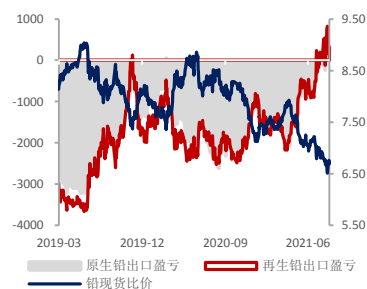


2021年8月15日

金瑞网站：www.jrqh.com.cn

客服热线：400-888-8208

极低比价铅出口窗口开启



资料来源：iFinD，金瑞期货

金瑞期货研究所

撰写人：

罗 平 (F3001801, Z0010512)

电 话：0755-83526480

邮 箱：luoping@jqh.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分

核心观点：

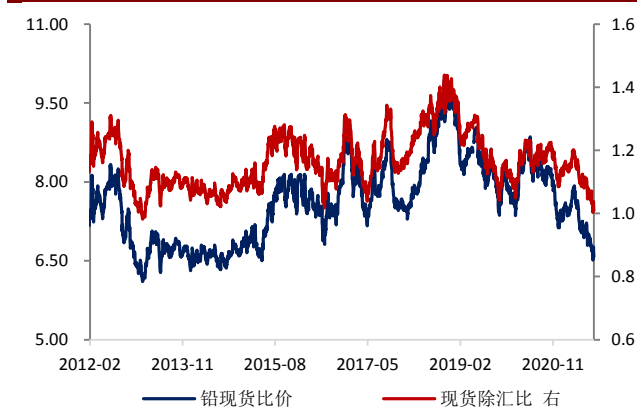
- 当前沪伦比价走低至 6.5 一线，极低比价下铅进口大幅亏损，铅锭出口出现盈利，本文试从出口成本、比价扭转条件等角度来分析铅市场未来演变，从而为投资或贸易提供参考。
- 在极低比价下，可能会存在两种路径来推动货物的跨区域流动，一是通过在 LME 市场交仓，二是通过铅锭贸易出口，目前来看，由于海外地区现货升水溢价较高，出口盈利大于交仓盈利。当前出口面临的最大阻碍就是海运紧张且周期更长，出口流程不顺畅也将令铅市场内外比价回归偏慢些。
- 受制于海外疫情等因素，今年低比价持续时间较之过往更长些，我们预计后期比价将会逐步回归，主要是基于两个层面，一是阶段性供需错配缓解后海外供需缺口将收窄，二是国内大幅过剩将冲击低成本再生铅供应。因此，后续两市场的强弱关系有望转换。
- 随着国内再生铅产能的兴起，消费增长与铅产能增长不匹配，国内相对过剩，铅内循环不断完善，海外市场相对稳定，尽管精铅出口零关税，两个市场不平衡时候可以更多依靠减少铅精矿、银精矿进口手段调节，并不会过度需要依靠铅锭出口，预计铅锭出口并不会常态化。
- 出口对国内价格有支撑，海外阶段性供需缺口后续可以通过中国铅锭出口来补充，这意味着出口带来的铅锭跨地区转移并不会改变全球铅锭市场平衡，这也将不会对铅的绝对价格产生大幅影响，因此我们认为铅价上行较为困难，不排除资金退潮后出现小幅调整，策略上建议反弹至区间上沿再做空配，或在铅锭出口加快时尝试在远月买国内抛 LME 的跨市反套，风险点关注海外资金博弈下软逼仓的反复。

一、极低比价内在驱动

今年下半年铅市场外强内弱明显，8月上旬铅内外比价最低下行至 6.5，在剔除汇率因素后的除汇比达到 1.0，为 2014 年以来低位。后疫情时期海外经济强劲复苏导致供需错位，尤其是以美国为代表的经济体复苏带动消费快速回升，国内铅产能扩张供过于求，海外短缺而国内过剩，这是比价走低的内在原因，极低比价引发市场热议。

当前极低比价下，铅进口大幅亏损，那么铅可以出口了吗？根据我们测算，当前极低比价下，铅锭出口窗口已开启，原生铅再生铅每吨均有 500 元以上盈利空间，那么出口成本包含哪些？出口会持续吗？干扰出口的因素有哪些？内外低比价扭转需要哪些条件来触发？我们试从下文分析解决这些疑问。

图 1 铅内外比价降至 2014 年以来低点



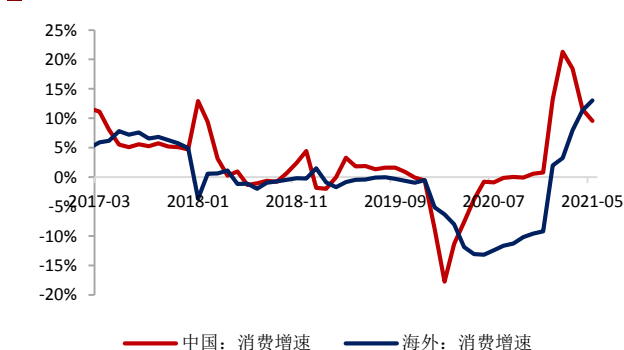
资料来源：iFinD，金瑞期货

图 2 海外持续降库 VS 国内大幅增库



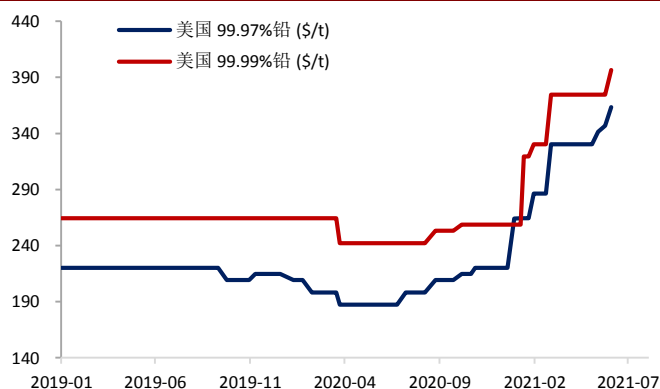
资料来源：iFinD，SMM，金瑞期货

图 3 海外消费超预期增长



资料来源：ILZSG，金瑞期货

图 4 美国地区现货升水大幅走高



资料来源：MB，金瑞期货

二、铅锭出口成本核算

1、铅锭出口成本测算

铅锭出口盈亏参考公式如下：

$$\text{铅锭出口盈亏} = (\text{LME 现货价} + \text{地区升水 premium}) * \text{汇率} - \text{SMM 现货价} * (1 + \text{出口关税}) - \text{海运费} * \text{汇率}$$

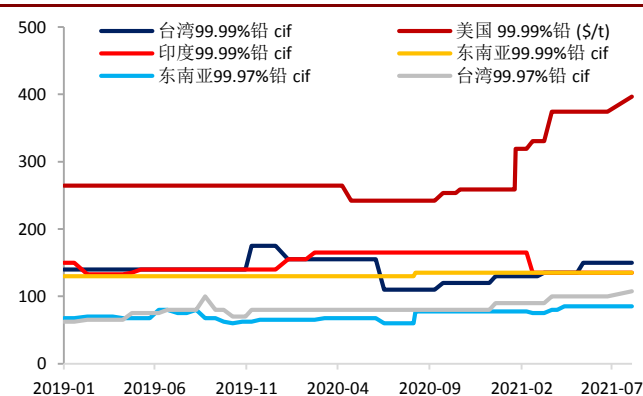
在暂不考虑内地运输成本前提下，铅锭出口费用主要包含出口关税、汇率、海运费、海外地区升贴水等。当前精炼铅出口是 0 关税，此外，海运费及各地区现货升水波动大，不同地区存在较大差异，按照 8 月 13 日最新数据，如果是出口至东南亚国家，根据我们初步估算，当前原生铅出口盈利 615 元/吨，再生铅出口盈利 564 元/吨，在铅锭出口出现盈利后，据我们了解，市场也确实有原生再生出口行为发生。

图 5 比价大幅走低精铅出口出现盈利



资料来源：iFinD，金瑞期货

图 6 原生铅再生铅不同地区现货升贴水



资料来源：MB，金瑞期货

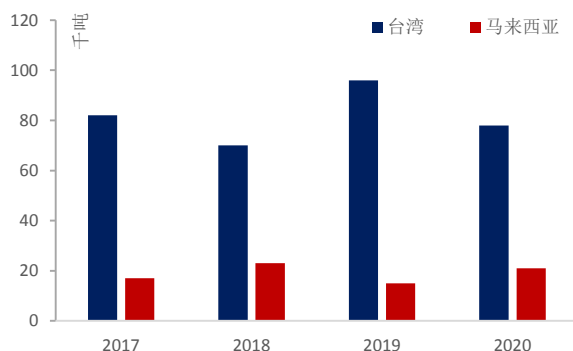
2、出口或交仓都将推动铅锭跨地区流动

在极低比价下，可能会存在两种路径来推动货物的跨区域流动，一是通过在 LME 市场交仓方式，二是通过铅锭贸易出口的方式，目前来看，由于海外地区现货升水较高，出口盈利大于交仓盈利。

对于海外交仓，临近中国的 LME 交割库主要分布在韩国、马来西亚、新加坡、中国台湾，结合现有库存分布情况，最有可能的交仓地或在台湾及韩国。据了解交仓注册仓单等成本并不高，预估不到 10 美元。近期伦铅 0-3 升水高涨，选择交仓会损失地区现货升水，但会得到部分交仓补贴（约 \$40）。在低比价下，8 月 5 日已出现过理论上交仓盈利，

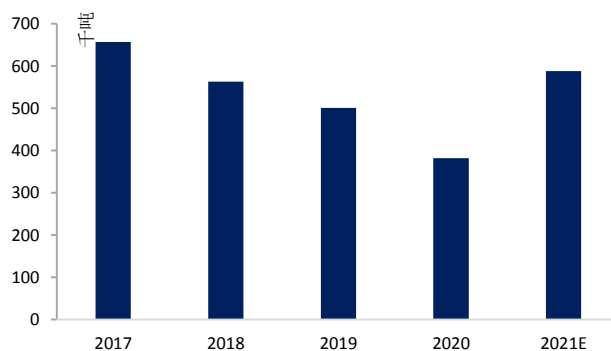
由于持续时间短，LME 库存未见明显增长，如果后续交仓盈利扩大，不排除国内交仓海外行为发生。

图 7 台湾及马来西亚精铅进口量



资料来源：ILZSG, 金瑞期货

图 8 美国近几年精铅进口量及今年预估

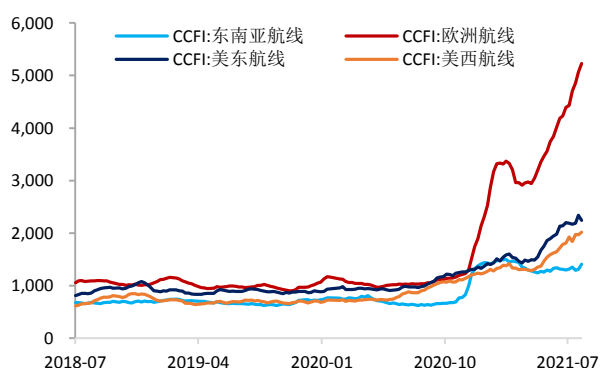


资料来源：ILZSG, 金瑞期货

对于出口，结合过往贸易情况及地区现货溢价因素，我们预计出至台湾、东南亚或美国的可能性居多，马来西亚及台湾每年进口量均有 10 万余吨，而美国地区每年精铅量进口约 50-60 万吨。在 2019 年中美贸易冲突中，美对中加征关税清单中并没有包含精炼铅，因此中国出口铅锭到美国无关税。根据今年 1-5 月美国精铅进口数据进行年化预估，预计美国全年铅锭进口量将会超预期，或达到近三年高点。

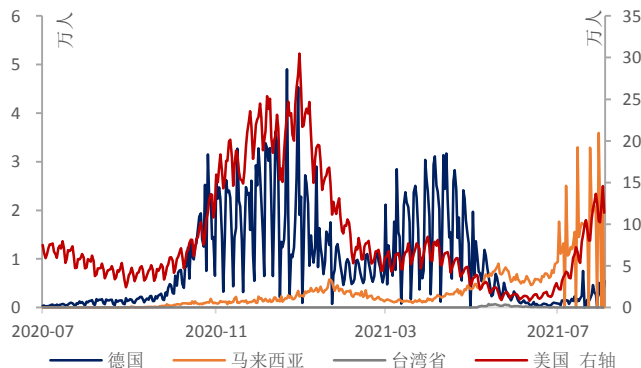
铅过往出现出口贸易盈利的机会并不多，铅锭前次出现出口机会是在 2019 年 10 月，因实际出口行为的发生，跨地区贸易流动加快了内外比价低位修复，仅一月时间有余，铅现货比价从 7.43 回升至 8.1 以上。我们认为本次出口窗口打开后，铅锭低比价回归或比较缓慢。

图 9 中国出口集装箱运价指数急剧走高



资料来源：iFinD, 金瑞期货

图 10 东南亚及美国地区新冠疫情有反复



资料来源：iFinD, 金瑞期货

3、运输问题可能导致出口进度缓慢

当前出口面临的阻碍就是海运紧张且周期更长，由于海外市场需求持续恢复，今年1-7月中国对美国、欧盟、日本等传统市场出口增长22.6%，但是，疫情反复致使港口作业率下降，国际运力紧张，“一箱难求”下运费暴涨，中国出口集装箱运价指数5月开始持续走高，旺季附加费、港口拥堵费等加大企业出口成本，也使得出口周期被动延长。

据了解，出口至东南亚海运费约55-60美元，时长超过半个月，出口到美国地区海运费有报至400美元，时间或1-2个月。考虑到海外疫情反复及港口排队等因素，铅锭出口时长较之过往翻倍，据了解出口将持续到9月后，这也将令铅市场内外比价回归偏慢些。

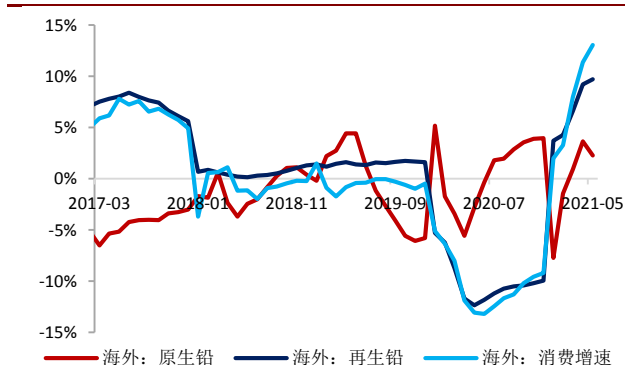
三、影响比价回归的因素

目前铅市场出口窗口仍在开启状态，今年低比价持续时间较之过往更长些，我们预计后期比价将会逐步回归，主要是基于两个层面，一是阶段性供需错配缓解后海外供需缺口将收窄，二是国内大幅过剩将冲击低成本再生铅供应。因此，后续两市场的强弱关系有望转换。

1、对于海外缺口维持的探讨

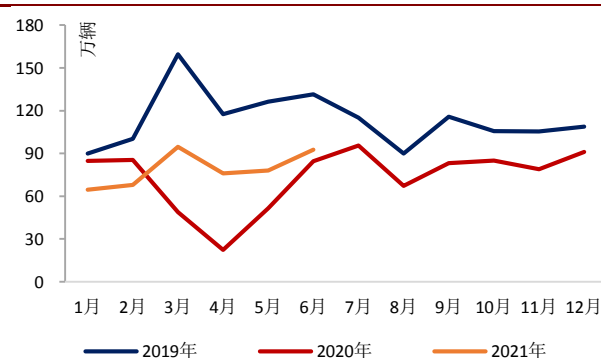
今年上半年海外原生铅直到3月份才开始恢复增长，但需求复苏早于供应，海外铅消费力度直接与汽车产业挂钩，欧盟及美国新车上半年需求增长25%，LME库存已降至历史低位水平。对于下半年，供应持续恢复至正常水平，但需求面临一定的不确定性，尤其是芯片短缺对汽车产业冲击较大，预计后续供需缺口逐渐收窄，海外持续深度去库有难度。

图 11 海外上半年供应节奏慢于需求恢复



资料来源：iFinD，金瑞期货

图 12 欧盟 14 国乘用车注册量不及 2019 年同期

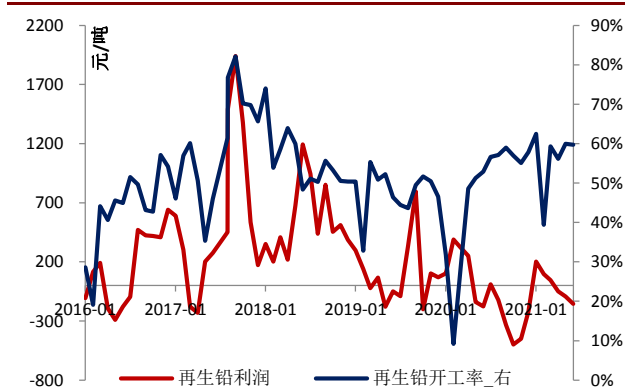


资料来源：iFinD，金瑞期货

2、对于国内打破过剩的探讨

对于国内市场，在消费维持现状前提下，市场过剩现状的打破将取决于高成本再生铅是否减产。今年再生铅原料废铅酸电池价格持续坚挺，目前再生铅利润已在盈亏平衡点附近，部分小型企业已亏损，如过剩加剧价格调整，将会最先冲击再生铅供应。而原生铅受影响是偏小的，虽然今年铅精矿加工费大幅下降，但冶炼的冰铜、白银、硫酸收益等副产品收益极佳，目前原生铅冶炼利润率仍超 3.5%。这意味国内过剩的缓解更多依靠再生铅供应缩减，如果条件触发，也将促使出口窗口关闭，铅内外比价低位回升。

图 13 再生铅开工与利润正相关



资料来源：iFinD，金瑞期货

图 14 当前再生铅利润低于原生铅



资料来源：iFinD，金瑞期货

四、未来铅市场演变可能性

1、长期来看，铅锭出口不会常态化

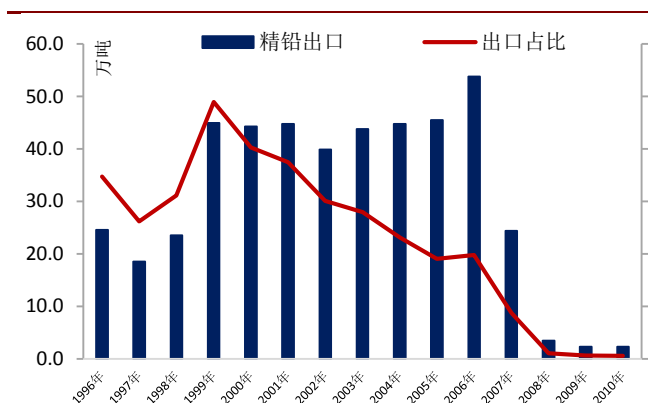
随着国内再生铅产能的兴起，消费增长与铅产能增长不匹配，国内相对过剩，那么今后铅市场出口是否会成常态？我们认为这种可能性较低。

回首过往，2007 年之前中国为精铅出口大国，每年出口占比超过 30%。为了控制“两高一资”产品出口（高能耗、高污染和资源性），我国自 2006 年 6 月 1 日起，对精炼铅实施 10% 的出口暂定税率，自 2007 年开始精铅出口锐减，征收出口关税令出口成本大幅上升，以至于在后续十多年间精铅每年出口仅一万余吨。随着国内铅产业链淘汰落后产能等改造完成，自 2017 年开始，中国取消了铅出口关税，但中国每年出口仍然不多。短期出口导火索在疫情反复下海内外阶段性供需错配，从深层次来看，近些年国家对有色行业的环保举措令铅市场内循环不断完善，海外市场也相对稳定，尽管精铅出口零关税，两个市场

不平衡时候可以更多依靠减少铅精矿、银精矿进口手段的调节，并不会过度需要依靠铅锭的出口。因此，铅锭出口并不会常态化。

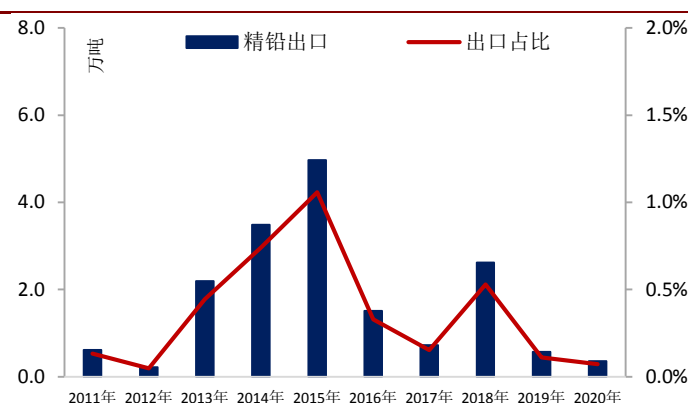
为了促进双循环及配套“十四五发展规划”，近期国务院关税税则委员会办公室面向有色行业征求 2022 年拟定关税调整意见，我们也紧密关注出口政策有无动态调整变化。

图 15 在 2007 年之前精铅出口超过三成



资料来源：ILZSG，金瑞期货

图 16 中国实施 10% 关税之后精铅出口大降



资料来源：ILZSG，金瑞期货

2、短期来看，关注资金扰动价格高位承压

当前，资金在 LME 市场的博弈仍在持续，8 月、9 月头寸及仓单集中度处于较高水平，伦铅升水短暂回落后再度反弹至 50 美元之上，海外软逼仓尚未确定是否近尾声，比价低位出口预期增强，受制于运输因素预计铅锭出口行为将持续一段时间，这也令铅内外比价的回归较慢。

总体上看，出口缓解过剩压力，对国内价格有较强支撑，海外阶段性供需缺口后续可以通过中国铅锭出口来补充，供需缺口收窄，出口带来的铅锭跨地区转移并不会改变全球铅锭市场平衡，这也将不会对铅的绝对价格产生大幅影响，因此我们认为铅价未来上行较为困难，不排除资金退潮后出现小幅调整，策略上建议反弹至区间上沿再做空配，或在铅锭出口加快时尝试在远月进行买国内抛 LME 的跨市反套，风险点关注海外资金博弈下软逼仓的反复。

表 1 全球铅市场供需平衡（万吨）

(万吨)	2019	2020					2021				
		Q1	Q2	Q3	Q4	Year	Q1	Q2	Q3	Q4	Year
中国产量	496	105	130	124	142	495	125	129	139	136	529
同比						-0.2%	19.0%	-0.8%	12.1%	-4.2%	6.9%

消费量	498	104	126	127	141	498	122	122	131	135	510
同比/%						0.0%	17.2%	-3.2%	3.4%	-4.3%	2.5%
净进口	8	0.1	1.1	0.5	0.2	2	0.03	0.03	-1	0.03	-0.91
供需平衡	6	1	1	-3	0	-1	3	7	7	1	18
海外供应	715	166	157	169	170	667	177	176	176	176	705
同比						-6.7%	6.7%	12.2%	4.5%	3.6%	5.7%
消费量	718	167	159	164	166	656	180	177	177	174	708
同比						-8.6%	7.9%	11.3%	7.7%	4.8%	7.9%
供需平衡	-3	-1	-2	4	4	11	-3	-1	-1	2	-3
全球供应	1,219	271	288	293	312	1164	302	305	315	312	1,234
同比						-4.5%	11.4%	5.9%	7.5%	0.0%	6.0%
消费量	1,216	271	285	291	307	1154	302	299	308	309	1218
同比						-5.1%	11.4%	4.9%	5.8%	0.7%	5.5%
供需平衡	3	0	3	2	5	10	0	6	7	3	16

资料来源：金瑞期货

分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人受到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市彩田路东方新天地广场 A 座 32 层

电话：400-888-8208