

2017 年 3 月 10 日

星期五

加息预期升温&需求尚未回暖

锌价偏弱运行



联系人 黄蕾
电子邮箱 huang.lei@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

要点

● 美国经济数据大多良好，加之近期包括耶伦在内多位美联储官员偏鹰派言论，加息预期升温。特朗普在国会首秀上，称将要求 1 万亿美元基建支出，符合市场预期，但未公布具体实施细节。欧元区经济复苏持续强劲，制造业重磅指标 PMI 持续六个月加速，并在 2 月创出近六年最高水平，意大利的数据表现尤为惊人。不过，欧元区在 2017 年有诸多风险因素，也是黑天鹅事件极容易发生的地区。3 月份，荷兰将进行大选，2017 年 4 月份和 5 月份，法国将进行总统选举。中国 2 月两项制造业 PMI 均录得向好。另外，中国 2 月进口暴涨，当月贸易帐三年来首次出现逆差。2 月外储意外收复失地，再度重返 3 万亿美元关口上方，或显示市场对人民币贬值预期变得相对乐观。近期恰逢“两会”召开，李克强总理在政府工作报告中表示，今年经济增长目标 6.5% 左右，CPI 涨幅 3% 左右，赤字率拟按 3% 安排，M2 和社融余额预期增长均为 12% 左右。今年的经济目标稍有所下调，或预示政府今年不会进行强刺激。此外，报告中还提到，今年继续加强轨道交通、民用航空、电信基础设施等重大项目建设。今年房地产投资量因调控升级或有所下降，更彰显基建投资弥补不足的作用。

● 锌方面，2017 年全球矿山新增产能及其有限，大型矿山需要 2018 年才能集中投放，复产产能也并不会全面迅速投放。备受市场关注的嘉能可年度报告中仍未宣布复产，因此目前全球锌矿供应大格局尚未发生变化。一年一度的锌矿加工费谈判最终无果而终，从谈判的过程中来看，矿企明显占上风，也反映目前锌矿紧张的局面。从全球来看，锌矿的短缺正逐步传导至冶炼环节。国内环保检查力度加大，短期锌矿产量难以大量释放，国内加工费维持降势。虽然 3 月仍有部分冶炼企业检修，但随着 2 月份检修企业的恢复，预计 3 月精炼锌产量将会增加。春节后下游需求恢复缓慢，且华北地区受环保检查影响制约镀锌消费。全国两会前后，

京津冀地区环保力度加大，其中河北镀锌结构件占全国运行产能的40%左右。保定清苑县当地镀锌厂处于全线停产状态，廊坊对部分合规镀锌亦展开50%限产措施，保守估计影响耗锌需求9000吨。锌渣供应紧张现象也持续发酵，已影响到部分氧化锌企业的开工，预计4月底之前，该现象难有效改善。整体看，目前锌供需两弱，现货持续维持贴水结构，预计两会后随着订单需求落实生产将有所好转。盘面看，受美元指数持续性走强影响，锌价不断跌破均线系统，至布林通道下线跌势放缓，预计随着美联储加息消息的落地，锌下游需求的回暖，预计期价下行空间有限，可逢低建立多仓。

● 铅方面，铅锌伴生于同样的矿床，嘉能可尚未提及复产相关信息，在一定程度上限制了全球铅矿产量的增加。不过，因 2017 年部分锌矿增产及复产，或使得铅矿产量也相应有所增加。国内 3 月份铅矿加工费再度转为降势，显示出国内铅矿供应有再度紧张的趋势。春节期间，绝大多数原生铅炼厂、再生铅大厂均维持正常生产，积累了一定的铅锭隐性库存。春节后蓄电池终端市场复工缓慢，且受“暖冬”影响，下游需求不旺，经销商及零售商春节期间电池库存消化较慢。加之 3 月是铅传统消费淡季，市场多看淡后市。盘面看，主力 1705 期价跌破第一支撑位 18000 后跌势放缓，暂受布林通道下线支撑，不过考虑到疲软的基本面，预计期价或维持偏弱运行，下方考验万第二支撑位 17300。

目录

一、铅锌市场行情回顾	5
1、2 月锌行情评述.....	5
2、2 月铅行情评述.....	5
二、宏观经济概况	6
三、锌基本面分析	7
1、2017 年全球锌矿供应紧张得以缓解.....	7
2、2017 年全球原料短缺逐渐传导至精炼锌.....	8
3、国内锌精矿供应维持偏紧，假期精炼锌供应减少.....	10
4、国内锌下游消费情况.....	11
4、锌库存情况.....	14
5、升贴水情况.....	14
四、铅基本面分析	15
1、全球铅矿产量或增加，精炼铅维持紧平衡.....	15
2、铅精矿紧张局面或再现，国产矿加工费回升.....	16
3、下游季节性淡季，需求不佳.....	17
4、铅库存情况.....	18
5、升贴水情况.....	18
五、总结与后市展望	19
1、锌价展望.....	19
2、铅价展望.....	19

图表目录

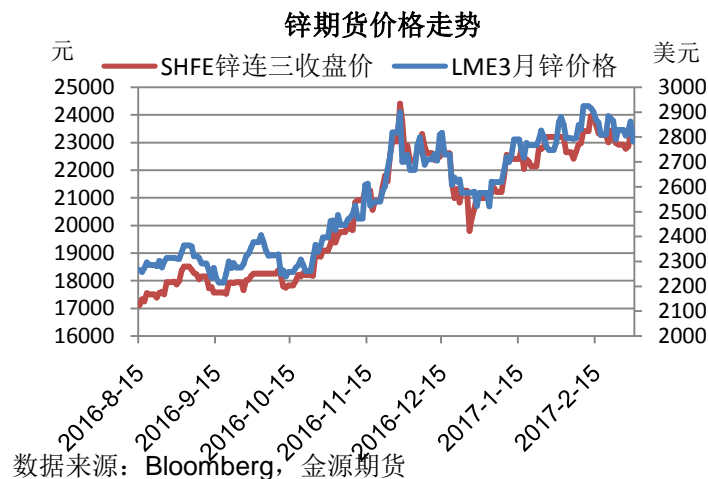
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势	5
图表 2 沪铅主连及 LME 三月期铅走势	6
图表 3 ILZSG 全球锌供需情况	9
图表 4 全球精炼锌市场供需平衡表 单位: 万吨	9
图表 5 中国精炼锌市场供需平衡表 单位: 万吨	9
图表 6 全球锌精矿市场供需平衡表 单位: 万吨	8
图表 7 中国锌精矿市场供需平衡表 单位: 万吨	8
图表 8 锌精矿产量情况	10
图表 9 锌精矿进口数据图表	10
图表 10 精炼锌产量情况	11
图表 11 精炼锌进口数据图表	11
图表 12 重点企业镀锌板销量情况	12
图表 13 镀层板出口情况	12
图表 14 基础设施建设投资数据	12
图表 15 房地产开发投资数据	12
图表 16 汽车当月产量及销量数据	13
图表 17 家电累计产量	13
图表 18 上期所锌库存	14
图表 19 LME 锌库存与注销仓单占比	14
图表 20 0# 锌升贴水	15
图表 21 LME 锌升贴水	15
图表 22 ILZSG 全球铅供需情况	16
图表 23 铅精矿产量情况	17
图表 24 铅精矿进口情况	17
图表 25 精炼铅产量情况	17
图表 26 再生铅产量情况	17
图表 27 上期所铅库存	18
图表 28 LME 铅库存与注销仓单占比	18
图表 29 1# 铅升贴水	19
图表 30 LME 铅升贴水	19

一、铅锌市场行情回顾

1、2 月锌行情评述

2 月份，沪锌主力合约换月至 1704 合约，期价呈现冲高回落后震荡走势。春节假期后沪锌补跌，随后受到全球两大铜矿减产的影响，跟随沪铜强势上涨，最高上冲至 24390 元/吨，直逼前期高点。此后，随着美联储 3 月加息预期提升，美元指数不断走强，加之市场对铜矿减产消息的消化，使得沪锌上涨功能趋缓，转而掉头下行，回落至前期震荡平台后横盘整理。截至 2 月 28 日，最终收于 22860 元/吨，月度下跌 1.34%，持仓量达 15.01 万手。LME 锌月中最高触及 2980.5 美元/吨，逼近前高，月下旬期价回调震荡，最终收于 2823 美元/吨，跌幅达 1.53%，持仓量略降至 29.46 万手。

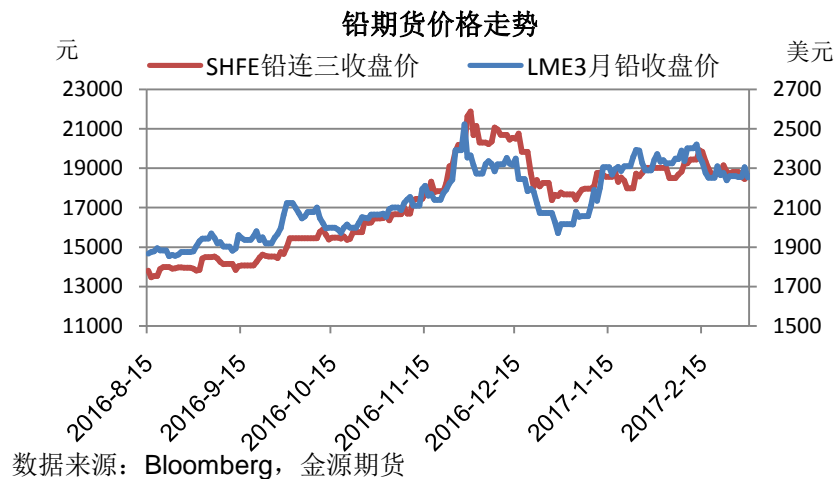
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势



2、2 月铅行情评述

2 月份，沪铅主力合约转为 1704 合约，期价呈现先扬后抑走势。月上旬，受周边基金属走势带动，沪铅不断走高，上行至 2 万一线关口附近，期价承压明显；随后市场利多出尽，多头获利离场，期价持续性走跌，重回前期震荡平台。截至 2 月 28 日，期价最终收于 18450 元/吨，月度下跌 3.02%，持仓量达 40788 手。外盘走势弱于内盘，月初期价震荡上扬，后半个月期价震荡重心较前期下移，月末最终收于 2249 美元/吨，持仓量略降至 10.4 万手。

图表 2 沪铅主连及 LME 三月期铅走势



二、宏观经济概况

美国方面,美国经济数据大多良好,加息预期升温。2 月份 Markit 制造业 PMI 指数为 54.3,自 2016 年 11 月份以来一直维持在 54 以上的高位,表明美国制造业继续扩张。美国消费市场也表现强劲,2 月份美国密歇根大学消费者信心指数为 96.3,基本也位于近两年来的最高位置。美国 1 月通胀指标核心 PCE 物价指数 1 月同比增 1.7%,持平上月,仍低于美联储 2% 的目标水平。不过,近期因包括耶伦在内的多位具有投票权的美联储官员发表鹰派讲话,使得市场对美联储三月份加息的概率骤然升温,美国联邦利率期货显示美联储 3 月加息的概率达到 90% 以上。美国 2 月“小非农”ADP 就业人数猛增至 29.8 万,创近三年新高。数据公布后,主流财经媒体的全球利率概率显示,市场预期的 3 月美联储加息概率升至 100%。目前市场静待 3 月 10 日的“非农”数据,按当前情况看,3 月议息会议上,美联储或宣布加息。美元指数受此来推动,上涨至 102 上方,基金属走势承压。此外,特朗普在国会首秀上,称将要求 1 万亿美元基建支出,符合市场预期,但未公布具体实施细节。

欧洲方面,欧元区经济复苏持续强劲,制造业重磅指标 PMI 持续六个月加速,并在 2 月创出近六年最高水平,意大利的数据表现尤为惊人。欧元区 2 月制造业 PMI 终值为 55.4,略低于 55.5 的初值,却是 2011 年早些时候以来的最高读数。除了希腊以外,所有成员国的运行状况均有改善,制造业生产、新订单(55.5)和就业这三个分项指数均出现增长,前两项甚至创下 2011 年 4 月以来最快增速。其中,意大利制造业 PMI 为 55,为 2015 年 12 月以来最高,即 14 个月新高,大幅超过市场预期的 53.5。不过,欧元区在 2017 年有诸多风险因素,也是黑天鹅事件极容易发生的地区。3 月份,荷兰将进行大选,2017 年 4 月份和 5 月份,法国将进行总统选举。目前,媒体报道称,荷兰大部分民众还是倾向于留欧,因此荷兰自由党当选的可能性不高,但是荷兰自由党的支持率相比之前应该会有所增长。不过仍需关注保守主义和民粹主义的崛起,是否会导致欧元区分裂。

国内方面,2月两项制造业 PMI 均录得向好。统计局数据显示,2月官方制造业 PMI 51.6,高于预期的 51.2,连续7个月位于荣枯线上方,制造业继续保持稳中向好的发展态势。财新中国制造业 PMI 2月录得 51.7,比1月高出 0.7个百分点,显示制造业整体运行连续六个月扩张。另外,中国2月进口暴涨,远超市场预期,出口增速则低于预期,当月贸易帐三年来首次出现逆差。进口超预期的主因是大宗商品价格上涨,叠加春节内需回暖,这种情况或不具可持续性。中国外储在2月意外收复失地,再度重返3万亿美元关口上方,终结了此前连续7个月下跌的态势,或显示市场对人民币贬值预期变得相对乐观。近期恰逢“两会”召开,李克强总理在政府工作报告中表示,今年经济增长目标 6.5%左右,CPI 涨幅 3%左右,赤字率拟按 3%安排,M2 和社融余额预期增长均为 12%左右。今年的经济目标稍有所下调,或预示政府今年不会进行强刺激,市场悲观情绪一度蔓延,拖累大宗商品走势。此外,报告中还提到,今年要完成铁路建设投资 8000 亿元、公路水运投资 1.8 万亿元,再开工 15 项重大水利工程,继续加强轨道交通、民用航空、电信基础设施等重大项目建设。多家研究机构预计,2017 年中国固定资产投资增速预计保持在 8%左右,基建投资的整体规模约为 16 万亿元。今年房地产投资量因调控升级或有所下降,更彰显基建投资弥补不足的作用。

三、锌基本面分析

1、2017 年全球锌矿供应紧张得以缓解

2016年全球锌矿产量下降约90万吨,主要是嘉能可旗下的几个矿山及澳大利亚Nystar 旗下的Middle Tennessee。

目前已知2017年海外新建矿山产能仅8.2万吨,包括五矿旗下的Dugald River 锌矿、Vedanta 的Gamsberg 锌矿,且都将至少需要在2018年才能投入使用。另外,嘉能可公布2017年锌精矿生产计划产量为119万吨,较2016年产量增加9万吨。

备受市场关注的嘉能可2月初公布2016年全年报告,四季度产量则较前季上升8%至30.49万吨,但全年如预期减产24%,且仍未宣布复产。

国内方面,从新建及投产计划来看,2017年主要有银漫矿业、国森二道河铅锌矿、甘肃郭家沟铅锌矿、会东大梁矿业等矿山提供新增产能,安泰科预计2017年新增产量将达到24.4万吨。国内锌矿供应继续呈现北松南紧的格局,考虑到环保等众多因素阻挠,新增产量将受到一定冲击,锌矿增量并不会快速扩大。

整体看,2017年全球矿山新增产能及其有限,大型矿山需要2018年才能集中投放,复产产能也并不会全面迅速投放。因此,目前全球锌矿供应大格局仍未发生变化,只是锌矿短缺的幅度有缩窄的趋势。

加工费方面,2月28日-3月1日,在国际锌业协会会议上举行了一年一度的锌矿加工费谈

判，由于双方分歧较大，谈判最终无果而终，市场预计在3月份的欧洲会议上将再度谈判。从谈判的过程中来看，矿企明显占上风，也反映目前锌矿紧张的局面。根据Metal Bulletin的消息，今年谈判的加工费基于2800美元，加工费范围在155-175美元之间，而去年Teck与嘉能可协商的加工费为188美元，基准价仅1500美元。

据安泰科调研与预测，2017年国外矿山产能约29.4万吨，2016年投产矿山在2017年产能释放量达7.2万吨，一共36.6万吨，国内供应增加预估在30万吨，合计约6.6万吨。全球锌矿供应紧张将得到缓解。

图表 6 全球锌精矿市场供需平衡表 单位：万吨

	2014年	2015年	2016年	2017*
精矿产量	1320.7	1278.1	1214.1	1280.7
精矿需求量	1302.9	1345.7	1313.4	1394.7
精矿供需平衡	17.8	-67.6	-99.3	-14

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 单位：万吨

	2014年	2015年	2016年*	2017年*
锌精矿产量	475	425	440	460
锌精矿需求量	539.4	575.5	579.8	543
锌精矿净进口量	109	149.6	95	90
锌精矿供需平衡	44.6	-0.9	-44.8	7

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

2、2017 年全球原料短缺逐渐传导至精炼锌

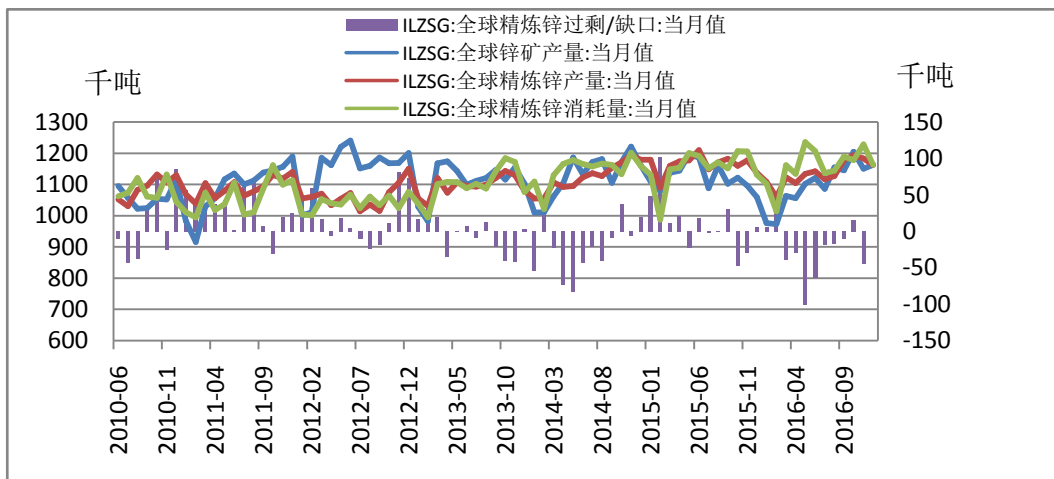
国际铅锌研究小组(ILZSG)公布的数据显示，2016年全球精锌产量为1323.9万吨，同比下降3.0%，较此前预计产量下滑幅度更大。2016年12月全球锌市供需平衡，11月修正后为短缺4.54万吨。2016年全年，全球锌市短缺28.6万吨，2015年为过剩18.9万吨。此外，预计2017年全球锌市短缺24.8万吨，2017年全球对精炼锌的需求将增加2.1%至1385万吨。

据悉，主要降幅来源于印度地区，因2016年上半年RAMPURA AGUCHA矿山产量大幅下降，影响印度斯坦锌业的原料供给，从而使得印度的精炼锌产量下降。目前RAMPURA AGUCHA矿山已逐步恢复生产，印度精炼锌产量也在逐渐回升。韩国的增幅主要来自于高丽亚铅冶炼产能的增加。中国的精炼锌产量略低于2015年同期。

从全球来看，锌矿的短缺正逐步传导至冶炼环节。例如，2月中旬，韩国高丽亚铅计划2017年减少7.7%精炼锌产量至59.99万吨，因为锌矿供应紧张和低加工费。此外，泰克(Teck)

旗下Trail冶炼厂宣布2017年精锌目标产量为30.0-30.5万吨，下调1万吨左右。2月中下旬，在北美洲，加拿大魁北克省Noranda收入基金旗下的锌厂在劳工谈判失败后，工厂的371名工会工人开始罢工。目前虽然“部分生产”已有所恢复，但Noranda方面已决定降低其2017年锌产销预测。

图表 3 ILZSG 全球锌供需情况



数据来源：Wind，铜冠金源期

根据安泰科调研与预测，2016 年全球消耗隐形库存较多，报告库存下降不多，预计 2017 年全球冶炼产量继续下降，而需求增长，锌矿的去库存趋势正逐步向精炼锌市场传导。

图表 4 全球精炼锌市场供需平衡表 单位：万吨

	2014年	2015年	2016	2017*
精炼锌产量	1321.1	1360.2	1342.2	1315.3
精炼锌需求量	1358.9	1354.2	1377.9	1395.6
精炼锌供需平衡	-37.8	6	-35.7	-80.3

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

图表 5 中国精炼锌市场供需平衡表 单位：万吨

	2014年	2015年	2016年	2017*
精炼锌产量	563	586	585	560
精炼锌需求量	625	628	657.1	670
精炼锌及锌合金净进口量	55	51	50.5	50
精炼锌供需平衡	-7	9	-21.6	-50

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

3、国内锌精矿供应维持偏紧，假期精炼锌供应减少

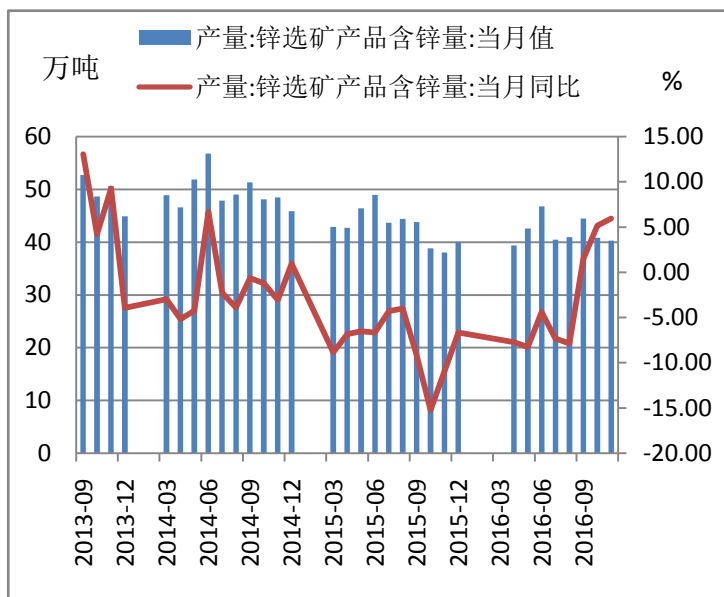
2016年受环保影响，国内锌矿新增产量低于预期。而冶炼维持高开工率，国内锌矿持续去库存。

锌矿产量方面，统计局未有更新2017年数据，据安泰科调研，今年1-2月份矿山由于利润高启，生产积极性高。北方地区因天气寒冷而被迫停产，但预计复工将会提前。不过，锌矿仍被环保检查严厉督办，不合格地区减停产要求严格，据SMM，凉山州已有锌矿山停产，四川已有两家锌冶炼厂（矿冶一体）减停产，冶炼厂减停产影响的产量不到5000吨。花垣县铅锌矿区采空区重大隐患治理，整改时限2017年12月31日。湖南瑶岗仙矿业有限责任公司矿业秩序整治，整改时限2017年8月31日。短期内锌矿产量或仍难大量释放。

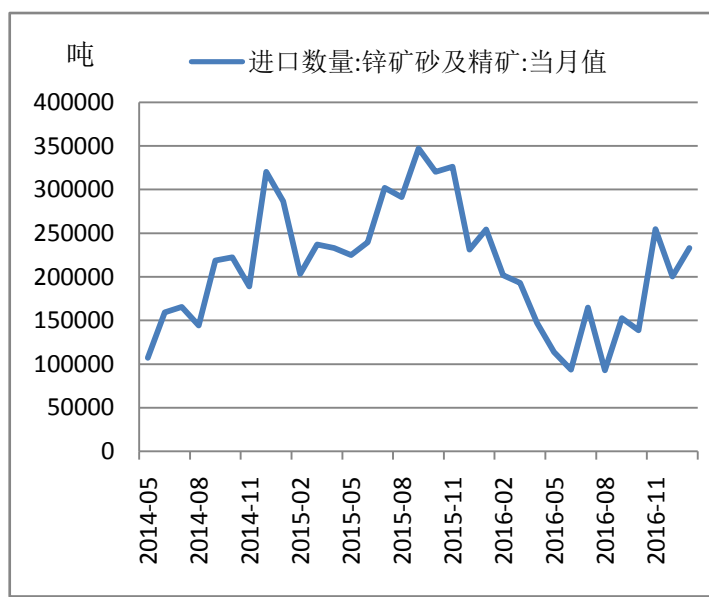
国内加工费来看，SMM数据显示，2017年3月份国产锌矿加工费报3600-4100元/吨，均值较前一月减少50元/吨，进口锌矿加工费报30-40美元/吨，均值与前一个月持平。也显示供应端矛盾仍存。

海关数据显示，2017年1月锌精矿进口量为23.31万吨，环比增加16.41%，因冶炼厂冬储备矿。自去年四季度以来，我国锌精矿进口量呈显著增加之势。

图表 8 锌精矿产量情况



图表 9 锌精矿进口数据图表



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

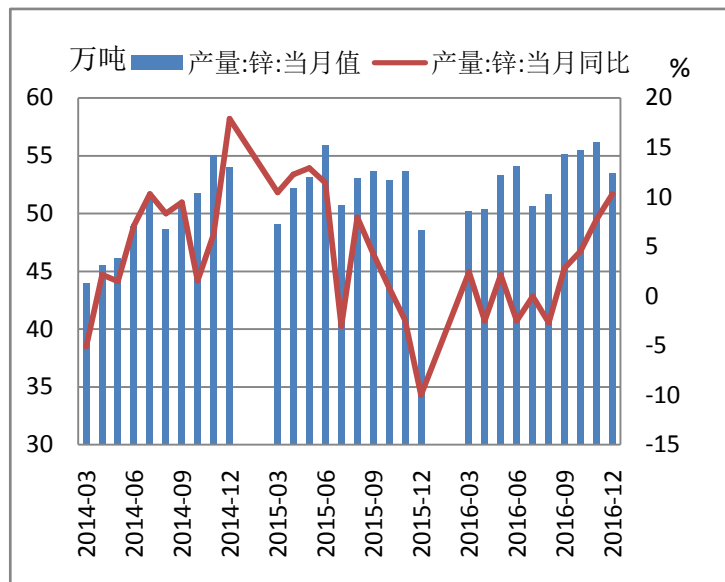
据 SMM 冶炼调研显示，1 月重点锌冶炼企业开工率为 72.7%，环降 5.95%。虽然 2 月驰宏锌锗、汉中锌业、安徽铜冠、兴安铜锌等厂家检修恢复，产量增加。但西部矿业新增检修，株洲冶炼、罗平锌电、四川四环、湖南轩华处于检修状态，产量下滑。因此，预计 2 月精炼锌开工率或继续下滑 0.35%。

国家统计局同样尚未公布精 2017 年炼锌产量。SMM 调研数据显示，2 月精炼锌产量 42.3 万吨，同比降 1.64%，主要受春节因素及检修影响，相比 2 月，3 月检修企业有 7 家，预计影

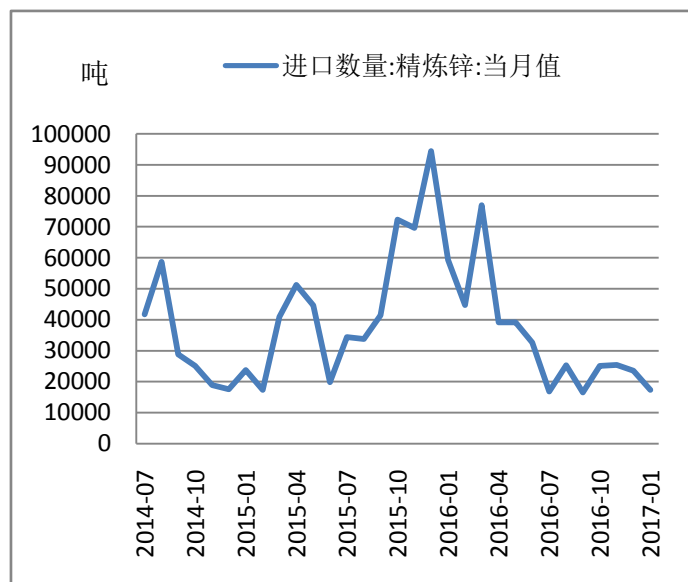
响产量 2.1 万吨，但部分 2 月检修的企业产量恢复，精炼锌产量较 2 月有望恢复。

海关数据显示，1 月精炼锌进口量同比大降 71% 至 17337 吨；精炼锌出口量同比大增 25.6% 至 1269 吨。进出口量均较小，影响不大。

图表 10 精炼锌产量情况



图表 11 精炼锌进口数据图表



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

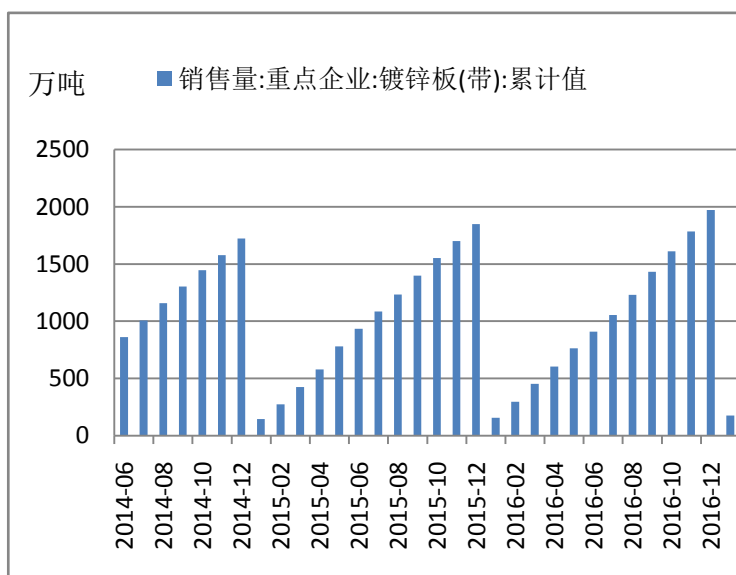
4、国内锌下游消费情况

锌的初级消费主要包括镀锌 (55%)、黄铜 (11%)、压铸锌合金 (17%)、氧化锌 (9%)、原电池五类 (8%)。

镀锌作为精炼锌的最直接下游，长期占据了精炼锌一半的消费量，镀锌行业的好坏直接体现了锌需求的变化。中国钢铁业协会数据显示，2017 年 1 月份全国重点企业镀锌板销量为 177 万吨，同比增加 14%。海关总署数据显示，1 月份镀层板出口量达 113.23 万吨，同比增加 16.84%。强劲的出口也是推动镀锌板带产量增长的动力之一。

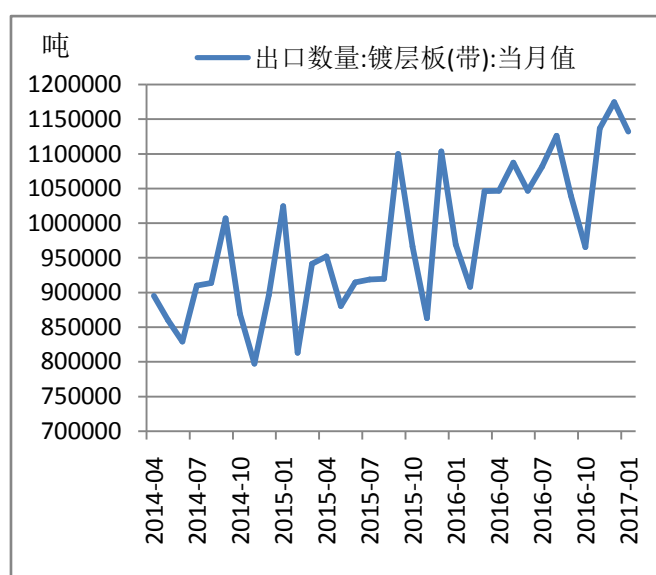
春节后下游需求恢复缓慢，且华北地区受环保检查影响制约镀锌消费。2 月 15 日-3 月 15 日期间环保部督察北方 18 个省市。全国两会前后，京津冀地区环保力度加大，继霸州对部分企业限制冷轧酸洗后，河北、天津等镀锌厂也被列入限停产行列。其中，河北镀锌结构件占全国运行产能的 40% 左右。自 2 月中下旬开始，河北省保定市、廊坊市作为此次环保行动的重灾区。保定清苑县当地镀锌厂处于全线停产状态，除叫停不合规企业外，为治霾控酸，廊坊对部分合规镀锌亦展开 50% 限产措施，保守估计此次环保或影响耗锌需求 9000 吨。受此影响，锌渣供应紧张现象持续发酵，已影响到部分氧化锌企业的开工，预计 4 月底之前，该现象难有效改善。

图表 12 重点企业镀锌板销量情况

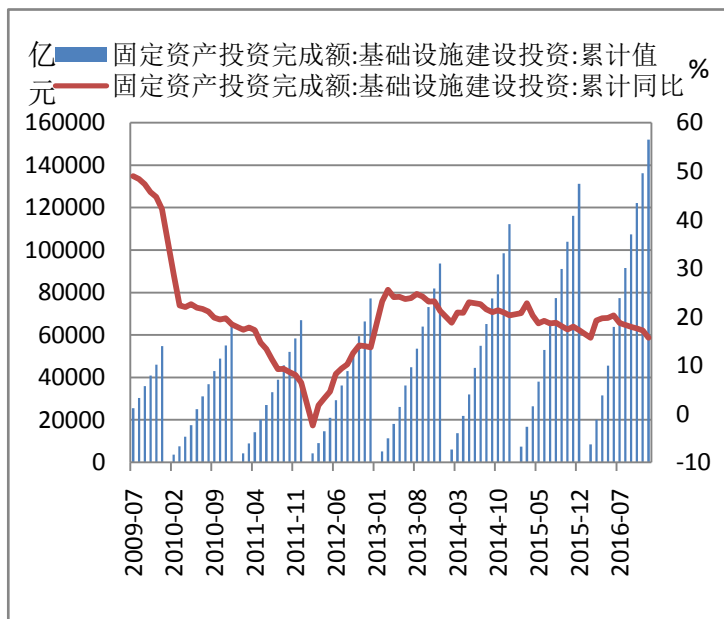


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 13 镀锌板出口情况

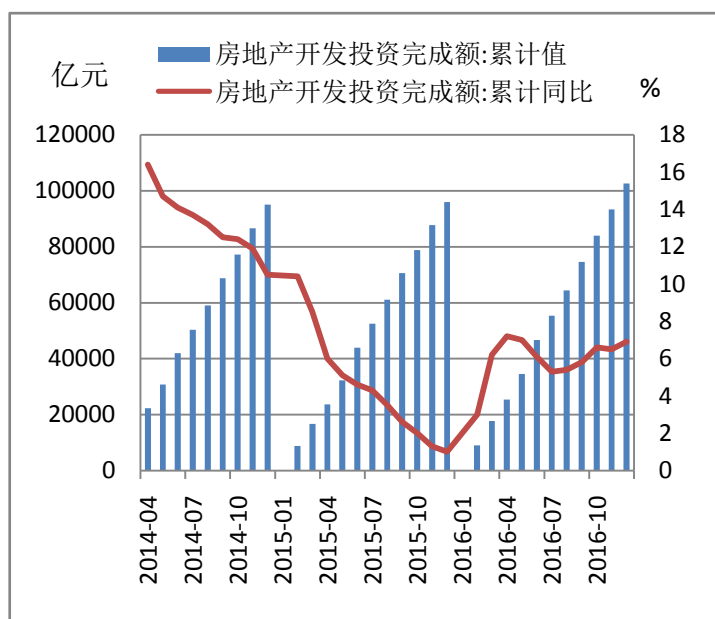


图表 14 基础设施建设投资数据

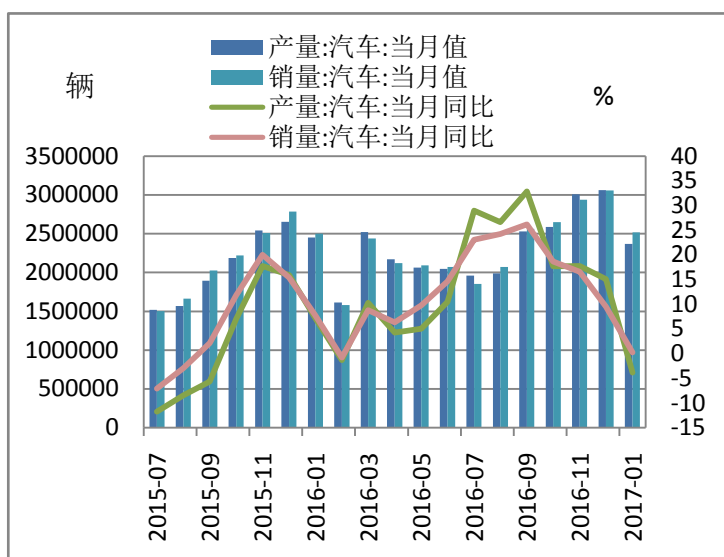


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

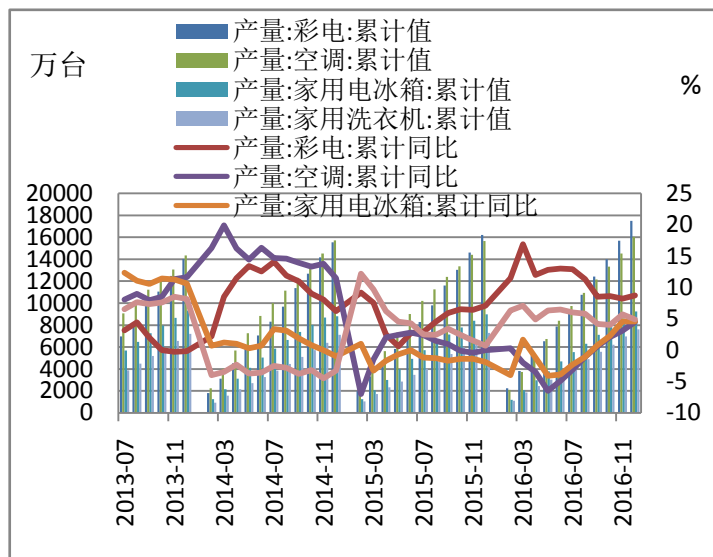
图表 15 房地产开发投资数据



图表 16 汽车当月产量及销量数据



图表 17 家电累计产量



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。

基建方面，“两会”总理报告中称，今年要完成铁路建设投资 8000 亿元、公路水运投资 1.8 万亿元，再开工 15 项重大水利工程，继续加强轨道交通、民用航空、电信基础设施等重大项目建设。多家研究机构预计，2017 年中国固定资产投资增速预计保持在 8% 左右，基建投资的整体规模约为 16 万亿元。今年房地产投资量因调控升级或有所下降，更彰显基建投资弥补不足的作用。

房地产行业，国家统计局尚未公布 2017 年房屋销售和开工面积等数据。但从价格数据来看，一二线城市调控回落，三线城市小幅上涨，或预示着三线城市也将逐渐去库存。2016 年 1-12 月房地产投资完成额累计值为 102580.61 亿元，累计同比增加 6.9%，增速放缓后小幅回升。930 新政调控后，房地产销量、信贷等指标均呈现回落。

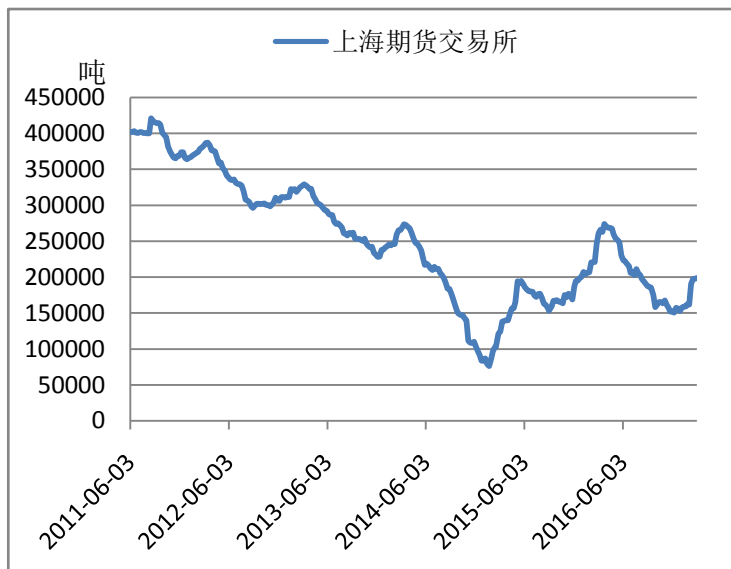
汽车行业，2017 年 1 月，受购置税优惠政策退坡、春节有效工作日减少等因素影响，当月汽车产销环比明显下降；与上年同期相比，产量略降，销量微增。汽车工业协会数据显示，1 月汽车生产 236.90 万辆，环比下降 22.65%，同比下降 3.86%；销售 251.95 万辆，环比下降 17.59%，同比增长 0.23%。

家电方面，统计局尚未公布 2017 年数据。2016 年 1-12 月彩电累计产量达 17483.4 万台，累计同比增 8.7%；空调累计产量达 16049.3 万台，累计同比增 4.5%；冰箱累计产量达 9238.3 万台，累计同比增 4.6%；洗衣机累计产量达 7620.9 万台，累计同比增 4.9%。

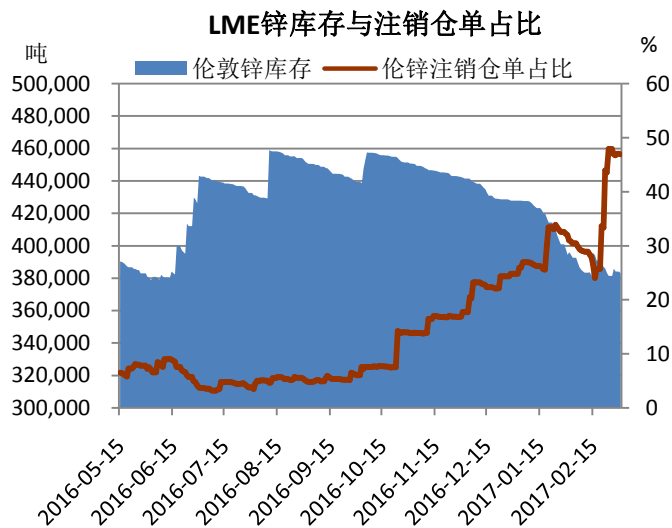
4、锌库存情况

2 月份，上期所库存大幅攀升。截至 3 月 3 日库存增加至 19.9 万吨，月度上涨近 22.8%。LME 锌库存呈现小幅下降走势，截至 2 月 28 日报收 38.42 万吨，较月初减少 1.19 万吨。据我的色有色网数据显示，至 2 月 27 日全国锌锭社会库存为 29.56 万吨，随着下游的缓慢复工，社会锌锭库存开始出现回落。

图表 18 上期所锌库存



图表 19 LME 锌库存与注销仓单占比

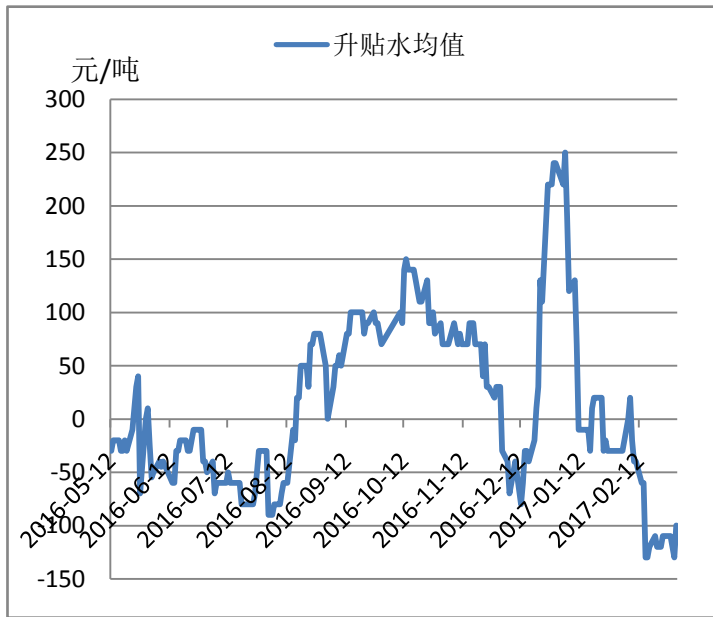


数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

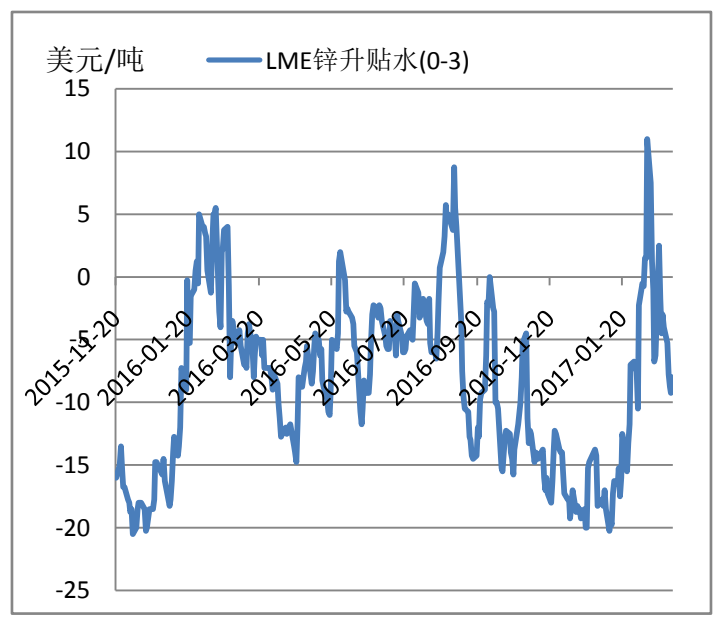
5、升贴水情况

2 月份锌下游企业复工缓慢，加之环保检查打压需求，使得现货贴水幅度扩大，月中现货多贴水 110-130 元/吨。LME 锌由升水转为小幅贴水，截至 2 月底，贴水扩大至 7.75 美元/吨。

图表 20 0#锌升贴水



图表 21LME 锌升贴水



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

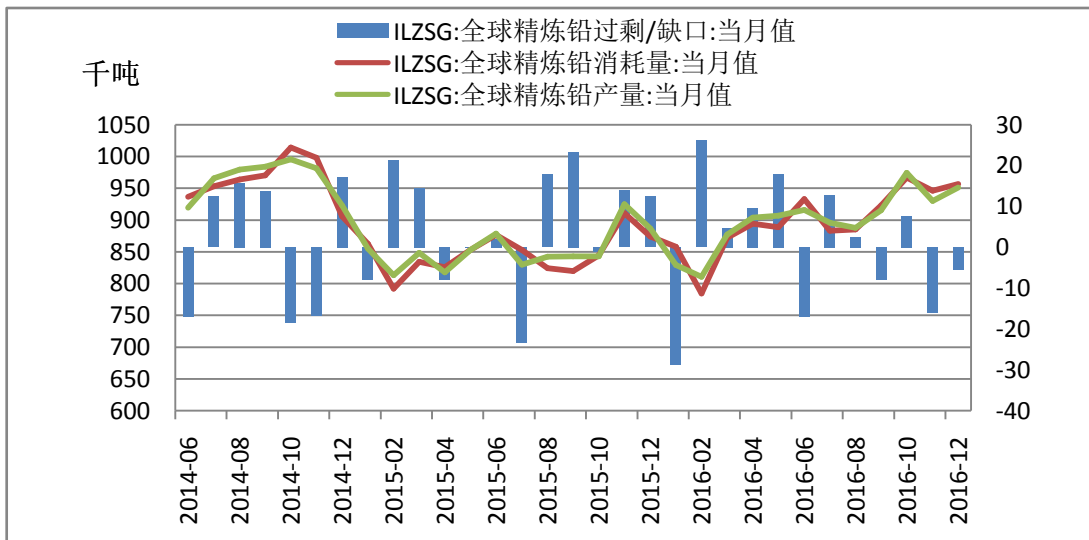
四、铅基本面分析

1、全球铅矿产量或增加，精炼铅维持紧平衡

因铅锌为共生金属，伴生于同样的矿床，锌矿供应偏紧也对铅矿供应造成影响。2 月份嘉能可公布的年度报告上，未提及复产相关信息，显示其短期增加锌矿产能的意愿并不强烈，这也在一定程度上限制了全球铅矿产量的增加。不过，因 2017 年部分锌矿增产及复产，或使得铅矿产量也相应有所增加。国际铅锌小组预计 2017 年全球铅矿产量将增加 3.3%至 491 万吨。

精炼铅方面，仍维持紧平衡状态。国际铅锌研究小组（ILZSG）公布的数据显示，2016 年 12 月全球铅市供应短缺缩窄至 0.6 万吨，11 月修正为供应短缺 1.6 万吨。2016 年全年，全球铅市供应过剩 1.1 万吨，2015 年为短缺 2.3 万吨。

图表 22 ILZSG 全球铅供需情况



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

2、铅精矿紧张局面或再现，国产矿加工费回升

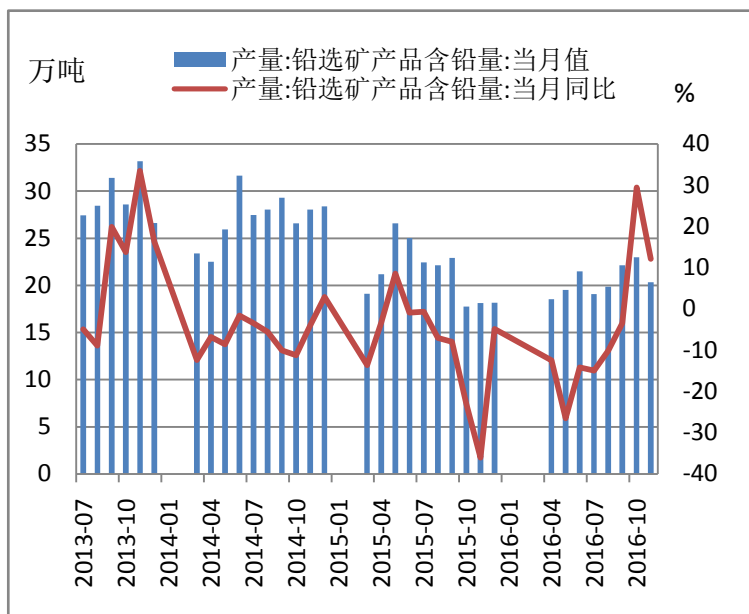
国家统计局尚未公布 2017 年铅矿产量数据。2016 年年底部分进口铅矿到港，加之矿山有变现需求，使得国内原料紧张局面有所缓解，导致年底铅矿加工费止跌回升。但 SMM 最新数据显示，2017 年 3 月份国产铅矿加工费报 1500-1800 元/吨，均值较前一个月减少 50 元/吨，再度转为降势，进口矿加工费报 30-50 美元/吨，均值连续三个月维稳。显示出国内铅矿供应有再度紧张的趋势。

海关数据显示，2017 年 1 月进口铅矿量为 11.04 万吨，同比增加 16.29%，但环比减少 5.51%。

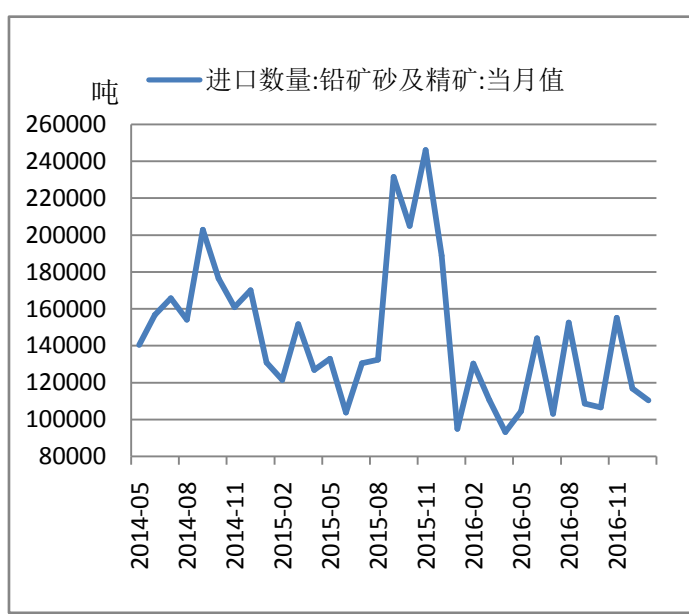
精炼铅方面，国家统计局尚未公布 2017 年精炼铅产量数据。数据显示，2016 年国内精炼铅累计产量为 466.5 万吨，同比增长 5.7%。去年 12 月当月产量为 41.4 万吨，环比增加 14.23%。再生铅方面，截至 2016 年 11 月份再生铅累计产量为 142.01 万吨，其中 11 月份产量为 13.41 万吨，环比减少 7.3%。

春节期间，绝大多数原生铅炼厂、再生铅大厂均维持正常生产（多数再生铅小厂春节期间减产）积累了一定的铅锭隐性库存，但仍处于较低水平。环保部 2 月 15 日-3 月 15 日期间督察北方 18 个省市，对产铅大省河南影响比较明显。河南灵宝工业园区涉及冶炼企业（包括铅厂）全部整改关停，济源部分炼企被限产、再生铅“三无”企业几乎全军覆没，甚至废电瓶贸易商亦多歇业。

图表 23 铅精矿产量情况

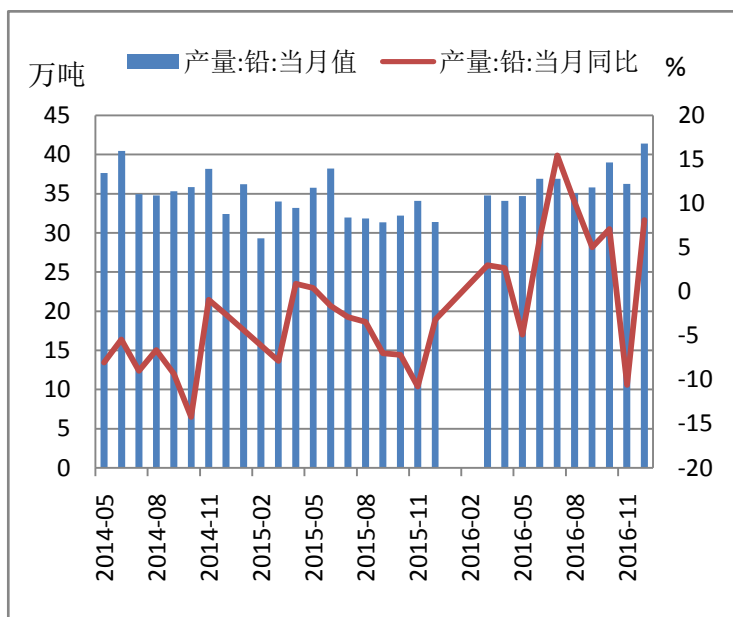


图表 24 铅精矿进口情况

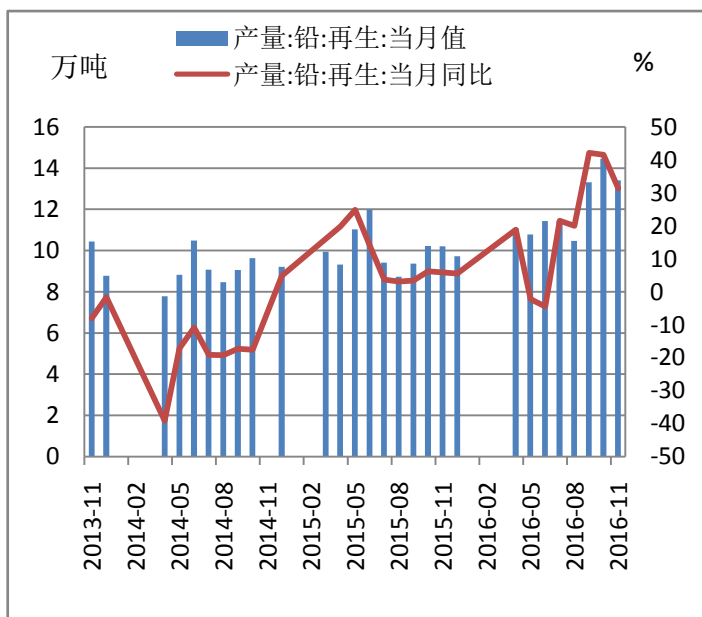


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 25 精炼铅产量情况



图表 26 再生铅产量情况



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

3、下游季节性淡季，需求不佳

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%。但春节后蓄电池终端市场复工缓慢。受“暖冬”影响，下游需求不旺，经销商及零售商春节期间电池库存消化较慢，经销商库存量普遍在一个月附近，部分可达 2 个月，以致节后企业订单回暖有限，

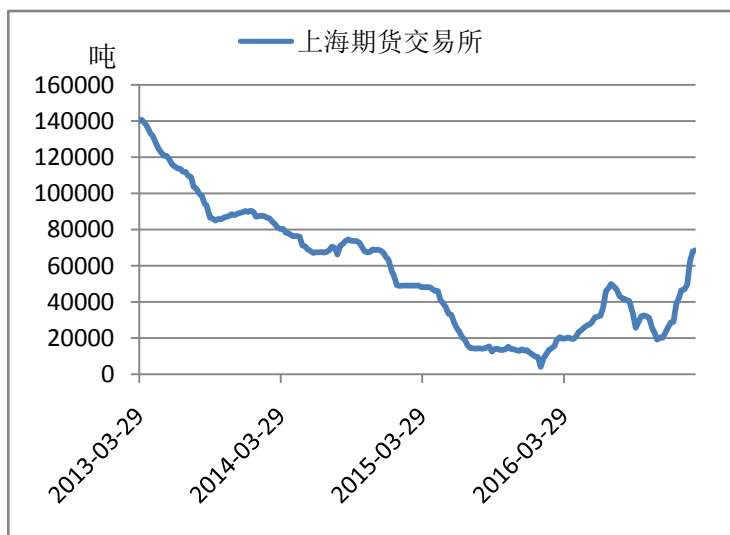
部分企业甚至延期开工。另外，现货贸易方面，随着铅价格回落，贸易商维持正常出货，下游多观望心态，成交也仍以按需备货为主。再生铅价格也有所跟跌，环保检查使得多数冶炼厂停产，市场废电瓶货源充足，采购厂家多压价买货，成交一般。

考虑到 3 月是铅传统消费淡季，预计电动车及汽车铅酸蓄电池需求或下降，后期铅价需求端很难对铅价形成推动作用。

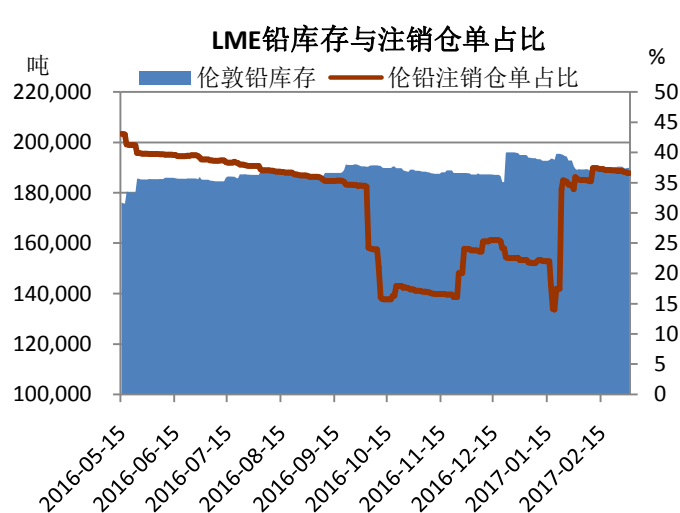
4、铅库存情况

库存方面，2 月上旬上期所库存快速攀升，截至 3 月 3 日，库存增至 68419 吨，较月初增加 2.15 万吨，增幅达 45.8%。LME 铅库存变化幅度较小，整体维持在 18.9 万吨，月末小幅增至 18.98 万吨。

图表 27 上期所铅库存



图表 28 LME 铅库存与注销仓单占比

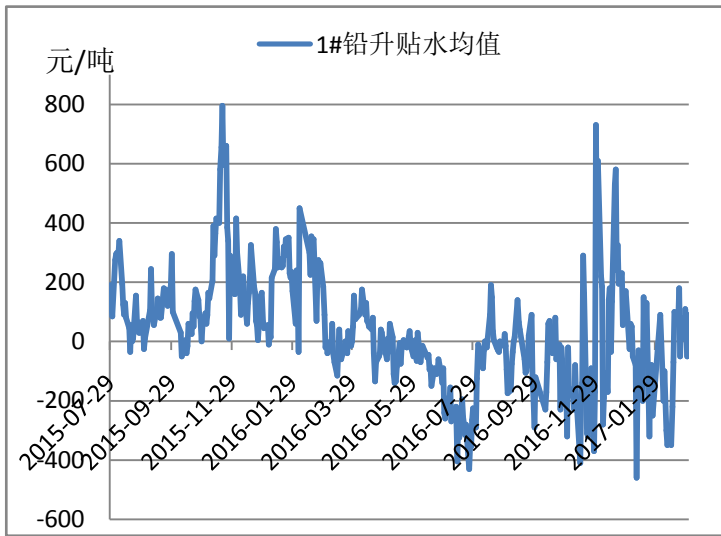


数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

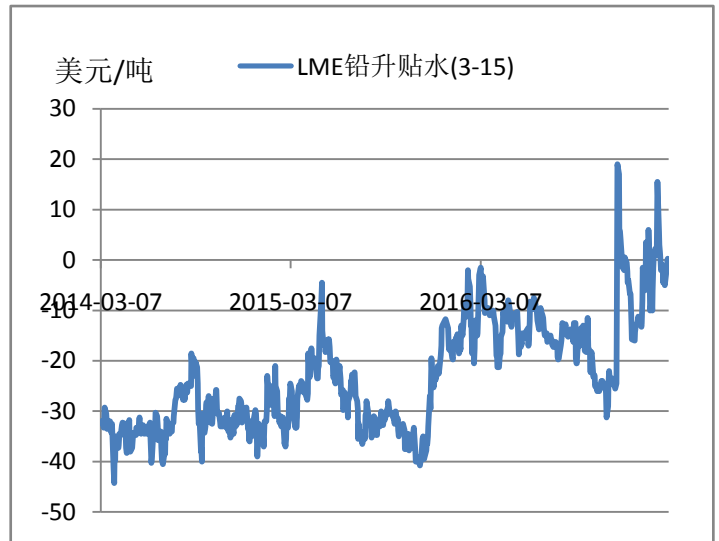
5、升贴水情况

升贴水方面，1 月现货整体维持贴水状态，月中最高贴水量达 460 元/吨，月末收窄至 250 元/吨。LME 铅贴水先降后升，月末贴水报收 10 美元/吨。

图表 291#铅升贴水



图表 30LME 铅升贴水



数据来源: wind, bloomberg, 铜冠金源期货

五、总结与后市展望

1、锌价展望

2017 年全球矿山新增产能及其有限, 大型矿山需要 2018 年才能集中投放, 复产产能也并不会全面迅速投放。备受市场关注的嘉能可年度报告中仍未宣布复产, 因此目前全球锌矿供应大格局尚未发生变化。一年一度的锌矿加工费谈判最终无果而终, 从谈判的过程中来看, 矿企明显占上风, 也反映目前锌矿紧张的局面。从全球来看, 锌矿的短缺正逐步传导至冶炼环节。国内环保检查力度加大, 短期锌矿产量难以大量释放, 国内加工费维持降势。虽然 3 月仍有部分冶炼企业检修, 但随着 2 月份检修企业的恢复, 预计 3 月精炼锌产量将会增加。春节后下游需求恢复缓慢, 且华北地区受环保检查影响制约镀锌消费。全国两会前后, 京津冀地区环保力度加大, 其中河北镀锌结构件占全国运行产能的 40% 左右。保定清苑县当地镀锌厂处于全线停产状态, 廊坊对部分合规镀锌亦展开 50% 限产措施, 保守估计此次环保或影响耗锌需求 9000 吨。受此影响, 锌渣供应紧张现象持续发酵, 已影响到部分氧化锌企业的开工, 预计 4 月底之前, 该现象难有效改善。整体看, 目前锌供需两弱, 现货持续维持贴水结构, 预计两会后随着订单需求落实生产将有所好转。盘面看, 受美元指数持续性走强影响, 锌价不断跌破均线系统, 至布林通轨下线跌势放缓, 预计随着美联储加息消息的落地, 锌下游需求的回暖, 预计期价下行空间有限, 可逢低建立多仓。

2、铅价展望

铅锌伴生于同样的矿床, 嘉能可尚未提及复产相关信息, 在一定程度上限制了全球铅矿

产量的增加。不过，因 2017 年部分锌矿增产及复产，或使得铅矿产量也相应有所增加。国内 3 月份铅矿加工费再度转为降势，显示出国内铅矿供应有再度紧张的趋势。春节期间，绝大多数原生铅炼厂、再生铅大厂均维持正常生产，积累了一定的铅锭隐性库存。春节后蓄电池终端市场复工缓慢，且受“暖冬”影响，下游需求不旺，经销商及零售商春节期间电池库存消化较慢。加之 3 月是铅传统消费淡季，市场多看淡后市。盘面看，主力 1705 期价跌破第一支撑位 18000 后跌势放缓，暂受布林通道下线支撑，不过考虑到疲软的基本面，预计期价或维持偏弱运行，下方考验万第二支撑位 17300 附近。

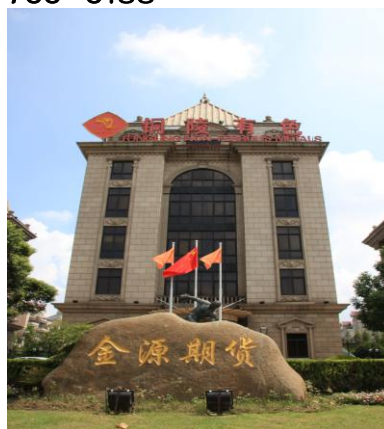
全国统一客服电话：400-700-0188

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

辽宁省大连市沙河口区会展路 67

号百年汇 D 座 705 室

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, 未经铜冠金源期货研发中心授权许可, 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自于公开可获得资料, 铜冠金源期货研发中心力求准确可靠, 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。