

短期强势美元压制铜价，中长期新能源支撑铜需求

——2022年下半年铜投资策略展望

分析师：李 野（F0285557，Z0002369）

2022. 6. 24

品种：铜

短期强势美元压制铜价，中长期新能源支撑铜需求

——2022年下半年铜投资策略展望

- 主要驱动因素：美元加息将是贯穿今年全年的主要宏观风险因素。精矿供应持续改善，关注今年国内逆周期调节以及下游各行业需求，尤其是新能源领域的变化。
- 供求角度：精矿供应持续稳定增加，彭博预计全球新增矿产量60万吨。国内下游基建投资有望延续高增长，尤其是光电和风电，并有望弥补地产行业的下行，新能源电源建设、新能源汽车渗透率、充电桩产量对铜需求贡献将愈发明显。
- 预计价格主要运行区间：LME铜7900-11500美元，上期所铜60000-85000元。

国内铜价走势回顾

上期所铜活跃合约连续图（元/吨）

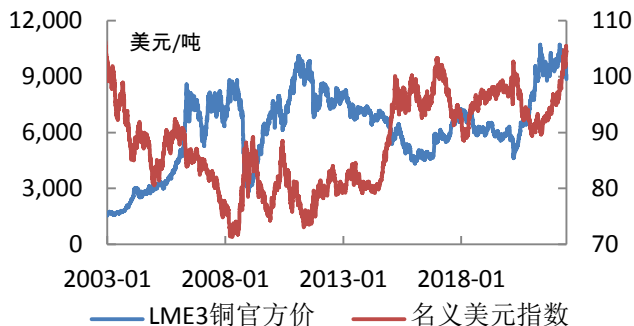


- 铜价走势总结：去年四季度，LME出现挤仓现象，现货升水创出历史高位1103.5美元；临近年底，全球低库存与市场对未来需求疲弱的预期相抵，达到阶段性平衡。今年年初以来供应稳定增加，而需求受疫情、俄乌战事和美元走强影响，铜价呈现冲高回落的走势。虽然二季度末国内疫情有所缓解，但需求恢复不如预期，在供求差异不明显的背景下，强势美元成为价格主要驱动因素。

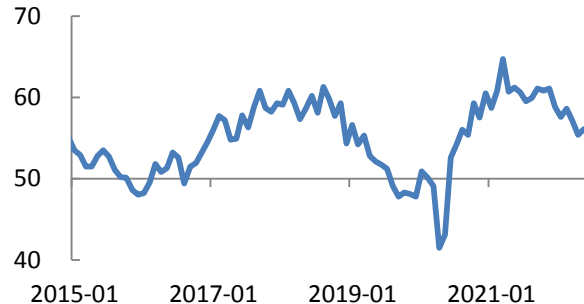
美元持续走强

- 由于美国5月份CPI达到了8.6%的高位，美联储加快了加息步伐。
- 6月份美联储议息会议加息75个基点，市场预期年内余下的4次美联储议息会议均会宣布加息。下半年美元有望延续强势。
- 美元加息将是贯穿今年的主要宏观风险因素，强势美元不利于铜价。

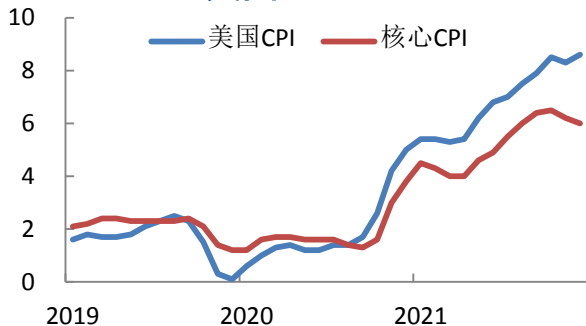
美元指数与铜价（美元/吨）



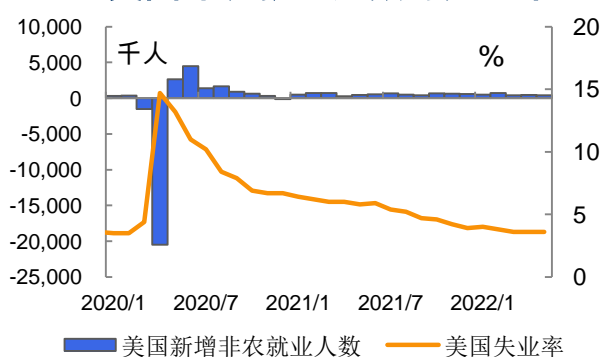
美国采购经理人指数（PMI）



美国CPI（%）



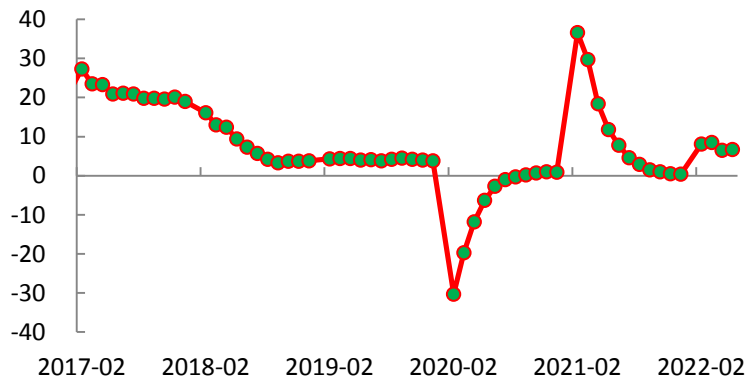
美国非农就业人数与失业率



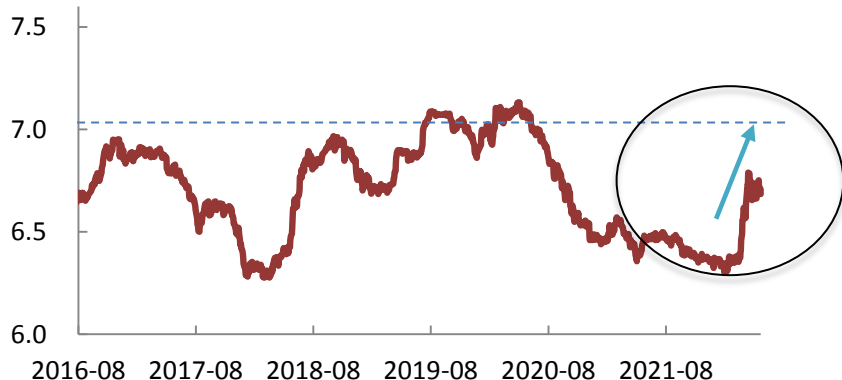
国内基建投资加快符合预期，人民币持续贬值

- 今年受地产行业下滑和疫情影响，经济下行压力增大，市场普遍预期将会增加基建投资。有机构预测，如果完成年度5%的GDP增速，基建增速需要达到8%以上。
- 前五个月国内基建投资为8%，符合市场预期。下半年基建投资有望延续高增速。
- 受美元持续走强影响，二季度人民币汇率由6.3持续贬值至目前的6.7附近。下半年在预计美联储持续加息的情况下，人民币汇率可能持续走弱。
- 二季度人民币汇率贬值相对于提高进口成本3000-3500元/吨

中国基建投资累计同比（不含电力，%）



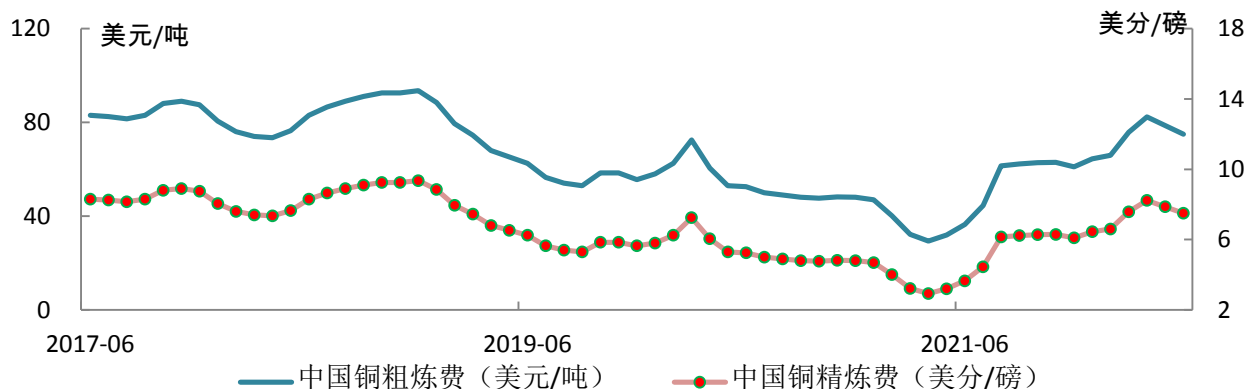
人民币兑美元汇率（¥/\$）



铜精矿供应总体稳定向好

- 目前现货精矿加工费为75美元，明显好于去年的20-40美元。近阶段现货精矿稍有回落，主要受矿山中断事件影响。
- 据报道，Antofagasta与日本冶炼厂就今年下半年以及明年上半年铜精矿长单加工费达成一致，谈判确定的TC/RC为75.0美元/吨及7.5美分/磅。
- 据彭博统计数据显示今年新增精矿供应量为60万吨左右，低于年初预期。

中国月度铜矿加工费（美元/吨，美分/磅）



全球新增铜矿山项目及数量

全球新增铜矿山项目及数量（单位：千吨）

所属洲/国家	矿山项目	2021年	2022年	2023年	2024年
Africa	Kakula - Kansoko - Kamoa	50	80	155	100
Africa	Kipushi Mill	5	5	0	0
Africa	Platreef Project (Contains Flatreef Deposit)	0	2	0	0
Asia	BKM Deposit	12	15	0	0
Asia	Chengmenshan	5	5	0	0
Asia	Grasberg Block Cave	-10	-310	135	0
Asia	Huogeqi	3	0	0	0
Asia	Oyu Tolgoi Expansion	15	25	45	60
Asia	Yandera Project	0	62	0	0
Australia	Carrapateena	13.75	35	0	0
Australia	Olympic Dam Expansion	0	35	45	55
Central/South America	Cobre Panama	50	30	0	0
Central/South America	El Pilar	12	0	0	0
Central/South America	Mirador	25	17	0	0
Chile	Centinela Second Concentrator	70	50	0	0
Chile	Chuquicamata Underground	52.4	52.4	0	0
Chile	El Teniente New Mine Level	0	0	125	150
Chile	Puquios	10	5	0	0
Chile	Quebrada Blanca Phase II	75	60	140	0
Chile	Salvador Inca	55	0	0	0
Chile	Spence Growth Operation	92.5	92.5	0	0
North America	Casino	55	20	0	0
North America	Florence	10	16	0	0
North America	Northmet	20	13	0	0
North America	Rosemont	0	60	65	0
Peru	Mina Justa	50	40	0	0
Peru	Quellaveco	78.75	157.5	0	0
Peru	Tia Maria	60	40	0	0
合计（千吨）			607	710	365

未来新增精炼产能大于粗炼产能

- 据SMM统计，2022年计划新增冶炼产能约为68万吨。新增精炼产能88万吨，最大新建冶炼产能是大冶有色40万吨冶炼项目。
- “双碳政策”使得市场预期国内冶炼产能未来增速将大概率放缓。

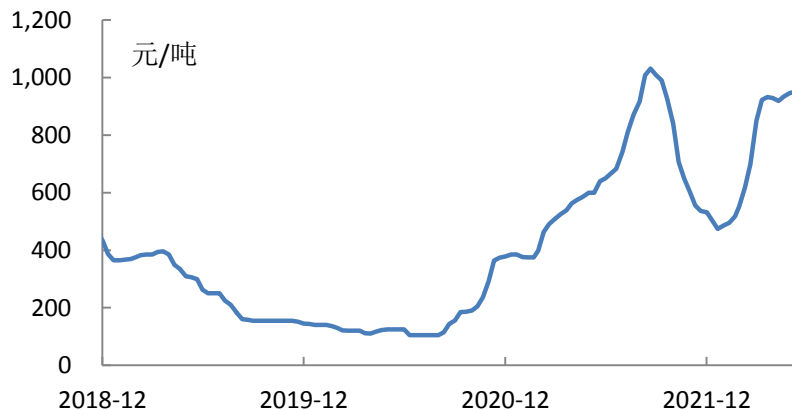
中国新增铜冶炼产能（万吨）

公司名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	使用原料	投产年月
紫金铜业	0	10	铜精矿	2021Q1
江铜宏源铜业	0	10	阳极铜	2021Q1
江西汇盈环保	0	12	废铜/阳极铜	2021Q4
合计	0	32		
包头华鼎铜业	0	7	铜精矿	2022
大冶有色	40	40	铜精矿	2022Q3
铜陵有色	8	8	铜精矿	2022Q4
江铜富冶和鼎铜业	0	15	阳极铜	2022Q4
中条山有色集团	18	18	铜精矿	2022Q3
合计	68	88		

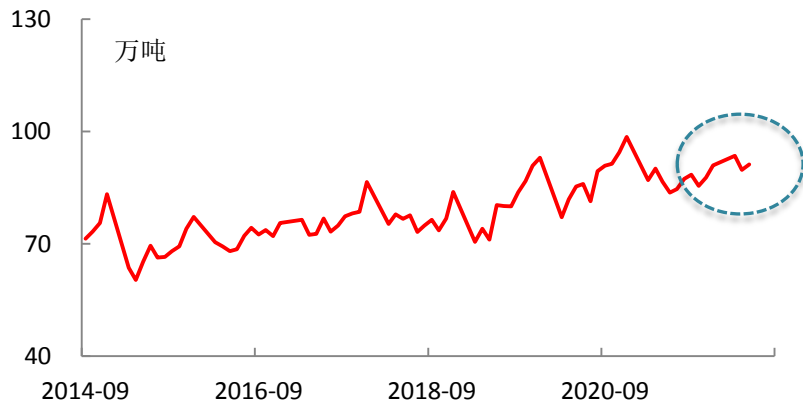
贸易升水明显回升，产量稳定增长

- 贸易升水在一季度曾达到了历史低位10美元，二季度回升至76美元。
- 国内5月精炼铜产量为91.2万吨，同比增加4.7%。1-5月精炼铜产量累计为440万吨，同比增加3.2%。由于铜精矿供应持续稳定增长，预计今年精铜产量同样有望维持稳定增长。
- 另外硫酸价格再次回升，对冶炼利润贡献较大。

国内98%硫酸市场价格（元/吨）



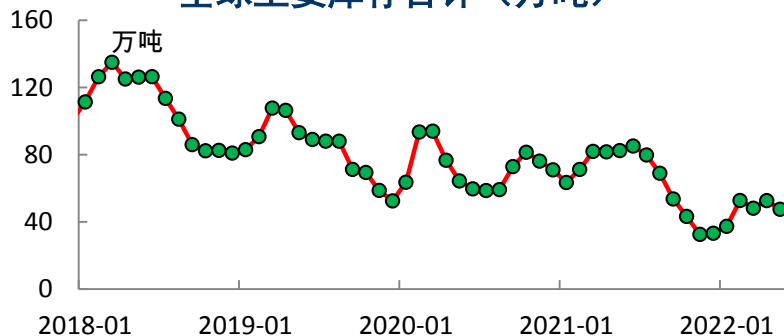
中国精炼铜产量（万吨）



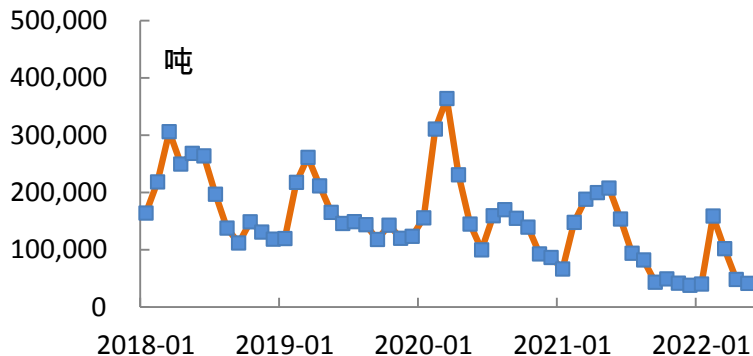
全球库存变动较小，国内仓单重复质押引关注

- 目前全球主要交易所加上海保税库库存为44万吨，较一季度的38万吨略有回升。
- 目前上期所库存为5.5万吨，较一季度明显回落。
- 近期国内仓单重复质押引发市场担忧，经整顿后，由库存数据前后变化来看，影响有限。

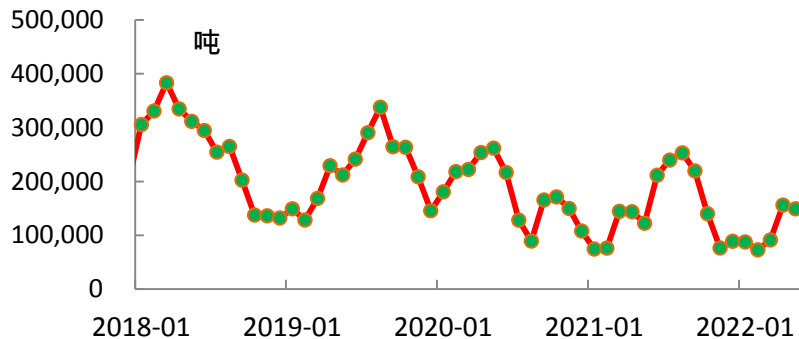
全球主要库存合计（万吨）



上期所库存（吨）



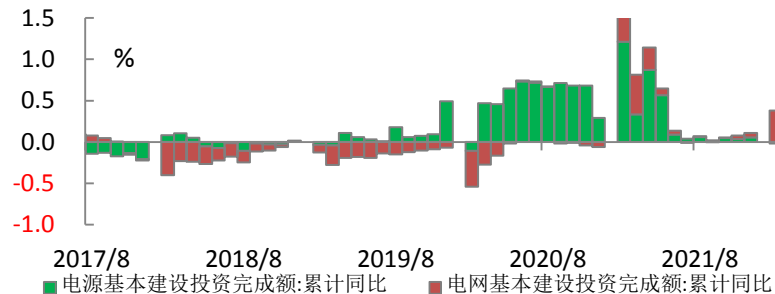
伦铜库存（吨）



电力：国内清洁能源投资大幅增长

- 为改善能源结构和稳定经济增长，在“碳达峰、碳中和”的背景下，清洁电力（水电、风电、太阳能）成为战略抓手。
- 如果以风电需铜量0.9万吨/GW和光电0.45万吨/GW测算，以及风电和光电增速分别为40%和100%来测算，两项合计今年铜需求量预计增加44万吨。

电源基本建设投资完成额同比（%）



电源铜需求增量测算（万吨, 万千瓦, %）

新增发电量（万千瓦）	水电	火电	核电	风电	光电	附注
2022年前5个月	711	978	116	1,082	2,371	注：风电0.9万吨/GW；光电0.45万吨/GW
2021年前5个月	367	1,484	115	779	991	
增速	93.7%	-34.1%	0.9%	38.9%	139.3%	
折合年铜需求增量（万吨）	三项合并基本相抵			19.3	24.7	

国内充电桩需求增量测算（万吨, 万千瓦, %）

截止年月	保有量	较年初增量	耗铜增量（万吨）	预计年底保有量（个）	折合年增量（个）	折合年耗铜增量（万吨）	附注
2022年4月份	1,332,211	185,255	0.2100	1,759,906	612,950	1.9946	直流和交流分别占比11%和89%，耗铜分别70公斤和4公斤
2021年4月份	868,221	60,823	0.0689	1,146,956		0.3810	

交通设备：新能源汽车渗透率延续提高

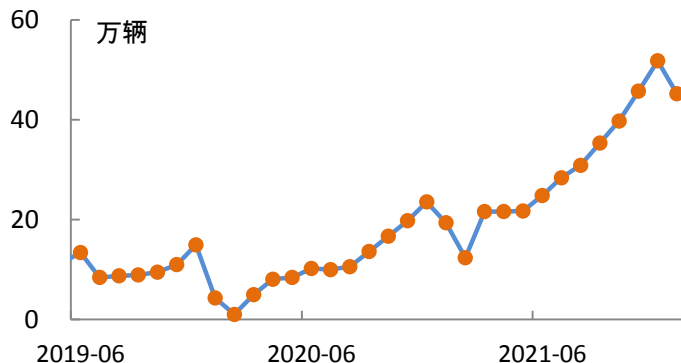
国内新能源汽车铜需求增量测算（万辆、万吨）

	纯电动 (83KG/辆)	插电混合动力 (60KG/辆)	普通混合动力 (38KG/辆)	传统燃油车 (23KG/辆)	1-5月份合 计	1-5月份新 能源占比	折合年产量	附注
2022年前5个月	1,542,816	425,603	286,666	7,353,489	9,608,574	23.5%	25,308,987	预计2022年全年产量与去年下降3%，前5个月下降9.58%。全年新能源汽车产量占比提高30%。
耗铜量 (万吨)	12.805	2.554	1.089	16.178	32.63		96.13	
2021年前5个月	766,812	147,552	190,830	9,521,641	10,626,835	15.1%	26,057,244	
耗铜量 (万吨)	6.365	0.885	0.725	20.948	28.92		79.54	
耗铜增量 (万吨)					3.70		16.59	

假设：1、今年年底前纯电动、插电混动和普通混动相对占比不变；2、下半年疫情影响消除、产量明显恢复，全年产量同比下降3%，3、全年新能源汽车产量占比为30%。

- 尽管今年前5个月汽车产销受到疫情影响，但由于新能源车单位需铜量高于传统燃油车，以及新能源汽车渗透率的提高，前五个月汽车对铜需求不仅没有因产量下降而下降，相反却出现了3.7万吨的正增长。
- 如果下半年汽车产销报复性增长，在假设全年产量同比负3%增长的情况下，预计汽车需铜增量16.6万吨。

新能源汽车产量（万辆）



资料来源：Bloomberg, Wind, 申万期货研究所

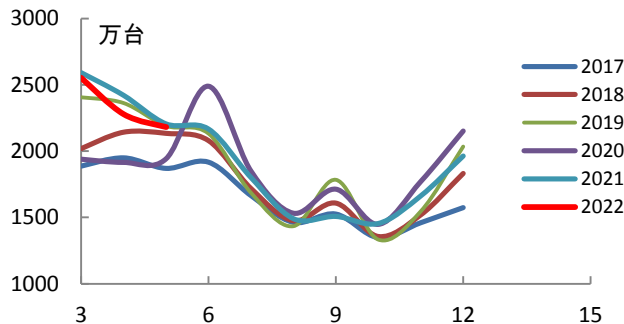
家电：总体下降，空调产量持平

■ 2022年5月中国空调产量2182.9万台，同比增长0.1%；1-5月累计产量9933.5万台，同比下降0.8%。

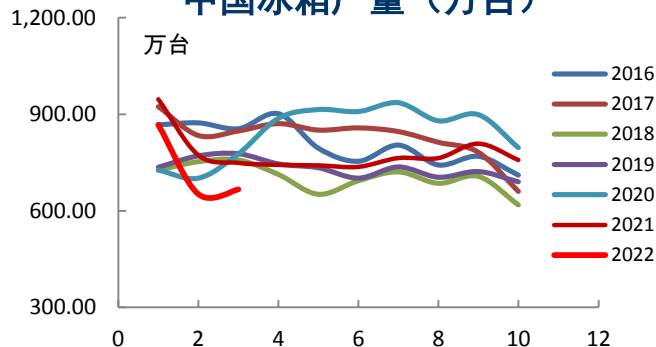
■ 5月全国冰箱产量667万台，同比下降11.5%；1-5月累计产量3401万台，同比下降8.1%。

■ 长期来看，汽车行业铜需求占比可能超过家电行业。

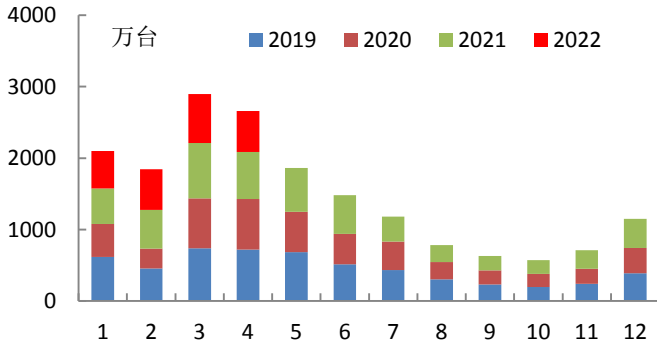
中国空调产量（万台）



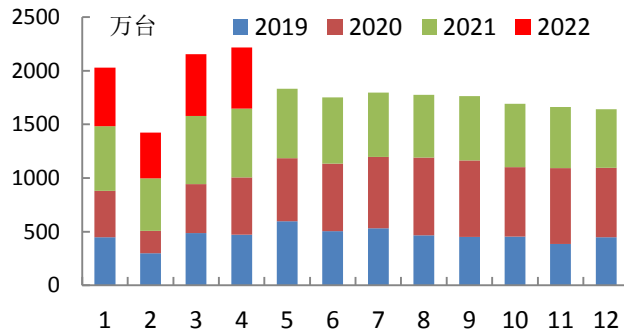
中国冰箱产量（万台）



中国空调出口（万台）



中国冰箱出口（万台）



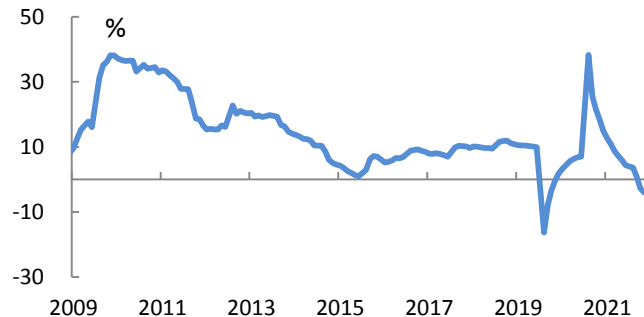
地产：延续负增长；电子通信：延续稳定

- 今年前5月份竣工面积、施工面积、开工面积均为负增长。这给国内经济增长造成压力。
- 近期国内各地出台了诸多房地产扶持政策，下半年有望触底反弹。
- 由于通讯基础设施产量增加，通讯电子行业有望总体稳定向好。

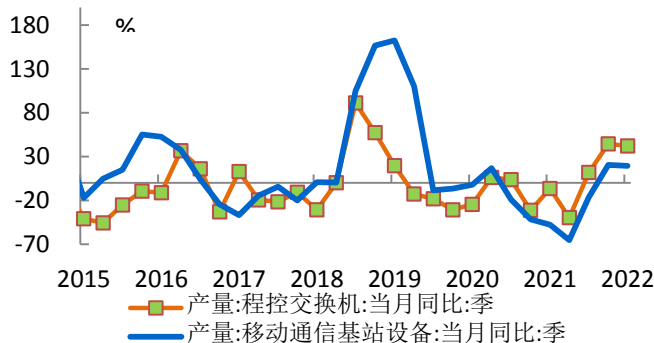
房屋竣工面积同比 (%)



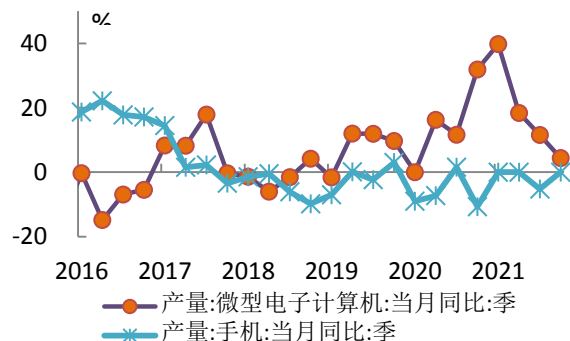
房地产投资累计同比 (%)



主要电子通信设备产量1 (%)



主要电子通信设备产量2 (%)



资料来源: Wind, 申万期货研究所

预期2022年供求缺口25万吨

- 供应：随着疫情的稳定，矿供应将延续增长，预计新增精矿产量60万吨，增速为3%。
- 需求：下半年疫情影响结束，中国清洁能源投资有望稳定增长，并与新能源汽车有望共同带动铜需求增加；家电和通讯行业有望表现稳定，地产行业可能延续疲弱。
- 供求差异：预计2022年供求缺口25万吨。

全球精铜供求平衡表（万吨，%）

下游行业	国内需求占比	2022年1-5月份	对国内总需求贡献（1-5月份）	2022年国内铜需求预计（全年）	对国内总铜需求贡献（全年）	境外需求与矿供应不同情况下	全球其它地区消费预计增速（占45%）	预计全球消费增速	2021年铜产量（万吨）	2022年新增矿供应（万吨）	供应增速	主观观点
电力	46.0%	4.9%	2.1%	6.5%	3.0%		2.0%	3.7%	2067.6	50	2.4%	供求差异1.2%，约为25万吨缺口
家电	14.6%	-0.7%	-0.1%	0.0%	0.0%							
交通运输	11.0%	-9.6%	1.4%	20.7%	2.3%		3.0%	4.1%		60	2.9%	
建筑	9.4%	-15.3%	-1.4%	-7.0%	-0.7%		4.0%	4.6%		70	3.4%	
电子设备	7.5%	0.0%	0.0%	2.0%	0.2%		5.0%	5.0%		80	3.9%	
其它	11.5%	2.0%	0.2%	2.0%	0.2%							
国内需求增速			2.2%		5.0%							

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 美元加息仍将是贯穿今年全年的主要宏观风险因素，强势美元不利于铜价。
2. 随着疫情的稳定，矿供应将延续增长，预计新增精矿产量60万吨，增速为3%。
3. 下半年疫情影响结束，中国清洁能源投资有望稳定增长，并与新能源汽车有望共同带动铜需求增加；家电和通讯行业有望表现稳定，地产行业可能延续疲弱。
4. 预计2022年供求缺口25万吨。

■ 宏观关注：

中国宏观经济数据
全球疫情变化
美国利率变化
美元指数变化
人民币汇率及利率

■ 供应关注：

全球铜精矿干扰率
中国精铜、废铜进口
数量
中国新增产能进展

■ 需求关注：

国内电源投资
国内房地产
家电产量
新能源汽车产量

■ 库存：

上期所库存变化
上海保税库存变化

2022年下半年铜期货操作建议

波段操作

- ❖ 如果下半年铜价达到61000-62000元，建议买入，目标区间70000-71000元；

套利操作

- ❖ 跨市套利持续跟踪进口套利空间，择机操作，关注人民币汇率变化。
- ❖ 跟踪期现价差，择机操作。

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的买入套期保值。



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

供需双弱，静待需求转暖

——2022年下半年锌投资策略展望

分析师：李 野（F0285557，Z0002369）

2022. 6. 24

品种： 锌

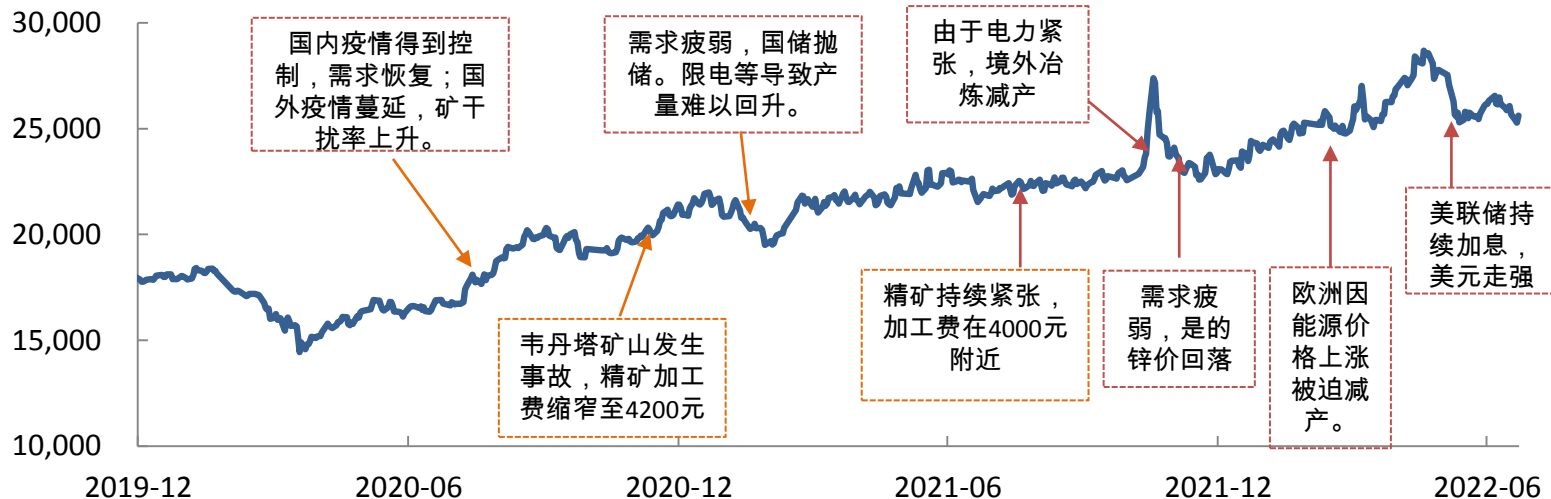
供需双弱，静待需求转暖

——2022年下半年锌投资策略展望

- 主要驱动因素：境外供应缩减，国内供应稳定。需求增长有限，低库存支撑锌价。
- 供求角度：欧洲锌冶炼企业因能源价格大幅上涨而减产或者停产，境外供应出现缩减。国内冶炼生产稳定。预计下半年国内基建持续正增长，汽车产销有望回升并大部分弥补上半年的下滑，家电可能小幅负增长，地产有望企稳，下游对锌需求大概率持平。
- 预计价格主要运行区间：LME锌3100-4200美元，上期所锌22000-30000元。

国内锌价走势回顾

锌活跃合约连续图（元/吨）

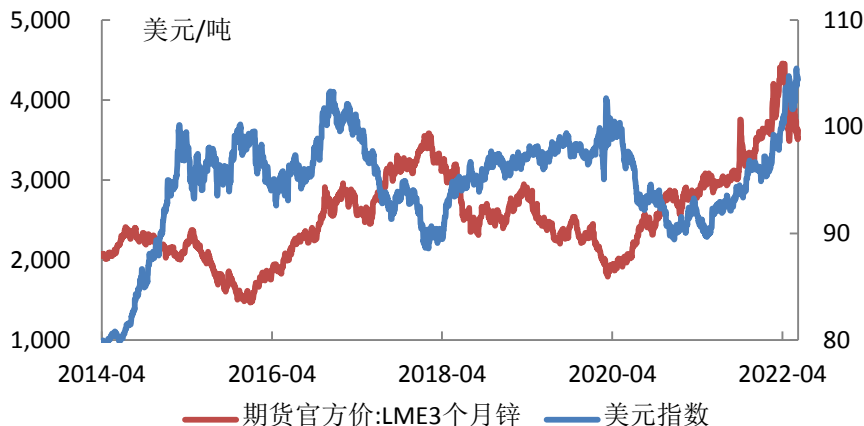


- 锌价走势总结：去年四季度由于全球能源价格上涨，境外冶炼企业出现减产，拉升锌价短暂上涨，但由于需求疲弱，供求差异不明显，锌价再次回落生产成本附近。今年一季度由于俄乌爆发冲突，能源价格再次上涨，欧洲锌冶炼企业再次面临成本提升而减产的压力。二季度由于美国通胀高企，美联储持续加息，叠加国内疫情，锌价明显回落。

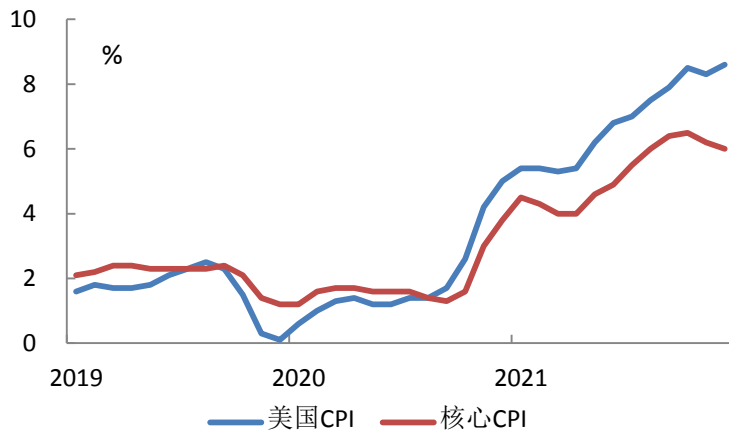
美元持续走强

- 由于美国5月份CPI达到了8.6%的高位，美联储加快了加息步伐。
- 6月份美联储议息会议加息75个基点，市场预期年内余下的4次美联储议息会议均会宣布加息。下半年美元有望延续强势。
- 美元加息将是贯穿今年的主要宏观风险因素，强势美元不利于锌价。

美元指数与锌价（美元/吨）



美国CPI (%)



未来新增矿山项目

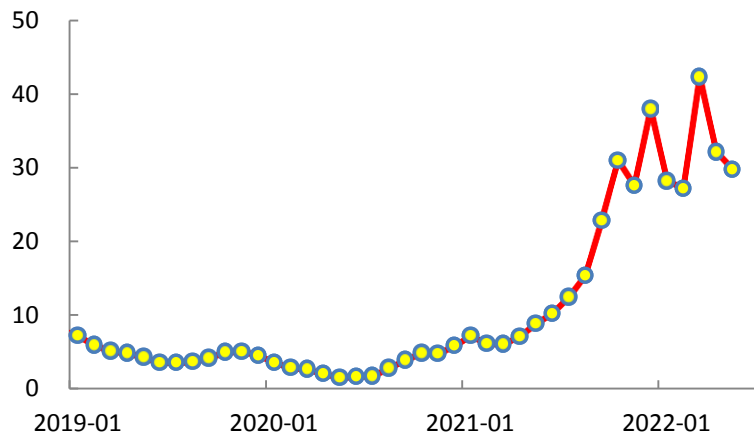
2021-2024年新增矿山产能统计（千吨）

国家	矿山项目(单位：千吨)	2020	2021	2022	2023	2024
Algeria	Tala Hamza	50	150	175	175	175
Australia	Century Tailings	273	273	273	273	273
Australia	Dugald River	170	170	170	170	170
Australia	Mungana King Vol Project	50	50	50	50	50
Australia	Sulphur Springs Copper Zinc Project	32	32	32	32	32
Burkina Faso	Perkoa	58.256				
Canada	Middle Tennessee	50	50	50	50	50
Canada	Myra Falls	30	30	30	30	30
Cuba	Castellanos Project	100	100	100	100	100
Eritrea	Asmara Project		60	120	120	120
Eritrea	Bisha Expansion	100	100	100	100	100
Greenland	Citronen	0	50	100	150	150
India	Rampura Agucha	120	170	200	200	200
Iran	Mehdiabad Expansion	200	200	350	500	700
Kazakhstan	Shalkiya	120	160	160	160	160
Mexico	Rey de plata	24	36	36	36	36
Peru	Santander	24.7	24.7	24.7	24.7	24.7
Portugal	Neves Corvo Expansion (ZEP)	70	70	70	70	70
South Africa	Gamsberg (Phase 1)	250	250	250	250	250
Sweden	Zinkgruvan Expansion	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25
USA	Empire State Mine	24	36	36	36	36
	增量（千吨）		266	315	200	200
		1754	2020	2335	2535	2735

欧洲锌冶炼企业减产尚未恢复

- 欧洲锌冶炼企业受到能用价格上涨的压力，嘉能可和NYSTAR先后先后宣布旗下的企业减产或者停产。至今尚未见到恢复的信息。
- 由世界银行数据显示，今年欧洲天然气价格相较于去年的价格上涨了10-14倍。
- 欧洲电力大多来自天然气和燃油，欧洲能源价格上涨，极大的增加了欧洲锌冶炼企业成本。

欧洲天然气价格（美元/百万英热单位）



欧洲受影响锌冶炼企业（万吨）

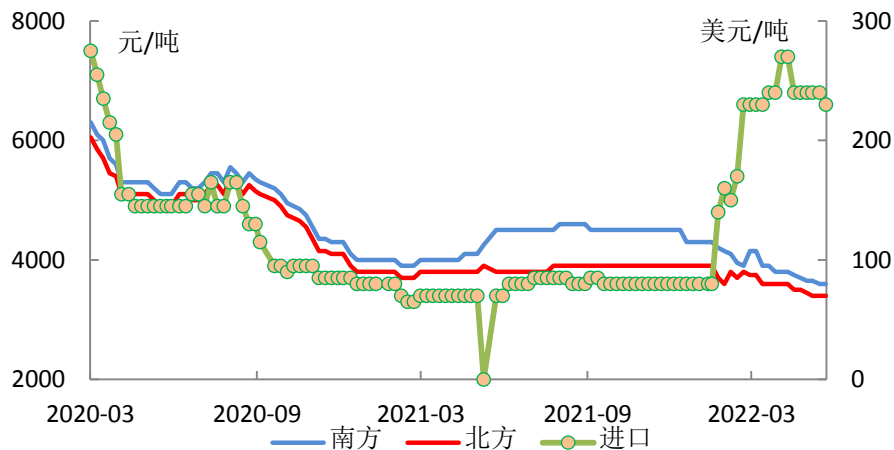
企业	国家	炼厂	产能（万吨）	减产、停产
NYSTAR	比利时	Balen	26	已经减产
	法国	Auby	16	已经停产
	荷兰	Budel	30	已经减产
嘉能可	西班牙	San Juan De Nieva	46	已经减产
	意大利	Portovesme	24	10 万吨产能停产
	德国	Nordenham	5	已经减产
	英国	Northfleet	5	未见报道
Boliden	芬兰	Kokkola	30	未见报道
	挪威	Odda	20	未见报道
Teck	英国	Trail	30	未见报道

资料来源：Wind、新闻整理，SMM, 申万期货研究所

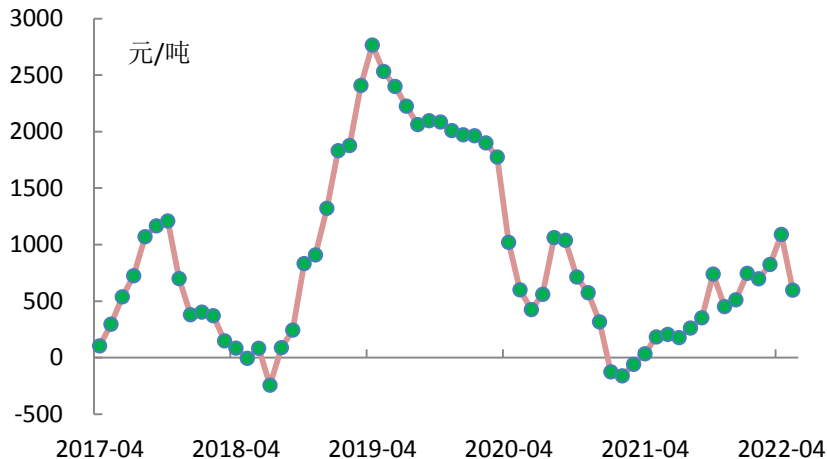
进口精矿加工费明显增加，国产矿总体稳定

- 由于欧洲减产，导致境外矿流入国内，进口加工费由80美元攀升至目前的230美元。
- 国产矿供应延续稳定状态，国产矿加工费也表现稳定，维持在3700-4000元/吨。
- 由于硫酸价格处于高位，增加了冶炼企业生产利润。

国产及进口锌精矿加工费（元/吨）



国内锌冶炼毛利估算（元/吨）



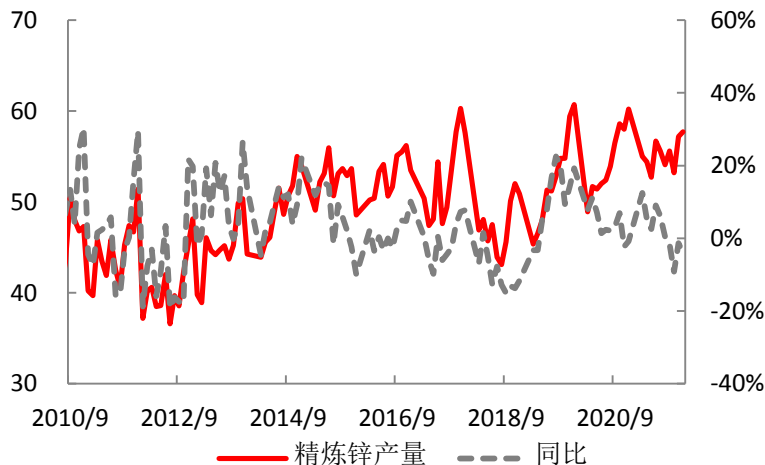
前五个月国内锌产量轻微下降，环比略有恢复

- 2022年1-5月全国锌产量为272.1万吨，累计同比下降0.9%，较一季度略有改善。产量下降主要受冶炼企业检修增加等因素影响。
- 尽管精矿加工费在冶炼成本附近，2022年国内仍计划有70万吨新增产能，但目前低迷的精矿加工费可能促使产出放缓。

中国锌新增产能（万吨）

企业名称	新产能（万吨）	投产时间	备注
西南能矿	8	2022	计划投产
祥云飞龙	15	2022	计划投产
广西誉升	10	2022	计划投产
金城锌业	10	2023	计划投产
南丹吉朗	2	2022	计划投产
广西永鑫	5.8	2022	计划投产
河南金利	10	2023	计划投产
凉山索玛	2	2022	计划投产
湖南金石	5	2022	计划投产
华峰锌业	5	2022	计划投产

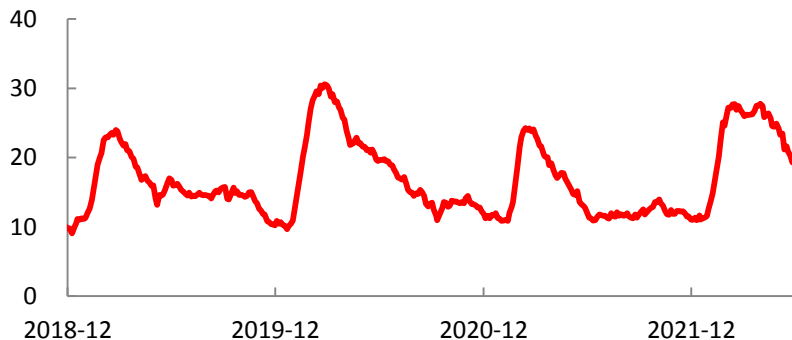
中国精锌产量（万吨，%）



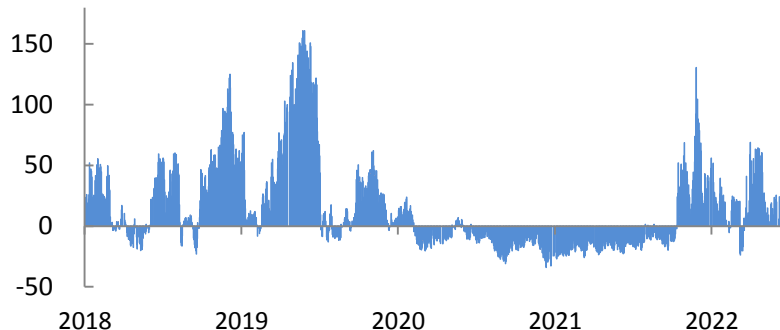
LME库存接近历史低位，现货升水高企

- 国内社会库存受需求旺季影响，下降至19万吨附近。上期所库存下降至16万吨。
- LME库存持续处于低位，目前在7.85万吨。
- 由于欧洲减产导致LME现货升水高企，目前已超过200美元/吨。

国内社会库存（万吨）



LME锌现货升水（美元/吨）



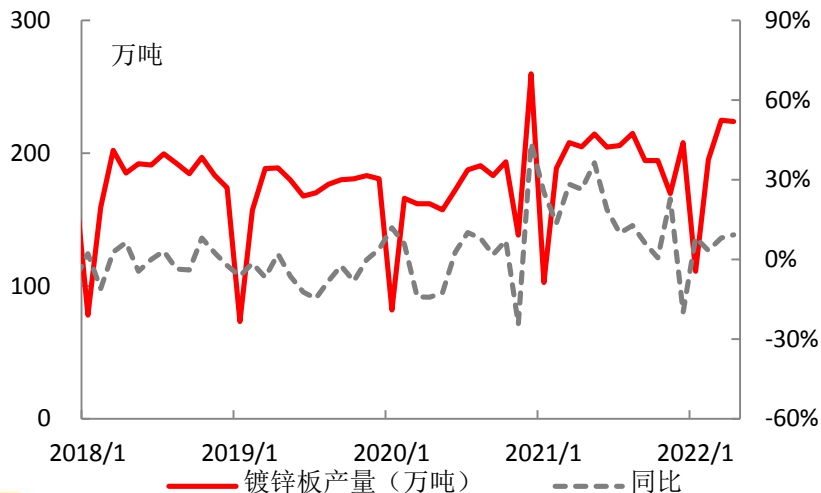
LME锌库存（吨）



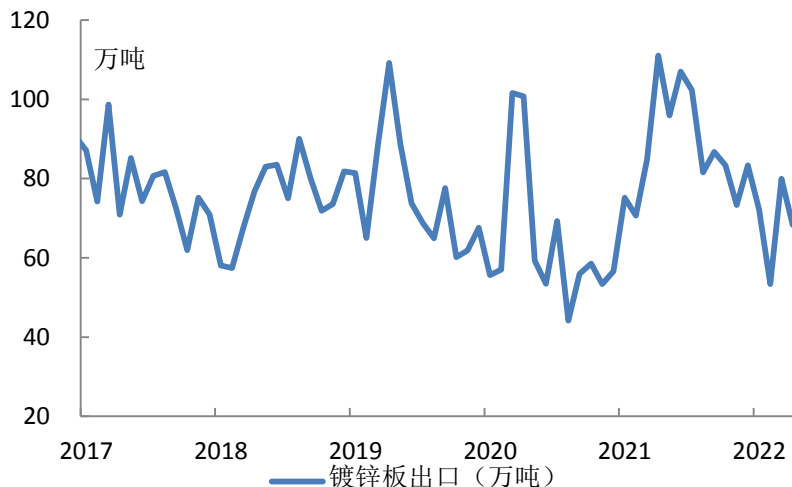
镀锌板产量稳定增加、出口回落

- 今年1-4月份国内重点企业镀锌板产量为859万吨，同比增加5.6%，延续增长势头。由于主产地较为分散，镀锌板产量并未受到疫情的明显影响。
- 镀锌板出口有所回落，受钢材价格持续回落、疫情导致疏港以及国内运输受阻影响。

镀锌板产量及同比（万吨，%）



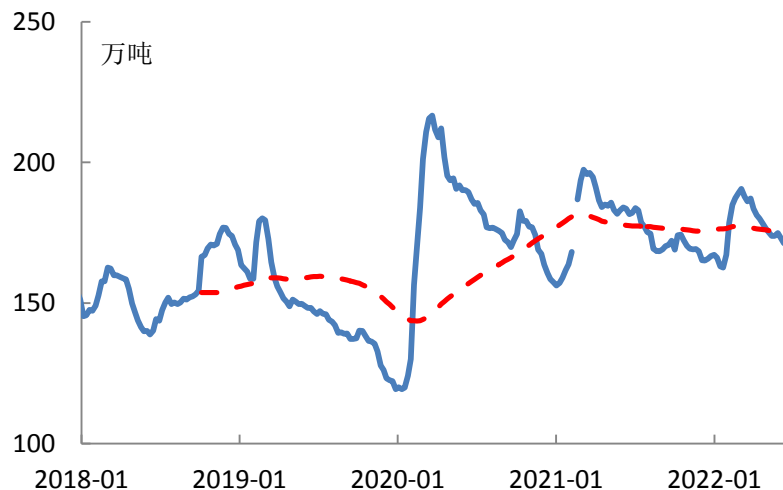
镀锌板出口量（万吨）



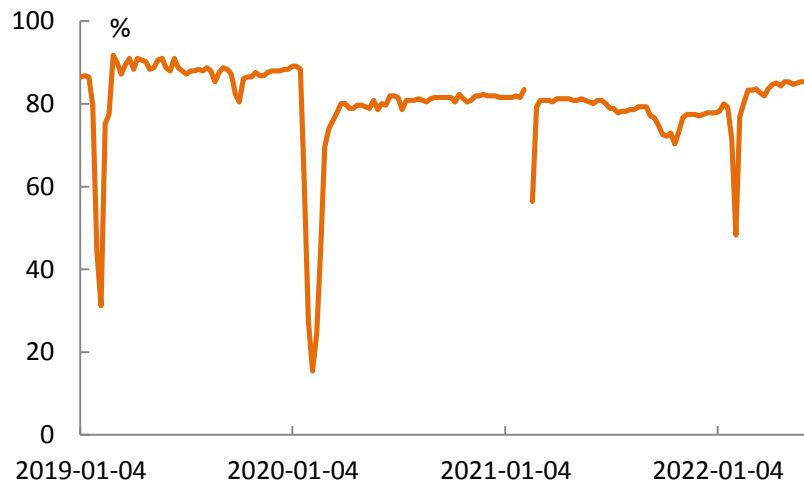
镀锌板库存中性、开工率平稳

- 在一季度春节期间季节性累库后，二季度持续回落，目前处于中性水平，在年度均值左右。根据MYSTEEL监测的厂库加社会库存最新数据为171万吨。
- 今年前六个月镀锌板开工率算数平均值为81.03%，略好于去年同期的79.97%。

中国镀锌板企业库存（万吨）



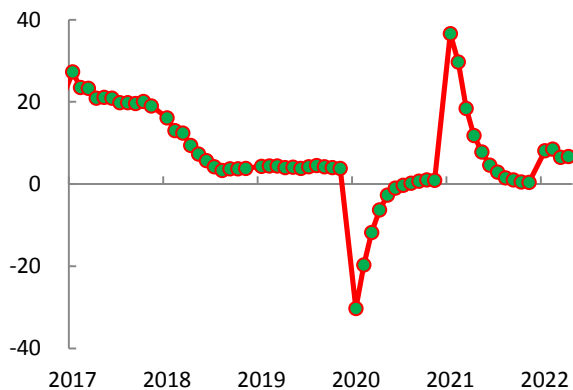
镀锌板企业开工率（%）



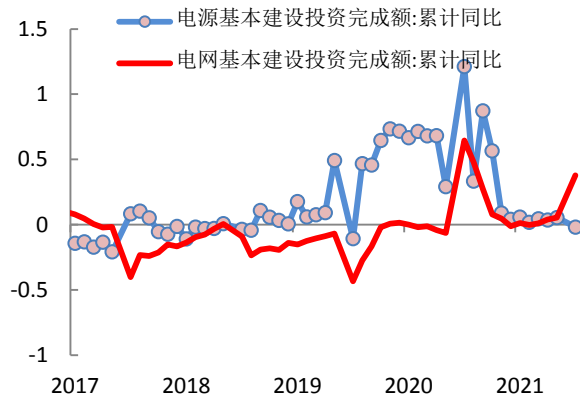
下半年基建有望延续高增速，地产有望企稳回升

- 上半年受疫情和地产下滑影响，国内经济增速放缓。随着国内疫情的缓解，在不改变经济增长目标的情况下，下半年势必会加大基建投资和大力积极鼓动消费。
- 尽管上半年地产行业持续负增长，但近期以来各地加大了扶持力度以及国家层面恢复对地产行业的积极态度，下半年地产行业有望企稳回升，投资增速有望转正。

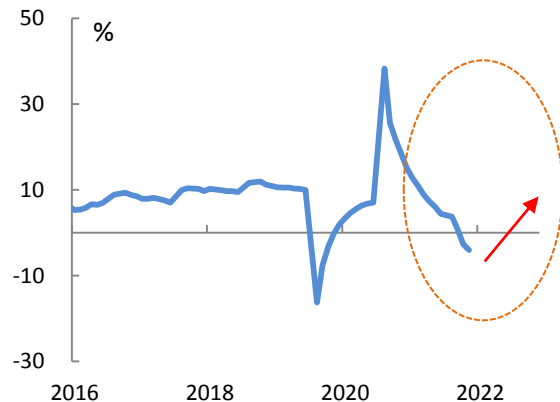
中国基建投资（不含电力）同比（%）



中国电力投资累计同比（%）



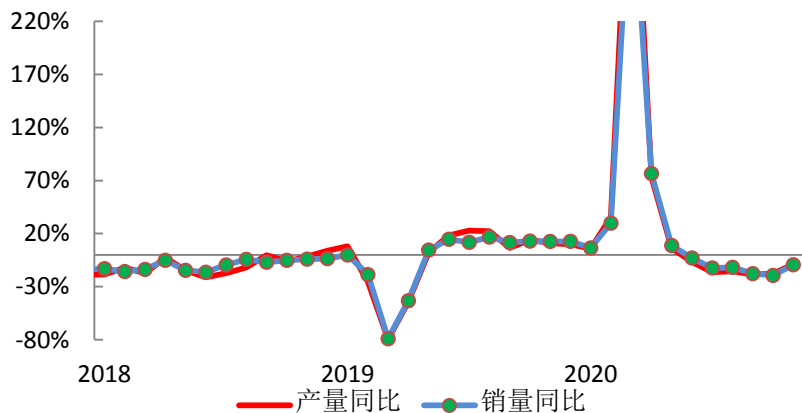
房地产投资累计同比（%）



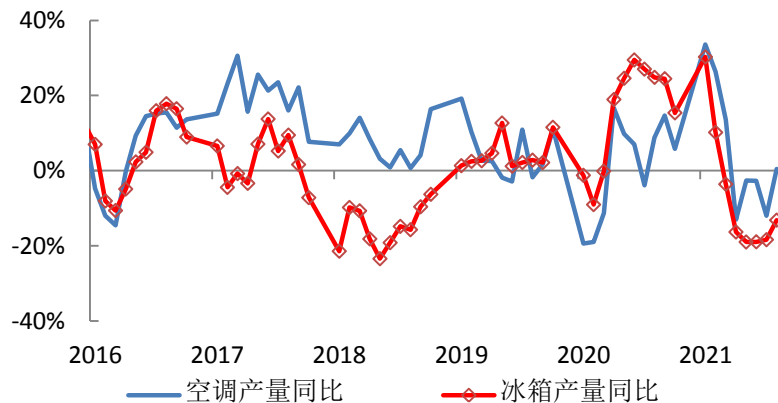
汽车产销有望回升，家电产量可能小幅下滑

- 统计局数据显示，国内空调1-5月累计产量9933.5万台，同比下降0.8%；冰箱1-5月累计产量3401万台，同比下降8.1%；洗衣机1-5月累计产量3471.7万台，同比下降4.1%。
- 中汽协公布数据显示，1-5月，国内汽车产销量达961.8万辆和955.5万辆，同比下降9.6%和12.2%。随着疫情的结束以及各地出台购车的优惠政策，如降低购置税等，下半年汽车产量有望恢复。

中国汽车产销量同比 (%)



中国空调冰箱产量同比 (%)



预计供求紧平衡

- 欧洲因能源上涨而减产，锌锭供应有所缩减；精矿加工费总体稳定，预计供应端难有明显增长。
- 随国内疫情结束以及各行业扶持力度加大，下半年需求有望明显好于上半年。

全球精炼锌供求平衡表（不计算国储抛储数量）

单位（千吨）	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F
全球锌矿产量	13,472	13,130	13,385	12,733	12,961	12,408	12,881	13,181
非洲	304	337	422	421	517	489	608	
美洲	3,937	3,904	4,036	4,099	3,947	3,559	4,348	
亚洲	6,638	6,920	7,043	5,987	5,849	5,792	6,445	
中国	4,918	5,342	5,186	4,304	4,258	4,200	4,200	
澳大利亚	1,596	849	780	1,020	1,283	1,332	1,433	
全球精炼锌产量	13,975	13,654	13,708	13,260	13,513	13,640	13,934	13,867
欧洲	2,405	2,355	2,367	2,403	2,349	2,153	2,605	
美洲	1,716	1,575	1,597	1,672	1,672	1,574	1,868	
非洲	178	169	165	158	154	148	176	
亚洲	9,338	9,540	9,839	9,279	9,138	9,174	10,570	
中国	6,508	6,650	6,906	6,501	6,431	6,749	6,561	
全球精炼锌消耗量	13,855	13,823	14,185	13,715	13,722	13,293	14,149	14,219
全球精炼锌过剩/缺口	119	-169	-477	-456	-209	347	-215	-352

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 美元加息将是贯穿今年的主要宏观风险因素，强势美元不利于锌价。
2. 欧洲锌冶炼企业因能源价格大幅上涨而减产或者停产，境外供应出现缩减。而国内冶炼生产稳定，供应总体稳定，预计全球供应难有明显增长。
3. 预计下半年国内基建持续正增长，地产有望企稳，汽车产销有望回升并大部分弥补上半年的下滑，家电可能小幅负增长，下游对锌需求大概率持平。
4. 预计今年锌供求略有缺口。

❖ 宏观关注：
中国宏观经济数据
美国利率变化
美元指数变化
人民币汇率及利率
境外疫情进展

❖ 供应关注：
全球精矿干扰率
中国精锌产量
中国新建产能
矿加工费变化
冶炼企业开工率

❖ 需求关注：
国内镀锌产品库存
国内基建、地产、家电、汽车等行业状况

❖ 库存：
上期所库存变化
LME库存变化

2022年下半年锌期货操作建议

波段操作

- ❖ 如果锌需求明显回升，锌价在24000元以下，建议择机买入，目标区间27000-28000元。

套利操作

- ❖ 跨市套利持续跟踪进口套利空间，择机操作，关注人民币汇率变化。
- ❖ 跟踪期现价差，择机操作。

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的卖出套期保值。



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

再生铅弥补原生铅下滑，供求全年小幅缺口

——2022年下半年铅投资策略展望

分析师：李 野（F0285557，Z0002369）

2022. 6. 24

品种：铅

再生铅弥补原生铅下滑，下半年需求有望转暖

——2022年下半年铅投资策略展望

- 主要驱动因素：原生铅矿产量下降，再生铅产量持续增长，疫情后汽车产量回升，低库存支撑铅价。
- 供求角度：精矿加工费持续回落，再生铅产量持续正增长，并弥补了原生铅的产量的下滑。在疫情结束后，国内汽车产量有望回升，并将带动铅需求。预计今年铅供求略有缺口。
- 预计价格主要运行区间：LME铅1700-2500美元，上期所铅13500-18000元。

国内铅价走势回顾

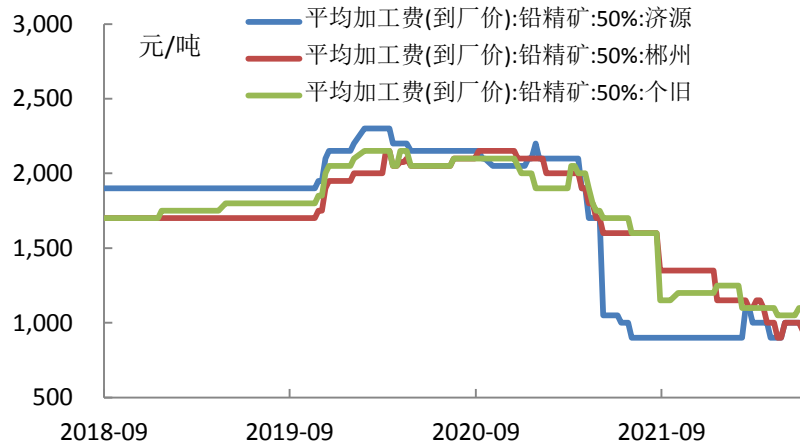


- 铅价走势总结：一季度铅价维持宽幅震荡走势。供需总体双弱，春节因素导致锌锭累库，冬奥会、检修等因素也在一定程度拖累再生铅冶炼厂复产。二季度，由于疫情影响汽车产量明显下降，未能显现需求旺季特征，库存维持在8-10万吨。尽管LME近期因美元走强而回落明显，但由于人民币汇率贬值等因素，国内铅价表现为区间波动。

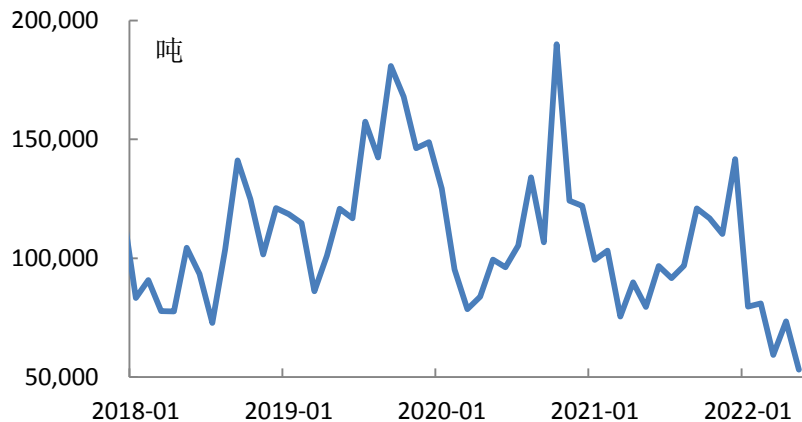
铅精矿加工费持续低位，进口明显下降

- 近年来，铅精矿释放有限，导致供应相对冶炼需求较为紧张，精矿加工费持续下滑。目前持续在1000元/吨左右，为近些年来低位。
- 进口精矿加工费目前在70-90美元/吨。由于疫情影响及境外矿产量下降，矿进口环比持续回落，创出历史低位，并支撑精矿价格。

国产铅含量50%精矿加工费（元/吨）



月度铅精矿进口（吨）



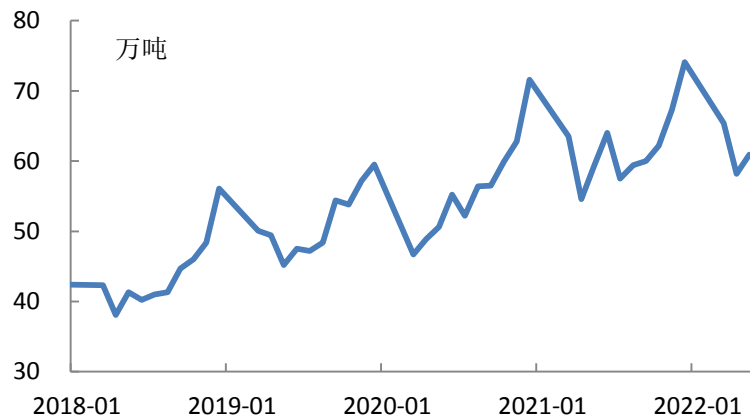
国内产量增长，出口明显增加

- 5月铅产量60.9万吨，同比增长3.2%；1-5月铅产量累计值299.9万吨，累计同比增长3.6%。主要由于再生铅贡献。近期原生铅开工率整体呈下行态势，由于原料供应偏紧叠加部分炼厂检修等原因。再生铅占比延续增长。
- 今年前4个月铅出口明显好于去年，较去年同期增加4.1万吨。主要因前期LME价格上涨，国内没有跟随，出现出口盈利。

铅净出口同期对比（吨）

时间	精炼铅出口(吨)	精炼铅进口（吨）	净出口（吨）
2022-04	4,363	38	4,324
2022-03	18,237	54	18,182
2022-02	2,565	20	2,546
2022-01	17,008	15	16,994
合计	42,173	127	42,046
2021-04	153	281	-128
2021-03	706	329	377
2021-02	53	303	-250
2021-01	13	157	-145
合计	925	1,070	-145
变化	41,248	-944	42,191

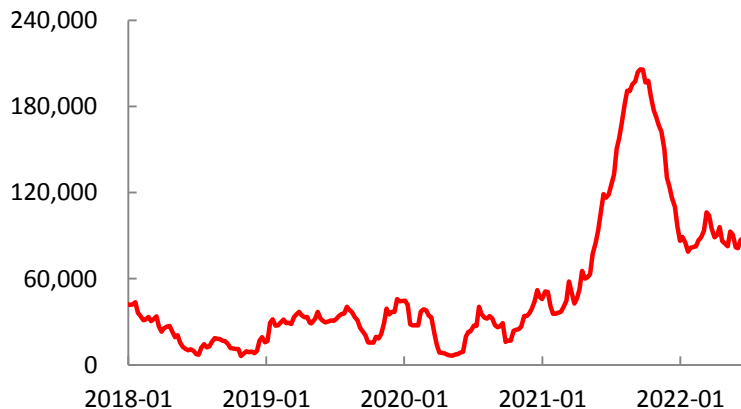
国内月度铅产量（万吨）



境内外库存持续下降

- 上期所库存自前年达到20万吨高位后，持续回落，目前为8.7万吨，降幅超过50%。主要受电铅供应下降影响。目前再生铅尚未被列入交割品中。
- 受境外产量下降和需求大幅回升带动，LME库存持续回落。目前仅为4万吨左右，这也导致LME现货处于平水状态。

上期所铅库存（吨）



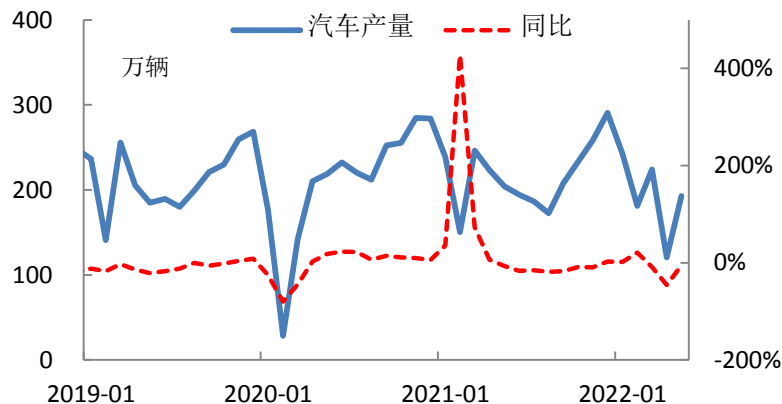
LME铅库存（吨）



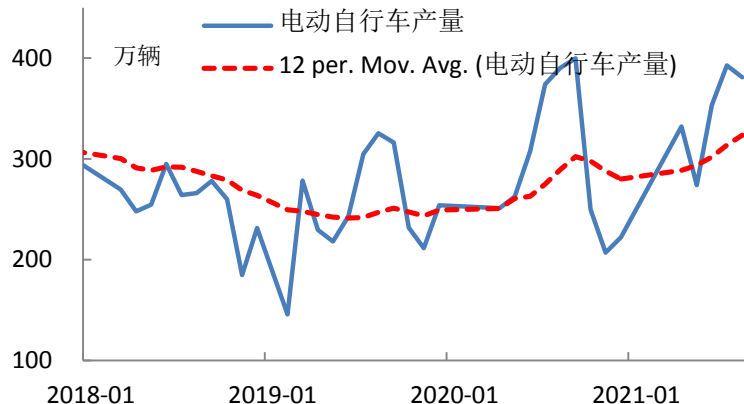
交通设备行业

- 今年5月，全国汽车产量达到192.6万辆，环比增长59.7%，同比下降5.7%，环比降幅大幅收窄。1-5月，全国汽车产量961.8万辆，同比下降9.6%。汽车产量回暖有助于动力电池需求。
- 据报道，2021年电动自行车销量约4千万辆，搭载锂电池的电动自行车占比超过75%。电动自行车铅酸电池逐步被替代。

国内汽车产量及同比（万辆，%）



国内电动自行车产量及年均值（万辆）



全球铅供求平衡测算

- 根据国际铅锌研究小组（ILZSG）的数据，今年前三个月全球铅供求缺口2.39万吨，而去年同期为过剩1.07万吨。
- 随中国汽车和电动自行车保有量的持续增加，全球铅酸电池需求量持续增加，同时废旧电池供应的增加带动了再生铅的增长，并且弥补了原生铅的下滑。
- 预计今年全球铅产量供求将小幅下降，供求缺口约4.6万吨。

全球铅供求平衡表（千吨）

单位：千吨	2018	2019	2020	2021	2022F
全球铅矿产量	4,685	4,657	4,594	4,703	4,093
全球精炼铅产量	11,765	11,772	11,848	12,241	12,096
全球精炼铅消耗量	11,902	11,808	11,718	12,206	12,142
全球精炼铅过剩/缺口	-137	-36	130	35	-46

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 美元加息将是贯穿今年的主要宏观风险因素，强势美元不利于铅价。
2. 精矿加工费持续回落，再生铅产量持续正增长，并弥补了原生铅的产量的下滑。
3. 在疫情结束后，国内汽车产量有望回升，并将带动铅需求。
4. 预计今年铅供求略有缺口。

❖ 宏观关注：
中国宏观经济数据
美国利率变化
美元指数变化
人民币汇率及利率
境外疫情进展

❖ 供应关注：
铅精矿产量
中国再生铅产量
中国新建产能
矿加工费变化
冶炼企业开工率

❖ 需求关注：
汽车产量
铅酸电池产量

❖ 库存：
上期所库存变化
LME库存变化

2022年下半年铅期货操作建议

波段操作

- ❖ 如果下半年铅需求明显回升，在14000元以下，建议择机买入，目标区间16000-16500元。

套利操作

- ❖ 跨市套利持续跟踪进口套利空间，择机操作，关注人民币汇率变化。
- ❖ 跟踪期现价差，择机操作。

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的卖出套期保值。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，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，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。