

2018 年 10 月 12 日

星期五



宏观风险暂缓

基本面短期支撑锌价上行

联系人 黄蕾

电子邮箱 huang.lei@jyqh.com.cn

电话 021-68555105

要点

●美国数据喜忧参半。美联储今年第三次加息，符合市场预期，预计2019年和2020年分别加息三次和一次。美元指数整体维持强势，金属短期承压。此外，中美贸易利空正式落地后，市场担忧情绪放缓，大宗商品得以喘息，小幅反弹。欧洲经济放缓。意大利预算赤字问题导致股债双杀，欧元承压，欧洲股市也随之下跌。此外，欧元区9月核心调和CPI低于预期，如果未来几个月核心通胀未能从低迷的步伐中上升，市场将开始越来越多地猜测首次加息的时机。国内数据不佳，担忧经济滞胀。9月以来地产、汽车销量以及发电耗煤增速均趋于下行，指向供需双弱格局延续，后续经济依然承压。当前货币市场流动性整体依旧充裕，9月底，总理李克强表示，下一步要更大力度简政、减税、减费。当前国内处于内忧外患的状态，但中央对基建补短板要求，下半年基建投资有望超预期，从而带动金属消费。

IMF逾两年来首次下调全球经济增长预期，还下调中美两国明年经济增长预期，今年中美两国经济增长预期维持不变。

●宏观层面，中美贸易战形势暂缓，国内在基建、减税、降准等利好政策刺激下，宏观预期好转。但市场风险偏好不强，一旦出现利空消息，市场悲观情绪即会升温。基本面来看，前7月全球锌矿仍为短缺，中国以及秘鲁产量同比降幅大，抵消了其他国家锌精矿的增量。但该数据具有滞后性，且今年锌矿增产集中在半年，后期供应增速将加快，8月以来国产进口锌矿加工费大幅增加，也可佐证。全球扩产复产的落地即将逼近，整体的供过于求的预期很难变。7月精炼锌缺口环比扩大，但同比收窄，显示较去年供应增加，但目前仍处偏紧状态，故当前国内外显性库存均处偏低水平，也是今年支撑锌价几波反弹的主要因素。目前保税区库存降至低位，进口锌补充速度放缓，且暂无大量进口货源到港，上期所库存也维持近年低位，预计近月挤仓风险延续。当前国内经济内忧外患，但国常会释放基

建补短板需求,随着项目的逐步落地,以基建、房地产为主的镀锌消费有望回暖。整体来看,中长期偏空预期不变,但短期受库存低位及投机资金推动,有望不断出现交割月挤仓行情,投资者需密切关注交易所、社会及保税区库存变动。

●展望10月,受加息影响美元处在上行通道之中,将对铅价构成压制,从美高官激烈的言论及美方采取贸易措施中,表明其对华路线的调整,但短期宏观利空边际影响已逐渐降低。基本面方面,受铅价格疲软,全球矿端供应有所收缩,供应低于年内预期,而全球消费需求的走弱,精铅供应缺口却恢复较快,中长期对铅价构成压制。国内方面,环保为后市最大不确定因素,因受采暖季限产影响,整体对后市供应端收缩存在较大预期,叠加库存去化已达历史低位,现货维持升水态势,使得市场担忧挤仓风险。国内整体消费来看,虽增长亮点不足,但季节性需求或在四季度逐步体现,因此整体来看,内盘铅价在环保收紧,消费向好的背景下或将呈现震荡偏强格局。技术面来看,沪铅主力1811假破下方万八关口,形成箱体震荡下沿假突破,技术上也存在返升动力。综上预计本月运行区间为18000-19000元/吨。

风险提示:宏观系统性风险

目录

一、铅锌市场行情回顾	6
1、9 月锌行情评述.....	6
2、9 月铅行情评述.....	6
二、宏观经济概况	7
三、锌基本面分析	8
1、下半年全球锌矿供应增速将加快.....	8
2、国内外锌矿加工费大幅上涨，8 月精炼锌产量降至数年低点	13
3、下游旺季不旺，终端需求受经济下滑拖累.....	15
4、交易所库存维持低位，保税区库存降无可降.....	19
5、现货偏紧，维持升水结构.....	20
四、铅基本面分析	21
1、全球铅矿供应低于预期，精铅缺口修复好于同期水平.....	21
2、铅矿供应偏紧，精铅受环保扰动不确定性加大.....	23
3、消费增长亮点不足，中期季节性需求可期.....	25
4、铅库存情况.....	27
5、升贴水情况.....	27
五、总结与后市展望	28
1、锌价展望.....	28
2、铅价展望.....	28

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	7
图表 3 2018 年国外锌矿增产情况（万吨）	10
图表 4 2018 年国外锌矿减产情况（万吨）	11
图表 5 2018 年国内锌矿增产情况(万吨).....	11
图表 6 全球锌精矿市场供需平衡表（万吨）	12
图表 7 中国锌精矿市场供需平衡表（万吨）	12
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（万吨）	12
图表 11 中国精炼锌市场供需平衡表（万吨）	13
图表 12 锌矿加工费情况.....	14
图表 13 精炼锌进口盈亏.....	14
图表 14 精炼锌产量情况.....	14
图表 15 SMM 精炼锌产量情况	14
图表 16 国内重点冶炼厂检修情况.....	15
图表 17 锌初级端消费占比.....	17
图表 18 镀锌企业开工情况.....	17
图表 19 重点企业镀锌板销量情况.....	17
图表 20 镀锌板库存情况.....	17
图表 21 基础设施建设投资数据.....	18
图表 22 房地产开发投资数据.....	18
图表 23 汽车当月产量及销量数据.....	18
图表 24 家电累计产量数据.....	18
图表 25 上期所锌库存.....	20
图表 26 社会锌锭库存.....	20
图表 27 LME 锌库存与注销仓单占比	20
图表 28 0#锌升贴水.....	21
图表 29 LME 锌升贴水	21
图表 30 ILZSG 全球铅矿月度产量情况.....	22
图表 31 ILZSG 全球精炼铅供需情况.....	22
图表 32 全球铅精矿市场供需平衡表（万吨）	22
图表 33 中国铅矿市场供需平衡表（万吨）	22
图表 34 全球精炼铅市场供需平衡表（万吨）	22
图表 35 中国精炼铅市场供需平衡表（万吨）	23
图表 36 铅精矿加工费情况.....	24
图表 37 铅精矿产量情况.....	24
图表 38 铅精矿进口情况.....	25
图表 39 精炼铅产量情况.....	25

图表 40 再生铅产量情况.....	25
图表 41 铅酸蓄电池消费领域占比.....	26
图表 42 铅酸蓄电池出口情况.....	26
图表 43 上期所铅库存.....	27
图表 44 LME 铅库存与注销仓单占比	27
图表 45 1#铅升贴水.....	28
图表 46 LME 铅升贴水	28

一、铅锌市场行情回顾

1、9 月锌行情评述

9 月份，沪锌主力合约换月至 1811 合约，期价呈现震荡后上扬的走势。上半月，期价宽幅震荡，国内经济数据欠佳引发市场对中国经济增长的担忧，且市场炒作美国对中国 2000 亿美元进口商品征税，打压金属价格；下半月，受国务院会议中，要加大对基础设施的补短板力度的提振，有色金属集体反弹，而锌在低库存的基本面支撑下，走势较为亮眼，震荡重心上移一个台阶。截止至 9 月 28 日，ZN1811 收报至 21915 元/吨，月度涨幅达 4.21%，持仓量增至 19 万手。伦锌呈现探低回升走势，下半月收复上半月跌幅，最终收至 2598.5 美元/吨，月度涨幅达 5.07%，持仓量略降至 26.8 万手。

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、9 月铅行情评述

9 月沪铅主力合约由 1810 换月至 1811 合约，主力连续来看期价整体呈现震荡偏弱走势，月内期价表现多空交织，成交量持仓量均显著下滑，区间震荡格局明显，震荡区间大体维持在 18500-19100 元/吨内，临近月末，随着消费预期的逐步兑现，期价开始走弱，并摸低至 17760 元/吨，录得月内最低。截止月末期价低位小幅反弹，最终报收于 18115 元/吨。成交量较上月减少 3.3 万手至 25.4 万手，持仓量较上月减少 0.9 万手至 5 万手。外盘方面，9 月亦呈现震荡偏弱态势，持仓量较上月小幅减少至 11 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

美国数据喜忧参半。因减税推动消费提振，美国二季度GDP终值维持4.2%创近四年来最佳。9月ISM制造业指数下降1.5点至59.8，从逾14年高位回落。虽然逊于预期，但这已是美国ISM制造业指数连续25个月高于荣枯分水岭50，而且今年9个月内已有三个月该指数高于60，显示美国制造业持续扩张。受飓风Florence的影响，9月美国新增非农就业人数为13.4万，意外弱于市场预期，但9月失业率进一步下降，薪资增长稳健，市场认为劳动力市场保持强健。在9月非农就业报告发布后，各期限美债收益率进一步刷新多年最高。利率方面，9月26日美联储货币政策会后公布，决定今年第三次加息25个基点，符合市场预期。但再度引起特朗普的不满，自今年7月以来，特朗普就曾一再表示没有为美联储加息开心，日欧央行都保持货币宽松，美联储加息可能让美国处于劣势，加息让美元越来越走强。但联储并未打算因特朗普的看法而改变渐进式加息的计划步调，预计2019年和2020年分别加息三次和一次。美元指数整体维持强势，金属短期承压。此外，中美贸易战再次升级。特朗普宣布，自9月24日起，将对2000亿美元的中国输美产品加征10%的关税；自2019年1月1日起，关税将提升至25%。美方同时威胁，若中方对农产品等行业报复，美国将立刻实施力度更大的关税征收举措，对额外大约2670亿美元的进口商品征收关税。对此，中国商务部作出回应，做出同步反制。中美贸易利空正式落地后，市场担忧情绪放缓，大宗商品得以喘息，小幅反弹。

欧洲方面，经济放缓。欧元区9月份制造业PMI仅为53.5，大幅低于预期54.5，源于德法两国的制造业PMI疲软，和9月份欧元区经济景气指数持续为负吻合。10月初，意大利政府终

于围绕2019年预算赤字占GDP目标达成共识，大幅超出欧盟建议，令围绕意大利融资成本的担忧再度燃起。意大利遭遇股债双杀，欧元承压，欧洲股市也随之下跌。虽然意大利总理宣布不会废弃欧元，令投资者对于意大利会退出欧元区的担忧稍缓，但市场仍密切注意意大利的赤字问题。此外，因能源成本依旧高企，欧元区9月调和CPI同比增长2.1%，与预期持平。但剔除波动性较大能源和食品价格的欧元区9月核心调和CPI同比增长0.9%，低于预期1.1%，如果未来几个月核心通胀未能从低迷的步伐中上升，市场将开始越来越多地猜测首次加息的时机。

国内数据不佳，担忧经济滞胀。9月全国制造业PMI为50.8%，较8月小幅回落，制造业景气转弱。9月中采制造业PMI降至50.8，9月财新PMI降至50，两者均为过去两年的次低值，意味着制造业景气出现了明显的下滑。而在中采PMI的相关指标中，与经济有关的需求、生产和库存指标全面回落。而在过去两个月，由于雨水和猪瘟疫情等因素影响，国内蔬菜和猪肉价格持续上涨，带动食品价格涨幅超预期，预计9月CPI继续上涨。9月以来地产、汽车销量以及发电耗煤增速均趋于下行，指向供需双弱格局延续，后续经济依然承压。当前货币市场流动性整体依旧充裕，10月7日央行再度宣布降准，自10月15日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点。且9月底，总理李克强表示，下一步要更大力度简政、减税、减费。同时强调，民营经济和国有经济一样，都是社会主义市场经济的重要组成部分。不过，中国的外部环境仍不乐观，在美国11月中期选举之前，中美的紧张关系或将延续。当前国内处于内忧外患的状态，但中央对基建补短板要求，下半年基建投资有望超预期，从而带动金属消费。

因全球贸易问题不断发酵，美联储持续加息，新兴市场依然阴霾笼罩，国际货币基金组织（IMF）逾两年来首次下调全球经济增速预期，将2018及2019年全球经济增速预期均由3.9%下调至3.7%，为2016年7月以来首次下调。同时还下调中美两国经济增速预期，其中2019年美国增速预期由2.7%下调至2.5%，2019年中国经济增速预期由6.4%下调至6.2%。IMF对今年中美两国经济增速预期维持不变，分别为6.6%、2.9%。IMF还预计，欧元区经济今年增速为2%，较7月的预期下调0.2个百分点。

三、锌基本面分析

1、下半年全球锌矿供应增速将加快

国际铅锌小组数据显示，2018年7月锌矿产量99.59万吨，同比下滑8.3%；1-7月锌矿产量710万吨，同比下滑5.88%。由于中国以及秘鲁精矿产量累计同比降幅大，抵消了其他国家锌精矿的增量，因此全球精矿产量仍呈下降趋势。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，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。

五矿的Dugald River矿产出继续增长，二季度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。由于由于铜锌矿石处理量的增加和矿石品位的提升，铜矿与铜锌矿的处理量分别由去年同期58%和42%，到今年的53%和47%。预计2018~2020年 Antamina 的产量将维持在35万吨左右。

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。

Vedanta二季度地下矿产出环比上升7%至21.2万吨，其上调了Perkoa和 Santander锌指导产量，总共增加了1000万磅（4540 吨）的锌，抵消了Rosh Pinah 下调的锌指导产量，即 1000万磅（4,540 吨）。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。

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世纪锌矿尾矿坝。8月澳大利亚世纪锌矿尾矿项目开始出精矿，计划三季度生产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。据悉，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。9月初，新世纪资源公司已与澳大利亚国民银行（NAB）签订了价值4000万澳元的债务融资计划，以加快其在昆士兰州的 Century锌矿的扩张。

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。

后期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，7月炼锌产量105.14万吨，消费量108.39万吨，供应短缺3.25万吨，缺口较6月有所扩大。1-7月全球锌市场供应短缺4.2万吨，去年同期为供应短缺25.3万吨。今年以来，秘鲁、澳大利亚、比利时、芬兰、德国、意大利、秘鲁、哈萨克斯坦的精炼锌产量有所增加，但美国、中国、韩国、印度的产量下滑明显，尤其是中国。整体来看，全球锌锭市场仍偏紧张，但由于锌矿的增加传导至锭有一定时间差，因此预计四季度缺口将有所缩窄。

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。

十月初 LME WEEK 现场投票结果显示，2019 年最被看好的金属是镍（37%的人看好），其次是铜（26%的人看好），看好铝和锌的人均为 11%，看好黄金的人为 8%，而看好铅的人仅为 1%。

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	1	17	16
	德河锌矿			
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

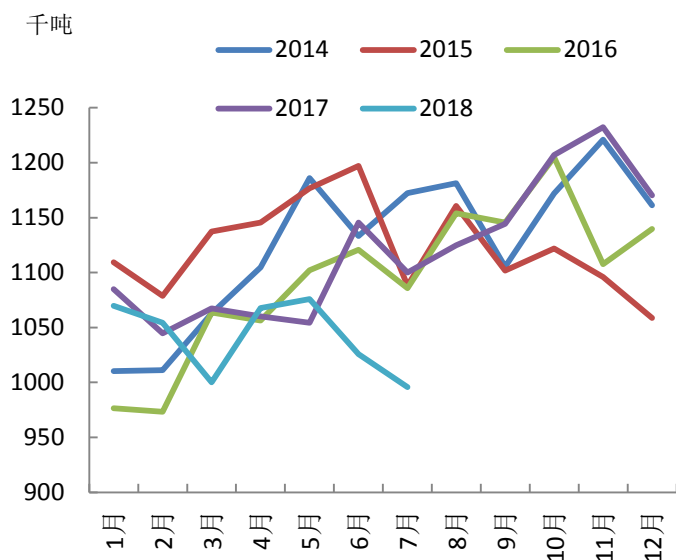
图表 7 中国锌精矿市场供需平衡表（万吨）

	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

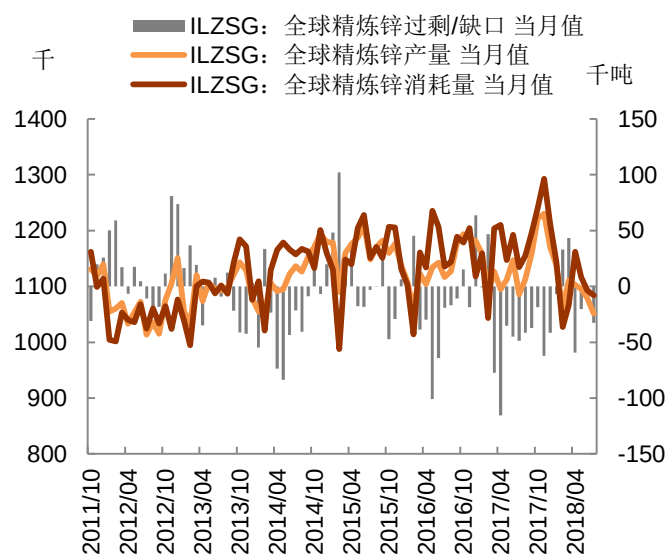
数据来源：安泰科，铜冠金源期货

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、国内外锌矿加工费大幅上涨，8 月精炼锌产量降至数年低点

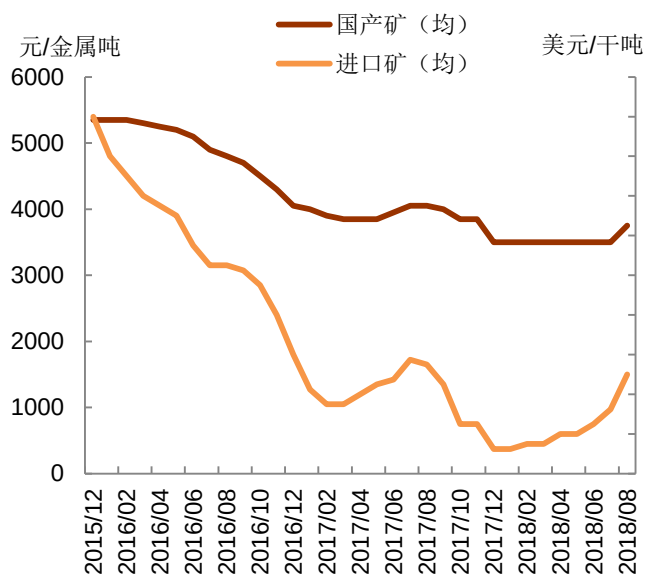
国内方面，今年安全环保形势依然严峻，大矿山开工受到影响较小，但小矿山手续办理困难，整顿合并后的小矿山重启困难重重，难以贡献增量。据 SMM 数据显示，8 月锌精矿产量为 38.8 万金属吨，环比增加 0.8%，同比增加 7.2%。国内新建项目多集中在下半年，且原计划上半年投产的项目中，大多未能顺利贡献产量，年内产量预计低于年初预期。四季度广西、云南矿山将逐渐摆脱雨季影响，预计产量将有所增加。

从加工费来看，SMM 数据显示，10 月国产锌矿报价 4100-4500 元/金属吨，均值环比上涨 350 元/金属吨；进口锌矿报价 100-110 美元/干吨，均值环比上涨 40 美元/干吨。进口锌矿加工费自 6 月底起开启上抬，国产矿加工费自 8 月初也开始上抬，一方面因锌冶炼企业利润一度收缩，6 月份亏损企业增加，冶炼厂检修增多，对锌矿需求减少；另一方面，对下半年全球锌矿增加的预期增加，表现为加工费上涨。当前，随着加工费和锌价上涨，冶炼企业由亏损回升至盈亏平衡线附近，且按照季节性规律以及冬储备库需求，锌冶炼企业开工率将在后期逐渐增加。

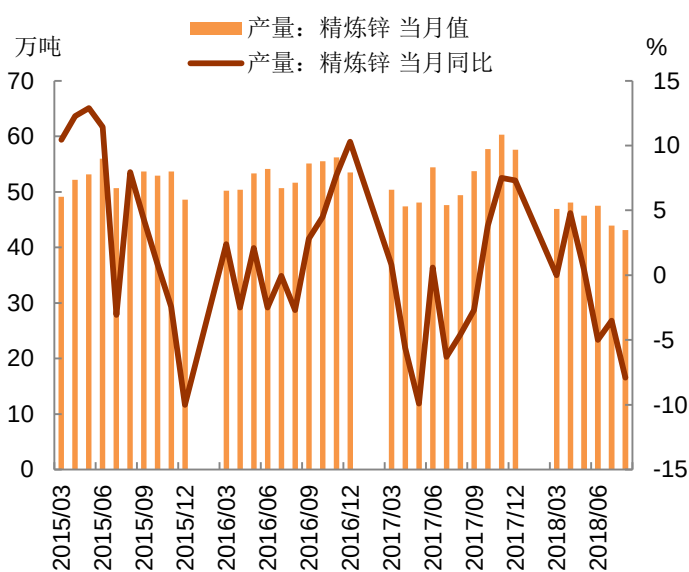
国家统计局数据显示，8 月锌产量降至 2012 年 10 月以来低点，因利润疲软和环保举措限制产出。8 月锌产量较上年同期减少 7.9%至 43.1 万吨，环比减少 1.8%。前 8 个月累计产量为 370 万吨，同比减少 1.4%。

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。8 月 10 日左右，进口窗口开启，进口货源流入，且贴水甩单，截至 9 月底，保税区库存降至 4.9 万吨。

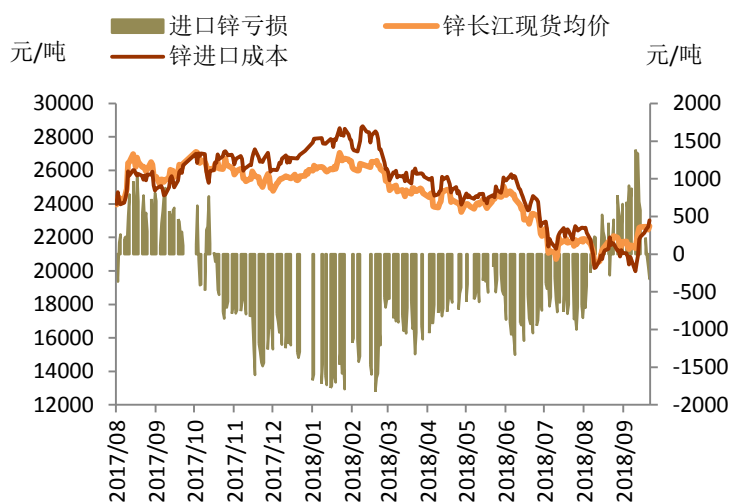
图表 12 锌矿加工费情况



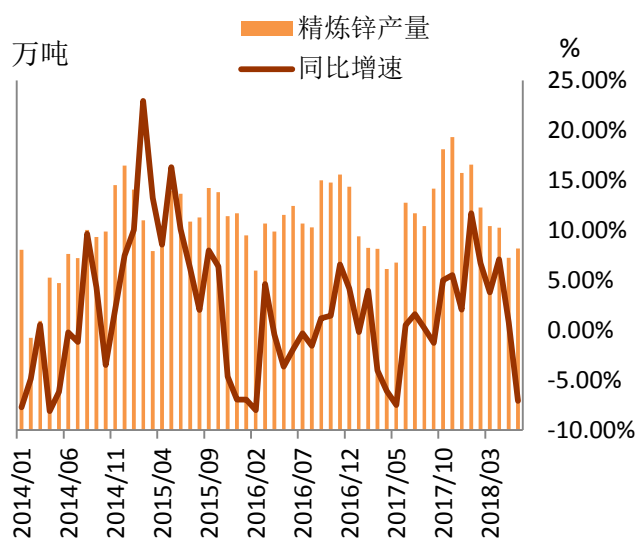
图表 13 精炼锌产量情况



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、下游旺季不旺，终端需求受经济下滑拖累

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%）。

据 SMM 调研，8 月镀锌企业开工率为 81.78%，环比上升 3.44 个百分点，同比下降 2.7 个百分点，9 月预计微升至 83.04%。

中国钢铁业协会数据显示，2018 年 1-7 月份全国重点企业镀锌板累计产量为 1303.38 万吨，同比去年下滑 1.89%。1-7 月全国重点企业镀锌板销量 1270.21 万吨，同比微增 1.19%，7 月底全国镀锌板库存量为 46.05 万吨，同比下滑 18.5%，环比增加 11.88%。

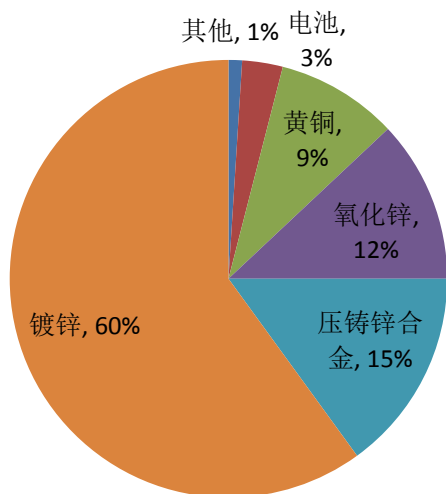
SMM：8 月氧化锌企业开工率为 50.87%，环比下降 0.5 个百分点，同比下降 5.63 个百分点，9 月预计 52.5%。

SMM：8 月压铸锌合金开工率环比增长 2 个百分点至 50.43%，较去年同期增长高达 7.57 个百分点，9 月预计微升至 50.89%。8 月同比大增是因为：去年 8 月 14 日环保风暴侵袭浙江，当地压铸锌合金企业及其下游终端均受环保影响，生产受限；第九次金砖会议在福建厦门召开，福建当地压铸锌合金企业相继停产；去年 8 月锌价强势拉涨，压铸锌合金终端畏高锌价

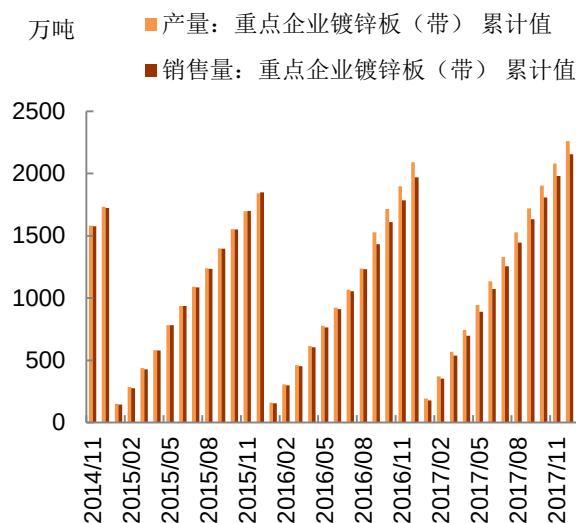
需求减弱，订单明显下滑。而今年 8 月锌合金企业自环保减停产中恢复，因淡季效应未能达到满产，但产量较上月已有明显增长；江浙等地于 8 月迎来了环保检查，部分前期整改不合格的中小型压铸锌合金，未能逃脱被限产停产的命运，拖累部分锌合金生产。随着中美贸易摩擦不断升级，其中广东、浙江等出口占比较大地区，锌合金企业反映卫浴、家具、饰品、五金等板块出口订单明显萎缩。第二轮环保督查已于 8 月 20 日启动强化督查，目前江浙及广东部分地区环保乌云再次笼罩，预估此次督查活动将持续至明年 5 月，当地锌合金生产不畅，或拖累 9 月开工率；此外中美贸易摩擦暂无落幕可能，锌合金企业出口订单短期难以回暖。

整体来看，9、10 月份为传统消费旺季，但受经济下行影响，需求较为疲软，今年或出现旺季不旺的情况。从现货市场反馈情况看，锌价高企，下游企业刚需采购。不过，自国常会释放基建补短板需求后，第三季度基建投资进入放量期，随着项目的逐步落地，以基建、房地产为主的镀锌消费有望回暖。因基建投资落地与项目订单投放至实体企业存在时间差，后期利好提振仍可期。

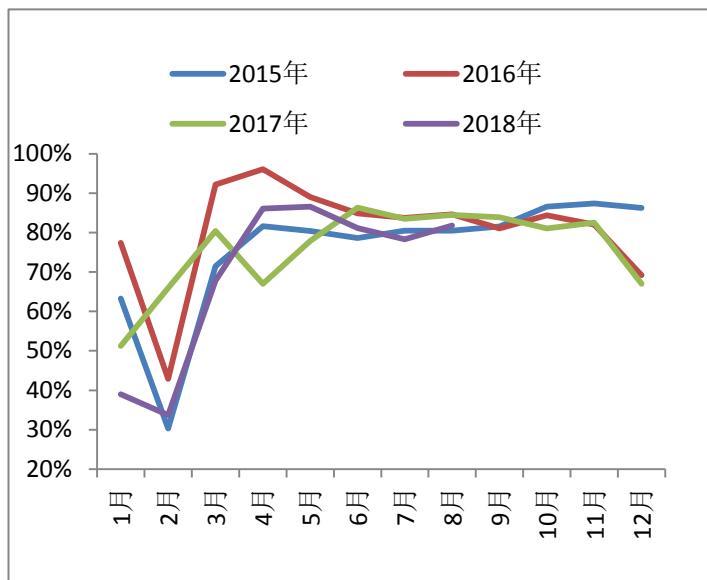
图表 17 锌初级端消费占比



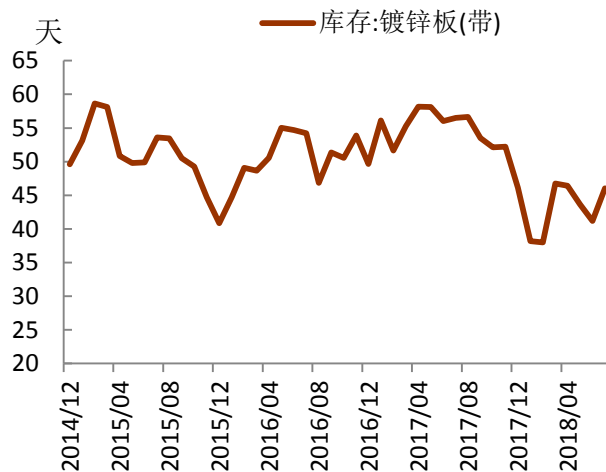
图表 18 重点企业镀锌板销量情况



图表 19 镀锌企业开工情况

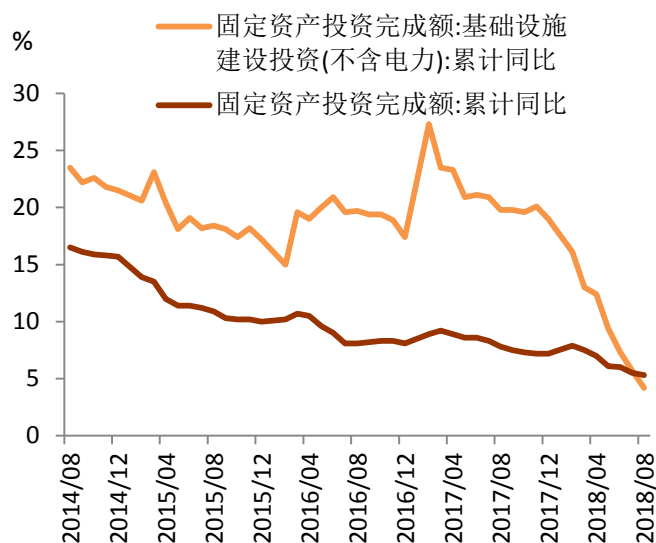


图表 20 镀锌板库存情况

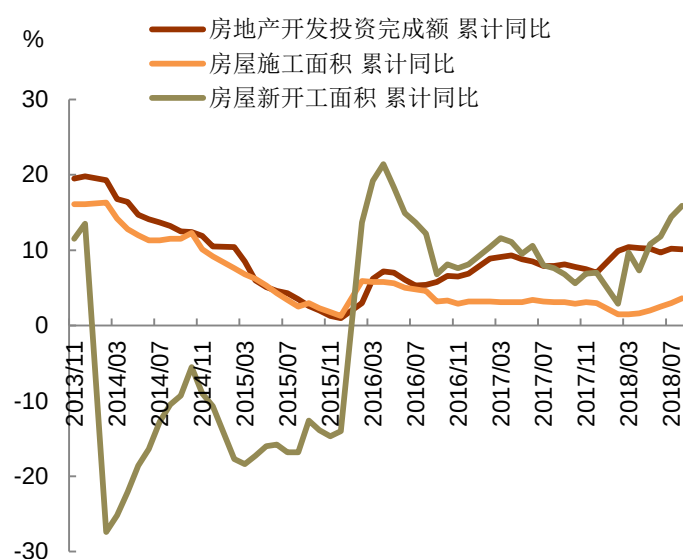


数据来源：Wind，SMM，铜冠金源期货

图表 21 基础设施建设投资数据

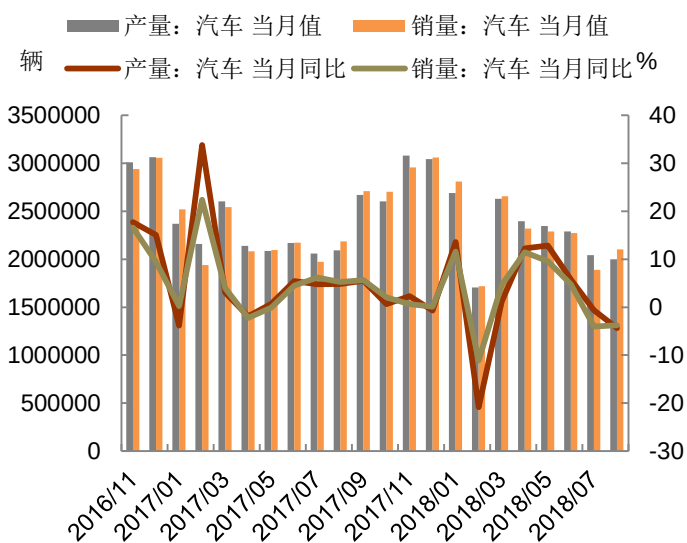


图表 22 房地产开发投资数据

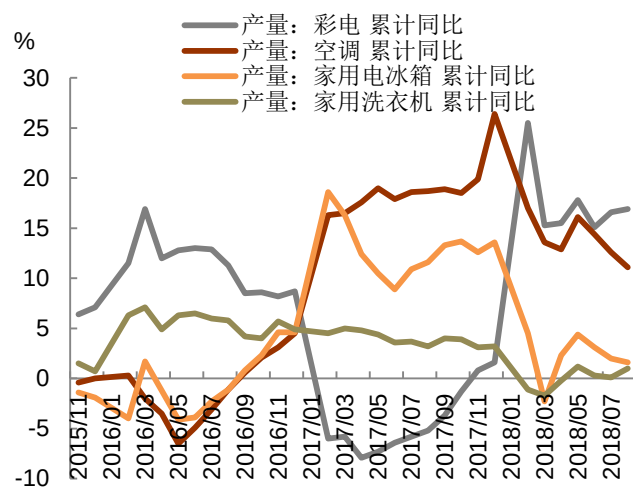


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

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方面:投资增速继续回落,国家统计局数据显示,1-8 月全国固定资产投资同比增速继续下滑至 5.3%,8 月当月增速略反弹至 4.1%。其中,基建投资增速继续下滑,已从年初的两位数降至 4.2%,是主要拖累,一方面,去年基数较高;另一方面,今年

地方政府加大对基础设施项目的合规性、合理性审查，对 PPP 项目进行了清理规范，还有环保标准的提高，针对基础设施投资中出现的一些问题采取了必要措施。由于今年外部环境较不确定，在消费、外贸承压时，投资增速回升将是稳定经济增长的重要发力点。自 7 月中下旬以来，发改委、财政部等多部门密集发声力挺基建投资，中央政治局会议也提出，要加大基础设施领域补短板的力度。后期，随着政策的落实落地，以及各方面项目审批的加快，基础设施有望企稳。

房地产投资仍处高位。1-8 月房地产投资同比增速 10.1%，较 1-7 月基本持平，其中 8 月当月同比增速回落至 9.5%。今年以来，房地产投资持续高增长，成为投资的中流砥柱。土地购置和新开工增速仍高，8 月土地购置面积增速 44.7%，较 7 月继续回升，主要缘于去年同期偏低，8 月新开工面积增速较 7 月回落，但仍高达 26.6%。不过，地产销量增速明显下滑。8 月全国商品房销售面积同比增速 2.4%，较 7 月的 9.9% 明显下滑。随着棚改货币化安置政策逐渐退出，三四线地产销量增速大幅下滑，并拖累全国地产销售转弱。此外，全国房贷利率继续上升，也将抑制地产需求。

汽车方面，据中国汽车工业协会统计，1 至 8 月，我国汽车产销量分别为 1813.47 万辆和 1809.61 万辆，产销量同比增长 2.77% 和 3.53%，增速与 1 至 7 月比呈现一定回落。其中，8 月汽车产销分别完成 200 万辆和 210.34 万辆，分别同比下降 4.4% 和 3.8%。虽然销量增速仍在回落，但总体表现仍符合年初预期。但后期仍不乐观，因复杂多变的外部环境对消费信心影响较大，且近期经济增长的消费拉动不强，导致购买力偏低。

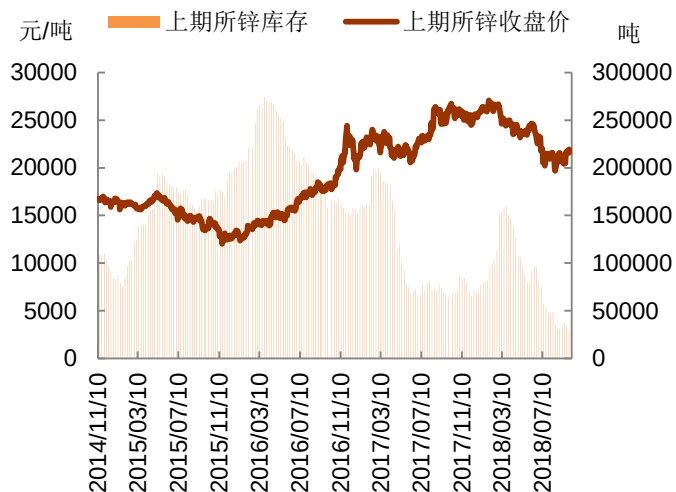
白色家电方面，国家统计局数据显示，1-8 月空调产量累计同比 11.1%，较去年同期减少 7.6 个百分点；冰箱产量累计同比 1.6%，较去年同期减少 10 个百分点；洗衣机产量累计值同比 1%，较去年同期减少 2.2 个百分点；彩电产量累计同比增加 16.9%，因去年基数较低。整体看，累计值增速跌多涨少，但当月值涨多跌少，受消费旺季预期带动。

整体看，8 月基建投资仍在探底，房地产投资保持高位，但存在隐患，居民举债购房透支购买力，汽车产销同比下滑，家电缺乏亮点，国内经济下行压力仍较显著，终端需求疲软，拖累锌需求。

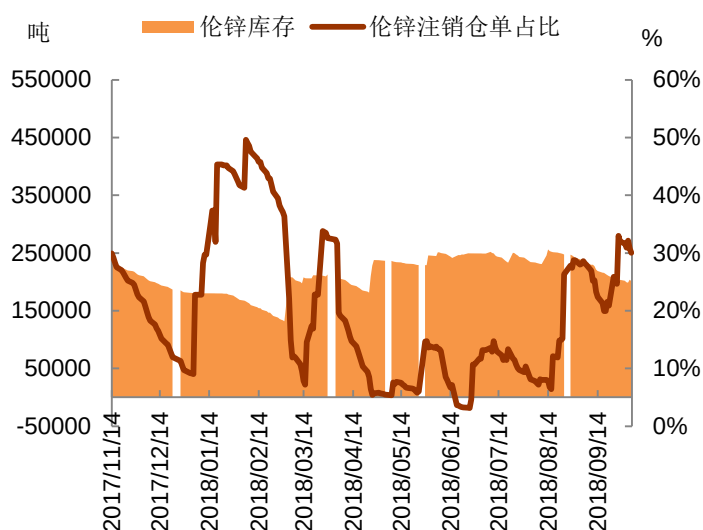
4、交易所库存维持低位，保税区库存降无可降

9 月 LME 库存延续小幅减少，截至 9 月 28 日，库存降至 203475 吨。上期所库存先增后减，但整体维持在历史低位，截至 9 月 28 日，库存降至 29204 吨。因锌价上涨，下游刚需采购，且进口锌锭流入补充，社会锌锭库存小幅增加，截至 9 月 28 日，库存较 8 月底增加 0.1 万吨至 12.01 万吨。保税区锌锭大幅流入，库存降幅显著，截至 9 月底，库存降至仅 4.9 万吨，而 8 月底库存仍有近 10 万吨左右。目前低位库存仍是支撑锌价的一大主要因素。

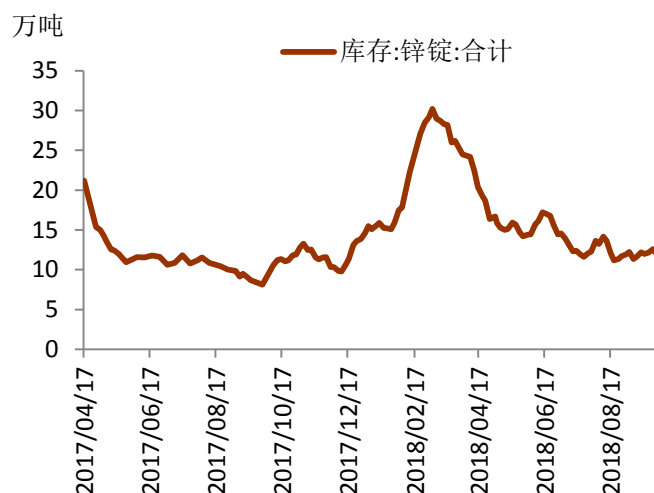
图表 25 上期所锌库存



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

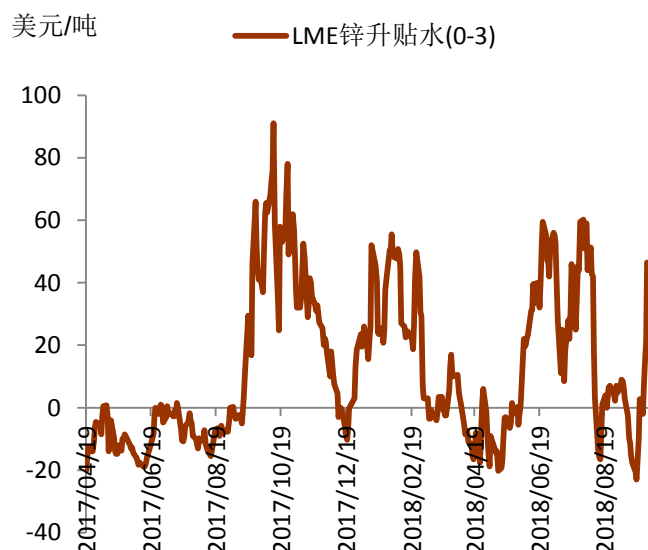
5、现货偏紧，维持升水结构

9 月国内现货维持升水结构，月末升水略有回落。国产锌锭高位升水，下游多采购较国产锌贴水的进口锌锭，月底随着长假临近，贸易商积极出货清库存，现货升水快速回落，有部分品牌出现小幅贴水。LME 现货先有升水转为贴水，贴水一度达 23 美元/吨，月底再度转为升水结构，截至 9 月 28 日，升水攀升至 46.5 美元/吨。

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

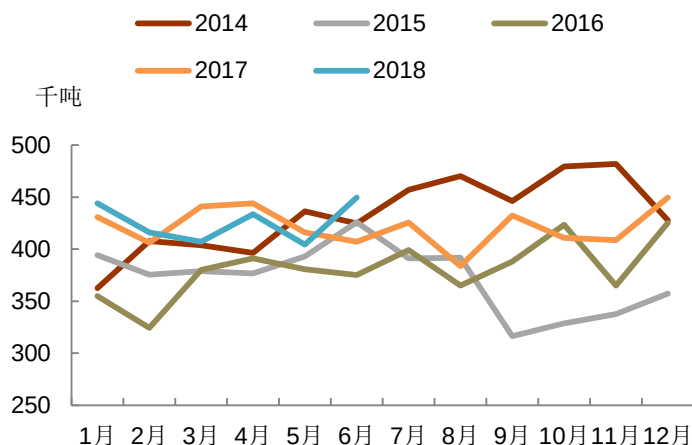
四、铅基本面分析

1、全球铅矿供应低于预期，精铅缺口修复好于同期水平

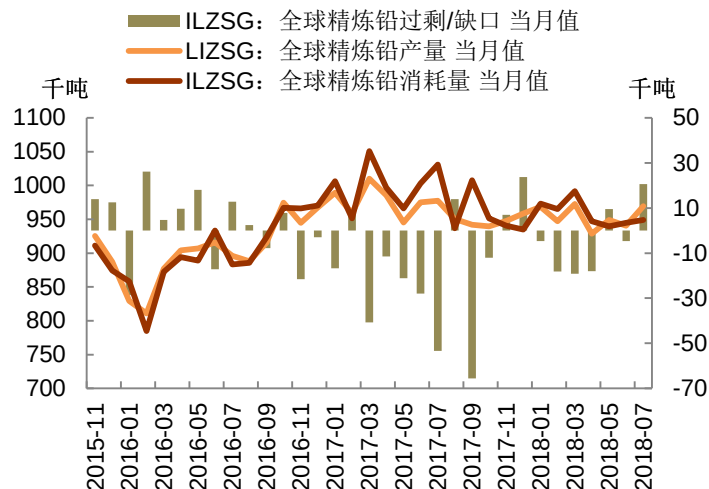
铅矿方面，根据国际铅锌小组（ILZSG）公布数据，7 月全球铅矿产量为 37.03 万吨，环比增加 7.27%，同比减少 13%，1-7 月全球铅矿累计产量为 260.52 万吨，累计同比增加 2.55%。从此数据来看在铅价疲软的状态下，全球铅矿产量明显下滑。1-6 月累计产量在 6 万吨金属量以上的有美国、秘鲁、俄罗斯、印度、墨西哥和澳大利亚，其中美国同比下降达 20.6%，主要来自于泰克公司旗下的红狗矿，澳大利亚今年 1-6 月铅精矿产量也同比小幅下降，而俄罗斯、墨西哥、和印度的产量依旧保持小幅增长。综合来看，铅矿总体供应仍较为紧张，安泰科数据，1-6 月全球铅矿缺口约为 13 万吨。

精炼铅方面，根据国际铅锌小组（ILZSG）公布数据，7 月全球精炼铅产量为 96.94 万吨，环比增加 3.09%，同比小幅下降 0.84%，1-7 月累计产量 667.6 万吨，累计同比下降 2.42%，消耗量同比下降 7.96%至 94.88 万吨，从数据来看消费已经连续 5 个月负增长，供需平衡来看，7 月过剩 2.6 万吨，6 月短缺 0.47 万吨，去年同期为短缺 5.33 万吨，因此环比和同比来看供应紧缺情况均大幅改善。据外电 10 月 9 日消息，国际铅锌研究小组（ILZSG）公布的报告显示，2018 年全球精炼铅需求料超过供应 123,000 吨，明年精炼铅市场料转为过剩 50,000 吨。预计今年全球铅市短缺情况将较 17 年大幅缓和，伦铅的价格也表现一路走弱。另外十月初 LME WEEK 现场投票结果显示，2019 年最被看好的金属是镍（37%的人看好），其次是铜（26%的人看好），看好铝和锌的人均为 11%，看好黄金的人为 8%，而看好铅的人仅为 1%。

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

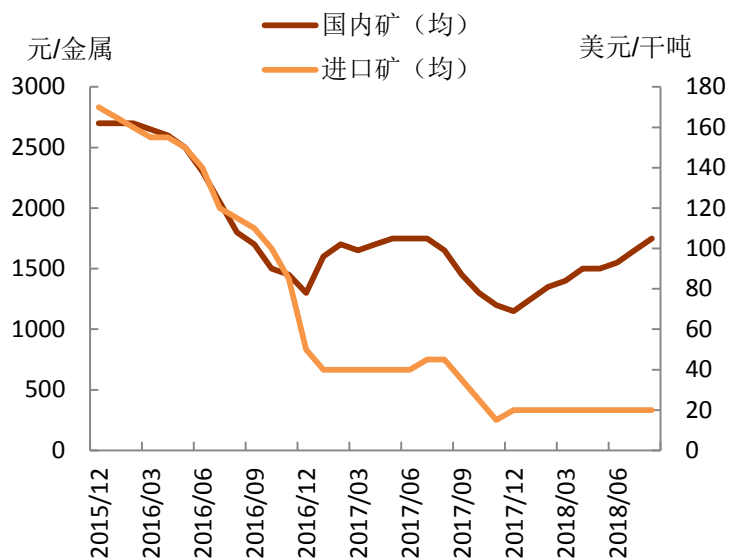
注：*表示为预估值

2、铅矿供应偏紧，精铅受环保扰动不确定性加大

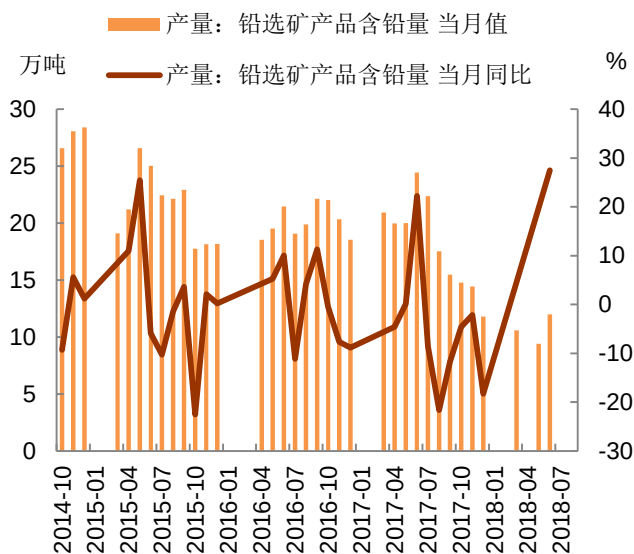
国内铅矿方面，从上海有色网公布的加工费来看，国内矿和进口矿的加工费分别为 1800 元/金属吨和 20 美元/干吨，从数据来看国内矿的加工依旧处于低位，加工费的胶着反映了矿端供应偏紧，安泰科调研调整数据显示，2018 年 1-7 月，全国铅精矿累计产量为 102.1 万金属吨，同比下滑 1.2%。进口矿方面，由于沪伦比值走高，使得进口矿盈利能力增加，但是由于铅精矿的主要产出国产量下降，进口量依旧保持下降趋势，海关数据显示，1-7 月我国累计进口铅精矿为 62 万实物吨，同比下降 16.4%。

国内精炼铅方面，国家统计局公布数据显示 8 月精炼铅产量为 41.3 万吨，1-8 月累计产量 309.5 万吨，累计同比下滑 7.14%。9 月精炼铅方面依旧受环保常态化的压制，另外铅价下跌也导致企业开工意愿不足，制约了精铅的供应，原生铅与再生铅价差一度呈现倒挂状态。展望后市环保态势依旧较为严峻，随着北方采暖季的来临，冶炼企业生产势必将受到影响，而今年新增再生铅产能也普遍投产较慢，产业链的转型过程依旧较为漫长，再生铅小厂频繁受到检查而关停，青黄不接的尴尬处境短期较难解决，因此严格的环保政策依旧是围绕着四季行情的主旋律。

图表 36 铅精矿加工费情况

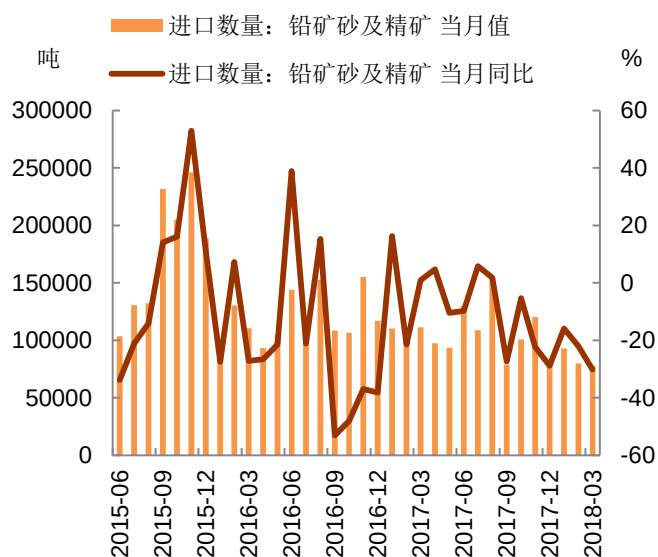


图表 37 铅精矿产量情况

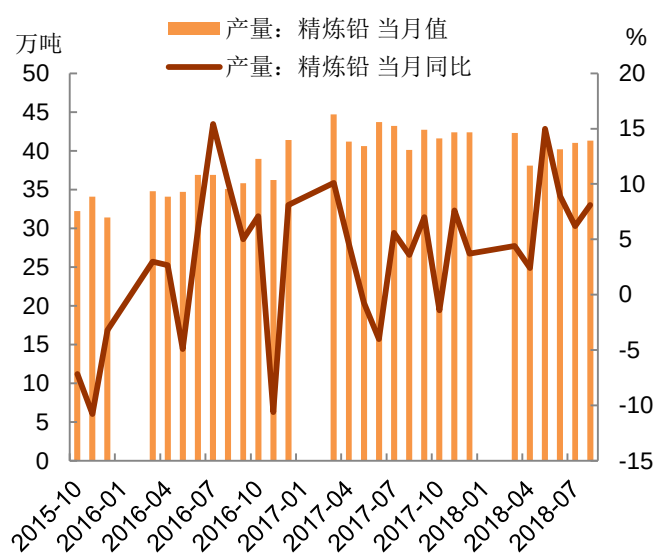


数据来源: SMM, Wind, 铜冠金源期货

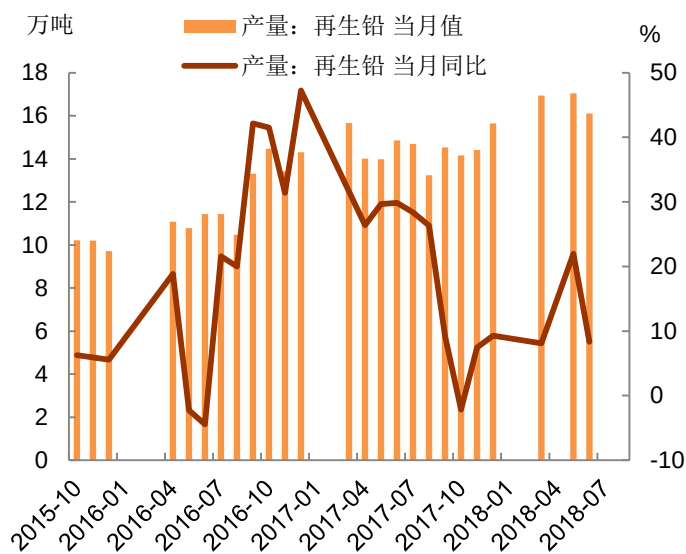
图表 38 铅精矿进口情况



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、消费增长亮点不足，中期季节性需求可期

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。

从铅酸蓄电池来看，国家统计局公布数据显示，今年 1-7 月铅酸蓄电池产量为 9025.2

万千伏安时，较去年同期基本持平。，其中铅酸蓄电池累计出口量为 10896 万只，同比降幅为 3.6%。

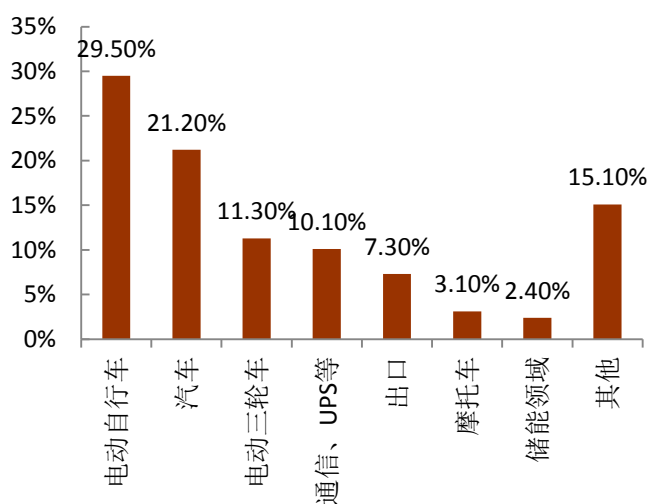
从终端来看，根据汽车工业协会数据显示，今年 1-8 月汽车产销分别为 1813.47 万辆和 1809.61 万辆，较去年同期分别增长 2.77%和 3.53%。受非消费旺季影响，8 月产销同比增速均录得下滑，分别下滑 4.38%和 3.75%。

电动自行车方面，新国标对整车重量和外观的约束，新国标规定被划为非机动车的电动自行车整车重量必须小于 55kg，必须安装脚踏板。（2019 年 4 月 15 日正式开始实施）因此对于电动自行车生产企业而言，为了满足新国标之要求，将会被迫选用质量相对较轻的锂电池作为动力电池。而这对于电动自行车行业对于铅酸蓄电池的需求而言，几乎已然造成了一个不可逆的打击。此前工信部提出了对低速四轮电动车的驱动形式建议使用锂电池的指导纲领。而原本低速四轮电动车被视为是铅酸蓄电池需求相当大的潜力增长点。不过在工信部做出建议使用锂电池的指示之后，这一潜力增长点似乎在未来也同样较难兑现。

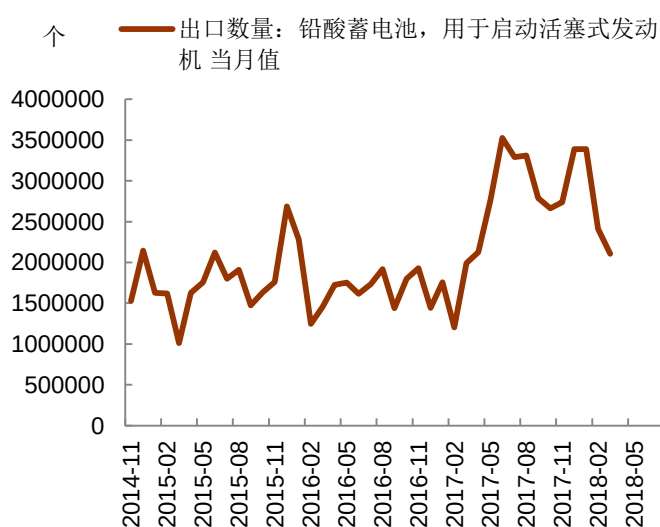
基站方面，国家统计局公布数据显示，今年 1-8 月移动通信基站设备累计产量为 23827.1 万信道，累计同比增加 23%，6 月以来，国内三大运营商逐步试点 5G，但由于中国铁塔加速推进通信储能升级，其颁布文件将逐渐停止铅酸蓄电池的采购，因此预计数据的增长难以带动铅的消费。

总体来看，消费端无明显亮点，下游固有终端表现暂时较为平稳，但是长期来看锂电替代因素仍不容忽视。目前阶段来看，随着天气逐渐降温，启动电池或迎来需求旺季，对铅价仍有一定支撑。

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

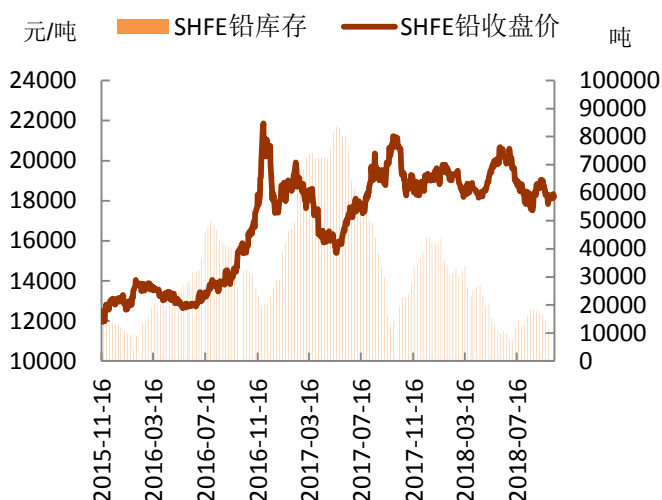


数据来源：安泰科，Wind，铜冠金源期货

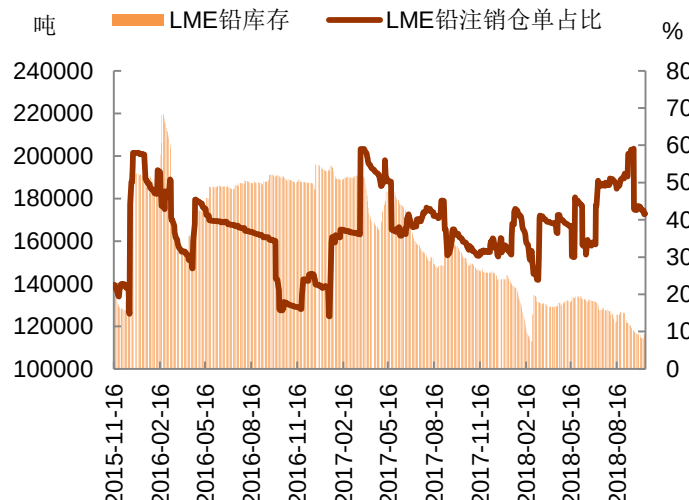
4、铅库存情况

库存来看，上期所库存 9 月一直呈现走跌状态，供应受环保影响产量受限，而下游消费预期则逐步兑现，使得库存整体消耗明显，一路从月初的 16847 吨跌至月末的 11642 吨。后市旺季回暖，库存低位将持续给与期价坚定支撑。伦铅库存 9 月也呈现下降走势，预计天气转寒仍难出现大幅增加情况。

图表 43 上期所铅库存



图表 44 LME 铅库存与注销仓单占比

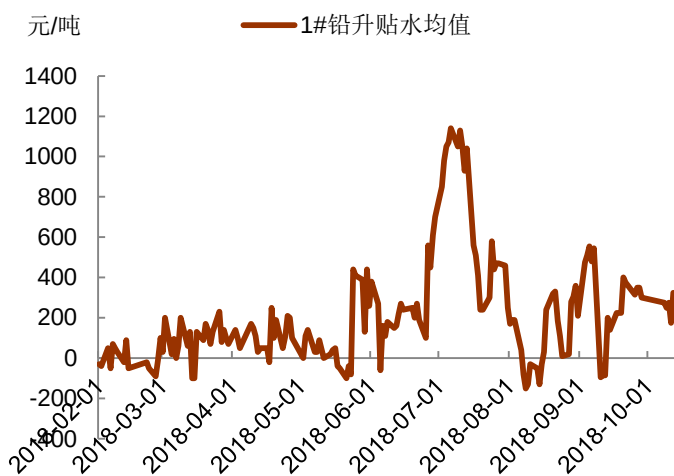


数据来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

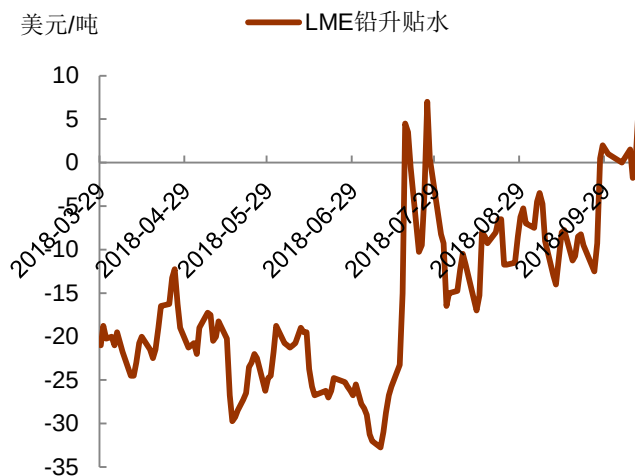
5、升贴水情况

从升贴水来看，9 月下旬开始，现货报价较为坚挺，平均升水 200-300 元/吨，主要受市场货源紧缺以及消费回暖影响，预计后市升水仍将继续持续一段时间。

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

宏观层面，中美贸易战形势暂缓，国内在基建、减税、降准等利好政策刺激下，宏观预期好转。但市场风险偏好不强，一旦出现利空消息，市场悲观情绪即会升温。基本面来看，前7月全球锌矿仍为短缺，中国以及秘鲁产量同比降幅大，抵消了其他国家锌精矿的增量。但该数据具有滞后性，且今年锌矿增产集中在半年，后期供应增速将加快，8月以来国产进口锌矿加工费大幅增加，也可佐证。全球扩产复产的落地即将逼近，整体的供过于求的预期很难变。7月精炼锌缺口环比扩大，但同比收窄，显示较去年供应增加，但目前仍处偏紧状态，故当前国内外显性库存均处偏低水平，也是今年支撑锌价几波反弹的主要因素。目前保税区库存降至低位，进口锌补充速度放缓，且暂无大量进口货源到港，上期所库存也维持近年低位，预计近月挤仓风险延续。当前国内经济内忧外患，但国常会释放基建补短板需求，随着项目的逐步落地，以基建、房地产为主的镀锌消费有望回暖。整体来看，中长期偏空预期不变，但短期受库存低位及投机资金推动，有望不断出现交割月挤仓行情，投资者需密切关注交易所、社会及保税区库存变动。

2、铅价展望

展望10月，受加息影响美元处在上行通道之中，将对铅价构成压制，从美高官激烈的言论及美方采取贸易措施中，表明其对华路线的调整，但短期宏观利空边际影响已逐渐降低。基本面方面，受铅价格疲软，全球矿端供应有所收缩，供应低于年内预期，而全球消费需求

的走弱，精铅供应缺口却恢复较快，中长期对铅价构成压制。国内方面，环保为后市最大不确定因素，因受采暖季限产影响，整体对后市供应端收缩存在较大预期，叠加库存去化已达历史低位，现货维持升水态势，使得市场担忧挤仓风险。国内整体消费来看，虽增长亮点不足，但季节性需求或在四季度逐步体现，因此整体来看，内盘铅价在环保收紧，消费向好的背景下或将呈现震荡偏强格局。技术面来看，沪铅主力1811假破下方万八关口，形成箱体震荡下沿假突破，技术上也存在返升动力。综上预计本月运行区间为18000-19000元/吨。

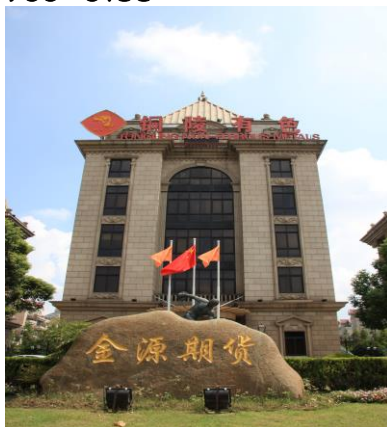
全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055



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。