

供给过剩尚需时日，锌价维持震荡格局

作者：有色贵金属组 曾俊晖

——2021 年上半年锌市场回顾与 2021 年下半年展望

执业编号：F3084384(从业) Z0016341(投资咨询)

联系方式：010-68572969/zengjunhui@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2021年7月9日星期三

摘要：

上半年锌价震荡上行，价格重心走高，影响锌价的主要因素是锌矿供给和下游需求的错配，锌矿恢复不及预期、而全球经济持续回暖，流动性宽松和“碳中和”“碳排放”政策对锌价的影响相对较弱，对于下半年，我们认为锌价走势仍受锌矿供需平衡、宏观流动性和需求恢复情况所主导，下半年以高位区间震荡的走势为主，主要原因在于：

1) 宏观方面，海外经济持续复苏，国内经济增长边际放缓，下滑速度可能超出预期，随着美国经济的进一步复苏，美联储货币政策大概率在下半年收紧，6月美联储已经超出市场预期向市场传递收紧信号，美元指数实现筑底反弹，宏观情绪相对承压，但锌市场受流动性影响相对较弱；

2) 供给方面，尽管锌矿远期仍然趋于过剩，但我们预计今年下半年锌矿生产难有大规模的恢复，锌矿加工费小幅回升，整体仍然维持紧平衡状态，海外锌矿主产国受到疫情的较大困扰，而我国锌矿供给弹性不足，全球锌矿供给大幅过剩的预期在今年难以实现，国储抛售基本弥补了国内炼厂受到干扰的锌锭产量；

3) 需求方面，下半年国内消费难有两点，锌加工端库存维持在高，终端需求疲软，国内家电出口回落，基建投资减少，房地产市场受到政策压制，仅维持刚需支撑，汽车市场仍受“缺芯”问题影响，海外需求继续边际走高，但幅度或有下降，美国房地产市场环比走低，欧洲在开放之后疫情影响可能加大，整体需求以刚需恢复为主；

4) 库存方面，国内库存受到抛储影响或小幅增加，海外库存高位温和去化，难以提供较大推力；

综合来看，下半年锌价将呈现上有压力下有支撑的局面，价格以宽幅震荡走势为主，伦锌价格区间在 2700-3300 美元/吨，沪锌价格区间在 19000-24000 元/吨，价格重心在 21500 元/吨左右，建议在靠近区间上沿时布局空单，下游加工企业在区间低位时买入套保，期权方面，建议在主要支撑位/压力位卖出相应的看跌或看涨期权。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

目 录

第一部分 长期走势和 2021 年上半年行情总结	2
一、2000 年以来锌期货市场行情回顾	2
二、2021 年上半年锌期货市场行情回顾	3
第二部分 全球宏观经济简析	4
一、美联储政策收紧 美元指数筑底反弹	4
二、锌市场受流动性影响较小	5
三、海外经济继续复苏	6
四、中国经济增速放缓 下半年或加大投资	6
第三部分 锌供给及进出口情况分析	7
一、全球锌矿恢复不及预期 矿端过剩仍需时间	7
二、国内锌矿供给缺乏弹性 下半年以季节性恢复为主	9
三、限电结束锌锭供给逐步恢复 国储抛售进一步施压	10
四、国内库存处于低位 LME 库存高位去化	12
第四部分 锌加工及终端需求	12
一、镀锌企业开工率较高 下半年将有所回落	12
二、锌合金加工费走高 氧化锌市场疲软	13
三、终端消费承压 恢复不及预期	14
第五部分 锌供需平衡表预测及解析	16
二、中国锌供需平衡	17
第六部分 季节性 & 套利分析	18
一、季节性分析	18
二、套利分析	18
第七部分 锌期权交易及策略	19
第八部分 技术分析	21
第九部分 结论及操作建议	21
附录 锌相关股票	23

第一部分 长期走势和 2021 年上半年行情总结

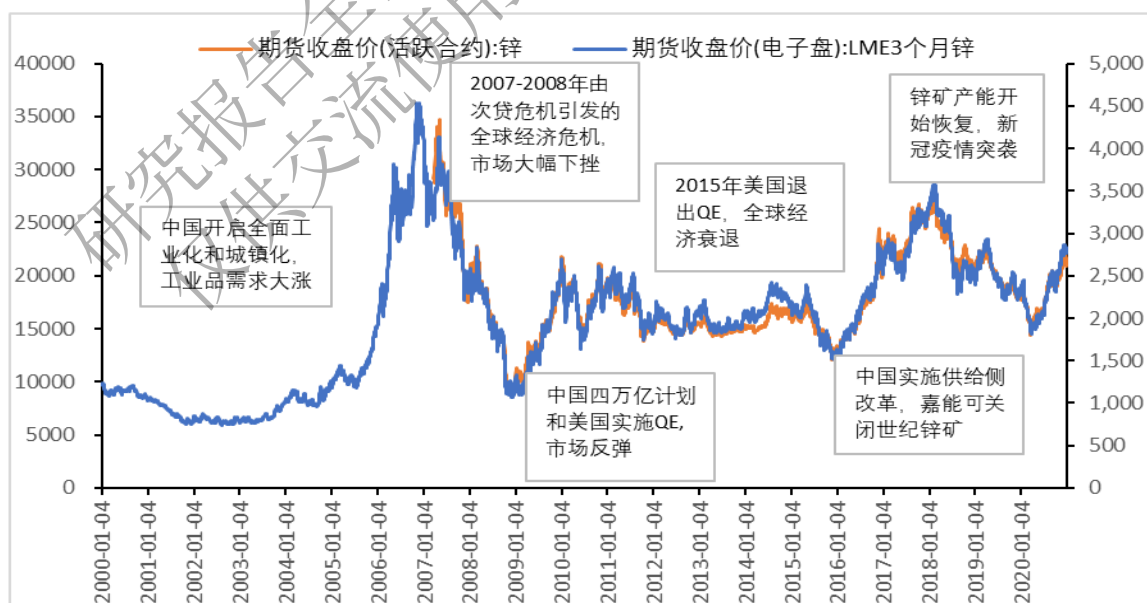
一、2000 年以来锌期货市场行情回顾

随着 2001 年中国加入 WTO，国际经济迅猛发展，带动工业品需求激增，国际锌价从 2001 年开始加速上行，逐步形成了中国生产-美国消费的全球预期，在不断的正反馈下，锌价在 2007 年左右达到顶峰，7 年时间内累计涨幅超过 5 倍。沪锌 2007 年上市以后大致走势分为五个阶段：

第一阶段从上市到 2008 年年末，美国次贷危机爆发，引发全球性的金融危机，国内外需求下滑，锌价暴跌，最低跌至 8400 元/吨。

第二阶段从 2008 年末到 2010 年初，由于全球的量化宽松政策叠加中国“4 万亿”刺激，尤其是中国房地产的繁荣发展，需求急速修复，铜价再次迎来大涨，锌价最高回升到 22585 元/吨。

第三阶段从 2010 年初至 2016 年初，中国稳增长政策效果减弱，后遗症逐渐明显，美国量化宽松政策力度缩减，后续逐步退出并开始启动加息，全球经济放缓，市场进入产能出清阶段，锌价震荡下跌，最低至 11810 元/吨。



第四阶段从 2016 年初至 2018 年初，国内外锌矿短缺既成事实，中国经济有所回暖，白色家电、汽车、镀锌业需求升温，锌矿加工费持续下行，锌价加速上行。

第五阶段从 2018 年初至 2020 年 3 月，锌价的持续高位刺激矿企加速扩产投产，澳大利亚的 Dugald River、Centuries 等矿区的锌矿在四季度开始逐渐流入市场，锌价出现大幅下行，同时由于 2020 年初突发的新冠疫情影响全球资产价格暴跌，锌价再次触底。

第六阶段从 2020 3 月至今，受疫情影响，全球纷纷采取救市政策，美国启动量化宽松政策，海内外货币和财政政策发力，以及国内复产复工的启动，加上 2-8 月国内锌冶炼供应受限，锌价开展反弹行情，在 2021 年上半年创出近 3 年新高。

二、2021 年上半年锌期货市场行情回顾

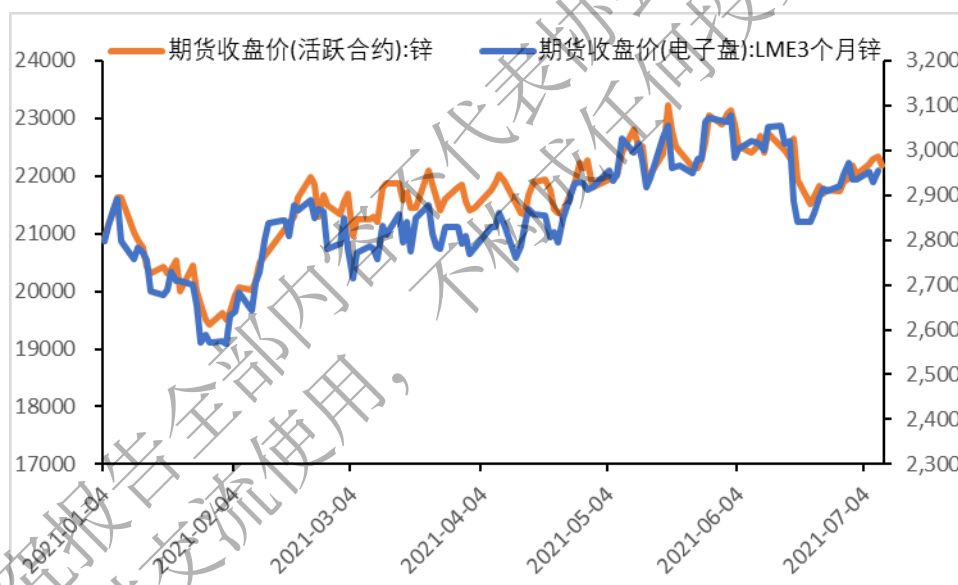


图 1-2 沪锌及伦锌收盘价

数据来源：Wind、方正中期研究院

1 月份，受国内出现散点疫情爆发影响，国内需求走低，市场情绪受挫，LME 市场集中交仓库存大增，获利资金出逃，锌价高位大幅下挫。

2 月份，美国新任总统拜登的 1.9 万亿刺激计划落地，叠加美国疫苗接种进展较快，新增感染人数大幅下降，铜价大涨带动其他有色金属集体上涨，锌市场受到宏观情绪及冶炼厂原料紧缺影响也跟随上行。

2 月底至 4 月底，锌价维持高位震荡格局，锌价大幅上行后下游需求明显受到抑制，但锌矿市场仍然紧缺，冶炼厂成本居高不下，加工费降低历史低位，炼厂一度处于亏损状态，现货市场偏紧，库存持续去化。

4 月初至 5 月底，锌价再度走高，主要受美元流动性宽松影响，美元指数持续走低，伦锌突破 3000 美元/吨 3108.5 美元/吨的高点，沪锌也达到 23475 元/吨的高位，加上锌炼厂受到地方限电政策影响，国内锌锭库存持续去库，中国政府也开始关注到大宗商品价格持续上涨，国储抛售消息传出。

6 月份，锌价从高位开始回落，主要是锌矿紧张有所缓解，国储抛售成为事实开始落地，对市场冲击较大，限电影响逐步减弱，云南炼厂重启复产，内蒙古炼厂结束检修，叠加宏观市场情绪不佳，美联储超出市场预期将要提前加息，美元指数大幅反弹，有色整体走低，锌价支撑较强，回落幅度较小。

第二部分 全球宏观经济简析

一、美联储政策收紧 美元指数筑底反弹

从疫情发生开始，全球主要央行均维持宽松的状态，而中国在去年底开始收紧货币，日本央行债务扩张速度放缓，美国和欧洲央行资产负债表扩张速度均比较快，截止 2021 年 6 月底，美联储资产负债表约为 8.04 万亿美元，远远超过 2008 年金融危机时所投放的规模，天量流动性必然带来通货膨胀问题，尽管美联储在 6 月份议息会议上没有收紧货币政策，但已经超出市场预期向市场传递收紧信号，大幅上调了通胀预期，预计 2021-2023 年的通胀率分别为 3.40%、2.10% 和 2.20%，尽管美联储修改了通货膨胀的框架，但在美国失业率逐步走低的情况下，美联储失去了保持宽松的理由，那么收紧货币政策的讨论价将会提前，根据市场的中性预期，美联储非常有可能在 7 月到 8 月之间的议息会议上讨论缩减购债，基本确认货币政策拐点的到来。

美元指数在美联储释放收紧货币政策的预期的同时已经触底反弹，而且就经济恢复来看，美国经济恢复表现好于欧洲，世界银行预测欧元区要在 2022 年才能恢复到和 2019 年同样的水平，而美国在 2021 年将要创造近 20 年最好经济表现，从货币政策和经济增速来看，美元指数下半年的看涨预期较为强烈。



图 2-1 美国国债收益率及美元指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

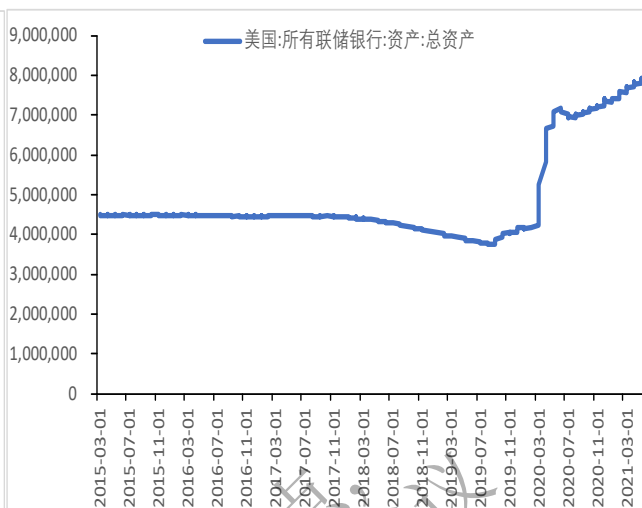


图 2-2 美联储总资产

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、锌市场受流动性影响较小

与有色品种的龙头老大铜相比，锌今年受市场的关注度明显不足，我们认为四月份铜价的大涨主要受到美联储宽松政策的影响，4月份美联储多次喊话表示通胀只是短期出现，维持货币宽松，流动性原因刺激铜价再度发力，黄金先于铜价启动，带动铜价创出历史新高，而同期锌价涨幅明显低于铜价和铝价，受流动性影响较小。

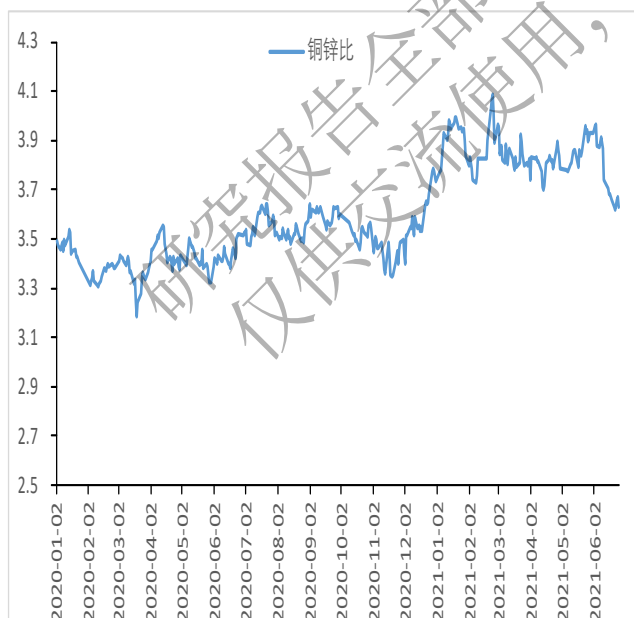


图 2-3 铜锌比

数据来源：Wind、方正中期研究院

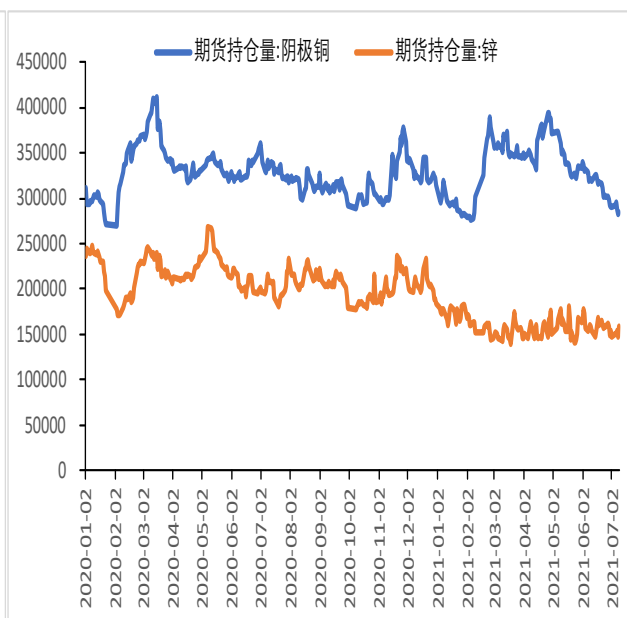


图 2-4 铜和锌上期所持仓位

数据来源：Wind、方正中期研究院

深层次的主要原因在于其他有色品种均受到“碳达峰、碳中和”政策的影响，铜和铝都受到新能源需求强有力的提振，铝还受到供给端的影响，但锌受“碳达峰、碳中和”政策影响较小，供给和需求两端都没受到明显刺激，在上半年持仓量反而有所下降，而铜持仓量在上半年明显走高，因此整体来看锌价受流动性影响较小，估值溢价较低，在下半年美联储可能收紧政策的情况下锌价相应地受影响也比较小。

三、海外经济继续复苏

海外经济在下半年复苏的势头不会改变，随着主要国家疫苗接种率的提升，受疫情影响下的限制措施也开始逐步放松，经济活动持续恢复，制造业有望进入补库周期，全球复苏节奏不变，世界银行预计 2021 年全球经济增长 5.6%，是过去 80 年经济衰退后达到的最快增速，5 月摩根大通全球制造业 PMI 为 56.0%，创近一年最高值，美国和欧元区经济现状指数大幅上行，再加上宽松的货币政策以及可能的财政政策，海外经济在下半年复苏的步伐不会停止。

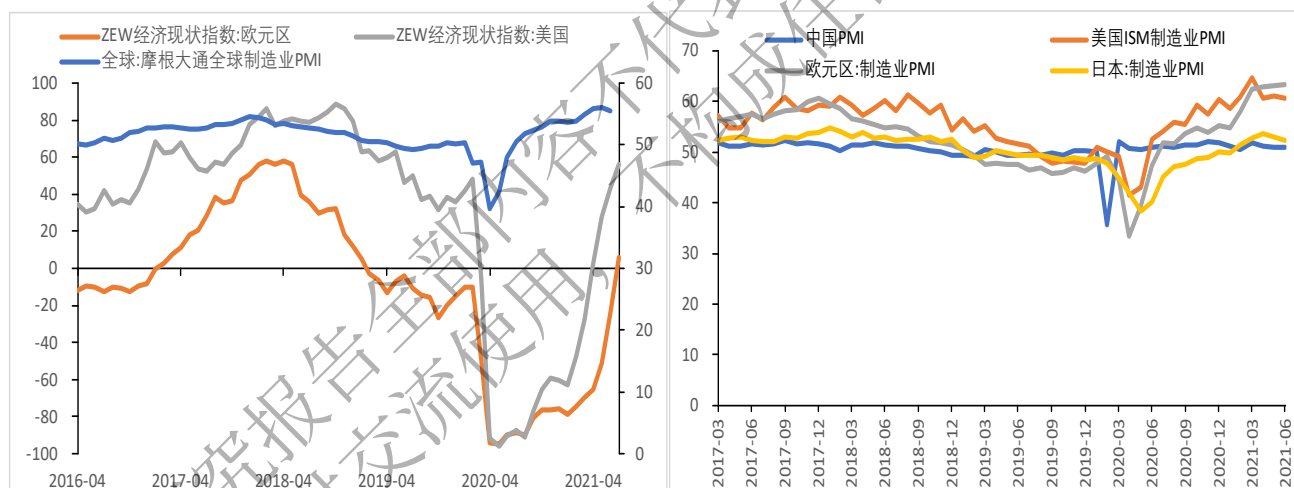


图 2-5 欧美经济现状指数和全球 PMI

数据来源：Wind、方正中期研究院

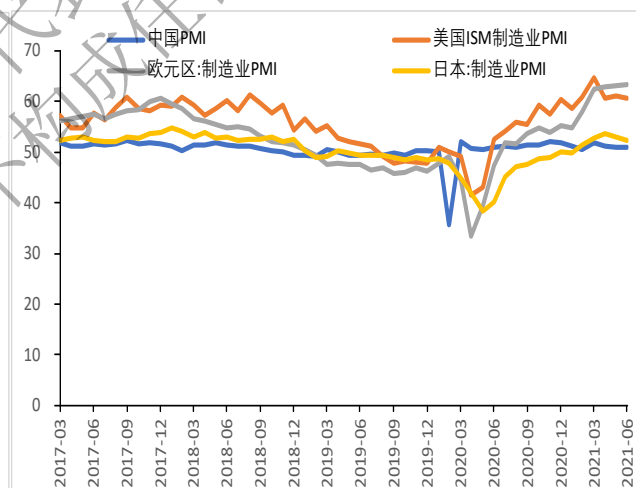


图 2-6 全球主要经济体 PMI

数据来源：Wind、方正中期研究院

四、中国经济增速放缓 下半年或加大投资

6 月份，中国制造业 PMI、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 50.9%、53.5%和 52.9%，比上月回落 0.1、1.7 和 1.3 个百分点，同时 1-5 月，全国固定资产投资同比上涨 15.4%，涨幅较前 4 月收窄 4.5 个百分点。5 月，社会消费品零售总额同比上涨 12.4%，涨幅较 4 月收窄 5.3 个百分点，规模以上工业增加值同比上涨 8.8%，涨幅较 4 月收窄 1 个百分点。经济数据环比下降趋势较为明显，信贷数据也明显走低，5 月 M2 同比增长 8.3%，社会融资规模新增 1.92 万亿元，国内经济增长明显放缓，消费虽有恢复但仍然疲软，出口增速

开始回落，社融持续走低，流动性拐点显现，实体经济活跃度下降，因此在国务院会议上提出降准，同时于7月初中国人民银行宣布降准，为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，决定于2021年7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.9%，央行超预期全面降准说明经济下滑速度较快，远超市场预期，继续宽松政策来对冲经济失速的风险，上半年整体投资情况不佳，1-5月基础设施投资同比增长11.8%，两年平均增长仅为2.6%；制造业投资同比增长20.4%，两年平均增速由1-4月的下降转为0.6%，仅房地产投资维持坚挺，同比增长18.3%，两年平均增速为8.6%，但政府维持“房住不炒”的定力较强，房地产市场环比走弱概率较大，因此下半年在经济数据表现不足的情况下，国内基建投资或有明显发力。

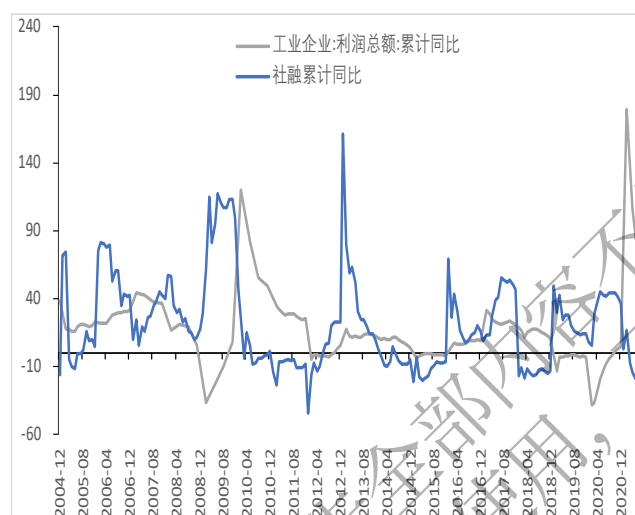


图 2-7 工业企业利润和社融
数据来源：Wind、方正中期研究院

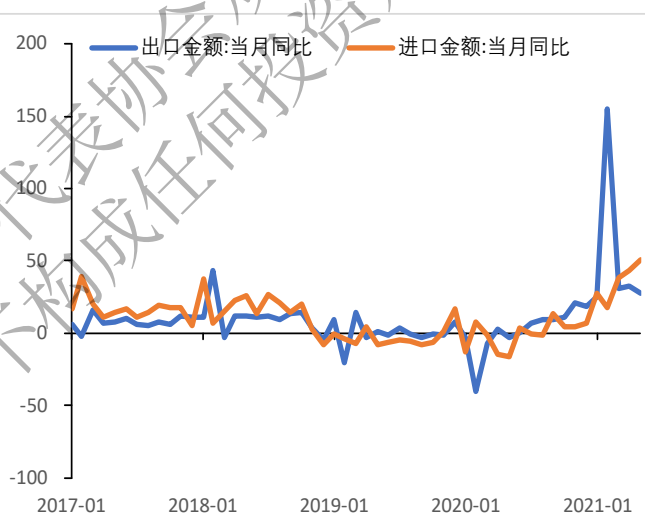


图 2-8 出口和进口当月同比
数据来源：Wind、方正中期研究院

第三部分 锌供给及进出口情况分析

一、全球锌矿恢复不及预期 矿端过剩仍需时间

今年上半年全球锌矿供给仍然偏紧，恢复速度不及预期，根据 ILZSG 数据，今年 1-4 月锌矿累计产量为 413.4 万吨，较去年同期增加了 22.6 万吨，主要是去年上半年锌矿产出更低，与 2109 年相比变化不大，从加工费就可以看出，进口加工费在上半年持续处于低位，平均价仅在 70 美元/吨，极大的降低了炼厂的盈利水平，海外矿山产能恢复明显较低，受疫情影响明显，尤其是主要产区秘鲁和印度等地仍受疫情影响，同时南美还面临矿业政策变动风险，

尤其是秘鲁新任总统卡斯蒂略倾向于将矿业国有化，第一步采取的措施就是大幅提高，税收和采矿权利金，并与大型公司重新谈判合同，将会极大的提高采矿成本和新矿山投产进度，根据秘鲁国家矿业、石油和能源协会(SNMPE)的预测，秘鲁锌产量今年将增加 5%。

下半年来看，尽管锌矿远期仍然趋于过剩，但我们预计今年下半年锌矿生产难有大规模的恢复，锌矿加工费小幅回升，整体仍然维持紧平衡状态，目前看发展中国家仍然受到疫情的较大困扰，尤其是锌矿主产国秘鲁、印度、玻利维亚等生产恢复很可能低于预期，而我国锌矿供给弹性不足，全球锌矿供给大幅过剩的预期在今年难以实现。

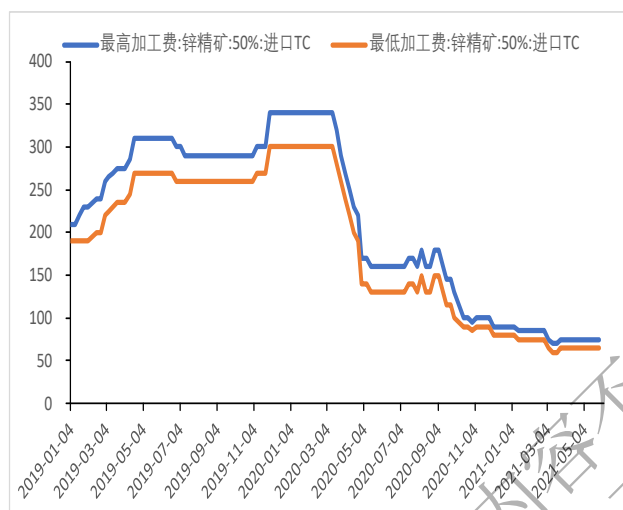


图 3-1 锌矿进口 TC

数据来源：Wind、方正中期研究院

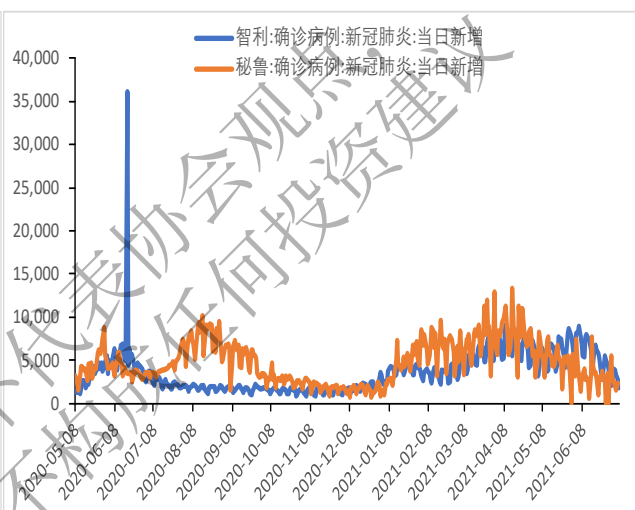


图 3-2 智利及秘鲁新冠新增确诊人数

数据来源：Wind、方正中期研究院

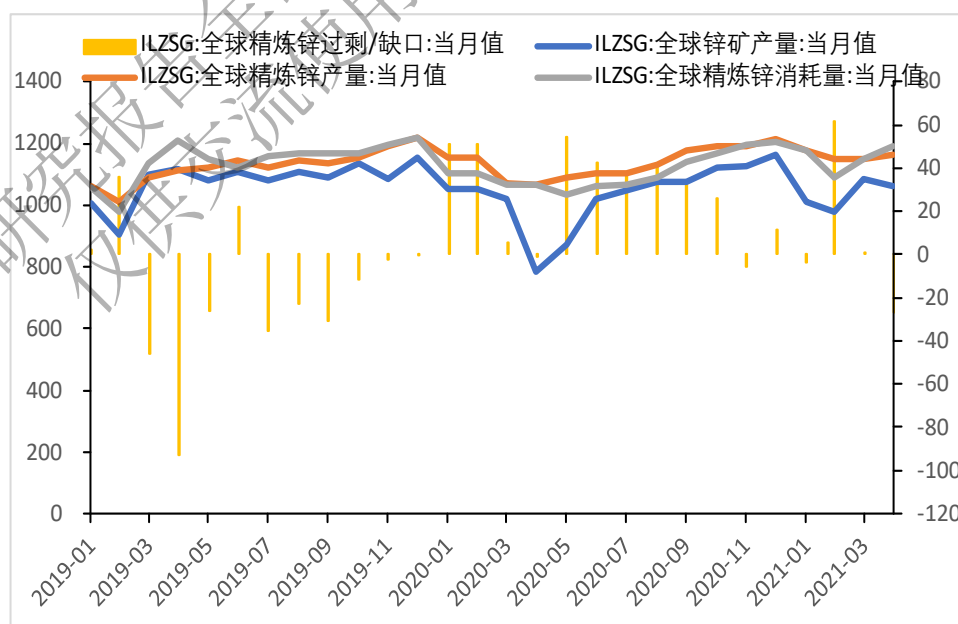


图 3-3 ILZSG:全球锌矿及锌锭供需

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、国内锌矿供给缺乏弹性 下半年以季节性恢复为主

2021 年上半年度根据我的有色网数据国内锌精矿产量位为 114 万吨，与 2020 年同期相比产量增加 1.9 万吨，同比上涨 1.7%，低于 2019 年同期水平。上半年锌精矿产量整体呈现稳步上升态势，主要受到气温影响，北方在 4 月份矿山逐步开始生产，产量恢复稳定，但在今年矿山受到全面整治的影响下，无论是安全还是环保，锌矿山均受到较大影响，国内铅锌矿以中小矿山为主，安全和环保投入较少，极易受到政策影响，可以看到很多小矿山在整改后很难复产，另外去年开始实施的资源税进一步限制了国内新产能的投放，使得国产矿的供给弹性大幅下降，包括内蒙和云南的限电政策，小矿山最先收到限产的命令，使得部分矿山生产正常持续延后，尤其是近期内蒙地区限电问题再次得到市场的关注，内蒙地区部分矿山由于上半年能耗指标完成不达标，近期陆续被要求限产停产，导致内蒙地区矿供应环比减少，云南 5-6 月限电限产，兰坪矿等部分矿山的生产也受到了限制，叠加云南不时出现点状疫情干扰，叠加在国内新矿缺乏且老矿品位下降的情况下，预计国内矿山下半年仍以季节性恢复为主，全年锌矿增量在 10 万吨左右，而且很难受到价格的影响，供给弹性大幅下降。

绝对价格方面，根据我的有色网测算全国 2021 年上半年度锌精矿均价在 16300 元/吨左右，同比去年上涨 37 %，整体价格跟随锌价走势震荡上行，在 6 月初达到最高价，主要原因仍然是市场供给偏紧，国内方面由于环保、品位和资源税等影响产量增长有限，海外矿进口受到疫情及海运价格影响进口减少。

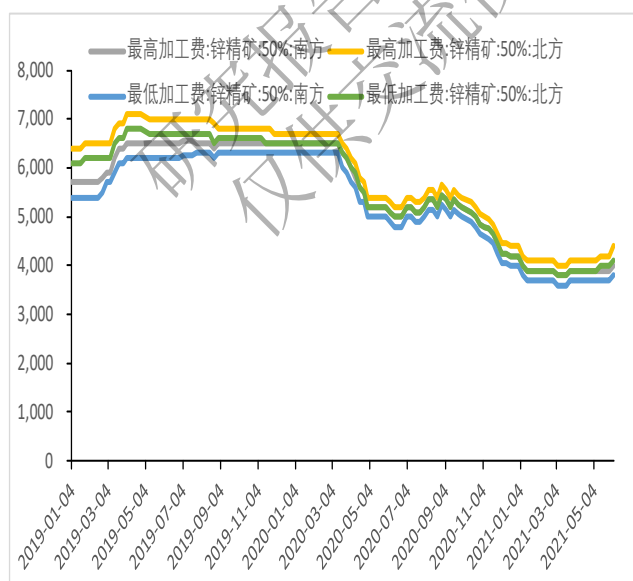


图 3-4 国产矿加工费

数据来源：Wind、方正中期研究院

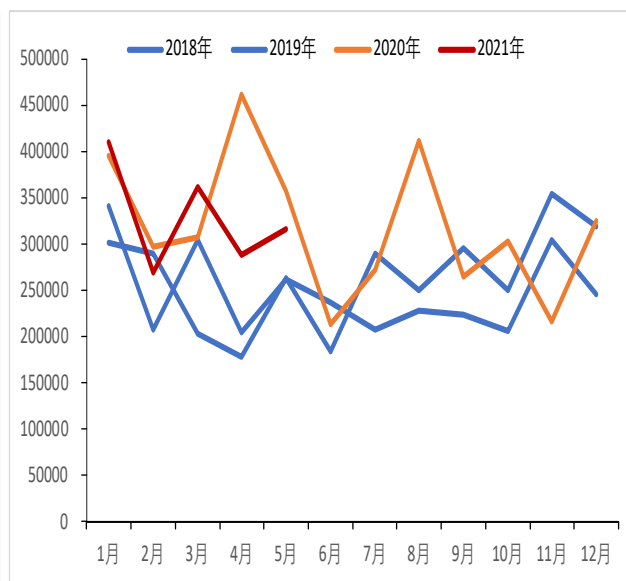


图 3-5 中国锌精矿进口量

数据来源：Wind、方正中期研究院

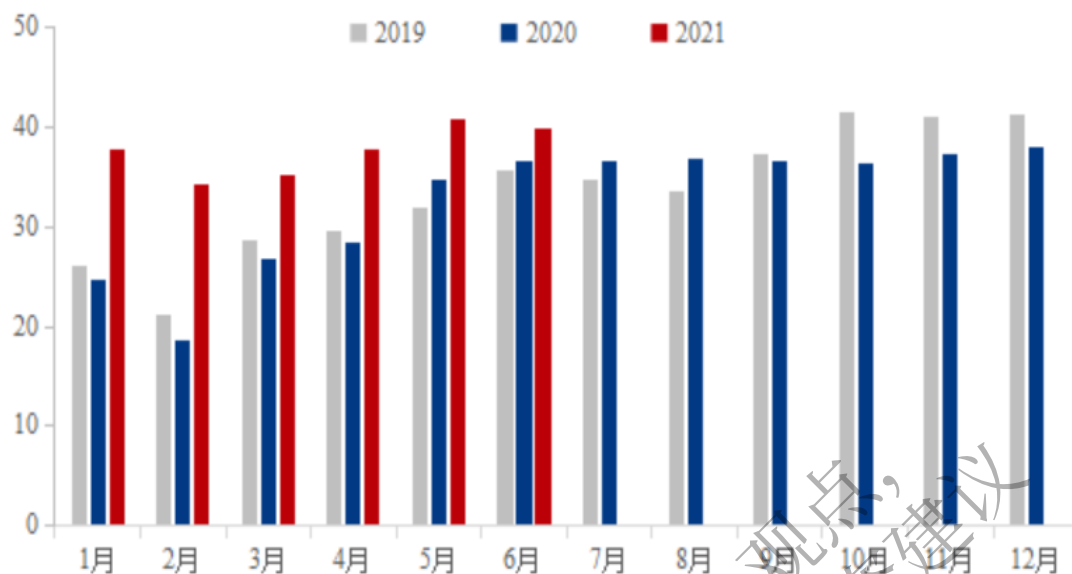


图 3-6 国内锌矿产量

数据来源：我的有色网、方正中期研究院

根据海关总署数据，2021 年 5 月锌精矿进口量为 31.57 万吨同比减少 11.53%，环比增加 9.53%；1-5 月合计进口锌精矿 164.54 万吨，同比下降 9.45%，同比 2019 年增加 33.04%。2021 年上半年中国的锌精矿进口量同比去年有所下滑，主要原因是去年进口数量大幅增加，进口矿主要减量集中在澳大利亚和西班牙，但南非、俄罗斯、沙特和巴基斯坦等国家矿山进口量增量较大，部分弥补了主要进口国的减量。

三、限电结束锌锭供给逐步恢复 国储抛售进一步施压

根据我的有色网数据，2021 年 1-6 月中国精炼锌产量为 255 万吨，同比 2020 年增加了 5.77%，同比 2019 年增加 10.62%，6 月国内精炼锌总产量 43.63 万吨，环比增加 5.71%，同比增加 11.33%，6 月云南地区限电陆续于 10 号附近结束，后续企业基本逐步恢复正常。今年上半年，锌炼厂受干扰明显增多，一季度锌矿供给紧缺使得炼厂开工率明显下降，四月份开始内蒙首先受到高耗能影响开始限产，无论是锌矿还是锌冶炼厂均受到影响，而到了 5 月份南方地区开始限电，云南地区开始实施用电负荷错峰政策，逐步加大限制规模，使得炼厂大幅减产，整个上半年炼厂开工率均不及往年，在这种情况下同比小幅增加的原因在于新产能投放，去年底新疆紫金逐步投产，上半年开始放量，青海中钨今年初逐步投产，广西誉升一期进展较慢，另外一方面去年受疫情影响本身锌锭产量较低。就下半年来看，随着云南地区丰水季的到来，限电逐步结束，炼厂开工率将逐步增加，尤其是检修影响减弱，新产能逐步满产，预计下半年锌锭产量将小幅增长 10 万吨左右，产量增加也并不是一帆风顺，8 月份部

分炼厂进入常规检修阶段，而且内蒙在近期再度下方限产通知，南方地区电力紧张问题仍存，仍可能存在较大干扰，四季度在炼厂补库的情况下加工费可能再度回落，影响部分炼厂开工率。

进出口方面，2021 年 1-6 月中锌锭进口 26.46 万吨，同比 2020 年增加 44.4%，同比 2019 年减少 15.7%。今年上半年国内锌锭明显紧缺，库存大幅去化，而海外锌库存持续走高，内强外弱格局尽显，锌锭进口盈利窗口打开时间较长，但受到海运影响进口量增长不是很明显，二季度锌锭进口量环比基本持平，展望下半年，随着海外需求逐渐恢复，伦锌库存也开始去化，国内抛储影响下内外之间的价差可能有所收敛，预计全年进口与 2019 年相比基本持平。

抛储方面，6 月中旬国储局确认抛储，直接面向下游加工企业，不允许转售，第一批在 7 月初完成抛售，锌锭为 3 万吨，超出市场预期，若按照此节奏下半年总共抛储 18 万吨，不排除后续抛储量进行改变。目前看抛储的锌锭最高成交价区间为 21100-21200 元/吨，河北地区为 21128 元/吨，河南地区为 21140 元/吨；华中地区为 21188 元/吨左右，叫市场价普遍下降 1000 元/吨以上，折价幅度较高，对现货冲击较为明显，抛储锌锭批次更多为 2009 年收储的锌锭，出厂日期集中在 2009 年 2-3 月和 2012 年 11-12 月，微有发白氧化，影响较小。总体看国储抛售对锌价施压较为明显，等于直接增加了近 20 万吨的库存，且低于市场价，再加上现有库存使得国内库存水平回归正常区间。



图 3-4 国内锌锭产量

数据来源：Wind、方正中期研究院

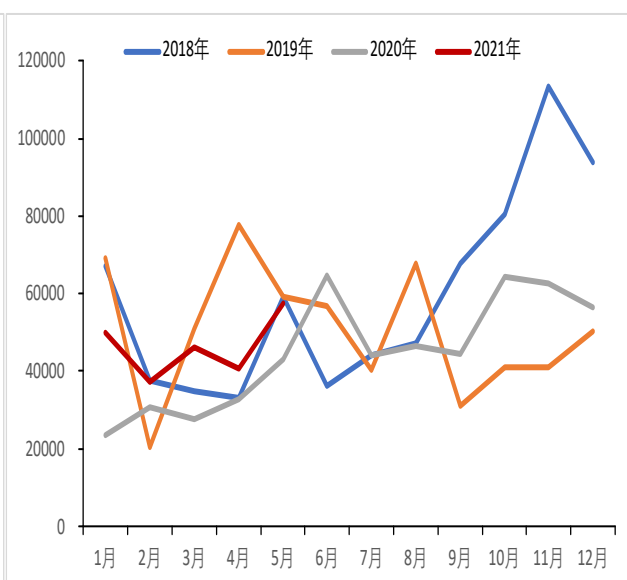


图 3-5 中国锌锭进口量

数据来源：Wind、方正中期研究院

四、国内库存处于低位 LME 库存高位去化

今年上半年，锌在有色品种中率先进行去库，国内社会库存从最高位 25 万吨减少至 10.88 万吨，降幅明显，整个上半年库存一直低于去年，较去年同期减少 45% 左右，主要原因在于国内锌冶炼厂开工率处于低位，而下游镀锌开工率处于高位，炼厂直发下游客户增加，现货流通较快，库存数量处于低位，上海地区库存去化最明显，广东地区受到疫情和限电影响去化不佳。海外库存方面，在今年 1 月份 LME 库存连续大幅交仓之后，海外隐形库存有明显的下降，3 月中旬开始海外库存也开始缓慢去化，但整体仍处于高位。保税区方面，保税区库存整体维持在低位，因为存在进口盈利，流入国内较多。总体来看，我们预计下半年国内社会库存在抛储影响和炼厂恢复情况下难有再度去化，而海外库存在经济恢复下维持当前缓慢下降的节奏。

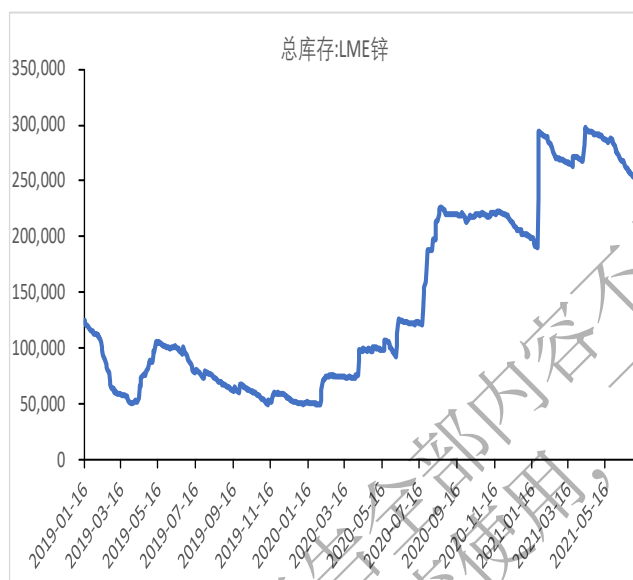


图 3-5 LME 锌库存

数据来源：Wind、方正中期研究院

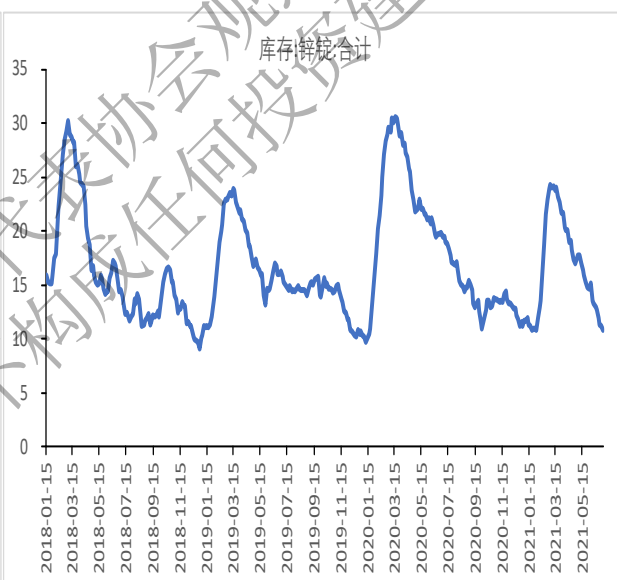


图 3-6 国内社会库存

数据来源：Wind、方正中期研究院

第四部分 锌加工及终端需求

一、镀锌企业开工率较高 下半年将有所回落

今年上半年镀锌企业表现亮眼，受到黑色价格持续攀升影响，企业开工率长期维持在高位，一方面是因为国内出口订单大幅增加，另一方面也是盈利水平较高，使得镀锌企业产能利用率一直维持在 70% 以上，大部分生产企业已处在饱和生产状态。根据海关总署数据，2021 年 5 月镀锌板带出口量为 95.84 万吨同比增加 61.65%，环比减少 13.65%，1-5 月合计镀锌板带出口量为 437.56 万吨，同比增加 16.92%。2021 年 5 月镀锌板带进口量为 15.65 万吨，同比增加 25.49%，环比增加 10.6%，1-5 月镀锌板带进口量为 75.94 万吨，同比增加 2.23%，上半年由于海外制造业供应链受到疫情影响，国内镀锌板带出口大幅增加，也弥补了国内需

求边际下火的部分需求。下半年方面，我们预计镀锌企业开工率将小幅下滑，主要是国内下游需求仍然不佳，海外制造业补库将边际放缓，四季度如果国内加大基建投资，开工率将有所回暖。

库存方面，今年上半年镀锌板带库存小幅去化，我的有色网数据统计，截止 6 月底，全国镀锌社会库存 125.44 万吨，镀锌钢厂库存量为 58.33 万吨，总库存 183.77 万吨，较去年同期下降 3.36%，较 2019 年同期增加 23.98%，今年镀锌市场一直处于去库的状态，但由于国内下游需求受到高价格压制，同时下雨较多，工程开工延后明显，整体去库速度有所放缓。

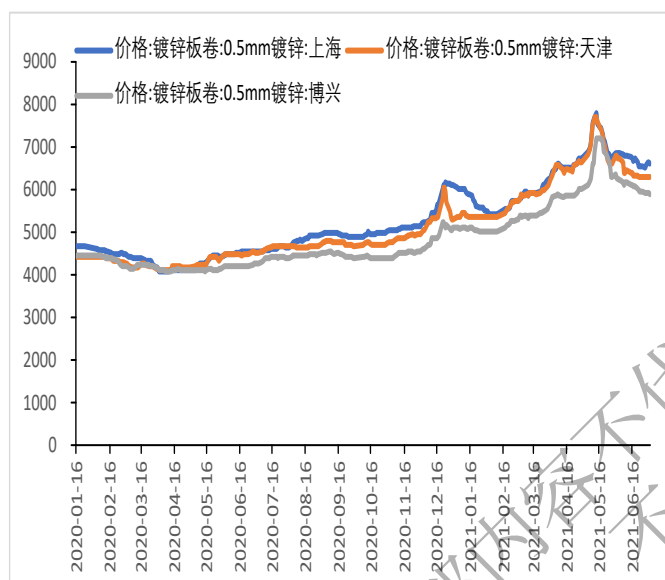


图 4-1 镀锌板卷价格

数据来源：Wind、方正中期研究院

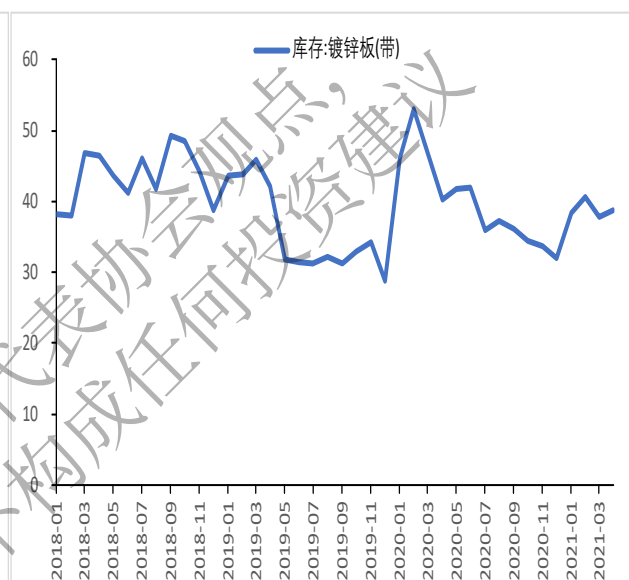


图 4-2 镀锌板带库存

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、锌合金加工费走高 氧化锌市场疲软

根据我的有色统计，上半年国内重点锌合金企业产量为 77.98 万吨，同比增加 27%，开工率同比去年同期明显上升，部分企业压铸锌合金产线停产，使得锌合金加工费与去年同期相比上涨明显，一方面锌价走高，另一方面锌铝价差的减少，截止至 6 月底，锌合金加工费维持在 500 元/吨。

氧化锌市场方面，上半年开工率持续走低，主要原因在于需求表现不佳，受疫情影响，主要出口的轮胎订单受限，海运费翻倍上升，导致出口亏损，而内销需求不足，整体需求下降明显，预计下半年难有大幅改善。

中国锌合金企业开工率

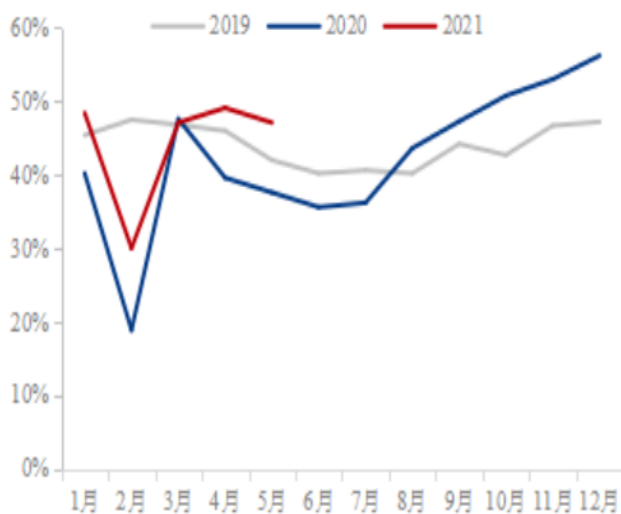


图 4-3 锌合金企业开工率

数据来源：我的有色网、方正中期研究院

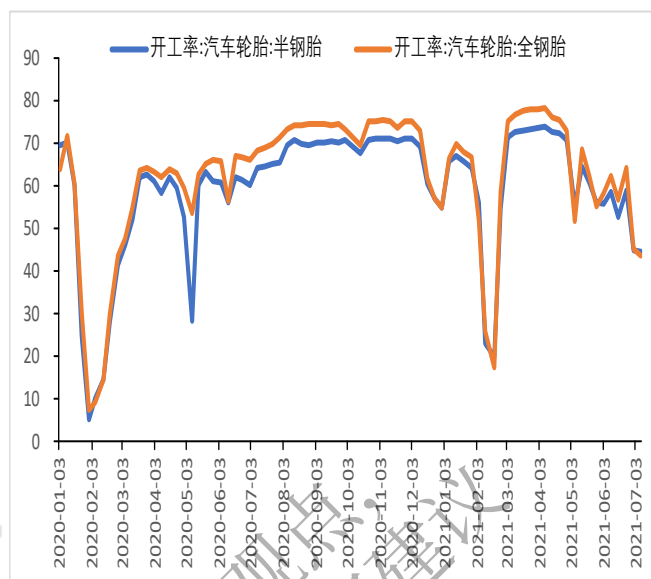


图 4-4 半钢胎和全钢胎企业开工率

数据来源：Wind、方正中期研究院

三、终端消费承压 恢复不及预期

2021 年 1-5 月，1-5 月，全国固定资产投资同比上涨 15.4%，涨幅较前 4 月收窄 4.5 个百分点，今年上半年除房地产之外的固定资产投资明显放缓。2020 年，地方政府新增债务限额为 4.73 万亿元，其中，专项债 3.75 万亿元，额度创历年新高；今年专项债仍保持在 3.65 万亿元的高位，但上半年发行节奏明显放缓，今年上半年地方债发行规模达 33411.44 亿元，其中新增专项债发行 10143.34 亿元，新增专项债发行进度为 27.8%，预计今年下半年新增专项债券发行进度会明显快于上半年，尤其是在下半年经济下滑压力较大的情况下，将对经济增长形成有效支撑。

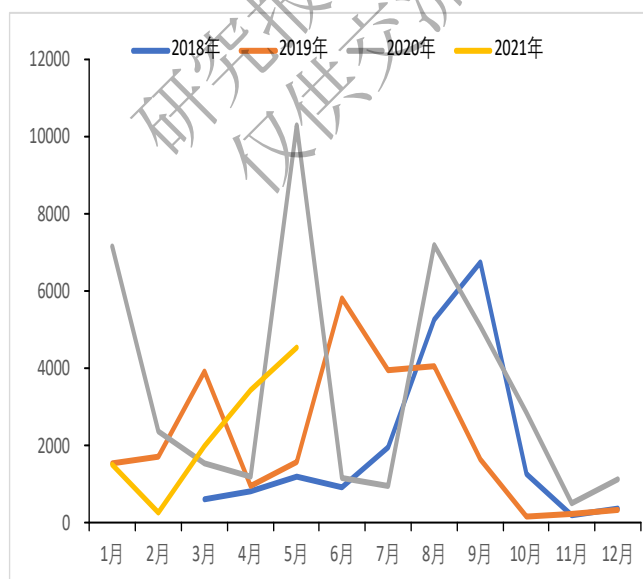


图 4-5 锌合金企业开工率

数据来源：我的有色网、方正中期研究院

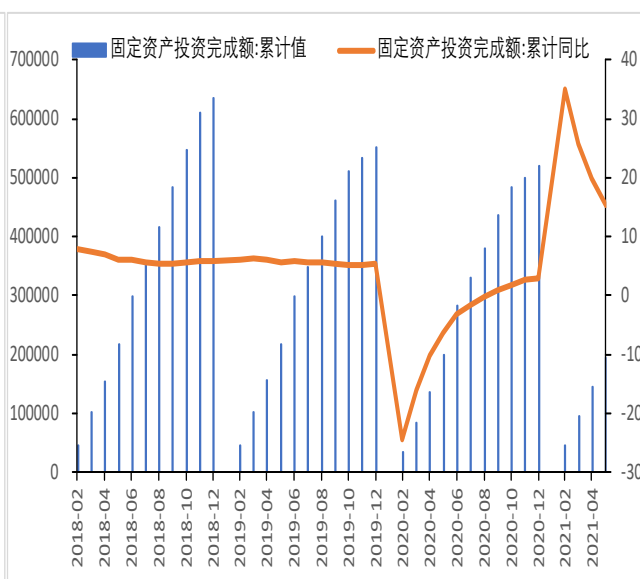


图 4-6 固定资产投资完成额及同比

数据来源：Wind、方正中期研究院

2021 年 1-5 月，房地产开发投资完成额累计 54318 元，累计同比 18.3%，房屋新开工面积累计值为 74348 万平方米，累计同比 6.9%。商品房销售面积累计值为 66383 万平方米，累计同比增长 25%，在政策压制之下房地产市场增速也明显放缓。

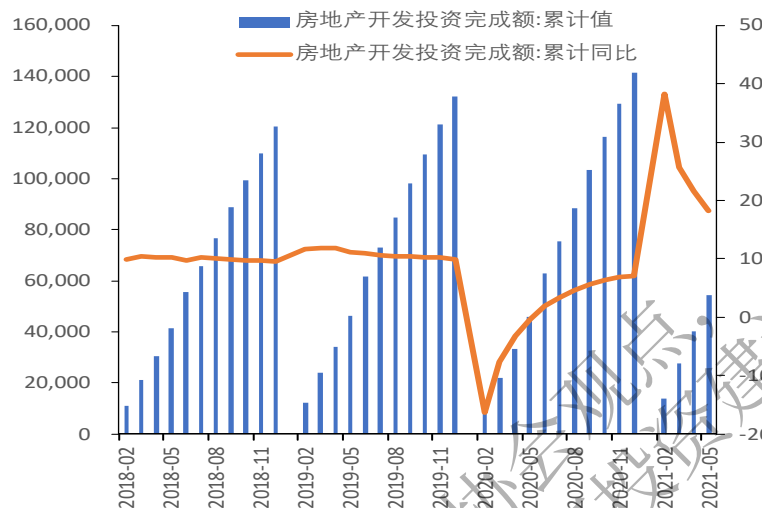


图 4-7 房地产开发投资额

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

家电方面，上半年家电出口数据表现亮眼，同比增速超过 30%，但内需较弱，2021 年 1-5 月空调累计产量为 10175.9 万台，同比增长 33.4%。产业在线数据显示，2021 年 5 月家用空调生产总量 1546.1 万台，同比下滑 4.0%，总出货量是 1588.4 万台，同比下滑 3.3%，其中内销下滑 14.5%，出口增长 15.5%。下半年行业走势出现拐点，下滑更多来自内销。

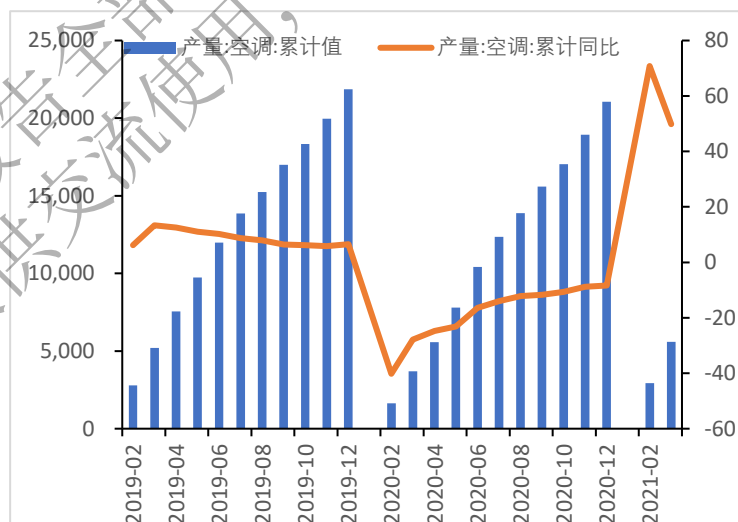


图 4-8 中国空调产量

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

2021 年 1-5 月汽车产量累计增长 38.4%，较 2019 年同期增长 5.6%，5 月中国汽车产销分别为 204.0 万辆和 212.8 万辆，环比下降 8.7%和 5.5%，同比下降 6.8%和 3.1%。不过，与

2019 年同期相比，5 月产销同比分别增长 10.3%和 11.1%。汽车行业仍受“缺芯”问题影响，对产量影响较大，下半年问题将有所缓解。

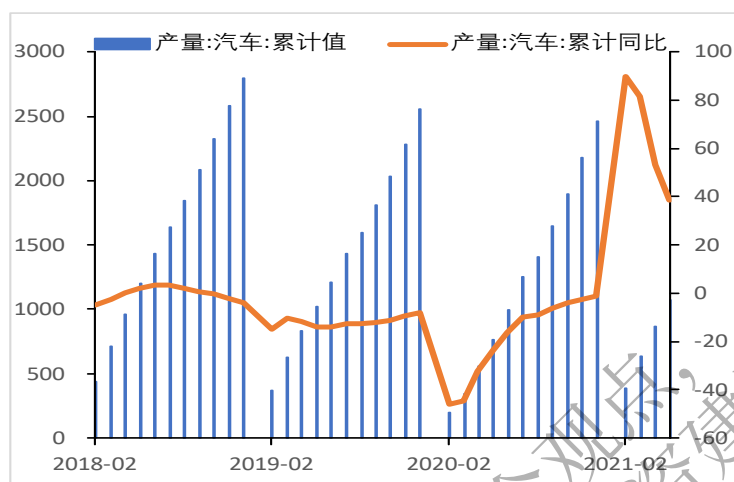


图 4-9 中国汽车销量

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

第五部分 锌供需平衡表预测及解析

一、全球锌供需平衡

表 5-1：国际锌供需平衡（万吨）

日期	精炼锌产量	环比	同比	累计锌产量	精炼锌消费量	累计消费量	供需情况
2020年1月	117.5	-4.25%	4.44%	117.5	113.9	113.9	3.56
2020年2月	109.5	-6.83%	5.44%	227.0	110.2	224.1	-0.7
2020年3月	110.1	0.58%	1.20%	337.1	95.2	319.3	14.88
2020年4月	108.3	-1.63%	-1.54%	445.4	105.3	424.7	2.97
2020年5月	110.1	1.68%	-2.11%	442.3	107.5	532.2	2.59
2020年6月	113.4	2.95%	-1.04%	662.8	113.2	645.3	0.22
2020年7月	113.6	0.18%	-1.23%	769.6	112.4	757.7	1.22
2020年8月	113.5	-0.04%	0.80%	883.7	110.7	868.4	2.85
2020年9月	115.2	1.44%	-1.68%	997.7	111.9	980.2	3.31
2020年10月	119.1	3.45%	1.14%	1118.4	113.9	1094.1	5.29
2020年11月	120.4	1.05%	-0.99%	1238.8	118.6	1212.7	1.77
2020年12月	122.8	2.04%	0.11%	1364.1	119.3	1332.0	3.5
2021年1月	119.0	-3.11%	1.30%	119.0	117.9	1449.9	1.17
2021年2月	114.9	-3.45%	4.96%	216.4	108.4	1558.3	6.54
2021年3月	114.8	-0.08%	4.29%	347.2	114.8	1673.0	0.07
2021年4月	116.3	1.22%	7.31%	463.4	118.9	1791.9	-2.68
2021年E				1380.0		1360.0	20

数据来源：ILZSG 方正中期研究院整理

全球锌供需平衡方面，ILZSG 公布数据显示，4 月全球锌产量 116.2 万吨，同比增加 7.31%，4 月全球消费 118.9 万吨，短缺 26.9 万吨，我们预计在锌矿产出不及预期的情况下精炼锌产量增幅也将减少，预计全年锌供给在 1380 万吨左右，而需求方面，国内需求以企稳为主，海

外需求仍有一定增加，总需求预计在 1360 万吨左右，总体约有 20 万吨左右的过剩量，但由于产业补库等原因很难体现在实际库存中，整体仍然维持紧平衡状态，供给难有大幅过剩的表现。

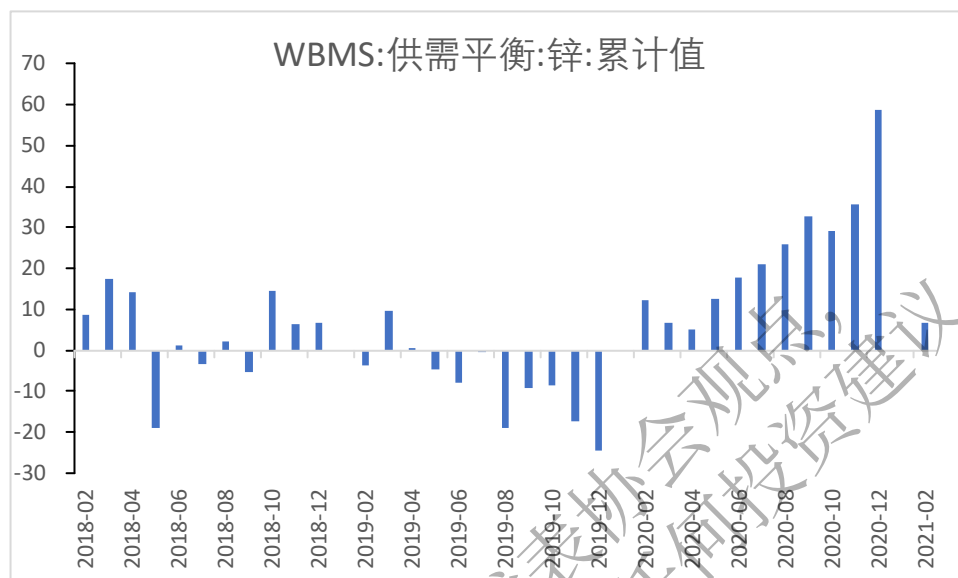


图 5-1 WBMS 供需平衡

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

二、中国锌供需平衡

表 5-2：中国锌供需平衡表预测（万吨）

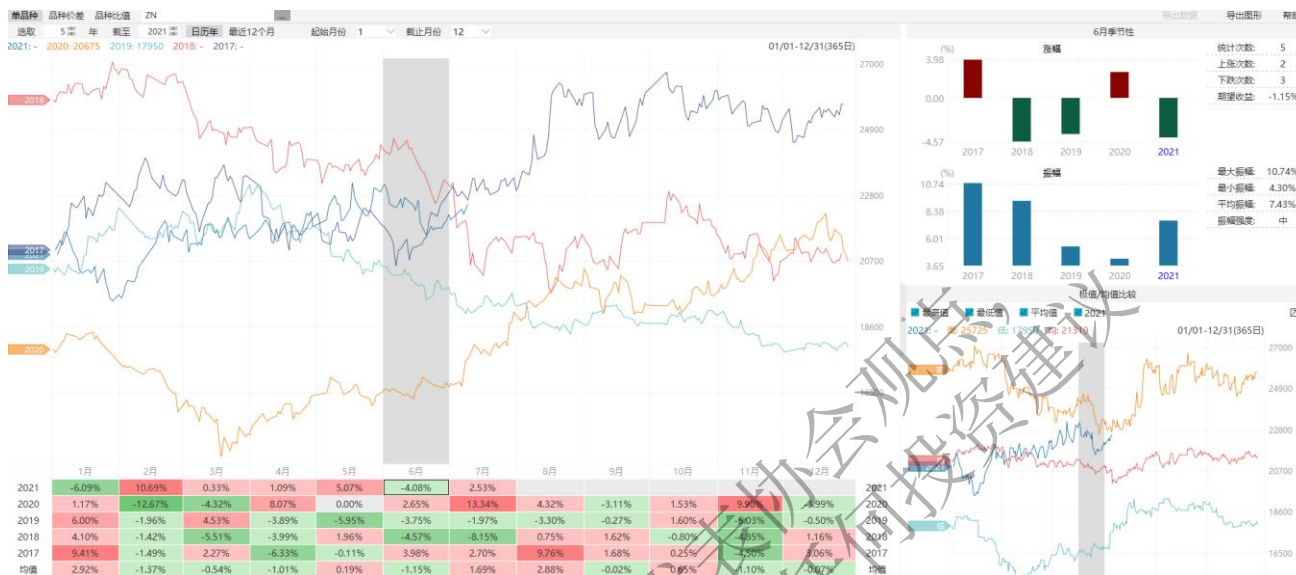
	2017	2018	2019	2020	2021E
产量	614	568	623	631	648（抛储18万吨）
进口	68	72	61	53	50
出口	1.5	1	0.9	0.8	1
库存变化	-0.5	-17.3	2	2.7	3
需求	677	660	665	674	686
供需平衡	6	-36.3	21.9	13.5	16

数据来源：方正中期研究院整理

国内方面，锌矿方面受制于政策影响，国内矿山难有大幅增产，以季节性恢复为主，加工费小幅上行，由于炼厂在下半年干扰下降，随着海外锌矿生产的逐步恢复，开工率将逐步走高，锌锭产量将有消费增长，叠加国储抛售，下半年锌锭供给将趋于宽松，现货紧张局面将明显缓解。需求方面，镀锌板带库存处于高位，加之出口退税降低政策落地，订单全面走弱，压铸合金市场难有大幅反弹，氧化锌市场受轮胎开工不佳影响维持弱势局面，终端需求整体均环比走弱，关注可能增加的基建投资用以对冲经济增速下滑表现，预计 2021 年中国精炼锌供给总量为 702 万吨（含抛储 18 万吨），需求总量为 686 万吨，总体维持过剩局面。

第六部分 季节性及套利分析

一、季节性分析



备注：数据截止7月7日收盘价

图6-1 沪锌月收盘价涨幅

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

从季节性行情来看，我们认为沪锌的上涨行情主要集中在8月、10月和1月，尤其是在下半年行情较为明显，今年上半年市场震荡上行，资金的参与度较低，下半年锌市场可能吸引部分资金的关注，尤其关注特殊月份的表现，季节性更多告诉我们在在这个特殊的月份要着重做多或是做空。

二、套利分析

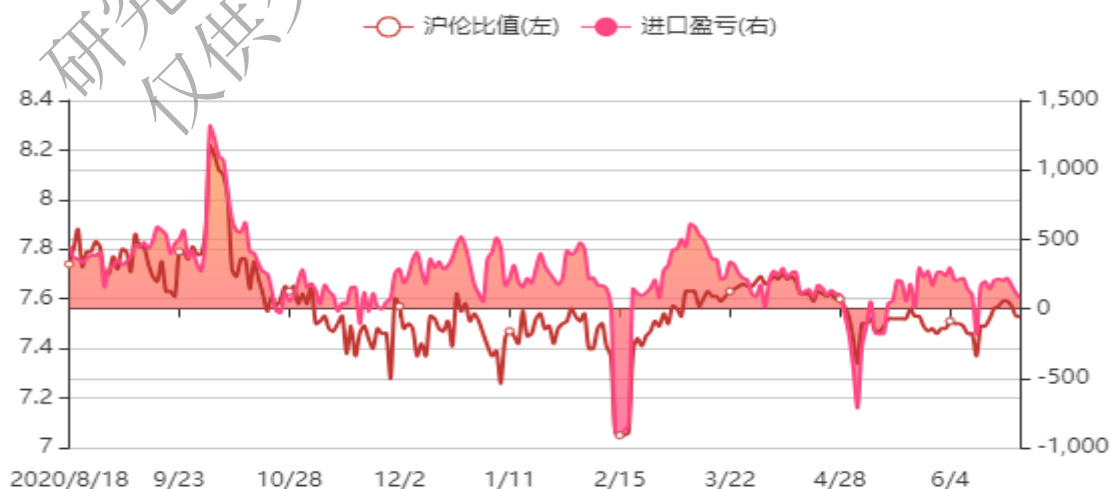


图6-2 锌进口盈亏及沪伦比

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

跨市场方面，从上图可以发现，由于国内锌锭紧张，锌库存处于历史低位，锌进口市场较长时间内处于盈利状态，即使短期亏损也将很快修复，而目前国储将逐步抛售，第一批 3 万吨，在短期内将会打压国内市场，但由于锌的市场结构也向产业集群发展，锌锭实际流通较少，下半年即使国储抛储，但因为是分批投放很难一下子改善现货紧张局面，因此存在内外盘反套的机会，在进口亏损时就可逐步建仓，亏损逐步扩大时可适当加仓。

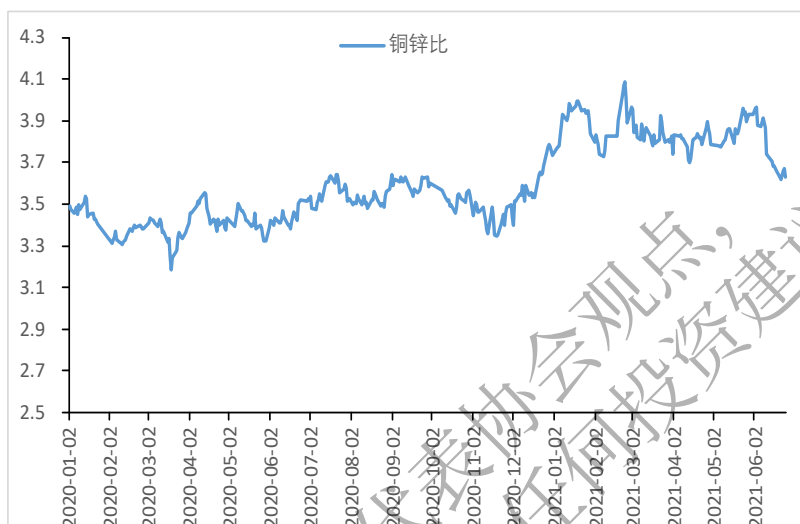


图 6-3 沪锌月收盘价涨幅

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

跨品种方面，铜锌比价已经接近正常区间，基本面驱动方面我们认为下半年铜的波动性大于锌，在三季度可做空铜锌比，四季度尝试做多铜锌比，锌更多的是用以对冲风险考虑，尽量通过铜价的波动赚取利润，原因在于在下半年来联储收紧政策概率较大的情况下，铜受到的影响明显大于锌，而另外一方面，如果市场开始炒作新能源需求，铜的市场关注度也远远超过锌市场，铜价主要受到宏观因素影响和新能源需求驱动，而锌价更多由矿端供给所驱动，因此在锌品种在上有压力下由支撑的局面下更多的用以对冲市场可能的黑天鹅事件。

第七部分 锌期权交易及策略

截至 2021 年 7 月 1 日，今年以来上期所锌期权累计成交量 1950797 手，日均成交量 16532 手，日最高成交量为 46100 手，日最低成交量为 4786 手，日均持仓量为 16213 手。自上市以来，成交量 PCR 历史均值为 0.87，最大值为 2.27，最小值 0.36。持仓量 PCR 历史均值为 1.47，最大值为 1.47，最小值 0.42。

结合上面基本面、宏观面分析，我们认为下半年锌价以高位区间震荡的走势为主，目前现有的锌期权市场的成交量比较小，所以相比于大客户，目前场内期权更多是投机户或者极小的产业客户在做，通过行情分析整体的思路以卖权为主，技术面的重要压力位/支撑位可能都是卖权点位，卖权一般以持有到期为主。

不同的需求有不同的卖期权思路卖权，以投机为主建议在强压力位的卖权，赚取期权费，尤其是急涨/急跌的强压力强支撑的瞬间卖权会带来很丰厚的利润。产业客户可用来降低库存和买入成本，如企业希望买入一批锌锭，但当前价格过高，即可可以考虑卖出合适位置的看跌期权，价格回归可换成在期货市场建立虚拟库存，价格走高则可获得权利金。

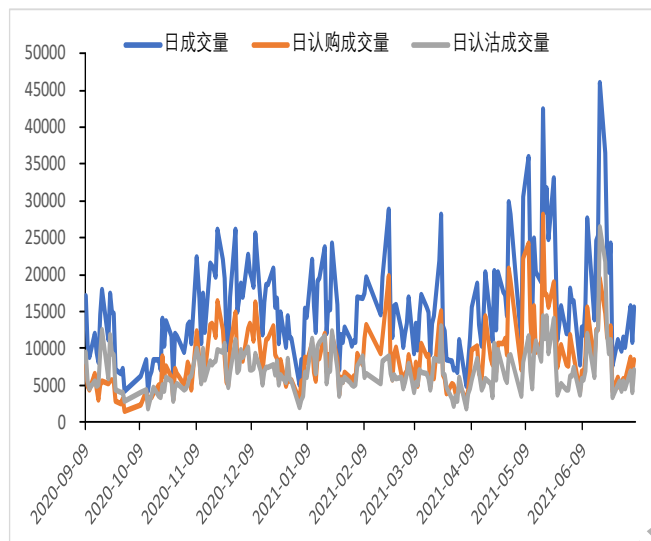


图 7-1 锌期权成交量

数据来源：Wind、方正中期研究院

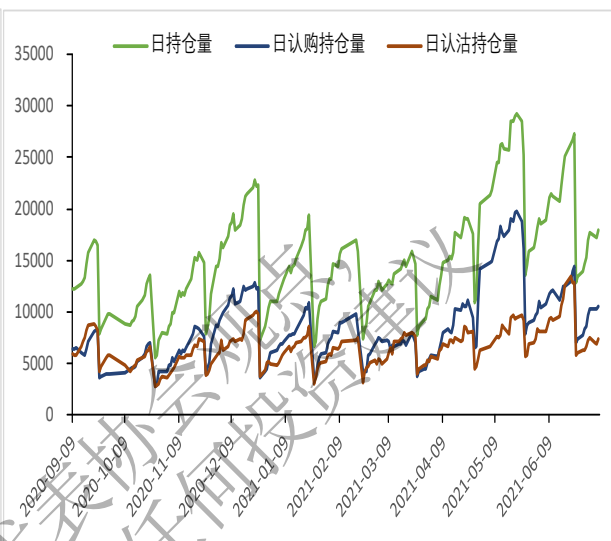


图 7-2 锌期权持仓量

数据来源：Wind、方正中期研究院

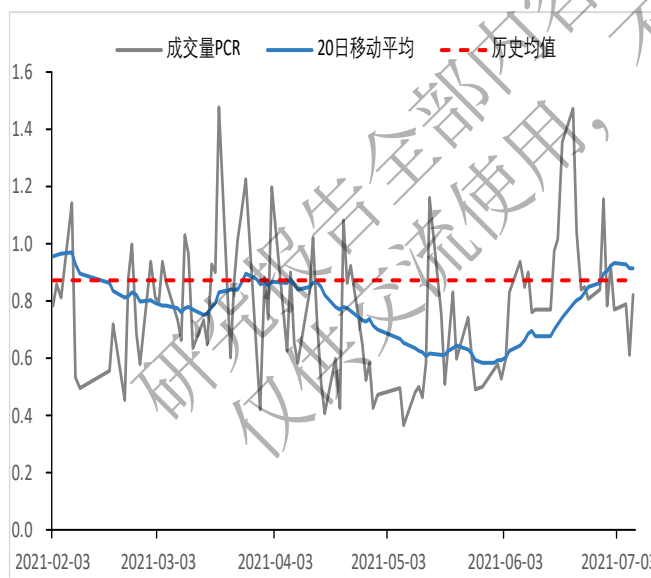


图 7-3 锌期权成交量 PCR

数据来源：Wind、方正中期研究院

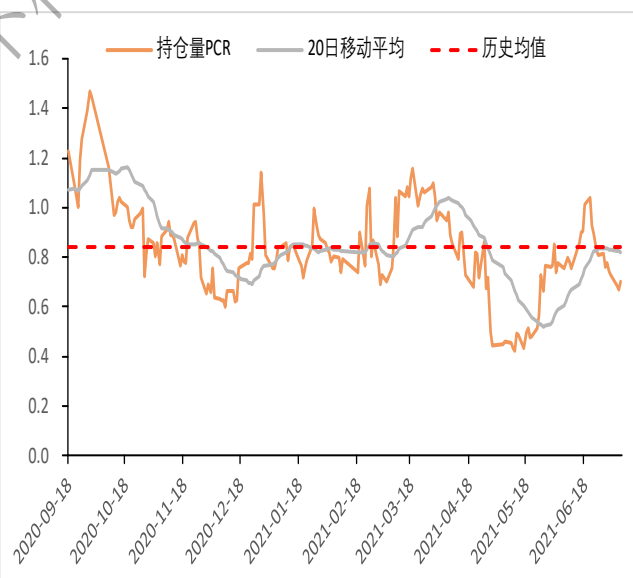


图 7-4 锌期权持仓量 PCR

数据来源：Wind、方正中期研究院

第八部分 技术分析

从 LME 周线级别的角度来看，锌价今年以来以震荡偏强走势运行，仍处在上行的趋势通道区间内，并未跌破通道支撑，下方第一支撑位在 2800 美元/吨，第二支撑位在 2500 美元/吨附近，上方 3075 美元/吨附近的阻力位较强。

从沪锌主力周线级别的走势来看，第一支撑位在 21000 元/吨附近，第二支撑位在 19000 元/吨附近，下半年仍以区间内宽幅震荡为主



图 8-1 伦锌周线

数据来源：博易大师、方正中期研究院

第九部分 结论及操作建议

上半年锌价震荡上行，价格重心走高，影响锌价的主要因素是锌矿供给和下游需求的错配，锌矿恢复不及预期、而全球经济持续回暖，流动性宽松和“碳中和”“碳排放”政策对锌价的影响相对较弱，对于下半年，我们认为锌价走势仍受锌矿供需平衡、宏观流动性和需求恢复情况所主导，下半年以高位区间震荡的走势为主，主要原因在于：

- 1) 宏观方面，海外经济持续复苏，国内经济增长边际放缓，下滑速度可能超出预期，随着美国经济的进一步复苏，美联储货币政策大概率在下半年收紧，6 月美联储已经超出市场预期向市场传递收紧信号，美元指数实现筑底反弹，宏观情绪相对承压，但锌市场受流动性影响相对较弱；
- 2) 供给方面，尽管锌矿远期仍然趋于过剩，但我们预计今年下半年锌矿生产难有大规模的恢复，锌矿加工费小幅回升，整体仍然维持紧平衡状态，海外锌矿主产国受到

疫情的较大困扰，而我国锌矿供给弹性不足，全球锌矿供给大幅过剩的预期在今年难以实现，国储抛售基本弥补了国内炼厂受到干扰的锌锭产量；

- 3) 需求方面，下半年国内消费难有两点，锌加工端库存维持在高位，终端需求疲软，国内家电出口回落，基建投资减少，房地产市场受到政策压制，仅维持刚需支撑，汽车市场仍受“缺芯”问题影响，海外需求继续边际走高，但幅度或有下降，美国房地产市场环比走低，欧洲在开放之后疫情影响可能加大，整体需求以刚需恢复为主；
- 4) 库存方面，国内库存受到抛储影响或小幅增加，海外库存高位温和去化，难以提供较大推力；

综合来看，下半年锌价将呈现上有压力下有支撑的局面，价格以宽幅震荡走势为主，伦锌价格区间在 2700-3300 美元/吨，沪锌价格区间在 19000-24000 元/吨，价格重心在 21500 元/吨左右，建议在靠近区间上沿时布局空单，下游加工企业在区间低位时买入套保，期权方面，建议在主要支撑位/压力位卖出相应的看跌或看涨期权。

研究报告全部内容不代表任何投资建议，
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

附录 锌相关股票

证券简称	证券代码	最新价格	今年涨跌幅
中金岭南	000060. SZ	4.52	-4.64%
盛达资源	000603. SZ	12.59	-20.92%
锌业股份	000751. SZ	3.23	-9.01%
罗平锌电	002114. SZ	6.38	-21.33%
宏达股份	600331. SH	2.04	-7.69%
驰宏锌锗	600497. SH	4.31	-9.26%
株冶集团	600961. SH	6.06	-16.76%
西部矿业	601168. SH	12.35	-3.63%
紫金矿业	601899. SH	10.04	4.31%

备注：数据截止 2021 年 6 月 30 日

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦7C	
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦11层	
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东一路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东南路360号2307室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花梓年喜年中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路二段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区中华大街89号大连友谊时代广场B座1105室	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市市南区香港中路61号阳光大厦21楼EH单元	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号909室、906室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
上海南京北路营业部	上海市浦东新区南京北路429号1703	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	南京市秦淮区洪武路359号1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
广州营业部	广州市天河区林和西路3-15号35层07,35层08,35层09	020-38783861
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有 限责任公司	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦24楼	021-20778922

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。

研究报告全部内容不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议