



金融投资专业理财

多空因素相互交织，沪铅期价宽幅震荡

摘要

利多：美联储官员及鲍威尔发表鸽派言论，加上美联储发布的 9 月会议纪要显示出谨慎态度，风险资产偏好回暖；中国 9 月官方制造业 PMI 高于预期及前值，我国经济景气水平有所回升；国内将增发 1 万亿元国债的重大利好提振有色金属。

利空：欧洲主要经济体 PMI 数据仍较弱；美国 9 月非农就业人数大超预期，远高于前值，同样通胀数据的上升及美国强劲的零售数据，或促使美联储在年底前再次加息；旺季下游消费不及预期，旺季过后，消费上升空间有限。

小结：10 月份国内沪铅期货先抑后扬。月初美国强劲的美国劳动力数据加上通胀回升后市加息预期上升，有色金属承压；而长假期间供应端开工持稳，铅市供应继续增加，假期下游蓄电池企业放假，加上节前备货基本完成，短期供需错配让节后铅锭累库，对铅价有一定拖累，加上铅沪伦比值有所扩大，出口窗口关闭下，出口预期下降，后市总体需求上行空间有限，拖累铅价下行，不过铅精矿供应偏紧情况不变，加上铅精矿的冬储需求，制约冶炼企业产量增幅；再生铅新投放产能不断落地，废电池供需缺口扩大价格高位运行，再生铅成本较高下，铅价反弹。

展望：供应端，原生铅随着多家冶炼企业检修结束后生产恢复，产量或有小增；再生铅虽然个别中大型冶炼厂有检修计划，但新建产能稳步投产，加大型炼厂复产后将贡献较多增幅，增量或将更为突出。需求上，节前备库阶段透支了下游实际采购需求，10 月消费疲软，传统消费旺季已过，电动自行车消费转淡，即使汽车蓄电池及储能仍有需求，但铅锭库存累库预期较强，拖累铅价，不过铅精矿冬储时期导致铅精矿紧缺，再生铅企业也有囤货预期，拉涨废电瓶价格，铅精矿紧缺加上废料价格坚挺仍对铅价有所支撑，后市以宽幅震荡为主。

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、全球铅市供应过剩转为小幅短缺.....	5
2、供需体现—铅两市库存增减不一.....	5
三、铅市供应.....	6
1、铅矿供应紧缺.....	6
2、铅产量高位.....	7
四、铅市需求.....	8
1、精炼铅出口大增.....	8
2、铅蓄电池出口环比增加.....	9
3、终端消费—汽车产销同比增加.....	10
第三部分、小结与展望.....	11
第四部分、操作策略及风险提示：.....	11
免责声明.....	11

第一部分：铅市场行情回顾

一、沪铅市场行情回顾

10 月份国内沪铅期货先抑后扬。截至 2023 年 10 月 27 日，沪铅收盘价为 16285 元/吨，较 2023 年 9 月 20 日下跌 1040 元/吨，跌幅 6%；截至 2023 年 10 月 27 日，伦铅收盘价为 2103 美元/吨，较 2023 年 9 月 28 日下跌 92.5 元/吨,涨幅 4.21%。月初，美国劳工部公布的 9 月非农就业人口数据大超预期及前值，失业率略高预期，强劲的美国劳动力市场让市场预期美联储将维持高利率，在通胀高企的情况下进一步加息预期上升，有色金属承压；而长假期间供应端开工持稳，铅市供应继续增加，假期下游蓄电池企业放假，加上节前备货基本完成，短期供需错配让节后铅锭累库，对铅价有一定拖累，加上铅沪伦比值有所扩大，出口窗口关闭下，出口预期下降，后市总体需求上行空间有限，拖累铅价下行，不过铅精矿供应偏紧情况不变，加上铅精矿的冬储需求，制约冶炼企业产量增幅；再生铅新投产产能不断落地，废电池供需缺口扩大价格高位运行，再生铅成本较高下，铅价反弹。



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、据中国物流与采购联合会发布，2023 年 9 月份全球制造业 PMI 为 48.7%，较上月上升 0.4 个百分点，连续 3 个月环比上升。全球制造业 PMI 连续小幅上升，指数水平仍在 50% 以下，显示三季度以来全球经济呈现持续弱修复态势，恢复力度仍有待提升。

9 月份，中国和美国制造业的持续回升是推动全球制造业继续修复的主要动力。中国和美国的新出口订单指数虽仍在较低水平，但均呈现连续 2 个月环比上升走势，显示两个主要经济体出口需求下行压力有缓解迹象，一定程度反映全球经济修复态势继续边际改善。鉴于全球经济的持续修复，经合组织将 2023 年全球经济增长预期由之前的 2.7% 上调至 3%。三季度经济的持续修复并未改变全球经济低速增长的整体格局。除了持续面临需求收缩压力和通胀压力外，贸易壁垒的不确定冲击是阻碍全球经济恢复的主要外部影响之一。

2、美国 9 月 ADP 就业人数仅新增 8.9 万个就业岗位，远低于市场先前预估的 15.3 万个。8 月时这一数字为 18 万个，意味着数据已经环比腰斩。纵向来看，9 月份增加的 8.9 万个就业岗位是 2021 年 1 月以来的最低月度增幅，并且在这 33 个月中，有且只有本次的数据低于 10 万个。ADP 的数据还显示，工资的同比增速放缓至 5.9%，连续第 12 个月下降。

3、据美国劳工部统计，9 月份美国就业增长 33.6 万，远超经济学家预测的 17 万，远高于 8 月的 18.7 万。失业率为 3.8%，高于预期的 3.7%。工资增幅低于预期，本月平均时薪同比增长 0.2%，同比增长 4.2%，而市场分别预期为 0.3% 和 4.3%。这一最新数据无疑显示出美国劳动力市场的强劲，超 30 万人非农新增就业人数可谓是出乎所有华尔街机构的预料。此前，大型金融机构中，花旗给出了最高的非农预期，但也仅为新增 24 万人。根据芝加哥商品交易所(CME)的 FedWatch 工具，非农数据公布后，美国利率期货走势显示，市场预计美联储年底前加息可能性为 42%，高于周四的约 33%。美联储互换市场完全定价美联储降息时间从明年 7 月推迟到 9 月。

4、美联储公布的 9 月 19 日-20 日联邦公开市场委员会（FOMC）会议纪要。9 月会议中提到的“最后一加”，可能已经被近期国债市场异动代替了，在 9 月会议纪要中，对于是否需要继续加息的问题，大多数与会者认为在未来的会议上再加一次息是妥当的，同时也有部分成员认为后面不需要再加息了；FOMC 委员们一致认为，眼下应当谨慎行事，关注加息过多和加息不足之间的平衡；但要抑制通胀，美国经济仍需要经历一段低于长期趋势的时期。

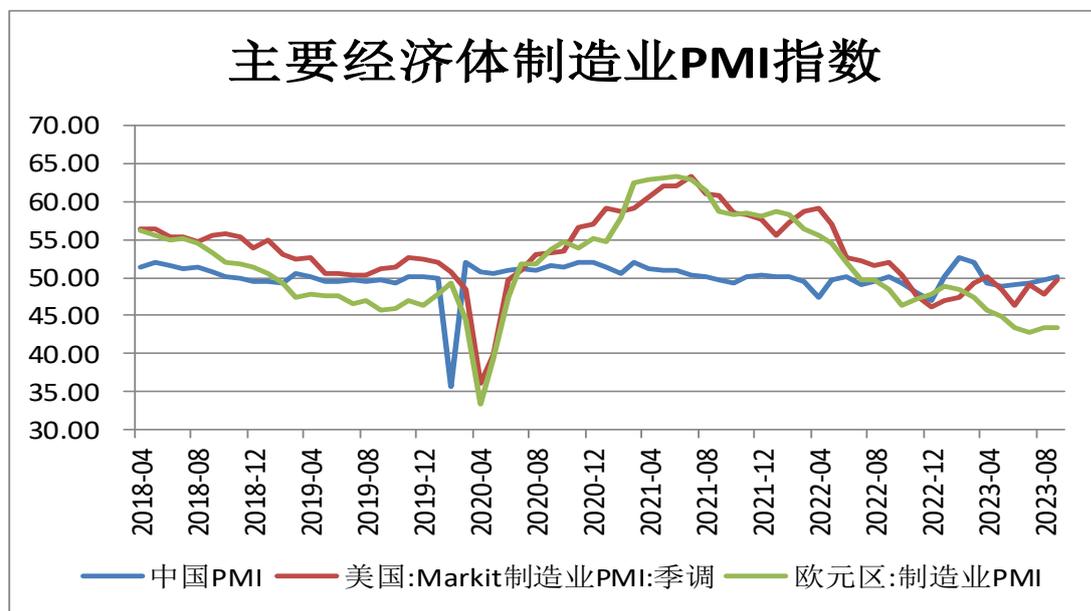
5、美国 9 月未季调 CPI 同比上升 3.7%，预期 3.6%，前值 3.7%；季调后 CPI 环比升 0.4%，预期 0.3%，前值 0.6%。核心 CPI 同比上升 4.1%，符合预期，前值 4.3%；环比升 0.3%，与预期及前值一致。美国 CPI 数据在能源价格带动下再超预期，市场对美联储维持紧缩货币政策的预期增强。往后看，近期通胀数据的上升或进一步加强市场对利率维持更高更久的预期，美元指数则在利率预期刺激下或再次得到提振。根据芝加哥商品交易所（CME）的 FedWatch 工具，通胀数据公布后，美国利率期货继续反映市场预计美联储将在下个月维持利率稳定。“美联储观察工具”对今年不再加息的预测概率稍稍降低至 65%。

国内方面，1、9 月，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.2%，比上月上升 0.5 个百分点，重返扩张区间。国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河进行了解读：9 月份，随着政策效应不断累积，经济运行中积极因素不断增多，制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 50.2%、51.7%和 52.0%，比上月上升 0.5、

0.7 和 0.7 个百分点，三大指数均位于扩张区间，我国经济景气水平有所回升。

2、十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议，明确中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元。本次增发叠加计划内发行额度将超过年内 8000 亿国债结存。增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，整体提升我国抵御自然灾害的能力。24 日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议，明确了上述安排。此次增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，今年拟安排使用 5000 亿元，结转明年使用 5000 亿元。据财政部介绍，资金将重点用于八大方面：灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程、其他重点防洪工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动、重点自然灾害综合防治体系建设工程、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设。财政部表示，下一步将及时启动国债发行工作，确保如期完成国债发行任务；做好预算下达工作，推动加快形成实物工作量；加强国债资金监管，确保资金按规定用途使用。

3、中国 9 月社会融资规模增量 4.12 万亿元，前值为 31237 亿元。前三季度社会融资规模增量累计为 29.33 万亿元，比上年同期多 1.41 万亿元。中国 9 月新增人民币贷款 2.31 万亿元，前值为 13580 亿元。前三季度人民币贷款增加 19.75 万亿元，同比多增 1.58 万亿元。中国 9 月货币供应量 M2 同比增长 10.3%，前值为 10.6%。



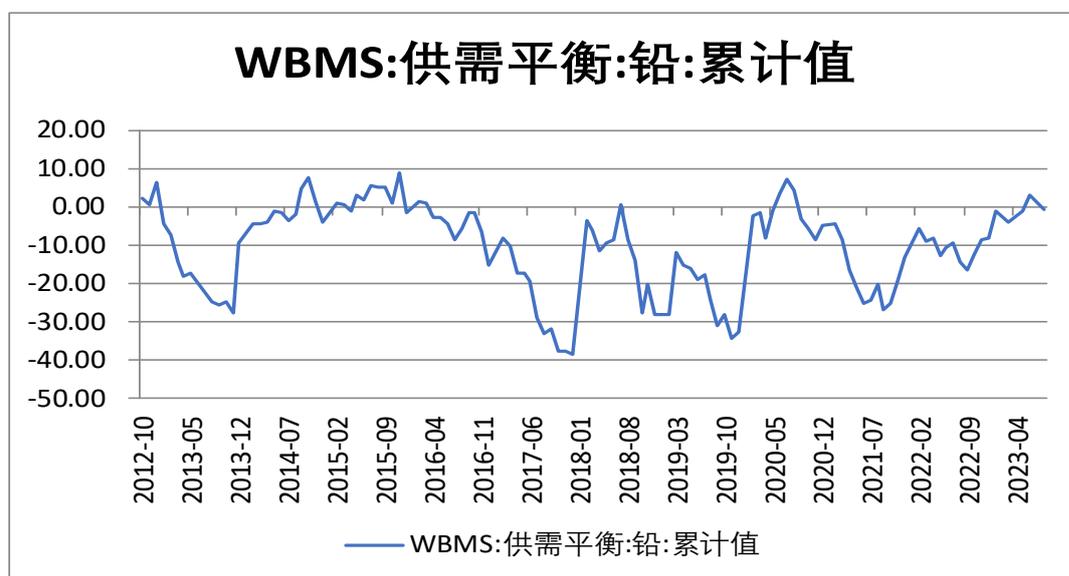
图表来源：WIND、瑞达期货研究院

二、铅市供需体现

1、全球铅市供应过剩转为小幅短缺

世界金属统计局(WBMS)公布的最新报告显示,2023年8月,全球精炼铅产量为117.87万吨,消费量为118.49万吨,供应短缺0.61万吨。7月时,全球精炼铅产量为116.53万吨,消费量为115.65万吨,供应过剩0.88万吨。2023年1-8月,全球精炼铅产量为971.48万吨,消费量为973.86万吨,供应短缺2.38万吨。2023年8月,全球铅矿产量为35.44万吨。2023年1-8月,全球铅矿产量为325.48万吨。

国际铅锌研究小组(ILZSG)公布的数据显示,7月全球铅市供应过剩缩窄至2.33万吨,6月为过剩6.35万吨。今年前7个月,全球铅市供应短缺1.4万吨,上年同期为短缺15.3万吨。

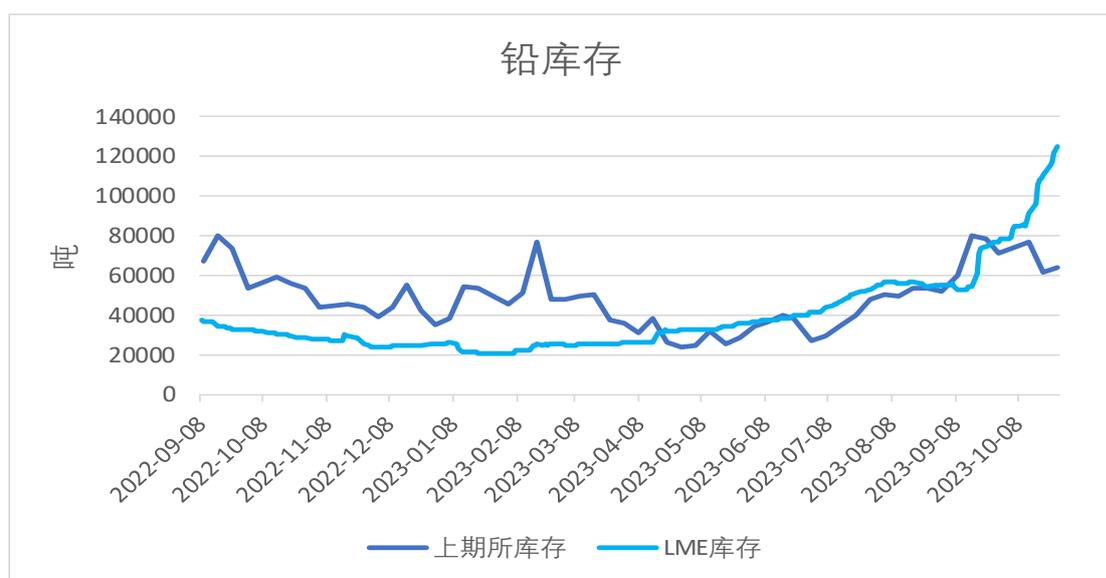


图表来源: WIND、瑞达期货研究院

2、供需体现—铅两市库存增减不一

库存方面,截至2023年10月27日,LME铅库存为125225吨,较上月增加48650吨,增幅63.53%;截至2023年10月27日,上期所铅库存为64329吨,较上月减少14165吨,降幅18.05%。9月时,海内外出现挤仓情况,LME0-3升水高涨,沪铅加权总持仓量刷新铅品种注册交割以来的历史新高,海内外铅价同步上涨,国内铅价在资金面的影响下涨幅更大,但国内现货市场供应较为宽松,期现价差急剧扩大最高超过千元,国内冶炼企业倾向于交仓下,铅锭库存明显上升,此时伦铅走势强劲带动沪伦比值收窄,铅锭出口窗口打开,交割结束铅锭开始移库出口,铅锭流入海外,10月,在前期国内铅锭出口到达海外仓库后,LME库存延续涨势,大幅上升。国内方面,10月初,假期下游蓄电池企业订单表

现不同，假期在 3-6 天不等，节前备货基本完成，国庆期间下游提货使得铅锭社库下降，但长假期间供应端开工持稳，铅市供应继续增加，消费缺失，短期供需错配让节后铅锭累库；节后，下游企业采买热情下滑明显，现货市场流通货源较多，加上临近交割日，铅锭交割货源陆续转移至交割仓库，使得铅锭社库累库幅度扩大。临近月末，原生铅与再生铅炼厂陆续进入检修，铅锭供应阶段性减少，加上交割完毕后大型下游企业按需接货，使得铅锭社库由增转降，不过月末时部分铅炼厂处于检修状态，但铅消费表现一般，下游谨慎观望，成交情况较为清淡，社会库存转增。进入 11 月，市场对铅蓄电池市场消费预期好坏参半，不过下游企业对铅锭刚需采购需求仍在，铅锭社会库存或稳中小增。



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 9 月，当月进口铅矿砂及精矿 107079.05 吨，环比下降 21.6%，同比增加 22.87%，1-9 月，总计进口铅矿砂及精矿 903630.66 吨，同比增加 21.99%。从进口细分国来看，9 月美国、俄罗斯、尼日利亚是主要的铅精矿进口国。9 月，在汇率影响下及进口矿加工费谈判空间较小，冶炼厂对进口铅精矿观望情绪较浓，铅精矿进口窗口仍处于关闭状态，实际成交稀少，进口环比下滑。10 月，冶炼厂订购的长单货源陆续到货，铅精矿进口量或有环比增量，不过冶炼厂冬储需求在保障生产稳定的情况下仍在，而受到冶炼厂产能扩张及高品位铅矿稀缺影响，铅精矿供不应求的情况或将持续到年底。



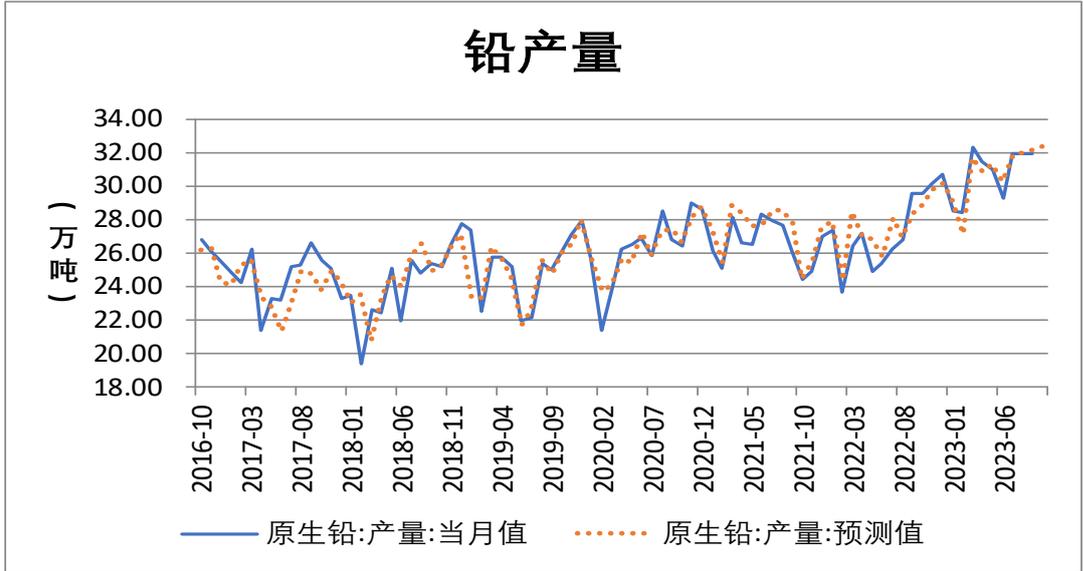
图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2、铅产量高位

据 SMM 显示：2023 年 9 月全国电解铅产量为 31.59 万吨，环比下滑 0.94%，同比上升 7.04%；2023 年 1-9 月累计产量同比上升 16.45%。2023 年涉及调研企业总产能为 583.57 万吨。据调研，9 月大多数电解铅冶炼企业生产较 8 月变化不大，仅几家大型冶炼企业存在生产变化，主要是河南地区大型企业检修结束后恢复，河南与内蒙古地区冶炼企业进入检修，故 9 月产量增减大体相抵。又因进入冬储时段，铅精矿供应紧张加剧，其加工费再度下调，期间云南、湖南等地部分冶炼企业出现原料不足的情况，当月实际产量低于计划量，因而 9 月电解铅产量并未增加，反而出现小幅下降。展望 10 月，云南、江西等地区中大型铅冶炼企业进行检修，而与此同时，河南、内蒙古等地区多家冶炼企业在检修后，生产继续恢复，预计 10 月电解铅产量将转为增势。另我们同样需要注意的是，当前正值铅精矿冬储时期，北方地区气候转冷，后续高海拔地区铅精矿开采困难程度上升，加之运输等因素，铅精矿市场供应紧张情况将愈加严峻。在此背景下，近期进口铅精矿 TC 逐步下调，后续电解铅冶炼企业不排除因原料紧张问题，再次出现产量增幅不及预期的情况。综上，预计 10 月电解铅产量小幅上升至 32.4 万吨。

据 SMM 显示：2023 年 9 月再生铅产量 45.82 万吨，环比 8 月份上升 9.91%，同比去年上升 42.34%；2023 年 1 至 9 月再生铅累计产量 336.45 万吨，累计同比上升 7.81%。2023 年 9 月再生精铅产量 40.19 万吨，环比 8 月份上升 12.01%，同比去年上升 35.46%；2023 年 1 至 9 月再生精铅累计产量 292.89 万吨，累计同比上升 7.47%。据 SMM 调研，9 月多家再生铅炼厂行情提产；8 月常规检修以及设备故障产量下滑的再生铅企业，9 月生产情况

基本恢复；另有个别停产已久的再生铅炼厂复产以及新建产能投产。虽然月内安徽、河南等地区部分企业受原料紧张、亚运会环保管控、设备故障等因素影响减产；但综合来看，9月产量增幅依然符合预期。进入10月，山西地区某炼厂新建精铅产能投产后逐渐稳定，江西地区某大型炼厂复产后贡献较多增幅。虽个别中大型炼厂有检修计划，但10月再生铅产量或仍然稳中有增。综上所述，预计10月再生精铅产量在42.08万吨附近。



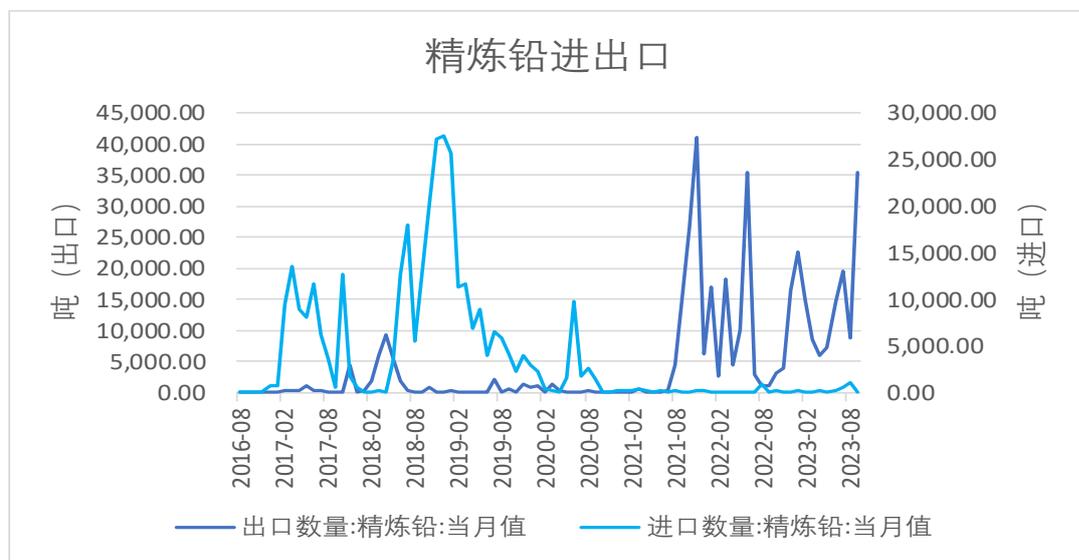
图表来源：SMM、瑞达期货研究院

四、铅市需求

1、精炼铅出口大增

海关总署数据显示，2023年9月，精炼铅出口量35439.13吨，同比增加2874.98%；精炼铅进口量57.93吨，同比减少5.2%。今年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。9月时，海内外铅出现挤仓情况，LME0-3升水高涨，沪铅加权总持仓量刷新铅品种注册交割以来的历史新高，海内外铅价同步上涨，国内铅价在资金面的影响下涨幅更大，但国内现货市场供应较为宽松，期现价差急剧扩大最高超过千元，国内冶炼企业倾向于交仓，此时伦铅走势强劲带动沪伦比值收窄，铅锭出口窗口打开，交割结束铅锭开始移库出口，铅锭流入海外，9月出口量攀升。10月，铅产量增加，加上在前期国内铅锭出口到达海外仓库后，LME

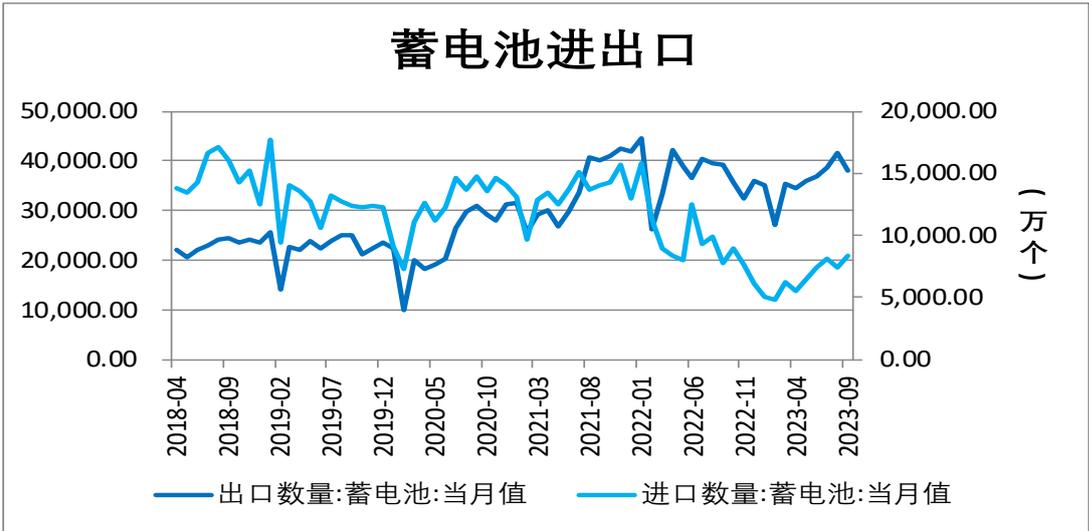
库存大幅上升，国内铅锭交仓亦有累库，而铅消费转淡，拖累铅价，LME 大幅累库下，海外铅价跌幅更大，内强外弱下铅锭出口窗口关闭，10月国内精铅出口量环比或下滑较多。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2、铅蓄电池出口环比增加

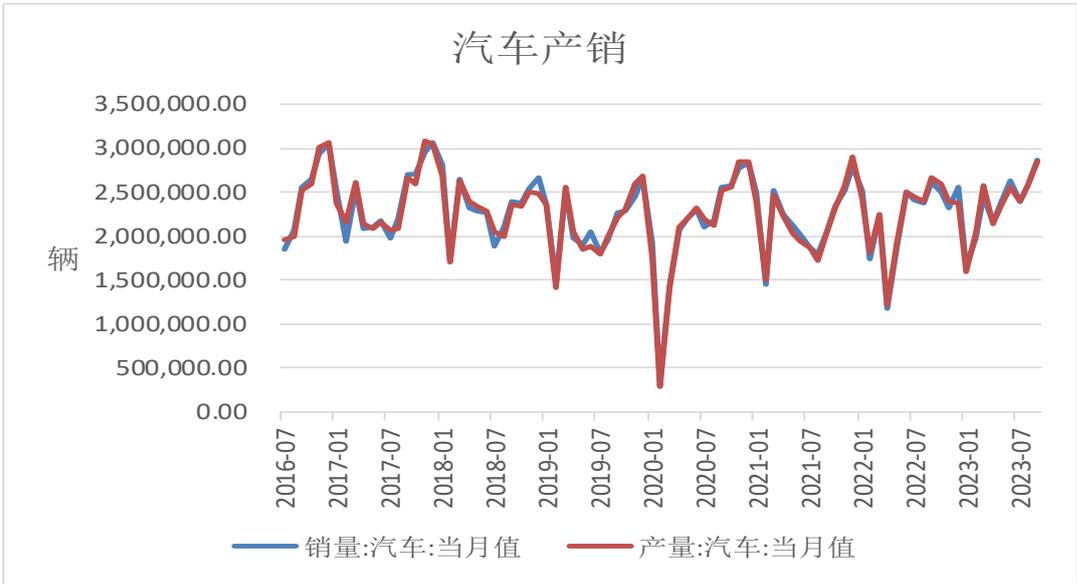
在中国最主要的铅初级消费领域是生产铅酸蓄电池，约占铅总消费的 80%。海关总署数据显示，2023 年 9 月，蓄电池出口数量为 38010 万个，同比减少 3.48%，环比减少 8.66%；蓄电池进口数量为 8304 万个，同比增加 6.11%，环比增加 12.22%。9 月铅蓄电池企业开工率多维持较为稳定的态势，但双节前一周，电动自行车蓄电池旺季收尾，汽车蓄电池市场更换需求一般，多数铅蓄电池企业在双节期间计划放假，拖累铅蓄电池企业开工率下滑。出口方面，前期国内外铅价在资金面的影响下走强，呈现内强外弱格局，铅相关产品出口窗口关闭，拖累 9 月铅蓄电池出口下降。10 月，铅价高位向下游传导困难，加上旺季过去，铅价冲高回落，铅蓄电池企业生产成本压力有所缓解，出口竞争力缓慢修复，加上海外圣诞节假期惯例备库在 9 月，然 9 月价格高位，10 月铅价回落，9 月部分备货需求转向 10 月，加上船运周期，10-11 月电池出口或有所小增。



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9月，中国汽车销售量为2858234辆，同比增加9.5%；中国汽车产量为2849579辆，同比增加6.65%。中汽协召开月度信息发布会。今年三季度，汽车产销整体表现好于预期。据介绍，随着国家层面出台一系列促消费政策，地方层面积极响应，相继制定出台发放消费券、购车补贴等措施，加之企业新品集中上市，物流行业企稳回升也带动货车产销增长，市场总体呈现“淡季不淡，旺季更旺”态势，车市热度延续，“金九银十”效应重新显现。中汽协相关人员预计，随着各项促汽车消费、稳行业增长政策持续落地，效应不断累积，将对四季度汽车市场形成有力支撑，有助于汽车行业实现全年稳增长目标。



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 11 月，供应端，原生铅随着多家冶炼企业检修结束后生产恢复，产量或有小增；再生铅虽然个别中大型冶炼厂有检修计划，但新建产能稳步投产，加大型炼厂复产后将贡献较多增幅，增量将更为突出。需求上，节前备库阶段透支了下游实际采购需求，10 月消费疲软，传统消费旺季已过，电动自行车消费转淡，即使汽车蓄电池及储能仍有需求，但铅锭库存累库预期较强，拖累铅价，不过铅精矿冬储时期导致铅精矿紧缺，再生铅企业也有囤货预期，拉涨废电瓶价格，铅精矿紧缺加上废料价格坚挺仍对铅价有所支撑，后市以宽幅震荡为主。

第四部分、操作策略及风险提示：

中期（1-2 个月）操作策略：以区间震荡思路为主

◇ **对象：**沪铅 2312 合约

◇ **参考入场点位区间：**15900-16700 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 2312 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。