

M
A
R
K
E
T

R
E
S
E
A
R
C
H

R
E
P
O
R
T

市场研报



瑞达期货
RUIDA FUTURES



金尝发

沪锌：供需缺乏亮点提振 或存冲高回落风险

2019年锌价延续走弱，连续两年收跌，下跌压力来自于全球经济进一步放缓的悲观基础上，中美贸易战再次升级以及锌市供需格局恶化，投机资金趁势积极打压锌价，增加空头筹码。受此影响，沪锌跌幅大于伦锌，表现出下行趋势的特征。展望2020年，以上利空因素对锌价的压力犹存，利多的支撑不及利空因素的力量，同时锌价下滑之后，供需仅倾向于弱平衡，基本面缺乏新的亮点，锌价陷入空头氛围较浓的环境。就投资机会而言，全年操作更倾向于采取逢高空策略，尤其是当沪锌反弹至20000元以上。

一、2019年锌价行情回顾

1. 期货一期锌延续下滑，跌幅仅次于沪铅

笔者按期锌月线的技术形态走势来划分，可以将2019年锌价走势分为两个阶段：

2019年1月-2019年5月末，期锌冲高回落，在有色金属当中表现中等，因市场聚焦于中美贸易战，美联储3月降息担忧等主要因素，期锌对全球经济增长的敏感性虽不及期铜，但也受到一定影响，受利空因素打压明显，同时供需方面，全球锌市供应缺口有所缩窄，同期其他基本金属如镍、锡等则面临着不同程度的供给侧改革所带来的产量下滑提振。在此期间，沪锌主力合约运行区间为19730-23025元/吨，较去年12月末微跌320元/吨。

2019年6月初-12月末，期锌持续向下走弱，伦沪锌纷纷创下两年来新低水平，12月更是探底回升，其中沪锌主力合约最低触及17570元/吨，创下2016年10月14日来新低，年最大跌幅将近14%。此轮引发锌价下跌的主要动力在于全球经济下行压力加大，美元指数震荡续涨以及国内锌加工费高企，精炼锌产量持续增加等多项利空因素实现共振。截止12月27日，沪锌主力合约运行区间为22600-17570元/吨，较去年12月末的跌幅扩大至逾13.79%，相应的伦锌运行区间为2958-2190美元/吨，年跌逾5.85%。

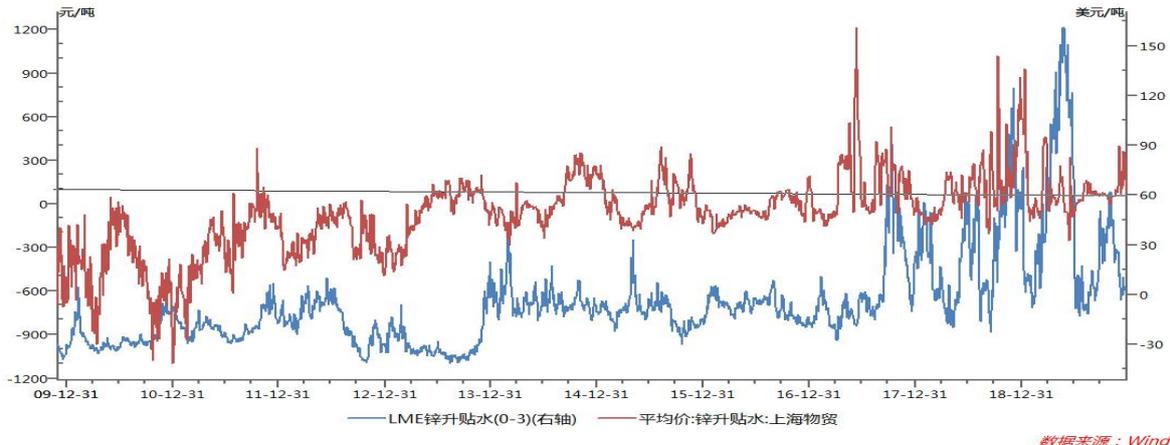


图表1，数据来源：瑞达期货，文华财经

2、现货-国内现货锌大多维持升水，LME 锌现货升水缩窄

期限结构方面，在4月之前整体波动不大，但5月后逐步由升水转为贴水状态，年内现货升贴水的运行范围为贴水250-升水930元/吨，最大升水幅度出现在1月11日，即临近1901合约最后交易日，期间伴随着沪期锌库存持续下滑和仓单的减少，引发市场对锌软逼仓的预期。截止12月27日，现锌升水均价报90元/吨，升水幅度自高位明显回落，显示现锌供应趋于宽松。外盘方面，1-5月份随着伦锌库存逐步下滑，LME现货锌较期货由年初的低升水逐步走高，随后在库存重新上升的带动下，升水幅度不断缩窄，截止12月27日，报升水5美元/吨。

2019年沪锌现货升水逐步缩窄



数据来源: Wind

图表 2, 数据来源: 瑞达期货, wind

二、宏观基本面

1、2020 年全球经济下行压力犹存

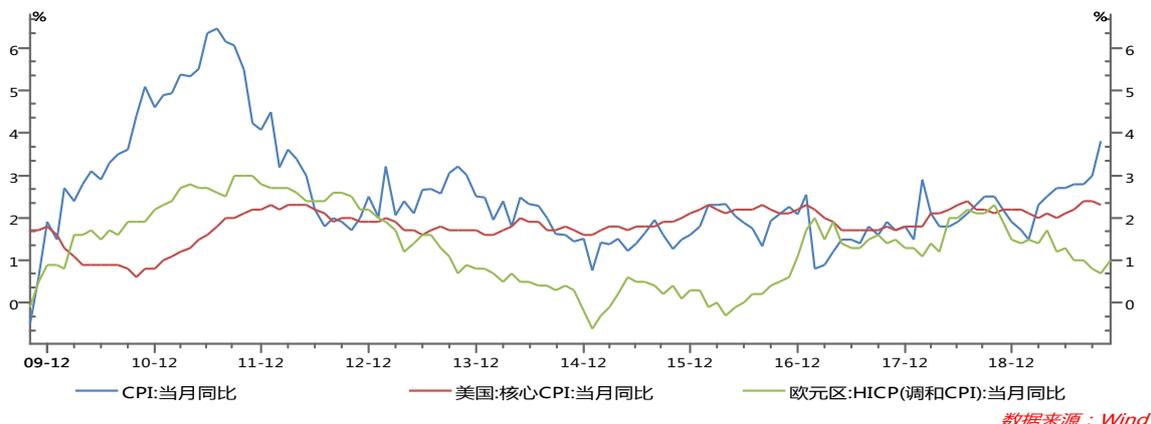
对于 2020 年全球经济增长前景, 多个权威机构大多持悲观的态度, 其中经济合作与发展组织 (OECD) 在 11 月发布的《全球经济展望报告》中, 预计 2020 年全球经济增长的预期是 2.9%, 与 2019 年持平, 远低于 2018 年的 3.5% 的增长水平。同时国际货币基金组织 (IMF) 10 月最新报告同样预计, 2019 年全球经济下调至 3.4%, 主要原因是拉丁美洲、中东以及欧洲新兴和发展中经济体的经济表现预计将有所改善。其中 IMF 预计中国经济增长率将降到 5.8%, 世界银行对 2020 年中国经济预期为 6.1%, 低于 2019 年的 6.2%, 主要受到中美贸易战影响, 2020 年将继续进行经济结构优化, 推进供给侧改革, 经济增长的最大不确定性在于贸易壁垒不断增加, 贸易和地缘政治相关不确定性升高。

2、全球央行降息周期将缓和

2019 年全球多个央行纷纷降息, 意味着十年来最强降息周期开启。其中, 2019 年美联储降息 3 次 (7 月、9 月和 10 月), 共计下调 75 个基点至 1.5%-1.75%, 为 10 年来首次降息; 土耳其央行紧随其后, 年内跟随降息 3 次 (7、9、10 月), 为 15 年 2 月来首次降息, 总计下调 1000 个基点至 14%; 欧洲央行于 9 月初实现 16 年来首次降息 10 个基点; 印度领跑亚洲地区, 开启降息进程, 年内累计降息 5 次。中国央行方面, 为应对美联储降息冲击, 稳定中美汇率水平, 央行年内于 11 月 15 日下调 MLF 利率 5 个基点至 3.25%, 当月同时下调 7 天的逆回购利率 5 个基点至 2.5%。

展望 2020 年, 市场预计全球降息周期将缓和, 美联储最新的经济及利率预期显示, 2020 年将按兵不动, 保持利率不变。欧洲央行表示 2020 年中期出现经济收缩的可能性已经提高至 20%, 或于 2020 年进一步降息。而中国, 2019 年货币政策仍以稳健中性取向为主, 因全球经济增速面临下行压力, 国内通胀走高, 未来将更加频繁的调整公开市场利率, 如下调逆回购利率和 MLF, 并通过新的利率形成机制带动 LPR 利率以及银行贷款利率的下行。

全球通胀压力总体可控



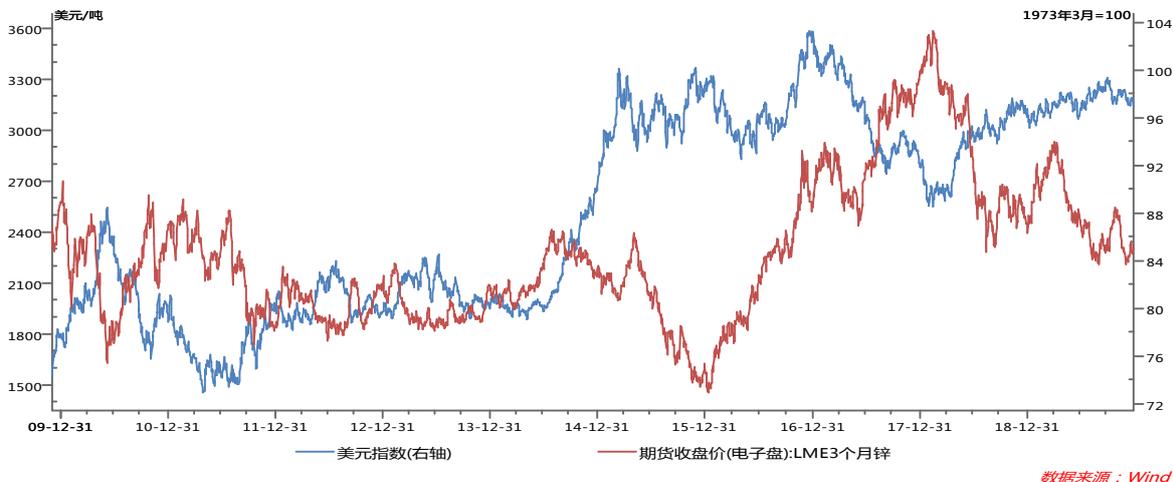
图表 3, 数据来源: 瑞达期货, wind

3、2020 年美元指数或承压走弱

2019 年美元指数震荡续涨, 截止 12 月 27 日, 美元指数收于 97.013 附近, 较去年 12 月末小涨 0.92%, 期间年内 2-5 月连涨四个月, 7-9 月连涨三个月, 其上涨的主因在于美国相对较好的基本面和此前相对较快的加息步伐, 造成资本流动方向发生逆转, 大量资本回流美国金融市场, 推动美元指数持续走高。不过在美联储 7 月月底实施降息周期开始, 美元指数涨势有所放缓。同期伦锌承压下滑逾 20%, 显示两者负相关性仍存。此外, 今年来人民币兑美元总共升值 2.75%至 7.05, 从而使得伦锌相对沪锌抗跌。

展望 2020 年, 美元指数或存在承压下滑的风险, 上行相对乏力, 因其利空打压强于利多支撑。美元指数下跌的风险在于全球经济的宽松, 国际贸易局势的缓和以及美国大选, 此前被严重低估的货币或迎来反弹。利多因素方面也存在较大的不确定性, 2020 年初虽然美联储或暂停降息, 维持利率不变, 将拉大美元和其他竞争货币的价差, 2019 年美联储降息三次之后的美元指数走势已经说明降息并不一定成为美元走弱的理由。而且美国总统特朗普并不希望美元走高。弱势美元或给予锌价支撑, 而且即便美联储加息美元指数继续上行, 因美国锌的消费需求占全球的 6%左右, 其加息的基础在于美国经济持续复苏, 因此即便美元指数走高其对锌价的打压力度或弱于往年。

美元指数&伦锌走势对比图



图表 4, 数据来源: 瑞达期货, wind

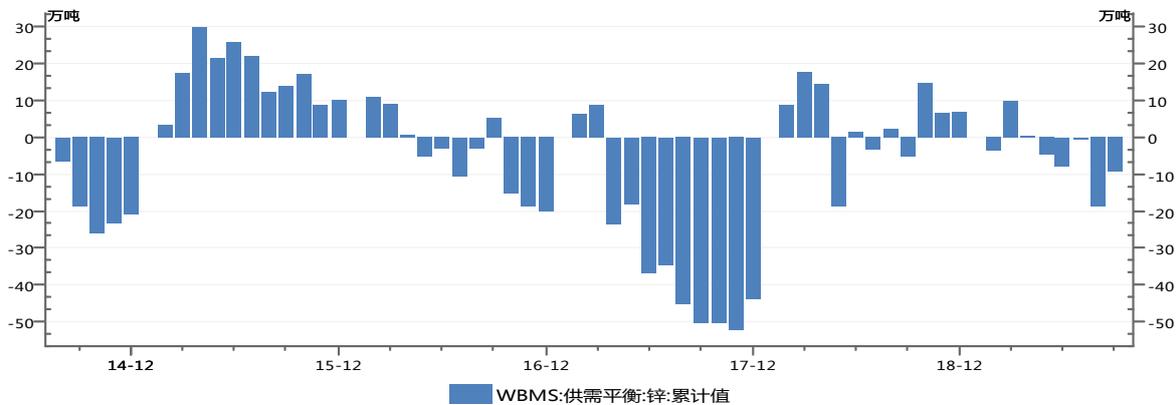
三、锌市供需体现

1、供需体现-2020年锌市供应缺口缩窄

据世界金属统计局（WBMS）发布的最新数据显示，今年1-10月全球锌市供应短缺8.5万吨，去年同期为供应过剩14.63万吨，供需格局改善，因锌消费增加而产量减少，其中全球锌消费量同比增加5.7%，而产量同比增加3%。中国方面，1-10月中国锌表观需求为559.7万吨，占到全球总量的48%。

据国际铅锌研究小组（ILZSG）最新报告显示，2019年1-10月，全球锌市供应短缺降至15.2万吨，去年同期为34.3万吨，因供应降速超过需求。全球精锌产量同比下降7.3万吨，而需求下降4.5万吨，供需趋于紧平衡。

2020年全球锌市供应缺口缩窄



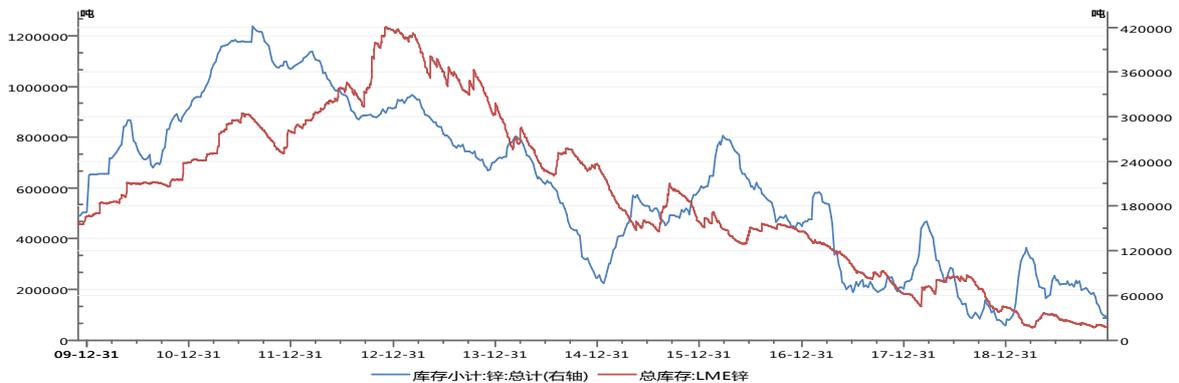
数据来源：Wind

图表5，数据来源：瑞达期货，wind

3、供需体现-全球显性库存续降

一般而言，库存是体现精炼锌市场供需关系的最重要指标，但因为锌金融属性的存在，使得锌市库存的变化已不能简单的认为是供需关系的直接体现。截止12月27日，伦锌库存减少77725吨至51600吨，为连续两年减少，年内库存范围为129000-50100吨，2009年-2019年库存均值为5.1万吨，显示伦锌库存处于历史相对较低水平。相对的，上期所锌库存增加4469吨至28054吨，低于年内库存均值77673吨，亦低于2009年-2019年库存均值15.5万吨，显示沪锌库存虽同比增加，但环比下降。锌隐形库存小增0.03吨至10.84万吨，处于近5年以来较低水平。

伦锌库存续降，但沪锌库存小增



数据来源：Wind

图表6，数据来源：瑞达期货，wind

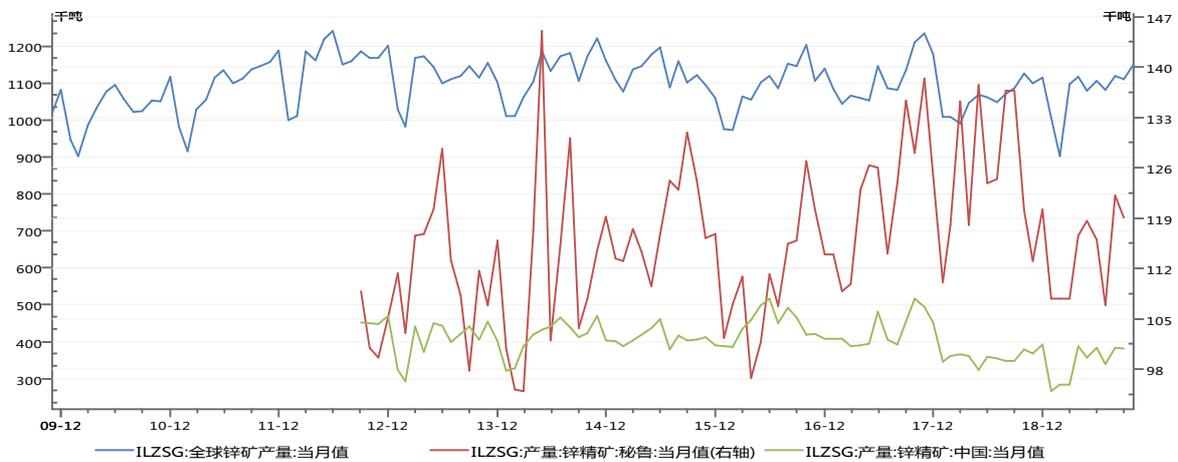
四、锌市供应

1、锌矿-2020 年全球锌产量将增加

据 ILZSG 数据显示，2019 年 1-10 月全球矿产锌产量为 115 万吨，同比增加 2%。我国作为全球锌生产第一大国，今年 1-10 月我国锌累计产量达 474.25 万吨，同比增加 43.68 万吨或 9.36%，增幅明显扩大，显示此前我国锌矿加工费上涨影响显现。同期，作为全球第二大产锌国，1-10 月秘鲁锌产量为 102.28 万吨，同比减少 11.8 万吨。

展望 2020 年，总部位于加拿大的伦丁矿业预计 2020 年产量将大幅增长，其中锌产量预计增长 15%。嘉能可 (Glencore PLC) 预期公司锌产量预期将在 2021 年达到大约 140 万吨的峰值。SMM 亦表示 2020 年仍有较多新增扩建投产，预计 2020 年海外矿山新增产能或在 64 万金属吨，新增供应量在 30-40 万吨左右。从更长期来看，全球锌矿新建产能较多，未来几年供应量增速不减。

全球主要国家锌矿走势图



数据来源：Wind

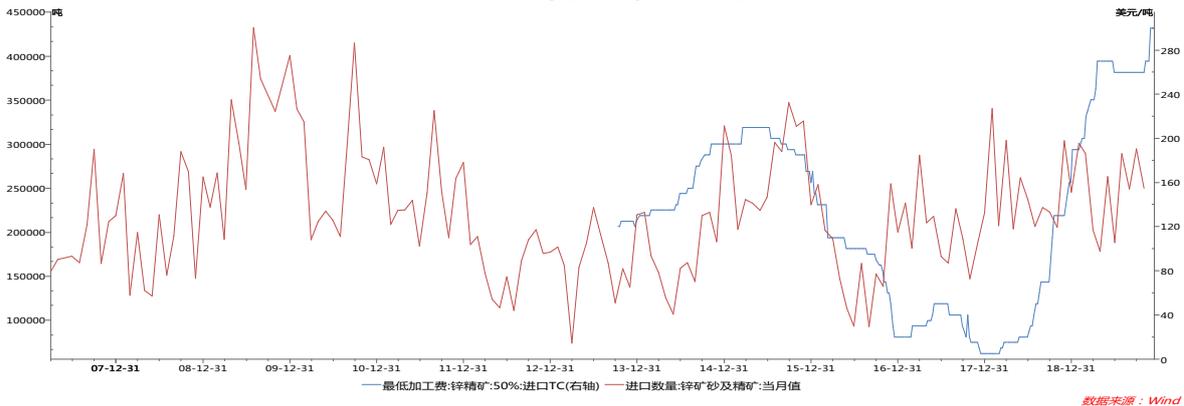
图表 7，数据来源：瑞达期货，wind

2、2020 年锌矿 TC/RC 费用或高位下滑，影响锌矿进口

随着中国锌冶炼产能的不断扩大，中国锌精矿进口呈逐年上升之势，但其增速在 2019 年出现放缓，2019 年 1-10 月我国累计进口锌精矿 250.63 万吨，同比增加 8.75 万吨，2018 年、2017 年同比增加 39.2 万吨、48.3 万吨。其中 1-10 月进口自澳大利亚的锌矿升至 86.22 万吨，同比增加 23.8 万吨，成为我国锌矿进口第一大国；同期，进口自秘鲁的锌矿为 43.8 万吨，同比下降 7.77 万吨，1-10 月进口自俄罗斯的锌矿同比减少 8.9 万吨，进口自蒙古的锌矿同比微增 0.28 万吨。SMM 表示随着国外矿山产量进一步恢复性增长，预计 2019 年锌精矿进口量或超过 300 万吨

展望 2020 年，2019 年四季度我国进口精锌矿的 TC 为 320 美元/吨，创近六年以来新高，随着锌矿供应逐渐宽松，未来锌加工费或高位走弱，2020 年锌矿进口增速或放缓。

2019年锌矿进口较往年放缓



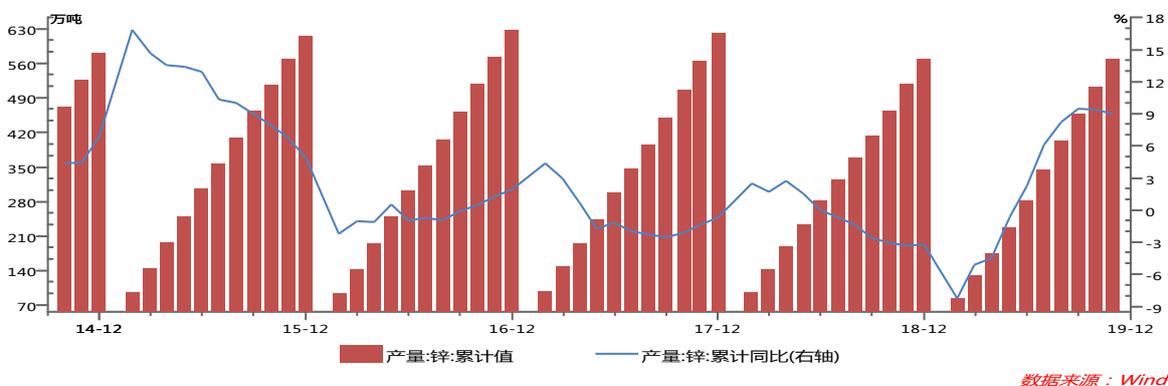
图表 8，数据来源：瑞达期货，Wind

4、精锌供应-中国精炼产能继续扩张

国家统计局数据显示，2019年1-11月精炼锌产量为569.2万吨，同比增长51.5万吨或9%（去年同期下降47.6万吨），11月单月精锌产量达59.4万吨，创下2017年11月来的高点，2019年我国精锌产量月度均值为51.57万吨，同比增加4.58万吨。随着4-10月锌价持续下滑，而锌精矿TC费用却持稳，冶炼企业扩产的可能性或不减，由此推算2019年我国精锌产量将高达约630万吨，占全球精锌产量1324.3万吨的47.6%，依旧是全球第一大锌冶炼国。目前来看，我国锌冶炼产能过剩日趋明显，利润增幅与采选业差距拉大。

展望2020年，我国精锌产能有望进一步扩张，安泰科表示全球精锌产量将维持增长，除欧洲外的主要地区锌冶炼厂产能都有一定增量，但增量主要在亚洲，特别是中国。

中国精锌产量走势图



图表 9，数据来源：瑞达期货，wind

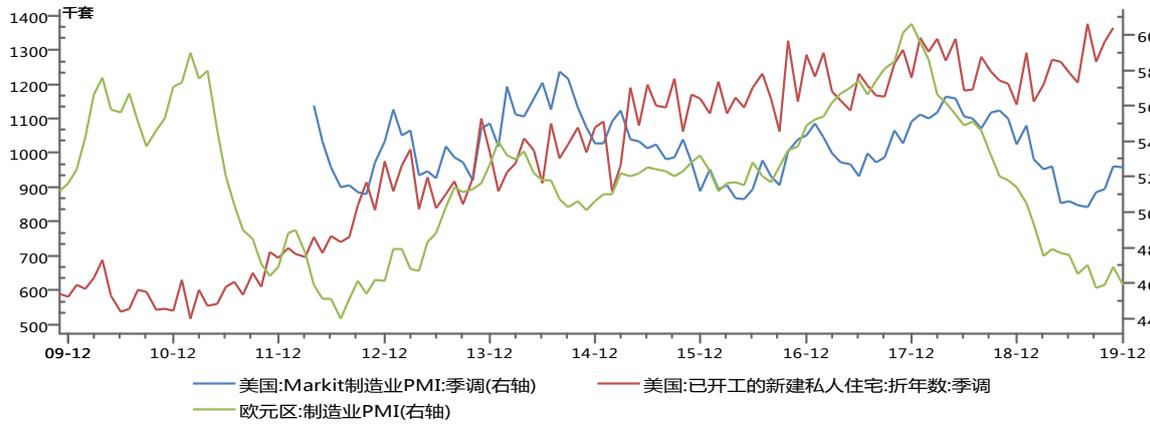
五、锌市需求

1、欧美工业需求表现分化

先行指数方面，12月美国Markit制造业初值52.5，略低于预期的52.6，不过该预期为6个月以来最高水平，暗示经济增长压力缓和；美国12月服务业PMI为52.2，高于预期的52，制造业表现弱于服务业。而作为美国耗锌量最大的房地产行业（约占49%），今年来整体表现喜大于忧，显示房地产市场增长对制造业增长带来支撑。11月美国新屋开工年化总数环比增长3.2%至136.5万户，远好于预期，同时11月营建许可增加至148.2万，意味着新屋开工数据在未来几个月仍受到支撑。欧元区方面，今年12月欧元区Markit制造业PMI初值降至45.9，不过服务业继续扩张，12月服务

业 PMI 初值 52.4，创下 4 个月高点，作为传统的锌需求国家，欧美经济的复苏有利于拉动锌的需求。

欧美制造业表现分化&美国新屋开工表现强劲



数据来源：Wind

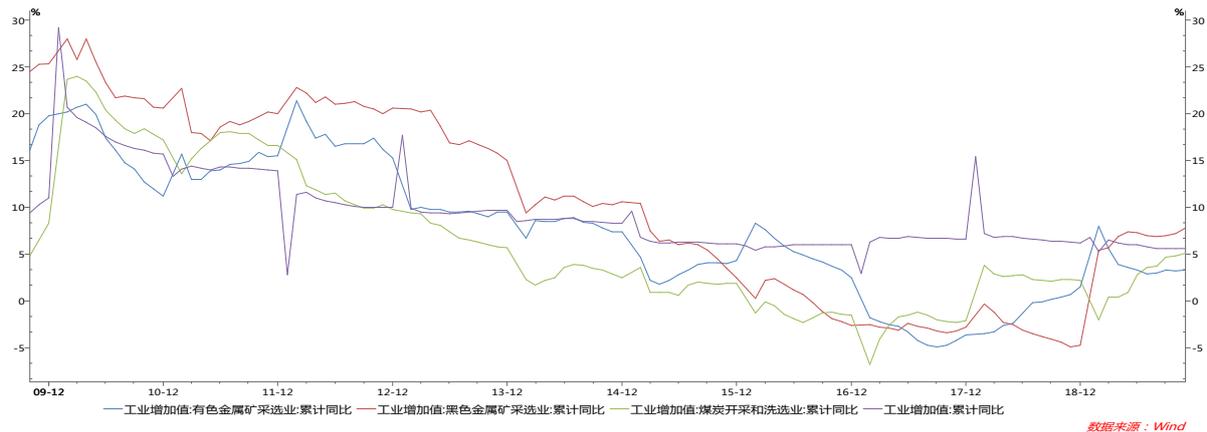
图表 10，数据来源：瑞达期货，wind

2、中国工业增加值增速或放缓

从 2006 年至 2019 年期间，中国精炼锌需求占全球的比重从 28% 一路飙升至 48%，因此对于全球锌市需求表现重点关注中国需求端变化。今年 1-11 月中国规模以上工业增加值同比增长 5.6%，低于我国前三季度的 GDP 增速 6.2%，连续四个月持平，且低于 2009 年-2019 年的历史月度均值为 9.04%，还低于 2017 年和 2018 年的 6.58%、6.17%。分行业来看，1-11 月有色金属、黑色金属以及煤的采矿业的工业增加值分别为 3.3%、7.8%、5.1%；同期有色金属冶炼及压延加工业同比增长 9.6%，增速创下同年 2 月来的最低水平，主要受销售增长放缓影响。11 月中国财新制造业 PMI 升至 51.8，为 17 年以来新高，显示制造业有所修复。

展望 2020 年，随着经济结构调整的进一步调整，第二产业的增速将进一步放缓，而第三产业的增速扩大，占 GDP 的比重继续上升。工业品上涨空间较为有限，回调风险加大，2020 年规模以上工业增加值增速或将延续 2019 年的放缓势头，工信部明确 2020 年工业增加值增长目标为 5.3% 左右。

2020年我国工业增加值增速或延续放缓



数据来源：Wind

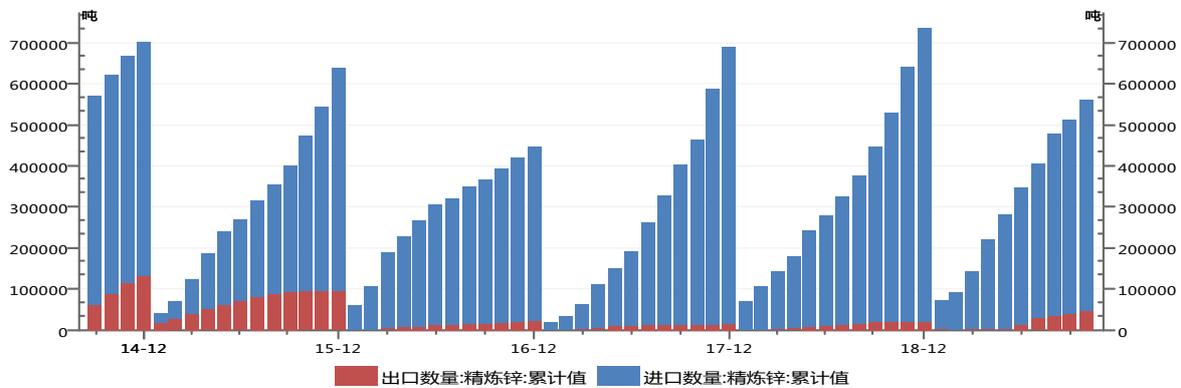
图表 11，数据来源：瑞达期货，wind

3、自给充足将限制精锌进口量

中国 1-10 月累计进口精炼锌 51.4 万吨，同比增长 0.63 万吨或 1%，其中进口自澳大利亚和韩国的精锌分别下滑 1.73 万吨和 1.08 万吨（总共 2.8 万吨），而进口自哈萨克斯坦的精锌增加 3.27 万吨。同期我国锌精矿进口累计同比增加 8.75 万吨，显示中国增加上游原材料进口和中游精炼锌进

口均增加，因国内进口锌加工费高企，锌冶炼企业扩产导致精锌产量持续攀升。出口方面，1-10月中国精锌出口4.5万吨，同比增长126%，仅占精锌进口量的8.75%，显示国内充足的精炼锌难以通过出口进行转移。展望明年，在国内精锌产量高企的环境下，预计精锌进口需求将弱势增长。

2019年我国精锌进口需求稳步上升



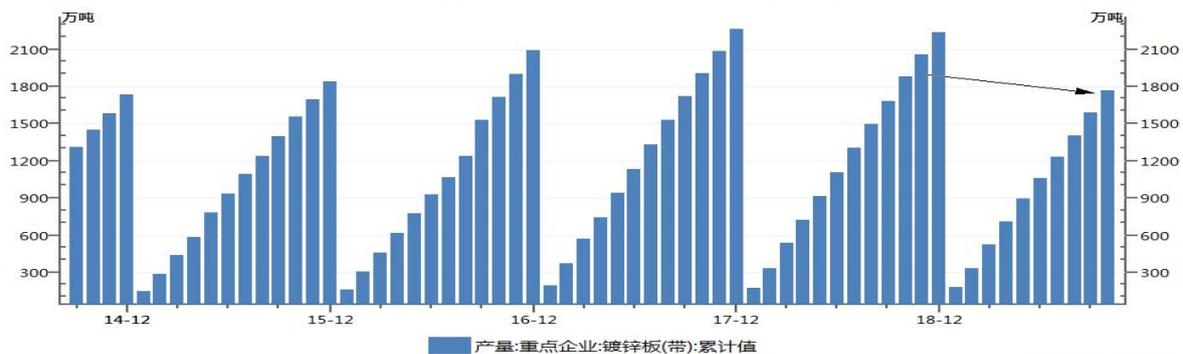
数据来源：Wind

图表 12，数据来源：瑞达期货，wind

4、镀锌板产量增速进一步放缓

作为锌消费的直接下游产品，镀锌板产量最能反映消费的冷暖。今年1-10月镀锌板累计产量达1766.75万吨，同比下降近6%，为近两年以来最低水平，但该降速高于去年同期的1.3%，不过2009年-2019年镀锌板产量历史均值为1421.37，显示目前增速人处于历史较高水平，表明锌市下游消费虽有所下滑，但基本需求犹存。镀锌板进出口方面，今年1-10月镀锌板累计进口154.1万吨，同比下降22%，但为连续第9个月上升，同期镀锌板累计出口778万吨，累计同比增加5%（出口量占铜材产量比例升至44%）。今年镀锌板进口下降而出口增长，略大于出口，令中国镀锌板净出口量增加。

2019年我国镀锌板产量增速下滑



数据来源：Wind

图表 13，数据来源：瑞达期货，wind

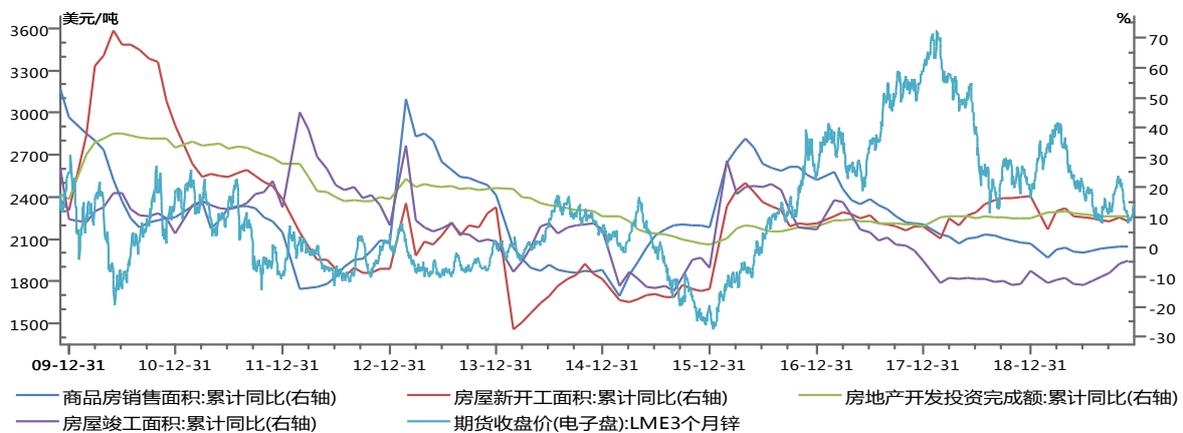
5、锌市下游消费增速或放缓

从国内终端需求来看，锌的主要消费行业表现继续分化，其中房地产市场持续低迷，汽车，空调产销仍表现疲软，多重利空因素作用下，下游消费需求将延续弱势复苏。

今年中国商品房销售增速持续下滑，延续2016年以来的跌势，截止1-11月全国商品房销售面积同比增长0.2%，该增速创下今年以来最高水平，此前1-10月份刚从今年以来由负转正，主要受三四线城市需求的支撑，中央坚持的“房子是用来住的，不是用来炒的”等调控政策打压，逐步降低了房地产开发企业的房市投资意愿。今年1-11月全国房地产开发投资同比名义增长5.2%，连续

两个月持平，该增速创下 92 年 2 月来的低点。同期，房屋新开工面积 205194 万平方米，同比增加 8.6%，增速远低于去年同期的 16.3%；房屋竣工面积同比下滑 4.5%，但为 17 年 12 月以来的新高，去年同期为下滑 12.5%；但 1-11 月商品房待售面积同比下滑 6.5%，但为 17 年 3 月以来最高水平，显示持续以来的去库存已现成效。展望 2020 年，房地产调控基调不变，政府将按照因城施策的基本原则，进一步深化城镇住房制度改革，加快住房建设，和“租购并举”等长效机制建设，优化限购、限贷房地产行业政策以及趋紧的信贷政策，从而使得商品房销售面积、新开工面积和房地产开发投资呈中低速增长态势，在此背景下，2020 年市场表现将延续平稳趋势。《中国住房发展报告》预测 2020 年在没有重大政策转向和意外事件冲击的情况下，总体市场继续保持降温通道，不会出现剧烈的波动。时间上，降温中还有起伏和波动。空间上，城市分化可能持续凸显。未来总体上市场上行压力有一定增加，趋势是增长主导。因而 2020 年房地产市场对于锌价的打压作用仍将持续。

2020 年我国房地产压力犹存，投资增速放缓



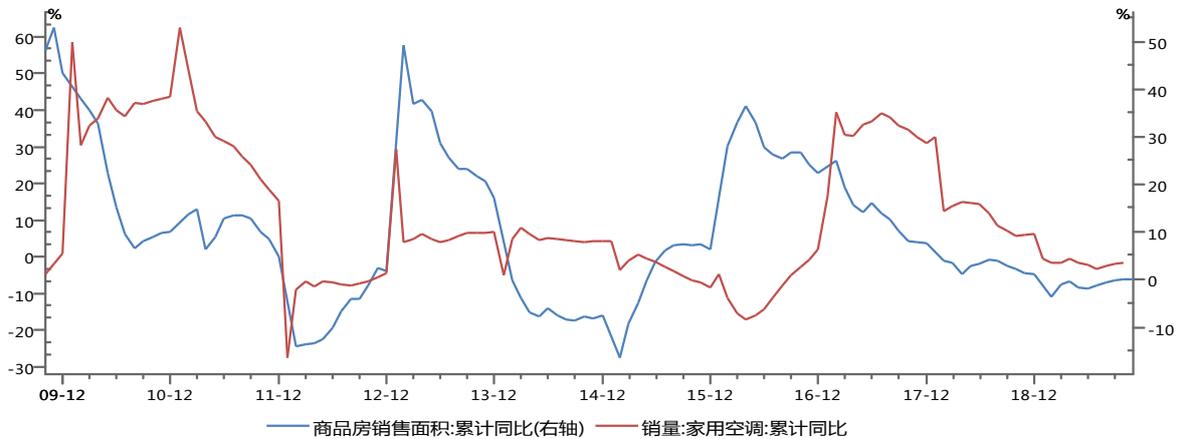
数据来源: Wind

图表 14, 数据来源: 瑞达期货, wind

今年家电行业整体景气程度有所下滑，1-11 月全国家用冰箱行业累计完成产量 7657.4 万台，同比增长 4%，高于去年同期为 2.9%；同期家用洗衣机表现亮眼，其累计产量为 6710 万吨，同比增加 10.1%，增速创下 2015 年 2 月以来新高。不过 1-10 月家用空调整体销售 12886.6 万台，同比下滑 1.52%（远低于去年同期的 5.2%），其中内销累计 8054.4 万台，下滑 0.4%（去年同期为增长 5.8%）；出口累计 4832.3 万台，下滑 3.32%（去年同期增长 5.4%）。同期，家用空调产量为 12817 万台，同比下滑 0.45%，低于去年同期的 4.9% 增速。

展望 2020 年，宏观经济难以出现显著改善、家电行业没有重大产业利好政策的情况下，预计整体市场仍将维持缓慢增长的势头，不利于拉动锌价。

我国商品房销售面积延续放缓，将拖累空调销量



数据来源: Wind

图表 15, 数据来源: 瑞达期货, wind

四、2020 锌价展望及操作策略

首先考虑全球经济增长前景, 2020 年全球经济增长预期或弱于 2019 年, 但新兴经济体和发达国家之间的增长差异将扩大, 尤其是中国经济结构化调整持续, 经济增速或进一步放缓, 国内第二产业占 GDP 的比重进一步下滑, 使得工业品的需求堪忧。在此背景下, 全球货币政策进一步宽松, 即全球市场陷入降息热潮。美元指数受制于经济压力, 吸引力或有望下滑, 而其他竞争性货币有望进一步反弹。整体而言, 2020 年宏观面因素对锌价的影响相较 2018 年而言, 利空显现, 利多偏弱。

至于锌本身的基本面, 2020 年锌市供需格局较今年有所弱化, 因供应增速或高于需求增速。供应方面, 明年我国锌产量相对今年而言将增加, 中国锌矿 TC/RC 费用高企更多受国内精锌冶炼需求扩张导致, 从而使得中游精锌产量有望进一步扩张, 带来供应压力。需求方面, 镀锌板产量增速将进一步放缓, 明年房地产投资延续放缓, 影响新屋开工, 房地产的负面影响将对空调产销产生影响, 从而使得中国锌需求增速放缓。

综述, 笔者认为 2020 年锌价运行区间较今年有所下滑, 而因利空打压逐步显现, 而利多提振开始若隐若现, 对锌价跌幅不宜过分看空, 全年沪锌的运行区间关注 20000-16500, 相应的伦锌则交投于 2500-2000 美元/吨。投机操作方面, 倾向于把握逢高空机会, 沪锌主力合约关注反弹至 19000 元附近的抛压, 尝试建空。而下方支撑则关注 17000 元以下。跨品种套利方面, 从供需基本面来看, 铅市的表现仍将弱于期锌, 因此明年可关注卖铅买锌的套利操作。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 瑞达期货股份有限公司力求准确可靠, 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, 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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。