

9 月锌市场：国内外锌市场分化加剧

五矿有色 左豪恩



一、国内外锌市场分化加剧

上月月评中，我们提到锌市场最主要的特征为“国内外分化”，进入 9 月份以来，市场的分化不仅没有缓解，反而有所加剧。

首先，国内外锌价走势分化加剧。LME 延续了上个月以来的上涨趋势，由 9 月初的 2810 美元/吨最高上涨至 3080 美元/吨，较今年最低价上涨 22%，这也创出今年以来的最高水平。国内锌价表现偏弱，最高价格未能突破 2.25 万元/吨，甚至中间多次失守 2.2 万元/吨的整数关口。截至 10 月 20 日，国内外锌价分别运行在 2940 美元/吨、2.19 万元/吨附近。9 月份，LME 锌价平均 2930 美元/吨，环比上涨 5.2%，同比上涨 3.1%；国内锌价平均 2.2 万元/吨，环比下跌 1.2%，同比下跌 7.6%。2025 年前九个月，LME 锌价平均 2770 美元/吨，国内锌价平均 2.3 万元/吨。

国内外市场的极端分化表现为沪伦比值再创年内新低。9 月份，沪伦比值平均 7.6，不含汇比值平均 1.07；两者相较 8 月份均大幅下降（8 月份分别为 8.0、1.12），这也是

连续第五个月下降。2025 年前九个月，含汇比值平均 8.2，不含汇比值平均 1.13。截至 10 月 20 日，以两市收盘价口径计算，沪伦比值最低为 7.3，不含汇比值最低 1.04，折算我国锌锭进口亏损最高达 5200 元/吨。

其次，国内外锌精矿加工费走势也延续分化走势。截至 10 月 20 日，据 SMM 统计显示，国产矿加工费下降至 3400 元/吨左右，进口矿加工费已经反弹至 118 美元/矿吨以上。由于国产矿基准加工费的大幅下降，考虑“二八分享”后的实际加工费回落至 4780 元/吨。国内冶炼厂单纯从加工费取得的利润已经出现亏损。

二、精锌供应表现不同是市场分化的主要原因

国内无论是进口供应、还是自产供应，均保持较高的增长速度。首先是国内精锌供应延续了上个月的高增态势。据安泰科统计，9 月份国内精锌产量同比增加 16.4%，前九个月累计产量同比增加 7.3%。其次，从进口供应来看，尽管 9 月份以来沪伦比值大幅下降，造成国内锌产品进口亏损扩大，但是目前尚未对进口数量造成太大的负面影响。据海关总署统计，国内锌矿保持超高的月度进口量。9 月份国内锌精矿进口量 50.5 万吨（实物量，下同），远高于我们所预期进口量（35 万吨），环比增加 8%，同比增加 25%。前九个月，国内锌矿累计进口量 401 万吨，同比增加 40%。预计全年锌精矿进口量将达到 500 万-550 万吨，创出新的历史记录。此外，国内锌锭进口量的下降也不及预期。9 月份国内精炼锌进口量 2.3 万吨，环比下降 11.6%，同比下降 57%。2025 年前九个月，国内精炼锌累计进口量 26 万吨，同比下降 19.3%。预计全年进口量为 30 万-35 万吨。

海外精锌供应出现下降。前三季度，海外精锌产量累计下降 8 万吨。其中日本和韩国下降 8 万吨、澳大利亚和南美各自下降 2 万吨、北美下降 4 万吨、欧洲增加 8 万-9 万吨。

三、国内锌消费保持偏弱态势

9 月份，国内镀锌板、镀锌件、压铸锌合金和氧化锌的产能利用率环比回升 1-2 个百分点不等，提升至 53.9%-64.9%。带动 9 月国内锌消费量也环比增加 2.6%到 61 万吨，但同比仍下降 7%，显示 9 月消费虽环比改善，但仍不及去年同期水平。前九个月国内锌消费量累计增加 0.9%。

从 9 月份公布的各项经济数据来看，也表明锌消费依然偏弱。其中前九个月房地产投资累计增速延续回落至-13.9%；狭义基建同比增速从 8 月的-5.9%收窄至 9 月的-4.6%，呈现出边际回暖的信号，不过广义基建降幅仍在扩大；9 月社零增速下行至 3%，连续 4 个月放缓，其中下半年国补资金力度的整体下降以及部分耐用品消费需求的前置是主要拖累。

国内外锌锭库存走势也延续分化。其中国内锌锭库存持续累库，截至 10 月 20 日，国内锌锭社会库存 16.3 万吨，较 9 月初累库 1.3 万吨。虽然累库速度较前几个月有所放缓，但依然不改累库趋势。相比国内累库，LME 锌锭库存依然在大幅去库。截至 10 月 20 日，LME 锌锭库存为 3.8 万吨，较 9 月初去库 1.8 万吨。

四、等待有效破局手段

从宏观来看，经历了过去几个月的宏观情绪修复后，市场进入到一个新的发展阶段，需要观察中美关税会谈的最终结果、国内四季度是否有新的增量刺激政策、美联储是否会大幅降息等举措。在以上答案没有揭晓之前，宏观面对于锌

市场的向上推动作用相对有限。

锌基本面表现为内弱外强的特征。国内基本面偏弱态势未改。国内基本面还没有出现改善的迹象：一是尽管国产矿加工费出现下行，但是进口矿加工费依然保持上涨态势；二是国内锌矿与锌锭保持高进口，尤其是锌矿进口量保持在 50 万吨以上，属于历史级别的高进口；三是中国精锌产量保持 15% 以上的月度同比增速，产能暂未出现放缓迹象；四是国内锌消费端需求疲软，尤其是与金属消费关联度高的基建和房地产领域表现较差。与此同时，海外锌市场短缺持续，海外精锌产量保持负增长，LME 锌锭库存仍在大幅去库，目前已经接近历史最低水平。

目前来看，暂时缺乏打破国内外市场割裂的有效手段，未来可能等待两种途径：一是沪伦比值继续恶化推动锌锭出口盈利提高，国内冶炼厂和贸易商安排较大量级的锌锭出口，改善国内市场的过剩局面；二是海外锌冶炼厂积极复产，推动海外供应快速改善，缓解海外市场的供应紧缺局面。