

2010年08月27日

研发部-金属研究小组

郭 勇：0755-83005875

guoyong@jrqh.com.cn

朱彦忠：0755-83676271

zyz@jrqh.com.cn

赵 凯：0755-83676418

zhaok@jrqh.com.cn

符 彬：0755-83005884

fubin@jrqh.com.cn

侯心强：0755-83679381

hxq@jrqh.com.cn

龙丽质：0755-83005862

longlz@jrqh.com.cn

柴 静：0755-83005819

chaij@jrqh.com.cn

陈帝喜：0755-83005862

chendx@jrqh.com.cn

杨小光：0755-87002743

yangxg@jrqh.com.cn

金属动态分析—外商报告 006

CRU 铅 8 月——铅价重回 2000 美元/吨一线之上

金瑞期货 朱彦忠 柴静译

市场普遍认为全球经济复苏依旧，金属价格全面反弹。虽然与前期相比仍然处于较低水平，但经过一个夏季的反弹，LME 铅已经重回 2000 美元/吨之上。

面对更大的原料竞争，一些厂商不得不勉强应付淡季后温和的需求上升。

中国今年的产量不太可能减少。

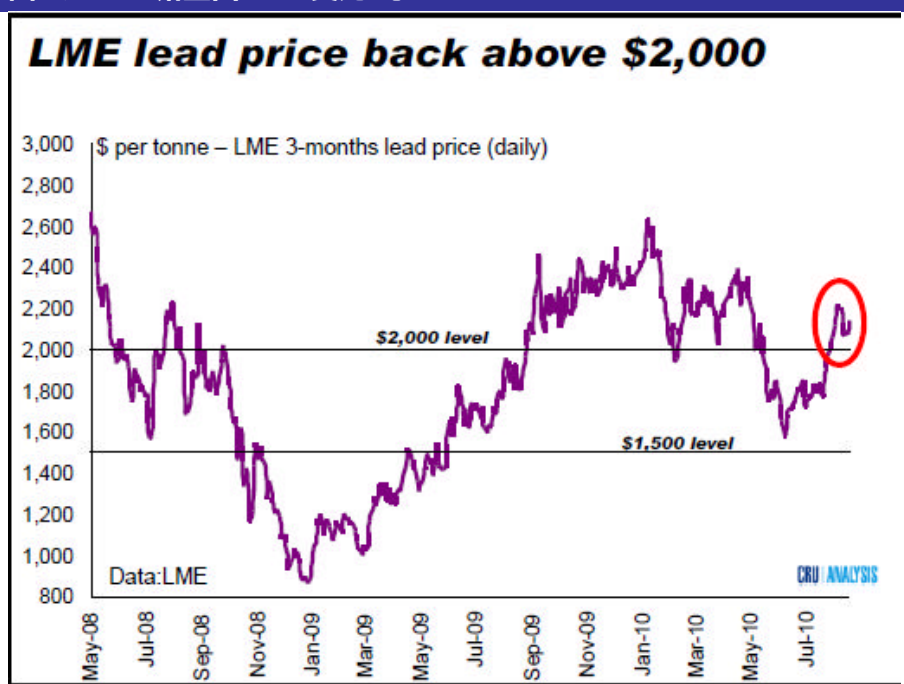
LME 铅的美国库存流出停止。

欧洲铅供应过剩，但废杂铅供应依旧趋紧。

市场评论

铅价跨过近两个月区间振荡整理的中轴 1800 美元/吨 (82 美分/磅), 在 7 月末的最后几个交易日 LME 铅重回 2000 美元/吨 (91 美分/磅) 上方, 8 月初便冲上了三个月以来的最高点 2200 美元/吨 (100 美分/磅) 一线之上。铅始终是投资者广泛买入的品种, 因为中国经济增长情况依旧良好, 美国经济数据给出正面信号, 工业金属需求仍在增长, LME 基本金属库存均出现下降 (或停止增加)。投机者摆脱欧洲银行压力测试的阴影, 91 家银行中仅有 7 家未能通过测试, 这表明欧洲银行足以应付另一场衰退。

图 1、LME 铅重回 2000 美元/吨

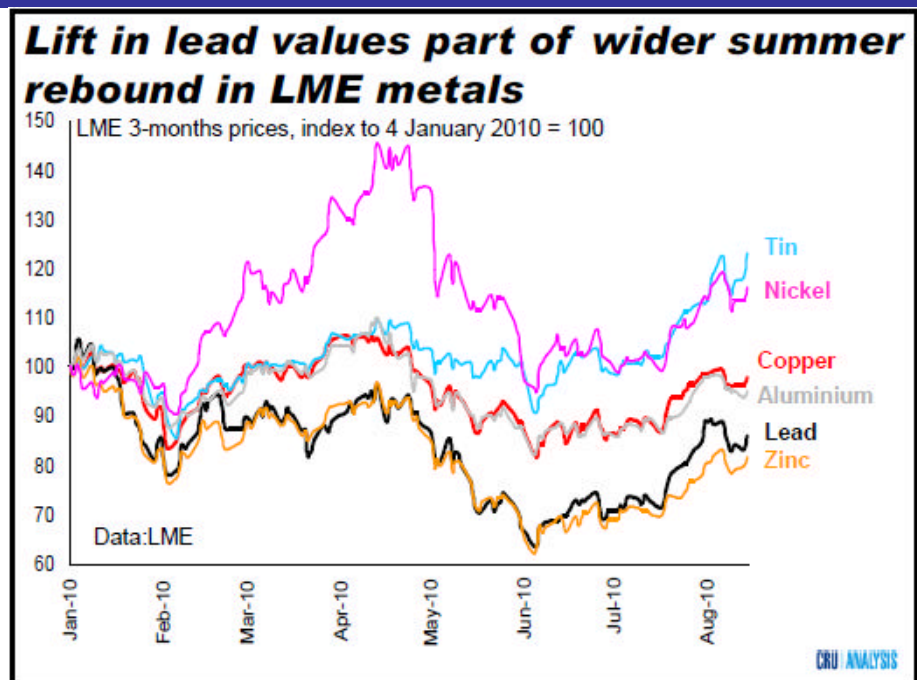


数据来源：LME

虽然以中国为代表的发展中国家经济复苏依旧强劲,但是发达国家经济放缓成为了市场关注的焦点,因此,铅价从 8 月 5 日的高点 2215 美元/吨下滑,目前一直维持在 2000 美元一线的低点震荡。在缺少任何关于铅行业特别消息的情况下,经济数据的波动影响着 LME 的交易情绪,低迷的经济和基金资本的流出影响铅价跟随 LME 铜及其他 LME 金属价格上下波动。与其他金属相比, LME 铅的相对波动性已经比其他金属的更大,这使得最近几周的铅价再次高于锌价。

技术上看,铅价似乎将测试 2245 美元/吨的阻力位。然而,短期内将有一波回调修正,铅价将测试下方的支撑位 2040 美元/吨一线。

图 2、锌至今依旧是最弱的品种



数据来源：LME

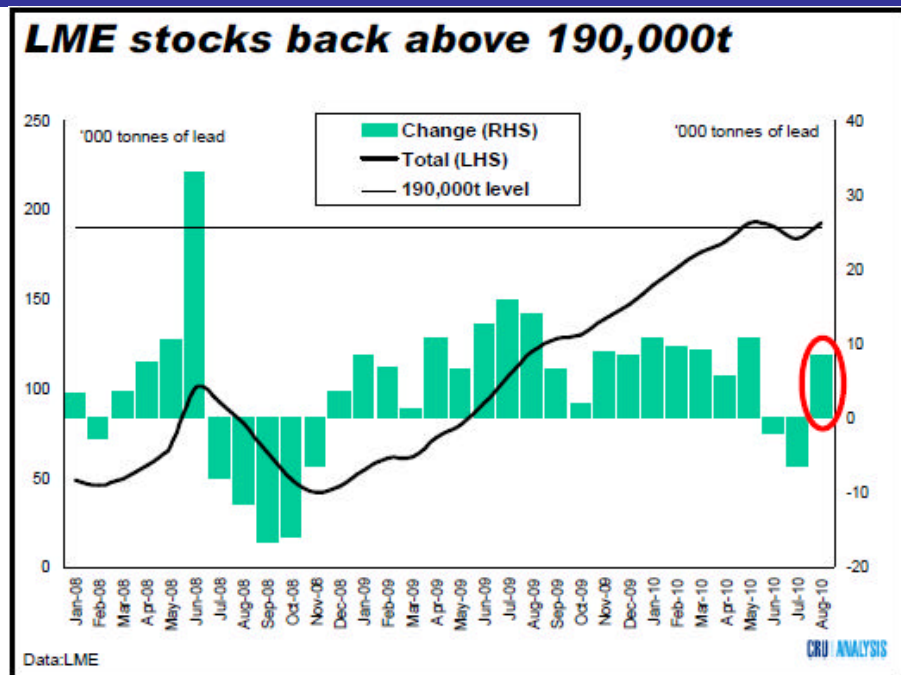
LME 库存在 8 月再次攀升

虽然投资者的行为很大程度上破坏了前期 LME 库存和价格之间的良好关系，但是铅价从 8 月初的高点下滑使得 LME 库存再次小幅回升。

自 2008 年末起，LME 库存不断上升（从 08 年 11 月 25 日的 40950 吨低点开始），到今年 6 月 11 日达到了此前高点 19.3 万吨，之后一直在此水平下方。一定程度上我们认为那些离开 LME 仓库的铅中至少有一部分是进入了现货市场，其中有部分进入了美国市场。但是，从 7 月 23 日触及 18.28 万吨的低点后，所有地区的库存再次攀升，总库存重回 19 万吨之上。然而，近期跳增的注销仓单预示 LME 库存很快将再次下滑。

从一个广泛的方面看，在这个夏季大约 5 周的时间里西方世界前期的库存/消费比例仍然维持在一个较合理的水平。但是这有部分是因为夏季蓄电池消费清淡，以及大量的冶炼厂检修停产。然而，夏季之后需求回升以及电池消费旺盛的秋季即将来临。面对供应持续紧缩的废杂铅市场，一些厂商表示随着铅需求的温和上涨，在今年剩下的三分之一时间里甚至是需求疲弱的夏季他们都将举步维艰。厂商和采购商的库存都相对较低，这将导致 LME 库存的显著下滑。然而，未来 4 个月供给依然过剩，因此，LME 任何库存的下降将有限。

图 3、8 月 5 日新奥尔良地区的注销仓单跳增



数据来源：LME，CRU International

今年中国的产出不会减少

今年夏季中国的精炼铅价格较低，一直维持在 15000 元/吨（2200 美元/吨）。低价导致一些产商和贸易商惜售，他们寄希望于铅价能够在秋季上涨。尽管今年铅蓄电池的需求一直以一个温和的速度增长，但是有消息称传统的消费淡季之后铅酸蓄电池的需求将好于预期。因为一些小规模的厂商无法开工（由于环保的原因），这导致大规模厂商将提高生产率以填补市场的空白，这至少也部分反应了更高的铅需求主要来自一些大规模的蓄电池生产商。当地的低铅价也影响了废杂铅市场，铅蓄电池公司都不愿意以目前的价位出售（据我们所知目前当地的再生铅价格基本都在 600-800 元/吨），因此，再生铅冶炼商的产量也受此压缩而降低。

受铅精矿供应紧缺，需求不温不火，相当低水平的铅价以及严格的环保政策影响，中国的精炼铅产量今年将在连续多年增长后首次出现下滑。毫无疑问，当前的铅价已经非常低，使得一些冶炼商的利润降低，需求经过之前的快速增长后增速也有所下滑。而且，政府似乎定期就会推出一些新的环保政策。2010 年上半年，随着进口加工费下滑至 50 美元/吨之下，铅精矿进口量已经下降了 15%（一些厂商表示他们所能获得的加工费很低，甚至为零）。尽管国内的矿产产量同比增长了 50%以上，但是当地的矿工由于当前铅价较低而越来越惜售铅精矿。并且，一些新的稳定的原生铅进入市场是也使得高品味的铅精矿供应上的竞争有所提高，这意味着几个月后，市场将面临一些新供应商将限制或者停止生产。

图 4、世界精炼铅价格及供需平衡

Table 1: World Refined Lead Supply-Demand Balances and Price

'000 tonnes	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	% Inc. 2009-10
World Position										
World Production	6,790	6,965	7,009	7,626	7,929	8,122	8,596	8,635	9,138	5.8
+ US Stockpile sales	6	51	42	28	10	-	-	-	-	-
- World Consumption	6,607	6,824	7,268	7,751	8,077	8,194	8,536	8,419	8,997	6.9
= World Balance	189	192	(217)	(97)	(138)	(72)	60	216	141	
Former Western World (FWW) Position										
FWW Production	4,934	4,807	4,622	4,786	4,787	4,830	4,937	4,603	4,806	4.4
+ FEB Exports	574	615	658	653	733	471	272	240	231	(3.8)
+ US Stockpile sales	6	51	42	28	10	-	-	-	-	-
= FWW Supply	5,514	5,473	5,322	5,467	5,530	5,301	5,209	4,843	5,037	4.0
FWW Consumption	5,325	5,322	5,435	5,438	5,504	5,237	5,061	4,472	4,736	5.9
+ FEB Imports	123	117	152	152	120	112	110	259	126	(51.4)
= FWW Demand	5,448	5,439	5,587	5,590	5,624	5,349	5,171	4,731	4,862	2.8
FWW Balance	66	34	(265)	(123)	(94)	(48)	38	112	175	
FWW Stocks										
Reported Level	505	422	314	302	269	264	306	388		
Reported Change	48	(83)	(108)	(12)	(33)	(5)	42	82		
Implied Unreported Change	18	117	(157)	(111)	(61)	(43)	(4)	30		
Reported Stock Ratio (wks)	4.9	4.1	3.0	2.9	2.5	2.6	3.1	4.5		
LME 3-Mth Price (\$/t)	462	517	851	941	1,282	2,566	2,091	1,735	2,078	19.8

Notes: 1. Data: ILZSG, GTIS, LME, CRU International. 2. Refined Production includes primary and secondary refined soft and antimonial lead but excludes remelted lead. 3. 2009 is forecast data, adjusted from 'potential' data in Table 5.

数据来源：ILZSG, GTIS, LME, CRU International

图 5、LME 数据

Table 2: LME Statistics

	2007	2008	2009	2009 Q2	2009 Q3	2009 Q4	2009 Q1	2010 Q2	2010 Jun	2010 Jul
Average Official Prices										
Cash (US\$/t)	2,595	2,085	1,726	1,506	1,925	2,292	1,160	1,944	1,704	1,837
Cash (US\$/lb)	117.7	94.6	78.3	68.3	87.3	104.0	52.6	88.2	77.3	83.3
3-Month (US\$/t)	2,566	2,091	1,741	1,513	1,944	2,318	1,166	1,972	1,729	1,858
3-Month (US\$/lb)	116.4	94.9	79.0	68.6	88.2	105.1	52.9	89.4	78.4	84.3
3-Mth High (US\$/t)	3,980	3,461	2,489	1,817	2,460	2,460	1,351	2,390	1,848	2,050
3-Mth Low (US\$/t)	1,536	875	1,000	1,253	1,590	1,801	1,000	1,581	1,581	1,720
3-Month (€/t)	1,860	1,409	1,236	-94	1,751	895	1,109	1,358	2,100	2,238
3-Month (£/kg)	301	218	162	1,751	895	109	147	182	157	163
3-Month (w on/kg)	2,379	2,205	2,181	895	109	1,649	1,939	2,405	2,100	2,238
3-Month (C\$/t)	2,709	2,184	1,953	109	1,649	1,451	1,760	2,133	1,796	1,938
3-Month (A\$/t)	3,031	2,416	2,159	1,649	1,451	1,758	1,983	2,330	2,027	2,118
15-Month (US\$/t)	2,327	2,082	1,754	1,166	1,190	1,513	1,945	2,345	1,770	1,901
Contango (Backwardation)										
Cash to 3-Month	(29)	7	15	7	19	26	6	28	25	21
3 to 15-Month	(239)	(9)	13	(347)	(754)	(805)	779	373	41	44
LME Volumes ('000 lots¹)										
Futures T/O (per period)	4,698	6,187	5,992	1,382	1,647	1,477	1,750	1,972	658	644
Futures Open Interest ²	71	68	75	80	81	75	91	93	93	94

数据来源：CRU International

图 6、西方世界前期的铅库存

Table 3: Former Western World Lead Stocks ('000t – end of period)

	2007	2008	2009	2009 Q2	2009 Q3	2009 Q4	2010 Q1	2010 Q2	2010 Jun	2010 Jul
LME Stocks										
Netherlands	6	6	13	6	11	13	16	20	20	20
Sweden	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Italy	10	4	11	6	8	11	13	15	15	16
Rest of Europe	2	15	33	22	26	33	47	54	54	56
USA	19	21	86	58	82	86	88	87	87	80
Asia	9	0	4	-	0	4	11	14	14	12
	45	45	147	92	128	147	176	190	190	184
Producer Stocks										
Europe	58	72	67	66	61	67	71	70	70	68
Japan	6	13	9	11	11	9	8	9	9	10
Australia	2	3	4	4	4	4	4	4	4	4
Canada	6	10	7	9	7	7	10	9	9	10
USA	15	16	16	16	16	16	16	16	16	16
Others ⁽³⁾	27	32	32	32	32	32	32	32	32	32
	114	146	135	139	131	135	141	140	140	140
Consumer Stocks										
USA	63	70	62	66	55	62	57	60	60	60
Europe ⁽⁴⁾	28	31	32	32	32	32	32	32	32	32
Japan	14	13	12	14	11	12	10	10	10	10
	104	114	106	111	98	106	99	102	102	102
Merchant Stocks	1	1	1	0	0	1	0	0	0	0
Grand Total	264	306	388	342	357	388	417	433	433	427
Stock Ratio (weeks)	2.6	3.1	4.5	4.2	4.2	4.5	4.5	4.9		

Data: LME, ILZSG, CRU. Notes: 1. 1 lot = 25t of lead. 2. End of period. 3. Africa (excl Algeria), Argentina, Brazil, Mexico, Peru, India, South Korea and Thailand. 4. Germany and the UK.

数据来源：CRU International

但以上并不能说明中国今年的精炼铅产量将减少。事实上，我们相信今年的产出仍然将增加，但是增速将较以前有所降低。中国有色金属工业协会最新的数据显示 2010 年上半年中国的精炼铅产出同比增加 7.3%。同时，当中国有色金属工业协会的数据显示初级铅的生产增速确实在放缓时，截止到当前精炼铅的增速却高达 18%，并且 2010 年全年将确保以两位数的速度增长。因为 2010 年全年的铅产量将下滑，这意味着在产量随铅蓄电池需求（价格）旺盛而增长的下半年，铅的产出将不可避免的下滑，而且很有可能是次级产品产量持续增长而初级产品产量急剧下滑。

8 月 5 日中国政府下发了一个红头文件，9 月底前淘汰 26.6 万吨的落后产能。我们认为这对全球的产出来讲影响不大。数量似乎非常庞大，但我们预测将被淘汰的产能中大部分已经停产或者开工率已经非常低。然而，这些冶炼厂的关闭将有助于解决产能过剩的问题，使得当前的产能利用率控制在低于 70% 的平均水平。

图 7、分地区产能关闭情况

Capacity closures by Chinese province (‘000t/y refined lead)

Province	Capacity
Hunan	98.0
Yunnan	70.0
Guizhou	32.8
Ningxia	30.0
Anhui	20.0
Gansu	15.0
Total	265.8

Data: Ministry of Industry and
Information Technology.

数据来源：ILZSG, GTIS, LME, CRU International

上海期货交易所发行铅期货合约的时间尚不确定。但是，上期所最近表示支持意见一致的铅工业厂商和贸易商，将在年内推出铅期货合约。并且一些厂商已经确认上期所已经正在拜访一些企业，并为铅合约的准备上市展开研究。不过，这尚需通过中国证监会以及国务院的批准才能确定具体的时间。铅期货合约不仅能帮助中国的产商和消费商规避价格风险，也可以利用 SHFE 的仓库来存储铅库存。库存的规模情况将第一时间反应中国的库存过剩了多少，而且帮助我们揭开去年的套利进口是出于投机的目的而非实际消费的疑虑。铅期货的上市也将使上海和伦敦之间的套利机会更加透明，从而引起投资者的更大兴趣。

美国的 LME 库存流出在八月份逐渐减少

自从我们上一次的“铅市场聚集”之后，美国的铅需求仍然十分稳定。现货溢价升高达到 4-5 美分/磅的上沿区间。最近的 BCI 数据和美国汽车销售数据也为我们对未来的良好需求预测提供了支持。今年六月，北美的 SLI 原装蓄电池的年出货量达到 716 万台，相比去年同期增长了 51.4%，美国的汽车销售数据也同比增长了 5.2%，较今年年初的水平也增长了接近 15%。预示着 SLI 原装蓄电池的需求良性回升将会持续到今年下半年。而在更为重要的 SLI 的更换蓄电池领域，北美地区的出货量增长也是越发稳定，根据 BCI 数据的统计，今年上半年同比增长 5% 达到 496 万台。而美国东部和南部的夏季炎热天气将使得七八月该类电池的出货量同比将继续上涨。相比之下，虽然动力蓄电池的需求复苏带来了一定的增长，但工业蓄电池也只能说是差强人意。

图 8、LME 溢价

Lead Premia		2008	2009	2009	2009	2009	2010	2010	2010	2010
		Year	Year	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Jun	Jul
USA	¢/lb	5.6	3.9	3.8	4.4	3.6	3.5	4.1	4.3	4.5
	=\$/t	124	87	83	97	79	78	91	94	99
Europe	€/t	73	55	55	50	58	60	55	50	45
	=\$/t	109	76	75	71	86	83	70	61	55

Historical data series available on www.crugroup.com
Basis: USA - delivered buyers works, Europe - Ex works
Data: CRU

数据来源：CRU

相较之下，废铅市场的供应情况依然较为紧张，其竞争激烈程度堪比以往。LME 铅价格的上涨推动废电池价格重新回到 30 美分/磅的水平，而废铅贸易商则被认为在铅价继续上涨的预期下囤积废铅库存。

美国的 LME 库存在八月停止下滑。而实际上相比在六月和七月库存分别下降 4525 吨和 7050 吨之后，本月到目前为止库存则缓慢上涨了 500 吨。这种库存下降趋势突然停止的真实原因尚不明朗。但是，我们可以确定的是美国对于铅的需求确实是在恢复，而美国 LME 减少的库存中有一部分反映了真实的市场需求。然而，

我们仍然质疑 LME 库存中减少的很大一部分是由于最近几个月影响诸如 Doe Run 的 Buick 和 Exide 的 Reading 冶炼厂的操作性问题，促使大量的铅库存被从仓库中运出履行第三方合同。现在，这些操作已经接近正常的生产率，而从 LME 仓库中提取铅的一部分需求在某种程度上被蒸发了。另外，Xstrata 的 Belledune 矿将在八月底扭转其入夏以来的减产问题，而 Teck 将在其 Trail 的精炼厂和冶炼厂九月及十月进行维修停产之前补充库存。

在经历了今年上半年的良好势头之后，美国的铅市场在今年夏天则处于停滞状态。然而，在行业谨慎乐观情绪的预期之下，行业需求料将会在今年入冬之前的秋季电池生产得到恢复。同时我们注意到美国 LME 库存的注销仓单最近又出现了上升的势头（在 8 月 17 日达到了 6125 吨），预示着市场面对未来几周的市场紧张局面已经提前整装待发。

图 9、废杂铅价格

Table 4: Lead Scrap Prices

	2008	2009	2009	2009	2009	2010	2010	2010	2010
			Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Jun	Jul
Battery scrap prices ¹									
USA (US\$/lb)	23.5	20.6	17.3	22.7	27.0	34.0	29.7	22.5	25.0
UK (£/t)	230	260	200	278	410	425	390	335	350
+ France (€/t)	272	367	300	405	525	520	485	430	410
- Germany (€/t)	335	399	360	448	537	558	532	470	440
= differential (€/t)	(63)	(32)	(60)	(43)	(12)	(38)	(47)	(40)	(30)
Gross margin ²									
USA (US\$/lb)	62	48	43	55	63	49	44	45	47
UK (£/t)	731	663	638	719	731	726	667	605	627
France (€/t)	904	543	544	597	579	641	631	598	677
Germany (€/t)	788	483	433	517	558	570	544	524	621

Notes: 1. Prices quoted are period averages for whole drained scrap batteries. 2. Equivalent to LME Cash price (except for USA which is US realised price) less scrap price (lead content) - does not include conversion costs.

数据来源：Company accounts, CRU International

欧洲铅供应过剩，而废铅市场仍然处于紧张状态

总体来说，这个月欧洲整体对铅的需求较 7 月份有了一定的下滑，但相对于以往该时期的需求水平来说则并未出现过剩现象。SLI 原装蓄电池需求有了一定程度的上升，而同时更换蓄电池的需求则保持稳定。而工业蓄电池和铅电池板的需求则基本没有发生什么变化，在夏季之后也应该没有什么改变。到这个月底，夏季停产检修的冶炼厂和电池生产厂家将会从停产检修中恢复生产，而这个秋天作为冬季前备货期的开始，他们的产量也会大幅增加。

尽管我们经历了一个炎热的夏天，但是废铅生产的供应量却没有因此而提高，使得废铅市场的供应紧张，以及 LME 铅价的上升也带动了废铅价格的上涨。八月份，欧洲大陆北部的废电池价格重新回到 500 欧元/吨以上，而英国的价格也触及到了 400 欧元/吨以上的水平。对于此现象，有些学者认为是由于去年所采取的经济刺激政策使得欧洲大陆的大量老旧汽车得到更新换代，而他们所使用的蓄电池并不需要很快得到更新。所以，由于恶劣天气所导致的蓄电池损坏将会大量减少。另外两个导致目前铅市场供应紧张的潜在因素是废铅市场激烈的竞争，并不仅仅是因为德国的两家混合材料冶炼厂对二次材料的高摄入量，即 Eco-Bat 的 Stolberg 冶炼厂和

Recylex 的 Nordenham 冶炼厂；此外还有非废旧电池废铅资源的出口，这一部分出口只是部分的在官方数据里得到反映。不论造成这一现象的原因是什么，现在大家最关心的问题是在今年的最后三分之一时间里，铅市场供应会变得更加紧张而铅的需求量也会得到大幅提高。

欧洲本地的现货市场基本处于休眠状态，而过剩的铅则主要向欧洲以外的地区流动，主要是远东地区，而同时过剩的再生铅则继续流入环绕在整个欧洲大陆的 LME 仓库。虽然总体来说整个夏季 LME 库存呈现下降态势，但是在欧洲地区的 LME 仓库库存却呈现不断零星上升的势头。库存在今年上升了超过 37000 吨，而在夏季其他地区库存下降之时，欧洲地区的 LME 库存却上升了将近 7000 吨。这种现象充分说明了欧洲地区许多生产商的惜售心理，这也使得该地区的过剩现象得以加强。（译自 CRU 锌 8 月）

金瑞期货经纪有限公司

公司地址：广东省深圳市福虹路9号世贸广场A座24层 邮编：518033

公司电话：0755-83662122 0755-83662199 传真：0755-83679900

研究发展部

地址：广东省深圳市福虹路9号世贸广场A座24层 邮编：518033

电话：0755-83679108 0755-83679730 0755-83676418 0755-83676271

深圳营业部

地址：广东省深圳市福虹路9号世贸广场A座38层 邮编：518033

电话：0755-83674400 传真：0755-83679349

上海营业部：

地址：上海市浦东新区浦电路500号上海期货大厦2603室 邮编：200122

电话：021-68401299 传真：021-50623200

南昌营业部：

地址：江西省南昌市八一大道366号省建行大厦附楼三楼 邮编：330006

电话：0791-6846118 传真：0791-6846160

大连办事处：

地址：辽宁省大连市会展路18号大连商品交易所206席位 邮编：116023

电话：0411-84807290 传真：0411-84800743

郑州办事处：

地址：河南省郑州市未来大道69号未来公寓1507室 邮编：450008

电话：0371-5612597 传真：0371-65613420

香港分公司：

地址：香港湾仔告士打道128号祥丰大厦7楼B室

电话：00852-25987728 传真：00852-2598-7708

北京营业部：

地址：北京西城区金融街5号新盛大厦B座1102室 邮编：100034

电话：010-66555673 传真：010-66555527

青岛营业部：山东省青岛市东海西路5号甲华银大厦1904室 邮编：266701

电话：0532-80901881 传真：0532-80901910

佛山营业部：广东省佛山市禅城区城门头西路1号环球国际广场1203-1204室

邮编：528000 电话：0757-82366355 传真：0757-82363953

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对本报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。本报告版权归金瑞期货经纪有限公司所有。未获得金瑞期货经纪有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。