



多空交织上下受限，沪铅期价宽幅震荡

摘要

利多：铅锌矿山陆续进入常规检修；原生铅冶炼厂同样进行常规检修；节前备货叠加北方雨雪天气使得废电瓶供应愈显紧张，再生铅炼厂亏损区间扩大，出现大面积减停产现象，加上环保限产增多，产量同样下滑，整体铅锭供应减量比较明显。

利空：美国 2023 年 12 月整体通胀水平超预期回升，加上非农数据高于预期及前值、整体零售数据再次超预期上涨反映美国经济韧性尚存，整体不利后继利率预期回落，市场对上半年美联储降息预期有所下调，美元及美债收益率短期内或得到一定支撑；随着春节假期临近，下游逐渐放假停产，市场交易逐渐转淡。

小结：1 月份国内沪铅期货先扬后抑。铅锌矿山陆续进入常规检修，原生铅冶炼厂同样进行常规检修；再生铅同样制约于原料不足且其价格居高不下，再生铅炼厂亏损区间扩大，出现大面积减停产现象，加上环保限产增多，产量同样下滑，整体铅锭供应减量比较明显，整体供应偏紧，然当时下游节前采购尚未完成，长单供应叠加交付预售订单，现货供应偏紧，阶段性供需错配使得铅锭持续去库，支撑铅价持续走强，但随着春节假期临近，下游陆续开始放假停产，加上下游对高价铅接受度不足，现货市场成交困难，限制其上行空间，铅价随之下滑。

展望：展望 2 月，宏观面，市场对美联储降息时间的预期存在较大分歧，宏观情绪反复。基本上，铅产业链上下游企业陆续开始减产放假，春节前下游集中备库完成，消费缺失下，铅锭去库幅度放缓，铅价预计仍偏弱震荡，不过废电瓶价格居高不下，或为后续铅价运行提供成本支撑，加上春节放假时间长，假期期间不可预料因素较多，建议小仓位操作或以观望为主。

瑞达期货股份有限公司
投资咨询业务资格
证监许可【2011】1780 号

研究员：蔡跃辉
期货从业资格号 F0251444
期货投资咨询从业证书号：Z0013101
助理研究员：
李秋荣 期货从业资格号 F03101823
王凯慧 期货从业资格号 F03100511

咨询电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号



目录

第一部分：铅市场行情回顾..... 2

 一、沪铅市场行情回顾..... 2

第二部分：铅产业链回顾..... 2

 一、宏观基本面..... 2

 二、铅市供需体现..... 5

 1、全球铅市供应小幅过剩..... 5

 2、供需体现—铅两市库存均下降..... 6

 三、铅市供应..... 7

 1、铅矿供应紧缺..... 7

 2、铅产量减少..... 8

 四、铅市需求..... 9

 1、精炼铅出口变化不大..... 9

 2、铅蓄电池出口环比小增..... 10

 3、终端消费—汽车产销同比增加..... 11

第三部分、小结与展望..... 12

第四部分、操作策略及风险提示： 12

免责声明..... 12

第一部分：铅市场行情回顾

一、沪铅市场行情回顾

1 月份国内沪铅期货先扬后抑。截至 2024 年 1 月 29 日，沪铅收盘价为 16240 元/吨，较 2023 年 12 月 28 日上涨 340 元/吨，涨幅 2.14%；截至 2024 年 1 月 29 日，伦铅收盘价为 2172 美元/吨，较 2023 年 12 月 28 日上涨 88 元/吨,涨幅 4.22%。宏观上，整体通胀水平超预期回升，市场对上半年美联储降息预期有所下调，整体利率预期有所抬高，美元及美债收益率短期内或得到一定支撑。基本面，铅锌矿山陆续进入常规检修，原生铅冶炼厂同样进行常规检修，1 月产量或将小幅下滑接近万吨；再生铅同样制约于原料不足且其价格居高不下，再生铅炼厂亏损区间扩大，出现大面积减停产现象，加上环保限产增多，产量同样下滑，整体铅锭供应减量比较明显，整体供应偏紧，然当时下游节前采购尚未完成，长单供应叠加交付预售订单，现货供应偏紧，阶段性供需错配使得铅锭持续去库，支撑铅价持续走强，但随着春节假期临近，下游陆续开始放假停产，加上下游对高价铅接受度不足，现货市场成交困难，限制其上行空间，铅价随之下滑。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

第二部分：铅产业链回顾

一、宏观基本面

国际方面，1、中国物流与采购联合会发布的数据显示，2023 年 12 月全球制造业 PMI 为 48%，与上月持平，连续 15 个月运行在 50% 以下。2023 年，全球制造业 PMI 均值为 48.5%，

较 2022 年下降 3.3 个百分点，全年各月均运行在 50% 以下，全球经济增长势头较 2022 年有所放缓。分区域看，2023 年，亚洲制造业 PMI 均值为 50.7%，与 2022 年持平，显示出较强的增长韧性；非洲制造业 PMI 均值为 48.8%，较 2022 年下降 1.9 个百分点；美洲制造业 PMI 均值为 47.5%，较 2022 年下降 5.6 个百分点，持续加息给美国制造业带来影响，成为拖累美洲制造业复苏的主要因素；欧洲制造业 PMI 均值为 46.3%，较 2022 年下降 5.6 个百分点，显示在地缘政治冲突和持续加息的影响下，欧洲制造业持续弱势。从各季度指数变化看，全球制造业除了 2023 年第一季度出现短暂恢复外，剩余季度经济恢复呈现波动减弱趋势。2023 年第一季度、第二季度、第三季度、第四季度全球制造业 PMI 均值分别为 49.4%、48.2%、48.3% 和 47.9%。

美国 1 月 Markit 制造业 PMI 初值为 50.3，预期 47.9，前值 47.9；Markit 服务业 PMI 初值为 52.9，预期 51，前值 51.4，整体 PMI 指数显示经济活跃度不降反升，美国经济状况或仍保持一定韧性。欧元区 1 月制造业 PMI 初值 46.6，创 10 个月新高，预期 44.8，前值 44.4；服务业 PMI 初值 48.4，预期 49，前值 48.8；综合 PMI 初值 47.9，创 6 个月新高，预期 48，前值 47.6。欧元区整体经济有所修复提振投资者信心，给予欧元一定支撑。往后看，短期内美国经济数据持续表现优异，市场或持续修正降息预期时间，利率曲线或缓慢抬升，美元指数或将得到一定支撑。

2、美国 2023 年 12 月零售销售 7098.9 亿美元，环比增加 0.6%，预期增 0.4%，前值增 0.3%；核心零售销售 5733.83 亿美元，环比增加 0.4%，预期及前值均为 0.2%。整体零售数据再次超预期上涨反映美国经济韧性尚存，整体不利后继利率预期回落，利多美元及美债收益率回升。

3、最新公布的美国 12 月新增非农就业人口录得 21.6 万人，高于预期的 17.1 万人，及前值的 17.3 万人。12 月失业率为 3.7%，低于预期值 3.8%，与 11 月前值相同，连续 23 个月低于 4%，劳动力参与率则从前值 62.8% 进一步降至 62.5%。在失业率维持于低位的状态下，薪资增速同样有所上调，平均时薪环比增长 0.4%，高于预期的 0.3% 并与前值持平。同比增速则升至 4.1%，超出市场预期的 3.9%，并高于前值的 4%。整体劳动力市场供需仍处于修复阶段，薪资增速在劳动力供需仍旧失衡的状况下整体回落速度或将放缓。

4、美联储褐皮书显示，12 个联邦储备地区中的大多数报告称经济活动几乎没有明显变化；几乎所有地区都报告了制造业活动的下降；各地区继续指出，高利率限制了汽车销售和房地产交易；然而，各地区的许多联系人认为，利率下降的前景是乐观情绪的一个来源。整体褐皮书反映以制造业为首的经济活跃度仍持续下行，但利率下降的前景或无法如期而至，届时经济乐观度或有所回落。

5、美国 2023 年 12 月未季调 CPI 同比上涨 3.4%，预期 3.2%，前值 3.1%；季调后 CPI 环比上升 0.3%，预期 0.2%，前值 0.1%。剔除波动较大的食品和能源价格后，美国 2023 年 12 月核心 CPI 同比上涨 3.9%，创 2021 年 5 月以来新低，预期 3.8%，前值 4%；环比上涨 0.3%，与预期及前值持平。整体通胀水平超预期回升，市场对上半年美联储降息预期有所下调，整体利率预期有所抬高，美元及美债收益率短期内或得到一定支撑。

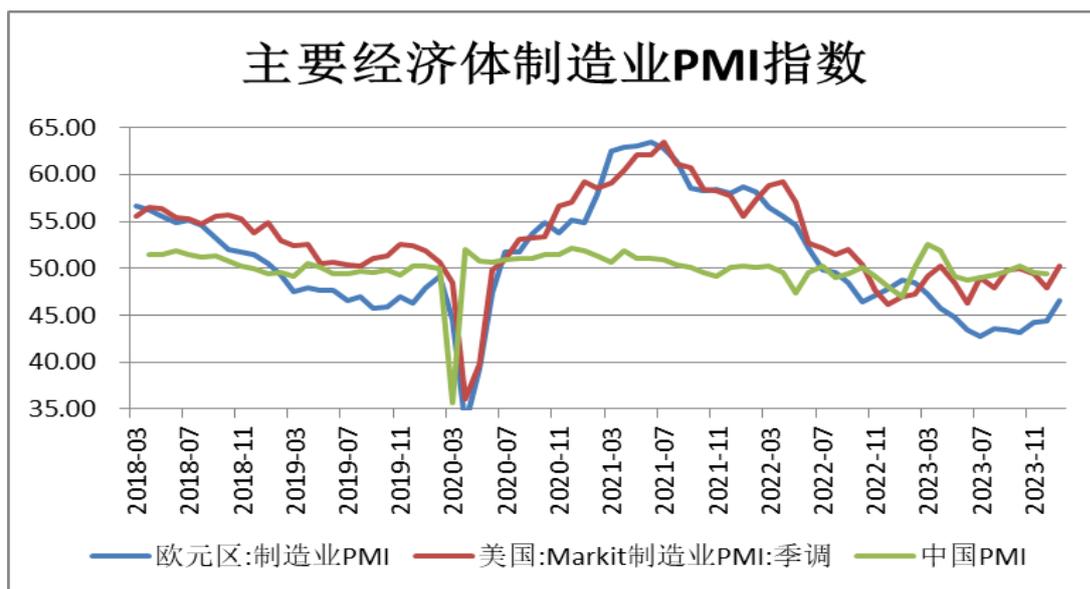
6、美联储会议纪要显示，美联储官员在去年 12 月的会议上一致认为未来或不再加息，通胀有所放缓，尤其是六个月年化通胀率，同时迹象显示供应链正在恢复正常。随着更多的人加入劳动力市场，劳动力市场供需逐渐走向平衡。他们还说，将利率提高到 5% 以上抑制了消费者需求，从而使通胀有所缓和。然而本次会议并未讨论何时开始降息，美联点阵图显示 2024 年有三次 25 基点的降息机会。

国内方面，1、12 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 49%，比上月下降 0.4 个百分点。12 月份，受部分基础原材料行业生产淡季等因素影响，制造业 PMI 比上月下降 0.4 个百分点，景气水平有所回落。

2、中国 2023 年 GDP 同比增长 5.2%，比三季度加快了 0.3 个百分点。面对复杂严峻的国际环境和不断加大的新的下行压力，政府及时加大宏观调控力度，着力扩大内需，推动我国经济回升向好，供给需求稳步改善，高质量发展扎实推进，主要预期目标圆满实现。生产方面，“新三样”仍是生产端增速主要贡献项，叠加中央经济工作会议再度将“产业转型升级”放于首位，后续增速或进一步上升，提振整体生产端。而服务消费在扩内需政策持续作用的背景下快速增长，餐饮同比增速高达 20.4%。固投方面，房屋销售金额、面积降幅仍继续扩大，景气水平低，对总体投资的拖累进一步加深。随着地产政策底持续加码，多项楼市政策调整，后续地产景气度或有企稳。

3、2024 年 1 月 LPR 报价出炉：1 年和 5 年期以上品种均维持不变，分别为 3.45%、4.2%。此前 MLF 继续实现“量增价平”续作，降息预期落空，LPR 报价维持不变符合市场预期。另外，央行日前调整了 LPR 报价行，这是 2019 年 LPR 报价机制改革以来，人民银行第二次调整 LPR 报价行名单。调整后的 LPR 报价行名单从上期的 18 家增加为 20 家，新增中信银行和江苏银行，调整自 1 月 22 日起实施。

4、据证监会网站，1 月 23 日，证监会党委书记、主席易会满主持召开党委（扩大）会议，传达学习贯彻习近平总书记在省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班开班式上的重要讲话精神，并结合贯彻 1 月 22 日国务院常务会议精神，研究部署证监会系统具体落实措施。会议强调，证监会系统要把学习贯彻习近平总书记重要讲话和中央金融工作会议精神贯通起来，作为当前和今后一个时期的重要政治任务，进一步增强金融报国的情怀和担当，加快建设中国特色现代资本市场。一是坚定走好中国特色现代资本市场发展之路。聚焦中国式现代化这个最大的政治，遵循资本市场的一般规律，坚持市场化法治化，进一步健全资本市场功能，不断提高服务高质量发展能力。二是全力维护资本市场稳定运行。坚持稳中求进、以进促稳，把资本市场稳定运行放在更加突出的位置，着力稳市场、稳信心。三是进一步全面深化资本市场改革开放。推动股票发行注册制走深走实，进一步健全完善资本市场基础制度。四是依法加强全面监管，有效防范化解风险。



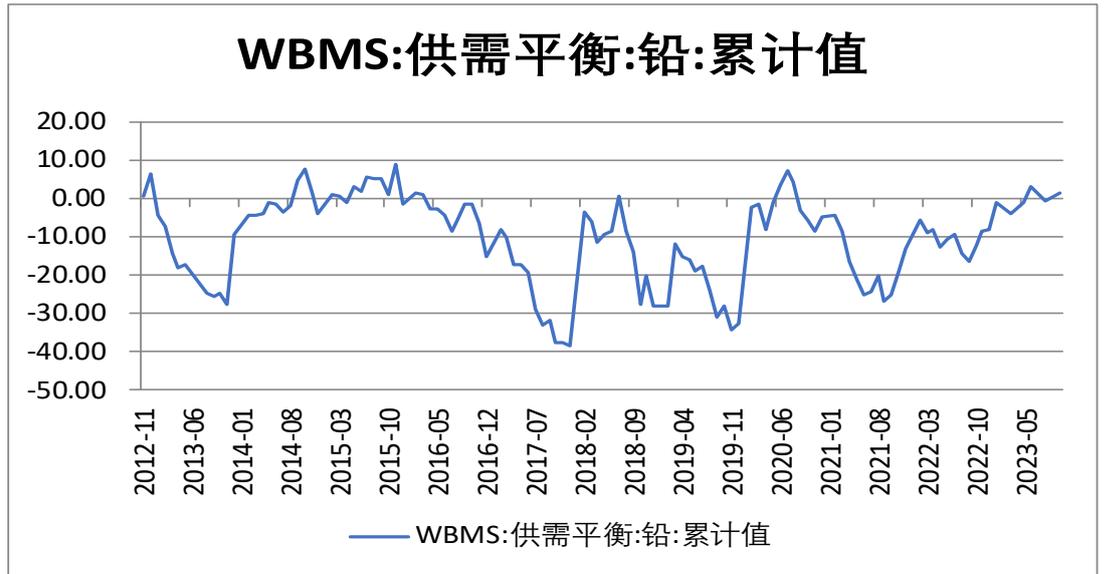
图表来源：WIND、瑞达期货研究院

二、铅市供需体现

1、全球铅市供应小幅过剩

世界金属统计局(WBMS)公布的最新报告显示,2023年11月,全球精炼铅产量为126.08万吨,消费量为125.32万吨,供应过剩0.76万吨。2023年1-11月,全球精炼铅产量为1353.67万吨,消费量为1351.83万吨,供应过剩1.84万吨。2023年11月,全球铅矿产量为43.22万吨。2023年1-11月,全球铅矿产量为459.13万吨

国际铅锌研究小组(ILZSG)公布的数据显示,2023年11月,全球铅市场供应过剩量增至33700吨,10月份为供应过剩4700吨。2023年1—11月,全球铅市场供应过剩87000吨,2022年同期则为供应短缺192000吨。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2、供需体现—铅两市库存均下降

库存方面，截至 2024 年 1 月 29 日，LME 铅库存为 110650 吨，较上月减少 13900 吨，降幅 11.16%；截至 2024 年 1 月 26 日，上期所铅库存为 36700 吨，较上月减少 16184 吨，降幅 30.6%。LME 铅库存方面，在前期累库因素消除下，LME 铅库存逐渐去库。

国内方面，1 月初，多地原生铅冶炼企业检修增多，且再生铅主要生产地受到重污染天气预警，减产较大，铅锭供应进一步收紧，而元旦后下游企业恢复常规采购，节后补库较多，铅锭社会库存延续降势。月中，部分原生铅冶炼企业检修后有所恢复，加上再生铅冶炼企业在环保限产结束后恢复正常生产，供应有所增加，而在沪铅强势持续上涨下，期现价差扩大，部分持货商交仓意愿上升，在交割日临近下，交割品牌移库交仓导致社库转增。随后，原生铅炼厂检修维持，安徽地区再生铅炼厂环保限产再现，再生铅炼厂限产频繁，加上有小部分炼厂进入春节放假状态，再生铅供应缺口扩大，同时，下游铅蓄电池企业处于春节备库时段，铅锭交割后货源流出就被下游采购消化，铅锭社会库存随之下降。直到月末，铅锭社会库存下降趋势仍然维持，不过铅价相对高位，下游接受度较差，加上在下游企业春节前备库陆续完成下，下游企业将进入较为集中放假时段，且物流减少，铅锭社会库存降幅将放缓。

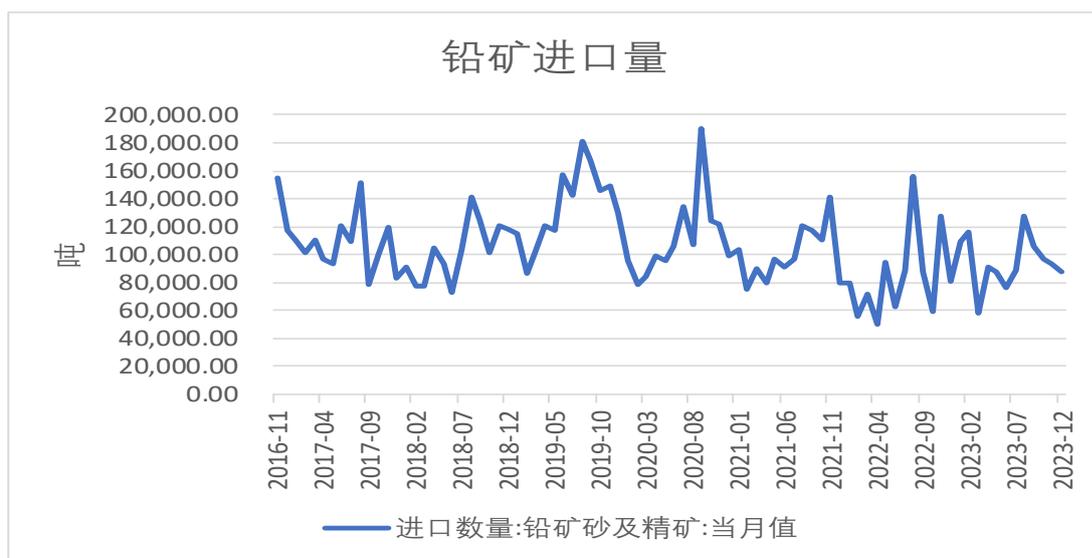


图表来源：WIND、瑞达期货研究院

三、铅市供应

1、铅矿供应紧缺

我国的铅矿产地分布广泛，但大中型矿床占有储量多且矿山类型复杂，主要分布在内蒙古和云南，供应差异性比较大，对进口矿有较大的需求。海关总署数据显示，2023年12月，当月进口铅矿砂及精矿 88071.35 吨，环比下降 5.85%，同比增加 10.22%，1-12 月，总计进口铅矿砂及精矿 1182767.70 吨，同比增加 17.44%。从进口细分国来看，12 月俄罗斯、澳大利亚、土耳其是主要的铅精矿进口国。具体来看，进口细分国中，俄罗斯仍为最大供应国，12 月中国自该国进口铅精矿 3.48 万吨，占进口总量的 39.5%；自澳大利亚进口铅精矿 0.89 万吨，占进口铅精矿总量的 10.1%。沪伦比值下调，加上汇率影响下，进口铅精矿市场成交极度低迷，到港铅精矿多为此前签订的长单，在进口矿不能打开窗口填补国内供需缺口下，国内冶炼厂备货冬储需求仍在，故而转向补充国内矿，但国内铅精矿产量有限，加上随着北方天气寒冷导致部分矿山减停产，国内铅精矿供应缺口愈发紧张。



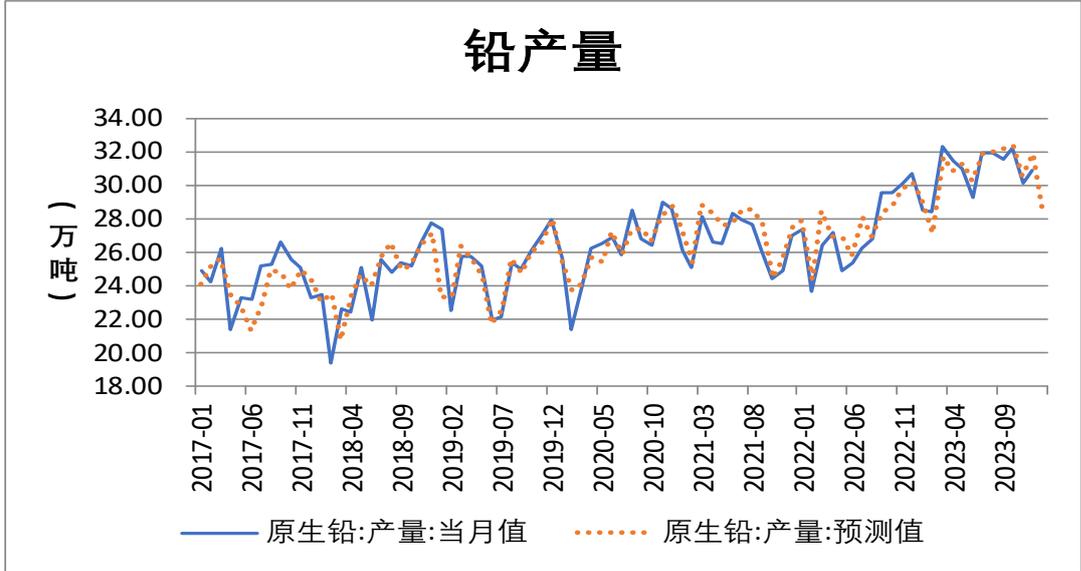
图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2、铅产量减少

据 SMM 显示：2023 年 12 月全国电解铅产量为 30.85 万吨，环比上升 2.42%，同比上升 0.4%；2023 年 1-12 月累计产量同比上升 12.76%。2023 年涉及调研企业总产能为 583.57 万吨。据调研，继 11 月集中检修后，12 月电解铅大型冶炼企业恢复正常生产，不过湖南地区中大型冶炼企业新增检修计划，加之铅精矿等原料供应不足，冶炼企业产出不及预期，产量环比增幅不足万吨。2024 年新年伊始，计划在 1 月份进行设备检修的电解铅冶炼企业数量增多，同时河南、广东、江西等地区部分冶炼企业因设备故障亦存在一周左右的小检修，使得该月电解铅产量大幅下滑。此外，青海地区铅冶炼企业按计划对铅冶炼系统进行设备升级，技改时间为期半年。其他减量则是由铅精矿供应不足，以及北方天气寒冷影响，设备保温压力上升，产量被动缩减。综上，估计 1 月电解铅产量环比降幅预计超 2 万吨，至 28.60 万吨。

据 SMM 显示：2023 年 12 月再生铅产量 34.2 万吨，环比 11 月份下降 23.23%，同比去年下降 7.04%；2023 年 1 至 12 月再生铅累计产量 462.81 万吨，累计同比上升 9.4%。12 月再生铅产量下降的主要原因有三点：一是空气污染预警，再生铅炼厂配合环保管控而减停产；二是行情亏损致使再生铅炼厂主动减停产；三是废电瓶供应紧张叠加贸易商惜售，多数炼厂原料库存紧张，无法支持产量，终停产待料。进入 1 月，因 12 月环保减停产的再生铅企业预计正常生产，但因多家企业表示中下旬有减停产计划，所以综合来看，1 月再生铅产量预计下滑 4000 多吨。目前废电瓶市场供应情况因 12 月消化较少而短暂宽裕，

但中旬以后炼厂原料库存将消化明显，且距离春节假期越来越近，废电瓶贸易商休假或将影响废电瓶回收量，预计原料紧张行情亦会促使部分炼厂进入停产检修状态。



图表来源：SMM、瑞达期货研究院

四、铅市需求

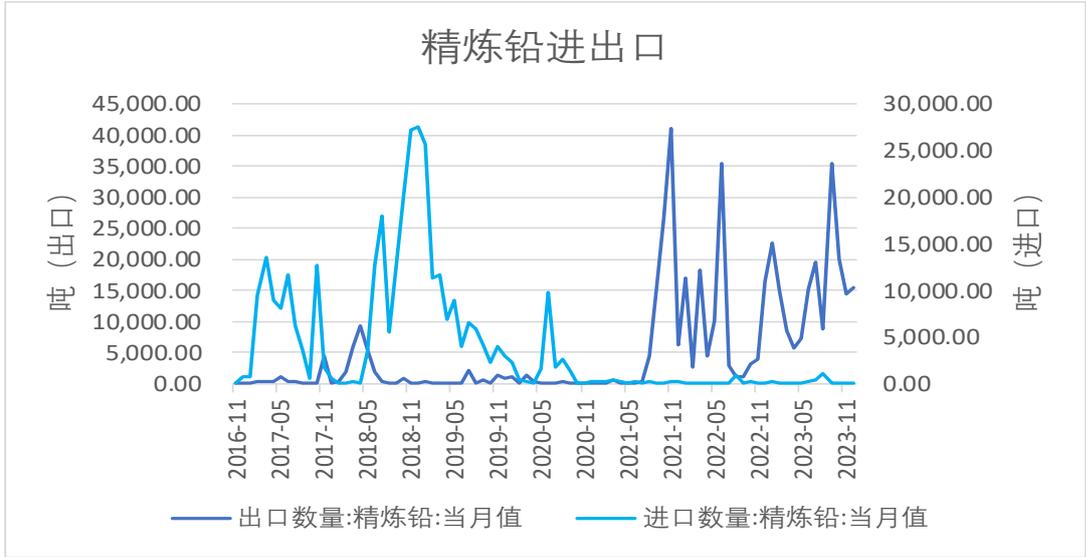
1、精炼铅出口变化不大

海关总署数据显示，2023年12月，精炼铅出口量15411.44吨，同比减少6.21%；精炼铅进口量0吨，同比减少100%。随着沪伦比值持续收紧，精炼铅出口由亏转正，铅锭出口窗口开启，而铅产业的区域供需不平衡维持，国内下游消费端并无新增亮点，暂无法去掉铅产能过剩部分，转向出口或更有利，而全球对于铅未来消费并不看好，转成下游成品出口并不理想，所以直接出口或维持，后市或维持净出口局面。

据Mysteel显示，分国别来看，12月中国铅锭主要出口国家及地区主要为中国台湾、韩国、越南、马来西亚、泰国，以上5个国家及地区出口量均超千吨。其中出口到中国台湾的铅锭最多，占12月出口总量的34.15%，其次是韩国，占12月出口总量的24.77%，越南、马来西亚、泰国三国分别占14.56%，13.83%，6.53%，总体来看与国内电池厂在东南亚新建电池厂生产基地以及LME铅锭交割仓库（如中国台湾高雄仓库、韩国釜山仓库）保持一致。

12月，冶炼厂生产持续亏损加上原料限制，炼企出现大面积停产，铅锭供应环比下滑明显，而12月份下游淡季，蓄企开工率仍较不佳，需求处于低位，供需双弱下，铅锭出口

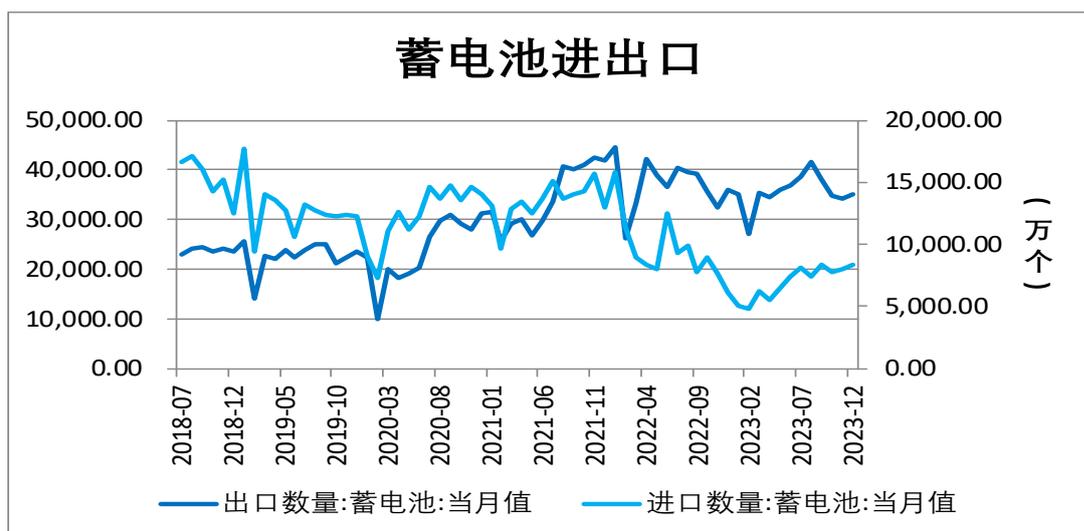
量环比变化不大。后市来看，国内铅企仍处于亏损状态，部分企业存有提前放假预期，且比值及汇率的不理想，预计 1 月份铅锭进口维持平稳态势，出口或有小幅下降。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2、铅蓄电池出口环比小增

在中国最主要的铅初级消费领域是生产铅酸蓄电池，约占铅总消费的 80%。海关总署数据显示，2023 年 12 月，蓄电池出口数量为 35215 万个，同比减少 1.75%，环比增加 2.8%；蓄电池进口数量为 8373 万个，同比增加 36.52%，环比增加 4.35%。出口方面，据 SMM 数据显示，从出口目的国看，12 月对新加坡的铅蓄电池出口量环比暴增 220%，全年出口量同比增 139%；对埃及的铅蓄电池出口量环比增 140%，全年出口量同比增 25.58%。12 月对印度、印度尼西亚和马来西亚前三大出口目的国的出口量延续降势，较上月环比下降 9-20% 不等。从近三年历史看，我国对新加坡的铅蓄电池出口，除去 2021 年受到疫情干扰出口量大幅减少，2022-2023 年则逐年递增，在很大程度上也是仰赖中国汽车出口上升。另近年来，非洲市场的汽车蓄电池需求逐步上升，我国对埃及、尼日利亚、南非等国家的铅蓄电池出口同步增量。总的来说，2023 年 12 月海外市场正值圣诞、元旦双节时段，又因 2024 年 2 月份为中国传统春节，前者海外市场放假，后者中国市场放假，故在每年该时段，海外客户将对铅蓄电池进行惯例备库，铅蓄电池出口量亦是好于其他月份。

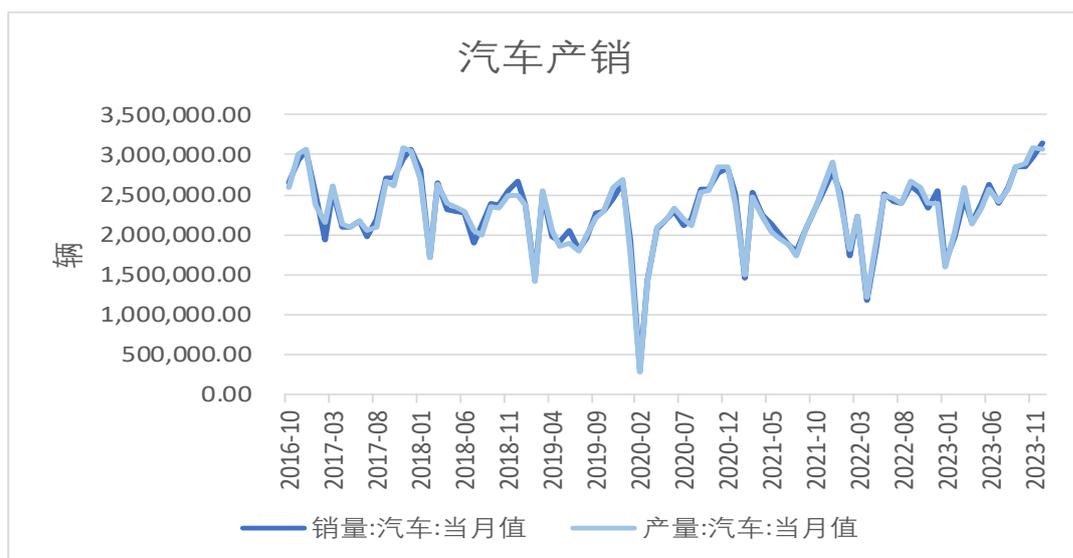


图表来源：WIND、瑞达期货研究院

3、终端消费—汽车产销同比增加

中汽协数据显示，2023年12月，中国汽车销售量为3156367辆，同比增加23.48%；中国汽车产量为3079252辆，同比增加29.22%。2023年国内汽车产销量分别为3016.1万辆和3009.4万辆，同比分别增长11.6%和12%，产销量均创历史新高，实现两位数增长。

在国内汽车市场规模逐年攀升的背景下，国内车市比以往任何时期都更具吸引力。在回顾2023年车市表现时，中汽协副秘书长陈士华对《中国消费者报》记者表示，我国汽车市场全年整体呈现“低开高走，逐步向好”的发展态势。去年年初，汽车消费恢复相对滞后，前两个月累计产销较同期明显回落，随后价格促销潮使终端市场产生波动，汽车行业经济运行总体面临较大压力；2023年5月至10月，在国家及地方政策推动下，加之地方购车促销活动等措施延续，“金九银十”效应重新显现；2023年11月以来，汽车市场延续良好发展态势，叠加年末车企冲量，汽车市场向好态势超出预期，产销量均创历史新高。2023年，新能源车产销分别完成958.7万辆和949.5万辆，同比分别增长35.8%和37.9%，市场占有率达31.6%，高于上年同期5.9个百分点。其中，去年12月，新能源车销量完成119.1万辆，同比增长46.4%，新能源乘用车销量市场份额达40.4%。谈及今年车市发展预期，中汽协预测，今年我国汽车总销量将超过3100万辆，同比增长在3%以上；其中乘用车销量达2680万辆，同比增长3%；商用车销量达420万辆，同比增长4%。此外，新能源车销量有望达1150万辆。



图表来源：中汽协、瑞达期货研究院

第三部分、小结与展望

展望 2 月，宏观面，市场对美联储降息时间的预期存在较大分歧，宏观情绪反复。基本上，铅产业链上下游企业陆续开始减产放假，春节前下游集中备库完成，消费缺失下，铅锭去库幅度放缓，铅价预计仍偏弱震荡，不过废电瓶价格居高不下，或为后续铅价运行提供成本支撑，加上春节放假时间长，假期期间不可预料因素较多，建议小仓位操作或观望为主。

第四部分、操作策略及风险提示：

中期（1-2 个月）操作策略：以区间震荡运行思路为主

✧ **对象：**沪铅 2404 合约

✧ **参考入场点位区间：**15800-16700 元/吨区间低买高卖交易为主。

✧ **止损设置：**根据个人风格 and 风险报酬比进行设定，此处建议，沪铅 2404 合约止损参考各 200 元/吨。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这

些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。