

兴证期货.研发中心

2018 年 11 月 2 日 星期五

有色研究团队:

孙二春

期货从业资格编号:

F3004203

投资咨询资格编号:

Z0012934

胡悦

期货从业资格编号:

F3050247

联系方式:

胡佳纯

021-20370943

huyue@xzfutures.com

## 内容提要

2018 年 10 月 31 至 11 月 2 日,由中国有色金属工业协会主办的,北京安泰科信息股份有限公司承办的 2018 年中国国际铅锌周在陕西宝鸡盛大举行。本次会议嘉宾主要观点如下:

- 宏观:目前,中国面临三期叠加下的经济下行压力。中国 2019 年经济面临诸多不确定性因素,全球经济变化和贸易冲突升级对中国出口存在不确定性;去杠杆进程及投资的影响以及是否会刺激基建政策出台存在不确定性;是否会出台减税刺激消费政策存在不确定性。2019 年对 GDP 增速预测采取三种态度,乐观、基准及悲观,分别为 6.5%、5.9% 及 5.2%。
- 锌:新增矿山有望达到 75 万吨左右。国内新增矿山产量 2017-2019 预计每年都在 10 万吨左右,根据机构预测 2019 年可能在 13 万吨以上。锌锭:锌锭供应大大低于预期,产量恢复性增长可能要到 2019 年。海外方面,据 ILZSG 测算,1-7 月中国以外市场产量增长 1.8%,折 8 万吨左右,下半年增速会扩大,全年预计增长 20 万吨。国内方面,精炼锌产出低于预期,1-9 月份产量累计减少 2.6%。上半年产量较低的原因为矿供应偏紧,下半年主要原因为环保政策和生产意外。预计四季度锌锭产量环比小幅增长。2019-2020 年剔除减量,预计中国精锌增量在 22 万吨左右,高增长的态势基本结束。锌价:预计明年锌锭的均价为 1.8w-2.3w 人民币,而伦锌

价格在 2300 美金左右。

- 铅：四季度，随着供暖季的到来，严厉的环保政策对铅冶炼企业尤其是再生铅企业开工率会有较大影响，产量将有所下降，加之冬季是传统的启停电池消费旺季，铅消费会得到提升，四季度的价格将会振荡小幅回升。2018 年以后，中国精铅市场始终保持相对过剩状态。随着再生铅各环节理顺，我国铅产业对于原生铅依赖程度降低。需求缺乏增长动力，供应将持续过剩。明年乃至更长周期而言，精矿供应会相对充足，环保常态化后铅资源再生量趋增，加之铅消费量被替代性强，应用限制性措施多又没有新的应用方向，价格长期震荡走弱概率较大。

# 1. 当前的经济形势和政策展望（发言人：胡文洲 中国首席策略师）

## 1.1 三期叠加下的经济下行压力

中国自 2016 年四季度开始，一直在实施去杠杆政策，包括收紧流动性条件、实施资管新规、加强影子银行监督、实施房地产调控等。2012 年至 2017 年，中国的金融基调为创新金融，而进入 2017 年后，中国整体的金融政策基调为防风险、去杠杆。在“去杠杆”的政策背景下，企业部门广义信贷增速大幅下降，影子银行和表外融资大幅收缩。信用收缩加快了信用风险的暴露，导致市场避险情绪及风险溢价上升，实体部门融资条件趋紧，融资成本上升。2018 年二季度，金融机构人民币贷款加权平均利率为 5.97%。

中国经济短期波动周期主要受全球经济周期和国内宏观政策变化影响。我国目前 GDP 增速为 6.5% 左右，处于十年内的低点。随着去杠杆政策收紧和全球风险因素上升，中国经济再度放缓，尽管国内货币金融政策有所放松，但仍不足以扭转经济趋缓的趋势。拉动中国经济的三驾马车分别为投资、消费及进出口。

从投资上看，房地产进入下行周期，受融资收紧一、二线限价、三、四线棚改货币化安置收紧等影响，2018 年前三季度房地产投资增速回落 0.2 个百分点，开发商对房地产前景预期谨慎。在地方政府和国有企业去杠杆的严格要求下，国有企业投资和地方政府主导的基建投资增速明显下滑，拖累整个投资的表现。今年以来社会零售额已逐渐走弱，主要是由于汽车消费明显放缓，自今年 5 月份以来，汽车消费连续 5 个月负增长。

从消费面看，2018 年前三季度，以居住和医疗保健为代表的“刚性支出”增长较快，其中，居住支出同比上涨 10.8%，医疗保健支出同比上涨 15.4%。然而，同期教育文化娱乐服务业支出增速较 17 年有所下降，未来需警惕家庭部门债务负担上升过快对消费产生一定抑制作用。

进出口方面，工业生产增速放缓，国际贸易环境趋向恶化，全球贸易摩擦风险持续上升。

总体而言，中国 2019 年经济面临诸多不确定性因素，全球经济变化和贸易冲突升级对中国出口存在不确定性；去杠杆进程及投资的影响以及是

否会刺激基建政策出台存在不确定性；是否会出台减税刺激消费政策存在不确定性。2019 年对 GDP 增速预测采取三种态度，乐观、基准及悲观，分别为 6.5%、5.9%及 5.2%。

## 1.2 去杠杆和转型换挡

中国未来三年为了建成全面小康社会需要抓好三大块：防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治。

杠杆率上升过快会威胁金融体系稳定，因此，防范化解重大风险要使宏观杠杆率得到有效控制。中国目前杠杆率处于世界中间位置，但是上升速度太快，过去十年超过 100%。企业部门高杠杆是构成中国债务风险的主要来源，目前企业杠杆率超过大部分国家。2017 年，中国初步实现结构性去杠杆，国有企业去杠杆效果明显。政府直接债务率较低，但是加上隐形债务，体量较大，达 30 万亿。中国家庭部门杠杆率较低，但上升速度快且仍处于上升趋势，一方面是由于房地产表现超预期，另一方面与消费信贷火爆有关。

目前，中国已经采取金融去杠杆措施，其中包括资管新规、降低存款准备金、货币政策转向中性偏松、监管高层密集发声释放重要政策信号。但是，宏观政策调控只是控制中国债率的治标之策，加快经济结构转型、政府职能转变和国有企业改革才是解决中国债务风险的治本之策。

调整产业结构，淘汰落后产能：钢铁和煤炭去产能目标是“十三五”期间计划压减 1 亿吨至 1.5 亿吨粗钢产能；用 3-5 年，煤炭退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右。环保导致的限产直接改变了行业的供需关系，相关工业品上游价格上涨，改善了行业的盈利能力。但部分中小企业可能无力承担环保成本上升而被迫退出市场，价格上涨的收益被大企业获得。未来，高污染、高耗能企业的行业集中度将上升。上游企业盈利能力的改善同时提升了下游企业的成本，挤压下游企业盈利能力。

## 1.3 全球经济进入扩张后期，地区分化和风险上升

全球经济复苏已持续十年步入了扩张后期，产出正缺口扩大，通胀和成本压力上升。地区分化更加明显，美国经济趋向过热，日本表现良好，欧洲表现低于预期，新兴市场开始放缓。目前货币金融条件趋紧、贸易摩

擦、地缘冲突、政治不确定性等风险上升。

目前，美国经济趋向过热，劳动力市场日趋紧张，多个指标已达经济过热时期水平，产能利用率达较高水平，通胀预期逐步上升。美国财政改革短期刺激经济增长，导致美国企业将过去留存的海外利润汇回国内。但是，随着美国财政刺激效果逐渐减弱，未来需要更大力度的减税才能继续支持美国经济较快增长。当美国 10 年或 2 年国债收益率利差为负，美国通常会在 6-18 个月后发现股市泡沫破裂和经济衰退。因此，预计 2020 年前后，美国经济泡沫破裂，明年开始美国经济增速下滑。而历史经验表明，在经济过热阶段加息最为密集，加息周期一般持续至货币政策达到偏紧状态，并以刺破资产泡沫和结束经济扩张周期收场，预计 2020 年本轮加息周期结束。

新兴市场方面再现动荡，对全球风险因素冲击最为脆弱，阿根廷和土耳其已陷入全面危机。

除原油外，受全球经济增长势头减弱、中美贸易战、中国经济增速下行影响，全球大宗商品价格普遍下跌。共和党执政期间，中东地缘局势风险加剧，油价大概率上涨。

中美贸易战对全球经济、贸易和投资产生重要溢出效应，抑制国际贸易、投资和金融活动，威胁全球经济复苏前景。

对于中国市场而言，中美贸易战、信用紧缩、美元加息、新兴市场金融危机和恐慌情绪或引发中国金融市场动荡。目前，货币金融政策调整难以解决结构性问题，市场期待实质性减税，并重回市场化改革之路。

## 2. 中国铅锌工业的发展形势(发言人:彭涛 中国有色金属工业协会)

### 2.1 产量: 精矿产量双下降、再生铅增、精锌减

2017 年精铅产量 471.6 万吨,增长 9.7%;精锌产量 622 万吨,下降 0.67%, 分别占世界 40.8%、45.3%, 连续 17、26 年位居世界第一。

2018 年前三季度, 中国铅精矿产量为 94 万吨, 同比下降 3.1%; 精铅产量 354.2 万吨, 增长 6.8%, 河南湖南云南小幅减产; 再生铅产量 142.5 万吨增长 11%, 占比超过 40%, 安徽江苏增产超过 15%。锌精矿产量达 202.5

万吨，同比减少 7.2%；精锌产量达 414.6 万吨，同比减少 2.6%，云南、陕西和湖南减产最多，内蒙古、广西、甘肃、河南等产量有所增加。全年预计减产 1 万吨，同比减少 1.5%。

精铅产量前四省分别为河南、安徽、湖南和云南，占比达 75%，前 10 省占 97%。精锌产量前四省分别为云南、内蒙、湖南和陕西，占比达 62%，前 10 省占 92%。铅锌精炼产品省份分布密集。

2020 年，预计再生铅占比将达 50%，铅产业链格局会有较大的变化。锌精矿的产量下降主要是受到环保政策影响。

## **2.2 进出口：基本平稳**

2017 年，进口铅精矿 129 万吨，同比下降 9%；进口锌精矿达 244 万吨，同比增长 22%；进口精铅达 7.8 万吨，同比增 7.2 倍；净进口精锌 66 万吨，同比增长 59%，其中 11、12 月分别进口 12、10 万吨。

2018 年前三季度，进口铅精矿 89 万吨，同比降 8.8%，进口锌精矿 221.4 万吨，同比增 17.9%；进口未锻轧锌 35.9 万吨，同比增长 5.4%，铅酸蓄电池出口量下降 3.4%，镀锌板出口量下降。主要是受到中美贸易战影响，中国铅酸蓄电池出口至美国占比为 13%，而镀锌板出口至美国占比为 16%。

## **2.3 固定资产投资持续下降，投资结构优化**

2017 年，575 个采选项目投资下降 24.6%；300 个冶炼项目投资下降 22.8%，投资重点在环保和安全领域。

2018 年前三季度，铅锌采选项目投资增长 12.6%，冶炼投资下降 31%。

## **2.4 经济效益：继 2017 年利润恢复性增长后，2018 年矿冶企业利润分化加大**

759 家规模以上铅锌企业实现利润 310.7 亿元，同比增长 67.4%，占有色总利润 13.5%，占比提高 3 个百分点。其中，421 家矿企利润达 208 亿元，同比增长 91.2%，338 家冶炼企业利润达 102.7 亿元，同比增 33.6%，冶炼占比为 33%。

2018 年 1-9 月铅锌工业实现利润 156 亿元，同比下降 15%，占有色总利润的 14.2%，其中矿企利润达 139 亿元，同比增长 8%，冶炼企业盈亏相

抵后实现利润 17 亿元，同比下降 69%，冶炼占比达 11%，主要是受到 TC 下降，成本提升和价格下行的影响。

铅锌行业与有色行业比较：18 年前三季度，铅锌销售利润率为 6%，高于全国有色行业 3%，采选销售收入利润率为 25%，冶炼仅为 0.8%。铅锌矿山好于全国采选平均利润水平，冶炼则低于全国冶炼平均利润水平。

目前受到环保和资源压力的影响，冶炼直线下降，去除冶炼 14 亿元的计提，冶炼投资下降 35%左右，冶炼投资下降较多主要是由于冶炼厂的资产负债率较高，导致其财务费用较矿企高很多，对其利润影响大。

## 2.5 产业政策和行业特点

未来铅锌冶炼生产基地将形成 5+1 的格局，以西北、东北、中原、湖南、两广和滇川地区为主。

国家将加强对于环保的治理，目前大环保的成效明显，一些散乱污的企业已经得到整治，未来产业的集中度将进一步提高。

我国目前产业总规模达，铅冶炼工艺具国际领先优势。但，产业结构矛盾导致行业竞争力不强，共 600 多座铅锌矿山，其中仅 77 家为中小型矿山，年产量达 30-100 万吨，产量仅占全国 45%左右，采选冶一体化企业占比低，劳动效率低，抗市场风险能力不强。

**目前铅锌再生循环利用工艺有突破，但回收和循环体系有待完善，如果只有湿法冶炼的锌冶炼厂面临被环保治理的可能。**

铅消费：目前增速放缓，原生铅在市场的占比下降，铅蓄电池征收消费税及环保税，17 年消费约 480 万吨，增速达 1.5%，预计 18 年增速为 1%。

锌消费：18 年预计达 670 万吨，镀锌占比达 60%，目前镀锌板产量下滑，出口量下降。**预计未来锌消费的高位出现在 2022 年至 2025 年，消费量达 720 万吨每年，人均消费量从目前的 4.9 千克/人升至 5.2 千克/人，年均增速为 2%。**

行业形势：产业结构与高质量发展的不平衡、产能过剩与消费平台期的不平衡、矿冶总量与清洁生产的不平衡、成本上升与竞争力下降的不平衡；绿色和创新发展的不充分、矿产资源保障和再生资源循环利用的不充分、行业自律和谐发展不充分。

未来发展目标：1.去产能：严控冶炼产能总规模，预计 2020 年铅产量 465 万吨、锌 710 万吨。保持经济合理的开工率水平，避免同质无序竞争。

2.降成本：控制刚性成本和弹性成本的增长，目前矿山资产负债率为 46%，冶炼达 48%。3.补短板：加大环保力度，建立回收利用体系，突破锌二次资源利用瓶颈。

### 3. 全球铅锌工业的发展（发言人：孟建斌 国际铅锌研究组）

#### 3.1 世界铅行业现状

自 1960 年起，原生铅生产累计 2.03 亿吨，精铅累计消费量达 3.62 亿吨。2017 年，中国铅矿、精铅产量及消费量位居世界第一，铅矿产量略高于精炼铅，中国精铅产量占比达 42%。全球精铅生产结构中，再生铅占比近年来越来越大，2017 年占比首次超过 40%，其中，美国再生铅占比已经超过 85%，欧洲占比超过 75%，而亚洲占比不到 50%。2005 年-2017 年，中国铅消费增长不到 300 万吨，位居世界第一，印度及韩国位居第二、第三。2017 年全球人均铅用量达 161kg/人，欧洲达 262kg/人、亚洲达 167kg/人。

中国铅蓄电池生产中铅用量占比为 86%、日本达 97%，位居世界第一，美国达 87%。亚洲铅蓄电池生产量占全球 73%。

铅蓄电池面临的问题：铅蓄电池用于汽车上的禁令，豁免期截止日为 2021 年；Reach 提议 2022 年前禁止欧盟生产电池用铅化合物；欧盟的无毒环保战略；新电池的出现，尤其是锂电池带来的替代风险；新能源汽车中，铅酸蓄电池应用被限制；政府对纯电动汽车的政策支持，和对减少二氧化碳排放的严格要求。

未来需要付诸的行动：发展处理废旧铅酸蓄电池的标准化工艺；建立收集、储存等闭环系统；越境转移应受到监管；回收企业周边环境的严格监控；建立流通和回收的全球报告系统。

2017 年，铅精矿主要出口国家为秘鲁、美国和俄罗斯。精铅进口主要国家为西班牙、韩国和捷克。出口主要国家为韩国 291 千吨、澳大利亚 219 千吨及加拿大 187 千吨。

**铅预测：2019 年铅精矿产量达 476.8 万吨，精铅产量达 1183.8 万吨，精铅消费量达 1178.8 万吨。**



## 3.2 锌行业现状

1960年-2018年上半年,全球原生锌产量达4.25亿吨,锌消费量达4.52亿吨。储量最高的国家为澳大利亚、中国和秘鲁。中国锌消费量高于精炼锌的产量,精炼锌产量远大于锌精矿的产量。2017年,中国精锌产量达585万吨,位居世界第一,其次为韩国,84.7万吨,印度,81.9万吨。全球精锌生产结构中,原生锌占比超过92%,其中欧洲二次锌产量占比最高,超过14%,而世界平均不到8%。

消费:2017年,中国精锌消费占比达48%,而2005年仅占29%,近十年内,亚洲精锌消费增量超350万吨。2017年精锌人均消费最高的是大洋洲,达387kg/人,而亚洲达216kg/人,全球平均为188kg/人。亚洲对锌精矿的进口需求最大,而出口最小。2017年,精锌主要进口国家为美国、中国和德国,主要出口国家为加拿大、澳大利亚和韩国。加拿大精锌出口国主要为美国。全球锌消费基本面较为乐观和坚挺,目前消费在往亚洲转移。

锌预测:2019年,锌精矿产量预计达1387万吨,精锌产量达1381万吨,精锌消费量达1388万吨。

## 4. 锌精矿市场概况及 2019 年全球锌矿供应 (发言人: Angel Diaz 新星公司)

### 4.1 市场概况

2019年全球锌需求量将上涨2%,相当于需求量将增加26万吨。其中,中国达13.2万吨,印度达2.2万吨,占总需求增长的最大份额。中国经济放缓、贸易战蔓延风险、土耳其政治及经济问题,都是预测需求量的关键指标。过去两年,全球金属库存总量减少了70万吨,而交易所库存有所增加,保税仓库和贸易商也在向市场释放库存。尽管需求增长,预计2019年精矿将出现过剩,2018年的矿山产量加上全球金属库存足以满足2019年新增需求,甚至还可能出现50万吨过剩。

### 4.2 矿山供应概况

根据逐个矿山评估，市场上将有足够的锌矿供应，预计 2019 年矿山产量将增加约 110 万吨。其中，新建项目为世纪新矿、Gamsberg 锌矿，扩建项目为 Mt Isa 矿、杜加尔河锌矿，减产项目为一些重要的秘鲁矿山的减产。

价格将影响新项目的可行性，假设 LME 锌价在 2019 年达到 2000 美元/吨，大量新建项目将进入市场，市场将过剩 1.1 万吨，若锌价达 2500 美元/吨，市场将过剩 28.9 万吨。

预计到 2019 年，锌精矿将有 28.9 万吨的过剩，再加上金属库存，市场将过剩 160 万吨。

### 4.3 精矿市场的平衡决定加工费

从加工费可以看出，锌市场是周期性的。加工费由市场对于精矿平衡的预期决定，包括短缺、短缺转向过剩、过剩、重回短缺等。目前，我们处于精矿过剩，重心转向冶炼厂，加工费上涨，企业增产的阶段。2017 年-2018 年，市场由短缺转向过剩，矿山处于市场有利地位，加工费下降 15%。

基于历史趋势，预计 2019 年长期加工费将会以 3 位数上涨，或恢复到 3-4 年前的水平。

## 5. 中国再生铅工业新格局（发言人：张琳 中国有色金属工业协会）

### 5.1 行业基本特征

2017 年，中国再生铅产量 205 万吨，同比增长 24.24%，约占全年铅产量 43.47%。预计 2018 年仍将保持大幅度增长，增幅为 10%。

2017 年，我国持有危险废物经营许可证的再生铅 38 个，目前增至 52 个，同比增长 36.8%。危废证核准废铅蓄电池处理能力 517 万吨，目前增至 680 万吨，同比增长 31.5%，规范处置比例约为 52%。2017 年以来，再生铅企业经营情况明显好转，盈利水平大幅度提升。

产业格局：长江经济带覆盖了 80%左右的产量，单一产品、专业的再生铅企业占比为 60%，龙头为豫光精铅。未来产业布局将发生较大的变化。

## **5.2 发展趋势**

中国再生铅占比与发达国家相比还有很大的提升空间，目前中国仅达36%，而美国达100%，印度达75%。产业发展质量还将进一步提高，包括回收趋于规范促进高质量再生利用，优化产业布局以及数字化。

# **6. 钢铁工业的布局调整及含锌资源处理技术发展（高建军 钢铁研究总院）**

## **6.1 钢铁企业含锌资源**

钢铁企业含锌资源的来源主要为电除尘灰、环境灰、氧化铁皮、电炉灰等。钢铁厂含锌尘泥产生量一般为钢产量的10%左右。钢铁企业的含锌尘泥以高炉布袋灰和电炉灰为主，其中高炉布袋灰主要收集的是铁矿石及辅料中带入的锌，电炉灰主要收集的是废钢中的锌，高炉布袋灰中的锌资源量为30-50万吨金属锌/年，电炉灰中的锌资源量为50-80万吨/年，为废钢量的0.35%。

## **6.2 含锌资源处理技术现状**

目前，含锌尘泥的利用方法主要分为物理选矿、湿法浸出、火法提取三大类，火法提取是最为广泛的方法。含锌尘泥作为配料加入烧结混合料进行烧结，是含锌尘泥最简单的利用方法，可利用的含锌尘泥量占总量的5%左右。回转窑法生产次氧化锌具有投资少，成本低的特点，但是次氧化锌中锌的品位低。转底炉工艺可综合利用各种含锌成泥，但建设投资大，能耗较高。目前国内宝钢等企业已经建成转底炉生产线10多条。

## **6.3 总结**

随着我国钢铁工业的兼并重组和布局调整，钢铁企业的集中度提高，绿色化和智能化水平提高，企业国际竞争力增强。钢铁企业的尘泥中，含有大量的锌、铅资源，随着废钢循环量的增大，钢铁企业尘泥中锌含量会

大幅度增大，从冶金尘泥中的锌资源可以弥补锌储量的不足。

## 7. 国内铅蓄电池发展形势

目前，对我国铅蓄电池发展有两大冲击，一是动力电池市场，由于国家颁布的电动自行车新规，市场现有 2 亿辆电动自行车面临淘汰，12Ah 以上的铅酸蓄电池将被整个领域淘汰。10Ah 电池重量不超过 3.6kg。即将出台的“低速”四轮车标准等都给锂电池快速进入提供了有利条件。二是通信、储能电池市场，铁塔公司将全面对退役动力锂电池进行梯次利用，若能够实现，则 2020 年通信及储能铅酸蓄电池市场将萎缩至少 35%。

2019 年主要产品市场预测：1.动力电池：电动二轮车市场下降 15%；电动三轮车增长 5%；电动四轮车增长 20%。2.起动电池：汽车、船舶市场增长 5%、摩托车市场下降 10%、轨道交通增长 15%。3.UPS 电池：铁塔通信市场下降 15%，不间断电源市场增长 5%。4.储能电池：风光储能市场下降 10%，储能电站市场增长 15%。5.出口市场下降 10%。

## 8. 中国铅锌期货市场的创新与发展

2018 年前三季度，上期所有有色金属期货实物交割量达 199.98 万吨，其中，铜 44 万吨，铝 116.37 万吨，锌 9.22 万吨，铅 8.48 万吨，镍 17.38 万吨，锡 4.53 万吨。

2017 年，上期所国内注册品牌锌产量达 361.5 万吨，占国内总产量 58.1%，国内注册企业数量 23 家；铅产量达 220.6 万吨，占国内总产量 46.8%，国内注册企业数量 20 家。

2018 年前三季度铅锌市场运行情况：

- 1) 锌期货：共成交 0.65 亿手，总金额达 7.49 万亿元，日均持仓量 23.88 万手；铅期货：共成交 0.08 亿手，总成交金额达 0.73 万亿元，日均持仓量 4.84 万手，实物交割量 8.48 万吨。
- 2) 今年以来，国内外锌期货价格震荡下行，外盘振幅大于内盘；铅期货价格震荡下行，外盘振幅大于内盘；SHFE 与 LME 锌铅期货价格相关度高，走势同步性强。
- 3) 库存：SHFE 锌期货库存年初为 7.7 万吨，3 月回升至 15 万吨以上，随后持续回落，三季度末库存 2.9 万吨，近期库存 4.8 万吨，LME

锌库存由年初 18.1 万吨回升至 8 月中旬的 25.3 万吨后回落，三季度末库存 20.2 万吨，近期达 15.7 万吨；SHFE 铅期货库存从年初 4.2 万吨下降至近期 0.6 万吨，LME 铅库存从年初 14.2 万吨下降至近期 11.2 万吨。

- 4) 持仓与仓单比值：锌期货 1810 合约进入交割月后持仓与仓单比值逐步回落，价格呈“近强远弱”结构；铅期货总持仓仓单比维持在 25 以下，近期走势趋稳。
- 5) 2018 年上半年，锌期货法人客户持仓量占比达 63.69%，期现价格相关性达 99.33%，到期期现价差率 0.22%，套期保值效率 96.76%。
- 6) 2018 年上半年，铅期货法人客户持仓量占比达 68.8%，期现价格相关性达 97.37%，到期期现价差率 0.31%，套期保值效率 97.59%。

## 9. 2018 年铅锌市场浅析（张瑜 远大物产集团有限公司）

### 9.1 锌供应增长的预期与修正

锌矿：锌精矿的供应增长从 2018 年下半年开始增加。从趋势上看，2017-2018 年矿的供应在回升，缺口在缩小，但内外差异大，2018 年海外同比 3.3%，中国为-9.3%。2019 年全球还是有陆续的新项目投产，据安泰科估计，**新增矿山有望达到 75 万吨左右**。国内新增矿山产量 2017-2019 预计每年都在 10 万吨左右，**根据机构预测 2019 年可能在 13 万吨以上**。

锌锭：锌锭供应大大低于预期，产量恢复性增长可能要到 2019 年。海外方面，据 ILZSG 测算，1-7 月中国以外市场产量增长 1.8%，折 8 万吨左右，下半年增速会扩大，全年预计增长 20 万吨。国内方面，精炼锌产出低于预期，1-9 月份产量累计减少 2.6%。上半年产量较低的原因因为矿供应偏紧，下半年主要原因为环保政策和生产意外。预计四季度锌锭产量环比小幅增长。**2019-2020 年剔除减量，预计中国精锌增量在 22 万吨左右，高增长的态势基本结束**。产量的增长主要靠现有产能的释放，新增释放进度有待观察。

需求：平平无亮点，低于市场平均预期。镀锌利润依旧较低，产量同比较弱，且库存又增加的趋势。压铸合金和氧化锌的开工率整体低于去年

同期。11 月后的消费仍值得担忧，主要是受到汽车和空调产量下滑对镀锌订单的影响，以及出口订单转弱的影响。

库存：总体库存下降，三地显性库存总共去化数量达 15 万吨。保税和关内库存影响锌市场的结构。

供需平衡：有缺口，全年继续去库存

2018 年两大关键指标：TC 与库存。库存反映矿的增长对锌锭供应增长的传导结果；TC 反映矿的增长预期，两者的方向是否一致决定了行情的波动方向，TC 与库存，锌价上升，反之，锌价回落。目前，TC 较高，但仍有非市场因素干扰，预计产量环比小幅增长，全球库存仍处于低位，需 TC 和库存共振才能看空锌。

展望：国内供应：利润角度来看，产量增加预期明显，但仍有非市场因素干扰，预计产量环比小幅增长，同比增加有难度。进口预计较大，但有待验证。四季度预计保税区累库可能性大，关内库存不一定增加。在库存拐点出现之前慎空，要在 TC 和累库再次共振的时候，锌价下跌的可能性大。

## 9.2 铅：供需双缩，低库存

供应端：环保加矿紧，精铅供应负增长。铅精矿在过去两年经历了和锌一样的供应收缩，海外略有回复，但国内仍旧偏紧。截止到 2018 年 7 月，海外基本供应持平，国内略有下降。受到铅锌比的下降，未来铅精矿供应有所下降。据安泰科测算，2018 年铅海外精矿新增产能在 10 万吨以下，2019 年有望恢复到 10 万吨，增产主要在印度。国内新增的铅精矿预计在 2018 年和 2019 年分别达到 7 万吨和 5 万吨。

再生铅：国内新增产能主要在再生铅，2019 年预计再生铅新增产能达 159.5 万吨。目前，再生铅的开工率随利润波动，处于 2016 年以来的偏低水平，当再生铅的利润打到高位时，应该要警惕供应的增长。再生的比例不断扩大，预计从 30% 一下逐年上升至接近 40%，原生和再生价差波动范围缩小在 0-400 之间。

需求端：长期预期不好，中期增速放缓。海外消费较为平稳，原装电池方面，对应汽车的产销，2017 年表现稍弱，但 2018 年同比回升。国内消费方面，铅消费总量平稳，更多表现为季节性，而长期受到新能源的冲

击，需求可能走弱。

加工费：由于国内进口铅精矿数量下降，国内 TC 涨，海外 TC 依旧偏低。

库存：库存长期的低位主要是因为供应的缩减，导致现货一直保持升水的状态。

进口与比价：由于国内供应收缩，导致 2016 年开始国内进口窗口的打开持续时间高于以往，进口量不断增加。进出口格局从 15 年的大量出口转为进口。

伦铅库存与结构：伦铅库存处于低位，但是伦铅的持仓结构不好，当下空头持仓在有色行业比重较大。

展望：原生铅供应受限于矿的增幅，没有锌那么强的增长预期。再生铅虽有新增产能但是仍然要看环保和利润。中国转为净进口国，窗口打开且进口量增长，但国内库存仍保持低位。铅市场相对看好。

## 10. 金属矿业发展趋势及铅锌市场情况（王天成 五矿有色）

受益于宏观经济的企稳以及大宗商品价格的触底反弹，矿业公司重新复苏，从防守姿态向进攻姿态开始转换。去全球化的震动预期叠加中国引擎失速将导致中国内市场需求将维持放缓姿态。经济周期的因素叠加潜在经济体的崛起的确定性决定了全球第三次需求加速的程度。铅锌市场受益于供求错配、库存持续走低引领本轮市场价格的走势。伴随着国内外供应的恢复性增长市场平衡重回紧平衡格局，价格也将重回区间震荡。受制环保因素及政策调整，中国锌矿供应增速告别高速增长期，将进入平稳增长期。经济结构的调整和增速的下降，导致需求增速将逐渐走低，消费强度的提升将延缓增速下降的幅度。伴随价格重回中枢区间及市场将出现过剩的情况，冶炼厂在价格中的成分将逐步提升。考虑到中长期的成本因素，以及新项目的资源保障情况，长期市场价格将得到支撑。

## 11. 新一轮需求下行周期中的有色市场策略分

## 析（王蓉 国泰君安期货）

### 11.1 宏观即需求：新一轮下行周期基本确认

从本质上看，有色金属在内的大宗工业品一般具有“强周期性”的属性，而有色金属价格的需求弹性要大于供给弹性，因此宏观即需求，因此宏观大势决定工业品大势。然而，这两年“宏观决定需求，需求决定价格”的传统传导路径似乎失效了，主要原因是核心是供给侧改革形成的供应人为收缩对价格的支撑，终端需求的情况也没有太差。

今年的宏观：最近的数据部分开始明朗，但部分仍将模糊。明确的地方：1.紧信用格局维系，宏观大势还是弱，重要的观测指标是社融-M2 剪刀差，过去两年该指标曾引领实体经济增速向上，而今年很明显的是，实体企业的融资不佳，信用扩张疲弱，资金面在“脱实”。有色金属各品种消费增速与实体经济信用扩张的方向基本一致。2.工业企业利润开始结束之前的反弹，新的下行拐点已经出现，意味着工业品围观需求的韧性将逐渐消退。PPI-CPI 决定工业企业利润水平，上半年企业利润表现坚挺，但目前情况有所改变。如果企业紧信用的问题得不到缓解，CPI 持续的上行动力并不足。企业利润对有色的价格支撑主要体现在下游对原料及成品库存的备货需求上。从历史数据看，原材料库存领先于产成品库存，目前原材料库存已经有下滑迹象。3.基建：基建投资增速继续回落，资金瓶颈是软肋。4.海外流动性：在海外流动性能否对国内形成补给的问题上，关键点在日元和人民币，从历史看，日元兑人民币走势是指引海外流动性（美元顺差）进出的一个有效指标。5.模糊的地方：房地产的数据或仍有短周期的韧性，但对有色的负面影响将率先出现，房地产长周期下行的拐点已经出现，但其短周期的韧性可能还在，因此利多黑色，利空有色。

### 11.2 空头的困境——低库存的常态化

镍：库存还是低，但边际影响弱化。以年初为基准，当年度原生镍库存累库或去库的速度快慢与镍价走势呈负相关。

铅：2016年之后，库存与价格的负相关性变得显著，目前库存仍处于低位

锌：全球库存处在4年低位，近期降库速率再度加快



铝：库存绝对水平不低，但边际上一直在下降

锌铅：供需增速齐降，供应增速高于消费。2018 年前三季度，铅缺口为 3 万吨，每月消费 40 万吨；锌缺口为 3.6 万吨，每月消费 51 万吨。

未来：可能出现 back 结构与价格下跌的共存。有色的供需格局对多头而言都不太理想（除了铜）

### 11.3 有色市场的应对

相对空头配置品种：库存在高位，或者跌幅不大的品种（镍、锌、铝）

相对多头配置品种：库存在低位，或者跌幅比较大的品种（铜、铅）

跨品种套利：多黑色，空有色

跨期套利方向：买进抛远、做进月补贴水行情（类似前几年的化工品正套）

关注的风险点：房地产政策放松、美元资产大抛售、美联储货币政策转向等

## 12. 互动环节讨论

### 12.1 尹玉荣 驰宏锌锗

1. 锌：目前基本面处于锌矿供应增加传导至锌锭供应增加，导致库存上涨，利益输送从上自下。锌锭缺口达 15 万吨，年底预计将是 40 万吨。一般来说，库存拐点的发生比锌锭的拐点延迟半年左右。

2018 年情况：高现货升水和高 back 结构，出现逼仓的情况

2019 年：锌矿增加较为确定，海外预计增加 60-90 万吨，国内增加 10-15 万吨；锌锭增量为 25-30 万吨，全球能达到平衡，但是前期紧后期松，主要受到冶炼厂搬迁和复工影响。供需紧平衡会造成 back 结构的收敛，是的锌价敏感

2. 铅：再生铅的占比将上升，行业集中度上升。

### 11.2 周钱 混沌投资

1. 对市场预期悲观导致出现 back 结构,但是价格在高位是出现长期的 back 结构则不利于看多,因为可能出现非常大概率的下跌,因此高位的大 back 为空信号。

2. contango 结构则正好相反,低位的大 contango 结构为多信号。

3. 套利风险:目前纯资金的套利比较难,产业公司具有相对的优势,对于纯资金套利而言,尾部的风险利润难以获取。跨市套利收到贸易流、汇率、增值税和美元的影响。

### 13. 2018 年中国铅市场回顾与展望

1. 库存:目前铅库存较低,主要是受到环保政策的影响导致供给侧的产能没有完全释放,且环保政策制约铅冶炼的各个生产环节。目前供需处于紧平衡或者是供不应求的状态。

2. 消费:目前汽车的产量大幅下降,且对于铅的需求大幅下降,主要是因为锂电池的出现取代了对铅蓄电池的需求,对于铅的需求影响很大。移动基站方面,尽管移动基站的产量有所增长,但是对电池的消耗比例有所下降,且未来有被锂电池取代的趋势。**未来的消费需求面临大幅度降低的风险。**

3. 供给:国际精铅的产量小幅增长,缺口收窄,而国内的供给略有恢复,但未来产能能否完全释放需要看政策和对于原材料回收渠道的建立。

4. 出口:2017 年中国向美国出口的铅蓄电池贸易额达到 4 亿美元,未来可能会导致铅酸蓄电池竞争力减弱,影响出口量

5. 展望:四季度,随着供暖季的到来,严厉的环保政策对铅冶炼企业尤其是再生铅企业开工率会有较大影响,产量将有所下降,加之冬季是传统的启停电池消费旺季,铅消费会得到提升,四季度的价格将会振荡小幅回升。2018 年以后,中国精铅市场始终保持相对过剩状态。随着再生铅各环节理顺,我国铅产业对于原生铅依赖程度降低。需求缺乏增长动力,供应将持续过剩。明年乃至更长周期而言,精矿供应会相对充足,环保常态化后铅资源再生量趋增,加之铅消费量被替代性强,应用限制性措施多又没有新的应用方向,价格长期震荡走弱概率较大。

表 1、铅市场供需平衡（万吨）

年份	2018	2019	2020	2021
精铅产量	485	525	535	545
原生铅	288	285	275	265
再生铅	197	240	260	280
进口量	2.5	1.6	1.1	0.9
出口量	1.5	0.2	2	4
消费量	285	495	505	510
供需平衡	1	31.4	29.1	31.9

资料来源：安泰科

## 14. 2018 年中国锌市场回顾与展望

1. 锌矿产量产能：2018 年全球矿山增速放缓，且在产矿山品位下滑，导致国外新增产能进度推迟。目前国内以中小矿山关闭为主的整合方式已经基本结束，但新建、扩建项目进度缓慢。2019 年，预计国际矿山产量有大量增长，增量达 70 万吨左右，采选投资会转为正增长，即使剔除一次性的环保投入等，仍有新的投入，且环保导致的矿山关停已经结束，有些地区已经开始恢复产能。2019 年，国内新增产能达 15 万吨，将恢复产量的正增长。尽管 2019 年矿的规模将增长，但是品位有所下滑，因此新增的金属量不会太大。而目前进口的补充非常明显，三季度增长达 18%。

2. TC：加工费的改善主要源于国外矿山增量的不急。尽管目前 TC 上涨，但是锌冶炼能力萎缩，因此加工费难以覆盖成本，冶炼厂仍有所亏损。

**预估 TC 需要大于 6000 元，冶炼厂才能盈利。**

3. 供需平衡：2019 年，全球精矿供应局面将发生转折，从国内角度看，供求应持平，而全球将供大于求。目前锌锭供需仍有 50 万吨的短缺，**全球精锌供应偏紧仍将支持锌价在 2020 年之前处于相对高位。**

4. 锌锭产量产能：2018 年全球锌锭产量减少主要是由于中国的减产，国外新建产能有限，锌锭增量主要来自于现有产能开工率的提升。国内冶炼扩能速度放缓，产能置换衔接空档期拉长。预计 18-19 年新增产能在 18

万吨左右。冶炼产能受到刚性约束，主要受到原料品位低、环保政策、原生冶炼投资成本高、冶炼厂利润改善有限等影响。

5. 消费：全球 PMI 下滑，国债收益率上升，导致资金成本上升，消费端不景气。18 年国内消费平淡，黄铜占比有所下滑，镀锌表观消费量同比下滑 1.2%，且利润较差，合金产量的变化不大，但是加工费低，承受风险能力差。基建、房地产增速下滑明显，消费品领域表现相对平稳。**未来消费预计会有所上升。**

6. 库存：目前库存水平较低，预计明年二季度产量较低，从目前到明年一季度处于累库阶段，二季度到三季度为去库存趋势，目前全球库存低点尚未出现，明年预计有 4-6 个月的去库存时间。

7. 锌价：预计明年锌锭的均价为 1.8w-2.3w 人民币，而伦锌价格在 2300 美金左右。

表 2、锌市场供需平衡（万吨）

年份		2017	2018	2019
中国	产量	585	572	597
	需求量	663	656	664
	净进口量	77	67	62
	平衡	-1	-17	-5
中国之外	产量	753	766	794
	需求量	723.5	729.3	736
	平衡	29.5	36.7	58
全球	产量	1338	1338	1391
	需求量	1386.5	1385.3	1400
	平衡	-48.5	-47.3	-9

资料来源：安泰科

## 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。