

供应矛盾或将解决 锌价或震荡下行

编辑：陈小国 交易咨询号：Z0021111

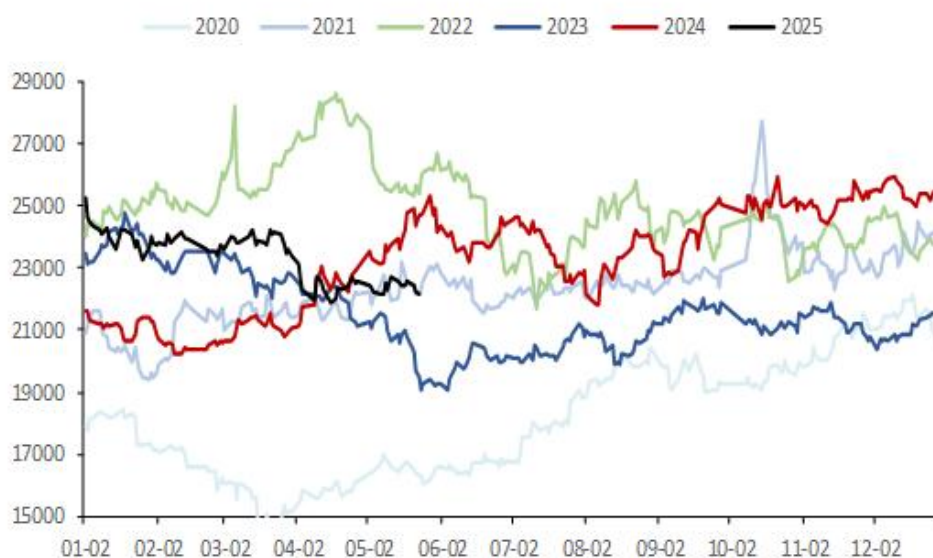
审核：黎照锋 交易咨询号：Z0000088

一、序言

近期美国朝令夕改的关税政策让资本市场很不安宁，宏观情绪如同乘坐跳楼机般起起落落，受外盘影响较大的有色板块也随之跳动，其中锌的波动较为同步，前期基本面几乎无较大的矛盾点，盘面的波动与宏观情绪关系较大。

2024 年锌价重心上移的主要原因有两点：第一，内外宏观带动下，市场情绪乐观；第二，原料紧缺压制冶炼利润，成本支撑凸显。但进入 2025 年以来，供应矛盾开始逐渐解决，矿端供应大幅回暖，宏观支撑消退，锌价重心开始回落。那后续价格该怎么走？我们分别从上游矿端、中游冶炼端、下游消费端和库存展开分析。

图：活跃合约期货收盘价（元/吨）

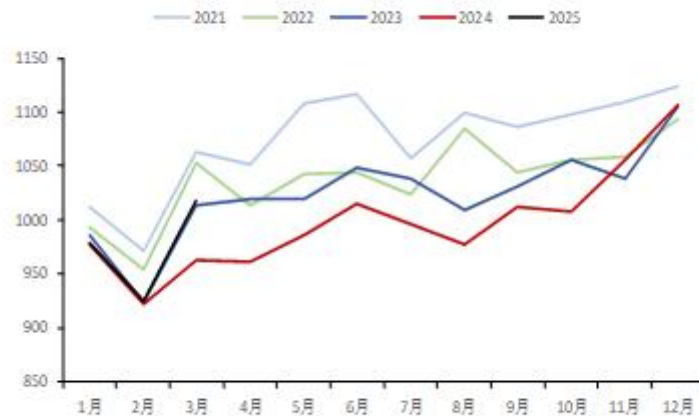


资料来源：WIND、华联期货研究所

二、上游矿端

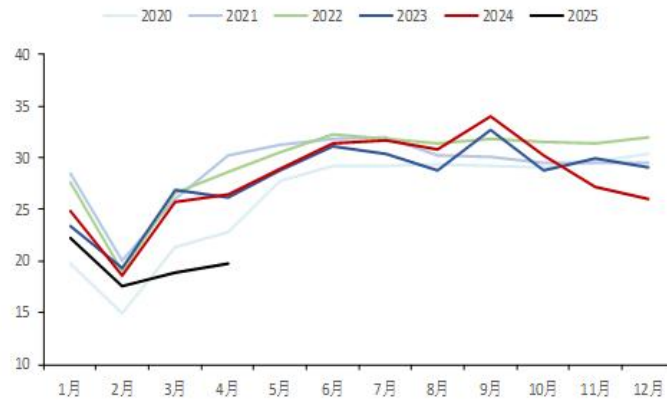
从矿端来看，据统计，2023 年全球锌精矿储量约 2.2 亿吨，中国储量 4400 万吨，占比 20%，仅次于澳大利亚的 29%；其他国家俄罗斯、秘鲁、墨西哥占比分别 12%、10%、6%，TOP5 储量占比 77%。2024 年全球锌精矿产量约 1198 万吨，中国产量 336 万吨左右，占比约 30%位居第一，此外，秘鲁、澳大利亚分别 12%、9%，TOP5 产量占比 67%。中国锌精矿的储量全球第二，但产量却位于全球首位。从国内规模来看，我国大型锌矿主要分布在内蒙古、云南省、甘肃省、广东省、新疆、青海、西藏、广西、四川省，以上省份总占比约 40%。钢联数据来看，2025 年 3 月份全球锌矿产量约 101.8 万吨，中国产量约 18 万吨，同比下降 26.76%，2025 年第一季度（下文称“一季度”）累计同比下降 7%，国内一季度锌精矿产量下滑主要是北方矿山冬季停产导致产量明显下滑。

图：全球锌矿产量（千吨）



资料来源：钢联数据、华联期货研究所

图：国内锌矿产量（万吨）



资料来源：钢联数据、华联期货研究所

从进口来看，2025 年以来锌精矿累计进口量维持高位，进口量上升的原因主要为矿商的长单进口货源到港，补充冬储库存，另外海外矿山有复产投产，供给量也有所上升。海外矿方面，俄罗斯 OZ、刚果艾芬家等投产经放量会主要体现在 2025 年，艾芬家预计 2025 年下半年满产运行，给与 15 万吨是产出量。OZ 预计一季度末正式出矿，给到 2025 年预计 20 万吨的释放量，其他澳大利亚，秘鲁等知名老矿山未来二年仍存在品位下降或者矿山寿命寥寥以及新开矿项目延期投产等原因，综合预计 2025 年海外锌精矿预计供给量增长 55 万吨左右，加上中国市场的增量预期，全球锌精矿预计增加 65 万吨。

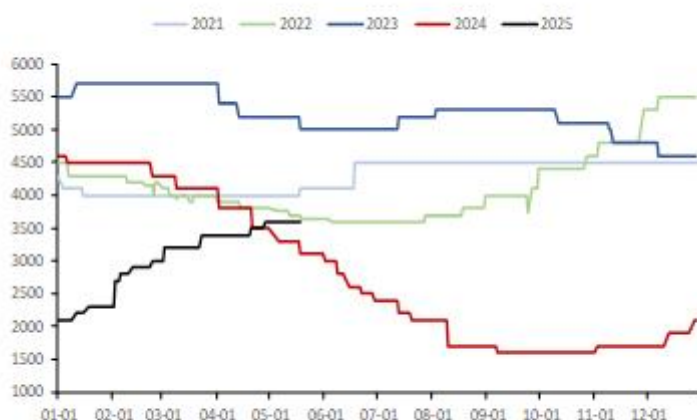
图：锌矿进口量（吨）



资料来源：钢联数据、华联期货研究所

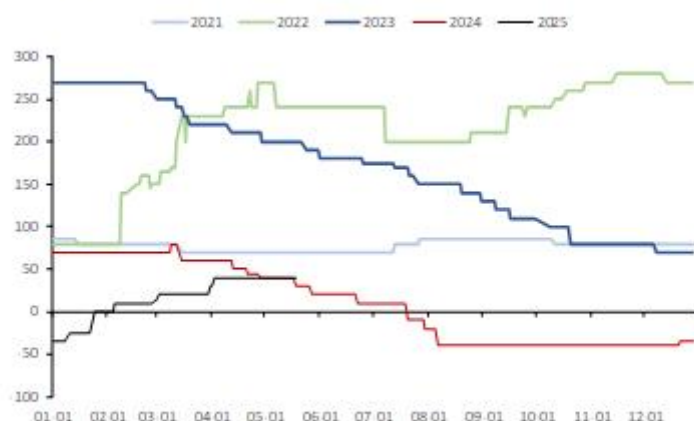
从锌矿 TC（加工费）来看，进入 2025 年以来，无论是国产矿 TC 还是进口矿 TC 均持续回升，特别来看，进口矿 TC 已从去年四季度的负加工费转为今年一季度的正加工费，虽然锌矿供应宽松，但锌矿贸易商亏损仍旧较大，出货积极性较差。本次锌精矿加工费上调的主要原因：一是炼厂持续减产叠加春节影响采购需求减少，锌精矿需求减量，锌冶炼厂不缺矿；二是进口矿大量到港，矿商担忧 2025 年加工费大幅上调而提前积极出进口矿，以前非流动性货源也流到市场交易，导致整体锌精矿供应转向宽松。

图：锌精矿加工费均价（元/吨）



资料来源：钢联数据、华联期货研究所

图：进口锌精矿加工费均价（元/吨）



资料来源：钢联数据、华联期货研究所

三、中游冶炼端

据百川盈孚统计，2024 年，我国精炼锌累计产量预估 567.2 万吨，同比下滑 4.47%，年初新疆紫金锌合金项目和河池南方二期项目完成投产，产能虽有增长，但全年国产锌精矿供应紧缺形势严峻，进口锌精矿同比回落，2024 年锌精矿进口较去年累计同比减少 14.98%，加工费处在历史低位水平，亏损逐渐加深炼厂生产意愿不足，8 月中旬国内冶炼厂达成减产共识，年内精炼锌产量同比下滑。

全球产量来看，2024 年全球锌产量预估 1371.2 万吨，同比 2023 年下滑 1.35%，而 2023 年全年同比增速为 3.93%。海外炼厂减立复产并行，2024 年海外新增炼厂产能主要来自德国和俄罗斯，仍有部分产能未启动，全球精炼锌产量同比变动不大。

随着矿端供给增量，加工费继续反弹，国内现存精锌炼厂开工积极性有所提高，待投产项目数量较大预估顺利落地后可达到 75 万吨增量，上半年来看对原料端的争夺不减，综合预计 2025 全年锌精矿供给缺口将有大幅度收窄。

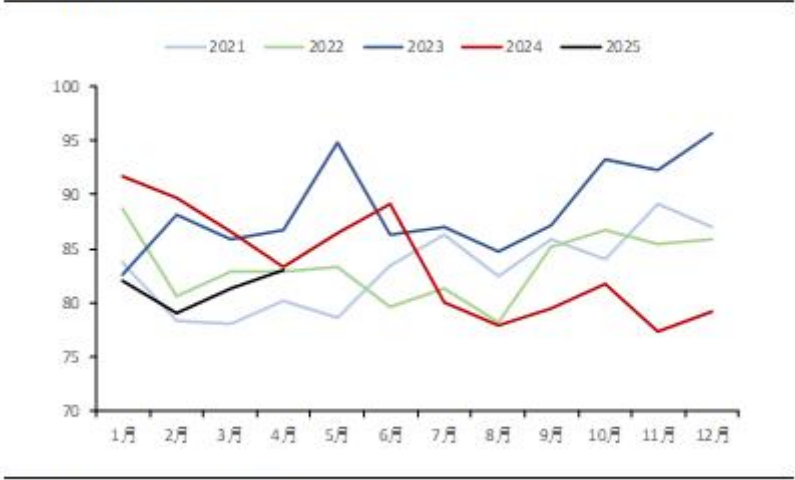
图：国内精炼锌产量（万吨）



资料来源：钢联数据、华联期货研究所

2025 年一季度锌冶炼厂整体开工位于 79%附近，开工环比 2024 年四季度小幅下滑。主要受春节假期影响，春节前广西、云南、湖南等地区个别炼厂存节内停产青况，其余多数炼厂均维持正常生产，每年 3-4 月为炼厂常规检修月份，进入 3 月青海、甘肃贵州、四川均有炼厂落实检修安排。河南万洋新增产线与云铜锌业搬迁产线二季度计划落地出量，中金岭南和四环锌锗合金产线二季度也开始产出，同时西部矿业，陕西锌业此前开工产线稳定增量。而金利、豫光、蒙自、河池、文山和驰宏会泽厂区等 5 月有检修计划，减产和增量并存，国内供应回升有限。现货库存来看，春节后并未出现累库行情，市场库存压力尚可。

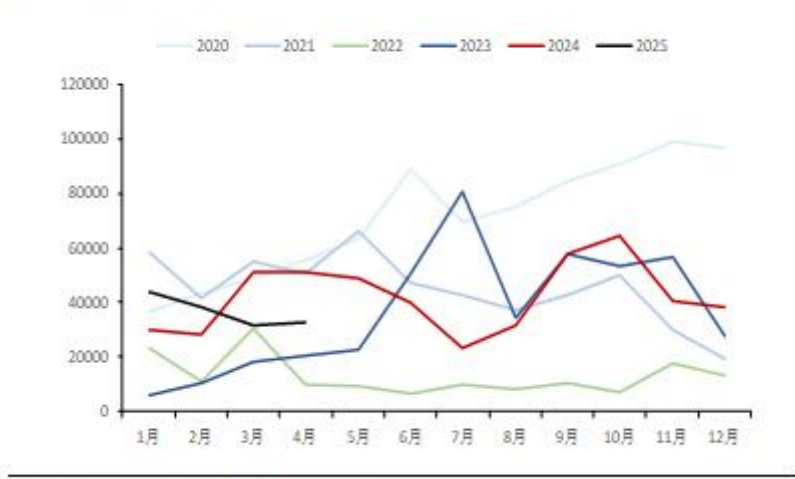
图：精炼锌开工率（%）



资料来源：钢联数据、华联期货研究所

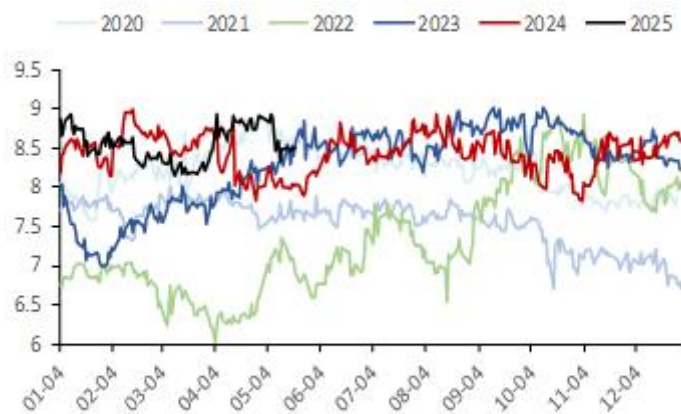
进出口方面来看，2025 年在内外比值存优势的情况下，进口锌仍将源源不断流入国内市场，且库存或将同比 2024 年有所增加，一是进口锌流入的补充，二考虑矿端供给增量下，国内炼厂是否恢复常规生产，以及待投产项目落地后对供给端造成的压力综合考虑下，仍给予 2025 年精锌供应过剩的预期。

图：精炼锌进口量（吨）



资料来源：钢联数据、华联期货研究所

图：沪伦比价



资料来源：钢联数据、华联期货研究所

四、下游消费端

从消费结构来看，精炼锌的主要消费领域有镀锌板、锌合金、氧化锌三大板块，其他领域占比在 13%左右。需求端来看，光伏新能源的崛起让地产的影响力减弱。尽管如此，房屋竣工环节依然是锌需求的最大“关键点”，且波动性较大。有数据显示，新开工减少将直接导致未来竣工数量的下降，预计到 2025 年，竣工增速将同比下滑 38.4%。另一方面，新能源及光伏领域的锌需求增长速度放缓，整体 2025 年锌市场需求仍将面临挑战。

表：消费结构（吨）

下游商品名称	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-11	2025-02
镀锌板	336300 (57%)	305500 (57%)	300400 (57%)	303810 (57%)	391200 (33.18%)	390540 (69%)
锌合金	129800 (22%)	117900 (22%)	115900 (21.99%)	117260 (22%)	107700 (9.14%)	107540 (19%)
氧化锌	47200 (8%)	42900 (8%)	42200 (8.01%)	42640 (8%)	340000 (28.84%)	28300 (5%)
其他	76700 (13%)	69700 (13%)	68500 (13%)	69290 (13%)	340000 (28.84%)	39620 (7%)

数据来源：百川盈孚

季度包含春节假期和传统淡季，镀锌行业 1-2 月总体开工不高，春节后终端项目逐渐复苏，镀锌订单有所增量。1-2 月出口表现尚可，东南亚地区需求较为旺盛，持续提振国内镀锌板出口表现。3 月重要会议召开，华北再度环保管控，环保等级 B 级以下的企业开工受限，三月中旬环保管控陆续结束。

图：镀锌板卷产量（万吨）



资料来源：钢联数据、华联期货研究所

一季度氧化锌市场是一个在淡季逐步向旺季过度的过程，一月上旬，下游企业对于原料补货积极，市场成交较为热烈。中旬开始轮胎企业陆续开始放假，整体开工大幅下滑，对原料采购相对较弱，传统节日以及供需关系影响下，场内实单成交有限。二月中旬下游制品厂陆续复工复产，但整体产能利用率偏低，目企业多用于年前购买的原材料生产，市场新订单成交偏少，市场预期与现实需求不匹配。进入三月，下游企业整体开工相对高位，但整体出货情况一般，原料库存有所累积。虽然场内不乏补库需求，但基本上执行择低、择刚需采购为主。氧化锌社会供应是相对充裕，场内偏弱行情持续发酵，行情多变加之买卖双方心理价差犹存，业者谨慎情绪升级成交受限。

图：氧化锌开工率（%）

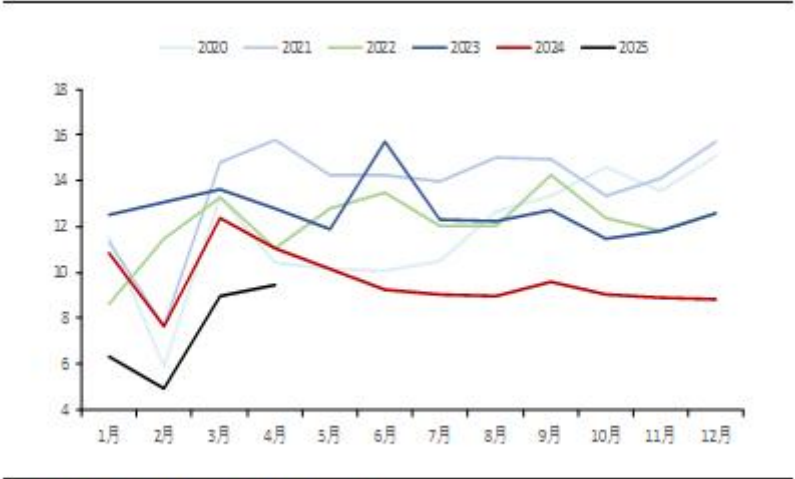


资料来源：钢联数据、华联期货研究所

一季度锌合金市场需求整体呈现“强预期、弱现实”，据百川盈孚统计，锌合金厂家多集中于2月中下旬陆续停产放假，厂家、终端以及物流三方逐渐退出市场，市场交投氛围归于寂静，而春节假期过后的复工进程也比预期缓慢。其中压铸板块华中、华南地区中小厂家春节停产时间较长，且终端企业压价情绪较浓，一季度未采购订单同样表现偏弱，使得整体一季度行业开工率大幅走低；而热镀合金板块整体一季度市场供应尚可，冶炼厂春节期间维持不停产状态，而且节后陕西以及广东两地新增投产合金产能也逐步释放，填补了部分市场

供应空缺。据百川盈孚预测，2025 年一季度锌合金厂家开工率均值预计为 59.74%，较 2024 年四季度开工环比下降 7.16%，下游企业分板块分析来看，五金和家电行业维持偏低开工水平，整体交易氛围清淡为主，对原料基本维持刚需采购；汽车行业目前就新能源汽车能带动一点市场消费，但整体行业竞争相当激烈，市场需求接近饱和状态；下游镀锌行业整体依旧平淡，开工提升缓慢，需求不及往年同期水平。综合来看，2025 年一季度整体锌合金市场成交不及旺季预期，消费端回暖尚需时间验证。

图：锌合金产量（万吨）

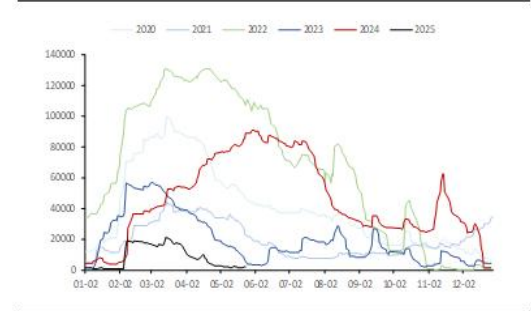


资料来源：钢联数据、华联期货研究所

五、库存

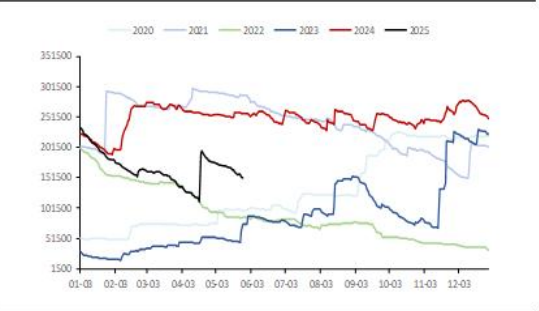
进入 2025 年以来，上期所库存持续偏低，曾经有段时间接近零仓单，海外的伦敦金属交易所库存也开始持续去库，整体库存水平偏低，市场库存同样维持低水平，这是由于去年底各炼厂同意联合减产，供应减少消耗库存的原因，同时叠加春节的因素，去库力度较大。

图：上期所库存（吨）



资料来源：WIND、华联期货研究所

图：LME库存（吨）



资料来源：WIND、华联期货研究所

图：锌现货库存（万吨）



资料来源：钢联数据、华联期货研究所

六、总结与建议

图：驱动总结

影响因素	影响程度	预测	观点
产量	★ ★ ★	矿端存增量	利空↓
下游需求	★ ★ ★	淡季需求弱势	利空↓
库存	★ ★ ★	库存低位	利多↑
进出口	★	海外矿增产进口增量	利空↓
市场情绪	★ ★ ★	中性	中性
成本利润	★ ★	加工费上行	利多↑
宏观	★ ★ ★	美国贸易摩擦反复	中性
总结			偏空↓

图片来源：华联期货研究所

综合来看，我们对产量、下游需求、进出口分别给予利空盘面的观点，程度为 7 颗星。我们对库存、成本利润给予利多盘面的观点，程度为 5 颗星。其余驱动因素给予中性的观点。总的来说，对未来下半年我们给予盘面偏空的预期。

操作上，关注锌期货合约的长期价值投资；期权方面可以考虑卖出虚值看涨期权，以时间换空间。中游精炼锌冶炼生产企业可积极关注盘面，结合自身资金情况进行卖出套期保值；库存较大企业客户，短期可适当卖出虚值看涨期权，增厚库存收益。