

有色研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

联系人

马志君

电话：13701707743

邮箱：mazj@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

8月锌价继续延续反弹，沪锌主力合约最高一度反弹至25785元/吨。8月国内外冶炼厂再度受到电力问题的困扰，纷纷开启减产，叠加国内锌锭库存加速去化，锌价开启的大幅反弹。截止8月底沪锌主力合约收盘于24965元/吨，月涨幅达到5.72%。

● 后市展望及策略建议

供给端：

矿端增速不及预期，加工费处在低位。海外方面，海外大型矿企恢复及新增投产不及预期。国内矿山则受限于环保政策影响和矿山整合延后导致产量同比小幅下降，全球矿端的供给预计维持低增速。而部分计划中投产的矿山具体产能兑现的节奏对于后续供给端恢复的影响非常重要，我们需要密切关注加工费的动态。

欧洲减产加剧，后续供应端超预期减量或有限。欧洲能源价格居高不下，对炼厂生产活动有一定抑制，支撑锌价坚挺。但考虑到部分高成本产能已于此前减停产，后续供应端超预期减量有限。需要警惕的是欧洲的天然气-电力价格最重要的还是受到俄罗斯和欧洲在地缘风险上的博弈，因此后续仍有可能反复。

需求端：

全产业加速去库引发挤仓，警惕海外潜在隐性库存。在上一轮欧洲极低库存引发挤仓之后，本轮国内库存的快速去化也导致这一轮软逼仓的行情。考虑到目前行业中下游的低库存状态，-10月需求旺季来临之时预计社库依旧将维持低位。不过需要警惕的是，内外价差导致今年进口端的大幅减少，但对其来源的跟踪我们不难发现

海外市场存在不少的隐性库存，这是需要去关注的一个潜在风险。

初端消费疲弱，泛地产需求难有起色。从初端开工来看，7月整体开工率小幅回升，但同比仍然偏弱。终端方面，因地产监管趋严+疫情影响，地产景气继续向下。全年国家房住不炒基调不动摇，房地产税改革预期和居民部门现金流受损，四季度销售反弹力度可能不强，全年竣工预计难以实现正增长。地产后周期的家电行业，7月份国内家电产量同比维持高增长；家电出口同比依旧下滑，海外经济体需求端的减弱或对后期出口有一定影响。

9月后基建汽车或发力，托底金属消费。汽车方面，在政府减购置税等政策的刺激下，中国汽车销量持续快速增长，政策对汽车销量提振较为明显。基建方面或许成为今年有色需求的托底。截止6月地方政府专项债发行明显放量，已经下放的3.45万亿专项债额度几乎全部发行完毕。上半年已经和使用的专项债预计将在9-10月这一轮周期逐渐兑现在实物上。

综上，锌目前可以说是本轮有色商品周期下半场的当之无愧的主角，自去年四季度欧洲开启减产以来，对于其供给端的炒作使得短短一年以来，锌价就已经经历了数轮大涨大跌。站在当前这个时间节点，以全行业利润来看，锌估值无疑是处在历史的中高位，这背后是其超强的供给端矛盾和历史极低的库存所支撑。**展望未来锌价，随着短期供给端炒作的结束，相比于其他已经大跌的品种，一旦未来能源价格开启回落，锌的估值依旧偏高，中长期锌仍以逢高做空为主。**

风险提示：

1. 欧洲能源问题出现反复； 2. 欧美降息不及预期； 3. 国内房地产超预期恢复

报告目录

报告目录.....	3
图目录.....	3
表目录.....	4
1. 行情回顾.....	5
2. 供给端.....	5
2.1 锌精矿供给仍然偏紧.....	5
2.2 国内外锌冶炼共同减产.....	8
2.3 锌锭进口大幅缩减.....	11
3. 需求端.....	12
3.1 初端消费同比偏弱运行.....	12
3.2 全产业库存处在历史低位.....	13
3.3 泛地产消费弱势难改.....	14
3.4 基建汽车成为支撑.....	16
4. 结论.....	17
5. 风险提示.....	18

图目录

图 1: 沪锌主力合约&伦锌电 3 合约 (元/吨)	5
图 2: 沪锌合约远期曲线 (元/吨)	5
图 3: 海外锌精矿季度产量 (千吨)	6
图 4: SMM 国内锌精矿生产利润 (万吨)	6
图 5: 全球锌矿企业年度 CI 成本 (美元/磅)	6
图 6: SMM 国内锌精矿产量 (万吨)	7
图 7: SMM 国内锌精矿开工率 (%)	7
图 8: SMM 国产-进口锌精矿价差 (元/吨)	8
图 9: 中国锌精矿进口量 (千吨)	8
图 10: SMM 国内锌精矿加工费 (元/吨)	8
图 11: 中国进口锌精矿年度 Benchmark (美元/吨)	8
图 12: 欧洲锌冶炼分布情况.....	9
图 13: 欧洲分国家电力价格情况 (欧元/兆瓦时)	9
图 14: SMM 中国锌冶炼开工率 (%)	10
图 15: SMM 中国锌冶炼月度产量 (万吨)	10
图 16: SMM 中国锌冶炼生产利润 (元/吨)	10
图 17: SMM 中国冶炼酸价格 (元/吨)	10
图 18: 中国精炼锌进口量 (吨)	11
图 19: 中国精炼锌出口量 (吨)	11
图 20: 中国精炼锌进口盈亏 (元/吨)	11

图 21: 中国保税区锌锭库存 (万吨)	11
图 22: SMM 镀锌周度产量 (吨)	12
图 23: SMM 镀锌月度开工率 (%)	12
图 24: SMM 压铸锌月度开工率 (%)	12
图 25: SMM 氧化锌月度开工率 (%)	12
图 26: SMM 中国七地精炼锌社会库存 (万吨)	13
图 27: SHFE 精炼锌库存总计 (吨)	13
图 28: SMM 精炼锌冶炼厂月度成品库存 (万吨)	14
图 29: SMM 下游锌加工材企业月度原料库存 (万吨)	14
图 30: LME 锌库存总计 (吨)	14
图 31: LME 精炼锌分区域库存 (吨)	14
图 32: 中国房屋新开工面积 (万平方米)	15
图 33: 中国房屋竣工面积 (万平方米)	15
图 34: 中国商品房销售面积 (万平方米)	15
图 35: 固定资产投资累计同比 (%)	15
图 36: 中国家电出口量 (万台)	16
图 37: 中国家电产量 (万台)	16
图 38: 社会融资规模: 政府债券 (亿元)	16
图 39: 固定资产投资累计同比 (%)	16
图 40: 中国汽车月度销量 (辆)	17
图 41: 中国新能源车销量 (辆)	17

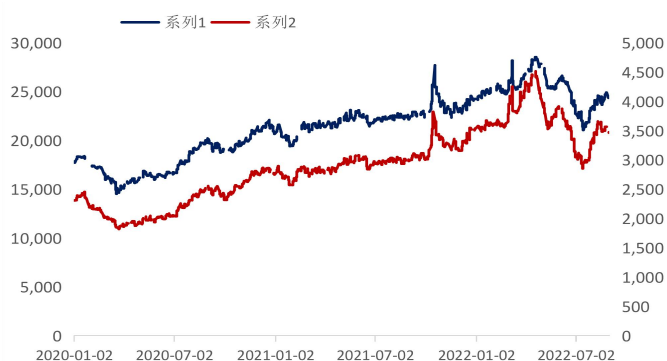
表目录

表 1: 欧洲锌冶炼减产情况 (单位: 万吨)	9
-------------------------	---

1. 行情回顾

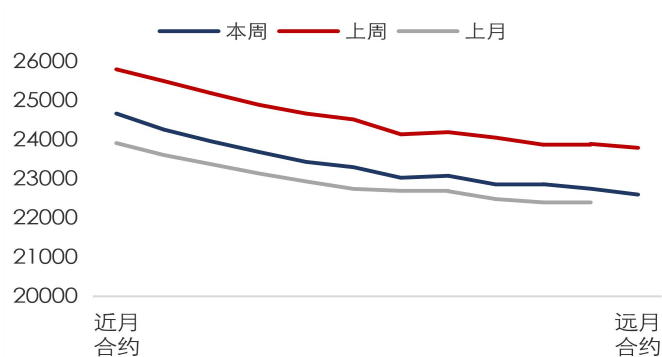
8月锌价继续延续反弹，沪锌主力合约最高一度反弹至25785元/吨。8月国内外冶炼厂再度受到电力问题的困扰，纷纷开启减产，叠加国内锌锭库存加速去化，锌价开启的大幅反弹。截止8月底沪锌主力合约收盘于24965元/吨，月涨幅5.72%，伦锌电3月合约收盘于3463元/吨，月涨幅4.88%。

图1：沪锌主力合约&伦锌电3合约（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图2：沪锌合约远期曲线（元/吨）



数据来源：公开资料，兴证期货研发部

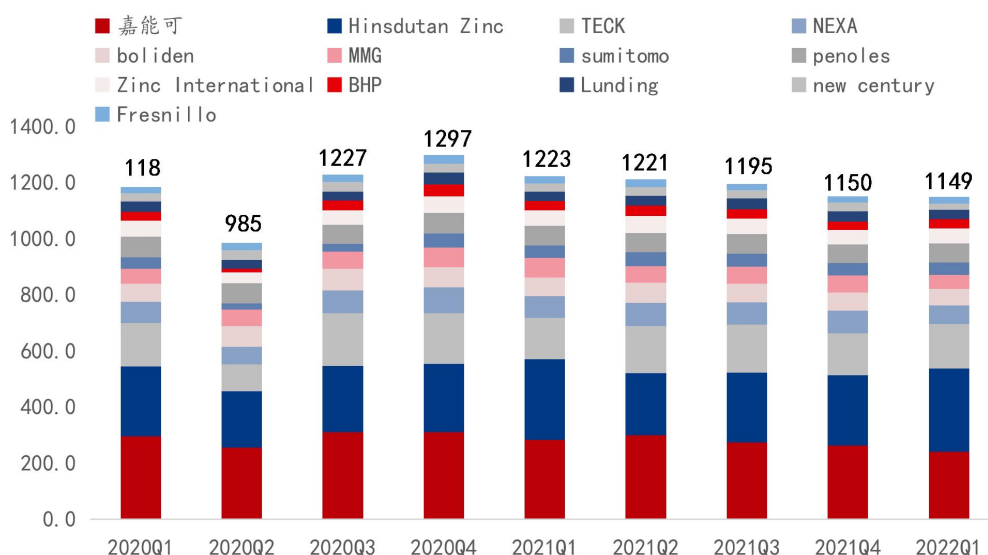
2. 供给端

2.1 锌精矿供给仍然偏紧

2.1.1 海外大矿企增速不及预期

根据兴证期货统计的海外锌矿企业的产量情况，2022年一季度海外主要锌矿企业产量为114.8万吨（13家，2021年产量478万吨），同比下降了6.10%，环比下降了0.17%。预期中的矿端供应增量仍未出现。虽然矿山利润颇为丰厚，但海外大型矿企恢复及新增投产不及预期，梳理这些矿企的季报，主要原因为新冠疫情的影响和存量矿山品位下滑等。

图 3：海外锌精矿季度产量（千吨）



数据来源：公开资料，兴证期货研发部

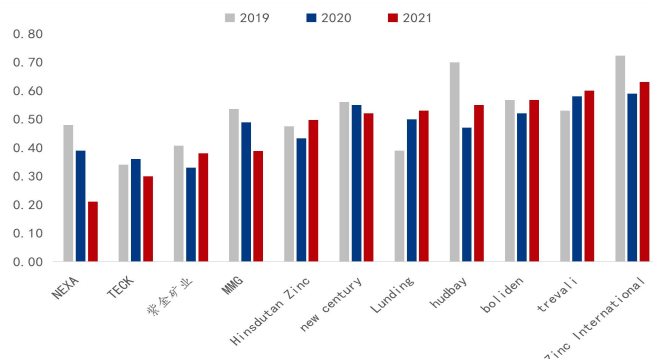
从全球大矿山的报告中我们可以看出，海外锌矿利润情况同样可观，但主要矿企的增量却有限。因此，海外锌矿的增量贡献主要来自一些中小小型矿企，他们的生产相对灵活，又有丰厚的利润激励，增产动力足。增量产能方面，预计 2022-2023 部分新投矿山产能会有初步兑现，但明显的增量应当将要到 2023 年才能显现。

图 4：SMM 国内锌精矿生产利润（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 5：全球锌矿企业年度 C1 成本（美元/磅）



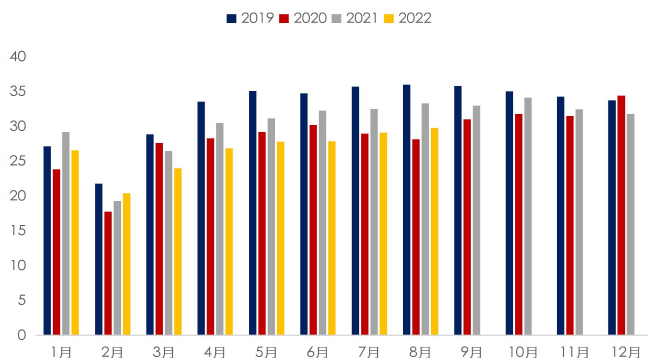
数据来源：公开资料，兴证期货研发部

2.1.2 国内锌矿产量同比下滑

国内方面，根据 SMM，我国锌精矿 1-7 月约累计产出 203.74 万吨，同比减少 2.81%，同比降幅较 1-6 月有所收窄。主要受疫情封控、原材料运输、政策等的限制。从矿山的利润情况

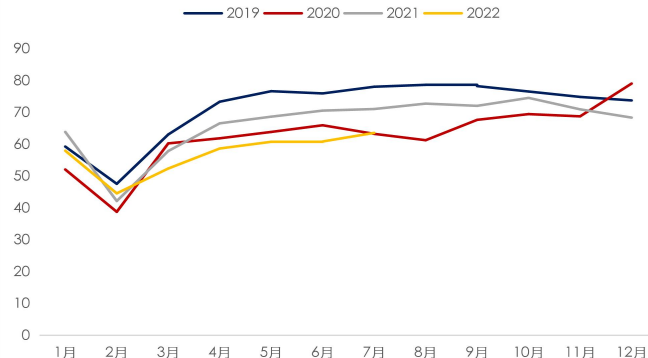
来看，随着锌价自再度反弹至高点，而加工费却以及维持低位，矿山的利润情况依旧良好。回顾历史开看到，当前国产锌矿利润依旧处在周期的相对高位，但受限于环保政策和产能整合失败等因素，国内锌精矿难有新增产能。

图 6: SMM 国内锌精矿产量 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 7: SMM 国内锌精矿开工率 (%)



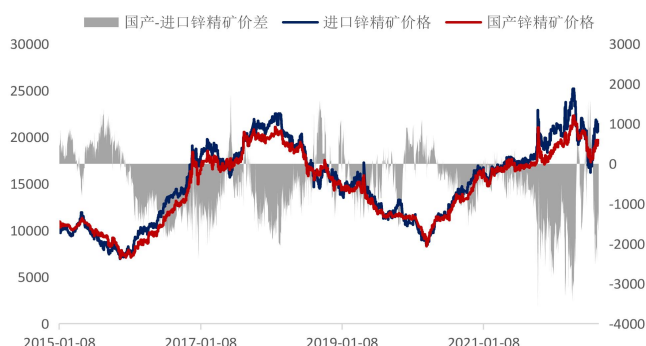
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

2.1.3 锌矿加工费小幅回升

2022 年以来，国内锌矿供应紧张的情况一直在延续，除了国产锌矿产量的同比下滑之外，1-7 月锌精矿累计进口同样录得下滑。根据海关数据，2022 年 1-7 月中国锌精矿进口量为 210.98 万干吨，同比下降了 2.46%。尽管 4 月份敲定的 2022 年锌精矿加工费国际长协基准较去年大幅调高，但国内锌精矿现货加工费的低迷情况并没有改善。2022 年以来，大部分时间里，期锌都呈现外强内弱的格局，这就导致锌价的沪伦比一直处在低位，进口矿的经济效益远不及国产矿，致使进口矿出现同比下滑，而国内炼厂更多采购国产矿，有加剧了国产矿加工费的低迷。

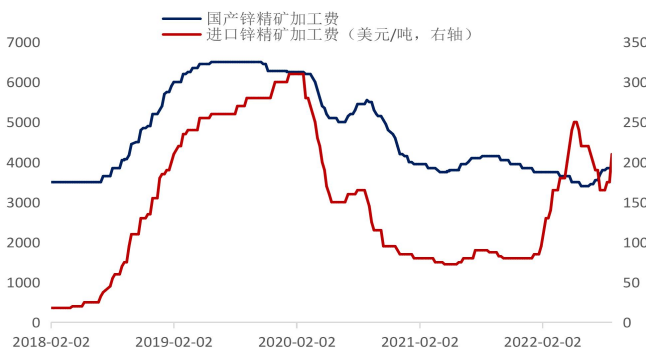
进入下半年，随着国内锌冶炼开始减产，叠加国产锌矿供应小幅恢复，加工费也出现一定的反弹。展望四季度，国内整体锌矿的增量依旧有限，尤其是自 2018 年以来中国对海外锌矿的依存的提高，国内锌矿供应紧张情况的缓解需要海外锌矿产能释放，进而带来进口端的增量。我们预计四季度随着进口矿加量流入，届时也可助力国产矿加工费进一步回升。

图 8: SMM 国产-进口锌精矿价差 (元/吨)



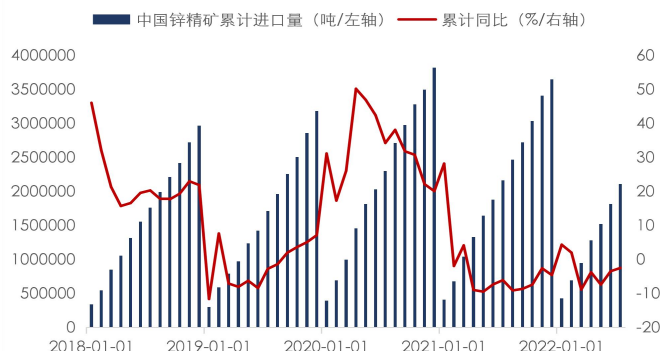
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 10: SMM 国内锌精矿加工费 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 9: 中国锌精矿进口量 (万吨)



数据来源: 海关数据, 兴证期货研发部

图 11: 中国进口锌精矿年度 Benchmark (美元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

2.2 国内外锌冶炼共同减产

2021 年四季度之后, 海外锌冶炼由于电力价格的飙涨率先开启减产, 进入 2022 年 2 季度, 国内受制于原料紧张, 而海外则因为能源急缺电力价格继续飙涨, 锌冶炼减产进一步加剧。

海外方面, 根据嘉能可最新公布的数据, 该公司今年上半年生产锌 350,900 吨, 比 2021 年上半年减少了 12%—47,500 吨。而 Nystar 虽并未公布具体的产量情况, 但在今年 8 月宣布将此前已经减产的荷兰 BUDEL 炼厂全面关停, 显示海外能源问题对锌冶炼的影响仍然在进一步的发酵。不过最近欧洲也传出了政府要对电价实施一定的管制, 以缓解因为电价过高对民生和经济的影响。

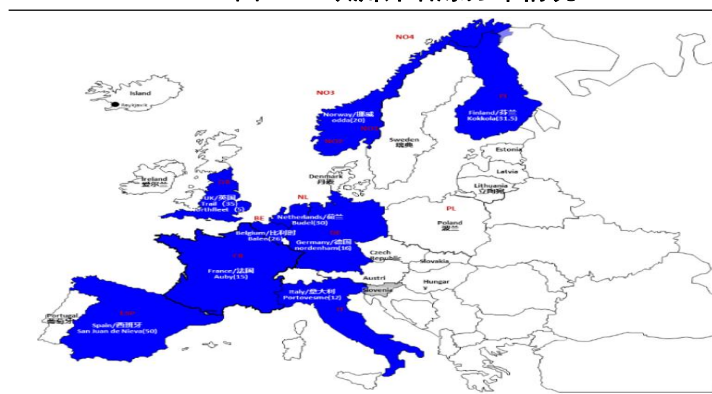
表 1: 欧洲锌冶炼减产情况 (单位: 万吨)

企业	冶炼厂	国家	产能	备注
Teck	Trail	英国	35	
Boliden	Kokkola	芬兰	32	
	Odda	挪威	20	
Nyrstar	Auby	法国	15	2021 年 10 月宣布减产 50%
	Balun	比利时	26	2021 年 10 月宣布减产 50%
	Budel	荷兰	30	2021 年 10 月宣布减产 50%, 2022 年 8 月宣布停产
Glencore	Portovesme	意大利	12	2021 年 10 月宣布进行错峰生产, 2022 年 12 月宣布停产
	San Juan de Nicva	西班牙	50	2021 年 10 月宣布进行错峰生产
	Nordenham	德国	16	2021 年 10 月宣布进行错峰生产
	Northfleet	英国	5	

数据来源: 公开资料, 兴证期货研发部

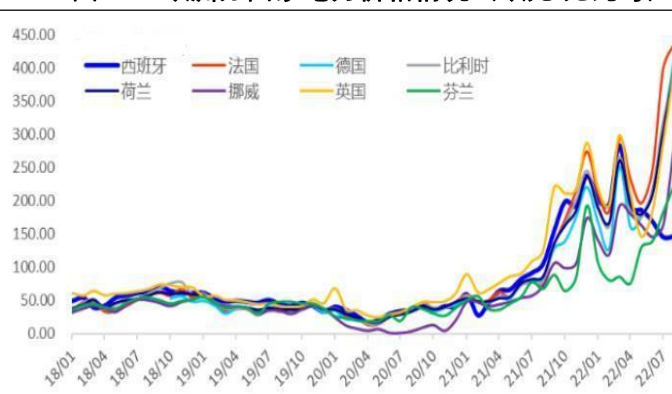
从当前欧洲分区域电力价格的情况, 我们可以看出, 包括德过、法国、英国和荷兰的西欧地区电力问题明显要大于北欧和南欧地区。结合欧洲锌冶炼产能的分布情况, 我们预估未来英国的 40 万吨产能仍然有一定的减产风险。

图 12: 欧洲锌冶炼分布情况



数据来源: 公开资料, 兴证期货研发部

图 13: 欧洲分国家电力价格情况 (欧元/兆瓦时)



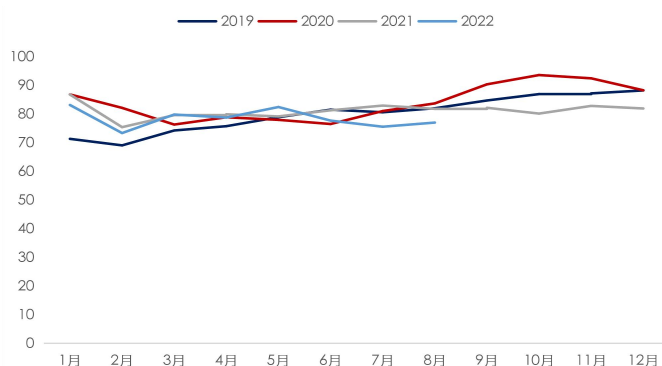
数据来源: 公开资料, 兴证期货研发部

国内方面, 原料紧张的问题一直困扰着国内冶炼厂。从 SMM 统计的月度锌冶炼产量来看, 2022 年 1-8 月中国精炼锌产量为 393.2 万吨, 同比下降 2.7%。而从 Mysteel 统计的国内精炼锌周度产量也可以看出 2 季度国内锌冶炼的出现明显的减产情况。国内锌冶炼的除了原料紧张的问题之外, 加工费低迷导致去年四季度以来锌冶炼全行业历史低位的平均利润也是重要因素之一, 尤其是 8 月以来国内冶炼酸的价格大幅下挫导致副产品的受益下滑, 跟回加剧了这一情况。

展望后市, 从国内的情况来看, 夏季阶段性和区域性的电力紧张问题将得到缓解, 9 月开

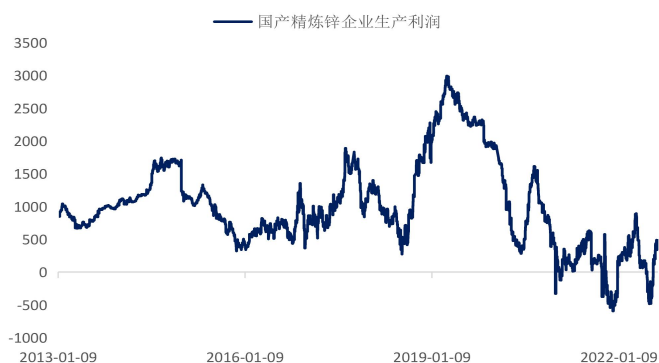
始国内锌冶炼产量预计将逐步恢复。海外方面，未来跟踪欧洲减产进程的话，首先是要关注西欧地区的天然气-电价回落的幅度及后市的走势，尤其是德国地区的天然气-电力价格，关乎嘉能可旗下在这的 16 万吨产能是否会停产；其次是英国的天然气-电力价格，因为这关乎着尚未公布任何减停产的消息的 40 万吨产能情况；最后就是南欧和北欧，尤其是西班牙的嘉能可旗下的 50 万吨产能。从中期的角度来看，欧洲的天然气-电力价格除了受他们自身的能源政策结构和电力定价机制影响之外，最重要的还是俄罗斯和欧洲在地缘风险上的博弈。因此在入冬之前，也就是传统的天然气需求旺季之前，欧洲能否就天然气供应方面与俄罗斯达成协议将成为重要因素，如果能那么伴随天然价格的回落，锌供应也将得到缓解；相反如果不能，那么目前交易的欧洲冬季电价将兑现到现实，会导致欧洲锌减产加剧，那么彼时锌价或有在一轮上行的行情。

图 14: SMM 中国锌冶炼开工率 (%)



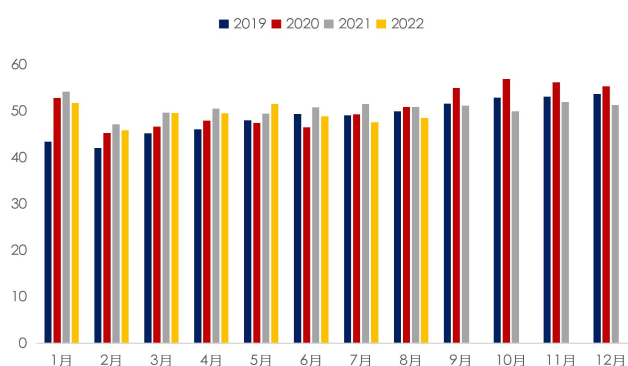
数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

图 16: SMM 中国锌冶炼生产利润 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 15: SMM 中国锌冶炼月度产量 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 17: SMM 中国冶炼酸价格 (元/吨)



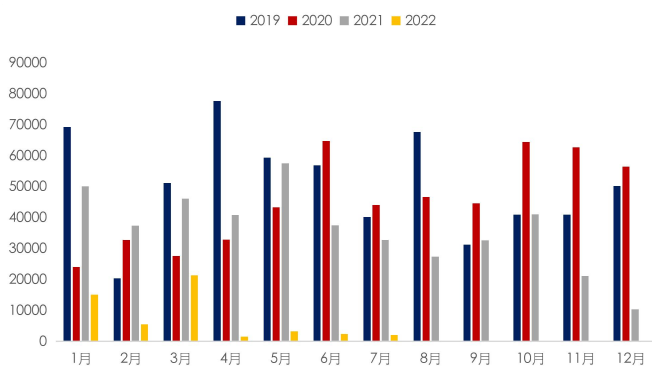
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

2.3 锌锭进口大幅缩减

除了国产冶炼的减产，2022 年锌锭净进口量也大幅缩减，2022 年 1-7 月中国锌锭合计进口量 51008 吨，同比下降了 83.10%，1-7 月中国锌锭合计出口量 62298 吨，同比增加了 1452%，两相合计之下锌锭 2022 年 1-7 月累计净进口量-11290 吨，去年同期为 29.78 万吨。

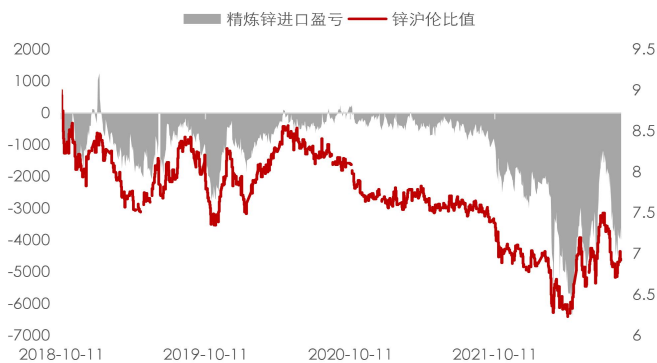
锌锭净进口量大幅缩减主要原因是 2021 年 4 季度欧洲锌冶炼减产之后内外盘锌价走势有所分化，锌锭进口盈亏大幅倒挂所致。根据 SMM 从测算，2022 年国内锌锭进口盈亏基本维持在 -4000 元/吨，二季度最低一度到倒挂超 6500 元/吨。展望后市，尽管我们预估海外减产的高峰期已过，但短期内外强内弱的格局难以改变，预计进口端或继续维持低位。

图 18：中国精炼锌进口量（吨）



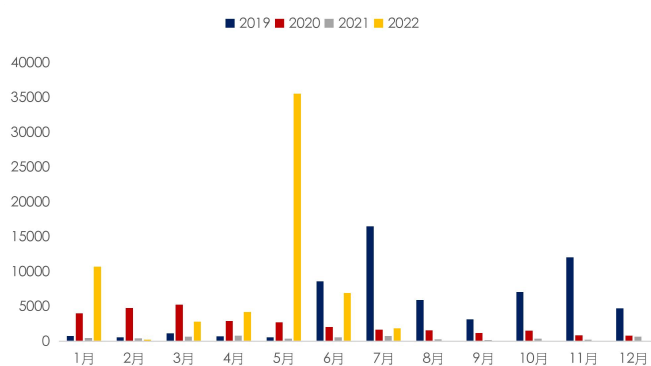
数据来源：海关数据，兴证期货研发部

图 20：中国精炼锌进口盈亏（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 19：中国精炼锌出口量（吨）



数据来源：海关数据，兴证期货研发部

图 21：中国保税区锌锭库存（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

3. 需求端

3.1 初端消费同比偏弱运行

从初端开工来看，7月整体开工率小幅回升，但同比仍然偏弱。镀锌开工环比有所改善，但压铸、氧化锌相对较差，8月预计整体消费环比改善情况有限，后续需要关注市场流动性充裕下的房地产和基建的订单释放情况。开工环比改善有限的主要原因：

- 1、全国高温湿热天气不断，受镀锌产品储存条件限制，企业基本以销定产，有意降低开工；
- 2、疫情期间成品库存累积，8月以成品库存消耗为主；
- 3、基建需求尚未完全落地，地产拖累锌合金需求，终端消费的增量尚未显现。
- 4、镀锌出口数据环比小幅改善但仍低于去年同期水平。

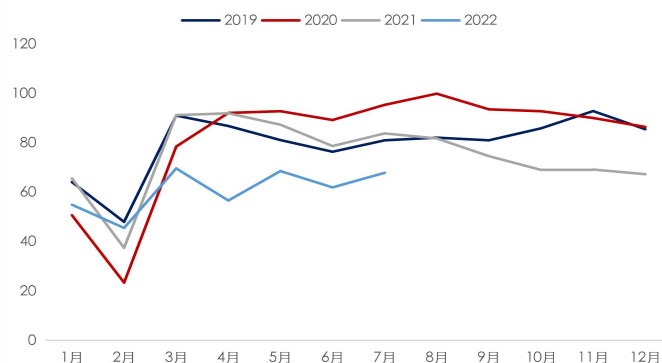
9月随着传统消费旺季的来临，消费边际或有改善，但市场对整个旺季成色和预期差预计将有一定的博弈。

图 22：SMM 镀锌周度产量（吨）



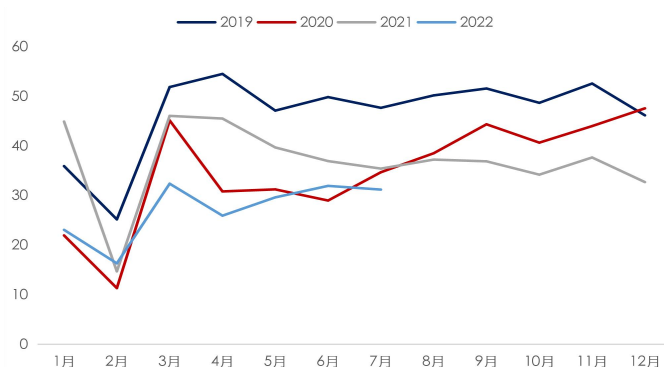
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 23：SMM 镀锌月度开工率（%）



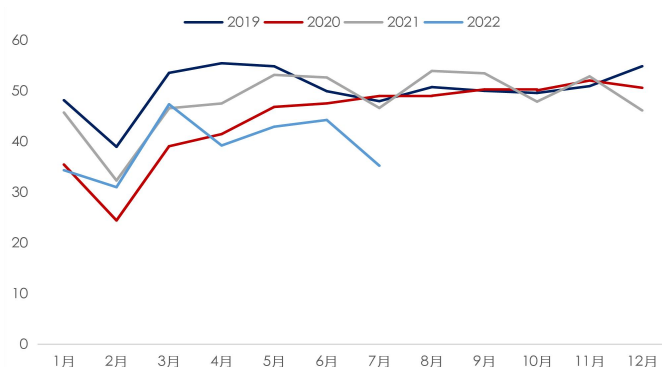
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 24：SMM 压铸锌月度开工率（%）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 25：SMM 氧化锌月度开工率（%）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

3.2 全产业库存处在历史低位

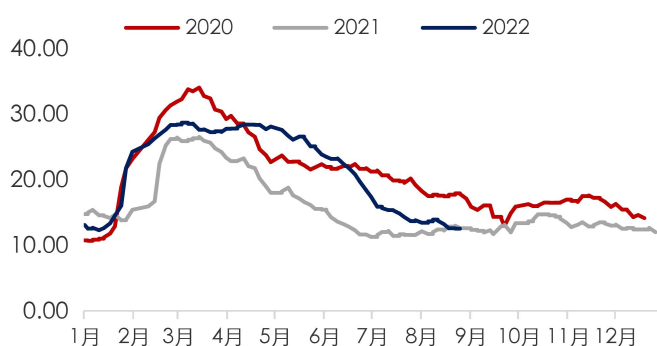
本轮自 7 月中旬以来的反弹，除了供给端干扰频发之外，国内外库存分别在一季度和三季度快速下降。

国内方面，根据 SMM 数据，截止 8 月底，国内七地社会库存合计为 12.33 万吨，较二季度末下降了 6.08 万吨，同比去年下降了 0.3 万吨。上期所库存截止 8 月底为 90288 吨，在二季度高点下降了超 8 万吨。除了社会库存之外，国内全产业的厂库当前也处在一个历史极低的位置。根据 SMM 数据，截止 8 月，国内锌冶炼厂成品库为 3.73 万吨，下游加工企业原料库存为 3.37 万吨，合计 7.1 万吨，同比去年下降近 2 万吨。

海外方面，LME 库存在整个后疫情周期一直处在一个去库的趋势当中。在去年四季度欧洲开启减产之后，该地区 LME 库存更是下降至了绝对冰点。截止 8 月底，LME 全球库存录得

目前锌价在这种历史低库存的情况之下确实易涨难跌，但是我们从过往历史可以看出，商品的绝对价格相比于库存的绝对值，更看重的是库存的边际变化的斜率。结合过往锌库存的周期变化，我们预计锌锭进一步去库的空间不大，因此低库存在当前价格尽管对锌价有一定支撑，但也不足以支撑锌价继续上行，更多的只能在支撑国内锌锭的现货升水维持高位。

图 26: SMM 中国七地精炼锌社会库存 (万吨)



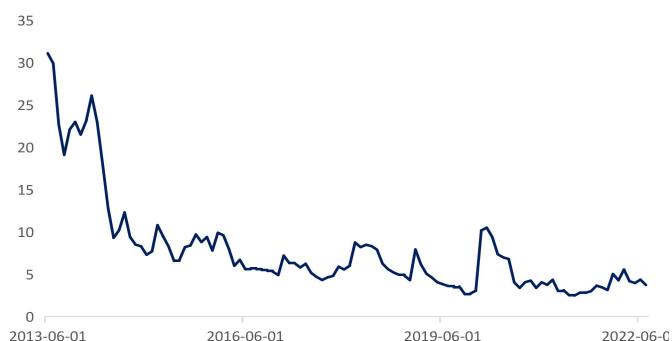
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 27: SHFE 精炼锌库存总计 (吨)



数据来源：上期所，兴证期货研发部

图 28: SMM 精炼锌冶炼厂月度成品库存 (万吨)



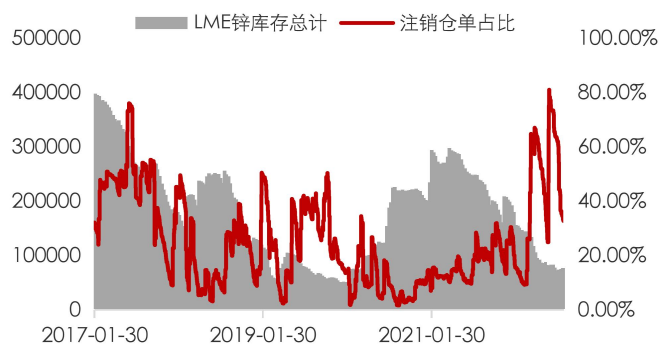
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 29: SMM 下游锌加工材企业月度原料库存 (万吨)



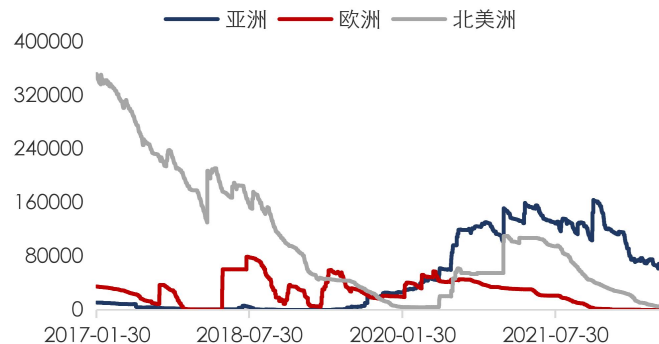
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 30: LME 锌库存总计 (吨)



数据来源: LME, 兴证期货研发部

图 31: LME 精炼锌分区域库存 (吨)



数据来源: LME, 兴证期货研发部

3.3 泛地产消费弱势难改

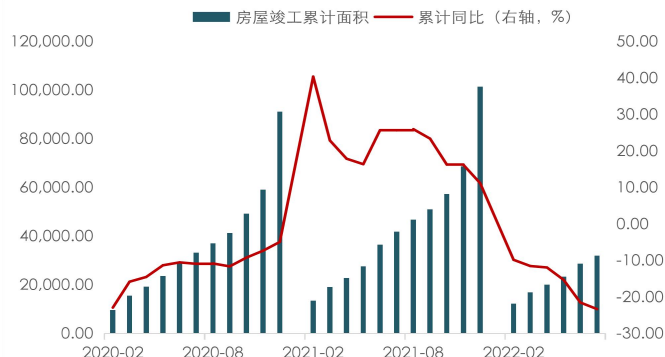
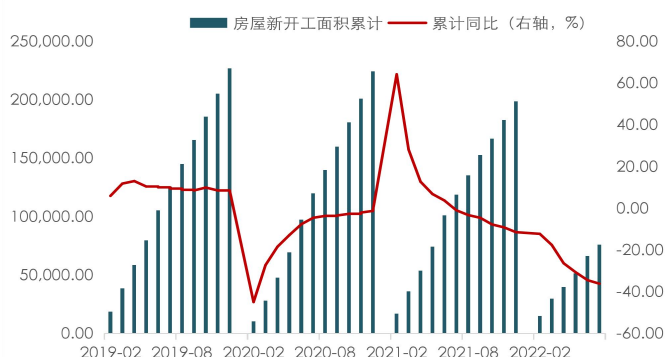
房地产方面,受制于“三条红线”的掣肘,房企融资较为紧张,叠加部分房企出现债务问题,居民对于房地产信心减弱,买房意愿有所下降。商品房销售面积出现回落,加剧房企的资金紧张问题。近期房地产“停贷潮”担忧加之疫情反复,国内房地产销售不佳不利于房地产企业现金流的改善,进而对保交楼形成制约。

按照新开工向竣工传导周期 18-24 个月来看,原本预期 2022 年上半年国内房地产竣工将保持低增速,但因地产监管趋严+疫情影响,地产景气继续向下。7 月地产销售面积同比为-29.2%,6 月为-18%。地产销售额 7 月同比为-28.1%,6 月为-20.7%。地产投资 7 月同比为-12.1%,6 月为-9.6%。回顾过往,上一轮地产周期也就是 2015 年,也会出现了多项数据的同比 20%的下滑,且持续时间超过 2 年,这或与意味着当前地产弱势结构远没到结束的时候。

此外，疫情影响下房企开工减少、部分项目停缓建，3月来已有多城集中供地，但房企拿地能力和意愿不足，今年1-7月份累计同比跌幅48%，购地作为前瞻性指标，一方面制约后续新开工，另一方面影响土地购置费增长。随着需求政策放松扩围、疫情好转，地产销售和竣工拐点有望在四季度出现，但由于全年国家房住不炒基调不动摇，房地产税改革预期和居民部门现金流受损，四季度销售反弹力度可能不强，全年竣工预计难以实现正增长。

图 32：中国房屋新开工面积（万平方米）

图 33：中国房屋竣工面积（万平方米）

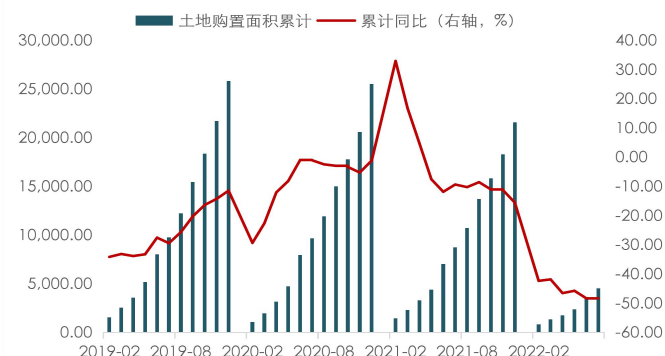
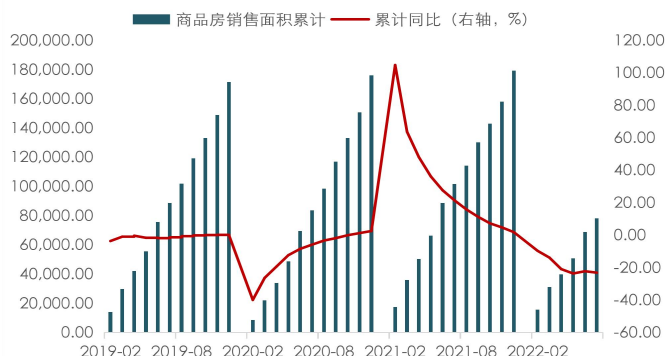


数据来源：WIND，兴证期货研发部

数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 34：中国商品房销售面积（万平方米）

图 35：固定资产投资累计同比（%）

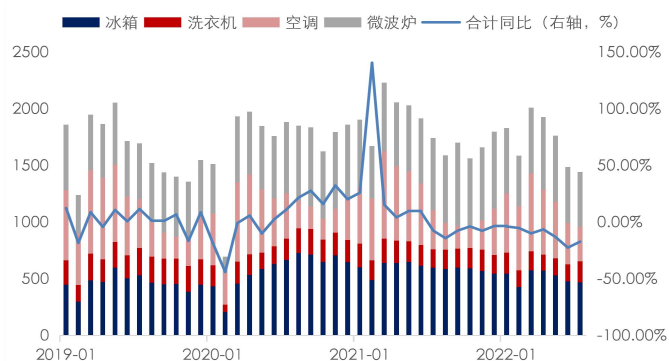


数据来源：WIND，兴证期货研发部

数据来源：WIND，兴证期货研发部

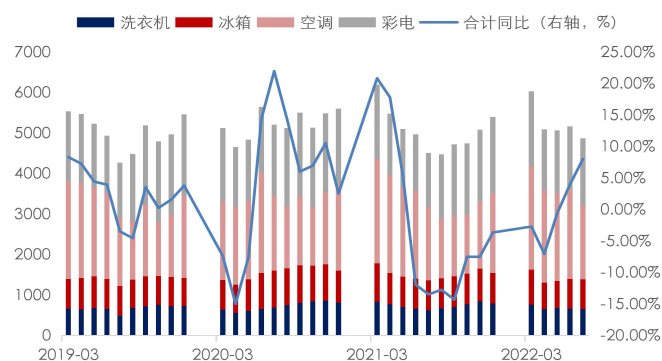
家电方面，7月份国内家电产量同比维持高增长；家电出口同比降幅收窄。统计局数据显示，2022年7月家电（包括空调、冰箱、洗衣机和彩电）产量4853万台，同比增长8%，1-7月累计同比下降0%。海关数据显示，7月中国家电出口（包括空调、冰箱、洗衣机和微波炉）1443万台，同比下降17%，1-7月累计同比下降11.1%。

图 36: 中国家电出口量 (万台)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 37: 中国家电产量 (万台)

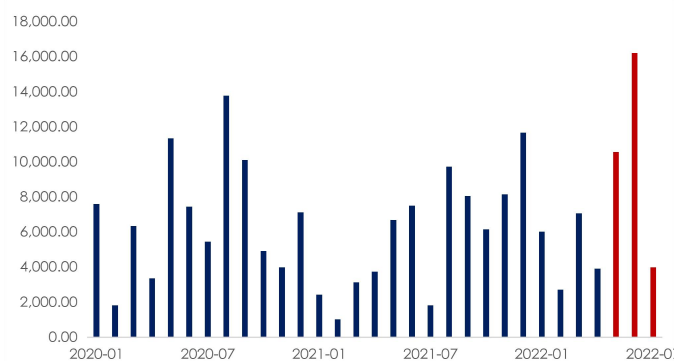


数据来源: WIND, 兴证期货研发部

3.4 基建汽车成为支撑

基建方面或许成为今年有色需求的托底。截止 6 月地方政府专项债发行明显放量, 已经下放的 3.45 万亿专项债额度几乎全部发行完毕。7 月底政治局会议继续释放稳增长信号, 在“支持地方政府用足用好专项债务限额”的情况下, 后面预计会增发专项债。2022 年 1-7 月基建投资维持偏高速增长, 基建投资年内累计投资增速略提升至 9.6%。考虑到政府要求已经发行的专项债在 8 月底前基本使用完毕, 估计接下来基建投资增速将维持偏高位。同时, 上半年已经和使用的专项债预计将在 9-10 月这一轮周期逐渐兑现在实物上。

图 38: 社会融资规模: 政府债券 (亿元)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 39: 固定资产投资累计同比 (%)



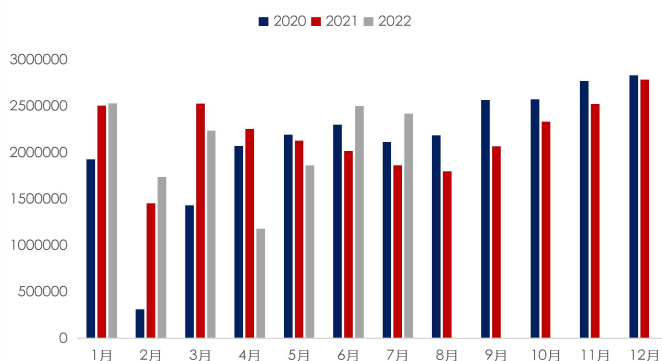
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

汽车方面, 在政府减购置税等政策的刺激下, 中国汽车销量持续快增长。中汽协数据, 7 月中国汽车销量 242 万辆, 同比增加 30%, 1-7 月累计同比下降 1%。2022 年 5 月中国汽车库存为 86.8 万辆, 同比增加 13.8 万辆; 7 月份汽车经销商综合库存系数为 1.45, 环比上升 6.6%, 同

比持平,库存水平位于警戒线以下,处于合理范围内。7月中国汽车出口29万辆,同比增加66.7%,1-7月累计出口同比增长55%。

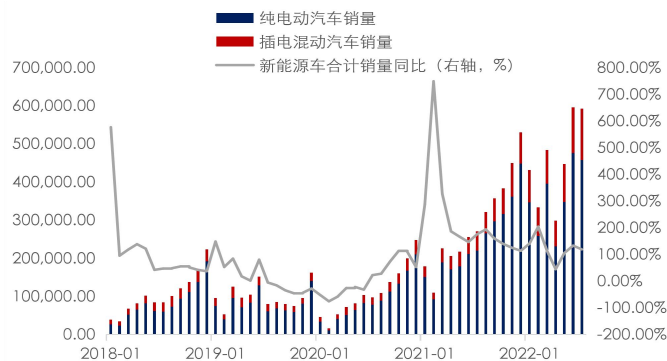
乘联会最新数据,2022年8月1-21日中国汽车销量同比增长32%,环比2022年7月同期增长5%。整体上看,政府减购置税的政策对汽车销量提振较为明显,这对消费有持续的拉动。

图 40: 中国汽车月度销量 (辆)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 41: 中国新能源车销量 (辆)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

4. 结论

供给端:

矿端增速不及预期, 加工费处在低位。海外方面, 市场预期中的矿端供应增量仍未出现, 海外大型矿企恢复及新增投产不及预期。国内矿山则受限于环保政策影响和矿山整合延后导致产量同比小幅下降, 全球矿端的供给预计维持低增速。而部分计划中投产的矿山具体产能兑现的节奏对于后续供给端恢复的影响非常重要, 我们需要密切关注加工费的动态。

欧洲减产加剧, 后续供应端超预期减量或有限。欧洲能源价格居高不下, 俄罗斯“断气”日期临近, 德法电价再创历史新高, 对炼厂生产活动有一定抑制, 支撑锌价坚挺。但考虑到部分高成本产能已于此前减停产, 后续供应端超预期减量有限。需要警惕的是欧洲的天然气-电力价格最重要的还是受到俄罗斯和欧洲在地缘风险上的博弈, 因此后续仍有可能反复。

需求端:

全产业加速去库引发挤仓, 警惕海外潜在隐性库存。在上一轮欧洲极低库存引发挤仓之后, 本轮国内库存的快速去化也导致这一轮软逼仓的行情。考虑到目前行业中下游的低库存状态,

-10月需求旺季来临之时预计社库依旧将维持低位。不过需要警惕的是，内外价差导致今年进口端的大幅减少，但对其来源的跟踪我们不难发现海外市场存在不少的隐性库存，这是需要去关注的一个潜在风险。

初端消费疲弱，泛地产需求难有起色。从初端开工来看，7月整体开工率小幅回升，但同比仍然偏弱。终端方面，因地产监管趋严+疫情影响，地产景气继续向下。全年国家房住不炒基调不动摇，房地产税改革预期和居民部门现金流受损，四季度销售反弹力度可能不强，全年竣工预计难以实现正增长。地产后周期的家电行业，7月份国内家电产量同比维持高增长；家电出口同比依旧下滑，海外经济体需求端的减弱或对后期出口有一定影响。

9月后基建汽车或发力，托底金属消费。汽车方面，在政府减购置税等政策的刺激下，中国汽车销量持续快速增长，政策对汽车销量提振较为明显。基建方面或许成为今年有色需求的托底。截止6月地方政府专项债发行明显放量，已经下放的3.45万亿专项债额度几乎全部发行完毕。上半年已经和使用的专项债预计将在9-10月这一轮周期逐渐兑现在实物上。

综上，锌目前可以说是本轮有色商品周期下半场的当之无愧的主角，自去年四季度欧洲开启减产以来，对于其供给端的炒作使得短短一年以来，锌价就已经经历了数轮大涨大跌。站在当前这个时间节点，以全行业利润来看，锌估值无疑是处在历史的中高位，这背后是其超强的供给端矛盾和历史极低的库存所支撑。**展望未来锌价**，随着中短期供给端炒作的结束，相比于其他已经大跌的品种，一旦未来能源价格开启回落，锌的估值依旧偏高。

5. 风险提示

1. 欧洲能源问题出现反复；
2. 欧美降息不及预期；
3. 国内房地产超预期恢复

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。