



## 成本支撑 VS 消费疲软，沪锌期价宽幅震荡

### 摘要

**利多：**中国4月PMI指数连续两个月位于扩张区间，我国经济景气水平总体延续扩张。两会过后，政策快速部署落地，超长期国债以及新一轮设备更新政策启动，有望持续带动国内需求修复，预计后续制造业回升仍有空间。美国整体通胀水平叠加非农数据走弱或暗示美国经济逐步放缓，导致交易员们增加了对美联储未来降息的押注。

**利空：**美联储主席鲍威尔表示，美联储需要保持耐心，等待更多证据表明高利率正在抑制通胀，因此需要在更长时间内保持利率在高位。美联储会议纪要显示，决策者担心通胀下降进展不足，多名决策者有意一旦通胀风险重燃就进一步加息，整体发言基调相对偏鹰，利率水平或有所回升。

**小结：**5月，沪锌期价呈现上涨走势。宏观面上，国内利好房地产及汽车等政策频发，如“以旧换新”等政策，宏观提振锌价。基本上，矿端供应扰动不断，矿端紧缺情况暂时并未得到缓解，国内外锌精矿加工费接连下跌至历史低位，冶炼厂利润倒挂或有扩大，成为支持锌价上涨的主要逻辑，且创今年以来的新高。

**展望：**6月，宏观面，美联储降息时点预期不断更改，但美联储官员发言均偏“鹰”；国内多省市落实楼市新政，房地产回暖预期增强。基本上，国内矿山在每年上半年矿供应都较为紧缺；海外方面，短期内锌矿无明显产量释放，国内锌精矿进口量下滑，海内外锌矿紧缺局面未改，加工费已到历史地位，后市或持续走弱。不过锌价和副产品价格高位运行，冶炼厂基本能维持正常生产，但冶炼厂原料问题仍将限制其产量。需求方面，高锌价影响下游企业订单，锌价若维持高位运行，锌下游企业开工或无明显改善，加上淡季影响，预计后续开工率仍将偏弱，锌锭库存后续或有继续累库的风险，警惕后续沪锌冲高回落的可能性。

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



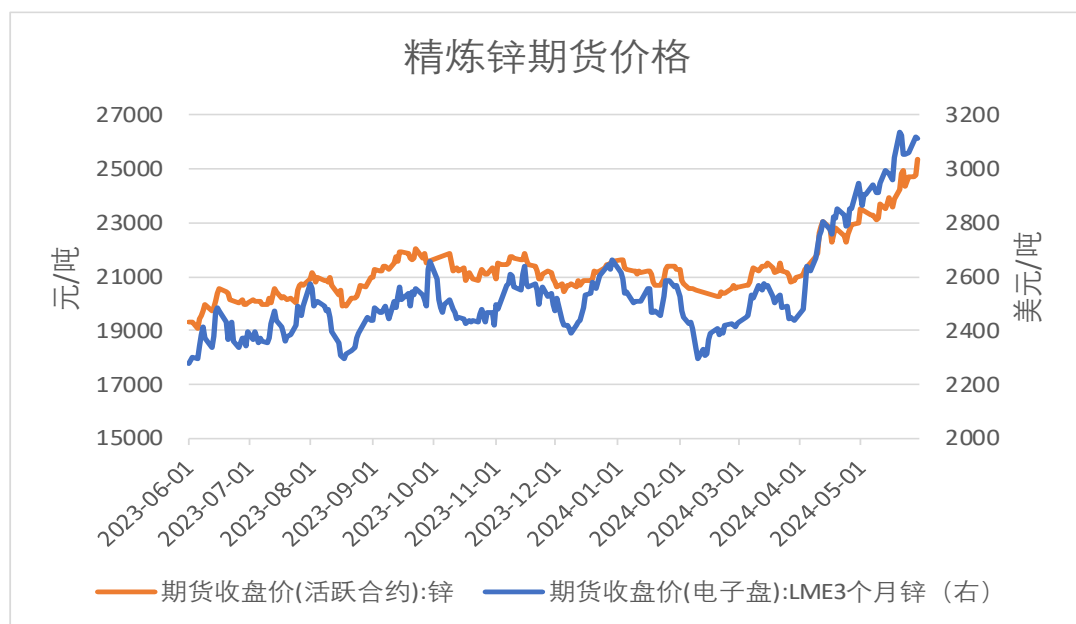
## 目录

第一部分：锌市场行情回顾.....	2
一、沪锌市场行情回顾.....	2
第二部分：锌产业链回顾.....	2
一、宏观基本面消息.....	2
二、锌市供需体现.....	5
1、WBMS：长周期全球锌市供应过剩.....	5
2、LME 锌库存高位，国内社库小幅波动.....	6
三、锌市供应.....	7
1、锌矿进口环比增加.....	7
2、国内精炼锌产量预增，进口同比增加.....	8
四、下游需求状况.....	10
1、镀锌板出口同比增加.....	10
五、终端需求状况.....	12
1、汽车产销同比增加.....	12
2、基建投资同比增加，房地产行业恢复缓慢.....	12
第三部分、小结与展望.....	14
第四部分、操作策略及风险提示：.....	14
免责声明.....	15

## 第一部分：锌市场行情回顾

### 一、沪锌市场行情回顾

截至 2024 年 5 月 29 日，沪锌收盘价为 25350 元/吨，较 2024 年 4 月 26 日上涨 2440 元/吨，涨幅 10.65%；截至 2024 年 5 月 29 日，伦锌收盘价为 3112 美元/吨，较 2024 年 4 月 29 日上涨 165.5 美元/吨，涨幅 5.62%。5 月，沪锌期价呈现上涨走势。宏观面上，国内利好房地产及汽车等政策频发，如“以旧换新”等政策，宏观提振锌价。基本上，矿端供应扰动不断，矿端紧缺情况暂时并未得到缓解，国内外锌精矿加工费接连下跌至历史低位，冶炼厂利润倒挂或有扩大，成为支持锌价上涨的主要逻辑，锌价持续走强且创今年以来的新高。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

## 第二部分：锌产业链回顾

### 一、宏观基本面消息

国际方面，1、在 2024 年 5 月的联邦公开市场委员会（FOMC）会议上，美联储将联邦基金利率目标区间依旧保持在 5.25%至 5.50%，符合市场预期。此外，美联储宣布将从 6 月 1 日起将美国国债减持规模上限由每月 600 亿美元下调至每月 250 亿美元，而 MBS 减持规模上限则维持每月 350 亿美元。

2、5月的联邦公开市场委员会（FOMC）会议后，鲍威尔发言：美联储主席鲍威尔在新闻发布会上的发言整体呈现出中性偏鸽的立场。他明确表示不认为美联储会加息，这一表态与市场预期一致。与3月会议相比，鲍威尔的发言更加强了通胀的不确定性，并对就业市场的关注有所增加。其在FOMC声明中特别指出了对通胀回落进程的担忧，使用了“在达到美联储2%通胀目标的道路上缺乏进展”的表述，与先前声明中所表达的通胀保持下降的说法有所改变。鲍威尔强调，今年以来通胀数据的超预期回升导致联储需要更长时间来证明通胀回落的可持续性。此外，鲍威尔否认了经济存在滞胀风险，并表达了对经济韧性的信心。

3、美国4月非农新增就业人数录得17.5万人，低于预期的24万人及前值31.5万人，失业率同样由3.8%上升至3.9%，高于预期的3.8%。整体非农就业数据虽意外全面走弱，但新增就业人数仍处于疫情前10年17.7万人的平均水平附近。

4、美国4月CPI同比增长3.4%，符合市场预期，前值为3.5%；环比增长0.3%，预期和前值均为0.4%。4月核心CPI同比降至3.6%，为2021年4月以来最低；核心CPI环比增速从3月份的0.4%下降至0.3%，为6个月来首次下降，符合市场预期。整体通胀水平叠加非农数据走弱或暗示美国经济逐步放缓，年内市场或持续下修利率预期，利空美元指数及美债收益率。

5、最新公布的美国5月密歇根大学消费者信心指数初值67.4，为去年11月以来新低，预期76，4月终值77.2，整体消费者信心指数走弱或有利美国经济需求放缓，利空美元指数及美债收益率。

6、美联储会议纪要显示，决策者担心通胀下降进展不足，认为需要花更多时间才会有信心降息，暗示继续保持高利率的观望状态应持续更久，多名决策者有意一旦通胀风险重燃就进一步加息。“美联储传声筒”Nick Timiraos撰文称，美联储官员在最近一次会议上得出结论，他们需要利率维持在当前水平的比此前预期的更长。美联储2024年FOMC票委博斯蒂克和梅斯特重申，利率将在更长时间内保持高位，强调在美联储等待更多通胀正在下降的证据之际，需要保持耐心，整体发言基调相对偏鹰。往后看，短期内市场或一改先前降息预期押注，利率水平或有所回升，美元指数或得到一定提振。

国内方面，1、4月官方制造业PMI录得50.4，前值50.8，预期50.4；非制造业PMI51.2，前值53，预期52.3；综合PMI录得51.7。三大指数连续两个

月位于扩张区间，我国经济景气水平总体延续扩张。具体来看，生产指数继续加快，市场需求保持扩张，生产指数和新订单指数分别录得 52.9 和 51.1，均位于扩张区间；高技术制造业进一步上涨 0.9 个百分点，行业延续增长态势；生产经营活动预期指数为 55.2，企业对近期市场发展信心总体稳定。两会过后，政策快速部署落地，超长期国债以及新一轮设备更新政策启动，有望持续带动国内需求修复，预计后续制造业回升仍有空间。

2、据新华社，5 月 13 日，国务院召开支持“两重”建设部署动员视频会议，中共中央政治局常委、国务院总理李强在会上强调，要深入贯彻落实习近平总书记重要指示精神，发行并用好超长期特别国债，高质量做好支持国家重大战略实施和重点领域安全能力建设各项工作，为推进中国式现代化提供有力支撑。李强指出，要着眼推进中国式现代化的需要，突出战略性、前瞻性、全局性，集中力量支持办好一批国家重大战略实施和重点领域安全能力建设中的大事要事。李强强调，要统筹用好常规和超常规的各项政策，加强财政和货币金融工具协同配合，引导更多金融资源进入实体经济。要更好统筹政府投资和民间投资，更大力度引导民间资本参与“两重”建设，把民间投资活力充分激发出来。

3、聚焦去库存、防风险、政治局会议再次定调房地产！央行最新报告指出要统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，促进房地产市场平稳健康发展。杭州打响新模式“去库存”第一枪：杭州市临安区在区内收购一批商品住房用作公共租赁住房，合肥进一步调整优化房地产政策，近一个月以来，长沙、成都、杭州、西安四大省会城市，先后取消了限购。而超长期国债的发行也被不少市场人士解读为对基建和地产的利好。

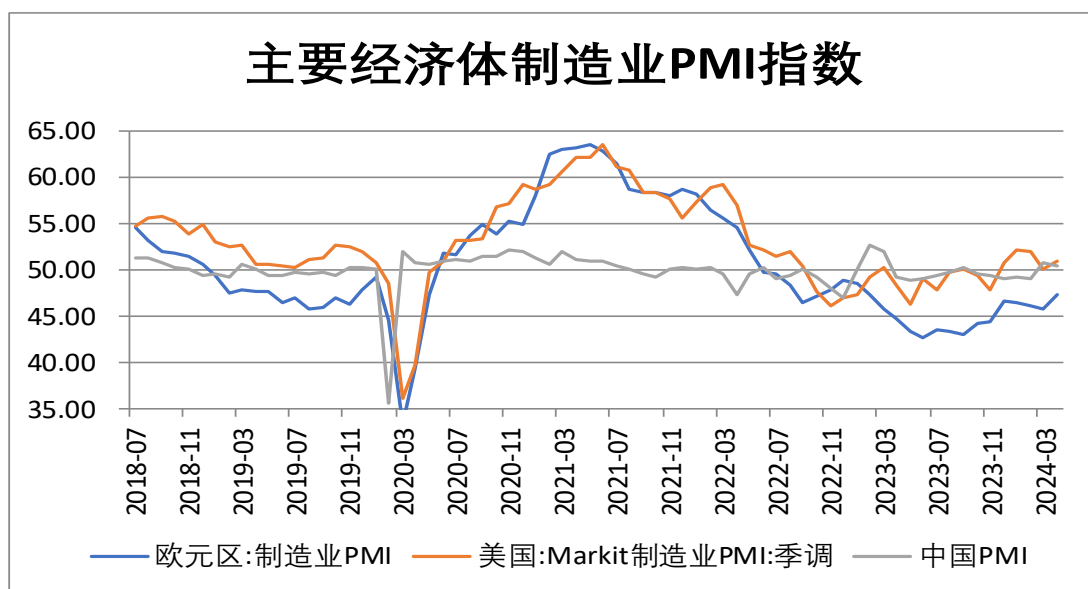
4、央行 17 日发布关于下调个人住房公积金贷款利率的通知，自 2024 年 5 月 18 日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.35% 和 2.85%，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于 2.775% 和 3.325%。近期，多地调整相关政策，积极推动住房消费需求，而本次降低公积金贷款利率，将进一步利好购房者，提振购房积极性，利于后续房地产市场回暖。

**总结：**

**利多：**中国 4 月制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI

产出指数三大指数连续两个月位于扩张区间，我国经济景气水平总体延续扩张。两会过后，政策快速部署落地，超长期国债以及新一轮设备更新政策启动，有望持续带动国内需求修复，预计后续制造业回升仍有空间。整体通胀水平叠加非农数据走弱或暗示美国经济逐步放缓，导致交易员们增加了对美联储未来降息的押注。

**利空：**美联储主席鲍威尔表示，美联储需要保持耐心，等待更多证据表明高利率正在抑制通胀，因此需要在更长时间内保持利率在高位。美联储会议纪要显示，决策者担心通胀下降进展不足，认为需要花更多时间才会有信心降息，暗示继续保持高利率的观望状态应持续更久，多名决策者有意一旦通胀风险重燃就进一步加息，整体发言基调相对偏鹰，市场或一改先前降息预期押注，利率水平或有所回升。



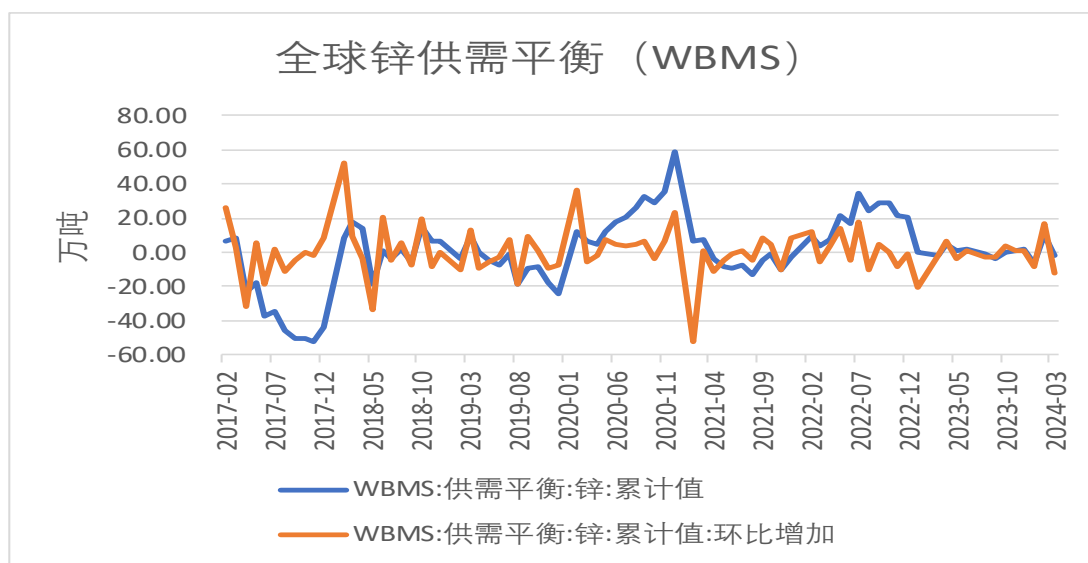
图表来源：WIND、瑞达期货研究院

## 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 3 月，全球锌板产量为 124.34 万吨，消费量为 125.8 万吨，供应短缺 1.47 万吨。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。

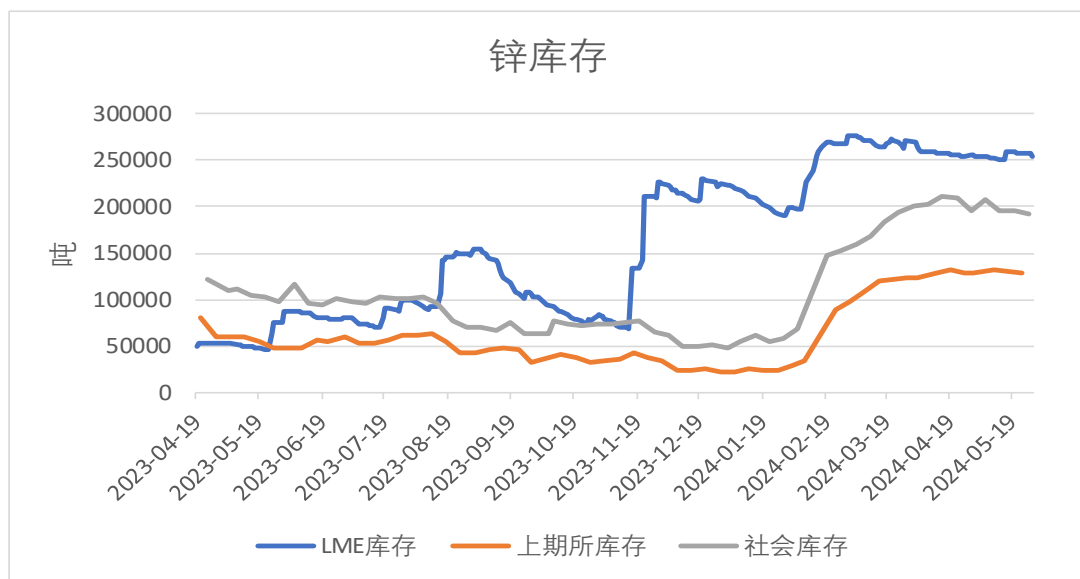




图表来源：WIND、瑞达期货研究院

## 2、LME 锌库存高位，国内社库小幅波动

截至 2024 年 5 月 29 日，LME 精炼锌库存为 253725 吨，较 2024 年 5 月 1 日减少 1150 吨，降幅 0.45%；截至 2024 年 5 月 24 日，上期所精炼锌库存为 129083 吨，较上月增加 441 吨，增幅 0.34%；截至 2024 年 5 月 27 日，国内精炼锌社会库存为 192500 吨，较 2024 年 4 月 8 日减少 10800 吨，降幅 5.31%。海外消费呈现疲软态势，LME 锌库存高位。国内方面，5 月初，国内库存录增，五一期间冶炼厂正常生产发货，仓库持续到货压力大，然部分下游五一期间放假，导致需求走弱，整体提货减少，库存录增；随后，假期结束下游复产，随着陆续提货补库增加，整体库存小幅降低；月中，锌价高位运行，下游畏高提货情绪不高，多是刚需提货，整体库存增加不多；月末，进口锌锭出库较多，叠加下游刚需不断提货，库存小幅录减。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

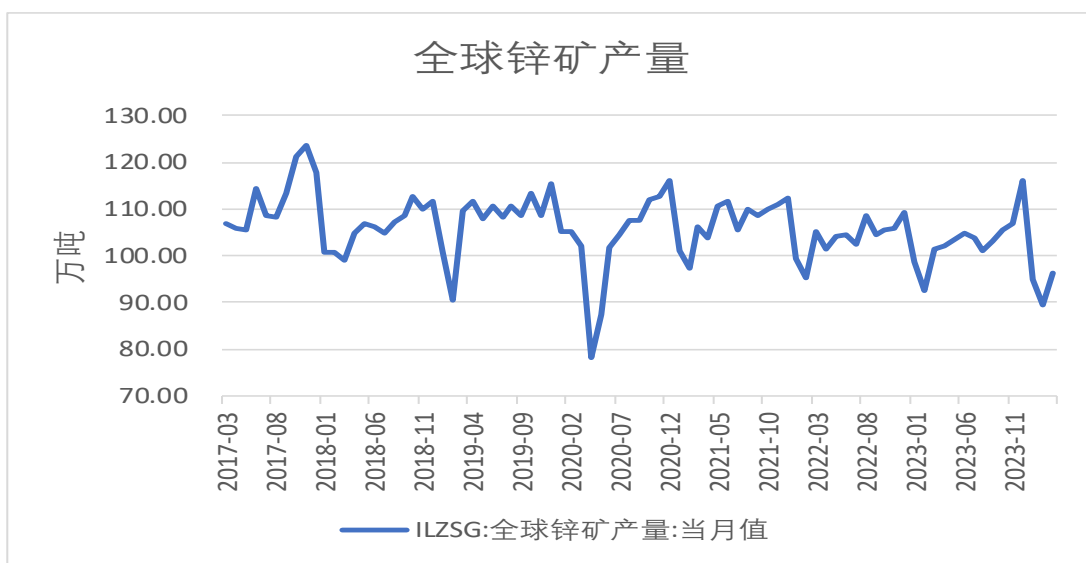
### 三、锌市供应

#### 1、锌矿进口环比增加

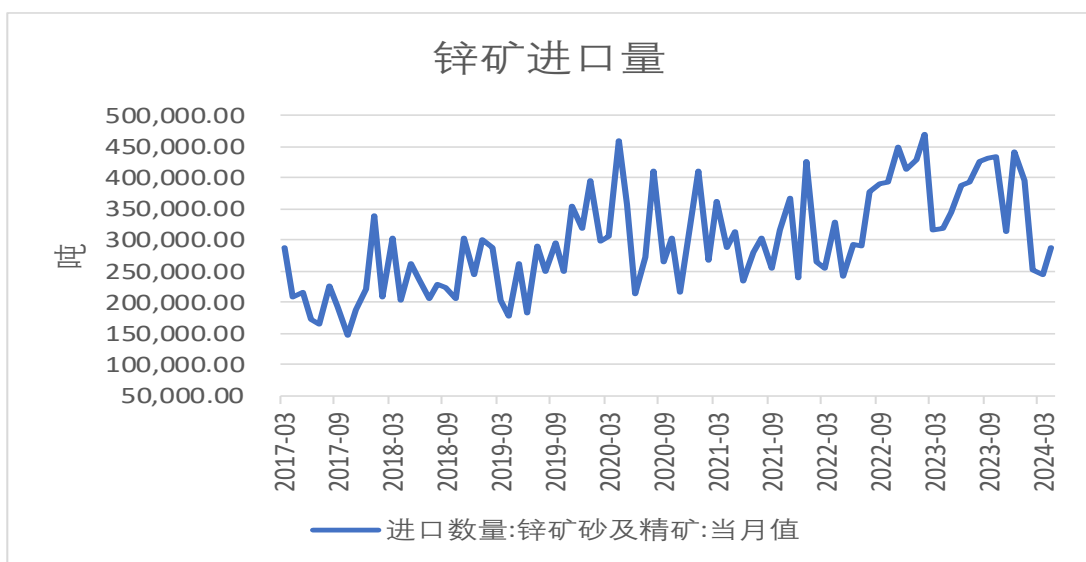
ILZSG 数据显示, 2024 年 3 月, 全球锌矿产量为 96.21 万吨, 环比增长 7.62%, 同比下降 5.02%。国内进口锌精矿方面, 海关总署数据显示, 2024 年 4 月, 当月进口锌矿砂及精矿 287476.90 吨, 环比增加 17.62%, 同比下降 9.92%。1-4 月累计锌精矿进口量为 117.88 万吨 (实物吨), 累计同比降低 23.62%。从进口来源国来看, 2024 年 4 月秘鲁、澳大利亚、南非为国内进口锌精矿前三的国家, 其中, 4 月国内自秘鲁进口锌精矿 6.09 万实物吨, 占比 21.20%; 自澳大利亚进口锌精矿 5.62 万实物吨, 占比 19.55%; 自南非进口锌精矿 3.78 万实物吨, 占比 13.15%。4 月秘鲁、澳大利亚、南非、蒙古等国家增量较为明显。3 月, 海外矿山如秘鲁、澳大利亚的锌矿生产扰动频发, 减停产导致进口减少, 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。

5 月, 锌矿进口窗口仍关闭, 海内外加工费创新低, 但锌价及副产品高位运行能弥补冶炼厂部分亏损, 精炼锌产量或环比增加, 不过冶炼厂原料水平天数降至历史低位, 原料需求强劲, 加上部分冶炼厂长单货物继续到港, 5 月锌精矿进口量或继续恢复。





图表来源：WIND、瑞达期货研究院



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

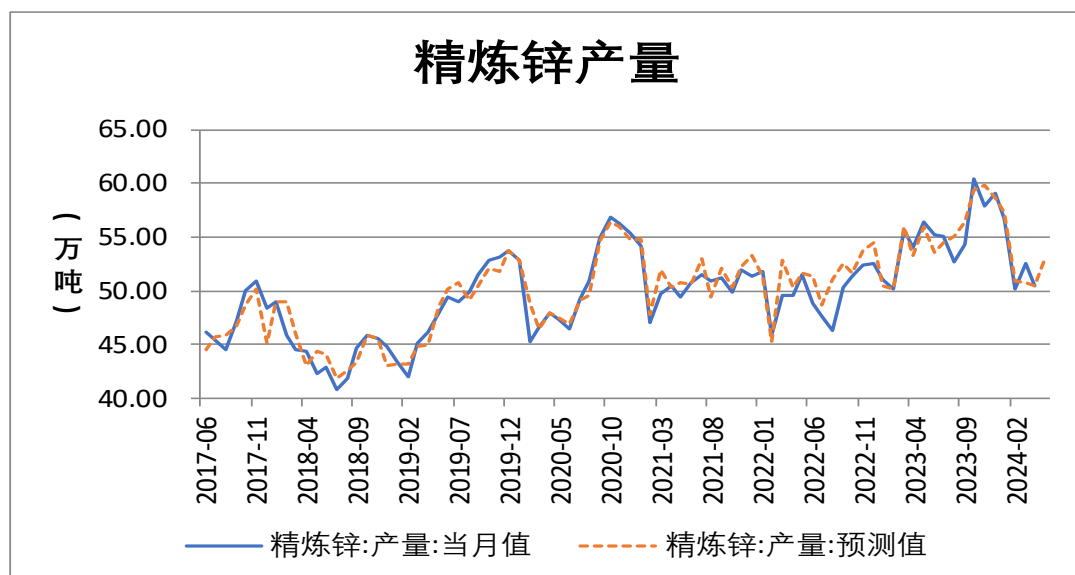
## 2、国内精炼锌产量预增，进口同比增加

据 SMM：2024 年 4 月 SMM 中国精炼锌产量为 50.46 万吨，环比下降 2.09 万吨或环比下降 3.99%，同比下降 6.56%，1~4 月累计产量 210 万吨，累计同比下降 0.47%，基本符合预期。其中 4 月国内锌合金产量为 9.55 万吨，环比增加 0.11 万吨。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亦有一定减量；但内蒙古、湖南、四川、云南、青海的冶炼厂检修恢复，贡献一定增量。预计 2024 年 5 月国内精炼锌产量环比增加 2.68 万

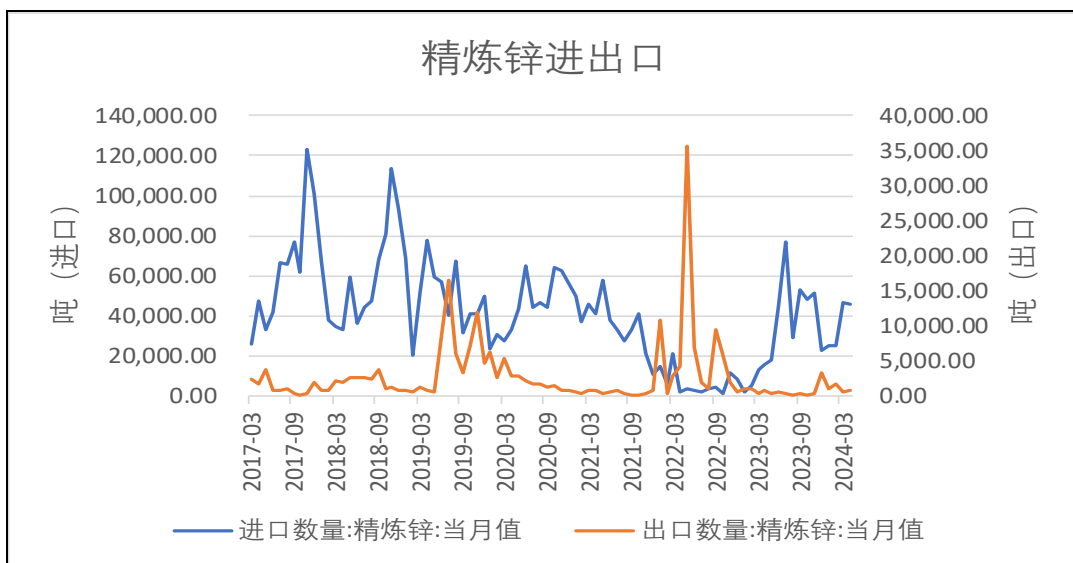
吨至 53.14 万吨，同比下降 5.86%，1-5 月累计产量 263.1 万吨。进入 5 月产量增加，主因前期甘肃、新疆、辽宁、湖南、河南、四川地区冶炼厂检修恢复和产量增加，另有湖南新增产能释放贡献一定增量；但同时有陕西、内蒙、湖南等地因原料问题和设备检修带来一定减量，整体来看产量增加。

进出口方面，海关总署数据显示，2024 年 4 月，精炼锌进口量 46021.17 吨，同比增加 193.57%，环比减少 0.68%；精炼锌出口量 646.52 吨，同比减少 24.1%，环比增加 5.05%。4 月精炼锌净进口 4.54 万吨。1-4 月精炼锌累计进口 14.27 万吨，累计同比增加 307.36%。从进口来源国看，其中 4 月国内从澳大利亚进口精炼锌排名第一，国内自该国进口锌锭为 1.61 万吨；国内从、哈萨克斯坦进口精炼锌排名第二，国内自该国进口锌锭为 1.56 万吨；国内从西班牙进口精炼锌排名第三，国内自该国进口锌锭为 0.45 万吨。4 月外强内弱，进口窗口关闭，不过长单有维持及有少量前期索价货物持续流入，加上西班牙进口量超预期增加，精炼锌进口量小幅下降。

5 月，锌价在国内政策较好下快速冲高，不过高价锌制约国内下游消费，加上海外宏观利好支撑下伦锌涨幅较大，预计 5 月外强内弱下，进口窗口较难开启，预计国内流入量有限。不过长单货物流入维持，加上少量前期索价货物延迟到货，预计进口量或下降至 2.6-3.5 万吨左右。



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、下游需求状况

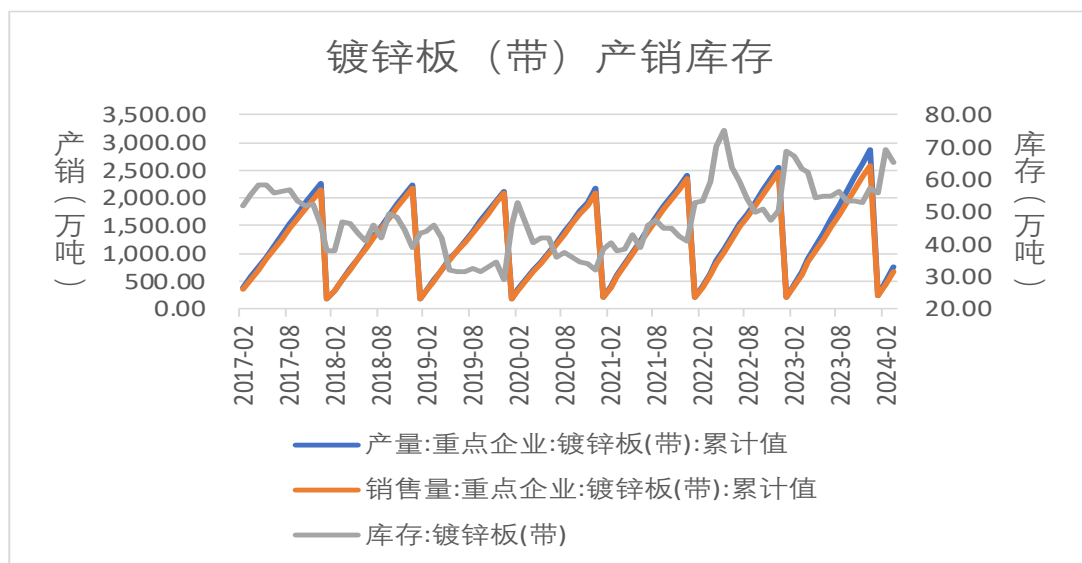
### 1、镀锌板出口同比增加

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%。5月初，假期前，下游备库需求增加，锌下游开工小幅好转，五一假期期间，锌下游企业放假0-5天不等，锌下游企业开工环比下滑。随假期结束，镀锌开工受黑色价格上行及节后补库影响，订单好转，企业开工整体提升；压铸行业出口订单较好。月中，镀锌管因黑色价格上涨，利润增加，带动订单量增加，成品库存有所下降，开工增加。月末，锌价维持上涨破新高，锌产业链下游消费板块原料采买积极性再度受到打击，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，压铸锌合金开工率降幅最大，同时镀锌方面还受到部分地区环保督察，开工下降。

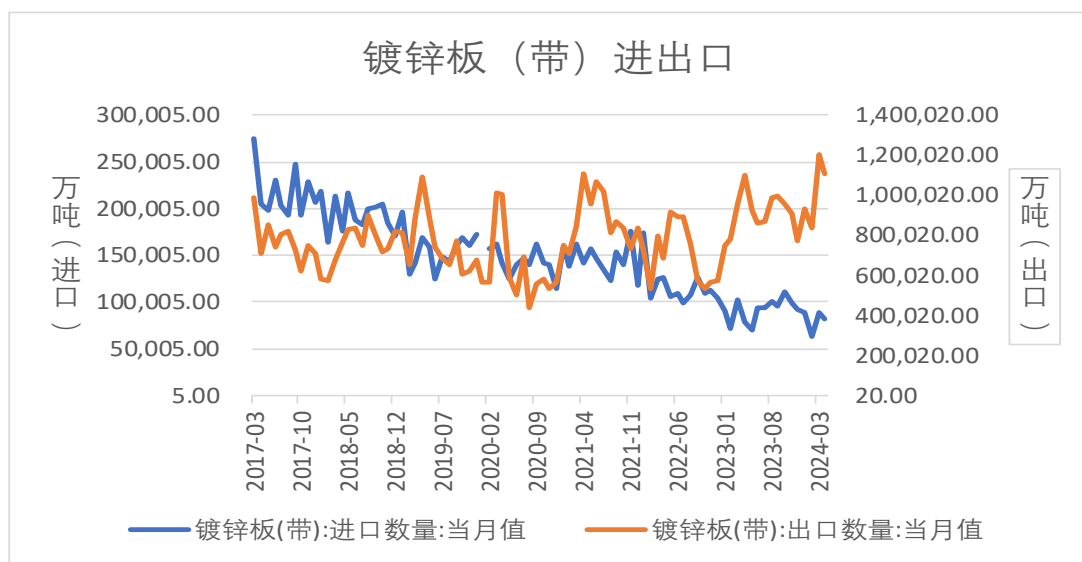
海关总署数据显示，2024年4月，镀锌板(带)进口量81198.3吨，同比增加3.56%；镀锌板(带)出口量1109149.1吨，同比增加0.91%。1-4月累计镀锌板出口量为407.3万吨，累计同比增加13.46%。从出口细分国来看，4月泰国进口中国镀锌板13.58万吨，排名第一，占出口总量的12.25%；4月韩国进口中国镀锌板11.88万吨，出口总量占比为10.71%，位居第二位；3月菲

律宾进口中国镀锌板 8.40 万吨，出口总量占比为 7.57%，位居第三位。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，国内镀锌板出口或下滑。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

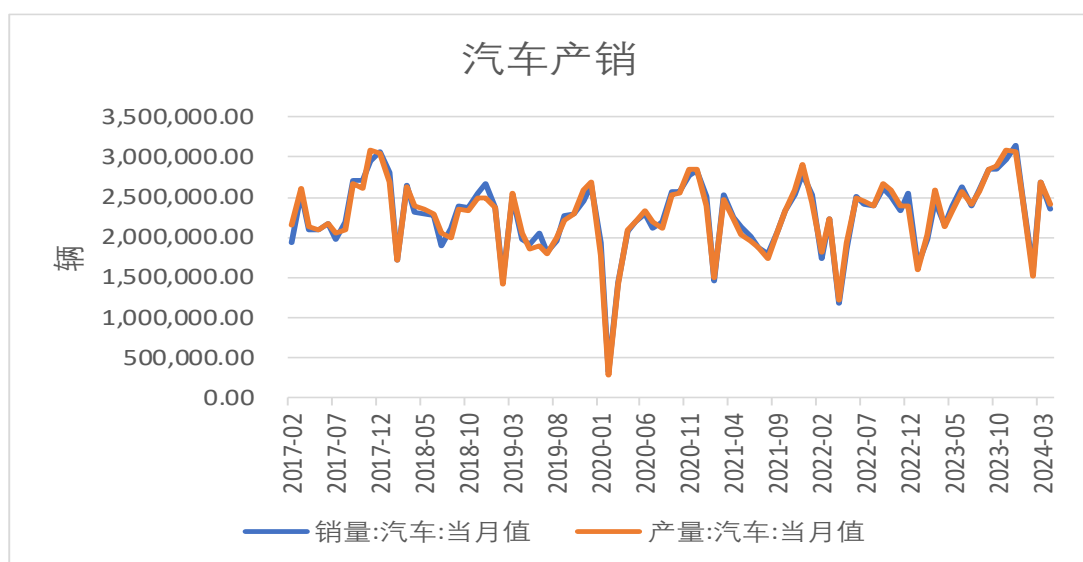


图表来源：WIND、瑞达期货研究院

## 五、终端需求状况

### 1、汽车产销同比增加

中汽协数据显示，2024年4月，中国汽车销售量为2358835辆，同比增加9.27%；中国汽车产量为2405658辆，同比增加12.81%。据中国汽车工业协会分析，4月，我国经济景气水平总体延续扩张，三大指数继续保持在扩张区间，制造业企业生产继续加快、市场需求继续恢复、企业对近期市场发展信心总体稳定。我国汽车产销环比下降，同比呈现较快增长，其中新能源汽车和汽车出口同比继续保持快速增长。

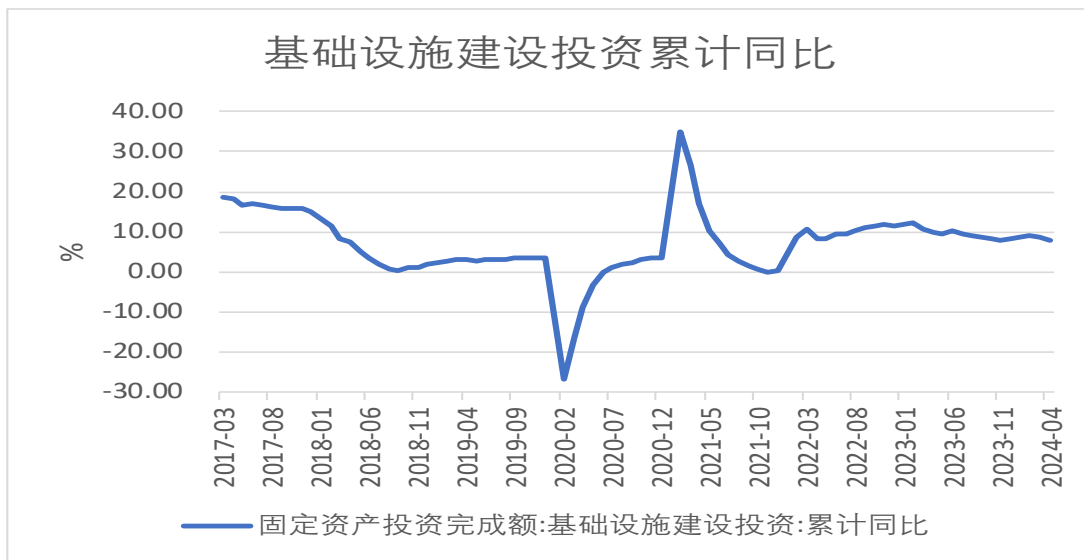


图表来源：中汽协、瑞达期货研究院

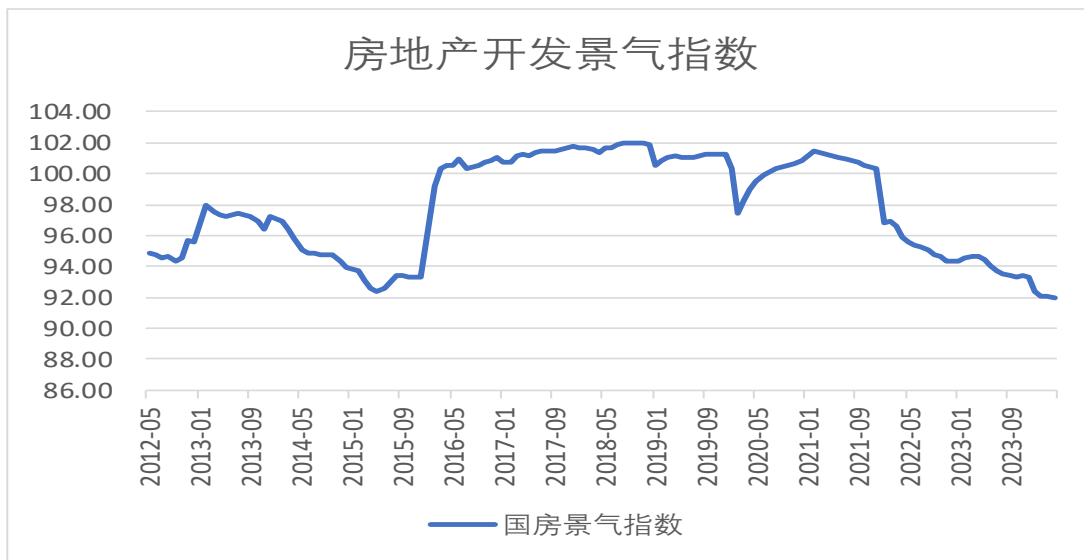
### 2、基建投资同比增加，房地产行业恢复缓慢

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%。据Mysteel显示，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，二季度债券投放或提速，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。

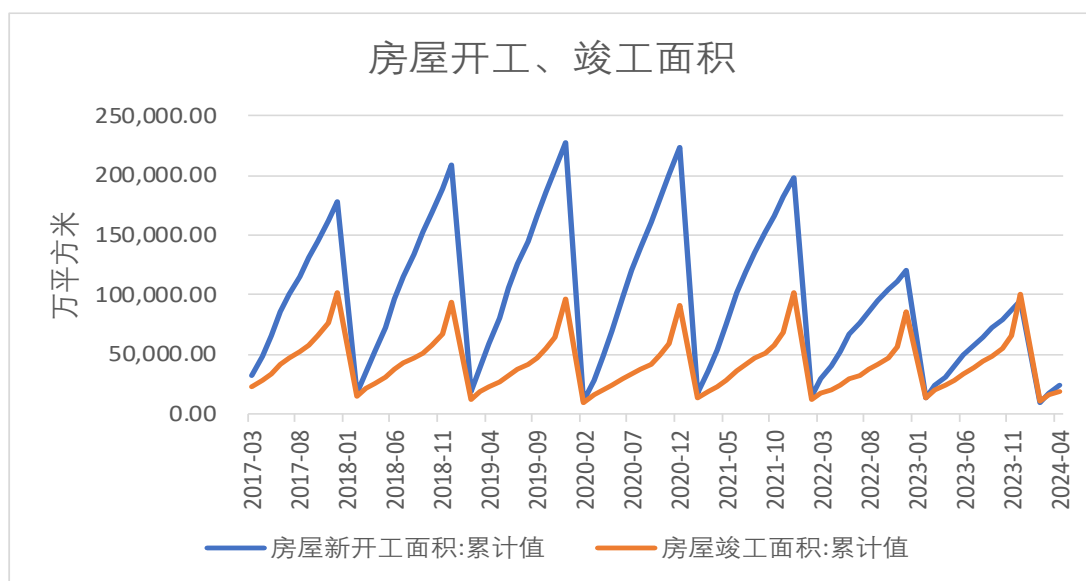


图表来源：WIND、瑞达期货研究院



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、小结与展望

6月,宏观面,美联储降息时点预期不断更改,但美联储官员发言均偏“鹰”;国内多省市落实楼市新政,房地产回暖预期增强。基本上,国内矿山有年底及年初停产,在3-6月份复产的季节性规律,加上矿山重启至正常水平需时间传导,在每年上半年国内矿供应都较为紧缺;海外方面,因品位降低产量减少的情况较多,虽部分海外锌矿计划复产,但短期内无明显产量释放,同时影响其国内锌精矿进口量下滑至近三年低位水平,海内外锌矿紧缺局面未改,加工费或持续走弱。不过在锌价和副产品价格高位运行的背景下,虽然目前的加工费已到历史地位,但冶炼厂基本能维持正常生产,不过冶炼厂原料问题仍将限制其产量,产量或仍有下降空间。需求方面,高锌价影响下游企业订单,压铸部分企业甚至因利润不佳停产,后续锌价若维持高位运行,锌下游企业开工或无明显改善,加上淡季影响,预计后续开工率仍将偏弱,锌锭库存后续或有继续累库的风险,警惕后续沪锌冲高回落的可能性。

### 第四部分、操作策略及风险提示:

中期(1-2个月)操作策略:区间低买高卖为主

◇ 对象:沪锌2408合约

◇ **参考入场点位区间：** 24000-27000 元/吨区间低买高卖为主。

◇ **止损设置：** 根据个人风格和风险报酬比进行设定，此处建议，沪锌 2408 合约止损各参考 500 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。