

铅

国投期货 2025 年度策略报告

——出海消费潜力大，关注供应端约束

2024 年 12 月

目录

1. 行情回顾	3
2. 消费出海，贸易流改变将凸显国内铅结构性矛盾	4
2.1. 2024 年铅消费靠海外支撑	4
2.2. 国内二轮铅酸车型 2025 年降速有望收窄	5
2.3. 海外电动二轮车用铅需求潜力大	7
2.4. 2025 年汽车领域铅需求平稳看待	11
3. 结构性矛盾难解，资金投机进一步放大波动	15
4. 平衡表与行情展望	18

孙芳芳 中级分析师

从业资格证号：F03111330

投资咨询号：Z0018905

近期相关报告：

《铅：持续走低后的企稳信号》

20240914

《铅：从温水煮青蛙到图穷匕见》

20240819

报告摘要

● 2024 年铅结构性矛盾集中爆发，铅锭在内外盘的流通略显不畅

2024 年进口窗口长时间关闭，铅精矿紧缺程度加剧，叠加铅锭新国标落地，铅冶炼完全成本增加；“反向开票”等政策适应期，加剧了产业的观望态度，叠加部分再生铅企业高价囤原料，废电瓶供求矛盾凸显，资金投机放大铅价波动，沪铅一度破 2 万，产业传统套保惯性被打破。直到铅现货进口窗口打开，海外铅元素快速补入，才拖累铅价快速跌向万六。

● 消费出海，关注贸易流改变对国内铅供求的影响

国内钠电池在二轮电动车领域和锂电池相互平替的同时，少量挤压铅酸蓄电池的空间，但无法根本取代低端铅酸车型的消费，铅酸蓄电池在 UPS 电源和二轮电动车的基本盘不会动摇。国内二轮电动车替换潮已过，国内二轮车向智能化、信息化、个性化需求破局，政策端铅酸蓄电池约束放松，2025 年国内铅消费降速或收窄。印度和东南亚二轮车电动化率有望进一步提速。中国电动二轮车企加速布局东南亚，撼动日本摩托车品牌在当地的统治地位。2025 年特朗普政府主政，中国车企为躲避关税压力，也在加速出海。汽车启动-启停低压电池仍以铅酸蓄电池为主，传统汽车消费国仍拥有庞大的汽车保有量，替换需求仍有韧性。但是铅的终端消费产能外移，一方面导致国内铅消费淡旺季区分度减弱，另一方面也导致国内铅阶段性的供需错配加剧。

● 2025 年铅结构性矛盾难以根本缓解

国内原、再生铅冶炼延续过剩，原料端供不应求仍将是常态。消费潜力在海外，国内铅元素外流的大方向仍将延续。海外库存高企，国内原料抢夺白热化预期不改，2025 年进口窗口依旧存在阶段性打开的机会。

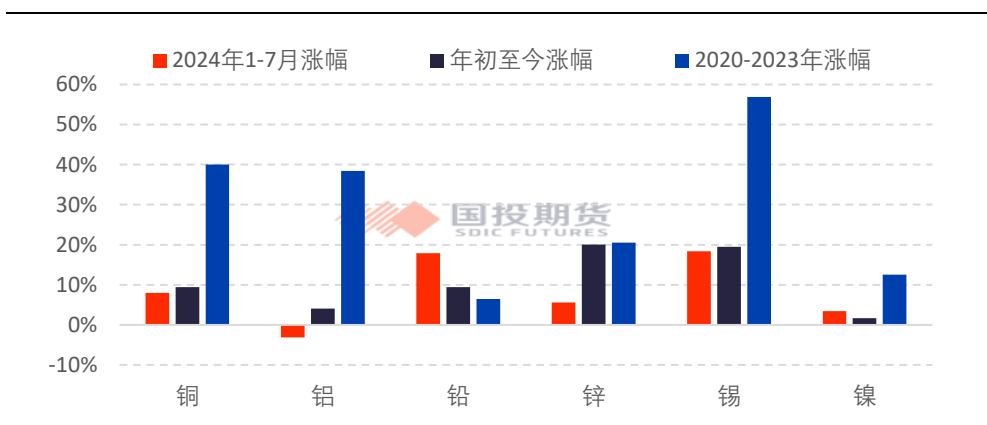
● 行情展望

沪铅下方区间 1.6-1.62 万元/吨，上方区间 1.9-1.95 万元/吨；LME 铅 1900-2300 美元/吨区间震荡。

1. 行情回顾

2024 年行业政策、上下游产能错配、内外盘结构性矛盾等因素集中发酵，资金单边投机、跨市套利参与痕迹加重，产业套保惯性被打破，沪铅波动放大，市场关注度明显提升。2024 年 1-7 月中旬，沪铅涨幅高达 24%，跑赢其他有色品种，如果和 2020-2023 年的走势进行对比，2024 年上半年的沪铅表现无十分亮眼。7 月中旬后，随着进口铅陆续到港，铅元素供不应求的预期扭转，沪铅开启长足下跌，并在四季度逐渐震荡企稳，12 月初，沪铅年内涨幅仅次于锡，在有色金属板块中位居第二。

图 1：有色品种期货主力合约不同阶段涨跌幅



资料来源：iFind，国投期货

政策端看，1) 再生铅未纳入交割，新国标抬升成本之余加剧交割品紧缺担忧；2) 再生领域税收制度完善，“反向开票”政策导致成本进一步增加。

基本面看，内外结构型矛盾交织，沪铅波动加剧。1) 冶炼产能进一步扩大：2024 年海外炼厂复产和新投产为主，国内原、再生铅冶炼产能过剩积弊多年，部分非正规再生铅小厂死灰复燃；2) 矿山产出前低后高：2023 年下半年海外停产的铅锌矿山 2024 年以来几无复产，新矿山投产集中在 2024 年下半年，2024 年 9 月之前进口矿补入总体偏低；3) 铅元素外流：2021 年至 2024 年 6 月铅锭处于累计净出口状态，铅酸蓄电池出口表现强劲，但废电瓶属于禁止进口的固废，国内铅元素进一步流失严重。在 2024 年 6-8 月铅锭进口窗口连续打开，由于不符合交割标准，进口锭被作为再生精铅或者炼厂原料对待，随着海外铅锭 7 月逐渐到港，国内废电瓶持货商畏跌后市，高位积极抛货，才改善了国内炼厂原料紧缺的局面，给沪铅造成短

时的下行压力。但这种改善并不彻底，强美元之下，铅进口窗口打开时间短，沪铅二次拉升的动能仍在不断蓄势中。

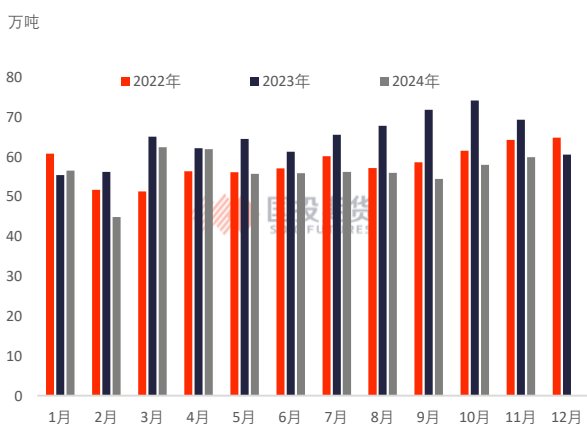
2. 消费出海，贸易流改变将凸显国内铅结构性矛盾

2.1. 2024 年铅消费靠海外支撑

2024 年原生铅炼厂淡季检修和缺原料减产为主，产出相对稳定；再生铅炼厂因原料紧缺、利润不佳、环保限产而出现大幅减产，2024 年 10 月，国家统计局数据显示我国铅产量累计产量 636.8 万吨，累计同比下滑 5.5%。2024 年 11 月安泰科数据统计国内样本精铅累计产量同比下滑 6.9%至 443.1 万吨，SMM 数据则显示 11 月国内原、再生铅总产量累计同比下滑 12.8%至 621 万吨，由于统计口径不同和样本企业数量，两者数据可信度均较高，鉴于 SMM 的数量级更接近国家统计局，本文以 SMM 数据为主要数据分析依据。

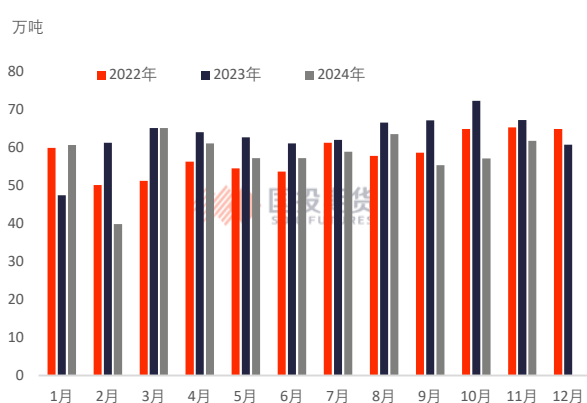
2024 年 1-11 月，SMM 铅表观消费同比下滑 9.5%；实际消费下滑 58.84 万吨至 635.95 万吨，下滑幅度 8.5%。

图 2： 2024 年原、再生铅总产出大幅下滑



资料来源：SMM，国投期货

图 3： 国内铅消费疫情后首次录得负增长

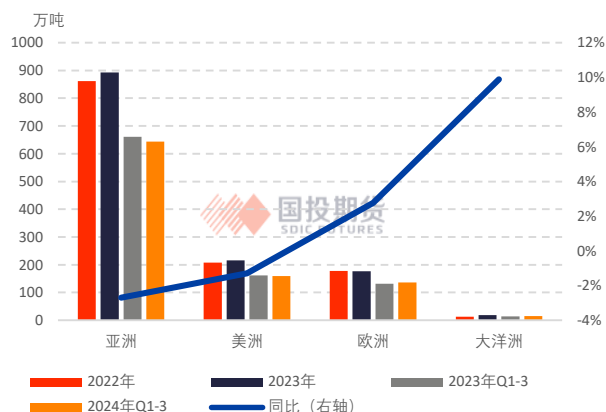


资料来源：SMM，国投期货

ILZSG 数据，显示 1-9 月全球精铅产出同比下滑 2%至 967.2 万吨，亚洲地区铅锭产出总体下滑 3%，对比 SMM 统计的国内消费下滑幅度，海外消费增长对冲了大部分国内消费下滑的影响，内外消费格局的转

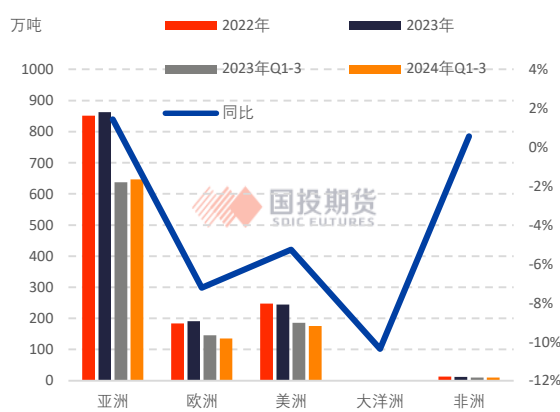
变，导致国内铅消费淡季区分度变弱，消费总体表现旺季不旺、淡季不淡，11月铅消费明显回暖。

图 4： 2024 年 1-9 月全球精铅产出下滑



资料来源：ILZSG，国投期货

图 5： 2024 年 1-9 月全球铅消费下滑

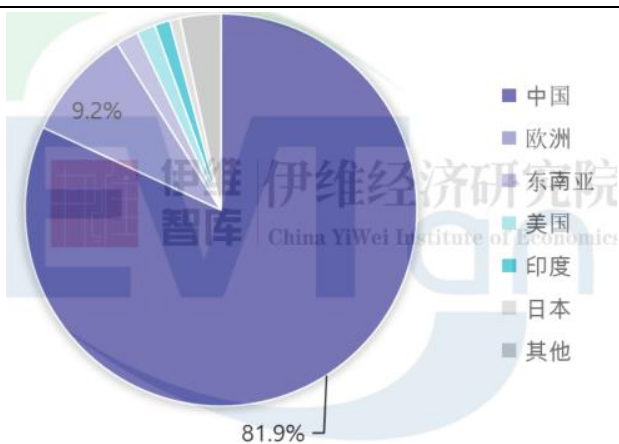


资料来源：ILZSG，国投期货

2.2. 国内二轮铅酸车型 2025 年降速有望收窄

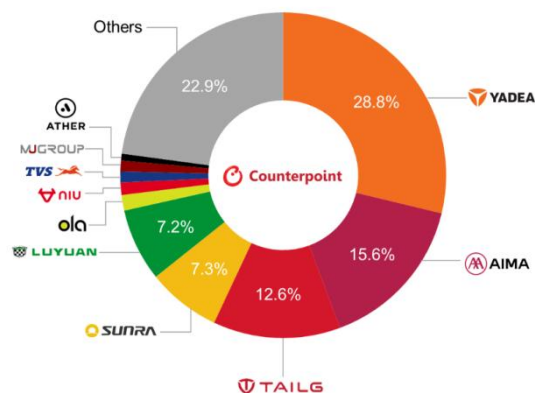
二轮电动车是铅酸蓄电池最大的消费领域，EVTank 数据，全球电动二轮车消费中，我国占据超 80% 份额，欧美市场份额近 10%，印度和东南亚地区以燃油摩托车为主，在全球电动二轮车消费中占比较小。新兴的二轮电动车市场由我国的雅迪、爱玛、台铃、新日和绿源主导，2023 年底，这四家的销量占总销量的 70% 以上。

图 6： 全球 2023 年电动二轮车市场份额



资料来源：EVTank，国投期货

图 7： 2023 年全球电动二轮车品牌份额

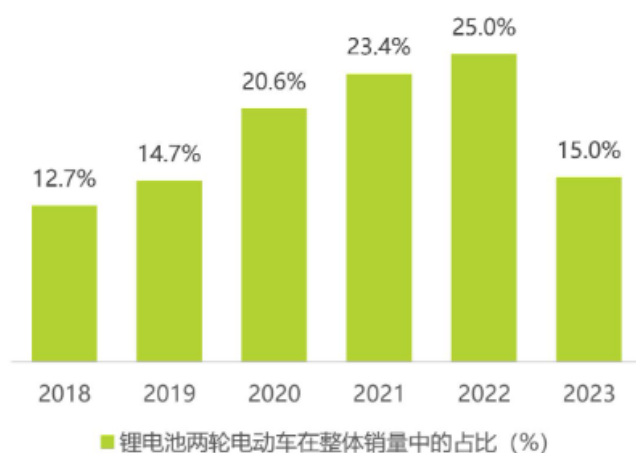


资料来源：Counterpoint，国投期货

目前二轮车用电池的发展路线主要有铅酸、锂电、钠电三个方向。钠电池能量密度介于锂电和铅酸之间，主要应用领域在储能和低速二轮车。EVTank 数据，2023 年钠电池实际出货仅 0.7GW，不及市场预期。2023 和 2024 年国内推出的钠电池电动自行车产品如雅迪极钠 S9、雅迪飞越 FN5 Lite 畅行、台铃超能 S 钠+系列、新日飞驰 DK 系列等，车型与锂电车型基本一样，售价比锂电车型还略高，2024 年碳酸锂价格跌破 8 万，钠电池的性价比优势不再突出，钠电和锂电或互为平替，并小部分挤压铅酸车型的空间，暂无法威胁低端铅酸车型消费市场。

锂电池因前期价格高，二轮电动车领域锂电投资下滑，我国锂电两轮车渗透率先升后降，艾瑞咨询数据显示，2023 年我国锂电两轮渗透率回落至 15%，而起点研究公布的该数据仅为 5.5%。

图 8：2023 年锂电两轮车渗透率大幅下滑



资料来源：艾瑞咨询，国投期货

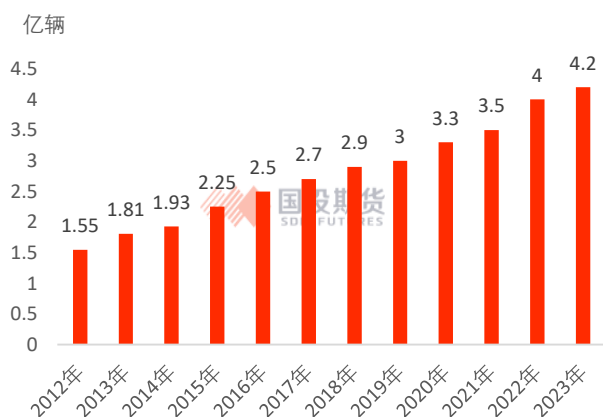
2024 年 11 月 1 日，三部电动自行车强制性国家标准正式实施，包括修订后的《电动自行车电气安全要求》、《电动自行车用充电器安全技术要求》和新制定的 GB 43854-2024《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》。一方面提高对二轮电动车用锂电安全性的要求，另一方面放宽二轮电动车整车车重限制到 63 公斤。

国内一线城市高价锂电车型占比偏高，而二三线城市仍以低价的铅酸车型为主，2024 年碳酸锂价格大幅降低至 7-8 万区间，锂电池性价比回归，不过资金在二轮车用锂电板块投资回归速度偏慢，从资本倾斜力

度看，锂电池继续发力新能源汽车、储能、高端锂电二轮车，而铅酸蓄电池则依旧稳固低端二轮电动车、汽车低压启动-启停电池、UPS 电源基本盘，并基于铅炭电池的安全性在电化学储能领域占比提升。2025 年锂电车型渗透率存在回升空间，但 2024 年 11 月放宽电动二轮车重约束后，技术成熟、兼具性价比和安全性的铅酸车型仍难以被锂电车型大面积替代。

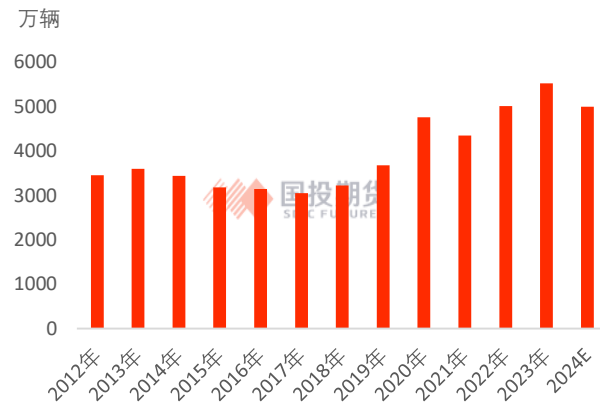
2018 年发布的《新国标》带来 2019-2023 年二轮电动车非国标车替换潮，随着替换潮进入尾声，EVTank 预计 2024 年国内电动二轮车消费同比下滑 9.1%。面对市场萎缩的趋势，电动二轮车企业向智能化、信息化、个性化方向寻求破局，客户群体存在扩容空间，旧车型或加速淘汰。同时按照锂电池 3-5 年的使用寿命推算，2025 年会有批锂电车型集中进入电池替换阶段，商务部等 5 部门办公厅（室）印发《推动电动自行车以旧换新实施方案》，对交回老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车的消费者，可适当加大补贴力度，由此反而可能推动铅对锂的反向替代。2024 年低消费基数下，2025 年我国电动二轮车领域铅消费同比降速有望收窄。

图 9：国内二轮车保有量



资料来源：EVTank，国投期货

图 10：国内二轮电动车销量



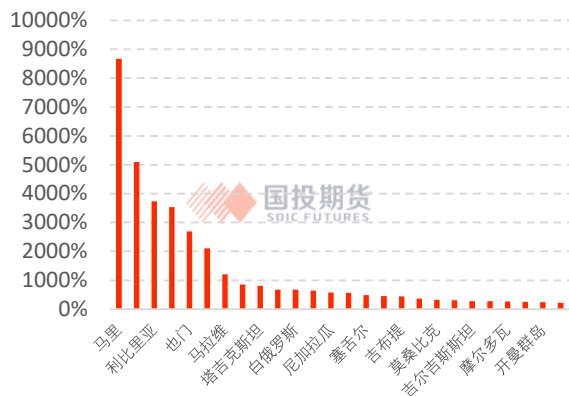
资料来源：EVTank，国投期货

2.3. 海外电动二轮车用铅需求潜力大

2024 年 1-10 月，我国装有驱动电动机的摩托车及脚踏车出口 1890.2 万辆，同比增速高达 45%。对非洲、中亚部分国家的出口由于基数低，增幅高达几十倍；对于出口基数前十的国家，出口增速同样亮眼，对

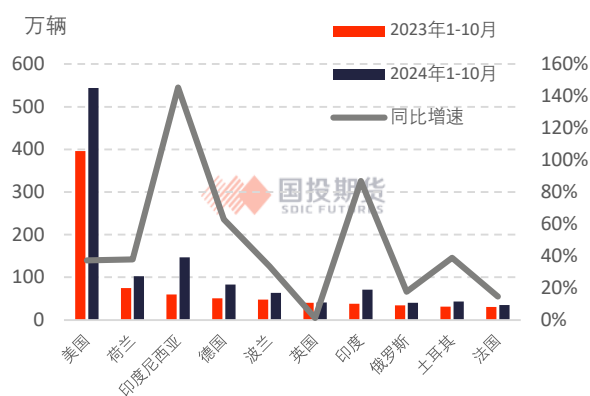
美国出口录得 37%同比增速、对印尼、印度出口分别录得 145%和 87%的同比高增速。

图 11：电动二轮车出口增速靠前的国家



资料来源：海关总署，国投期货

图 12：基数前 10 的国家电动二轮车出口情况



资料来源：海关总署，国投期货

2023 年越南作为印度和东南亚国家中二轮车电动化率最高的国家，其电动化率也不足 20%，出于污染管控和降低化石燃料依赖，近年来印度和东南亚国家积极鼓励国内“油改电”，印度本土电动二轮车市场趋于成熟，Ola、Ather 等品牌迅速崛起；我国雅迪、爱玛、绿源、新日等大批二轮电动车加速抢滩东南亚市场，电动二轮车突出的性价比撼动着东南亚地区日本本田、铃木等摩托品牌的统治地位。

图 13：东南亚二轮车市场中国出海品牌



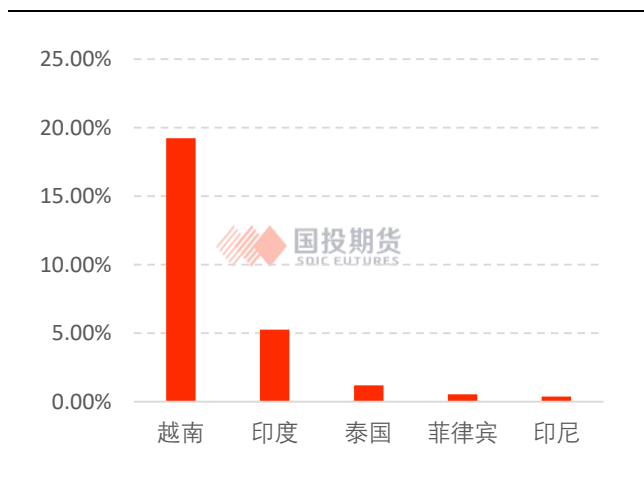
资料来源：7 点 5 度，国投期货

东南亚摩托车约保有量 2.5 亿辆，2023 年消费规模超 1200 万辆，二轮车电动化进程以越南、印尼为代表正在提速，2025 年东南亚地区的二轮电动车有望继续实现两位数以上的增长。

2022 年 7 月越南政府提出到 2050 年全国道路上的所有机动车辆和摩托车都将由绿色电力和能源提供动力，当地关税豁免和消费补贴等措施推动二轮车电动化率快速提升。根据傲多可商机网的数据，越南的电动两轮车销量从 2018 年的 25.7 万辆大幅增长到 2023 年的 48.4 万辆，实现了 13.4% 的复合年增长率，二轮车电动化率接近 20%。而 2023 年越南的摩托车年销量同比下滑 16.2% 至 252 万辆，2024H1 的摩托车销售量同比下滑 1.4% 至 121 万辆。

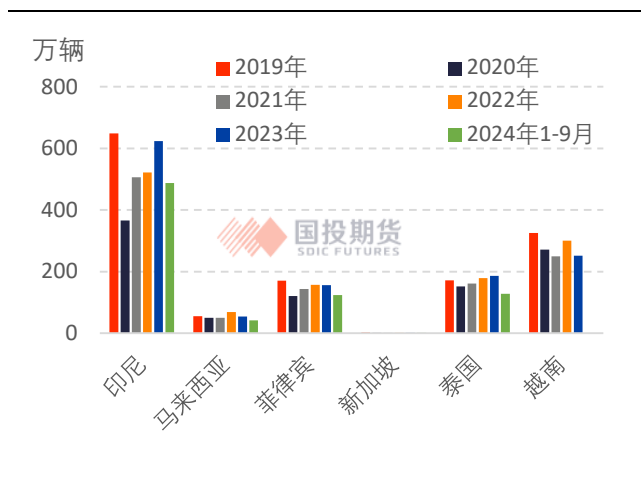
印尼的摩托车销量疫情后逐渐恢复，2023 年销售 624 万辆，同比增 19.42%，但是从 2018 年的 800 万辆整体下滑至 2023 年的 624 万辆。印尼制定了到 2025 年将 20% 的燃油二轮车转换为电动车、电动二轮车数量达到 180 万辆的目标，还承诺在 2050 年之前全面停止销售燃油车。2024 年雅迪在印尼产研工厂举行了首车交付仪式。预计印尼二轮车的电动化率有望在 2025 年迈上新台阶。

图 14：2023 年东盟和印度的电动化率



资料来源：ASEAN，SMEV，国投期货

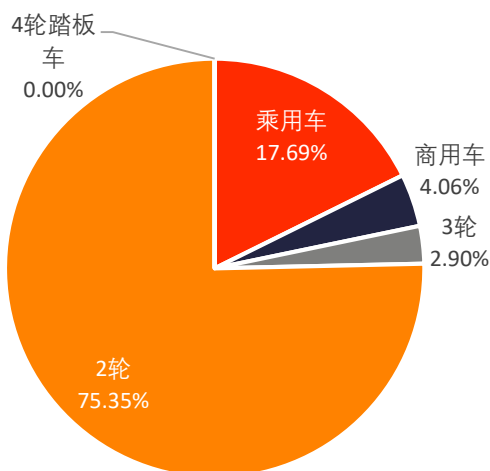
图 15：东盟 6 国摩托车和踏板车销量



资料来源：ASEAN，国投期货

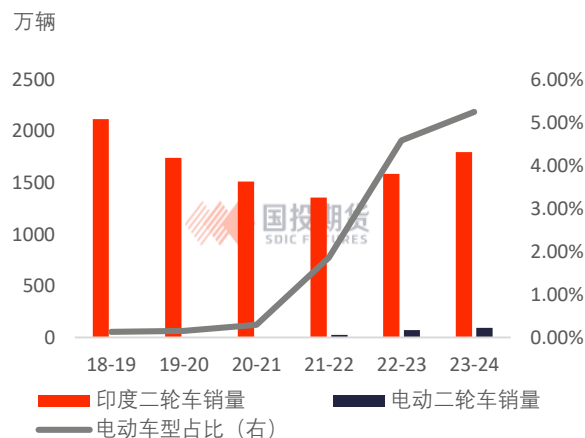
2023 年财年印度销售的各类车型当中，两轮车占比超四分之三，二轮车的电动化率 5.25%，90% 的电动二轮车属于低速踏板车，几乎全部使用廉价的铅酸蓄电池。SMEV 数据，2023-2024 财年（2023 年 4 月 -2024 年 3 月）印度二轮车销量 1797.4 万辆，出口 345.8 万辆，电动二轮车销量 94.4 万辆，电动化率 5.25%。

图 16：2023 财年印度销售的各类车型占比



资料来源：SMEV，国投期货

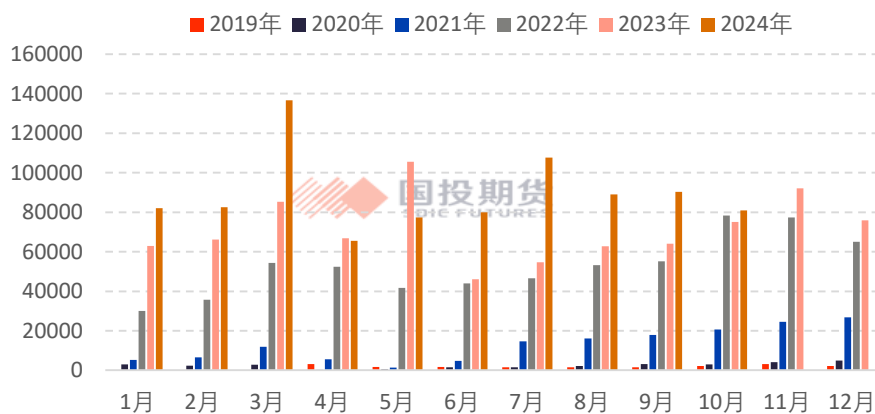
图 17：印度二轮车电动化率



资料来源：SMEV，国投期货

在 FAME-I 和 FAME-II （《混合动力车和电动汽车的快速采用和制造计划》）的补贴下，印度本土二轮电动车市场于 2022 年放量、2023 年趋于成熟，印度政府于 2023 年 5 月下调了补贴力度，造成电动二轮车消费短时下滑，但二轮车领域电动化的趋势已不可逆。

图 18：印度电动二轮车销售量



资料来源：SMEV，国投期货

SMEV 数据，印度电动二轮车月销售量从 2019 年 4 月的 0.31 万辆，增加到 2024 年 10 月的 8.09 万辆，月均增速高达 38%。2024 年 1-10 月印度电动二轮车累计销售 89.17 万辆，同比增长 29.3%。印度二轮电动车龙头 OLA 的报告显示，印度电动二轮车渗透率正处于拐点，从 2024 年 6 月的 5.8%增长到了 2024

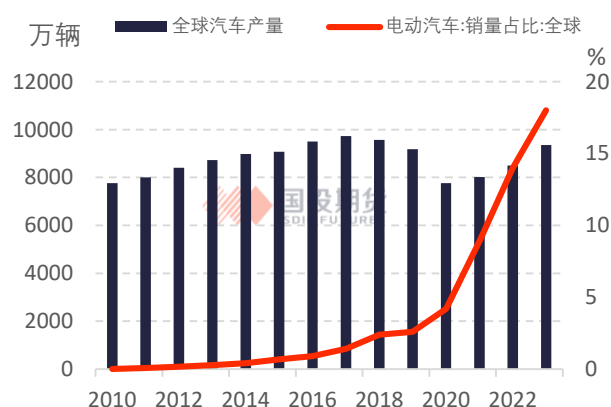
年 9 月的 7.5%，在部分关键邦的普及率在 25%-45%之间。

基于以上分析，我们对于印度和东南亚市场电动二轮车在 2025 年的表现较为乐观，预计印度的同比增速维持在 30%左右，而东南亚地区，随着印尼二轮车电动化率的加快，二轮电动车的销量有望实现成倍增长。

2.4. 2025 年汽车领域铅需求平稳看待

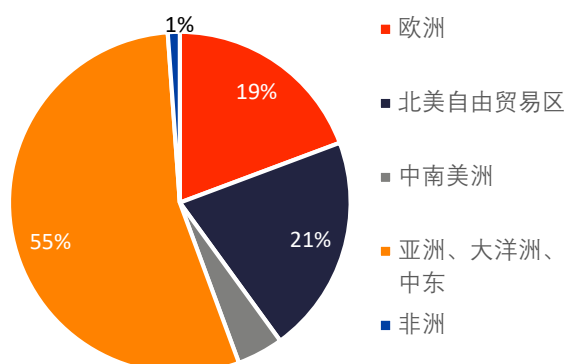
2023 年全球汽车行业彻底告别疫情影响，出现较高增长，国际汽车业协会数据，2023 年全球汽车总产量 9354.66 万辆，同比增速 10%，仍未恢复至 2017 年的最高值。国际能源署数据，在我国市场的引领下，2023 年全球电动汽车销量占比 18%。

图 19：全球汽车重回高增态势



资料来源：OICA，国投期货

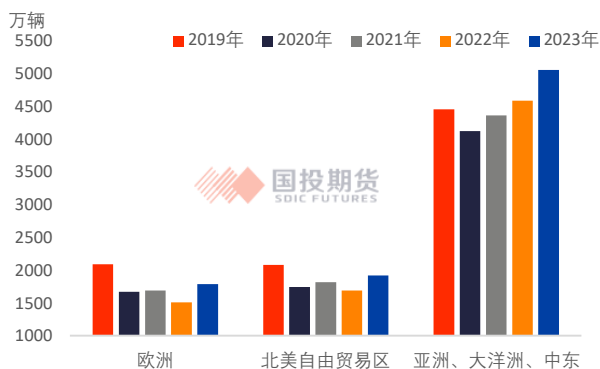
图 20：全球汽车消费占比



资料来源：OICA，国投期货

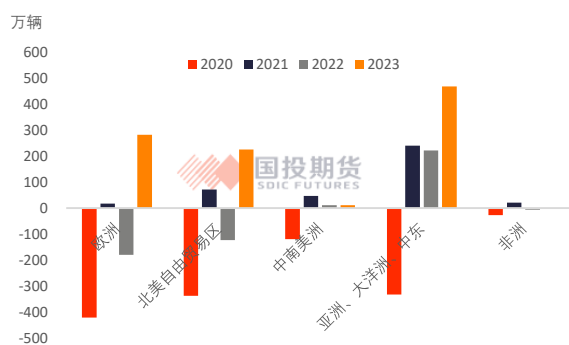
中南美和非洲的购买力依旧偏低，不做考虑。欧洲和北美的汽车年需求总计 4000 万辆左右，占全球的 40%，是不可忽视的大市场。疫情导致欧美汽车需求后移，2023 年欧美汽车消费大幅止跌回升。

图 21：主要汽车消费区



资料来源：OICA，国投期货

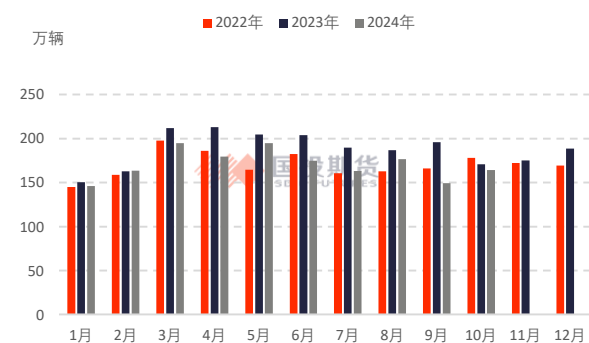
图 22：美国新能源汽车消费



资料来源：OICA，国投期货

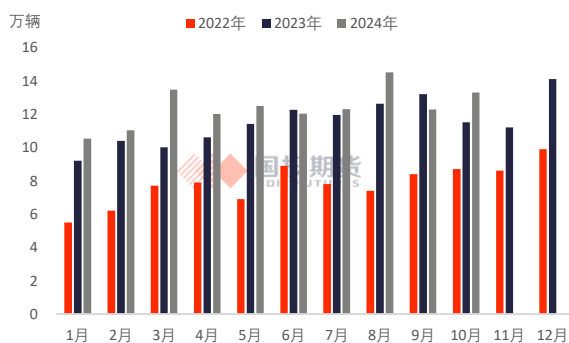
2024 年美国汽车消费疲弱，高通胀、高利率、汽车工人罢工、飓风等因素影响，美国经济分析局数据，2024 年 1-10 月美国汽车总消费 1706 万辆，同比下滑 9.7%，同期美国新能源汽车消费 124 万辆，同比增 9.5%，新能源汽车渗透率仅 10%，随着美国通胀逐渐回落，9 美联储开启首次降息，10 月开始美国的汽车消费出现明显回暖迹象，鉴于马斯克在特朗普胜选中发挥的关键作用，2025 年特朗普政府对于新能源汽车的政策可能明显优于拜登政府，乐观预期美国汽车消费录得正增长。

图 23：美国汽车消费



资料来源：美国经济分析局，国投期货

图 24：美国新能源汽车消费

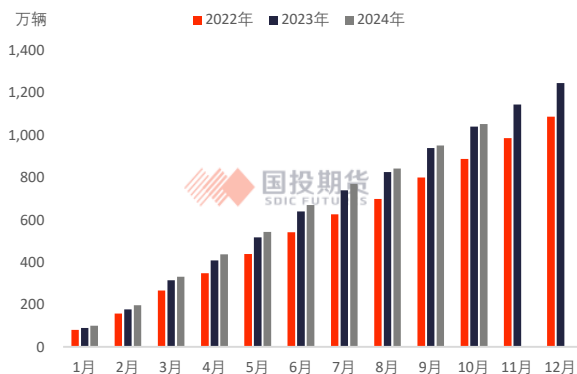


资料来源：iFind，国投期货

欧洲汽车制造商协会数据，2024 年 1-10 月，欧盟和英国汽车累计消费 1051 万辆，同比增幅仅 1%；同期新能源汽车消费 239 万辆，同比下滑 3.7%，欧洲新能源汽车渗透率超 20%。2024 年欧洲央行连续降

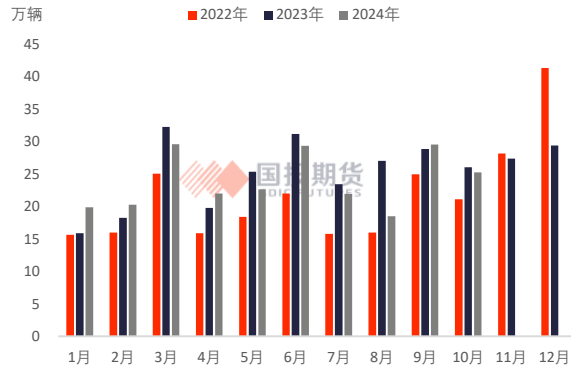
息，转向稳经济，2025 年预计欧洲汽车总需求基本稳定。

图 25：欧盟+英国乘用车累计销售



资料来源：iFind，国投期货

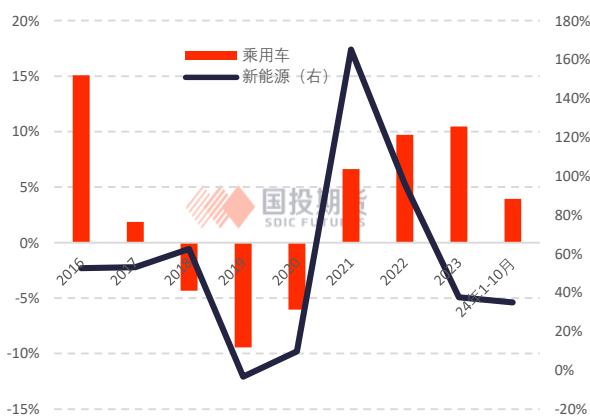
图 26：欧洲新能源汽车消费



资料来源：iFind，国投期货

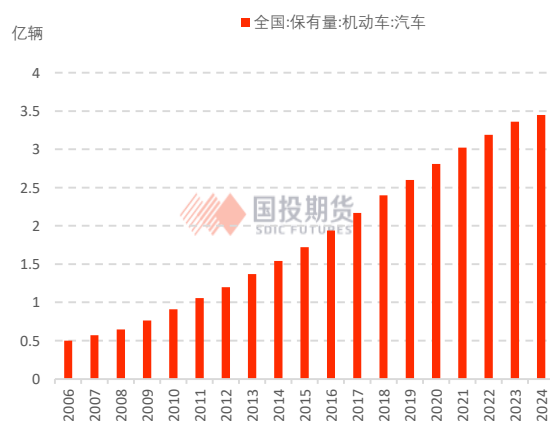
2024 年 5 月，美国宣布对我电动汽车额外关税税率将从 25% 提高到 100%，2025 年的特朗普政府存在进一步加征关税的可能；同年 10 月 31 日，欧盟对华电动汽车加征的反补贴关税正式生效，为期 5 年。不同车企适用的税率从 17.0% 到 35.3% 不等。虽然中国对欧美地区汽车出口前景并不乐观，但欧美仍是中国汽车出口的主要目的地，加征关税加速中国车企出海，总消费趋势不改，但改变了全球贸易流向。

图 27：我国汽车消费主要依赖新能源拉动



资料来源：汽车工业协会，国投期货

图 28：我国汽车保有量近 3.5 亿



资料来源：公安部，国投期货

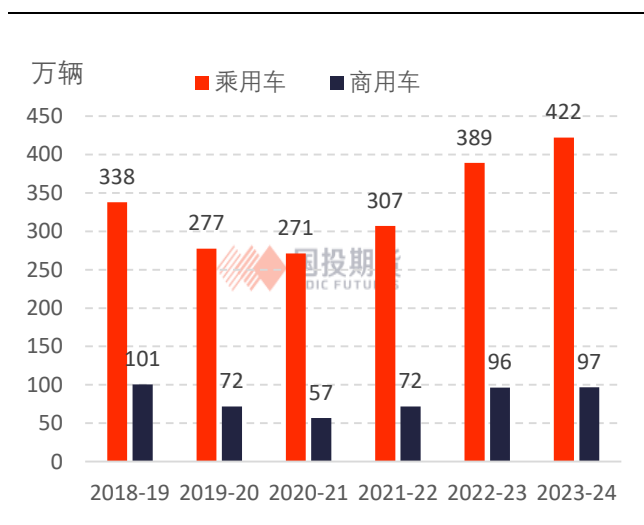
国内汽车消费增长主要依赖新能源汽车拉动，但新能源汽车市场已经迈过高增长逐渐进入存量博弈阶段

段，汽车消费同比增速放缓。新能源汽车智驾体验远超传统燃油车，设计、内饰、价格、续航等表现能扛能打，对传统燃油车的取代趋势不变，车企价格内卷，低价优质的特点仍能保障国内的汽车消费稳中小增，预计 2025 年国内汽车消费增速在 3% 左右。考虑到我国汽车保有量已经接近 3.5 亿辆，汽车低压启动-启停电池仍以铅酸蓄电池为主，国内汽车领域铅消费仍有保障。

印度 2023 年财年乘用车消费同比增 8.4% 至 422 万辆，接近我国年消费量的五分之一，印度已经超过我国成为世界第一人口大国，不断增长的人均 GDP 面前，印度的汽车消费仍存较大增长潜力，2025 年预计同比增速接近 10%。

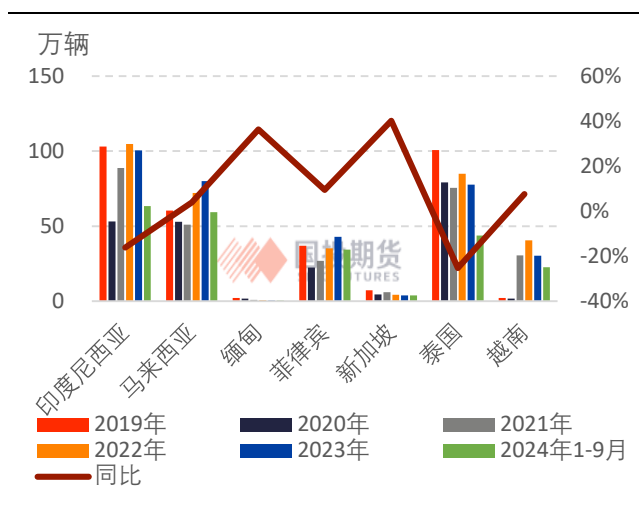
总体来说，东南亚汽车仍以面向出口为主，内部消费在 300 万辆左右，2024 年 1-9 月东南亚 6 国的汽车消费辆同比再下滑 7.8% 至 227.7 万辆，汽车产量 281.8 万辆同比下滑 12.6%，缅甸、菲律宾、马来西亚正增长，而印尼、泰国、越南负增长，国内电车掀起价格战或导致部分购买力后移。东南亚仍在大力鼓励新能源汽车发展，我国车企在当地新能源汽车市场的份额约三分之一，2025 年东南亚仍将是我国汽车出口规避高关税的中转站，产业链的转移带动当地人均收入增长的长期趋势不变，鉴于其人均收入仍偏低，预计二轮车电动化的速度加快，而内部汽车消费稳中少增。

图 29：印度汽车消费情况



资料来源：SIAM，国投期货

图 30：东南亚汽车消费情况



资料来源：ASEAN，国投期货

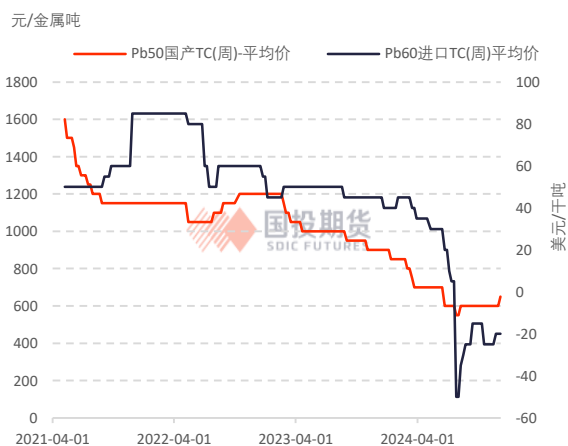
通过以上分析我们认为，2024 年低基数下，2025 年全球铅需求预期小幅向好，国内消费下滑程度收窄，欧洲需求稳定，美国需求小幅回暖，印度、东南亚国家继续贡献增量。

3. 结构性矛盾难解，资金投机进一步放大波动

铅的结构性矛盾主要体现在国内的产能错配、强美元海外铅元素流入难度大。国内原料紧缺问题长期为铅价提供底部支撑，铅元素在海内外流转的方向不同，影响着国内供求矛盾是进一步激化还是缓解。

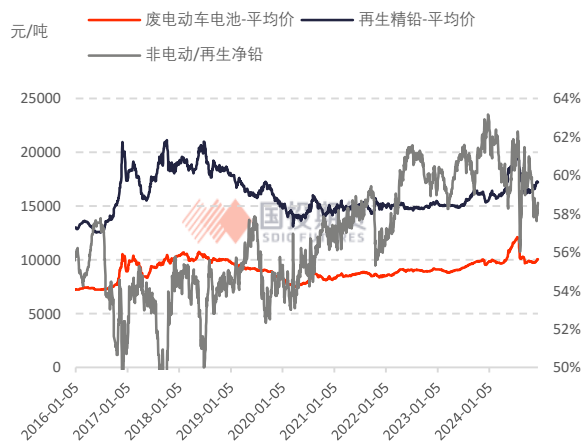
2023 年德国 Stolberg 铅冶炼厂重启 15.5 万吨铅冶炼产能，国内河南、湖南等电解铅扩建产能高达 50 万吨，而 Myra Falls、Rasp、Tara、Jaguar、Aljustrel、Middle Tennessee Mine 矿陆续关闭全部或部分产能，复产时间基本推迟到了 2024 年下半年以后，同时新增扩建矿山如 Kipushi、OZ、火烧云等产能投产滞后，副产品价格高位，矿山让利意愿更低，矿、冶矛盾加剧。原生铅炼厂技改升级后对再生料使用比例明显提升，“反向开票”政策加剧了废电瓶供求的短期错配，炼厂对原料的争夺白热化，高价囤货和缺货停产屡见不鲜，严重影响了炼厂开工的稳定性。

图 31：矿端 TC 大幅走低，三季度略回升



资料来源：SMM，国投期货

图 32：废电瓶占再生铅价格比整体攀升

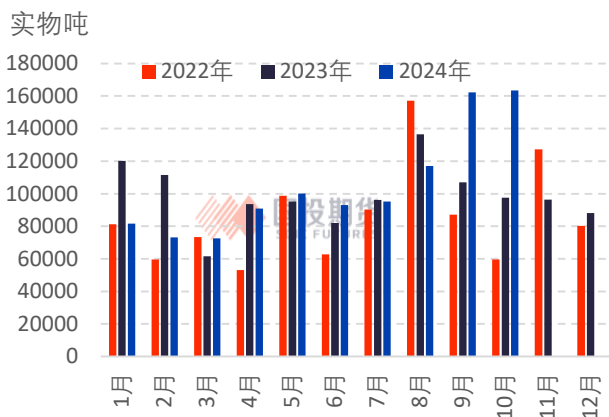


资料来源：SMM，国投期货

2024 年铅精矿补入迟缓，经过 9-10 月连续的进口大增之后，才令铅精矿进口累计同比由负转正至 4.67%。国内铅锭净出口状态在三季度扭转后，10 月份再次转为净出口状态；1-10 月铅酸蓄电池出口共计

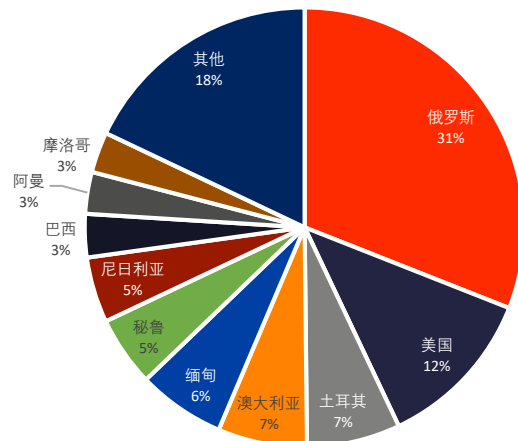
2.05 亿个，同比增 1.58%，主因 2023 年基数高导致同比增幅下滑，其中启动型铅酸蓄电池累计出口同比增 17.78%至 0.59 亿。其他铅酸蓄电池出口累计同比下滑 3.8%至 1.45 亿只，11 月国内铅比价优势依旧突出，全年铅酸蓄电池出口同比增幅有望提升。

图 33：铅精矿进口量 9 月以后才大幅增长



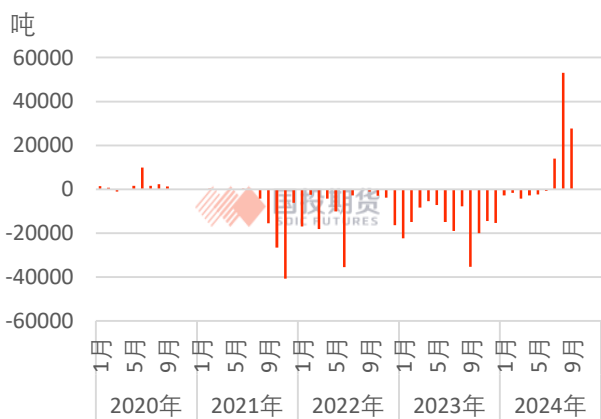
资料来源：海关总署，国投期货

图 34：2024 年铅精矿来源国占比



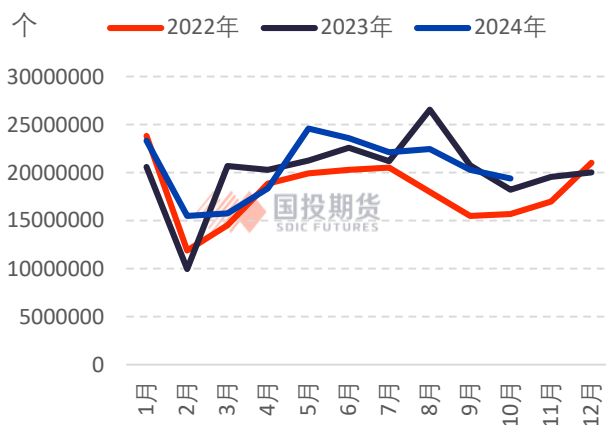
资料来源：海关总署，国投期货

图 35：精炼铅净出口在 2024 年 7 月才扭转



资料来源：海关总署，国投期货

图 36：铅酸蓄电池出口延续增长态势



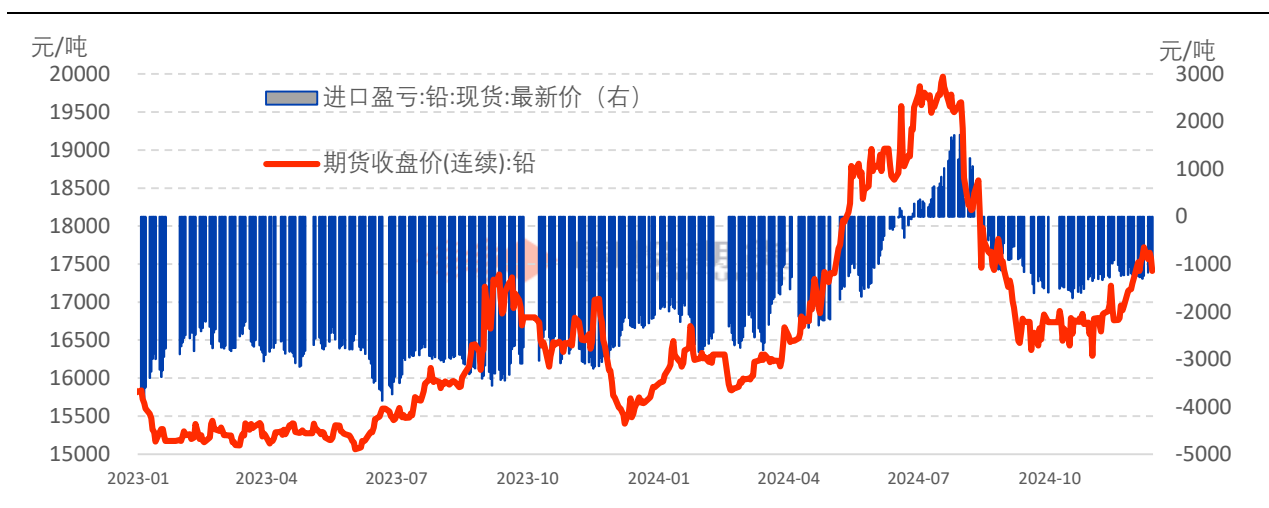
资料来源：海关总署，国投期货

安泰科统计，2025 年全球矿山新增产能 23.5 万吨，国内 8.2 万吨，海外 15.3 万吨，海外主要增量体现在 OZ、Abra、Veres、Aripuana 矿山提产；国内主要增量体现在新疆地矿、鑫湖矿业、西部铜业等旗下

矿山新投产或技改扩建后提产。国内原生铅产能本就处于过剩状态，青海西豫技改后的 20 万吨产能 2024 年 10 月投产，个旧创源 6 万吨新产能投产，新凌铝业 20 万吨技改项目已经出粗铅；2024 年江苏苏中 12 万吨再生铅技改扩建项目、贵州鲁控 20 万吨再生铅新建项目投产；甘肃华运金铂再生资源科技有限公司年产 6 万吨再生精铅项目计划 2025 年 6 月投产，国内原、再生铅炼厂产能过剩仍是不争的事实。

对比铅现货进口盈亏和铅价，可以看到明显的相关性，一旦市场给出进口机会，海外铅锭作为原料或者再生精铅将大量补充至国内，会造成原料端矛盾加速缓解，从而造成沪铅下跌的斜率明显大于上涨的斜率。

图 37：铅现货进口盈亏



资料来源：SMM，国投期货

国内原生铅冶炼产能相对集中，再生铅冶炼产能正在向园区化方向发展，园区积极引入下游铅酸蓄电池企业，加速形成内部闭环生产模式，2024 年部分冶炼厂已经举步维艰但冶炼总产能依旧有增无减，2025 年炼厂原料端的争夺仍将白热化，市场在期待部分冶炼产能在 2025 年能够开始出现整合出清。

通过前面分析，消费潜力仍在海外，不光车企在走出去，我国铅酸蓄电池头部企业如天能（出海越南）、骆驼（出海北美、印尼）、理士国际（出海马来西亚、斯里兰卡、印度、越南）等电池企业也在海外积极布局。

印度和东南亚二轮车电动化蓝海阶段，受益于整个蛋糕的做大，海外需求仍将拉动国内精铅和铅酸蓄电池出口。四季度随着原料端约束的缓解，原生铅开工率回升至三年来高位，再生铅开工率也从极低水平下修

复，年底炼厂补库中，沪铅存在累库预期。进口窗口依旧关闭，2025 年特朗普的政策支持强美元，人民币对美元存贬值压力，铅锭进口窗口关闭或是常态化的问题。但是，海外库存高企，国内原料抢夺白热化预期不改，2025 年进口窗口依旧存在阶段性打开的机会。

4. 平衡表与行情展望

产业链迁移的背景下，更远期的平衡表可参考价值不大，基于 SMM 的基础数据和本文分析，我们给出国内铅锭 2024-2025 年的平衡表预期。

图 38：国内铅锭平衡表

	2022 年	2023 年	2024E	24/23	2025E	25/24
锭总产量	699.48	773.33	692.29	-10.5%	698	0.8%
电解铅	327.82	369.68	362.29	-2.0%	373	3.0%
再生精铅	371.66	403.65	330	-18.2%	325	-1.5%
净进口	-11.4969	-18.528	9	-	-8	-
表消	710.9769	791.858	701.29	-11.4%	690	-1.6%
实消	716.2469	789.538	700.87	-11.2%	687	-2.0%
国内平衡	-5.27	2.32	0.42	-	3	-

资料来源：SMM，国投期货

2025 年内外盘基本面的错位仍难以根本弥合，资金投机或进一步加剧盘面对基本面供求矛盾的反应。反向开票政策和铅锭新国标纳入交割后，我们将沪铅价格低点整体上移 500 元/吨左右，结合沪铅 2024Q3 低位盘整区间下方强支撑位判断，2025 年沪铅下方底部区间 1.6-1.62 万元/吨。反弹高度一方面依赖国内供求矛盾的程度，另一方面也受铅酸蓄电池保持比价优势可提价的空间制约，2024 年沪铅 2 万元/吨高位是矿端极端紧缺和下游价格上限约束的博弈结果，期间还夹杂着政策面的影响，而 2025 年沪铅面临的政策面驱动偏少，同时考虑矿山产出有增量，TC 整体低位回升，我们下调沪铅高位区间至 1.9-1.95 万元/吨。

随着转移产能的不断投产，发展中国家铅消费有望进入快速增长阶段，但欧美主要消费地区增幅偏弱，海外原、再生铅锭的供应能力上修，从而给 LME 铅造成了反弹的上限约束；而国内冶炼厂和国外冶炼厂抢矿的局面难以缓解，成本端又会给 LME 铅提供下方支撑，LME 铅所处环境类似 SHFE 铅在 2020-2022 年之间成本托底、消费限高的情况接近，2025 年大概率延续 2024 年 1900-2300 美元/吨区间震荡的局面。

【免责声明】

国投期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。本报告仅供国投期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

国投期货研究院

北京市

地 址：北京市西城区金融街街道金融大街 5 号新盛大厦 B 座 18 层

上海市

地 址：上海市虹口区杨树浦路 168 号 17 楼

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投期货研究院公众号



国投期货数据投研平台安卓版



国投期货数据投研平台 IOS 版

