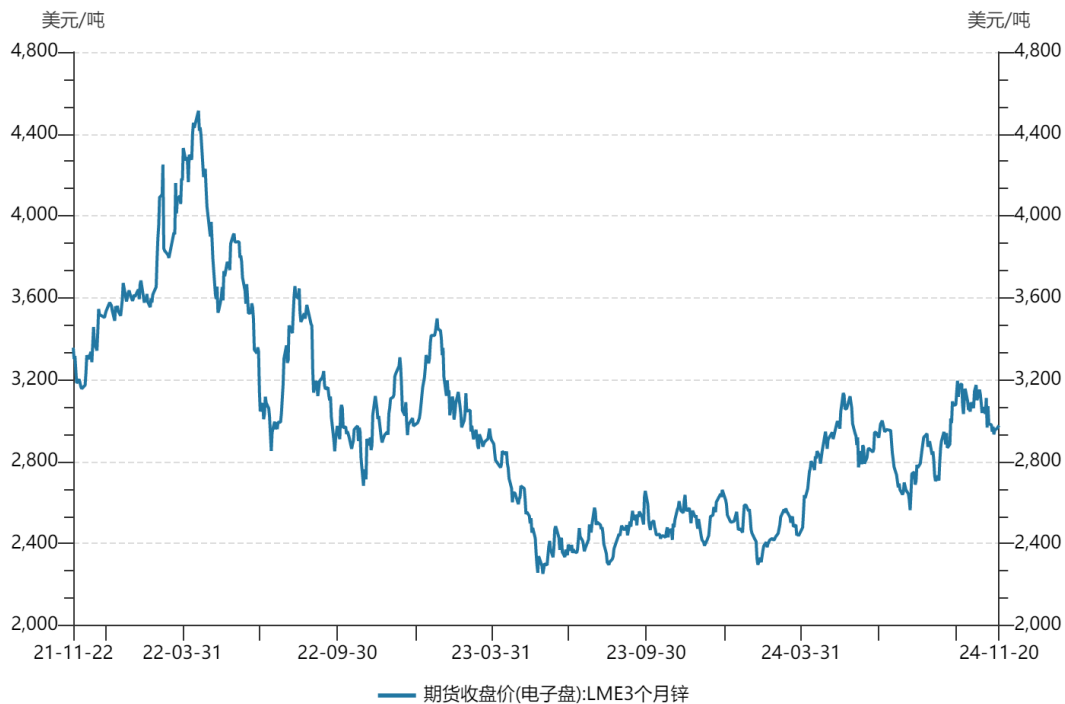


10 月锌市场：供需再度转弱，相对比较抗跌

五矿国际 左豪恩



数据来源：Wind

锌在基本金属中表现的较为抗跌

随着 9 月份以来中国宏观政策转向以及锌基本面的改善，10 月份以来锌价运行区间上移至 2800-3300 美元/吨，较前期抬升了一个很大的台阶(7-9 月份为 2500-3000 美元/吨)。进入 11 月份，市场交易特朗普回归后的负面冲击，美元指数大幅走强至 107，人民币贬值至 7.27，以铜为代表的基本金属价格大幅下挫，锌也未能幸免，但总体上较为抗跌，在 2800 美元/吨以上找到了支撑。国内锌价走势类似，价格运行区间上移至 2.4-2.6 万元/吨之间(7-9 月份为 2.2-2.4 万元/吨)。截至 11 月 20 日，国内外锌价分别运行在 2970 美元/吨、2.49 万元/吨附近。

10 月份，LME 锌价平均 3102 美元/吨，环比上涨 9%，同

比上涨 27%；国内锌价平均 2.52 万元/吨，环比上涨 5.7%，同比上涨 18%。1-10 月份，国内外锌价平均分别为 2728 美元/吨、2.29 万元/吨。

10 月份，锌沪伦比值平均 8.1，不含汇比值平均 1.14，两者较 9 月份出现回落，这也是继 9 月份之后的连续第二个月回落。1-10 月份，锌沪伦比值平均 8.3，不含汇比值平均 1.15。10 月份沪伦比值的转弱，主要是由于国内基本面未能延续之前的改善趋势，表现为国内锌锭库存连续 5 个月的去库态势被中止，10-11 月份再度转为累库。

10 月份以来，锌精矿加工费延续企稳回升态势。据 SMM 统计，截至 11 月 20 日，国产矿加工费为 1500 元/吨；进口矿加工费为-40 美元/矿吨。考虑二八分享后，国产矿实际加工费已上涨至 3500 元/吨左右，把副产品等各项收益都考虑后，国内锌冶炼基本回到盈亏平衡附近（现金成本），但距离完全成本盈利还要差 1000 元/吨左右。

11 月 5 日，中国锌原料联合谈判（协调）小组（CZSPT）最新一期季度会议在湖南长沙召开，小组 14 家成员企业出席会议。安泰科从会上获悉，CZSPT 首次发布 2025 年一季度末前锌精矿采购加工费指导价区间：国内到厂加工费 2000-2500 元/吨，进口加工费 10-30 美元/矿吨。显示出短期内锌矿加工费已经见底，并有进一步向上改善的预期。

国内精锌产量同比变化创出年内最大降幅

10 月份，中国锌精矿产量 35.7 万吨（锌金属量，下同），环比减少 1.7%，同比减少 3%。国内矿山产量环比和同比均

出现下降，原因是陆续有北方矿山开始进入冬季停产，叠加国庆节假期的检修矿山较多。1-10 月份，国内锌矿累计产量 338 万吨，同比下降 1%。11 月份，青海、西藏、内蒙古等北方高寒地区将继续有矿山进入冬季停产，国内锌矿产量进入到季节性生产的低迷期，或许这将限制国产矿加工费向上改善的幅度。

据 SMM 统计，10 月份国内精锌产量 51 万吨，环比增加 2%，同比减少 12%。尽管 10 月份锌冶炼产量较 9 月份出现环比增长，但同比增速却创出了年内最大降幅。由于 2023 年 11-12 月份国内精锌产量基数较高（57 万吨左右），今年剩下两个月的产量同比增速都会保持在-10%甚至更低。今年下半年国内精锌产量合计减产约 31 万吨，预计全年锌锭产量下降 25 万吨左右。

因此，未来两个月国内锌冶炼产量很难有明显的回升，将保持低产量、低开工率的状态。

9 月份锌消费改善昙花一现，10 月份再度负增长

9 月份，国内精锌表观消费量（扣除显性库存变化）环比增加 7%，同比增速也转为正增长（0.6%），显示出今年“金九银十”中金九的锌消费还不错，也超出了我们上月评中的预期。9 月份锌消费同比正增长，也是继今年 1 月份的 47%、6 月份的 0 增长后，年内第三次在月度层面上实现了同比消费增速转正。

然而，9 月份锌消费改善趋势却未能在 10 月份得到延续。据估算，10 月份国内锌表观消费增速为-4%，将再度转为负

增长，并且在 11-12 月份还将持续负增长。预计全年国内精锌表观消费增速为-2.5%。

从初级消费领域看，10 月份，镀锌板、镀锌件、压铸锌合金和氧化锌的产能利用率分别环比下降 1-3 个百分点不等，下滑至 56%-59%。10 月份，国内锌消费量 57 万吨，环比减少 5%，同比减少 8%。1-10 月份国内精锌消费量同比减少 0.6%，预计全年锌实际消费量下降 2%。

国内锌锭库存经历了连续 5 个月的去库后，已经从 21 万吨下降至 10 万吨。10-11 月份去库态势被中止，再度转为累库。截至 11 月 20 日，国内锌锭库存 12.4 万吨，较 9 月份累库超过 2 万吨。与过去五年相比，当前的国内锌锭库存水平接近过去五年平均水平（12 万吨），但依然高于过去五年最低（5 万吨）以及去年同期（9 万吨）水平。

相比国内，国外锌锭库存基本保持稳定。9-11 月份 LME 锌锭库存连续三个月保持在 25 万吨左右，没有出现明显的累库或去库。

不过海外锌锭库存能够保持稳定，主要是由于中国吸收了海外大量的锌锭过剩，并不是海外锌消费出现明显改善。据海关总署统计，9-10 月份国内锌锭进口量连续两个月都在 5 万吨以上。预计 11-12 月份国内锌锭进口量基本可以保持在 4-5 万吨之间。全年中国锌锭进口量将达到 47 万吨，月均进口量约 4 万吨。2024 年中国锌锭进口量也将远超过 2023 年（38 万吨）。

截至 11 月 20 日，全球锌锭显性库存 39 万吨。过去五

年全球锌锭库存范围为 10-44 万吨，平均 29 万吨，即当前的全球锌锭显性库存依然偏高。短期内除非锌锭库存能进一步大幅去库，才有可能推动锌价突破当前已经形成的振荡区间上沿（国外 3300 美元/吨、国内 2.6 万元/吨）。

国内锌供应与需求再度同时转弱

宏观上，随着特朗普回归，针对特朗普 2.0 对有色金属以及宏观经济的影响程度，已成为当前最关键的市场影响因素。11 月份以来，以铜锌为代表的基本金属价格大幅下跌，主要就是在交易特朗普 2.0。当然，特朗普加征关税本身还存在巨大的不确定性，如加征的方式、时间、范围及持续时间都存在很大的变数。未来一个月内，以铜锌为代表的基本金属价格波动将较为剧烈。

从基本面来看，锌矿加工费显示出见底回升的迹象，尤其是行业内对明年一季度加工费有进一步改善的预期。不过国内锌矿产量再度转为负增长，国内锌矿山进入到季节性生产的低迷期；叠加海外矿山的新增产能还未有效达产。全球锌矿供应还没有彻底走出紧张时期。

从精锌供应来看，10 月份国内精锌产量同比增速创出年内最大降幅，预计 11-12 月份同比增速将下降 10 个百分点以上，2024 年下半年国内精锌产量合计减产 30 万吨，全年减产约 25 万吨。

从锌消费来看，尽管 9 月份国内精锌表观消费增速转为正增长，但 10 月份再度转负，意味着 9 月份消费改善只是昙花一现。预计全年中国锌消费增速下降约 2-2.5%。

从锌锭库存来看，国内锌锭库存连续五个月的去库态势被中止，海外锌锭库存保持稳定。全球锌锭库存依然高达 39 万吨，为过去五年中的偏高水平。

从价格来看，伴随着宏观面的冲击，基本金属市场进入到新一轮的调整期当中。由于锌矿供应依然紧张叠加精锌供应将会保持-10%以上的降幅，预计锌在基本金属中将表现的较为抗跌。不过由于全球锌锭库存依然偏高，若想推动锌价进一步突破性上涨还需要新的催化剂。未来一个月，预计锌价仍以振荡走势为主。