

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

12月锌价冲高回落，沪锌主力合约最高一度反弹至25065元/吨。12月海外冶炼厂依然处于大面积降负荷生产状态中，国内原料充沛及利润高企下，为12月及明年1月炼厂提产创造较好的条件，供应增加预期延续。不过当前国内锌锭依旧维持低库，给与锌价一定支撑。截止12月底沪锌主力合约收盘于23765元/吨，月涨幅-0.17%，伦锌电3月合约收盘于2967.5元/吨，月涨幅-2.30%。

### ● 后市展望及策略建议

#### 供给端：

全球锌矿依旧处在过剩周期，尽管海外矿山的增速不及预期，但由于欧洲冶炼端长时间的降负荷生产，大量锌矿流入国内，国内冶炼端原料紧张问题得到解决，锌矿加工费上行改善炼厂盈利水平。进入2023年，欧洲冶炼端的复产之路预计将较为曲折，但国内随着干扰因素褪去，叠加新投产能在当前高利润之下将加速投产，预计供应端持续上行的预期将延续。

#### 库存端：

全球显性库存依旧处在低位，在上一轮欧洲极低库存引发挤仓之后，LME欧美库存依旧处在绝对低位，亚洲区库存也延续去库。国内方面，进入12月供应端限电和原料紧张等问题得到解决，国内冶炼端开始放量，而需求随着进入淡季逐步走弱，国内库存去库周期基本进入尾声，12月国内新低库存基本维持低位但并没有进一步去库。预计节前国内锌锭库存将逐步进入累库周期。

**需求端：**

下半年在基建投资的支撑下，镀锌消费维持景气。今年国内基建累计同比增速达 11.7%，为近年来偏高水平。泛地产需求则依旧处在弱势，地产后周期的家电行业需求也难言乐观，海外耐用品需求在加息周期也逐步走弱，家电出口端也受限。汽车尽管依旧处在景气周期，全年中国汽车销量持续快增长，不过全铝结构车身对镀锌板的替代效应逐步显现，汽车领域给到锌锭的需求提振将较为有限。

整体来看，当前海外供应端依旧疲弱，不过国内冶炼端已经逐步放量。需求端则受限于海外抗击通胀加息的压力，衰退预期较强。站在当前这个时间节点，全球锌锭的低库存依旧给与锌价支撑，但中长期来看锌锭供需将逐渐走向宽松。两者之间的矛盾意味着尽管未来锌价格中枢偏向于下移，但下跌之路预计将是震荡式的。

**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.....	1
图目录.....	1
表目录.....	2
1. 行情回顾.....	3
2. 供给端.....	3
2.1 锌精矿供给仍然偏紧.....	3
2.2 冶炼复产不及预期.....	6
2.3 锌锭净进口降幅收窄.....	9
3. 库存篇.....	10
3.1 全球显性库存维持低位.....	10
3.3 国内去库接近尾声.....	10
4. 需求端.....	11
4.1 初端开工环比回落.....	11
4.2 美国地产需求转冷.....	12
4.3 欧美耐用品需求下滑.....	13
4.4 泛地产消费延续弱势.....	14
4.5 基建投资支撑锌需求.....	15
4.6 汽车端警惕铝替代效应.....	16
5. 风险提示.....	17

## 图目录

图 1: 沪锌主力合约&伦锌电 3 合约 (元/吨) .....	3
图 2: 沪锌合约远期曲线 (元/吨) .....	3
图 3: 海外锌精矿季度产量 (千吨) .....	4
图 4: SMM 国内锌精矿生产利润 (万吨) .....	4
图 5: 全球锌矿企业年度 C1 成本 (美元/磅) .....	4
图 6: SMM 国内锌精矿产量 (万吨) .....	5
图 7: SMM 国内锌精矿开工率 (%) .....	5
图 8: SMM 国产-进口锌精矿价差 (元/吨) .....	6
图 9: 中国锌精矿进口量 (千吨) .....	6
图 10: SMM 国内锌精矿加工费 (元/吨) .....	6
图 11: 中国进口锌精矿年度 Benchmark (美元/吨) .....	6
图 12: 嘉能可欧洲精炼锌产量 (千吨) .....	7
图 13: BOLIDEN 欧洲精炼锌产量 (千吨) .....	7
图 14: SMM 中国锌冶炼开工率 (%) .....	8
图 15: MM 中国锌冶炼月度产量 (万吨) .....	8
图 16: SMM 中国锌冶炼生产利润 (元/吨) .....	8

图 17: SMM 中国冶炼酸价格 (元/吨)	8
图 18: 中国精炼锌进口量 (吨)	9
图 19: 中国精炼锌出口量 (吨)	9
图 20: 中国精炼锌进口盈亏 (元/吨)	9
图 21: 中国保税区锌锭库存 (万吨)	9
图 22: 全球锌显性库存 (吨)	10
图 23: LME 锌分区域库存 (吨)	10
图 24: SMM 国内锌库社会库存总计 (万吨)	11
图 25: SMM 精炼锌保税区库存 (万吨)	11
图 26: SMM 精炼锌冶炼厂月度成品库存 (万吨)	11
图 27: SMM 下游锌加工材企业月度原料库存 (万吨)	11
图 28: Msteel 镀锌周度产量 (万吨)	12
图 29: Msteel 镀锌周度库存 (万吨)	12
图 30: Msteel 压铸锌合金周度产量 (万吨)	12
图 31: SMM 氧化锌周度产量 (吨)	12
图 32: 美国销售数据 (百万美元)	13
图 33: 美国房屋购买力指数	13
图 34: 美国耐用品订单数据 (百万美元)	13
图 35: 美国耐用品总库存量 (百万美元)	13
图 36: 欧洲信心指数 (%)	14
图 37: 欧洲零售指数 (%)	14
图 38: 中国房地产开发投资累计值 (亿元)	14
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)	15
图 41: 中国商品房销售面积 (万平方米)	15
图 42: 中国家电产量累计同比 (%)	15
图 43: 中国家电出口量 (万美元)	15
图 44: 社会融资规模: 政府债券 (亿元)	16
图 45: 基础建设投资累计同比 (%)	16
图 46: 中国汽车月度销量 (辆)	17
图 47: 中国新能源车销量 (辆)	17

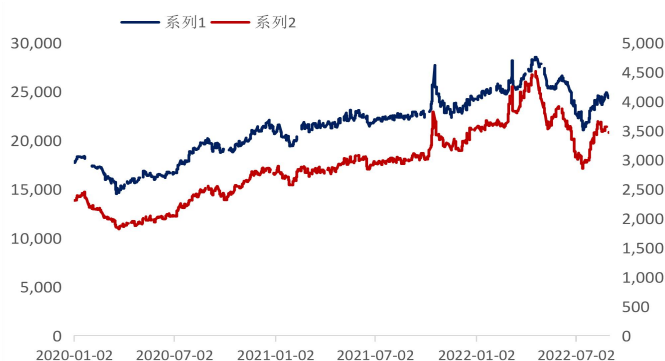
表目录

表 1: 欧洲锌冶炼减产情况 (单位: 万吨)	7
表 22023 国内锌锭新增产能 (单位: 万吨)	8

## 1. 行情回顾

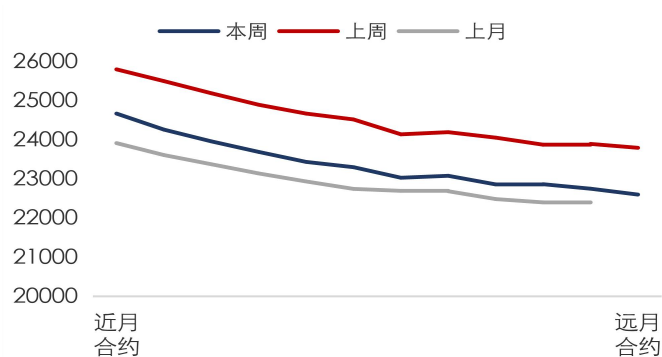
12月锌价冲高回落，沪锌主力合约最高一度反弹至25065元/吨。12月海外冶炼厂依然处于大面积降负荷生产状态中，国内原料充沛及利润高企下，为12月及明年1月炼厂提产创造较好的条件，供应增加预期延续。不过当前国内锌锭依旧维持低库，给与锌价一定支撑。截止12月底沪锌主力合约收盘于23765元/吨，月涨幅-0.17%，伦锌电3月合约收盘于2967.5元/吨，月涨幅-2.30%。

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

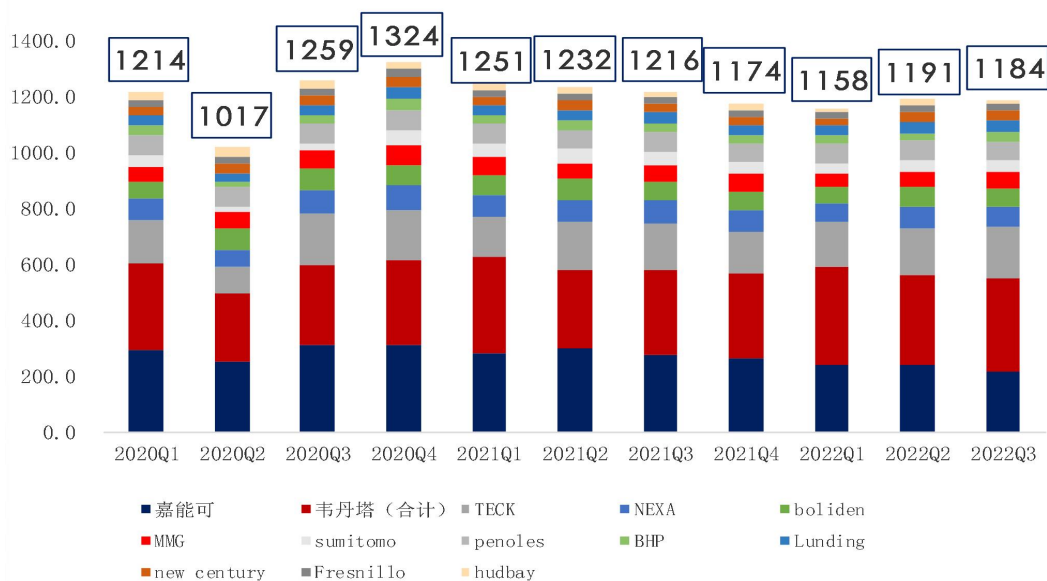
## 2. 供给端

### 2.1 锌精矿供给仍然偏紧

#### 2.1.1 海外大矿企三季度产量降幅收窄

根据兴证期货统计的海外锌矿企业的产量情况，2022年三季度海外主要锌矿企业产量为118.4万吨（13家，2021年产量478万吨），同比下降了2.68%，环比下降了0.75%；前三季度产量为353.5万吨，同比下降4.47%，降幅较上半年有所收窄。根据秘鲁能矿部公布的数据，秘鲁1-10月锌精矿产量共计113万金属吨，同比下降12.4%，实际产量远不及年初预期。2022年海外矿山普遍面临新增产能爬产进度偏慢以及现有项目产出下滑的问题。

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

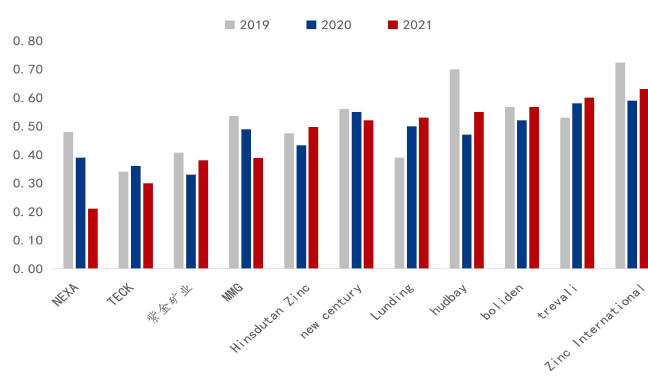
从全球大矿山的报告中我们可以看出，海外锌矿利润情况同样可观，但主要矿企的增量却有限。因此，海外锌矿的增量贡献主要来自一些中小小型矿企，他们的生产相对灵活，又有丰厚的利润激励，增产动力足。进入 2023 年，根据全球主要矿企公布的规划，新投落地的产能较为有限，更多的来自于 2022 年已投产能的爬产，合计带来增量预计约 20-25 万金属吨。叠加部分中小矿山投复产，预计 2023 年海外锌矿产量将增加 25-30 万金属吨。

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

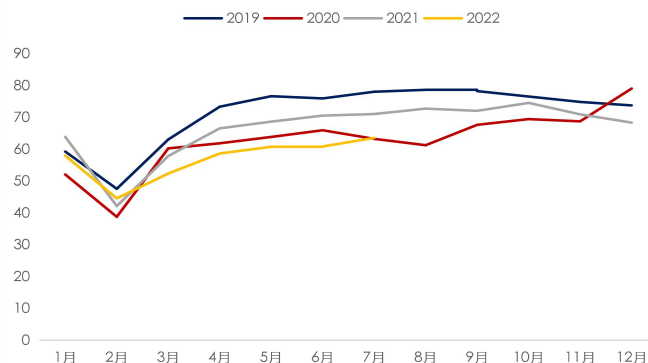
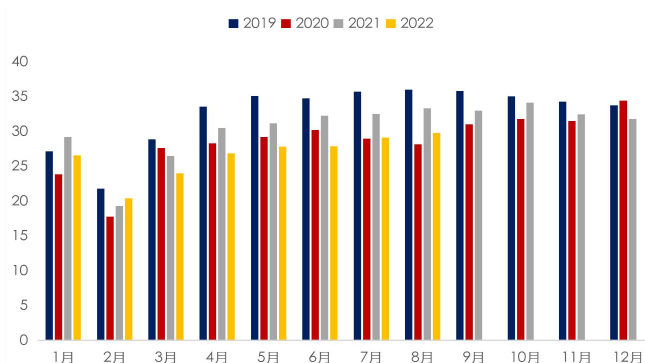
国内方面，根据 SMM 口径，2022 年 1-11 月我国锌精矿累计产出 336.23 万吨，同比减少

1.81%，同比降幅较前三季度有所收窄；根据国家统计局口径，2022年1-10月我国锌精矿累计产出255.24万吨，同比增加2.0%。两者数据有一定差额，主要系SMM样本涵盖更多的中小型矿山，综合来看2022年国内锌精矿总产量预计同比下滑约5万金属吨。主要受疫情封控、原材料运输、政策等的限制。

展望2023年，从矿山的利润情况来看，截至2022年底随着加工费的回落，国内的利润有一定下滑。但回顾历史，看到当前国产锌矿利润依旧处在周期的相对高位，预计2023年部分产能解决了环保证件等问题后将复产，叠加少量新投产国内锌精矿将有约8-10万吨的新增产量。

图 6: SMM 国内锌精矿产量 (万吨)

图 7: SMM 国内锌精矿开工率 (%)



数据来源：SMM，兴证期货研发部

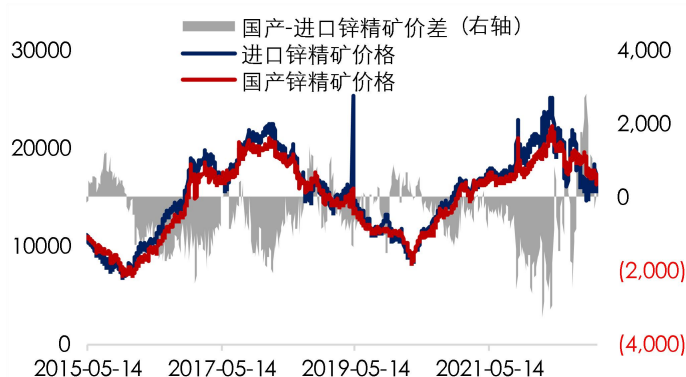
数据来源：SMM，兴证期货研发部

### 2.1.3 锌进口进口加速

2022年三季度以来，国内锌精矿进口量大幅增长，全年进口量预计录得增长。根据海关数据，2022年1-11月中国锌精矿进口量为371.96万干吨，同比增加9.15%，其中下半年7-11月合计进口190.23万干吨，同比增加24.67%。下半年锌矿进口量的大幅增长，一是由于海外冶炼端的减产导致锌矿过剩流入国内，二是下半年海外锌矿产量同比降幅有所收窄，三是下半年锌价内外盘比价收敛，进口矿相对国内的经济性大幅上升。

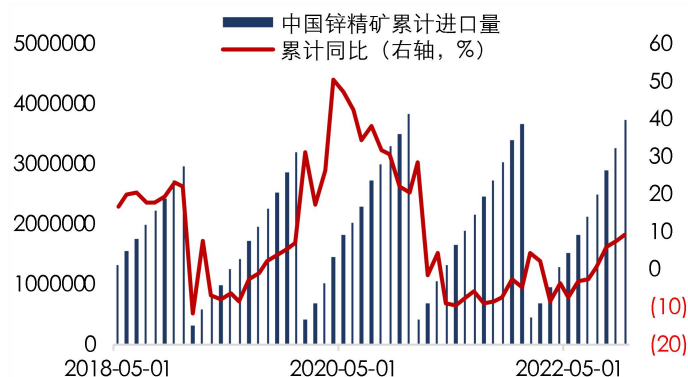
随着海外进口矿放量，国内锌精矿加工费也进一步上升。根据SMM数据，截止2022年底，国产锌精矿加工费较年初上涨了50.67%至5650元/吨；进口锌精矿TC较年初上涨了205.88%至260美元/吨。展望2023年，海外矿山增产速度预计较欧洲冶炼端复产的速度要略低，但依旧难改全球锌矿过剩的格局，预计锌矿加工费仍有进一步上行的空间。

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 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 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 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 冶炼复产不及预期

### 2.2.1 海外复产之路较为曲折

2022 年四季度海外能源问题得到一定缓解, 但当前欧洲炼厂依然处于大面积降负荷生产状态中。根据嘉能可最新公布的数据, 公司三季度精炼锌产量 176.9 千吨, 同比下降 14.41%, 前三季度合计 527.8 千吨, 同比下降 12.77%。根据 BOLIDEN 最新公布的数据, 公司欧洲地区的冶炼厂三季度精炼锌产量为 112.8 千吨, 同比下降 3.39%, 前三季度合计产量 357.0, 同比增加 0.20%, 而 Nystar 虽并未公布具体的产量情况, 但根据其公布的情况, 公司旗下欧洲冶炼厂的减产量预计要高于嘉能可。

进入 2023 年后, 欧洲地区的锌冶炼产能大多已处于降负荷运行状态, 边际减量有限。市场普遍预期其将由此前的利多转向利空, 即炼厂复产带来供应回升。此前 Nyrstar 曾于 11 月



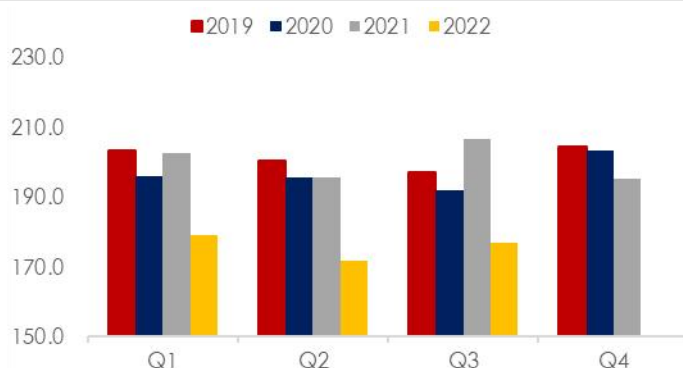
计划在有限的基础上部分复产荷兰 Budel 冶炼厂，然而后续因外部环境仍不明朗而暂时搁置，因此预计 2023 年欧洲冶炼厂复产之路预计将是缓慢而曲折的。

**表 1：欧洲锌冶炼减产情况（单位：万吨）**

时间	企业	冶炼厂	国家	产能	产能
2021-09-24	Nyrstar	Budel	荷兰	30	宣布降负荷生产
2021-10-13	Nyrstar	Budel、Balen、Auby San Juan de Nicva、	荷兰、比利时、法国	71	降负荷，至多减产50%
2021-10-15	Glencore	Nordenham、Portovesm、 Northfleet	德国、意大利、西班牙	83	欧洲地区冶炼厂错峰生产
2021-11-23	Glencore	Portovesme	意大利	12	年底前停产维护
2021-12-17	Nyrstar	Auby	法国	15	自22年1月初停产维护
2022-03-17	Nyrstar	Auby	法国	15	控产能运行
2022-08-16	Nyrstar	Budel	荷兰	30	9月起停产维护
2022-10-05	Glencore	Nordenham	德国	16	11月起停产维护
2022-11-13	Nyrstar	Budel	荷兰	30	计划在有限的基础上恢复生产
2022-12-06	Nyrstar	Budel	荷兰	30	复产计划暂时搁置

数据来源：公开资料，兴证期货研发部

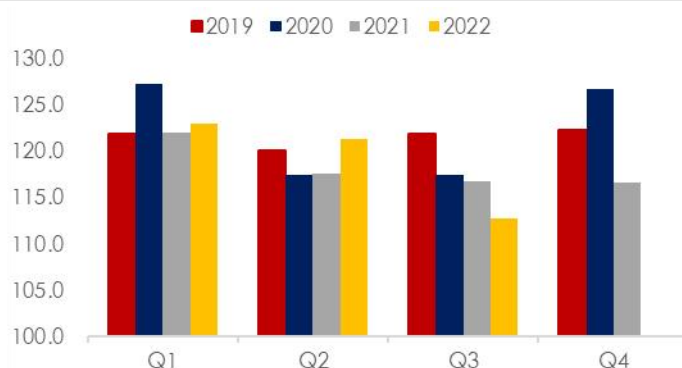
**图 12：嘉能可欧洲精炼锌产量（千吨）**



数据来源：公司官网，兴证期货研发部

表 1

**图 13：BOLIDEN 欧洲精炼锌产量（千吨）**

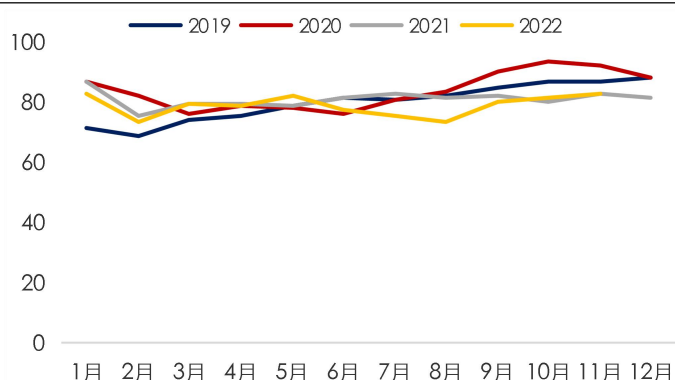


数据来源：公司官网，兴证期货研发部

### 2.2.1 四季度国内冶炼逐步放量

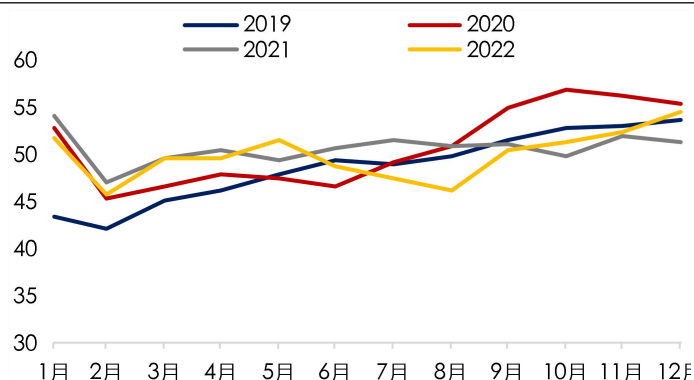
国内方面，随着进口矿更多的流向中国市场，国内炼厂原料偏紧的问题得到了有效缓解，同时加工费快速回升以及硫酸价格企稳也使得冶炼厂综合利润回升至偏高区间。炼厂提产的客观条件和主观意愿都较为充分，四季度以来国内精炼锌产量环比显著回升。根据 SMM 统计的月度锌冶炼产量来看，2022 全年中国精炼锌产量为 588.80 万吨，同比下降 1.44%，降幅较上半年有所收窄，其中四季度国内精炼锌产量 158.44 万吨，同比增加了 3.41%。

图 14: SMM 中国锌冶炼开工率 (%)



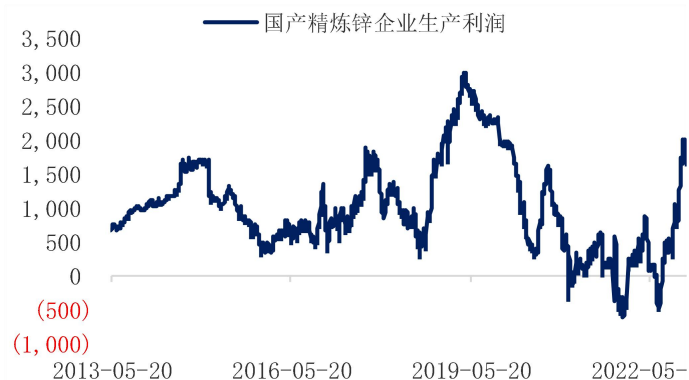
数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

图 15: SMM 中国锌冶炼月度产量 (万吨)



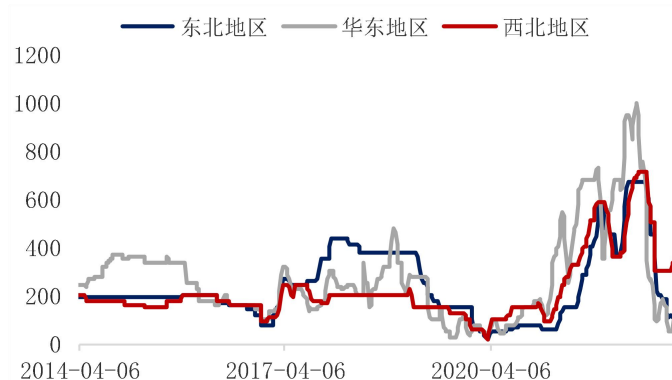
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 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 17: SMM 中国冶炼酸价格 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

展望 2023 年, 过剩的锌精矿通过进口流入国内市场后, 2023 年国内炼厂的原料约束将同比缓解, 加工费上行也将改善炼厂盈利水平。当前国内原料充沛及利润高企下, 为明年 1 月炼厂提产创造较好的条件, 供应增加预期延续。加之新产能带来的增量, 预计 2023 年国内精炼锌增量预计约 20-25 万吨。

表 2: 2023 国内锌锭新增产能 (单位: 万吨)

企业	原生/再生	产能增量 (万吨)	投产时间
河南金利	原生	10	2022年12月
湖南金石矿业	再生	5	2023年3月
南丹吉朗	原生	2	2023年3月
河池南方	原生	30	2023年
广西誉升	原生	5	2023年
广西永鑫	再生	5.8	2023年

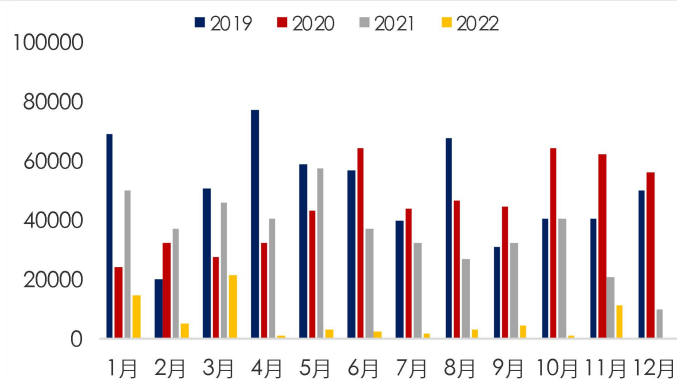
数据来源: 公开资料, 兴证期货研发部

## 2.3 锌锭净进口降幅收窄

除了国产冶炼的减产，2022 年锌锭净进口量也大幅缩减，2022 年 1-11 月中国锌锭合计进口量 71276 吨，同比下降了 83.18%，11 月中国锌锭进口量 11628 吨，同比下降 44.77%，降幅有所收窄。出口方面，1-11 月中国锌锭合计出口量 80346 吨，同比增加了 1617%，两相合计之下锌锭 2022 年 1-11 月累计净进口量-9070 吨，去年同期为 41.91 万吨。

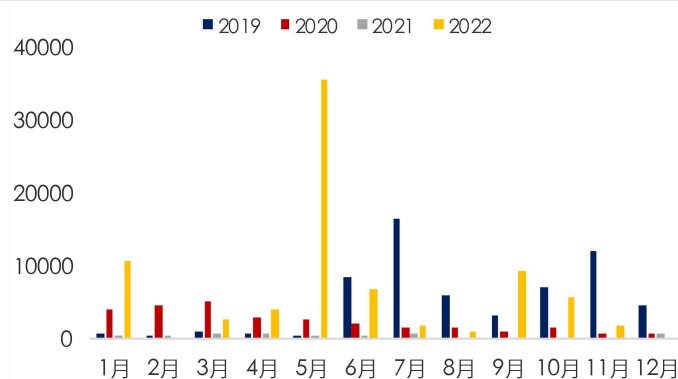
2022 年全年中国精炼锌进口量呈现前高后低趋势，主要原因是上半年受海外能源危机影响，海外锌冶炼厂减产致 LME 锌库存持续下降，精炼锌进口量大幅下降。进入四季度之后，内外比价有所收敛，锌锭现货进口盈亏基本维持在-1000 元/吨，而上半年基本维持在-4000 元/吨。展望后市，2023 年精炼锌的贸易流向大概率将转回至净进口状态，但海外低库存的背景下，预计精炼锌进口量仍将依旧低于往年。

图 18：中国精炼锌进口量（吨）



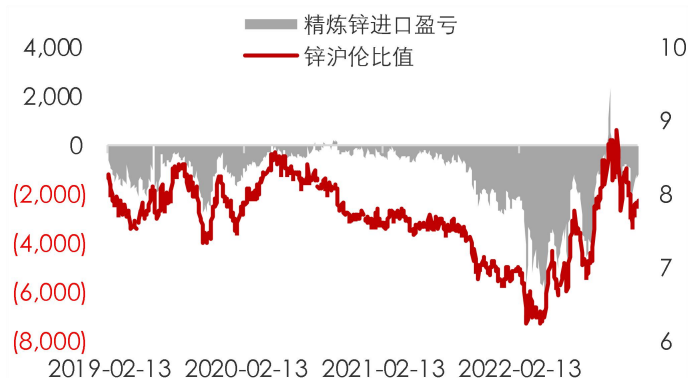
数据来源：海关数据，兴证期货研发部

图 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 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 21：中国保税区锌锭库存（万吨）



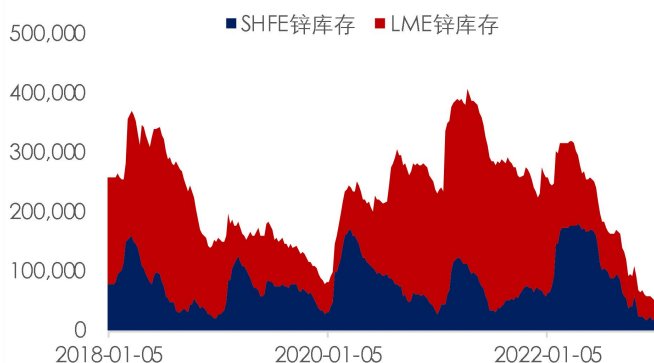
数据来源：SMM，兴证期货研发部

### 3. 库存篇

#### 3.1 全球显性库存维持低位

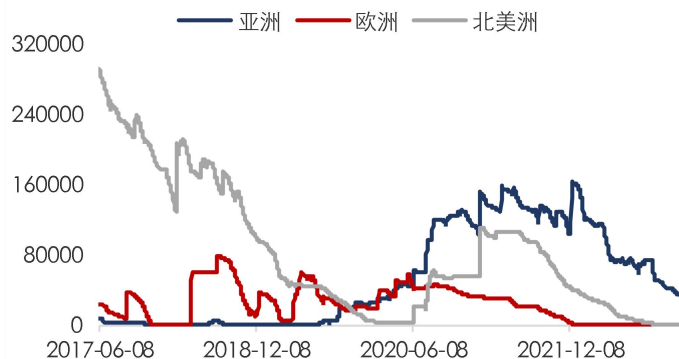
四季度，全球锌显性库存依旧延续去库，截止 2022 年底，LME 全球锌库存 32025 吨，同比下降了 83.95%；SHFE 锌库存 20453 吨，同比下降 64.69%，合计 52478 吨，同比下降 79.62%。LME 方面，LME 库存在整个后疫情周期一直处在一个去库的趋势当中。在去年四季度欧洲开启减产之后，欧美库存一直处在绝对低位，而亚洲地区在进入 9 月之后也开始二段去库。国内 SHFE 方面，同样全年都处在快速去库的周期，无论是去库的幅度还是去库的绝对量都较往年要多不少。尤其是下半年随着基建投资落地刺激消费，而供应端则受到限电等因素迟迟无法放量，导致国内库存去库速度较快，支撑锌价反弹至高位。

图 22：全球显性库存（吨）



数据来源：iFind，兴证期货研发部

图 23：LME 锌分区域库存（吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

#### 3.3 国内去库接近尾声

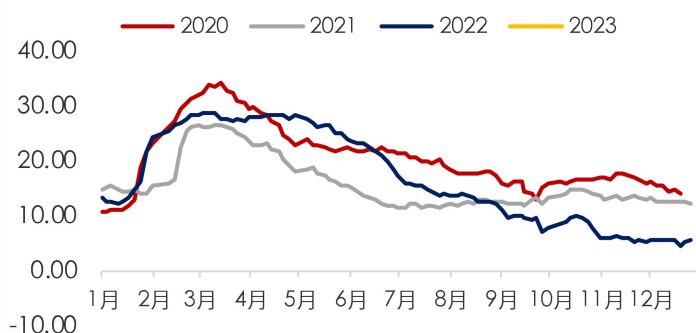
国内方面，根据 SMM 数据，截止 12 月底，国内七地社会库存合计为 5.47 万吨，较三季度末下降了 2.23 万吨，同比去年下降了 6.54 万吨。除了社会库存之外，国内全产业链的厂库当前也处在一个历史极低的位置。根据 SMM 数据，截止 12 月，国内锌冶炼厂成品库为 4.47 万吨，下游加工企业原料库存为 2.75 万吨，合计 7.22 万吨，同比去年下降近 0.54 万吨，环比三季度末下降 0.53 万吨。

不过随着进入 12 月供应端限电和原料紧张等问题得到解决，国内冶炼端开始放量，而需求随着进入淡季逐步走弱，国内库存去库周期基本进入尾声，12 月国内新低库存基本维持低位但

并没有进一步去库。展望后世，锌供需拐点即将到来，2023 年锌见将进入过剩周期，国内库存重心将较 2022 年有所抬升。

图 24: SMM 国内锌库社会库存总计 (万吨)

图 25: SMM 精炼锌保税区库存 (万吨)



数据来源: LME, 兴证期货研发部

数据来源: LME, 兴证期货研发部

图 26: SMM 精炼锌冶炼厂月度成品库存 (万吨)

图 27: 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

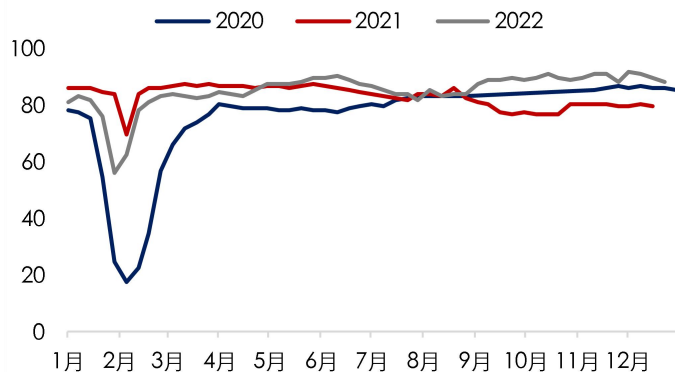
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

## 4. 需求端

### 4.1 初端开工环比回落

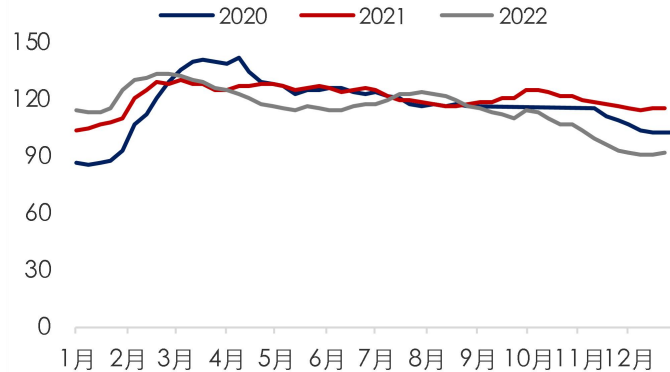
从初端开工来看，12 月整体开工率有所回落。镀锌方面，自 8 月以来镀锌企业接收到了基建相关订单释放开工大幅走高，进入四季度此前因为限电、极端高温天气、疫情等客观限制导致了需求延后，11-12 月作为传统淡季，镀锌的开工依旧得以维持。根据 Mysteel 的镀锌周度产量数据来看，进入 12 月周均产量基本维持在 90 万吨。压铸方面，四季度有明显的回落，主要系家电需求和出口端的下滑，根据 SMM 数据，12 月国内压铸周均产量维持在 8800 吨左右。

图 28: Msteel 镀锌周度产量 (万吨)



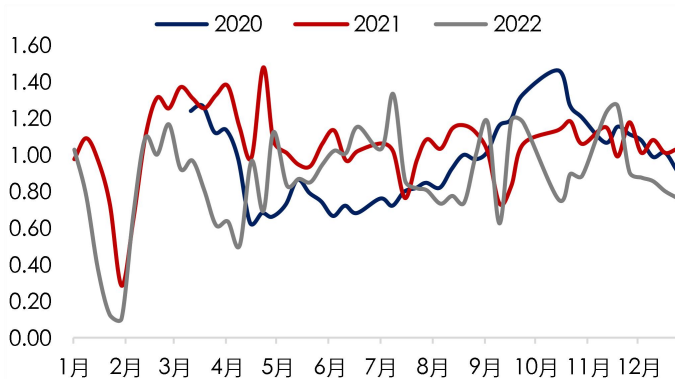
数据来源: Msteel, 兴证期货研发部

图 29: Msteel 镀锌周度库存 (万吨)



数据来源: Msteel, 兴证期货研发部

图 30: Msteel 压铸锌合金周度产量 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 31: SMM 氧化锌周度产量 (吨)



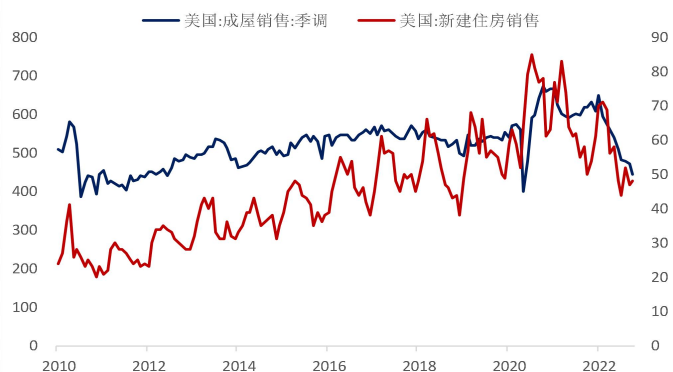
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

## 4.2 美国地产需求转冷

2022 年随着美联储快速加息抗通胀, 在货币紧缩背景下, 今年美国房地产数据全面回落, 房地产或已进入周期下行阶段。2022 年的利率飙升导致购房需求快速降温, 住宅投资对于美国经济拖累也在加深。飙升的抵押贷款利率阻碍了潜在买家, 此前性价比较高的购房者迁出的主要城市房价的同比增速大幅放缓也反映了当前置换房屋的需求较弱。

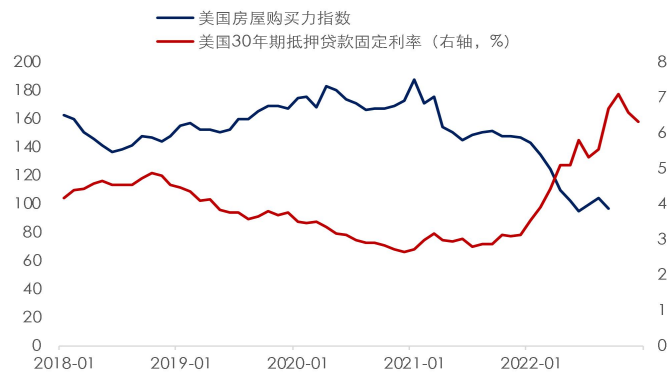
从美国新屋销售和成屋销售数据来看, 美国房地产景气度随随着美联储快速加息而持续走弱。2022 年 10 月美国成屋销售年化 443 万套, 环比下降 6%, 连续 9 个月下降, 较去年年底下降 27.3%。9 月美国新屋销售年化 60.3 万套, 环比下降 11%, 较去年年底下降 30.8%。虽然房屋供给仍处于历史较低位, 但购房需求惨淡导致房价急转直下, 同时销售骤降也导致开工规模快速下滑。

图 32: 美国销售数据 (百万美元)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 33: 美国房屋购买力指数



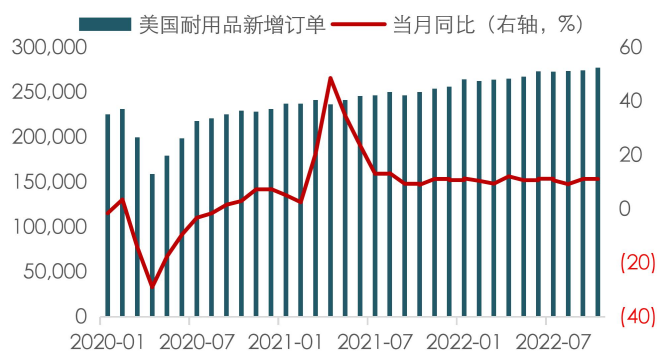
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

### 4.3 欧美耐用品需求下滑

欧美经济整体依旧处在通胀加息后周期,市场对于 2023 年上半年经济究竟是软着陆还是硬着陆尚存分歧,但共识是经济衰退在所难免。欧洲市场不仅受到货币政策收紧影响,而且还受到地缘战争的直接与间接冲击,市场对欧洲步入衰退的担忧显然高于其他地区。

在 2020 年以来的疫情周期,海外积极的货币扩张政策,导致了欧美地区的耐用品消费在 2020-2021 年不跌反增,这从国内出口数据和海外的制造业数据中都可以看出。不过进入 2022 年以来,尤其是在欧洲的能源危机爆发之后,海外耐用品消费明显出现了后继乏力的迹象,而前文所说的美国房地产衰退,以及美国耐用品库存已行至高位补库周期基本结束,都导致美国批发商对耐用品进口的意愿大幅回落,预计 2023 年耐用品消费对铜需求支撑也将逐步减弱。

图 34: 美国耐用品订单数据 (百万美元)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 35: 美国耐用品总库存量 (百万美元)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 36: 欧洲信心指数 (%)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 37: 欧洲零售指数 (%)



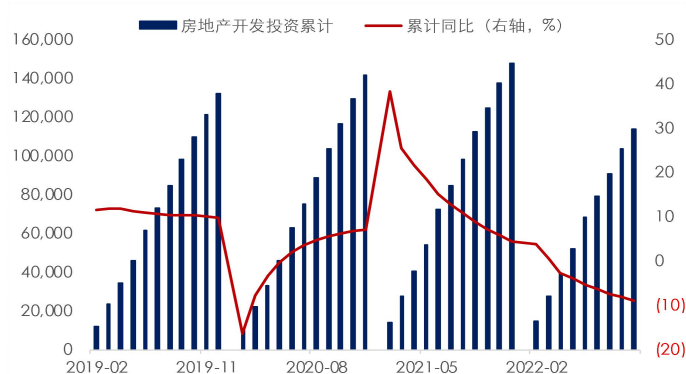
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

### 4.4 泛地产消费延续弱势

2022 年国内地产整体呈现供需双弱、需求更弱的特点,最近似的是 2014 年,但需求更弱。2022 年,房地产行业的困难程度是空前的,销售、投资、融资均出现了明显而持续的下降。2022 年 1-11 月商品房销售额 118648 亿元,下降 26.6%;商品房销售面积 121250 万平方米,同比下降 23.3%;房地产开发投资 123863 亿元,同比下降 9.8%;房屋新开工面积 111632 万平方米,下降 38.9%;房屋竣工面积 55709 万平方米,下降 19.0%。本轮房地产市场的下行幅度已经超过 2008 年、2011 年和 2014 年,市场的信用风险仍未出清。

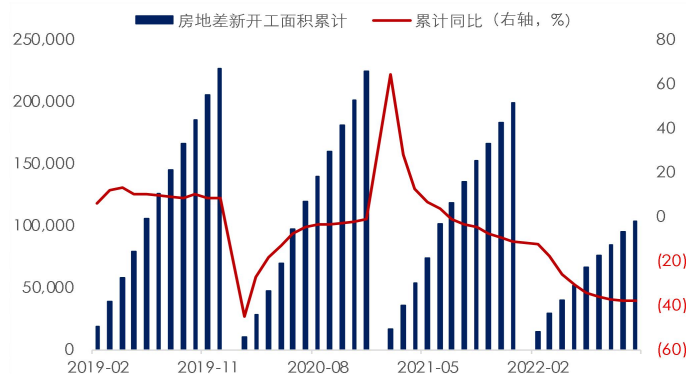
11 月地产销售再受疫情冲击,一方面影响了案场销售工作的开展,另一方面加重了购房者的观望情绪。期待“新十条”后的修复,疫情对房地产销售的直接影响将逐步减弱,而随着经济的恢复,购房者的信心也会逐步重筑。上游方面,11 月开发投资继续恶化,到位资金降幅扩大。此外,11 月单月开竣工端也受到冲击,此前因为保交楼收窄的竣工累计同比降幅有所扩大。

图 38: 中国房地产开发投资累计值 (亿元)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

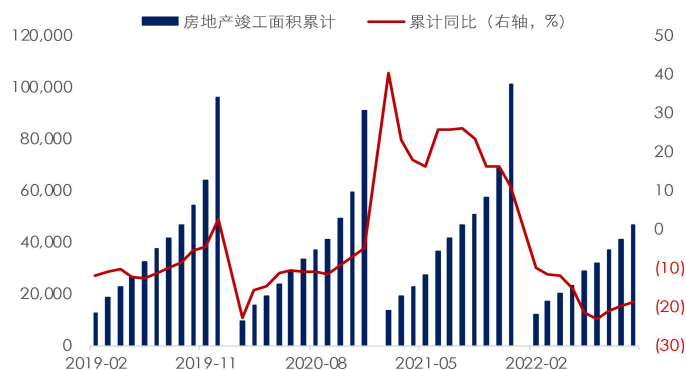
图 39: 中国房屋新开工面积 (万平方米)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

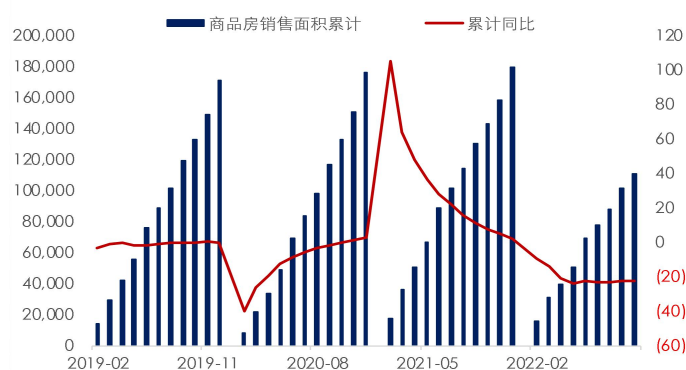


图 40：中国房屋竣工面积（万平方米）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 41：中国商品房销售面积（万平方米）

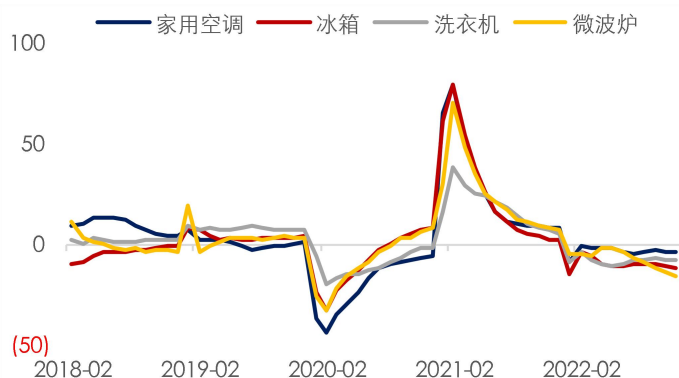


数据来源：WIND，兴证期货研发部

家电方面，截止 11 月份国内家电产量累计产量同比降幅进一步扩大，调、冰箱、洗衣机分别累计同比下滑分别为 4.0%、11.56%和 7.84%。出口方面，海关数据显示，截止 11 月，月中国家电出口金额（包括空调、冰箱、洗衣机和微波炉）合计 18.29 亿美元，同比下降 23.17%，降幅进一步扩大。

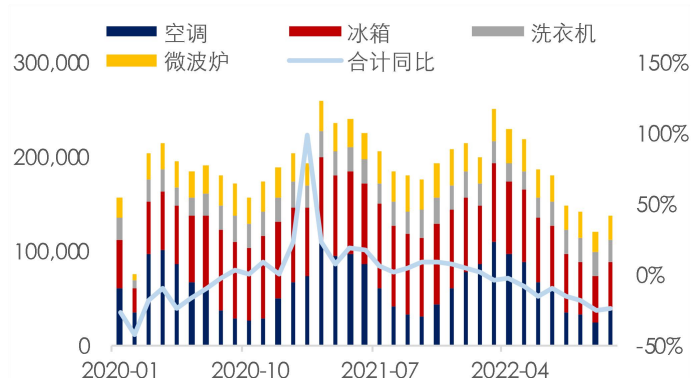
考虑到房地产竣工的改善主要源自政府专项纾困资金，而并非居民购房实质性改善，因此家电作为房地产后周期下的主要消费品需求不容乐观。从居民消费收入看，22Q1 以来受经济下行及疫情扰动影响，城镇居民人均可支配收入实际累计同比增速放缓，购买力受损。全球贸易摩擦、经济通胀、汇率等因素综合影响，预计 2023 年家电出口规模会小幅下滑。

图 42：中国家电产量累计同比（%）



数据来源：iFind，兴证期货研发部

图 43：中国家电出口量（万美元）



数据来源：iFind，兴证期货研发部

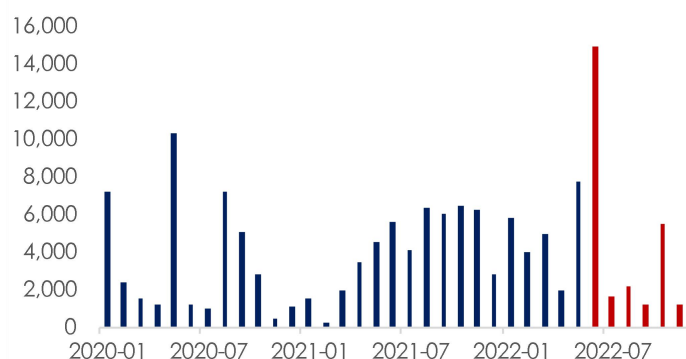
## 4.5 基建投资支撑锌需求

2022 年下半年基建需求基本成为锌消费的重要支撑，2022 年 1-11 月国内基建累计同比增速达 11.7%，为近年来偏高水平，主因在经济下行压力增大的背景下，基建发力托底经济的诉

求明确。2022 年的基建投资高增速的资金支持主要源于较高的赤字率以及专项债的大量发行，上半年国内地方政府专项债发行就明显放量，下放的 3.45 万亿专项债额度几乎全部发行完毕。政府要求已经发行的专项债在 8 月底前基本使用完毕，但基建形成实物工作量受到限电、极端高温天气、疫情等客观限制，以及部分地区存在项目和资金不匹配问题的影响，有一定的后置。因此直至 8 月底国内镀锌厂才显著感知到基建相关订单的释放，因此进入四季度部分前期项目依旧处在施工阶段。同时考虑到新项目一旦开工、其对原材料的需求将维持一段时间，基建相关订单的在四季度得以延续。

图 44：社会融资规模：政府债券（亿元）

图 45：基础建设投资累计同比（%）



数据来源：IFind，兴证期货研发部

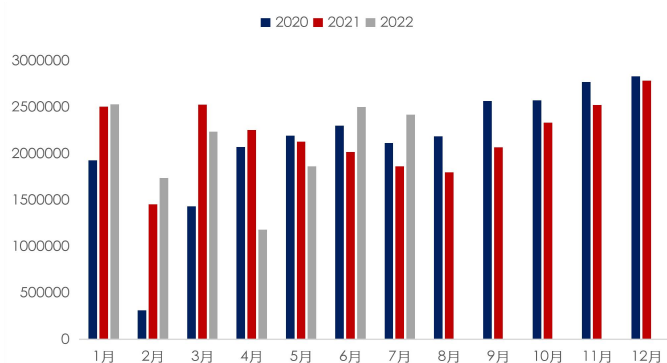
数据来源：IFind，兴证期货研发部

### 4.6 汽车端警惕铝替代效应

根据中汽协数据，2022 年 1-11 月，中国汽车产销量分别完成 2462.8 万辆和 2430.2 万辆，同比分别增长 6.1%和 3.3%，其中乘用车产销分别完成 2170.2 万辆和 2129.2 万辆，同比分别增长 14.7%和 11.5%，新能源汽车产销分别完成 625.3 万辆和 606.7 万辆，同比均增长 1 倍，市场占有率达到 25%。汽车端维持景气，对镀锌板需求也是 2022 年锌消费的一大支撑。

不过需要警惕的是随着国内新能源渗透率的不断提升，全铝结构车身对镀锌板的替代效应逐步显现。根据中汽协数据，2022 年 1-11 月国内乘用车销量同比增加 224 万辆，其中新能源车同比增长超 300 万辆，即传统燃油车同比录得负增长。据中汽协预估，2023 年国内乘用车销量同比增加 30 万辆至 2380 万辆，其中新能源车销量预计同比增加 230 万辆，因此预计全年汽车领域给到锌锭的需求提振将较为有限。

图 46：中国汽车月度销量（辆）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 47：中国新能源车销量（辆）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

## 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。