



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

# 风起于青萍之末

## 铅半年报

2025/06/06



张世骄（联系人）

☎ 0755-23375122

✉ zhangsj3@wkqh.cn

👤 从业资格号：F03120988

吴坤金（有色金属组）

👤 从业资格号：F3036210

👤 交易咨询号：Z0015924

MINMETALS  
FUTURES

# 目录

CONTENTS



01 半年度评估

04 需求分析

02 原生供给

05 供需库存

03 再生供给

06 高频数据

01

---

# 半年度评估

- ◆ 2025年上半年铅价冲高回落，自1月2日至5月30日，沪铅收跌1.42%至16610元/吨，总持仓微增至8.59万手。伦铅3M合约收涨0.72%至1964元/吨，总持仓微增至14.50万手。拉长时间线来看，经历2024年二三季度铅价的暴涨暴跌后，沪铅指数自2024年9月至今始终处于16300-17800元/吨宽幅震荡区间。当铅价运行至16300元/吨区间下沿附近时，下游战略备库的买盘叠加再生铅冶炼利润支撑共同驱动铅价走高。当铅价运行至17800元/吨区间上沿附近时，下游买盘的缺失以及原生产量的抬升共同对铅价施压，驱动铅价下行。回顾上半年铅市行情大致可以分为4个阶段：
- ◆ 24年末-1月10日期间，原生铅锭供应相对宽松，再生铅冶炼利润相对高位，原料库存补库后再生铅锭周产较高，铅价区间内震荡下行。
- ◆ 1月10日-3月24日期间，下游蓄企春节前进行逢低备库，国内铅锭社会库存及工厂库存同比偏低，再生铅冶炼利润承压较深，存减产预期，铅价区间内震荡走高。
- ◆ 3月25日-4月7日期间，铅价运行至高位，下游采买情绪不高，原生冶炼利润相对较高，高开工下冶炼成品铅锭库存持续累积，铅价缓慢下滑。随后，特朗普政府于4月3日宣布施行“对等关税”，其征收范围及幅度大超预期，高关税背景下全球经济贸易风险加大，全球市场押注衰退，大宗商品均有较大跌幅。
- ◆ 4月8日-5月30日期间，下游蓄企16300逢低进行大量备库，废电瓶涨价斜率高于铅价上涨斜率，再生铅冶炼利润加速下行，部分再生铅厂减产，再生成本支撑下铅价重回17000元/吨一线。五一过后，下游蓄企销货乏力，铅价再度冲低。

- ◆ 站在当前时点展望后市，原生冶炼来看，上半年国内铅矿供应相对宽松，国内自产铅矿及海外含铅矿石进口均高于往年同期，铅矿显性库存处于相对高位。原生铅冶利润水平相对较好，炼厂开工维持高位，成品库存显著高于往年同期，原生供应宽松。
- ◆ 再生冶炼来看，消费不足且原生铅供应偏松情形下，再生铅销货困难，原再价差长期低位，再生铅冶炼成品库存累库速率及量级显著高于原生冶炼厂。当前废电池回收商定价权仍然较高，再生铅炼厂利润持续承压，大量再生铅炼厂减停产，平均开工率降至32%一线。但考虑到24年底至25年初以旧换新政策刺激下，存在一部分增量电池加速回收，若后续再生减产规模再度扩大，或将倒推回收商降价抛售电池，以废料跌价幅度大于铅价的形式修复冶炼利润。该场景下将减弱再生成本支撑，加深铅价下方空间。
- ◆ 蓄企消费来看，2024年8月铅价暴跌后，蓄电池价格长期维稳，电动自行车铅蓄电池（48V-12Ah）均价报300元/组。3、4月份蓄企电池库存状况稳定，但经销商电池库存远高于往年同期且去库乏力，后续蓄企向经销商压货难度较高。五月中下旬，大型蓄企纷纷降价促销，电动自行车铅蓄电池（48V-12Ah）均价连续两周下行至285元/组。按照当前成品库存水平来看，下游蓄企于16300元/吨采取战略备库的量级与意愿或将大幅减弱。
- ◆ 综合来看，预计下半年铅市将继续维持供应过剩+需求疲软的基本格局。在特朗普关税政策下美国经济衰退风险升温的背景板下，原生铅高开工、再生铅成本坍塌风险与蓄企备库意愿低迷形成共振，2025年下半年沪铅指数或将跌漏16300元/吨的长期支撑，沪铅指数中期运行区间参考：15750-17250元/吨。

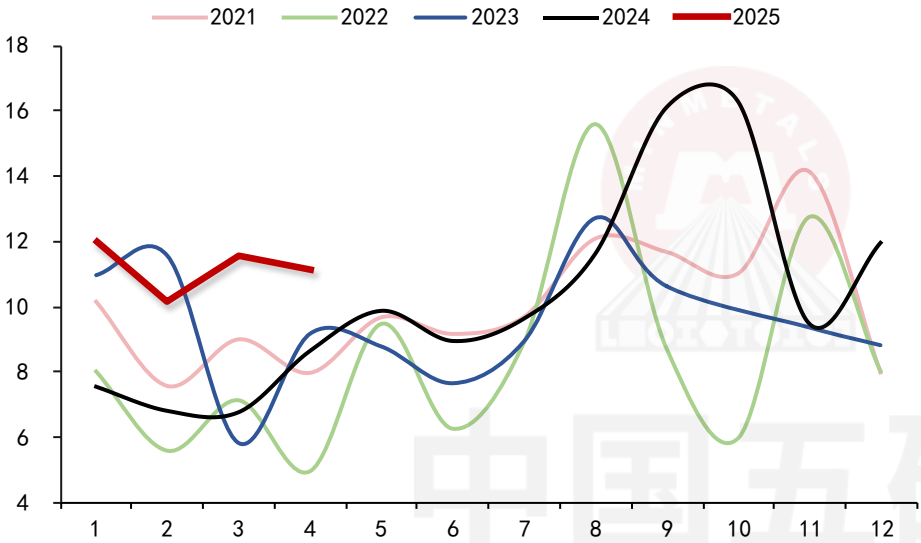


02

---

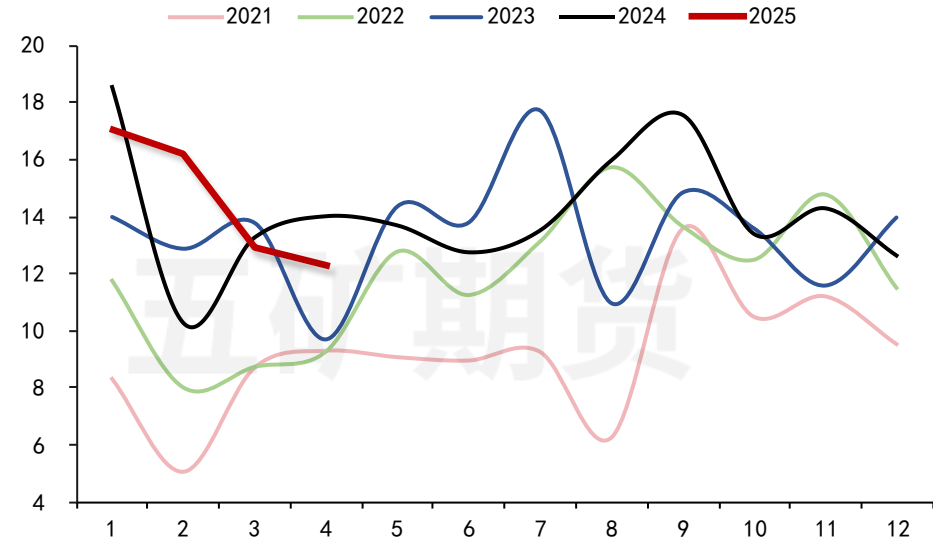
# 原生供给

图1：铅精矿净进口季节图（万实物吨）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

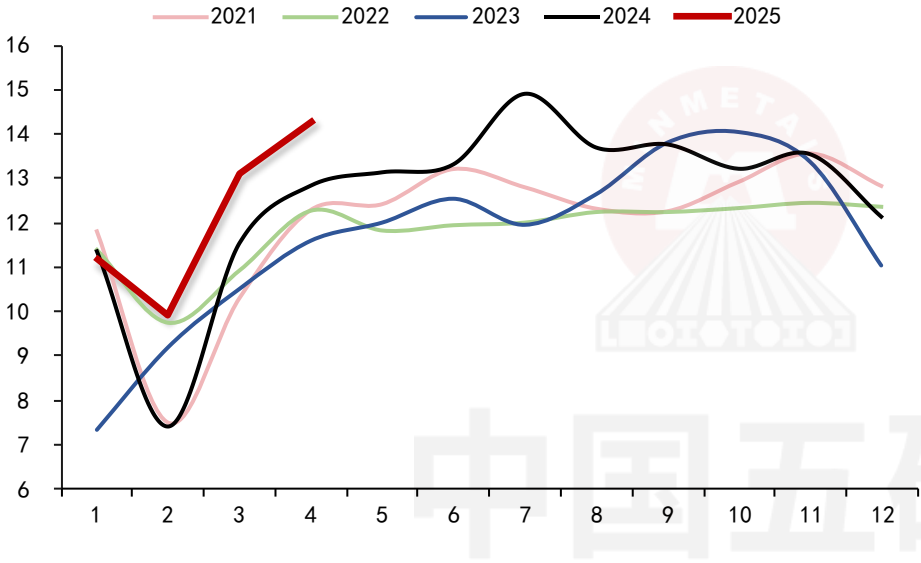
图2：银精矿净进口季节图（万实物吨）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

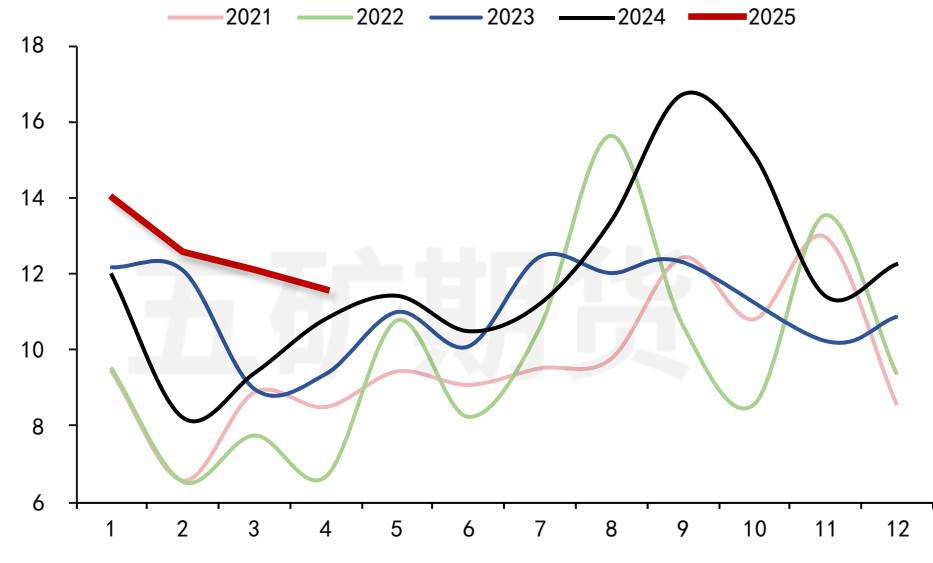
根据海关数据，2025年4月铅精矿净进口8.66万实物吨，同比变动-5.5%，环比变动27.7%，1-4月累计净进口铅精矿29.81万实物吨，累计同比变动-20.4%。4月银精矿净进口14.02万实物吨，同比变动44.5%，环比变动5.6%，1-4月累计净进口银精矿56.13万实物吨，累计同比变动11.5%。

图3：国内铅矿产量季节图（万金属吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

图4：含铅矿石净进口季节图（万金属吨）

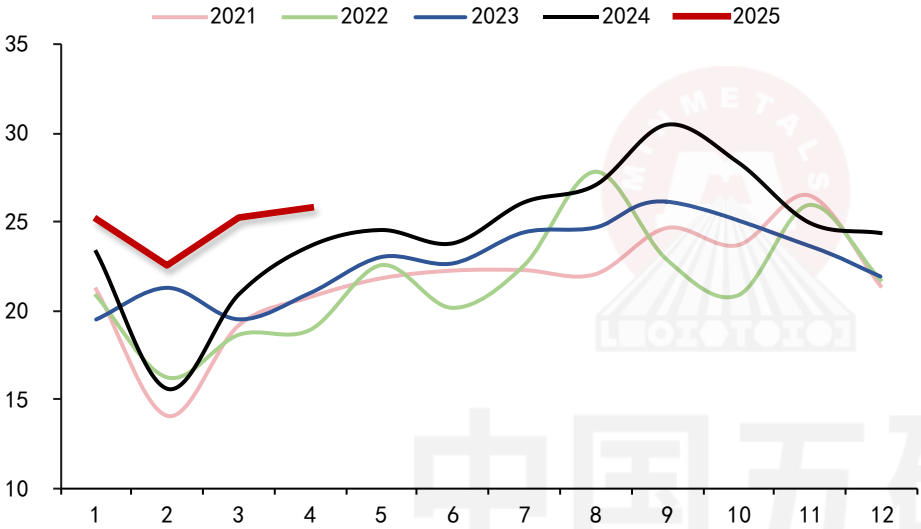


资料来源：海关、五矿期货研究中心

根据SMM数据，2025年4月中国铅精矿产量12.84万金属吨，同比变动10.8%，环比变动11.3%，1-4月共产铅精矿43.15万金属吨，累计同比变动11.8%。根据海关数据，2025年4月含铅矿石净进口10.80万金属吨，同比变动15.2%，环比变动15.2%，1-4月累计净进口含铅矿石40.34万金属吨，累计同比变动-5.3%。

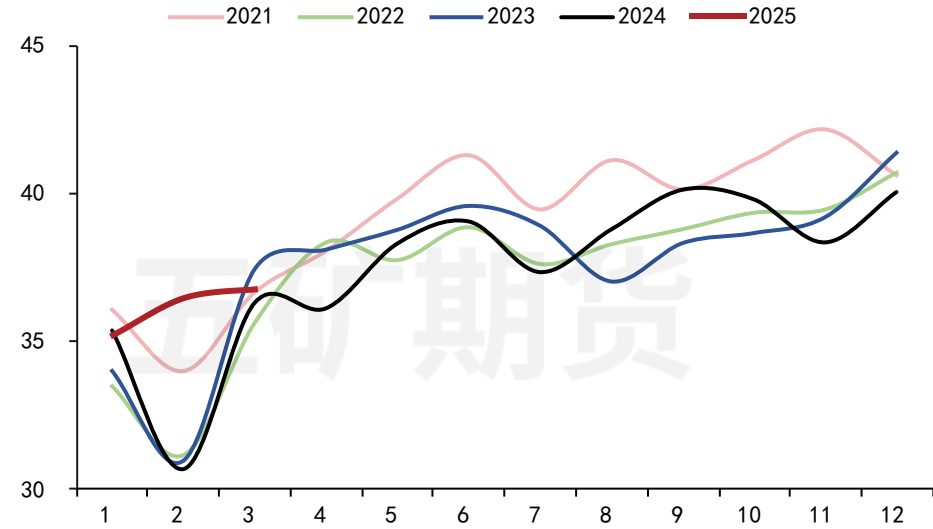


图5：中国铅矿总供应（万金属吨）



资料来源：SMM、海关、五矿期货研究中心

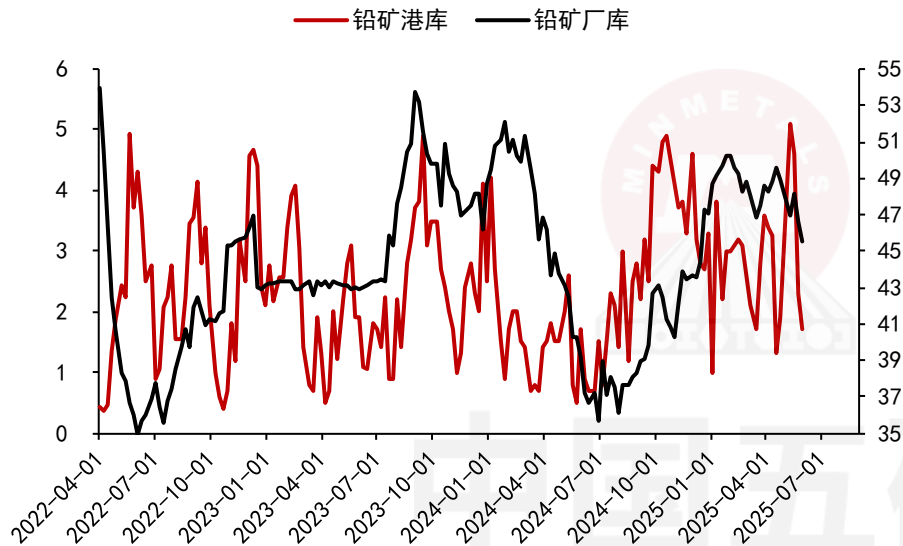
图6：全球铅矿总产量（万吨）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

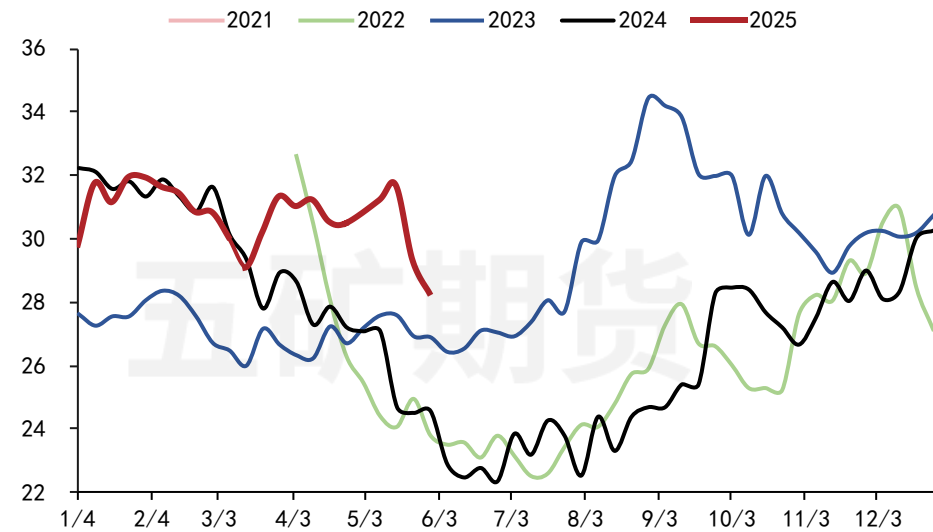
综合来看，2025年4月中国铅精矿总供应23.64万金属吨，同比变动12.8%，环比变动13.0%，1-4月铅精矿累计供应83.49万金属吨，累计同比变动2.8%。上半年国内铅矿供应相对宽松，国内自产铅矿及海外含铅矿石进口均高于往年同期，铅矿显性库存处于相对高位。

图7：铅矿港库及铅矿厂库（万实物吨）



资料来源：SMM、海关、五矿期货研究中心

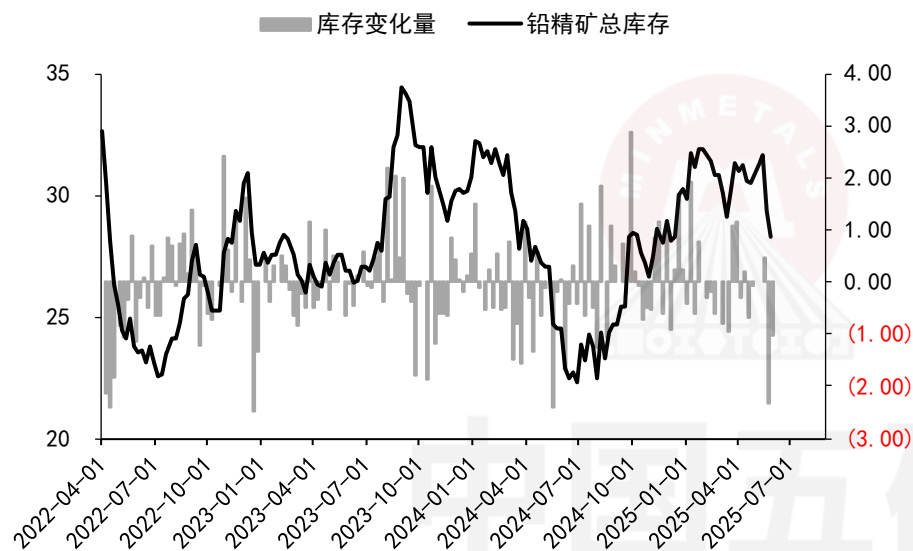
图8：铅矿显性库存季节图（万金属吨）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

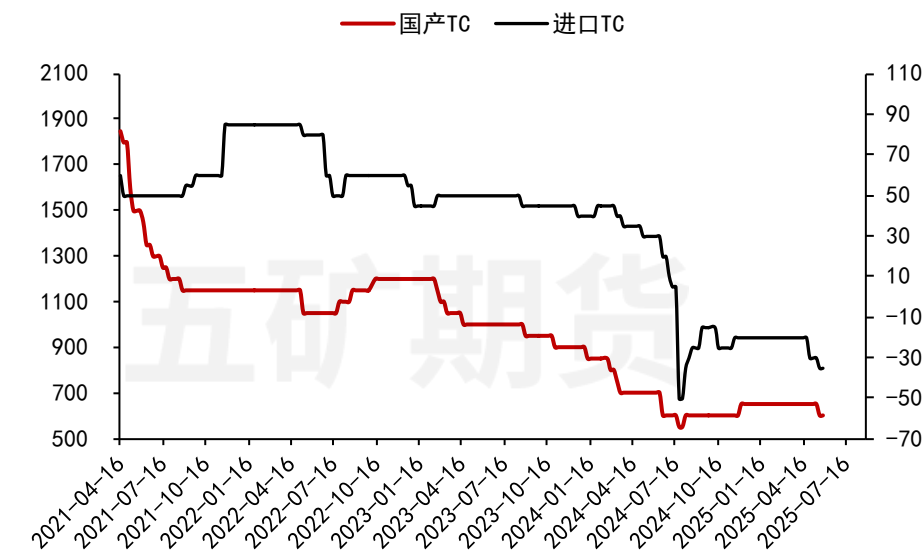
铅精矿港口库存2.3万吨，工厂库存46.6万吨，折27.8天。

图9：铅矿显性库存周变动（万金属吨）



资料来源：SMM、海关、五矿期货研究中心

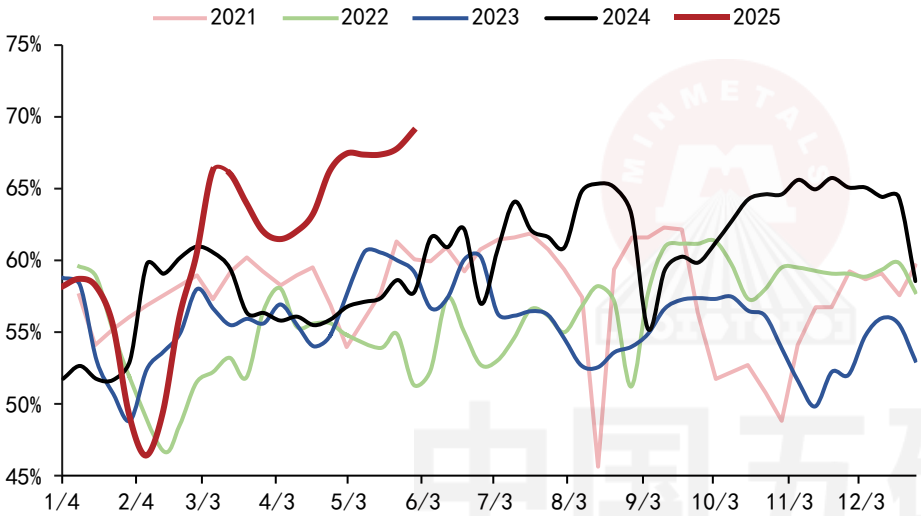
图10：铅精矿加工费（元/金属吨、美元/干吨）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

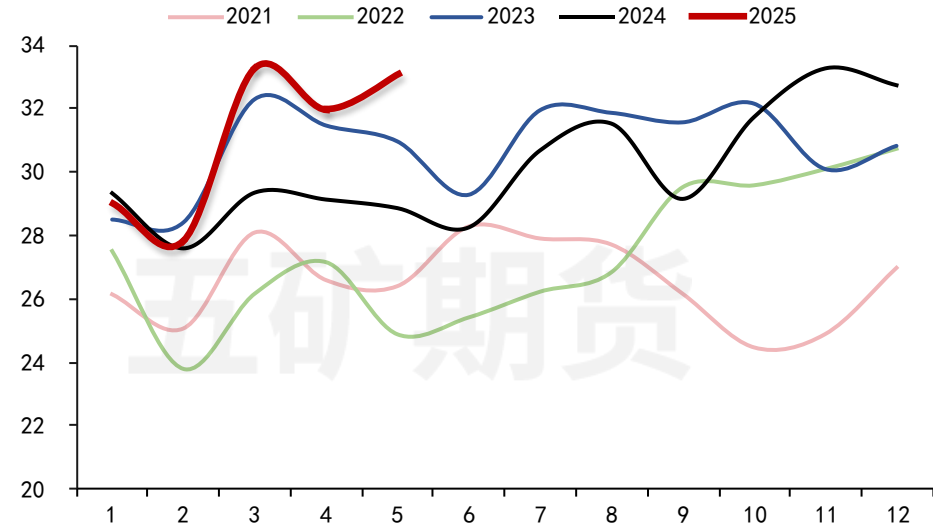
铅精矿进口TC-35美元/干吨，铅精矿国产TC600元/金属吨。

图11：原生铅冶炼厂开工率（%）



资料来源：钢联数据、五矿期货研究中心

图12：国内原生铅月产量（万吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

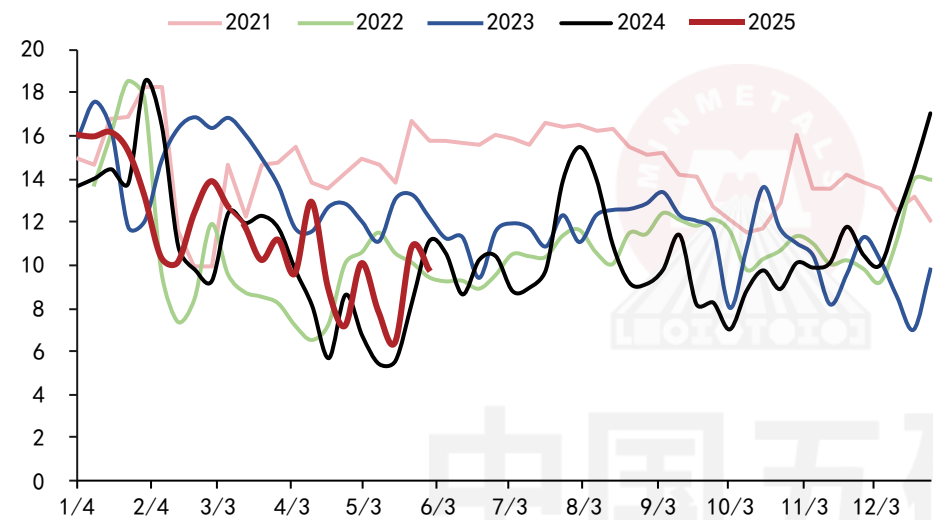
截至5月底，原生铅冶炼厂开工率67.75%，根据SMM数据，2025年4月中国原生铅产量29.15万吨, 同比变动-7.4%，环比变动-0.7%，1-4月共产原生铅锭115.48万吨，累计同比变动-4.4%。原生铅冶利润水平相对较好，炼厂开工维持高位，成品库存显著高于往年同期，原生供应宽松。

03

---

## 再生供给

图13：铅废库存季节图（万吨）



资料来源：钢联数据、五矿期货研究中心

图14：废料计价系数（%）与沪铅指数（元/吨）

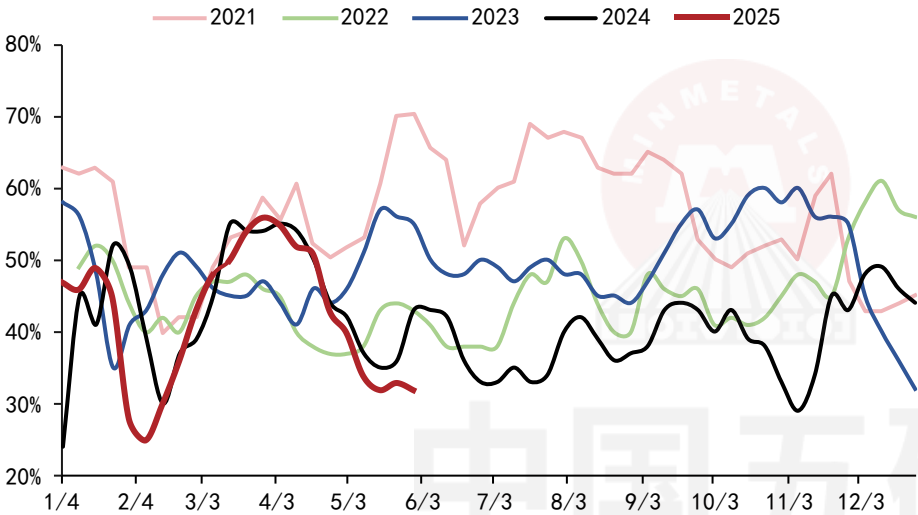


资料来源：SMM、上期所、五矿期货研究中心

再生端，铅废库存11.3万吨，当前废电池回收商定价权仍然较高，再生铅炼厂利润持续承压，再生铅企利润处于相对低位。考虑到24年底至25年初以旧换新政策刺激下，存在一部分增量电池加速回收，若后续再生减产规模再度扩大，或将倒推回收商降价抛售电池，以废料跌价幅度大于铅价的形式修复冶炼利润。该场景下将减弱再生成本支撑，加深铅价下方空间。

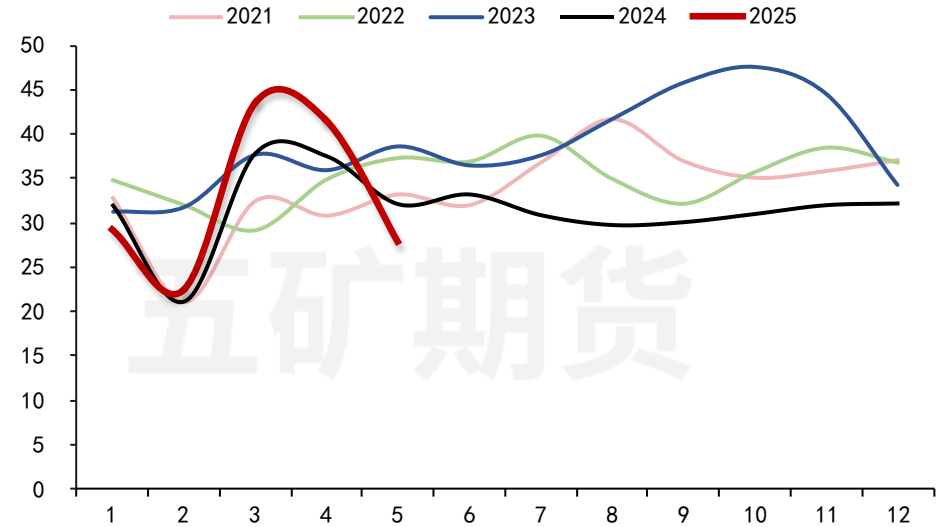


图15：再生铅锭周开工（%）



资料来源：钢联数据、五矿期货研究中心

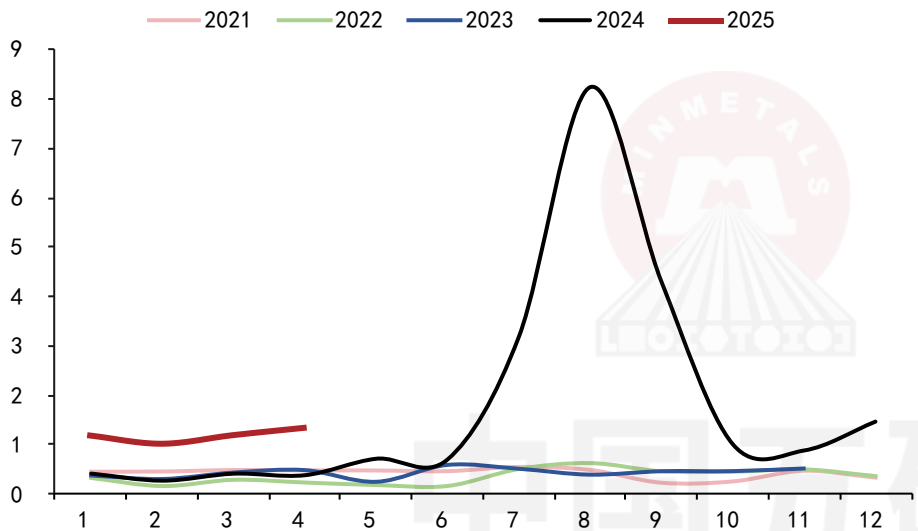
图16：再生铅产量（万吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

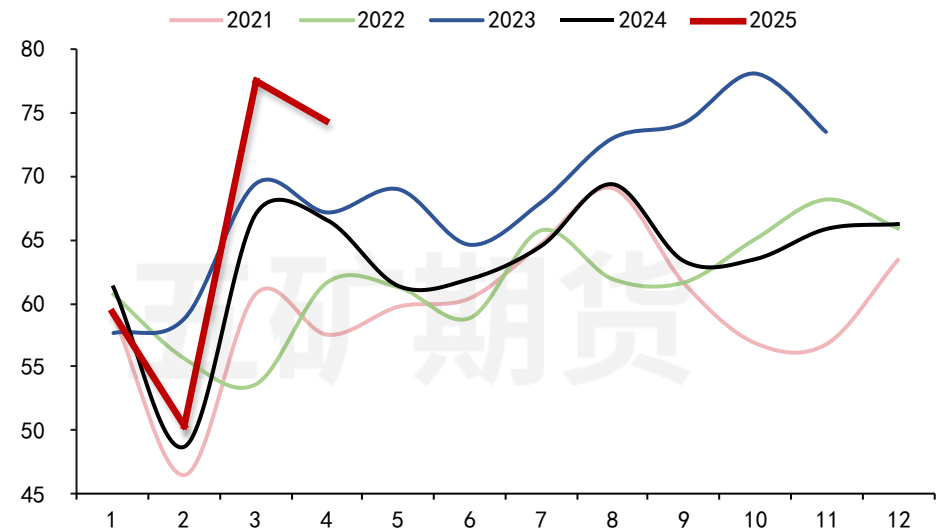
消费不足且原生铅供应偏松情形下，再生铅销货困难，原再价差长期低位，再生铅冶炼成品库存累库速率及量级显著高于原生冶炼厂。再生铅炼厂利润持续承压，大量再生铅炼厂减停产，平均开工率降至32%一线。截至5月底，再生铅锭周产2.9万吨，再生铅锭厂库2.4万吨。根据SMM数据，2025年4月中国再生铅产量37.44万吨，同比变动4.3%，环比变动-1.0%，1-4月共产再生铅锭128.29万吨，累计同比变动-5.9%。

图17：精铅粗铅进口量（万吨）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

图18：中国铅锭总供应（万吨）



资料来源：SMM、海关、五矿期货研究中心

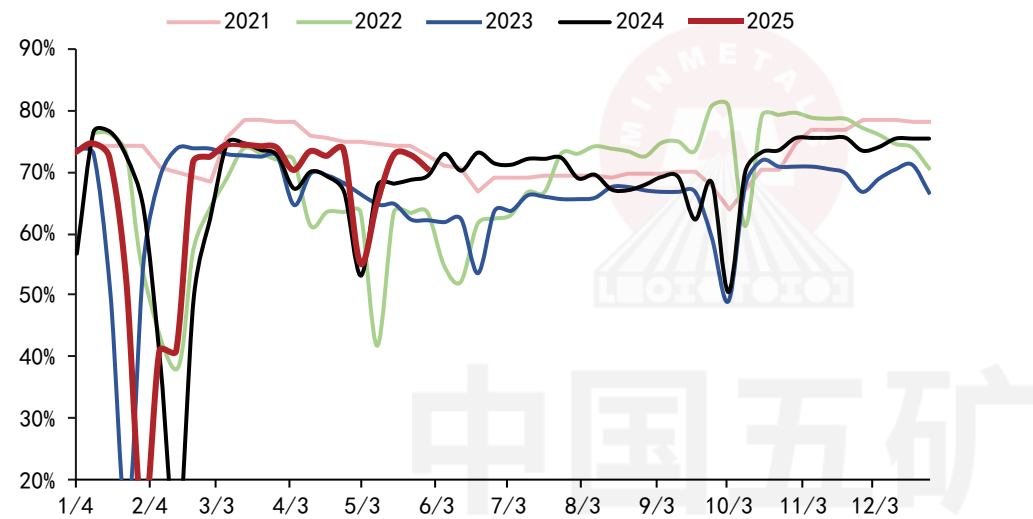
根据海关数据，2025年4月铅锭净出口0.03万吨，同比变动-80.5%，环比变动-67.6%，1-4月累计净出口铅锭0.13万吨，累计同比变动-96.6%。 2025年4月国内铅锭总供应66.56万吨，同比变动-1.0%，环比变动-0.8%，1-4月国内铅锭累计供应243.64万吨，累计同比变动-3.8%。25年上半年铅锭整体供应宽松。

04

---

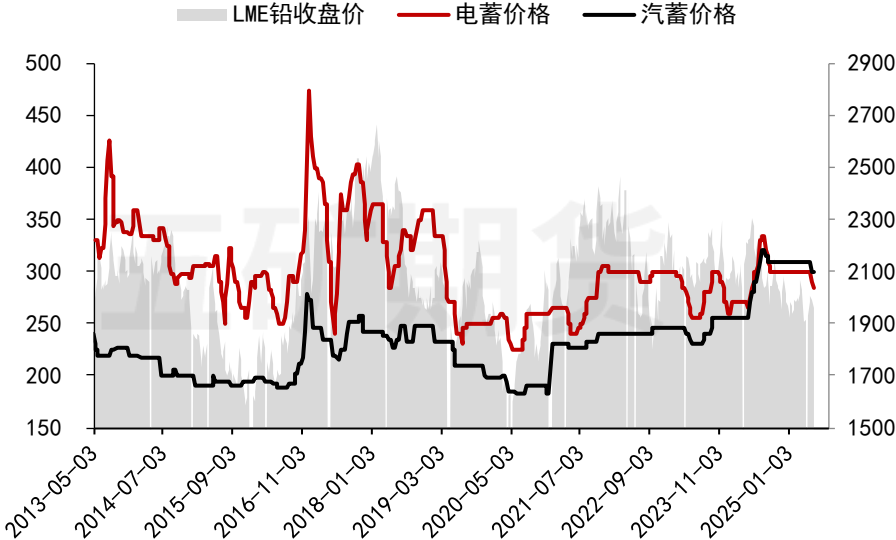
# 需求分析

图19：铅酸蓄电池厂商周度开工率（%）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

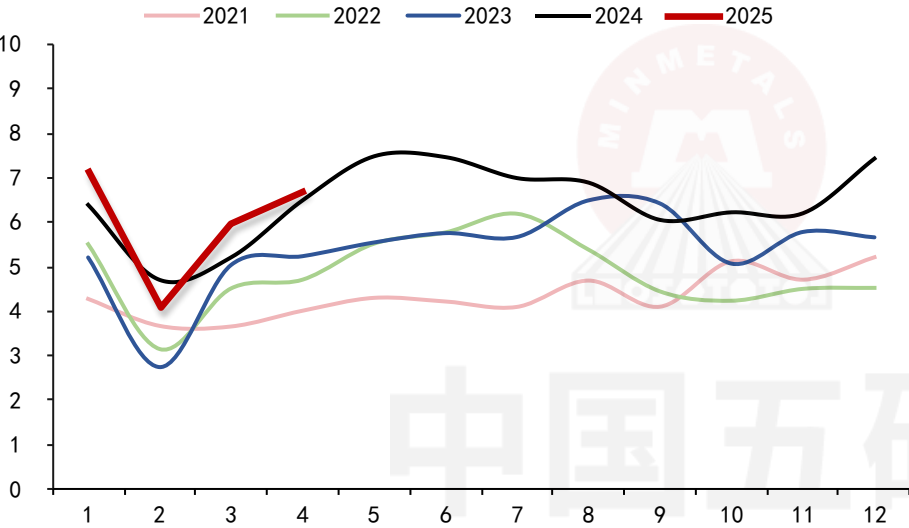
图20：铅酸蓄电池价格（元/组）及伦铅3S收盘价（美元/吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

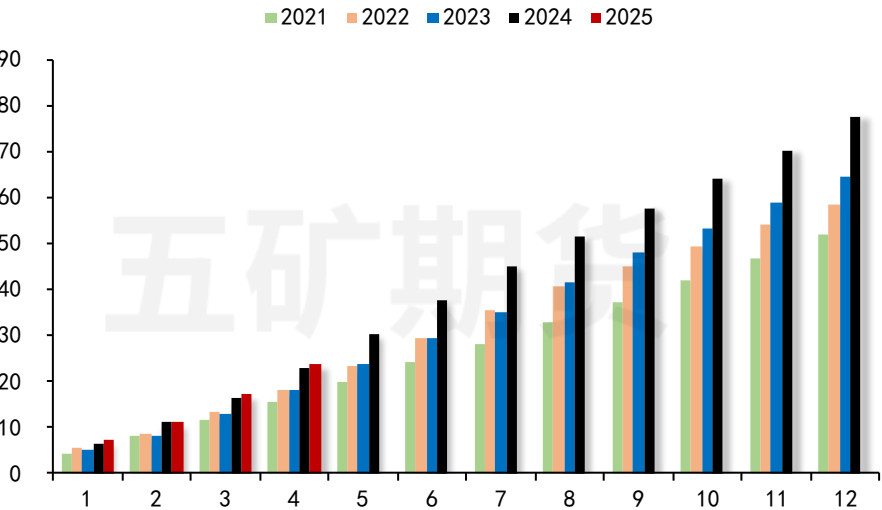
蓄企消费来看，2024年8月铅价暴跌后，蓄电池价格长期维稳，电动自行车铅蓄电池（48V-12Ah）均价报300元/组。五月中下旬，大型蓄企纷纷降价促销，电动自行车铅蓄电池（48V-12Ah）均价连续两周下行至285元/组。截至5月底，铅蓄电池开工率72.66%。

图21：铅酸蓄电池含铅净出口量季节图（万吨）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

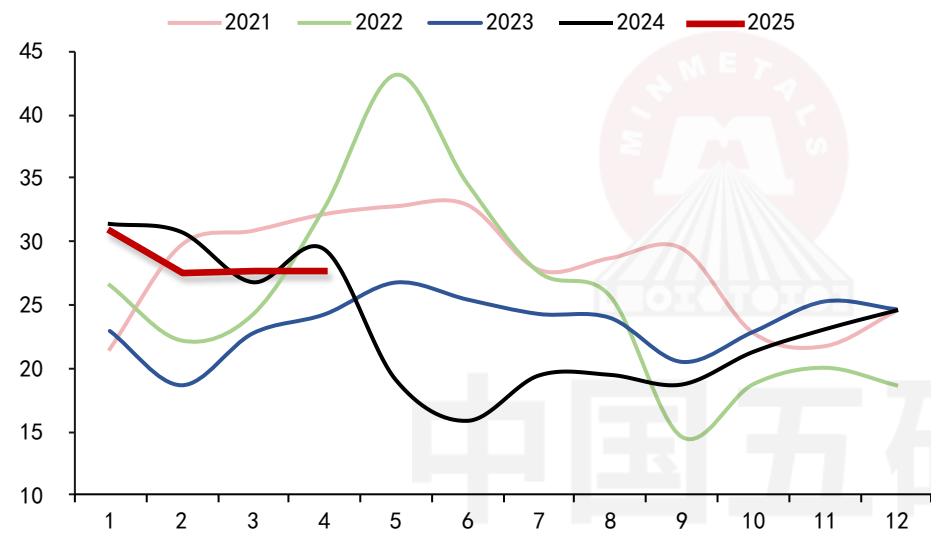
图22：蓄电池含铅累积净出口（万吨）及其同比增长率（%）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

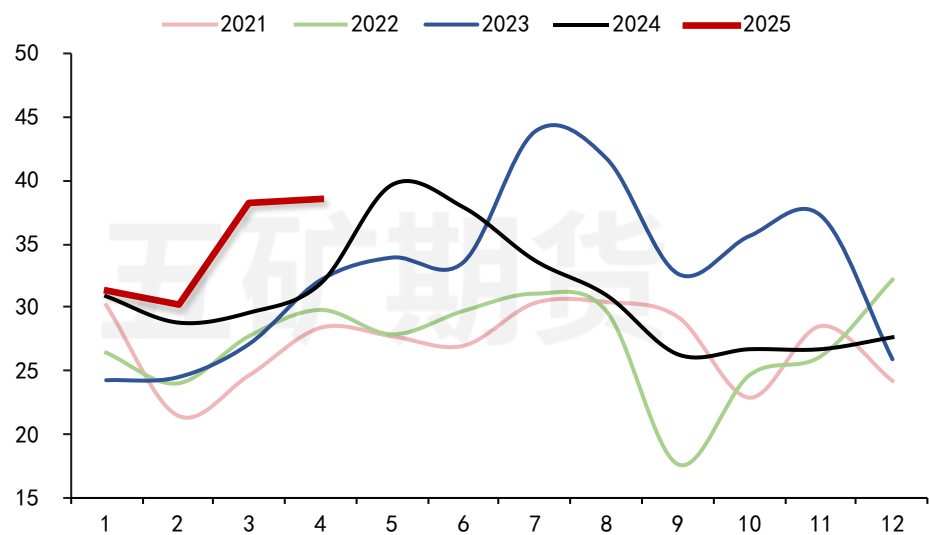
根据海关数据，2025年4月电池净出口数量1781.11万个，电池净出口重量10.4万吨，推算电池含铅净出口6.5万吨，同比变动24.3%，环比变动24.4%，1-4月电池含铅净出口总计22.84万吨，电池含铅累计净出口同比变动25.5%。

图23：企业成品库存天数（天）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

图24：经销商库存天数（天）

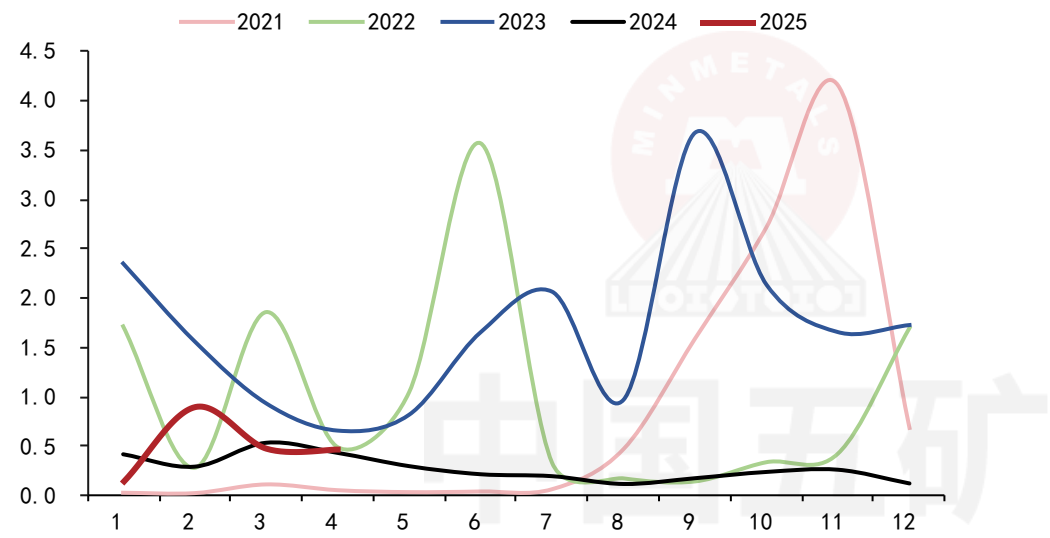


资料来源：SMM、五矿期货研究中心

3、4月份蓄企电池库存状况稳定，但经销商电池库存远高于往年同期且去库乏力，后续蓄企向经销商压货难度较高。2025年4月企业成品库存天数基本持平至27.7天，经销商库存天数小幅抬升至38.5天。按照当前成品库存水平来看，下半年下游蓄企于16300元/吨采取战略备库的量级与意愿或将大幅减弱。

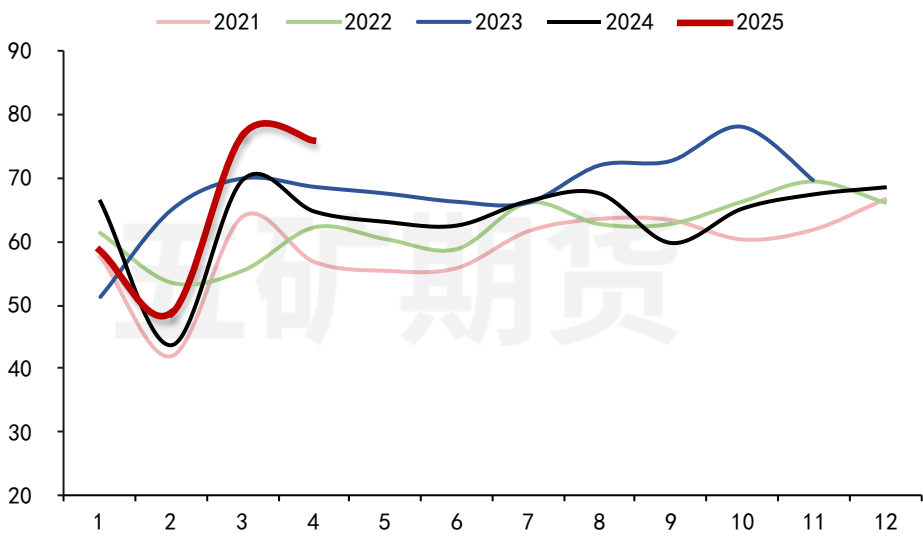


图25：铅锭出口量（万吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

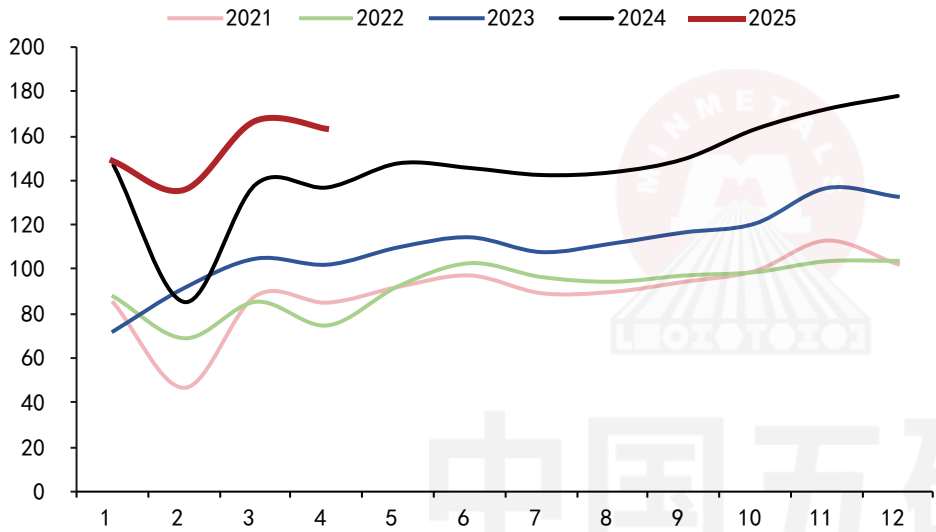
图26：中国铅锭表观需求（万吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

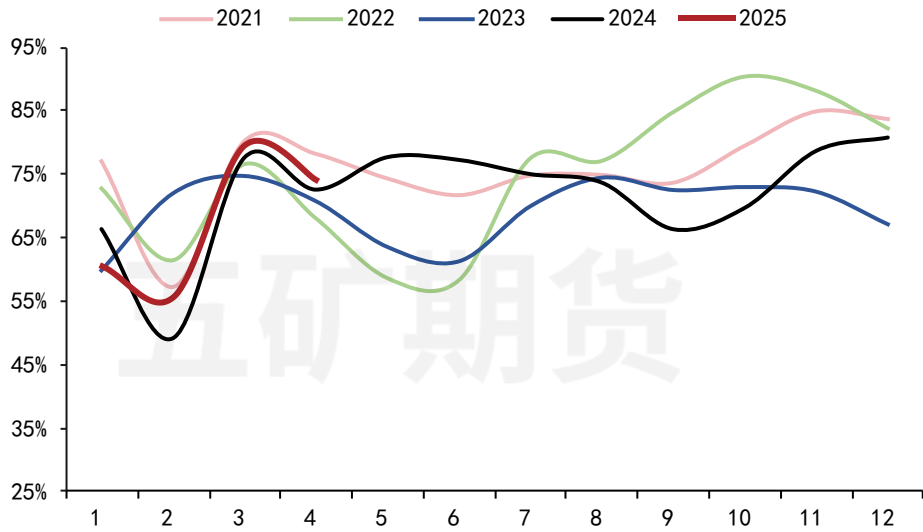
2025年4月国内铅锭表观需求64.68万吨，同比变动-5.8%，环比变动-7.2%，1-4月国内铅锭累计表观需求244.19万吨，累计同比变动-4.3%。

图27：中国规模以上快递业务量（亿件）



资料来源：国家邮政局、五矿期货研究中心

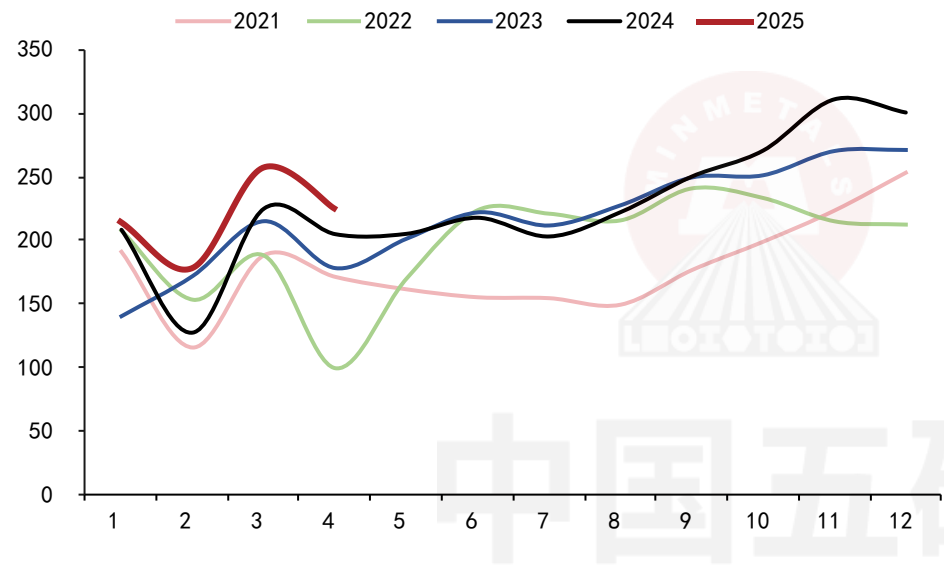
图28：动力电池开工率（%）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

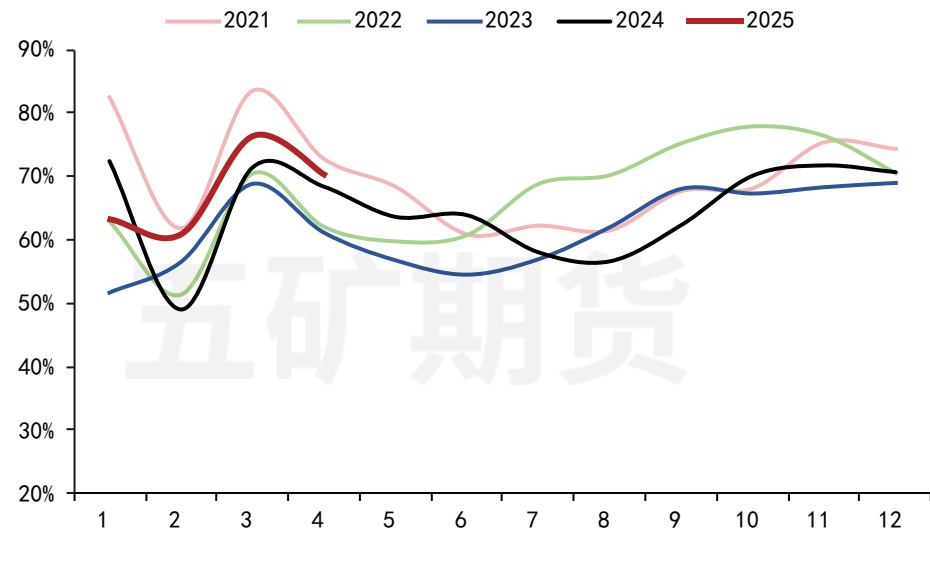
两轮车板块，虽然电动自行车产量下滑直接拖累新装需求，但快递、外卖等配送场景的持续增长拉动电动二、三轮车终端新装消费改善。24年底至25年初，以旧换新政策亦为两轮车市场带来一定增量，一定程度上加速了铅蓄电池库存的消耗。但随着以旧换新政策落地时间的加长，对铅锭消费提振的边际效用将逐渐减弱。

图29：中国乘用车产量（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会、五矿期货研究中心

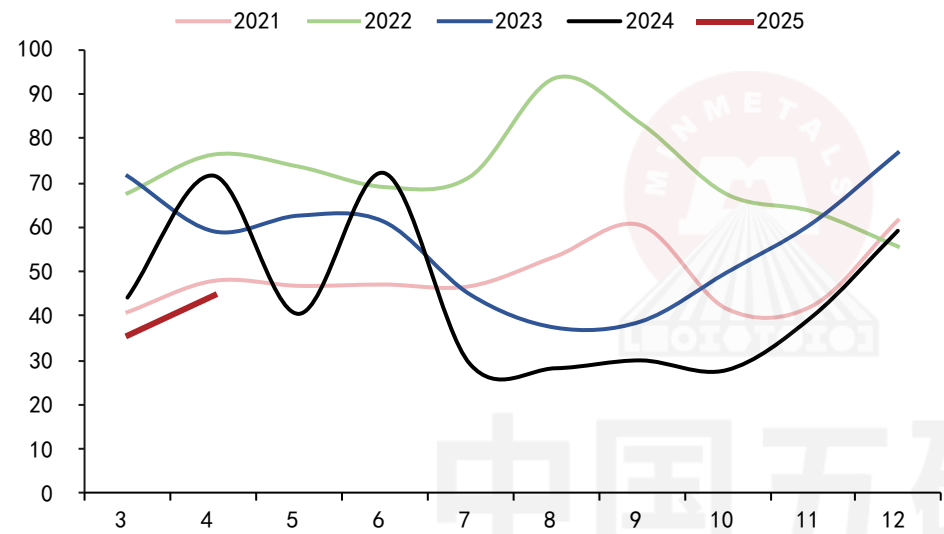
图30：启动电池开工率（%）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

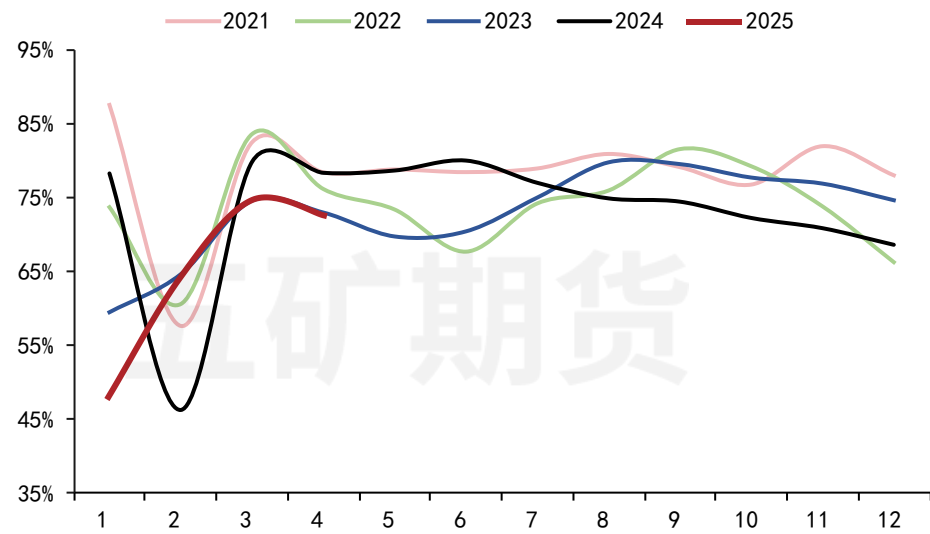
汽车板块对铅需求的贡献预计保持稳定增长。汽车板块用铅主要用于汽车启动电池，伴随着新能源车渗透率逐步提升，特斯拉、比亚迪等新能源车大企业采用磷酸铁锂启动电池替代，但当前汽车保有量仍居高位，存量汽车替换需求较高，启动电池开工率维持相对高位，为国内铅锭消费提供支撑。

图31：中国移动通信基站设备产量（万射频模块）



资料来源：国家统计局、五矿期货研究中心

图32：固定电池开工率（%）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

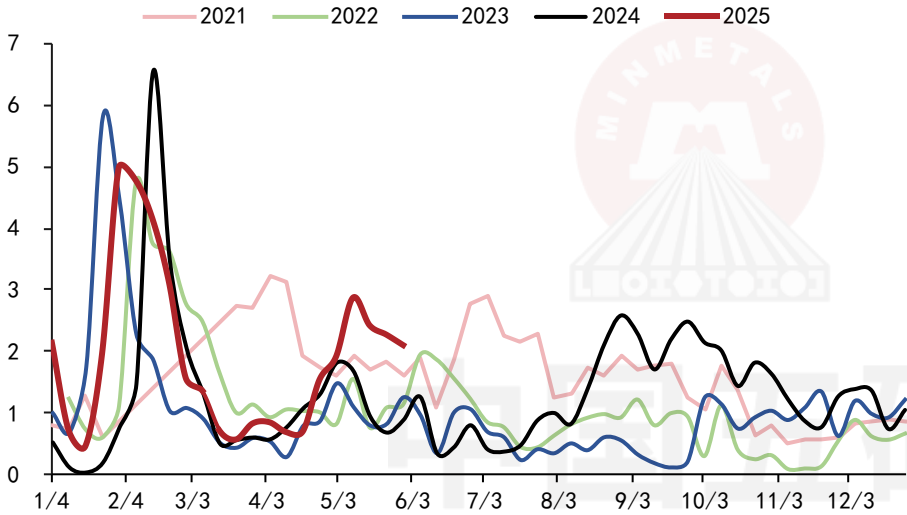
基站板块，通信技术的高速发展，全国通信基站及5G基站数量逐年攀升，带动铅酸蓄电池需求稳步增加。

05

---

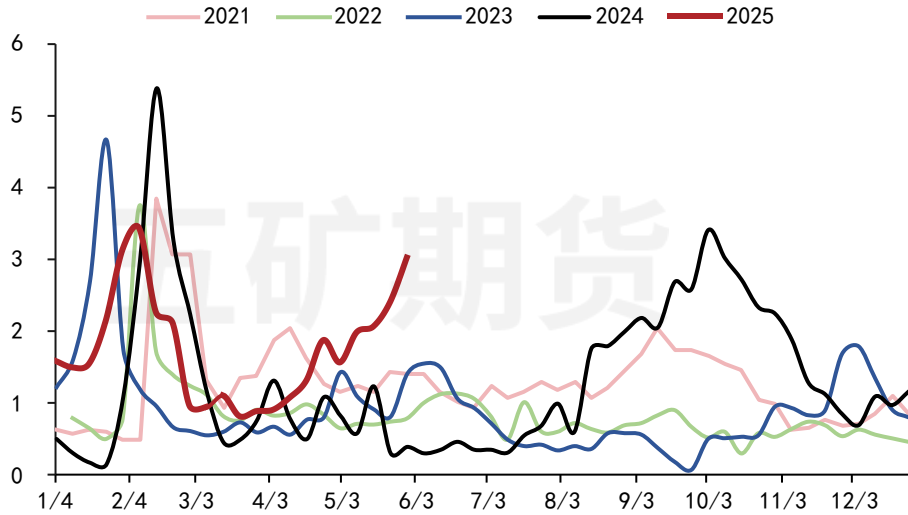
# 供需库存

图33：原生铅成品库存（万吨）



资料来源：钢联数据、五矿期货研究中心

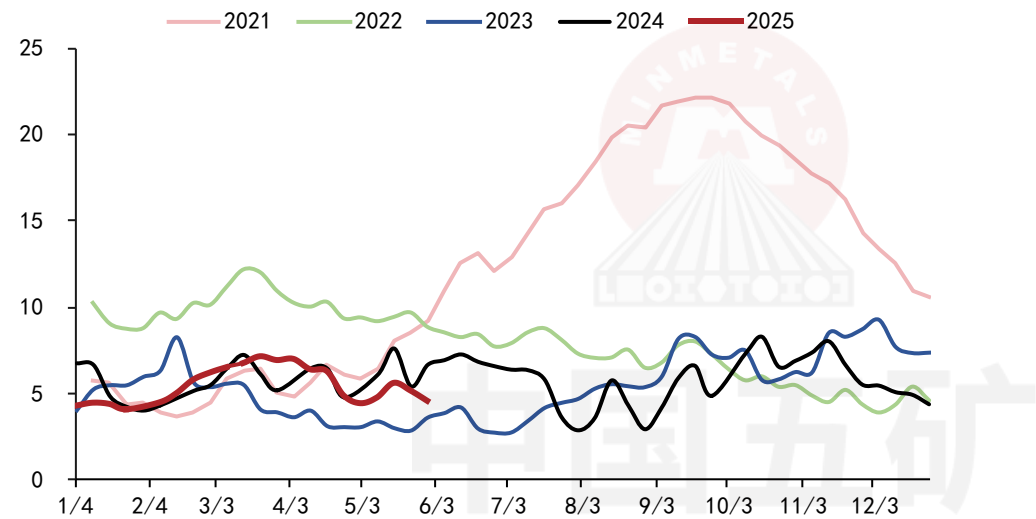
图34：再生铅成品库存（万吨）



资料来源：钢联数据、五矿期货研究中心

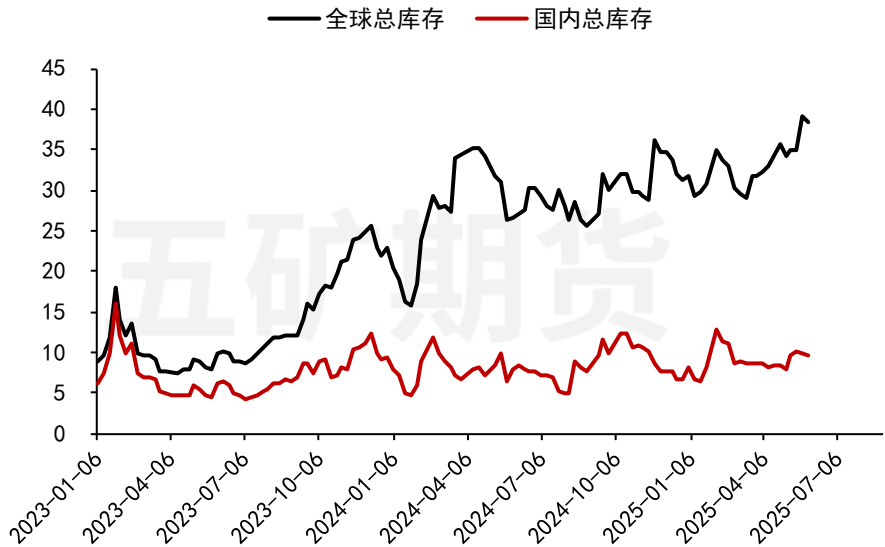


图35：铅锭国内社会库存（万吨）



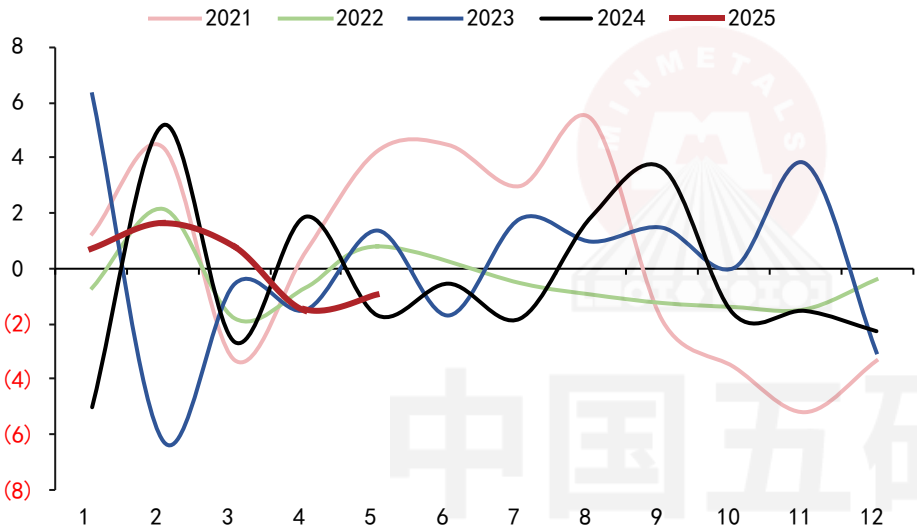
资料来源：钢联数据、五矿期货研究中心

图36：全球显性库存及国内显性库存（万吨）



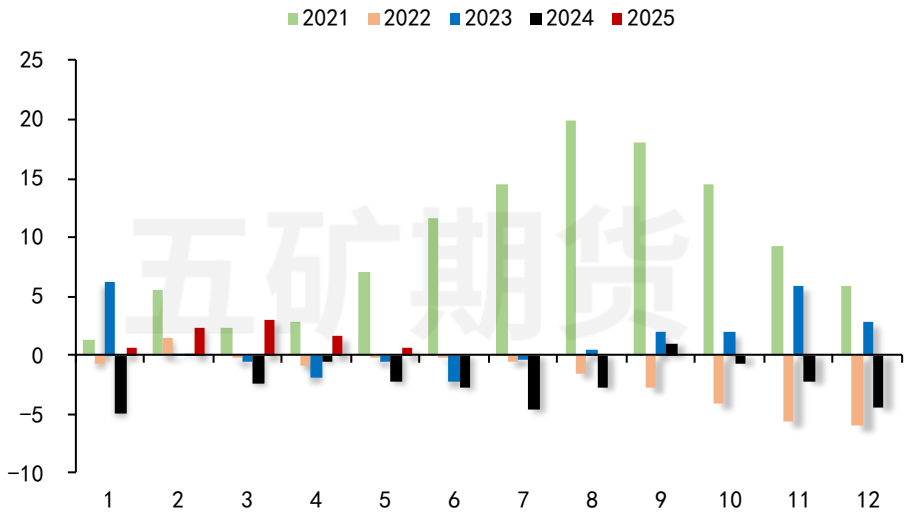
资料来源：SMM、钢联数据、LME、五矿期货研究中心

图37：中国铅锭平衡（万吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

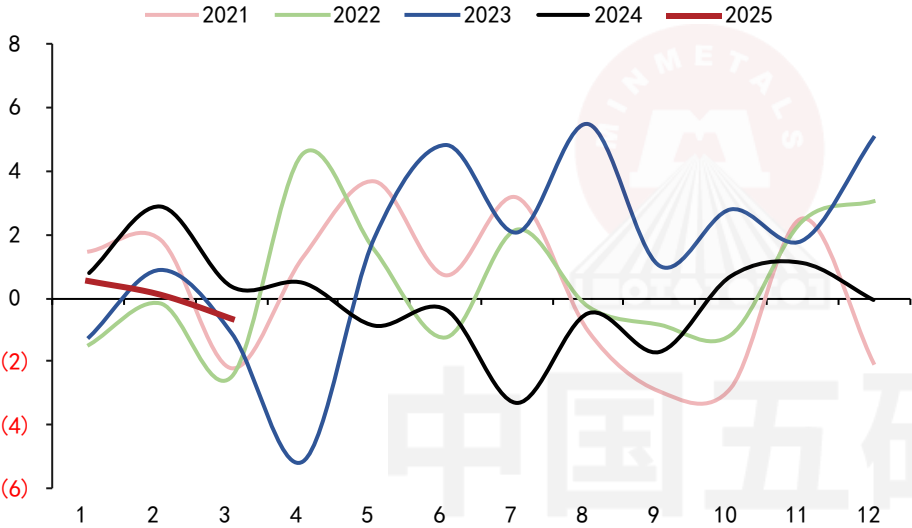
图38：中国铅锭累计平衡（万吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

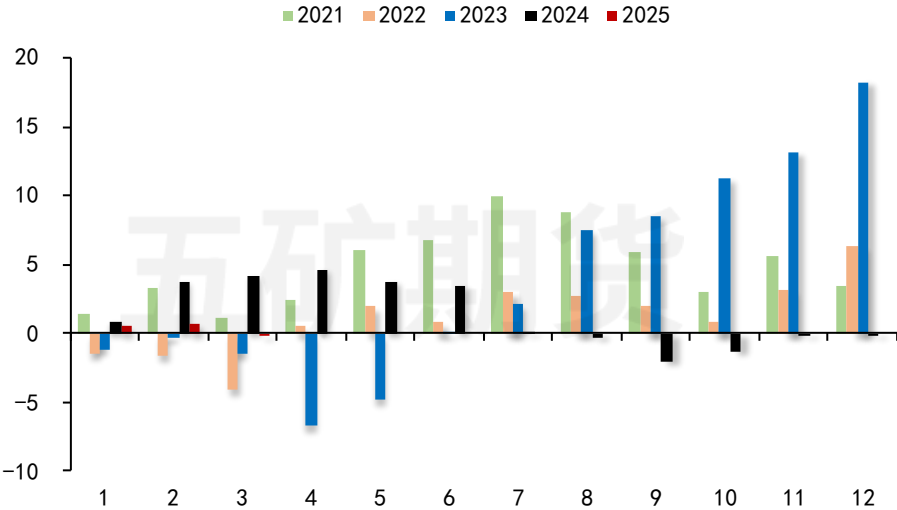
综合来看，2025年4月国内铅锭供需差为过剩-0.55万吨，1-4月国内铅锭累计供需差为短缺-0.01万吨。在特朗普关税政策下美国经济衰退风险升温的背景板下，原生铅高开工、再生铅成本坍塌风险与蓄企备库意愿低迷形成共振，预计下半年铅市将继续维持供应过剩+需求疲软的基本格局。

图39：全球铅锭平衡（万吨）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

图40：全球铅锭累计平衡（万吨）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

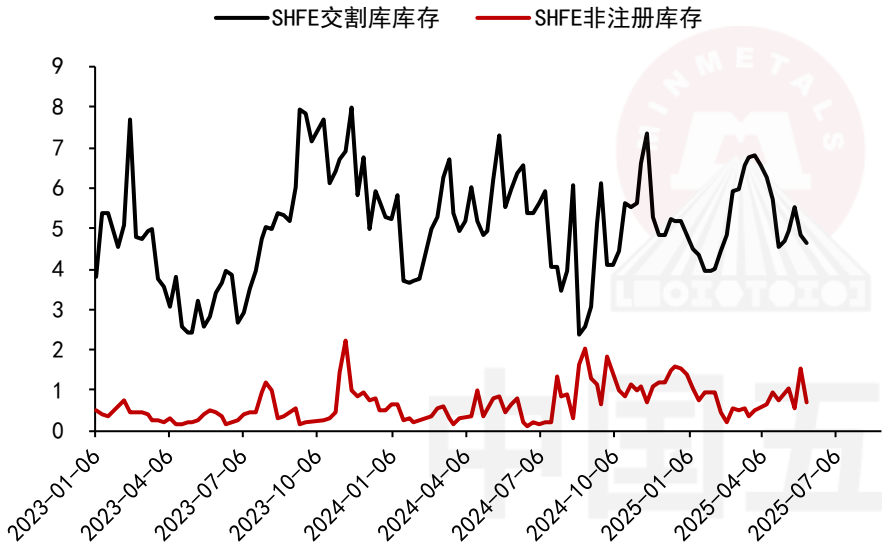
综合来看，2024年2月全球精炼铅供需差为过剩2.91万吨，1-2月全球精炼铅累计供需差为过剩3.72万吨。2024年2月海外精炼铅供需差为短缺-2.26万吨，1-2月海外精炼铅累计供需差为过剩3.52万吨。

06

---

# 高频数据

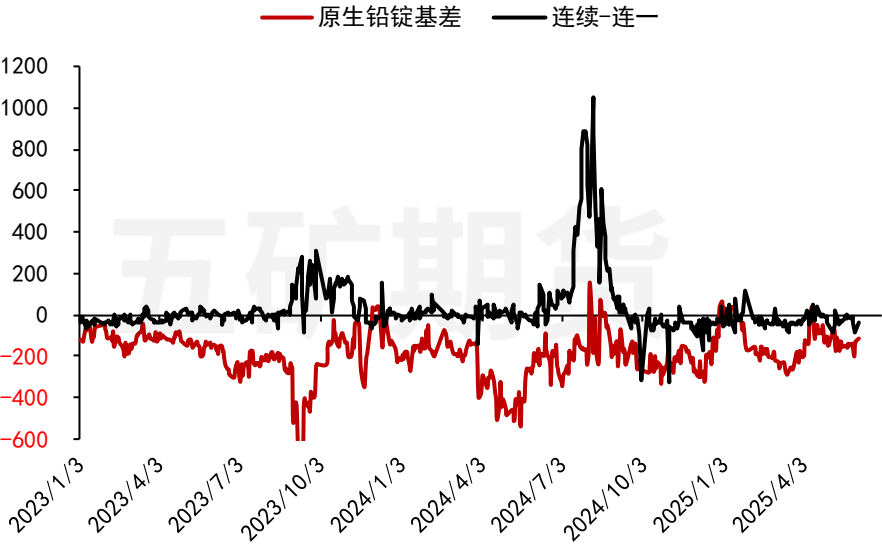
图41：上期所铅锭交割库存及未注册仓单（万吨）



资料来源：上期所、五矿期货研究中心

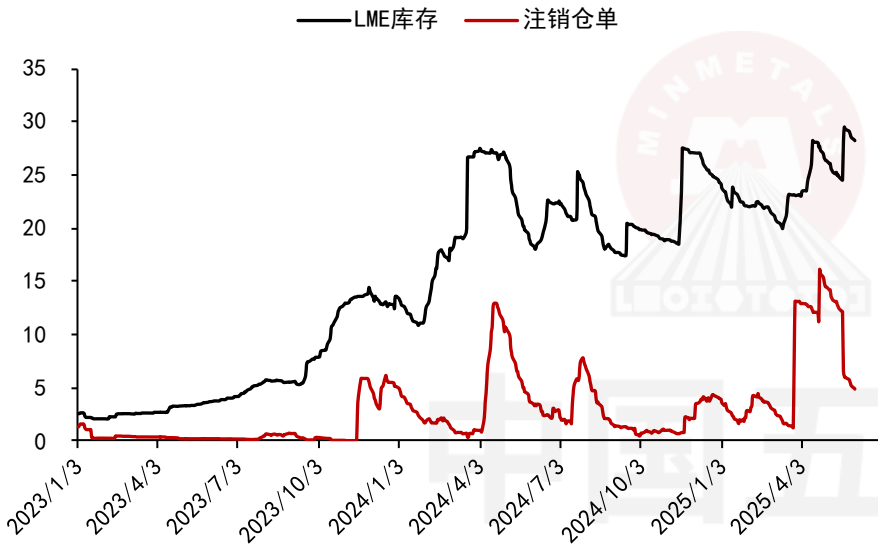
截至6月初，上期所铅锭期货库存录得4.03万吨，国内社会库存录得4.49万吨。交割品库存及社会库存均无较大波动，月间结构低位运行。内盘原生基差-115元/吨，连续合约-连一合约价差-40元/吨。但4月-6月下游蓄企采买转弱，上游原生冶炼及再生冶炼厂铅锭成品库存持续累库，原生成品库累库至2.09万吨，再生成品库累库至3.02万吨。若后续冶炼厂库存销货困难转移至社会库存，累库压力或将压制月差进一步走弱。

图42：上期所铅基差价差（元/吨）



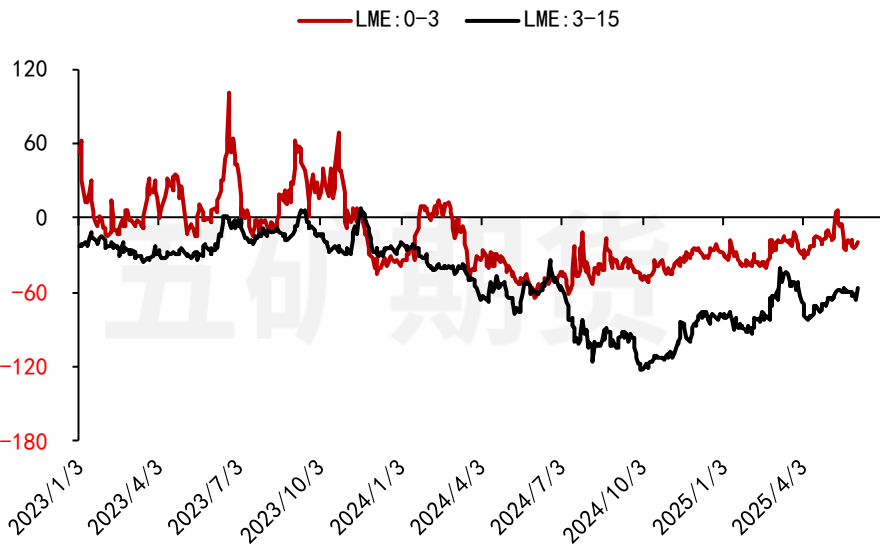
资料来源：上期所、SMM、五矿期货研究中心

图43：LME铅锭库存及注销仓单（万吨）



资料来源：LME、五矿期货研究中心

图44：LME铅基差价差（美元/吨）

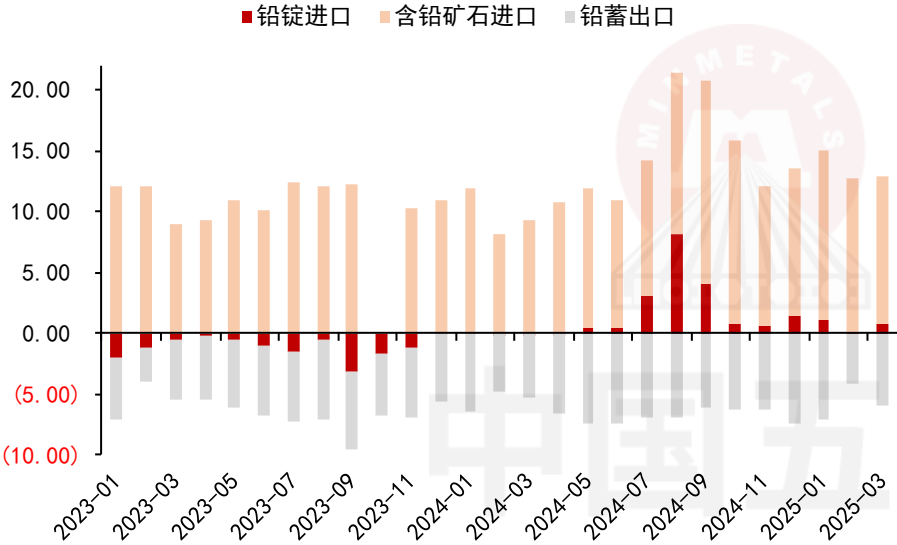


资料来源：LME、五矿期货研究中心

截至6月初，LME铅锭库存录得28.42万吨，LME铅锭注销仓单录得5.04万吨。伦铅库存再回绝对高位，海外高额库存压制下，海外月差结构维持弱势运行，外盘cash-3S合约基差-22.17美元/吨，3-15价差-65.2美元/吨。



图45：铅元素进出口（万金属吨）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

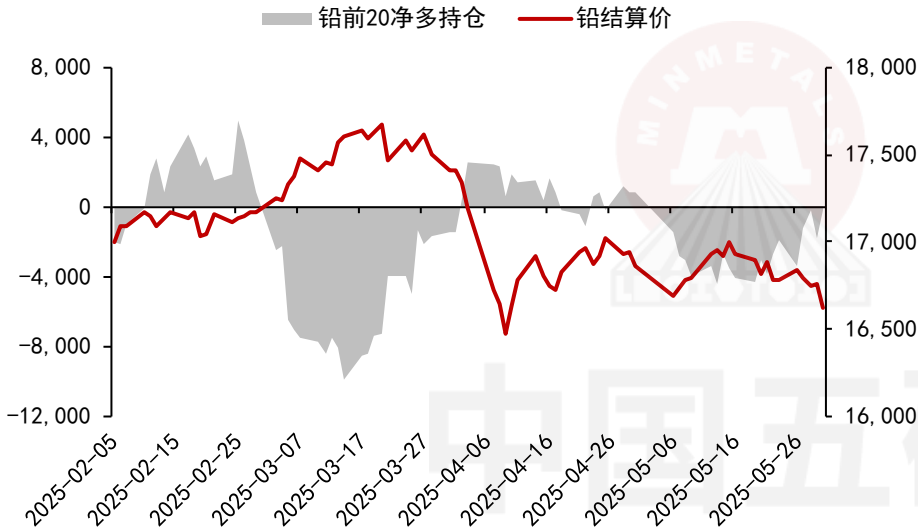
图46：盘面沪伦比值及现货出口盈亏（元/吨）



资料来源：LME、上期所、SMM、五矿期货研究中心

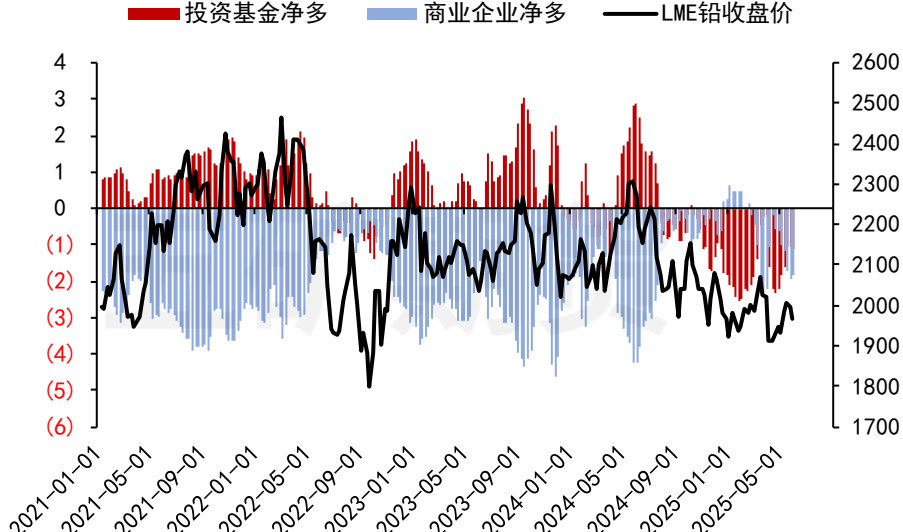
上半年铅市沪伦比值大体维稳，在进口窗口附近波动。截至6月初，剔汇后盘面沪伦比价录得1.17，铅锭进口盈亏为-785.67元/吨。

图47：沪铅前20净多持仓（手）及结算价（元/吨）



资料来源：上期所、五矿期货研究中心

图48：伦铅投资基金净持仓、商业企业净持仓（万手）及伦铅3S收盘价（美元/吨）



资料来源：LME、五矿期货研究中心

上半年沪铅前20持仓与铅价拟合度相对有限，进入25年后伦铅投资基金、商业企业均长期维持净空，持仓角度指引偏空。

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者寻求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

# 产融服务专家 财富管理平台

网址 [www.wkqh.cn](http://www.wkqh.cn)

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博