

沪锌半年报

2024 年 6 月 24 日

金融投资专业理财

供应收缩需求仍在，锌或维持偏强运行

摘要

小结：上半年，沪锌期价重心上移，6 月有所回落。宏观面，随着市场交易美联储降息预期，且国内不断释放利好政策提振需求，利好有色金属。而 Nyrstar 由于能源价格及锌价持续低迷效益欠佳影响，将暂停其 Budel 锌冶炼厂、韩国 YP 公司削减了 Seokpo 锌冶炼厂五分之一的产量等消息刺激，及矿紧缺的情况较难缓解，锌精矿加工费下跌至历史低位，冶炼厂利润倒挂，炼厂检修增多；而国内利好房地产及汽车等政策频发，如“以旧换新”等政策，锌价持续走强且创今年以来的新高。6 月，美联储降息时点和空间不断后移，其充满不确定性使得宏观情绪走弱，加上高锌价压制下游成交情绪，接货意愿较差，加上进入消费淡季等多方影响，锌价有所回落。

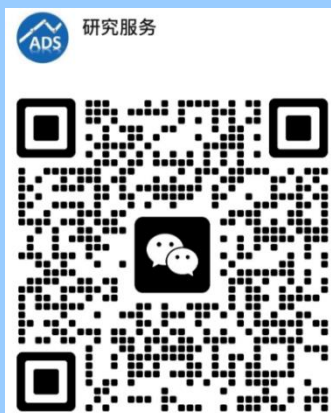
展望：下半年，美联储或有降息，虽时点和空间具有不确定性，但市场高度共识或有一次降息；国内多省市落实楼市新政及其他消费政策，国内政策刺激延续，提振下游消费预期，而在供应上，锌矿供应收紧，海外锌矿生产扰动频发，减停产导致产量减少；国内方面，在国家环保政策力度趋严的背景下，大量中小矿山停产整顿甚至处于关停状态，部分产能扩建无法带来巨大增量，展望下半年，矿端供应偏紧或仍将持续，锌精矿加工费或持续历史低位运行，原料偏紧及冶炼厂利润承压，锌锭产量大幅减少。受海外矿山减产影响，国内锌精矿进口量同比也大幅下行。总的来说，下半年国内锌精矿或仍呈现供应偏紧局面。虽然锌价高位在一定程度上缓解了冶炼企业加工费下行压力，但预计炼厂冶炼利润或维持低位，减产预期较大，锌锭产量增幅将受到制约，锌锭补充或以进口为主。综述，在供应收缩而需求保持小幅增速下，笔者认为 2024 年下半年锌价或维持偏强运行。

瑞达期货股份有限公司
投资咨询业务资格
证监许可【2011】1780 号

研究员：王福辉
期货从业资格号 F03123381
期货投资咨询从业证书号：Z0019878
助理研究员：
王凯慧 期货从业资格号 F0310051

咨询电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号



目录

第一部分：2024 年上半年锌市场行情回顾.....2

 一、沪锌市场行情回顾.....2

第二部分：2024 年上半年锌产业链回顾及下半年展望.....3

 一、宏观基本面消息3

 二、锌市供需体现.....5

 1、WBMS：长周期全球锌市供应过剩.....5

 2、LME 锌库存及国内库存均累库5

 三、锌市供应6

 1、锌矿供应持续偏紧6

 2、国内精炼锌产量减少，净进口维持8

 四、下游及终端需求状况9

 1、总体需求：温和复苏.....9

 2、国内需求：稳中向好.....10

第三部分、小结与 2024 年下半年展望.....15

免责声明16

第一部分：2024 年上半年锌市场行情回顾

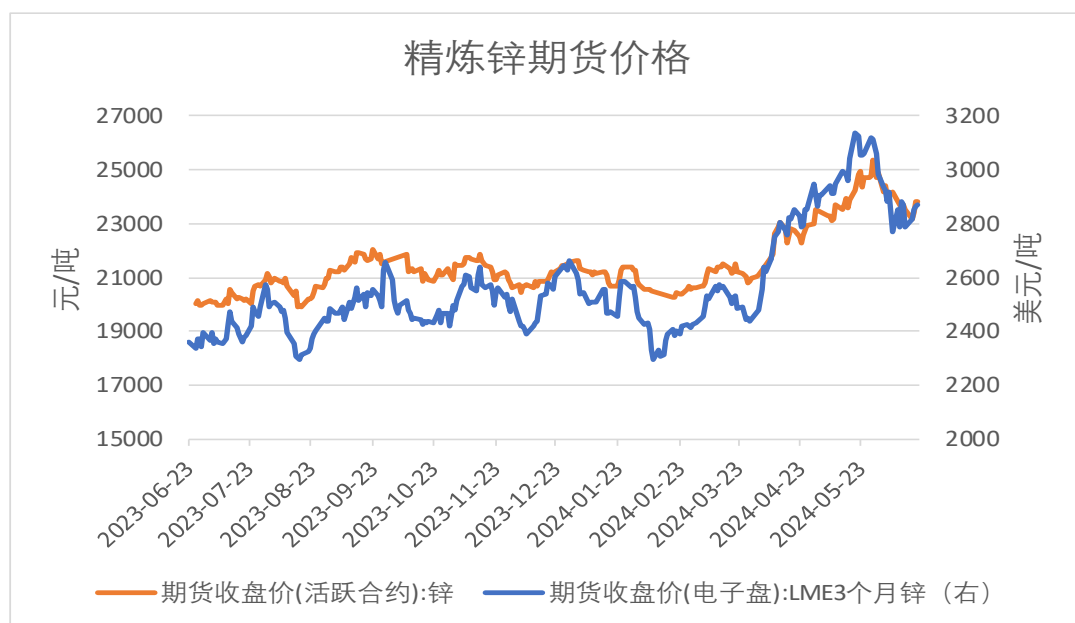
一、沪锌市场行情回顾

上半年，沪锌期价重心上移，从走势变化上来看：

1-2 月份沪锌期价整体下行：宏观上，整体通胀水平超预期回升，加上非农就业数据远超市场预期，整体经济数据让市场对上半年美联储降息预期有所下调，整体利率预期有所抬高，美元及美债收益率短期内得到一定支撑，施压锌价，加上在淡季消费及 2 月下游陆续进入春节假期的情况下，消费端表现疲软，锌价接连走低。

3-5 月份沪锌期价整体上行为主。春节过后，国内 2024 年 LPR 迎来首降提振市场情绪，加上下游企业逐渐复工，沪锌期价止跌企稳。而 Nyrstar 由于能源价格及锌价持续低迷效益欠佳影响，将暂停其 Budel 锌冶炼厂、韩国 YP 公司削减了 Seokpo 锌冶炼厂五分之一的产量等消息刺激，及矿紧缺的情况较难缓解，锌精矿加工费下跌至历史低位，冶炼厂利润倒挂，炼厂检修增多；而国内利好房地产及汽车等政策频发，如“以旧换新”等政策，锌价持续走强且创今年以来的新高。

6 月，美联储降息时点和空间不断后移，其充满不确定性使得宏观情绪走弱，加上高锌价压制下游成交情绪，接货意愿较差，加上进入消费淡季等多方影响，锌价有所回落。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

第二部分：2024 年上半年锌产业链回顾及下半年展望

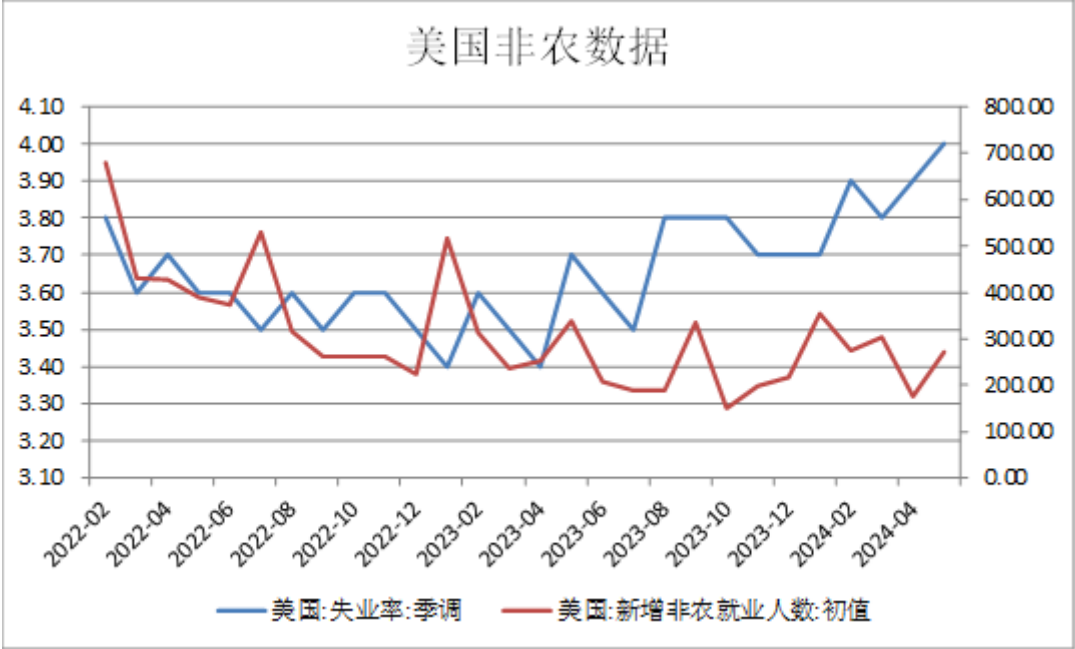
一、宏观基本面消息

国际方面，在最新发布的《全球经济展望》报告中，世界银行将 2024 年全球 GDP 增长预期从 2.4%上调至 2.6%。尽管增速仍低于新冠疫情前 3.1%的水平，但这一上调无疑为处于动荡之中的世界经济提供了一丝暖意。将美国 GDP 增长预期从 1.6%上调至 2.5%；下调非洲和中东地区 2024 年的增长预测。世界银行预测局局长阿伊汗·高斯表示，美国经济的强劲需求是推动全球经济预期上调的主要因素。得益于美联储高利率政策对通胀的抑制作用，以及主要经济体就业市场的韧性，美国经济表现出了良好的复苏态势。

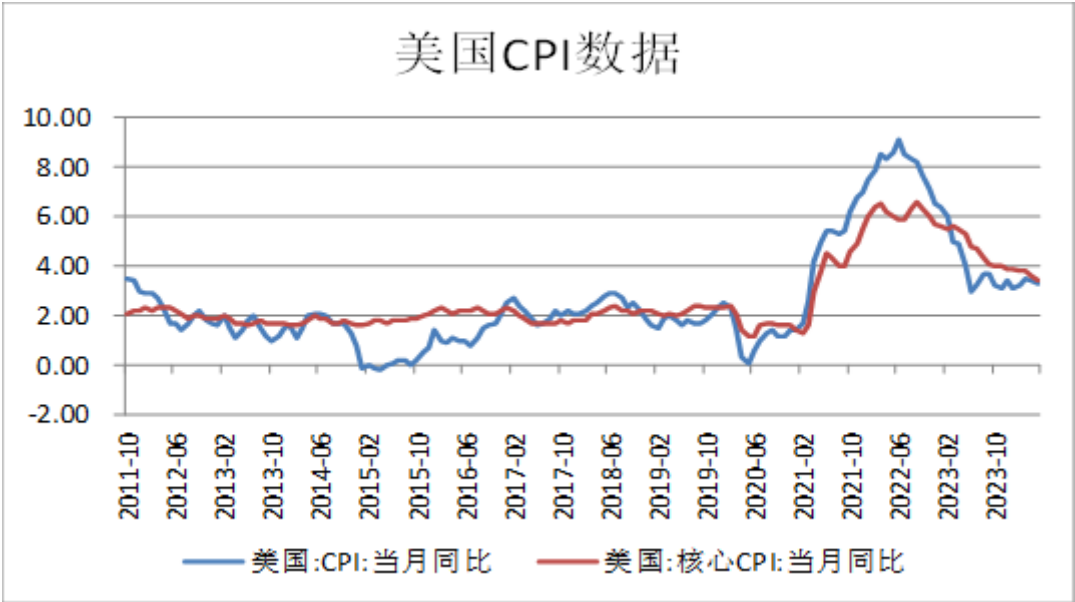
美国劳工部公布的非农数据显示，5 月份非农就业人口增长 27.2 万人，远高于预期 18.5 万人。失业率为 4%，为两年多来首次升至该水平，预期持平于 3.9%。平均时薪同比升 4.1%，预期升 3.9%。尽管非农就业人数增长远超预期，但劳动参与率的下滑和失业率的上升，则意味着美国经济仍在降温，结合此前一季度 GDP 环比折年率由 1.6%修正至 1.3%、4 月份通胀数据放缓、4 月份 JOLTS 职位空缺减少、5 月份 ISM 制造业 PMI 指数超预期回落都显示出美国正逐步朝着经济降温、通胀回落迈进。因此，我们无法仅从非农数据超预期反弹来判断美国经济依旧强劲，但可以看出，前期经济数据的回落未能持续，也说明美国劳动市场降温的进度有所减缓。根据 CME 美联储观察工具最新数据显示，非农数据公布后美联储 9 月降息的概率降至 50%以下，多数交易员当前押注美联储仅在 12 月降息一次。

美国通胀数据自 2022 年中旬从高点回落后，于 2023 年中旬至今均在区间小幅变动。美国 5 月 CPI 同比增长 3.3%，低于预期和前值的 3.4%，为近两年来的最低水平；5 月 CPI 环比持平，为 2022 年 7 月以来最低水平。5 月核心 CPI 同比增长 3.4%，低于预期 3.5%及前值 3.6%，为三年多以来的最低水平。本月 CPI 分项中多数商品价格持续回落，服务价格则在交通运输服务指数的带领下回落，但住房价格仍未显著放缓，未来通胀下行趋势或仍有待观察。数据公布后，强化了市场对美联储的降息预期，利率期货暗示，美联储在 9 月前降息的可能性约为 70%，11 月降息 25 个基点的可能性达到 100%。不过美联储于 6 月

FOMC 会议将联邦基金目标利率维持于 5.25% - 5.5%的水平，而在后继公布的点阵图中则下调年内降息次数至 1 次，低于市场预期的两次。除此之外，美联储同样上调了年内通胀预期，或侧面反映其对通胀下行不确定性的顾虑。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

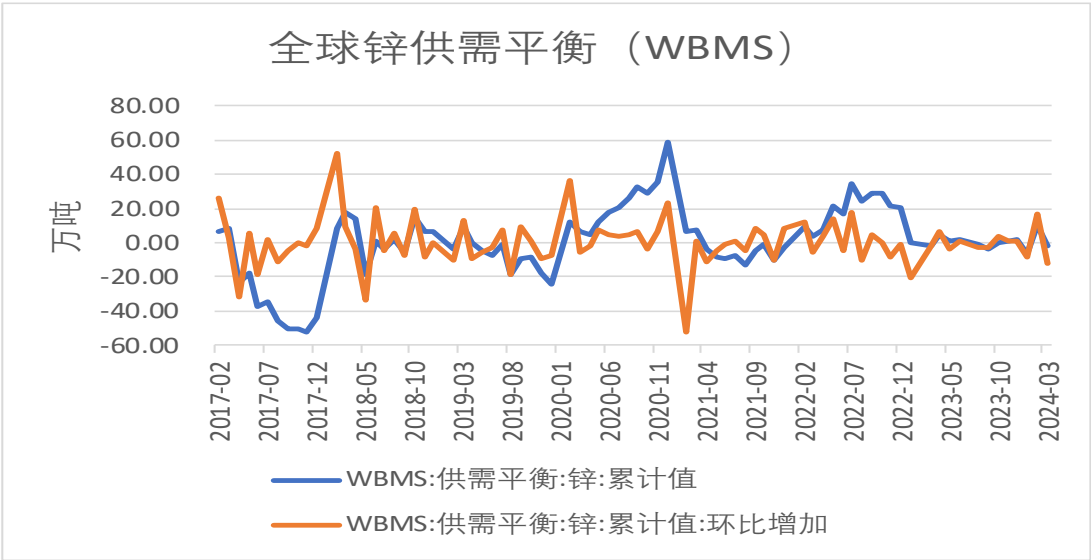


图表来源：WIND、瑞达期货研究院

二、锌市供需体现

1、WBMS：长周期全球锌市供应过剩

世界金属统计局(WBMS)公布的最新数据报告显示：2024 年 1-3 月，全球锌板产量为 365.39 万吨，消费量为 354.64 万吨，供应过剩 10.74 万吨。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2、LME 锌库存及国内库存均累库

海外消费呈现疲软态势，LME 锌库存累增。

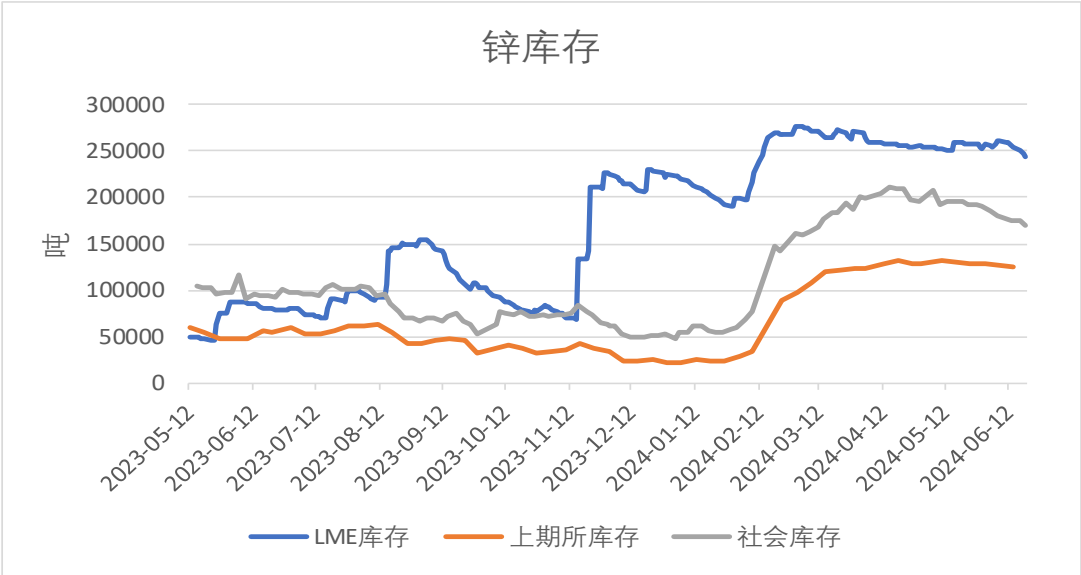
国内社会库存方面，2024 年上半年可分为两个阶段：

一季度持续累库：主要是常规国产品牌到货增加，及进口锌锭补充，加上部分地区下游环保限制，库存增加明显，加上春节期间，冶炼厂正常生产，而下游企业大多数放假，仓库到货较多而下游提货不佳，供强需弱，多地仓库出现累库现象；3 月进口锌锭持续流入，加上国产锌锭正常发货，仓库到货锌锭较多，且锌价持续走高，下游畏高刚需采买，且天津地区恰逢两会，当地环保限产影响下游需求，消费不佳，库存继续大幅累增。

二季度小幅区间波动略有去库：虽处旺季，但部分仓库有进口锌锭流入，加上锌价高位影响下游接货情绪，下游采买谨慎，库存延续高位，但有所小幅去库，后步入淡季，下游对于高价锌的接受度或更少，库存或难以大幅去库。

展望 2024 年下半年，LME 锌库存方面，上半年因海外冶炼厂逐渐复产，然海外需求暂未看到极大增长空间消化增产部分，库存仍在高位且进一步提升，

不过欧美经济呈复苏状态，库存向上大幅累库空间或有限；国内库存方面，矿端偏紧，国内加工费居历史低位，冶炼厂利润倒挂，预计后续仍有部分炼厂进行减产，预计国内锌锭产量全年偏紧，加上国内经济或将平稳增长，带动锌消费，消费韧性下，库存增加空间有限。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

三、锌市供应

1、 锌矿供应持续偏紧

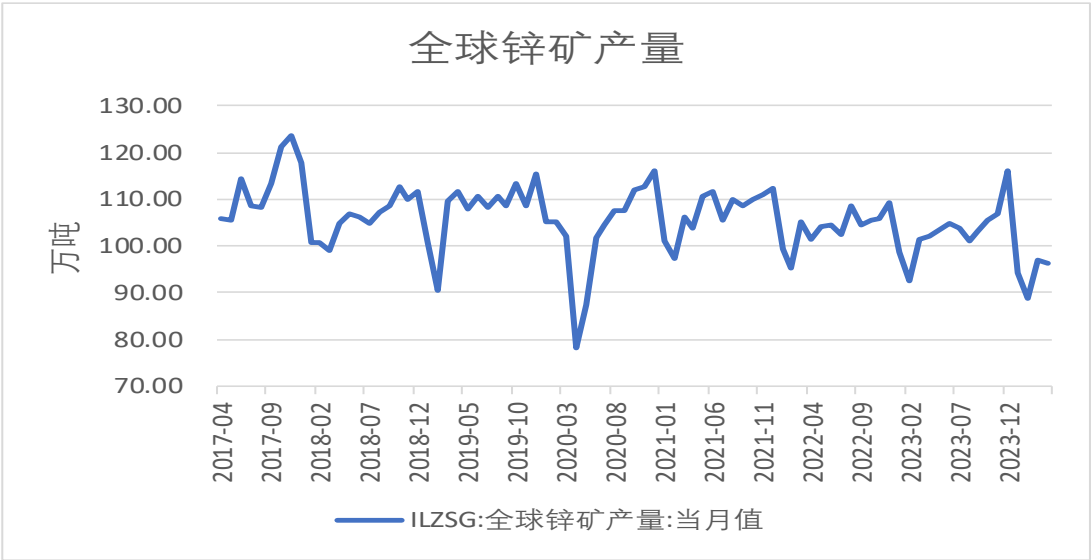
ILZSG 数据显示, 2024 年一季度，全球锌矿产量同比大幅下降，为 2021 年以来的新低。国内进口锌精矿方面，海关总署数据显示，1-5 月累计锌精矿进口量为 144.56 万吨，累计同比降低 23.41%。

2024 年，锌矿产量及进口均走低，海外矿山如秘鲁、澳大利亚的锌矿生产扰动频发，减停产导致产量减少。

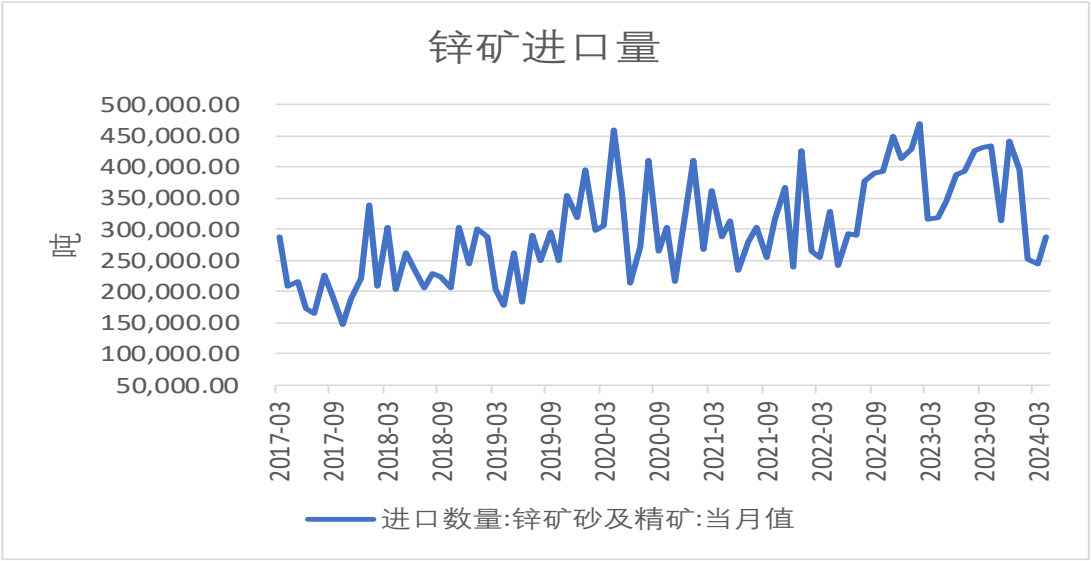
进口方面，澳大利亚在一季度处于雨季，影响运输，加上 2 月国内春节放假，冶炼厂部分放假停产，对锌精矿需求下降，且 1-2 月进口窗口持续关闭，进口矿较少流入。3 月，虽进口窗口间歇性开启，但海外锌矿生产扰动频发，产量减少，加上 3 月国内锌冶炼厂因利润不足检修减产较多，整体精炼锌产量不高影响进口矿需求，且进口锌精矿加工费较低，对冶炼厂而言，国产矿的收益更高，国内冶炼厂更倾向于采购国产矿，3 月锌矿进口创近三年新低。不过 4 月生产扰动因素减少，产量恢复下进口增加，加上前期锁价货物陆续发货到港，锌精矿进口量增加。直至 5 月，锌矿进口窗口仍关闭，且海外矿山面临原矿品

位下降及天气扰动问题，海外矿增量不多，海外锌矿流入国内量有限。6 月，月初锌矿进口窗口开启，不过海外冶炼厂原料需求仍在，且进口锌矿加工费报价无明显改善，价格因素继续影响进口锌矿采买，预计 6 月锌矿进口或无明显改善。

锌矿供应收紧，海外锌矿生产扰动频发，减停产导致产量减少；国内方面，在国家环保政策力度趋严的背景下，大量中小矿山停产整顿甚至处于关停状态，部分产能扩建无法带来巨大增量，展望下半年，矿端供应偏紧或仍将持续，锌精矿加工费或持续历史低位运行，原料偏紧及冶炼厂利润承压，锌锭产量大幅减少。受海外矿山减产影响，国内锌精矿进口量同比也大幅下行。总的来说，下半年国内锌精矿或仍呈现供应偏紧局面。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2、国内精炼锌产量减少，净进口维持

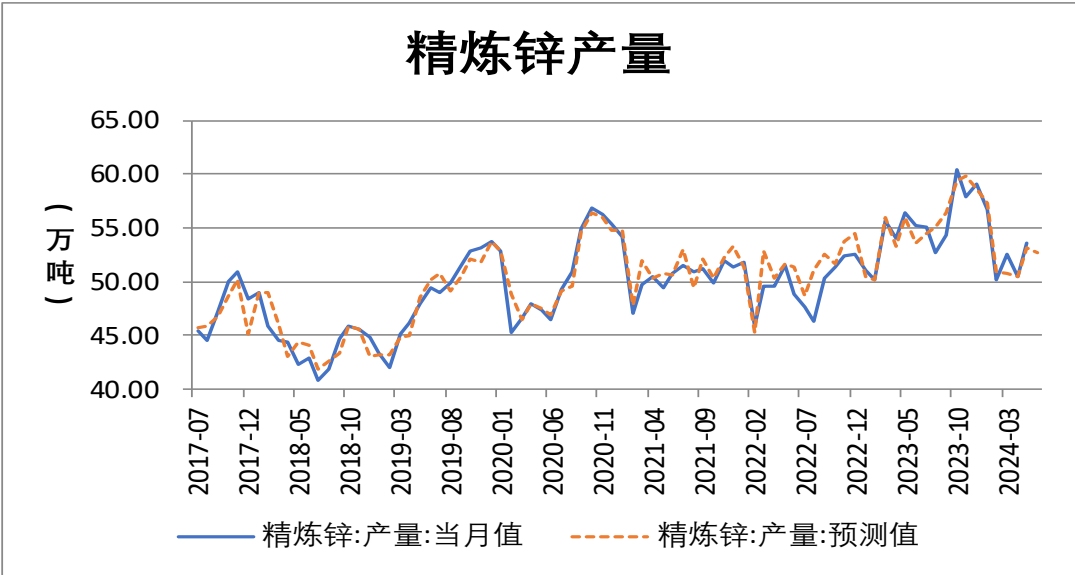
2024 年，精炼锌产量一季度持续走低，二季度略有增加。

一季度：广西、云南、四川、安徽、江西等地冶炼厂检修，另外有云南、贵州地区的冶炼厂停产放假，且恰逢春节假期，湖南等地冶炼厂停产放假较多，同时四川地区冶炼厂产线检修带来减量。进入 3 月，国内冶炼厂产量有所恢复，湖南、广西、四川等地的冶炼厂产量恢复，产量增加；

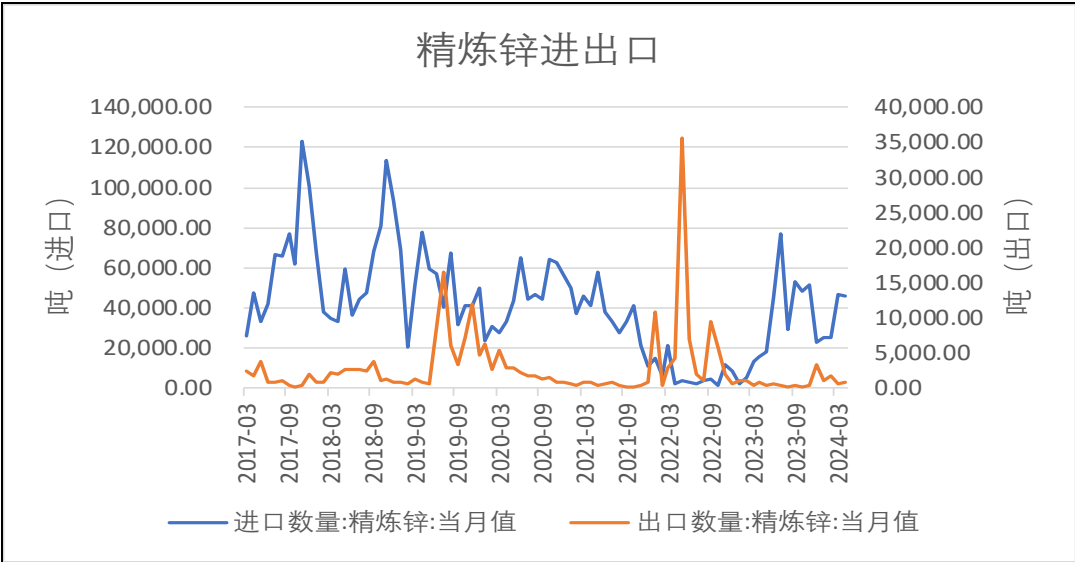
二季度：进入 4 月，国内冶炼厂产量下降，主要是新疆、云南、甘肃等地的冶炼厂常规检修，减量明显，另外河南、陕西、云南、湖南等地的冶炼厂设备检修和原料问题减产；5 月，国内冶炼厂产量增加，此前规检修的冶炼厂检修恢复，同时云南、四川、贵州等地的冶炼厂产量增加亦带来增量。进入 6 月产量下降，主因湖南地区部分冶炼厂因环保问题带来一定量的检修减产，同时内蒙古地区因原料问题有所减少。

进出口方面，海关总署数据显示，1-5 月精炼锌累计进口 18.71 万吨，累计同比增加 253.42%。2024 年仍维持净进口，且进口有所增加。一季度进口窗口开启，前期索价锌锭继续流入，哈萨克斯坦的长单进口量维持，3 月进口量环比增幅明显。二季度，外强内弱，进口窗口关闭，不过长单或有维持及有少量前期索价货物持续流入，精炼锌进口量小幅下降。后市进口窗口或关闭持续，不过长单货物流入维持，加上少量前期索价货物延迟到货，预计 5 月进口量或小幅变动。进入 6 月，海外宏观乐观情绪消退，海内外锌价均下跌，海外冶炼厂产量增加，但消费表现不及预期，LME 库存延续高位，基本面支撑走弱；而国内矿紧缺导致加工费低位，冶炼厂减产预期强烈，供应端延续偏紧，消费上进入季节淡季，整体来看内强外弱下，进口窗口逐步修复。

展望下半年，虽然锌价高位在一定程度上缓解了冶炼企业加工费下行压力，但预计炼厂冶炼利润或维持低位，减产预期较大，锌锭产量增幅将受到制约。锌锭补充或以进口为主，锌锭净进口或将持续，且有进一步走高的可能。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

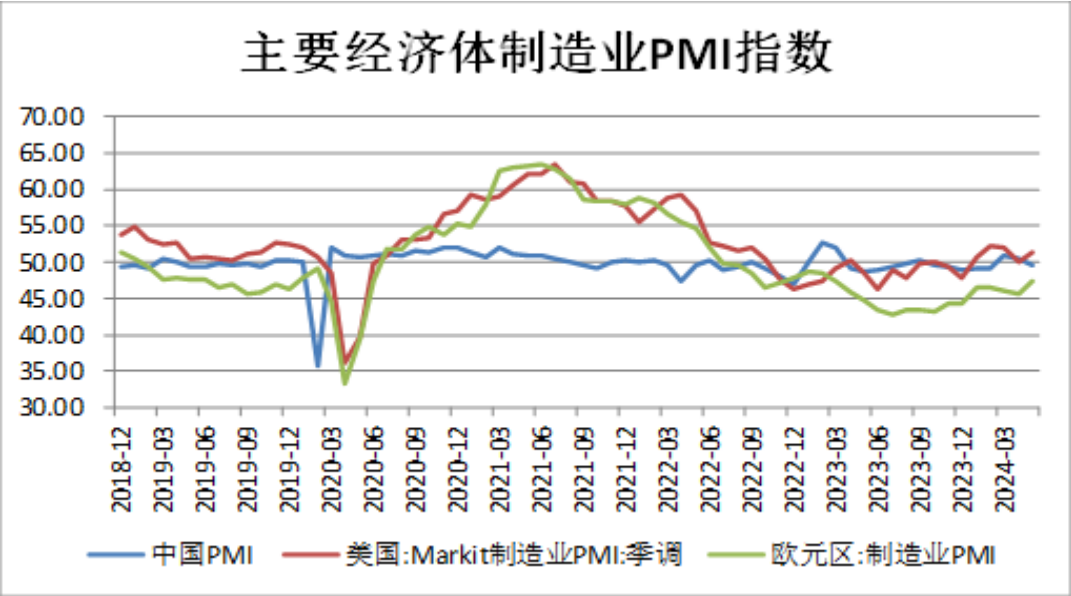
四、下游及终端需求状况

1、总体需求：温和复苏

中国物流与采购联合会发布数据显示，2024 年 5 月份全球制造业 PMI 为 49.8%，较 4 月份微幅下降 0.1 个百分点，连续 2 个月略低于 50%。分区域看，今年 5 月份，亚洲制造业 PMI 仍为 51.1%，连续 3 个月在 51% 以上。亚洲经济恢复韧性相对其他区域更好，延续温和复苏趋势。欧洲制造业 PMI 有所上升，5 月份欧洲制造业 PMI 创出自 2023 年 2 月份以来的新高，虽欧洲制造业 PMI 有所

上升，指数仍在 50%以下；美洲和非洲制造业 PMI 均有不同程度下降，指数均在 50%以下。

今年前 5 个月，全球制造业 PMI 均值为 49.7%，好于去年同期。基于年初以来全球经济的温和复苏，继经济合作与发展组织和国际货币基金组织之后，联合国经济和社会事务部也上调了经济增长预期，将 2024 年世界经济增长预期从年初预测的 2.4%上调至 2.7%。同时，世界贸易组织对全球贸易前景展望也趋向积极，预计 2024 年和 2025 年全球商品贸易量将逐步复苏，2024 年将增长 2.6%，2025 年将增长 3.3%。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2、国内需求：稳中向好

(1) 下游开工率略不及往年，出口或受影响

锌的终端基建占比较大，镀锌应用较广，2023 年 1-3 月国内主要企业镀锌板(带)产量为 746.62 万吨，同比增加 10.53%；销售量为 674.66 万吨，同比增加 9.32%；库存为 65.16 万吨，同比增加 3.22%。

一季度：北方环保限产、淡季订单不佳及提前放假检修、春节放假影响、大范围暴雪等等因素，开工率降至低位，3 月时，下游板块复工复产，但河北及天津启动重污染天气响应，企业受到环保限产影响，且黑色走势疲软，使得镀锌板块开工率下行，压铸锌合金板块季节性旺季特征有所体现，开工率仍有

上行，但订单表现一般。

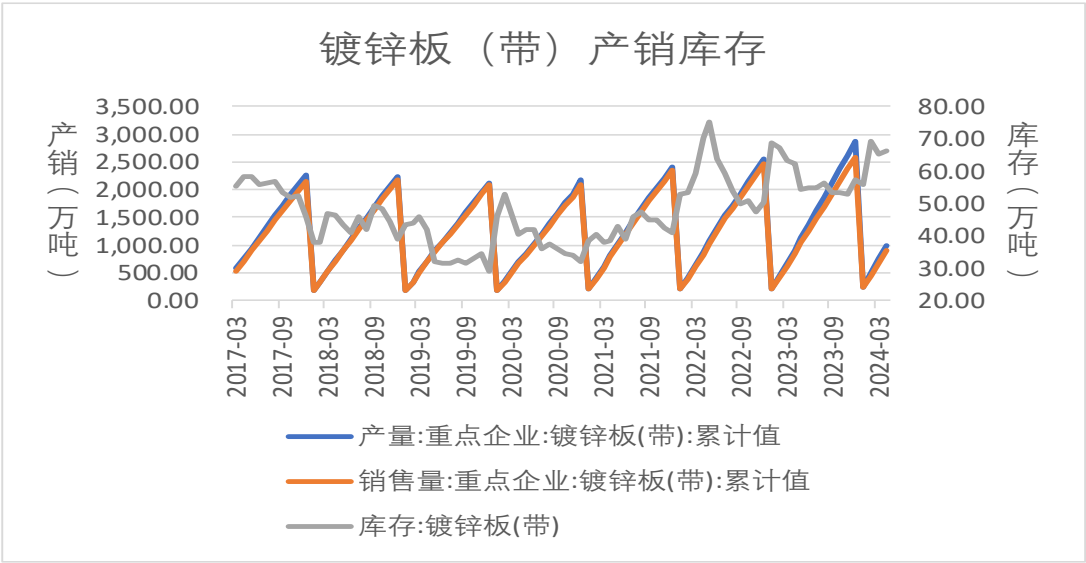
二季度：随着沪锌期价的连续破位大幅拉涨，锌产业链下游消费板块原料采买积极性受到较大打击，不过黑色价格反弹，下游贸易商采买意愿高，下游企业增加开工进行补库，下游开工仍向上。季度末，锌价维持相对高位，锌产业链下游消费板块原料采买积极性受到打击，原料成本上升，下游订单情况未得到改善，利润再度压缩，叠加消费淡季，开工下降。

海关总署数据显示，2024 年 1-4 月累计镀锌板出口量为 407.3 万吨，累计同比增加 13.46%。2024 年，镀锌板出口较好，国内镀锌板重要消费是出口订单。

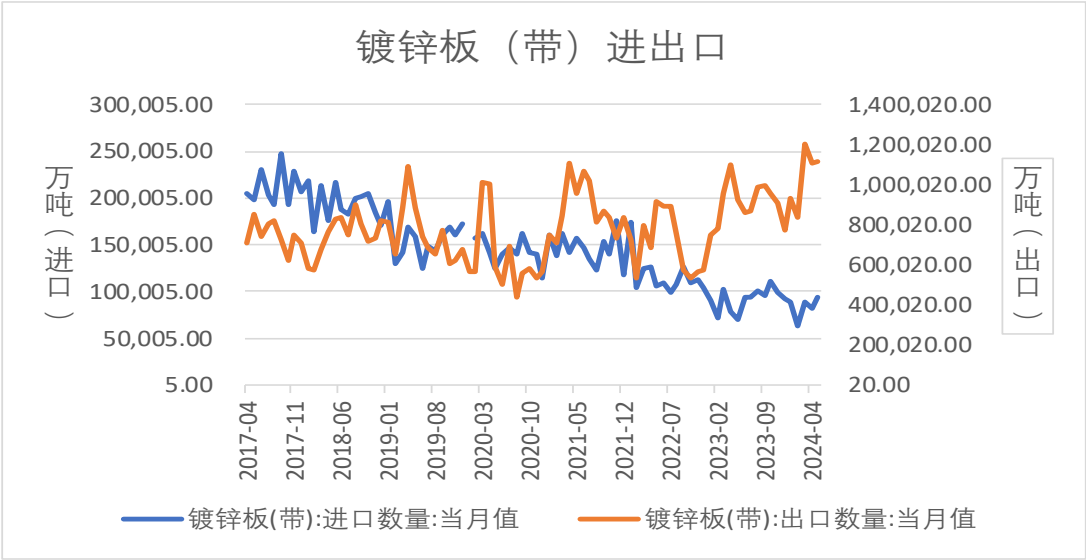
一季度：下游企业大部分在 1 月底放假，加上海外暂无明显需求增长，在国内开工及海外需求不佳下，1 月镀锌板出口仍在低位，但 2 月时，人民币相对贬值，价格优势下有利于镀锌板出口，加上一带一路沿线国家订单增加明显，对国产镀锌板需求增加，带动出口量提升，3 月时出口量则达到近四年高位，3 月处于镀锌板出口旺季，同样也是消费旺季，国内镀锌板厂家开工环比回升，但是今年消费旺季同比往年，消费表现平淡，前期黑色价格的持续低迷及后期高价锌都导致镀锌企业信心不足，对国内镀锌板成品价格有所压制，出口具有一定价格优势，带动镀锌板出口数据提升。

二季度：4 月，国内黑色价格稳步回升，锌价持续上涨，导致国内镀锌板生产成本增加，价格同时上涨，国内出口价格优势有所减弱，加上 3 月出口旺季结束，及汇率问题导致出口价格优势下降，4 月镀锌板出口小幅下滑；进入 5 月，气温升高，东南亚地区建筑施工开始步入淡季，且部分国家开始或拟启动对中国镀锌板产品反倾销调查，国内镀锌板出口下滑。

展望下半年，在上半年时，下游消费金三银四表现不佳，细分项中，镀锌平均开工率较去年全年同期有一定下行，主要是下游对地产仍存悲观预期，建材类订单持续疲软，加上锌价高企，下游畏高情绪较重，及不时环保检查干扰其开工，不过镀锌铁塔订单较好，电网升级改造项目也将拉动镀锌消费，或支撑下半年镀锌板块开工有一定好转，且汽车以旧换新政策后，汽车板块消费预期向好，压铸锌合金厂开工存在支撑。重要的是，国内地产利好政策刺激延续，或能够从竣工端拉动一定锌消费。出口方面，2024 年上半年创近几年新高，下半年或能维持较好的出口，不过出口干扰项较多，向上空间需持续观察。



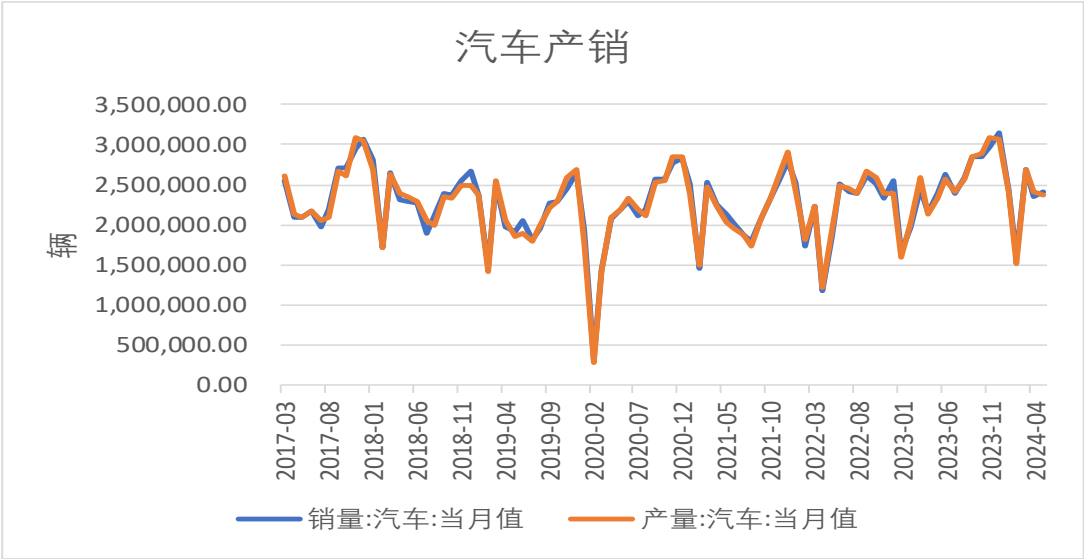
图表来源：WIND、瑞达期货研究院



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

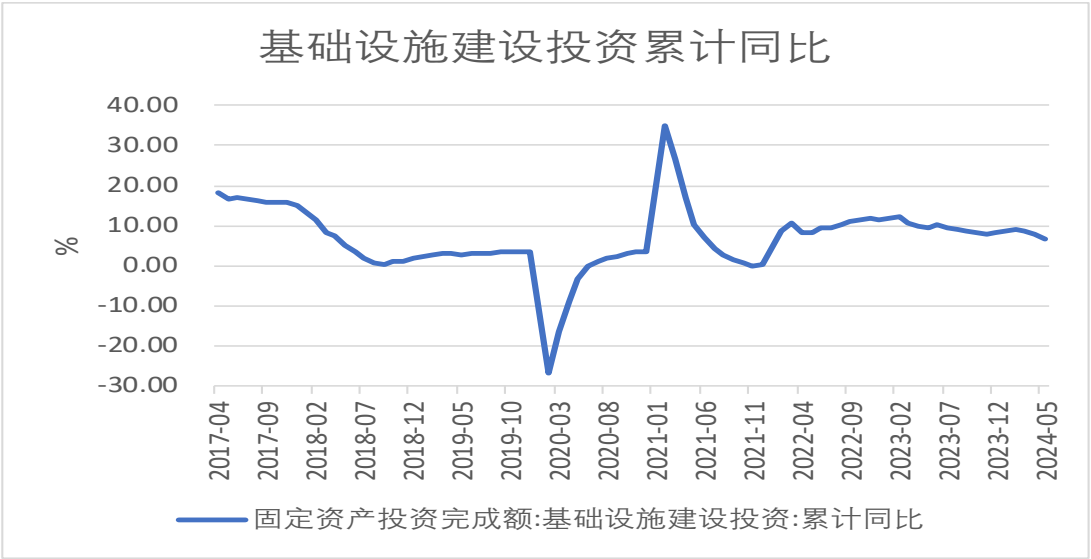
(2) 终端消费或持稳

2024 年 1-5 月，汽车产销分别完成 1138.4 万辆和 1149.6 万辆，与去年相比分别实现 6.5%和 8.3%的增长。然而，这一增速较 1-4 月的数据有所回落，分别下降了 1.3 个和 2 个百分点。展望下半年，在以旧换新、取消新能源车“限购”、普遍降价促销等政策支持下，汽车产量有望维持中高速增长，汽车将会成为下游消费边际增量的主要来源。

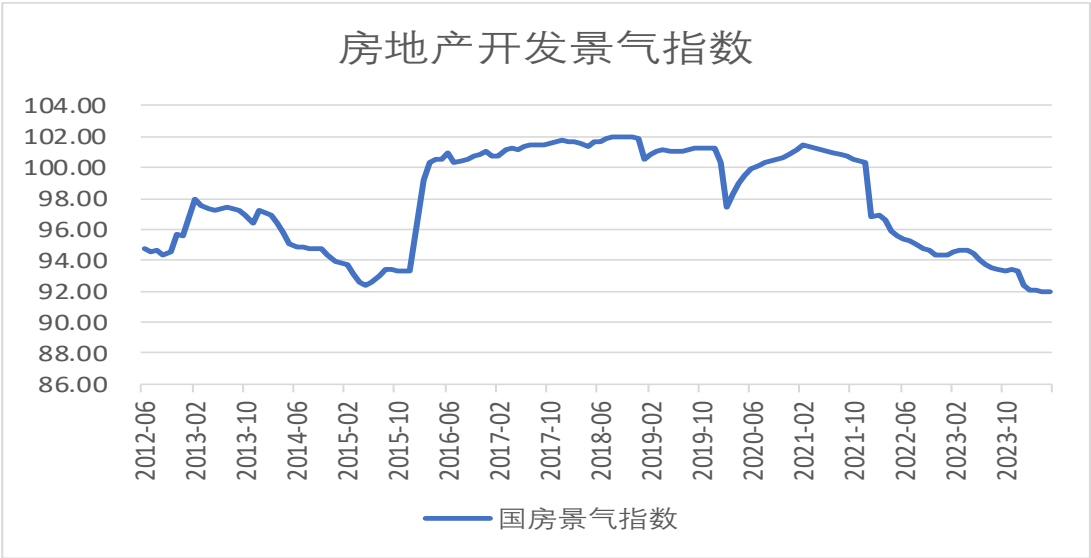


图表来源：中汽协、瑞达期货研究院

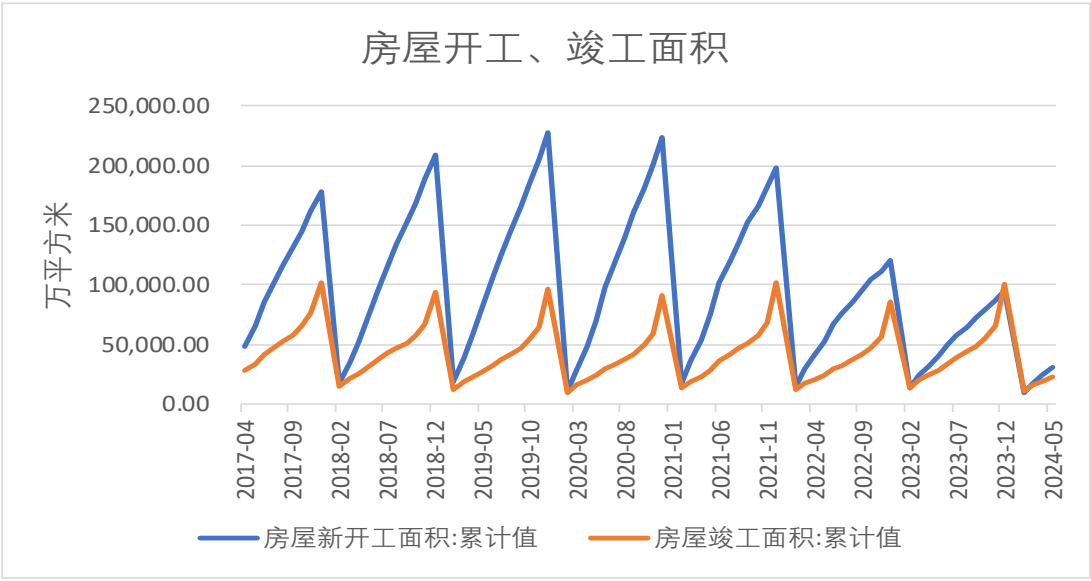
专项债的快速发行,为基建投资提供充裕的资金支持,在主要经济指标中,基建投资成为最大亮点。2023 年 1-4 月,基础设施投资同比增加 7.783003%。基建投资虽仍保持增长,但从专项债发行情况来看,专项债发行节奏偏缓,基建投资尚未出现明显发力迹象。展望后期,债券投放或提速,或从资金层面对基建投资形成支撑,同时近期工业、建筑等领域设备更新方案陆续出台,预计交通、建筑、市政、建材、钢铁等领域的设备更新需求也有望加速释放,需求增加有望助力基建投资持续增长。2024 年 4 月,房地产开发景气指数为 92.02,较上月减少 0.05,较去年同期减少 2.67。2023 年 1-4 月,房屋新开工面积为 23509.73 万平方米,同比减少 24.7%;房屋竣工面积为 18860.34 万平方米,同比减少 3.99%。目前房地产市场仍处于调整之中,稳定发展的政策措施效果还需要一段时间显现。今年以来,各地加大对支持房地产稳定发展政策力度,包括放松限购、降低公积金贷款利率、推动住房以旧换新等,均对房地产市场有所支撑,但政策的具体效力还需要一段时间显现。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院



图表来源：WIND、瑞达期货研究院



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

第三部分、小结与 2024 年下半年展望

下半年，宏观面，美联储下半年或有降息，虽时点和空间具有不确定性，但市场高度共识或有一次降息；国内多省市落实楼市新政及其他消费政策，国内政策刺激延续，提振下游消费预期。

供应端，锌矿供应收紧，海外锌矿生产扰动频发，减停产导致产量减少；国内方面，在国家环保政策力度趋严的背景下，大量中小矿山停产整顿甚至处于关停状态，部分产能扩建无法带来巨大增量，展望下半年，矿端供应偏紧或仍将持续，锌精矿加工费或持续历史低位运行，原料偏紧及冶炼厂利润承压，锌锭产量大幅减少。受海外矿山减产影响，国内锌精矿进口量同比也大幅下行。总的来说，下半年国内锌精矿或仍呈现供应偏紧局面。虽然锌价高位在一定程度上缓解了冶炼企业加工费下行压力，但预计炼厂冶炼利润或维持低位，减产预期较大，锌锭产量增幅将受到制约。锌锭补充或以进口为主，锌锭净进口或将持续。

需求端：基于年初以来全球经济的温和复苏，各经济组织均上调了国际经济增长预期。国内方面，在上半年时，下游消费金三银四表现不佳，细分项中，镀锌平均开工率较去年全年同期有一定下行，主要是下游对地产仍存悲观预期，建材类订单持续疲软，加上锌价高企，下游畏高情绪较重，及不时环保检查干扰其开工，不过镀锌铁塔订单较好，电网升级改造项目也将拉动镀锌消费，或支撑下半年镀锌板块开工有一定好转，且汽车以旧换新政策后，汽车板块消费预期向好，压铸锌合金厂开工存在支撑。重要的是，国内地产利好政策刺激延续，或能够从竣工端拉动一定锌消费。出口方面，2024 年上半年创近几年新高，下半年或能维持较好的出口，不过出口干扰项较多，向上空间需持续观察。

库存上，上半年因海外冶炼厂逐渐复产，然海外需求暂未看到极大增长空间消化增产部分，库存仍在高位且进一步提升，不过欧美经济呈复苏状态，下半年库存向上大幅累库空间或有限；矿端偏紧，国内加工费居历史低位，冶炼厂利润倒挂，预计后续仍有部分炼厂进行减产，预计国内锌锭产量全年偏紧，加上国内经济或将平稳增长，带动锌消费，消费韧性下，下半年库存增加空间有限。

综述，在供应收缩而需求保持增速下，笔者认为 2024 年下半年锌价或仍偏强运行，或在 22000-27000 区间波动。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。