



## 锌锭累库预期为何迟迟未能兑现

联系人 徐舟  
电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn  
电话 021-68555105

### 主要观点

今年年初以来，锌就成为了市场最为看跌的有色品种之一。这主要是因为市场预计2019年锌的基本面供需压力较大。但是从年初到现在，锌价的表现却是差强人意。锌价整体跌幅并不大，下跌过程也并不顺畅。

主要是因为锌矿过剩向锌锭过剩传导的过程当中并不顺利。市场一直关注的库存累增的预期迟迟未能兑现。全球锌锭库存水平无论是纵向和年初相比，还是横向和往年同期水平相比，都有不同程度下降。

虽然锌矿产量增速逐渐走高，但是由于海内外精炼锌冶炼厂受到不可控力因素影响，产出并未完全释放，精炼锌增速未能跟上锌矿产量增速步伐。

未来海外锌锭产出依然受限，LME 锌锭库存仍然难以出现大幅增加情况。国内产量虽然增加，但是由于旺季到来，需求超预期增长，国内锌锭库存增加至少要推迟到9月中下旬，甚至10月份。

因此，对于锌的空头来说，短期内期待由于库存增加压力，使得锌价大幅回落的期望可能要落空了。对于现货来说，预计未来一段时间，国内现货仍将保持坚挺的升水格局。

今年年初以来，锌就成为了市场最为看跌的有色品种之一。这主要是因为市场预计2019年锌矿产量将大幅增加，锌矿过剩将逐渐向锌锭过剩传导，锌的基本面供需压力较大。但是从年初到现在，锌价的表现却是差强人意。沪锌指数从年初到8月份录得约11%的跌幅，伦敦年内跌幅在9.4%。锌价整体跌幅并不大，下跌过程也并不顺畅，在上半年更是一度出现超过10%的上涨行情。

锌价走势之所以未能如市场预期般出现连续大幅回落，主要是因为锌矿过剩向锌锭过剩传导的过程当中并不顺利。市场一直关注的库存累增的预期迟迟未能兑现，使得锌价下跌走势一波三折。因此，库存变化成为了锌价后市的重要影响变量，下文也将对此展开探讨，旨在分析库存变化的前因后果，以及预计未来的变化趋势。

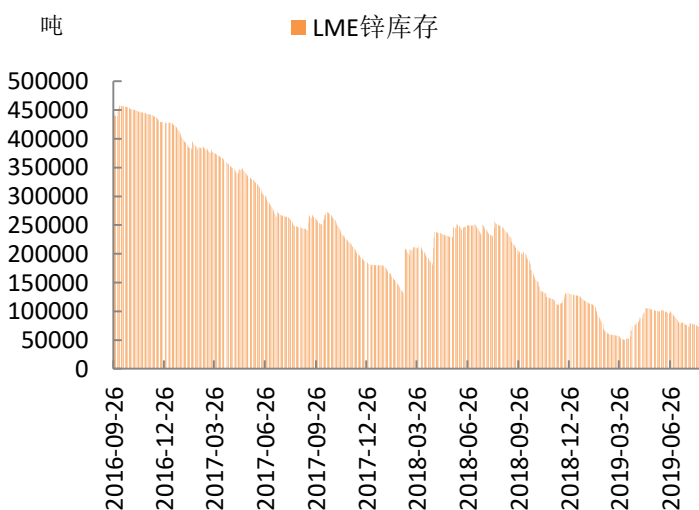
## 一、锌锭库存依然处于低位

尽管市场对于锌锭累库寄予了厚望，但是年内锌锭库存的变化却让人失望。截至8月16日，LME锌库存为7.3万吨，较年初下降5.9万吨，下降幅度超过43%；较去年同期水平下降17.9万吨，降幅超过70%，整体库存水平处于历史低位。

截至8月16日，国内锌锭三地社会库存为14.56万吨，较年初增长了5.51万吨，和去年同期水平相比增长了2.5万吨，增幅20.7%。尽管国内锌锭库存出现一定增长，但是增幅不及市场预期，特别是在近期国内锌锭产量大幅上升背景下，锌锭库存依然没有明显增加。

综合来看，全球锌锭库存水平无论是纵向和年初相比，还是横向和往年同期水平相比，都有不同程度下降。

图表1 LME锌库存走势



图表2 国内锌锭社会库存走势



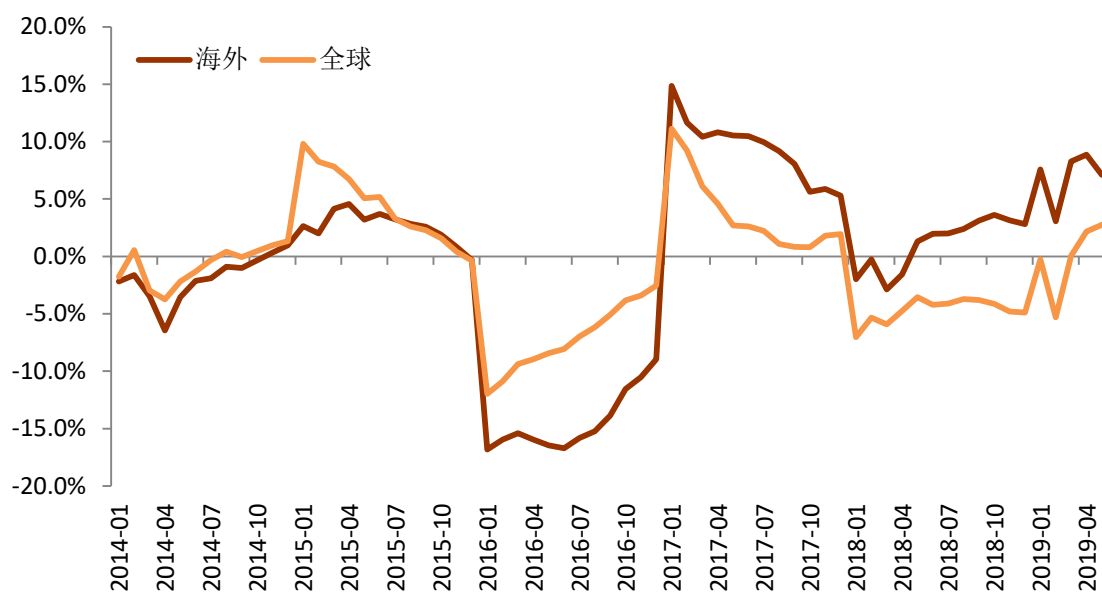
数据来源：Wind，铜冠金源期货整理

## 二、累库预期来自于锌矿增产

市场对于锌锭的累库预期始于锌精矿产量增长，随着全球大型新建锌矿山陆续投产，2018年起全球锌精矿产量进入增产周期。但是由于2018年受到中国及秘鲁产量下滑拖累，2018年全球锌精矿产量潜力未完全释放，产量的集中释放主要还是在2019-2020年。根据全球铅锌研究小组数据，2019年1-5月全球锌精矿产量累计526.4万吨，累计同比增长2.7%；海外锌精矿产量累计360.5万吨，累计同比增长7.1%。

全球锌矿产量的持续增长，特别是海外锌矿山新项目投产后产量大幅增加，市场预期矿山过剩将逐渐向锌锭过剩传导，从而锌锭库存将会出现增加。

图表3 全球锌矿累计产量增速



数据来源：Wind，铜冠金源期货整理

## 三、库存下降缘由：锌矿过剩向锌锭过剩传导不顺

根据全球铅锌研究小组数据，2019年1-5月全球精炼锌产量累计538.8万吨，累计同比下降2.2%；海外精炼锌产量累计303.3万吨，累计同比下降4.1%。国内方面，根据上海有色网数据，1-7月精炼锌累计产量为323.4万吨，累计同比增速为4.3%。和全球锌精矿增产相比，全球精炼锌产量增速远低于锌精矿增速，特别是海外精炼锌增速和锌精矿增速差距更大。可见，锌矿过剩向锌锭过剩的传导过程进行的并不顺利。

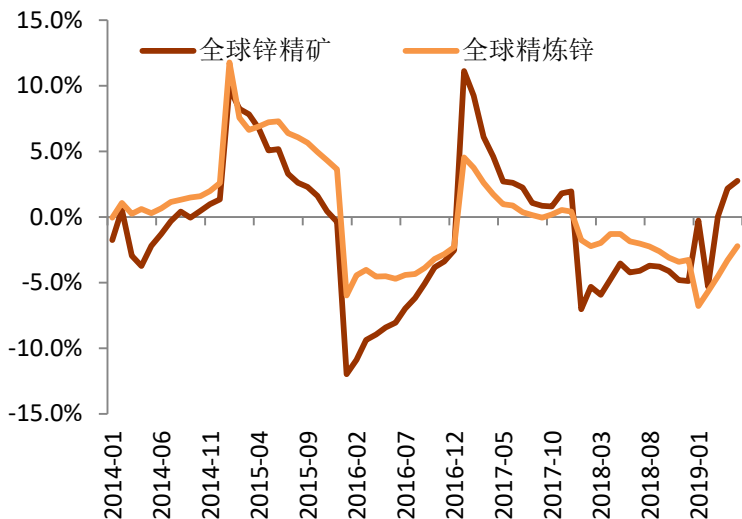
影响锌矿过剩向锌锭过剩传导的主要原因还在于冶炼厂开工率下滑。海外方面，2018年年底由于Nyrstar不堪债务重负重组，旗下位于欧洲的3家炼厂产量受到影响，上半年锌产出受到影响；此外，去年10月失火的俄罗斯UMMC集团Electrozinc炼厂也在年初关闭，影响了锌产量。还有印度的Vedanta由于矿品味下滑也影响了锌锭产出。

国内方面，上半年由于环保政策影响以及株冶生产线搬迁影响，锌锭产量同样出现了下

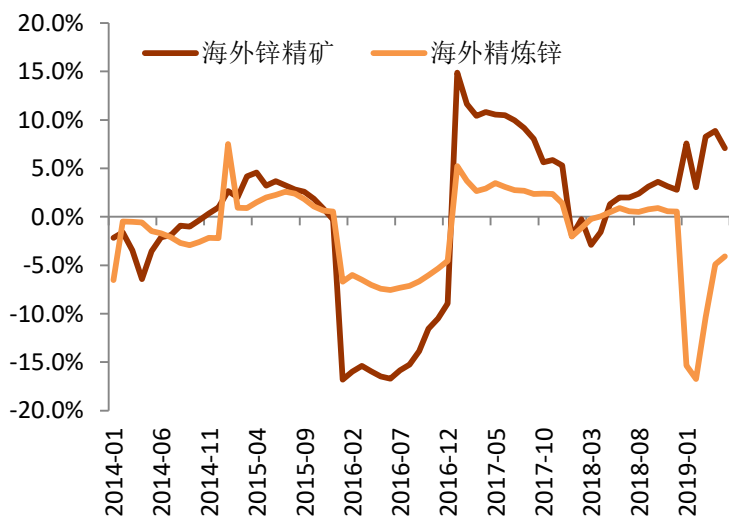
滑，因此也影响了国内累库预期。近两月随着国内冶炼厂开工率回升，国内锌锭产量也回升至历史高位，但是由于下游需求超预期增加，国内库存增加预期也因此一再推迟。

整体而言，正是由于国内外精炼锌冶炼厂产量不同程度受到不可控力因素的影响，全球锌锭产量增速才未能跟上锌矿产量增速，造成了国内外库存增加不如预期。

图表4 全球锌精矿和精炼锌累计增速



图表5 海外锌精矿和精炼锌累计增速



数据来源：Wind，铜冠金源期货整理

#### 四、库存未来变化：海外持续下降，国内累库待到10月

上半年国内外精炼锌冶炼厂都受到不同程度的不可控力因素影响，锌锭产出都略有下滑，影响了国内锌锭增加。从下半年计划来看，国内外锌冶炼厂出现分化，这也将影响国内外库存走势的变化。

海外方面，Nyrstar 重组影响仍在持续，位于欧洲的 3 家冶炼厂其中 2 家下调了 2019 年的产量预期，1 家 2019 年产量预期和 2018 年变化不大。同时，印度 Vedanta 的 2019 财年的产量预期继续下调。因此，未来海外锌锭产出依然受限，LME 锌锭库存仍然难以出现大幅增加情况。

国内方面，随着株冶生产线搬迁完成之后，国内精炼锌产量已经逐步回升，6、7 月份单月产量都接近 50 万吨，处于历史高位。预计未来几个月精炼锌产量将超过 50 万吨，甚至还有小幅上升空间。但是国内需求却超预期增加，以及叠加随之而来的需求旺季，根据我们测算国内锌锭库存增加至少要推迟到 9 月中下旬，甚至 10 月份。

因此，对于锌的空头来说，短期内期待由于库存增加压力，使得锌价大幅回落的期望可能要落空了。对于现货来说，预计未来一段时间，国内现货仍将保持坚挺的升水格局。

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

### 上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号  
1803、2104B 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。

