



暴涨暴跌后，锌价何去何从？

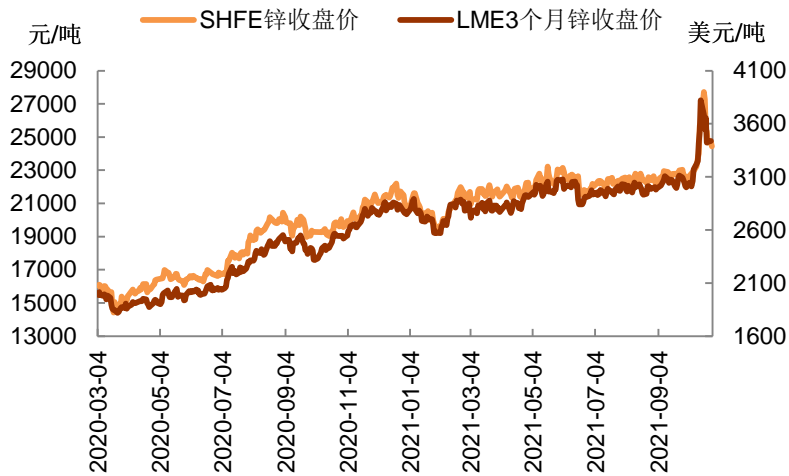
联系人 黄蕾
电子邮箱 huang.lei@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

一、近期锌价走势解读

盘面看，10月13日沪锌主力由24000元/吨附近一路暴涨至27720元/吨，短短几日报涨幅达15.5%。伦锌则由3200美元/吨附近暴涨至3944美元/吨，涨幅达23.35%。不过自10月19日锌价开启高位回落走势，一路下跌至24000元/吨附近震荡，伦锌同样由高位回落至3200美元/吨一线。前期上涨，更多收益与欧洲炼厂减产消息的刺激，市场担忧全球精炼锌四季度供应缺口扩大，同时全球能源价格大涨，也推动了市场对通胀的预期，内外锌价暴涨，沪锌几度出现罕见的涨停板。不过，19日晚间国家发展改革委官方微信公众号发文表示，研究依法对煤炭价格实施干预措施。市场对能源危机的交易逻辑迅速冷却，前期受益于能源危机的有色品种全线大跌，沪锌亦跟随回调，连续四天的重挫，内外锌价均回落至新星宣布减产前的水平，前期多单获利减仓显著，持仓量回归至正常水平。

伴随着市场炒作情绪的降温，投资者重新审视当前锌基本面，需求端的压力开始占据上风。国内初端看，因原料价格起伏较大，限制了初端企业开工，其中镀锌企业利润倒挂严重，而压铸锌合金及氧化锌企业也因原料高价而开工下行，同时国内北方采暖季环保预期升温，抑制初端需求。而终端，9月房地产新开工面积持续下降，竣工也明显放缓，同时地产投资也首次出现负增长，单月同比从0.6%降至-3.6%。基建投资增速改善也相对有限，单月同比从-6.5%升至-4.6%。需求偏弱难以支撑高价锌，社会库存小幅累积。从海外看，当前欧洲电价涨势有所放缓，且新星、嘉能可相应的减产周期及减产比例仍具不确定性，前期情绪释放后，锌价重回横盘震荡运行。

图表 1 内外锌价走势图



资料来源：Wind，铜冠金源期货

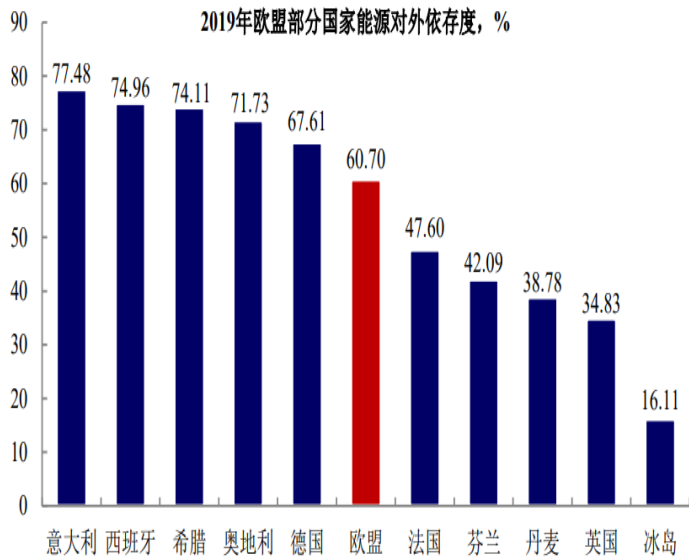
二、本轮欧洲能源危机背景

自21世纪以来，欧洲持续致力于推动能源结构向清洁能源转型。欧盟中多数国家（如法国、德国、英国、芬兰等）在20世纪90年代就已实现了“碳达峰”，而“碳中和”这一概念最早也是由欧盟提出。进入21世纪后，欧洲不断降低传统能源（原油、煤炭）在能源消耗结构中的占比，提升天然气、风能、核能等清洁能源的比例。不过欧洲自身的能源禀赋较为匮乏，只有风能和核能实现自给自足，原油、天然气及煤炭都非常依赖于国外（尤其是俄罗斯）的进口，占比均达到30%以上。数据显示，2019年欧盟的能源对外依存度可达到60%。能源结构的高对外依存度，使得其能源供应极大依赖于国外供应，不稳定较大。

从近年欧洲供电的能源结构来看，风电及水电等可再生能源占比不断提高，但受天气等不确定性因素影响较大。年初以来，受极端高压、大面积干旱等极端天气侵袭，欧洲大力发展的风力与水力发电量在年内骤降，从而对天然气、煤炭及原油等的火电需求激增。而2020年由于疫情影响，欧洲对能源需求的下降速度远快于供给下降，天然气价格下降。去年欧美意外的寒冬消耗了大量的库存，天然气渠道商上半年未能及时补库存，库存始终处于低位。随着今年经济复苏，能源需求快速回升，供应恢复却非常缓慢，导致天然气价格不断攀升，从而带动同为发电“燃料”的动力煤、原油等价格的飙涨，大幅推升了欧洲的发电成本。

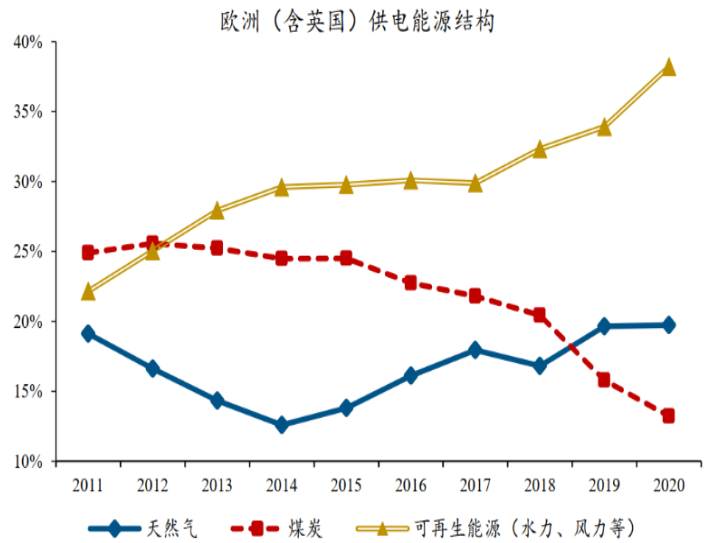
数据显示，被视为欧洲天然气价格风向标的TTF基准荷兰天然气期货从去年同期的15欧元/兆瓦时涨至当前近百欧元价格，创下历史新高。基于天然气价格上行带来的是发电价格上涨，作为欧洲基准的德国2022年电力期货也飙升破100欧元大关。

图表 2 欧盟各国能源对外依存度

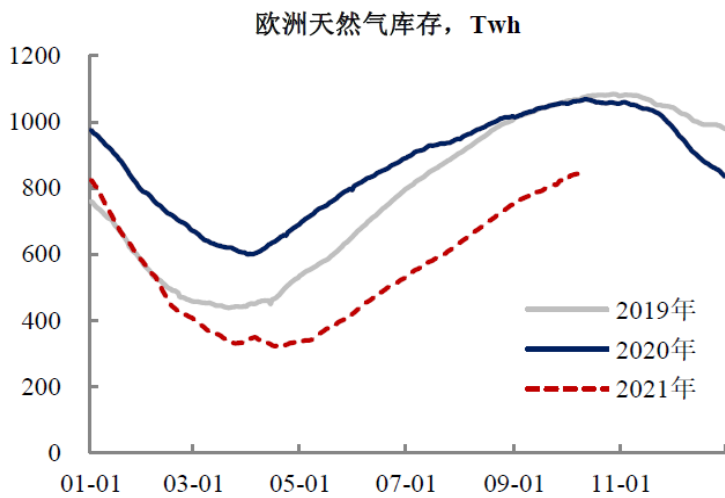


数据来源: Bloomberg, Eurostat, 铜冠金源期货

图表 3 欧洲供电能源结构

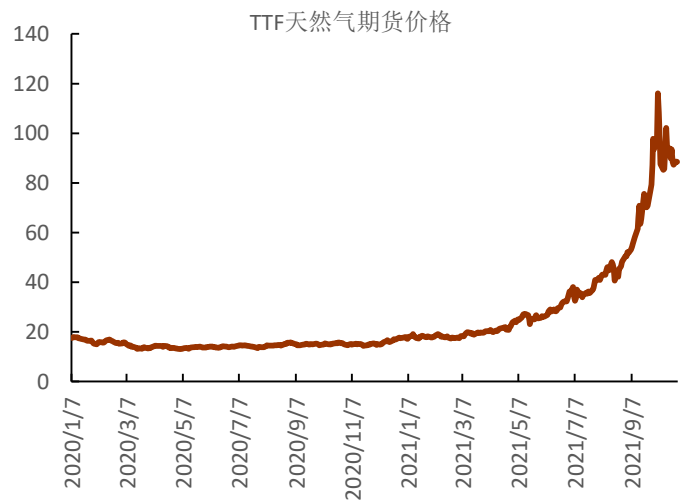


图表 4 欧洲天然气库存



数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 5 欧洲天然气价格 (欧元/兆瓦时)



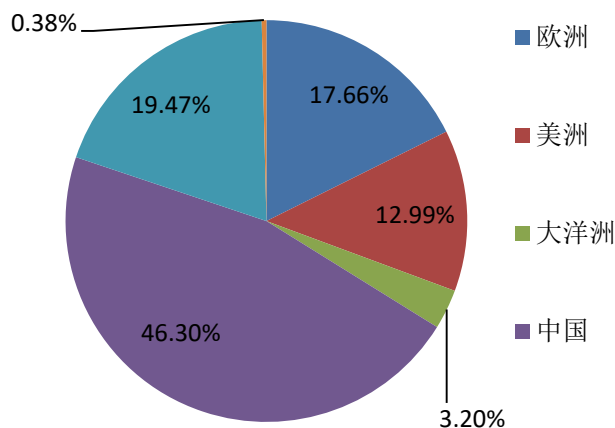
三、欧洲炼厂被迫减产

欧洲天然气价格上涨造成的发电成本上升, 逐渐走高的成本让很多工厂减产甚至停工。作为全球第二大的锌生产商和最大的锌冶炼企业之一的Nyrstar于9月23日对荷兰锌冶炼厂Budel-Dorplein在用电高峰期削减产量。随后10月13日, Nyrstar宣布将进一步削减其三家欧洲冶炼厂的锌产量, 减产高达50%。数据显示, Nyrstar在欧洲减产的三家锌冶炼厂产能情况分别为, 法国的Auby冶炼厂产能23万吨, 比利时Balen冶炼厂产能27万吨, 荷兰Budel-Dorplein冶炼厂产能30万吨, 四季度预计累计减产达7-8万吨。随后10月16日, 嘉

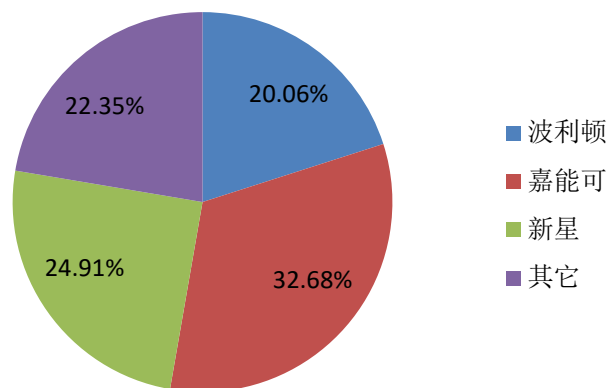
能可宣布将削减其欧洲三家锌冶炼厂的产量，主要包括将对德国、西班牙、意大利的锌冶炼厂进行错峰生产，未明确减产计划。据悉2020年产量达78.7万吨，2021年上半年产量达39.84万吨，若同样按50%减产情况估算，预计四季度影响产量为9-10万吨。根据ILZSG统计，近5年欧洲地区锌锭年产量在240-250万吨之间波动，占比全球产量18%左右。欧洲精炼锌产能主要集中在嘉能可、新星、波利顿，目前已有58%产能因高电价减产。

从欧洲主要国家电力走势来看，今年下半年以来各国电价不断攀升，在10月19日左右涨势大幅放缓，但近日重回涨势。以德国电价数据来看，截止至10月26日，电价较去年同期涨幅达3.16%至143.84欧元/兆瓦时。受电价不断攀升的影响，冶炼企业生产成本增加，据悉吨锌耗电量约3500千瓦时。仍以德国电价为例，则目前吨锌电力成本在584美元，吨锌电力成本较去年同期上涨约445美元。从目前的情况看，欧洲电价居高不下，炼厂成本上移推升锌价理论值。

图表6 各州精炼锌产量占比



图表7 欧洲主要企业精炼锌产量占比



数据来源：ILZSG，上市公司年报，铜冠金源期货

图表8 大宗商品吨耗电量

品种	品种	单吨耗电	产量(万吨)	当下价格(元/吨)	GDP比重
铝	有色	13500	3900	21500	0.83%
镍	有色	4000	81	147000	0.10%
锌	有色	3500	640	22500	0.14%
铜	有色	1000	1002	69500	0.69%
铅	有色	800	640	15000	0.09%
苯乙烯	化工	3600	999	8850	0.09%
电石(PVC原料)	化工	3400	2578	5600	0.14%
乙二醇(合成气制)	化工	1100	5198	5215	0.27%
聚丙烯	化工	800	2554	8350	0.21%
聚乙烯	化工	800	2032	8300	0.17%
PTA	化工	470	4950	4835	0.24%
PVC	化工	450	2081	9500	0.19%
甲醇	化工	375	6935	2790	0.19%
尿素	化工	250	5373	2510	0.13%
乙二醇(石脑油制)	化工	190	5198	5215	0.27%
纯碱	化工	175	2812	2650	0.07%
天然橡胶	化工	10	1000	12000	0.12%
硅铁	黑色	8200	538	10550	0.06%
锰硅	黑色	4200	1021	8450	0.08%
不锈钢	黑色	400	3000	19000	0.56%
电炉钢	黑色	400	10530	5340	0.55%
高炉炼钢	黑色	200	94770	5340	4.98%
冷轧	黑色	160	6972	6390	0.44%
铁矿石	黑色	100	24784	1310	0.32%

资料来源：公开资料，铜冠金源期货

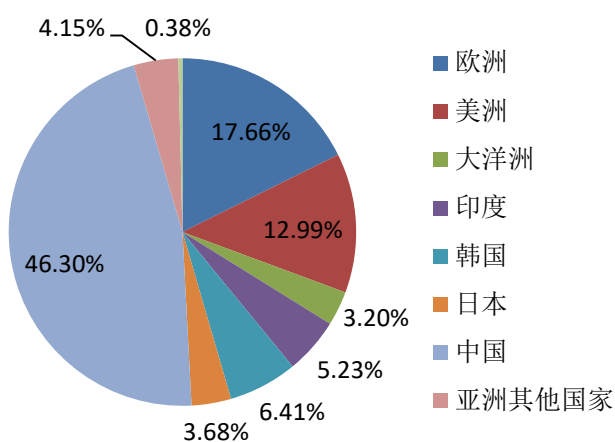
四、锌价后期走势预判

1、全球能源问题短期难破解

从10月25日几项拍卖数据来看，俄罗斯暂时没有扩大向欧洲天然气供应的迹象。不过，10月28日普京告诉俄罗斯天然气工业公司，一旦该公司完成国内补库存，则从11月8日开始填补其欧洲储气设施。随后欧洲天然气价格下挫12%，但是需要注意的是，近三周，媒体和普京本人不止一次放出风声，将欧洲批准北溪2号天然气管道作为增加供应的先决条件，且俄气尚未预订11月途径乌克兰向欧洲运送天然气路线的额外运力，途径白俄罗斯、波兰向德国输送天然气的运量也未增加。目前，欧洲天然气库存量已不足60%，降至15年来最低水平。若寒冬来临，天然气价格可能再次飙升。欧洲能源危机造成的电价上涨尚未确定性缓和或扭转，炼厂减产的影响仍有可能扩大。

此外，亚洲这边的印度同样正饱受另一类更传统的化石能源——煤炭价格的飞升之苦。据悉，印度75%电力都依赖燃煤发电。根据印度中央电力局（CEA）数据，截止10月23日，印度135家燃煤电厂煤炭库存增至810万吨，存煤可用天数4天，不过仍处较低水平。目前印度已有部分钢铁、铝生产企业生产受影响。而据2020年ILZSG数据统计，印度全年精炼锌产量占全球比例为5.23%。韦丹塔资源控股的印度斯坦锌业是印度唯一的锌生产商，也是全球最大的锌生产商之一。旗下有五座铅锌矿山以及三家锌冶炼厂，三家锌冶炼厂分别为Chanderiya, Dariba和Debari。2021财年上半年精炼锌产量合计34万吨，同比持平。同时日韩地区精炼锌产量分别占全球6.4%和3.9%，目前两国电费依旧偏高，且冬季电力缺口依旧存在。后续不排除印度、日韩地区炼厂减产或错峰生产的可能，海外情况悲观或进一步支撑锌价。

图表 9 印度精炼锌产量占全球比例

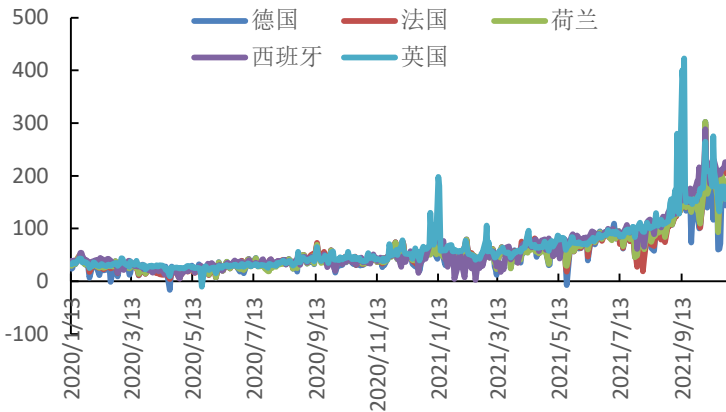


图表 10 印度精炼锌冶炼厂情况（万吨）

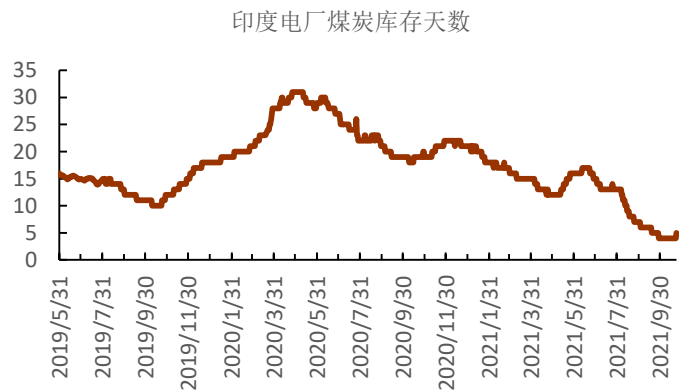
冶炼厂	锌产能	铅产能
Chanderiya	52.5	8.5
Dariba	21	10
Debari	8.8	0
合计	82	19

数据来源：ILZSG，上市公司年报，铜冠金源期货

图表 11 欧洲各国电价走势



图表 12 印度电厂煤炭库存天数

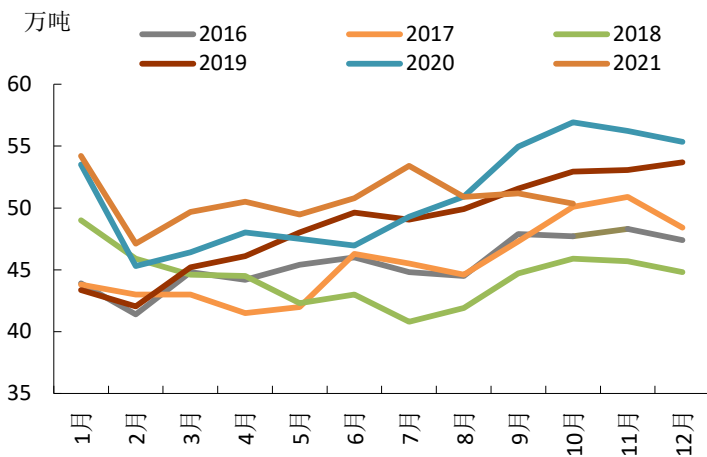


数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

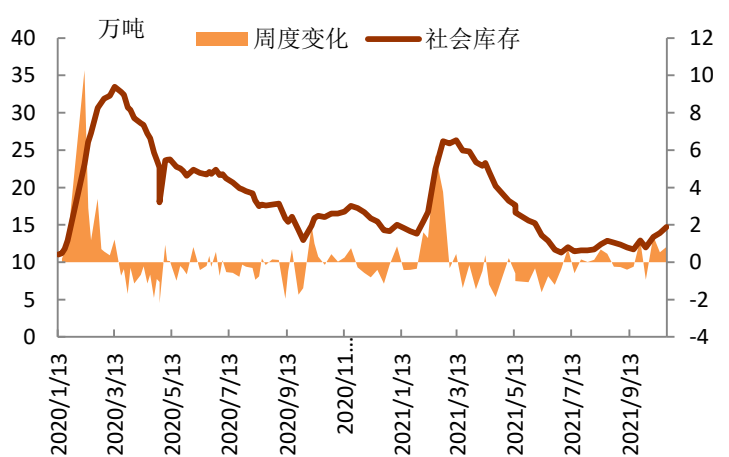
2、国内四季度产量难释放

国内而言，随着监管层保供政策的持续加码，煤炭价格的连续大幅下移令高耗能行业的成本支撑出现松动。同时，电厂运力大幅缓解后，各省因缺电导致的限产预期也在调整，部分地区依旧实行错峰轮休，生产有所恢复，但同比恢复程度还远远不够，产量难以有效释放。此外，进入11月份，锌冶炼大省云南将逐步进入枯水期，届时水力发电下降，将再度增加火力发电需求，故仍存限电减产的可能。尽管四季度国储局或继续抛储平衡限电及进口减少的缺口，但抛储量总体预计有限。

图表 13 国内精炼锌月度产量



图表 14 国内社会库存



数据来源：SMM，铜冠金源期货

综上所述，低碳发展仍是全球的重要目标，短期难以彻底摆脱能源问题。当前海外电力成本依旧高企，市场对于炼厂继续宣布减产的预期依然存在，供应端收紧预期对锌价支撑的逻辑暂未发生扭转，同时海外需求端受能源紧缺影响相对有限，复苏仍表现较为强劲。而国内，锌产业链上下游均受国内限电扰动，供应端难放量，同时高价向下游传导受阻，外强内

弱的格局预计将延续。短期市场受煤炭行政干预的悲观预期持续发酵，锌价走势尚未企稳。不过锌价调整的幅度够大，基本回撤所有涨幅，重回海外炼厂减产前水平，做多边际不断抬升，盘面看，23000-23500元/吨可能是较好的做多点位。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。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。