

热点报告—锌

利多阶段性出清，基本面拐点将至

走势评级：

锌：看跌

报告日期：

2025 年 5 月 13 日

★宏观面：宏观利多阶段性出清，关税缓和递延需求走弱预期

关税缓和有几率带动锌终端需求发动新一轮抢出口，需求走弱预期将有所递延。但即便排除关税，海外反倾销举措、买单出口等因素依然会对锌下游出口形成压制。国内降准降息落地后，到下一次联储降息前或存在政策真空期，宏观利多基本阶段性出清。

★供应端：国内供应维持偏强释放预期

1Q25 海外出矿表现较好，大型项目和新项目增复产相对顺利，部分海外炼厂进行主动减产，后续或有更多锌矿能流入国内。按现有原料库存来估算，即便炼厂维持 4 月高位产量，矿端也难在三季度中期前出现明显紧缺。在原料充裕和利润修复的双重支撑下，炼厂具有较强的开工动能，预计 5 月下旬锌锭产量将有所修复，且比价打开时间和幅度略超预期，后续或有更多进口锌流入。

★需求端：内需承压预期递延而非消除

宏观来看，目前锌需求处于季节性走弱过程中。中观来看，新增专项债实际发行规模和速度不及预期，基建实物工作量表现偏弱且后续增量有限，关税缓和耐用消费品的提振仍需持续观察。微观来看，下游厂商受关税缓和刺激和担忧情绪并存，更多厂商不愿做远期排产计划，等待终端订单反馈为主。总体而言，我们认为目前内需将高位回落，外需短期或有提振，但后续走弱预期只是递延而非消除，社库拐点出现的时点也不会太远。

★拐点信号和投资建议

目前锌处于宏观利多阶段性出清、基本面中期供强需弱、社库拐点将至、而现货高升水、矿冶利润较为充分的临界点上，因而具备空配的价值和空间。边际拐点有望从以下几方面出现：①社库出现连续累库；②现货升水出现大幅走弱；③进口锌锭大量流入。

策略方面，单边角度，短期关注反弹沽空机会，同时推荐关注高位累沽期权机会；套利角度，基差高位迅速回落，主要由宏观带动收窄，暂不看深跌，以观望为宜，前期反套头寸逢低止盈；内外方面，中线维持内外正套思路。

★风险提示

需求韧性超预期，供应释放低于预期，宏观风险扰动。

东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

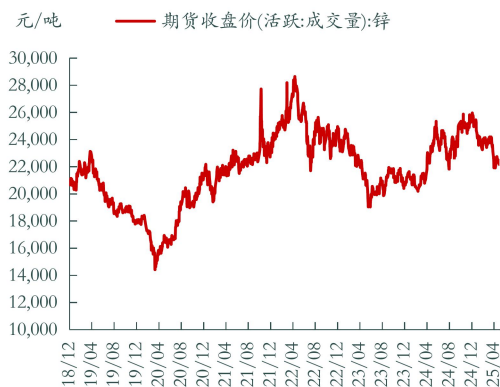
魏林峻 高级分析师（有色金属）

从业资格号：F03111542

投资咨询号：Z0021721

Email: linjun.wei@orientfutures.com

上期所锌主力合约走势



相关报告：

《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
《锭紧支撑持续，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
《沪锌：弱预期修正的可能性》	2024/01/17
《春事阑珊，望秋先陨》	2024/03/30

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

沪锌在 21600~22900 元/吨附近宽幅震荡已一月有余，正如我们在先前的季报中所言：

“预计二季度前中期沪锌或以宽幅震荡走势为主，关键在于低库存、海外冶炼扰动预期、BM 谈判等问题，尤其是低库存何时能够得到解决”。站在当下，短期宏观或利多阶段性出清，而沪锌基本面的走弱预期有望逐步兑现，后续时间将更有利于空头，拐点信号出现的时间或不会很远。

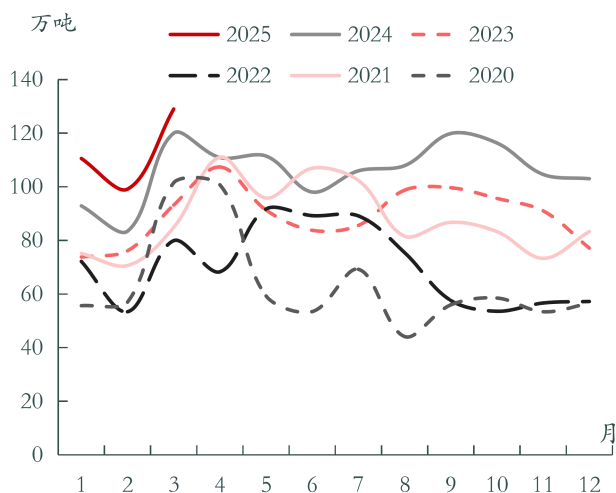
2、宏观面：宏观利多阶段性出清，关税缓和递延需求走弱预期

中美谈判结果显示，在 90 天内，特朗普政府今年对华加征关税税率临时降至 30%（对等关税保留 10%、芬太尼关税 20%），几乎是此前市场上最乐观的预期情景。对锌而言，此前关税落地对锌基本面实际影响有限，本次缓和有几率带动锌终端需求的新一轮抢出口，意味着锌的需求走弱预期将会递延。但反之，即便没有关税影响，东南亚和南美的反倾销举措、以及买单出口的潜在风险，依然会在中期对锌下游出口形成压制。

终端方面，关税缓和将利好终端需求中耐用消费品领域如汽车零部件、白电以及小家电等的出口。一季度家电和汽车排产表现较强，二季度家电排产有转内销趋势，抢出口有望进一步刺激制造业下游排产，但建立在本身就偏高的排产基数上，我们认为需要谨慎预期后续带来的需求增量。

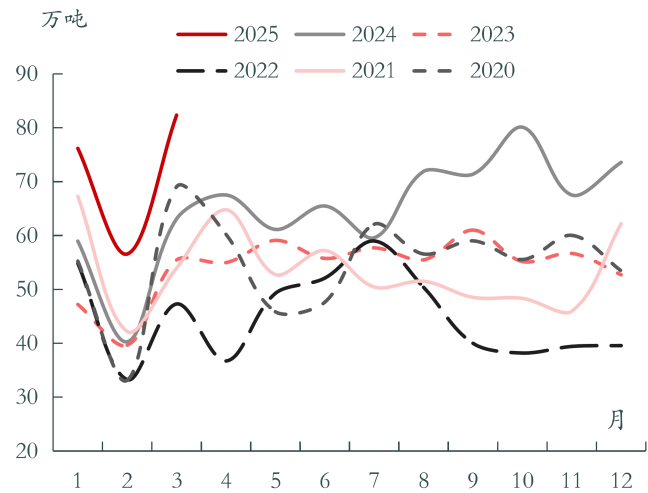
初端方面，初端制品的贸易流大部分已从美国转移，镀锌制品直接发往美国的体量较为有限，关税缓和对其没有明显影响。此前关税落地后，国内对东南亚地区抢出口效应较为明显，这部分出口体量变化仍需观察，且若其他地区在 90 天递延期内没有更多实质性谈判进展，则需求走弱仍是递延而非消除，远期衰退预期仍然存在。

图表 1：镀锌板卷季节性出口量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 2：涂镀板卷季节性出口量

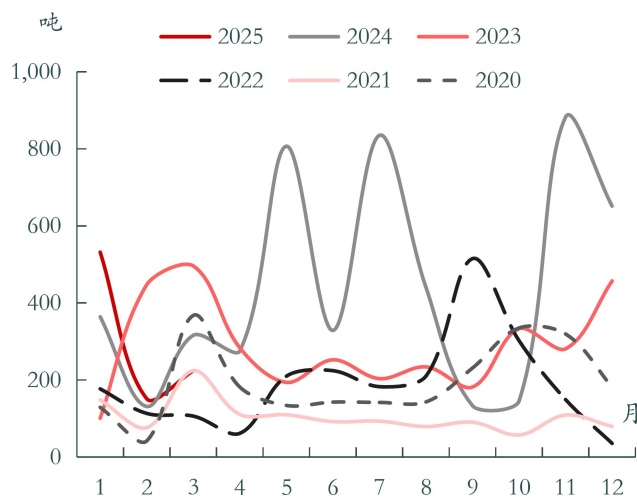


资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

但值得一提的是，关税缓和的节点恰好临近海外圣诞备货期，或将利好国内锌合金下游小五金件、箱包和拉链等领域的出口，但绝对出口增量或也相对有限，需持续跟踪华南地区现货拿货情况。总体而言，**我们预计出口需求的提振将相对有限，但有几率引起下游新一轮补库，此前市场普遍预期的需求走弱程度或有所下降，走弱时点有所递延，但具体程度仍需持续观察。**

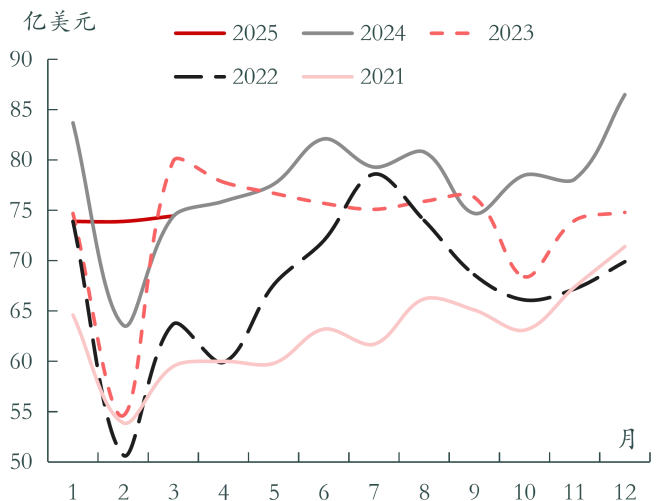
宏观其余方面，短期内国内降准降息政策出台，工业品去库良好，映射国内经济仍存韧性，刺激内需相关政策的加码必要性有所下降：即下一次宽货币或需等到联储降息，而下次宽财政则或需看到国内经济基本面实际走弱，且仍需观望关税递延后的抢出口强度，短期继续加码的可能性较低；老生常谈的消费刺激政策或在贴近消费节附近时点推出，但在政策推出一年后，接力政策的力度和实际效用仍需观察；关税短期谈判取得重大成果后，继续产生利多的可能性不高。因而我们认为，**当下至下一次联储降息前或存在短期政策真空期，短期内锌价或配合宏观情绪出现一轮上涨，但在此轮情绪出清后，偏空的基本面仍会令锌成为有色中的空配。**

图表 3：锌合金季节性出口量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 4：汽车零部件季节性出口金额



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

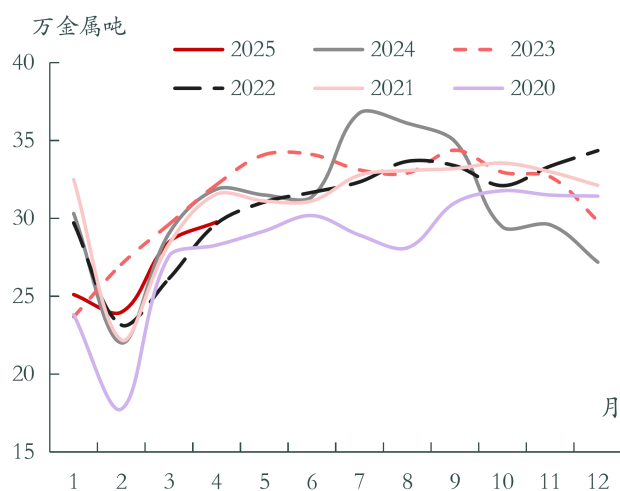
3、供应端：国内供应维持偏强释放预期

国内来看，虽然4月国产锌精矿产量略低于预期，但炼厂原料库存维持在较高水平。边际来看，国内5月TC定于3500元/吨，且仍在间歇性回升中，进口方面，短期进口锌精矿持续到港，港口库存逐渐上升，累库表现略超我们此前预期。按目前国内原料库存来估算，即便炼厂一直维持4月水平的锌锭产量，国内矿也较难在三季度中期前出现明显紧缺。TC方面，我们维持季度海外铅锌矿企业运行分析报告中的观点，预计上半年国内TC终值仍有100~200元/吨的上行空间。

海外方面，海外出矿相对顺利，截至5月11日，我们跟踪的已披露季度产量的海外头部锌精矿样本企业中，1Q25海外锌精矿总产量达116.2万金属吨，同比增长7.3%，环比下降4.5%，属于正常季节性下降。其中，Kipushi、Tara、Antamina等大矿出矿顺利，中小矿产量出现明显同比增长。分规模来看，大型项目例如Antamina和Tara的增产或复产顺利，新项目例如Kipushi和Buenavista进入稳定运行状态，不少锌矿的品位和回收率有所上升，海外矿山整体增量较为显著，维持二季度海外锌矿产量同比明显增加的预期。此外，部分海外炼厂在一季度进行了主动减产，意味着后续或有更多锌矿能够流入国内。

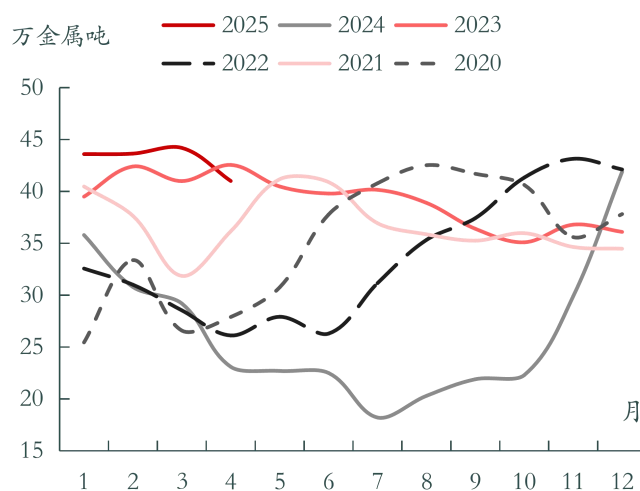
冶炼端来看，4月国内精炼锌产量维持高位，即便锌价中枢有所下移，但TC上行和副产品价格依然能够抵消综合利润部分的损失。在原料充裕和利润修复的双重支撑下，炼厂具有较强的开工动能。从排产计划来看，5月环比4月或小幅检修，且绝大多数为计划中检修，仅个别炼厂检修原因为高价原料。节奏上，5月锌锭出量或为前低后高，预计下半月锌锭产量在部分炼厂提产和增产下有所修复。

图表5：国内锌精矿季节性产量



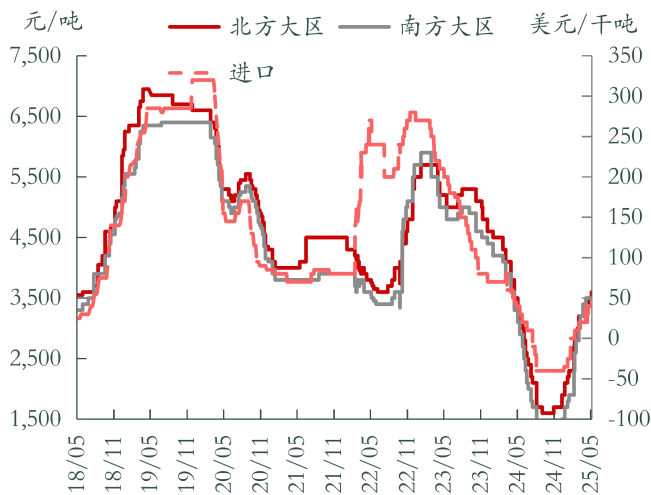
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表6：炼厂原料库存仍维持在较高水平



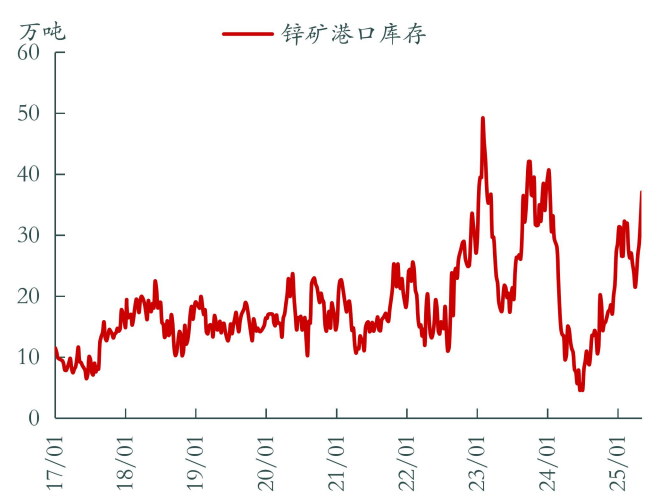
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 7：国内和进口 TC 间歇性上行



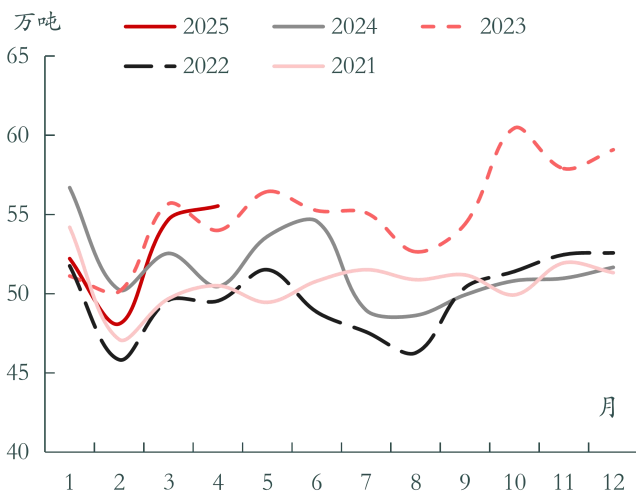
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 8：港口锌精矿累库超预期



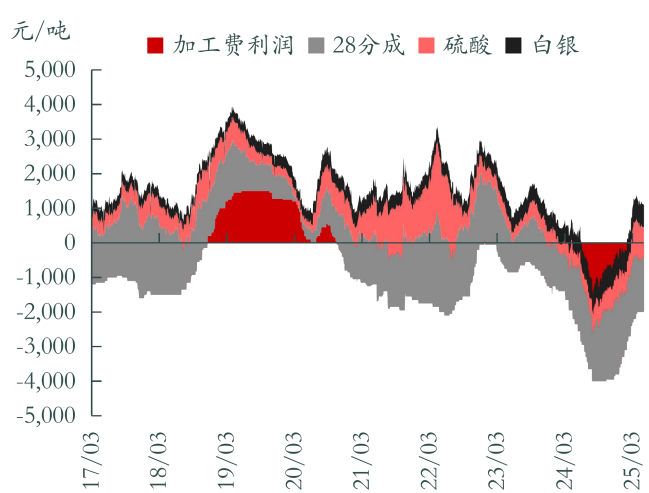
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 9：4 月精炼锌产量维持高位



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

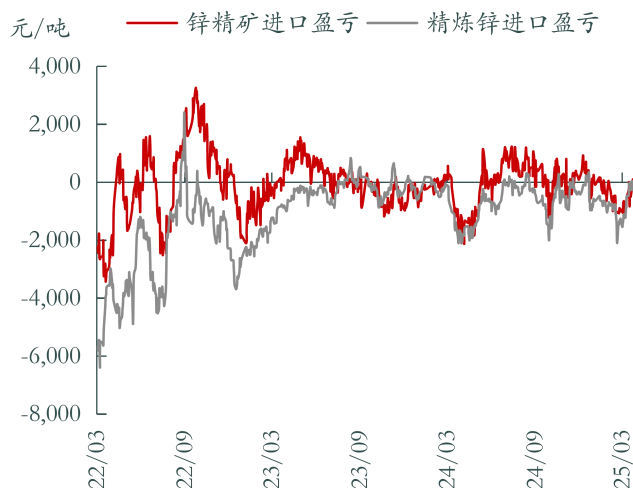
图表 10：冶炼综合利润给予炼厂开工驱动



资料来源：SMM，Wind，东证衍生品研究院

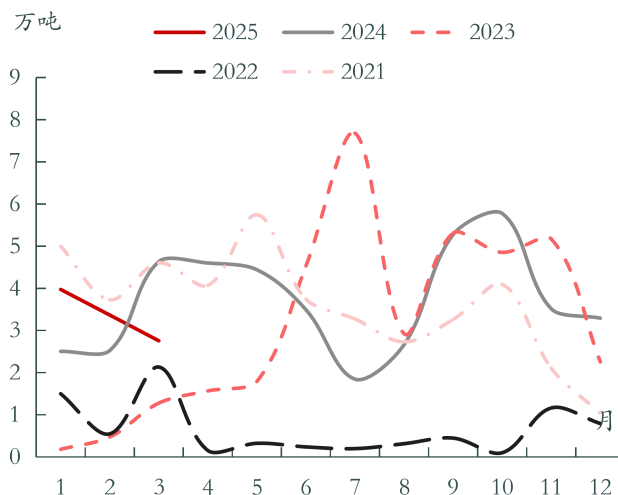
进口方面，由于前期进口窗口持续关闭，4~5 月均进口量或在 2~3 万吨左右。4 月中旬起锌锭进口窗口间歇性打开，本次比价上行时间和幅度均略超预期，五一后出现少量锌锭到港，同时保税区库存持续流入，料 5 月中旬以后会有更多锌锭流入，6 月锌锭进口将有所上升。短期进口锌流入将缓解紧现货的现状，短期市场上已出现哈锌报价，或是一个边际信号。

图表 11: 进口窗口的打开时间和幅度均略超预期



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 12: 实际进口量仍需持续观察

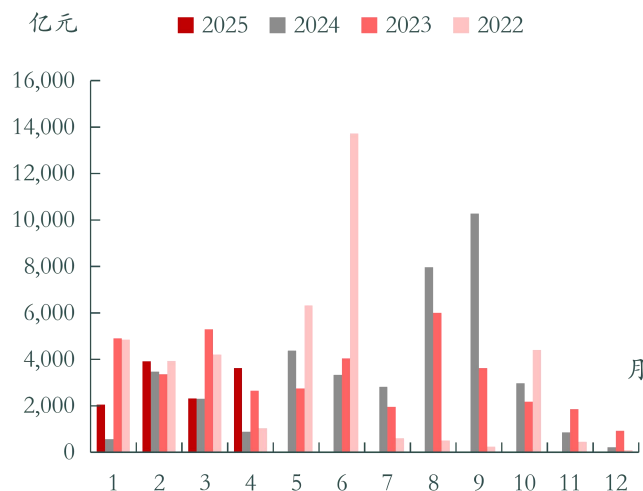


资料来源: 海关总署, 东证衍生品研究院

4、需求端：内需承压预期递延而非消除

宏观来看, 2025 年锌下游需求亮点较少, 而传统旺季过后锌需求季节性走弱, 目前锌需求处于季节性回落过程中。终端方面, 与锌联系最为密切的基建领域资金落地有限, 3 月新增专项债发行不及预期, 从高频指标来看, 3~4 月整体发行节奏较慢, 且结构上以再融资债发行为主, 目前再融资债发行已达全年发行计划的 80%。此外, 考虑到今年地方仍在加紧解决财政问题, 叠加去年发布基建项目成本效益等考核要求, 或影响一部分实物工作量实际落地表现。

图表 13: 过去四年新增专项债月度发行情况



资料来源: Wind, 中国债券信息网, 东证衍生品研究院

图表 14: 广义基建固定资产投资增速

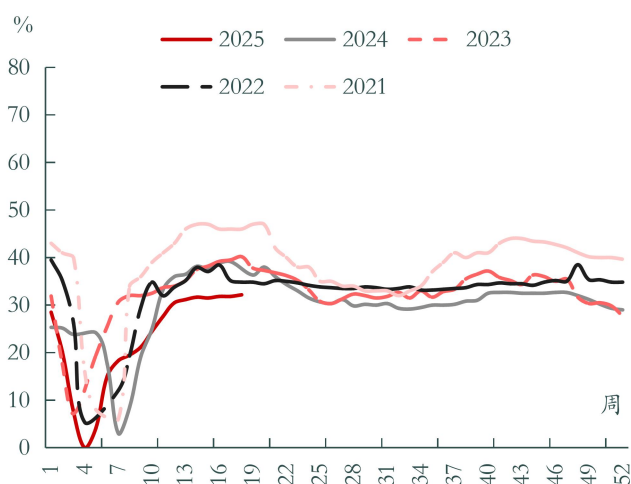


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

实物工作量维度，虽然水利侧固定资产投资有所回升，但水利和交运侧实际实物工作量表现仍然弱于去年的绝对水平；电力侧表现虽然较强，但 5~6 月继续提升的空间已比较有限。锌下游表现较为强劲的铁塔领域，4 月下旬国网进行铁塔项目招标，总招标吨数远超去年同期，但这部分需求或主要在三季度兑现，5 月铁塔订单表现并不乐观。调研来看，此前 5 月镀锌厂商反馈订单和排产均已出现走弱，部分北方大厂排产环比减少 10%，考虑到宏观和订单的不确定性，更多厂商不愿意做远期排产计划，对后市需求持谨慎偏悲观态度，等待终端订单反馈为主。出口在前文已有分析，在此不过多赘述。

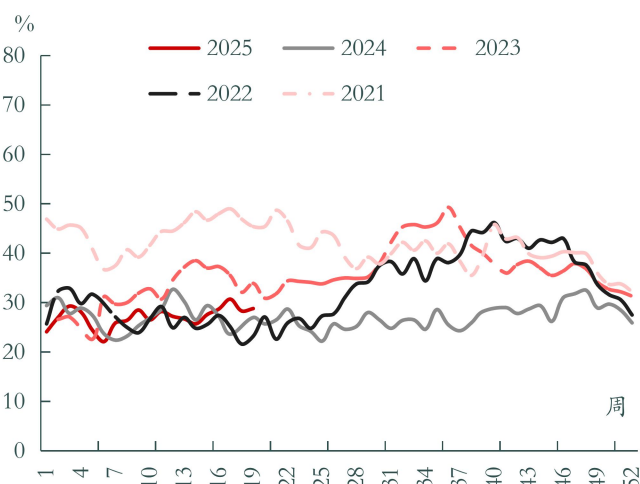
总体而言，我们认为目前锌内需处于高位回落阶段，外需短期或有提振，但后续走弱预期只是递延而非消除，中期依然维持供需趋松观点。

图表 15: PE 管材开工率



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 16: 石油沥青开工率



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 17: 截至 4 月底的国网铁塔招标订单

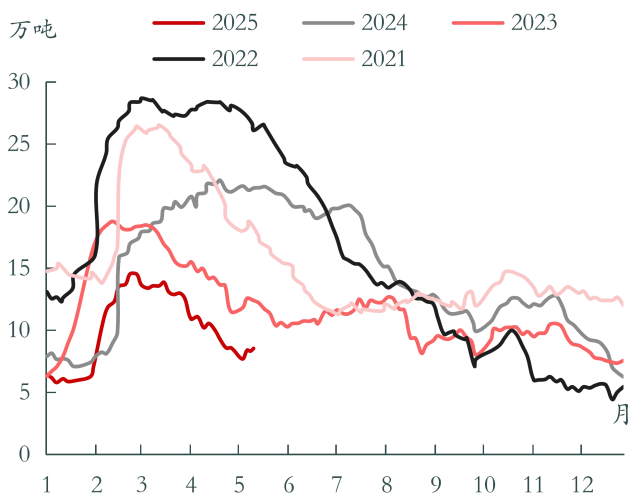
招标时间	项目名称	铁塔重量(吨)	首批交货日期	最后一批交货日期
2025/1/24	甘肃~浙江±800kV 直流线路工程(总计)	426081.5	2025/6/1	2025/12/31
2025/4/25	大同~怀来 1000kV 线路工程(山西段)	35927.8	2025/9/1	2025/12/30
2025/4/25	海阳西~昌乐 1000 千伏线路工程	131485.3	2025/9/1	2026/4/30
2025/4/25	海阳西~高乡 1000 千伏线路工程	124297.9	2025/9/1	2026/4/30
2025/4/25	冀北段线路工程	213700.2	2025/9/1	2026/6/30
2025/4/25	交流线路新建工程(天津段)	47448.1	2025/9/1	2026/6/30
2025/4/25	中核 CX 核电~海阳西 1000 千伏线路工程	15396.1	2025/9/1	2026/4/30
总计		994336.9	对应耗锌(估)	3.48 万吨

资料来源: SMM, 国家电网, 东证衍生品研究院

5、库存端：社库拐点或即将到来

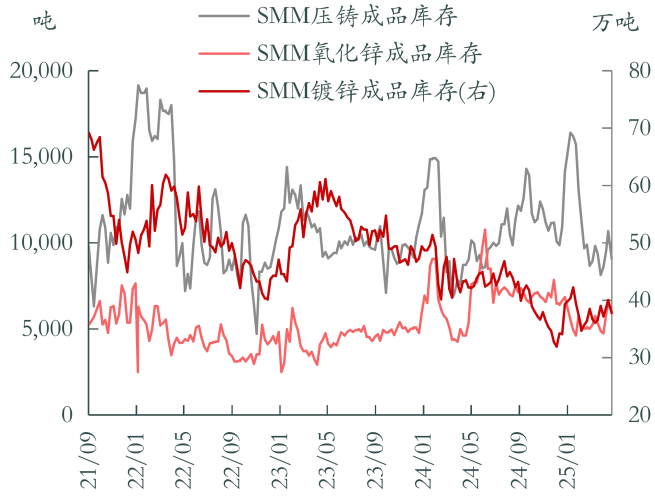
锌锭社库的去化一方面是受冶炼厂转合金的长期进程影响，另一方面是下游进行了为期两个月的原料补库，此外低基数下隐性库存的影响也有所放大。目前看来，虽然下游进行了较长时间的补库，但下游的成品库存并未出现明显增长，验证了前期需求的韧性。综合上述分析，5月下旬至6月锌供需仍有几率从偏紧切换至转松；原料补库部分体现了下游对于后市订单的预期，但目前来看下游态度仍然偏谨慎，因而我们认为社库拐点出现的时点也不会太远。上期所库存也处于历史低位，但挤仓实现可能性相对较低。

图表 18：国内七地锌锭社会库存



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 19：原料补库后下游成品库存依然较低



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 20：LME 季节性锌库存



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 21：上期所仓单库存处于极低水平



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

6、拐点信号和投资建议

价格维度，我们对锌依然维持偏空的观点。全年维度来看，目前锌基本面处于宏观利多阶段性出清、供应维持高位运行、需求中期具备走弱预期、社库拐点将至、现货处于偏强升水的阶段；而从估值角度看，目前冶炼端和矿端均有较为充分的利润，因而我们认为放眼全年，当下的锌具备空配的价值和空间，只是需要更多一点的耐心，现状也有望接近我们季报中指出的：“二季度中后期空头逻辑有望更顺利的兑现”的预期。

高频数据上，建议重点观察和目前支撑锌价的几个重要因素，尤其是低库存和紧现货，我们认为边际拐点将从以下几方面出现：①社库出现连续累库；②现货升水出现大幅走弱；③进口锌锭大量流入。策略方面，单边角度，短期关注反弹沽空机会，同时推荐关注高位累沽期权机会；套利角度，基差高位迅速回落，主要由宏观带动收窄，暂不看深跌，以观望为宜，前期反套头寸逢低止盈；内外方面，中线维持内外正套思路。

7、风险提示

需求韧性超预期，供应释放低于预期，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

Email：research@orientfutures.com