

## 铅：需求淡季废料制约共存 波动率有望抬升

有色贵金属与新能源团队 杨莉娜

投资咨询号：Z0002618

2025年3月2日

- 铅2月自低位反弹，震荡偏强。
- 宏观：美联储降息节奏放缓，加关税政策引发市场避险情绪有所回升，国内经济富有韧性，将会继续实施积极财政与适度宽松的货币政策，市场期待政策乐观情绪提振。
- 供需：铅加工费企稳止跌，不过银铅精矿供应依然较紧，再生铅春节后复工复产明显增加，而废电瓶价格坚挺有较强对铅形成较强的成本支撑，废电瓶供应仍是再生铅扩产主要制约。从需求端来看，蓄电池企业春节后按需刚需采购为主，3月通常是蓄电池消费淡季，平淡需求与改善的供应，偏高的成本令市场驱动有所不足。
- 铅月度级别波动区间料在16000-17800元之间。沪铅走势受宏观共振及供需波动变化共同影响，震荡波动有望较2月加大，但需防上冲乏力下行风险。期权可考虑做多波动率。
- 主要风险因素：宏观经济变化显著偏空；铅矿端供应改善超预期；显著累库存；地缘因素对大宗商品带来的避险或供需预期变化影响超预期等。



# CONTENT 目录

## 第一部分

## 行情回顾

## 第二部分

## 宏观分析

## 第三部分

## 供需分析

## 第四部分

## 供需平衡

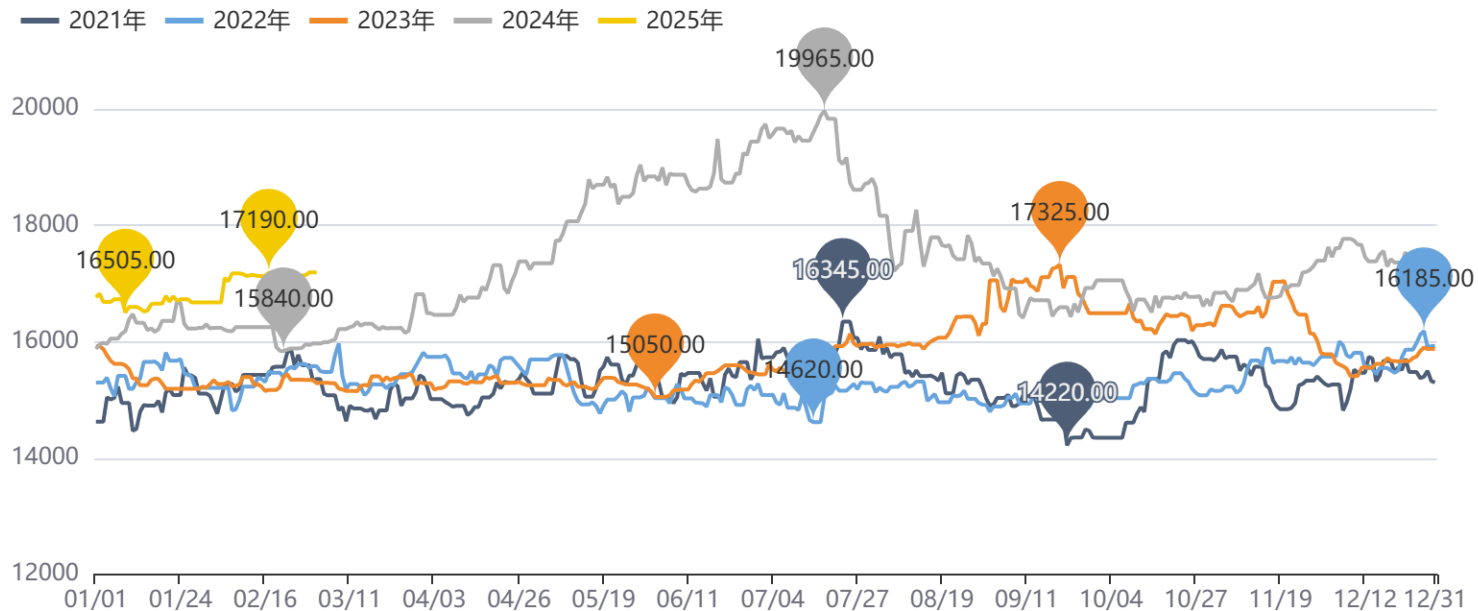
## 第五部分

## 季节性及技术分析

## 第六部分

## 结论及操作建议

# 铅期货走势回顾



- 沪铅先抑后整理，2月大部分时间波动区间16700-17250元/吨之间，节后重心显著上移。铅供需错配导致节后累库，但偏强的成本端带来支持，叠加以旧换新政策利好的需求预期等，令铅节后回升，但是供应端改善，节后需求端刚需采购，令铅在重心抬升后进入窄整理走势。

# 铅现货基差



铅基差1月一度出现突破常规波动区域情况，期货显著超跌，再生铅升水出货，市场采购偏向原生铅，期货自低位有所修复，而2月铅基差转负，现货显著贴水，也刺激现货持货商交仓增加。



CONTENT  
目录

第一部分

行情回顾

第二部分

宏观分析

第三部分

供需分析

第四部分

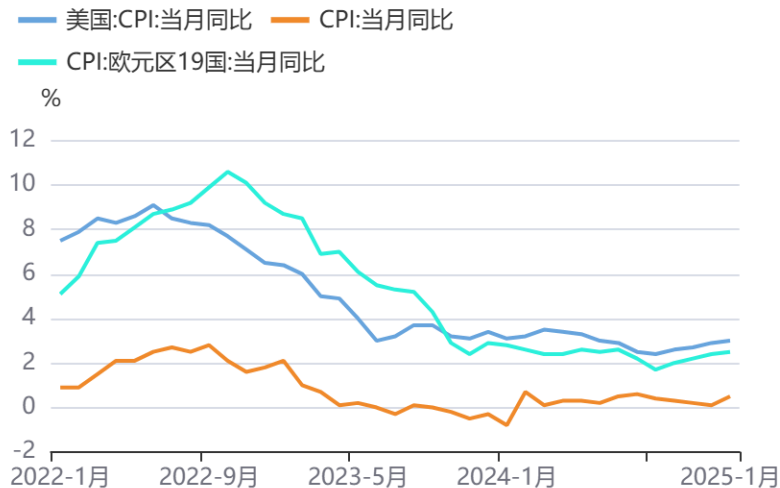
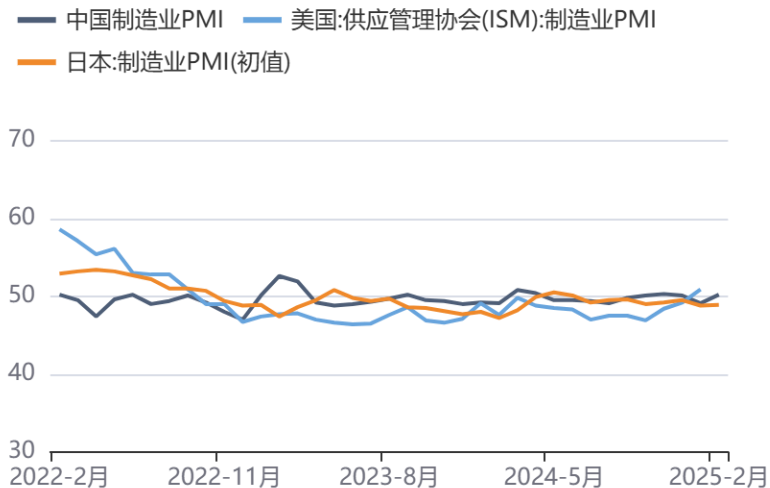
供需平衡

第五部分

季节性及技术分析

第六部分

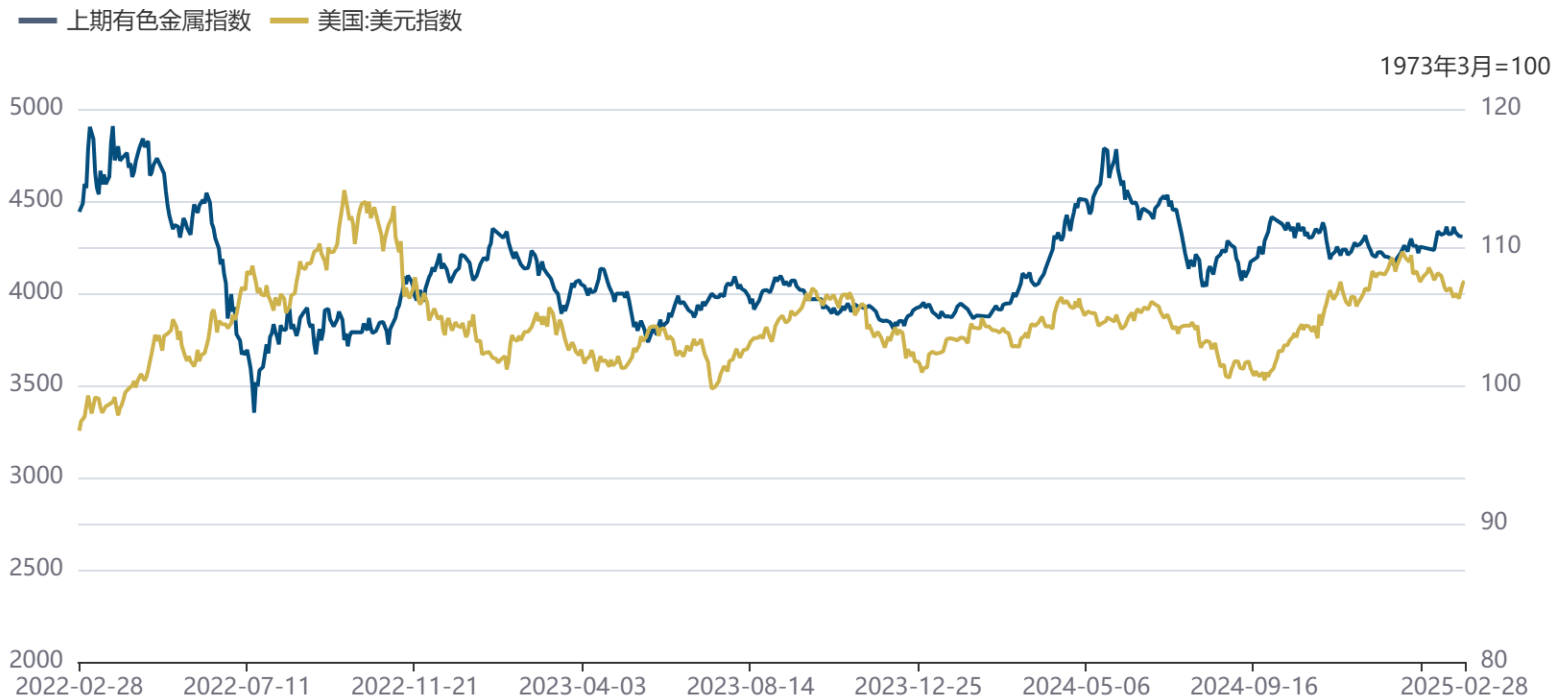
结论及操作建议



美国经济放缓忧虑有所回升。服务业、就业数据逐渐有所转弱而消费者信心有所下滑。美联储降息预期节奏放缓，预计2025年降息1-2次，截至2月末，年中开始降息预期相对偏强。

地缘形势变化，俄乌谈判进行，地缘不确定性令市场风险偏好变化。有色金属在宏观不确定性中走势分化。

# 宏观因素与有色指数



美元指数冲高回落，强势美元压力有所减弱，但依然存在。

加关税：美国对外加关税威胁继续影响市场，市场依然忧虑对贸易流通带来负面影响。  
美联储降息节奏偏移。美联储关注通胀指标，但对就业的数据的关切也有回升。  
我国政策导向偏利多。我国PMI、GDP、社会零售、工业品利润等总体显现经济韧性，2025年积极财政和相对宽松货币政策导向明确，我国以旧换新、设备更新等政策将继续提振工业品。  
人民币汇率波动变化。对铅而言，贬值则利多铅锭及蓄电池出口等，升值则带来进口流入可能性。  
地缘因素不确定性令海外市场波动加剧，易对国内有色金属带来传导影响。



CONTENT  
目录

第一部分

行情回顾

第二部分

宏观分析

第三部分

供需分析

第四部分

供需平衡

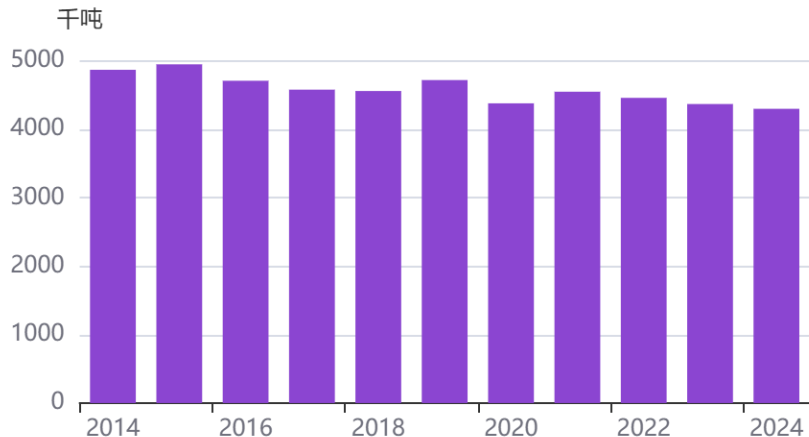
第五部分

季节性及技术分析

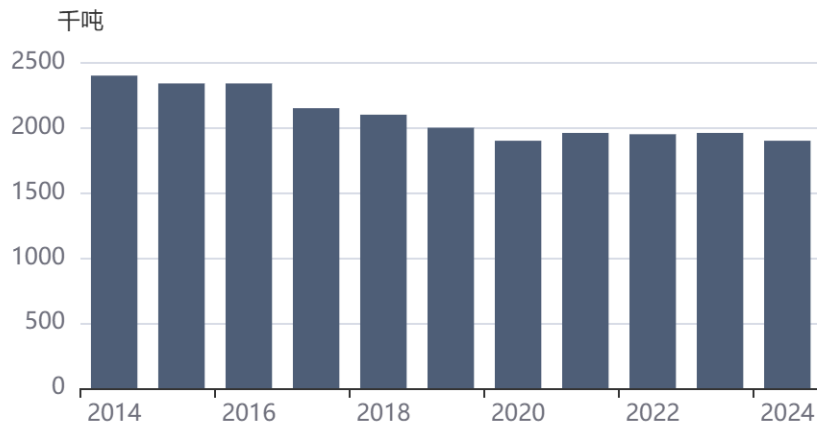
第六部分

结论及操作建议

■ 铅:矿产量:全球



■ 铅:矿产量:中国

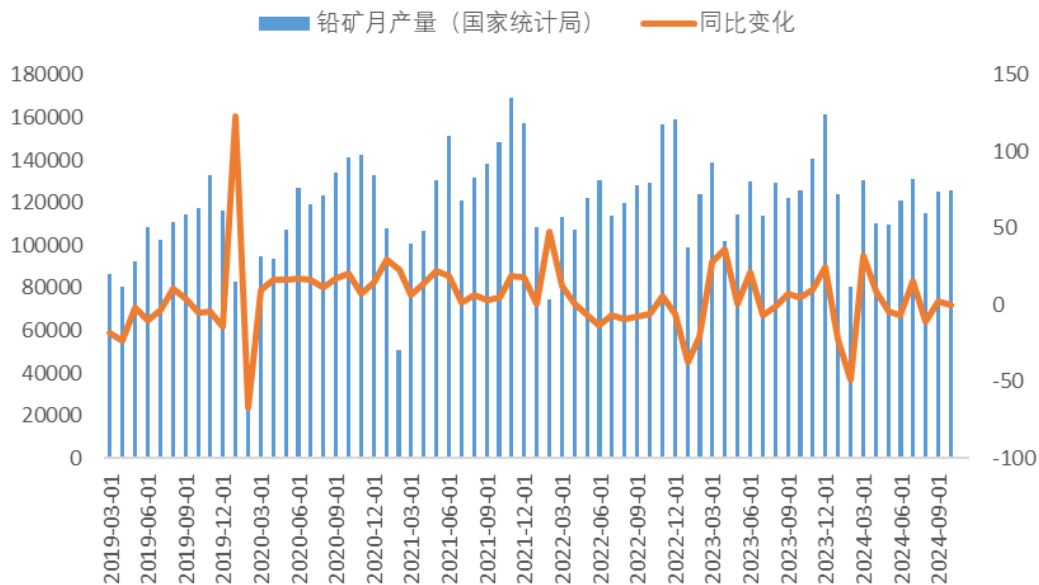


2024 年预期全球铅精矿产量增长不及预计的2.9%，可能增量仅在1%左右，约450万吨左右。

2025年，预期新增项目达9万吨，俄罗斯Ozernoye在宣告复产锌精矿，后续铅矿项目有望增产，澳大利亚的Abra矿有望继续增加；部分银矿山的投产带动。

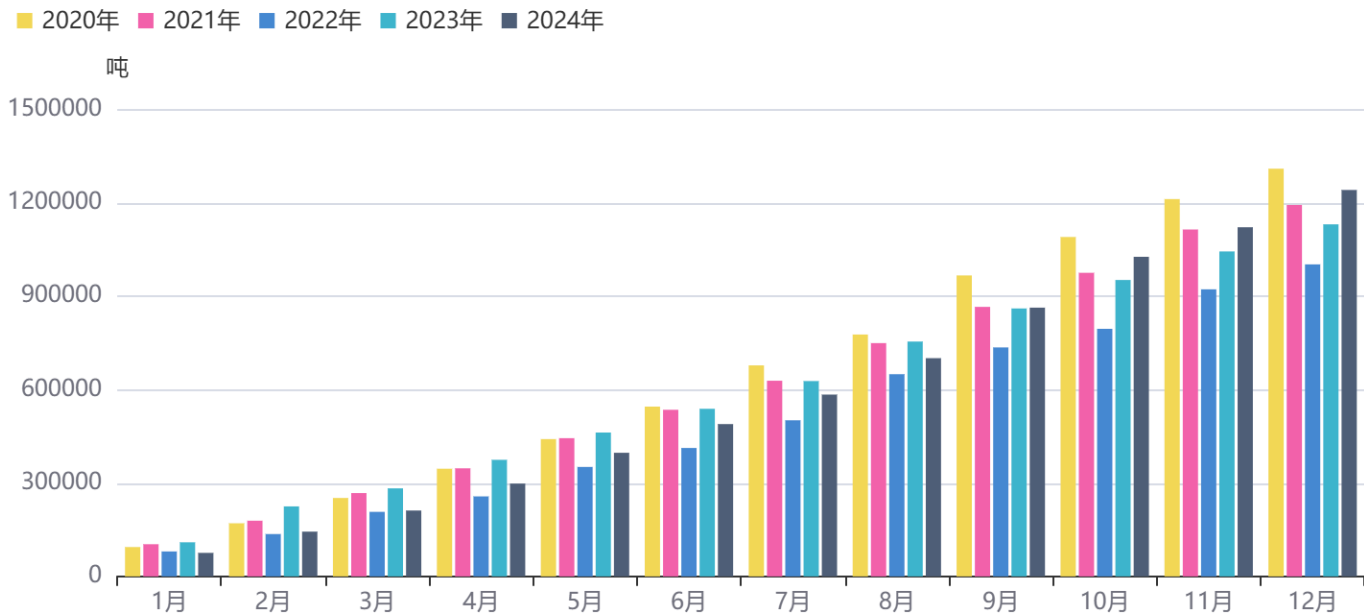
据SMM数据，2023年我国铅精矿产量139.4万吨，同比下降1.67%。2024年，SMM预计我国铅精矿产量仅小幅增长，下半年才有如江西银珠山、湖南康家湾矿等逐渐产生增量，2025年新增产能兑现，国内预期增1.5%（2-3万吨）。

据USGS数据，2023年我国铅精矿产量为190万吨，同比下降2.6%。且自2013年以来铅精矿产量趋势性回落，不过2021、2022年均录得正增长。国内铅精矿产量维持在低位，新增铅矿项目较少，停产矿山复产难度大，且在产矿山品味下降，导致国内铅精矿产量难有明显增长。



据国家统计局数据，2024年1-11月，我国铅精矿产量130.5万金属吨，同比下降2.5%。全年矿产维持偏紧态势，2024年全年矿端产量预计会在146万吨左右，相较去年（150万吨）出现减产。新增产能有江西银珠山、湖南康家湾矿等。预计2025年会有一定矿产增产空间，如果2025年新增产能兑现，国内预期增1.5-2%。

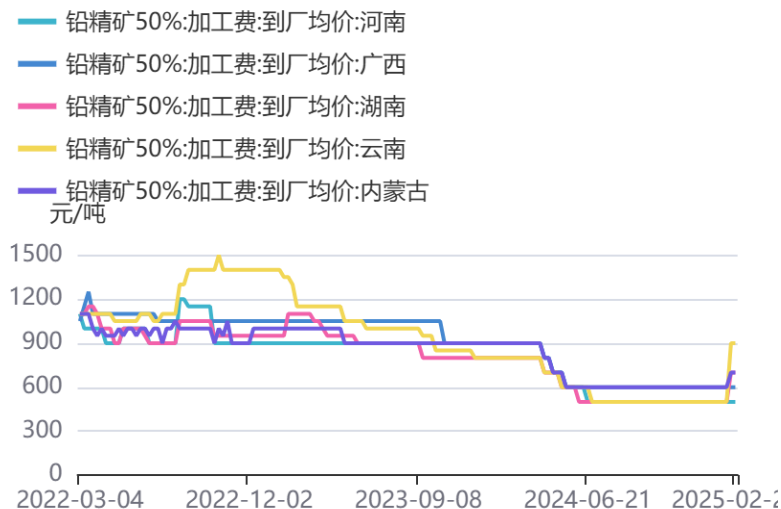
# 原料端-铅矿进出口



2024年1-12月铅矿进口量1240974.27吨，同比9.76%。

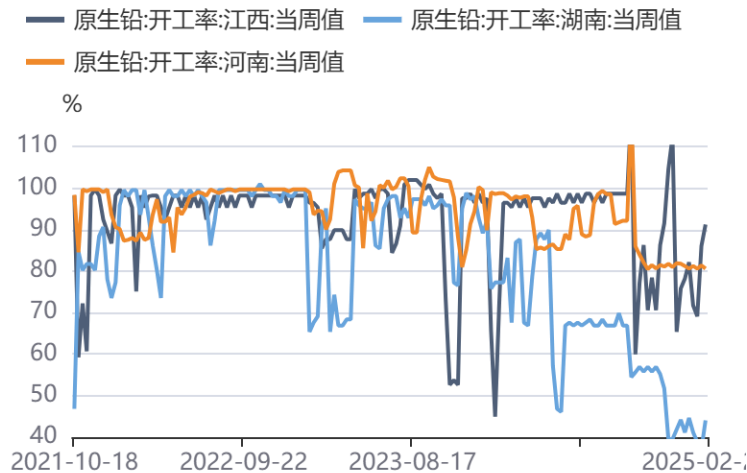
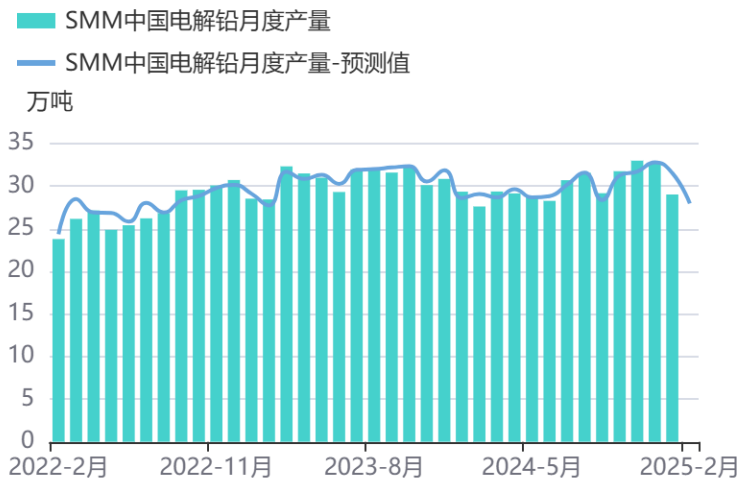
进入8月，铅精矿进口扭亏为盈，进口到货环比显著改善，后续继续到港保持增长，全年实现进口同比增长。

# 原料端-铅矿加工费



2024年，由于铅矿进口供应紧张，进口量有所下滑，铅加工费持续下调，甚至跌为负值，最低至-40美元/干吨。全年矿紧情况令加工费低迷。我国国产矿石紧张延续，加工费也呈现下滑态势。Pb50国产TC报价为最低500-800元/金属吨，5月后基本趋稳，此为低银铅精矿加工费。高银铅精矿市场零加工费，甚至负加工费的情况一度存在。不过，原生铅中，矿产铅占比已经降低，矿端约束未来料有减弱。2025年，矿加工费逐渐出现一定回升迹象。但银铅精矿供应依然相对偏紧。

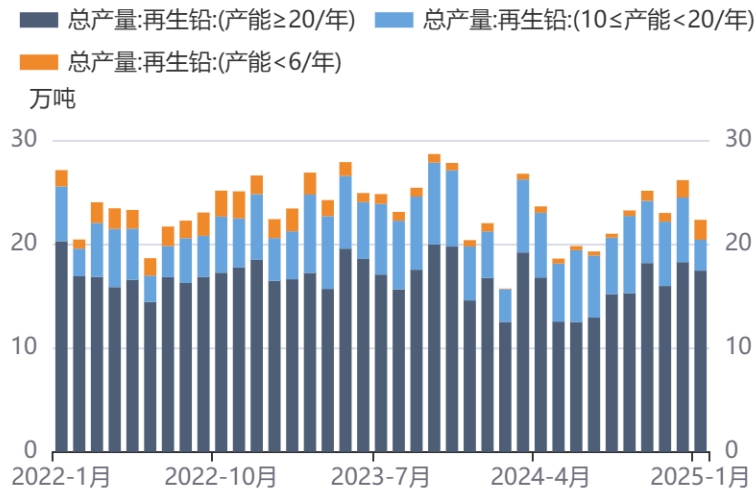
# 供应端-精炼铅产量



2024年，原生铅产量预计约361.85万吨，同比下滑2.7%。2024年电解铅全年产量录得负增长，主要原因归咎于铅精矿供应局限性与锭端产能过剩的根本性矛盾。从而导致铅精矿加工费降至负加工费的历史低价，整体铅冶炼行业利润下滑，铅产品在冶炼企业的生产配置中，定位边缘化，甚至变成“副产品”。

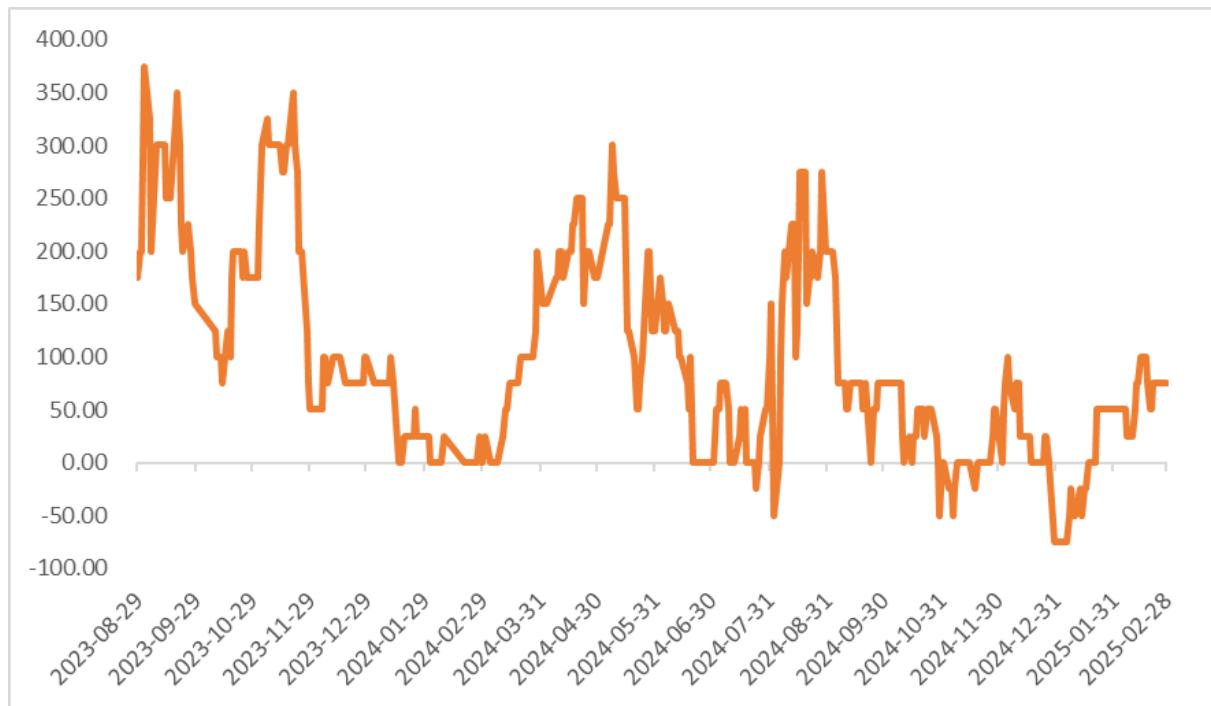
2025年2月全国电解铅产量延续下降趋势，环比降幅4.13个百分点，较去年同期则微增0.78个百分点。2025年1-2月电解铅累计产量同比下滑0.21%。湖南地区中小型铅冶炼企业技改升级完成，云南、广东、湖南、江西等地区中大型冶炼企业检修结束，整体供应增量较大。SMM预计3月电解铅产量将大幅攀升，环比增幅在23个百分点左右。

# 原料端-再生铅产量



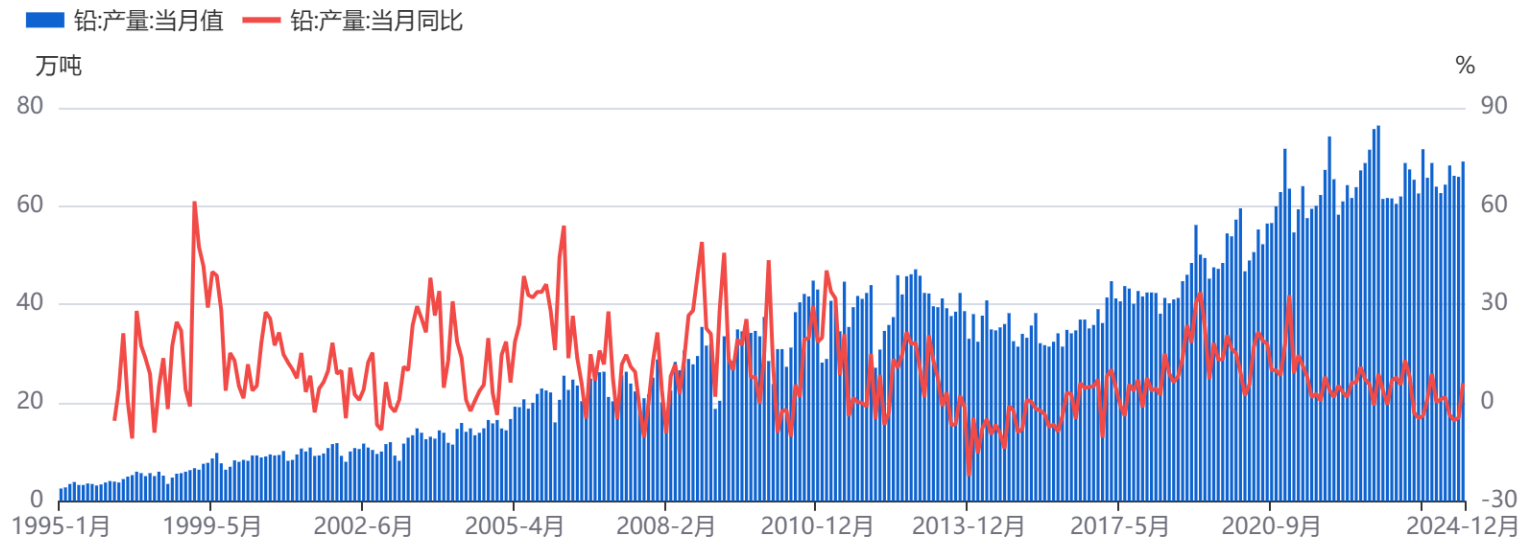
- 国内再生铅市场近年来一直存在供应紧缺的情况，废电瓶处理能力远超废电瓶发生量，2024年国内废料供应缺口扩大，加之铅蓄电池出口导致的废料流失，再生铅过剩产能开始出清。2025年，废电瓶约束仍将继续存在并带来成本支撑
- 据SMM数据测算，2024年再生粗铅产量379万吨，2024年再生精铅产量319万吨，同比下滑约18%。
- 据SMM统计，2025年2月再生粗铅产量严重下滑，环比减少23.17%，同比去年增加6.08%；再生精铅产量环比下滑24.39%，同比去年增加1.04%。元宵节后再生铅冶炼企业迎来复产潮，由于部分大型企业临近月底点火加上烘炉周期，铅产量将在3月才可体现。另外，除去计划3月点火复产的炼厂外，新增再生铅产能在3月或逐步释放，目前贵州、江苏地区新建大型炼厂已经在预备原料以调试生产。从数据上来看，3月再生铅产量增幅或超过9万吨。

# 原生铅再生铅价差



原生铅较再生铅价差一度收窄，现货采购转向原生铅，不过春节前后，原生铅相对偏强运行。再生铅现货吸引力有所回升。

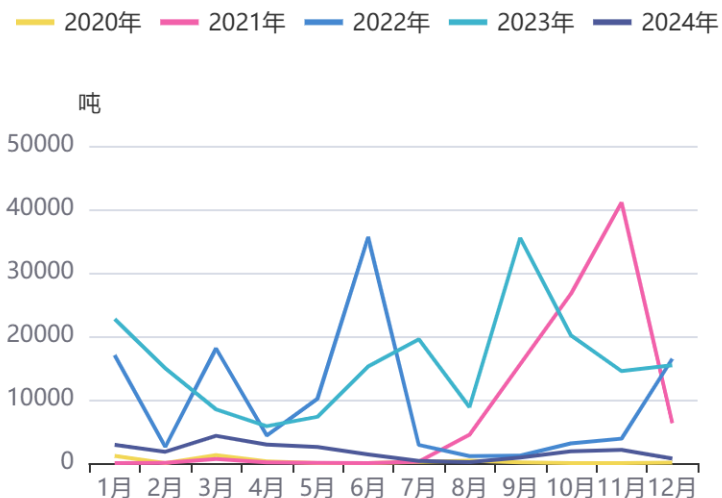
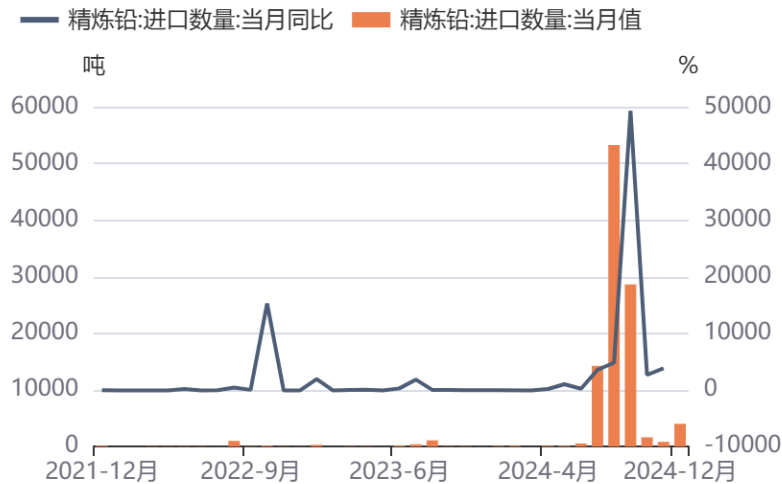
# 供应端-铅供应总量



据国家统计局数据，2023年，我国再生铅及原生铅产量合计756.4万吨，同比增长11.2%。因再生铅与原生铅均有新增供应。

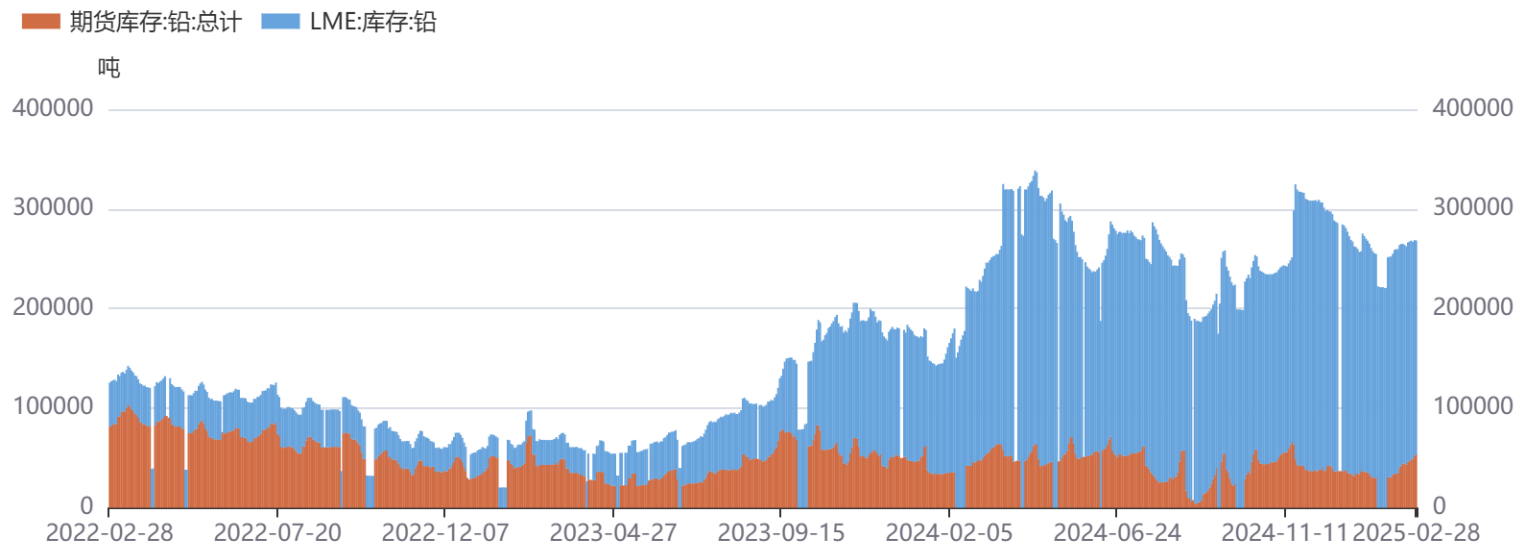
2024年1-12月，我国原生铅与再生铅产量合计763.7万吨，同比下滑4.6%。

# 进出口-精炼铅



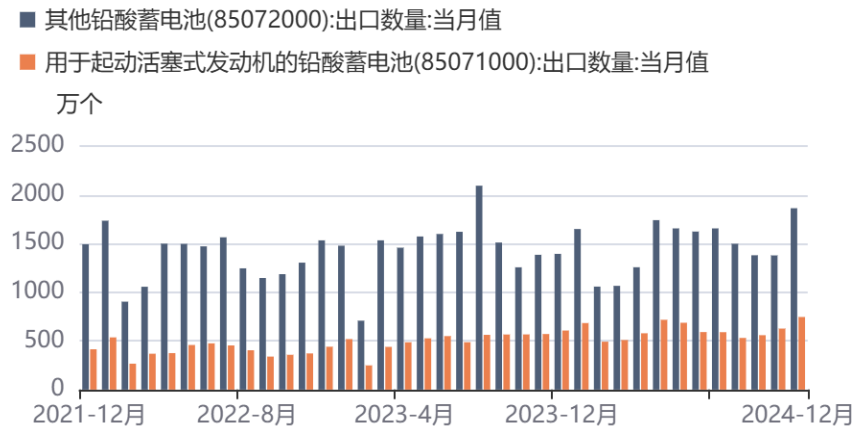
- 2023年我国精铅出口量为18.84万吨，累计同比增加61.71%。2023年精铅进口量为3083吨，累计同比增加103.77%。我国已经是精炼铅的净出口国。
- 2024年1-12月，我国精炼铅进口量累计103637.88，同比4611.11%。
- 2024年1-12月，我国精炼铅出口量累计21993.43，同比-88.31%
- 2024年7-8月，进口窗口打开，我国精炼铅进口出现显著回升。9月之后进口窗口多数关闭，进口量有所下滑。

# 库存端-国内外精炼铅库存回升



2023年以来，LME铅库存自历史低位出现明显回升，逐渐转向累库存，至2024年4月已经回升至8年库存高位水准。而国内也有波动修复，但库存累积远不及海外市场。这主要是过去几年国内铅资源净流出导致的库存差异。截至2025年2月末，LME铅214800，同比26.45%，沪铅库存59176，同比11.88%。

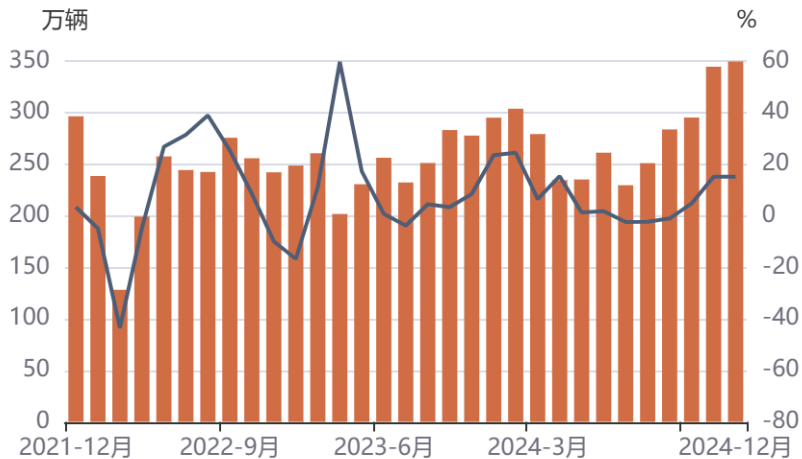
# 需求端-铅蓄电池



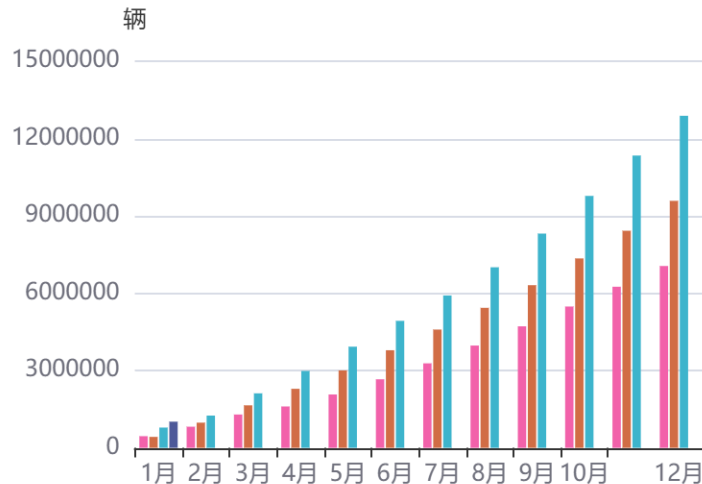
- 2024年铅蓄电池上半年产销好于下半年。上半年表现产销增长累库存，淡季不淡。下半年成本高企，价格传导不畅，电池企业库存高企，旺季不旺。铅蓄电池进出口上半年表现增长，5月后内外铅比价不利蓄电池出口，下半年出口订单出现流失情况。我国铅蓄电池出口形势继续保持增长，但较2023年增速出现放缓。2024年末出现抢出口情况。
- 我国铅消费量超过全球铅消费总量的40%；我国铅蓄电池产销量超过全球销售总量的40%；基于铅蓄电池技术成熟、安全可靠、产业链完备，仍具备较强市场竞争力，2024-2025年铅蓄电池产销量呈持平，或小幅增加的趋势。
- 2025年不利点，海合会国家反倾销。出口增长或受限。有利点：国内政策支持带来需求增量，以旧换新支持。
- 2025年初，春节假期影响开工下滑较明显。春节后，电动自行车、三轮车等蓄电池市场需求表现弱于去年同期，且传统淡季将至，经销商采购较为谨慎，多以销定产。汽车蓄电池市场方面，国内更换需求一般，整车配套订单有所好转，但出口订单仍受内外铅材料成本差异制约，导致企业开工增减并存。部分企业满产运行，而另一些企业则处于半产状态或月末停产放假，以控制成品库存。
- 成本性能对比：每瓦时锂电池成本已经优于部分铅酸电池型号，单组电池锂电更轻更贵，但续航里程会更优。

从替代率来看，有数据显示，汽车起动起停铅酸电池仍是主力，锂离子占比稀释不超过5%；电动自行车锂电替代占比或20%左右，受锂电替代冲击最大。

— 汽车:产量:当月同比    汽车:产量:当月值



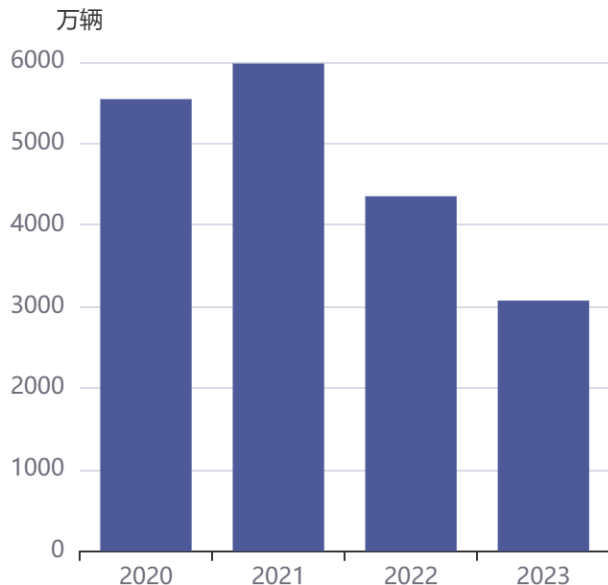
■ 2022年 ■ 2023年 ■ 2024年 ■ 2025年



2024年，中国汽车产业在复杂多变的市场环境下依然保持强劲增长势头，全年汽车产销分别达到3128.2万辆和3143.6万辆，同比增长3.7%和4.5%，再创历史新高。其中，新能源汽车表现尤为亮眼，年产销首次突破1000万辆，销量占比超过40%，成为拉动汽车市场增长的新引擎。乘用车市场表现稳健，全年产销同比增长5.2%和5.8%，而商用车市场则相对疲弱。此外，中国汽车出口再上新台阶，全年出口585.9万辆，同比增长19.3%。面对外部环境变化 and 市场竞争加剧，中国汽车产业展现出强大的韧性和活力。未来，随着政策利好和 market 需求的持续释放，中国汽车市场有望实现更高质量的发展。

2025年1月，我国汽车行业平稳开局，1月份，在“以旧换新”政策、春节经济助力等利好因素驱动下，乘用车产销量双增，新能源汽车延续亮眼表现。中国汽车工业协会发布最新数据显示，1月份，汽车行业总体保持稳定运行。乘用车产销量分别完成215.1万辆和213.3万辆，同比分别增长3.3%和0.8%，实现同比双增。新能源汽车表现突出，产销量同比分别增长29%和29.4%，销量达到汽车新车总销量的38.9%。

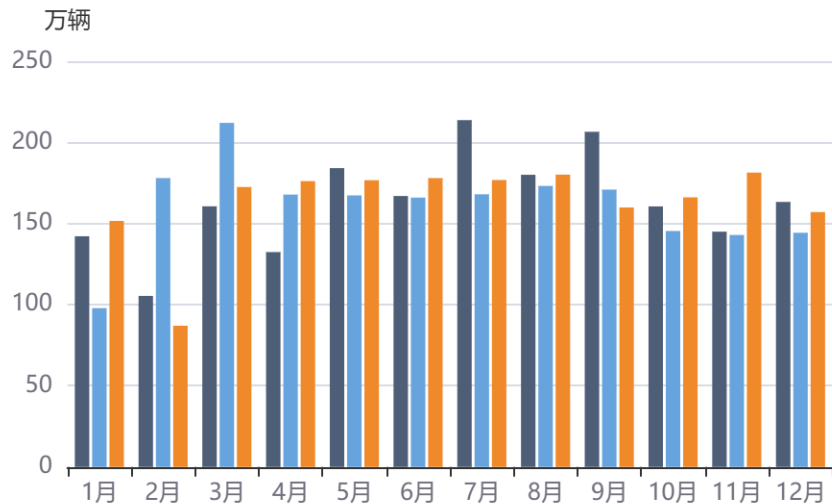
■ 两轮自行车(自行车)生产量



- 电动自行车超标车进入淘汰期，政策红利至少可延续至2025年。在《新国标》政策、消费者需求升级、产品技术提升、绿色出行环保要求等因素促进下，锂电两轮电动车产品销量占比得到快速提升，但在我国3.2亿保有量且70%-80%为铅酸电池电动两轮车的基础上，以及锂电池成本、锂电安全技术研发门槛高于铅酸电池等行业前提下，我国的两轮电动车锂电化过程会是渐进过程，铅蓄电池需求仍会保持在一定程度水平上，并不会快速退坡。
- 以旧换新：2024年8月末，商务部等5部门发布了《推动电动自行车以旧换新实施方案》考虑到近年来铅酸蓄电池在电动自行车用电池中占比接近80%，且安全性较好、价格便宜，此次政策对于将老旧锂离子蓄电池电动自行车换购成铅酸蓄电池自行车的消费者，会适当加大补贴力度。统计显示，截至2024年12月底，全国电动自行车以旧换新数量已突破130万辆，政策引导消费者购买合格、安全电动自行车的作用较为明显。2025以旧换新政策继续带来利好。
- 电动自行车强制性国家标准《电动自行车安全技术规范》（GB 17761—2024）修订后正式对外发布，于2025年9月1日实施，旧版标准（GB 17761—2018）将被替代。其中一条“将使用铅酸蓄电池的电动自行车整车质量上限由55kg提升到63kg”利好铅蓄电池两轮车消费。
- 东南亚出口需求显著增长，出口料延续较好增长。

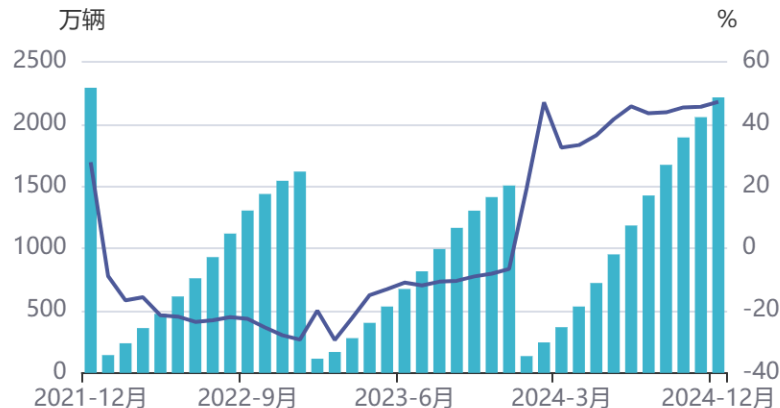
# 需求端-摩托车

■ 2022年 ■ 2023年 ■ 2024年



— 出口数量:机电产品:摩托车:电动摩托车及脚踏车:累计同比

■ 出口数量:机电产品:摩托车:电动摩托车及脚踏车:累计值



根据中国摩托车商会统计数据，2025 年 1 月，我国摩托车行业产销分别为 157.19 万辆和 159.75 万辆，环比下降 10.56% 和 9.14%，同比增长1% 和 2.1%。**摩托车行业呈现出显著的分化态势。**燃油摩托车成为增长的主要驱动力，1 月产销分别为 136.48 万辆和 138.3 万辆，同比增长 2.68% 和 2.77%。而电动摩托车 1 月产销分别为 20.71 万辆和 21.44 万辆，产销量环比下降 24.13% 和 19.11%，同比下降 8.78% 和 2%。



CONTENT  
目录

第一部分

行情回顾

第二部分

宏观分析

第三部分

供需分析

第四部分

供需平衡

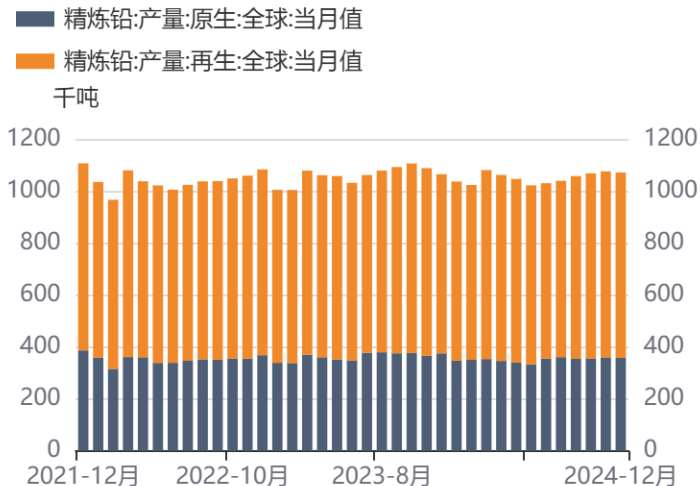
第五部分

季节性及技术分析

第六部分

结论及操作建议

# 供需平衡-全球精炼铅



据国际铅锌研究小组(ILZSG)表示,2024年全球精炼铅需求下降0.8%至1,300万吨,因欧洲、中国、日本、土耳其和美国的产量下降抵消了巴西、印度、韩国和越南的产量上升。全球精炼铅产量下降1.7%,是由于中国和加拿大产量下降,尽管澳大利亚、印度、日本和韩国的产量有所增加。回收铅产量在全球产量中的份额基本保持不变,为67.5%,而由于澳大利亚、玻利维亚和保加利亚的投入增加,矿山产量增加1.9%。

# 供需平衡-全球精炼铅

| ILZSG  | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024E   | 2025E   |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 全球精铅产量 | 1157.96 | 1176.51 | 1177.20 | 1184.80 | 1239.00 | 1250.60 | 1285.30 | 1301.30 | 1310.00 |
| 全球精铅消费 | 1177.65 | 1190.21 | 1180.80 | 1171.80 | 1236.30 | 1264.00 | 1276.10 | 1297.70 | 1300.00 |
| 供需平衡   | (19.69) | (13.70) | (3.60)  | 13.00   | 2.70    | (13.40) | 9.20    | 3.60    | 10.00   |

国际铅锌研究小组(ILZSG)，2024年全球铅市供应过剩降至3.6万吨。而2025年，基于矿端供应改善有增量预期，以及铅蓄电池端温和增长预期，铅供需平衡可能再转向供应略有过剩情景，且较2024年过剩有所扩大



CONTENT  
目录

第一部分

行情回顾

第二部分

宏观分析

第三部分

供需分析

第四部分

供需平衡

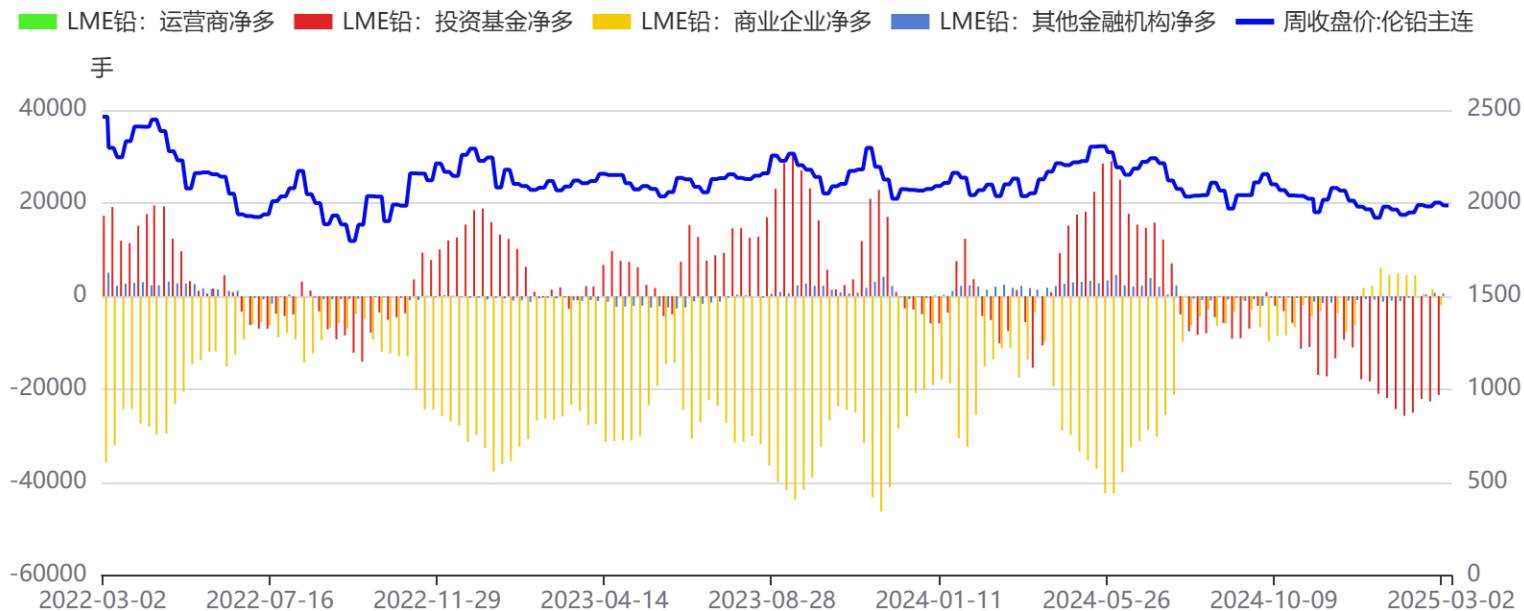
第五部分

季节性及技术分析

第六部分

结论及操作建议

# 伦铅持仓分析



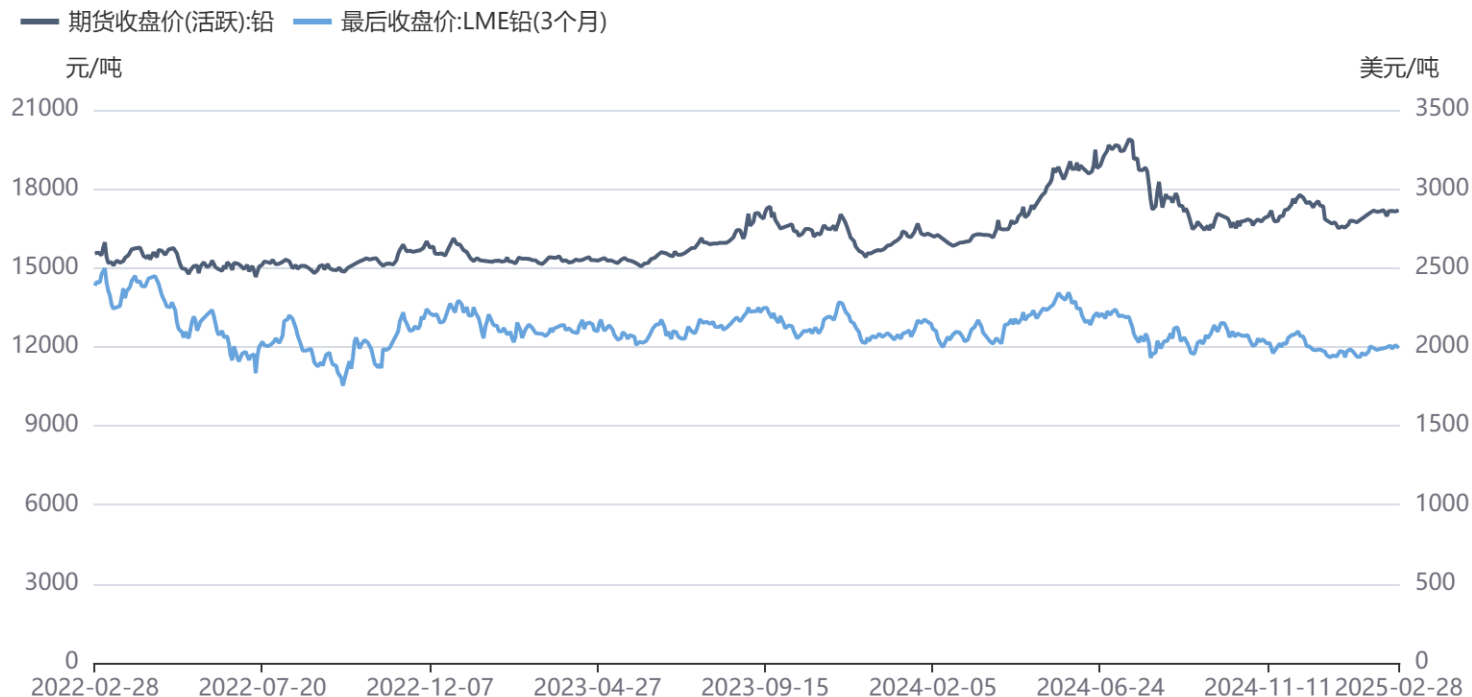
伦铅波动整理。投资基金净空波动收窄，商业企业净多收窄。总体来看，投资基金净多与铅价波动正相关性偏高。当前伦铅持仓结构对铅价偏中性。

# 铅季节性走势

|      | 1月    | 2月    | 3月    | 4月    | 5月    | 6月    | 7月    | 8月    | 9月     | 10月    | 11月   | 12月    |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|
| 2011 | /     | /     | /     | -5.63 | -3.35 | 0.68  | 3.15  | -4.05 | -13.92 | 5.35   | -0.29 | -0.59  |
| 2012 | 5.97  | 0.96  | -4.94 | 2.19  | -5.08 | -3.16 | 3.50  | 0.60  | 6.63   | -5.60  | 0.10  | -0.20  |
| 2013 | 1.12  | -2.60 | -4.16 | -3.51 | 1.04  | -0.93 | -1.04 | 6.58  | -3.58  | 1.45   | -2.93 | 2.77   |
| 2014 | -1.85 | -1.03 | -0.79 | 0.69  | 0.79  | 0.86  | 5.92  | -3.18 | -4.36  | -1.23  | -0.70 | -8.81  |
| 2015 | 0.73  | -1.64 | 1.10  | 11.29 | -3.01 | -4.33 | 1.68  | 2.73  | -0.30  | -0.45  | -5.16 | 4.45   |
| 2016 | 1.75  | 2.39  | -3.07 | -0.90 | -2.74 | 1.99  | 5.06  | 1.17  | 10.02  | 7.93   | 29.14 | -17.47 |
| 2017 | 7.66  | -1.90 | -6.09 | -6.52 | -1.78 | 11.07 | 3.04  | 5.99  | 7.53   | -11.87 | -0.46 | 4.76   |
| 2018 | 1.59  | -0.85 | -3.06 | -2.19 | 9.15  | 2.25  | -9.45 | 1.03  | -3.85  | 1.95   | -0.35 | -1.34  |
| 2019 | -2.83 | -1.14 | -3.21 | -0.27 | -3.80 | -0.19 | 3.62  | 4.12  | -2.02  | -1.98  | -6.71 | -2.45  |
| 2020 | -0.79 | -4.03 | -3.47 | -1.58 | 3.88  | 3.56  | 6.19  | 0.35  | -3.67  | -4.17  | 7.43  | -5.12  |
| 2021 | 3.73  | 2.81  | -2.35 | -1.01 | 2.60  | 1.35  | 0.76  | -5.37 | -5.01  | 10.72  | -2.74 | -0.29  |
| 2022 | -0.59 | 1.67  | 1.74  | -1.58 | -2.09 | 0.39  | -0.29 | -2.20 | 0.77   | 1.26   | 3.45  | 1.21   |
| 2023 | -4.39 | 0.85  | -0.42 | -0.26 | -0.33 | 1.48  | 3.50  | 2.22  | 1.38   | -1.54  | -2.61 | -0.06  |
| 2024 | 2.52  | -1.94 | 4.92  | 3.59  | 8.25  | 3.12  | -2.97 | -7.86 | -1.99  | -1.53  | 4.10  | 3.51   |
| 2025 | -0.36 | 2.75  |       |       |       |       |       |       |        |        |       |        |
| 均值   | 1.02  | -0.26 | -1.83 | 0.00  | 0.53  | 1.34  | 1.50  | 0.48  | 0.12   | -0.39  | 1.59  | -1.40  |

铅季节性与需求周期变化相关，但2024年供给端矛盾突出且与宏观影响共振，季节性规律不明显。预计2025年回归季节性规律，下跌高概率月份3、9、11、12月，上涨高概率1、6、7、8月

# 铅技术分析



沪铅一度显著调整脱离低位，预计支撑至在16000-16200，上方压力位至17400-17500，延续震荡格局。



CONTENT  
目录

第一部分

行情回顾

第二部分

宏观分析

第三部分

供需分析

第四部分

供需平衡

第五部分

季节性及技术分析

第六部分

结论及操作建议

- 铅低开高走，偏强震荡。
- 宏观：宏观情绪偏谨慎，但预计3月波动可能有所放大。美联储降息节奏继续受通胀形势反复，以及就业增速可能放缓的影响。国内经济富有韧性，将会继续实施积极财政与适度宽松的货币政策。有色金属3月起宏观国内外信息进一步明朗化，料会带来波动的加大。
- 供需：铅海外矿端供应改善有所显现，加工费企稳回升，原再生铅3月均有增产预期，再生铅有新产能可能释放，但受限于废电瓶供应，需防范废电瓶是否因需求增加上涨，从而限制调整空间。从需求端来看，蓄电池消费淡季来临，开工变化以及下游备库强度影响铅向上波动意愿，整体来看不及去年同期。2025年，以旧换新及对电动自行车新国标等的政策利好将继续带来提振，而电动自行车海外市场仍可能有进一步发展空间。
- 铅月度级别波动区间料主要在16000-17800元之间波动。沪铅走势受宏观共振及供需波动变化共同影响，宽震荡注意下行风险。也可考虑期权做多波动率。
- 风险因素：宏观经济变化显著偏空；铅矿端供应改善超预期；废电瓶制约力度不及预期；累库存超预期；地缘因素对大宗商品带来的避险或供需预期变化影响等。
- 产业操作建议：用铅缓采购，有期货买保则按需现货采购，期货平仓即可。

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。



# 谢谢！

**方正中期期货有限公司**

北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层 100020

16F, Tower A, ZT International Center, No.10 Chaoyangmen South Street, Chaoyang District, Beijing, China 100020