

2018 年 6 月 8 日

星期五



## 冶炼厂检修&下游受环保拖累

### 锌价宽幅震荡

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，6月加息预期较强，但近期贸易冲突不断，限制美元上行走势。意大利政局不确定性引发欧洲金融市场动荡，6月1日意大利终于打破组阁僵局，欧洲的动荡局势暂时得到缓解，但债务危机仍在，经济前景较不明朗。国内经济复苏势头有所减弱，由于企业融资环境在收紧当中，企业债违约数量或继续增加，经济仍存在下行压力。中美贸易战再生波澜，从长期来看，中美贸易冲突前景不乐观。

●宏观经济面来看，受金融政策收紧，财政整顿，房地产销售下滑，基建投资放缓回落等负面因素影响，以及贸易冲突不断，中东地缘政治风险凸显将增加后续经济形势不确定性，市场情绪受此扰动增加。基本面来看，受国外几个体量比较大的矿山投产和增产影响，今年全球锌精矿产量或将出现明显增长，国内虽受环保及品位下滑影响锌矿增长，但进口锌矿将予以补充，预计精炼锌全年产量将有所增长。而下游初级消费端受环保拖累，特别是镀锌及氧化锌企业，消费终端中房地产、基建等板块订单较去年走弱，汽车也难现去年的增长幅度，国内经济形势低于年初预期，需求或将不及预期。此外，今年全球隐形库存逐渐显性化，国外几次集中交仓打压市场信心，加之国内保税区仍有20多万吨的进口锌锭，空头资金时刻等待时机入场，锌价中长期整体易跌难涨。短期多空因素胶着，整体宽幅区间运行，24500-23000。

风险提示：供应端增产不及预期

## 目录

一、锌市场行情回顾 .....	4
二、宏观经济概况 .....	4
三、锌基本面分析 .....	5
1、2018 年锌精矿长单基准 TC 下调，但锌精矿存增长预期 .....	5
2、进口加工费维稳，锌锭进口窗口开启 .....	10
3、下游终端需求走软，对锌价难现提振 .....	12
4、伦锌交割风险仍存，国内库存呈现季节性特征 .....	15
5、升贴水情况 .....	16
四、总结与后市展望 .....	17

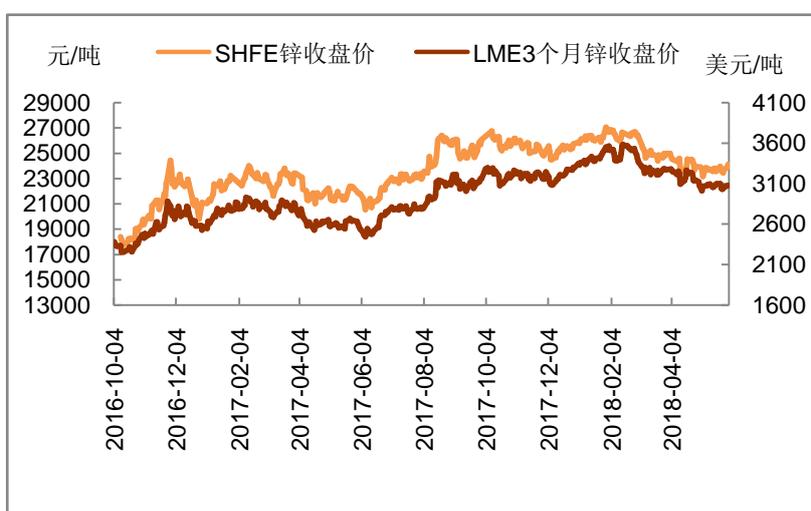
## 图表目录

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势 .....	4
图表 2 2018 年国外锌矿增产情况（万吨） .....	7
图表 3 2018 年国外锌矿减产情况（万吨） .....	8
图表 4 2018 年国内锌矿增产情况(万吨) .....	8
图表 5 全球锌精矿市场供需平衡表 单位：万吨 .....	9
图表 6 中国锌精矿市场供需平衡表 单位：万吨 .....	9
图表 7 ILZSG 全球锌矿月度产量情况 .....	9
图表 8 ILZSG 全球精炼锌供需情况 .....	9
图表 9 全球精炼锌市场供需平衡表 单位：万吨 .....	9
图表 10 中国精炼锌市场供需平衡表 单位：万吨 .....	10
图表 11 锌矿加工费情况 .....	11
图表 13 锌精矿进口量情况 .....	11
图表 12 锌精矿产量情况 .....	11
图表 14 精炼锌进口量情况 .....	11
图表 15 精炼锌产量情况 .....	12
图表 16 精炼锌进口亏损 .....	12
图表 17 重点企业镀锌板销量情况 .....	13
图表 18 镀锌板出口量情况 .....	13
图表 19 基础设施建设投资数据 .....	14
图表 20 房地产开发投资数据 .....	14
图表 21 汽车当月产量及销量数据 .....	14
图表 22 家电累计产量数据 .....	14
图表 23 上期所锌库存 .....	16
图表 25 社会锌锭库存 .....	16
图表 24 LME 锌库存与注销仓单占比 .....	16
图表 26 0#锌升贴水 .....	17
图表 27 LME 锌升贴水 .....	17

## 一、锌市场行情回顾

5 月沪锌主力换月至 1807 合约，期价呈现探底回升后宽幅震荡走势。月初锌价延续 4 月底跌势，下跌至 23000 一线附近，随后受国内良好经济数据及中美贸易磋商取得一定进展的提振，锌价低位反弹，然上方 24000 一线阻力较大，锌价上行乏力。月末，在受美元指数冲高回落及黑色系金属带动下期锌突破盘整区间上行，最终收于 24420 元/吨，月度涨幅达 2.58%，持仓量增至 20.02 万手。外盘走势弱于内盘，月初跌破 3000 一线，最低至 2970 美元/吨，随后区间宽幅震荡，收至 3100 美元/吨，月度跌幅达 0.64%，持仓量增至 29.74 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

## 二、宏观经济概况

美国方面，数据喜忧参半，6 月加息预期较强，但近期贸易冲突不断，限制美元上行走势。美国商务部公布数据显示，美国一季度实际 GDP 年化季环比修正值 2.2%，不及预期和初值；一季度核心个人消费支出 (PCE) 物价指数年化季环比修正值 2.3%，不及预期和初值%。该数据剔除了波动性较大的食品和能源，也是美联储首选的通胀目标。不过，美国 5 月份非农就业人数增长超过预期，工资上涨，失业率达到近 50 年来最低水平，表明强劲的劳动力市场将继续推动经济增长，增强了美联储决策者在 6 月 12 日至 13 日会议上加息的预期，并可能促使市场押注今年之后美联储将再加息两次，而不是一次。随后公布的 5 月 ISM 制造业指数 58.7，好于预期，指数已连续 21 个月高于 50 荣枯线，显示美国制造业持续扩张，其他重要分项数据均好于预期，物价指数刷新了 4 月前值所创的 2011 年 4 月以来最高。美元受振上行。但近期贸易紧张局势不断升级，抵消了强劲的就就业报告，且向美元施加压力。5 月 31 日特朗

普宣布开始对加拿大、墨西哥和欧盟进口钢铝征收关税后，他们都计划向美国实施报复性措施，对从橙汁、威士忌到蓝色牛仔裤和哈雷戴维森摩托等数十亿美元的美国商品征收关税。此外，中美贸易战又重新升温，虽然双方就贸易问题举行磋商会议，但由于特朗普政府考虑对进口汽车以及 500 亿美元进口中国商品加征关税，因此市场对全球贸易问题的担忧继续升温。

欧洲方面，意大利政局不确定性引发欧洲金融市场动荡，自从今年 3 月意大利大选疑欧派政党获胜以来，意大利便成为影响欧盟稳定的“灰犀牛”。5 月 28 日，意大利遭遇政府组阁失败陷入的困局，总统否决了持疑欧立场的财政部长人选，导致新总理提出放弃组阁的请求。6 月 1 日，意大利终于打破组阁僵局，民粹主义政党五星运动和极右翼政党联盟党二次组阁成功，两党共同支持的法学教授孔特宣誓出任总理，两党党首均出任副总理。虽然欧洲的动荡局势暂时得到缓解，但债务危机仍在。此外，欧元区数据欠佳，5 月 Markit PMI 终值为 55.5，虽然符合预期，但是此增速为近 15 个月新低，且根据展望指标，未来数月内制造业恐维持低迷，经济前景较不明朗。欧元区主要经济体中，德国的数据相对表现较好，而法国、意大利则不甚理想。

国内方面，经济复苏势头有所减弱，由于企业融资环境在收紧当中，未来经济仍存在下行压力。中国 5 月官方制造业 PMI 为 51.9，高于上月和上年同期 0.5 和 0.7 个百分点。分规模来看，大中型企业回升，小企业滑落到萎缩区间，5 月财新制造业 PMI 为 51.1，略低于预期的 51.2，持平于前值 51.1。外贸数据出现反弹，贸易账重回顺差，进口同比增长 21.5%，出口由负转正，同比增长 12.9%。贸易对经济增长重新回到正的贡献上。4 月社会融资余额 10.51%，前值 10.53%，总体维持低位，4 月 M2 8.3%，前值 8.2%，在资管新规影响下，总体融资增速放缓，居民贷款增加将进一步挤占企业融资空间，未来企业债违约数量或继续增加。此外，中美贸易战再生波澜，6 月 2 日至 3 日，中美团队在北京就两国经贸问题进行了磋商。双方在农业、能源等多个领域进行了良好沟通。如果美方出台包括加征关税在内的贸易制裁措施，双方谈判达成的所有经贸成果将不会生效。长期来看，中美贸易冲突前景不容乐观。另外，5 月 31 日，世界银行发布《中国经济简报》称，维持中国 2018 年 GDP 增速预期在 6.5% 不变，2019 年增速预期为 6.3%；中国面临的外部风险已经变得更加突出；预计中国经济增速将逐步放缓，政策收紧和贸易增速放缓构成拖累。

## 三、锌基本面分析

### 1、2018 年锌精矿长单基准 TC 下调，但锌精矿存增长预期

2018 年开始全球锌矿山潜在供应产能较大，国际铅锌小组数据显示，2018 年 3 月锌精矿产量 102.34 万吨，同比减少 4.12%。一季度锌矿产量累计 308.64 万吨，累计同比减少 3.5%。年初

至今全球锌矿产量增量低于预期，但今年投产及复产产能集中在下半年，预计2018年中国之外新增矿山产能释放量或将达到67.4万吨，主要是增量来源于澳大利亚Dugald River、非洲Gamsberg、嘉能可Lady Loretta、古巴Castellanos等矿山。据国际铅锌研究小组的最新预测，全球锌矿产量今年将增长6%达到1378万吨，为至少5年来的最高水平。

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议。TC保持低位反映出短期供应依然偏紧，但是鉴于近期主流矿企如五矿（杜加尔河）、新世纪矿业（新世纪矿）、韦丹塔（南非矿）等公开一季度产量及后续增产计划，上游端矿山远期增产意愿较强，锌供需结构或迎来周期性改变。

4月底，加拿大Teck资源公司官方发布的报告显示其2018年第一季度锌精矿产量为148000吨，2017年同期产量为146000吨，同比增长1.36%；精炼锌产量为79000吨，2017年同期产量为78000吨，同比增长1.28%。

五矿资源公布，2018年第一季度锌产量4.71万吨，同比增长146%，环比增长45%。其中，Dugald River（杜加尔河）试车活动进展加速，第一季度生产锌精矿含锌2.85万吨。5月底，五矿资源宣布，由MMG全资所有并开发建设的澳大利亚杜加尔河锌矿项目正式建成投产。杜加尔河锌矿坐落于澳大利亚昆士兰州西北部克朗克里镇以北70公里，是全球品位最高的超大型锌矿之一。该矿目前拥有资源量6500万吨，保有锌金属量700万吨，平均锌矿品位12%，并含有铅、银等副产品。平均年产锌金属量17万吨，以产能计将排进世界锌矿山前十位。

5月3日，嘉能可2018年一季度报告显示，自有锌产量为24.27万吨，同比2017年减少3.65万吨，跌幅为13%。Kazzinc矿山2018年一季度产量与2017年同比总体持平，其产量为4.98万吨，同比2017年增量1700吨，增幅为4%。澳大利亚地区一季度锌产量为11.02万吨，同比2017年减少了5600吨，降幅为5%，主要由于矿山规划变动所导致。北美地区一季度锌产量为2.61万吨，同比2017年下降了25%，主要由于Kidd矿山将向更低的级别和产量过渡所导致。南美地区一季度锌产量为2.63万吨，同比2017年增长了1400吨，增幅为6%，反映了该地区稳定的矿业运营状况。欧洲地区一季度锌产量为19万吨，同比2017年减少7200吨，降幅为4%，主要由于该地区矿业短期生产中断所致，但预计在未来几个月内将会恢复生产。

据秘鲁能矿部统计，一季度该国5种金属产量上升，其中锌矿产量为34.60万吨，同比增长4%。

澳大利亚的New Century资源公司尾矿再利用产能接近26.4万吨，因今年开矿时间较晚，2018年尾矿预计增加5-7万吨。目前新世纪资源有限公司已经完成了全部股权融资，已确保最后一部分资金成功用于重启昆士兰的世纪锌矿。

精炼锌方面，国际铅锌研究小组(ILZSG)公布的最新数据显示，2018年3月精炼锌供应量109.89万吨，消费量107.7万吨，供应小幅过剩2.19万吨，2月修正后为过剩1.56万吨，去年同期为短缺7.74万吨。年初至今，精炼锌增长主要来自于澳大利亚、比利时及印度。

国际铅锌研究小组最新预测，2018全球精炼锌短缺缺口为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。

**图表 2 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			<b>67.4</b>

数据来源：Wood Machenzie，铜冠金源期货

图表 3 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			<b>-16.42</b>

数据来源: Wood Machenzie, 铜冠金源期货

图表 4 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 5 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	1202	1256	1321
精矿需求量	1344.4	1307.6	1309.8	1328.7
精矿供需平衡	-66.3	-105.6	-53.8	7.7

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：\*表示为预估值

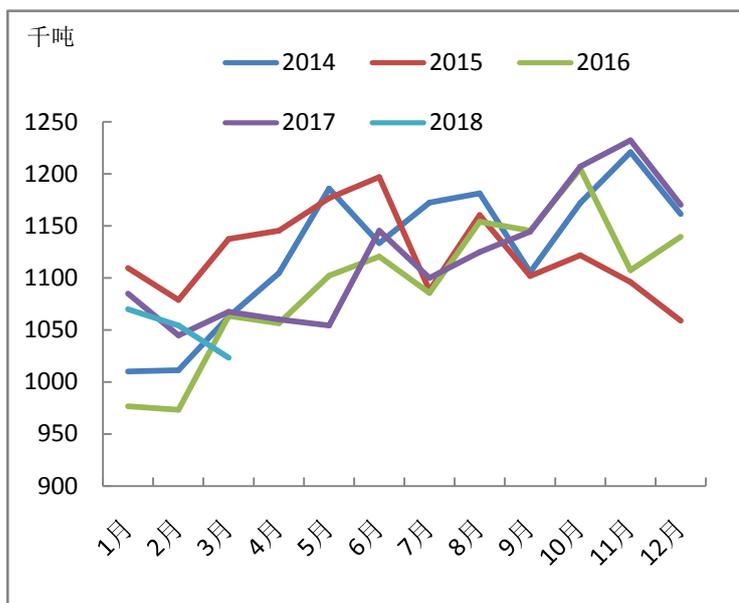
图表 6 中国锌精矿市场供需平衡表 单位：万吨

	2015年	2016年	2017年	2018年*
锌精矿产量	425	440	430	430
锌精矿需求量	564.9	569.1	563.8	572.3
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	-2.3

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

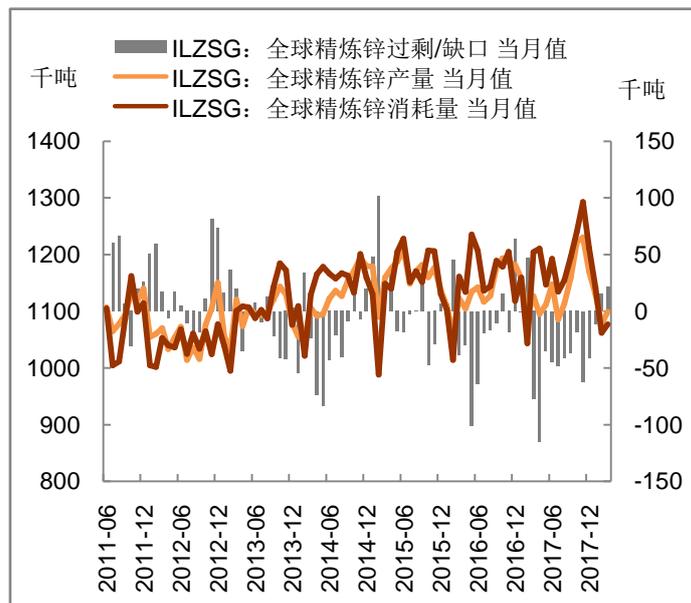
注：\*表示为预估值

图表 7 ILZSG 全球锌矿月度产量情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 8 ILZSG 全球精炼锌供需情况



图表 9 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	1365.6	1336.5	1335.4	1372
精炼锌需求量	1357.6	1370.7	1388.4	1398
精炼锌供需平衡	8	-34.2	-53	-26

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：\*表示为预估值

**图表 10 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	585	595
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	65
精炼锌供需平衡	9	-16.5	-2	-7

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：\*表示为预估值

## 2、进口加工费维稳，锌锭进口窗口开启

国内方面，据调研矿山多数 3 月中旬复工，4 月精矿产量才能逐渐回归正轨，少数高寒地区正常生产要等到 5 月初。锌矿加工费来看，SMM 数据显示，5 月份国产锌矿加工费均值为 3500 元/金属吨，进口锌矿加工费均值为 20 美元/干吨，均较上月持平。不过从今年年初以来，进口矿加工费低位回升，显示锌矿供应略有回升。

预计今年国内锌精矿增量预计 25 万吨附近，不过环保及安全问题仍然是限制各地矿山增量的主要因素。其中，湖南湘西花垣地区仍处整改阶段，乐观预计下半年陆续恢复生产，此部分减量保守估计 2-3 万金属吨附近。原计划 3、4 月份投产的郭家沟铅锌矿项目被推迟，具体投产时间待定。翠宏山铁多个金属矿具备联合试车条件，有望上半年投产。整体看，上半年国内锌矿供应维持紧张，进口锌矿得以一定补充。

进口方面，海关数据显示，4 月进口锌精矿 14.72 万吨，同比增加 6.2%。1-4 月累计进口量达 202.71 万吨，累计同比 31.31%。

精炼锌方面，国家统计局数据显示，4 月精炼锌产量达 48.1 万吨，同比增加 4.8%，1-4 月累计产量达 190.2 万吨，累计同比增加 2.8%。3 月检修冶炼企业多数恢复，4 月检修企业包括江铜铅锌、陕西东岭、河池南方、四川四环等；检修恢复的企业有湖南株冶、安徽铜冠、云铜锌业，同时白银有色新投产线产量进一步得到释放，此部分产量环比增加近 2 万吨。4 月产量环比小幅缩减，4 月锌冶炼厂开工率 72.1%。

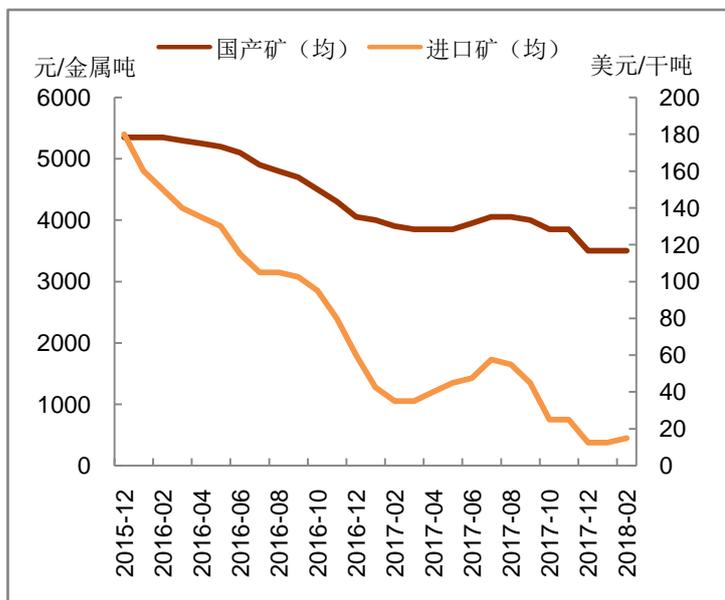
进入 5 月，江西铜业恢复正常生产，河池南方于中下旬恢复生产，仍有包括豫光锌业、赤峰中色等进入检修状态。SMM 数据显示 5 月国内精炼锌产量环比减少 2.87 万吨至 41.6 万吨，同比减少 0.9%。6 月份，白银有色、葫芦岛锌业及中金岭南开始检修，预计影响产量在 1 万吨，而赤峰中色、陕西东岭检修延续，陕西锌业、河南豫光检修结束，整体预计 6 月国内精炼锌产量 44.03 万吨，环比增加 5.84%，同比减少 4.82%。

2018 年冶炼厂计划新增产能项目有 20 多万吨，但或继续受原料、环保等多因素影响下，达产量或将有限。

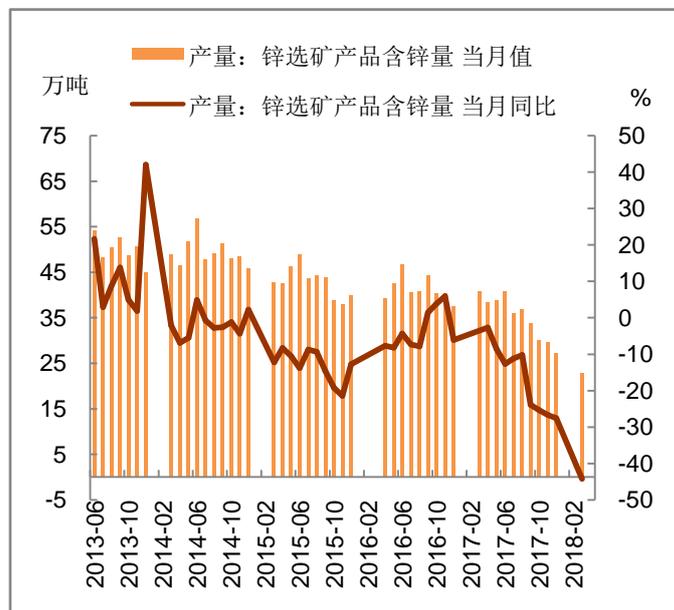
海关数据显示，3 月精炼锌进口 3.48 万吨，同比增长 35.8%；1-3 月累计进口 13.96 万

吨，累计同比增加 1.41 倍。4 月中下旬，国内现货市场紧张，有少量进口锌流入国内市场。进入 5 月月份，增值税下调，进口锌流入条件获得改善，下旬进口窗口开启，预计 5 月进口锌流入市场增多，继续关注保税区库存变化，若大量流入将对市场构成冲击。

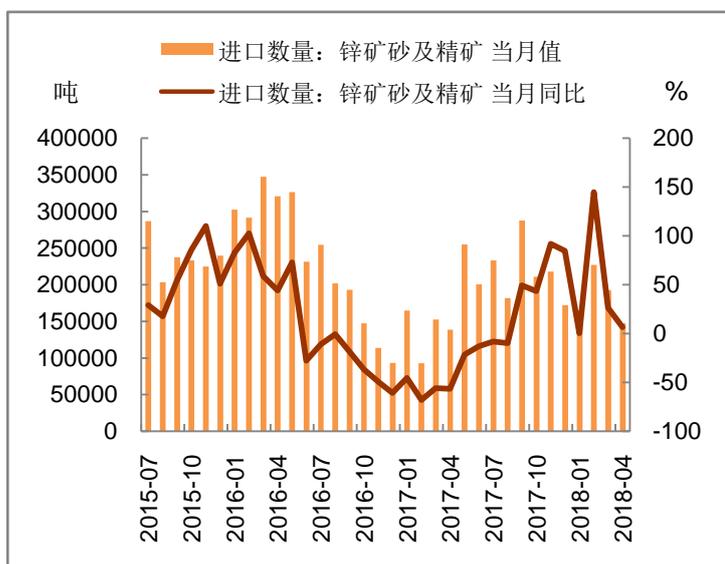
图表 11 锌矿加工费情况



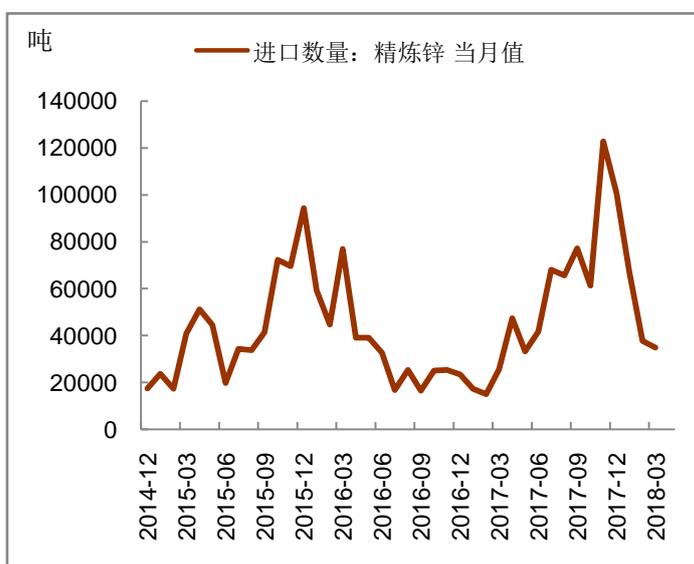
图表 12 锌精矿产量情况



图表 13 锌精矿进口量情况

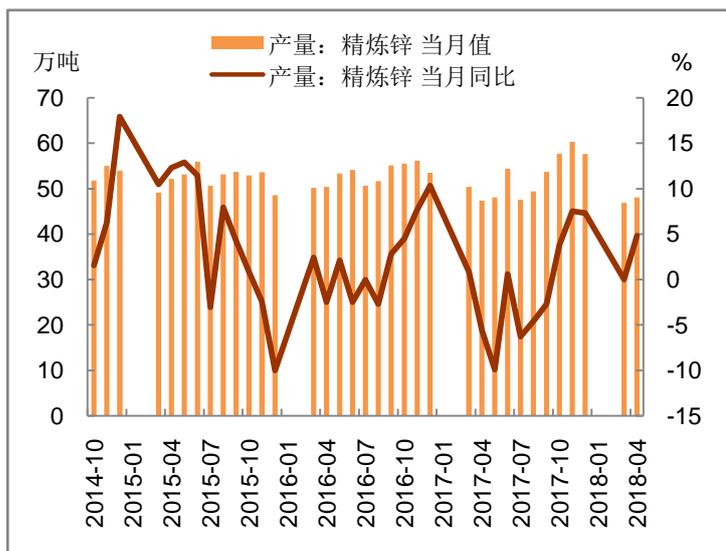


图表 14 精炼锌进口量情况

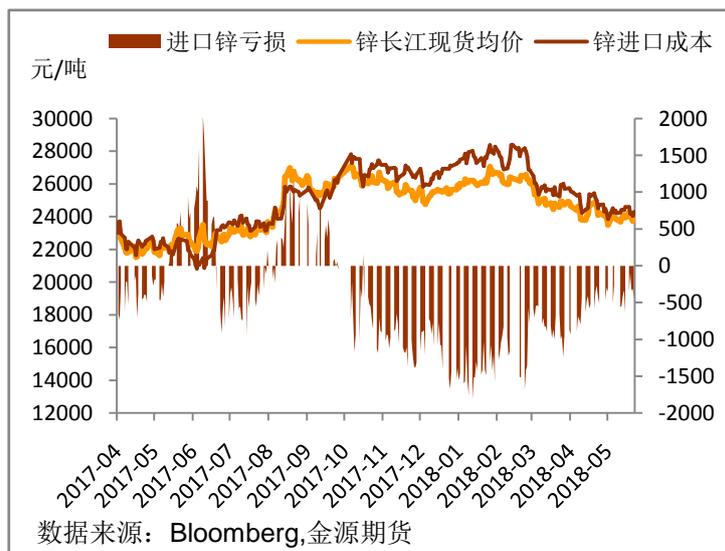


数据来源: SMM, Wind, 铜冠金源期货

图表 15 精炼锌产量情况



图表 16 精炼锌进口亏损



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

### 3、下游终端需求走软，对锌价难现提振

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，4 月镀锌企业开工率为 86.13%，环比增加 18.29 个百分点，同比上升 19.16 个百分点。其中存在去年基数较低的因素，此外 4 月下游消费旺季后置释放，订单持续向好，加之 4 月天气给力，环保影响趋无，企业加足马力满产，弥补 3 月滞留订单，拉动开工率大增。据企业月初排产计划，5 月镀锌开工率或微降：一方面江苏地区因环保影响，当地镀锌企业生产受限，自 4 月中下旬陆续停产，直至环保检查结束方能复工，拖累开工率小幅走低。另一方面，进入 5 月，镀锌企业逐步走出传统旺季，生产订单持稳，加之成品库存渐有累增，部分企业看淡后市生产积极性减弱，镀锌开工率有所下滑。

中国钢铁业协会数据显示，1-3 月生产镀锌板 535.4 万吨，同比减少 33 万吨，下降 5.81%；1-3 月销售 522.34 万吨，同比减少 14.7 万吨，下降 2.74%。出口方面，海关数据显示，2 月出口镀锌板 57.55 万吨，1-2 月累计出口镀锌板带 115.74 万吨，累计同比下滑 22.7%。自 2017 年年底，镀层板产量及净出口量逐步下降，镀锌板表观消费量呈现下滑趋势。

3 月镀锌板库存报收 46.77 万吨，环比增加 23.1%；1-3 月累计库存达 122.96 万吨，累计同比减少 24.57%。4 月份受镀锌板价格回暖影响，市场信心谨慎乐观，整体表现出出货量，库存将有所下滑。

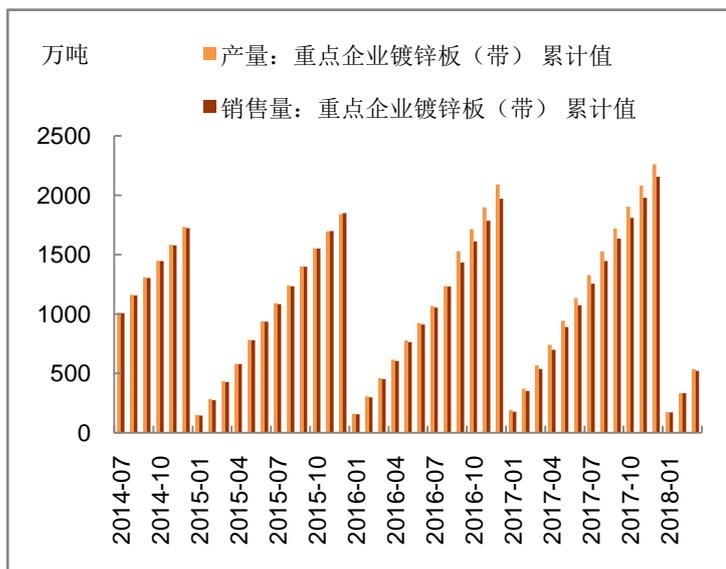
氧化锌方面，SMM 调研显示，2018 年 4 月氧化锌企业开工率为 57.11%，环比增加 3.66 个百分点，同比基本持平。5 月份，氧化锌开工率预计下降较为明显。主因虽华北地区环保结束，但山东、江苏等地新增环保检查，加之 G20 峰会将于六月初于山东青岛召开，届时或

影响部分氧化锌企业生产。根据 5 月氧化锌企业排产计划安排, 预计 5 月份开工率将回落 3.96 个百分点至 53.15%。

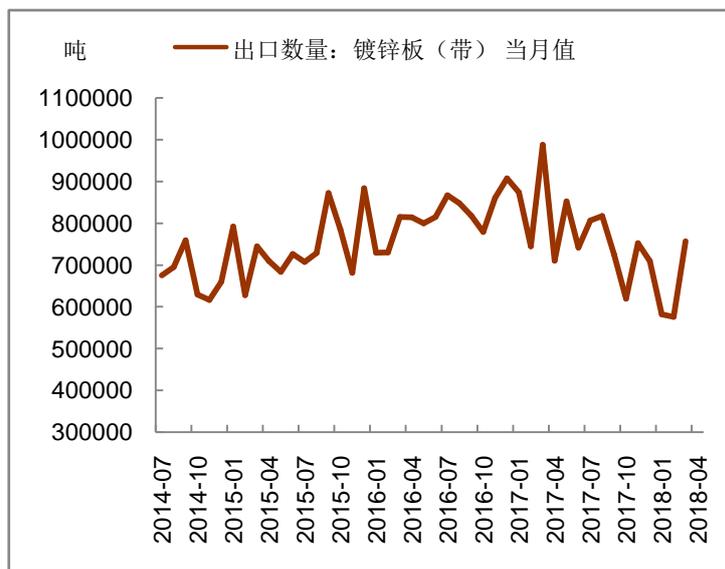
压铸锌合金企业方面, SMM 调研显示, 2018 年 4 月压铸锌合金企业开工率为 55.8%, 环比增加 0.06 个百分点, 但同比减少 5.9 个百分点。其中 2 月份, 受春节假期影响, 企业开工一度下滑至 15.3%。此外, 受上合峰会影响, 青岛当地压铸锌合金企业在 6 月 1 日至 6 月 12 日期间全部停产, 将继续拖累企业开工。

整体来看, 锌初级消费端受环保影响, 开工或下滑, 且旺季临近结束, 将进一步拖累对锌的需求。

图表 17 重点企业镀锌板销量情况

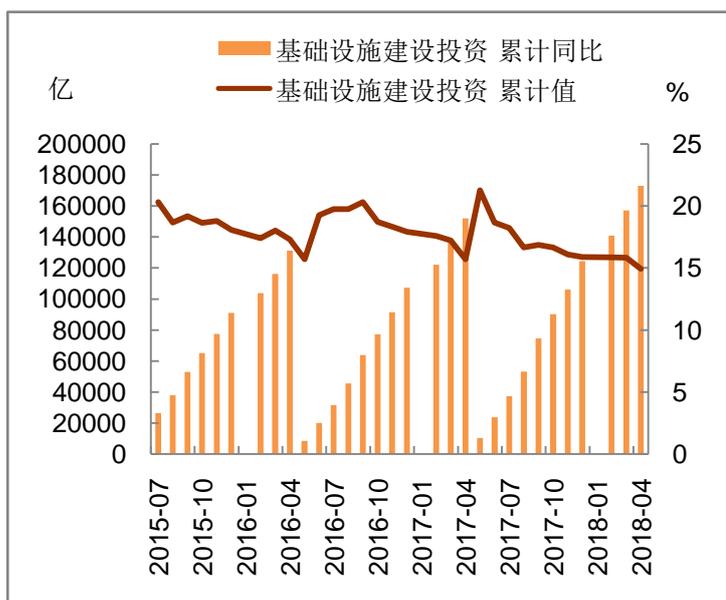


图表 18 镀锌板出口量情况

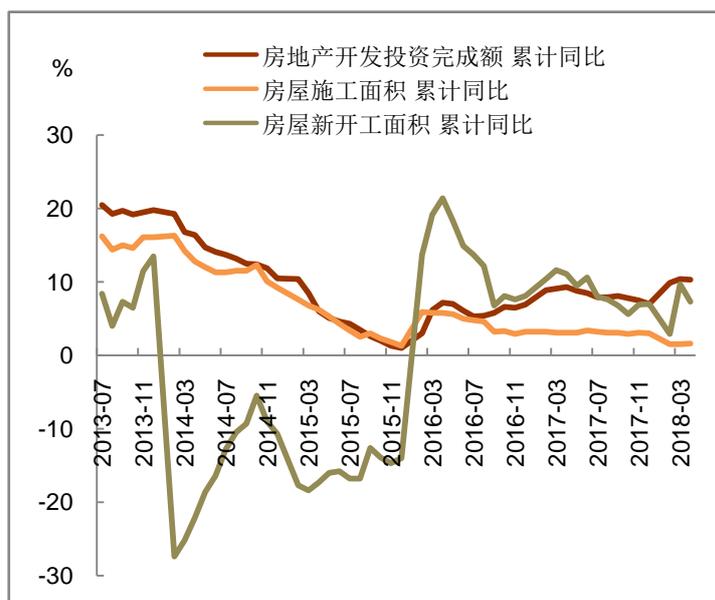


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 19 基础设施建设投资数据

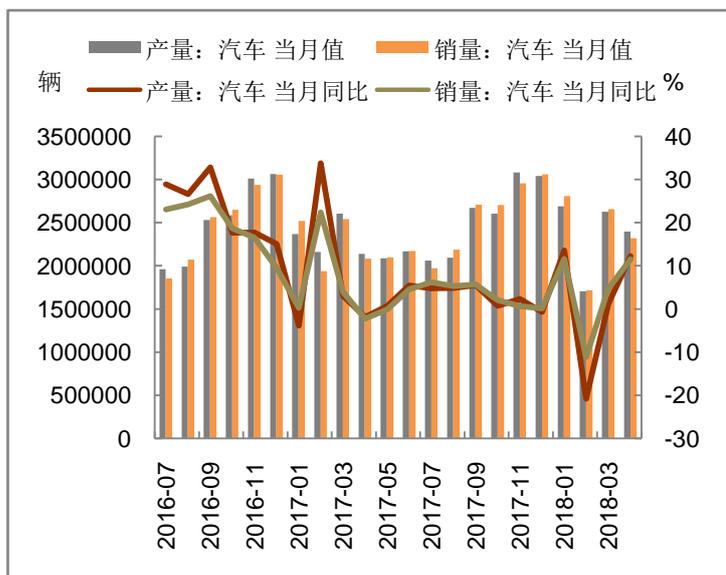


图表 20 房地产开发投资数据

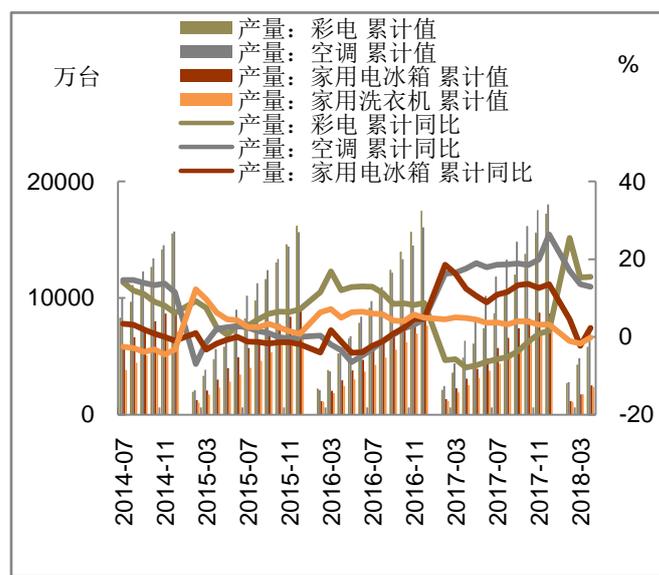


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 21 汽车当月产量及销量数据



图表 22 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。

**基建投资稳中有降：**1-4 月份，国内固定资产投资完成额累计值 154358 亿元，累计同比增长 7%，低于去年同期的 8.9%。在今年地方政府债务严控、结构性去杠杆、非标受限的大背景之下，预计基建投资增速会继续受到明显负面影响。

**房地产整体放缓:** 1—4 月房地产投资名义增长 10.3%，较一季度增速下降 0.1%，受政策调控影响该增长不可持续，此外新开工面积、商品房销售面积、商品房销售额增速整体放缓，增速分别下降 2.4%、2.3%、1.4%。目前，全国楼市趋于稳定，一二线城市成交热度仍不及三四线城市，各地继续以因地制宜、因城施策的房地产政策为主基调，坚持分类调控，中期在政策调控影响下大概率缓慢下滑。

**汽车增速下滑:** 4 月汽车产销同比分别增长 12.3%、11.5%，1—4 月产销同比分别增长 1.8% 和 4.8%，与 1-3 月相比，汽车产量同比结束下降，呈小幅增长，但是一季度正处于汽车产销周期性下行轨道低点，后续增长较难持续。另外，我国官方降低汽车进口关税、降低汽车外资准入门槛，或将使得中国汽车行业利润缩水 8%-20%，或将在未来 3 年加速汽车行业的整合，对汽车行业整体产销的影响还有待观察，对锌的需求增速将继续放缓。

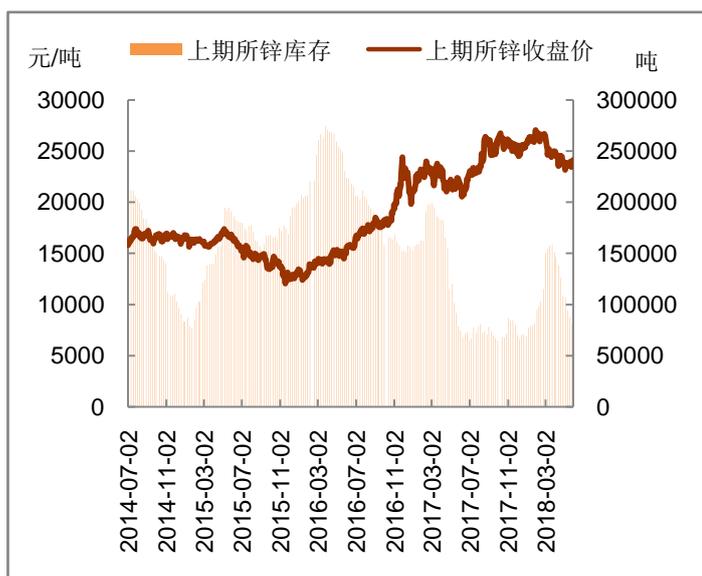
**白色家电提振有限:** 4 月迎来生产旺季，工业生产开始回暖，其中空调增速升至 9.7%，冰箱、洗衣机增速分别由负转正至 14.5%、5.7%。1-4 月空调累计同比增加 12.9%；冰箱累计同比增加 2.3%；洗衣机累计值同比减少 0.2%，彩电累计同比增加 15.5%。冰箱、空调及洗衣机增速均较去年同期明显下滑，仅彩电数据较为亮眼，但考虑到或受去年基数较低的影响。整体看，白色家电对锌消费未有显著提振。

综合来看，下游终端难现亮点，对锌需求或有所减缓。

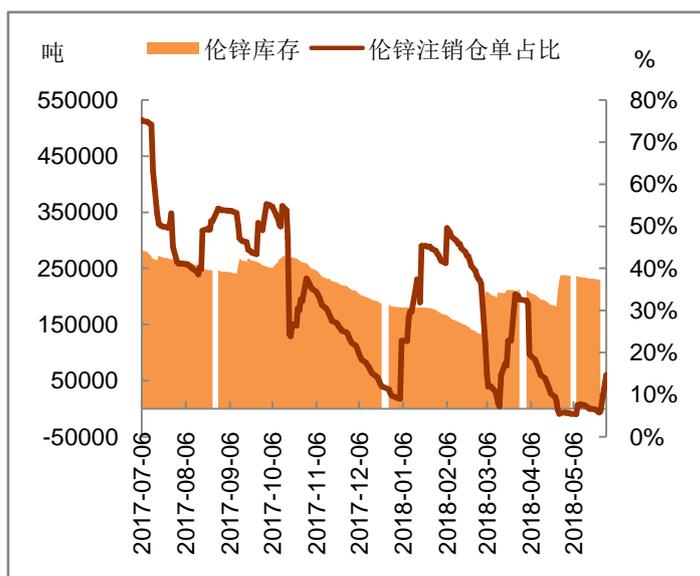
#### 4、伦锌交割风险仍存，国内库存呈现季节性特征

年初至今，LME 锌库存呈现探底回升走势，其中 3-4 月份出现 3 次集中交仓，导致大量隐形库存显性化，锌价受挫大跌。从目前情况看，库存维持在 23 万吨附近，但不排除再度出现集中交仓的风险。国内方面，上期所库存呈现先增后减的走势，季节性特点较明显，自 3 月 23 日高点 15.93 万吨后逐渐减少，截至 5 月底降至 80410 吨。社会库存也呈现较显著的季节特性，在 3 月 5 日达至高点 30.22 万吨后，不断走低，截至 5 月 29 日，库存降至 14.2 万吨。目前社会库存水平高于 2017 年同期，但低于 2016 年同期，考虑到今年精炼锌较去年产量略有增长，且下游消费不佳，预计在三季度小幅增加后或维持在 15-20 万吨的水平。

图表 23 上期所锌库存



图表 24 LME 锌库存与注销仓单占比



图表 25 社会锌锭库存

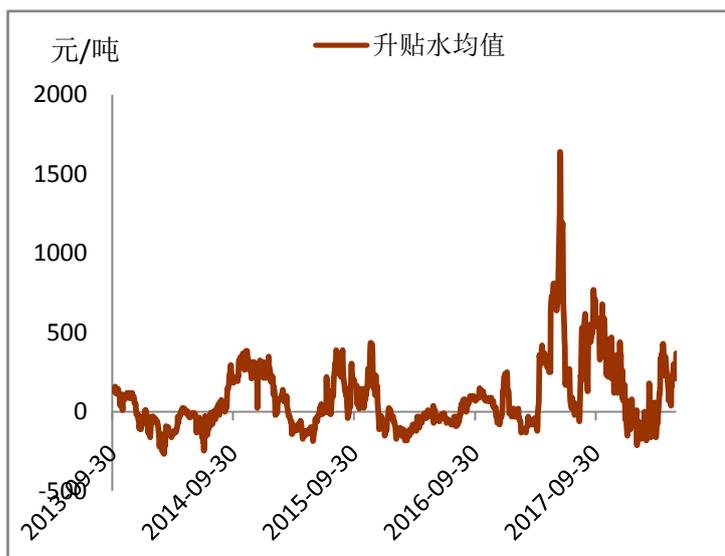


数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

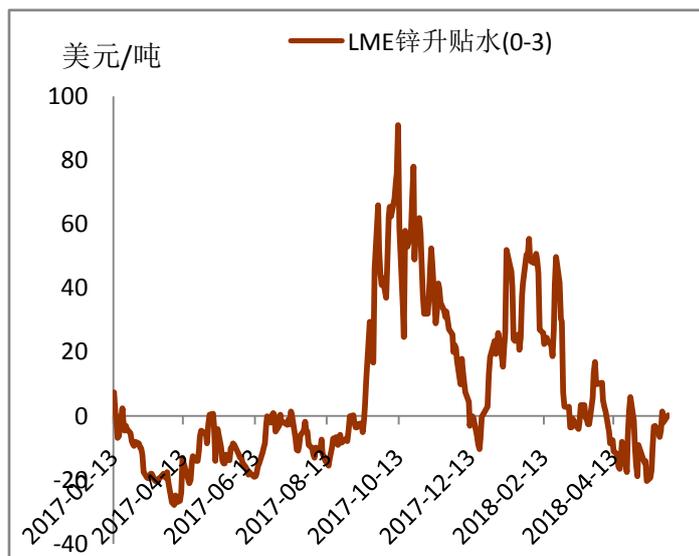
### 5、升贴水情况

年初至今，现货延续去年贴水结构，至 4 月初转为小幅升水，随后升水幅度延续扩大，截至 5 月底，现货升水达 300 元/吨左右。一方面，3-5 月份冶炼企业常规检修，市场货源较为紧缺；另一方面，锌价大幅下跌后，冶炼企业惜售情绪较浓，现货升水高企。LME 呈现升水拉涨后回落，转为小幅贴水，截至 5 月底报收升水 0.25 美元/吨。整体来看，下半年国内难现去年升水大幅拉涨的情况，主要源于供应端增加及消费端不佳，加之进口锌锭仍流入可能，供应端较宽松。

图表 26 0#锌升贴水



图表 27 LME 锌升贴水



数据来源：Wind，铜冠金源期货

## 四、总结与后市展望

宏观经济面来看，受金融政策收紧，财政整顿，房地产销售下滑，基建投资放缓回落等负面因素影响，以及贸易冲突不断，中东地缘政治风险凸显将增加后续经济形势不确定性，市场情绪受此扰动增加。基本面来看，受国外几个体量比较大的矿山投产和增产影响，今年全球锌精矿产量或将出现明显增长，国内虽受环保及品位下滑影响锌矿增长，但进口锌矿将予以补充，预计精炼锌全年产量将有所增长。而下游初级消费端受环保拖累，特别是镀锌及氧化锌企业，消费终端中房地产、基建等板块订单较去年走弱，汽车也难现去年的增长幅度，国内经济形势低于年初预期，需求或将不及预期。此外，今年全球隐形库存逐渐显性化，国外几次集中交仓打压市场信心，加之国内保税区仍有20多万吨的进口锌锭，空头资金时刻等待时机入场，锌价中长期整体易跌难涨。短期多空因素胶着，整体宽幅区间运行，24500-23000。

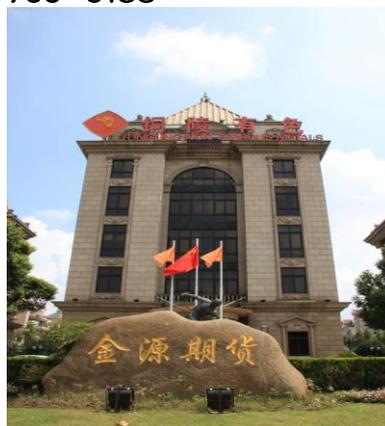
全国统一客服电话：400-700-0188

### 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。