

2021年7月6日 星期二

难现趋势性行情

锌价或先抑后扬

联系人：黄蕾

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105



要点

● 欧美经济数据表现亮眼，海外经济复苏较为强劲。美联储下半年货币正常化预期较强，美元弱势格局或打破，金属将承压。供应端，海外疫情超预期、中小矿山产出不及预期、国内新增投产较为缓慢，全年全球锌矿过剩量级预计收窄。三季度内外加工费有望延续涨势，四季度炼厂冬储，加工费涨势相对减缓。上半年国内冶炼受干扰超预期，下半年随着原料增加，及干扰因素缓和，供应或逐步增加。不过，碳中和、碳达峰的政策影响将贯穿于全年，限制下半年精炼锌产出增幅。此外，国家7月首批抛储，或加快国内进入累库周期，后期投放量或依据锌价灵活调整。

● 需求端仍具韧性，下半年专项债发行速度或加快，加之资金优先保障在建项目，基建投资环比有望改善；竣工大年叠加新开工、土地购置回升将支撑开发投资保持高位增速；芯片短缺三季度将有所缓解，或带动汽车产销环比回升；家电外销增速或下滑，但内销在地产后周期带动下仍有望增长。

● 整体来看，矿端及精炼锌存边际改善预期，叠加国家分批抛储，供应将呈现增加态势，三季度或进入累库周期。但海外需求延续复苏，国内传统消费板块韧性较强，且供应端难出现放量增加，对期价构成支撑。故我们认为下半年锌市或难出现趋势性行情，节奏上或呈现先抑后扬，沪锌主要运行区间在 20000-24000 元/吨，伦锌主要运行区间在 2600-3200 美元/吨。

操作建议：累库后逢高沽空，消费旺季逢低做多

风险提示：锌矿供应进一步低于预期，消费超预期

目录

一、锌市场行情回顾	4
二、锌矿端	5
1、上半年锌矿产出低于预期，全年锌矿增加量级下调	5
2、国内矿山新增仍低于预期，进口锌矿弥补国内供应	7
二、冶炼端	9
1、上半年精炼锌供应温和增加，2021 年约 10 万吨新增产能	9
2、上半年冶炼端干扰超预期，进口窗口多处关闭	10
三、需求端	13
1、上半年欧美经济复苏良好，下半年有望继续带动锌消费	13
2、终端消费韧性较强，全年或呈现低增速	14
三、全球库存情况	17
四、总结与后市展望	18

图表目录

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势	4
图表 2 2019-2021 海外主要矿山增量（万吨）	5
图表 3 海外上市公司一季度锌矿产量（万吨）	6
图表 4 全球锌矿月度产量及增速	6
图表 5 国内锌矿月度产量	6
图表 6 国内锌矿进口情况	7
图表 7 2020 年锌矿进口国占比	7
图表 8 国内外锌矿月度加工费	8
图表 9 近年锌矿长协加工费	8
图表 10 2019-2021 年国内主要矿山新增产能（万吨）	9
图表 11 2020-2021 年海外冶炼厂增减产量情况（万吨）	10
图表 12 全球精炼锌月度产量	10
图表 13 国内精炼锌月度产量	10
图表 14 2020-2021 国内冶炼厂新增产能（万吨）	11
图表 15 国内炼厂 7-8 月检修情况（万吨）	12
图表 16 国内精炼锌进口量	12
图表 17 精炼锌进口盈亏情况	12
图表 19 全球精炼锌消耗情况	14
图表 20 欧美 PMI 指数情况	14
图表 21 全球各地区精炼锌消费占比情况	14
图表 22 欧美日韩各国汽车销量产量情况	14
图表 23 下半年基建投资环比有望改善	15
图表 24 全年专项债额度同比小幅下滑	15
图表 25 地方政府专项债券月度发行	15
图表 26 竣工大年带动，下半年投资维持高增长	15
图表 27 汽车产销增速回落，下半年预计温和增长	16
图表 28 汽车月度出口情况	16
图表 29 家电累计产量增速回落	17
图表 30 白色家电出口增速有所回落	17
图表 31 交易所库存先增后	18
图表 32 海外库存攀升至相对高位	18
图表 33 锌锭库存去库至低位	18
图表 34 保税区库存低位运行	18
图表 35 2017-2021 年全球锌市供需平衡表	19
图表 36 国内锌市供需平衡表	19

一、锌市场行情回顾

上半年锌价整体呈现探底回升后，震荡重心上移的走势，主要分为三个阶段。

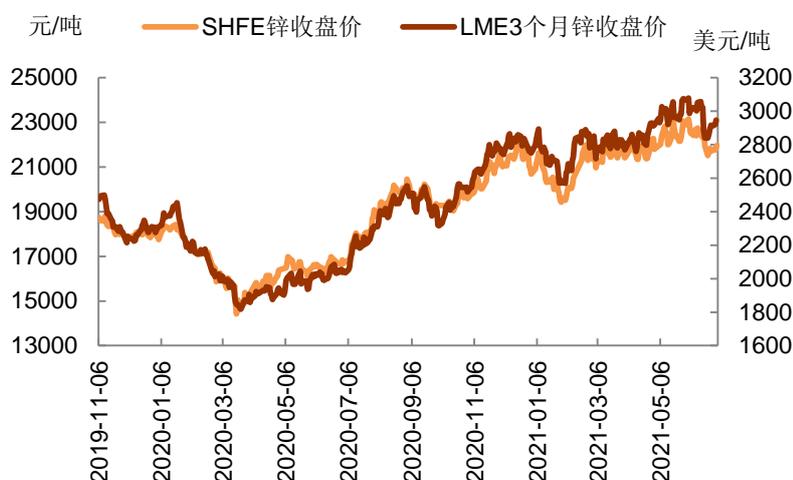
第一阶段：1-2月份期价呈现探底回升的走势，1月28日主力低点至19325元/吨。年初，随着美国政治风险减弱且新总统拜登提出数万亿美元规模的刺激计划，美元止跌反弹，金属高位承压。与此同时，国内河北等地疫情严峻，加之需求超预期下滑拖累了锌价走势。月末，受海外贸易商集中交仓令锌价跌破万二一线。待市场消化利空影响后，伴随着市场对通胀预期的进一步升温，锌价修复性反弹至22000元/吨附近震荡。

第二阶段：3-4月份期价呈现区间20800-22500元/吨震荡。3月初受镍遭抛售的连锁反应，锌价短暂跌破21000元/吨支撑。随后伴随着美国1.9万亿刺激计划政策落地，国内社融数据超预期，中美即将启动高层战略对话等利多影响，市场风险偏好回暖，带动锌价上行。与此同时，内蒙古实施能耗双控、市场传言国家抛储及政策层面加大对大宗商品高价的关注，令市场情绪转为谨慎。锌价在宏观及基本面多空因素交织下，区间震荡运行。

第三阶段：5-6月期价呈现冲高回落的走势。美国4月非农就业数据爆冷，加强了市场对美联储维持宽松政策的预期，美元大跌，沪锌震荡重心上移，加之云南限电影响超预期，5月中旬期价刷新年内高点至23535元/吨，不过美联储6月议息会议限制加息预期提前，美元大幅反弹，加之6月中旬官宣抛储、云南限电影响减弱，宏观及基本面共振拖累锌价回落，但现货升水及低库存限制锌价下跌幅度。

伦锌方面，走势类似于沪锌。与2月2日创下年内最低点2546.5美元/吨，随后反弹至区间2700-2950美元/吨震荡，5月18日达上半年高点3108.5美元/吨，截止至6月30日收至2973美元/吨。

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

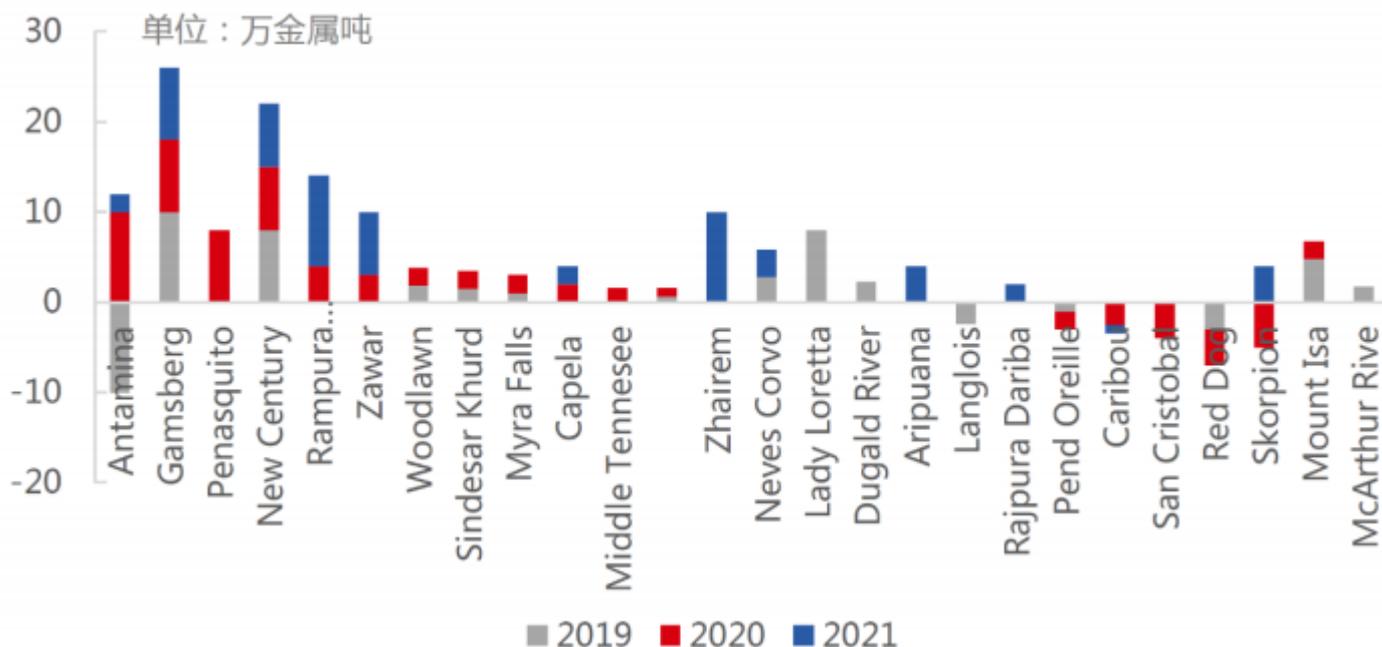
二、锌矿端

1、上半年锌矿产出低于预期，全年锌矿增加量级下调

上半年全球锌矿产出恢复较为缓慢，低于市场预期。从主要上市公司一季度报告来看，产出恢复同比偏低，但全年生产指导未出现大幅下调。从ILZSG数据来看，1-4月全球锌矿累计产量为413.4万吨，较去年同期增加了22.6万吨，主要受去年基数偏低影响，较2019年仅增加不到0.8万吨。上半年海外疫情影响超市场预期，如印度疫情反扑、秘鲁因疫情阶段性封锁、新冠突变株在南非爆发等等，对锌矿的生产及运输均构成一定阻碍。

后期来看，今年矿山新增项目主要集中在下半年，考虑到目前南非、秘鲁等国的新冠疫苗接种推进节奏缓慢，后期疫情风险仍存在；印度变异病毒反扑仍较严重，后期不排除再度扩大的风险。此外，6月底秘鲁总统大选中领先的佩德罗·卡斯蒂略将组阁新政府，该国530亿美元的矿业投资项目面临停滞的风险，且其推崇提高税收和采矿权利金，或进一步提高矿端生产成本，且供应也存不确定性。整体来看，上半年锌矿恢复不及预期，下半年供应预计环比回升，但受疫情及政治的不确定性影响，全年增加幅度或低于年初预期，我们将全年海外锌矿增加量级下调至25万吨，较年初预计的减少10万吨。

图表 2 2019-2021 海外主要矿山增量（万吨）



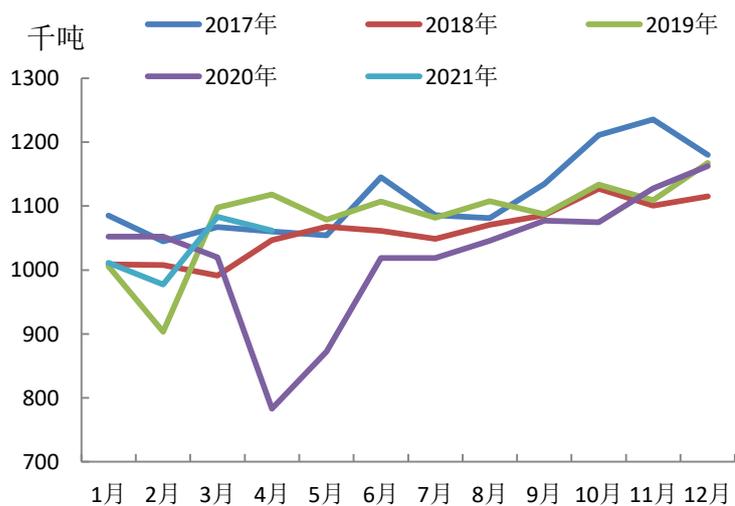
数据来源：SMM，铜冠金源期货

图表3 海外上市公司一季度锌矿产量(万吨)

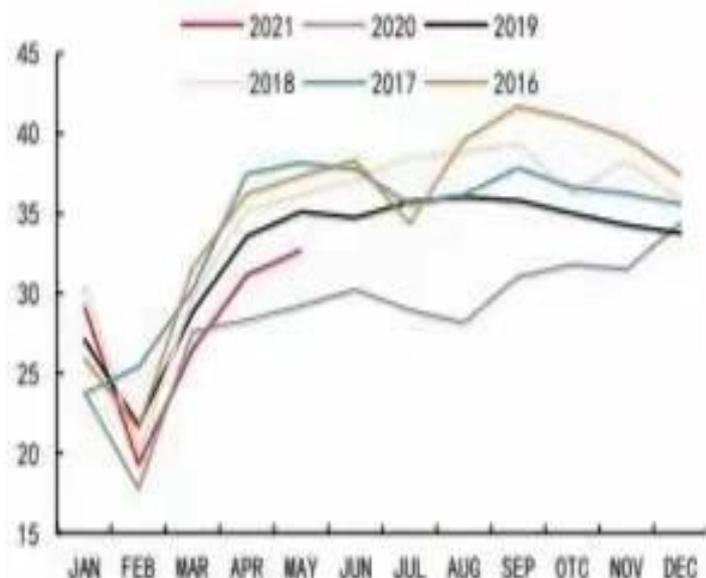
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	Q1 环比	Q1 同比	全年 预测
MMG	5.72	5.69	6.86	7.08	5.3	6.01	6.16	6.16	6.84	9.94%	29.06%	24-26
Glencore	26.23	27.36	27.33	26.83	29.56	25.45	31	31.03	28.26	-9.80%	-4.40%	125± 3
Hzi	24.5	21.3	21.9	23.5	24.9	20.2	23.8	24.4	28.8	15.28%	15.66%	
Teck	12.67	17.58	16.93	14.89	12.96	9.48	15.95	17.91	14.6	-22.67%	12.65%	58.5 - 61
Nexa	9.98	9.14	9.7	8.27	7.69	6.24	8.19	9.19	7.74	-18.73%	0.65%	31-34. 2
boliden	7.52	6.61	7.55	7.29	6.36	7.40	7.67	7.19	6.76	-6.43%	6.27%	
Lundin	4.05	3.71	3.5	3.89	3.7	3.12	3.28	4.14	3.34	-23.95%	-9.73%	14.1 - 15.1
trevali	4.57	4.78	4.85	4.76	4.49	2.99	3.36	3.36	3.39	0.88%	24.50%	14.97- 16.33
Penoles	7.04	6.95	7.67	7.57	7.4	7.22	6.77	7.41	6.97	-6.38%	-5.81%	
合计					102.36			111.24	106.61	-4.16%	4.15%	

数据来源：上市公司财报，铜冠金源期货

图表4 全球锌矿月度产量及增速



图表5 国内锌矿月度产量



数据来源：ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

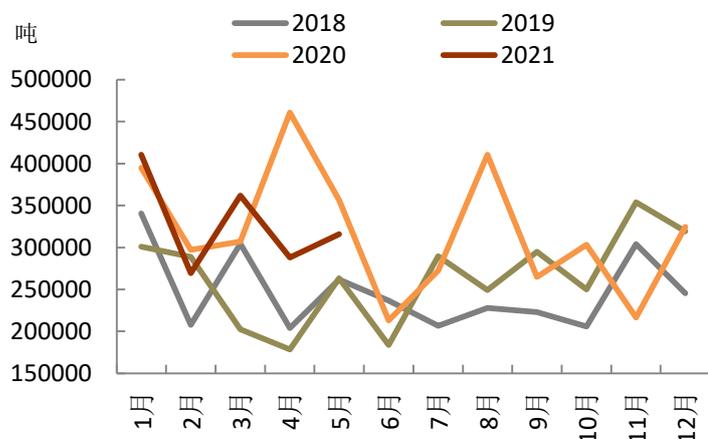
2、国内矿山新增仍低于预期，进口锌矿弥补国内供应

从国内锌矿供应表现来看，上半年国内锌矿供应总体产出低于往年同期，且季节性较为明显。一季度受春节假期及矿山季节性淡季影响，产出处于全年低位。进入二季度，伴随着矿山季节性恢复，国产锌矿产量回升。但3月中旬开始，内蒙古实施严格的能耗双控政策，对该地区部分矿山的生产形成了阶段性影响，且部分矿产推迟复工时间；4-6月份能耗管控持续影响，同时5月中旬云南限电对兰坪矿等部分矿山的生产也受到了限制。此外，近年受环保趋严影响，在新一轮的矿山整改后，国内部分中小型矿山永久退出，部分复产迟迟未实际推进，也限制整体产量供应。后期来看，三季度，随着产量持续释放，锌矿供应有望阶段性转松，进入四季度，随着北方逐步进入寒冷天气，高寒地区矿山季节性减停产，预计锌矿产出将出现小幅回落。此外，下半年关注内蒙“能耗双控”是否会影响新投产产能达产。

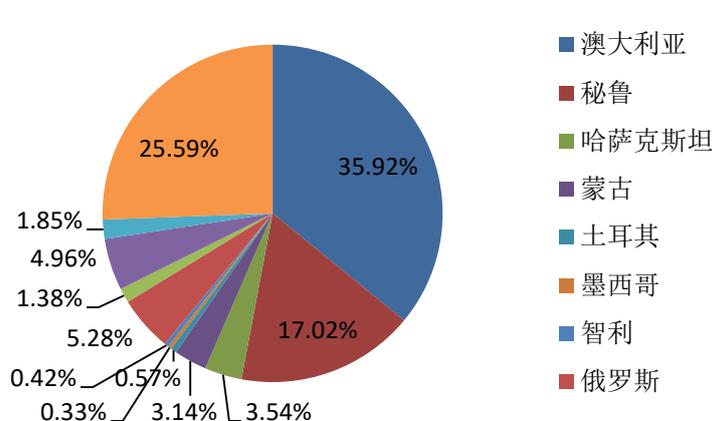
新增产能方面，近年在环保政策的影响下，国内新建项目释放并不乐观，尤其是2020年9月1日开始实施的新的资源税，更是压制了国内新产能的投放的进度。据目前了解情况来看，湖南花垣整改后，仍难以实际复产；湖南大脑坡的产量释放预期，兑现难度也较大。故我们将全年国内新增产能由年初预计的增加10-15万吨下调至增加5万吨左右。

在国内锌矿产出增量不足的情况下，中国需提高进口依赖度，以满足国内炼厂需求。海关数据显示，2021年1-5月锌矿累计进口量达164.56万吨，较2020年累计同比减少9.4%，但较2019年同比增加33.4%。上半年海外锌矿恢复较为缓慢，且国内外疫情均出现反复，导致海运费及集装箱价格上涨，进口量总体低于预期。从进口国别来看，进口占比最大的国家仍是澳大利亚和秘鲁，1-5月份锌矿累计进口量分别47.3万吨和37.2万吨，累计同比减少36.7%和增加11.5%。去年疫情对澳大利亚矿山生产影响较小，二季度进口量较往年有所加大，高基数导致前5个月进口量同比出现大度回落，但较2019年进口量仍有小幅增加。下半年来看，随着海外锌矿复产及新增项目的不断推进，预计进口量或呈现温和增加，对国内矿供应形成补充。

图表 6 国内锌矿进口情况



图表 7 2020 年锌矿进口国占比

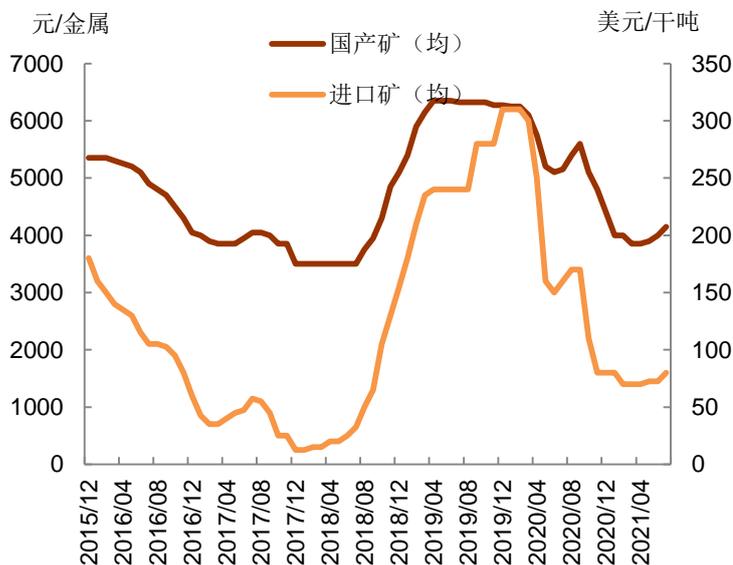


数据来源：ILZSG，Wind，铜冠金源期货

从加工费的表现来看，上半年，前4个月内外加工费均延续环比走弱的趋势，双双跌至近两年半以来的低位。4月底以来锌矿供应开始边际小幅趋松，锌矿加工费有所抬升，进入5月份，两者环比小幅回升，但6月，国产加工费延续环比小幅上行，而进口加工费暂缓涨势。下半年，进入7月，内外加工费再度双双回升，但绝对值仍处低位。SMM数据显示，7月国产锌矿加工费报3950-4350元/金属吨，均值环比增加150元/吨；进口矿加工费报70-90美元/干吨，均值环比增加7.5美元/干吨。后期来看，随着海外锌矿供应的逐步恢复，内外加工费有望延续涨势，但受制于全年锌矿供应增加量级预估降低，加工费上涨空间或有限，此外，进入四季度，国内高纬度地区矿山产出将季节性下滑，叠加炼厂进入新一轮的原料冬储备库周期，预计国内锌矿加工费涨势相对减缓。

长协加工费来看，4月7日，泰克资源与韩国高丽亚铅就锌精矿的2021年度供应长单达成协议，最终敲定的锌精矿年度长协加工费为159美元/干吨，同比2020年下跌140.5美元/干吨，也低于市场主流180-210美元/干吨的预期价格。通常情况，长协加工费下调意味着锌矿供应紧张，而长协加工费上调意味着锌矿供应宽松。不过，长协价受到一季度现货加工费的一定干扰，2020年长协价受当年一季度现货加工费影响定价偏高，后期随着疫情突发情况导致现货加工费快速下滑，而今年长协价较现货加工费70-80美元/干吨约一倍的价差，实际上已经能反映出市场对全年锌矿维持宽松的预期。

图表 8 国内外锌矿月度加工费



图表 9 近年锌矿长协加工费



数据来源：安泰科，ILZSG，Wind，铜冠金源期货

图表 10 2019-2021 年国内主要矿山新增产能（万吨）

地区	矿山	2019	2020	2021
内蒙古	盛大金都矿业	0.2	-	-
内蒙古	银漫矿业	0.8	0.2	-
内蒙古	高尔奇铅锌矿	0.5	-	-
内蒙古	光大矿业	0.5	-	-
内蒙古	二道河铅锌矿	1	-	-
内蒙古	国金矿业八岔沟西	1	2	-
内蒙古	乾金达	-	-	1
新疆	乌拉根铅锌矿	0.5	2	2
青海	格而木庆华矿业	0.7	-	-
黑龙江	伊春翠宏山铁锌矿	0.5	-	-
湖南	花垣县	1	2	10
湖南	大脑坡铅锌矿	-	1	2.5
甘肃	郭家沟铅锌矿	2	1	-
	合计	8.7	8.2	15.5

数据来源：我的有色，铜冠金源期货

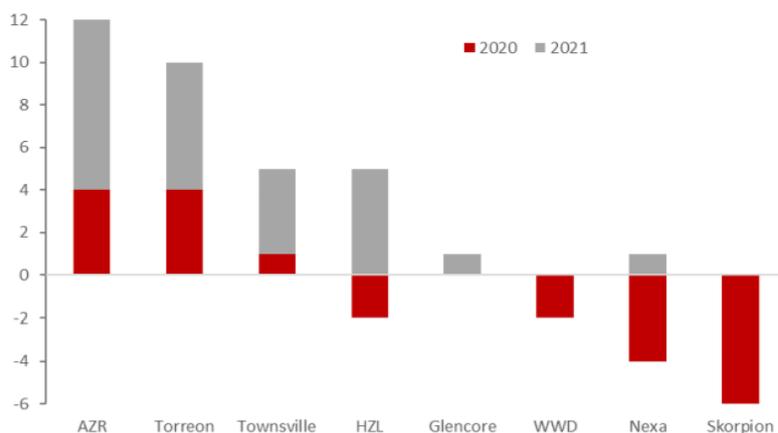
二、冶炼端

1、上半年精炼锌供应温和增加，2021 年约 10 万吨新增产能

ILZSG数据显示，1-4月份全球精炼锌产量463.4万吨，累计同比增加4.3%，增加19.23万吨，较2019年同比增加35.65万吨。

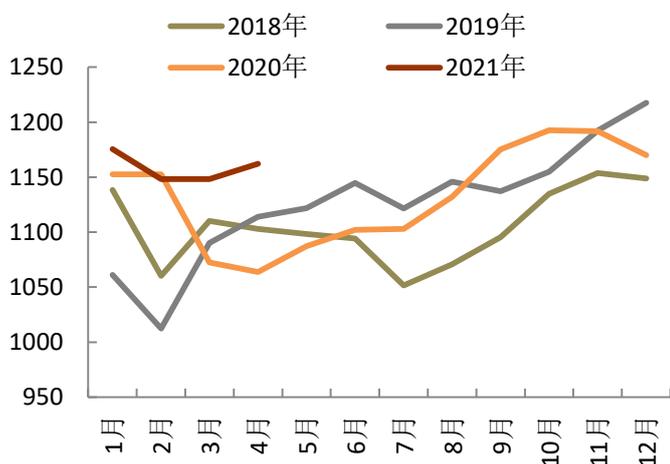
疫情对海外冶炼端影响相对有限，上半年精炼锌供应温和增加。全年来看，增量除了2020年受疫情影响的恢复外，美国马头公司AZR、高丽亚铅子公司位于澳大利亚的 Townsville 冶炼厂、佩诺尔斯Penoles公司位于墨西哥的托雷翁Torreon锌冶炼厂将继续爬产，另HZL 将于Gujarat 建设全球成本最低的冶炼厂，预计2022全面投产。不过海外新增产能的释放趋势较缓慢，预计全年冶炼新增产能在10万吨左右。

图表 11 2020-2021 年海外冶炼厂增减产量情况（万吨）

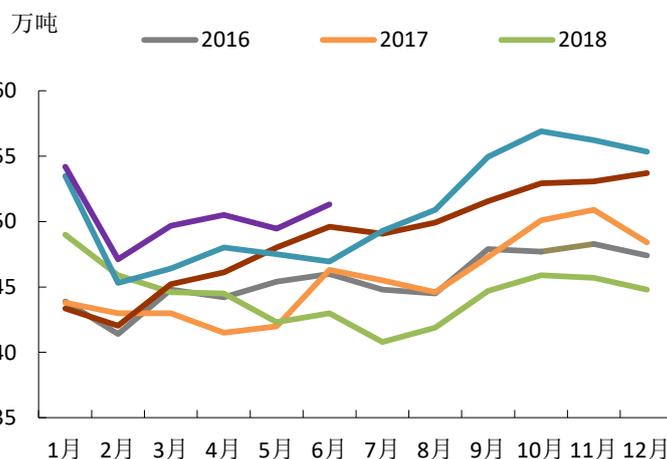


数据来源：SMM，铜冠金源期货

图表 12 全球精炼锌月度产量



图表 13 国内精炼锌月度产量



数据来源：ILZSG，SMM，铜冠金源期货

2、上半年冶炼端干扰超预期，进口窗口多处关闭

国内来看，上半年冶炼端干扰事件不断，超出市场预期。春节假期后，冶炼企业多复产，但原料锌矿供应紧张，冶炼企业原料库存由此前的25-30万吨/天的水平降至半个月左右的水平，限制精炼锌产出。自3月中旬起，内蒙古实施严厉的能耗双控政策。要求内蒙古地区铅锌矿企业及锌冶炼厂当年能耗程度不得超过去年同期能耗水平，由于企业短期内难以通过改进工艺的方式明显降低单位能耗，这一措施实际上在倒逼冶炼厂及矿山减产。3月当月影响内蒙产出达万吨左右吗，超市场预期，同时4-6月影响延续。5月中旬，另一生产精炼锌大省云南雨季推迟到来，地区用电量告急，政府为保民生用电，开始要求生产企业错峰用电。5月云南地区炼厂因限电导致的生产影响量在8600余吨。进入6月中旬，云南限电影响减弱，前期检修企业陆续复产。据SMM数据显示，1-6月国内精炼锌产量为302.31万吨，累计同比增5.4%或15.6

万吨。后期来看，锌矿供应边际向好，原料制约影响逐步缓解。但7、8月仍为用电高峰，6月中旬广西地区高能耗行业电价上调正在意见征询；同时，7、8月冶炼企业多常规检修。预计三季度精炼厂产出环比小幅增加。进入四季度，国内矿产产出季节性回落，或限制冶炼企业爬产。此外，碳中和、碳达峰的政策影响或许将贯穿于全年，限制下半年企业产出增加幅度。

新产能投放方面，2020年11月底投产的10万吨新疆紫金冶炼项目，在上半年经过调试运行后，于5月顺利达产。此外，据悉广西誉升一期推迟至三季度才投产，今年或难以放量；西南能矿一期下半年有望投产；其它项目均有所推迟。故全年精炼锌增量由年初预计的增加25-30万吨下调至20万吨。

从锌锭进口情况来看，1-5月份国内精炼锌净进口量为22.89万吨，累计同比增加了65.4%，因去年基数较低；但低于2019年同期的27.4万吨。上半年，人民币持续升值，进口窗口多处于关闭状态，开启时间较短。市场主要以长单流入为主，保税区散单流入相对有限。后期来看，人民币仍较为坚挺，加之海外经济复苏有望延续，内外比价有望走低，进口窗口或难以持续性开启，预计全年净进口量维持在50-55万吨的水平。

今年3月中旬市场开始传言国家将进行抛储，直至6月16日官宣抛储，22日国家粮食和物资储备局发布公报，决定开始投放2021年第一批锌国家储备，销售总量为3万吨，7月5日至6日公开竞价。从量级来看，第一批抛储量约占精炼锌月度产量6%。若按此前市场预期的，分批抛储至年底来看，预计下半年合计投放量达21万吨，略高于市场预期抛储量级10-20万吨。相较于当前周度去库量而言，3万吨量级将加快下半年社会库存拐点的来临。

图表 14 2020-2021 国内冶炼厂新增产能（万吨）

企业名称	原产能	新产能	实际投产	备注
新疆紫金锌业	0	10	2020.11.10	目前尚未生产，增量或体现在2021年
青海西部铝业	0	6	2020.Q4	计划投产
青海华信环保	0	5	2020.Q4	计划投产
陕西锌业	20	5	2021.Q1	在建（5万吨锌合金）
西南能矿	0	10	2021	在建
祥云飞龙	18	15	2021	在建
广西誉升	0	10	2021	计划投产
南丹吉朗	6	8	2021	技改
广西永鑫	5	6	2021	在建
南方有色	32	20	2021	在建

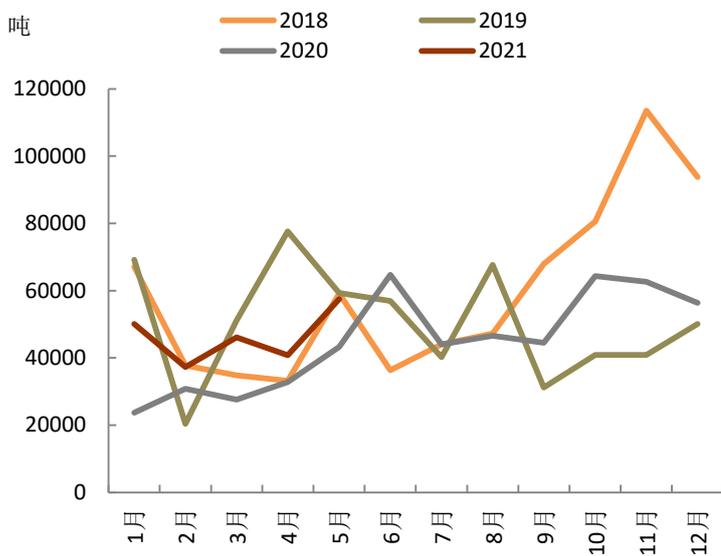
数据来源：SMM，铜冠金源期货

图表 15 国内炼厂 7-8 月检修情况 (万吨)

企业名称	时间	备注	环比影响 (万吨)
安徽铜冠	7 月	计划检修	-3000
赤峰中色	7 月	7 月中旬计划检修, 1 个月	-5500
株洲冶炼	7 月	可能检修	-4200
罗平锌电	7 月	6 月 19 日检修至 7 月底	-6000
云南限电恢复量	7 月	复产	12620
甘肃白银	7 月	检修恢复	10000
兴安铜锌	7 月	检修后复产	7000
合计			10920
安徽铜冠	8 月	复产	3000
赤峰中色	8 月	复产	2000
株洲冶炼	8 月	复产	4200
罗平锌电	8 月	复产	6000
甘肃白银	8 月	可能检修另一条线	-10000
合计			5200

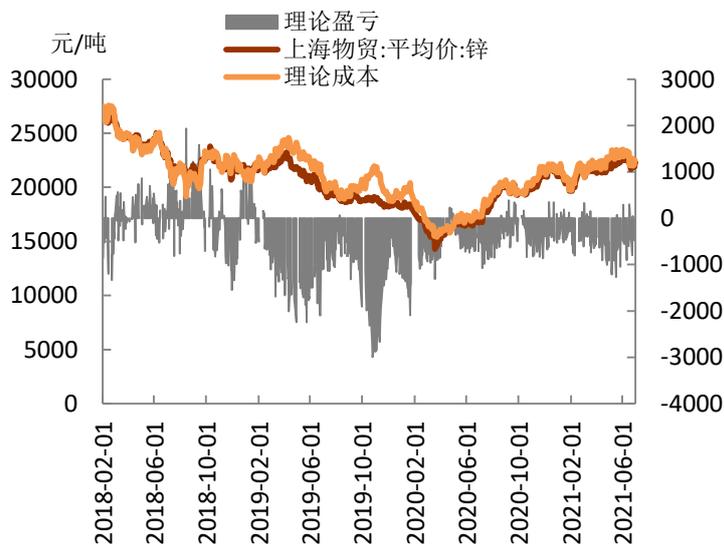
数据来源: SMM, 铜冠金源期货

图表 16 国内精炼锌进口量



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 17 精炼锌进口盈亏情况



图表 18 国家锌储备情况

形式	日期	数量（万吨）	价格（元/吨）
收购	2009. 1. 14	5. 9	11800
	截止至 2009. 11 共收购	15. 9	
	2012. 11. 15	10	16000
	2013. 3. 15	5	16010
投放	2010. 11. 9	5	19700

资料来源：新闻整理，铜冠金源期货

三、需求端

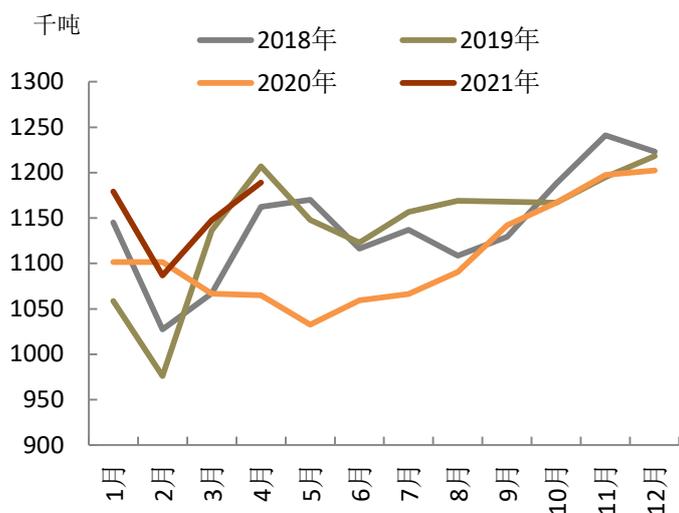
1、上半年欧美经济复苏良好，下半年有望继续带动锌消费

从消费端来看，中国是世界上最大的锌消费国，占全球消费量将近一半。第二大消费国美国年度锌锭消费量90多万吨，占全球消费量7%。欧洲年锌锭消费量约240万吨，占全球消费量18%。日韩年消费量约100万吨，占全球消费量8%。印度年锌锭消费量约65万吨，占全球消费量5%。ILZSG数据显示，1-4月份全球精炼锌累计消费量为460.3万吨，累计同比增加6.2%，增加26.74万吨，较2019年累计同比减少9.24万吨。

上半年海外经济持续复苏，美国供应管理协会：6月制造业PMI为60.6%，虽然小幅低于5月数据，但总体看，经济在2020年4月收缩后，已连续13个月出现扩张。欧元区6月制造业PMI终值为63.4，超市场预期及前值，为历史最高水平。此外，拜登政府将进一步推进美国基建政策。6月24日，白宫同两党参议员就改善美国路桥和宽带的重大基础设施方案达成协议，方案计划8年内共投入1.2万亿美元，包括5790亿美元的新支出。7月1日，民主党控制的美国众议院批准了一项7150亿美元的地面交通和水利基础设施法案。民主党人认为，这是国会希望在9月份完成全面基础设施立法的第一步。基建政策预期将继续推升市场乐观的氛围，落地后将增强工业品消费。另外，从欧美汽车销量情况来看，上半年欧美汽车市场继续回暖，销量呈稳步增长态势；其中以英国表现最为突出，销量暴增7倍。

整体来看，在疫苗接种进一步推进及美国基建预期支撑下，下半年欧美经济有望延续改善趋势，有望对全球锌消费形成部分接力和带动。

图表 19 全球精炼锌消耗情况

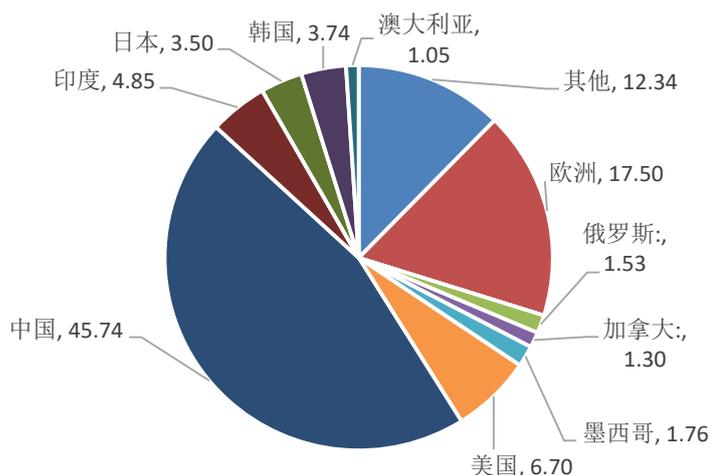


数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

图表 20 欧美 PMI 指数情况

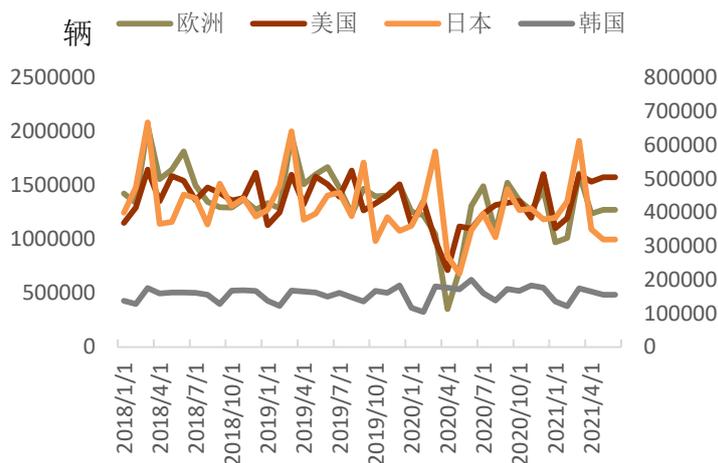


图表 21 全球各地区精炼锌消费占比情况



数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

图表 22 欧美日韩各国汽车销量产量情况



2、终端消费韧性较强，全年或呈现低增速

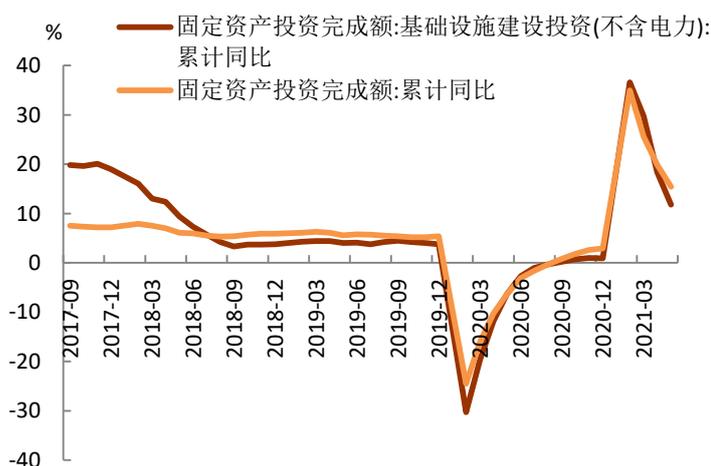
从国内终端消费结构来看，基础设施建设占比最大，其次是房地产、建筑业和汽车工业。

从基建板块来看，国家统计局：1-5月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长15.4%，较前值回落4.5个百分点，两年平均增长4.2%。其中，1-5月基础设施投资同比增长11.8%，较前值回落6.6个百分点。

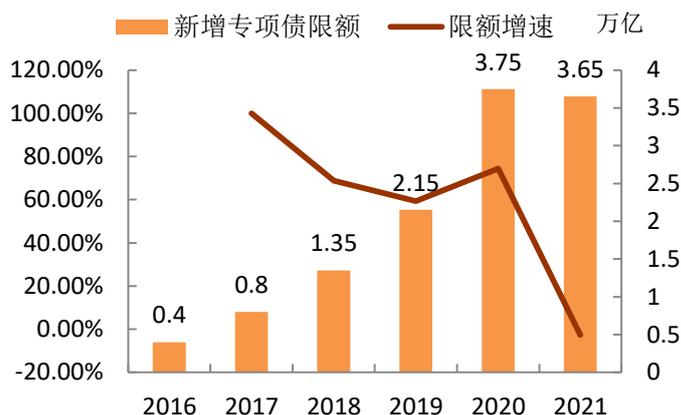
前5个月基建投资修复速度缓慢，或因财政资金支持不及预期。今年地方政府专项债额度为3.65万亿，比2020年有所下滑。同时，今年财政部取消了地方债发行时限要求，地方政府根据实际需求自行决定发债时间，而开年以来国内经济持续恢复，使得财政逆周期发力

的必要性不高，将财政政策资源后倾，可以对冲下半年经济的潜在回落风险；另外，今年专项债额度下达时间较晚，叠加省级政府向市县分配额度需要时间和流程，导致进度缓慢。5月专项债发行明显提速，达4524亿元，对基建的资金支持有所增加，但仍低于市场预期值。后期来看，年内仍有2.5万亿待发限额，加之新专项债资金优先保障在建项目，下半年基建投资环比有望改善。

图表 23 下半年基建投资环比有望改善

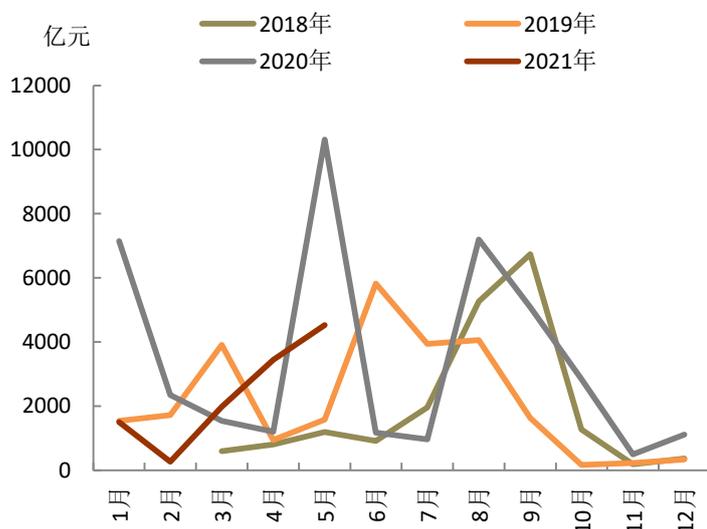


图表 24 全年专项债额度同比小幅下滑

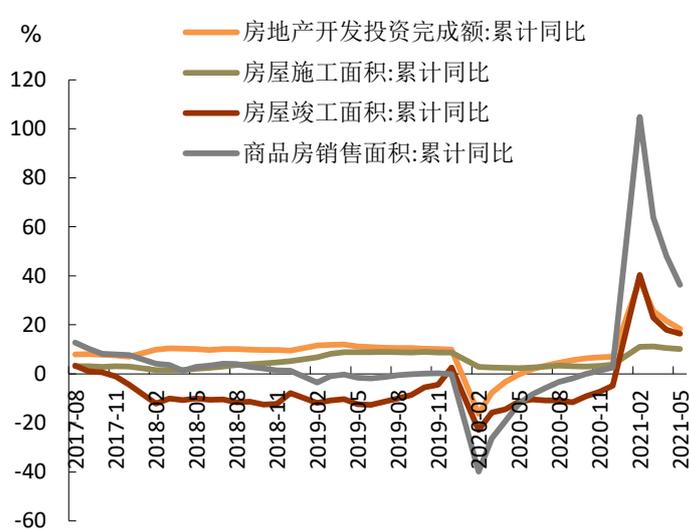


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 25 地方政府专项债券月度发行额



图表 26 竣工大年带动，下半年投资维持高增长



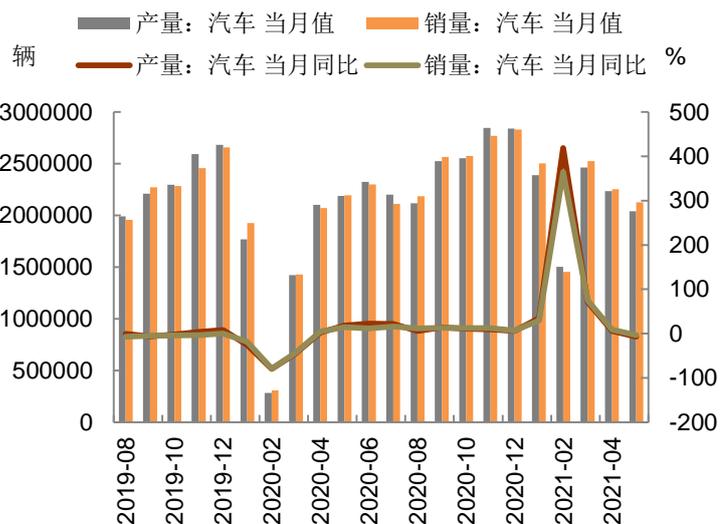
数据来源: Wind, 铜冠金源期货

从房地产板块来看，1-5 月份，全国房地产开发投资同比增长 18.3%，较前值回落 3.3 个百分点。较 2019 年两年复合增长 8.6%。新开工、施工、竣工、商品房销售面积累计同比 6.9%、10.1%、16.4%、36.3%，增速均较 1-4 月回落，两年复合累计增速分别为-3.5%、6.2%、

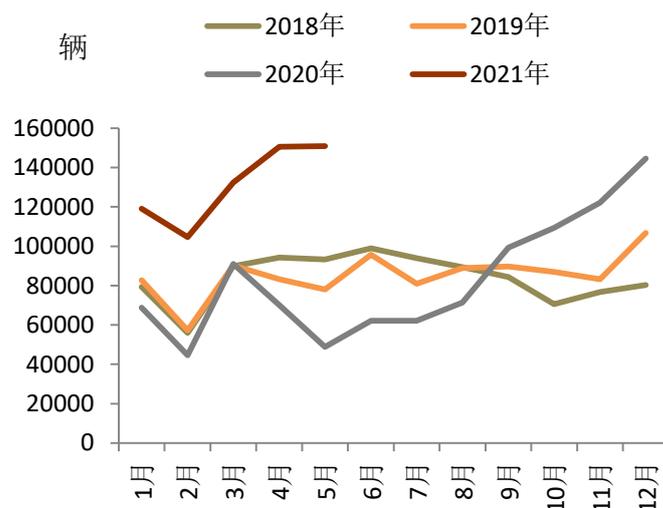
1.6%、9.3%。土地购置面积自4月起年初高点快速走低并回归负增长区间，累计同比转负，下跌7.5%。对比历年新开工规模，2021年前5月房屋新开工面积累计增速为除2020年外历史最低，表明当前房企在房屋新开工方面投资的乏力和审慎。土地购置面积也处于历史最低位。不过受前5月竣工施工建安加快投资抵消了开工拿地双放缓拖累，开发投资增速仍保持两位数增长。但随着竣工交付节点的到来，施工面积增速逐渐走低，竣工面积增速也快增至历年高点，两者消化下自3月起开发投资同比及累计同比增速均逐渐收窄至18%。

下半年来看，随着去年基数上升和需求过度透支，销售增速也将持续收窄至低位增长甚至负增长；伴随着22城已结束两轮集中供地，及22城集中土拍收尾，下半年全国土地购置面积或迎来一轮较大回升；同时，房企于核心城市购置的高价值地块开工入市，后续新开工规模单月增速有望回正，对应的建安投资额也有望回升至高位；此外，2021年竣工大年的大背景不会改变，建安投资融资并未受限，房屋施工面积随着交付节点的到来在下半年继续保持高位。总的来看，竣工大年将加紧施工，叠加新开工、土地购置回升将支撑开发投资保持高位增速，有望支撑房地产后周期相关产业。

图表 27 汽车产销增速回落，下半年预计温和增长



图表 28 汽车月度出口情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

从汽车板块来看，中汽协：1-5月，汽车产销1062.6万辆和1087.5万辆，同比增长36.4%和36.6%，增速比1-4月回落17%和15.2%。同时，2021年6月上旬，11家重点企业汽车生产完成43.4万辆，同比下降36.6%。数据来看，5月产销同比增速年内首度出现负值，而6月同比增速可能延续下滑。出口情况来看，1-5月累计出口量达66.96万辆，较去年同期累计同比增长107%，较19年1-5月也增长了71%，出口高增长带动了部分汽车产出增速。

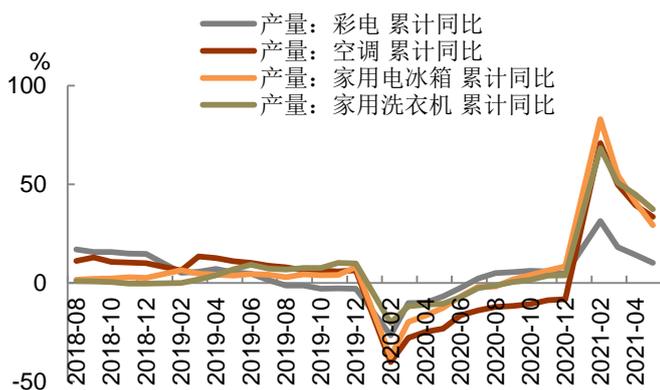
上半年来看，芯片短缺对汽车产销影响逐月增加，且短期难以有限改善，从国内外机构最新预期来看，预计到今年三季度将有所缓解。此外，年初至今原材料价格不断上涨也加大了企业成本压力，且人民币汇率持续升值也抑制了二季度部分出口需求，对于下半年来看，

随着芯片供应不足的问题有望趋于缓解，且人民币暂缓升值，出口预期向好，或带动国内汽车产销温和增长。

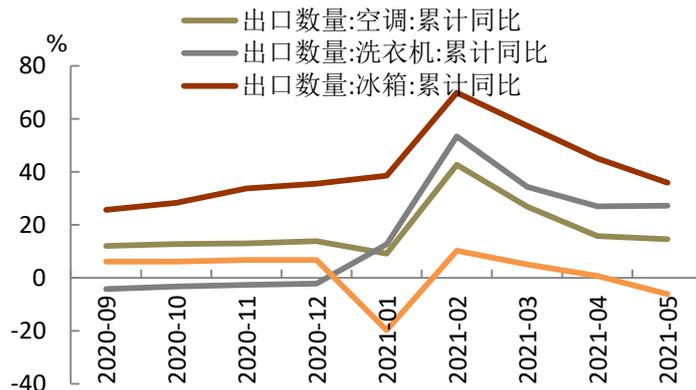
从家电板块来看，国家统计局：1-5 月空调、洗衣机、冰箱、彩电累计产量分别同比增加 33.4%、37.3%、29.2%和 10.2%。出口方面，1-5 月空调、冰箱、洗衣机累计同比分别增 14.6%、35.9%、27.2%，除了洗衣机增速略回升外，空调、冰箱增速均较 1-4 月回落，彩电累计同比增速转负，为 6.2%。数据显示，前 5 个月白色家电累计产量同比增速均呈现回落态势，同时人民币较为坚挺也对出口构成抑制，出口增速也延续回落。后期来看，在国内房地产竣工周期的传导下，家电内销将维持较高的增速；不过海外经济复苏，可替代品增加，或限制外销增速。

综上所述，下半年基建投资动能将维持一定韧性，全年仍有望温和增长；房地产开发投资保持高位增速，有望支撑房地产后周期相关产业；国内汽车产销温和增长；家电外销增速或下滑，但内销在地产后周期带动下仍有望增长。

图表 29 家电累计产量增速回落



图表 30 白色家电出口增速有所回落



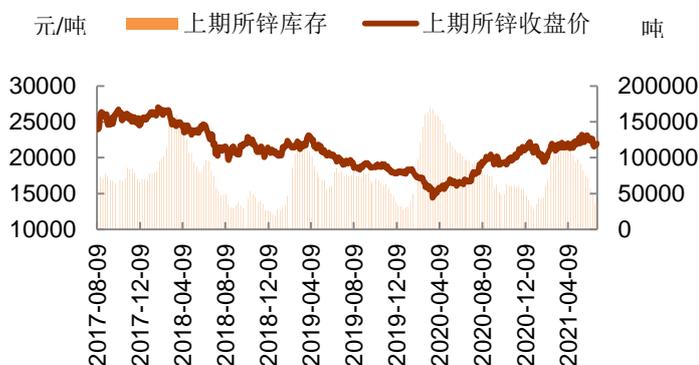
数据来源: Wind, 铜冠金源期货

三、全球库存情况

年初至今，伦敦库存出现几波集中交仓，分别在 1 月底和 4 月中旬，分别交仓达 10.5 万吨、3 万吨，库存一度攀升至近 30 万吨的高水平，随后自 4 月中旬起库存逐步下滑，截止至 6 月底，库存下滑至 25.4 万吨。当前现货维持贴水在 15 美元/吨左右，库存难现大幅回落，但下半年，随着海外经济的持续复苏，带动消费不断增加，伦敦库存有望进一步去化。国内来看，上期所库存先增后减，3 月中旬达年内高位 12.3 万吨后逐步减少，截止至 6 月底库存降至 3.5 万吨，重回年初的水平。社会库存亦在 3 月中旬达上半年高点，随后持续去化，一方面国内二季度刚性需求仍存，另一方面二季度精炼锌产出低于预期，供应存缺口，带动库存由高点 26.33 万吨降至不足 12 万吨。下半年，国内冶炼端供应稳步回升，进口相对有限，加之国家抛储量灵活调动，或加快社会库存拐点出现。不过，国内消费端仍存较强韧性，“金

“九银十”或再度带动去库，整体库存水平或难现大幅攀升。保税区库存来看，受制于进口窗口多处关闭状态，散单进口量相对有限，上半年处于低位水平，下半年也难现大幅增加，或维持低位。

图表 31 交易所库存先增后减



图表 32 海外库存攀升至相对高位



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 33 锌锭库存去库至低位



图表 34 保税区库存低位运行



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

四、总结与后市展望

欧美经济数据表现亮眼，海外经济复苏较为强劲。美联储下半年货币正常化预期较强，美元弱势格局或打破，金属将承压。供应端，海外疫情超预期、中小矿山产出不及预期、国内新增投产较为缓慢，全年全球锌矿过剩量级预计收窄。三季度内外加工费有望延续涨势，四季度炼厂冬储，加工费涨势相对减缓。上半年国内冶炼受干扰超预期，下半年随着原料增加，及干扰因素缓和，供应或逐步增加。不过，碳中和、碳达峰的政策影响将贯穿于全年，限制下半年精炼锌产出增幅。此外，国家7月首批抛储，或加快国内进入累库周期，后期投

放量或依据锌价灵活调整。

需求端仍具韧性，下半年专项债发行速度或加快，加之资金优先保障在建项目，基建投资环比有望改善；竣工大年叠加新开工、土地购置回升将支撑开发投资保持高位增速；芯片短缺三季度将有所缓解，或带动汽车产销环比回升；家电外销增速或下滑，但内销在地产后周期带动下仍有望增长。

整体来看，矿端及精炼锌存边际改善预期，叠加国家分批抛储，供应将呈现增加态势，三季度或进入累库周期。但海外需求延续复苏，国内传统消费板块韧性较强，且供应端难出现放量增加，对期价构成支撑。故我们认为下半年锌市或难出现趋势性行情，节奏上或呈现先抑后扬，沪锌主要运行区间在 20000-24000 元/吨，伦锌主要运行区间在 2600-3200 美元/吨。

图表 35 2017-2021 年全球锌市供需平衡表

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 E
锌矿供应	1268.1	1282	1289.7	1223.6	1254
增速	0.10%	1%	2%	-5.12%	2.48%
精锌产量	1348.6	1310.2	1348	1370	1390
增速	-0.55%	-2.85%	2.50%	1.63%	1.46%
精锌需求	1395.3	1365.8	1370.7	1321.2	1355
增速	2.11%	-2.11%	-0.10%	-3.61%	2.5%
精锌平衡表	-46.7	-55.6	-22.7	48.8	35

数据来源：ILZSG，铜冠金源期货

图表 36 国内锌市供需平衡表

	2018 年	2019 年	2020 年	2021*
精锌产量	567	622	642	662
增速	-7.8%	9.7%	3.2%	3.1%
净进口量	69.3	54.4	52	50
精锌需求	650	665	680	685
增速	-5.8%	1.5%	2%	0.75%
精锌平衡表	-13.7	11.4	14	27

数据来源：ILZSG，Wind，铜冠金源期货

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。