

2017 年 10 月 11 日

星期三



供应缺口&低位库存

支撑锌价逢低做多

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

要点

●美国数据整体偏强。9 月 ISM 制造业和非制造业较佳，表明美国制造业及非制造业均持续扩张，经济持续温和复苏。受飓风影响，9 月非农就业出现负增长，不过失业率降至低位，且薪资增速大幅飙升，美元持续反弹，市场对年底加息预期升温。近期特朗普税改取得首个实质性进展，将支撑美元继续走强。欧洲复苏态势延续，欧元区 9 月制造业 PMI 终值创 2011 年 2 月以来新高，各国 PMI 纷纷创新高。国庆假期期间，西班牙加泰罗尼亚地区举行当局并不承认的公投，若其宣布独立，会导致欧盟成员国更加接近分裂，关注后期对欧元的影响。国内经济维持稳定，9 月官方制造业和非制造业 PMI 数据均佳，但财新制造业 PMI 再次与官方数据背离，不及预期。9 月底，央行定向降准，2018 年起实施，有利于缓解市场资金面紧张的局面，但降准所针对的企业有限，故预计对资本市场的利好偏小。整体看，意外强劲官方 PMI 说明中国经济仍然维持增长，韧性极强，但小企业受环保、成本上涨，以及房地产投资放缓，四季度经济增长放缓的预期并不改变。另外，本月 18 日召开十九大，关注相关政策变化。

●锌方面，国际矿山未超预期释放，国内矿山生产依旧受环保影响产量同比减少，十九大临近，矿山限制炸药使用，且北方小矿山冬季生产受限，预计四季度国内锌矿产量下滑。10 月份国内外锌矿加工费均呈现大幅回落，预计后期维持下行。当前市场的敏感点在于紧张的锌现有库存，二季度国内锌冶炼企业集中检修叠加环保限产，只能通过加大进口锌锭补充国内需求。随着库存的消化与转移，导致 LME 锌库存逼近十年以来的低位，与此同时，LME 锌现货升水也急剧推高至 60 多美元/吨的高位，引发市场对于 LME 锌逼仓行情的预期。即便锌价不断上涨、现货升水不断攀升，但是市场始终没有出现隐性库存显性化，这更增加了多头的信心。下游企业虽受制于环保以及高成本的影响，对锌消费略有拖累，但尚未形成较大利空。整体看，当前市场主要矛盾仍在全球锌市缺口及库存上，且有激化的可能。

另外，锌价受宏观影响也较大，但是宏观因素相同的情况下，锌仍可作为有色中相对多头配置。

●铅方面，铅供应端受环保影响维持紧张，加之临近冶炼厂冬储，铅矿供不应求在加剧，10月份国内外铅矿加工费均出现大幅回落。受制于原料紧缺，加之十九大临近，环保检查趋严，预计精炼铅及再生铅难以快速增加，市场铅现货维持紧缺，另外，部分进口铅锭因含量低于国标，需要重熔后使用，短期难缓解紧张现状。LME 铅及上期所铅库存快速下滑，两地现货升水也不断攀升，9月底现货1#铅升水一度攀升至近900元/吨的高位，加上上期所仓单量降至不足万吨，在资金推波助澜下，沪铅主力软逼仓行情再度燃起，铅价直逼去年年底的高位。后期谨防多头高位获利离场，另外也需关注下游大型铅酸蓄电企业是否会因铅价高企出现被迫减产的情况。盘面看，周、月K线形态良好，在市场情绪及现货紧张的状态暂未转变之前，铅价将维持间歇式震荡上行。

目录

一、铅锌市场行情回顾	6
1、9 月锌行情评述	6
2、9 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、锌矿加工费继续回落，进口窗口短暂开启	11
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	23
1、锌价展望	23
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）	9
图表 4 2017 年国内锌精矿新增产能（千吨）	9
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	10
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 精矿进口量情况	12
图表 14 精炼锌产量情况	12
图表 13 精炼锌进口量情况	12
图表 15 重点企业镀锌板销量情况	13
图表 16 镀层板出口量情况	13
图表 17 基础设施建设投资数据	14
图表 18 房地产开发投资数据	14
图表 19 汽车当月产量及销量数据	14
图表 20 家电累计产量	14
图表 21 上期所锌库存	16
图表 22 LME 锌库存与注销仓单占比	16
图表 23 0#锌升贴水	16
图表 24 LME 锌升贴水	16
图表 25 ILZSG 全球铅供需情况	17
图表 26 全球铅精矿市场供需平衡表 单位：万吨	17
图表 27 中国铅矿市场供需平衡表 单位：万吨	18
图表 28 全球精炼铅市场供需平衡表 单位：万吨	18
图表 29 中国精炼铅市场供需平衡表 单位：万吨	18
图表 30 铅精矿加工费情况	19
图表 31 铅精矿产量情况	19
图表 32 铅精矿进口情况	20
图表 33 精炼铅产量情况	20
图表 34 再生铅产量情况	20
图表 35 铅酸蓄电池消费领域占比	21
图表 36 铅酸蓄电池出口情况	21
图表 37 上期所铅库存	22
图表 38 LME 铅库存与注销仓单占比	22
图表 39 1#铅升贴水	22

图表 40 LME 铅升贴水22

一、铅锌市场行情回顾

1、9 月锌行情评述

9 月份，沪锌主力合约换月至 1711 合约，锌价呈现先抑后扬走势。中上旬，锌价大幅回调。一方面，因黑色系受到不许利用环保限产炒作的警告，回调幅度较大，并拖累同样题材的铝、锌回调；另一方面，美元指数触底反弹，国内 8 月主要经济数据意外大降，国际形势不确定增强，导致市场避险情绪增加，加之锌价处于高位，多头获利离场，锌价高位快速回落。随后锌价宽幅震荡，价格重心略有上移。下旬，伦锌升水陡增，软逼仓行情再现，带动内盘锌价大幅反弹，上行至前期高点附近略有放缓，最终收于 26070 元/吨，月度涨幅达 1.96%，持仓量增至 21.03 万手。伦锌走势类似沪锌，月内伦锌最低下探至 2975 美元/吨，下半月在高升水的刺激下，伦锌震荡上行，终收于 3161 美元/吨，月度涨幅达 0.06%，持仓量降至 22.88 万手。

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势

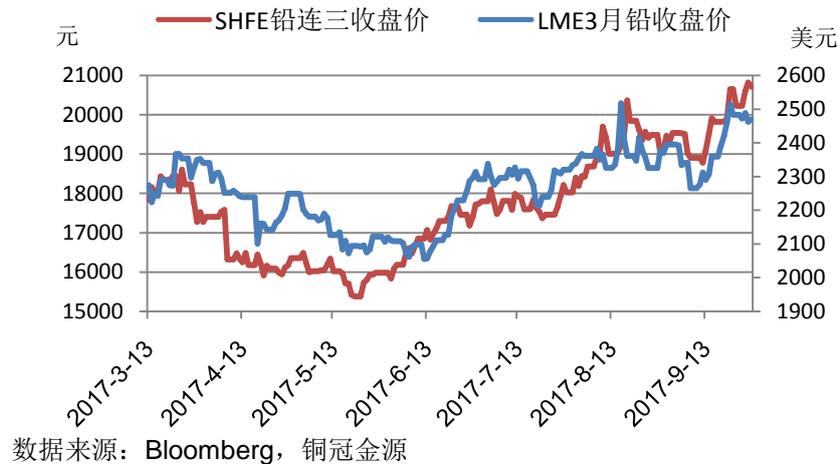


数据来源：Bloomberg，铜冠金源

2、9 月铅行情评述

9 月份，沪铅主力合约转为 1711 合约，期价呈现探底回升走势。月上旬，铅价跟随其他基金属回调，最低下探至 18130 元/吨。随后开启强势反弹，主要由于国内铅低库存，尤其是低仓单库存态势继续发酵，出现软逼仓行情。截至月末时，铅价已是重回 2.1 万关口上方，最终收于 21220 元/吨，月度涨幅 10.66%，持仓量创近来高点 93530 手。伦铅走势弱于沪铅，月中一度跌至 2260 美元下方，中旬时迎来反弹，此后一路连涨，截至月末时，铅价已是重返 2500 美元附近，最终收于 2489 美元/吨，月度涨幅达 3.71%，持仓量略增至 12.61 万手。

图表 2 沪铅主连及 LME 三月期铅走势



二、宏观经济概况

美国数据整体偏强。美国供应管理协会公布,9月ISM制造业指数为60.8,高于预期57.5,为2004年5月以来新高,前值为58.8。ISM非制造业指数为59.8,远超预期的55.5和8月前值55.3,创2005年8月以来最高和有纪录以来的第三高。表明美国制造业及非制造业均持续扩张,美国经济持续温和复苏。9月以来飓风“Harvey”以及“IRMA”前后登录美国,重创美国德州、佛罗里达州以及佐治亚州。10月6日公布的9月美国非农就业报告显示,当月新增非农就业人数环比减少3.3万人,这些年来首次出现负值,创出大约七年来的最低水平,但是失业率降至4.2%,创2001年年初以来新低,且薪资增速较预期更快,时薪环比增长0.5%,同比增长2.9%。由于市场预计到飓风会对非农就业带来较大影响,且薪资增速非常亮眼,数据公布后,美元指数瞬间跳涨,突破94关口,同时市场预期美联储年底加息概率升至98%。另外,9月28日,特朗普团队公布了其税改方案的框架,该框架给出了税改的更多细节。10月5日,美众议院批准2018财年4.1万亿美元预算案,为税改取得首个实质性进展,该预算案将于10月16日提交参议院投票。整体看,随着美联储10月开启缩表以及年内再次加息的预期,加之特朗普税改的进程在持续推进,年底有望获得通过,将支撑美元走强。

欧洲方面,复苏态势延续。欧元区9月制造业PMI终值58.1,创2011年2月以来新高,预期58.2,初值58.2,8月终值57.4。欧元区制造业在9月复苏范围进一步扩大,各国PMI纷纷创新高,其中,德国9月制造业PMI终值60.6,创2011年4月以来新高,法国9月制造业PMI终值56.1,创2011年4月以来新高,英国9月制造业PMI55.9,略低于预期和前值。国庆假期期间,西班牙加泰罗尼亚地区举行当局并不承认的公投,并称将于月中旬宣布独立,或导致欧盟成员国更加接近分裂。从目前来看,该事件的影响仅仅局限在西班牙,关注后期对欧元的影响。

国内方面,经济维持稳定。受环保督查前加快生产和外需反弹拉动,9月官方制造业PMI

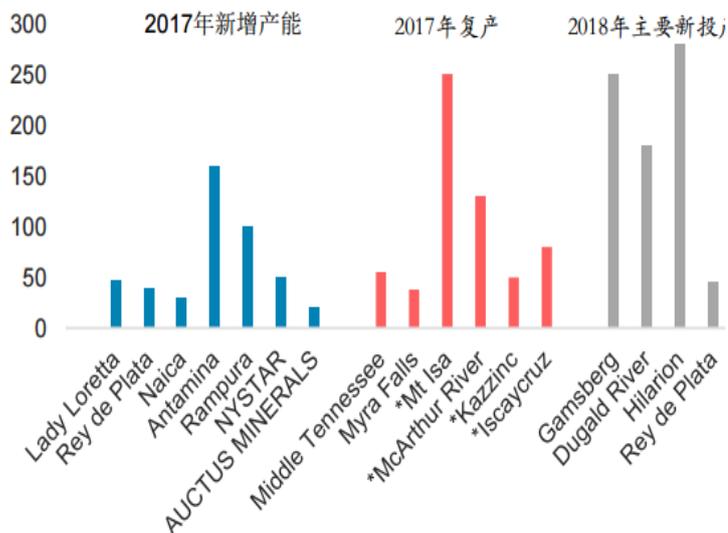
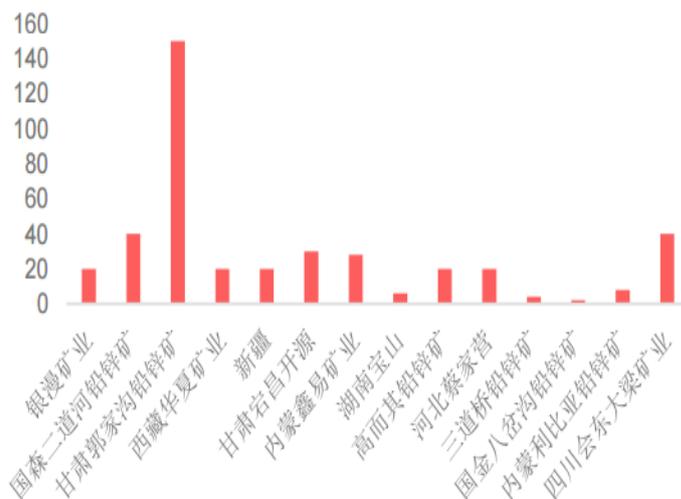
创下 2012 年 5 月以来新高。数据显示,9 月官方制造业 PMI 52.4, 超出预期 51.6 和前值 51.7, 已经连续 14 个月高于 50, 连续 12 个月保持在 51 上方。官方非制造业 PMI 55.4, 远超前值 53.4, 为 2014 年 6 月以来的最高点, 显示非制造业扩张动力增强。不过, 财新制造业 PMI 再次与官方数据背离。财新制造业 PMI 录得 51.0, 不及预期, 终结此前连续三个月的上升趋势, 显示制造业扩张速度继续放缓。分项数据中, 产出指数略有回落, 新订单指数显著下跌; 投入和产出价格指数继续攀升, 双双刷新年内高位; 产成品库存和采购库存指数均下跌至收缩区间, 产成品库存指数已经连续第 4 个月下跌。9 月底, 央行宣布, 对普惠金融领域贷款余额或增量达到一定标准的商业银行进行 0.5%-1% 不等的定向降准, 2018 年起实施。定向降准有利于缓解市场资金面紧张的局面, 但降准所针对的企业有限, 故预计对资本市场的利好偏小。整体看, 意外强劲官方 PMI 说明中国经济仍然维持增长, 韧性极强, 但小企业受环保、成本上涨, 以及房地产投资放缓, 四季度经济增长放缓的预期并不改变。另外, 本月 18 日召开十九大, 关注相关政策变化。

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7月全球锌矿产量环比回落6.8%至107.14万吨, 同比下滑1.31%; 1-7月全球锌矿产量为754万吨, 较上年同期增长2.2%, 但仍未回到2015年793.25万吨的水平。主要增幅在印度和秘鲁, 因Rampura Agucha矿和Antamina恢复生产和锌含量提高所致, 已在前期预期中; 美国和中国降幅明显, 泰克资源旗下美国红狗矿山重新调整今年锌产量目标至52.5-55万吨(此前一季报报告将今年锌产量目标由54.5万吨-56.5万吨调降至47.5万吨-50万吨), 虽然国外红狗矿山产量重新调增, 但整体较年初预期依然小幅回落, 中国因环保问题, 矿山产量减少, 新增矿山低于预期。另外, 嘉能可尚未宣布复产, 目前全球可交易锌矿仍然偏紧, 依然未改缺口修复的情况。

国内方面, 受环保和安全检查严格执行的影响, 全国各地区不合格矿山被停产限产, 整体增量不及年初预期。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, 预计全年国内新增锌矿产量为10万吨。

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

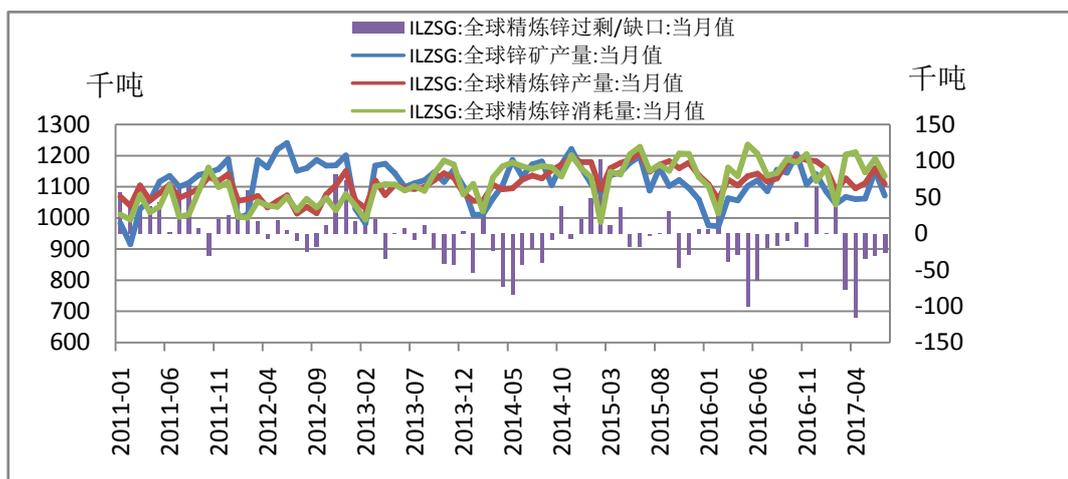
国际铅锌研究小组(ILZSG)公布的数据显示，7月全球精炼锌产量为110.84万吨，消费量为113.43万吨，供应短缺2.59万吨，较6月略有收窄，6月修正后为短缺3万吨。1-7月锌市场供应短缺22.7万吨，上年同期为短缺21.4万吨，供应缺口有所扩大。

据外电10月3日消息，北美第二大锌加工厂的罢工工人拒绝了资方开出的薪资和养老金条件。该厂位于加拿大魁北克省，此次发生罢工的锌加工厂主要生产精炼锌及各类锌精矿的副产品，该厂每年锌产量一般在27-27.5万吨。关注后期动态，若罢工时间较长，则将增加精炼锌短缺性。

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

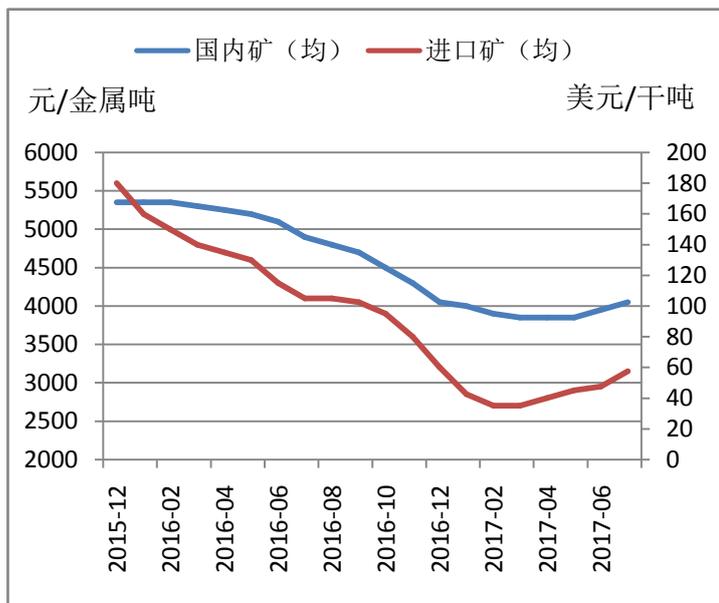
2、锌矿加工费继续回落，进口窗口短暂开启

国内锌矿产量上短期难有大幅释放，环保压力仍然较大。SMM调研数据显示，2017年三季度全国锌精矿同比下降5.56%至109.48万吨。预计9月全国锌精矿产量37.8万吨，环比增加1.6%，同比减少3.9%。四季度北方小型矿山将因天气因素将减产，预计锌矿产量将继续减少。

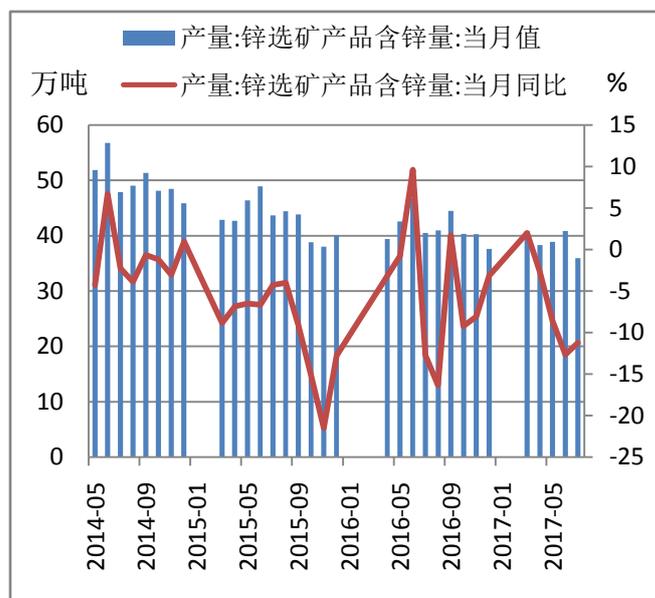
锌矿加工费来看，SMM数据显示，10月国内锌矿加工费维稳在3800-4000元/金属吨，均价下降100元/金属吨；进口矿加工费报价30-40美元/干吨，均价回落10美元/干吨。加工费回落，说明全球可贸易锌矿量并未宽松，依然偏紧。四季度冶炼企业冬储将增加锌矿的需求，届时锌矿加工费或继续走跌。

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，8月锌矿进口大幅走高至23万吨，环比增加37.42%，同比增加1.45倍，或因前期基数较低。1-8月累计进口158.89万吨，同比增加34.4%。

图表 10 锌矿加工费情况



图表 11 锌精矿产量情况



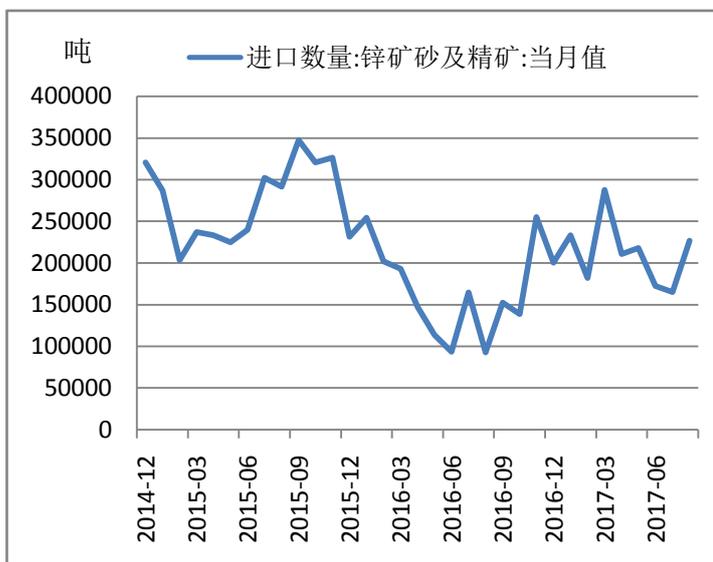
数据来源: SMM, Wind, 铜冠金源期货

国家统计局数据显示，8月精炼锌产为49.43万吨，环比回升3.8%，同比下滑4.6%；1-8月累计精炼锌产量为395.7万吨，同比累计下跌2.3%。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，后续产量增幅或依然受限。SMM调研数据显示，9月全国精炼锌产量（含再生）48.9万吨，环比上升4%；因9月企业检修陆续结束，加之高价及炼企年底完成指标计划冲量。另外预计9月下游耗锌量环比增加3%，精炼锌供应虽有增量，但缺口仍无法补齐。

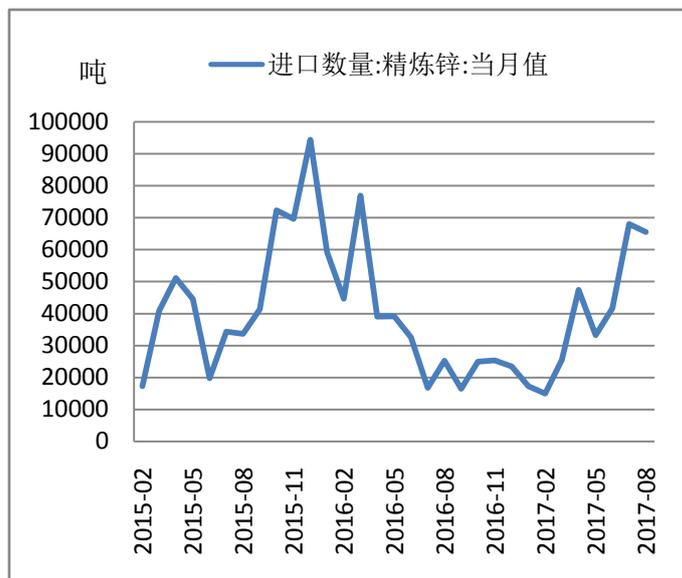
同时，根据《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，2017年12月底前，要完成锌冶炼行业排污许可证核发工作，此次全面的重新核发，对冶炼厂排污标准提出新的要求，安泰科认为核发期间也不排除要求个别冶炼厂停产整顿的可能性。

海关数据显示，8 月精炼锌进口量为 65609 吨，同比增加 159.3%，主要因为去年基数低，但环比下滑 3.5%；1-8 月精炼锌累计进口量为 31.41 万吨，累计同比降 5.97%。8 月进口套利窗口再次打开，8 月下旬至 9 月初，市场进口锌陆续涌入国内，市场交投活跃，预计 9 月份进口锌锭或继续维持 6 万多吨。

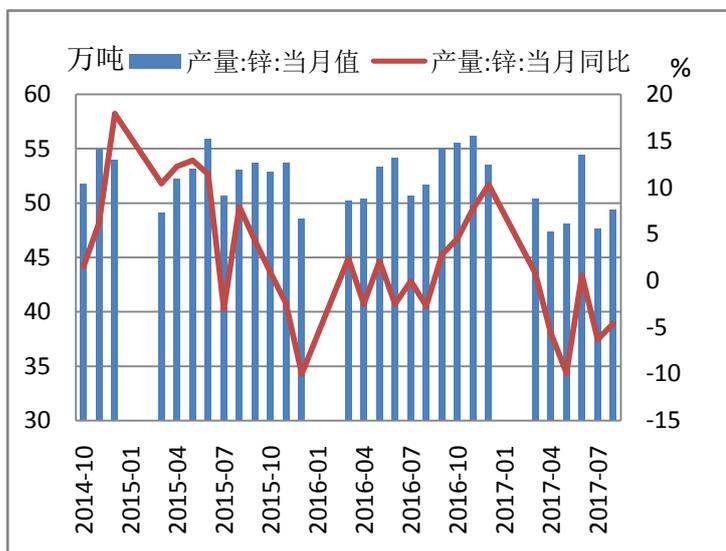
图表 12 精矿进口量情况



图表 13 精炼锌进口量情况



图表 14 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

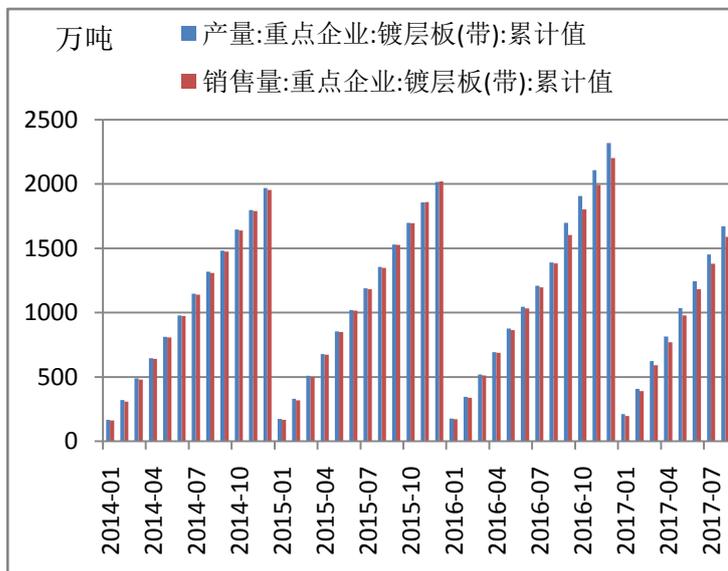
锌的初级消费主要包括镀锌 (60%)、黄铜 (11%)、压铸锌合金 (22%)、氧化锌 (9%)、原电池五类 (8%)。

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

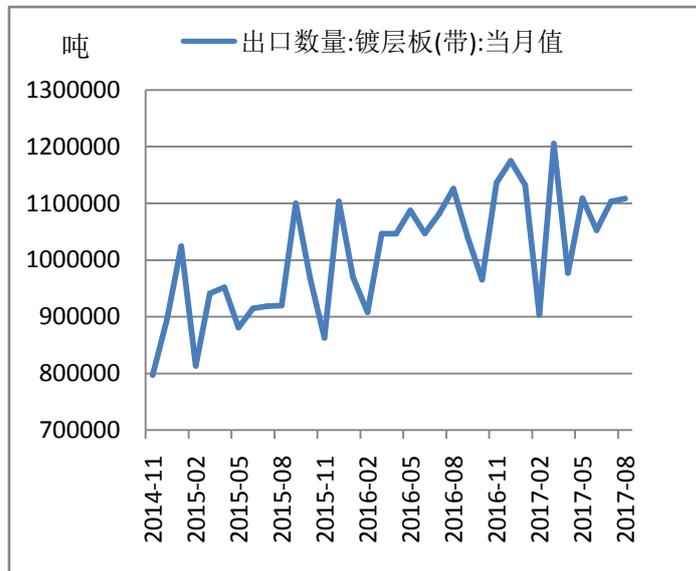
体现了锌需求的变化。中国钢铁业协会数据显示，1-8 月全国重点企业镀锌板累计产量为 1671.5 万吨，同比增加 20.3%，8 月当月产量 218.89 万吨，当月环比增加 4.76%，当月同比增加 21.32%；累计销量为 1589.64 万吨，同比增加 14.95%，8 月当月销量 209.05 万吨，当月环比增加 4.48%，当月同比增加 11.69%。8 月底全国镀锌板库存量为 56.64 万吨，环比增幅为 0.6%。整体镀锌板产销均呈回升状态，同时库存并无大幅上涨，因此整体需求或依然向好。海关总署数据显示，8 月出口镀锌板(带)110.86 万吨，环比增加 0.46%，同比减少 1.55%。1-8 月累计出口 859.27 万吨，累计同比增加 3.37%。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。

据 SMM 调研了解，9 月锌下游普遍向好，预计 9 月耗锌量环比增加 3%，其中镀锌开工率预计环比上升 1%、氧化锌开工率预计环比上升 3.6%、压铸型合金开工率预计环比上升 12.6%。9 月华北部分镀锌企业新一轮的限产开始，9 月底华北地区大型镀锌企业开工率为 70%左右，而中小型镀锌企业受到波及较大，开工率仅为 45%左右。一方面，政策方面因受到 19 大的召开以及环保等方面的影响，多数镀锌企业产量受限；另一方面，由于北方地区冬季采暖标准措施出台，导致了更加严厉的环保政策，拖累镀锌企业开工率。企业经营方面因镀锌企业前三季度的下游订单已经执行完毕，如光伏等。而新的订单还在谈判当中，订单疲弱限制镀锌企业开工率；以及现货锌锭价格持续走高，而镀锌企业的加工费没有跟随锌锭价格上涨，致使部分镀锌企业开始亏损，生产积极性下降。

图表 15 重点企业镀锌板销量情况

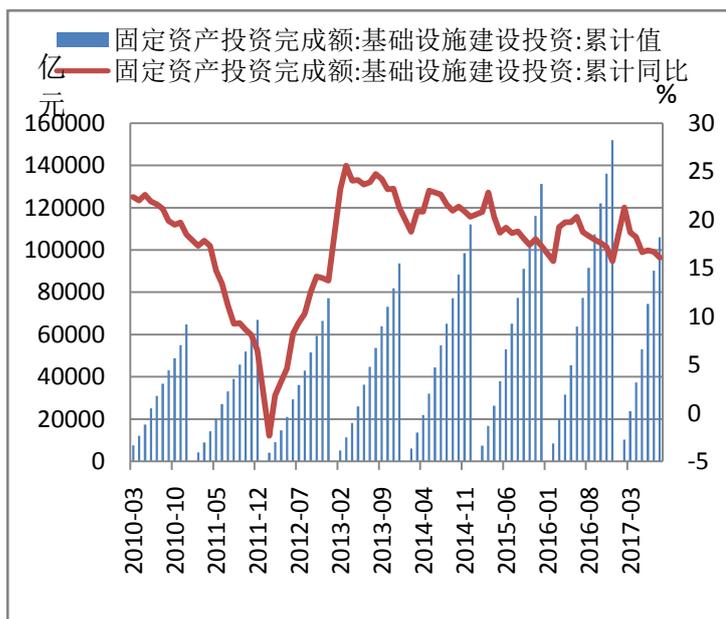


图表 16 镀锌板出口量情况



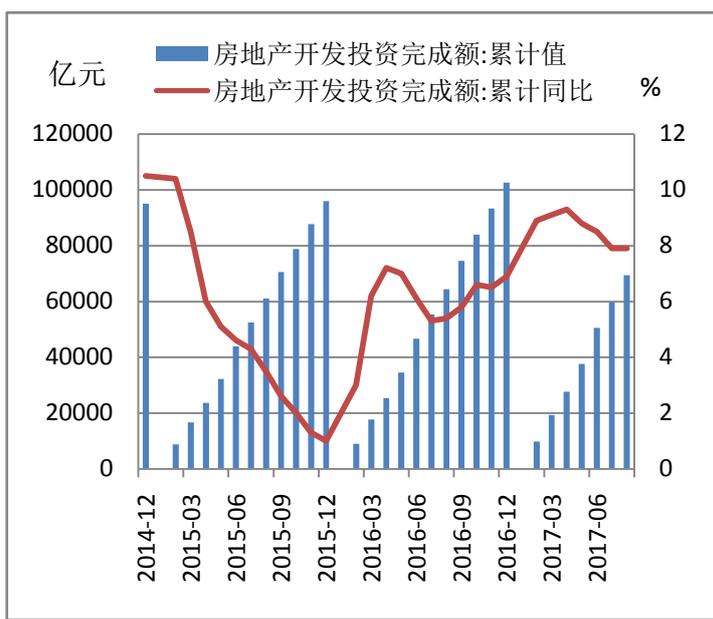
数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 17 基础设施建设投资数据

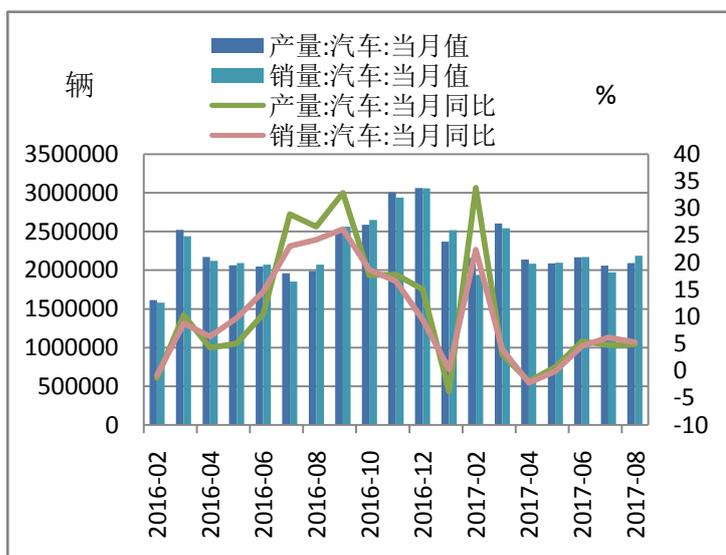


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 18 房地产开发投资数据

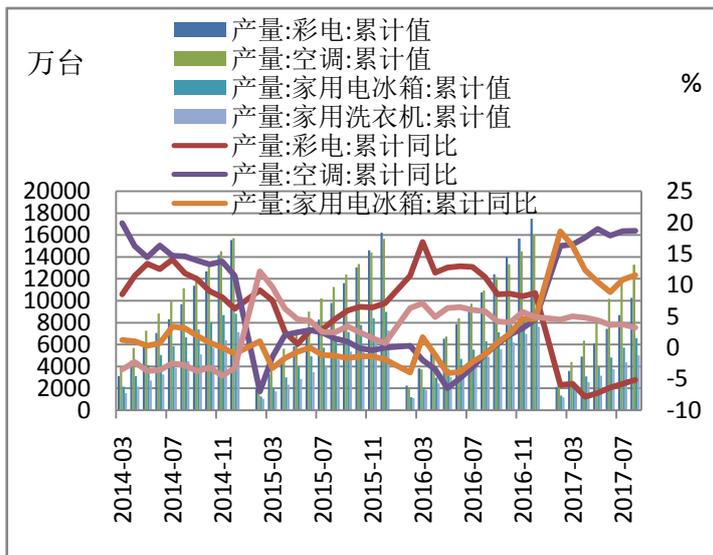


图表 19 汽车当月产量及销量数据



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 20 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，1-8 月国内基础设施建设投资累计值 106051.23 亿元，累计同比增长 16.09%，低于去年同期 2.23 个百分点；8 月单月完成额达 15850.5 亿元，环比增加 1.01%，同比增 11.42%。1-8 月房地产开发投资累计完成额 69493.88 亿元，累计同比增

长 7.9%，增速较 1-7 月持平，且高于去年同期 2.5 个百分点。8 月单月完成额达 9732.88 亿元，环比增加 6.36%。8 月基建投资及房地产开发投资增速环比均增加，对锌消费仍有提振。9 月份二三线城市楼市调控又密集出台，使得市场对四季度的需求转向悲观，后期关注地产投资变化。

汽车行业，根据汽车工业协会数据显示，8 月汽车产量 209.26 万辆，环比增长 1.61%，同比增 4.84%；销售 218.60 万辆，环比增长 10.89%，同比增长 5.27%。1-8 月，汽车产销累计值分别为 1767.83 万辆和 1751.11 万辆，同比分别增长 4.67%和 4.25%。8 月尽管受到高温天气影响，但汽车产销量仍维持增长态势，终端消费需求较好，整体上汽车产销同比增速继续保持在 4%-5%的区间。

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。1-8 彩电累计产量达 10253.2 万台，累计同比降 5.2%，降幅连续四个月缩窄；空调累计产量达 13300.2 万台，累计同比增 18.7%，增幅连续两个月扩大；电冰箱累计产量达 6581.5 万台，累计同比增 11.6%，增幅连续两月回升；洗衣机累计产量达 5000.13 万台，累计同比增 3.2%，增幅收窄。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，且下半年家电产销将逐步下滑，预计带动锌消费有限。

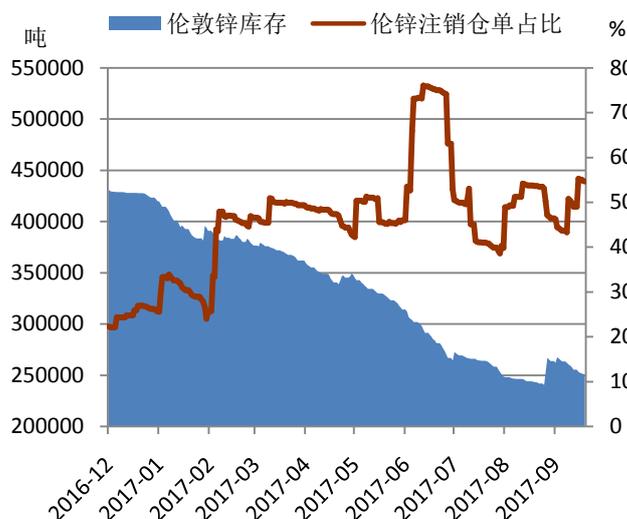
4、锌库存情况

9 月 LME 锌库存呈现先增后减走势，截至 9 月 29 日，库存降至 25.54 万吨，月度增加 4.66%，然整体维持在偏低水平，注销仓单占比多维持在 50%附近。上期所库存先增后减，截至月底，库存降至 64515 吨，月度下降 17.5%，仓单量快速下滑，月底降至 17367 吨，处于偏低状态。社会锌锭降至 10 万吨下方，截至 9 月 29 日国内锌锭库存为 8.98 万吨，因国庆假期前下游备货，预计国庆节后国内库存将短暂回升，后期整体下降趋势尚难改变。

图表 21 上期所锌库存



图表 22 LME 锌库存与注销仓单占比

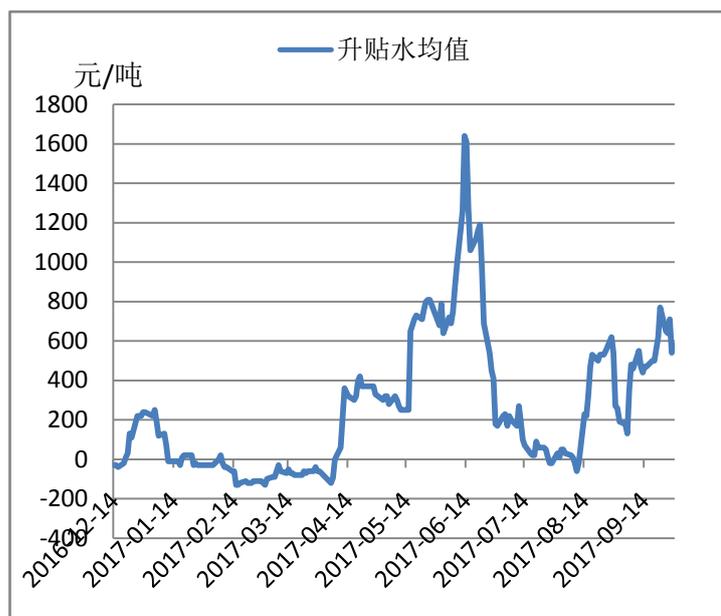


数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

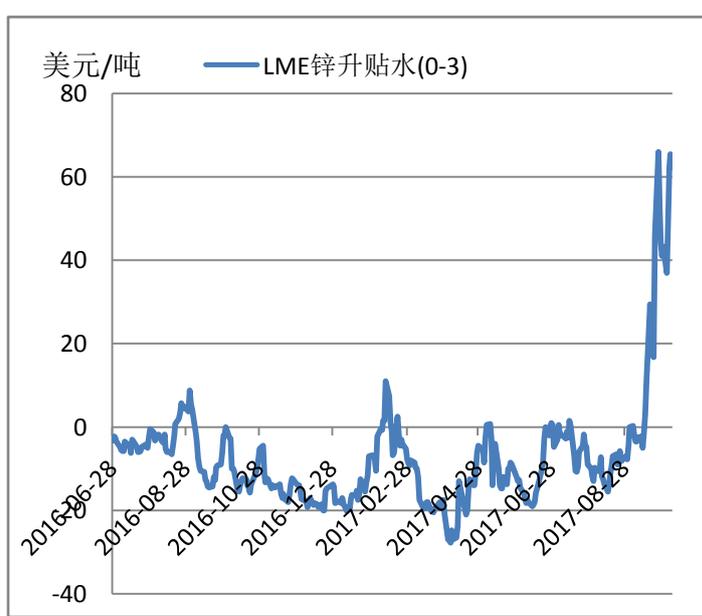
5、升贴水情况

9 月国内现货升水延续上行之势，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 770 元/吨左右，月末随着国庆假期临近，升水略有回落至 580 元/吨附近。LME 锌由小幅贴水转为大幅升水，9 月下旬升水一度上涨至 66 美元/吨，带动伦锌价格上行，后期升水有望维持高位。

图表 23 0#锌升贴水



图表 24 LME 锌升贴水



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

四、铅基本面分析

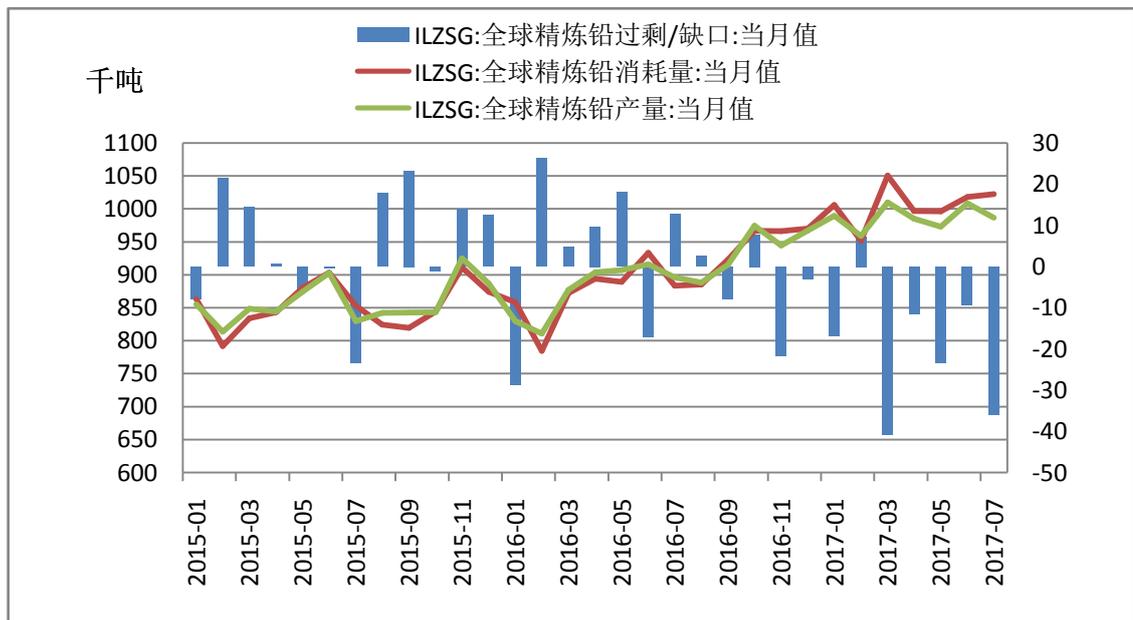
1、全球铅矿产量增加，精炼铅市场缺口扩大

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。根据 ILZSG 数据显示,7 月全球铅矿产量为 43.57 万吨,环比增加 2.71%,同比增加 9.14%;1-7 月累计产量为 300.33 万吨,累计同比增 15.25%。预计 2017 年下半年国外铅矿产出将维持稳步提升态势。

另外,据 ILZSG 最近预测,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。

精炼铅方面,根据 ILZSG 数据显示,7 月精炼铅产量为 98.66 万吨,消耗量为 102.26 万吨,缺口从 6 月的 9400 吨扩大至 36000 吨。1-7 月,铅市场产量缺口为 109000 吨,去年同期过剩 42000 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 25 ILZSG 全球铅供需情况



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 26 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 27 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 28 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 29 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

加工费来看，SMM 数据显示，10 月份国产铅精矿加工费 1200-1400 元/吨，均值较上个月继续回落 150 元/吨，连续两个月大幅回落；进口铅精矿加工费 20-30 美元/干吨，均值较上个月大幅回落 10 美元/吨。国内外铅精矿加工费继续下滑，显示铅矿供应态势明显趋紧。9 月至 11 月，冶炼厂将启动冬储，一方矿山冬季受天气影响而减产或关闭，预计后期铅矿加工费仍有下降空间，原料的紧缺将直接制约原生铅的产量，

铅精矿进口方面，海关数据显示，8 月进口铅矿达 15.52 万吨，环比增加 42.5%，同比增

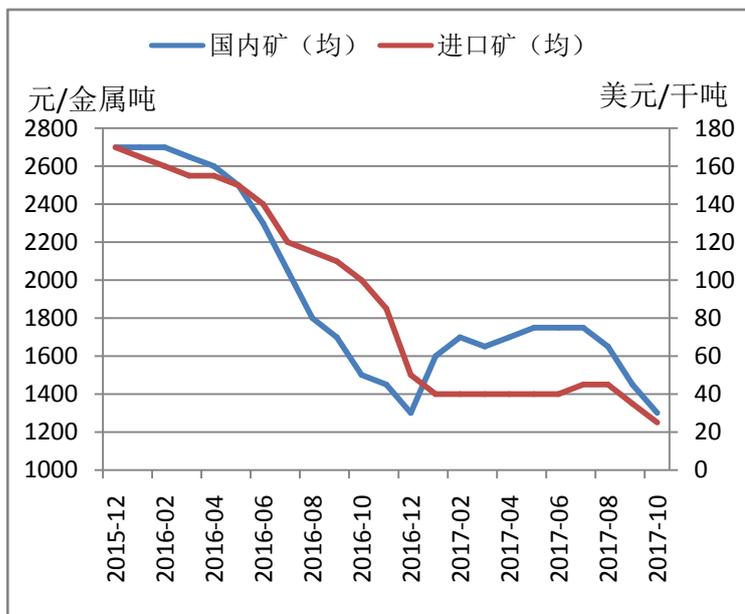
1.77%，1-8 月累计进口 90.75 万吨，累计同比降 1.73%。8 月精矿大幅增长主要源自冬储的因素。

精炼铅方面，国家统计局数据显示，8 月精炼铅产量为 40.1 万吨，环比减少 7.18%，同比增加 3.6%。1-8 月累计产量为 333.3 万吨，累计同比增加 5.1%。SMM 数据显示，8 月份除西部矿业停产检修外，其他炼厂生产较为平稳。9 月金德铅业检修结束，河南金利预计 10 月份安排检修。

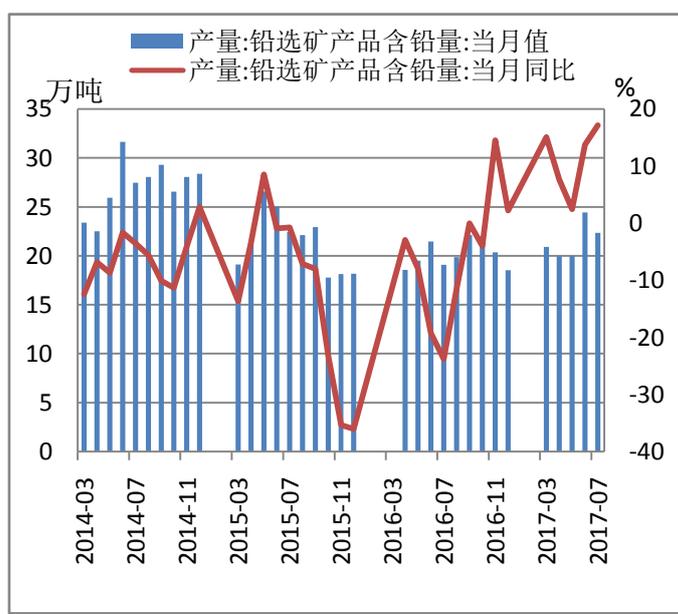
再生铅方面，8 月再生铅产量继续增加，其中产能超过 10 万吨的大型冶炼厂几乎满产。10 月下旬将召开十九大，预计环保力度将趋严，小型“三无”炼厂产量下降，但规模再生企业生产或维持高位。

海关数据显示，8 月精炼铅进口 0.37 万吨，连续 2 月下降，与上半年的进口大增相比，8 月铅进口开始放缓。1-8 月累计进口精炼铅 6.24 万吨。8 月进口亏损缩窄，然而进口铅锭因品质原因需要重熔，无法流入国内直接消费，因此滞留保税库，整体进口量也有所下降。

图表 30 铅精矿加工费情况

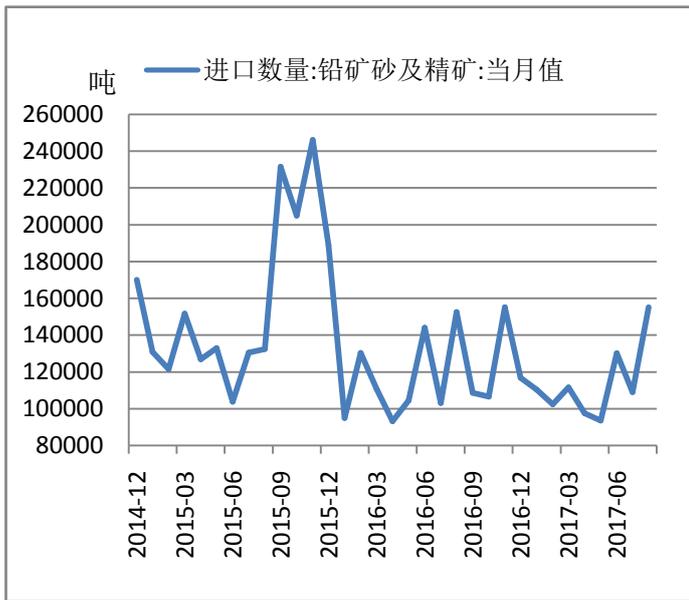


图表 31 铅精矿产量情况

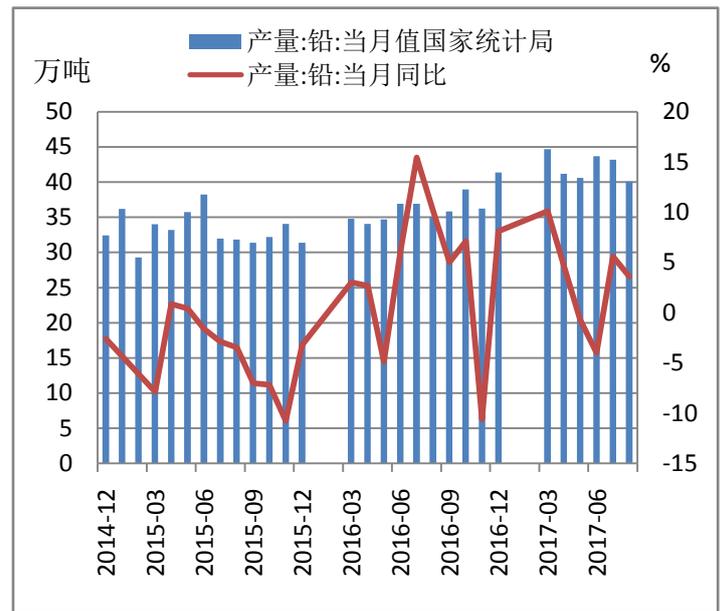


数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

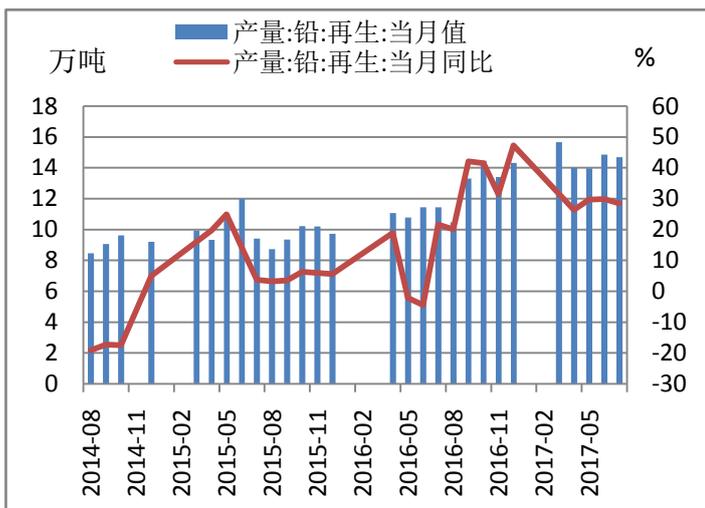
图表 32 铅精矿进口情况



图表 33 精炼铅产量情况



图表 34 再生铅产量情况



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

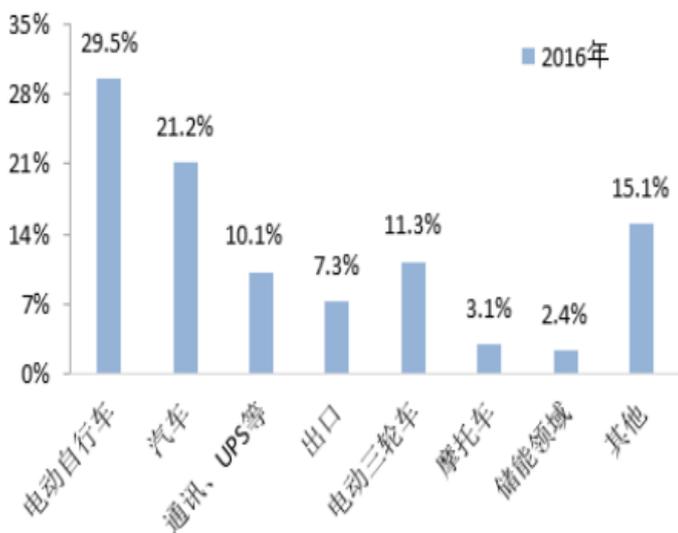
3、下游消费未有改观

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，中国电动自行车产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。

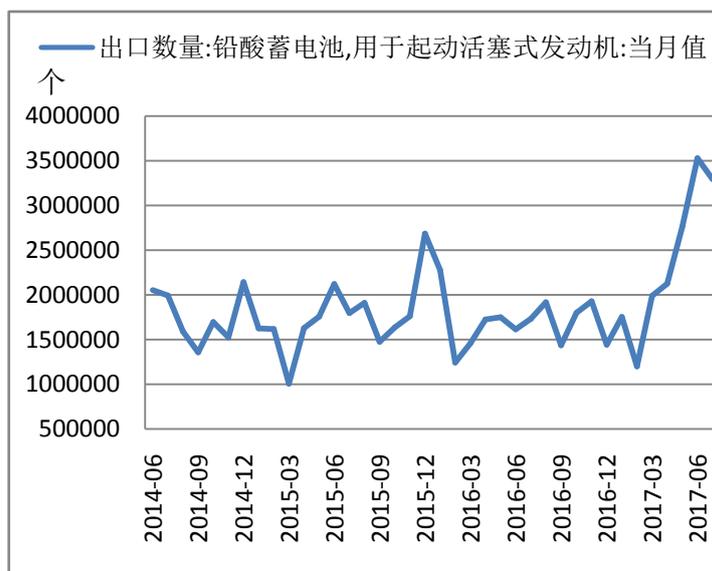
启动新电池主要用于汽车领域，经过 2016 年快速增长后，我国汽车市场也进入到一个相对稳定的增长阶段。预计 2017 年汽车领域的精炼铅消费相对稳定，预计 2% 的增速。

消费方面，目前动力型电池行业旺季结束，启动型电池行业及储能型电池行业迎来旺季，消费端仍有支撑。不过需要注意的是，高企的铅价或导致的下游大型铅酸电池减产，这将降低铅的需求。

图表 35 铅酸蓄电池消费领域占比



图表 36 铅酸蓄电池出口情况

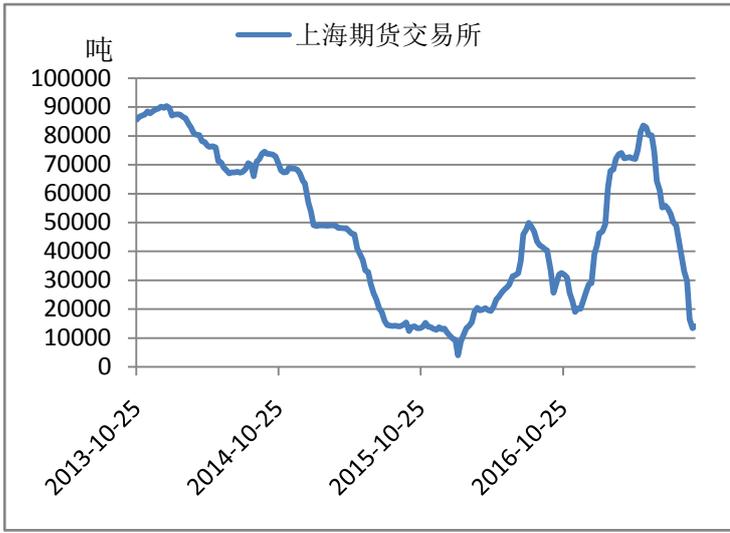


数据来源：安泰科，Wind，铜冠金源期货

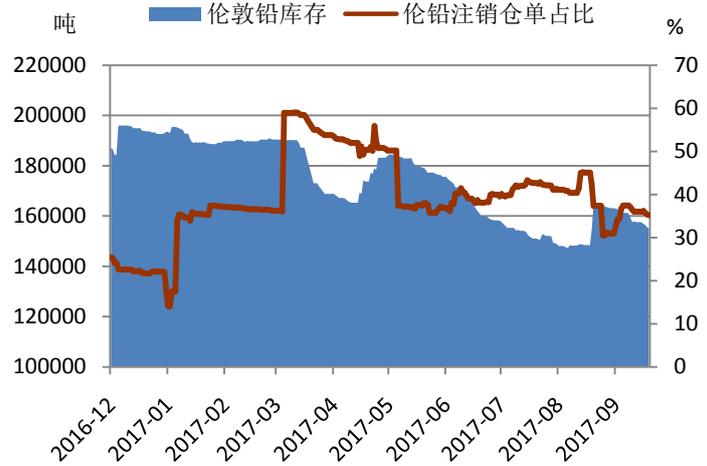
4、铅库存情况

库存方面，9 月上旬上期所铅库存大幅下滑，月底降至 14161 吨，月度下滑 57.2%。另外，仓单量降至 5084 吨，月度降幅 75.2%，加之现货货源紧张，中下旬期铅软逼仓行情再现。LME 铅库存先增后减，整体维持在 15-16 万吨附近，月底报收 15.76 万吨，较月初上涨 6.15%。

图表 37 上期所铅库存



图表 38 LME 铅库存与注销仓单占比

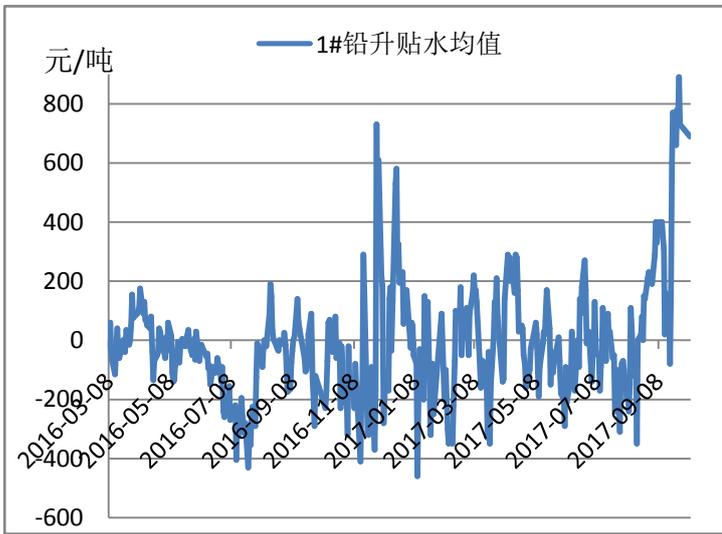


数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

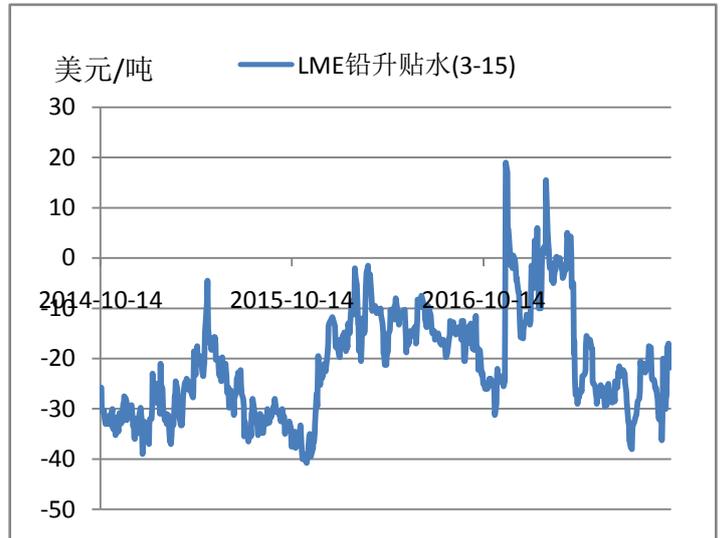
5、升贴水情况

9月铅现货维持紧张,进口铅锭无法在国内直接消费,现或升水不断盘整,月末一度攀升至近900元/吨,高升水带动铅价大涨,软逼仓行情再现。LME铅维持贴水结构,呈现先增后减走势,截至月底报收17.75美元/吨。

图表 39 1#铅升贴水



图表 40 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

国际矿山未超预期释放，国内矿山生产依旧受环保影响产量同比减少，十九大临近，矿山限制炸药使用，且北方小矿山冬季生产受限，预计四季度国内锌矿产量下滑。10月份国内外锌矿加工费均呈现大幅回落，预计后期维持下行。当前市场的敏感点在于紧张的锌现有库存，二季度国内锌冶炼企业集中检修叠加环保限产，只能通过加大进口锌锭补充国内需求。随着库存的消化与转移，导致LME锌库存逼近十年以来的低位，与此同时，LME锌现货升水也急剧推高至60多美元/吨的高位，引发市场对于LME锌逼仓行情的预期。即便锌价不断上涨、现货升水不断攀升，但是市场始终没有出现隐性库存显性化，这更增加了多头的信心。下游企业虽受制于环保以及高成本的影响，对锌消费略有拖累，但尚未形成较大利空。整体看，当前市场主要矛盾仍在全球锌市缺口及库存上，且有激化的可能。另外，锌价受宏观影响也较大，但是宏观因素相同的情况下，锌仍可作为有色中相对多头配置。

2、铅价展望

铅供应端受环保影响维持紧张，加之临近冶炼厂冬储，铅矿供不应求在加剧，10月份国内外铅矿加工费均出现大幅回落。受制于原料紧缺，加之十九大临近，环保检查趋严，预计精炼铅及再生铅难以快速增加，市场铅现货维持紧缺，另外，部分进口铅锭因含量低于国标，需要重熔后使用，短期难缓解紧张现状。LME 铅及上期所铅库存快速下滑，两地现货升水也不断攀升，9月底现货1#铅升水一度攀升至近900元/吨的高位，加之上期所仓单量降至不足万吨，在资金推波助澜下，沪铅主力软逼仓行情再度燃起，铅价直逼去年年底的高位。后期谨防多头高位获利离场，另外也需关注下游大型铅酸蓄电企业是否会因铅价高企出现被迫减产的情况。盘面看，周、月K线形态良好，在市场情绪及现货紧张的状态暂未转变之前，铅价将维持间歇式震荡上行。

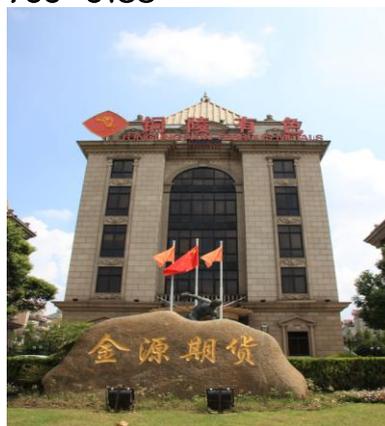
全国统一客服电话：400-700-0188

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。