



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2026-08-14

锌：海外结构性矛盾激化

张世骄
有色研究员
从业资格号：F03120988
交易咨询号：Z0023261
☎ 0755-23375122
✉ zhangs j3@wkqh. cn

报告要点：

宏观层面美国非农数据走弱、中东局势阶段性缓和带动美元走弱、原油下行，市场加息预期降温能带来短期情绪提振，8月CPI数据符合市场预期，美联储政策拐点尚未明确，基本金属整体将维持宽幅震荡走势，原油价格波动会持续改变加息预期，成为影响有色金属价格的关键外部变量。

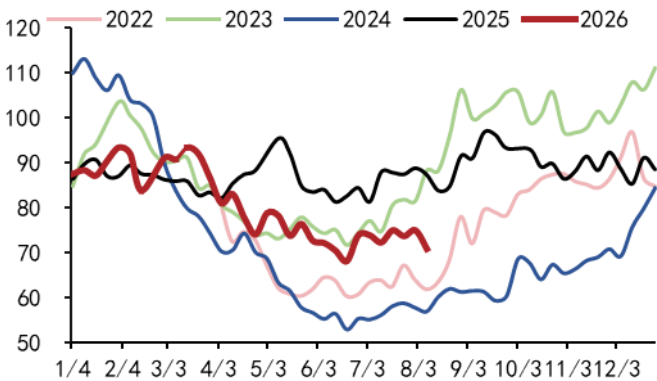
短期预计锌价高位偏强运行，存在结构性风险。中长期看，LME市场结构性风险结束后，随着国内出口放量、LME注销仓单兑现，价格有望回归偏弱基本面，但需密切跟踪伦锌月差回落、出口放量两大拐点信号，不宜过早博弈。

锌：海外结构性矛盾激化

国内矿紧锭松

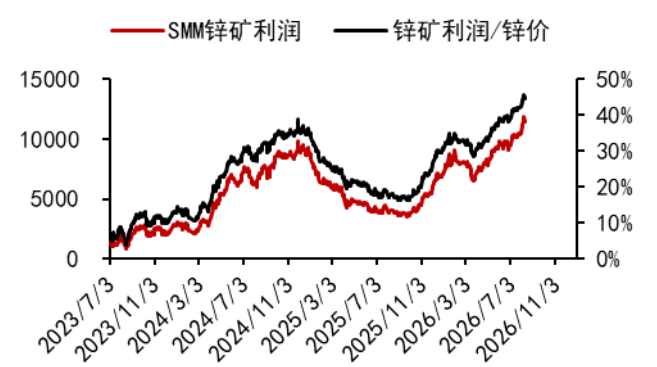
当前产业链矿冶盈利分化已抵达历史极值，锌精矿加工费一路加速下行，除海外锌矿减产带来的原料收紧外，国内新增冶炼产能持续扩张及硫酸价格高位引发行业对高富含硫化矿的争抢。副产品给炼厂留出让利空间，多重因素共同压低 TC。精炼锌产量维持高位，市场前期减产预期落空，叠加 8 月进入下游传统消费淡季，上半年镀锌、锌合金、氧化锌三大下游制品产量同步下滑，地产、基建需求持续疲软让国内锌锭社会库存堆积至历史同期高位，形成规模充足的可出口货源。短期受物流周期、LME 东南亚库区库容限制，锌锭出口放量节奏偏慢，若后续持续外销货源流入海外库区，有望缓解海外现货紧张局面，同时当前矿山单吨利润创下阶段新高，炼厂扣除副产品收益后仍深度亏损，短期硫酸、贵金属价格高位支撑 TC 底部震荡，产业链利润再平衡拐点临近。

图 1：国内锌矿显性总库存（万金属吨）



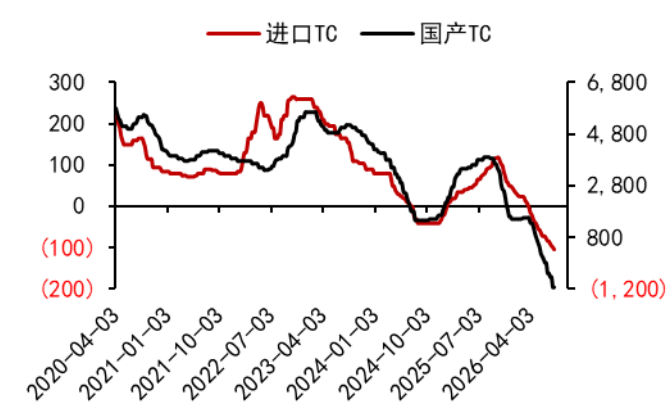
资料来源：SMM、钢联数据、五矿期货研究中心

图 3：SMM 锌矿利润（元/吨）



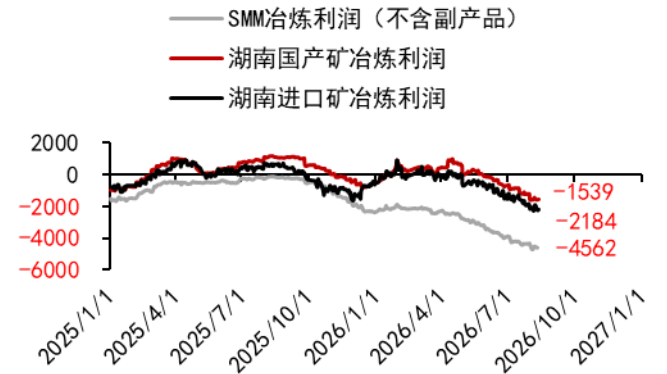
资料来源：SMM、五矿期货研究中心

图 2：锌精矿国产 TC（元/金属吨）及进口 TC（美元/干吨）



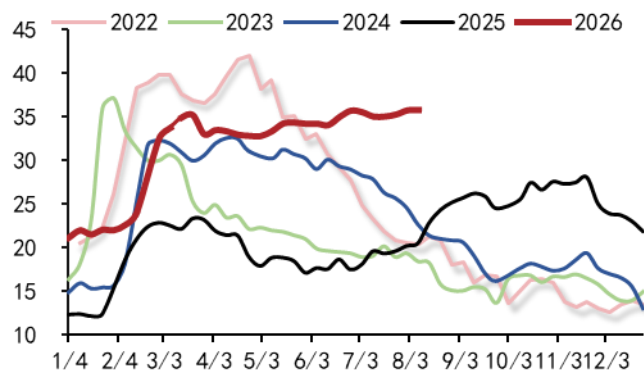
资料来源：SMM、五矿期货研究中心

图 4：SMM 锌冶利润（元/吨）



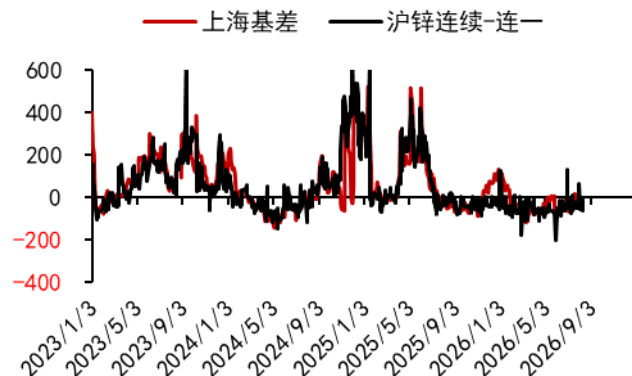
资料来源：SMM、五矿期货研究中心

图 5：国内锌锭显性总库存（万吨）



资料来源：SMM、钢联数据、五矿期货研究中心

图 6：沪锌基差及月差（元/吨）

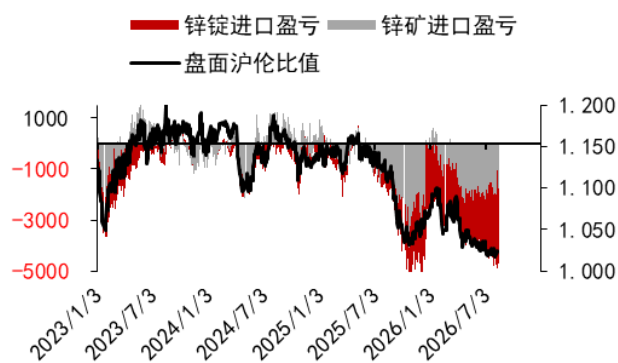


资料来源：上期所、SMM、五矿期货研究中心

海外结构风险

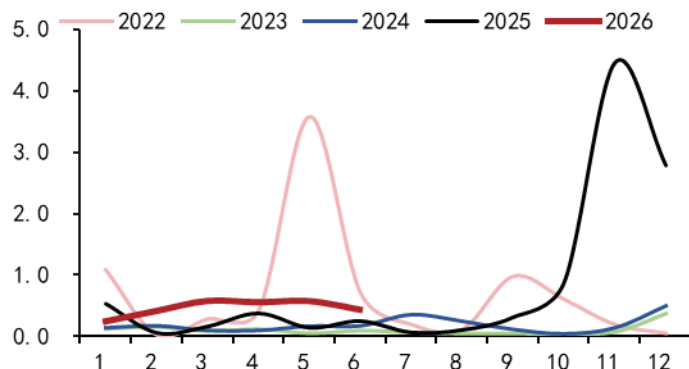
本轮伦锌月差走强主要依托仓单集中注销带来的短期交割品偏紧，盘面升贴水与价格显著高于同期。但全球精炼锌整体供需并不存在持续性短缺，仅因区域流转不畅出现海外局部货源紧张，国内拥有多家具备 LME 交割资质的冶炼企业，若未来国内货源批量完成跨境入库，有望消解海外现货紧张现状。若累计入库量超 5 万吨，伦锌溢价或将大幅回落，锌价存在较大回调空间。

图 7：锌进口盈亏（元/吨）及盘面沪伦比值



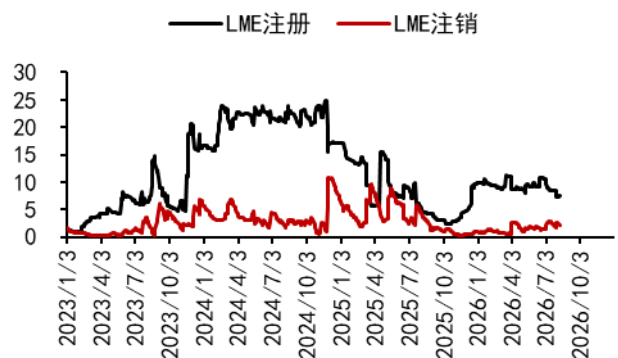
资料来源：上期所、LME、SMM、五矿期货研究中心

图 8：锌锭进口量季节图（万吨）



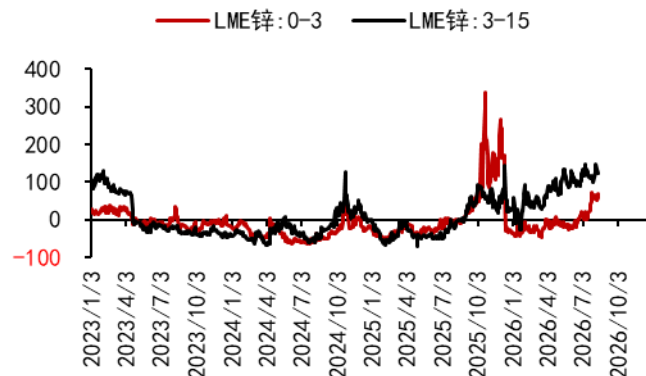
资料来源：海关、Wind、五矿期货研究中心

图 9：伦锌注册仓单及注销仓单（万吨）



资料来源：LME、Wind、五矿期货研究中心

图 10：伦锌 Cash-3S 及 3-15 月价差（美元/吨）



资料来源：LME、Wind、五矿期货研究中心

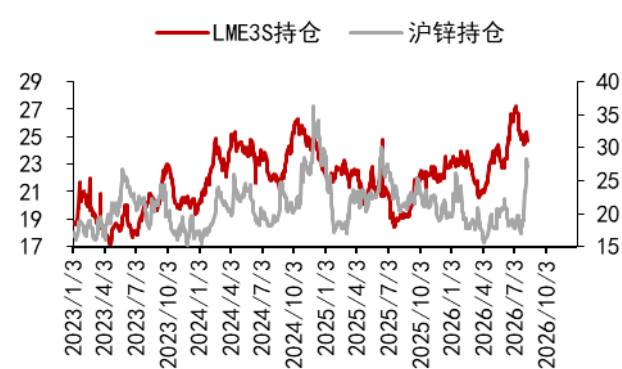
海外宏观与资金席位

当前 LME 锌市场投资基金多头持仓与商业企业空头持仓均处于相对高位，持仓集中度较高，后续需观察伦锌近月空头交割动态。国内沪锌前 20 持仓维持较大净多规模，多空矛盾较大，投机资金基于伦锌结构性风险及海外宏观增加多头持仓，冶炼企业增加空头套保持仓。

宏观层面美国非农数据走弱、中东局势阶段性缓和带动美元走弱、原油下行，市场加息预期降温能带来短期情绪提振，8 月 CPI 数据符合市场预期，美联储政策拐点尚未明确，基本金属整体将维持宽幅震荡走势，原油价格波动会持续改变加息预期，成为影响有色金属价格的关键外部变量。

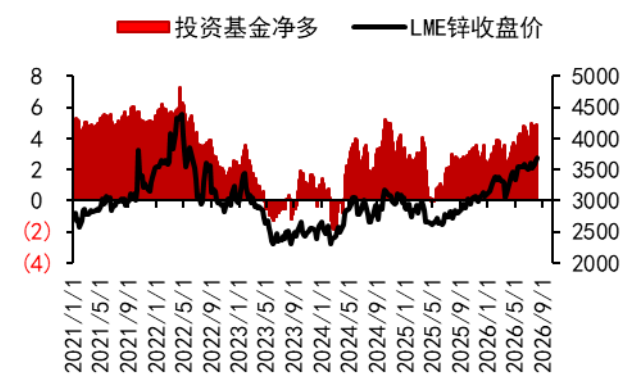
短期预计锌价高位偏强运行，存在结构性风险。中长期看，LME 市场结构性风险结束后，随着国内出口放量、LME 注销仓单兑现，价格有望回归偏弱基本面，但需密切跟踪伦锌月差回落、出口放量两大拐点信号，不宜过早博弈。

图 11：伦锌 3S 及沪锌总持仓（万手）



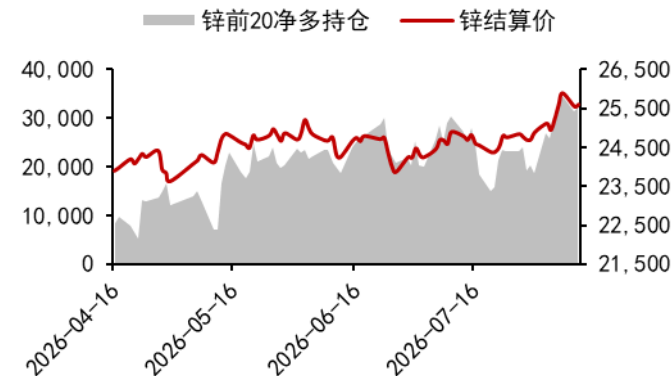
资料来源：上期所、LME、Wind、五矿期货研究中心

图 13：投资基金净持仓（万手）及伦锌收盘价（美元/吨）



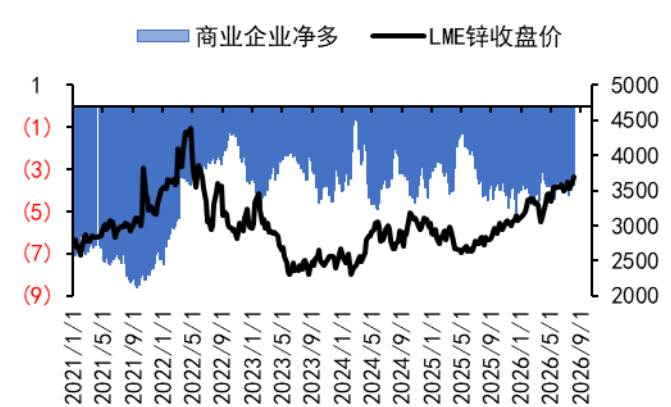
资料来源：LME、Wind、五矿期货研究中心

图 12：沪锌前 20 净持仓（手）及沪锌结算价（元/吨）



资料来源：上期所、Wind、五矿期货研究中心

图 14：商业企业净持仓（万手）及伦锌收盘价（美元/吨）



资料来源：LME、Wind、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。

研究报告不代表公司观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn