

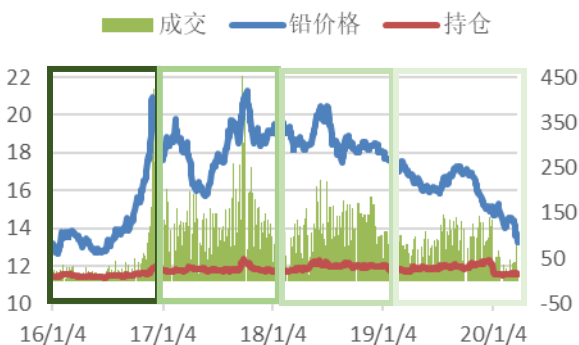
铅走势复盘

--杜少伦

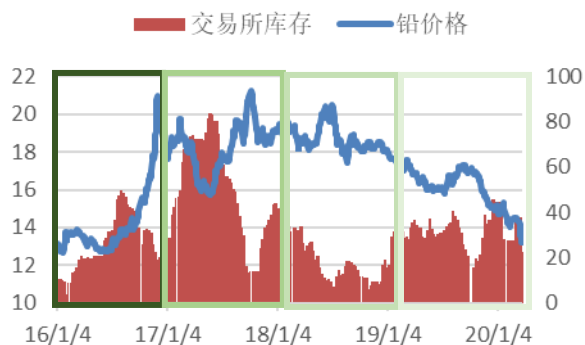
2020-03-24

*这是复盘系列的其中一篇，在这个系列里面我会逐个品种的进行历史复盘。主要针对交易中最常用的几个指标进行复盘解析，商品盘面数据，和股市相关性数据，市场宏观数据。

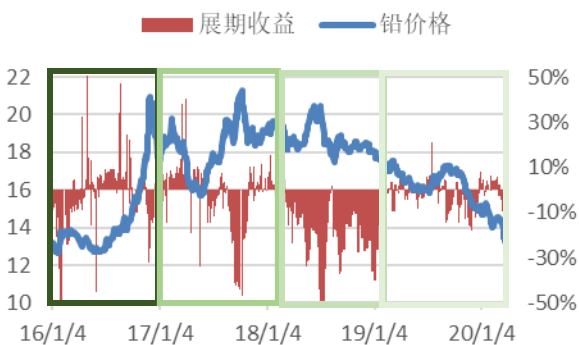
铅在有色金属中产量不高但是针对性很强，主要用于铅酸电池的生产。铅的一大特点是再生性很强，大部分的废铅都可以回收再利用，甚至在目前的铅消费范围内，废铅再生使用率达到了30%。中国既是铅的最大生产国同时也是最大消费国，铅还是有很强的工业使用需求和基础的，不同于贵金属铅没有明显的避险特性也不具备明显的保值属性。同时对比与铜，铅的适用范围很狭小，针对特殊领域的特殊金属。所以铅的基本属性决定了铅是一个有极大可能性走出独立行情的品种，比如大环境不好时它或许会表现亮眼，同时大环境上涨是它或许会逆其道而行之。下面从交易的角度复盘铅的不同时期的走势和背后的原因，这里主要关注以下几个指标：铅盘面交易价格，交易量和持仓量，铅盘面远期价格和近期价格的对比，铅交易所库存情况，铅行业股票指数对比，铅和美元还有日元的相对走势，铅和原油的对比走势。复盘历史范围选择从2016年开始到2019年结束。



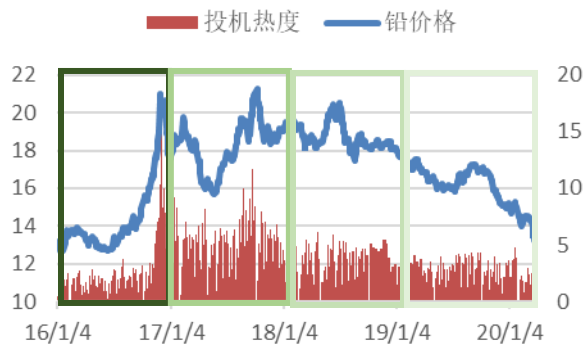
图一、铅价格和成交持仓



图三、铅交易所库存



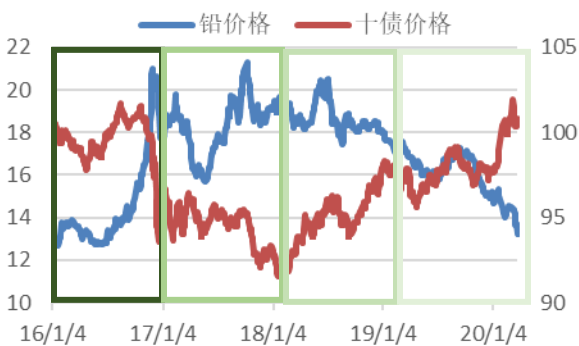
图二、铅展期收益



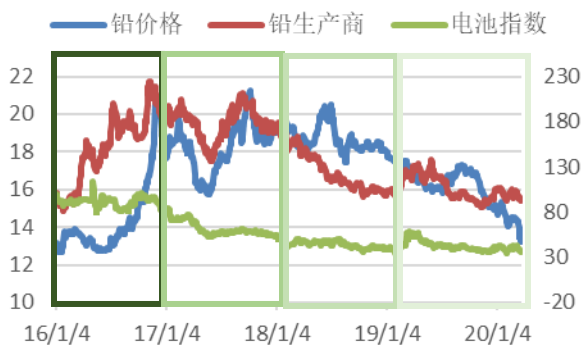
图四、铅投机热度

铅的走势十分凌乱，从 16 年初的商品大反弹行情铅伴随反弹开始，铅出现了剧烈的震荡行情。可以从图二中看到，铅的展期收益没有一个稳定的形态，也就是说铅的远期价格现对于它的近期价格而言忽高忽低，同时从年华收益的角度来考虑，这个忽高忽低也未免太过离谱，可以看到铅的远期价格相对于近期价格差距按年化来计算可以达到正负 50%。16 年初的反弹行情铅的远期价格年华低于近期价格 50%，强烈的倒挂曲线同时伴随着仓单小幅上升，铅反弹过程很不顺利远远若于其他有色金属，这一段时间的弱势走势很好的迎合了我们之前说过的远期倒挂同时仓单增加是一个极大地利空信号。铅反弹刚开始就又开始回调，直到 2016 年中期前才正式开始进入多头趋势，可以看到这时候铅的盘面价格远期突然巨大拉高，形成了强烈的远期升水。升水的同时仓单跟随上升，这一举动符合正常的利用仓单进行套利盈利的交易模式，所以尽管仓单持续上升，高升水的情况下盘面更加集中在远期预期上涨上面，这就是为什么反弹初期库存大幅上行没有影响铅的上涨趋势。同时可以看到在第一个阶段的后期，铅高升水同时库存明显下降，行情出现了爆发式上涨，出现了这五年的最高点。但是随着价格临近高点，远期价格突然崩塌，从升水结构一下子转变为大量贴水，同时库存大量上涨，高仓单伴随高贴水，典型的做空行情，铅价格随后大幅下跌。整个第二阶段铅就是一个大幅回吐伴随一个大幅反弹，剧烈震荡最后回到了开始时候的价格。第二阶段的反弹走势当时没有明显的投机者热情，同时远期还是大幅贴水，伴随库存下降，这是合理的走势，并不是一个很明显的做多信号，当时入场的投机者基本都是较为短期的炒作行情，反弹中没有走出新高。第三阶段的铅远期结构开始稳定，持续了一年的深度贴水行情，同时这一年中的仓单维持历史低位，投机热情很弱，整个 18 年维持弱势震荡，最终在年末开始进入空头趋势，这一年从盘面角度来看铅是十分适合做多的，而且深度贴水适合投机者入场持仓。最后还是进入空头趋势主要原因还是来自宏观层面的利空影响整个板块弱势运行，拉动了铅的价格进入空头。第四阶段的铅价格走势出现了明显的下跌，这一时期的主要特点是远期深度贴水结构坍塌，盘面不在给出明显的远期打折价之后原本抱有幻想的投机者纷纷离场，这一时期的投机热情直接将到了冰点，几乎回到了 16 年行情启动时候的环境。从 19 年以来铅的远期结构几乎和近期持平，永远都在一个窄幅区间波动，但是这一时期的仓单注册明显上涨，贸易商从 19 年开始就已经不在看多铅价格了，但是盘面反应还是等到了 19 年下半年时候。再仔细看最近时候从 19 年末开始的暴跌行情，当时铅的远期价格倒挂大概-10%，但是仓单突然暴增，同时投机热情很低，盘面出现了明显的仓单行情，贸易商完全控盘，随着仓单大量上涨，盘面破位暴跌开始。

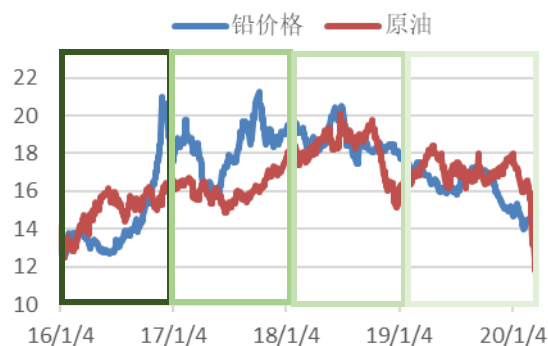
再看铅相对其他宏观微观变量的反应情况，下面看看铅价格对宏观变量的反应关系，铅对十债价格，铅对上下游股票指数，锌对美元，锌对原油价格走势：



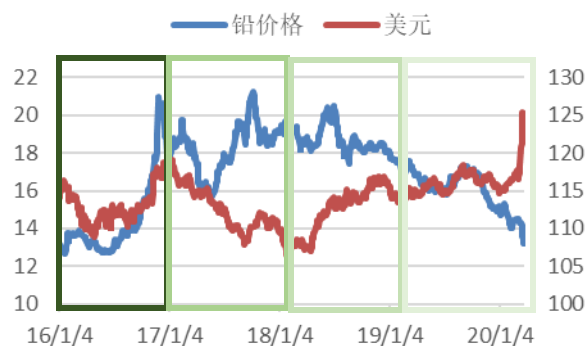
图五、铅和十债价格



图六、铅和行业股票指数



图七、铅和原油价格



图八、铅和美元指数

铅对宏观变量敏感度很低，铅对原油价格基本没有相关性，同时铅对十年期债券价格相关性也很低，对于中国国内的通胀预期铅的反应不敏感，同时对于国际商品基本价格铅的反应也不敏感。这一属性给铅提供了得天独厚的独立行情基础，所以在操作铅这一品种时候大可不必考虑太多宏观因素。再看铅和美元的相关性也没有明显关系，16年初期一起涨到了19年开始变成了完全反向运动。在我们排除了铅的宏观因素以后，剩下的只有铅的行业指数可以作为参考了。看图六中铅的生产商价格指数和铅的价格指数形成明显的相关性，同时铅的生产商股票价格指数稍稍快于铅的价格指数运行，可以说从16年开始的那一轮多头，大反攻是奠基在铅的生产商指数暴涨的基础上的。远期预期转变为多头趋势之后拉动的铅价格开始跟涨，这也解释了为什么铅最终行情的起爆点是远期开始大幅升水伴随仓单减少时候产生的。同时铅的走弱筑顶行情是跟随铅的生产商指数运行了，从图中可以看到，铅的生产商指数从18年初开始破位下行，当时铅的价格还在高位徘徊，铅生产商股票指数在连续下跌一年之后，铅的期货价格才开始进行重新定价反应，最终跟随下跌。再看铅的需求端，主要是铅酸电池行业，这里我采取同样的股票价格加权指数来表示市场对这个行业的定价从而表示市场对行业需求的预期。这里看到，16年行业指数基本横盘不动，在宏观环境一致看多的前提下，这个板块明显落后于大盘。从17年开始这个行业就是节节败退的格局，一路下跌几乎没有反弹，从这个加权指数来看需求端其实是十分弱势的。受益于16年时候去库存明显有成果，供给端超额收缩价格开始反弹，伴随价格反弹生产商毛利率增加引起估值向上修正，板块指数拉升。但是最终经过一年半以后发现生产商由于高毛利增加投入但是需求端迟迟没有起色，于是供给再度开始过剩，价格最终从18年开始崩塌。

目前行情盘面来看，铅的远期预期还是看空的，小幅贴水行情，交易所仓单水平维持最近五年以来的中位数左右，生产商股票指数明显弱势，同时需求端铅酸电池股票指数更加不堪入目。预计行情不会马上走强，同时就算是走强大概率也是库存消耗之后的供给端收缩行情，需求端没有任何亮点可言。