

2018 年 2 月 9 日

星期五

库存游戏&美元施压

沪锌高位宽幅区间运行



联系人 黄蕾
电子邮箱 huang.lei@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

要点

●目前美元走势与美国经济的基本面有些背道而驰，虽然美联储 3 月加息概率较大，但加息对美元的支撑较弱，当前影响美元走势的关键因素在于欧元的变动，目前欧洲经济复苏维持强劲，欧元将继续对美元施压。国内 1 月官方制造业 PMI 及财新 PMI 均有回落趋势，总体都在 50 以上，表明制造业仍在扩张。在美元持续弱势背景之下，人民币一路走强，但考虑中央经济工作会议中指出要保持人民币汇率基本稳定，预计人民币难现持续性上涨。此外，随着金融监管的全面加强，预计国内货币政策依然维持中性。

●锌方面，今年全球矿山将继续恢复性生产，精炼锌缺口将收窄，当前维持结构性短缺。LME 锌库存持续走跌，且伦敦现货维持较高水平，从 LME 交割库库存变化及注销仓单情况来看，库存的游戏还在继续，逼仓的风险不断支撑锌价上行。介于人民币的升值及国内春节因素影响，内盘走势弱于外盘，社会库存也出现积压。但春节假期后，下游有补库需求，短缺预期的升温将对锌价形成较强支撑。整体来看，预计 2 月沪锌跟随伦锌维持高位运行，但考虑到假期前市场避险情绪升温，期价会有所回调，不过基本面未出现大幅利空的情况下，预计回调空间有限，区间在 25800-27200。另外需关注美元走强对基本金属施压的持续性，策略上关注沪锌买进卖远的操作。

●铅方面，供应端来看，河南原生铅恢复生产、安徽再生铅供应也在逐步恢复，前期供应支撑因素逐步弱化，且春节假期大型冶炼企业持续开工，节后供应或逐步宽松。需求端来看，1 月份铅价高企，下游蓄电池企业备货积极性不高，且部分企业提前放假。且春节后，电池消费季节性转淡，预计对铅价支撑有限。不过 LME 铅也出现类似 LME 锌的库存游戏，但从注销仓单占比增加情况来看，逼仓幅度相对较小，对铅价有一定支撑，但持续性相对弱些。整体看，供应存增加的预

期,而消费将转淡,铅价或有所回调,预计2月沪铅主力运行区间在18800-19900。

目录

一、铅锌市场行情回顾	6
1、1 月锌行情评述	6
2、1 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、锌矿加工费低位企稳，春节因素至精炼锌产量减少	12
3、国内锌下游消费季节性疲软	14
4、锌库存情况	17
5、升贴水情况	18
四、铅基本面分析	18
1、全球铅矿供应缺口增大，精炼铅市场缺口收窄	18
2、铅矿加工费低位企稳，原生铅产量受环保限气影响减少	20
3、蓄电池企业库存增加，提前放假	22
4、铅库存情况	23
5、升贴水情况	24
五、总结与后市展望	25
1、锌价展望	25
2、铅价展望	25

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）	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	15
图表 21 房地产开发投资数据	15
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	17
图表 26 社会锌锭库存	17
图表 25 LME 锌库存与注销仓单占比	17
图表 27 0#锌升贴水	18
图表 28 LME 锌升贴水	18
图表 29 ILZSG 全球铅矿月度产量情况	19
图表 30 ILZSG 全球精炼锌供需情况	19
图表 31 全球铅精矿市场供需平衡表 单位：万吨	19
图表 32 中国铅矿市场供需平衡表 单位：万吨	19
图表 33 全球精炼铅市场供需平衡表 单位：万吨	19
图表 34 中国精炼铅市场供需平衡表 单位：万吨	20
图表 35 铅精矿加工费情况	21
图表 36 铅精矿产量情况	21
图表 37 铅精矿进口情况	22
图表 38 精炼铅产量情况	22
图表 39 再生铅产量情况	22

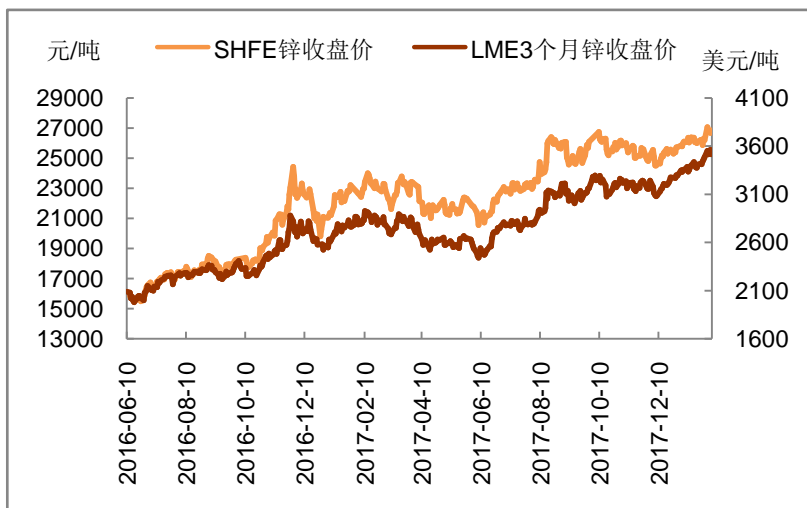
图表 40 铅酸蓄电池消费领域占比.....	23
图表 41 铅酸蓄电池出口情况.....	23
图表 42 上期所铅库存.....	24
图表 43 LME 铅库存与注销仓单占比	24
图表 44 1#铅升贴水.....	24
图表 45 LME 铅升贴水	24

一、铅锌市场行情回顾

1、1 月锌行情评述

1 月份，沪锌主力合约换月至 1803 合约，锌价延续 2017 年年底的涨势。一方面，美元指数不断刷新近年低点，支撑内外金属走势；另一方面，LME 锌库存继续下降，无企稳迹象，且现货维持高升水，逼仓风险不断增加，带动沪锌走强。不过，内盘走势较外盘偏弱，一方面人民币强势升值压制内盘金属价格，另一方面，国内消费淡季凸显，国内现货货源相对充裕，维持贴水状态，不支持沪锌大涨。截至 1 月底，zn1803 期价收于 26780 元/吨，月度上涨 4.12%，高点 27235 元/吨，持仓量增至 19.94 万手。伦锌月度涨幅达 6.41%，收于 3528.5 美元/吨，刷新十年新高点至 3584 美元/吨，持仓量增至 31.44 万手。

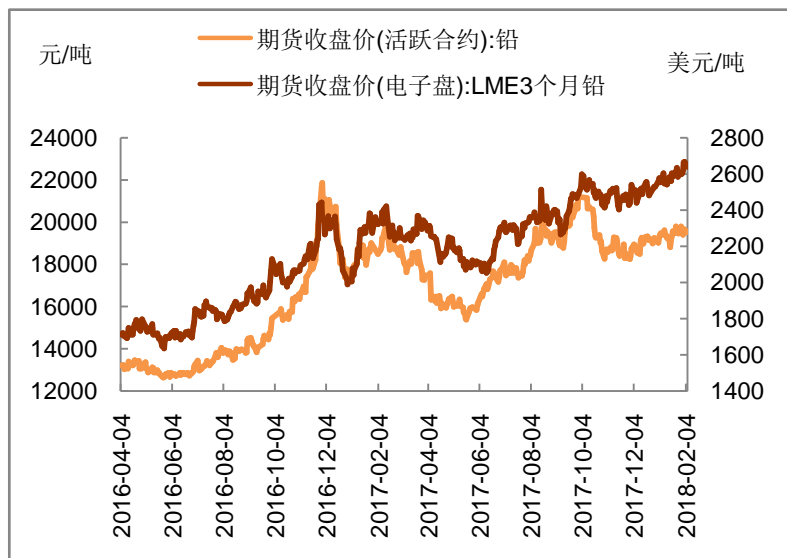
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势



2、1 月铅行情评述

1 月份，沪铅主力合约转为 1803 合约，期价重心小幅上移。月初，河南环保限产及安徽限气影响供应，加之下游蓄电池企业有备货操作，支撑铅价上行。随后受供应端复产影响，铅价走跌至 60 日均线附近止跌。下旬，在伦铅强势上涨的带动下，铅价再度震荡走强至 19800 附近盘整，截至月末，期价收于 19400 元/吨，月度上涨 1.44%，持仓量增至 40366 手。伦铅呈现震荡上涨走势，期间回调至 30 日均线后企稳后继续前行，且突破 2600 美元一线，截至 1 月 31 日收于 2618 美元/吨，月度上涨 4.8%，持仓量增至 12.82 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，特朗普在 1 月 31 日发表了其任内首次国情咨文演讲，其中提及要求国会未来通过至少 1.5 万亿美元的基建投资法案，高于去年国会演讲时提到的 1 万亿，不过未给出任何其他细节；表示将使贸易关系变得更公平，保护美国工人和知识产权；在移民问题上，将修建边境墙、废除抽签制度转而建设基于申请人综合素质的移民系统的等。整体来看，中美贸易以及政治上的摩擦或升级，特朗普对基建的发声对美元走势也未能起到积极作用。随后召开的美联储 1 月货币政策会议显示，保持 1.25%—1.50% 的联邦基金目标利率区间不变，符合市场预期。不过释放 3 月加息的信号，美元指数一度走高。随后公布的制造业及就业数据均表现较为良好，据美国供应管理协会（ISM）统计，美国 1 月 ISM 制造业指数为 59.1，高于预期的 58.6，虽然不及 12 月，但当前美国国内需求不弱，加上特朗普税改利好企业资本开支，以及全球经济大环境的改善，预计美国制造业将继续处于景气区间。美国劳工部数据显示，1 月非农就业岗位增加 20 万个，失业率持平在 17 年低位 4.1%，平均时薪同比增长 2.9%，为 2009 年 6 月以来最大增幅，这提振了随着就业市场实现充分就业，通胀今年将加速的预期，也使美联储今年以更快速度升息的可能性增加。综合看来，目前美元走势与美国经济的基本面有些背道而驰，虽然美联储 3 月加息概率较大，但加息对美元的支撑较弱，当前影响美元走势的关键因素在于欧元的变动，预计后期美元走势仍面临较大压力。

欧元区方面，欧元区 1 月制造业整体表现不错，制造业 PMI 终值 59.6，符合预期，略低于去年 12 月数值。值得注意的是，欧元区不再是德国“一枝独秀”，外围国家的扩张速度也在加快，预计欧元区制造业的扩张仍将继续。另外，之前公布的欧元区全年 GDP 增长 2.5%，为 10 年新高。与 GDP 数据同步公布的还有，欧元区 1 月份消费者信心指数终值为 1.3，与市

市场预期和初值持平，仍保持在接近十七年以来最高水平的位置，欧元区消费者信心持续增强。经济增长加速让许多市场分析人士猜测，欧洲央行今年会更加果断的缩减其经济刺激项目的规模。不过 1 月 25 日欧洲央行公布利率决议，如市场预期那般按兵不动，并再次祭出了相对鸽派的说辞，但也对经济上行的趋势表示确认，称欧元区经济“自我可持续性在增强”。整体看，欧洲经济复苏维持强劲，欧元将继续对美元施压。

国内方面，1 月份，官方制造业 PMI 及财新 PMI 均有回落趋势，总体都在 50 以上，表明制造业仍在扩张。数据显示，1 月份官方制造业 PMI 51.3%，低于前值 3 个百分点，财新 PMI 51.5%，与前值持平。从细分项目来看，需求端的新订单、新出口订单指数均出现一定程度下滑，去库存压力上升，表明增长动力边际弱化，未来需求增长的持续性存疑。不过，1 月份 PMI 数据可能受到春节因素和天气因素影响。汇率方面，在美元持续弱势背景之下，自去年 12 月中旬以来人民币一路走强，至 2 月 7 日，在岸人民币兑美元突破 6.26 关口，创 2015 年 8 月 11 日以来新高。考虑到稳定人民币汇率是央行政策目标之一，且中央经济工作会议中指出要保持人民币汇率基本稳定，因此预计人民币难现持续性上涨。2 月 8 日，海关总署公布的 1 月进出口数据显示，1 月进出口双双超预期，其中进口同比大增 36.9%（按美元计），进口超预期可能有三方面原因：一是春节因素，二是人民币升值因素，三是国内需求复苏因素。在春节错位之下，预计 2 月进口增速将明显回落。而人民币升值、出口高基数的效应将逐步体现，维持出口开门红有一定压力。货币政策方面，随着金融监管的全面加强，央行货币政策也有望回归管理经济、通胀运行上来，预计国内货币政策依然维持中性。

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 11 月全球锌矿产量环比增加 0.3% 至 123.24 万吨，同比增加 11.28%；1-11 月全球锌矿产量为 1222.71 万吨，较上年同期增长 1.98%，但仍未回到 2015 年同期 1241.27 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，锌精矿产量同比提升 74%；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 6%；比利时的新星公司部分矿山复产，产量也有所上升。

1 月底，五矿资源发布四季度生产报告称，去年全年生产锌 8.7 万吨，较 2016 年增加 7%，其中 2017 年底投产的澳大利亚杜加尔河锌矿产量 1.2 万吨，另一座位于塔斯马尼亚的罗斯博利 (Rosebery) 锌矿产量 7.5 万吨。预计 2018 年杜加尔和锌矿产量将达到 12 到 14 万吨。2 月初全球第二大生产国秘鲁公布秘鲁能源和矿业部公布的数据显示，该国 2017 年锌产量增长 10.2%

至147万吨。

从嘉能可公布的2017年度产量报告来看，2017全年自有锌矿产量为109.02万吨，与2016年产量基本持平。公司锌矿增量方面主要来自Antamina，由于该矿山开采至锌高品位矿段，未来两年将保持一个良好的趋势。而减量方面主要由两部分组成，一是由于公司在9月份将非洲矿山资产卖给Trevali Mining，二是澳大利亚的Mount Isa采矿计划中的减产。值得注意的是，2018年Lady Loretta的复产，以及加拿大矿山的动态。

另外，五矿旗下位于澳大利亚的前全球第三大矿山Century锌矿将于2018下半年重新投入生产，该矿山于2016年由于资源枯竭关停。根据可靠消息，该矿山将对其尾矿进行再处理，其预期产能为26.4万吨金属锌，初步预计可维持生产6.3年。

图表 3 2018 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

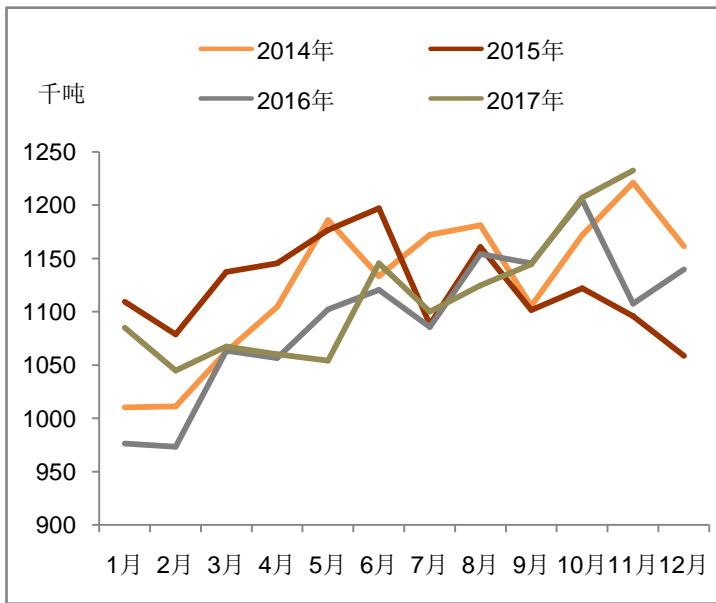
数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

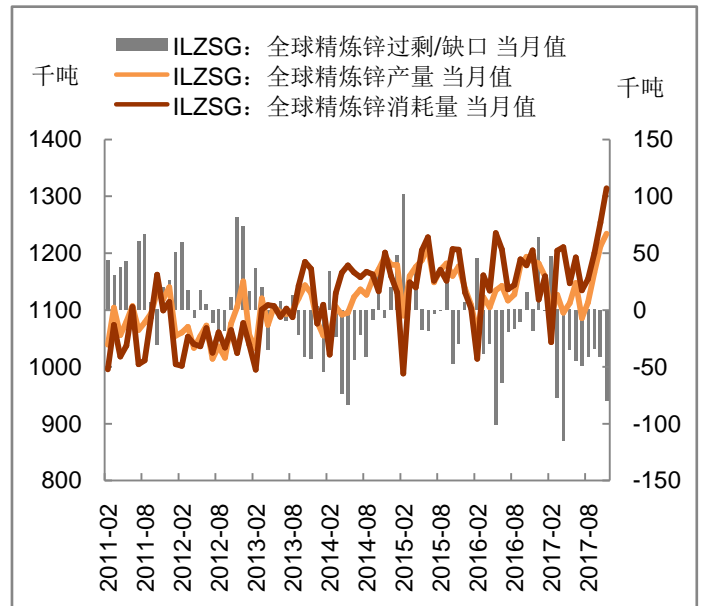
国际铅锌研究小组(ILZSG)公布的数据显示，2017年11月，全球锌市供应短缺扩大至80,100吨，10月修正后为短缺41,200吨。1-11月，全球精炼锌累计产量1253.9万，同比增长0.54%，锌市供应短缺485,000吨，上年同期为短缺206,000吨。全球精炼锌增加的国家包括巴西、法国和印度；精炼锌产量下降的国家主要是加拿大、朝鲜、秘鲁和台湾。

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、锌矿加工费低位企稳，春节因素至精炼锌产量减少

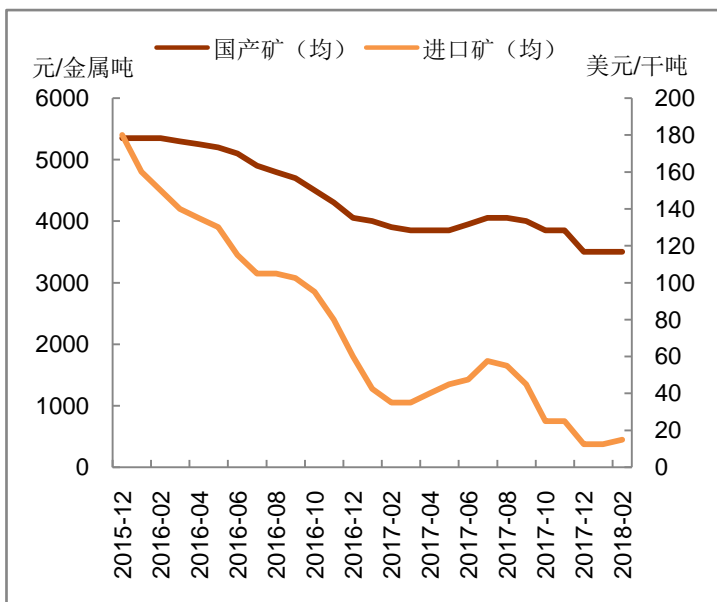
国内锌矿产量上短期难有大幅释放，环保压力仍然较大。国家统计局数据显示，2017年12月锌精矿含锌量27.2万吨，当月环比降8%；1-12月中国锌精矿含锌量326.8万吨，累计同比降29.4%。国内产量除了湖南和广西小幅增产外，内蒙、云南、陕西、甘肃、四川等地区产量

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。

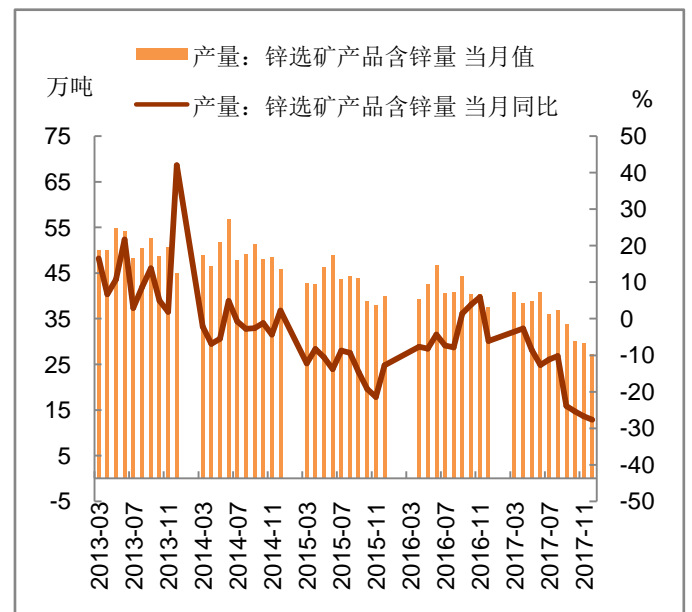
锌矿加工费来看，SMM数据显示，2月国产锌矿加工费均值3500元/金属吨，较上月持平；进口矿加工费均值15美元/干吨，较上月增加2.5美元/干吨，加工费企稳。

虽然国内锌精矿供给同比下降，但是进口矿在一定程度上补充供给。海关数据显示，去年12月我国锌精矿进口量同比增11.1%至22.2万吨，1-12月累计进口量增22.0%至243.5万吨。去年二三季度由于人民币升值以及沪伦比值高，进口窗口一度打开，但目前沪伦比值维持低位，加上进口矿的加工费并不理想，1月份进口矿较国产矿的亏损幅度达到1500元/吨。虽然1月份港口矿库存16.85万吨，处于2017年以来的高位水平，但这部分库存因进口亏损原因难以在短期内进入国内，所以锌精矿进口在1、2月份都难以改善。

图表 12 锌矿加工费情况



图表 13 锌精矿产量情况



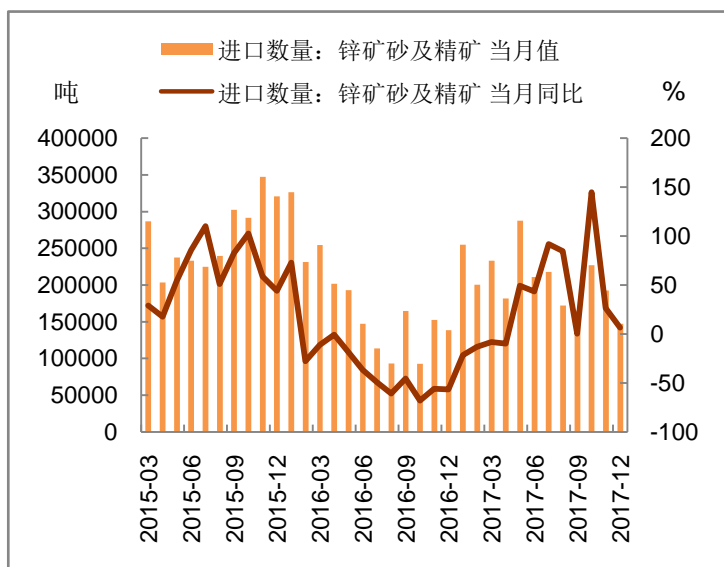
数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

国家统计局数据显示，去年12月锌产量57.6万吨，同比增长7.3%；1-12月中国锌产量622万吨，累计同比减少0.67%。

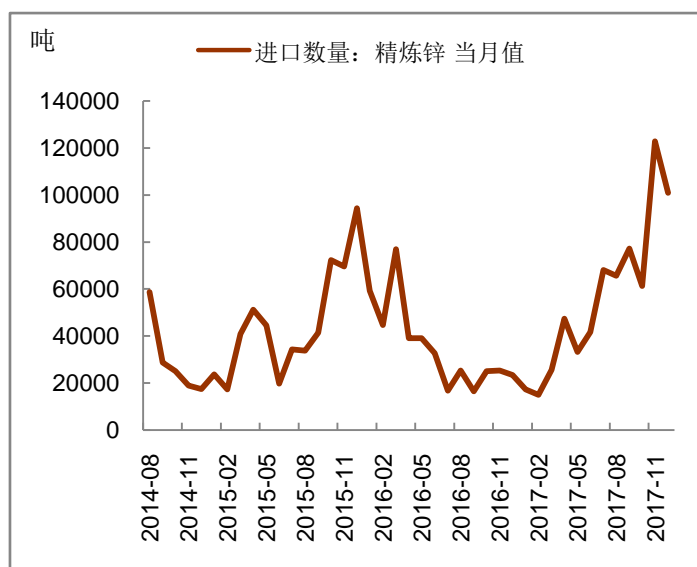
据SMM调研了解，1月份锌冶炼厂开工率较2017年12月份环比小增0.98%。2018年1-2月份暂无新增检修冶炼企业，1月份受中金岭南大检结束，产量恢复，整体开工率环比小增。但2月份，冶炼厂虽仍无新增检修情况，但受过年等多因素影响下，产量预计环比减少较为明显，或到2万多吨附近，预计部分冶炼厂检修计划将集中在3月份开始。

海关数据显示，2017年12月份我国净进口精锌10.94万吨，环比减少2.21万吨。1月份，由于沪伦比值不断下降，进口亏损升至1500元/吨附近，进口亏损的扩大将抑制锌锭流入国内市场。截止至1月底，保税区锌锭库存攀升至21.8万吨，在进口窗口未开启的情况下，这部分库存难以报关进入国内市场。

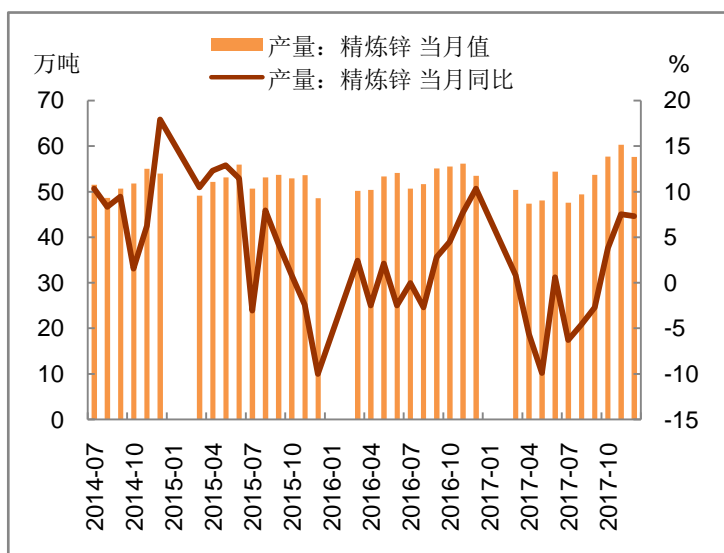
图表 14 锌精矿进口量情况



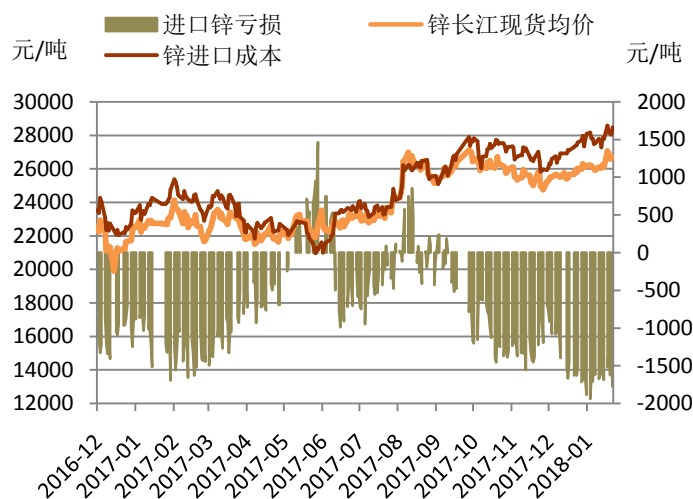
图表 15 精炼锌进口量情况



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

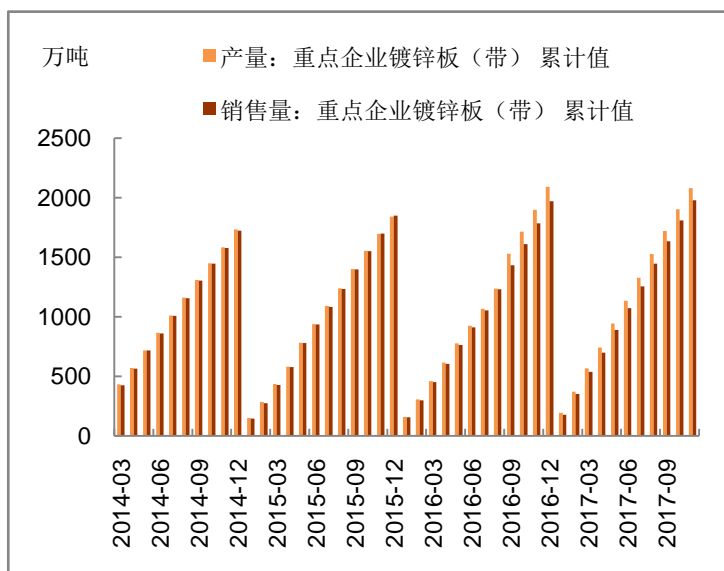
3、国内锌下游消费季节性疲软

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%）。

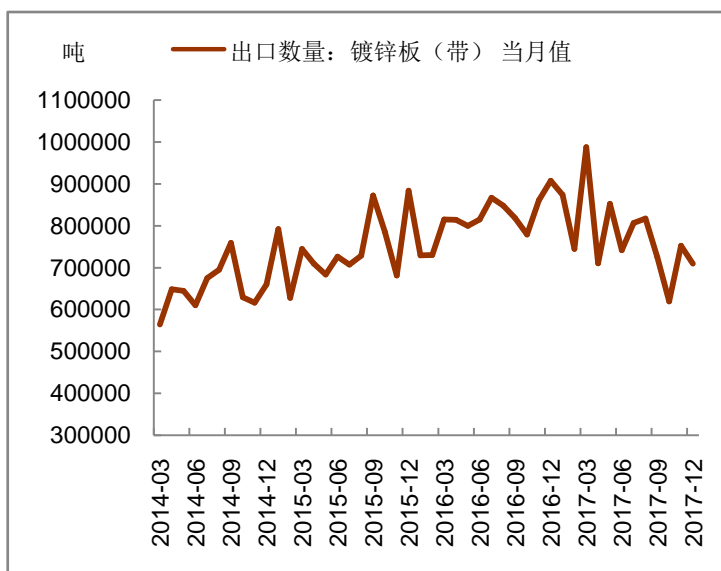
中国钢铁业协会数据显示，2017 年 1-11 月，我国重点企业镀锌板带累计产量为 2081.81 万吨，同比增长 9.63%。去年镀锌板块受到环保督查等因素影响同样较大，经整治后华北地区小微企业产能大降。9 月份开始，因采暖季限产，华北地区钢厂供应急剧收缩，镀锌厂受原料供应不足影响开工率持续下滑，年底镀锌板产量下滑较为明显。进出口方面，海关总署数据显示，2017 年全年，累计出口镀锌板 932.85 万吨，累计同比降 4.3%，下半年降幅明显。

据 SMM 调研了解到，1 月镀锌企业开工率较 12 月将大幅下降逾 20%。进入 1 月，北方地区持续暴雪冰冻天气影响终端企业施工；叠加临近年关，工人大多计划返乡过年，消费逐步转入传统淡季，订单明显减弱。基于此，镀锌企业成品库存持续累增，大多看弱消费选择主动限产停产，其中部分华北镀锌企业已提前放假，拖累整体开工率。与此同时，华北地区污染天气预警仍频繁，当地部分企业选择主动限产响应需求；加之限气仍持续、原料价格居高不下，镀锌企业生产积极性不高。1 月底至 2 月初，下游企业年前备货步入尾声，其中华北地区镀锌厂自 2 月 6 日起基本全部进入放假周期，放假时间 15-20 天不等。

图表 18 重点企业镀锌板销量情况

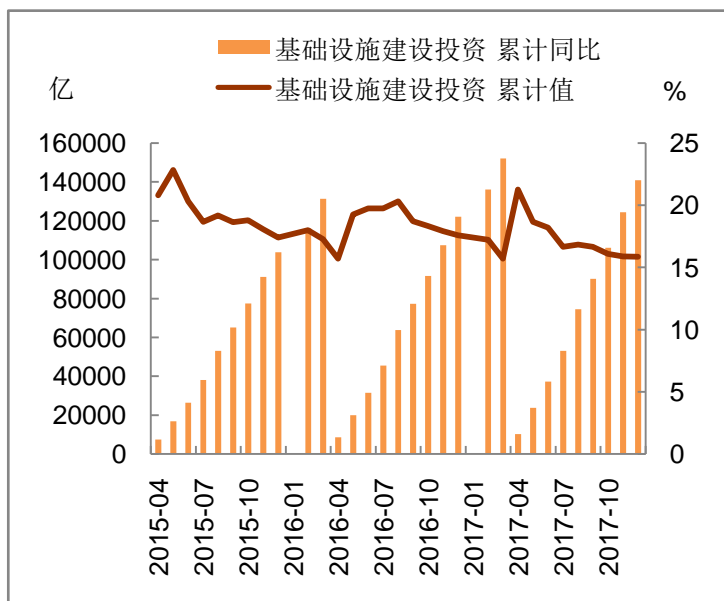


图表 19 镀锌板出口量情况

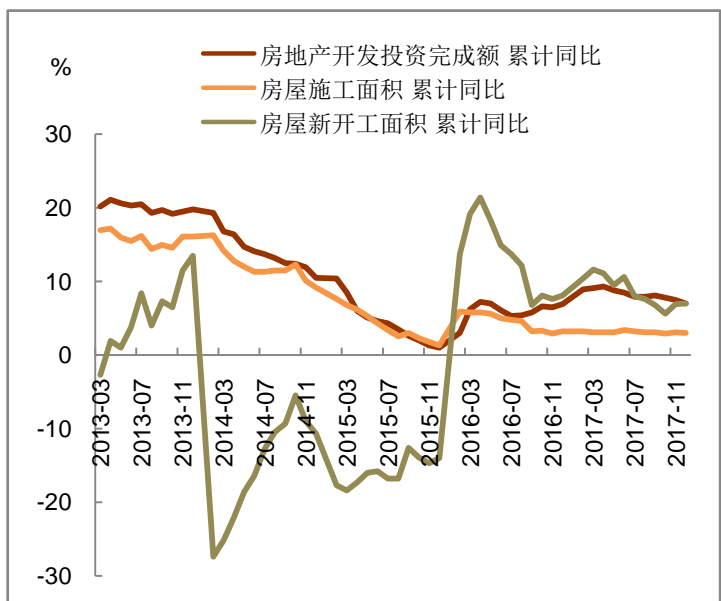


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 20 基础设施建设投资数据

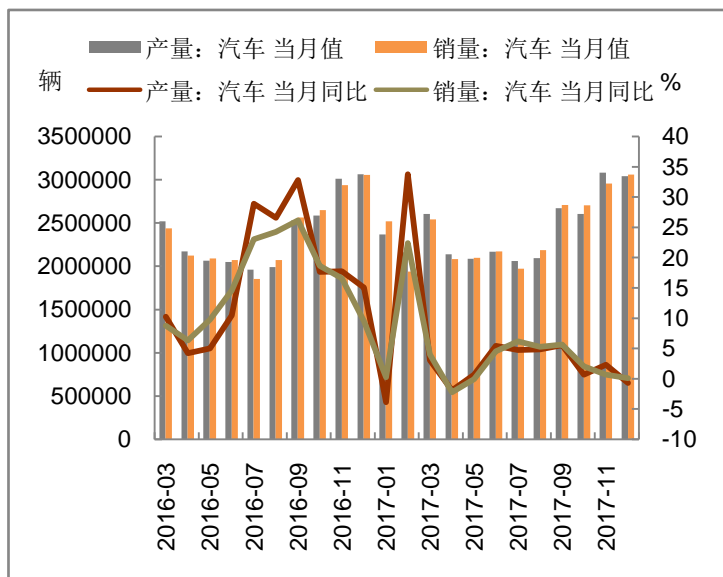


图表 21 房地产开发投资数据

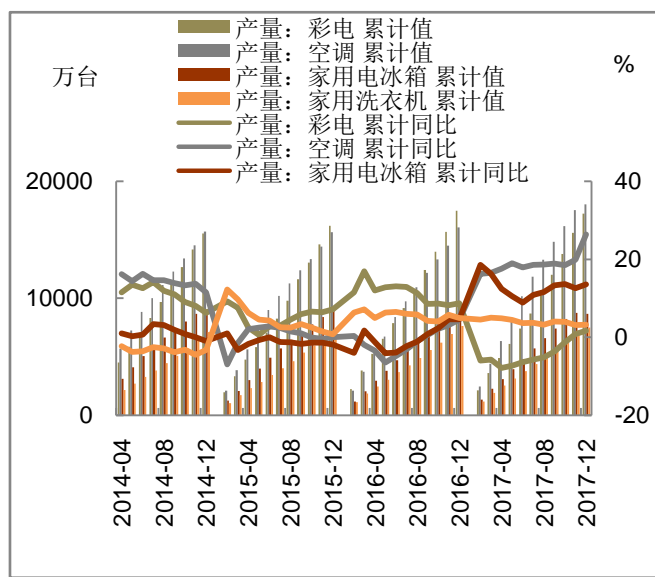


数据来源：Wind，铜冠金源期货

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 年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。

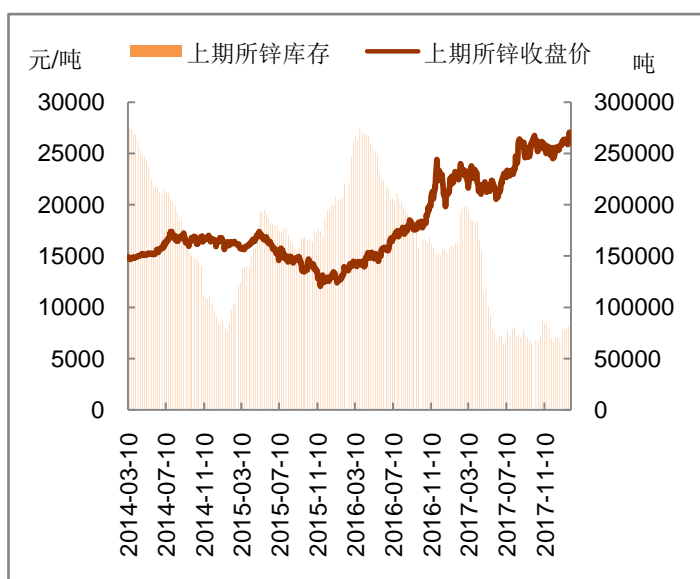
汽车行业,2017 年我国汽车行业整体运行态势良好,呈现平稳增长态势,全年产销再创新高。据中国汽车工业协会统计,2017 年我国汽车产销累计值分别为 2901.5 万辆和 2887.9 万辆,同比分别增长 3.2%和 3%。2018 年起 1.6L 排量乘用车不再享受购置税减免优惠政策,致小排量乘用车销量下滑,中汽协预计 2018 年乘用车销量为 2559,同比增长 3%,较 2017 年会有小幅下滑。汽车板块对锌需求也将有小幅下滑。

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。

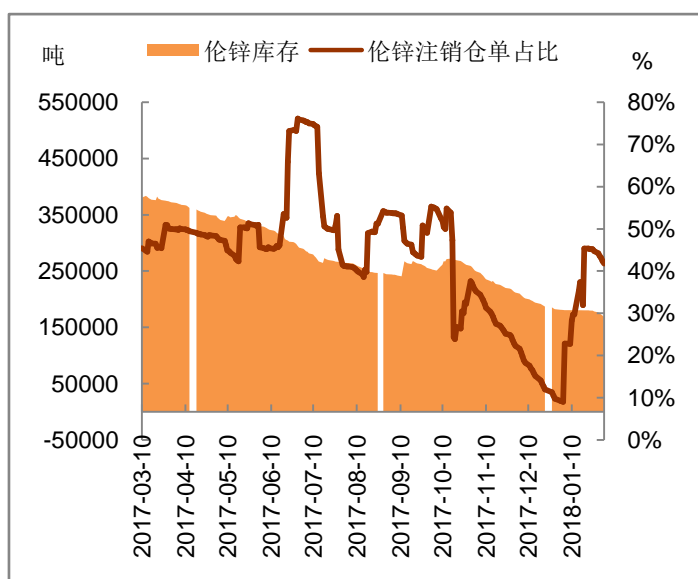
4、锌库存情况

1 月份，LME 锌库存延续跌势，截至 2 月初，库存跌破 17 万吨一线，降至 16.88 万吨，月度降幅达 7%左右；另外，1 月份注销仓单占比不断攀升，由 1 月初不足 10%增加至 45%左右，从各交割库库存变化来看，库存游戏尚未结束，逼仓风险仍存。上期所库自 1 月初开始持续增加，截至 2 月 2 日，库存攀升至 94769 吨，月度涨幅 38%左右。此外，国内处于消费淡季，加之锌价高企，下游备货采购积极性均不高，社会库存有所积压，数据显示，截至 1 月 29 日，社会库存增加至 15.86 万吨，月度增加 14.3%。随着国内春节假期的临近，预计社会库存仍将积压。

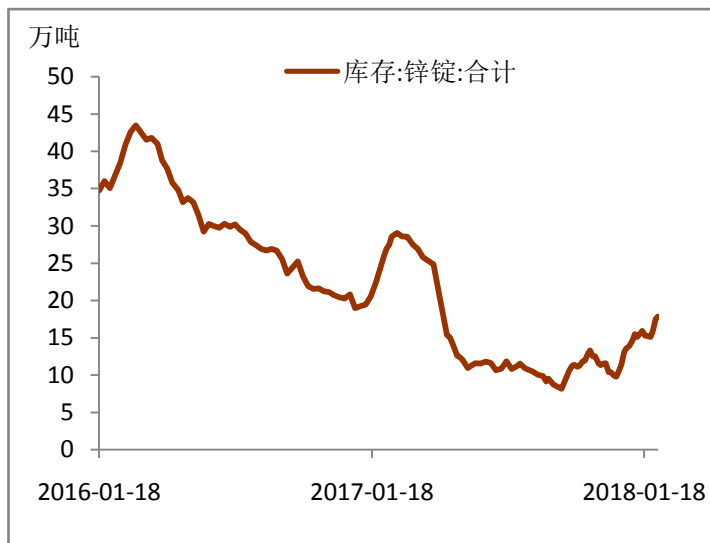
图表 24 上期所锌库存



图表 25 LME 锌库存与注销仓单占比



图表 26 社会锌锭库存

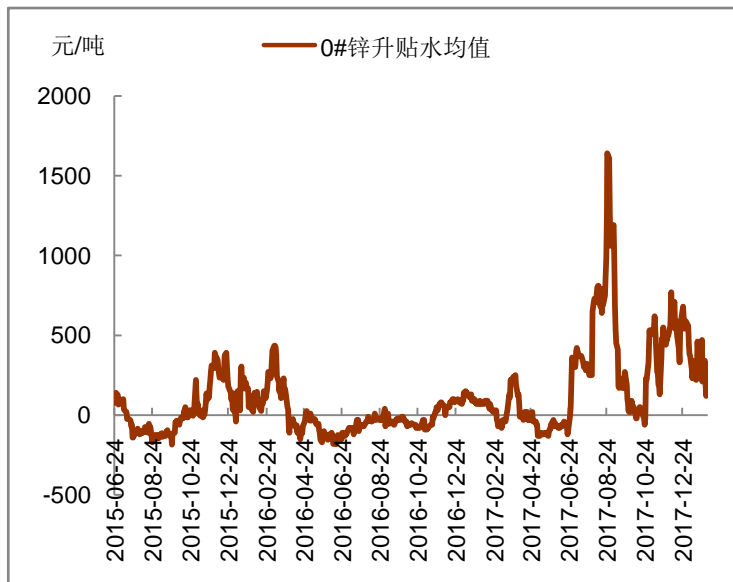


数据来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

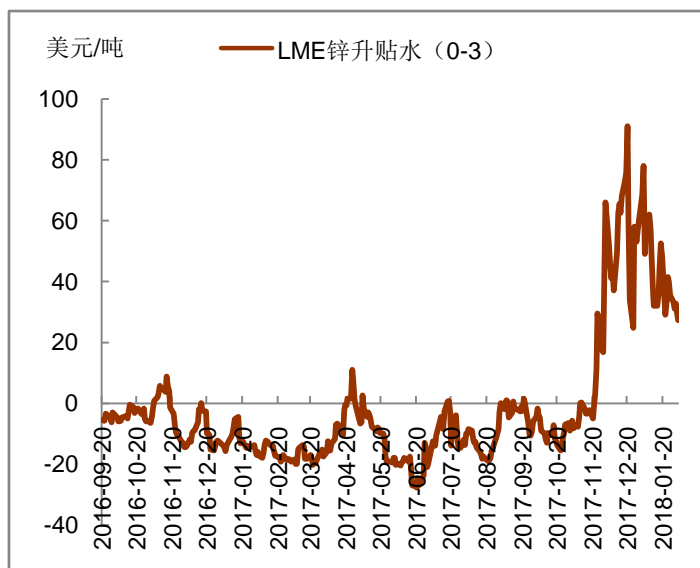
5、升贴水情况

1 月份，LME 锌升水再度攀升，由月初 20 美元/吨附近攀升至高位 55 美元/吨，叠加库存的下滑，市场担忧逼仓风险再起。国内方面，由于下游消费疲软，加之期价高企，现货多维维持贴水结构，且幅度有所扩大，截至 1 月底，贴水均值扩大至 200 元/吨附近。

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

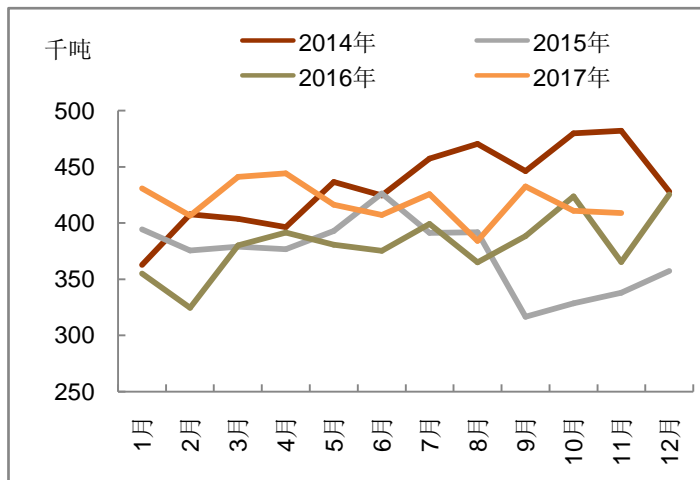
1、全球铅矿供应缺口增大，精炼铅市场缺口收窄

根据 ILZSG 数据显示，11 月全球铅矿产量为 40.88 万吨，环比降低 0.49%，1-11 月累计产量为 460.73 万吨，累计同比增加 11.08%。铅矿产量下滑的国家主要是，中国、澳大利亚、美国和秘鲁，但俄罗斯、印度、土耳其及哈萨克斯坦等国产量出现了增长。据安泰科估算，去年全年全球铅矿供应缺口约 18 万吨。

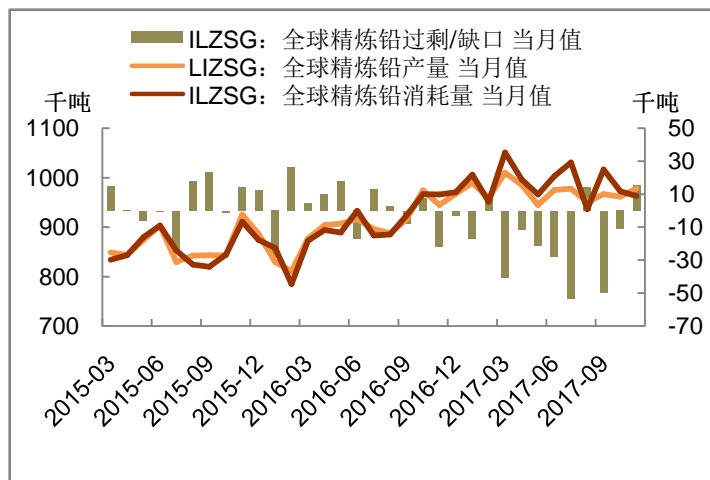
精炼铅方面，去年全球 11 月精炼铅产量为 97.87 万吨，消耗量为 96.31 万吨，铅市供应过剩 15,600 吨，10 月为供应短缺 11,100 吨。去年前 11 个月，铅市供应短缺 169,000 吨，上年同期为供应过剩 15,000 吨，短缺主要集中在美国和日本。另外，据秘鲁能源和矿业部数据显示，该国 2017 年铅产量减少 2.4%至 30.68 万吨。

国际铅锌研究小组最新预测，全球去年精炼铅预计供应短缺 12.5 万吨，较年初预计的 22.5 万吨短缺缺口收窄，2018 年预计短缺 4.5 万吨。去年全球精炼铅需求预计增加 5%至 1115 万吨，今年将进一步增加 0.9%至 1182 万吨。

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*
精矿产量	525.4	496.8	467.7	450
精矿需求量	474.4	465	476	468
精矿供需平衡	51	31.8	-8.2	-18

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*
精炼铅产量	1107	1097	1124	1160
精炼铅需求量	1125.8	1095.2	1133.7	1170
精炼铅供需平衡	-19.3	2	-9.5	-10

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，原生铅产量受环保限气影响减少

去年在国内环保的高压下，国内铅矿产量延续萎缩。据《有色金属信息》数据显示，1-11月铅矿累计产量 190.6 万吨，累计同比降 5.8%。从加工费来看，去年下半年内外矿加工费均呈现快速下滑。SMM 最新数据显示，2 月国产铅矿加工费均值 1350 元/金属吨，较前一月增加 100 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，显示近期铅矿供应紧缺度放缓。

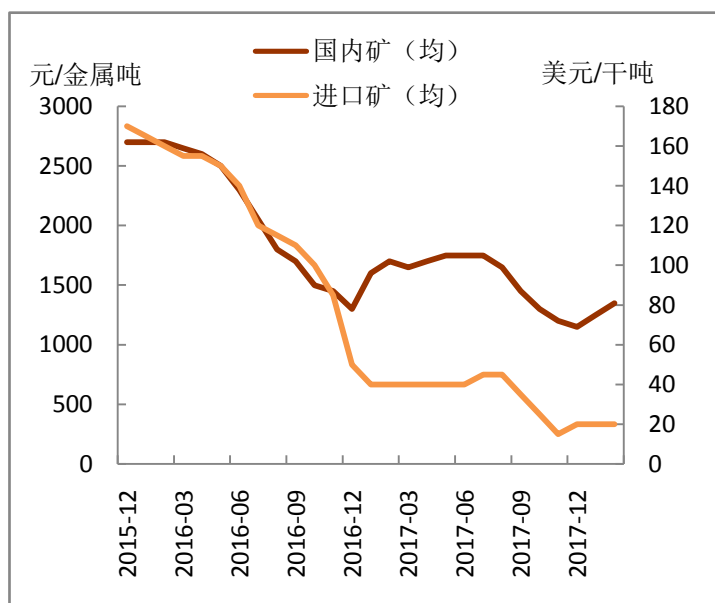
铅精矿进口方面，海关数据显示，2017 年 12 月进口铅矿 83167 吨，全年累计进口达 127.73 万吨，累计同比降 9.36%。一方面，我国铅矿主要进口国美国铅矿产量下滑；另一方面，去年下半年开始，国内禁止从朝鲜进口铅矿。

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%，环比持平；全年累计产量 471.6 万吨，同比增 9.7%。去年 12 月河南原生铅冶炼厂因环保限产 20%-30% 不等，叠加月中开始部分炼厂检修，原生铅供应缩减。另外因全国雨雪天气的降落，叠加河南污染升级，该地区限产持续到 1 月初。临近春节，行业规律显示，一般大型冶炼厂会继续开工，而下游蓄电池企业假期开工率会明显下降，预计 2 月份供应逐渐恢复而下游需求会逐渐下滑。

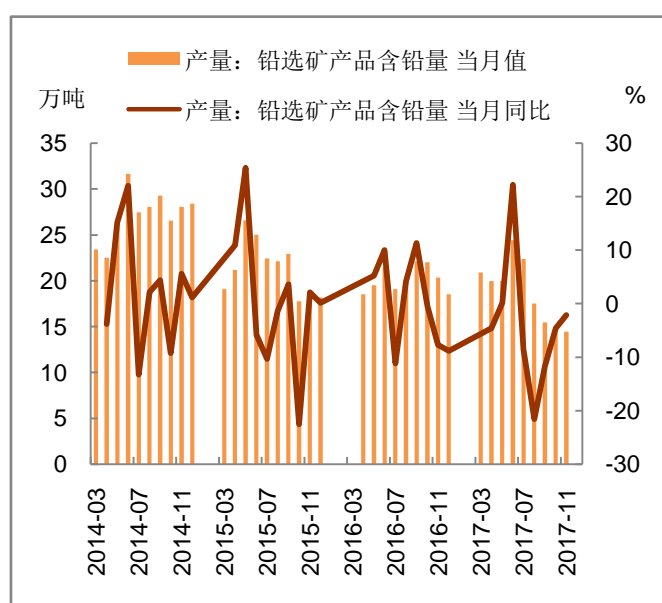
再生铅方面，国家统计局数据显示，2017 年 11 月再生铅产量为 14.41 万吨，同比增加 7.44%；1-11 月累计产量为 155.96 万吨，累计同比增 9.82%，增速放缓。去年年底因环保检查时间较长，市场废电瓶货源稀少，加上各地雨雪天气，导致物流运输压力较大，废电瓶价格居高不下压缩了再生铅的利润空间，导致冶炼企业出货积极性不高，预计 1 月份再生铅产量或小幅减少。

海关数据显示，2017 年 12 月精炼铅进口量为 580 吨，全年累计进口量为 78149 吨，整体看占比较小。

图表 35 铅精矿加工费情况

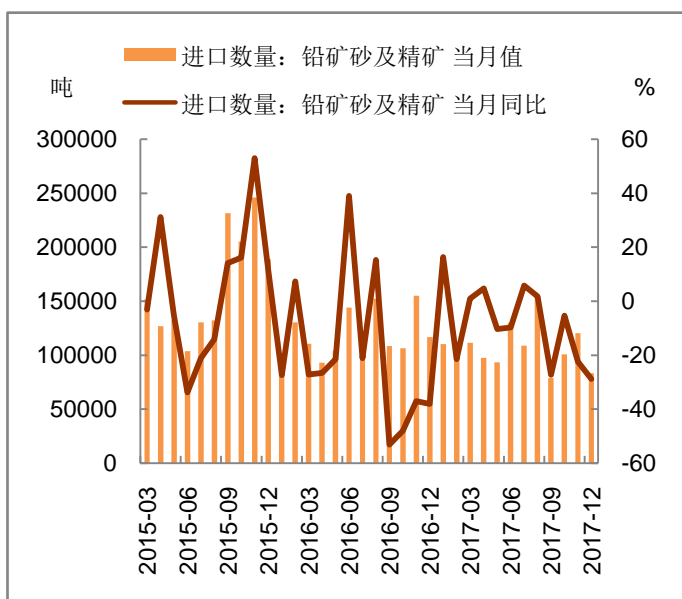


图表 36 铅精矿产量情况

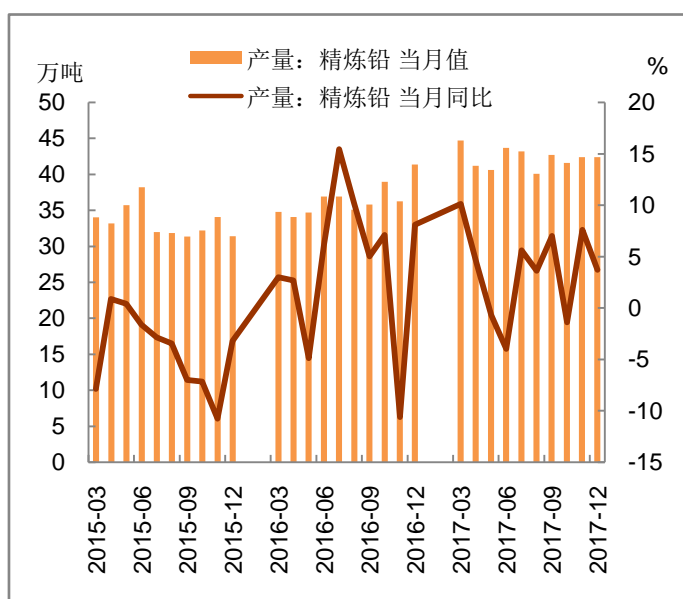


数据来源: SMM, Wind, 铜冠金源期货

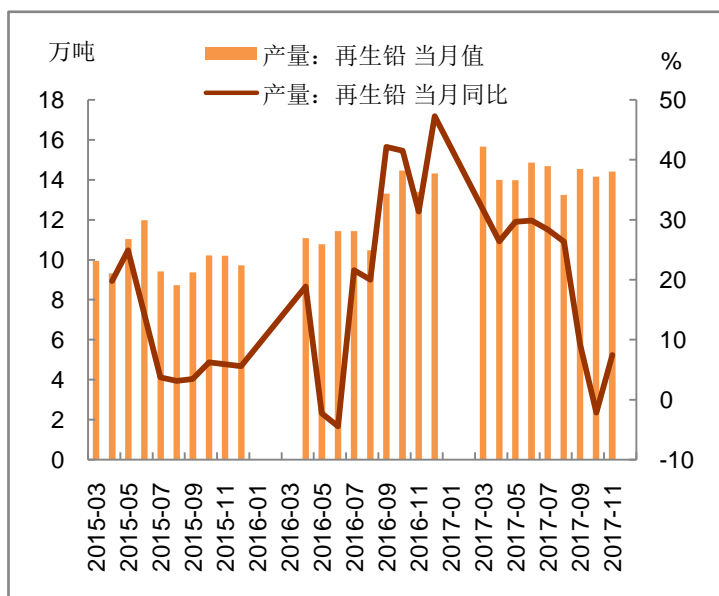
图表 37 铅精矿进口情况



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、蓄电池企业库存增加，提前放假

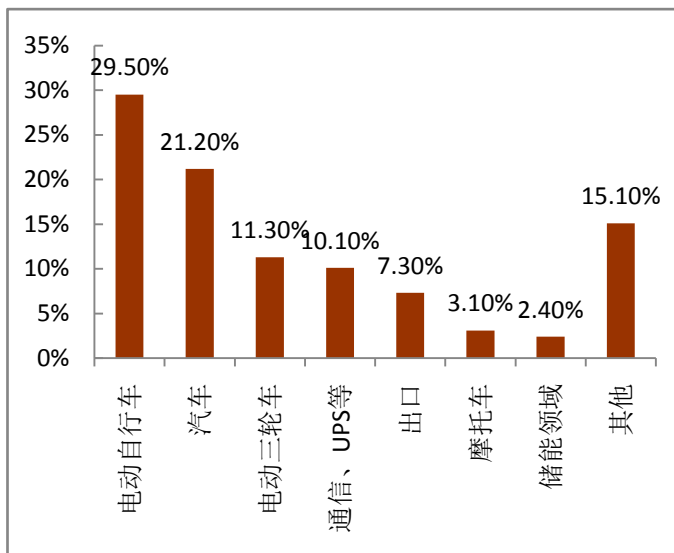
铅市初级消费主要集中在铅酸蓄电池行业，占到了铅总需求量 75%-80%。铅酸蓄电池按用途可以分为动力型、启动型、固定型和储能型等。动力型主要用于电动自行车、电动三轮车、低速电动车等，此为铅酸蓄电池最大应用领域，占整个精炼铅消费市场的 40%。启动型电池主要用于汽车领域。

统计数据显示，去年 1-11 月铅酸蓄电池产量为 17911 万千伏安时，同比增加 0.4%。去

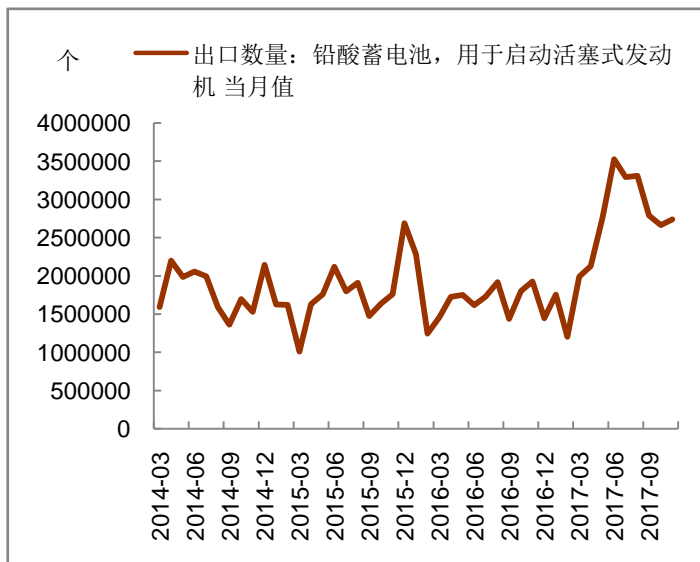
年年初铅消费表现疲软，三季度起电池产量逐月增加，预计全年小幅增长。按照传统惯例，由于春节物流停运，经销商多于年前对电池进行备库，而据 SMM 了解，电动自行车蓄电池市场淡季更淡，汽车蓄电池企业旺季却不旺，加之铅价波动频繁，经销商备库积极性普遍不高，蓄电池企业成品库存明显上升。另外，蓄电池企业为避免过多高价备库，部分蓄企计划提早放假。据了解，部分蓄电池企业最早于 1 月底开始放假，而其它重大型企业则相对集中在 2 月 8-9 号，最迟在 2 月 12-14 号左右放假。春节后，电池消费季节性转淡，预计对铅价支撑有限。

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

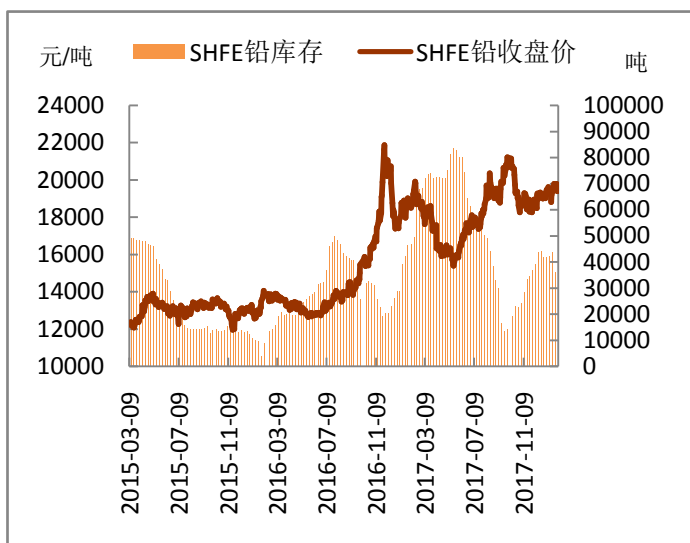


数据来源：安泰科，Wind，铜冠金源期货

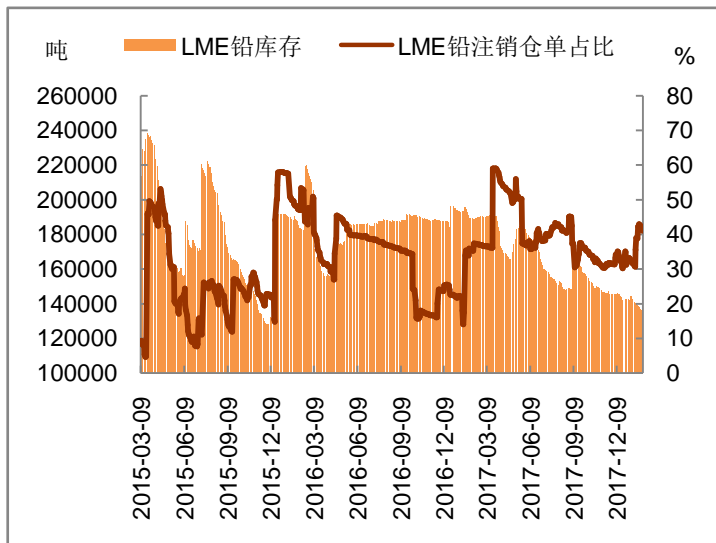
4、铅库存情况

库存方面，LME铅库存延续跌势，月末加速下跌，截至1月31日库存降至13.45万吨，月度降低达5.5%。月中，库存注销仓单大幅增加，由月初46.9%增加至55.8%，引发市场对逼仓的担忧。上期所方面，库存先增后减，月末加速减少，截至2月2日，库存降至34002吨，月度降幅达19%。节后随着企业复产及运输情况好转，预计库存有再度回升的可能。

图表 42 上期所铅库存



图表 43 LME 铅库存与注销仓单占比

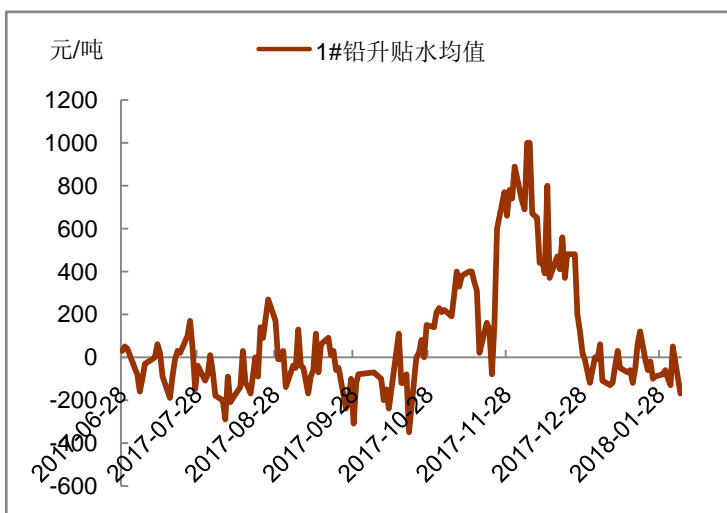


数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

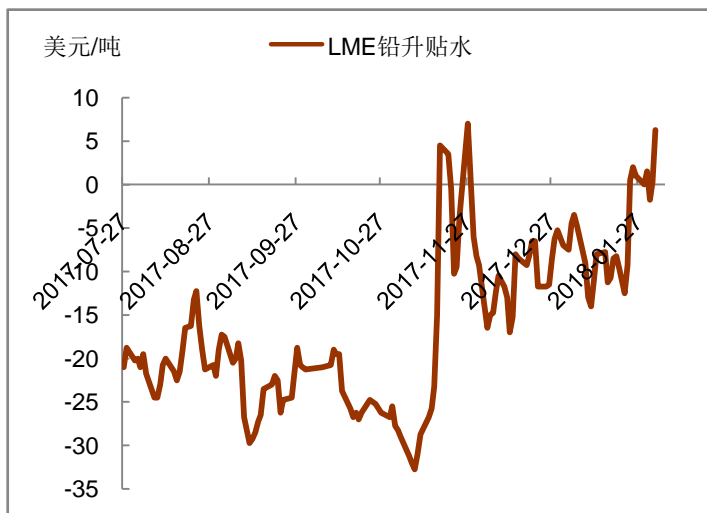
5、升贴水情况

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

今年全球矿山将继续恢复性生产，精炼锌缺口将收窄，当前维持结构性短缺。LME 锌库存持续走低，且伦敦现货维持较高水平，从 LME 交割库库存变化及注销仓单情况来看，库存的游戏还在继续，逼仓的风险不断支撑锌价上行。介于人民币的升值及国内春节因素影响，内盘走势弱于外盘，社会库存也出现积压。但春节假期后，下游有补库需求，短缺预期的升温将对锌价形成较强支撑。整体来看，预计 2 月沪锌跟随伦锌维持高位运行，但考虑到假期前市场避险情绪升温，期价会有所回调，不过基本面未出现大幅利空的情况下，预计回调空间有限，区间在 25800-27200。另外需关注美元走强对基本金属施压的持续性，策略上关注沪锌买进卖远的操作。

2、铅价展望

供应端来看，河南原生铅恢复生产、安徽再生铅供应也在逐步恢复，前期供应支撑因素逐步弱化，且春节假期大型冶炼企业持续开工，节后供应或逐步宽松。需求端来看，1 月份铅价高企，下游蓄电池企业备货积极性不高，且部分企业提前放假。且春节后，电池消费季节性转淡，预计对铅价支撑有限。不过 LME 铅也出现类似 LME 锌的库存游戏，但从注销仓单占比增加情况来看，逼仓幅度相对较小，对铅价有一定支撑，但持续性相对弱些。整体看，供应存增加的预期，而消费将转淡，铅价或有所回调，预计 2 月沪铅主力运行区间在 18800-19900。

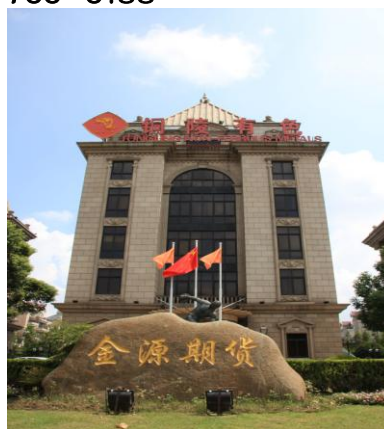
全国统一客服电话：400-700-0188

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。