

## 供应逐步修复，锌价震荡回落为主

兴证期货·研发中心

2022年10月28日星期五

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: 021-68982784

邮箱: mazj@xzfutures.com

### ● 核心观点

#### 供应端:

**全球锌矿过剩，加工费加速上升。**2022年下半年全球锌矿产量环比小幅回升，同比依旧下降，但由于全球冶炼端的减产幅度更大，锌矿逐渐走向过剩。三季度中国锌精矿的进口量大幅增加，加工费也随之大幅上行。当前海外减产情况延续甚至扩大，国内这种锌矿相对过剩的情况将延续，进口锌精矿加工费将维持高位。

**海外冶炼同比大减，欧洲锌冶炼进一步减产空间不大。**2022年海外新冶炼端收到的干扰事件较多，预计全年海外地区锌冶炼产量同比降幅或接近4%。不过从欧洲视角来看，随着欧盟对于天然气-电力价格开始行政上的干预，剩余欧洲产能进一步扩大减产的空间已经不大，2022年四季度或许将是锌供需的拐点。

**冶炼利润良好，干扰褪去国内供应修复预期较强。**2022年国内冶炼端受到的干扰也较多，尤其是7-8月的减产量较大。9月以来国内供应开始逐步修复，伴随着锌价维持高位而加工费上行，市场已经给出了相当丰厚的利润水平和相对舒适的冶炼生产环境，在没有刚性生产限制发生的情况下，冶炼产量修复预期较强。

#### 需求端:

镀锌加工同环比走强，全球库存低位企稳。有色初端加工环节整体维稳，9-10月的旺季边际上较8月有明显修复。对于锌产业链来说，镀锌端受益于基建投资的支撑，二季度末至三季度有明显的走强。而相应偏出口和泛地产的压铸锌合金则依旧相对疲弱。库存方面，锌锭全球的低库存矛盾创造了一个高BACK结构的交易机会，但锌产业供需拐点临近的预期有使得锌价有高位回落的压力。

#### 海外消费边际转弱，国内基建制造业投资支撑。

展望四季度来看，海外主要经济体都呈现一定的下滑趋势，消费需求收缩，出口或难维持较好增长。美国地产需求转弱，欧洲受能源问题影响制造业出现大幅下滑。国内方面，泛地产需求依旧疲弱，且中期都难以扭转颓势。基建和制造业投资以及汽车消费等依旧维持较好的增速，给与锌需求一定的托底。

#### 总结:

供应端，海外的受限于能源问题的长期化，短期难以修复，国内冶炼干扰事件消退，高利润给予了供应端较大的弹性，需求端，远月走弱预期是锌价上方最大的压力。随着国内供应端在高利润的刺激下逐步放量，未来锌价应以偏空思维对待。中期关注海外衰退和国内供应修复预期的兑现情况。

## ● 风险提示

宏观货币政策变化超预期，美联储不及预期，国内地产修复超预期

## 报告目录

一、供应篇.....	1
1、锌矿供应相对过剩.....	1
1.1 全球锌矿环比回升.....	1
1.2 国产锌精矿同比小增.....	2
1.3 三季度进口锌精矿集中到港.....	3
1.4 锌精矿加工费加速上升.....	3
2、海外锌冶炼减产量较大.....	4
2.1 海外锌冶炼同比大减.....	4
2.2 欧洲锌冶炼进一步减产空间不大.....	5
3、国内锌冶炼供应逐步回升.....	6
3.1 国内能源干扰逐步消退.....	6
3.2 冶炼利润快速修复.....	7
4、精炼锌进口维持低位.....	8
二、需求篇.....	10
1、初端加工同环比增加.....	10
2、全球库存低位企稳.....	10
3、海外消费趋势走弱.....	11
3.1 美国地产需求转冷.....	11
3.2 欧洲制造业崩塌.....	12
4、基建支撑国内消费边际好转.....	13
4.1 泛地产需求反弹乏力.....	13
4.2 基建支撑镀锌消费.....	14
4.3 出口需求增长降速.....	15
4.4 汽车产销维持高增长.....	16
分析师承诺.....	17

## 图表目录

图 1: ILZSG 全球锌精矿产量 (千金属吨) .....	1
图 2: 海外锌矿企业季度产量 (千金属吨) .....	1
图 3: SMM 中国锌精矿产量 (万金属吨) .....	2
图 4: SMM 中国锌精矿开工率 (%) .....	2
图 5: SMM 中国锌精矿生产利润 (元/吨) .....	2
图 6: Mysteel 中国锌精矿产量 (万金属吨) .....	2
图 7: 中国锌精矿进口量 (万干吨) .....	3
图 8: Mysteel 中国锌精矿港口库存 (万干吨) .....	3
图 9: 中国锌精矿加工费 (元/吨) .....	4
图 10: 中国进口锌精矿加工费 Benchmark (美元/吨) .....	4
图 11: 国产-进口锌精矿价差 (元/吨) .....	4
图 12: 中国锌冶炼厂原料库存 (万吨) .....	4

图 13: 全球精炼锌月度产量 (千吨) .....	5
图 14: 全球精炼锌年度产量 (千吨) .....	5
图 15: 欧洲精炼锌月度产量 (千吨) .....	6
图 16: 全球精炼锌年度产量 (千吨) .....	6
图 17: SMM 中国精炼锌月度产量 (万吨) .....	7
图 18: SMM 中国精炼锌月度开工率 (%) .....	7
图 19: Mysteel 中国精炼锌周度产量 (吨) .....	7
图 20: 中国锌冶炼检修产量 (万吨) .....	7
图 21: 中国精炼锌冶炼利润 (元/吨) .....	8
图 22: 国产-进口矿价差 (元/吨) .....	8
图 23: 中国精炼锌进口量 (吨) .....	9
图 24: 中国精炼锌出口量 (吨) .....	9
图 25: 中国精炼锌进口盈亏 (元/吨) .....	9
图 26: 中国精炼锌净进口量 (吨) .....	9
图 27: 中国镀锌板带周度产量 (万吨) .....	10
图 28: 中国镀锌板带周度库存 (万吨) .....	10
图 29: 中国压铸锌合金周度产量 (万吨) .....	10
图 30: 中国铝线缆周度开工率 (%) .....	10
图 31: LM 精炼锌分大洲库存 (吨) .....	11
图 32: SMM 中国七地锌锭周度库存 (万吨) .....	11
图 33: LM 精炼锌库存及升贴水 (吨) .....	11
图 34: SMM 中国锌锭现货升贴水 (元/吨) .....	11
图 35: 美国成屋销售数据 (万套) .....	12
图 36: 美国轻型车月度销量 (辆) .....	12
图 37: 全球主要经济体制造业 PMI 指数 (%) .....	13
图 38: 欧洲制造业 PMI 指数 (%) .....	13
图 39: 中国房屋新开工面积 (万平方米) .....	14
图 40: 中国房屋竣工面积 (万平方米) .....	14
图 41: 中国商品房销售面积 (万平方米) .....	14
图 42: 土地购置面积累计 (万平方米) .....	14
图 43: 社会融资规模: 政府债券 (亿元) .....	15
图 44: 基础设施投资累计同比 (%) .....	15
图 45: 中国汽车月度销量 (辆) .....	16
图 46: 中国新能源车销量 (辆) .....	16
图 47: 中国汽车月度销量 (辆) .....	16
图 48: 中国新能源车销量 (辆) .....	16

## 表格目录

表 1: 海外锌冶炼企业产量情况 (万吨) .....	5
表 2: 欧洲锌冶炼减产情况 (万吨) .....	6

## 一、供应篇

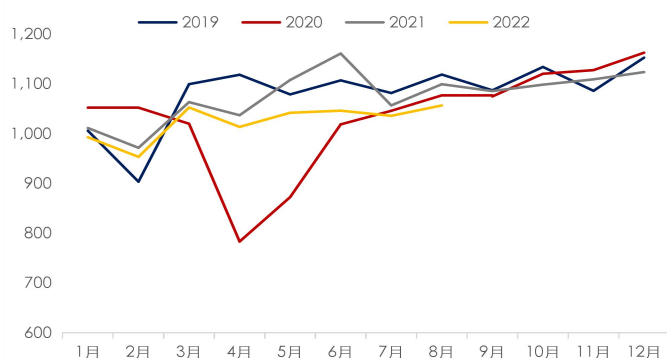
### 1、锌矿供应相对过剩

#### 1.1 全球锌矿环比回升

根据 ILZSG 数据，2022 年 8 月全球锌精矿产量 105.67 万金属吨，同比下降 3.88%，环比增加 2.01%；1-8 月合计全球锌精矿产量 819.32 万金属吨，同比下降 3.71%。根据兴证期货统计的各矿企已公布的半年报数据来看，2022 年上半年合计生产锌矿 234.98 万金属吨，同比 2021 年的 248.39 万金属吨下降了 5.39%（13.40 万金属吨）。

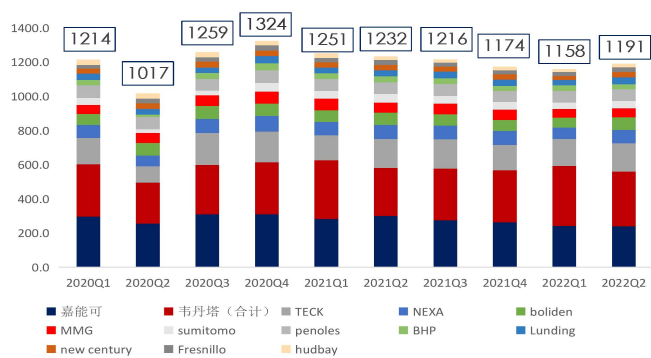
从上述数据结合国内锌矿产量情况，我们推断 2022 年全球锌矿的增量部分主要来源于部分中小矿山，而全球主要的大型矿企整体产量将录得同比减量。根据全球主要矿企业在 2021 年年报中公布的产量指引及资本开支预算也可以发现，矿企大多并未在本轮利润上行周期内明显增加锌矿业务的资本开支规模，在产能扩张不活跃的情况下，矿企基于品位的趋势性降低以及未来的关停计划不同程度的调降了 2022 年产量目标。仅加拿大泰克资源有限公司（Teck）和伦丁矿业（Lundin Mining）有所上调。其主要因为预期 Red Dog 经营状况良好以及 Neves-Corvo 扩建项目投产。因此本轮锌价自去年 4 季度以来已经维持在一个历史相对高位接近一年，但高利润未能刺激锌矿业务资本开支的显著增加，除了疫情持续带来的不确定性之外，企业经营战略的调整，更聚焦于有明显新能源属性的金属矿产（锂、镍、铜等）的开发，可能是更长周期的逻辑。

图 1：ILZSG 全球锌精矿产量（千金属吨）



数据来源：ILZSG，兴证期货研发部

图 2：海外锌矿企业季度产量（千金属吨）



数据来源：公开资料，兴证期货研发部

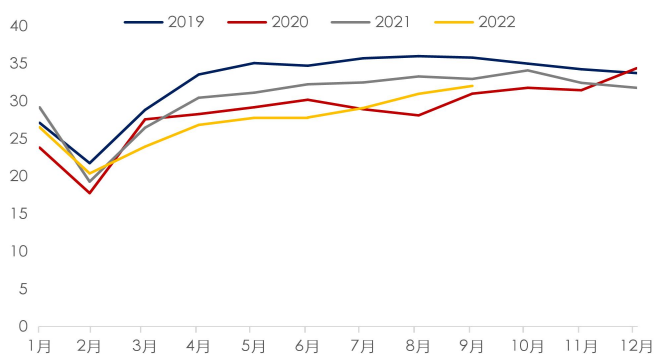
## 1.2 国产锌精矿同比小增

根据 SMM 数据, 2022 年 9 月国产锌精矿 33.38 万金属吨, 同比增加 0.54%, 1-9 月 270.78 万金属吨, 同比下降 1.85%, 其中三季度合计产量 99.38 万金属吨, 同比小增 0.33%。

新投产方面, 5 月内蒙古诚诚矿业二期选厂稳步投产, 全年预计带来 1.93 万金属吨增量。广西张十八铅锌矿于 2021 年 12 月陆续选厂投产产出量, 全年增量预期在 2.45 万金属吨。复产方面, 湘西华林矿业据了解目前选厂已经复产, 全年预计增量在 1.8 万金属吨。贵州红桥矿业的扩产及银漫矿业去年年底也已经复产, 当前预计两家矿企全年增量在 2.485 万金属吨。全年角度来看, 今年国产锌精矿产量预计较去年基本持平。

从利润的角度来看, 由于 2022 年锌价一直处在高位, 而国产锌矿的加工费有相对不高, 矿端的利润情况一直非常良好,

图 3: SMM 中国锌精矿产量 (万金属吨)



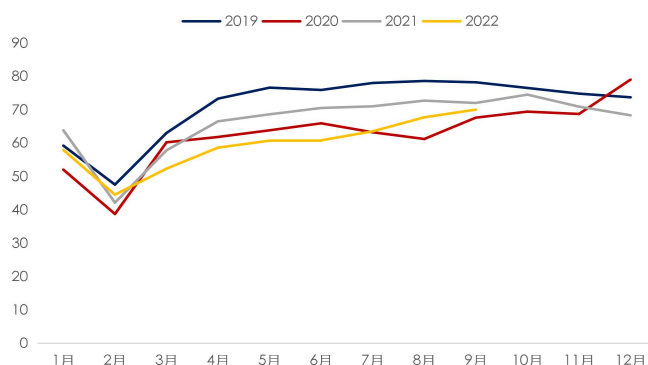
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 5: SMM 中国锌精矿生产利润 (元/吨)



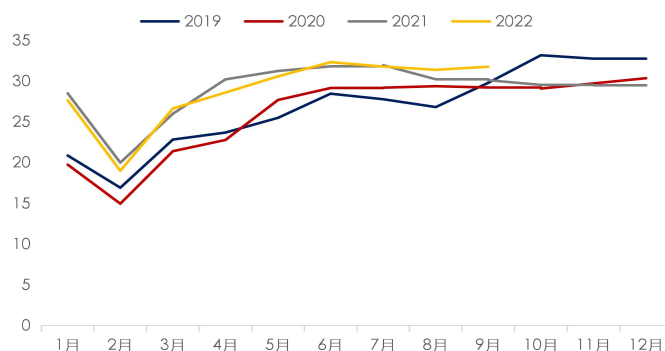
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 4: SMM 中国锌精矿开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 6: Mysteel 中国锌精矿产量 (万金属吨)



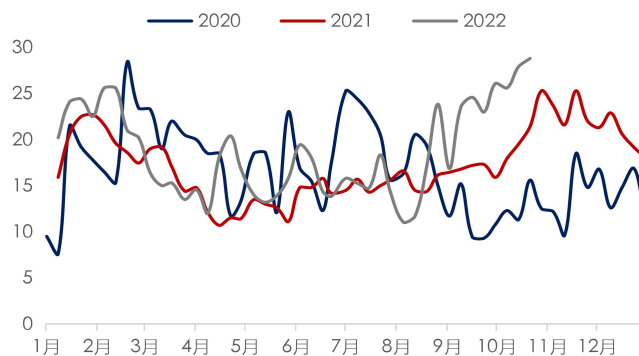
数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

### 1.3 三季度进口锌精矿集中到港

根据海关数据，2022年9月中国锌精矿进口量39.06万干吨，同比增加53.49%，1-9月中国合计锌精矿进口量287.68万干吨，同比增加5.7%，其中三季度合计进口量达到105.95万干吨，同比增加26.18%。8月以后，海外锌精矿集中到港，大大缓解了国内原料端紧张的情况。根据Mysteel统计的中国港口锌精矿库存数据也验证了这一点，自8月以来国内港口的锌精矿库存逐月上升。截止10月21日，中国主流5港的锌矿库存为28.8万干吨，较8月初增加了17.8万干吨，同比去年增加了7.4万干吨。随着欧洲锌冶炼减产的扩大，预计四季度锌精矿进口量依旧将维持在高位。

图7：中国锌精矿进口量（万干吨）

图8：Mysteel中国锌精矿港口库存（万干吨）



数据来源：海关数据，兴证期货研发部

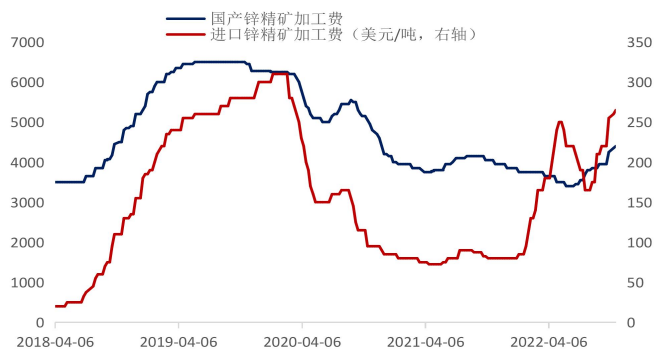
数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

### 1.4 锌精矿加工费加速上升

随着国内锌矿供需逐渐宽松，国内锌精矿加工费也逐步走高，根据SMM数据，截止10月21日国产锌精矿平均加工费为4400元/吨，较今年低点回升的1000元/吨，进口锌精矿平均加工费也反弹至今年新高265美元/吨。本轮进口锌精矿回水相比于今年一季度，一个重要的不同是沪锌和伦锌的内外价差走势。二季度以来随着外盘相较于内盘的逐步走弱，进口锌精矿的经济性大幅提升，进入9月进口锌精矿的经济性已经全面超过国产矿。

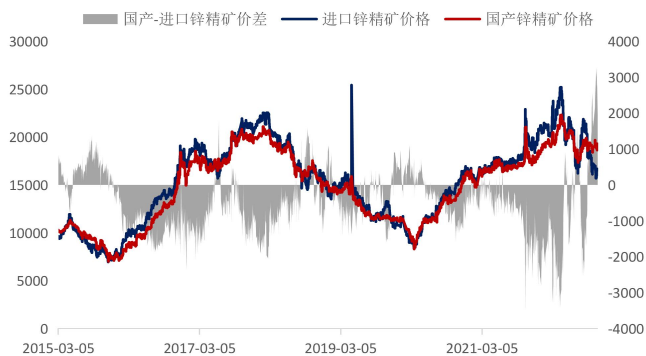
进入三季度，国内冶炼企业加大采购，企业原料库存也平稳回升。根据SMM数据，截止9月底，国内冶炼企业锌矿原料库存以及回升到37.43万吨，库存可消费天数回到了25天左右。全产业链的锌矿原料库存基本处在相对宽松的状态。当前海外锌减产较大，导致锌矿集中流向亚洲尤其是中国的，因此预计国内这种锌矿相对过剩的情况将延续，进口锌精矿加工费将维持高位。

图 9：中国锌精矿加工费（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 11：国产-进口锌精矿价差（元/吨）



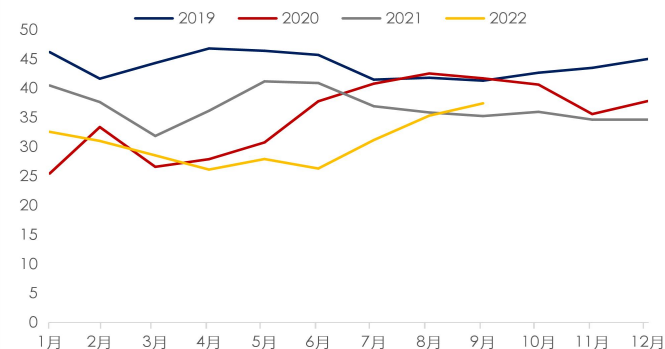
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 10：中国进口锌精矿加工费 Benchmark（美元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 12：中国锌冶炼厂原料库存（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

## 2、海外锌冶炼减产较大

### 2.1 海外锌冶炼同比大减

2022 年海外新冶炼端收到的干扰事件较多，除了欧洲地区受到天然气-电力价格飙升出现了大规模的减产之外，其他地区也有一定的减产。根据兴证期货统计的海外主要锌冶炼企业（占比海外精炼锌产量 50%）产量，2022 年上半年合计产量为 137.43 万吨，同比下降了 8.82%。从绝对值和百分比来看，今年产量较大的企业是嘉能可和高丽亚铅，前者是主要是由于其欧洲旗下 Portovesme 冶炼厂在去年 11 月检修了一条产能在 14 万吨/年的产线，后者是由于其位于澳大利亚的 SMC 冶炼设备调试时间延迟过多导致二季度同、环比减量均在 35%以上。出这两家之外 NEXA、Penoles 和 Noranda 都应不同原因产量同比下滑近 2 万吨。



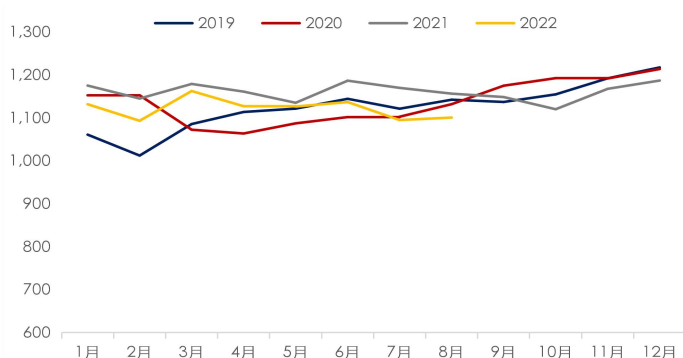
表 1:海外锌冶炼企业产量情况 (万吨)

公司	2021H1	2022H1	同比	增加
泰克 (Teck)	13.77	13.90	0.94%	0.13
Boliden	23.96	24.41	1.88%	0.45
嘉能可 (Glencore)	46.94	41.84	-10.86%	-5.10
Nexa	28.53	26.54	-6.98%	-1.99
高丽亚铅 (Korea Zinc)	11.01	8.07	-26.73%	-2.94
佩诺尔斯 (Penoles)	13.12	11.21	-14.59%	-1.91
Noranda Income Fund	13.39	11.46	-14.41%	-1.93
合计	150.73	137.43	-8.82%	-13.30

数据来源：公开资料，兴证期货研发部

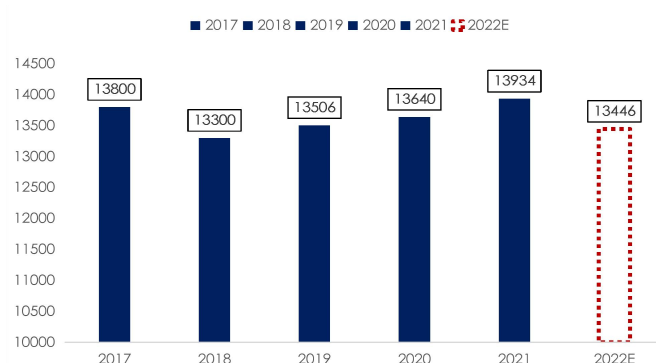
根据 ILZSG 数据，2022 年 8 月全球精炼新产量 110.09 万吨，同比下降 4.81%；1-8 月合计全球精炼新产量 897.49 万金属吨，同比下降 3.60%，剔除国内锌冶炼的产量，海外整体精炼锌的产量同比降幅要小于上文统计的中大型锌冶炼企业的产量降幅，显示再本轮高锌价高利润周期中，部分中小型冶炼企业产量同比是录得增长的，弥补了部分大型企业的减量。伴随着下半年欧洲地区减产量的扩大，预计全年海外地区锌冶炼产量同比降幅或接近 4%。

图 13: 全球精炼锌月度产量 (千吨)



数据来源：ILZSG，兴证期货研发部

图 14: 全球精炼锌年度产量 (千吨)



数据来源：ILZSG，兴证期货研发部

## 2.2 欧洲锌冶炼进一步减产空间不大

自去年二季度以来，欧洲地区开启了因天然气-电力价格飙涨的减产之路，截止 2022 年 10 月，欧洲地区已经有接近 170 万吨的冶炼产能受到了影响进行了不同程度的减产。主要的减产企业是托克旗下的 Nystar 和嘉能可。前者由于并未在半年报中披露该厂的产量下修幅度，但由于 Nyrstar 旗下无自有矿山，因此其受到电力价格飙涨导致的利润塌陷情况要更为严重，预计其实际减产量将高于其他炼厂。后者在 2022 年上半年减产 10%，德国冶炼厂也是在 10 月初刚宣布停产，成为新增冶炼减量，预计嘉能可旗下的冶炼企业全年减产量或接近 15 万吨。不过

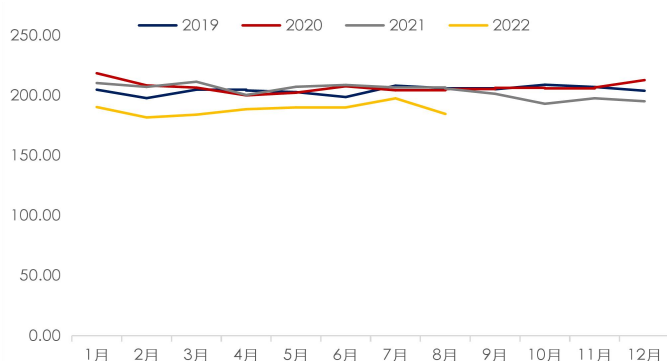
从下表中我们也不难看出，随着欧洲对于天然气-电力价格开始行政上的干预，剩余欧洲产能进一步扩大减产的空间已经不大，2022 年四季度或许将是欧洲锌供需的拐点。

表 2:欧洲锌冶炼减产情况（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	2022 年 8 月，挪威罢工开工下降
	Auby	法国	15	2021 年 10 月宣布减产 50%，2022 年 3 月恢复生产
Nyrstar	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 月宣布错峰生产，2022 年 12 月宣布停产
	San Juan	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，2022 年 10 月停产
	Northfleet	英国	5	-

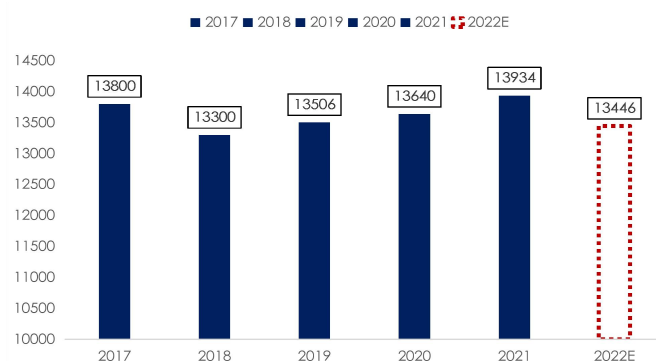
数据来源：公开资料，兴证期货研发部

图 15: 欧洲精炼锌月度产量（千吨）



数据来源：iFinD，兴证期货研发部

图 16: 全球精炼锌年度产量（千吨）



数据来源：ILZSG，兴证期货研发部

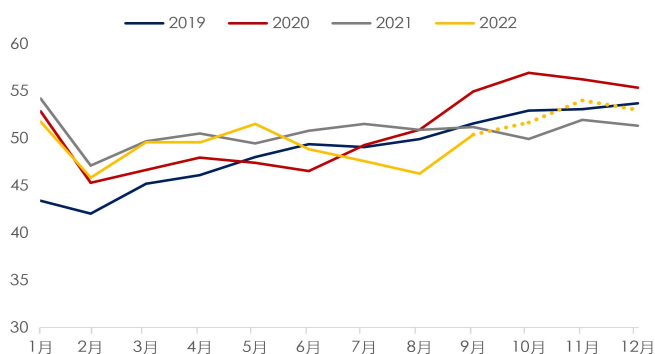
### 3、国内锌冶炼供应逐步回升

#### 3.1 国内能源干扰逐步消退

根据SMM数据,2022年9月国内锌冶炼产量50.39万吨,同比下降1.56%,环比增加8.90%;1-9月国内锌冶炼合计产量441.36万吨,同比下降3.08%,降幅较海外锌冶炼小。从同比的角度来看,2022年虽然全年在供给端受到干扰都较多,上半年原料也较为紧缺,但今年国内锌冶炼主要的减量还是来源7-8月的国内限电导致的减产。夏季的持续高温导致,四川、湖南要求停工业用电保居民用电,对锌产量造成影响,两个月合计同比去年减产8.5万吨,占比去年全年产量的1.4%。

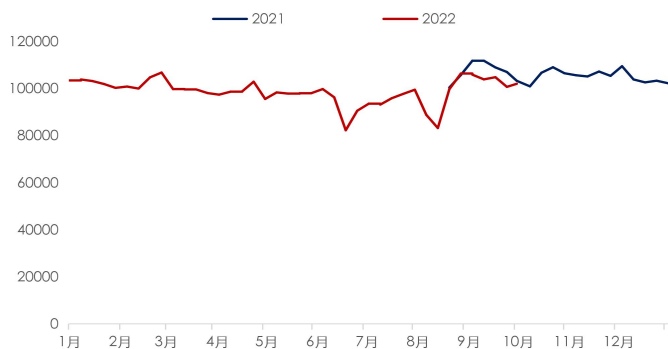
不过随着进入9月限电这个影响因素消失，9月的产量环比8月大幅增加，预计10月国内锌冶炼开工将进一步回升。根据SMM预估2022年10月国内精炼锌产量将回升51.67万吨，同比增加3.48%，环比增加2.54%。而根据Myteel统计数据（45家样本）来看，进入10月国内锌冶炼周度平均产量已经回升至10万吨以上，较去年同期基本持平。四季度随着陕西地区因原料运输问题的的减产结束，预计国内锌冶炼产量继续回升，全年精炼锌产量同比降幅或收窄至1.5%-2%。

图 17: SMM 中国精炼锌月度产量 (万吨)



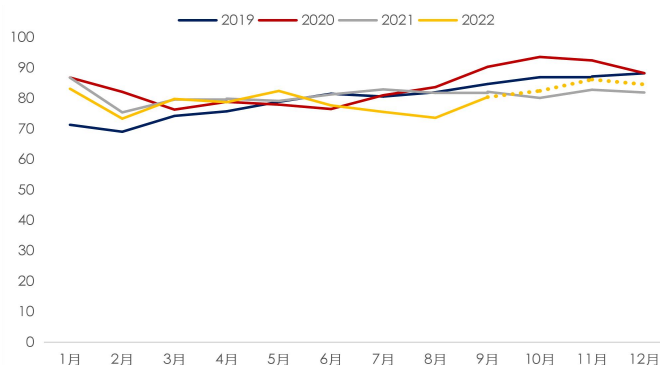
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 19: Mysteel 中国精炼锌周度产量 (吨)



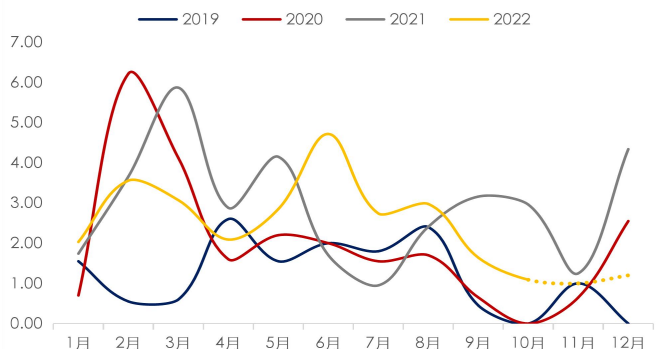
数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

图 18: SMM 中国精炼锌月度开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 20: 中国锌冶炼检修产量 (万吨)



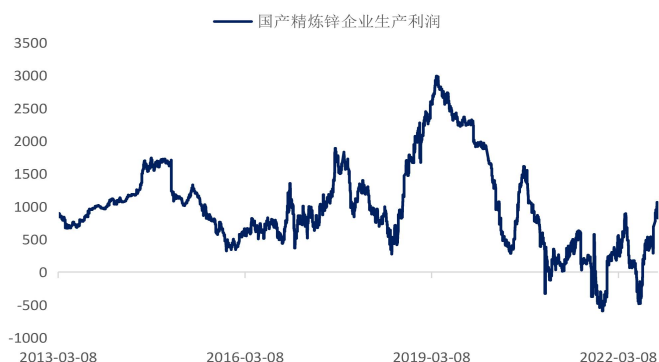
数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

### 3.2 冶炼利润快速修复

2022年下半年开始，国内锌冶炼端利润情况持续好转，伴随着锌价维持高位而加工费上行，锌矿和冶炼端利润进行了再分配，海外锌冶炼大减产导致全球锌矿相对过剩，进口矿大幅流入国内，使得矿端开始让利给冶炼端。尤其是进口矿的加工费快速上行，导致国内冶炼企业使用进口矿的冶炼利润大幅上升，其经济性已经超过国产款。

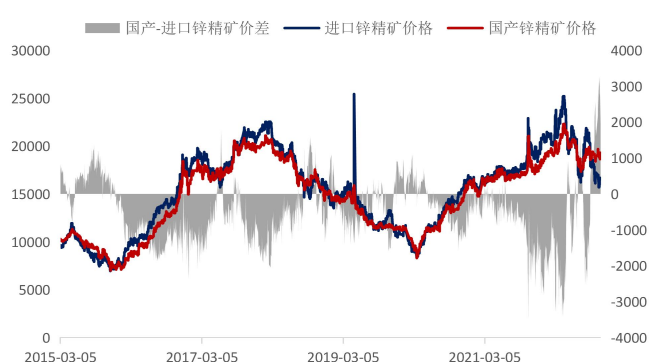
根据 SMM 的数据，截止 10 月，国内锌冶炼企业的吨锌生产利润已经回升至 1000 元，加之副产品受益预计实际的利润已经接近 2000 元/吨。进口矿冶炼的利润水平比用国产矿的盈利水平更高。连续的进口窗口开启，国内锌精矿库存平稳回升，已经给出了相当丰厚的利润水平和相对舒适的冶炼生产环境，在没有刚性生产限制发生的情况下，冶炼生产潜力释放仅是时间问题。

图 21：中国精炼锌冶炼利润（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 22：国产-进口矿价差（元/吨）



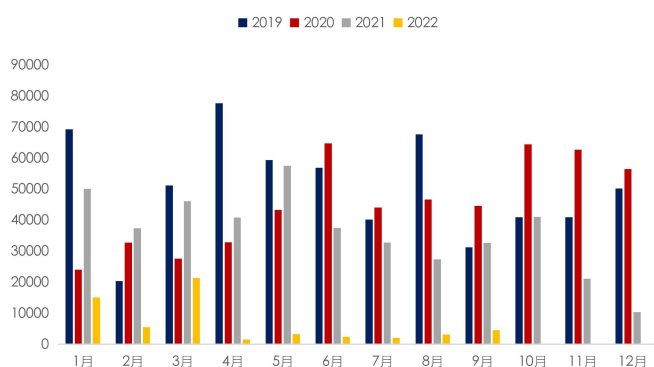
数据来源：SMM，兴证期货研发部

## 4、精炼锌进口维持低位

据海关总署统计数据，2022 年 9 月中国精炼锌进口量 4484 吨，同比下降 86.26%；1-9 月合计精炼锌进口量 58641 吨，同比下降 83.79%。出口方面，2022 年 9 月中国精炼锌出口量 9320 吨；1-9 月合计精炼锌出口量 72676 吨，同比增加 1594.08%。两者结合得出的 2022 年 1-9 月中国精炼锌净进口为-68386 吨，去年同期为 303168 吨，同比相差 371554 吨。

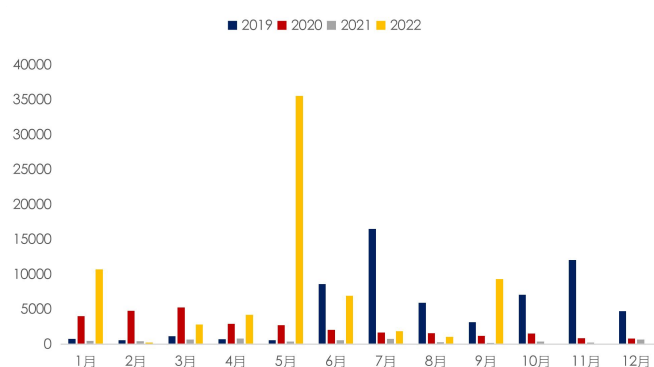
从内外比价来看，截止 10 月锌锭进口盈利窗口已经打开，内外比价的回归意味着今年上半年以来的锌锭大幅出口的情况预计逐步缓解。不过短期来看海外冶炼企业的减产幅度交到，导致海外供需依旧偏紧，因此当前并不具备锌锭大幅进口的条件。

图 23: 中国精炼锌进口量 (吨)



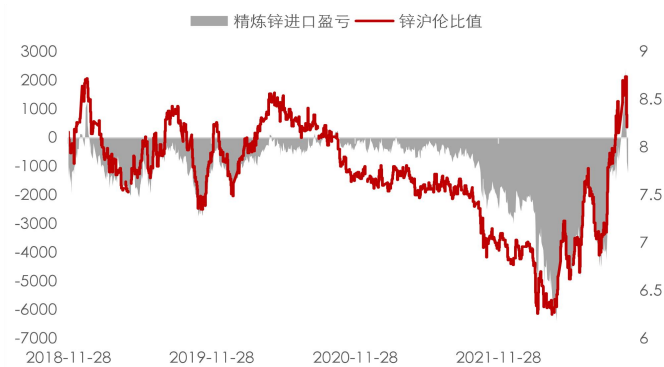
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 24: 中国精炼锌出口量 (吨)



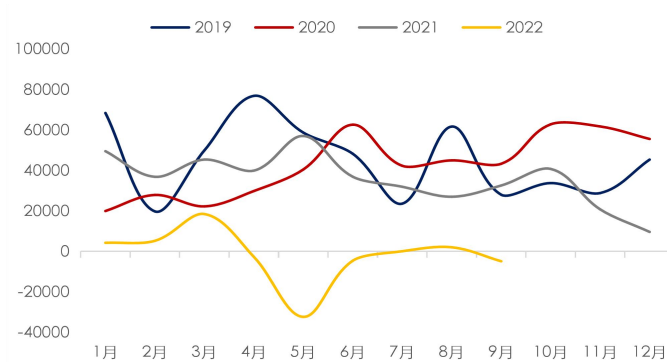
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 25: 中国精炼锌进口盈亏 (元/吨)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 26: 中国精炼锌净进口量 (吨)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

## 二、需求篇

### 1、初端加工同环比增加

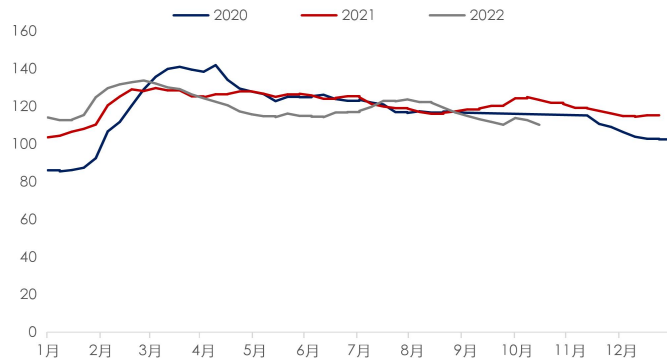
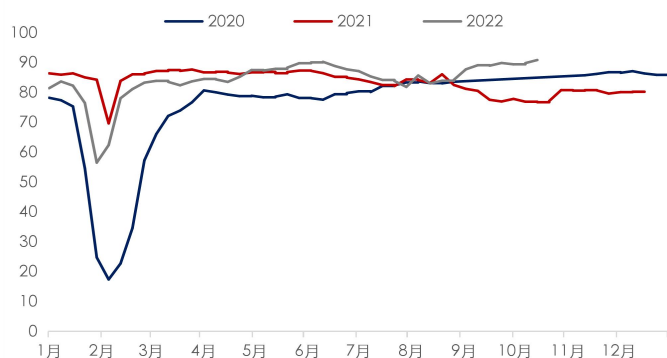
三季度以来，国内有色初端加工环节整体维稳，9-10月的旺季边际上较8月有明显修复。对于锌产业链来说，镀锌端受益于基建投资的支撑，二季度末至三季度有明显的走强。而相应偏出口和泛地产的压铸锌合金则依旧相对疲弱。

根据 Mysteel 数据显示，截止 10 月 21 日，中国镀锌板带的周度产量已经回到了 90 万吨以上水平，镀锌的社会库存也回落至 110 万吨，较今年高点下降了超 20 万吨，同比去年下降了 13 万吨。而根据 Mysteel 统计的压铸锌合金（小样本）的周度产量依旧低于 1 万吨，去年同期为 1.06 万吨，2020 年同期为 1.27 万吨。

因此，整体上来看锌产业初端加工受限于地产需求的疲弱，2022 年金九旺季的成色略有不足，但基建的支撑是的消费要较此前市场预期的又略强。

图 27：中国镀锌板带周度产量（万吨）

图 28：中国镀锌板带周度库存（万吨）

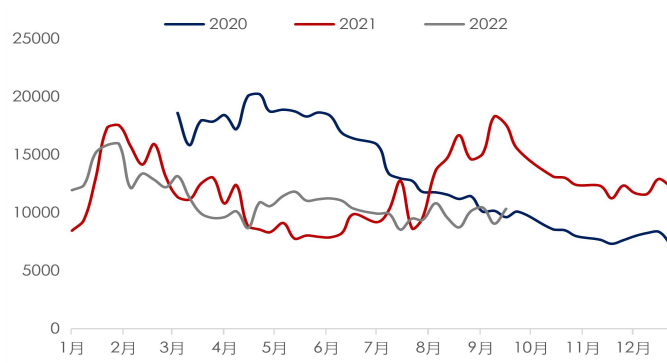
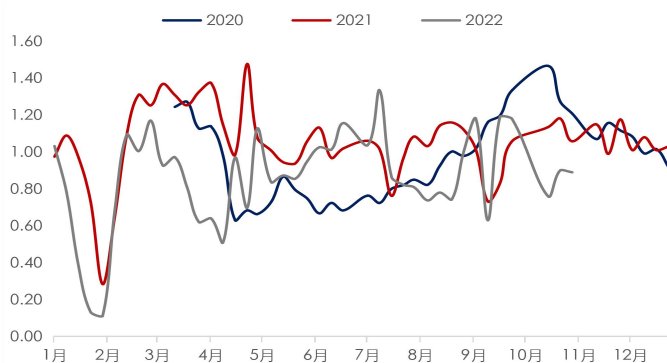


数据来源：SMM，兴证期货研发部

数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 29：中国压铸锌合金周度产量（万吨）

图 30：中国铝线缆周度开工率（%）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

数据来源：SMM，兴证期货研发部

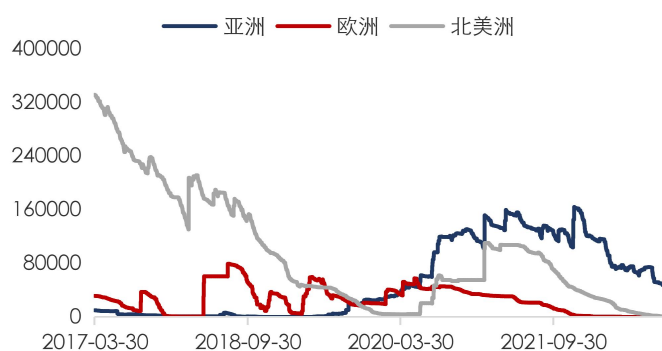
### 2、全球库存低位企稳

库存方面，今年以来有色整体是处在一个历史的相对低位，锌同样面临这样的情况。国内和海外的显性库存分别在二季度和三季度降至一个历史的绝对低位，导致内外盘分别出现了挤仓的行情。

不过随着海外需求端的下滑和国内供应端的回升，全球的锌锭库存在四季度出现了低位企稳的态势。海外方面，截止10月21日，LME全球锌锭库存50600吨，同比去年下降近15万吨，环比9月下降16900吨。国内方面，截止10月24日，国内锌锭七地锌锭社会库存总量为9.71万吨，同比全年下降4.87万吨，环比9月增加0.44万吨。

锌锭全球的低库存矛盾创造了一个高BACK结构的交易机会，但锌产业供需拐点临近的预期有使得锌价有高位回落的压力。

图 31: LM 精炼锌分大洲库存 (吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 33: LM 精炼锌库存及升贴水 (吨)



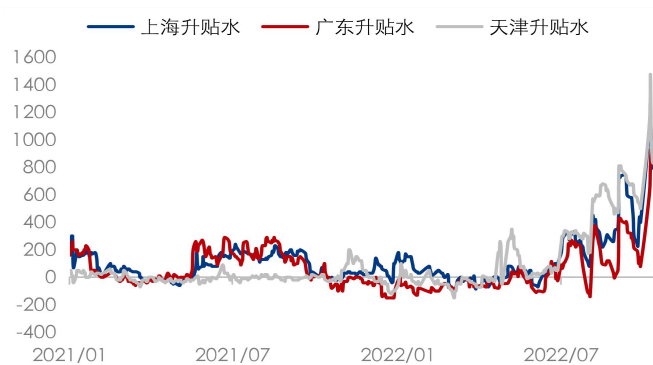
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 32: SMM 中国七地锌锭周度库存 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 34: SMM 中国锌锭现货升贴水 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

### 3、海外消费趋势走弱

#### 3.1 美国地产需求转冷

随着美联储下半年以来连续鹰派加息，尽管从制造业 PMI 和就业数据来看美国当下经济依旧强劲，但美联储加息之后对实体经济尤其是汽车大宗消费、零售和住房需求的抑制作用已经有所显现。

美国地产正由前期供给紧俏逻辑边际转向需求走弱逻辑。美国 8 月成屋销售总数年化录得 480 万户，为 2020 年 5 月以来新低，预期 470 万户，前值 481 万户。美国全国房地产经纪人协会(NAR)公布的数据显示，8 月，成屋签约销售指数(PHS)环比下降 2.0%，至 88.4%，这是自 2011 年以来的最低水平。彭博社对经济学家的调查中，中位数估计是下降 1.5%。同时，签约量同比下滑 22.5%，略好于市场预期。随着美联储继续其激进的加息计划以对抗通货膨胀，抵押贷款利率已经推高至 2008 年以来的最高水平，房地产市场一直在下行。

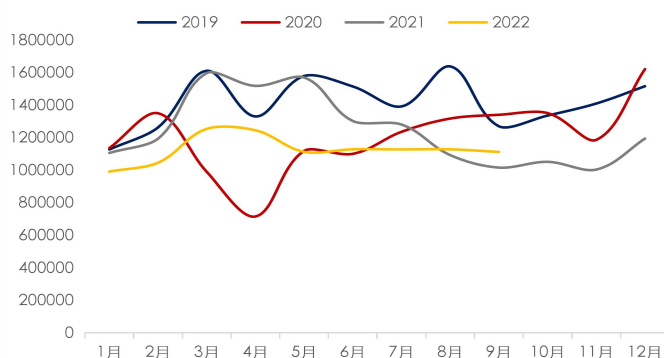
美国汽车消费 9 月的表现则相对较好，根据 Motor Intelligence 的数据，9 月份，美国轻型车的季节性调整年化销量为 1367 万辆，不过就今年整个三季度来看，美国轻型车销量为 330 万辆，较去年微跌 0.4%；而今年前三个季度，美国轻型车的销量不到 1000 万辆，同比跌幅为 13.2%。

图 35: 美国成屋销售数据 (万套)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 36: 美国轻型车月度销量 (辆)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

### 3.2 欧洲制造业崩塌

欧元区 10 月份 PMI 数据出炉。其中，欧元区 10 月份制造业 PMI 初值录得 46.6，创 2020 年 6 月份以来新低。服务业 PMI 初值录得 48.2，符合市场预期，但仍为近 20 个月以来新低。综合 PMI 初值录得 47.1，低于此前市场预期的 47.6，创近 23 个月以来新低，也连续四个月低于“荣枯线”。

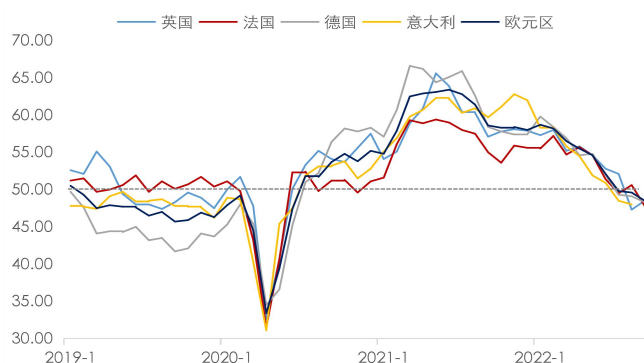
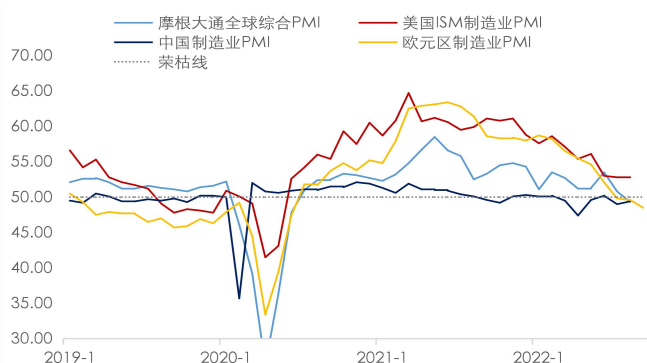
由标普全球 (S&P Global) 发布的 PMI 数据报告称，欧元区经济状况在 10 月份继续下滑。制造业活动进一步走弱，尤其是能源密集型行业产出受到较大冲击。不断下滑的 PMI 数据显示



出欧洲经济可能会在第四季度加速下行，同时通胀压力仍旧处在高位。虽然制造业产出目前仍然更具弹性，但 PMI 数据反映出 10 月商品需求急剧下降，这意味着目前的产出只能由企业完成先前下达的订单积压来维持。如果没有需求复苏，这是不可持续的，企业大幅削减投入品采购以准备未来几个月的产出下降也就不足为奇了。

图 37: 全球主要经济体制造业 PMI 指数 (%)

图 38: 欧洲制造业 PMI 指数 (%)



数据来源：WIND，兴证期货研发部

数据来源：WIND，兴证期货研发部

## 4、基建支撑国内消费边际好转

### 4.1 泛地产需求反弹乏力

9 月地产开发投资降幅较 8 月进一步扩大，虽然基建、制造业的投资额增长比较多，但受地产端的拖累，今年下半年的固定资产投资整体上表现出不高不低的增长状态，一直徘徊在 6% 附近。

上游房地产投资拿地方面，房地产开发投资额同比下降 8.0%（前值-7.4%），单月同比下降 12.1%（前值-13.8%）；同期购置土地面积、土地成交价款同比增速分别为-53.0%、-46.2%。销售持续低迷导致行业整体投资能力下降，土地购置面积及成交价款下降幅度扩大，投资下行压力持续显现。

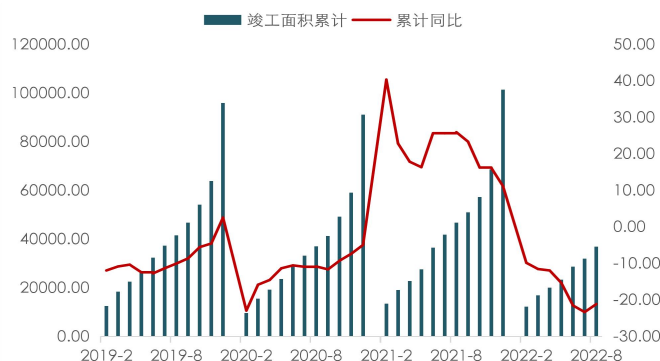
中游施工数据方面，2022 年 1-9 月，全国房屋新开工面积 9.48 亿平，累计同比下降 38.0%（前值-37.2%）；其中 9 月单月新开工面积 0.97 亿平，同比下降 44.4%（前值-45.7%），连续四个月同比降幅超过 40%。在销售不畅和融资较紧的情况下，新开工的下行是情有可原的。2022 年 1-9 月，房屋竣工面积 4.09 亿平，累计同比下降 19.9%（前值-21.1%）；其中 9 月单月竣工面积同比下降 6.0%。伴随各地保交楼持续推进，累计竣工面积降幅持续收窄。

下游销售数据方面，2022 年 1-9 月，全国商品房销售面积 10.14 亿平方米，累计同比下降 22.2%（前值-23.0%）；其中 9 月单月销售 1.35 亿平米，同比下降 16.2%（前值-22.6%）；1-9

9月商品房销售额 9.94 万亿元，累计同比下降 26.3%（前值-27.9%）。伴随 2021 年低基数到来，9 月行业销售降幅较前 8 月有所缩窄，但整体看 2022 年“金九”成色不足，整体销售欠佳。在 9 月底多部门推出政策组合拳后，我们预计后续市场将实现筑底，但市场的全面恢复仍需时日。

图 39：中国房屋新开工面积（万平方米）

图 40：中国房屋竣工面积（万平方米）

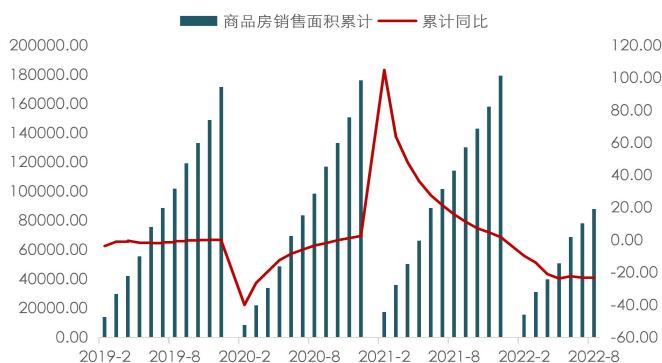


数据来源：WIND，兴证期货研发部

数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 41：中国商品房销售面积（万平方米）

图 42：土地购置面积累计（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

## 4.2 基建支撑镀锌消费

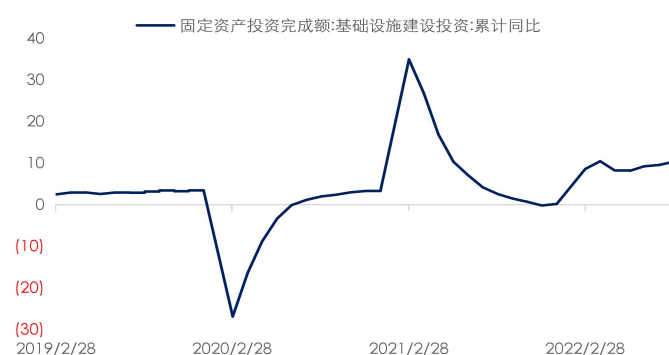
9 月基建投资同比增长 16.28%，继续创下年内当月增速的新高。前三季度基建投资同比增长 11.2%，较 1-8 月加快了 0.83 个百分点。水利、环境和公共设施保持高增长，其中公共设施管理业为主要支撑项。截止 9 月末国开行基础设施投资基金已投放 3600 亿元，农发行已投放近 2400 亿元，中国进出口银行已投放近 700 亿元，三大政策行 6000 多亿的基础设施基金的投放积极撬动社会配套融资，资金总体较为充沛。开工项目方面，国开行、农发行和中国进出口银行支持项目分别达近 800 个、1677 个和 114 个，各地重大项目储备充足。石油沥青装置开工率和西北水泥价格维持高位，指向项目加快开工带动基建投资上升。

图 43：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 44：基础设施投资累计同比（%）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

### 4.3 出口需求增长降速

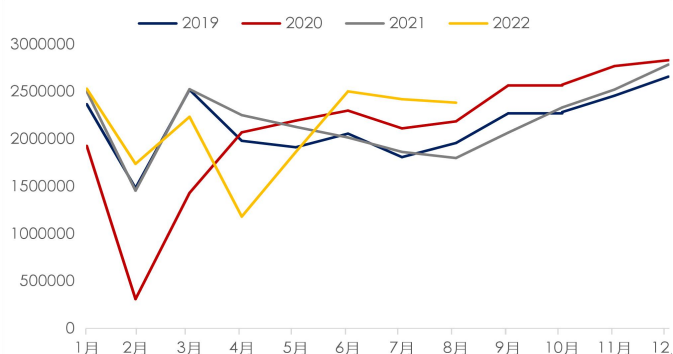
9 月出口同比增长 5.7%，增速较 8 月下降 1.4 个百分点。出口增速经历了 7 月-8 月的大幅回落后，9 月继续下探。其中，9 月份环比上升 2.5%，翘尾因素下降 4.3%，出口同比增速继续放缓的主要原因仍是外需持续走弱及去年同期的高基数。

9 月份我国对几个主要国家和地区的出口增速分化，对美国、欧盟、日本的出口增速延续下跌趋势，对中国香港、东盟、韩国的出口增速均有回升。东盟新兴经济体通胀处于温和水平，经济具有较强韧性，衰退预期目前不及欧美，RECP 的逐步推进带动东盟部分需求转向我国，此外我国部分产业链向东盟的转移也增加了对我国原料及中间品的需求。此外短期内欧洲地区的制造业受能源问题的减产也给与国内一定的出口替代机会。

分品类来看，居民消费品整体呈下行趋势，一定程度上反映了欧美居民购买力及需求的下降，而汽车、手机出口呈现较高韧性，高端制造业将对出口形成支撑。

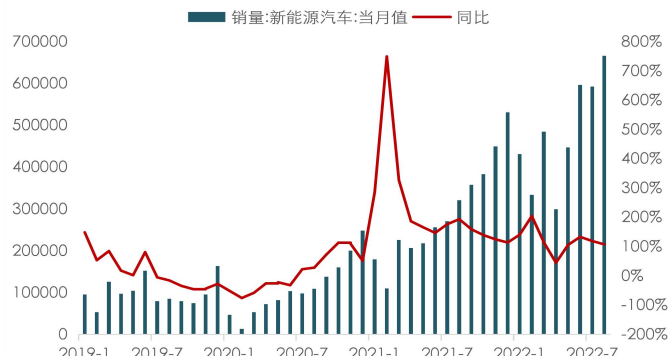
从中长期俩看，展望四季度乃至明年欧美加息和衰退预期不断升温，我国出口端的增速或将继续回落，不过随着疫情形势趋缓、稳外贸政策持续发力叠加人民币的适度贬值对出口增速形成一定支撑。

图 45: 中国汽车月度销量 (辆)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 46: 中国新能源车销量 (辆)



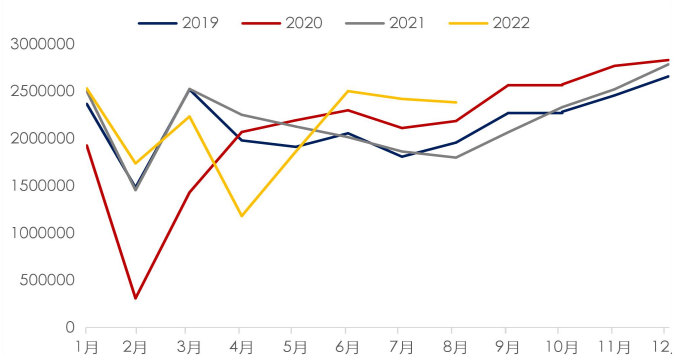
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

#### 4.4 汽车产销维持高增长

汽车方面, 9 月汽车产销同比、环比均实现高增长, “金九银十” 传统消费旺季效应重现。据中汽协 10 月 11 日发布的数据, 2022 年 9 月全国汽车产销分别完成 267.2 万辆和 261.0 万辆, 环比分别+11.5%和+9.5%, 同比分别+28.1%和+25.7%。其中出口汽车 30.1 万辆, 环比-2.6%, 同比+73.9%, 汽车出口连续两个月维持在 30 万辆以上。

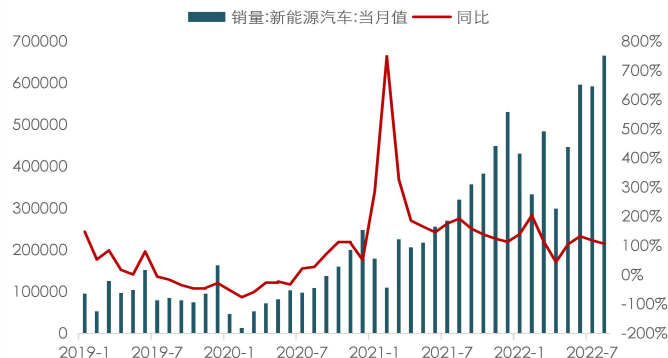
今年 1-9 月, 汽车产销分别完成 1963.2 万辆和 1947.0 万辆, 累计同比分别+7.4%和+4.4%, 较 1-8 月增速分别+2.6%和+2.7%; 累计出口汽车 211.7 万辆, 同比+55.5%, 成为仅次于日本的全球第二大出口国。9 月汽车产销增速达两成以上, 环比也实现较快增长; 其中新能源汽车产销再创历史新高, 同比分别增长 1.1 倍和 93.9%; 乘用车产销增速较理想, 商用车恢复不及预期。按照前几轮促消费政策出台后的经验, 政策刺激效应将于四季度进一步发酵, 因此今年后几个月国内汽车产销量有望进一步超预期, 全年实现两位数同比增长的概率较大。

图 47: 中国汽车月度销量 (辆)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 48: 中国新能源车销量 (辆)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

### 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。