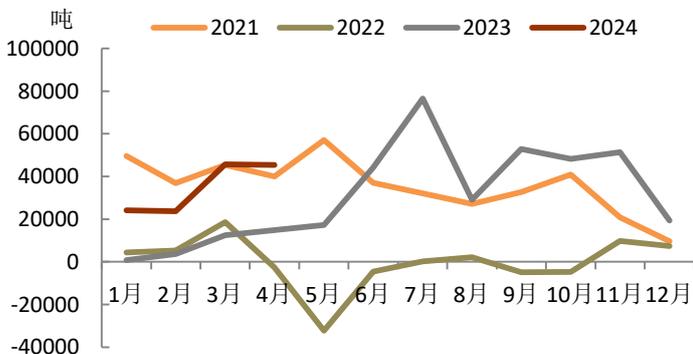


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 20 冶炼厂生产利润

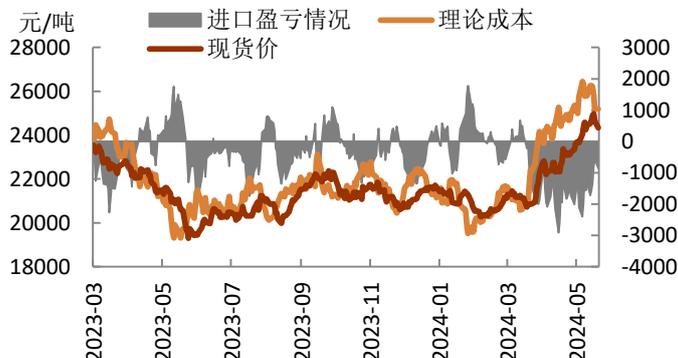


图表 21 精炼锌净进口情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 22 精炼锌进口亏损收窄



### 3.3 精炼锌需求情况

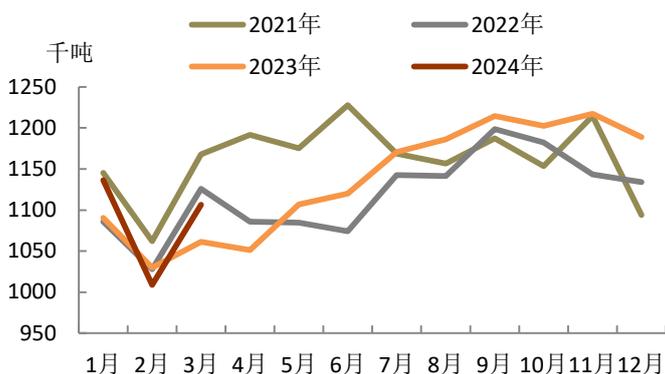
#### 3.3.1 海外需求偏弱

全球范围来看，ILZSG数据显示，2024年3月精炼锌消费量为110.66万吨，环比增加9.7%，同比增加4.3%。1-3月累计产量325.2万吨，累计同比增加2.2%。其中，中国、欧洲、美洲消费同比增速分别为1.57%、1.57%、-4.42%。1-3月全球供需过剩14.4万吨，低于去年同期过剩20.1万吨的量级。

海外来看，锌需求主要集中在汽车及地产板块。美国房地产市场的先行指标4月新建住房销售63.4万套，低于市场预期的67.8万套，同比增速为-7.7%，较3月回落近11个百分点。新房销售增速的明显回落部分受去年高基数影响，但同时也反映出高利率对购房需求的抑制。3月欧元区19国营建产出指数04.6，同比增0.1%。汽车市场，4月欧美市场有所分化，美国汽车产量同比减少3.15%至131.5万辆。欧元区汽车销量128.4万辆，同比增加15%。

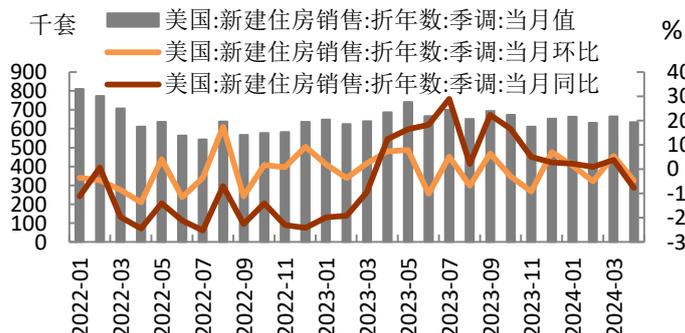
总的来看，欧美终端消费数据喜忧参半，未有显著提升，从现货溢价情况看，延续2022年年中以来高位回落的态势，市场等待下半年欧美央行开启降息，或带动消费端边际修复。

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

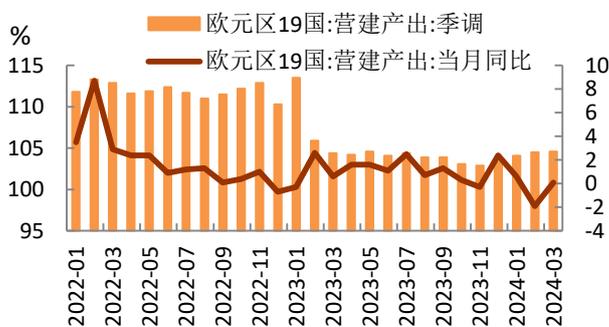


图表 25 美国汽车销量情况

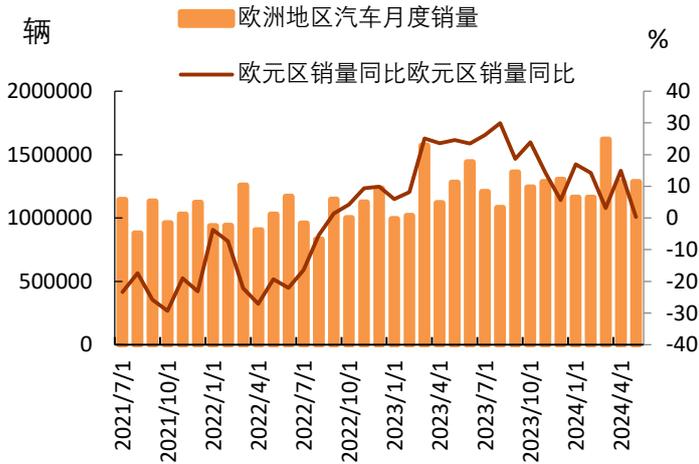


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

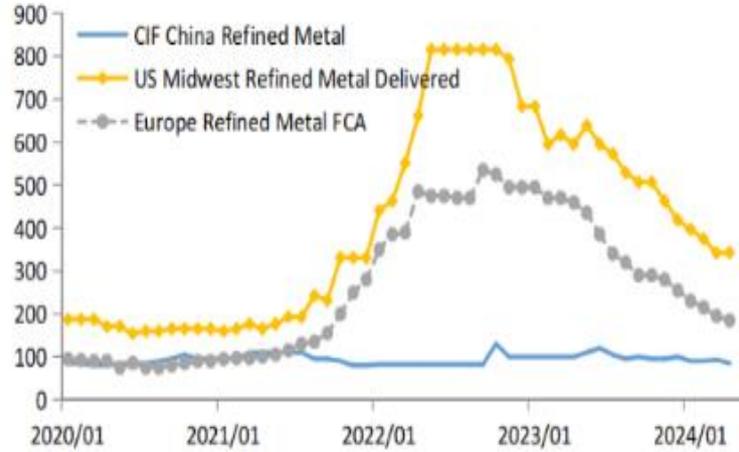
图表 26 欧元区房屋营建情况



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 国内初端消费平稳，初端产品出口喜忧参半

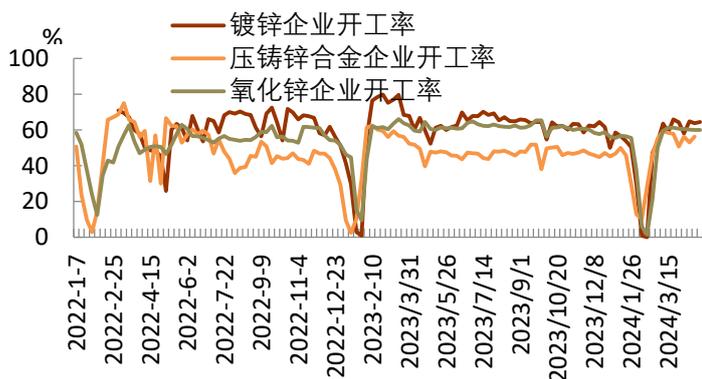
5月下游初端企业开工较平稳，未有超季节性表现，其中镀锌企业铁塔及光伏类订单较好，基建及交通类订单未有明显增量，截止至月底企业开工报收65.27%，较去年同期高3.6个百分点。压铸锌合金企业开工维持较弱，五金、汽车订单不及预期，拉链类订单平稳，出口订单有所下滑，且临近消费淡季，部分企业计划减停产，截止至月底开工率降至45.66%，较去年同期减少1.86个百分点。氧化锌企业开工较平稳，橡胶类订单减少、饲料类订单表现一般，电子类及化工类订单有增有减，截止至月底企业开工报收59.78%，较去年同期减少1.52个百分点。后期逐步进入梅雨季，终端消费存季节性扰动，但消费后置预期下也不排除淡季不淡。

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4月镀锌板出口110.91万吨，环比减少7.6%，同比增加0.91%。1-4月累计出口407.3万吨，累计同比增加13.46%。镀锌板主要出口国：韩国、泰国、菲律宾、巴西、越南等。人民币坚挺未延续贬值，出口优势边际减弱。且国内黑色锌价格走高，原料高企，企业成本优势下降，出口环比下滑。5月东南亚地区陆续进入雨季，影响户外开工，镀锌板季节性需求回落，预计出口量环比同比趋降。

4月锌合金出口275.6吨，环比减少12.85%，同比减少3%。1-4月累计出口1087.3吨，累计同比减少18.31%。主要出口国为越南、孟加拉、巴拉圭、海外消费走弱，合金出口同比环比下滑。后期看，当前沪伦比价下，合金出口优势略增，但海外消费季节性减弱，预计出口维持偏弱。

4月氧化锌出口1896.7吨，环比增加21.16%，同比减少25.14%，1-4月累计出口3673.15吨，累计同比减少35.5%。主要出口国为越南、泰国、菲律宾、日本。国内外氧化锌标准存差异，叠加锌原料价格高企、海外迁移产能释放等因素影响，国内企业出口订单减少。

图表 29 国内初端企业开工率



图表 30 镀锌板净出口情况

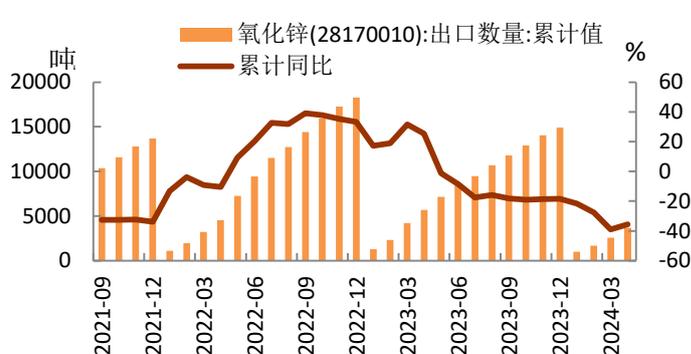


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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 政策加码，终端需求预期较好

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1-4月广义、狭义基建投资同比分别为7.8%、6.0%，分别较1-3月累计同比回落1.0、0.5个百分点。同比增速维持在高位，但环比回落较多，可能与特别国债、专项债发行偏慢有关。今年1-4月新增专项债累计发行额为7225亿元，低于除2021年的其他年份，前期资金到位较慢，使得后续项目落地、推进速度也有所放缓。从微观高频数据看，4-5月沥青、水泥、挖掘机等开工率也维持在仍低，指向基建实物工作量尚未显著落地。

后期看，5月开始地方政府专项债和国债净融资将明显加速，而超长期特别国债也与5月17日开始发行。基建实物工作量有望提升，镀锌消费量增量有望逐步体现。

**房地产方面**：国家统计局数据显示，1-4月地产投资累计同比-9.8%，较前值跌幅扩大0.3个百分点。其中，生产端出现明显改善，1-4月新开工、施工、竣工面积的累计增速分别为-24.6%、-10.8%、-20.4%，降幅均较1-3月收窄。需求端，1-4月商品房销售面积累计同比增速为-20.2%，跌幅较3月再度扩大。值得注意的是，4月当月施工面积同比增速由负转正，同比增35.1%，

改善幅度较大。年初以来，地产融资协调机制在各地迅速落地，银行对各地推动的“白名单”项目贷款发放增多，有利于保障地产项目正常开发建设。

5月中旬政府推出一系列房地产优化政策，央行宣布下调住房贷款最低首付比例5个百分点，首套房贷最低首付降至15%，二套房最低首付降至25%，取消全国层面首套房和二套房贷款利率政策下限，并下调公积金贷款利率0.25个百分点。同时，央行拟设立保障性住房再贷款，规模3000亿元，可带动银行贷款5000亿元。地产组合拳措施短期有望提振住房需求、加快在建项目建设进度，住房销售和生产指标有望出现一定改善，但其力度和持续性仍有待进一步观察。不过在政策加码背景下，镀锌及后端锌合金等消费存边际改善预期。

**从汽车方面来看：**中汽协数据显示，2024年4月汽车产量同比增长12.8%至240.6万辆，汽车销量同比增长9.3%至235.9万辆。1-4月，汽车产量同比增长7.9%至901.2万辆，汽车销量同比增长10.2%至907.9万辆。其中，4月，新能源汽车产量同比增长35.9%至87万辆，新能源汽车销量同比增长33.5%至85万辆，市占率达到36%。

同时，4月，汽车出口量同比增长34%至50.4万辆。其中，传统燃料汽车出口量同比增长41.6%至39万辆，新能源汽车出口量同比增长13.3%至11.4万辆。1-4月，汽车出口量同比增长33.4%至182.7万辆。其中1-4月，传统燃料汽车出口量同比增长37.7%至140.7万辆，新能源汽车出口量同比增长20.8%至42.1万辆。数据显示，汽车产销维持同比增加，且出口增速大于内销增速。

近日，汽车板块政策延续积极，商务部、财政部等七部门近日联合印发了《汽车以旧换新补贴实施细则》，明确资金补贴的范围和标准，统筹新能源车和燃油车的发展，推动汽车产业的转型升级。央行、国家金融监管局也联合印发了《关于调整汽车贷款有关政策的通知》，有助于进一步降低汽车消费门槛。同时，地方政府也在积极响应，出台一系列配套措施，汽车消费潜能有望进一步激发，行业景气度将延续高位，为镀锌板及氧化锌消费带来正向刺激。

**从白色家电方面来看：**统计局数据显示，1-4月空调累计产量9914.0万台，同比增长17.6%；1-4月冰箱累计产量3285.9万台，同比增长14.1%；1-4月洗衣机累计产量3546.2万台，同比增长10.3%；1-4月彩电累计产量6063.1万台，同比持平。出口方面，1-4月空调累计出口2533万台，同比增长12.2%。1-4月冰箱累计出口2491万台，同比增长30.3%。1-4月洗衣机累计出口1072万台，同比增长27.0%。1-4月液晶电视累计出口3173万台，同比增长2.6%。今年以来政府相关部委不断强调要加快推进消费品以旧换新，扩大汽车、家电、手机等商品消费和文旅等服务消费，加大力度培育打造消费新场景新业态等新增长点。同时，海外消费持续向好，家电出口延续强劲态势，行情延续较好景气度。

从产业在线5-7月排产数据来看，海外订单增长带动外销延续高增速，但内销增速有所下调，源于内销市场起色不明显，且前期因原料价格上涨增加备货，当前经销商库存处于高位，且终端距离消费进去旺季尚有段时间，企业排产略偏谨慎。不过总体看，在以旧换新政策加码下，家电消费旺季仍可期待，企业排产维持同比较高增速，支撑锌相关初端企业开工。

**新兴消费板块来看，风电和光伏：**电力企业联合会数据显示，2024年4月光伏新增装机

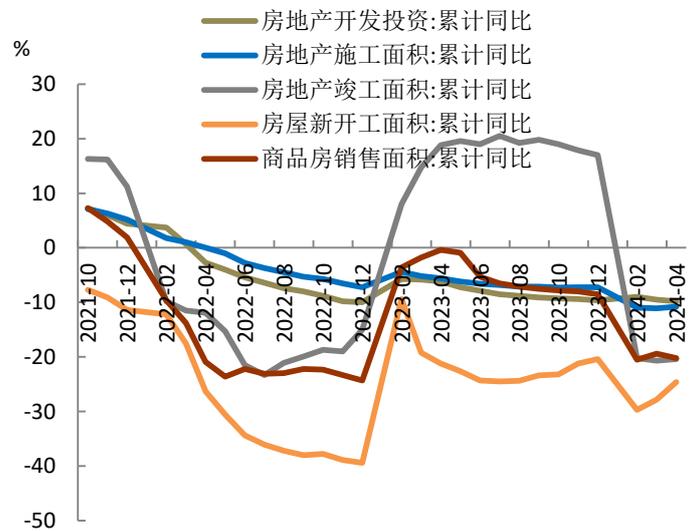
量1437万千瓦，同比减少1.91%，1-4月累计6011万千瓦，累计同比增24.43%。4月风电新增装机量为134万千瓦，同比减少64.74%。1-4月累计1684万千瓦，累计同比增18.6%。2023年风光新增装机量均超预期，高基数影响下，今年风光新增装机量累计同比增速均出现明显下滑。随着项目增速放缓及行业内卷加速，2024年全年预计风电新增装机量89GW，同比增速17.63%。中性预估光伏新增装机量为205GW，同比减少5%。

整体来看，年初以来终端消费延续分化态势，随着专项债及超长期特别国债发行，基建有望发力；地产端政策组合拳加持下，供需两端均有望边际改善；汽车及家电板块收益于以旧换新政策，行业保持较高景气度；风光增速回落，镀锌板出口延续小增，总体看锌终端消费预计较好，全年仍能保持同比小增。

图表 33 基建投资增速回暖

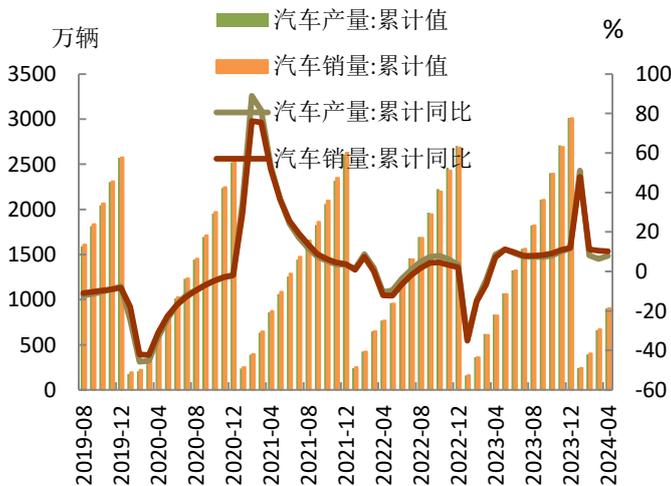


图表 34 地产主要指标依然疲软

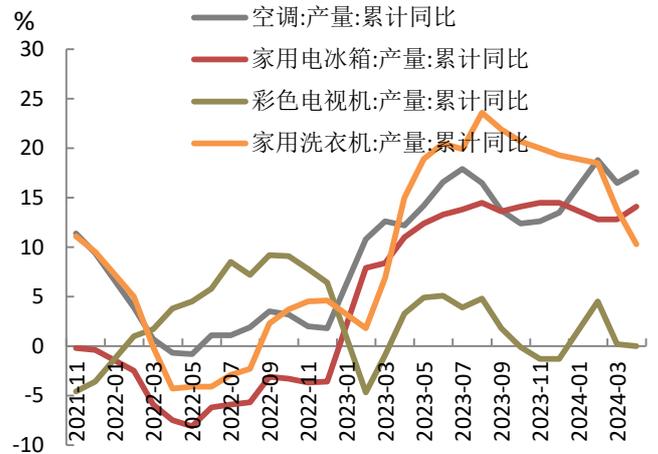


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 35 汽车产销情况



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



图表 38 光伏新增装机量情况



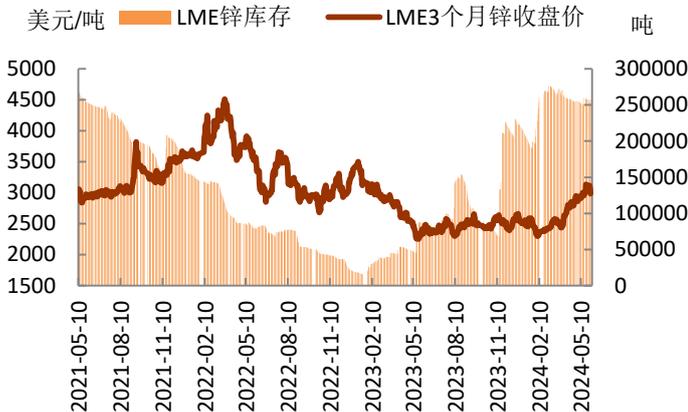
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

### 3.4 全球显性库存维持高位

全球显性库存较高，其中5月LME库存高位波动，截止至5月31日，库存为257025吨，月度增加1675吨。库存绝对水平延续高位，且LME0-3维持贴水结构，海外压力依然存在。

国内上旬国内库存延续累增，月末库存小幅回落，源于部分锌锭长单直发下游，及部分下游刚需补库，截止至5月30日，七地库存达20.94万吨，月度减少0.22万吨。当前库存绝对水平依旧维持在同期偏高位，且高价负反馈压力下，去库持续性尚待观察。

图表 39 LME 库存高位波动



图表 40 国内小幅去库



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

## 四、总结与后市展望

宏观面看，美国制造业回摆就业降温引发经济衰退担忧，通胀韧性强约束美联储降息决策，维持谨慎表态。欧央行如预期降息但对未来降息路径不做承诺，利空兑现后美元涨势放

缓。国内经济增速放缓但政策加码，逐步进入政策效果观察期。

供应端看，海外矿山扰动及新增项目后延，拖累锌矿增量下调，国内矿山延续季节性恢复，进口矿补充不足下，加工费已降至极低水平，三季度后原料供应存边际改善预期。当下低加工费被动推升锌价估值弥补炼厂利润，但原料库存低于同期，制约炼厂提产空间。锌锭进口窗口暂未开启，进口冲击压力有限。

需求端看，国内专项债发行加快及超长期特别国债落地利好基建，以旧换新政策延续支撑汽车及家电板块，高基数拖累风光增速同比转负，地产优化政策加码下供需或迎边际改善，消费后置预期下不排除淡季不淡。

整体看，内外经济复苏节奏放缓，多头资金调仓带动锌价调整，但矿侧矛盾未解，供给约束提供支撑。预计6月沪锌期价宽幅震荡，主要运行区间在23500-25000元/吨。

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。