

锌基本面开始转向负面

五矿有色 左豪恩



数据来源: Wind

一、锌价呈窄幅区间振荡的运行特征

5 月份以来，锌价呈现窄幅区间振荡的运行特征。LME 锌价由月初的 2585 美元/吨，最高上涨至接近 2800 美元/吨附近，之后小幅回落，不过没有跌破 5 月初的价格低点。国内价格走势与国外类似，但价格表现弱于国外。国内锌价由月初的 2.2 万元/吨，最高上冲至 2.27 万元/吨，之后一度跌破 2.2 万元/吨大关。截至 6 月 19 日，国内外锌价分别运行在 2620 美元/吨、2.19 万元/吨附近。

5 月份，LME 锌价平均 2646 美元/吨，环比上涨 0.8%，同比下跌 10.5%；国内锌价平均 2.27 万元/吨，环比下跌 0.4%，同比下跌 5%。1-5 月份，国内外平均价格分别为 2759 美元/吨、2.35 万元/吨。5 月份，沪伦比值出现转弱迹象，运行区间在 8.2-8.5 之间，平均值 8.4，不含汇比值平均 1.16。

1-5 月份，含汇比值平均 8.4，不含汇比值平均 1.15。沪伦比值转弱的原因一方面是人民币汇率出现了显著升值（从 7.35 最高升至 7.16）；另外国内锌锭库存出现累库，也对比值造成了向下的压力。

5 月份，锌矿加工费延续反弹态势。截至 6 月 19 日，据 SMM 统计，国产矿加工费已经反弹至 3600 元/吨，进口矿加工费回到 50 美元/矿吨以上。由于锌价小幅下跌，考虑二八分享后的国产矿实际加工费仍然保持在 5000 元/吨左右，与上月变化不大。

6 月 4 日，中国锌原料联合谈判（协调）小组（CZSPT）最新一期季度会议在西宁召开，发布了三季度末前进口锌精矿采购美元加工费指导价区间：80 美元（平均值）-100 美元（平均值）/干吨。由此可见，冶炼厂对加工费进一步小幅回升存在一定预期。

二、国内外锌矿供应增长，冶炼厂积极复产

通过梳理海外上市企业一季度报告中的产量情况可以看出，一季度海外锌矿产量同比增加 9 万吨，是继去年四季度以来的第二次同比正增长。基本上可以确定海外锌矿供应已经走出了负增长困境。主要增量矿山包括：Kipushi、Tara、Antamina、Gamsberg、SCC、世纪矿、奥泽尔、Mehdiabad。主要减量矿山为红狗矿等。从上半年来看，新项目和扩产项目均顺利释放，同时矿山干扰率也非常低，矿山供应顺利出现增长。

上半年，国内锌矿产量同比增加 6 万吨（金属量，下同）。除了火烧云矿石拍卖外，还有去年产量不正常矿山的复产：如驰宏锌锗旗下的矿山产量恢复，还有金徽矿业和银珠山的

扩产等等。

海外锌矿供应的恢复表现为中国锌矿进口量的明显回升。据海关总署统计，1-4 月份，中国锌精矿进口量 171 万吨（实物量），同比增加 45%，相当于比去年多进口了 26 万吨锌金属。其中 4 月份锌精矿进口量 49 万吨，创历史最高记录（上次记录为 2023 年 2 月的 47 万吨）。主要增量来源国包括澳大利亚 15 万吨、秘鲁 10 万吨、俄罗斯 6 万吨、哈萨克斯坦 4 万吨，伊朗和阿曼合计 5 万吨。

由于锌矿现货加工费持续回升叠加原料供应显著好转，国内锌冶炼厂延续了复产态势。但由于 5 月份国内冶炼厂检修数量较多，导致当月产量回升幅度有限。据安泰科统计，5 月国内精锌产量同比增加 1.0%，延续了上个月的正增长态势。但是前五个月产量同比下降 0.7%，依然没有正增长。6 月份，多数前期检修的冶炼厂恢复生产，目前冶炼厂原料库存充裕，部分冶炼厂提升开工率，叠加新建项目投产，精锌产量环比增幅明显。据安泰科预估，6 月份日均产量环比增加 7.3%。

三、国内锌消费已经转弱、国内锌锭累库拐点确认

据估算，前五个月国内锌表观消费增速高达 4%，其中 3-4 月份均达到两位数增速，5 月份维持正增长。主要原因：一是以旧换新政策带动消费品显著增长，前五个月以旧换新五大品类合计带动销售额 1.1 万亿元。如国内汽车累计增长 13%、家电板块产销高速增长（空调 7%、洗衣机 10.9%），电网集中招标带动镀锌铁塔订单大幅增加。二是抢出口和抢转口的拉动下，镀锌板以及多个终端消费出口高速增长，前五个月镀锌板出口累计增长 11%。三是锌价大幅下跌后，下游

企业补库明显增加。不过，国内锌的实际消费量并没有表观消费那么强劲。1-4 月份实际锌消费量下降 1.7%，国内锌消费增速尚未转正，预计全年消费很难正增长。

当前，多个维度均指向下半年的国内锌消费增速会明显下降。第一，从宏观经济数据来看，5 月份财新制造业 PMI 指数为 48.3，远低于预期的 50.7。而且海外关税对实体经济的冲击尚未完全体现，下半年出口以及整体经济增速存在一定压力。第二，从终端消费领域看，抢出口效应明显转弱，空调出口开始转为明显的负增长。第三，从初级消费数据看，初级锌消费开工率均出现了不同程度的下调。

国内锌锭库存走势可以验证上述消费走弱的观点。6 月份以来，国内锌锭库存出现累库的迹象。截至 6 月 19 日，国内锌锭社会库存将近 8 万吨，连续第二周出现了累库。不过海外锌锭库存依旧偏低，LME 锌锭库存 12.8 万吨，再度下降至历史极低的库存水平线之下。

四、锌基本面开始转向负面，但是程度不明显

近期，中美关税冲突显著降级。但是增加的关税依然存在，且远高于今年年初水平。美国宣布对欧洲大幅提高关税，这表明关税居高不下的风险远未消除。更为重要的是，现有关税政策对经济增速的拖累效应尚未在实体数据中完全显现。据大摩预测，2025 年全球 GDP 将下降整整一个百分点，而美国经济放缓幅度更大，从去年第四季度同比增速 2.5% 降至今年的 1%。

锌基本面方面，锌矿加工费延续增长态势，国内冶炼产量已经基本确定复产，中国锌消费出现了明显的转弱迹象，国内锌锭库存出现了累库的迹象，以上代表锌基本面也已经

开始转弱，只不过在锌锭显性库存上还表现的不够明显。此外，除了传统的宏观与基本面外，还需继续关注中东局势等对全球经济及大宗商品市场的冲击。