

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



金融投资专业理财  
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI

部门：瑞达期货

&金属小组

咨询微信号：Rdqhyjy

网 址：[www.rdqh.com](http://www.rdqh.com)

扫码关注微信公众号

瑞达期货



## 疫情趋缓经济可期 锌价反弹动力犹存

### 内容提要：

- 1、下半年中国经济增速面临反弹动力，因国内疫情有效控制。海外疫情虽相对严峻，但风险减弱指日可期，不过复苏或较为缓慢。
- 2、全球锌市今年以供应过剩为主，主要因需求增速不及产量，但沪锌库存延续下滑态势。
- 3、锌矿供应充足，精锌产量仍高企部分限制锌价反弹动力，但未来锌市消费可期。
- 4、锌市下游消费有所恢复，房地产市场景气程度、家电及汽车产销数据降幅连续缩窄。

# 沪锌：疫情趋缓经济可期 锌价反弹动力犹存

摘要：2020年上半年锌价探底回升，主要跌幅在第一季度录得，之后止跌回升，因新冠肺炎疫情蔓延全球，导致避险升温美指走高，并进一步影响全球经济增速。同时，中国2月制造业PMI创下历史记录低点，亦加快锌价下跌速度。进入二季度后，国内疫情得到有效控制，海外疫情虽持续，但整体趋于缓和，美元指数高位回落，沪锌库存持续下滑，以及期铜、期锡强势反弹，部分提振锌价。展望下半年，海外疫情有望高位回落，经济触底反弹，美元指数易跌难涨，且全球主要经济体的货币政策整体趋松，利于锌价反弹，但需警惕下游需求复苏不及预期对锌价的打压，下半年锌价仍有望震荡偏多。

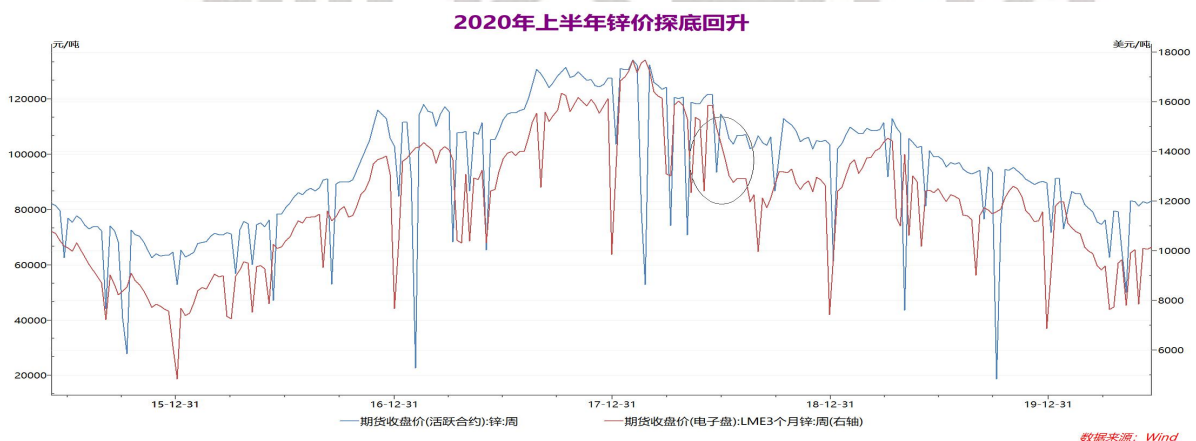
## 一、2020年上半年锌价行情回顾

### 1. 期货一期锌探底回升

2020年上半年，国内大宗商品走势有所分化，前期受到新冠疫情避险情绪影响，集体大跌；后期随着国内疫情得到有效控制，各商品出现不同程度的反弹，其中黑色表现最为亮眼。基本金属走势先抑后扬，具体表现锡铜铝铅较为抗跌，而锌镍反弹力度较弱，因各自供需预期不同，尤其是供应端表现较为分化。笔者按期锌月线的技术形态走势来划分，可以将2020年上半年锌价走势分为两个阶段。

2020年1月-3月23日，期锌稳步下滑，以3个月伦锌为例，三个月累计跌幅达16.2%，月均跌幅逾5%，一季度表现抗跌于伦铜（-20.08%）而远弱于伦铅（-9.51%），其下跌动力在于新冠肺炎疫情引发的全球经济暂停。同时，中国制造业PMI大幅下挫，2月制造业PMI创下历史记录新低，增强锌价下跌动力。在此期间，沪锌运行节奏与伦锌保持一致，主力合约运行区间18555-14245元/吨。

2020年3月24日-6月末，期锌止跌反弹，整体表现为4月低位大幅回升，5月冲高回落，6月振荡整理，主要受国内疫情得到有效控制，表现为经济重启开工率逐渐恢复，以及美元指数振荡走弱。而就期锌本身基本面而言，沪锌库存持续下滑，同时上游供应增加有限，亦带来利多提振。截止6月24日，3个月伦锌较去12月末重挫逾10%，而沪锌主力合约较去年12月末下跌近6.5%，凸显伦锌表现更加疲软，因海外疫情控制不及国内。



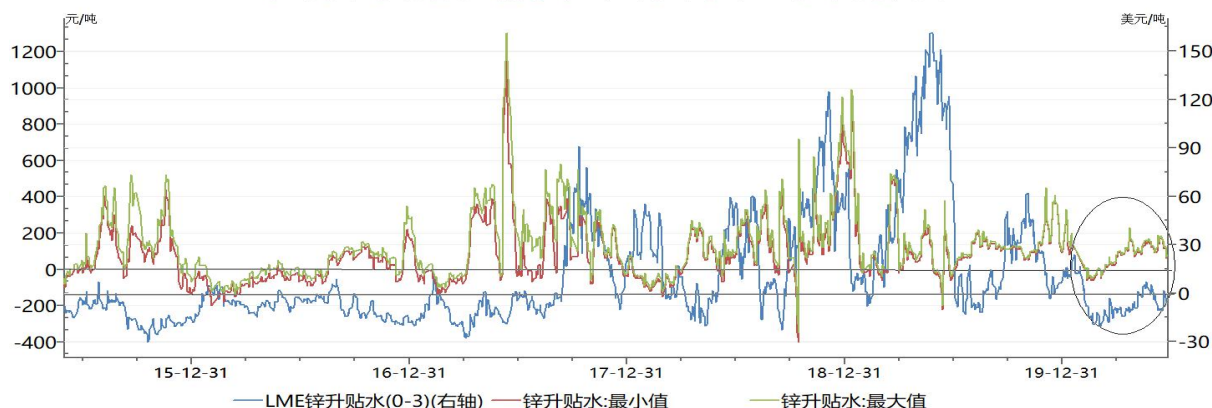
图表1，数据来源：瑞达期货，文华财经

### 2、现货-国内现货锌大多维持升水，LME 锌现货贴水缩窄

期限结构方面，今年沪期锌各合约之间基本维持近高远低的负价差排列，但沪锌相邻合约之间的负价差基本维持在近百元以内。现货方面，年内上海金属1#锌与近期期货合约之间大部分呈现升

水状态，即现货价格高于期货，且运行区间为升水 270 元/吨-贴水 180 元/吨。外盘方面，伦锌库存持续走高，且整体高于去年库存水平，但 0-3 月 LME 锌现货期货的贴水幅度逐步缩窄，甚至出现升水，截止 6 月 25 日，LME 锌（0-3 个月）现货报贴水 6.5 美元/吨，年内运行区间为贴水 20.5-升水 23.75 美元/吨。

### 伦锌现货贴水缩窄，沪锌现货基本维持升水



图表 2，数据来源：瑞达期货，wind

## 二、宏观面分析

### 1、下半年需关注中美不确定性关系扰动及全球经济复苏影响

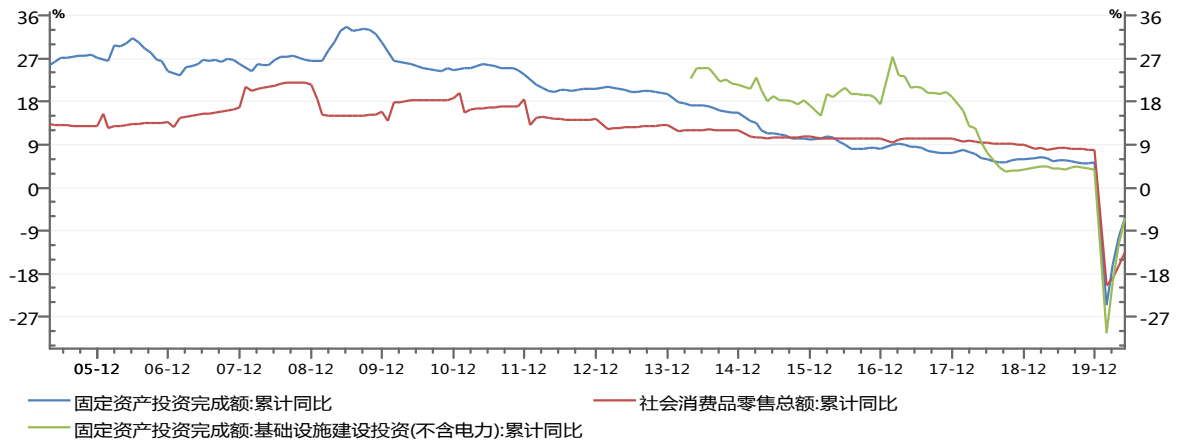
2020 上半年全球经济增速大幅回落，从全年经济预测来看，较 2019 年全线下挫，根据世界货币基金组织 (IMF) 4 月的报告显示，2020 年全球经济增速或萎缩 3%，与 2019 年 3% 的增速完全背离，2020 年增速将降至 0%，创上世纪 30 年代大萧条以来最糟经济衰退。受新型冠状病毒疫情影响，IMF 预计发达经济体萎缩幅度最大，为 6.1%。其中，美国 2020 年的经济表现大跌眼镜，预计将达到下挫 5.9%，欧元区为下滑 7.5%，而中国的经济增速虽放缓，但仍将实现正增长 1.2%，低于 2019 年的 5.8%。实际一季度中国 GDP 同比下滑 6.8%，为 1992 年政府公布数据以来的首次下跌。其中，一季度第三产业下降 5.2%，第二产业增加值下降 9.6%，同时第三产业占 GDP 的比重微升至 59%，同比提高 8.2%，高于同期第二产业 35.7% 的比重。OECD 认为全球经济增长风险在于应对新型冠状病毒承担的经济公共债务，还有地缘政治和贸易保护主义破坏全球投资环境。尤其是中美贸易不确定性犹存，考虑到美国中期选举为 11 月，特朗普政府仍有望进一步推行贸易保护政策。对于工业品而言，中美贸易摩擦升级所带来的全球经济增长的不确定性上升，需求不及预期将盖过通胀预期对其提振。不过随着海外疫情得到一定控制，市场对于欧美主要国家经济重启信心犹存，整体宏观氛围多空因素交织。

国家	2018 年	2019 年	2020 年
全球经济	3.80%	3%	-3%
发达经济体	2.50%	1.70%	-6.10%
美国	2.90%	2.40%	-5.90%
欧元区	2.40%	1.20%	-7.50%
英国	1.60%	1.20%	-6.50%
日本	1.20%	0.90%	-5.20%
新兴经济体	4.90%	3.90%	-2.50%
中国	6.60%	6.10%	1.20%
印度	7.40%	6.10%	1.90%

图表 3，资料来源：瑞达期货，国际货币基金组织（IMF）

中国最新两会指出，2020 全年经济增速不设具体目标，因全球疫情和经贸形势不确定性很大。不过明确财政政策将更加积极有为，货币政策灵活，人民币汇率基本稳定。今年 1-5 月全国固定资产投资同比下降 6.3%，降幅比 1-4 月收窄 4%，为连续三个月收窄降幅，主要因国内疫情得到有效控制和经济运行有效恢复。同时 1-5 月民间固定资产投资下滑 9.6%，占全部固定资产投资的比重为 56.34%，今年以来民间投资降幅持续高于全部投资，因多数民营企业受疫情影响较为严重，令民间投资增长受限。在此背景下，中国央行已先后在 1 月 6 日、3 月 16 日、4 月 15 日和 5 月 15 日进行定向降准。消费方面，1-5 月全国社会消费品零售总额同比下降 13.5%，降幅连续 3 个月缩窄，其中汽车类消费总额为 3376 亿元，占总消费的比重为 10.6%，同比降速为 17%。

### 中国社会消费品零售&固定资产投资降幅双双收窄



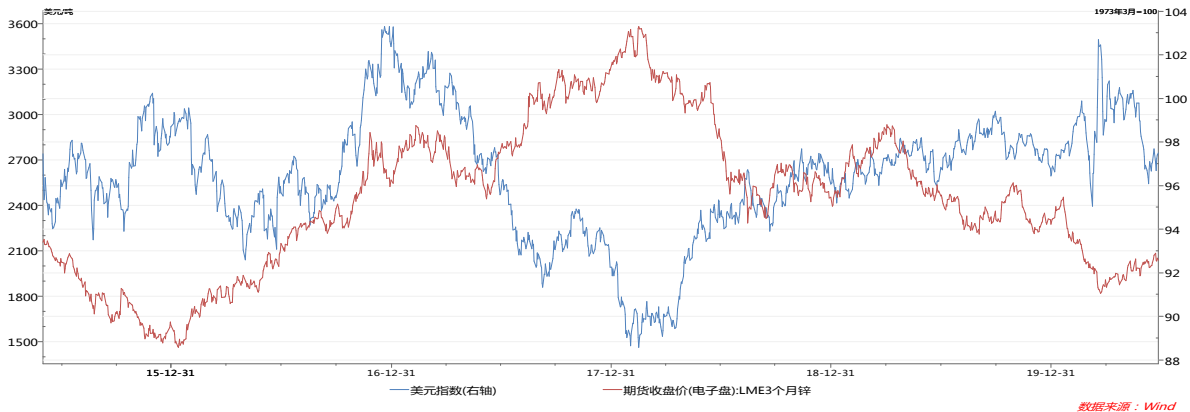
数据来源：Wind

图表 4，数据来源：瑞达期货，wind

## 2、美元先扬后抑对锌价支撑

今年上半年美元指数先扬后抑，较去年基本持平，截止 6 月 26 日，美元指数交投于 97.5 附近，较去年 12 月末续涨 1.06%，同时较年内高点 102.99 下滑 5%，主要受年初全球新冠病毒疫情升级避险高涨提振，而随着疫情得到一定控制，海外经济重启避险减弱，美指高位下滑。在美元指数上半年冲高回落之际，对应的是期锌探底回升，年内美元走弱对锌价的提振弱于美元走强对锌价的打压，比如六月份美元指数持续下滑而锌价仅小幅上涨。展望下半年，年内美联储将维持低利率，而欧洲央行扩大经济刺激力度，欧元兑美元持续上行，美元指数仍有望振荡走弱，对锌价的反弹构成支撑。

### 美元下滑支撑锌价



数据来源：Wind

图表 5，数据来源：瑞达期货，wind

### 三、锌市供需体现

#### 1、供需体现-今全球年锌市将出现供应过剩

国际锌铅研究小组（ILZSG）预计 2020 年全球锌市供应将由短缺转过过剩，而 2019 年为供应短缺 18.9 万吨，显示今年供需格局有所恶化，主要因精炼锌产量增速高于需求增速，其中 2019 年全球精炼锌产量为 1351.3 万吨，同比增加 25.39 万吨；而需求为 1372.2 万吨，同比仅增加 0.7 万吨，预计 2020 年锌市将转为供应过剩为 19.2 万吨。ILZSG 最新报告显示今年 1-4 月全球锌矿产量为 806.1 万吨，同比下降 312.3 万吨。作为全球第一大产锌国-秘鲁，美国地质调查局数据显示 2019 年秘鲁锌产量为 140 万吨，同比下降 4.8%。秘鲁国家统计局最新数据，4 月秘鲁锌产量同比降 86.3%。

项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
矿山	1347.15	1312.99	1338.53	1273.28	1296.12	1157.56
精炼锌产量	1397.45	1365.42	1370.84	1325.95	1351.34	1326.84
精炼锌消费量	1385.52	1382.29	1418.52	1371.53	1372.24	1254.76
供需平衡	11.93	-16.87	-47.68	-45.58	-20.9	17.92

图表 6，数据来源：瑞达期货，wind

#### 2、供需体现-两市库存外增内减

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 6 月 26 日，伦锌库存较上年末增加 71800 吨至 123025 吨，同比增加 22%，年内库存范围为 12425-49625 吨，均值为 82790 吨，当前水平较近五年处于较低水平。同时上期所锌库存较上年末增加 69651 吨至 97705 吨，但低于年内库存均值 116347.44 吨。锌社会隐性库存则较上年末增加 8.84 万吨至 19.51 万吨，社会库存较充足。

#### 锌两市库存外增内减



图表 7，数据来源：瑞达期货，wind

### 四、锌市供应

### 1、我国锌精矿保持增加之势

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。今年 1-4 月锌矿砂累计进口量为 146.04 万吨，同比增加 48.99 万吨或 50%，创下历年记录同期最高水平。一直以来澳大利亚为我国锌矿的最大进口来源国，截止今年 1-4 月，我国自澳大利亚进口的锌矿为 59.91 万吨，占进口比重为 41.02%，同期进口自秘鲁的锌矿为 26.67 万吨，占进口比重为 18.26%。虽然今年我国锌矿进口量仍相对高企，但年内锌精矿加工费用较往年有所回落，截止 6 月我国短单锌精矿进口加工费用为 145 美元/吨，低于去年同期的 290 美元/吨，显示锌矿供应充足。



图表 8，数据来源：瑞达期货，Wind

### 2、精锌供应-中国精锌产量仍高企

中国是世界上最大的精锌生产国，今年 1-5 月中国精炼锌产量高达 252.7 万吨，同比增长 9.1%，高于去年同期的-0.6%的增速，且再创历年同期最高水平。年内 5 月精锌单月产量高达 51.4 万吨，同比增长 4.5%，受疫情影响较弱，数据显示上游精矿供应充足满足了精炼锌的扩张需求。鉴于下半年精矿的进口量仍有望维持增加，且精矿加工费用有望走高，冶炼厂盈利空间回升，精锌产量仍维持相对高位。近几年，中国精炼锌产量持续增加，2019 年精锌累计产量为 623.6 万吨。安泰科预计 2020 年中国将增加 20 万吨精锌年产能，从而使得精锌年产能达到 643 万吨。此外，由于上半年我国精锌产量继续扩张，部分限制国内对精锌进口需求的进一步增加。



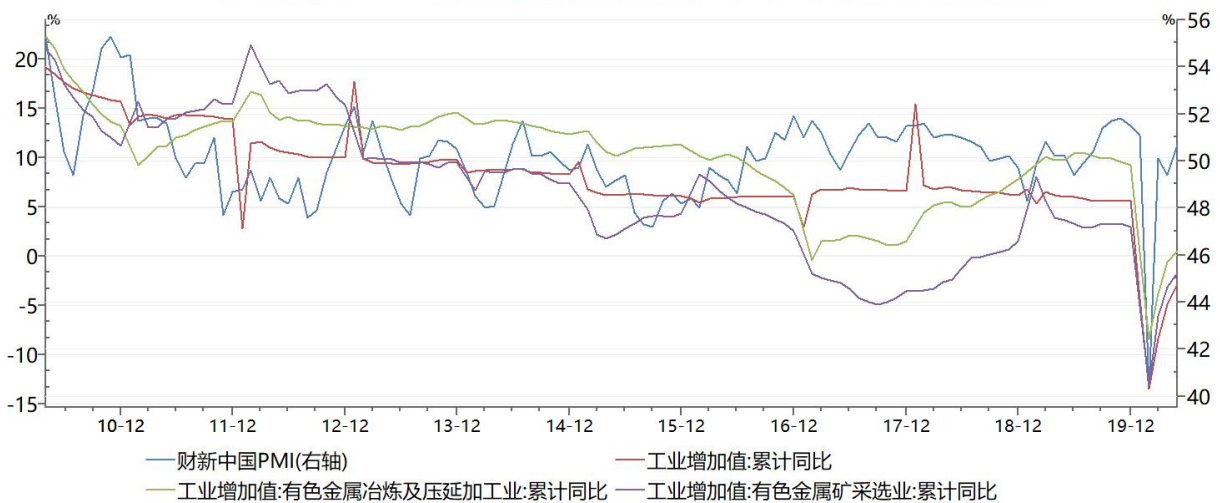
图表 9，数据来源：瑞达期货，wind

## 五、锌市需求

### 1、中国工业增加值增速或现“前低后高”

从2005年至2017年期间，中国精炼锌需求占全球的比重从27.9%一路飙升至近50%，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1-5月中国规模以上工业增加值同比下滑2.8%，低于去年同期的6%的增速。分行业来看，1-5月有色金属矿采选业增加值同比下滑1.8%，去年同期为增长2.6%，其记录低点为今年2月创下的-6.5%的跌速；同期有色金属冶炼及压延加工业同比增长0.5%，低于去年同期的9.7%，但为今年以来首次转正。此外，今年1-5月我国制造业PMI基本保持50荣枯分界线之上，仅2月份创下记录来低点35.7。5月中国财新制造业PMI报50.7，上半年有所收缩，显示制造业探底回升，而官方制造业PMI为50.6，整体较2019年有所上升。中国工信部和社科院预计，2020年规模以上工业增加值预期目标是5-5.5%左右，增速略低于2019年的5.5%。同时，中国社科院亦预计2020年工业经济增速可能出现“前低后高”走势。

### 上半年我国工业增加值增速探底，下半年存在回升预期

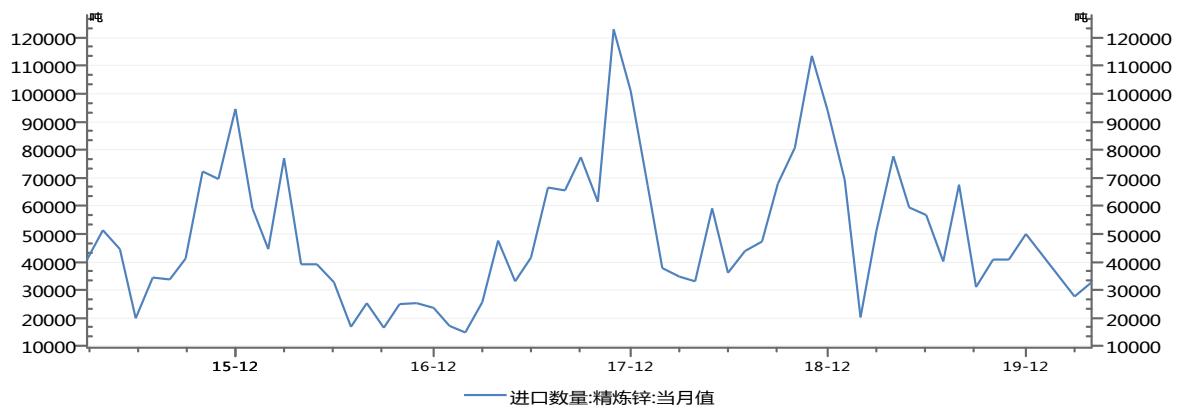


图表 10，数据来源：瑞达期货，wind

### 2、下半年中国精锌进口有望增加

精锌进口方面，今年1-4月精炼锌进口11.49万吨，较去年同期的21.83万吨下降47.36%，其中4月单月精炼锌的进口量达3.28万吨，同比下降58%，环比增加19%，因国内疫情得到有效控制，下游消费逐步复苏。1-4月精炼锌的出口基数仍较小，影响有限。此外，由于年内人民币兑美元有所贬值，贸易商的出口利润将有所上升，从而有望导致精锌出口增加。

### 我国精炼锌进口量有所上升



数据来源：Wind

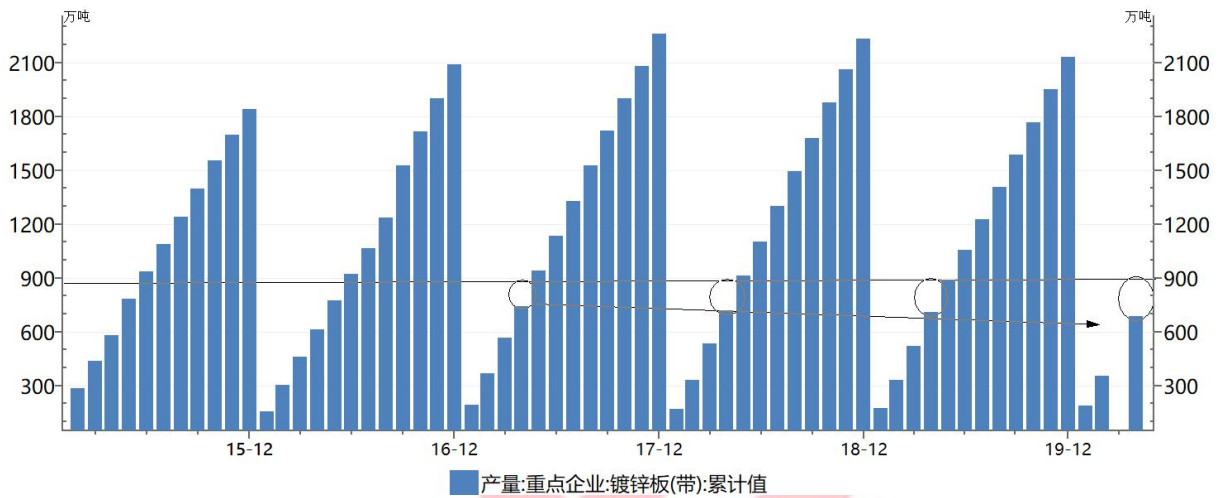


图表 11, 数据来源: 瑞达期货, wind

### 3、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 1-4 月镀锌板累计产量达 687.83 万吨, 同比下降近 3%, 为近三年以来同期最低水平, 但该降速低于去年同期的 5%, 不过 2009 年-2019 年镀锌板产量历史均值为 1421.37, 表明目前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 1-4 月镀锌板累计进口 61.81 万吨, 同比下降 3%, 但为连续第 2 个月上升, 同期镀锌板累计出口 314.94 万吨, 累计同比下降 8%。今年镀锌板进出口均有所下降, 出口降幅大于进口, 令中国镀锌板净出口量下降。

### 2020年上半年镀锌板产量同比下降



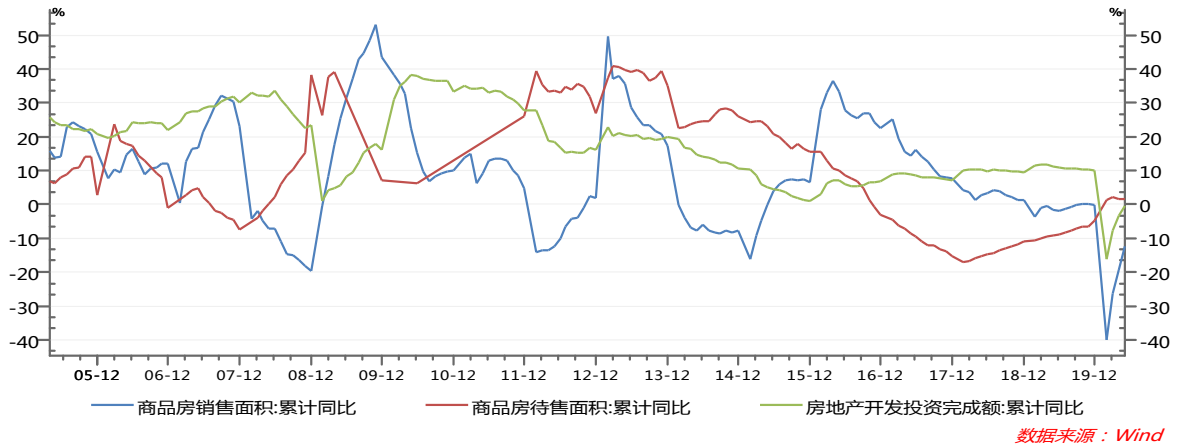
图表 12, 数据来源: 瑞达期货, wind

### 4、锌市下游消费面临复苏期待

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 2020 年房地产市场探底回升, 汽车, 空调产销亦呈现先抑后扬态势, 不利于拉动锌市需求。但随着国内新冠肺炎疫情有效控制, 经济恢复促进, 将提高消费投资, 下游消费需求将有望延续弱势复苏。

2020 年 5 月我国国房景气指数报 99.35 点, 环比提高 0.49 点, 连续 4 个月位于 100 的荣枯分界线之下, 其记录低点为 2015 年 7 月创下的 92.43, 不过环比跌幅连续 4 个月缩窄。房企投资方面, 1-5 月全国房地产开发投资 45920 亿元, 同比下降 0.3%, 降幅比 1-4 月收窄 3%。1-5 月房屋新开工面积 69533 万平方米, 同比下滑 12.8%, 降速收窄 6.4%。同时, 1-5 月全国商品房销售面积 48703 万平方米, 同比下降 12.3%, 降幅比 1-4 月收窄 7%, 低于去年同期-1.6%的降幅。数据显示受到新冠病毒疫情影响, 及市场充分贯彻中央的“房子是用来住的, 而不是炒的”政策, 商品房销售增速延续放缓。同时, 国内库存水平较高, 因库存数据显示, 商品房以及商品住宅的待售面积继续增加, 5 月末商品房待售面积 5.1 亿平方米(同比增长 1.7%, 连增四个月), 其中住宅的待售面积仅微增 0.46 亿平方米(同比增加 1.9%, 连增 4 个月)。展望下半年, 房地产调控的政策基调仍倾向于只紧不松, 限售、限价成为常态化的调控举措。各类城市受因城施策、城市基本面及房地产市场发展阶段的差异等影响, 房地产市场表现分化将更加明显。而整体房地产市场的增速将延续平缓增长态势, 对锌价的提振作用有限。

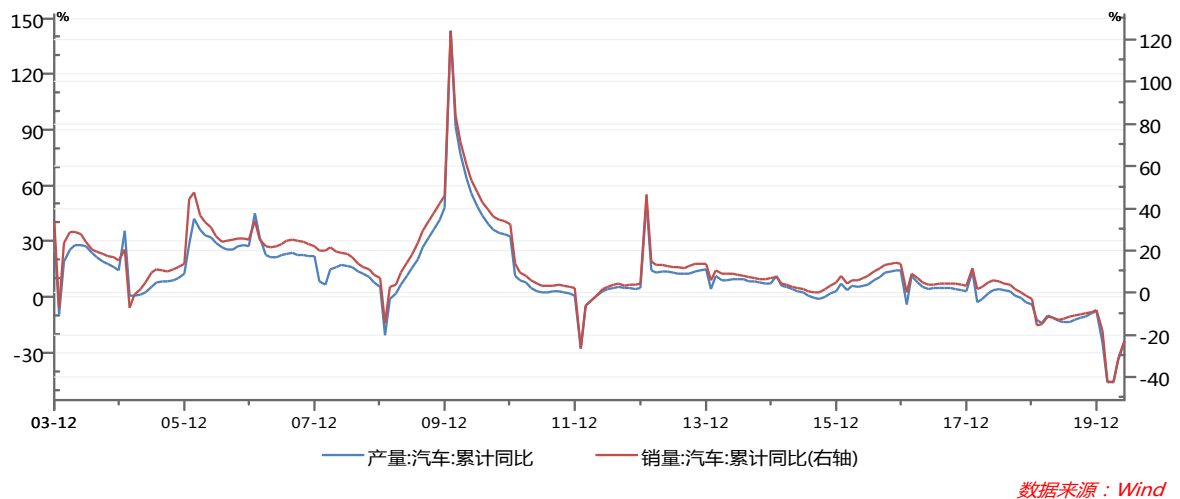
### 2020年国内商品房销售面积增速影响房企投资意愿



图表 13，数据来源：瑞达期货，wind

根据中汽协数据显示，今年1-5月汽车产销量继续保持增长，分别完成778.7万辆和795.7万辆，同比分别下降24.1%和22.6%，降速高于去年同期-10.98%和-12.12%。在分项数据中，1-5月乘用车产销同比分别下降29.1%，27.4%，高于汽车总体产销降速，受国六实施的消息影响，经销商提货速度相对较慢。而商用车产销同比分别下降1.4%和1%，远低于乘用车和汽车总产销降速。新能源汽车方面，1-5月我国新能源汽车累计产量为29.5万辆，同比下降39.79%，占整个汽车市场产量升至3.8%。1-5月新能源汽车销量达28.9万辆，同比下降38.7%，去年同期为同比增长41.5%。5月单月新能源汽车产销为8.4万辆、8.2万辆，同比分别下降25.8%、23.5%。目前虽然汽车产销整体同比降幅仍为负增长，但环比降幅已连续缩窄。下半年，随着国家各项鼓励汽车消费政策逐步落实，再加上市场人气逐步恢复，下半年国内车市有望好于上半年。

### 2020年上半年汽车产销累计同比增速下滑

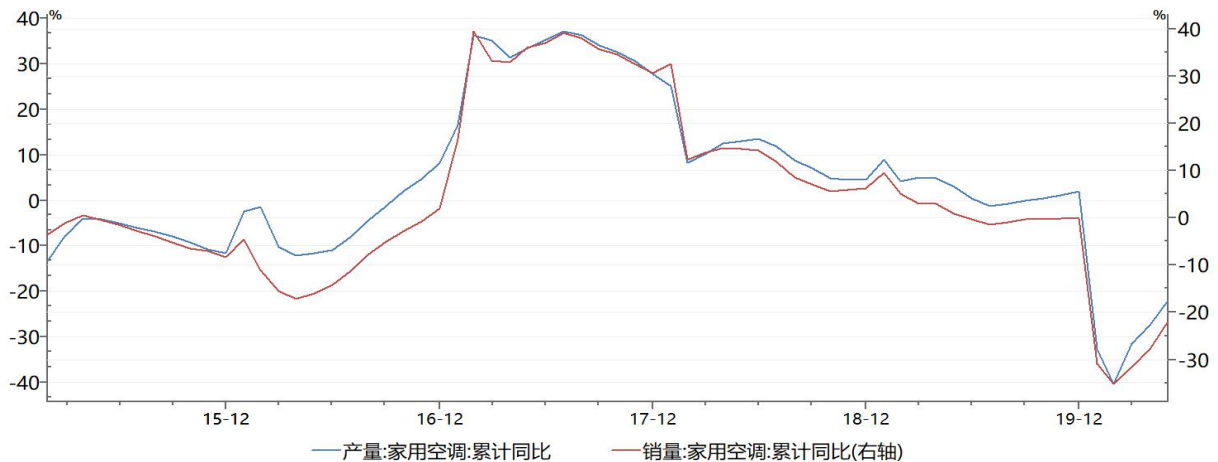


图表 14，数据来源：瑞达期货，wind

家电方面，锌消费占比较高的空调行业呈现产销两低，据产业在线的数据显示，1-5月家用空调累计产量5790万台（同比-22%，去年同期增长2.98%），销量5889.5万台（同比-21.84%，去年同期增长0.79%），其中内销2812.5万台，同比降33.9%，亦远低于去年同期2.45%的增速；出口3077万台，同比降6.2%。今年上半年空调产销平均增速为-16.93%、-23.76%，分别低于去年同期14.7%、-0.46%的增速，同时低于历史均值水平，主要受新冠疫情的影响，此外房地产销售增速

的下滑对空调产销亦产生了一定的负面影响。不过值得关注的是，家用空调产销降幅已连续三个月缩窄，表明随着国内疫情的有效控制，经济运行的恢复，家用空调产销正在恢复。

### 2020年上半年家用空调产销同比探底回升



图表 15，数据来源：瑞达期货，wind

## 六、2020 下半年锌价展望

首先考虑全球经济增长前景，下半年全球经济增长将呈弱复苏格局，其中新兴经济体和发达国家之间的增长差异将缩小，美国因疫情较为严峻，经济重启任重道远，同时特朗普政策的不确定性仍将是抑制经济增长的关键因素。欧元区经济形势虽然面临挑战，但整体疫情控制较为有效，欧央行认为下半年经济积极但温和的增长，因贸易疲软，英国脱欧高度不确定性犹存。此外，下半年中国经济将延续复苏，经济增速或进一步反弹。在此背景下，随着美联储维持低利率，全球货币政策明显趋松，提振对于经济的刺激，流动性趋松将是主旋律，将扩大资产在大宗商品中的配置比例。

至于锌本身的基本面，虽然国际铅锌研究小组预计今年锌市将出现供应过剩的格局，因今年全球锌下游需求减弱，但随着疫情的有效控制，经济重启将影响锌市消费预期。中国锌供应方面，上游锌精矿进口量增加，保证了精炼锌扩张需求，供应充足。需求方面，由于下游镀锌板产量延续下滑，且由于房地产调控持续，家电消费下滑，但今年我国工业增加值的增速或出现前低后高可能，即下半年工业增速面临反弹预期，从而不利于拉动锌市需求，这将带动锌价上涨动力。综述，笔者认为下半年锌市处于多空因素交织之中，但整体利多打压将强于利空，建议逢低多为主，沪锌主力合约的运行区间关注 16000-18500 元/吨，相应的伦锌则交投于 1950-2400 美元/吨。

### 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。