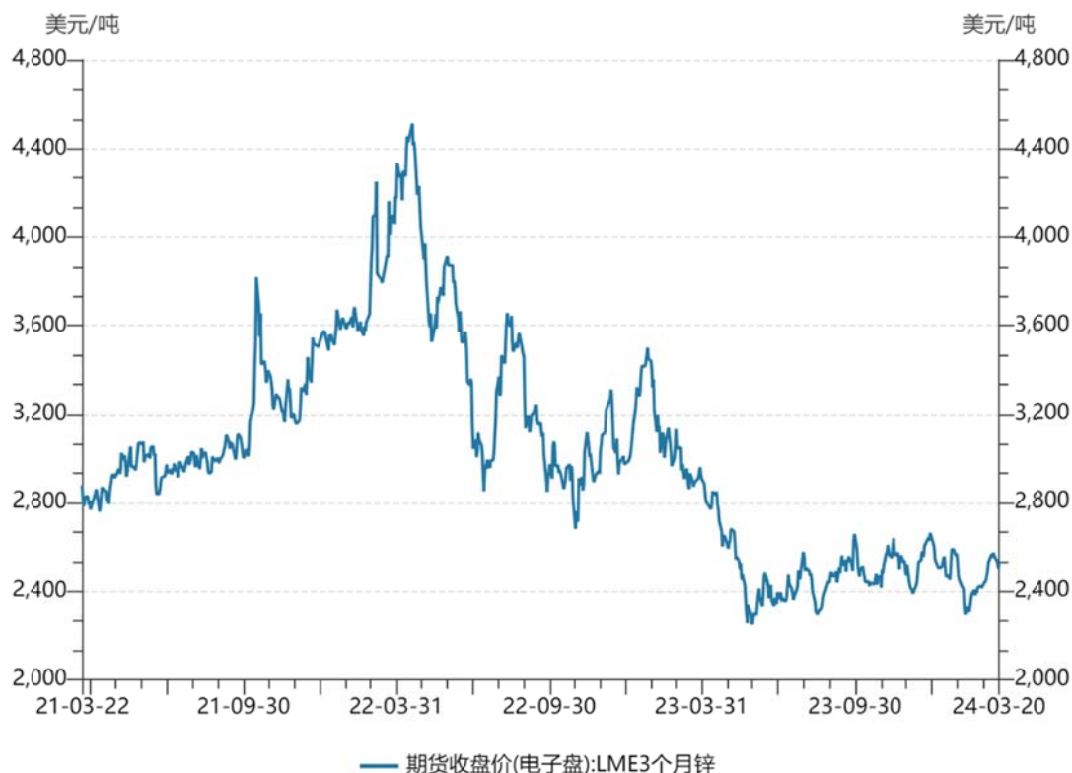


## 2 月锌基本面：持续改善但难言乐观



数据来源：Wind

### 锌价呈现 V 字型走势，锌矿加工费以下跌为主

2 月份以来，锌价呈现 V 字型走势。LME 锌价从月初的 2529 美元/吨，2 月中旬最低下跌至 2278 美元/吨；之后迅速反弹，3 月中旬基本回到了下跌前的水平。国内锌价走势类似，从月初的 21152 元/吨，最低下跌至 20139 元/吨，之后最高反弹至 21655 元/吨，也回到了下跌前的水平。截至 3 月 17 日，国内外锌价分别运行在 21400 元/吨、2566 美元/吨附近。

2 月份，LME 锌价平均 2364 美元/吨，环比下跌 6.2%，同比下跌 25%；国内锌价平均 20482 元/吨，环比下跌 3.7%，同比下跌 12%。1-2 月份，LME 锌价平均 2442 美元/吨，国内锌价平均 20881 元/吨。

经测算，2 月份沪伦比值平均 8.6，扣除汇率后的沪伦比值为 1.19。2 月份沪伦比值呈走高态势，过去三个月平均值均为 8.4，2 月份比值走高后已相当于 2023 年 10 月份的水平。从季节性角度对比，2 月份为每年当中沪伦比值的季节性低点，比如 2023 年 2 月份沪伦比值仅为 7.5，但今年 2 月份沪伦比值在环比上不降反升，背后原因值得深思。

我们认为主要是由于 LME 锌锭库存再度出现了超预期累库，反观国内的累库基本符合预期，国内外库存反差表现导致锌价出现了内强外弱，表现为沪伦比值持续抬升。

2 月份以来锌精矿加工费小幅下跌。截至 3 月 17 日，据 SMM 统计，进口矿 TC 维持在 80 美元/矿吨，远期报价仍有下跌趋势；国产矿 TC 已经下行至 3800 元/吨，二八分享后的实际加工费为 5000 元/吨。将加工费统一换算为美元计价模式，三个系列加工费依次为：Benchmark TC（274 美元/矿吨）>国产矿 TC（111 美元/矿吨）>进口矿 TC（80 美元/矿吨）。

### 国内外精锌供应均出现了收紧迹象

由于春节假期影响，2 月份国内锌精矿产量大幅下降。据北京万研统计，2 月份国内锌精矿产量 22.3 万吨（金属量，下同），环比减少 26%，同比减少 6%。1-2 月份国内锌精矿产量累计同比增长 4%。目前，无论是春节假期放假的矿山企业，还是北方季节性停产矿山企业以及两会期间由于炸药管控减停产的矿山企业，都已经陆续复工复产，这将推动国内锌精矿产量出现恢复性增长。预计 3 月份国内锌精矿产量 36 万吨，环比增加 59%，同比增加 4%。

由于锌精矿加工费持续下行，国产矿实际加工费已经下跌至 5000 元/吨，这已经跌破了国内冶炼厂的盈亏平衡点，成本亏损开始对高成本冶炼厂生产造成了冲击。2 月份由于原料不足和生产亏损而减产的冶炼产量合计 1.8 万吨，这造成 2 月份国内精锌产量表现不及预期。据北京万研统计，2 月份国内精锌产量 57 万吨，环比减少 7%，同比增加 3%。我们认为随着冶炼厂亏损时间的拉长，叠加锌矿原料紧张的持续性冲击，对国内冶炼产量的扰动也将持续下去，而且扰动程度将会持续加大。精锌供应收紧对锌价而言是一个有利的转变。

海外冶炼厂生产同样面临着利润不足和原料紧张的双重冲击。继 1 月份托克宣布关闭荷兰的 Budel 冶炼厂后，3 月份高丽亚铅位于韩国的 Sukpo 锌冶炼厂也由于环保及原料紧张等问题减产 20%。这反映出了锌产业紧张情况的向下传导被打开，即 2023 年锌价大幅下跌引起了海外不少矿山的减停产，锌矿供应收紧进而在 2024 年逐渐体现为冶炼供应的收紧，这样的表现对锌价来说是积极的信号。

不过在托克和高丽亚铅冶炼厂产量受到冲击后，3 月中旬有消息传出嘉能可位于德国的 Nordenham 冶炼厂已经正式复产。因此，目前海外冶炼产量存在某种程度的对冲，并不只是单纯的产量大幅减少。未来只有在更多冶炼厂产量受到冲击后，才能够形成对锌价单边性的向上推动。

因此，无论是国内、还是国外，锌冶炼供应都出现了收紧的迹象，只是现在的冶炼产量受到的冲击影响还不是很剧烈，无法形成对锌市场太大程度的单边推动。

### 国内外精锌消费表现偏弱

和供应端类似的是，由于春节放假等原因，2 月份国内锌消费也出现了明显走弱。2 月份，国内精锌消费量 47 万吨，环比减少 18%，同比减少 6%。1-2 月份，国内精锌消费同比增加 9%。由于 2023 年 1 月份刚刚处于疫情政策调整后的初期，加上春节假期影响，1-2 月份国内精锌消费的高增速数据无法准确刻画国内消费的

真实状态。

判断国内精锌消费的真实强弱，需要从国内锌锭库存表现以及铜铝等基本金属消费的横向对比中寻找端倪。

今年国内锌锭库存的累库表现略超预期。截至 3 月 14 日，SMM 国内锌锭社会库存为 18.8 万吨，高于 2023 年同期水平，反映出国内精锌消费偏弱。从基本金属横向对比，今年国内电解铜社会库存累库量为过去七年以来的第二高年份，反映出国内电铜消费偏弱。铝有消息传出云南地区存在大量的铝棒隐性库存。这些数据综合起来可以得出判断春节放假归来，基本金属消费表现一般，锌也不例外。海外锌消费表现同样偏弱。截至 3 月 17 日，LME 锌锭库存为 26 万吨，为 2021 年 5 月份以来的最高水平。此外，LME 锌价现货对三月价格为比较大的贴水。截至 3 月中旬，这个基差有小幅扩大趋势，为 38 美元/吨的 Contango。上述海外锌锭库存及基差数据均反映出海外锌消费表现偏弱。

### **锌基本面持续改善，但难言绝对乐观**

锌基本面继续朝着积极的方向在改善，尤其是国内外的精锌供应都出现了收紧的迹象，但是国内外的锌消费端依然偏弱，国内外锌锭库存也都比较高。因此，锌基本面很难说已经转变至可以推动价格大涨的地步。

作者 | 左豪恩 五矿国际研究员