

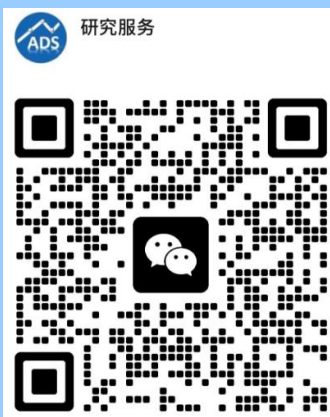


瑞达期货股份有限公司
投资咨询业务资格
证监许可【2011】1780 号

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



成本支撑&炼厂检修，沪铅期价震荡偏强

摘要

利多：美国 2 月 ISM 制造业指数意外下降，新订单、就业等分项指标萎缩，使市场短期内下调整体利率预期。美国 2 月非农就业报告强化美联储 6 月降息预期。美联储于 FOMC 会议表示将维持当前的联邦基金目标利率水平，并重申将等待对通胀更有信心时降息，市场对会议解读相对鸽派。

利空：核心 PCE 物价指数凸显出通胀压力依然存在，1 月个人收入较前值加速，给予核心通胀一定支撑，数据或不利美联储于上半年开展降息。公布的美国 2 月 CPI 涨幅高于预期，整体 CPI 数据显示通胀顽固，在 6 月降息的押注下降。

小结：3 月份国内沪铅期货震荡上行。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，加上月初铅蓄电池市场全面复苏，提振期铅走强，不过随着沪铅价格接连回升，再生铅亏损有所修复，加上部分地区再生铅炼厂的废电瓶市场货源供应尚可，产量陆续恢复，且部分地区期现价差扩大，贸易商移库交仓积极性高昂，社会库存累增，铅价转为震荡，不过在月末，矿及锭端检修导致供应阶段性收紧，铅价再次上行。

展望：展望 4 月，矿山产量释放增速缓慢，铅精矿仍供不应求的局面或将维持，加工费低位，且废电瓶价格居高不下，原料供不应求，成本高昂下，铅冶炼加工利润再度压缩，成本支撑显现；矿端供应不足，加上临近下游铅蓄电池消费淡季，原生铅冶炼厂多选择此时段进行检修，综合因素提前了原生铅产能大省河南地区的常规检修周期，铅价或受提振。淡季下订单有转弱迹象，铅蓄电池企业成品库存较高，或有部分企业有减产计划，铅锭现货供应稍显过剩，限制铅上方空间。后市需关注原生铅炼厂实际检修情况及“以旧换新”等政策对终端消费的实际影响。

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.....	6
1、全球铅市供应小幅过剩.....	6
2、供需体现—LME 铅库存持续上升.....	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、精炼铅出口下滑.....	9
2、铅蓄电池出口环比减少.....	10
3、终端消费—汽车产销同比减少.....	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

截至 2024 年 3 月 27 日，沪铅收盘价为 16185 元/吨，较 2024 年 2 月 27 日上涨 230 元/吨，涨幅 1.44%；截至 2024 年 3 月 27 日，伦铅收盘价为 2003 美元/吨，较 2024 年 2 月 27 日下跌 80 元/吨，跌幅 3.84%。3 月份国内沪铅期货震荡上行。宏观面，美国 2 月非农就业报告强化美联储 6 月降息预期；以欧元区为首的非美国国家货币在经济前景好转的情况下有所走强，同时市场对美国经济增速放缓的预期增高等影响因素，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，矿山选厂开工不足，加上进口矿窗口关闭等因素下，铅精矿仍持续供不应求的局面；加上月初铅蓄电池市场进入全面复苏状态，开工率上升，提振期铅走强，不过再生铅开工率环比持续增加，主因随着沪铅价格接连回升，再生铅亏损有所修复，加上部分地区再生铅炼厂的废电瓶市场货源供应尚可，原料到货情况好转，产量陆续恢复，且部分地区期现价差扩大，贸易商移库交仓积极性高昂，社会库存累增，铅价转为震荡，不过在月末，矿及锭端检修导致供应阶段性收紧，铅价再次上行。



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、美国 2023 年四季度实际 GDP 年化环比意外下修至 3.2%，预期为持平

于 3.3%。核心 PCE 物价指数环比上修至 2.1%，预期为 2%，凸显出通胀压力依然存在。个人消费支出环比上修至 3%，高于预期的 2.7%，整体数据显示需求水平仍保有一定韧性，利多美元指数。

2、美国商务部最新数据显示，1 月核心 PCE 物价指数环比涨幅从上个月的 0.2% 反弹至 0.4%，符合市场预期，创 2023 年 4 月以来最大涨幅；同比增速则回落至 2.8%，为 2021 年 3 月以来最小增幅。另外，1 月个人收入环比增长 1%，较前值 0.3% 加速；支出环比增长 0.2% 符合预期。整体个人收入持续上升给予核心通胀一定支撑，数据或不利美联储于上半年开展降息。

3、美国 2 月 ISM 制造业指数意外降至 47.8，新订单、就业等分项指标萎缩，预期 49.5，前值 49.1，制造经济活跃度意外下降且远低于预期使市场短期内下调整体利率预期。欧元区 2 月 CPI 初值从 1 月份的 2.8% 降至 2.6%，但高于市场预期的 2.5%。核心 CPI 从 3.3% 放缓至 3.1%，为连续第七个月下降，也高于预期的 2.9%。1 月失业率保持在 6.4% 的历史低位。欧元区通胀稳步下降且失业率尚未抬升的状况或有利欧元区经济显著改善，市场对欧元投资需求或有所增加。往后看，短期内美国经济数据意外走弱或使市场持续下调利率预期，美元指数或相对承压。

4、3 月 5 日，美国 2 月 ISM 非制造业指数放缓至 52.6，不及预期的 53，前值为 53.4。美国 2 月标普全球服务业 PMI 终值 52.3，创去年 12 月份以来终值新低，但仍连续第 13 个月扩张，预期 51.4，初值为 51.3；综合 PMI 终值 52.5，创 2023 年 6 月份以来终值新高，也连续 13 个月扩张；服务业经济活跃度虽有所走弱但仍处于扩张区间，同时统计样本更为均衡的标普综合 PMI 再次走高或暗示整体经济需求仍保有一定韧性。往后看，短期内市场在经济数据转弱的情况下或持续对利率预期进行重新定价，长端美债收益率下降导致美国与非美国国家利差收窄或使美元指数相对承压。

5、3 月 6 日，美联储主席鲍威尔在国会作证词，重申可能适合在今年某个时候开始降息，但美联储需要对通胀回落至目标更有信心才能降息，整体发言符合预期维持鹰派基调。美国 2 月 ADP 就业人数增 14 万，创 2023 年 12 月来最大增幅，预期增 15 万，前值修正为 11.1 万人。美国 1 月 JOLTs 职位空缺为 886.3 万人，预期 890 万人，前值由 902.6 万人修正至 888.9 万人。整体劳动力市场保持火热，同时职位空缺数维持于高位，数据或暗示 2 月非农就业数据将保有一定韧性。往后看，短期内以欧元区为首的非美国国家货币在经济前景好转的情况下有所走强，同时市场对美国经济增速放缓的预期增高，美元指数接连承压下跌，但近期即将公布的非农就业数据以及通胀数据或显示美国经济韧性尚存，届时美元指数在利率预期回升的影响下或有所反弹。

6、3 月 8 日，美国 2 月非农就业报告强化美联储 6 月降息预期。美国劳工部发布报告显示，美国 2 月非农就业人口增加 27.5 万人，远超预期的 20 万人，但 1 月数据从此前的 35.3 万人大幅下修至 22.9 万人。同时，去年 12 月数据也由 33.3 万人下修至 29 万人。2 月失业率升至 3.9%，创 2022 年 1 月以来新高，预期为持平于 3.7%。平均时薪同比升 4.3%，预期 4.4%，前值 4.5%；环比升 0.1%，预期升 0.3%，前值升 0.6%。整体劳动力数据或反映

市场劳动力供给正处于快速增加期间，同时薪资增速在本月显著放缓，供需缺口或加快缩小。往后看，短期内市场或加强对美国经济走弱的预期，利率预期或将有所下调，美元指数或相对承压。

7、3月12日，公布的美国2月CPI涨幅高于预期。美国2月未季调CPI同比升3.2%，为去年12月以来新高，预期升3.1%，前值升3.1%；季调后CPI环比升0.4%，预期升0.4%，前值升0.3%。整体CPI数据显示通胀顽固并符合市场预期，其中核心通胀中住房及部分服务业价格增速仍维持于高位，后继回落或仍需一定时间等待。往后看，短期内美元指数及美债收益率在通胀数据保持顽固导致利率预期小幅回升的影响下或仍得到一定支撑。根据芝商所(CME)的FedWatch工具，联邦基金利率期货交易员将美联储在6月降息的押注从非农数据发布后的72%降至69%。

8、美联储于FOMC会议表示将维持当前的联邦基金目标利率水平，并重申将等待对通胀更有信心时降息。除公布利率决议外，本次会议公布的点阵图显示美联储官员主流认为年内将降息三次，但缩减了2025年的降息空间，同时美联储也上调了年内经济增速预期以及通胀预期。短期来看市场对会议解读相对鸽派，然而点阵图内支持年内降息3次的官员有所减少，外加联储上调通胀与GDP增速预期，年内降息空间或仍有变数。

国内方面，1、2月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为49.1%，比上月下降0.1个百分点。“2月份，由于春节假日因素影响，制造业处于传统生产淡季，加之疫情防控平稳转段后企业员工假期返乡增多，企业生产经营受到较大影响，制造业市场活跃度总体有所下降，制造业PMI比上月略降0.1个百分点。”

2、3月18日：中国1-2月份经济运行起步平稳，为全年发展奠定了较好基础。从生产看，工业生产有所加快。1-2月份，全国规模以上工业增加值同比增长7%，比上年12月份加快0.2个百分点。从需求看，市场销售继续恢复。1-2月份，社会消费品零售总额81307亿元，同比增长5.5%。投资增速回升，1-2月份，全国固定资产投资同比增长4.2%，比上年全年加快1.2个百分点。

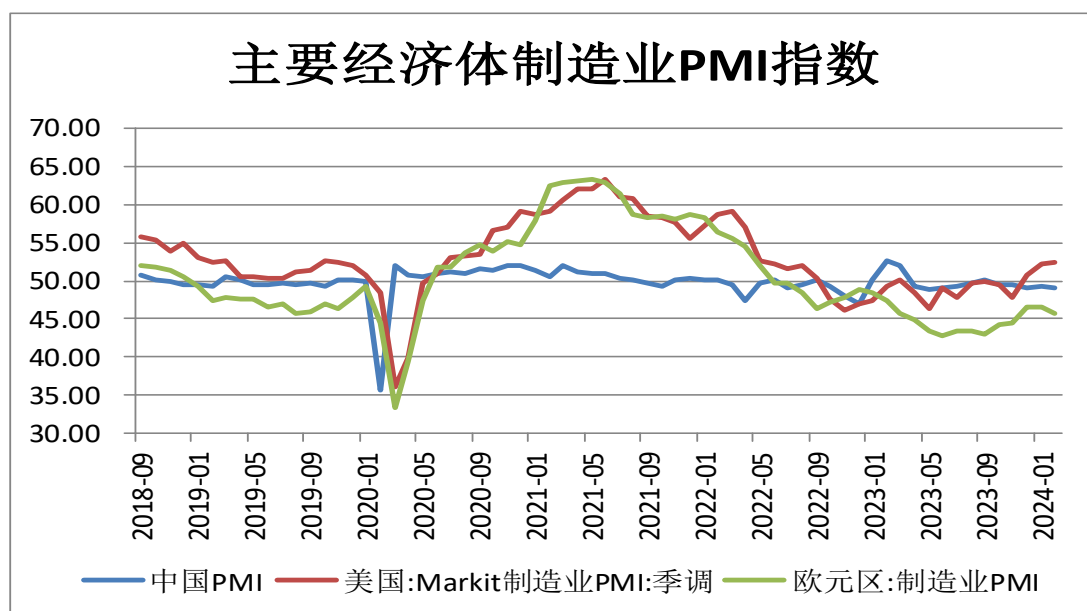
3、中国2月CPI同比重回正增长。国家统计局公布数据显示，2月份，全国CPI环比上涨1%，涨幅比上月扩大0.7个百分点；同比由上月下降0.8%转为上涨0.7%，自2023年9月以来首次正增长，且涨幅超出市场预期的0.4%。核心CPI同比上涨1.2%，为2022年2月以来最高涨幅。猪肉价格在连续下降9个月后首次转涨。

4、2024年3月20日LPR出炉，1年期LPR为3.45%，5年期以上LPR为3.95%。3月1年和5年期以上品种LPR报价均持平不变，主要由于一是3月MLF实现“平价缩量”续作，也使得本月LPR报价调降的概率大幅降低；二是2月5年期以上LPR报价实现大幅下调，银行净息差进一步承压，LPR报价短期下调的空间大幅缩窄。三是近期银行市场化负债成本小幅上行，LPR加点下调进一步受限。但此前央行行长潘功胜表示，“后续仍然有降准空间”“继续推动社会综合融资成本稳中有降”，这意味着年内降准、降息仍有空间。

总结:

利多: 美国 2 月 ISM 制造业指数意外下降, 新订单、就业等分项指标萎缩, 制造经济活跃度意外下降且远低于预期使市场短期内下调整体利率预期。欧元区通胀稳步下降且失业率尚未抬升的状况或有利欧元区经济显著改善, 市场对欧元投资需求或有所增加, 短期内以欧元区为首的非美国国家货币在经济前景好转的情况下有所走强, 同时市场对美国经济增速放缓的预期增高, 美元指数接连承压下跌。美国 2 月非农就业报告强化美联储 6 月降息预期。美联储于 FOMC 会议表示将维持当前的联邦基金目标利率水平, 并重申将等待对通胀更有信心时降息, 市场对会议解读相对鸽派。

利空: 美国 2023 年四季度实际 GDP 年化环比意外下修; 核心 PCE 物价指数环比上修至 2.1%, 凸显出通胀压力依然存在, 1 月个人收入环比增长 1%, 较前值加速, 整体个人收入持续上升给予核心通胀一定支撑, 数据或不利美联储于上半年开展降息。美联储主席鲍威尔在国会作证词, 重申可能适合在今年某个时候开始降息, 但美联储需要对通胀回落至目标更有信心才能降息, 整体发言符合预期维持鹰派基调。美国 2 月 ADP 就业人数创 2023 年 12 月来最大增幅, 整体劳动力市场保持火热, 同时职位空缺数维持于高位。公布的美国 2 月 CPI 涨幅高于预期, 整体 CPI 数据显示通胀顽固并符合市场预期, 根据芝商所 (CME) 的 FedWatch 工具, 联邦基金利率期货交易员将美联储在 6 月降息的押注从非农数据发布后的 72% 降至通胀数据发布后的 69%。



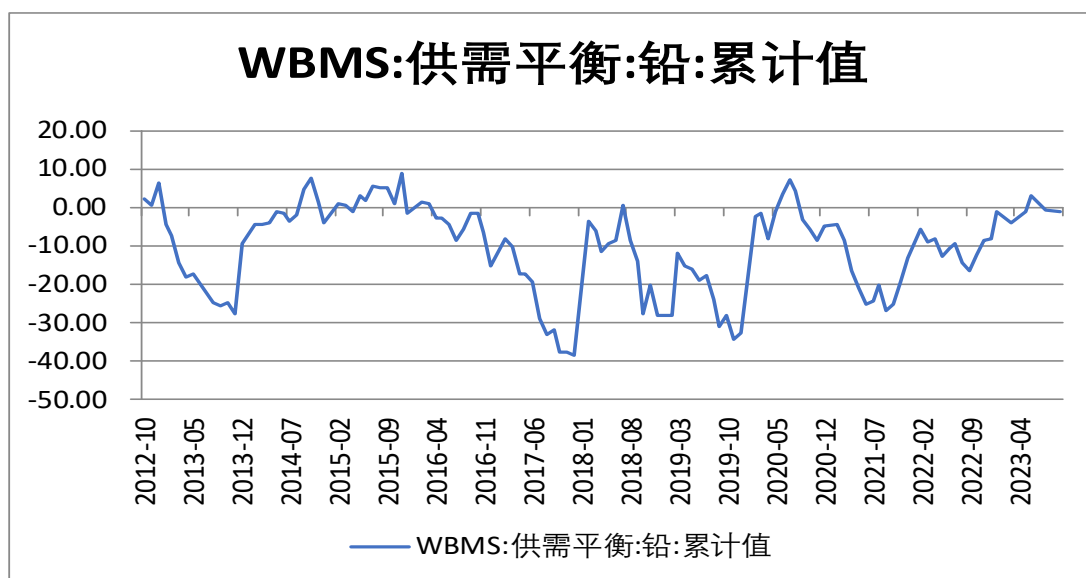
图表来源: WIND、瑞达期货研究院

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,2024年1月,全球精炼铅产量为124.05万吨,消费量为116.55万吨,供应过剩7.51万吨。2024年1月,全球铅矿产量为38.51万吨。

国际铅锌研究小组(ILZSG)公布的数据显示,2024年1月,全球铅市场供应过剩量下降至8,400吨,而2023年12月为供应过剩33,700吨。2023年全球铅市场供应过剩94,000吨,而2022年为供应短缺137,000吨。

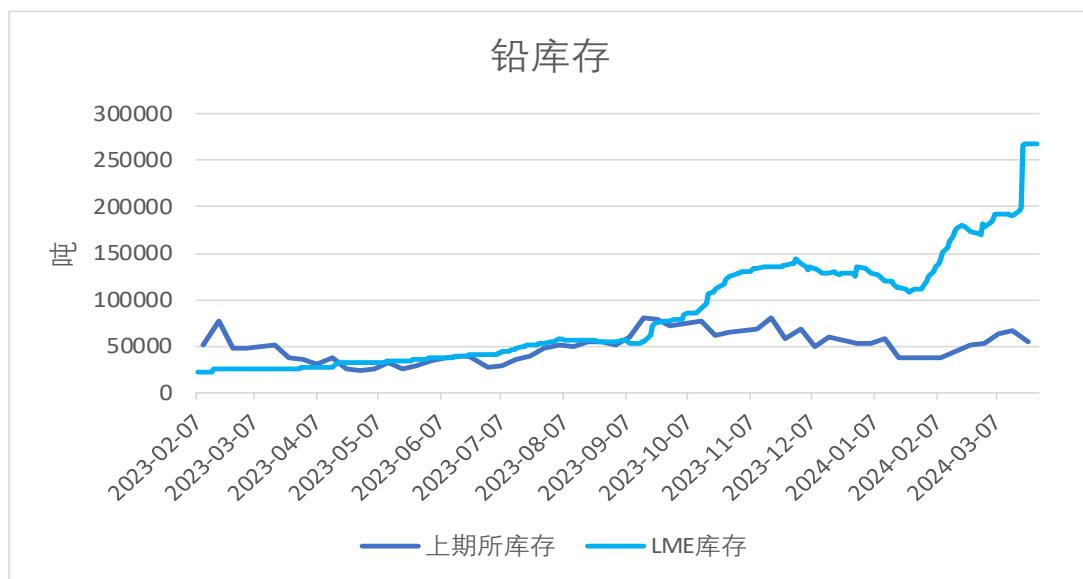


图表来源: WIND、瑞达期货研究院

2、供需体现—LME 铅库存持续上升

库存方面,截至2024年3月27日,LME铅库存为267850吨,较上月增加96825吨,增幅56.61%;截至2024年3月22日,上期所铅库存为53631吨,较上月增加3489吨,增幅6.96%。LME铅库存方面,库存升至高位,主要源于海外交仓,昭示着海外消费表现疲软。国内方面,3月初,节后随着铅市场复苏,现货市场交易逐步回暖,期现价差逐步扩大,持货商交仓意愿增加,库存上升,后交割结束,现货重新流入市场,下游企业刚需就近采购,使库存增势暂缓。下旬,部分原生铅冶炼企业计划检修,随着检修推进,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。后市来看,铅蓄电池市场进入传统淡季,后续铅锭社库去库空间有限,且随着近期沪铅价格接连回升,再生铅亏损有所修复,加上前期再生铅厂开工低,废电瓶货源供应逐渐宽松,部分地区再生铅炼厂的废电瓶市场货源供应尚可,原料到货情况好转,再生铅炼厂产量陆续

恢复，后续或从去库转向累库。

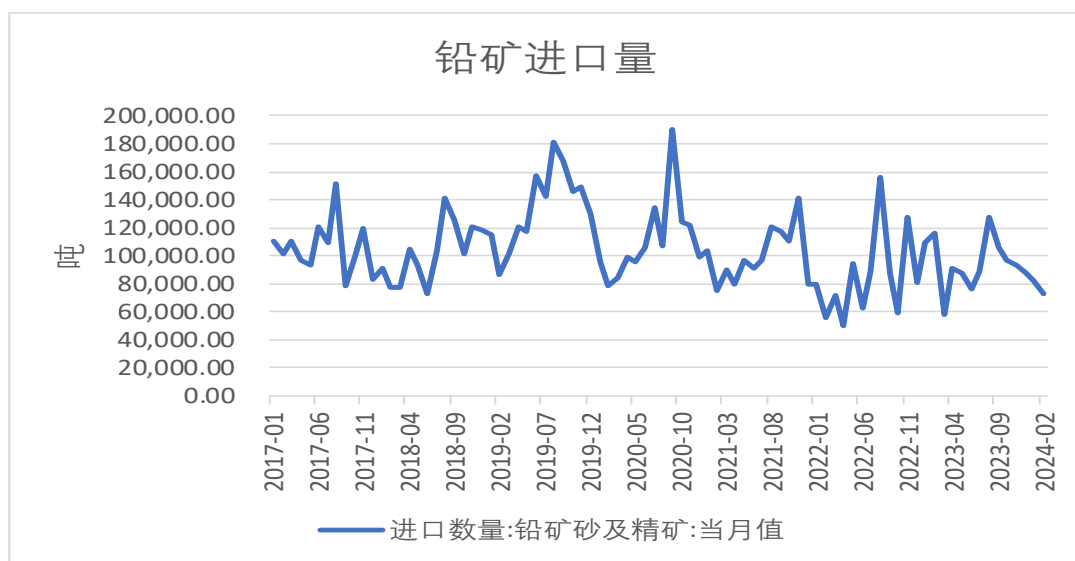


图表来源：WIND、瑞达期货研究院

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，2024年2月，当月进口铅矿砂及精矿 73213.08 吨，环比下降 10.28%，同比下降 34.33%，1-2 月，总计进口铅矿砂及精矿 154811.86 吨，同比下降 33.15%。从进口细分国来看，1-2 月俄罗斯、缅甸、越南是国内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，1-2 月中国自该国进口铅精矿 5.67 万吨，占进口总量的 36.6%；自缅甸进口铅精矿 1.55 万吨，占进口铅精矿总量的 10.0%。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。往后看，3 月上旬铅矿几无到港，铅精矿进口量难言有大的回升，国内铅矿供不应求的趋势或难以缓解。

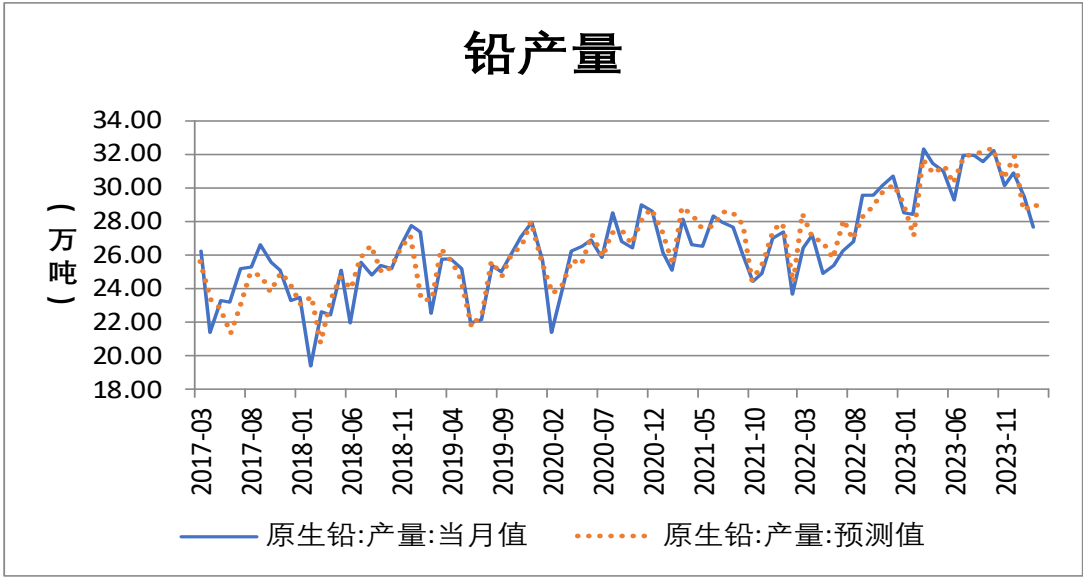


图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2、铅产量减少

据 SMM 显示：2024 年 2 月全国电解铅产量为 27.61 万吨，环比下滑 5.94%，同比下滑 2.91%。1-2 月累计量同比持平。2024 年涉及调研企业总产能为 600.63 万吨。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。2 月（自然月）为 29 日，铅冶炼企业产量因工作日减少而缩水。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，故 2 月电解铅产量降幅高于预期。展望 3 月，春节因素解除，结合 3 月（自然月）为 31 日，铅冶炼企业生产顺势增量，同时湖南、云南、河南、广东等地区铅冶炼企业检修结束，两者成为本月电解铅产量预增的主要因素。与此同时，河南地区大型交割品牌企业，湖南地区部分冶炼企业计划检修，使得 3 月电解铅产量增幅打折。综合看，预计 3 月电解铅产量增幅过万，至 28.7 万吨。

据 SMM 显示：2024 年 2 月再生铅产量 21.13 万吨，环比 1 月份下降 33.78%，同比去年下降 33.32%；2024 年 1-2 月再生铅累计产量 53.04 万吨，累计同比下降 15.61%。进入 2 月，自然月天数减少叠加春节假期，再生铅产量再度下滑。同时，因 2 月中下旬铅价在万六下方窄幅震荡，春节期间停产的再生铅炼厂观望行情，复产进度延后；因此再生铅供应增量体现在 3 月中下旬。



图表来源：SMM、瑞达期货研究院

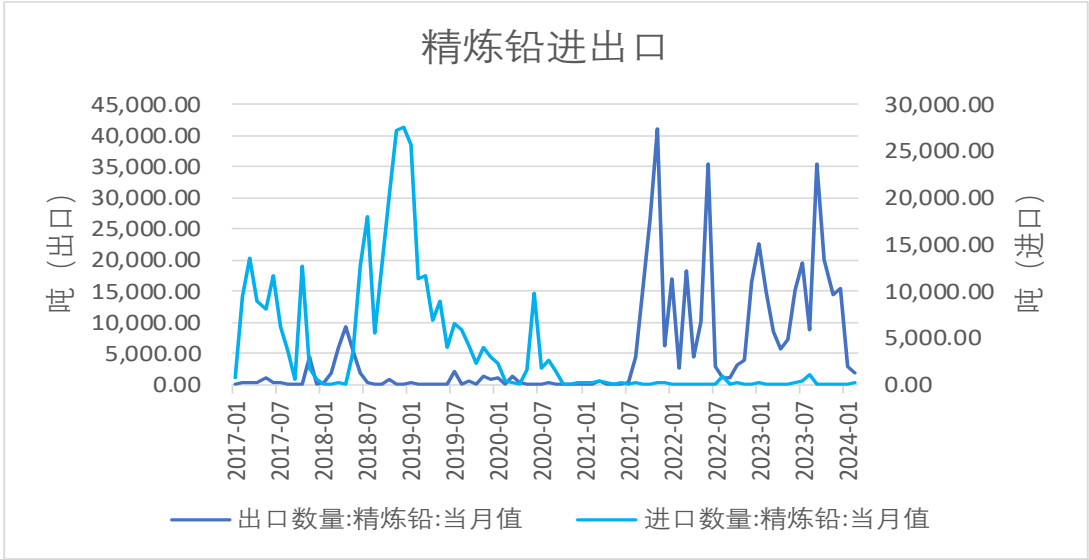
四、铅市需求

1、精炼铅出口下滑

海关总署数据显示，2024年2月，精炼铅出口量1799.41吨，同比减少87.94%；精炼铅进口量151.04吨，环比上升50.64%。1-2月份精铅及铅材合计出口量为8945吨，累计同比下滑77.46%；1-2月份精铅及铅材合计进口量为251吨，累计同比下滑14.79%。

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，或维持净出口局面。

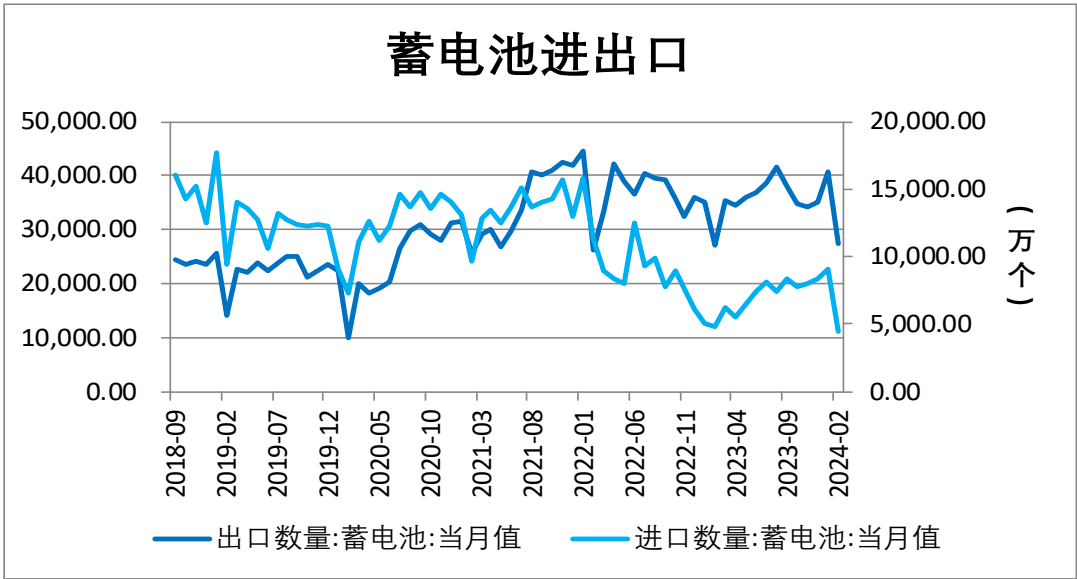
进入2月，正值国内传统春节假日，上旬国内下游电池生产企业在放假前积极备货，市场铅锭流通货源较少；中旬春节放假，市场交易停止，铅进出口订单因此受到影响从而停滞；节后因春节期间铅锭累库，铅价回落，而LME铅走势尚可，不利于出口。3月，国内外库存差异明显，LME铅库存高位，而国内库存远低于海外，不利于铅锭出口，不过此前因为放假停滞的进出口订单或将得到一定释放，综合而言，3月进出口变动或不大。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2、铅蓄电池出口环比减少

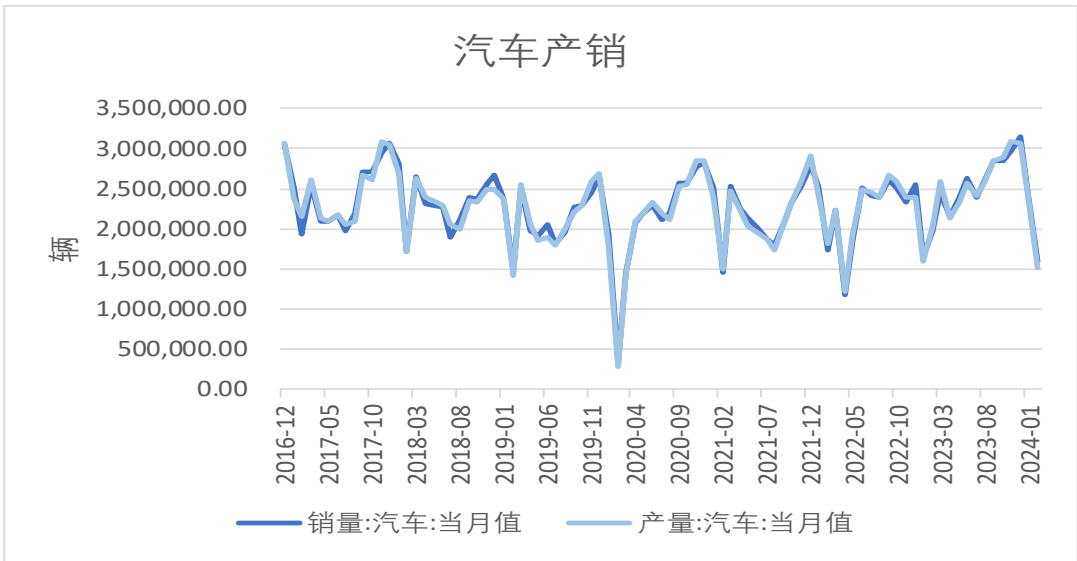
在中国最主要的铅初级消费领域是生产铅酸蓄电池，约占铅总消费的 80%。海关总署数据显示，2024 年 2 月，蓄电池出口数量为 27477 万个，同比增加 1.29%，环比减少 32.6%；蓄电池进口数量为 4510 万个，同比减少 5.92%，环比减少 49.98%。出口方面，2 月份春节假期到来，国内铅蓄电池企业及终端产业市场进入放假状态，同时暂停接单和发货，国内厂家的生产和运输在节中处于停滞状态，当月铅蓄电池进出口量均环比下滑。3 月，春节假期结束后，国内市场复工复产，国内多家铅蓄电池生产企业的开工率处于高位，进出口也随之恢复，加上海外客户按惯例进行节后补库，铅酸蓄电池进口和出口量将再度呈现双增的趋势，不过 3 月底部分电池厂订单减少，开工下滑，4 月份的进出口量增幅或不及 3 月。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

3、终端消费—汽车产销同比减少

中汽协数据显示，2024年2月，中国汽车销售量为1583518辆，同比减少19.87%；中国汽车产量为1506046辆，同比减少25.89%。新能源汽车方面，2月新能源汽车产销分别完成46.4万辆和47.7万辆，同比分别下降16%和9.2%，市场占有率达到了30.1%。“今年2月经历了完整的春节假期，有效工作日减少，制造业处于传统生产淡季，企业生产经营受到一定影响，市场活跃度总体有所下降。同时，部分购车需求已在春节前得到释放，汽车产销量总体较1月有所回落。”中汽协副秘书长解读称，综合1—2月的数据来看，车市表现仍较为乐观，出现了10%左右的同比增速。整体来看，2024年1—2月，乘用车和商用车继续保持平稳运行，新能源汽车和汽车出口延续良好表现。



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4月，宏观面，美联储议息会议结束后，市场认为6月份降息的可能性为73%，高于美联储利率决议公布前的可能性65%，不过随着市场进一步消化降息预期，宏观利好发酵带来的有色板块普涨逐渐接近尾声，铅价或将回归基本面主导价格走势。基本上，矿山产量释放增速缓慢，铅精矿仍供不应求的局面或将维持，加工费低位，且废电瓶价格居高不下，原料供不应求，成本高昂下，铅冶炼加工利润再度压缩，成本支撑显现；矿端供应不足，加上临近下游铅蓄电池消费淡季，原生铅冶炼厂多选择此时段进行检修，综合因素提前了原生铅产能大省河南地区的常规检修周期，铅价或受提振。淡季下订单有转弱迹象，铅蓄电池企业成品库存较高，或有部分企业有减产计划，铅锭现货供应稍显过剩，限制铅上方空间。后市需关注原生铅冶炼厂实际检修情况及“以旧换新”等政策对终端消费的实际影响。

第四部分、操作策略及风险提示：

中期（1-2个月）操作策略：以低买高卖思路为主

◇ **对象：**沪铅2406合约

◇ **参考入场点位区间：**16000-17200元/吨区间低买高卖。

◇ **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2406合约止损参考各300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。