

时间不是多头的朋友

观点

近期沪铅表现非常活跃，沪铅全部合约的持仓从11月9日的8万手增加了11月22日的15万手左右，两周时间增仓幅度超过了80%，超6亿元资金净流入。然而巨额资金的流入并没有推动铅价超预期的大涨，主要由于基本面并不像表现的那么好，多头的故事讲的一般。且随着时间推移铅金属产量会逐渐增减，多头的压力会加大，时间是站在空头这边的。巨幅资金流入没有很好地基本面故事配合，价格的上涨便难以持续，对于生产企业而言铅价在相对高位时卖出套保可以有效地稳定利润。

核心逻辑

1、沪铅全部合约的持仓从11月9日的8万手增加了11月22日的15万手左右，增仓幅度超过了80%，超6亿元资金净流入。巨额资金的流入并没有推动铅价大涨，主要由于基本面并不像表现这么好，且随着时间推移产量会逐渐增减，多头的压力会加大，时间是站在空头这边；

2、此次增仓主要有三股力量，第一，国内外跨市场套利的套利盘，由于国庆节后LME铅价大涨，而国内跟涨有限，出口窗口被打开，部分贸易商和冶炼企业通过盘面锁定出口利润。第二，逼仓资金流入不少，由于目前铅锭社会库存处于相对低位，近月基本面支撑铅价上涨。第三，彭博商品现货价格指数将于2023年把铅期货价格纳入到其一揽子指标中，这大幅提升了铅价波动预期，投机资金流入不少；

3、回顾过去三年的铅价格表现，铅价基本位于15000-16000元/吨区间运行，再生企业长期处于利润微薄的状况。而巨幅资金流入并没有很好地基本面故事配合，铅价在相对高位的企业卖出套保可以有效地稳定利润。

风险点：冶炼厂突发减产，仓单库存

有色金属·专题报告

2022年11月23日 星期三

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



一、沪铅持仓大幅增加的原因

沪铅全部合约的持仓从 11 月 9 日的 8 万手增加了 11 月 22 日的 15 万手左右，增仓幅度超过了 80%，超 6 亿元资金净流入。由于此次持仓的大幅增加提升了沪铅的交易活跃度，11 月中下旬的日均交易量达到了 13 万手左右。巨额资金的流入并没有推动铅价大涨，主要由于基本面并不像表现这么好，且随着时间推移产量会逐渐增减，多头的压力会加大，时间是站在空头这边。我们认为随着时间的推移，多头的持仓会逐步退出，但是预计未来铅的持仓会有所提升。

此次增仓主要有三股力量，第一，国内外跨市场套利的套利盘，由于国庆节后 LME 铅价大涨，而国内跟涨有限，出口窗口被打开，有部分贸易商和冶炼企业通过盘面锁定出口利润。第二，逼仓资金流入不少，由于目前铅锭社会库存处于相对低位，近月基本面支撑铅价上涨，且铅价过去都横盘在低位，而其他金属涨幅不少，铅存在补涨空间。第三，彭博商品现货价格指数将于 2023 年把铅期货价格纳入到其一揽子指标中，这大幅提升了铅价波动预期，投机资金流入不少。

由于明年彭博商品现货价格指数将于 2023 年把铅期货价格纳入到其一揽子指标中，铅的持仓以及价格波动可能会比过去的 2 年增加。但是这一交易规则修改不会改变目前的供需格局，即便在这一规则下会更多投资者加入外盘交易，但是铅自身基本面并没有改变，波动率提升幅度预计有限。目前铅仍处于一轮国内主导的过剩周期中，并不会发生像镍类似的历史级逼仓行情。国庆期间 LME 接近 10% 的涨幅，而内盘跟涨非常有限，我们认为铅价在万六附近仍是较好的沽空机会。

二、产量增加将压制铅价上行

从铅供需来看，在目前高利润的刺激下，11、12 月的再生铅产能利用率预计会有所提升。从长周期来看，再生铅大幅过剩的格局没有改变。截止到目前再生的产能利用大约在 50% 上下，但这基本满足了国内的消费需求，甚至国内的铅锭已经从净进口国向进出口国转变。因此，多头的拉涨并没有很好的基本面配合，持续的上涨很难维持。

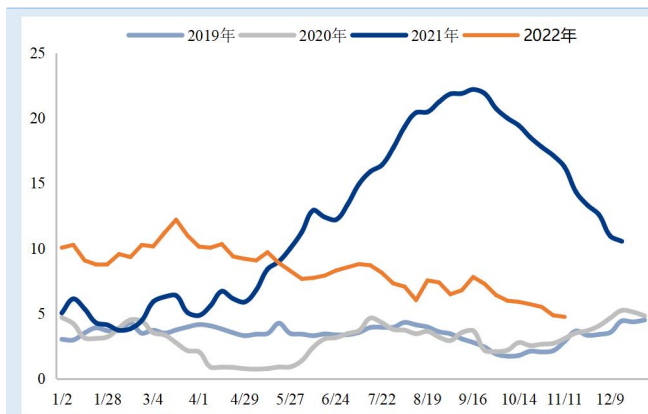
未来 2 个月国内的再生铅和原生铅都存在明显的增产预期，而且过去的 1-10 月国内铅金属产量并未出现下滑。原生铅方面，据 Mysteel 调研 2022 年 10 月国内原生铅产量 26.96 万吨，环比增加 3.14%，同比增加 8.45%；1-10 月原生铅产量为 249.96 万吨，环比增加 2.73%。无论从月度还是年度来看，原生铅产出均增加，主要贡献来自河南市场部分原生铅企业扩大产能，提高产量。

四季度的最后两个月原生铅产出将继续增量。其中，河南某原生铅冶炼厂 10 万吨产线已于 10 月中旬点火投产，目前已有稳定产出，在原有产量基础上，日产量增加 250 吨左右。云南个旧 10 月中旬因疫情

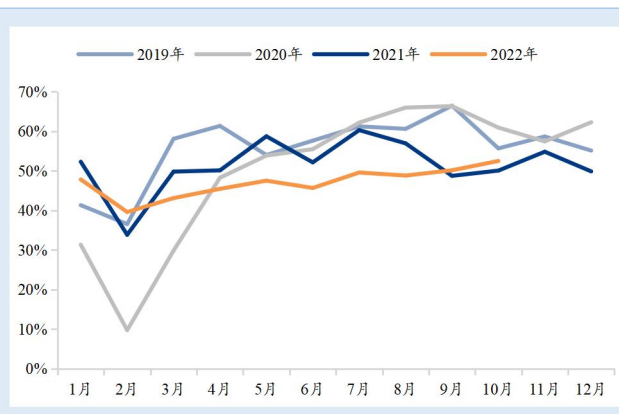
管控，停产 10 天左右，月底当地疫情解控，目前生产均恢复正常。因此，11 月原生铅产出较 10 月有明显增量。

再生铅方面，10 月开始产量已经环比增加。2022 年 10 月国内持证再生铅企业铅锭产量 32.07 万吨，环比增加 2.96 万吨，增幅 10.15%。进入 11-12 月份，再生铅炼企检修情况减少，且广东、安徽部分企业生产陆续恢复，此外，河北雄泰、广西震宇、湖南康泽在 12 月份均有投产计划，整体来看，四季度再生铅产出增幅较大。

中国铅锭社会库存

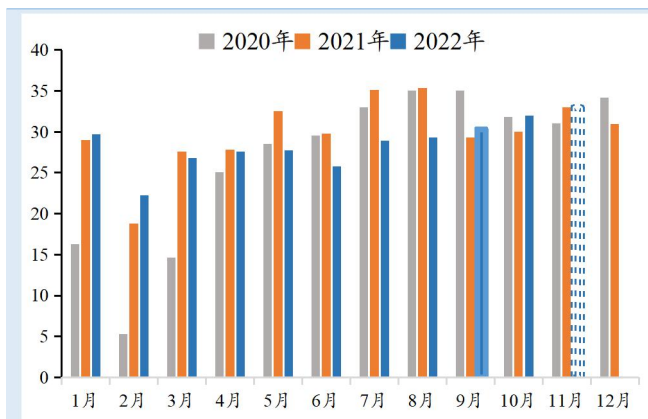


再生铅企业产能利用率

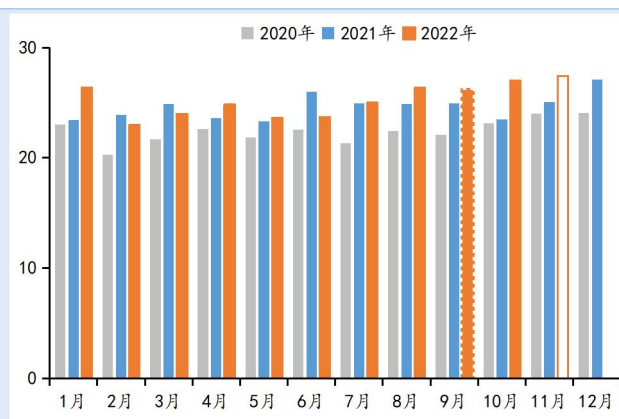


数据来源：MS, Wind

再生铅月度产量



原生铅月度产量



数据来源：MS, Wind

三、后市展望

此轮铅价上涨并非需求推动，相反铅价上涨时下游其实存在畏高的情绪。因为铅价在过去三年都数次突破万六之后便出现了大幅的回落，所以下游预期已经形成习惯，并不会追涨。大型铅蓄电池生产企业目前订单情况暂稳，成品库存渐有上升趋势，生产情况暂无明显调整，开工率在 85% 附近。部分中小型生产

企业因消费走弱，订单下滑明显，成品电池累库加快，开工率下调至 80%以下。电池替换需求走弱，叠加部分市场受疫情影响消费受阻，经销商和终端门店拿货备货积极性下降。

回顾过去三年的铅价格表现，铅价基本位于 15000-16000 元/吨区间运行，再生企业长期处于利润微薄的状况。因此，在供需格局并未改变的前提下，生产企业卖出套保可以有效地稳定利润，此轮铅价上涨便是一个很好的契机。

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