

锌：偏空思路不变，关注内外正套

研究中心有色团队

摘要：进入4月，关税情绪冲击下，有色整体波动较大，锌下游出口订单亦受到较强冲击。短期而言，**抢出口以及下游的投机性补库使得国内锌锭库存不断去化，偏低的库存对锌价有所支撑。**补库终点和出口转弱的预期均发生在5月，库存去库转累库的时间点可能于5月中下旬发生，但需要注意冶炼端检修落地情况对5月中旬临近交割日现货情绪的影响。**中长期而言，供应宽松逻辑不变。关税影响下，我国镀锌出口结构有一定调整，全年维度不宜过分悲观，但因内需弹性不足，且上半年出口对下半年有一定透支，国内锌延续逢高空配。**内外方面，目前进口利润阶段性高位，部分海外锌锭流入国内。但在国内累库速度高于海外的预期下，内外比价存在一定的回归空间。关注下半年欧洲消费恢复以及海外冶炼厂减产情况，择时内外正套。

正文：

一、冶炼端短期可能扰动

我们在《锌：乍寒还暖，最难将息》中提到的矿端修复预期维持不变，且随着6月起Oz矿的满产，国内原料端压力将进一步下滑。但短期而言，由于冶炼厂计划内的检修提前或推迟、以及锌锭转合金产能需要，5月国内冶炼产量可能出现环比下滑，减量约1万吨左右。从时间点上来说，今年检修时间点相对偏集

中。但由于各地冶炼厂实际检修落地存在时间差，以及锌锭转合金后合金部分产能可能被低估，5月冶炼减量可能不及预期。

表 1 近期国内主要冶炼厂产量变化（单位：万吨）

	5月变化	备注
南方冶炼厂A	-1	略超预期
南方冶炼厂B	-0.3	转合金产能年15万吨
南方冶炼厂C	-0.6	常规检修
南方冶炼厂D	-0.2	常规检修
西北冶炼厂A	-0.5	略超预期
其他增量	1.5	提产+锌合金产能爬产
总计	-1.1	

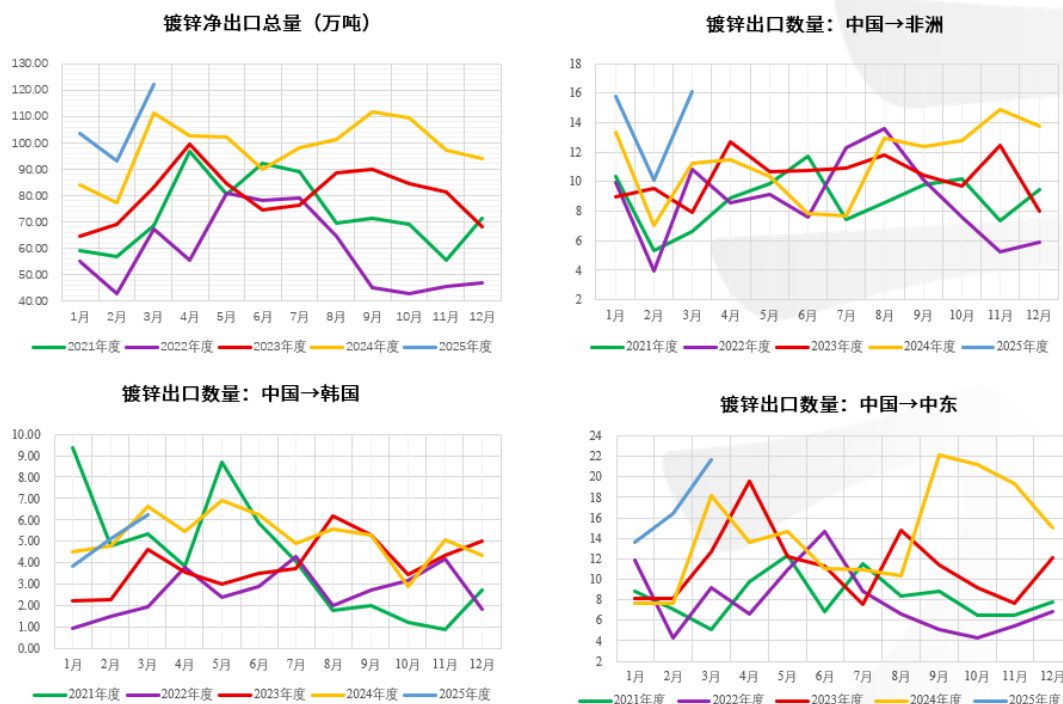
资料来源：SMM、安泰科、永安期货研究中心

二、镀锌出口结构正在变化

出口端，特朗普 1.0 时代后，由于与欧美国家的贸易摩擦以及响应政策号召，我国镀锌出口结构发生了直接流向欧美转为借由东南亚国家转口转为面向一带一路以及非洲国家消费的变化。去年开始，“一带一路”沿线及非洲国家对我国镀锌的需求明显增加，如沙特 2024 年房建领域预计将有 4.4% 的增长率。因此，尽管部分转口贸易国，如越南韩国由于美国关税政策、反倾销调查等因素对我国镀锌的进口量在一季度不增反降，但我国一季度镀锌组件出口量同比仍增长约 17%，主要增长地区中，非洲地区同比增长 33%，中东地区同比增长 54%。短期出口抢装方面，结合实际调研了解，4 月中下旬镀锌和压铸港口发货量相比月初均有所下滑，国内钢材出港近期亦进入阶段性平稳期。目前市场预期出口可能在 5 月下旬至 6 月上旬出现拐点，影响量主要在韩国、越南等国家。因此，我们认为，在东南亚部分国家出口受阻、中东和非洲国家需求增量可能超预期的假设下，不宜对今年国内锌终端出口过于悲观；但分阶段来看，

上半年镀锌出口超增，下半年的镀锌出口环比或出现一定的回落。

图 1 我国镀锌出口情况（单位：万吨）



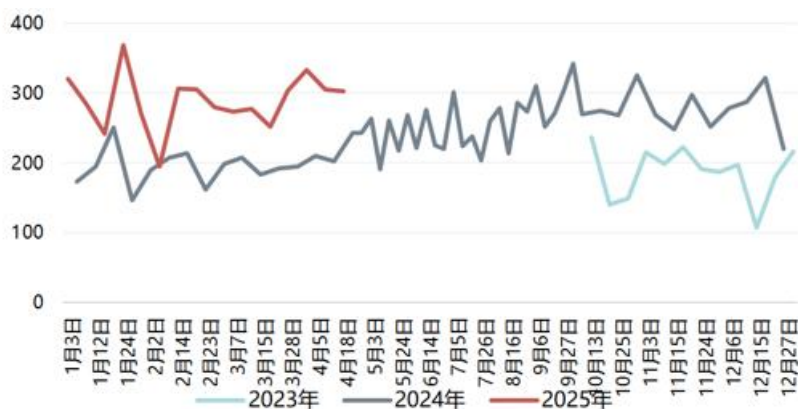
资料来源：Mysteel、永安期货研究中心

表 2 我国镀锌出口主要国家（地区）

出口国	出口量 (万吨)	同比变化	近三年出口占比
泰国	139.38	32%	10%
韩国	122.85	-3%	11%
越南	61.81	15%	5%
巴西	64.25	41%	4%
印尼	41.42	19%	3%
菲律宾	132.41	34%	9%
欧洲	77.70	-14%	7%

资料来源：Mysteel、永安期货研究中心

图 2 国内钢材出港量（单位：万吨）

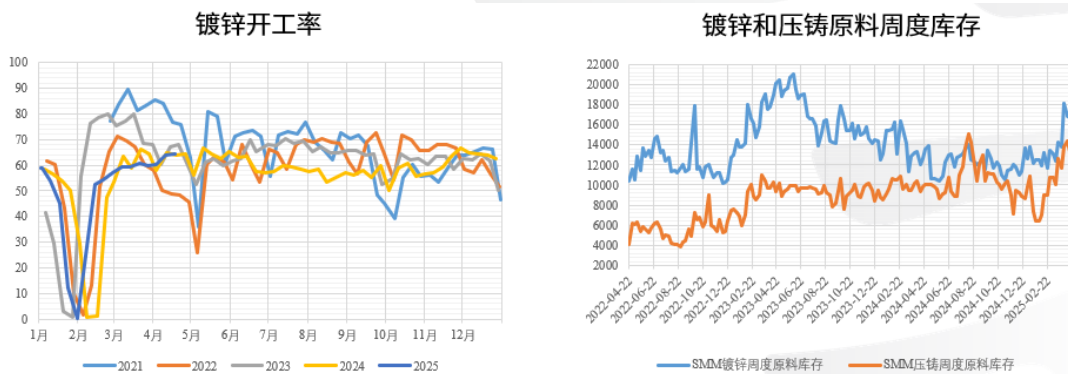


资料来源：Mysteel、永安期货研究中心

三、下游阶段性补库见顶

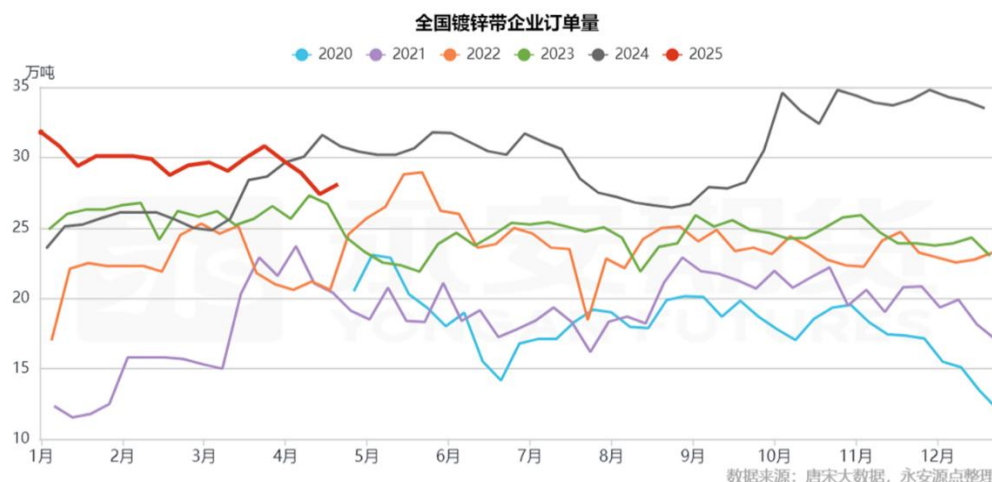
上半年，由于我国传统基建领域仍以企稳修复为主，国内镀锌、氧化锌和压铸板块需求均无明显的增长。在一季度出口较强的情况下，镀锌板块的开工率同比基本与去年持平，国内市场需求并无较强亮点。库存端，由于美国关税政策的不确定性以及企业原料库存长期偏低，随着锌价价格中枢下移，镀锌企业于三月中下旬起积极补库，下游原料库存增至 23 年以来最高位，导致表观消费同比偏高。但在市场对下半年消费不乐观预期、以及部分企业资金周转情况一般的承压下，下游补库持续性不足。

图 3 镀锌生产与库存（单位：万吨）



资料来源：SMM、永安期货研究中心

图 4 全国镀锌带订单量（单位：万吨）



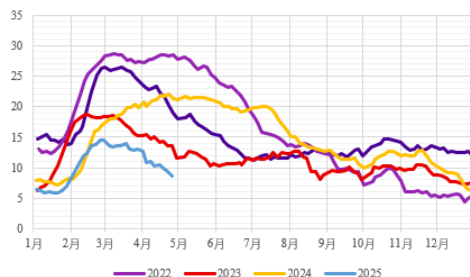
资料来源：唐宋大数据、永安期货研究中心

四、偏空思路不变，关注内外正套

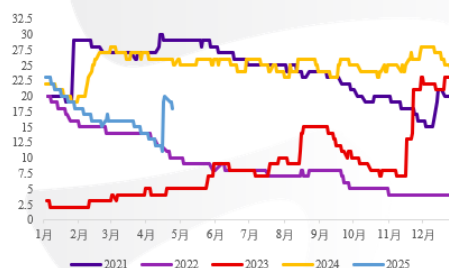
结合冶炼端和消费端情况来看，短期库存去化超预期，主要因为出口带来的阶段性消费增量偏高，部分冶炼端的惜售情绪和下游的投机性补库。目前，冶炼端减产和出口由强转弱的预期时间节点均发生在5月，若预期兑现，则国内社会库存由去库转累库的拐点可能发生在5月中下旬，需要警惕5月中旬临近交割日的现货情绪变化；若冶炼减产延后或出口弱化提前，则累库拐点可能前置。因此，我们认为，锌逢高作为空配的思路不变，关注锌锭累库具体时点对现货情绪的影响。

图 5 海内外锌锭库存（单位：万吨）

国内社会库存



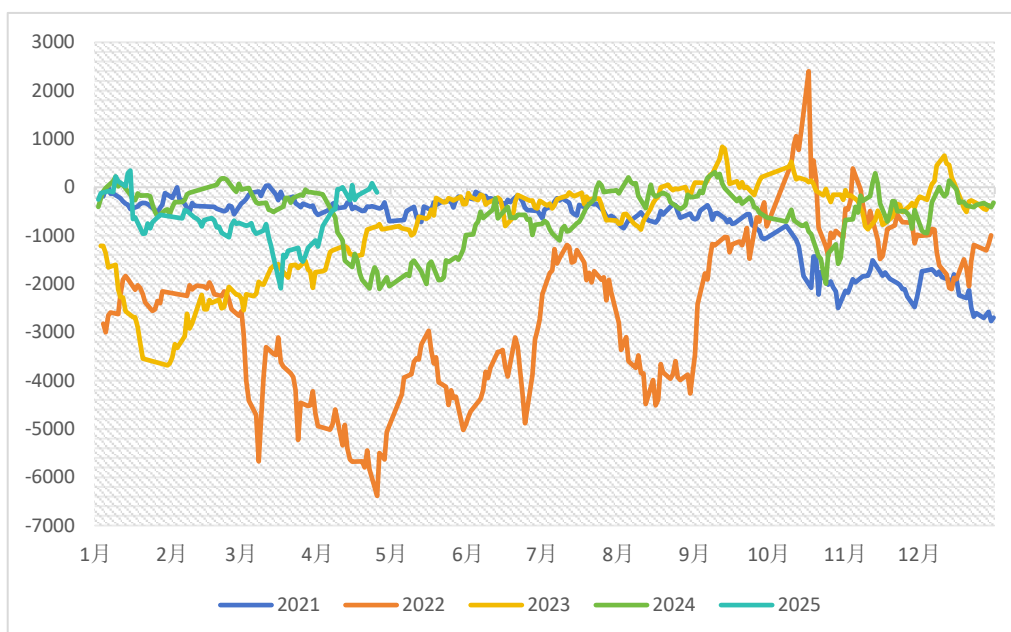
LME库存



资料来源：SMM、永安期货研究中心

内外方面，近期库存外高内低，进口利润增长至阶段性高位，较多海外锌锭进入国内。短期而言，韩国冶炼厂 Kz 因环保限制结束将于 5 月中旬重启复产，但其他停产的海外冶炼厂暂无复产意向。国内累库加速后，内外库存修复下，比价或出现一定回归。一方面，下半年欧洲经济恢复可能导致外需相对国内市场偏强，另一方面，在海内外加工费接近的情况下，海外冶炼厂相比国内冶炼厂利润对价格变化会更敏感，若锌价偏低，海外部分现金流状况不佳的冶炼厂可能减产，在这样的两种假设下，可关注进一步的内外正套机会。

图 6 锌锭进出口盈亏（单位：元/吨）



资料来源：SMM、永安期货研究中心



免责声明

以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但我司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们提供的全部分分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我司均不承担任何责任。