



从原再价差的角度观察铅价运行逻辑

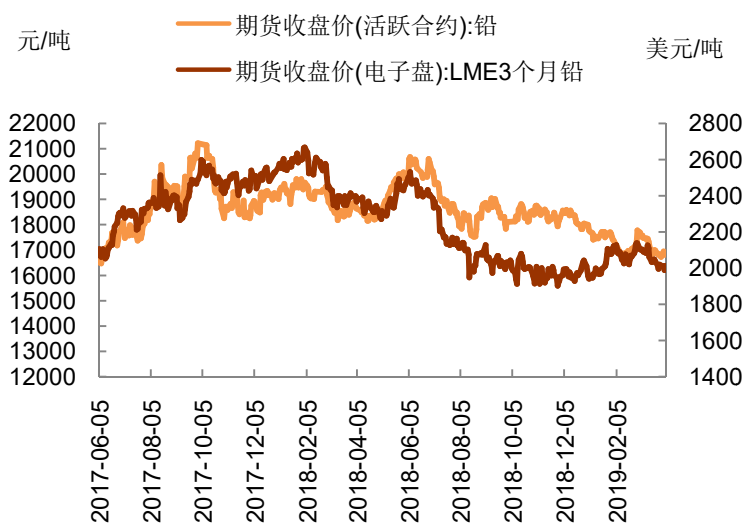
联系人：刘亚威

电话：021-68555105

邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

从今年来看，因为国内电动车新国标的减重要求，以及中国铁塔用锂电池梯级替换铅酸蓄电池等政策影响，国内铅需求下滑较快，加之全球经济增长放缓亦给汽车消费带来压力，进一步压制铅价上行空间，全年来看，全球铅矿产出增加，需求下滑，预计年内铅价重心仍以缓慢下降为主。那么我们从微观上常用的原生再生价差的角度如何观察铅价的运行逻辑呢？

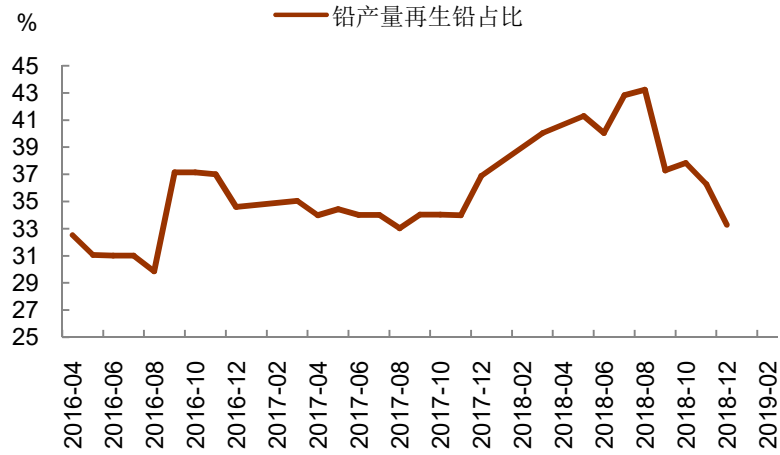
图表 1 沪铅主连及 LME 三月期铅走势



数据来源：Wind，铜冠金源期货

首先在国内精炼铅产量中，再生铅产量占比不断提升。国家统计局的数据显示，再生铅在整个精炼铅产量中的占比较高，实际产能已经接近 40%，后续随着新项目的不断投产，这一占比还将继续提高。从绝对量角度来说，再生铅产能实际上已经接近半壁江山，其对铅价的影响力日益显著。

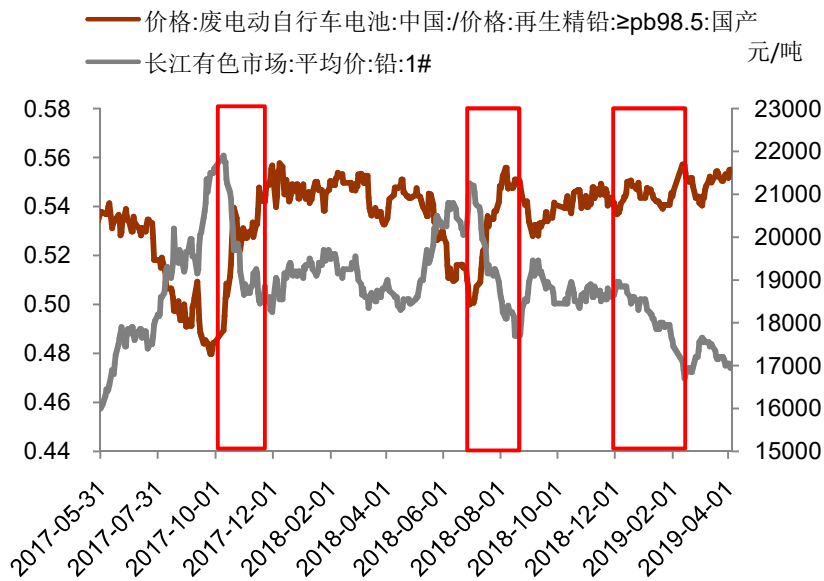
图表 2 精炼铅产量中再生铅占比



数据来源：Wind，铜冠金源期货

然而，相比较于国外成熟的产业链模式，我国在废电池回收环节来看仍存在不少差距，主要的症结在于缺乏正规完善的回收体系。尽管我国已出台不少相关的政策法规，但由于相互不配套并缺少回收技术规范，直接影响了正规企业的回收处置行为。一是我国现行的废铅酸蓄电池回收处置的法律、法规强化生产和再生两端的管理，却缺乏对中间回收环节参与主体和消费者规范处置废铅酸蓄电池行为的约束，相比之下，美国、日本等发达国家的电池回收法规对经销商、零售商、消费者均有明确约束。二是我国对回收处理废铅酸蓄电池的财政税收扶持和补贴力度有限，加上考虑电池对环境污染的问题，对电池生产企业征收 4% 的消费税，大大加重了企业成本。因此原料端的困境使得废电池价格近些年来表现较为坚挺，从废电池与铅价的比价图中我们可以看出，当铅价下跌时二者比价拉大，印证了在回收体系不完善的背景下，废电池价格较强的抗跌性。

图表 3 废电池/再生精铅与铅价



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

由于原料端废电池的抗跌，铅价的下跌易造成再生铅企业利润空间的迅速压缩，从而打压了企业开工的积极性，产量也随之快速下滑。相反原生铅的冶炼不依赖于废电池，则不存在这一问题，且我们可以进一步从价格与开工率的图中印证，我们发现铅价明显与再生铅的开工率相关程度更高，由此来看国内铅市的矛盾主要聚焦于再生铅的供应，进而可以理解为价格对再生铅供应变化或利润水平的反应更为敏感，而对原生铅供应变化的敏感度较低，因此这些年影响内盘铅价的主要矛盾更多的聚焦于再生铅边际供应量上的变化，即相对于原生铅的紧缺或过剩。

在以上背景下，我们观察再生铅价格相对于原生铅价格的变动便有了实际的意义。其影响铅价的主要逻辑可以总结为以下要点：排除环保政策等影响，当需求不佳价格下行时，价差的变动更多的体现在冶炼成本对再生铅供应的影响，而在需求较好价格上行时，价差的变动则更多的体现在原生铅、再生铅之间相互替代牵制的关系。价差低位说明再生铅供应相对偏紧，价格存上行预期，价差高位说明再生铅供应相对过剩，价格存下行预期。从而，在价差的变化中我们可以较早窥探出再生铅产量释放的预期，进而辅助以其他的工具可以对铅价的波动方向大致做出判断。

图表 4 原再价差与铅价



数据来源：Wind，铜冠金源期货

从近两年的实际情况来看，剔除 17 年环保政策对价差的大幅影响外，就此口径而言，其大致的波动范围在 100-320 元/吨左右。每当价差超出正常波动范围的高低点，恰恰能够较好的匹配铅价阶段性的转折点。

但从图中我们看到，自 18 年下半年以来即使在价差低位、消费旺季背景下，铅价仍未能走出大幅的上涨行情，价格反弹高点也在不断的下行。这显示出市场交易逻辑的演变，前些年主要的交易逻辑在于环保对于中小炼厂供应的限制，但随着合规炼厂产量的不断提升，国家废电池回收政策的不断完善，在面对黯淡的消费前景时，供过于求的预期正逐步在价格上得到体现。

综上所述我们得出结论，目前在再生铅原料端尚未完全打通前，原再价差的变化仍能够阶段性的作为判断铅价方向的手段。但是后续在供应端无超预期变化的前提下，铅市的驱动力大概率将逐步由供给端转向到需求端，这时候原再价差的波动对价格运行逻辑的解释力度恐将有所打折。

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

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
1803、2104B 室
电话：021-68400688

深圳营业部

深圳市福田区彩田路 3069 号星河
世纪大厦 A 栋 2908 室
电话：0755-82874655

大连营业部

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

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。