

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

沪铅：供需格局持续恶化 铅市坚定战略偏空

2019 年期铅延续 2018 年的下滑走势，主要跌幅在 1-5 月和 9-11 月录得，下跌动力在于铅市供需格局恶化。全球经济增速持续放缓，令全球铅市需求增速走弱。而中国铅市下游消费偏淡，汽车产销维持负增长，令蓄电池消费下滑。同时美元指数承压增速返回，令伦铅表现强于沪铅。展望 2020 年，以上利空因素继续有效，铅价运行重心有望进一步下移，但利空因素对铅价的边际效应有所降低，将限制下行深度，不确定性在于铅市下游消费的改善，以及中美贸易战的发展。

第一部分 行情回顾

一、2019 年铅价领跌有色金属，且内弱外强格局加剧

2019 年期铅延续 2018 年的下滑走势，年内主要跌势由 1-5 月和 9-11 月创下，1-5 月连续 5 个月下滑，累计跌幅高达 12.4%；9-11 月连续三个月下滑，累计跌幅达 10.3%，尤其 11 月单月暴跌 7.05%，领跌沪市有色金属。此轮刺激铅价大跌的催化剂在于春节之后，铅市下游消费延续淡季，沪锌库存持续增数月，且同时产量不减反增，供应缺口缩窄后而掀起高潮。9-11 月国内铅价再次进入消费淡季，铅价高位回调，最终于 11 月暴跌逾 7.05%，选择向下运行，因国内再生铅贴水严重，期间尽管中美贸易避险情绪缓和，但铅金融属性较弱反应平平。截止 12 月 27 日，沪铅主力合约 2002 报 15230 元/吨，较去年 12 月末下跌近 15.62%，领跌沪市有色金属，相应的伦铅 2019 年亦下滑近 3.68%，跌幅远小于沪铅，因国内外供需存在较强差异。

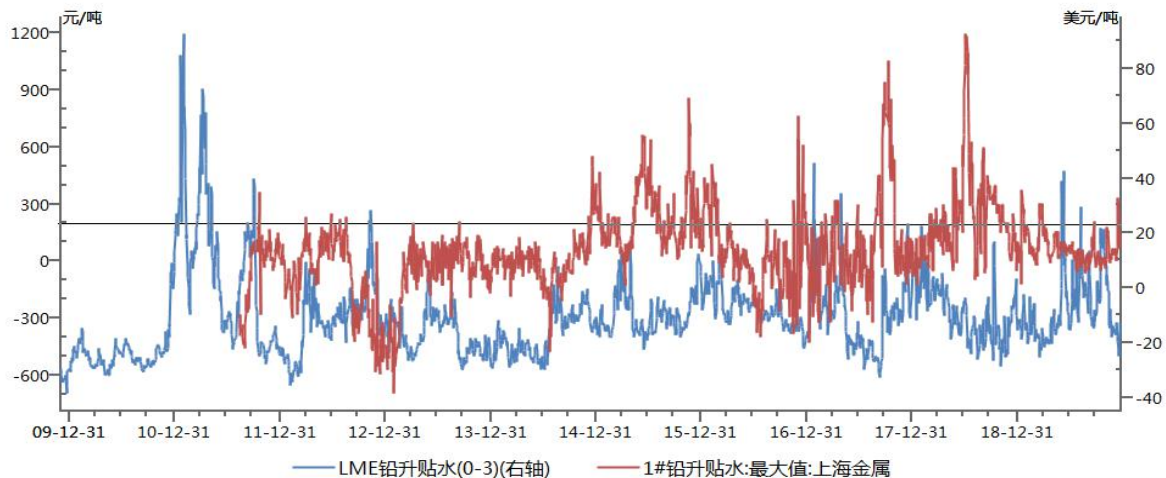


图表 1，数据来源：瑞达期货，文华财经

二、现铅基本处于贴水状态，库存压力显现

期限结构方面，沪铅年内基本表现为近低远高的正向排列，即铅现货较期货大多维持贴水状态，年内贴水的范围为贴水 220-升水 275 元/吨，最大贴水出现在 1 月铅价下滑之际，表明市场对铅价远期看跌，同时也意味着现铅供应相对充足。这点可以从上期所铅库存持续走高得到验证，截止 12 月 27 日，上期所铅库存报 44562 吨，较去年 12 月末大增 28736 吨或逾 2 倍；伦铅方面，年内 0-3 个月 LME 铅现货较期货亦基本保持贴水状态，且一度冲高回落，截止 12 月 24 日，报贴水 12.5 美元/吨，年内波动范围为贴水 25.5 美元/吨-升水 42.5 美元/吨，其中 6 月现铅贴水幅度逐步缩窄，并转为升水，创下年内高点，但于 11 月再次走弱，显示外盘现货铅供应充足。

2019年现铅基本维持贴水状态



数据来源: Wind

图表 2, 数据来源: 瑞达期货, wind

第二部分 2020 年铅市多空因素分析

一、宏观面影响偏负面

2020 年全球宏观面整体体现为全球经济进一步走弱, 经济增速较 2019 年大幅下滑, 各主要经济体之间的增长出现分化, 新兴经济体的表现强于发达经济体, 同时在美联储降息带来的压力和全球经济下行的背景下, 2020 年全球货币政策继续宽松, 但由于通胀压力整体可控, 因此货币政策宽松的力度相对缓和, 美元指数因经济下行压力以及特朗普政策不确定性, 以及其他竞争货币吸引力的增加, 其上涨高点或有限, 面临冲承压走弱的风险, 整体而言, 2020 年的宏观面对于铅价而言呈现中性偏空的影响。有关宏观基本面的详细情况, 可参观沪锌年报, 在此不再赘述。

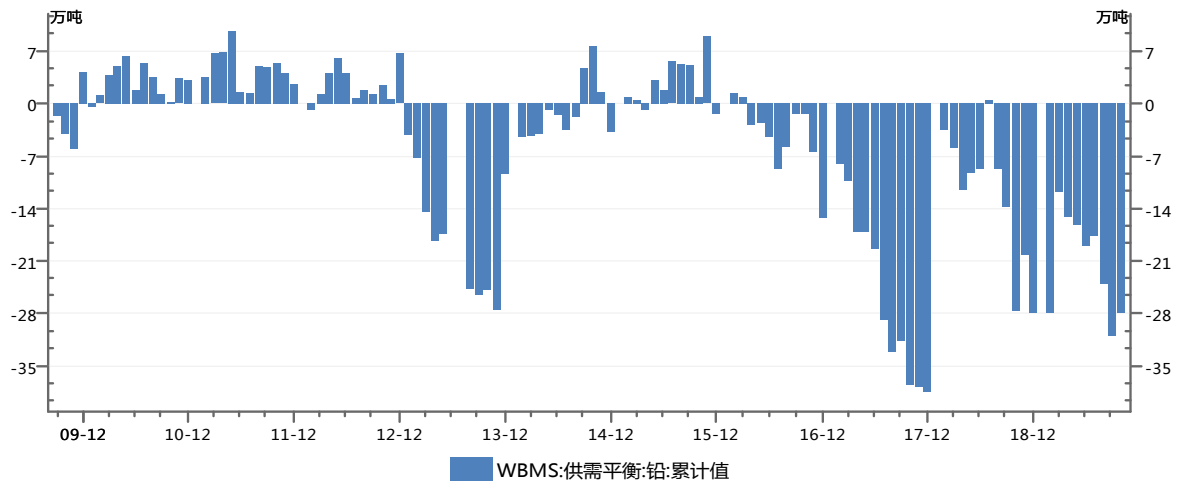
二、全球铅市供需格局延续弱势

1、铅供需缺口缩窄, 供需关系恶化

据世界金属统计局 (WBMS) 的最新数据显示, 2019 年 1-10 月全球铅市供应短缺 28.1 万吨, 去年同期为供应短缺 27.8 万吨, 缺口进一步扩大, 因铅消费增幅超过产量, 其中 1-8 月全球铅消费量为 850 万吨, 同比增加 80 万吨; 产量 826.6 万吨, 同比增加 70.3 万吨。2018 年全年全球铅市供应短缺 28 万吨 (需求 1187.4 万吨, 产量 1176.8 万吨), 低于 2017 年的 38.6 万吨缺口。数据显示, 近年来, 全球铅市需求增速持续超过产量, 从而使得铅市供需格局有所改善。中国方面, 1-8 月中国铅产量 389 万吨, 同比增加 71 万吨, 但表观消费同比增加 6%, 低于全球铅需求 10.4% 的增速。

展望 2020 年, 全球主要机构对于全球铅市供需格局基本可以达成一致, 为全球铅市供需格局有望进一步恶化的共识, 影响供需表现的关键点在于中国铅市消费需求下降。2019 年四季度中国铅产量创历史新高, 2020 年需要重点关注违规产能清理、环保限产和补库需求等因素的最终演变, 预计精炼铅产量增速有望高于需求, 从而使得供需继续恶化。而除中国以外的其他地区大概率维持供应短缺状态, 但缺口基本缩小。

全球铅市供需平衡图



数据来源: Wind

图表 2, 数据来源: 瑞达期货, wind

2、汽车用铅需求增速将减弱，关注电动自行车产销增长

目前全球每年原铅消费量为 1200 万吨，其中 80-85% 使用在汽车领域，即 960-1020 万吨。汽车用铅的最终载体是铅酸蓄电池，而铅酸蓄电池主要用在汽车、通讯电源、电动自行车等用途上，因而铅的下游需求行业相对集中，这些行业的景气程度直接影响铅的消费。分析这些下游行业的变化可以对铅的消费有比较全面的把握。

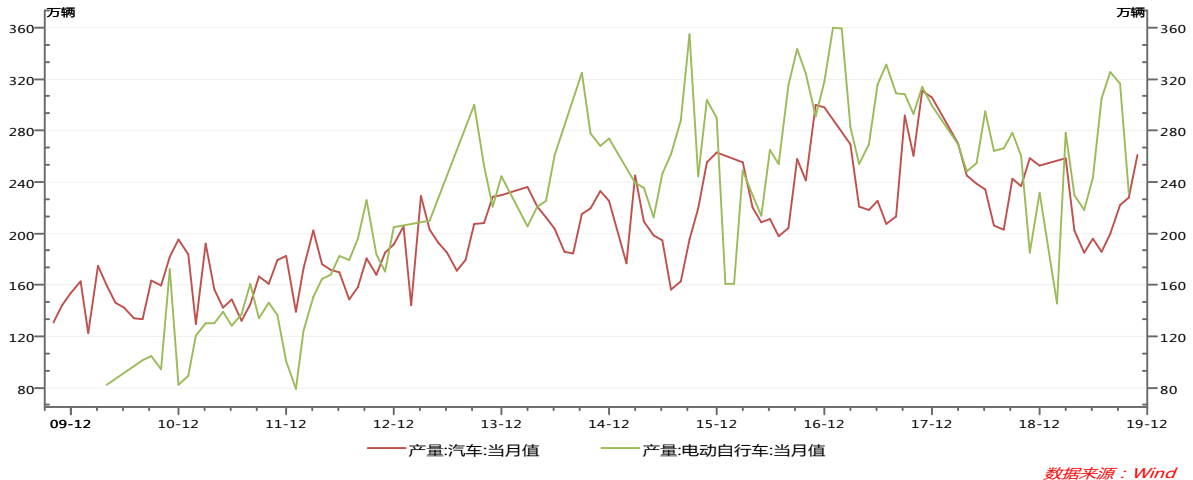
根据中汽协数据显示，今年 1-11 月汽车产销分别完成 2303.8 万辆和 2311 万辆，同比分别下降 9% 和 9.1%，低于去年同期 -4.16% 和 -2.76%，亦低于年初预期，部分新能源汽车补贴政策的边际效益逐渐减弱以及去年高基数影响。在分项数据中，1-11 月乘用车产销同比分别增长 14.6%，6.9%，均高于汽车整体增速，而商用车产量同比增长 0.3%、销量同比下降 1.6%。此前最具亮点的新能源汽车增速大幅放缓，中汽协数据显示，1-11 月我国新能源汽车累计产量为 109.3 万辆，同比增长 3.6%（远低于去年同期的 63.6%）；累计销量为 104.3 万辆，同比增长 1.3%（低于去年同期的 68%），此前中期协预计新能源汽车全年销售量有望突破 180 万辆，与该预测值相差甚远，不过目前新能源汽车占整个汽车销量的 4.5%，高于去年同期的 4%。11 月新能源汽车产销分别为 11 万辆、9.5 万辆，同比分别下降 36.9% 和 43.7%。中汽协预测称，预计 2019 年全年的销量约为 2583 万辆，预计下降 8%，2019 年的产销负增长已成定局。

展望 2020 年，中汽协预计我国汽车销售增速仍呈下降趋势，预计同比下滑 2%，销售量为 2531 万辆，去产能及“蓝天保卫战”、“化工园区整改”的持续影响；P2P 爆雷影响了部分底层人群的储蓄和存款；中美贸易摩擦的持续影响；城市生活成本逐渐增高，返乡创业不稳定影响收入。此外，国五国六的切换对汽车市场造成了较大的冲击，也影响了消费者的心理。再加上汽车领域的消费刺激政策落地效果不及预期，进一步引发消费者的观望情绪。中汽协分析称，2020 年预计宏观经济稳中有升，但受底层消费者就业及收入受损，中美经贸摩擦的持续发酵，车市将在“十四五”期间持续受到影响。未来三年新能源汽车市场规模仍有望保持 30% 以上的增长速度。不过值得注意的是新能源汽车增速可能会逐渐放缓，但随着传统车企加速转型、政策环境的持续优化、产品体系逐步健全以及充电设施的逐步完善，未来新能源汽车能有一定的市场。

电动自行车是以车载蓄电池作为辅助能源，其我国市场规模在全球市场上处于领先地位。数据显示，截止 2019 年 1-10 月，我国电动自行车产量为 2273.8 万辆，同比增长 19.9%，远高于去年同期的 5.06%。而且随着快递外卖行业的发展，推动对电动自行车的需求。近期中国工业和信息化部

发布修订后的《电动自行车安全技术规范》，2020年4月15日正式实施，新标准正式实施后，消费者已购买的不符合新标准的电动自行车，将由各省份根据实际情况制定办法，通过自然报废、以旧换新、折价回购等方式在几年内逐步化解，那么届时又将有一大批电动自行车需要更新换代带动产销率上升。综述，电动自行车对铅的需求将有望进一步增加。

2019年我国汽车销量增速放缓，电动自行车产量上升



数据来源: Wind

图表 3, 数据来源: 瑞达期货, wind

3、精炼铅供应过剩

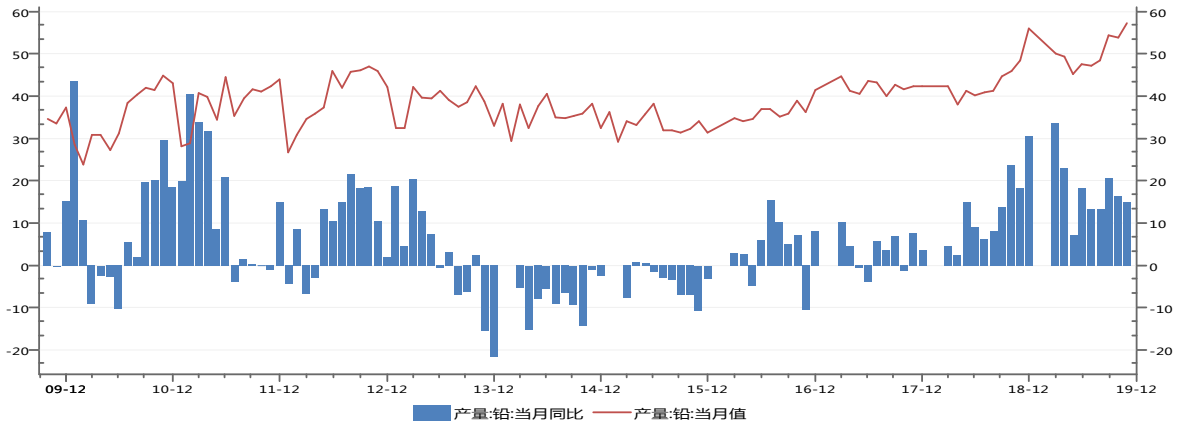
精炼铅产量方面，国际铅锌研究小组公布数据显示，今年1-10月全球精炼铅（包括中国）累计产量为961.3万吨，同比下降6.5万吨，其中中国累计产量为387万吨（占全球产量比为40.3%），同比下降1.9万吨，而除中国外的其他地区精炼铅产量为574.3万吨，同比下降4.6万吨。

中国是全球最大的精炼铅生产和消费国，在中国汽车产销增速负增长的背景下，精炼铅的需求有所下滑，但精炼铅的产量同比仍大幅增加，因2019年精炼铅持续投产并复产，加上环保限产影响减弱，导致精炼铅的价格基本呈现贴水状态。截止12月27日，长江有色市场1#铅平均价为15300元/吨，较去年12月末下降3250元，2019年铅价持续下滑，仅于8-9月小幅回升。产量方面，我国1-11月精炼铅产量为519.8万吨，同比增加74.8万吨或16.6%，2018年我国精炼铅产量为511.3万吨，同比增加39.7万吨。年内产量上升始于第二季度，11月精炼铅产量更涨至57.2万吨，单月产量创下历史以来最高水平，同比增长15.1%。数据显示铅市供应压力逐步上升，不利于化解精炼铅行业过剩产能，期间主要受到铅加工费攀升影响，11月国产TC为2000元/金属吨，12月国产TC为2150元/金属吨，SMM表示在铅精矿加工费上涨的情况下，助推原生铅开工率上升，同时部分炼厂检修结束，原生铅企业生产积极普遍高于去年，原生铅炼厂原料供应充足，高利润刺激生产。

贸易方面，今年1-10月精炼铅累计进口量为8.7万吨，出口为0.35万吨，净进口量为8.35万吨，同比增加3.65万吨，因进口同比增加1.4万吨而出口减少2.3万吨。其中，进口自韩国的精炼铅为4.1万吨，占进口比47%，同比增长1.78万吨，而进口自澳大利亚的精炼铅同比增加2.15万吨，占比28%，显示国内精炼铅供应充足。

展望2020年，在铅矿整体供应充足的环境下，精炼铅加工费提升将逐步提高冶炼厂的产能，若下游消费未能明显改善，将使铅价持续承压。

2019年我国铅产量增速先抑后扬



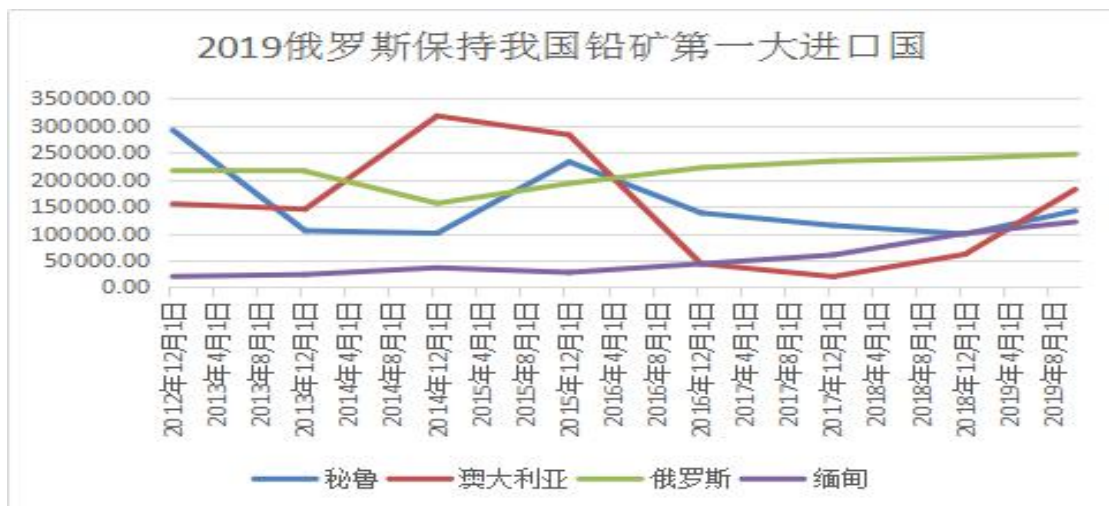
数据来源：Wind

图表 4，数据来源：瑞达期货，wind

4、上游原材料供应充足和库存高企将限制反弹

中国铅矿产地分布广泛，但大中型矿床占有储量多且矿山类型复杂，主要分布在内蒙古和云南。中国铅精矿贸易的几个重要国家是俄罗斯、秘鲁、澳大利亚、缅甸等国。今年 1-10 月中国进口铅精矿约 135.5 万吨，同比增加 36.7 万吨或 37%，进口量高于 2018 年，2016 年同期减少 9 万吨，全年进口 122.7 万吨。其中进口自俄罗斯的铅矿高达 24.7 万吨，同比增加 7.5 万吨或 44%，占中国进口总量的约 18.2%，成为我国铅精矿进口的第一大国，超同期进口自澳大利亚的铅精矿 18.1 万吨（同比增加 14 万吨，增幅最大，进口占比达 13.4%）。1-11 月进口自秘鲁的铅精矿增至 14.2 万吨，同比增加 5.67 万吨；进口自缅甸的铅精矿为 12.1 万吨，同比增加 4.7 万吨。

展望 2020 年，因我国铅矿质量下滑以及资源枯竭，铅精矿有望保持低质量增长和高进口增长的趋势，俄罗斯和澳大利亚仍是我国铅精矿的主要进口来源国。澳大利亚，据美国地质调查局的评估，澳大利亚的铅矿储量高达 3500 万吨，占全球储量的 2/5，且具有品位较高，大多可露天开采，开采成本较低等特点。Red River Resources 位于澳大利亚昆士兰州北部的 Thalanga 项目今年 3 月，铅精矿产量较去年 12 月增长 25%至 3763 吨，未来澳大利亚铅矿产量仍将持续上升。



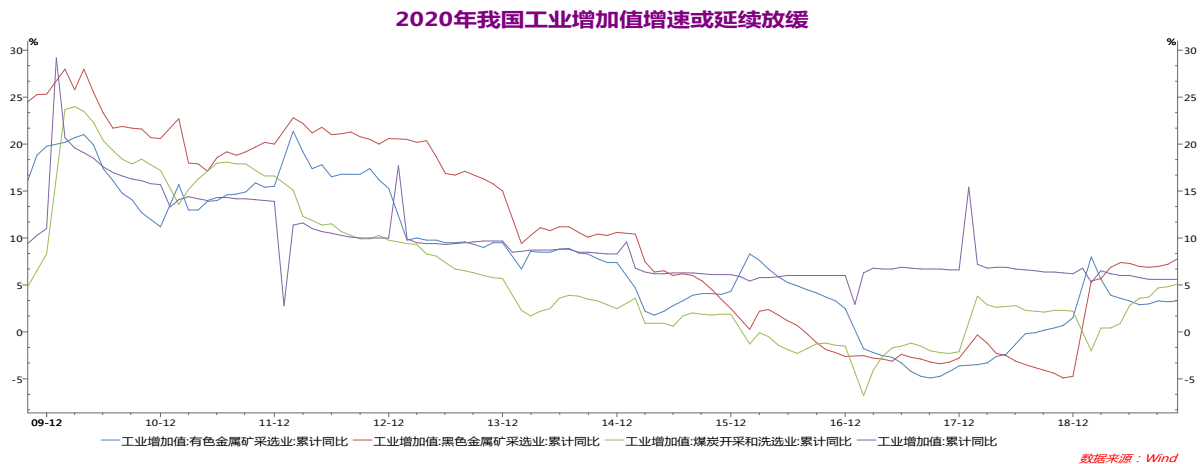
图表 5，数据来源：瑞达期货，wind

5、中国工业增加值增速或放缓

从 2006 年至 2019 年期间，中国精炼锌需求占全球的比重从 28%一路飙升至 48%，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1-11月中国规模以上工业增加值同比增长5.6%，低于我国前三季度的GDP增速6.2%，连续四个月持平，且低于2009年-2019年的历史月度均值为9.04%，还低于2017年和2018年的6.58%、6.17%。分行业来看，1-11月有色金属、黑色金属以及煤的采矿业的工业增加值分别为3.3%、7.8%、5.1%；同期有色金属冶炼及压延加工业同比增长9.6%，增速创下同年2月来的最低水平，主要受销售增长放缓影响。11月中国财新制造业PMI升至51.8，为17年以来新高，显示制造业有所修复。

展望2020年，随着经济结构调整的进一步调整，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。工业品上涨空间较为有限，回调风险加大，2020年规模以上工业增加值增速或将延续2019年的放缓势头，工信部明确2020年工业增加值增长目标为5.3%左右。



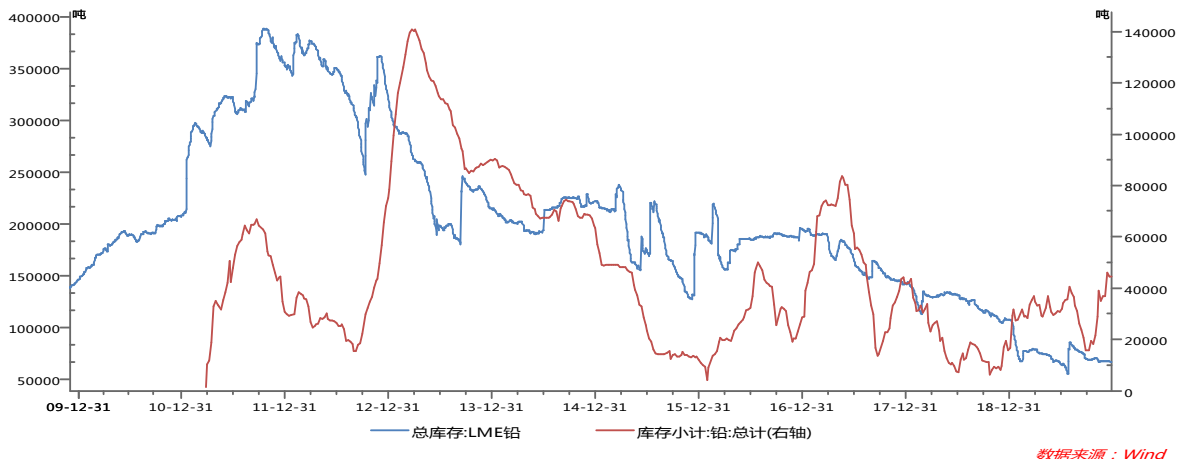
图表6，数据来源：瑞达期货，wind

6、国内铅库存高企

伦铅库存方面，截至12月27日，LME铅库存报6.66万吨，较去年12月末减少近3.86万吨或36%，为连续第三年减少，累计减少12.84万吨，目前该库存创下2019年7月29日来的新低，且较2011年10月14日创下的记录高点38.85万吨减少约32.19万吨或82.9%。LME铅库存持续下滑被视为铅供应从融资交易中释放出来，大量铅流出欧洲仓库，从而限制欧洲铅升水的上涨。国内方面，精炼铅库存持续攀升，令现货铅供应压力凸显，截止12月22日当周，上期所沪铅库存报44562吨，较去年12月末增加28736吨或2倍，于12月13日创下记录高点45926吨。另外，SMM统计的铅锭五地社会库存总量至4.7万吨，交易所库存达到年内高点。

展望2020年，铅下游消费旺季为第三季度，在上半年铅市库存并不容易消化，叠加铅产量创下历史高位，在再生铅违规产能清理、环保限产等供应端政策进一步减弱的推动下，库存压力或将持续。

2019上期所铅库存逾增2.8万吨，库存压力持续



图表 7，数据来源：瑞达期货，wind

第三部分 2020 年铅价展望

首先考虑全球经济增长前景，2020 年全球经济增长预期或弱于 2019 年，但新兴经济体和发达国家之间的增长差异将扩大，尤其是中国经济结构化调整持续，经济增速或进一步放缓，国内第二产业占 GDP 的比重进一步下滑，使得工业品的需求堪忧。在此背景下，全球货币政策进一步宽松，即全球市场陷入降息热潮。美元指数受制于经济压力，吸引力或有望下滑，而其他竞争性货币有望进一步反弹。整体而言，2020 年宏观面因素对铅价的影响相较 2018 年而言，利空显现，利多偏弱。

至于铅本身的基本面，2020 年铅市供需格局或延续今年弱势格局，因供应增速或高于需求增速。供应方面，目前我国铅库存高企，再生铅产能受环保影响减弱，中国铅矿 TC/RC 费用走高更多受国内精铅冶炼需求扩张导致，从而使得中游精铅产量有望进一步扩张，带来供应压力。需求方面，汽车产销增速延续负增长，新能源汽车增速亦大幅放缓，汽车产销负面影响将对蓄电池销产生影响，从而使得中国铅需求增速走弱。

综述，笔者认为 2020 年铅价有望延续弱势，铅价低点或低于 2019 年，但高点存在不确定性，整体波动率较 2019 年有所缩窄，沪铅主力合约运行区间关注 14000-16500 元/吨，相应的伦铅运行区间关注 1600-2000。投机操作方面，建议逢冲高卖出为主。沪铅主力合约关注反弹至 16000 元附近的抛压，尝试建空。而下方支撑则关注 14000 元以下。跨品种套利方面，从供需基本面来看，铅市的表现仍将弱于期锌，因此明年可关注卖铅买锌的套利操作。

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。