

2024 年 7 月 5 日



静水流深

方兴未艾

核心观点及策略

- 宏观面看，欧美央行陆续开启降息周期，全球制造业景气扩张将延续，补库周期见底回升。国内经济恢复节奏偏慢，财政政策有望加码，货币政策存不确定性，将增加市场的博弈。
- 下半年全球锌矿供应边际改善但增量较有限，且仍存扰动及产量延后释放的风险，加工费呈现企稳筑底。冶炼厂依旧面临加工费低迷及亏损严重的双重压力，叠加新增产能释放的不确定性，精炼锌供应同比将出现较大降幅。
- 需求方面，欧美高利率回落，海外需求或边际改善。国内终端消费增量有限，但基于二季度较低基数，环比改善空间较乐观，有望带动加速去库。其中，资金加速投放背景下，基建实物量将在三季度后半段陆续体现并延续至四季度，耐用品汽车、家电板块及镀锌出口保有韧性，风光新兴消费维持小幅增长，地产延续筑底。
- 整体来看，锌矿供应紧张为年内锌价提供较强的支撑，同时需求接力预期下，锌价有望打开上方空间。预计下半年沪锌主力运行区间在22500-27000元/吨。
- 操作策略上，单边回调做多为主；鉴于下半年锌矿进口补充诉求依旧强烈，跨市维持反套思路；国内库存加速去库预期下，跨月套利尝试买进抛远布局。
- 风险因素：海外政治风险，锌矿超产，需求超预期回落

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	5
二、宏观面	6
2.1 美国方面	6
2.2 欧元区方面.....	6
2.3 国内方面	7
三、锌基本面分析	8
3.1 锌矿供应情况.....	8
3.1.1 全球锌矿新增项目不及预期，锌矿增量下修	8
3.1.2 下半年加工费有望企稳筑底.....	11
3.2 精炼锌供应情况.....	12
3.2.1 海外炼厂减复产并存，供应端修复.....	12
3.2.2 下半年冶炼厂生产干扰率依旧较高，进口锌延续补充	13
3.3 精炼锌需求情况.....	14
3.3.1 海外需求或边际改善	14
3.3.2 上半年国内初端消费较弱，初端产品出口喜忧参半	16
3.3.3 政策加码，终端需求预期边际好转	17
3.4 全球显性库存维持高位.....	20
四、总结与后市展望	21

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 美国利率水平	7
图表 4 美国就业市场.....	7
图表 5 欧美 PMI 数据.....	7
图表 6 欧元区通胀情况.....	8
图表 7 欧元区利率水平.....	8
图表 8 国内 PMI 数据.....	8
图表 9 国内 GDP 数据.....	8
图表 10 全球锌矿月度产量情况.....	9
图表 11 国内锌矿月度产量情况.....	9
图表 12 2024 年海外矿山扰动事件汇总（万吨）	10
图表 13 2024 年海外锌矿产量增减情况（万吨）	10
图表 14 2024 年国内锌矿产量增减情况（万吨）	11
图表 15 内外矿加工费降至极低水平.....	12
图表 16 锌矿进口盈亏.....	12
图表 17 锌矿进口情况.....	12
图表 18 冶炼厂原料库存天数.....	12
图表 19 2024 年初以来海外炼厂事件汇总（万吨）	13
图表 20 全球精炼锌月度产量情况.....	13
图表 21 国内精炼锌月度产量.....	14
图表 22 冶炼厂生产利润.....	14
图表 23 精炼锌净进口情况.....	14
图表 24 精炼锌进口盈亏情况.....	14
图表 25 全球精炼锌月度需求情况.....	15
图表 26 美国新建住房销量.....	15
图表 27 美国汽车销量情况.....	15
图表 28 欧元区房屋营建情况.....	15
图表 29 欧元区汽车销量情况.....	15
图表 30 各地锌锭贸易升水.....	15
图表 31 国内初端企业开工率.....	16
图表 32 镀锌板净出口情况.....	16
图表 33 压铸锌合金出口情况.....	17
图表 34 氧化锌出口情况.....	17
图表 35 基建投资增速有望回暖.....	19
图表 36 地产主要指标依然疲软.....	19
图表 37 汽车产销情况.....	19
图表 38 白色家电产量情况.....	19
图表 39 风电新增装机量情况.....	19
图表 40 光伏新增装机量情况.....	19
图表 41 各版块耗锌量预估（万吨）	20

图表 42 LME 库存维持高位	20
图表 43 国内去库预期强化.....	20
图表 44 全球精炼锌供需平衡表（万吨）	21
图表 45 国内精炼锌供需平衡表（万吨）	21

一、锌市场行情回顾

2024年上半年锌价呈现震荡筑底后冲高回落的走势，主要分为三个阶段。

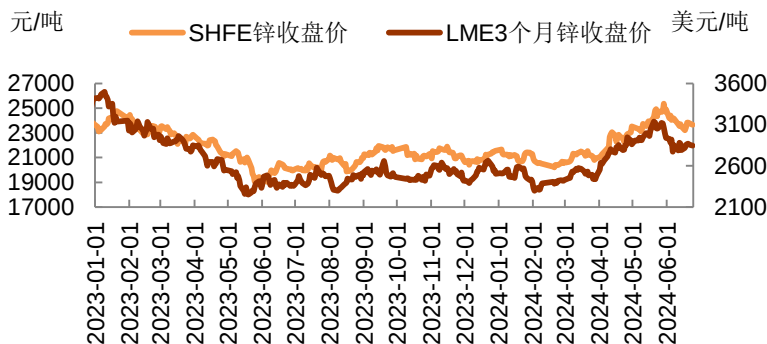
第一阶段：年初至3月底，宏观多空交织，期价宽幅震荡，运行区间在20100-21700元/吨。一季度，美国呈现经济强韧性通胀强粘性的特征，市场不断后延美联储首次降息节点预期，美元偏强压制风险资产。国内一季度GDP数据增速超预期，完成全年GDP目标基本无虞，一度降低政策加码的预期。但3月初政治局提出连续几年发行超长期国债，强化经济修复预期利多风险偏好。基本面上，海外矿山扰动频发，且欧洲、韩国炼厂减停产带来利多支撑，但LME大幅交仓，且国内消费受环保及春节因素影响，拖累锌价，期价走势筑底。

第二阶段：4月初至5月底，锌价技术走强，且于5月29日创上半年高点25365元/吨，宏观再通胀逻辑及锌矿供给约束主导了该阶段性锌价走势。伴随着全球制造业复苏，市场交易重点转向再通胀。4月底，国内政治局会议释放积极信号，叠加5月中旬超长期特别国债发行落地及517地产政策实施，宏观偏好氛围延续。同时，全球锌矿紧缺度加剧，内外TC下滑，炼厂亏损扩大，被动推升锌估值。5月下旬COMEX铜出现挤仓，进一步点燃市场做多热情，锌价月底创上半年新高。

第三阶段：5月底至今，锌价高位调整。美国经济指标降温但5月非农就业数据远超预期，美联储6月利率会议点阵图偏鹰。同时，国内5月官方制造业PMI跌至荣枯线下方，经济金融数据多不佳，风险偏好进一步回落，锌价回吐宏观溢价。锌价跌至23500元/吨下方，下游刚需补库增多，且成本端刚性支撑显现，锌价逐步企稳震荡修复，截止至6月28日，主力期价收至24665元/吨，上半年涨跌幅达14.5%。

伦锌走势相似，受美国经济就业数据及美联储降息预期摇摆驱动，矿山扰动及炼厂减产提供支撑，但消费的疲弱限制伦锌弹性。2月中旬创上半年低点2278美元/吨后企稳，5月底创上半年高点3185美元/吨后高位回落，截止至6月28日，期价收至2941美元/吨，上半年涨跌幅达10.5%。

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

2024年一季度美国经济表现出较强韧性，ISM制造业PMI延续了2023年四季度以来的持续反弹走势，3月更是回升至50荣枯线上方，步入扩张区间，经济衰退担忧降温同时引发市场对美国补库周期的热议。进入二季度，经济增速放缓，制造业PMI回落，但总体维持回暖态势。就业市场来看，年初呈现震荡下行。5月非农就业数据表现亮眼，新增就业人数达27.2万人，远超市场预期，但失业率环比抬升至4%，数据出现劈叉。受经济就业表现偏好影响，去通胀未能一帆风顺，通胀指标出现反复。一季度CPI数据逐月抬升，市场一度交易再通胀逻辑，进入4月，CPI环比回落，且核心CPI延续年初以来的下行趋势，再通胀预期降温。

在经济保有韧性及通胀反复的背景下，美联储降息的紧迫性明显降温，美联储官员也不断释放偏鹰言论，年内首次降息节点及降息次数不断后延及缩减，目前市场预计9月开启降息，年内降息2次，依旧较美联储点阵图指引降息一次的预期更乐观。

展望下半年，预计美国经济增速延续边际放缓但韧性尚存，向着软着陆方向演绎，通胀有望维持回落态势。美联储将继续在经济及通胀间找寻平衡，降息大方向较为确定。不过11月份迎来美国总统大选，政治的不确定性对市场情绪扰动将升温。

2.2 欧元区方面

上半年欧元区经济有所回暖但远景悬而未定。一季度GDP增速环比同比转正，摆脱了技术性衰退，但制造业PMI仍处50荣枯线下方，最新数据显示，6月制造业PMI未能延续环比增加态势，回落至45.8，经济前景仍不容乐观。疲弱的增长环境使得欧元区通胀下行相对美国更为顺畅，一季度欧元区CPI及核心CPI均呈现环比回落的态势，且双双下滑至3%以下的水平，欧央行维持高利率的必要性下降，在6月利率会议上如期将三大关键利率均下调25个基点，也是G7成员国中继意大利后第二个降息的國家。但考虑到进入二季度后，欧元区通胀下行难度有所增加。6月欧元区总体通胀率降至2.5%，低于5月的2.6%；核心通胀率为2.9%，高于预期。欧央行持续降息的概率减弱，近期欧央行行长拉加德也表示，由于需要更多时间来确认通胀率正稳步回落至2%的目标，欧洲央行不急于进一步降；同时还谨慎看待欧元区经济前景，认为欧元区经济能否实现“软着陆”仍存在不确定性。

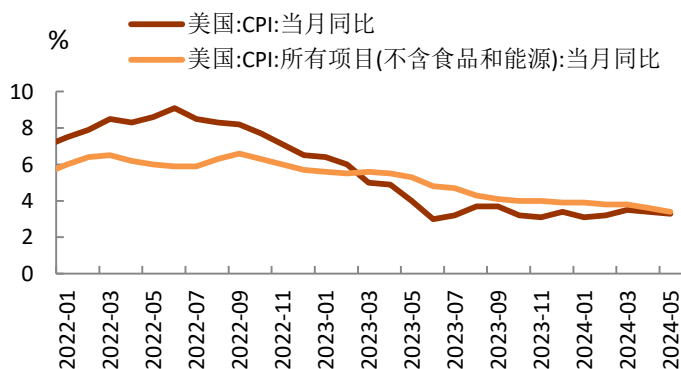
展望下半年，欧元区政治变数较大，法、德等国议会选举中，右翼党派占据优势，增添了经济恢复的曲折性，通胀大概率延续缓慢回落的态势。但鉴于经济前景及通胀回落幅度的不确定性，欧央行降息节奏或呈现“边走边看”的特征。

2.3 国内方面

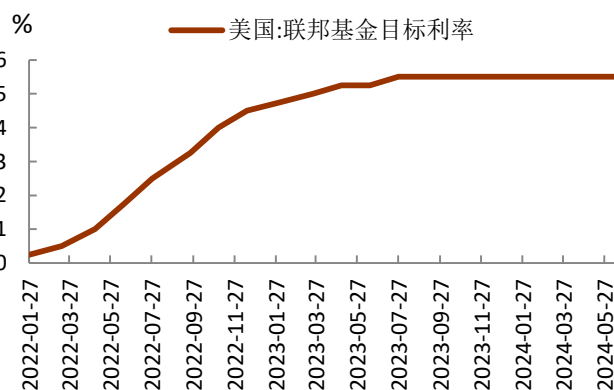
一季度国内经济表现超预期，GDP同比增速达5.3%，较去年全年增速5.2%进一步提升，好于市场预期，受益于制造业投资增速超预期、出口增速修复及政策加持。官方制造业PMI也逐步回升，3月制造业PMI达50.8，继2023年9月以来再度回升至扩张区间。但是进入二季度，官方制造业PMI重回荣枯线下方，月度经济、金融各项指标也表现不尽如人意，4月社会融资增速及M1增速双双转负；固定资产投资环比回落，地产投资负增走扩。受经济指标转弱影响，政策端不断加码。如财政政策方面，发行超长期特别国债；货币政策方面，新设科技创新和技术改造再贷款加速落地；地产政策方面，517政策放松组合拳重磅推出等。政策加持下，缓解市场对经济修复的担忧。

展望下半年，全球制造业景气扩张有望延续，库存回补将继续带动国内出口稳健。政策端重点在于三中全会和央行政策走向，预计财政政策有望进一步发力，基建及地产将边际改善，货币政策走向存在较大的不确定性，增加市场的博弈程度。

图表 2 美国通胀情况

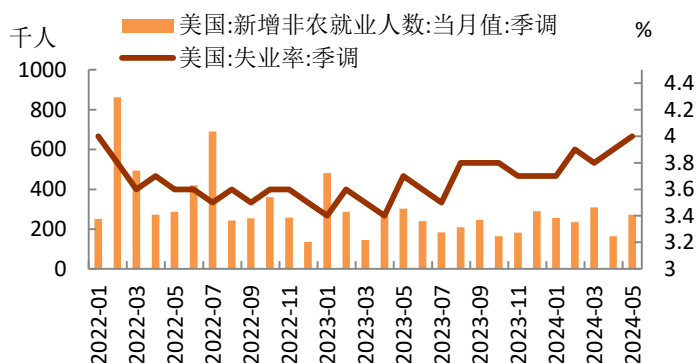


图表 3 美国利率水平

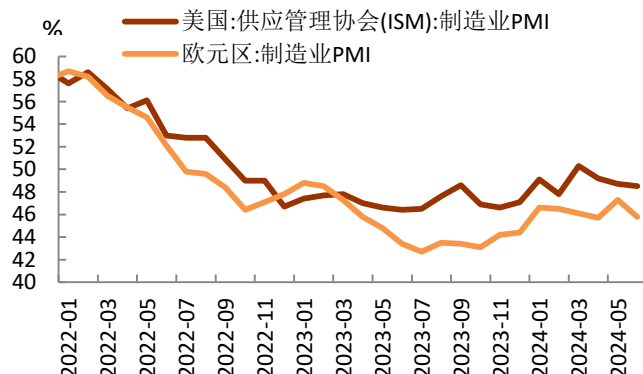


数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 4 美国就业市场

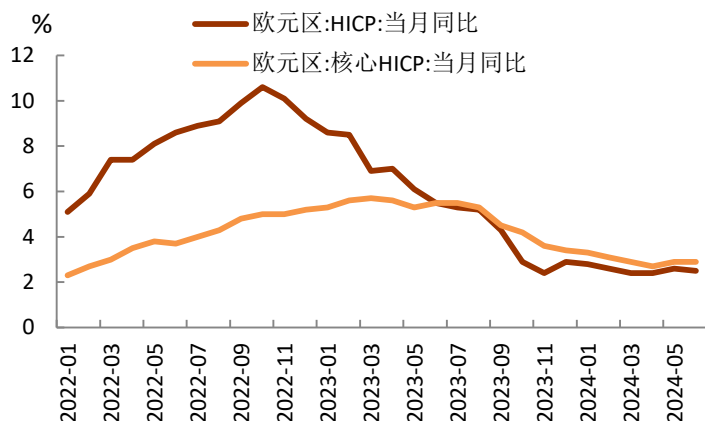


图表 5 欧美 PMI 数据

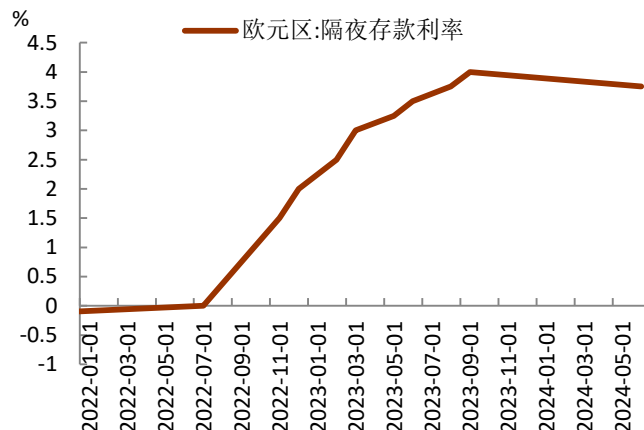


数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

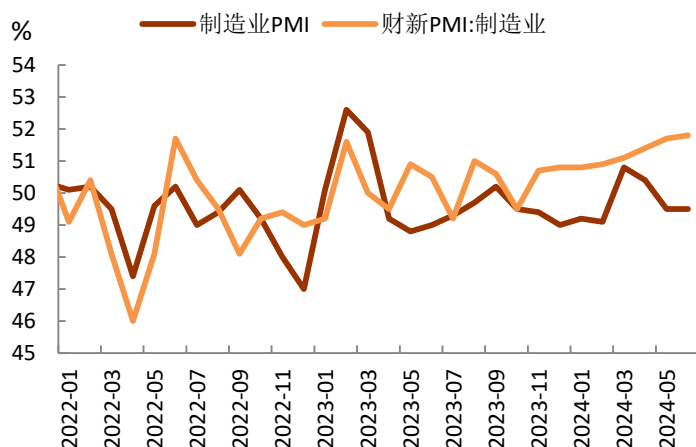


图表 7 欧元区利率水平

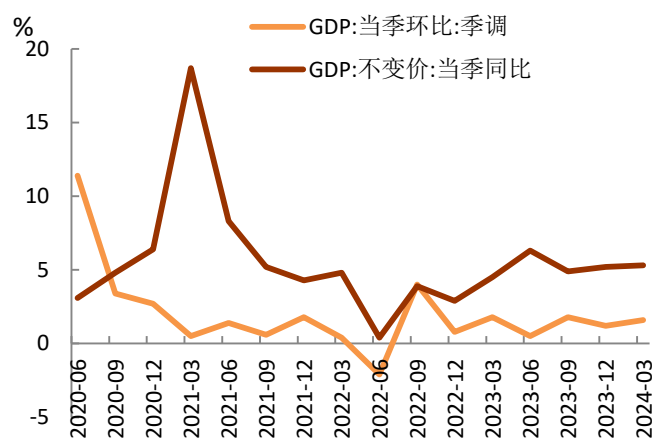


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

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 全球锌矿新增项目不及预期, 锌矿增量下修

ILZSG: 2024年1-4月全球锌精矿累计产量375.8万吨, 累计同比减少3.2%。其中, 海外累计产量261.4万吨, 同比减少4%。中国累计产量114.3万吨, 同比减少1.43%。

海外方面, 年初以来矿山扰动事件较多, 主要因生产事故、飓风、生产许可证等影响,

带来约3万吨的减量。具体看，2月初伦丁旗下Neves-Corvo发生安全生产事故，停工三天；3月中下旬，Volcan位于秘鲁的San Cristobal、Carahuacra和Ticlio三座矿山因更新尾矿坝的运营许可证暂停生产，停产长达一个月；3月中旬嘉能可位于澳大利亚的McArthur River受飓风暴雨影响，暂停生产；Nexa位于巴西的Morro Agudo采矿作业自5月起暂停。同时，今年部分新增矿山出现延后或产量释放下调，如俄罗斯Ozernoye2023年底火灾影响导致产出或进一步延后2025年；澳大利亚Endeavor原计划2024H1生产第一批精矿，现延后至2025H1等。不过，部分矿产产出兑现较好，如刚果金的Kipushi矿、波斯尼亚Vares银矿等。整体看，我们将全年海外锌精矿增量下调至8万吨左右，远不及年初预计的19万吨。

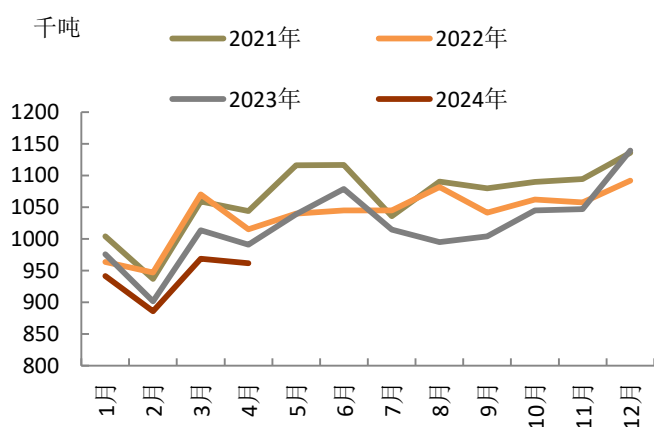
下半年，继续重点关注刚果金Kipushi矿、波斯尼亚Vares银矿、墨西哥Peñasquito、澳大利亚Bowdens Silver矿的产量释放及复产情况。

国内方面，SMM数据显示锌精矿产量符合季节性规律，一季度北方矿山生产淡季叠加节假日影响，锌矿产量处于年内偏低水平，二季度伴随着北方矿山生产逐步恢复，锌矿月度产量环比回升，但受制于全国多个地区矿山原矿品位下降，西藏地区存在矿山因安全环保检查或推进自动化进程而减产，云南、湖南等地存在矿山因检修影响生产，火烧云项目因股权转让及基础设施建设导致产量释放由Q2延后至H2，叠加部分矿山计划产量降低，产出不及预期。预计1-6月锌精矿累计产量176.7万吨，累计同比减少2.23%。

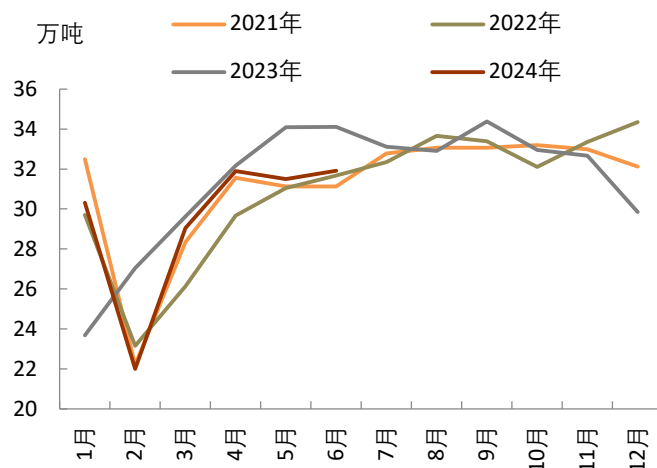
对于下半年，内蒙古、四川等几处减产矿山预计到7月之后复产，叠加火烧云项目持续推进及猪拱塘一期项目年底落成，预计锌精矿产量较上半年有所增加。全年增量预估在6-8万吨。

整体来看，近端锌精矿原料维持偏紧，伴随着海内外矿山生产恢复及新增项目逐步兑现，三季度后锌精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。中长期看，年内全球新增矿山项目多在2025年有效释放，且部分项目延后至2025年落地，远端原料供应有望转向紧平衡。

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 年海外矿山扰动事件汇总（万吨）

矿企	矿山	国家	影响量	备注
Lundin Mining	Neves-Corvo	葡萄牙	0.04	2 月 12 日发生安全生产事故，停工三天
Volcan	San Cristobal、Carahuacra 和 Ticlio	秘鲁	0.9	更新尾矿坝的运营许可证，3 月 19 日起暂停生产，最长持续时间可达 30 天
嘉能可	McArthur River	澳大利亚	1	3 月 18 日登陆的飓风带来的暴雨影响，暂停生产
Nexa	Morro Agudo	巴西	1	采矿作业将从 5 月 1 日起暂停，Nexa 2024 年的综合指导保持不变。
		合计	2.94	

数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 13 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	12
迈蒙矿	米尼加	0.5
Ozernoye	俄罗斯	0
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		8.05

数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 14 2024 年国内锌矿产量增减情况（万吨）

地区	公司	矿山	变量
内蒙	兴业银锡	银漫矿业	0.3
内蒙	兴业银锡	乾金达	0.24
内蒙	诚诚矿业	东珺矿区锌铅银矿	0.63
江西	江铜集团	冷水坑银铅锌矿	1
西藏	驰宏锌锗	西藏鑫湖矿业	0.58
辽宁	青城子矿业	青城子矿业	0.1
青海	都兰县多金属矿业	都兰县多金属矿业	0.3
内蒙	盛屯矿业	埃玛铅锌矿	0.2
吉林	海帝矿业	放牛沟多金属矿	0.45
贵州	盛鑫矿业	猪拱塘铅锌矿	0.5
云南	三江矿业	三江矿业	0.5
青海	长河矿业	长河矿业	1.5
新疆	新疆矿业	火烧云	4
内蒙	诚鑫矿业	梧桐花鑫春	0.25
吉林	赤峰黄金	吉林瀚丰	1.5
青海	西部矿业	西部矿业	0.8
内蒙	国森矿业	二道河	-0.2
西藏	华钰矿业	华钰矿业	-0.5
安徽	铜陵有色	姚家岭矿业	1
甘肃	白银有色	厂坝铅锌矿	1.2
合计			14.35

数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

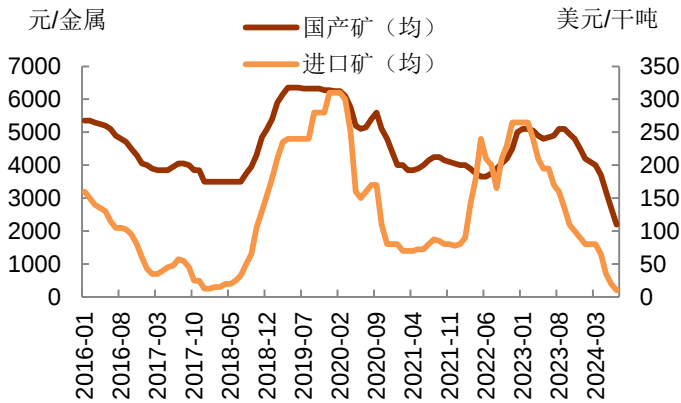
3.1.2 下半年加工费有望企稳筑底

上半年内外新增矿山进展缓慢，部分延后至明年，现有矿山受自然事件、矿山贫化、环保影响等，产出恢复缓慢，且海外部分炼厂复产，加剧锌矿需求，内外加工费延续 2023 年下半年以来震荡下行的态势，已降至近年来极低水平。SMM 数据显示，截止至 7 月，内外锌矿月度 TC 均值分别为 2200 元/金属吨和 10 美元/干吨，较年初分别下滑了 2000 元/金属吨和 70 美元/干吨。对于下半年，随着内外矿山新增项目逐步释放及海外停产矿山复工、国内北方矿山生产进一步恢复，锌矿紧张的局面有望逐步改善，三季度中后期内外加工费存止跌企稳的预期，但鉴于全年锌矿增量较为有限，加工费难有效上涨，大概率呈现筑底格局。

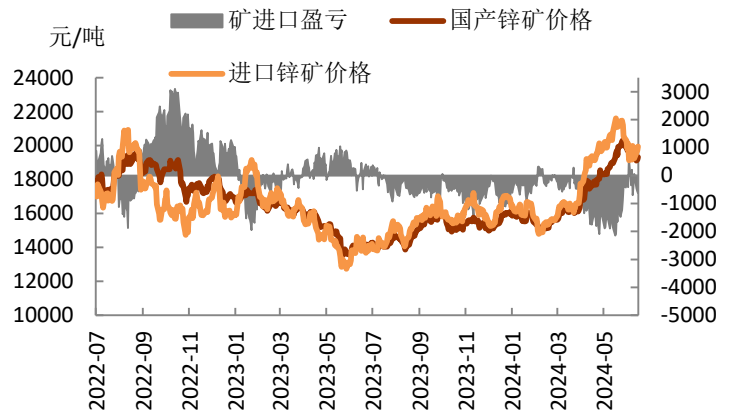
进口情况看，海关数据显示，2024年1-5月锌矿砂及其精矿累计进口量为144.6万吨，累计同比减少23.4%。年初以来，内外走势相对外盘偏弱，锌矿进口窗口处于亏损状态，尤其是4月底，亏损一度走扩至2000元/吨附近，不利于原料进口。同时，上半年海外矿山扰动事件不断且欧洲炼厂复产，海外矿采购竞争剧烈，抑制锌矿进口，叠加去年的高基数，导致锌矿进口累计同比出现两位数降幅。展望下半年，国内新增炼厂下半年陆续投放，对锌矿需求

有增无减，同时海外矿山新增项目将缓慢兑现，锌矿进口量有望环比改善，但鉴于比价维持偏弱，进口窗口难以持续性开启，预计进口增量相对有限。

图表 15 内外矿加工费降至极低水平

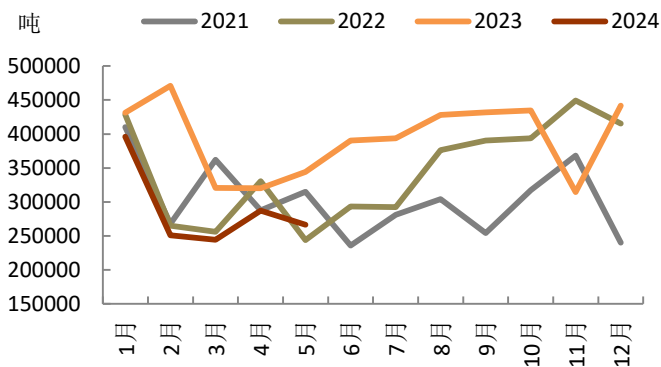


图表 16 锌矿进口盈亏

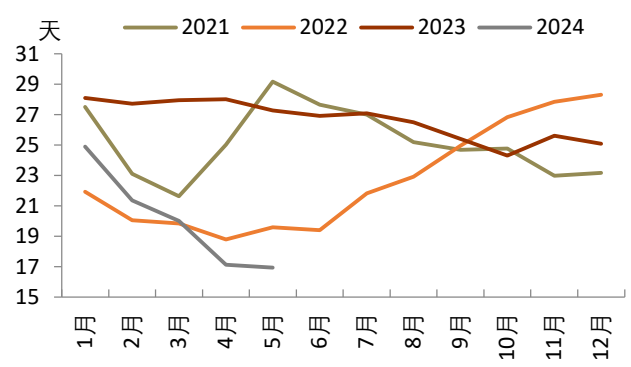


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 17 锌矿进口情况



图表 18 冶炼厂原料库存天数



数据来源：Mysteel，iFinD，铜冠金源期货

3.2 精炼锌供应情况

3.2.1 海外炼厂减复产并存，供应端修复

全球范围来看，ILZSG数据显示，2024年1-4月精炼锌累计产量451.9万吨，较去年同期减少0.6万吨。其中，欧洲、美洲、中国累计产量分别为296.4万吨、537.9万吨、219.4万吨，累计同比分别为-16.3%、-1.9%、2.2%。

年初以来，海外炼厂减复产并存，其中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。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。

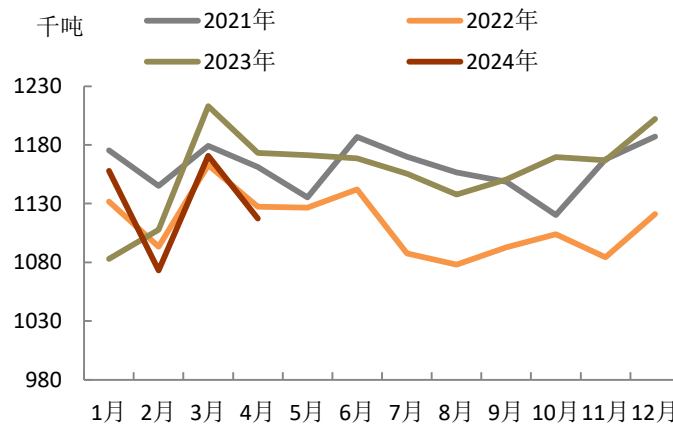
伴随着欧洲两大炼厂生产逐步恢复，欧洲精炼锌产量供应有望边际增加，但鉴于欧洲需求仍然疲软，爬产进度相对受限。下半年重点关注俄罗斯铜业Verkhny Ufalei及波利顿Odda炼厂新增及扩建情况。

图表 19 2024 年初以来海外炼厂事件汇总（万吨）

公司	冶炼厂	国家	总产能	备注
新星	Budel	荷兰	31.25	2024 年 1 月下旬进入保养维护期。4 月 30 日宣布于 5 月 13 日当周以较低的产能重新启动。
嘉能可	Nordenham	德国	16.5	2022 年 11 月停产检修，2024 年 2 月增加产出。
Young Poong Corp	Seokpo	韩国	40	3 月 6 日宣布已将产量削减了五分之一。

数据来源：新闻整理，铜冠金源期货

图表 20 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 下半年冶炼厂生产干扰率依旧较高，进口锌延续补充

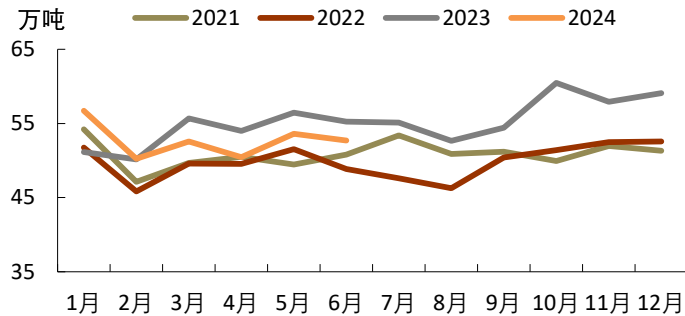
SMM数据显示，预计2024年1-6月精炼锌累计产量316.3万吨，累计同比减少1.97%或6.4万吨。上半年制约精炼锌产出的主要因素在于原料供应紧张、炼厂利润底下及部分环保影响。截止至5月份，炼厂原料平均库存天数降至16.93天，处于近五年同期低位且低于安全生产水平。原料趋紧的背景下，内外加工费同步大幅下滑，炼厂利润亏损程度不断扩大，生产积极性受抑。叠加湖南地区环保检查影响，上半年精炼锌产量同比增速为负。

展望下半年，锌精矿供应有望边际改善，但增量较有限，炼厂产量释放约束难解除。新增项目方面，河南万洋15万吨矿产锌及部分再生锌项目计划投产，但实际落地情况不确定性仍存。整体看，下半年精炼锌供应缩减预期较强，预计全年精炼锌同比减少4.8%或32万吨左右。

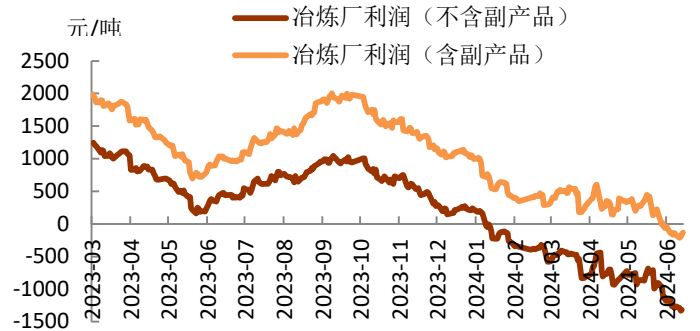
进口方面，海关数据显示，2024年1-5月精炼锌累计进口量18.71万吨，累计同比增加253.4%。其中，4、5月份精炼锌进口量均超预期，源于澳大利亚及西班牙锌锭进口量超预期。

一季度精炼锌进口窗口维持开启状态，进入4月中旬随着沪伦比值不断走低，进口亏损走扩至2000元/吨，至5月中旬后，进口亏损收窄，5月底进口窗口再度开启，进入6月份进口亏损围绕盈亏平衡附近震荡。展望下半年，预计沪伦比价难有持续上涨驱动，精炼锌进口比价或维持在盈亏附近波动，单月进口量有望趋稳于3万吨附近。

图表 21 国内精炼锌月度产量

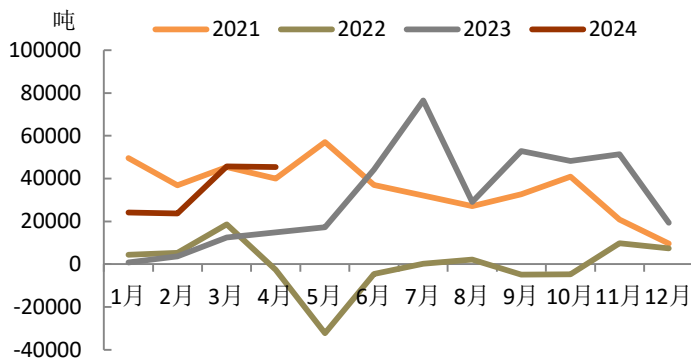


图表 22 冶炼厂生产利润

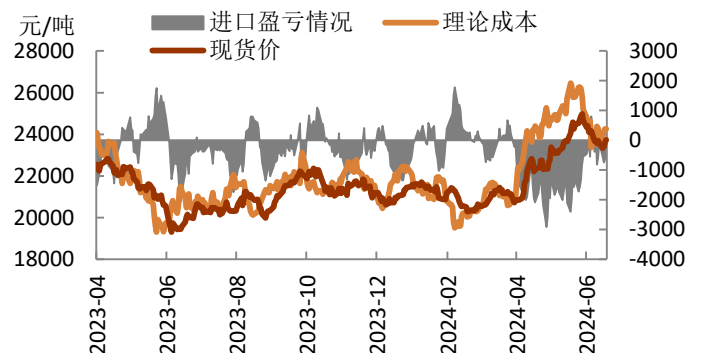


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 23 精炼锌净进口情况



图表 24 精炼锌进口盈亏情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

3.3 精炼锌需求情况

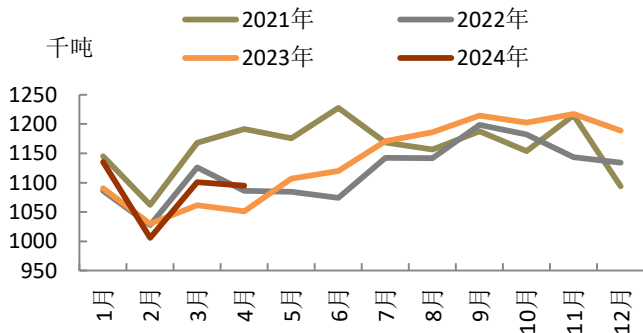
3.3.1 海外需求或边际改善

全球范围来看，ILZSG数据显示，2024年1-4月全球精炼锌消费量433.7万吨，累计同比增加2.46%。其中，中国、欧洲、美洲消费量分别为205.53万吨、69.7万吨、51.6万吨，同比分别+1.65%、+0.49%、-3.54%。1-4月全球供需过剩18.2万吨，低于去年同期过剩28.2万吨的量级。

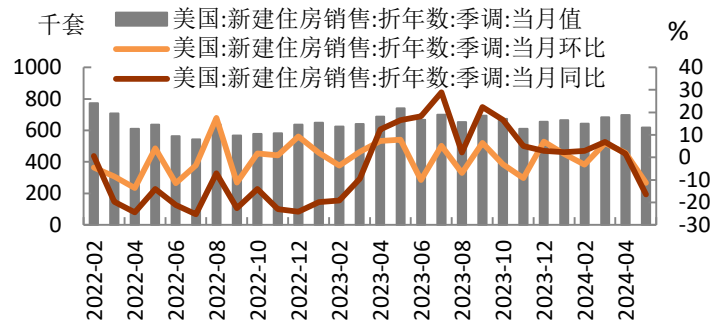
海外来看，锌需求主要集中在汽车及地产板块。年初以来市场迟迟未迎来美联储降息，美国30年期抵押贷款固定利率维持在7左右的高位，对地产销售构成压力。从美国房地产市场的先行指标新建住房销售数据看，未能实现持续好转，其中5月新建住房销售同比环比大降且

低于预期，凸显高利率对购房需求的抑制。欧元区19国营建产出指数先扬后抑，总体延续2023年以来偏弱态势。欧美汽车市场呈现分化，其中年初以来美国汽车销售延续温和复苏态势，但欧洲市场新车销售出现明显下滑，其中年初德国取消购车补贴是重要因素之一。从欧美现货溢价来看也相互印证，现货溢价下滑速度放缓但未有改善迹象。后期看，6月欧央行率先开启降息，且年内仍有降息预期，同时美联储年内降息预期尚存，欧美高利率回落的背景下，需求端有望边际改善。

图表 25 全球精炼锌月度需求情况

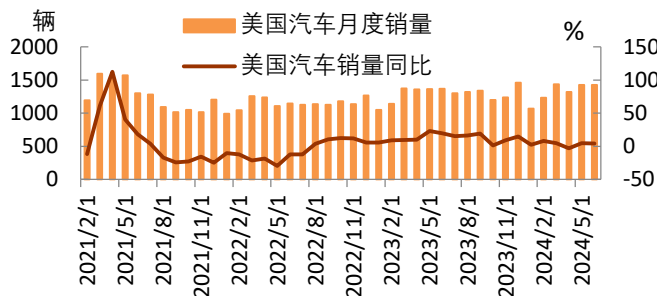


图表 26 美国新建住房销量

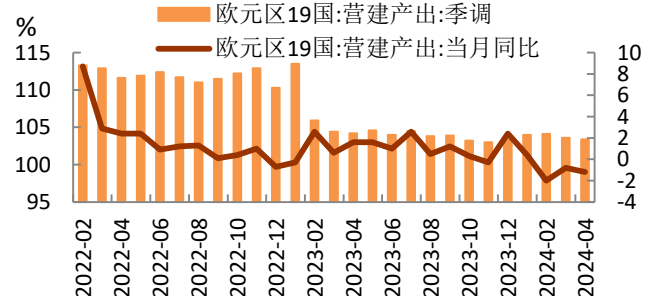


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 27 美国汽车销量情况

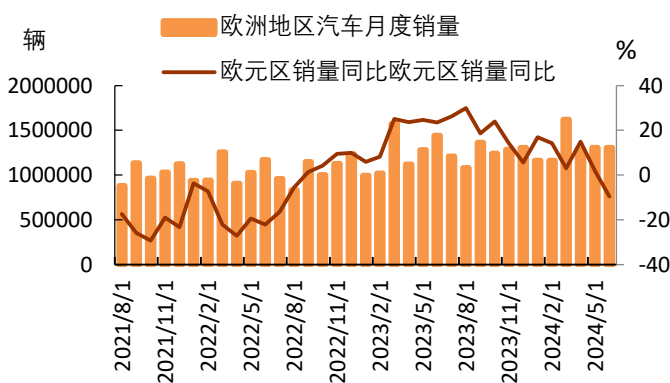


图表 28 欧元区房屋营建情况

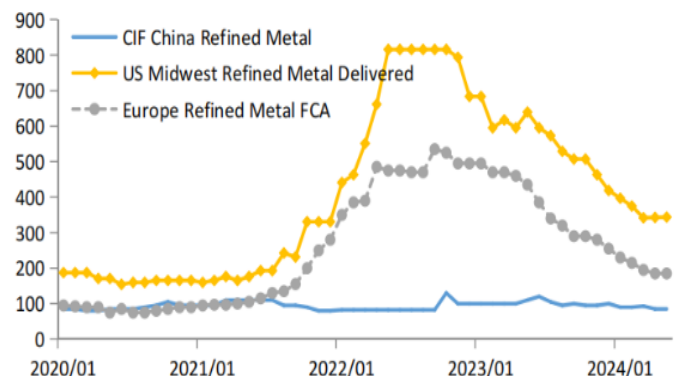


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 29 欧元区汽车销量情况



图表 30 各地锌锭贸易升水



数据来源：iFinD，Bloomberg，CRU，铜冠金源期货

3.3.2 上半年国内初端消费较弱，初端产品出口喜忧参半

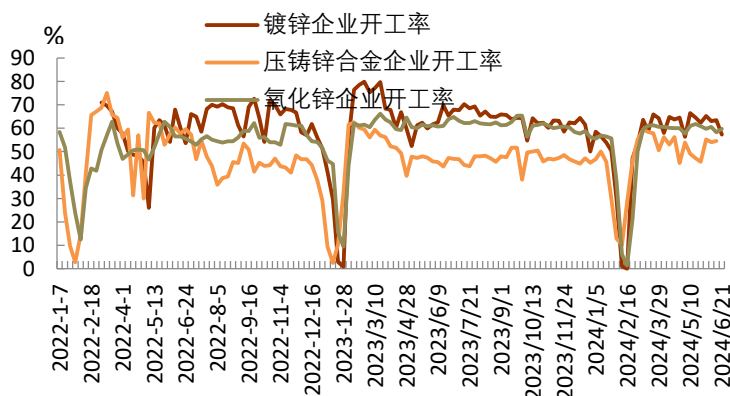
年初以来，初端企业不佳，企业开工率同比表现偏弱。分版块看，镀锌板块中镀锌管与黑色系关联度较高，黑色系表现疲软导致企业订单不足。且一季度处于光伏招标阶段，企业订单未有增量，进入二季度环比好转但同比偏弱；铁塔订单一直处于偏好状态，交通及基建订单欠佳。合金板块，受制于终端地产弱势，相关的五金等订单不足，且二季度进入行业淡季，开工未有超季节性表现；氧化锌板块，企业开工相对稳定，轮胎级订单成为氧化锌企业开工重要支柱，饲料及陶瓷级订单相对偏弱。

从初端消费品出口情况看，镀锌板、压铸锌合金出口延续较好，氧化锌出口较弱。海关数据显示，2024年1-5月镀锌板累计出口518.81万吨，累计同比增加14.94%。今年以来，传统出口国东南亚地区需求回暖，且一带一路国家订单亦有增长，带动镀锌板出口维持较好表现，累计同比维持高增速。三季度，东南亚多国处于雨季叠加台风影响增大，出口订单预计呈现季节性下滑，但新兴市场复苏预期态势不改，预计下半年镀锌板出口总体延续偏好态势。

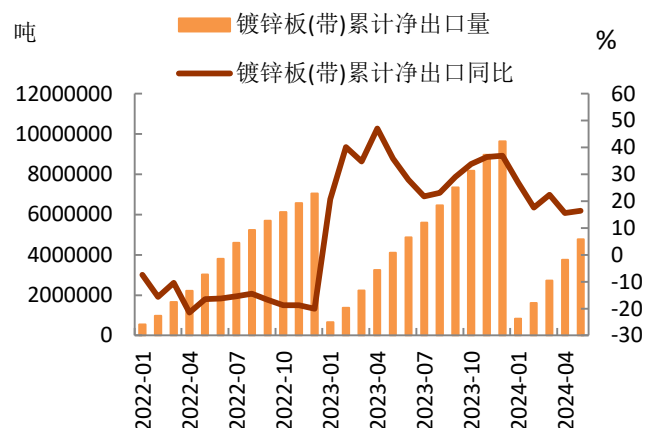
1-5月压铸锌合金累计出口1893.93吨，累计同比增加24.18%。主要出口国为越南、孟加拉国、巴拉圭、巴基斯坦等。海外消费疲软及海运费高昂抑制出口，不过4-5月沪伦比较较低，出口优势增加，前5个月累计出口实现两位数增长，随着沪伦比价回升至8.3附近，出口优势减弱后，出口谨慎乐观。

1-5月氧化锌累计出口4683.87吨，累计同比减少34.59%。主要出口国为越南、泰国、菲律宾、俄罗斯、日本等。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、地缘动荡海运费居高不下等因素影响，预计下半年出口延续疲态。

图表 31 国内初端企业开工率

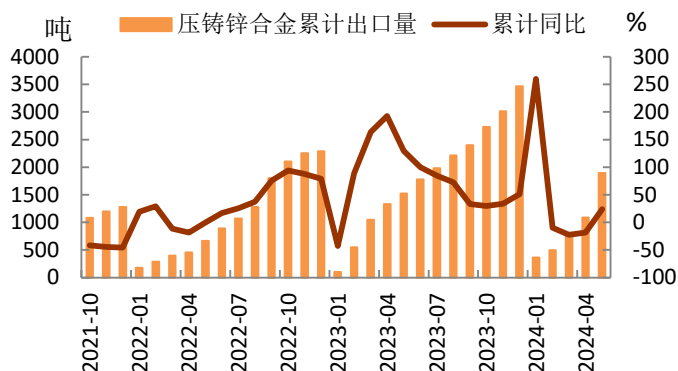


图表 32 镀锌板净出口情况

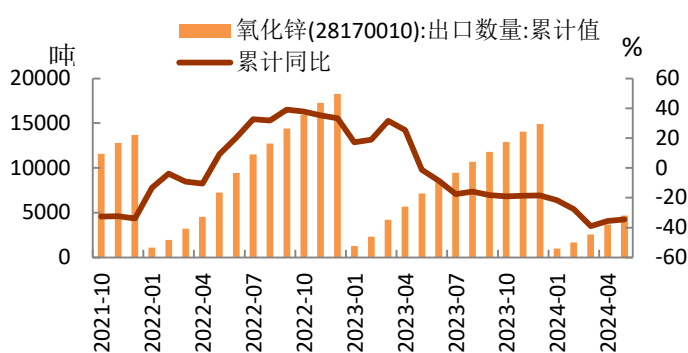


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 33 压铸锌合金出口情况



图表 34 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，终端需求预期边际好转

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1-5月广义、狭义基建投资同比分别为6.68%、5.7%，较1-4月分别下滑1.1和0.3个百分点，较去年同期分别下滑2.85和1.8个百分点。结构上，维持了电力高增，交运维稳而水利偏弱的格局。

上半年基建投资增速持续下滑，源于基建作为经济抓手的诉求远低于2023年。一方面，2023年底万亿国债发行后，年初专项债发行高速的必要性降低。且在化债基调之下，以12个重债省市为首的城投债净融资情况不佳，也是制约基建投资资金的一大因素。另一方面，基建新增项目申报滞后及审核趋严，今年新增专线债项目申报在2月，较往年慢约1个季度，且审核周期长达2个月较往年也偏长。微观层面，水泥、沥青企业开工率也处于近年偏低水平，与基建投资增速较慢相互印证。

4月23日发改委联合财政部完成今年地方政府专项债券项目的筛选工作，共筛选通过专项债券项目约3.8万个。4月底政治局会议强调加快专项债发行使用速度及早发行并用好超长期特别国债。5月13日，财政部公布2024年一般国债、超长期特别国债发行有关安排。5月以来，地方专项债进度加快、超长期特别国债发行，后续资金面可能会对投资方面形成一定支撑。总体看，下半年基建投资增速有望企稳回升，但绝对量增长空间有限。且考虑到专项债提速至下游开工传导需要2-3个月时间，三季度后半段实物工作量将有所体现，且四季度发力有望延续，对于锌消费存后置贡献。

房地产方面：国家统计局数据显示，投资端，2024年1-5月房地产开发投资同比下降10.1%，降幅走阔。新开工面积累计同比下降24.2%；施工面积累计同比下降11.6%，竣工面积累计同比下降20.1%；新建商品房销售面积累计同比下降20.3%。

上半年地产政策频发。4月30日，中共中央政治局会议提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，各地房地产政策迎来密集出台时期。4月下旬以来，成都、杭州、苏州等核心二线城市全面取消购房限制，北京、深圳、上海也相继优化限购政策。南京、武

汉、广州等城市则出台了鼓励住房“以旧换新”政策。5月17日，人民银行在国新办发布会上宣布了设立3000亿元保障性住房再贷款、取消全国层面贷款利率下限、降低首付比、降低住房公积金贷款利率四项政策。此后，全国各个城市陆续跟进，上海、广州、深圳、北京都出台了不同条件的首付比例和房贷利率下调政策。在政策不断助力下，新房销售边际改善。但从微观数据跟踪，30大中城市商品房销售活跃度亦未见明显起色，4月以来仍处过去四年同期低位水平，地产销售增速能否持续修复仍需观察。

整体来看，地产供需端同步发力，未来各城市需求端政策有望持续优化，能够一定程度释放有效购房需求，但还贷压力大、收入不稳定依旧对居民购房形成阻力。收储存量房以及处置闲置土地等政策有利于降低住房库存、改善房企资金状况，但政策效果尚处初阶段，后续仍需政策持续加码。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，2024年1-5月，汽车产销分别完成1138.4万辆和1149.6万辆，同比分别增长6.5%和8.3%；产销增速较1-4月分别收窄1.3个和2个百分点。其中，1-5月新能源汽车产销分别完成392.6万辆和389.5万辆，同比分别增长30.7%和32.5%，市场占有率达到33.9%。出口方面，1-5月汽车出口230.8万辆，累计同比增加31.3%。数据显示，汽车产销维持小幅增长态势，新能源汽车产销及汽车出口延续同比高增速。

上半年，随着国家以旧换新、地方补贴、新能源汽车下乡、多地取消新能源汽车购买限制等政策的出台和持续推进落地，利于激发国内的消费潜力，同时汽车出口表现亮眼，行业景气度维持较高水平。下半年有望延续稳中向好的发展态势。

从白色家电方面来看：统计局数据显示，2024年1-5月空调累计产量12880.7万台，同比增长16.7%。冰箱累计产量4179.1万台，同比增长12.1%。洗衣机累计产量4495.4万台，同比增长9.4%。彩电累计产量7758.8万台，同比下降0.1%。出口方面，1-5月空调累计出口3230万台，同比增长17.2%。冰箱累计出口3235万台，同比增长26.5%。洗衣机累计出口1350万台，同比增长25.1%。液晶电视累计出口4065万台，同比增长5.8%。

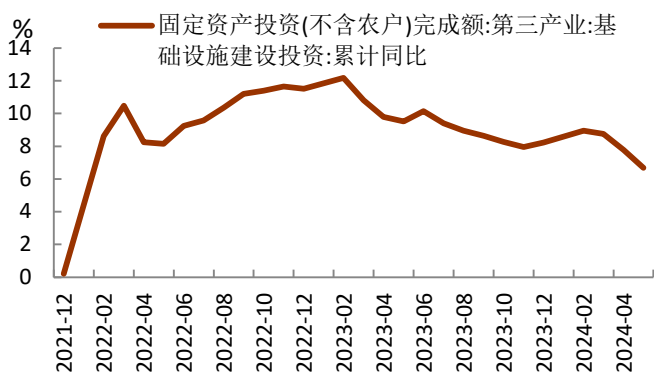
上半年，居民消费热情企稳改善，叠加政策端加大汽车家电等消费品以旧换新力度，家电内销呈现改善态势，累计产量及销售额同比均有增长。外销方面，受益于全球制造业周期回暖及国内家电出口竞争力较强，家电出口同比增速较为亮眼。对于下半年，预计政策助力及居民消费热情持续改善背景下，有望巩固家电内销增长中枢。同时，欧美通胀水平回落后，消费者信心修复，拉美、东南亚零售景气度延续恢复态势，以及在一带一路政策推动下，中东地区对家电出口需求旺盛，家电外销仍有望延续较高景气度。

新兴消费板块来看，电力企业联合会数据显示，2024年1-5月光伏新增装机量累计7915万千瓦，累计同比增29.3%。1-5月风电新增装机量累计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%。

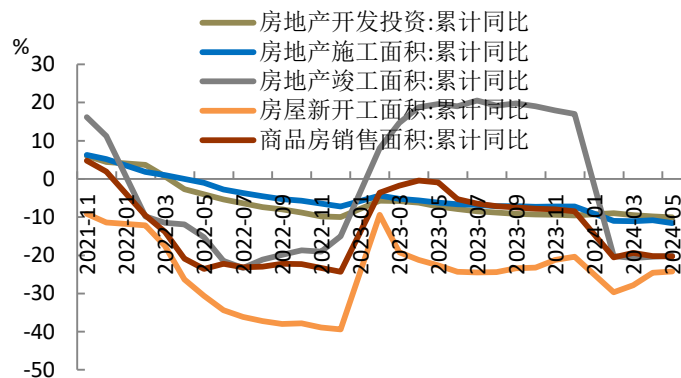
整体来看，上半年终端消费表现偏弱且板块间分化明显，地产基建表现偏弱，汽车家电

及镀锌板出口表现较好，风光增速回落。展望下半年，政策加持及外销延续向好预期下，汽车、家电、镀锌板出口有望维持偏好态势；地产政策组合拳托底下，地产逐步边际企稳；受益于专项债及超长期特别国债的加速，三季度后半段及四季度，基建投资增速有望明显改善；风光等新兴消费领域预期向好但同比增速相对谨慎。总体下半年消费存在可圈可点之处，我们保持中性偏乐观的预期，但受上半年拖累，全年锌表需消费预计录得负增长。

图表 35 基建投资增速有望回暖

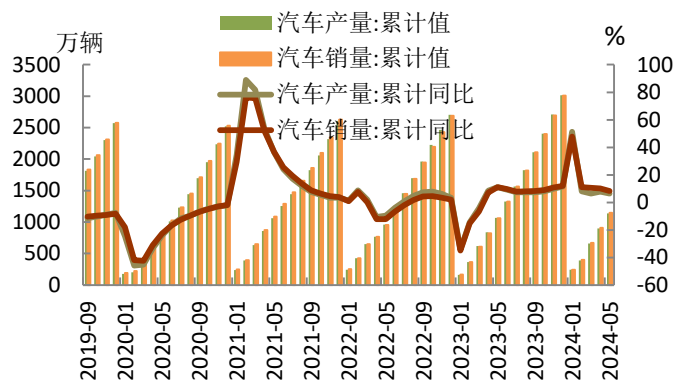


图表 36 地产主要指标依然疲软

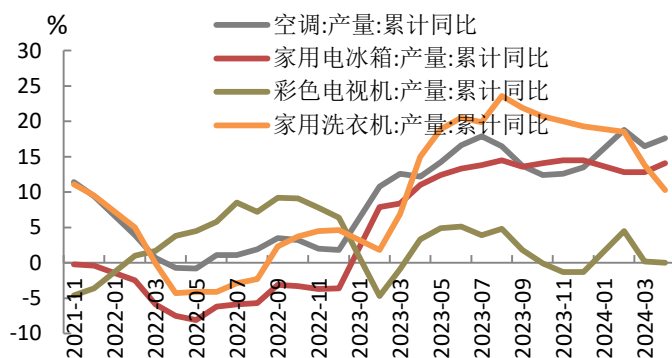


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 37 汽车产销情况

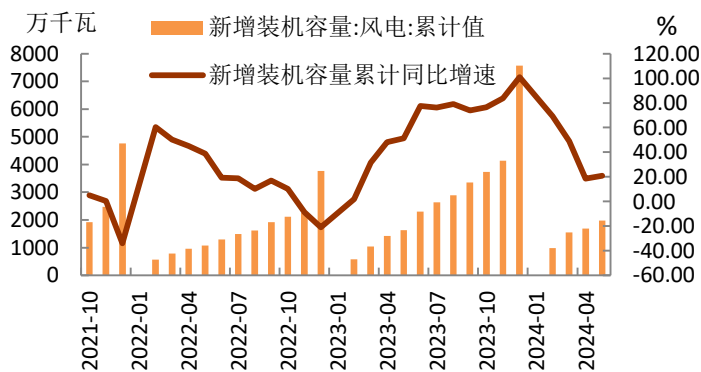


图表 38 白色家电产量情况



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 39 风电新增装机量情况



图表 40 光伏新增装机量情况



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 41 各版块耗锌量预估（万吨）

板块	2023 年	增速	2024 年 E	增速	占比
基建	227.3	6%	233.8	7%	35%
地产	99.6	-5.2%	78	-21.7%	11.7%
汽车	110.2	10%	122.8	11.4%	18.4%
家电	79.9	11.7%	91	13.9%	13.6%
风电	41.6	99.1%	49	17.6%	7.3%
光伏	38.9	148.3%	36.9	-5.1%	5.5%
出口	29.1	37.8%	33.5	15.1%	5%
其它	58.4		23.1		3.5%
合计	685		668		

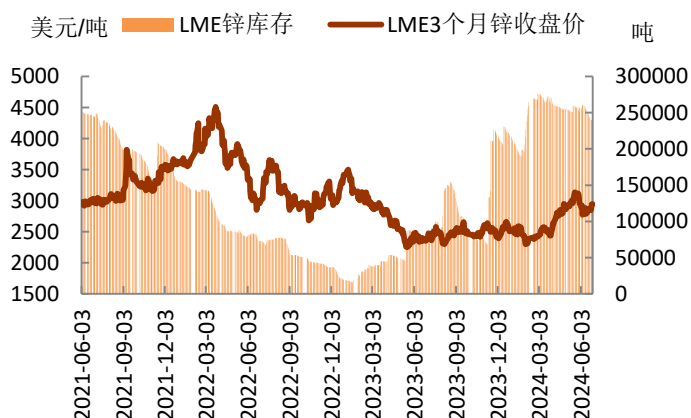
数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

3.4 全球显性库存维持高位

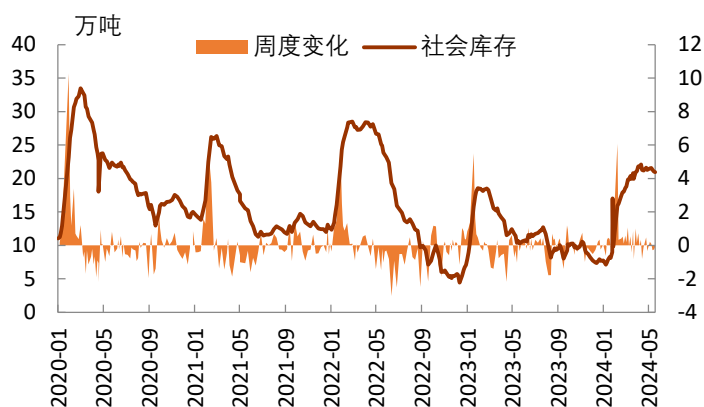
上半年全球显性库存较高。海外方面，LME出现几轮集中交仓，主要为1月24日、31日；2月1日、2日、5日以及6月28日，截止至6月28日，库存攀升至26.2万吨，较年初增加4.37万吨，增幅20%。后期看，海外消费难有大幅改善，海外交仓压力尚存，LME库存有望维持高水平。

国内社会库存自年初以来持续增加，进入传统消费金三银四，呈现逆季节性累库，5月中下旬伴随着锌价高位回落，激发下游刚需补库，社会库存出现小幅去库，但去库并不连贯，反反复复。截止至6月27日，库存达19.46万吨，较年初增加11.54万吨，较去年同期高8.23万吨。后期看，伴随着国内炼厂减产逐步兑现，及消费边际好转，淡季去库预期强化，高库存压力边际缓解且有望增加下半年合约间正套交易机会。

图表 42 LME 库存维持高位



图表 43 国内去库预期强化



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

四、总结与后市展望

宏观面看，欧美央行陆续开启降息周期，全球制造业景气扩张将延续，补库周期见底回升。国内经济恢复节奏偏慢，财政政策有望加码，货币政策存不确定性，将增加市场的博弈。

下半年全球锌矿供应边际改善但增量较有限，且仍存扰动及产量延后释放的风险，加工费呈现企稳筑底。冶炼厂依旧面临加工费低迷及亏损严重的双重压力，叠加新增产能释放的不确定性，精炼锌供应同比将出现较大降幅。

需求方面，欧美高利率回落，海外需求或边际改善。国内终端消费增量有限，但基于二季度较低基数，环比改善空间较乐观，有望带动加速去库。其中，资金加速投放背景下，基建实物量将在三季度后半段陆续体现并延续至四季度，耐用品汽车、家电板块及镀锌出口保有韧性，风光新兴消费维持小幅增长，地产延续筑底。

整体来看，锌矿供应紧张为年内锌价提供较强的支撑，同时需求接力预期下，锌价有望打开上方空间。预计下半年沪锌主力运行区间在22500-27000元/吨。

操作策略上，单边回调做多为主；鉴于下半年锌矿进口补充诉求依旧强烈，跨市维持反套思路；国内库存加速去库预期下，跨月套利尝试买进抛远布局。

图表 44 全球精炼锌供需平衡表（万吨）

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 E
锌矿供应	1225.3	1279.8	1248.55	1225.8	1239.8
增速	-4.27%	4.45%	-2.50%	-1.36%	1.14%
精锌产量	1,378	1385.8	1331.9	1386.3	1369.3
增速	1.73%	0.57%	-3.89%	3.82%	-1.23%
精锌需求	1,329	1,406	1351.6	1365.9	1358.9
增速	-3.64%	5.84%	-3.90%	1.74%	-0.51%
精锌平衡	49.4	-20.4	-19.7	20.4	10.4

数据来源：ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 45 国内精炼锌供需平衡表（万吨）

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 E
精锌产量	610.4	608.9	598	662	630
增速	4.41%	-0.25%	-1.49%	10.7%	-4.8%
收抛储		18			
净进口量	51.2	42.7	-0.18	38	42
精锌需求	670.4	673	604.2	685	668
增速	5.24%	0.39%	-9.90%	13.37%	-2.48%
精锌平衡表	-8.8	-3.4	-6.38	15	4

数据来源：SMM，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

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。