



## 原料或将持续偏紧，沪铅期价高位震荡

### 摘要

**利多：**美国 8 月非农报告中，失业率高于预期及平均时薪环比低于预期加上美国第二季度实际 GDP 低于预期及前值，市场预期美联储下调维持限制性利率周期的长度；国内多家全国性商业银行将再度下调存款挂牌利率；中国 8 月官方制造业 PMI 连续三月小幅回升；8 月社融超预期，中国经济正在回暖，市场情绪较好；国内库存低位。

**利空：**美国 8 月 CPI 数据显示同比增速继续反弹，超过预期并创下 14 个月来最大的环比涨幅；美联储将基准利率维持在 5.25% 至 5.50% 区间不变，符合市场预期，但美联储主席鲍威尔表示，如果合适准备进一步提高利率；欧洲主要经济体 PMI 数据仍较弱。

**小结：**9 月份国内沪铅期货高位震荡。月初，矿端供应延续偏紧，废电瓶价格仍高位运行，成本端对铅价支撑，加上消费预期向好，现货资源紧缺，多头持仓大涨，沪铅较为强势，而后高位铅价让下游畏高慎采，现货成交较为清淡，制约铅价上行空间，铅价在高位震荡。

**展望：**展望 10 月，宏观上，最新点阵图中多数决策者预计今年内美联储还有一次加息，预计明年可能至少降息一次。基本上，铅精矿冬储开启，铅精矿需求增加或使铅精矿供应紧张格局加剧，原生铅冶炼厂生产平稳增减并存，再生铅产量在检修结束下仍以增加为主，不过部分地区冶炼厂因原料供应紧张而减产；铅蓄电池方面，订单向好及电池涨价推动下开工率上行，但旺季消费弱于去年，叠加铅价持续高位运行，下游企业对铅锭采购积极性减弱。库存上，海内外低位。总的来说，宏观略有承压，基本面偏强，预计沪铅主力合约 pb2311 仍以高位震荡为主，以区间做多思路为宜。

**参考入场点位区间：**建议沪铅 2311 合约区间震荡做多思路为主，参考入场点位区间 16400-17400 元/吨。止损设置：根据个人风格和风险报酬比进行设定，此处建议，沪铅 2311 合约止损参考各 200 元/吨。

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..... 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—铅两市库存增加..... 6

    三、铅市供应..... 6

        1、铅矿进口环比增加..... 6

        2、铅产量高位..... 7

    四、铅市需求..... 8

        1、精炼铅为净出口..... 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..... 10

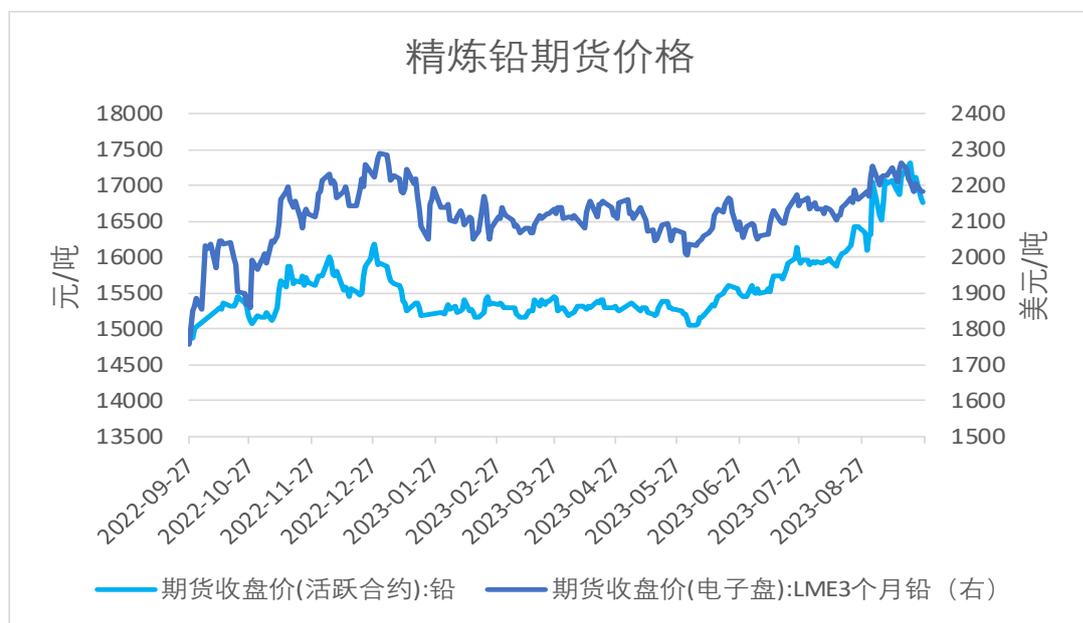
第四部分、操作策略及风险提示： ..... 11

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

9月份国内沪铅期货高位震荡。截至2023年9月26日，沪铅收盘价为16760元/吨，较2023年8月28日上涨430元/吨，涨幅2.63%；截至2023年9月26日，伦铅收盘价为2183美元/吨，较2023年8月25日上涨23元/吨，跌幅1.06%。宏观面，美国8月非农报告中，失业率高于预期及平均时薪环比低于预期让市场增强对美联储维持利率不变的预期；美国第二季度实际GDP低于预期及前值，经济增速低于预期有利美联储下调维持限制性利率周期的长度；但美国8月CPI数据显示同比增速继续反弹，超过预期并创下14个月来最大的环比涨幅，核心CPI同比增速继续放缓，但环比涨幅高于预期；9月美联储未加息，但鲍威尔发言鹰派，外围宏观氛围由强转弱。国内多家全国性商业银行将再度下调存款挂牌利率；中国8月官方制造业PMI连续三月小幅回升，表明制造业生产经营活动稳定，市场需求景气度有所改善，企业信心进一步增强；国内8月CPI、PPI均出现环比回升、同时8月社融超预期，中国经济正在回暖，国内市场情绪较好。基本面，月初，矿端供应延续偏紧，废电瓶价格仍高位运行，成本端对铅价支撑，加上消费预期向好，现货资源紧缺，多头持仓大涨，沪铅较为强势，而后高位铅价让下游畏高慎采，现货成交较为清淡，制约铅价上行空间，铅价在高位震荡。



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网站6日发布数据显示，2023年8月份全球制造业PMI为48.3%，较上月上升0.4个百分点，连续2个月环比上升。分区域看，亚洲制造业PMI在50%以上，延续小幅上升趋势；美洲和非洲制造业PMI较上月小幅上升，但仍处于50%以下；欧洲制造业PMI延续弱势下行趋势，制造业PMI连续7个月小幅下降。

2、美国8月ADP就业人数增加17.7万人，预期19.5万人，前值由32.4万人修正为37.1万人。作为服务业占比较大的ADP就业人数回落整体或劳动力市场需求有所放缓，薪资增速或相对放缓，后继美国核心通胀压力下行阻力或相对减小。美国第二季度实际GDP年化季率修正值为2.1%，低于市场预期值2.4%，较初值下调0.3个百分点。个人消费支出价格指数（PCE）二季度上涨2.5%，初值为2.6%，撇除食品和能源价格的核心PCE为3.7%，同样下修0.1个百分点。经济增速及通胀水平有所低于预期且有所下调或有利美联储下调维持限制性利率周期的长度，美元指数及美债收益率或相对承压。

3、美国8月季调后非农就业人口增加18.7万人，预期17万人，前值自18.7万人下修至15.7万人；失业率意外上升0.3个百分点至3.8%，创2022年2月以来新高，预期及前值均为3.5%。员工平均时薪同比涨幅为4.3%，预期及前值均为4.4%，环比上涨0.2%，预期0.3%，前值0.4%；劳动参与率上升0.2个百分点至62.8%，创2020年2月疫情以来新高。整体劳动力供需在本月得到显著改善，同时薪资增速进一步下降，整体有利美联储暂缓加息。然而后继美联储梅斯特在公开发言中表示表示，尽管取得一些进展，但通胀仍然过高，就业增长放缓，3.8%的失业率仍然较低，未来政策决策将是关于风险管理，市场认为梅斯特整体发言基调偏鹰。往后看，当前劳动力市场虽有所降温，但通胀水平存在较大的上升风险，短期内美元指数或受利率预期支撑于高位。

4、美联储如期按兵不动，将基准利率维持在5.25%至5.50%的二十二年来高位。政策声明重申通胀保持高企，并改称就业增长放缓，经济活动稳健增长。而在最新点阵图中多数决策者预计今年内还有一次加息，预计明年可能至少降息一次。此外，经济展望显示，美联储官员大幅上调今年的GDP增速预期。美联储主席鲍威尔在公开演讲中表示，如果合适，准备进一步提高利率，将会逐次会议做出决策。美联储在今年最后两次会议上做出的决策将取决于全部数据的综合情况；美联储也从未打算就任何降息的时间发出信号，降息的时机会在适当的时候出现。往后看，即便美联储重申年内再次加息的可能性，但多种经济指标已反映当前美国经济增速已逐渐放缓，劳动力市场供需的持续修复或将带动薪资增速下行。因此，若后继经济数据未显著超出预期，美国利率走势或于高位停留更长时间而非进一步抬升，美元指数在利率支撑下或持续保持强势，而走势拐点或多于年末隐含利率到达峰值时到来。

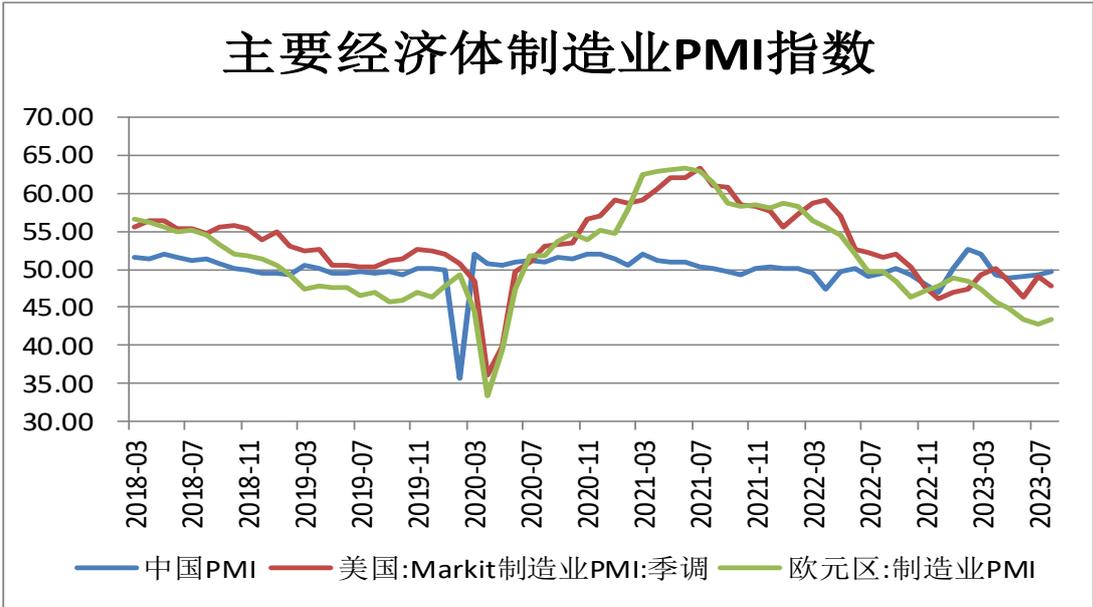
5、美国 8 月通胀反弹，CPI 同比上涨 3.7%，略高于 3.6%的市场预期，前值为 3.2%；环比上涨 0.6%，符合预期，前值为 0.2%。剔除波动较大的食品和能源价格后，美国 8 月核心 CPI 同比上涨 4.3%，预期 4.3%，前值 4.7%；环比上涨 0.3%，预期及前值均为 0.2%。本次通胀数据在能源价格上涨的影响下有所回升，但核心通胀细分项中与消费及服务业相关的价格指数有所下降，整体数据或反映限制性利率对美国的影响逐渐增强，或有利后继美联储维持当前利率水平。本次通胀虽略超预期上涨但市场对 11 月及 12 月利率预期计价相对充足

国内方面，1、中国 8 月官方制造业 PMI 录得 49.7，前值 49.3，预期 49.4；非制造业 51，前值 51.5，预期 51.2。制造业 PMI 连续三月小幅回升，产需指数均有所好转，均回升至近 5 个月以来的高点，新订单指数 4 月份以来首次升至扩张区间。表明制造业生产经营活动稳定，市场需求景气度有所改善。大中小模企业景气度改善，均有所上涨，稳中有升，企业信心进一步增强，但就业指数仍低位运行。总的来看，制造业小幅改善，产需有所好转，但稳就业压力尚存，恢复发展基础仍需巩固，但随着近期政策频出，经济料加速恢复。

2、据证券时报，多家全国性商业银行将于 9 月 1 日起再度下调存款挂牌利率。值得注意的是，如果此轮存款利率下调落地，这也将是在一年内的第三次存款利率下调：2022 年 9 月、2023 年 6 月。相比于 6 月的下调，此次存款利率调降幅度普遍更大，且主要针对定期存款和大额存单。随着贷款利率持续下行，银行业整体面临着息差持续收窄的压力，近期颇受市场关注的存量房贷利率调整也将给这一压力再度加码。存款利率的下调有助于有效降低银行负债成本，缓解银行息差压力，从而银行信贷供给的能力与积极性会提升，同时有助于打开实体融资成本下降的空间，对经济产生正面影响。

3、中国人民银行、金融监管总局联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》。本次政策主要对首付比例降低和新发房贷利率下限进行调整，主要包括：首套不低于 20%，二套不低于 30%；首套按下限执行，二套房贷利率下限调整为加 20 个基点。存量住房贷款利率的下降，可节约居民的利息支出，有利于扩大消费和投资。对银行来说，可有效减少提前还贷现象，减轻对银行利息收入的影响。同时，还可压缩违规使用经营贷、消费贷置换存量住房贷款的空间，减少风险隐患。随着一揽子稳房市政策出台落地，积极效应正在初步显现。据了解，政策落地后，北京、上海等城市看房量、成交量出现回升，部分售楼处甚至非常拥挤，市场意愿强烈。业内认为，“量升价稳、预期向好”是金九银十的重要特征，预计这波行情会持续。

4、中国人民银行公布的数据显示：初步统计，2023 年前八个月社会融资规模增量累计为 25.21 万亿元，比上年同期多 8420 亿元。8 月份社会融资规模增量为 3.12 万亿元，比上年同期多 6316 亿元。前八个月人民币贷款增加 17.44 万亿元，同比多增 1.76 万亿元。8 月份人民币贷款增加 1.36 万亿元，同比多增 868 亿元。前八个月人民币存款增加 20.24 万亿元，同比多增 1158 亿元。8 月份人民币存款增加 1.26 万亿元，同比少增 132 亿元。前八个月外币存款减少 585 亿美元，同比少减 272 亿美元。8 月份外币存款减少 264 亿美元，同比少减 161 亿美元。8 月末，广义货币 (M2) 余额 286.93 万亿元，同比增长 10.6%。

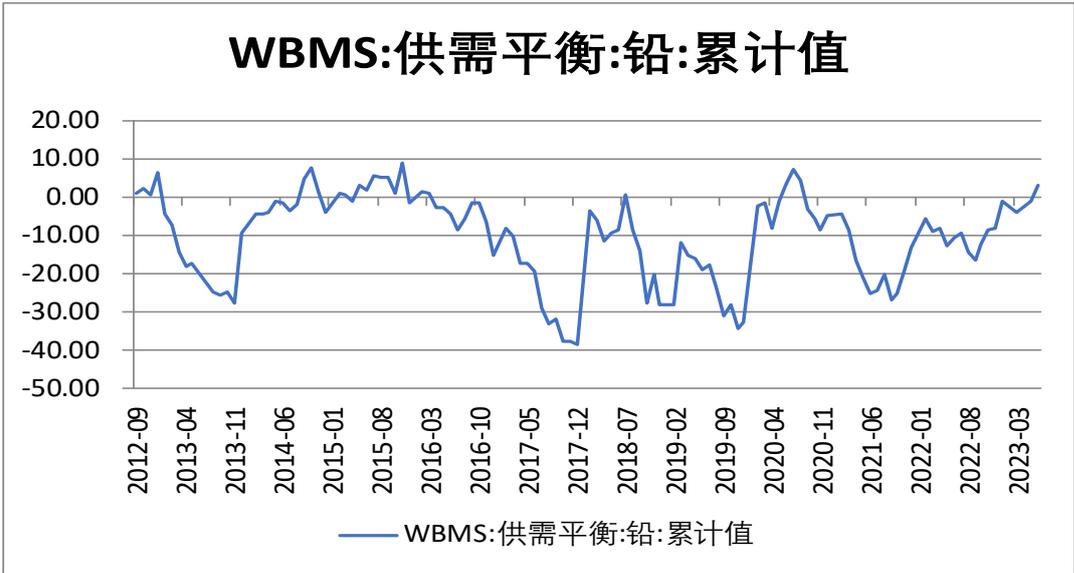


图表来源：WIND、瑞达期货研究院

二、铅市供需体现

1、全球铅市供应过剩

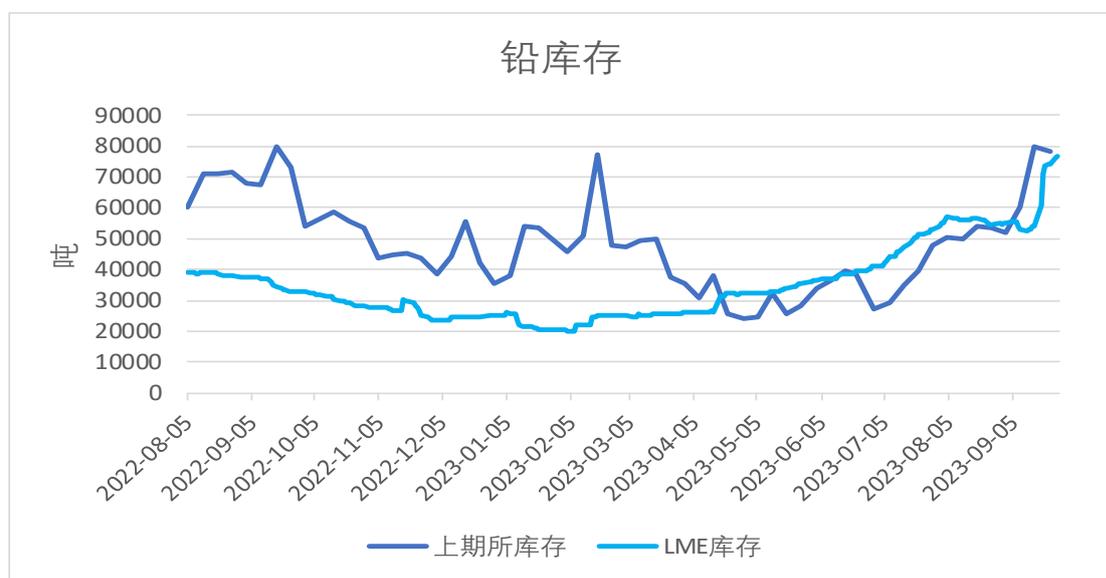
世界金属统计局(WBMS)公布的最新报告显示,2023年7月,全球精炼铅产量为116.53万吨,消费量为115.65万吨,供应过剩0.88万吨。2023年1-7月,全球精炼铅产量为852.39万吨,消费量为847.65万吨,供应过剩4.73万吨。2023年7月,全球铅矿产量为35.45万吨。2023年1-7月,全球铅矿产量为288.23万吨。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

## 2、供需体现—铅两市库存增加

库存方面，截至 2023 年 9 月 26 日，LME 铅库存为 76725 吨，较上月增加 22150 吨，增幅 40.59%；截至 2023 年 9 月 22 日，上期所铅库存为 78494 吨，较上月增加 24894 吨，增幅 46.44%。国内方面，9 月初，沪铅期货端总持仓量大幅增加超过 20 万手，软逼仓加上交割品牌供应偏紧，升水高涨，在期现价差扩大的情况导致铅锭累库。中旬，铅价高位震荡，下游采购积极性受到影响，采买积极性不高，再加上期现价差仍较大，铅冶炼企业偏向于交仓，铅锭累库持续。临近月末，交仓货源抵达仓库加上出口移库部分，铅锭社会库存仍保持累库状态。月末时，下游在节前备货积极，加上出口兑现，铅锭库存转降，但随着沪伦比值扩大，出口窗口已关闭，铅锭销售或重回内销，后续预计铅锭去库趋缓。



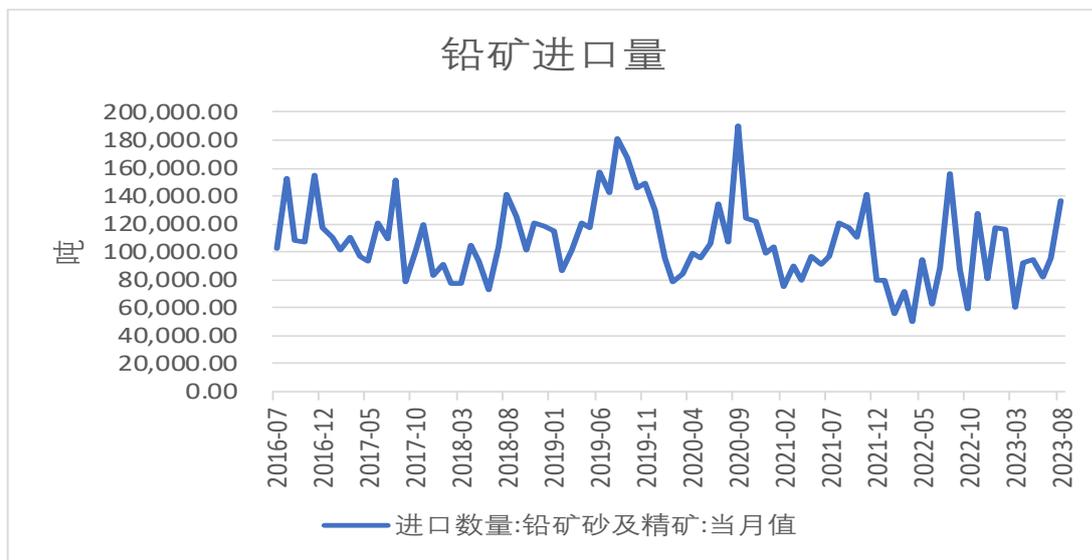
图表来源：WIND、瑞达期货研究院

## 三、铅市供应

### 1、铅矿进口环比增加

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 8 月，当月进口铅矿砂及精矿 136577.54 吨，环比增加 42.15%，同比下降 9.29%，1-8 月，总计进口铅矿砂及精矿 796551.61 吨，同比增加 21.87%。从进口细分国来看，8 月主要铅精矿进口国为美国、俄罗斯、澳大利亚三个国家，2023 年上半年铅精矿进口窗口处于关闭状态，同比增加主要是由于 2022 年底的货物运输受阻，延迟交付至 2023 年 1-2 月，沪伦比值及进口铅价的倒挂使得铅精矿进口表现较差，加上铅精矿产量有限，下半年进口改

善的概率不大，不过 8 月 1 日起，缅甸佤邦已停止所有矿山一切勘探、开采、加工等作业，我国源自于缅甸的铅精矿主要的使用企业为云南地区电解铅冶炼企业，在缅甸发布“禁矿令”后，云南地区冶炼厂提前采购进行补库，7 月铅精矿进口增加。8 月，虽缅甸地区“禁矿令”实施，但美国成为主要的进口来源国，8 月铅精矿进口环比增加，四季度，北方冶炼厂冬储刺激矿端需求，进口或会保持强势。



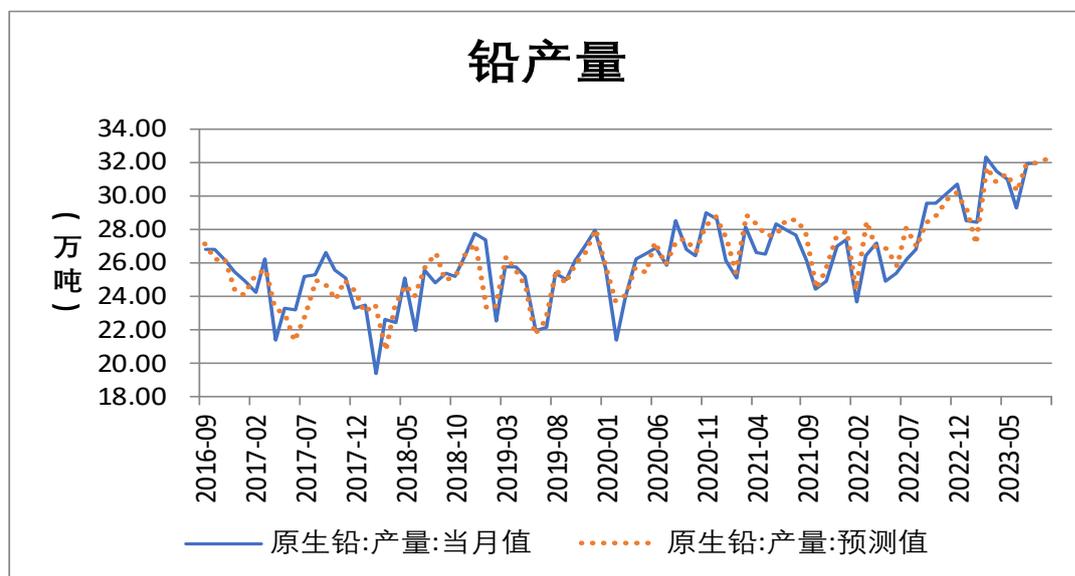
图表来源：WIND、瑞达期货研究院

## 2、铅产量高位

据 SMM 显示：2023 年 8 月全国电解铅产量为 31.89 万吨，环比下滑 0.27%，同比上升 18.83%；2023 年 1-8 月累计产量同比上升 17.78%。2023 年涉及调研企业总产能为 583.57 万吨。8 月，电解铅冶炼企业生产增减并存，期间河南地区主要大型冶炼企业检修，同时安徽、云南、湖南等地区冶炼企业检修后恢复，加上 8 月铅价震荡走高，刺激铅冶炼企业生产积极性。9 月，电解铅冶炼企业检修与恢复并存，预计产量环比变化不大。河南地区大型电解铅冶炼企业检修结束，将贡献大部分增量。同时，铅价强势延续，期现价差扩大促使交割品牌铅冶炼企业偏向于交仓，甚至主动提产。而内蒙古地区电解铅冶炼企业计划检修，且为大型企业，其减量已抵消大部分增量预期。另 9-10 月份，按惯例铅冶炼企业将开始进行铅精矿冬储，铅精矿需求增加或使铅精矿供应紧张格局加剧，铅精矿加工费不排除再度下降，一定程度上也制约冶炼企业产量增幅。综上，预计 9 月电解铅产量仅是微增，至 32.2 万吨。

据 SMM 显示：2023 年 8 月再生铅产量 41.69 万吨，环比 7 月份上升 10.97%，同比去年上升 19.25%；2023 年 1 至 8 月再生铅累计产量 290.63 万吨，累计同比上升 3.83%。据 SMM

调研，7月多家再生铅冶炼企业相继检修结束复产，8月产量逐渐稳定或恢复至正常水平；9月再生铅产量仍以增加为主，宁夏地区某大型炼厂检修结束复产；安徽、浙江、贵州等地8月有过检修的企业预计9月产量正常；另有部分企业因原料库存些许宽裕而有提产信心。预计9月再生精铅产量在39.83万吨附近。

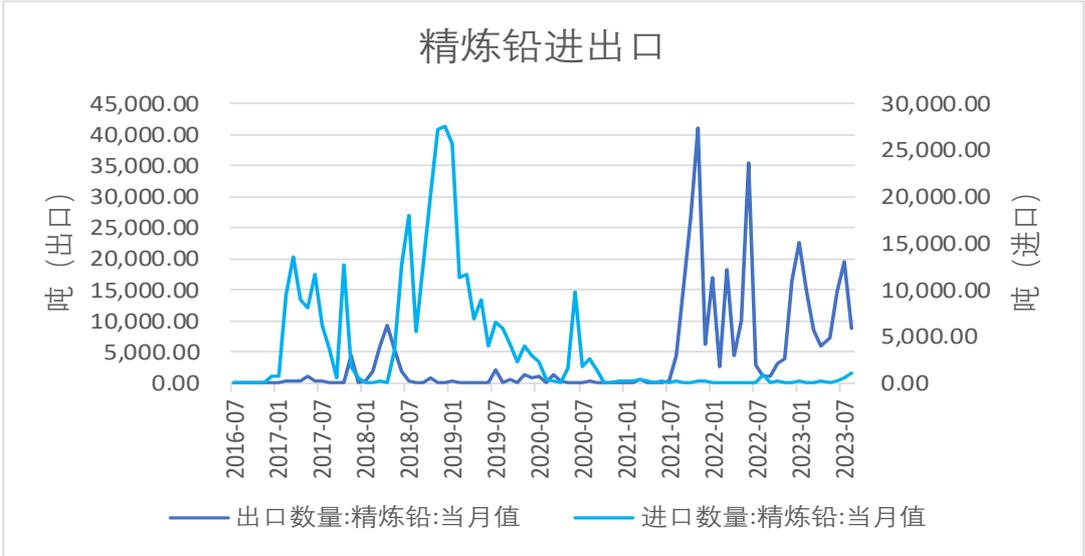


图表来源：SMM、瑞达期货研究院

## 四、铅市需求

### 1、精炼铅为净出口

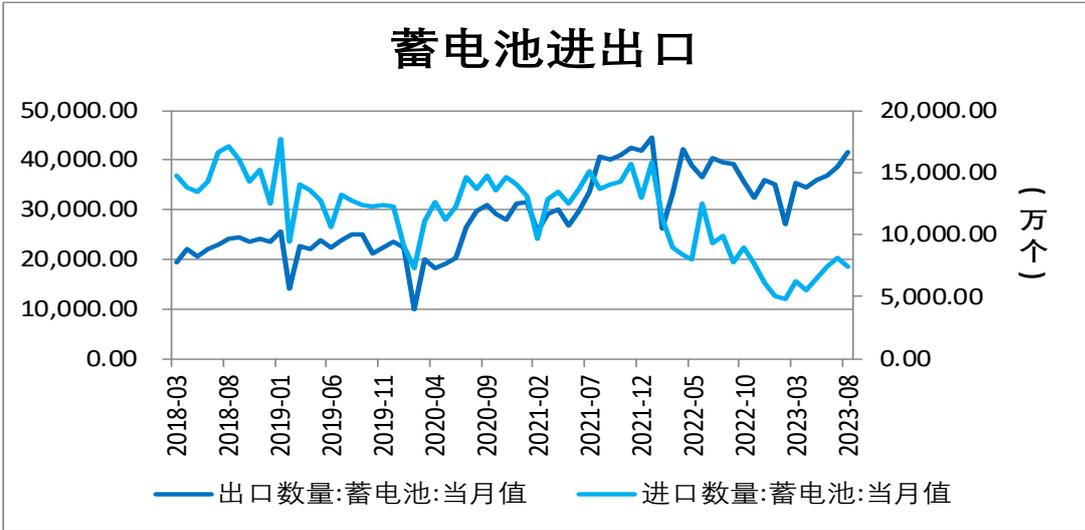
海关总署数据显示，2023年8月，精炼铅出口量8825.1吨，同比增加688.64%；精炼铅进口量1083.83吨，同比增加10.11%。中国8月精炼铅进口量同环比增加，从进口细分国来看，该月主要精炼铅进口国为越南、马来西亚、德国，该月中国从越南进口精炼铅973.22吨，环比增加74.69%，中国从马来西亚进口精炼铅104.78吨，环比增加99.62%。出口方面，一方面，因备货、通关等因素需要较长时间，前期货物离岸时间已至7月，贡献7月出口量增加较多，8月此因素消除，另一方面，8月铅精矿紧缺态势延续，同时废料需求量大增导致价格强势，成本端支撑国内铅价强势，出口窗口难以打开下，8月铅锭出口数量环比下降，但整体来说，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，加上期铅内弱外强的情况，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

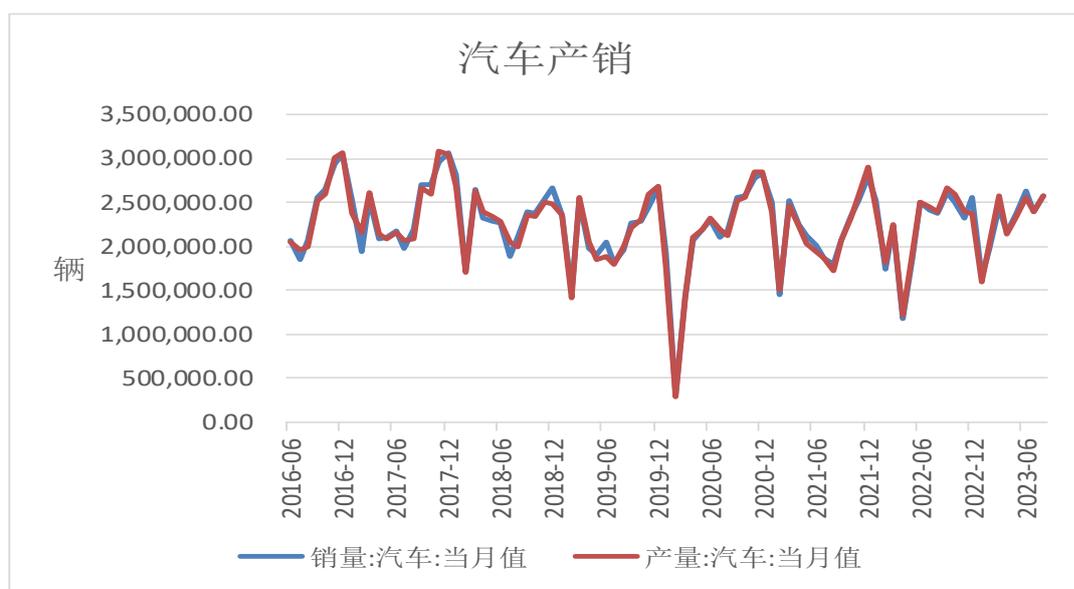
在中国最主要的铅初级消费领域是生产铅酸蓄电池，约占铅总消费的 80%。海关总署数据显示，2023 年 8 月，蓄电池出口数量为 41612 万个，同比增加 5.53%，环比增加 7.59%；蓄电池进口数量为 7400 万个，同比减少 25.64%，环比减少 8.38%。部分大型汽车蓄电池企业订单向好，电池涨价，提升电池产量，铅蓄电池企业开工率较好。出口方面，进入 8 月，国内铅价连续上涨让铅酸蓄电池的成本增加，及铅价内强外弱格局或将持续，不利于电池出口，铅蓄电池企业出口订单改善情况或不明显，不过人民币持续贬值仍为出口创造一定利好条件，加上铅蓄电池在欧美市场需求相对好转，电池出口订单仍向好。



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8月，中国汽车销售量为2582401辆，同比增加8.35%；中国汽车产量为2575185辆，同比增加7.5%。今年1~8月，国内汽车产销分别完成1822.5万辆和1821万辆，同比分别增长7.4%和8%。“在国家促消费政策及车企优惠促销等因素驱动下，8月国内汽车产销继续保持恢复态势。”中国汽车工业协会副秘书长陈士华解释称，加之去年同期南方限电等影响，8月份整体市场表现淡季不淡，环比同比均有所增长。近期，国家出台多项促汽车消费、稳行业增长措施，工信部等七部门联合发布《汽车行业稳增长工作方案（2023—2024年）》，突出抓好“三个统筹”，巩固拓展汽车行业稳中向好发展态势。中汽协预计，伴随各项政策效果不断显现，加之汽车行业即将进入“金九银十”销售旺季，各大车企也在不断推出新产品，有助于市场需求进一步释放，实现汽车行业经济发展预期目标。



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10月，宏观上，美国最新CPI数据显示同比增速继续反弹，超过预期并创下14个月来最大的环比涨幅，加上9月议息会议鲍威尔发言鹰派，最新点阵图中多数决策者预计今年内美联储还有一次加息，预计明年可能至少降息一次。基本上，铅精矿冬储开启，铅精矿需求增加或使铅精矿供应紧张格局加剧，原生铅冶炼厂生产平稳增减并存，再生铅产量在检修结束下仍以增加为主，不过部分地区冶炼厂因原料供应紧张而减产；铅蓄电池方面，订单向好及电池涨价推动下开工率上行，但旺季消费弱于去年，叠加铅价持续高位

运行，下游企业对铅锭采购积极性减弱。库存上，海内外低位。总的来说，宏观略有承压，基本面偏强，预计沪铅主力合约 pb2311 仍以高位震荡为主，以区间做多思路为宜。

### 第四部分、操作策略及风险提示：

中期（1-2 个月）操作策略：以区间偏多思路为主

◇ **对象：**沪铅 2311 合约

◇ **参考入场点位区间：**16400-17400 元/吨区间。

◇ **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 2311 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。