

电话：010-58363447/ 邮箱：lvjianping@chinastock.com.cn

银河期货研究中心 / 北京市西城区复兴门外大街 A2 号中化大厦 3 层（100045）/ www.yhqh.com.cn

2011 年 1 月 20 日 星期四

一、铅产业链本身

表 1. 世界铅供需平衡表（单位：千吨）

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年预期	2011 年预期	2012 年预期
全球产量	8149	8569	8397	9013	9389	9910
增速	2.3%	5.2%	-2.0%	7.3%	4.2%	5.5%
全球消费量	8276	8499	8276	8943	9370	9922
增速	2.3%	2.7%	-2.6%	8.1%	4.8%	5.9%
供需平衡	-127	70	121	70	19	-12

数据来源：美林报告、ILZSG

表 2. 世界基本金属供需平衡表（单位：千吨）

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年预期	2011 年预期	2012 年预期
铜供需平衡	134	38	983	-247	-444	-14
铝供需平衡	71	1739	1697	657	284	66
镍供需平衡	69	139	31	-54	-3	108
锌供需平衡	-254	291	1086	1055	120	123
铅供需平衡	-127	70	121	70	19	-12

数据来源：美林报告、巴克莱报告等

根据国际投行及相关国际研究小组的统计数据，目前预期 2010 年世界铅过剩量约 7 万吨，而 2009 年则过剩约 12 万吨；值得注意的是，在国际精炼铅产量保持 7.3% 的增速基础上，需求在迅速增加，增速达 8.1%，来自中国以及美欧日等国汽车产业的迅速恢复是主导因素。

纵向比较来看，铅的未来供需预期趋紧，2011 年过剩量仅 1.9 万吨，至 2012 年则转为缺口 1.2 万吨；横向比较来看，铅在有色品种中是基本面非常好的——

铜一改 2009 年过剩态势，2010、2011 年持续缺紧，但在 2012 年由于新产能的释放而趋于平衡；铝严重过剩状态将持续，虽然程度缓解，但考虑到目前 LME 铝巨大的融资协议锁定库存，一旦远月价格曲线形态不利，则释放的压力将迫使铝价仍将保持低迷；镍紧张态势在 2012 年也将得以缓解；在 2009 年锌巨大产能恢复速度过快，严重

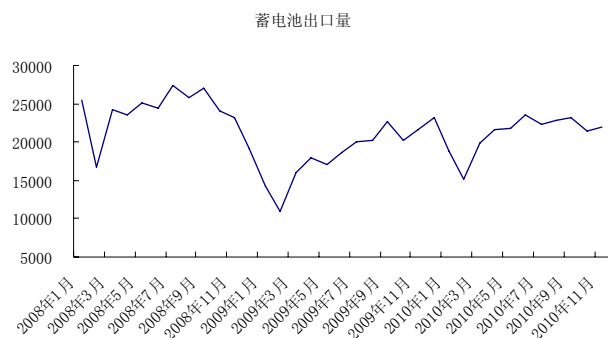
影响了锌的上涨空间，但精矿的供应瓶颈令其产出已接近产能极限；铅目前供需是大体平衡的，且在未来 2 年基本面是最好的，是趋于支持价格上行的！

这里简要评述下，铅的基本面支持主要来自两个方面：

第一、供应的瓶颈，尤其是利用精矿的原生铅，目前像铜锌一样，受到原矿产能潜力的限制，目前趋于极限，这点从加工费已经连续 6 个月保持在历史上极低的水平可以窥见，代表了原矿的供应紧张；

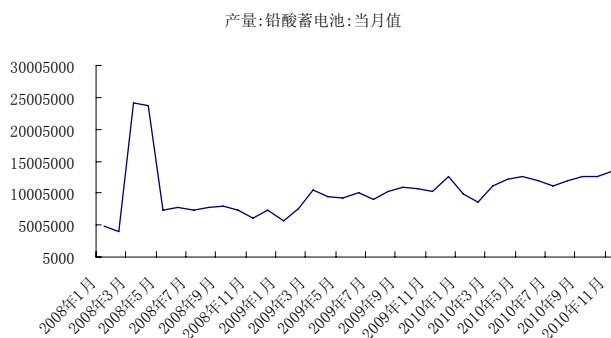
第二、中国汽车生产保持高水平，以及欧美等发达经济体汽车产量的迅速恢复，这点从下图的中国蓄电池产量以及出口量可见。

图 1、中国铅酸蓄电池出口量



数据来源：银河期货

图 2、中国铅酸蓄电池产量



数据来源：银河期货

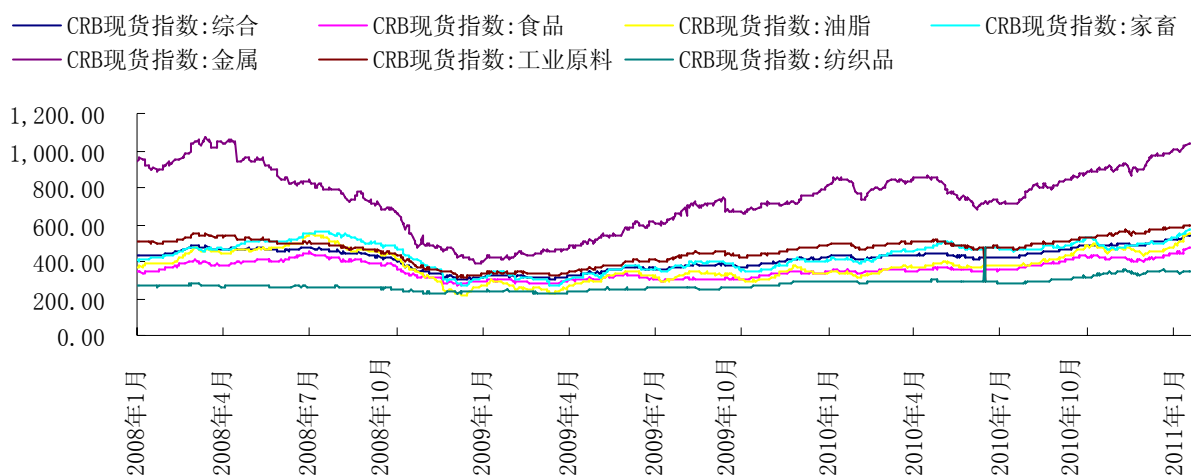
二、金融属性对铅的影响

（一）投资资产的投资组合再调配问题

国际投资资金逐利的特性，资金板块轮换较为频繁，如成功构建包括商品市场、固定收益市场、外汇市场、股票等资产市场的全系统监控体系，一定程度上可以把握这种资金做市的脉搏。

从全品种图中可以明显看出，自 2008 年底以来，金属经历了非常明显的拉涨态势，而其他品种的涨幅远远小于有色金属为主的金属品种，一定程度上，金属已经回复到了危机爆发前的历史高位，相对而言其他品种则远远低于历史高位，而目前从操作角度，继续做多金属风险增大而收益趋少，但由于有色金属的供需关系又可以支撑目前价格水平，因此目前现阶段的“冷落”下有色品种可能是一个不错的选择，当然这并不代表转市，只是一个节奏的问题；另一方面，又可以寻找可能更好的投资品种及机会，比如农产品等，这是一个节奏的问题。

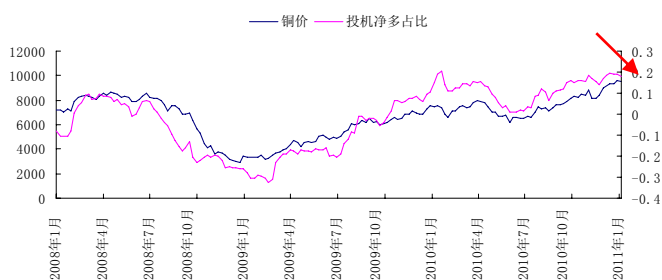
图 3. CRB 指数及各个品种指数变化



数据来源：银河期货 WIND

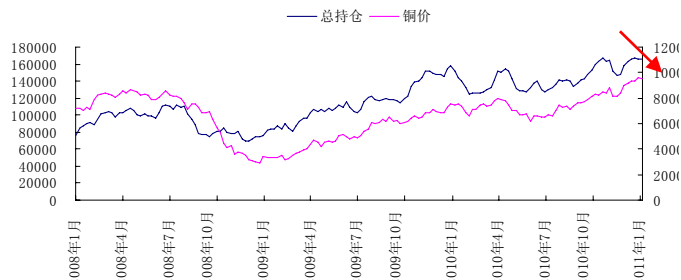
由于数据获得及全系统监控的困难，这里仅仅以部分替代数据研究，尤其是以金属领头羊铜的 CFTC 的报告数据作为分析依据可知：

图 4、CFTC 投机性净多持仓占比与铜价关系图



数据来源：银河期货

图 5、CFTC 总持仓与铜价关系图



数据来源：银河期货

参考 CME 铜持仓总量与投机净多占比与铜价走势相关性非常高，但在上周的数据中已双双出现回落态势，双系统回调往往预示着铜价调整开始！因此是否出现拐点需加以密切追踪！当然这只是一信号，应警惕可能的调整

（二）金融政策的调整

世界角度

目前世界范围内，对于目前经济发展情况以及未来将采取的经济政策举动，存在着大体 2 类不同举动，以发达国家为一方，以新兴发展中国家为一方；前者以美国为代表，将 2008 年之前的经济发展模式进行改革，以金融衍生品为代表的虚拟经济破产后，国内面临着严重的去杠杆化问题，而为了刺激政策所采取的超规模流动性投放，压低利率客观上造成了资产的流出；而以新兴国家为代表的一方，由于输入性通胀压力，也面临着严重的社会经济问题，各国政府迫使采取调控措施。

从具体举措来看，由于历史发展的原因，美国欧洲等已经较为侧重于债券发行，其财政工具已经失效；而中国等新兴国家政府债务水平还相对有限，因此今年政府的调控举措将极大程度上影响市场的进程。

中国角度

中国目前的通胀压力已较大，根据银河的统计，在 2011 年前 4 个月到期的央票及正回购量将分别为 4910 亿、3770 亿、6720 亿、4930 亿，而 5 月份之后将重新回归 2000 亿以下，且到期央票多以 1 年期、3 年期为主；而与之对应的是，自 2010 年底开始，1、2 级市场利差倒挂问题已经影响到了央票的一级市场发行，虽然自 2011 年初开始央票收益率有所上涨，但以 1 年期央票为例，目前已经接近存款基准利率水平，没有进一步提升空间，但 1、2 级倒挂问题仍然存在，这样必然要倒逼央行继续加息！

此外，央行在今年将加大调控力度，尤其在 1 季度持续采取调准备金率、加息、正回购、差别准备金率、以及人民币升值、开通资本项外汇限制、鼓励人民币境外结算、直投等举措缓解国内通胀压力！

三、铅后市展望

据前所述，目前世界范围内的资产重新配置（商品与其他市场间、不同商品间）是影响 LME 铅价的关键因素，从 LME 持仓结构看，阶段性的修正是有可能的，后市应密切监控 CFTC 铜（金属领头羊）持仓报告的数据变化以及其他替代指标的变化，但这并不代表行情的转市，因为世界经济复苏的趋势下，尤其是美国重走工业化道路，供需支持将长期存在，因此应定义春节期间至 2 月底，为阶段性休整！

而国内方面，央行持续且密集举措的预期非常强烈，以 1 月 17 日-21 日这周，央行停止央票发行，而年初的短期正回购即将到期，每个周末以及春节期间都是央行举措的时间窗口，这些流动性的收紧都是造成 3 月前令铅价承压的重要因素。

因此，临近春节建议减仓过节，等待 2 月底、3 月份的行情重新启动，节后将根据追踪指标，以及资产配置体系进行研判。

■免责声明■期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告版权归银河期货研究中心所有。未获得银河期货研究中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于银河期货研究中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在银河期货研究中心及其研究员知情的范围内，银河期货研究中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系。