

## 季度报告—锌

## 春事阑珊，望秋先陨

走势评级：

锌：看跌

报告日期：

2025 年 3 月 30 日

## ★供应端

供应端释放预期较强。矿端有望在二季度释放产量，国内冶炼厂在利润和原料矛盾暂缓下，存在较强的投复产意愿；海外冶炼厂产能利用率可能会受 BM 压制，但若出现则会令更多的锌矿转而流入国内。国内二季度再次矿紧的可能性不高，但原料存在小号预期。进口方面，二季度锌元素进口或环比下降，且进口窗口的打开预期并不强，即便打开，时点也更可能出现二季度后期。

## ★需求端

需求端难有超预期表现。主要增量来自基建实物工作量回升，建筑延续拖累，耐消贡献短期托底但中期或有走弱，随着关税和反倾销逐渐落地，出口拖累或将逐渐显性化。可期待的点在于电力侧的托底，以及资金使用效率提升后水利和交运项目改善，但仍需观察资金转化效率。易出现预期差的点在于，①产业链下游库存偏低，若需求出现超预期修复，不排除下游被迫接货可能；②抢出口告一段落加上关税和反倾销落地，出口需求面临的压力或超预期；③目前现实需求相对较弱，后续或有托底政策预期。

## ★主线梳理和交易逻辑

交易角度，二季度宏观定价权重或环比有所降低，但低库存、海外冶炼扰动预期、BM 谈判等短期支撑需要陆续出清，空头逻辑的实现周期可能会比预期更长。预计二季度前中期沪锌或以宽幅震荡走势为主，关键在于上述问题，尤其是低库存何时能够得到解决。由于二季度中后期供应改善预期有望兑现，因此当下至二季度前期或是相对合适的高空时点，二季度中后期空头逻辑有望更顺利的兑现，价格参考区间【21600，24800】。

## ★投资建议

单边角度，下方空间大于上方高度，锌依然值得空配，建议关注中期逢高试空机会，做好仓位管理，规避扰动风险，推荐添加期权增收/对成功。套利角度，跨期方面，以正套思路对待为宜；内外方面，进口窗口打开预期中性偏弱，建议观望为主。

## ★风险提示

宏观因素影响，需求表现不及预期，进口超预期。

东方证券  
ORIENT SECURITIES

期货

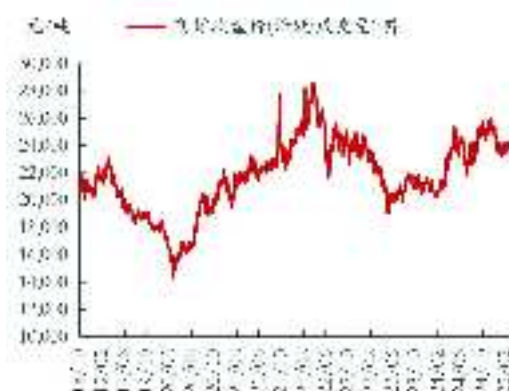
魏林峻 高级分析师（有色金属）

从业资格号：F03111542

投资咨询号：Z0021721

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

## 上期所锌主力合约走势



## 相关报告：

《海外铅锌矿企业季度运营分析：产量指引大增，铅锌矿宽松可期》	2025/03/12
《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》	2025/01/17
《镀锌：长坡厚雪，低谷寻路》	2024/11/25
《锭紧支撑持续，锌价易涨难跌》	2024/09/25
《冶炼减产下修，等待回调布局》	2024/07/08
《“锌”到水穷处，坐看云起时》	2024/06/28
《镀锌需求疲软，转好预期尚存》	2024/06/11
《矿紧预期落地，减产空间无多》	2024/05/23
《超预期复产落地，静候需求端转好》	2024/05/07
《供需边际走强，锌价易涨难跌》	2024/04/29
《欲速则不达，锌价何时能到头？》	2024/04/12
《矿冶扰动持续，需求回升可期》	2024/03/29
《南美矿石供给季节性因素分析》	2024/03/25

**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。

## 目录

1、行情回顾.....	5
2、供应端.....	5
2.1、矿端：海外矿有望迎来显著修复，国内矿难紧但有原料消耗预期.....	5
2.2、冶炼端：内外冶炼产能利用率或东升西落.....	10
3、需求端.....	14
3.1、初端需求修复偏慢，下游存有补库空间.....	14
3.2、二季度传统需求环比回升，但力度有待观察.....	16
3.3、耐消支撑尚存，中期仍有压力.....	19
3.4、初端出口的承压有超预期可能.....	20
4、库存端：低库存对锌价的托底或随时间走弱.....	23
5、主线梳理和交易逻辑.....	24
6、投资建议.....	25
7、风险提示.....	27

## 图表目录

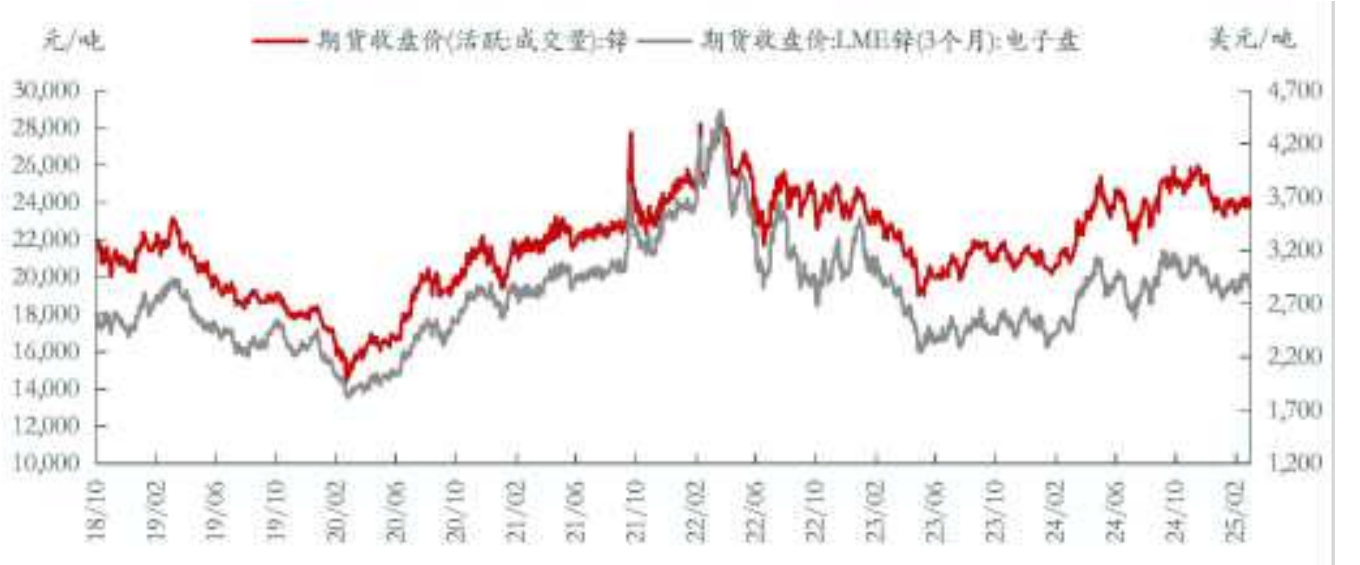
图表 1: 沪锌及伦锌价格走势回顾.....	5
图表 2: 国内和进口 TC 持续修复.....	6
图表 3: 各港口锌精矿库存.....	6
图表 4: 海外主要矿企锌精矿产量.....	6
图表 5: 4Q24 和 2024 年不同口径锌精矿产量对比.....	6
图表 6: 25 年海外主要锌矿项目产量变化 (单位: 万金属吨) .....	7
图表 7: 海外头部矿企 2025 年产量指引.....	8
图表 8: 全球锌精矿月度产量.....	9
图表 9: 中国锌精矿月度产量.....	9
图表 10: 全球精炼锌月度产量.....	10
图表 11: 中国精炼锌月度产量.....	10
图表 12: SMM 冶炼累计检修情况.....	11
图表 13: 考虑部分副产品的冶炼厂综合收益.....	11
图表 14: 4Q24 和 2024 年样本海外炼厂生产情况统计.....	12
图表 15: 2 月国内炼厂原料库存维持偏高水平.....	12
图表 16: 海外炼厂产能利用率或受 Benchmark 压制.....	12
图表 17: 锌精矿月度进口量.....	13
图表 18: 锌精矿进口盈亏.....	13
图表 19: 精炼锌月度进口量.....	13
图表 20: 精炼锌进口盈亏.....	13
图表 21: 钢联镀锌板卷周度产量.....	14
图表 22: 镀锌企业周度开工率.....	14
图表 23: 压铸锌合金企业周度开工率.....	15
图表 24: 氧化锌企业周度开工率.....	15
图表 25: 初端下游原料库存情况.....	15
图表 26: 初端下游成品库存情况.....	15
图表 27: 近四年新增地方专项债实际发行规模 (月度) .....	16
图表 28: 基建及三大分项累计同比增速.....	16
图表 29: 2Q25 新增专项债计划发行统计 (截至 3.30) .....	17
图表 30: 重点企业基建类新签合同额同比增速.....	17
图表 31: 房地产分板块累计同比.....	18
图表 32: 建筑业 PMI 及部分分项.....	18
图表 33: 乘用车产销同比增速.....	19
图表 34: 新能源汽车产量同比明显增加.....	19

图表 35: 各类家电产量同比增速.....	20
图表 36: 4~6 月家电总排产当月预计同比增速.....	20
图表 37: 家电季节性出口数量.....	20
图表 38: 家电产业链成品库存情况.....	20
图表 39: 汽车整车季节性出口数量.....	21
图表 40: 汽车零部件季节性出口数量.....	21
图表 41: 镀锌板卷月度出口量.....	22
图表 42: 涂镀板卷月度出口量.....	22
图表 43: 未锻轧锌合金 (79012000) 月度出口量.....	22
图表 44: 海外精炼锌月度消费量.....	22
图表 45: LME 锌库存.....	23
图表 46: 国内七地锌锭库存.....	23
图表 47: SHFE 锌仓单库存.....	23
图表 48: 保税区季节性锌库存.....	23
图表 49: 锌精矿年度供需平衡表.....	26
图表 50: 精炼锌年度供需平衡表.....	26
图表 51: 锌精矿月度供需平衡表.....	27
图表 52: 精炼锌月度供需平衡表.....	27

## 1、行情回顾

1Q25 锌价大跌后震荡运行，年初宏观面与基本面共振。国内宏观来到真空期，而美元指数走强压制有色；基本面上，原料矛盾暂缓，TC 持续反弹，同时需求明显走弱，开年交易主线转变为做空冶炼利润，沪锌首轮跌至 23000 元/吨附近才企稳回升。年后 TC 继续修复，但低库存和宏观托底锌价，冶炼厂利润持续修复，3 月往后锌锭供应释放预期走强，但需求修复速度偏慢，锌价以宽幅震荡走势为主。两会后，内外宏观转暖，沪锌受美元下行托举，海外年度长协谈判开启，LME 仓单注销叠加海外炼厂减产刺激外盘情绪，沪伦比明显下行。展望二季度，海外矿修复到了何种程度？锌锭的释放预期能否如期兑现？银四乃至二季度的需求托底预期如何？低库存下国内出现挤仓可能性又有多大？以及市场最为关心的，空头逻辑究竟何时才能兑现？

图表 1：沪锌及伦锌价格走势回顾



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

## 2、供应端

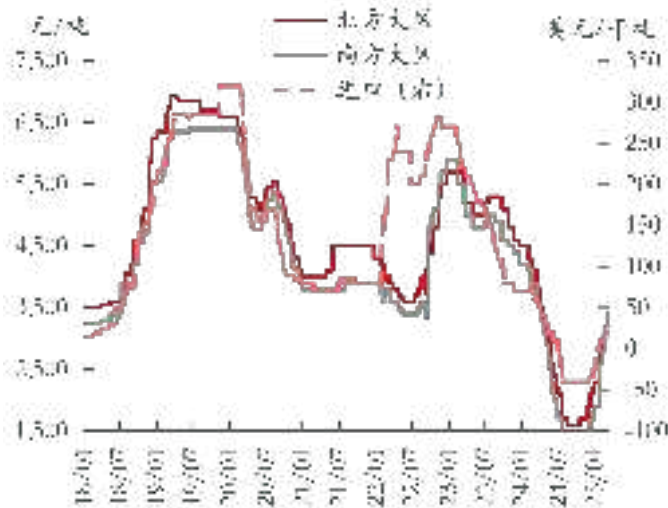
### 2.1、矿端：海外矿有望迎来显著修复，国内矿难紧但有原料消耗预期

一季度以来 TC 持续上行，截至 3 月底，国内和进口 TC 已分别平均修复至 3400 元/吨和 20 美元/干吨，主要原因在于：①去年冶炼集中检修后，国内锌冶炼产能利用率下降了 15% 左右，直到今年 3 月产能利用率才逐渐修复；②不少炼厂在 2H24 时就以亏损价格签订了 4Q24 和 1Q25 的进口矿长单，这也是进口窗口关闭后国内港口矿库存仍持续增长的主要原因；③年初需求走弱而矿端趋松，TC 的议价权从矿端阶段性转移至冶炼端，叠加矿贸易商有出货需求，TC 价格不断被上调；④1 月国内某炼厂运营扰动，矿和锭均被释放到市场上，一定程度上缓解了国内供应压力。



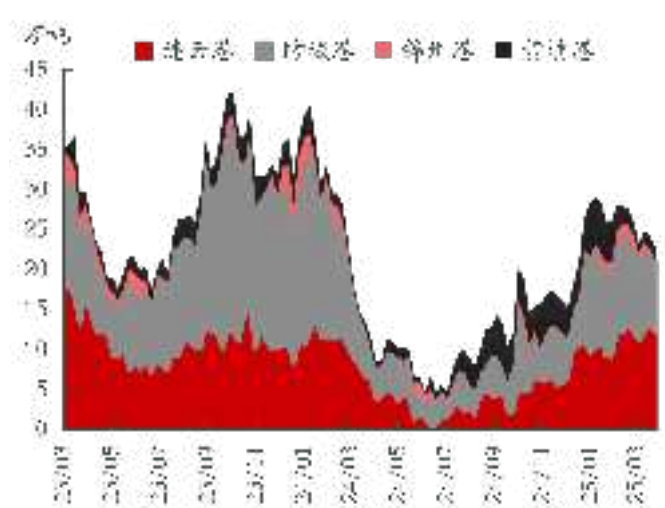
由于 2025 年国内矿增量相对有限，后续矿松预期的兑现仍主要锚定于海外矿的修复速度。根据海外头部矿企，4Q24 海外样本锌精矿产量为 131 万金属吨，环比 3Q24 增加 7.4 万金属吨（QoQ+6%），同比 4Q23 微增 0.9 万金属吨（YoY+0.7%），多数矿企运营效率提升，意外事故明显减少，待复产项目陆续复工，前期投爬产项目开始释放产量，多种因素令海外矿端进一步修复，基本达到 4Q23 年的水平。根据 ILZSG，4Q24 全球锌精矿产量同样表现为环比大增，然国内锌矿产量环比出现小幅下降，推测有部分样本外的中小矿也进行了复产或增产。

图表 2：国内和进口 TC 持续修复



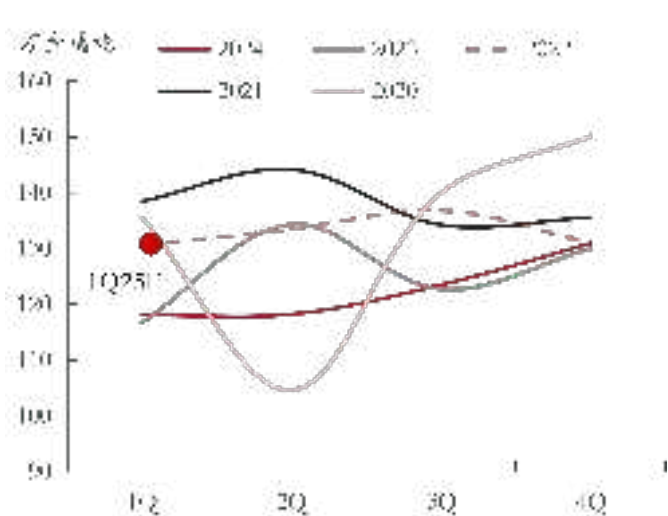
资料来源：Mysteel

图表 3：各港口锌精矿库存



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 4：海外主要矿企锌精矿产量



资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院

图表 5：4Q24 和 2024 年不同口径锌精矿产量对比

万金属吨	全球(万吨)	样本矿企	SMM 中国	秘鲁(万吨)
4Q24	319.4	131.0	86.2	31.9
3Q24	295.1	123.5	107.8	32.2
环比变化	24.3	7.4	-21.6	-0.2
环比增速	8.2%	6.0%	-20.0%	-0.8%
4Q23	328.6	130.0	95.5	39.2
同比变化	-9.2	0.9	-9.2	-7.2
同比增速	-2.8%	0.7%	-9.7%	-18.5%
2024	1189.5	490.8	370.2	126.7
2023	1238.9	503.9	376.6	146.8
同比变化	-49.3	-13.0	-6.4	-20.0
同比增速	-4.0%	-2.6%	-1.7%	-13.6%

资料来源：ILZSG，SMM，秘鲁能矿部，公司公告，东证衍生品研究院

预期变化方面，一季度海外矿端发生扰动频率明显低于去年同期，且复爬产项目有超预期部分，考虑到目前矿端目前利润依旧丰厚，我们上调了全年海外矿增量的实现率和全年产量预期，并根据 Kipushi 和 Red Dog 等存在预期差的产量指引进行了修正，预计 25 年全年海外矿产量同比增速从 4.7% 增至 5.1%。

细分来看，今年的大矿增量方面，Kipushi 一季度爬产迅速，预计 1Q25 就将达到产量指引目标，然该矿成本和运输问题并未得到完全解决，同时刚果（金）局势目前仍较为混乱，目前战乱已蔓延至有史以来最南侧，市场担忧会对铜矿乃至锌矿的产量造成影响，由于 Kipushi 18~24 万吨的年产量指引对今年锌矿产量增量来说体量较大，若担忧兑现则可能对形成预期的扭转，但目前来看可能性不大；根据 Teck 给出的产量指引，Antamina 今年产量或出现明显修复，但考虑到 2026 年该矿产量指引又回到 2024 年的水平，因而我们暂时维持年报中的预期不变；Tara 和 OZ 均已在缓慢复产，或需要一个季度左右的爬产时间。新项目和增产方面，Buenavista、Vares、Aripuana 和 Zhairem 等锌矿 4Q24 的产量表现不错，贡献了头部矿企产量的主要增量，后续上述锌矿或将继续释放产量。

图表 6：25 年海外主要锌矿项目产量变化（单位：万金属吨）

矿山名称	国家	公司	状态	2025 年 F
Kipushi	刚果	Ivanhoe	2Q24 复建后重启生产	10→15
Antamina	美国	Glencore/Teck/BHP	品位阶段性变化	11.5
Ozernoye	俄罗斯	Ozernaya Mining	4Q24 重启，爬产中	8.0
Tara	爱尔兰	Boliden	计划于 4Q24 启动复产	7.0
Asmara	厄立特里亚	四川路桥	新建投产	6.0
Gamsberg	南非	Vedanta	一期爬产，二期投产有不确定性	5.5
Aljustrel	葡萄牙	Almina	前期因利润原因停产，2H25 重启	4.0
Buenavista	墨西哥	Group Mexico	项目爬产	4.0
Vares	波黑	Adriatic Metals	项目爬产	3.0
Zhairem	哈萨克斯坦	Glencore	项目爬产	2.5
Shalkiya	哈萨克斯坦	Shalkiya	2025 年项目重启	2.0
Endeavor	澳大利亚	Polymetals	2H24 重启延后至 1H25	2.0
Aripuana	巴西	Nexa	3Q24 过渡为持续运营状态	2.0
Middle Tennessee	美国	Nytstar	潜在复产可能	1.0
Century	澳大利亚	Sibanye-Stillwater	火灾后增产	1.0
McArthur River	澳大利亚	Glencore	24 年飓风影响	0.5
Cerro Lindo	秘鲁	NEXA	品位下降	-0.3
Cannington	澳大利亚	South 32	品位下降和环境复杂性	-0.4
Kidd	加拿大	Glencore	品位下降	-1.5
Mount Isa	澳大利亚	Glencore	铜资源枯竭	-4.0
Red Dog	美国	Teck	品位下降	-5.5→-10
总计				62.1

资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院

节奏上，一季度欧洲能源价格见顶，澳洲和秘鲁存在拉尼娜现象，以及部分地区气温季节性偏低的情况，1Q25 海外矿的产量或仅为环比微增。考虑到目前复产和爬产的锌矿均需要一个季度左右的升量时间，海外矿产量有望在 2Q25 出现明显增加，尤其是同比去年或实现相当显著的增量，同时也为后续供应释放增量定调。

图表 7：海外头部矿企 2025 年产量指引

公司和项目	2022	2023	2024 实际	2024 指引	2025 指引	平均同比增速 F
<b>Nexa</b>	<b>296</b>	<b>333</b>	<b>327</b>	<b>323~381</b>	<b>311~351</b>	<b>1.2%</b>
Cerro Lindo	84	78	86	84~99	80~88	-2.3%
El Porvenir	52	56	51	50~58	56~62	15.7%
Atacocha	10	8	10	9~11	10~12	10.0%
Vazante	132	146	141	140~163	132~145	-1.8%
Morro Agudo	19	23	7(仅 1~4 月)	7~7	/	/
Aripuanã	1	22	32	31~42	35~45	25.0%
<b>Teck</b>	<b>651</b>	<b>644</b>	<b>615.9</b>	<b>565~630</b>	<b>525~575</b>	<b>-10.7%</b>
Antamina	97	104	60.3	45~60	95~105	65.8%
Red Dog	553	540	555.6	520~570	430~470	-19.0%
<b>MMG</b>	<b>225</b>	<b>204</b>	<b>219.9</b>	<b>210~235</b>	<b>215~240</b>	<b>3.5%</b>
Dugald River	173	152	163.6	160~175	170~185	8.5%
Rosebery	51	52	56.3	50~60	45~55	-11.2%
<b>Buenaventura</b>	<b>36</b>	<b>25</b>	<b>28.5</b>	<b>26.3~29.8</b>	<b>24~27.3</b>	<b>-9.8%</b>
El Brocal	23	17	2.0	1.9~2.0	/	/
Uchucchacua	0	3	21.2	19~22	23~26	15.5%
Tambomayo	14	5	5.3	5.4~5.8	1~1.3	-78.1%
<b>Gelncore</b>	<b>939</b>	<b>919</b>	<b>905</b>	<b>900~950</b>	<b>930~990</b>	<b>6.1%</b>
South32	62	58	54.6	60.7(FY)	50(FY)	-8.4%
Newmont Goldcorp	377	230	258	245	236	-8.5%
Hudbay	55	35	33.3	27~35	21~27	-28.0%
Ivanhoe	/	/	50.3	/	180~240	317.4%
Adriatic Metals PLC	/	/	7.1	/	28~32	322.5%
Sibanye-Stillwater	124	92	100	/	88.3~97.8	-7.0%
Pan American Silver	39	39	45.2	42~46	42~45	-3.8%
<b>Ludion Mining</b>	<b>159</b>	<b>185</b>	<b>191.7</b>	<b>190~199</b>		
Neves-Corvo	82	109	109.6	111~116		
Zinkgruvan	77	76	82.1	79~83		
<b>总计 (除 Ludion)</b>	<b>2803</b>	<b>2578</b>	<b>2644.8</b>	<b>/</b>	<b>2650~2911</b>	<b>5.1%</b>

资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院



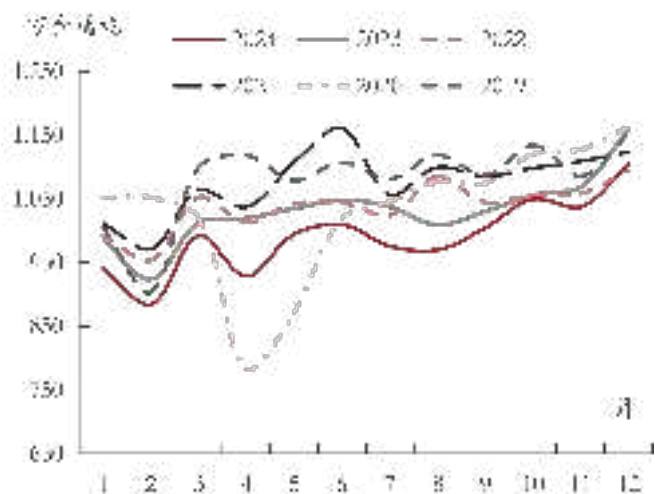
根据 SMM，2024 年 1~2 月，国内锌精矿累计产量为 49.1 万金属吨，同比减少 3.2 万金属吨（YoY-6.2%）。一季度国内矿产量同比录减，主要是年初国内矿季节性检修，且年后部分北方地区天气偏冷，导致矿端产量提升速度偏慢。往后看，3~4 月国内矿山将陆续复产，锌矿产量季节性回升后有望提供更多原料供应。

全年维度而言，由于一季度产量预期变化不大，我们并未调整平衡表。国内矿增量仍需重点关注火烧云，其他增量易被国内贫矿尾矿和检修等减量抵消。火烧云自去年 12 月底点火，目前冶炼厂建设进度较快，3 月底将投料试运行，预计 6 月底正式生产，节奏与预期一致。3 月公司发布 5 万吨原矿招标公告，需关注该矿在正式投产前，是否会向市场释放更多原料，或能一定程度上改善国内矿冶平衡。

我们预计上半年国内矿库存在或较难再出现紧缺。海外矿的显性增量有望出现在二季度，国内矿产量后续则是季节性修复的过程。从原料库存来计算，2 月底炼厂原料库存依然维持在一个月左右的高位，3 月市场成交逐渐转弱，炼厂依然维持相对充足的库存，港口库存目前仍有近 30 万吨等待分配，加上 3 月起国产矿产量季节性修复，后续月产量或维持在 30 万吨/月以上水平。假设 4 月起炼厂产能利用率完全修复，在进口窗口关闭和不签订更多长协的情况下，目前国内现有的锌矿库存基本能满足炼厂到 5 月中旬左右的生产；若加上国内炼厂签订的长协，则上半年矿库存或难再出现紧缺情况，后续进口窗口打开的预期承压。

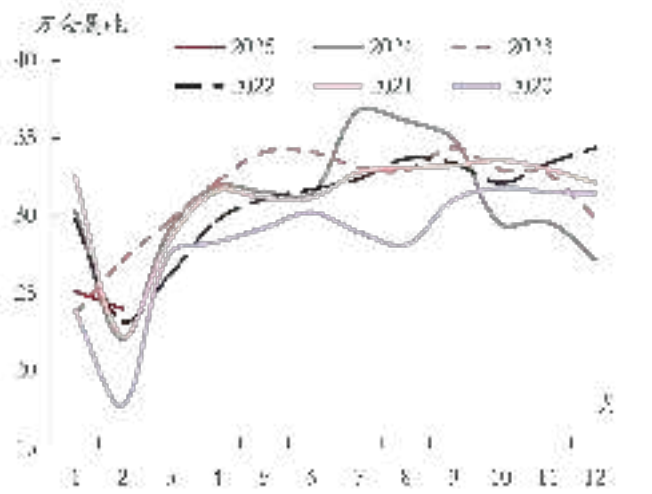
TC 预期而言，原料消耗预期下，我们预计 TC 上行斜率或将放缓，高度仍然受限。4 月国内 TC 或在 3300~3600 元/金属吨，涨幅应环比收窄，5 月 Antamina 的招标价定格在 10 美元/干吨，对应到现货价格或在 50~60 美元/干吨左右，即上半年进口 TC 上行空间不大，且后续冶炼产能利用率有望在生产利润修复下逐渐上行，叠加前期炼厂签订二季度长单较少，虽然矿难再紧，但国内原料库存存在消耗预期，TC 上行高度依然受限。

图表 8：全球锌精矿月度产量



资料来源：ILZSG

图表 9：中国锌精矿月度产量



资料来源：SMM

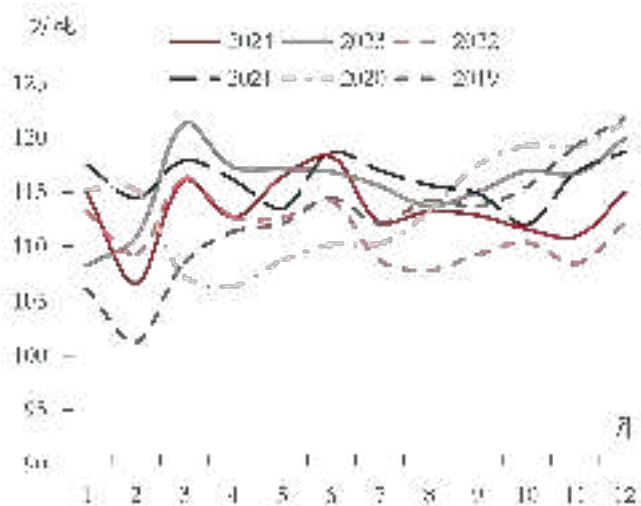
## 2.2、冶炼端：内外冶炼产能利用率或东升西落

一季度国内精炼锌产量探底回升，1~2月国内精炼锌产量为100.3万吨，同比减少6.6万吨（YoY-6.2%）。产量拐点出现在3月份，一方面是国内锌炼厂季节性复产，另一方面是国内原料矛盾暂缓，在TC持续修复和锌价震荡上行下，炼厂生产利润相对4Q24已有明显改善，从而给予炼厂较强的复增产驱动。三月下旬，国内炼厂的生产利润已修复至-500元/吨以内，加上硫酸和白银等副产品的综合利润已经来到1000元/吨附近，在该利润水平下，大多数炼厂已经有不错的复产和增产意愿。

副产品价格方面，硫酸价格自2月以来快速上行，一方面是受到旺季需求提振，另一方面是担忧后续炼厂出现更多减产；白银价格则因为贵金属板块的强势运行而共振上行，后市来看，我们认为2Q25硫酸价格有望继续上涨，主要是后续炼厂减产的预期将会持续发酵，而在海外宏观不确定性较高和美元走弱的背景下，贵金属等避险资产有望延续偏强表现。

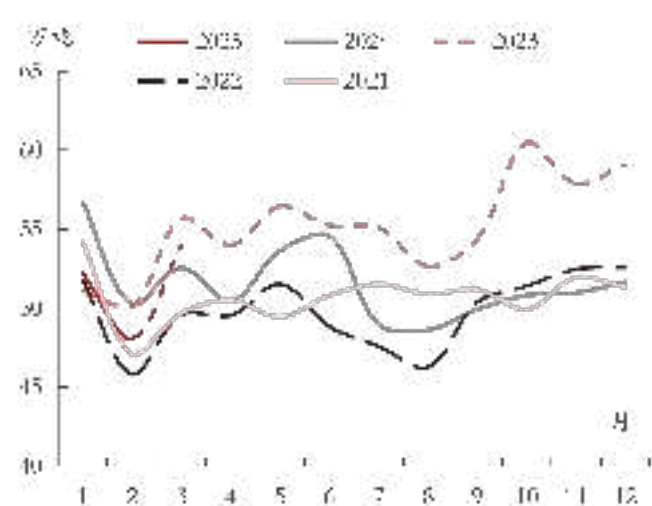
往后看，3~4月国内冶炼产能或将延续修复态势。新增投产方面，部分原定于4月大检的炼厂取消检修，但也有部分炼厂将锌锭产能转化合金产能；万洋已在3月下旬正式投产，继续关注云铜的投产进度；根据百川盈孚，4月精炼锌产量预计环比增加1.75万吨，总体符合此前预期。目前来看，预计4月国内精炼锌产量环比将继续小幅上升。再往后看，二季度内外矿端产量均有释放预期，原料充裕下，国内炼厂产能利用率有望回到冶炼集中减产之前的水平运行，二季度中后期供应端有望迎来充分修复，短期原料较为充裕下，即便后续国内矿库存有消耗预期，冶炼也很难发生再次减产。

图表 10：全球精炼锌月度产量



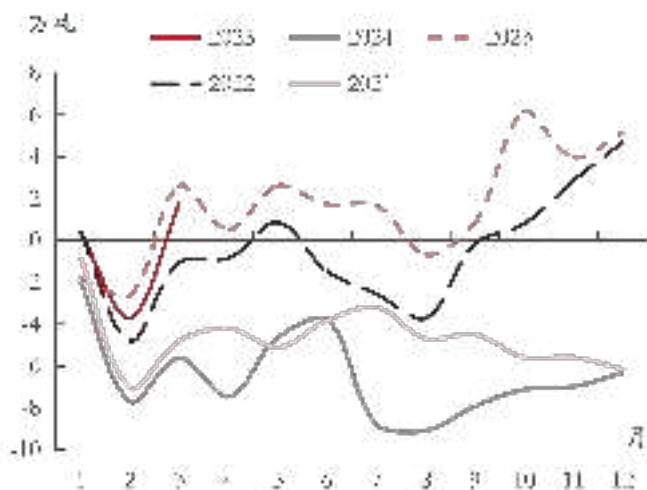
资料来源：ILZSG

图表 11：中国精炼锌月度产量



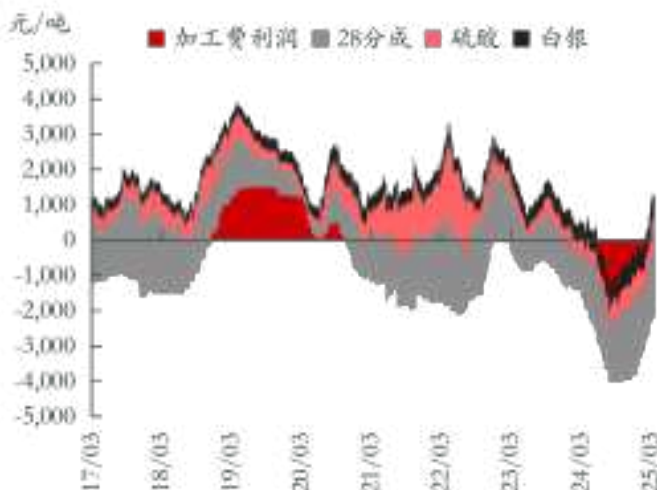
资料来源：SMM

图表 12: SMM 冶炼累计检修情况



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 13: 考虑部分副产品的冶炼厂综合收益



资料来源: SMM, Wind, 东证衍生品研究院

4Q24 海外锌锭产量环比录减, 海外炼厂扰动预期兑现。Teck 旗下 Trail 炼厂 4Q24 产量环比减少 3000 吨左右, 主要原因是由于锌精矿阶段性短缺; 2 月下旬, 此前涉及股权纠纷的韩国铝业, 旗下 Young poong 的 Seokpo 炼厂从 2 月起暂停运营两个月, 预计影响产量为 5.3 万吨; 3 月 12 日, 托克旗下 Nystar 将从 4 月起将削减澳洲 Hobart 锌项目 25% 的产量, 预计影响产量为 5 万吨; 此外, Boliden 旗下 Odda 炼厂于 3 月落成, 锌产能由 20 万吨增至 35 万吨, 符合此前预期。

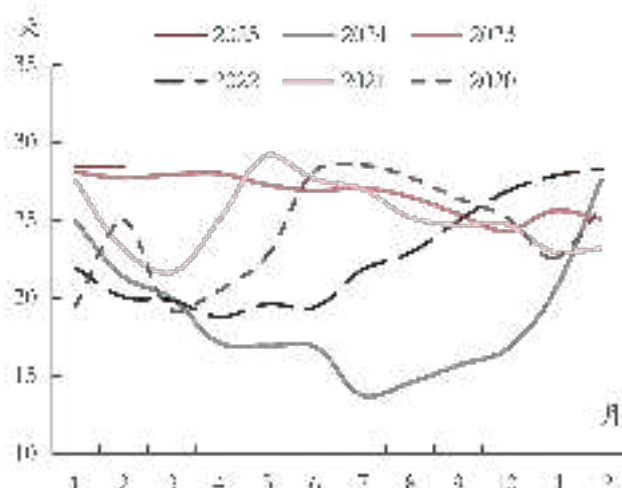
后续海外炼厂产能利用率或将受低 Benchmark 的压制, 警惕预期差带来的冲击。目前来看, 参与 BM 谈判的矿冶双方分歧较大, 市场普遍预期结果会在 100 美元/干吨以下, 该水平将明显低于海外炼厂的平均生产成本, 利润承压下海外炼厂存有减产预期, 尤其是运行成本较高的日韩炼厂。另一方面, 原料供应修复预期下, 也需注意当前偏悲观的 BM 有概率会出现预期差, 多空谨慎蓄力后有概率会形成脉冲式行情。对于减产预期而言, 在 BM 谈判结果之前, 海外炼厂依然有可能进行更多减产来限制矿端的报价, 或会对内外锌价均形成利多; 另一种情况是, 在 BM 谈判落地后, 海外炼厂因实际亏损而进行减产, 这种情况下将有更多海外矿流入国内。由于成本差异和贸易流走向等关系, 今年大概率可以看到海外炼厂产能利用率的下行, 以及国内冶炼产能利用率的上行, 或不利于比价的进一步打开。

图表 14: 4Q24 和 2024 年样本海外炼厂生产情况统计

单位: 千吨	4Q23	3Q24	4Q24	环比变化	同比变化	2023	2024	累计同比
Glencore	278	297	274	-23.3	-1.5%	1014.9	1143.5	12.7%
Teck	70	66	62	-3.4	-11.2%	266.6	256.0	-4.0%
Boliden	105	113	113	-0.6	6.9%	458.1	453.7	-1.0%
Peñoles	67	60	59	-0.3	-11.0%	251.8	241.2	-4.2%
NEXA	135	143	144	0.9	6.2%	556.0	556.8	0.2%
Mitsui Mining	53	56	63	7.0	18.9%	211.0	222.0	5.2%

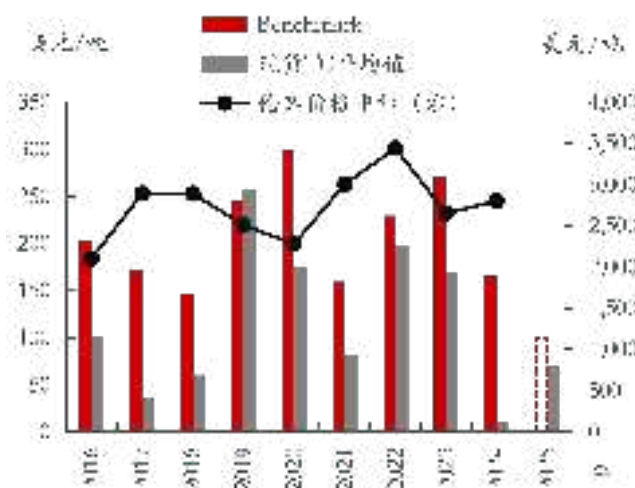
资料来源: 各公司公告, 东证衍生品研究院

图表 15: 2 月国内炼厂原料库存维持偏高水平



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 16: 海外炼厂产能利用率或受 Benchmark 压制



资料来源: Mysteel, 公开资料整理, 东证衍生品研究院

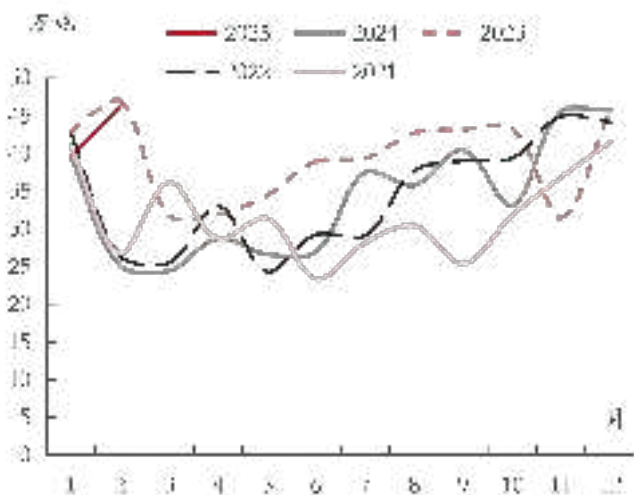
进口方面, 国内 1~2 月锌精矿和精炼锌进口均超市场预期。锌精矿方面, 1~2 月进口量累计为 85.8 万吨, 同比增长 32.6%, 主要进口地区依然是秘鲁和澳大利亚; 其中, 2 月单月进口量在 46.1 万吨, 同比历年平均水平有近 20 万吨的增量, 对国内原料形成明显补充。3 月 TC 继续上行, 港口矿库存维持震荡, 预计 3 月进口量依然会维持在较高水平。往后看, 由于锌精矿进口窗口自从今年 1 月起逐渐关闭, 且炼厂签订二季度长单量环比下降, 预计 2Q25 锌精矿进口量将环比有所下降。

精炼锌方面, 1~2 月进口量累计为 7.3 万吨, 同比增长 45.9%, 两月进口量均处于季节性高位, 一方面是保税区货物流出增多, 另一方面是 1 月进口窗口短暂打开。分地区来看, 进口仍主要集中在哈萨克斯坦和澳大利亚等传统进口地区, 伊朗和印度等地区进口量环比小幅上升。



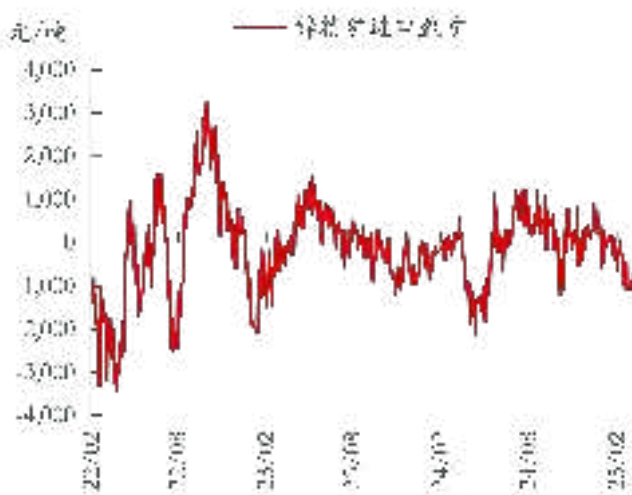
往后看，目前国内锌矿库存较为充裕，上半年进口窗口的打开预期并不强，更可能发生的时点是在国内原料消耗一段时间后的三季度，届时市场或再次将目光转向矿端进口。由于海外矿端释放供应增量的预期较强，今年锌元素或以矿的形式流入居多，进口窗口的打开阈值或较难超过矿端。

图表 17：锌精矿月度进口量



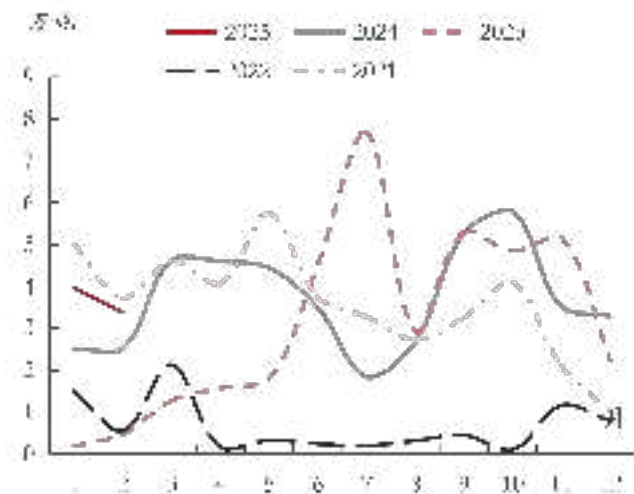
资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 18：锌精矿进口盈亏



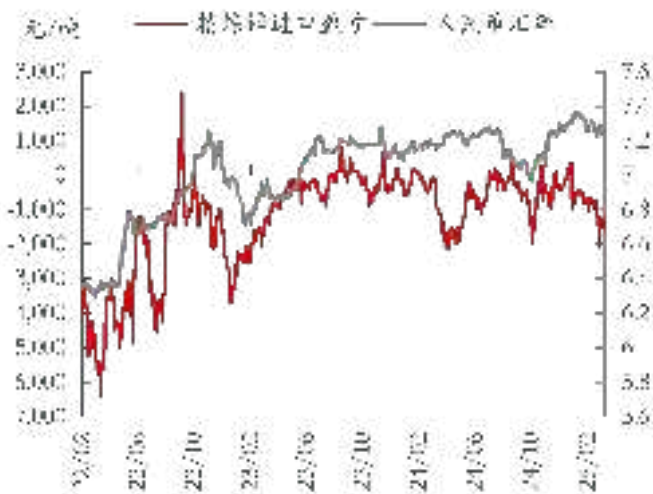
资料来源：SMM，海关总署，东证衍生品研究院

图表 19：精炼锌月度进口量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 20：精炼锌进口盈亏



资料来源：SMM，海关总署，东证衍生品研究院

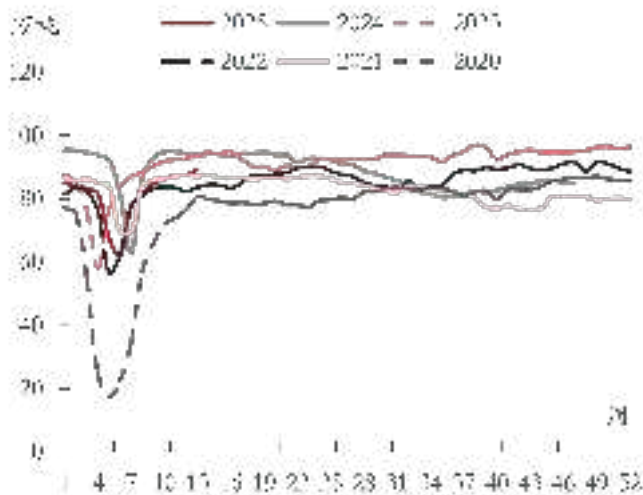
### 3、需求端

一季度锌下游需求表现中性偏弱，年后终端修复速度偏慢，资金落地中性，**二季度锌需求难有超预期表现**。易发生预期差的点在于，一是下游原料和成品偏低，且企业对接货多持观望态度，若后续需求阶段性走强，下游有较小概率会再次被迫刚需接货；二是目前国内现实需求表现中性偏弱，后续或存在一定政策托举预期。

#### 3.1、初端需求修复偏慢，下游存有补库空间

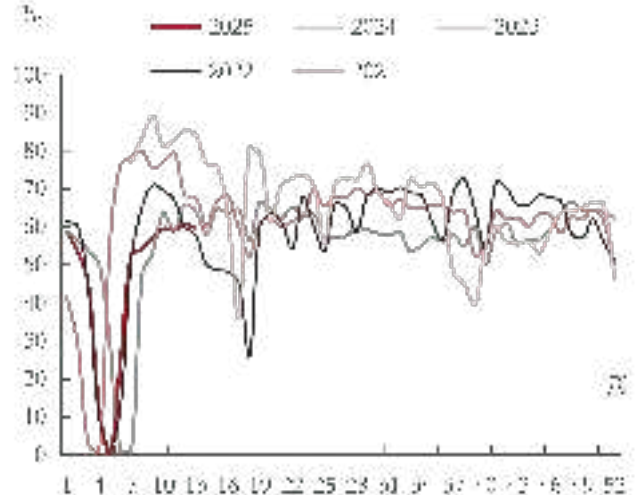
年后锌初端下游复产速度中性偏慢，部分大厂复产时间早，但整体提产速度较慢，复产过程中还受到气温偏低和北方地区环保限产等影响。年后仅氧化锌的开工率修复至历史中性水平，镀锌和锌合金开工率低于往年同期，主要仍是年后终端需求修复较慢，厂商订单不足。分领域来看，一季度镀锌板产量中性偏弱，管棒出货平稳运行，但直至三月下旬订单都无明显改善，结构件尤其是异型件和小型件的出口较好，终端方面，铁塔订单表现强劲，光伏订单稍弱于预期，锌合金下游，箱包拉链等小五金订单表现相对较好，橡胶级氧化锌受汽车订单托举表现较好，但3月后面临渠道库存较高问题，其余领域表现中性偏弱；因后市需求有回升预期，大厂后续排产意愿较好，中小厂更多随行就市。

图表 21：钢联镀锌板卷周度产量



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 22：镀锌企业周度开工率



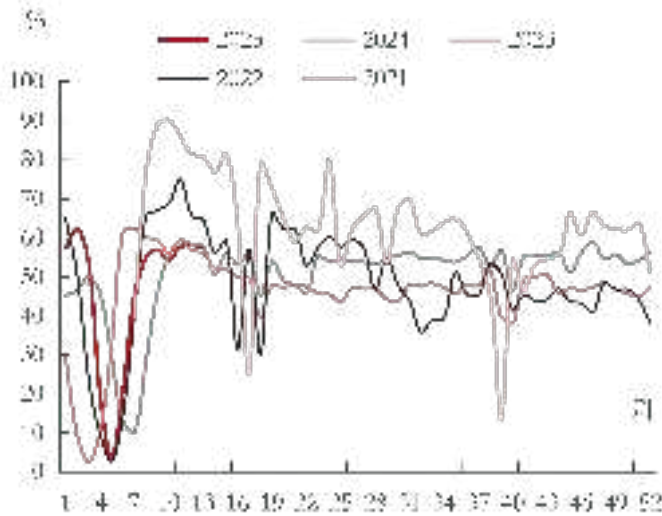
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

原料库存方面，去年以来下游原料库存一直维持在较低水平，原因一方面是下游对后市订单预期较弱，二是去年高锌价抑制补库意愿。近期来看，锌价下跌后下游仍具备一定补库弹性，一季度下游的点价区间集中在2.34~2.36万，同时两次集中补库均带动了社库的阶段性去化。由于原料补库仍以后市订单预期主导，原料补库弹性的持续性有待商榷。此外，由于今年社库基数较低，边际上的波动更依托于下游原料补库的变化。



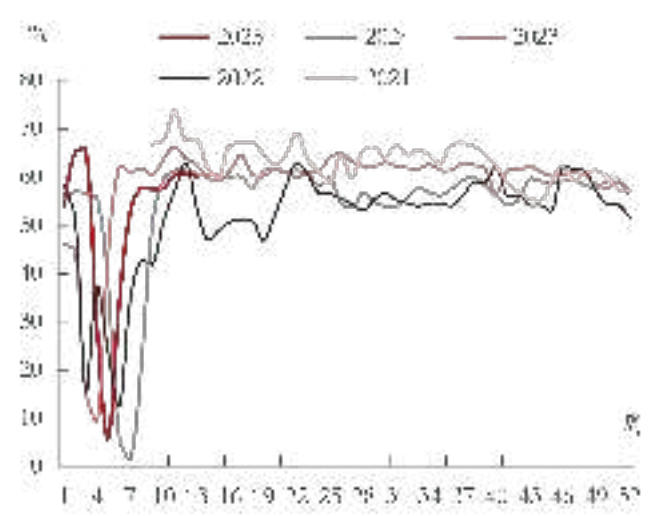
成品库存方面，年初终端需求减弱叠加假期备货，下游成品出现一轮成品累库过程，年后因开工率偏低，三大初端成品库存维持在偏低水平，尤其是镀锌侧成品库存明显低于历年季节性水平，仍较为接近去年年底低点。由于 2Q25 锌需求有望迎来小旺季，下游存在显性补库需求，基于社库的低基数，今年下游补库对锌价形成支撑或有所放大。

图表 23：压铸锌合金企业周度开工率



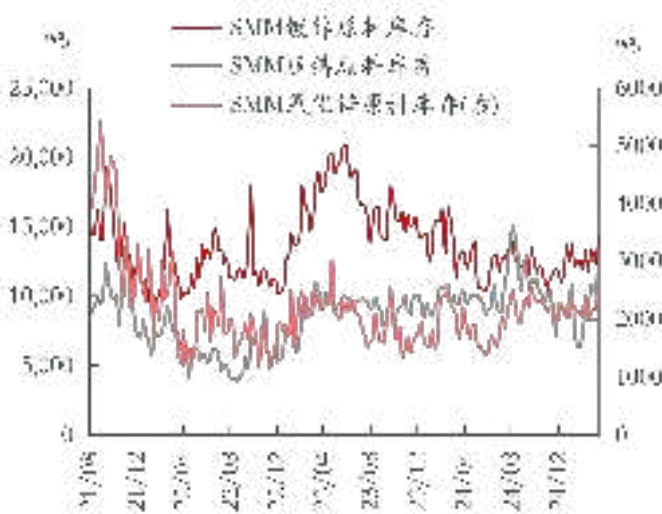
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 24：氧化锌企业周度开工率



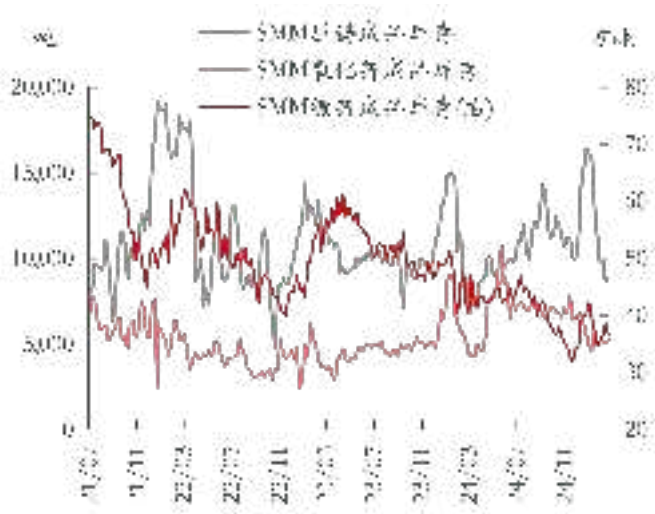
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 25：初端下游原料库存情况



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 26：初端下游成品库存情况



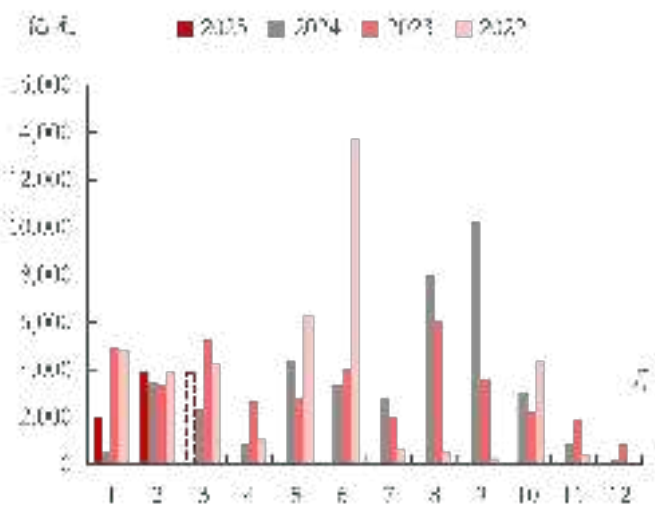
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

### 3.2、二季度传统需求环比回升，但力度有待观察

一季度国内基建侧托底不强，年后三大广义基建领域实物工作量恢复速度中性偏弱，生成的实物工作量多来自去年年底待完工项目。年后资金到位率弱于去年同期，但地方债发行平稳且偿债资金占比下降，后续或能推动更多项目落地。

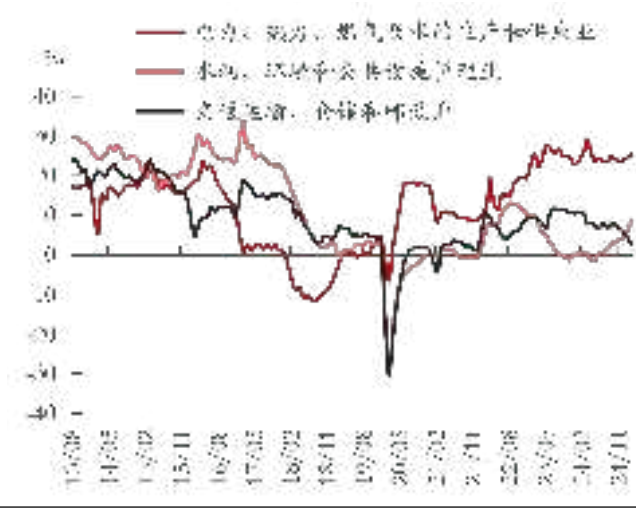
资金端来看，1月和2月新增专项债分别发行2048亿元和3920亿元，实际发行量分别超过计划额度约1370亿元和725亿元，发行节奏较为平稳，2月还发行630.7亿元特殊新增专项债。值得注意的是，在增量2万亿用于支持地方置换隐性债务，以及每年8000亿元专门化债资金的补充下，前两月可用于置换存量隐性债务的再融资专项债发行大超预期，截至3月底，全年使用比例已超过2/3，十余省市地区已经用完2025年的置换额度，侧面印证地方政府正在加紧改善财政难题，但同时后续偿债资金对专项债资金的挤占效应或将弱于去年。发行计划来看，目前4~6月新增专项债发行计划平稳分布，虽无亮点，但资金落地效率同比去年或将有所提升。然而，3月前三周的新增专项债发行速度有所放缓，或一定程度上拖累后续实物工作量回升的时点和速度预期。

图表 27：近四年新增地方专项债实际发行规模（月度）



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 28：基建及三大分项累计同比增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

从实际运行情况来看，**宏观角度**，1~2月全国三大广义基建投资累计同比增速为9.95%，增速同比去年同期增加0.99个百分点，累计环比增加0.75个百分点，资金投放力度加大。分板块来看，投资增速的主要增量来自水利和电力侧，交运侧表现较弱。**中观角度**，4Q24重点企业基建类的新签合同项目金额总计为3.77万亿元，同比大幅增长13.6%，增速环比由负转正，2024年全年新签合同项目金额未9.28万亿元，累计同比增长4.9%。对应实物工作量来看，我们认为去年新签的基建合同多在当季落地，即递延至1Q25的项目数量依然较少。**微观调研角度**，今年不少厂商的现金流依然存在汇款困难问题，大部分下游镀锌厂商对二季度订单有一定改善预期。分领域来看，由于国网设备集中性招标等增量逐渐显现，厂商预期铁塔、特高压等订单后期有望起量，4月和6月国网将进行特

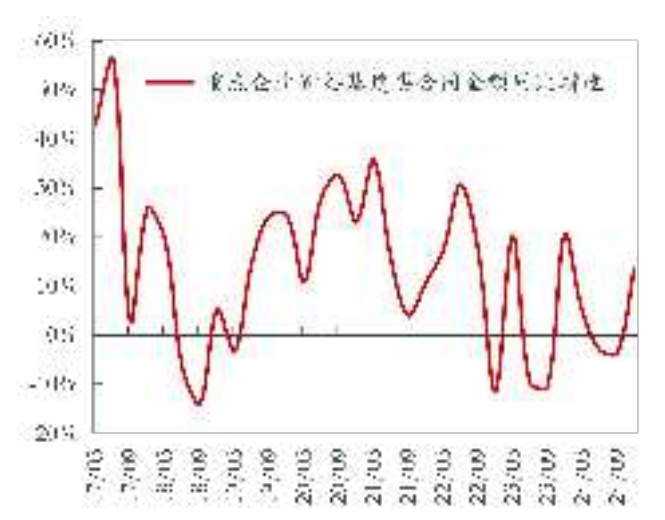
高压招标，电力侧需求有望继续得到提振；交运和水利项目则需要继续观察，一方面是由于项目释放的速度较慢，目前在建的项目数量依然较少；另一方面，在去年8月印发《市政基础设施资产管理办法（试行）》后，基建项目对成本效益考核存有一定硬性要求，资金面虽然有宽松预期，但效益好的项目依然较少，需持续观察资金能否如期落地至项目。

图表 29：2Q25 新增专项债计划发行统计（截至 3.30）

单位：亿元	4 月	5 月	6 月
浙江	330	600	600
山东	317	300	318
广西	410	0	358
安徽	0	300	283
福建	556	0	0
江西	100	200	200
重庆	80	80	200
四川	0	350	0
甘肃	20	100	100
合计	2157	2330	2414
4Q 合计	6901		

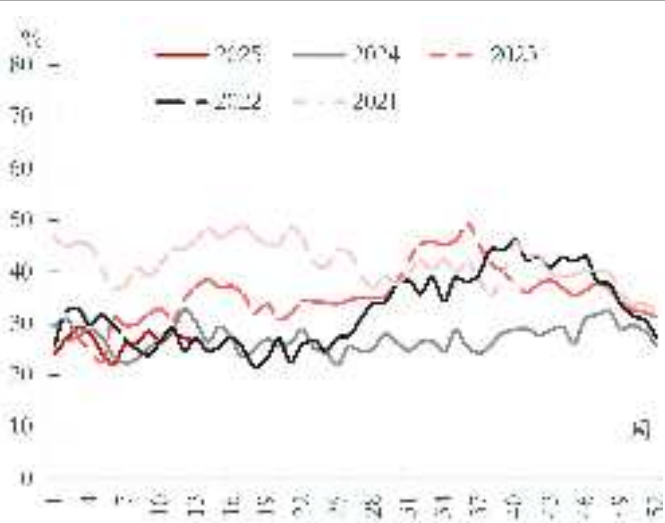
资料来源：中国债券信息网，东证衍生品研究院

图表 30：重点企业基建类新签合同额同比增速



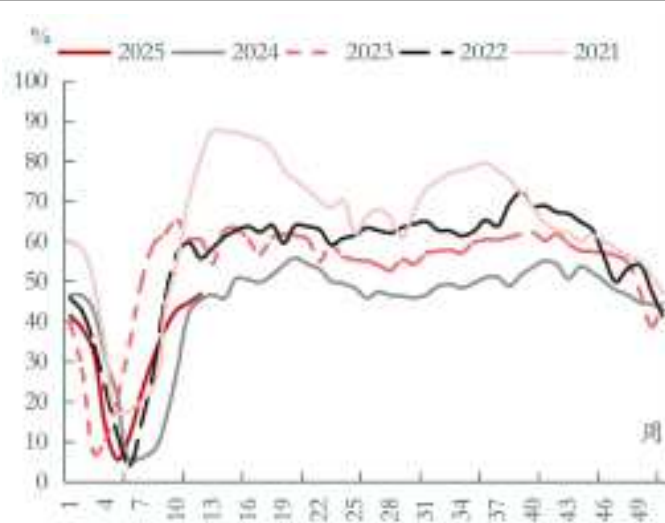
资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院（样本包括中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国中冶、中国交建、中国电建）

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：水泥出货率

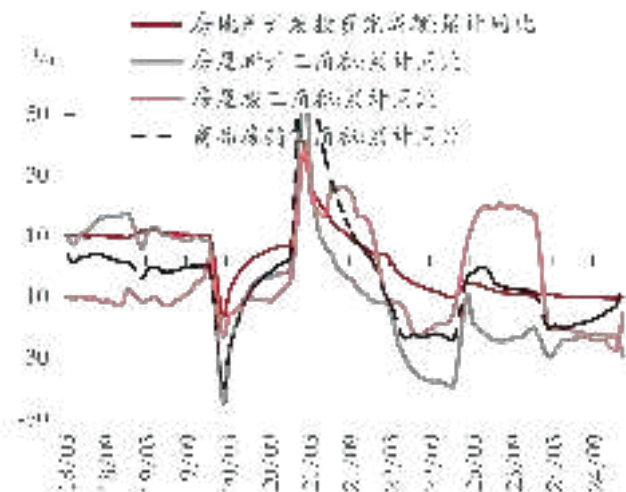


资料来源：数字水泥，东证衍生品研究院

**实物工作量维度**，年后实物工作量修复速度偏慢，北方地区直到3月下旬才出现相对显性的修复，主要是新增订单数量确实较少，此外也受到寒冷天气和环保限产等因素的影响。往后看，由于国网集中招标托底，电力侧项目或最先出现明显提振，时点或主要在3月底至4月上旬；水利和交运方面，1~2月新增专项债发行体量中性，但3月发行速度偏慢，考虑到资金落地速度和效率同比去年或有所改善，预计水利和交运侧实物工作量相对显性回升的节点或递延至5月前后。**综上，二季度基建需求同比去年有望小幅回升，但掣肘于资金发行中性，需求难有超预期表现，实物工作量或形成阶段性托底，前期主要依托于电力侧，中后期仍需观察水利和交运的实际项目增量。**

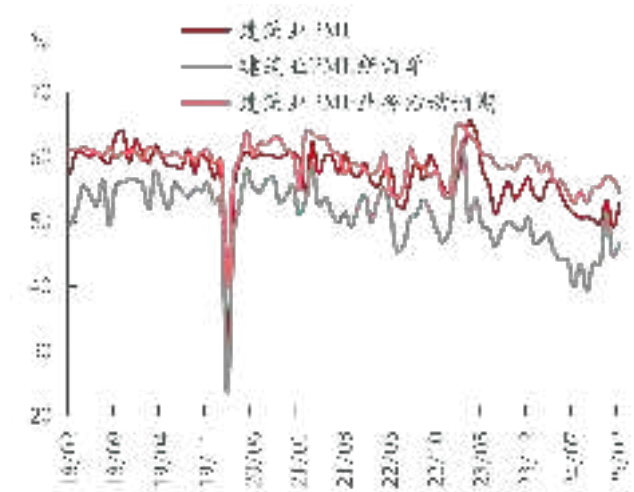
地产将在较长时间内处于库存出清周期中,1~2月新开工和竣工面积数据出现明显分化,新开工面积累计同比下降29.6%，降幅较24年全年扩大6.6个百分点，其中住宅新开工面积同比降低28.9%，表现依然难言健康；房屋竣工面积同比降低15.6%，降幅收窄12.1个百分点，其中住宅竣工面积同比减少17.7%，从新开工传导周期推算，2025年竣工面积或依然承压。而从销售和成交来看，市场成交数量出现修复，但价格仍较难回升。节奏上，2月建筑业新订单PMI有所反弹，二季度建筑需求环比或有边际回升，但改善力度依然将比较有限。

图表 31：房地产分板块累计同比



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 32：建筑业 PMI 及部分分项



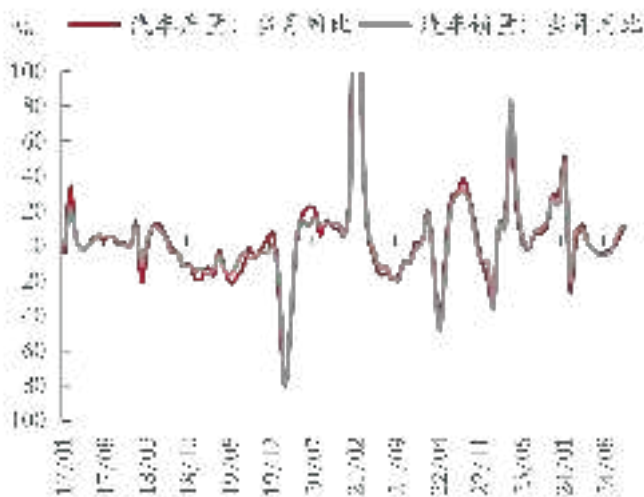
资料来源：Wind，东证衍生品研究院



### 3.3、耐消支撑尚存，中期仍有压力

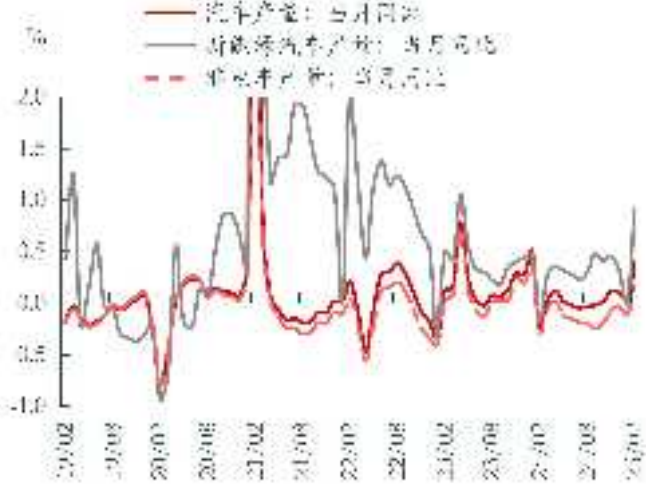
年初以来耐用消费品领域需求表现较好。汽车方面，年初8部门扩大汽车以旧换新支持范围，进一步刺激汽车替换需求。根据中汽协，今年1~2月乘用车累计产量393.6万台（YoY+17.3%），累计销量394.8万台（YoY+14.5%）。得益于补贴政策，2月汽车产销率转正，其中2月新能源汽车产量同比大增。根据乘联会，3月乘用车销售表现走强，截至3月第三周，今年累计零售和批发销售数量同比分别增长5%和13%，需求端正在积极跟进，但市场的乐观预期较去年有所减弱，需持续观察消费端跟进的持续性，目前我们仍维持年报中对汽车领域需求的中性预期。

图表 33：乘用车产销同比增速



资料来源：中汽协，东证衍生品研究院

图表 34：新能源汽车产量同比明显增加



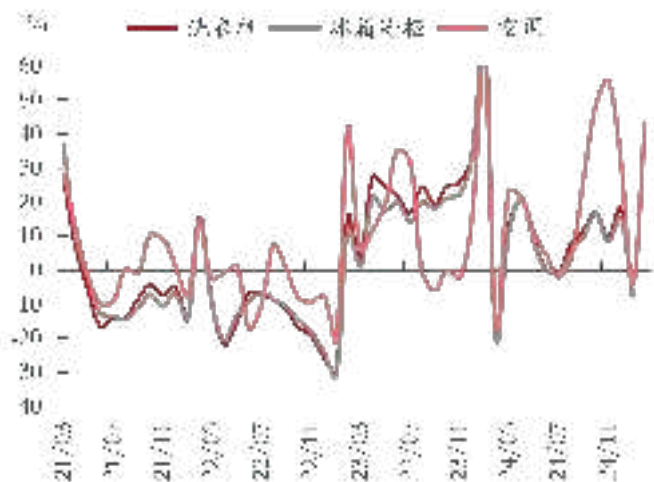
资料来源：中汽协，东证衍生品研究院

家电方面，根据产业在线，1月洗衣机、冰箱冷柜和空调实际产量同比均出现小幅下降，但绝对技术和去年的高点相距不远，主要是在促销费大背景下，厂商较看好后市需求，与去年有类似的前置排产意愿。产业链库存角度，洗衣机和空调厂库维持平稳运行，空调渠道库存依然较高，1月洗衣机和冰箱库存出现边际去化。

往后看，在促消费政策后续加码预期下，二季度三大白排产表现仍较为强劲，家电外销因关税和抢出口等因素影响排产逐渐走弱，其中，空调因后续旺季等因素排产预期依然较好，洗衣机和冰箱仍在等待内需发力。分品类来看，空调产量表现突出，2月产量同比增长42.9%，同时去年的高基数上，4~6月空调排产高增，二季度或仍能贡献主要增量；年初空调产销率为负，需求尚未被完全激发，但在“以旧换新”等政策逐渐显效、气温转暖、二季度旺季消费增长预期下，厂商的排产意愿依然不错。1~2月冰箱和洗衣机实际产量增速相近，4、5月排产同比增速逐月上升，然去年年底冲量提前透支部分需求，后续需要等待渠道库存消耗；此外，补贴政策推出时间已半年有余，拉动效应逐渐减弱，叠加原材料价格上涨，冰箱和洗衣机厂商多在观望需求端成色。目前看来，二季

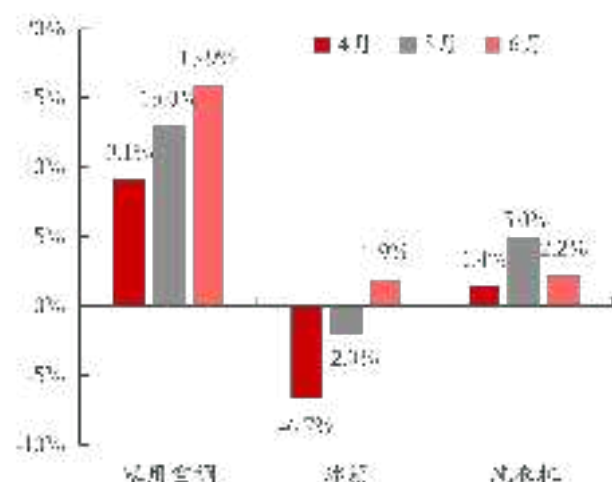
度家电侧需求能给予基数支撑，但后续仍需等待内需跟进。

图表 35：各类家电产量同比增速



资料来源：产业在线，东证衍生品研究院

图表 36：4~6 月家电总排产当月预计同比增速

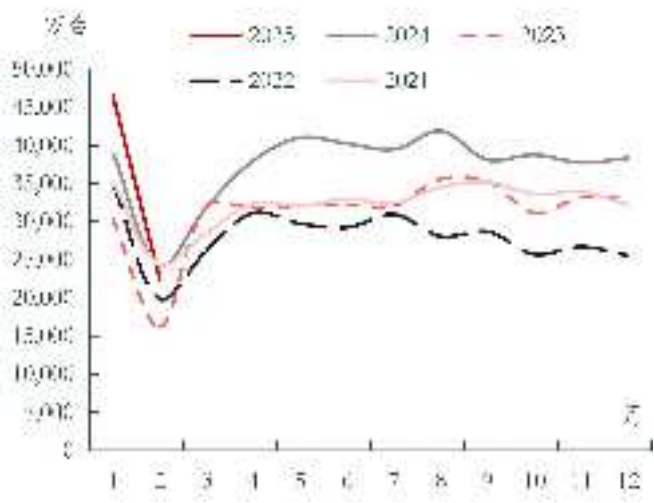


资料来源：产业在线，东证衍生品研究院

### 3.4、初端出口的承压有超预期可能

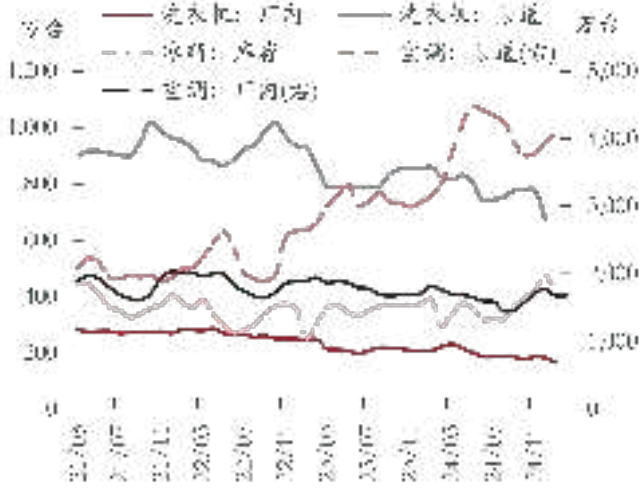
耐用消费品出口方面，由于关税预期落地渐进，去年四季度以来耐消出口实现可观增长。家电方面，根据海关总署，1~2 月家电累计出口 6.9 亿台（YoY+9.1%）；汽车方面，根据中汽协，1~2 月汽车累计出口 91.1 万辆（YoY+11.1%），值得注意的是，4Q24 汽车零部件出口同比增速（YoY+11.9%）明显高于汽车整车出口（YoY+4.6%）。

图表 37：家电季节性出口数量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 38：家电产业链成品库存情况



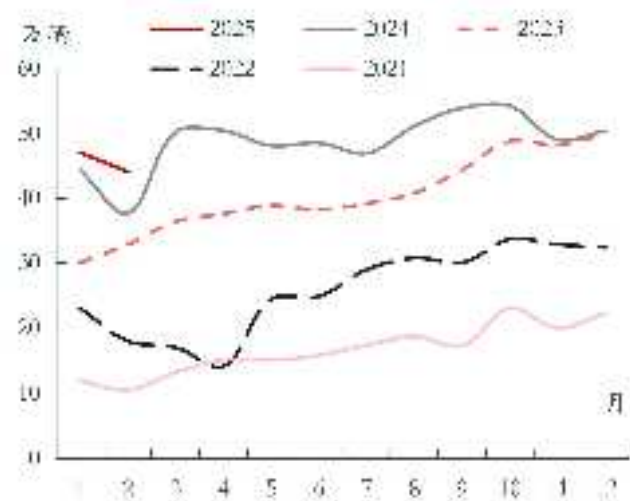
资料来源：产业在线，东证衍生品研究院



汽车方面，由于整车直接出口至美国数量相对较低，整车出口短期内受影响不大，但特朗普已经对所有非美制造汽车加征 25% 的关税，或影响从墨西哥等地实现的转运出口。另一方面，值得关注的是二季度汽车零部件出口情况。2024 年我国汽车零部件出口 1056 亿美元，其中出口美国 276 亿元，占比为 26.1%，美国仍为我国汽车零部件出口第一目的国，虽然零部件出口近年来也有类似整车向东南亚和墨西哥地区转移的趋势，但抢出口暂时告一段落，后续需关注关税对零部件出口的影响。

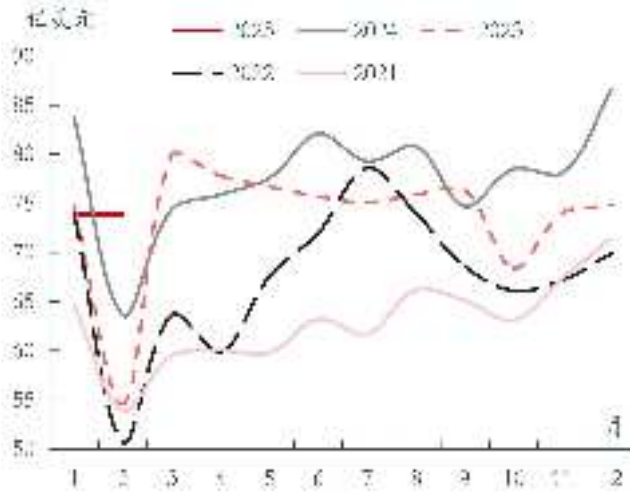
家电方面，由于美国仍为我国家电核心出口市场，各品类家电的出口后续都难免会受到影响。分品类来看，空调出口订单集中前置，二季度出口订单或边际下滑，但易被内需增长抵消；冰箱和洗衣机出口而言，除了关税的不确定性外，欧洲和俄罗斯等主要出口地区的库存已经历一轮出口补库，虽然拉美能够提供一定增量，但去年基数本就偏高，后续出口或面临相对更大的压力。

图表 39：汽车整车季节性出口数量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 40：汽车零部件季节性出口数量



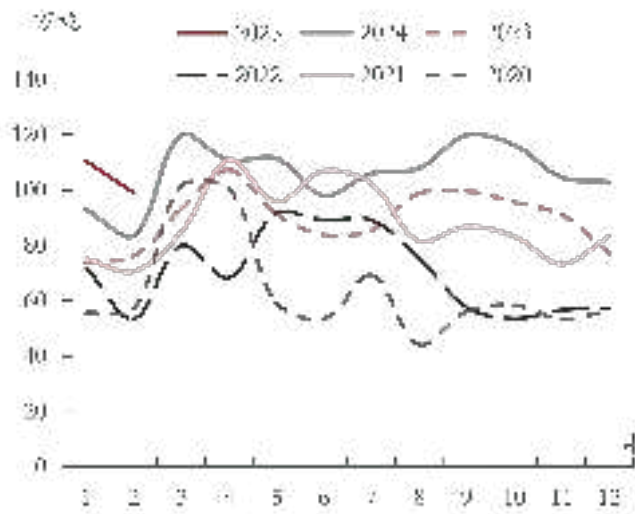
资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

初端加工品出口方面，1~2 月镀锌板卷、涂镀板卷和锌合金累计出口量同比分别增长 18.9%、33.7% 和 37.9%，均实现较大幅度增长。以镀锌板为例，目前东南亚地区需求仍表现较强，且年初至今因黑色系价格下跌，比价上我国镀锌板出口仍具备一定优势。

往后看，我国锌初端产品的直接发往美国的占比较小，因而对直接出口影响不大，但若对等关税落地，则可能会对部分中间转运地区的出口造成冲击，对锌来说，其中以东南亚地区为甚。根据海关总署，我国出口至越南的钢材总量为 1263.1 万吨，占我国钢材出口总量的 11.4%，同时我国也是越南钢材进口的最主要国家。而美国则是越南钢材的主要出口地，2024 年越南发往美国的钢材数量同比增长超 50%。

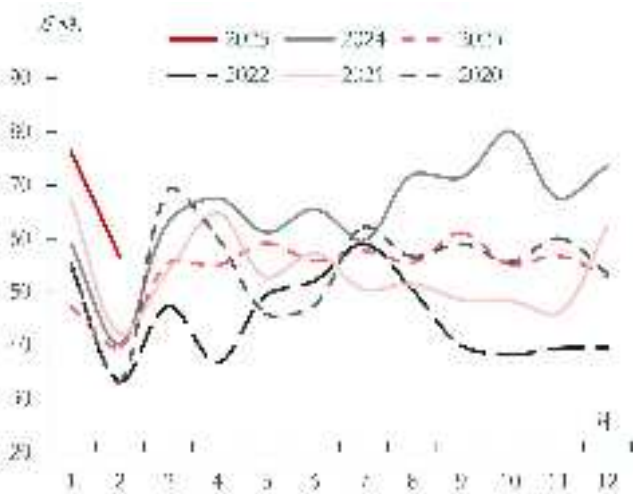
近年来海外反倾销举措频出，3月7日越南对我国热卷的反倾销措施正式启动，恐会影响初端加工品的后续出口。本轮反倾销调查从2024年7月29日启动，原预计在今年6月落地，但实际落地速度超预期，从启动调查到正式落地耗时仅8个月，最终临时反倾销税率为19.38%~27.83%。考虑到1月和2月存在一定抢出口效应，3月乃至二季度的出口需求或有所下降。再往后看，去年6月越南还对我国镀层板卷启动了反倾销调查，实际落地或在二季度末；去年9月巴西也对我国镀锌板卷和彩涂板启动反倾销调查，预计实际落地时点在三季度末，后续初端下游出口将逐渐承压。

图表 41：镀锌板卷月度出口量



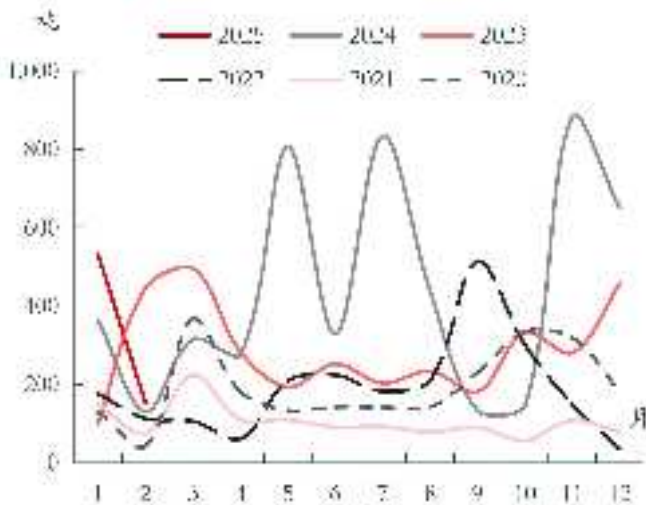
资料来源：海关总署，东证衍生品研究

图表 42：涂镀板卷月度出口量



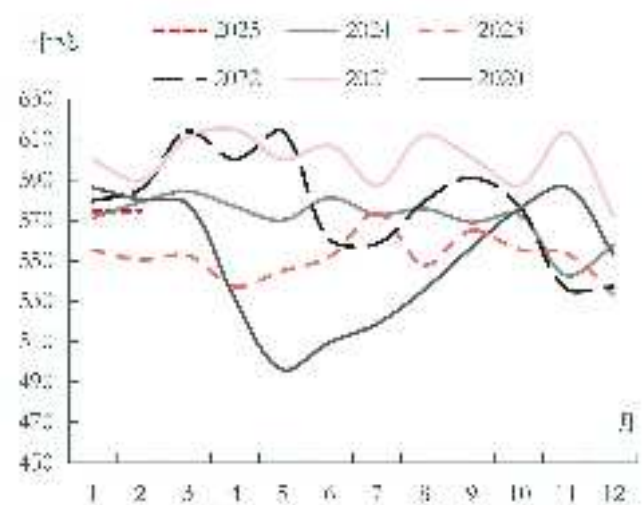
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 43：未锻轧锌合金（79012000）月度出口量



资料来源：同花顺 iFinD，东证衍生品研究院

图表 44：海外精炼锌月度消费量

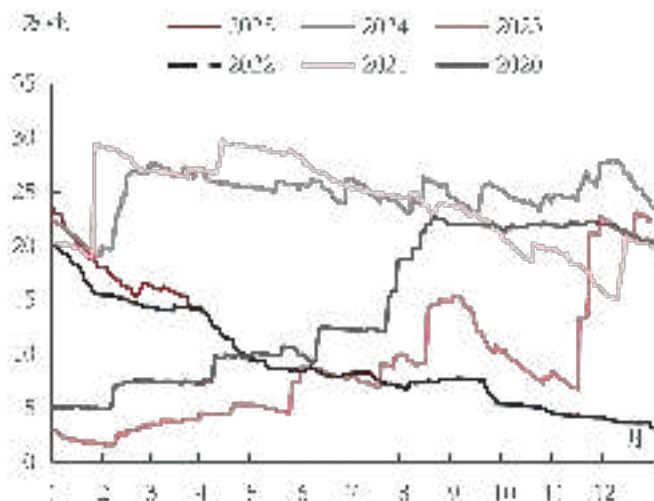


资料来源：同花顺 iFinD，东证衍生品研究院

#### 4、库存端：低库存对锌价的托底或随时间走弱

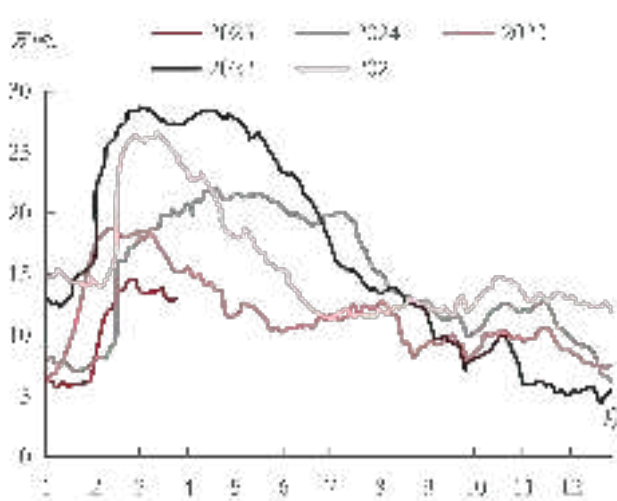
年初以来，LME 库存持续去化近 10 万吨，部分海外锌锭受关税预期影响被拉往美国，3 月初少量交仓后，LME 库存才开始企稳。在此过程中，LME 出现两次大幅注销仓单，过程则伴随着资金集中度的降低。国内方面，年初以来保税区库存持续增长，主要是去年年底进口窗口打开，叠加锁价长单持续流入，但一季度精炼锌进口窗口持续关闭，二季度保税区库存流入或放缓。

图表 45: LME 锌库存



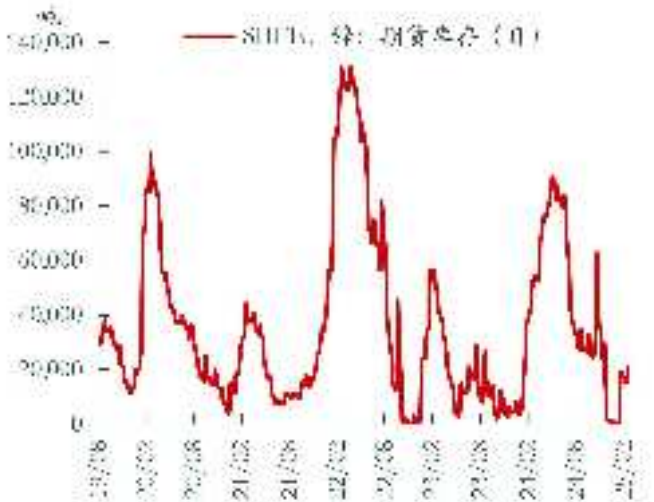
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 46: 国内七地锌锭库存



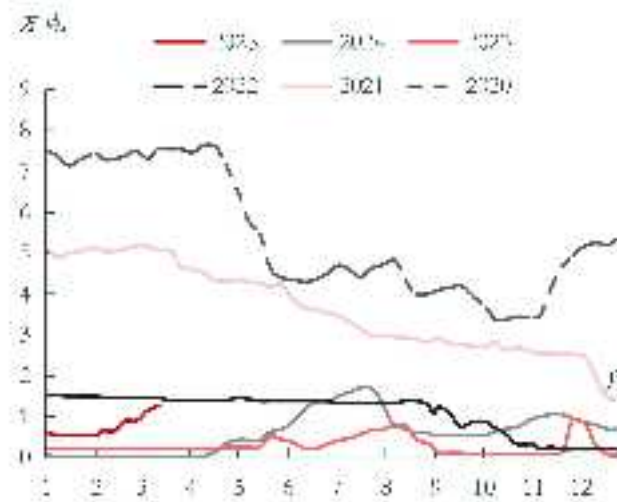
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 47: SHFE 锌仓单库存



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 48: 保税区季节性锌库存



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

社库方面，国内社库春节累库创五年史低，节后库存如期开始去化，低库存对锌价形成明显支撑。由于3月锌锭供应释放预期较强，而需求表现偏弱，库存的现实去化有概率受到一些非基本面因素的影响。观察边际变化可发现，节后社库的波动主要来自两方面，一是下游因跌价而进行的两次原料补库均导致社库短期出现去化，二是在途、港口等隐性库存的影响有所放大。往后看，由于基数依然较低，社库将继续受到下游补库和到货等影响，供需双强预期下，短期低库存或难以得到明确解决，此外SHFE仓单低位去化，虽然结构性风险发生概率较低，但后续需求转强后，现货或维持结构性/区域性升水，二季度前中期低库存将继续对锌价形成托底，同时在一定程度上限制空头力量介入。

## 5、主线梳理和交易逻辑

### • 二季度基本面展望总结：

**供应端释放预期较强。**内外矿端均有望在二季度释放产量，或彻底扭转去年以来的矿紧逻辑。国内冶炼厂在利润和原料矛盾暂缓下，目前存在较强的复产动能，叠加新增产能投放爬产，二季度锌锭供应释放预期较强；海外冶炼厂产能利用率可能会受BM压制，但实际减产仍需等待，若出现则会令更多的锌矿转而流入国内。总体而言，按目前高企的原料库存和后续海外矿修复预期未出现较大变动下，国内二季度再次发生矿紧的可能性不高，但原料存有一定消耗预期。进口方面，二季度锌元素进口或有所下降，且按现有原料库存来看，进口窗口的打开预期并不强；基于海外矿修复和国内原料消耗预期，即便打开，时点也更可能出现在二季度后期。

**需求侧难有超预期表现。**主要增量来自基建的实物工作量回升，建筑延续拖累，耐用消费品短期贡献托底但中期或有走弱，随着关税和反倾销逐渐落地，出口的拖累或将逐渐显性化。值得期待的点在于前中期电力侧的托底，以及资金落地效率提升后后续水利和交运项目的同比增加，但仍需观察资金转化效率。此外，值得警惕或是容易出现预期差的点在于，①产业链下游库存整体偏低，若需求出现超预期修复，下游或再次被迫刚需接货；②抢出口告一段落加上关税和反倾销逐渐落地，出口需求面临的压力或超预期；③目前现实需求相对较弱，后续国家可能会出台更多托底需求的政策。

**低库存的托底力度或随时间逐渐减弱。**低库存下，下游弹性的原料接货和在途到港等因素的影响放大，二季度前中期库存仍难以出现明显回升，关注中后期需求减弱，供应释放力度加大下，库存的逆季节性回升可能。



#### • 交易思路梳理：

今年上半年沪锌以矿松为主线逻辑，但在看到矿端明确趋松之前，以内资为代表的空头力量显得相当谨慎；反观一季度宏观面转好托底有色，铜价强势上涨提振有色情绪，基本面上，国内锌低库存和低产量的问题未在数据层面得到显著解决，事件面上BM悬而未决，矿冶博弈预期仍存，以外资为代表的多头资金出现增仓做多。

往后看，二季度海外宏观波动跟随美国政策的不确定性而放大，后续利率路径仍有博弈空间，但3月议息会议后，联储的态度更倾向于谨慎宽松。国内宏观或存在一定预期差，即目前现实需求较弱，但后续政策仍有较强托底预期。对价格而言，**环比来看，二季度宏观定价权重或有所降低，即对锌价的支撑或环比减弱。**

站在当前节点，由于冶炼端目前已具备复产动能，但综合生产利润还未修复至锭端大量释出的高度，同时历史上，锌锭产量释放也需要约一个季度左右的时间，年初空头诉说的做空冶炼利润逻辑受阻。**短期需求逐渐修复、低库存难以得到解决、BM悬而未决、海外冶炼扰动预期等因素需要陆续出清，空头逻辑的实现周期可能会比预期更长。**

价格走势来看，一季度沪锌价格走势符合我们在《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》一文中的预期，预期差在于TC提前出现大修复，且越南反倾销措施提前至3月落地。综合上述分析，**预计二季度前中期沪锌或以宽幅震荡走势为主，关键在于上述问题尤其是低库存何时能够得到解决。由于二季度中后期供应改善预期有望兑现，因此当下至二季度前期或是相对合适的高空时点，二季度中后期空头逻辑有望更顺利的兑现。**

风险方面，二季度海外宏观仍面临较大不确定性，国内需求成色的不确定性依然较大，隐性库存的影响依然有可能放大，潜在事件扰动包括BM带来的矿冶博弈、海外冶炼厂亏损减产预期，交易操作难度较高，建议寻找绝对价格上的合适点位，或分批次低仓位建立中线头寸。

## 6、投资建议

策略角度，单边角度，下方空间大于上方高度，锌依然是值得中期空配的品种，建议关注中期逢高试空机会，前期做好仓位管理，规避扰动风险，同时推荐添加期权增收/对成功。套利角度，跨期方面，以正套思路对待为宜；内外方面，进口窗口打开预期中性偏弱，建议观望为主。

图表 49：锌精矿年度供需平衡表

单位：万金属吨		2025F	2024F	2023	2022	2021	2020	2019	2018
中国	产量	378	370	377	371	375	340	392	416
	进口量	187	175	212	186	164	172	143	134
	需求量	562	551	569	524	542	572	560	535
	平衡	3	-6	20	33	-3	-60	-25	15
海外	产量	884	841	854	859	903	901	906	871
	需求量	693	683	679	694	735	682	697	710
	平衡	3	-17	-37	-21	4	47	66	27
全球	产量	1,262	1,211	1,230	1,229	1,278	1,241	1,297	1,287
	需求量	1,255	1,234	1,248	1,218	1,277	1,254	1,257	1,245
	平衡	7	-23	-18	11	1	-13	40	42
全球产量同比		4.2%	-1.6%	0.1%	-3.8%	3.0%	-4.4%	0.8%	-5.4%
中国产量同比		2.2%	-1.7%	1.6%	-1.1%	10.3%	-13.3%	-5.9%	-18.4%
海外产量同比		5.1%	-1.5%	-0.6%	-4.9%	0.2%	-0.5%	4.0%	2.8%
全球需求同比		1.7%	-1.1%	2.5%	-4.6%	1.8%	-0.2%	1.0%	-3.7%
中国需求同比		2.0%	-3.1%	8.6%	-3.3%	-5.2%	2.1%	4.7%	-9.1%
海外需求同比		1.5%	0.6%	-2.1%	-5.6%	7.8%	-2.2%	-1.8%	0.9%

资料来源：ILZSG，SMM，国家统计局，安泰科，东证衍生品研究院

图表 50：精炼锌年度供需平衡表

单位：万吨		2025F	2024F	2023	2022	2021	2020	2019	2018
中国	产量	637	619	660	626	650	632	622	567
	进口量	35	43	37	0	43	51	54	69
	需求量	666	662	692	652	685	675	663	645
	平衡	7	0	5	-26	8	8	13	-9
海外	产量	734	725	731	714	746	738	730	759
	需求量	696	684	673	709	704	659	709	727
	平衡	3	-2	21	5	-1	28	-34	-37
全球	产量	1,372	1,344	1,391	1,340	1,396	1,370	1,351	1,326
	需求量	1,362	1,346	1,365	1,361	1,389	1,334	1,372	1,372
	平衡	10	-2	26	-21	7	36	-21	-46
全球产量同比		2.0%	-3.3%	3.8%	-4.0%	1.9%	1.4%	1.9%	-3.3%
中国产量同比		2.9%	-6.1%	5.4%	-3.7%	2.8%	1.6%	9.7%	-8.0%
海外产量同比		1.3%	-0.8%	2.4%	-4.3%	1.1%	1.2%	-3.9%	0.6%
全球需求同比		1.2%	-1.4%	0.3%	-2.0%	4.1%	-2.8%	0.1%	-3.3%



中国需求同比	0.5%	-4.3%	6.1%	-4.8%	1.5%	1.8%	2.8%	-6.7%
海外需求同比	1.8%	1.6%	-5.1%	0.7%	6.8%	-7.0%	-2.4%	-0.1%

资料来源：ILZSG，SMM，国家统计局，安泰科，东证衍生品研究院

图表 51： 锌精矿月度供需平衡表



资料来源：ILZSG，SMM，国家统计局，安泰科，东证衍生品研究院

图表 52： 精炼锌月度供需平衡表



资料来源：ILZSG，SMM，国家统计局，安泰科，东证衍生品研究院

### 7、风险提示

海外宏观扰动，需求弱于预期，海外炼厂减产。

### 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)