

2018 年 4 月 11 日

星期三



宏观风险加大&挺价信心不足

需求端左右锌价走势

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

要点

●美国方面，4月初以来中美贸易战不断升级，导致全球市场风险增加，大宗商品对出现下跌。数据方面，3月ISM制造业跌落近14年来高位，非农就业人口创六个月以来最低，但薪资水平有所回升，失业率与预期持平，显示劳动力市场接近充分就业。美联储主席鲍威尔称，持续、稳定的加息是必要的。目前来看，今年6月加息的概率较大。欧元区方面，欧元区3月制造业PMI终值为八个月新低，德国制造PMI初值创8个月来新低；法国制造业PMI初值为12月以来最低。整体PMI进一步放缓，显示欧洲复苏尚在路上，距离退出QE尚有段距离。国内方面，3月财新PMI和官方PMI数据再次出现了分化，官方PMI数据录得3个月以来的新高，财新PMI则达到了开年以来的最低水平。中国外汇储备规模在3月重回增长，此前曾结束连续12个月上涨势头。当前贸易战仍是影响经济的最大不确定性因素，从月初表现来看，贸易战升级风险仍存。

●锌方面，2018年市场预期锌矿供应有所宽松，从目前跟踪情况来看，仅五矿旗下的杜尔家河锌矿开始有试产产量，产能仍未完全释放，其他项目或有所跟进。国内气温回暖，西藏、新疆、内蒙等部分高寒地区的中小型矿山复产，原料供应端增加。目前国产矿加工费持平，进口矿加工费企稳回升。二季度部分冶炼厂有常规性减产检修，类似于去年同期冶炼厂大规模集中减产情况，今年出现的概率不大，精锌产量或维持一个稳定水平。3月初以来伦锌大幅交仓，市场信心大幅受挫，重新修正前期乐观预期，受环保影响，下游需求启动晚于往年，也拖累锌价走势。3月底以来，下游需求逐渐增加，不过国内基建、房地产、汽车表现难有亮点，锌消费或小幅下滑，加之当前中美贸易战不确定较大，市场担心出现系统性风险。盘面看，主力承压于均线下方，技术上维持偏空，宏观风险或降低下方24000-24200的支撑有效性，4月份建议波段操作。

●铅基本面来看,供应端伴随着北方供暖季的结束,加工费低位企稳,同时精炼铅方面截止目前环保方面的影响已经有所消退且检修炼厂已逐步复产,因此中期供应端的压力大方向将得到缓解,而需求端在二季度面临着铅酸电池消费淡季的影响,需求难有起色。由此可见供应缓解需求减弱,预计铅价中期依旧偏空。值得关注的是,在目前库存处于历史低位的情况下,注意阶段性环保的干扰给铅价带来的支撑,同时宏观方面关注中美贸易战及美元的走势。

风险提示:需求超预期

目录

一、铅锌市场行情回顾	6
1、3 月锌行情评述.....	6
2、3 月铅行情评述.....	6
二、宏观经济概况	7
三、锌基本面分析	8
1、全球矿山存增长预期.....	8
2、进口加工费低位回升，关注锌锭进口窗口.....	12
3、环保拖累锌下游回暖进度.....	14
4、伦锌库存暴增，拖累锌价.....	17
5、升贴水情况.....	18
四、铅基本面分析	18
1、全球铅矿缺口收窄，精炼铅市场维持紧平衡.....	18
2、国内铅矿加工费低位企稳，供应紧张趋于缓解.....	20
3、下游消费淡季来临压制铅价.....	22
4、铅库存情况.....	23
5、升贴水情况.....	24
五、总结与后市展望	25
1、锌价展望.....	25
2、铅价展望.....	25

图表目录

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势	6
图表 3 2018 年国外锌矿增产情况（万吨）	9
图表 4 2018 年国外锌矿减产情况（万吨）	10
图表 5 2018 年国内锌矿增产情况(万吨)	10
图表 6 全球锌精矿市场供需平衡表 单位：万吨	11
图表 7 中国锌精矿市场供需平衡表 单位：万吨	11
图表 8 ILZSG 全球锌矿月度产量情况	11
图表 9 ILZSG 全球精炼锌供需情况	11
图表 10 全球精炼锌市场供需平衡表 单位：万吨	11
图表 11 中国精炼锌市场供需平衡表 单位：万吨	12
图表 12 锌矿加工费情况	13
图表 14 锌精矿进口量情况	13
图表 13 锌精矿产量情况	13
图表 15 精炼锌进口量情况	13
图表 16 精炼锌产量情况	14
图表 17 精炼锌进口亏损	14
图表 18 重点企业镀锌板销量情况	15
图表 19 镀锌板出口量情况	15
图表 20 基础设施建设投资数据	15
图表 21 房地产开发投资数据	15
图表 22 汽车当月产量及销量数据	16
图表 23 家电累计产量数据	16
图表 24 上期所锌库存	17
图表 26 社会锌锭库存	17
图表 25 LME 锌库存与注销仓单占比	17
图表 27 0# 锌升贴水	18
图表 28 LME 锌升贴水	18
图表 29 ILZSG 全球铅矿月度产量情况	19
图表 30 ILZSG 全球精炼铅供需情况	19
图表 31 全球铅精矿市场供需平衡表 单位：万吨	19
图表 32 中国铅矿市场供需平衡表 单位：万吨	19
图表 33 全球精炼铅市场供需平衡表 单位：万吨	19
图表 34 中国精炼铅市场供需平衡表 单位：万吨	20
图表 35 铅精矿加工费情况	21
图表 36 铅精矿产量情况	21
图表 37 铅精矿进口情况	22
图表 38 精炼铅产量情况	22
图表 39 再生铅产量情况	22
图表 40 铅酸蓄电池消费领域占比	23

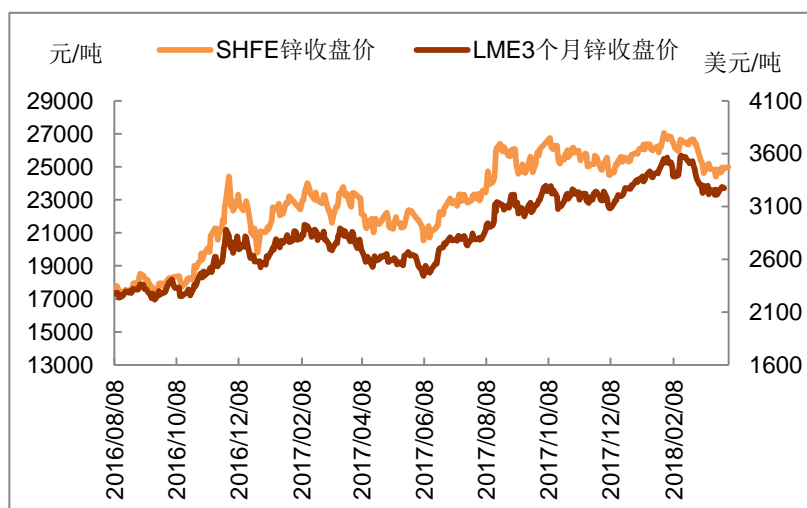
图表 41 铅酸蓄电池出口情况.....	23
图表 42 上期所铅库存.....	24
图表 43LME 铅库存与注销仓单占比	24
图表 441#铅升贴水.....	24
图表 45LME 铅升贴水	24

一、铅锌市场行情回顾

1、3 月锌行情评述

3 月份，沪锌主力合约换月至 1805 合约，锌价延续了 2 月底的大跌行情，接连重挫，随后震荡企稳。月初，特朗普突然宣布，将对进口钢铁和铝产品课征高额关税，引发市场对贸易战的担忧，打压金属价格。与此同时，5 日因交仓 LME 锌库存暴增 7 万多吨，致使伦锌进一步下跌，内盘跟跌；月中锌价短暂企稳，但 LME 锌库存接连攀升，再度拖累锌价走跌；月末 LME 锌库存企稳，空头情绪稍有缓和，但中美贸易战的困扰限制锌价反弹空间，整体围绕 25000 一线盘整，最终收至 24945 元/吨，月度跌幅达 5.51%，成交量报 102.07 万手，持仓量报 17.86 万手。伦锌月初延续跌势，下跌至 3200 一线附近跌势放缓，以震荡横盘为主，月度跌幅 5.31%，收至 3270.5 美元/吨，持仓量报 280761 手。

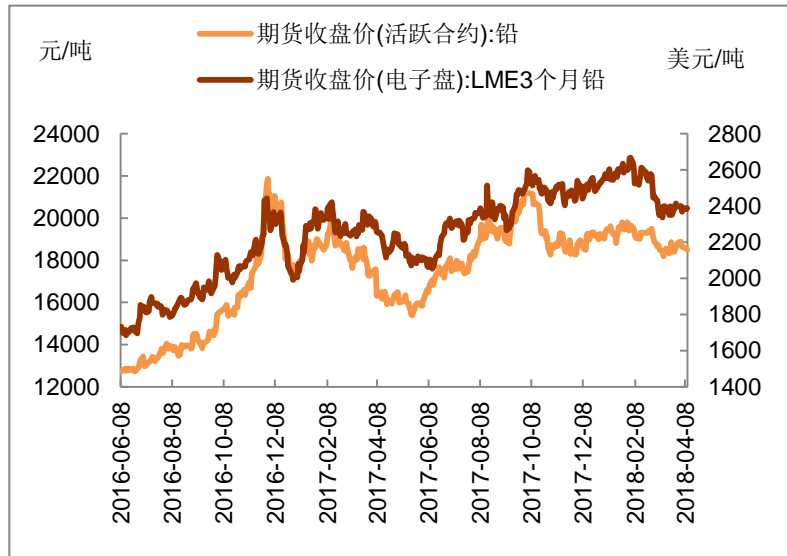
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势



2、3 月铅行情评述

3 月沪铅主力换月至 1805 合约，上半月受下游铅蓄电池企业环保限产及经销商补库需求较弱影响，期价以弱势下跌为主，另在黑色系的带领下工业品整体走软，使得短期投机情绪占据上风从而进一步助推铅价走跌，月中价格探底 18105 元/吨。下半月伴随着阶段性环保因素的扰动，加之目前库存处于同比低位水平，使得铅价迅速企稳反弹，反弹最高点 19110 元/吨，截止月底期价最终收报于 18825 元/吨，总体呈现探底回升走势，成交量增 53.9 万手至 111.1 万手，持仓量增 12200 手至 53932 手。3 月伦铅总体为探底后低位区间震荡的格局，反弹力度明显弱于内盘，截止月底收报于 2397 美元/吨，持仓量减 11618 手至 11.5 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，4月初以来中美贸易战不断升级。4月3日，美国宣布对中国超过500亿美元的物品征收超过25%的关税之后，中国立刻开始了向美国部分产品征收等额关税的反击，随后美国总统特朗普再次宣称将考虑对另外1000亿美元的商品征收关税。贸易战似乎正在愈演愈烈，导致全球市场风险增加，大宗商品对出现下跌。数据方面，3月ISM制造业指数59.3，跌落近14年来高位，跌幅比市场预计的大，除物价外，就业和新订单等均下降。3月非农就业人口创六个月以来最低，美国劳工部数据显示，3月非农就业人口增长10.3万人，大幅低于预期的18.5万人。但薪资水平有所回升，失业率与预期持平，非农数据远不及预期及薪资增速有所回升是劳动力市场接近充分就业状态的信号。4月6日，美联储主席鲍威尔称，美国经济增长正稳步推进，持续、稳定的加息是必要的；同时，即将出任纽约联储主席的约翰·威廉姆斯支持今年加息3-4次，未来两年进一步加息是合适的，利率将在2020年达到约3.5%。目前来看，今年6月加息的概率较大。

欧元区方面，欧元区3月制造业PMI终值56.6，为八个月新低，预期56.6，初值56.6。其中，德国3月制造业PMI初值58.4，创8个月来新低；法国3月制造业PMI初值53.6，为12月来最低。整体PMI进一步放缓，主要反映出制造业生产和新业务的增长均放缓。整体看，欧洲复苏尚在路上，距离退出QE尚有段距离，短期内欧洲央行只会缩减购债规模，加息需要等很长一段时间。

国内方面，3月官方制造业PMI 51.5，好于预期50.6与前值50.3，制造业呈现稳中有升的发展态势，已连续20个月站稳荣枯线上方。不过3月财新制造业PMI小幅回落，数据显

示 3 月录得 51.0，较 2 月下降 0.6 个百分点，增速放缓至 4 个月以来最低。值得注意的是由于 2 月份 PMI 指数受到春季季节性因素的影响，基数较低，所以 3 月份数据的反弹可能并不如数据显示的那么强势。财新 PMI 数据回落，表明中小企业服务业扩张速度放缓，说明下游需求端依然较为疲软，经济增长后劲不足。中国外汇储备规模在 3 月重回增长，此前曾结束连续 12 个月上涨势头。央行公布的数据显示，3 月外汇储备 3.143 万亿美元，略低于预期的 3.146 万亿美元，高于 3.1345 万亿美元的前值。当前贸易战仍是影响经济的最大不确定性因素，从月初表现来看，贸易战升级风险仍存。

三、锌基本面分析

1、全球矿山存增长预期

国际铅锌小组数据显示，2018 年 1 月锌精矿产量 107 万吨，同比减少 1.4%。而 2 月份国内处于春节假期，3 月份恰逢两会召开，季节性因素及国内环保因素等都拖累了锌矿产量的持续释放。从目前跟踪的 2018 年的锌矿重要项目来看，只有五矿旗下的杜尔家河锌矿开始有试产产量，但项目产能仍未完全释放；而其它项目目前并未有相关产量投放。

前两年强劲的锌价促使矿业公司将重新利用闲置产能，全球锌矿产量今年将有所增加。根据国际铅锌研究组织的统计，2018 年全年全球锌矿产量将增长 6% 至 1378 万吨，锌矿产能将增加 88 万吨，其中约三分之二来自矿山的重开与扩建。今年最大的重新复产的矿山之一是在澳大利亚 Century 公司的尾矿，该矿在 2015 年关闭，但将在今年第三季度重启生产。

根据 Wood Mackenzie 的数据统计，预计今年锌矿供应量将增加 66.4 万吨，此前 2017 年预计的数量是 78.5 万吨。同时，BMI Research 机构的预测为 2018 年锌开采量将同比增长 3.5%。

FocusEconomics 的分析师在最新的报告中表示，尽管矿业产量有所增加，但由于锌需求仍然居高不下，锌价大幅下跌的可能性也不大。BMI 还认为，“由于经济强劲增长，美国、中国和欧盟的锌需求旺盛，锌价格预计会保持 3000 美元/吨以上”。就今年上半年来说，此机构预计锌均价为 3319 美元/吨。

花旗集团环球市场对锌价的预测最为乐观，该公司认为今年锌价将会达到 3800 美元/吨的价格。但瑞典商业银行的预测比较保守，该银行的预测约为 2,800 美元/吨。

精炼锌方面，国际铅锌研究小组 (ILZSG) 公布的最新数据显示，2018 年 1 月精炼锌供应量 115.5 万吨，消费量 118 万吨，供应短缺缩窄至 25700 吨，去年 12 月修正后为短缺 45700 吨。1 月锌锭产量与去年同期基本持平，但消费端略有增长，导致缺口持续。2017 年全年锌市供应短缺 495,000 吨，上年为短缺 122,000 吨。从目前的情况来看，全球锌矿产量回升缓慢，在冶炼厂原料库存不足的背景下，意味着精炼锌产量难以持续放量。

国际铅锌研究小组最新预计，全球 2017 年精炼锌预计供应短缺 39.8 万吨，2018 年预计短

缺22.3万吨。全球精炼锌需求2017年预计增加0.7%至1,393万吨,2018年预计增加2.5%至1,428万吨。

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			67.4

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			-16.42

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 单位：万吨

	2015年	2016年	2017	2018*
精矿产量	1278.4	1202	1260	1328
精矿需求量	1344.4	1307.6	1309.8	1333.5
精矿供需平衡	-66.3	-105.6	-49.8	-5.5

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

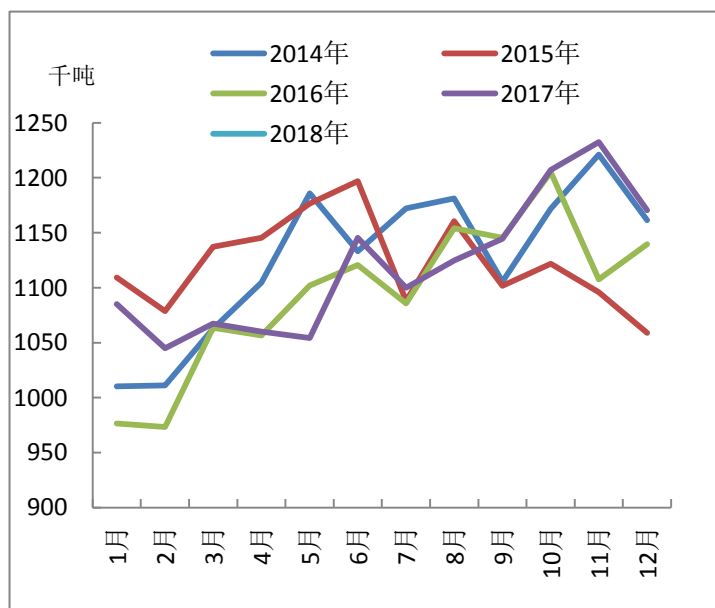
图表 7 中国锌精矿市场供需平衡表 单位：万吨

	2015年	2016年	2017年	2018年*
锌精矿产量	425	440	430	445
锌精矿需求量	562.6	563.2	565.4	575.8
锌精矿净进口量	161.4	99.7	121	125
锌精矿供需平衡	23.8	-23.5	-14.4	-5.8

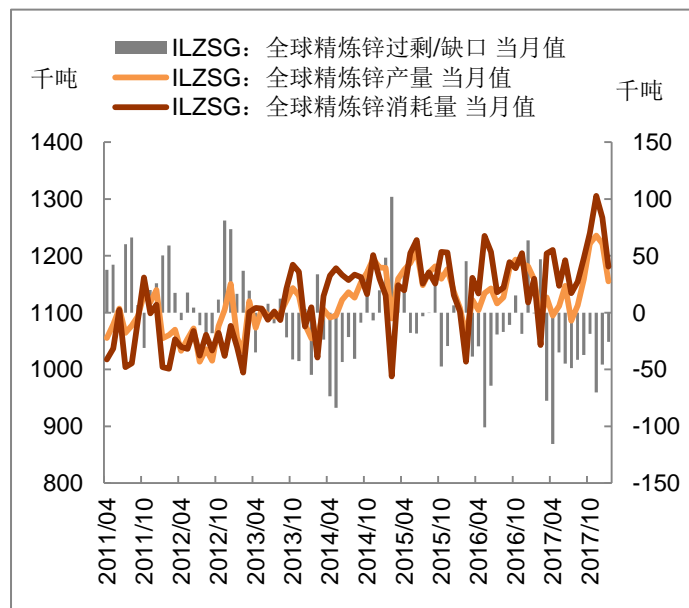
数据来源：安泰科，铜冠金源期货

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 单位：万吨

	2015年	2016年	2017年	2018年*
精炼锌产量	1366	1335.7	1338	1377
精炼锌需求量	1358	1370.7	1391.5	1405
精炼锌供需平衡	8.4	-35	-53.5	-28

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 单位：万吨

	2015年	2016年	2017年	2018年*
精炼锌产量	586	590	585	600
精炼锌需求量	657	661	663	669
精炼锌及锌合金净进口量	55.6	50.5	75	60
精炼锌供需平衡	-16.5	-1	-3	-5

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

2、进口加工费低位回升，关注锌锭进口窗口

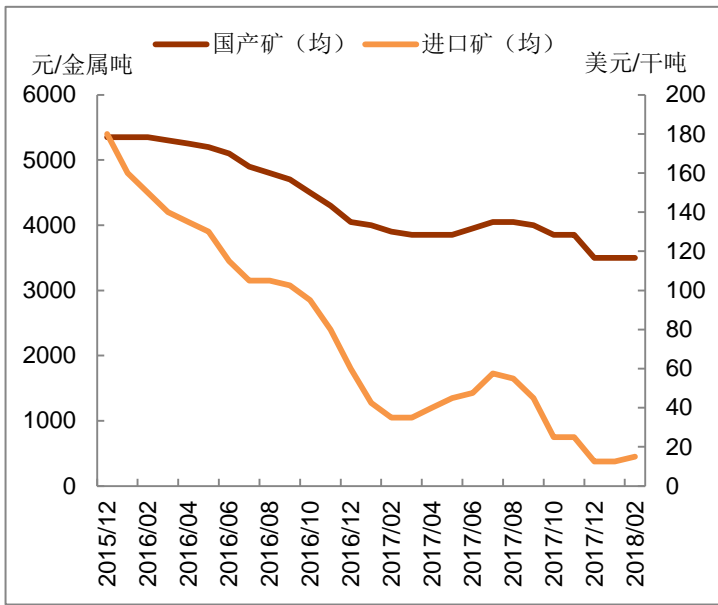
国家统计局数据显示，1-2月锌矿产量为479381吨，同比增加12.53%。虽然锌矿利润的高企，但受环保政策的制约，导致新矿山的投放及小型矿山的开采依然限于困境。从锌矿加工费来看，SMM数据显示，4月份国产锌矿加工费均值为3500元/金属吨，环比持平；进口锌矿加工费环比上调5美元至20美元/干吨，国内外加工费仍处低位徘徊，不过西藏、新疆、内蒙等部分高寒地区的中小型矿山在3月初陆续复产，预计国内锌矿原料紧张程度有所缓解，叠加4月国内有炼厂进入检修，放缓对原料端的需求速率，加之今年市场有对锌矿供应增加的预期，后期加工费将低位上涨。

进口方面，海关数据显示2月锌精矿进口209291吨，同比增加16.79%，主要进口国为澳大利亚、俄罗斯、秘鲁、蒙古及摩洛哥；1-2月累计进口553785吨，累计同比增加34.69%。受到人民币升值影响，1-2月锌精矿进口量大增，国内锌精矿进口仍维持在高位。当前国内锌精矿仍然偏紧，1月份国内集中冬储备矿，对矿石需求增多，两个因素叠加促使锌精矿进口量增加。

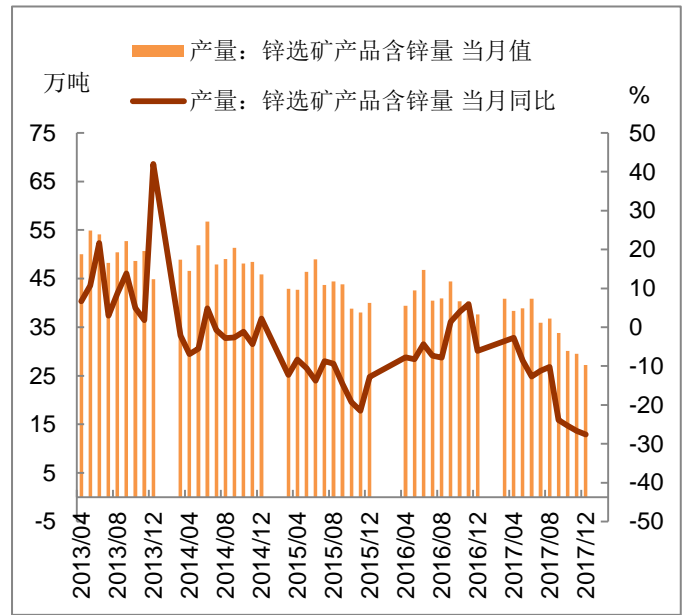
SMM 数据显示，3月精炼锌产量44.59万吨，环比减少2.88%，同比增加3.79%。3月份，虽四川宏达检修结束，恢复正常生产，加之企业生产天数较2月份增加几天，使得部分炼厂产量小增，但整体来看，冶炼厂常规检修企业较多。湖南株冶、四环锌锗、云铜锌业、安徽铜冠等企业进行检修减产，同时湖南花垣地区继续整改，仍处停产状态。4月份，湖南株冶、安徽铜冠、云铜锌业等恢复正常生产；但四环锌锗检修持续，河池南方、陕西东岭、江西铜业等新增检修，整体产量环比续降。

海关数据显示，2月精炼锌进口31710吨，同比增加151.2%，主要进口国为澳大利亚、哈萨克斯坦及印度；1-2月累计进口104821吨，累计同比增224.03%。同比增幅较大源于去年基数较低。进口锌锭自去年11月起持续流入市场，但由于进口窗口关闭，流入的货源多停留在保税区，致使保税区库存增加至22万吨附近。3月份进口亏损短暂收窄后再度扩大，短期尚未有迹象显示进口窗口开启，预计短期对国内市场影响较小。

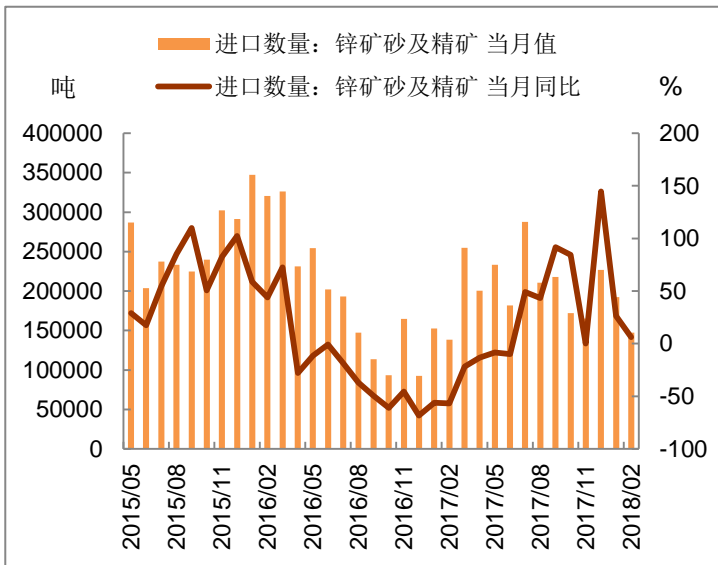
图表 12 锌矿加工费情况



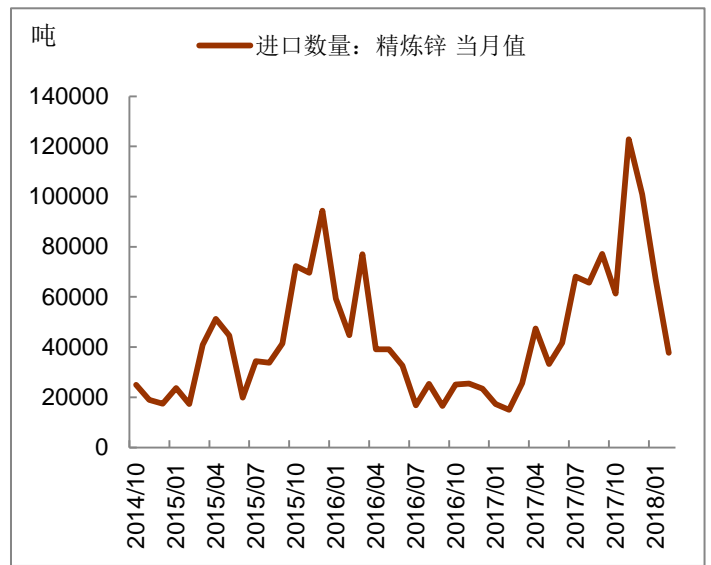
图表 13 锌精矿产量情况



图表 14 锌精矿进口量情况

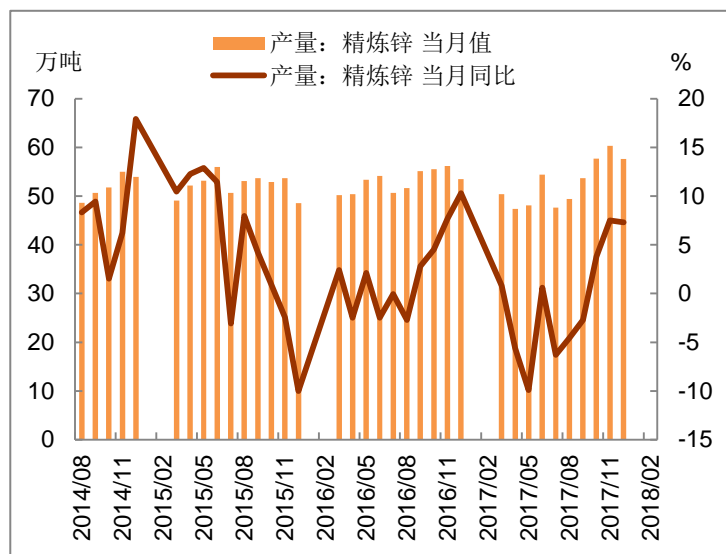


图表 15 精炼锌进口量情况

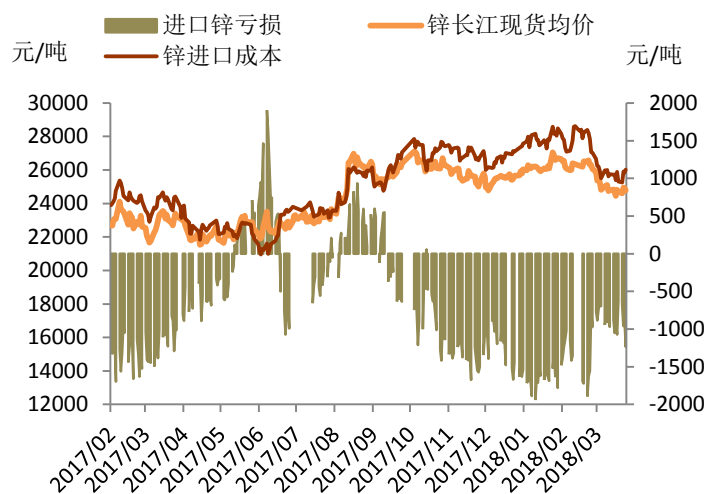


数据来源: SMM, Wind, 铜冠金源期货

图表 16 精炼锌产量情况



图表 17 精炼锌进口亏损



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

3、环保拖累锌下游回暖进度

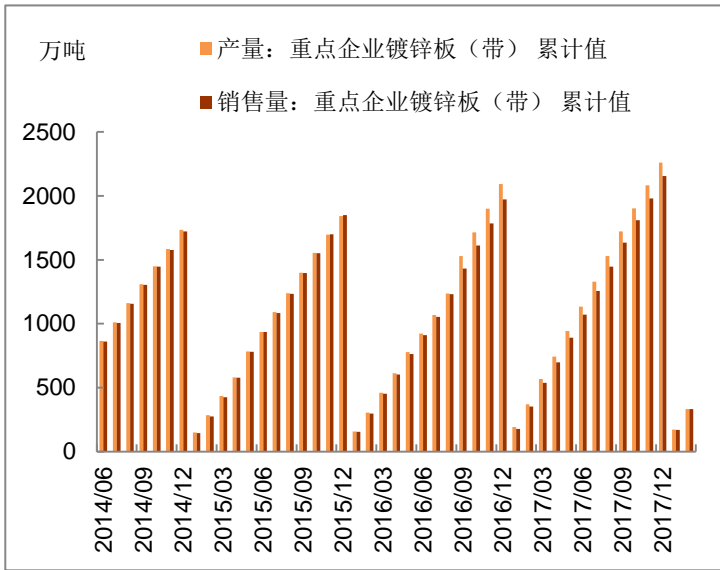
锌的初级消费主要包括镀锌 (60%)、黄铜 (11%)、压铸锌合金 (22%)、氧化锌 (9%)、原电池五类 (8%)。

中国钢铁业协会数据显示, 2018 年 1 月份全国镀锌板产量为 173.85 万吨, 同比下降 9.74%。1 月全国镀锌板销量为 171.47 万吨, 同比下滑 3.13%。2018 年 1 月底全国镀锌板库存量为 38.19 万吨, 环比下滑 17.21%。11 月底开始至今, 镀锌开工逐步下滑至历史地位。3 月初, 受环保影响, 河北邯郸地区多家镀锌厂被要求自 3 月 1 日起限停 1 个月, 预计影响产量达 30-40 万吨附近。3 月底邯郸地区镀锌厂生产已在逐渐恢复, 因此整体影响产量小于预期, 但由于华北地区为应对环保检查生产活动依旧无法正常展开, 下游需求低于预期。

出口方面, 海关数据显示 1 月出口镀锌板(带)58.19 万吨, 同比下滑 33.4%。随着人民币持续升值以及贸易摩擦的影响, 镀锌板带出口量增速或持续下滑。

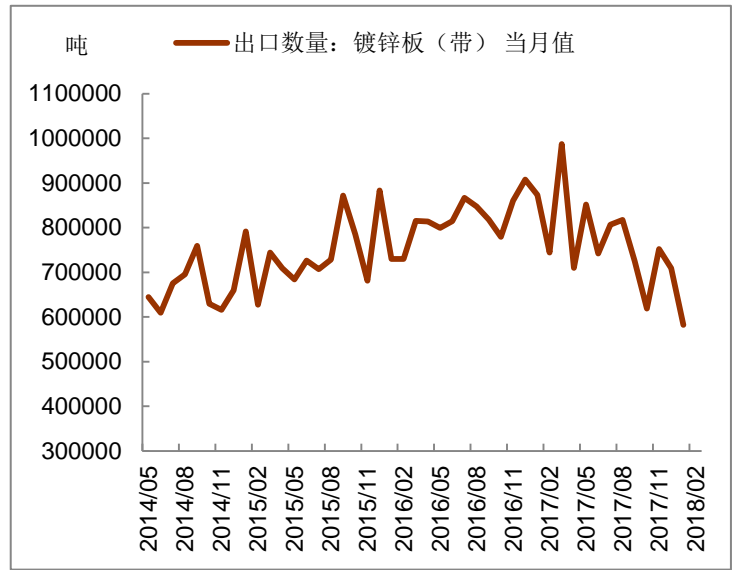
3 月受两会及环保影响, 锌下游旺季迟迟未有启动, 直至 3 月底, 江浙地区压铸企业生产逐步恢复, 部分大厂反映订单较去年同比偏好, 主要表现在拉链等方面; 华北地区镀锌企业也开始逐渐恢复。

图表 18 重点企业镀锌板销量情况

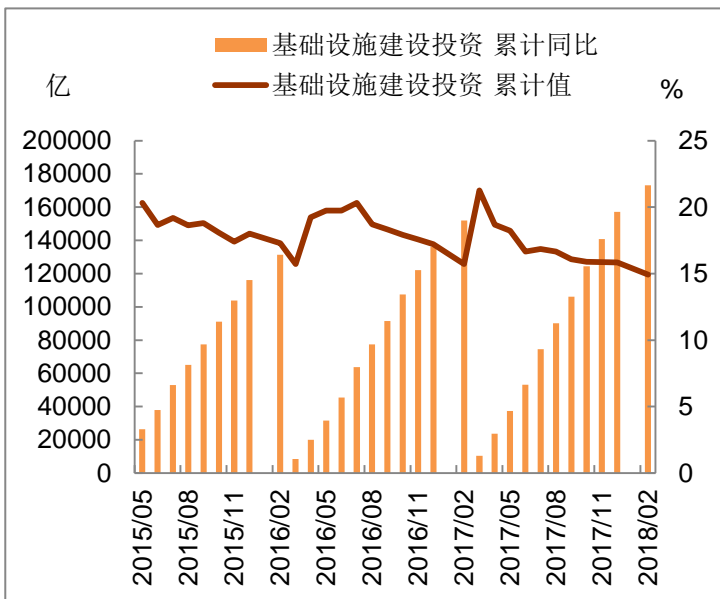


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 19 镀锌板出口量情况

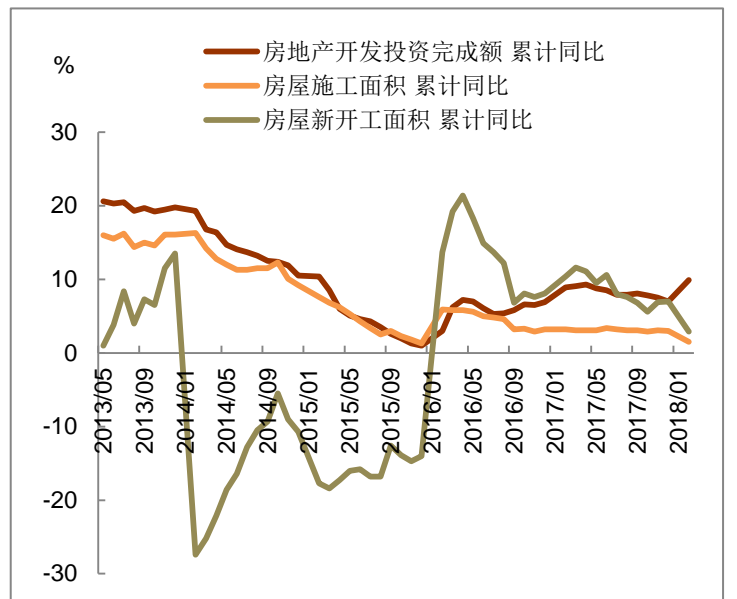


图表 20 基础设施建设投资数据

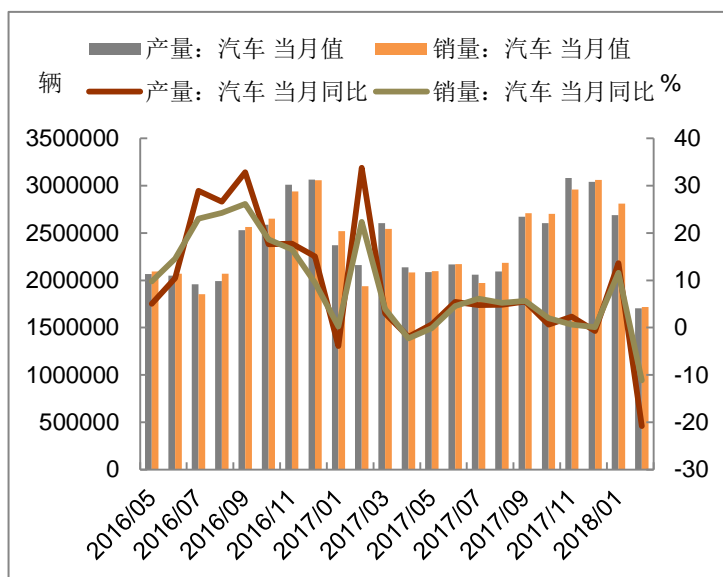


数据来源：Wind，铜冠金源期货

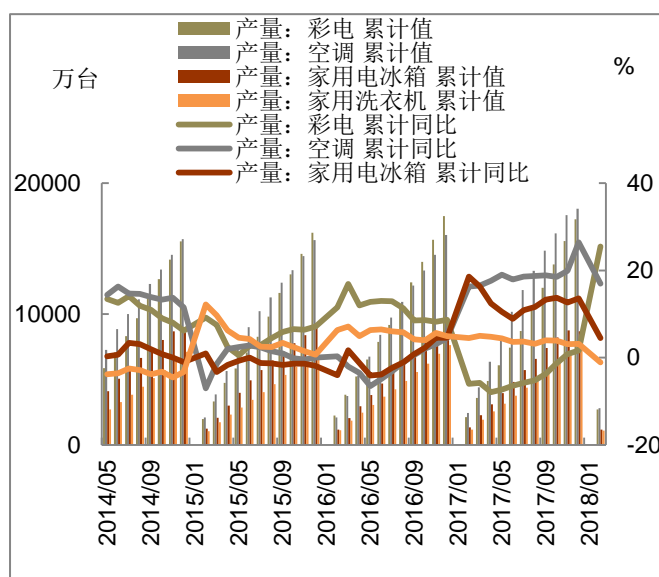
图表 21 房地产开发投资数据



图表 22 汽车当月产量及销量数据



图表 23 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数据来看，2018 年 1-2 月份，全年国内基础设施建设投资累计 173085.26 亿元，累计同比增长 14.93%，低于去年同期的 15.71%。2018 年基建投资并不乐观。受前期拿地较多将推高供给和增量需求有限的影响，三四线房价或存在下跌的风险，因此土地出让收入的减少将制约政府性基金支出；年初以来，非标融资又受到了监管新一轮的监管，后期用于基建的非标融资预计将大幅减少；中央对地方债务严格管理将使得城投企业压力增大。不过目前拐点尚未到来，PPP 项目、国内贷款和一般公共预算支出仍对基建成支撑。

2 月房地产开发投资完成额累计 10831 亿元，累计同比增长 9.9%，高于去年同期的 8.9%，显示房地产投资有一定韧性。但今年全国两会闭幕后，深圳、杭州、西安、成都等逾 15 个城市出台各式差别化的房地产调控政策，从“卖房摇号”到“三价合一”再到“限购升级”，因城施策、分类调控的基调持续，后期地产投资仍有一定下行风险。

汽车方面，据中国汽车工业协会统计，2 月受春节假期的影响，汽车产销量总体水平较低，环比同比均呈现两位数下降。当月，汽车产销分别完成 170.6 万辆和 171.8 万辆，环比分别下降 36.6%和 38.9%，同比分别下降 20.8%和 11.1%。1-2 月，汽车产量同比有所下降，销量呈小幅增长。2018 年起 1.6L 排量乘用车不再享受购置税减免优惠政策，致小排量乘用车销量下滑，中汽协预计 2018 年乘用车销量为 2559，同比增长 3%，较 2017 年会有小幅下滑。汽车板块对锌需求也将有小幅下滑。

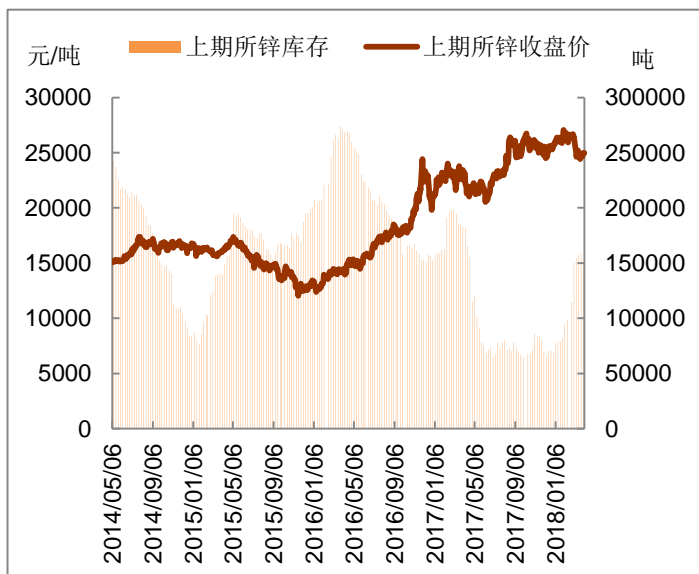
白色家电方面，国家统计局数据显示，1-2 月空调累计同比增加 17%；冰箱累计同比增加 4.5%；洗衣机累计值同比减少 1.1%，彩电累计同比增加 25.5%。空调和彩电增幅高于往年，

冰箱和洗衣机增速较往年略有下滑。商品房销售下滑势必对于家电的新增需求形成打压。

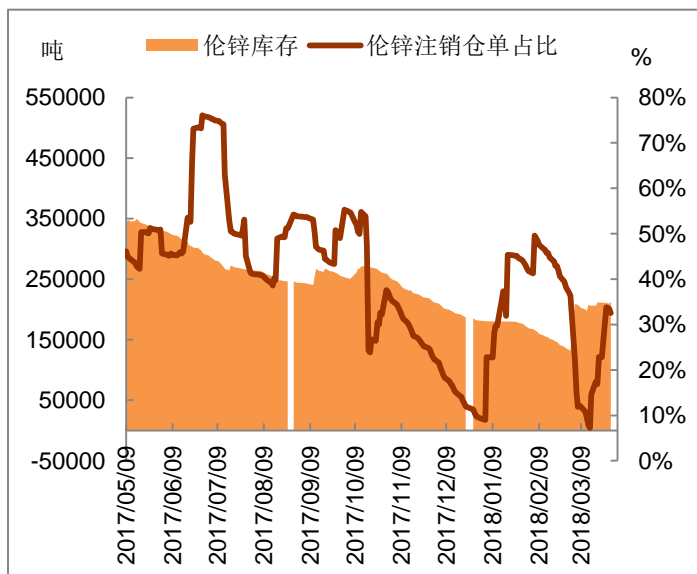
4、伦锌库存暴增，拖累锌价

3 月份，LME 出现连续大额交仓，特别是 5 日的 7.7 万吨，据了解是某贸易商的操作，14 日再度增加 1 万吨，锌价出现断崖下跌，截至月末，LME 库存由月初 13.35 万吨攀升至 21.28 万吨。上期所库存自去年 12 月底以来持续增加，其库存增加有一定的季节性因素，在 3 月下旬见顶后库存有所回落，截至月末库存报收至 15.09 万吨。社会库存见顶回落，由月初 30 万吨左右回落至 25.2 万吨，持平于去年同期。

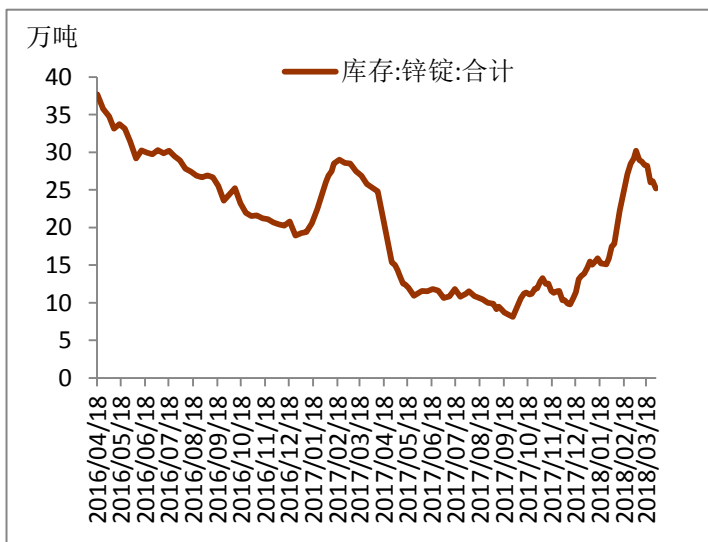
图表 24 上期所锌库存



图表 25 LME 锌库存与注销仓单占比



图表 26 社会锌锭库存

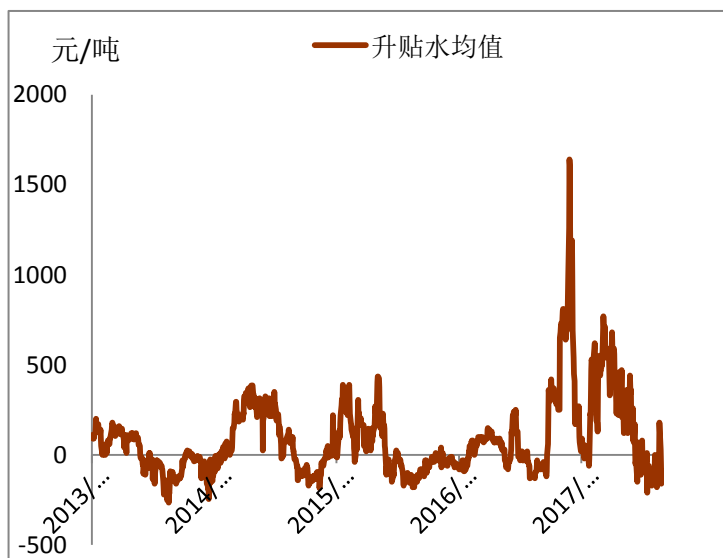


数据来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

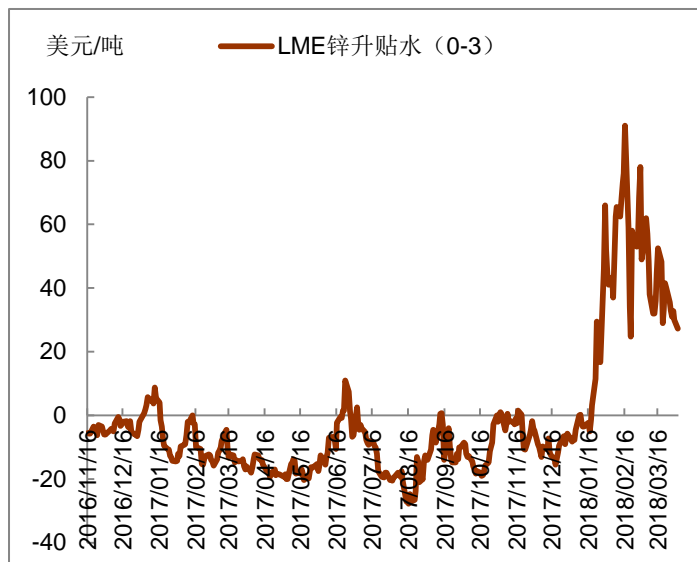
5、升贴水情况

3 月份现货多维持贴水结构，月初随着锌价的断崖下跌，现货一度呈现升水状态，随后修正再度贴水，显示现货销售不畅，截至月末贴水扩大，报收 150 元/吨附近。月初锌价延续下跌，LME 现货由小幅升水转为小幅贴水，月末升水幅度增加，截至 3 月 29 日，升水 10 美元/吨。

图表 27 0#锌升贴水



图表 28 LME 锌升贴水



数据来源：Wind，铜冠金源期货

四、铅基本面分析

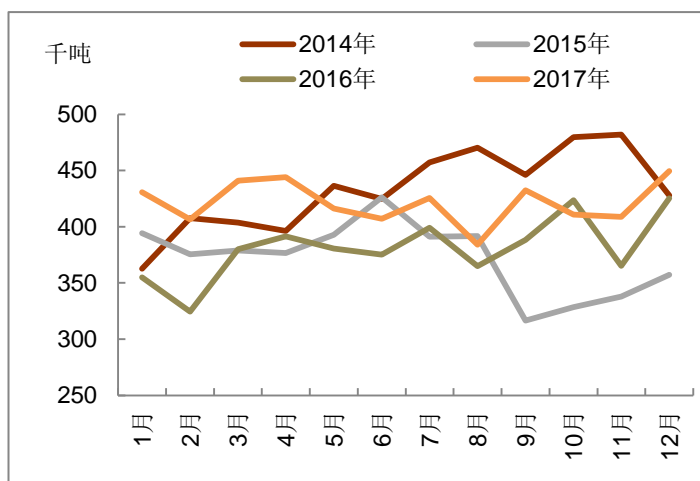
1、全球铅矿缺口收窄，精炼铅市场维持紧平衡

铅矿方面，根据国际铅锌小组(ILZSG)公布数据显示，2018 年 1 月全球铅矿产量为 41.19 万吨，同比下降 4.39%减少 1.89 万吨，环比下降 3.48%减少 3.48 万吨。国际铅锌小组(ILZSG)3 月报告称今年铅矿产能将增加 12.30 万吨。另消息方面，位于加拿大多伦多的 Bunker Hill 矿业宣布将重启位于爱达荷州的一座百年老矿，公司表示，将考虑在今年年底之前重新开矿，约在两年内进行大规模铅锌矿生产。

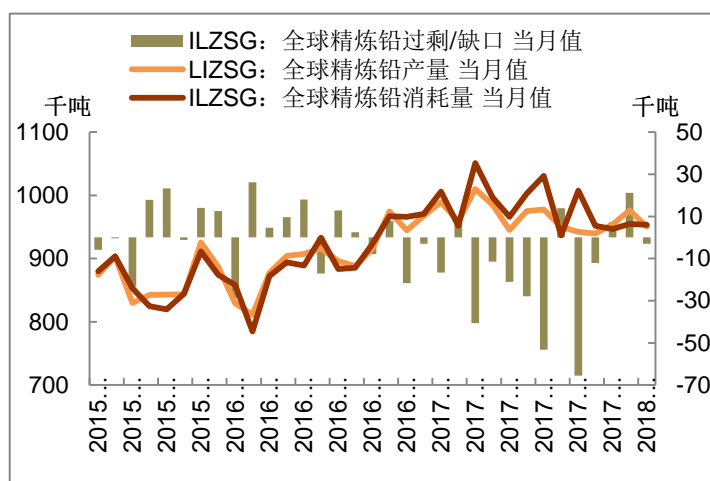
精炼铅方面，根据国际铅锌小组(ILZSG)公布数据显示，2018 年 1 月全球精炼铅产量为 95.06 万吨，同比下降 3.92%减少 3.88 万吨，环比下降 2.61%减少 2.55 万吨，全球精炼铅消费量为 95.35 万吨，同比下降 5.23%减少 5.26 万吨，环比下降 0.15%减少 0.14 万吨。

供需平衡来看 2018 年 1 月全球精炼铅供应短缺 0.29 万吨，2017 年 12 月为过剩 2.12 万吨，供应由前期小幅过剩转为小幅短缺，总体还是维持紧平衡状态。

图表 29 ILZSG 全球铅矿月度产量情况



图表 30 ILZSG 全球精炼铅供需情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 31 全球铅精矿市场供需平衡表 单位：万吨

	2014年	2015年	2016年	2017年
精矿产量	525.3	496.8	467.7	451.1
精矿需求量	479.3	469.8	480.9	462.7
精矿供需平衡	46	27	-13.2	-11.6

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

图表 32 中国铅矿市场供需平衡表 单位：万吨

	2014年	2015年	2016年	2017年
铅精矿产量	271.2	233.5	223	208
铅精矿需求量	330.5	321	310.5	296.9
铅精矿净进口量	90.6	94.9	70.5	64
铅精矿供需平衡	31.3	7.4	-17	24.9

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

图表 33 全球精炼铅市场供需平衡表 单位：万吨

	2014年	2015年	2016	2017年
精炼铅产量	1107	1097	1124	1147.4
精炼铅需求量	1125.8	1095.2	1133.7	1153.3
精炼铅供需平衡	-19.3	2	-9.5	-5.9

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

图表 34 中国精炼铅市场供需平衡表 单位：万吨

	2014年	2015年	2016年	2017年
精炼铅产量	474	470	466.5	487
精炼铅需求量	496	470.2	475	483
精炼铅净进口量	-3.3	-6	-1.4	7.1
精炼铅供需平衡	-25.3	-6.2	-9.9	11.1

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

2、国内铅矿加工费低位企稳，供应紧张趋于缓解

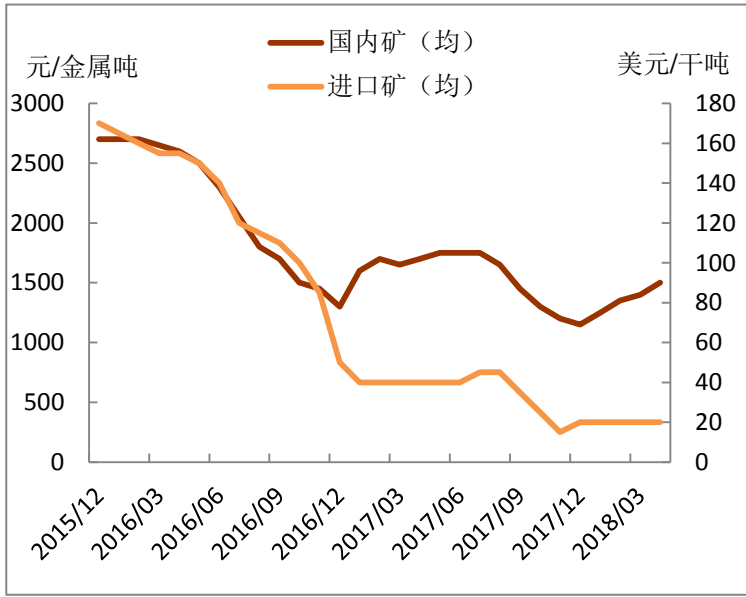
铅矿方面，根据上海有色网数据显示 4 月国内矿加工费均价为 1500 元/金属吨，环比增长 100 元/吨，整体自去年 12 月以来呈现低位企稳走势，总体来看 3 月铅矿供应大体处于紧平衡状态，且部分地区稍显宽松，加之北方供暖季已于 3 月中旬结束，目前矿企均处于逐步复产的状态，预计 4 月将继续贡献部分产量。

进出口方面，据海关数据显示 2018 年 2 月铅矿进口 7.98 万吨，环比下降 14.1%，同比下降 22.1%，主要降幅来自于美国，自美国进口量同比下降 26.08%，目前上海有色网数据显示铅矿进口矿加工费均价为 20 美元/干吨，环比持平，加工费在当前历史低位水平下，预计进口将继续受到压制。

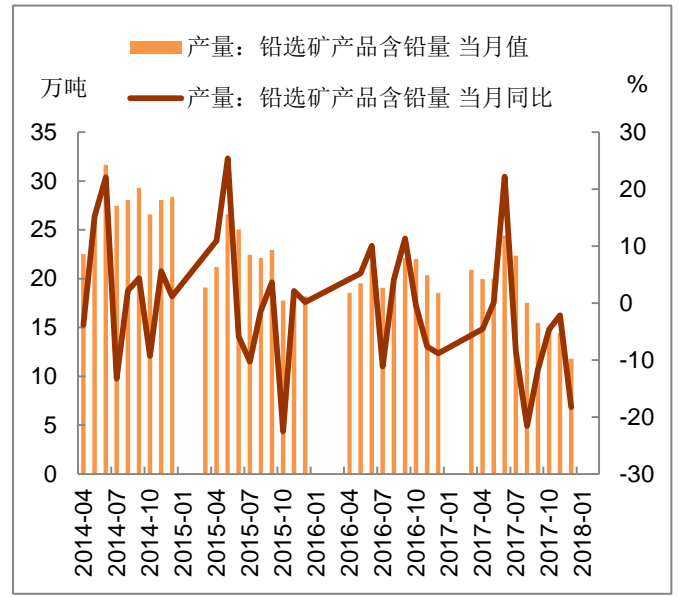
精炼铅方面，上海有色网公布数据显示 2018 年 3 月全国原生铅产量 22.64 万吨，环比上升 8.25%，同比下降 5.73%。3 月份，因春节影响结束，同时 3 月工作日增加，各大原生铅炼厂产量普遍较 2 月增量。但又因 3 月份多数炼厂集中检修，如豫光、万洋、南方、江铜、恒邦等，检修时间 20-45 天不等。此外，如河南地区因重污染天气影响，部分炼厂生产受限，而如志成、新凌均处于检修未恢复生产。因而 3 月原生铅炼厂产量虽有增量，但仍较去年同期下降 5.73%。展望 4 月，北方地区重污染限产影响缓解，部分炼厂检修陆续结束，据 SMM 调研了解，除去豫光、江铜，志成、东岭处于检修状态，其他检修的炼厂均已陆续恢复，预计供应将逐步得到恢复，但仍需重点关注环保动向。

再生铅方面，3 月份再生铅总体开工较为缓慢，大型炼厂多数恢复生产，但因利润微薄，加之对后市消费的担忧，小型炼厂复工积极性则相对偏低，再生铅主要产地-安徽界首、太和两地炼厂受安徽省内环保自查以及工业园区整改，部分炼厂已处于停工整顿状态，预计影响至 4 月初。

图表 35 铅精矿加工费情况

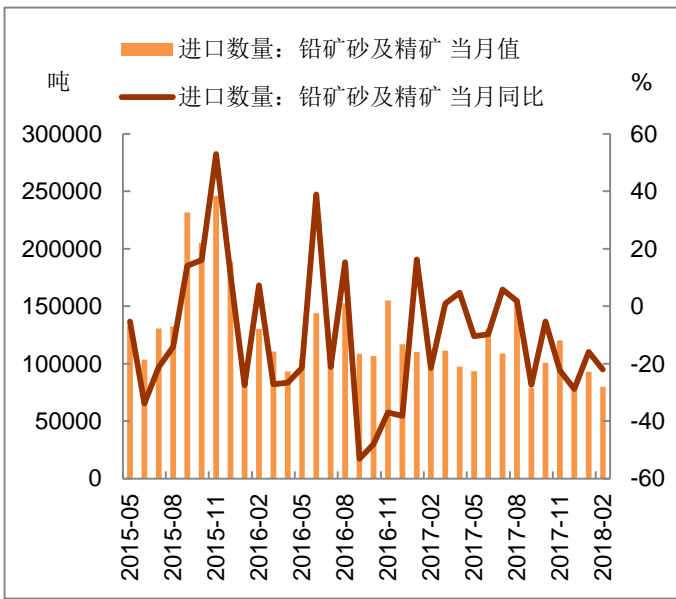


图表 36 铅精矿产量情况

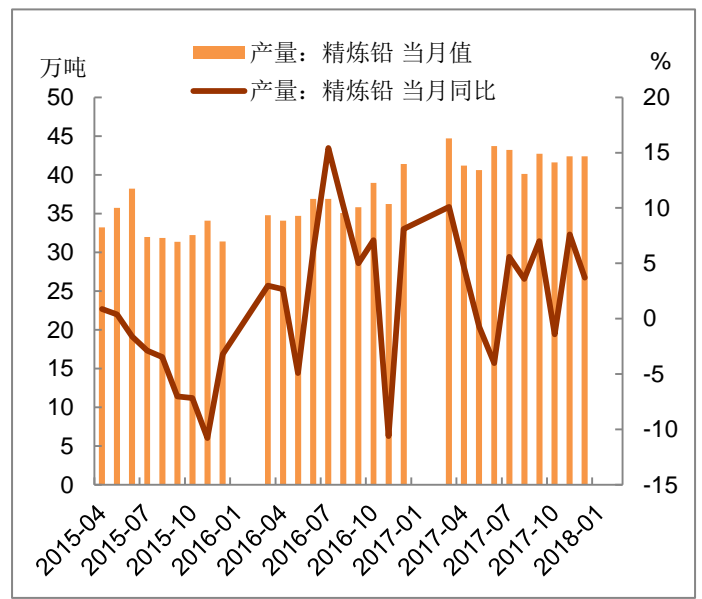


数据来源: SMM, Wind, 铜冠金源期货

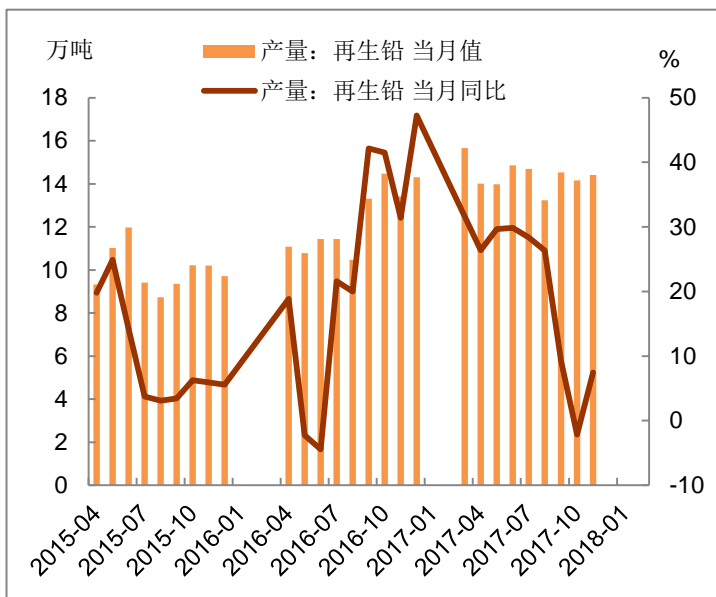
图表 37 铅精矿进口情况



图表 38 精炼铅产量情况



图表 39 再生铅产量情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

3、下游消费淡季来临压制铅价

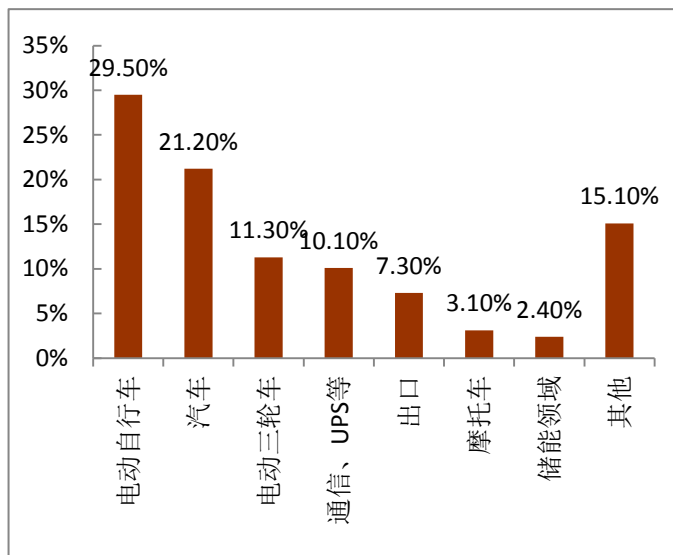
铅市初级消费主要集中在铅酸蓄电池行业，占到了铅总需求量 75%-80%。铅酸蓄电池按用途可以分为动力型、启动型、固定型和储能型等。动力型主要用于电动自行车、电动三轮车、低速电动车等，此为铅酸蓄电池最大应用领域，占整个精炼铅消费市场的 40%。启动型电池主要用于汽车领域。

3 月末开始铅下游消费端-铅蓄电池市场延续传统淡季格局，且为控制成品库存量，多数

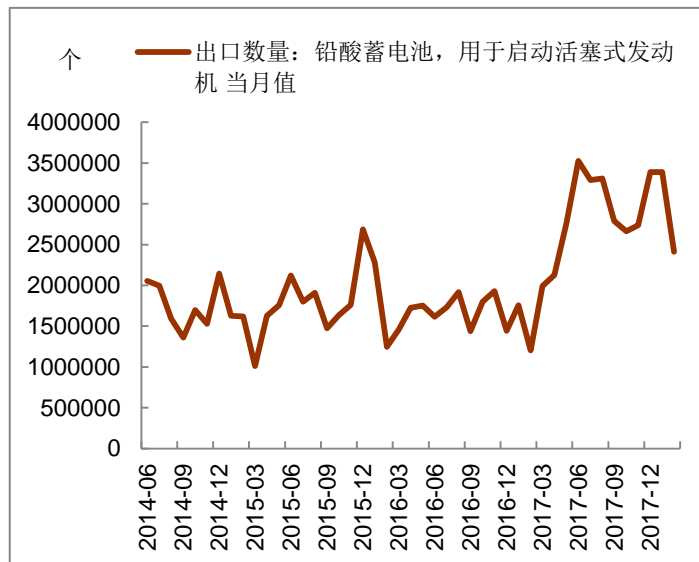
铅蓄电池企业开工率维持在 50-70%。根据中国汽车工业协会公布数据显示 2018 年 2 月汽车产量为 170.5657 万辆同比下滑 20.82%，环比下滑 0.36%。2 月销量为 171.7603 万辆同比下滑 11.12%，环比下滑 38.86%。2018 年前两月产销均逐步下降，对铅价提振不明显。

从终端行业来看，经过快速增长后，电动自行车行业逐步走向饱和，产量逐年下降；汽车行业受小排量汽车购置税恢复的影响，预计增速将面临压力；摩托车行业整体进入衰退期，用铅量将减少；去年国内 4G 建设完成，移动通信基站设备投资下滑，产量大幅下降，对铅消费难有提振。5G 政策利好频传，中国 5G 推进组组长王志勤日前表示“我国将与国际同步颁发 5G 牌照，2019 年下半年至 2020 年上半年颁发 5G 牌照比较合适”，进一步明确了我国 5G 牌照发放的时点。同时，工信部强调大力发展人工智能、5G、车联网等新产业新经济，推动 5G 产业链成熟度进一步加快。中国 5G 第三阶段试验全面铺开，三大运营商首批 5G 试验网城市获得发改委批复，试验网建设全面铺开。日前，发改委正式批复中国移动在北京、天津、重庆、深圳、成都、沈阳等 12 个城市；中国电信在北京、天津、重庆、深圳、成都、杭州等 12 个城市建设 5G 试验网，开展 5G 应用示范。目前包括广州、深圳、重庆等城市已启动试验网建设，重庆移动计划 2018 年达到试商用能力，最快 2019 年商用。2018 年预计 5G 方面或对铅有一定需求，但用铅量占总体仍偏低，国内铅消费的主要支撑在于电动三轮车和低速电动车，总的预计 2018 年我国铅消费增速在 1%-1.5%，增长动力依旧不足。

图表 40 铅酸蓄电池消费领域占比



图表 41 铅酸蓄电池出口情况



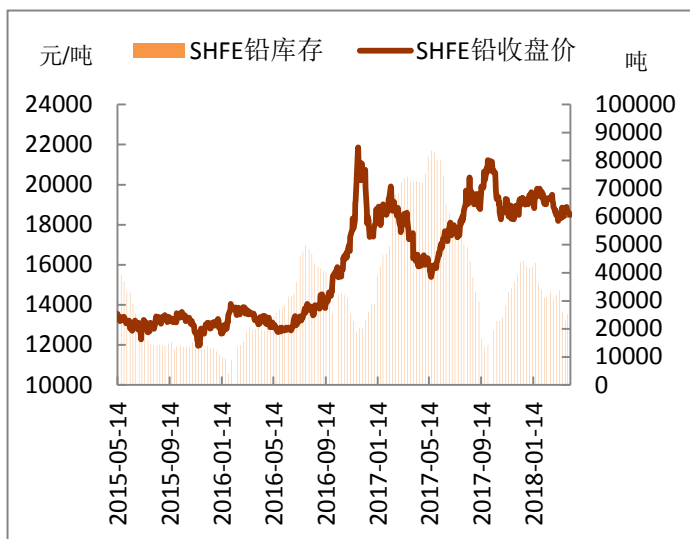
数据来源：安泰科，Wind，铜冠金源期货

4、铅库存情况

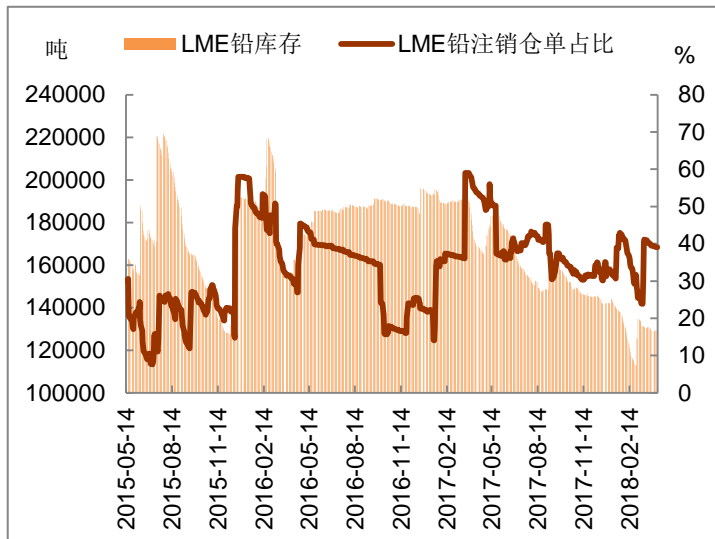
库存方面，3 月份上期所和 LME 铅库存均为下降状态，截止月末上期所库存为 23041 吨，LME 库存为 12.91 万吨，3 月国内受下游阶段性补库库存有所走低，外盘库存则降幅较小，

当前库存水平距年初消费旺季砸出的低点已经大幅回升，总体估计内外盘库存再度走低可能性已经弱化，预计 4 月国内库存在二季度消费淡季的影响下将继续累积回升。

图表 42 上期所铅库存



图表 43 LME 铅库存与注销仓单占比

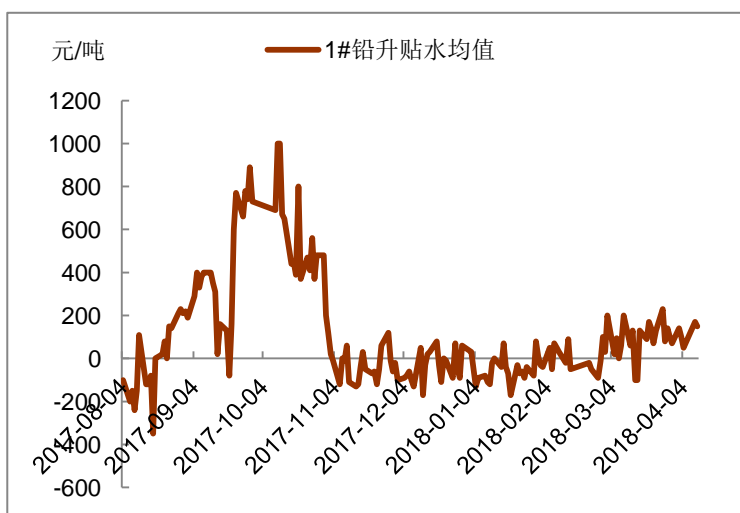


数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

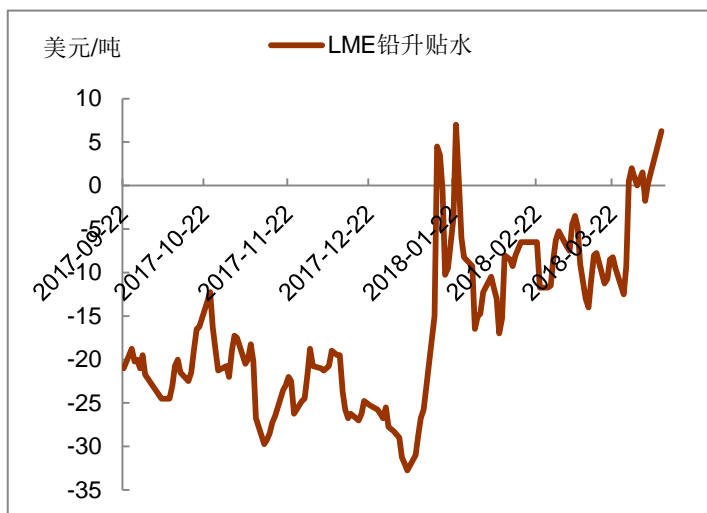
5、升贴水情况

从升贴水来看，3 月份国内 1# 铅升贴水保持贴 100 元/吨到升 230 元/吨区间波动，3 月下旬因受环保影响升水明显呈小幅扩大走势，对期价推动明显，目前已小幅回落，3 月份伦铅升贴水重新从月初贴 6.75 美元/吨小幅上移，后总体围绕平水附近盘整。

图表 44 1# 铅升贴水



图表 45 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

2018 年市场预期锌矿供应有所宽松，从目前跟踪情况来看，仅五矿旗下的杜尔家河锌矿开始有试产产量，产能仍未完全释放，其他项目或有所跟进。国内气温回暖，西藏、新疆、内蒙等部分高寒地区的中小型矿山复产，原料供应端增加。目前国产矿加工费持平，进口矿加工费企稳回升。二季度部分冶炼厂有常规性减产检修，类似于去年同期冶炼厂大规模集中减产情况，今年出现的概率不大，精锌产量或维持一个稳定水平。3 月初以来伦锌大幅交仓，市场信心大幅受挫，重新修正前期乐观预期，受环保影响，下游需求启动晚于往年，也拖累锌价走势。3 月底以来，下游需求逐渐增加，不过国内基建、房地产、汽车表现难有亮点，锌消费或小幅下滑，加之当前中美贸易战不确定较大，市场担心出现系统性风险。盘面看，主力承压于均线下方，技术上维持偏空，宏观风险或降低下方 24000-24200 的支撑有效性，4 月份建议波段操作。

2、铅价展望

基本面来看供应端伴随着北方供暖季的结束，加工费低位企稳，同时精炼铅方面截止目前环保方面的影响已经有所消退且检修炼厂已逐步复产，因此中期供应端的压力方向将得到缓解，而需求端在二季度面临着铅酸电池消费淡季的影响，需求难有起色。由此可见供应缓解需求减弱，预计铅价中期依旧偏空。值得关注的是在目前库存处于历史低位的情况下，注意阶段性环保的干扰给铅价带来的支撑，同时宏观方面关注中美贸易战及美元的走势。

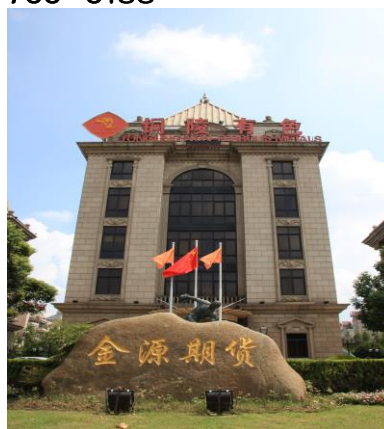
全国统一客服电话：400-700-0188

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

大连市沙河口区会展路 129 号大连国

际金融中心 A 座大连期货大厦 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。