



2017 年 9 月 8 日

星期五

中期维持多头观点

锌价逢低做多

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

要点

●美国数据喜忧参半。8 月份的美国非农就业报告令人失望，美元迅速下跌，市场也增强了美联储 12 月不加息的预期。不过，在此之后公布的美国 8 月 ISM 制造业指数显示制造业扩张步伐创 2011 年以来最快，预计将对三季度经济增长产生良好支撑。9 月中下旬将举行 FOMC 议息会议，市场大多认为不会加息，但是 4.2 万亿美元的缩表势在必行。此外，9 月 3 日朝鲜自称成功完成氢弹试验，受此消息刺激，市场避险情绪陡增，国际宏观局势也再度陷入扑朔迷离。欧元区制造业在 8 月重新恢复了上涨势头，这将支持一个强劲的第三季度 GDP 数据。随后，欧洲央行公布利率决议，维持三大利率不变，欧洲央行货币政策保持宽松将继续推动欧元区经济保持稳定。国内方面，官方及财新制造业 PMI 双双回升，未出现背离，暗示 8 月经济增长料将小幅反弹回升，一定程度上修复 7 月经济增长数据整体回落引致的悲观预期。人民币自 8 月以来出现大幅升值，一方面中国经济数据的不断变好，另一方面美元投资情绪的持续疲软，这两个因素鼓励了人民币的升值。此外，中国外汇储备依旧稳定，8 月我国外汇储备实现三年来首次连续七个月环比增长。

●锌方面，全球可交易锌矿偏紧，锌矿供应大格局未变，仍然是修复缺口的过程。全球精炼锌供应缺口较上年同期扩大，全球冶炼产能新增产能不多。国内锌矿南方受环保检查影响、北方因十九大炸药管制，加之北方即将进入冬季，这些因素决定了国内矿山生产受限，原料紧张的情况或维持到明年上半年，锌产量难以提高。9 月国内及国外锌矿加工费均回落，也说明全球可贸易锌矿量并未宽松，依然偏紧。现货市场货源维持偏紧，社会库存维持在 12 万吨附近维持长达三月之久，两大交易所库存也维持在八年来的低位，偏低的库存仍是锌价的重要支撑因素。下游方面虽受环保检查压制，但整体消费稳定，淡季社会库存也未积压，另外基建稳定，下半年汽车行业仍有旺季预计，预计锌消费维持稳定。当前锌价受宏观

及资金影响波动较大，国际宏观局势的不确定性及人民币的升值，都压制锌价，但受国内黑色系供给侧改革炒作影响，锌价在资金作用下会出现同涨同跌的情况。整体来看，中期维持多头观点，逢锌价回调后多头可跟进。

●铅方面，全球铅矿仍处于近平衡状态，精炼铅缺口同比有所放大。9月国内外铅矿加工费均呈现大幅回落，显示铅矿供应趋紧态势增加。受原料紧缺及环保制约，原生铅产量环比回落，再生铅受环保影响较大，产量下滑，9月后因区域性环保打压放缓，加之再生铅生产利润十分可观，江西和安徽的“三无”再生铅企业均进一步陆续复产，后期或缓解国内货源紧缺局面。短期现货维持高升水，支撑铅价。下游需求端未有明显改观，不过9月份汽车电池仍存旺季预期，而电动车电池消费有转弱可能。相对锌价而言，铅价受宏观及资金影响幅度相对较小，且具有一定滞涨滞跌性。综合来看，国内炼厂库存偏低、货源紧俏态势尚未改变，加上后期国内铅矿供应或进一步趋紧，因此供应端的支撑仍在，然下游消费提振不佳，多空因素交织，预计铅价多跟随锌价走势。

目录

一、铅锌市场行情回顾	6
1、8 月锌行情评述.....	6
2、8 月铅行情评述.....	6
二、宏观经济概况	7
三、锌基本面分析	8
1、全球锌矿供应大格局未变，精炼锌缺口扩大.....	8
2、锌矿加工费回落，进口窗口短暂开启.....	10
3、国内锌下游消费情况.....	12
4、锌库存情况.....	15
5、升贴水情况.....	16
四、铅基本面分析	17
1、全球铅矿产量增加，精炼铅市场缺口扩大.....	17
2、铅矿加工费大幅回落，部分再生铅复产.....	18
3、下游消费未有改观.....	20
4、铅库存情况.....	21
5、升贴水情况.....	22
五、总结与后市展望	22
1、锌价展望.....	22
2、铅价展望.....	23

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 全球锌精矿增复产情况（千吨）	8
图表 4 2017 年国内锌精矿新增产能（千吨）	8
图表 5 全球锌精矿市场供需平衡表 单位：万吨	9
图表 6 中国锌精矿市场供需平衡表 单位：万吨	9
图表 7 ILZSG 全球锌供需情况	9
图表 8 全球精炼锌市场供需平衡表 单位：万吨	10
图表 9 中国精炼锌市场供需平衡表 单位：万吨	10
图表 10 锌矿加工费情况	11
图表 11 锌精矿产量情况	11
图表 12 国内重点冶炼企业检修情况	11
图表 13 锌精矿进口量情况	12
图表 15 精炼锌产量情况	12
图表 14 精炼锌进口量情况	12
图表 16 重点企业镀锌板销量情况	13
图表 17 镀层板出口量情况	13
图表 18 基础设施建设投资数据	14
图表 19 房地产开发投资数据	14
图表 20 汽车当月产量及销量数据	14
图表 21 家电累计产量	14
图表 22 上期所锌库存	16
图表 23 LME 锌库存与注销仓单占比	16
图表 24 0#锌升贴水	16
图表 25 LME 锌升贴水	16
图表 26 ILZSG 全球铅供需情况	17
图表 27 全球铅精矿市场供需平衡表 单位：万吨	17
图表 28 中国铅矿市场供需平衡表 单位：万吨	18
图表 29 全球精炼铅市场供需平衡表 单位：万吨	18
图表 30 中国精炼铅市场供需平衡表 单位：万吨	18
图表 31 铅精矿加工费情况	19
图表 32 铅精矿产量情况	19
图表 33 铅精矿进口情况	20
图表 34 精炼铅产量情况	20
图表 35 再生铅产量情况	20
图表 36 铅酸蓄电池消费领域占比	21
图表 37 铅酸蓄电池出口情况	21
图表 38 上期所铅库存	21
图表 39 LME 铅库存与注销仓单占比	21

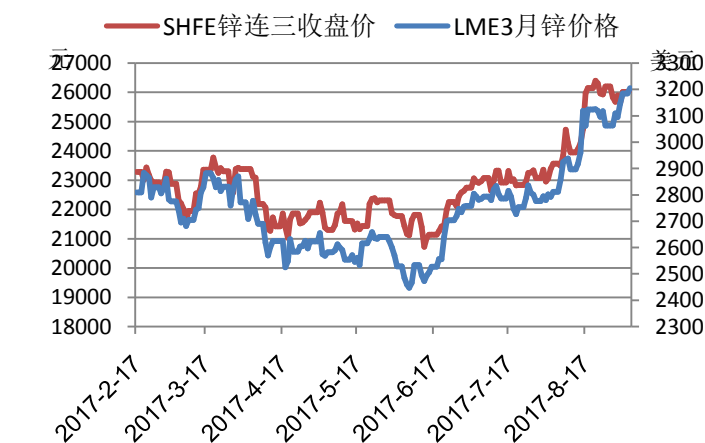
图表 40 1#铅升贴水.....	22
图表 41 LME 铅升贴水	22

一、铅锌市场行情回顾

1、8 月锌行情评述

8 月份，沪锌主力合约换月至 1710 合约，月初迎来爆发式上扬，上中旬暴涨，下旬小幅震荡回落。受铜、铝价格带动，以及投资者押注锌市供应短缺，期锌一路上行，触及近 10 年高点 26750 元/吨，另国内现货贸易商大量囤货抬价，亦推动期锌大涨。下旬，地缘政治紧张以及国内锌期货部分合约实施交易限额，打压市场投机热情，多头获获了结，期锌高位回调。月末 1710 合约报 25640 元/吨，月度上涨 10.14%，持仓量增至 22.75 万手。伦锌走势强于沪锌，月度上涨 12.84%，月末收于 3159 美元/吨，持仓量略降至 30.38 万手。

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势



数据来源：Bloomberg，铜冠金源

2、8 月铅行情评述

8 月份，沪铅主力合约转为 1710 合约，期价呈现大幅冲高态势，其中 9 日盘中曾一度大涨近 6%，随后回落调整后再次冲高，并于 17 日最高上探至 20535 元/吨；此后外盘快速回落，沪铅价格承压也明显加大，截至月末时，铅价仍徘徊在 19500 元/吨附近，收于 19300 元/吨，月度涨幅达 4.98%，持仓量增至 48288 手。伦铅走势弱于沪铅，月度上涨 2.96%，17 日盘中最高一度曾探至 2537 美元/吨，不会随后就转为快速回落态势，铅价持续回调，直至跌至 40 日均线位置，才再次获得支撑，震荡修整，月末收于 2400 美元/吨，持仓量增至 11.73 万手。

图表 2 沪铅主连及 LME 三月期铅走势



二、宏观经济概况

美国数据喜忧参半。8 月份的美国非农就业报告令人失望，劳工统计局数据显示，美国 8 月非农就业仅新增 15.6 万，远低于预期的 18 万，同样远低于前值；平均时薪增速低于预期和前值；失业率出乎市场预料由 4.3% 回升至 4.4%。美元迅速下跌，市场也增强了美联储 12 月不加息的预期。不过，在此之后公布的美国 8 月 ISM 制造业指数显示制造业扩张步伐创 2011 年以来最快，数据显示，8 月 ISM 制造业指数 58.8，高于预期 56.5，消费开支与商业投资坚实增长令制造业持续增长，预计将对三季度经济增长产生良好支撑，8 月就业指标亦显示就业创 5 年最大月度增幅。另外，密歇根大学消费者信心 8 月升至三个月高位，一定程度上支撑了美元。9 月 7 日美联储发布的褐皮书称，全美 7-8 月经济温和扩张，但通胀未有起色，物价温和上涨。就业增速略微放慢，劳动力市场紧俏，但薪资上涨不明显；汽车业情况低迷。9 月中下旬将举行 FOMC 议息会议，市场大多认为不会加息，但是 4.2 万亿美元的缩表势在必行。此外，9 月 3 日朝鲜自称成功完成氢弹试验，爆炸当量或为 2006 年 10 月以来的六次核试验中最强，受此消息刺激，市场避险情绪陡增，国际宏观局势也再度陷入扑朔迷离。

欧洲方面，经济增速再度回升。8 月制造业 PMI 终值 57.4，创 2011 年 4 月以来新高，预期 57.4，初值 57.4；7 月终值 56.5。8 月制造业新出口订单指数 58.5，创 2 月份来新高，7 月为 56.8。制造业的扩张主要由德国、荷兰和奥地利的数据拉动。其中，奥地利和荷兰的 PMI 均创下 78 个月以来新高，法国则创下 76 个月以来最高水平。欧元区制造业在 8 月重新恢复了上涨势头，这将支持一个强劲的第三季度 GDP 数据。随后，欧洲央行公布利率决议，维持三大利率不变，同时维持月度购债计划 600 亿欧元不变，符合市场预期。另外央行声明称，若有必要，目前的 QE 计划将维持到 2017 年 12 月或以后。欧洲央行货币政策保持宽松将继续推动欧元区经济保持稳定。

国内方面，8 月制造业景气度明显回升。数据显示，8 月官方制造业 PMI 为 51.7%，为年

内次高点，比上月上升 0.3 个百分点，高于去年同期 1.3 个百分点。随后公布的 8 月财新制造业 PMI 51.6，高于预期 51 和前值 51.1。两者双双回升，未出现背离，暗示 8 月经济增长料将小幅反弹回升，一定程度上修复 7 月经济增长数据整体回落引致的悲观预期。人民币自 8 月以来出现大幅升值，一方面中国经济数据的不断变好，另一方面美元投资情绪的持续疲软，这两个因素鼓励了人民币的升值。此外，中国外汇储备依旧稳定，8 月我国外汇储备为 30915.3 亿美元，增长 108.1 亿美元，环比升幅 0.4%，实现三年来首次连续七个月环比增长。

三、锌基本面分析

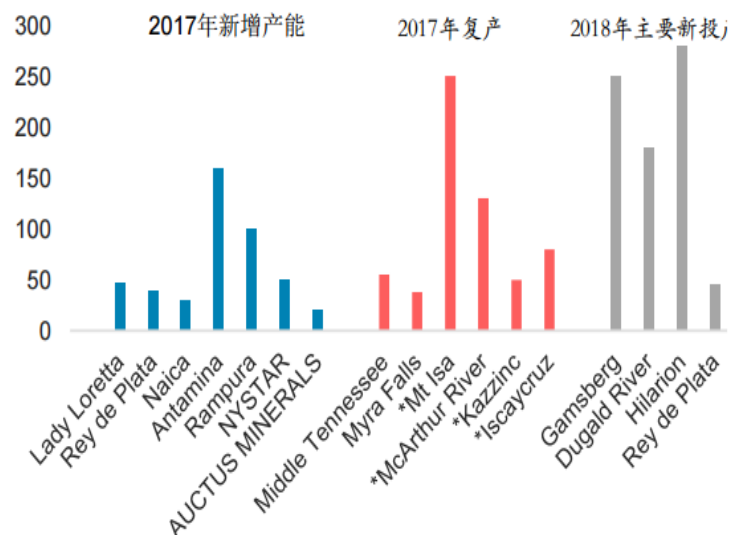
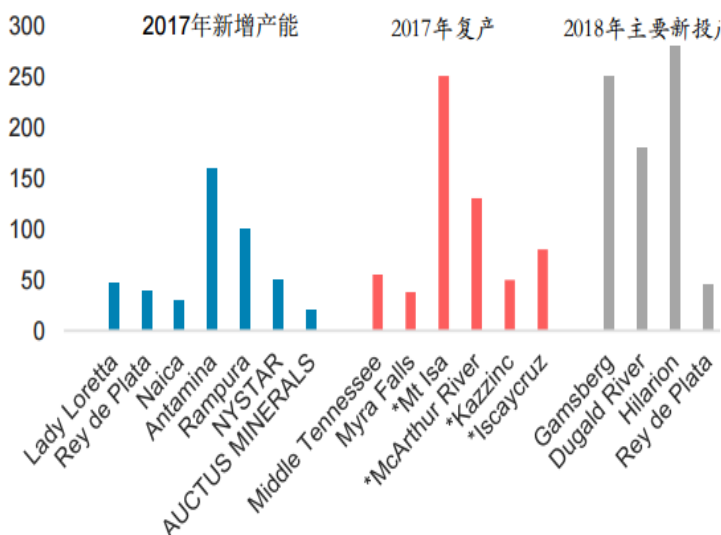
1、全球锌矿供应大格局未变，精炼锌缺口扩大

国际铅锌研究小组 (ILZSG) 数据显示，2017 年 6 月全球锌矿产量 115.4 万吨，同比仅增长 3%，而上半年年累计锌矿产量 648.6 万吨，较去年同期增加 19.4 万吨，累计同比增长同样是 3%；从上半年来看，秘鲁的安塔米纳矿如期增产，嘉能可尚未宣布复产以及泰克资源旗下美国红狗矿山的产量下降，全球可交易锌矿仍然偏紧，并未像此前市场预计的宽松，仍然是修复缺口的过程。

国内方面，年初预计 2017 年新建及投产主要有银漫矿业、国森矿业、甘肃郭家沟铅锌矿、会东大梁矿业等矿山。目前来看，新增产能除国森矿业和银漫矿业投产外，其他项目投产均不顺畅。据安泰科不完全统计，今年新增产能释放量或不足 20 万吨，考虑到矿山品位下降及环保因素的影响，预计全年国内锌矿产量为 10 万吨，低于年初预期。

图表 3 全球锌精矿增产复产情况（千吨）

图表 4 2017 年国内锌精矿新增产能（千吨）



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 单位：万吨

	2014年	2015年	2016年	2017年1-6月	2017*
精矿产量	1320.7	1278.4	1208	653.7	1281.7
精矿需求量	1302.9	1345.7	1313.4	686.2	1321.4
精矿供需平衡	17.8	-67.3	-105.4	-32.5	-39.7

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

图表 6 中国锌精矿市场供需平衡表 单位：万吨

	2014年	2015年	2016年	2017年1-6	2017年*
锌精矿产量	475	425	440	208.9	450
锌精矿需求量	535.1	565	563.8	279	574
锌精矿净进口量	109	161	100	70	115
锌精矿供需平衡	48.9	21	-23.8	-0.1	-9

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

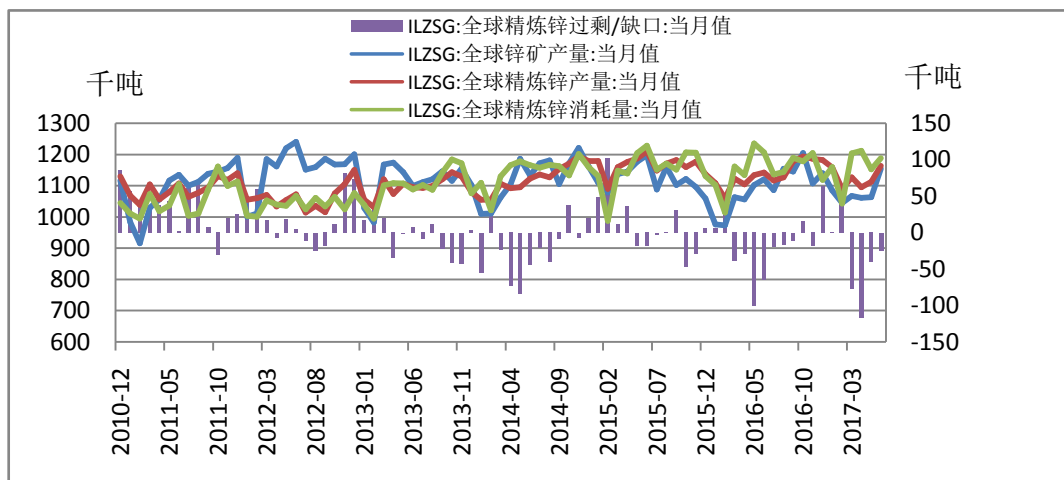
注：*表示为预估值

国际铅锌研究小组(ILZSG)公布的数据显示,6月全球锌市供应短缺缩窄至2.5万吨,5月修正后为短缺4万吨。今年上半年,锌市场供应短缺20.3万吨,上年同期为短缺19.7万吨,整个锌锭的供应缺口在继续扩大。

今年全球冶炼产能新增产能不多,据安泰科统计,2017年仅有Boliden公司位于挪威的Odda一个扩建项目新增4万吨产能,且中国过去两年新增产能释放也极其缓慢,故全球冶炼产能变化不大。

安泰科根据ILZSG预测调整全年精炼锌产量增长约为0.6%左右至1342.6万吨,全年缺口约69.6万吨,其中上半年预计缺口27.8万吨,预计下半年缺口更大。

图表 7 ILZSG 全球锌供需情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

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 8 全球精炼锌市场供需平衡表 单位：万吨

	2014年	2015年	2016年	2017年1-6	2017*
精炼锌产量	1330.8	1365.1	1323.9	669.1	1342.6
精炼锌需求量	1358.4	1355.2	1379.6	696.9	1412.2
精炼锌供需平衡	-27.6	9.9	-55.7	-27.8	-69.6

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

图表 9 中国精炼锌市场供需平衡表 单位：万吨

	2014年	2015年	2016年	2017年1-6	2017*
精炼锌产量	563	586	592	294	585
精炼锌需求量	625	628	657	325	670
精炼锌及锌合金净进口量	55	56	50	22	55
精炼锌供需平衡	-7	9	-15	-9	-30

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

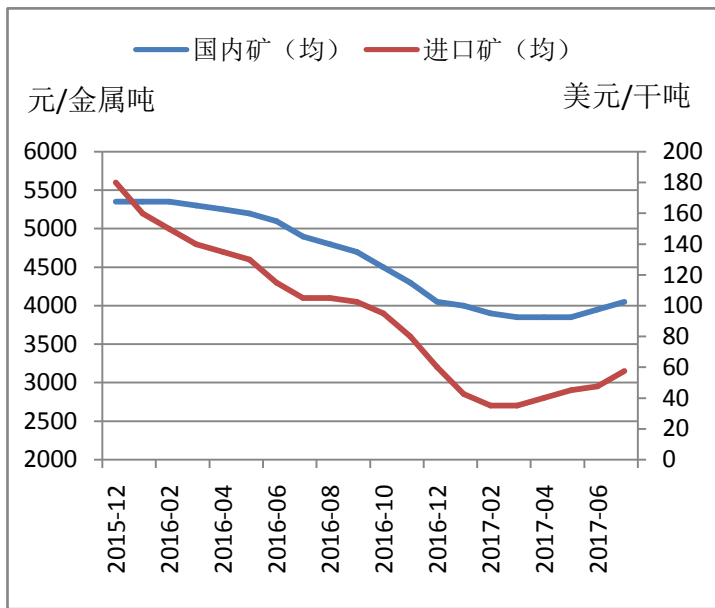
2、锌矿加工费回落，进口窗口短暂开启

国内锌矿产量上短期难有大幅释放，环保压力仍然较大。国家统计局数据显示，7月全国锌精矿产量35.6万吨，同比降11.22%，环比降12.04%，1-7月锌矿累计产量达248.86万吨，累计同比降4.93%。今年以来锌矿同比、环比减少一方面因环保检修影响，另一方面因年初寒冷天气及6月暴雨天气影响。据SMM调研，8月环保督察组进驻四川，当地部分矿企及炼厂限产、关停，锌精矿开工率74.2%，比上个月下降1.5%。故预计8月锌矿产量或继续小幅下滑。

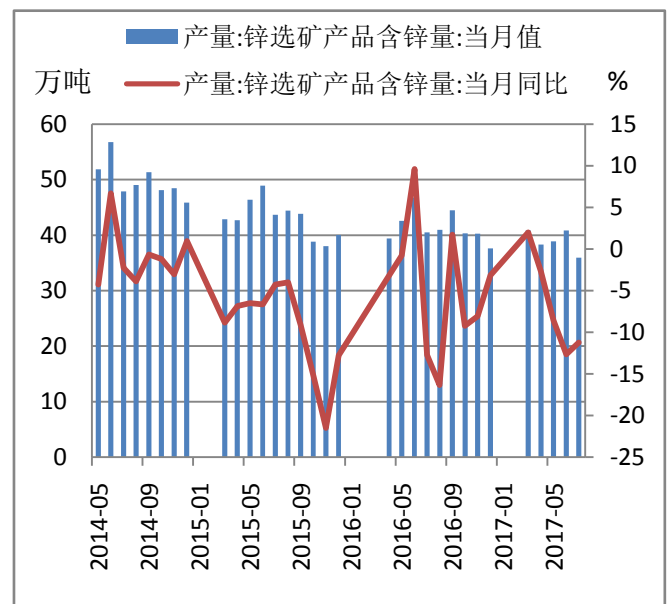
锌矿加工费来看，SMM数据显示，9月国内锌矿加工费维稳在3800-4200元/金属吨，均价下降50元/金属吨；进口矿加工费报价40-50美元/干吨，均价回落10美元/干吨。加工费回落，说明全球可贸易锌矿量并未宽松，依然偏紧。四季度冶炼企业冬储将增加锌矿的需求，届时锌矿加工费或继续走跌。

虽然国内锌精矿供给同比下降，但是进口矿在一定程度上补充供给。海关数据显示，7月国内锌矿进口量 16.5 万吨，当月环比回落 4.18%，同比大幅小幅增加 0.16%；1-7 月锌矿累计进口量 146.49 万吨，累计同比增加 25.94%。

图表 10 锌矿加工费情况



图表 11 锌精矿产量情况



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

国家统计局数据显示，7月精炼锌产量为 47.6 万吨，同比下降 6.3%，环比下降 12.5%；1-7 月累计产量达 346.2 万吨，累计同比下降 2%。环保检修性减产和原料供应紧张是今年以来精炼锌下降的主要原因，冶炼厂采取分系统轮番检修的模式，系统检修活动延续到 9 月份。据 SMM 调研了解，9 月部分锌炼厂检修结束，目前已了解检修炼厂仅为 2-3 家附近，故预计 9 月锌锭产量环比或小增，全年看产量预计将小幅走低。

海关数据显示，7 月份国内精炼锌进口量 6.805 万吨，同比增加 3 倍，环比增加 63.12%；1-7 月国内精炼锌累计进口量 24.85 万吨，累计同比下滑 19.5%。7 月当月超过三分之一的进口来自澳大利亚，剩下主要来自哈萨克斯坦和韩国。另外 8 月份下旬精炼锌进口盈利窗口再度打开，进口锌锭再度流入国内市场，对国内货源有一定补充作用。

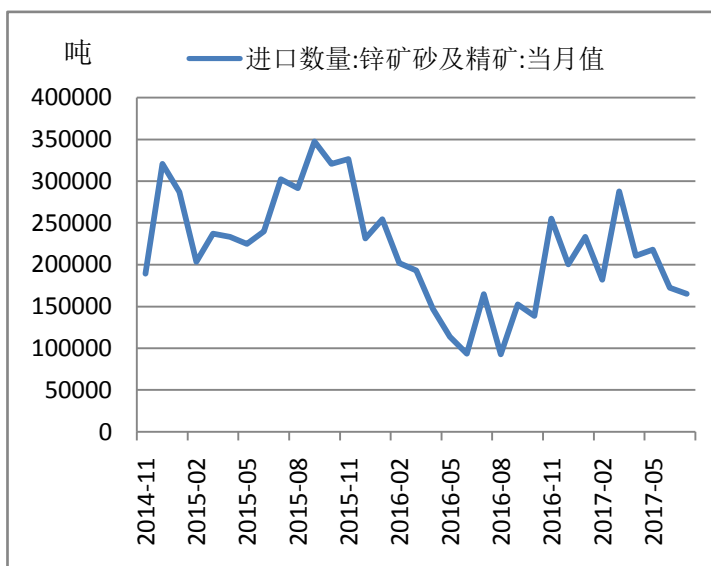
图表 12 国内重点冶炼企业检修情况

企业名称	企业动态	检修时长
葫芦岛锌业	检修	3.20-7月末
汉中锌业	检修	3.24-4月末, 7月
中金岭南	正常生产	暂无检修
株冶火炬	减产	减产
驰宏锌锗	正常生产	暂无检修
豫光锌业	正常生产	4月初-4月底
河池南方	正常生产	3月-5月初
陕西东岭	正常生产	4.20-5月中旬, 5.20-6月中旬
赤峰中色锌业	检修	6.23-7月中下旬

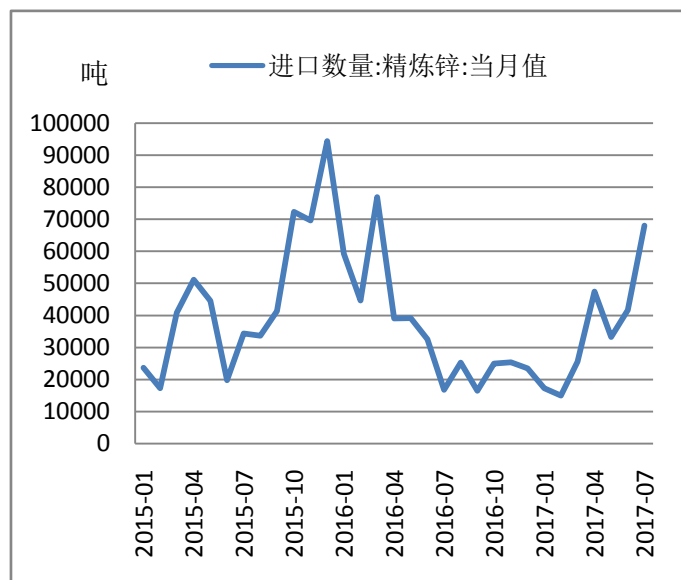
巴彦淖尔紫金	正常生产	暂无检修
四川宏达	正常生产	暂无检修
陕西锌业	正常生产	3.29-5月初
祥云飞龙	正常生产	暂无检修

数据来源：SMM，铜冠金源期货

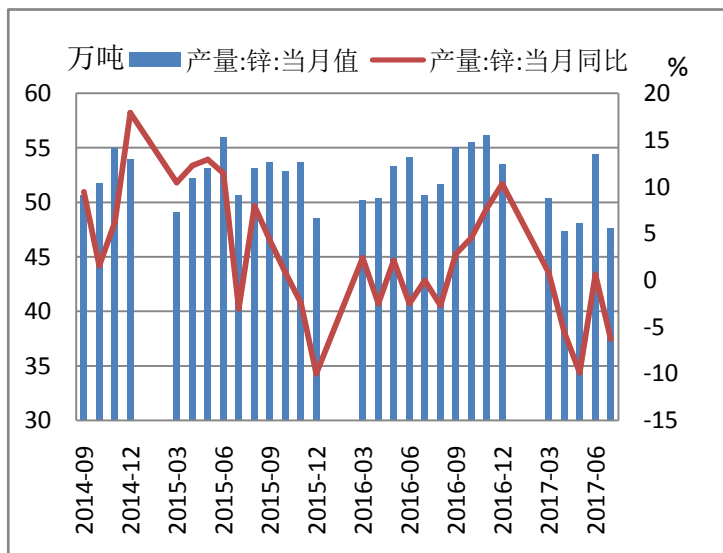
图表 13 锌精矿进口量情况



图表 14 精炼锌进口量情况



图表 15 精炼锌产量情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

3、国内锌下游消费情况

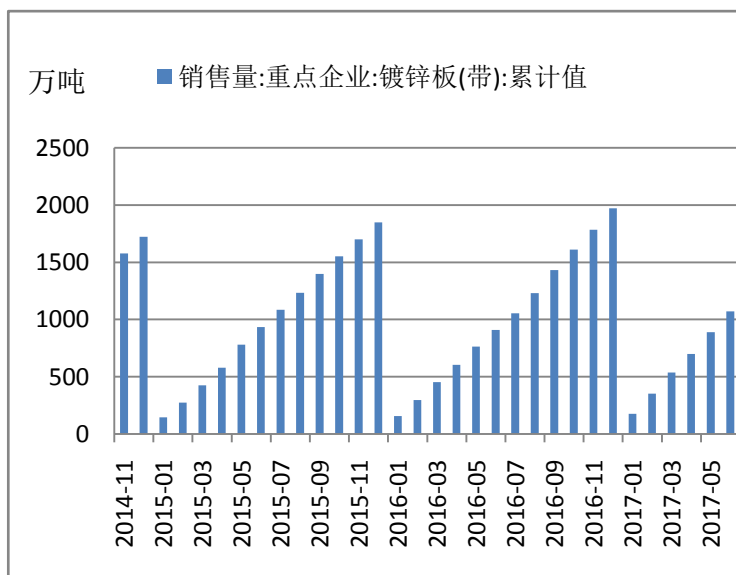
锌的初级消费主要包括镀锌（60%）、黄铜（11%）、压铸锌合金（22%）、氧化锌（9%）、原电池五类（8%）。

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，国内 6 月重点企业镀锌板带销量 182.3 万吨，同比增速 17.82%，环比减少 4.95%。1-6 月份全国镀锌板累计销量达 1072.2 万吨，累计同比增 16.6%。海关总署数据显示，7 月份镀层板出口量达 110.36 万吨，同比增加 2%，环比增加 4.8%。1-7 月累计出口 748.41 万吨，累计同比增加 4.14%。

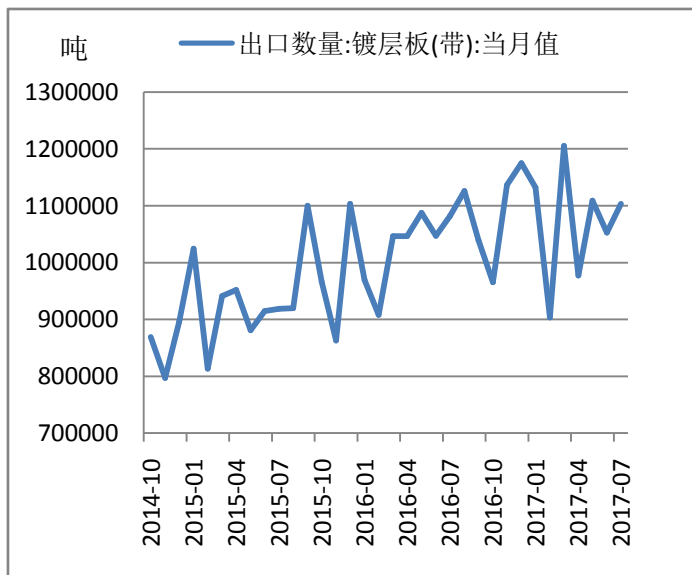
反倾销和内外比价走高依然可能导致出口进一步受阻，影响逐渐显现。但在一带一路的带动下，仍有望保持出口量。

8 月 28 日至 9 月 8 日天津举办全运会，据 SMM 调研天津地区大型镀锌企业部分限产，中小型企业部分停产，整体影响不大。虽天津受全运会影响不大，但江浙地区下游企业依然受环保影响，据调研浙江压铸锌合金企业主要集中分布在宁波，温州，义乌，余姚等地，合计年产能约为 40 万吨，占全国压铸锌合金产能的 21%，其中主要以中小型为主，多数企业产能集中分布在 1-2 万吨之间，（拥有环评的企业约占 12%-15%）。浙江省 8 月锌合金产量较 7 月骤降 40%-45%附近，部分企业表示面对环保高强度的要求，订单尽量往后延，现在能不生产就不生产。9 月 11 日，环保组将离开浙江，关注锌合金企业生产情况能否好转。

图表 16 重点企业镀锌板销量情况

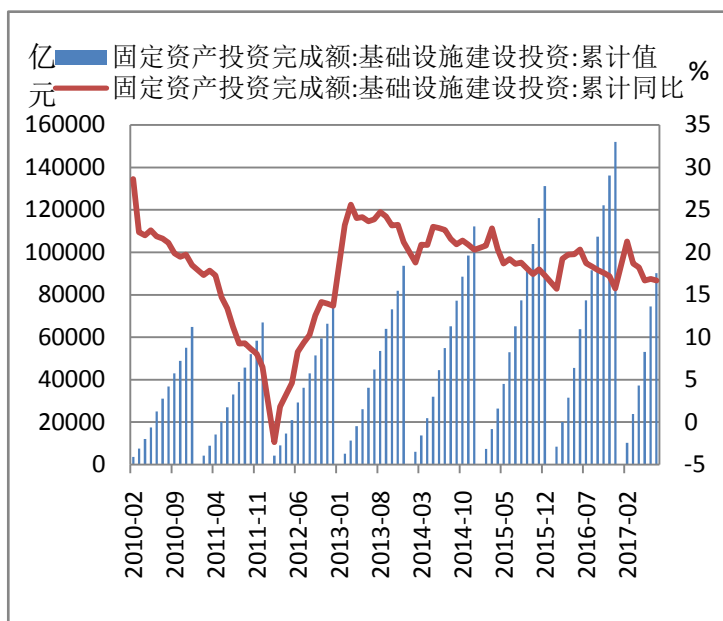


图表 17 镀层板出口量情况



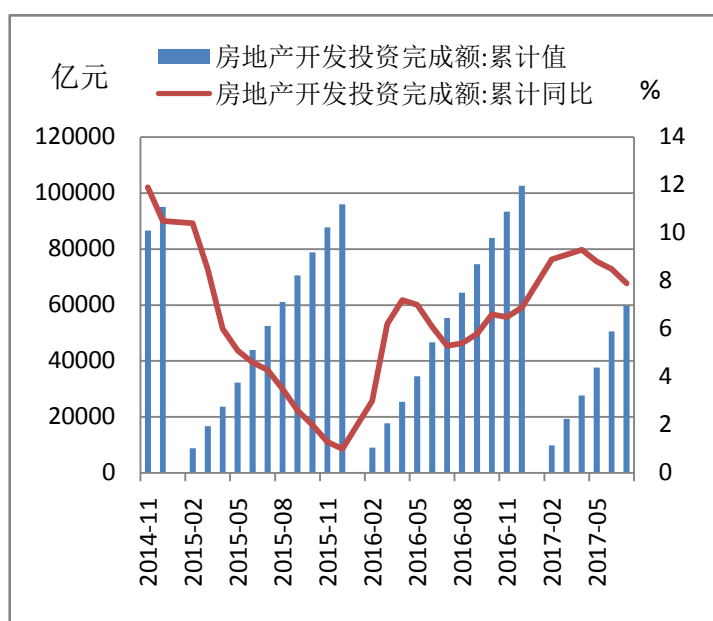
数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 18 基础设施建设投资数据

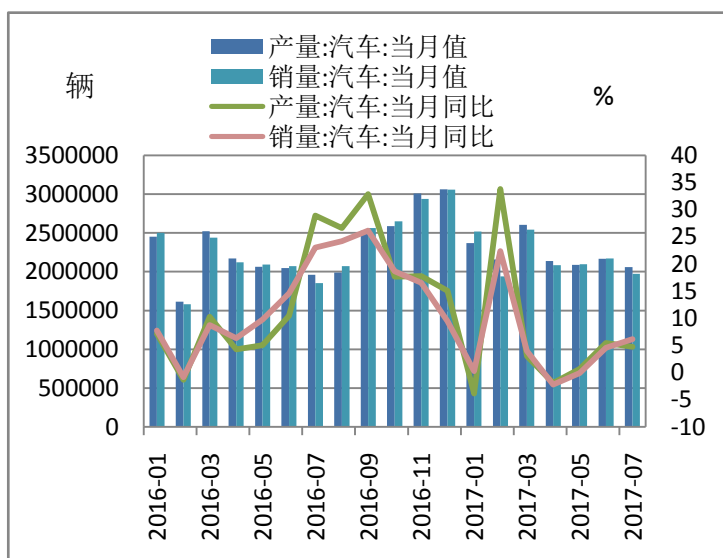


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 19 房地产开发投资数据

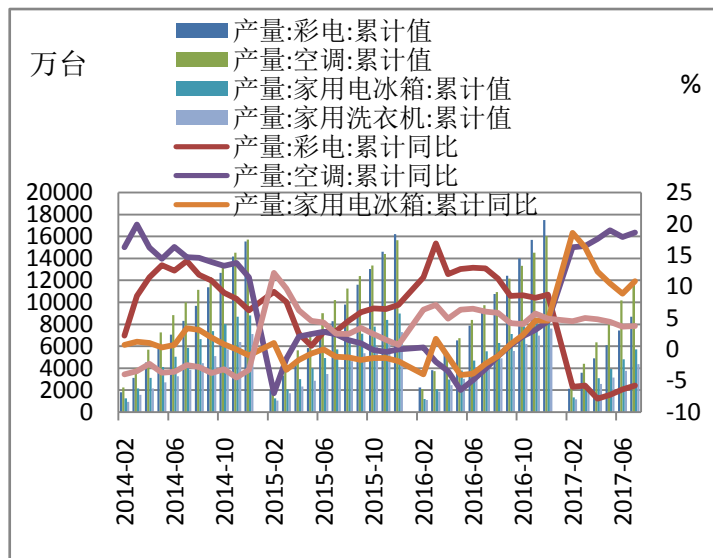


图表 20 汽车当月产量及销量数据



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 21 家电累计产量



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,1-7月国内基础设施建设投资累计值 90200.73 亿元,累计同比增长 16.67%,低于去年同期 2.04 个百分点;7月单月完成额达 15691.65 亿元,环比下降 26.79%,同比增 15.8%。1-7月房地产开发投资累计完成额 59761 亿元,累计同比增长

7.9%，增速比 1-6 月份回落 0.6 个百分点，但高于去年同期 2.6 个百分点。7 月单月完成额达 9150.8 亿元，环比下降 29.7%。虽然基建投资及房地产开发投资 7 月份都略有下滑，但房地产数据下滑有所加速，基建保持相对平稳。房地产行业受政策调控，表现趋于低迷，地产对锌消费形成一定冲击。

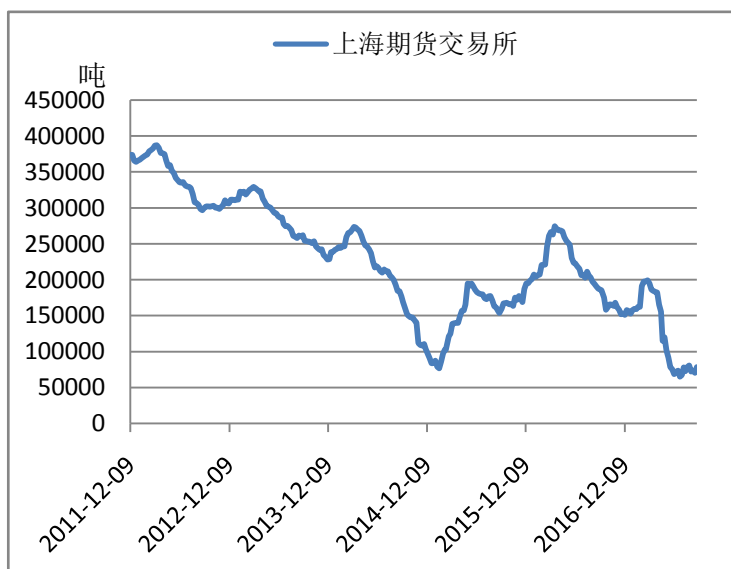
汽车行业，2017 年 7 月汽车产销量环比下降，同比保持增长。当月汽车产销分别完成 205.9 万辆和 197.1 万辆，产销量环比分别下降 5%和 9.2%，同比分别增长 4.8%和 6.2%。1-7 月汽车产销分别完成 1558.5 万辆和 1532.5 万辆，同比分别增长 4.7%和 4.1%，低于上年同期 4.3 和 5.7 个百分点。总体看依然保持中低增速，考虑后期购置税减半或进入结尾，或刺激下半年的汽车消费，对精炼锌的消费依然可期。

家电方面，国家统计局数据显示，上半年我国四大主要家电产量三升一降，空调、冰箱、洗衣机同比均增，彩电同比下跌。1-7 彩电累计产量达 8700.7 万台，累计同比降 5.8%，降幅连续三个月缩窄；空调累计产量达 11837.5 万台，累计同比增 18.6%，增幅再度扩大；电冰箱累计产量达 5728 万台，累计同比增 10.9%，增幅连续四个月收窄后再度回升；洗衣机累计产量达 4370.9 万台，累计同比增 3.7%，增幅小幅增加。家电也受益于去库存和房地产销售增加，今年产量均保持去年同期水平或者微涨，其中空调表现最佳，且订单依然向好。不过考虑到其占比较小，预计带动锌消费有限。

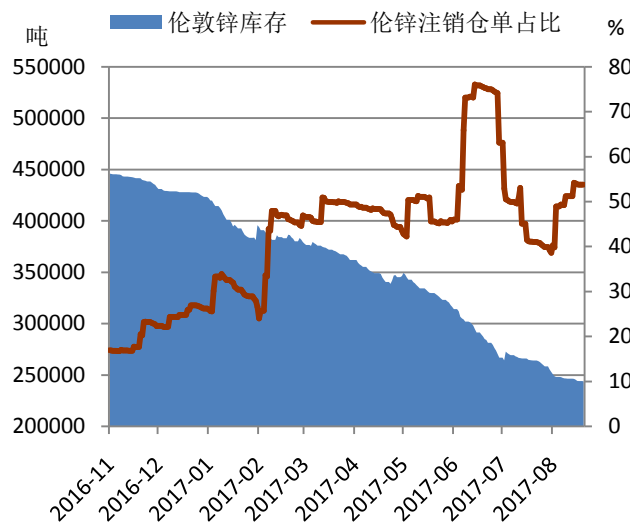
4、锌库存情况

8 月 LME 锌库存仍维持自 2016 年 10 月份以来的降势，截至 8 月 31 日，库存降至 24.42 万吨，月度下降 8.2%，降幅大幅分来自于 LME 锌主要存放地-新奥尔良，海外市场锌锭去库存仍在持续。与此同时，上期所库存降幅放缓，但维持在相对低的水平，截至 8 月末，库存降至 70410 吨，月度下降 12.7%，仓单量整体维持在 2.5-3.5 万吨左右，均处于偏低状态。社会锌锭维持筑底，截至 8 月 25 日，库存报收 10.87 万吨，月度下降 1.35 万吨，市场货源维持紧缺状态。

图表 22 上期所锌库存



图表 23 LME 锌库存与注销仓单占比

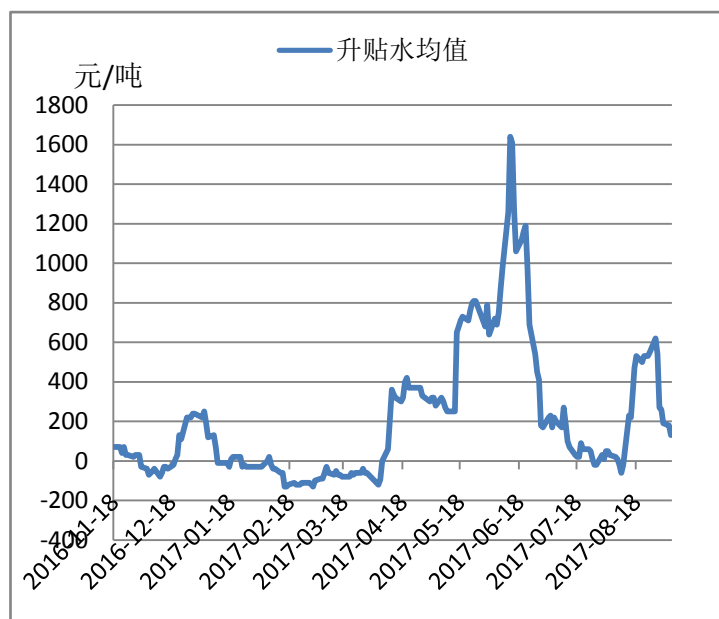


数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

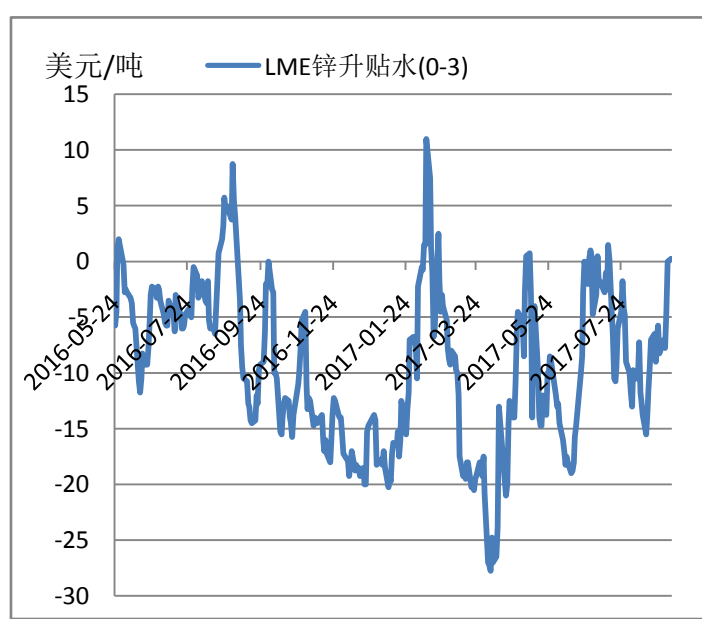
5、升贴水情况

8 月国内现货升水呈现返升之势，特别是中下旬，市场货源紧缺，现货升水加速扩大，最高一度攀升至 620 元/吨左右，月末随着进口锌锭到港补充，升水略有回落至 260 元/吨附近。因国外锌锭流入国内，LME 锌贴水快速收窄，截至 9 月初转为平水结构，后期有望小幅升水。

图表 24 0#锌升贴水



图表 25 LME 锌升贴水



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

四、铅基本面分析

1、全球铅矿产量增加，精炼铅市场缺口扩大

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。根据安泰科统计，2016 年国外铅矿新增产能释放量为 2.4 万吨，而 2017 年预计提高至 14.7 万吨。从具体矿山来看，主要表现在印度斯坦锌、新星的 Middle Tennessee、洪都拉斯、Toranica 等矿山的增产上。预计 2017 年下半年国外铅矿产出将维持稳步提升态势。

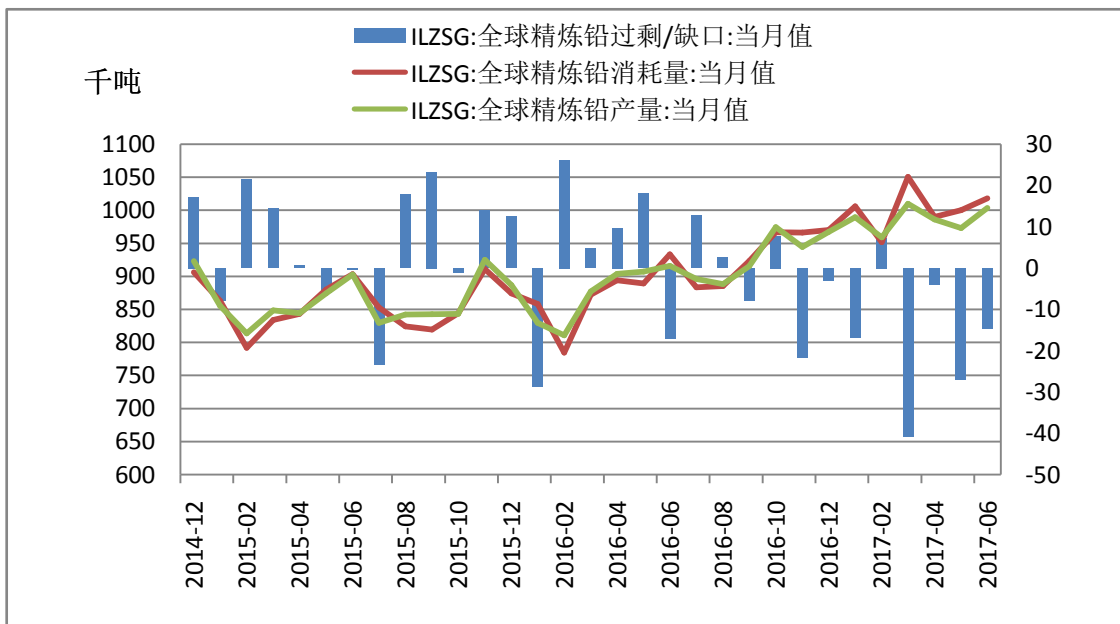
据 ILZSG 最近预测，经安泰科修正，预计 2017 年全球铅精矿产量为 426.9 万吨，铅精矿需求量为 449.4 万吨，全球供应小幅过剩 22.5 万吨，去年同期短缺 30.2 万吨。

目前来看，全球铅矿仍处于近平衡状态。嘉能可 7 月底发布公告称，该公司上半年自有铅产量为 13.92 万吨，同比下降 4%。铅年产量计划下调 1.5 万吨（下调 5%）至 27.5-29.5 万吨，主因在于澳大利亚的矿山产量目标的变动。

精炼铅方面，根据 ILZSG 数据显示，6 月全球铅市产量 100.35 万吨，消费量 101.82 万吨，供应短缺缩窄至 1.47 万吨，5 月缺口为 2.7 万吨。今年上半年，全球铅市供应短缺 8.6 万吨，上年同期为过剩 2.8 万吨。

全年来看，安泰科预计全球精炼铅供应短缺约 36.3 万吨，较 2016 年有所放大。

图表 26 ILZSG 全球铅供需情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 27 全球铅精矿市场供需平衡表 单位：万吨

	2014年	2015年	2016年	2017年1-4月	2017年*
精矿产量	534	495.3	459.1	142.3	426.9

精矿需求量	500.3	479.9	489.3	149.8	449.4
精矿供需平衡	33.7	15.4	-30.2	-7.5	22.5

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

图表 28 中国铅矿市场供需平衡表 单位：万吨

	2014年	2015年	2016年	2017年1-5月	2017年*
铅精矿产量	271.2	233.5	223	84.6	203
铅精矿需求量	330.5	321	310.5	144.9	347.8
铅精矿净进口量	90.6	94.9	70.5	51.5	-8.8
铅精矿供需平衡	31.3	7.4	-17	-21.1	-21.1

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

图表 29 全球精炼铅市场供需平衡表 单位：万吨

	2014年	2015年	2016	2017年1-4月	2017年*
精炼铅产量	1099.5	1083.6	1109.3	390.9	1172.7
精炼铅需求量	1120	1085.1	1119.3	403	1209
精炼铅供需平衡	-20.5	-1.5	-10	-12.1	-36.3

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

图表 30 中国精炼铅市场供需平衡表 单位：万吨

	2014年	2015年	2016年	2017年1-5月	2017年*
精炼铅产量	474	470	466.5	208.9	501.4
精炼铅需求量	496	470.2	481.5	215.3	23.5
精炼铅净进口量	-3.5	-6	-5.3	9.8	525
精炼铅供需平衡	-25.5	-6.2	-20.3	3.4	-0.1

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

2、铅矿加工费大幅回落，部分再生铅复产

国家统计局数据显示，7月铅矿产量为22.35万吨，同比增加17.15%，环比减少8.5%。加工费来看，SMM数据显示，9月份国产铅精矿加工费1400-1500元/吨，均值较上个月大幅回落200元/吨；进口铅精矿加工费30-40美元/干吨，均值较上个月大幅回落10美元/吨。9月份国内外铅精矿加工费均下滑，显示铅矿供应态势明显趋紧。

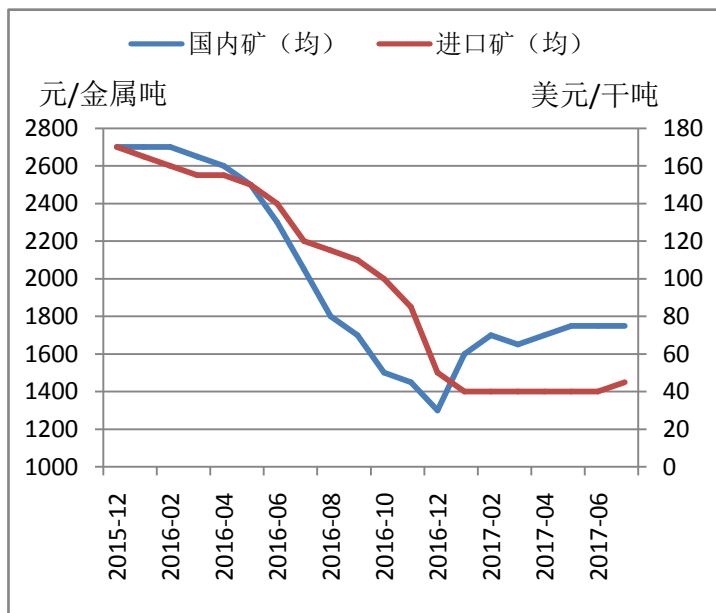
铅精矿进口方面，海关数据显示，7月铅精矿进口10.89万吨，同比增加5.78%，环比减

少 16.25%；1-7 月累计进口 75.27 万吨，累计同比降 2.78%。

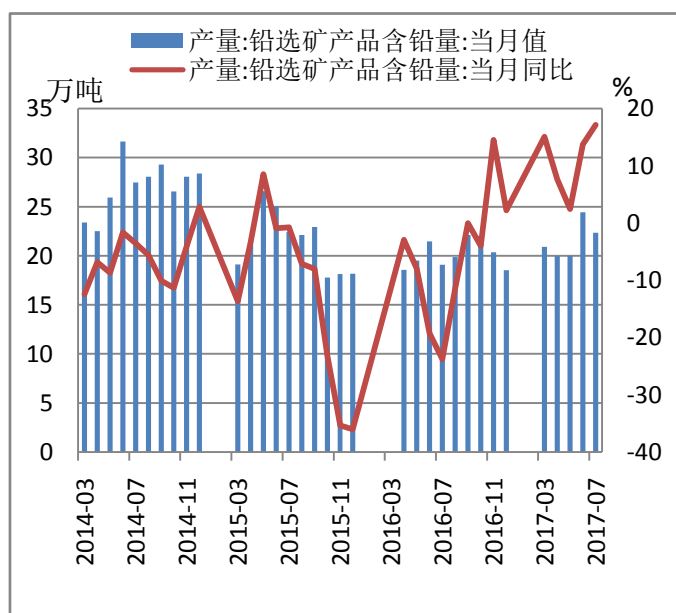
精炼铅方面，国家统计局数据显示，7 月精炼铅产量为 43.2 万吨，环比减少 1.14%，同比增加 5.6%。1-7 月累计产量为 295.3 万吨，同比增加 19.27%。8 月河南、云南等地区环保再势来袭，部分炼厂将再次处于减停产状态，而其他炼厂生产虽基本正常，但局限于铅精矿供应偏紧因素，产量提升亦是有限。

再生铅方面，7 月产量为 14.69 万吨，同比增 28.38%，环比减少 1.16%，1-7 月累加产量为 100.6 万吨，累计同比增加 16.95%。8 月份，云南、江苏、江西等地再生铅企业受环保检查影响，冶炼厂被要求减停产，预计再生铅产量延续下滑。

图表 31 铅精矿加工费情况

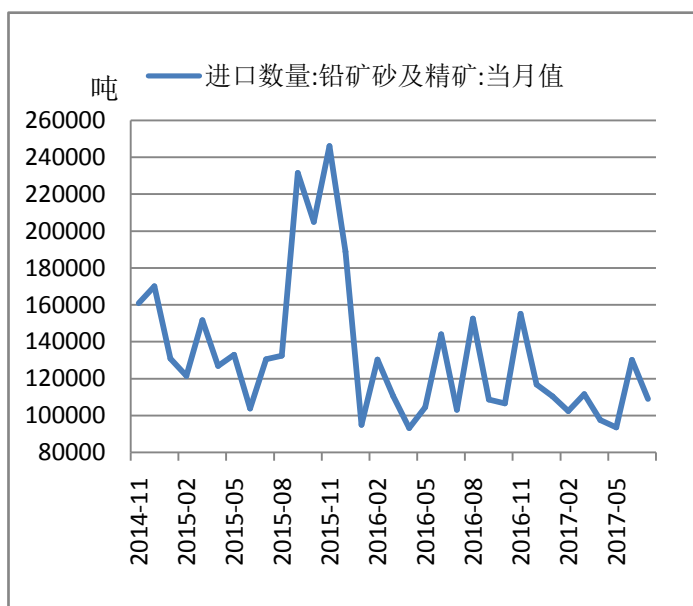


图表 32 铅精矿产量情况

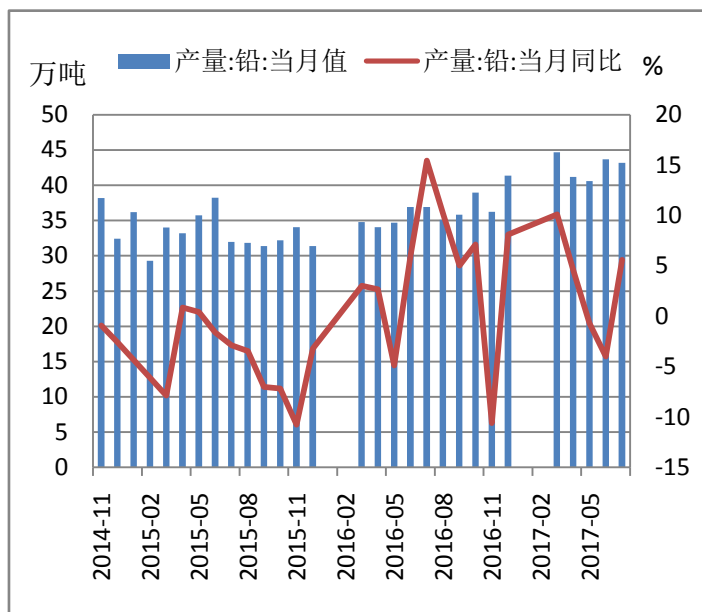


数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

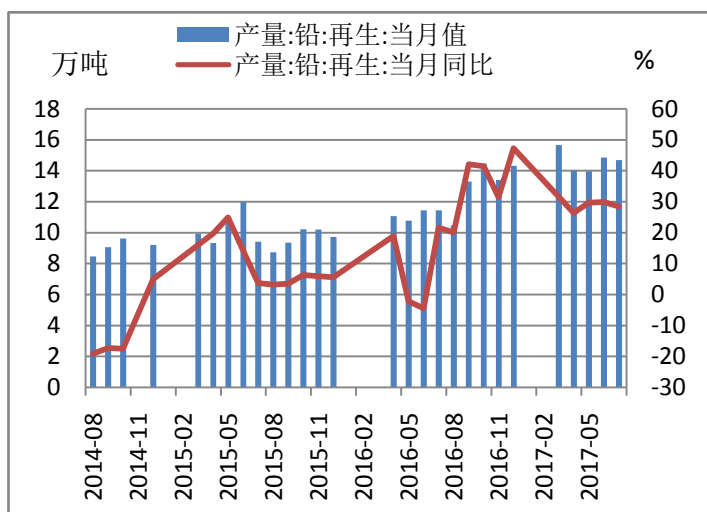
图表 33 铅精矿进口情况



图表 34 精炼铅产量情况



图表 35 再生铅产量情况



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

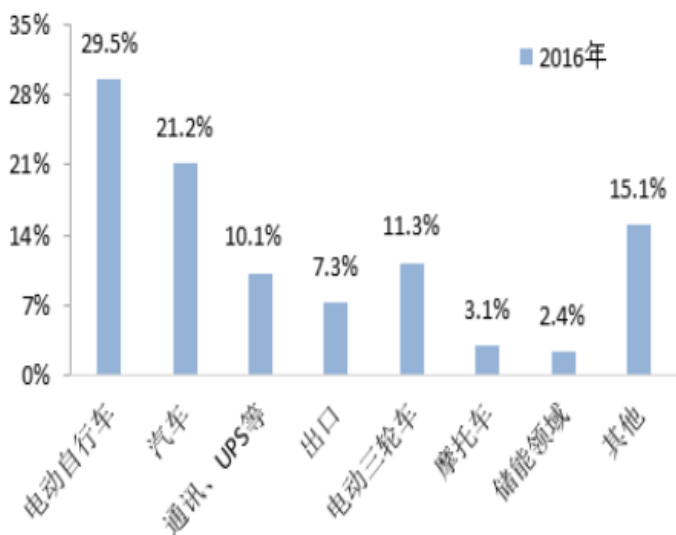
3、下游消费未有改观

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%。从 2103 年开始电动自行车产量增速开始下滑, 现有城镇居民“电动自行车代步”需求已基本饱和, 中国电动自行车恒业发展已进入瓶颈期。虽然电动自行车产量下滑之势不可避免, 不过保有量仍上升, 且电池仍有更新替换需求, 安泰科预计 2017 年中国动力型领域精炼铅消费约以 4%的速度增长。

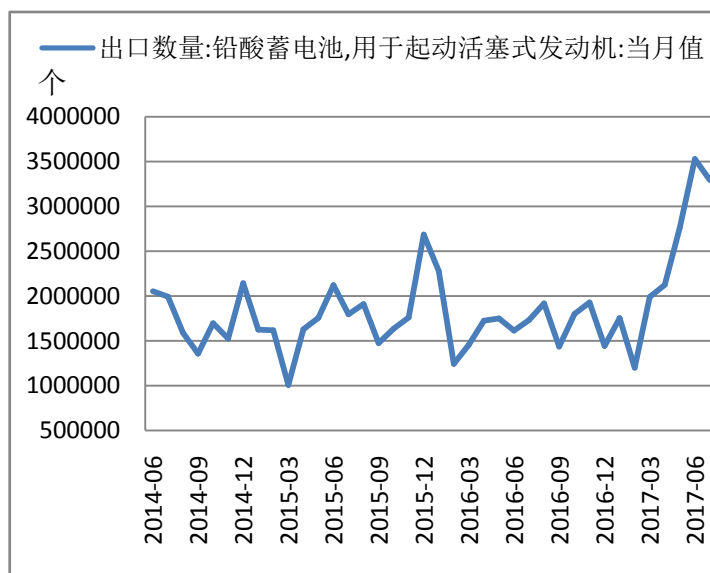
启动新电池主要用于汽车领域，经过 2016 年快速增长后，我国汽车市场也进入到一个相对稳定的增长阶段。预计 2017 年汽车领域的精炼铅消费相对稳定，预计 2% 的增速。

8 月初因终端实际消费不旺，以及高温天气限制，部分蓄电池企业有相对减产的情况，但蓄电池企业开工率水平仍高于除 6 月外的上半年其他月份。进入 9 月份后汽车电池仍存旺季预期，而电动车电池消费有转弱可能。

图表 36 铅酸蓄电池消费领域占比



图表 37 铅酸蓄电池出口情况

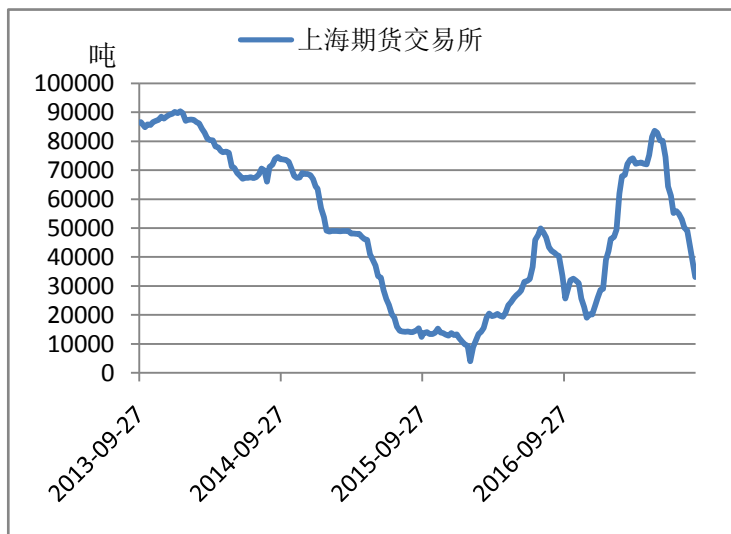


数据来源：安泰科，Wind，铜冠金源期货

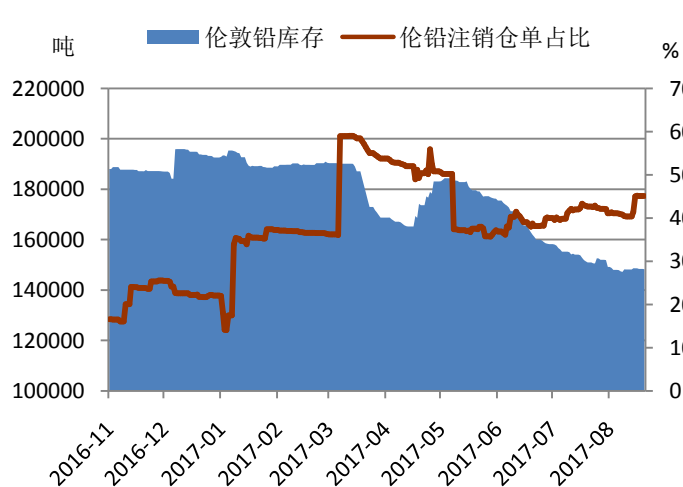
4、铅库存情况

库存方面，8 月上旬上期所铅库存快速下滑，月底降至 38347 吨，月度下滑 23.5%。LME 铅库存先降后增，整体维持在 15 万吨附近，月底报收 14.87 万吨，月度下滑 2.7%。

图表 38 上期所铅库存



图表 39 LME 铅库存与注销仓单占比

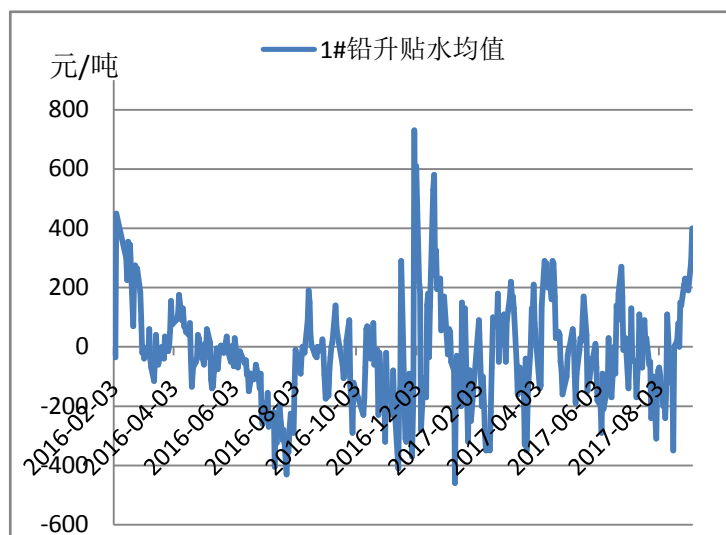


数据来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

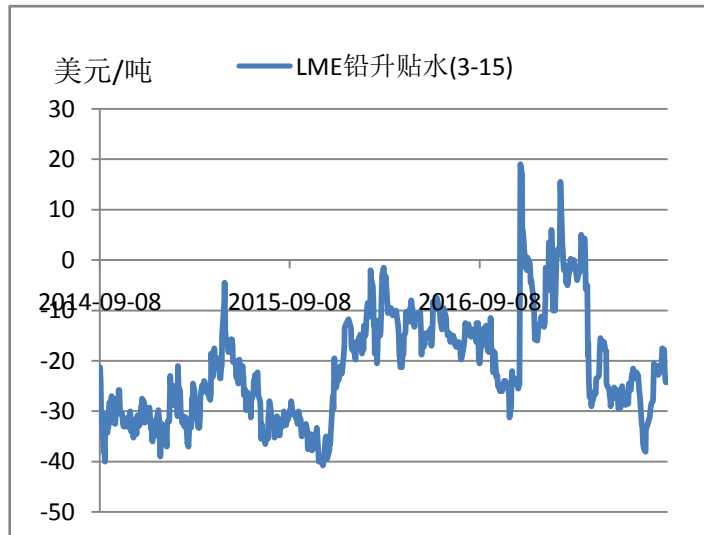
5、升贴水情况

8月现货铅由贴水转为升水结构，波动较大，月中最高贴水达350元/吨，月末升水扩大至220元/吨。LME铅维持高贴水，贴水幅度小幅收窄，月末贴水报收23.75美元/吨。

图表 40 1#铅升贴水



图表 41 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

全球可交易锌矿偏紧，锌矿供应大格局未变，仍然是修复缺口的过程。全球精炼锌供应缺口较上年同期扩大，全球冶炼产能新增产能不多。国内锌矿南方受环保检查影响、北方因十九大炸药管制，加之北方即将进入冬季，这些因素决定了国内矿山生产受限，原料紧张的情况或维持到明年上半年，锌产量难以提高。9月国内及国外锌矿加工费均回落，也说明全球可贸易锌矿量并未宽松，依然偏紧。现货市场货源维持偏紧，社会库存维持在12万吨附近维持长达三月之久，两大交易所库存也维持在八年来的低位，偏低的库存仍是锌价的重要支撑因素。下游方面虽受环保检查压制，但整体消费稳定，淡季社会库存也未积压，另外基建稳定，下半年汽车行业仍有旺季预计，预计锌消费维持稳定。当前锌价受宏观及资金影响波动较大，国际宏观局势的不确定性、人民币的升值，都压制锌价，但受国内黑色系供给侧改革炒作影响，锌价在资金作用下会出现同涨同跌的情况。整体来看，中期维持多头观点，逢锌价回调后多头可跟进。

2、铅价展望

全球铅矿仍处于近平衡状态，精炼铅缺口同比有所放大。9 月国内外铅矿加工费均呈现大幅回落，显示铅矿供应趋紧态势增加。受原料紧缺及环保制约，原生铅产量环比回落，再生铅受环保影响较大，产量下滑，9 月后因区域性环保打压放缓，加之再生铅生产利润十分可观，江西和安徽的“三无”再生铅企业均进一步陆续复产，后期或缓解国内货源紧缺局面。短期现货维持高升水，支撑铅价。下游需求端未有明显改观，不过 9 月份汽车电池仍存旺季预期，而电动车电池消费有转弱可能。相对锌价而言，铅价受宏观及资金影响幅度相对较小，且具有一定滞涨滞跌性。综合来看，国内炼厂库存偏低、货源紧俏态势尚未改变，加上后期国内铅矿供应或进一步趋紧，因此供应端的支撑仍在，然下游消费提振不佳，多空因素交织，预计铅价多跟随锌价走势。

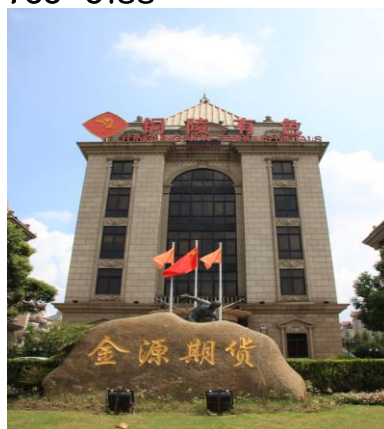
全国统一客服电话：400-700-0188

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

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。