

内外价差走扩，铅锭出口或增加

观点

9月30日至今伦铅上涨了约8%，但是内盘沪铅跟涨有限，内外盘价格走扩，铅锭出口利润恢复。此轮LME铅价走强，主要是前期外盘下跌较多叠加海外库存持续下降。去年下半年以来铅锭出口持续放量，中国已经由铅锭净进口转变为净出口国。从表面上来看，铅锭出口和比值存在直接关系，但出口窗口的打开只是结果而不是原因，导致出口窗口打开的根本原因是全球铅产业供需格局的不平衡。从当前中国和海外的产能格局及未来消费情况来看，铅锭出口大趋势仍将延续。从价格层面上来看，铅锭出口虽然会化解部分过剩压力，导致中国社会库存出现阶段性去库，但难以解决根本。

核心逻辑

1、国庆期间伦铅上涨了8%，但是节后内盘沪铅跟涨有限。随着内外盘价差的拉大，出口窗口有望再度打开。此轮LME铅价走强，主要是前期下跌较多叠加库存持续下降。未来几年中国的再生铅供给仍有部分增量，而海外的产能总体保持平稳，全球铅供给端的增量主要来自于中国。从全球供需平衡角度来看，海外铅价的上行仍会受累于中国；

2、2021年下半年以来铅锭出口持续放量，中国已经由铅锭净进口转变为净出口国。从表面上来看，铅锭出口和比值存在直接关系。但我们认为出口窗口的打开只是结果而不是原因，导致进口亏损走亏的根本原因是全球铅产业供需格局的不平衡；

3、从当前中国和海外的产能格局及未来消费情况来看，铅锭出口大趋势仍将延续。从价格层面上来看，铅锭出口虽然会化解部分过剩压力，导致中国社会库存出现阶段性去库，但难以解决全部问题，悬挂在铅价上空的达摩利之剑仍挥之不去。

风险点：欧洲能源危机，冶炼厂突发减产，仓单库存

有色金属·专题报告

2022年10月14日 星期五

国贸期货·研究院
有色金属研究中心

方富强

投资咨询号：Z0015300

从业资格号：F3043701

戴纪煌

从业资格号：F03110414

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎



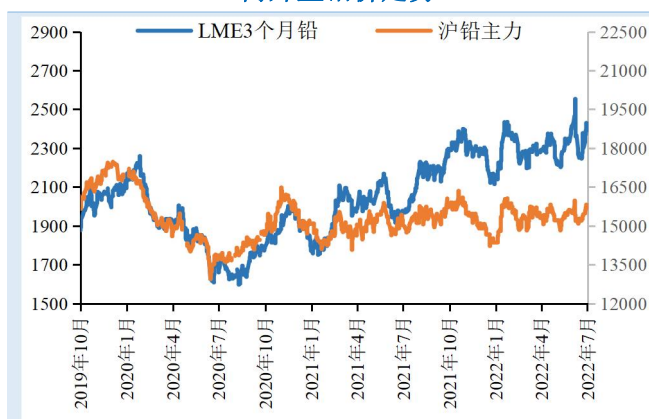
国贸期货研究院
ITF RESEARCH INSTITUTE

一、 内外价差走扩的原因

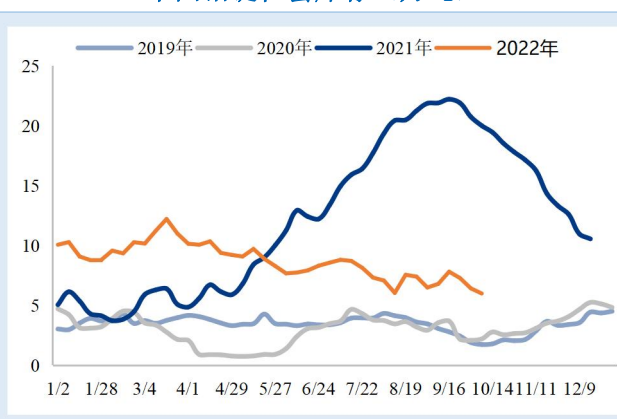
国庆期间伦铅上涨了 8%，但是节后内盘沪铅跟涨有限。随着内外盘价差的拉大，出口窗口有望再度打开。最近 2 年内外盘价格走势分化的情况较多，2021 年 4 月 LME 铅价创下三年新高，而国内铅价整体处于区间震荡，内外盘价差不断拉大，2021 年下半年铅锭出口大幅增加。

此轮 LME 铅价走强，主要是前期下跌较多叠加库存持续下降。海外库存持续下降存在季节性因素，但这背后最根本的原因还是海内外的供需错配，国内铅供给增量远大于海外，而下游消费则弱于海外。中国铅锭产能占全球总产能达 50%，未来几年中国的再生铅供给仍有部分增量，而海外的产能总体保持平稳，全球铅供给端的增量主要来自于中国。因此从全球供需平衡角度来看，海外铅价的上行仍会受累于中国。

内外盘铅价走势

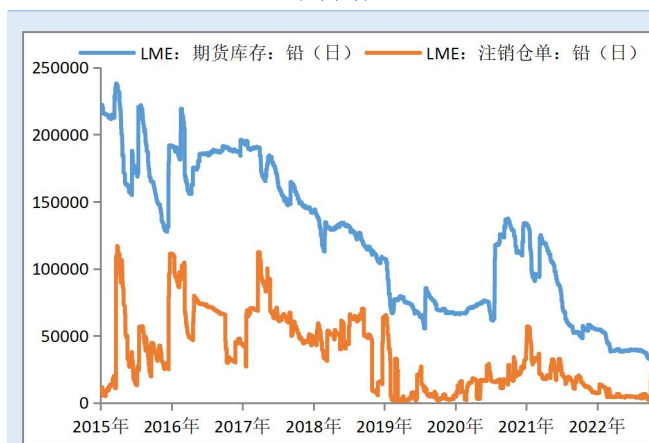


中国铅锭社会库存（万吨）

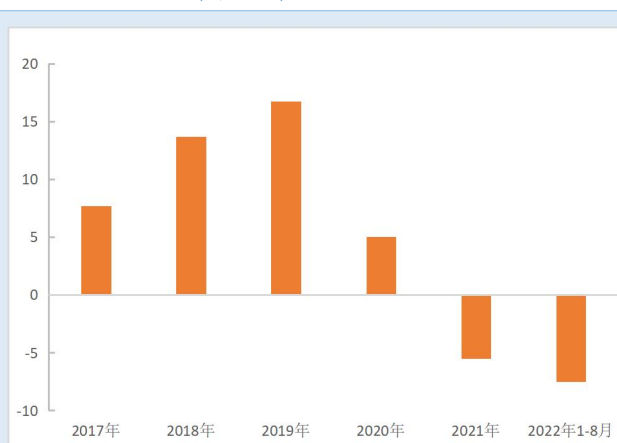


数据来源：MS, Wind

LME 铅锭库存（吨）



中国铅锭进口（吨）



数据来源：MS, Wind

二、比值是表象，供需格局不平衡是根本

2021 年下半年以来铅锭出口持续放量，中国已经由铅锭净进口转变为净出口国。2020 年中国铅锭净进口为 5 万吨，而 2021 年净出口 5.49 万吨，2022 年 1-8 月铅锭净出口为 7.5 万吨。而铅作为一个没有出口退税的品种，为何出口会大幅增加？从表面上来看，铅锭出口和比值存在直接关系。去年下半年以来，铅锭进口盈亏多数时间处于-3000 元/吨，铅锭出口利润不错，中国铅锭出口开始放量。2020 年铅锭净进口为 5 万吨，而 2021 年净出口 5.49 万吨，2022 年 1-5 月铅锭净出口达到了 4.5 万吨。但我们认为出口窗口的打开只是结果而不是原因，导致进口亏损走扩的根本原因是全球铅产业供需格局的不平衡。

2017 年至今，再生铅产能经历了快速扩张阶段，到 2021 年年底再生铅原料处置规模约 1333 万吨，较 2017 年增长 156%，但随着产能的不断扩张，而终端需求表现却相对较为平稳，市场逐渐显现出产能过剩情况。而过去 3 年海外铅产能并无太大变化，从全球铅产量数据也可以明显看出，过去三年的铅金属增量基本来自于中国。2021 年中国再生铅产量为 360.31 万吨，较 2020 年增加 40.8 万吨，增幅 12.77%；较 2019 年增加 51.84 万吨，增幅 16.8%。而 2021 年除中国外的铅金属产量与 2019 年相比基本维持稳定，也就说过去三年全球铅金属的增量基本上是由中国再生铅贡献。

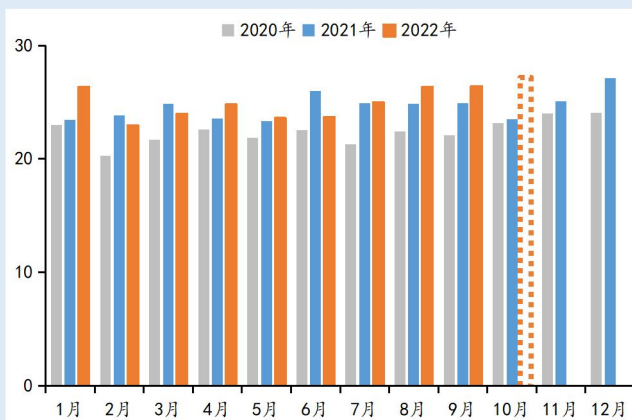
从消费端数据来看，过去三年国内铅锭消费处于低速增长之中，而供给端却在高速增加，因此铅的过剩是确定。过剩的铅去向何处，这是个问题。国内的上游产品过剩有三种去向，第一累库，第二加工转出口，第三，直接出口。而通常来说，有色金属的出口都没有退税，而下游加工品很多都有出口退税，比如像铝材，国内铝锭出口很少，但是今年以来铝材出口却一直在增加。

那么，铅为何没有以下游成品的形势出去呢？我们认为铅酸蓄电池出口也会有增加，但幅度有限。2022 年 1-8 月铅酸蓄电池累计出口 1.47 亿只，较去年同期增加 21%，与铅锭出口增加幅度相比并不大。

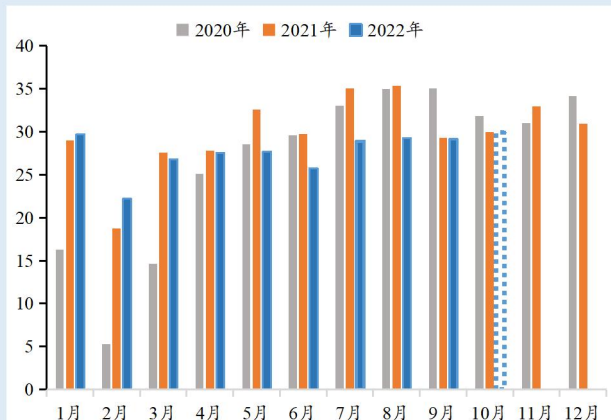
这主要有如下两个方面的原因，第一，下游加工利润的并不好，蓄电池价格一直处于较低位置，终端企业的利润一般。这是和铝产业最大的区别，铝作为高耗能行业，国内外的生产成本存在较大差异，这便导致了能源套利的存在。去年以来全球能源价格大幅上涨，而国内高耗能产业产量仍在增加，比如电解铝和 PVC。在能源价格大幅上涨的背景下，全球各国都面临着制造业成本的显著抬升。而中国国内煤价被压制，这使得国内的制造业特别是冶炼企业的成本明显低于海外。全球火电（中国主要是煤电）占总发电量超过 70%的情况下，中国的高耗能产品便成了全球成本洼地，出口大增便是意料之中。

第二，国内的铅蓄电池新增产能并不大，这主要是由于全球对于铅未来消费并不看好。储能、汽车和电动自行车等领域消费需求增长缓慢，而锂电替代是长期趋势。

中国原生铅产量

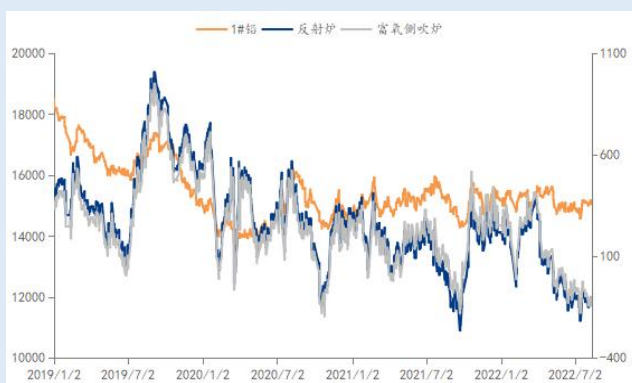


中国再生铅产量

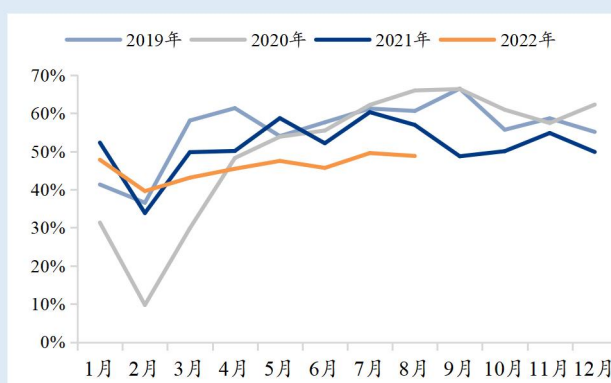


数据来源: MS, Wind

再生铅企业利润

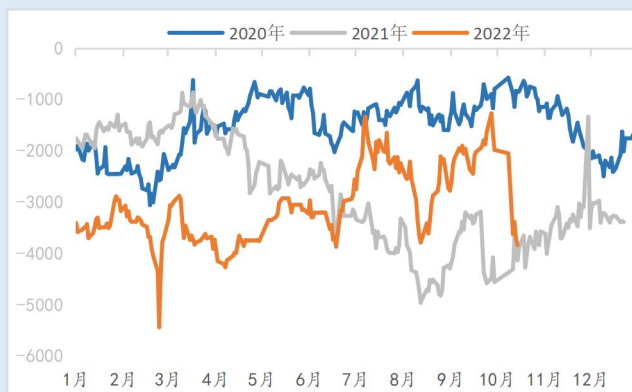


再生铅企业产能利用率



数据来源: MS, Wind

铅锭进出口盈亏



蓄电池开工率



数据来源: MS, Wind

三、铅锭出口大趋势仍将延续

那么这一趋势是否可以延续。从当前中国和海外的产能格局及未来消费情况来看，这一趋势仍将延续。我们认为原因有如下两个方面。第一，中国的消费端无法化解国内再生铅产能的过剩。下游消费无论从短期还是中长期来看，并无太多新增亮点。中长期，其将继续新能源替代。短期，今年的旺季也表现一般。

第二，LME 低库存对外盘价格存在支撑，内弱外强的铅价仍将持续，这就会导致套利窗口持续。截止到 10 月 13 日，LME 库存为 3.15 万吨，较去年同期下降了 35%，较 2020 年下降了 76%，海外库存处在历史的绝对地位。

总体来看，铅锭的出口大趋势仍将延续。从价格层面上来看，铅锭出口虽然会化解部分过剩压力，导致中国社会库存出现阶段性去库，但难以解决全部问题，悬挂在铅价上空的这把达摩利斯之剑仍挥之不去。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎