



买铅抛锌策略报告

联系人：黄蕾

电话：021-68555105

邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

投资策略报告

设置止损，做空 Zn2108 做多 Pb2108

操作方式	做空 Zn2108 做多 Pb2108	操作策略	套利
建仓区域	比价在 0.7 附近	成交均价	0.7
止损位	Pb/Zn 比价有效跌破 0.66	保证金占用	28%

资金管理运作：

初始资金（万）	50 万	保证金占用（万）	50 万
分比建仓区间	0.68-0.72	预计建仓均价	0.7
预计开仓数量（手）	锌 5 手，铅 5 手	21900*5*0.15*0.15*5+15330*5*0.15*5=139612.5 元	

止盈、止损位以及预期盈亏：

第一目标盈利：	0.76	盈亏比：1.15:1	预期收益：7.4%	（占总资金）
第二目标盈利：	0.8	盈亏比：1.21:1	预期收益：12.4%	（占总资金）

止损位：铅锌比价有效下破 0.66 最大预期亏损：6% （占总资金）

策略依据：

- 1、锌的金融属性较铅强，而中长期看全球流动性收紧预计仍较强，锌价相对承压。
- 2、国内外锌矿维持供应恢复趋势，7月内外加工费均环比回升；云南限电企业陆续恢复生产，精炼锌供应边际好转。梅雨季后夏季高温接踵而至，初端需求延续淡季下滑。
- 3、7月国家向下游企业首批抛储，国内供应缺口有望收窄，后期将逐步进去累库阶段。
- 4、铅矿进口倒挂，短期原料紧缺问题难以解决，现影响已传导至冶炼端，原生铅企业出现检修其成本支撑上移。
- 5、废旧电瓶价格居高不下，导致再生铅企业利润对铅价敏感度提升，企业成本限制铅价下跌空间。
- 6、夏季来临，电动自行车及汽车启动电池有望进入传统的跟换旺季，后期有望加速带动社会库存去化。
- 7、从铅锌比价数据来看，处于历史低位，比价有反弹的可能。

风险提示：精炼锌供应及铅消费恢复不及预期

交易周期：中期 短期指 1 月以内，中期指 1-3 个月，长期指 3 个月以上。

建仓过程解释：如被止损，计划还在，需跟踪关注，寻机再做！

近日铅锌比价下滑至近十年低位，我们通过分析当前铅锌基本面，发现短期铅锌存在一定套利机会。具体分析如下：

一、宏观流动性收紧担忧仍存

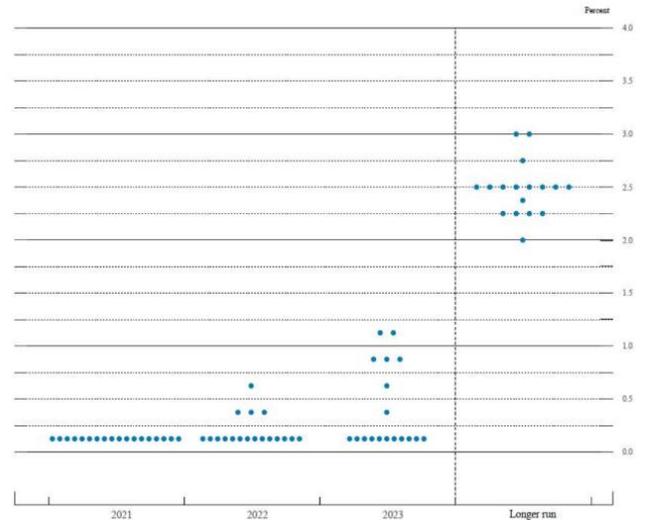
6月17日，美联储宣布将基准利率维持在0%-0.25%不变，符合市场预期，但加息路径点阵图显示到2023年底将加息两次。随后鲍威尔不断释放鸽派信号，安抚市场对美联储过快加息的担忧，表示通胀不是央行政策制定者在决定利率考虑的唯一考虑因素，美联储不会急于加息。美联储内部对何时开始收紧货币政策也存在较大的分歧。但从近期美国公布的经济数据来看，美国6月Markit制造业PMI初值62.6，高于预期的61.5以及前值62.1，创下2007年有纪录以来的最高水平，显示经济改善趋势延续。

整体来看，虽然近期美联储政策预期摇摆不定，美联储内部就通胀预期、缩减购债和加息时间点问题存在较大分歧。但美国经济持续复苏，且美联储对通胀的态度相比较之前也开始有所转变，中长期看流动性收紧的预期仍较为强烈。

图表1 美国PMI指数



图表2 美联储6月议息会议点阵图



资料来源：Fed，Wind，铜冠金源期货

二、锌基本面供增需减

原料来看，上半年锌矿供应紧张，今年前4个月内外加工费均延续环比走弱的趋势，双双跌至近两年半以来的低位。4月底以来锌矿供应开始边际小幅趋松，锌矿加工费有所抬升，进入5月份，两者环比小幅回升，但6月，国产加工费延续环比小幅上行，而进口加工费暂缓涨势。不过，随着冶炼厂原料库存不端攀升至30天左右位置，加工费议价权有所回升。7月国产锌矿加工费报收3950-4350元/金属吨，均值环比增加150元/金属吨；进口矿加工费报70-90美元/干吨，均值环比增7.5美元/干吨。加工费不断增加，企业利润改善，生产积极性回升。

锌锭端看，因5月降水量有限，南方地区丰水期迟迟未来，在供电紧张的背景下，南方

地区电缺口不断扩大，5月中下旬云南及广东均下发了错峰用电的通知。其中云南当地精炼锌产量环比下调 1.4-1.5 万吨，广东地区冶炼厂影响有限，5月国内当月精炼锌产量仅 49.46 万吨。但进入 6 月，云南限电影响超市场预期减弱，至月中旬前期检修企业已陆续复产，供应边际改善。根据调研，6 月国内精炼锌产量环比增 1.85 万吨至 51.32 万吨，7、8 月检修企业较少，月度产量预计分别为 52.39 万吨和 53.51 万吨。

6 月 16 日国家官宣抛储，22 日国家粮食和物资储备局发布公报，决定开始投放 2021 年第一批锌国家储备，销售总量为 3 万吨，7 月 5 日至 6 日公开竞价。从量级来看，第一批抛储量约占精炼锌月度产量 6%。若按此前市场预期的，分批抛储至年底来看，预计下半年合计投放量达 18 万吨，基本符合此前市场预期抛储量级 20 万吨。相较于当前周度去库量而言，3 万吨量级或加快社会库存拐点到来。

需求方面，下游初端板块今年整体表现旺季不旺。进入 5 月下旬，镀锌订单更是进一步下滑，原料价格波动较大，终端观望，后随着原料价格走低，企业开工略有好转，但成品库压力较大。6 月南方进入梅雨季叠加建党献礼拖累北方开工，消费继续走弱。7、8 月气温不断升高，将迎来传统消费淡季，预计镀锌企业开工进一步下滑。对于压铸锌企业而言，锌价高位回落后终端采购略回暖，但终端淡季限制恢复强度；此外，近年冶炼企业旗下合金产量提升明显，挤占了部分市场份额。氧化锌：5 月下旬后随着轮胎板块走弱，企业开工跟随走低，陶瓷级和电子医药级维稳。整体看，7、8 月传统淡季来看，需求有望进一步下行。

图表 3 国家锌储备情况

形式	日期	数量（万吨）	价格（元/吨）
收购	2009. 1. 14	5. 9	11800
	截止至 2009. 11 共收购	15. 9	
	2012. 11. 15	10	16000
	2013. 3. 15	5	16010
投放	2010. 11. 9	5	19700

资料来源：新闻整理，铜冠金源期货

图表 4 冶炼厂检修复产情况

企业名称	时间	备注	环比影响（万吨）
安徽铜冠	7月	计划检修	-3000
赤峰中色	7月	7月中旬计划检修，1个月	-5500
株洲冶炼	7月	可能检修	-4200
罗平锌电	7月	6月19日检修至7月底	-6000
云南限电恢复量	7月	复产	12620
甘肃白银	7月	检修恢复	10000
兴安铜锌	7月	检修后复产	7000
合计			10920
安徽铜冠	8月	复产	3000
赤峰中色	8月	复产	2000
株洲冶炼	8月	复产	4200
罗平锌电	8月	复产	6000
甘肃白银	8月	可能检修另一条线	-10000
合计			5200

资料来源：SMM，铜冠金源期货

三、铅基本面存边际好转预期

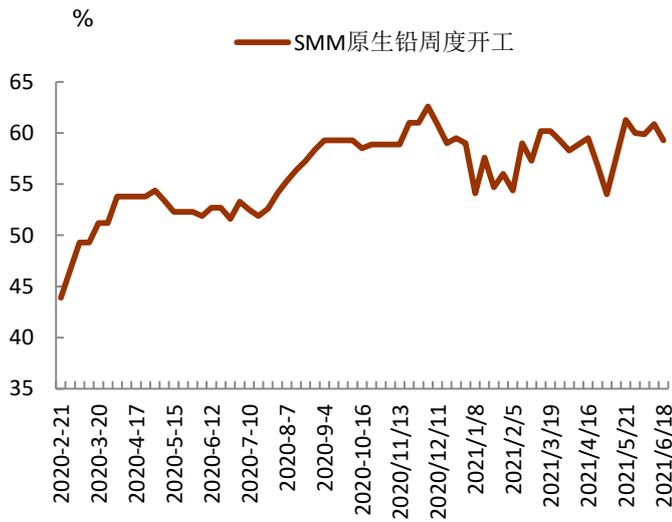
目前高银矿进口量受限及进口矿加工费倒挂，前期检修恢复企业补库转向国产矿，导致国产矿紧缺度加剧，加工费出现大幅下滑。SMM 7月国产铅矿加工费报 1100-1400 元/金属吨，均值环比减少 150 元/金属吨；进口矿加工费报 40-60 美元/干吨，均值环比减少 10 美元/干吨。据了解国内主流炼厂原料库存 10-20 天左右，均值在 16.8 天，库存水平维持在近年低位。

矿端紧缺已慢慢传导至冶炼端，自 6 月 18 日当周，陆续出现原生铅炼厂因原料紧缺而减产，如河南柿栢、水口山金信、蒙自矿冶等，企业开工率出现下滑。同时，再生铅原料废旧电瓶价格居高不下，伴随着铅价下滑，企业利润幅度将扩大。虽然近期铅价低位有所反弹，但企业利润仍处亏损状态，生产积极性欠佳，限制提产意愿。供应端短期难有大幅提升，利多铅价。

铅初级消费主要集中在铅酸蓄电池行业，铅酸蓄电池的消费旺季是夏季和冬季，因天气的骤热和骤冷，铅酸蓄电池使用效能下降，电动车及汽车更换电池需求大幅加。此外，铅酸蓄电池的生产相对灵活，当进入消费旺季时，电池生产企业可以快速恢复生产。随着 7、8 月高温天气来临，电池需求存旺季预期，利多铅价。

图表 5 原生铅企业周度开工率

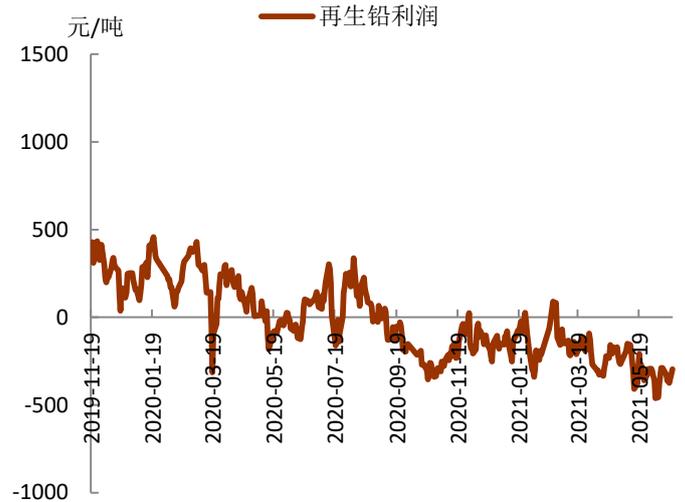
图表 6 铅酸蓄电池企业周度开工率



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 7 原生铅企业周度开工率

图表 8 再生铅企业利润



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

四、总结

综上所述,短期美联储主席鲍威尔不断安抚市场后,市场担忧情绪略缓和,但美国经济持续复苏,中长期看流动性收紧预期仍较强烈,将对金属板块施压,而锌金融属性较铅强,对锌价打压将更为明显。就基本面而言,锌呈现供增需减格局,原料锌矿供应持续改善,7月内外加工费延续回升,炼厂例如修复后生产积极性将回升。同时,云南限电影响告一段落,国内月度精炼锌产量恢复。而下游7、8月处于消费淡季,需求进一步下滑,加之7月国内首次抛储3万吨,或加快库存拐点出现。就铅而言,基本面存边际好转预期,铅矿供应紧缺

的局面短期难以有效缓解，支撑原生铅成本抬升且限制产出，再生铅原料废旧电瓶价格坚挺，企业利润不佳，生产积极性有限，供应端短期难大幅增加，同时高温天气来临，下游进入传统需求旺季，或带动铅价阶段性反弹。故我们认为短期铅锌存套利机会，可以尝试买 PB2108 合约卖 ZN2018 合约，均值入场点比价 0.7 附近。

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

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

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

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

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。