

供应收缩需求增加，沪锌预期重心上移

摘要

2023 年沪锌期价先抑后扬，上半年沪锌期价从 1 月底后便震荡下行直到 5 月底筑底反弹，1 月国内外宏观利好不断，美国新增非农数据加上美国 CPI 数据的持续改善，让美元持续下挫；国内随着疫情防控积极优化，市场对未来消费预期向好，宏观上提振锌价。硅谷银行在 3 月中旬时因其客户恐慌挤兑而陷入崩溃，随后瑞士第二大银行瑞士信贷披露其财务报告中的“缺陷”，市场担忧全球银行危机正在酝酿，后美债务上限谈判陷入僵局，市场情绪紧绷，恐慌情绪再次蔓延，宏观承压，加上基本上供强需弱让沪锌价格承压下行。下半年沪锌期价震荡上行，宏观面，美国非农报告意外爆冷，加上通胀数据不及预期，市场减少对美联储进一步加息的押注；国内两项金融政策得到延长加上政治局会议对经济提供持续稳定支持，将增发 1 万亿元国债支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的重大利好提振有色金属，不过季节旺季并不明显，整体镀锌表现不及预期，限制其上涨空间，锌价缓慢上行，11 月中旬海外大幅交仓，LME 锌库存暴增，与前一个交易日相比增幅高达 95.52%，锌价承压，期价回落。

展望 2024 年，虽美联储加息或将结束，但高利率预计将有维持，中国经济增长预期仍存。供应端，2023 年海外矿端增量不及预期，国内锌精矿或呈现供应偏紧局面；2024 全年精炼锌产量增速或将下滑，2024 年锌锭进口量或将持续冲击国内市场。需求端：随着海外加息结束，需求或有上升，在东南亚及中东地区消费韧性的带动下，镀锌板出口订单或将改善，基建投资支撑着国内锌主要消费需求，竣工端还会对镀锌等需求有一定支撑，综述，在供应收缩而需求保持增速下，笔者认为 2024 年锌价运行区间较 2023 年重心将上移。

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：蔡跃辉
期货从业资格号 F0251444
期货投资咨询从业证书号：Z0013101
助理研究员：
李秋荣 期货从业资格号 F03101823
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：锌市场行情回顾.....	2
一、2023 年沪锌市场行情回顾.....	2
第二部分：锌产业链 2023 年回顾及 2024 年展望.....	3
一、宏观基本面.....	3
二、锌市供需体现.....	6
1、全球锌市供应过剩.....	6
2、供需体现-锌两市库存低位.....	7
三、锌市供应.....	8
1、全球锌矿供应或将收紧，国内矿端或偏紧.....	8
2、精炼锌国内产量增速或将下滑.....	10
3、精炼锌保持净进口.....	11
四、锌市需求状况.....	12
1、海外需求：欧美加息结束后需求或有恢复.....	12
2、国内需求：中国需求或回升.....	13
3、国内及终端消费仍有支撑.....	14
五、小结与 2024 年展望.....	19
免责声明.....	20

第一部分：锌市场行情回顾

一、2023 年沪锌市场行情回顾

2023 年沪锌期价先抑后扬，运行区间 24800-18600 元/吨，截止 12 月 19 日，年度涨跌幅为-12.12%：笔者按照走势大致分为三部分：

第一部分：1 月上行阶段：1 月锌价上行，国内外宏观利好不断，美联储加息 50 基点符合市场预期；美国新增非农数据等显示就业市场正在放缓，进一步缓解了美联储加息压力，加上美国 CPI 数据的持续改善，或让美联储官员们对接下来的加息幅度考虑放缓，美元持续下挫；国内随着疫情防控积极优化，市场对未来消费预期向好，宏观上提振锌价，1 月锌价在宏观积极的情绪下震荡上行。

第二部分：2-5 月下行阶段：硅谷银行在 3 月中旬时因其客户恐慌挤兑而陷入崩溃，随后瑞士第二大银行瑞士信贷披露其财务报告中的“缺陷”，市场担忧全球银行危机正在酝酿，市场恐慌情绪加剧，后美债务上限谈判陷入僵局，市场情绪紧绷，恐慌情绪再次蔓延，加上欧美经济体 PMI 数据显示制造业景气水平回落，宏观承压。基本上，欧洲炼厂小部分产能宣布复产；国内冶炼厂利润仍在偏高位置，生产积极性较高，再加上有再生锌新增产能落地的消息刺激，及进口窗口打开，进口锌锭冲击现货市场，供应端增量较明显。需求端，旺季消费不及预期，黑色价格持续走弱，房地产方面无较大起色，供应增速远大于需求。宏观压力下及供强需弱让沪锌价格承压下行。

第二部分：下半年沪锌期价震荡上行：宏观面，美国非农报告意外爆冷，加上通胀数据不及预期，市场减少对美联储进一步加息的押注；国内两项金融政策得到延长加上政治局会议对经济提供持续稳定支持，提振市场情绪，国内经济政策维持宽松向好刺激下游采购较为积极，沪锌上涨，不过进入传统需求旺季后，地产开工低迷，黑色价格表现不佳，镀锌企业开工较往年相对疲软，季节旺季并不明显，整体镀锌表现不及预期，限制其上涨空间锌价缓慢上行。在 11 月时矿端突发扰动带动锌价走强并在 11 月中旬创近期新高，不过海外消费依旧疲软，海外大幅交仓，LME 锌库存暴增与前一个交易日相比增幅高达 95.52%，锌价承压，期价回落。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

第二部分：锌产业链 2023 年回顾及 2024 年展望

一、宏观基本面

1. 国际机构均下调全球经济增速，但上调中国经济增长预期

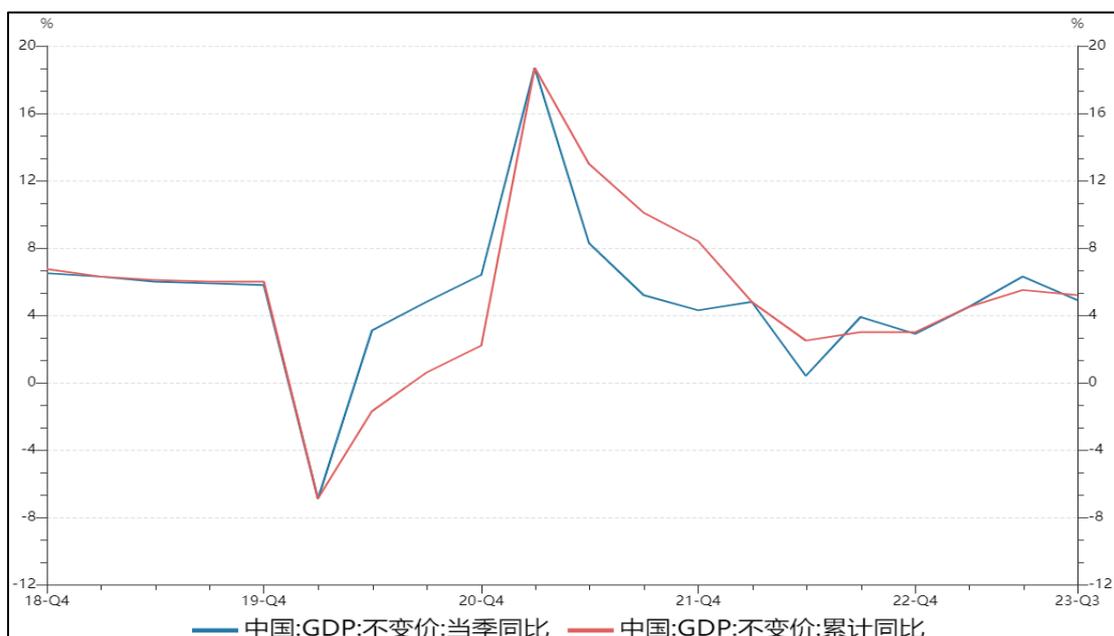
经济合作与发展组织（OECD）发布的《全球经济展望报告》中，预测 2023 年全球经济增长 2.9%，低于上次预测的 3.0%。中国经济预计将增长 5.2%，高于上次预测的 5.1%。报告指出，随着必要的货币政策紧缩、贸易疲软以及企业和消费者信心下降的影响日益显现，全球经济增长保持温和态势。预计 2023 年全球国内生产总值（GDP）增长率为 2.9%，2024 年放缓至 2.7%，2025 年略有改善，达到 3.0%。预计 2024 年至 2025 年，亚洲将与 2023 年一样继续贡献全球经济增长的大部分。报告预测，2023 年美国经济增长 2.4%，欧元区经济将增长 0.6%。经合组织秘书长科尔曼表示，全球经济继续面临低增长和高通胀的双重挑战，预计明年增长将温和放缓。通胀率已从去年的峰值回落，预计到 2025 年大多数经济体的通胀率将回到中央银行的目标水平。长期来看，政府债务将大幅增加，政府需加大力度重建财政空间，同时促进增长。

国际货币基金组织（IMF）最新一期《世界经济展望报告》预计，全球经济增速将从 2022 年的 3.5% 放缓至 2023 年的 3.0% 和 2024 年的 2.9%。2000 年至 2019 年全球经济增长平均水平为 3.8%。将 2023 年中国经济增长预测值上调至 5.4%，将 2024 年中国经济增长预测值上调至 4.6%。相较于其 10 月《世界经济展望》的预测，这两项数值均上调了 0.4 个

百分点。“今年以来主要发达经济体通胀压力总体缓解，但仍普遍高于目标水平，主要发达经济体央行或在较长时间维持高利率环境。”《报告》称。

国际金融论坛（IFF）2023 年全球年会发布了《2023 年全球金融与发展报告》，报告预测由于全球大幅收紧货币政策以遏制通货膨胀，2023 年全球经济增长进一步放缓。俄乌冲突以及新冠肺炎疫情持续的负面影响也制约了经济复苏。2023 年全球经济预期增长 3.1%，低于 2022 年的 3.4%。对于 2024 年，在货币政策和金融状况继续收紧的情况下，全球经济增长预计将保持在 3.1% 的疲软水平，其中发达国家增长 1.3%，发展中经济体增长 4.3%。2024 年，由于紧缩的货币和金融状况继续抑制需求增长，加之疫情引发的供给侧瓶颈进一步缓解，全球通胀率预计将放缓至 5.8%，其中发达国家通胀率预计为 2.8%，发展中经济体通胀率预计为 7.8%。

总的来说，2023 年国内经济缓慢恢复，在稳增长政策逐步显效、经济指标持续改善的背景下，包括摩根大通、高盛、瑞银集团、德意志银行等多家国际金融机构竞相上调对中国经济增长的预期。对于上调今明两年中国经济增长预期的原因，IMF 称，一是受消费等因素提振，三季度中国经济增长表现强于预期；二是万亿国债等额外财政刺激政策落地，将有助于推动经济增长。国家统计局此前公布的数据显示，我国第三季度 GDP 同比增长 4.9%，前值 6.3%，预期 4.4%。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

实际 GDP (年化)	2022	2023	2024	2025
美国	2.1	2.1	1.5	1.8
中国	3	5.4	4.6	4.1

英国	4.1	0.5	0.6	2
印度	7.2	6.3	6.3	6.3
日本	1	2	1	0.6
欧盟	3.6	0.7	1.5	2.1
新兴经济体	4.1	4	4	4.1
发达经济体	2.6	1.5	1.4	1.8
全球	3.5	3	2.9	3.2

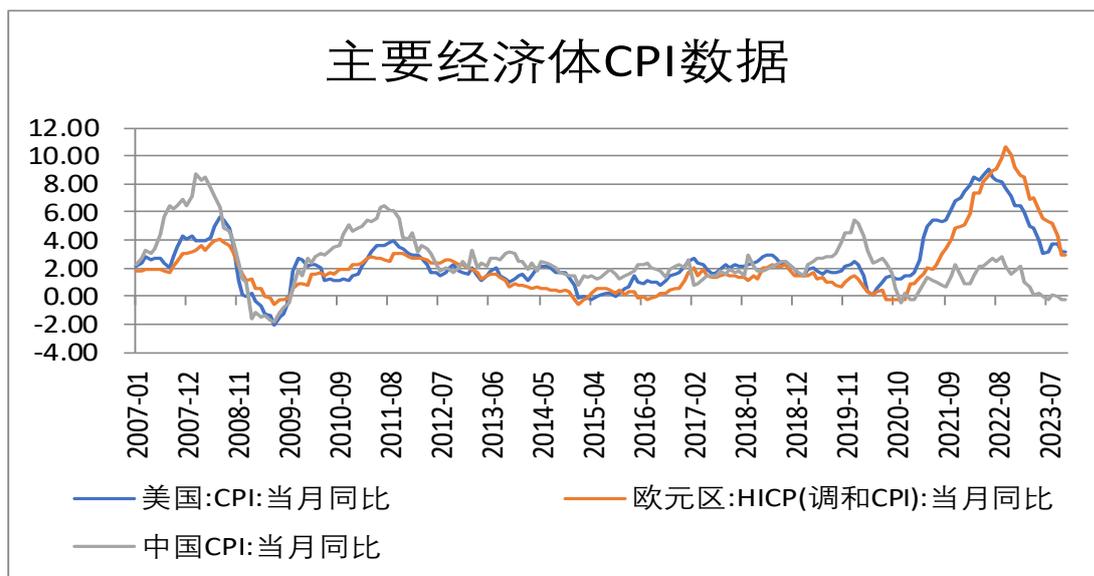
图表来源：瑞达期货，国际货币基金组织（IMF）

2. 海外加息暂缓

北京时间 2023 年 12 月 14 日，美联储公布 12 月利率决议，宣布本月暂停加息。自 2022 年 3 月开启加息周期以来，美联储已累计加息 11 次，目前，美国联邦基金利率目标区间维持在 5.25%~5.50%，这是美联储今年 9 月以来连续第三次维持这一利率区间不变，也是年内第四次按兵不动。通胀在过去一年中“有所缓解”，但仍然居高不下，美国 10 月 CPI 数据同比上涨 3.2%，低于预期的 3.3%及前值 3.7%；10 月核心 CPI 同比上涨 4%，同样低于预期及前值 4.1%；能源价格指数在 10 月下降 2.5%。核心通胀细分项中住房价格、保险及医疗等分项仍有所上涨，住房价格尚未显著回落也进一步阻扰了核心通胀的下滑。从整体通胀走势来看，先前致使通胀高企的主要因素皆有所好转，然而核心通胀在劳动力薪资增速保持于高位的情况下得到支撑，未来通胀水平若想维持放缓趋势或仍需劳动力市场持续降温配合。往后看，在近期经济数据皆有所降温的情况下市场对美联储后继政策转向预期有所前置，当前 2024 年 5 月降息预期概率大幅提升并成为主流观点，隐含利率曲线随之下调。不过就业数据中薪资增速仍保有一定韧性，且下行速率不增反减，未来核心通胀若无法稳步回落市场或再次调整利率预期。

欧元区 11 月调和 CPI 同比上涨 2.4%，较前值 2.9%显著回落。11 月核心调和 CPI 录得 3.6%，同样低于前值 4.2%。欧元区三季度 GDP 已进入萎缩区间，同时通胀水平持续回落，在经济显著走弱且通胀接近央行目标的情况下市场再次将欧洲央行降息节点预期前置，当前市场主流观点认为欧洲央行将于明年 4 月降息。

总的来说，2023 年 12 月美联储持续暂停加息，美联储加息周期结束是当下市场共识，接下来的矛盾点是降息时点的出现，但基于通胀粘性，海外高利率将在一段时间内有所维持，当前 2024 年 5 月美联储降息预期概率大幅提升并成为主流观点，海外宏观情绪波动加大。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

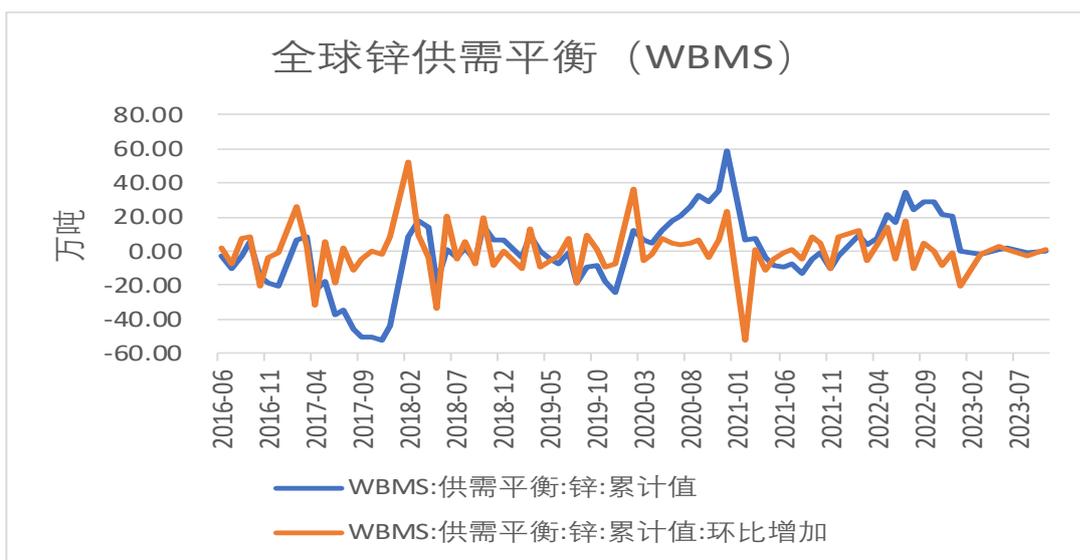
二、锌市供需体现

1、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:2023年9月,全球锌板产量为113.18万吨,消费量为117.09万吨,供应短缺3.91万吨。2023年1-9月,全球锌板产量为1031.31万吨,消费量为1033.16万吨,供应短缺1.85万吨。2023年9月,全球锌矿产量为108.91万吨。2023年1-9月,全球锌矿产量为958.49万吨。

国际铅锌研究小组(ILZSG)公布的数据显示,9月全球锌市场供应短缺15400吨,8月供应过剩28000吨。2023年1-9月,全球铅市场供应过剩475000吨,2022年同期为过剩47000吨。

上半年海外能源价格大幅回落下,欧洲炼厂部分产能宣布复产;国内锌炼厂开工仍在高位,产量仍是增加,而需求端在经济下行的情况下表现较弱,全球锌市供应过剩维持,后随着最大消费国中国消费旺季的到来,过剩程度小幅改善转为短缺。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2、供需体现-锌两市库存低位

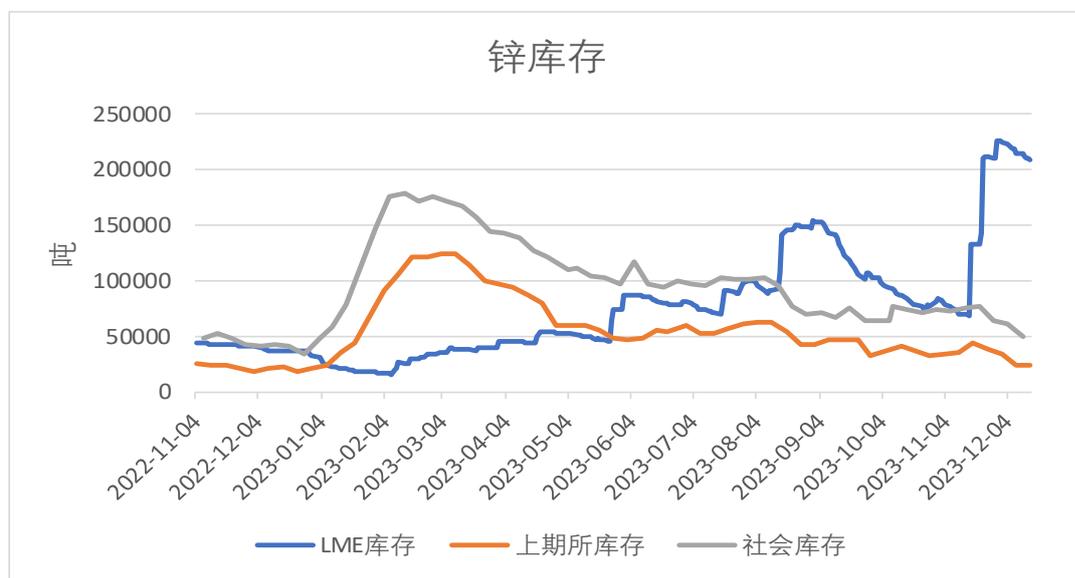
一般而言,库存是体现精炼锌市场供需关系的最重要指标,但因为锌金融属性的存在,使得锌市库存的变化已不能简单的认为是供需关系的直接体现。

截至 2023 年 12 月 15 日, LME 精炼锌库存为 208475 吨。上半年 LME 精炼锌库存筑底后缓慢上升,一季度初,1-2 月 LME 精炼锌库存延续小幅下行,海外前期因能源危机减产较多,后能源问题缓解部分炼厂有复产计划,但传导至库存仍需时间;二季度海外天然气价格持续回落加上天气转暖,部分炼厂陆续恢复生产,供应量增加,但市场担忧海外经济下行,加上海外升水回落较大,海外需求明显走弱,后市需求存疑,库存抬升。总的来说,海外能源价格回落,炼厂复产,而海外经济下行预期主导市场情绪,压制消费,需求预期悲观, LME 库存累库。下半年,8 月时, LME 锌库存大增,主要是新加坡仓库货源交仓导致,海外隐形库存显性化,反映海外消费仍较疲软,不过 9-11 月中旬海外库存持续超预期去库, LME 锌锭库存万吨数已到个位数量级。11 月 16 日, LME 锌库存暴增 65075 吨,库存总量至 133200 吨,与前一个交易日相比增幅高达 95.52%,同时, LME 锌注册仓库飙升逾 139%,至 112,675 吨,创历史新高。伦锌库存大幅增加的原因是海外大幅交仓所致,此前,即使 Nyrstar 因锌价下跌和成本上升宣布将关闭旗下两个锌矿,加上俄罗斯 Ozernoye 采矿和加工综合体突发火灾等,供应端扰动较多,不过部分海外炼厂复工等刺激,加上海外消费依旧疲软,海外锌锭交仓意愿增加。

国内库存方面,截至 2023 年 12 月 15 日,上期所精炼锌库存为 24109 吨;截至 2023 年 12 月 11 日,国内精炼锌社会库存为 49800 吨。上半年国内精炼锌社会库存先扬后抑,

国内春节放假，出货量减少，社会库存形成累库趋势，春节过后下游积极复工复产，社会库存累库速度减缓直至去库，3-4月处传统消费旺季，而基建维持高增速，政策扶持下地产端有企稳迹象，国内总需求好转，再加上4月锌价走低，下游逢低补库及下游五一假期有备货需求，带动下游补库意愿增加，出库量较好，部分地区库存下降明显。5月淡季消费下游企业采买较谨慎，加上部分进口锌锭到货，虽下游逢低采买增加，但采购量有限，整体库存去库放缓。下半年，锌社会库存维持去库，但去库幅度趋缓，7月北方冶炼厂进入检修周期，基本以长单为主，散单到货较少，库存下降，8月在北方铁路运输尚未完全恢复，叠加冶炼厂检修影响，整体到货极少，同时国内经济政策维持宽松向好加上锌价超预期下行带动短期下游采购积极影响下出货改善，下游提货增加，库存继续下降；9月中锌价高位，下游企业采买较谨慎；10月初双节放假，节内库存增加，假期期间冶炼厂维持正常生产，加上北方冶炼厂前期检修结束复产，但下游亦有部分提货，整体累库幅度不大。11月，部分市场正常到货，但锌价相对高位导致出货不畅，加上部分地区因进口锌锭到货库存微增，库存变化幅度较小。12月，在年底备货需求强劲下库存持续下降。

展望2024年，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，库存仍有累库预期；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

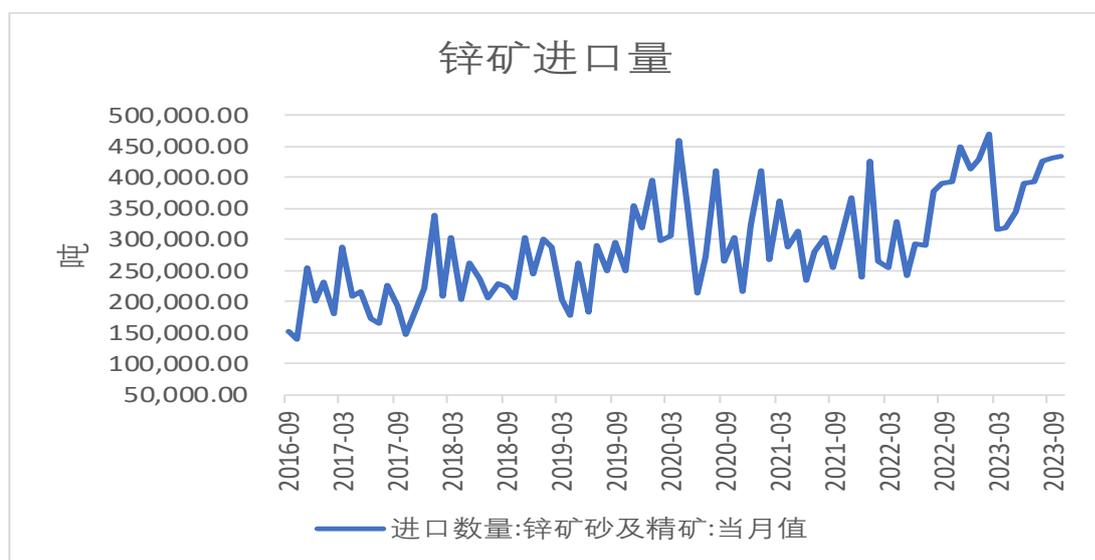
三、锌市供应

1、全球锌矿供应或将收紧，国内矿端或偏紧

国内进口锌精矿方面，海关总署数据显示，2023年10月，当月进口锌矿砂及精矿

434701.71 吨，环比增加 0.62%，同比增加 10.45%。一季度虽天然气期价大幅回落，但地缘冲突仍在，不确定因素较多，海外冶炼厂复产暂无更多进展，对矿端需求暂未有明显提升，而国内冶炼厂利润高位，有满产及超产生产，对矿的需求持续增加，而一季度处于国内矿端季节性紧缺，国内矿端进口保持相对较高的位置。二季度虽全球锌矿产量环比增加，而欧洲能源价格回落使欧洲冶炼厂利润修复，部分炼厂已有利润，部分产能宣布复产，海外锌精矿供应由宽松格局转变，而国内冶炼厂利润空间小幅压缩，对矿需求相对下降，加上进口亏损，进口略有下降。三季度国内锌精矿进口量增加，内强外弱下，锌精矿进口窗口持续开启，加上在此前签订的单子陆续到货下，进口锌矿持续流入，而且国内冶炼厂对矿端需求仍然较大，锌矿进口保持高位。四季度，国内矿端冬储，而北方地区的锌精矿进入季节性淡季，秘鲁锌精矿产量维持高位，且国内冶炼厂产量延续增势，对锌精矿的需求量较大，进口加工费较国产加工费优势仍在，进口矿的需求增加。

展望 2024 年，在 2022 年时海外暴乱、洪水、工人罢工及矿山事故多发，全球锌精矿产量有所下降，此前预估在 2023 年上述影响因素消失后，海外锌矿供应逐渐偏宽松预期，但森林大火及矿石等级降低和锌价的持续下跌突破矿山成本线导致大规模减停产等因素干扰，2023 矿端年增量不及预期，如在 11 月时 Nyrstar 公司关闭两个锌矿，而后俄罗斯 Ozernoye 采矿和加工综合体突发火灾等。2023 年秘鲁、澳大利亚、加拿大贡献海外锌矿的主要减量，2024 年锌矿新增产能仍较多，但在 2023 部分矿山减产下，锌矿供应在 2024 年或将收紧。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，但在需求上，国内政策仍利好锌终端新能源汽车及基建等，锌需求增加预期。总的来说，2024 国内锌精矿或将呈现供应偏紧局面。

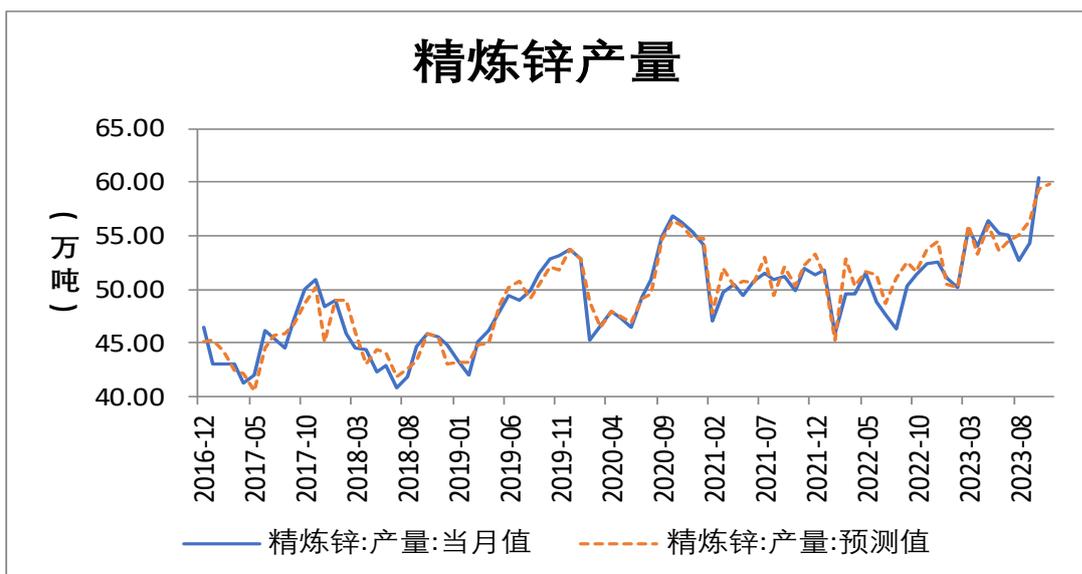


图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2、精炼锌国内产量增速或将下滑

2023 年国内精炼锌产量创新高，据 SMM：在高利润刺激下，国内矿产锌冶炼厂开工率几乎全部达到满产，1 季度：检修的炼厂以及春节停产的再生锌冶炼厂陆续复产带来额外增量；直到 3 月，云南地区限电开始，但实际限电环比减量相对有限，增量方面则来自于国内炼厂进一步的超产计划以及再生锌额外的复产增量，炼厂生产利润依然高企，故 1 季度国内矿产锌炼厂基本维持满负荷生产。二季度：4 月国内锌矿加工费环比走低，加上国内硫酸价格大幅走低，而锌价高位回落，炼厂利润快速下行，但当前利润暂未让矿产锌炼厂计划减产，除部分地区炼厂常规检修外，其他地区炼厂均稳定生产；5、6 月，多数炼厂检修恢复带来增量，且云南限电影响有所减轻，部分炼厂产量计划回归到正常水平。三季度炼厂则以检修为主：进入 7 月，北方多数炼厂亦开始检修，进入 8 月，国内冶炼厂常规检修增多，整体产量进一步降低；进入 9 月，内蒙古、甘肃等地冶炼厂检修时间延长，另外四川、湖南地区复产节奏有所延缓。四季度：进入 10 月，国内冶炼厂产量大幅增长超过 60 万吨，企业基本恢复正常生产，市场扰动因素较少，企业生产积极性较高；进入 11 月，陕西、湖南和云南的冶炼厂超预期停产、检修，减量明显；进入 12 月产量微增，主因一方面广西新增产能释放带来增量，湖南、云南等地的冶炼厂检修复产带动产量增加；另外陕西地区冶炼厂产量继续下降，整体增量尚不明显。

据 SMM 数据，2023 年 1 至 12 月精炼锌累计产量达到 661.7 万吨，累计同比增加 10.69%，展望 2024 年，2023 在高利润刺激下，炼厂开工率处于近几年同期高位，精炼锌产量提升或将延续到 2024 年，但锌矿供应收紧下，产量增幅将受到制约，预计 2024 全年精炼锌产量增速或将下滑。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

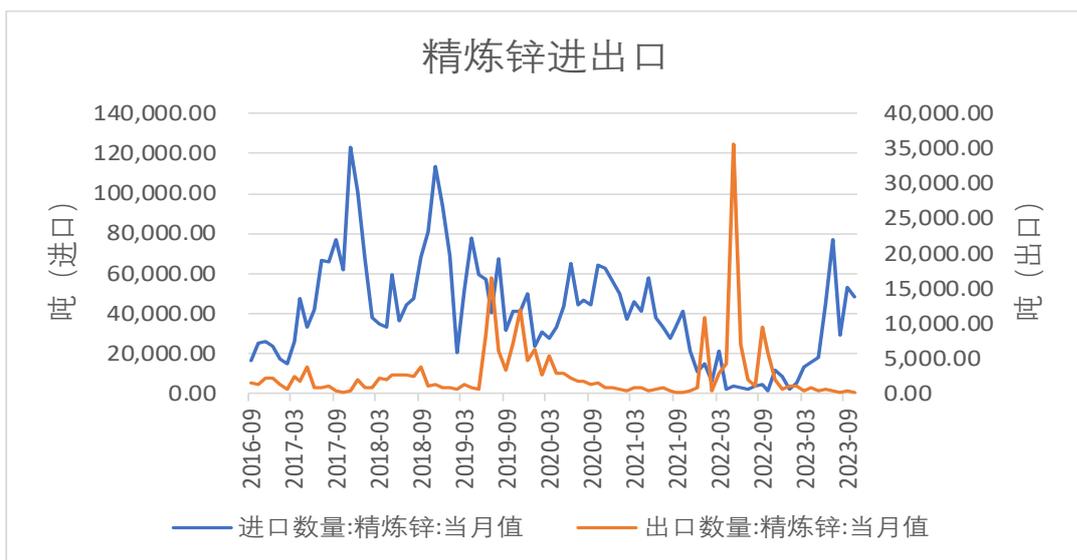
3、精炼锌保持净进口

进出口方面,2023年1-10月累计进口精炼锌30.59万吨,累计同比上涨413.11%。2023年锌锭进口高位,沪伦比值走高,锌价内强外弱格局得到巩固,加上全球消费走弱预期日益增强,且海外能源价格大幅回落带来的冶炼厂复产及海外隐性库存体量未知,供应增量加上海外消费走弱预期,海外LME锌库存持续增加,也侧面印证出海外锌消费较为低迷,海外锌货源转售国内,带动国内进口向好,国内锌锭供应宽裕。不过8月进口窗口基本关闭,精炼锌进口量明显回落。9月时锌锭国内进口整体增量明显,进口再次转增,9、10月海外锌库存持续下降,然海外地缘政治扰动较多,加上仍有加息,导致海外消费不佳,需求表现偏弱,然国内进口窗口打开,内强外弱格局下,库存或将向国内转移,国内锌锭进口增加,进口锌锭仍有冲击。年底,海外供应端扰动不断,Nyrstar公司关闭田纳西州的两个锌矿,加上俄罗斯联邦布里亚特共和国的Ozernoye采矿和加工综合体发生火灾,刺激海外锌价走强且强于国内锌价,比价下行,不过11月中海外大幅交仓导致LME库存激增,伦锌走弱,然国内政策向好下沪锌仍有托底,比价有所修复,但传统消费淡季下,消费不佳,修复空间有限,外强内弱下,精炼锌进口窗口关闭,不过长单进口量仍在,在途货物仍有流入,预计进口量依然在高位运行。

展望2024年,海外加息进程或结束,加上锌矿供应偏紧,沪伦比值将会有所回落,不过LME库存持续大幅增长,在接连不断的大批量锌锭货源交仓下,海外需求增速或难以抵消此部分货源,这部分货源或流入国内,锌锭或将保持净进口,2024年进口锌锭或将持续冲击国内市场。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院



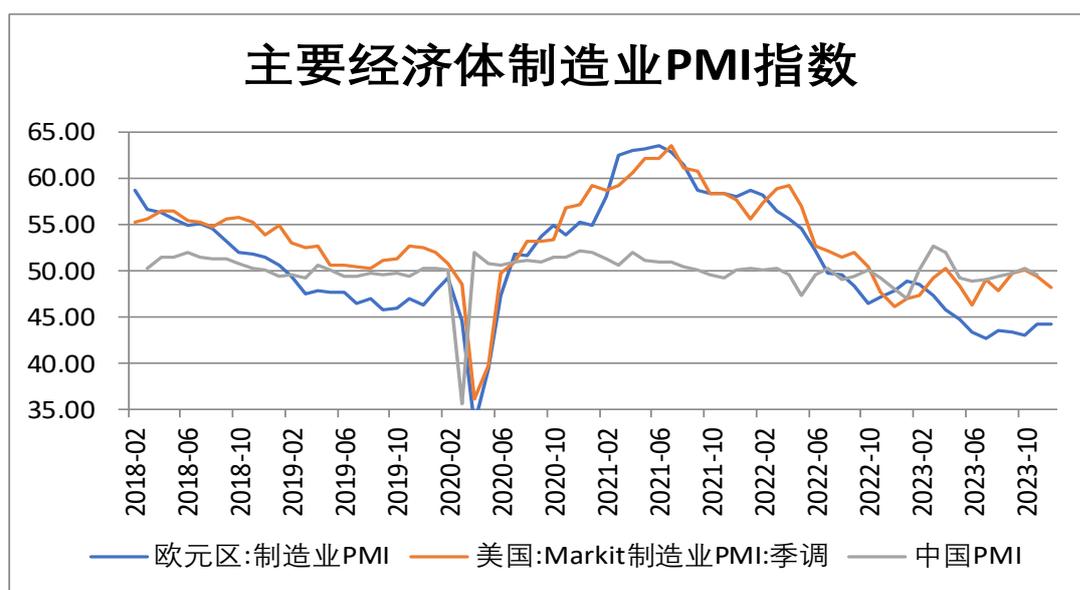
图表来源：WIND、瑞达期货研究院

四、锌市需求状况

1、海外需求：欧美加息结束后需求或有恢复

据中国物流与采购联合会发布，2023年11月份全球制造业PMI为48%，较上月小幅上升0.2个百分点，连续14个月运行在50%以下，全球经济弱势下行趋势没有改变。分区域看，亚洲制造业PMI稳定在50%以上；欧洲制造业PMI仍在46%左右的较低水平；美洲制造业PMI与非洲制造业PMI均在50%以下。数据变化显示，全球经济弱势波动特征没有改变，

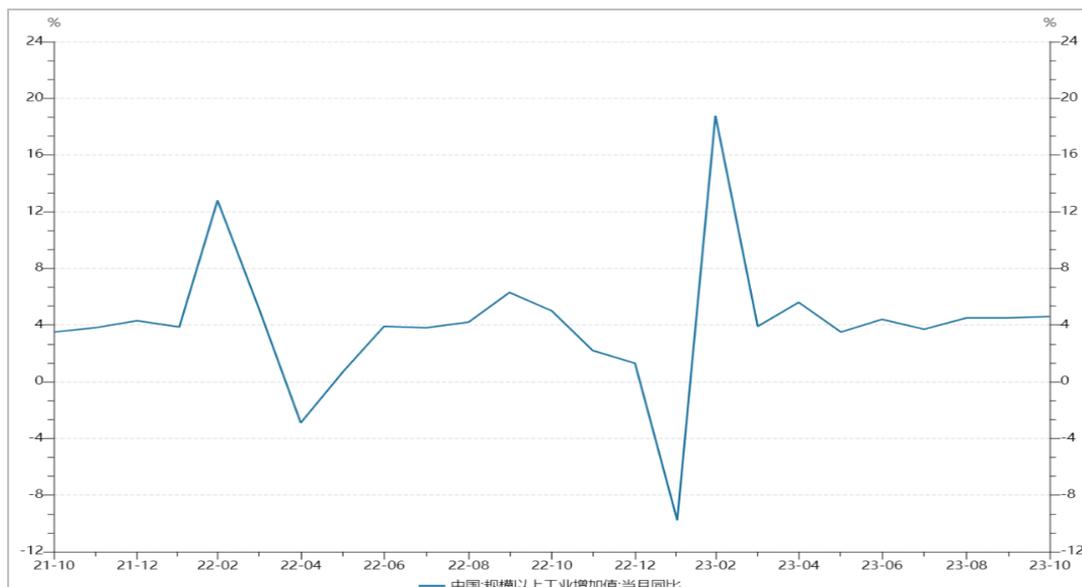
下行风险仍存。从全球货币政策环境看，由于美国和欧元区通胀压力有缓解迹象，市场对继续加息的预期大幅下降，并对明年降息预期有所升温。如果宣布降息的央行有所增加，将有利于缓解全球经济的下行压力。短期看，全球经济仍存下行风险。地缘政治冲突，贸易摩擦的不确定对全球经济复苏的影响仍然存在。长期看，全球经济的止降趋稳仍依赖于在贸易环境的稳定恢复后，全球各国的内生恢复力度。全球经济稳定恢复将会伴随着如下特征：一是全球制造业进入补库存周期；二是各国居民实际购买力稳步回升；三是通胀压力明显缓解；四是全球产业链供应链韧性逐步提升。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2、国内需求：中国需求或回升

从2005年至今，中国精炼锌需求占全球的比重从27.9%一路飙升至近50%，因此对于全球锌市需求表现重点关注中国需求端变化。10月份，全国规模以上工业增加值同比增长4.6%。从累计增速看，1—10月份，规上工业增加值增长4.1%，较1—9月份加快0.1个百分点，今年以来呈逐月回升态势。短期看，考虑到去年最后两个月基数明显偏低，接下来两个月工业增加值同比增速会持续冲高，但工业生产实际增长状况还要看需求端强度，这主要取决于年底前稳增长政策的落地情况和执行效果，以及居民消费修复力度和房地产市场走向。展望未来，中央政治局会议后，工业稳增长政策密集出台，财政政策明显发力，对工业生产供需两端都有所支撑，但政策落地见效并带动需求恢复仍需一定过程。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

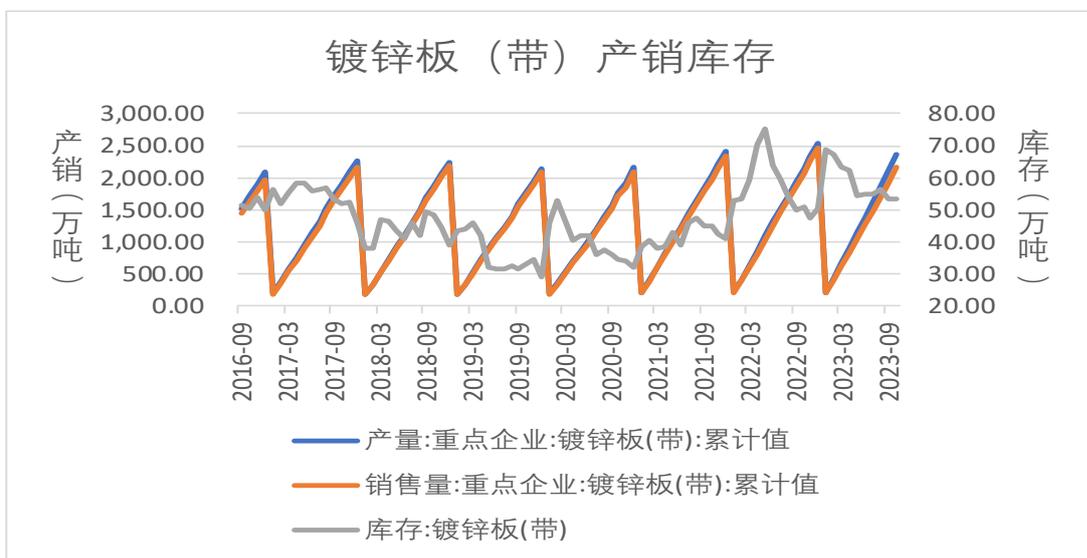
3、国内及终端消费仍有支撑

锌的终端基建占比较大，镀锌应用较广，2023年1-10月国内主要企业镀锌板(带)产量为2373.46万吨，同比增加10.59%；销售量为2158.98万吨，同比增加4.06%；库存为53.48万吨，同比增加5.32%。开工率方面，在去年同期低基数的情况下，今年上半年开工率强于去年同期，1月春节放假，锌下游普遍放假，开工率走弱，2月下游以恢复生产为主，3月河北、山东等地受大气污染环保影响开工，加上4月钢材价格下跌镀锌管销售走弱带来的成品库存压力大增，部分企业生产受限甚至有停产现象，开工节奏调整，开工走弱明显，5月初镀锌开工率因假期放假停产继续下行，加上下游看跌情绪较浓，原料库存增加；后随着五一放假企业恢复正常生产而大幅录增，在下游逢低补库下原料库存继续增加。下半年，6-8月仍处消费淡季，锌下游开工率均下滑，季节性淡季仍对锌下游有所压制，订单未有改善，加上河北钢厂限产加上华南地区受到台风影响，原料采买困难，生产和销售均受限；9月进入消费旺季，但锌价上行，下游畏高慎采，下游原料库存均有所下滑，开工方面，受黑色价格影响，镀锌板块开工率同环比均有所下滑，10月初，进入节假日，开工率有所下滑；节后假期因素消退，加上旺季带动，锌下游各板块开工较假期期间均有所提升，但各板块订单情况不及预期，镀锌企业开工较往年相对疲软，房地产市场信心不足下影响黑色价格，加上贸易商节前已备库，节后采购意愿不足，加上镀锌受到“一带一路”会议影响限产，开工率走弱，其余板块开工稳定，不过各板块订单情况不及预期，消费旺季下，锌下游消费表现整体不佳。11月，锌下游板块开工均有不同程度的下滑，镀锌

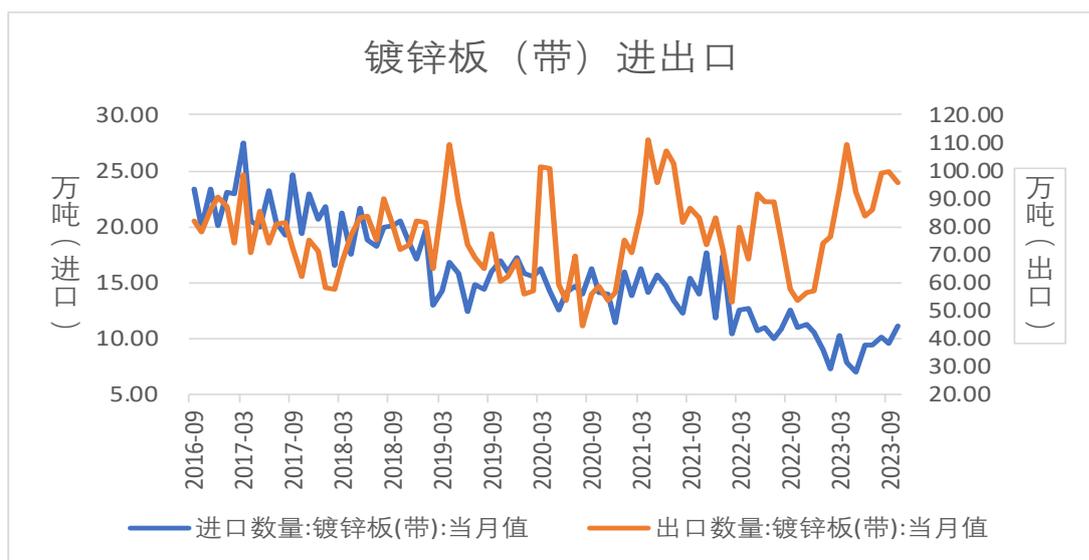
锌板块因雾霾天气严峻，环保措施力度加大，部分企业有限产；压铸板块因锌价上升，订单转淡下部分企业暂时停减产，总的开工率下滑。2023 年基建项目集中开工，带动国内镀锌开工率整体走势相对平稳。

进入 2023 年我国镀锌板（带）出口与去年同期相比表现较好，东南亚和中东地区的订单增长使得出口规模同环比均显著提升，此地区对镀锌板的需求增加有望保持，加上 3-4 月均是出口旺季，而因国内钢价弱势运行，镀锌板价格具有优势，出口环比保持增长；5 月过后，在出口旺季快速增长的高基数下，及出口旺季已过，5-6 月出口相对下滑，但国外需求较往年有所改善，出口量或仍能较往年有较好表现；8 月企业反馈出口订单有所下滑，但在人民币贬值带动下 9 月镀锌板出口继续上行；进入四季度有出口逐渐下滑的季节性规律，10 月镀锌板出口季节性下滑，进入 11 月，镀锌板厂家实际出口订单仍不乐观，后市镀锌板出口量或继续下滑。2023 年在东南亚及中东地区消费韧性及汇率的走高的带动下，镀锌板出口订单改善，镀锌板出口量有所增长。

总的来说，在东南亚及中东地区消费韧性的带动下，镀锌板出口订单或将持续改善，基建投资支撑着国内锌主要消费需求，竣工端还会对镀锌等需求有一定支撑，预计 2024 年精炼锌消费增速为 2.4%。

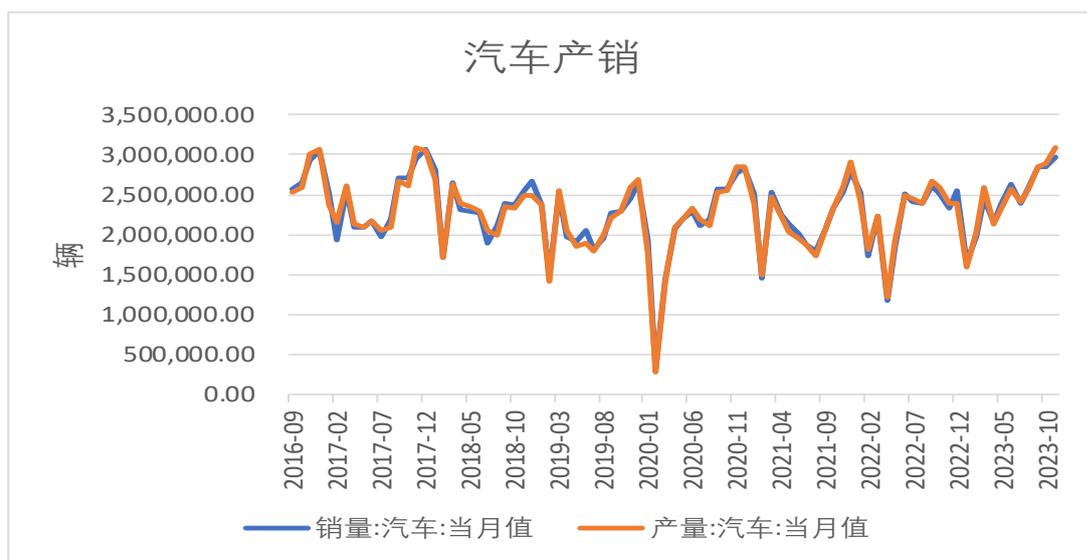


图表来源：WIND、瑞达期货研究院



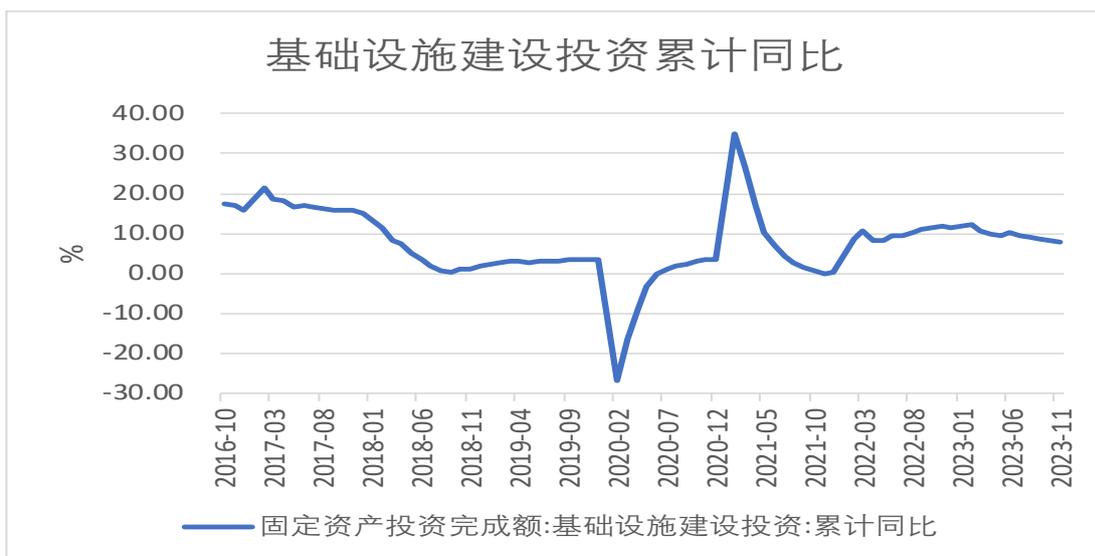
图表来源：WIND、瑞达期货研究院

中汽协数据显示，2023年11月，中国汽车销售量为2970122辆，同比增加27.6%；中国汽车产量为3093182辆，同比增加29.65%。中国汽车工业协会数据显示，今年以来，我国经济持续恢复向好，特别是三季度以来，随着组合政策发力显效，主要经济指标企稳回升态势明显，经济运行中累积的积极因素在增多，市场预期稳定向好，为实现全年发展目标打下了坚实基础。进入金秋十月，多地车展与促销活动火热进行，各大车企新车型持续发布，进店客流显著增加进一步拉动汽车消费。继重迎“金九”旺季之后，10月车市热度继续，汽车销量与9月基本持平环比略降，同比较快增长，“银十”成色十足。其中，乘用车产销伴随消费回暖继续保持良好势头商用车产销在物流行业升温等因素拉动下展现增长态势，新能源汽车和汽车出口依然呈现较快增长。我们预计，伴随国家稳定经济增长的政策效应不断累积显现，加之地方购车补贴、促销活动等措施延续，以及年底翘尾效应，四季度需求将持续增长，汽车行业有望较好完成全年目标。2024年汽车消费或仍是拉动工业经济增长的重要力量。



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。数据显示,2023年1-11月,基础设施投资同比增加7.9642%。随着专项资金逐步到位,新开工项目增加,基建项目落地加快,今年基建投资仍是稳经济的重要抓手,以专项债拉动基建投资及各地项目施工来看,今年基建投资增速仍将高增长,整体仍维持较高增速。不过在6-7月份基建投资增速有所放缓,地方政府专项债券发行同比放缓,且年初至今政策性银行并未筹集和使用新的专项基建债券,资金支持力度有所减弱,但在今年8月份全国地方政府债券发行规模创年内新高,而这主要是新增专项债券发行明显提速,中共中央政治局会议明确要求,要更好发挥政府投资带动作用,加快地方政府专项债券发行和使用,为了落实这一要求,财政部要求今年新增专项债券力争在9月底前基本发行完毕,用于项目建设的专项债券资金力争在10月底前使用完毕,各地加快发债稳经济,8月迎来年内发债高峰,新增专项债是带动扩大有效投资,稳定宏观经济的重要手段。在今年四季度中央财政将增发2023年国债1万亿元,增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方,集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板,灾后恢复重建和预防灾害的建设大部分属于基建领域,这意味着大部分的增发国债将流向基建行业,市场均认为基建板块四季度将继续表现优秀。基建投资支撑着国内锌主要消费需求。

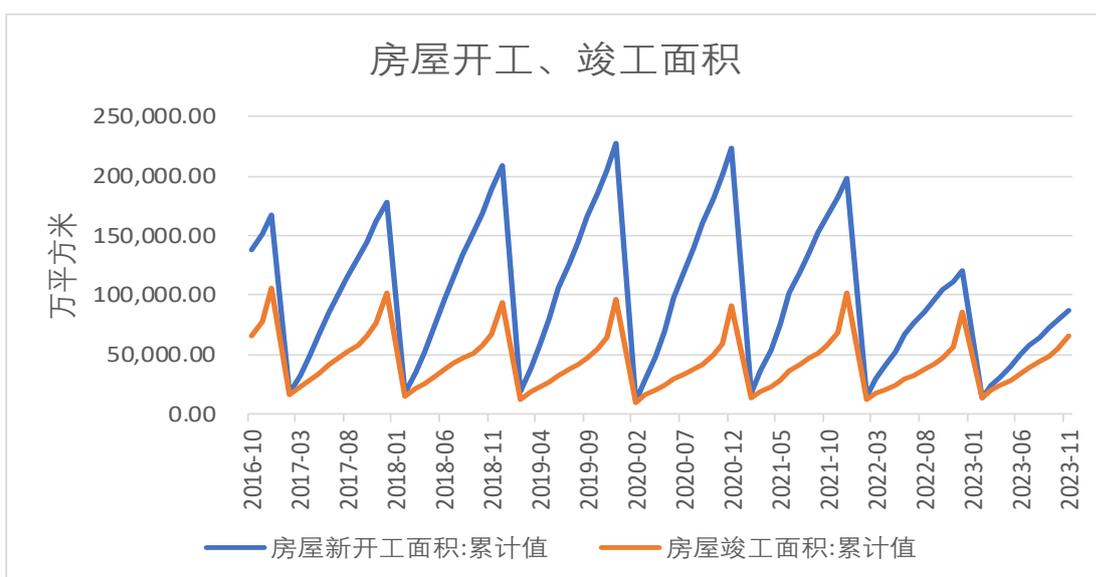


图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2023年11月,房地产开发景气指数为93.42,较上月增加0.02,较去年同期减少0.96。2023年1-11月,房屋新开工面积为87456万平方米,同比减少21.66%;房屋竣工面积为65237万平方米,同比增加11.2%。随着国家降首付、利率,认房不认贷等政策利好政策密集出台,后市房地产市场或有好转,但政策落地仍需要一定时间,短期内或难见明显改变,8月房地产销售、新开工面积等数据改善不大,9月时利好政策延续,房地产新开工、竣工面积增加,市场情绪及气氛提振,但整体成交仍以修复为主。10月房地产供需结构仍处于调整阶段,销售额不佳,房地产投资信心继续探底,房企投资意愿低位徘徊,在托底经济背景下,房地产优化政策还会持续推进,预计四季度需求会得到提振。2024年,竣工端或在“保交楼”政策利好影响退去后走弱,房地产建筑行业需求预计有小幅下降,或仍是整体需求端的拖累项。在保交楼政策下,国内地产竣工面积累计同比增率先转正。从房地产建设周期来看,竣工一般落后于新开工2-3年,因此2024年竣工端还会对镀锌等需求有一定支撑。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

五、小结与 2024 年展望

展望 2024 年，宏观上，2023 年以来主要发达经济体通胀压力总体缓解，但仍普遍高于目标水平，主要发达经济体央行或在较长时间维持高利率环境，国际机构均下调全球经济增长增速，但上调中国经济增长预期，主因在于受消费及财政刺激政策落地等因素提振，我国经济运行积极信号不断，中国经济增长表现强于预期。

供应端，2023 海外矿端年增量不及预期，2024 年锌矿新增产能仍较多，但在 2023 部分矿山减产下，锌矿供应在 2024 年或将收紧。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，但在需求上，国内政策仍利好锌终端新能源汽车及基建等，锌需求增加预期，总的来说，2024 国内锌精矿或将呈现供应偏紧局面。2023 在高利润刺激下，炼厂开工率处于近几年同期高位，精炼锌产量提升或将延续到 2024 年，但锌矿供应收紧下，产量增幅将受到制约，预计 2024 全年精炼锌产量增速或将下滑。精炼锌进出口方面，展望 2024 年，海外加息进程或结束，加上锌矿供应偏紧，沪伦比值将会有所回落，不过 LME 库存持续大幅增长，在接连不断的大批量锌锭货源交仓下，海外需求增速或难以抵消此部分货源，这部分货源或流入国内，锌锭或将保持净进口，2024 年进口锌锭或将持续冲击国内市场。

需求端：全球制造业 PMI 连续 14 个月运行在 50%以下，全球经济弱势下行趋势没有改变，不过随着海外加息结束，需求或有上升。国内方面，工业稳增长政策密集出台，财政政策明显发力，对工业生产供需两端都有所支撑，但政策落地见效并带动需求恢复仍需一定过程。在东南亚及中东地区消费韧性的带动下，镀锌板出口订单或将改善，基建投资支撑着国内锌主要消费需求，竣工端还会对镀锌等需求有一定支撑，预计 2024 年精炼锌消费增速为 2.4%。

库存上，展望 2024 年，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，库存仍有累库预期；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。

综述，在供应收缩而需求保持增速下，笔者认为 2024 年锌价运行区间较 2023 年重心将上移，2024 年沪锌的运行区间关注 19000-24000 元/吨。

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。