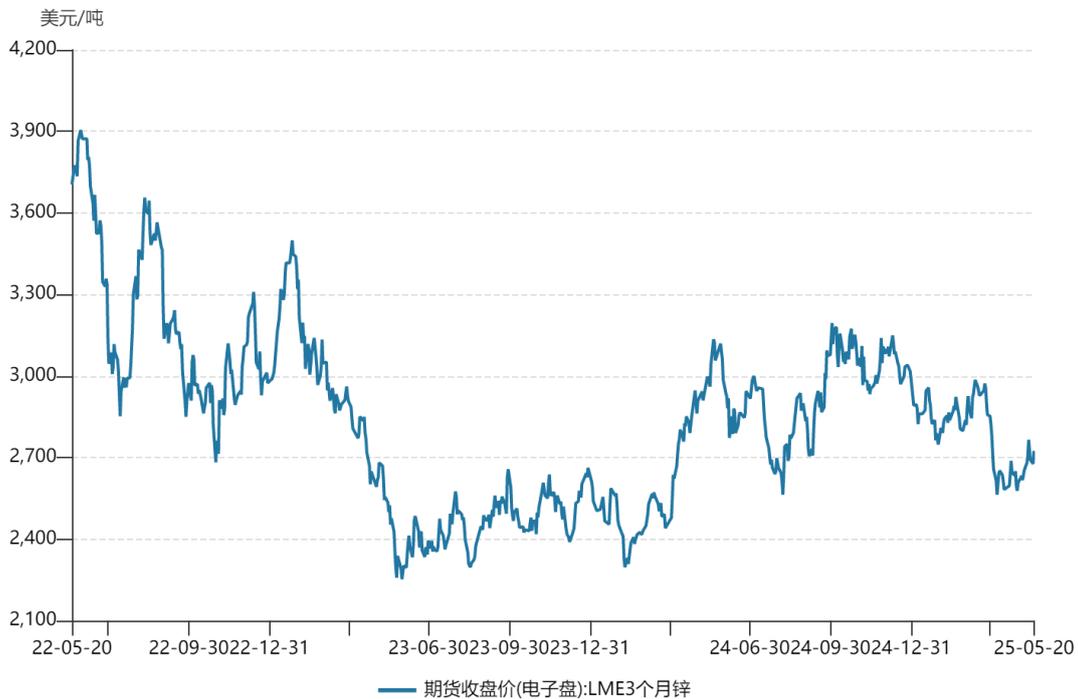


国内精锌供需或生变，过剩担忧或持续存在

五矿有色 左豪恩



一、锌价大幅回落后企稳回升

4 月份以来，锌价大幅回落后企稳回升。LME 锌价由月初的 2800 多美元/吨，最低下跌至 2430 美元/吨，最大跌幅超过 15%。国内锌价走势与国外类似，由月初的 2.34 万元/吨最低下跌至 2.14 万元/吨，最大跌幅 8.5%。进入 5 月份后，锌价出现企稳甚至有所回升。截至 5 月 19 日，国内外锌价分别运行在 2680 美元/吨、2.24 万元/吨附近。

4 月份，LME 锌价平均 2625 美元/吨，环比下跌 9%，同比下跌 4%；国内锌价平均 2.28 万元/吨，环比下跌 4%，同比上涨 3%。1-4 月份，国内外平均价格分别为 2787 美元/吨、2.37 万元/吨。4 月份沪伦比值显著改善，含汇沪伦比值平均 8.5，不含汇比值平均 1.16，创下过去半年以来的最高水平。1-4 月份，含汇比值平均 8.4，略高于 2024 年（8.3）；

不含汇比值平均 1.15，与 2024 年持平。过去一个月国内外锌锭显性库存走势背离（国内锌锭库存大幅去库 VS LME 库存出现累库）。一旦国内锌锭库存结束去库转为累库，沪伦比值或将承压回落，难以持续保持高位运行。

4 月份，锌矿加工费延续反弹态势。截至 5 月 19 日，据 SMM 统计，国产矿加工费已经反弹至 3500 元/吨，进口矿加工费反弹至 45 美元/矿吨。考虑二八分享后的国产矿实际加工费为 4980 元/吨，与上月变化不大。

二、国内精锌供应结束了持续九个月的负增长

4 月份，国内精矿产量 36.7 万吨（锌金属量，下同），环比增加 1%，同比增加 4.3%。1-4 月份，国内精矿产量合计 125 万吨，累计增加 3.2%。五一假期期间国内铅锌矿山基本维持正常生产，未来两个月仍有冬季停产的北方矿山复产，国内精矿产量仍会延续回升态势，预计 5-6 月份国内精矿产量将会达到年内高峰水平。

由于精矿现货加工费持续回升叠加原料供应显著好转，国内精矿冶炼厂已经积极复工复产，表现为 4 月份国内精矿产量已经显著回升，结束了将近 9 个月的低产量、低开工局面。国内几家咨询机构统计的 4 月份精矿产量同比增速一致显示高增长，比如安泰科认为同比增长 7.5%、北京万研认为同比增长 6.5%、SMM 更加乐观，认为同比增长 10%。不过几家咨询机构对今年累计的产量增速存在分歧，安泰科和北京万研认为前四个月依然是负增长（预计下降-1%左右），SMM 认为已经回到正增长轨道。

由于 5 月份国内精矿冶炼厂的检修数量较多，预计 5 月份国内精矿产量环比下降 1%，同比增速也较 4 月份有所走低，

但是会保持正增长。随着云铜锌业和河南万洋的投产，预计从6月份开始，国内锌冶炼产量将持续保持高增速，国内锌锭库存可能会结束去库和低库存状态，开始转为累库。累库幅度大小取决于国内锌消费的强弱。

三、国内锌消费出现改善，但持续性存疑

除了国内锌供应端强劲外，3月份以来锌的需求端也出现了显著改善。以国内精锌表观消费增速（扣除显性库存变化）来看：3月份国内精锌表观消费同比增速高达12%，预计4月份也保持在正增长，前四个月中国锌消费累计增速或在0-1%之间。

国内锌消费走强有以下原因：一是在“以旧换新”政策的带动下，国内汽车、家电板块的产销高速增长，电网集中招标带动镀锌铁塔订单大幅增加，都刺激镀锌需求明显增长。二是光伏行业抢装机的带动下，今年至今的光伏新增装机量强劲增长，一季度我国光伏新增装机同比增速为31%。三是在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。此外，4月份锌价大幅下跌后，下游企业补库明显增加。随着国内光伏抢装机以及抢出口抢转口的结束，预计国内锌消费在6-7月份会见到拐点，出现明显走弱，国内锌消费很难延续过去两个月的强劲状态。

国内锌初级消费领域的开工率数据可以验证上述观点。4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提高2.5-7.7个百分点不等，已经达到60%-67%。据北京万研估算，4月份国内锌实际消费量64.5万吨（锌金属量），环比增加8%，同比增加7%。但1-4月份累计下降1.7%，国内锌消费增速尚未转正，预计全年消费很难正增长。

国内外锌锭库存走势背离。4 月份，国内外锌锭库存呈现“国内去库、国外累库”的特征。五一假期以后，国内锌锭库存去库动能减缓，甚至出现过小幅累库。截至 5 月 19 日，国内锌锭库存为 8.6 万吨，较节前最低水平累库接近 1 万吨。LME 锌锭库存 4 月 22 日累库至 19 万吨后，五一假期以后持续去库，目前已经去库至 16 万吨。

以全球总库存来看，现在的锌锭库存较前一个月前变化不大。因此全球锌锭库存对于价格的影响偏向于中性，但是对沪伦比值的支撑作用在减弱。

四、需求面临下行压力，国内精锌基本面可能由“供需双强”转变为“供强需弱”

随着中美关税谈判取得积极进展，叠加锌基本面也出现改善。LME 锌价在 4 月份大幅下跌 15%后，近期已经出现显著回升。无论是宏观面还是基本面，较 4 月初已经明显改善，预计未来一个月锌价有较强支撑。

然而 LME 锌价尚未完全回到本轮价格大跌前的水平（3000 美元/吨），与铜等其它基本金属相比也显得上涨动能不足，代表资金对于锌的基本面仍然存在担忧，同时市场对未来锌过剩的担忧仍没有完全消除。鉴于锌矿加工费仍然在持续回升、国内精锌基本面可能由“供需双强”转变为“供强需弱”，中国锌消费可能面临一定的下行压力，这些因素或将限制锌价回升的幅度。