



2018 年 11 月 9 日 星期五

短期锌价方向难寻，

等待消息进一步指引

联系人：黄蕾

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105

要点

●宏观综合来看，受美国经济面支撑，市场对美联储加息预期不改，美元大概率维持强势，对金属价格构成上行压力，但国内各项利好政策正在加速落地，有望提振整体需求，对金属构成一定程度利好，中长期鉴于中美贸易冲突的复杂化，依旧存在较大的不确定性因素。

●目前锌市的主要矛盾点仍为加工费不断上升、冶炼开工率上行，和国内外显性库存偏低。11月国内外锌矿加工费继续大幅上涨，冶炼企业利润大幅改善，也将刺激冶炼厂产量继续释放。短期低库存对锌价有所支撑，但随着时间的推移，库存不断积压，支撑效果将逐步减弱。此外，10月下旬进口窗口再次关闭，保税库库存略有回升，但后期进口量情况仍具很大的不确定性。进入11月份，下游消费逐渐转淡，终端需求无亮点，对锌消费的拉动较往年偏弱。整体来看，预计锌价震荡偏弱走势，短期现货升水和近强远弱的格局难以改变。后期关注炼厂冬储及进口窗口开启情况。

●今年全球矿端供应整体下滑，全球矿端增量将在19年体现，中长期精炼铅缺口有望由负转正，对铅价构成压力。国内来看，短期精炼铅供应端面临环保检查，再生铅产能投放不及预期，库存低位等因素影响，使得四季度铅价下方支撑依旧偏强，预计将继续维持震荡偏强格局，中长期再生铅产能投放压力较大，且国内消费缺乏增长亮点，部分领域耗铅下滑，不利于铅价上行。因此维持短多长空观点，风险点需注意中美关系走向以及环保限产力度或不如预期。

风险提示：宏观系统性风险

目录

一、铅锌市场行情回顾	5
1、10 月锌行情评述.....	5
2、10 月铅行情评述.....	5
二、宏观经济概况	6
三、锌基本面分析	7
1、2019 年精炼锌缺口将收窄.....	7
2、国内外锌矿加工费加速上涨，精炼锌产量继续回升.....	10
3、下游需求整体不乐观.....	14
4、交易所库存维持低位，保税区库存降无可降.....	17
5、现货紧缺度放缓，升水回落.....	18
四、铅基本面分析	19
1、全球矿端供应下滑，精铅缺口收窄.....	19
2、铅矿供应偏紧，精铅供应受环保不确定性较大.....	21
3、消费增长亮点不足，中期季节性需求可期.....	23
4、铅库存情况.....	24
5、升贴水情况.....	25
五、总结与后市展望	26
1、锌价展望.....	26
2、铅价展望.....	26

图表目录

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势	5
图表 2 沪铅主连及 LME 三月期铅走势	6
图表 3 2018 年国外锌矿情况 (万吨)	8
图表 4 2018 年国内锌矿增产情况 (万吨)	9
图表 5 全球锌精矿市场供需平衡表 (万吨)	9
图表 6 中国锌精矿市场供需平衡表 (万吨)	9
图表 7 ILZSG 全球锌矿月度产量情况	10
图表 8 ILZSG 全球精炼锌供需情况	10
图表 9 全球精炼锌市场供需平衡表 (万吨)	10
图表 10 中国精炼锌市场供需平衡表 (万吨)	10
图表 11 国内炼厂利润情况	12
图表 13 精炼锌进口盈亏	12
图表 12 锌矿加工费情况	12
图表 14 SMM 精炼锌产量情况	12
图表 15 国内重点冶炼厂检修情况	13
图表 16 锌矿进口情况	13
图表 17 精炼锌进口情况	13
图表 18 锌初级端消费占比	15
图表 19 重点企业镀锌板销量情况	15
图表 20 镀锌企业开工情况	15
图表 21 镀锌板库存情况	15
图表 22 基础设施建设投资数据	16
图表 23 房地产开发投资数据	16
图表 24 汽车当月产量及销量数据	16
图表 25 家电累计产量数据	16
图表 26 上期所锌库存	18
图表 27 LME 锌库存与注销仓单占比	18
图表 28 社会锌锭库存	18
图表 29 保税区库存	18
图表 30 0#锌升贴水	19
图表 31 LME 锌升贴水	19
图表 32 ILZSG 全球铅矿月度产量情况	20
图表 33 ILZSG 全球精炼铅供需情况	20
图表 34 全球铅精矿市场供需平衡表 (万吨)	20
图表 35 中国铅矿市场供需平衡表 (万吨)	20
图表 36 全球精炼铅市场供需平衡表 (万吨)	20
图表 37 中国精炼铅市场供需平衡表 (万吨)	21
图表 38 铅精矿加工费情况	22
图表 39 铅精矿产量情况	22

图表 40 铅精矿进口情况	23
图表 41 精炼铅产量情况	23
图表 42 再生铅产量情况	23
图表 43 铅酸蓄电池消费领域占比	24
图表 44 铅酸蓄电池出口情况	24
图表 45 上期所铅库存	25
图表 46 LME 铅库存与注销仓单占比	25
图表 47 1#铅升贴水	25
图表 48 LME 铅升贴水	25

一、铅锌市场行情回顾

1、10 月锌行情评述

10 月份，沪锌主力合约换月至 1812 合约，期价呈现短暂上涨后宽幅震荡走势。月初，国庆假期后锌价补涨，因政府加大税收优惠政策，宏观气氛明显转暖，风险偏好有所修复，加之库存低位仍利好支撑，锌价上涨。随后，进入宽幅盘整行情，期间上冲未果，国内数据疲弱，下游需求欠佳，拖累期锌走势，月末走出震荡区间，跟随外盘下行。截至 10 月 31 日，期价收至 21740 元/吨，月度涨幅达 1.16%。外盘走势较内盘弱，因国内外经济数据欠佳，以及美股大跌，引发市场对金属需求的担忧，月末伦锌走出震荡行情大跌，最终收至 2487.5 美元/吨，月度跌幅达 4.27%，持仓量降至 241068 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、10 月铅行情评述

10 月沪铅主力由 1811 合约换至 1812 合约，从沪铅主连来看，10 月份期价总体呈现冲高回落走势。月初期价在安徽，湖南两地环保检查助力，以及低库存支撑下，基本面利多点燃市场做多情绪，期价由 9 月底的 17760 元/吨低点一路冲高至 19060 元/吨一线，录得月内高点。后伴随着多头高位获利了结，以及下游需求清淡的实际情况，市场情绪有所降温，期价高位回落，最低录得 18040 元/吨，临近月末，河南地区环保再起，以及第二批中央生态环境保护督察“回头看”的全面启动，助推期价回暖，截止 10 月末期价最终报收于 18425 元/吨。

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

10月美元受欧元走弱,以及自身经济面表现良好再度展现强势一面。数据来看,美三季度GDP受益于消费者支出增加、企业补充库存以及政府增加支出,增速达3.5%,好于预期,并创2015年以来最佳同期表现。10月非农数据维持“小非农”ADP的强势,就业人口增加25万人,大超预期20万人,美股方面,因市场担心利率迅速上升,全球经济可能放缓,以及美国股市的科技股估值过高等因素遭到投资者抛售,这使得联储的货币政策遭到特朗普的持续警告,然而9月美联储会议指向进一步加息,纪要显示,全体联储官员认为适合继续渐进加息,多数支持利率暂时超过预计的长期中性水平,认为删除“货币政策立场仍宽松”的说辞并非改变预期利率路径。会议纪要公布后,市场预期的今年12月联储加息几率进一步上升。不过10月美国ISM制造业指数为57.7,继9月之后再度低于市场预期。在创下十四年多新高后,这一先行指标连续两个月下降幅度超出市场预期,显示出关税仍是大多数美国制造企业担心的问题。

欧洲方面,欧盟统计局公布的数据显示,欧元区三季度GDP季环比和同比初值分别录得0.2%,1.7%,均不及预期和前值,欧德法公布10月PMI初值均不及预期,显示出欧元区经济的持续疲软。欧洲央行10月会议宣布继续维持三大利率不变。依然按兵不动。欧洲央行称,300亿欧元的月度QE规模将持续到10月底,11~12月的月度QE规模降至150亿欧元。暗示若未来经济数据确认管委会的中期通胀展望,有望结束QE。整体来看,欧元区因意大利不合欧盟制度、与布鲁塞尔关系闹僵的2.4%预算案、英国无协议脱欧的可能性上升、欧洲汽车行业遭遇全球

车市寒冬等因素影响，增长依旧较为缓慢。

国内方面，月初央行宣布下调部分金融机构存款准备金率，以置换当日到期的中期借贷便利（MLF）。本次降准属于定向调控，银行体系流动性总量基本稳定，货币政策取向没有改变。数据方面，前三季度国内生产总值650899亿元，同比增长6.7%。分季度看，一季度同比增长6.8%，二季度增长6.7%，三季度增长6.5%。国家统计局公布数据显示，10月官方制造业和非制造业PMI分别为50.2和53.9，环比双降，制造业连续27个月高于临界点，总体虽延续扩张态势，但创下2016年以来新低，整体来看经济依旧偏弱，在10月末召开的中央政治局会议提出，当前经济运行稳中有变，经济下行压力有所加大，部分企业经营困难较多，长期积累的风险隐患有所暴露，并指出对此要高度重视，增强预见性，及时采取对策。综合预计后期各项利好政策将加快落地实施，为经济增长注入活力。另美墨加在月初新签订的USMCA协议中引入了以往在贸易协定中罕见的歧视性条款，对其界定的非市场经济体进行限制，这或使中国在于他国的贸易谈判中处于不利地位，眼下特朗普所处共和党在中期选举中丢失众议院，后期执政压力骤增，与中国关系方面短期出现些许缓和，特朗普希望在11月底于阿根廷举行的G20峰会上与中国就贸易问题达成协议，但中长期来看，不排除继续执行强硬政策以转移内部矛盾，因此贸易战缓和仍有待观察。

综合来看，受美经济面支撑，市场对美联储加息预期不改，美元大概率维持强势，对金属价格构成上行压力，但国内各项利好政策正在加速落地，有望提振整体需求，对金属构成一定程度利好，中长期鉴于中美贸易冲突的复杂化，依旧存在较大的不确定性因素。

三、锌基本面分析

1、2019 年精炼锌缺口将收窄

国际铅锌小组数据显示，8月全球锌矿产量为105.45万吨，同比下滑2.46%；1-8月锌矿累计产量为827.62万吨，同比下滑4.03%。由于中国以及秘鲁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。

全球最大的锌生产商之一新世纪资源公司，在9月重启世纪锌矿后，10月底将首批10,000吨锌精矿从昆士兰Karumba港装载到MV Wunma号矿船上，运送给中国最大的冶炼集团之一，预计第二批10,000吨调试级精矿将于2019年1月运往中国。

欧洲最大的精炼锌生产商比利时新星公司（Nyrstar NV）10月30日公布，2018年第三季，该公司锌产量较去年同期的24.7万吨增加9%至27万吨，1-9月，新星公司的锌产量年增4%至79.7万吨，铅产量年增1%至12.4万吨。

后期关注韦丹塔在印度的SindesarKhurd，预计在今年第四季度才能完成扩建，要在19年二季度左右出量。

精炼锌方面，国际铅锌研究小组(ILZSG)最新报告显示，8月全球精炼锌产量104.8万吨，消费量112.42万吨，8月全球锌市供应缺口扩大至7.62万吨，7月供应短缺6.97万吨。1-8月全球锌市场供应短缺29.2万吨，上年同期为短缺36.1万吨。目前来看，全球锌锭市场仍偏紧张，但由于锌矿的增加传导至锭有一定时间差，因此预计四季度缺口将有所缩窄。

国际铅锌研究小组(ILZSG)在10月下旬公布的最新预测，预计2019年，全球精炼锌需求料增加1.1%至1388万吨，而今年需求料为1374万吨。报告中称，2019年全球精炼铅和精炼锌需求料仅微幅增加。2018年全球精炼锌需求料增加0.4%至1374万吨，2019年需求或将攀升1.1%至1388万吨。中国精炼锌产量下滑不能完全抵消净进口量增加的影响，因此预计中国今年的精炼锌表观消费量将减少0.5%。镀锌行业，主要是那些小型工厂的日子越发煎熬，因政府环保执法更为严格。预计2019年，中国精炼锌需求料增加0.8%。预计美国明年精炼锌需求料增加0.9%，增幅明显低于今年的2.1%。

预计今明两年，全球锌矿山产量料分别增加2%和6.4%，至1303万吨和1387万吨。报告称，澳洲锌矿山产出增加将被中国产量下滑所抵消。且预计加拿大、印度和墨西哥的锌矿山供应也会下降。不过，南非Gamsberg矿即将投产，这会给明年全球锌产量带来明显的影响。预计明年，加拿大、印度、哈萨克和墨西哥的锌产量将增加，主要受部分新矿投产和现有项目的产能扩张工程完工投产等推动。

今年全球精炼锌缺口322,000吨，2019年供应缺口将收窄至72,000吨。

图表 3 2018 年国外锌矿情况 (万吨)

公司	矿山	项目产能	2018 增产 预计	实际情况
MMG (五矿资源)	Dugald River	17	12	2017 年 12 月出了第一批矿，并且在 2018 年 1 月已经运送到中国
Vendanta	Gamsberg	25	10	9 月初正式产出，年产 5.5 万吨
TRAFIGURA GROUP	Castellanos	10	5	
Tau-Ken Samruk	shalkiya	12	4	
Trevali Mining	Halfmile Lake	5	4	
Nystar	Middle Tennessee	5	3	
Glencore	Lady Loretta	15	10	目前为止并没有复产，Q1 同比减少 4 万吨
New Century Resources	Century 尾矿		5	8 月开始产锌矿，Q3 产 4000 吨，Q4 产 3 万吨
合计			58	

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	2018 增量	实际增量
内蒙地区	国森二道河铅锌矿	3	3
	银漫矿业	1	1
	高尔奇铅锌矿	2	0.8
	国金八岔沟铅锌矿	2	1
	盛达金都矿业	0.7	0.7
	盛大光大矿业	0.5	0.5
	比利亚谷铅锌矿	0.4	0
西部地区	新疆火烧云铅锌矿	0	0
	郭家沟	1	0
其他		4.4	2
合计		15	10

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（万吨）

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年*
锌矿供应	1303.6	1347.1	1368.1	1280.2	1277.5	1303	1387
增速		3.34%	1.56%	-6.4%	-0.2%	2%	6%
精锌产量	1298	1339.8	1381.2	1354.7	1321.9	1342	1381
增速		3.22%	3.09%	-1.92%	-2.42%	1.40%	3.00%
精锌需求	1315.1	1367.5	1364.3	1367.5	1368.7	1374	1388
增速		3.98%	-0.23%	0.23%	0.09%	0.40%	1.10%
精锌平衡表	-17.1	-27.7	16.9	-12.8	-46.8	-32.2	7.2

数据来源：ILZSG

注：*表示为预估值

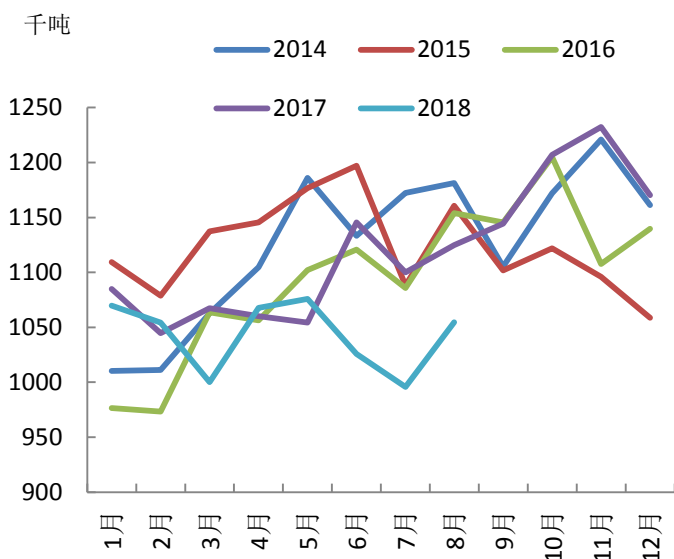
图表 6 中国锌精矿市场供需平衡表（万吨）

	2015年	2016年	2017年	2018年*
锌精矿产量	425	440	430	416
锌精矿需求量	564.9	569.1	563.8	531.9
锌精矿净进口量	161.4	99.7	121	145
锌精矿供需平衡	21.5	-29.4	-12.8	29.1

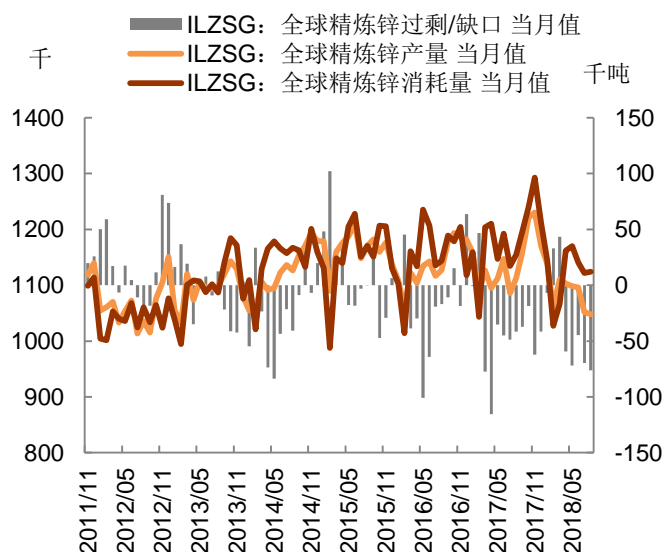
数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

图表 7 ILZSG 全球锌矿月度产量情况



图表 8 ILZSG 全球精炼锌供需情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 9 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	1365.6	1335.7	1338	1360
精炼锌需求量	1357.6	1370.7	1386.5	1396
精炼锌供需平衡	8	-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 10 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、国内外锌矿加工费加速上涨，精炼锌产量继续回升

国内方面，10月精炼锌产量继续增加。SMM数据显示，10月精炼锌产量45.93万吨，环比增加2.81%，同比减少8.29%。1-10月份累计产量442.6万吨，累计同比减少0.99%。10月伴随国外锌精矿流入国内，整体国内锌精矿供应显现依旧较为宽松，锌精矿加工费录得进一步增加。同时，整体锌价处于相对较高位置，炼厂综合加工费尚可，炼厂生产利润增加，

刺激生产积极性，部分炼厂提升少许产量。10 月西部矿业检修结束，白银有色产能进一步释放，罗平锌电产量进一步恢复，均亦增加供应量。但汉中锌业、豫光锌业减产检修，抑制增速，整体增加远不及去年同期。11 月，豫光锌业仍有少量检修，但湖南轩华预计开始恢复部分产量。预计 11 月国内精炼锌产量环比增加 3000 吨至 46.22 万吨，环比增加 0.65%，同比减少 9.25%。1-11 月累计同比预计减少 1.84%附近。

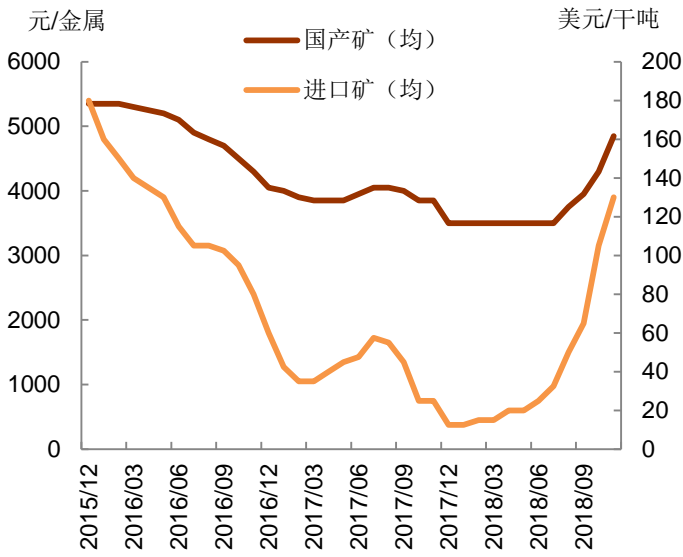
国家统计局数据显示，9 月锌产量为 45.6 万吨，较上年同期减少 10.1%；1-9 月锌产量同比减少 2.6%至 414.6 万吨。

从加工费来看，SMM 数据显示，11 月国产锌精矿现货加工费已回升至 4700-5000 元/金属吨，均值环比上涨 550 元/金属吨；进口锌精矿现货加工费已回升至 120-140 美元/吨左右，均值环比上涨 25 美元/干吨。目前冶炼厂利润均值回升至千元上方，炼厂生产积极性增加。随着矿供应逐步增加预期，加工费仍有进一步上涨可能，同时，按照季节性规律以及冬储备库需求，锌冶炼企业开工率将在后期逐渐增加。

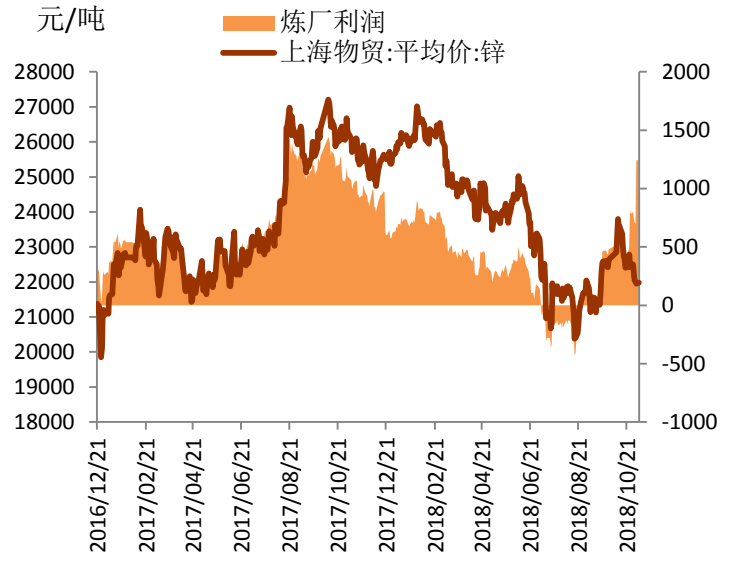
目前，海关重新公布进出口数据。9 月当月，锌精矿进口 22.3 万吨，环比减少 2.2%，同比增加 0.16%；1-9 月累计进口 221.41 万干吨，较去年同期增加 17.3%。9 月锌锭进口 6.79 万吨，环比增加 43.7%，同比减少 12%；1-9 月累计进口 42.75 万吨，较去年同期增加 9.2%。

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。10 月中旬，进口窗口逐渐关闭，进口锌锭补给减少。

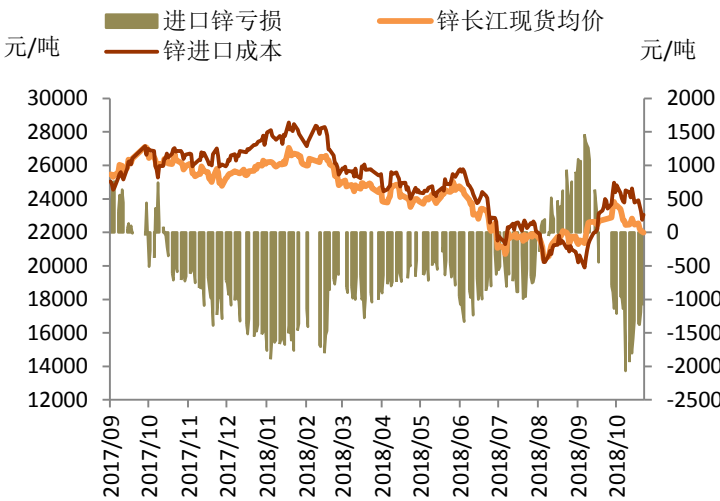
图表 11 锌矿加工费情况



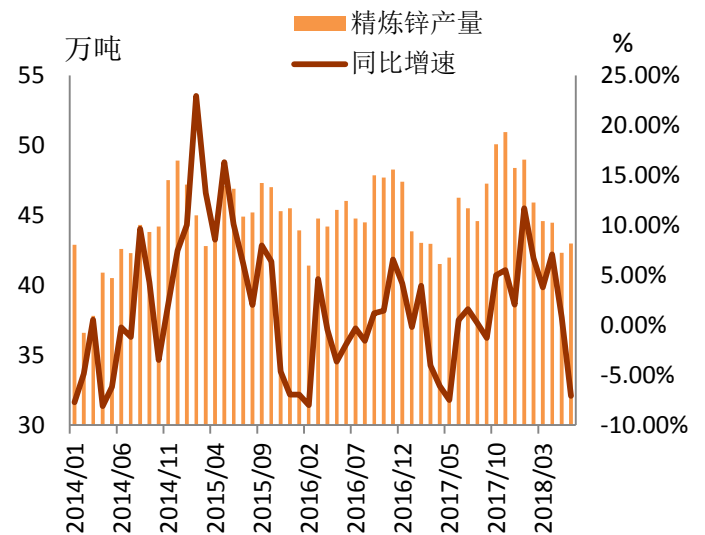
图表 12 国内炼厂利润情况



图表 13 精炼锌进口盈亏



图表 14 SMM 精炼锌产量情况



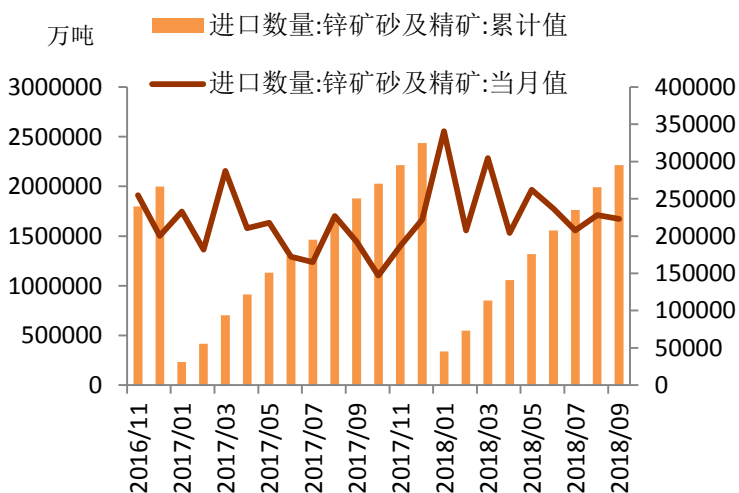
数据来源: SMM, Wind, 铜冠金源期货

图表 15 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
四环锌锗	正常生产	4 月-5 月
白银有色	正常生产	4 月-6 月初，7-9 月

数据来源：SMM

图表 16 锌矿进口情况



数据来源：海关总署，铜冠金源期货

图表 17 精炼锌进口情况



3、下游需求整体不乐观

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%）。

根据 SMM 的调研数据，1-9 月，镀锌结构件平均开工率 71%，较去年同期下降 4.6 个百分点。一方面，华北受环保等因素影响，生产受限明显；另一方面，今年房地产等板块订单较去年整体较弱，拖累镀锌结构件企业生产订单。自 2017 年年底以来，镀锌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。

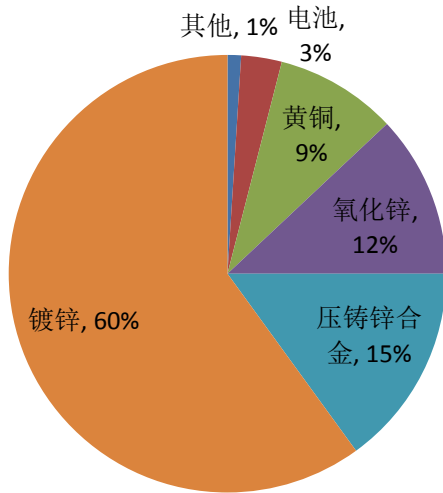
中国钢铁业协会数据显示，2018 年 1-8 月份全国重点企业镀锌板累计产量为 1495.72 万吨，同比去年下滑 2.12%，下滑速度较 1-7 月扩大。1-8 月全国重点企业镀锌板销量 1461.08 万吨，同比微增 1.06%，增速较 1-7 月收窄。8 月底全国镀锌板库存量为 41.74 万吨，同比下滑 26.3%，环比减少 9.4%。

同时，1-9 月氧化锌企业平均开工率 52.3%，同比去年同期减少 5.5 个百分点。今年河北、山东、江浙等一带环保局势严峻，影响氧化锌企业开工率，同时，今年整体终端需求较弱，且中美贸易战等加剧订单偏弱，整体生产受限。

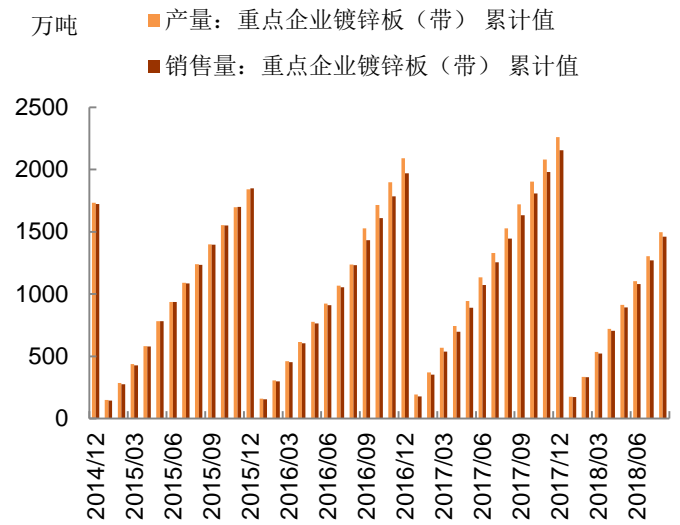
1-9 月压铸锌合金平均开工率为 46%，同比下降 6.8 个百分点，主因前期广东、江浙一带环保加之贸易战影响压铸订单出口等问题。

整体来看，前 9 个月国内锌消费表现相对偏弱，展望 11 月，国内锌市将进入消费淡季，需求端也将难有明显表现。

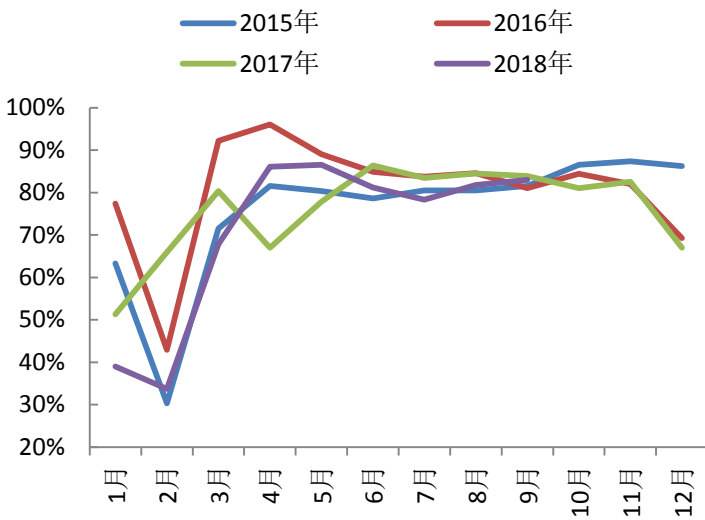
图表 18 锌初级端消费占比



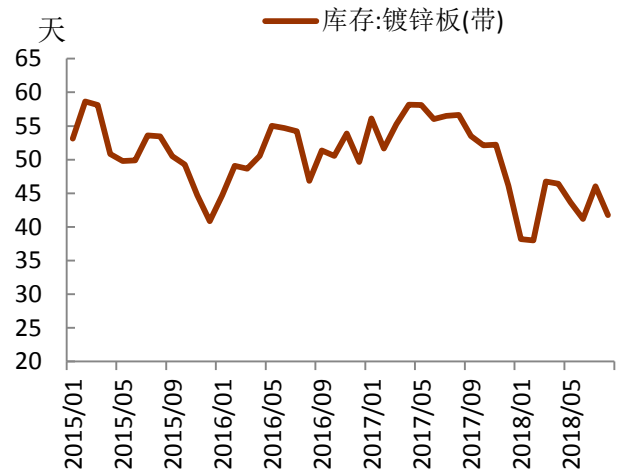
图表 19 重点企业镀锌板销量情况



图表 20 镀锌企业开工情况



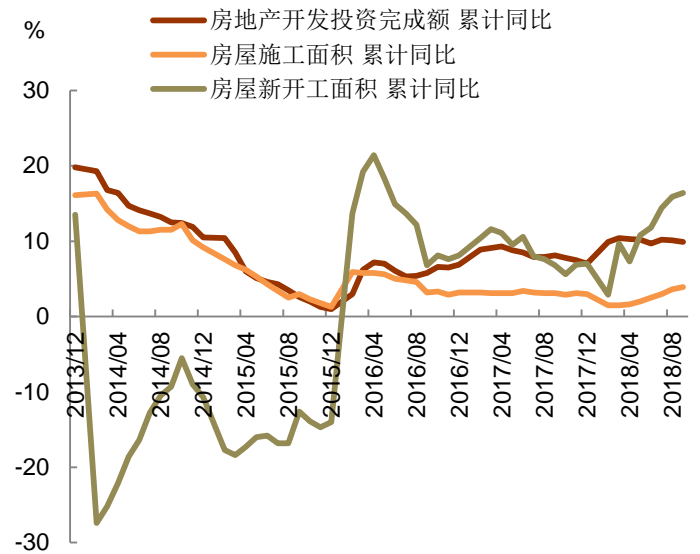
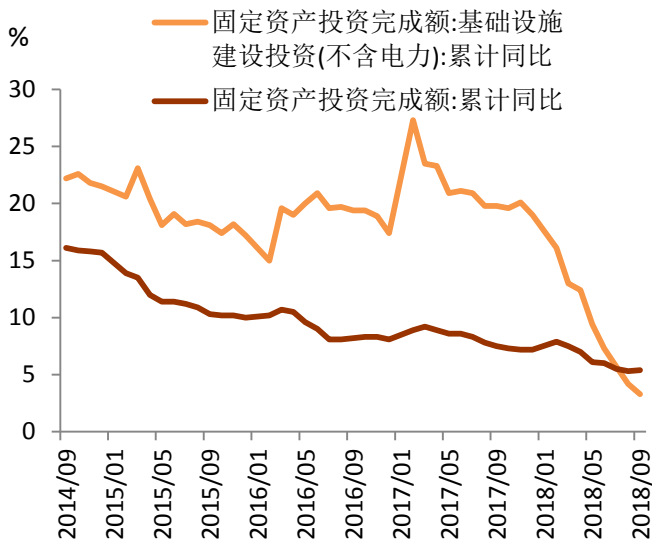
图表 21 镀锌板库存情况



数据来源：Wind，SMM，铜冠金源期货

图表 22 基础设施建设投资数据

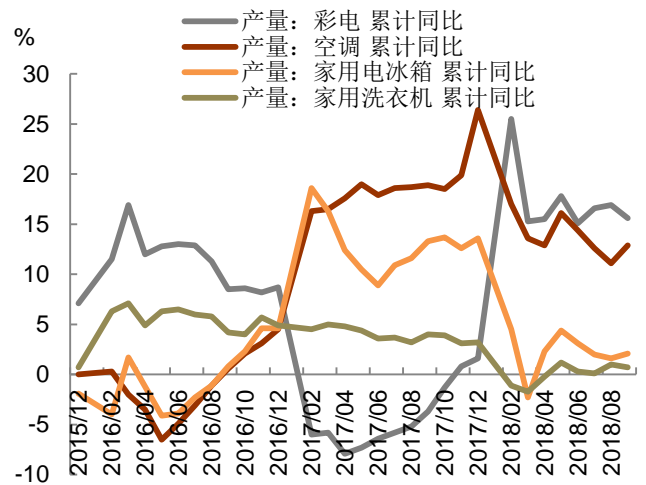
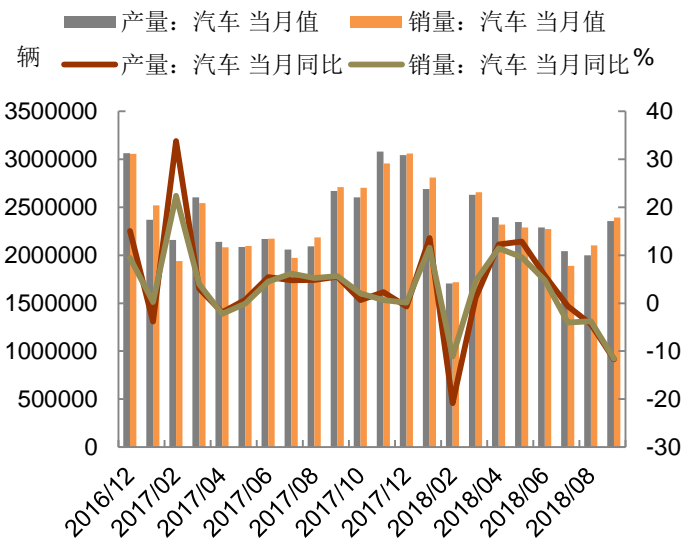
图表 23 房地产开发投资数据



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 24 汽车当月产量及销量数据

图表 25 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:投资增速继续回落,国家统计局数据显示,1-9月全国固定资产投资同比增速继续下滑至5.4%,虽然9月增速小幅反弹,但3季度增速仍较2季度下滑。其中,基建投资增速基仍在探底,9月增速仅3.3%,而年初增速为二位数。基建增速的下滑

仍是投资增速下滑的主要拖累。整体来看，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；另一方面，非标融资萎缩，以及前期财政支出进度偏慢。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。而 10 月 31 日中央政治局会议上，再度强调保持基建补短板力度并多渠道保障基建资金需求、鼓励推进 PPP 模式，预计四季度基建投资增速将加速回升。

房地产投资仍处高位。1-9 月房地产投资同比增速略下滑至 9.9%，其中 9 月增速小幅回落至 8.7%。今年以来，房地产投资持续高增长，成为投资的中流砥柱。土地购置和新开工增速仍高，9 月土地购置面积增速 15.7%，较 8 月增速放缓；9 月新开工面积增速继续回升，高达 16.4。不过，地产销量增速明显下滑。9 月全国商品房销售面积同比增速 2.9%，连续两个月增速下滑。考虑到一二线楼市调控只紧不松，三四线棚改货币化逐渐退出，以及房贷利率持续走高，未来地产销售或持续承压。

汽车方面，据中国汽车工业协会统计，9 月汽车产销量环比均呈增长，同比呈较快下降。1-9 月，汽车产销同比小幅增长，增速比 1-8 月继续回落。9 月，汽车产销比上年同期明显下降，延续了 7 月份以来的低迷走势。当月汽车产销分别完成 235.6 万辆和 239.4 万辆，环比分别增长 17.8%和 13.8%；同期分别下降 11.7%和 11.6%。1-9 月，汽车产销均完成 2049.1 万辆，同比分别增长 0.9%和 1.5%。整体来看，因过去两年的购车优惠政策透支需求、居民加杠杆购房透支消费能力、中美贸易摩擦及关税调整令乘用车市场观望情绪浓厚，导致今年以来汽车零售增速大跌。

白色家电方面，国家统计局数据显示，1-9 月空调产量累计同比增 12.9%，冰箱产量累计同比增 2.1%，洗衣机产量累计值同比增 0.7%，彩电产量累计同比增 15.6%。除了彩电增速高于去年同期外，其他都低于去年同期水平。

整体看，9 月基建投资继续探底，房地产投资保持高位，但受调控及货币化影响，未来地产销售或持续承压。同时，居民举债购房透支购买力，且中美关税调整令投资者多观望，汽车产销同比继续下滑，家电缺乏亮点，国内经济下行压力仍较显著，终端需求疲软，拖累锌需求。

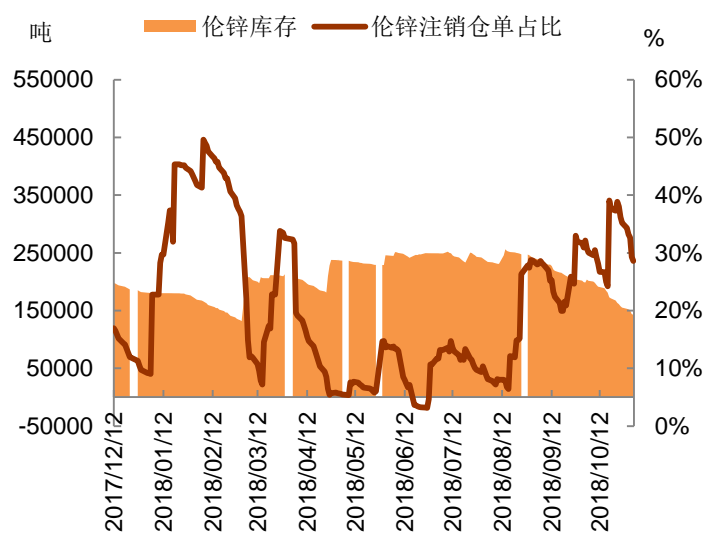
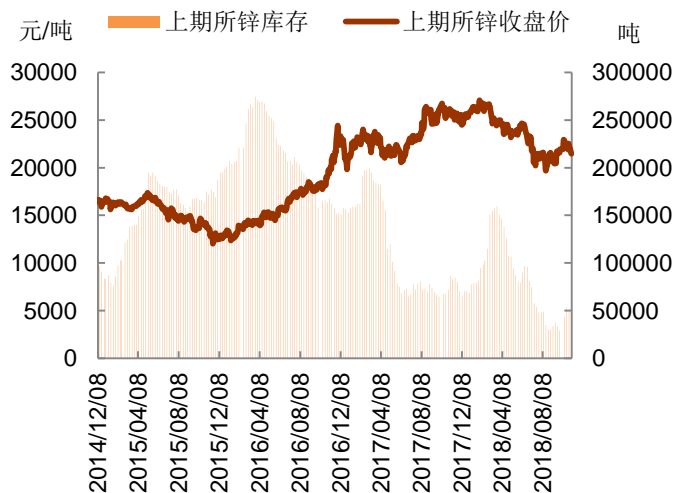
4、交易所库存维持低位，保税区库存降无可降

10 月 LME 库存延续下滑，下旬加快下滑。截至 10 月 31 日，库存降至 151025 吨，月环比减少 52450 吨。上期所库存先增后减，但整体维持在历史低位，截至 11 月 2 日，库存报收 44524 吨。10 月中旬，进口窗口关闭，保税区库存开始积压，但仍为低水平，截至 11 月 2 日，库存报收 3.4 万吨。社会库存方面，也是呈现先增后减，随着 1810 合约交割，社会库存

小幅减少，此外，因 11 月初上海召开进博会，下游提前采购。

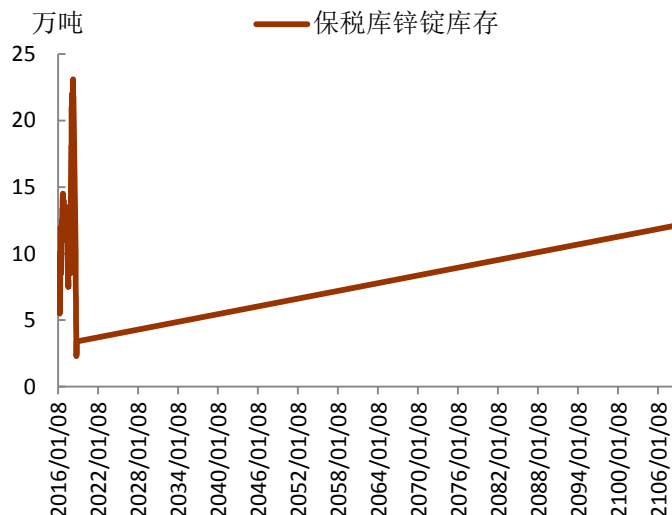
图表 26 上期所锌库存

图表 27 LME 锌库存与注销仓单占比



图表 28 社会锌锭库存

图表 29 保税区库存

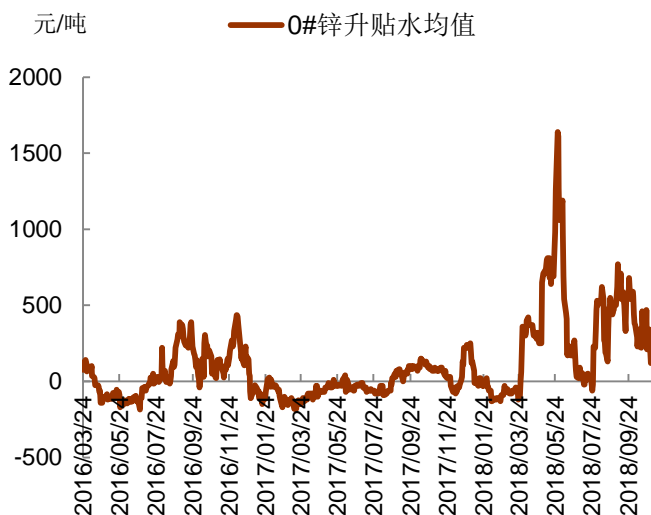


数据来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

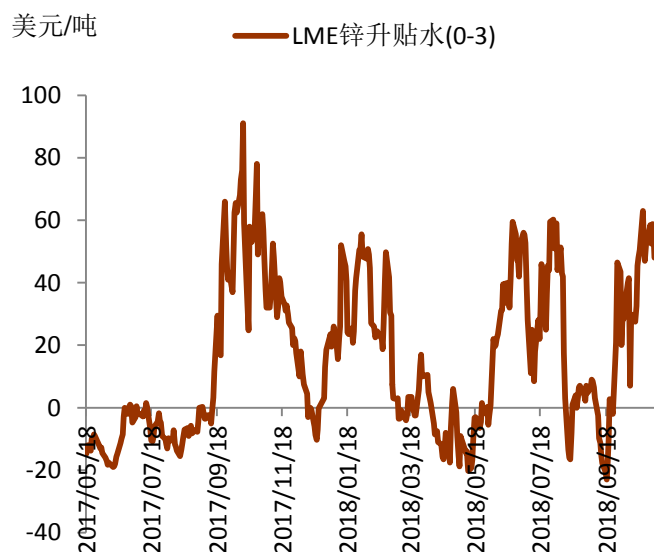
5、现货紧缺度放缓，升水回落

10 月国内现货升水较前一个月略有回落，因炼厂检修复产，且利润恢复，开工意愿增强，故精炼锌产量增加，而下游需求较疲软，难支撑高升水。LME 现货升水大幅走高，一度达到 63 美元/吨的高位，月底升水回落，但仍维持在 55 美元/吨附近。

图表 30 0#锌升贴水



图表 31 LME 锌升贴水



数据来源：Wind，铜冠金源期货

四、铅基本面分析

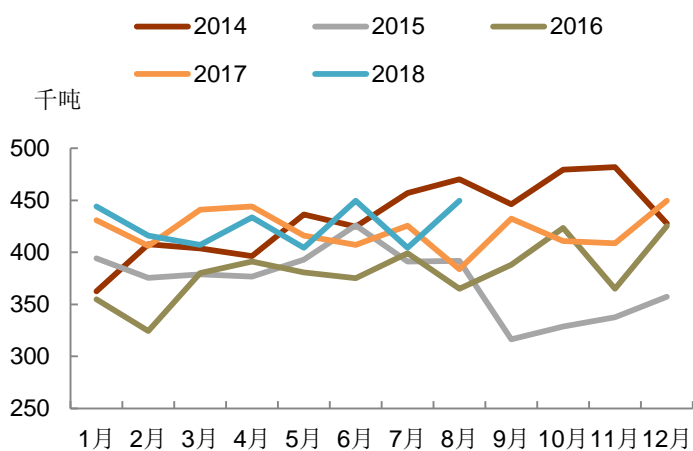
1、全球矿端供应下滑，精铅缺口收窄

铅矿方面，国际铅锌小组（ILZSG）公布数据显示，1-8 月全球铅矿累计产量为 298.65 万吨，累计同比下滑 10.99%。总体来看今年矿端供应略显下滑，主要因二次铅物料替代比例较高。1-7 月国际市场除中国外，美国产量同比下滑 18.6%，减量主要来自于泰克公司旗下的红狗矿；澳大利亚同比下滑 2.3%，减产的矿山主要为 Mount Isa、Cannington 矿山。ILZSG 预计今年全球铅矿山供应量减少 0.4%至 458 万吨，其报告在分析今年供应是小幅下滑的原因时指出，主要是因为澳洲、中国、哈萨克和美国的铅产量下滑抵消了古巴和印度产出增加的影响。尽管有新的铅矿项目投产，但多数将在今年晚期才会实现，所以这些新增产出在 2019 年才会真正进入市场。ILZSG 预计明年铅精矿供应量将进一步增加 4.1%，至 477 万吨，主要是阿根廷、澳洲、加拿大、中国、印度、哈萨克和南非的产出将增加。在欧洲，明年铅精矿供应量将进一步增加 3.7%，今年增幅大约为 2.8%。

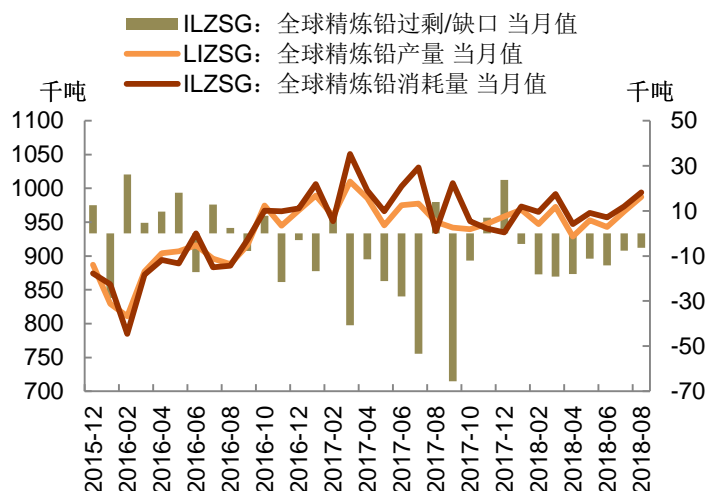
精炼铅方面，国际铅锌小组（ILZSG）公布数据显示，1-8 月全球精炼铅累计产量为 766.56 万吨，1-8 月全球精炼铅累计消耗量为 776.48 万吨，累计同比分别下滑 1.62%和 2.23%。8 月全球精炼铅供需平衡为短缺 0.63 万吨，环比小幅收窄。1-8 月累计短缺量为 9.92 万吨，去年同期短缺量为 15 万吨。ILZSG 报告预计，今年全球精炼铅将短缺 12.3 万吨，19 年精炼铅料转为过剩 5 万吨。报告指出明年铅产量增加，主要得益于欧美产出的增加，预计分别增加 3.9%和 2.4%。其预计，中国精炼铅表观消费量减少 0.6%，主要因为锂电池使用量增加，

且汽车行业增幅放缓，预计中国明年的精炼铅表观需求量将进一步下滑 1.3%。

图表 32 ILZSG 全球铅矿月度产量情况



图表 33 ILZSG 全球精炼铅供需情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 34 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 35 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 36 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 37 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、铅矿供应偏紧，精铅供应受环保不确定性较大

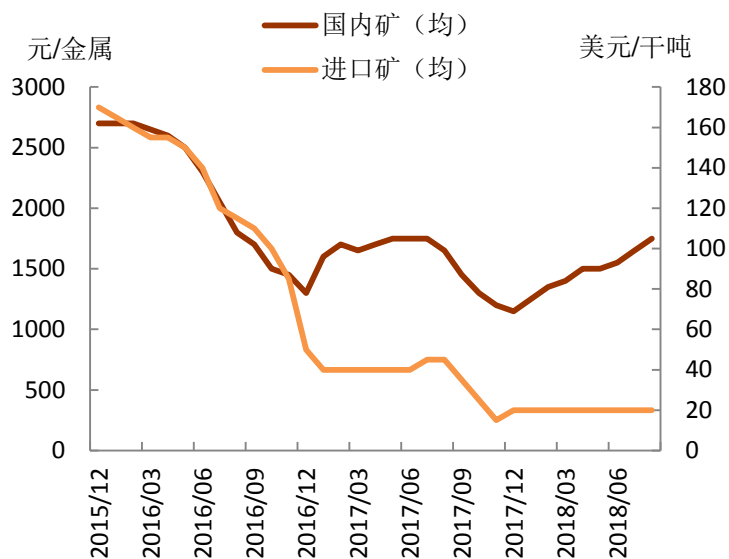
铅矿方面，国家统计局公布数据显示，1-8 月铅精矿累计产量为 79.1 万金属吨，累计同比下滑 9.57%。1-8 月分地区来看，安泰科调研显示，内蒙铅精矿产量为 47 万吨，同比减少 1.2%。湖南地区铅精矿产量为 16.7 万吨，同比减少 10.5%。广西铅精矿产量为 5.7 万吨，同比减少 19.9%。云南铅精矿产量为 9.4 万吨，同比增加 12.7%。加工费整体表现上涨较为艰难，对上海有色网数据显示 11 月国内矿加工费均价为 1800 元/金属吨，环比持平，处于历史偏低水平，后市各炼厂逐步开展冬储或加剧对矿的争夺，加工费上行阻力较大。铅矿进口方面，国家统计局公布数据显示，1-9 月进口铅矿砂及精矿数量为 89 万吨，累计同比下滑 9.69%，主要由于铅精矿主要产出国产量整体下滑，上海有色网数据显示 11 月进口矿加工费均价为 25 美元/干吨，环比小幅上涨 5 美元/干吨。

精炼铅方面，国家统计局公布数据显示，9 月精炼铅产量为 44.7 万吨，同比上涨 13.7%，1-9 月精炼铅累计产量为 354.2 万吨，累计同比下滑 5.8%。上海有色网调研数据显示，10 月原生铅产量为 25.22 万吨，环比降 0.45%，同比下降 12.69%；1-10 月份累计产量 244.31 万吨，累计同比下降 10.52%。SMM 分析，虽四季度，冶炼企业考虑到全年产销量，部分企业继续小幅上调产量，9 月加之安徽铜冠、云南驰宏、西部矿业检修后恢复，产量出现上升预期，而期间河南、辽宁等地部分冶炼企业进入检修，同时湖南地区大型炼厂因自身产品结构调整，本月生产线已正式停产，因而拖累 10 月产量小幅下降。展望 11 月，河南某大型炼厂计划于 11 月下旬起检修；此外，河南、湖南等地环保组进驻，加之 11 月中旬起，秋冬采暖季限产即将启动，对冶炼企业后续生产存在不确定性；但辽宁、河南、山东等地冶炼企业检修恢复，同时大型炼厂年末冲量预期不变，预计整体产量较 10 月无较大变化，SMM 预计 11 月原生铅产量或小增至 25.33 万吨。

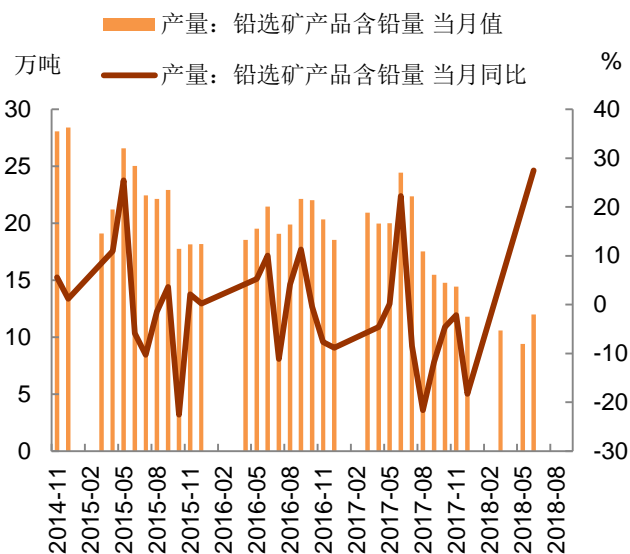
再生铅方面，上海有色网开工率数据显示，近两个月再生铅冶炼总体开工有所回升，截止 9 月开工率为 55.67%，10 月初安徽地区受环保检查限产，预计将影响 10 月整体开工。后续来看环保依旧为铅供应的最大不确定性因素，目前第二批中央生态环境保护督察“回头看”

已经全面进驻各市。5 个督察组将采取“一托二”的方式，分别负责对山西、辽宁、吉林、安徽、山东、湖北、湖南、四川、贵州、陕西 10 个省份开展“回头看”督察进驻工作，后续或将带来限产压力，但今年在限产手段上强调避免采取“一刀切”的做法，这将使得限产力度可能不如以往，供应端偏紧或不及炒作预期，从而对期价支撑力度减弱。从再生铅产能的投放进度来看，2018 年年初再生铅新增拆解产能预计 120 万吨，实际投放 45 万吨且投放时间靠后。其原因为环保趋严下合规产能审批手续进度缓慢，因此对铅价的冲击表现较小。

图表 38 铅精矿加工费情况

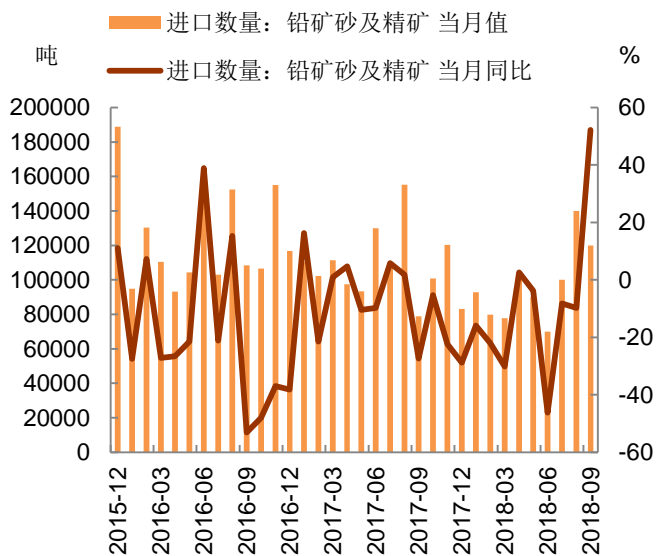


图表 39 铅精矿产量情况

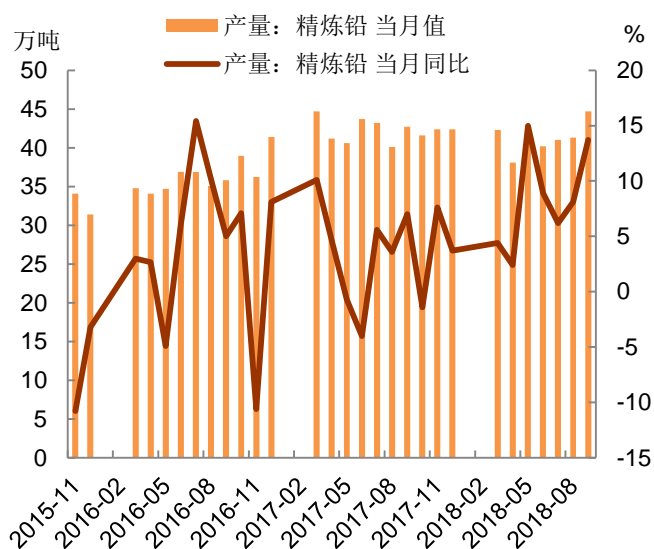


数据来源: SMM, Wind, 铜冠金源期货

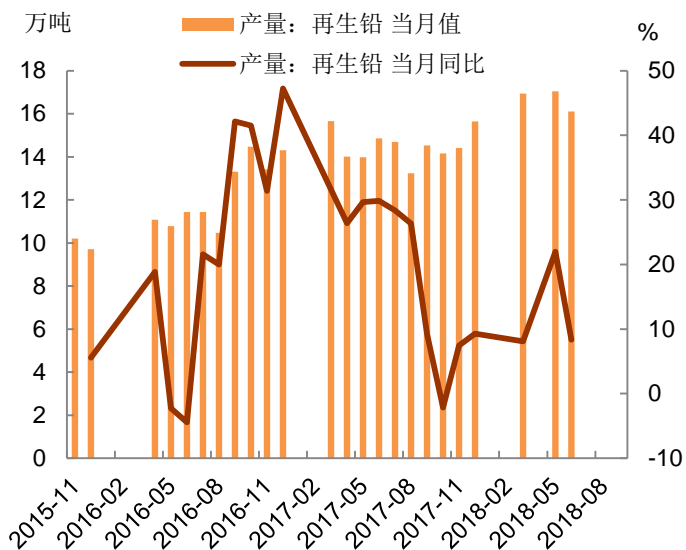
图表 40 铅精矿进口情况



图表 41 精炼铅产量情况



图表 42 再生铅产量情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

3、消费增长亮点不足，中期季节性需求可期

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。

终端来看，汽车工业协会数据显示，1-9 月汽车累计产销分别为 2049.13 万辆和 2049.06

万辆，累计同比增长 0.87% 和 1.49%。乘联会发布报告显示，10 月份广义乘用车零售销量 198 万辆，同比减少 13.2%，降幅较上月略微扩大 0.1 个百分点，为连续第五个月下滑，且连续第二个月两位数同比下滑。由于中国经济增速放缓、外部局势仍未明朗等内外因素削弱了消费者对汽车等大件消费品的需求。

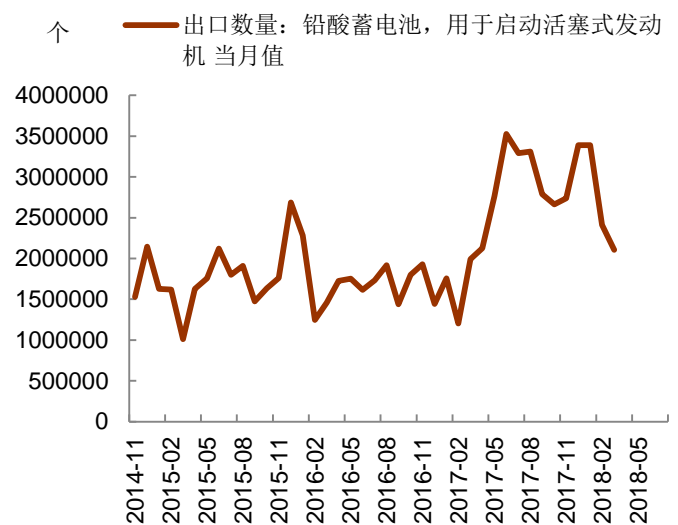
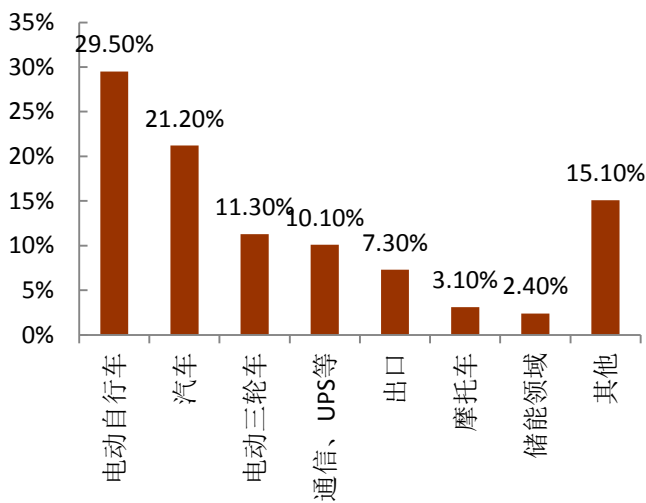
电动自行车方面，受新国标影响，耗铅量小幅下降，且市场趋于饱和，增长较为乏力。作为增长点的低速电动车，至今尚未出台国标给予其合法地位，据山东省汽车行业协会统计，前 8 个月山东累计低速电动车产辆 43.61 万辆，同比增 11.74%，但 8 月同比下滑高达 8%，面对长期各地的禁行禁售，多数企业直面转型危机，作为铅消费的潜在增长点仍值得观察。

通信基站方面，国家统计局数据显示。1-9 月累计产量为 28305.4 万信道，累计同比增幅 32.4%，随着运营商逐步开展 5G 试点运行，基站数据表现亮眼，但由于中国铁塔公司文件表示，将在 3 年之内逐渐停止铅酸蓄电池采购，考虑利用锂电替代，短期或表现平稳，长期来看将对铅消费构成打压。

综合来看，由于终端数据不佳，消费前景黯淡，铅价中长期整体偏空，但四季度天气转寒，或使得电池更换需求有所体现。

图表 43 铅酸蓄电池消费领域占比

图表 44 铅酸蓄电池出口情况



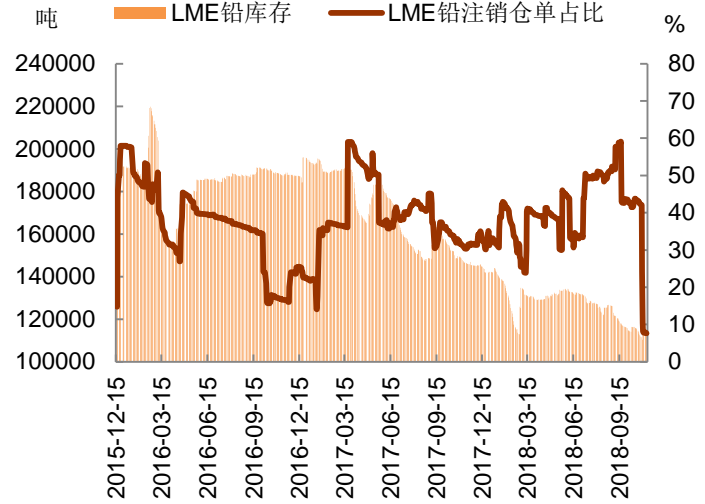
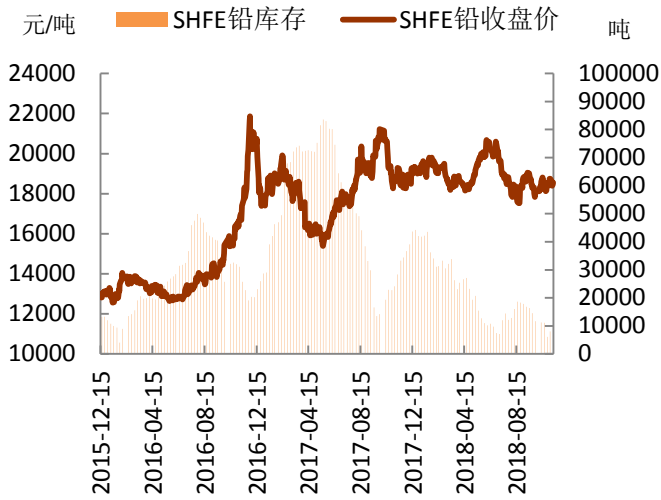
数据来源：安泰科，Wind，铜冠金源期货

4、铅库存情况

库存来看，10 月库存整体呈现下降走势，由月初的 11642 吨跌至目前的 8044 吨，期间库存最低位为 6139 吨。库存的持续偏紧，给与铅价较强支撑。伦铅库存持续呈现下降走势，截止 11 月 8 日，库存跌至 111875 吨。

图表 45 上期所铅库存

图表 46 LME 铅库存与注销仓单占比



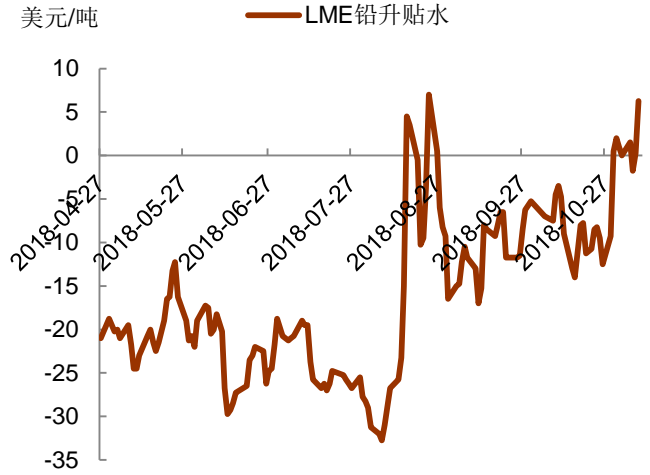
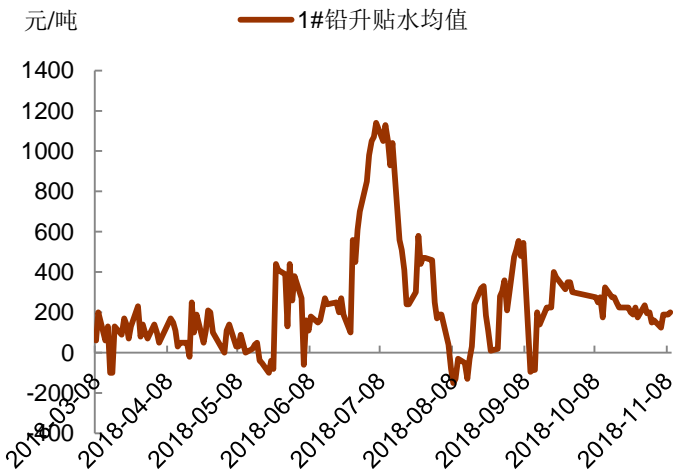
数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

5、升贴水情况

从升贴水来看, 10 月现货升水基本维持在 200-300 元/吨之间, 由于再生铅对原生铅价格优势明显, 原生铅报价上调稍显困难。10 月伦铅升贴水冲高回落, 截止目前贴水为 18.75 美元/吨。

图表 47 1#铅升贴水

图表 48 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

目前锌市的主要矛盾点仍为加工费不断上升,冶炼开工率上行,和国内外显性库存偏低。11月国内外锌矿加工费继续大幅上涨,冶炼企业利润大幅改善,也将刺激冶炼厂产量继续释放。短期低库存对锌价有所支撑,但随着时间的推移,库存不断积压,支撑效果将逐步减弱。此外,10月下旬进口窗口再次关闭,保税库库存略有回升,但后期进口量情况仍具很大的不确定性。进入11月份,下游消费逐渐转淡,终端需求无亮点,对锌消费的拉动较往年偏弱。整体来看,预计锌价震荡偏弱走势,短期现货升水和近强远弱的格局难以改变。后期关注炼厂冬储及进口窗口开启情况。

2、铅价展望

今年全球矿端供应整体下滑,全球矿端增量将在19年体现,中长期精炼铅缺口有望由负转正,对铅价构成压力。国内来看,短期精炼铅供应端面临环保检查,再生铅产能投放不及预期,库存低位等因素影响,使得四季度铅价下方支撑依旧偏强,预计将继续维持震荡偏强格局,中长期再生铅产能投放压力较大,且国内消费缺乏增长亮点,部分领域耗铅下滑,不利于铅价上行。因此维持短多长空观点,风险点需注意宏观中美关系走向以及环保限产力度或不如预期。

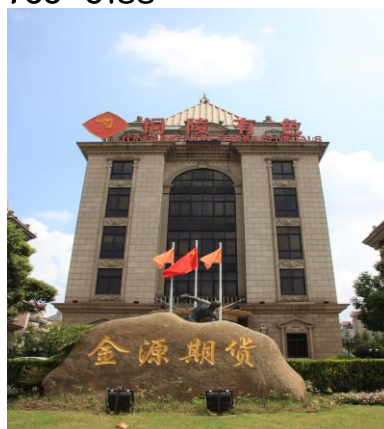
全国统一客服电话：400-700-0188

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。