

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

2023年3月月锌价震荡回落，沪锌主力合约较月初高点23645元/吨开始回落。3月海外风险爆发，商品价格波动加剧。基本面来看，当前供应端修复的预期较强，海外冶炼厂预计开始有一定的复产，国内冶炼端的产量增速较快，后市锌价有一定的供应压力。不过当前国内外锌锭库存的绝对量依旧较低，给与锌价一定支撑。截止3月底沪锌主力合约收盘于22765元/吨，月涨幅-1.68%，伦锌电3月合约收盘于2907.5元/吨，月涨幅-4.16%。

### ● 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，欧洲冶炼厂复产计划提上议程，国内锌锭产量的增速较快，后市锌价有一定的供应压力。

#### 库存端：

LME亚洲地区库存有所回升，欧美库存依旧绝对低位。不过随着海外锌冶炼开始出现一定的复产，预计今年LME欧美地区库存将开始逐步回升。国内方面2023年春节周期国内的锌锭累库量约13万吨，基本与过往几年处在一个水平，节后三周基本达到一个高点。从个库存绝对量来看，当前国内锡社会库存依旧处在历史的同期的低位，不过从3月旺季的去库速度来看，当前供应较去年有较大的改善，预计后续库存去库速度将维持低位。

**需求端：**

当前海外主要经济体依旧处在加息周期，包括欧洲，美国和日本在内的全球经济体中的主要需求方都面临着需求承压的情况。美国房地产受银行危机的影响存在一定风险，整个欧美制造业依旧弱势，耐用品消费预计维持负增长。国内方面，当前房地产行业呈现一定的复苏迹象，基建投资也维持高位。不过从过往地产和基建投资的周期互补性来看，预计 2023 年基建对锌消费的支撑将减弱。

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

1. 行情回顾 .....	1
2. 供给端 .....	1
2.1 锌精矿供应预计改善 .....	1
2.2 国内冶炼增产确定性较高 .....	4
2.3 锌锭净进口维持低位 .....	7
3. 库存篇 .....	8
3.1 LME 亚洲库存回升 .....	8
3.3 国内库存维持低位 .....	9
4. 需求端 .....	10
4.1 初端开工同比上行 .....	10
4.2 海外经济衰退，出口需求承压 .....	10
4.2.1 海外制造业回落，美国耐用品订单继续下滑 .....	10
4.2.2 美国房地产风险累积 .....	11
4.2.3 涂镀出口预计承压 .....	12
4.3 国内房地产弱复苏，基建预计出现回落 .....	12
4.4 耐用品消费承压，汽车量价齐跌 .....	14
5. 风险提示 .....	16

图目录

图 1: 沪锌主力合约&伦锌电 3 合约 (元/吨) .....	1
图 2: 沪锌合约远期曲线 (元/吨) .....	1
图 3: 海外锌精矿季度产量 (千吨) .....	2
图 4: SMM 国内锌精矿生产利润 (万吨) .....	2
图 5: 全球锌矿企业年度 C1 成本 (美元/磅) .....	2
图 6: SMM 国内锌精矿产量 (万吨) .....	3
图 7: SMM 国内锌精矿开工率 (%) .....	3
图 8: SMM 国产-进口锌精矿价差 (元/吨) .....	4
图 9: 中国锌精矿进口量 (千吨) .....	4
图 10: SMM 国内锌精矿加工费 (元/吨) .....	4
图 11: 中国进口锌精矿年度 Benchmark (美元/吨) .....	4
图 12: 嘉能可欧洲精炼锌产量 (千吨) .....	6
图 13: BOLIDEN 欧洲精炼锌产量 (千吨) .....	6
图 14: SMM 中国锌冶炼开工率 (%) .....	7
图 15: SMM 中国锌冶炼月度产量 (万吨) .....	7
图 16: SMM 中国锌冶炼生产利润 (元/吨) .....	7
图 17: 中国锌精矿港口库存 (万吨) .....	7
图 18: 中国精炼锌进口量 (吨) .....	8

图 19: 中国精炼锌出口量 (吨)	8
图 20: 中国精炼锌进口盈亏 (元/吨)	8
图 21: 中国保税区锌锭库存 (万吨)	8
图 22: 全球锌显性库存 (吨)	9
图 23: LME 锌分区域库存 (吨)	9
图 24: SMM 国内锌库社会库存总计 (万吨)	9
图 25: SHFE 精炼锌库存 (吨)	9
图 26: Msteel 镀锌周度产量 (万吨)	10
图 27: Msteel 镀锌周度库存 (万吨)	10
图 28: Msteel 压铸锌合金周度产量 (万吨)	10
图 29: SMM 氧化锌周度产量 (吨)	10
图 30: 全球制造业 PMI (%)	11
图 31: 欧元区制造业 PMI (%)	11
图 32: 美国耐用品订单数据 (百万美元)	11
图 33: 美国耐用品总库存量 (百万美元)	11
图 34: 美国销售数据 (百万美元)	12
图 35: 美国房屋购买力指数	12
图 36: 美国耐用品订单数据 (百万美元)	12
图 37: 美国耐用品总库存量 (百万美元)	12
图 38: 中国房地产开发投资累计值 (亿元)	13
图 39: 中国房屋新开工面积 (万平方米)	13
图 40: 中国房屋竣工面积 (万平方米)	13
图 41: 中国商品房销售面积 (万平方米)	13
图 42: 社会融资规模: 政府债券 (亿元)	14
图 43: 中国房地产&基础建设投资累计同比 (%)	14
图 44: 中国家电产量累计同比 (%)	15
图 45: 中国家电出口量 (万美元)	15
图 46: 中国汽车月度销量 (辆)	15
图 47: 中国新能源车销量 (辆)	15

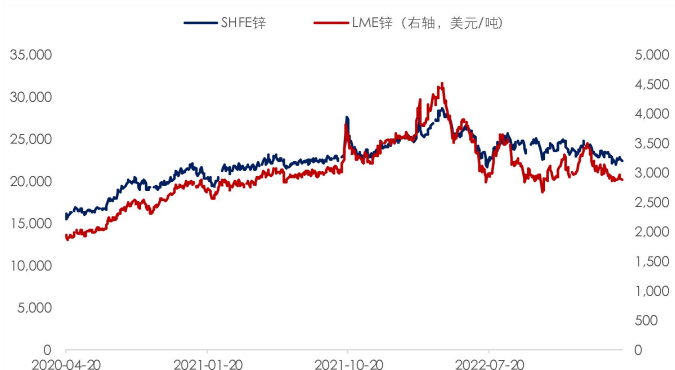
表目录

表 1: 2023 锌精矿项目增减量 (万吨)	3
表 2: 欧洲锌冶炼减产情况 (万吨)	5
表 3: 2023 国内锌锭新增产能 (万吨)	7
表 4: 2023 春节周期国内锌锭库存 (万吨)	9

## 1. 行情回顾

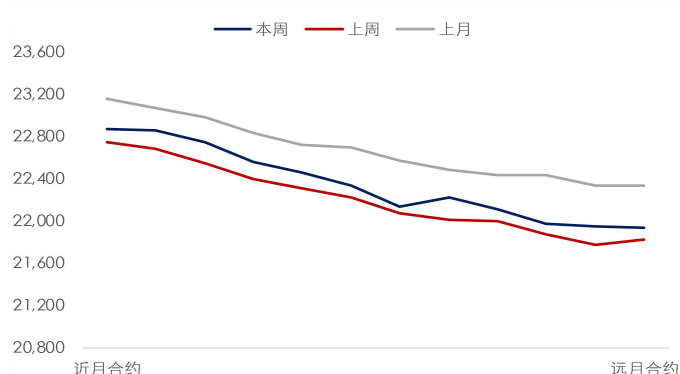
2023 年 3 月月价震荡回落，沪锌主力合约较月初高点 23645 元/吨开始回落。3 月海外风险爆发，商品价格波动加剧。基本面来看，当前供应端修复的预期较强，海外冶炼厂预计开始有一定的复产，国内冶炼端的产量增速较快，后市锌价有一定的供应压力。不过当前国内外锌锭库存的绝对量依旧较低，给与锌价一定支撑。截止 3 月底沪锌主力合约收盘于 22765 元/吨，月涨幅-1.68%，伦锌电 3 月合约收盘于 2907.5 元/吨，月涨幅-4.16%。

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：iFind，兴证期货研发部

## 2. 供给端

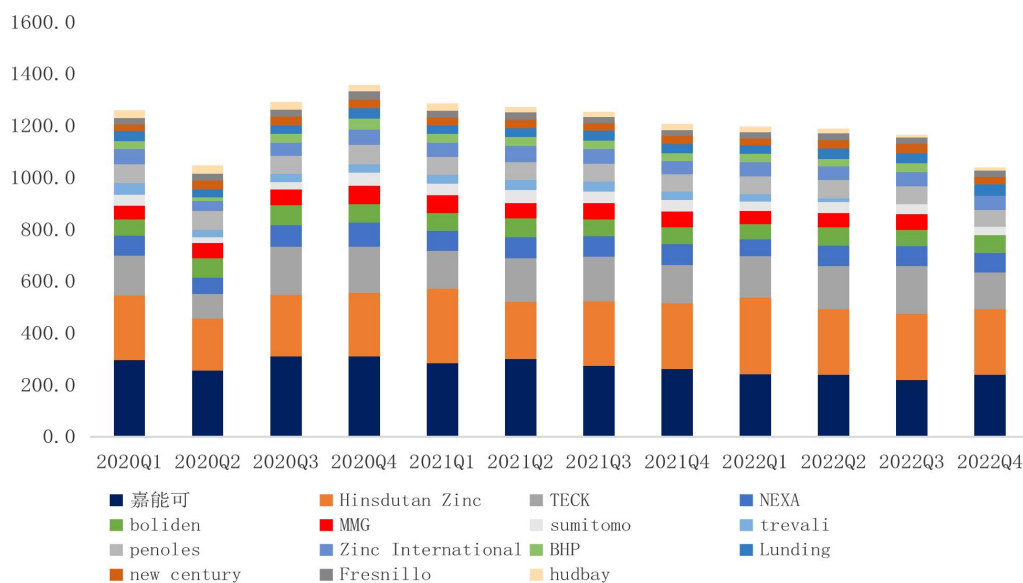
### 2.1 锌精矿供应预计改善

#### 2.1.1 2022 海外大矿企产量同比下滑超 6%

根据兴证期货统计的海外锌矿企业的产量情况,2022 年全年海外主要锌矿企业产量为 118.4 万吨（15 家，2021 年产量 501.7 万吨），同比下降了 6.88%，四季度产量为 1122.5 万吨，同比下降 694%，环比下降 3.61%，其中 TECK 资源的产量下滑较大，旗下 RED DOG 和 ANTAMINA 矿山的产量都出现下滑。

成本方面，根据兴证期货统计的海外主要矿企的 2022 年 C1 成本情况来看，普遍都出现了一定的上行，这主要收到两方面因素影响，一是疫情部分支出的提升，以及包括贵金属在内的副产品受益在 2022 年都出现了下滑。

图 3：海外锌精矿季度产量（千吨）



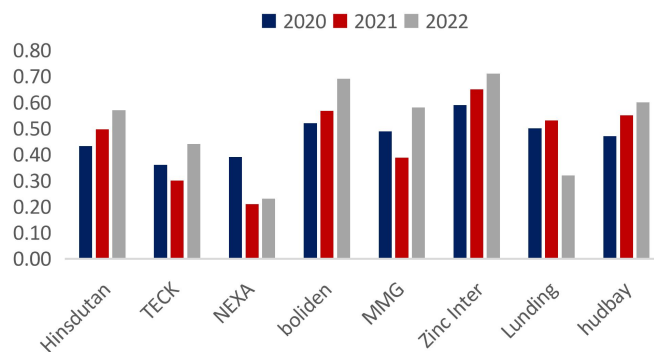
数据来源：公开资料，兴证期货研发部

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 2023 海外锌矿有望重回增长

展望 2023 年，全球锌精矿供应有望重回增长。海外 Zhairam 项目爬产有望贡献 8 万吨增量、Neves Corvo 扩产预估带来 5 万吨左右增量，此外，Aipuana 和 Buenavista 项目投产预估分别带来 5 万吨和 4 万吨生产增量。减量方面，嘉能可旗下包括 Matagami、Lady Loretta 和 Kidd 预计都在 2023 年将面临减停产。此外，Trecali 旗下的 Perkoa 和 Carior 在 2022 年年中都关停，预计

2023 年将维持停产状态。预估 2023 海外锌精矿净增量维持在 15 万吨左右。

**表 1：2023 锌精矿项目增减量（万吨）**

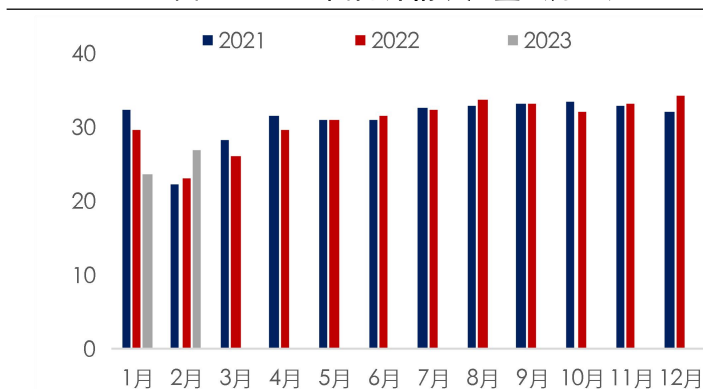
项目	公司	增减量	备注
Zhairem	Glencore	8.0	投产项目爬产
Neves Corvo	Lunding Minig	5.0	扩产
Aripuana	Nexa Resources	5	新项目投产
Buenavista	Group Mexico	4	扩产
Century	New Century	3	扩产
厂坝铅锌矿	厂坝	4	扩产
Perkoa	Trevali	-1.94	2022年停产
Caribou	Trevali	-0.9	2022年停产
Matagami	Glencore	-1.7	2022年停产
Kidd	Glencore	-3	计划2023年停产
Tishinsky	Glencore	-2	计划2023年停产
Red Dog	Teck Resources	-3	产量减少

数据来源：公开资料，兴证期货研发部

### 2.1.3 国内锌矿产量同比下滑

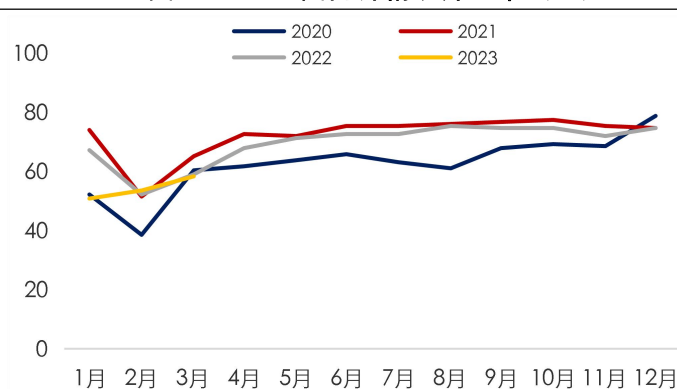
国内方面,根据 SMM 口径,2023 年我 1-2 月国锌精矿累计产出 50.73 万吨,同比减少 4.04%;其中 2 月 SMM 锌精矿产量为 14.73 万金属吨, 环比增加 1.87 万金属吨, 锌精矿综合开工率 58.3%, 环比增长 7.4%。进入 2 月, 锌精矿产量环比增加, 主要是春节过后前期因为春节假期减停产的矿企逐步复工复产, 产量增加, 但设备开机准备及工人到岗仍需要一段过渡时间, 且内蒙古等地矿企受两会影响延后复产节奏, 同时西藏、甘肃等地的矿山受天气影响整体复产节奏仍然较慢, 2 月环比增量尚不明显。进入 3 月, 预计产量继续提升, 但两会和安全环保检查仍对企业开工恢复至常量形成阻碍。

**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

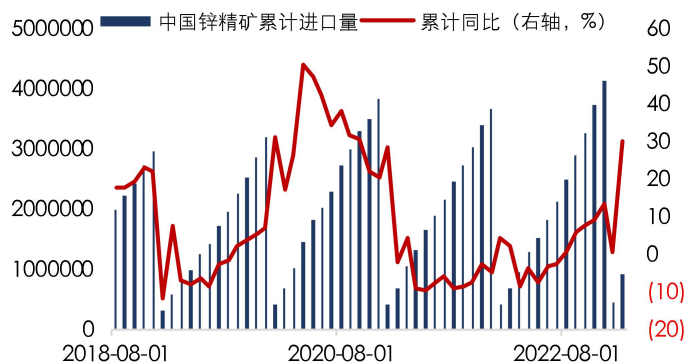
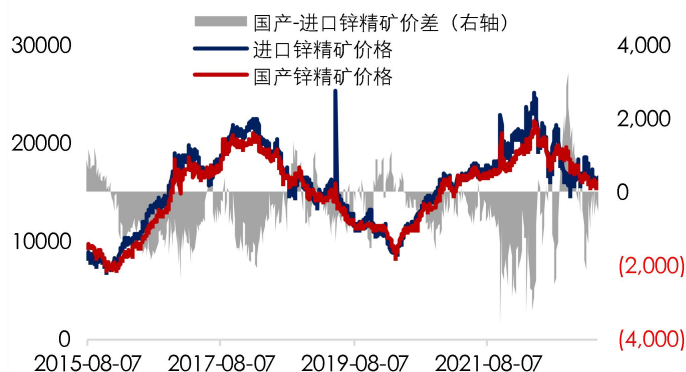
### 2.1.4 锌矿进口维持高增速

根据海关数据，2023年1-2月中国锌精矿90.23万干吨，同比增加30.08%。事实上自8月始锌精矿进口出现大幅跳涨之后，锌精矿进口量长期居高不下。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。

2023年一季度，随着国产锌精矿供应减少叠加冶炼端开工回升，国内锌矿过剩的情况较去年有所好转，国内锌矿加工费小幅回落。截止2023年3月底，中国港口进口锌精矿CIF加工费录得220美元/吨，较去年下降40美元/吨，国产锌精矿加工费5650元/吨，较去年年底下降500元/吨。展望后市，随着海外锌矿进口量维持高位，国产锌矿产量预计将逐步回升。不过当前锌冶炼开工意愿较高，预计锌矿加工费将延续在高位震荡。

图 8: SMM 国产-进口锌精矿价差 (元/吨)

图 9: 中国锌精矿进口量 (干吨)



数据来源：SMM，兴证期货研发部

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)

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

数据来源：SMM，兴证期货研发部

## 2.2 国内冶炼增产确定性较高



### 2.2.1 海外复产之路进行中

2022 年四季度以来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 2022 年四季度精炼锌产量 155.2 千吨，同比下降 20.61%，全年合计产量 683 千吨，同比下降 117.6 千吨。根据 BOLIDEN 最新公布的数据，公司欧洲地区的冶炼厂 2022 年四季度精炼锌产量为 118.2 千吨，同比增加 1.3%，全年合计产量 475.3 千吨，同比增加 2.3 千吨。而 Nyrstar 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。

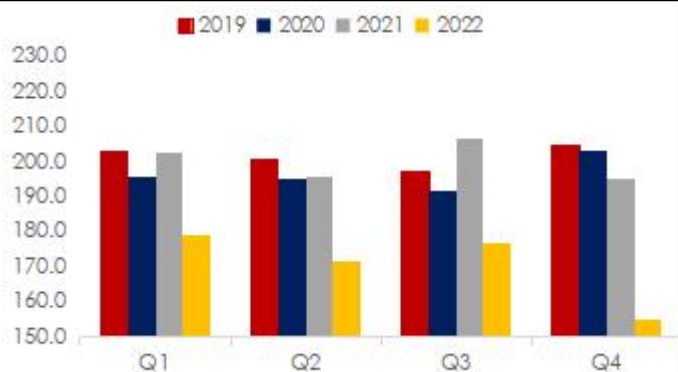
当前欧洲地区锌冶炼厂多降负荷运行，但能源危机带来的利多已被充分计价，市场逐步交易复产预期。展望 2023 年能源价格高位回落，Nyrstar 于 2 月下旬宣布 Auby 于 3 月初复产，后续需要关注取暖季结束后是否有更多炼厂宣布复产。2022 年欧洲能源危机带来的减量约 23 万吨，中性预期下 2023 年欧洲区锌锭产量小幅回升 10 万吨左右。

表 2：欧洲锌冶炼减产情况（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、Portovesme、 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
2023/2/20	Nyrstar	Auby	荷兰	17	3月开始复产

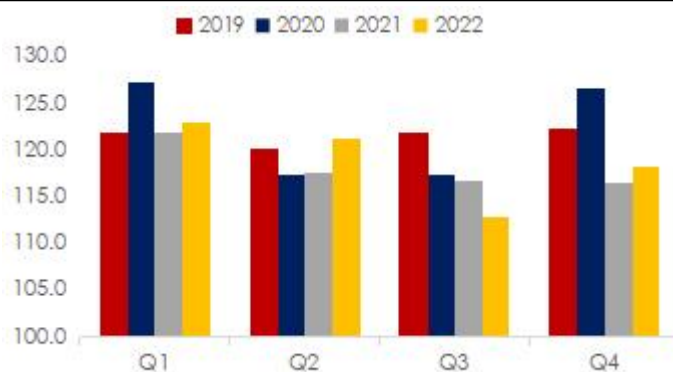
数据来源：公开资料，兴证期货研发部

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

图 13: BOLIDEN 欧洲精炼锌产量 (千吨)



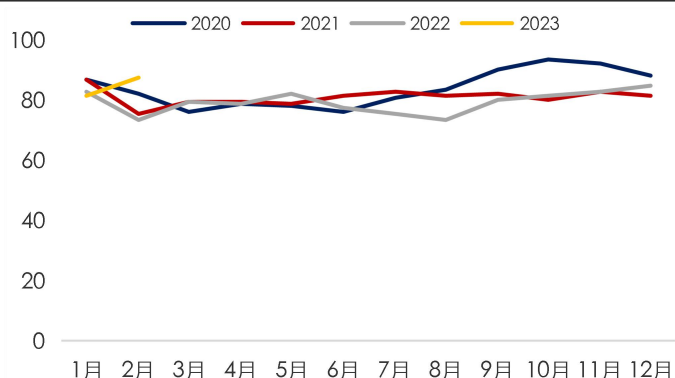
数据来源: 公司官网, 兴证期货研发部

### 2.2.2 一季度国内冶炼明显放量

根据 SMM 数据, 2023 年 2 月 SMM 中国精炼锌产量为 50.14 万吨, 环比减少 0.98 万吨或环比减少 1.91%, 同比增加 4.3 万吨或 9.39%。基本符合 2 月当时预期。其中因天数原因环比减少的量约在 30700 吨。2 月国内锌矿加工费维持 5500 元/金属吨, 锌冶炼加工利润在 1000~2000 元/金属吨, 在高利润刺激下, 国内矿产锌冶炼厂开工率几乎全部达到满产。另外 1 月检修的炼厂以及春节停产的再生锌冶炼厂陆续复产带来额外增量; 2 月检修方面主要以广西以及湖南炼厂为主, 贡献减量相对有限。

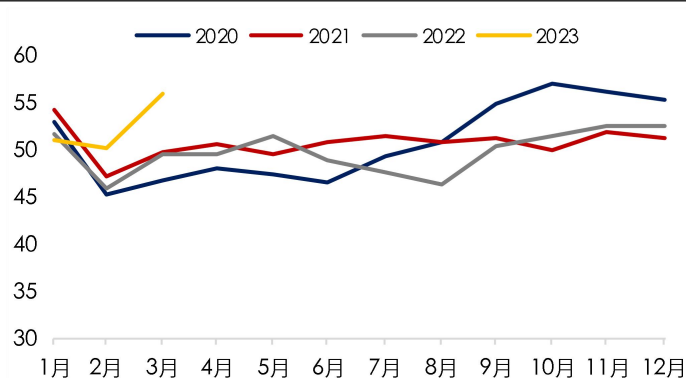
SMM 预计 2023 年 3 月国内精炼锌产量环比增加 5.9 万吨至 56.04 万吨, 同比增加 13%; 1 至 3 月累计产量达到 157.3 万吨, 累计同比增加 6.87%; 进入 3 月, 云南地区限电开始, 其中影响较大的主要以曲靖以及昆明一带炼厂为主, 但由于 2 月天数少, 3 月在天数环比增加 3 天的背景下, 实际限电环比减量相对有限, 目前云南地区限产规模主要在 10~20%之间, 其他减量则在云南红河炼厂常规检修; 增量方面则来自于国内炼厂进一步的超产计划以及再生锌额外的复产增量。另外葫芦岛锌业以及甘肃宝徽检修计划推迟到 4 月。从目前的炼厂排产来看, 矿过剩向锭端传导的路径已经兑现。

图 14: SMM 中国锌冶炼开工率 (%)



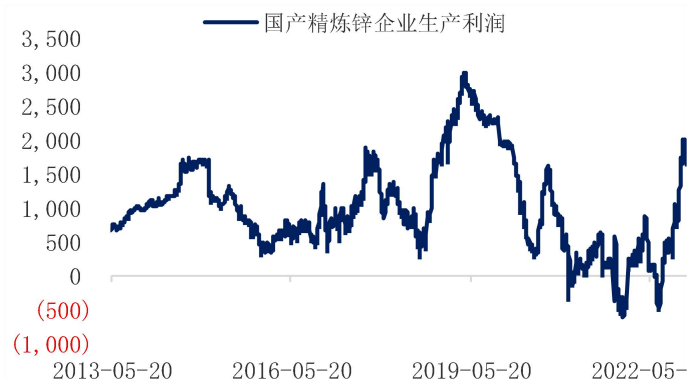
数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

图 15: SMM 中国锌冶炼月度产量 (万吨)



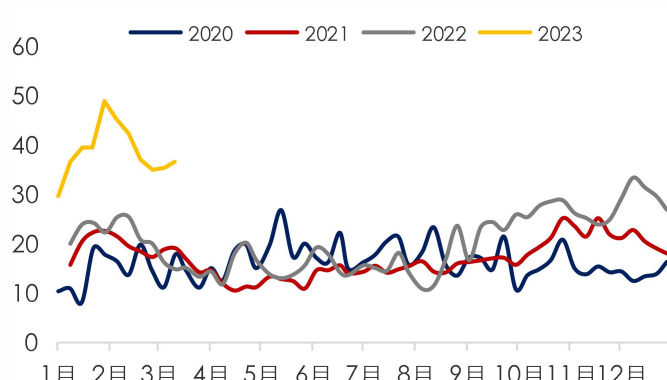
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

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: 中国锌精矿港口库存 (万吨)



数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

表 3: 2023 国内锌锭新增产能 (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

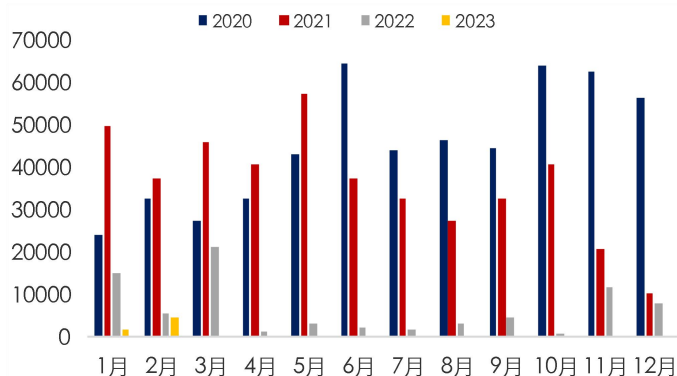
数据来源: 公开资料, 兴证期货研发部

### 2.3 锌锭净进口维持低位

2022 年锌锭净进口量大幅缩减, 全年中国锌锭合计进口量 79208 吨, 同比下降了 83.18%; 出口方面, 2022 年中国锌锭合计出口量 80915 吨, 同比增加了 1415%, 两相合计之下锌锭 2022 年累计净进口量-1707 吨, 去年为 42.88 万吨。

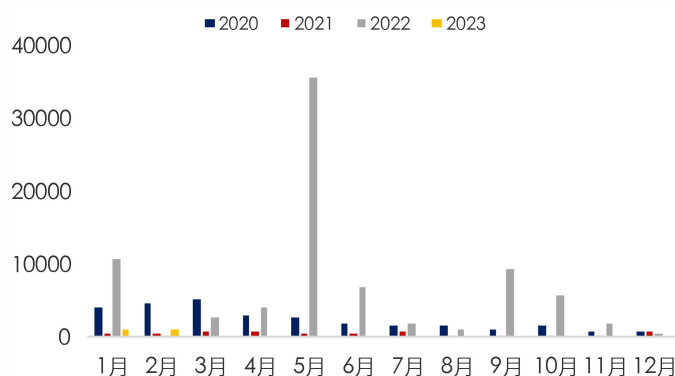
进入 2023 年，海外冶炼端依旧低产，低库存支撑之下锌锭外强内弱的格局并没有改变，截止 2023 年一季度，锌锭现货进口盈亏依旧倒挂 2000 元/吨。展望后市，2023 年精炼锌的贸易流向大概率将转回至净进口状态，但海外低库存的背景下，预计精炼锌进口量仍将依旧低于往年。

图 18：中国精炼锌进口量（吨）



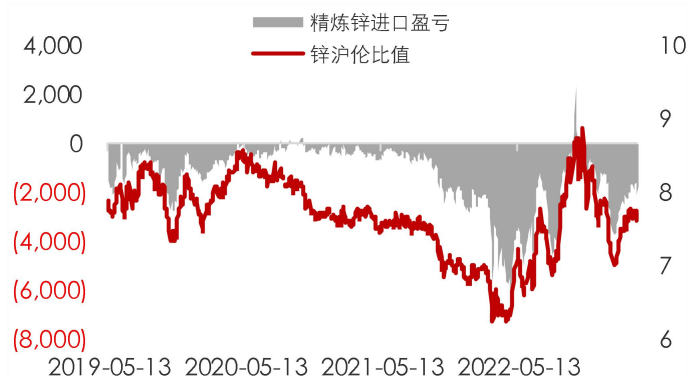
数据来源：海关数据，兴证期货研发部

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

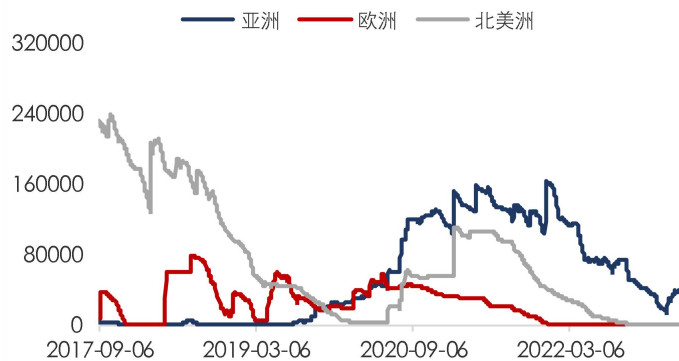
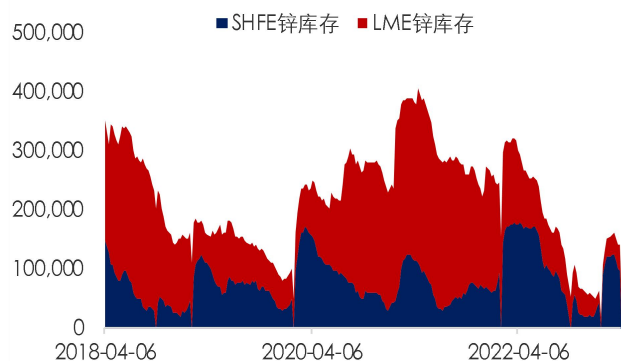
### 3. 库存篇

#### 3.1 LME 亚洲库存回升

2023 年一季度，LME 锌锭库存出现回升，主要集中在亚洲地区。截止 2023 年 3 月底，LME 全球锌库存 45075 吨，其中亚洲地区为 45075 吨，环比 2022 年底增长 40.97%，欧洲和美洲地区依旧为 0。LME 库存在整个后疫情周期一直处在一个去库的趋势当中。在欧洲开启减产之后，欧美库存一直处在绝对低位，展望 2023 年随着欧洲锌冶炼开始出现复苏预期，预计今年 LME 欧美地区库存将开始逐步回升。

图 22: 全球锌显性库存 (吨)

图 23: LME 锌分区域库存 (吨)



数据来源: iFind, 兴证期货研发部

数据来源: LME, 兴证期货研发部

### 3.3 国内库存维持低位

国内方面, 根据 SMM 数据, 截止 3 月底国内七地锌锭库存总量为 15.19 万吨, 较春节后的高峰去库约 3 万吨。2023 年春节周期国内的锌锭累库量约 13 万吨, 基本与过往几年处在一个水平, 节后三周基本达到一个高点。从个库存绝对量来看, 当前国内锡社会库存依旧处在历史的同期的低位, 不过从 3 月旺季的去库速度来看, 当前供应较去年有较大的改善, 预计后续库存去库速度将维持低位。

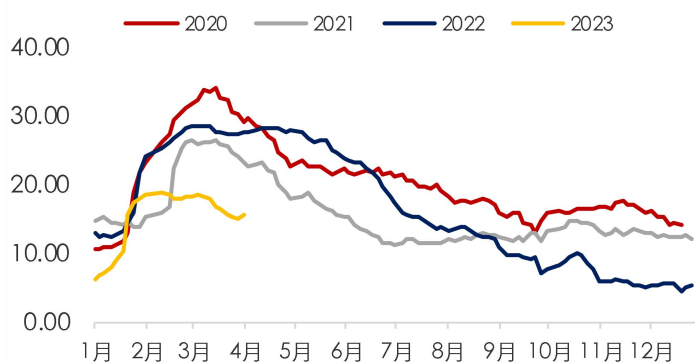
表 4: 2020-2023 春节周期国内锌锭库存 (万吨)

年份	库存基数	节前一周	增量	节前二周	增量	节前一	增量	春节期间	增量	节后一周	增量	节后二周	增量	合计增量
2019	10.7	11.3	0.6	11.9	0.6	12.6	0.7	18.3	5.7	20.4	2.1	21.1	0.7	10.4
2020	10.8	10.9	0.1	11.2	0.3	12.9	1.7	18.9	6.0	21.7	2.8	26.1	4.4	15.3
2021	14.2	13.8	-0.4	15.4	1.6	16.7	1.3	22.4	5.7	26.2	3.8	25.9	-0.3	11.7
2022	12.6	12.4	-0.2	13.5	1.1	16.2	2.7	21.9	5.7	24.4	2.5	26.4	2.0	13.8
2023	5.5	6.7	1.3	7.9	1.2	10.3	2.4	15.8	5.5	17.4	1.6	18.6	1.1	13.1

数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 24: SMM 国内锌库社会库存总计 (万吨)

图 25: SHFE 精炼锌库存 (吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

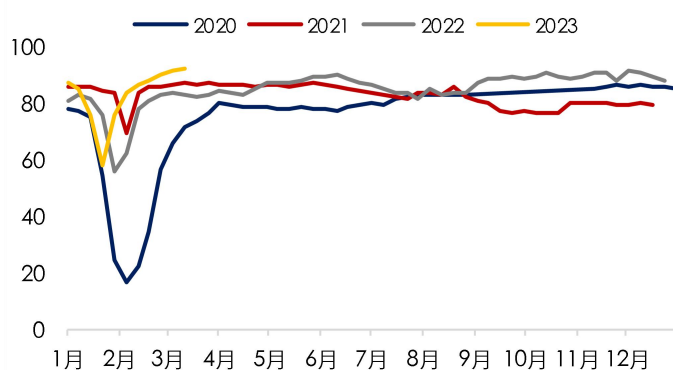
数据来源: SHFE, 兴证期货研发部

## 4. 需求端

### 4.1 初端开工同比上行

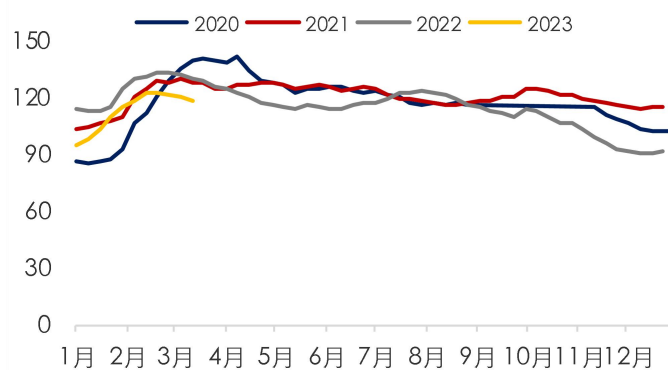
从初端开工来看，2023 年一季度整体开工率良好。镀锌方面，受到基建投资延续强势的支撑，1-2 月的产量同比呈现上行。压铸方面，由于五金出口下滑，叠加汽车配件需求的弱势，整体开工中规中矩。

图 26: Msteel 镀锌周度产量 (万吨)



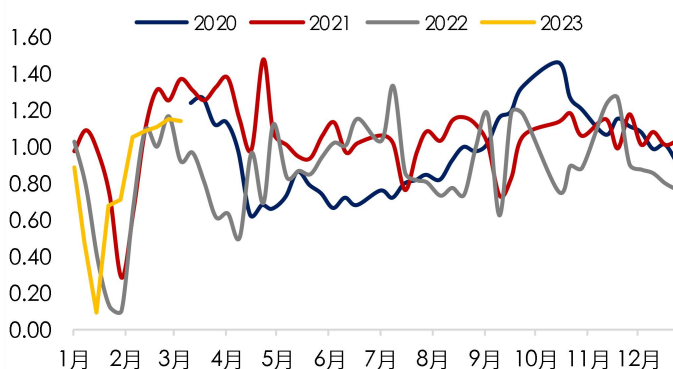
数据来源: Msteel, 兴证期货研发部

图 27: Msteel 镀锌周度库存 (万吨)



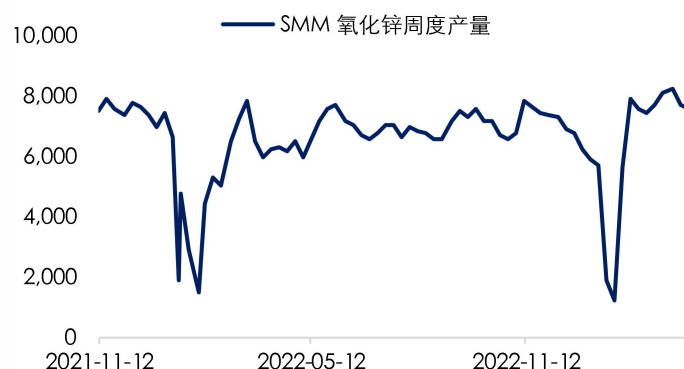
数据来源: Msteel, 兴证期货研发部

图 28: 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 29: SMM 氧化锌周度产量 (吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

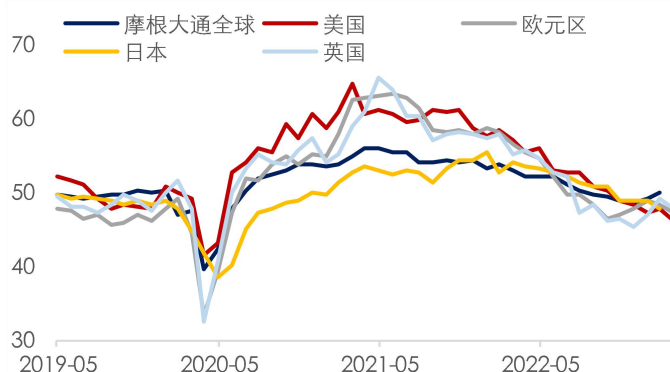
### 4.2 海外经济衰退，出口需求承压

#### 4.2.1 海外制造业回落，美国耐用品订单继续下滑

当前海外主要经济体依旧处在加息周期，包括欧洲，美国和日本在内的全球经济体中的主要需求方都面临着需求承压的情况。2023 年一季度，欧元区包括德国和法国在内的主要经济体制造业依旧处在荣枯线以下。全球范围来看，美国、英国和日本也同样面临这样的情况。

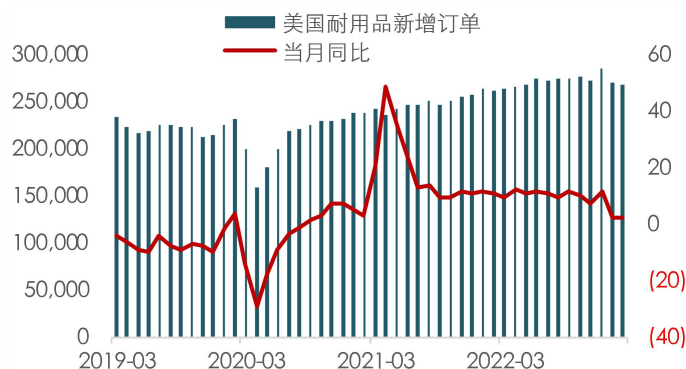
最新公布的美国 2 月耐用品订单环比初值-1%，低于市场预期的 0.2%，是自 2021 年 2 月以来的最大降幅，但相比前值的-4.5%大幅回升。除了核心资本货物订单出现增长外，其余订单在很大程度上都比较疲软。电脑、运输设备、机械和通讯设备的订单量均有所下降。但企业投资连续第二个月上升，表明经济的工业方面仍在增长。尽管核心资本货物订单有所增加，但数据表明，美联储一年来的大举加息已经抑制了投资计划。在经济不确定性上升和企业利润增长放缓的情况下，这种情况可能进一步恶化。

图 30：全球制造业 PMI (%)



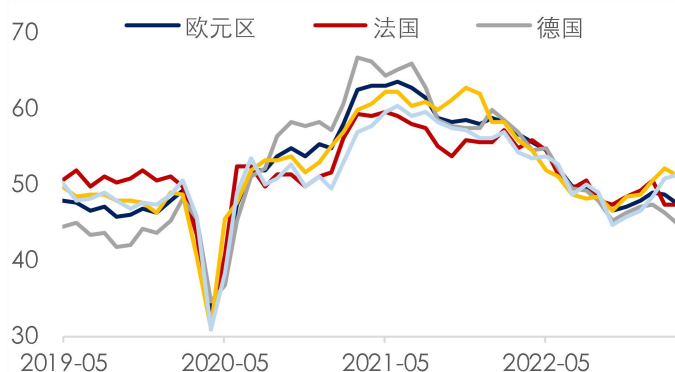
数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 32：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 31：欧元区制造业 PMI (%)



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 33：美国耐用品总库存量 (百万美元)



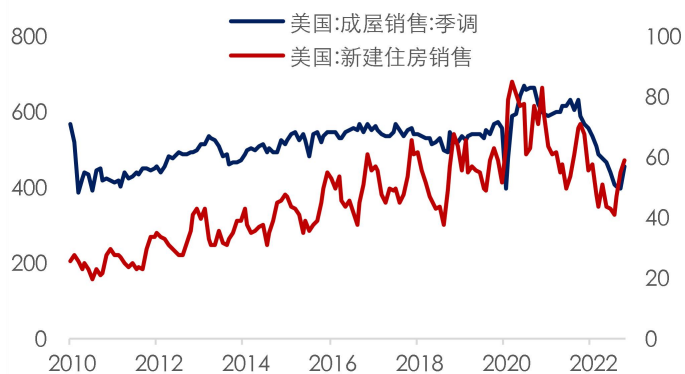
数据来源：WIND，兴证期货研发部

## 4.2.2 美国房地产风险累积

自去年四季度以来，随着美联储快速加息抗通胀，在货币紧缩背景下，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。此外，前不久爆发的欧美银行业危机也为美国地产行业蒙上一层阴影。本轮中小商业银行危机对美国地产的冲击，尤其

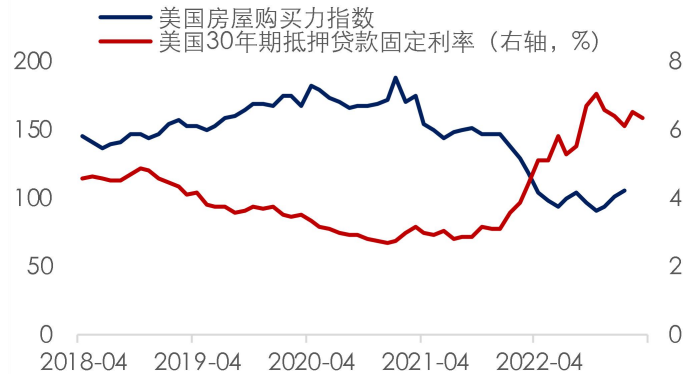
是商业地产可能超过预期。美国商业地产 80%的贷款来自规模较小的区域性银行，这些银行现在为了自救可能会收缩资产负债表。商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）拖欠率在 2023 年 2 月环比跃升 18 个基点，此前黑石旗下的 CMBS 已出现违约。

图 34: 美国销售数据 (百万美元)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 35: 美国房屋购买力指数

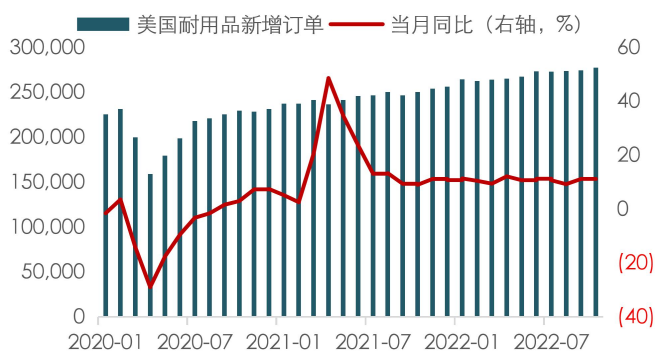


数据来源: WIND, 兴证期货研发部

### 4.2.3 涂镀出口预计承压

根据海关数据显示, 2022 全年涂镀板卷出口同比-19%, 为内需的显著拖累项; 2023 年 1-2 月累计出口涂镀版卷 240 万吨, 高于 2022 年的 214 万吨, 但仍不及 2021 年同期的 255 万吨。2022 年海外需求侧的持续下滑, 也体现在涂镀出口端。除了海外需求下滑因素之外, 东南亚国家于 2022 年逐步放开疫情防控, 制造业回暖, 对我国劳动密集型订单构成替代, 也是国内出口承压的因素之一, 2023 年出口大概率延续低迷。

图 36: 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 37: 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

### 4.3 国内房地产弱复苏, 基建预计出现回落

2023 年第一季度收官, 地产基本面修复态势明确, 销售持续复苏, 土地市场回温。2023



年1-2月房地产投资增速跌幅明显收窄,分项来看,新开工/施工/竣工同比分别为-9%/-4%/8%,跌幅均大幅收窄,竣工增速由负转正。去年以来,金融支持房地产措施密集出台,随着融资支持政策的逐步落地,房企资金面改善效果逐步显现。

政策放松的方向除了融资端,还有销售端。在各地因城施策的支持下,房贷利率持续下行至4.3%附近。3月销售金额环比增长42.3%,同比增长29.2%,增幅较2月提升。据克而瑞报道,2023年3月Top100开发商销售操盘金额为6608.6亿元,同比2022年3月有29.2%的增长,相较于2021年3月下降38.9%;环比方面,2023年3月较2月环比增长42.3%,主要因为企业供应自低位回升和疫情积压需求的释放,叠加2月低基数。预计后续市场需求端购买力或进一步释放,市场热度和企业销售表现将得到延续,行业预期和市场信心或将在修复中提升。

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 40: 中国房屋竣工面积 (万平方米)



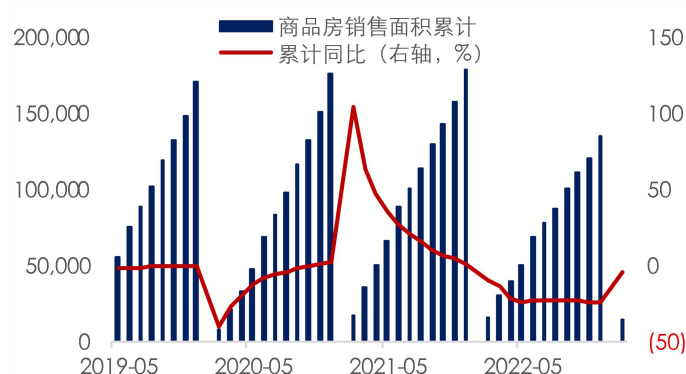
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 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 41: 中国商品房销售面积 (万平方米)



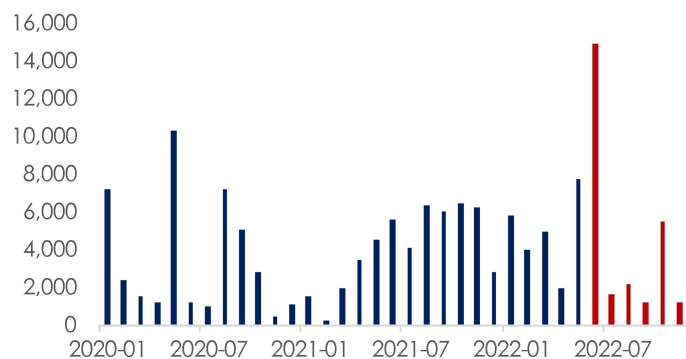
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

2022年下半年基建需求基本成为锌消费的重要支撑,2022年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。

2023 年 1-2 月，国内基建投资累计同比 12.18%，依旧维持高位。不过展望 2023 年，根据预算报告新增“注重政府投资绩效，防止盲目扩大投资”等用词，反映政府已经看到了 2022 年下半年以来基建投资快速增长背后可能蕴含的风险。

此外，从过往数年的“基建+房地产”投资来看，中国经济短周期往往由地产主导，作为逆周期对冲项，基建与地产一直呈现出此强彼弱的周期关系。2018 年以来，地产与基建投资合计完成投资额增速维持在 2%-6%之间，2023 年，出口或将深度下行、消费边际企稳，我们预计地产和基建投资合计仍将维持 2%-6%区间内，或达 2018-2021 年增速均值 4%。根据对 2023 年地产投资的测算，2023 年地产投资增速或达-3.6%-5.1%，中性假设下增速或达 1.5%。由此对应 2023 年基建投资增速的区间是 3.3%-8.9%，1.5%的中性地产投资增速下，对应 5.7%的基建投资增速。可见，在地产在 2023 年企稳背景下，基建投资也将在 2023 年有所回落。

图 42：社会融资规模：政府债券（亿元）



数据来源：IFind，兴证期货研发部

图 43：中国房地产&基础建设投资累计同比（%）



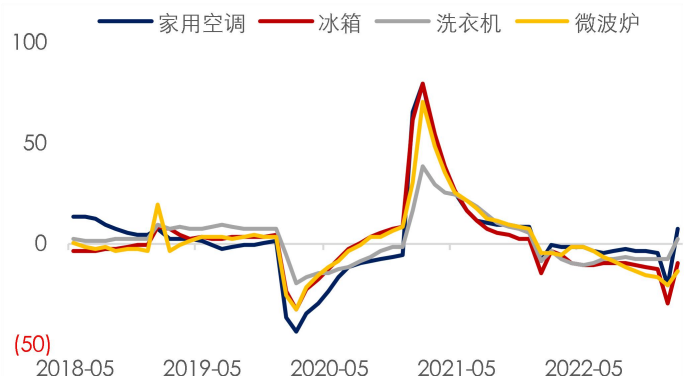
数据来源：IFind，兴证期货研发部

#### 4.4 耐用品消费承压，汽车量价齐跌

家电方面，产业在线发布家用空调产销数据，2023 年 2 月家用空调生产 1410.7 万台，同比增长 45.4%，销售 1369.1 万台，同比增长 41.3%，其中内销出货 684.2 万台，同比增长 78.7%，出口出货 684.9 万台，同比增长 16.9%。库存 1916.7 万台，同比下降 4.6%。当前国内房地产行业出现一定的复苏迹象，3 月 30 大中城市商品房销售面积同比上升 74.54%，2 月住宅商品房竣工面积同比上升 10%，家电消费也出现了一定的回暖。不过根据过往数据来看，家电消费回暖一般要滞后于地产半年左右，而当前国内房地产复苏幅度依旧较缓慢，预计家电内需的全面复苏尚需时日。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

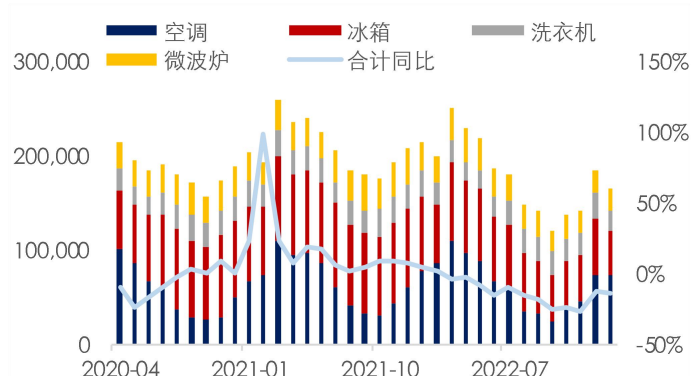
可支配收入实际累计同比增速放缓，购买力受损。全球贸易摩擦、经济通胀、汇率等因素综合影响，预计 2023 年家电出口规模会小幅下滑。

图 44：中国家电产量累计同比 (%)



数据来源：iFind，兴证期货研发部

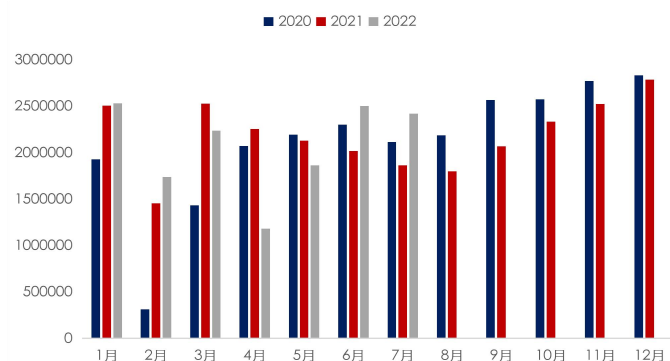
图 45：中国家电出口量 (万美元)



数据来源：iFind，兴证期货研发部

汽车方面，2023 年一季度国内汽车行业出现降价潮，尤其是 1-2 月呈现量价齐跌的格局。这主要收到这主要受几个方面的影响，首先是今年春节较早，1 月产销环节工作日同步减少，销量潜力未得到充足释放；另外政策方面，去年下半年购置税政策减半，以及新能源汽车补贴即将退出透支了部分消费。进入三月，根据乘联会数据，前四周国内乘用车市场销售有所回暖，全国乘用车市场零售销量为 102.1 万辆，与销量基数低的去年同期相比仍小幅下降 1%，环比 2 月同期下降 17%。不过由于 3 月份比 2 月份多了 3 个工作日，3 月全月销量相比 2 月份应该会有所增长，乘联会此前预计 3 月零售销量环比增长 14.5% 左右。与 2021 年 3 月同期相比，乘用车销量跌幅则达到 18%。今年以来，全国乘用车市场累计零售零售销量 370 万辆，同比下降 15%。

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。