



金融投资专业理财

## 宏观利好 VS 旺季结束，沪锌期价宽幅震荡

### 摘要

**利多：**美联储官员及鲍威尔发表鸽派言论，加上美联储发布的 9 月会议纪要显示出谨慎态度，风险资产偏好回暖；中国 9 月官方制造业 PMI 高于预期及前值，我国经济景气水平有所回升；国内将增发 1 万亿元国债重大利好提振有色金属。

**利空：**欧洲主要经济体 PMI 数据仍较弱；美国 9 月非农就业人数大超预期，远高于前值，同样通胀数据的上升及美国强劲的零售数据，或促使美联储在年底前再次加息；旺季下游消费不及预期，旺季过后，消费上升空间有限。

**小结：**10 月，沪锌期价走势呈现先抑后扬走势。月初美国强劲的美国劳动力数据加上通胀回升后市加息预期上升，有色金属承压；基本上，锌矿充足加上利润驱动下，锌炼厂方面产量仍是高位运行，而且进口锌锭仍有冲击，供应呈现上涨趋势不变。需求端，虽进入传统需求旺季，但地产开工低迷，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，锌价下行；月末，国内将增发 1 万亿元国债的重大利好提振有色金属，沪锌反弹。

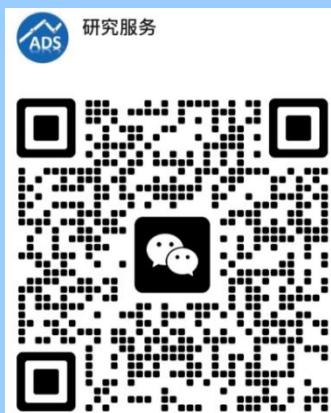
**展望：**11 月，宏观面上，美国非农就业数据及通胀数据的上升或进一步加强市场对利率维持更高更久的预期，海外宏观压制锌价。基本面，海外锌矿有供给收紧预期，国内冶炼厂开始为冬储备货，锌精矿供应增量有限，四季度的国内精炼锌产量或受到限制，而海外锌货源转售国内预期较强，精炼锌供应仍偏宽松；今年“金九银十”消费旺季整体镀锌表现不及预期，旺季结束后，需求空间或受限，特别是房地产疲软将持续拖累消费，而政策刺激力度存疑。库存方面，全球显性库存低位趋势短期内或将持续，在国内新增产能的释放及消费旺季结束，锌锭社会库存或将出现累库，但短期内绝对低位库存将制约锌价下行空间。

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、沪锌市场行情回顾.....	2
第二部分：锌产业链回顾.....	3
一、宏观基本面消息.....	3
二、锌市供需体现.....	5
1、全球锌市本年供应为过剩.....	5
2、LME 锌库存持续减少，国内社库累库.....	6
三、锌市供应.....	7
1、锌矿进口小幅增加.....	7
2、国内精炼锌产量同比增加，为净进口.....	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.....	11
1、汽车产销同比增加.....	11
2、基建需求快速落地，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.....	14

## 第一部分：锌市场行情回顾

### 一、沪锌市场行情回顾

10月，沪锌期价走势呈现先抑后扬走势。截至2023年10月27日，沪锌收盘价为21080元/吨，较2023年9月21日下跌590元/吨，跌幅2.72%；截至2023年10月27日，伦锌收盘价为2466美元/吨，较2023年9月29日下跌191美元/吨，跌幅7.19%。月初美国劳工部公布的9月非农就业人口数据大超预期及前值，失业率略高预期，强劲的美国劳动力市场让市场预期美联储将维持高利率，在通胀高企的情况下进一步加息预期上升，有色金属承压；基本上，锌矿后续进口量仍延续高位，在原料充足加上利润驱动下，锌炼厂方面产量仍是高位运行，加上随着部分炼厂检修完毕，也将贡献部分增量，而且海外锌库存持续下降，国内进口窗口打开，内强外弱格局下，库存或将向国内转移，进口锌锭仍有冲击，供应呈现上涨趋势不变。需求端，虽进入传统需求旺季，但地产开工低迷，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，锌价下行；月末，国内将增发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，沪锌反弹。



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、据中国物流与采购联合会发布，2023年9月份全球制造业PMI为48.7%，较上月上升0.4个百分点，连续3个月环比上升。全球制造业PMI连续小幅上升，指数水平仍在50%以下，显示三季度以来全球经济呈现持续弱修复态势，恢复力度仍有待提升。9月份，中国和美国制造业的持续回升是推动全球制造业继续修复的主要动力。中国和美国的新出口订单指数虽仍在较低水平，但均呈现连续2个月环比上升走势，显示两个主要经济体出口需求下行压力有缓解迹象，一定程度反映全球经济修复态势继续边际改善。鉴于全球经济的持续修复，经合组织将2023年全球经济增长预期由之前的2.7%上调至3%。三季度经济的持续修复并未改变全球经济低速增长的整体格局。除了持续面临需求收缩压力和通胀压力外，贸易壁垒的不确定冲击是阻碍全球经济恢复的主要外部影响之一。

2、美国9月ADP就业人数仅新增8.9万个就业岗位，远低于市场先前预估的15.3万个。8月时这一数字为18万个，意味着数据已经环比腰斩。纵向来看，9月份增加的8.9万个就业岗位是2021年1月以来的最低月度增幅，并且在这33个月中，有且只有本次的数据低于10万个。ADP的数据还显示，工资的同比增速放缓至5.9%，连续第12个月下降。

3、据美国劳工部统计，9月份美国就业增长33.6万，远超经济学家预测的17万，远高于8月的18.7万。失业率为3.8%，高于预期的3.7%。工资增幅低于预期，本月平均时薪同比增长0.2%，同比增长4.2%，而市场分别预期为0.3%和4.3%。这一最新数据无疑显示出美国劳动力市场的强劲，超30万人非农新增就业人数可谓是出乎所有华尔街机构的预料。此前，大型金融机构中，花旗给出了最高的非农预期，但也仅为新增24万人。根据芝加哥商品交易所(CME)的FedWatch工具，非农数据公布后，美国利率期货走势显示，市场预计美联储年底前加息可能性为42%，高于周四的约33%。美联储互换市场完全定价美联储降息时间从明年7月推迟到9月。

4、美联储公布的9月19日-20日联邦公开市场委员会(FOMC)会议纪要。9月会议中提到的“最后一加”，可能已经被近期国债市场异动代替了，在9

月会议纪要中，对于是否需要继续加息的问题，大多数与会者认为在未来的会议上再加一次息是妥当的，同时也有部分成员认为后面不需要再加息了；FOMC 委员们一致认为，眼下应当谨慎行事，关注加息过多和加息不足之间的平衡；但要抑制通胀，美国经济仍需要经历一段低于长期趋势的时期。

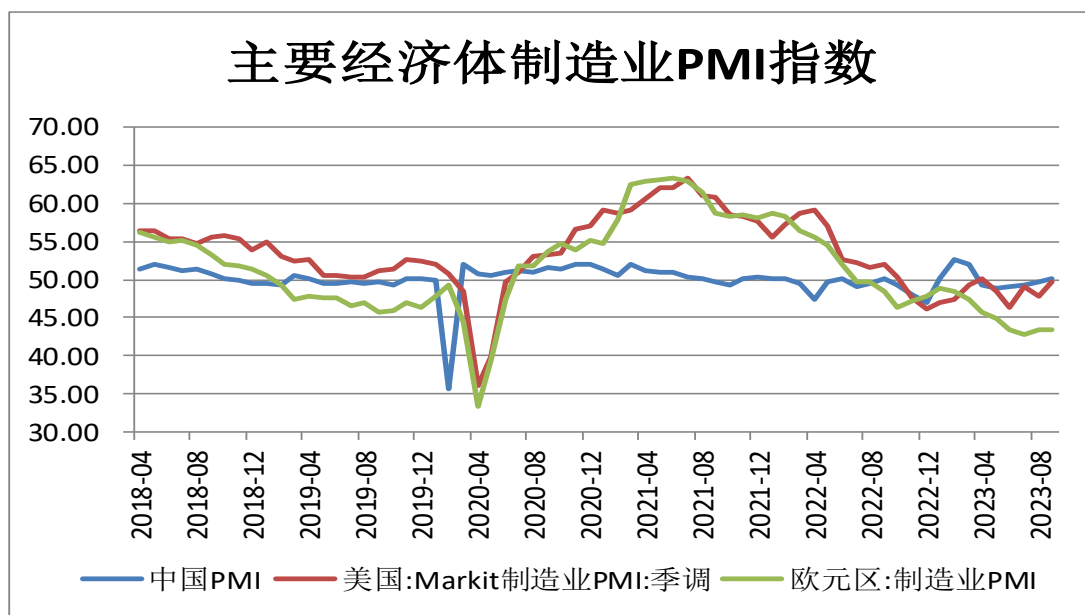
5、美国 9 月末季调 CPI 同比上升 3.7%，预期 3.6%，前值 3.7%；季调后 CPI 环比升 0.4%，预期 0.3%，前值 0.6%。核心 CPI 同比上升 4.1%，符合预期，前值 4.3%；环比升 0.3%，与预期及前值一致。美国 CPI 数据在能源价格带动下再超预期，市场对美联储维持紧缩货币政策的预期增强。往后看，近期通胀数据的上升或进一步加强市场对利率维持更高更久的预期，美元指数则在利率预期刺激下或再次得到提振。根据芝加哥商品交易所（CME）的 FedWatch 工具，通胀数据公布后，美国利率期货继续反映市场预计美联储将在下个月维持利率稳定。“美联储观察工具”对今年不再加息的预测概率稍稍降低至 65%。

国内方面，1、9 月，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.2%，比上月上升 0.5 个百分点，重返扩张区间。国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河进行了解读：9 月份，随着政策效应不断累积，经济运行中积极因素不断增多，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 50.2%、51.7%和 52.0%，比上月上升 0.5、0.7 和 0.7 个百分点，三大指数均位于扩张区间，我国经济景气水平有所回升。

2、十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议，明确中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元。本次增发叠加计划内发行额度将超过年内 8000 亿国债结存。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，整体提升我国抵御自然灾害的能力。24 日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议，明确了上述安排。此次增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，今年拟安排使用 5000 亿元，结转明年使用 5000 亿元。据财政部介绍，资金将重点用于八大方面：灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程、其他重点防洪工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动、重点自然灾害综合防治体系建设工程、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设。财政部表示，下一步将及时启动国债发行工作，

确保如期完成国债发行任务；做好预算下达工作，推动加快形成实物工作量；加强国债资金监管，确保资金按规定用途使用。

3、中国 9 月社会融资规模增量 4.12 万亿元，前值为 31237 亿元。前三季度社会融资规模增量累计为 29.33 万亿元，比上年同期多 1.41 万亿元。中国 9 月新增人民币贷款 2.31 万亿元，前值为 13580 亿元。前三季度人民币贷款增加 19.75 万亿元，同比多增 1.58 万亿元。中国 9 月货币供应量 M2 同比增长 10.3%，前值为 10.6%。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

## 二、锌市供需体现

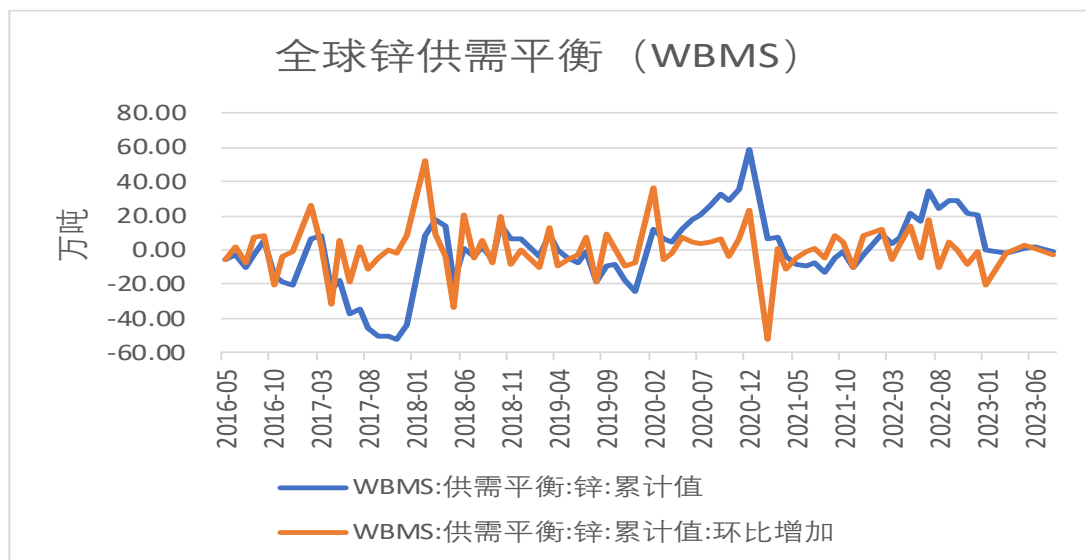
### 1、全球锌市本年供应为过剩

世界金属统计局 (WBMS) 公布的最新数据报告显示：2023 年 8 月，全球锌板产量为 111.42 万吨，消费量为 112.35 万吨，供应短缺 0.94 万吨。7 月时，全球锌板产量为 111.13 万吨，消费量为 119.07 万吨，供应短缺 7.94 万吨。2023 年 1-8 月，全球锌板产量为 919.59 万吨，消费量为 913.91 万吨，供应过剩 5.69 万吨。2023 年 8 月，全球锌矿产量为 101.14 万吨。2023 年 1-8 月，全球锌矿产量为 847.23 万吨。8 月全球锌板短缺程度较 7 月减少，2023 年整年供应仍为过剩，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，产量延续高位运行，而需求端在经济下行的情况下表现较弱，2023



年全球锌市供应过剩维持。

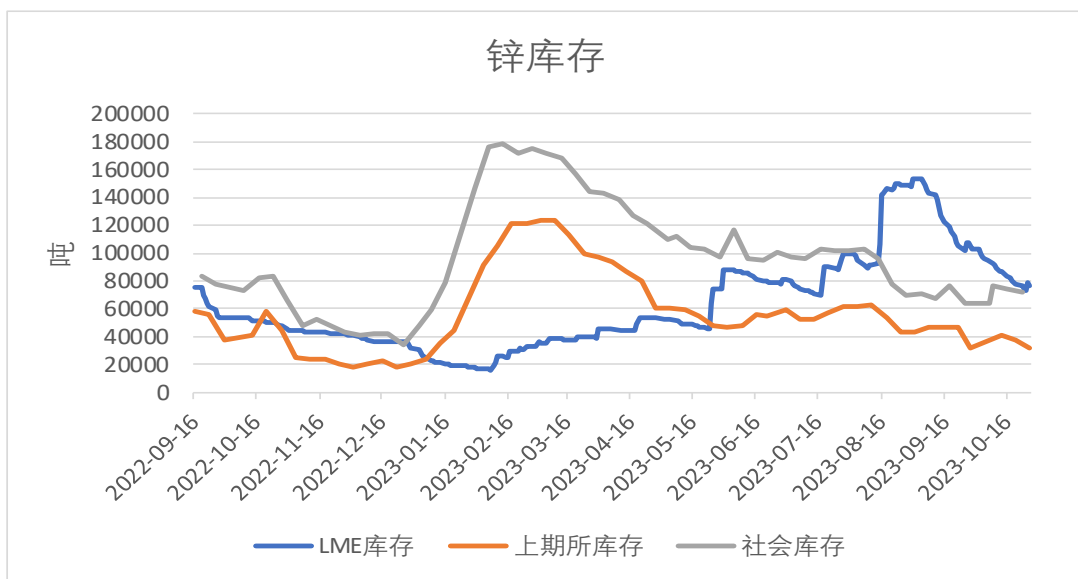
国际铅锌研究小组（ILZSG）公布的数据显示，7月全球铅市供应过剩缩窄至2.33万吨，6月为过剩6.35万吨。今年前7个月，全球铅市供应短缺1.4万吨，上年同期为短缺15.3万吨。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

## 2、LME 锌库存持续减少，国内社库累库

截至2023年10月27日，LME精炼锌库存为76525吨，较2023年10月3日减少22575吨，降幅22.78%；截至2023年10月27日，上期所精炼锌库存为31876吨，较上月减少253吨，降幅0.79%；截至2023年10月23日，国内精炼锌社会库存为71400吨，较2023年9月4日增加700吨，增幅0.99%。海外库存持续超预期去库，LME 锌锭库存万吨数重已到个位数量级，不过海外锌锭库存或多数流入国内的预期持续。国内方面，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。月中，部分地区入库减少，加上锌价走低，下游企业逢低采买，出货量增加带动库存明显下降，不过天津地区冶炼厂前期检修结束恢复生产，到货增量明显，而节后北方镀锌表现一般，降低整体采购积极性，库存增加明显，增减并存下，锌库存小幅增加；临近月末，进口锌锭流入国内补充部分市场，加上部分地区下游企业环保限产，导致消费小幅走弱，总的库存有所增加。整体库存低位，但四季度消费旺季结束，低库存状态将会得到小幅缓解。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

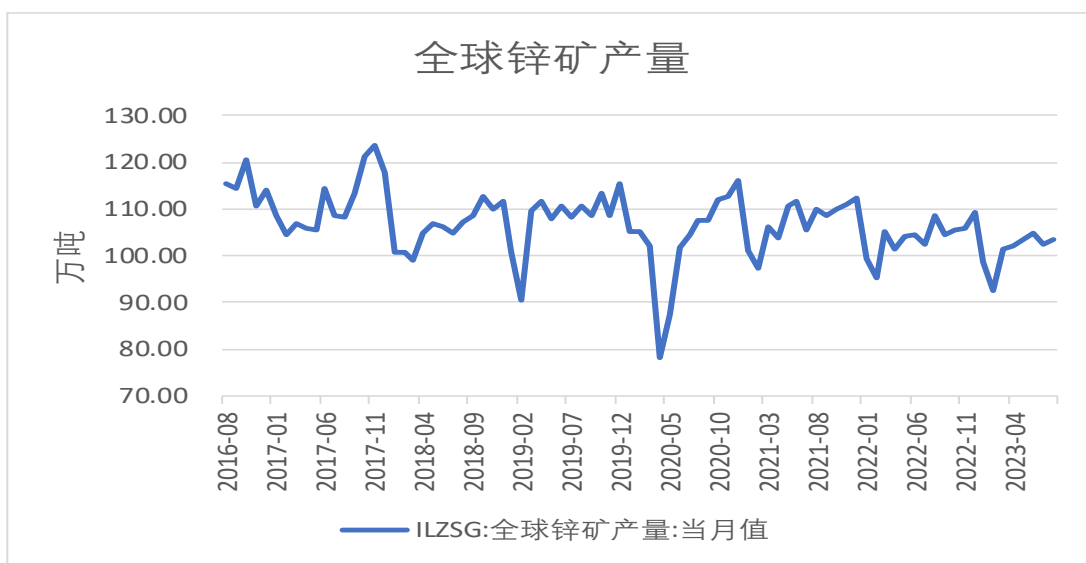
### 三、锌市供应

#### 1、锌矿进口小幅增加

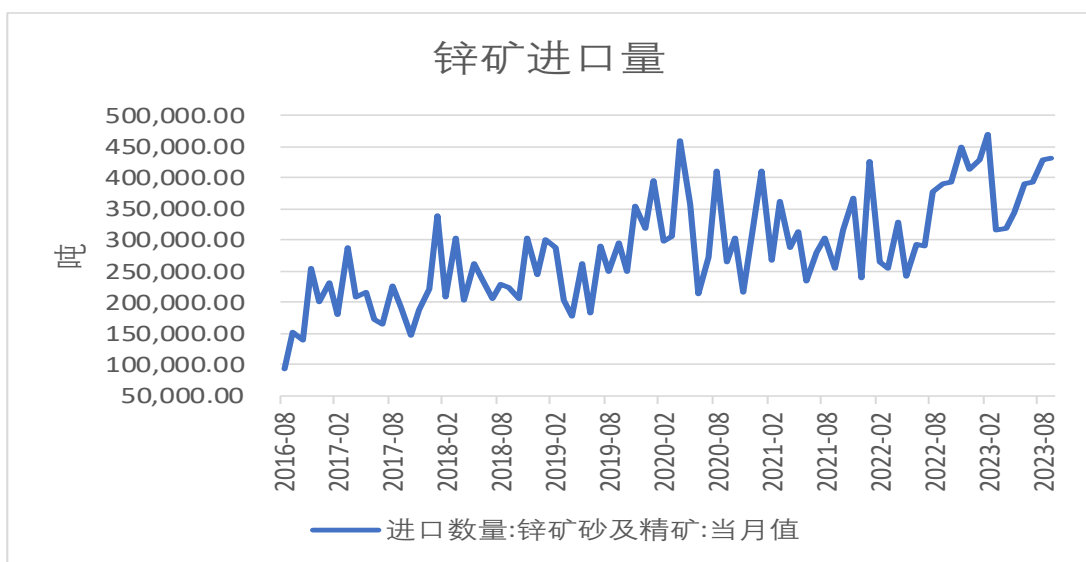
ILZSG 数据显示, 2023 年 8 月, 全球锌矿产量为 103.58 万吨, 环比增长 1.22%, 同比下降 4.51%。国内外锌矿开工在减产因素影响减弱而好转, 全球锌精矿供应有所增加。国内进口锌精矿方面, 海关总署数据显示, 2023 年 9 月, 当月进口锌矿砂及精矿 432028.75 吨, 环比增加 0.93%, 同比增加 10.7%。

2023 年 1-9 月锌精矿累计进口量为 353.2 万吨, 累计同比增加 22.78%。从进口来源国来看, 澳大利亚、秘鲁、南非为国内进口锌精矿前三的国家, 其中, 国内自澳大利亚进口锌精矿 12.54 万实物吨, 占总进口量 29.03%; 国内自秘鲁进口锌精矿 8.23 万实物吨, 占总进口量 19.05%; 国内自南非进口锌精矿 4.71 万实物吨, 占总进口量 10.91%。8 月时此前签订的单子陆续到货, 带动锌精矿进口增加, 9 月锌精矿延续 8 月进口增势, 但增幅较小, 沪伦比值走高, 进口窗口开启, 加上国内矿端冬储, 而北方地区的锌精矿即将进入季节性淡季, 且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。10 月, 年内长单接近尾声, 进口加工费下行, 虽进口窗口延续打开, 但进口矿优势不突出, 进口量或小幅下行。





图表来源：WIND、瑞达期货研究院



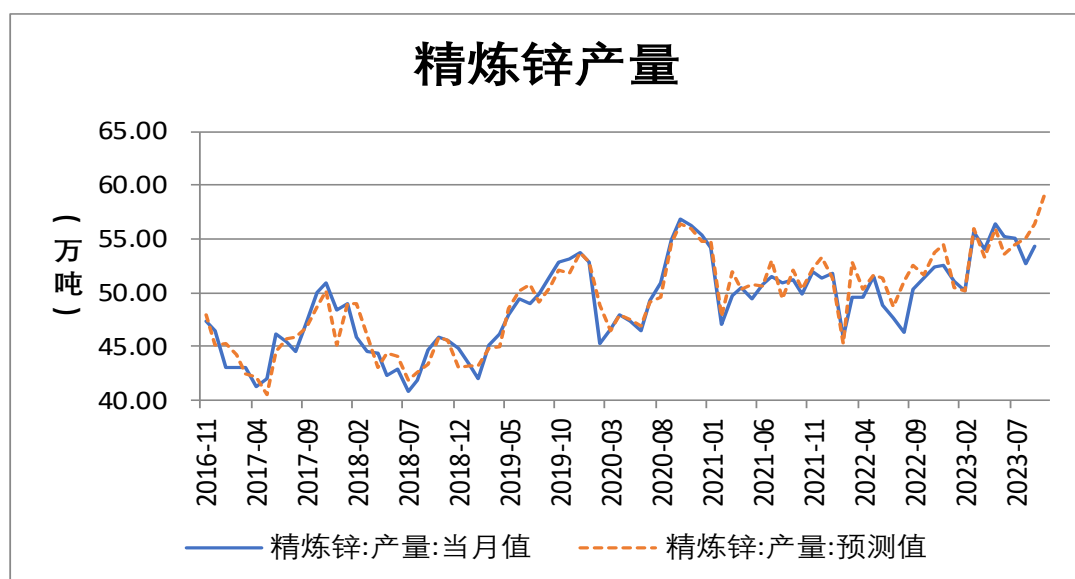
图表来源：WIND、瑞达期货研究院

## 2、国内精炼锌产量同比增加，为净进口

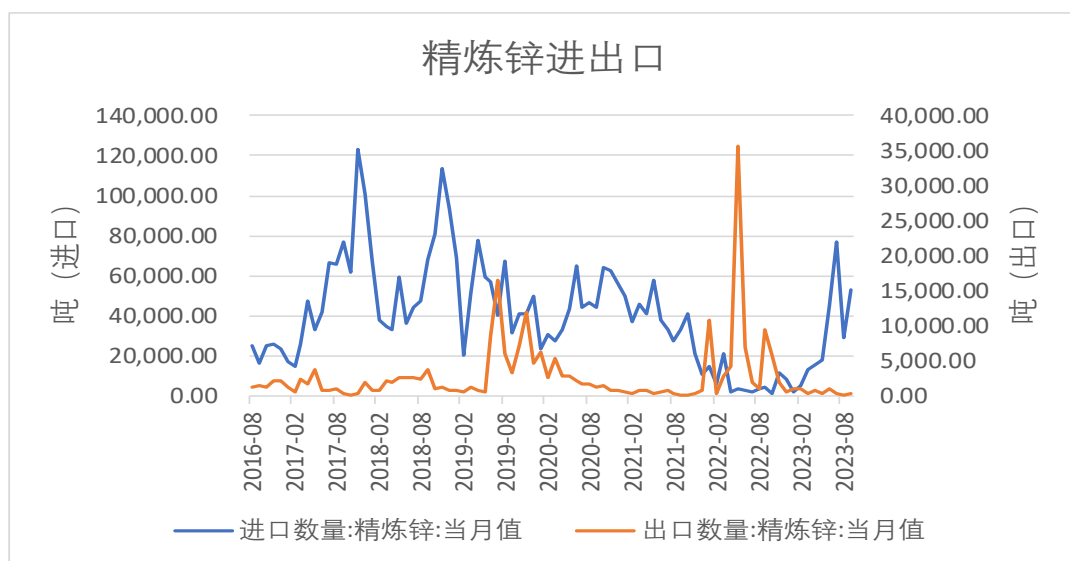
据 SMM：2023 年 9 月 SMM 中国精炼锌产量为 54.4 万吨，环比上涨 1.74 万吨或环比上涨 3.31%，同比增加 7.94%。1 至 9 月精炼锌累计产量达到 484.8 万吨，同比增加 9.84%。其中 9 月国内锌合金产量为 8.82 万吨，环比增加 0.2 万吨。进入 9 月，国内冶炼厂产量不及预期主要是内蒙古、甘肃等地冶炼厂检修时间延长，另外四川、湖南地区复产节奏有所延缓，造成整体产量大幅低于预计值；同时内蒙、湖南和云南等地冶炼厂检修恢复贡献主要增量。预计 2023 年 10 月国内精炼锌产量环比增加 5.03 万吨至 59.42 万吨，同比增加 15.59%；1

至 10 月累计产量达到 544.2 万吨，累计同比增加 10.44%；进入 10 月产量大幅增加，主因整体市场扰动较少，除了湖南地区少量企业检修停产外，其他地区冶炼厂基本维持正常生产，产量增加明显。另外 11 月除了云南地区部分冶炼厂检修外，基本维持正常生产，预计整体产量依然维持高位。

进出口方面，海关总署数据显示，2023 年 9 月，精炼锌进口量 53095.79 吨，同比增加 1083.99%，环比增加 81.52%；精炼锌出口量 206.09 吨，同比减少 97.79%，环比增加 28.86%。2023 年 9 月净进口 5.29 万吨。1~9 月累计进口 25.74 万吨，累计同比上涨 339.13%，1~9 月合计精炼锌出口 0.53 万吨，从进口来源国看，其国内从澳大利亚进口量排名第一，国内自该国进口锌锭为 1.58 万吨；国内从哈萨克斯坦进口量排名第二，国内自该国进口锌锭为 1.38 万吨；国内从韩国进口量排名第三，国内自该国进口锌锭为 1.28 万吨。9 月锌锭国内进口整体增量比较明显，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。后市来看，海外地缘政治扰动或持续，加息仍有不确定性，海外表现偏弱；国内部分地区锌精矿即将进入季节性淡季，矿端偏紧延续，下游消费因国内经济数据表现仍有韧性，整体消费表现弱复苏，不过社会库存增量有限且相对低位，国内锌价或维持区间震荡，内强外弱格局或维持，预计后市精炼锌进口窗口仍开启，进口量仍有增长。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

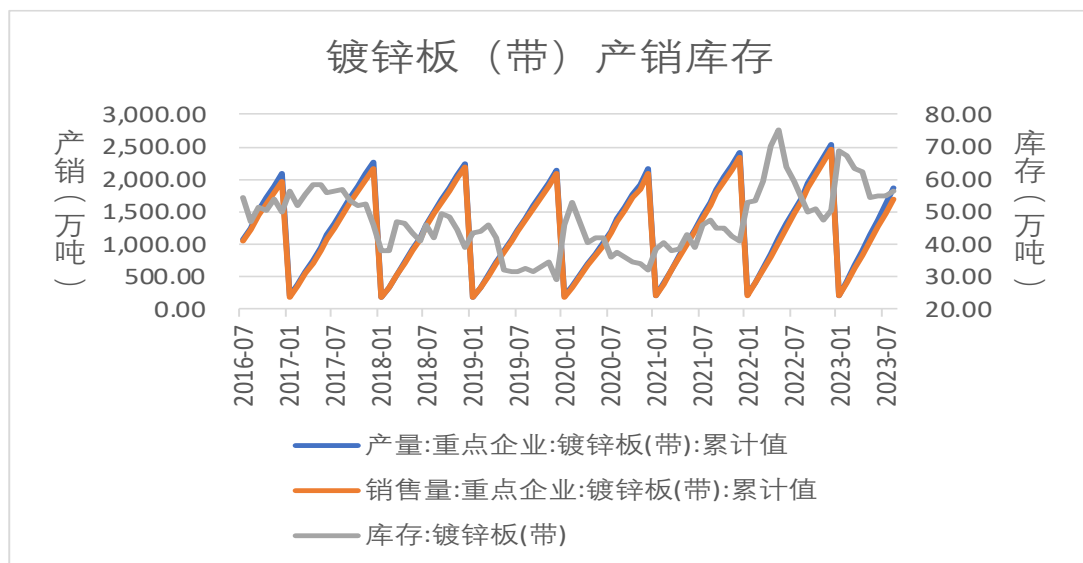
## 四、下游需求状况

### 1、镀锌板出口同比增加

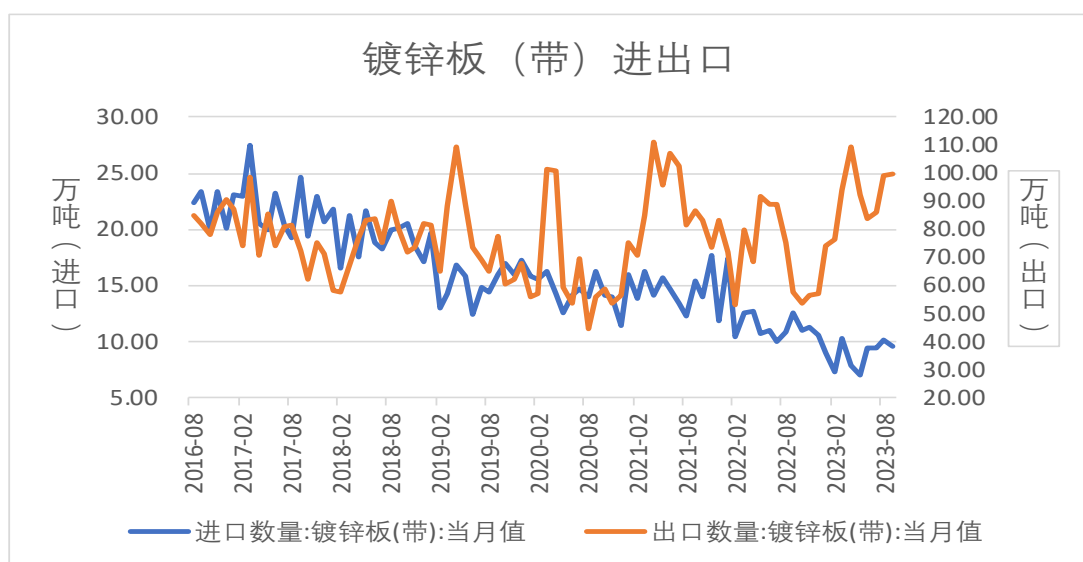
锌的终端基建占比较大，镀锌应用较广，2023年1-8月国内主要企业镀锌板(带)产量为1858.61万吨，同比增加7.55%；销售量为1693.86万吨，同比增加1.63%；库存为56.4万吨，同比增加4.37%。10月初，进入节假日，开工率有所下滑；节后假期因素消退，加上旺季带动，锌下游各板块开工较假期期间均有所提升，但各板块订单情况不及预期，部分板块订单转弱，其余部分板块改善程度不大，镀锌企业开工较往年相对疲软，房地产市场信心不足下影响黑色价格，加上贸易商节前已备库，节后采购意愿不足，整体镀锌表现不及预期；临近月末，镀锌受到“一带一路”会议影响限产开工率下降，其余板块开工稳定，不过各板块订单情况不及预期，”银十”消费旺季下，锌下游消费表现整体不佳。

海关总署数据显示，2023年9月，镀锌板（带）进口量9.54万吨，同比减少24.05%；镀锌板（带）出口量99.69万吨，同比增加73.17%。2023年1-9月镀锌板出口量为822.48万吨，累计同比增加21.49%。从出口细分国来看，9月韩国进口中国镀锌板11.91万吨，是出口总量的11.96%；泰国进口中国镀锌板9.68万吨，是出口总量的9.71%；菲律宾进口中国镀锌板9.57万吨，是出口总量的9.61%。国内镀锌板重要消费是出口订单，9月镀锌板出口虽表现积极，

但进入四季度有出口逐渐下滑的季节性规律，10月镀锌板出口量或不及9月。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院



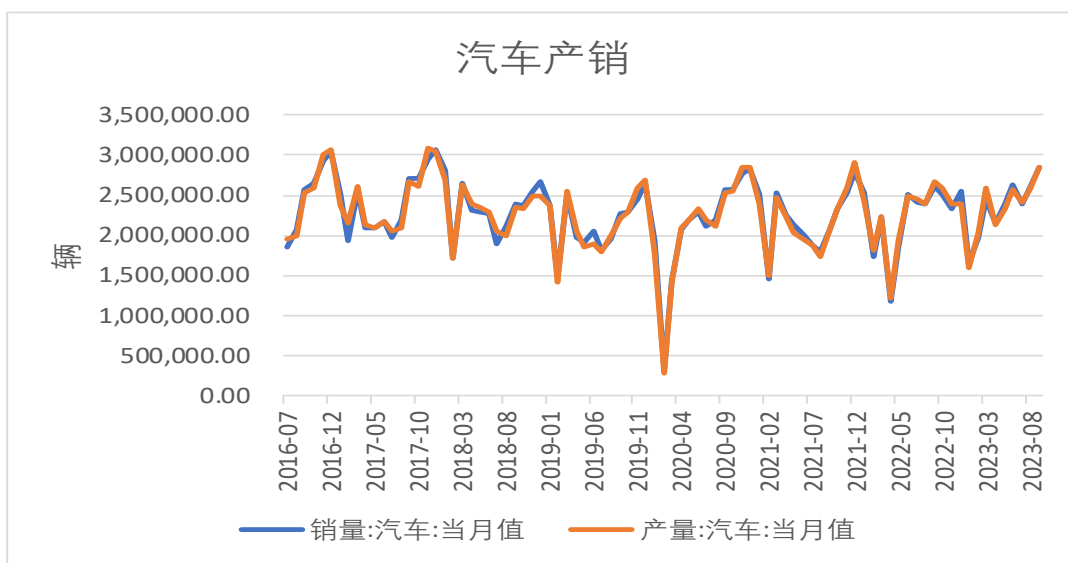
图表来源：WIND、瑞达期货研究院

## 五、终端需求状况

### 1、汽车产销同比增加

中汽协数据显示，2023年9月，中国汽车销售量为2858234辆，同比增加9.5%；中国汽车产量为2849579辆，同比增加6.65%。中汽协召开月度信息发布会。今年三季度，汽车产销整体表现好于预期。据介绍，随着国家层面出台

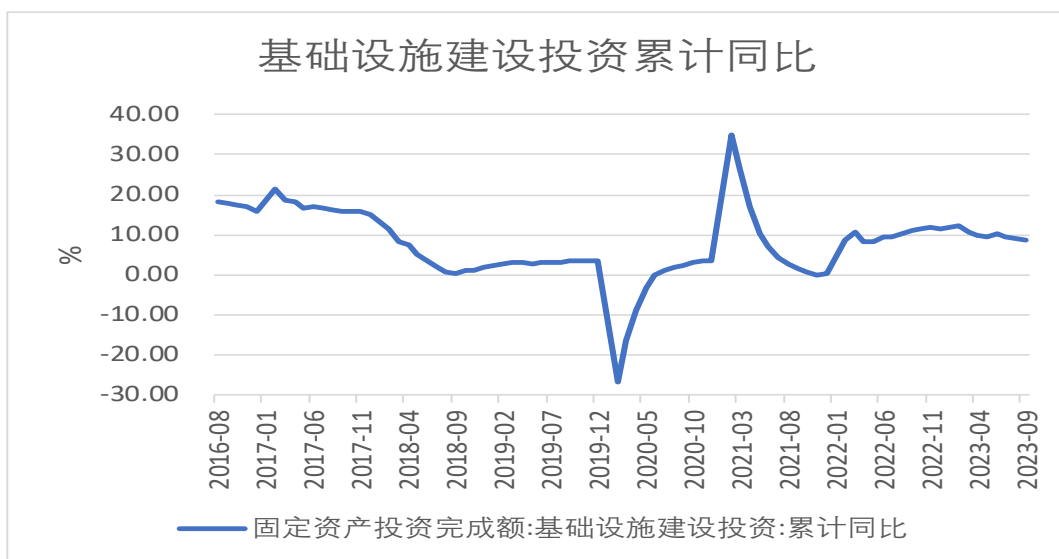
一系列促消费政策，地方层面积极响应，相继制定出台发放消费券、购车补贴等措施，加之企业新品集中上市，物流行业企稳回升也带动货车产销增长，市场总体呈现“淡季不淡，旺季更旺”态势，车市热度延续，“金九银十”效应重新显现。中汽协相关人员预计，随着各项促汽车消费、稳行业增长政策持续落地，效应不断累积，将对四季度汽车市场形成有力支撑，有助于汽车行业实现全年稳增长目标。



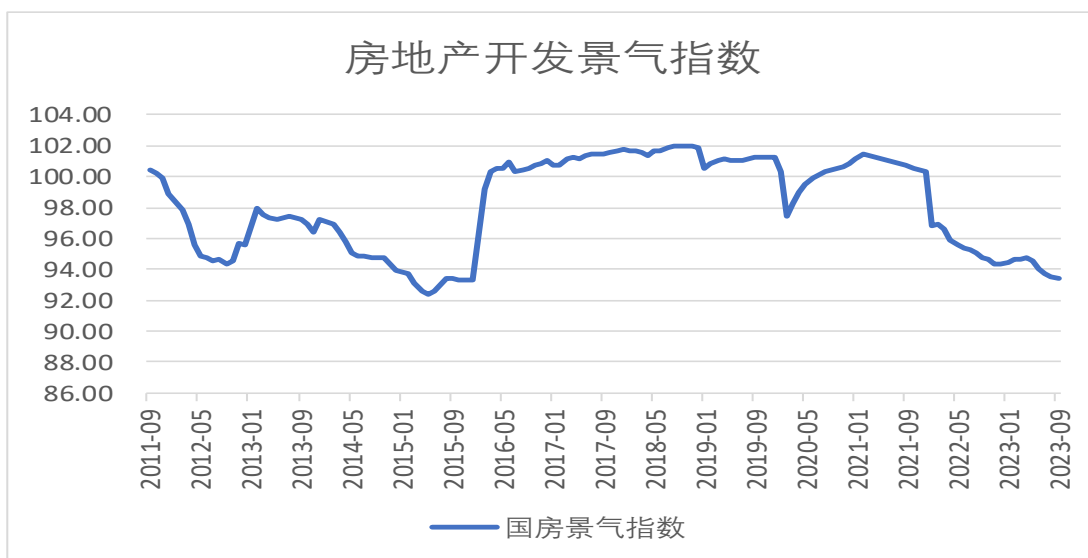
图表来源：中汽协、瑞达期货研究院

## 2、基建需求快速落地，房地产行业恢复缓慢

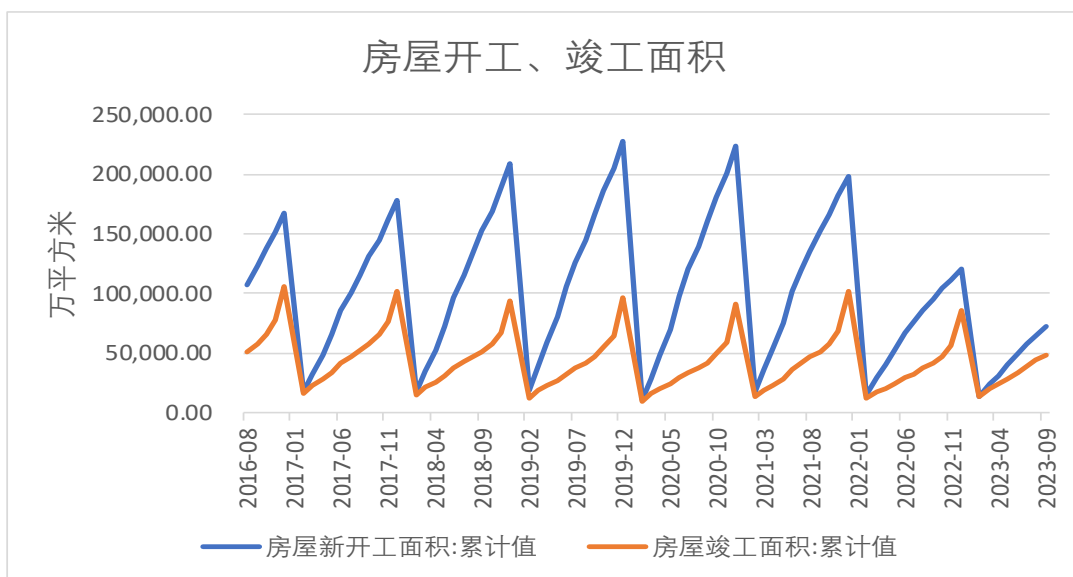
专项债的快速发行,为基建投资提供充裕的资金支持,在主要经济指标中,基建投资成为最大亮点。2023年1-9月,基础设施投资同比增加8.64%。随着今年专项债发行基本结束,地方财政压力显现,基建项目进展放缓,后续基建投资对于经济支撑作用或减弱,基建投资延续下行趋势。2023年9月,房地产开发景气指数为93.44,较上月减少0.11,较去年同期减少1.36。2023年1-9月,房屋新开工面积为72123.41万平方米,同比减少23.89%;房屋竣工面积为48704.63万平方米,同比增加11.78%。前期国家降首付、利率,认房不认贷等政策利好政策密集出台,但政策落地仍需要一定时间,9月时利好政策延续,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。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。



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

展望 11 月，宏观面上，美国非农就业数据及通胀数据的上升或进一步加强市场对利率维持更高更久的预期，海外宏观压制锌价。基本面，海外锌矿有供给收紧预期，国内冶炼厂开始为冬储备货，锌精矿供应增量有限，四季度的国内精炼锌产量或受到限制，但仍维持高位，而精炼锌海外 LME 锌库存大幅减少，在国内进口利润的增加下，海外锌货源转售国内预期较强，精炼锌供应仍偏宽松。下游方面，海外高利率环境仍存拖累消费；国内方面，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，总体来看，今年“金九银十”消费旺季整体镀锌表现不及预期，旺季结束后，需求空间或受限，特别是房地产疲软将持续拖累消费，而政策刺激力度存疑。库存方面，全球显性库存低位趋势短期内或将持续，在国内新增产能的释放及消费旺季结束，锌锭社会库存或将出现累库，但短期内绝对低位库存将制约锌价下行空间，锌价或宽幅震荡为主。

### 第四部分、操作策略及风险提示：

中期（1-2 个月）操作策略：区间低买高卖交易为主

◇ **对象：**沪锌 2312 合约

◇ **参考入场点位区间：**20300-22300 元/吨区间低买高卖交易为主。

◇ **止损设置：**根据个人风格 and 风险报酬比进行设定，此处建议，沪锌 2312 合约止损参考 300 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。