



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

宏观压力依旧，供需延续偏紧

——2022年四季度铜投资策略展望

分析师：李 野（F0285557，Z0002369）

2022.9.26

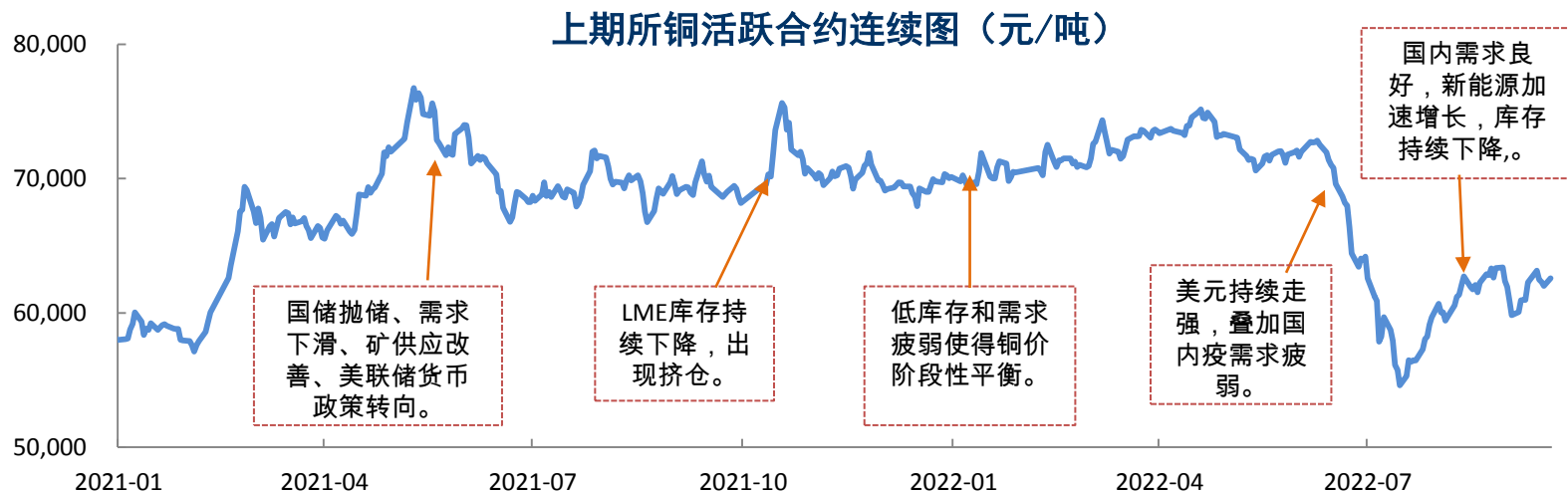
品种：铜

宏观压力依旧，供需延续偏紧

——2022年四季度铜投资策略展望

- 主要驱动因素：美元加息依旧是全年的主要宏观风险因素。精矿供应延续稳定，新能源支撑铜需求，低库存支撑铜价。
- 供求角度：精矿供应持续稳定增加，彭博预计全球新增矿产量60万吨。国内下游基建投资有望延续高增长，尤其是光电和风电，并有望弥补地产行业的下行，新能源电源投资、新能源汽车渗透率、充电桩保有量提升对铜需求贡献将愈发明显。
- 预计价格主要运行区间：LME铜7000-8600美元，上期所铜53500-66000元。

国内铜价走势回顾

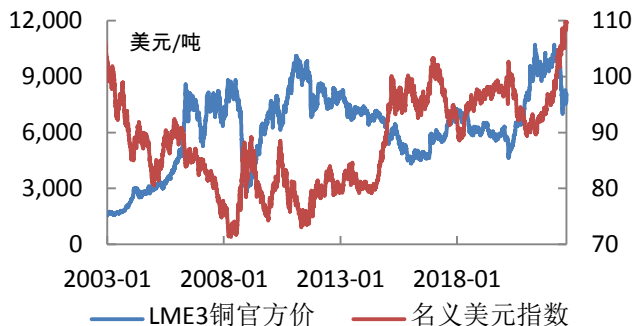


- 铜价走势总结：今年年初供应稳定增加，而需求受国内疫情、俄乌战事和美联储加息等因素影响，铜价出现大幅回落。虽然二季度末国内疫情有所缓解，但经济恢复不如预期，在供求差异不明显的背景下，美联储超预期加息成为价格主要驱动因素。三季度，国内基建投资加大，尤其是清洁能源的投资大幅增长以及新能源汽车渗透率的提升，全球铜库存持续下降，现货升水高企，推动铜价反弹。

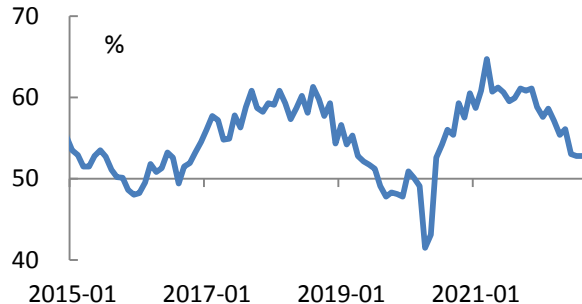
美联储持续加息，铜价承压

- 由于美国通胀高企，美联储货币政策进入加息周期。
- 虽然美国8月份CPI环比出现下降，但下降幅度低于市场预期。
- 美联储9月议息会议加息75个基点，市场预期余下两次会议仍会加息。
- 美元加息依旧是贯穿全年的主要宏观风险因素，对美欧经济衰退的预期给铜价带来压力。

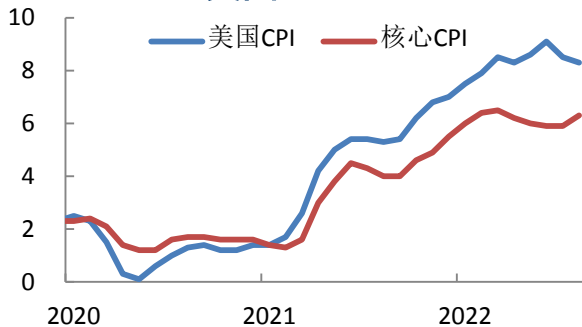
美元指数与铜价（美元/吨）



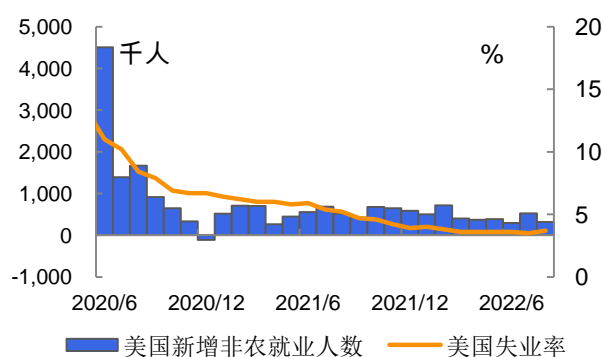
美国采购经理人指数（PMI）



美国CPI（%）



美国非农就业人数与失业率(千人, %)

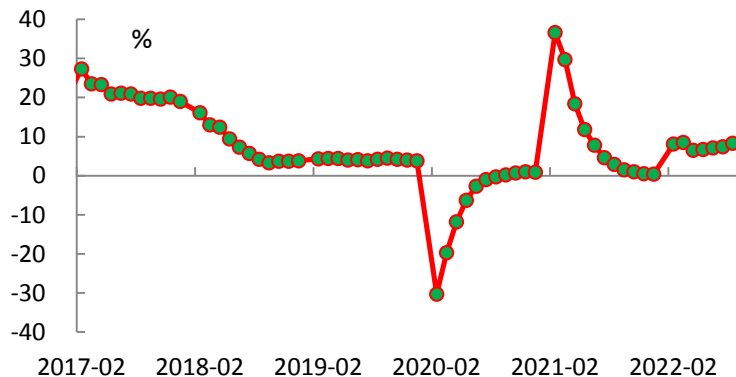


资料来源：Wind, 申万期货研究所

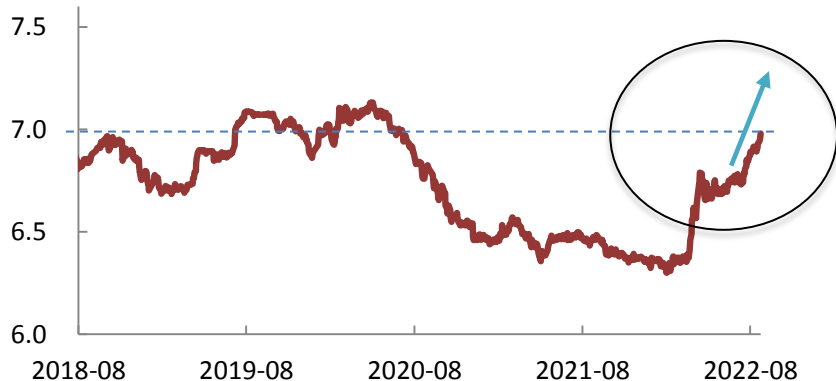
国内基建投资加快，人民币持续贬值

- 为对冲地产行业下滑和疫情导致的经济下行压力，国内加大了基建投资。有机构预测，如果完成年度5%的GDP增速，基建增速需要达到8%以上。
- 前八个月国内基建投资为8.3%，符合市场预期。四季度基建投资有望延续高增速。
- 受美元持续走强影响，9月底人民币汇率贬值突破7.0整数关口。四季度在预计美联储持续加息的情况下，人民币汇率大概率持续走弱。
- 人民币汇率贬值相对于提高进口成本3000-3500元/吨

中国基建投资累计同比（不含电力，%）



人民币兑美元汇率（¥/\$）

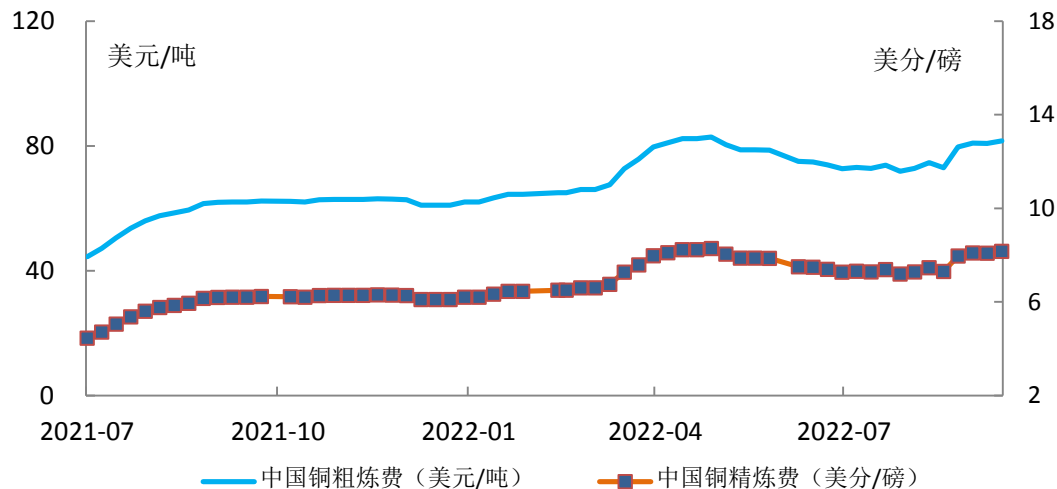


资料来源：Wind, 申万期货研究所

铜精矿供应总体稳定向好

- 目前现货精矿加工费在80美元左右，明显好于去年的20-40美元，并持续小幅回升。
- 今年以来矿山中断事件明显减少，矿供应稳定良好。
- 据彭博统计数据显示今年新增精矿供应量为60万吨左右，低于年初预期。

中国进口铜精矿现货加工费（右：美元/吨，左：美分/磅）



全球新增铜矿山项目及数量

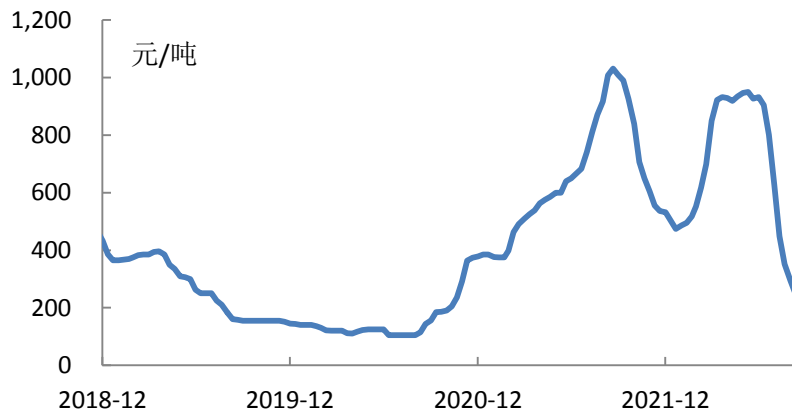
全球新增铜矿山项目及数量（单位：千吨）

所属洲/国家	矿山项目	2021年	2022年	2023年	2024年
Africa	Kakula - Kansoko - Kamoia	50	80	155	100
Africa	Kipushi Mill	5	5	0	0
Africa	Platreef Project (Contains Flatreef Deposit)	0	2	0	0
Asia	BKM Deposit	12	15	0	0
Asia	Chengmenshan	5	5	0	0
Asia	Grasberg Block Cave	-10	-310	135	0
Asia	Huogeqi	3	0	0	0
Asia	Oyu Tolgoi Expansion	15	25	45	60
Asia	Yandera Project	0	62	0	0
Australia	Carrapateena	13.75	35	0	0
Australia	Olympic Dam Expansion	0	35	45	55
Central/South America	Cobre Panama	50	30	0	0
Central/South America	El Pilar	12	0	0	0
Central/South America	Mirador	25	17	0	0
Chile	Centinela Second Concentrator	70	50	0	0
Chile	Chuquicamata Underground	52.4	52.4	0	0
Chile	El Teniente New Mine Level	0	0	125	150
Chile	Puquios	10	5	0	0
Chile	Quebrada Blanca Phase II	75	60	140	0
Chile	Salvador Inca	55	0	0	0
Chile	Spence Growth Operation	92.5	92.5	0	0
North America	Casino	55	20	0	0
North America	Florence	10	16	0	0
North America	Northmet	20	13	0	0
North America	Rosemont	0	60	65	0
Peru	Mina Justa	50	40	0	0
Peru	Quellaveco	78.75	157.5	0	0
Peru	Tia Maria	60	40	0	0
合计（千吨）			607	710	365

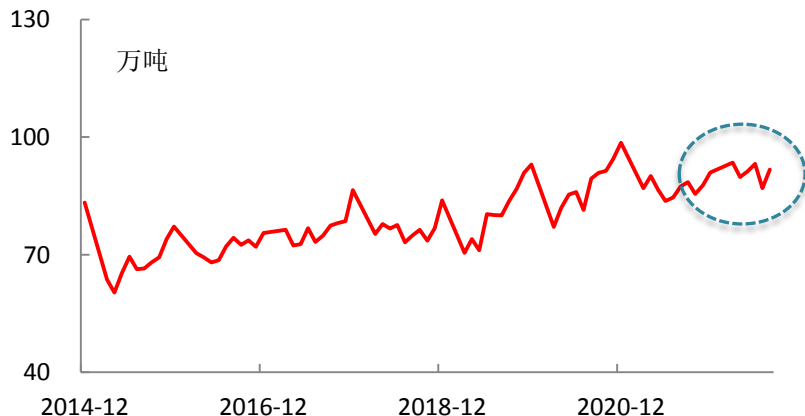
限电叠加硫酸价格回落，限制产量释放

- 国内8月精炼铜产量91.7万吨，同比增长3.9%；1-8月累计产量711.8万吨，同比增长2.6%。因7月份冶炼企业处于检修期，较6月产量有所下降。
- 8月份，因长江流域出现高温及干旱反常天气，相关省份出台限电措施，叠加硫酸价格大幅回落，部分冶炼企业检修被迫延续，限制产量释放。

国内98%硫酸市场价格（元/吨）



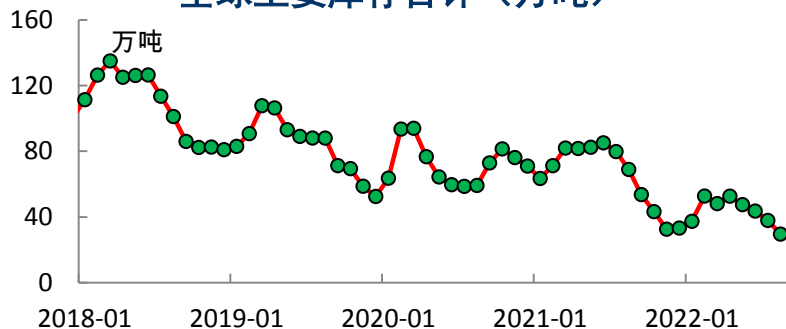
中国精炼铜产量（万吨）



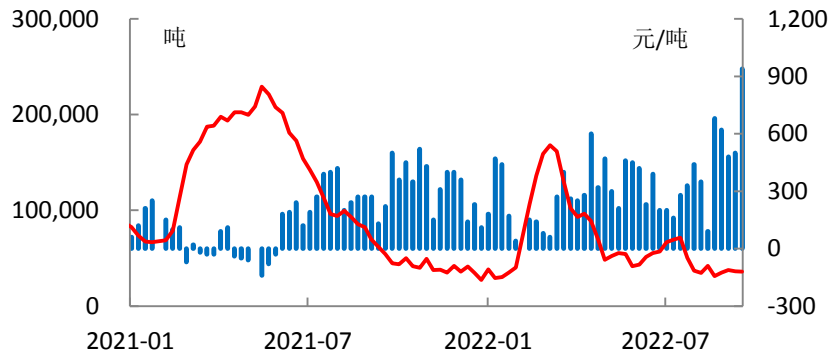
全球库存持续下降，现货升水高企

- 目前全球主要交易所加上海保税库的库存量为24万吨，达到14年来低点。
- 全球低库存导致境内外现货升水高企。目前LME现货升水超过100美元/吨，国内现货升水近1000元/吨。

全球主要库存合计（万吨）

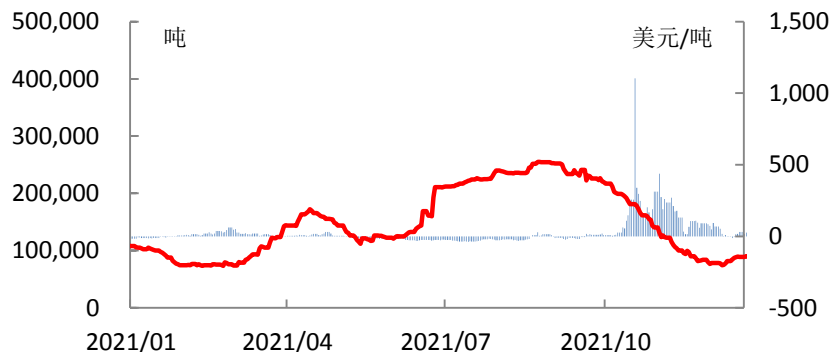


上期所库存与现货升水（吨，元/吨）



国内现货升水 上期所铜库存

LME库存与现货升水（吨，美元/吨）



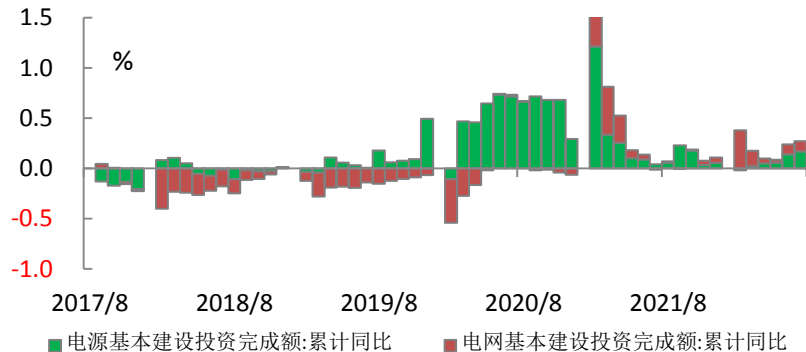
LME铜升贴水 LME铜库存

资料来源：Wind, 申万期货研究所

电力：国内清洁能源投资延续高增长

- 为改善能源结构和稳定经济增长，在“碳达峰、碳中和”的背景下，清洁电力（水电、风电、太阳能）成为战略抓手。
- 如果以风电需铜量0.9万吨/GW和光电0.45万吨/GW测算，预计风、光电合计铜需求增量52万吨。
- 但水电、火电和核电投资同比分别回落9%、18.3%和33%。

电源基本建设投资完成额同比（%）



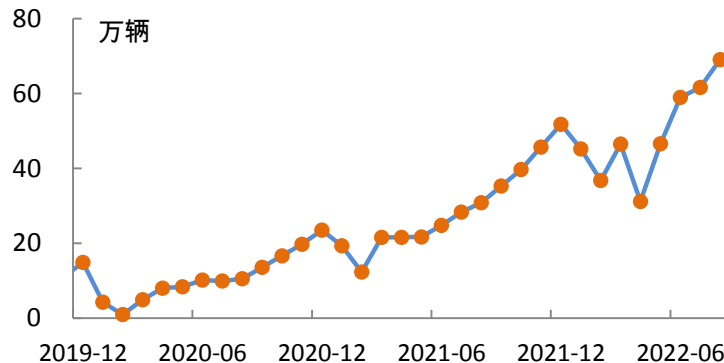
国内电源铜需求增量测算（万吨, 万千瓦, %）

新增发电量（万千瓦）	水电	火电	核电	风电	光电	附注
2022年前7个月	1,067	1,835	228	1,493	3,773	注：风电0.9万吨/GW；光电0.45万吨/GW
2021年前7个月	1,173	2,247	340	1,257	1,794	
增速	-9.0%	-18.3%	-32.9%	18.8%	110.3%	
折合年铜需求增量（万吨）				23.0	29.1	

交通设备：新能源汽车渗透率延续提高

- 今年前八个月汽车产销同比实现正增长。由于新能源车单位需铜量高于传统燃油车，以及新能源汽车渗透率的提高，前八个月汽车对铜需求估算增加13.5万吨。
- 如果四季度汽车产销环比延续增长，在假设全年产量同比增长2%的情况下，预计汽车需铜增量21.3万吨。

新能源汽车产量（万辆）



国内新能源汽车铜需求增量测算（辆、万吨）

	纯电动 (83KG/辆)	插电混合动力 (60KG/辆)	普通混合动力 (38KG/辆)	传统燃油车 (23KG/辆)	1-8月份合计	1-8月份新 能源占比	折合年产量	附注
2022年前8个月	2,934,340	847,170	552,060	12,624,295	16,957,865	25.6%	26,578,389	预计今年全年产量与去年增加2%。全年新能源车产量占比提高30%。
耗铜量 (万吨)	24.355	5.083	2.098	27.773	59.31		100.82	
2021年前8个月	1,414,009	297,718	319,798	14,126,653	16,158,178	12.6%	26,057,244	
耗铜量 (万吨)	11.736	1.786	1.215	31.079	45.82		79.54	
耗铜增量 (万吨)					13.49		21.28	

假设：1、今年年底前纯电动、插电混动和普通混动相对占比不变；2、四季度产量延续向好，全年产量同比增加2%，3、全年新能源汽车产量占比为30%。

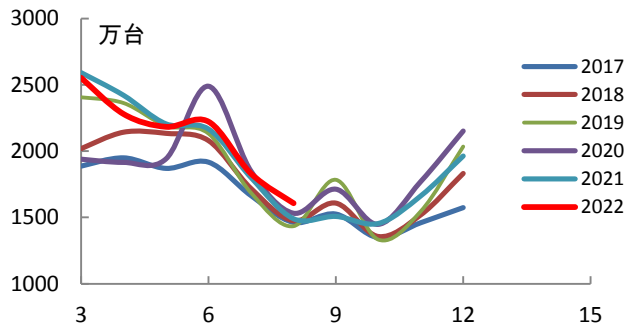
家电：总体持平，空调产量小幅正增长

- 今年8月中国空调产量1607.2万台，同比增长6.1%；1-8月累计产量15722.1万台，同比增长1.9%。

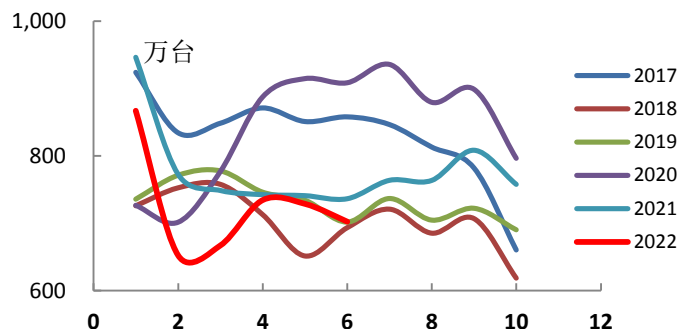
- 今年8月全国冰箱产量702.3万台，同比下降5.5%；1-8月累计产量5591万台，同比下降5.7%。

- 长期来看，交通设备铜需求占比可能超过家电行业。

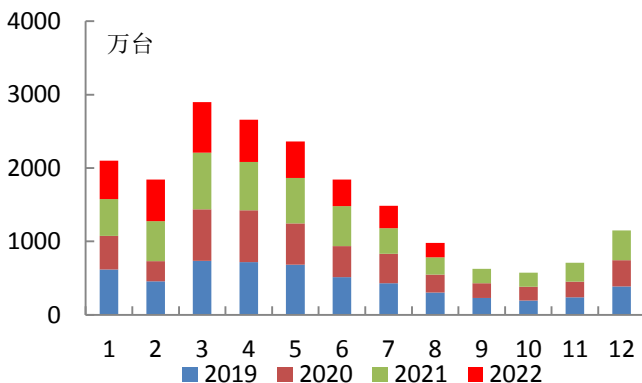
中国空调产量（万台）



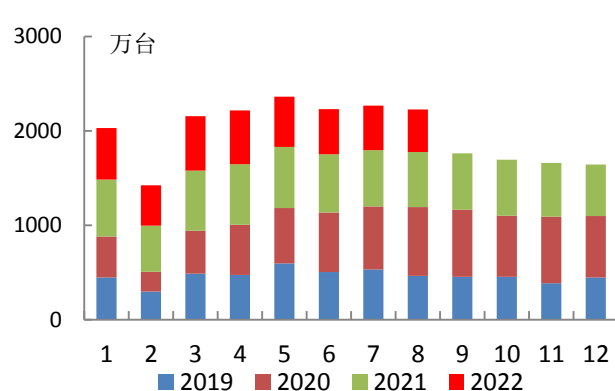
中国冰箱产量（万台）



中国空调出口（万台）



中国冰箱出口（万台）



资料来源：Wind, 申万期货研究所

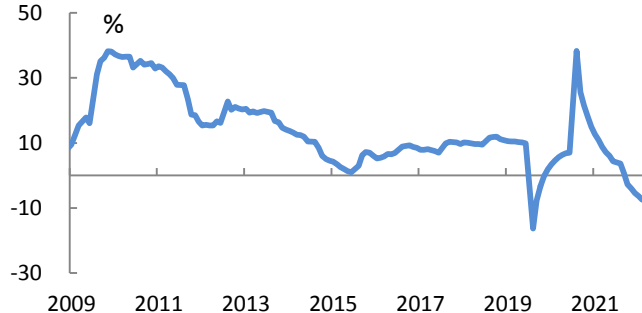
地产：延续负增长；电子通信：延续稳定

- 今年前8月份竣工面积、施工面积、开工面积和房地产投资依旧负增长，拖累国内经济。
- 国内各地持续出台诸多房地产扶持政策，近期未见明显缓解迹象。
- 由于通讯基础设施设备产量增加，通讯电子行业有望总体稳定向好。

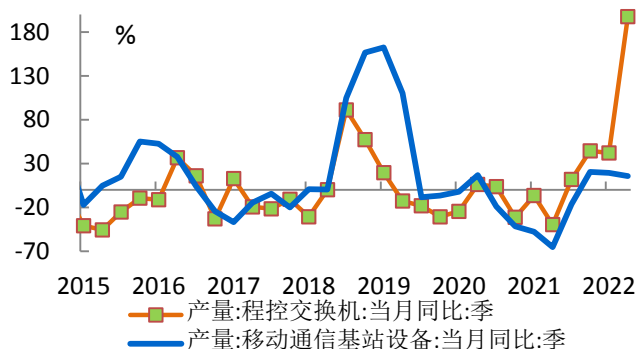
房屋竣工面积同比 (%)



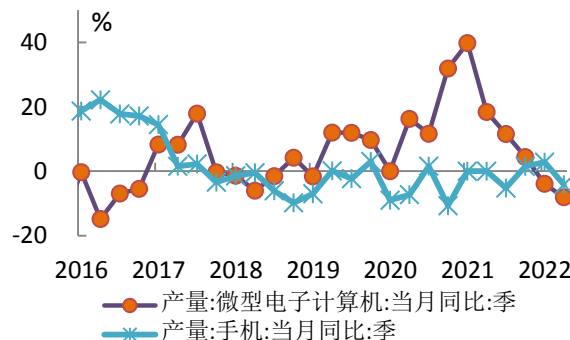
房地产投资累计同比 (%)



主要电子通信设备产量1 (%)



主要电子通信设备产量2 (%)



资料来源: Wind, 申万期货研究所

预期2022年供求缺口约15万吨

- 供应：随着疫情的稳定，矿供应将延续增长，彭博预计新增精矿产量60万吨，增速约为3%。
- 需求：中国清洁能源投资有望稳定增长，并与新能源汽车有望共同带动铜需求增加；家电和通讯行业有望表现稳定，地产行业可能延续疲弱。
- 供求差异：预计2022年供求缺口约15万吨。

全球精铜供求平衡表（万吨，%）

下游行业	国内需求占比	2022年1-7月份	对国内总需求贡献 (1-7月份)	2022年国内铜需求预计 (全年)	对国内总铜需求贡献(全年)	境外需求与矿供应不同情况下	全球其它地区消费预计增速 (占45%)	预计全球消费增速	2021年铜产量 (万吨)	2022年新增矿供应 (万吨)	供应增速	主观观点
电力	46.0%	12.0%	6.5%	6.5%	3.0%		1.5%	3.4%	2067.6	50	2.4%	供求差异0.7%，约为15万吨缺口
家电	14.6%	1.1%	0.2%	1.0%	0.0%							
交通运输	11.0%	0.8%	0.1%	26.8%	2.9%		2.0%	3.6%		60	2.9%	
建筑	9.4%	-23.3%	-2.2%	-15.0%	-1.4%		2.5%	3.9%		70	3.4%	
电子设备	7.5%	0.0%	0.0%	2.0%	0.2%							
其它	11.5%	2.0%	0.2%	2.0%	0.2%		3.0%	4.1%		80	3.9%	
国内需求增速			4.8%		4.9%							

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 美元加息仍将是贯穿今年全年的主要宏观风险因素，美欧经济放缓的预期不利于铜价。
2. 矿供应将延续增长，预计新增精矿产量60万吨，增速为2.9%。
3. 四季度中国清洁能源投资有望稳定增长，并与新能源汽车有望共同带动铜需求增加；家电和通讯行业有望表现稳定，地产行业可能延续疲弱。
4. 预计全球需求增速3.6%，预计全年供求缺口约15万吨。

■ 宏观关注：

中国宏观经济数据
全球疫情变化
美国利率变化
美元指数变化
人民币汇率及利率

■ 供应关注：

全球铜精矿干扰率
中国精铜、废铜进口数量
中国新增产能进展

■ 需求关注：

国内电源投资
国内房地产
家电产量
新能源汽车产量

■ 库存：

上期所库存变化
上海保税库库存变化

2022年四季度铜期货操作建议

波段操作

- ❖ 如果铜价达到58000-59000元，建议买入，目标区间65000-67000元；

套利操作

- ❖ 跨市套利持续跟踪进口套利空间，择机操作，关注人民币汇率变化。
- ❖ 跟踪期现价差，择机操作。

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的买入套期保值。



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

供需双弱，低库存支撑

——2022年四季度锌投资策略展望

分析师：李 野（F0285557，Z0002369）

2022.9.26

品种： 锌

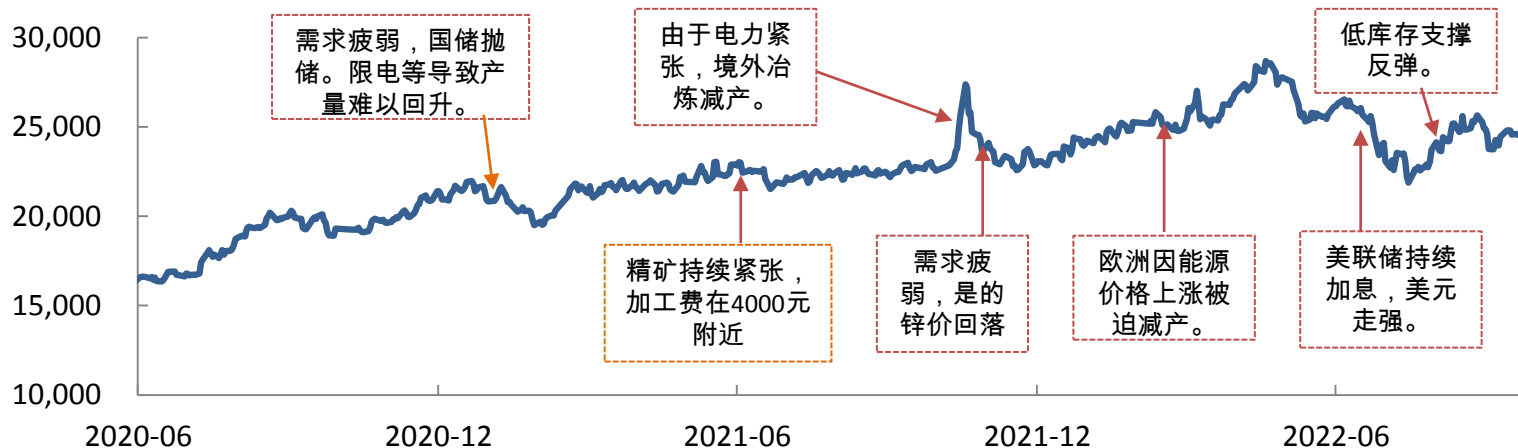
供需双弱，低库存支撑

——2022年四季度锌投资策略展望

- 主要驱动因素：美联储持续加息；境外因能源上涨而减产，国内产量小幅下降。需求增长有限，低库存支撑锌价。
- 供求角度：欧洲锌冶炼企业因能源价格大幅上涨而减产或者停产，境外供应出现缩减。国内冶炼产量小幅下降。预计国内基建延续高增长，汽车产销年度轻微正增长，家电可能持平，地产延续下滑并缓慢筑底，下游对锌需求大概率偏弱。
- 预计价格主要运行区间：LME锌2800-3600美元，上期所锌21000-26000元。

国内锌价走势回顾

锌活跃合约连续图（元/吨）



■ 锌价走势总结：去年四季度由于全球能源价格上涨，境外冶炼企业出现减产，拉升锌价短暂上涨，但由于需求疲弱，供求差异不明显，锌价再次回落生产成本附近。今年一季度由于俄乌爆发冲突，能源价格再次上涨，欧洲锌冶炼企业再次因成本提升而减产。二季度由于美国通胀高企，美联储持续加息，叠加国内疫情，锌价明显回落。三季度受低库存支撑，并跟随有色集体反弹。

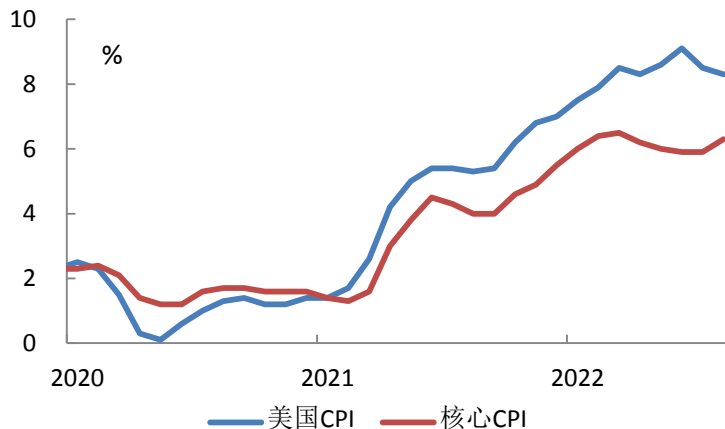
美联储持续加息，美元延续强势

- 由于美国通胀高企，美联储货币政策进入加息周期。虽然美国8月份CPI环比出现下降，但下降幅度低于市场预期。9月份美联储加息75个基点，预计年内余下的2次美联储议息会议均会宣布加息。下半年美元有望延续强势。
- 美元加息将是贯穿今年的主要宏观风险因素，强势美元不利于锌价。

美元指数与锌价（美元/吨）



美国CPI (%)



未来新增矿山项目

2021-2024年新增矿山产能统计（千吨）

国家	矿山项目(单位：千吨)	2020	2021	2022	2023	2024
Algeria	Tala Hamza	50	150	175	175	175
Australia	Century Tailings	273	273	273	273	273
Australia	Dugald River	170	170	170	170	170
Australia	Mungana King Vol Project	50	50	50	50	50
Australia	Sulphur Springs Copper Zinc Project	32	32	32	32	32
Burkina Faso	Perkoa	58.256				
Canada	Middle Tennessee	50	50	50	50	50
Canada	Myra Falls	30	30	30	30	30
Cuba	Castellanos Project	100	100	100	100	100
Eritrea	Asmara Project		60	120	120	120
Eritrea	Bisha Expansion	100	100	100	100	100
Greenland	Citronen	0	50	100	150	150
India	Rampura Agucha	120	170	200	200	200
Iran	Mehdiabad Expansion	200	200	350	500	700
Kazakhstan	Shalkiya	120	160	160	160	160
Mexico	Rey de plata	24	36	36	36	36
Peru	Santander	24.7	24.7	24.7	24.7	24.7
Portugal	Neves Corvo Expansion (ZEP)	70	70	70	70	70
South Africa	Gamsberg (Phase 1)	250	250	250	250	250
Sweden	Zinkgruvan Expansion	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25
USA	Empire State Mine	24	36	36	36	36
	增量（千吨）		266	315	200	200
		1754	2020	2335	2535	2735

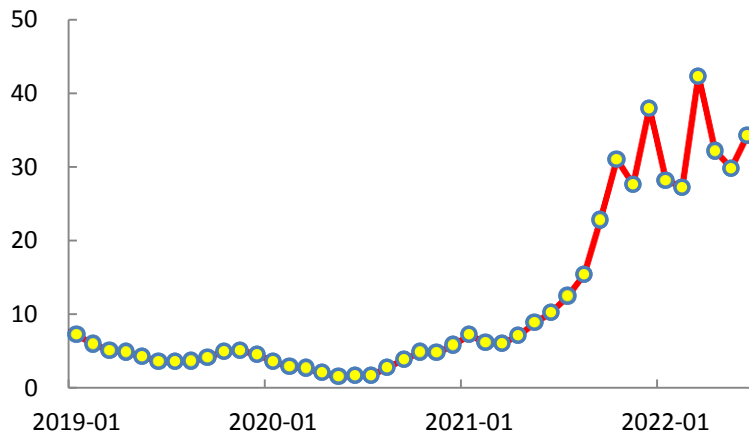
欧洲锌冶炼企业减产尚未恢复

- 欧洲锌冶炼企业受到能源价格上涨的压力，嘉能可和NYSTAR先后先后宣布旗下的企业减产或者停产。随俄乌战事持续，受影响企业有所增加。
- 由世界银行数据显示，今年欧洲天然气价格相较于去年的价格上涨了10-14倍。
- 欧洲电力大多来自天然气和燃油，欧洲能源价格上涨，极大的增加了欧洲锌冶炼企业成本。

欧洲受影响锌冶炼企业（万吨）

企业	国家	炼厂	产能（万吨）	减产、停产
NYSTAR	比利时	Balen	26	已经减产
	法国	Auby	16	已经停产
	荷兰	Budel	30	已经减产
嘉能可	西班牙	San Juan De Nieva	46	已经减产
	意大利	Portovesme	24	10 万吨产能停产
	德国	Nordenham	5	已经减产
	英国	Northfleet	5	未见报道
Boliden	芬兰	Kokkola	30	未见报道
	挪威	Odda	20	未见报道
Teck	英国	Trail	30	未见报道

欧洲天然气价格（美元/百万英热单位）

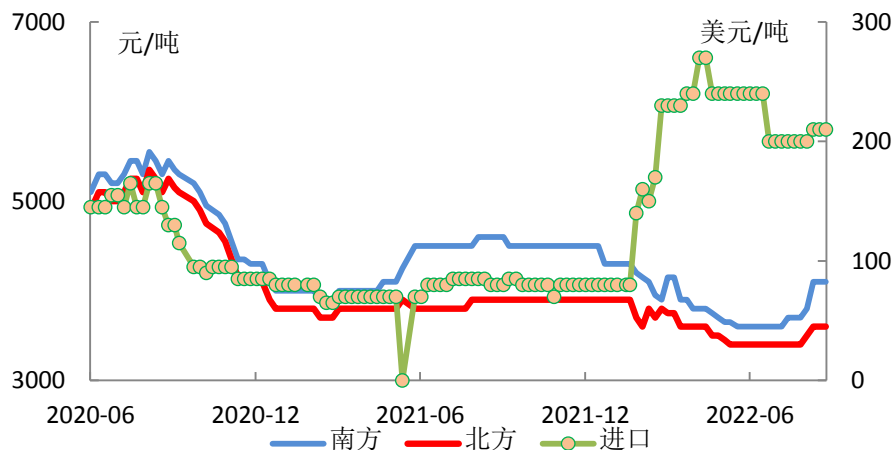


资料来源：Wind、新闻整理，SMM, 申万期货研究所

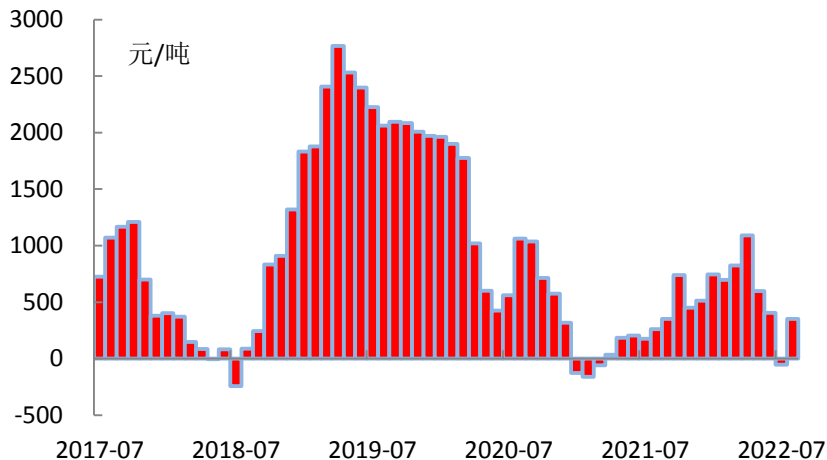
精矿加工费总体稳定，硫酸价格大幅回落

- 三季度国产和进口精矿加工费总体稳定，国产报价基本在3600-4100元，进口加工费基本在200-240美元。
- 三季度冶炼企业整体毛利微薄。由于硫酸价格的明显回落，大幅降低了冶炼企业生产利润和生产积极性。

国产及进口锌精矿加工费（元/吨）



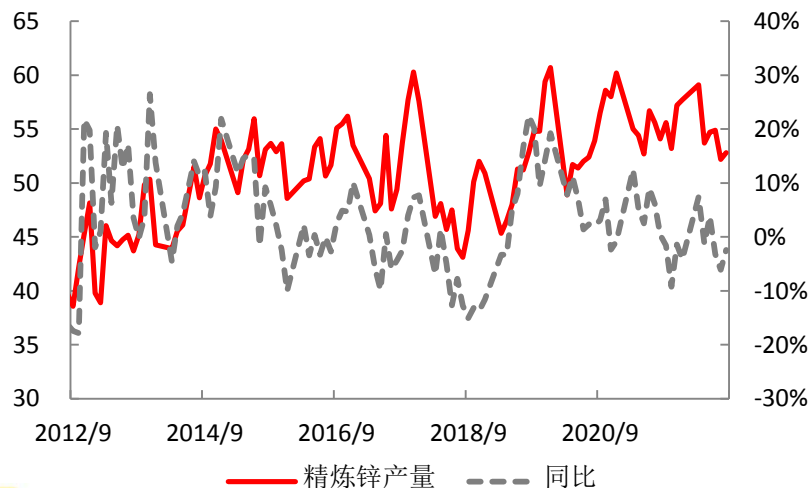
国内锌冶炼毛利估算（元/吨）



前八个月国内锌产量轻微下降

- 中国8月锌产量为52.8万吨，同比减少5.2%。1-8月锌产量累计为433.7万吨，同比下滑2.3%。产量下降主要受冶炼企业检修增加等因素影响。
- 2022年国内仍计划有70万吨新增产能，因精矿加工费在冶炼成本附近可能促使产出放缓。

中国精锌产量（万吨，%）



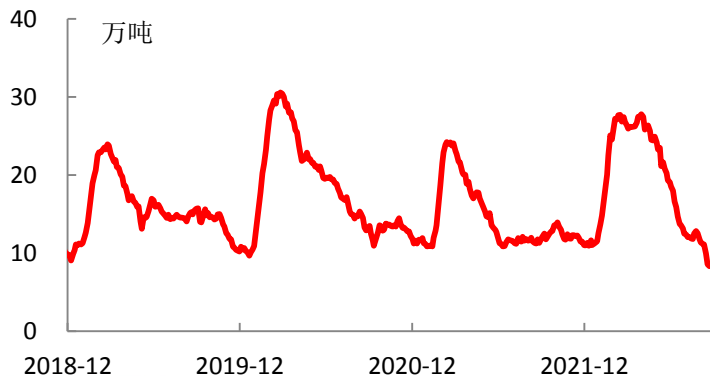
中国锌新增产能（万吨）

企业名称	新产能（万吨）	投产时间	备注
西南能矿	8	2022	计划投产
祥云飞龙	15	2022	计划投产
广西誉升	10	2022	计划投产
金城锌业	10	2023	计划投产
南丹吉朗	2	2022	计划投产
广西永鑫	5.8	2022	计划投产
河南金利	10	2023	计划投产
凉山索玛	2	2022	计划投产
湖南金石	5	2022	计划投产
华峰锌业	5	2022	计划投产

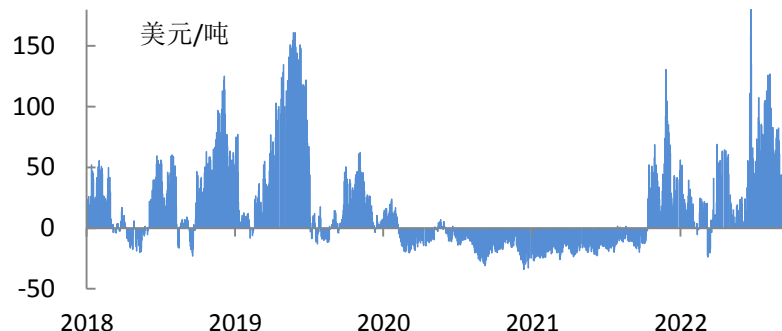
LME库存历史低位，境内外现货升水高企

- 国内社会库存受需求旺季影响，下降至8.36万吨，上期所库存下降至5.8万吨。
- LME库存持续处于低位，目前在7.0万吨。
- 由于欧洲减产导致LME现货呈现升水，目前为16美元/吨，国内现货升水达到600元/吨。

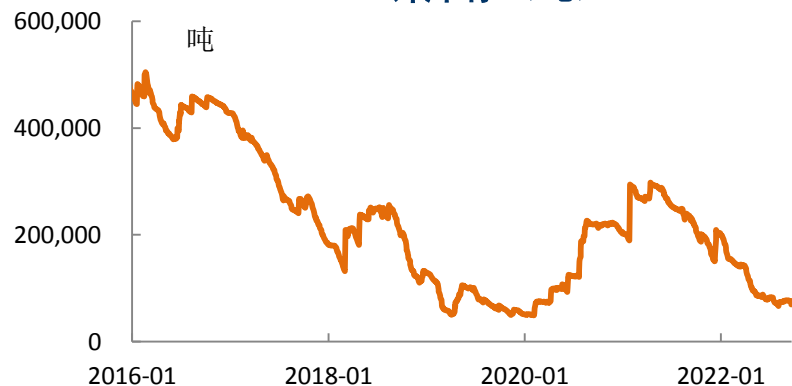
国内社会库存（万吨）



LME锌现货升水（美元/吨）



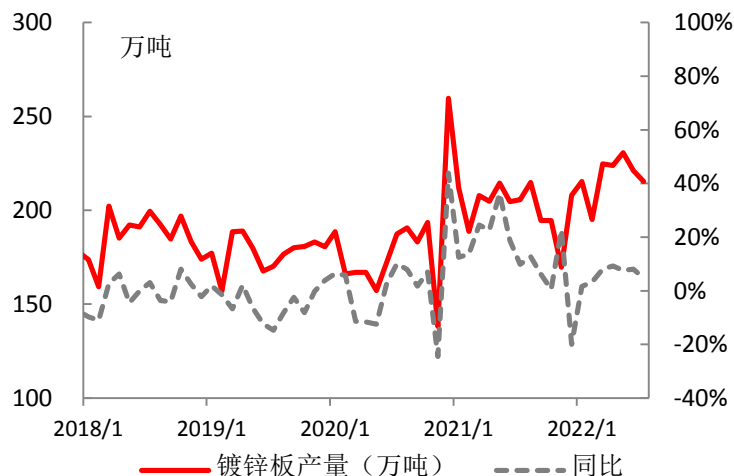
LME锌库存（吨）



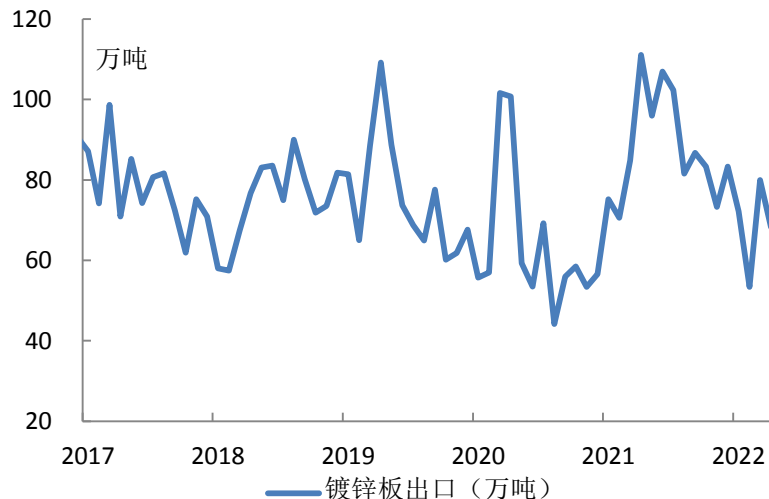
国内镀锌板产量稳定增加、出口回落

- 今年1-7月份国内重点企业镀锌板产量为1526万吨，同比增加5.3%，延续增长势头，环比轻微回落。由于主产地较为分散，镀锌板产量并未受到疫情的明显影响。
- 镀锌板出口有所回落，受钢材价格持续下跌、境外需求预期回落影响。

镀锌板产量及同比（万吨，%）



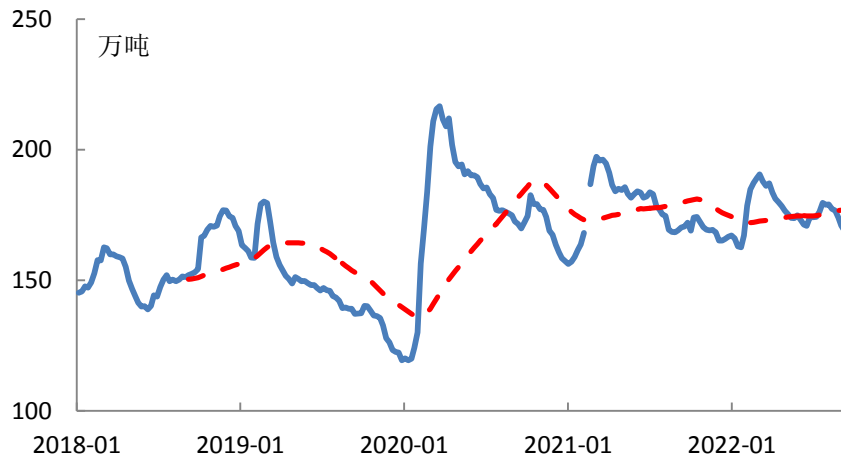
镀锌板出口量（万吨）



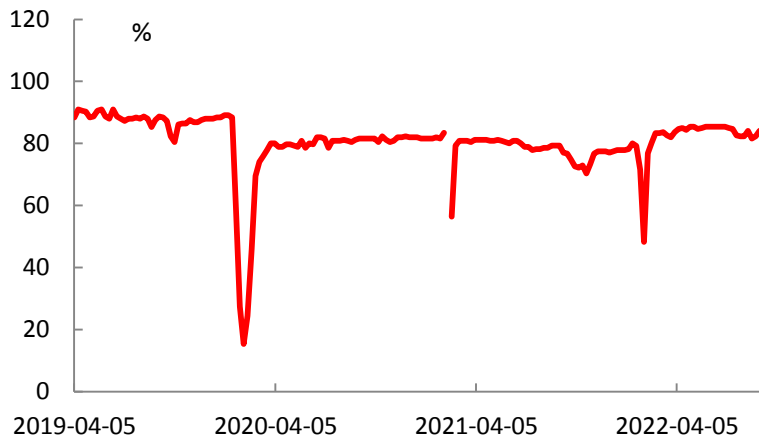
镀锌板库存中性、开工率轻微回升

- 在一季度春节期间季节性累库后，三季度延续二季度回落，目前总体处于中性水平，在年度均值左右。根据MYSTEEL监测的厂库加社会库存最新数据为169万吨。
- 今年前六个月镀锌板开工率算数平均值为82.04%，略好于去年同期的79.66%。

中国镀锌板企业库存（万吨）



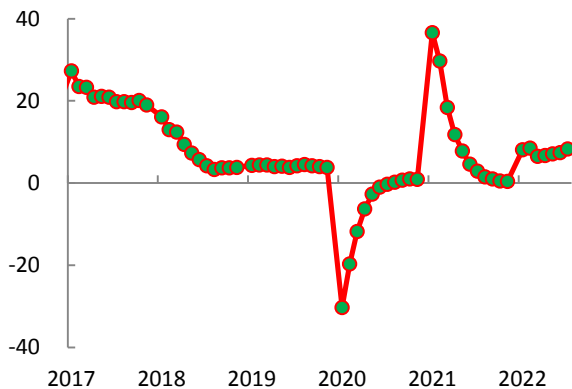
镀锌板企业开工率（%）



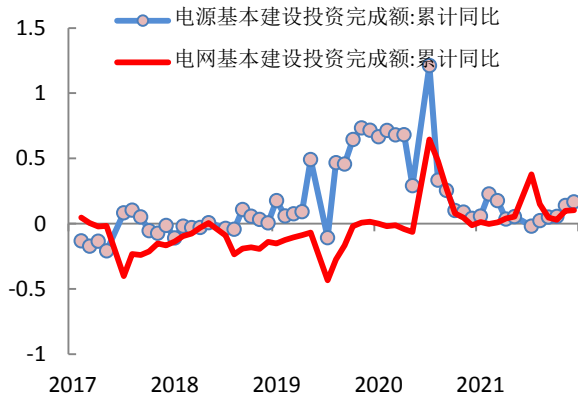
四季度基建有望延续高增速，地产环比企稳

- 为对冲疫情和地产下滑影响，国内加大了基建投资。虽然国内疫情结束，但需求总体恢复不如预期，预计四季度国内 会延续加大基建投资和大力积极鼓动消费。
- 前八个月地产行业持续负增长，各地持续加大扶持力度以及国家层面恢复对地产行业的积极态度，预计四季度地产行业有望延续环比企稳，地产投资恢复仍面临压力。

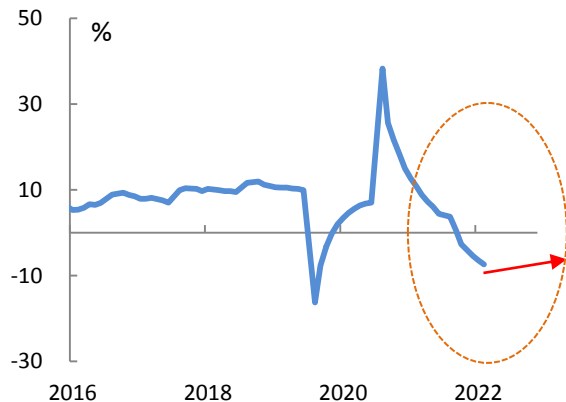
中国基建投资（不含电力）同比（%）



中国电力投资累计同比（%）



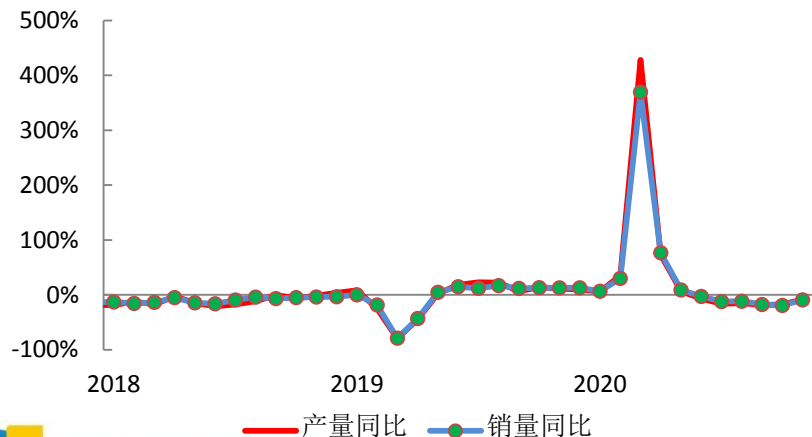
房地产投资累计同比（%）



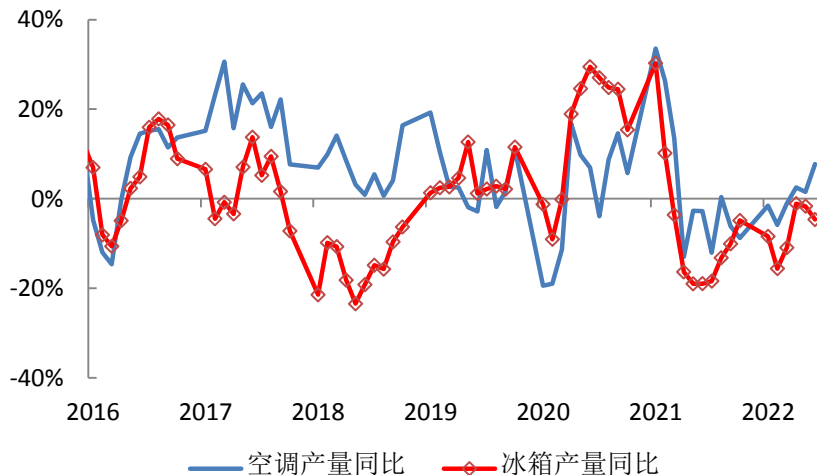
汽车产销同比正增长，家电产量总体持平

- 中汽协公布数据显示，1-8月汽车产销分别同比增长4.8%和1.7%。随着疫情的结束以及各地出台购车的优惠政策，如降低购置税等，汽车产量明显恢复，四季度有望延续正增长。
- 统计局数据显示，空调1-8月累计产量15722.1万台，同比增长1.9%。冰箱1-8月累计产量5591万台，同比下降5.7%，冰箱1-8月累计产量5460.5万台，同比下降2.3%。三大家电产量合计同比基本持平。

中国汽车产销量同比 (%)



中国空调冰箱产量同比 (%)



预计供求紧平衡

- 欧洲因能源上涨而减产，锌锭供应有所缩减；精矿加工费总体稳定，预计供应端难有明显增长。
- 随国内疫情结束以及各行业扶持力度加大，四季度需求有望延续好转。

全球精炼锌供求平衡表（不计算国储抛储数量）

单位（千吨）	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F
全球锌矿产量	13,472	13,130	13,385	12,733	12,961	12,408	12,881	13,181
非洲	304	337	422	421	517	489	608	
美洲	3,937	3,904	4,036	4,099	3,947	3,559	4,348	
亚洲	6,638	6,920	7,043	5,987	5,849	5,792	6,445	
中国	4,918	5,342	5,186	4,304	4,258	4,200	4,200	
澳大利亚	1,596	849	780	1,020	1,283	1,332	1,433	
全球精炼锌产量	13,975	13,654	13,708	13,260	13,513	13,640	13,934	13,867
欧洲	2,405	2,355	2,367	2,403	2,349	2,153	2,605	
美洲	1,716	1,575	1,597	1,672	1,672	1,574	1,868	
非洲	178	169	165	158	154	148	176	
亚洲	9,338	9,540	9,839	9,279	9,138	9,174	10,570	
中国	6,508	6,650	6,906	6,501	6,431	6,749	6,561	
全球精炼锌消耗量	13,855	13,823	14,185	13,715	13,722	13,293	14,149	14,219
全球精炼锌过剩/缺口	119	-169	-477	-456	-209	347	-215	-352

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 美元加息将是贯穿今年的主要宏观风险因素，强势美元不利于锌价。
2. 欧洲锌冶炼企业因能源价格大幅上涨而减产或者停产，境外冶炼产量出现缩减。国内冶炼生产小幅下降，预计全球供应难有明显增长。
3. 预计四季度国内基建投资、汽车产销持续正增长，地产延续负增长，家电可能保持平稳，下游对锌需求大概率偏弱。
4. 预计今年锌供求略有缺口。

❖ 宏观关注：
中国宏观经济数据
美国利率变化
美元指数变化
人民币汇率及利率
境外疫情进展

❖ 供应关注：
全球精矿干扰率
中国精锌产量
中国新建产能
矿加工费变化
冶炼企业开工率

❖ 需求关注：
国内镀锌产品库存
国内基建、地产、家电、汽车等行业状况

❖ 库存：
上期所库存变化
LME库存变化

2022年四季度锌期货操作建议

波段操作

- ❖ 如果锌需求明显回升，锌价在23000元以下，建议择机买入，目标区间26000-27000元。

套利操作

- ❖ 跨市套利持续跟踪进口套利空间，择机操作，关注人民币汇率变化。
- ❖ 跟踪期现价差，择机操作。

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的卖出套期保值。



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

产量维持平稳，下方成本支撑

——2022年四季度铅投资策略展望

分析师：李 野（F0285557，Z0002369）

2022.9.26

品种：铅

产量维持平稳，下方成本支撑

——2022年四季度铅投资策略展望

- 主要驱动因素：原生铅矿产量平稳，疫情后汽车产量回升，低库存和成本支撑铅价。
- 供求角度：精矿加工费持续低位，产量维持平稳。在疫情结束后，国内汽车产量同比正增长，并带动铅需求，但铅酸电池出口明显回落。全球今年前七个月供求小幅过剩，预计今年全年轻微过剩。
- 预计价格主要运行区间：LME铅1700-2200美元，上期所铅13500-17000元。

国内铅价走势回顾

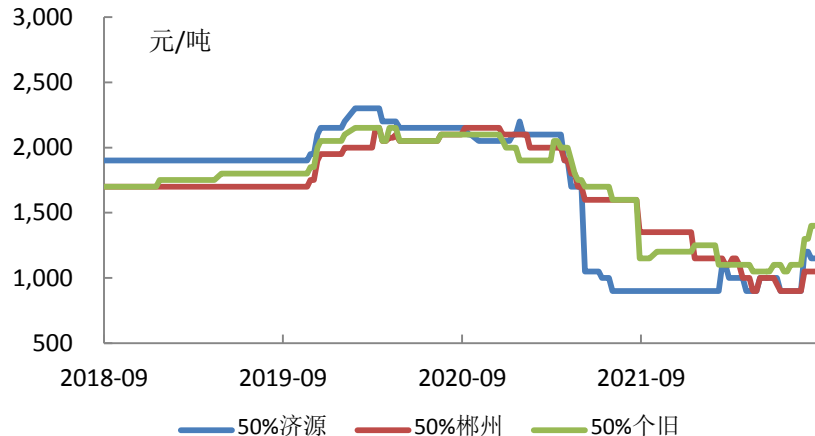


- 铅价走势总结：一季度铅价维持宽幅震荡走势。供需总体双弱，春节因素导致锌锭累库，冬奥会、检修等因素也在一定程度拖累再生铅冶炼厂复产。二季度，由于疫情影响汽车产量明显下降，未能显现需求旺季特征。尽管LME近期因美元走强而回落明显，但由于人民币汇率贬值等因素，国内铅价表现为区间波动。三季度因基本面变化有限，铅价延续区间波动。

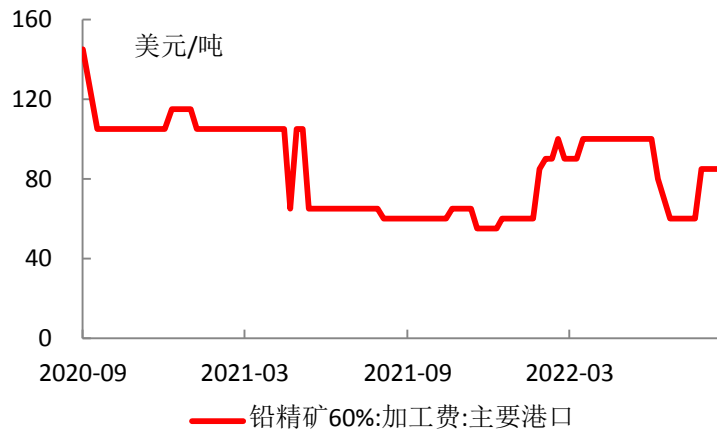
铅精矿加工费小幅回升，但升幅有限

- 近年来，铅精矿产量释放有限，导致供应相对电铅需求较为紧张，精矿加工费持续下滑。目前持续在1000元/吨左右，为近些年来低位。三季度冶炼加工费小幅回升150元/吨，至1150元/吨。
- 进口精矿加工费三季度在60-100美元/吨。由于疫情及境外铅价高于国内价格，矿进口环比持续回落，创出历史低位。虽然9月略有回升，但升幅有限。

国产铅含量50%精矿加工费（元/吨）



进口铅精矿加工费（美元/吨）

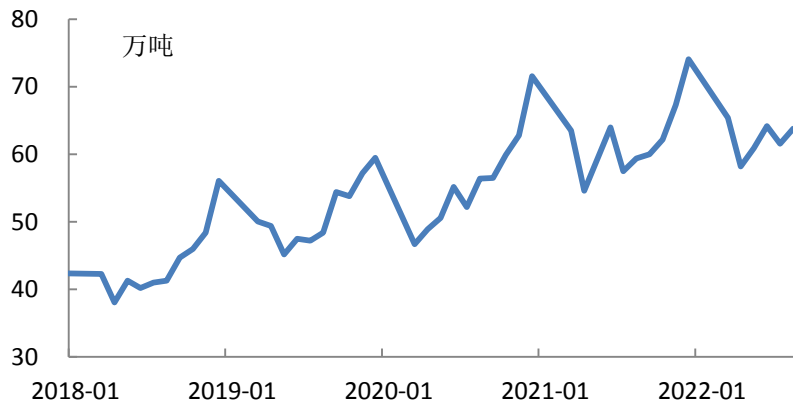


国内产量平稳，出口明显增加

铅净出口同期对比（吨）

时间	精炼铅出口(吨)	精炼铅进口(吨)	净出口(吨)	时间	精炼铅出口(吨)	精炼铅进口(吨)	净出口(吨)
Jul-22	2,864	20	2,844	Jul-21	241	46	194
Jun-22	35,591	48	35,543	Jun-21	51	310	-260
May-22	10,133	57	10,075	May-21	54	21	33
Apr-22	4,363	38	4,324	Apr-21	153	281	-128
Mar-22	18,237	54	18,182	Mar-21	706	329	377
Feb-22	2,565	20	2,546	Feb-21	53	303	-250
Jan-22	17,008	15	16,994	Jan-21	13	157	-145
合计	90,760	252	90,509	合计	1,270	1,447	-177
变化					89,490	-1,196	90,686

国内月度铅产量（万吨）

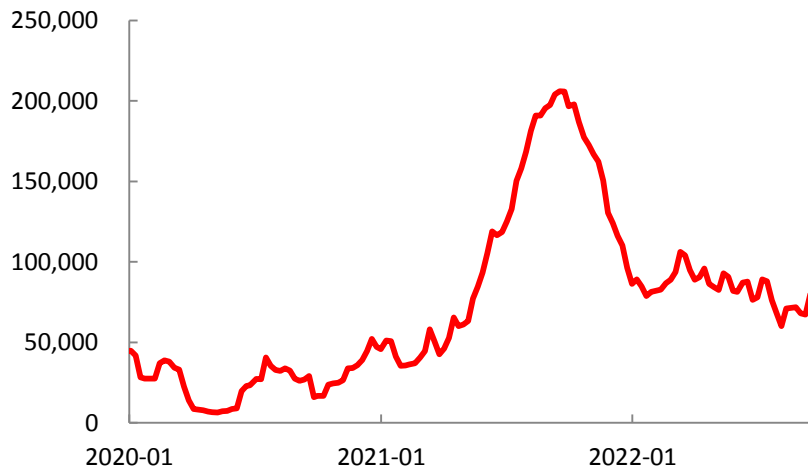


- 国内8月铅产量为63.8万吨，同比增加6.2%。1-8月铅产量累计为489.3万吨，同比增加3.8%，主要由于再生铅贡献。近期原生铅开工率整体呈下行态势，由于原料供应偏紧叠加部分炼厂检修等原因。
- 年初以来铅出口明显好于去年，净出口较去年同期增加9.0万吨。主要因一季度LME价格上涨及人民币汇率贬值，国内没有跟随，出现出口盈利。随LME铅价快速回落，出口窗口关闭。

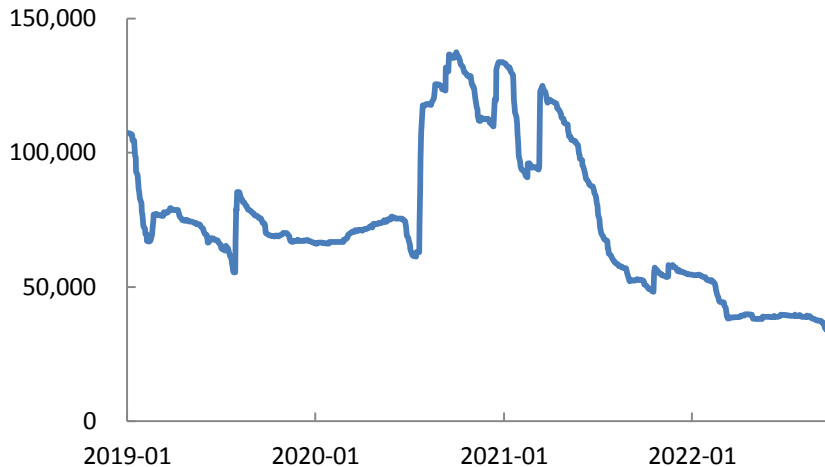
境内外库存持续下降

- 上期所库存自前年达到20万吨高位后，持续回落，目前为7.9万吨，降幅超过50%。主要受电铅供应下降影响。目前再生铅尚未被列入可交割品中。
- 受境外需求大幅回升带动，LME库存持续回落。目前仅为3.4万吨左右。

上期所铅库存（吨）



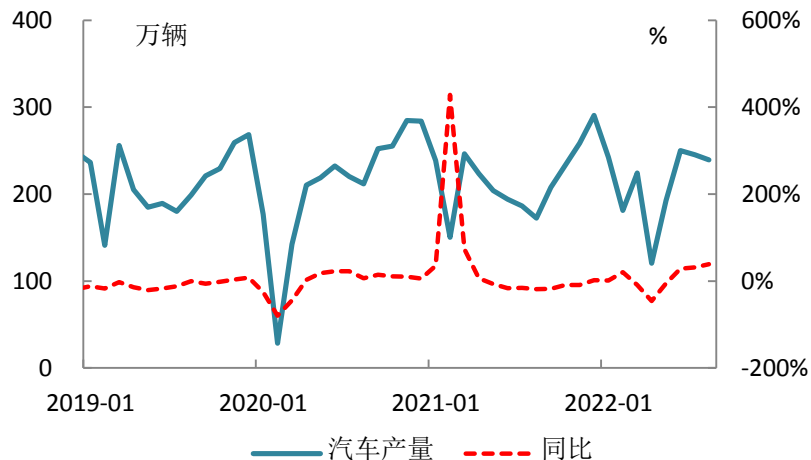
LME铅库存（吨）



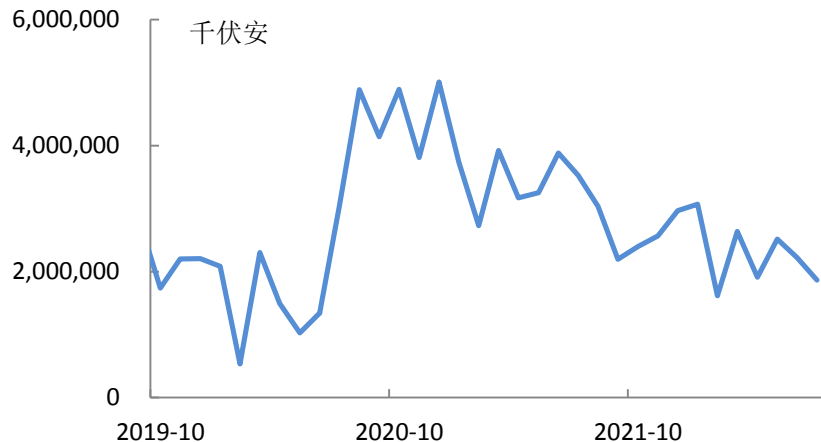
汽车产销向好，铅酸电池出口回落

- 1-8月国内汽车产销分别完成1696.7万辆和1686万辆，同比分别增长4.8%和1.7%，是二季度以来的首次产销双增长。汽车产量回暖有助于动力电池需求。
- 铅酸电池出口延续回落，远远低于去年水平，1-7月份累计出口下降35%。

国内汽车产量及同比（万辆，%）



铅酸蓄电池出口（千伏安）



全球铅供求平衡测算

- 根据国际铅锌研究小组（ILZSG）的数据，今年前七个月全球铅供求过剩3.87万吨，而去年同期为过剩9.89万吨。
- 随中国汽车保有量增速放缓，全球铅酸电池需求量维持平稳，同时废旧电池供应的增加带动了再生铅的增长，并且弥补了原生铅的下滑。
- 预计今年全球铅产量与需求总体平稳，供求过剩约6.6万吨。

全球铅供求平衡表（千吨）

单位：千吨	2018	2019	2020	2021	2022F
全球铅矿产量	4,685	4,657	4,594	4,703	4,392
全球精炼铅产量	11,765	11,772	11,848	12,241	12,206
全球精炼铅消耗量	11,902	11,808	11,718	12,206	12,139
全球精炼铅过剩/缺口	-137	-36	130	35	66

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 美元加息将是贯穿今年的主要宏观风险因素，强势美元不利于铅价。
2. 精矿加工费持续低位，国内铅产量延续稳定，全球库存持续低位。
3. 前三季度，国内汽车产量持续回升，带动铅需求；但受铅酸电池出口持续回落的拖累。
预计今年全球铅供求轻微过剩。

❖ 宏观关注：
中国宏观经济数据
美国利率变化
美元指数变化
人民币汇率及利率
境外疫情进展

❖ 供应关注：
铅精矿产量
中国再生铅产量
中国新建产能
矿加工费变化
冶炼企业开工率

❖ 需求关注：
汽车产量
铅酸电池产量

❖ 库存：
上期所库存变化
LME库存变化

2022年四季度铅期货操作建议

波段操作

- ❖ 如果铅需求出现明显回升，在14000元以上，建议择机卖出，目标区间15500-16500元。

套利操作

- ❖ 跨市套利持续跟踪进口套利空间，择机操作，关注人民币汇率变化。
- ❖ 跟踪期现价差，择机操作。

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的卖出套期保值。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，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，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。