

# 热点报告—锌

## 沪锌：弱预期修正的可能性

### ——附全年交易节奏展望和策略推介

走势评级：

锌：看涨

报告日期：

2025 年 1 月 17 日

#### ★沪锌在多大程度上计价了利空？

市场目前对基本面和现货端走弱的计价较为充分，甚至对 25 年全年锌元素过剩的长线预期进行了部分计价，然对宏观风险的计价依然有限，具体表现在高企的美债和汇率风险、特朗普上台等。

#### ★本轮供应释放与 18 年和 23 年有何区别？

最大的差异在于炼厂利润所需的修复幅度更大。复盘前两次 TC 修复过程，沪锌都呈现先震荡后下行的趋势，前期震荡时间或在 4~6 个月左右。本轮供应的释放时间或更长，锌价的支撑力度或也更强。年前 TC 的修复由冶炼主导，年后 TC 定价权或向矿端回归，同时 TC 回升速度或将放缓，甚至不排除有回跌可能。

#### ★强现实被忽略，弱预期需修正

年底沪锌的基本面仍偏强。社库位于五年低位，SHFE 库存则处于历史低位，春节累库预期偏低。后续供应的释放需要时间且仍有扰动可能。今年约 80% 的矿增量来自大型项目，成本曲线右侧的项目或易受到锌价下跌影响。全年长协谈判仍在进程中，年后矿端易借助天气扰动等事件发生扰动，叠加考虑到 25 年炼厂签订长协较少，进口掣肘同样被目前高企的原料库存所掩盖。

年后需求端的节奏或正常化。25 年专项债的发行速度和兑现到项目的效率都将得到明显改善。终端方面，年后家电订单表现突出，汽车略显疲态但仍有增量，电力铁塔订单依然能在国网季节性招标后形成托底，交运和水利侧的订单增量或更多体现在二季度，出口方面年后镀锌结构件出口订单不弱。

#### ★全年交易节奏展望和投资建议

25 年锌以长线做空逻辑对待为宜，但基于上半年发生扰动的可能性不低，沪锌易发生阶段性反弹行情，反弹高度将取决于市场对供应释放预期的计价程度。策略方面，单边角度，推荐采用 Sell Put 加上低买的策略建仓年后多单，对已经持有空单的产业套保客户来说，则可顺势将空单转为正套来博弈年后基差走扩可能；套利角度，推荐关注年后基差走扩策略，择机布局内外反套。

#### ★风险提示

矿端修复超预期，年后需求走弱，宏观风险扰动。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

期货

孙伟东 首席分析师（有色金属）

从业资格号：F3035243

投资咨询号：Z0024605

Tel: 63325888-3904

Email: [weidong.sun@orientfutures.com](mailto:weidong.sun@orientfutures.com)

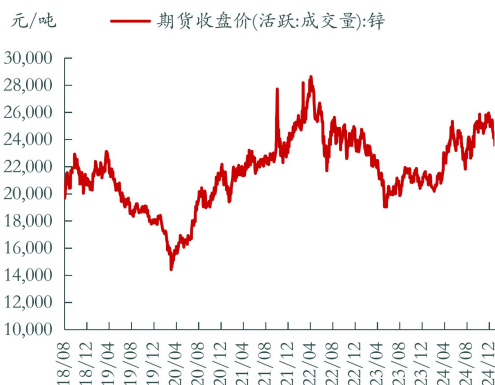
联系人：

魏林峻 有色金属分析师

从业资格号：F03111542

Email: [linjun.wei@orientfutures.com](mailto:linjun.wei@orientfutures.com)

#### 上期所锌主力合约走势



《南美矿石供给季节性因素分析》	2024/03/25
《矿冶扰动持续，需求回升可期》	2024/03/29
《欲速则不达，锌价何时能到头？》	2024/04/12
《供需边际走强，锌价易涨难跌》	2024/04/29
《超预期复产落地，静候需求端转好》	2024/05/07
《矿紧预期落地，减产空间无多》	2024/05/23
《镀锌需求疲软，转好预期尚存》	2024/06/11
《“锌”到水穷处，坐看云起时》	2024/06/28
《冶炼减产下修，等待回调布局》	2024/07/08
《铟紧支撑持续，锌价易涨难跌》	2024/09/25
《镀锌：长坡厚雪，低谷寻路》	2024/11/25
《春花那见照，暮色已频欺》	2024/12/24

**重要事项：**本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

**有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。**

## 1、事件概述

近期沪锌大幅下跌,自高位 26000 元/吨下行已超 2000 元/吨,在供应释放和宏观压力下,年后潜在的反弹可能似乎被市场有意忽略,市场观点缘何超预期转空?大跌之后沪锌是否已接近探底?供应释放周期又与 18 年和 23 年有哪些不同?弱预期是否过度计价?又该如何把握后续乃至全年的交易节奏?

## 2、沪锌在多大程度上计价了利空?

12 月中旬时我们就明确指出,沪锌已经在利多出尽的边缘,无论是宏观面、基本面还是现货端甚至是资金面都有潜在利空。彼时沪锌的基本面表现较为强势,社库持续去化而下游需求集中释放,现货偏紧导致大升水,也间接性令 SHFE 的低库存问题短期难以得到解决;此外,国内宏观在“适度宽松的货币政策”、促销费政策加码预期、专项债发行速度和效率提升等预期下仍有支撑,因而沪锌能持续在高位挺价。

12 月中旬以后潜在利空逐渐兑现。先是宏观面上,联储议息会议超预期放鹰,25 年降息次数降至两次,年底联邦基金利率目标区间将降至 3.75% 到 4% 之间,美元指数持续走强压制有色,多头资金避险情绪迅速升温;随后基本面上,市场看到国内原料库存持续上升,TC 修复速度略超预期,需求支撑力度则在步入 1 月后终不再坚挺;现货端,随着 01 合约平稳交割,后续弱预期彻底淹没现货的强现实矛盾,沪锌进一步出现走弱;而资金面上,一方面,受彭博大宗商品指数调低锌权重影响,1 月初海外被动型基金集中调仓,而国内资金在特朗普上台和宏观利多不足下避险情绪升温,锌和氧化铝作为 24 年有色中供应矛盾强势的品种,前期吸引的资金或做出了趋同式行为。

图表 1: 宏观压力到达阈值边缘



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 2: 沪锌与氧化铝走势具有趋同性



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

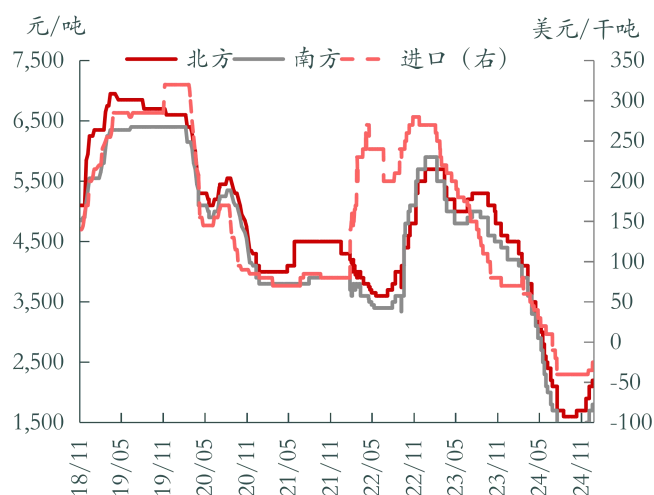
那么 23500 元/吨的沪锌对各种因素的计价程度如何？

**基本面**，市场已经开始对 25 年全年锌元素过剩的预期进行部分计价，亦或者说市场目前相对认同沪锌中长期做空逻辑，映射为年后合约的空头持续增仓；此外 TC 的超预期修复目前也得到部分体现，目前 1 月底的国内 TC 已出现 3000 元/吨的报价，主要还是在季节性累库和原料库存高企下，炼厂暂时拥有对矿的议价权，但这种超预期宽松的现状是否能维持值得商榷。交易角度，考虑元素过剩因素，近期沪锌的下行可被认为是在持续计价空冶炼利润的逻辑，但也需注意，到达 23600 元/吨后锌炼厂出货意愿已出现下滑，即 1 月底的 TC 预期已基本被沪锌计价。

**现货端**，随着进口锌持续到港和国内炼厂开工的回升，近期各地升水出现不同程度的拉锯式走弱，而在 01 合约交割风险褪去后，年前现货或已难再出现剧烈矛盾。**资金面**，基于全年元素过剩的考虑，部分配置盘或已在高位入场，而投机盘看空心理虽重，但因担忧宏观风险而并未入场的资金或仍在多数；由于多头资金入场意愿偏低，后续沪锌的企稳或主要以空头止盈为主，但也需注意，节前资金仍有避险离场可能。

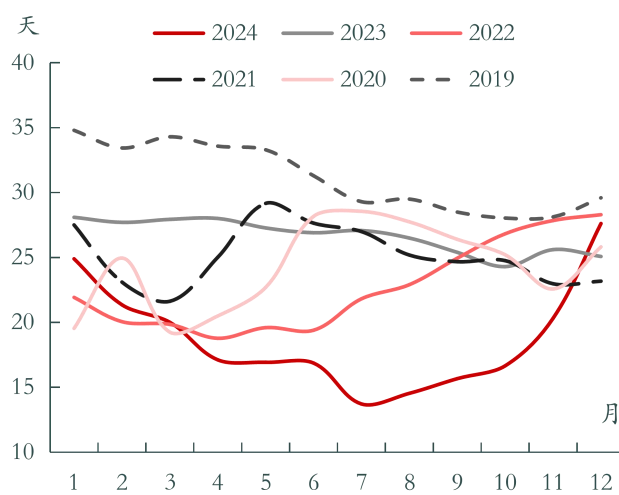
**宏观面**，我们认为沪锌对宏观风险的计价程度依然不足。近期美元多次创趋势新高，美债收益率续创新高，到达但在岸人民币却在 7.33 处再次企稳，特朗普上台后国内首当其冲将面临较大的汇率风险，若汇率突破当前阈值，则或对锌价形成较大压制，甚至可能击穿市场预期的底部区域。此外，从有色的近期走势来看，部分时段有色商品期货的盘面价格甚至与美元趋同，不排除市场已经在计价再通胀可能。最后，临近特朗普上台，市场风险偏好或出现较大波动，关税政策的落地和执行方式或也与当前市场认知存在预期差，我们认为上述因素市场计价无多，后续宏观面仍存在较大风险。

图表 3：国内和进口 TC 均出现边际修复



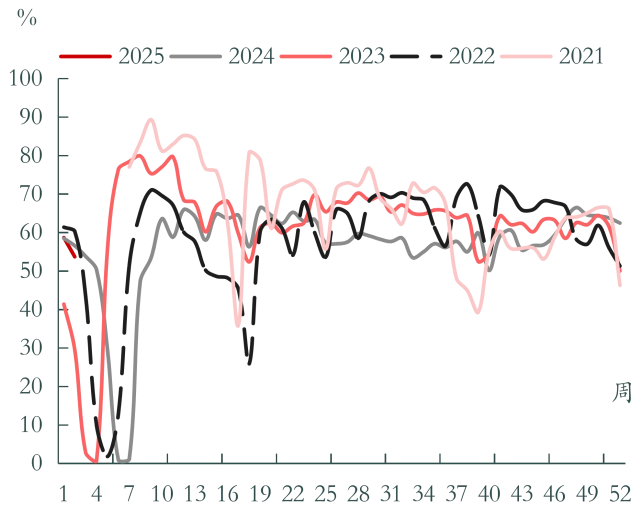
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 4：冶炼厂原料库存可用天数明显改善



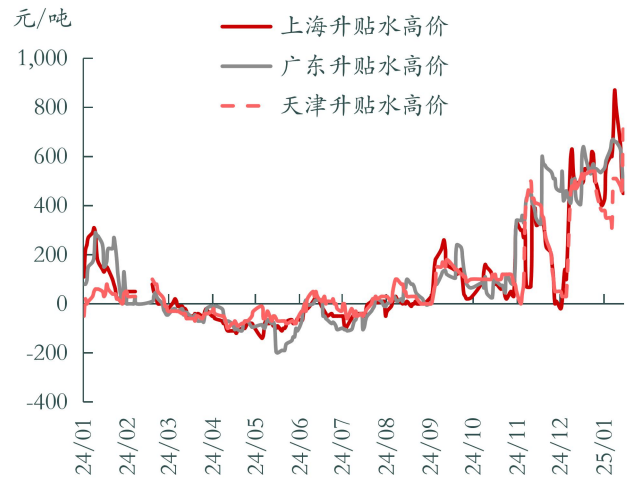
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 5：1 月后镀锌开工率明显下滑



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 6：各地升水出现不同程度的下滑



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

### 3、本轮供应释放与 18 年和 23 年有何区别？

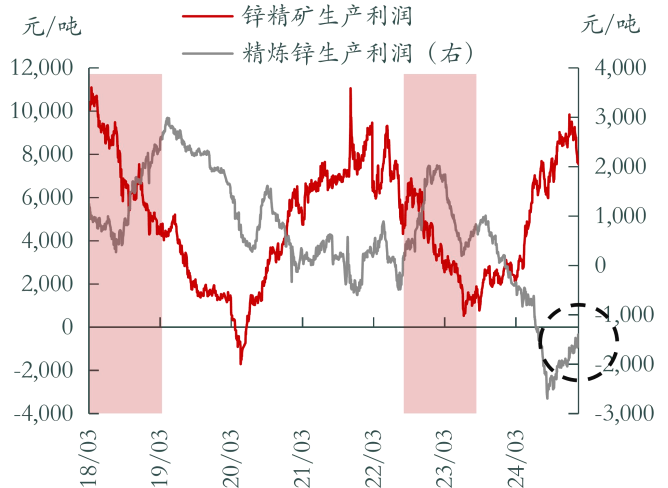
复盘 18 年和 23 年两次 TC 修复过程，在 TC 修复初期，沪锌都呈现先震荡，随后再下行的趋势，市场在沪锌震荡偏弱过程中不断修复矿松预期，而冶炼利润则随着 TC 回升而逐渐修复，最终锭端释放产量导致沪锌出现进一步的加速下跌。

图表 7：历次加工费回升初期锌价仍有支撑



资料来源：Mysteel，Wind，东证衍生品研究院

图表 8：差异点在于炼厂利润需要更大幅度的修复



资料来源：SMM，Wind，东证衍生品研究院

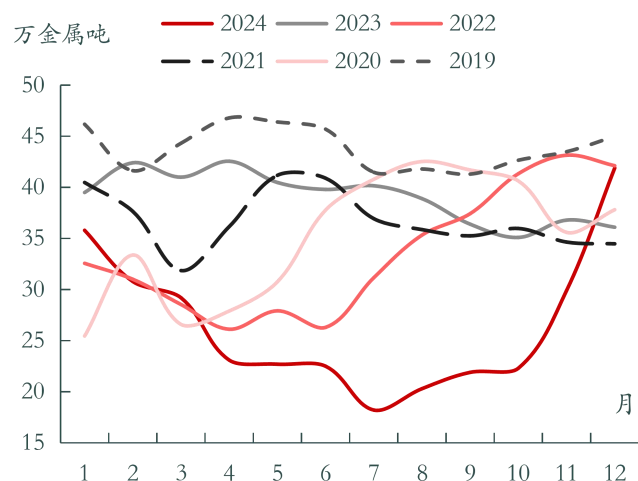


而对于本轮供应释放周期来说，最大差异在于炼厂利润所需的修复幅度更大。24 年进口和国内 TC 均创历史新低，而随着冶炼厂产能的继续释放，原料修复所需要兑现的产量以及冶炼端生产所需的利润修复幅度也均处于高位。根据历史经验，前期震荡时间或在 4~6 个月左右，对应矿端释放产量的约 1~2 个季度。在低迷的冶炼利润限制下，本轮供应的释放时间理应更长，锌价较以往的支撑力度或也更强。

年前 TC 的修复由冶炼主导，但定价权的转移或是阶段性的。市场对于 TC 修复的认知主要是通过现货报价，侧面辅以原料库存和锌精矿港口库存进行逻辑支撑。1 月国内 TC 先于进口 TC 出现反弹，1 月底国内 TC 已出现 3000 元/吨报价，但实际在该水平的成交依然寥寥，TC 走强下矿贸易商成交意愿明显受压；纵向来看，年前原料库存偏高同样有季节性备货原因，从而在一定程度上令 TC 议价权向冶炼厂转移，但事实上国内冶炼产能过剩的大背景不变，年后 TC 定价权或将逐渐向矿端回归。

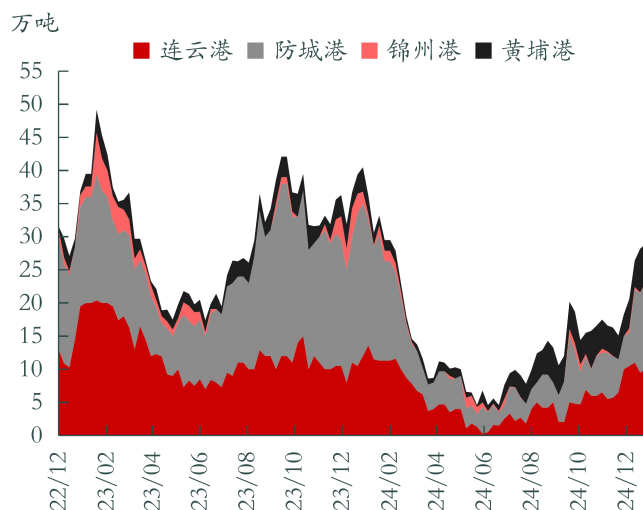
年后 TC 回升速度或将放缓，甚至不排除有回跌可能。从矿供应改善的原因来看，一是锌精矿比价持续打开，4Q24 锌精矿进口明显改善，二是 4Q24 锌锭产量维持在偏低水平，部分炼厂主动囤积原料；但也需注意，部分炼厂在年初生产受阻，释放部分库存到市场上，从而加速了 TC 的修复。当下正处于矿端产量释放的初期，4Q24 锌矿爬产项目较少，而 1Q25 国内锌矿受季节性检修影响，而海外锌矿预期产量增加也较为有限，整体矿端看不到大增产的背景下，年后原料库存或出现季节性消耗，届时以高原料库存作为议价支撑的 TC 回升力度或有放缓，甚至不排除有回跌可能。

图表 9：冶炼厂原料库存明显修复



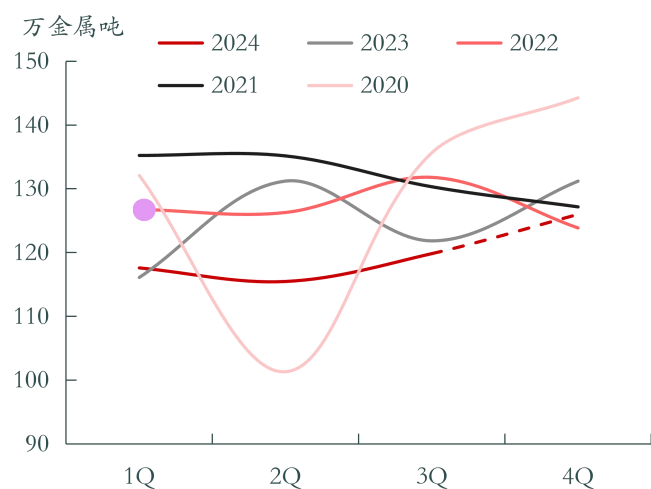
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 10：锌精矿港口库存



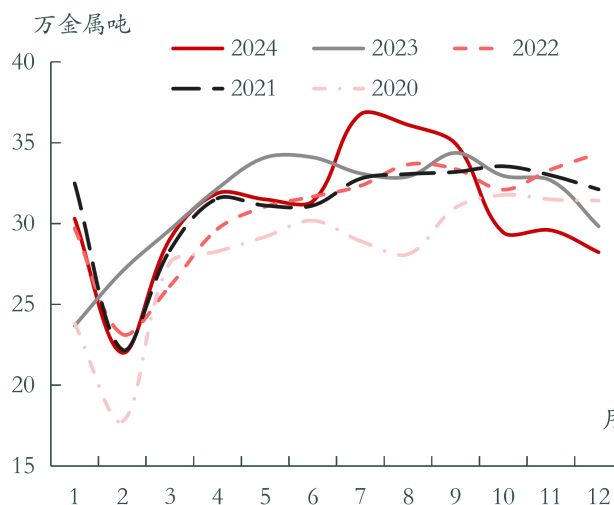
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 11: 4Q24 和 1Q25 海外头部矿企锌精矿产量预计



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 12: 国内锌精矿季节性产量

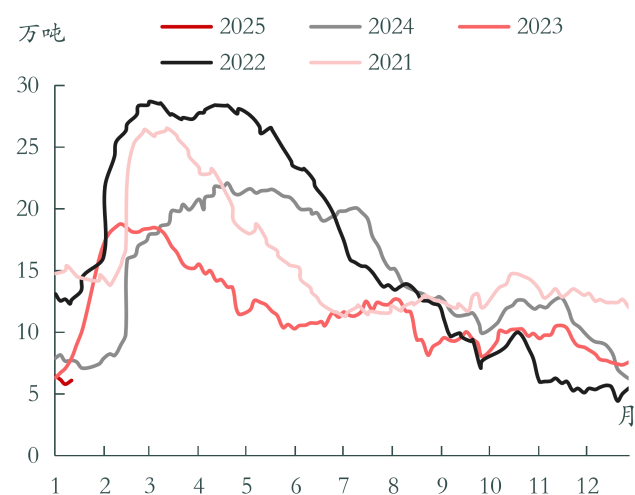


资料来源：SMM，东证衍生品研究院

#### 4、强现实被忽略，弱预期需修正

临近年底，沪锌的基本面仍处于强现实状态。4Q24 国内炼厂因减产而减少精炼锌供应，11~12 月需求端则发生超预期表现，而步入 1 月，供需转松的大方向虽然未变，但整体改善幅度仍然有限，主要原因是月初下游需求仍表现强劲，而月中沪锌下跌后带动下游补库。从库存的绝对水平来看，年初社库位于五年低位，SHFE 库存则处于历史低位；而由于过年时点提前，现货紧张情况改善有限，年前最后一周供应或才会逐渐转移在社库上，因而锌当前的基本面难言较弱，只是在供应大复苏的预期下略显暗淡。

图表 13: SMM 七地锌锭社会库存



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

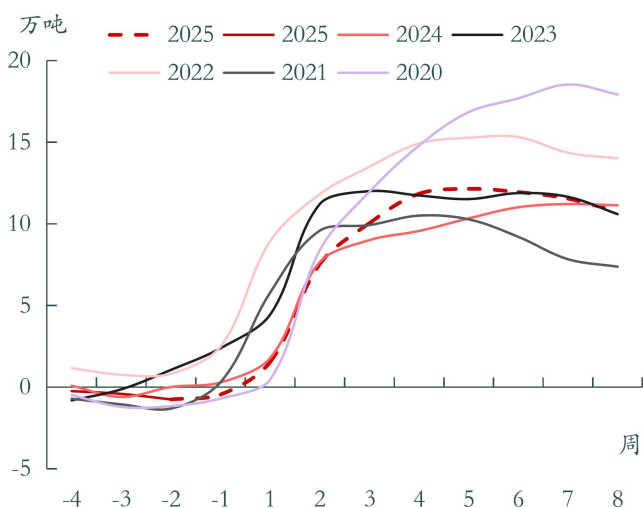
图表 14: 01 平稳交割但 SHFE 库存仍在极低水平



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

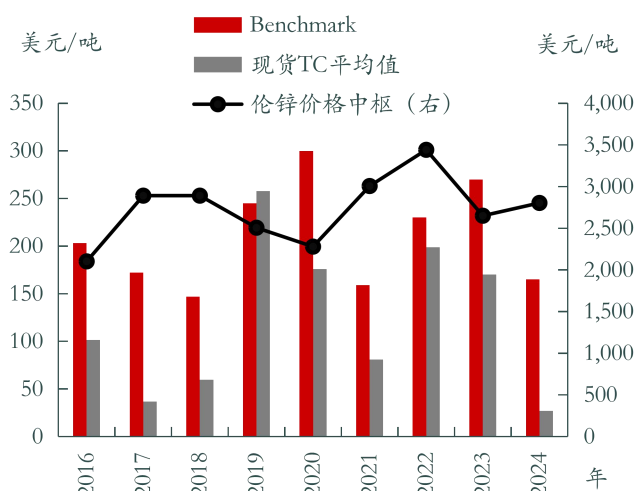
供应的释放需要时间且仍有扰动可能。今年约 80% 的矿增量来自大矿项目，OZ 出矿仍存在不确定性，Kipushi 位于成本曲线最右侧，或易受到锌价下跌影响。更重要的是，全年长协谈判仍在进程中，一季度澳洲和秘鲁仍处于拉尼娜的尾声阶段，仍存在海浪异常、山火等气候扰动风险，欧洲能源价格则受季节性影响或在 1Q25 高位运行，矿端易借助事件面变化发生潜在扰动。目前市场普遍预期 2Q25 才能看到矿端显性出量，而此时也恰好是矿发生扰动的高峰期，叠加考虑到 25 年炼厂签订长协较少，进口掣肘同样也被目前高企的原料库存所掩盖。

图表 15：春节前后预期累库高度（估）



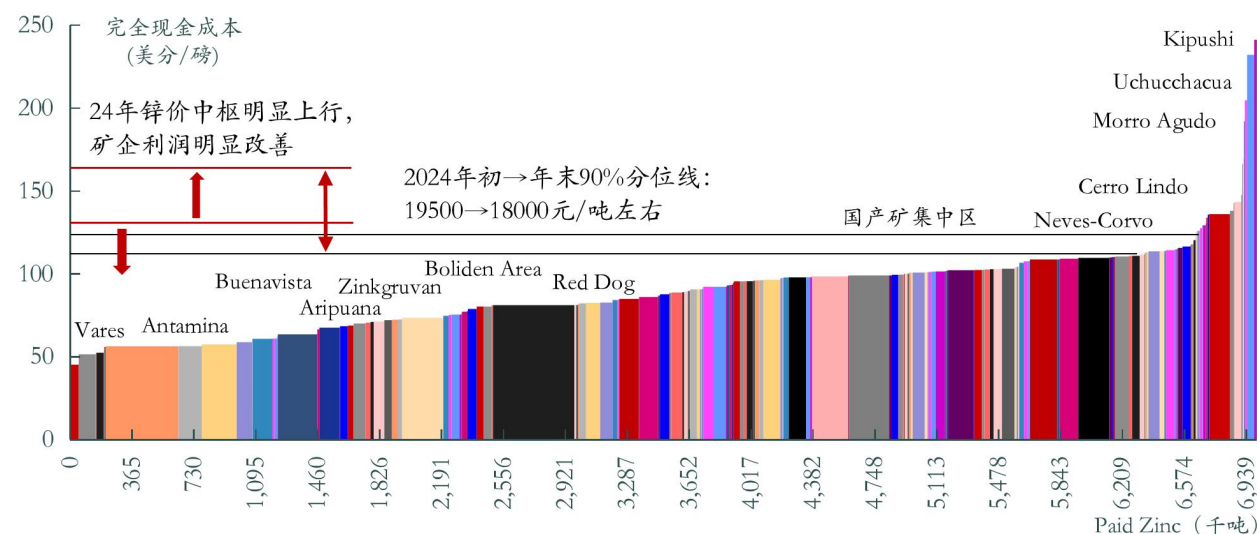
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 16：2025 年 Benchmark 或创历史新高



资料来源：Mysteel，公开资料整理，东证衍生品研究院

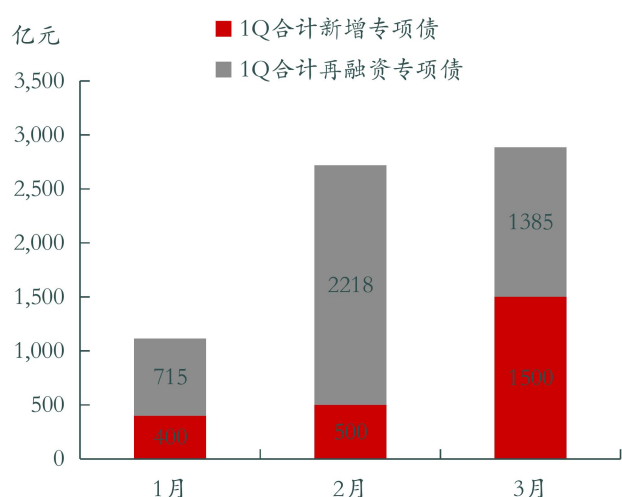
图表 17：2024 年末锌矿企业完全现金成本曲线



资料来源：SPGlobal，东证衍生品研究院

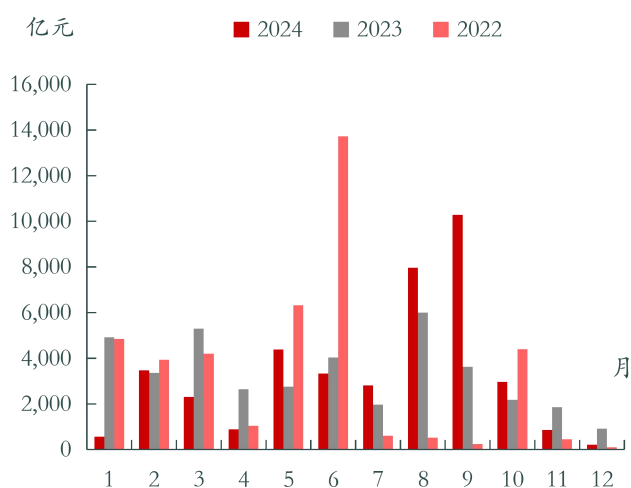
**需求端的节奏或正常化。**专项债方面，25 年将启动项目的“负面清单”管理，用作项目资本金比例从 25% 提高至 30%，专项债项目也即将开展“自审自发”试点，专项债的发行速度和使用效率都将得到明显改善，去年发债慢、实物工作量前期表现不佳的情况有望转好。终端方面，结合市场调研和排产计划，年后家电订单表现突出，汽车略显疲态但仍有增量，镀锌板需求或仍表现较好；基建侧，电力铁塔订单依然能在国网季节性招标后形成托底，而因 1Q25 专项债发行计划主要落在 3 月，交运和水利侧的订单增量或更多体现在二季度，基建需求的兑现节奏将在 25 年走向正常化；出口方面，年后镀锌结构件订单不弱，主要发往中东和西方国家，其中中东是填补 24 年底的出口真空期。

图表 18：1Q25 专项债计划发行统计



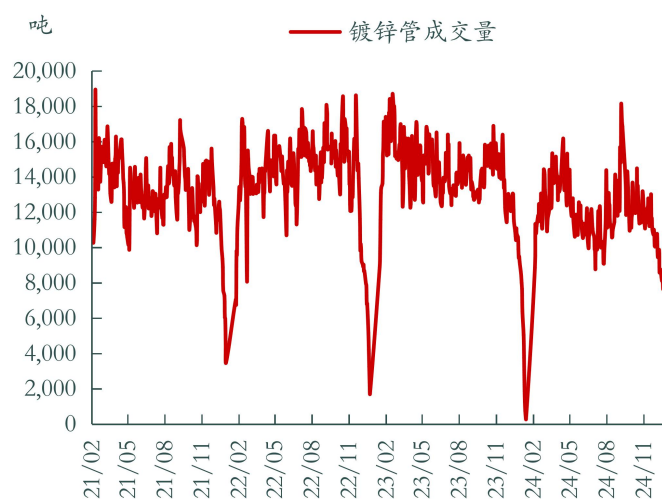
资料来源：Wind，中国债券信息网，东证衍生品研究院

图表 19：近三年新增地方专项债规模（月度）



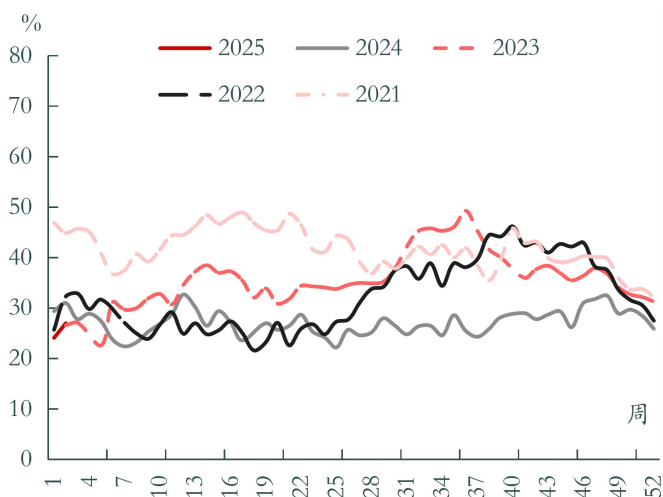
资料来源：Wind，中国债券信息网，东证衍生品研究院

图表 20：镀锌管日度成交量



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 21：石油沥青开工率

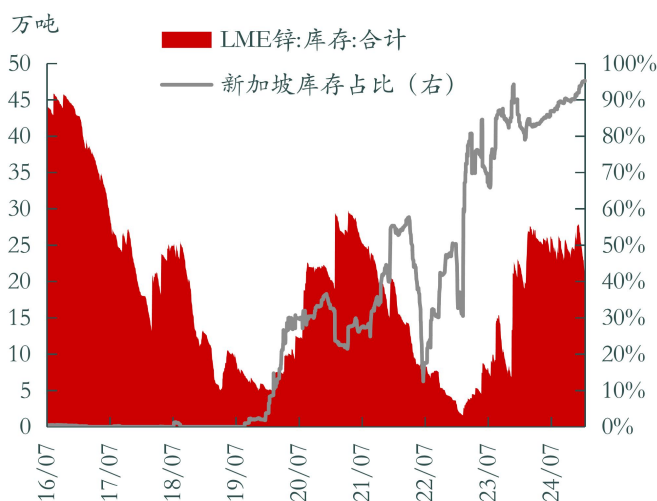


资料来源：Wind，东证衍生品研究院



库存方面，1Q25 炼厂产能仍处于爬坡过程中，叠加假期提前和下游少量的备货需求，25 年春节累库幅度预计偏低，市场中性预测区间在 10~14 万吨，中性预期为 12 万吨左右，绝对水平上将低于往年，低库存或在后续对锌价形成支撑。海外方面，LME 库存集中度较高，需关注区域性风险的发生可能，但海外持仓集中度已经明显下降，多空力量显示均衡，海外资金或仍在等待宏观风险落地，需关注年后资金面变化。

图表 22: LME 锌库存的高集中度存在区域性风险



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 23: 资金面热度暂时消退

250103	做多头寸			做空头寸		
集中度	1 月	2 月	3 月	1 月	2 月	3 月
5-9%	2	6	4	0	1	4
10-19%	0	0	1	2	0	1
20%+	0	0	0	0	0	0
250110	做多头寸			做空头寸		
集中度	2 月	3 月	4 月	2 月	3 月	4 月
5-9%	2	4	5	2	5	1
10-19%	2	1	0	0	0	2
20%+	0	0	0	0	0	0

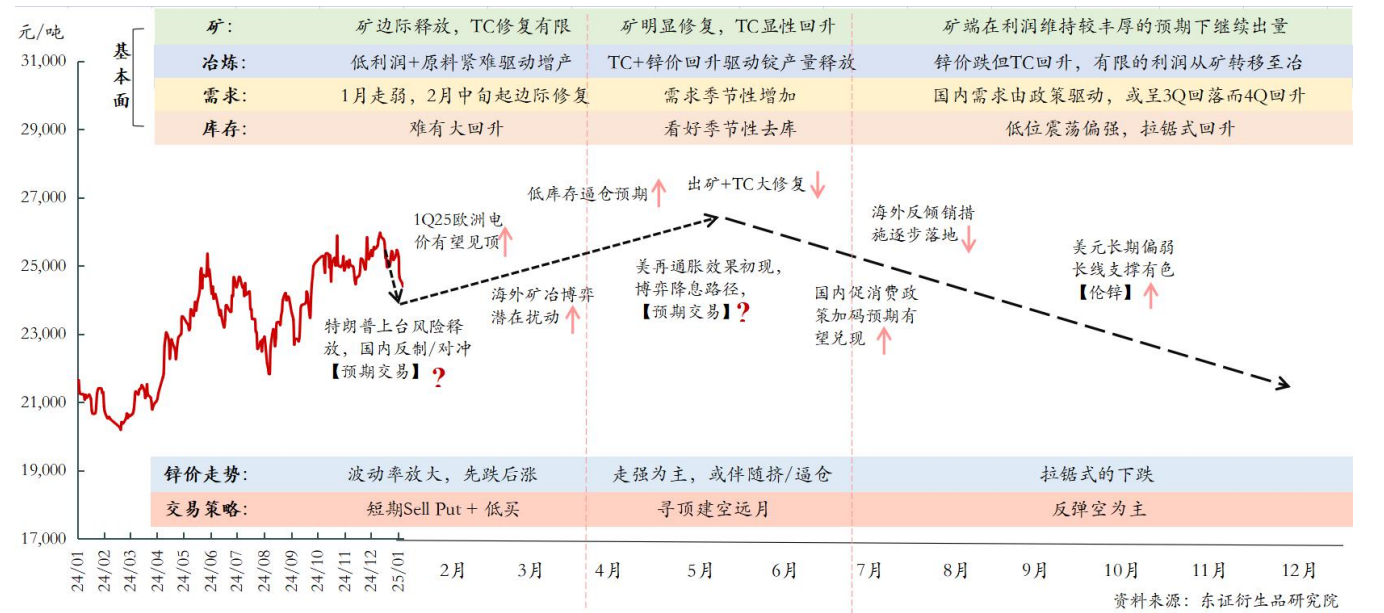
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

## 5、全年交易节奏展望和投资建议

锌元素过剩角度，25 年锌以长线做空逻辑对待为宜，但基于上半年发生扰动的可能性不低，沪锌易发生阶段性反弹行情，反弹高度将取决于市场对供应释放预期的计价程度：最坏的结果是宏观预期较差，市场持续做空冶炼利润，令沪锌易跌难涨，那么价格走势或呈现与前两次相同的先震荡后走弱类似，则反弹高度将极为有限；中性预期是季节性去库发生，叠加矿端出现少量扰动但不影响供应长线趋松，市场跟随矿冶博弈发生一定程度上的预期转折，则多空博弈将加剧但前高依然具有压力；乐观预期是宏观预期较好，年后需求超预期强韧，而矿端产量未如期释放，国内掣肘于进口，甚至可能在低库存的情况下发生挤仓，则沪锌有望到达甚至突破前高。

策略方面，单边角度，我们推荐采用 Sell Put 加上低买的策略建仓年后多单，对已经持有空单的产业套保客户来说，则可顺势将空单转为正套来博弈年后基差走扩可能；套利角度，推荐关注年后基差走扩策略，择机布局内外反套。

图表 24：2025 年沪锌主线交易节奏预判与各时点策略推介



资料来源：东证衍生品研究院

## 7、风险提示

矿端修复超预期，年后需求走弱，宏观风险扰动。

**期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）**

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

**上海东证期货有限公司**

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

## 免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

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

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)