

成本支撑 VS 旺季结束，沪锌期价宽幅震荡

摘要

利多：中国 3 月制造业 PMI 指数均位于扩张区间，企业生产经营活动加快，我国经济景气水平回升。公布的美国制造业及服务业 PMI 数据超预期回落，美国经济预期或逐步走弱，而非美国国家经济在降息预期走强的影响下或得到一定提振，美元指数或相对承压。

利空：公布的非农就业数据大超预期，使得美联储 6 月降息预期从 65% 下降到 53%。公布的美国 3 月 CPI 数据涨幅超出预期，使得美联储首次降息的预期时间从 6 月份推迟到了 9 月份。美联储主席鲍威尔于公开演讲中表示，最近的通胀数据表明央行可能需要更长的时间才能获得降息所需的信心，整体发言基调偏鹰，市场或提高整体利率预期。

小结：4 月，沪锌期价呈现大幅上涨走势。宏观面，中国 3 月 PMI 指数超预期且均位于扩张区间，我国经济景气水平回升。基本上，锌矿紧缺的情况仍未缓解，锌精矿加工费弱势运行，冶炼厂利润倒挂，炼厂检修预期增多，加上有色板块均有走强，带动矿端同样有扰动的锌超预期大幅上涨。期价在月末略有所下滑，主因锌下游企业多数板块开工不及去年同期，今年“金三银四”同比往年，消费表现平淡，主要是黑色价格的持续低迷导致镀锌企业信心不足，整体消费表现并无太大亮点，使得旺季下国内库存持续累积，对锌价有所拖累。

展望：5 月，美联储降息时点不断后调，宏观有一定承压。基本面上看，精炼锌 4 月产量微降，不过进口锌锭有一定冲击，加上锌价大幅上涨，下游对高价锌接受有限，导致消费旺季下，库存拐点信号未见，从市场反馈来看，只有低锌价才能加速过剩出清，当下锌价使得下游采买清淡，加上消费旺季即将过去，步入淡季后，大幅上涨的库存会成为拖累锌价的重要影响因素，是以锌或有回调整理，不过一季度以来海外矿仍有限制，国内北方矿山尚未完全复产，国产矿 TC 低位，提供下方成本支撑，预计沪锌区间震荡为主。

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



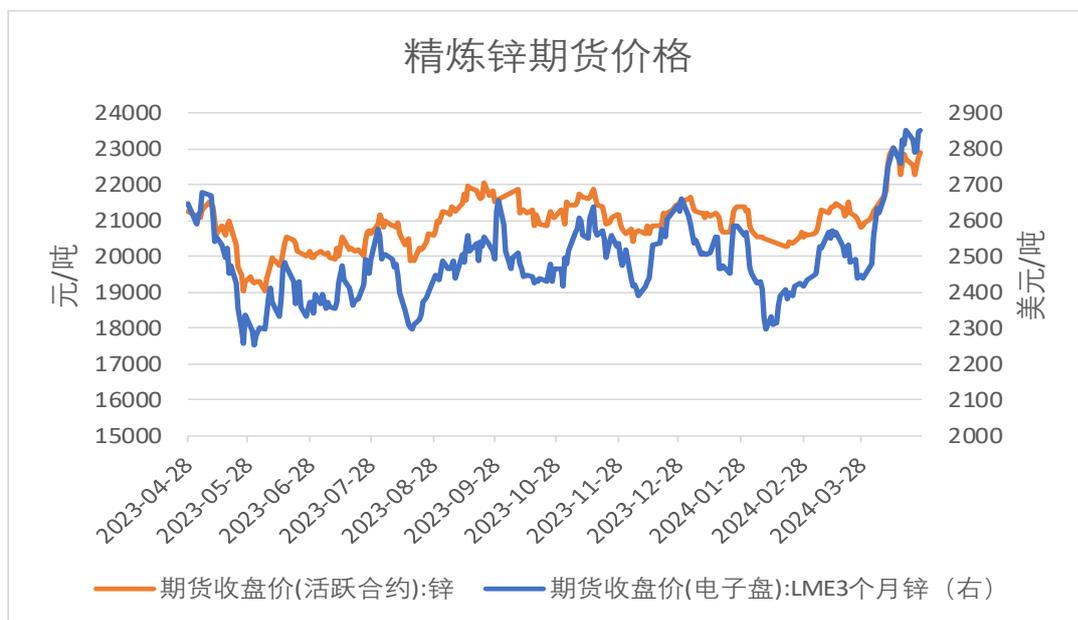
目录

| | |
|---------------------------|----|
| 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：全球锌市供应过剩..... | 5 |
| 2、LME 锌库存高位，国内社库累库..... | 6 |
| 三、锌市供应..... | 7 |
| 1、锌矿进口减少..... | 7 |
| 2、国内精炼锌产量减少，进口环比增加..... | 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 4 月 26 日，沪锌收盘价为 22910 元/吨，较 2024 年 3 月 27 日上涨 2115 元/吨，涨幅 10.17%；截至 2024 年 4 月 26 日，伦锌收盘价为 2853.5 美元/吨，较 2024 年 3 月 27 日上涨 406 美元/吨，涨幅 16.59%。4 月，沪锌期价呈现大幅上涨走势。宏观面，中国 3 月 PMI 指数超预期且均位于扩张区间，我国经济景气水平回升。基本上，锌矿紧缺的情况仍未缓解，锌精矿加工费弱势运行，冶炼厂利润倒挂，炼厂检修预期增多，加上有色板块均有走强，带动矿端同样有扰动的锌超预期大幅上涨。期价在月末略有所下滑，主因锌下游企业多数板块开工不及去年同期，今年“金三银四”同比往年，消费表现平淡，主要是黑色价格的持续低迷导致镀锌企业信心不足，整体消费表现并无太大亮点，使得旺季下国内库存持续累积，对锌价有所拖累。



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、北京时间 4 月 1 日公布的美国 3 月份制造业活动意外扩张，

为自 2022 年 9 月以来首次，因生产大幅反弹，需求走强，同时投入成本攀升。数据显示，美国 3 月 ISM 制造业 PMI 上升 2.5 至 50.3。该指数止住了连续 16 个月萎缩的势头，超出市场预期。美国的采购和供应链管理高管最近表达了乐观情绪。制造业数据走强或体现美国经济韧性尚存，整体或不利后继商品价格下降，通胀下行或将受阻。往后看，短期内美元指数在美国与非美国国家利差扩大的影响下或持续得到提振。

2、公布的非农就业数据大超预期，新增就业人数录得 2023 年 5 月以来新高，失业率随之回落，而薪资增速也出现小幅反升。非农就业数据强劲或反映市场需求仍有较大填补空间，短期内失业率在供需缺口显著缩小前或难以大幅提升。除非农就业数据外，近期多数美联储官员皆释放若通胀无法显著下降年内将不考虑降息的鹰派信号，在经济数据接连与美联储目标背离的情况下，年内降息预期逐步下降。往后看，短期内美元指数在利率预期抬升的影响下或持续得到支撑，非美国国家通胀水平走弱叠加经济增速放缓或使市场提高对非美央行降息的预期，利差走阔或使非美货币承压。

3、公布的美国 3 月 CPI 数据涨幅超出预期，其中整体通胀增速受能源价格上涨影响不降反升，而核心通胀在劳动力相关价格持续上涨且住房价格维持于高位的状态下停止下滑，数据公布后市场再次下调年内美联储降息预期，利率预期走强导致国债收益率上涨。往后看，短期内美元指数受美国利率预期走强且非美国国家降息预期提前的影响或持续得到一定支撑。超预期的通胀数据使得美联储 6 月降息预期大幅下降，首次降息的预期时间从 6 月份推迟到了 9 月份。

4、美联储主席鲍威尔于公开演讲中表示，最近的通胀数据表明央行可能需要更长的时间才能获得降息所需的信心。如果价格压力持续存在，只要有需要，美联储可以保持利率稳定。整体发言基调偏鹰，市场或提高整体利率预期。非美国国家方面，英国央行行长贝利暗示，因两个经济体的通胀动态正在分化，英国可能会先于美国降低利率。而欧洲央行行长拉加德表示，除非有重大意外，否则欧洲央行将很快降息。非美央行于年内早于美联储降息预期或持续加重，整体或使预期利差走阔。往后看，短期内在数据仍旧显示美国经济韧性尚存的情况下，美国利率预期水平或维持于高位，叠加美国与非美国国家利差预期走阔，美元指数或得到一定提振。

5、公布的美国制造业及服务业 PMI 数据超预期回落，或暗示整体经济活跃度有所放缓。而欧元区及英国制造业 PMI 虽持续回落但服务业 PMI 显著增长给

予整体经济一定支撑。往后看，短期内美国经济预期或逐步走弱，而非美国国家经济在降息预期走强的影响下或得到一定提振，美元指数或相对承压。

国内方面，1、中国3月制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别为50.8%、53.0%和52.7%，环比分别上升1.7、1.6、1.8个百分点，三大指数均位于扩张区间，企业生产经营活动加快，我国经济景气水平回升。

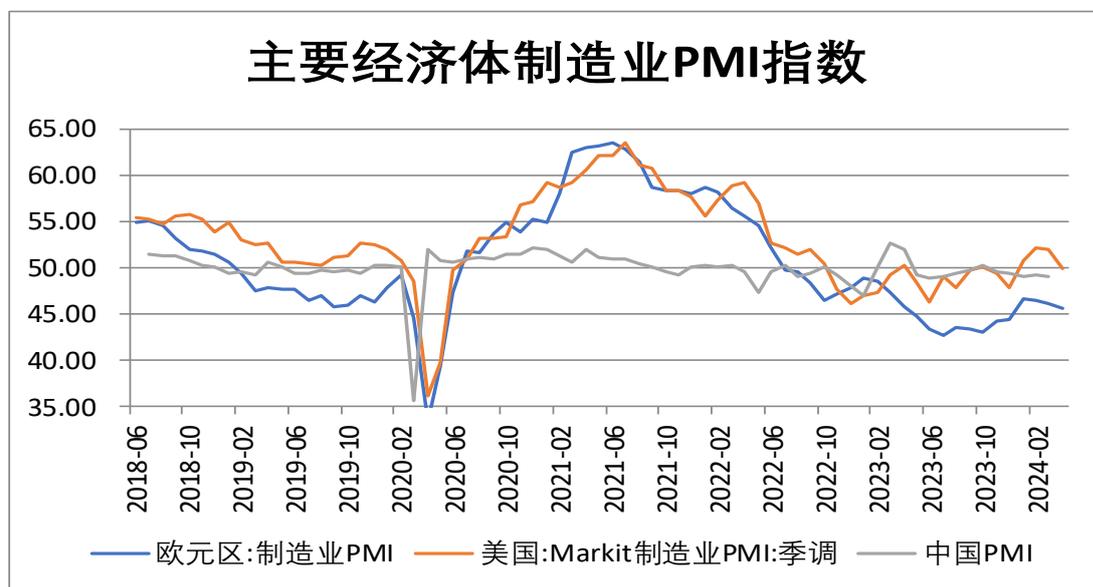
2、4月贷款市场报价利率（LPR）报价出炉，1年期LPR报3.45%，上月为3.45%；5年期以上LPR报3.95%，上月为3.95%，1年期和5年期利率均维持不变。多位行业人士对财联社记者分析称，LPR不变符合市场预期。4月MLF操作利率不变，意味着当月LPR报价基础保持稳定。LPR不变，也有助于银行保持息差基本稳定。展望后期，综合当前物价和经济走势，业内判断三季度MLF利率有下调可能，这或将带动两个期限品种的LPR报价跟进调整。

总结：

利多：中国3月制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数环比分别上升1.7、1.6、1.8个百分点，三大指数均位于扩张区间，企业生产经营活动加快，我国经济景气水平回升。央行在4月18日在国新办新闻发布会上最新发声称：未来货币政策还有空间，下一步将密切观察政策效果及经济恢复和目标实现情况，用好储备政策。国家发改委4月17日在国新办的新闻发布会上提及加快推动超长期特别国债等举措落地，加强预期引导、增强市场信心，还谈及了扩大消费、低空经济等内容。公布的美国制造业及服务业PMI数据超预期回落，或暗示整体经济活跃度有所放缓。而欧元区及英国制造业PMI虽持续回落但服务业PMI显著增长给予整体经济一定支撑。往后看，美国经济预期或逐步走弱，而非美国国家经济在降息预期走强的影响下或得到一定提振，美元指数或相对承压。

利空：美国3月份制造业活动意外扩张，为自2022年9月以来首次，超出市场预期，制造业数据走强或体现美国经济韧性尚存，整体或不利后继商品价格下降，通胀下行或将受阻。公布的非农就业数据大超预期，新增就业人数录得2023年5月以来新高，失业率随之回落，而薪资增速也出现小幅反升，使得美联储6月降息预期从65%下降到53%。公布的美国3月CPI数据涨幅超出预期，其中整体通胀增速受能源价格上涨影响不降反升，超预期的通胀数据使得美联储6月降息预期大幅下降，首次降息的预期时间从6月份推迟到了9月份。美

联储主席鲍威尔于公开演讲中表示，最近的通胀数据表明央行可能需要更长的时间才能获得降息所需的信心。如果价格压力持续存在，只要有需要，美联储可以保持利率稳定，整体发言基调偏鹰，市场或提高整体利率预期。



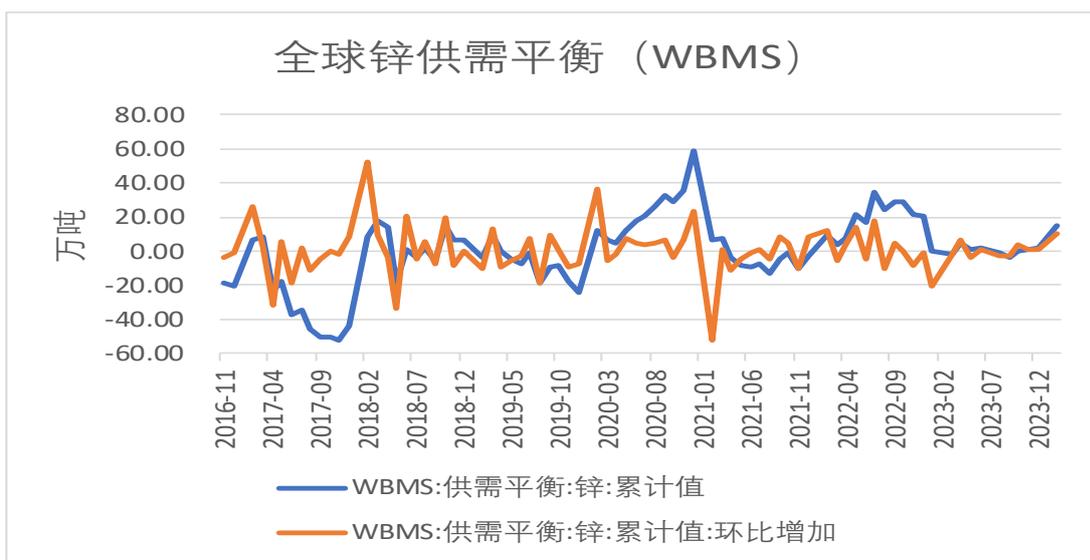
图表来源：WIND、瑞达期货研究院

二、锌市供需体现

1、WBMS：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2月，全球锌板产量为121.51万吨，消费量为110.9万吨，供应过剩10.62万吨。2024年1-2月，全球锌板产量为243万吨，消费量为228.34万吨，供应过剩14.67万吨。2024年2月，全球锌矿产量为92.66万吨。2024年1-2月，全球锌矿产量为193.71万吨。

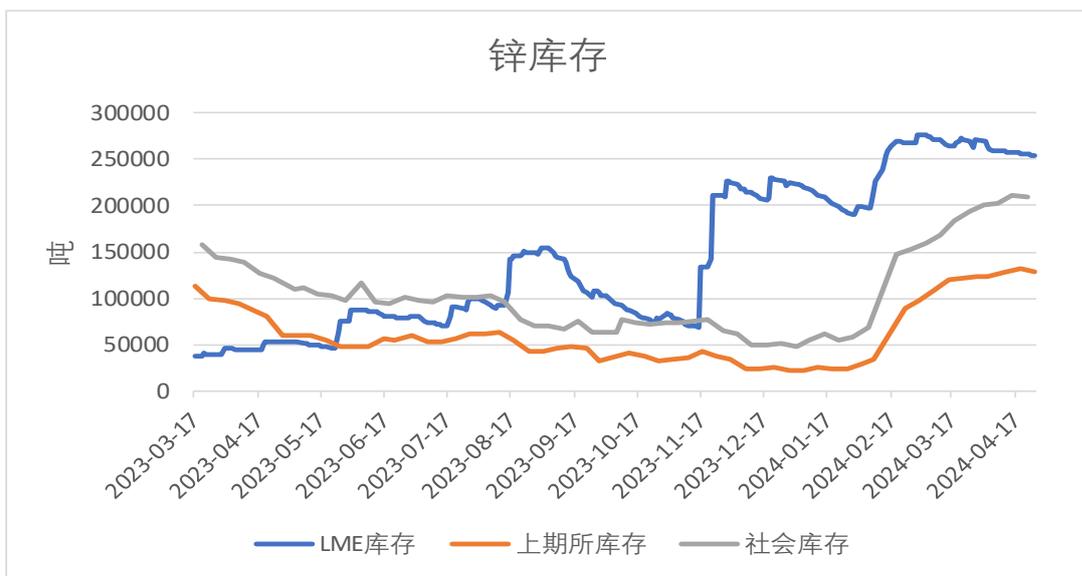
国际铅锌研究小组(ILZSG)公布的数据显示，2024年全球精炼锌供应过剩5.6万吨。全球精炼锌需求预计增长1.8%，至1,396万吨，锌矿产量预计增长0.7%，至1,242万吨。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2、LME 锌库存高位，国内社库累库

截至 2024 年 4 月 26 日，LME 精炼锌库存为 254450 吨，较 2024 年 4 月 2 日减少 16075 吨，降幅 5.94%；截至 2024 年 4 月 26 日，上期所精炼锌库存为 127792 吨，较上月增加 3946 吨，增幅 3.19%；截至 2024 年 4 月 22 日，国内精炼锌社会库存为 209000 吨，较 2024 年 3 月 4 日增加 49600 吨，增幅 31.12%。海外消费呈现疲软态势，LME 锌库存高位。国内方面，4 月初，库存录增，虽然临近清明节假期，下游备库积极提货，不过整体库存录增。随后清明假期期间，部分下游放假停产，加上国内停盘下游几无提货，在仓库正常到货下，整体库存录增。月中，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，下游采购谨慎，库存继续累增。月末，上海地区进口锌锭继续流入，天津地区锌价持续高位下游刚需提货，成交清淡库存继续录增；临近五一下游备库提货较多，库存累库趋势或有放缓，后市步入淡季，下游对于高价锌的接受度或更少，库存或难以大幅去库。

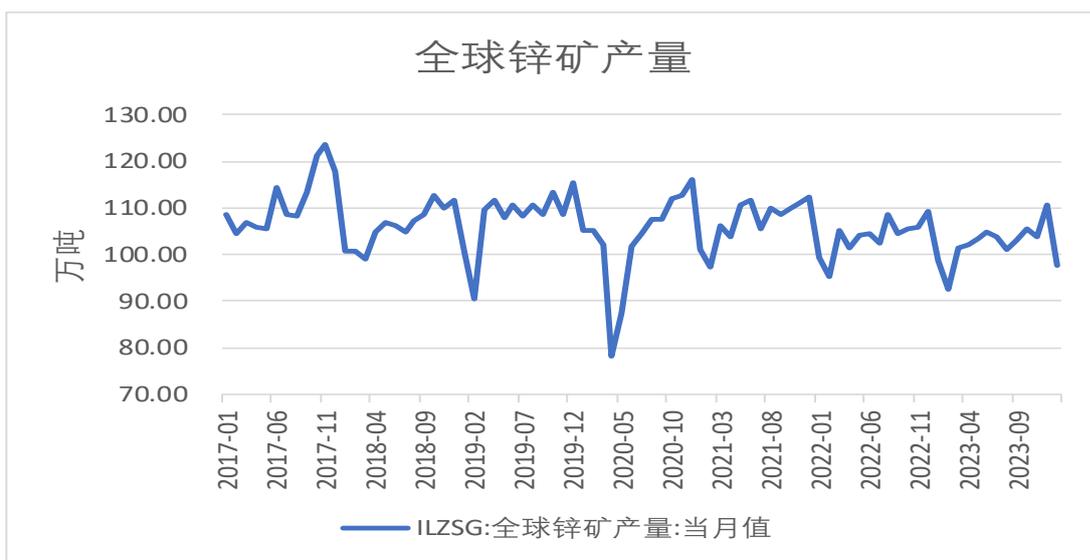


图表来源：WIND、瑞达期货研究院

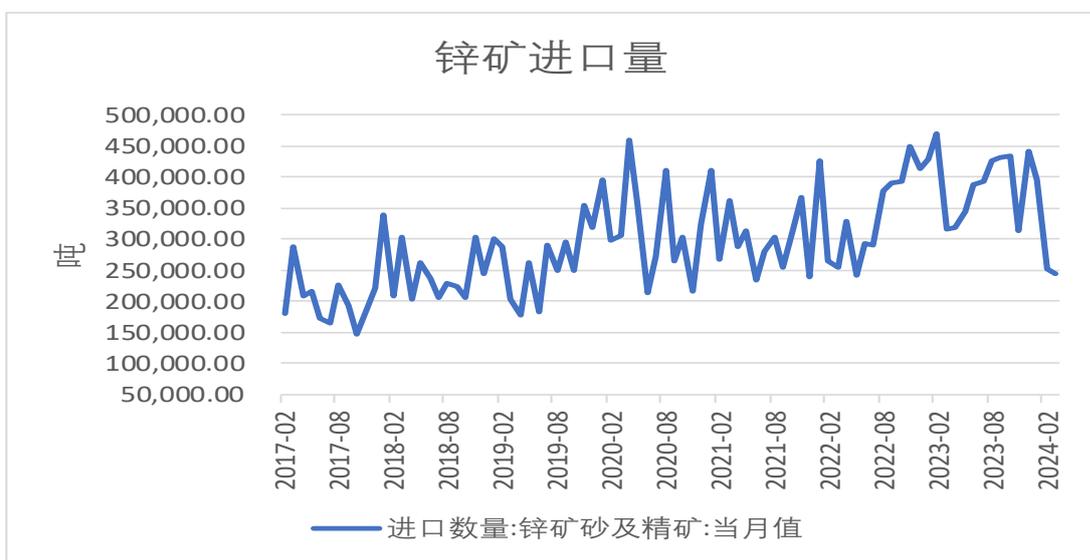
三、锌市供应

1、锌矿进口减少

ILZSG 数据显示,2024 年 1 月,全球锌矿产量为 97.78 万吨,环比下降 11.53%,同比下降 0.84%。国内进口锌精矿方面,海关总署数据显示,2024 年 3 月,当月进口锌矿砂及精矿 244296.86 吨,环比下降 2.8%,同比下降 22.99%。1-3 月累计锌精矿进口量为 89.13 万吨(实物吨),累计同比降低 27.12%。从进口来源国来看,2024 年 1-3 月伊朗、俄罗斯、南非为国内进口锌精矿前三的国家,其中,3 月国内自伊朗进口锌精矿 3.66 万实物吨,占比 14.99%;自俄罗斯进口锌精矿 3.15 万实物吨,占比 12.89%;自南非进口锌精矿 2.68 万实物吨,占比 10.98%。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,加上澳大利亚在一季度处于雨季,影响运输,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,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加上海外矿山减停产都影响进口矿进口,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。4 月内外比价继续降低,矿进口窗口仍关闭,叠加 4 月国内精炼锌产量或小幅降低,4 月锌精矿进口量或涨幅不大。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院



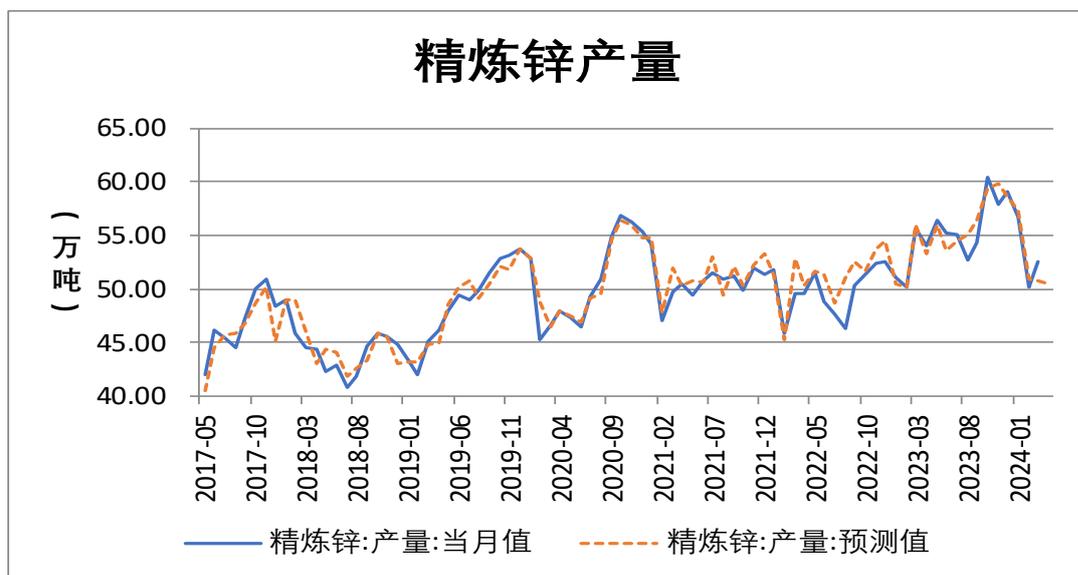
图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2、国内精炼锌产量减少，进口环比增加

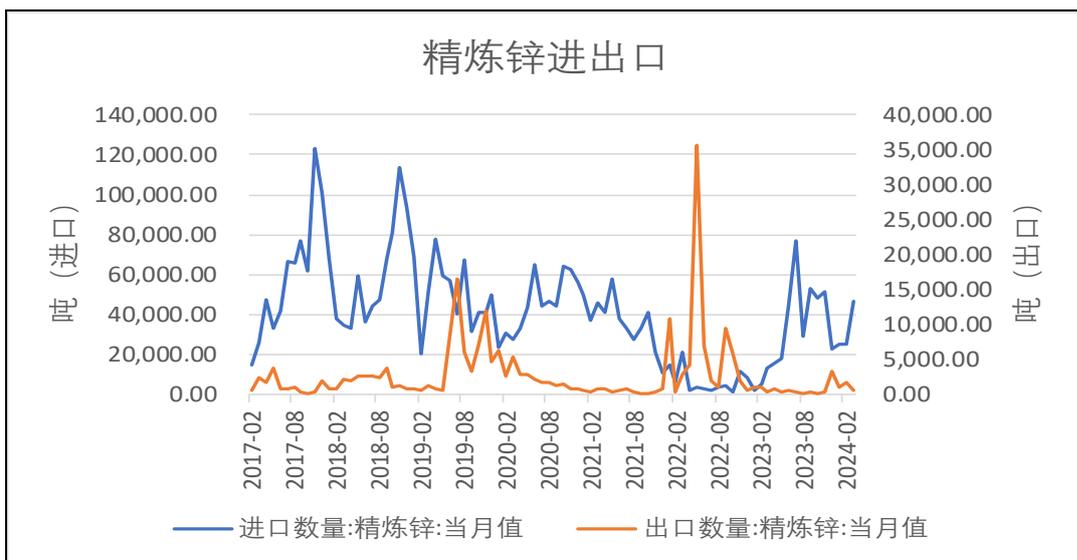
据 SMM：2024 年 3 月 SMM 中国精炼锌产量为 52.55 万吨，环比增加 2.3 万吨或环比增加 4.57%，同比下降 5.61%，1~3 月累计产量 159.5 万吨，累计同比增加 1.63%。其中 3 月国内锌合金产量为 9.43 万吨，环比下降 0.092 万吨。进入 3 月，国内冶炼厂产量有所恢复，主要是一方面 3 月较 2 月生产天数增加 2 天，另外有湖南、广西、四川等地的冶炼厂产量恢复，贡献一定增量；但内蒙古、青海、湖南、四川的冶炼厂亦有一定的检修减产情况，产量有一定程度的下降。预计 2024 年 4 月国内精炼锌产量环比下降 2.12 万吨至 50.43 万吨，同

比下降 6.61%，1-4 月累计产量 209.9 万吨。进入 4 月产量微降，主因甘肃、新疆地区冶炼厂常规检修，叠加河南、陕西、云南、内蒙等地部分冶炼厂因原料和利润不足检修减产带来一定减量。同时湖南、四川、陕西、安徽等地冶炼厂检修恢复产量增加，整体来看产量变化不大。

进出口方面，海关总署数据显示，2024 年 3 月，精炼锌进口量 46336.17 吨，同比增加 262.41%，环比增加 83.51%；精炼锌出口量 615.45 吨，同比增加 105%，环比减少 60.97%。3 月精炼锌净进口 4.57 万吨。1-3 月精炼锌累计进口 9.66 万吨，累计同比增加 399.56%。从进口来源国看，其中 3 月国内从哈萨克斯坦进口精炼锌排名第一，国内自该国进口锌锭为 1.66 万吨；国内从澳大利亚进口精炼锌排名第二，国内自该国进口锌锭为 1.55 万吨；国内从伊朗进口精炼锌排名第三，国内自该国进口锌锭为 0.32 万吨。进入 3 月，前期索价锌锭继续流入，哈萨克斯坦的长单进口量维持，且比价的上行，进口窗口开启，3 月进口量环比增幅明显。4 月外强内弱，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，预计精炼锌进口量小幅下降。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

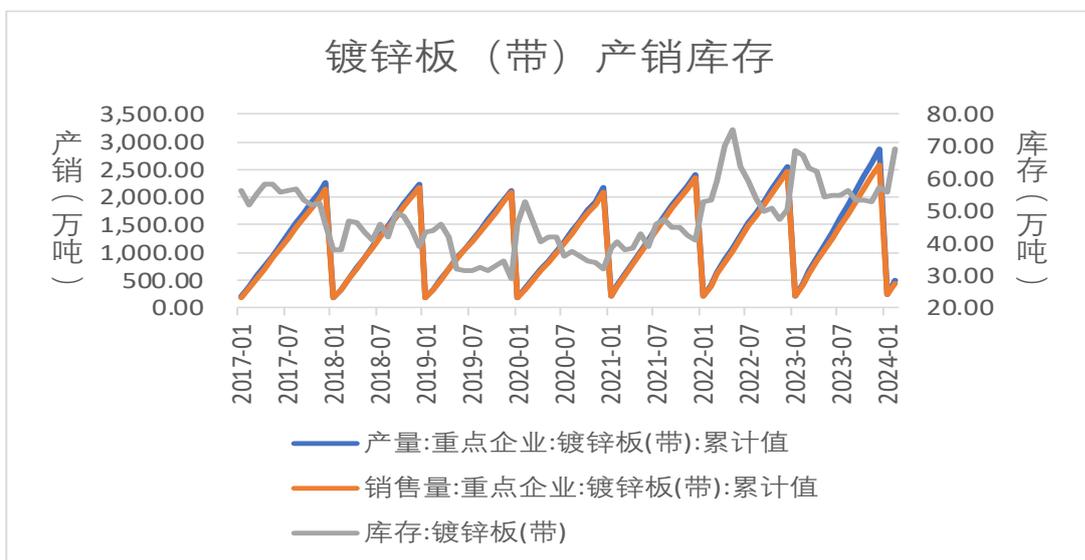
四、下游需求状况

1、镀锌板出口同比增加

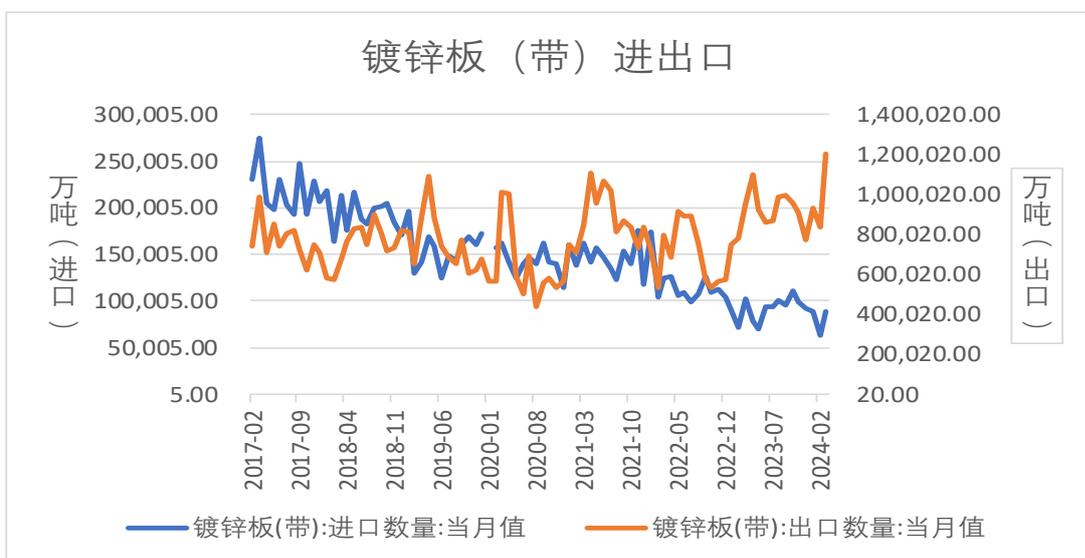
锌的终端基建占比较大，镀锌应用较广，2023年1-2月国内主要企业镀锌板(带)产量为483.05万吨，同比增加10.68%；销售量为433.68万吨，同比增加9.25%；库存为69.38万吨，同比增加3.4%。4月初，镀锌部分企业因清明放假有停产、减产情况；压铸锌合金同样受到清明假期影响，多数企业选择放假，再加上临放假订单表现较差，加上锌期价格震荡上行，终端采买谨慎，开工率下跌；镀锌和压铸开工率下跌，氧化锌企业在不放假的情况下生产正常几乎无变化，后随着假期结束，下游各生产板块开工率恢复。月中，随着沪锌期价的连续破位大幅拉涨，锌产业链下游消费板块原料采买积极性受到较大打击，不过黑色价格反弹，下游贸易商采买意愿高，下游企业增加开工进行补库，镀锌开工震荡；压铸锌合金、氧化锌板块开工率同样受到盘面价格大幅攀升影响终端订单量下降，生产利润下降，影响开工水平，开工率小幅下降。月末，近五一假期前，下游备库需求增加，锌下游开工小幅好转，进入五一假期，锌下游企业放假0-5天不等，预计锌下游企业开工环比下滑。

海关总署数据显示，2024年3月，镀锌板(带)进口量88462.6万吨，同比减少13.25%；镀锌板(带)出口量1200397.5万吨，同比增加25.41%。2024年1-3月累计镀锌板出口量为296.4万吨，累计同比2023年的249.08万吨增

加 19%。整体看，3 月出口量达到近四年高位，较 2 月环比大幅增长。从出口细分国来看，3 月韩国进口中国镀锌板排名第一，占出口总量的 13.09%；3 月菲律宾进口中国镀锌板出口总量占比为 9.63%，位居第二位；3 月泰国进口中国镀锌板出口总量占比为 9.15%，位居第三位。3 月，镀锌板出口表现较好，人民币相对贬值下，价格优势下有利于镀锌板出口，加上 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。4 月，国内黑色价格稳步回升，国内出口价格优势有所减弱，加上 3 月出口旺季结束，预计 4 月镀锌板出口较难有显著提升。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

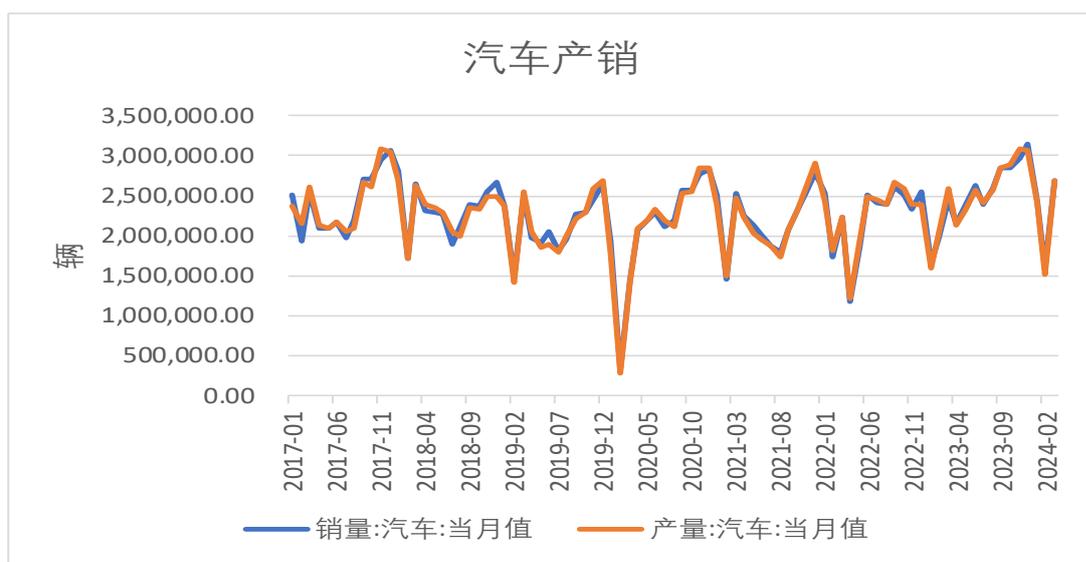


图表来源：WIND、瑞达期货研究院

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3月，中国汽车销售量为2694461辆，同比增加9.93%；中国汽车产量为2687088辆，同比增加3.99%。据中国汽车工业协会统计分析，2024年3月，乘用车销量在新车大量上市、车展等活动陆续开展、降价促销以及季末冲刺等多重因素叠加促进下，环比同比均实现较快增长。上海等地区开展以旧换新的鼓励政策，对引导消费有很好的促进作用。以旧换新政策是复杂的工作，推出实施仍需一定周期，近两月车市仍需关注地区性以旧换新等鼓励政策带来的增量。3月有不少地方促销费政策到期，拉动当地车市尤其是地产车销量增长。

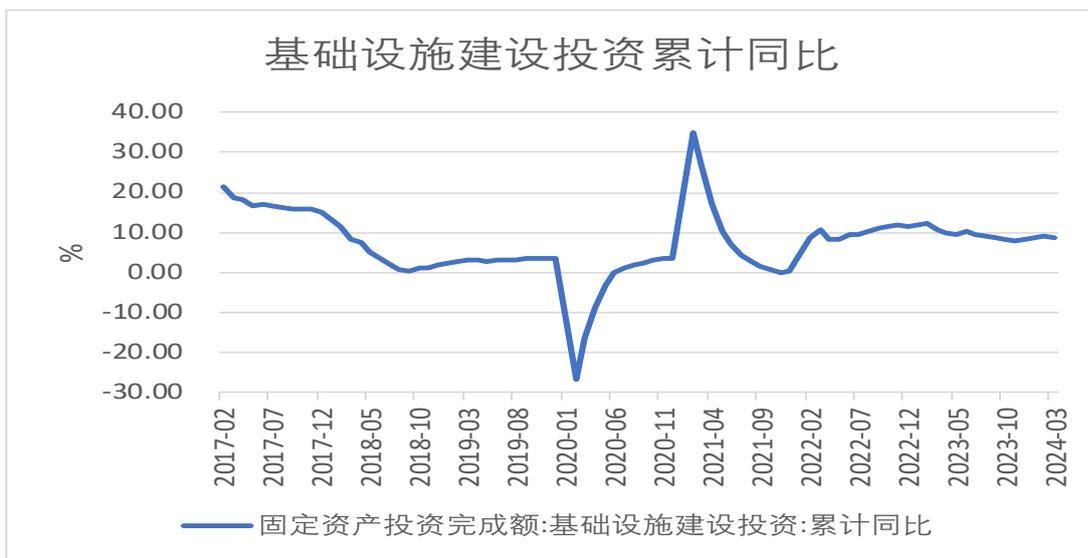


图表来源：中汽协、瑞达期货研究院

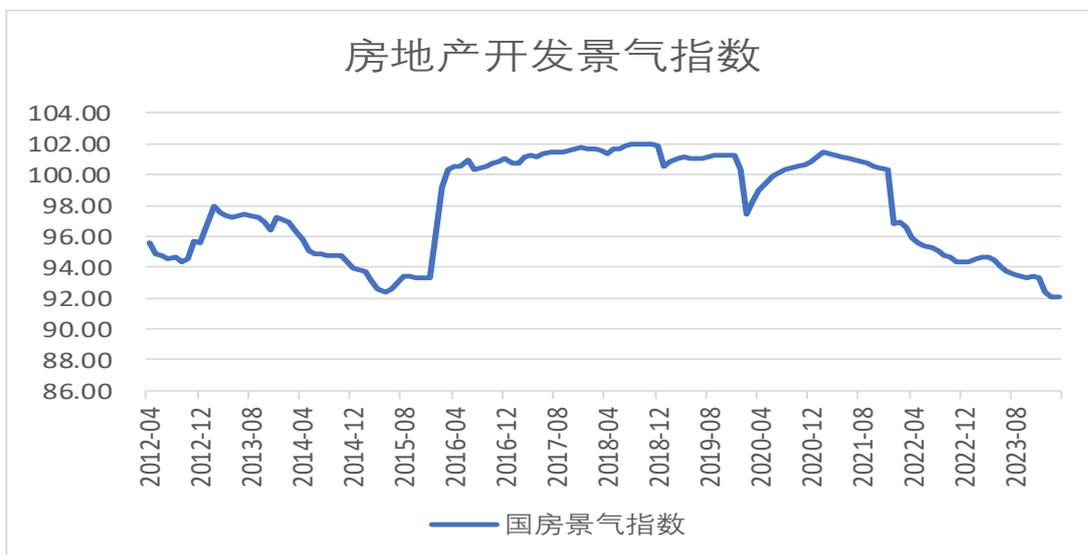
2、基建投资同比增加，房地产行业恢复缓慢

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1-3月，基础设施投资同比增加8.754397%。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，1-3月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

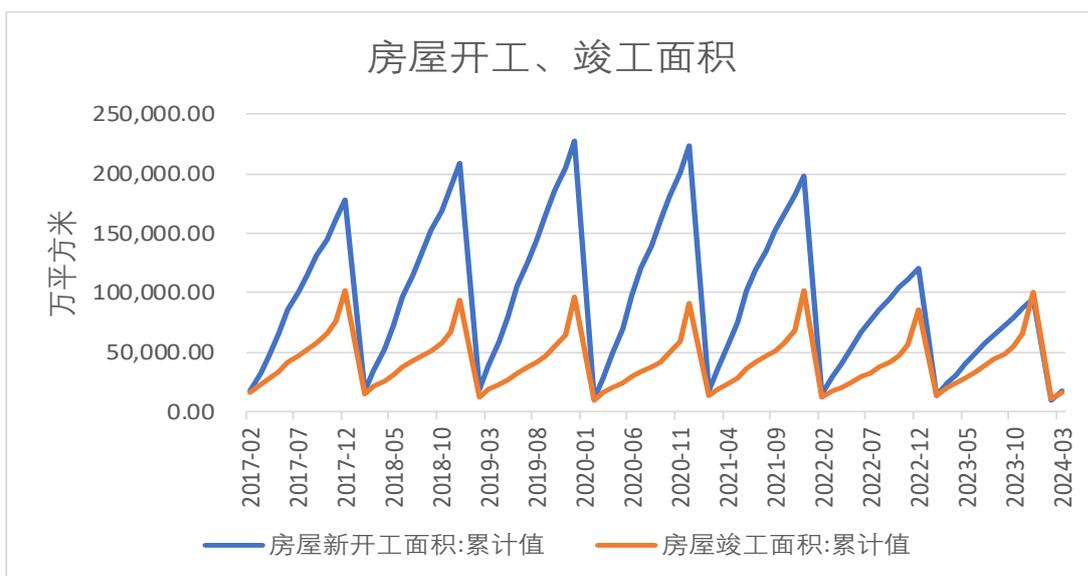
券投放或提速，或从资金层面对基建投资形成支撑，同时近期工业、建筑等领域设备更新方案陆续出台，预计交通、建筑、市政、建材、钢铁等领域的设备更新需求也有望加速释放，需求增加有望助力基建投资持续增长。2024年3月，房地产开发景气指数为92.07，较上月减少0.05，较去年同期减少2.56。2023年1-3月，房屋新开工面积为17282.82万平方米，同比减少28.35%；房屋竣工面积为15258.65万平方米，同比减少3.73%。由于建筑施工恢复慢于近几年同期水平，同时，需求不足，3月全国新房市场住宅销售表现偏弱。目前房地产市场仍处于调整之中，稳定发展的政策措施效果还需要一段时间显现。今年以来，各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

5月，美联储降息时点不断后调，宏观有一定承压。基本面上看，精炼锌4月产量微降，除了部分地区冶炼厂常规检修，还有部分冶炼厂因原料和利润不足检修减产带来一定减量，不过也有部分冶炼厂检修恢复产量增加，整体来看产量变化不大。不过进口锌锭有一定冲击，加上锌价在有色板块拉动下超预期大幅上涨，下游对高价锌接受有限，成交持续低迷，导致消费旺季下，库存拐点信号未见，当下国内库存仍然呈现大幅上涨态势，从市场反馈来看，只有低锌价才能加速过剩出清，当下锌价使得下游采买清淡，成交较差，加上消费旺季即将过去，步入淡季后，大幅上涨的库存会成为拖累锌价的重要影响因素，是以锌价或有回调整理，不过一季度以来海外矿仍有限制，国内北方矿山尚未完全复产，国产矿TC低位，提供下方成本支撑，预计沪锌区间震荡为主。

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2407合约

✧ **参考入场点位区间：**21700-24000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 2407 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。