

2019 年 6 月 10 日 星期一

全球经济下滑&供需格局弱化

锌价易跌难涨



联系人：黄蕾、刘亚威

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105

要点

●美国方面，5月ISM 制造业指数创新低。制造业的不景气，美国寻求对多国开展贸易制裁措施，以寻求缩小逆差以及部分政治目的。美联储表现偏鸽，若美国经济数据持续走弱，预计美元指数将继续维持偏弱格局。欧洲PMI持续萎缩，美欧贸易存不确定性，出口和投资削弱仍是该地区经济疲软的主要驱动因素。5月国内制造业 PMI 指数下滑，主因贸易摩擦影响全球制造业下行以及国内政策边际略有收紧的影响。中美贸易摩擦升级则进一步影响经济增长预期。整体来看，货币政策保持松紧适度的稳健中性基调并没有改变，但若是外部冲击过大，不排除加大定向偏松调节力度的可能。

●锌：基本面看，供应方面，国内内蒙地区，新疆地区，西藏地区的部分矿山产量伴随气温转暖料将进一步增加，5月已正式进入放量阶段。同时，进入6月份，冶炼厂检修基本结束，其中株冶于3月份已经通电，5月两条线均已满产运行，另外汉中4月10日开始复产，西部矿业于5月底已结束检修。6月份国内锌冶炼供应进一步回升的确定性仍较强。而下游消费继续转淡，国内社会去库存或放缓，供需面转弱。此外，当前全球宏观面变数较多，随着全球经济体相继出现疲态，各央行降息呼声不断，市场流动性预期增强，或对商品有所提振。盘面看，锌价走势较其他金属偏强，或因当前国内锌锭库存仍维偏低水平，加之技术形态对锌价仍有支撑。整体来看，6月份随着供需格局的继续弱化，锌价易跌难涨。

●铅：全球铅矿产量回升，铅市供需缺口逐步收窄，年内铅市短缺情况将进一步缓解，全年缺口有望由负转正。国内5月-6月原生铅炼厂检修频繁，6月中大型炼厂检修增多，如汉中锌业、西部矿业，山东恒邦等开始检修，可交割货源进

一步收紧，库存水平回落。再生铅方面，中小炼厂冶炼利润亏损，开工意愿整体偏低，综合6月供应端支撑较强，消费来看暂无较大起色，新国标的实施使得旺季预期打折，悲观情绪对铅价构成压制，总体来看基本面矛盾弱化，供需两弱格局预期之中，价格呈现区间均衡波动，而伴随伦铅近月BACK扩大，重点关注伦铅走势指引及国内下游消费边际变化，防范阶段性拉涨行情。综合预计6月沪铅主力波动区间或为15790-16700元/吨。

风险提示：中美贸易极度恶化、伦铅大幅波动、铅市消费显著回暖

目录

一、铅锌市场行情回顾	6
1、5 月锌行情评述.....	6
2、5 月铅行情评述.....	6
二、宏观经济概况	7
三、锌基本面分析	8
1、2019 年精炼锌缺口将继续收窄.....	8
2、国内外锌矿加工费维稳，国内冶炼瓶颈加速打破.....	12
3、下游消费进入淡季，终端受政策刺激或有改观.....	15
4、LME 库存涨幅放缓，国内库存整体偏低	18
5、LME 升水维持高位，国内升水回落	19
四、铅基本面分析	20
1、全球铅矿产量增长，精铅转为小幅过剩.....	20
2、矿端整体宽松，精炼铅整体偏紧.....	22
3、下游消费暂无起色，新国标实施下旺季预期较为悲观.....	25
4、铅库存情况.....	26
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 锌矿加工费长协价	9
图表 4 2018-2019 年国外主要锌矿企矿产情况（万吨）	9
图表 5 2018-2019 国内锌矿企矿产情况（万吨）	10
图表 6 2018-2019 国外锌冶炼增产情况（万吨）	10
图表 7 国内锌冶炼增产情况（万吨）	11
图表 8 全球锌精矿市场供需平衡表（万吨）	11
图表 9 ILZSG 全球锌矿月度产量情况	12
图表 10 ILZSG 全球精炼锌供需情况	12
图表 11 国内重点冶炼厂检修情况	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 国内炼厂利润情况	14
图表 15 SMM 精炼锌产量情况	14
图表 16 锌矿进口情况	15
图表 17 精炼锌进口情况	15
图表 18 锌初级端消费占比	16
图表 19 镀锌企业开工情况	16
图表 20 重点企业镀锌板销量情况	16
图表 21 镀锌板库存情况	16
图表 22 基础设施建设投资数据	17
图表 23 房地产开发投资数据	17
图表 24 汽车当月产量及销量数据	17
图表 25 家电累计产量数据	17
图表 26 上期所锌库存	19
图表 27 社会锌锭库存	19
图表 28 LME 锌库存与注销仓单占比	19
图表 29 保税区库存	19
图表 30 0#锌升贴水	20
图表 31 LME 锌升贴水	20
图表 32 2019 年国外铅矿山产能增量情况（万吨）	21
图表 33 全球铅市供需平衡表（万吨）	21
图表 34 ILZSG 全球铅矿月度产量情况	22
图表 35 ILZSG 全球精炼铅供需情况	22
图表 36 国内炼厂检修计划	23
图表 37 国内铅矿及精炼铅供需平衡表（万吨）	23
图表 38 铅精矿进口情况	24
图表 39 精炼铅产量情况	24
图表 40 铅精矿加工费情况	24
图表 41 铅精矿产量情况	24

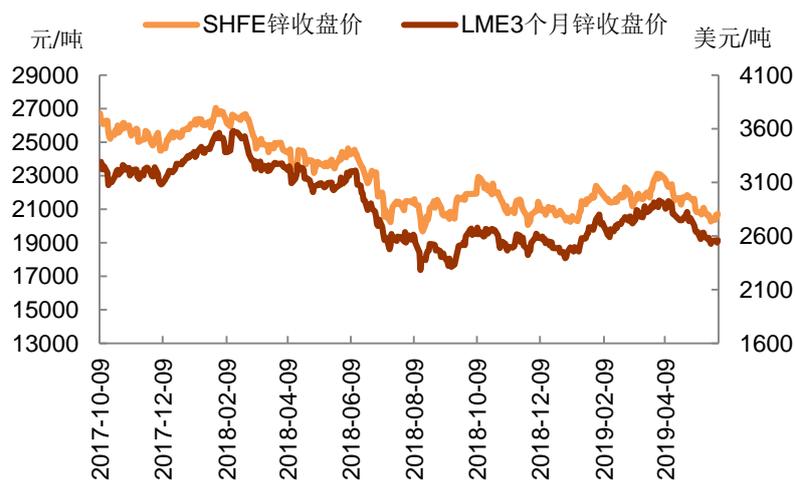
图表 42 再生铅产量情况.....	25
图表 43 铅酸蓄电池消费领域占比.....	26
图表 44 铅酸蓄电池出口情况.....	26
图表 45 上期所铅库存.....	27
图表 46 LME 铅库存与注销仓单占比	27
图表 47 1#铅升贴水.....	27
图表 48 LME 铅升贴水	27

一、铅锌市场行情回顾

1、5 月锌行情评述

5 月份，主力 Zn1907 呈现震荡式下行。上半月，一方面受中美贸易摩擦反复、国内外宏观经济数据欠佳及 LME 锌库存延续增加打压，利空锌价；另一方面，下游仍处消费季，逢低价锌仍有补库操作，且国内锌库存处于相对偏低水平，利好锌价，锌价整体区间宽幅震荡。下半月，中美贸易关系再次升级，美国决定对华为企业实行制裁，美元避险价值显现走势强劲，且国内冶炼端供应增价逐步兑现、下游旺季接近尾声，现货升水回落等，锌价在宏观及基本面双重利空推动下跌至 20000 元/吨一线，随后技术反弹收至 20545 元/吨，持仓量报收 283864 手，月度跌幅达 5.04%。伦锌表现弱于沪锌，月度跌幅达 10.62%，收至 2525 美元/吨，持仓量略降至 252952 手。

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势

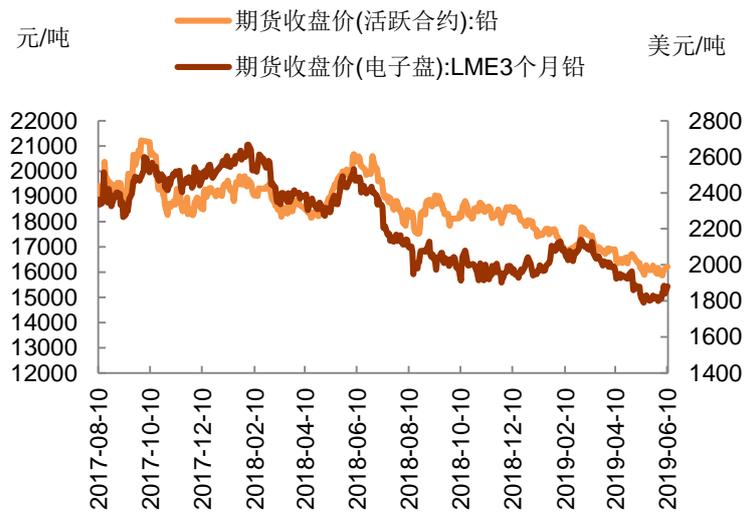


数据来源：Wind，铜冠金源期货

2、5 月铅行情评述

5 月沪铅主力有 1906 合约换月至 1907 合约，5 月上旬中美贸易冲突升级，叠加基本面供过于求，持续累库背景下期价继续突破平台下沿，保持单边下行走势，创下 15790 元/吨新低，中旬供应端原生铅炼厂逐步检修，加之再生铅小范围的环保扰动及中小炼厂成本支撑，供应端有所收紧，库存拐点使得期价跌幅放缓，但受制于下游消费始终较差，期价转为横向盘整走势，以万六为中枢上下 300 点区间波动，截止月末报收 15925 元/吨，成交量增 2.6 万手至 21.4 万手，持仓量增 0.6 万手。外盘伦铅走势大体于内盘相同，临近月末 1800 美元/吨关口支撑较强，最终报收于 1806.5 美元/吨，成交持仓均环比小幅放大。

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

随着全球贸易摩擦争端继续加剧,拖累全球经济增长前景,5月全球风险资产普遍表现下滑,避险资产受到追捧,国际金价节节攀升。

美国方面,5月ISM 制造业指数 52.1,不及预期 53 和前值 52.8。制造业指数创 2016 年 10 月份以来新低。就业分项指数创 2017 年以来新低,但新订单、出口和就业分项指数上升,但在中美贸易对峙的大背景下,预计美国制造业仍难企稳。制造业的不景气,美国寻求对多国开展贸易制裁措施,以寻求缩小逆差以及部分政治目的。特朗普签署行政命令,将印度从普惠制待遇国名单中移除,将于 6 月 5 日生效。经济风险使得美债亮起红灯,5月国债倒挂形势严峻,显示市场风险正逐步积聚,投资者对未来充满担忧。美联储主席鲍威尔最新讲话表示,美联储将采取恰当措施维持经济持续扩张,正在密切关注贸易谈判和其他事件对美国前景的影响。此番言论被解读为暗示降息的可能性。美元指数由于前期受欧洲经济超预期下滑影响而受到支撑,但若美国经济数据持续走弱,预计美元指数将继续维持偏弱格局。

欧洲方面,5 月欧元区制造业 PMI 指数为 47.7,已经连续四个月低于枯荣水平线以下,服务业 PMI 指数仍保持稳定,对欧元区综合 PMI 指数有一定的稳定作用。2019 年一季度欧元区 GDP 增速环比增长 0.4%,同比增长 1.2%。美欧贸易仍存不确定性,5 月 18 日特朗普宣布推迟对欧盟和日本加征汽车和零部件的关税。他向美国贸易谈判代表莱特希泽下令,在 180天内就汽车关税与欧盟和日本继续谈判,但仍然声称此类进口商品对美国构成国家安全威胁。另外英国首相特蕾莎梅的辞职也为英国脱欧蒙上阴影。世行预期今年欧元区19国的经济

增速下降至1.2%，低于去年实际值1.8%和1月预期的1.6%；2020年增速预期为1.4%，较年初预期下调0.1个百分点。报告指出，欧元区出口和投资削弱是该地区经济疲软的主要驱动因素。

国内方面，5月份中国制造业 PMI 指数回落至 49.4，略高于今年 2 月份的近期最低点 49.2，显著低于上月值 50.1。5月制造业 PMI 指数下滑因为贸易摩擦影响全球制造业下行以及国内政策边际略有收紧影响。4月份以来国内未有非常刺激性的政策出台，加之一季度财政政策和货币政策集中释放后期难以继续高增长，导致 4月份之后中国经济面临短期回落风险，贸易摩擦升级则进一步影响经济增长预期。整体来看，货币政策保持松紧适度的稳健中性基调并没有改变，但若是外部冲击过大，不排除加大定向偏松调节力度的可能。世界银行维持了中国2019年经济增长预期不变，6.2%。中国2020年的经济增速预期为6.1%，较世行年初预期下降了0.1个百分点，也低于去年实际值6.6%。

三、锌基本面分析

1、2019 年精炼锌缺口将继续收窄

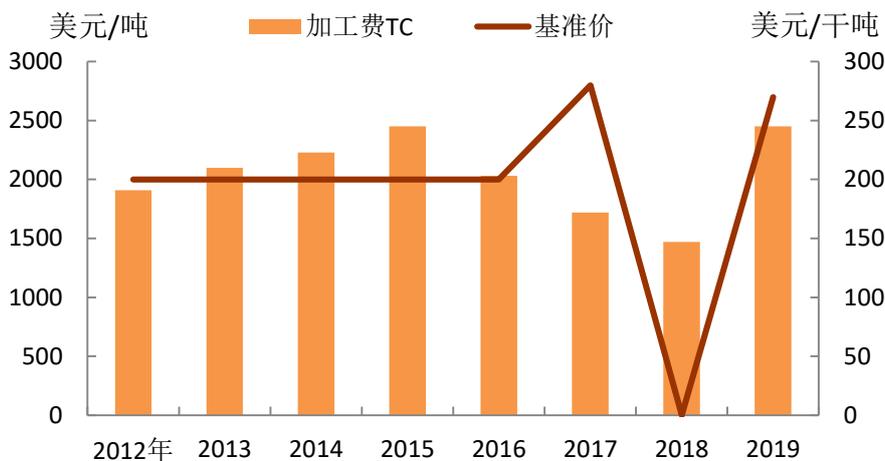
国际铅锌小组数据显示，2019年3月份全球锌矿产量109.33万吨，1-3月累计产量307.3万吨，累计同比增加2.17%。我们预计2019年，全球锌矿产量将继续增加，或增长85万吨左右。国内方面，锌矿产量增量约15万吨。不过，预计国内严厉的环保政策将延续，中小型矿山仍具不确定性，合规矿山的产量或将得以释放。

精炼锌方面，国际铅锌小组数据显示，3月精炼锌产量108.79万吨，精炼锌消耗量113.24万吨，锌市场供应缺口44,500吨，2月为供应过剩27,600吨。1-3月精炼锌累计产量316.4万吨，1-3月累计消耗量317.9万吨。

此前，国际铅锌研究小组预计今明两年，全球锌矿山产量料分别增加2%和6.4%，至1303万吨和1387万吨。其称，澳洲锌矿山产出增加将被中国产量下滑所抵消，且预计加拿大、印度和墨西哥的锌矿山供应也会下降。预计2019年，全球精炼锌需求料增加1.1%至1388万吨，而今年需求料为1374万吨。预计2018年全球精炼锌缺口322,000吨，2019年供应缺口将收窄至72,000吨。

4月初，泰克资源（Teck）与高丽亚铅旗下韩国锌业（KZ）达成了2019年的锌精矿供应长协加工费，敲定的锌精矿年度长协加工费为245美元/干吨，以2700美元/吨的直接现金价格作为分水岭：当锌价低于2700美元/吨时，做出2%的加工费扣减；当锌价位于2700-3000美元/吨区间内则直接执行；当锌价高于3000美元/吨时，加工费将上调5%。相较于2018年的锌精矿147美元/干吨的长协加工费，2019年的锌加工费上涨了接近100美元/干吨，凸显了2019年矿端的供应宽松较2018年将进一步扩大。

图表 3 锌矿加工费长协价



数据来源：铜冠金源期货整理

图表 4 2018-2019 年国外主要锌矿企矿产情况 (万吨)

公司	矿山	2018 年增减量	2019 年增减量
嘉能可	Mount Isa (含 Lady Loretta 矿)	5.3	8
	McArthur River	2.6	0
印度斯坦锌	Rampura Agucha	-6.1	19.6
	Zawar		
	Sindesar Khurd		
韦丹塔	Gamsberg	7.5	16
新星	Myra Falls	1	3
	Middle Tennessee	2	-0.2
加拿大黄金	Peñasquito	-2.7	5.7
nevsun	BISHA MINE	2	0.4
titan	Empire State Mines	1.3	3.5
telson	campo morado	2.3	1
新世纪尾矿	新世纪尾矿	3.4	22.6
托克	Castellanos	2	3
五矿	Dugald River	13	2.6
	合计	34	85

数据来源：公司财报，铜冠金源期货

图表 5 2018-2019 国内锌矿企矿产情况 (万吨)

地区	企业	2018 年增减量	2019 年增减量
内蒙	国森二道河	0	1
	银漫矿业	2	1.5
	高尔奇	0.2	1
	国金八岔沟	0.7	2.2
	盛达金都	0.2	0.6
	盛达光大	0.6	0.5
	利比亚矿业	0	1
西部地区	新疆火烧云铅锌矿	0	1
	郭家沟	1	2
黑龙江	尹春翠宏山	2	0.5
其他地区		0.3	4.2
合计		7	15.5

数据来源: SMM, 铜冠金源期货

图表 6 2018-2019 国外锌冶炼增产情况 (万吨)

国家	冶炼厂	2018 年增减量	2019 年增减量
印度	Hindustan Zinc	-6	6
韩国/澳大利亚	Korea Znic	-1	3
泰国	Padaeng	0	0
加拿大	CEZ	8	0
秘鲁	Nexa	2	0
美国	Mooresboro	0	5
墨西哥	Penoles	3	5
法国/比利时	Nyrstar	2	0
合计		8	19

数据来源: 安泰科, 铜冠金源期货

图表 7 国内锌冶炼增产情况（万吨）

企业名称	原产能	锌产能	实际投产时间	备注
白银有色	29	10	2016Q3	已达产
安阳岷山	0	3	2016Q2	已达产
四环锌锗	17	5	2018Q3	达产中
文山锌铟	2	8	2018.11	达产中
汉源俊磊锌业	5	4	2019.06	在建
汉源源富锌业	2	2	2019.06	在建
凉山索玛	5	5	2019.04	在建
会理铅锌（鑫沙）	0	10	2020	在建
葫芦岛	39	10	2020	产能置换
祥云飞龙	18	15	2021	规划
贵定盛源（河池）	0	10	2021	规划

数据来源：SMM，铜冠金源期货

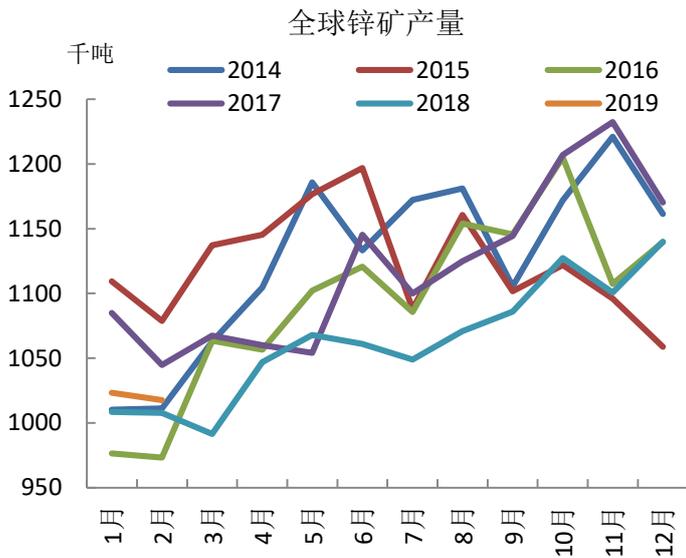
图表 8 全球锌精矿市场供需平衡表（万吨）

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年*
锌矿供应	1303.6	1347.1	1368.1	1280.2	1277.5	1303	1387
增速		3.34%	1.56%	-6.4%	-0.2%	2%	6%
精锌产量	1298	1339.8	1381.2	1354.7	1321.9	1342	1381
增速		3.22%	3.09%	-1.92%	-2.42%	1.40%	3.00%
精锌需求	1315.1	1367.5	1364.3	1367.5	1368.7	1374	1388
增速		3.98%	-0.23%	0.23%	0.09%	0.40%	1.10%
精锌平衡表	-17.1	-27.7	16.9	-12.8	-46.8	-32.2	7.2

数据来源：ILZSG

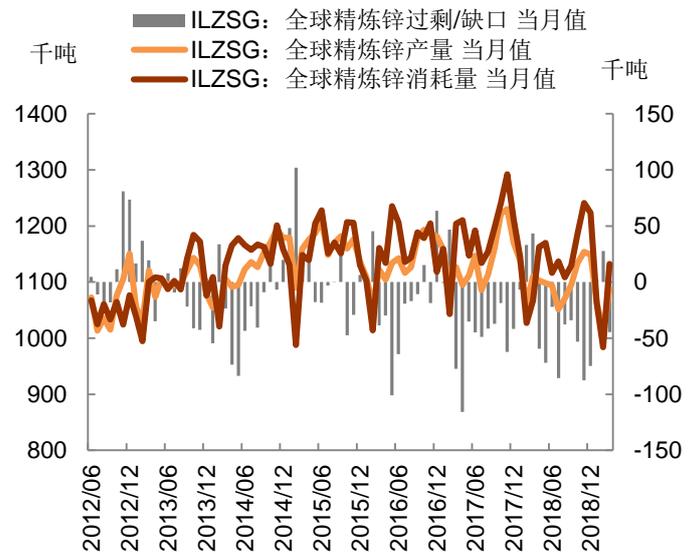
注：*表示为预估值

图表 9 ILZSG 全球锌矿月度产量情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 10 ILZSG 全球精炼锌供需情况



2、国内外锌矿加工费维稳，国内冶炼瓶颈加速打破

SMM调研数据显示，国内4月锌精矿产量为33.55万吨，开工率为73.4%，环比上升了10.3个百分点，同比下降了1.9个百分点。进入5月，内蒙地区，新疆地区，西藏地区的部分矿山产量伴随气温转暖料将进一步增加，正式进入放量阶段，预计5月全国矿山开工率为80.5%，环比上升7.1个百分点，同比上升3.1个百分点。

6月5日，兴业矿业旗下两家内蒙古兴业集团融冠矿业、内蒙古兴业集团锡林矿业采矿区将于近日恢复生产，两矿山自2月26日起停工停产停建。据悉，前期蒙古锡林郭勒盟“2·23”矿重大事故后，内蒙古区域展开矿山安全检查，该安全检查影响的产量基本于4月份后期逐步恢复，全国锌精矿产量受此拖累同比录得4%附近的下降。

根据国家统计局的数据，4月精炼锌产量达46.5万吨，同比下降0.4%。1-4月累计产量达176.46万吨，累计同比下降4.44%。

SMM调研数据，5月精炼锌产量48.02万吨，环比增加4.14%，同比增加13.49%。5月虽然仍有西部矿业、蒙自矿冶等炼企新增检修，但驰宏锌锗、白银有色总部等常规检修结束，产量录得较多增加；同时株洲冶炼、汉中锌业等大厂产量的进一步恢复。进入6月份，新增检修主要有安徽铜冠及成州矿冶等，但西部矿业、葫芦岛锌业检修结束，株洲冶炼第二条产线进一步投产。预计6月增至50.13万吨，同比增加16.56%，环比增加4.4%。

5月27日上午甘肃白银有色成县的冶炼厂发生二氧化硫逸出事故，被责成全面停产整顿。该冶炼厂年产能10万吨，产量8万吨，估计将停产检修1-2月。进入6月份，冶炼厂检修基本结束，其中株冶于3月份已经通电，5月两条线均已满产运行，另外汉中4月10日开始复产，5月

份增1.4万吨，月产达 1.8万吨，6 月份将继续复产。此外，西部矿业于5月底已结束检修。四环锌锗产出仍一定程度受焙砂供应的限制，蒙自矿冶也维持减产情况。但总的来看，6 月份国内锌冶炼供应进一步回升的确定性仍较强。

加工费来看，6月国产锌矿加工费报6050-6650元/金属吨，均值环比三个月持平；进口锌矿加工费报230-260美元/干吨，均值环比三个月持平。随着冶炼端供应增加，预计加工费维稳或小幅下滑，目前来看冶炼企业利润较为丰厚。

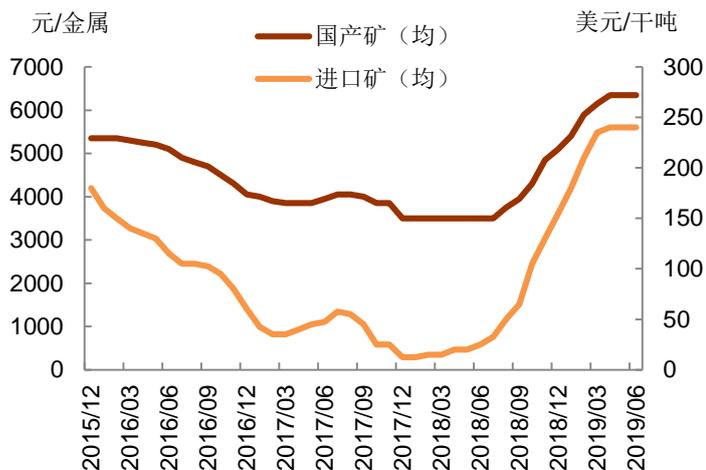
进出口方面，海关数据显示，4月进口锌精矿为17.93万吨，同比减少了2.3万吨，环比减少了2.3万吨。4月精炼锌进口量7.76万吨，环比上升51.82%，同比上升133.77%，1-4月累计进口21.83万吨，同比上升26.27%。据海关分项数据显示，2019年4月精炼锌进口前五个国家为：西班牙（27%），哈萨克斯坦（27%），澳大利亚（22%），韩国（9%），Namibia（5%），其中哈萨克斯坦进口中47%为1#锌。进入4月份，增值税由16%下调至13%，进口费用将减少600元/吨左右，但根据我们对进出口利润的测算，目前进口锌锭仍处于亏损状态，但部分货源跨贸易商直接流入了下游初级消费端。

图表 11 国内重点冶炼厂检修情况

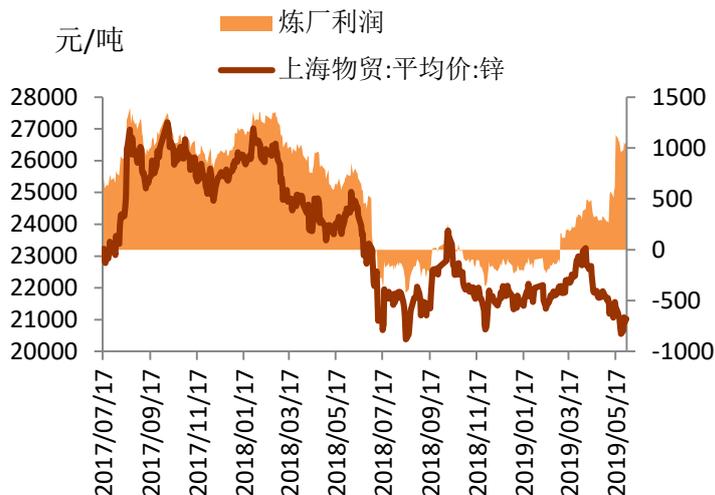
地域	企业名称	企业动态	检修时长
东北	葫芦岛锌业	正常生产	暂无检修
西北	汉中锌业	减产	减产
华南	中金岭南	正常生产	1 月
华中	株冶火炬	减产	3 月
西南	驰宏锌锗	正常生产	7 月；8-10 月；11-12 月
华中	豫光锌业	正常生产	5 月；10-11 月
西南	河池南方	正常生产	1 月
西北	陕西东岭	减产	减产
华北	赤峰中色锌业	正常生产	5 月下旬-8 月
华北	巴彦淖尔紫金	正常生产	8-9 月初
西南	四川宏达	正常生产	2 月；6-9 月
西北	陕西锌业	正常生产	5-6 月；7-9 月
西南	祥云飞龙	正常生产	暂无检修
西南	云铜锌业	正常生产	3 月
西南	四环锌锗	检修	3-4 月
西北	白银有色	正常生产	4-6 月初；7-9 月

数据来源：SMM

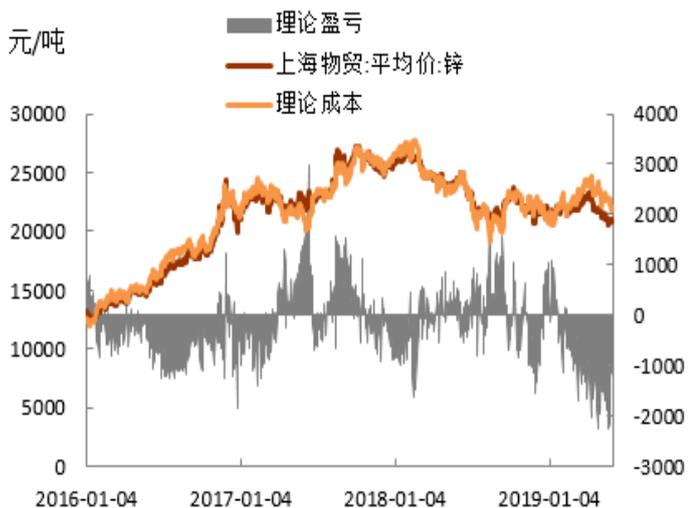
图表 12 锌矿加工费情况



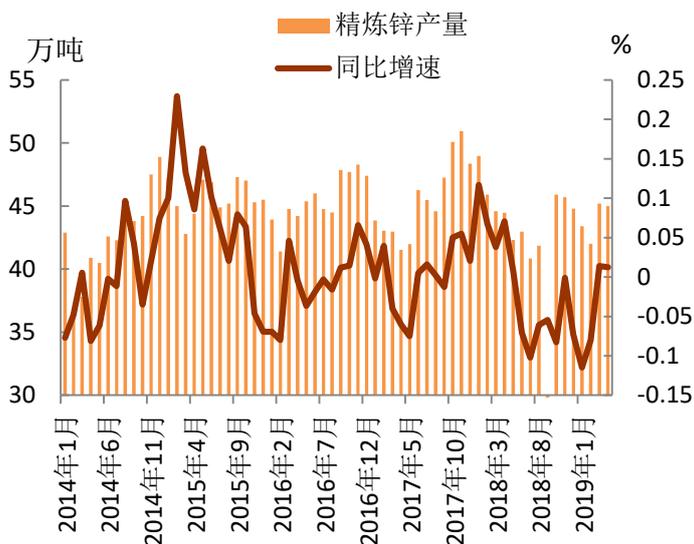
图表 13 国内炼厂利润情况



图表 14 精炼锌进口盈亏

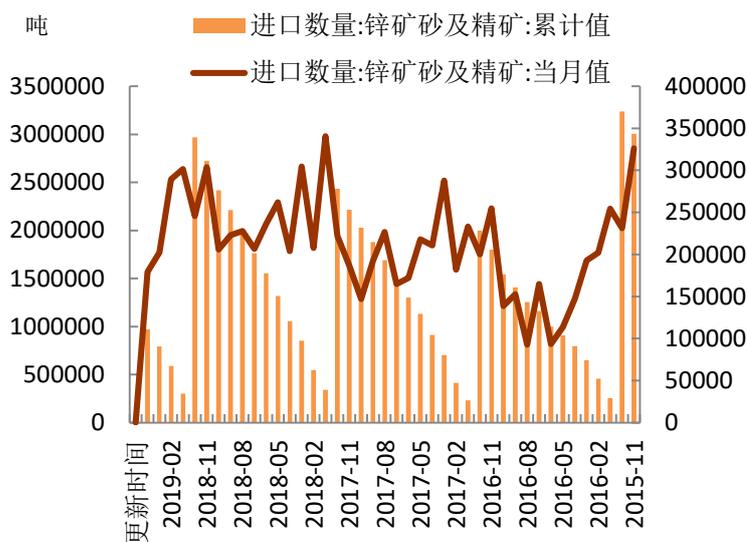


图表 15 SMM 精炼锌产量情况



数据来源: SMM, Wind, 铜冠金源期货

图表 16 锌矿进口情况



图表 17 精炼锌进口情况



数据来源：海关总署，铜冠金源期货

3、下游消费进入淡季，终端受政策刺激或有改观

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%）。

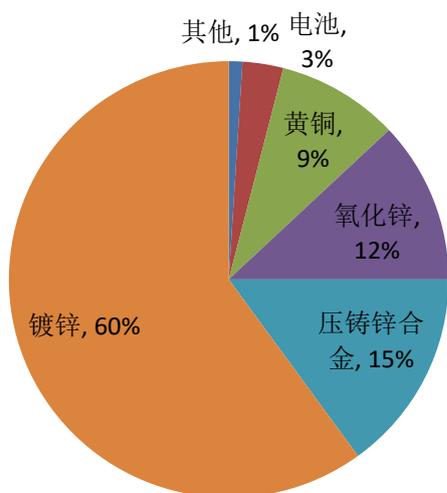
2019 年 1-4 月全国重点企业镀锌板累计产量 711.66 万吨，同比减少 1.23%；1-4 月镀锌板累计销量为 690.26 万吨，同比减少 1.93%。钢联数据显示，4 月全国镀锌企业库存为 42.15 万吨，较去年减少 9.2%。

根据 SMM 调研，按企业排产计划，5 月镀锌开工率为 83.08%，环比下降 3.75 个百分点，同比下降 3.51 个百分点。

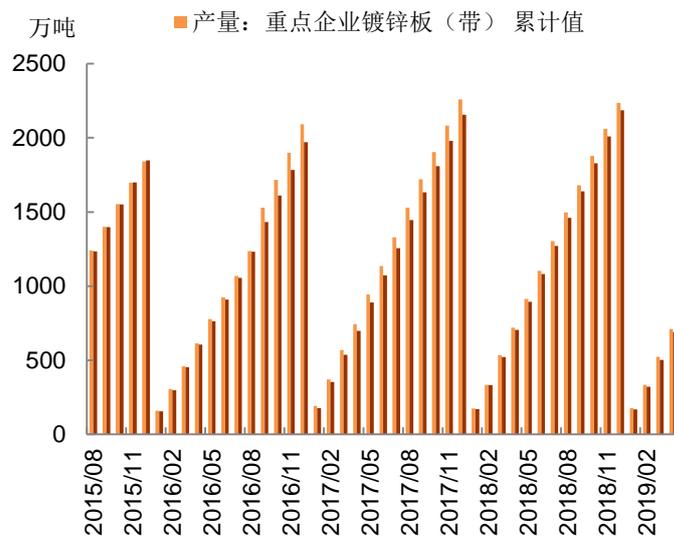
4 月压铸锌合金企业开工率为 54.54%，环比上升 2.65%，同比下降 1.3%；4 月氧化锌开工率为 55.45%，环比增加 1.89%，同比下降 1.65%。

目前来看，锌消费季节性转弱特征已显现。6 月锌初端下游订单下滑，由于汽车产销大幅收缩，部分国营钢厂汽车板镀锌线出现减停，或转移生产家电板、普板的情况。

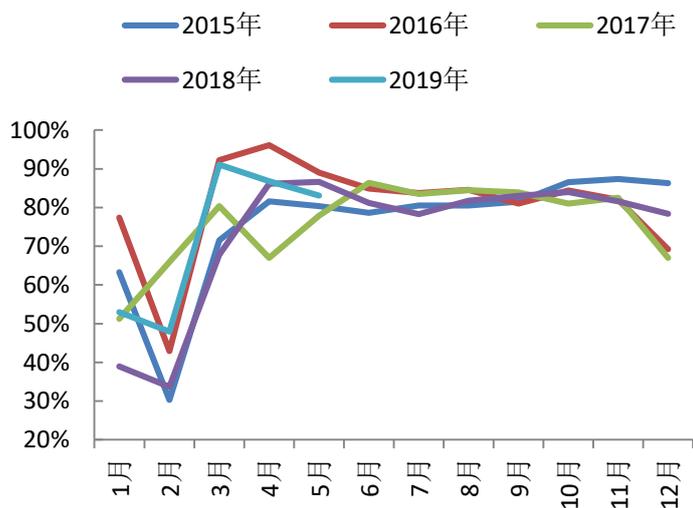
图表 18 锌初级端消费占比



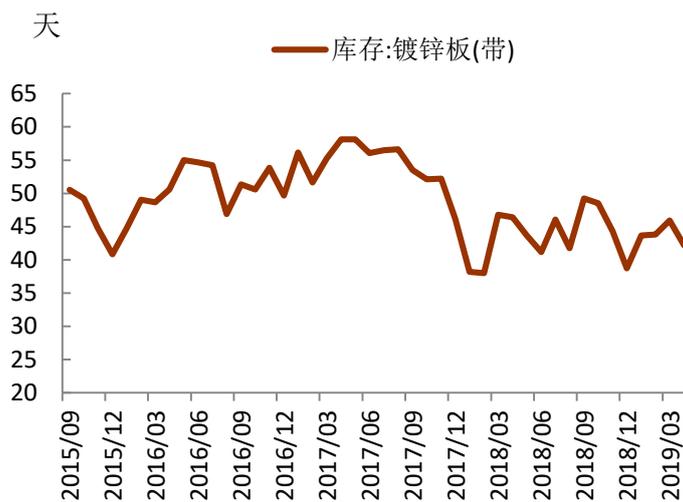
图表 19 重点企业镀锌板销量情况



图表 20 镀锌企业开工情况

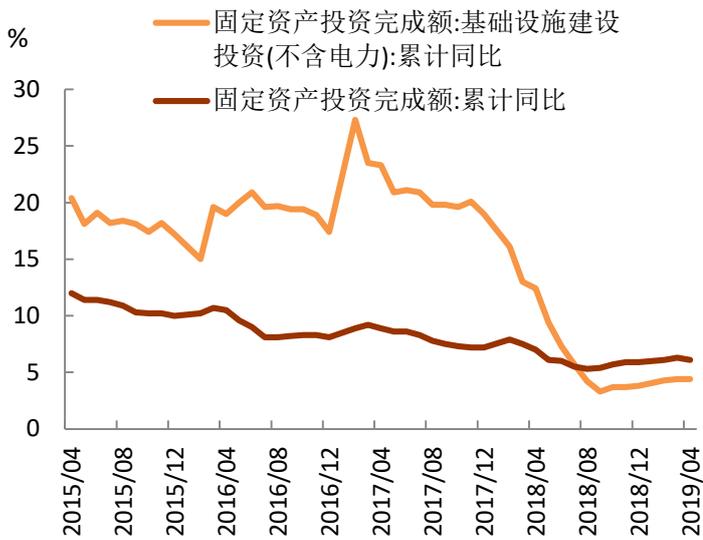


图表 21 镀锌板库存情况

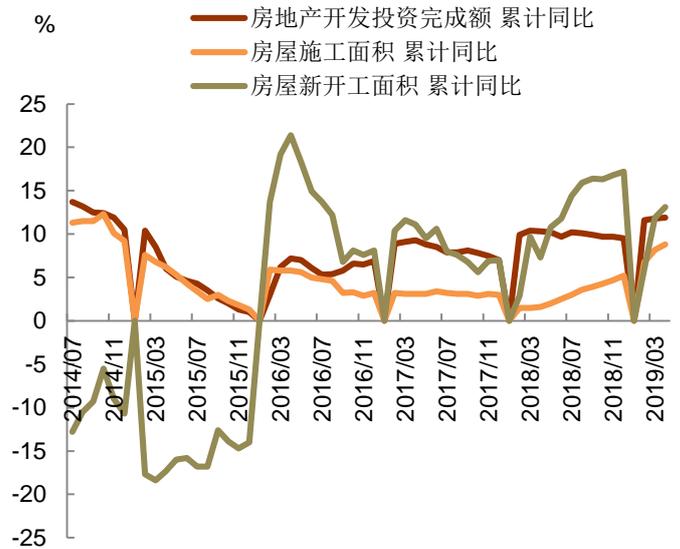


数据来源：Wind，SMM，铜冠金源期货

图表 22 基础设施建设投资数据

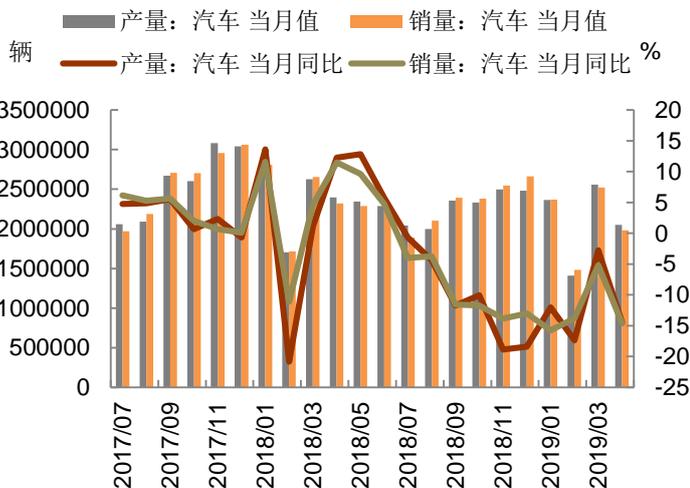


图表 23 房地产开发投资数据

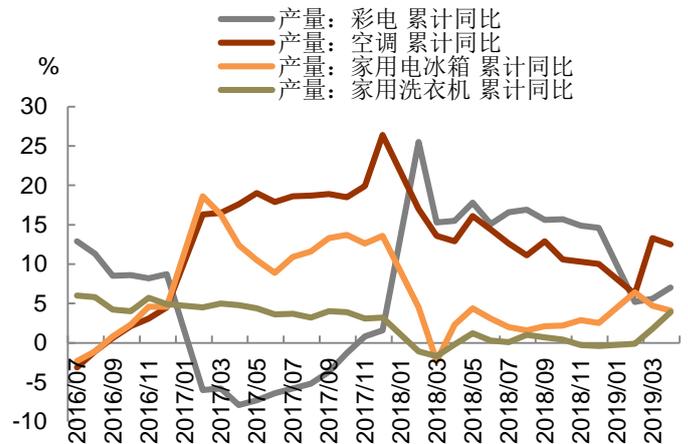


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 24 汽车当月产量及销量数据



图表 25 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。

基建投资方面: 统计局数据显示,1-4 月固定资产投资累计同比名义增长 6.1%,较 1-3 月累计增速小幅下滑 0.2 个百分点,但仍高于上年末 0.2 个百分点。从三大类投资看,基建投资增速与前值持平,房地产投资小幅加快,制造业投资增速则进一步放缓,成为投资增速整体下滑的主要原因。具体数据来看,1-4 月基建投资(不含电力)同比增长 4.4%,与 1-3

月累计增速持平。今年以来，预算内财政发力明显，1-4 月累计增速达到 15.2%，高出上年同期 4.9 个百分点，1-4 月地方专项债发行 8116 亿，约相当于上年同期的 5.2 倍。基建增速滞后，或因资金到位和运用存在时滞。整体来看，基建更多受政策目标影响，当经济下行压力加大时强化对冲效果。

房地产方面：房地产投资继续保持韧性。4 月房地产投资同比增长 11.9%，比 3 月加快 0.1 个百分点。并且，地产投资的领先指标继续改善，新开工面积增速加快 1.2 个百分点至 13.1%，商品房销售面积增速降幅收窄 0.6 个百分点至-0.3%。施工面积增速继续回升，上升 0.6 个百分点至 8.8%，可以预期房地产投资的乘数效应将继续改善。

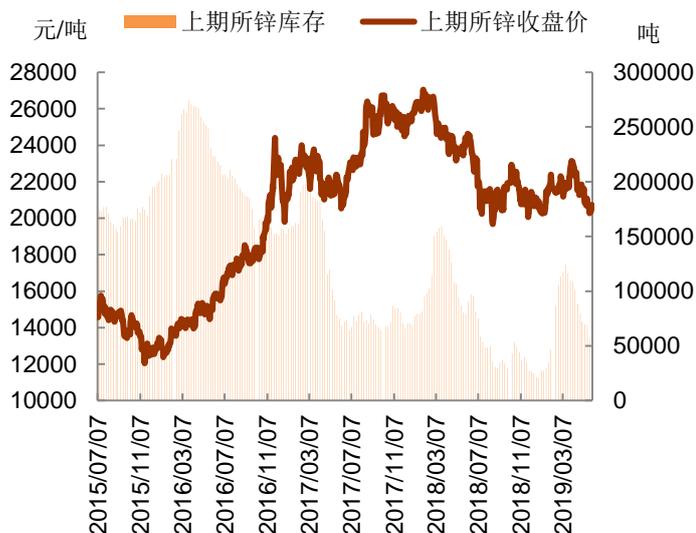
汽车方面：市场仍在持续下行趋势。中国汽车工业协会统计，4 月我国汽车产销量分别完成 205.2 万辆和 198 万辆，同比分别下降 14.5%和 14.6%，产销同比降幅扩大。1-4 月，汽车产销分别完成 838.9 万辆和 835.3 万辆，产销量比上年同期分别下降 11%和 12.1%，降幅比 1-3 月分别扩大 1.2 和 0.8 个百分点。目前，市场低迷主要原因为消费信心不足，且受国五国六标准的切换以及对国家刺激消费政策期待等因素影响，消费者观望情绪明显。

白色家电方面：1-4 月家电生产表现尚可，除了空调以外，其他三大白电产量同比均实现增长。彩电累计产量同比增 7%，较 1-3 月增加 1.4 个百分点；空调累计同比增 12.5%，较 1-3 月回落 0.8 个百分点；冰箱累计同比增 4.1%，较 1-3 月回落 0.6 个百分点；洗衣机累计同比增加 3.9%，较 1-3 月增加 2.1 个百分点。考虑到一线城市二手房成交数据持续回暖，有望对后周期家电行业估值中枢形成拉动，且考虑到年内政府出台补贴政策刺激家电消费、需求有望环比逐步改善。

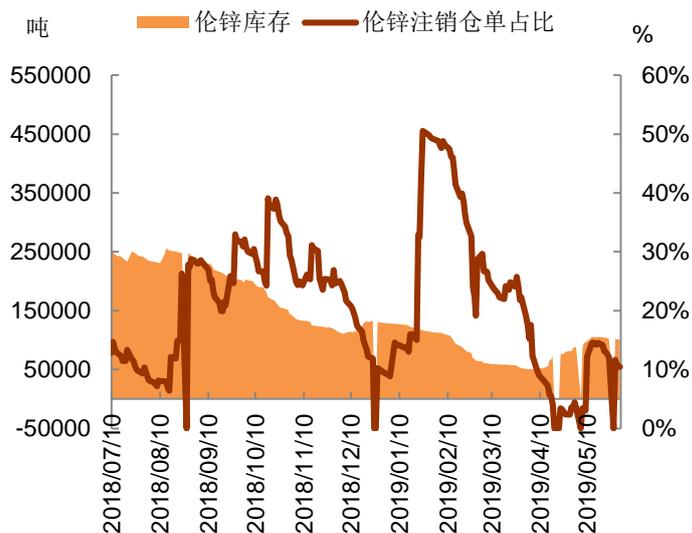
4、LME 库存涨幅放缓，国内库存整体偏低

5 月 LME 锌库存先增后减，月中旬快速攀升至 105400 吨，随后库存缓慢减少，截至 5 月底降至 100800 吨，但较上月底仍增加 19475 吨。上期所库存延续下滑走势，5 月最后一周止跌回升，报收 59351 吨，月度减少 12739 吨。社会库存延续下滑走势，5 月底开始有累库迹象，库存报收 14.59 万吨，关注 6 月份进一步累库的情况。保税区库存持续小幅增加，5 月底有所回落，报收 10.67 万吨，为 5 月来首次下滑。

图表 26 上期所锌库存



图表 27 LME 锌库存与注销仓单占比



图表 28 社会锌锭库存



图表 29 保税区库存

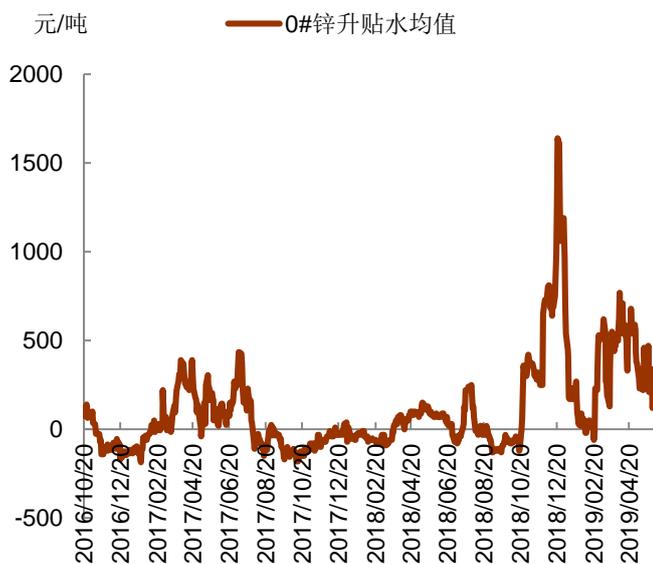


数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

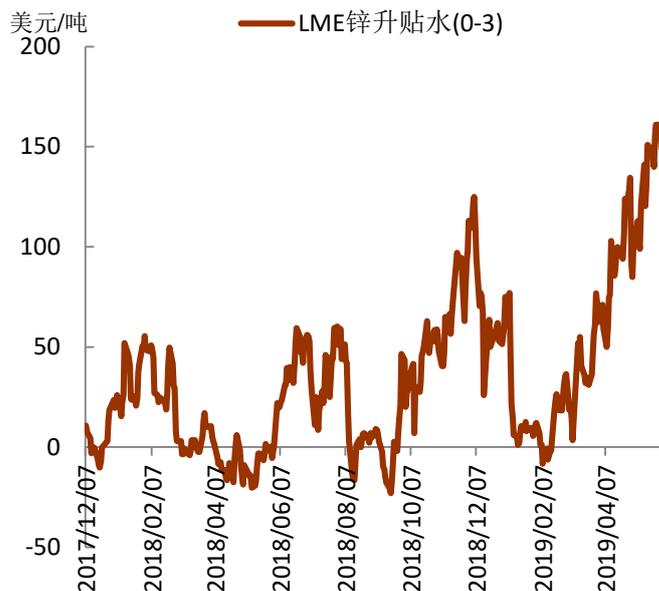
5、LME 升水维持高位，国内升水回落

5 月 LME 锌现货升水继续攀升，最高攀升至 161 美元/吨，月末升水小幅回调，但整体维持在高位，截止至 5 月 31 日升水报收至 144 美元/吨。国内现货升水回落，因下游消费逐渐转淡，且锌价持续回落，下游买盘意愿不强所致。现货升水由月中高位 400 元/吨左右降至 100 元/吨左右。进入 6 月，随着供应宽松逐渐兑现，加之需求转淡，预计现货或转至贴水。

图表 30 0#锌升贴水



图表 31 LME 锌升贴水



数据来源：Wind，铜冠金源期货

四、铅基本面分析

1、全球铅矿产量增长，精铅转为小幅过剩

铅矿方面，国际铅锌小组（ILZSG）公布数据：3月全球铅矿产量为43.74万吨，环比上升5.47%，同比上升9.35%，1-3月全球累计铅矿产量为125.92万吨，累计同比增长6.98%。一季度铅矿产量增加基本符合市场预期，2018年年末的新项目，新增产出正逐步进入市场。国际铅锌小组预计2019年铅精矿供应量将进一步增加至477万吨，主要是阿根廷、澳洲、加拿大、中国、印度、哈萨克和南非的产出将增加。

行业方面，纳米比亚将有三座老矿山重新投入生产。其中北河资源 Namib 铅锌矿是一个地下矿，该项目目前 JORC 资源量为 1120000 吨，其中地下原岩金属含量为 25900 吨铅。从历史上看，该矿生产了约 70 万吨矿石，生产了超过 10 万吨吨铅锌精矿。

El Mochito 锌铅银矿扩建最新进展，Ascendant 资源已从美国政府机构获得融资。与海外私人投资公司 (OPIC) 签订的无约束力条款清单要求提供 3500 万美元的项目贷款。Ascendant 表示，这将足以满足扩建项目的总融资要求，包括矿山开发扩建、新的地下竖井、地下水抽水升级和磨机升级。

精炼铅方面，国际铅锌小组（ILZSG）公布数据：3月全球精炼铅产量107.41万吨，全球精炼铅消耗量为106.38万吨，同比增速分别为10.42%和7.62%，供应增速及消费增速表现分化，供应增速率先创下近半年来新高，显示全球铅消费增长较为乏力。ILZSG 供需平衡来

看，3 月全球精铅过剩 1.3 万吨，2 月修正为过剩 0.36 万吨，一季度全球精铅累计短缺 0.74 万吨，同比前两年 5 万吨左右的缺口，大幅收窄，今年铅市有望转向过剩格局。

国际铅锌研究组织(ILZSG)最新预计 2019 年铅将出现过剩，ILZSG 预计 2019 年铅的过剩量将达到 7.1 万吨。2018 年全球铅需求下降 0.2%，但预计今年将增长 1.2%，达到 1187 万吨。ILZSG 预计 2019 年全球铅产量将增长 1.8%，达到 475 万吨。

据彭博社报道，Nyrstar 公司的一位发言人表示，位于澳大利亚 Pirie 港口的铅冶炼厂由于突发事故 5 月底宣布发货受到不可抗力影响已停止生产。公司正在评估修复损坏需要多长时间。目前，事故没有造成人员伤亡和环境破坏。

图表 32 2019 年国外铅矿山产能增量情况（万吨）

公司	矿山	国家	2018 年	2019 年
Trevali	Halfmile Lake ,Restigouche	加拿大	0	0.9
South 32	Cannington	澳大利亚	0	1.5
Glencore	Lady Loretta 等	澳大利亚	0.9	2
Heron Resources	Woodlawn	澳大利亚	1	1.2
Tau-Ken Samruk	Shalkiya	哈萨克斯坦	0	0.4
Tau-Ken Samruk, Radington Industrial Consulting	Alaigyr	哈萨克斯坦	0.3	1.5
HZL	Sindesar Khurd 等	印度	0.2	4
Industrais Penoles	Rey de Plata	墨西哥	0.1	0.9
Mineco Group	Olovo	玻利维亚	0.2	0.4
合计			2.7	12.8

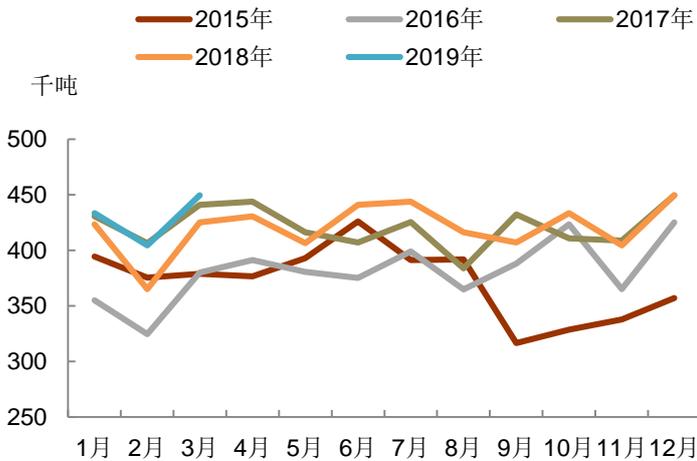
数据来源：安泰科，铜冠金源期货

图表 33 全球铅市供需平衡表（万吨）

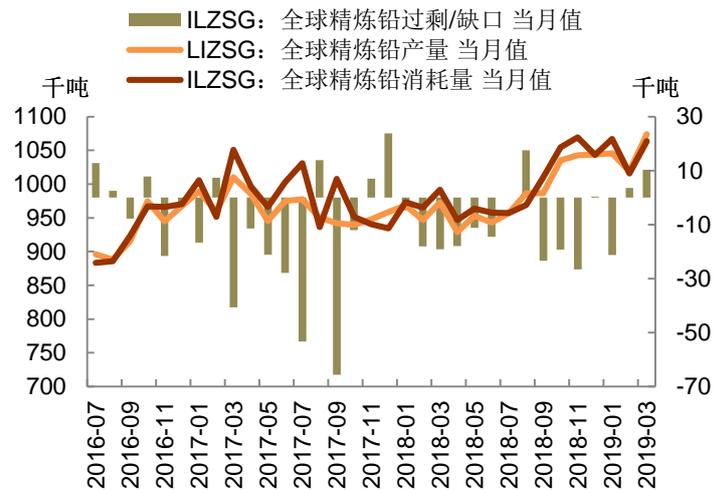
	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
铅矿产量	494.6	485	466.5	459.7	458	477
铅矿增速	-3%	-1.9%	-3.8%	-1.5%	-0.4%	4.1%
精炼铅产量	1102.1	1095.7	1158.8	1156.5	1159	1184
精炼铅消费量	1099.3	1093.9	1112.3	1171.2	1171	1179
供需平衡	2.8	1.8	3.5	-14.7	-15.13	5

数据来源：ILZSG，铜冠金源期货

图表 34 ILZSG 全球铅矿月度产量情况



图表 35 ILZSG 全球精炼铅供需情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

2、矿端整体宽松，精炼铅整体偏紧

国内方面，国家统计局公布最新数据：4 月铅矿产量为 8.03 万吨，1-4 月铅矿累计产量为 30.43 万吨，累计同比下滑 10.10%。SMM 加工费方面，6 月国产矿 TC 均价环比不变，为 1850 元/吨。目前高寒地区多正常生产，且由于炼厂对二次物料利用率提升，以及再生铅产能占比的提升，铅矿中期或将维持宽松格局。

铅矿进口方面，据海关总署公布数据：4 月中国进口铅精矿 13.55 万吨，环比增 26.40%，同比增加 29.78%。1-4 月累计进口铅矿 46.62 万吨，累计同比增 33.06%。总体进口量出现一定增长，SMM 数据 4 月进口矿 TC 均价环比下滑 2.5 美元/干吨为至 25 美元/干吨。

精炼铅方面，国家统计局公布最新数据：4 月精炼铅产量为 49.42 万吨，同比增长 22.9%，1-4 月精炼铅累计产量为 192.42 万吨，累计同比增长 18.62%。SMM 公布 5 月全国原生铅产量为 24.77 万吨，环比下降 3.69%，同比下降 1.12%。1-5 月原生铅产量在 126.18 万吨，同比上升 5.4%。展望 6 月，据 SMM 了解，原生铅冶炼企业检修的数量增多，如湖南金贵、赤峰山金银铅、河池南方等继续检修（检修时间贯穿 5-6 月），其他如汉中锌业、西部矿业，山东恒邦等开始检修，由于检修的冶炼企业多为中大型企业，产量影响较大；此外，因铅市低迷，加之铅精矿加工费出现降势，部分企业亦是对产量进行季节性调整。综上，SMM 预计 6 月原生铅产量下降约 3 万吨至 21.7 万吨。再生铅方面，5 月环保干扰，总体影响不大，再生铅中小炼厂冶炼处于亏损状态，企业开工意愿不足，原生再生价差处于低位。

总体来看，6 月供应端将因原生铅炼厂检修以及再生铅成本支撑，表现偏紧，对期价构成支撑。

图表 36 国内炼厂检修计划

省份	企业	2018 年检修时间	2019 年内检修计划
河南	柿槟实业	6 月	计划 2 月初检修半个月
河南	金利金铅	5-6 月, 8-9 月	一般二季度计划检修
河南	济源万洋	3 月	正常
河南	新凌铅业	1-2 月	计划 3 月初检修
河南	安阳岷山	2-3 月	计划 1 月底检修
河南	永宁金铅	2 月	计划春节后检修
河南	豫北金铅	8 月-至今	计划 3 月复工
湖南	银星有色	2-3 月	计划 3-4 月检修
湖南	宇腾有色	2-3 月	计划 2-3 月检修
湖南	湖南展泰	停产	停产
湖南	水口山	12 月减产	2019 系统升级
湖南	福嘉综环	2 月	正常
云南	驰宏锌锗	8-9 月	暂无计划
内蒙古	兴安银铅	5-6 月	常规计划二季度检修
内蒙古	山金银铅	6-7 月	常规计划二季度检修
安徽	华鑫铅业	5-7 月	未确定检修时间
安徽	华铂铅业	5-6 月	暂无计划
广东	中金岭南	1 月	正常
广西	南方有色	3-4 月	正常
江西	金德铅业	6-7 月	正常
辽宁	海城诚信	9-10 月	常规计划 9-10 月检修
山东	山东恒邦	正常	暂无计划

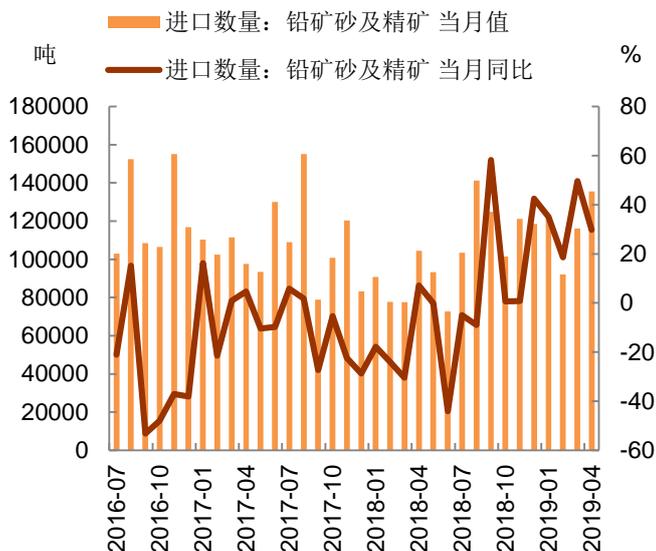
数据来源：百川，铜冠金源期货

图表 37 国内铅矿及精炼铅供需平衡表（万吨）

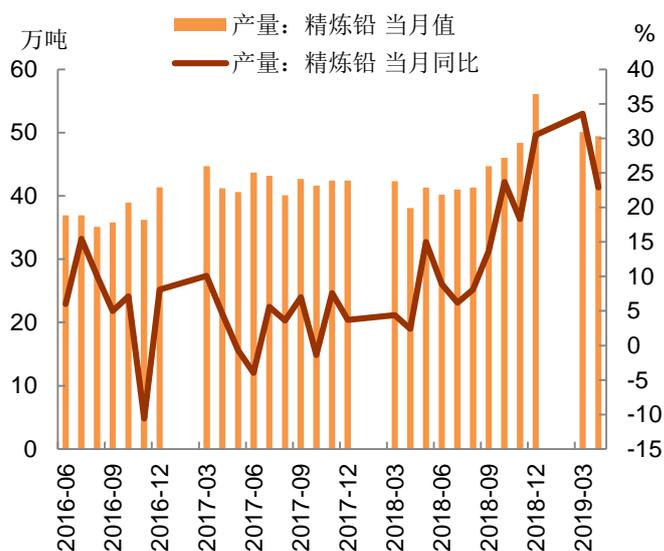
	2015年	2016年	2017年	2018年
铅精矿产量	233.5	223	208	215
铅精矿需求量	321	318.5	296.9	298
铅精矿净进口量	94.9	70.5	64	63
铅精矿供需平衡	7.4	-25	-24.9	-20
精炼铅产量	470	466.5	487	480
精炼铅需求量	470.2	475	483	490
精炼铅净进口量	-6	-1.1	7.1	1.5
精炼铅供需平衡	-6.2	-9.6	11.1	-8.5

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

图表 38 铅精矿进口情况

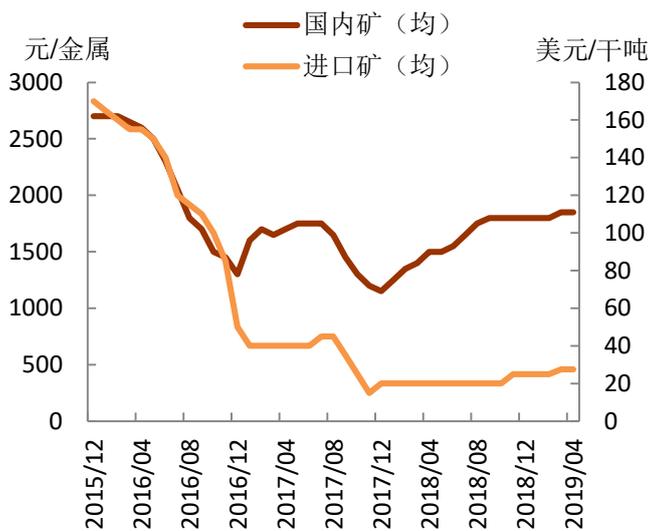


图表 39 精炼铅产量情况

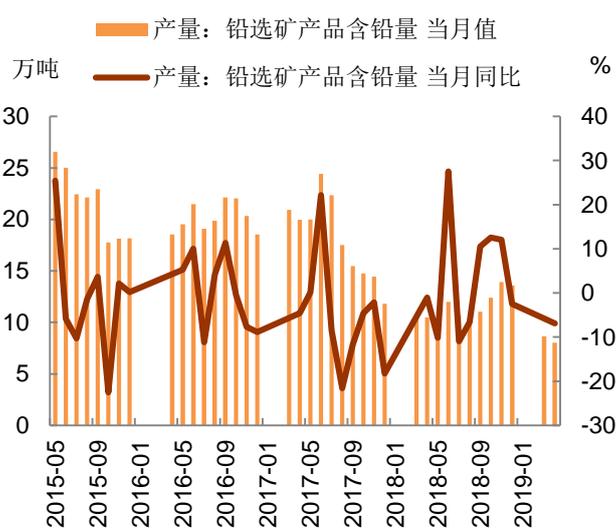


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 40 铅精矿加工费情况

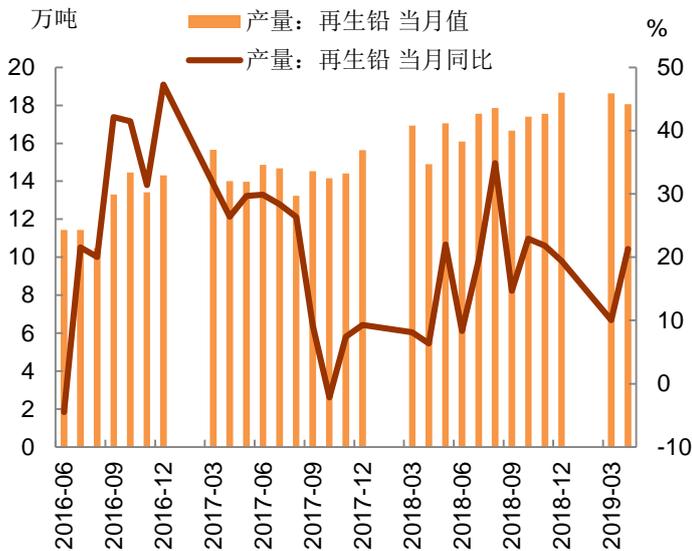


图表 41 铅精矿产量情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 42 再生铅产量情况



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

3、下游消费暂无起色，新国标实施下旺季预期较为悲观

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。

初级端来看，海关公布数据：4 月铅酸蓄电池出口量为 268.8 万个，同比增 18.61%，1-4 月累计出口量 898.7 万个，累计同比下滑 6.05%，铅酸蓄电池方面我国为出口大国，受贸易战影响，蓄电池出口受到一定打击。5 月从 SMM 蓄企周度开工率来看，整体呈现小幅回升并未大幅走高，消费尚未显著回暖，三季度面临消费旺季，但电动车新国标的实施，旺季预期仍较为悲观。

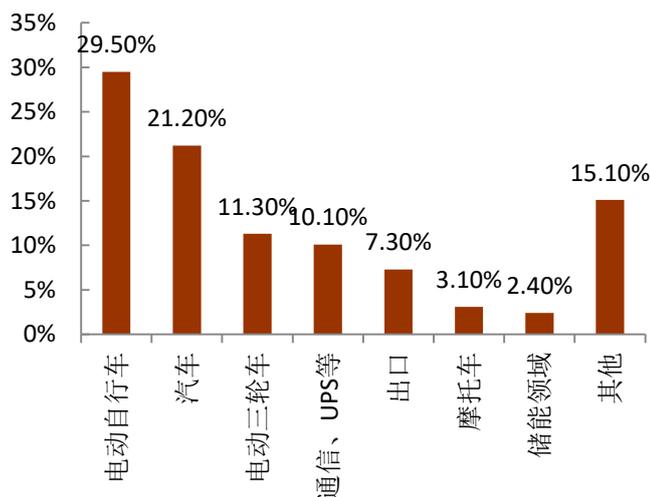
终端来看，汽车工业协会数据：4 月汽车产销同比继续下降，降幅重新拉大，显示市场消费仍然低迷。4 月，汽车产销量分别完成 205.2 万辆和 198 万辆，比上月分别下滑 19.78% 和 21.41%，比上年同期分别下降 14.45% 和 12.12%，中汽协表示，目前，市场低迷主要原因为消费信心不足，另外受国五国六标准切换的影响，以及对国家刺激消费政策期待等因素影响，消费者观望情绪明显。

电动自行车方面，国家统计局数据显示：2018 年电动自行车累计产量为 2589.92 万辆，较 2017 年的 3686 万辆下滑近 30%，显示电动自行车已经趋于饱和，增速整体放缓，另外电动车新国标将于 4 月 15 日正式实施，在其减重的要求下，电池耗铅量的下滑已经成为事实。但短期由于各地设立过渡期，其影响正在逐步体现，长期对铅价构成打压。

通信基站方面，国家统计局数据显示：1-4 月累计产量为 18716.3 万信道，累计同比增涨 159.4%，随着运营商逐步开展 5G 试点运行，基站数据表现亮眼，但由于中国铁塔公司文件表示，将在 3 年之内逐渐停止铅酸蓄电池采购，考虑梯级利用锂电替代，短期对铅的需求或表现平稳，但长期来看将对铅需求构成打压。

综合来看，临近旺季，消费暂无较大改观，消费预期悲观不利铅价上行。

图表 43 铅酸蓄电池消费领域占比



图表 44 铅酸蓄电池出口情况



数据来源：安泰科，Wind，铜冠金源期货

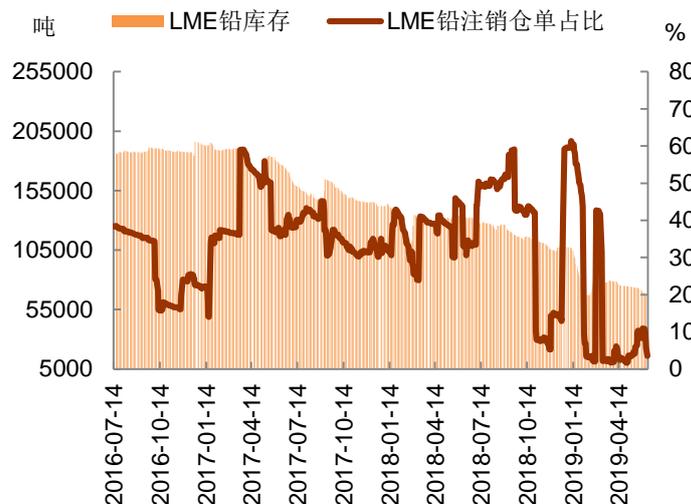
4、铅库存情况

库存方面，受供应端检修影响，库存高位下滑，由最高的 36993 吨，下降至 30682 吨，截止 6 月 6 日库存进一步下滑至 29491 吨。伦铅方面，总库存回落至 7 万吨水平以下，截止月末库存录得 6.97 万吨，注销仓单占比小幅稳步升至 10% 左右，但截止目前，注销仓单占比再度大幅下滑，对伦铅支撑力度仍需观察。

图表 45 上期所铅库存



图表 46 LME 铅库存与注销仓单占比

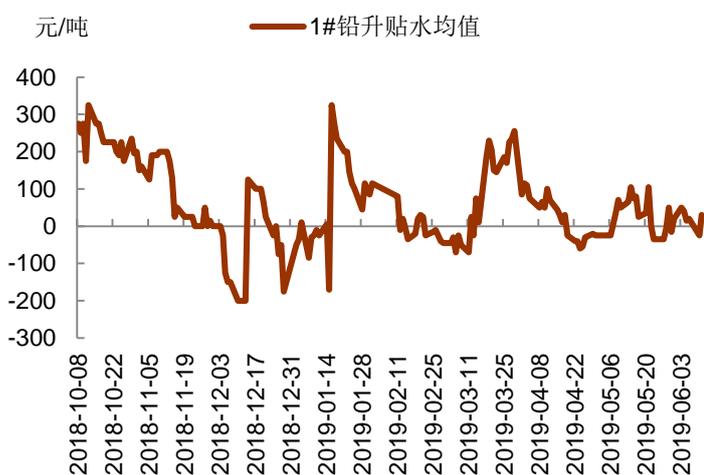


数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

5、升贴水情况

从升贴水来看，5月现货受供应端挺价情绪支撑，大多数时间维持升水格局，但受制于需求不佳，升水幅度不高。伦铅方面，近月升水大幅拉高，由月初的贴水16美元/吨，大幅拉高至目前的42.5美元/吨水平，支撑期价表现强势。

图表 47 1#铅升贴水



图表 48 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，供应方面，国内内蒙地区，新疆地区，西藏地区的部分矿山产量伴随气温转暖将进一步增加，5月已正式进入放量阶段。同时，进入6月份，冶炼厂检修基本结束，其中株冶于3月份已经通电，5月两条线均已满产运行，另外汉中4月10日开始复产，西部矿业于5月底已结束检修。6月份国内锌冶炼供应进一步回升的确定性仍较强。而下游消费继续转淡，国内社会去库存或放缓，供需面转弱。此外，当前全球宏观面变数较多，随着全球经济体相继出现疲态，各央行降息呼声不断，市场流动性预期增强，或对商品有所提振。盘面看，锌价走势较其他金属偏强，或因当前国内锌锭库存仍维偏低水平，加之技术形态对锌价仍有支撑。整体来看，6月份随着供需格局的继续弱化，锌价易跌难涨。

2、铅价展望

全球铅矿产量回升，铅市供需缺口逐步收窄，年内铅市短缺情况将进一步缓解，全年缺口有望由负转正。国内5月-6月原生铅炼厂检修频繁，6月中大型炼厂检修增多，如汉中锌业、西部矿业，山东恒邦等开始检修，可交割货源进一步收紧，库存水平回落。再生铅方面，中小炼厂冶炼利润亏损，开工意愿整体偏低，综合6月供应端支撑较强，消费来看暂无较大起色，新国标的实施使得旺季预期打折，悲观情绪对铅价构成压制，总体来看基本面矛盾弱化，供需两弱格局预期之中，价格呈现区间均衡波动，而伴随伦铅近月BACK扩大，重点关注伦铅走势指引及国内下游消费边际变化，防范阶段性拉涨行情。综合预计6月沪铅主力波动区间或为15790-16700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

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
1803 室、2104B 室
电话：021-68400688



深圳营业部

深圳市福田区彩田路 3069 号星河
湾世纪大厦 A 栋 2908 室
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 号大
连期货大厦 2506B 室
电话：0411-84803386

铜陵营业部

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。