

有色组

电话：0571-85167251
邮编：310003
地址：杭州市下城区万寿亭 13 号
网址：<http://www.zjncf.com.cn>

有色金属分析思路方法

有色金属分析体系以宏观面+产业面为主导，宏观判断方向，产业决定趋势。本篇报告重在分析影响长期铜铝价格波动的核心矛盾点，以及重要边际变量。

核心观点：

铜：宏观利好逐步消化，铜价或冲高回落

中央政府加杠杆，提高财政赤字率，财政政策更加积极地托底稳经济。货币政策协同配合，市场预期后期仍会降准降息，对有色金属影响偏正面。海外方面，短期美国通胀低于预期，美联储加息趋于结束，缓和市场情绪波动。中长期美国经济受债务上限影响，或面临削减财政支出，但市场预期美国制造业去库存周期逐步触底，后期有望开启主动补库，对冲财政支出削减负面影响，同时对中国外贸出口增速改善产生偏积极影响。近来中美关系仅是阶段缓和，长期博弈依旧存在。目前海外高利率以及外部经济环境不确定性对铜价反弹高度仍有约束。

12 月影响铜价的宏观变量：中国经济复苏进程曲折（利空）；国内宏观政策发力，提振市场信心，经济数据或边际企稳（利多）；欧美经济浅衰退，通胀回落，放慢加息步伐（利多）；欧美经济浅衰退导致中国外需出口下降（利空）；地缘政局军事博弈影响风险偏好（利空）。

12 月影响铜价的中观变量：全球铜矿产量回升（利空）；铜现货高升水抑制下游采购需求（利空）；终端需求电力电网投资增速平稳（利多）；新能源车产销平稳（利多）；房地产表现继续疲软（利空）。

交易面：铜价在宏观与产业的多空交织下，在 65000-70000 元/吨宽幅区间震荡，关注箱底 63000-65000 元/吨区间支撑，箱顶 68000-70000 元/吨区间附近压力。

风险提示：

经济衰退超出预期，地缘政局波动加大

铜：宏观利好逐步消化，铜价或冲高回落

一、行情回顾

11月，有色金属价格逐步消化国内宏观利好政策，整体呈现出冲高回落走势。铜表现相对较强，铝锌表现偏弱。

图1 沪铜主力合约走势



资料来源：东方财富

图2 沪铝主力合约走势



资料来源：东方财富

图3 沪锌主力合约走势



资料来源：东方财富

图4 沪镍主力合约走势



资料来源：东方财富

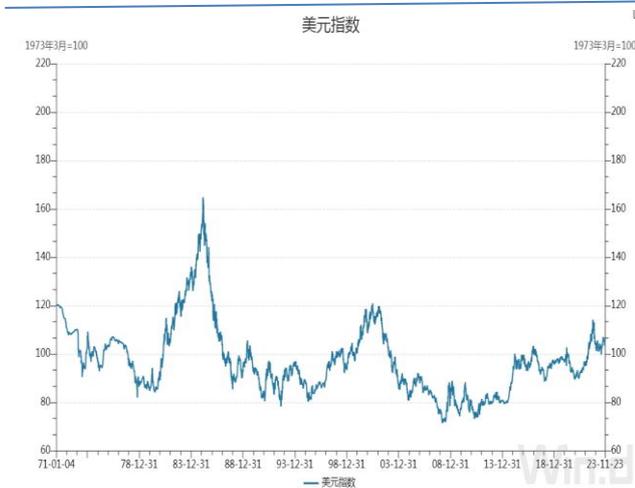
二、美国加息趋于结束，中国财政发力托底经济

(一)、美国通胀低于预期，加息接近尾声

近期美国通胀低于预期，美债收益率冲高回落，美元趋弱，市场预期加息步入尾声。10月美国季调失业率3.9%，较9月回升0.1个百分点，失业率小幅上升。10月美国CPI 3.2%，较9月回落0.5个百分点。核心CPI同比4%，较9月回落0.1个百分点。美国通胀数据回落，与主要大宗商品回落，经济偏弱有关。11月密歇根大学消费者信心指数61.3，较10月回落2.5个百分点，显示出消费需求预期走弱。后期关注美联储货币政策利率高位持续时间长度对市场情绪影响，以及欧美经济衰退程度深浅。

海外高利率以及外部经济环境不确定性对铜价反弹高度形成抑制。长期看，欧美制造业回流将增加海外固定资产投资，进而拉动铜需求边际增量。虽然中国总量需求能稳铜基本盘，但需求侧主导铜价趋势的边际定价权或在海外欧美制造业回流的节奏步伐。

图5 美元指数



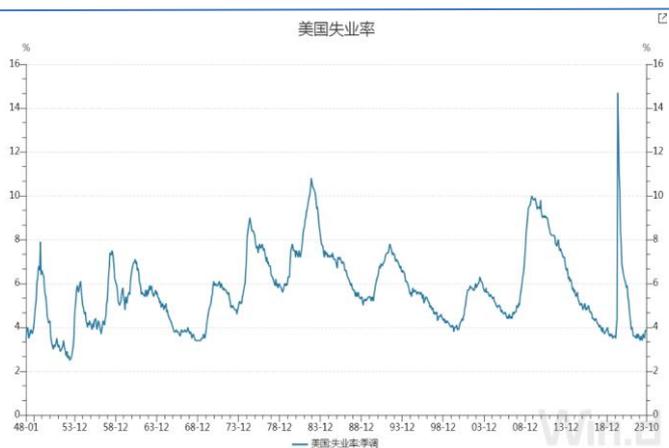
数据来源: wind

图6 美国10年期、2年期国债收益率



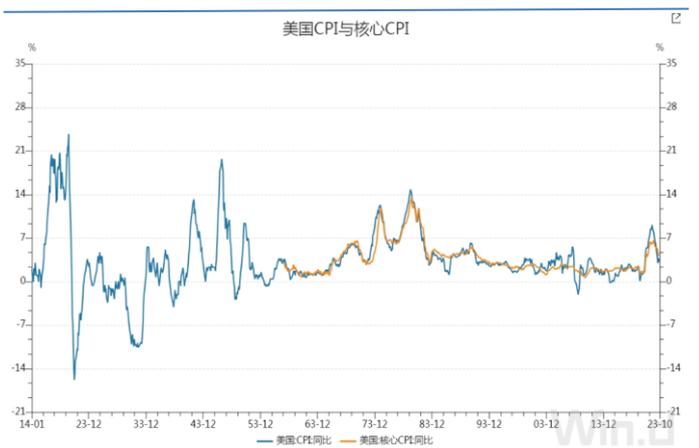
数据来源: wind

图7 美国失业率



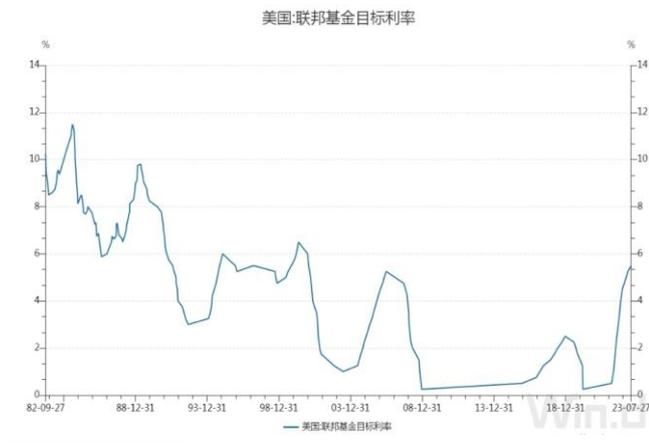
数据来源: wind

图8 美国CPI与核心CPI



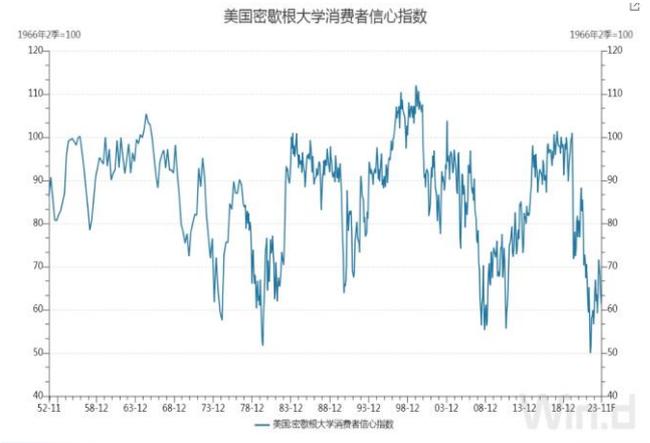
数据来源: wind

图 9 美国联邦基金目标利率



数据来源: wind

图 10 美国密歇根大学消费者信心指数



数据来源: wind

(二)、国内财政政策发力，货币政策协同配合

中央政府加杠杆，提高财政赤字率，托底稳经济。货币政策维持宽松态势不变，鉴于居民企业信贷融资需求偏弱，市场预期后期仍会降准降息。2023 年 10 月 M2 同比增速 10.3%，与 9 月持平；M1 同比增速 1.9%，较 9 月回落 0.2 个百分点。2023 年 10 月社融存量同比增速 9.3%，较 9 月回升 0.3 个百分点，主要由政府债券发行增加所致，企业居民信贷需求仍偏弱。随着增发 1 万亿国债举措落地，国内宏观政策以“宽财政+宽货币”组合为主。此前鉴于地方政府债务约束宏观政策发力空间，特殊再融资债券发行虽然在一定程度上可以置换此前地方政府存量高利率债务，缓解债务压力，但在一边化债，一边严控新增债务的政策监管要求下，举债拉动经济增长空间已有限。目前地产企业偿债压力依然很大，地产链条复苏疲软，对市场信心恢复影响偏负面。但在中央政府加杠杆扩大发债空间后，地方政府债务压力有所缓和，稳增长预期增强。从产业发展趋势层面看，中长期稳定有色金属需求的基本盘在新能源领域需求稳步增长。

宏观层面，在一季度中国经济逐步改善后需求端又显疲态，8-9 月国内经济数据探底后有边际企稳迹象，随着国内增发国债举措落地，对提振市场信心将产生积极效果。四季度海外市场需要注意欧美经济浅衰退对需求产生的负面影响，外需萎缩对有色金属影响偏空。2023 年四季度，美联储加息步伐放缓转向停止加息的过程，美元逐渐走弱对有色金属价格或有偏正面影响。

图 11 中国地方政府债券发行额：再融资债券



数据来源: wind

图 12 M1、M2、社会融资规模存量增速



数据来源: wind

三、三季度全球铜矿供应增长

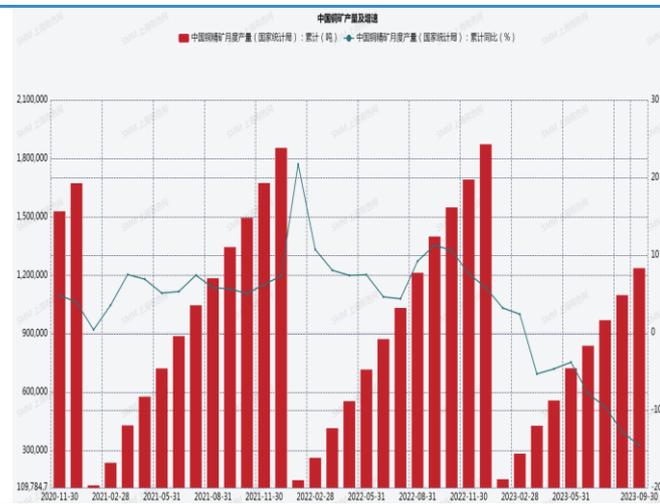
(一)、海外铜矿供应整体趋于增长，国内铜矿供应增速回落

2023年1-9月，中国铜矿产量123.7万吨，累计同比增长-14.54%，国内铜矿产量增速跌幅扩大。。2023年1-10月，中国进口铜矿2266.3万吨，累计同比增长8.94%。国内进口铜矿数量处于上升状态，进口增速平稳。随着万亿刺激计划推出，下游企业或会提前进行铜矿原料采购储备，便于2024年春节假期后，基建施工顺利进行。

据SMM统计全球十大矿企的三季度铜产量为306.8万金属吨，环比增长3.28%，环比增量9.7万金属吨，同比增长1.9%。三季度铜产量增量方面：Codelco 2023年三季度铜产量为33.6万金属吨，环比增加5.5万金属吨，环比增长19.5%；First Quantum 2023年三季度铜产量为22.2万金属吨，环比增加3.5万金属吨，环比增长18.6%，主要因为First Quantum旗下三大矿山的铜产量和品位的提高，尤其以CP100扩建项目所带来的铜产量增长较为显著；Lundin Mining 2023年三季度铜产量为9万金属吨，环比增加3万金属吨，环比增长50%，主要因为Caserones铜产量表现较好同时Caserones年铜产量指导量上升至6.5-6.9万金属吨；Antofagasta 2023年三季度铜产量为17.4万金属吨，环比增长2.4万金属吨，环比增加15.7%，主要因为Los Pelambres铜矿的海水淡化厂改善了水资源短缺的问题同时铜矿石处理量增加，Centinela铜矿的铜品位提高。三季度铜产量减量方面：BHP 2023年三季度铜产量为45.7万金属吨，环比减少1.9万金属吨，环比减少4%，主要因为Antamina铜矿铜品位减少。11月下旬，全球主要港口铜矿出港量回升，属于正常波动。国内主要港口铜矿入港量回升，与货运到港量增加有关。11月下旬，国内主要港口铜矿库存93.87万吨左右，较10月下旬下降近10万吨，与下游逢低采购有关，预计12月港口铜矿库存水平仍受国内下游采购需求影响。

2023年11月下旬，进口铜矿加工费指数81.36美元/吨，较10月下旬回落近4美元/吨，与海外铜矿生产运输受到阶段干扰有关。从较长周期看，2023年全球铜矿供应还是会较为充裕，加工费也随着铜矿供应增长而上升。据SMM报道，中国冶炼厂与Freeport敲定2023年铜矿长单加工费基准价为88美元/吨，较2022年增加23美元/吨，创2017年以来新高，显示出铜矿供应充裕，冶炼端产量将跟随矿产端产能增加。

图13 中国铜矿产量及增速



数据来源：SMM

图14 2023年全球十大矿企三季度铜产量



数据来源：SMM

图 15 铜矿长单 TC



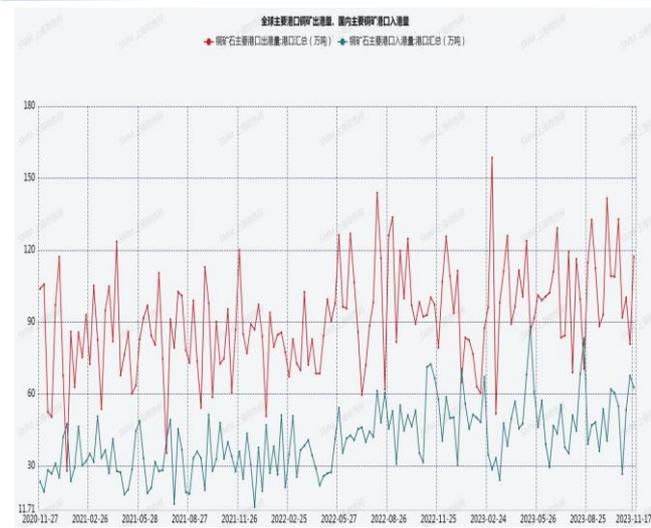
数据来源：SMM

图 16 进口铜矿指数



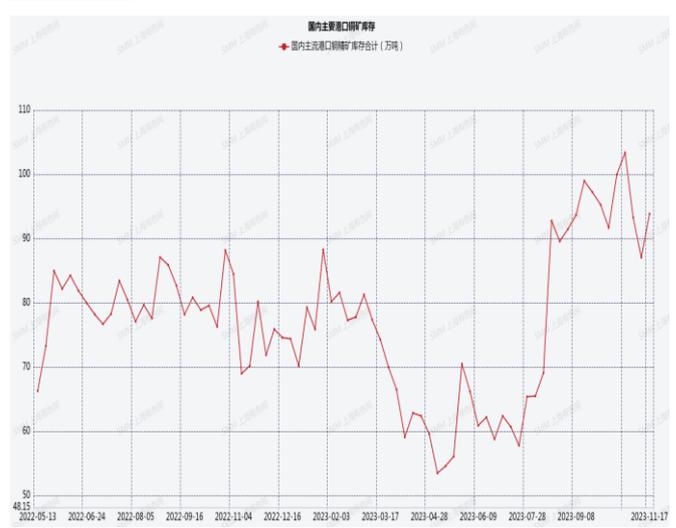
数据来源：SMM

图 17 全球主要港口铜矿出港量、国内主要铜矿港口入港量



数据来源：SMM

图 18 国内主要港口铜矿库存



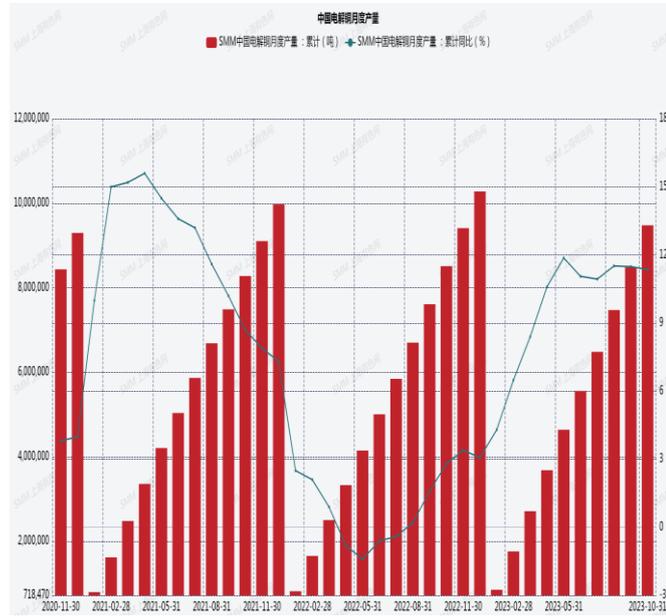
数据来源：SMM

(二)、国内电解铜供应保持增长，12月铜冶炼开工率或受现货高升水抑制需求影响下滑

据 SMM 统计，2023 年 1-10 月中国电解铜产量 947.9 万吨，累计同比增长 11.36%，增速较 2022 年同期加快，显示出国内电解铜供应持续增长。1-10 月电解铜进口量 282 万吨，累计同比增长 -4.89%，增速较 2022 年同期回落，或与进口铜现货亏损状态有关。据 SMM 预测显示，2023 年中国精铜产量 1110 万吨，累计同比增长 2.8%。2023 年，中国净进口精铜 317 万吨，累计同比增长 10.94%，整体电解铜供应大概 1427 万吨，实际需求量 1412 万吨，供应剩余 15 万吨。2023 年，在矿产端增长带动下电解铜产量有明显增长。

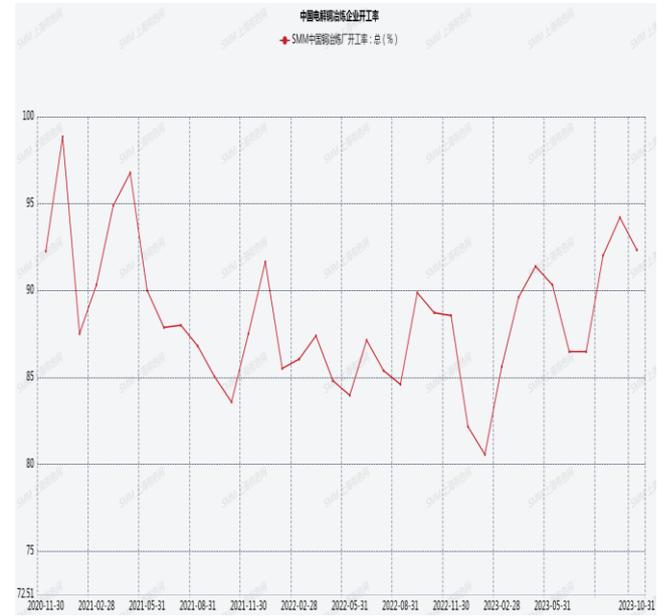
SMM 预计，2023 年 10 月铜冶炼厂整体开工率 92.34%，较 9 月回落 1.87 个百分点。2023 年 10 月，国内铜矿现货冶炼盈亏平衡和国内铜矿长单冶炼盈亏平衡点分别为 1766 元/吨、1522 元/吨，铜矿现货冶炼盈亏平衡点较 9 月回落 94 元/吨，国内铜矿长单冶炼盈亏平衡点较 9 月回落 62 元/吨，或与铜价阶段调整有关。12 月铜冶炼开工率或受现货高升水抑制需求影响下滑。

图 19 中国电解铜月度产量



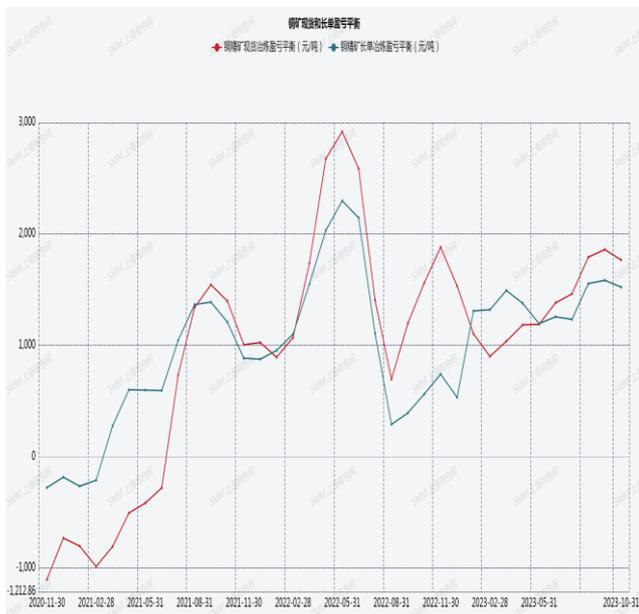
数据来源：SMM

图 20 中国电解铜冶炼企业开工率



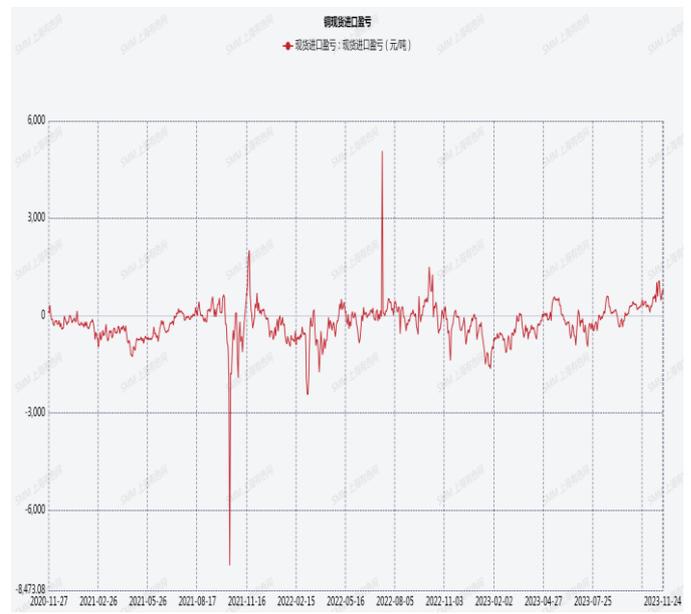
数据来源：SMM

图 21 铜矿现货和长单盈亏平衡



数据来源：SMM

图 22 铜现货进口盈亏



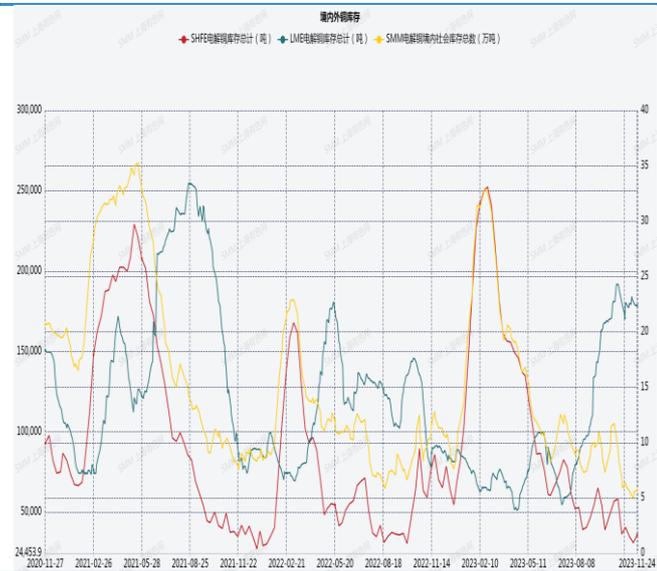
数据来源：SMM

（三）、需求存改善预期，境内库存回落

11 月下旬，LME 铜库存 17.85 万吨，较 10 月下旬回升 0.21 万吨，与海外需求阶段偏弱有关。上期所铜库存 3.58 万吨，较 10 月下旬回落 0.06 万吨。中国电解铜社会库存 5.86 万吨，较 10 月下旬回落 0.03 万吨。据 SMM 资讯，11 月铜价震荡反弹，下游逢低备货。现货商坚持逢低买跌，不买涨的经营策略。在低库存，现货偏紧的影响下，11 月 SMM1#

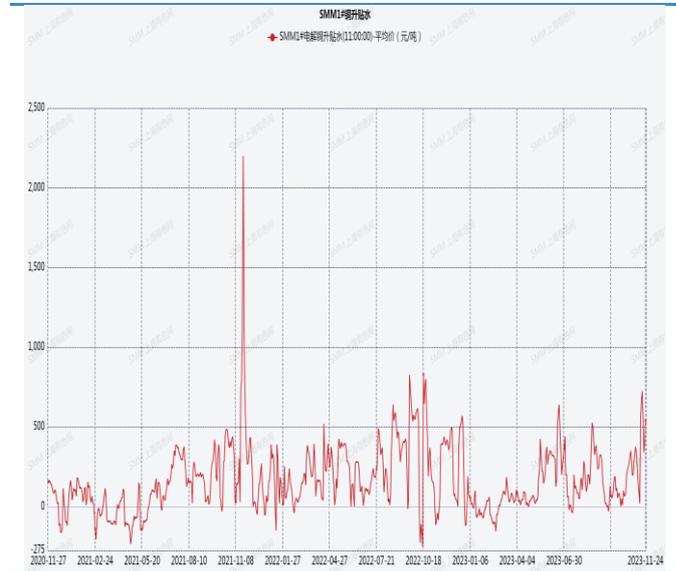
电解铜升水大幅回升。预计 12 月境内铜库存整体在低位，但不排除在现货高升水抑制下游需求影响下，境内铜库存会有回升。

图 23 境内外铜库存



数据来源：SMM

图 24 SMM1#电解铜升贴水均价

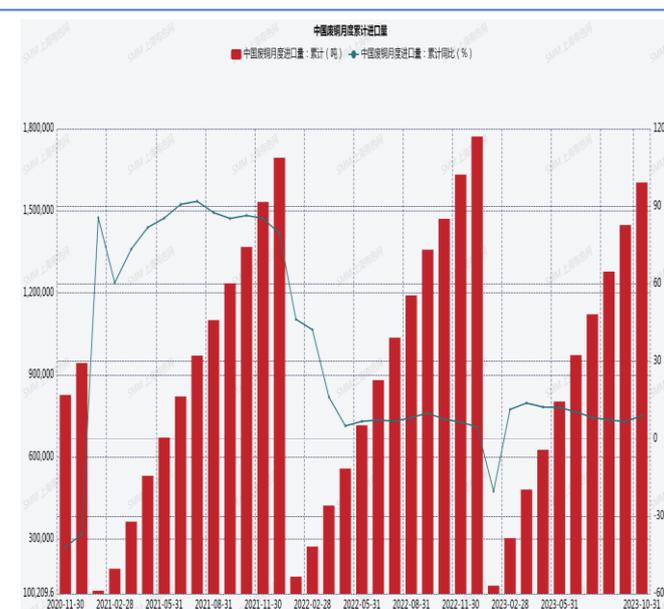


数据来源：SMM

(四)、11 月精废铜价差回升，精铜价格上方仍有压力

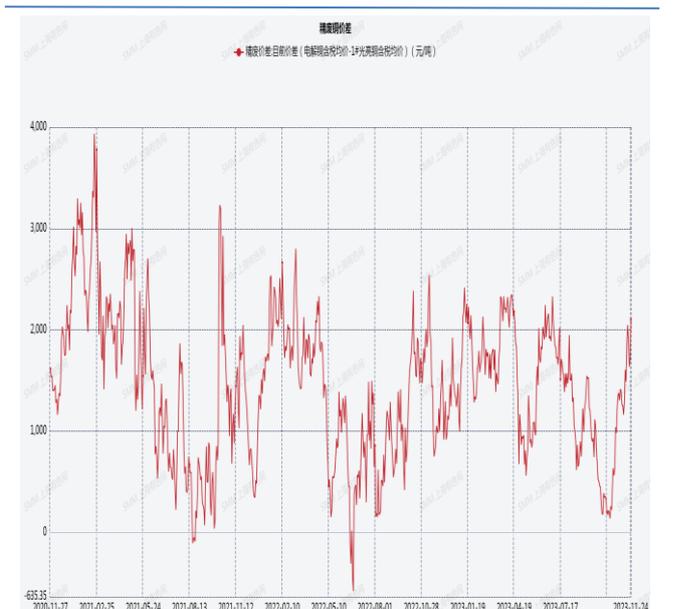
据 SMM 显示，2023 年 1-10 月，中国进口废铜 160.3 万吨，同比增长 9.02%，增速有所回升。现货市场方面，11 月下旬精废价差 2123.33 元/吨，较 10 月回升 1140 元/吨。11 月精废铜价差回升，与精铜价格震荡反弹，再生铜采购受限有关。12 月若精铜价格冲高回落，精废价差或再度下降，下游逢低采购精铜意愿或加强。

图 25 中国废铜月度累计进口量



数据来源：SMM

图 26 精废铜价差



数据来源：SMM

四、财政政策发力，终端需求存改善预期

铜下游需求端主要集中在地产基建、汽车、电力等领域，鉴于目前国内宽松政策加码托底经济，市场对地产链条存在改善预期，但期望值并不会太高，毕竟中国的工业化和城镇化进程已趋于饱和，经济结构转型背后也是传统领域需求萎缩和新兴领域需求扩张的切换过程。中期关注增发国债刺激基建，或托底有色金属需求。长期需求端会更加关注新能源产业链对铜金属边际增量需求拉动。

(一)、下游初级加工端开工率表现分化，12月或受上游铜现货高升水抑制而小幅回落

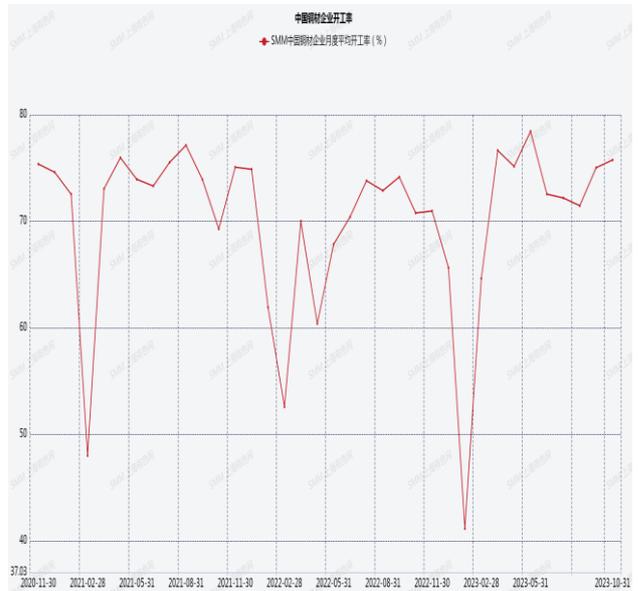
政策刺激需求改善预期，10月下游铜材加工企业开工率小幅回升。2023年10月，铜材企业月度开工率75.76%，较9月回升0.73个百分点。细分需求领域鉴于各子行业景气度不同，表现有所分化。10月电线电缆企业月度开工率90.72%，较9月回升2.67个百分点。漆包线企业月度开工率68.94%，较9月回落0.26个百分点。铜管企业月度开工率68.4%，较9月回升近2个百分点。铜板带企业月度开工率80.21%，较9月回升2.9个百分点。铜箔企业月度开工率80.73%，较9月回落近2个百分点。电子电路铜箔企业月度开工率87.05%，较9月回升3.36个百分点。锂电铜箔企业开工率77.46%，较9月回落4.84个百分点。2023年10月，电解铜制杆企业开工率76.03%，较9月回落0.1个百分点。再生铜制杆企业开工率41.48%，较9月回落4.1个百分点。后期关注宏观政策发力刺激效果，但同时也得注意上游铜现货高升水对铜材初级加工端企业原料采购抑制影响。

图 27 下游初级加工端开工率



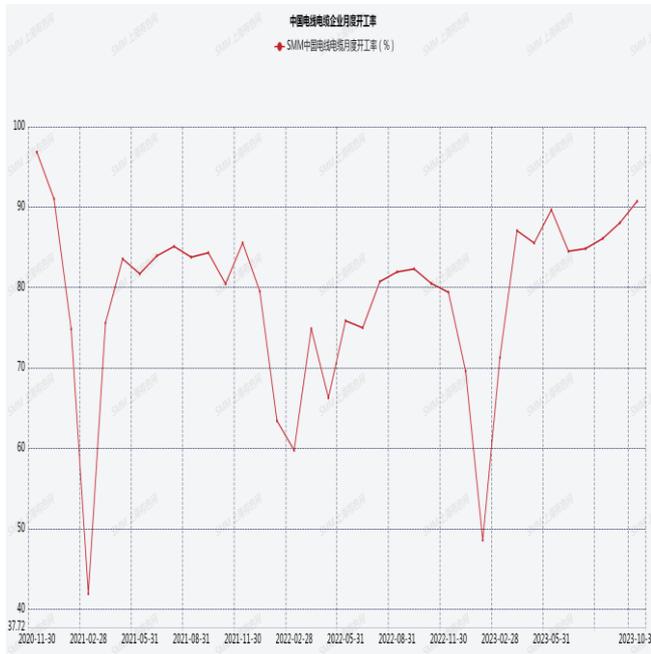
数据来源：SMM

图 28 中国铜材企业开工率



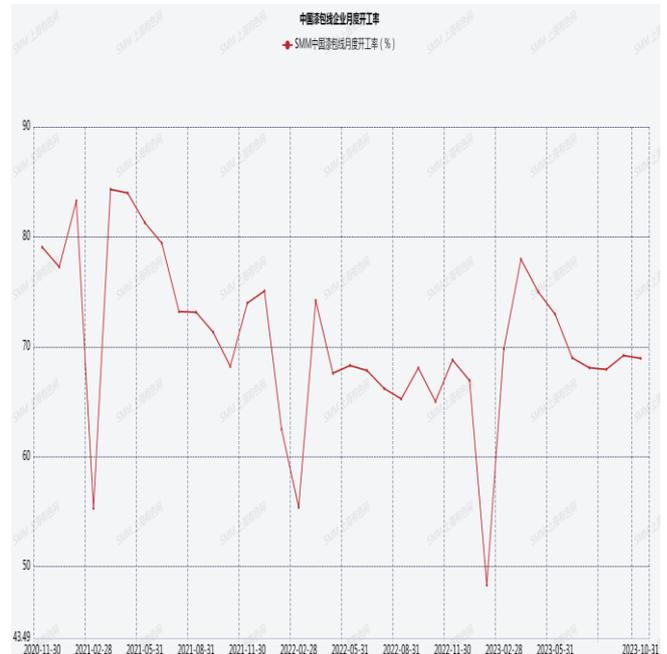
数据来源：SMM

图 29 中国电线电缆企业月度开工率



数据来源：SMM

图 30 中国漆包线企业月度开工率



数据来源：SMM

(二)、房地产依旧弱势，好转空间有限，终端需求亮点还看新能源增量

在碳达峰、碳中和背景下，传统火力发电企业正逐渐向新能源发电运营商转型，预计到 2030 年，新能源发电量占比达 42%，2060 年新能源发电量占比达 80%。在发电结构转型过程中，电源侧、电网侧投资增速将会平稳增长。2023 年 1-10 月，电网投资完成额 3731 亿元，累计同比增速 6.3%。2023 年 1-10 月，电源投资完成额 6621 亿元，累计同比增速 43.7%。新能源汽车方面，中国新能源汽车产销量保持稳定增长。2023 年 1-10 月，中国新能源汽车产量 735.2 万辆，累计同比增速 34%。中国新能源汽车销量 728 万辆，累计同比增速 38%。目前新能源汽车渗透率 30%，未来渗透率还有提升空间。汽车电动化和智能化对锂、钴、镍、铜、铝等有色金属增量需求拉动值得重点关注。不仅在新能源汽车领域，在光伏、风电领域对铜增量需求拉动也较为明显。

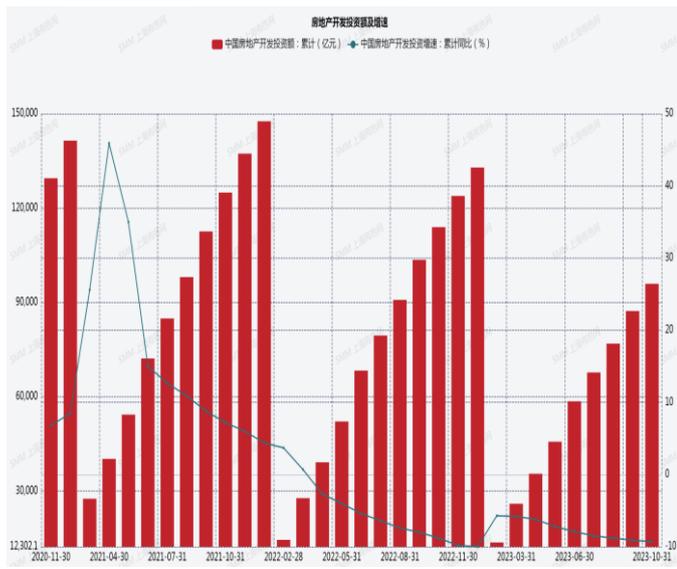
图表 31 铜在新能源领域需求情况

新能源应用领域	2021 年	2025 年	新能源不同领域中铜需求复合增速
光伏领域中的连接器、电缆、逆变器。光伏领域单位耗铜量每兆瓦 4 吨。	全球光伏新增装机量 170GW，耗铜量 69 万吨	全球光伏新增装机量 286GW，耗铜量 114.4 万吨	10.64%
风电领域中的电缆、发电机、变压器。风电领域单位耗铜量每兆瓦 6 吨。	全球风电新增装机量 40GW，耗铜量 24 万吨	全球风电新增装机量 112GW，耗铜量 67.2 万吨	22.87%
新能源汽车中的电池、电机、充电桩。新能源汽车单位耗铜量每辆 83 千克。	全球新能源汽车销量 625 万辆，耗铜量 51.88 万吨	全球新能源汽车销量 1800 万辆，耗铜量 149.4 万吨	23.56%
合计耗铜量	144.88 万吨	331 万吨	17.97%

资料来源：中国光伏行业协会、国际铜业协会、全球风能理事会、EVTank、证券市场红周刊

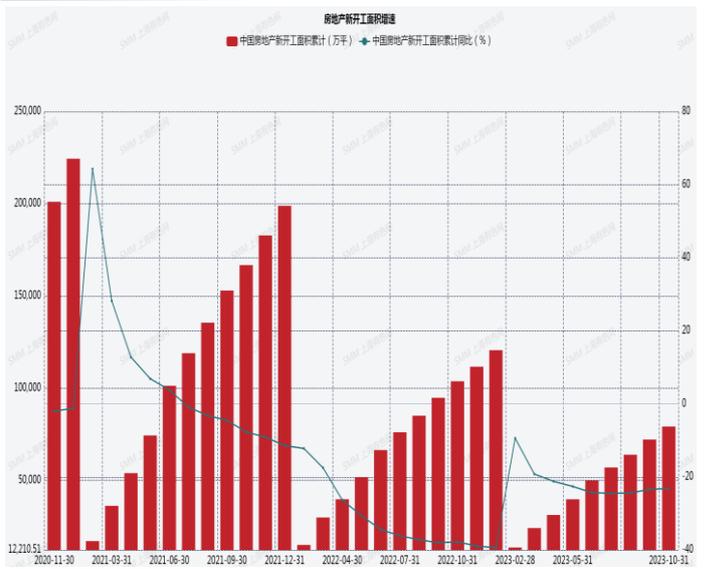
据 SMM 预测数据显示，2023 年，中国电力端耗铜量 686 万吨，家电耗铜量 203 万吨，交通运输耗铜量 193 万吨，建筑耗铜量 116 万吨，机械电子耗铜量 132 万吨，其他行业耗铜量 163 万吨，合计耗铜量 1493 万吨，较 2022 年增长 10.7%。在终端耗铜领域，主要关注新能源发电和新能源汽车产业链对铜需求边际增量拉动。对于房地产领域，需要以经济转型思维看待长周期里总量萎缩，中短周期里房地产受政策调控影响大，地产政策放松对房地产投资、开工、销售影响仅是预期上的边际改善，总量上的拉动空间有限。2023 年 1-10 月，房地产开发投资额 9.59 万亿元，累计同比增速-9.3%，较 1-9 月跌幅小幅扩大 0.2 个百分点。2023 年 1-10 月，房地产新开工面积 7.91 万平方米，累计同比增速-23.2%，较 1-9 月跌幅小幅收窄 0.2 个百分点。2023 年 1-10 月，房地产竣工面积 5.51 万平方米，累计同比增速 19%，较 1-9 月增速回落 0.8 个百分点，竣工面积整体上处于改善状态中。2023 年 1-10 月，商品房销售面积 9.25 万平方米，累计同比增速-7.8%，较 1-9 月跌幅扩大 0.3 个百分点。目前，政策刺激地产竣工销售边际改善效果逐渐显现，增速跌幅趋于收窄，但新开工面积增速依旧下滑，目前房地产表现好坏参半。房地产开工指标持续走弱，一方面反映出房地产企业正处于供给出清，重塑市场竞争格局的过程中；另一方面，显示出房地产企业拿地投资谨慎，长期地产发展趋势已趋于下行。后期继续关注地产竣工销售改善的持续度。2023 年 1-10 月，中国基建投资增速 8.27%，较 1-9 月回落近 0.4 个百分点，主要受制于地方政府债务约束。随着增发国债落地实施，后期基建投资增速有望回暖，托底经济。

图 32 房地产开发投资额及增速



数据来源：SMM

图 33 房地产新开工面积增速



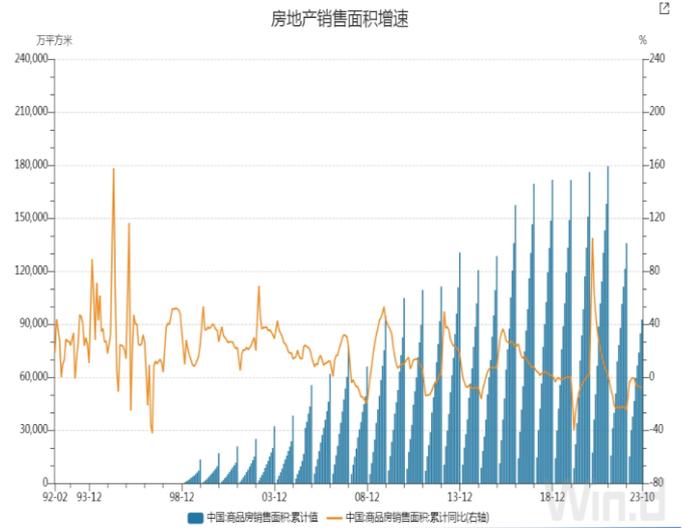
数据来源：SMM

图 34 房地产竣工面积及增速



数据来源：SMM

图 35 商品房销售面积及增速



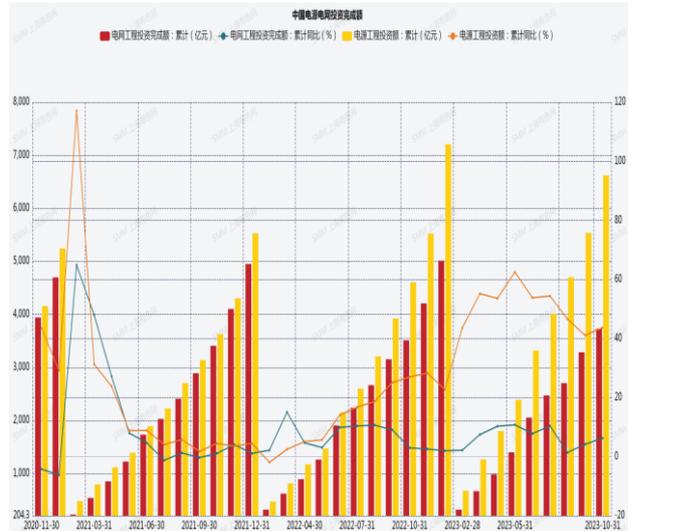
数据来源：wind

图 36 中国新能源汽车产销量



数据来源：SMM

图 37 中国电源电网投资完成额



数据来源：wind

五、展望—宏观利好逐步消化，铜价或冲高回落

中央政府加杠杆，提高财政赤字率，财政政策更加积极地托底稳经济。货币政策协同配合，市场预期后期仍会降准降息，对有色金属影响偏正面。海外方面，短期美国通胀低于预期，美联储加息趋于结束，缓和 market 情绪波动。中长期美国经济受债务上限影响，或面临削减财政支出，但市场预期美国制造业去库存周期逐步触底，后期有望开启主动补库，对冲财政支出削减负面影响，同时对中国外贸出口增速改善产生偏积极影响。近来中美关系仅是阶段缓和，长期博弈依旧存在。目前海外高利率以及外部经济环境不确定性对铜价反弹高度仍有约束。

12月影响铜价的宏观变量：中国经济复苏进程曲折（利空）；国内宏观政策发力，提振市场信心，经济数据或边际企稳（利多）；欧美经济浅衰退，通胀回落，放慢加息步伐（利多）；欧美经济浅衰退导致中国外需出口下降（利空）；地缘政局军事博弈影响风险偏好（利空）。

12月影响铜价的中观变量：全球铜矿产量回升（利空）；铜现货高升水抑制下游采购需求（利空）；终端需求电网投资增速平稳（利多）；新能源车产销平稳（利多）；房地产表现继续疲软（利空）。

交易面：铜价在宏观与产业的多空交织下，在 65000-70000 元/吨宽幅区间震荡，关注箱底 63000-65000 元/吨区间支撑，箱顶 68000-70000 元/吨区间附近压力。

铝：云南减产落地后，供需双减，铝价区间运行

供给端，11月下旬，随着云南地区电解铝减产逐步到位，国内运行产能回落至4180万吨附近，供应端压力将得到缓解。11月国内电解铝开工率92.9%，较10月回落2.2个百分点。据SMM显示，近期汇率波动，进口窗口有打开迹象，到货节奏变化和进口货源流入对去库的持续性造成干扰，国内铝锭社会库存将呈现偏弱去库的状态。11月下旬，国内主流消费地电解铝库存61.8万吨，较10月下旬回落3.5万吨。上期所铝库存12万吨，较10月下旬上升0.9万吨。伦铝库存47.1万吨，较10月下旬回落近0.3万吨。预计12月电解铝产量供应仍处于受限状态。

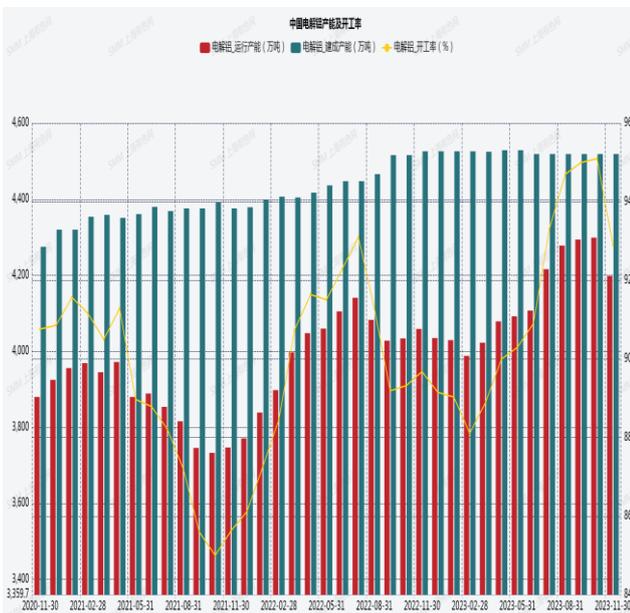
需求端，虽然宏观预期层面的基建托底，地产竣工链改善使得铝需求获得一定支撑，但实物量消耗拉动估计在2024年2月春节后落地实现。11月下旬，铝材行业平均开工率63.4%，较10月下旬回落0.9个百分点。铝线缆开工率66.8%，较10月下旬回落1.2个百分点。铝板带开工率77%，较10月下旬回落0.8个百分点。铝箔开工率77.6%，较10月下旬回落2.1个百分点，反映出现阶段终端需求偏弱导致下游初级加工端开工率回落。

目前不同规模产能的电解铝厂对应成本区间在16000-18000元/吨，截至11月下旬平均成本16607元/吨，电解铝厂多数处于盈利状态。长期能源转型与碳中和背景下，铝价底部区间稳步抬升。整体来看，目前基本上铝供需双减，铝价维持区间运行格局。交易面：铝价在17000-20000元/吨箱体运行，关注箱底17000-18000元/吨成本端支撑，箱顶19000-20000元/吨附近压力。

12月影响铝价的中观变量：电解铝产量阶段收缩（利多）；下游初级加工端开工率回落（利空）；铝锭累库（利空）；终端需求新能源电力电网投资增速保持平稳，新能源车产销平稳（利多）；房地产表现继续疲软（利空）。

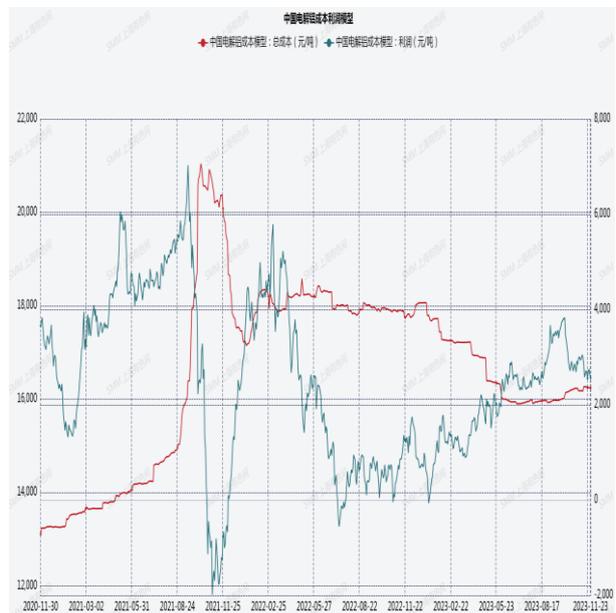
风险提示：经济恢复不及预期；下游消费表现不佳；地缘政局博弈影响市场情绪。

图1 中国电解铝产能及开工率



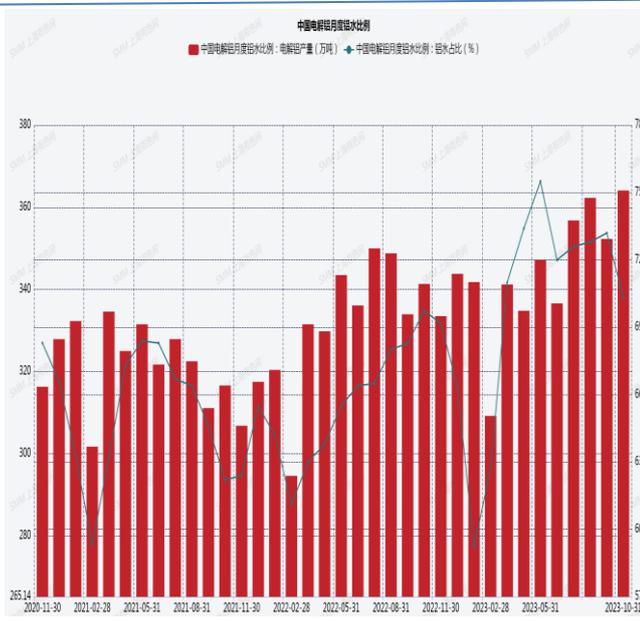
数据来源：SMM

图2 中国电解铝成本利润模型



数据来源：SMM

图3 中国电解铝月度铝水比例



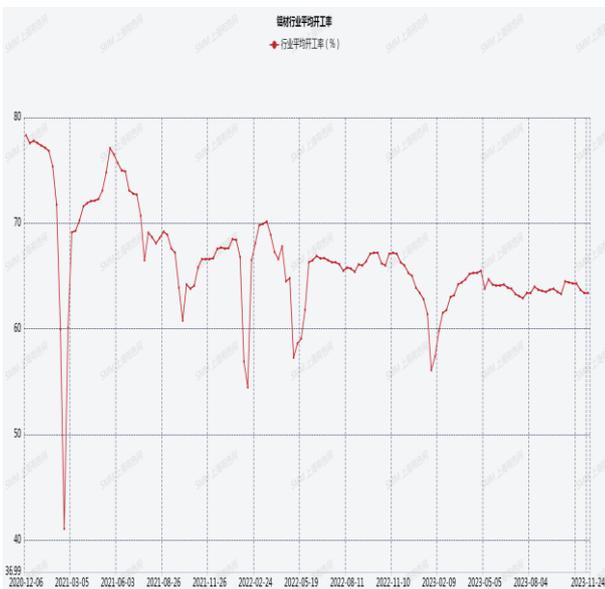
数据来源：SMM

图4 境内外铝库存



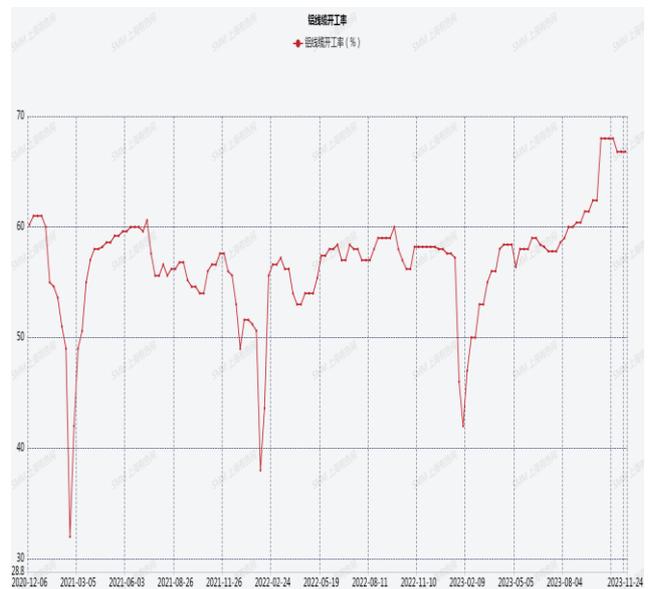
数据来源：SMM

图5 铝材行业平均开工率



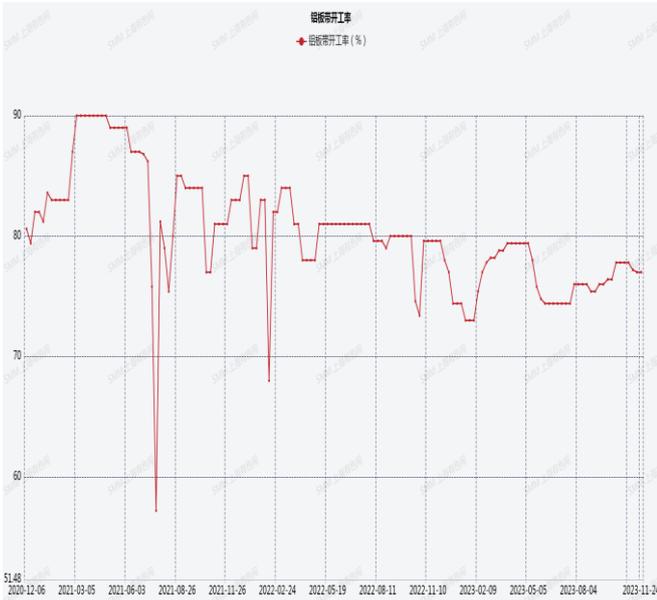
数据来源：SMM

图6 铝线缆开工率



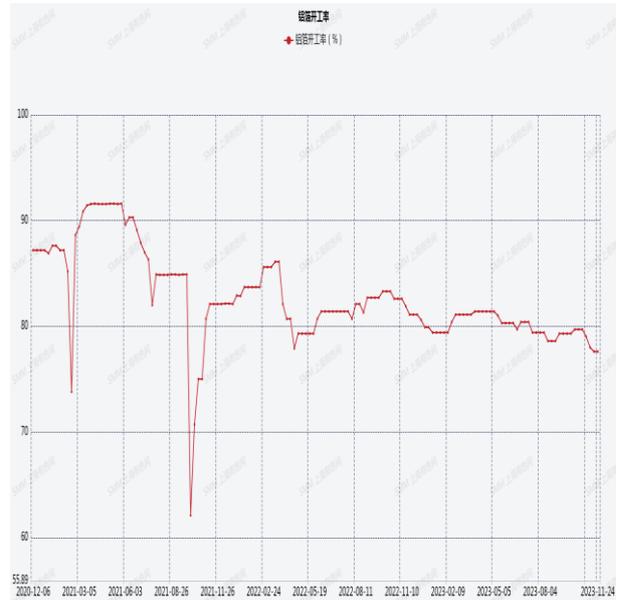
数据来源：SMM

图 7 铝板带开工率



数据来源：SMM

图 8 铝箔开工率



数据来源：SMM

锌：政策利好提前反应，后期等待实物需求落地，锌价区间运行

供应端，10 国内锌矿月度开工率 77.6%，较 9 月回落 1.1 个百分点。精炼锌月度开工率 94.92%，较 9 月提升 8.5 个百分点，矿产端供应受环保影响回落，冶炼端保持增长状态。据 SMM 显示，11 月下旬，国产锌矿加工费 4550 元/吨，较 10 月下降 200 元/吨。进口锌矿加工费 90 美元/吨，较 10 月下降 15 美元/吨。由于四季度受我国北方地区冬季严寒气候影响，北方部分矿山将减停产，导致锌矿供应阶段偏紧预期增强。11 月下旬，锌矿企业利润 2338 元/吨，较 10 月上升 160 元/吨。精炼锌企业利润 272 元/吨，较 10 月回落 210 元/吨。11 月国内锌矿和精炼锌进口亏损，与沪伦比值走弱有关，进口矿窗口或将短暂关闭，进口矿供应或将减少。冶炼厂产量提升，冬储备货，内外锌矿供应偏紧，后期加工费或延续下滑态势。产业链中利润或倾向于矿产端，冶炼端利润有所压缩。

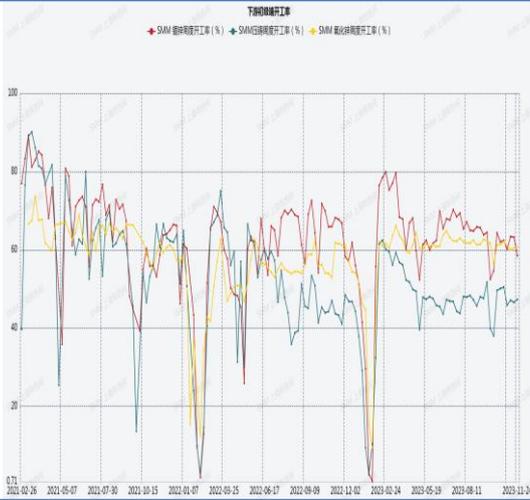
宏观层面预期在万亿国债发行刺激经济背景下，基建地产链条或将改善，对于锌的需求主要体现在镀锌板的防腐蚀功能上，在基建地产的施工、竣工环节的应用较多。实物需求消耗落地或得等到 2024 年 2 月春节后。11 月下旬，镀锌开工率 58.5%，较 10 月底回落 3.9 个百分点。压铸锌开工率 47.3%，较 10 月底回落 3.2 个百分点。氧化锌开工率 60.8%，较 10 月底回落 1.3 个百分点。下游初级加工端开工率回落，反映出终端需求阶段偏弱。境内外锌库存回升，与终端需求偏弱有关。11 月下旬，上期所锌库存 3.79 万吨，较 10 月下旬回升 0.61 万吨。伦锌库存 21 万吨，较 10 月下旬回升近 13 万吨。锌锭社会库存 8.91 万吨，较 10 月下旬回落 1 万吨。后期若需求改善幅度不大，预计 12 月锌库存或小幅回升。

12 月影响锌价的中观变量：锌矿、锌锭产量供应收缩（利多）；下游初级加工端开工率回落（利多）；锌锭累库（利空）；基建企稳回升（利多）；房地产表现继续疲软（利空）。

交易面，前期锌价对宏观政策利好逐步反应，沪锌反弹后上方遇阻，后期继续向上拓展空间有限，中期维持 1.8-2.3 万元/吨区间运行。

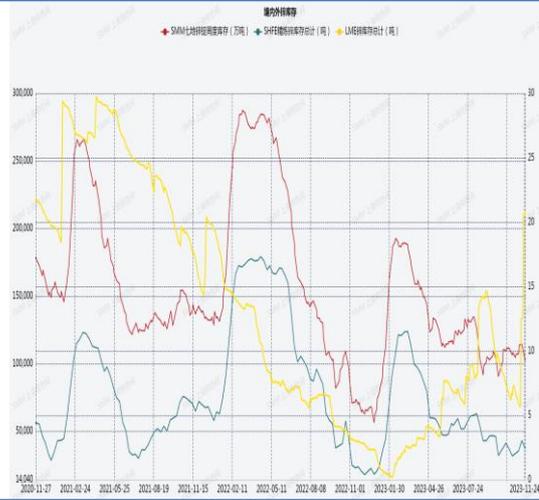
风险提示：经济恢复不及预期；下游消费表现不佳；地缘政局博弈影响市场情绪。

图 1 下游初级端开工率



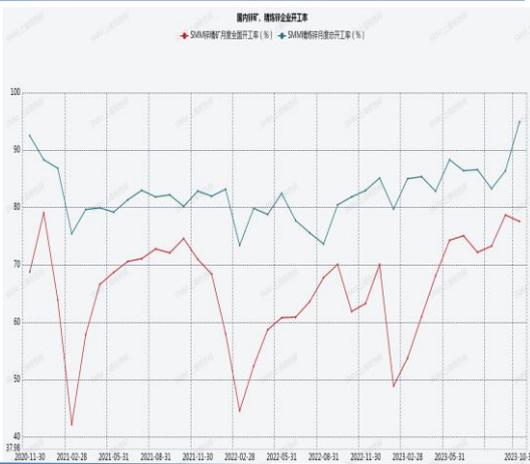
数据来源：SMM

图 2 境内外锌库存



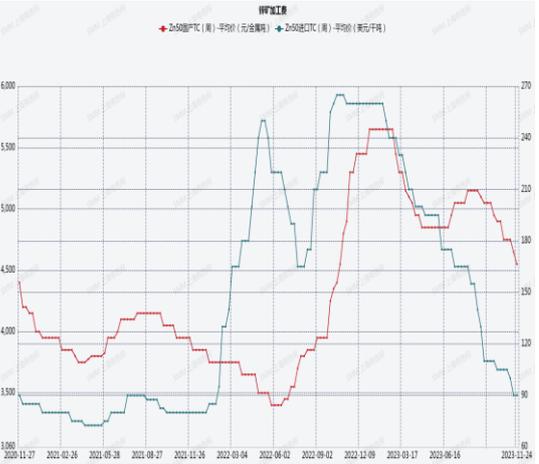
数据来源：SMM

图 3 国内锌矿、精炼锌企业开工率



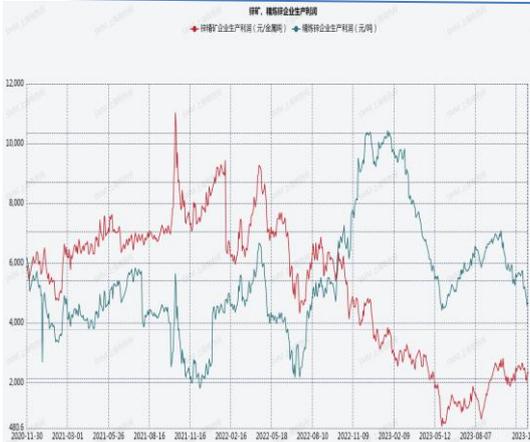
数据来源：SMM

图 4 锌矿加工费



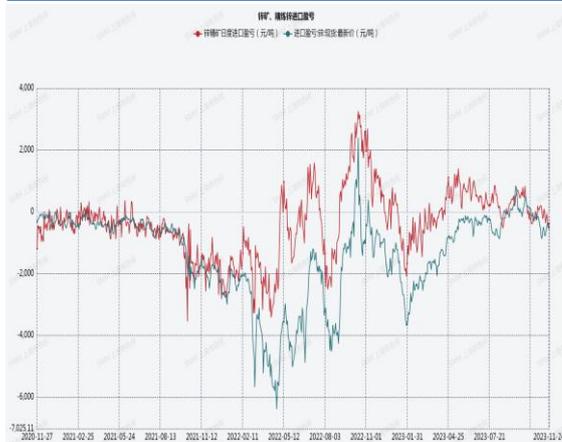
数据来源：SMM

图 5 锌矿、精炼锌企业生产利润



数据来源：SMM

图 6 锌矿、精炼锌进口盈亏



数据来源：SMM

免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，我公司对这些信息的准确性及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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价，交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，请交易者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证，不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。
2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。
3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。
4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

浙江新世纪期货有限公司

地址： 杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编： 310003

电话： 400-700-2828

网址： <http://www.zjncf.com.cn>