

2024年8月5日



## 宏微观不共振

## 锌价偏弱震荡

### 核心观点及策略

- 宏观面看，美国经济通胀及就业同步回落，美联储9月降息预期强化，但经济衰退担忧大幅升温，且美国大选的不确定性犹存。国内经济增速放缓，政策端延续积极，对经济托底支撑尚存。
- 供应端看，全球锌矿生产恢复节奏较慢，下半年新增项目逐步释放，但产出及企业库存重建需要时间，矿侧紧张格局延续。8月进口加工费全线跌至负值，国产矿加工费降幅也较大，炼企面临原料及利润压力下，生产扰动增大，精炼锌产量预计环比下滑。进口窗口开启，但不稳定，精炼锌进口冲击暂可控。
- 需求端看，欧美微观需求喜忧参半，边际改善有限。国内初端消费维持淡季表现，终端基建投资增速回升；汽车、家电在新一轮以旧换新政策加持下将延续偏好；风光增速回落，镀锌板出口季节性回落；地产新开工及销售降幅收窄，但总体偏弱。
- 整体来看，宏微观未有效共振，矿侧带来的成本支撑及对冶炼端的约束中长期有效，同时锌价回落后淡季去库显著也利多锌价，不过内外经济下行压力拖累市场风险偏好，同时消费淡季需求承接强度较弱。预计8月锌价震荡偏弱运行，主要运行区间在22000-23500元/吨。
- 风险因素：海外经济陷入衰退，政治风险，锌矿供应超预期

投资咨询业务资格  
沪证监许可【2015】84号

李婷

021-6855 5105

li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

## 目录

一、锌市场行情回顾 .....	4
二、宏观面 .....	4
2.1 美国方面 .....	4
2.2 欧元区方面.....	5
2.3 国内方面 .....	5
三、锌基本面分析 .....	7
3.1 锌矿供应情况.....	7
3.1.1 全球锌矿新增项目不及预期，锌矿增量下修.....	7
3.1.2 进口加工费跌至负值，锌精矿进口环比增加.....	9
3.2 精炼锌供应情况.....	10
3.2.1 海外炼厂减复产并存，供应端修复.....	10
3.2.2 原料紧张或限制炼厂复产，精炼锌进口窗口开启.....	11
3.3 精炼锌需求情况.....	13
3.3.1 海外需求或边际改善.....	13
3.3.2 初端企业开工维持淡季特征，镀锌板出口表现尚可.....	14
3.3.3 政策加码，终端需求预期边际好转.....	15
3.4 全球显性库存高位回落.....	17
四、总结与后市展望 .....	18

## 图表目录

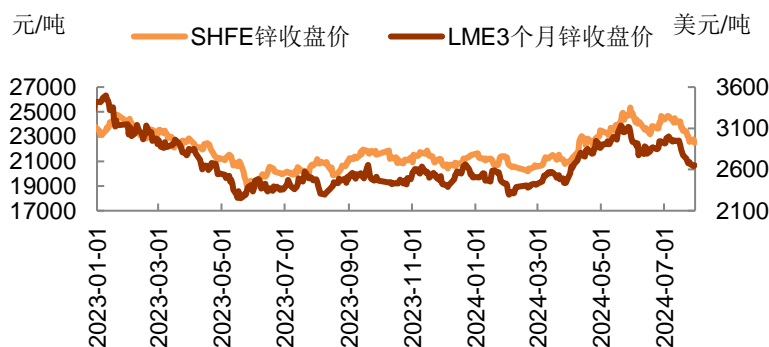
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势 .....	4
图表 2 美国通胀情况.....	6
图表 3 美国利率水平.....	6
图表 4 美国就业市场.....	6
图表 5 欧美 PMI 数据.....	6
图表 6 欧元区通胀情况.....	7
图表 7 欧元区利率水平.....	7
图表 8 国内 PMI 数据.....	7
图表 9 国内 GDP 数据.....	7
图表 10 全球锌矿月度产量情况.....	8
图表 11 国内锌矿月度产量情况.....	8
图表 12 2024 年海外矿山扰动事件汇总（万吨） .....	9
图表 13 2024 年海外锌矿产量增减情况（万吨） .....	9
图表 15 内外矿加工费降至极低水平.....	10
图表 16 锌矿进口盈亏.....	10
图表 17 锌矿进口情况.....	10
图表 18 冶炼厂原料库存天数.....	10
图表 19 2024 年初以来海外炼厂事件汇总（万吨） .....	11
图表 20 全球精炼锌月度产量情况.....	11
图表 21 国内精炼锌月度产量.....	12
图表 22 冶炼厂生产利润.....	12
图表 23 精炼锌净进口情况.....	12
图表 24 精炼锌进口盈亏情况.....	12
图表 25 全球精炼锌月度需求情况.....	13
图表 26 美国新建住房销量.....	13
图表 27 美国汽车销量情况.....	14
图表 28 欧元区房屋营建情况.....	14
图表 29 欧元区汽车销量情况.....	14
图表 30 各地锌锭贸易升水.....	14
图表 31 国内初端企业开工率.....	15
图表 32 镀锌板净出口情况.....	15
图表 35 基建投资增速有望回暖.....	17
图表 36 地产主要指标依然疲软.....	17
图表 37 汽车产销情况.....	17
图表 38 白色家电产量情况.....	17
图表 39 风电新增装机量情况.....	17
图表 40 光伏新增装机量情况.....	17
图表 42 LME 库存高位回落 .....	18
图表 43 国内加速去库.....	18

## 一、锌市场行情回顾

7月沪锌主力期价呈现高位回落的走势。一方面，伴随着美国经济指标走弱，市场担忧经济衰退，同时美国大选生变，市场风险偏好走弱。国内经济指标延续疲软，且政策端相对温和，乐观预期降温。另一方面，原料锌矿紧张逐步传导至冶炼端，但炼厂检修停产程度不及预期，6月精炼锌产出超预期，7月产出低于预期，同时消费淡季背景下，供需双弱。宏观共振，锌价破位下跌。月底，美国二季度GDP及6月PCE超预期，显示经济保有韧性。国内发改委发行国债支持消费品“以旧换新”，及政治局会议释放积极信号，市场悲观情绪修复，且下游逢低补库带动显著去库，给到锌价支撑，期价企稳震荡，截止至7月31日，期价收至22840元/吨，月度跌幅达7.4%。

伦锌冲高回落，走势略弱于沪锌，沪伦比价由8.15附近升至8.5附近。受美国大选不确定性及美国经济走弱拖累，伦锌破位下行，跌至2600附近跌势放缓，截止至月底，期价收至2698美元/吨，月度跌幅达8.26%。

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

## 二、宏观面

### 2.1 美国方面

美国经济指标多走弱。尽管美国二季度 GDP 不变价环比折年率为2.8%（前值1.4%），高于市场预期的2%。但其它多项指标表现偏弱，其中高利率对地产抑制明显，6月美国新屋销售同比增速由5月的-16.2%回升至-7.4%，仍处于负值区间。成屋销售同比增速为-5.4%，环比下降2.5个百分点。同时，6月美国耐用品新订单同比增速为-10.3%，环比回落8.8个百分点，主要受运输设备耐用品新订单拖累。前瞻指标看，美国7月ISM制造业PMI录得46.8，萎缩幅度创八个月最大，远不及市场预期的48.8，前值为48.5。

就业市场超预期下滑，美国7月新增非农就业人数11.4万，低于预期值17.5万，是2020年5

月以来第三低，6月和5月数据分别由20.6万、21.8万下修至17.9万、21.6万，两月合计下修2.9万。同时，失业率4.3%，高于预期值和前值4.1%，是2021年11月以来最高。且三个月移动平均值相较过去12个月低点回升0.53%，已触发“萨姆规则”的衰退条件。通胀小幅回落，6月美国CPI同比为3.0%，环比转负至-0.1%，为2020年5月以来首次转负。核心CPI同比为3.3%，为2021年4月以来低点，核心通胀已经连续3个月缓解，尤其是最为关键的租金通胀也再度出现了缓解的迹象。6月美国核心PCE价格指数同比增速为2.6%，与5月持平；环比增速为0.2%，较5月回升0.1个百分点。

7月31日，美联储在FOMC会议上继续按兵不动，将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%不变，但同时释放了9月可能降息的信号。随后的新闻发布会上，鲍威尔也表示，随着劳动力市场降温 and 通胀率下降，实现就业和通胀目标的风险继续趋于平衡。9月份FOMC货币政策会议上，降息可能是一个选项，FOMC最快将在9月份选择降息。而在7月非农数据公布后，降息预期大幅升温。目前市场预期年内美联储将降息100-125bp，9月一次性降息50bp的概率接近80%，11月也有过半的概率会再降50bp。

整体来看，伴随美国经济、通胀及就业同步回落，降息预期强化，但同时经济衰退担忧大幅升温，叠加美国大选不确定性的担忧犹存，宏观风险偏好较弱。

## 2.2 欧元区方面

欧元区经济景气度回落，7月欧元区制造业PMI较6月回落0.2至45.6，低于预期的46.1，为2023年12月以来的最低值。服务业PMI由6月的52.8回落至51.9，同样低于预期52.9，不过仍处于荣枯线之上。通胀继续回落，6月欧元区HICP同比增速回落0.1个百分点至2.5%，符合市场预期。不过，核心HICP同比回落陷入停滞，仍维持在2.9%，高于市场预期的2.8%。

受经济及通胀同步回落影响，欧央行维持高利率的必要性下降，在6月利率会议上如期将三大关键利率均下调25个基点。但对后期降息路径保持谨慎，还需时间权衡通胀不确定性，预计年内两次降息并不是基准情景。

整体来看，欧元区经济指标延续疲软态势，同时通胀降温的背景下，欧央行利率决议相对偏鸽，但对持续降息维持偏谨慎态度。

## 2.3 国内方面

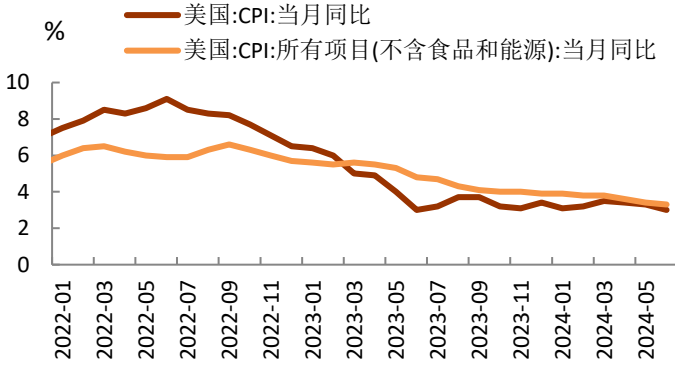
上半年GDP实际同比增长5%，符合全年预期目标，其中，一季度经济保持韧性，GDP同比增长5.3%，但是二季度经济边际放缓，GDP同比增长4.7%。同时，经济结构分化较为明显，出口韧性较强，消费相对薄弱，基建增速边际放缓，地产需求边际改善但仍偏弱。经济前瞻指标来看，7月官方制造业PMI为49.4（前值49.5）；服务业PMI为50.0（前值50.2）；建筑业PMI为51.2（前值52.3）。均有不同程度环比放缓，受高温天气及内需不足影响。

伴随经济增速的放缓，市场对政策加码期待增强。7月底中央政治局会议召开，指出宏观

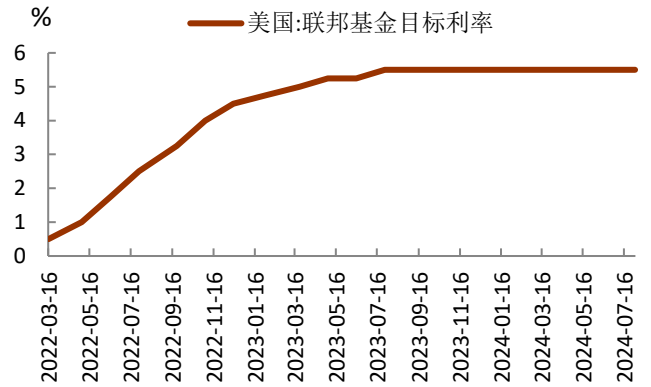
政策要“持续用力、更加给力”，“加强逆周期调节”，“加快全面落实已确定的政策举措”，“及早储备并适时推出一批增量政策举措”。强调财政和货币政策保持定力，延续宽松，“更大力度推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新”，以扩大内需要以“提振消费”为重点等。

整体来看，二季度以来国内经济增速放缓，但政策基调延续积极，特别是7月下旬以来新一轮稳增长政策正在进行中，且后期预计会有增量政策，有望托底经济。

图表 2 美国通胀情况

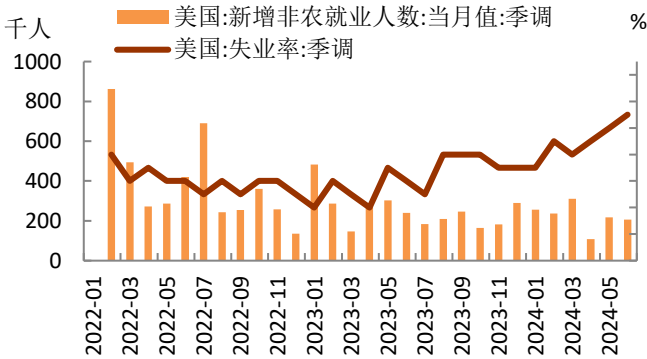


图表 3 美国利率水平

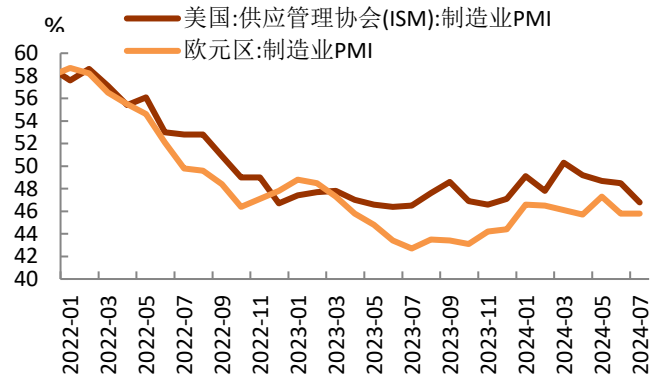


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 4 美国就业市场

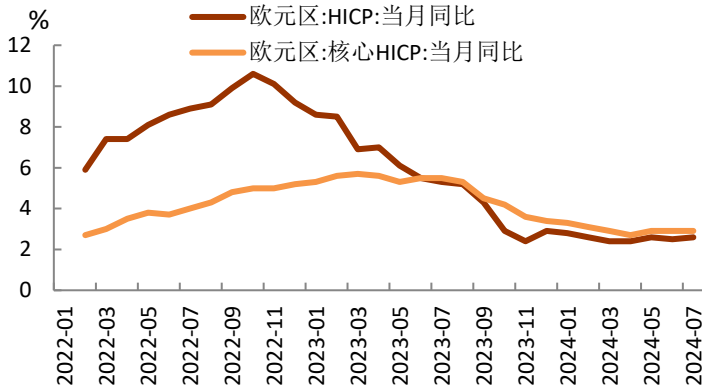


图表 5 欧美 PMI 数据

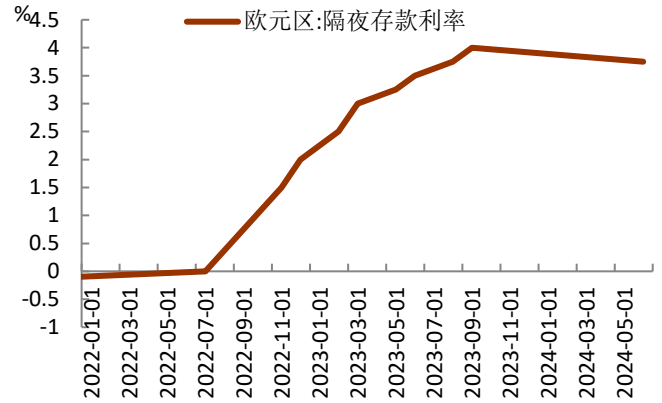


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

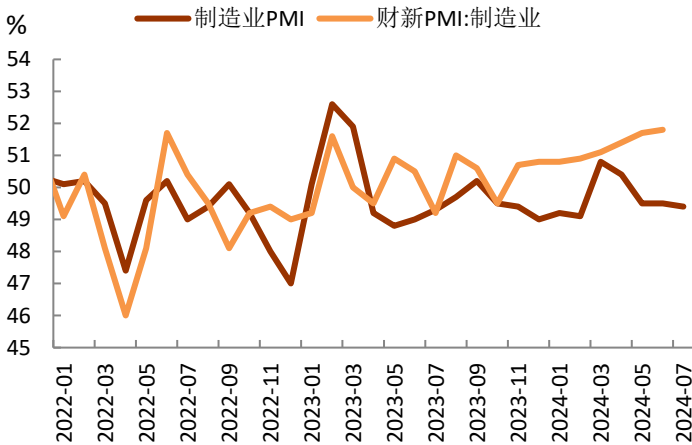


图表 7 欧元区利率水平

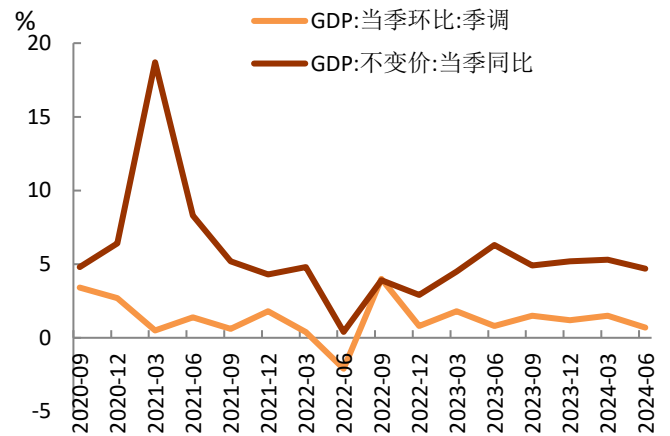


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 8 国内 PMI 数据



图表 9 国内 GDP 数据



数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

## 三、锌基本面分析

### 3.1 锌矿供应情况

#### 3.1.1 全球锌矿新增项目不及预期, 锌矿增量下修

ILZSG: 2024年5月全球锌精矿产量98.55万吨, 环比增加5.93%, 同比减少5.12%。1-5月累计产量471.4万吨, 累计同比减少4.2%。其中, 海外累计产量324.6万吨, 同比减少5.3%。中国累计产量146.8万吨, 同比减少1.65%。

海外方面, 年初以来矿山扰动事件较多, 主要因生产事故、飓风、生产许可证等影响,

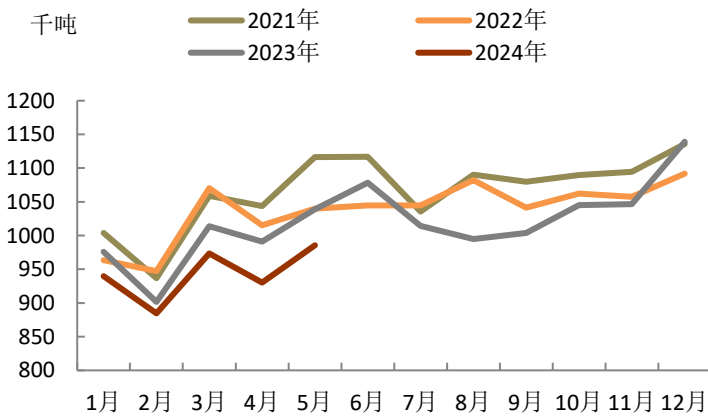


带来约3万吨的减量。同时，今年部分新增矿山出现延后或产量释放下调，如俄罗斯Ozernoye2023年底火灾影响导致产出或进一步延后2025年；澳大利亚Endeavor原计划2024H1生产第一批精矿，现延后至2025H1等。不过，部分矿产产出兑现较好，如刚果金的Kipushi矿、波斯尼亚Vares银矿等。整体看，我们将全年海外锌精矿增量下调至8万吨左右，远不及年初预计的19万吨。下半年，继续重点关注刚果金Kipushi矿、波斯尼亚Vares银矿、墨西哥Peñasquito、澳大利亚Bowdens Silver矿的产量释放及复产情况。

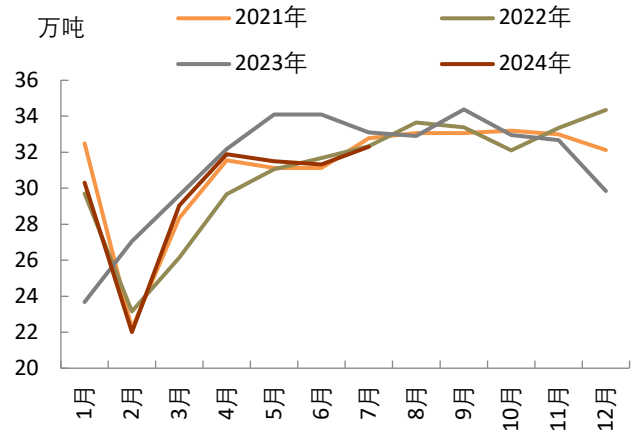
国内方面，SMM：2024年6月锌矿产量约31.33万吨，环比减少0.17万吨，同比减少2.77万吨，1-6月累计产量176.09万吨，累计同比减少2.56%。二季度南方矿山受暴雨影响，北方矿山持续受原矿品位下滑影响，现有矿山产出恢复节奏偏慢。预计7月锌精矿产量32.31万吨，同比减少2.4%，1-7月累计产量208.4万吨，累计同比减少2.5%。总体看，国内锌矿恢复节奏偏慢，6月下旬火烧云项目股权转让结束，年内预计出矿6-7万金属吨，且原矿销售，流向或较精准。此外，银珠山铅锌银矿项目目前处于收官阶段，下半年部分锌矿释放；贵州猪拱塘项目一期年底建成投产，预计下半年锌精矿产出有所改善。

整体来看，近端锌精矿原料维持偏紧，伴随着海内外矿山生产恢复及新增项目逐步兑现，四季度锌精矿紧张局面有望边际改善。但考虑到全年海外增量较小且国内高海拔新增矿实际兑现量级不确定性较大，原料改善程度或较有限，难以扭转全年锌矿短缺的格局。中长期看，年内全球新增矿山项目多在2025年有效释放，且部分项目延后至2025年落地，远端原料供应有望转向紧平衡。

图表 10 全球锌矿月度产量情况



图表 11 国内锌矿月度产量情况



数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货



**图表 12 2024 年海外矿山扰动事件汇总（万吨）**

矿企	矿山	国家	影响量	备注
Lundin Mining	Neves-Corvo	葡萄牙	0.04	2月12日发生安全生产事故，停工三天
Volcan	San Cristobal、Carahuacra 和 Ticlio	秘鲁	0.9	更新尾矿坝的运营许可证，3月19日起暂停生产，最长持续时间可达30天
嘉能可	McArthur River	澳大利亚	1	3月18日登陆的飓风带来的暴雨影响，暂停生产
Nexa	Morro Agudo	巴西	1	采矿作业将从5月1日起暂停，Nexa 2024年的综合指导保持不变。
		合计	2.94	

数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

**图表 13 2024 年海外锌矿产量增减情况（万吨）**

矿山	国家	2024 年变化
Kipushi	刚果	12
迈蒙矿	米尼加	0.5
Ozernoye	俄罗斯	0
Bowdens Silver	澳大利亚	3
Vares 银矿	波斯尼亚	3.5
Buenavista	墨西哥	5.4
Peñasquito	墨西哥	14
Kazzinc	哈萨克斯坦	3
Neves-Corvo	葡萄牙	2
Aripuanã	巴西	2
Lalor	加拿大	0.7
Endeavor	澳大利亚	0
Tara	爱尔兰	1
Dugald River	澳大利亚	3
Gamsberg	南非	2.45
Aljustrel 铅锌矿	葡萄牙	-7.5
Antamina	秘鲁	-23
Gordonsville 和 Cumberland	美国	-4.6
Myra Falls polymetallic	加拿大温哥华	-3.5
Broken Hill	澳大利亚	-5
San Cristobal、Carahuacra 和 Ticlio	秘鲁	-0.9
合计		8.05

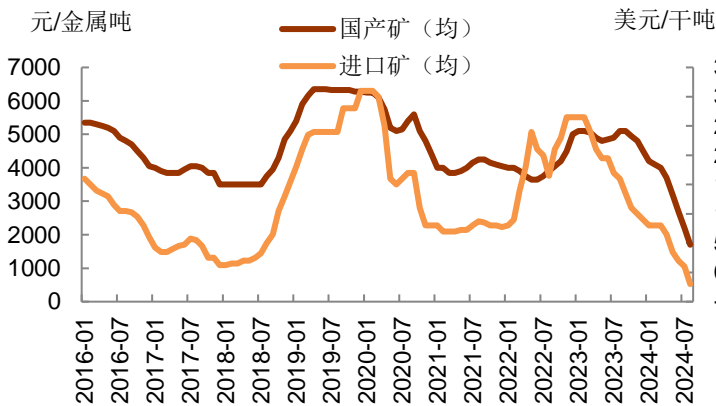
数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

### 3.1.2 进口加工费跌至负值，锌精矿进口环比增加

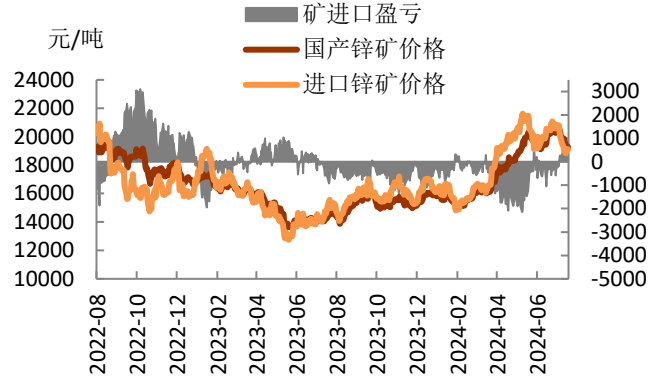
当前锌矿供应紧张格局未缓解，内外矿加工费均延续环比下滑。SMM 数据显示，8 月内外锌精矿加工费均值分别报收 1700 元/金属吨和-20 美元/干吨，环比分别降 55 元/金属吨和-30 美元/干吨。低迷加工费的背景下，冶炼企业生产面临较大挑战。

进口情况看,海关数据显示,2024年6月锌矿砂及精矿进口26.9万实物吨,环比增加1.04%,同比减少31%。1-6月累计进口171万实物吨,累计同比减24.7%。主要进口国为厄立特里亚、澳大利亚、秘鲁及南非。6月初锌精矿进口窗口短暂开启,给到进口矿流入机会,且国内炼厂产出超预期,对进口需求增加。但进口矿加工费较低,炼厂更倾向于国产矿,故锌矿进口量环比改善不大。进入7月,锌精矿进口窗口维持开启,但国内炼厂产出减少且进口加工费降幅较大,预计进口量延续环比仅小幅增加。

图表 15 内外矿加工费降至极低水平

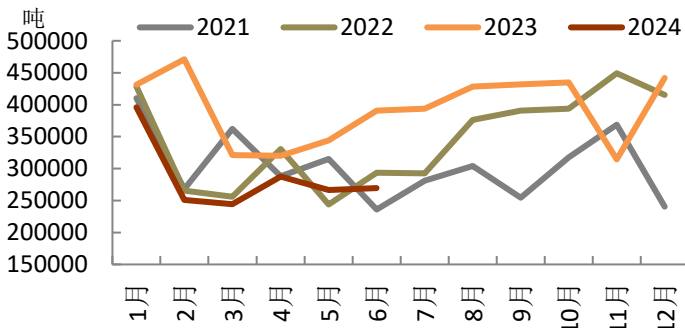


图表 16 锌矿进口盈亏

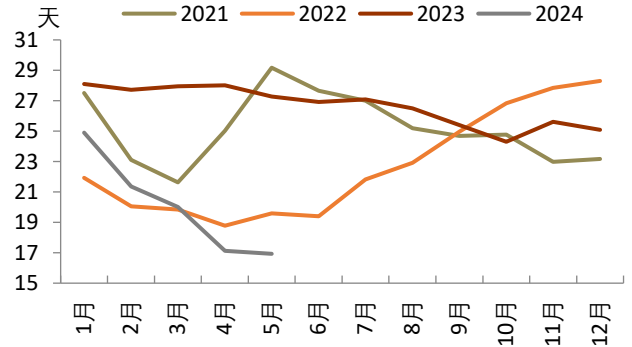


数据来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

图表 17 锌矿进口情况



图表 18 冶炼厂原料库存天数



数据来源: Mysteel, iFinD, 铜冠金源期货

### 3.2 精炼锌供应情况

#### 3.2.1 海外炼厂减产复产并存, 供应端修复

全球范围来看,ILZSG数据显示,2024年5月精炼锌产量116.33万吨,环比增加4.3%,同比减少0.7%。1-5月累计产量568.06万吨,累计同比减少1.2%。其中,欧洲、美洲、中国累计产量分别为35.7万吨、67.8万吨、275.8万吨,累计同比分别为-18.9%、-1.82%、2.15%。

年初以来，海外炼厂减复产并存，其中Nyrstar位于荷兰Budel的工厂1月中旬暂停生产，5月13日以较低的产能重新启动。嘉能可位于德国的Nordenham冶炼厂也自2月增加产出，但是产能提升较为缓慢。3月6日韩国Young Poong Corp表示已将其Seokpo锌冶炼厂（年产能40万吨）的产量削减了五分之一。

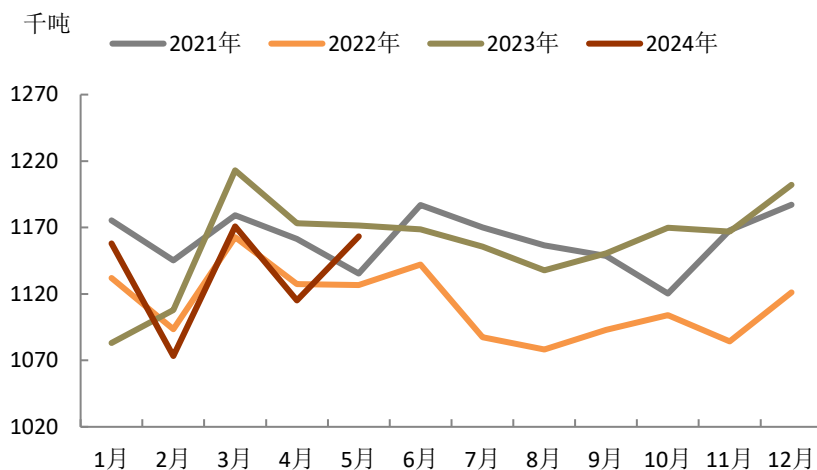
伴随着欧洲两大炼厂生产逐步恢复，欧洲精炼锌产量供应有望边际增加，但鉴于欧洲需求仍然疲软，爬产进度相对受限。下半年重点关注俄罗斯铜业Verkhny Ufalei及波利顿Odda炼厂新增及扩建情况，其中Odda扩建项目计划2024年底产出。

图表 19 2024 年初以来海外炼厂事件汇总（万吨）

公司	冶炼厂	国家	总产能	备注
新星	Budel	荷兰	31.25	2024 年 1 月下旬进入保养维护期。4 月 30 日宣布于 5 月 13 日当周以较低的产能重新启动。
嘉能可	Nordenham	德国	16.5	2022 年 11 月停产检修，2024 年 2 月增加产出。
Young Poong Corp	Seokpo	韩国	40	3 月 6 日宣布已将产量削减了五分之一。

数据来源：新闻整理，铜冠金源期货

图表 20 全球精炼锌月度产量情况



数据来源：iFinD，新闻整理，铜冠金源期货

### 3.2.2 原料紧张或限制炼厂复产，精炼锌进口窗口开启

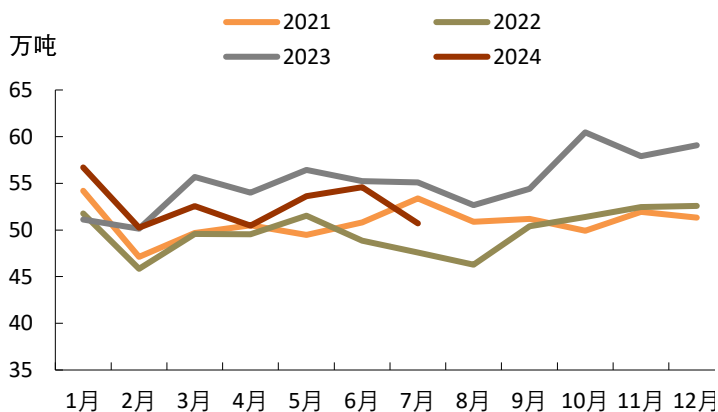
SMM数据显示，6月精炼锌产量为54.58万吨，环比上涨0.97万吨或环比增加1.81%，同比下降1.2%，1~6月累计产量318.2万吨，累计同比下降1.39%，高于预期值。6月产量较预期高1.9万吨，主要是广西、甘肃、贵州地区产量超预期增加，另外陕西、甘肃、云南、贵州地区部分冶炼厂检修恢复，减量方面，湖南等地的部分冶炼厂检修停产，最终产量录增。预计7月精炼锌产量环比下降3.89万吨至50.7万吨，同比下降8%，1-7月累计产量368.9万吨，累计同比下降2.35%。7月河南、内蒙古、陕西、甘肃、青海、云南等地冶炼厂因原料紧缺和常规检修带来一定量的减产，同时湖南、云南等地部分冶炼厂前期检修恢复带来一定增量，整体来

看产量下降明显，但略不及市场预期。对于8月，炼厂减复产并存，减产集中在内蒙、广东、湖南及云南，四川多家炼厂因山洪影响运输而减停产；增产集中在广西、河南及青海地区炼厂复产，总的看减量大于增量，预计8月产量环比降幅超万吨。

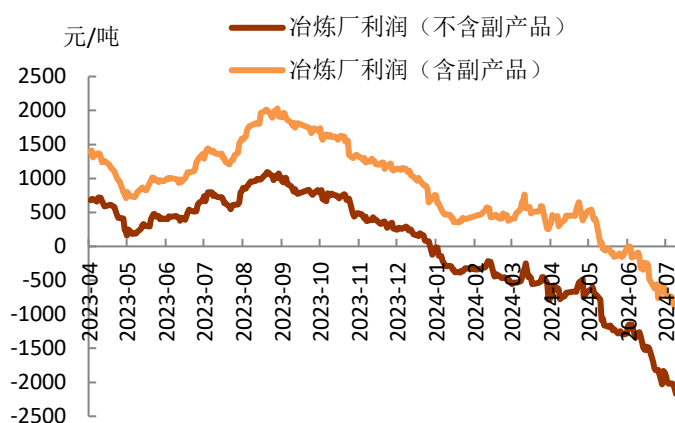
截止至6月份，炼厂原料平均库存天数降至16.87天，处于近五年同期低位且低于安全生产水平。受锌价高位回落及TC不断下移的影响，截止至7月底，冶炼企业不含副产品利润亏损扩大至超2000元/吨，或影响前期检修炼厂的复产节奏。

进口方面，海关数据显示，2024年6月份进口精炼锌3.49万吨，环比减少0.95万吨，同比降幅22.94%。1-6月份累计净进口21.6万吨，累计同比增长133.35%。6月主要进口国为哈萨克斯坦、澳大利亚、伊朗、韩国及秘鲁，进口窗口维持关闭，进口量如期下滑，西班牙进口量降幅较大。贸易方式上看，1万吨以上货源在海关特殊监管区域。7月中旬以来，沪伦比价再度回升，7月底进口窗口开启，少量散单货源流入国内，不过考虑到进口窗口幅度仍较小，预计进口量环比增加空间暂有限。

图表 21 国内精炼锌月度产量

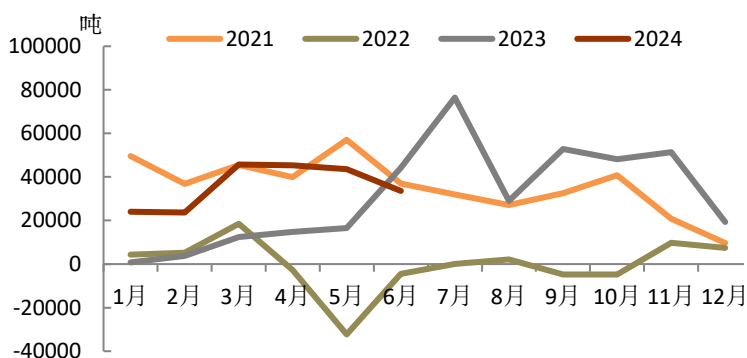


图表 22 冶炼厂生产利润

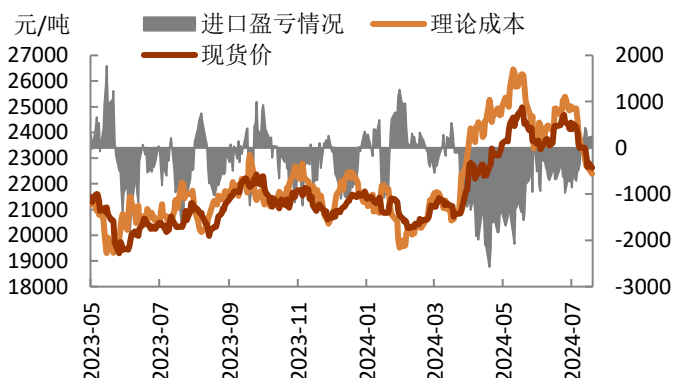


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 23 精炼锌净进口情况



图表 24 精炼锌进口盈亏情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

### 3.3 精炼锌需求情况

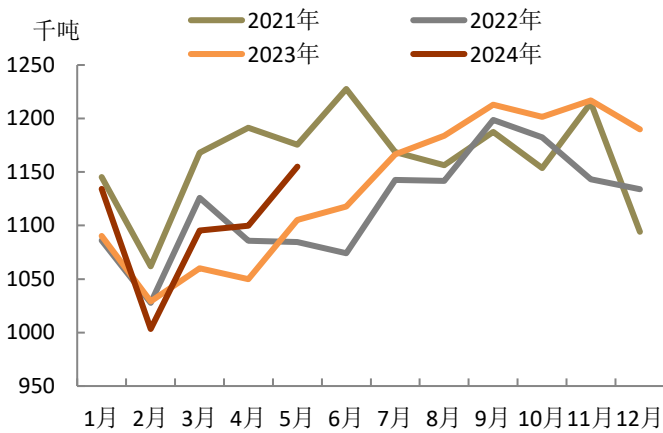
#### 3.3.1 海外需求或边际改善

全球范围来看，ILZSG数据显示，2024年5月精炼锌消费量115.5万吨，环比增加5%，同比增加4.5%。1-5月累计消费量548.8万吨，累计同比增加2.9%。其中，中国、欧洲、美洲消费量分别为264.1万吨、86.3万吨、64.9万吨，累计同比分别为2.4%、-0.93%、-2.44%。1-5月全球锌市场供应过剩193,000吨，去年同期为过剩330,000吨，过剩量级明显收窄。

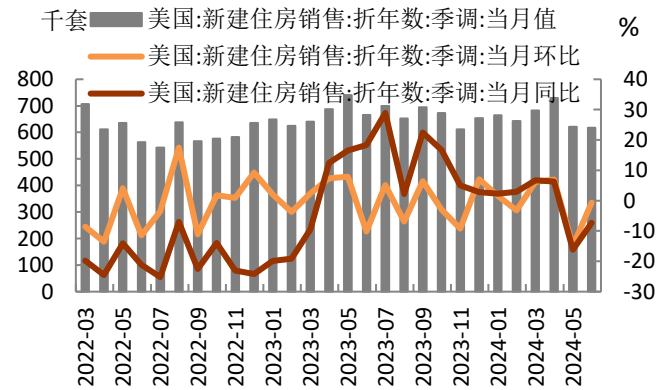
海外来看，锌需求主要集中在汽车及地产板块。年初以来市场迟迟未迎来美联储降息，美国30年期抵押贷款固定利率维持在7左右的高位，对地产销售构成压力。从美国房地产市场的先行指标新建住房销售数据看，6月美国新屋销售61.7万套，较5月回落0.4万套，不及市场预期的64万套。同比增速由5月的-16.2%回升至-7.4%，仍处于负值区间。5月欧元区19国营建产出指数走弱，同比降幅扩大。不过6月欧美汽车市场均表现回暖，其中美国汽车销量同比增速也再度回正；受低基数影响，欧洲汽车销量同比增速回升至两位数的水平。从欧美市场现货溢价相互验证，欧美现货溢价在4月份逐步企稳以来，6月份有所上升，溢价略显坚挺。

后期看，6月欧央行率先开启降息，9月美联储降息概率增加，欧美高利率对地产及汽车抑制作用将逐步缓解，但二季度以来欧美经济指标不同程度下滑，凸显需求端的不稳定性，故海外需求改善程度或相对偏谨慎。

图表 25 全球精炼锌月度需求情况

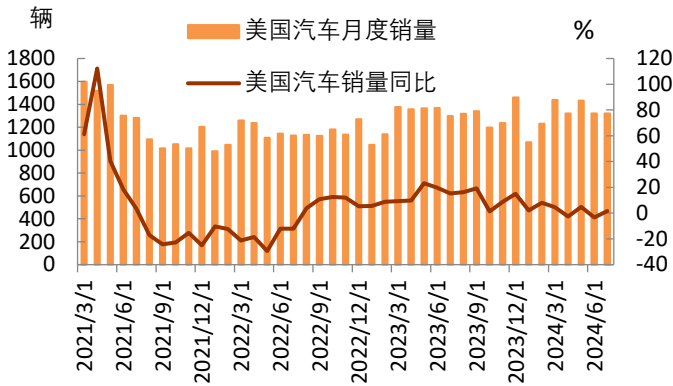


图表 26 美国新建住房销量

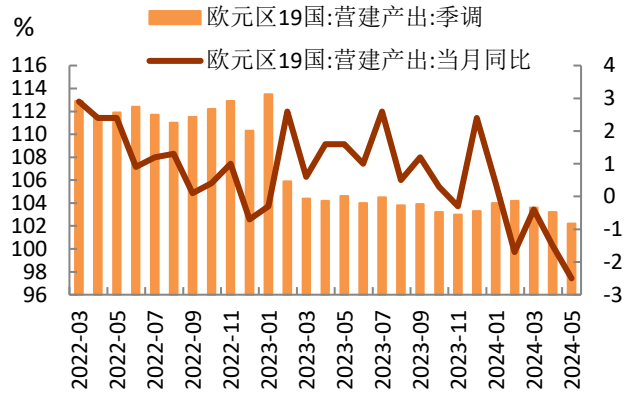


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 27 美国汽车销量情况

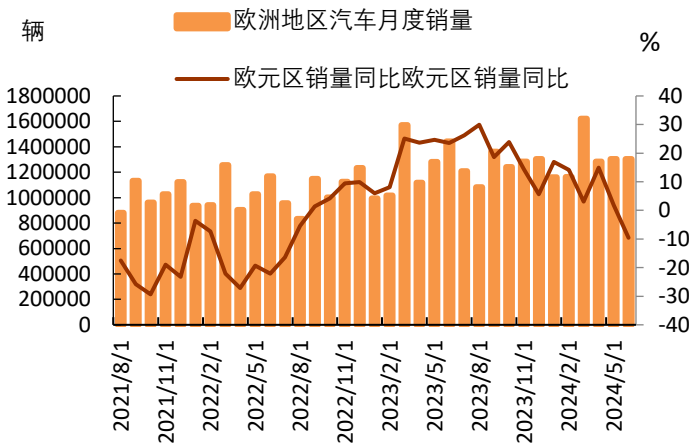


图表 28 欧元区房屋营建情况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 29 欧元区汽车销量情况



图表 30 各地锌锭贸易升水



数据来源：iFinD，Bloomberg，CRU，铜冠金源期货

### 3.3.2 初端企业开工维持淡季特征，镀锌板出口表现尚可

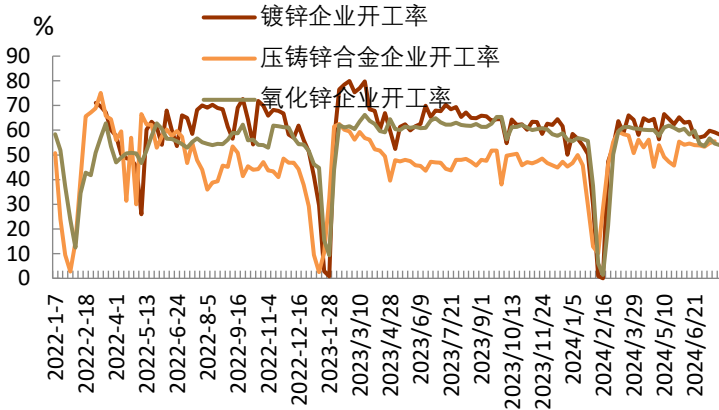
7月初端企业消费延续淡季特征，开工率相对偏弱，截止至7月26日，镀锌、压铸锌合金及氧化锌企业开工率分别为58.28%、55.55%、53.9%，月度分别增加1.18%、1.58%及减少0.55%。镀锌方面，受黑色系价格持续下跌拖累，镀锌管企业订单较差，为缓解成品库存压力，企业降低开工；且北方高位，月底多地台风亦影响企业生产，不过铁塔、船舶订单较好，其它类订单偏弱。压铸锌合金方面，企业开工率高于去年同期，企业将原料库存转化成成品库存，且低价刺激部分终端补库，消费未发生实质性改善。氧化锌方面，橡胶轮胎、陶瓷类、饲料类订单偏弱变化不大，企业开工率微降。总体看，8月尚处传统消费淡季，消费难有大幅改善，预计偏稳。

从初端消费品出口情况看，镀锌板、压铸锌合金出口延续较好，氧化锌出口较弱。海关

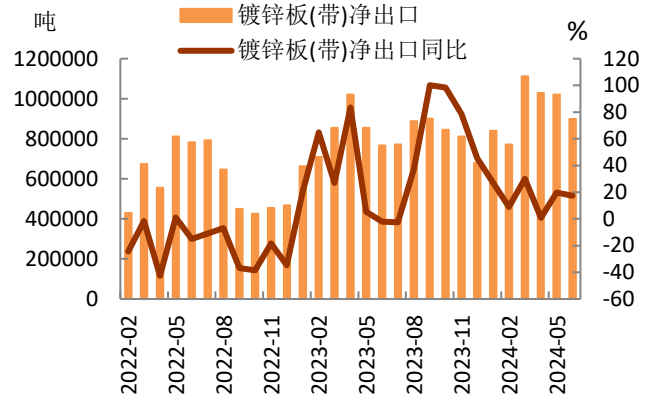


数据显示，2024年6月镀锌板出口量98.06万吨，环比减少12.05%，同比增加13.96%。1-6镀锌板累计出口616.87万吨，累计同比增加14.78%。主要出口国为泰国、菲律宾、韩国及越南等，6月恰逢东南亚地区雨季，叠加海运费再度飙升，拖累镀锌板出口。7月东南亚雨季持续，预计镀锌板出口量维持季节性回落。

图表 31 国内初端企业开工率



图表 32 镀锌板净出口情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

### 3.3.3 政策加码，终端需求预期边际好转

传统消费板块来看，**基建投资方面**：国家统计局数据显示，2024年1-6月广义基建投资同比为7.7%，前值6.68%，止跌反弹。结构上呈现电力维持高增，交运偏弱，水利略改善的格局。5月以来专项债发行加速，叠加5月底超长期特别国债发行加持，为基建项目提供充裕资金。同时，4月23日发改委联合财政部完成今年地方政府专项债券项目的筛选工作，约3.8万个，并要求6月底前开工建设。项目落地并逐步形成实物量，推动广义基建投资增速改善。

下半年基建投资增速有望进一步回升，考虑到专项债提速至下游开工传导需要2-3个月时间，三季度后半段实物工作量将有所体现，且四季度发力有望延续，对于锌消费存后置贡献。

**房地产方面**：国家统计局数据显示，2024年1-6月房地产开发投资同比-10.1%，前值-10.1%；新开工面积累计同比-23.7%，前值-24.2%；施工面积累计同比-12%，前值-11.6%；竣工面积累计同比-21.8%，前值-20.1%。商品房销售面积累计同比-19%，前值-20.3%。其中，新开工及销售降幅收窄。

上半年地产供需端政策同步发力，4月底政治局会议提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，5月17日，人民银行宣布设立3000亿元保障性住房再贷款、取消全国层面贷款利率下限、降低首付比、降低住房公积金贷款利率四项政策。5.17 新政后，6月18城二手房成交面积同比增速回正，30大城市新房成交边际改善。

展望下半年，各城市需求端政策有望持续优化，能够一定程度释放有效购房需求，但还贷压力大、收入不稳定依旧对居民购房形成阻力。收储存量房及处置闲置土地等政策有利于



降低住房库存、改善房企资金状况，但政策效果尚处初阶段，后续仍需政策持续加码。地产板块的锌消费的制约将延续。

**从汽车方面来看：**中汽协数据显示，2024年6月汽车产销分别完成250.7万辆和255.2万辆，同比分别下降2.1%和2.7%。1-6月汽车产销分别完成1389.1万辆和1404.7万辆，同比分别增长4.9%和6.1%，产销增速较1-5月分别收窄1.7和2.2个百分点。其中，1-6月新能源汽车产销分别完成492.9万辆和494.4万辆，分别同比增长30.1%和32%，市场占有率达35.2%。出口方面，1-6月汽车出口279.3万辆，同比增长30.5%，其中传统燃油车出口量218.8万辆，同比增36.2%，占总出口78%，新能源汽车出口占比22%，下半年欧盟针对中国纯电动汽车征收的临时反补贴税或对新能源汽车出口构成小幅扰动。

政策端依旧偏暖，7月25日，发改委提出将统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新，内销有望改善。同时，海外补库需求韧性尚存，汽车出口有望维持当前高水平。总体看，政策加持及出口向好的背景下，汽车行业有望延续较乐观的景气度，预计全年带动耗锌增速5.4%。

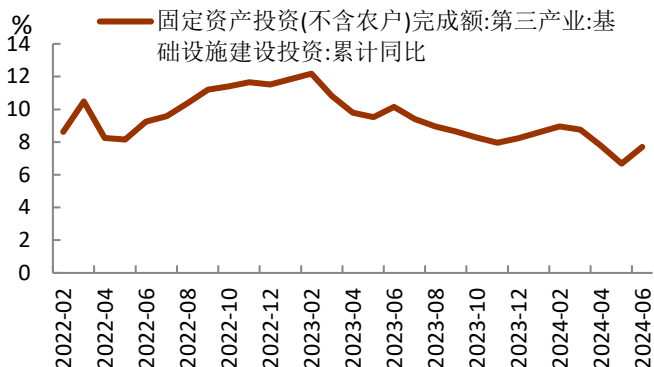
**从白色家电方面来看：**统计局数据显示，2024年1-6月空调累计产量15705.6万台，同比增长13.8%；冰箱累计产量5051.0万台，同比增长9.7%。洗衣机累计产量5311.6万台，同比增长6.8%。彩电累计产量9602.8万台，同比增长0.4%。出口方面，1-6月空调累计出口3842万台，同比增长21.4%。冰箱累计出口3980万台，同比增长25.6%。洗衣机累计出口1622万台，同比增长22.8%。电视累计出口4976万台，同比增长5.6%。

7月25日发改委及财政部发行国债支持消费品“以旧换新”，有望巩固家电内销；海外消费有韧性，欧美国家补库需求尚可，且东南亚新增需求，家电出口有望延续向好态势，增速或有放缓。

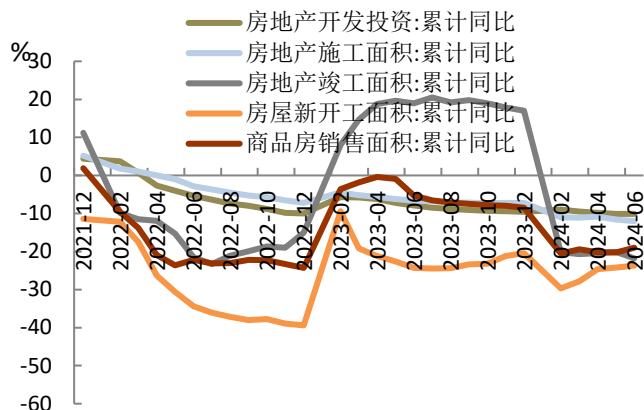
**新兴消费板块来看，**电力企业联合会数据显示，2024年6月光伏新增装机量2333万千瓦，同比增加35.6%，1-6月累计新增装机量10248万千瓦，累计同比增加30.7%。今年3月为近四年以来光伏新增装机量同比负增，4月延续负增，凸显挡墙光伏市场的困局。国内看，集中式光伏的用地政策趋严，审批流程较复杂；分布式光伏低压端承载能力受限，且配电网接入容量空间减少。出口端，则受到欧美、印度、巴西及南非等头部光伏市场的贸易保护壁垒政策限制。行业内外竞争激烈，不过依然保有韧性，光伏装机保持高水平，不过受去年高基数影响及行业内卷制约，2024年光伏新增装机量中性预估为205GW，同比减少5%。

6月风电新增装机量608万千瓦，同比减少8.3%，1-6月累计新增装机量2584万千瓦，累计同比增加12.4%。今年上半年的风电中标项目迎来爆发期，中标规模已经超过2023年全年风电整机新增招标量，企业在手订单也较为充足。不过由于风电项目中标价格低位运行，且交付不及预期，行业亏损严重，后期随着施工问题解决及三季度旺季来临，施工交付将有所好转。全年看，预计风电新增装机量89GW，同比增速17.63%。

图表 35 基建投资增速有望回暖

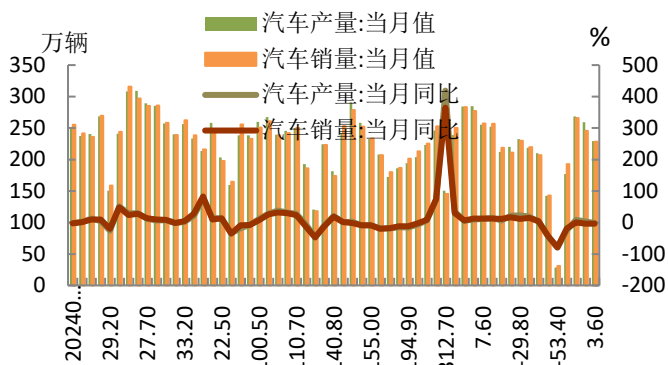


图表 36 地产主要指标依然疲软

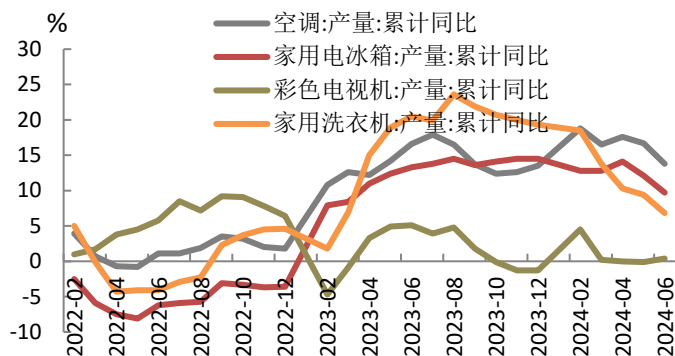


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 37 汽车产销情况

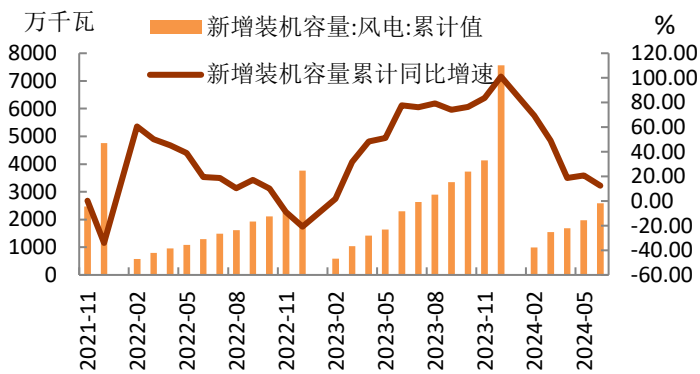


图表 38 白色家电产量情况

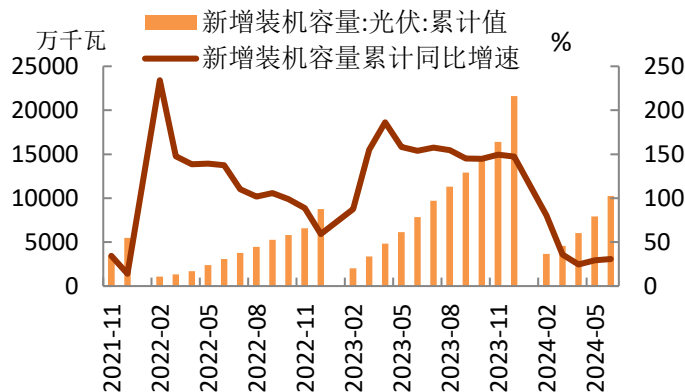


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 39 风电新增装机量情况



图表 40 光伏新增装机量情况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

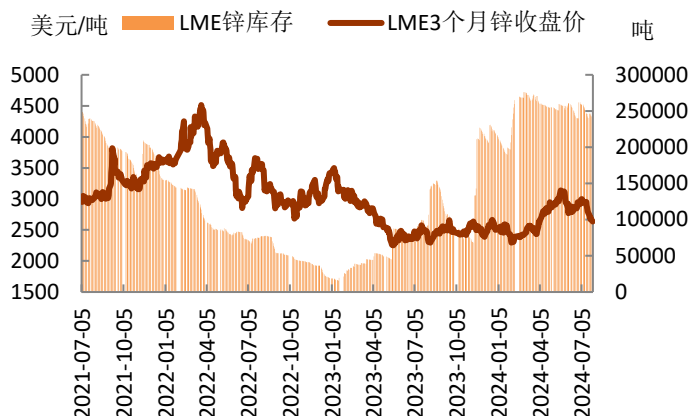
### 3.4 全球显性库存高位回落

7月LME库存高位小幅回落，截止至7月31日，库存报收236375吨，月度减少25700吨。LME0-3

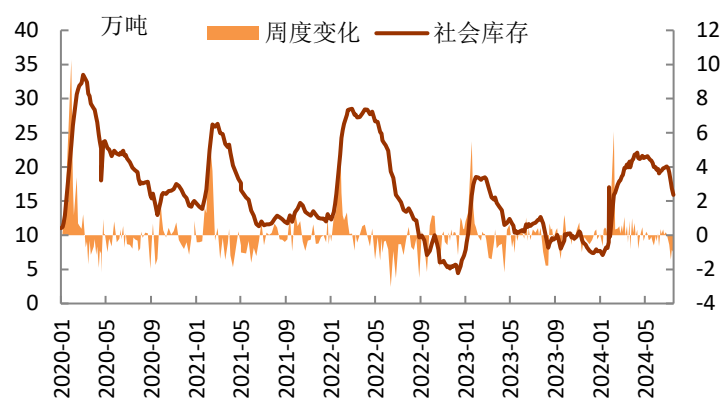
维持大贴水结构，截止至月底，贴水59.9美元/吨。当前海外维持大贴水高库存的结构，佐证消费依旧较为疲软。

7月沪锌主力期价高位回落，激发了下游逢低补库的热情，且进口锌锭进口窗口延续关闭，社会库存去库较明显，截止至7月29日，库存降至15.91万吨，月度去库3.55万吨。7月底精炼锌进口窗口开启，少量进口货源流入，且当前下游维持淡季，去库增速将放缓。

图表 42 LME 库存高位回落



图表 43 国内加速去库



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

#### 四、总结与后市展望

宏观面看，美国经济通胀及就业同步回落，美联储9月降息预期强化，但经济衰退担忧大幅升温，且美国大选的不确定性犹存。国内经济增速放缓，政策端延续积极，对经济托底支撑尚存。

供应端看，全球锌矿生产恢复节奏较慢，下半年新增项目逐步释放，但产出及企业库存重建需要时间，矿侧紧张格局延续。8月进口加工费全线跌至负值，国产矿加工费降幅也较大，炼企面临原料及利润压力下，生产扰动增大，精炼锌产量预计环比下滑。进口窗口开启，但不稳定，精炼锌进口冲击暂可控。

需求端看，欧美微观需求喜忧参半，边际改善有限。国内初端消费维持淡季表现，终端基建投资增速回升；汽车、家电在新一轮以旧换新政策加持下将延续偏好；风光增速回落，镀锌板出口季节性回落；地产新开工及销售降幅收窄，但总体偏弱。

整体来看，宏微观未有效共振，矿侧带来的成本支撑及对冶炼端的约束中长期有效，同时锌价回落后淡季去库显著也利多锌价，不过内外经济下行压力拖累市场风险偏好，同时消费淡季需求承接强度较弱。预计8月锌价震荡偏弱，主要运行区间在22000-23500元/吨。

全国统一客服电话：400-700-0188

### 总部

上海市浦东新区源深路 273 号  
电话：021-68559999（总机）  
传真：021-68550055

### 上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室  
电话：021-68400688

### 深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室  
电话：0755-82874655

### 江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室  
电话：025-57910813

### 铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室  
电话：0562-5819717

### 芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室  
电话：0553-5111762

### 郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室  
电话：0371-65613449

### 大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号  
电话：0411-84803386

### 杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室  
电话：0571-89700168



## 免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。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。