



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：王福辉
期货从业资格号 F03123381
期货投资咨询从业证书号：Z0019878
助理研究员：
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



成本支撑&消费提振，沪铅期价重心上移

摘要

小结：上半年，沪铅重心上移，宏观面，随着市场交易美联储降息预期，且国内不断释放利好政策提振需求，利好有色金属。基本上，铅精矿仍持续供不应求的局面，随着3月铅蓄电池市场全面复苏，及矿及锭端检修导致供应阶段性收紧，加上进口矿窗口关闭及海外矿山减停产的消息影响下，铅精矿仍持续供不应求的预期提升，国产矿加工费下跌；矿端供应不足，加上临近铅蓄电池消费淡季，原生铅冶炼厂多选择检修，部分地区检修周期提前；铅蓄电池进入消费淡季，废电瓶报废量减少，收货困难加大，多家炼厂原料库存告急，市场货源有限，导致再生铅炼厂被动减产，部分地区再生铅开工率下滑明显，供应阶段性收紧，提振铅价大幅上行。5月废电瓶“反向开票”政策实施，短时间回收量缩减叠加税务成本抬升带动废电瓶供应紧缺，原料端矛盾激化，供应阶段性收紧，提振铅价上行突破本年新高。6月消费旺季即将到来，铅价高位震荡为主。

展望：展望下半年，宏观面，美联储或有降息，虽时点和空间具有不确定性，但市场高度共识或有一次降息；国内多省市落实消费政策，国内政策刺激延续，提振国内消费预期。供应上，因LME禁止俄罗斯金属交割，俄罗斯成为中国铅精矿最大进口国，加上部分矿山的逐步投产，进口铅精矿或将有所增加，不过铅矿偏紧或维持。铅产量方面，目前银价和铅价均偏强运行，原生炼厂利润水平较好，开工相对强势，矿端供应若能缓解，原生炼厂产量或能改善，不过再生铅原料的紧缺或加剧，产量增加空间有限。需求上，展望下半年，随着电动自行车领域陆续出台各类规范政策性文件，蓄电池订单由中小蓄企向大型蓄企转移，开工整体或持续偏强。长期来看，随着锂电池成本的逐步下行，锂换铅比例逐年加大，不过铅酸蓄电池消费地逐步转向东南亚等地区，出口量或仍有空间。总的来说，预计下半年铅价重心仍有上移。

目录

第一部分：2024 年上半年铅市场行情回顾.....	2
一、沪铅市场行情回顾	2
第二部分：铅产业链回顾	3
一、宏观基本面	3
二、铅市供需体现	5
1、全球铅市供应过剩	5
2、供需体现—LME 铅库存相对高位运行.....	6
三、铅市供应	7
1、铅矿供应偏紧	7
2、铅产量下滑	7
四、下游及终端需求状况	9
1、总体需求：温和复苏	9
2、国内需求：稳中向好	10
第三部分、小结与 2024 年下半年展望	12
免责声明	13

第一部分：2024 年上半年铅市场行情回顾

一、沪铅市场行情回顾

上半年，沪铅重心上移，从走势变化上来看：

1-2 月份沪铅期价整体下行。宏观上，整体通胀水平超预期回升，加上非农就业数据远超市场预期，市场减少 5 月降息的押注，施压有色板块，加上春节期间，原生铅与再生铅的部分中大型企业于春节期间照常生产，而铅下游企业全面放假，放假时间较长企业的有达 15 天左右，铅消费缺失，由此带来的需求缺口使节后铅锭累库趋势加剧，且随着气温回升，部分地区暴雪天气影响解除，前期因物流拖累的铅锭抵达仓库，社会库存进一步上升，加上受到美国经济数据影响铅价走弱。

3-6 月份沪铅期价整体大幅上行为主。宏观面上，美国经济数据及美官员发言等，使得美元指数承压下跌，加上国内不断释放利好提振需求，利好有色金属。基本上，铅精矿仍持续供不应求的局面，3 月铅蓄电池市场全面复苏，及矿及锭端检修导致供应阶段性收紧，铅价震荡上行。3 月底，矿山选厂开工不足，加上进口矿窗口关闭及海外矿山减停产的消息影响下，铅精矿仍持续供不应求的预期提升，国产矿加工费下跌；矿端供应不足，加上临近铅蓄电池消费淡季，原生铅冶炼厂多选择进行检修，部分地区检修周期提前；铅蓄电池进入消费淡季，废电瓶报废量减少，收货困难加大，多家炼厂原料库存告急，市场货源有限，导致再生铅炼厂被动减产，部分地区再生铅开工率下滑明显，供应阶段性收紧，提振铅价大幅上行。5 月废电瓶“反向开票”政策实施，短时间回收量缩减叠加税务成本抬升带动废电瓶供应紧缺，原料端矛盾激化，供应阶段性收紧，提振铅价上行突破本年新高。6 月消费旺季即将带来，铅价高位震荡为主。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

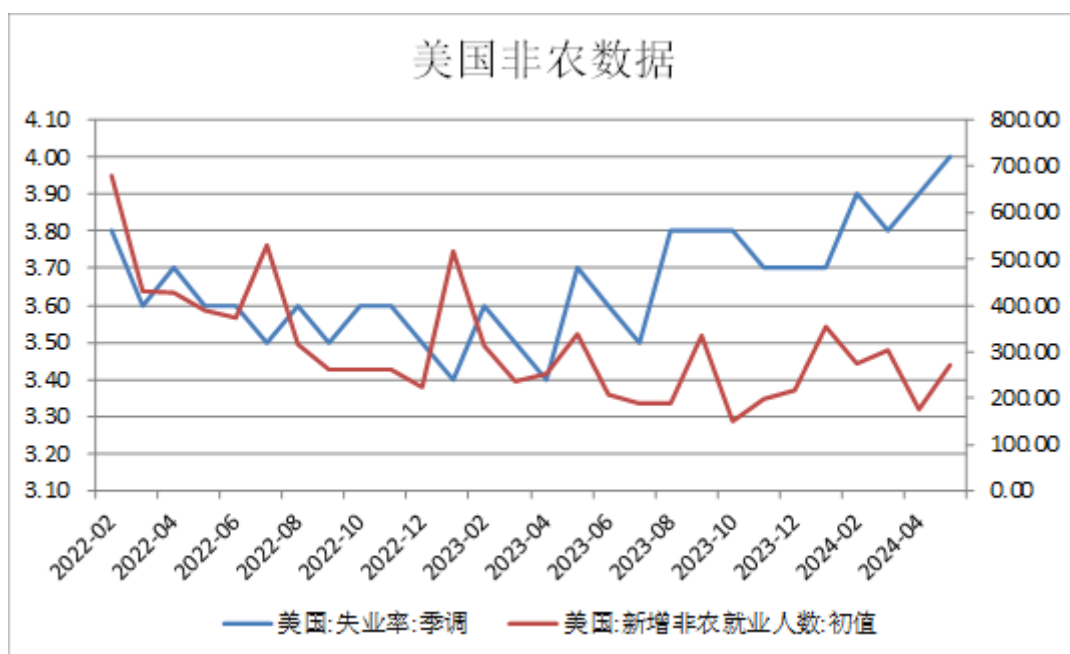
第二部分：铅产业链回顾

一、宏观基本面

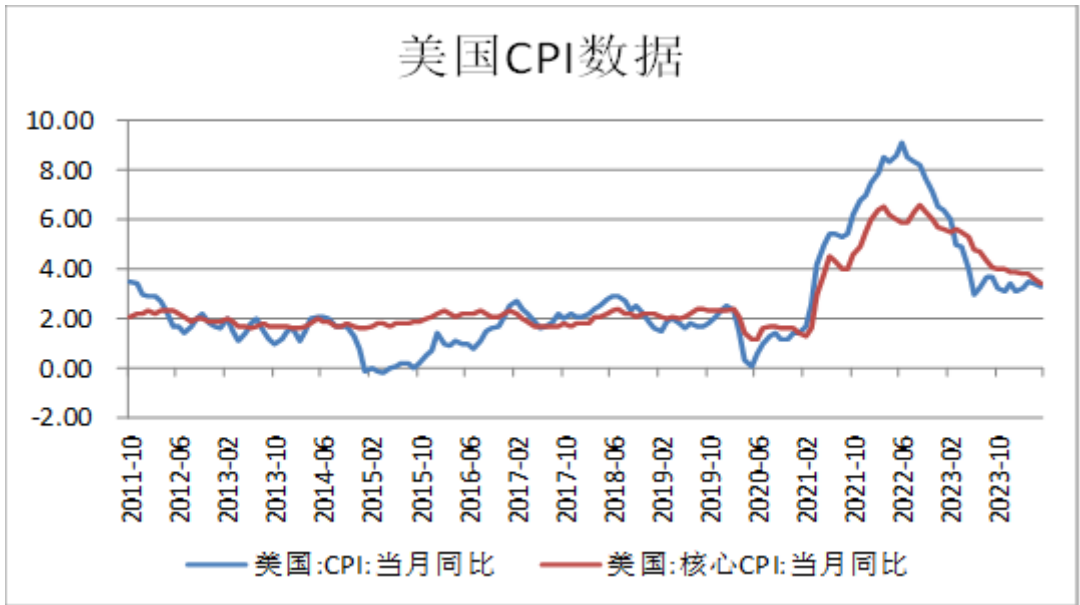
国际方面，在最新发布的《全球经济展望》报告中，世界银行将 2024 年全球 GDP 增长预期从 2.4% 上调至 2.6%。尽管增速仍低于新冠疫情前 3.1% 的水平，但这一上调无疑为处于动荡之中的世界经济提供了一丝暖意。将美国 GDP 增长预期从 1.6% 上调至 2.5%；下调非洲和中东地区 2024 年的增长预测。世界银行预测局局长阿伊汗·高斯表示，美国经济的强劲需求是推动全球经济预期上调的主要因素。得益于美联储高利率政策对通胀的抑制作用，以及主要经济体就业市场的韧性，美国经济表现出了良好的复苏态势。

美国劳工部公布的非农数据显示，5 月份非农就业人口增长 27.2 万人，远高于预期 18.5 万人。失业率为 4%，为两年多来首次升至该水平，预期持平于 3.9%。平均时薪同比升 4.1%，预期升 3.9%。尽管非农就业人数增长远超预期，但劳动参与率的下滑和失业率的上升，则意味着美国经济仍在降温，结合此前一季度 GDP 环比折年率由 1.6% 修正至 1.3%、4 月份通胀数据放缓、4 月份 JOLTS 职位空缺减少、5 月份 ISM 制造业 PMI 指数超预期回落都显示出美国正逐步朝着经济降温、通胀回落迈进。因此，我们无法仅从非农数据超预期反弹来判断美国经济依旧强劲，但可以看出，前期经济数据的回落未能持续，也说明美国劳动市场降温的进度有所减缓。根据 CME 美联储观察工具最新数据显示，非农数据公布后美联储 9 月降息的概率降至 50% 以下，多数交易员当前押注美联储仅在 12 月降息一次。

美国通胀数据自 2022 年中旬从高点回落后，于 2023 年中旬至今均在区间小幅变动。美国 5 月 CPI 同比增长 3.3%，低于预期和前值的 3.4%，为近两年来的最低水平；5 月 CPI 环比持平，为 2022 年 7 月以来最低水平。5 月核心 CPI 同比增长 3.4%，低于预期 3.5% 及前值 3.6%，为三年多以来的最低水平。本月 CPI 分项中多数商品价格持续回落，服务价格则在交通运输服务指数的带领下回落，但住房价格仍未显著放缓，未来通胀下行趋势或仍有待观察。数据公布后，强化了市场对美联储的降息预期，利率期货暗示，美联储在 9 月前降息的可能性约为 70%，11 月降息 25 个基点的可能性达到 100%。不过美联储于 6 月 FOMC 会议将联邦基金目标利率维持于 5.25% - 5.5% 的水平，而在后继公布的点阵图中则下调年内降息次数至 1 次，低于市场预期的两次。除此之外，美联储同样上调了年内通胀预期，或侧面反映其对通胀下行不确定性的顾虑。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

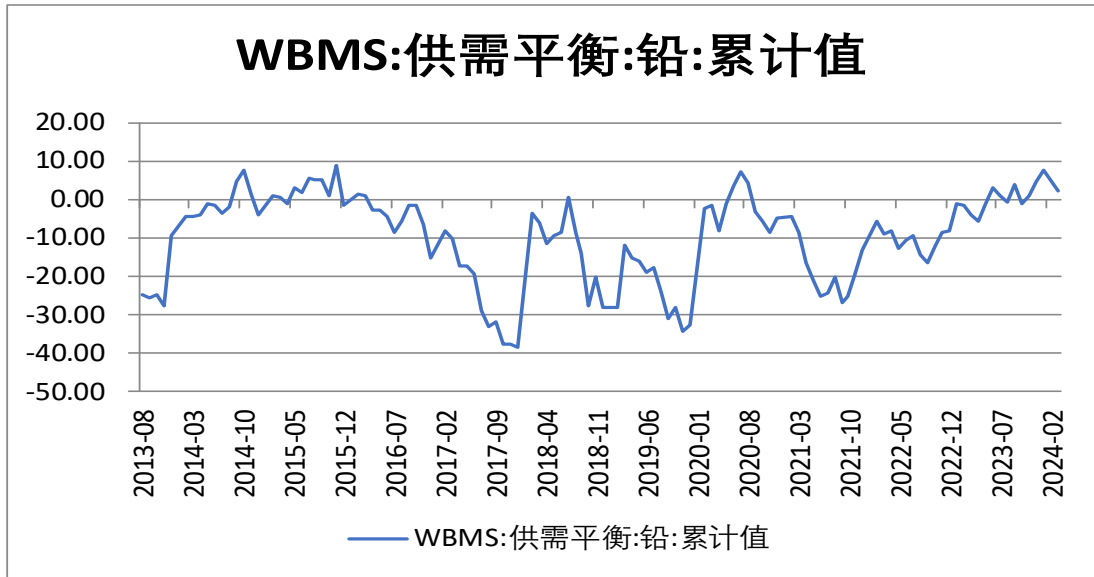


图表来源：WIND、瑞达期货研究院

二、铅市供需体现

1、全球铅市供应过剩

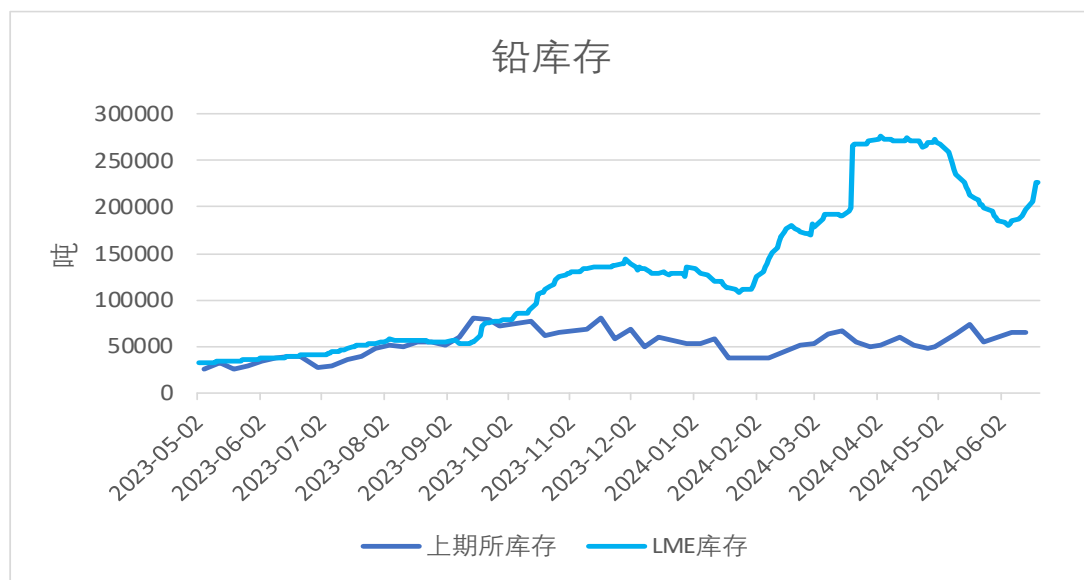
世界金属统计局(WBMS)公布的最新报告显示, 2024 年 1-3 月, 全球精炼铅产量为 377.59 万吨, 消费量为 372.73 万吨, 供应过剩 4.86 万吨。2024 年 1-3 月, 全球铅矿产量为 128.07 万吨。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2、供需体现—LME 铅库存相对高位运行

库存方面，LME 铅库存在 3 月创阶段新高，主要源于海外交仓，昭示着海外消费表现疲软，不过在前期累库因素消除下，LME 铅库存逐渐去库，但库存仍高于此前。国内库存方面，一季度：1 月多地原生铅冶炼企业检修增多，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。2 月库存走高，部分大型冶炼厂在春节期间正常生产，下游则全面放假，铅消费缺失，由此带来的需求缺口使节后铅锭累库趋势加剧，且随着气温回升，河南等地暴雪天气影响解除，前期因物流拖累的铅锭抵达仓库，社会库存进一步上升。3 月，部分原生铅冶炼企业计划检修，铅锭供应阶段性收紧，加上铅价上涨放缓小幅走弱，刺激大型下游按需采购，库存回落。二季度：4 月库存累增，清明假期期间，下游部分铅蓄电池企业放假，而上游原生铅与再生铅冶炼企业正常生产，短暂的供需错配下，铅锭库存继续累增。5 月因再生铅炼厂受到废料供应不足限制，多数企业减产，铅锭供应有限，刺激沪铅走势强劲，铅价高企，下游企业采购谨慎，随着期现价差扩大，持货商交仓情绪高涨，铅锭社会库存随之增长。月末，河南、云南和湖南等地原生铅冶炼企业检修，安徽、江西等地区再生铅企业减停产，铅锭供应地域性偏紧，铅锭库存转降。展望下半年，国内铅矿或有部分补充，消费旺季结束后，国内库存或有累库，不过或仍延续低位为主，原料偏紧或持续。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

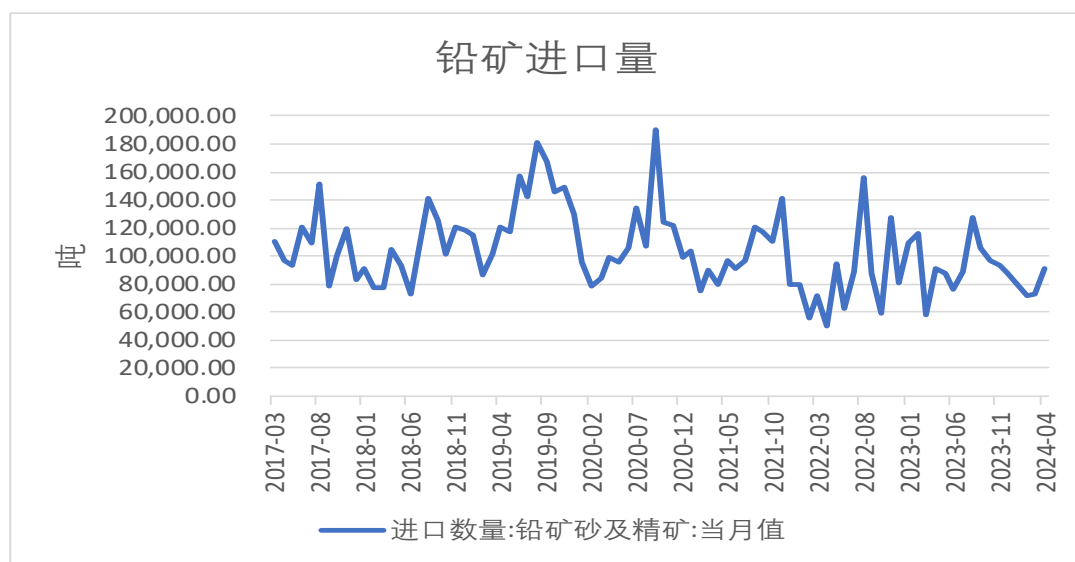
三、铅市供应

1、铅矿供应偏紧

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，1-5月，总计进口铅矿砂及精矿 416497.28 吨，同比下降 13.55%。

2024 年一季度铅矿进口窗口仍处于关闭状态，当下铅冶炼厂对进口矿中其它有价富含金属有极高要求，海外铅矿偏紧下，进口加工费仍有下调空间。3 月上旬铅矿几无到港，4 月，铅精矿进口量以长单到港为主，不过 4 月随着沪伦比值小幅扩大，铅精矿进口亏损收窄。5 月时沪伦比值再度扩大，铅精矿进口逐渐扭亏为盈，铅精矿港口出港呈现增加趋势，不过海外铅矿供应总量有限，国内主要港口到货并未出现明显增量，原料供应仍趋紧。

总得来说，2024 年上半年，由于海外铅锌矿山减产，导致铅精矿进口下滑，供应偏紧下，加工费低位，国内原生铅冶炼厂利润转为依赖白银等冶炼副产品，上半年白银价格强势运行，原生铅冶炼厂对银精矿及高银矿的需求提升，展望下半年，因 LME 禁止俄罗斯金属交割，俄罗斯成为中国铅精矿最大进口国，加上部分矿山的逐步投产，进口铅精矿或将有所增加，不过铅矿偏紧或维持。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

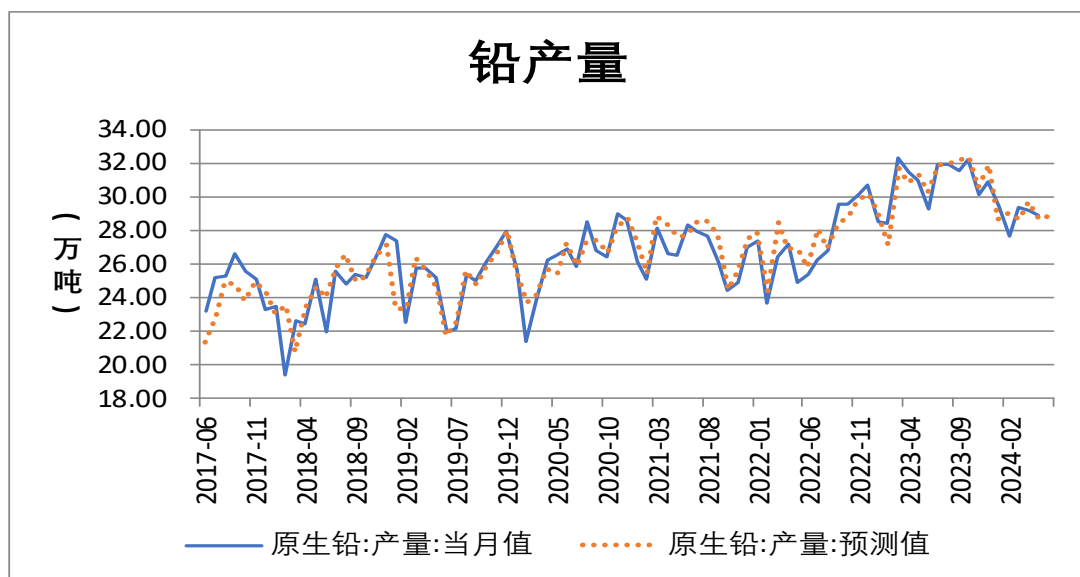
2、铅产量下滑

2024 年上半年，铅产量下滑。电解铅方面，一季度：1 月份，电解铅冶炼企业检修较

为集中，且多为中大型企业，当月产量下降；2月适逢春节假期，虽大部分原生铅冶炼企业照常生产，但湖南、河南地区部分中小型冶炼企业顺势于春节期间放假或进行检修，此外，青海地区冶炼企业停产并进行改扩建，预计持续至今年9月，带来较大的减量。3月份春节假期影响缓解，多数铅冶炼企业产量顺势提产，同时湖南、云南、河南、广东等地区铅冶炼企业纷纷结束检修，给予3月电解铅产量较大的增幅。二季度：4月电解铅冶炼企业检修与恢复并行，整体产量呈微降趋势。5月，电解铅冶炼企业检修增多，且铅精矿等原料供应紧张程度加剧，5月电解铅产量将延续降势，同时铅精矿加工费再度刷新历史低位，铅精矿供应情况在一定程度上制约铅锭产出。6月，电解铅保持平稳。

再生铅方面，一季度：1月初部分地区再生铅炼厂依然受环保问题影响，另外，废电动价格再度破万，且节前备货结束后消费缺失拖累铅价下行，再生铅企业面临成本高企、成品价低的行情，利润空间较上月收窄，因此，再生铅炼厂在1月下旬再度出现大面积停产放假或检修现象；2月，春节假期，再生铅产量再度下滑。3月，铅价运行重心上移，与此同时，原料废电瓶价格并未出现大幅跟涨，再生铅炼厂利润修复提振企业生产积极性。二季度：4月正逢铅酸蓄电池传统消费淡季，废电瓶更换需求低，报废量有限带来供应紧张。再生铅炼厂废电瓶报价上调，废电瓶回收商看涨惜售，再生铅炼厂原料库存明显下降，全国多家炼厂减产。5月多家中小型炼厂生产情况较4月好转，但由于原料紧张、设备故障、常规检修、环保换证等原因，不少地区均有大型再生铅炼厂减停产，精铅产量下滑幅度较为明显。进入6月，废电瓶报废量暂无明显增加，而多家前期因检修、换证、设备故障停产的企业如期复产或预备复产，对废电瓶及其他含铅废料的需求有增不减，废电瓶供应紧张短期内难以缓解，产量或小增。

上半年，原料供应紧张是铅产量下滑的原因，铅精矿供给紧缺，精矿加工费持续下行，废电瓶报废量减少，收货困难加大，多家炼厂原料库存告急，导致铅炼厂被动减产。展望下半年，目前银价和铅价均偏强运行，原生炼厂利润水平较好，开工相对强势，矿端供应若能缓解，原生炼厂产量或能改善，不过再生铅原料的紧缺或加剧，产量增加空间有限。



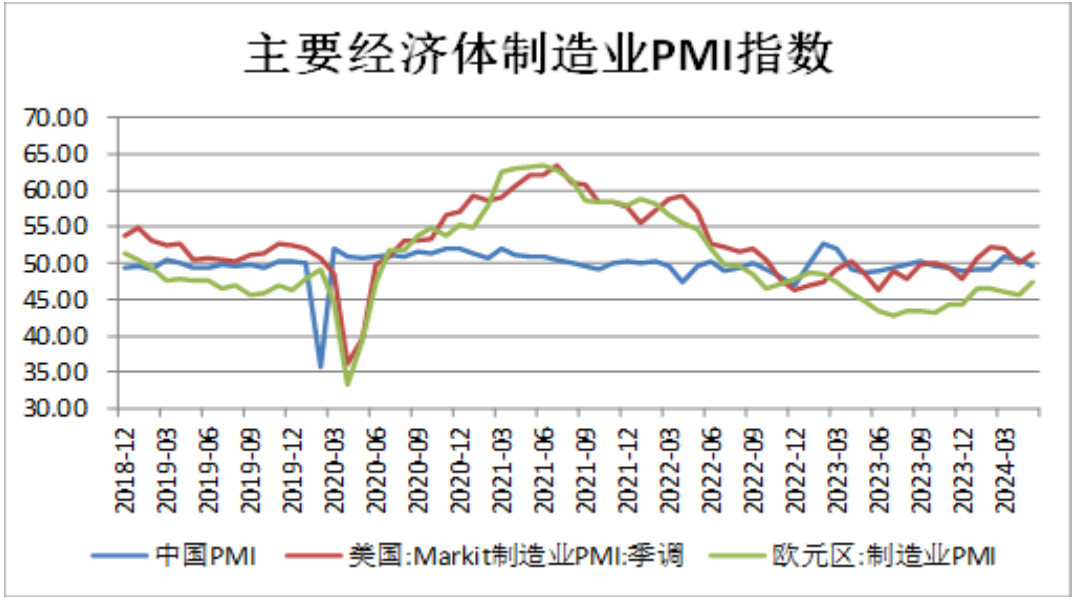
图表来源：SMM、瑞达期货研究院

四、下游及终端需求状况

1、总体需求：温和复苏

中国物流与采购联合会发布数据显示，2024年5月份全球制造业PMI为49.8%，较4月份小幅下降0.1个百分点，连续2个月略低于50%。分区域看，今年5月份，亚洲制造业PMI仍为51.1%，连续3个月在51%以上。亚洲经济恢复韧性相对其他区域更好，延续温和复苏趋势。欧洲制造业PMI有所上升，5月份欧洲制造业PMI创出自2023年2月份以来的新高，虽欧洲制造业PMI有所上升，指数仍在50%以下；美洲和非洲制造业PMI均有不同程度下降，指数均在50%以下。

今年前5个月，全球制造业PMI均值为49.7%，好于去年同期。基于年初以来全球经济的温和复苏，继经济合作与发展组织和国际货币基金组织之后，联合国经济和社会事务部也上调了经济增长预期，将2024年世界经济增长预期从年初预测的2.4%上调至2.7%。同时，世界贸易组织对全球贸易前景展望也趋向积极，预计2024年和2025年全球商品贸易量将逐步复苏，2024年将增长2.6%，2025年将增长3.3%。



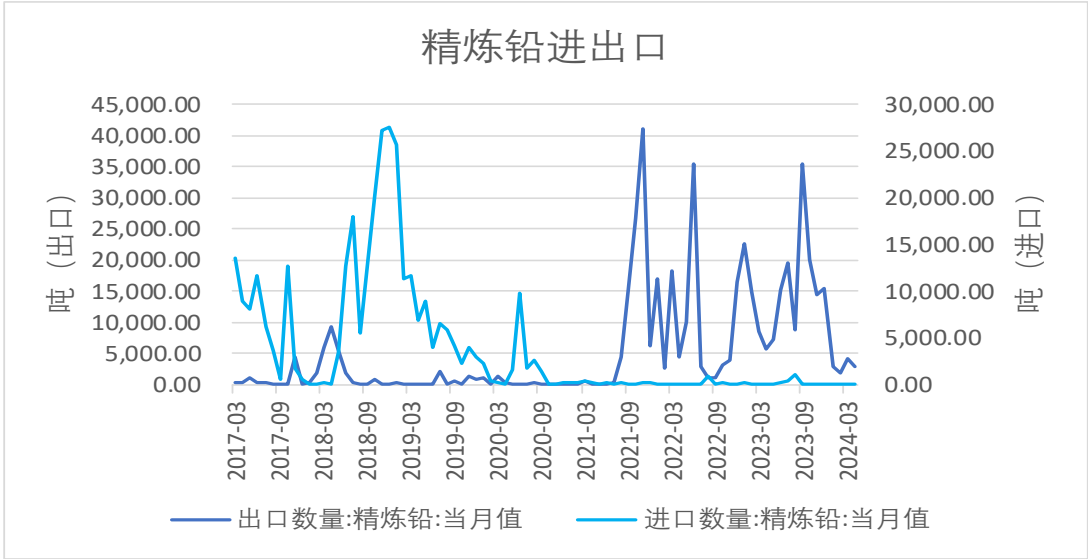
图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2、国内需求：稳中向好

(1) .精炼铅维持净出口

海关总署数据显示，1-4 月份精铅合计出口量为 20659 吨，累计同比下滑 63.55%。2024 年上半年，精炼铅出口量减少，不过仍维持净出口。进入 2 月，正值国内传统春节假日，上旬国内下游电池生产企业在放假前积极备货，市场铅锭流通货源较少；中旬春节放假，市场交易停止，铅进出口订单因此受到影响从而停滞；节后因春节期间铅锭累库，铅价回落，而 LME 铅走势尚可，不利于出口。3 月，精铅出口环比大增，国内外铅锭库存劈叉较大，伦铅和沪铅走势出现背离，伦铅库存压力大增，伦铅一度跌破 2100 美元/吨。沪铅方面，铅精矿仍持续供不应求，加上月末时，矿及锭端检修导致供应阶段性收紧，铅价大幅上行。期价呈现内强外弱不利于铅锭出口，不过此前因为 2 月放假停滞的出口订单或将得到一定释放，3 月精铅出口环比大增 1 倍。4 月沪铅步入淡季，供需双减，高位铅使得下游成交不畅，期价高位回落，国内进口也在淡季需求较差下或维持低位状态，伦铅库存较难消化或维持高位，受高位库存拖累，跌幅或大于沪铅，内强外弱格局或将持续，出口或小幅减少。5 月国内冶炼厂检修较多，且受原料供应紧张，整体供应趋弱，国内铅价高位偏强运行，铅价走势内强外弱，铅沪伦比值扩大，预计 5 月铅锭出口量环比继续减少。

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，下半年或维持净出口局面。



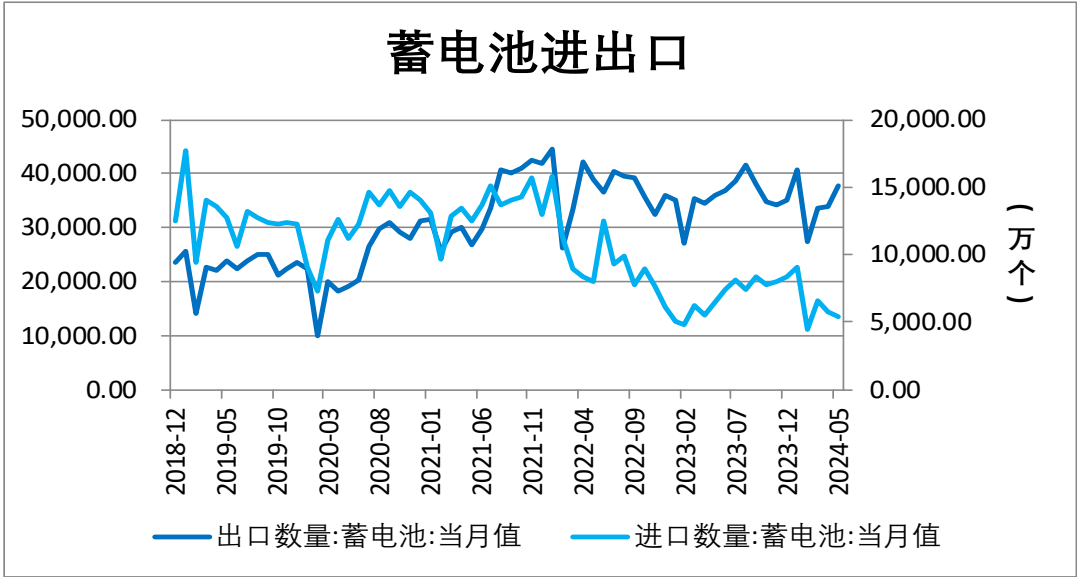
图表来源: WIND、瑞达期货研究院

(2) .铅蓄电池出口环比微增

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，2024 年 5 月，蓄电池出口数量为 37830 万个，同比增加 5.15%，环比增加 11.47%；蓄电池进口数量为 5388 万个，同比减少 17.03%，环比减少 7.3%。

2024 年上半年，出口方面，2 月份春节假期到来，国内铅蓄电池企业及终端产业市场进入放假状态，同时暂停接单和发货，国内厂家的生产和运输在节中处于停滞状态，当月铅蓄电池进出口量均环比下滑。3 月，春节假期结束后，国内市场复工复产，国内多家铅蓄电池生产企业的开工率处于高位，进出口也随之恢复，加上海外客户按惯例进行节后补库，铅酸蓄电池进口和出口量将再度呈现双增的趋势，不过 3 月底部分电池厂订单减少，开工下滑，加上 4 月份铅价持续走高，原料成本较高，铅蓄电池企业出口议价困难，4 月份的进出口量增幅不及 3 月，电池进口转为降势，不过直到 5 月，出口维持增势。

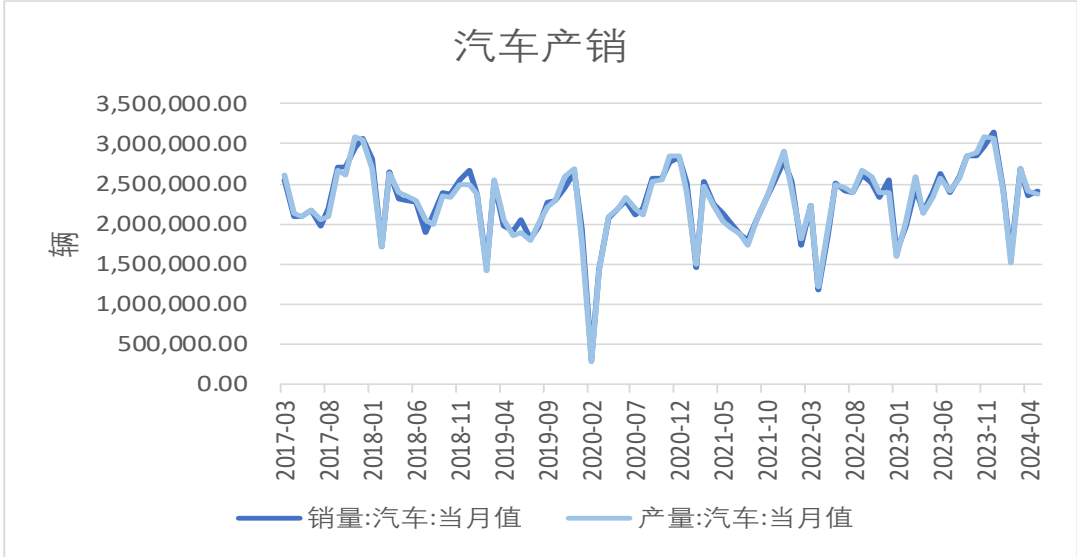
展望下半年，随着电动自行车领域陆续出台各类规范政策性文件，蓄电池订单由中小蓄企向大型蓄企转移，开工整体或持续偏强。上半年，铅酸蓄电池出口量有所走弱，但整体仍在近几年高位区间运行，长期来看，随着锂电池成本的逐步下行，锂换铅比例逐年加大，铅酸蓄电池消费地逐步转向东南亚等地区，出口量或仍有空间。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

(3) .终端消费或持稳

2024 年 1-5 月，汽车产销分别完成 1138.4 万辆和 1149.6 万辆，与去年相比分别实现 6.5%和 8.3%的增长。然而，这一增速较 1-4 月的数据有所回落，分别下降了 1.3 个和 2 个百分点。展望下半年，在以旧换新、取消新能源车“限购”、普遍降价促销等政策支持下，汽车产量有望维持中高速增长，汽车将会成为下游消费边际增量的主要来源。



图表来源：中汽协、瑞达期货研究院

第三部分、小结与 2024 年下半年展望

下半年，宏观面，美联储或有降息，虽时点和空间具有不确定性，但市场高度共识或有一次降息；国内多省市落实楼市新政及其他消费政策，国内政策刺激延续，提振下游消费预期。

供应上，2024 年上半年，由于海外铅锌矿山减产，导致铅精矿进口下滑，供应偏紧下，加工费低位，国内原生铅冶炼厂利润转为依赖白银等冶炼副产品，上半年白银价格强势运行，原生铅冶炼厂对银精矿及高银矿的需求提升，展望下半年，因 LME 禁止俄罗斯金属交割，俄罗斯成为中国铅精矿最大进口国，加上部分矿山的逐步投产，进口铅精矿或将有所增加，不过铅矿偏紧或维持。铅产量方面，上半年，原料供应紧张是铅产量下滑的原因，铅精矿供给紧缺，精矿加工费持续下行，废电瓶报废量减少，收货困难加大，多家炼厂原料库存告急，导致铅炼厂被动减产。展望下半年，目前银价和铅价均偏强运行，原生炼厂利润水平较好，开工相对强势，矿端供应若能缓解，原生炼厂产量或能改善，不过再生铅原料的紧缺或加剧，产量增加空间有限。

需求上，展望下半年，随着电动自行车领域陆续出台各类规范政策性文件，蓄电池订单由中小蓄企向大型蓄企转移，开工整体或持续偏强。出口方面，虽上半年，铅酸蓄电池出口量有所走弱，但整体仍在近几年高位区间运行，长期来看，随着锂电池成本的逐步下行，锂换铅比例逐年加大，铅酸蓄电池消费地逐步转向东南亚等地区，出口量或仍有空间。总的来说，预计下半年铅价走势整体偏强，价格重心仍有上移，或在 17000-20500 元/吨区间波动。

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。