

2022年11月7日

星期一



供需面支撑减弱

震荡区间或下移

联系人：黄蕾

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

要点

●宏观面看，欧美经济数据表现不佳下，经济衰退担忧升温。美联储激进加息预期降温，但金属仍将在较长时间内承受流动性压力。

供应端看，全球铅矿产量不及预期，国内炼厂原料依然偏紧，内外加工费连续三个月环比持平，且四季度炼厂冬储需求增加，将增加进口矿采购需求。原生铅方面，受疫情、限电及山火等影响，月度产量环比降10%，不及预期。再生铅方面，疫情影响减弱，叠加利润修复，产量预计环比回升。总供应稳中有增。

需求端看，在流动性收紧及芯片供应紧张背景下，海外汽车产销下滑，需求减弱。国内延续消费旺季，电池配套需求及置换需求尚可，蓄电池企业维持高开工，但11月消费即将进入淡季，消费支撑或边际减弱。此外，比价高、人民币贬值及海外需求边际减弱影响下，电池出口同比下滑，出口支撑减弱。

整体来看，海外通胀压力不减下，流动性收紧压力将更长时间施压金属走势。产业端看，供应维持稳中有增，需求将步入消费淡季，供需面支撑边际减弱，库存存小幅累库风险。预计11月份铅价震荡重心或小幅下移，主要运行区间在14800-15400元/吨。

操作建议：区间波段操作

风险提示：宏观风险，供给超预期

目录

一、铅市行情回顾.....	4
二、铅基本面分析	4
2.1 铅矿供应情况	4
2.1.1 全球铅矿产量不及预期，供应呈现偏紧格局	4
2.1.2 四季度铅矿供应难言宽松，加工费上行空间有限.....	5
2.2 精炼铅供应情况	6
2.2.1 海外供应干扰因素增多，精炼铅产量或不及预期.....	6
2.2.2 原生铅产量不及预期，出口提振有限.....	7
2.2.3 再生铅产量环比增加，四季度新增产能较多.....	9
2.3 精炼铅需求情况.....	10
2.3.1 全球精炼铅需求情况.....	10
2.3.2 国内精炼铅需求情况.....	11
2.4 内外库存较为平稳.....	12
三、总结与后市展望	13

图表目录

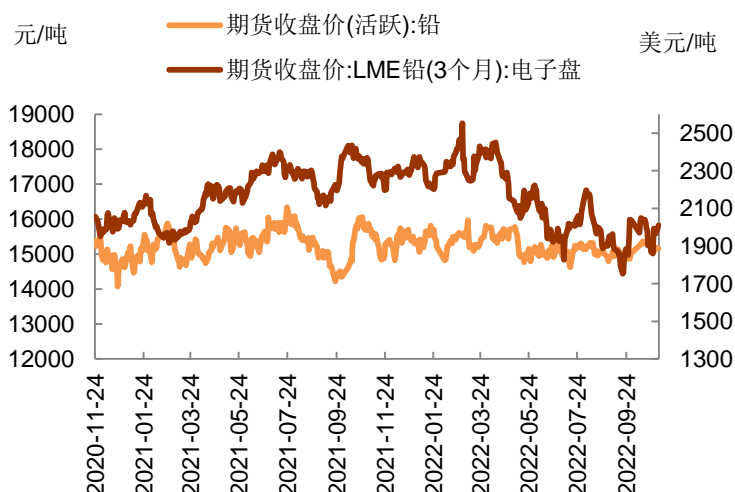
图表 1 沪铅主连及 LME 三月期铅走势	4
图表 2 全球铅矿月度产量	5
图表 3 秘鲁铅矿月度产量	5
图表 4 铅矿进口情况	6
图表 5 银铅矿进口情况	6
图表 6 内外铅矿月度加工费	6
图表 7 国内铅矿累计产量	6
图表 8 全球精炼铅月度产量	7
图表 9 原生铅产量大幅增加	8
图表 10 2022 年 Q1-Q2 新增产能运行情况（万吨）	8
图表 11 副产品硫酸价格走势	8
图表 12 副产品白银价格走势	8
图表 13 沪伦比值	8
图表 14 精炼铅出口情况	8
图表 15 再生铅产量情况	9
图表 16 原再价差情况	9
图表 17 废电池价格高位小幅回落	9
图表 18 再生铅企业利润情况	9
图表 19 全球精炼铅月度需求情况	10
图表 20 全球精炼铅月度供需缺口情况	10
图表 21 全球汽车产量减量情况	10
图表 22 铅蓄电池周度开工率情况	11
图表 23 铅蓄电池出口情况	11
图表 24 汽车及新能源汽车产量情况	12
图表 25 两轮电动车销量情况	12
图表 26 LME 铅库存缓慢下滑	12
图表 27 上期所库存呈现降势	12
图表 28 社会库存先增后减	13

一、铅市行情回顾

10月沪铅主力走势先扬后抑，长假后跳空补涨，因假期期间，海外炼厂供给出现干扰，新星位于澳大利亚炼厂计划关闭55天；同时电力高企下，嘉能可评估意大利的炼厂业务的可持续性。随后，期价围绕15300元/吨附近横盘震荡，21日盘中短暂突破15500元/吨后重回震荡。月底，在再生铅利润修复，供应增加预期强烈的打压下，铅价高位回至万五附近。不过，10月28日，彭博宣布在2023年将伦铅纳入bcom的商品指数。市场预期基金参与度将提高，伦铅带动沪铅大涨。最终收至15180元/吨，月度涨幅达1.34%。

伦铅呈现冲高回落的走势，上半月受海外炼厂减停产消息刺激，期价低位反弹至2100美元/吨左右，随后在海外流动性收紧及经济衰退压力下，震荡回落，月底，受明年伦铅纳入彭博指数消息刺激，单日涨幅达7.07%，最终收至1967美元/吨，月度涨幅达4.46%。

图表 1 沪铅主连及 LME 三月期铅走势



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

二、铅基本面分析

2.1 铅矿供应情况

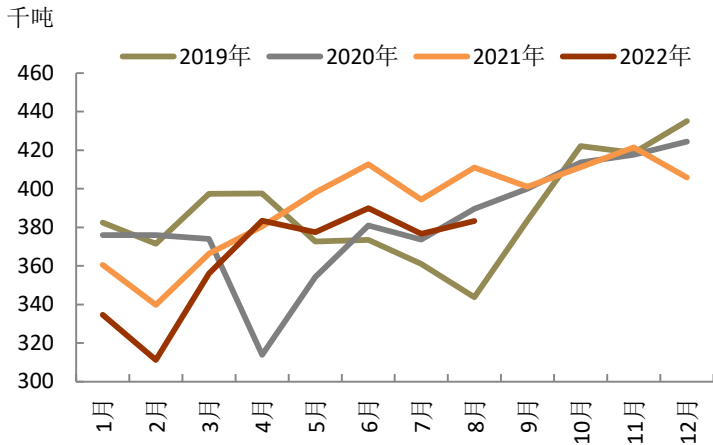
2.1.1 全球铅矿产量不及预期，供应呈现偏紧格局

根据 ILZSG 最新数据，2022 年 1-8 月全球铅矿累计产量达 290.9 万吨，累计同比减少 1.36%。其中，作为主要铅矿生产国的秘鲁，1-8 月累计产量为 156.39 万吨，累计同比减少 4.4%。总的来看，疫情影响下，员工紧缺，叠加矿石品位下降及洪水等影响矿山生产，导致年初以来

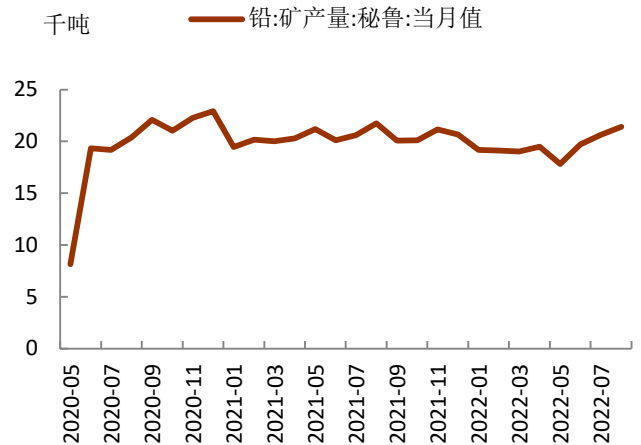
全年铅矿产出受限，矿端呈现供应偏紧格局。

对于全年而言，预计铅矿达 471 万吨，同比增速达 2.9%。增量主要来源于澳大利亚、中国、印度和哈萨克斯坦。欧洲方面，尽管希腊产量下滑，但总产量仍会呈现上升态势。

图表 2 全球铅矿月度产量



图表 3 秘鲁铅矿月度产量



数据来源：ILZSG, iFinD, 铜冠金源期货

2.1.2 四季度铅矿供应难言宽松，加工费上行空间有限

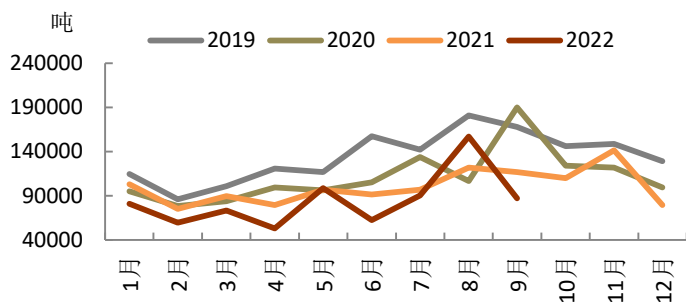
年初至今，前矿供应处于偏紧格局，进入三季度，供应压力有所缓解，内外铅矿加工费均环比小幅回升，SMM 最新数据显示，11 月国产加工费月度报价在 1100-1300 元/金属吨，进口加工费月度报价在 50-60 美元/干吨，均值连续三个月环比持平。

从进口情况来看，海关最新数据显示，9 月进口铅精矿 8.715 万实物吨，环比下滑 44.53%，同比下滑 25.41%。2022 年 1-9 月累计进口铅精矿达 76.31 万实物吨，累计同比下滑 12.8%。尽管 8-9 月份沪伦比价不断上涨，但受人民币大幅贬值限制，抑制铅矿进口。10 月份，受海外炼厂减产刺激，伦铅走强，内外比价小幅回落，铅矿进口窗口关闭，10 月铅矿进口量或不及预期。

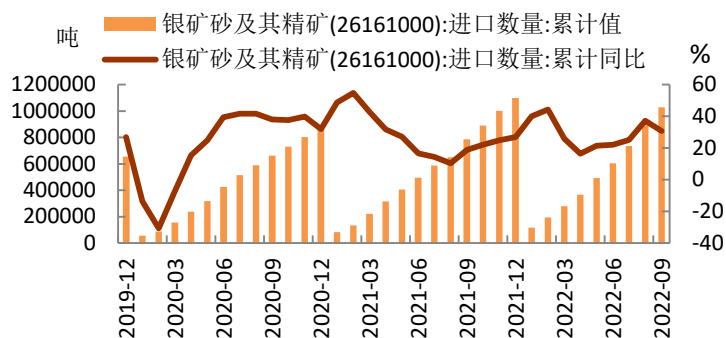
近年炼厂为了保证正常生产，对运营方式及原料元素比例进行了调整，越来越多的铅精矿通过银精矿的名义进口。海关数据显示，9 月银铅矿进口 13.36 万吨，同比仅增 0.56%。1-9 月银铅矿累计进口量达 102.9 万吨，累计同比增加 30.88%。1-9 月铅矿及银铅矿累计进口量达 179.21 万吨，累计同比增加 8.2%。

整体来看，四季度北方炼厂冬储采购的进口矿将陆续到港，但海外铅矿总体偏紧，叠加铅矿进口窗口关闭，预计进口量相对有限。国内铅矿供应偏紧格局难改。

图表 4 铅矿进口情况

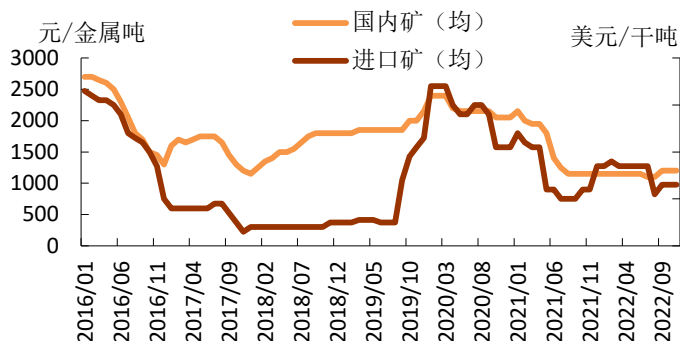


图表 5 银铅矿进口情况

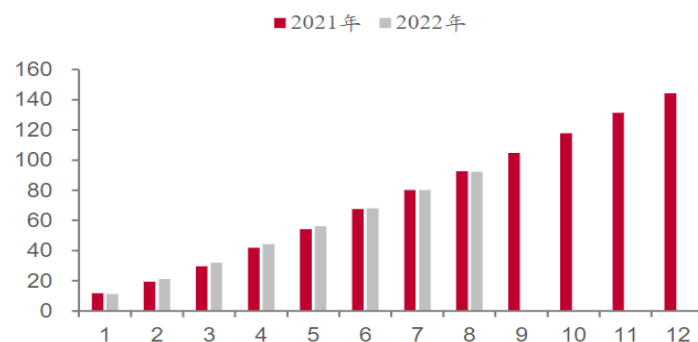


数据来源: iFinD, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 内外铅矿月度加工费



图表 7 国内铅矿累计产量



数据来源: iFinD, SMM, 铜冠金源期货

2.2 精炼铅供应情况

2.2.1 海外供应干扰因素增多，精炼铅产量或不及预期

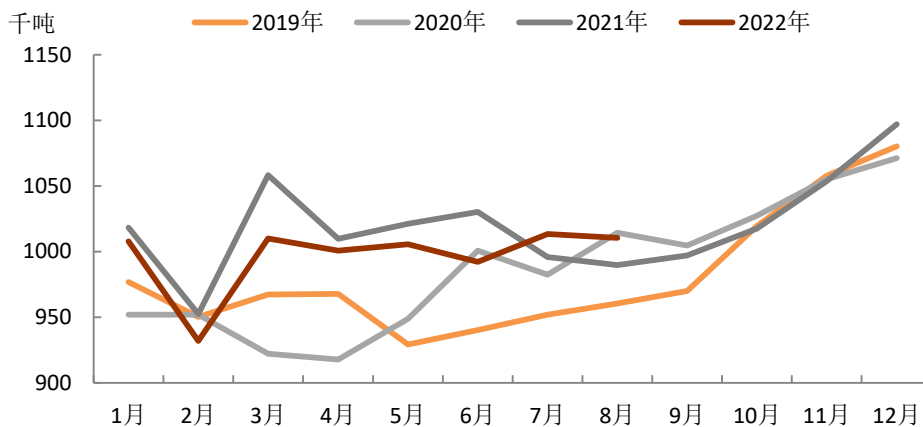
ILZSG 数据显示，2022 年 1-8 月精炼铅累计产量达 808.7 万吨，累计同比减少 1.87%。其中，欧洲地区产量降幅较大，今年以来受能源高企、劳动力短缺，冶炼厂难以达到满负荷生产，1-8 月欧洲精炼铅累计产量为 124.5 万吨，同比下降 9.5%。

全球最大的铅回收商 Ecobat 旗下 Paderno 和 Marcianise 两家意大利铅冶炼工厂，8 月就因能源价格高企及通胀下原料成本的上涨，将这两家冶炼厂停产维修，进入 10 月，计划暂停运营，涉及铅冶炼总产能为 8 万吨/年。同时，10 月初，嘉能可也因能源高企正在重新评估旗下意大利 Porto Vesme 铅锌冶炼厂铅冶炼的可持续性。该冶炼厂原生铅生产在 2021 年就已暂停运营，再生铅生产仍在继续，预计今年精铅产量仅有 4 万吨。此外，德国 Resources Stolberg 冶炼厂（铅产能为 15 万吨/年）迟迟未能恢复生产，该冶炼厂生产线系统调试完毕，原材料也准备就绪，但在等候欧盟委员会的最终批复，预计 11 月将有望恢复生产。

海外其它地区，部分冶炼厂生产也受到不同程度干扰。北美地区 Penoles 旗下墨西哥 Herradura 冶炼厂由于出现意外停产检修；Teck 公司位于加拿大西部的 Trail 冶炼厂精铅产量也有所下滑。亚洲地区来看，韩国因原料废电瓶进口困难而导致产量下滑。10 月初，为了节省资本支出，新星宣布将把在澳洲的 Port Pirie 铅冶炼厂关闭 55 天，2018 年该厂的铅产量为 16 万吨。

整体来看，海外供应端扰动增加，若 11 月德国炼厂能如期复产，将对海外供应构成补充，后期关注复产兑现情况。

图表 8 全球精炼铅月度产量



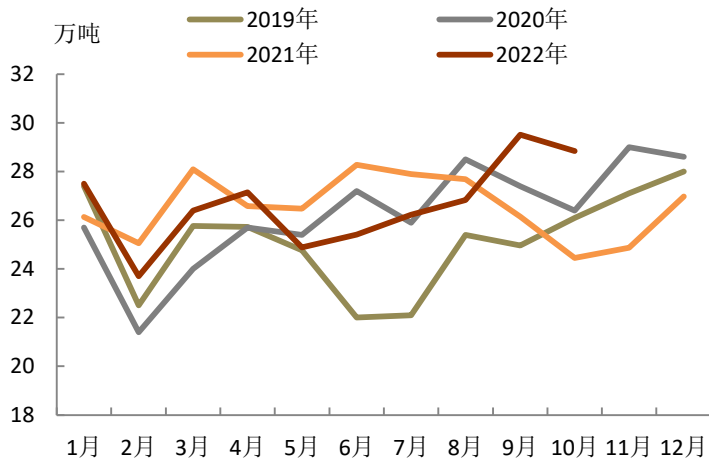
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

2.2.2 原生铅产量不及预期，出口提振有限

10 月原生铅产量或不及预期，一方面国庆长假后，部分地区疫情再起，如湖南及内蒙地区，当地炼厂生产受到一定影响。另一方面，云南地区炼厂接到限电通知，产量释放受限，此外，月下旬，湖南郴州雄及当地小型炼厂风因山火停产 3 天。加上一些炼厂常规检修，如云南蒙自，计划 10 月底恢复；西部矿业自 9 月以来维持检修，预计月度产量环比降 10% 至 26.6 万吨，低于预期。

进出口方面来看，9 月精炼铅出口量为 1191.2 吨，1-9 月累计出口量达 9.31 万吨，而去年同期仅为 2.13 万吨。9 月底以来，内外比价高位回落，精炼铅出口亏损大幅收窄，进入 10 月出现短暂开启的机会，预计将带动少量铅锭出口。

图表9 原生铅产量大幅增加

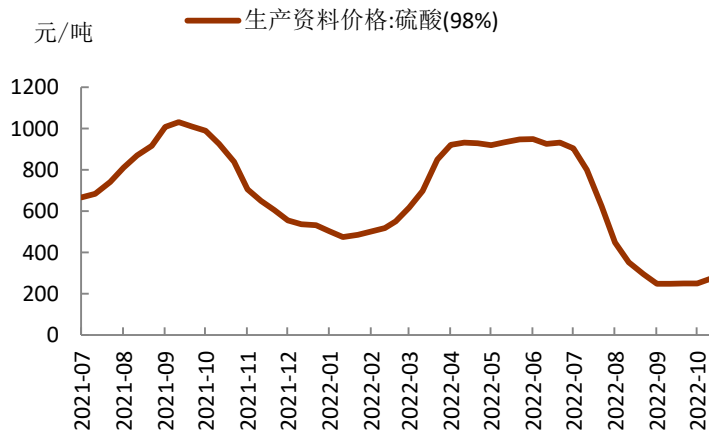


数据来源: iFinD, SMM, 铜冠金源期货

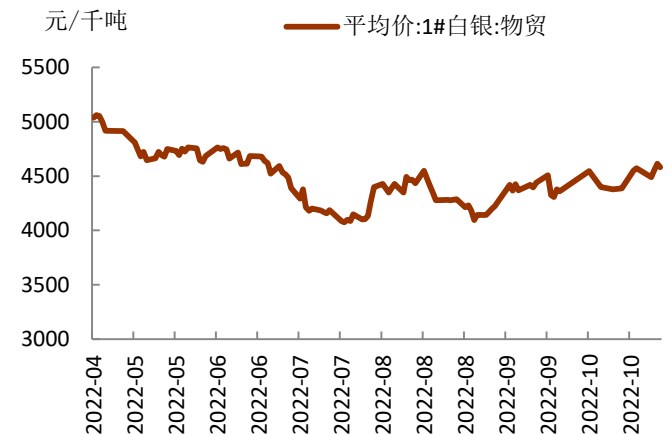
图表10 2022年Q1-Q2新增产能运行情况(万吨)

企业	产能	备注
湖南水口山	6	2021年12月,新增6万吨粗铅产能
驰宏锌锗-呼伦贝尔	6	在已有粗铅产能上增加电解铅产能,已投产
广西富生	6	闲置产能计划2月复产,目前调试阶段
河南秦岭	2	新产线3月投产
中金岭南	10	闲置产能10万吨已于5月下旬复产
合计	30	一季对于度已运行20万吨,二季度10万吨

图表11 副产品硫酸价格走势

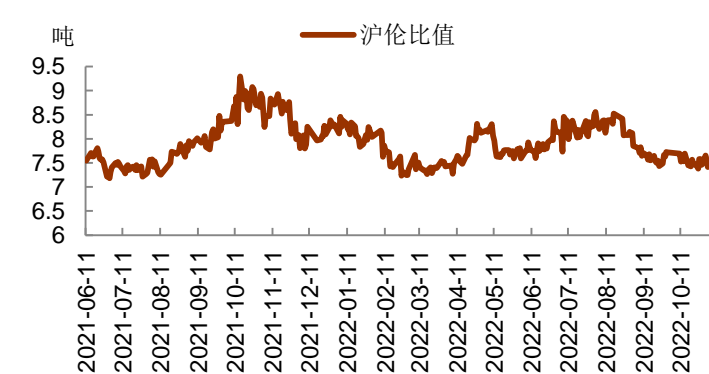


图表12 副产品白银价格走势

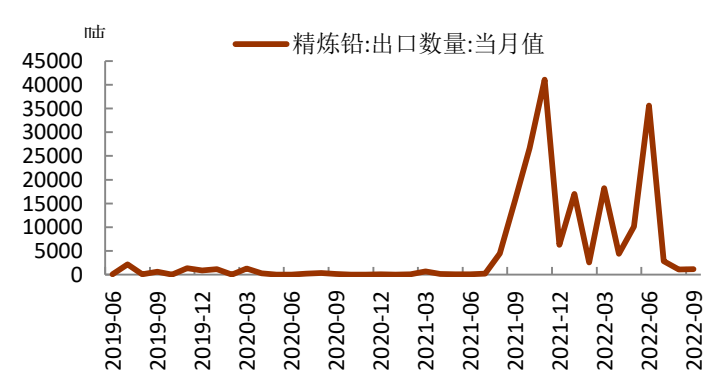


数据来源: iFinD, SMM, 铜冠金源期货

图表13 沪伦比值



图表14 精炼铅出口情况



数据来源: iFinD, SMM, 铜冠金源期货

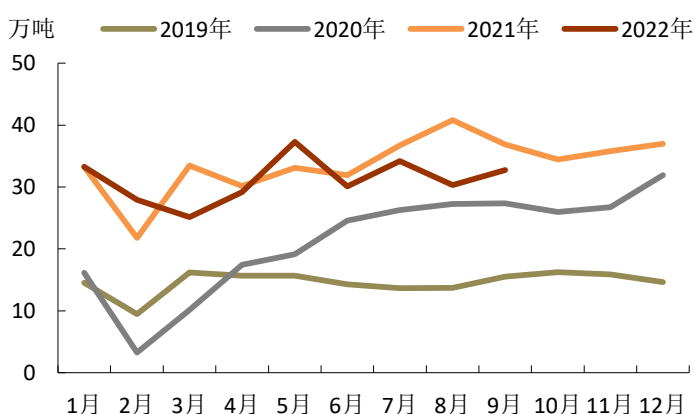
2.2.3 再生铅产量环比增加，四季度新增产能较多

10月再生铅产量呈现逐步回升态势，月初，安徽地区疫情影响基本解除，炼厂恢复生产；同时，上半月铅价上涨带动企业利润修复，前期因亏损减产的企业也陆续复产。此外，河北、河南、宁夏及江西检修、技改、故障炼厂也逐步恢复。预计月度产量较9月将有明显抬升。

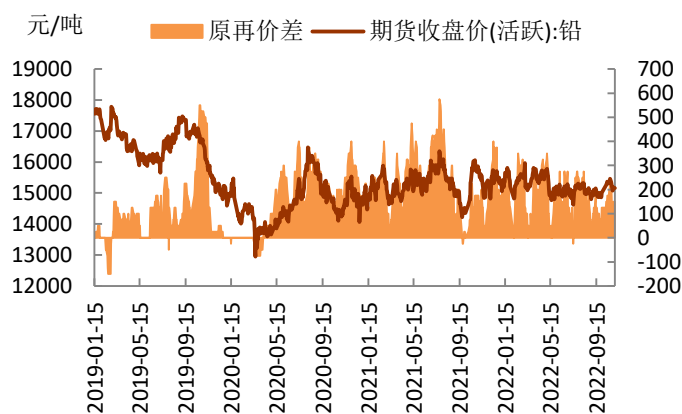
从企业利润情况来看，9月中旬以来企业由亏损转为盈利，一方面，9月中旬以来，原料废旧电瓶价格高位小幅回落，叠加铅价低位反弹，带动企业利润修复，企业复产积极性增强。不过进入10月中旬后，随着铅价高位回落，企业再度陷入亏损，生产意愿降低。

整体来看，今年以来再生铅生产扰动因素较多，企业开工率多维持在30-45%之间，低于往年同期开工水平，产量增速不及预期。不过，计划投产项目依然较多，仅四季度计划新增产能就达78万吨，中长期看，产能压力仍不容小觑。

图表 15 再生铅产量情况

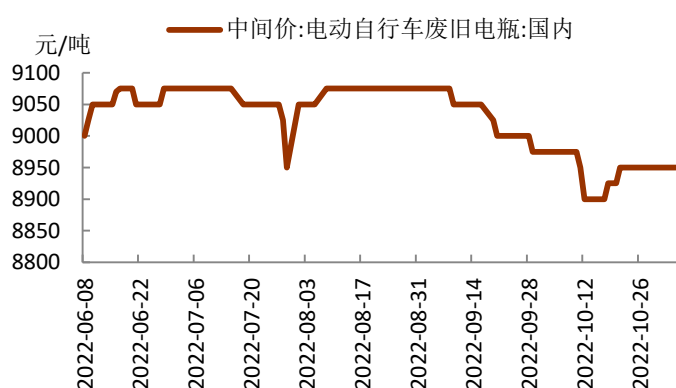


图表 16 原再价差情况

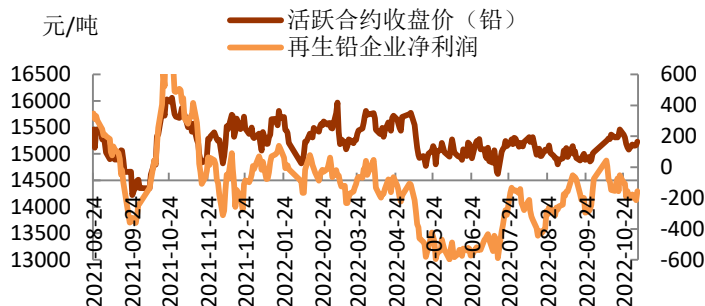


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 17 废电池价格高位小幅回落



图表 18 再生铅企业利润情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

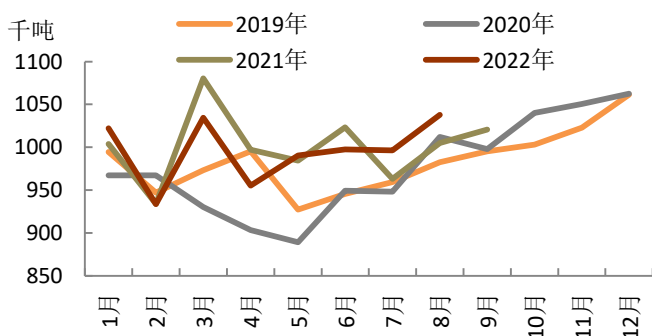
2.3 精炼铅需求情况

2.3.1 全球精炼铅需求情况

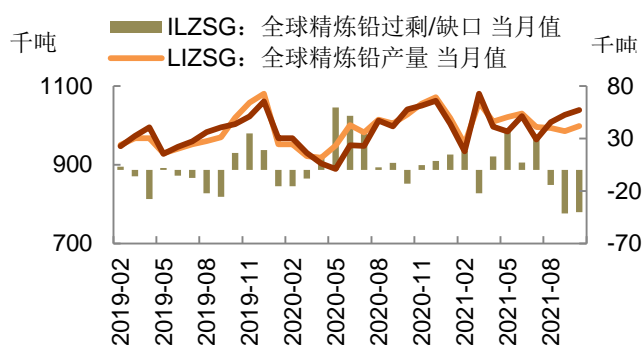
ILZSG 数据显示, 2022 年 1-8 月精炼铅累计消费量达 811.2 万吨, 累计同比减少 0.45%。1-8 月, 全球铅市供应过剩 2.5 万吨, 去年同期为过剩 9.2 万吨。

海外铅消费直接挂钩汽车产业, 据汽车行业数据预测公司 AFS 最新数据, 截至 10 月 30 日, 由于芯片短缺, 今年全球汽车市场累计减产约 390.5 万辆汽车。AFS 预测, 到今年年底, 全球汽车市场累计减产将攀升至 427.85 万辆, 较此前的预估增加约 1.62 万辆。主要受芯片短缺和新冠疫情的持续影响, 同时还面临着俄乌局势升级、原材料价格上涨及零部件短缺等挑战。而海外汽车产量下滑, 将直接导致新车配套的铅蓄电池需求减少, 但仍将保持一定韧性。同时, 进入四季度, 全球气温下降, 电池更换需求订单有所回温, 但宏观经济下行压力仍突显, 启动型电池需求稳中趋降, 将拖累铅消费表现。

图表 19 全球精炼铅月度需求情况

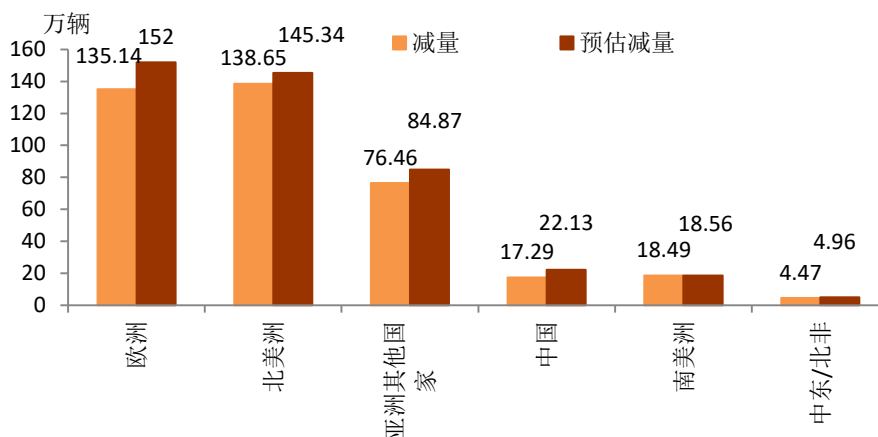


图表 20 全球精炼铅月度供需缺口情况



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 21 全球汽车产量减量情况



数据来源: AFS, 铜冠金源期货

2.3.2 国内精炼铅需求情况

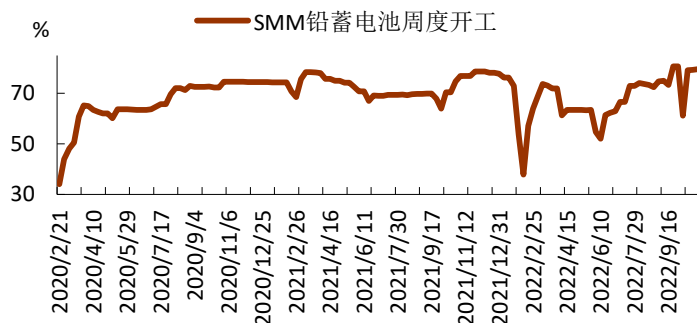
从国内铅消费结构来看，铅市初级消费主要集中在铅酸蓄电池行业，占到了铅总需求量75%–80%。10月份铅酸蓄电池消费维持旺季特征，一方面，6月以来乘用车购置税减半政策利好汽车产销回升，带动配套电池订单旺盛，国庆长假前不少企业出现缺货，缩短了放假周期，目前看，一些大型企业订单需求已排到11月份；另一方面，年底前多地电动自行车轻量化政策退出，增加电池需求，此外，10月中旬以来，移动基站项目得以推进，多家获得招标企业生产线保持满产。终端需求较佳的背景下，带动铅蓄电池企业开工攀升至近年偏高水平。不过，进入11月份，蓄电池消费逐步由旺季转向淡季，后续支撑力度略有不足。

此外，从电池出口情况看，1–9月累计出口量16321.2万个，累计同比增加15.75%。上半年以来电池出口表现较好，这种状态一直延续到三季度，但是进入四季度以后，受比价较高及人民币持续贬值影响，都不太利于电池出口。其实从9月当月数据也可以看出来，当月出口同比降幅5.3%，已开始同比出现回落。此外，海外受利率上行、能源价格高企等不利影响，汽车生产成本高企，也将限制电池需求，预计四季度出口同比增幅会延续收窄。

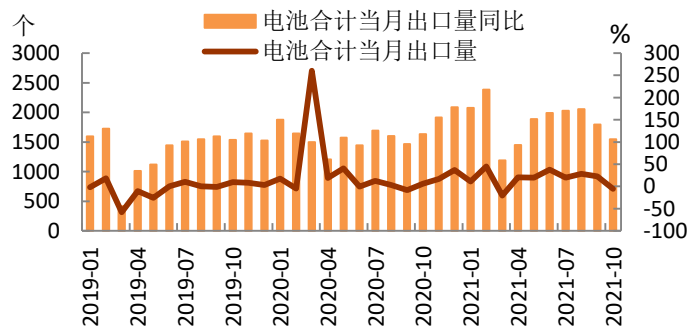
从终端需求来看，疫情影响减弱叠加政策刺激下，国内三季度汽车产销呈现较快恢复势头。中汽协数据显示，1–9月汽车产销分别达到1963.2万辆和1947万辆，同比增长7.4%和4.4%。源于5月下旬以来陆续出台一系列稳增长、促消费政策，其中购置税减半政策更是极大地激发了市场活力，有效助力汽车行业走出低谷，呈现出恢复增长态势。两轮电动车方面，2019年4月15日《新国标》正式实施，存3–5年过渡期管理，今年又有多个城市过渡期降至，迎来新车换购小高峰。

总的来看，四季度电动自行车产销高峰后，对需求提振有望转向平稳，但汽车消费延续向好预期，将给予消费支撑。不过，内外比价维持高位的预期下，电池出口难维持高增速，提振或减弱。从中长期角度看，汽车及电动车板块，锂电的渗透率逐年增加，对传统铅蓄电池的需求存挤出效应。但也需关注，新项目研发落地，对铅蓄电池需求带来的潜在增长。

图表 22 铅蓄电池周度开工率情况

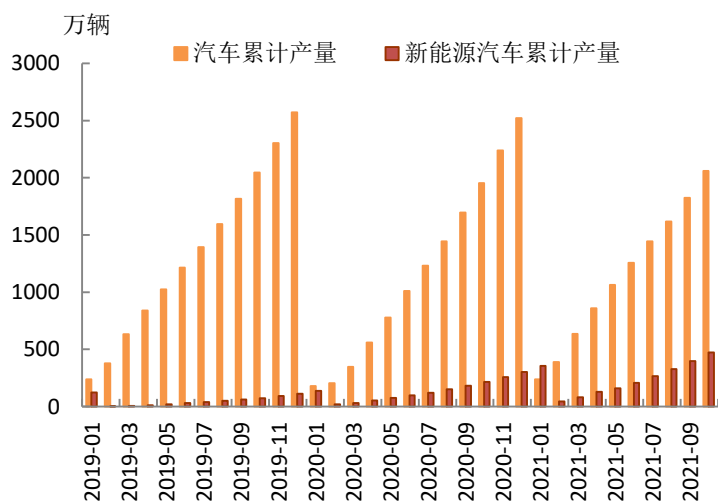


图表 23 铅蓄电池出口情况

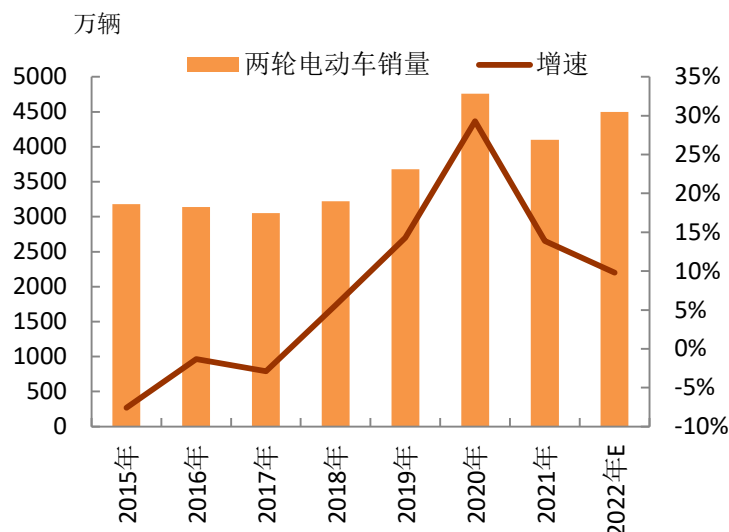


数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

图表 24 汽车及新能源汽车产量情况



图表 25 两轮电动车销量情况



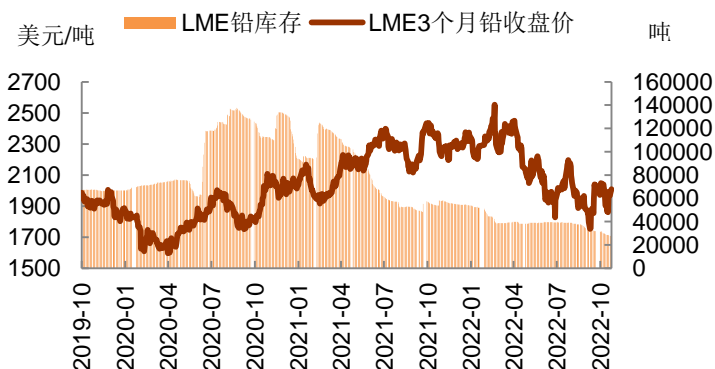
数据来源：iFinD，艾瑞咨询，铜冠金源期货

2.4 内外库存较为平稳

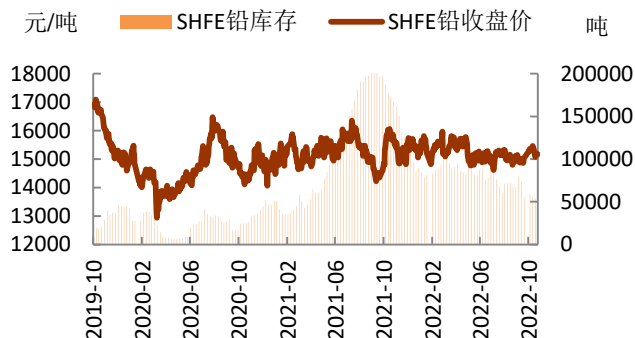
10 月上旬上期所库存先增后减，整体波动较小，截止至月底，库存降至 53693 吨，月度减少 169 吨。LME 库存则延续缓慢下降的态势，截止至 10 月底，库存报 27625 吨，月度减少 4250 吨。注销仓单占比一度攀升至 65% 的高位，月底降至 10% 左右，低库存下挤仓风险大幅降温。

社会库存方面，长假后短暂小幅累库后，在区域性供应收紧及铅价下跌后下游采买增加的影响下，库存再度小幅去库。截止至月底，库存降至 5.81 万吨，月度减少 0.79 万吨。11 月份看，疫情对再生铅冲击减弱，叠加原生铅稳中有增，而下游临近淡旺季过度阶段，预计库存将小幅累积。

图表 26 LME 铅库存缓慢下滑

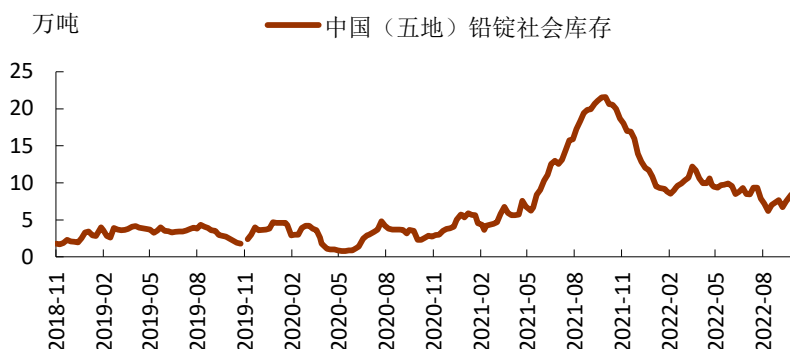


图表 27 上期所库存呈现降势



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 28 社会库存先增后减



数据来源：SMM，铜冠金源期货

三、总结与后市展望

宏观面看，欧美经济数据表现不佳下，经济衰退担忧升温。美联储激进加息预期降温，但金属仍将在较长时间内承受流动性压力。

供应端看，全球铅矿产量不及预期，国内炼厂原料依然偏紧，内外加工费连续三个月环比持平，且四季度炼厂冬储需求增加，将增加进口矿采购需求。原生铅方面，受疫情、限电及山火等影响，月度产量环比降 10%，不及预期。再生铅方面，疫情影响减弱，叠加利润修复，产量预计环比回升。总供应稳中有增。

需求端看，在流动性收紧及芯片供应紧张的背景下，海外汽车产销下滑，需求减弱。国内延续消费旺季，电池配套需求及置换需求尚可，蓄电池企业维持高开工，但 11 月消费即将进入淡季，消费支撑或边际减弱。此外，比价高、人民币贬值及海外需求边际减弱影响下，电池出口同比下滑，出口支撑减弱。

整体来看，海外通胀压力不减下，流动性收紧压力将更长时间施压金属走势。产业端看，供应维持稳中有增，需求将步入消费淡季，供需面支撑边际减弱，库存存小幅累库风险。预计 11 月份铅价震荡重心或小幅下移，主要运行区间在 14800-15400 元/吨。

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。