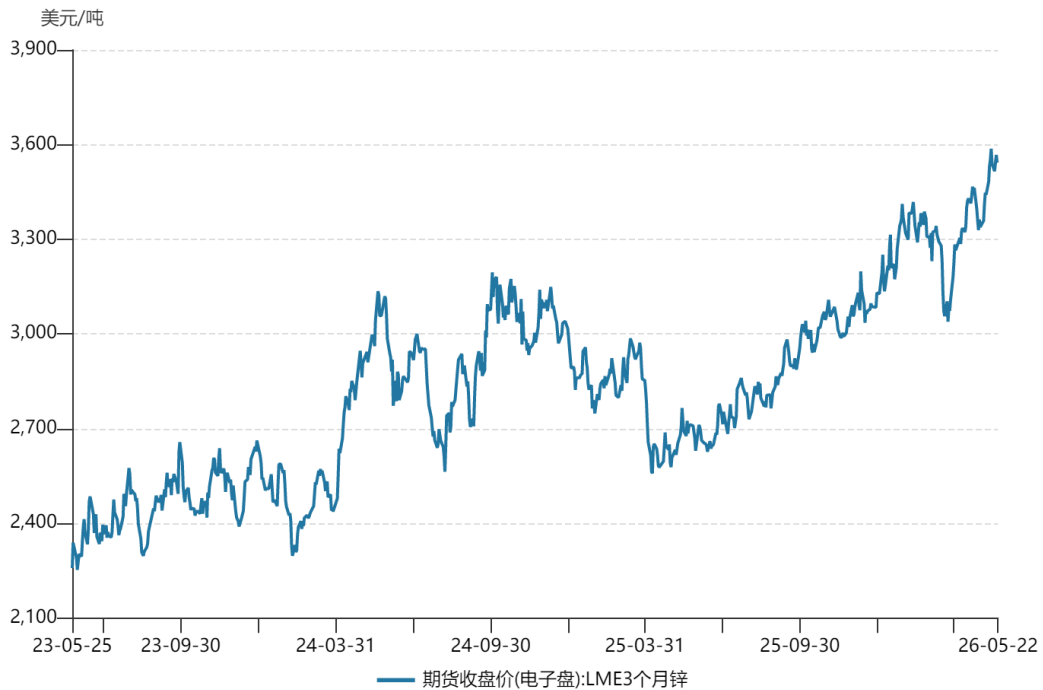


锌基本面继续改善，静待金属市场收紧

五矿有色 左豪恩



数据来源：Wind

一、锌是中东冲突以来表现第二好的基本金属品种

4 月份以来，国内外锌价均延续前期的强势上涨行情。LME 锌价由月初约 3200 美元/吨最高上涨至接近 3500 美元/吨，国内锌价由 2.37 万元/吨最高涨至 2.46 万元/吨。4 月份，LME 锌价平均为 3362 美元/吨，环比上涨 5%，同比上涨 28%。国内锌价平均为 2.38 万元/吨，环比上涨 0.4%，同比上涨 4%。今年前四个月，国内外锌均价分别为 3270 美元/吨和 2.42 万元/吨。

进入 5 月份后，锌市场出现加速上涨，LME 锌价成功突破 3600 美元/吨大关，创过去三年半以来的最高水平，也进入锌价历史上的高位区。截至 5 月 22 日，国内外锌价分别运行在 3550 美元/吨、2.48 万元/吨附近。

以 2 月 27 日中东冲突为起点，计算金属价格涨跌幅，截至 5 月 22 日，各品种排序为：铝+16%>锌+7%=镍+7%>铜+3%>铅+3%>锡-6%，白银下跌 4%，黄金下跌 10%。由此可见，锌是中东冲突以来表现第二好的基本金属品种，同时也跑赢了黄金、白银等明星品种。这与 2025 年底市场认知“锌价将远远落后”形成显著反差。

二、锌矿供应扰动频繁，远超去年

2025 年全球锌矿供应端整体平稳，为过去十年所罕见，被视为全球锌矿供应大年。冶炼厂利润空间改善，私募基金基于供应显著增长倾向布局空头。然而进入 2026 年一季度，海外供应同比下降 3%，与年初预期明显背离。其间供应扰动频发：1 月澳洲洪水、2 月中东冲突致出口受阻、3 月瑞典矿地震、4 月海外龙头企业下调生产指引、5 月秘鲁能源危机及澳洲柴油价格大涨。扰动对象多为世界级大型项目，其中部分已实际影响产量，部分仍停留在情绪与预期层面。

从企业端看，一季度海外上市锌矿企业产量表现分化：Ivanhoe、Nexa Resources、Peñoles、Newmont 及 HZL 实现同比增长，Vedanta、Southern Copper 产量基本持平；而紫金矿业、Teck Resources、Volcan、Boliden 及 Glencore 均出现不同程度下滑。

国内锌矿产量预期亦有所下调。主因包括：国内某大型项目爬产不及预期；某项目原计划下半年投产推迟；某项目 7 月投产但年内贡献有限。存量矿山方面，在锌价接近 25000 元/吨、矿山单吨利润约 6000 元的背景下，因矿石品位下降及环保约束，供应弹性依然疲弱。前四个月国内锌精矿产量为 124 万吨金属量，同比仅增长 1.5%。

与此同时，锌精矿加工费出现断崖式下跌，原料紧张程度远超年初预期。进口矿 TC 自 2025 年 8 月份最高 120 美元/吨，已跌至近期-50 美元/吨以下，累计跌幅达 170 美元；国产矿基准 TC 由去年最高约 4000 元/吨，降至目前 600 元/吨以下，部分报价甚至更低。即便计入二八分享条款，实际 TC 也从去年 5500 元/吨下跌至 2500 元/吨以下，冶炼厂若不考虑副产品收益，已再度陷入亏损。整体来看，用一年有余的时间，加工费走完一轮“过山车”式行情，重新回到 2024 年 11 月的低位水平。

三、矿山供应扰动对国内外冶炼冲击程度不同

尽管 2026 年以来矿山扰动频发，但对中国锌冶炼的原料供应与生产并未造成实质性冲击。

一是中国锌精矿进口量保持大幅增长，未出现明显下降。据海关总署统计，4 月份国内锌精矿进口量 45 万吨（实物量，下同），依然属于较高进口量。前四个月，我国锌精矿进口总量 200 万吨，同比增加 29 万吨。增量主要来自秘鲁（+7 万吨）、南非（+6 万吨）、刚果（金）（+6 万吨）、俄罗斯（+4 万吨）、玻利维亚（+4 万吨）等；减量主要来自哈萨克斯坦（-3 万吨）、厄立特里亚（-2 万吨）、澳大利亚（-1 万吨）、蒙古（-1 万吨）、土耳其（-1 万吨）等。

二是中国锌冶炼产量保持高速增长，未出现减产。4 月份国内精锌产量同比增加 6%，虽有新疆、甘肃、云南、陕西地区的冶炼厂开启常规检修，但内蒙古、湖南、云南地区的冶炼厂检修复产，同时，部分地区冶炼厂由于冶炼利润较好提升开工率，精锌产量环比小幅增加。前四个月国内锌冶炼

产量达 220 万吨，同比增速 6%，该供应增速在基本金属中仅次于铜。

相比之下，海外冶炼生产则受到一定冲击，但目前程度尚不严重。从近期事件看，哈萨克斯坦 Kazzinc 乌斯季卡缅诺戈尔斯克冶金综合体因爆炸事故以较低产能运行，Nexa Resources 旗下 Cajamarquilla 工厂因火灾短暂停产；此外，欧洲部分冶炼厂仍面临能源成本波动及检修扰动。不过，这些事件多为局部性、短期性影响，尚未引发海外冶炼开工率系统性的大幅下滑。

从企业端来看，海外主要锌冶炼企业产量表现分化：Nyrstar、Glencore、日本企业、SMC、Boliden 等企业产量出现下降；而 Southern Copper、Korea Zinc、Peñoles、HZL、Nexa Resource、Teck 及 YP 则实现产量增长。

四、国内外锌消费偏弱，金属市场依然宽松

尽管锌矿供应紧张，但由于国内外锌消费表现偏弱，尚未传导至金属市场。首先从中国经济数据看，4 月经济动能有所放缓。六大口径中仅出口增速高于前值，工业、服务业、社零、投资及地产销售均不同程度回落：4 月出口同比 14.1%（前值 2.5%）；工业增加值同比 4.1%（前值 5.7%）；服务业生产指数同比 4.3%（前值 5.0%）；社零同比 0.2%（前值 1.7%）；固定资产投资当月同比-8.0%（前值 1.6%）；地产销售面积当月同比-9.5%（前值-7.5%）。

锌产业数据同样验证消费疲弱。一是锌锭显性库存以累库为主：截至 5 月 22 日，全球显性库存 37 万吨，较年初累库 14 万吨，市场仍处过剩状态，且过剩全部来自中国——国内库存 26 万吨，较年初累库 14 万吨，海外基本平衡。二

是国内外锌消费增速显著下滑。前四个月国内精锌表观消费量 213 万吨，同比下降 3.7%，各月增速依次为 4%、-4%、-9%、-5%；海外精锌消费量为 158 万吨，同比下降 4%。三是国内精锌进口量大幅下降。前四个月我国精锌进口总量不足 5 万吨，同比下降 62%。主要来源国中，哈萨克斯坦、澳大利亚、伊朗、秘鲁、印度、日本等进口量均出现不同程度减少，仅韩国等个别国家略有增长。从单月来看，2026 年 4 月进口量为 6 千吨，同比下降 79%。

锌消费偏弱的原因，一方面来自中东地缘政治冲突对经济的负面冲击，通过原材料约束与成本上行压制经济与终端需求；另一方面则是国内经济转型背景下，基建与房地产持续偏弱，拖累锌的整体消费表现。

五、锌基本面继续改善，静待金属市场收紧

从供应端看，锌矿加工费跌势未见任何缓解迹象，当前进口矿 TC 下跌至-50 美元/矿吨、国产矿 TC 下跌至 550 元/吨、国内实际 TC 下跌至 2500 元/吨以下；加工费创下了 1992 年以来的最低水平。不过考虑副产品收益后，国内冶炼厂尚未出现亏损。锌矿供应端的紧张，尚未传导至冶炼端，国内锌锭产量保持稳定增长，海外冶炼扰动显现但目前影响量级有限。

从消费端看，国内外锌消费均出现负增长，一季度全球锌消费下降 4%，体现出中东冲突不仅对锌供应端有冲击，同时也会通过抑制经济增长而影响消费。

从显性库存看，国内锌锭库存已经连续三个月保持在 25 万吨左右、LME 锌锭库存连续六个月保持在 11 万吨左右，尚未出现去库的迹象，未来锌锭库存能否去库需观察冶炼减产

或是消费端改善。库存未去库是当前锌基本面中限制锌价大幅上涨的核心原因。

从价格看,3月23日锌价见到年内低点(3025美元/吨)后,一直处于上涨趋势中,5月14日已经上涨至3633美元/吨。当前锌基本面出现明显改善,不再是一个可以做空的金属品种。未来一旦锌基本面出现进一步的改善,尤其是锌矿紧张能够传导至金属市场上,锌市场将会迎来进一步的支撑。从5-6月份来看,由于市场还在交易中,中东冲突与美联储货币政策的变化,加上锌锭库存比较高,锌市场短期内将呈现震荡态势。