

2018 年 3 月 16 日

星期五



库存暴增&消费缓慢回暖

沪锌回调后弱势震荡

联系人黄蕾

电子邮箱 huang.lei@jyqh.com.cn

电话 021-68555105

要点

●美国方面，美联储主席鲍威尔释放偏鹰派信号，美元上涨。但近期美国的贸易保护主义和政治的不确定性增加，引发市场避险情绪的升温，加之市场对年内加息次数增加的修正，美元指数缺乏利好驱动，上行动能不足。欧元区经济增长动能放缓，且欧洲央行摇摆的言论令市场对欧央行退出宽松的预期有所降温。国内数据显示经济不悲观，经济基本面韧性依旧较强。在今年的《政府工作报告》中，中央政府提出 2018 年 GDP 增长目标为 6.5%左右，CPI 涨幅目标为 3%左右，并表示稳健的货币政策保持中性，要松紧适度，其中未提 M2 增速指标，显示今年政府货币政策将更加灵活。

●锌方面，基本面看，节后国内库存大增，下游受供暖季限产及为迎接两会的环保政策施压影响，启动晚于往期，加之 LME 锌库存以单日暴增 7.7 万吨的方式宣告阶段性逼仓告一段落。短期暴跌后，市场关注点或重回上游锌精矿供给、国内 3-4 月份冶炼企业检修及加工费谈判问题，及冬季限产解除后下游的加速回暖。另外需要关注的是，随着锌价的大幅调整，进口锌锭亏损幅度显著收窄，谨防进口窗口开启后进口锌锭对国内市场的冲击。综合来看，目前多空因素交织，市场情绪谨慎，但随着消费的逐步回归，锌价仍有回升空间，不建议追空，3 月份预计锌价运行区间在 24500-26500。

●铅方面，基本面看来，铅矿方面受气温及矿山安全监管等因素的限制依旧偏紧，精炼铅则受大型企业计划检修的影响供应受到压制，虽供应端短期利多但这种情况预计逐步会得到缓解，而消费方面铅蓄电池企业受环保限产需求减少，经销商补库需求较弱，加之消费淡季逐渐来临，中线仍建议偏空看待，风险因素主要来自环保政策方面的影响，目前主力合约盘面各路均线向下对期价形成较大压制，预计震荡偏弱态势将继续维持，注意超跌反弹风险，下方关注 18500 元/吨支撑

处表现。

风险提示：美元大幅反弹

目录

一、铅锌市场行情回顾	6
1、2 月锌行情评述.....	6
2、2 月铅行情评述.....	6
二、宏观经济概况	7
三、锌基本面分析	8
1、全球矿山恢复性生产，预计精炼锌缺口将收窄.....	8
2、年度加工费尚未达成一致，关注锌锭进口窗口.....	12
3、环保拖累锌下游回暖进度.....	15
4、伦锌库存暴增，拖累锌价.....	17
5、升贴水情况.....	18
四、铅基本面分析	19
1、全球铅矿供应缺口增大，精炼铅市场缺口收窄.....	19
2、铅矿加工费低位企稳，铅矿紧张有所缓解.....	21
3、下游蓄电池企业环保，消费淡季临近.....	23
4、铅库存情况.....	24
5、升贴水情况.....	25
五、总结与后市展望	26
1、锌价展望.....	26
2、铅价展望.....	26

图表目录

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势	6
图表 2 沪铅主连及 LME 三月期铅走势	6
图表 3 2018 年国外锌矿增产情况（万吨）	9
图表 4 2018 年国外锌矿减产情况（万吨）	10
图表 5 2018 年国内锌矿增产情况(万吨)	10
图表 6 全球锌精矿市场供需平衡表单位：万吨	11
图表 7 中国锌精矿市场供需平衡表单位：万吨	11
图表 8 ILZSG 全球锌矿月度产量情况	12
图表 9 ILZSG 全球精炼锌供需情况	12
图表 10 全球精炼锌市场供需平衡表单位：万吨	12
图表 11 中国精炼锌市场供需平衡表单位：万吨	12
图表 12 锌矿加工费情况	13
图表 13 锌精矿产量情况	13
图表 14 锌精矿进口量情况	14
图表 16 精炼锌产量情况	14
图表 15 精炼锌进口量情况	14
图表 17 精炼锌进口亏损	14
图表 18 重点企业镀锌板销量情况	15
图表 19 镀锌板出口量情况	15
图表 20 基础设施建设投资数据	16
图表 21 房地产开发投资数据	16
图表 22 汽车当月产量及销量数据	16
图表 23 家电累计产量数据	16
图表 24 上期所锌库存	18
图表 26 社会锌锭库存	18
图表 25 LME 锌库存与注销仓单占比	18
图表 27 0#锌升贴水	19
图表 28 LME 锌升贴水	19
图表 29 ILZSG 全球铅矿月度产量情况	20
图表 30 ILZSG 全球精炼锌供需情况	20
图表 31 全球铅精矿市场供需平衡表单位：万吨	20
图表 32 中国铅矿市场供需平衡表单位：万吨	20
图表 33 全球精炼铅市场供需平衡表单位：万吨	20
图表 34 中国精炼铅市场供需平衡表单位：万吨	21
图表 35 铅精矿加工费情况	22
图表 36 铅精矿产量情况	22
图表 37 铅精矿进口情况	23
图表 38 精炼铅产量情况	23
图表 39 再生铅产量情况	23

图表 40 铅酸蓄电池消费领域占比.....	24
图表 41 铅酸蓄电池出口情况.....	24
图表 42 上期所铅库存.....	25
图表 43 LME 铅库存与注销仓单占比	25
图表 44 1#铅升贴水.....	25
图表 45 LME 铅升贴水	25

一、铅锌市场行情回顾

1、2 月锌行情评述

2 月份，沪锌主力合约换月至 1804 合约，锌价呈现出探底回升后震荡走势。上旬，全球股市重挫，引发市场恐慌情绪，加之美元低位反弹，施压商品走势，锌价跌破 40 日均线至 26000 一线附近；中旬，春节假期，内盘休市；下旬随着全球股市止跌反弹，短期风险有所释放，加上美元走低，支撑锌价反弹，锌价反弹至 27000 附近承压，加之美联储主席鲍威尔国会首秀刺激美元上涨，锌价小幅回落。截至 2 月 28 日，zn1804 期价收于 26400 元/吨，月度下跌 1.36%，持仓量报收 16.39 万吨。伦锌呈现 M 型走势，月初受市场风险升温及美元打压，LME 锌价回路至 3400 一线，随后在国内春节假期期间刷新历史高位 3595.5 美元/吨，主要受到库存持续下滑的推动。随后未能站上 3600 一线，加之美元再度反弹施压，LME 锌价震荡回落。截至 2 月 28 日，LME 锌收于 3454 美元/吨，月度下跌 2.11%，持仓量略降至 30.32 万手。

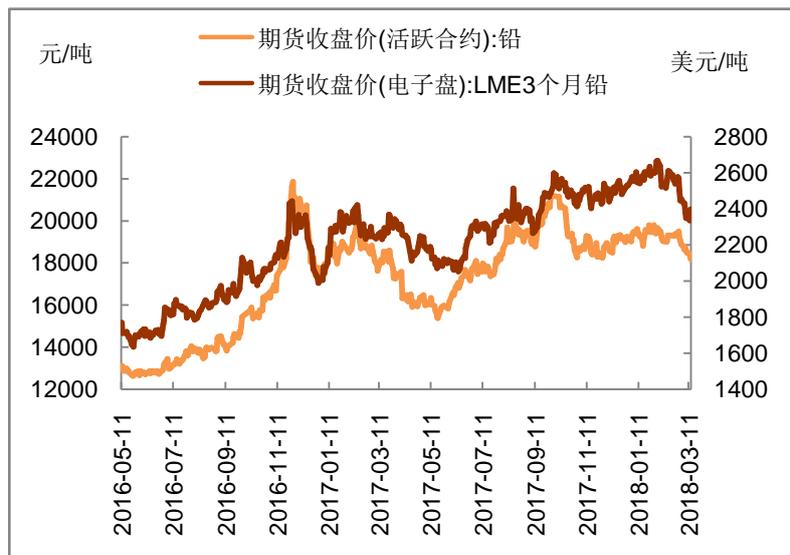
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势



2、2 月铅行情评述

2 月份主力合约换至 1804，期价总体呈重心下移走势，月初河南原生铅炼厂检修，再生铅因原料偏紧，开工意愿不高提前放假，而下游补库基本结束，需求的转淡使得铅价一路下跌至 18905 元/吨，后企稳反弹到 19575 元/吨，假期归来因春节期间部分原生铅企业维持开工，且节后下游需求表现疲软铅价再度走软，截止月末收报于 19205 元/吨，月度跌幅 1.01%，持仓量增至 41732 手。伦铅 2 月弱势下行，整体收跌，最低跌至 2480 美元/吨，收报于 2502 美元/吨，持仓量小幅减少至 12.7 万手。

图表 2 沪铅主连及 LME 三月期铅走势



二、宏观经济概况

美国方面，2月27日，美联储主席鲍威尔首次公开亮相时承诺，在防止经济过热的同时坚持渐进加息的计划。市场解读为偏鹰派信号，部分投资人将今年升息次数的押注增加至四次，美元上涨。随后公布的美国数据喜忧参半，去年第四季国内生产总值(GDP)增幅被小幅下修，但2月ISM制造业指数远高于预期，且创2004年5月以来新高，显示美国经济复苏并未消退。随后特朗普宣布将所有进口钢和铝征收高额关税，该消息在金融市场掀起巨浪，美股和美元应声下跌，风险偏好急转直下。3月8日，特朗普正式下令课征钢、铝进口关税，将贸易保护主义付诸实行，市场对全球贸易战的担忧急剧升温。3月9日，美国非农就业报告显示，2月岗位增幅超过预期，但薪资增长仍然迟滞；3月13日公布的通胀数据符合预期，但是核心通胀并未达到2%的水平，薪资及未能进一步加速的通胀数据可能会抑制美联储今年加息超过三次。3月13日，美国总统特朗普意外宣布解雇国务卿蒂勒森，引发市场一片哗然。整体看，近期美国的贸易保护主义和政治的不确定性增加，引发市场避险情绪的升温，加之市场对年内加息次数增加的修正，美元指数缺乏利好驱动，上行动能不足。另外，若美联储在3月议息会议没有释放更加鹰派的信号，3月加息落地后美元指数震荡回落的概率较大。

欧元区方面，欧元区2月制造业PMI终值为58.6，略好于预期的58.5；其中，德国2月制造业PMI终值60.6，好于预期60.3；法国2月制造业PMI终值55.9，低于预期56.1。通胀方面，欧元区2月CPI同比初值为1.2%，符合预期，但低于前值，核心CPI同比持平。数据显示，欧元区2018年年初的经济增长动能不如2017年，且通胀水平继续低位徘徊。3月8日，欧洲央行在利率决议表示按兵不动，不过调整了声明中的措辞，去掉了“如果展望恶化，将增加QE规模或延长QE持续期限”的表述。不过随后欧洲央行又表示，调整声明措

辞并不代表预期或者反应机制出现变化，欧元迅速回吐涨幅。同时，欧洲央行预计年通胀会逐步走高，但经济存在下行风险，主要来自贸易保护主义和外汇市场。综合来看，欧元区经济增长动能放缓，且欧洲央行摇摆的言论令市场对欧央行退出宽松的预期有所降温。

国内方面，数据显示国内经济不悲观。2月官方制造业 PMI 和财新制造业 PMI 出现明显背离，数据显示，官方制造业 PMI 为 50.3，环比回落 1.0 个百分点，创出 19 个月新低；财新制造业 PMI 51.6，较前值微升 0.1，至去年 8 月以来最高。2 月恰逢春节假期，而财新制造业 PMI 在季节性调整方法上更能反映重大假期前后制造业的活动情况，因此，财新制造业的走高也进一步佐证目前国内经济形势依旧稳健，但国内制造业扩张放缓，分项指标环比普遍回落。进出口方面，当前贸易战压力凸显，叠加春节的淡季因素，中国 2 月的出口量却意外大增，显示全球经济复苏劲头仍在，而春节的滞后因素可能令 3 月出口增幅放缓。通胀方面，2 月 CPI 同比 2.9%，高于预期，涨幅创 2013 年 11 月以来新高，食品 CPI 的大幅回升是支撑 2 月通胀上行的主要因素，随着春节影响消退，预计 3 月份 CPI 同比涨幅将有所回落。2 月 PPI 同比 3.7%，预期 3.8%，环比出现下降。在通胀不构成风险因素基础上，伴随工业品推动作用收窄，大宗商品价格也不会有明显上涨空间，仍会大概率呈震荡走势。2 月金融数据显示，M2 增速连续两个月反弹，新增信贷及社融较 1 月份大幅缩减逾 60%，由于从去年下半年开始金融去杠杆力度明显加强，货币政策边际收紧，但国内经济基本面韧性依旧较强。

在今年的《政府工作报告》中，中央政府提出 2018 年 GDP 增长目标为 6.5%左右，CPI 涨幅目标为 3%左右，并表示稳健的货币政策保持中性，要松紧适度，其中未提 M2 增速指标，显示今年政府货币政策将更加灵活。

三、锌基本面分析

1、全球矿山恢复性生产，预计精炼锌缺口将收窄

国际铅锌研究小组 (ILZSG) 数据显示，2017 年 12 月全球锌矿产量环比增加 0.3% 至 118.11 万吨，同比增加 3.63%；1-12 月全球锌矿产量为 133.882 万吨，较上年同期增长 1.97%，但仍未回到 2015 年同期 1347.15 万吨的水平。其中厄立特里亚、印度、秘鲁和土耳其矿产量有所增长，但澳大利亚、美国矿山产出减少。印度斯坦锌业产量上升较快；秘鲁 Antamina 矿品位和回收率大幅提高；非洲的厄立特里亚锌精矿产量也出现较快增长；但美国的红狗矿受到品位下降影响产量下滑；比利时的新星公司部分矿山复产，产量也有所上升。

图表 32018 年国外锌矿增产情况（万吨）

国家	矿山	2017年预计锌矿产量	2018年预计锌矿产量	2018年锌矿增量
AUSTRALIA	Dugald River杜加尔 德河锌矿	1	17	16
PERU	Antamina	36.5	41.6	5.1
SOUTH AFRICA	Gamsberg	1	5	4
USA	Middle Tennessee	2	5	3
CUBA	Castellanos	1	5	4
INDIA	Zawar	2.5	5.5	3
AUSTRALIA	Mungana King Vol	2	4	2
PERU	Shouxin Tailings	1	3	2
PERU	El Porvenir	6.3	8.3	2
BOLIVIA San	San Cristobal	27.2	29	1.8
AUSTRALIA	Mt Garnet	0.8	2.5	1.7
AUSTRALIA	Thalanga	0.3	1.8	1.5
	其他			21.3
	合计			67.4

数据来源：Wood Machenzie，铜冠金源期货

图表 4 2018 年国外锌矿减产情况 (万吨)

国家	矿山	2017年预计锌矿产量	2018年预计锌矿产量	2018年锌矿减量
PERU	San Vicente (SIMSA)	3.5	2.9	-0.6
KAZAKHSTAN	Akzhal	3.55	2.89	-0.66
PERU	Caylloma	1.9	1.2	0.7
POLAND	Pomorzany-Olkusz	3.9	3.1	-0.8
PERU	Raura	4.3	3.4	-0.9
SWEDEN	Boliden Mill	7	6	-1
SWEDEN	Garpenberg	11.2	10	-1.2
PERU	Yauricocha	3.26	2	-1.26
CANADA	Kidd	8	6.5	-1.5
INDIA	Rampura-Agucha	64.3	54.5	-9.8
	合计			-16.42

数据来源: Wood Machenzie, 铜冠金源期货

图表 5 2018 年国内锌矿增产情况(万吨)

省份	矿山名称	产能	2017 增量	2018 增量
内蒙古	国森二道河铅锌矿	17	5	3
	银漫矿业	3	1	2
	诚诚矿业	3	1	2
	高尔奇铅锌矿	2	0	2
	盛达金都矿业	1.2	0.5	0.7
	国金八岔沟铅锌矿	1	0	1
	盛大光大矿业	1	0.5	0.5
	阿尔哈达铅锌矿	1	0.5	0
	比亚谷铅锌矿	0.9	0.8	0.1
	荣邦矿业油房西铅锌矿	0.5	0	0.3
	敖包吐银铅锌多金属矿	0.9	0.2	0.7
四川	四川会东大梁矿业	7	4	0
甘肃	甘肃郭家沟铅锌矿	10	0	1
湖南	湖南李梅铅锌矿	3	0	2
黑龙江	伊春翠宏山铁多金属矿	12	0	6
青海	格尔木庆华矿业	3	1	2
	鸿鑫矿业牛苦头铅锌矿	3	1	2
	合计	69.5	15.5	25.3

数据来源: 安泰科, 铜冠金源期货

图表 6 全球锌精矿市场供需平衡表 单位：万吨

	2015年	2016年	2017	2018*
精矿产量	1278.4	1208	1265	1335
精矿需求量	1329.2	1298.6	1295	1341.2
精矿供需平衡	-51.1	-90.6	-30	-6.2

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

图表 7 中国锌精矿市场供需平衡表 单位：万吨

	2015年	2016年	2017年	2018年*
锌精矿产量	425	440	430	445
锌精矿需求量	564.9	569.1	563.8	579.8
锌精矿净进口量	161.4	99.7	125	130
锌精矿供需平衡	21.5	-29.4	-8.8	-4.8

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

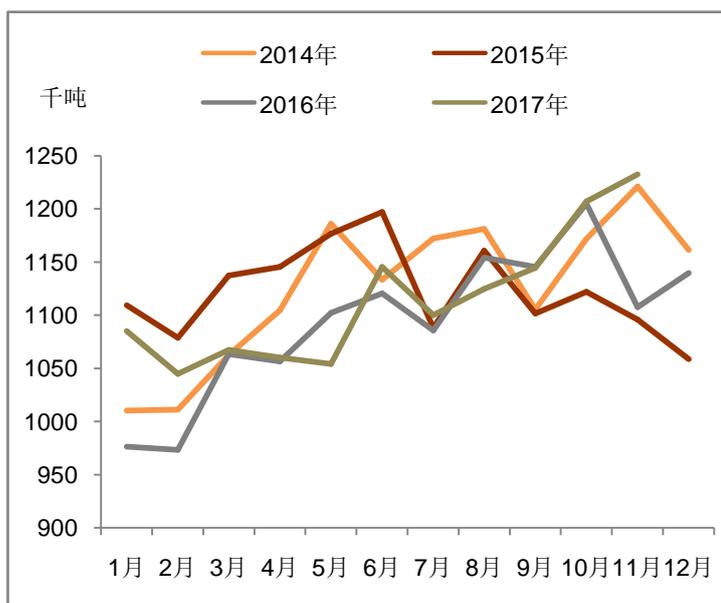
注：*表示为预估值

国际铅锌研究小组(ILZSG)公布的最新数据显示，去年12月，全球锌市供应短缺缩窄至48,600吨，11月修正后为短缺65,700吨。2017年全年全球精炼锌累计产量1376.2万吨，同比增长0.78%，锌市供应短缺495,000吨，上年为短缺122,000吨。

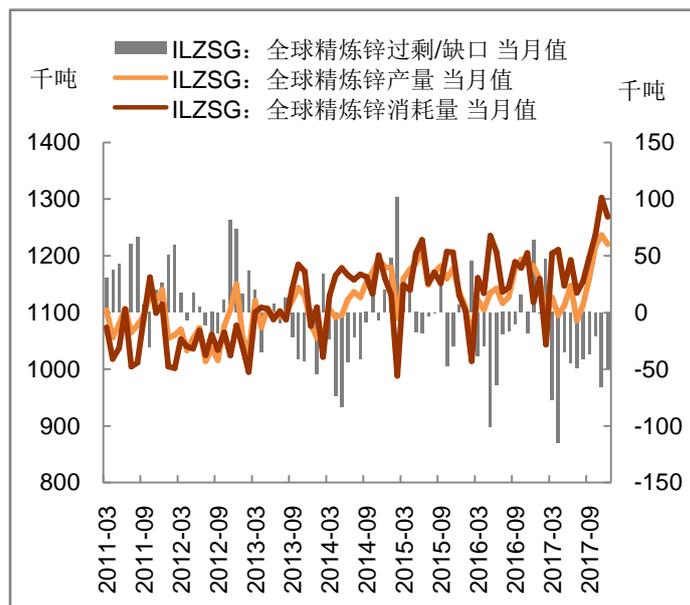
3月5日，秘鲁Cajamarquilla锌冶炼厂工人宣布无限期罢工，以求获得更好的劳动报酬与工作环境。Cajamarquilla是世界上最大的锌冶炼厂之一，也是秘鲁唯一在产的精炼锌生产商。由于受降雨与洪涝的影响，Cajamarquilla锌冶炼厂在2017年的锌金属产量为312,600吨，比2016年下降了4.8%。从后续跟踪情况来看，该冶炼厂只有不到20%的劳动力受到了影响，因此预计精炼锌产量不会遭受此次罢工的影响。

国际铅锌研究小组最新预计，全球2017年精炼锌预计供应短缺39.8万吨，2018年预计短缺22.3万吨。全球精炼锌需求2017年预计增加0.7%至1,393万吨，2018年预计增加2.5%至1,428万吨。

图表 8 ILZSG 全球锌矿月度产量情况



图表 9 ILZSG 全球精炼锌供需情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 10 全球精炼锌市场供需平衡表 单位：万吨

	2015年	2016年	2017年	2018年*
精炼锌产量	1365.1	1337.6	1330	1370
精炼锌需求量	1357.6	1369.9	1375.3	1389
精炼锌供需平衡	8	-32.3	-45.3	-19

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

图表 11 中国精炼锌市场供需平衡表 单位：万吨

	2015年	2016年	2017年	2018年*
精炼锌产量	586	590	580	600
精炼锌需求量	628	657	661	665
精炼锌及锌合金净进口量	55.6	50.5	65	60
精炼锌供需平衡	13.6	-16.5	-16	-5

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

2、年度加工费尚未达成一致，关注锌锭进口窗口

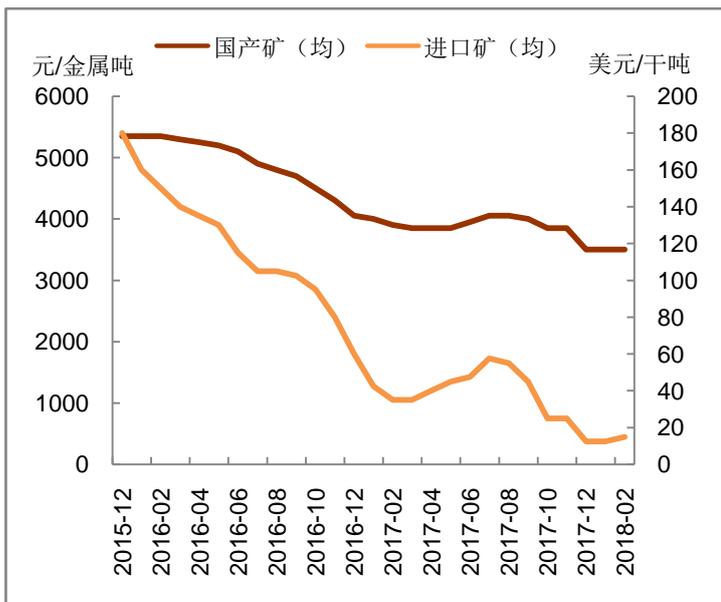
国内锌矿产量上短期难有大幅释放，环保压力仍然较大。国家统计局数据显示，2017年12月锌精矿含锌量27.2万吨，当月环比降8%；1-12月中国锌精矿含锌量326.8万吨，累计同比降29.4%。国内产量除了湖南和广西小幅增产外，内蒙、云南、陕西、甘肃、四川等地区产量

下滑，部分地区开矿原料受到管制，导致其产量下降；另外，2017年预计的几个增产项目受到品位等条件的约束，产量也出现了下调。

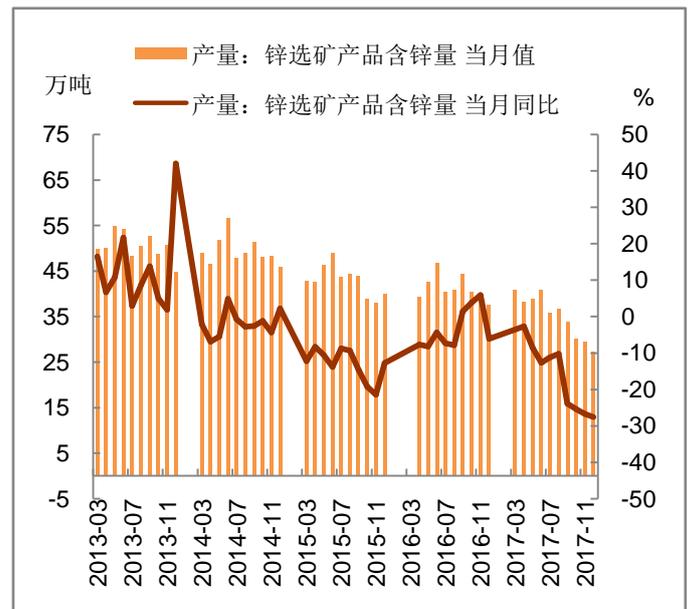
锌矿加工费来看，SMM数据显示，3月国产锌矿加工费均值3500元/金属吨，进口矿加工费均值15美元/干吨，均较上月持平，较上月加工费企稳。目前市场对今年全球锌矿产量虽有增加预期，但产量难以在短期释放。而国内矿山继续受环保政策的影响，产量释放难以乐观期待，因而当前国内锌矿整体供应偏紧格局暂未改变。在春节期间举行的国际锌业大会上，全球锌矿商与加工企业目前仍未能就2018年加工费用达成协议，协议的达成可能会推迟至3月或甚至更长时间，各方对下半年供应增加的前景存在分歧，加工费迟迟不定，从侧面反映2018年供应虽有所恢复，但并不能快速扭转锌精矿供应偏紧的现状。

进口方面，海关数据显示1月我国锌精矿进口量同比增6.24%至14.72万吨。因去年底起，国内展开冬储，进口矿需求量增加，到港船只较多。据我的有色网数据显示，截至1月底全国锌矿港口库存为16.85万吨，较前一个月增加0.75万吨。从当前的沪伦比较来看，进口锌矿仍处于亏损状态，但亏损空间内有收窄。

图表 12 锌矿加工费情况



图表 13 锌精矿产量情况



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

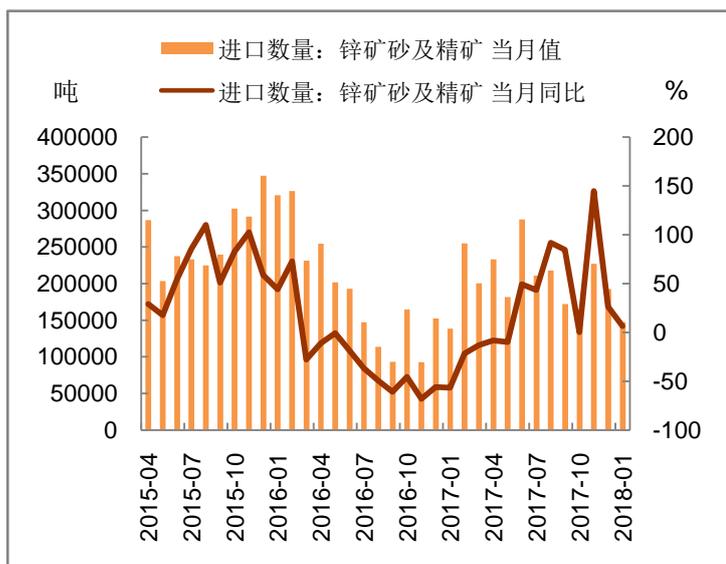
国家统计局数据显示，去年12月锌产量57.6万吨，环比减少-4.47%，同比增长7.3%；12月由于精矿供应紧张，部分炼厂启动检修停产，精炼锌产量下滑。全年锌产量622万吨，累计同比减少0.67%。

据SMM数据显示，2018年2月中国精炼锌产量45.92万吨，环比减少6.25%，同比增加6.69%，过年期间整体精锌产量较去年相比有小幅回升。2月份适逢春节，虽检修冶炼企业数量较少，2月检修的炼企仅有四川宏达、罗平锌电。但因2月份春节放假，加之2月份生产天数较其他月份少几天。2月锌冶炼厂开工率环比下降4.96%至74.46%，3月预计开工率小幅回升至75.7%附近。进入3月份，湖南株冶、云南金鼎、云铜锌业、安徽铜冠等常规小规模

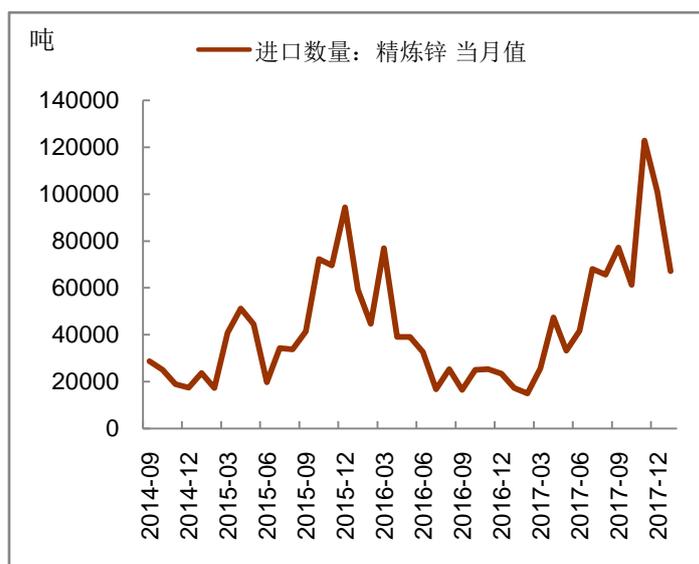
检修，整体影响有限，3 月份生产天数回归正常。整体来看，预计 3 月精炼锌产量 45.98 万吨，环比变化不大。

海关数据显示，1 月精炼锌进口 67111 吨，同比增 287.1%，较 12 月下降 33.45%。1 月份国内锌锭进口量继续走低，一方面，因伦锌去库存化快于沪锌；另一方面，因当前沪伦比值仍不利于进口锌锭。不过 3 月以来，随着伦锌的快速回落，比价修正，锌锭进口亏损由 1600 元/吨收窄至近 500 元/吨。另外还需关注的是，去年底至年初大量进口的锌锭仍停留在保税区，若后期进口窗口开启，进口锌锭的流入必定会对国内现货市场造成一定的影响。

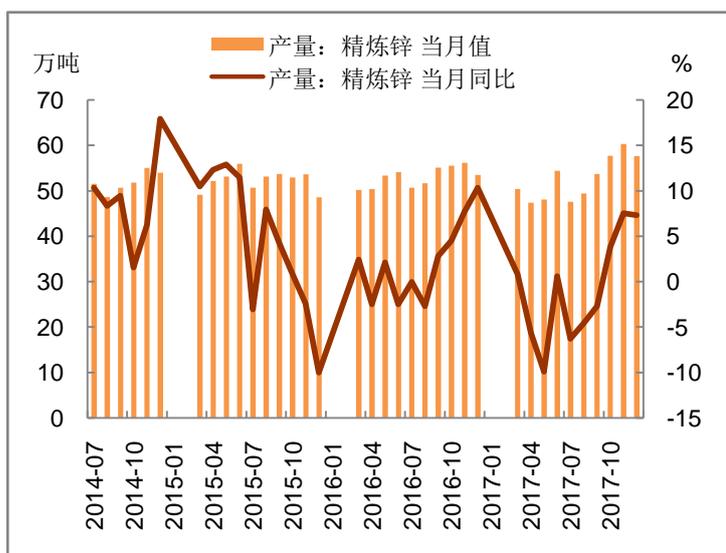
图表 14 锌精矿进口量情况



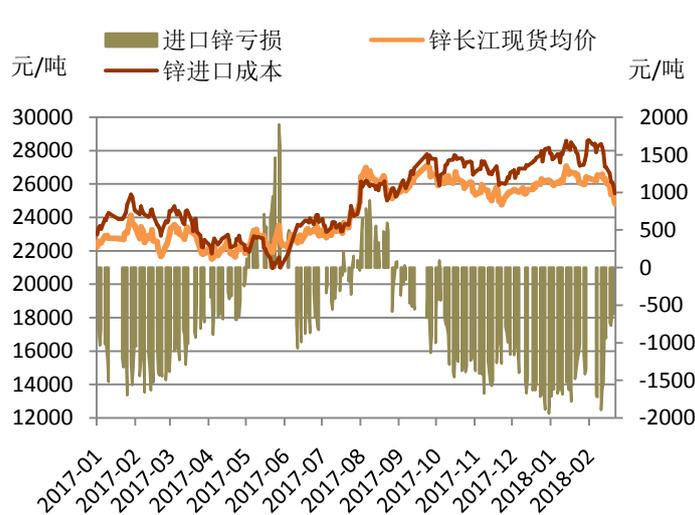
图表 15 精炼锌进口量情况



图表 16 精炼锌产量情况



图表 17 精炼锌进口亏损



数据来源：Wind，铜冠金源期货

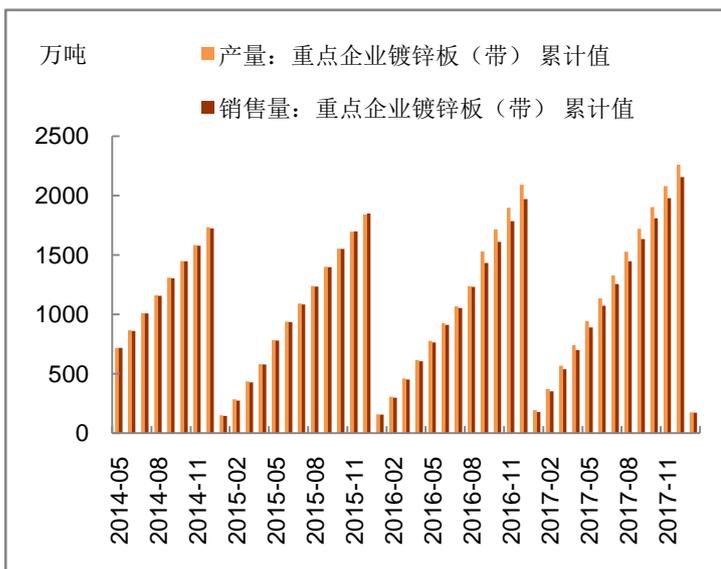
3、环保拖累锌下游回暖进度

锌的初级消费主要包括镀锌（60%）、黄铜（11%）、压铸锌合金（22%）、氧化锌（9%）、原电池五类（8%）。

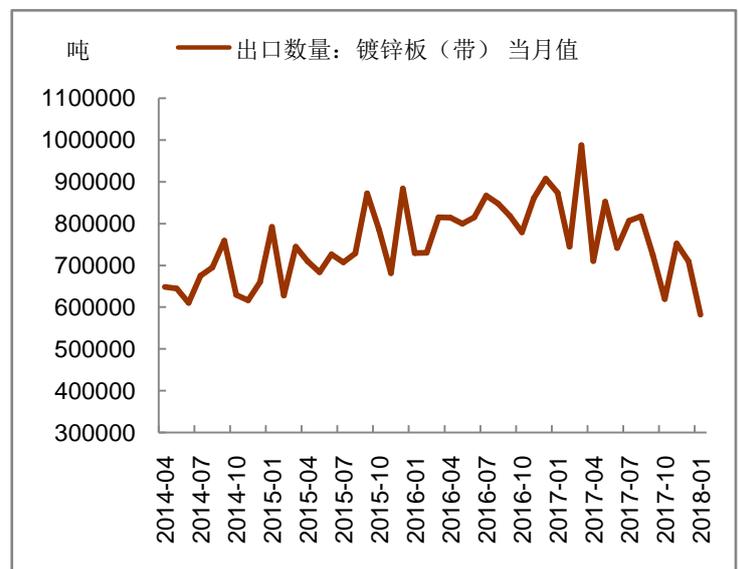
中国钢铁业协会数据显示，2018 年 1 月份全国镀锌板产量为 173.85 万吨，同比下降 9.74%。2018 年 1 月底全国镀锌板库存量为 38.19 万吨，环比下滑 17.21%。11 月底开始至今，镀锌开工逐步下滑至历史地位。出口方面，海关数据显示月出口镀锌板(带)58.19 万吨，同比下滑 33.4%。镀锌板出口量下滑，反倾销或导致出口受阻的主要原因之一。

受春节假期影响，国内镀锌开工率环比大幅下降，据我的钢铁数据显示，截至 2 月 23 日国内镀锌开工率仅为 29.18%，其较春节前的 63.82%大幅下降了 34.64%。不过，假期结束后，恰逢两会召开，华北地区环保检查未有放松，终端亦受到不同程度的影响。据 SMM 了解，3 月初河北邯郸地区因大气污染原因被要求限停 1 个月，预计影响产量达 30-40 万吨附近，但从后续跟踪情况来看，目前邯郸地区生产已逐步恢复，实际影响较为有限；不过，天津大邱庄等地区部分镀锌企业 3 月 12 日当周亦开始限停，复工时间暂未定。环保限产持续，锌消费暂未获得充分释放。目前企业多期待 3 月 15 日冬季限产解除后，环保限制能有所放松，同时天然气供给也能适度放开，以迎接传统旺季的到来。

图表 18 重点企业镀锌板销量情况

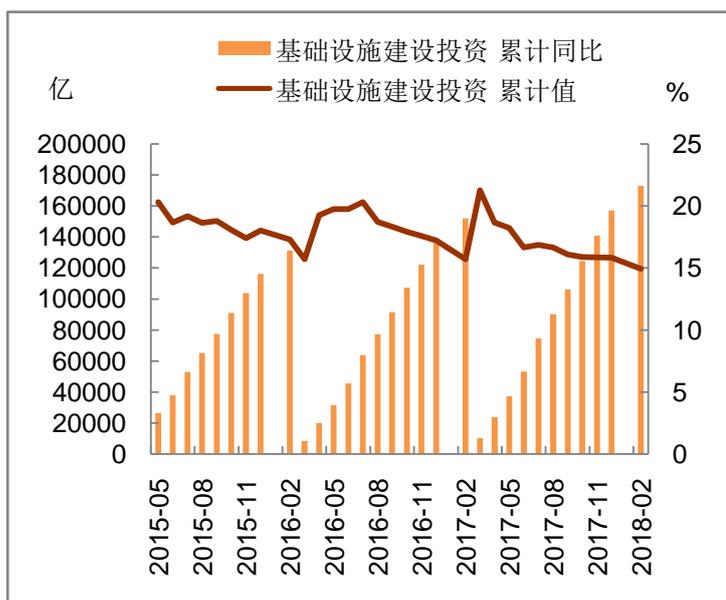


图表 19 镀锌板出口量情况

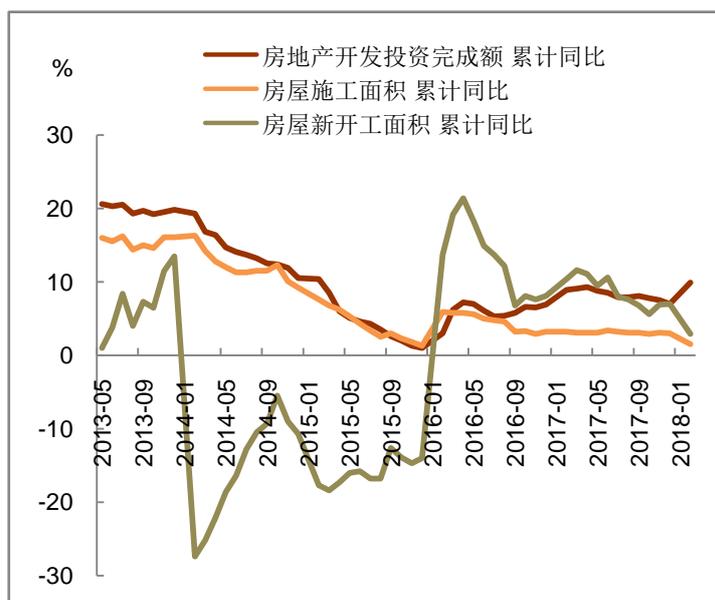


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 20 基础设施建设投资数据

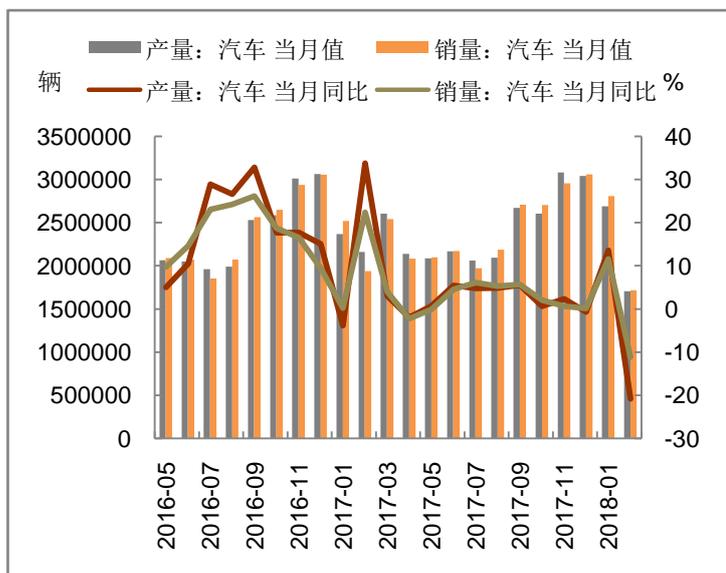


图表 21 房地产开发投资数据

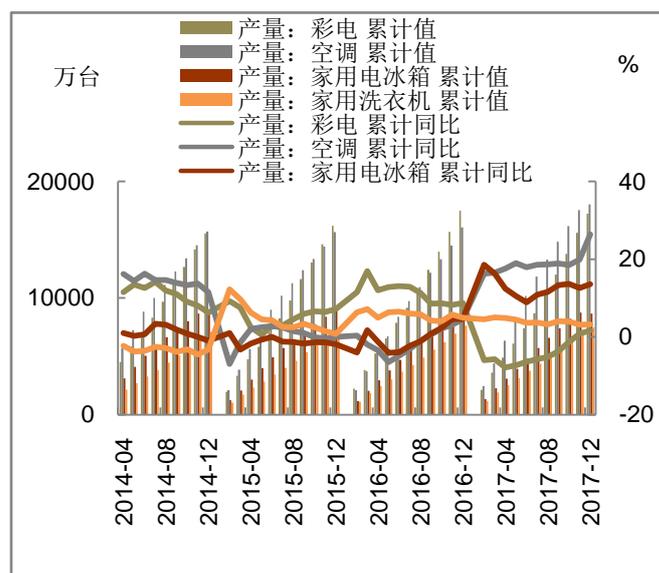


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 22 汽车当月产量及销量数据



图表 23 家电累计产量数据



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

锌终端需求主要包括基建房地产、汽车、家电等。

镀锌板主要应用于基建、厂房等,从终端消费领域来看,基建房地产仍是锌的消费大头,此外汽车也是锌下游消费的一大支撑。

从基建投资及房地产数据来看,2017 年全年国内基础设施建设投资累计值 173085.26 亿元,累计同比增长 14.93%,增速放缓 0.78 个百分点。房地产开发投资累计完成额 109798.53 亿元,累计同比增长 7%,增速增加 0.1 个百分点。去年基建投资及房地产开发投资增速未出

现明显滑坡，意味着精锌的终端领域维持增长，稳健依然是消费端的主基调。2018 年在防风险重点是金融风险的工作方针指导下，政府对于地方政府财政方面的纪律会加强，包括规范地方政府举债以及 PPP 融资；另外，政府对经济发展的重点将更侧重于质量而非发展速度，预计通过扩大基建拉动经济增长的使用频率将减少。同时，预计 2018 国家房产调控力度持续加码，租赁住房政策也难以支撑房地产的回落，预计房地产耗锌需求或有所放缓。

汽车方面，据中国汽车工业协会统计，2 月受春节假期的影响，汽车产销量总体水平较低，环比同比均呈现两位数下降。当月，汽车产销分别完成 170.6 万辆和 171.8 万辆，环比分别下降 36.6%和 38.9%，同比分别下降 20.8%和 11.1%。1-2 月，汽车产量同比有所下降，销量呈小幅增长。2018 年起 1.6L 排量乘用车不再享受购置税减免优惠政策，致小排量乘用车销量下滑，中汽协预计 2018 年乘用车销量为 2559 万辆，同比增长 3%，较 2017 年会有小幅下滑。汽车板块对锌需求也将有小幅下滑。

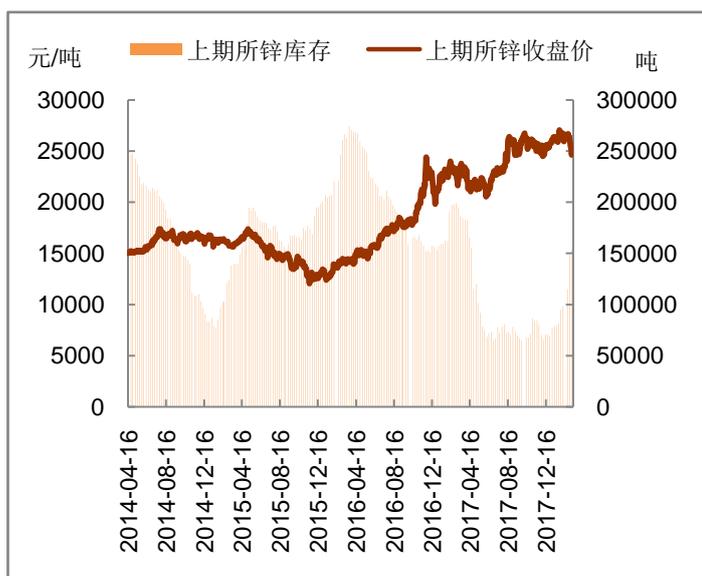
白色家电方面，国家统计局数据显示，去年国内空调产量累计同比增速 26.4%，电冰箱产量累计同比增速 13.6%，洗衣机产量累计同比增速 3.2%，彩电产量累计同比 1.6%。除了空调产量数据较为亮眼，其他产量增速均有所下滑。另外，商品房销售下滑将对于家电的新增需求形成打压。

4、伦锌库存暴增，拖累锌价

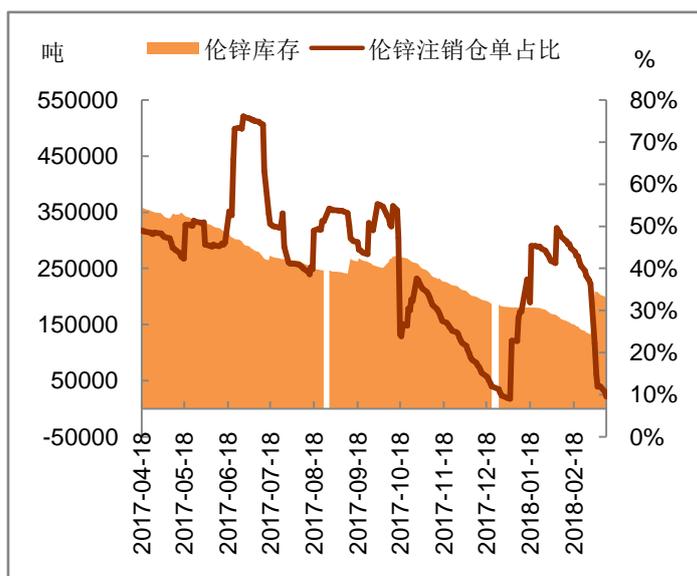
2 月份，受春节假期影响，上期所及社会锌锭库存均出现增加的情况，截至 3 月 9 日，上期所库存回升至 15.45 万吨，较 2 月初增加了 63%。假期后，下游复工低于预期，五大地区社会锌锭库存呈现不断积压的现象，截至 3 月 12 日，库存攀升至 28.74 万吨，较 2 月初增加 64.4%，但低于去年同期的水平。随着下游陆续复工，后期社会库存或小幅回落。

LME 锌库存延续跌势，截至 2 月 28 日，库存由月初的 17.07 万吨减少至 13.45 万吨，降幅显著，与此同时，注销仓单占比也多维持在 40-45%，均给到锌价支撑。但进入 3 月，LME 库存有抬头之意，3 月 5 日库存爆增 77275 吨至 20.9 万吨，增幅高达 59%，创 1989 年以来最大增幅，注销仓单占比快速回落，锌价应声下跌。

图表 24 上期所锌库存



图表 25 LME 锌库存与注销仓单占比



图表 26 社会锌锭库存

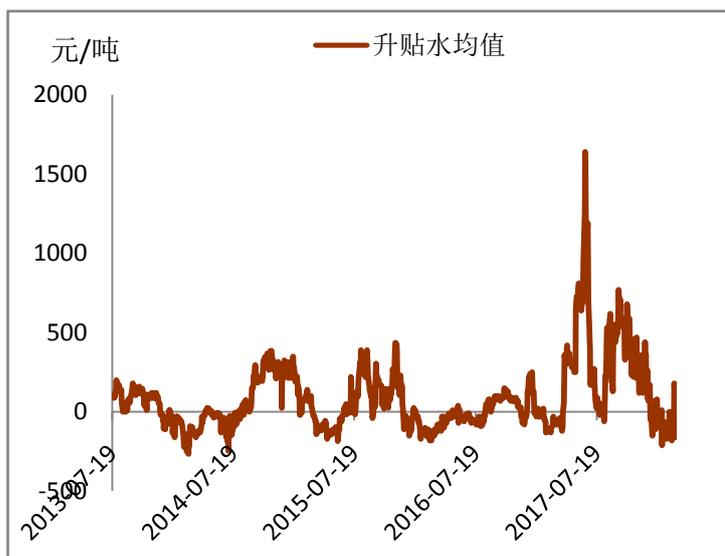


数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

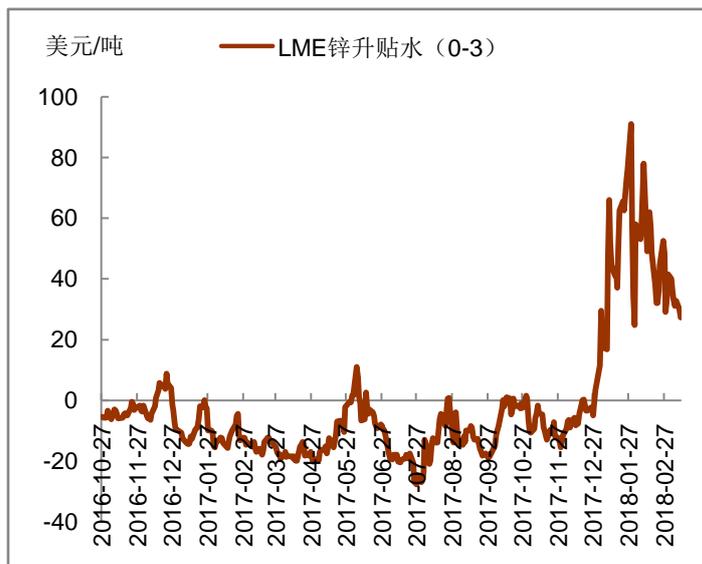
5、升贴水情况

2 月份受春节假期影响, 下游提前放假, 但冶炼企业多维持正常生产, 现货端偏宽裕, 现货贴水小幅扩大。进入 3 月, 随着锌价的大幅下挫, 及下游的陆续复工, 现货贴水收窄, 截至 3 月 6 日, 贴水收窄至 45 元/吨。LME 锌维持升水结构, 月中短暂回调后再度回升至 40-50 美元/吨的水平, 不过自 2 月底起, 升水有所回落, 此后伴随着锌价的大跌, 现货转为小幅贴水结构, 截至 3 月 7 日, 现货贴水 3.5 美元/吨。

图表 27 0#锌升贴水



图表 28 LME 锌升贴水



数据来源：Wind，铜冠金源期货

四、铅基本面分析

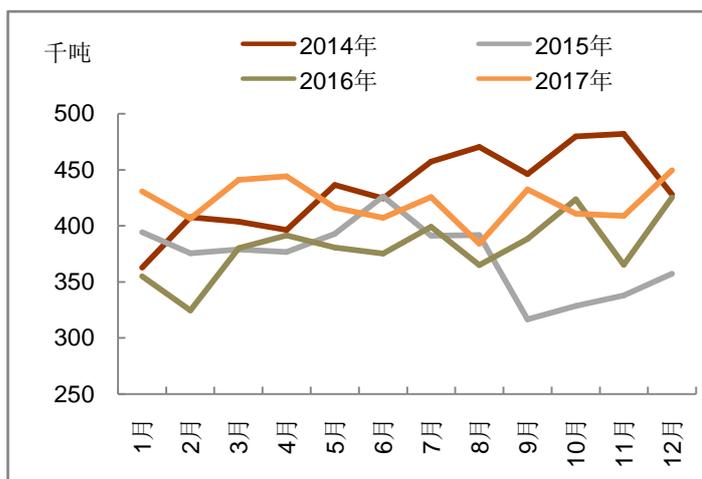
1、全球铅矿供应缺口增大，精炼铅市场缺口收窄

铅矿方面，根据国际铅锌小组数据，2017 年 12 月全球铅矿产量 44.96 万吨，同比增加 15.81%，环比增 11.17%，2017 年全年产量为 504.73 万吨，较 2016 年的 438.26 万吨增长 15.17%。

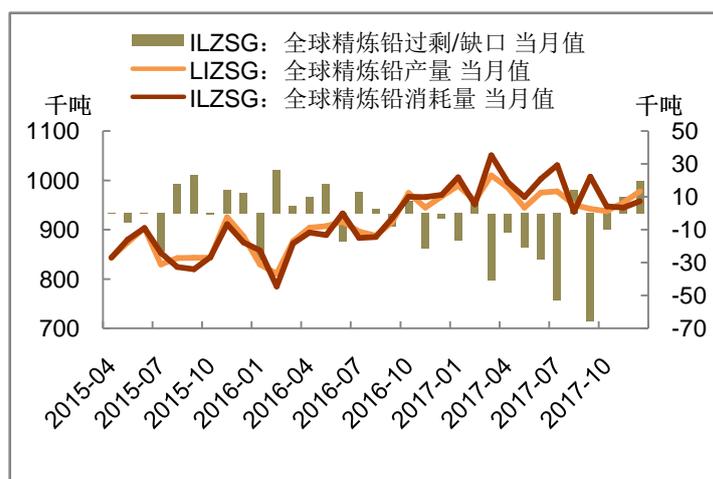
精炼铅方面，国际铅锌小组公布数据显示去年 12 月全球精炼铅产量为 97.78 万吨，同比增长 1.06%，环比增长 2.4%，其中 12 月精炼铅的消耗量为 95.78 万吨，总体 12 月供应过剩 2 万吨，11 月为过剩 0.99 万吨。

整体来看，全球铅矿，精炼铅市场供应缺口均呈现扩大状态。

图表 29 ILZSG 全球铅矿月度产量情况



图表 30 ILZSG 全球精炼铅供需情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 31 全球铅精矿市场供需平衡表 单位：万吨

	2014年	2015年	2016年	2017年1-11月
精矿产量	525.4	496.8	467.7	412
精矿需求量	474.4	465	476	430.8
精矿供需平衡	51	31.8	-8.2	-18.8

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

图表 32 中国铅矿市场供需平衡表 单位：万吨

	2014年	2015年	2016年	2017年*
铅精矿产量	260.9	233.5	222.7	208
铅精矿需求量	330.5	321.1	316.1	302.1
铅精矿净进口量	90.6	94.9	70.5	65
铅精矿供需平衡	21	7.3	-22.9	-29.1

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

图表 33 全球精炼铅市场供需平衡表 单位：万吨

	2014年	2015年	2016	2017年1-11
精炼铅产量	1107	1097	1124	1058
精炼铅需求量	1125.8	1095.2	1133.7	1063.6
精炼铅供需平衡	-19.3	2	-9.5	-5.6

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

图表 34 中国精炼铅市场供需平衡表 单位：万吨

	2014年	2015年	2016年	2017年*
精炼铅产量	474	470	466.5	485
精炼铅需求量	490	470	475	483
精炼铅净进口量	-3.3	-6	-1.1	6.5
精炼铅供需平衡	-19.3	-6	-9.6	8.5

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

2、铅矿加工费低位企稳，铅矿紧张有所缓解

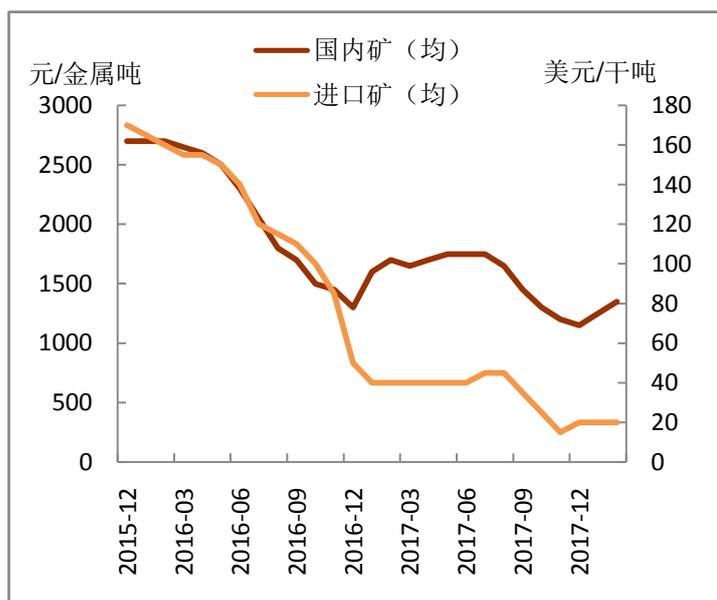
国家统计局公布数据去年 12 月铅矿产量为 11.8 万吨，同比减少 36.35%，环比减少 18.34%，减少约 3 万吨，2017 年全年铅矿累计产量为 148.65 万吨，同比增加 3.87%，加工费来看去年下半年内外矿加工费均快速下滑，目前低位企稳，SMM 最新数据显示，3 月国产铅矿加工费均值 1400 元/金属吨，较前一月增加 50 元/金属吨；进口矿加工费均值 20 美元/干吨，较前一月持平。加工费低位企稳，主因河南原生铅冶炼厂环保限产，对原料的需求有所减少，从而使得市场供应短缺情况有所缓解。

铅精矿进口方面，海关数据显示，2018 年 1 月进口铅矿 92829 吨，同比减少 15.9%，环比增加 11.62%，秘鲁和波兰的进口数量增长较为明显。

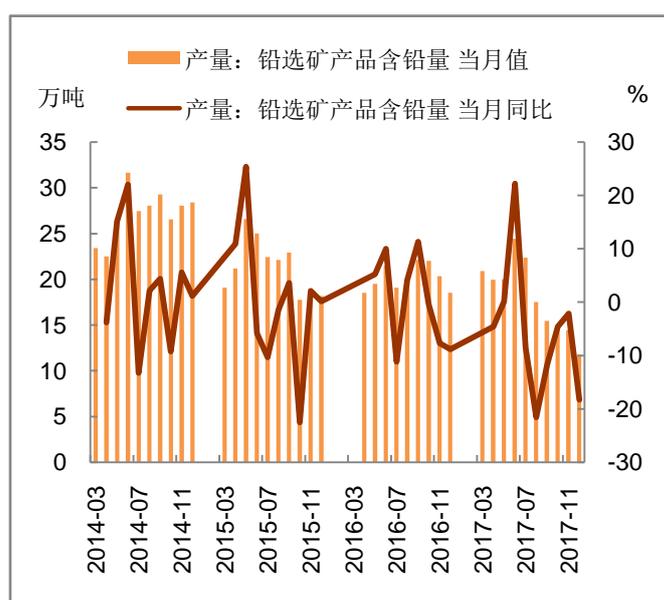
精炼铅方面，国家统计局数据显示，2017 年 12 月铅产量 42.4 万吨，同比增 3.7%，环比增加 2.46%，2017 年全年累计产量 471.6 万吨，同比增 9.7%。2 月份大型冶炼厂继续开工，但受环保影响处于限产状态，加之秦岭铝业、新凌铝业、安阳岷山、宇腾等企业检修，预计 2 月精炼铅产量或小幅减少。展望 3 月，前期部分检修企业开工复产，但仍有河池南方、江铜铅锌等企业计划检修，精炼铅产量或继续维持前期水平，但年后社会库存处于偏低状态，产量仍有增长预期。

再生铅方面，年前受原料紧张废电瓶价格过高，开工积极性普遍不高，叠加环保方面的影响多数提前进入放假模式，2 月开工水平大幅下降，且年后企业复工普遍较为缓慢，预计供应恢复仍需时间。

图表 35 铅精矿加工费情况

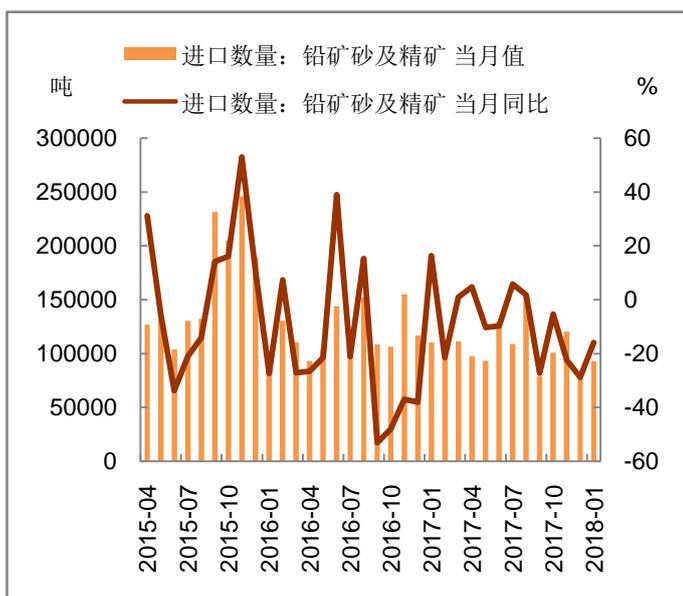


图表 36 铅精矿产量情况

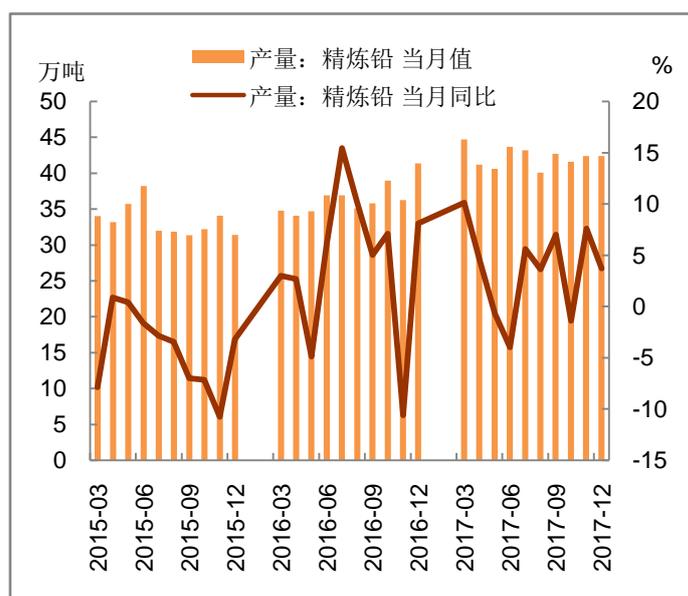


数据来源: SMM, Wind, 铜冠金源期货

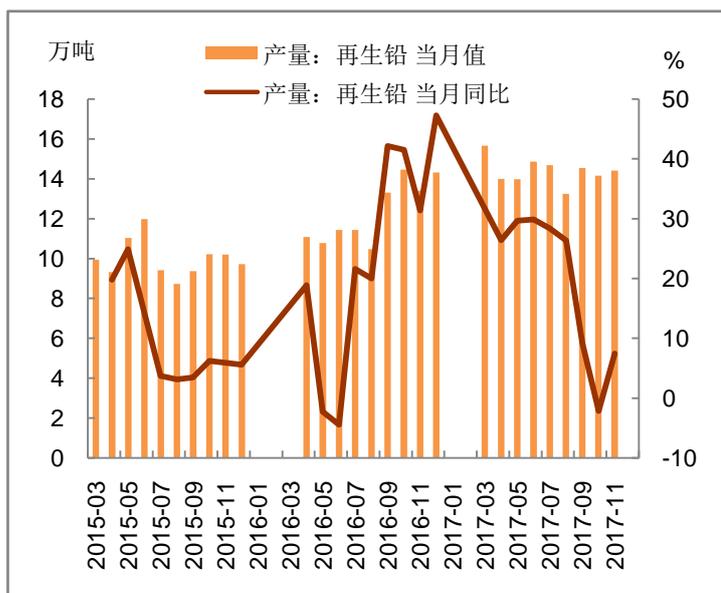
图表 37 铅精矿进口情况



图表 38 精炼铅产量情况



图表 39 再生铅产量情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

3、下游蓄电池企业环保，消费淡季临近

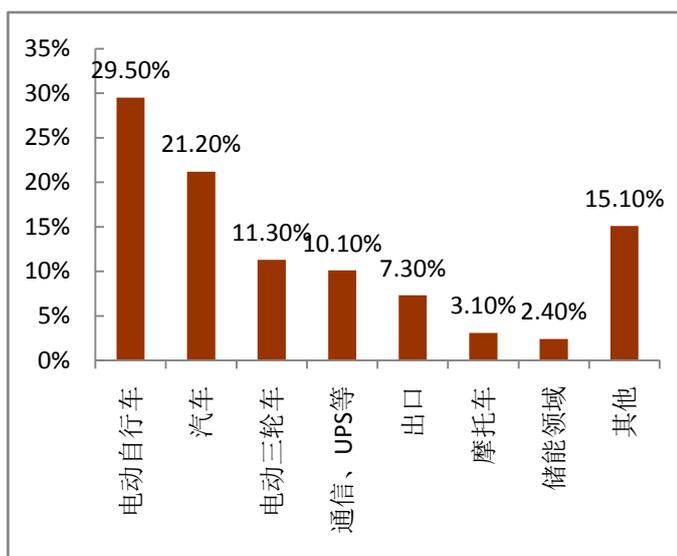
铅市初级消费主要集中在铅酸蓄电池行业，占到了铅总需求量 75%-80%。铅酸蓄电池按用途可以分为动力型、启动型、固定型和储能型等。动力型主要用于电动自行车、电动三轮车、低速电动车等，此为铅酸蓄电池最大应用领域，占整个精炼铅消费市场的 40%。启动型电池主要用于汽车领域。

国家统计局公布数据显示 2017 年我国铅酸蓄电池产量为 19922 万千伏安时，同比增长

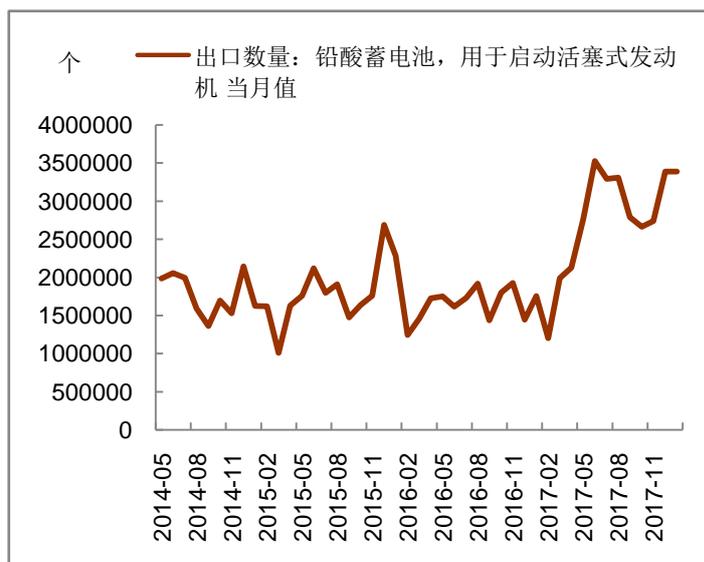
1.1%，今年 2 月消费方面年后经销商虽存补库预期，但市场普遍预计需求较弱，且铅蓄企业年后开工又受到环保因素影响限产，部分企业延长假期，需求进一步放缓，整体 2 月需求表现较弱，3-4 月为铅蓄电池传统消费淡季，预计中期消费仍无亮点，进一步压制铅价。

从终端行业来看，经过快速增长后，电动自行车行业逐步走向饱和，产量逐年下降；汽车行业受小排量汽车购置税恢复的影响，预计增速将面临压力；摩托车行业整体进入衰退期，用铅量将减少；去年国内 4G 建设完成，移动通信基站设备投资下滑，产量大幅下降，对铅消费难有提振。

图表 40 铅酸蓄电池消费领域占比



图表 41 铅酸蓄电池出口情况

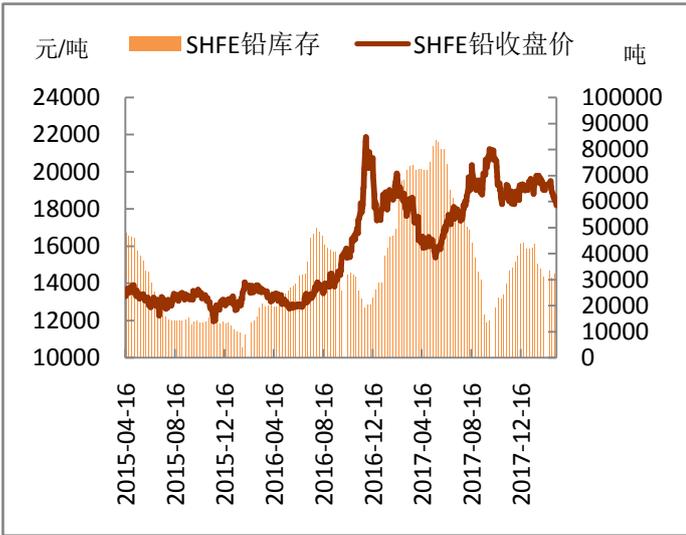


数据来源：安泰科，Wind，铜冠金源期货

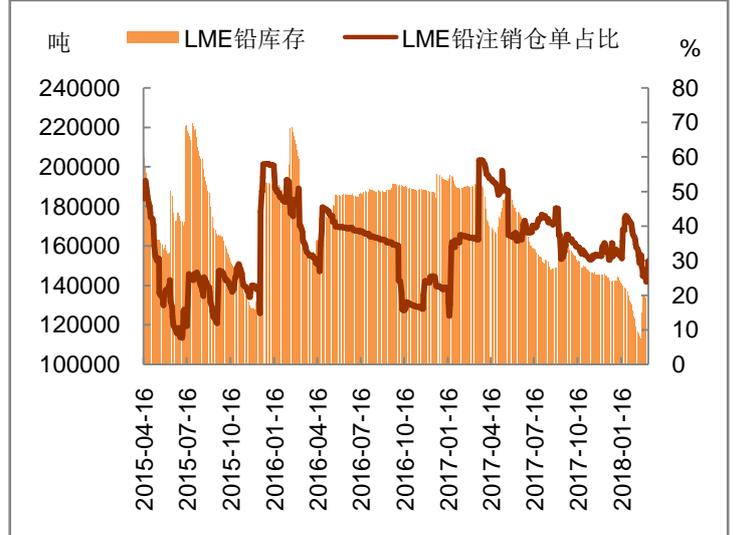
4、铅库存情况

库存方面，LME 铅库存先降后增，前期降幅主要因欧美地区寒冷天气带动的季节性需求增长，导致库存降幅明显，最低降至 112875 吨，月末库存回升，截止 2 月 28 日库存为 125800 吨。注销仓单大幅下降，截止月末注销仓单占比约为 28%。上期所方面 2 月库存重心小幅下降，截止月末库存为 33288 吨。后期伴随电池消费淡季来临，预计库存企稳回升。

图表 42 上期所铅库存



图表 43 LME 铅库存与注销仓单占比



数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

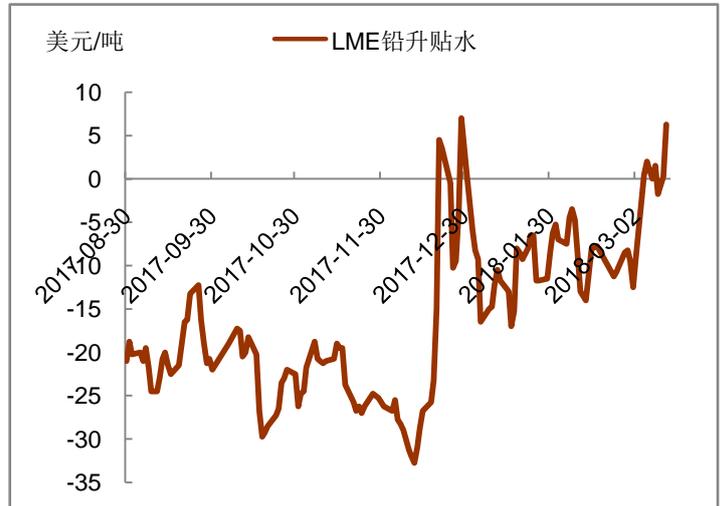
5、升贴水情况

从升贴水来看, LME 铅由贴水转为升水, 且月下旬开始升水迅速扩大至 25 美元/吨附近, 叠加 LME 铅库存的快速减少, 铅价不断刷新高点。国内方面, 基本处于升水和贴水间切换, 区间在 (-120, 120), 现货市场较难对期货市场形成推力。

图表 44 1# 铅升贴水



图表 45 LME 铅升贴水



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

五、总结与后市展望

1、锌价展望

基本面看，节后国内库存大增，下游受供暖季限产及为迎接两会的环保政策施压影响，启动晚于往期，加之 LME 锌库存以单日暴增 7.7 万吨的方式宣告阶段性逼仓告一段落。短期暴跌后，市场关注点或重回上游锌精矿供给、国内 3-4 月份冶炼企业检修及加工费谈判问题，及冬季限产解除后下游的加速回暖。另外需要关注的是，随着锌价的大幅调整，进口锌锭亏损幅度显著收窄，谨防进口窗口开启后进口锌锭对国内市场的冲击。综合来看，目前多空因素交织，市场情绪谨慎，但随着消费的逐步回归，锌价仍有回升空间，不建议追空，3 月份预计锌价运行区间在 24500-26500。

2、铅价展望

基本面看来，铅矿方面受气温及矿山安全监管等因素的限制依旧偏紧，精炼铅则受大型企业计划检修的影响供应受到压制，虽供应端短期利多但这种情况预计逐步会得到缓解，而消费方面铅蓄电池企业受环保限产需求减少，经销商补库需求较弱，加之消费淡季逐渐来临，中线仍建议偏空看待，风险因素主要来自环保政策方面的影响，目前主力合约盘面各路均线向下对期价形成较大压制，预计震荡偏弱态势将继续维持，注意超跌反弹风险，下方关注 18500 元/吨支撑处表现。

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



深圳营业部

深圳市福田区彩田路 3069 号星河

世纪大厦 A 栋 2908

电话：0755-82874655

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来

公寓 1201

电话：0371-65613449

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国

际金融中心 A 座大连期货大厦 2506B

电话：0411-84803386

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：0562-5859717

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。