



金融投资专业理财

沪锌半年报

2021年6月28号

低加工费消费维稳 较为抗跌可逢低多

摘要

2021年上半年锌价震荡续涨，不过涨幅在基本金属当中表现稍弱，因其供需基本平衡。期间全球新冠肺炎疫情避险情绪减弱，欧美主要经济体维持宽松货币政策，导致美元指数反弹乏力，并进一步提振全球经济增长。同时，中国制造业 PMI 表现向好，亦利多基本金属走势。不过随着美联储释放鹰派信号，美元指数止跌反弹，加之国内高层对于大宗商品价格走势的持续关注，以及基本金属抛储传闻落地，锌价跟随周边金属有所回调。展望下半年，海外疫情控制仍存反复风险，美元指数易涨难跌，全球主要经济体货币政策整体趋紧，不利于锌价上涨，但锌市加工费仍处较低位，锌矿供应仍偏紧，同时下游消费维稳，下半年锌价有望较为抗跌。

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
陈一兰
投资咨询证号：
Z0012689

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



目录

一、2021 年上半年锌价行情回顾.....	2
1、期货一期锌先抑后扬.....	2
2、现货—国内现货锌由贴水转为升水，LME 锌现货贴水缩窄.....	3
二、宏观面分析.....	3
1、下半年需警惕海外疫情反复以及货币收紧预期.....	3
2、美元震荡走高令锌价承压.....	4
三、锌市供需体现.....	5
1、供需体现—今年全球锌市将出现供应过剩.....	5
2、供需体现—两市库存外增内减.....	6
四、锌市供应.....	6
1、我国锌精矿进口同比下滑.....	6
2、精锌供应—中国精锌产量仍高企.....	7
五、锌市需求.....	8
1、中国工业增加值增速或现“前高后低”.....	8
2、下半年中国精锌进口有望增加.....	8
3、镀锌板产量创历年同期最高水平.....	9
4、锌市下游消费维稳.....	9
六、2021 下半年锌价展望.....	11
免责声明.....	13

一、2021 年上半年锌价行情回顾

1、期货一期锌先抑后扬

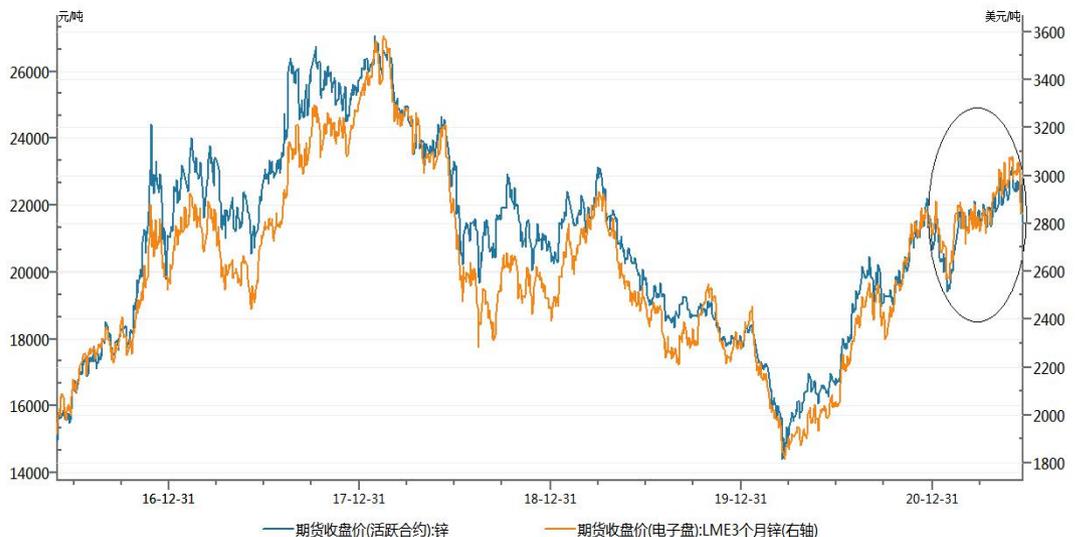
2021 年上半年，国内大宗商品呈现普涨行情，不过临近年中部分品种涨幅有所缩窄。期间主要受到国内经济延续复苏，及去年低基数影响提振；同时海外疫情避险情绪减弱，美联储多次放水，全球央行基本维持低利率，市场流动性充足，加之海外经济逐步复苏，国内出口表现亮眼均有效提振大宗商品上行。其中分行业来看，有色板块表现最为亮眼，原油及化工板块亦表现不俗。在有色金属当中，锡铝铜涨幅排名前三，其中沪锡年涨幅超 30%，沪铝年涨幅超 20%，而锌铅镍涨幅较弱，约 5%左右，一方面因其金融属性较弱，加之基本面表现稍弱，上行动能有限。笔者按期锌月线的技术形态走势来划分，可以将 2021 年上半年锌价走势分为三个阶段。

2021 年 1 月，期锌震荡回落，以 3 个月伦锌为例，跌幅达 6.48%，领跌基本金属，其下动力在于北方疫情确诊人数上升避险情绪升温，部分镀锌企业提前放假，锌市下游消费减弱，同时两市库存止跌上升，令锌市供需矛盾突出。同时，中国 12 月制造业 PMI 低于预期，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 21620-19300 元/吨。

2020 年 2 月-5 月末，期锌震荡上行，整体表现为 2 月止跌强势反弹，3-5 月涨势放缓，但持续走高，期间三个月伦锌最高触及 3108.5 美元/吨，创下近三年新高，主要受国内外疫情避险情绪减弱，经济延续复苏，市场流动性充足及美元指数振荡走弱提振。而就期锌本身基本面而言，锌两市库存延续跌势，锌市加工费处近五年来低位，同时上游供应恢复有限，亦带来利多提振。

2020 年 6 月，期锌高位回落，其中 LME3 个月锌价触及近两个月来低位。期间国内基本金属抛储传闻落地，同时美联储会议释放鹰派信号，美指强势反弹，宏观氛围转弱使得基本金属集体承压。加之锌市下游开工率上升，锌矿加工费低位小幅回升亦利空锌价。截止 6 月 22 日，3 个月伦锌较去 12 月末涨 3.51%，而沪锌主力合约较去年 12 月末涨 5.44%，凸显沪锌表现较为坚挺，因国内经济表现较强。

2021年上半年锌价先抑后扬



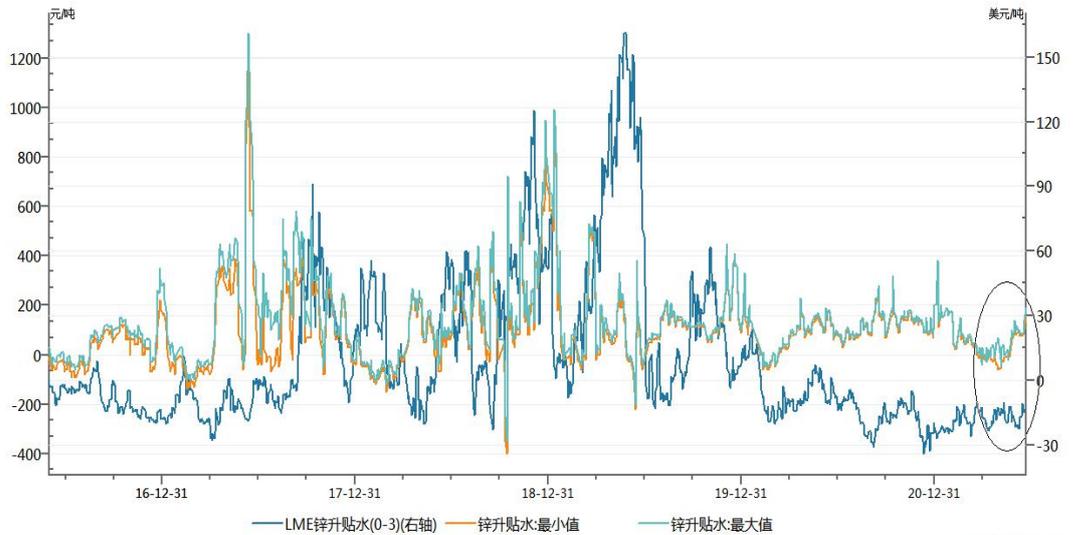
数据来源：Wind

图表来源：瑞达期货研究院、wind

2、现货-国内现货锌由贴水转为升水，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# 锌与近月期货合约之间由贴水转为升水，三月中旬至 5 月中旬维持贴水，而 6 月至今转为升水，即现货价格高于期货，上半年运行区间为升水 145 元/吨-贴水 105 元/吨。外盘方面，伦锌库存先增后减，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，截止 6 月 21 日，LME 锌（0-3 个月）现货报贴水-13.55 美元/吨，年内运行区间为贴水 27-贴水 10.5 美元/吨。

伦锌现货贴水缩窄，沪锌现货升水扩大



数据来源：Wind

图表来源：瑞达期货研究院、wind

二、宏观面分析

1、下半年需警惕海外疫情反复以及货币缩紧预期

2021 上半年全球经济增长表现相对强劲，从全年经济预测来看，较 2020 年全线复苏，根据世界货币基金组织(IMF) 4 月的报告显示，2021 年全球经济增长或达 6%，与 2020 年 3.3%的萎缩全面反弹，2022 年增速或放缓至 4.4%，高于过去 5 年 2.6%的平均增速。其中，2021 年美国的经济表现在发达经济体当中与西班牙并列第一，预计将达到 6.4%，欧元区为 4.4%，而中国的经济增速为 8.4%，仅次于印度的 12.5%，高于 2020 年的 2.3%。一季度中国 GDP 同比大增 18.3%，为 1992 年政府公布数据以来的同比最大增幅，因 2020 年受疫情影响低基数效应作用，同时产业结构调整继续。其中，一季度第三产业增长 15.6%，第二产业增加值增速增至 24.4%，同时第三产业占 GDP 的比重降至 41.6%，同比下滑 17.4%，高于同期第二产业 37.2%的比重。OECD 认为全球经济增长风险在于由于难以获得足够的疫苗以及对新兴市场 and 低收入经济体的支持，贫富差距问题将进一步恶化。同时新的病毒变种和封锁措施将进一步打击经济复苏的信心。此外随着通胀上升，原材料价格快速上涨，将推高利率和波动。对于工业品而言，海外疫情反复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。不过随着海外疫情的逐步控制，市场对于欧美主

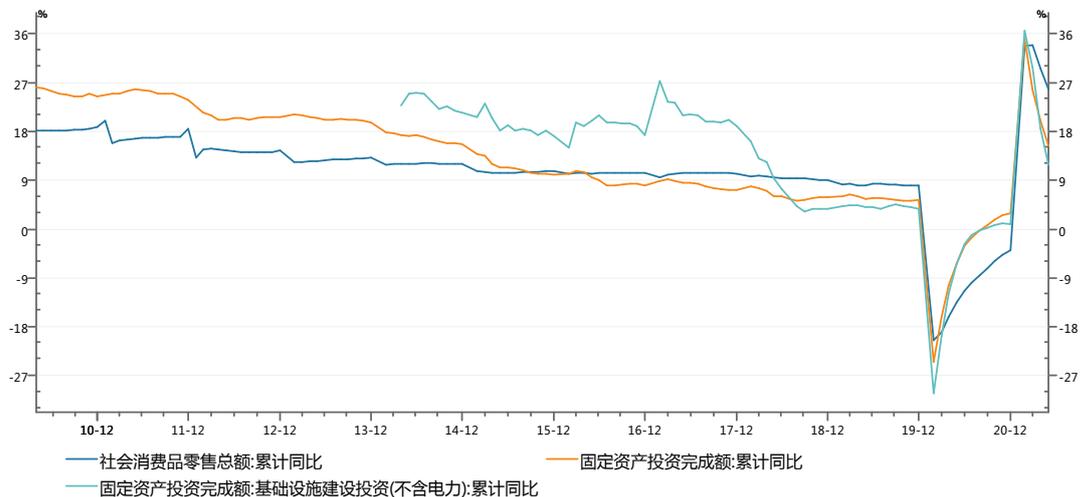
要国家经济重启信心犹存，但另一方面，随着经济的复苏，各国央行或缩紧货币政策，流动性拐点预期将限制基本金属涨势，宏观氛围多空交织。

国家	2020年	2021年	2022年
全球经济	-3.3%	6.0%	4.4%
发达经济体	-4.7%	5.1%	3.6%
美国	-3.5%	6.4%	3.5%
欧元区	-6.6%	4.4%	3.8%
英国	-9.9%	5.3%	5.1%
日本	-4.8%	3.3%	2.5%
新兴经济体	-2.2%	6.7%	5.0%
中国	2.3%	8.4%	5.6%
印度	-8.0%	12.5%	6.9%

图表来源：瑞达期货研究院，国际货币基金组织（IMF）

中国最新两会指出，受全年低基数影响，2021年主要经济社会发展预期目标为国内生产总值增长6%以上；而预计2021年赤字率为3.2%，较2020年的3.6%有所缩紧，且不再发行特别国债。此外明确保持稳健的货币政策，提高就业率，坚持扩大内需，同时坚持“房住不炒”。今年1-5月全国固定资产投资同比增长15.4%，增速比1-4月回落4.5%，为连续三个月收窄降幅，但整体仍保持恢复增长态势。同时1-5月民间固定资产投资同比增长18.1%，占全部固定资产投资的比重为58%，今年以来民间投资降幅持续高于全部投资，因随着疫情有效控制，多数民营企业投资稳步恢复。消费方面，1-5月全国社会消费品零售总额同比增长12.4%，受基数变动因素为连跌两个月，其中汽车类消费总额为3688亿元，占总消费的比重为10.26%，同比增速为6.3%。

中国社会消费品零售&固定资产投资增速前高后低



数据来源：Wind

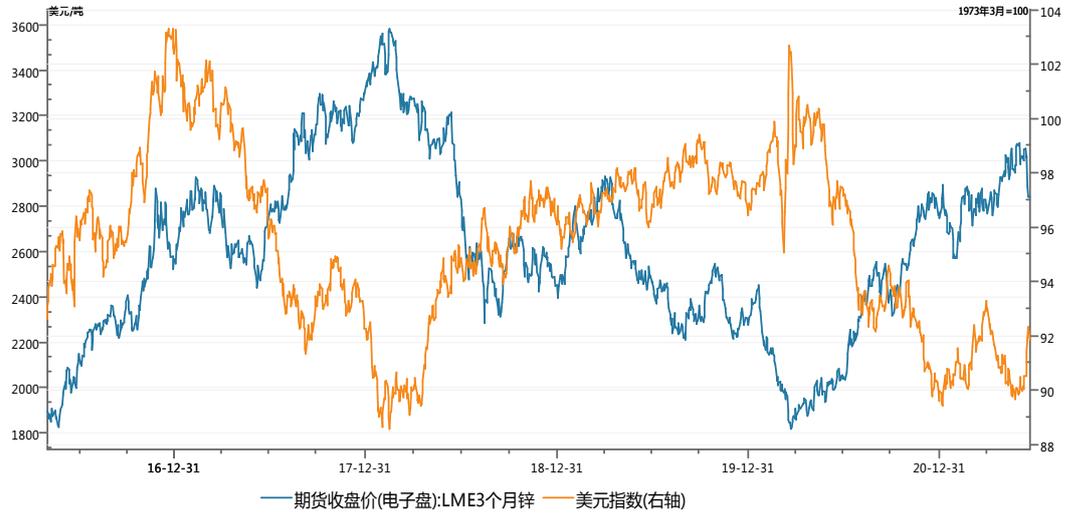
图表来源：瑞达期货研究院、wind

2、美元震荡走高令锌价承压

今年上半年美元指数一波三折，部分弥补去年创下的高达6.8%的跌幅，截止6月22日，美元指数交投于92附近，较去年12月末反弹2.38%，同时较年内低点89.206反弹3.13%，主要海外疫情避险情绪降温，同时美联储释放鹰派信号，令美元相对其他货币存在利差优势。在美元指数上半年先扬后抑之际，对应的是期锌探底回升，年内美元走弱对锌价的提

振强于美元走高对锌价的打压，比如 2 月份美元指数持续与锌价实现同涨。展望下半年，年内美联储缩紧货币政策预期增强，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。而欧洲央行表示重申维持其非常宽松的货币政策立场，紧急抗疫购债计划将至少持续至 2022 年 3 月底，使得美元利差优势继续，美元指数仍有望震荡走高，对锌价的上行构成打压。

美指跌势缓和限制锌价上行动力



数据来源：Wind

图表来源：瑞达期货研究院、wind

三、锌市供需体现

1、供需体现-今年全球锌市将出现供应过剩

国际锌铅研究小组（ILZSG）今年 4 月最新报告显示，预计 2021 年全球锌市供应过剩 35.3 万吨，而 2020 年为供应过剩 11.5 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 2021 年全球锌矿产量为 1292 万吨，同比增加 5.7%；而精炼锌需求为 1378 万吨，同比仅增加 4.3%。此外 ILZSG 数据统计，2021 年 04 月份，全球精炼锌产量为 1162.2 千吨，消费量为 1189.1 千吨，精炼锌缺口 26.9 千吨。作为全球第一大产锌国-秘鲁，该国锌产量占世界的 10.8%。秘鲁国家统计局最新数据，4 月秘鲁锌产量同比大增 41%。随着海外疫情的复苏，锌矿供应恢复预期将逐步增强。

全球精炼锌供需预测表（单位：万吨）

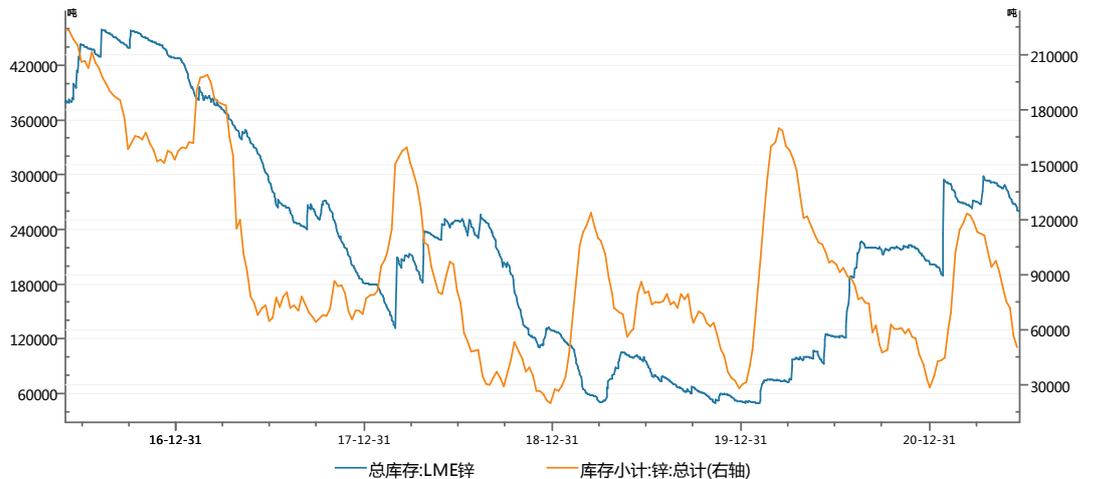
项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
矿山	1312.99	1338.53	1273.28	1296.12	1162.70	1292.00
精炼锌产量	1365.42	1370.84	1325.95	1351.34	1214.00	1342.70
精炼锌消费量	1382.29	1418.52	1371.53	1372.24	1202.50	1378.00
供需平衡	-16.87	-47.68	-45.58	-20.9	11.5	35.3

图表来源：瑞达期货研究院、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 22 日，伦锌库存较上年末增加 57750 吨至 259975 吨，同比增加 29%，年内库存范围为 189775-198025 吨，均值为 267985 吨，当前水平较近五年处于平均水平，为近五个月来低位。而截至 6 月 18 日当周，上期所锌库存较上年末增加 21836 吨至 50417 吨，同比增加 76%，年内库存均值 85662 吨，但从季节性角度分析，当前库存较近五年相比维持在较低水平。锌社会隐性库存则较上年末增加 0.63 万吨至 11.87 万吨，社会库存较匮乏。

沪锌库存处近五年较低水平，而LME锌库存处近五年平均水平



数据来源：Wind

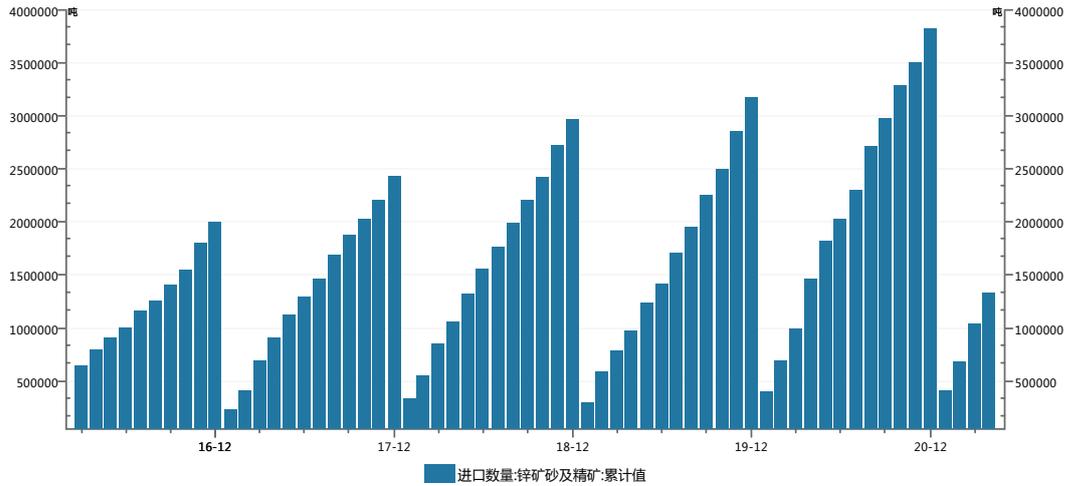
图表来源：瑞达期货研究院、wind

四、锌市供应

1、我国锌精矿进口同比下滑

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 133 万吨，同比下滑 13 万吨或 9%。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 36.89 万吨，占进口比重为 27.74%，同期进口自秘鲁的锌矿为 31.58 万吨，占进口比重为 23.7%。今年我国锌矿进口量有所回落，因年内锌精矿加工费用处于近五年较低位，截止 5 月我国短单锌精矿进口加工费用为 70 美元/吨，低于去年同期的 145 美元/吨，显示锌矿供应紧张。

2021年1-4月锌矿进口量同比下滑



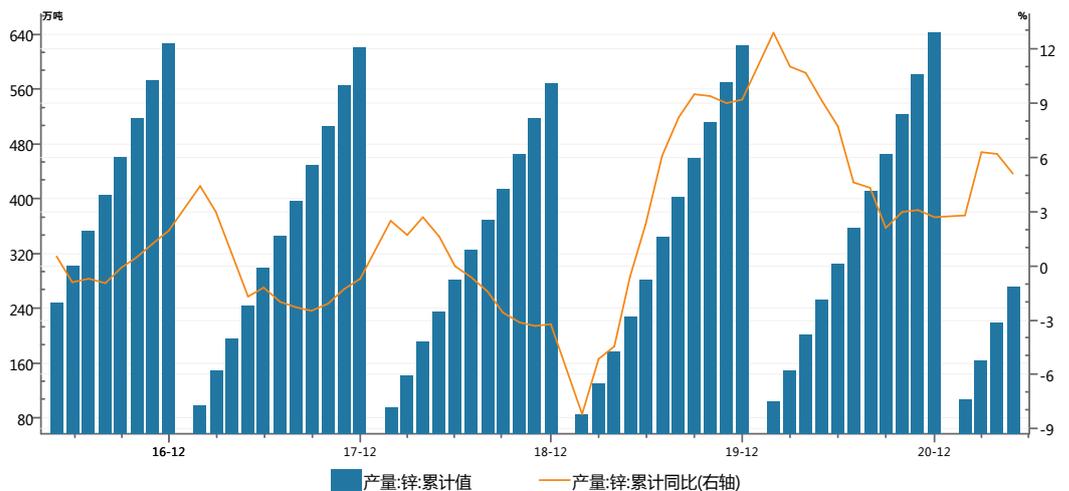
数据来源: Wind

图表来源: 瑞达期货研究院、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 271.2 万吨，同比增长 5.1%，低于去年同期的 9.1% 的增速，不过再创历年同期最高水平。年内 5 月精锌单月产量高达 52.7 万吨，同比增长 1.2%，为连降三个月，因锌矿加工费处低位锌冶炼利润减弱，炼厂生产积极性减弱。鉴于下半年精锌矿的进口量仍有望维持增加，且锌精矿加工费用有望走高，冶炼厂盈利空间回升，精锌产量有望逐步回升。近几年，中国精炼锌产量持续增加，2020 年精锌累计产量为 642.5 万吨。安泰科预计 2021 年中国将增加近 30 万吨精锌年产能，从而使得精锌年产能达到 672.5 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。

2021年中国精炼锌产量继续扩张



数据来源: Wind

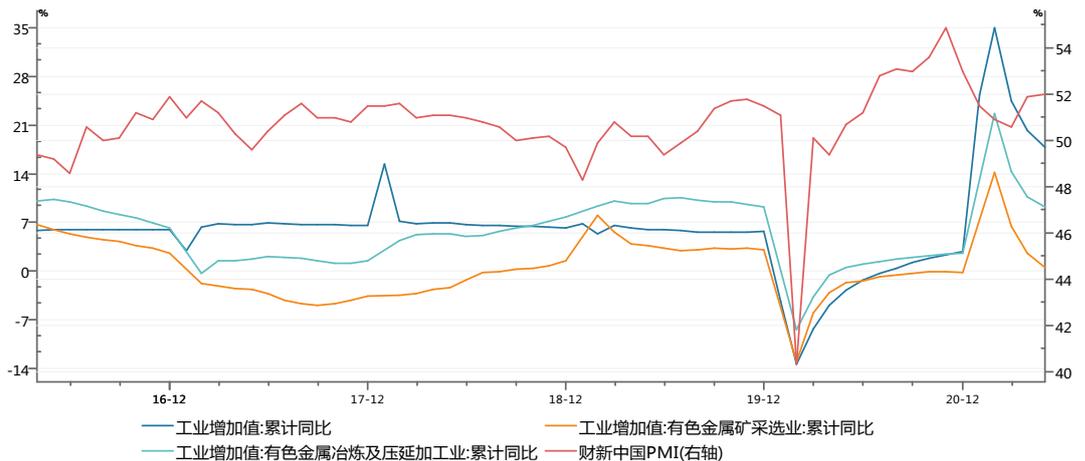
图表来源: 瑞达期货研究院、wind

五、锌市需求

1、中国工业增加值增速或现“前高后低”

从2005年至2020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增长17.8%，远高于去年同期的-2.8%的增速。分行业来看，1-5月有色金属矿采选业增加值同比增加0.5%，为连跌3个月，去年同期为下滑1.7%，其记录低点为2020年2月创下的-13.1%的跌速；同期有色金属冶炼及压延加工业同比增长9.2%，连跌三个月，但高于去年同期的0.5%。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。5月中国财新制造业PMI报52，为上半年以来最高水平，显示制造业仍保持扩张区间，而官方制造业PMI为51。展望今年下半年，随着经济结构调整的进一步推进，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。中国工信部和社科院表示2021年我国工业经济的发展趋势总体向好，而中国社科院预计2020年工业经济增速可能出现“前高后低”走势。

上半年我国工业增加值增速偏高，下半年存在回落风险



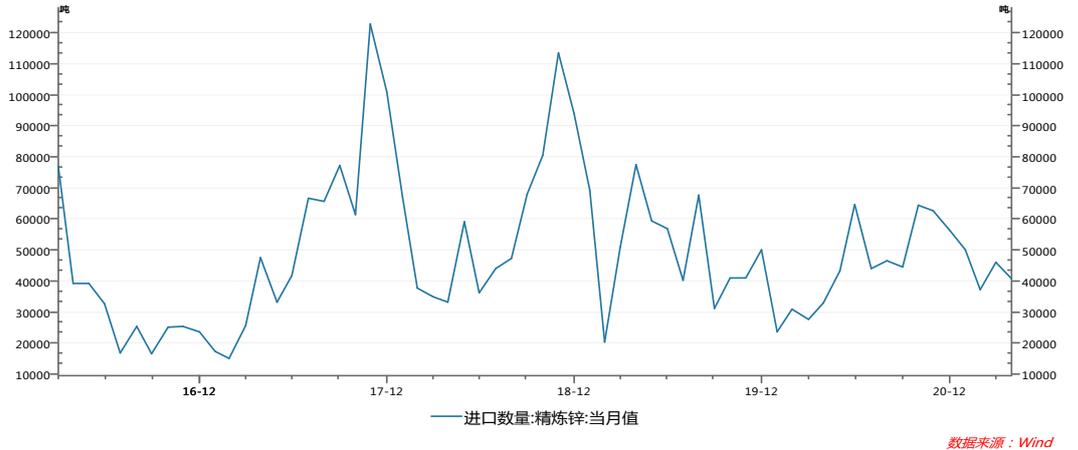
数据来源: Wind

图表来源: 瑞达期货研究院、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17.4万吨，较去年同期的11.5万吨增加52%，其中4月单月精炼锌的进口量达4.1万吨，同比上升24%，环比下降12%，因国内疫情得到有效控制，下游消费基本全面复苏，同时锌锭进口比震荡走弱，提高精炼锌进口积极性。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升值，贸易商的出口利润将有所下降，从而有望导致精锌出口下滑。

我国1-4月精炼锌进口量同比上升

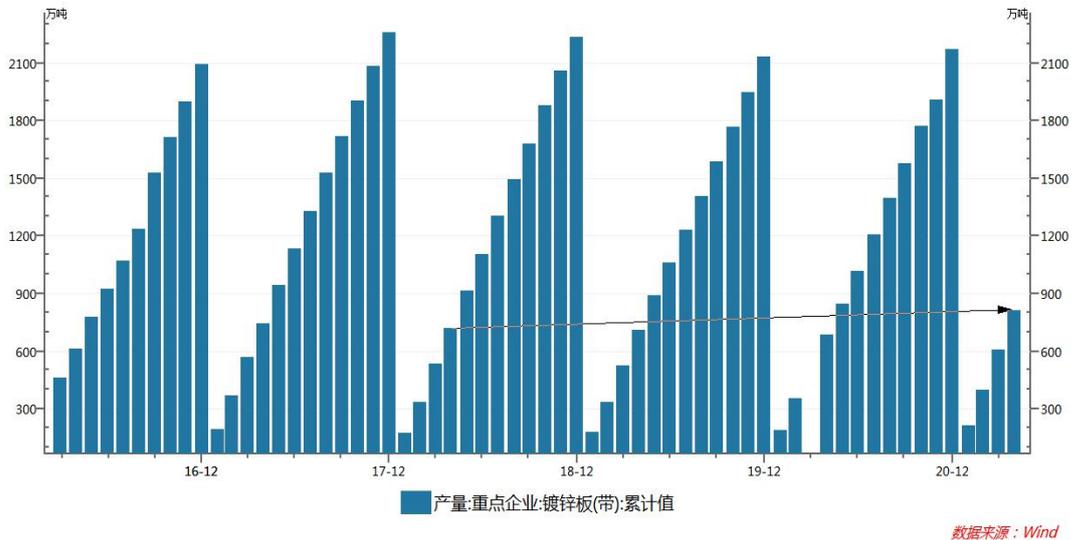


图表来源: 瑞达期货研究院、wind

3、镀锌板产量创历年同期最高水平

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813.42万吨,同比上升18%,为历年来同期最高水平,去年同期为同比下滑3%,2010年-2020年同期年镀锌板产量历史均值为647.7,表明目前锌市下游消费处于历史平均水平之上,整体需求向好。镀锌板进出口方面,今年1-4月镀锌板累计进口60.3万吨,同比下降2%,但为连续第3个月上升,同期镀锌板累计出口341.68万吨,累计同比上升8%。今年镀锌板进口下滑而出口上升令中国镀锌板净出口量上涨。

1-4月我国镀锌板产量创历年同期最高水平



图表来源: 瑞达期货研究院、wind

4、锌市下游消费维稳

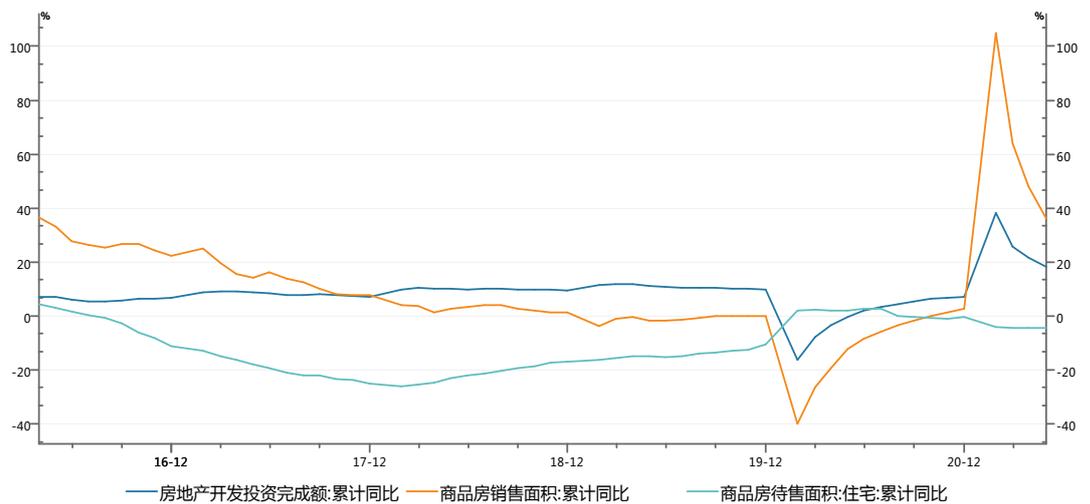
从国内终端需求来看,锌的主要消费行业表现继续分化,其中2021年房地产市场投资增速先扬后抑,对于锌需求的增速放缓,不过汽车,空调产销表现相对较强,有利于拉动锌市需求。随着国内房地产调控政策的不放松,各地房价涨势有限,将抑制开发商对房市

的投资。多空因素相互作用下，下游消费需求表现仍尚可。

2021年5月我国国房景气指数报101.17点，环比下滑0.11点，连降三个月，但连续11个月企稳于100的荣枯分界线之上，其记录低点为2015年7月创下的92.43。房企投资方面，1-5月全国房地产开发投资54318亿元，同比增长18.3%，增幅比1-4月收窄3.3%。1-5月房屋新开工面积74349万平方米，同比增长6.9%，增幅缩窄5.9%。同时，1-5月全国商品房销售面积66383万平方米，同比增长36.3%，增幅比1-4月收窄11.8%，去年同期为同比下滑12.3%。数据显示随着疫情有效控制，商品房市场恢复活力，不过随着市场充分贯彻中央的“房子是用来住的，而不是炒的”政策，商品房销售增速有限。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处近两年来平均水平，5月末商品房待售面积5.1亿平方米（同比下滑1.4%，连降四个月），其中住宅的待售面积为2.3亿平方米（同比增减少4.3%，连跌2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。

2021年商品房销售面积增速影响房企投资意愿



数据来源: Wind

图表来源: 瑞达期货研究院、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1062.6万辆和1087.5万辆，同比分别增长36.4%和36.6%，远高于去年同期的-24.1%和-22.6%。在分项数据中，1-5月乘用车产销同比分别增长39.1%，38.1%，高于汽车总体产销增速，疫情之后的汽车消费已基本恢复至正常水平，但在去年同期基数快速增加的背景下，乘用车增长压力明显增加，5月产销已呈现小幅下降。而商用车产销同比分别增长27.8%和31.9%，低于乘用车和汽车总产销增速。新能源汽车方面，1-5月我国新能源汽车累计产量为96.7万辆，同比增长224%，占整个汽车市场产量升至9.1%。1-5月新能源汽车销量达95万辆，同比增长224.2%，增速远高于去年同期（下跌38.7%）。5月单月新能源汽车产销均为21.7万辆，同比分别增长151.7%、159.7%。新能源汽车继续呈现良好发展态势，继续刷新当月产销历史记录。展望未来，我国经济运行稳中向好，汽车消费支撑犹存。不过海外疫情控制不平衡，芯片供应问题持续，据此中汽协预测今年国内汽车市场整体增速由原来的4%左右调整到6.5%。

2021年汽车产销累计同比增速上行

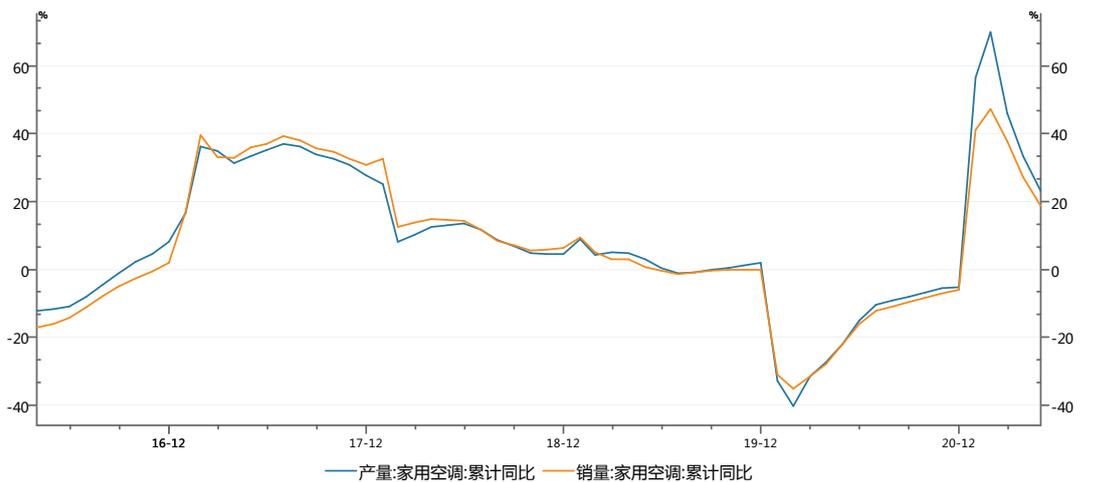


数据来源：Wind

图表来源：瑞达期货研究院、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7124.3万台（同比+23.04%，去年同期下滑22%），销量6986.9万台（同比+18.63%，去年同期下滑21.84%），其中内销3425.9万台，同比大增21.81%，亦远高于去年同期-33.9%的增速；出口3561.1万台，同比增加15.73%。今年上半年空调产销平均增速为36.5%、25.72%，分别高于去年同期-16.93%、-23.76%的增速，同时高于历史均值水平，主要受国内疫情有效控制，需求恢复的提振，加之内外疫情控制的不平衡，出口订单上升对空调产销亦产生了一定的正面影响。不过值得关注的是，家用空调产销增速已连续三个月缩窄，表明随着国内房地产调控的持续，商品房销售增速放缓部分影响家用空调产销。

国内商品房销售增速放缓部分影响空调产销增速



数据来源：Wind

图表 15，数据来源：瑞达期货，wind

六、2021 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延续复苏格局，其中新兴经济体和发达国家之间的增长差异将缩小，因为欧美主要经济体新冠肺炎疫情有所控制，经济迎来强劲复苏，但疫情的反复所带来的不确定仍将是抑制经济增长的关键因素。欧元区经济

形势复苏稍弱，不过欧央行认为下半年经济将加速，其将在第三季度显著加快紧急抗疫购债计划（PEPP）的购买速度，银行杠杆率宽限措施期延长 9 个月，令欧元区经济延续有效增长点拉动。此外，下半年中国经济结构化调整持续，经济增速或有所缓和，国内第二产业占 GDP 的比重进一步下滑，使得工业品需求减弱，但在海外经济复苏的带动下，出口需求仍有望维稳。在此背景下，随着美联储缩紧货币预期增强，全球货币政策将有所趋紧，即便欧日等国保持低利率，但宽松的货币政策对经济刺激的边际效应递减，流动性趋紧将是主旋律，将减少资产在大宗商品中的配置比例。

至于锌本身的基本面，国际铅锌研究小组预计今年锌市将出现供应过剩的局面，表现将不如去年，因今年全球锌矿产量整体保持增加，但下半年需要重点关注海外锌矿复苏的有效性，将影响锌矿供应预期。中国锌供应方面，上游锌精矿进口量下滑，因进口加工费仍处较低位，但我国精炼锌产量能高企，因而上半年锌市基本面呈现偏紧格局支撑锌价走高。需求方面，由于下游镀锌板产量重回增势，且增速高于精锌，被视为国内锌需求上涨，而且由于汽车产销高速增长，锌市下游消费需求犹存。不过由于房地产调控持续，空调产销增速有所缓和，且最为关键的是，今年我国工业增加值的增速或出现前高后低可能，即下半年工业增速面临下滑风险，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，但鉴于在基本金属当中，上半年锌市涨幅较弱，预期其有望表现较为抗跌，建议逢低多为主，沪锌主力合约的运行区间关注 20000-24000 元/吨，相应的伦锌则交投于 2700-3200 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。