

2021 年 12 月 19 日

金瑞网站：www.jrqh.com.cn

客服热线：400-888-8208

铅内外盘价格走势



金瑞期货研究所

撰写人：

罗 平 (F3001801, Z0010512)

电 话：0755-83526480

邮 箱：luoping@jqqh.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分

核心观点：

- **2021 市场回顾：**供需均在恢复，市场维持紧平衡，由于疫情节奏差导致海内外需求复苏节奏不同，供需错配令铅在内外市场表现严重分化，中国在 2021 年通过大幅出口转移过剩压力。
- **精矿结构性短缺有望缓解：**2022 年疫情对矿端市场干扰在下降，在铅精矿加工费低位、矿山利润丰厚情况下，现有产能进一步恢复，新增产能释放，我们预估全球铅精矿从 2021 年紧平衡转向 2022 年小幅过剩，矿端过剩量约 2.8%，量级不及 2019 年过剩量 6.5%。
- **原生铅供应受约束：**一方面铅冶炼面临高耗能行业节能降碳约束，另一方面面临副产品收益下降约束，预计炼厂铅精矿加工费回升将被副产品收益下降抵消，原生铅 2022 年产量或持平 2021 年达 283 万吨。
- **再生铅贡献主要增量：**由于废铅蓄电池回收率不断提升，能耗双控影响偏小，国内再生铅进入增产新周期，市场供应压力增加。再生产能无瓶颈、原料有保障，我们预计再生铅在低利润水平下仍将维持扩张，2022 年中国再生铅产量增长 2%至 249 万吨。
- **消费高增速面临回落压力：**通胀预期令海外消费支撑在 2022 上半年延续，但流动性收紧后消费不可避免面临高增速回落，新能源汽车渗透率提高令锂电对铅蓄电池替代加速，全球消费增速预计回至 1%以下。
- **过剩压力下 2022 年铅价偏弱震荡：**全球 2022 年或过剩 10 万吨，国内过剩大于海外，仍需通过出口转移过剩压力。铅价总体维持大区间震荡，重心波动较之 2021 年小幅下移，沪铅主要波动区间 14000/16500 元，伦铅主要波动区间 1900/2300 美元。
- **投资策略：**趋势性行情难现，海外前期累库较慢，国内过剩压力大，内外低比价较长时间难回归，2022 上半年跨市反套需谨慎，由于过剩加剧，铅可逢高沽空或作为空头进行对冲配置。
- **风险提示：**双碳背景下政策冲击，国内供应增长可能低预期，或能源危机令国外市场缺口放大。

## 目 录

一、2021 回顾：矿紧锭松，外强内弱.....	4
二、2022 年市场矛盾推演.....	5
三、精矿市场供应边际改善 .....	5
3.1 海外矿山逐渐复产 .....	5
3.2 高利润下矿山有扩产计划 .....	5
3.3 精矿结构性短缺有望缓解 .....	7
四、精炼铅供需平衡预估 .....	8
4.1 原生铅供应受约束 .....	8
4.2 再生铅贡献主要增量 .....	9
4.3 海外消费高增速面临回落压力 .....	11
4.4 锂电对铅蓄电池替代加速 .....	11
4.5 海内外市场均有累库压力 .....	13
五、2022 年市场展望.....	14

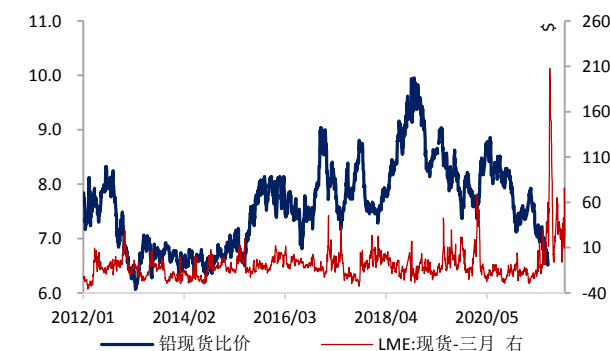
## 图表目录

图 1 LME 现货升水大幅走高 .....	4
图 2 沪铅波动弱于其他基本金属 .....	4
图 3 中国精炼铅出口大增 .....	4
图 4 沪铅库存增长伦铅库存下降 .....	4
图 5 海外铅精矿供应稳步恢复 .....	6
图 6 海外矿山上市公司产量增加 .....	6
图 7 国内铅精矿产量增长不明显 .....	6
图 8 铅精矿加工费在 2021 年明显下降 .....	6
图 9 原生铅开工率与综合利润率相关度高 .....	8
图 10 铅冶炼副产品白银硫酸价格面临高位回落 .....	8
图 11 美联储加息周期中白银表现弱势 .....	9
图 12 原生铅产量维持稳定 .....	9
图 13 再生铅新增产能较多 .....	9
图 14 再生铅产量与利润相关性降低 .....	9
图 15 废铅酸蓄电池价格走势 .....	10
图 16 近几年再生铅原料供应及再生铅产量 .....	10
图 17 海外现货升水大幅走高 .....	11
图 18 海外汽车产量维持增长 .....	11
图 19 LME 铅投资基金多头持仓在下降 .....	12
图 20 国内表观消费与终端消费差距缩小 .....	12
图 21 电动自行车产量增速 .....	13
图 22 汽车产量增速 .....	13
表 1 海外矿山新增产能及投放进度 .....	6
表 2 全球铅精矿市场供需平衡表 .....	7
表 3 国内再生铅原料增速及产量预估 .....	10
表 4 电动车渗透率提高减少铅消费用量测算 .....	12
表 5 国内终端消费领域拟合增速预估 .....	12
表 6 全球铅市场供需平衡表 .....	13

## 一、2021 回顾：矿紧锭松，外强内弱

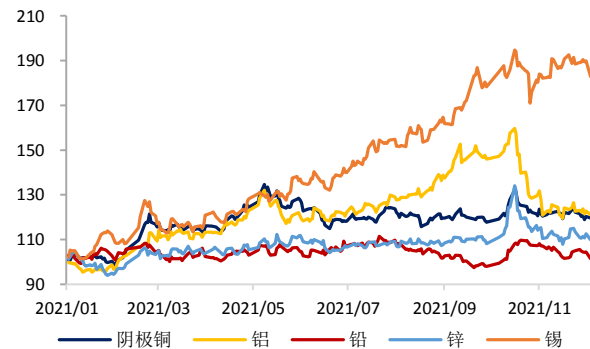
2021 年全球新冠疫苗接种率明显上升，尽管德尔塔变异病毒阶段性产生负面冲击，但全球经济体逐渐走出疫情阴影，为了刺激经济恢复，各大央行推行的宽松货币政策在年内大部分时间得以延续，美联储对高通胀的容忍度上升，这使得削减购债规模在四季度才落地。对铅市场而言，国内价格波动区间明显收窄，通胀抬升令价格重心整体小幅上移，沪铅主要波动区间在 14000/16500 元，与此同时，伦铅表现相对突出，价格一度突破近三年来高点达到 2452 美元，涨幅远大于国内，铅市场内弱外强格局明显。

图 1 LME 现货升水大幅走高



数据来源：iFinD，金瑞期货

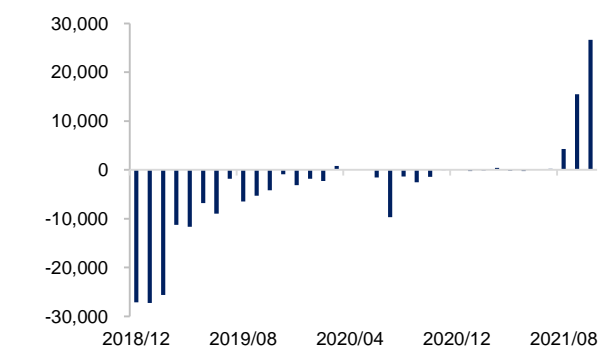
图 2 沪铅波动弱于其他基本金属



数据来源：iFinD，金瑞期货

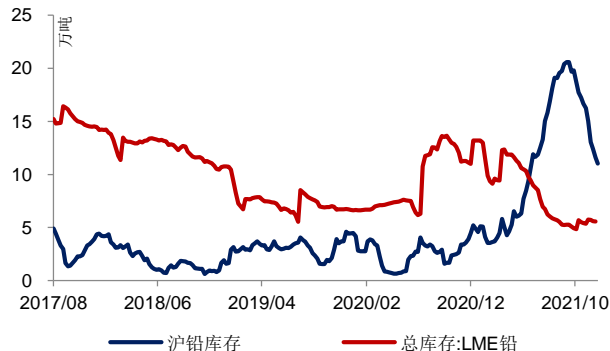
2021 年铅市场供需均在恢复，总体上维持矿紧锭松。疫情反复影响矿端恢复节奏，铅精矿市场整体偏紧，影响原生铅产量释放。但再生铅产量供应大幅攀升，消费端相对平稳，国内市场大幅累库。海外经济复苏举措使得欧美地区消费强劲，现货升水抬升，境外铅市场维持短缺。从本质上看，由于疫情节奏差导致海内外需求复苏节奏不同，供需错配令铅在内外市场表现严重分化，使得中国在 2021 年通过大幅出口转移过剩压力，这区别于往年。

图 3 中国精炼铅出口大增



数据来源：SMM，金瑞期货

图 4 沪铅库存增长伦铅库存下降



数据来源：iFinD，金瑞期货

## 二、2022 年市场矛盾推演

对于 2022 年，宏观层面海外面临流动性收紧，美联储开启加息周期，基本面层面我们重点关注前期存在的产业矛盾能否缓解，2021 年海外消费强劲承接了部分国内过剩，2022 年中国面临着需求收缩、预期转弱的压力，而海外缺乏流动性刺激下的消费能否成为引擎值得考量。

2021 年铅精矿短缺更多是结构性的，疫情对矿山冲击将逐步减弱，矿山产量逐渐恢复但尚未回到 2019 年水平。我们尝试通过梳理海外矿山财报来为未来供应变化做出指引，理论上，当前价格和高利润有望刺激更多产出，未来铅精矿供应边际改善的可能性较大。

对于海外市场，美联储加息节奏直接影响消费节奏，市场预期高通胀在上半年得以延续，这可能令海外消费支撑在上半年得以延续，预估 2022 年上半年海外表现或强于国内，但流动性收紧后消费不可避免将面临高增速回落，需要配合汽车产业景气度验证。

国内市场在国家双碳战略下供应面临冲击，铅耗能低于其他品种，这意味着铅品种未来受能耗双控政策影响是偏小的，供应端回升，锂电替代下消费增长可能难以与供应增长相匹配，预期国内将延续过剩。

## 三、精矿市场供应边际改善

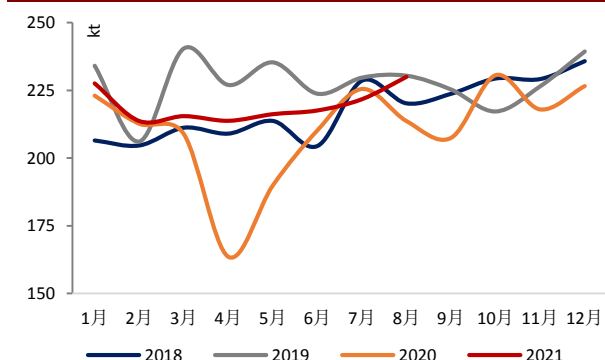
### 3.1 海外矿山逐渐复产

2021 年海外受疫情反复影响产量释放有所延迟，造成上半年供应偏紧，但总体上矿山在加速恢复中。我们梳理了海外 11 家上市公司财报，前三季度铅精矿产量为 72.7 万吨，较之 2020 年同期增长 4.4%，较之 2019 年同期增长 1.3%，数据反映多数企业已恢复至疫情前水平。分公司来看，仅 Glencore 和 Lunding 公司产量有下降，Glencore 位于澳大利亚的 Mount Isa 矿山品位下降造成产量下降 10%，但多数公司前三季度产量维持增长，如 Teck 公司产量增幅 10%、Vedanta 公司增幅 6%、BHP 公司增幅 12%、Peñoles 增速 14%等。

### 3.2 高利润下矿山有扩产计划

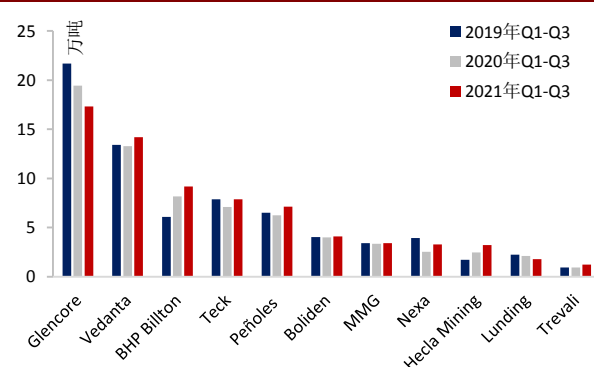
在当前铅矿山利润水平较好情况下，我们预计 2022 年海外矿端有望进一步改善，这一方面来自现有产能的进一步恢复，另一方面来自矿山高利润下新增产能释放。

图 5 海外铅精矿供应稳步恢复



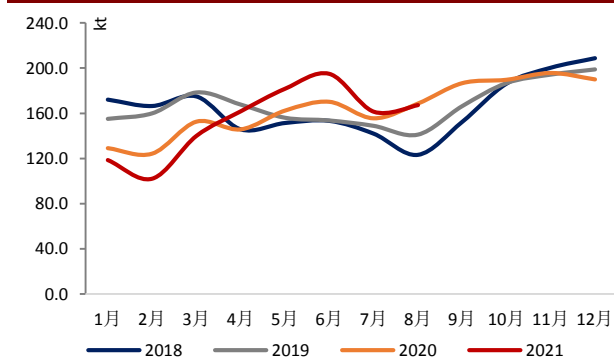
数据来源: iFinD, 金瑞期货

图 6 海外矿山上市公司产量增加



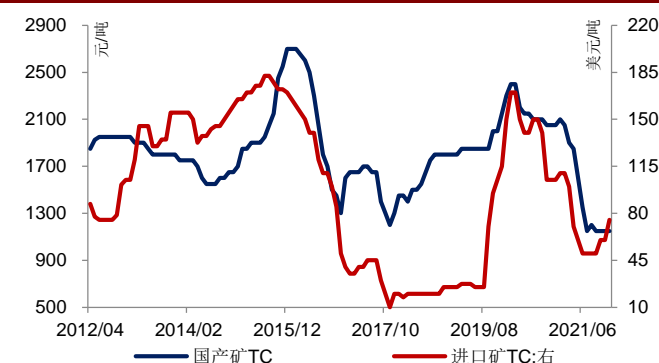
数据来源: 上市公司财报, 金瑞期货

图 7 国内铅精矿产量增长不明显



数据来源: iFinD, 金瑞期货

图 8 铅精矿加工费在 2021 年明显下降



数据来源: SMM, 金瑞期货

随着疫苗接种率的提升及各国抗疫愈加成熟, 疫情对矿端市场干扰也将下降。从利润角度, 铅精矿加工费处于低位水平, 在矿山利润丰厚情况下, 矿业公司也有动能进一步提升产量。我们预估 2022 年海外矿山新增产能约 10 多万吨, 主要来自于原有产能扩建, 例如嘉能可财报披露 Zhairem 铅锌矿山即将投产、HZL 将有多个矿山项目进行技改扩产。但是, 对于市场给予厚望的 Myanmar Metals 的 Bawdwin 矿山投产具有不确定性。

表 1 海外矿山新增产能及投放进度

公司	国别	矿山	2022 增量	进度
Newmont Goldcorp	墨西哥	Peñasquito	4	2017 年进行扩建, 达产后可生产 9.1 万吨铅
Lundin		Neves Corvo	0.6	扩建项目, 疫情冲击之下, 伦丁矿业削减了支出, Neves-Corvo 项目的扩建也

按下了暂停键，计划于 2021 年四季度投产，2022 年年中提升至满产水平。

Nexa	巴西	Aripuana	2.3	2019 年启动建设，计划 2021 年投产。疫情原因项目建设暂停，2021 年的投产计划推迟到了 2022 年放量
HZL		Rampura Agucha 等	3	多个矿山项目进行技改扩产
Glencore	哈萨克斯坦	Zhairem	1.5	2021 年 5 月投产，预计到 2022 年第二季度实现稳定生产
Trevali	纳米比亚	Rosh Pinah2.0	0.9	RP2.0 可行性研究矿产储量增加了 28%项目资本增加 19% 至 1.11 亿美元。
合计			12.3 万吨	

数据来源：金瑞期货整理

国内矿山 2021 年产量变动小，年产约 195 万吨，铅精矿进口量有近 10% 的下降，但国内通过银精矿加工手册进口的含铅原料增长明显，一定程度上弥补了矿端短缺。2022 年国内矿山新增产能市场预期 10 多万吨，我们预估国内铅精矿产量提升至 200 万吨。

### 3.3 精矿结构性短缺有望缓解

2021 年矿端短缺更多是结构性的，也就是说，矿紧更多是疫情导致的海外矿山供应阶段性失衡引发，这区别于几年前海外大型矿山闭坑不可抗力、价格低位减产等原因。从疫情冲击到缓解需要时间过渡，2021 年伦铅均价接近 2200 美元，加工费低位，这些都对未来供应恢复有利，我们预估 2022 年全球铅精矿产量小幅提升，产量将从 460 万吨增至 468 万吨。

从矿端需求来看，我们认为存在下降的可能，全球降碳减排在未来较长时间都是主流，冶炼端受干扰的可能性较大，矿端供应恢复但需求端可能下降，因此，后续加工费回升是大概率事件，预估全球铅精矿从 2021 年紧平衡转向 2022 年小幅过剩，矿端过剩量约 2.8%，总体过剩量不及 2019 年过剩量 6.5%，精矿加工费有较大回升空间。

表 2 全球铅精矿市场供需平衡表

(万吨)	2019	2020	2021					2022				
			Q1	Q2	Q3	Q4	Year	Q1	Q2	Q3	Q4	Year
中国:供应	203	196	38	52	52	53	195	42	51	53	54	200
中国:消费	284	280	71	69	72	70	282	70	71	72	70	283
铅精矿进口	90	72	15	15	19	17	66	15	15	21	20	71
进口银精矿含铅	18	26	7	8	9	6	30	4	5	6	5	20
平衡	27	15	-11	6	8	6	9	-9	0	8	9	8
境外:供应	270	255	66	65	66	68	265	67	65	66	70	268



境外:消费	158	167	42	43	42	42	169	43	43	43	43	172
平衡	4	-10	2	-1	-4	3	1	9	7	2	8	25
全球:供应	473	451	104	117	118	121	460	109	116	119	124	468
全球:消费	442	447	113	112	114	112	451	113	114	115	113	455
平衡	31	4	-9	5	4	9	9	-4	2	4	12	13

数据来源: 金瑞期货

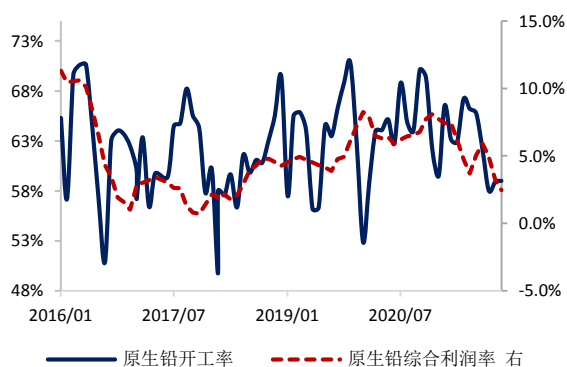
## 四、精炼铅供需平衡预估

从 2021 年市场平衡结果来看, 国内过剩海外短缺, 这造成了海内外价格严重分化, 国内再生铅回收体系完善后进入增产新周期, 在消费增量有限情况下, 市场整体供过于求; 海外市场供应相对平稳, 因经济复苏带来消费驱动更大。因此, 对于 2022 年, 我们重点关注国内再生供应是否有瓶颈、境外消费能否续力?

### 4.1 原生铅供应受约束

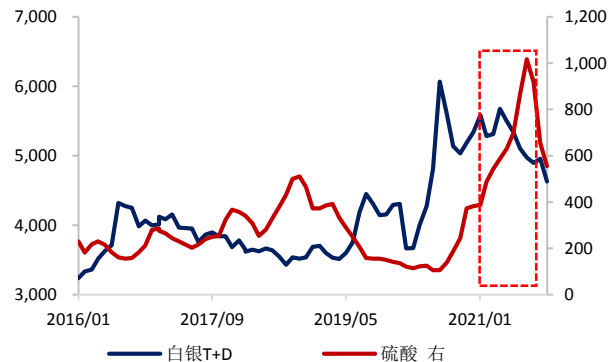
原生铅开工率高低较大程度上与综合利润水平挂钩, 尽管今年铅精矿加工费节节走低, 从 2021 年年初 2100 元/吨降至年末 1150 元/吨, 降幅较大, 但国内原生铅炼厂收益得益于副产品价格走高有改善, 例如吨铅产酸比为 1:1, 硫酸价格 2021 年一度超过 1000 元/吨, 而白银价格一度触及 6000 元/千克, 副产品增收较大程度上弥补了因加工费下行导致的损失。

图 9 原生铅开工率与综合利润率相关度高



数据来源: SMM, 金瑞期货

图 10 铅冶炼副产品白银硫酸价格面临高位回落



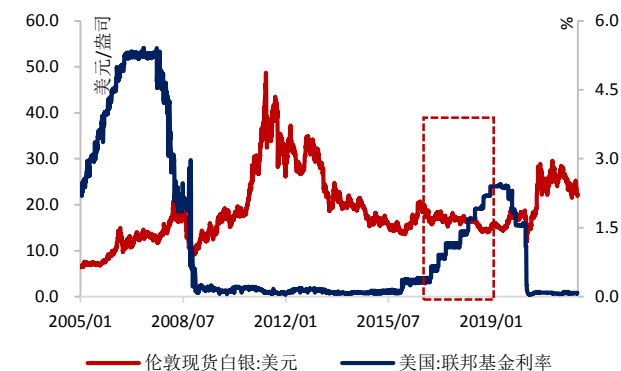
数据来源: SMM, 金瑞期货

对于 2022 年, 原生铅新增产能变动不大, 金贵银业在 2021 年 5 月复产后部分增量在 2022 年体现, 秦岭铝业因环评不过项目搁置, 预期无产量; 对于现有产能, 一方面面临高耗能行业节能降碳约束, 另一方面也将面临收益下降约束, 2022 年美联储开启加息进度, 通



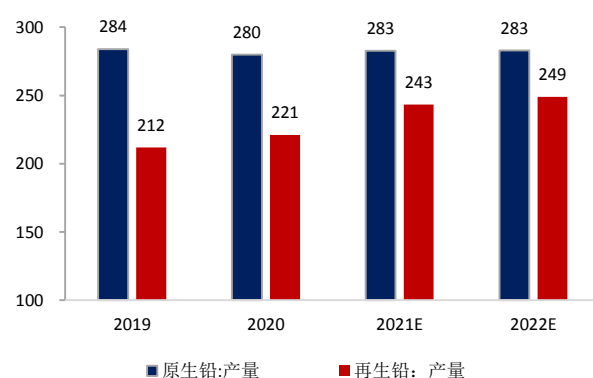
常加息周期中白银价格通常难有较好表现。我们预计炼厂铅精矿加工费回升将被副产品收益下降抵消，2022 年原生铅产量或持平于 2021 年同期达到 283 万吨。

图 11 美联储加息周期中白银表现弱势



数据来源：iFinD，金瑞期货

图 12 原生铅产量维持稳定

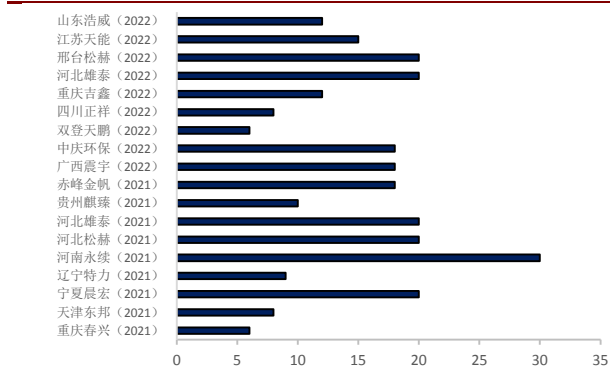


数据来源：iFinD，金瑞期货

## 4.2 再生铅贡献主要增量

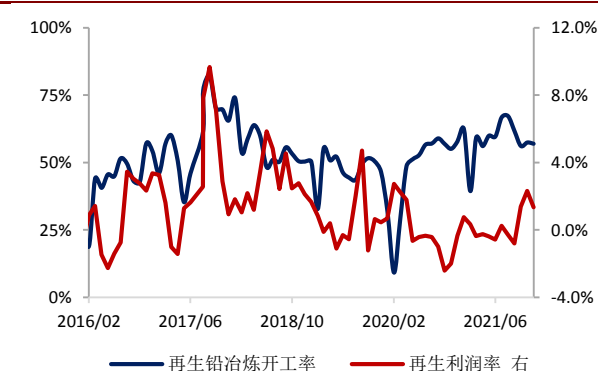
与此同时，再生铅值得重点关注。较之全球原生铅不到 1% 的产量变动，2021 年前 8 个月全球再生铅增速超过 12%，成为铅市场增产的主要力量。尤其是中国地区，每年新增再生铅产能超过百万吨，虽然新增产能与实际产量之间有较大差异，但总体再生铅进入增产周期。2020 年再生铅产量 221 万吨，但到 2021 年再生铅产量已超过 243 万吨，同比增速超过 10%。

图 13 再生铅新增产能较多



数据来源：SMM，金瑞期货

图 14 再生铅产量与利润相关性降低



数据来源：SMM，金瑞期货

近两年再生铅产业政策加速完善，行业格局已从过去无序发展转变为当前有序扩张。从国家层面加强废旧金属回收利用导向，再生铅行业规范条件发布，《铅蓄电池回收利用管理暂行办法》规范废电池回收、管理、贮运，再生铅重点工业园区升级技术改造也基本完成，

铅蓄电池实行回收目标责任制等，再生铅回收率近两年提高非常快，2025 年底回收率达到 70%战略目标有望实现，这些都提升了再生铅在供应中的比重。

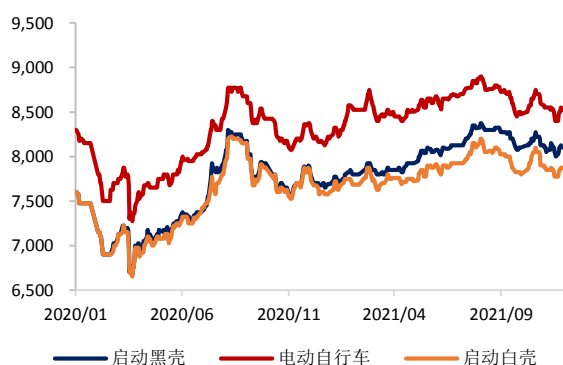
表 3 国内再生铅原料增速及产量预估

	2018	2019	2020	2021E	2022E
汽车保有量（亿辆）	2.40	2.60	2.81	3.02	3.20
电动自行车保有量（亿辆）	2.90	3.00	3.30	3.60	3.94
汽车：废电瓶产生量	113	122	132	142	151
电动自行车：废电瓶产生量	248	244	254	269	295
废电瓶供应量（万吨）	199	220	232	247	267
废电瓶供应增速%	4.7%	10.6%	5.5%	6.5%	8.2%
再生铅产量（万吨）	225	212	221	243	248
再生铅供应增速%	8.2%	-5.8%	4.2%	10.0%	2.1%

数据来源：金瑞期货

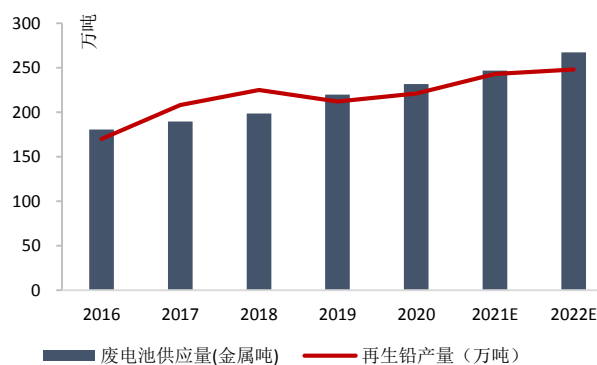
再生铅产能是充足的，供应最大瓶颈在废铅酸电池。过去循环体系不完善导致废电瓶回收率低，再生铅供应不稳定，而现在再生废料内部循环更加顺畅，再生铅产量也稳步增长。我们根据电动自行车、汽车保有量预估 2022 年废铅蓄电池理论供应增速约 8%，折合约 267 万吨废电瓶供应，再生铅原料是有保障的。由于产能无瓶颈，原料有保障，我们预计再生铅在低利润水平下仍将维持扩张，我们预计 2022 年中国再生铅产量增长 2%至 250 万吨。

图 15 废铅酸蓄电池价格走势



数据来源：iFinD，金瑞期货

图 16 近几年再生铅原料供应及再生铅产量



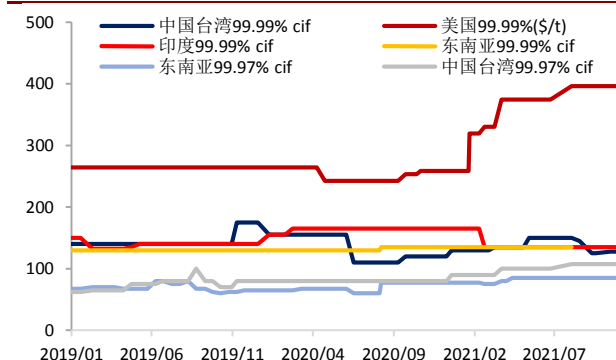
数据来源：iFinD，金瑞期货

### 4.3 海外消费高增速面临回落压力

海外铅消费直接挂钩汽车产业，2020 年全球汽车产业受疫情冲击形成低基数，2021 年受汽车行业需求与芯片产业周期出现“错配”，芯片短缺问题冲击汽车供应链，全球汽车产量虽低预期但仍维持增长。根据世界汽车组织(OICA)数据，今年前3季度全球汽车产量达到 5726 万辆，较之去年同期 5214 万辆增长近 10%。今年海外消费向好还体现在现货溢价大幅上涨，宽松流动性导致居民消费支出增加，美国地区铅锭现货升水超过 400 美元/吨，结合海外汽车市场的不俗表现，我们预估海外铅消费增速有望从 2020 年下滑 5% 转为 2021 年增长 6%。

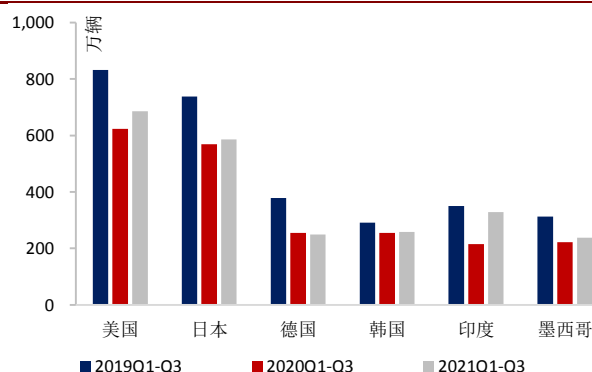
对于 2022 年，一方面关注供应链未完全恢复期海外经济表现出的较强韧性；另一方面也需关注流动性收紧后消费将面临高速增长回落问题。对于汽车产业，市场普遍预期芯片危机有望改善，但全球汽车产量恢复到正常水平需等到 2022 年中。总体上，我们预期 2022 年海外消费增速不足 1%。

图 17 海外现货升水大幅走高



数据来源: MB, 金瑞期货整理

图 18 海外汽车产量维持增长



数据来源: OICA, 金瑞期货

### 4.4 锂电对铅蓄电池替代加速

今年国内过剩问题相对突出，社会库存从年初的 5.3 万吨增长至 12 月中旬的 12 万吨。今年过剩较大程度上归因于供应增长（尤其是再生）超过需求的增长。从初级消费铅酸蓄电池产量来看，2021 年 1-10 月增速 15%。从消费终端表现来看，今年除了移动通信基站设备产量下滑，其他主要消费领域如电动自行车产量、汽车产量、铅酸蓄电池出口均有较好表现，尤其是铅蓄电池出口，我们预估带动铅消费近 52 万吨，而去年同期仅 46 万吨。2021 年国内表观消费增速约为 2%。

表 4 电动车渗透率提高减少铅消费用量测算

(万辆)	2020 年	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
电动车产量：中国	134	320	500	750	1000	1250
渗透率%：中国	5.3%	12.3%	18.5%	26.8%	34.5%	41.7%
电动车产量：全球	303	630	977	1490	2046	2583
渗透率%：全球	4.2%	7.9%	11.6%	16.7%	21.9%	26.5%
减少铅用量（万吨）	5	10	16	24	33	41

数据来源：金瑞期货

对于 2022 年，国内同样面临需求增速从高基数回落，此外锂电对铅蓄电池替代在加速。中金公司最新研报认为，全球主流市场的新能源汽车渗透率有望突破 10% 临界点，进入 S 型增长曲线的陡峭阶段。新能源汽车的推广加速了锂电池对传统铅酸蓄电池的替代，这削减了汽车领域铅的消费。根据单车耗铅量 16KG 进行预估，我们预计 2022 新能源汽车锂电替代将减少铅消费约 16 万吨，锂电对铅蓄电池的替代是趋势性的。总体上，我们调低了 2022 年终端各领域的消费增速，海外消费尚具韧性，铅酸蓄电池出口仍将形成小幅正反馈，预期国内消费增速从 2021 年 2% 降至 2022 年的 1%。

表 5 国内终端消费领域拟合增速预估

	电动自行车	汽车	基站	出口	终端拟合增速
2020	29.7	-1.4	-14.0	-1.0	1.7
2021E	20.9	6.0	-40.0	18.0	1.9
2022E	15.0	4.0	-20.0	5.0	1.0

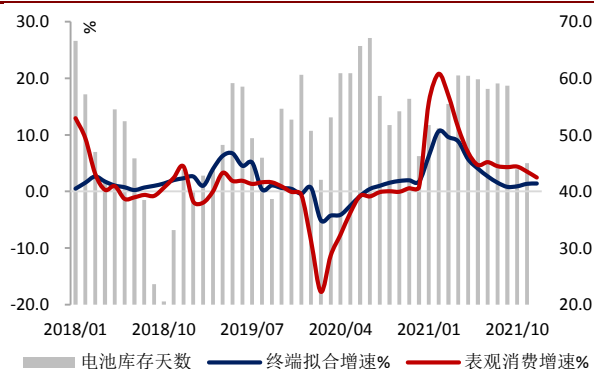
数据来源：iFinD，金瑞期货

图 19 LME 铅投资基金多头持仓在下降



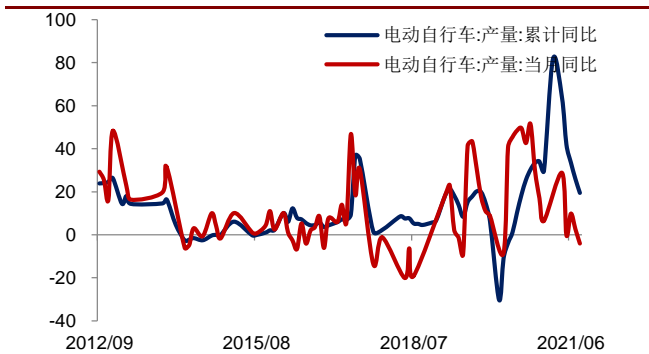
数据来源：iFinD，金瑞期货

图 20 国内表观消费与终端消费差距缩小



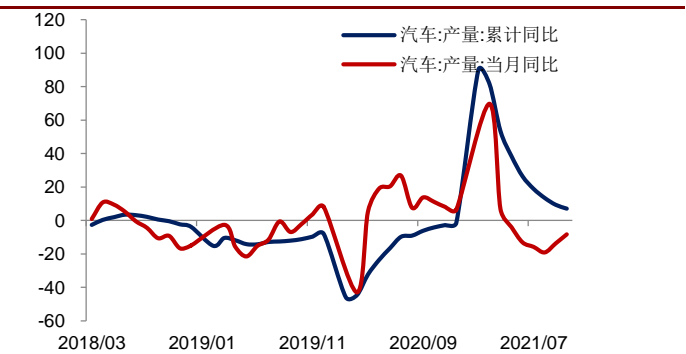
数据来源：SMM，金瑞期货

图 21 电动自行车产量增速



数据来源: iFinD, 金瑞期货

图 22 汽车产量增速



数据来源: iFinD, 金瑞期货

#### 4.5 海内外市场均有累库压力

今年国内过剩问题相对突出,在出口 4 万吨情况下,社会库存从年初 5.3 万吨增至年末的 12 万吨,海外强劲消费承接了部分国内的过剩。2022 年铅市场海外整体面临流动性收紧,这使得海内外铅市场有累库压力,且国内过剩幅度大于海外,国内过剩仍需通过出口转移。

表 6 全球铅市场供需平衡表

(万吨)	2019	2020	2021					2022				
			Q1	Q2	Q3	Q4	Year	Q1	Q2	Q3	Q4	Year
中国产量	496	501.0	124	128	135	133	520	127	129	140	136	532
同比		1.0%	18.1%	-1.5%	8.9%	-6.3%	3.8%	2.4%	0.8%	3.7%	2.3%	2.3%
消费量	498	499.8	123	122	130	136	511	121	123	139	135	518
同比/%		0.3%	18.1%	-4.7%	2.7%	-3.5%	2.2%	-1.6%	0.8%	6.9%	-0.7%	1.4%
净进口	8	1.9	0.0	0.0	-2	-2	-4	-2	-2	-1	0	-5
供需平衡	6	3.1	1	6	3	-5	5	4	4	0	1	9
海外供应	715	677	181	177	175	176	709	183	180	179	176	718
同比		-5.3%	5.8%	9.9%	1.7%	1.7%	4.7%	1.1%	1.7%	2.3%	0.0%	1.3%
消费量	718	677	183	182	178	176	719	185	184	179	174	722
同比		-5.7%	7.6%	13.8%	5.3%	-1.1%	6.2%	1.1%	1.1%	0.6%	-1.1%	0.4%
供需平衡	-3	-2	-2	-5	-1	2	-6	0	-2	1	2	1
全球供应	1,219	1178	305	305	310	309	1,229	310	309	319	312	1,250
同比		-3.4%	10.5%	4.8%	4.7%	-1.9%	4.3%	1.6%	1.3%	2.9%	1.0%	1.7%
消费量	1,216	1177	306	304	308	312	1,230	306	307	318	309	1,240
同比		-3.3%	11.6%	5.6%	4.2%	-2.2%	4.5%	0.0%	1.0%	3.2%	-1.0%	0.8%
供需平衡	3	1	-1	1	2	-3	-1	4	2	1	3	10

数据来源: 金瑞期货

## 五、2022 年市场展望

从宏观层面，2021 年商品市场整体上涨较大程度上来自疫情后流动性宽松的刺激，这是偏共性的地方，通胀推升逻辑令海外投资基金加大了伦铅多头持仓比例。2022 年美联储开启加息周期，流动性对商品支撑减弱，实际利率的回升对商品价格整体不利，2021 年年末，海外基金多头持仓比例在逐步下降，铅作为多头配置的价值在降低。

从供需层面，铅蓄电池生产企业积极履行生产者责任延伸制，废铅蓄电池回收率不断提升，我们预计再生铅在低利润水平下仍将维持扩张，市场进入增产新周期，市场供应压力增加。2022 年海外市场在美联储加息之前尚能保持一定韧性，但下半年大概率面临需求增速放缓。从节奏上看，国内 2021 年需求季节性不明显，夏季不旺、冬季不淡，铅蓄电池企业库存回升，预计 2022 年上半年国内累库压力较大，而海外市场相对偏紧，价格支撑相对偏强。总体上，全球铅库存 2022 年将维持增长态势，且国内过剩大于海外，全年过剩达到 10 万吨。价格方面，将维持大的区间震荡，重心波动较之 2021 年小幅下移，预计沪铅主要波动区间 14000/16500 元，伦铅主要波动区间 1900/2300 美元。

投资策略：趋势性行情难现，海外前期累库较慢，国内过剩压力大，内外低比价较长时间难回归，2022 上半年跨市反套需谨慎，由于过剩加剧，铅可逢高沽空或作为空头进行对冲配置。

风险提示：双碳背景下政策冲击，国内供应增长可能低预期，或能源危机令国外市场缺口放大。

## 分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

## 免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人受到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

## 金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市彩田路东方新天地广场 A 座 32 层

电话：400-888-8208