

2018 年 12 月 7 日 星期五



宏观存变数&低库存支撑

锌价或维持宽幅震荡

联系人：黄蕾

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105

要点

● 自10月初以来，美股持续大跌，预示美国经济可能已经见顶。市场普遍预期12月会进行年内的第四次加息，但市场对明年加息次数的预期却明显下降了。11月底的G20峰会上，中美会晤达成重要共识，双方停止升级关税等。

欧元区经济存不确定性。欧洲央行会议纪要指出，有部分证据表明经济增长面临的风险倾向于下行；尽管数据弱于预期，但仍与经济扩张、通胀压力逐渐上升保持一致。欧元区11月制造业PMI初值51.5，创2016年5月以来新低。

国内经济继续寻底。10月工业增加值和整体固定资产投资增速持稳，但是消费数据出现大幅下滑，房地产市场下行压力也明显增加。11月官方制造业PMI为50，创2016年7月以来新低，财新制造业PMI为50.2，预期50.1。整体来看，中国经济表现疲弱，但并未大幅恶化。

● 随着海外矿山增、复产的逐步兑现，锌精矿供应已经得到明显改善，锌精矿加工费的持续走高也大幅改善了炼厂的加工利润，不过受制于冶炼厂能的瓶颈，预计精炼锌不会出现大幅增加。下游处于消费淡季，初端开工率走低，终端因国内经济尚处探底阶段难有效提振。目前社会库存进一步去化，可交割国产锌锭流通量收紧，现货维持升水结构。内外交易所库存均处于低位，同时LME 0-3现货升贴水攀升至十年来高位，表明海外现货供应仍维持偏紧格局，支撑锌价。整体而言，当前锌市处于供需两淡的状态，走势多受宏观层面影响，虽然G20峰会上中美会晤达成重要共识，双方停止升级关税，但因华为事件，引发中美贸易战重燃的担忧，加之12月美联储加息概率加大，市场情绪仍较敏感，波动性加剧。盘面来看，主力整体维持在区间宽幅震荡，预计12月份难走出趋势行情，或延续区间19500-21500附近震荡。

●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，前期铅价因供应端环保检查，库存低位，再生铅低利润，中美贸易休战等因素影响，突破上行。后市需着重注意利好因素消退带来的风险，目前来看中美贸易停战仍存极大不确定性，基本面原生再生价差逐步走扩，再生铅释放压力加大，另外下游消费维持弱市难以快速好转，且环保政策手段也较往年放松，这些都是后续值得关注的问题。综合以上几方面来看，后市铅价上行仍压力重重，操作上避免追高，以多头高抛低吸操作为主，预计12月铅价宽幅震荡，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、11 月锌行情评述.....	6
2、11 月铅行情评述.....	6
二、宏观经济概况	7
三、锌基本面分析	8
1、2019 年精炼锌缺口将收窄.....	8
2、国内外锌矿加工费加速上涨，精炼锌产量继续回升.....	12
3、下游需求整体不乐观.....	15
4、交易所库存维持低位，保税区库存低位小幅回升.....	18
5、伦锌升水高位，支撑锌价.....	19
四、铅基本面分析	20
1、全球矿端供应下滑，精铅缺口有望收窄.....	20
2、铅矿供应偏紧，再生铅释放压力增大.....	22
3、12 月消费整体偏弱，难以大幅好转	24
4、铅库存情况.....	25
5、升贴水情况.....	26
五、总结与后市展望	26
1、锌价展望.....	26
2、铅价展望.....	27

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 年国外锌矿情况（万吨）.....	10
图表 4 2018 年国内锌矿增产情况(万吨).....	10
图表 5 全球锌精矿市场供需平衡表（万吨）.....	11
图表 6 中国锌精矿市场供需平衡表（万吨）.....	11
图表 7 ILZSG 全球锌矿月度产量情况.....	11
图表 8 ILZSG 全球精炼锌供需情况.....	11
图表 9 全球精炼锌市场供需平衡表（万吨）.....	12
图表 10 中国精炼锌市场供需平衡表（万吨）.....	12
图表 11 锌矿加工费情况.....	13
图表 13 精炼锌进口盈亏.....	13
图表 12 国内炼厂利润情况.....	13
图表 14 SMM 精炼锌产量情况.....	13
图表 15 国内重点冶炼厂检修情况.....	14
图表 16 锌矿进口情况	14
图表 17 精炼锌进口情况	14
图表 18 锌初级端消费占比.....	16
图表 19 镀锌企业开工情况.....	16
图表 20 重点企业镀锌板销量情况	16
图表 21 镀锌板库存情况.....	16
图表 22 基础设施建设投资数据.....	17
图表 23 房地产开发投资数据.....	17
图表 24 汽车当月产量及销量数据.....	17
图表 25 家电累计产量数据.....	17
图表 26 上期所锌库存.....	19
图表 27 社会锌锭库存.....	19
图表 28 LME 锌库存与注销仓单占比.....	19
图表 29 保税区库存.....	19
图表 30 0#锌升贴水	20
图表 31 LME 锌升贴水.....	20
图表 32 ILZSG 全球铅矿月度产量情况.....	21
图表 33 ILZSG 全球精炼铅供需情况.....	21
图表 34 全球铅精矿市场供需平衡表（万吨）.....	21
图表 35 中国铅矿市场供需平衡表（万吨）.....	21
图表 36 全球精炼铅市场供需平衡表（万吨）.....	21
图表 37 中国精炼铅市场供需平衡表（万吨）.....	22
图表 38 铅精矿进口情况.....	23
图表 39 精炼铅产量情况.....	23
图表 40 铅精矿加工费情况.....	23

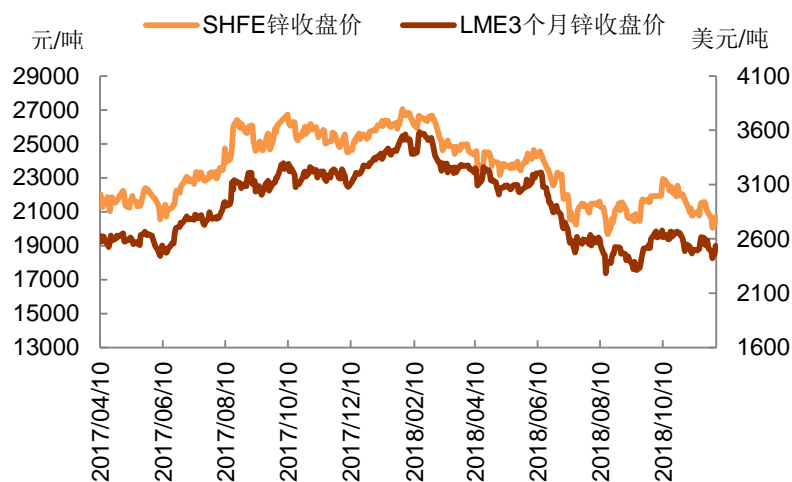
图表 41 铅精矿产量情况.....	23
图表 42 再生铅产量情况.....	24
图表 43 铅酸蓄电池消费领域占比.....	25
图表 44 铅酸蓄电池出口情况.....	25
图表 45 上期所铅库存.....	25
图表 46 LME 铅库存与注销仓单占比.....	25
图表 47 1#铅升贴水.....	26
图表 48 LME 铅升贴水.....	26

一、铅锌市场行情回顾

1、11 月锌行情评述

11 月份，沪锌主力合约换月至 1901 合约，前半月锌价呈现宽幅震荡，后半月锌价跌破震荡平台下行。月初，市场聚焦美国中期选举以及美联储议息会议，交易谨慎，期锌走势偏弱；随着锌库存持续走低，以及中美贸易摩擦有缓解迹象，期锌逐渐上扬。然月下旬，全球股市遭遇重挫，加上油价、黑色系金属大跌，期锌受累高位回落，一度跌破 2 万一线。月底召开 G20 峰会，市场预期较为乐观，锌价止跌回升，最终收至 20685 元/吨，月度跌幅达 3.21%，持仓量增至 160056 手。外盘受低库存及高升水提振，走势较内外强，月度上涨 1.93%，收至 2535.5 美元/吨，持仓量降至 223061 手。

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势

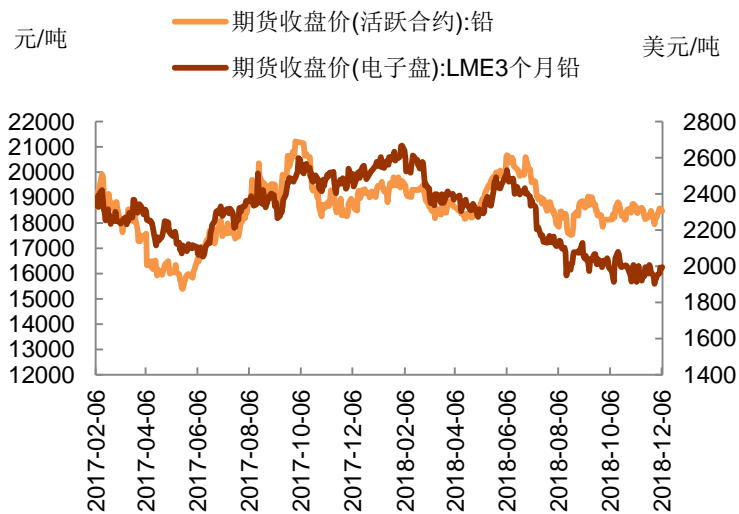


数据来源：Wind，铜冠金源期货

2、11 月铅行情评述

11 月沪铅主力由 1812 合约换月至 1901 合约，从沪铅主连来看期价总体呈现宽幅震荡走势，月初期价摸高至 18860 元/吨，然基本面支撑力度不足，期价最低回落至 17920 元/吨，因触及再生铅冶炼成本，以及北方冬季环保从严，期价受支撑再度站稳万八关口，截止月末报收于 18290 元/吨，成交量增 45 万手至 152.7 万手，持仓量增 0.8 万手至 6.1 万手。伦铅 11 月维持低位区间震荡，截止月末报收于 1953 美元/吨，成交量减少 1.4 万手至 8.3 万手，持仓量变化不大。

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

自10月初以来, 美股持续大跌, 预示美国经济可能已经见顶, 主因是美联储持续加息、减税效应减弱、贸易摩擦影响逐步显现等。美国10月核心PCE物价指数同比升1.8%, 创2月以来新低, 预期升1.9%, 前值升2%。美国11月24日当周首次申请失业救济人数23.4万人, 预期22万人, 前值22.4万人; 11月17日当周续请失业救济人数171万人, 预期166.3万人。11月美联储议息会议纪要中, 几乎所有官员都认为保持渐近的加息节奏与当前表现较好的就业和通胀情况相符, 因此, 市场普遍预期12月会进行年内的第四次加息, 目前期货市场隐含的12月加息概率已经升至83%。但市场对明年加息次数的预期却明显下降了。因中期选举后共和党失去众议院控制权, 政府预算或将对加码财政刺激形成掣肘。持续加息的利率环境、减税效应逐渐减弱、贸易摩擦透支库存投资等因素将抑制美国明年增速, 直接影响未来的加息节奏。不过, 美国ISM制造业指数走出半年低谷, 营建支出连降三月。美国11月ISM制造业指数止住了两月连跌, 在10月创下半年新低后反弹。十个调查行业中, 六个反馈提及关税。但10月营建支出环比下降0.1%, 预期增长0.4%。此外, 11月底的G20峰会上, 中美会晤达成重要共识: 中美双方决定停止升级关税等贸易限制措施; 两国元首指示双方经贸团队加紧磋商, 达成协议, 取消今年以来加征的关税, 推动双边经贸关系尽快回到正常轨道, 实现双赢。但12月初, 因孟晚舟加拿大被捕事件, 引发中美贸易战重燃的担忧。

欧元区经济存不确定性。欧洲央行会议纪要指出, 有部分证据表明经济增长面临的风险倾向于下行; 政策制定者普遍认为, 尽管数据弱于预期, 但仍与经济扩张、通胀压力逐渐上

升保持一致。数据方面，欧元区11月制造业PMI初值51.5，创2016年5月以来新低，预期52，前值52。德国11月制造业PMI初值51.6，创32个月新低，预期52.2。法国11月制造业PMI初值50.7，预期51.2，前值51.2。德国三季度季调后GDP终值环比降0.2%，预期降0.2%。法国三季度GDP终值同比升1.4%，预期升1.5%。欧元区11月经济景气指数109.5，预期109.1，前值109.8。

国内经济继续寻底。10月工业增加值和整体固定资产投资增速持稳，但是消费数据出现大幅下滑，房地产市场下行压力也明显增加。10月份固定资产投资环比增长0.44%；10月规模以上工业增加值同比增5.9%，前值5.8%，环比增0.48%；10月社会消费品零售总额35534亿元，同比名义增长8.6%，较上月回落0.6个百分点，回落幅度明显偏大。1-10月份，全国房地产开发投资99325亿元，同比增长9.7%，增速比1-9月份回落0.2个百分点。总体而言，政府稳定经济的措施在部分领域如基建投资得到体现，但是房地产市场和消费市场表现偏弱。12月初，数据显示，11月官方制造业PMI为50，创2016年7月以来新低，预期50.2，前值50.2。制造业景气度回落，但结构持续改善；非制造业运行总体稳定，服务业扩张加快；综合PMI产出指数继续位于景气区间，但活跃度有所减弱。11月财新中国制造业PMI为50.2，预期50.1，前值50.1，显示经济小幅扩张。整体来看，中国内经济表现疲弱，但并未大幅恶化。制造业新接订单总量的增速虽然略有上升，但仍处于轻微水平。

经合组织最新预测：预计2018年全球经济增速为3.7%，将2019年增速预期从3.7%下调至3.5%；维持2018年英国预期在1.3%不变，将2019年预期从1.2%上调至1.4%；将欧元区2018年预期从2%下调至1.9%，2019年预期从1.9%下调至1.8%；维持美国2018年预期在2.9%不变。

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，9月全球锌精矿产量108.45万吨，同比减少4.4%，环比增长1.9%。1-9月锌矿累计产量938.53万吨，同比减少3.8%。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。

新世纪资源公司，在9月重启世纪矿后，于11月初运往中国的首批11000吨锌精矿，已成功卸载，比预期的10000吨多10%。目前正在筹备12月的第二批10,000吨锌精矿，此前预计第二批10,000吨调试级精矿将于2019年1月运往中国。

12月4日，嘉能可预计2019年锌产量为119.5万吨，上下浮动3万吨。

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，9月全球锌市供应缺口缩窄至54,700吨，8月供应短缺81,800吨。8月数据经过修正，初值为短缺76,200吨。1-9月全球锌市

场供应短缺305,000吨,上年同期为短缺398,000吨。前9个月,锌产量为979万吨,锌使用量为1009.5万吨。

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年第三季度,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。

Noranda 位于魁北克省的Salaberry-de-Valleyfield工厂自2017年2月至11月发生的罢工之后恢复全面生产,三季度生产了60,214吨锌金属,高于去年同期的33,802吨。公司将其2018年年度的产量和销售目标从之前的目标255,000-265,000吨提高至260,000-270,000吨。第三季度该公司的生产成本为523美元/t,而2017年同期为493美元/t。

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,随着南非Gamsberg矿、Lady Loretta矿的达产将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	复产 5.5 万吨
Glencore	Lady Loretta	15	10	2018 年上半年重新启动，预计 2018 年产量达 7 吨，2019 年达产
Glencore	McArthur River		2.57	2.57
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	36

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

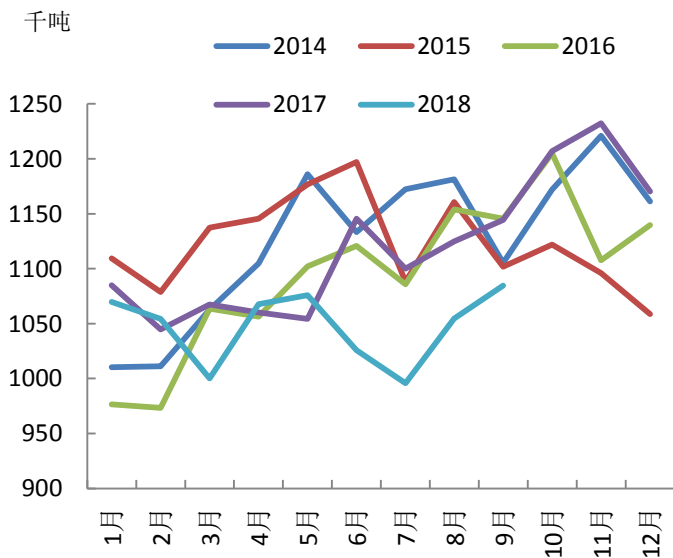
图表 6 中国锌精矿市场供需平衡表 (万吨)

	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

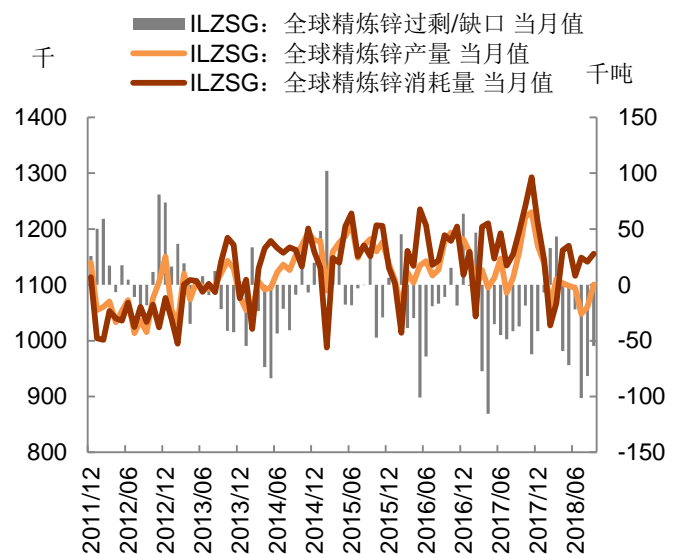
注: *表示为预估值

图表 7 ILZSG 全球锌矿月度产量情况



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（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。整体来看，由于国内冶炼厂生产瓶颈的存在，精矿供应增加到精锌供应增加的传导尚不顺畅，预计冶炼厂产量增产有限，国内精炼锌难出现明显累库。

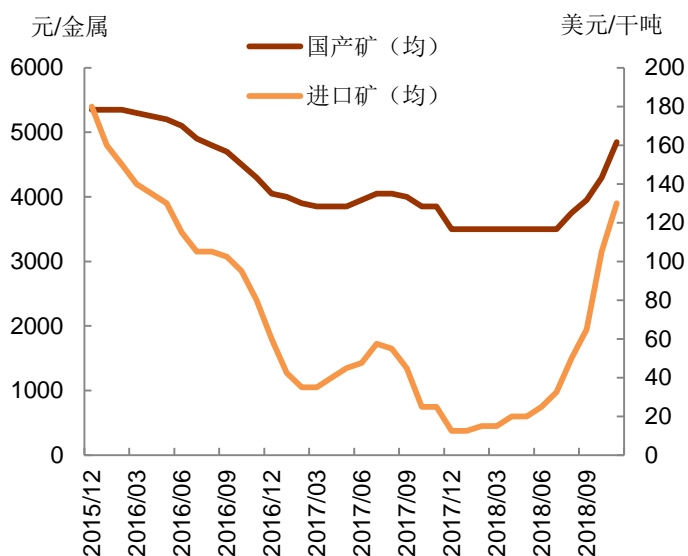
根据国家统计局数据，9月锌选矿产品含锌量为24.685万吨，同比减少27.03%，1-9月累计产量达202.5296万吨，累计同比减少7.2%。10月精锌产量50.1万吨，同比下降7.6%，1-10月精炼锌产量为465.2万吨，同比减少3.1%。

从加工费来看，SMM数据显示，12月国产锌精矿现货加工费已回升至4900-5300元/金属吨，均值环比上涨250元/金属吨；进口锌精矿现货加工费已回升至140-170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徘徊于千元附近，炼厂生产积极性尚可。

目前，海关重新公布进出口数据。10 月份锌精矿进口 20.58 万实物吨，环比下降 7.73%，同比上升 39.81%。1-10 月累计进口 241.99 万实物吨，累计同比增加 19.38%。10 月份国内锌锭进口量 8.06 万吨，环比上升 18.67%，同比上升 31.36%。1-10 月累计进口 50.81 万吨，同比上升 12.62%。

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 月中旬至 11 月底，进口窗口处于关闭状态，且 11 月份亏损额度维持高位水平。

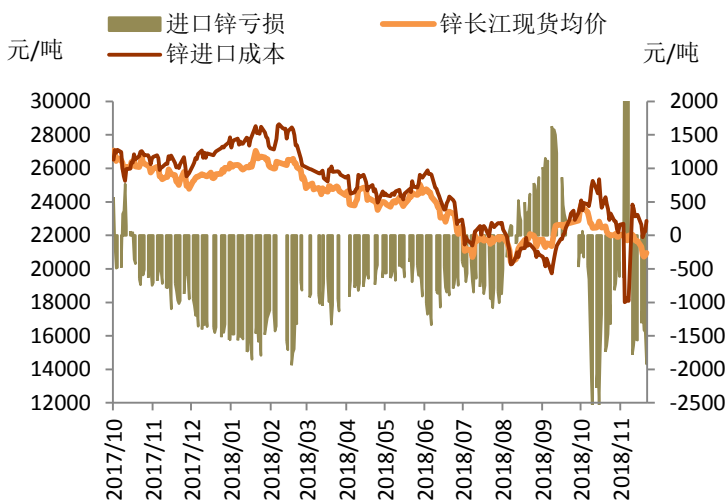
图表 11 锌矿加工费情况



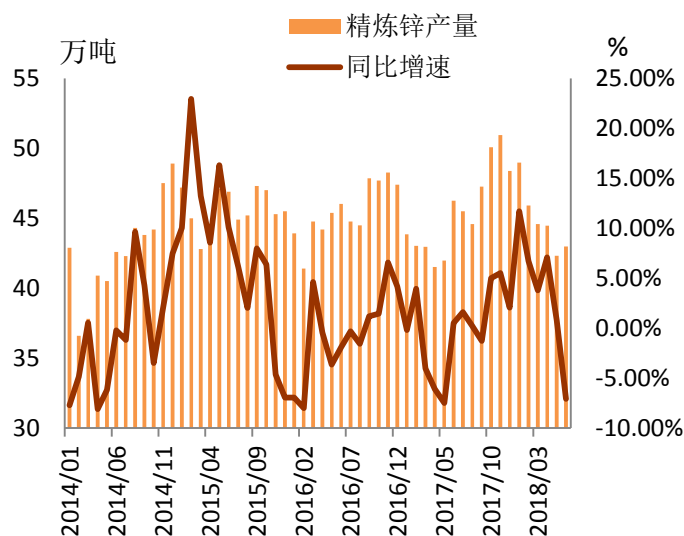
图表 12 国内炼厂利润情况



图表 13 精炼锌进口盈亏



图表 14 SMM 精炼锌产量情况



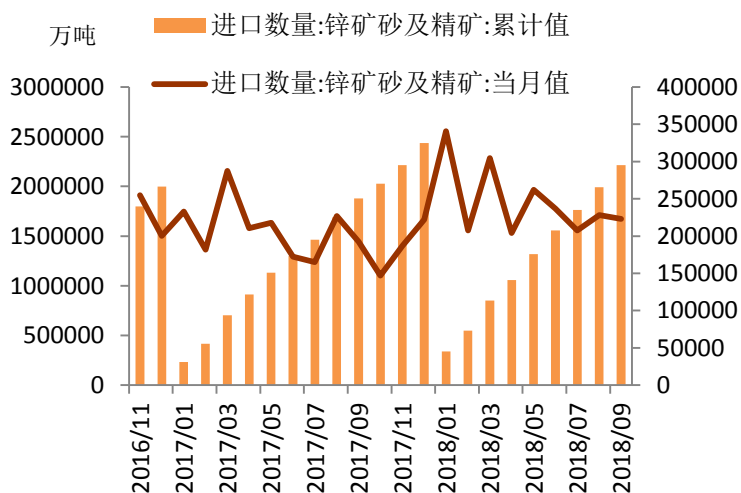
数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

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%）。

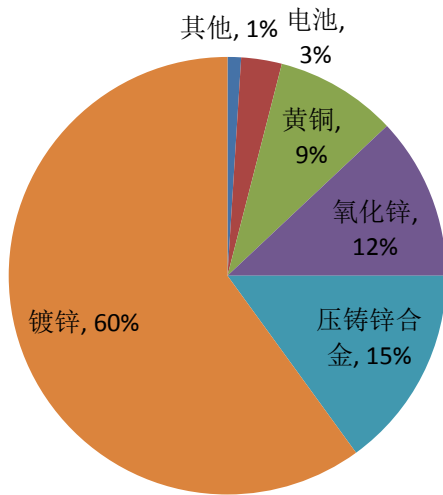
根据 SMM 的调研数据，10 月份镀锌企业开工率为 84.02%，环比下降 0.07 个百分点，同比上升 4.2 个百分点。进入 11 月，环保影响较去年明显减弱，但因部分大型镀锌钢管企业生产积极性下降出现主动减停产线，拖累开工率，出现季节性回落，但镀锌结构件订单并未转弱，综合来看，镀锌开工率季节性回落暂不明显。

2018 年 1-9 月份全国重点企业镀锌板产量 1680.37 万吨，同比减少 2.34%，同比跌幅小幅扩大。初端消费延续低迷。1-9 月镀锌板销量为 1639.24 万吨，同比增加 0.36%。9 月底全国重点企业镀锌板库存量为 49.23 万吨，同比下滑 8%，环比增加 17.94%，成品库存企稳回升。

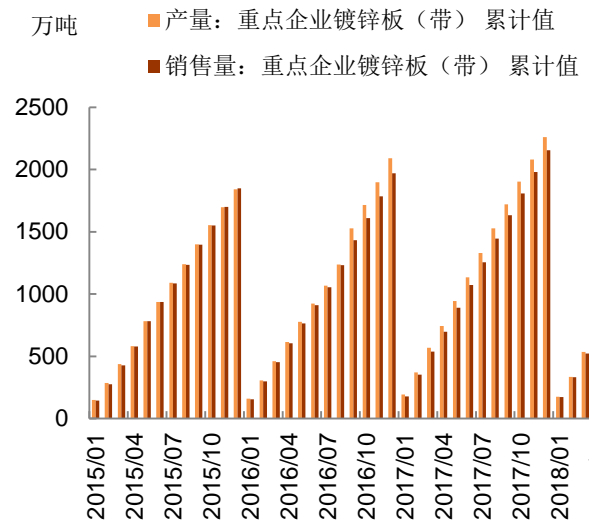
同时，10 月份氧化锌企业开工率为 52.92%，环比减少 1.87 个百分点，较去年同期下降 4.98 个百分点，10 月份，轮胎订单走弱拖累市场整体需求，氧化锌订单弱化较为明显。11 月，虽轮胎板块订单仍未有起色，但氧化锌企业生产天数恢复正常，且进博会影响的部分企业预计逐步恢复产量，预计开工率环比增加 1.92 个百分点至 54.84%。

10 月压铸锌合金企业开工率为 48.3%，环比小增 0.15 个百分点，同比下降 4.7 个百分点，10 月订单偏弱小增，但整体仍未摆脱清淡氛围，进入 11 月，订单偏弱趋势仍未改变，但锌价重心再度下沉，或对锌合金企业生产积极性稍有提振，整体仍有相对平稳预期。

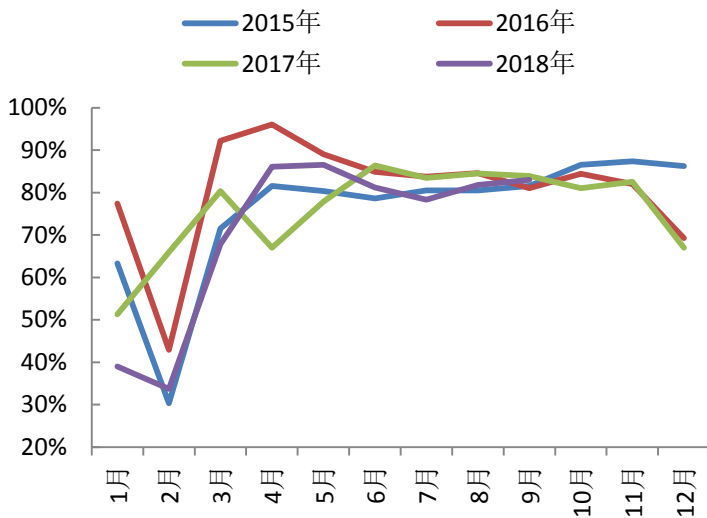
图表 18 锌初级端消费占比



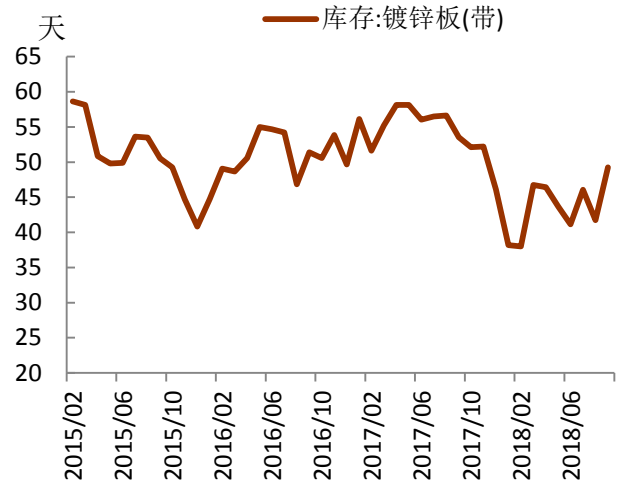
图表 19 重点企业镀锌板销量情况



图表 20 镀锌企业开工情况

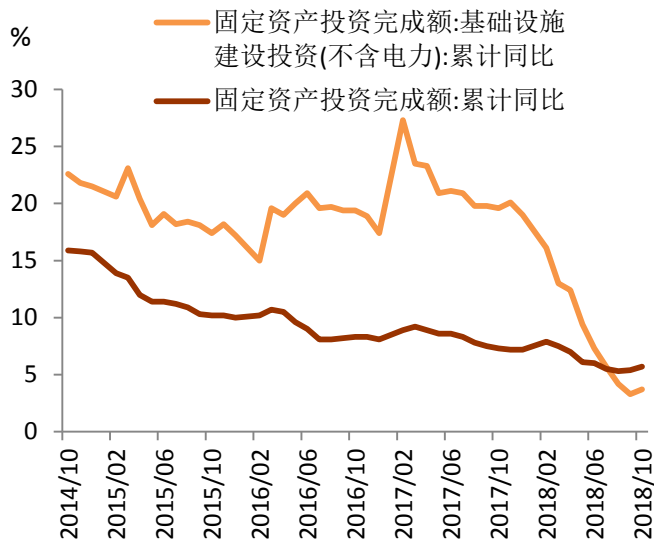


图表 21 镀锌板库存情况

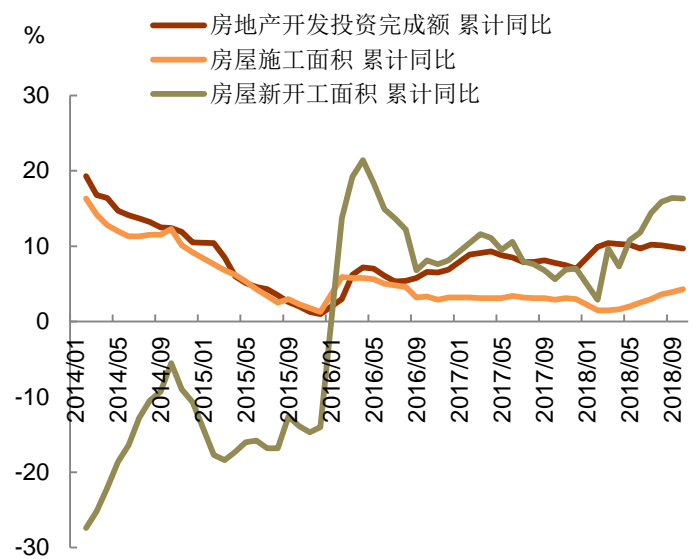


数据来源：Wind，SMM，铜冠金源期货

图表 22 基础设施建设投资数据

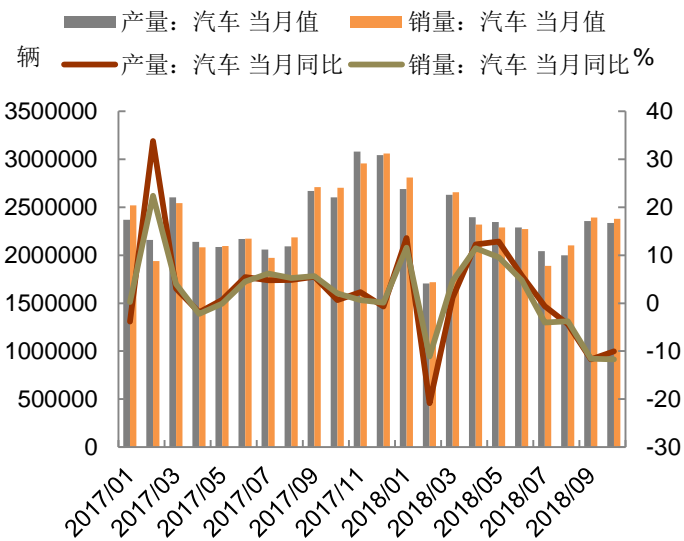


图表 23 房地产开发投资数据

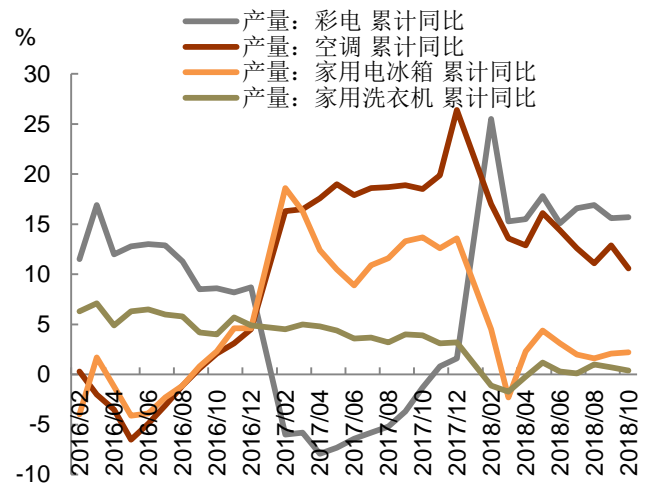


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

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:因基建投资止跌反弹和制造业投资增速上升,使得投资缓慢回升。国家统计局数据显示,1-10月,固定资产投资完成额累计同比增长 5.70%,增速环比上升 0.30 个百分点,基础设施建设投资累计同比上升 3.70%,增速环比上升 0.40 个百分点

企稳回升。数据显示，政策宽松效果显现，基建补短板政策发力。预计年内基建投资增速将持续上行，一方面 Q4 是传统的建筑施工旺季；另一方面，10 月政治局会议提出目前经济压力加大，基建托底需求仍存，且结合货币政策微调、PPP 项目清库结束等利好初现，基建投资增速或逐步向上修复。不过，本轮基建提速更多将发挥“托底”作用，不会对经济产生强烈的“刺激”效应。

房地产投资小幅回落，10 月房地产投资完成额 99,325 亿元，同比名义增长 9.7%，增速比 1-9 月下降 0.2 个百分点。土地购置、新开工增速均大幅回落，这将为未来地产投资蒙上阴影。1-10 月全国房企土地购置面积 2.20 亿平米，同比增长 15.30%，增速环比收窄 0.44 个百分点。1-10 月全国房地产开发投资 9.93 万亿元，同比增长 9.70%，增速环比回落 0.25 个百分点。受一二线楼市调控未放松、三四线棚改货币化渐退出以及房贷利率持续上升影响，地产销售“金九银十”均不见踪影。从近期调控政策来看，限制性政策出台次数不多，主要以政策补丁、规范市场秩序为主，调控趋于平稳。不过，未来调控全面放松的可能性不大，但结构性放松存在可能。

汽车方面，据中国汽车工业协会统计，10 月汽车产销量环比均呈一定下降，同比降幅更为明显，延续了 7 月份以来下降走势。10 月，汽车生产 233.45 万辆，环比下降 0.92%，同比下降 10.05%；销售 238.01 万辆，环比下降 0.58%，同比下降 11.70%。1-10 月，汽车产销同比双双下降，为今年首次负增长。1-10 月，汽车产销 2282.58 万辆和 2287.09 万辆，同比下降 0.39%和 0.06%。整体来看，10 月汽车行业表现依旧疲软，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。长期看政策对汽车行业的扶持已转向新能源汽车，未来再次出现燃油车购置税减免的可能性相对小。

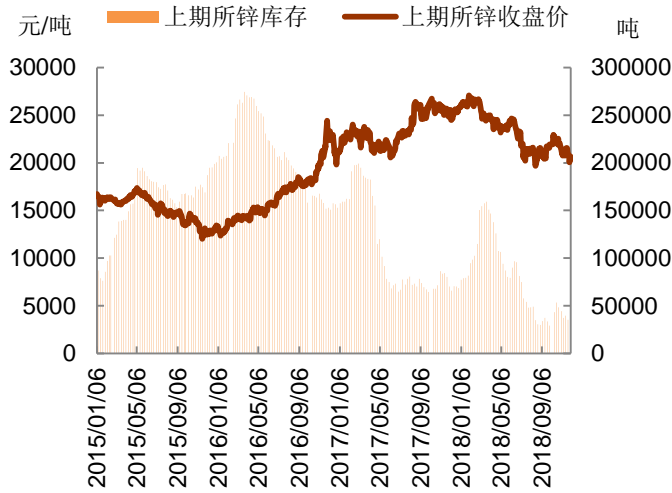
白色家电方面，10 月白电产量涨少跌多，其中空调产量增速大幅转负至-0.4%，冰箱产量增速也略下滑至 5.2%，洗衣机产量增速因低基数而由负转正至 4%，仅彩电增速人达两位数，为 17%。在地产销售持续低迷、可选消费仍在下滑的背景下，家电行业景气依然堪忧。

整体看，10 月除了基建止跌反弹外，其他终端行业仍处下行趋势中，国内经济仍在寻底，难言提振锌需求。

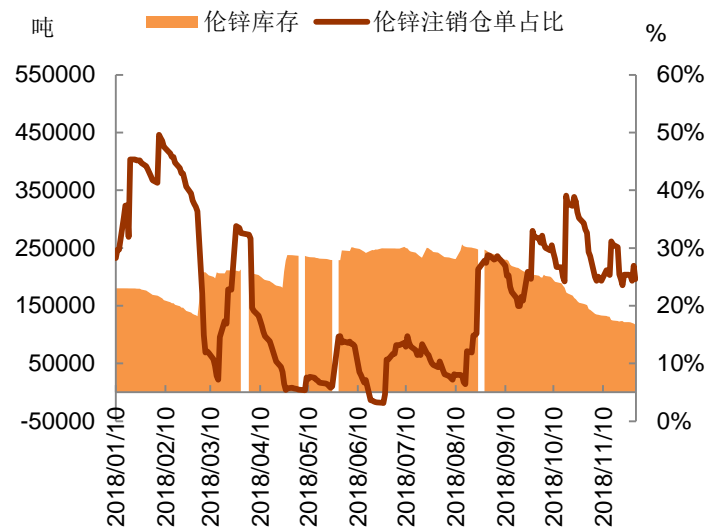
4、交易所库存维持低位，保税区库存低位小幅回升

11 月 LME 库存延续下滑，下旬加快下滑。截至 11 月 30 日，库存降至 117550 吨，月环比减少 33475 吨。上期所库存再度下滑，截至 11 月 30 日，库存降至 26779 吨。10 月中旬至 11 月底，进口窗口处于关闭状态，且 11 月份亏损额度维持高位水平。而保税区库存由于前期进口货源陆续到港，延续缓慢累库趋势。截止 11 月 30 日为 4.2 万吨，但仍处低位。展望 12 月，LME 现货升水居高不下，预计进口锌流入国内市场将进一步放缓。社会库存方面，整体维持在 12.5-14 万吨的水平，月底小幅减少至 11.42 万吨。

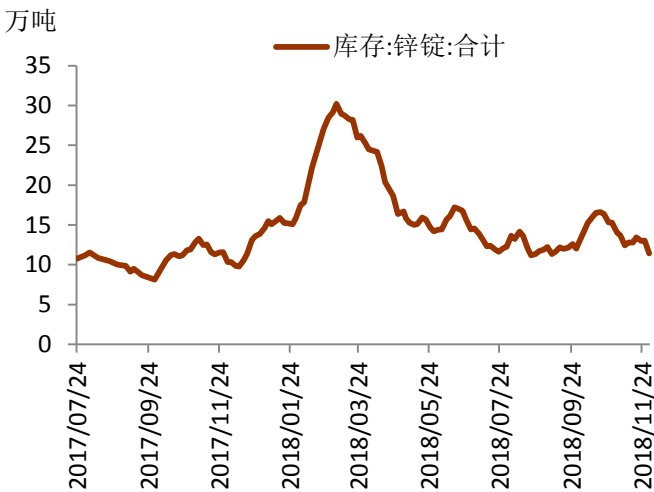
图表 26 上期所锌库存



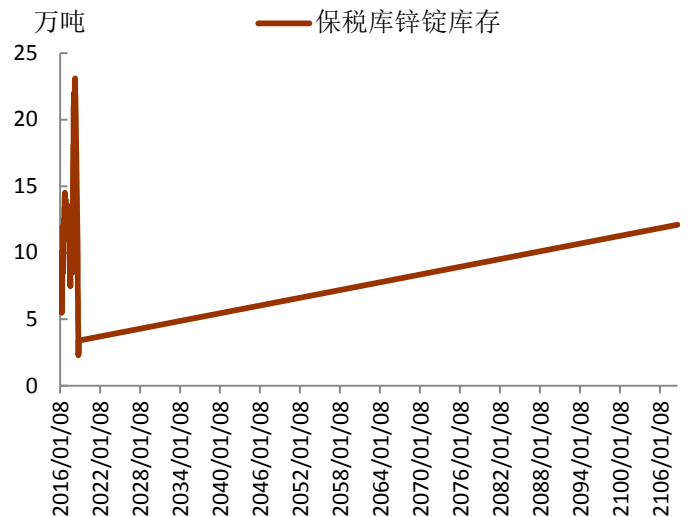
图表 27 LME 锌库存与注销仓单占比



图表 28 社会锌锭库存



图表 29 保税区库存

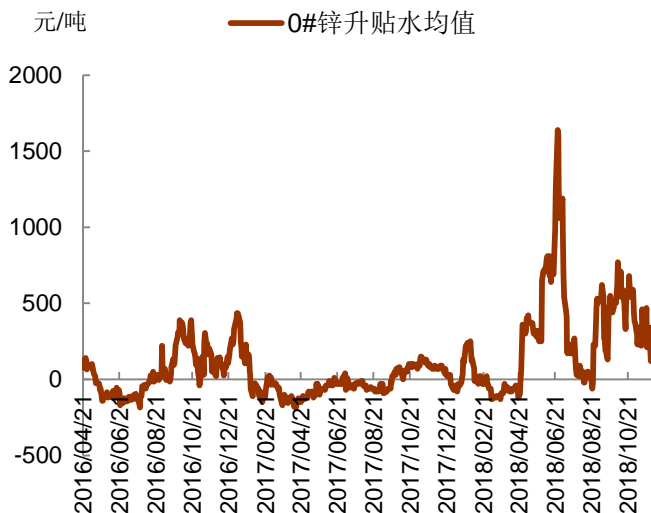


数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

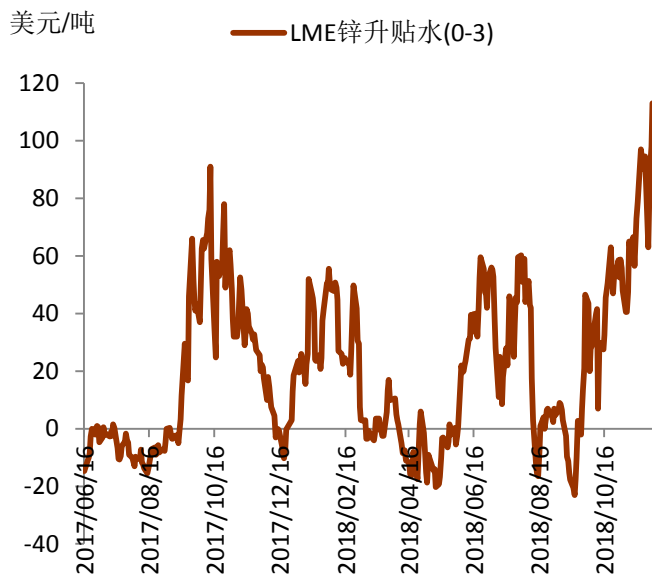
5、伦锌升水高位，支撑锌价

11 月 LME 现货升水连续上涨，截止至月底，升水攀升至 113 美元/吨的高位，现货维持紧俏。国内由于需求仍没有过多亮点，现货升水表现比较平淡，基本维持在区间 200-400 元/吨。

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

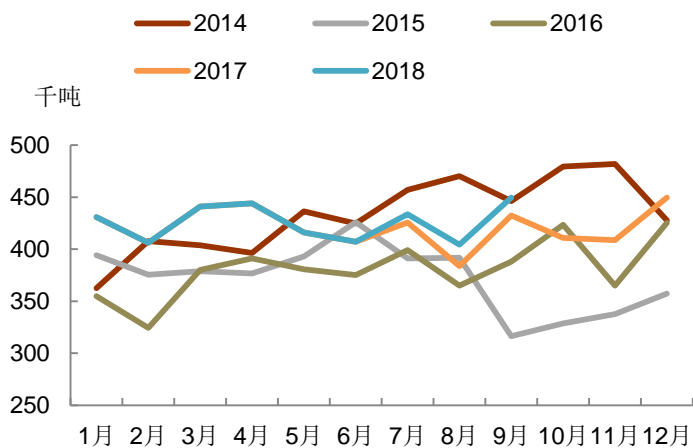
1、全球矿端供应下滑，精铅缺口有望收窄

铅矿方面，国际铅锌小组（ILZSG）公布数据显示，1-9 月全球铅矿累计产量为 341.17 万吨，累计同比下滑 9.37%。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%。

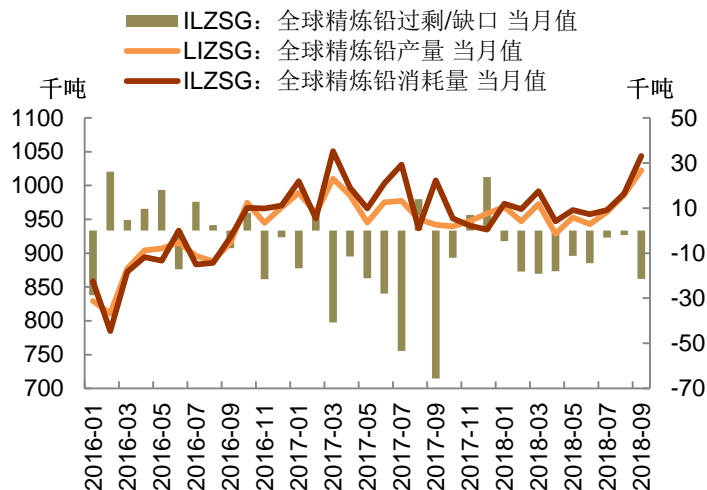
精炼铅方面，国际铅锌小组（ILZSG）公布数据显示，1-9 月全球精炼铅累计产量为 868.18 万吨，1-9 月全球精炼铅累计消耗量为 879.38 万吨，累计同比分别下滑 0.6%和 1.74%。9 月全球精炼铅供需平衡为短缺 2.14 万吨，环比缺口扩大，因全球精铅消耗量环比增幅较大。总体来看，今年精铅短缺情况有所好转，今年 1-9 月累计短缺量为 11.2 万吨，去年同期短缺量为 21.56 万吨。ILZSG 报告预计，今年全球精炼铅将短缺 12.3 万吨，19 年精炼铅料转为过剩 5 万吨。报告指出明年铅产量增加，主要得益于欧美产出的增加，预计分别增加 3.9%和 2.4%。

其预计，中国精炼铅表观消费量料减少 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，再生铅释放压力增大

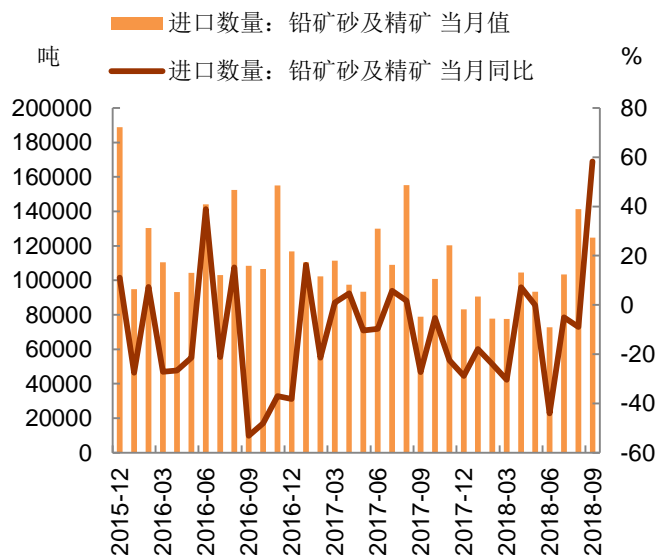
铅矿方面，国家统计局公布数据显示，1-9 月铅精矿累计产量为 94.05 万吨，累计同比下滑 3.07%。1-8 月分地区来看，安泰科调研显示，内蒙铅精矿产量为 47 万吨，同比减少 1.2%。湖南地区铅精矿产量为 16.7 万吨，同比减少 10.5%。广西铅精矿产量为 5.7 万吨，同比减少 19.9%。云南铅精矿产量为 9.4 万吨，同比增加 12.7%。加工费整体表现上涨较为艰难，上海有色网数据显示 12 月国内矿加工费均价为 1800 元/金属吨，环比持平，处于历史偏低水平，后市矿企生产高峰已过，加工费上行阻力较大。铅矿进口方面，国家统计局公布数据显示，1-9 月进口铅矿砂及精矿数量为 89 万吨，累计同比下滑 10%，主要由于铅精矿主要产出国的产量整体下滑。

原生铅方面，国家统计局公布数据显示，10 月精炼铅产量为 46 万吨，同比上涨 23.7%，1-10 月精炼铅累计产量为 396.2 万吨，累计同比上涨 8.3%。11 月从 SMM 原生铅周度开工率来看。产铅占比百分之七十以上的河南，湖南，云南三省，除去云南外，其他两省开工均明显下滑，河南从月初的 67.1% 下滑至月末的 56.8%，湖南从月初的 39.7% 下滑至月末的 37.8%，使得三省整体开工从月初的 49% 下滑至 43.5%，主因北方冬季环保形势趋于严峻，加之部分原生铅炼厂缺矿减产，以及部分检修等因素，影响了整体 11 月原生铅炼厂的开工。预计 11 月原生铅产量或将呈下滑态势，12 月供应依旧受到环保因素制约，但需注意今年因避免“一刀切”导致限产力度弱化。

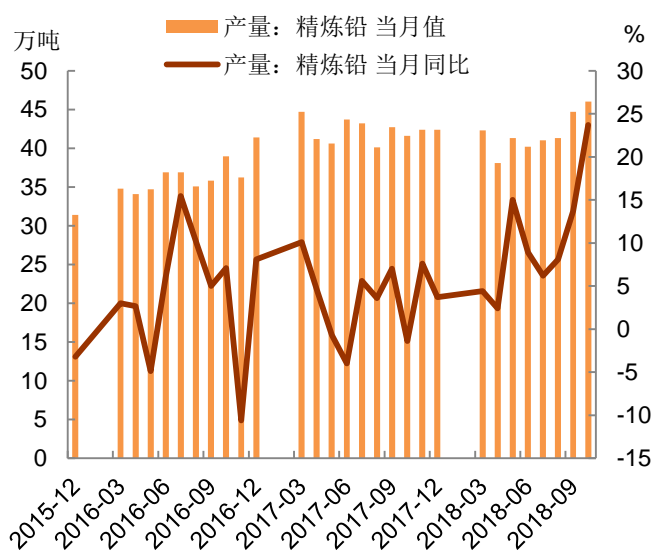
再生铅方面，10 月到 11 月再生精铅与废电池价差持续收窄，达到历史低位，显示再生铅冶炼利润水平的不足，多数炼厂生产意愿偏低，从 SMM 再生铅月度开工来看，10 月开工率环比继续下滑 2.4 个百分点至 53.27%，也印证了这一点，预计 11 月开工亦不容乐观，展望 12 月因中美贸易战停战给市场带来的重大利好，铅价顺势大幅拉升，这使得再生铅冶炼利润有所改善，原生铅再生铅价差逆转前期收窄趋势，一度走扩，因此引发再生铅供应恢复的预期。因年内再生铅产能投放较多，若利润大幅改善，有望改变精铅供应偏紧格局，从而为后

市铅价上行带来一定压力。

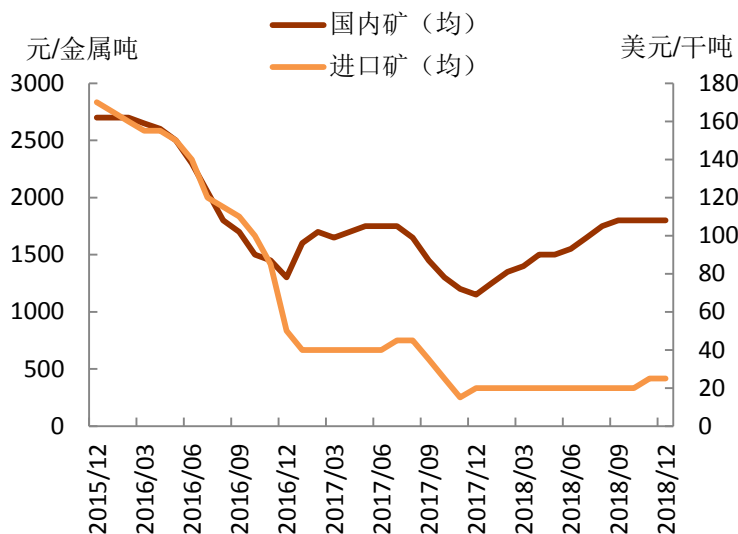
图表 38 铅精矿进口情况



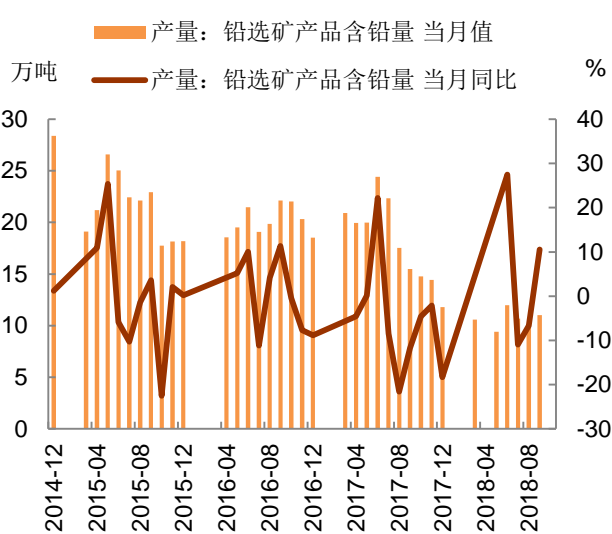
图表 39 精炼铅产量情况



图表 40 铅精矿加工费情况

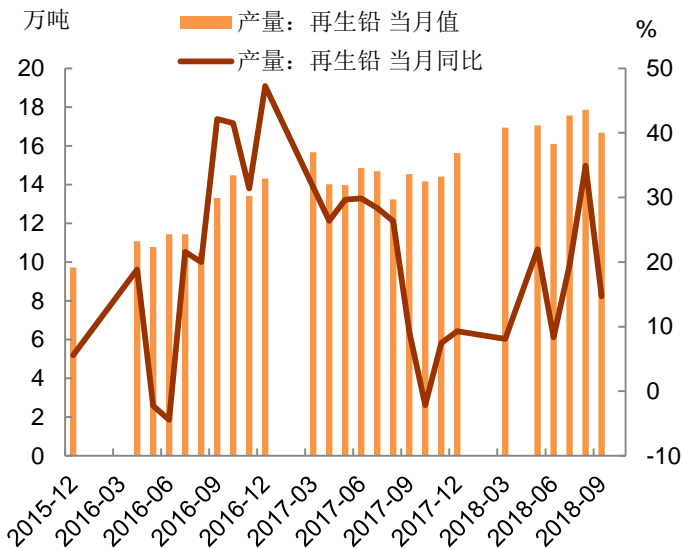


图表 41 铅精矿产量情况



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 42 再生铅产量情况



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

3、12月消费整体偏弱，难以大幅好转

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，1-10 月汽车累计产销分别为 2282.6 万辆和 2287.1 万辆，累计同比下滑 0.4%和 0.1%。汽车数据表现不佳主因，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。

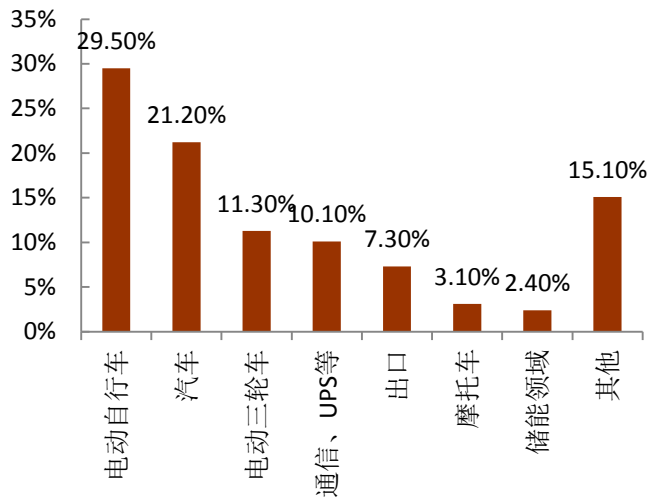
电动自行车方面，受新国标影响，耗铅量小幅下降，且市场趋于饱和，增长较为乏力。作为增长点的低速电动车，至今尚未出台国标给与其合法地位，面对长期各地的禁行禁售，多数企业直面转型危机。

通信基站方面，国家统计局数据显示。1-10 月累计产量为 3303.2 万信道，累计同比增幅 41.8%，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，短期需求或表现平稳，长期来看将对铅消费构成打压。

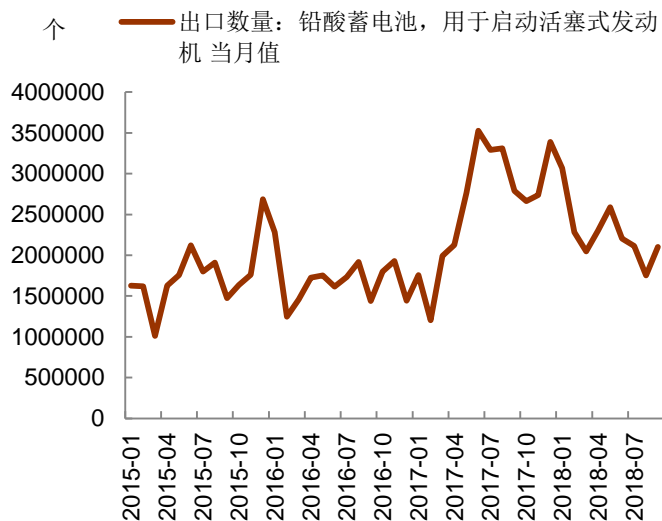
蓄企开工来看，11 月蓄企开工整体呈现小幅下滑走势，蓄企开工呈现两极分化走势，因年末冲销量大型企业前期订单较多，整体开工维持高位。而小型企业由于需求不佳则开工多呈下滑态势，后续大型企业完成订单后不排除整体开工进一步下滑。

综合来看，12 月消费整体偏弱，不存在大幅好转预期，难以对期价构成强有力支撑，中长期消费前景黯淡，铅价整体偏空。

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

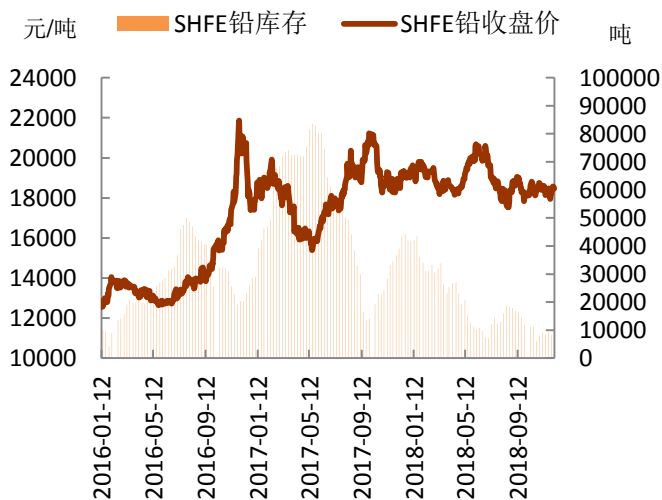


数据来源：安泰科，Wind，铜冠金源期货

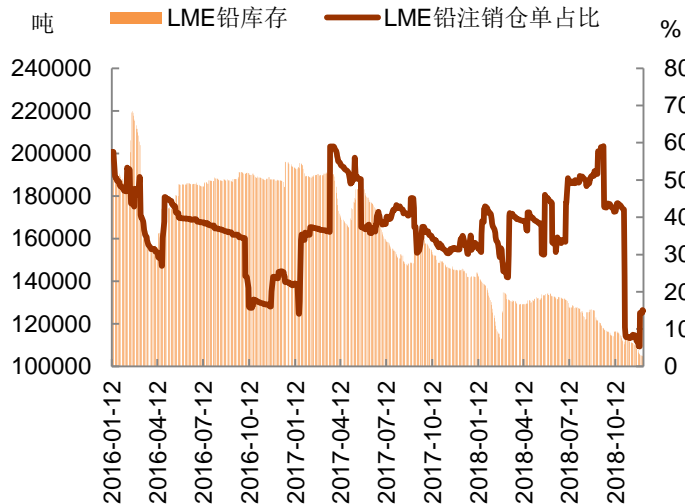
4、铅库存情况

库存方面，11 月上旬所库存基本围绕 18500 吨上下波动，始终呈现低位徘徊走势，后市在未看到显著回升的情况下，将继续给予期价一定支撑。伦铅库存截止月末为 105200 吨，处于历史低位。

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

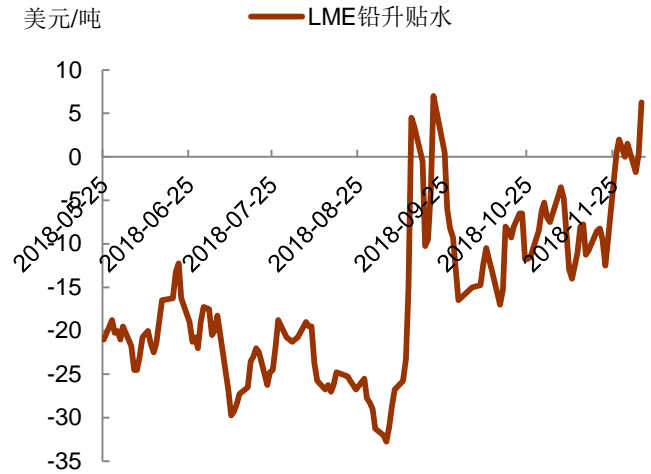
5、升贴水情况

从升贴水来看，11 月现货升水总体呈现下滑走势，1#铅由月初升 200 元/吨左右跌至月末的平水附近，市场维持供需两淡格局，随着近期再生铅利润改善，再生铅报价维持深贴水，对原生铅优势明显，使得其报价上升较为困难。

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

随着海外矿山增、复产的逐步兑现，锌精矿供应已经得到明显改善，锌精矿加工费的持续走高也大幅改善了炼厂的加工利润，不过受制于冶炼厂能的瓶颈，预计精炼锌不会出现大幅增加。下游处于消费淡季，初端开工率走低，终端因国内经济尚处探底阶段难有效提振。目前社会库存进一步去化，可交割国产锌锭流通量收紧，现货维持升水结构。内外交易所库存均处于低位，同时LME 0-3现货升贴水攀升至十年来高位，表明海外现货供应仍维持偏紧格局，支撑锌价。整体而言，当前锌市处于供需两淡的状态，走势多受宏观层面影响，虽然说G20峰会上中美会晤达成重要共识，双方停止升级关税，但因华为事件，引发中美贸易战重燃的担忧，加之12月美联储加息概率加大，市场情绪仍较敏感，波动性加剧。从盘面来看，主力整体维持在区间宽幅震荡，预计12月份难走出趋势行情，或延续区间19500-21500附近震荡。

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，前期铅价因供应端环保检查，库存低位，再生铅低利润，中美贸易休战等因素影响，突破上行。后市需着重注意利好因素消退带来的风险，目前来看中美贸易停战仍存极大不确定性，基本面原生再生价差逐步走扩，再生铅释放压力加大，另外下游消费维持弱市难以快速好转，且环保政策手段也较往年放松，这些都是后续值得关注的问题。综合以上几方面来看，后市铅价上行仍压力重重，操作上避免追高，以多头高抛低吸操作为主，预计12月铅价宽幅震荡，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

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
2603、2904 室
电话：021-68400688



深圳营业部

深圳市福田区彩田路 3069 号星河
湾世纪大厦 A 栋 2908 室
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 号大
连期货大厦 2506B 室
电话：0411-84803386

铜陵营业部

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。