

## 由 Antamina 停产看锌的不确定性

## 行业策略报告

### 摘要:

- 4月22日 Antamina 称其矿区发生安全事故，目前矿区已全面停工。盘点此前类似事件预计减停产时间在 1 个月以内（样本为 3 天、34 天），则影响年产量在 3 万吨以内，而市场普遍给予的 Antamina 全年增量在 20 万吨左右，从量级来看影响较小，中长期矿端放量趋势不变，或更多给予短线情绪面支撑。我们认为后续不确定性更多来自宏观及锌锭端，而非矿端。
- 不确定因素—锭端供应一侧，4 月炼厂因硫酸等副产品利润尚可推迟检修至 5 月，不排除 5 月继续因此理由推迟检修；不确定因素—宏观一侧，海外美国衰退风险愈演愈烈，而国内 4 月末临近，涉及经济议题的政治局会议（历年分别在 4、7、10、12 月）即将召开，提振消费及地产等扩内需的增量政策预期升温或支撑锌价。
- 供需平衡表来看，考虑到出口有关税及反倾销限制，需求一侧难有增量；若国内 5 月顺利检修减产，则内外比价压力下进口窗口打开或持续补充，5 月呈现紧平衡概率较大；若国内 5 月检修减产继续推迟（前提是硫酸等副产品维持高价），则在消费走弱的情况下，库存或逆势累增出现拐点。
- 结合宏观短期反弹（美元下行+贸易争端暂歇+国内增量政策预期），长期经济担忧偏空（关税余波+流动性压力）来看，我们认为单边短线宽幅震荡（区间在 21500-23000 左右）对待，中长线择机沽空更具有性价比，同时近月合约正套可继续持有至库存拐点出现。

作者姓名：王贤伟  
邮箱：wangxianwei@csc.com.cn  
电话：023-81157343  
期货交易咨询从业信息：Z0015983

研究助理：刘城鑫  
期货从业信息：F03130820

发布日期：2025 年 4 月 23 日

## 目录

一、引言：Antamina 突发减产，预计影响量级较小 .....	3
二、不确定性：需求走弱确认，宏观及供应存疑 .....	4
2.1、行情回顾 .....	4
2.2、宏观面：关税矛盾暂缓，内外方向劈叉.....	4
2.3、基本面：抢出口或已前置需求，5 月检修成为现货底牌.....	5
三、总结 .....	8

## 图表目录

图 1：过往锌矿安全事故盘点 .....	3
图 2：近期沪锌跌幅居前 .....	4
图 3：警惕美各项指标走向滞胀格局 .....	5
图 4：镀锌板出口已有掉速迹象 .....	5
图 5：副产品支撑冶炼厂利润 .....	6
图 6：硫酸价格来到高位 .....	6
图 7：隐性库存交仓往往伴随着沪伦比值走高 .....	7
图 8：若炼厂兑现减产则 5 月或以紧平衡为主 .....	8

## 一、引言：Antamina 突发减产，预计影响量级较小

4 月 22 日 Antamina 官网发布公告称，其矿区发生安全事故，目前矿区已全面停工，等待进一步调查，由此带来的减产影响可从此前案例得到参考。

1) 2023 年 2 月 15 日，MMG 位于澳洲的 Dugald River 矿山发生安全事故，**暂停运营共计 34 天**，2023 年 3 月 21 日陆续投复产。

2) 2024 年 2 月 12 日，Lundin Mining 位于葡萄牙的 Neves-Corvo 矿发生安全事故，配合当地有关部门**暂停运营 3 天**。

从减停产时间来看影响偏短期，影响产量或在 1 个月以内（2024Q4 Antamina 产量 8 万吨左右，若按此换算不考虑提产，则影响年产量在 3 万吨以内），而市场普遍给予的 Antamina 全年增量在 20 万吨左右（详情可参考年报），从量级来看影响较小，中长期矿端放量趋势不变，或更多给予短线情绪面支撑。

我们认为后续不确定性更多来自宏观及锌锭端，而非矿端。

图 1：过往锌矿安全事故盘点

时间	矿山	矿企	地点	暂停运营时间	事件梗概
2023 年 (2/15-3/21)	Dugald River	MMG	澳大利亚	34 天	两名在矿井深处工作的员工从大约 25 米深的地方坠落塌方空洞，受到致命伤。期间经历失踪及有关部门调查。
2024 年 (2/12-2/15)	Neves-Corvo	Lundin Mining	葡萄牙	3 天	一名员工在矿井下作业时不幸遇难。Lundin 通知葡萄牙有关当局，并全力配合调查。

数据来源：公司官网，CNN，Reuters，中信建投期货整理

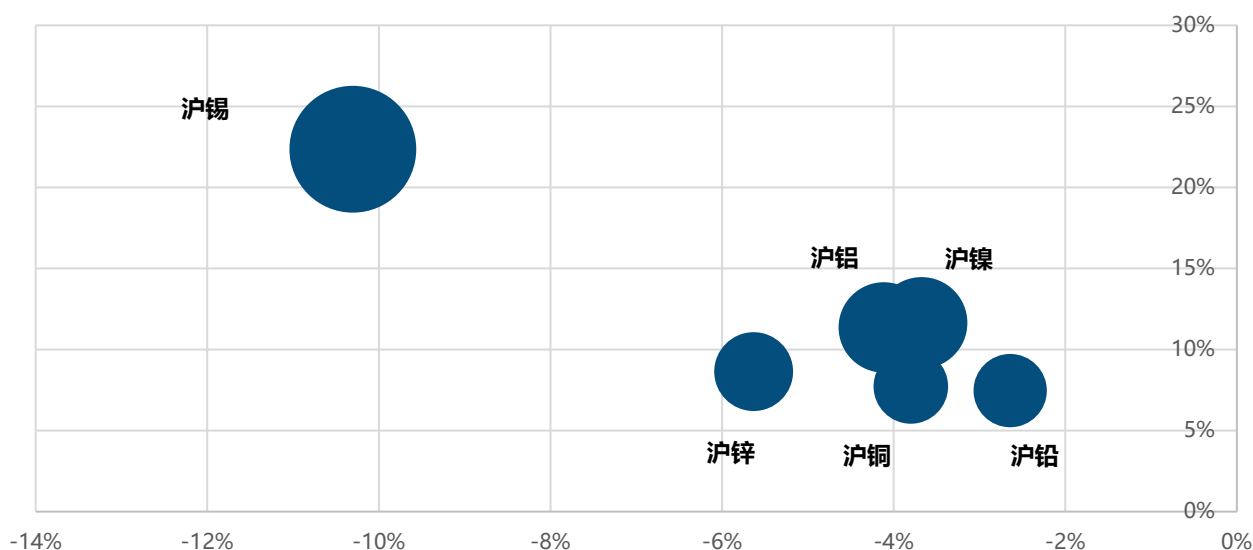
## 二、不确定性：需求走弱确认，宏观及供应存疑

### 2.1、行情回顾

近期沪/伦锌震荡下跌，重心由 23500 左右下挫至 22000 以下，毫无疑问清明节前后的关税风波主导本轮跌势。但若深究为何锌在同类有色品种里跌幅居前，从价格看问题还是出在关税暴跌后的集体反弹阶段，支撑锌价上涨的理由并不充分。

展望后续行情，关税引发的余波未尽，国内月底会议或带来增量政策预期，宏观面多空交织；基本面 5 月炼厂计划减量+需求出口减量（关税限制中转）+进口窗口或有增量（沪伦比值走高），库存走向同样充满变数。

图 2：近期沪锌跌幅居前



数据来源：iFind，中信建投期货

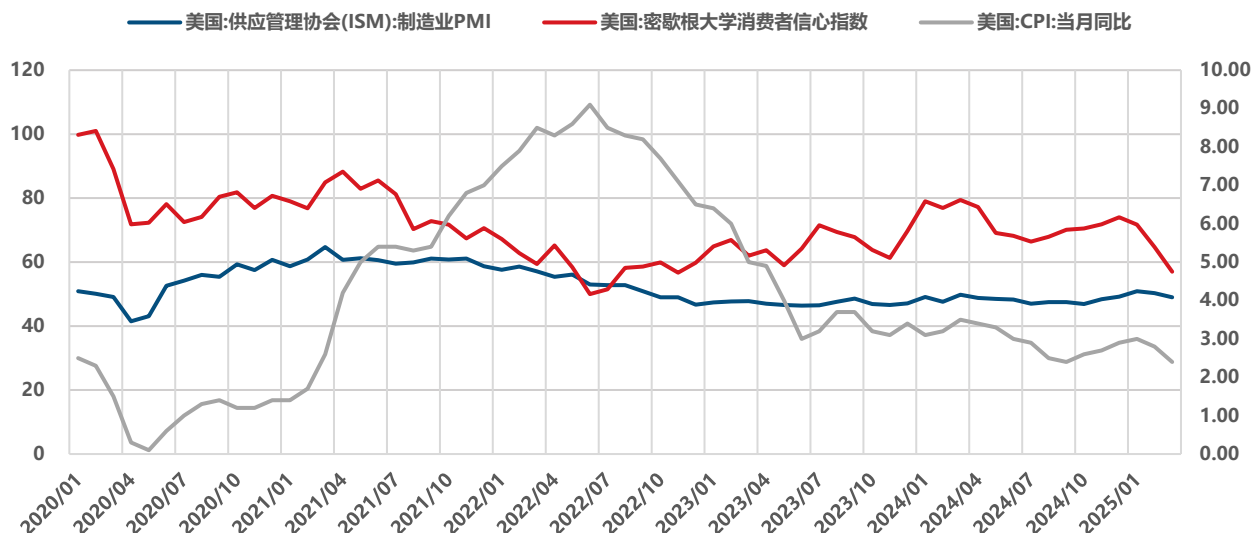
注：数据时间范围为 2025.4.1-4.22，横轴代表涨跌幅，纵轴代表振幅，气泡大小为振幅绝对值

### 2.2、宏观面：关税矛盾暂缓，内外方向劈叉

宏观多空交织，海外一侧美国衰退风险愈演愈烈，在美联储决策独立前提下，需要看到通胀和经济同时走弱，形成降息宽松预期才能支撑锌价；而若二者反向，走类似滞胀的逻辑则即便弱美元兑现也难以单从汇率角度支撑锌价。

国内 4 月末临近，主要涉及经济议题的政治局会议（历年分别在 4、7、10、12 月）即将召开，提振消费及地产等扩内需的增量政策预期升温或支撑锌价。

图 3：警惕美各项指标走向滞胀格局

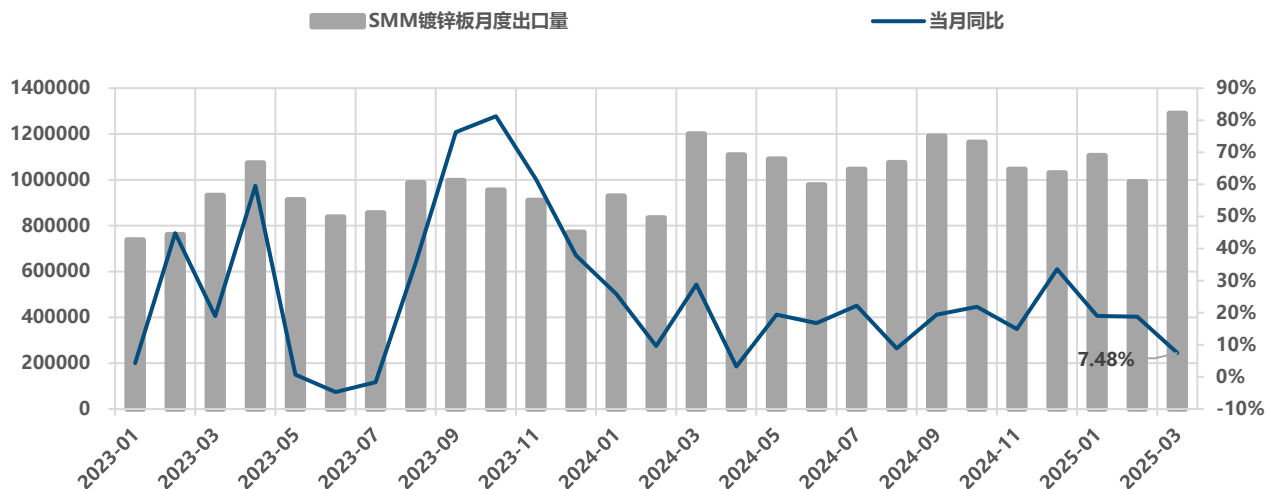


数据来源：Iifind，中信建投期货

## 2.3、基本面：抢出口或已前置需求，5 月检修成为现货底牌

不妨先罗列可确定的因素。3-4 月现货社库持续去化的支撑来自需求一侧，除内需 3-4 月恰逢传统旺季外，以镀锌板为代表的外需出口亦有显著贡献。但在本轮中美关税争端后，国内向美国直接/间接出口或已无空间，而东南亚多数国家对国内镀锌类产品的反倾销调查尚未结束。随着前期“抢先”订单兑现完毕，后续外需的空缺或逐步放大，需求一侧增量难觅。

图 4：镀锌板出口已有掉速迹象



数据来源：SMM，中信建投期货

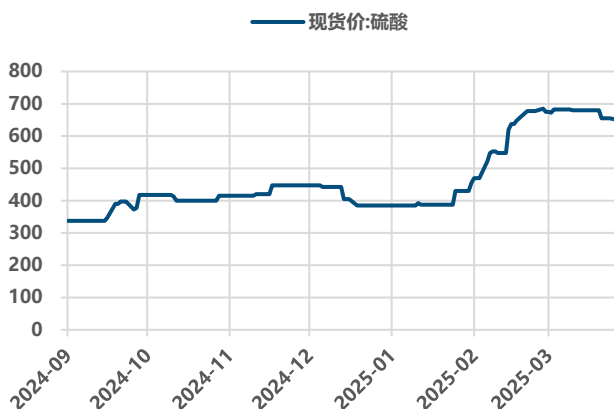
供应一侧不确定性较大，近期各地炼厂检修消息层出不穷，主因不少炼厂选择将4月的年度常规检修期后延至5月。目前据钢联初步调研了解，5月锭端产量环比减量在2万吨左右。那么不确定性在哪呢？进一步探究4月炼厂推迟检修原因，不难发现利润即是关键。3-4月锌价重心下降1000以上，TC上涨趋缓，冶炼利润却仍然能维持开年以来的高位，最主要的支撑实质源于硫酸等副产品。若硫酸维持高位，则不排除5月炼厂继续后延检修的可能。

图5：副产品支撑冶炼厂利润



数据来源：iFind，SMM，中信建投期货测算

图6：硫酸价格来到高位

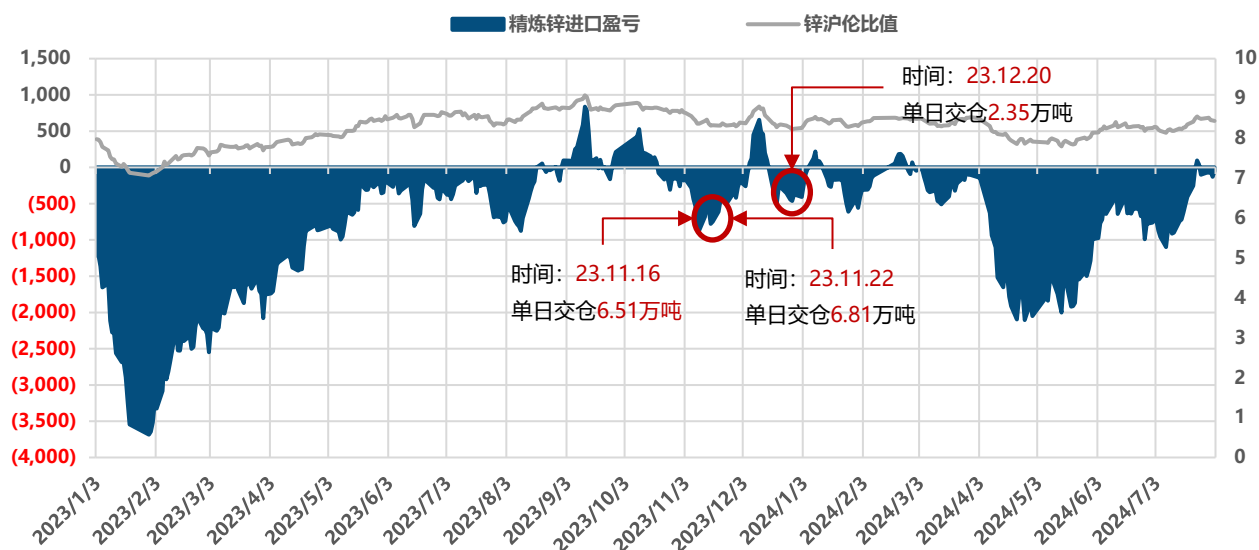


数据来源：iFind，中信建投期货

而即便5月冶炼厂如期检修减产，也需要考虑进口一侧对供应的冲击。随着前期新加坡隐性库存的显性化（4月16日伦锌库存新增7.85万吨），目前沪伦现货库存再度形成两极分化走势，考虑到“Rent Share”机制在锌锭低价及过剩格局下能够稳定盈利（具体逻辑参考铝仓单暴增之后，如何

看待 LME 库存），不排除海外巨头贸易商继续交仓的可能。按照 23 年末多轮隐性库存交仓的前车之鉴，内外高企的库存差压力下，国内锌锭进口窗口将逐步开启，当/次月进口或出现放量的情况，考虑到 3 月进口量仅 2.7 万吨，4-5 月进口或能够形成对国内 2 万吨减量的有效补充。

图 7：隐性库存交仓往往伴随着沪伦比值走高



数据来源：SMM，中信建投期货



### 三、总结

供需平衡表来看，考虑到出口有关税及反倾销限制，需求一侧难有增量；若国内 5 月顺利检修减产，则内外比价压力下进口窗口打开或持续补充，5 月呈现紧平衡概率较大；若国内 5 月检修减产继续推迟（前提是硫酸等副产品维持高价），则在消费走弱的情况下，库存或逆势累增出现拐点。

结合宏观短期反弹（美元下行+贸易争端暂歇+国内增量政策预期），长期经济担忧偏空（关税余波+流动性压力）来看，我们认为单边短线宽幅震荡（区间在 21500-23000 左右）对待，中长线择机沽空更具有性价比，同时近月合约正套可继续持有至库存拐点出现。

图 8：若炼厂兑现减产则 5 月或以紧平衡为主

时间/万吨	锌锭月度产量	中国锌锭月度进口量	中国锌锭月度出口量	中国锌锭月度实际消费量	中国精炼锌月度供需平衡
2025/05 (E)	55	4	0.02	58	0.8
2025/04 (E)	57	3	0.02	63	-3.0
2025/03	55	3	0.02	59	-1.6
2025/02	48	3	0.04	42	9.0

数据来源：SMM，Mysteel，中信建投期货测算

## 联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、  
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



## 重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。