



2018 年 8 月 10 日

星期五

宏观利空交织&下游消费淡季

锌价反弹空间受限

联系人黄蕾

电子邮箱 huang.lei@jyqh.com.cn

电话 021-68555105

要点

●美国经济数据整体向好。美联储FOMC议息会议与市场预期一致暂不加息，但强化了年内加息四次的可能。美欧贸易战暂停，但中美贸易战升级。欧洲方面，受全球贸易问题拖累，经济增速继续放缓。欧央行维持偏鸽派言论，确认QE将在12月底结束。国内方面，二季度经济数据疲弱，需求不旺。整体来看，当前国内经济内忧外患，不过中央政治局会议提出加大基建建设，或利于基金属。

●宏观面来看，中美贸易战升级及国内去杠杆导致国内经济下行压力加大，市场担忧将制约锌的下游需求。此外，从全球各大矿山的增产计划来看，下半年新增投产步伐加快。两大利空叠加助推锌价下跌。不过，7月底以来国内宏观面出现一定调整，如财政政策转向积极，下半年加大基建等领域的投资，锌下游消费端或受到一定支撑。8月国内锌矿加工费出现年内首度调高的情况，随着冶炼厂利润的改善，预计精炼锌供应或小幅回升。当前下游处于消费淡季，且北方地区因高温限电影响镀锌企业开工，短期制约下游消费。同时，现货升水大幅收窄，支撑力度减弱。不过，国内锌锭库存偏低的水平，近月合约仍有挤仓的风险。整体来看，锌价超跌反弹空间有限，上方关注22000附近压力。

●铅方面，宏观中美贸易对峙加剧，对铅价偏空。基本面看，上半年全球铅矿产量增长低于预期，产能或在下半年逐步得到释放，供需平衡显示全球精铅缺口修复快于预期，因而从中长期的供需格局来看依旧对铅价构成压制，国内方面目前原生铅供应逐步恢复，短期再生铅方面因利润偏低影响其开工，供应恢复较慢，期价反弹，然下游消费表现持续偏弱，处于旺季不旺的状态，另外电动车新国标的颁布，导致电池用铅量的下滑对铅价构成长期利空，但同时需关注基建投资给5G带来的影响，由此可能会带动耗铅量的增加。综上中期维持反弹偏空观点，关注沪铅主力合约上方18930附近阻力。注意环保超预期风险。

风险提示：需求超预期

目录

一、铅锌市场行情回顾	5
1、7 月锌行情评述.....	5
2、7 月铅行情评述.....	5
二、宏观经济概况	6
三、锌基本面分析	8
1、下半年全球锌矿供应增速加快.....	8
2、国产锌矿加工费年度首度上涨，锌锭进口窗口关闭.....	12
3、下游处于消费淡季，终端需求下滑.....	14
4、伦锌库存震荡，上期所库存处于历史低位.....	17
5、升贴水情况.....	18
四、铅基本面分析	19
1、全球铅矿供应低于预期，精铅缺口修复.....	19
2、原生铅供应缓和，再生铅供应趋紧.....	21
3、下游旺季不旺，支撑力度较弱.....	23
4、铅库存情况.....	25
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	5
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（万吨）	11
图表 7 中国锌精矿市场供需平衡表（万吨）	11
图表 8 ILZSG 全球锌矿月度产量情况.....	11
图表 9 ILZSG 全球精炼锌供需情况.....	11
图表 10 全球精炼锌市场供需平衡表（万吨）	11
图表 11 中国精炼锌市场供需平衡表（万吨）	12
图表 12 锌矿加工费情况.....	13
图表 13 精炼锌进口盈亏.....	13
图表 14 精炼锌产量情况.....	13
图表 15 SMM 精炼锌产量情况	13
图表 16 国内重点冶炼厂检修情况.....	14
图表 19 镀锌企业开工情况.....	15
图表 18 重点企业镀锌板销量情况.....	15
图表 20 镀锌板库存情况.....	15
图表 21 基础设施建设投资数据.....	16
图表 22 房地产开发投资数据.....	16
图表 23 汽车当月产量及销量数据.....	16
图表 24 家电累计产量数据.....	16
图表 25 上期所锌库存.....	18
图表 27 社会锌锭库存.....	18
图表 26 LME 锌库存与注销仓单占比	18
图表 28 0#锌升贴水.....	19
图表 29 LME 锌升贴水	19
图表 30 ILZSG 全球铅矿月度产量情况.....	20
图表 31 ILZSG 全球精炼铅供需情况.....	20
图表 32 全球铅精矿市场供需平衡表（万吨）	20
图表 33 中国铅矿市场供需平衡表（万吨）	20
图表 34 全球精炼铅市场供需平衡表（万吨）	21
图表 35 中国精炼铅市场供需平衡表（万吨）	21
图表 36 铅精矿加工费情况.....	22
图表 37 铅精矿产量情况.....	22
图表 38 铅精矿进口情况.....	23
图表 39 精炼铅产量情况.....	23
图表 40 再生铅产量情况.....	23

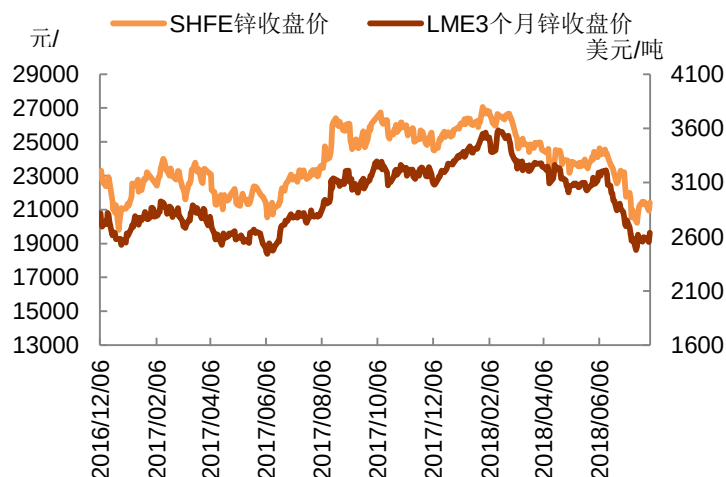
图表 41 铅酸蓄电池消费领域占比	24
图表 42 铅酸蓄电池出口情况	24
图表 43 上期所铅库存	25
图表 44 LME 铅库存与注销仓单占比	25
图表 45 1#铅升贴水	26
图表 46 LME 铅升贴水	26

一、铅锌市场行情回顾

1、7 月锌行情评述

7 月份，沪锌主力合约换月至 1809 合约，期价呈现探底回升走势。月初延续 6 月中旬以来的跌势，主要受到贸易风险升级、美元强势、国内紧张资金面及对后期需求担忧的影响，7 月 17 日刷新今年低点至 20055 元/吨，直逼 20000 的整数关口。随后受国内流动性及积极财政政策的释放，国内宏观环境有转好的迹象，提振锌价出现一波反弹走势。但由于期锌过度投机，交易所自 23 日夜盘起，上调主力日内平今仓交易手续费，锌价受挫冲高回落后维持高位震荡走势，截至 7 月 31 日报收 21405 元/吨，月度跌幅达 7.6%，持仓量报收 207402 手。外盘走势弱于内盘，7 月 16 日触及低点 2475 美元/吨，随后围绕 2600 一线横盘震荡，最终收至 2636 美元/吨，月度跌幅达 7.74%，持仓量增至 275683 手。

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势



数据来源：Wind，铜冠金源期货

2、7 月铅行情评述

7 月沪铅主力合约由 1808 合约换至 1809 合约，月初期价开于 20515 元/吨，环保回头看告一段落，市场存供应恢复预期，伴随着上期所库存的低位回升，以及原生铅再生铅价差的走扩，预期兑现，期价呈现通道下跌走势，月中消息面再度针对再生铅供应恢复低于预期进行炒作，但仍然难改铅价颓势，截至月末期价报收于 18490 元/吨，月度跌幅 9.63%，成交量减少 8.6 万手至 141.5 万手，持仓量减少 1 万手至 6.7 万手。外盘伦铅总体呈单边下跌走势，截至月末报收 2164 美元/吨，跌幅 10.17%，成交量增 1.9 万手至 9.9 万手，持仓量小幅减少 0.2 万手至 11.2 万手。

图表 2 沪铅主连及 LME 三月期铅走势



数据来源：Wind，铜冠金源期货

二、宏观经济概况

美国经济数据整体向好。美国商务部发布数据显示，美国二季度实际GDP年化季环比初值为4.1%，略不及预期的4.2%，但仍大幅超越前值的2%，创下近四年新高。从PCE数据来看，二季度PCE同比4.1%，增长强劲，远高于前值2.2%；5月核心PCE六年内首次达到2%的目标；这都增强了加息的预期。7月ISM制造业指数58.1，逊于预期的59.3，但连续23个月高于50荣枯线，显示美国制造业持续扩张，但制造企业同时也表现出对关税的担忧。不过，7月非农就业报告没有达到市场预期，就业人数只增加15.7万人，远低于预期的19万人和前值21.3万人，创2018年3月以来新低；美国7月失业率为3.9%，略低于前值4%，符合预期。主要是受到季节性因素影响，市场对非农远不及预期的反应并不大。美联储方面，8月1日美联储发表FOMC议息会议声明，与市场预期一致暂不加息，但强化了9月加息以及年内加息四次的可能，认为在经济强劲的环境下需要逐步加息。声明肯定了美国劳动力市场持续强化，对经济活动增长速率、就业增长、家庭支出和商业固定投资的形容词统一为“强劲”，同时肯定失业率保持低位。整体而言，美国与中国、欧盟、日本等经济体之间的贸易摩擦存在不确定性，使得美国经济增长存在放缓的潜在风险，美联储不希望过快或过慢加息，进而导致经济面临衰退或者过热的风险，预计将维持渐进加息的路线。

美欧贸易战暂停，7月26日，媒体报道称，美国总统特朗普与欧盟委员会主席容克达成一致，以避免欧美贸易战。在此次协商中，欧盟决定让步，同意进口更多大豆，下调工业关税，并就进口美国液化天然气做更多工作，但未包含汽车领域的放宽措施。进入7月，中美贸易战

进入实质性阶段，8月初中美贸易局势再度升温，美国拟将进口中国2000亿美元商品税率由原来宣称要加征的10%提高到25%，中国被迫采取反制措施按照四档关税加征关税。市场恐慌情绪蔓延，压制金属走势。

欧洲方面，受全球贸易问题拖累，经济增速继续放缓。数据来看，欧元区7月制造业PMI初值55.1，至两个月高点，高于预期54.7和前值54.9。其中，德国7月制造业PMI初值57.3，至三个月来高位，高于预期55.5和前值55.9。值得注意的是，这是德国制造业PMI今年以来第一次上涨，反映在产量、新订单数量和采购库存的强劲增长里。法国7月制造业PMI初值53.1，至两个月高位，低于预期和前值52.5。此外，欧元区二季度GDP同比初值 2.1%，预期 2.2%，前值2.5%，显示出欧元区经济在2017年复苏之后进一步放缓。7月27日，欧央行维持三大利率不变，确认QE将在12月底结束，符合市场预期。不过，欧央行表示，只要有必要，就将对到期债券进行再投资，再投资将一直持续到QE结束后很长一段时间。欧央行维持偏鸽派言论。

国内方面，二季度经济数据疲弱，显示需求不旺。二季度GDP增速6.7%，略有放缓，需求弱是GDP回落的主因。居民部门杠杆上升带来的利息支出、可支配收入增速下滑以及去杠杆带来的资产收益降低共同抑制了消费。上半年社消增速9.4%，6月社消、限额增速分别为9%、6.5%。6月M2增速进一步降至8%，维持低增长趋势。此外，受近期强降雨台风高温频发、国际贸易摩擦升温和部分行业进入传统生产淡季等因素影响，中国7月制造业活动小幅放缓，但连续24个月高于荣枯线，延续扩张态势。官方制造业PMI 51.2，较6月小幅放缓，但仍维持在高位。财新制造业PMI50.8，增速放缓至8个月来低点。

由于国内外经济环境的进一步复杂多变，国内在政策方面也开始出现调整。央行尽可能给予了稳定的货币环境，国内宏观政策有所调整，部分表述中将“去杠杆”转为了“稳杠杆”，流动性的表述也已改成了“保持流动性合理充裕”。7月23日，国务院常务会议要求财政金融政策要协同发力，积极财政政策要更加积极，稳健的货币政策要松紧适度。要求更好发挥财政金融政策作用，支持扩内需调结构促进实体经济发展。7月底召开的年中政治局会议，坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用，要把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕；加大基础设施领域补短板的力度，把握好去杠杆力度和节奏，协调好各项政策出台时机；继续研究推出一批管用见效的重大改革举措；下决心解决好房地产市场问题，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨；把稳定就业放在更加突出位置。

整体来看，当前国内经济内忧外患，不过中央政治局会议提出加大基建建设，或利于基金属。

三、锌基本面分析

1、下半年全球锌矿供应增速加快

国际铅锌小组数据显示，2018年5月锌精矿产量107.59万吨，同比增加2.1%。1-5月累计产量达516.55万吨，累计同比减少2.75%。由于中国锌矿受环保及矿石品位下降的影响，产量下滑明显，部分抵消了其他国家锌矿的增量。此外，今年锌矿投产及复产多集中在下半年，故下半年锌矿供应将有所增加。全年来看，国际铅锌研究小组的预测2018年锌矿增长6%达到1378万吨，为至少5年来的最高水平。

其中，6月底，澳大利亚新世纪资源公司正在重启全球第五大锌矿资源的大型尾矿坝，计划将在8月首次发货。今年三季度计划生产4,000吨锌，且随着生产进行，四季度将达到30,000吨，并在明年底达到目标产能260,000吨。8月初，新世纪资源公司表示，世纪锌矿复产准备工作在7月取得长足进展后，重启工作已准备就绪，有望在8月首次投产。该矿预计正式投产后每年将生产50.7万吨锌精矿，产量占公司总矿业产量的52%。该矿的最初预计寿命为6.3年。

7月中旬，据韦丹塔锌业国际公司公告称，旗下南非北开普省的Gamsberg锌矿项目启动试生产。首批锌精矿将于9月初正式产出，预计今年产出达5-7万吨锌矿。

7月19日，必和必拓公布二季度报，显示其2018年二季度锌矿产量3.6万吨，同比增加23.8%，上半年合计6.15万吨，2018年财年锌矿产量预计12万吨，较2017年增加3.3万吨。

Teck旗下的红狗矿由于矿石品位以及回收率提高，二季度产量15.36万吨，较去年同期增加20%，并且Teck将18年锌矿产量上调1万吨，由此前预测的52.5-54.5万吨上调至53.5-55.5万吨。

五矿的Dugald River矿产出继续增长，产量环比一季度增加0.8万吨至3.6万吨。该矿设计年产能22万金属吨左右。

Antamina二季度锌的产量较去年增加了24%达到12.65万吨，创下季度产量新高。

不过，嘉能可在昆士兰的Lady Loretta，预计今年上半年要开始复产，全年共10万金属吨的量。但是根据嘉能可第一季度的季报来看，这个矿目前为止并没有复产消息，而且同比去年一季度锌矿产量，今年下降了4万吨左右。

下半年，关注韦丹塔在印度的SindesarKhurd及五矿的世纪矿，前者在今年第四季度才能完成扩建，要在19年二季度左右出量；后者8月首次投产，但这个矿跟新星公司的Nyrstar冶炼厂及其他几家冶炼厂签了协议，出来的矿都是供其冶炼使用，不会运到中国。

精炼锌方面，国际铅锌研究小组(ILZSG)最新报告显示，今年1-5月全球锌市供应过剩3,000吨，去年同期为短缺15.8万吨。今年前5个月，锌产量为551.9万吨，同比增加2.51%。锌使用量为551.6万吨，同比下降0.47%。2017年全年为短缺46万吨，2016年为短缺12.7万吨。

世界金属统计局(WBMS)最新报告显示,2018年1-5月全球锌市供应过剩19万吨,此前 1-4月供应过剩14.3万吨,而2017年全年为短缺48.6万吨,显示供应偏紧格局回暖。5月全球锌消费量为90.66万吨,产量为107.43万吨。1-5月全球锌库存为8.14万吨。

国际铅锌研究小组预测,2018全球精炼锌需求料超过供给26.3万吨高于之前预计的短缺22.3万吨。全球精炼锌需求预计增加2%至1397万吨,此前三年需求持稳。

据悉,5月3日国外主要锌矿商与冶炼厂达成2018年度锌精矿长单基准TC价格为147美元/干吨,较2017年172美元/干吨下滑14.5%,为2006年来的最低基准价。此次谈判因分歧较大导致结果罕见延迟了2个月之久才出炉,最初是在Teck和Korea Zinc两家公司之间达成协。

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
	比利亚谷铅锌矿	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（万吨）

	2015年	2016年	2017	2018*
精矿产量	1278.4	1202	1256	1310
精矿需求量	1344.4	1307.6	1309.8	1316.9
精矿供需平衡	-66.3	-105.6	-53.8	-6.9

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

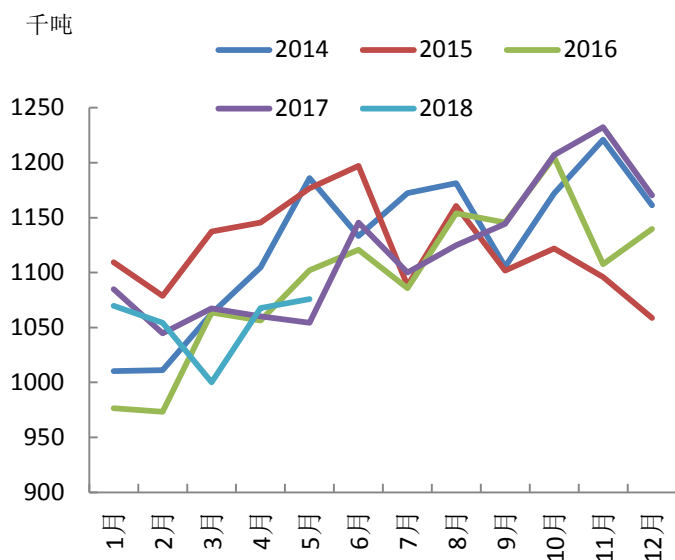
图表 7 中国锌精矿市场供需平衡表（万吨）

	2015年	2016年	2017年	2018年*
锌精矿产量	425	440	430	425
锌精矿需求量	564.9	569.1	563.8	563
锌精矿净进口量	161.4	99.7	121	140
锌精矿供需平衡	21.5	-29.4	-12.8	2

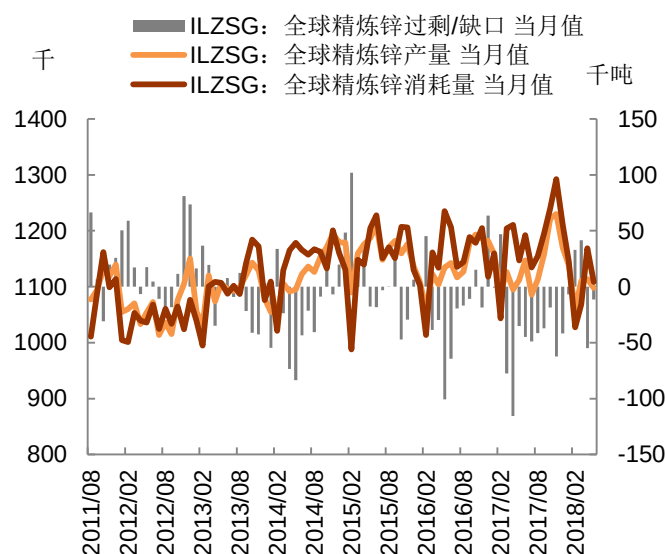
数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

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（万吨）

	2015年	2016年	2017年	2018年*
精炼锌产量	1366	1335.7	1338	1360
精炼锌需求量	1358	1370.7	1386.5	1396
精炼锌供需平衡	8.4	-35	-48.5	-36

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（万吨）

	2015年	2016年	2017年	2018年*
精炼锌产量	586	590	585	586
精炼锌需求量	628	657	663	667
精炼锌及锌合金净进口量	51	50.6	76.6	65
精炼锌供需平衡	9	-16.4	-1.4	-16

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

2、国产锌矿加工费年度首度上涨，锌锭进口窗口关闭

国内方面，受环保及锌矿品位下降影响，国内锌矿产量不及预期。其中，6月25日随着媒体对花垣县尾矿污染事件的曝光，花垣县再度陷入环保风波，其中涉及到的尾矿主要为铅锌尾矿污染，预计矿山难以重启。

从加工费来看，SMM 数据显示，8 月份国产锌矿加工费均值为 3750 元/金属吨，环比增加 250 元/金属吨；进口锌矿加工费均值为 50 美元/干吨，环比增加 17.50 美元/干吨。年初以来，进口锌矿加工费出现明显回升，国产锌矿加工费多持平，但 8 月以来加工费首次上涨，且幅度较大。主要由于国内冶炼厂利润收窄且部分出现亏损，6-7 月冶炼厂检修较多，对锌矿需求减少，加工费上涨。

国家统计局数据显示，6 月精炼锌产量为 47.5 万吨，同比减少 5%，1-6 月累计产量 282 万吨，累计同比持平。

SMM 数据显示，7 月精炼锌产量 40.84 万吨，环比减少 5.06%，同比减少 10.22%。1-7 月份累计产量 310.1 万吨，累计同比增加 1.65%。7 月炼厂减产检修集中度较高，产量环比下降较为明显。7 月锌价探低 20000 元/吨附近，触及炼厂成本线下方，部分炼企被迫主动减产或将检修计划提前；同时，天气高温状态，叠加消费进入淡季，炼企年度检修计划安排在近几个月附近，检修亦较集中。7 月减产检修的主要炼企有驰宏锌锗、兴安铜锌等多家企业，而白银有色、赤峰中色、陕西东岭等 7 月产量仍有减少。进入 8 月，巴彦淖尔紫金进入检修，但整体上，多数炼企检修减产结束，产量恢复，仅少许家炼企保持部分产线持续检修状态。预计 8 月国内精炼锌产量环比增加 1.85 万吨至 42.69 万吨，环比增加 4.54%，同比减少 4.26%，1-8 月累计同比预计增加 0.89%附近。

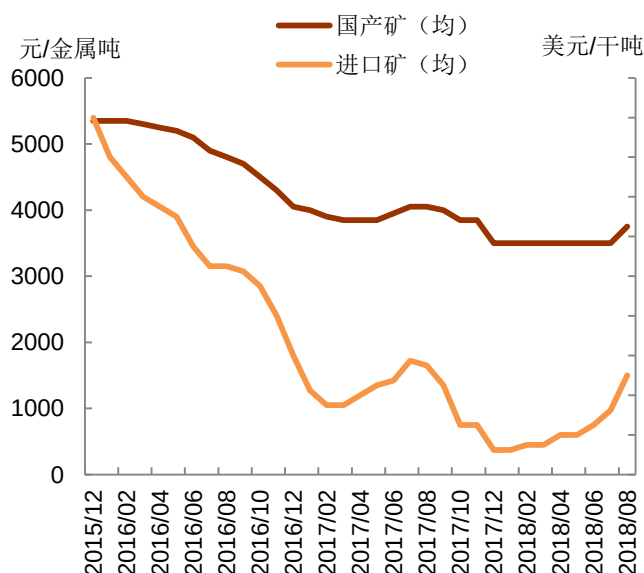
6 月底，国内冶炼厂召开会议，表示将加强行业自律和共同合作，提高加工费，计划减产 10%。但是据了解实际上没有企业进行减产，近阶段随着锌矿加工费的增加及锌价的反弹，冶炼企业利润逐渐恢复，联合减产概率降低。

今年 4 月份开始，海关暂停公布精炼锌进出口分项数据。自 5 月起，增值税由 17%下调至 16%，将直接导致沪伦正套利润上浮 200-300 元/吨。此外，人民币汇率自 6 月中旬起持续

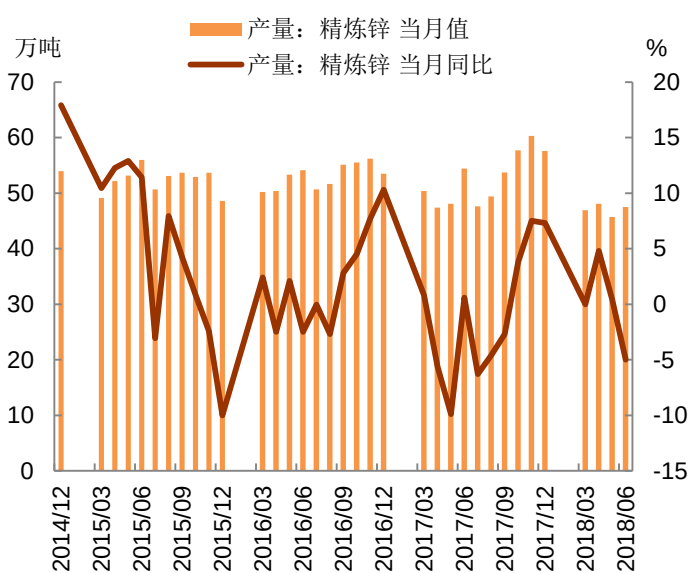
贬值，进口窗口阶段性开启，随着人民币贬值的回调，进口窗口再度关闭。截至 7 月底，进口锌锭亏损约 200 元/吨。

由于期锌过度投机，上期所发布公告称，自 2018 年 7 月 24 日交易（即 7 月 23 日晚夜盘）起，锌 ZN1809 合约日内平今仓交易手续费调整为 15 元/手；自 2018 年 8 月 16 日交易（即 8 月 15 日晚夜盘）起，该合约日内平今仓交易手续费调整为 3 元/手。

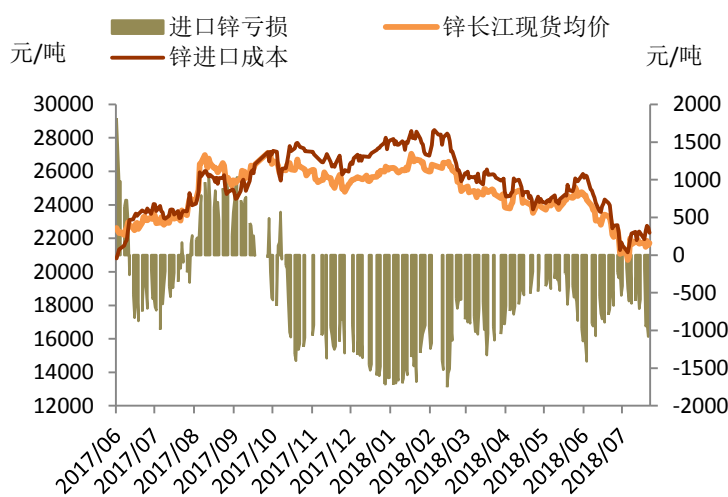
图表 12 锌矿加工费情况



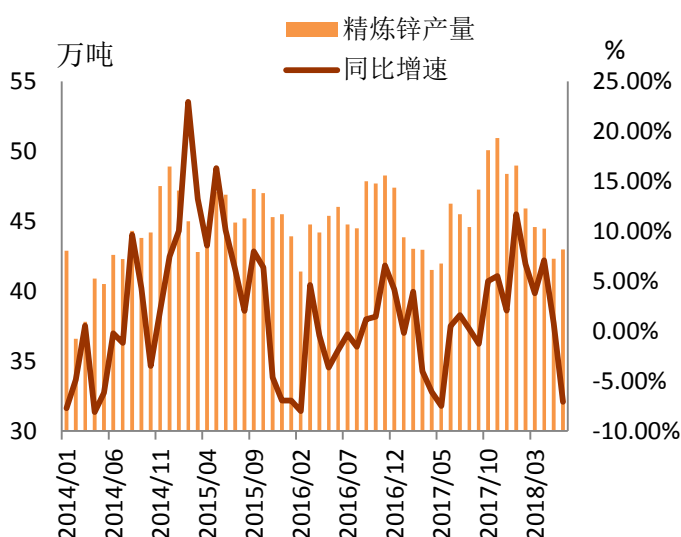
图表 13 精炼锌产量情况



图表 14 精炼锌进口盈亏



图表 15 SMM 精炼锌产量情况



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

图表 16 国内重点冶炼厂检修情况

企业名称	企业动态	检修情况
葫芦岛锌业	减产	3 月 20 至 7 月初
汉中锌业	检修结束	3 月 24 日至 4 月末；7 月初至 8 月中旬
中金岭南	检修结束	10 月；12 月 5 日至 25 日
株冶集团	减产	减产
驰宏锌锗	检修	7 月中旬至 8 月初
豫光锌业	检修结束	9 月初至中旬
河池南方	正常生产	3 月、4 月、5 月初及 9 月
陕西东岭	检修结束	4 月 20 至 5 月中旬，5 月 20 至 6 月中旬，8 月底至 9 月中上旬
赤峰中色锌业	正常生产	6 月 23 至 7 月中下旬，8 月
巴彦淖尔紫金	检修	7 月 27 至 9 月初
四川宏达	正常生产	暂无检修
陕西锌业	正常生产	3 月 29 至 5 月初
祥云飞龙	正常生产	暂无检修
云铜锌业	正常生产	4 月初至月底

数据来源：SMM

3、下游处于消费淡季，终端需求下滑

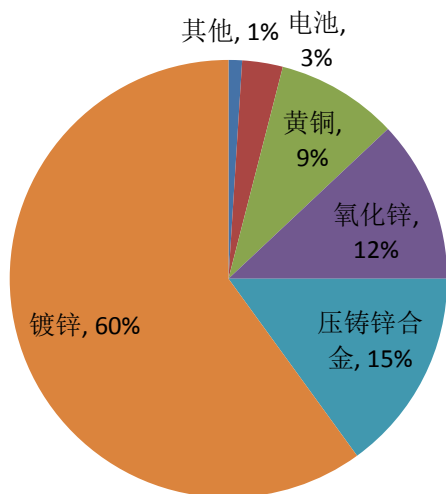
锌的初级消费主要包括镀锌（60%）、黄铜（11%）、压铸锌合金（22%）、氧化锌（9%）、原电池五类（8%）。

7 月下游进入消费淡季，其中从镀锌市场来看，北方环保限产消息继续发酵。据 SMM 调研了解，华北镀锌企业目前因环保影响，已限 30%。同时镀锌钢管行业成本倒挂，加之淡季销售订单不景气，镀锌钢管企业成品库存居高不下，已有主动减产意向。7 月镀锌企业开工率为 78.34%。

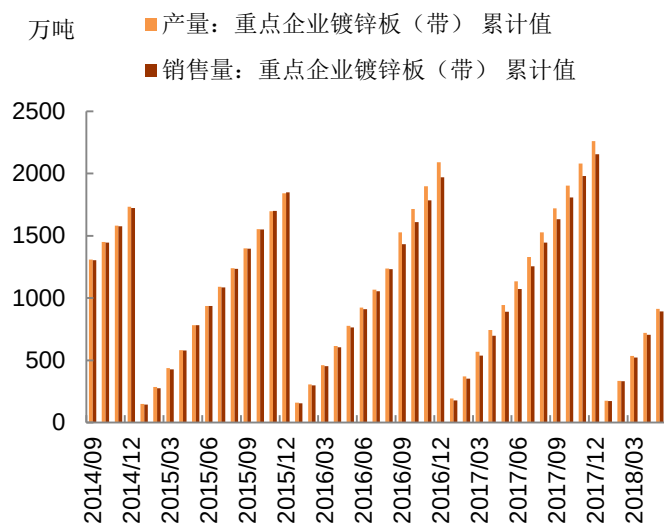
中国钢铁业协会数据显示，1-5 月累计生产镀锌板 912.67 万吨，累计同比下降 3.3%；累计销售量为 893.24 万吨，累计同比增加 0.38%。5 月当月镀锌板库存为 43.67 万吨，同比减少 24.88%。

据我的有色网调研了解，宁波地区一些压铸锌合金企业同比去年销量有所下滑，订单减少，部分压铸企业维持成本困难，被迫淘汰。同时，华北地区大部分小规模氧化锌生产企业由于环保检查的因素暂时停产，复产计划基本在 8-9 月。

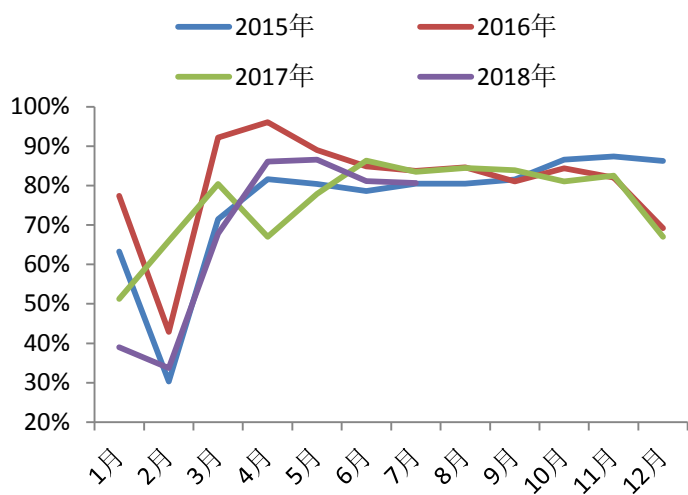
图表 17 锌初级端消费占比



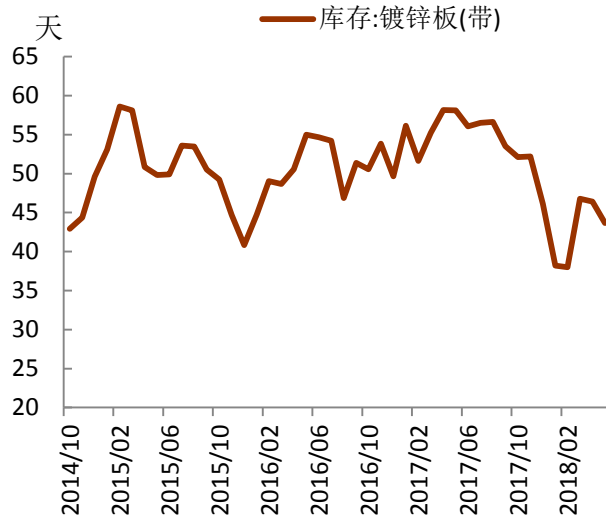
图表 18 重点企业镀锌板销量情况



图表 19 镀锌企业开工情况

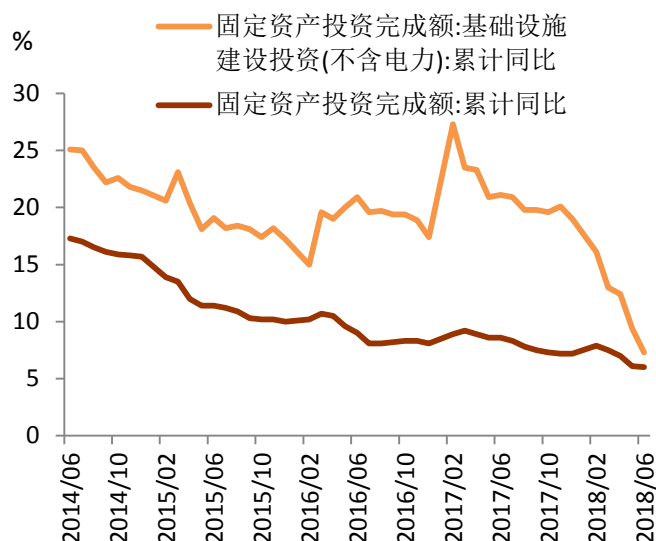


图表 20 镀锌板库存情况

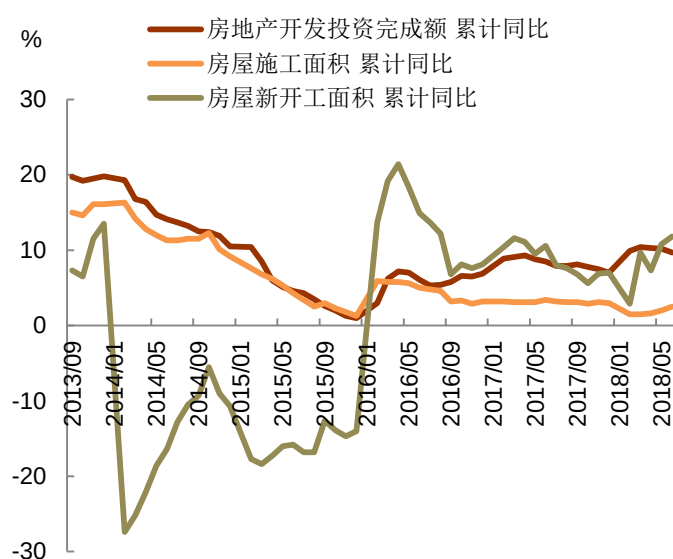


数据来源：Wind，SMM，铜冠金源期货

图表 21 基础设施建设投资数据

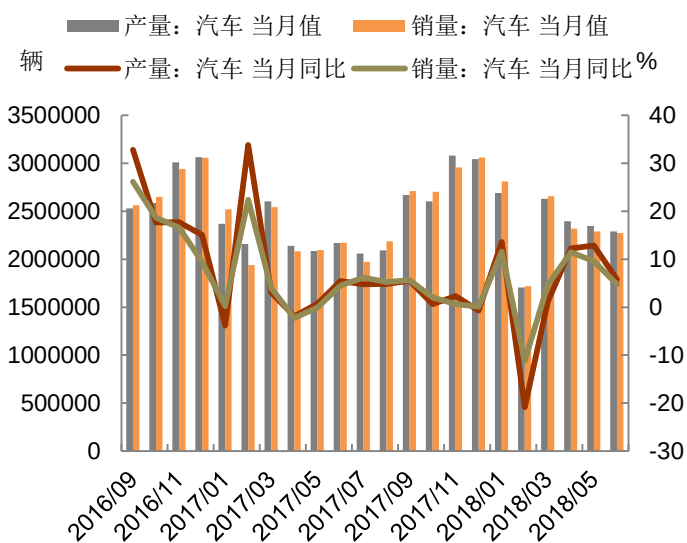


图表 22 房地产开发投资数据

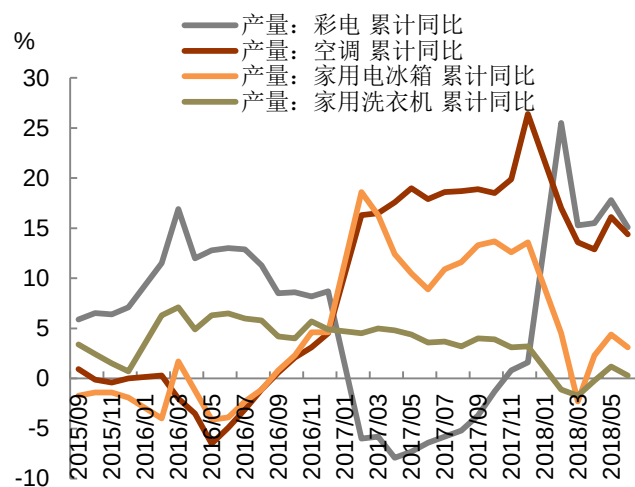


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 23 汽车当月产量及销量数据



图表 24 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,上半年固定资产投资同比增长 6%,低于一季度的 7.5%、去年同期的 8.6%和去年全年的 7.2%。其中,1-6 月基建投资同比增长 7.3%,较 1-5 月增速大幅下降 2.1 个百分点,远低于去年同期的 21.1%。基建投资疲软是今年以来投资增速持续下

滑的主要原因。

7 月 23 日，国务院常务会议提出财政更加积极的两大举措，一个是“聚焦减税降费”，一个是“加快今年 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度”，并且明确指出“在推动在建基础设施项目上早见成效”。此外，7 月 31 日中共中央政治局会议中指出，加大基础设施领域补短板的力度，增强创新力、发展新动能，打通去产能的制度梗阻，降低企业成本。要实施好乡村振兴战略。预示下半年基建大概率止跌企稳。

全国 1-6 月房地产开发投资 55531 亿元，同比名义增长 9.7%，环比回落 0.5 个百分点，高于去年同期 1.2 个百分点。今年以来，房地产投资持续高增长，成为投资的中流砥柱。1-6 月份，房地产开发企业房屋施工面积 709649 万平方米，同比增长 2.5%，增速比 1-5 月份提高 0.5 个百分点。1-6 月房屋新开工面积 95817 万平方米，增长 11.8%，增速提高 1 个百分点。上半年在严监管、紧信用背景下，房企通过“高周转”加快投资回笼资金，以及多地出台“抢人政策”；三四线城市受棚改货币化安置的驱动；前期土地购置费分期延后计入等因素提振地产投资及开工回升。后期随着地产投资高位缓降，加之融资压力、棚改货币化收紧，预计销售或进一步下行。此外，7 月 31 日中共中央政治局会议中指出，下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。

汽车方面，据中国汽车工业协会统计，6 月汽车产销环比略有下降，同比呈小幅增长。1-6 月，汽车产销保持稳定增长，与 1-5 月相比，产量增速有所提升，销量增速略有回落；与上年同期相比，产量增速有所减缓，销量增速小幅提升，产销增速略高于协会年初的预期。具体数据来看，6 月，汽车生产 228.96 万辆，环比下降 2.33%，同比增长 5.77%；销售 227.37 万辆，环比下降 0.61%，同比增长 4.79%。1-6 月，汽车产销 1405.77 万辆和 1406.65 万辆，同比增长 4.15%和 5.57%，与上年同期相比，产量增速回落 0.49 个百分点，销量增速提升 0.83 个百分点。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，同比增长 3%，较 2017 年会有小幅下滑。

白色家电方面，国家统计局数据显示，1-6 月空调产量累计同比 14.4%，较去年同期减少 3.5 个百分点；冰箱产量累计同比 3.1%，较去年同期减少 5.8 个百分点；洗衣机产量累计值同比 0.3%，较去年同期减少 3.3 个百分点；彩电产量累计同比增加 4.2%，较去年同期增加 7.6 个百分点。

整体看，下半年基建对锌需求或有提振，房地产受调控政策的影响，对锌市提振的持续性有待考验，而汽车和白色家电在消费大年过去后，今年难有较强表现。

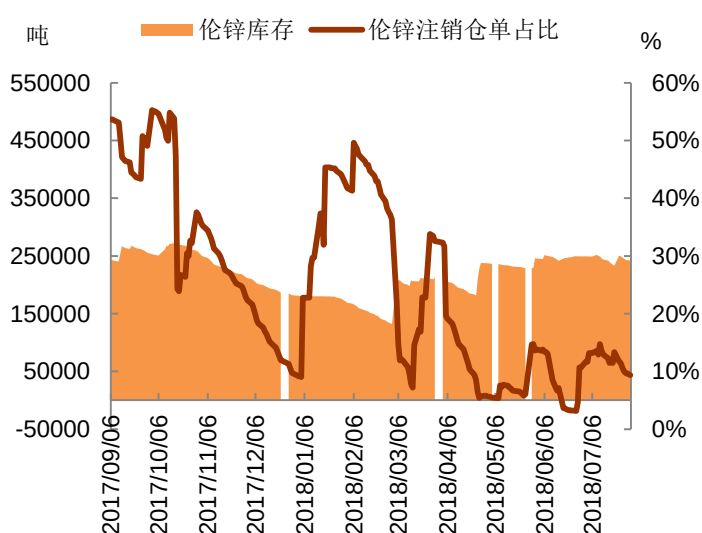
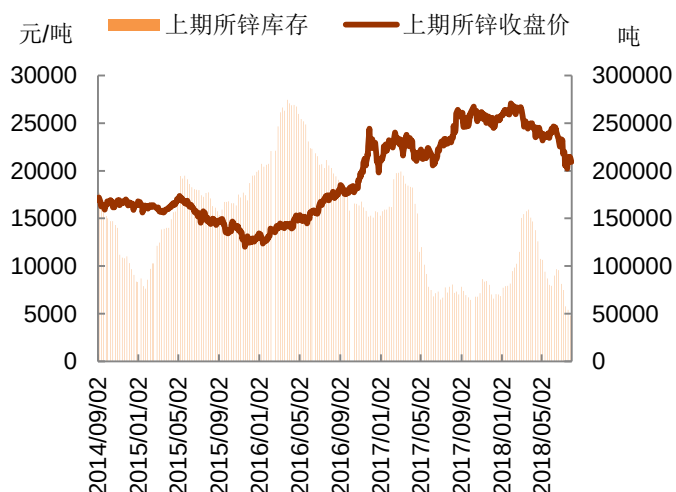
4、伦锌库存震荡，上期所库存处于历史低位

7 月以来，LME 库存基本维持在 24 万吨上下徘徊，仍较往年同期偏低 2 万吨左右，截至 7 月 31 日库存报收 240125 吨。上期所库存则呈现快速下滑，截至 7 月 27 日库存降至 48135

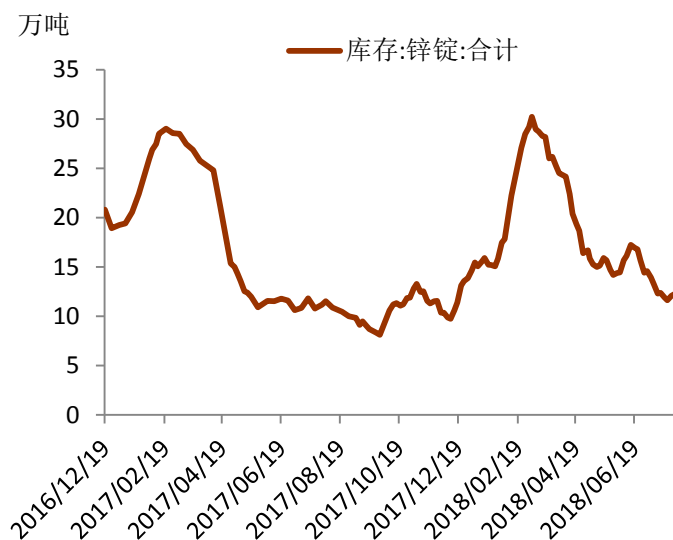
吨，处于历史相对低位，一度引发期锌逼仓行情。社会库存整体呈现先降后升，月中锌价大跌，下游备货积极性上扬，加之缺乏进口货源的补充，社会库存回落，月末随着锌价小幅反弹，下游采购力度下降，加之进口锌锭少量流入，库存回升。此外，据我的有色数据显示，目前保税区锌锭库存为 16.3 万吨，由于前期国内进口窗口短暂打开，保税区库存流入国内，冲击国内现货市场。4 月至今，保税区库存持续下滑但仍维持较高水平。

图表 25 上期所锌库存

图表 26 LME 锌库存与注销仓单占比



图表 27 社会锌锭库存



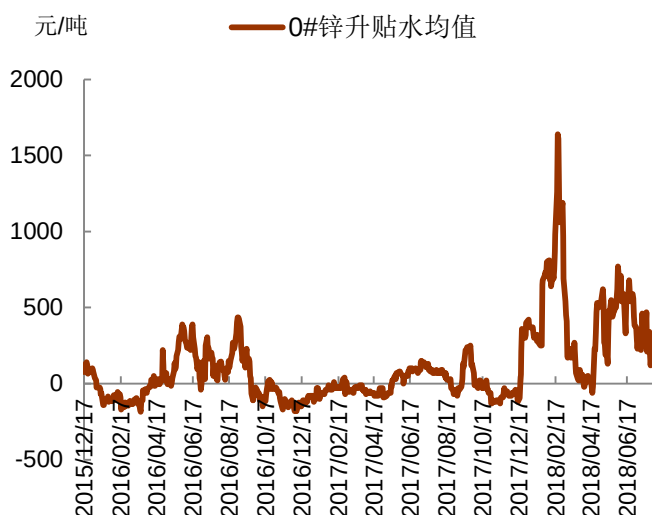
数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

5、升贴水情况

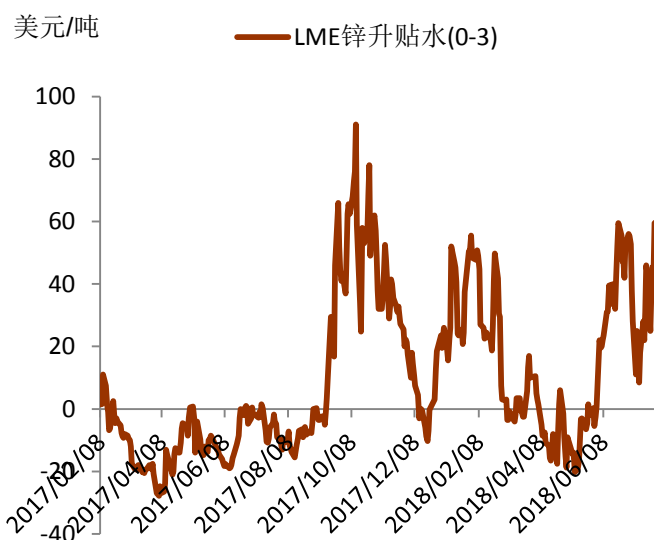
升贴水方面，7 月现货维持高升水结构，月中期价大幅回落，然冶炼企业惜售情绪较浓，且贸易商较为挺价，升水维持坚挺。月下旬，锌价探底回升，部分进口锌锭的流入，且下游

处于消费淡季采购积极性不高，现货升水走软，上海和广州对 1808 合约报升水 80-130 元/吨，天津由于部分企业存在暂时关闭部分生产线的情况，升水较坚挺，报 270-300 元/吨。LME 现货升水月中回调后再度回升至高位，截至 7 月 31 日升水报收 51 美元/吨，受高升水及人民币贬值影响，国外进口至国内的套利窗口难度打开增大，目前流入国内的锌主要为上海保税区残余库存。

图表 28 0#锌升贴水



图表 29 LME 锌升贴水



数据来源：Wind，铜冠金源期货

四、铅基本面分析

1、全球铅矿供应低于预期，精铅缺口修复

全球铅矿方面，根据国际铅锌小组（ILZSG）公布数据显示，5 月全球铅矿产量为 41.05 万吨，环比增加 3.3%，同比小幅减少 1.37%，1-5 月累计产量为 198.63 万吨，累计同比减少 7.12%。整体看 1-4 月主要生产国铅精矿产量多数表现为下降，澳大利亚同比下降 31.8%，降幅主要来自嘉能可的 Mount Isa 和 McArthur River 矿山；美国同比下降 26.1%，主要来自泰克公司旗下的红狗矿；秘鲁同比下降 9.1%，墨西哥和俄罗斯同比小幅增长分别为 2.6% 和 1.5%。

全球精炼铅方面，据国际铅锌小组（ILZSG）公布数据显示，5 月全球精炼铅产量 97.38 万吨，环比增 1.8%，同比增 3.04%，1-5 月累计产量 481.87 万吨，累计同比下滑 1.44%，除中国外，韩国的精炼铅产量下降最为明显，减量主要来自于高丽亚铅的减产。5 月全球精炼铅消耗量为 96.96 万吨，环比增 0.74%，同比增 0.35%，1-5 月累计消耗 486.21 万吨，累计同比下降 2.2%。精炼铅产量增速略高于消费增速，5 月供需缺口回补，小幅过剩 0.42 万吨。

1-5 月共短缺 4.34 万吨，较去年同期 8.27 万吨大幅收窄。

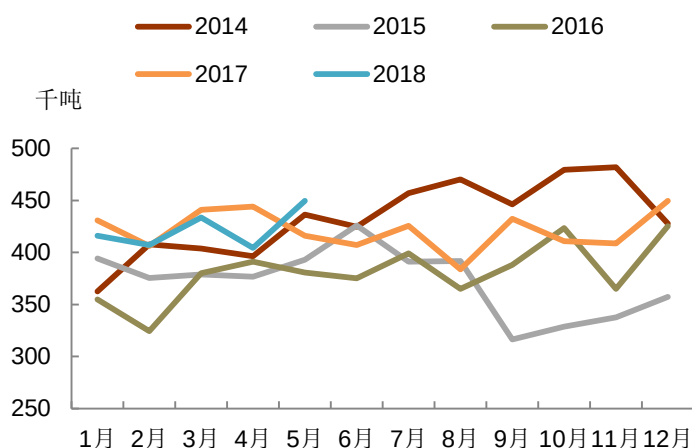
CRU 预测 2018 年全球精铅短缺 1 万吨，2019 年和 2020 年分别为过剩 5 万吨和 8 万吨。

法国兴业银行 7 月 25 日调降基本金属价格预估，2018 年和 2019 年表铅价预估分别下调至 2400 美元/吨和 2500 美元/吨。

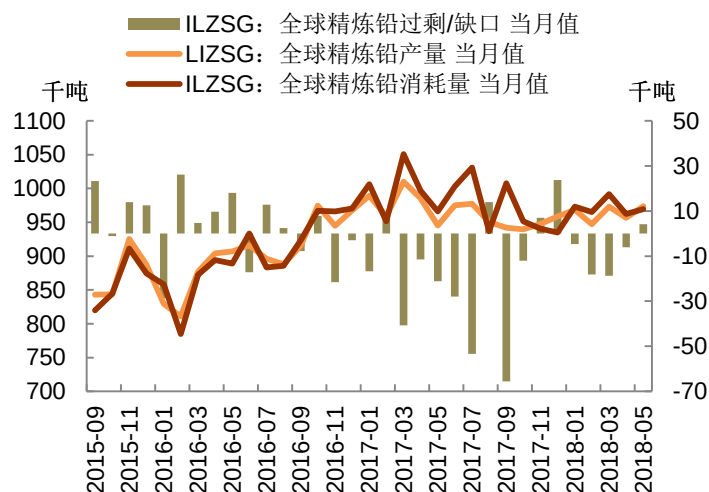
Wood Mackenzie 预测 2018 年全球精铅短缺 4.1 万吨，2019 年过剩 3.4 万吨。

日前，全球最大的矿业公司嘉能可下调铅和煤炭产量的全年预测，全年铅产量预测下调 5%。

图表 30 ILZSG 全球铅矿月度产量情况



图表 31 ILZSG 全球精炼铅供需情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 32 全球铅精矿市场供需平衡表（万吨）

	2015年	2016年	2017年	2018年
精矿产量	496.8	466.9	461.7	475.6
精矿需求量	454.5	487.4	473.5	478.6
精矿供需平衡	42.3	-20.5	-11.8	-3

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

图表 33 中国铅矿市场供需平衡表（万吨）

	2015年	2016年	2017年	2018年
铅精矿产量	233.5	223	208	215
铅精矿需求量	321	318.5	296.9	298
铅精矿净进口量	94.9	70.5	64	63
铅精矿供需平衡	7.4	-25	-24.9	-20

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

图表 34 全球精炼铅市场供需平衡表（万吨）

	2015年	2016年	2017年	2018年
精炼铅产量	1095.9	1115.8	1144.9	1158
精炼铅需求量	1093.3	1130	1148.5	1168
精炼铅供需平衡	2.6	-14.2	-3.6	-10

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

图表 35 中国精炼铅市场供需平衡表（万吨）

	2015年	2016年	2017年	2018年
精炼铅产量	470	466.5	487	480
精炼铅需求量	470.2	475	483	490
精炼铅净进口量	-6	-1.1	7.1	1.5
精炼铅供需平衡	-6.2	-9.6	11.1	-8.5

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

2、原生铅供应缓和，再生铅供应趋紧

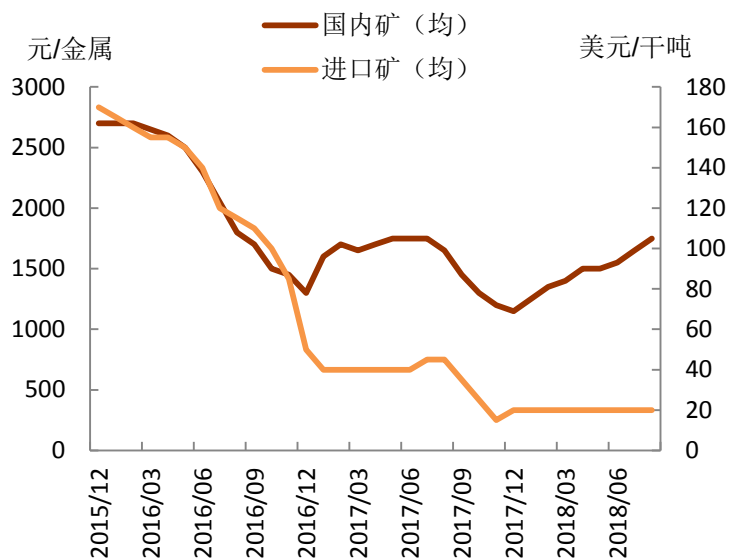
从国内原料端来看，根据国家统计局数据并经安泰科修正，1-5 月铅精矿产量为 68.1 万吨，同比下降 6.6%，5 月环比呈小幅增加走势。据上海有色网数据显示 8 月国内矿加工费均价继续环比增 100 至 1750 元/金属吨，加工费连续 4 个月回升，矿端整体显宽松。

铅矿进口方面，4 月开始海关停止公布数据，前 3 个月累计进口 25 万吨，同比下降 22.8%。下降主要原因在于澳大利亚、美国等地今年均有不同程度的减产，其次朝鲜矿的终止进口也影响了进口量。上海有色网公布的 8 月进口矿加工费均价为 20 美元/干吨，依旧维持地位，进口矿数量仍较少。

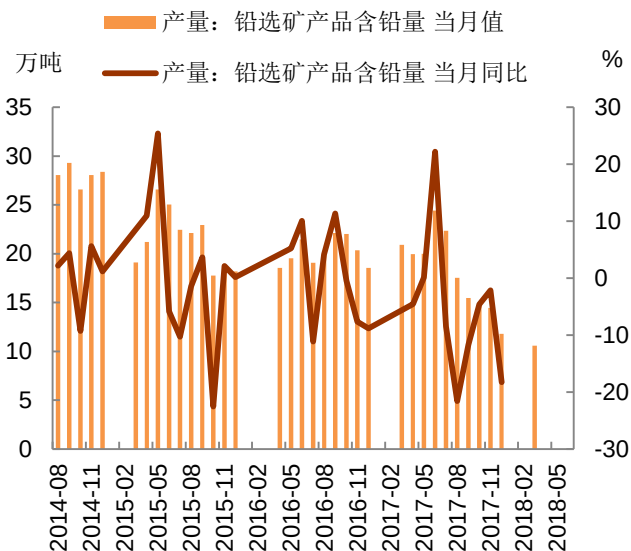
精炼铅方面，国家统计局公布数据显示，6 月精炼铅产量为 40.2 万吨，同比增 8.9%，环比减少 2.66%，1-6 月累计产量为 241.5 万吨，累计同比增加 9.5%。SMM 调研统计数据 7 月原生铅产量为 25.55 万吨，环比上升 7.95%，同比下降 10.15%；1-7 月份累计产量 168.95 万吨，累计同比下降 8.92%。7 月初环保“回头看”告一段落，河南、湖南等地炼厂开工增加，加之各原生铅炼厂上半年检修基本结束，预计 8 月原生铅产量将继续增长。SMM 预计 8 月原生铅产量将增量至 26.58 万吨。再生铅方面，由于原料与成品价格的收窄，目前再生铅冶炼利润基本无利可图，据 SMM 调研了解，湖南、云南地区已于 7 月底基本停工，贵州地区减产至半产，降低至 400 吨/日左右。河南河北地区除持证炼厂维持正常生产外，大多减产 40-50%。再生铅产能方面，今年新建的新春兴二期、山东中庆、安阳岷山、云南振兴等经过上班年的调试，三季度将陆续释放，若达产月均增量在 4 万吨左右，此外安徽华铂二期（60 万吨/年

拆解)、兴安银铅(10 万吨/年拆解)等预计三季度建成投产。整体来看短期再生铅供应因利润偏低受到压制,但今年对再生铅产能投放带来供应的增加仍存较大预期。

图表 36 铅精矿加工费情况

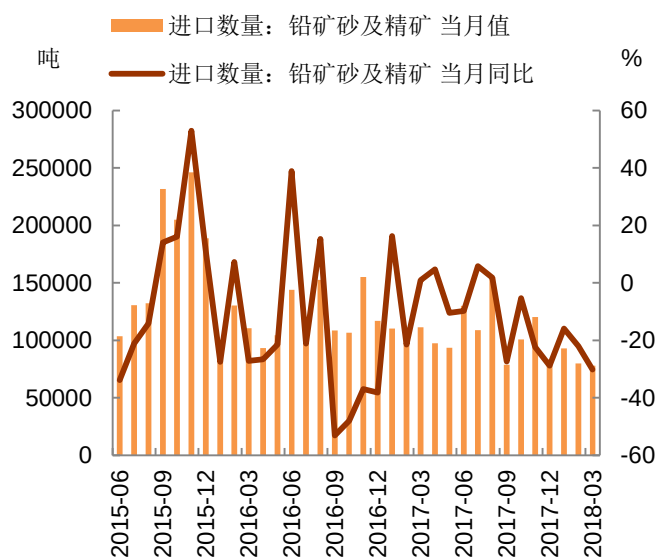


图表 37 铅精矿产量情况

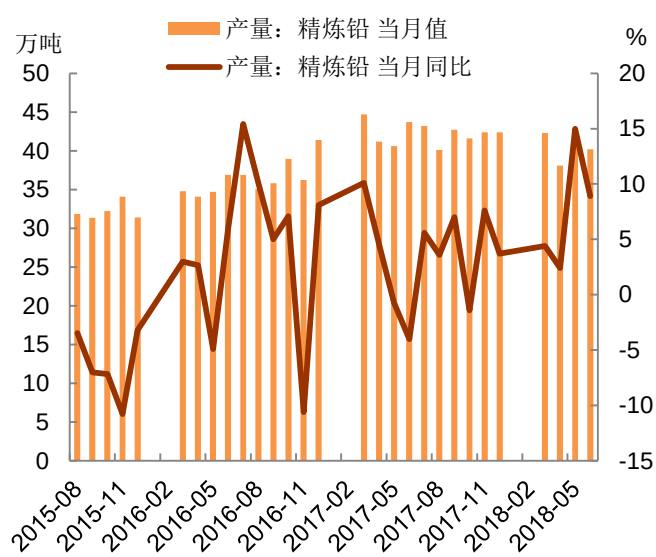


数据来源: SMM, Wind, 铜冠金源期货

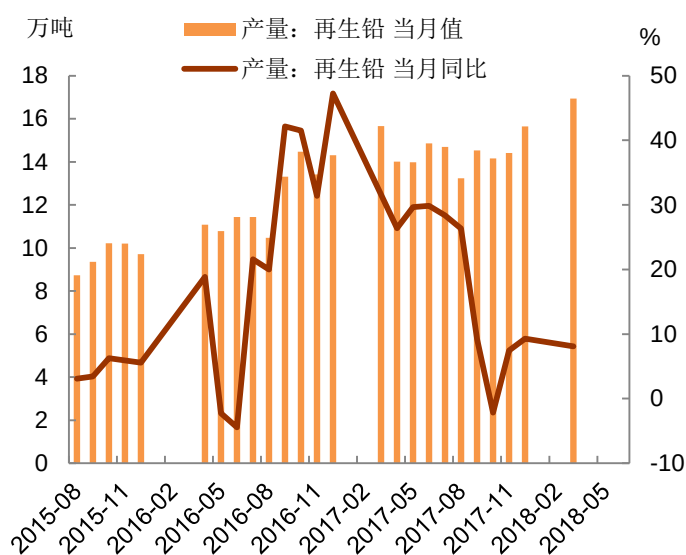
图表 38 铅精矿进口情况



图表 39 精炼铅产量情况



图表 40 再生铅产量情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

3、下游旺季不旺，支撑力度较弱

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。

汽车产销无太大亮点，数据方面中汽协公布 6 月汽车产量 228.96 万辆，同比增长 5.77%，

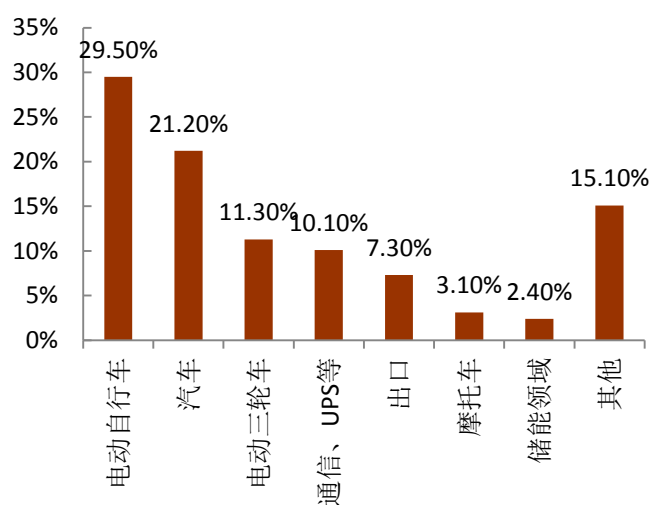
1-6 月累计产量 1405.77 万辆，累计同比增长 4.15%。6 月汽车销量 227.36 万辆，同比增长 4.79%，1-6 月累计产量 1406.65 万辆，累计同比增 5.57%。

通信基站方面，5G 需求增长不明显，产量同比小幅回升，国家统计局公布数据像是 6 月移动通信基站设备产量 3037.2 万信道，同比增幅 6%，1-6 月累计产量 14507.1 万信道，累计同比下降 0.9%。

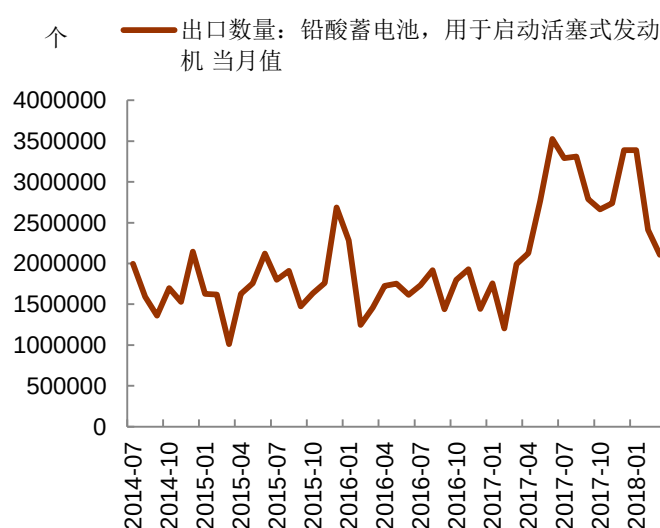
铅酸蓄电池方面整体来看蓄企库存水平偏高，整体表现旺季不旺，7 月初，因江西省环保自查，其中宜春地区部分铅蓄电池企业生产再度受限，影响日耗铅量近千吨。据 SMM 调研，当地蓄企业已于近日复产，据当地企业反映由于当前铅蓄电池市场终端消费低迷，工厂多以销定产，目前生产线开工率尚不及 50%。行业方面 2018 年 5 月 15 日，根据国家标准管理程序，工业和信息化部组织修订的（GB 17761-2018）《电动自行车安全技术规范》强制性国家标准，由国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会《中华人民共和国国家标准公告（2018 年第 7 号）》批准发布，并将于 2019 年 4 月 15 日正式实施，另 2018 年 5 月 15 日至 2019 年 4 月 14 日为过渡期。新规中，明确规定最大整车质量（含电池）为不超过 55kg，而据了解，当前市场上电动自行车整车重量远超 55kg，部分已超出 70kg。整车生产企业或是直接使用重量更轻的锂电池来替代铅酸蓄电池，或是使铅酸电池自身实现“轻量化”。据 SMM 调研了解，自草案出台铅蓄电池企业陆续就新国标，开始对铅酸蓄电池开展技改。其中，少数企业已于 5-6 月完成技改试验，并于 7 月份随《电动助力车用阀控式铅酸蓄电池》（GB/T22199-2017）实施，正式向市场批量销售“减重”后的电池。另据产企业反映完成电池“减重”技改后，当月原材料中用铅量较技改前下降约 5%。

综上中长期来看铅消费增长仍较为乏力，需关注政策推动基建投资给 5G 带来的影响，由此可能会带动耗铅量的增加。

图表 41 铅酸蓄电池消费领域占比



图表 42 铅酸蓄电池出口情况



数据来源：安泰科，Wind，铜冠金源期货

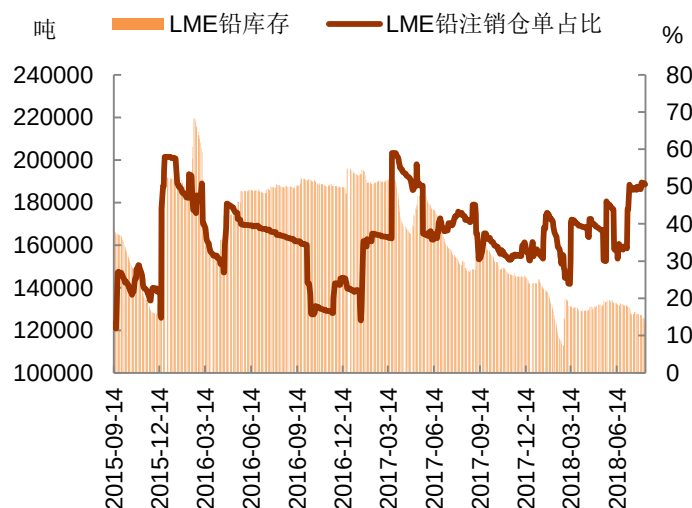
4、铅库存情况

库存方面，从 7 月开始上期所库存扭转前期下跌格局，从月初 7 月 6 日的 7140 吨一度增至 7 月 20 日的 14468 吨水平。截至 8 月 3 日上期所维持在 12841 吨附近水平。整体来看库存的增加同期价变化的负相关性较强。

图表 43 上期所铅库存



图表 44 LME 铅库存与注销仓单占比

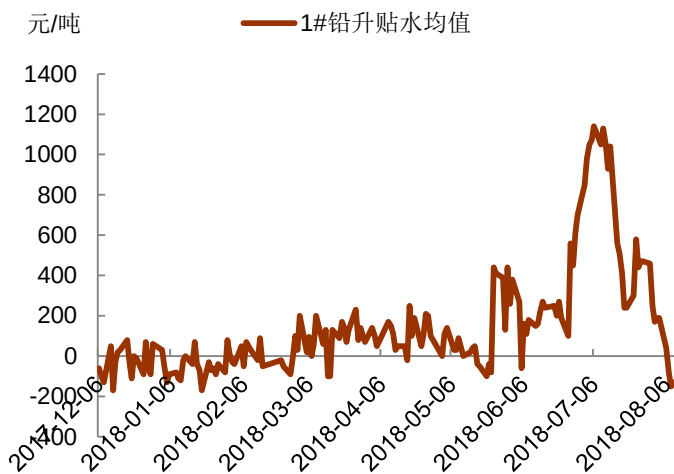


数据来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

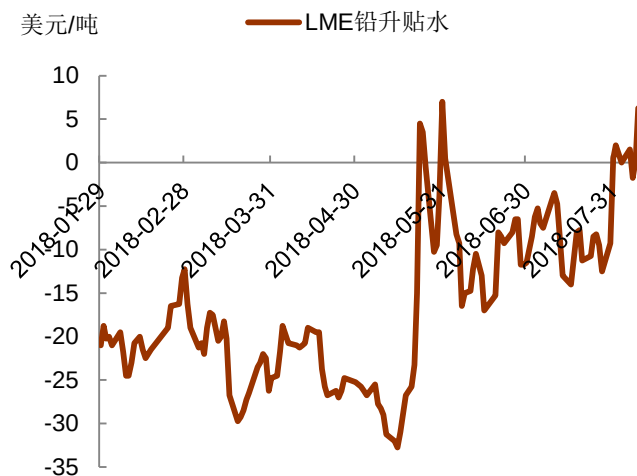
5、升贴水情况

从升贴水来看，7 月现货升水状态大幅收窄，主因环保缓和多数冶炼厂的检修完毕导致市场货源逐步增多，现货升水的快速回落对期价的支撑力度也随之减弱，期价也开始走软，截至 8 月 8 日，现货贴水均价维持在 100 元/吨左右。

图表 45 1#铅升贴水



图表 46 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

宏观来看，中美贸易战升级及国内去杠杆导致国内经济下行压力加大，市场担忧将制约锌的下游需求。此外，从全球各大矿山的增产计划来看，下半年新增投产步伐加快。两大利空叠加助推锌价下跌。不过，7月底以来国内宏观面出现一定调整，如财政政策转向积极，下半年加大基建等领域的投资，锌下游消费端或受到一定支撑。8月国内锌矿加工费出现年内首度调高的情况，随着冶炼厂利润的改善，预计精炼锌供应或小幅回升。当前下游处于消费淡季，且北方地区因高温限电影响镀锌企业开工，短期制约下游消费。同时，现货升水大幅收窄，支撑力度减弱。不过，国内锌锭库存偏低的水平，近月合约仍有挤仓的风险。整体来看，锌价超跌反弹空间有限，上方关注22000附近压力。

2、铅价展望

宏观方面，宏观中美贸易对峙加剧，对铅价偏空。基本面看，上半年全球铅矿产量增长低于预期，产能或在下半年逐步得到释放，供需平衡显示全球精铅缺口修复快于预期，因而从中长期的供需格局来看依旧对铅价构成压制，国内方面目前原生铅供应逐步恢复，短期再生铅方面因利润偏低影响其开工，供应恢复较慢，期价反弹，然下游消费表现持续偏弱，处于旺季不旺的状态，另外电动车新国标的颁布，导致电池用铅量的下滑对铅价构成长期利空，但同时需关注基建投资给 5G 带来的影响，由此可能会带动耗铅量的增加。综上中期维持反弹偏空观点，关注沪铅主力合约上方 18930 附近阻力。注意环保超预期风险。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

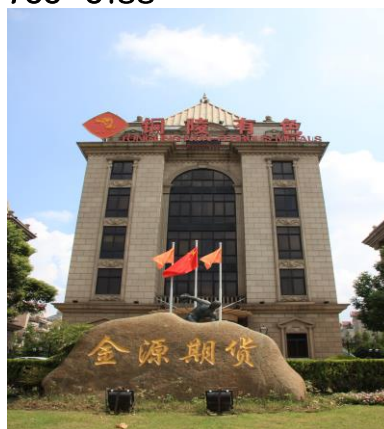
全国统一客服电话：400-700-0188

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

辽宁省大连市河口区会展路 129 号期

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。