



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

# 山雨欲来风满楼

## 锌半年报

2025/06/06



张世骄（联系人）

☎ 0755-23375122

✉ zhangsj3@wkqh.cn

👤 从业资格号：F03120988

吴坤金（有色金属组）

👤 从业资格号：F3036210

👤 交易咨询号：Z0015924

MINMETALS  
FUTURES

# 目录

CONTENTS



01 半年度评估

04 需求分析

02 宏观分析

05 供需库存

03 供给分析

06 高频数据

01

---

# 半年度评估

- ◆ 2025年上半年锌价持续下滑，自1月2日至5月30日，沪锌收跌12.31%至22120元/吨，总持仓减少5.99万手至22.67万手。伦锌3M合约收跌12.12%至2629.5元/吨，总持仓微降至21.37万手。综合来看，上半年的锌市行情大致可以分为4个阶段：
- ◆ 1月2日-2月5日期间，沪锌出现持续性单边下行，期间沪锌指数最大跌幅达7.89%。预期层面，锌矿增产预期叠加冬季锌冶炼厂备库需求共同推动锌精矿加工费抬升。现实层面，虽然上期所期货库存在24年交割后仅有1200吨，但自1月2日起，沪锌2501-2502合约月间价差自470元/吨的高点逐步回落，沪锌指数总持仓亦有明显回落。锌产业呈现预期弱，现实由强转弱的状况，锌价出现持续性单边下行。
- ◆ 2月6日-3月27日期间，沪锌呈现宽幅区间震荡。2024年底至2025年初部分锌冶炼厂因利润不足大幅减产，以致春节期间冶炼厂原料库存以及国内社会库存累库幅度远低于往年同期。春节后，下游企业逢低采买备库，买单支撑下锌价横移震荡。
- ◆ 3月28日-4月7日期间，沪锌出现持续性单边下行，期间沪锌指数最大跌幅达9.62%。锌精矿港口库存持续累库，锌元素过剩预期加剧。随后，特朗普政府于4月3日宣布施行“对等关税”，其征收范围及幅度大超预期，高关税背景下全球经济贸易风险加大，全球市场押注衰退，大宗商品均有较大跌幅。
- ◆ 4月8日-5月30日期间，沪锌呈现宽幅区间震荡。清明节锌价暴跌后，下游逢低备库较多，沪锌连续-连一价差单日自65元/吨暴涨至290元/吨。后续伴随金三银四小旺季下游企业的持续提库，叠加社会库存处于相对低位，沪锌连续-连一价差一路上行至465元/吨的高点。期间社会库存呈去库态势，基差及月间价差高位震荡，近端锌锭偏紧情形下，沪锌呈现宽幅区间震荡。

- ◆ 站在当前时点展望后市，宏观背景来看，2025年特朗普当选后全球宏观经济扰动增大，美元债务问题以及特朗普政府关税政策推高不确定性。高关税情形下，进口商品价格抬升，居民消费下滑，货币政策陷入“保增长”与“控通胀”两难境地，美国财政政策空间有限的背景下，美国存在一定衰退风险。
- ◆ 锌矿供应来看，2025年是锌矿供应拐点。25年年初预计全年锌矿增量约50万吨，当前时点查阅海外锌矿企业一季报发现，一季度全球主要锌矿出矿顺畅，Kipushi同比增4.27万金属吨，Antamina同比增2.66万金属吨，Tara同比增2.16万金属吨。海外锌矿的顺利出产在进口TC以及锌矿进口数据亦有较好的体现。预计下半年锌矿供应仍居相对高位，但仍需警惕美国Red Dog项目因关税政策带来的产量扰动以及其他突发事件对大型矿山的影响。
- ◆ 锌锭供应来看，TC的抬升以及副产品价格的强势共同推高锌冶炼厂利润，原料矿石相对宽松的情景下，预计下半年锌锭供应维持55-60万吨的相对高位。根据SMM预测，2025年6月国内精炼锌产量59.02万吨，7月精炼锌产量延续高位，环比同比均有一定增幅。
- ◆ 下游需求来看，锌锭的主要初端需求集中于镀锌钢材，终端需求集中于地产、基建等传统板块。当前地产、基建行业不景气的大背景下，黑链价格持续下行，国内镀锌钢厂利润长期维持相对低位，除镀锌铁塔等个别行业订单较好外，大部分需求终端增速相对有限。
- ◆ 综合来看，预计下半年锌市将继续维持供应过剩+需求疲软的基本格局。在特朗普关税政策下美国经济衰退风险升温，锌矿端的过剩或将从6月起逐步传导至锌锭端，供应过剩与需求低迷形成共振。2025年下半年沪锌指数或将出现大幅下行，若海外金融市场出现宏观风险，锌价或将跌至锌矿90%成本线附近。沪锌指数中期运行区间参考：20150-22750元/吨。

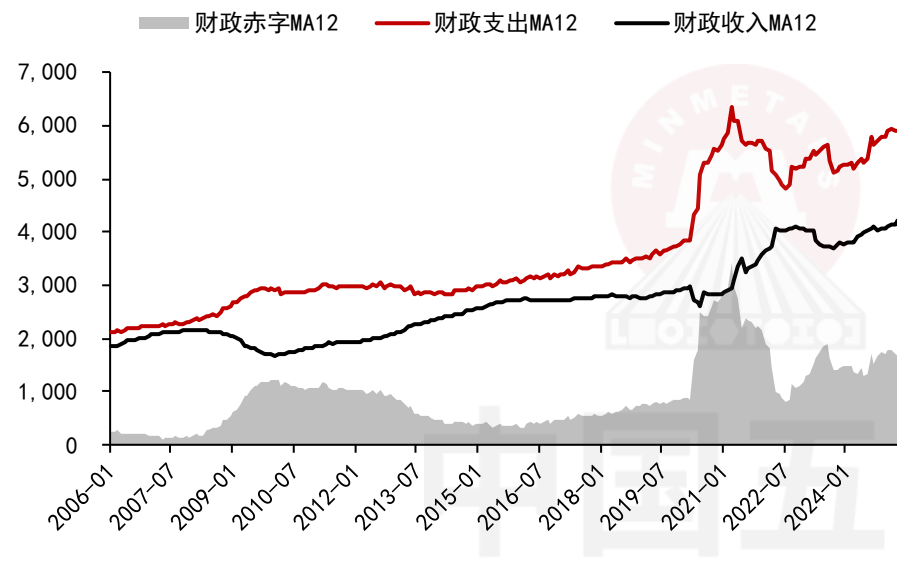


02

---

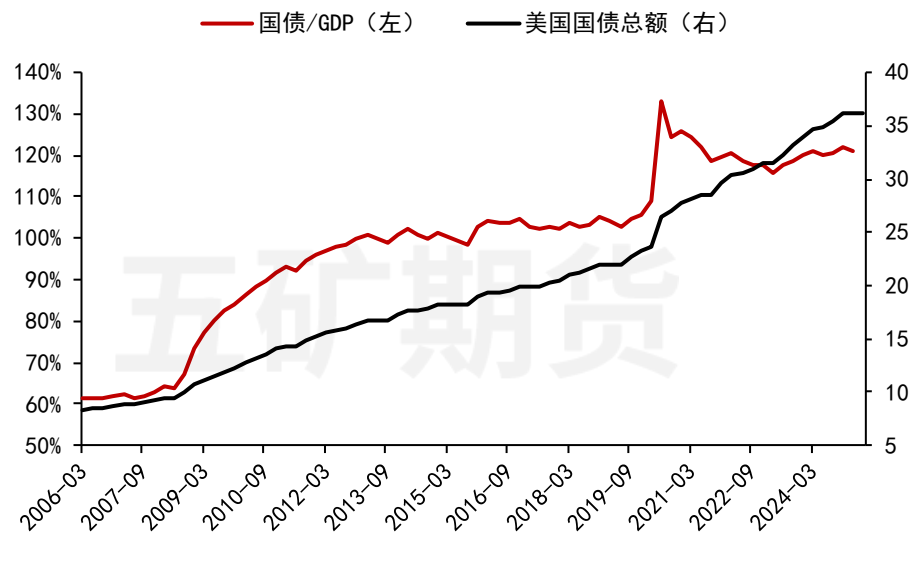
# 宏观分析

图1：美国当月财政收支及赤字MA12（亿美元）



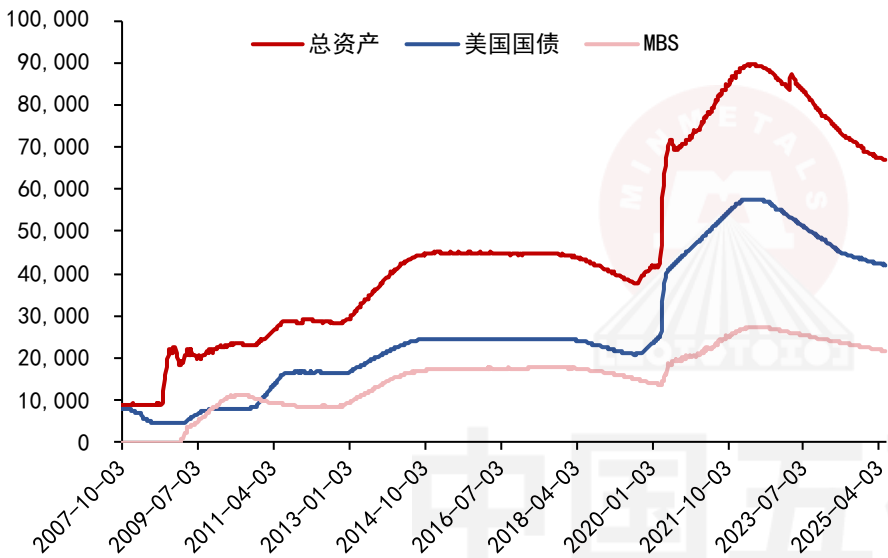
资料来源：Wind、五矿期货研究中心

图2：美国国债总额/美国GDP比值（%）及国债总额（万亿美元）



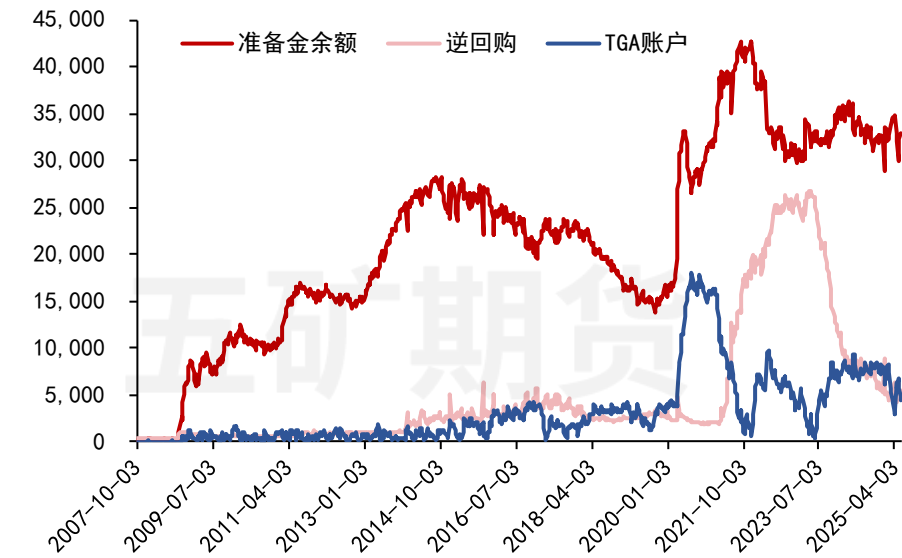
资料来源：Wind、五矿期货研究中心

图3：美联储资产负债表资产端主要结构（亿美元）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

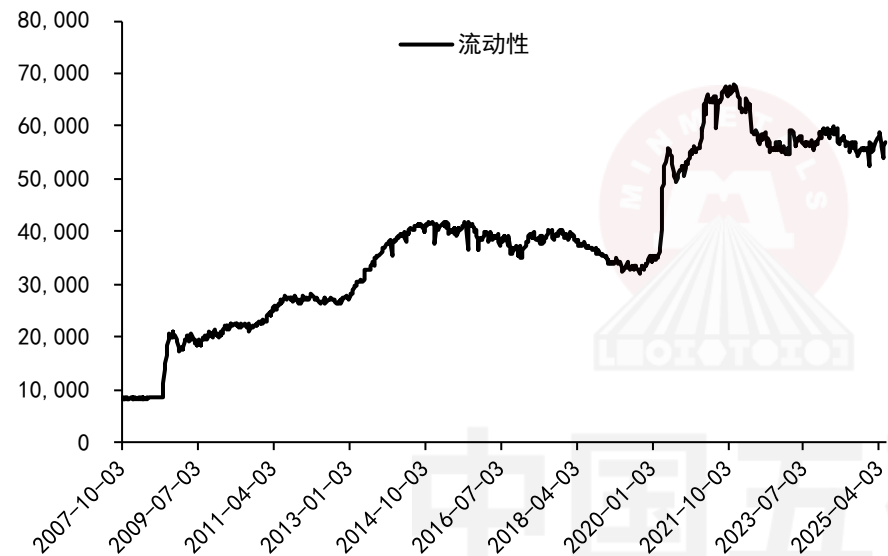
图4：美联储资产负债表负债端主要结构（亿美元）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

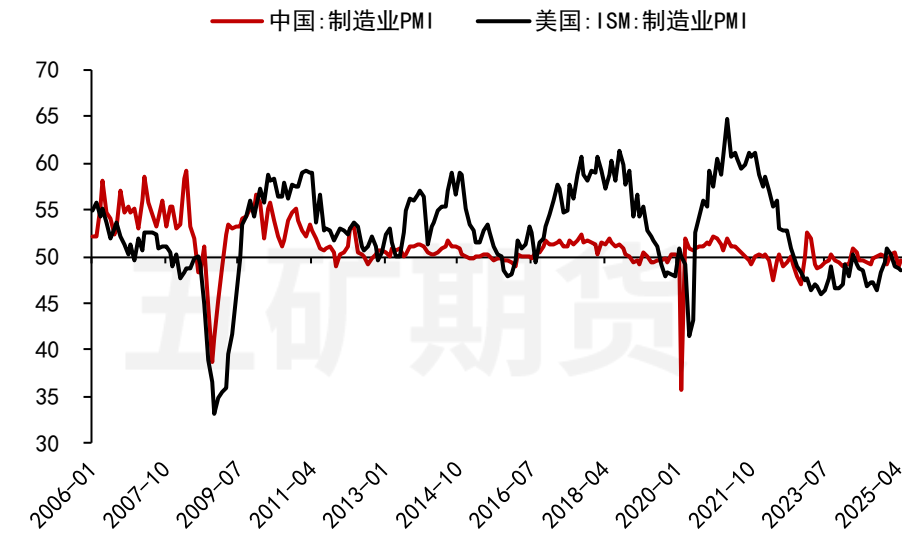


图5：美元流动性（亿美元）



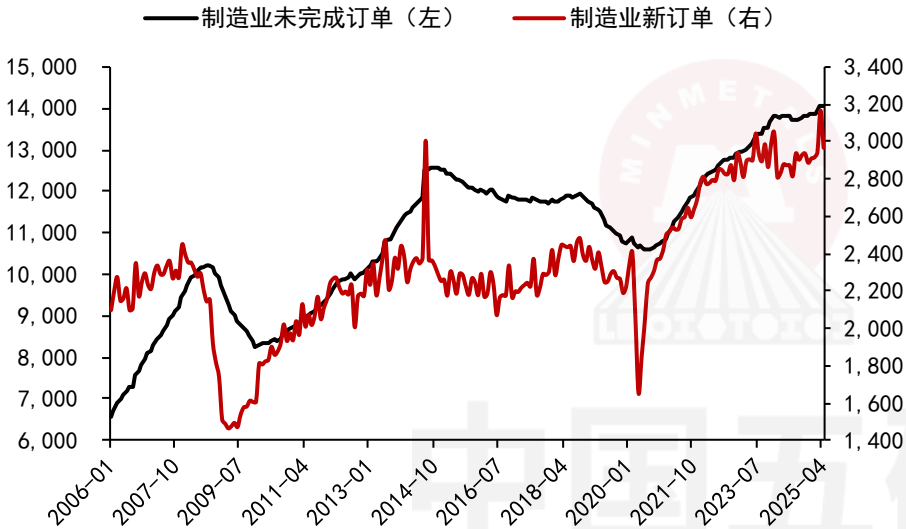
资料来源：Wind、五矿期货研究中心

图6：中国制造业PMI 及美国ISM制造业PMI



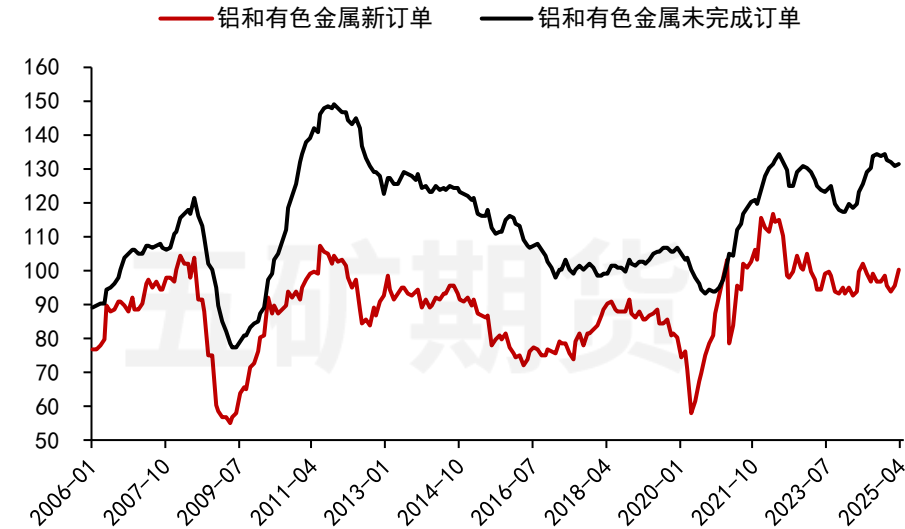
资料来源：Wind、五矿期货研究中心

图7：美国制造业新订单及未完成订单（亿美元）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

图8：美国铝和有色金属制造业新订单及未完成订单（亿美元）



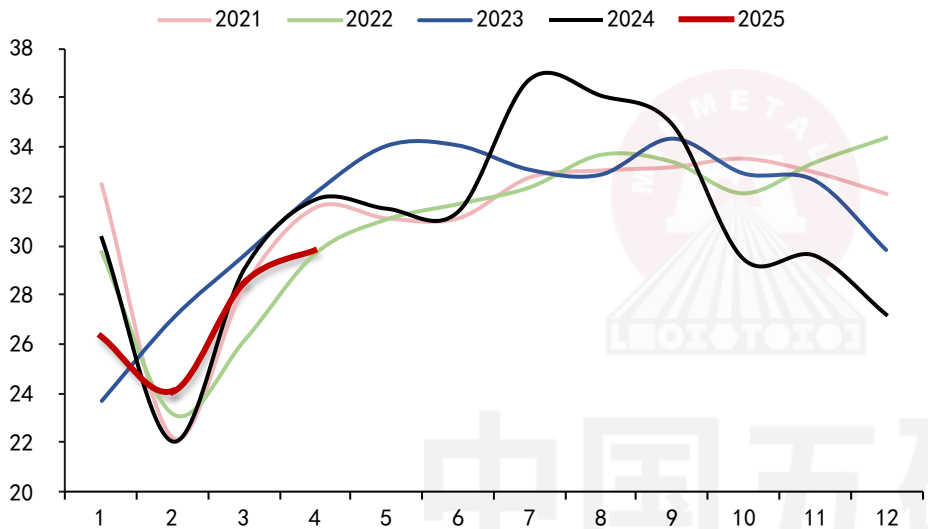
资料来源：Wind、五矿期货研究中心

03

---

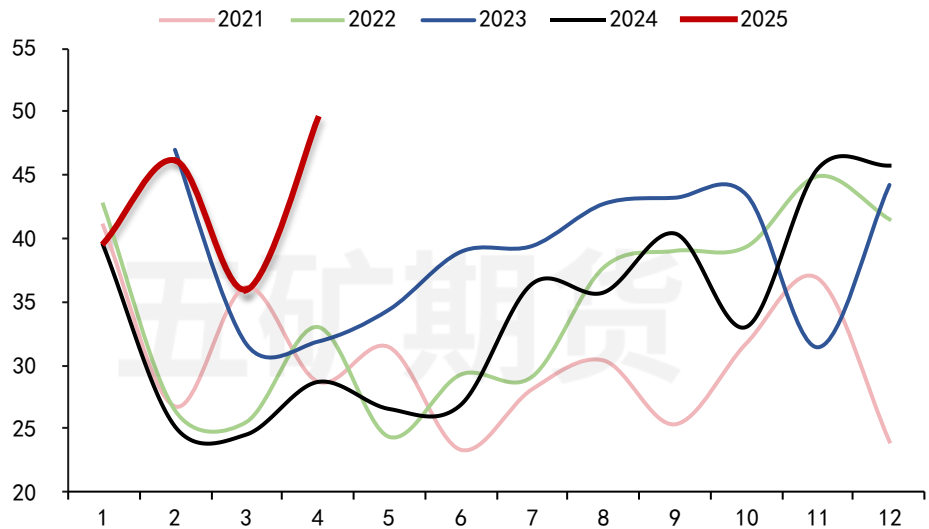
# 供给分析

图9：国内锌精矿产量季节图（万金属吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

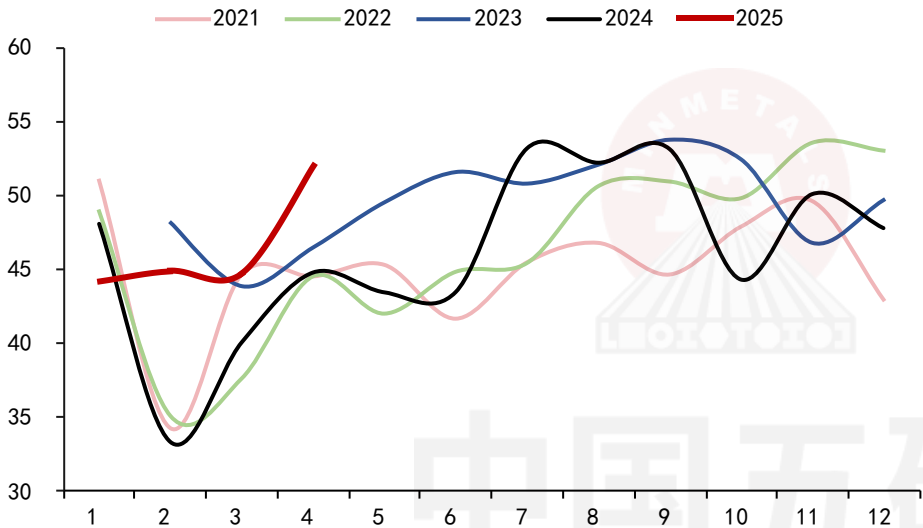
图10：锌精矿净进口季节图（万实物吨）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

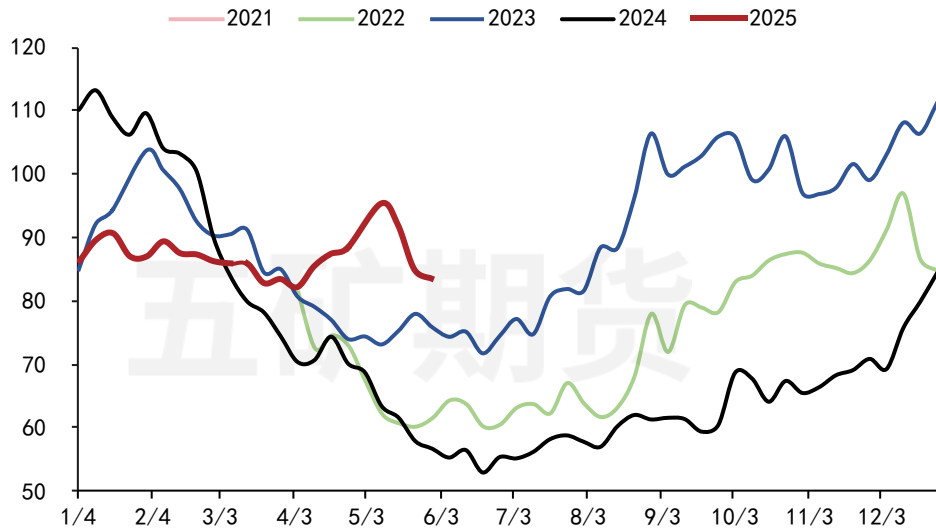
根据SMM数据，2024年4月锌矿产量29.77万金属吨，同比变动-6.6%，环比变动4.5%，1-4月共产锌矿108.62万金属吨，累计同比变动-4.1%。根据海关数据，2024年4月锌矿净进口49.47万干吨，同比变动72.6%，环比变动37.6%，1-4月累计净进口锌矿171.23万干吨，累计同比变动45.4%。2024年4月国内锌矿总供应52.03万金属吨，同比变动16.2%，环比变动16.5%，1-4月国内锌矿累计供应185.68万金属吨，累计同比变动11.7%。

图11：国内锌矿总供给季节图（万金属吨）



资料来源：SMM、海关、五矿期货研究中心

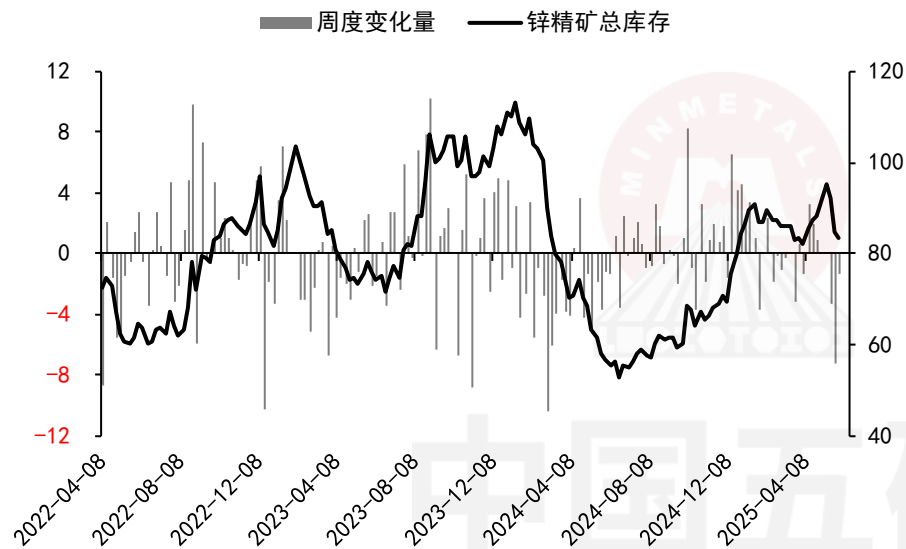
图12：国内锌矿显性库存季节图（万实物吨）



资料来源：钢联数据、五矿期货研究中心

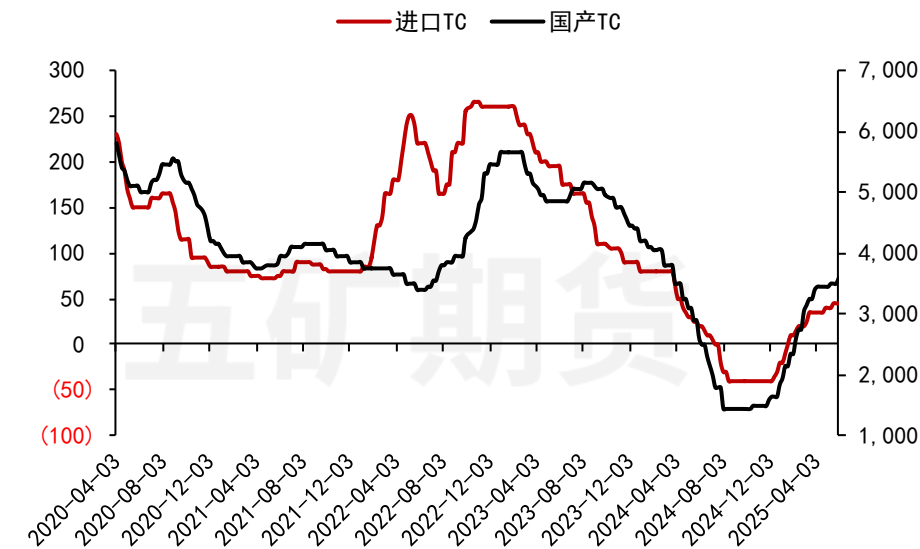
锌矿供应来看，2025年是锌矿供应拐点。25年年初预计全年锌矿增量约50万吨，当前时点查阅海外锌矿企业一季报发现，一季度全球主要锌矿出矿顺畅，Kipushi同比增4.27万金属吨，Antamina同比增2.66万金属吨，Tara同比增2.16万金属吨。海外锌矿的顺利出产在进口TC以及锌矿进口数据亦有较好的体现。预计下半年锌矿供应仍居相对高位，但仍需警惕美国Red Dog项目因关税政策带来的产量扰动以及其他突发事件对大型矿山的影响。

图13：锌精矿供需差（万金属吨）



资料来源：钢联数据、五矿期货研究中心

图14：锌精矿国产加工费（元/吨）及进口加工费（美元/吨）

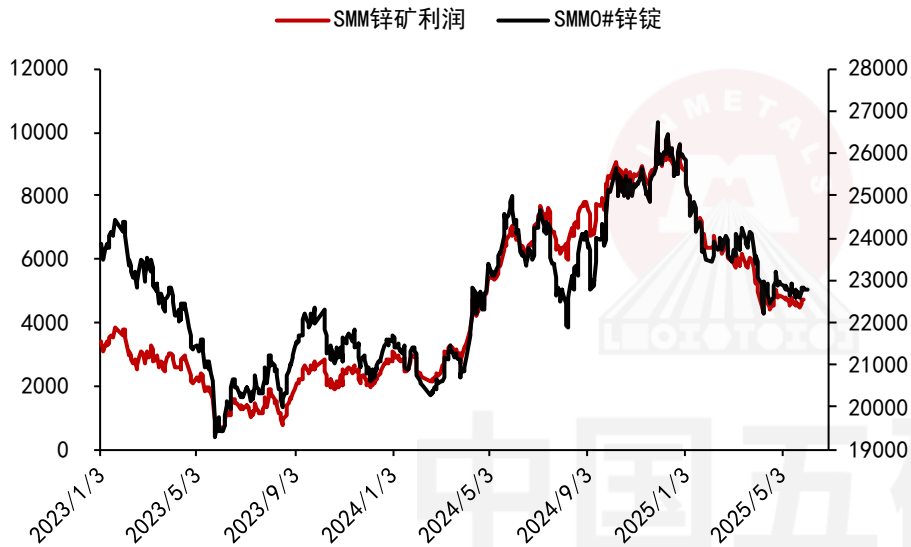


资料来源：SMM、五矿期货研究中心

截至5月底，锌精矿港口库存26.2万实物吨，锌精矿工厂库存58.7万实物吨。上半年进口锌精矿补充下，锌精矿显性库存明显高于往年同期。锌矿供应量自底部扭转，推动锌精矿加工费持续走高，截至月底国产TC3600元/金属吨，进口TC45美元/干吨。

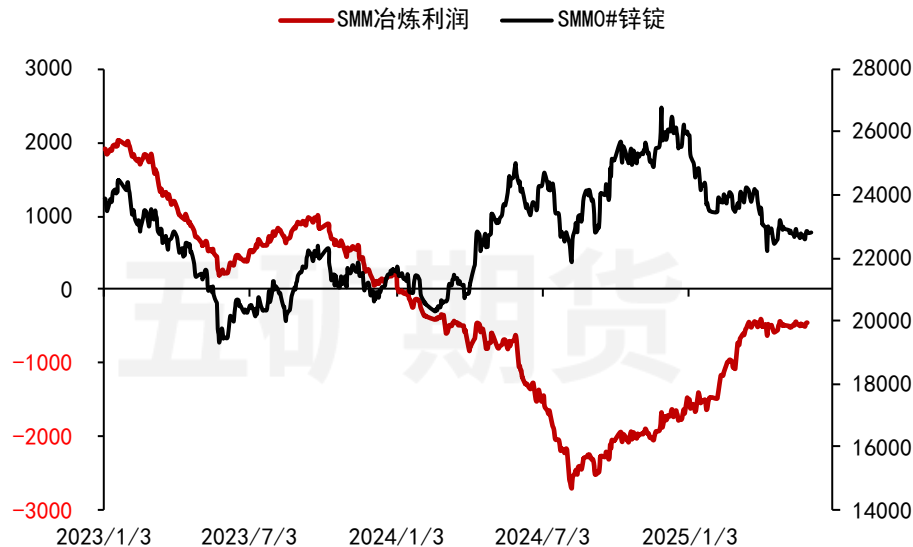


图15：锌矿利润及0#锌锭均价（元/吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

图16：冶炼利润及0#锌锭均价（元/吨）

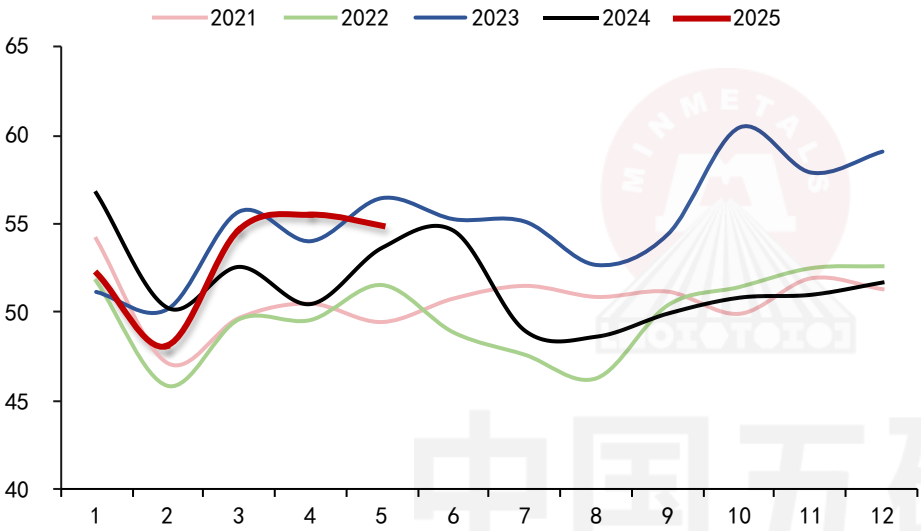


资料来源：SMM、五矿期货研究中心

锌精矿国产加工费自24年下旬低点的1450元/金属吨持续上行至3600元/金属吨，锌矿山利润边际下滑，锌冶炼利润持续抬升。当前锌矿利润仍处于中腰位，距离20年4月以及23年5月的绝对低点仍有一定下行空间。冶炼利润自3月中旬起维持横移，若后续锌锭供应增量明显，锌价再度出现大幅下跌，冶炼利润或将跟随锌价出现下滑。

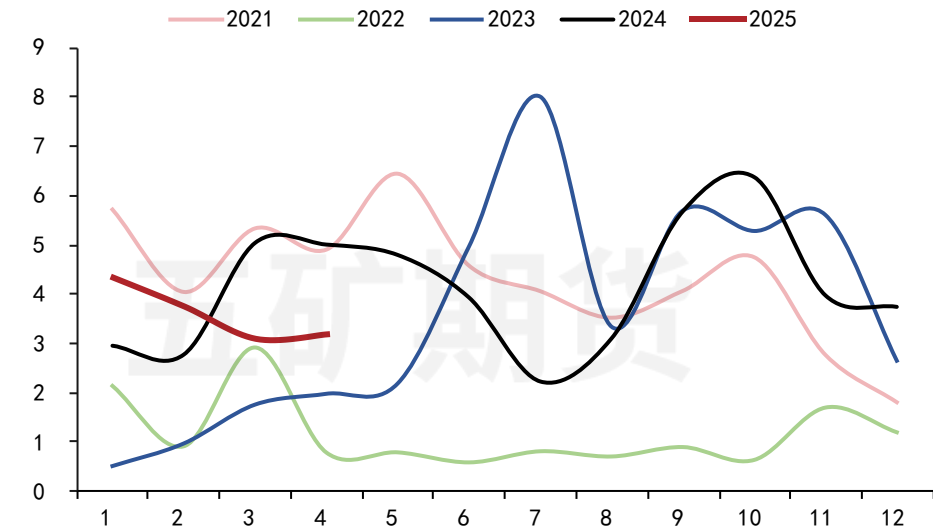
# 锌锭供给：国内锌锭产量及锌锭进口

图17：国内精炼锌产量（万吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

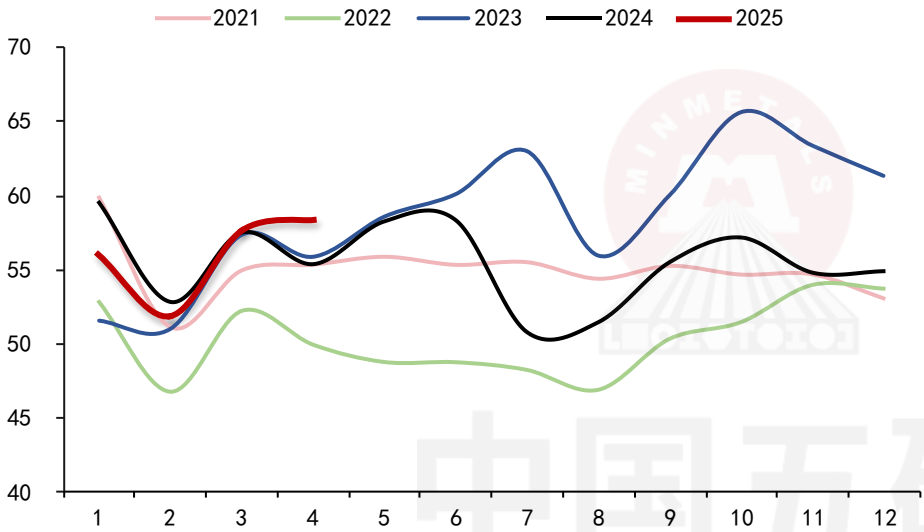
图18：锌锭进口季节图（万吨）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

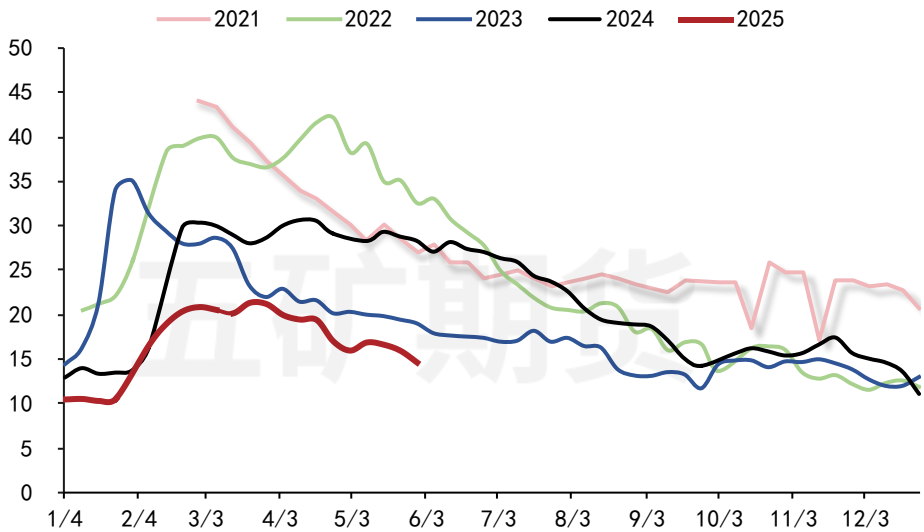
根据SMM数据，2025年4月锌锭产量50.46万吨, 同比变动-6.6%，环比变动-4.0%，1-4月共产锌锭209.96万吨，累计同比变动-0.5%。  
根据海关数据，2025年4月锌锭净进口4.91万吨，同比变动163.1%，环比变动-0.7%，1-4月累计净进口锌锭15.25万吨，累计同比变动219.2%。  
2025年4月国内锌锭总供应55.37万吨，同比变动-0.9%，环比变动-3.7%，1-4月国内锌锭累计供应225.21万吨，累计同比变动4.4%。

图19：国内锌锭总供给季节图（万吨）



资料来源：SMM、海关、五矿期货研究中心

图20：国内锌锭显性库存季节图（万吨）



资料来源：SMM、钢联数据、五矿期货研究中心

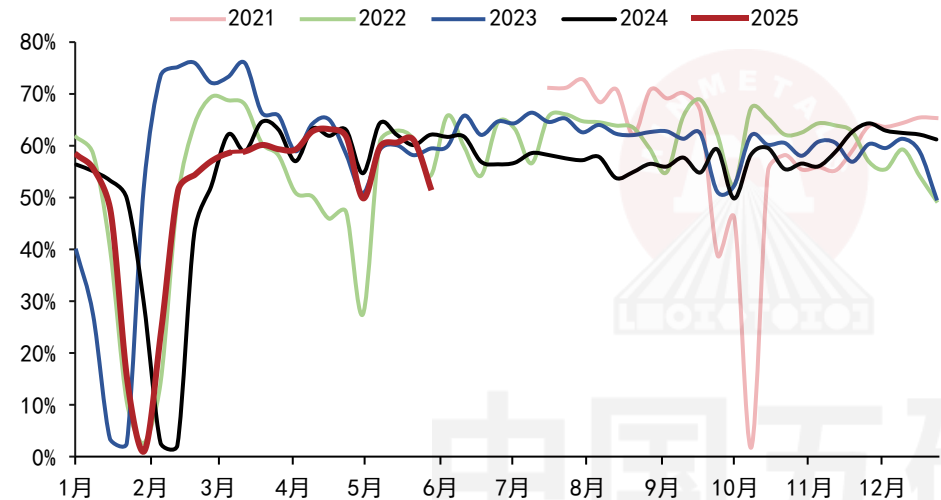
锌锭供应来看，TC的抬升以及副产品价格的强势共同推高锌冶炼厂利润，原料矿石相对宽松的情景下，预计下半年锌锭供应维持55-60万吨的相对高位。根据SMM预测，2025年6月国内精炼锌产量59.02万吨，7月精炼锌产量延续高位，环比同比均有一定增幅。

04

---

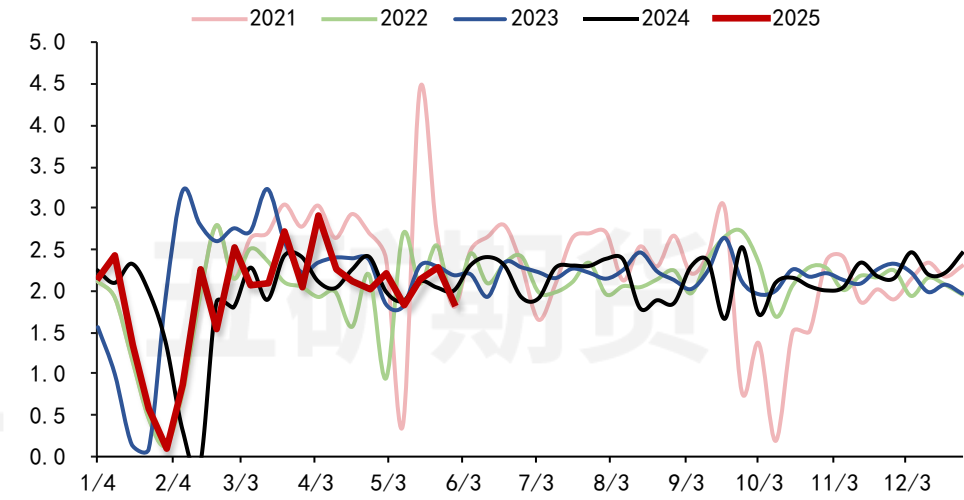
# 需求分析

图21：初端加权周度开工率（%）



资料来源：SMM、钢联数据、五矿期货研究中心

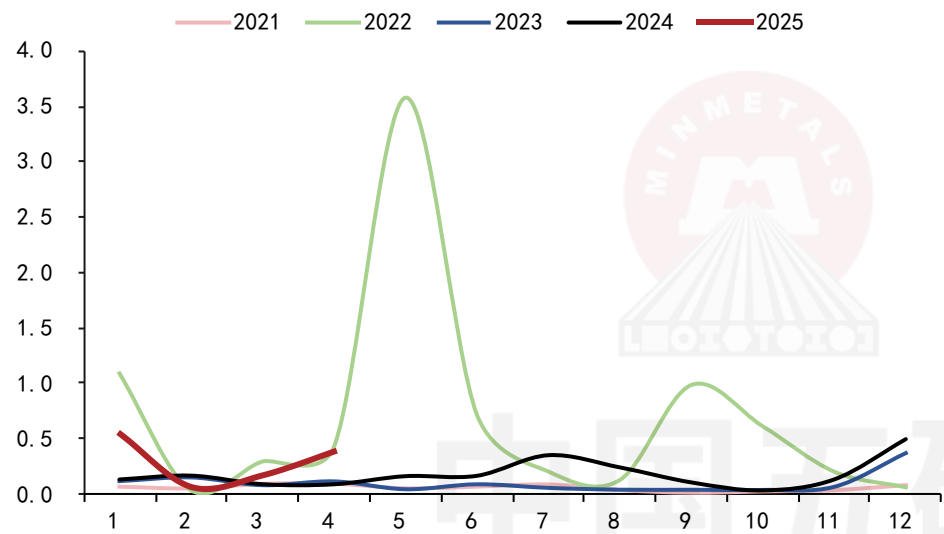
图22：初端周度购锌量（万吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

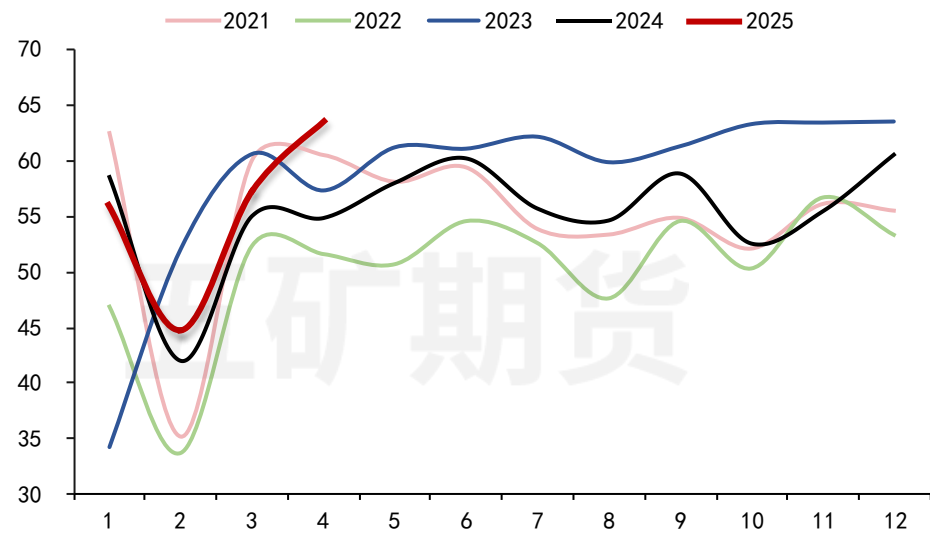
截至5月底，镀锌结构件开工率录得62.03%，原料库存1.4万吨，成品库存37.0万吨。压铸锌合金开工率录得56.41%，原料库存1.1万吨，成品库存1.0万吨。氧化锌开工率录得62.03%，原料库存0.3万吨，成品库存0.5万吨。下游需求来看，锌锭的主要初端需求集中于镀锌钢材。黑链金属及钢材价格持续下行，国内镀锌钢厂利润长期维持相对低位，初端企业开工率低于往年同期。期间脉冲式采买更多处于逢低战略备库考虑，而非实际终端需求高涨。

图23：中国锌锭出口量（万吨）



资料来源：SMM、钢联数据、五矿期货研究中心

图24：国内锌锭表观需求（万吨）

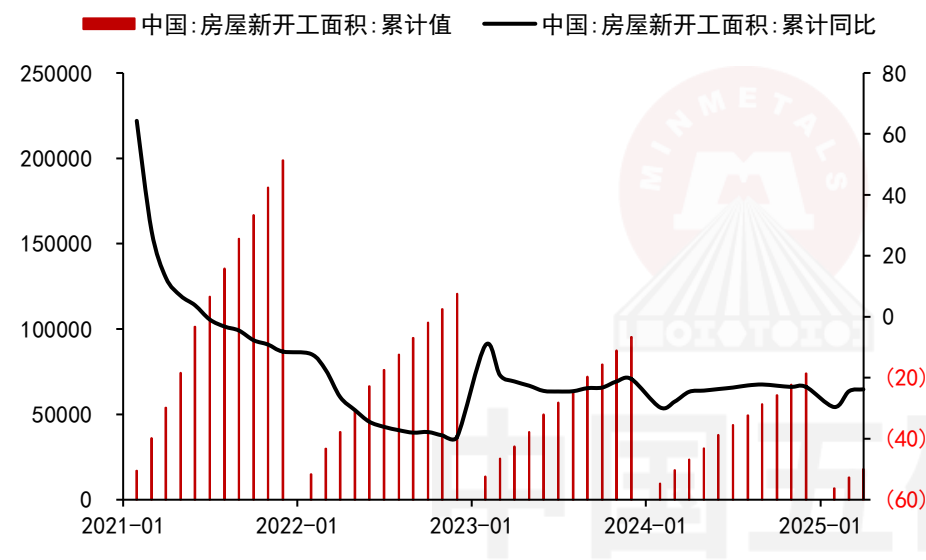


资料来源：SMM、五矿期货研究中心

2025年4月国内锌锭表观需求54.85万吨，同比变动-4.4%，环比变动-0.3%，1-4月国内锌锭累计表观需求210.41万吨，累计同比变动3.0%。下游需求来看，锌锭的主要终端需求集中于地产、基建等传统板块。当前地产、基建行业不景气的大背景下，除镀锌铁塔等个别行业订单较好外，大部分需求终端增速相对有限。

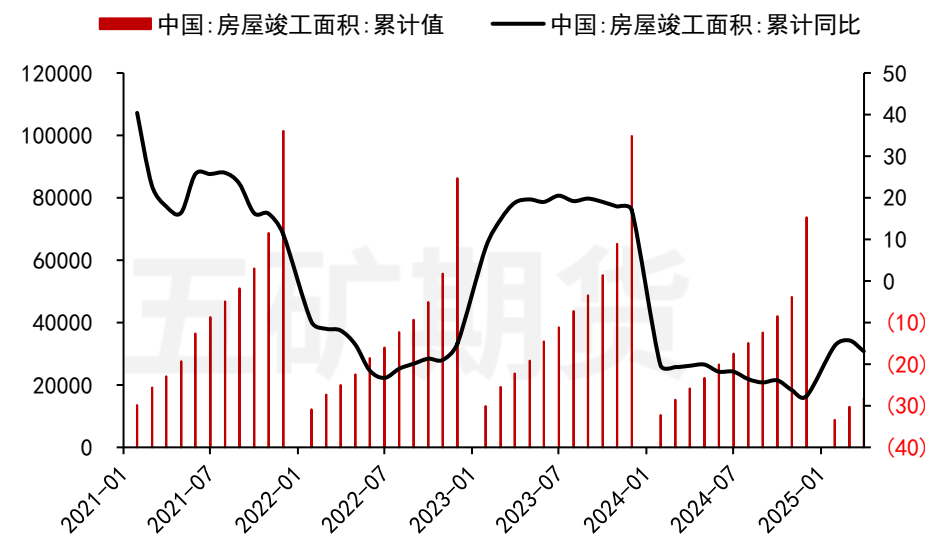


图25：房屋新开工面积累计值（万平米）及累积同比（%）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

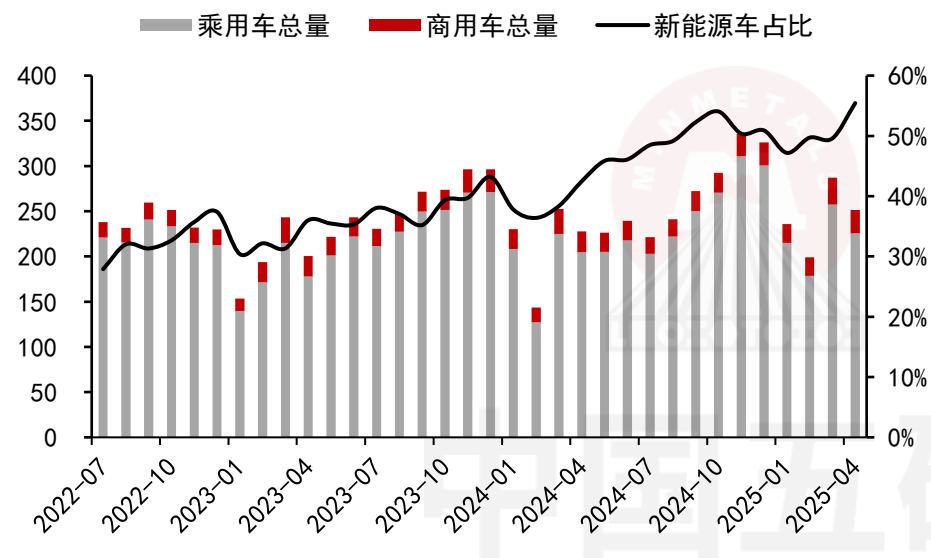
图26：房屋竣工面积累计值（万平米）及累积同比（%）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

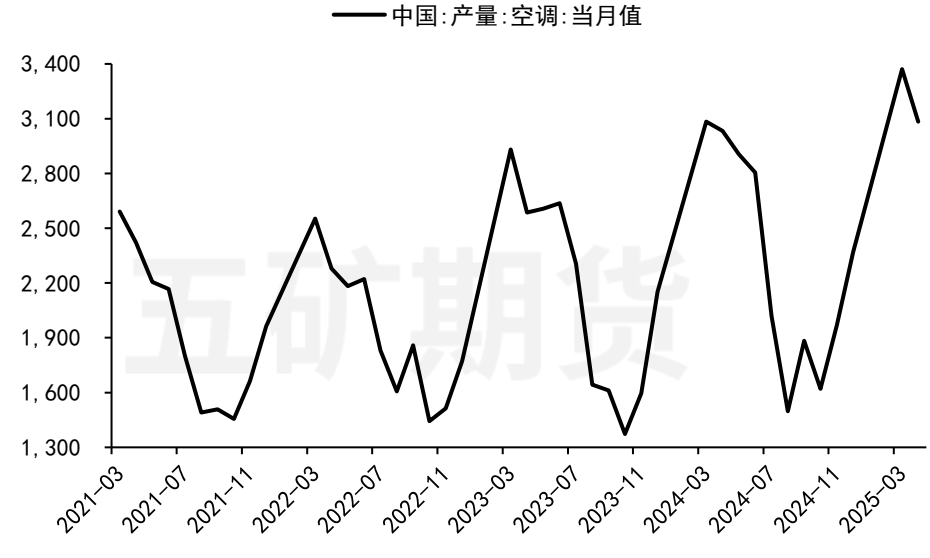
《政府工作报告》强调“稳住楼市”，个人住房公积金贷款利率下调0.25个百分点，地方上，各地推出购房补贴、落户优惠等政策，部分城市通过“城中村改造货币化”释放需求，还有城市尝试“十年长租抵房款”等模式。但整体对于新开工阶段以及竣工阶段拉动有限，对锌锭消费提振作用较小。

图27：汽车月产量及新能源车占比（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会、Wind、五矿期货研究中心

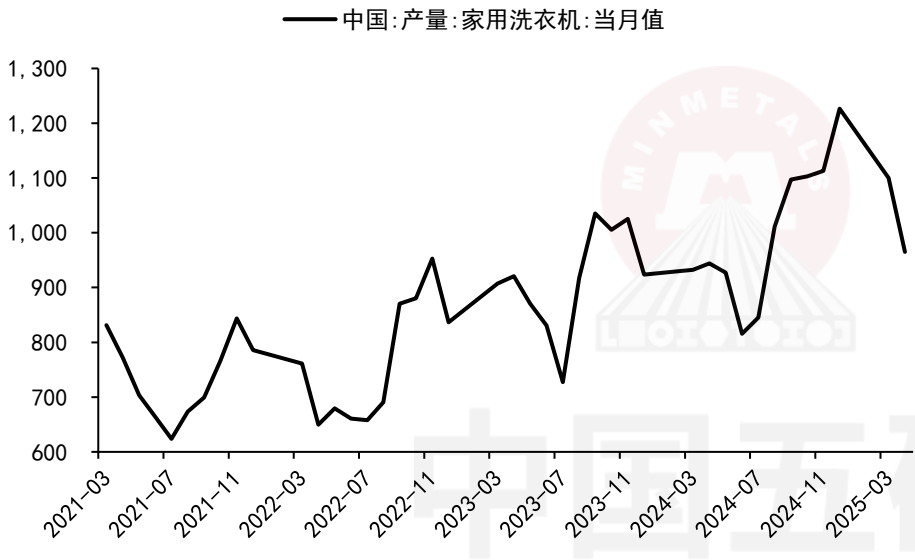
图28：空调产量当月值（万台）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

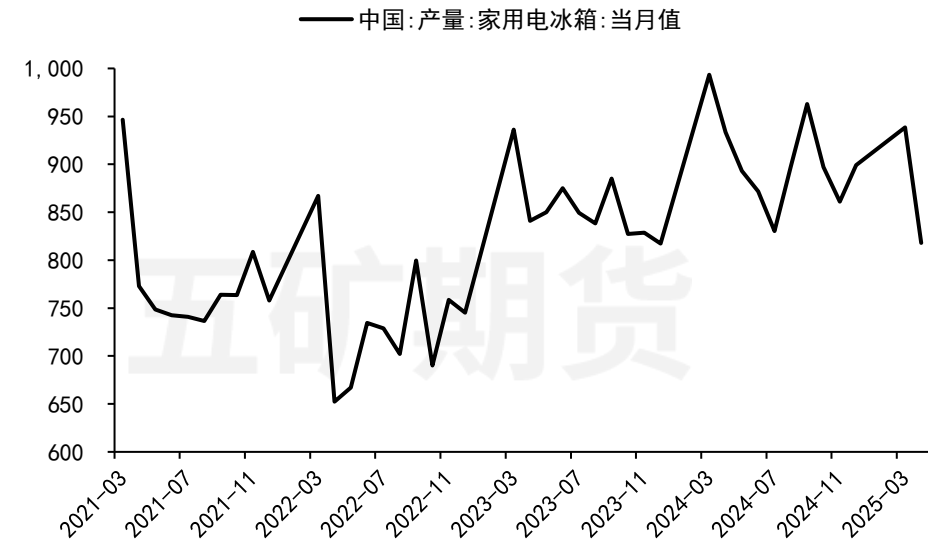
2025年上半年，各大车企纷纷推出新款新能源车型，新能源车占比不断提升，新能源车销量有望继续保持一定增长速度，但由于新能源车轻量化的需求，大量采用铝合金替代镀锌钢板，其对锌锭消费增速相对有限。

图29：家用洗衣机产量当月值（万台）



资料来源：SMM、钢联数据、五矿期货研究中心

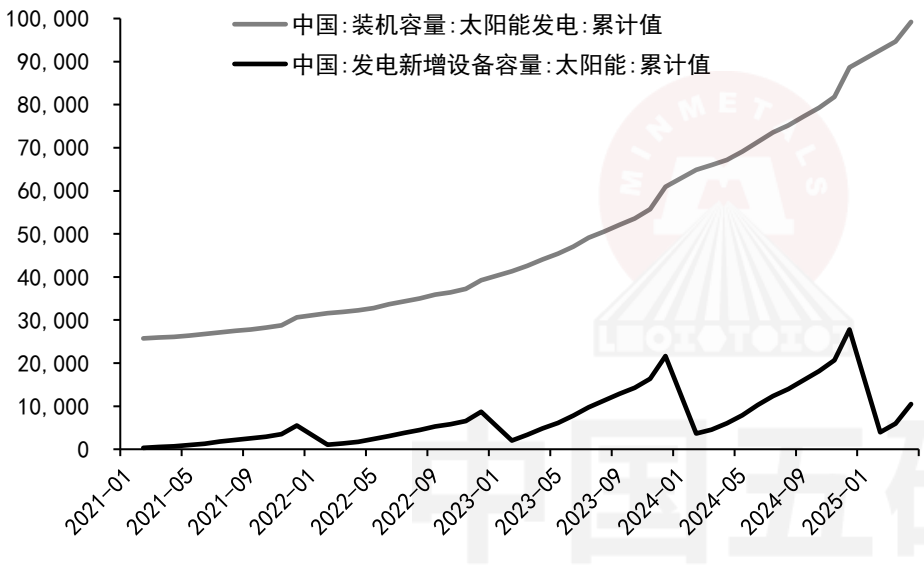
图30：家用电冰箱产量当月值（万台）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

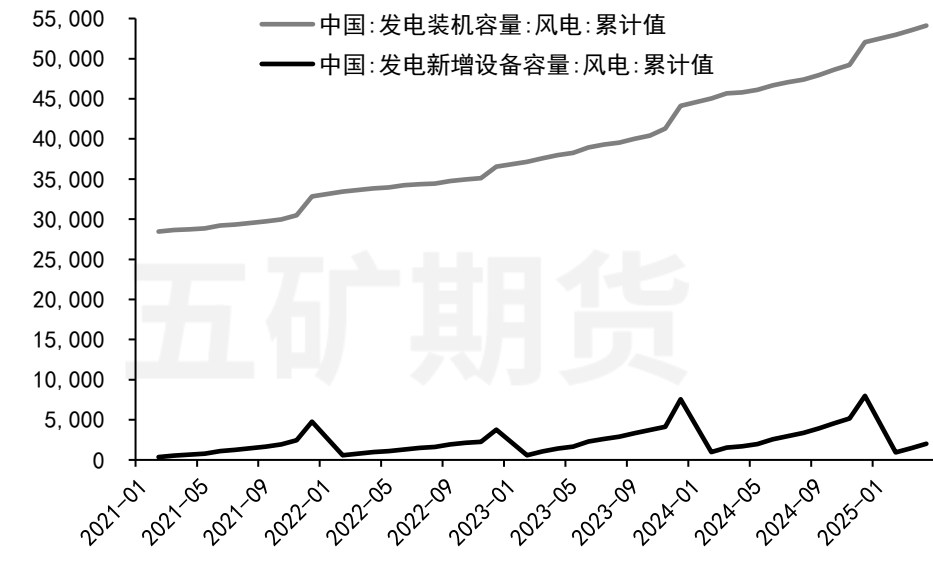
家电智能化发展迅速，家电企业加大在人工智能、物联网等技术领域的研发投入。以旧换新政策刺激下，24年底至今消费者家电替换需求较好。但随着以旧换新政策落地时间的加长，对锌锭消费提振的边际效用将逐渐减弱。

图31：太阳能发电新增装机累计值及总装机量（万千瓦）



资料来源：SMM、钢联数据、五矿期货研究中心

图32：风力发电新增装机累计值及总装机量（万千瓦）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

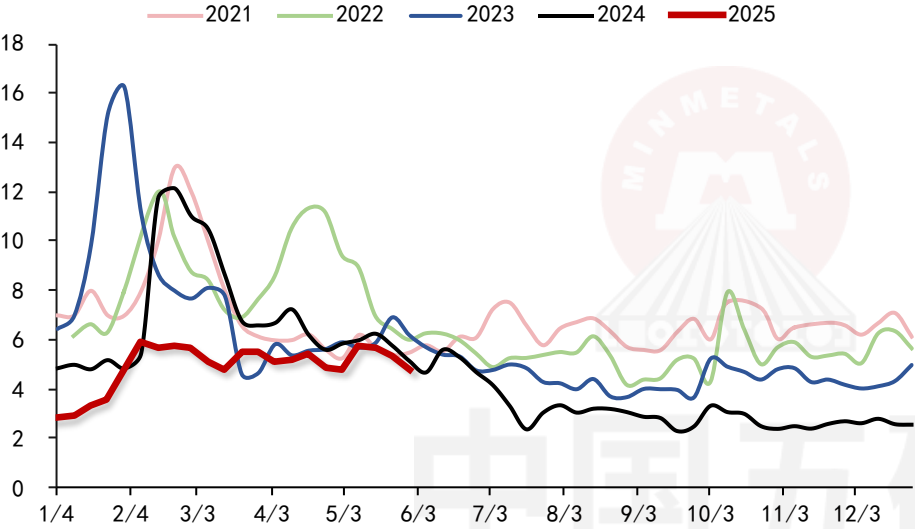
光伏和风力发电装机规模不断扩大，2025年上半年新增装机容量持续增长，为锌锭消费提供一定增量。与电网改造相配套的特高压铁塔订单较好，亦为锌锭消费提供了一定的增速。

05

---

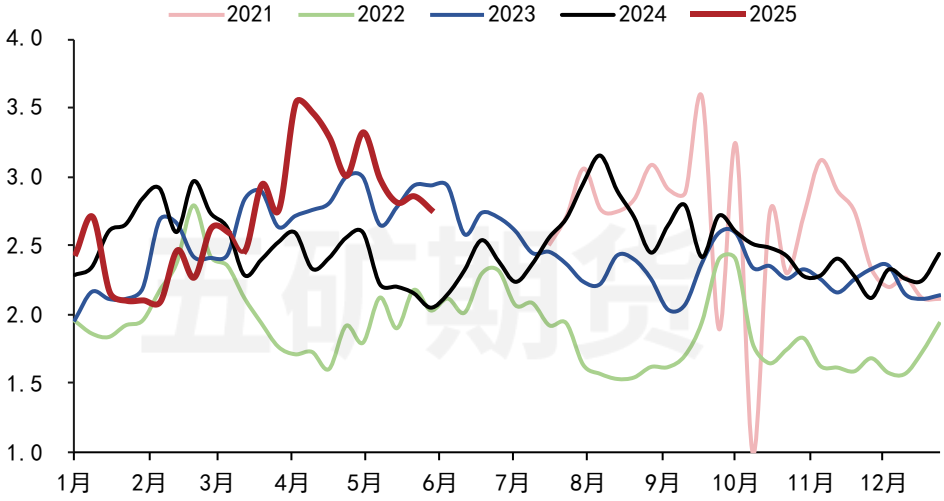
# 供需库存

图33：锌锭上游成品工厂库（万吨）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

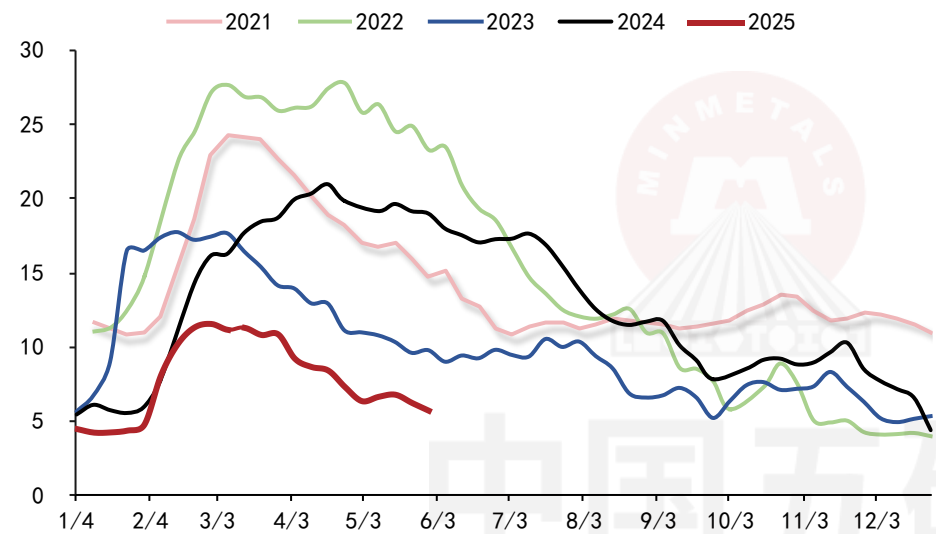
图34：锌锭下游原料库存（万吨）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

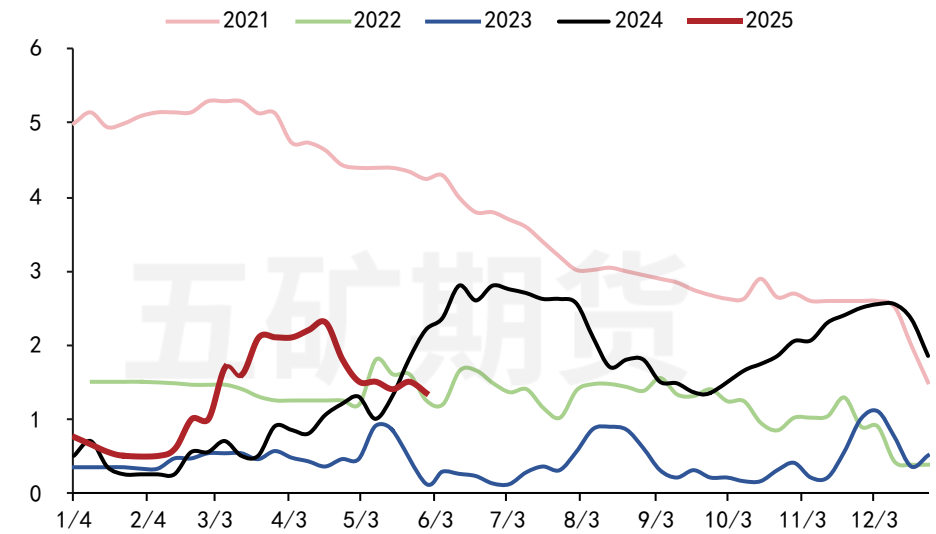


图35：锌锭国内社会库存（万吨）



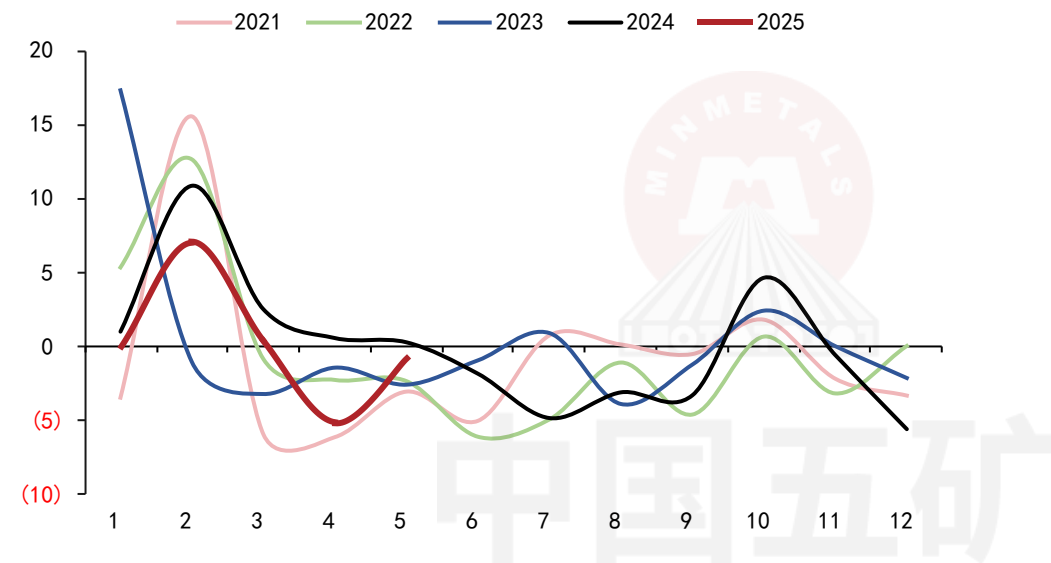
资料来源：Wind、五矿期货研究中心

图36：锌锭保税区库存（万吨）



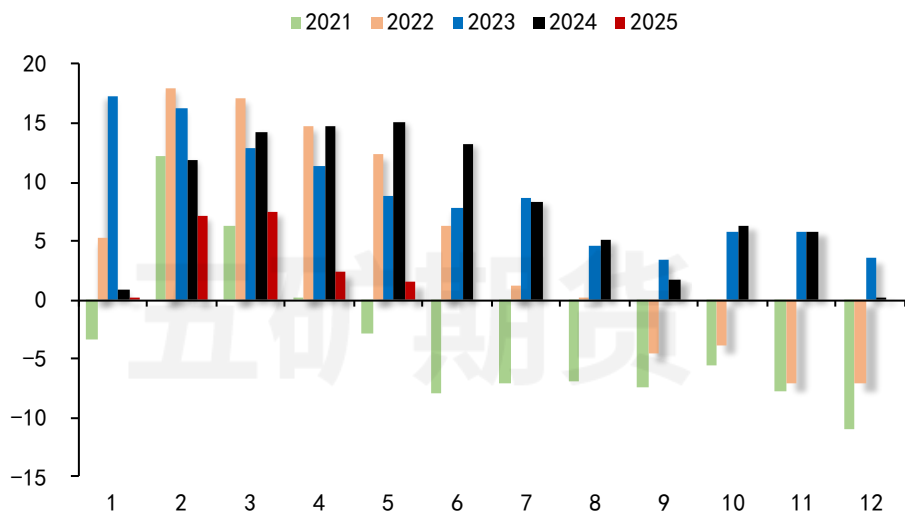
资料来源：Wind、五矿期货研究中心

图37：中国锌锭平衡（万吨）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

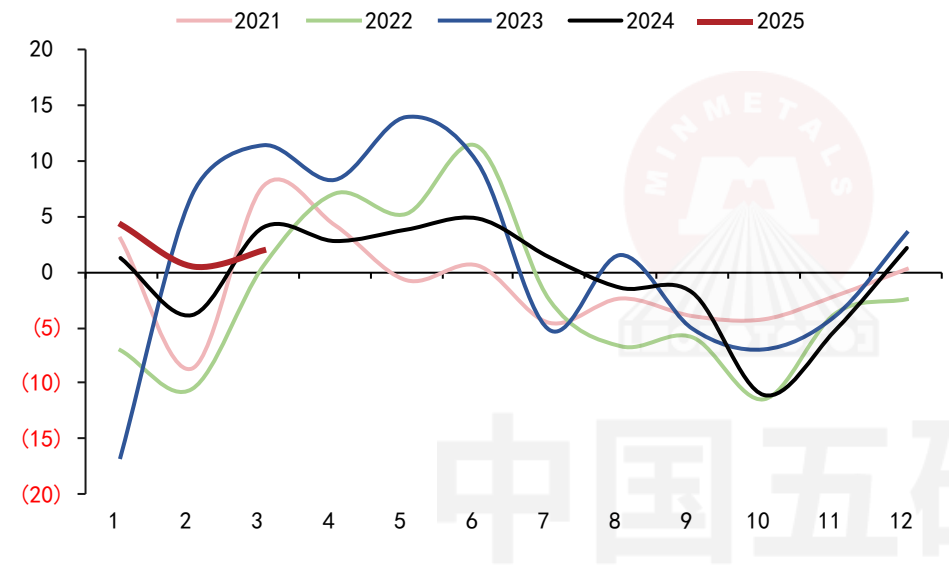
图38：中国锌锭累计平衡（万吨）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

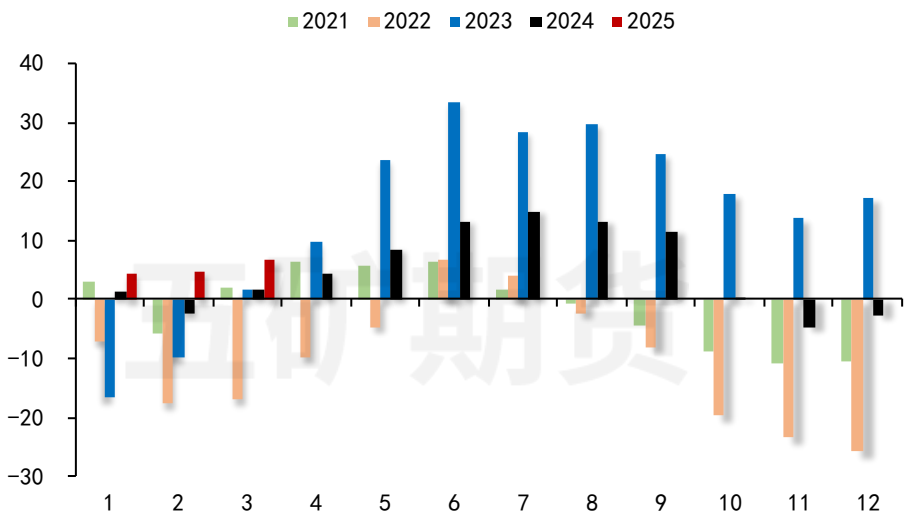
综合来看，2025年4月国内锌锭供需差为过剩0.52万吨，1-4月国内锌锭累计供需差为过剩14.80万吨。预计在特朗普关税政策下美国经济衰退风险升温的背景板下，锌矿端的过剩或将从6月起逐步传导至锌锭端，供应过剩与需求低迷形成共振。下半年锌市或将继续维持供应过剩+需求疲软的基本格局。

图39：海外锌锭平衡（万吨）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

图40：海外锌锭累计平衡（万吨）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

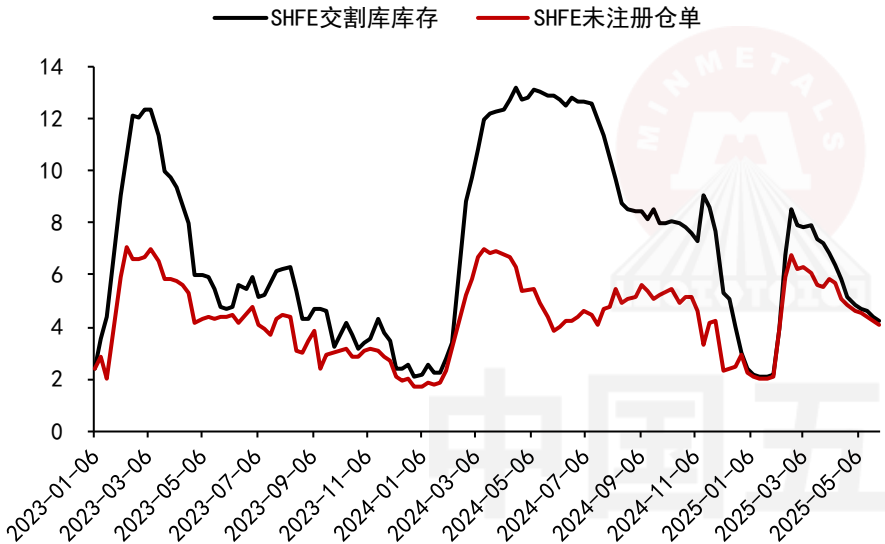
综合来看，2024年3月全球精炼锌供需差为过剩6.59万吨，1-3月全球精炼锌累计供需差为过剩15.88万吨。3月海外精炼锌供需差为过剩4.12万吨，1-3月海外精炼锌累计供需差为过剩1.60万吨。

06

---

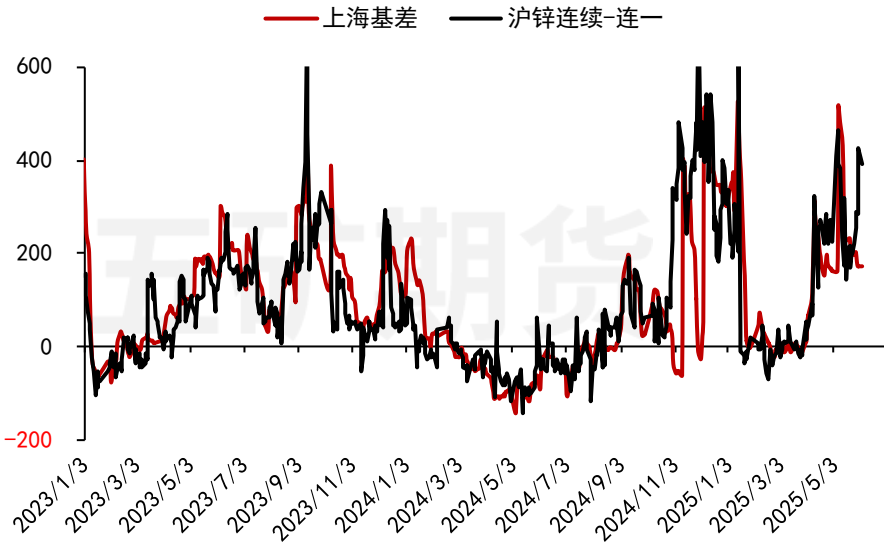
# 高频数据

图41：上期所锌锭交割库存及未注册仓单（万吨）



资料来源：上期所、五矿期货研究中心

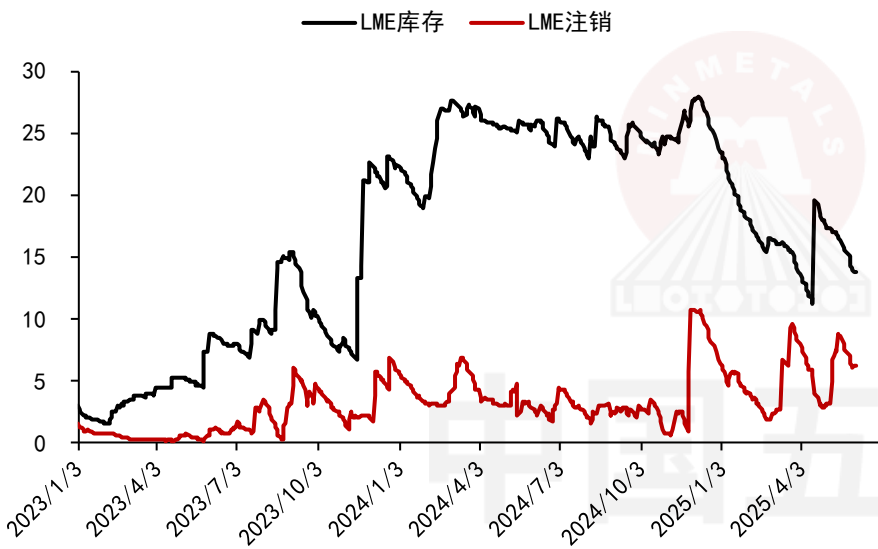
图42：上期所锌基差价差（元/吨）



资料来源：上期所、SMM、五矿期货研究中心

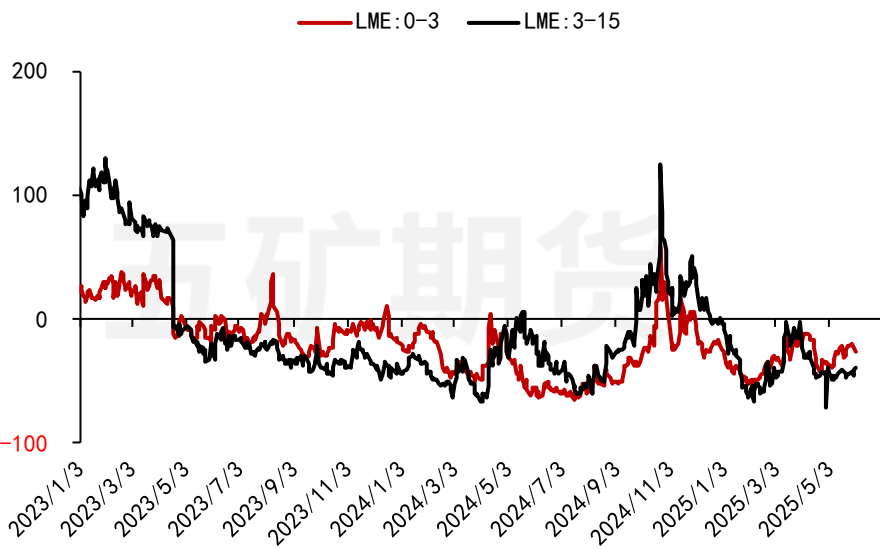
截至6月初，上期所锌锭期货库存录得0.17万吨，国内社会库存小幅录增至7.74万吨。锌冶炼厂开工虽有较大抬升，但增产的锌锭更多采取直发下游的模式被消耗，流向社会库存及交割库存的锌锭较少，25年上半年锌锭注册仓单始终维持低位。4月特朗普政府贸易政策推动锌价大跌后下游采买增加，内盘价差结构始终维持相对强势，最新上海地区基差170元/吨，连续合约-连一合约价差390元/吨。

图43：LME锌锭库存及注销仓单（万吨）



资料来源：LME、五矿期货研究中心

图44：LME锌基差价差（美元/吨）

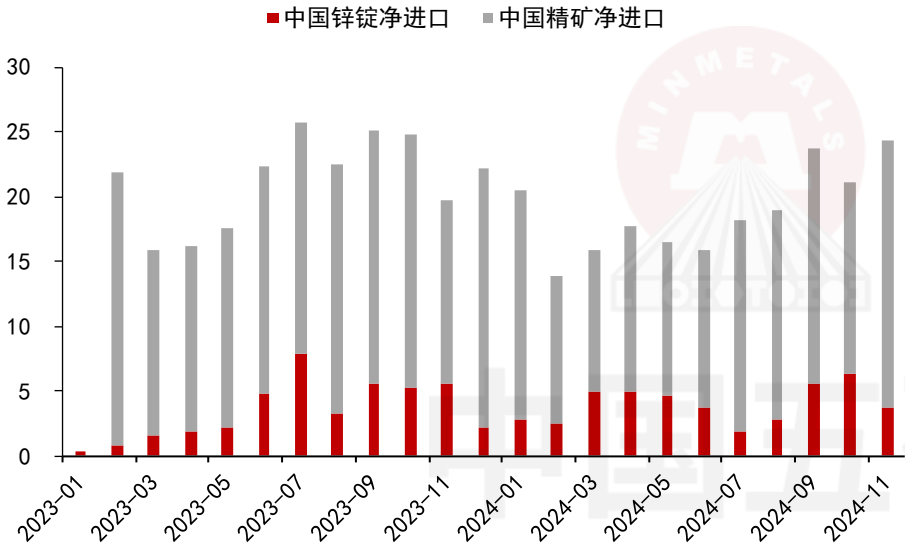


资料来源：LME、五矿期货研究中心

截至6月初，LME锌锭库存录得13.82万吨，LME锌锭注销仓单录得6.2万吨。自24年底至今，LME市场连续三次出现8-10万吨量级的注销仓单，LME锌锭库存自27万吨的高位降至13万吨一线，去库推动外盘月差小幅走高，cash-3S合约基差-26.08美元/吨，3-15价差-39.79美元/吨。但由于LME锌锭去库多为显性库存隐形化，月差上行空间相对有限。

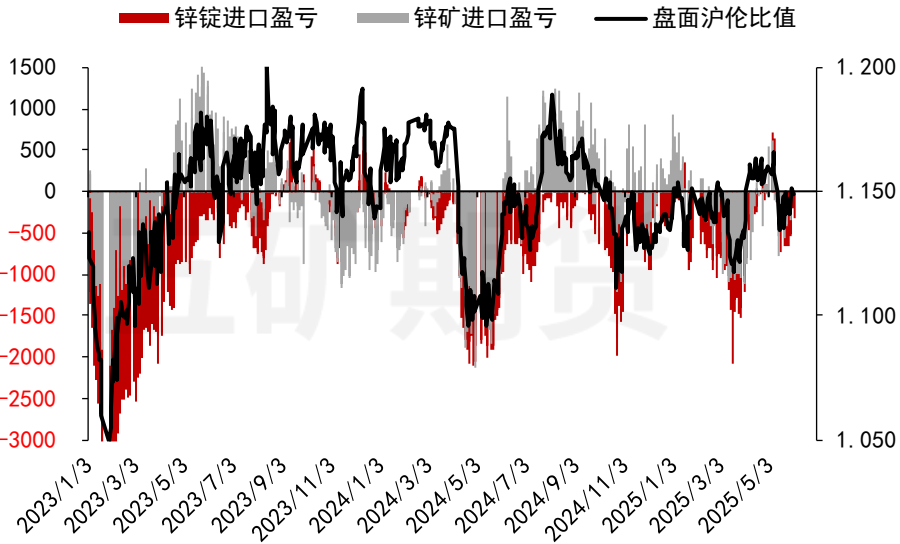


图45：锌矿含锌净进口及锌锭净进口（万金属吨）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

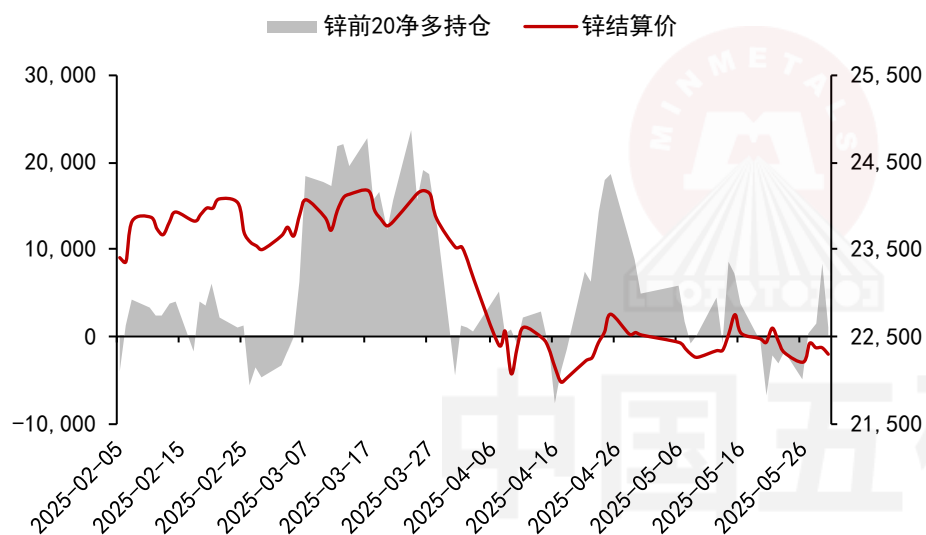
图46：盘面沪伦比值及现货进口盈亏（元/吨）



资料来源：LME、上期所、SMM、五矿期货研究中心

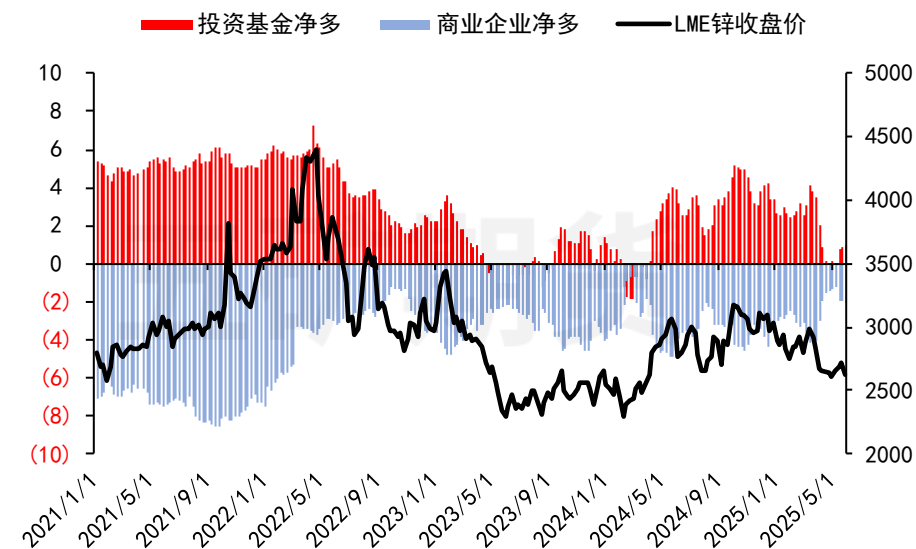
2025年上半年海外锌矿放量叠加国内锌锭低库存下，锌锭沪伦比值整体呈现偏强震荡。3月末沪锌领跌拉动沪伦比值一度下探至1.12附近，但上半年国内仍有一定元素缺口，4月特朗普政府贸易政策推动伦锌领跌，沪伦比值重回1.16一线，进口窗口开启。预计下半年伴随着国内锌冶炼逐步放量，沪伦比值运行中枢或将下移。

图47：沪锌前20净多持仓（手）及结算价（元/吨）



资料来源：上期所、五矿期货研究中心

图48：伦锌投资基金净持仓、商业企业净持仓（万手）及伦锌3S收盘价（美元/吨）



资料来源：LME、五矿期货研究中心

上半年沪锌前20持仓与锌价有较好拟合度，4月初净多持仓锐减后锌价呈现大幅下行态势。LME投资基金净多较前期大幅减少，表现海外投机资金对锌价中期偏空的判断。

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，并鼓励交易者寻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。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

# 产融服务专家 财富管理平台

网址 [www.wkqh.cn](http://www.wkqh.cn)

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博