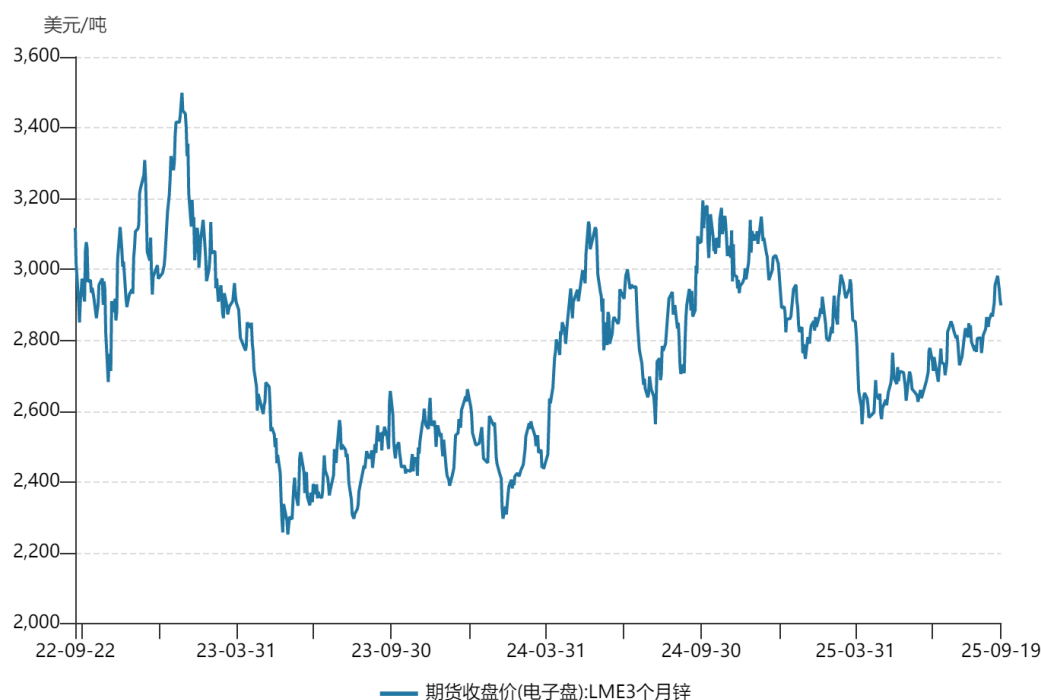


国内外锌市场高度分化

五矿有色 左豪恩



数据来源：Wind

一、国内外锌价与加工费走势均高度分化

8 月份以来，LME 锌价出现强势上涨，从 8 月初的 2700 美元/吨一带，最高上冲至 3004 美元/吨，创今年年初以来的最高水平。与国外强势上涨形成鲜明对比的是，国内锌价表现明显偏弱，8 月中旬最高上涨至 2.28 万元/吨，但多数时间都在 2.2 万元-2.25 万元/吨之间区间振荡。截至 8 月 20 日，国内外锌价分别运行在 2900 美元/吨、2.2 万元/吨附近。国内外锌价格的分化表现为两个方面：

一是月均价涨跌方向的不同。8 月份，LME 锌价 2784 美元/吨，环比上涨 0.9%，同比上涨 2.8%；国内锌价平均 2.23 万元/吨，环比下跌 0.4%，同比下跌 3.5%。今年前八个月，LME 锌价平均 2749 美元/吨，国内锌价平均 2.3 万元/吨。

二是沪伦比值的大幅走低。8 月份，沪伦比值平均 8.0，

不含汇比值平均 1.12；两者相较 7 月份均出现下降（7 月份分别为 8.1、1.13），这也是连续第四个月下降。前八个月，含汇比值平均 8.3，不含汇比值平均 1.14。截至 9 月 19 日，沪伦比值最低一度下跌至 7.4，折算我国锌锭进口亏损高达 3600 元/吨，这也创出 2022 年以来的最高亏损水平，锌锭出口窗口接近打开。

8 月份以来，国内外锌精矿加工费走势也出现明显分化——进口矿加工费上涨、国产矿加工费回落。截至 9 月 20 日，据 SMM 统计，国产矿加工费下降至 3850 元/吨左右，考虑二八分享后的国产矿实际加工费较上月也出现小幅回落，目前在 5250 元/吨左右。但是进口矿加工费已经反弹至 110 美元/矿吨以上，远超今年的 Benchmark（80 美元）。

国内外加工费分化的主要原因是极端的沪伦比值造成的。首先是国产矿加工费下行的原因：沪伦比值恶化后，我国锌精矿进口亏损大幅恶化，冶炼厂买进口矿的经济效益远低于国产矿，国内冶炼厂都去争相购买国产矿，导致国产矿变得异常紧张、加工费出现下行。其次是进口矿加工费上行的原因：进口矿收益包括加工费、进口盈亏、免费金属三部分。比值恶化导致进口盈亏收益显著恶化，若想保持进口矿综合收益相对稳定，通过谈判博弈来提高加工费是唯一的选择，因此进口矿加工费出现了上行。由此判断，在沪伦比值恶化改善之前，国内外加工费分化趋势还将延续。

据安泰科消息，9 月 9 日，中国锌原料联合谈判（协调）小组（CZSPT）最新一期季度会议在广西崇左召开，小组成员企业出席会议。安泰科获悉，小组对国内外锌精矿市场走势进行了深入交流和探讨，并商议了下一阶段国内外市场加

工费的预期参考区间，CZSPT 也发布了 2025 年四季度末前进口锌精矿采购美元加工费指导价区间：120 美元（平均值）-140 美元（平均值）/干吨。由上述新闻分析，目前行业内对进口矿加工费继续上行形成了一定共识。

二、国内精锌供应保持极高增速

8 月份，国内锌矿山产量为 37 万吨（锌金属量，下同），环比持平，同比增加 3%。国内锌矿山生产低迷的原因为：由于高温多雨天气影响，8 月矿山检修依旧较多，导致 8 月产量仍维持在季节性低位。1-8 月份，国内锌矿产量合计 275 万吨，同比增加 3%。随着夏季高温及雨季气候的过去，矿山生产恢复正常，部分矿山提产追赶年度产量计划，9 月国内锌矿产量或出现小幅改善。

尽管我国的锌精矿进口亏损很大，但是 7-8 月份锌精矿进口量依然保持很高水平，没有出现我们之前所预期的下降。据海关总署统计，7 月份国内锌精矿进口量 50 万吨（实物量，下同），今年第二次刷新历史最高单月锌矿进口纪录；8 月份进口量略有下滑（47 万吨），但依然属于超高的进口量。预计 9-10 月份锌矿进口量会出现一定回落，但可能会保持在 35 万吨以上。

与锌矿高进口形成对比的是，国内锌锭进口量已经受到比值恶化影响出现下降，但同样下降幅度不是很明显。7 月份国内锌锭进口量为 1.8 万吨，明显低于今年前七个月的平均水平（累计 21 万吨，月均 3 万吨）；8 月份锌锭进口量为 2.6 万吨，相较 7 月份不降反升。预计未来几个月内锌锭进口量可能会回落至 1 万吨以下甚至更低。

国内精锌产量的高增长完全对冲了进口锌锭数量的下

滑。几家国内咨询机构统计均显示 8 月中国锌冶炼产量保持超高速增长，再次刷新历史最高产量纪录。

据 SMM 统计，8 月份国内精锌产量 62 万吨，同比增速高达 28%，前八个月的累计产量增速也达到 7.5%。安泰科统计的数据与上述接近（8 月产量同比增速 27%、前八个月累计增速 6%）。国家统计局报出的 8 月份产量数字甚至更高（65 万吨），同比增速 22.8%，前八个月累计增速为 5.4%。以上数据均证明国内锌冶炼厂已经彻底走出了低迷状态，恢复极高的产量和开工。国内锌供应的大幅增长，是造成国内外沪伦比值大幅下行的的重要原因。

三、中国锌消费延续季节性偏弱表现

8 月份，锌消费季节性淡季延续，仅镀锌铁塔方面的需求较好。受淡季影响，锌初级产品的出货节奏放缓，成品库存增加，生产企业降低产能利用率来控制库存。8 月份，镀锌板、镀锌件、压铸锌合金和氧化锌的产能利用率环比下降 0.1-2 个百分点不等。据统计，8 月份国内锌实际消费量 59 万吨，环比减少 2%，同比减少 5%。前八个月国内锌消费量为 470 万吨，同比增加 2%。

宏观经济数据可以验证上述锌消费偏弱的结论。继 7 月份国内经济增长出现放缓后，8 月份各项经济数据延续放缓的态势，六大口径数据出口、工业、服务业、社零、投资、地产销售同比均不同程度低于前值。其中尤其与锌消费关联度较高的基建和房地产表现较差，8 月份房地产投资当月同比-19.4%（前值-17.2%）；基建投资增速当月同比-6.4%（前值-1.9%）。除了传统经济领域外，新兴经济领域增长也出现明显放缓，其中光伏连续两个月新增装机增速为-40%以下、

风电新增装机增速在-15%以下。

国内锌锭库存的累库同样可以证明锌消费偏弱的观点。截至 9 月 20 日，国内锌锭库存 16 万吨，较今年最低累库接近 9 万吨，相较于上期我们编写月评时也累库 3 万吨。预计年底国内锌锭库存可能会达到 25 万吨左右。与国内累库形成对比的是，LME 锌锭库存继续出现大幅去库，近期已经去至 5 万吨以下。在 LME 锌锭库存去库趋势结束之前，预计锌价很难大幅下跌、锌市场内弱外强的格局很难逆转。

四、锌市场仍有下行压力，但很难趋势性下跌

我们认为锌基本面总体偏弱：锌矿供应大增+加工费 V 字型反弹+中国锌冶炼产量创历史新高+锌消费偏弱，加上资金非常想要打锌价。但实际上价格锌市场表现不算很弱：一是以均价衡量：前八个月国内锌价平均 2.3 万元(2024 年 2.33 万元)，LME 均价 2749 美元/吨(2024 年 2777 美元)。二是以历史锌价高低水平衡量：国内锌价主要运行在 2.2 万元以上，依然在历史上处于中高价格区，与去年没有本质区别。

锌基本面偏弱，但市场未出现趋势性下跌的原因为：一是宏观的托底作用：中美欧股市和其它有色价格大幅上涨，代表宏观预期有所改善。二是目前做空锌价还缺乏 LME 库存的验证。在 LME 去库结束前，空头参与者很难大举进入做空锌价。

综合而言，当前市场的影响因素概括起来为宏观偏正面、基本面偏负面。目前锌基本面的主要有利因素依然是 LME 锌锭在大幅去库。一旦 LME 锌锭库存去库结束或者转为累库，锌市场依然有下行的压力。