

2018 年 9 月 10 日 星期一

## 宏观不确定性&软逼仓风险犹存

### 买进买远套利交易



联系人 黄蕾

电子邮箱 huang.lei@jyqh.com.cn

电话 021-68555105

#### 要点

●宏观总体来看，目前全球宏观环境反复无常，美国强劲的经济数据以及保守的贸易政策对美元支撑较强，从而给金属带来长期的上行压力，另外近期新兴经济体货币风险频发，由于全球经济的联动性较强，由此也给全球的经济增长蒙上阴影，利空金属。但国内方面因中央对基建补短板要求，下半年基建投资有望超预期，从而带动金属消费。

●目前锌价受宏观和基本面共同作用。宏观方面，美联储延续加息步伐，加之新兴市场货币偏弱，美元指数高位运行，对金属中长期施压。同时，近期中美贸易紧张局仍未缓解，爆发系统性风险的可能性仍存。基本面来看，市场多头的逻辑集中期货合约的高持仓和交易所的低仓单低库存间的矛盾。近四周进口锌持续流入市场，保税区库存降至9万吨下方，现货较前期宽松，升水持续回落，但进口锌大部分达不到交割标准，且社会库存约11万吨，也处于偏低水平。目前来看，交易所仓单不足2000吨，近月合约仍有软逼仓风险。中长期来看，三季度全球锌矿供应加速增加，其中世纪锌矿尾矿的生产已步入正轨，预计今年产出达3.4万吨，其外南非Gamsberg首批矿预计9月产出，下半年产量达5.5万吨，随着供应的不断增长，中长期基本面将发生逆转。操作上，单边不建议追高，可采取买进卖远的套利操作。

●从整体宏观来看，全球经济环境不容乐观，新兴经济体货币危机逐步显现，特朗普政府针对中国的贸易壁垒不断加码，总体来看对金属构成打压。但国内值得关注的是，在当前中央基建补短板要求下，预计各类基建投资计划将加快落地，下半年基建投资有望超预期，从而带动对金属的需求。铅基本面来看，中期全球供需缺口修复表现好于去年同期，同时国内再生铅合规产能也逐步得到释放。需求方面，虽然5G数据表现较为亮眼，但对铅需求的提振较小，而铅需求占比较大

的电动车因为新国标的影晌，限制了用铅量。由此来看，长期供应增加而需求减弱，施压铅价。但需注意阶段性环保超预期对铅价的扰动。9月正处传统消费旺季，叠加库存回升较慢，铅价受此支撑，预计维持偏强运行，PB1811运行区间或为18000-19000元/吨。

风险提示：宏观系统性风险

## 目录

一、铅锌市场行情回顾 .....	6
1、8 月锌行情评述.....	6
2、8 月铅行情评述.....	6
二、宏观经济概况 .....	7
三、锌基本面分析 .....	8
1、下半年全球锌矿供应增速加快.....	8
2、国产锌矿加工费继续上涨，锌锭进口窗口开启.....	13
3、下游处于消费淡季，终端需求下滑.....	15
4、伦锌库存震荡，上期所库存处于历史低位.....	19
5、升贴水情况.....	20
四、铅基本面分析 .....	21
1、全球铅矿供应低于预期，精铅缺口修复好于同期水平.....	21
2、精炼铅供应较前期稍显好转.....	23
3、下游消费旺季支撑铅价走强.....	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 2018 年国外锌矿增产情况（万吨） .....	10
图表 4 2018 年国外锌矿减产情况（万吨） .....	11
图表 5 2018 年国内锌矿增产情况(万吨) .....	11
图表 6 全球锌精矿市场供需平衡表（万吨） .....	12
图表 7 中国锌精矿市场供需平衡表（万吨） .....	12
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（万吨） .....	12
图表 11 中国精炼锌市场供需平衡表（万吨） .....	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 精炼锌产量情况 .....	14
图表 15 SMM 精炼锌产量情况 .....	14
图表 16 国内重点冶炼厂检修情况 .....	15
图表 17 锌初级端消费占比 .....	17
图表 18 镀锌企业开工情况 .....	17
图表 19 重点企业镀锌板销量情况 .....	17
图表 20 镀锌板库存情况 .....	17
图表 21 基础设施建设投资数据 .....	18
图表 22 房地产开发投资数据 .....	18
图表 23 汽车当月产量及销量数据 .....	18
图表 24 家电累计产量数据 .....	18
图表 25 上期所锌库存 .....	20
图表 26 社会锌锭库存 .....	20
图表 27 LME 锌库存与注销仓单占比 .....	20
图表 28 0#锌升贴水 .....	21
图表 29 LME 锌升贴水 .....	21
图表 30 ILZSG 全球铅矿月度产量情况 .....	22
图表 31 ILZSG 全球精炼铅供需情况 .....	22
图表 32 全球铅精矿市场供需平衡表（万吨） .....	22
图表 33 中国铅矿市场供需平衡表（万吨） .....	22
图表 34 全球精炼铅市场供需平衡表（万吨） .....	22
图表 35 中国精炼铅市场供需平衡表（万吨） .....	23
图表 36 铅精矿加工费情况 .....	24
图表 37 铅精矿产量情况 .....	24
图表 38 铅精矿进口情况 .....	25
图表 39 精炼铅产量情况 .....	25

---

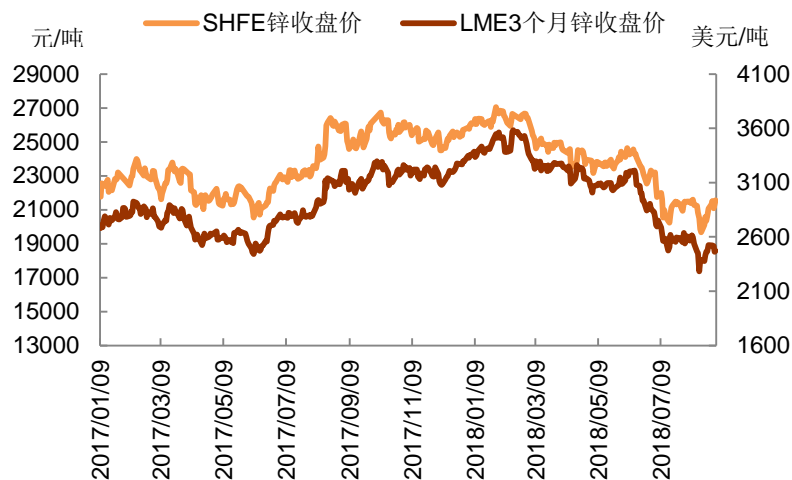
图表 40 再生铅产量情况.....	25
图表 41 铅酸蓄电池消费领域占比.....	26
图表 42 铅酸蓄电池出口情况.....	26
图表 43 上期所铅库存.....	27
图表 44 LME 铅库存与注销仓单占比.....	27
图表 45 1#铅升贴水.....	27
图表 46 LME 铅升贴水.....	27

## 一、铅锌市场行情回顾

### 1、8 月锌行情评述

8 月份，沪锌主力合约换月至 1810 合约，期价呈现上行乏力后探底回升走势。上半月，土耳其货币大贬引发欧洲银行恐慌，欧元大跌推涨美元暴涨，打压金属价格；同时，中美贸易战持续升级，美国提议对 2000 亿美元中国商品征收的关税由之前提出的 10% 升至 25%，市场避险情绪增加；此外，国内宏观数据欠佳，也是拖累金属走跌的一个原因。下半月，中国和美国进行贸易磋商，两国贸易战有缓解预期，加之土耳其里拉反弹，市场风险胃纳回升，此外因特朗普批评美联储加息，非美货币走强，美元高位回落，提振金属价格走高。国内锌因现货偏紧、交易所库存低位，引发近月逼仓，锌价走强。截至 8 月 31 日，ZN1809 报收 21565 元/吨，月度上涨 1.67%，持仓量报收 212693 手。因月初人民币大幅贬值，内盘走势强于外盘，伦锌月中低点触及 2283 美元/吨，收至 2473 美元/吨，月跌幅达 6.18%，持仓量报 273732 手。

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势



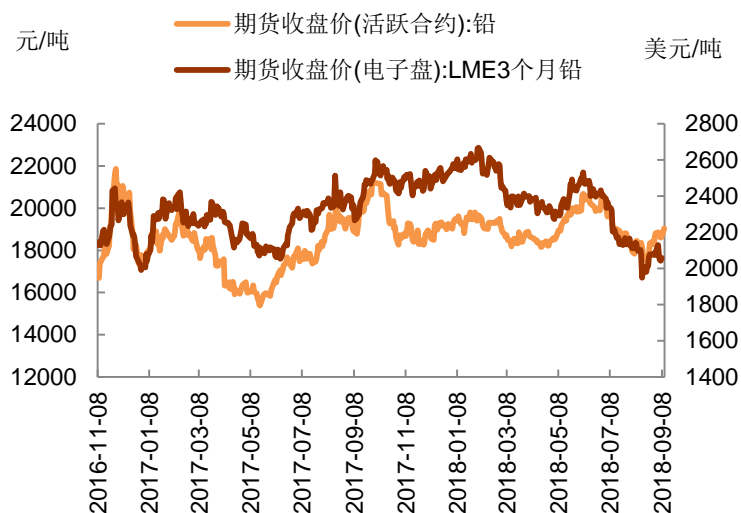
数据来源：Wind，铜冠金源期货

### 2、8 月铅行情评述

8 月铅价整体呈现探底回升走势，月初沪铅主力合约开于 18550 元/吨，因前期再生铅价格走跌，而作为原料的废电瓶价格上涨，导致的再生铅冶炼利润迅速被压缩的情况有所改善，供应逐步恢复，致使铅价跌至 8 月中旬的 17280 元/吨低点，下半月随着部分地区消费的逐步转好，叠加市场对金九银十的行情有所期盼，期价在库存低位的情况下出现转机，开启上行走势，截止月末期价报收于 18810 元/吨，月线收长下影线。成交量增 1.69 万手至 143.2 万手，持仓量减 0.26 万手至 6.44 万手。8 月伦铅也成探底回升走势，整体弱于内盘，月末报

收于 2088.5 美元/吨，持仓量减少 0.24 万手至 11 万手。

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

美国数据向好，加息预期较高。美国二季度实际GDP年化季环比修正值4.2%，高于预期的4%，为自2014年第三季度以来最快增速。8月美国ISM制造业指数为61.3高于预期，创2004年5月以来新高，显示制造业维持强劲。此外，美联储首选的通胀指标7月核心PCE同比增长2%，该数据今年已第三次触及美联储2%的目标。从美联储发布的8月FOMC会议纪要来看，联储释放了确认9月加息的信号，同时也强调了贸易风险可能影响商业信心和投资支出。9月初，美国劳工部的数据显示，8月非农就业数据表现亮眼，就业和时薪双双超预期，新增就业20.1万人。数据的增长可能会推动联储本月加息的节奏，也增加了12月的再次加息的可能性。预计经济面向好将继续给予美元支撑，从而对金属构成压力。

欧洲方面，8月欧洲制造业PMI较7月下降0.4个百分点，降至53.8%，制造业增速有所放缓。在贸易问题上，欧美分歧依旧，欧盟最高贸易官塞西莉亚表示愿意与美国相互取消所有工业产品的关税，其中包括汽车。但特朗普拒绝这一提议，称还不够好，并称欧洲消费者没有购买美国成汽车的习惯。另新兴市场风险频发，8月短时间内土耳其里拉跌幅高达17%，创下自2001年该国银行业危机以来的最大跌幅。据悉土耳其违约债务的可能性超过希腊，彭博的数据显示，目前的CDS定价意味着未来五年内，土耳其违约的概率为25%。英国《金融时报》报道称，由于里拉的暴跌，欧洲央行负责欧元区银行监管的机构开始对欧元区银行业的土耳其风险敞口表示担忧。此外，8月阿根廷、巴西等国家也相继陷入险境。新兴市场危机不断，导

致非美元货币走跌，从而提振美元走势，继续施压金属，后续关注新兴市场危机对全球经济传导的影响。

国内方面，8月官方制造业PMI 51.3，略高于前值和前值，此前预期为 51，前值为 51.2。8月财新制造业PMI 50.6，低于预期和前值，其预期为 50.7，前值为 50.8。数据显示，制造业运行保持增长态势，但需求减弱，新订单的增速放缓，原因与外需减弱有关，出口销售录得下降。通胀方面，8月PPI同比4.1%，高于预期 4%，但低于前值4.6%。8月CPI同比2.3%，同时高于预期 2.1%，前值 2.1%。受环保限产等影响，8月工业品价格环比继续回升，钢铁、化纤等领衔行业涨幅；而食品价格上涨导致8月CPI同比、环比稳中有升，同时创下半年新高。不过，鉴于猪周期尚未见底、宏观经济减速也不具备大幅拉动的基础等因素，年内通胀风险仍可控制。纵观下半年经济，监管层将会继续推进“稳货币、严监管、宽信贷”的政策组合，为稳增长创造更为稳定的金融环境，且值得关注的是近期多地公布了今年下半年补短板重大项目投资计划。预计在中央基建补短板要求下，各类基建投资计划将加快落地，下半年基建投资有望超预期。对金属价格构成利好。但当前中美贸易战风险不容忽视，继续关注特朗普决策的进展。

总体来看，目前全球宏观环境反复无常，美国强劲的经济数据以及保守的贸易政策对美元支撑较强，从而给金属带来长期的上行压力，另外近期新兴经济体货币风险频发，由于全球经济的联动性较强，由此也给全球的经济增长蒙上阴影，利空金属。但国内方面因中央对基建补短板要求，下半年基建投资有望超预期，从而带动金属消费。

### 三、锌基本面分析

#### 1、下半年全球锌矿供应增速加快

国际铅锌小组数据显示，2018年6月锌矿产量102.6万吨，同比下滑10.45%；1-6月锌矿产量609.01万吨，同比下滑5.68%。因中国锌精矿产量累计同比降幅大，抵消了其他国家锌精矿的增量，因此全球精矿产量仍呈下降趋势。此外，今年锌矿投产及复产多集中在下半年，故下半年锌矿供应将有所增加。全年来看，国际铅锌研究小组的预测2018年锌矿增长6%达到1378万吨，为至少5年来的最高水平。

其中，必和必拓公布二季度报，显示其2018年二季度锌矿产量3.6万吨，同比增加23.8%，上半年合计6.15万吨，2018年财年锌矿产量预计12万吨，较2017年增加3.3万吨。

五矿的Dugald River矿产出继续增长，二季度产量环比一季度增加0.8万吨至3.6万吨。该矿设计年产能22万金属吨左右。

Antamina二季度锌的产量较去年增加了24%达到12.65万吨，创下季度产量新高。由于由于铜锌矿石处理量的增加和矿石品位的提升，铜矿与铜锌矿的处理量分别由去年同期58%和



42%，到今年的53%和47%。预计2018~2020年 Antamina 的产量将维持在35万吨左右。

Teck旗下的红狗矿由于矿石品位以及回收率提高，二季度产量15.36万吨，较去年同期增加20%，并且Teck将18年锌矿产量上调1万吨，由此前预测的52.5-54.5万吨上调至53.5-55.5万吨。

Vedanta二季度地下矿产出环比上升7%至21.2万吨，其上调了Perkoa和 Santander锌指导产量，总共增加了1000万磅（4540吨）的锌，抵消了Rosh Pinah 下调的锌指导产量，即1000万磅（4,540吨）。旗下南非北开普省的Gamsberg锌矿项目启动试生产，首批锌精矿将于9月初正式产出，预计今年产出达5-7万吨锌矿。

6月底，澳大利亚新世纪资源公司正在重启全球第五大锌矿资源的世纪锌矿尾矿坝。8月澳大利亚世纪锌矿尾矿项目开始出精矿，计划三季度生产4,000吨锌，且随着生产进行，四季度将达到30,000吨，并在明年底达到目标产能260,000吨。据悉，该矿预计正式投产后每年将生产50.7万吨锌精矿，产量占公司总矿业产量的52%。该矿的最初预计寿命为6.3年。9月初，新世纪资源公司已与澳大利亚国民银行（NAB）签订了价值4000万澳元的债务融资计划，以加快其在昆士兰州的 Century锌矿的扩张。

不过，嘉能可在昆士兰的Lady Loretta，预计今年上半年要开始复产，全年共10万金属吨的量。但是根据嘉能可第一季度的季报来看，这个矿目前为止并没有复产消息，而且同比去年一季度锌矿产量，今年下降了4万吨左右。

后期关注韦丹塔在印度的SindesarKhurd及五矿的世纪矿，前者在今年第四季度才能完成扩建，要在19年二季度左右出量；后者8月首次投产，但这个矿跟新星公司的Nyrstar冶炼厂及其他几家冶炼厂签了协议，出来的矿都是供其冶炼使用，不会运到中国。

精炼锌方面，国际铅锌研究小组(ILZSG)最新报告显示，今年6月精炼锌产量111.9万吨，消费量111.6万吨，供应过剩0.31万吨，5月为供应短缺26,000吨。1-6月全球精炼锌产量662.88万吨，同比下滑1.5%，消费量664.78万吨，同比减少4.43%，1-6月全球锌市场供应短缺1.7万吨，去年1-6月供应短缺19.3万吨。今年以来，秘鲁、澳大利亚、比利时、芬兰、德国、意大利、秘鲁、哈萨克斯坦的精炼锌产量有所增加，但美国、中国、韩国、印度的产量下滑明显，尤其是中国。

国际铅锌研究小组预测，2018全球精炼锌需求料超过供给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。

据悉，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。

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			<b>67.4</b>

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			<b>-16.42</b>

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（万吨）

	2015年	2016年	2017	2018*
精矿产量	1278.4	1202	1256	1310
精矿需求量	1344.4	1307.6	1309.8	1316.9
精矿供需平衡	-66.3	-105.6	-53.8	-6.9

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：\*表示为预估值

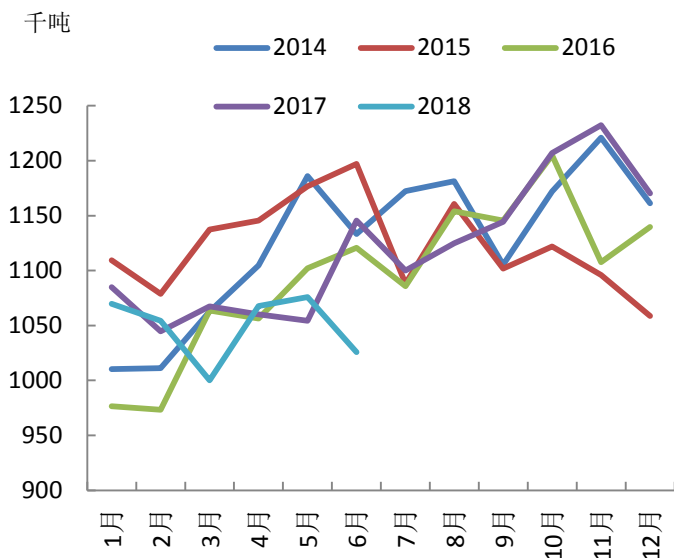
图表 7 中国锌精矿市场供需平衡表（万吨）

	2015年	2016年	2017年	2018年*
锌精矿产量	425	440	430	425
锌精矿需求量	564.9	569.1	563.8	563
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

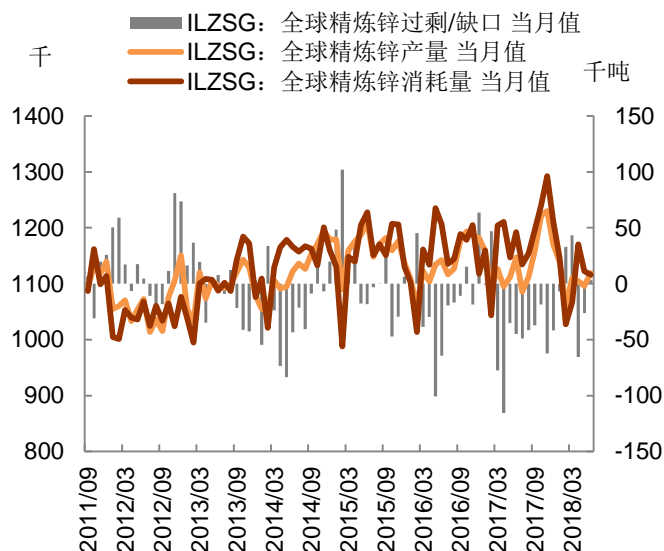
数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：\*表示为预估值

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（万吨）

	2015年	2016年	2017年	2018年*
精炼锌产量	1366	1335.7	1338	1360
精炼锌需求量	1358	1370.7	1386.5	1396
精炼锌供需平衡	8.4	-35	-48.5	-36

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（万吨）**

	2015年	2016年	2017年	2018年*
精炼锌产量	586	590	585	586
精炼锌需求量	628	657	663	667
精炼锌及锌合金净进口量	51	50.6	76.6	65
精炼锌供需平衡	9	-16.4	-1.4	-16

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：\*表示为预估值

## 2、国产锌矿加工费继续上涨，锌锭进口窗口开启

国内方面，今年安全环保形势依然严峻，大矿山开工受到影响较小，但小矿山手续办理困难，整顿合并后的小矿山重启困难重重，难以贡献增量。据 SMM 数据显示，7 月锌矿产量为 38.5 万金属吨，环比增加 3.8%，同比下降 0.5%。另外，国内部分新建项目多集中下半年，并且原计划上半年投产的项目中，大多未能顺利贡献产量，预计年内全国精矿产量难有增加。

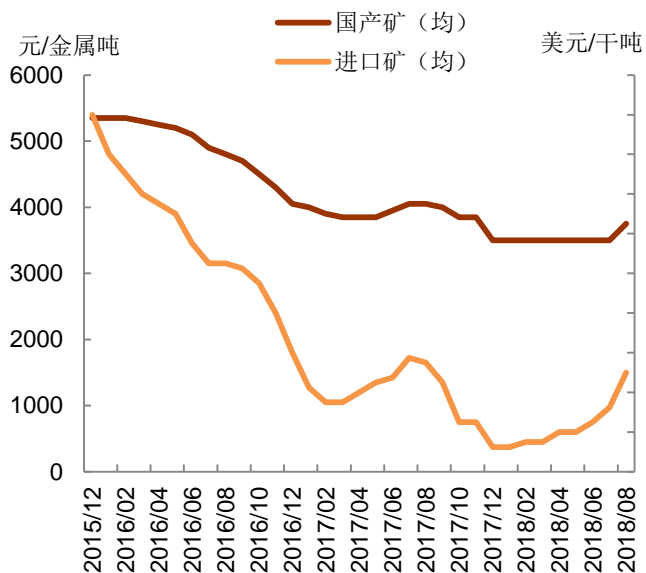
从加工费来看，SMM 数据显示，9 月国产锌矿报价 3700-4200 元/金属吨，均值环比上涨 200 元/金属吨；进口锌矿报价 60-70 美元/干吨，均值环比上涨 15 美元/干吨。进口锌加工费自 6 月底起开启上抬，国产矿加工费自 8 月初也开始上抬，一方面因锌冶炼企业利润一度收缩，6 月份亏损企业增加，冶炼厂检修增多，对锌矿需求减少；另一方面，对下半年全球锌矿增加的预期增加，表现为加工费上涨。当前，锌价仍维持低迷，虽然加工费上升幅度较大，但冶炼厂仍处于盈亏平衡线附近，开工意愿并不高，锌锭产量释放有限，整体社会库存仍维持低位。

国家统计局数据显示，7 月精炼锌产量 43.9 万吨，同比下滑 3.5%，产量创近期新低。同时，SMM 数据显示，7 月冶炼厂开工率仅有 66.2%，也同样是今年以来新低。由于冶炼厂企业集中在 5-7 月检修，导致减产量较为明显。随着大部分冶炼厂检修减产的结束，预计 8 月份锌冶炼厂开工率将有所回升，主要停产检修的只剩下巴彦诺尔紫金，另还有罗平锌电持续停产至 9 月 15 日，产量环比预计回升 1.5-2 万吨附近。

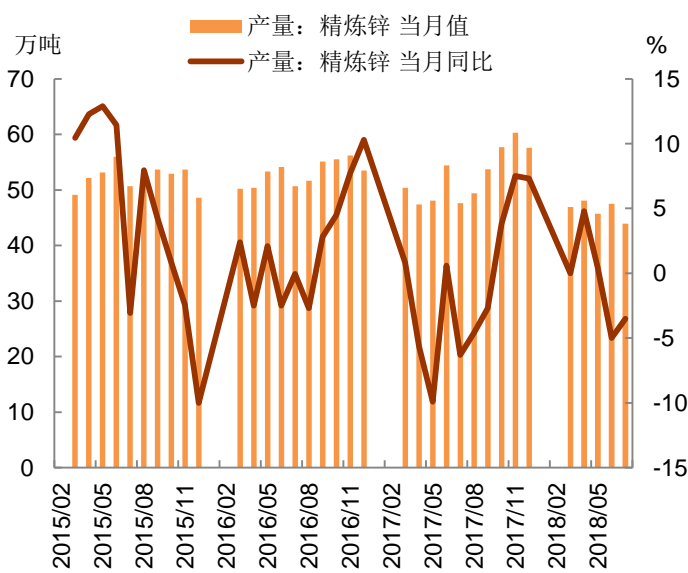
SMM 数据显示，8 月精炼锌产量 41.87 万吨，环比增加 2.52%，同比减少 6.11%。1-8 月份累计产量 352 万吨，累计同比增加 0.66%。8 月驰宏锌锗（呼伦贝尔）、兴安铜锌、赤峰中色、成州矿冶等检修结束，陆续恢复部分产量；但巴彦淖尔紫金常规大检，汉中锌业等少量减产，整体较上月来看，产量增加。9 月西部矿业进入检修，其他多数厂家检修有所恢复，但少许持续部分产线减产检修状态，恢复力度较为有限。预计 9 月国内精炼锌产量较 8 月环比增加 1.46 万吨至 43.32 万吨，1-9 月累计同比预计减少 0.41% 附近。

今年 4 月份开始，海关暂停公布精炼锌进出口分项数据。自 5 月起，增值税由 17% 下调至 16%，将直接导致沪伦正套利润上浮 200-300 元/吨。8 月 10 日左右，进口窗口开启，进口货源流入，且贴水甩单，截至 8 月底，保税区库存降至 9.9 万吨。

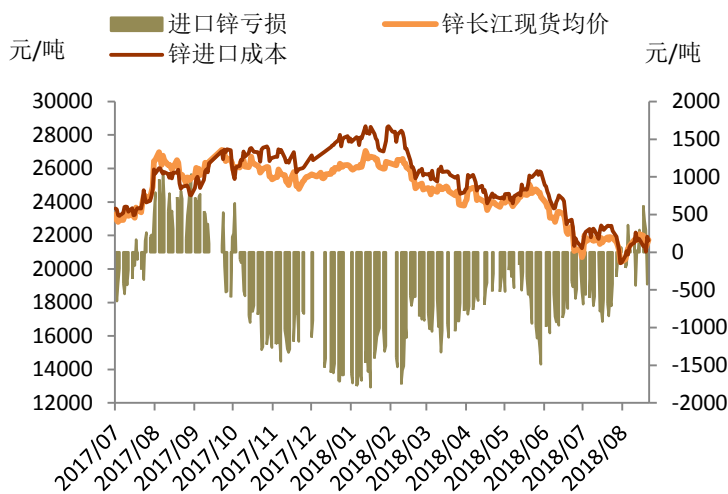
图表 12 锌矿加工费情况



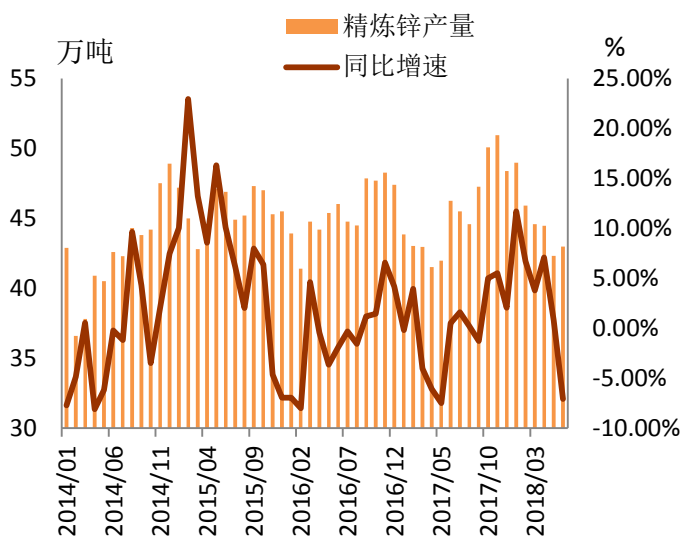
图表 13 精炼锌产量情况



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 国内重点冶炼厂检修情况**

企业名称	企业动态	检修情况
葫芦岛锌业	减产	3 月 20 至 7 月初
汉中锌业	检修结束	3 月 24 日至 4 月末；7 月初至 8 月中旬
中金岭南	检修结束	10 月；12 月 5 日至 25 日
株冶集团	减产	减产
驰宏锌锗	检修	7 月中旬至 8 月初
豫光锌业	检修结束	9 月初至中旬
河池南方	正常生产	3 月、4 月、5 月初及 9 月
陕西东岭	检修结束	4 月 20 至 5 月中旬，5 月 20 至 6 月中旬，8 月底至 9 月中上旬
赤峰中色锌业	正常生产	6 月 23 至 7 月中下旬，8 月
巴彦淖尔紫金	检修	7 月 27 至 9 月初
四川宏达	正常生产	暂无检修
陕西锌业	正常生产	3 月 29 至 5 月初
祥云飞龙	正常生产	暂无检修
云铜锌业	正常生产	4 月初至月底

数据来源：SMM

### 3、下游处于消费淡季，终端需求下滑

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，8 月镀锌企业开工率为 81.78%，环比上升 3.44 个百分点，同比下降 2.7 个百分点，9 月预计微升至 83.04%。

中国钢铁业协会数据显示，2018 年 1-7 月份全国重点企业镀锌板累计产量为 1303.38 万吨，同比去年下滑 1.89%。1-7 月全国重点企业镀锌板销量 1270.21 万吨，同比微增 1.19%，7 月底全国镀锌板库存量为 46.05 万吨，同比下滑 18.5%，环比增加 11.88%。

SMM：8 月氧化锌企业开工率为 50.87%，环比下降 0.5 个百分点，同比下降 5.63 个百分点，9 月预计 52.5%。

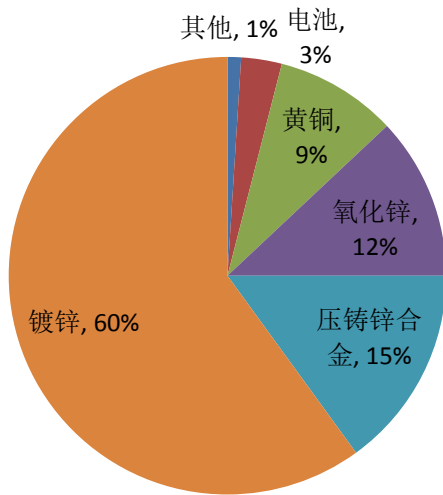
SMM：8 月压铸锌合金开工率环比增长 2 个百分点至 50.43%，较去年同期增长高达 7.57 个百分点，9 月预计微升至 50.89%。8 月同比大增是因为：去年 8 月 14 日环保风暴侵袭浙江，当地压铸锌合金企业及其下游终端均受环保影响，生产受限；第九次金砖会议在福建厦门召

开，福建当地压铸锌合金企业相继停产；去年 8 月锌价强势拉涨，压铸锌合金终端畏高锌价需求减弱，订单明显下滑。而今年 8 月锌合金企业自环保减停产中恢复，因淡季效应未能达到满产，但产量较上月已有明显增长；江浙等地于 8 月迎来了环保检查，部分前期整改不合格的中小型压铸锌合金，未能逃脱被限产停产的命运，拖累部分锌合金生产。随着中美贸易摩擦不断升级，其中广东、浙江等出口占比较大地区，锌合金企业反映卫浴、家具、饰品、五金等板块出口订单明显萎缩。第二轮环保督查已于 8 月 20 日启动强化督查，目前江浙及广东部分地区环保乌云再次笼罩，预估此次督查活动将持续至明年 5 月，当地锌合金生产不畅，或拖累 9 月开工率；此外中美贸易摩擦暂无落幕可能，锌合金企业出口订单短期难以回暖。

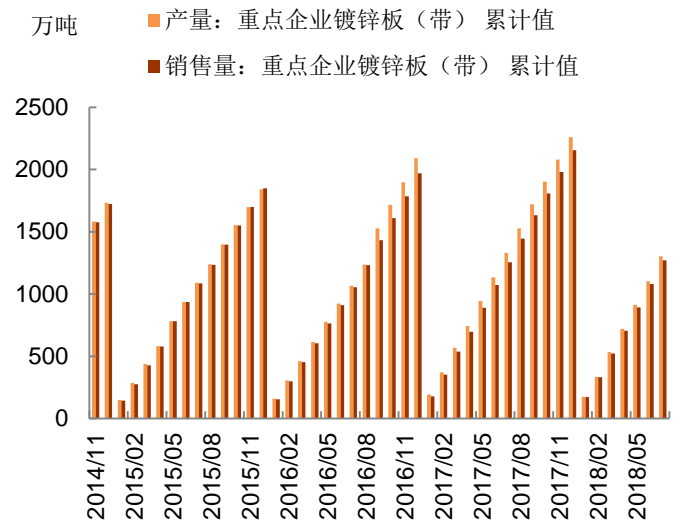
整体来看，9 月将进入下游传统消费旺季，预计订单环比稍有小增，但并无大幅转好。但受环保、实际消费较弱等因素影响，预计整体消费仍持稳于弱势。



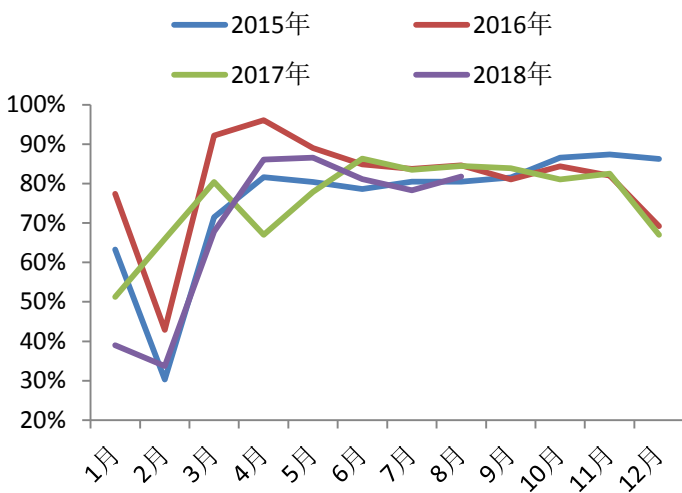
图表 17 锌初级端消费占比



图表 18 重点企业镀锌板销量情况



图表 19 镀锌企业开工情况



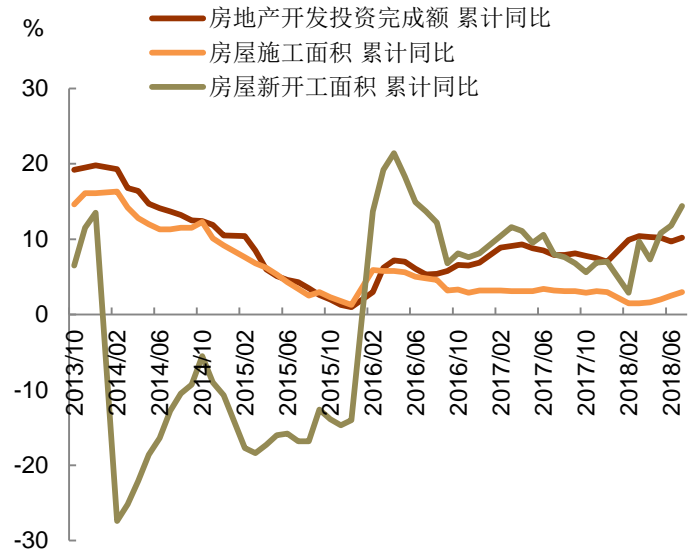
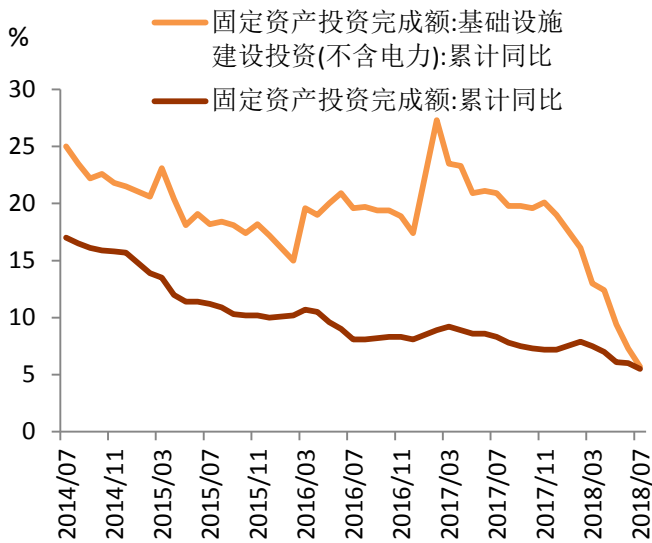
图表 20 镀锌板库存情况



数据来源：Wind，SMM，铜冠金源期货

图表 21 基础设施建设投资数据

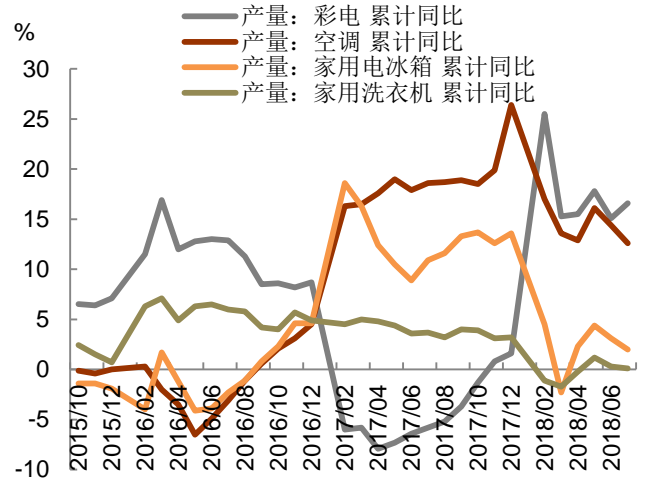
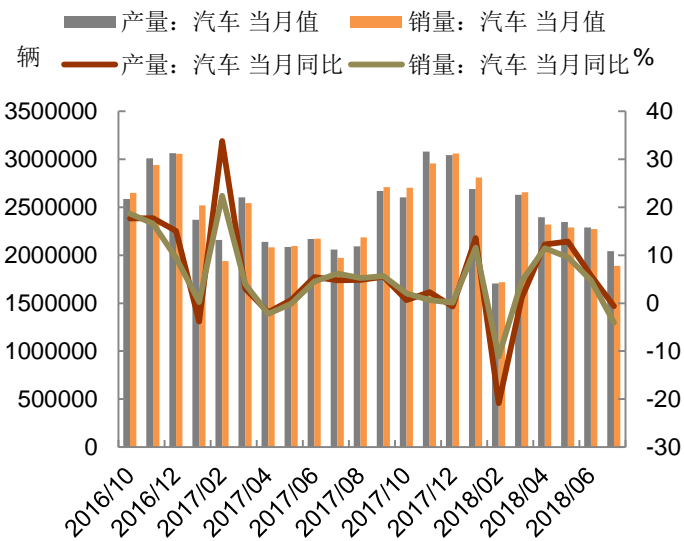
图表 22 房地产开发投资数据



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 23 汽车当月产量及销量数据

图表 24 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方面,国家统计局数据显示,1-7月投资增速继续下滑至5.5%,其中7月增速3%,创17年以来新低。其中,基建投资仍是主要拖累,1-7月基建投资增速继续下滑至5.7%,一方面,去年基数较高;另一方面,今年地方政府加大对基础设施项目的合规

性、合理性审查，对 PPP 项目进行了清理规范，还有环保标准的提高，针对基础设施投资中出现的一些问题采取了必要措施。由于今年外部环境较不确定，在消费、外贸承压时，投资增速回升将是稳定经济增长的重要发力点。自 7 月中下旬以来，发改委、财政部等多部门密集发声力挺基建投资，中央政治局会议也提出，要加大基础设施领域补短板的力度。后期，随着政策的落实落地，以及各方面项目审批的加快，基础设施有望企稳。

全国 1-7 月房地产投资同比增速 10.2%，较 1-6 月小幅增加，其中 7 月当月增速升至 13%，创 17 年以来新高。今年以来，房地产投资持续高增长，成为投资的中流砥柱。7 月土地购置、新开工面积增速双双回升，其中新开工增速回升也与低基数有关。不过，下半年地产销售依然面临下行压力，一方面 7 月底政治局会议表态“坚决遏制房价上涨”，今年地产去库存压力也暂缓，未来棚改货币化安置政策或将逐步退出；另一方面，2 季度全国房贷利率继续上升至 5.6%，创 3 年新高，也将抑制地产需求。

汽车方面，据中国汽车工业协会统计，7 月汽车产销同比及环比均出现下滑。当月汽车产销分别完成 204.3 万辆和 188.9 万辆，产销量环比分别下降 10.8%和 16.9%，同比分别下降 0.7%和 4%，为今年以来的第二个同比下降的月份。1-7 月，汽车产销分别完成 1610 万辆和 1595.5 万辆，产销量比上年同期分别增长 3.5%和 4.3%，产量增速回落 1.13 个百分点，销量增速增加 0.23 个百分点，总体表现仍符合年初预期。7 月本是汽车销售传统淡季，且今年 7 月异常炎热天气导致看车热情下降，拖累汽车销量表现。但后期仍不乐观，一方面，复杂多变的外部环境对消费信心影响较大，且近期经济增长的消费拉动不强，导致购买力偏低；另一方面，由于中西部楼市的持续价格与销量同步较快增长，导致居民财富投入楼市力度很强，影响购车消费。

白色家电方面，国家统计局数据显示，1-7 空调产量累计同比 12.6%，较去年同期减少 2 个百分点；冰箱产量累计同比 2%，较去年同期减少 8.9 个百分点；洗衣机产量累计值同比 0.1%，较去年同期减少 3.6 个百分点；彩电产量累计同比增加 16.6%，因去年基数较低。

整体看，7 月经济继续走弱，国内经济下行拐点进一步确认。后期基础设施有望企稳，房地产受调控政策的影响，对锌市提振的持续性有待考验，而汽车和白色家电在消费大年过去后，今年难有较强表现。

#### 4、伦锌库存震荡，上期所库存处于历史低位

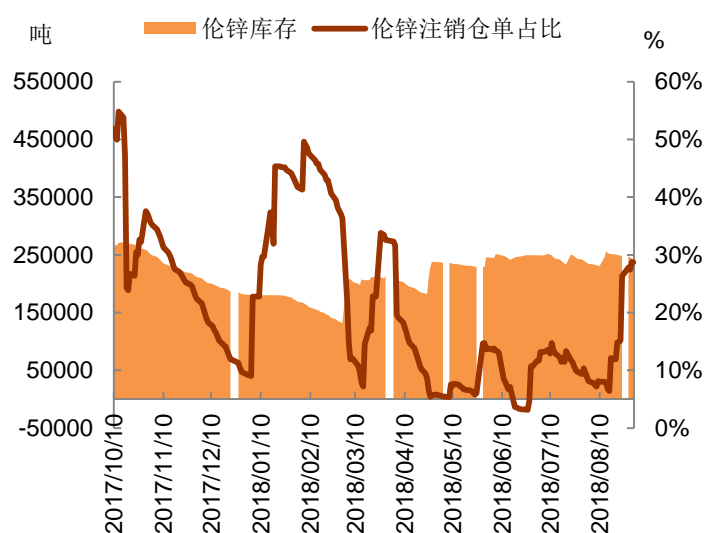
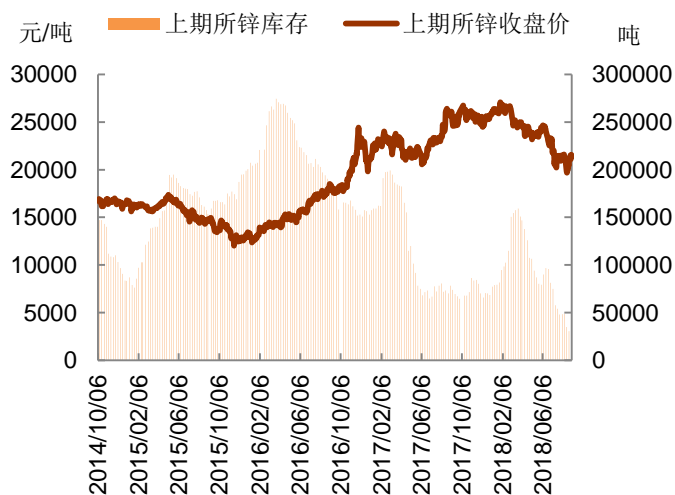
8 月 LME 库存先增后减，基本维持在 23-25.5 万吨区间，截至 8 月 31 日库存报收 241575 吨。月初上期所库存小幅增加，随着 1808 合约交割后，库存快速下滑，截至 8 月 31 日，库存降至不足 3 万吨，处于历史低位，不断引发期锌短暂逼仓行情。月初社会库存短暂增加后回落，月中库存加速下行，月末随着进口货源的流入，库存止跌回升，截至 8 月 31 日，库存报收 11.91 万吨，仍处相对低位。

保税区库存下降显著，自 4 月中旬 23 万吨左右降至 10 万吨，截至 8 月 31 日库存仅 9。

9 万吨，同比下降 1 万吨附近，保税区库存去化大于去年同期。

图表 25 上期所锌库存

图表 26 LME 锌库存与注销仓单占比



图表 27 社会锌锭库存

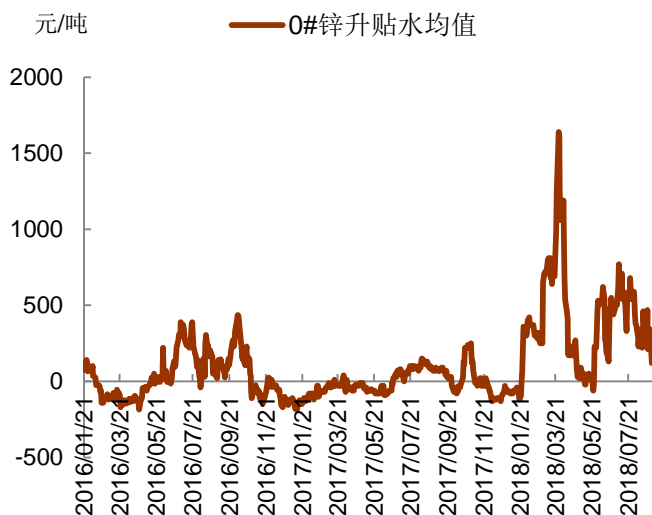


数据来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

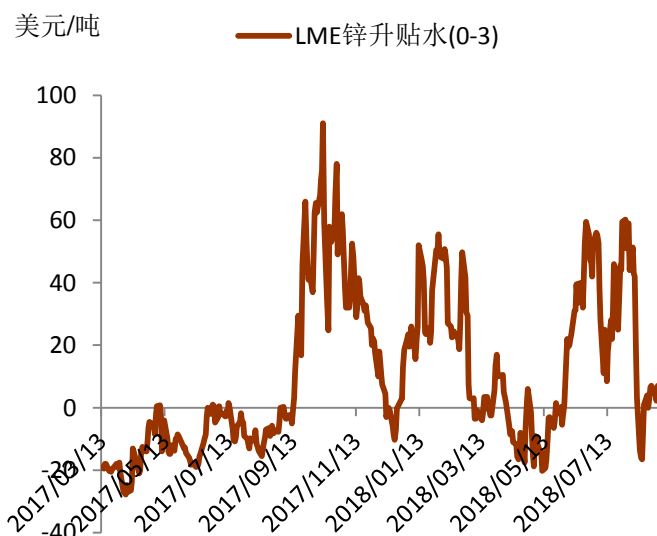
## 5、升贴水情况

8 月国内现货维持升水结构，月中锌价回落，炼厂较为惜售，市场货源偏紧，中下旬，随着进口窗口开启，进口锌流入市场，较国产锌贴水 100 元/吨左右，且大幅甩单，导致国产锌升水小幅回落，截至 8 月底，国产 0# 锌对 1809 报升水 150-200 元/吨。月初 LME 锌高升水快速下跌，转而达贴水 17 美元/吨，随后回升为小幅升水结构，截至月底报升水 4.75 美元/吨。

图表 28 0#锌升贴水



图表 29 LME 锌升贴水



数据来源：Wind，铜冠金源期货

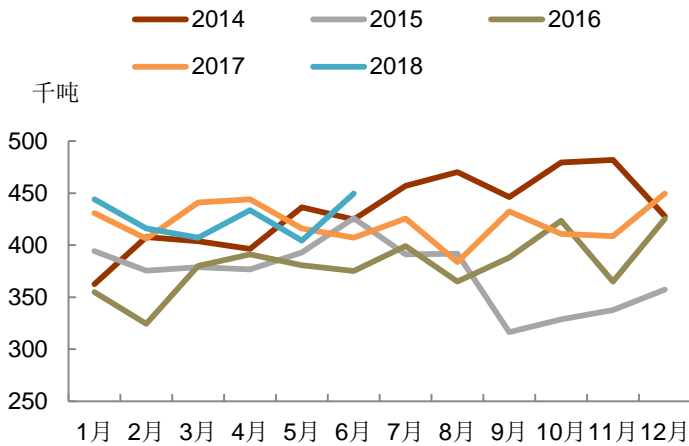
## 四、铅基本面分析

### 1、全球铅矿供应低于预期，精铅缺口修复好于同期水平

铅矿方面，国际铅锌小组（ILZSG）公布数据显示 6 月全球铅矿产量为 35.83 万吨，同比下滑 12.01%；1-6 月全球铅矿累计产量为 226.09 万吨，累计同比下滑 11.19%。铅矿供应呈现偏紧格局。安泰科数据显示，1-5 月累计产量在 5 万金属吨以上的有美国、秘鲁、俄罗斯、印度、墨西哥和澳大利亚，其中澳大利亚同比下降 27.9%，降幅主要来自于嘉能可的 Mount Isa 和 McArthur River 矿山；美国同比下降 20.6%，主要来自于泰克公司旗下的红狗矿；俄罗斯、墨西哥和印度产量依旧保持小幅增长。总体来看，今年 1-5 月铅精矿供应依旧紧张，但较 1-4 月铅精矿缺口略有缩小，为 19.8 万吨。

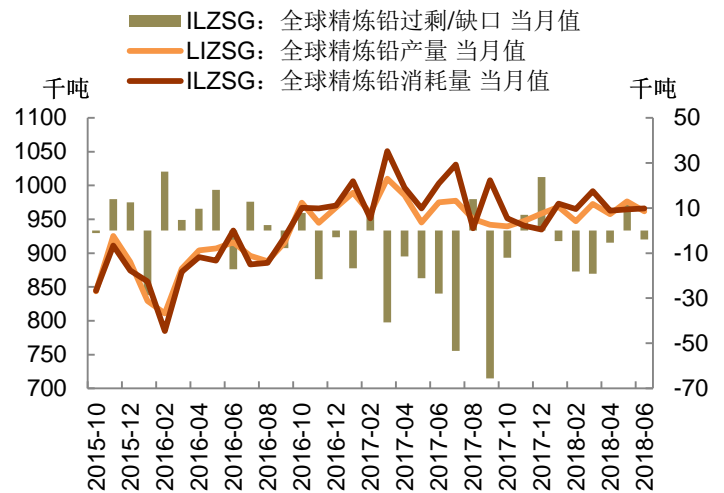
精炼铅方面，国际铅锌小组（ILZSG）公布 6 月全球精炼铅产量为 96.19 万吨，同比下滑 1.36%；1-6 月全球累计精炼铅产量为 578.39 万吨，累计同比下滑 1.37%。公布的 6 月全球精炼铅消耗量为 965.59 万吨，同比下滑 3.71%；1-6 月全球累计精炼铅消耗量为 582.33 万吨，累计同比下滑 2.53%。数据显示 6 月精炼铅小幅短缺 4 万吨，上月为过剩 11.9 万吨，今年总体来看缺口收窄显著，但总体仍处于紧平衡状态。

图表 30 ILZSG 全球铅矿月度产量情况



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 31 ILZSG 全球精炼铅供需情况



图表 32 全球铅精矿市场供需平衡表 (万吨)

	2015年	2016年	2017年	2018年*
精矿产量	496.8	466.9	461.7	475.6
精矿需求量	454.5	487.4	473.5	478.6
精矿供需平衡	42.3	-20.5	-11.8	-3

数据来源: 安泰科, 铜冠金源期货

注: \*表示为预估值

图表 33 中国铅矿市场供需平衡表 (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

数据来源: 安泰科, 铜冠金源期货

注: \*表示为预估值

图表 34 全球精炼铅市场供需平衡表 (万吨)

	2015年	2016年	2017年	2018年*
精炼铅产量	1095.9	1115.8	1144.9	1158
精炼铅需求量	1093.3	1130	1148.5	1168
精炼铅供需平衡	2.6	-14.2	-3.6	-10

数据来源: 安泰科, 铜冠金源期货

注: \*表示为预估值

**图表 35 中国精炼铅市场供需平衡表（万吨）**

	2015年	2016年	2017年	2018年*
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

注：\*表示为预估值

## 2、精炼铅供应较前期稍显好转

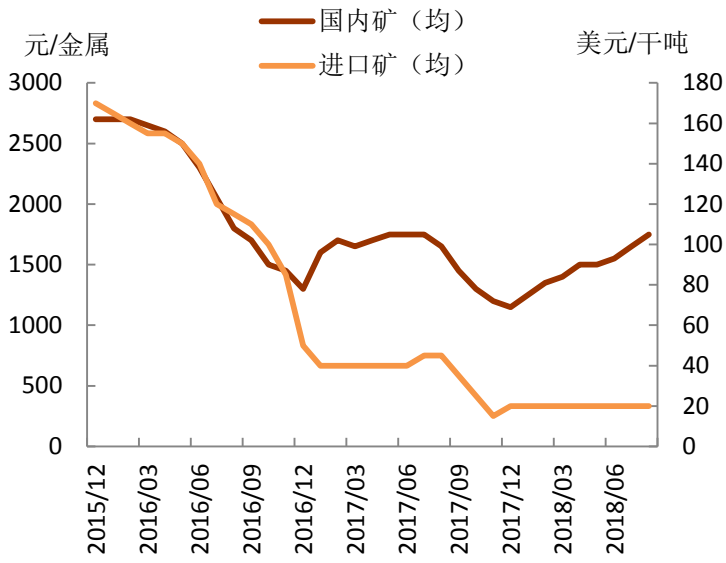
从国内原料端来看，SMM 数据显示 9 月国内矿加工费均价为 1800 元/金属吨，环比上涨 50 元，继续呈现回升走势，进口矿方面继续维持 20 美元/干吨，依旧处于低位状态。整体看 8 月矿端紧张程度较前期而言略显宽松，大部分矿区生产较为正常。

精炼铅方面，国家统计局公布的数据显示，7 月精炼铅产量为 41 万吨，环比增 1.99%，同比增 6.2%，1-7 月精炼铅累计产量为 276.2 万吨，累计同比增加 8.6%。SMM 统计，8 月原生铅产量为 24.8 万吨，环比降 2.93%，同比下降 13.16%；1-8 月份累计产量 193.75 万吨，累计同比下降 9.49%。主因：一方面，因环保因素，河南、云南地区部分冶炼企业意外展开整改；另一方面，8 月铅价接连下挫并触及炼厂成本线，河南地区大型冶炼企业自 8 月中下旬重启检修；加之安徽地区炼厂因技改后生产供量不稳定，产量贡献不如预期。展望 9 月，河南地区炼厂检修（小检）维持，结束时间预计在 9 月中旬后，与 8 月检修时间相似，因而产量变化不大；河南、云南地区技改的冶炼企业尚难恢复生产。另有西北、东北地区冶炼企业计划于 9 月中下旬展开检修，同时云南驰宏检修结束、安徽铜冠技改后产量继续恢复。预计 9 月 原生铅产量仅小增至 24.9 万吨。

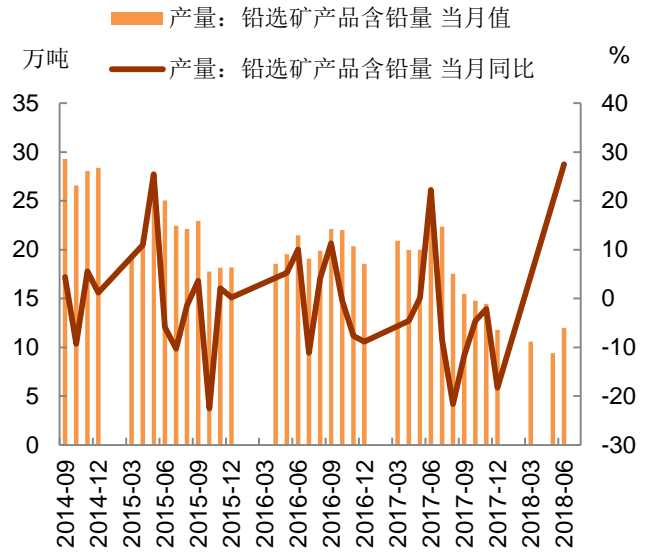
再生铅方面，因前期铅价下跌影响，废电瓶涨价，炼厂利润由盈转亏，自 7 月下旬起，炼厂陆续开始减停产，后该情况于 8 月中旬加重，如河南、河北，江西等地炼厂均有出现减停产。但近期再生铅冶炼企业利润逐步好转，给小型还原铅炼厂复工提供了条件。此外，部分大型炼厂检修也逐步恢复。另外再生铅产能方面，今年新增产能山东中庆、安阳岷山等已正式生产。据了解，白银废旧铅酸电池回收再利用项目，规划建设年处理 60 万吨废旧铅酸蓄电池生产线将分两期建设，建设规模分别为 30 万吨，项目全部建成后将为西北五省最大的废旧铅酸电池加工基地。

由此来看，9 月整体供应将较前期稍显好转，但环保检查的常态化对供应端的扰动仍不可忽视。

图表 36 铅精矿加工费情况



图表 37 铅精矿产量情况

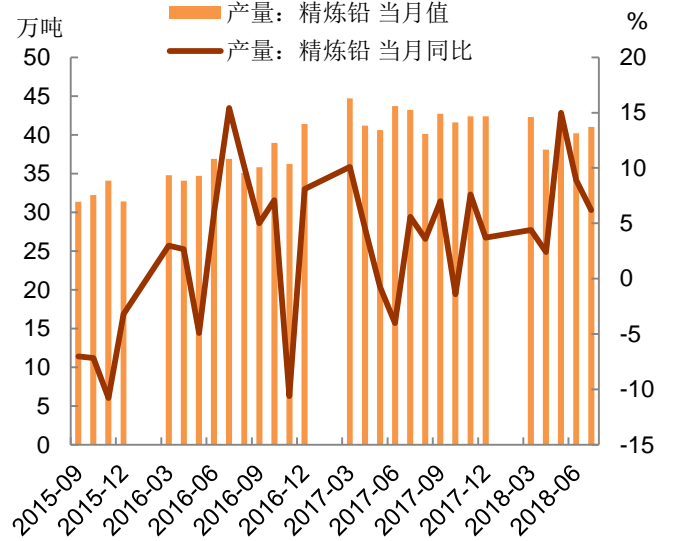
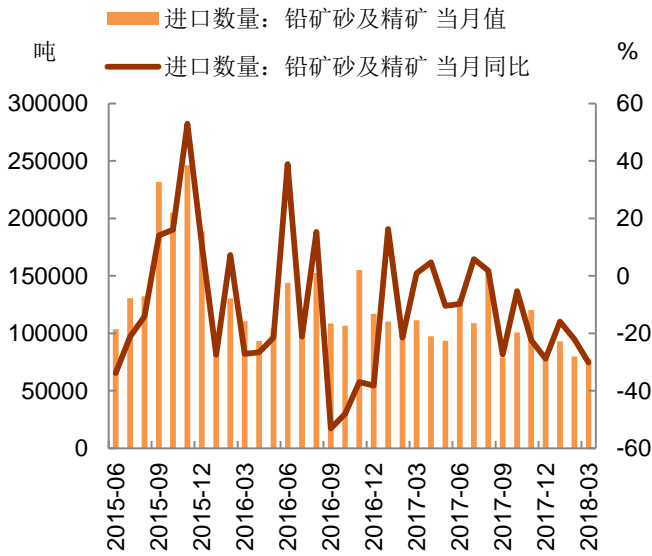


数据来源: SMM, Wind, 铜冠金源期货

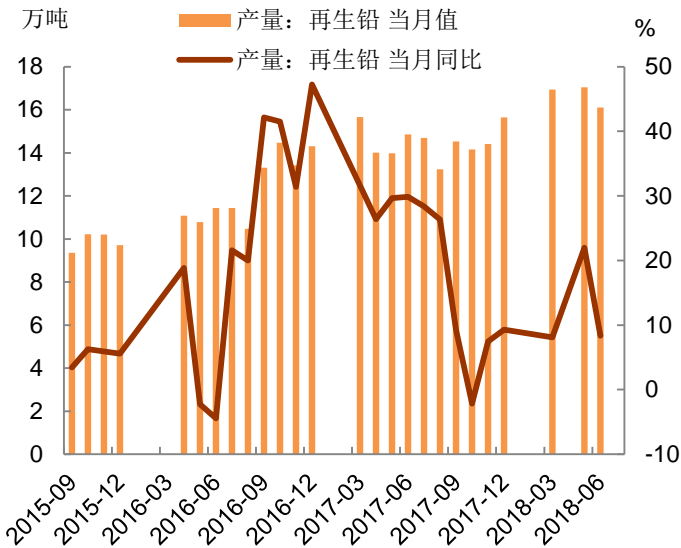


图表 38 铅精矿进口情况

图表 39 精炼铅产量情况



图表 40 再生铅产量情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

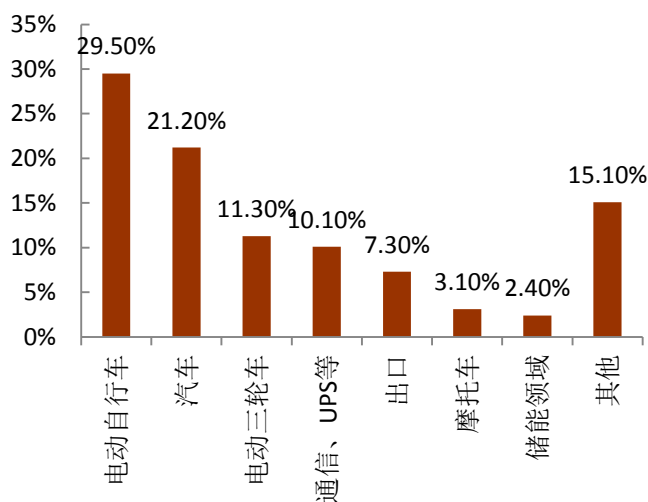
### 3、下游消费旺季支撑铅价走强

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。

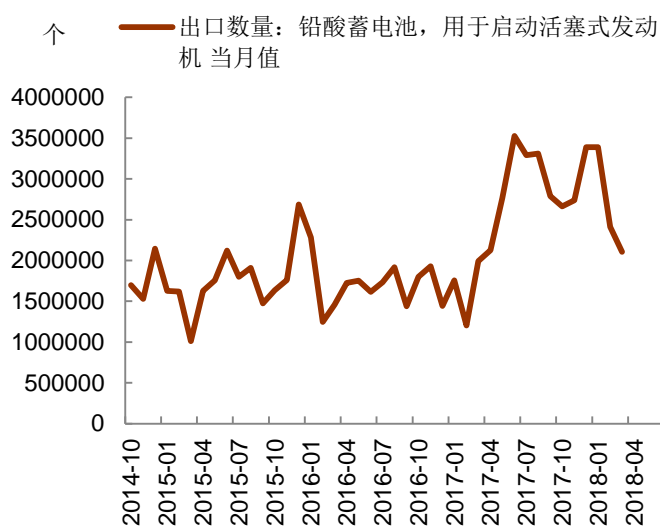
需求层面来看，通信基站数据表现较为亮眼。国家统计局公布数据显示，7 月移动通信

基站设备产量为 4813.5 万信道，同比上涨 93.2%，1-7 月移动通信基站设备产量为 18875.2 万信道，累计同比上涨 12.2%。消息面，在 8 月 13 日北京市首批 5G 站点同步正式启动，这标志着 5G 移动通信网络开始在北京搭建，由此来看国家政策将会继续带动基建发力，5G 建设发展已经步入快车道，其终端需求得到初步显现。据了解，通信基站对铅的需求主要体现在其对不间断电源 UPS 的需求。此需求在铅总需求占比很小，对铅整体需求影响有限。且据目前了解，基站的电池选择已经偏向于锂电：一方面，因锂电的技术逐步成熟且适用性大幅提升；另一方面，因环保从严导致了铅酸电池的生产成本变相提升，其价格相较锂电优势也不再明显。长期来看，铅需求占比较大的汽车和电动自行车处于饱和和走弱的格局。其中，7 月汽车产销同比及环比均出现下滑。当月汽车产销分别完成 204.3 万辆和 188.9 万辆，产销量环比分别下降 10.8%和 16.9%，同比分别下降 0.7%和 4%。今年车市表现受购置税优惠政策退出影响整体预计将继续呈现疲软走势，电动自行车因为新国标的实施导致其用铅量下降，对铅价利空。但目前中期来看，因市场存在对“金九银十”消费旺季的预期，因此预计短期补库操作将对价格有所支撑。

图表 41 铅酸蓄电池消费领域占比



图表 42 铅酸蓄电池出口情况



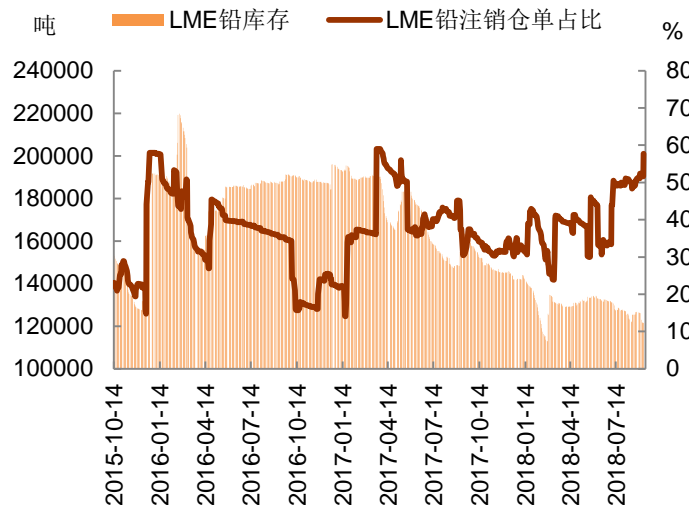
数据来源：安泰科，Wind，铜冠金源期货

#### 4、铅库存情况

整体来看，8 月上旬上期所库存继续呈现回升走势，由月初的 12841 吨回升至月末 17901 吨水平。目前精炼铅生产逐步恢复，预计 9 月库存或继续增加。伦铅 8 月库存维持平稳走势，截止月末库存为 126150 吨，注销仓单占比为 52.36%。

图表 43 上期所铅库存

图表 44 LME 铅库存与注销仓单占比



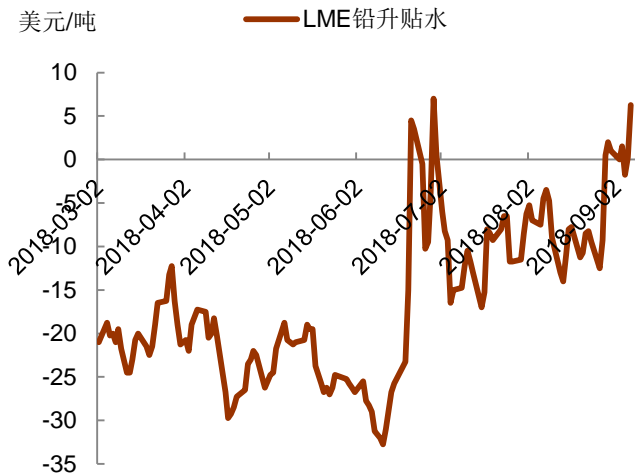
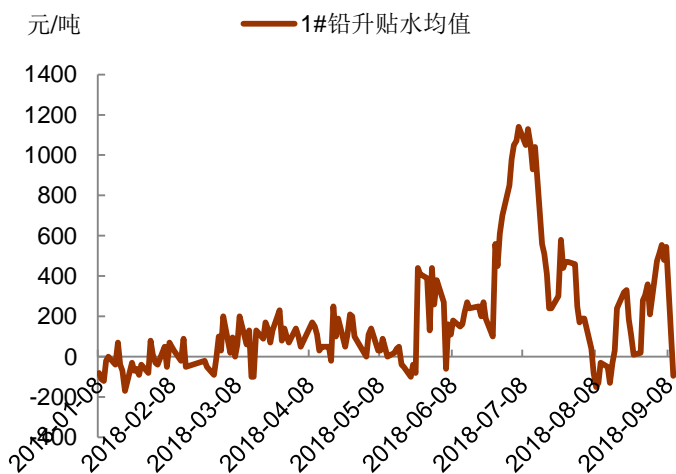
数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

### 5、升贴水情况

从升贴水来看, 8 月整体升贴水表现, 较为平稳, 月初由小幅升水转为小幅贴水, 下半月基本围绕升水 300 元/吨附近波动。近期升水拉大至 500 元/吨水平, 短期对价格有所支撑。预计在库存低位消费回暖的状态下, 短期有望继续维持小幅升水状态。

图表 45 1#铅升贴水

图表 46 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

目前锌价受宏观和基本面共同作用。宏观方面，美联储延续加息步伐，加之新兴市场货币偏弱，美元指数高位运行，对金属中长期施压。同时，近期中美贸易紧张局仍未缓解，爆发系统性风险的可能性仍存。基本面来看，市场多头的逻辑集中期货合约的高持仓和交易所的低仓单低库存间的矛盾。近四周进口锌持续流入市场，保税区库存降至9万吨下方，现货较前期宽松，升水持续回落，但进口锌大部分达不到交割标准，且社会库存约11万吨，也处于偏低水平。目前来看，交易所仓单不足2000吨，近月合约仍有软逼仓风险。中长期来看，三季度全球锌矿供应加速增加，其中世纪锌矿尾矿的生产已步入正轨，预计今年产出达3.4万吨，其外南非Gamsberg首批矿预计9月产出，下半年产量达5.5万吨，随着供应的不断增加，中长期基本面将发生逆转。操作上，单边不建议追高，可采取买进卖远的套利操作。

### 2、铅价展望

从整体宏观来看，全球经济环境不容乐观，新兴经济体货币危机逐步显现，特朗普政府针对中国的贸易壁垒不断加码，总体来看对金属构成打压。但国内值得关注的是，在当前中央基建补短板要求下，预计各类基建投资计划将加快落地，下半年基建投资有望超预期，从而带动对金属的需求。铅基本面来看，中期全球供需缺口修复表现好于去年同期，同时国内再生铅合规产能也逐步得到释放。需求方面，虽然5G数据表现较为亮眼，但对铅需求的提振较小，而铅需求占比较大的电动车因为新国标的的影响，限制了用铅量。由此来看，长期供应增加而需求减弱，施压铅价。但需注意阶段性环保超预期对铅价的扰动。9月正处传统消费旺季，叠加库存回升较慢，铅价受此支撑，预计维持偏强运行，PB1811运行区间或为18000-19000元/吨。

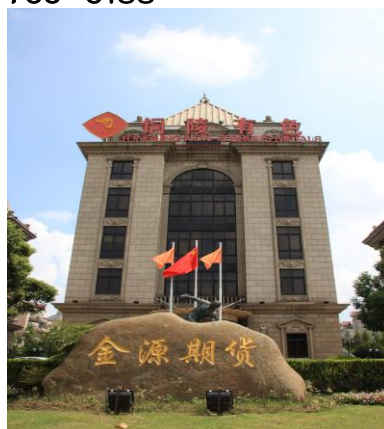
全国统一客服电话：400-700-0188

### 总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055



### 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

辽宁省大连市河口区会展路 129 号期

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。