



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-03-03

锌：供应增量确定，消费扰动节奏

吴坤金

有色研究员

从业资格号：F3036210

交易咨询号：Z0015924

☎ 0755-23375135

✉ wukj1@wkqh.cn

张世骄（联系人）

有色研究员

从业资格号：F03120988

☎ 0755-23375122

✉ zhangsj3@wkqh.cn

报告要点：

锌矿供应增量推动加工费持续上行，TC 快速抬升后冶炼开工意愿提升，增量锌矿转化为锌锭预期提升。国内现货市场维持弱势运行，基差及近月价差均有走弱。锌锭消费预计呈现小幅回暖，仍有待观察 3 月人大会议政策力度以及金三银四初端消费状况，预计消费回暖增速弱于锌锭供应增速，全年来看锌锭供应过剩预期较高，单边价格后续下行风险较大。

国内月间结构中短期来看，若后续金三银四锌锭消费超预期转暖，叠加当前国内锌锭库存仍处于历年相对较低，国内锌锭月差有望走强。但中长期来看，锌元素过剩相对确定，5 月后月间结构走弱预期较高。海外月间结构压力相对较小，高库存压制下预计 LME 锌基差价差维持弱势运行。

沪伦跨市结构中短期来看，国内冶炼复产至高位仍需时间，此前国内仍有一定锌元素缺口，沪伦比值预计高位震荡，加速锌矿及锌锭进口。中长期来看，国内累库预期较高，海外锌冶炼厂存在减产预期，预计 5 月后沪伦比值或有较大回落空间。

锌：供应增量确定，消费扰动节奏

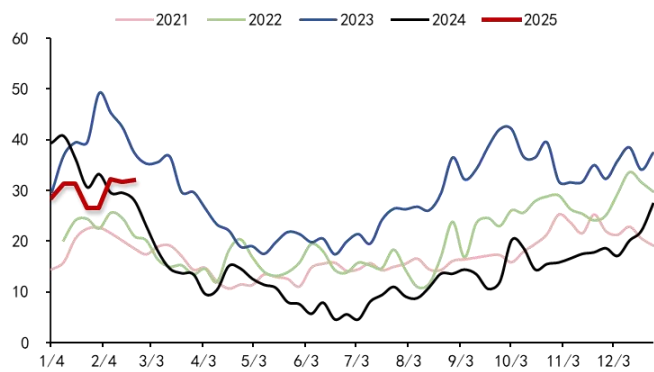
供应端：元素增量确定，矿锭转化节点扰动月间结构

在前一篇《锌矿供应拐点已至》的锌专题中我们通过对锌供应周期进行复盘，通过加工费、锌锭库存、基差价差以及绝对价格等高频指标进行分析，认为锌矿的供应拐点已经出现。彼时锌矿加工费自底部上行至 1950 元/金属吨或-20 美元/干吨，锌精矿工厂库存及港口库存均有累库。但市场对于锌矿过剩的预期并未完全交易，仍有一部分冶炼厂冬季大量补库拉动数据异常抬升的担忧。

2025 年春节前，伴随着锌价快速下行，锌矿过剩已逐步被市场交易，锌精矿库存与加工费均持续快速上行。春节后，贵金属及有色金属市场受特朗普政府关税预期影响较大，此外美联储降息表态相对谨慎，日央行加息表态明确，美元指数弱势运行，推动贵金属及有色金属市场共振反弹。

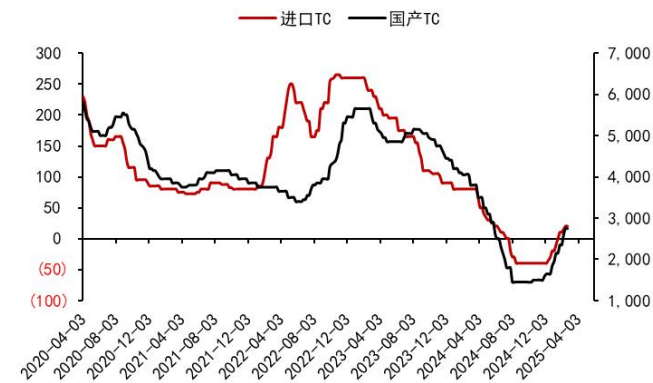
当前锌精矿加工费已抬升至 2750 元/金属吨或 20 美元/干吨，相较于 2024 年 10 月低点的 1450 元/金属吨或-40 美元/干吨，每金属吨锌锭冶炼的加工费收益抬升了 1300 元，冶炼厂冶炼利润大幅回暖，冶炼厂开工意愿大大抬升。当前锌精矿港口库存 32 万吨，锌精矿工厂库存 55.3 万吨，锌矿厂库天数 20.5 天，均处相对高位。综合来看，预计后续锌冶炼厂复产速度大幅提升，锌锭产量有望重回 55 万吨/月。

图 1：锌精矿港口库存季节图（万吨）



数据来源：钢联数据、五矿期货研究中心

图 2：锌精矿国产 TC（元/金属吨）及进口 TC（美元/干吨）



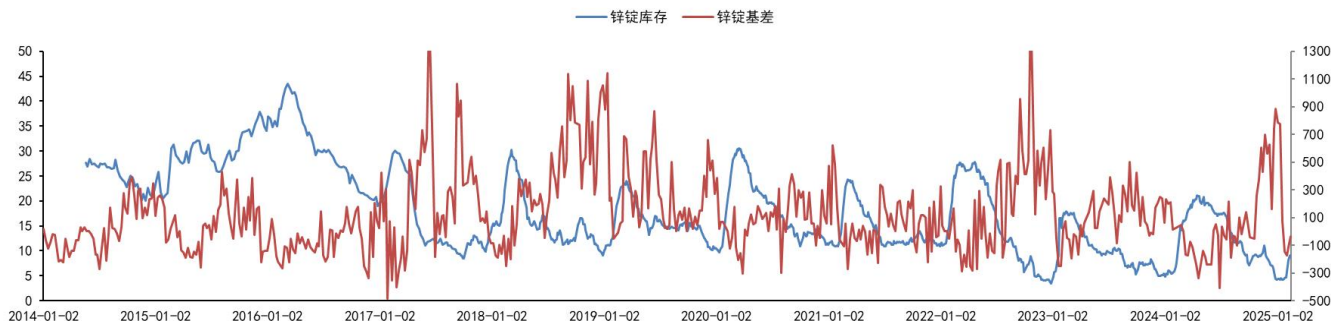
数据来源：SMM、五矿期货研究中心

图 3： 锌精矿加工费（元/金属吨）与沪锌收盘价（元/吨）



数据来源：钢联数据、五矿期货研究中心

图 4： 锌锭库存（万吨）与锌锭基差（元/吨）



数据来源：钢联数据、五矿期货研究中心

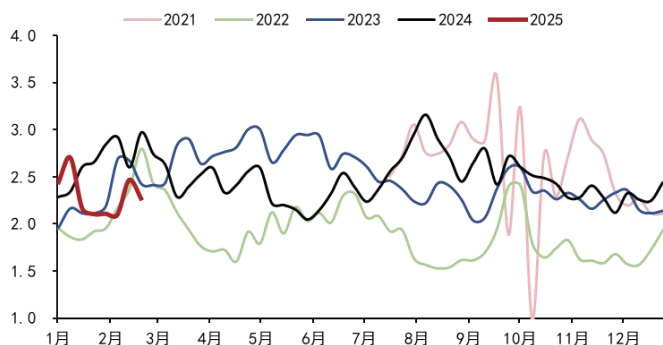
需求端：预期扰动较大，温和回暖为主

从锌消费初端来看，镀锌、压铸锌合金等各项初端加权开工率均低于往年同期，原料采买意愿与开工意愿平平，近端现货成交差，沪锌基差持续走弱。从锌消费终端来看，地产基建板块虽有一定转暖，但好转幅度相对有限，仍需电网、铁塔镀锌等核心项目增长来拉动锌锭消费。临近 3 月 5 日人大三次会议，市场预期仍会有一定货币端的宽松政策以及消费端的刺激政策。叠加金三银四的消费旺季，有望推动锌锭消费边际转暖。

镀锌是国内锌锭的主要消费市场，而镀锌板的消费与黑色产业链中的热卷有较高的相关性，所以在衡量国内下游预期以及消费情绪时，可以参考黑链指数或钢材指数作为高频印证指标。此外，铜、铝、锌、锡作为有色金属中的基本金属，其广泛应用于各行各业，在衡量其全球消费时，可以参考有色板块指数作为高频印证指标。通过高频指标与低频数据相结合的方式，提高对于消费边际转向的敏感性。

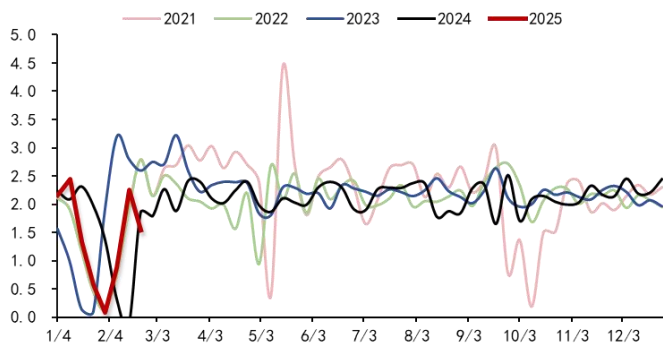
总体来看，锌锭消费预计呈现小幅回暖，仍有待观察 3 月人大会议政策力度以及金三银四初端消费状况，预计消费回暖增速弱于锌锭供应增速，全年来看锌锭供应过剩预期较高。

图 5：初端加权原料库存季节图（万吨）



数据来源：SMM、五矿期货研究中心

图 7：初端加权表观购锌量季节图（万吨）



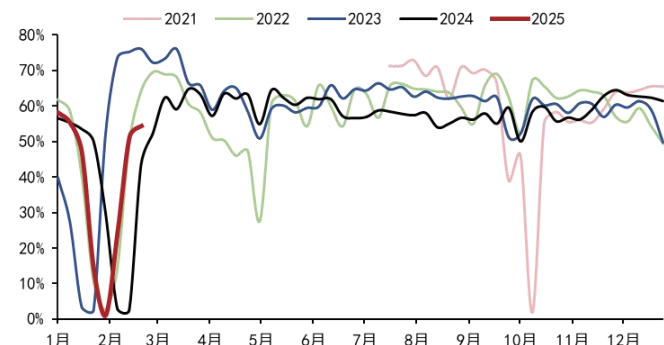
数据来源：SMM、五矿期货研究中心

图 9：有色指数 K 线图



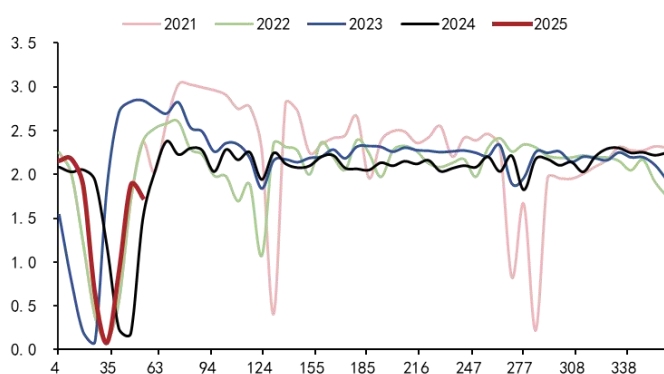
数据来源：文华商品、五矿期货研究中心

图 6：初端加权开工率季节图（%）



数据来源：SMM、五矿期货研究中心

图 8：初端加权周度耗锌量季节图（万吨）



数据来源：五矿期货研究中心

图 10：钢材指数 K 线图



数据来源：文华商品、五矿期货研究中心

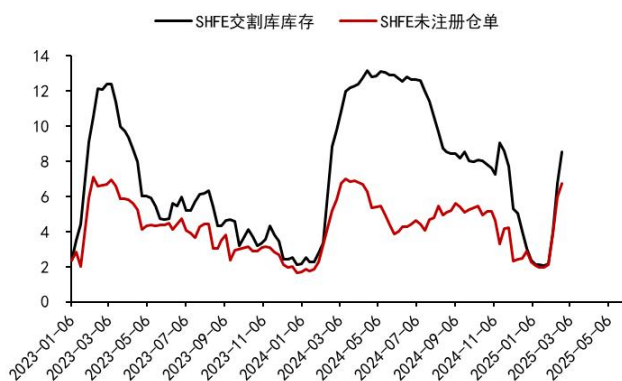
盘面结构：结构扰动加大

国内月间结构来看，当前上期所锌锭期货库存录得 1.76 万吨，根据上海有色数据，国内社会库存小幅录减至 14.53 万吨。内盘上海地区基差平水，连续合约-连一合约价差-15 元/吨。虽然当前锌元素过剩相对确定，但国内增量锌矿转化为增量锌锭仍需一定时间。中短期来看，若后续金三银四锌锭消费超预期转暖，叠加当前国内锌锭库存仍处于历年相对较低，国内锌锭月差有望走强。但中长期来看，锌元素过剩相对确定，5 月后月间结构走弱预期较高。

海外月间结构来看，当前 LME 锌锭库存录得 16.54 万吨，LME 锌锭注销仓单录得 1.97 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-34.56 美元/吨，3-15 价差-48.4 美元/吨。虽然自 2024 年 12 月以来，LME 市场锌锭处于连续去库阶段，但通过对新加坡地区进出口数据的跟踪我们推断去库部分更多转化为隐性库存而非消费，且 2025 年 2 月 24 日后，伦锌再度出现大量交仓，海外锌锭库存处于绝对高位，海外结构压力相对较小，LME 锌基差价差维持弱势运行。

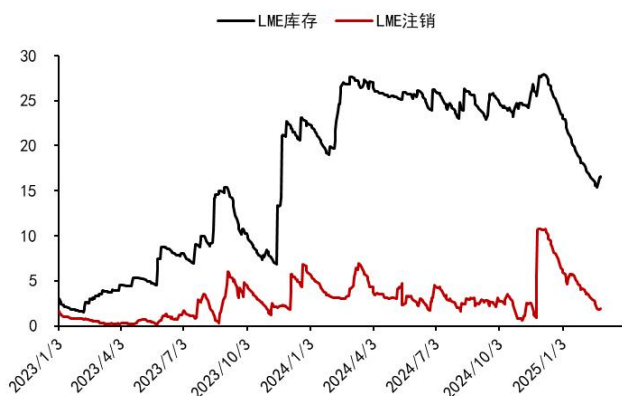
沪伦跨市结构来看，当前剔汇后盘面沪伦比价录得 1.151，锌锭进口盈亏为-759.21 元/吨。中短期来看，国内冶炼复产至高位仍需时间，此前国内仍有一定锌元素缺口，沪伦比值预计高位震荡，加速锌矿及锌锭进口。中长期来看，国内累库预期较高，海外锌冶炼厂存在减产预期，预计 5 月后沪伦比值或有较大回落空间。

图 11：上期所交割库存及未注册仓单（万吨）



数据来源：上期所、五矿期货研究中心

图 13：LME 交割库存及未注册仓单（万吨）



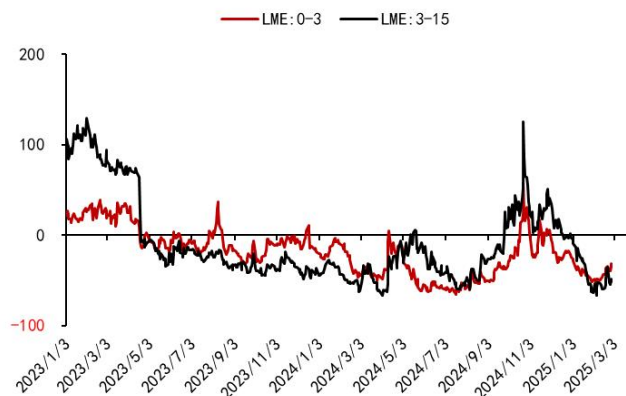
数据来源：LME、五矿期货研究中心

图 12：上期所锌基差价差（元/吨）



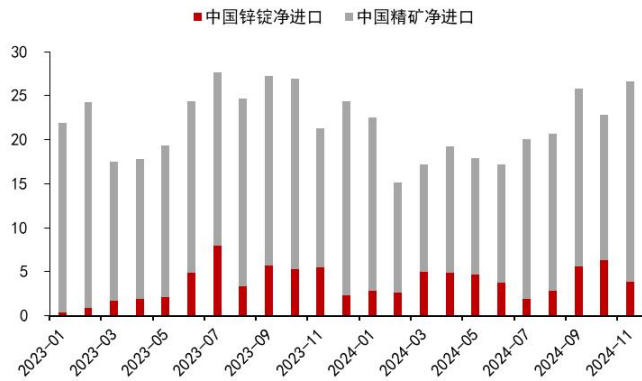
数据来源：上期所、五矿期货研究中心

图 14：LME 锌价差价差（美元/吨）



数据来源：LME、五矿期货研究中心

图 15：国内锌元素净进口（万金属吨）



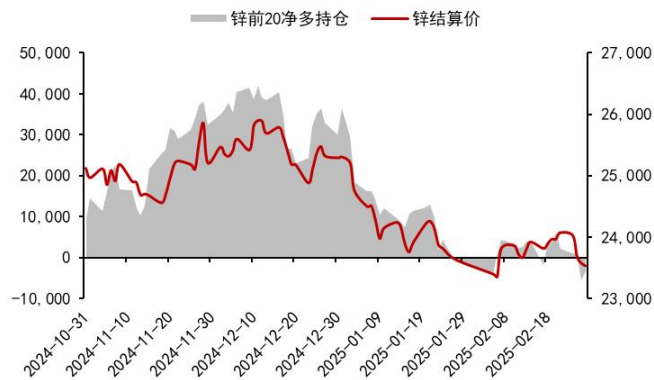
数据来源：海关、五矿期货研究中心

图 17：LME 基本金属近月持仓集中度

27/2/2025		LONG										SHORT									
Product Month		5-9%	Δ	10-19%	Δ	20-29%	Δ	30-39%	Δ	40%+	Δ	5-9%	Δ	10-19%	Δ	20-29%	Δ	30-39%	Δ	40%+	Δ
AH	MAR25	2	0	2	0	1	0	0	0	0	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0
AH	APR25	6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5	1	0	0	0	0	0	0	0	0
AH	MAY25	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	-1	0	0	0	0	1	0	0	0
Ni	MAR25	5	1	1	1	0	-1	0	0	0	0	5	0	2	0	0	0	0	0	0	0
Ni	APR25	3	1	1	-1	0	0	0	0	0	0	3	-1	1	0	0	0	0	0	0	0
Ni	MAY25	1	-1	3	1	0	0	0	0	0	0	2	1	1	0	0	0	0	0	0	0
Zn	MAR25	4	0	2	0	0	0	0	0	0	0	1	-1	2	0	0	0	0	0	0	0
Zn	APR25	3	0	1	0	0	0	0	0	0	0	3	1	0	0	1	0	0	0	0	0
Zn	MAY25	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0	2	0	1	0	0	0	0	0	0	0
Pb	MAR25	1	0	2	0	0	0	0	0	0	0	1	-1	1	0	1	0	0	0	0	0
Pb	APR25	1	-2	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	2	1	0	-1	0	0	0	0
Pb	MAY25	2	-1	2	0	0	0	0	0	0	0	3	-1	1	0	0	0	0	0	0	0
Sn	MAR25	2	0	2	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0	1	0	0	0	0	0
Sn	APR25	3	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0
Sn	MAY25	4	0	1	0	0	0	0	0	0	0	6	1	1	0	0	0	0	0	0	0
GA	MAR25	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0
GA	APR25	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0
GA	MAY25	0	0	3	0	0	0	0	0	0	0	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0

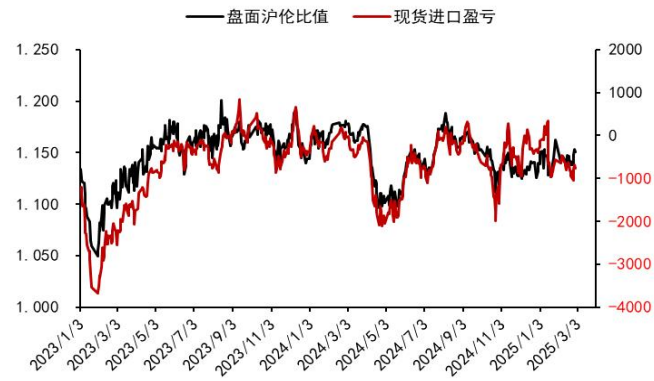
数据来源：公开资料整理、五矿期货研究中心

图 19：国内锌前 20 净持仓（万手）及锌结算价（元/吨）



数据来源：上期所、五矿期货研究中心

图 16：沪伦比值及锌锭进口盈亏（美元/吨）



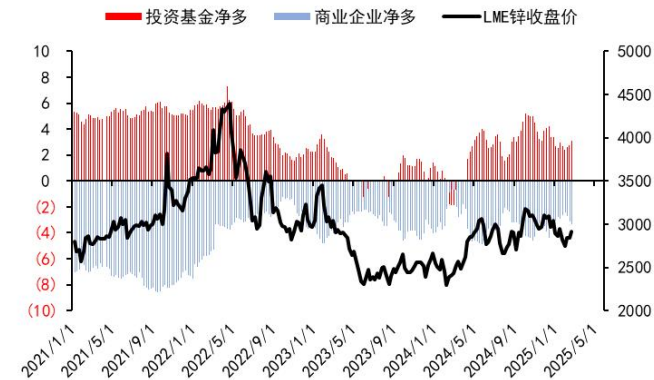
数据来源：上期所、LME、SMM、五矿期货研究中心

图 18：LME 基本金属库存集中度

27/2/2025		LME Warrant Holdings Report										Unreported WRT %	
Product		30~40%	Δ	40~50%	Δ	50~60%	Δ	60~70%	Δ	70~80%	Δ	Δ	
AH		0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	-1	0
Ni		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zn		0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
Pb		1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sn		1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
GA		1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

数据来源：公开资料整理、五矿期货研究中心

图 20：LME 投机资金及商业资金净持仓及伦锌收盘价（美元/吨）



数据来源：LME、五矿期货研究中心

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn