

供应缩减因素逐步消化 锌铅价格高位承压

一、行情回顾

2016 年第一季度 LME 锌大幅反弹，带动沪锌走高，外盘相对较强。截止 3 月 24 日，LME 锌收于 1790 美元/吨，季度涨幅 11.4%；沪锌主力收于 14200 元/吨，涨幅仅 5.4%。回顾来看，1 月份国内股市暴跌，宏观经济风险偏大，全球市场避险情绪强，商品普跌，锌也在 1 月份震荡走低。进入 2 月份后，美元指数意外暴跌，打开了全球大宗商品反弹的序幕，锌价也随之一路上扬，沪锌也突破 1.4 万一线关键阻力位。3 月份锌价基本处于高位整理，上下幅度都有限。

相较于锌价，铅价内外走势联动性相对较弱，一季度 LME 铅宽幅震荡，而沪铅则震荡抬升，重心逐步上移。截止 3 月 24 日，LME 铅收于 1772 美元/吨，季度跌幅 0.59%；沪铅主力收于 13520 元/吨，季度涨幅 2.6%。沪铅走势更多尾随沪锌波动，但活跃程度弱于锌价，整体上窄幅震荡的格局短期不会改变。

图 1: 沪锌主力合约走势

图 2: 沪铅主力合约走势



资料来源:WIND 资讯 银河期货研发中心

从库存的角度来看，截止 3 月 24 日最新公布数据，全球精炼锌库存合计 701052 吨，较 12 月 31 日的 664828 吨增加 36224 吨。而去年同期一季度末库存合计为 65.8 万吨，由于国内精炼锌库存的快速增加，显性库存存在明显压力。而从库存的结构来看，国外库存持续下滑，国内库存持续增长，也在一定程度上反应了需求端外强内弱的现状。

现货市场来看，0#锌在一季度长期维持贴水，但贴水幅度并不大。因为国内交易所库存及社会库存持续呈现增加态势，使得现货流通货源充裕，长期维持贴水成交。进入 3 月份以来，锌市旺季特征并不明显，现货或持续偏弱表现。

图 3:全球精炼锌显性库存

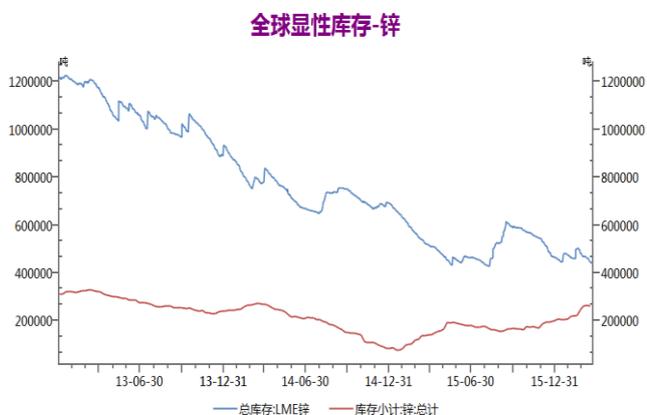
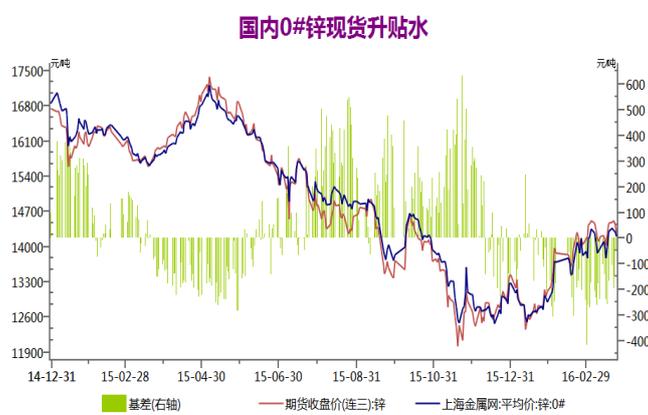


图 4: 国内0#锌升贴水



资料来源:WIND 资讯 银河期货研发中心

二、锌市供需分析及市场动态回顾

1、行业重要动态回顾

1月7日, 秘鲁能源及矿业部数据, 11月锌产量11.6万吨, 同比减少2.81%; 铅产量2.8万吨, 同比增长10.65%。

2月2日, 株冶集团设定2016年目标, 全年计划生产电铅10.9万吨、电锌47万吨, 铅锌产量合计较2015年调低6万吨, 减产计划继续落实。

2月5日, 秘鲁矿产商Volcán上周三稍晚称, 该公司计划将今年的锌产出提升逾5%至299000—305000吨; 秘鲁是全球第三大锌生产国, 而Volcán为秘鲁最大的锌生产商。

2月11日, 嘉能可公布2016年产量指引, 目标锌产量109.5万吨, 铅产量28.5万吨; 其中锌产量较2015年产量减少35万吨。

3月10日, 秘鲁政府消息, 1月份锌产量下滑10%至102,250吨, 去年同期为113,439吨, 主要是属于嘉能可及泰克资源旗下的安塔米纳矿场的锌产量下滑。

3月15日, 根据FastMarkets消息, Teck资源与韩国锌业、嘉能可达成2016年锌精矿供应基准协议, 加工费较分别定在203美元/吨及188美元/吨。

2、精炼锌供应分析

国际铅锌研究小组最新的数据显示, 1月全球精炼锌供应111.9万吨, 全球精炼锌需求112万吨, 供应短缺量缩减至1000吨, 而12月为短缺23400吨, 去年同期为供应过剩43000吨。从全球精炼锌供应来看, 1月份产量同比、环比皆有所下滑, 供应端缩减取得一定成效。

3 月市场消息，2016 年泰克资源与韩国锌业的长单加工费为 203 美元/吨，基准价为 2000 美元/吨，较去年的 245 美元/吨下降了 42 美元/吨，高于市场预期的 180-190 美元/吨。泰克与嘉能可的长单加工费为 188 美元/吨，基准价为 1500 美元/吨。从长单加工费来看，确实较去年有明显下滑，但仍高于市场预期，冶炼厂在这个加工费下实现盈利仍相对容易，从长单角度来看，海外冶炼厂减产预期不强。

从国内来看，海关数据显示，1-2 月份国内锌矿砂及精矿累计进口 45.6 万吨，去年同期累计为 49 万吨，同比减少 3.4 万吨；1-2 月精炼锌累计进口 10.4 万吨，累计出口 0.2 万吨，净进口 10.2 万吨，去年同期净进口 1.4 万吨。由于中国和澳大利亚、韩国自贸区协定在 1 月份实行，精炼锌进口关税从 1% 降到 0，所以精炼锌进口大幅增加。但从锌矿进口数据来看，可以明显看出，由于加工费的大幅下滑，国内采购进口矿意愿降低。

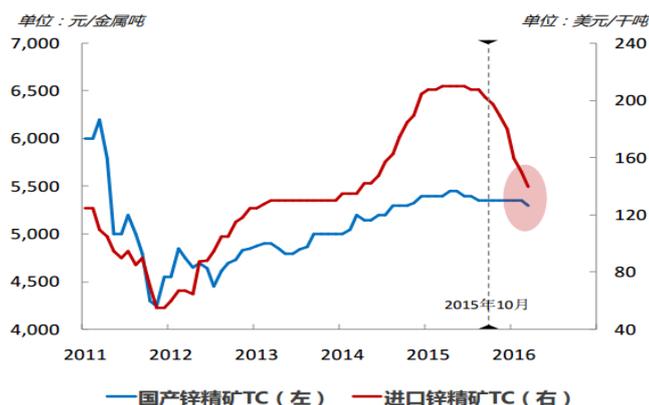
根据上海有色网统计，2 月国内重点锌冶炼企业开工率为 68.5%，1 月份开工率为 72.7%，环比回落 4.2%。年前锌价低迷及节假日因素使得前两月锌冶炼企业开工率明显较低，而国内精炼锌产量也出现了下滑。从加工费来看，目前进口锌精矿现货加工费降至 120-140 美元/干吨，较 2015 年同期的 210 美元/干吨下滑 80 美元，进口矿加工利润空间明显收窄。国内矿加工费小幅下滑 50 元/吨至 5250 元/吨，从国内角度来看，锌矿供应端并没有那么紧张。

现阶段国内自有矿山企业精炼锌成本估算在 13000 元/吨，随着锌价的大幅反弹，这些企业扩产及套保意愿明显增强。而经过前几年的大力整顿后，今年国内矿山将恢复性增长，全年新增矿山产能 25.4 万吨。在锌价达到 1800 美元，国内达到 13300 元后，矿山仅有 20% 以内企业亏损；如果锌价持续在 1.4 万上方运行，这些企业复产的可能性较大，未来锌精矿供应或出现一定修复。

另外值得注意的是，国内精炼锌交易所库存及社会库存自去年大幅反弹以来，持续增加，3 月初精炼锌社会库存一度突破 45 万吨。我们认为锌价在 1.4 万上方供应紧缺因素将逐步消化，锌矿弹性复产可能性增加及高企的精炼锌库存将提供充足供应，精炼锌供应实际短缺很难真正来临。

图 5: ILZSG 全球精炼锌供需平衡

图 6: 锌精矿 TC



资料来源:WIND 资讯 银河期货研发中心

3、下游需求端

在政府强刺激政策下，房地产行业终于迎来一定程度好转，国内 2 月份房地产投资开发完成额累计值为 9051.8 亿元，同比增长 3%，自 2013 年以来第一次出现环比增速回升。但从绝对数值来看，3% 的同比增速依然很难值得乐观，累计同比增长数据在前几年长期在 10% 以上高位运行。我们认为，房地产市场是否真正回暖仍有待继续观察，即使恢复增长，也很难重回顶峰水平，仅能对下游消费形成一定稳定需求。

据中国汽车工业协会统计，2 月全国汽车产销分别为 161.2 万辆和 158.1 万辆，产销环比分别下降 34.4% 和 36.9%；同比分别下降 1.3% 和 0.9%。如果从累计数据来看，1~2 月，汽车产销分别为 406.9 万辆和 408.7 万辆，同比分别增长 3.7% 和 4.4%。汽车行业自乘用车购置税减半以来开始复苏，但产量同比在逐步回落，后期或难继续乐观。

综合来看，精炼锌下游需求端无太多起色，国内宏观经济整体疲软下，整个下游都面临较大衰退风险。而仅仅依靠供应端的缩减，供需结构的改善仍面临较多困难，高企的库存将给市场带来较大压力。

图 7: 房地产开发投资完成额累计及同比变化

图 8: 汽车月度产量及同比变化



资料来源:WIND 资讯 银河期货研发中心

三、铅市供需分析

国际铅锌研究小组 (ILZSG) 最新公布的数据显示，今年 1 月全球铅市场供应短缺 7,000 吨，去年 12 月修正为过剩 33,100 吨，2015 年 1 月同期为供应短缺 17000 吨。从铅锌小组数据来看，全球精炼铅仍然维持紧平衡，供应过剩或者短缺幅度都十分有限。不过考虑到国内铅价相对独立，我们把更多的焦点放在国内铅供需平衡上。

从上海有色的数据来看，由于环保因素等影响，去年国内铅冶炼开工率持续偏低，导致国产铅精矿 TC2015 年以来一路上扬。最新国产铅精矿 TC 费用在 2600 元/吨，居于近年来高位。由于加工费比较可观，铅冶炼企业开工率也在逐步回升，我们认为这将刺激增加精炼铅供应。

另外一方面，经过长期的环保整顿后，再生铅行业逐步走出低谷，新建合格产能陆续投放。再生铅企业目前使用铅泥、铅渣等的含铅废料比例上升较为明显，炼厂使用除废电瓶以外的含铅废料冶炼所得的再生铅产量，2015

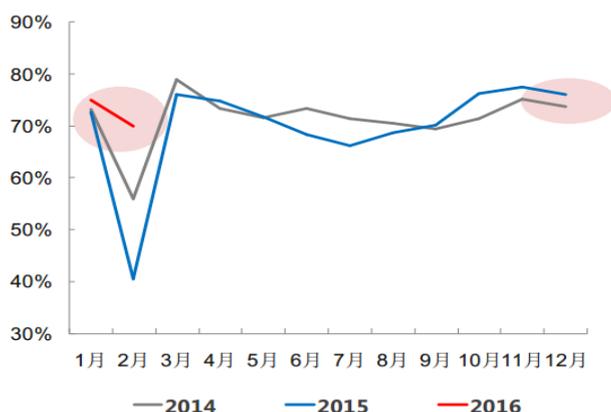
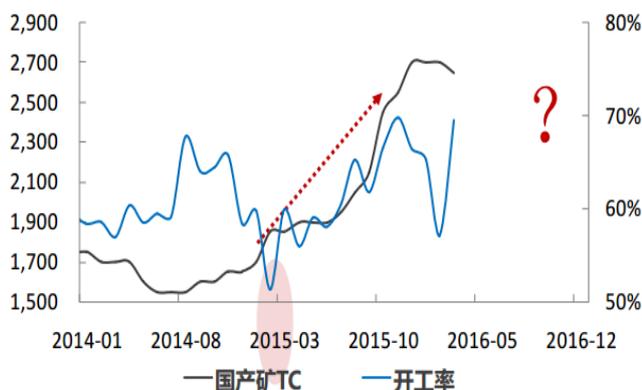
年较 2014 年同比上升 15%。由于可用原料的增加，使得再生铅产量或再度增加，而再生铅成本较原生铅具有价格优势，将继续对原生铅价格造成冲击。

铅消费端集中在铅酸蓄电池行业，而铅酸蓄电池消费税征收政策于今年 1 月 1 日开始实行，由于蓄电池行业目前产能过剩，基本已处于买方市场，消费税很难转嫁，否则将面临订单流失的困境。在税收大幅提高的背景下，铅酸蓄电池企业开工率面临再度向下风险。

综合来看，铅市供需结构仍很难乐观，再生铅对于铅价的冲击将持续，消费端的低迷状态短期也不会有改观，铅市大概率继续维持供需弱平衡。

图 9: 国内铅冶炼企业开工率和国产铅精矿TC

图 10: 铅酸蓄电池企业开工率



资料来源:SMM 银河期货研发中心

四、价格走势展望

经历过今年第一季度的大幅动荡后，宏观经济逐步趋于稳定，从美联储的会议纪要来看，美联储在六月份加息的概率依然存在。在加息情绪影响下，美元指数在二季度震荡偏强概率较大，讲给整个大宗商品市场带来压力。另外国内二季度数据是否表现乐观，也将成为商品市场一个风险点。

➤ 锌

当锌价达到 1.4 万上方后，供应端减产的压力明显减弱，国内中小矿山产量弹性增加或一定程度弥补海外矿山关停带来的锌矿减少。另一方面，前期大量的锌精矿库存及精炼锌库存高企，去库存化短期内很难迅速完成，也就是说供应紧缺并不会很快就实现。外加需求端表现乏力，我们认为锌价在 1.45 万一线将高位承压，后期回落风险加大，二季度沪锌核心波动区间 1.3-1.45 万。

➤ 铅

由于铅酸蓄电池开始征收 4% 的消费税，而铅酸蓄电池占据精炼铅 80% 消费，行业整体陷入低迷。在整个

产业链处于供需弱平衡的情况下，国内铅价倾向于弱势震荡，资金参与热情不高，核心波动区间 1.3-1.4 万。