



俄乌局势对锌价影响几何

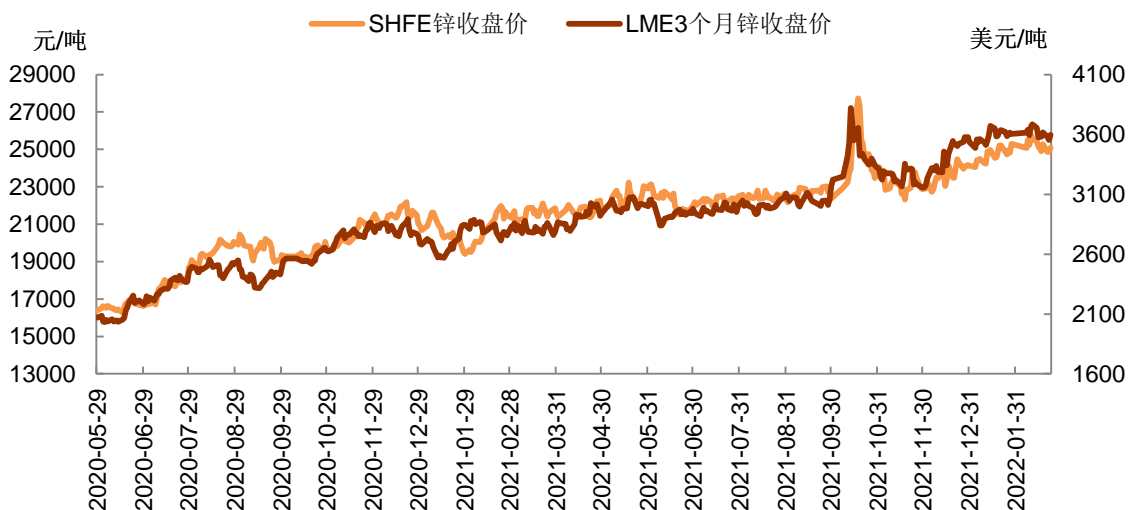
联系人 黄蕾
 电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn
 电话 021-68555105

年初至今，俄乌双方在两国边境地区部署了大量军事人员和武器装备，俄乌危机愈演愈烈。直至2月21日，俄罗斯总统普京发表全国视频讲话，宣布承认乌东民间武装自称的“顿涅茨克人民共和国”和“卢甘斯克人民共和国”为独立国家。随后，美国、欧盟、加拿大等国相继宣布对俄罗斯进行制裁。2月24日上午，俄罗斯总统普京突然决定对乌采取行动，随即乌克兰军事实力遭遇重大打击。全球股市重挫，黄金、原油、天然气飙升。但相较于同样受能源制约的铝而言，锌价跟涨幅度有限。

一、去年10月锌价因天然气大涨而出现暴涨行情

2021年10月中旬，被视为欧洲天然气价格风向标的TTF基准荷兰天然气期货从2020年同期的15欧元/兆瓦时涨至近百欧元价格，创下历史新高。基于天然气价格上行带来的是发电价格上涨，作为欧洲基准的德国2022年电力期货也飙升破100欧元大关。逐渐走高的电价推升欧洲锌冶炼厂的生产成本，而欧洲锌冶炼产能较全球占比高达17%，很多炼厂被迫减产甚至停工。其中，全球第二大的锌生产商和最大的锌冶炼企业之一的Nyrstar于9月23日对荷兰锌冶炼厂Budel-Dorplein在用电高峰期削减产量，10月13日宣布进一步削减其三家欧洲冶炼厂的锌产量，减产高达50%。受大型炼厂减产消息刺激，沪锌主力由24000元/吨附近一路暴涨至27720元/吨，短短几日涨幅达15.5%。伦锌则由3200美元/吨附近暴涨至3944美元/吨，涨幅达23.35%。随后，尽管受国内发改委控制煤炭价格打压，锌价高位回落，但欧洲能源导致的供应干扰对锌价的底部支撑逻辑延续四季度至今。

图表 1 内外锌价走势



数据来源：铜冠金源期货

二、当前天然气价格对锌价影响有所钝化

俄罗斯锌矿及锌锭产量较小，据ILZSG数据显示，俄罗斯全年锌矿产量约30万吨，精炼锌产量约21万吨，分别较全年产量占比为2.4%和1.5%。出口方面，海关数据显示，我国2021年自俄罗斯进口锌矿为19.06万吨，占比总进口量的5%左右，同时未从俄罗斯进口精炼锌。所以即使美国、欧盟等国对俄罗斯实施制裁，全部禁止出口，对全球锌矿及锌锭供应的影响也甚微，对我国锌矿、精炼锌的进口量影响也较小。俄乌军事冲突对锌价的影响主要在于欧洲能源成本提升。

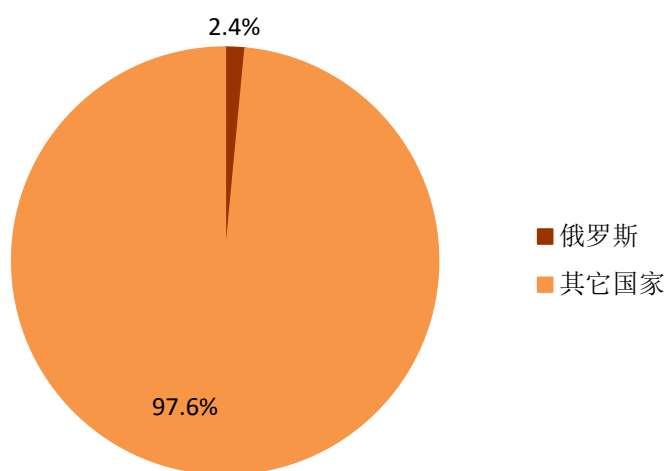
近期俄乌冲突进一步升级，市场情绪将推动欧洲气价再次上升，但波动率未超预期。受2021-2022年采暖季影响，欧洲天然气需求高峰在去年12月底。而当前将步入采暖季（1-3月）尾声，对天然气季节性需求减弱，供需矛盾缓解。与此同时，俄罗斯依赖能源出口，主动断欧洲已有天然气的可能较小。2月24日最新消息，Gazprom表示俄罗斯经乌克兰向欧洲输送的天然气一切正常。所以短期天然气供需影响较小，更多受情绪面左右，中长期看，因德国政府暂时停止北溪-2号天然气管道的审批程序，未来欧洲天然气供应难言乐观。

从欧洲天然气库存情况看，自去年10月中旬以来，库存不断走低，不过进入2022年天然气去库速度较往年同期显著放缓，截止至2月22日，为336.6Twh，较去年同期低26%。低库存显示当前供应供应维持偏紧格局，欧洲各国电价也处于历史同期偏高水平，但较去年12月中旬高点已有明显回调。截止至2月22日，德国、英国电价分别为123.4欧元/兆瓦时和162英镑/兆瓦时，较去年12月高点分别回落71%和60%。

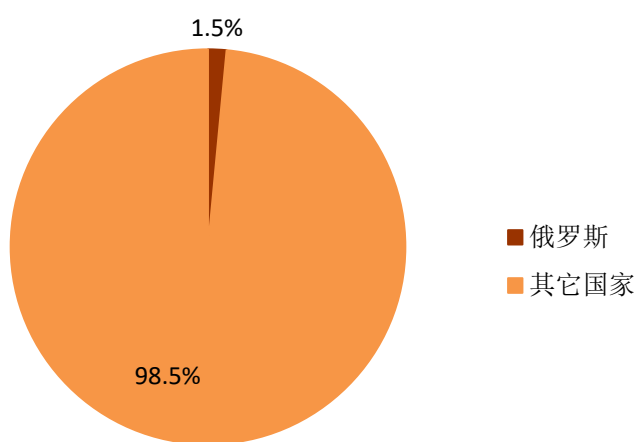
对于锌价而言，欧洲炼厂因高电价进一步减产的概率也在降低。从LME库存来看，去年12月中旬，因亚洲地区的新加坡及马来西亚库存大增，LME库存短暂上行，随后再度去库，

进入2022年，库存加速下行，至2月中旬，库存跌破150000万吨，创2020年7月以来低位，且库存尚未显现出止跌迹象。而进入2月中旬，欧洲地区库存跌破千吨关口，而去年同期库存量为3万余吨。从数据来看，海外显性库存仍显偏紧，特别是欧洲地区。但是，反观LME现货升贴水，并没有跟随库存持续走跌而上行。自2021年11月底出现高达100美元/吨的极端升水后，现货升贴水不断走低，进入2022年，升水多处于区间15-35美元/吨，2月甚至短暂出现小幅贴水的情况。所以从库存及升贴水变化趋势看，当前海外精炼锌供应仍显偏紧，但供应缺口的影响在驱缓。同时，年初以来，进口锌矿加工费低位环比回升，也可部分弥补高电价对欧洲炼厂利润的侵蚀。

图表 2 俄罗斯锌矿产量占全球比例

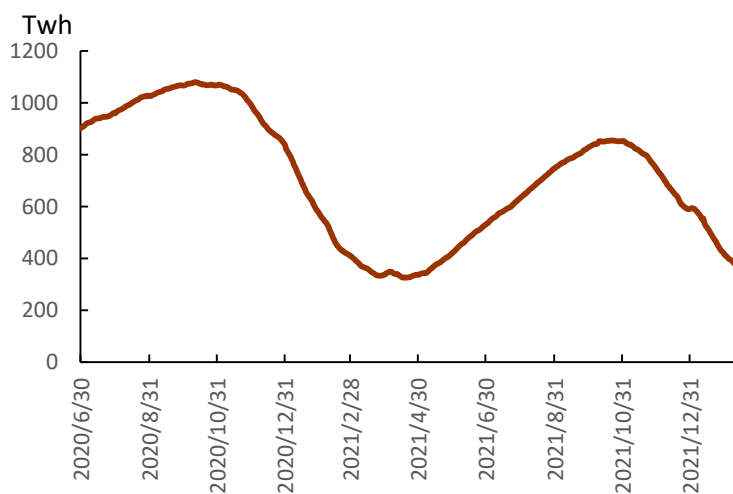


图表 3 俄罗斯锌锭产量占全球比例

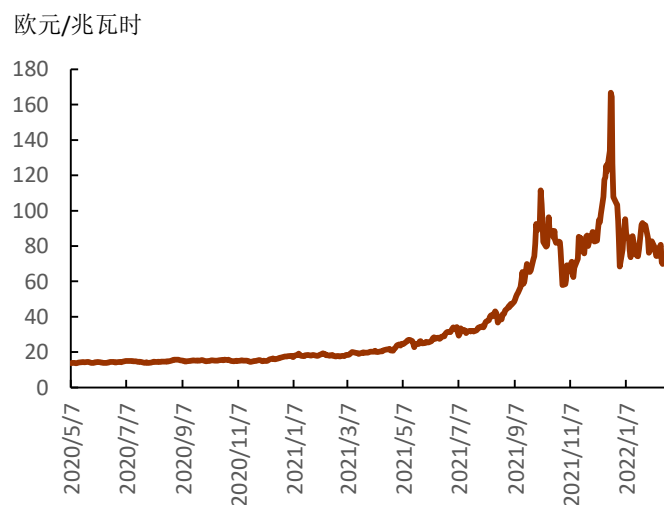


数据来源：iFinD, 铜冠金源期货

图表 4 欧洲天然气库存

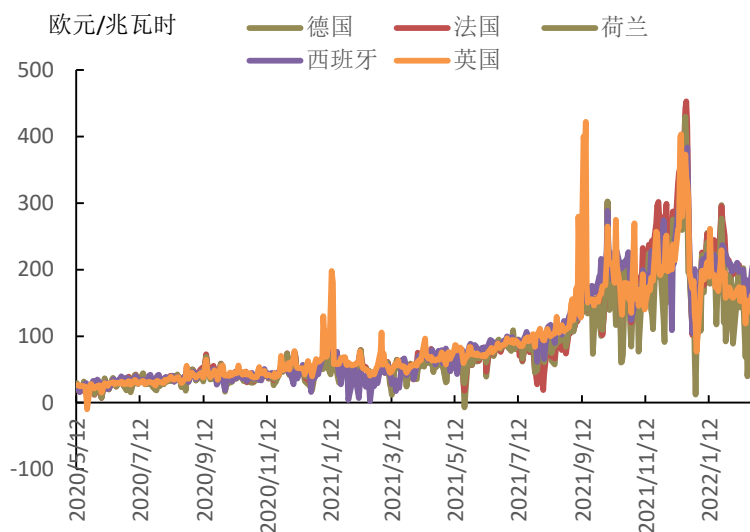


图表 5 TTF 天然气期货

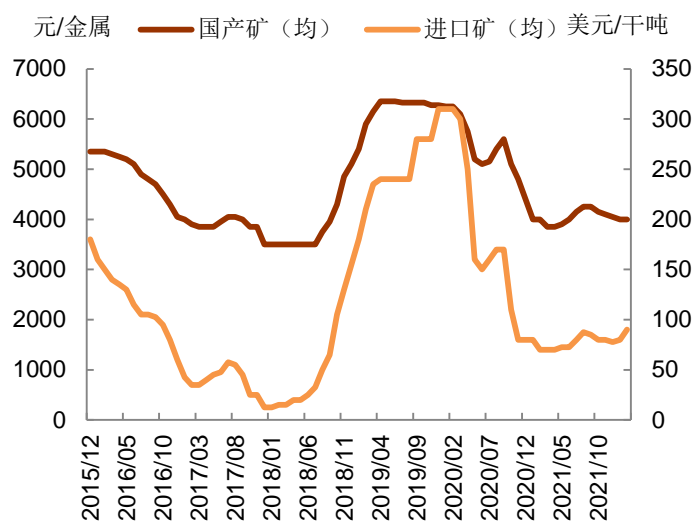


数据来源：iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表6 欧洲各国电价

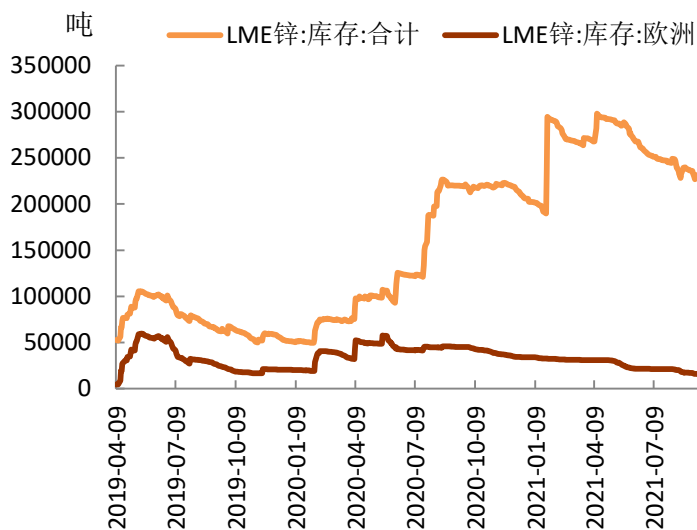


图表7 内外锌矿加工费

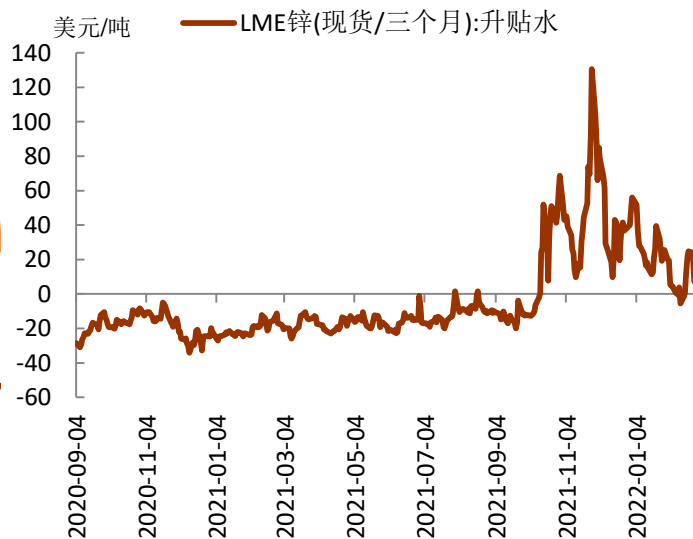


数据来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表8 LME 库存变化



图表9 LME 升贴水



数据来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

三、后期锌价走势展望

虽然我们认为本轮俄乌军事冲突对欧洲炼厂生产影响难现去年10月同期水平,但当前LME锌库存处于低位,且在欧洲采暖季正式结束前,欧洲减产炼厂恢复正常生产的概率较低,供应端干扰尚未解除,LME锌库存或延续下滑,对锌价低位支撑仍存。

与此同时,市场维持对国内一季度终端需求乐观预期,在国内稳增长政策下,基建投资有所加速。截止至2月中旬,已提前下达2022年度新增地方债额度1.788万亿元。同时,多地冲刺“开门红”,北京、上海、山东、浙江等十余省市也公布了2022年重大项目投资名单。

敬请参阅最后一页免责声明

在充足资金及重大项目的保障下，一季度基建投资有望实现反弹。另外一方面，2月以来，多地地产信贷政策出现松动，山东菏泽、重庆、江西赣州、河南驻马店在内的城市下调了商业贷款首付比例；除商业贷款外，一些城市也对公积金首付比例进行了下调；六家银行下调了广州地区房贷利率。随着多地房地产政策的调整，1月份70个大中城市商品住宅销售价格环比降势减弱，地产投资有望止跌企稳。

整体来看，俄乌军事冲突对天然气供需短期影响较小，更多在于情绪面，这将加剧天然气价格波动。后期随着冬季取暖季接近尾声，地缘政治因素对天然气价格影响将逐步钝化。不过在冬季结束之前，欧洲炼厂难恢复正常生产，供应端干扰仍托底锌价。同时，国内随着冬奥会的闭幕，初端企业开工加快恢复，有望逐步验证终端的乐观预期，锌价仍有望阶段性上涨。

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

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。