



铅锌：普涨后能否延续涨势？

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

春节开市后，有色板块整体强势上行，而节前走势性对弱勢的锌也出现了较大幅度的补涨行情。沪锌主力由节前的 20500 元/吨附近上涨至 22000 元/吨附近，最高点至 22225 元/吨，节后四个交易日累积涨幅达近 7.3%。沪铅亦出现共振性上行的行情，上破 2020 年 9 月至今宽幅震荡区间的上沿，高点至 16120 元/吨，节后四个交易日累积涨幅近 2.3%，涨幅在有色板块中处于相对偏弱的品种。节后铅锌均出现大幅补涨的逻辑何在，后期将呈现怎样的走势，我们将从宏观及基本面进行详细分析。

一、宏观层面来看

1、美国财政刺激方案加速推进

最新消息显示，美国众议院预算委员会继续推进总统乔·拜登 1.9 万亿美元的大流行病纾困法案，有望在本周结束前让其在众议院获得通过。

预算委员会的行动是民主党人所使用的预算协调过程的一个象征性步骤，通过这种立法工具，法案只需要简单多数即可在参议院获得通过。由于民主党和共和党在参议院各占 50 个席位，而副总统卡玛拉·哈里斯握有至关重要可打破僵局的一票，因此法案即使没有任何共和党人的支持也可以获得通过。

此外，国会民主党人的目标是在 3 月 14 日这个最后期限之前通过法案以便由拜登签字，也就是说，最终的新冠救助法案可能会在 3 月 15 日之前在国会通过。

2、全球宽松总基调不变

欧美央行宽松的货币政策将会持续。2 月 23 日美联储主席鲍威尔出席委员会的听证会，就半年度货币政策报告发表证词。会上，鲍威尔表示，通胀和就业仍远低于美联储的目标，这意味着宽松的货币政策立场很可能会保持不变。此前，欧洲央行行长拉加德也重申，将继续保持当前宽松货币政策不变，以推动欧元区经济复苏。同时，日本央行亦会维持当前宽松政策。国内来看，1 月 26 日，中国人民银行行长表示，中国的货币政策会继续在支持

经济复苏、避免风险中平衡，政策具有一致性、稳定性、一贯性，不会过早放弃支持政策。可见，国内预计将坚持稳健的总体取向，坚持“稳字当头”，灵活调整。整体来看，全球维持政策宽松的总基调，利好大类资产。

3. 通胀预期升温

近期美国遭遇极寒天气导致得州能源行业遭到巨大冲击，而得州是美国石油重镇，该地区天然气、原油产能以及炼油能力急剧下降，原油、成品油及天然气价格大幅上涨。此外，中东局势再现动荡，也助推了油价的上涨。欧美原油双双突破 60 美元关口，重回疫情前水平。目前来看油价仍有持续上涨的动力，增加了市场对通胀抬升的预期。

此外，今年以来，长期美债收益率已经攀升至自新冠肺炎疫情爆发前以来未曾见过的水平。截止至 2 月 25 日，10 年期美债收益率已反弹至 1.54%，创下近 11 个月以来高点。美国国债收益率持续回升，佐证了通胀的不断抬升。

4、全球新冠疫情持续缓解

全球疫情出现明显好转趋势，2 月 15 日，世卫组织举行的新冠肺炎例行发布会上表示，全球新冠肺炎新增确诊病例数已连续五周下降，上周新增确诊病例数量是去年 10 月以来单周新增病例数量最低的。今年以来，全球每周新增病例数量已下降了近一半。

与此同时，世界主要经济体已开启加速接种模式，目前全球至少 107 个国家和地区已接种超过 2 亿剂的新冠疫苗。疫苗的大量使用或加速新冠肺炎疫情进入尾声，从而利于全球经济的渐进复苏。

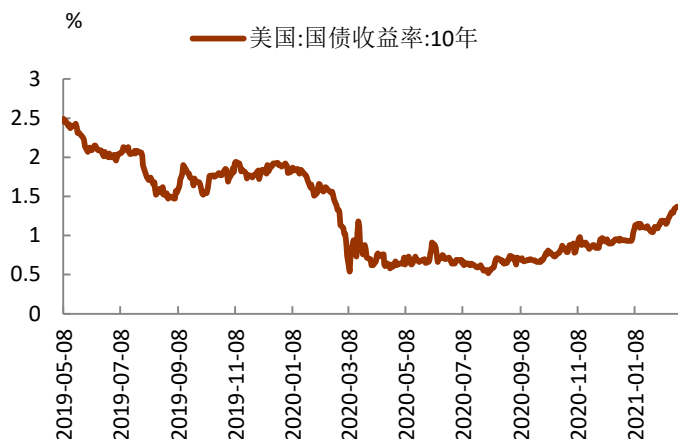
5、欧美经济数据向好

欧美制造业维持高景气度，美国服务业 PMI 续创新高。美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值 58.5，预期 58.5，前值 59.2，连续 8 个月位于荣枯线以上；2 月 Markit 服务业 PMI 初值 58.9，续创 2015 年 3 月以来新高，预期 57.6，前值 58.3。

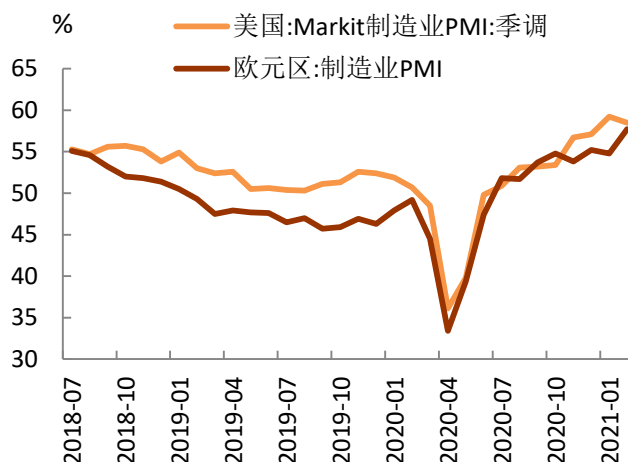
欧元区 2 月制造业 PMI 初值为 57.7，预期 54.3，前值 54.8，连续 8 个月位于荣枯线以上；服务业 PMI 初值为 44.7，预期 45.9，前值 45.4；综合 PMI 初值为 48.1，预期 48，前值 47.8。

整体来看，全球疫情缓解，市场对全球经济复苏的预期升温。美联储议息会议维持鸽派措辞，全球宽松政策基调未变。同时美国新一轮财政刺激计划取得进展，且油价及美债收益率的不断抬升，通胀预期的带动下吸引大量资金做多 大类资产，金属价格走势整体偏强。

图表 1 美债收益率延续反弹

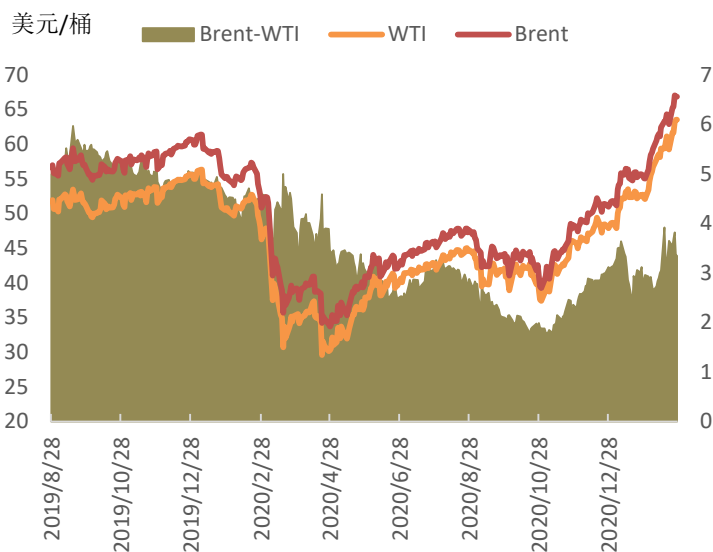


图表 2 欧美经济数据向好

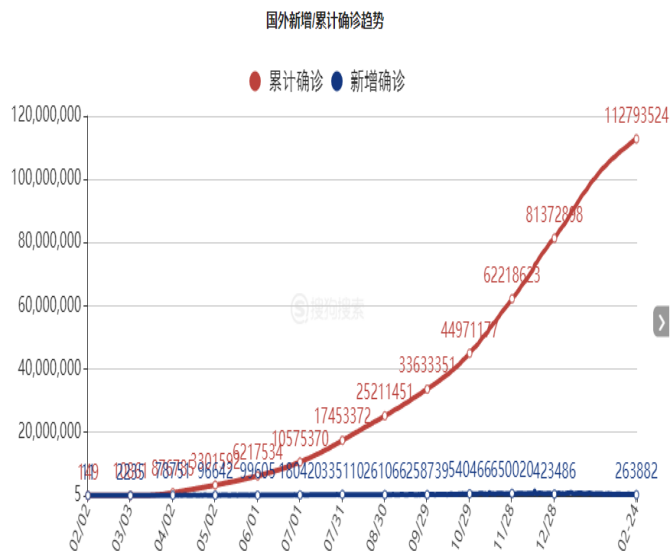


数据来源: Wind, 铜冠金源期货整

图表 3 原油期价走势



图表 4 海外最新疫情情况



数据来源: Wind, 铜冠金源期货整

二、基本面来看

1、锌

1.1 锌矿供应维持偏紧状态

锌精矿加工费仍旧维持低位, SMM数据显示, 2月国产锌矿加工费报收3800-4200元/吨, 均值环比持平; 进口矿加工费报收65-75美元/吨, 均值环比减少10美元/吨。国内计划季节性停产的矿山已经停产, 暂无更多减量, 故国内加工费暂时止跌企稳, 而海外加工费仍显环比回落态势。

敬请参阅最后一页免责声明

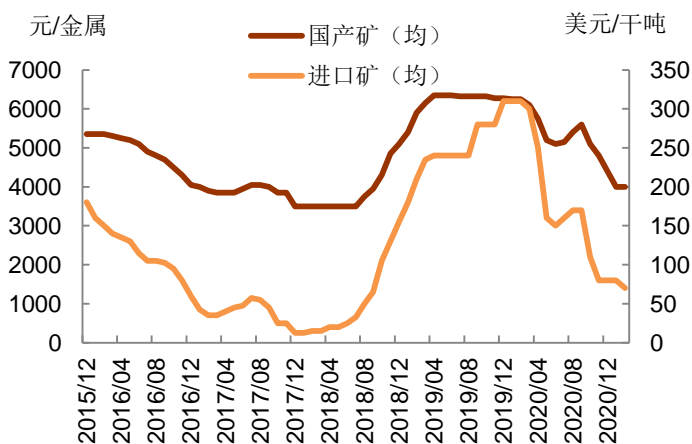
受制于季节性影响，节后北方矿山节后难以快速恢复产量，而1月底秘鲁封锁半月影响船货发运节奏，加之国内原料需求高企，预计短期国内外矿端供应短缺的现状难以改善。目前冶炼厂原料库存依然维持紧平衡状态，平均在27.5天左右。

1.2 精炼锌产出低于市场预期

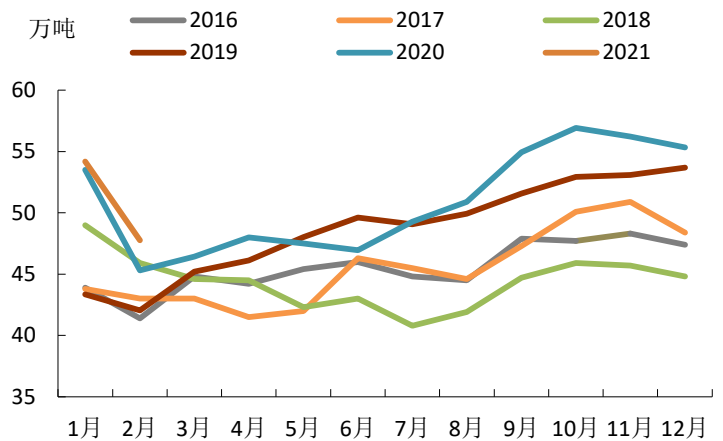
1月锌价高位大幅回落，叠加加工费维持偏低水平，另冶炼厂利润大幅萎缩，直至转为亏损，且2月恰逢春节产假，导致新增检修及减产的冶炼厂规模有所扩大，其中陕西锌业主动下调合金产量以及锌水产量，此外湖南部分冶炼厂在春节期间放假或提前检修，预计2月精炼锌产量环比减少6.4万吨至47.75万吨，超出此前市场预期。

2月初锌价止跌企稳反弹，节后加速上涨，不过由于二八分成的机制的存在，矿山更受益于锌价上涨带来的利润增加。而冶炼企业大多仍处于亏损状态，部分企业因成本低且副产品贡献利润。

图表5 国内加工费企稳，海外延续环比回落



图表6 国内精炼锌产量



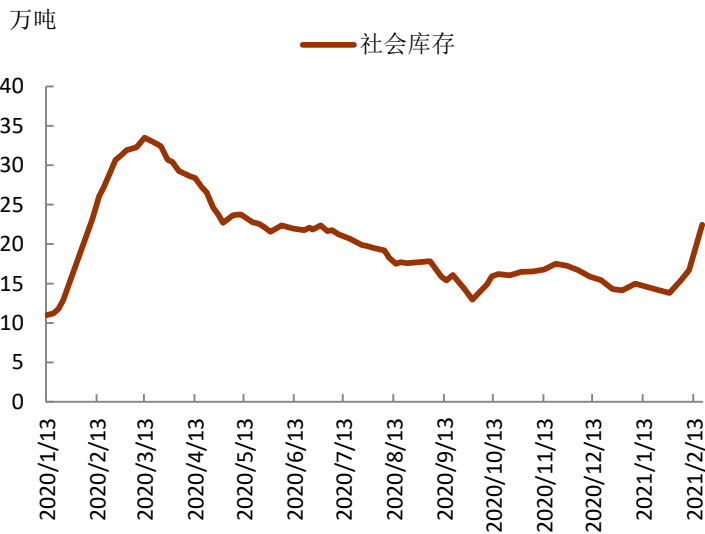
数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

1.3 节后下游需求有望急速复苏

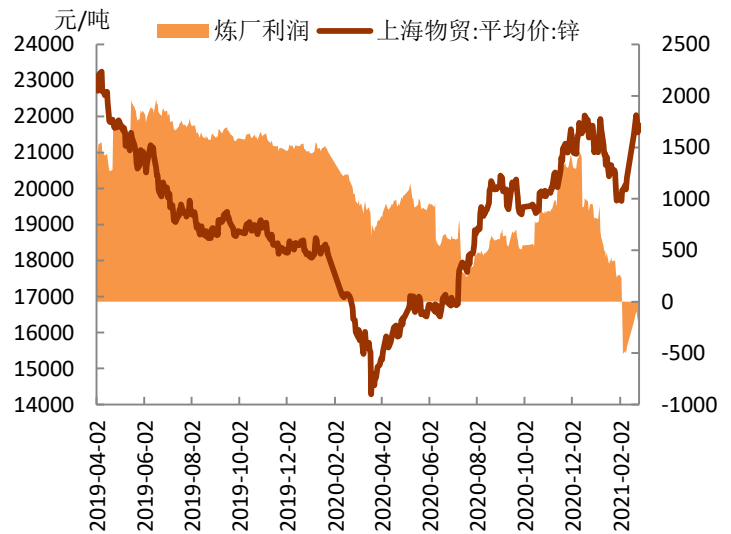
节前华北地区受疫情影响，部分企业提前放假，需求稍显不足，拖累锌价走跌。然今年国家倡导各地就地过年，节后下游企业的复工节奏将快于往年。从SMM调研情况来看，节后市场对于铁塔、脚手架、光伏等订单的消费存向好预期。此外，海外疫情缓解，或加速国内锌下游终端产品出口，将对锌价提供上行动能。

从春节期间社会库存累积的情况来看，共累积5.74万吨，略低于近两年水平。虽然短期下游以消化成品库存为主且高价锌抑制部分需求，导致社会累库延续。但随着下游陆续复工复产，后期库存将加快去化。

图表 7 节后累计相对有限



图表 8 冶炼企业利润情况



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

1.4 后期展望

综上所述，节后锌价受益于宏观乐观情绪抬升，叠加原料矿端偏紧且消费改善预期的推动大幅上抬，随着主力突破 22000 元/吨一线后，高位获利盘及套保盘均有所增多，锌价高位小幅回调。但当前在铜铝带动下，有色板块乐观情绪延续。同时原料端维持紧平衡、冶炼企业仍未扭亏为盈，且下游复工较去年同期有望加快，基本面维持维持偏乐观，预计短期锌价高位修整后仍有望突破前期高点上行，操作策略上以逢回调做多为主，上涨空间关注需求恢复进度及有色板块情绪变化。

2、铅

2.1 供应端向上弹性仍较大

原生铅方面，春节前夕河南岷山、济源柿槟，云南蒙自等企业常规检修结束，企业恢复正常生产。同时春节期间，绝大多数原生冶炼企业正常生产，内蒙、湖南、内蒙少部分企业减量生产或处于检修阶段。整体来看，原生铅供应收紧有限，以稳为主。

再生铅方面，1 月部分企业因疫情影响提前放假，但随着铅价回升，再生铅利润修复，提振了另一部分正常生产企业提产的积极性。进入 2 月，春节长假，部分企业如往年一般停产放假。一批将于正月初七至初十复工，一批则在元宵以后复工。总体复工时间稍早于往年，供给端压力较大。此外，安徽、湖北、江西等多家再生铅企业在春节期间仍然正常生产，尤其 2020 年 12 月开始投产的安徽超威、骆驼等新扩建再生铅企业于期间仍然稳定放量，抵消检修企业部分减量。另外，今年企业原料库存水平整体好于去年，叠加节后铅价大幅反弹，再生铅企业利润延续修复，生产积极性将随着增强，后期供应压力预期显现。

2.2 蓄电池企业以消化成品库存为主

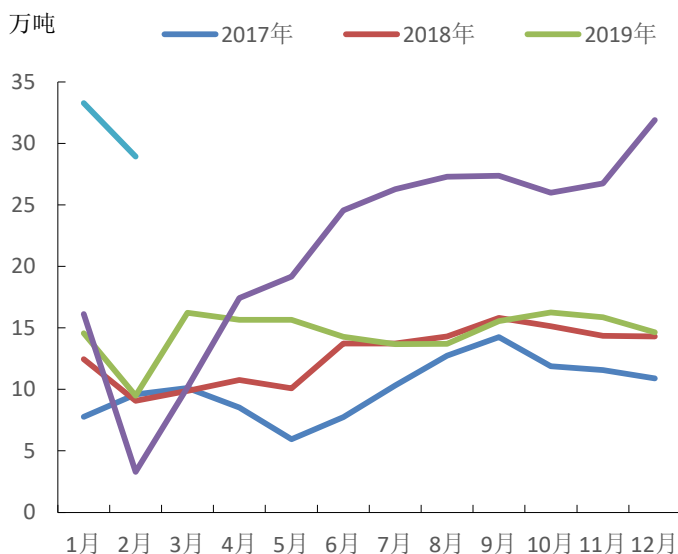
今年下游铅蓄电池厂家响应国家号召，春节期间多维持正常生产。节前蓄企担心物流以及疫情等因素的影响而大幅备库，带动社会铅锭下滑。从春节期间累库情况来看，库存增加约 1200 吨。据调研，检修蓄企复工复产时间多集中在 2 月 17 日-2 月 23 日，复工复产节奏较往年提速。不过因节前企业备库充足，且成品库存出现不同程度上升，节后蓄企对高价铅采购热情有限，以消化库存产品为主，短期社会库存或延续小幅累加。

此外，3 月电池传统消费淡季临近，或拖累后期铅的需求。

2.3 后期展望

整体来看，春节假期对原生铅企业生产实质性影响有限，而再生铅原料水平高于去年且利润随着铅价上行得以修复，节后检修企业复产动能增强，此外去年年期锌投产产能持续释放，供应端压力仍较大。下游成品库存较高，节后以消化库存为主，且临近消费淡季，对铅价提振有限。整体来看，基本面仍供大于求。盘面看，在资金推动下铅价摸高 16145 元/吨后回落，短期有所超涨，市场情绪逐步回归理性，铅价走势将转向基本面主导，期价存高位回落风险。

图表 9 再生铅产量情况



图表 10 国内精炼锌产量



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

图表 11 再生铅企业利润情况



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

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

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

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

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

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：0562-5819717

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。