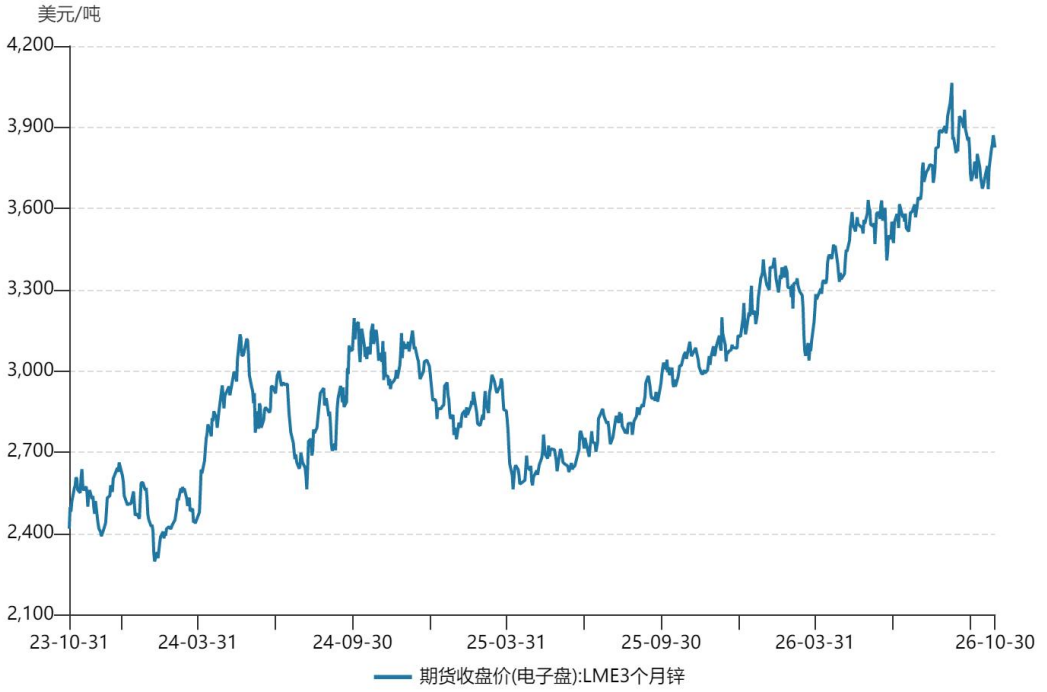
挤仓退潮后锌价出现回调

五矿有色 左豪恩



数据来源：Wind

一、价格回顾：挤仓驱动退潮，锌价高位回落

上期月评提到“矿端支撑仍在、挤仓驱动减弱”，10 月份市场走势延续这一特征。10 月份，国内外锌价呈现高位回落态势。10 月 LME 锌现货均价为 3820 美元/吨，环比下跌 5.0%、同比上涨 21.3%；国内上海锌现货均价为 25757 元/吨，环比下跌 3.5%、同比上涨 16.6%。2026 年前十个月，LME 和国内锌市场均价分别为 3546 美元/吨、24841 元/吨。截至 10 月 30 日，LME 锌价回落至 3825 美元/吨，国内锌价在 2.57 万元/吨附近。

本轮调整并非由于矿端逻辑逆转，而是直接推手退潮。前期锌价大涨的核心链条是“矿端收缩—精矿短缺—LME 挤仓—国内去库”，其中 LME 低库存和 0-3 升水扩大是最直接的挤仓信号。随着中国锌锭出口放量并流入 LME 仓库，LME

现货紧张边际缓解，0-3 升水自前期 231.75 美元/吨高点回落至 100 美元/吨附近，挤仓驱动明显减弱。宏观环境偏负面，中东冲突再升级叠加美元指数走强，使得宏观层面的负面扰动与前期 LME 挤仓驱动退潮形成共振。

二、供应端：矿端硬约束延续，加工费再创新低，冶炼亏损加深

矿端仍是锌市最核心矛盾。9 月国内锌矿山产量为 37.8 万吨锌，环比回升 4.1%，但同比仍下降 1.0%；1—9 月累计 307.4 万吨锌，同比下降 1.3%。9 月环比修复主要来自高温雨季结束后的复产，以及前期因事故、安全检查停产的矿山陆续恢复生产，但部分矿山采矿端扰动仍未完全消除。10 月北方矿山逐步进入冬季停产，部分矿山借国庆假期检修，叠加环保减产和品位下滑，预计 10 月国内锌矿产量环比下降 0.8%至 37.5 万吨锌，矿端供应进一步收缩。甘肃和贵州的新增项目仍处带料试车阶段，今年增量有限。

加工费继续刷新历史低位。9 月国产锌精矿主流加工费降至-1600 至-2500 元/吨锌，环比下跌 150 元/吨锌，连续 6 个月下跌；10 月底进一步降至-2100 至-2600 元/吨锌，再降 300 元/吨锌。进口矿 9 月主流加工费为-120 至-140 美元/吨，10 月底普通矿成交-120 至-150 美元/吨，高品位（富含金属）矿种低至-160 至-170 美元/吨，连续第 12 个月下跌。

冶炼端呈现“亏损扩大但减产温和”的特征。9 月国内精炼锌产量 60.3 万吨，环比下降 2.1%、同比下降 1.5%，平均产能利用率 69.8%、环比下降 1.5 个百分点；10 月预计产量 60.2 万吨，环比仅下降 0.2%、同比下降 4.0%。9 月减产核心原因是常规检修叠加亏损，检修导致减量约 2.5 万吨，

亏损减产约 6400 吨；10 月新增检修和减产约 2.7 万吨，检修复产和新产能投放约 2.6 万吨,增减相抵后产量基本持稳。

硫酸价格从 7 月开始持续回落，10 月冶炼酸均价降至 1250 元/吨左右，副产品利润收缩。若硫酸继续下行而锌价不能上涨弥补，11—12 月冶炼减产规模仍有扩大可能，但当前减产力度尚不足以扭转加工费跌势。

三、需求与库存：旺季不旺，国内去库依赖出口

9 月传统“金九”旺季预期落空，国内锌消费仅小幅环比增长 1.2%至 60.3 万吨，同比仍下降 0.2%；1—9 月累计 544 万吨，同比仅增长 0.6%。旺季向上弹性不足。分行业看，9 月镀锌板产能利用率为 66.0%、环比仅提高 0.1 个百分点；镀锌件为 53.4%、环比提高 0.7 个百分点，但同比下降 2.2 个百分点；压铸锌合金为 45.8%、环比下降 0.3 个百分点，同比下降 6.4 个百分点；氧化锌为 55.5%、环比回升 3.9 个百分点；轮胎开工率为 63.2%、环比下降 0.8 个百分点。10 月预计镀锌板、镀锌件、压铸锌合金、氧化锌产能利用率分别小幅回升至 66.7%、54.2%、46.2%、56.5%，轮胎开工率回升至 63.6%，但整体仍处弱修复。

需求结构分化明显。地产链仍是最大拖累，1—9 月房地产投资同比下降 20.6%，新开工、施工、竣工面积累计同比降幅分别达 24.9%、12.8%、25.1%，跌幅较 1—8 月进一步扩大，建筑类镀锌板、镀锌件订单持续偏弱。汽车 9 月产量为 299 万辆、环比增长 11.4%，但同比下降 8.7%，1—9 月累计产量同比下降 4.5%，新能源车产销同比分别增长 12.2%和 13.6%，但传统燃油车配套用锌下滑拖累整体表现；家电 9 月空冰洗合计排产同比下降 4.0%,10 月排产同比仅微增 0.5%，

空调排产降幅仍达 7.7%，内需疲弱与出口分化并存。亮点集中在电网和新能源：9 月基建投资降幅收窄至-5.5%，特高压招标金额已超去年全年，电网实物工作量加速落地；特高压、光伏支架、风电塔筒等订单对镀锌件和镀锌板形成边际支撑。但镀锌板“金九银十”旺季表现不及预期，国庆期间停产放假企业同比增多，10 月开工率预计较 9 月回落。总体看，电网与新能源的结构性亮点难以完全对冲地产和传统制造业的下滑，10 月锌需求仅温和修复，旺季成色不宜高估。

进入 9 月份，国内锌锭库存延续了前期的去化态势。国内库存从 9 月初的 22.21 万吨，下降至 9 月底的 19.3 万吨。截至 10 月 19 日，七地库存小幅回升至 20.02 万吨。国内去库主要是依赖锌锭出口量的激增。据海关总署统计，9 月国内精炼锌出口量达 7.04 万吨，再创年内新高，环比大增 73.17%、同比大增 2742.16%;进口仅 594 吨,环比下降 75.16%、同比下降 97.38%；9 月净出口大幅扩大至约 6.98 万吨。1—9 月累计出口 14.11 万吨,同比增加 804.69%,累计进口 6.77 万吨，同比下降 73.78%，累计净出口扩大至 7.34 万吨，进出口格局维持显著净出口状态。

与国内走势截然相反，LME 锌库存自 8 月中旬见底（约 8.6 万吨的低点）后，开启了强劲的累库周期。进入 10 月份，交仓节奏明显加速，LME 库存呈现陡峭的上升曲线，至 10 月中旬已飙升至近 16.9 万吨，较 8 月中旬的低点翻了近一倍。

“内降外升”的库存分化，印证了国内极低的显性库存很大程度上依赖于出口向海外的转移。大量中国锌锭的跨市流转，有效补充了海外现货，促使 LME 高企的 0-3 升水大幅回落，前期的挤仓逻辑实质性松动；而后续随着出口盈利收

窄或窗口关闭，国内去库的持续性将面临考验。

四、展望：矿端支撑仍在，挤仓逻辑松动，短期高位震荡

10 月中旬，国际铅锌研究小组（ILZSG）在里斯本举办铅锌年会，对中长期锌市场平衡给出偏紧但逐步转向过剩的判断。

短期基本面呈现“矿紧锭松、供需双弱”的特征。供应端，矿端硬约束未改，加工费屡创新低，冶炼厂陷入深度亏损，但受制于存量产能及副产品收益支撑，实质性减产规模不及预期；需求端，“银十”旺季成色不足，地产链延续低迷，仅靠电网及新能源订单托底，下游畏高情绪较重、以刚需采购为主；国内库存去库高度依赖出口，而 LME 在中国锌锭交仓冲击下库存大幅回升，前期挤仓逻辑已经瓦解。

综合来看，未来一个月锌价仍将维持高位震荡，但震荡区间较前期将出现下移。若冶炼减产超预期，市场可能短暂上探区间上沿；但挤仓驱动减弱、LME 交仓累库、国内需求旺季不旺，将限制反弹高度。