



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-06-06

## 锌：锌价下方还有空间吗？

吴坤金

有色研究员

从业资格号：F3036210

交易咨询号：Z0015924

☎ 0755-23375135

✉ wukj1@wkqh.cn

张世骄（联系人）

有色研究员

从业资格号：F03120988

☎ 0755-23375122

✉ zhangsj3@wkqh.cn

### 报告要点：

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。

锌：锌价下方还有空间吗？

上半年锌价运行状况回顾

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：

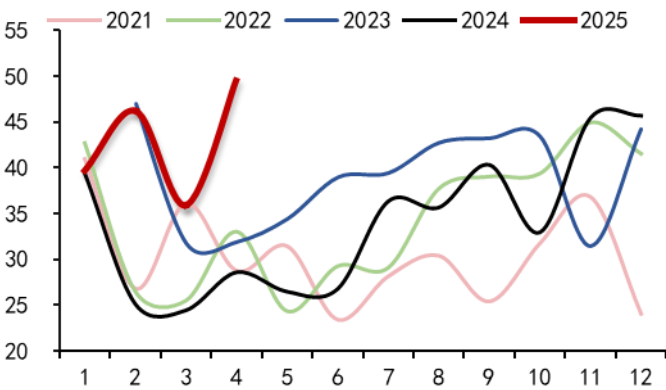
1 月 2 日-2 月 5 日期间，沪锌出现持续性单边下行，期间沪锌指数最大跌幅达 7.89%。预期层面，锌矿增产预期叠加冬季锌冶炼厂备库需求共同推动锌精矿加工费抬升。现实层面，虽然上期所期货库存在 24 年交割后仅有 1200 吨，但自 1 月 2 日起，沪锌 2501-2502 合约月间价差自 470 元/吨的高点逐步回落，沪锌指数总持仓亦有明显回落。锌产业呈现预期弱，现实由强转弱的状况，锌价出现持续性单边下行。

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，下游企业逢低采购备库，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。

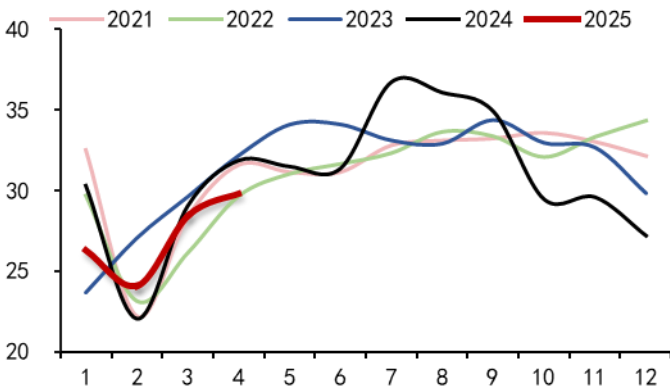
4 月 8 日-5 月 30 日期间，沪锌呈现宽幅区间震荡。清明节锌价暴跌后，下游逢低备库较多，沪锌连续-连一价差单日自 65 元/吨暴涨至 290 元/吨。后续伴随金三银四小旺季下游企业的持续提库，叠加社会库存处于相对低位，沪锌连续-连一价差一路上行至 465 元/吨的高点。期间社会库存呈去库态势，基差及月间价差高位震荡，近端锌锭偏紧情形下，沪锌呈现宽幅区间震荡。

图 1：锌精矿净进口季节图（万实物吨）



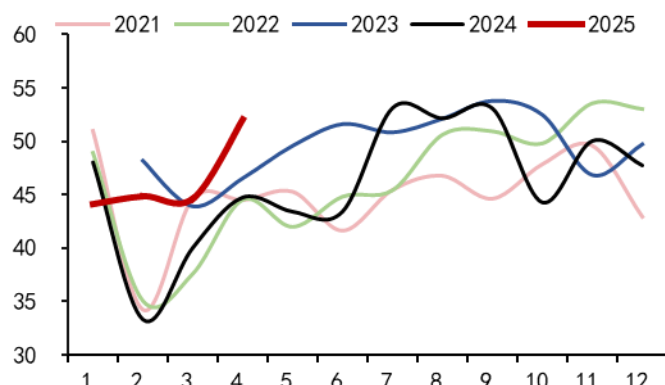
数据来源：海关、五矿期货研究中心

图 2：国内锌精矿产量季节图（万金属吨）



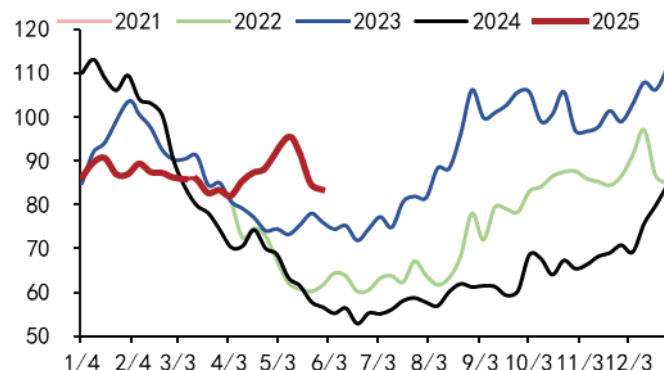
数据来源：SMM、五矿期货研究中心

图 3：国内锌精矿总供应季节图（万金属吨）



数据来源：SMM、海关、五矿期货研究中心

图 4：国内锌精矿显性库存季节图（万实物吨）



数据来源：钢联数据、五矿期货研究中心

### 锌价过剩周期仍未结束

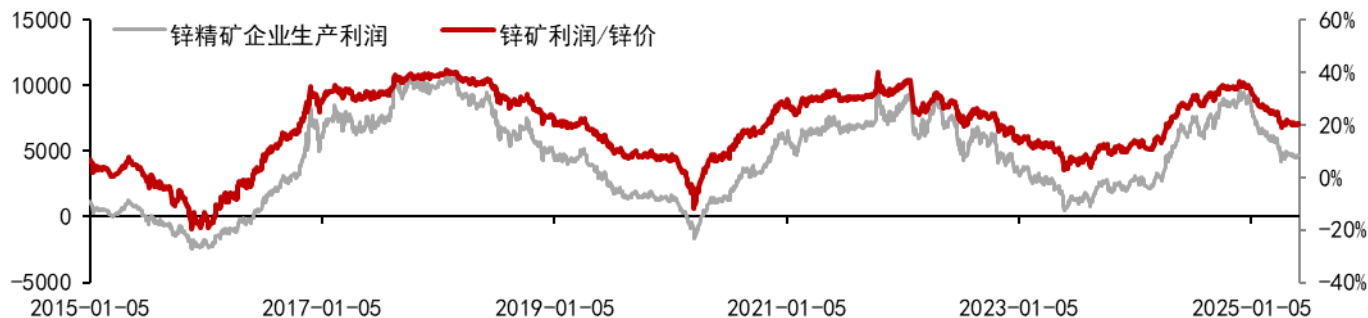
从加工费视角对比三轮锌过剩周期：第一轮（2018.2 – 2020.3）国产 TC 从 3150 元 / 金属吨涨至 6400 元，抬升 3250 元；第二轮（2022.4 – 2023.5）从 3400 元涨至 5900 元，抬升 2500 元；本轮（2025.1 至今）国产 TC 从 1200 元涨至 3500 元，抬升 2300 元。当前加工费绝对值显著低于前两轮周期末端，仍有上行空间。

复盘矿冶利润分配规律，锌过剩周期可分为两阶段：第一阶段锌矿过剩、锌锭不足，锌矿利润下行，锌冶利润上升；第二阶段过剩锌矿转化为锌锭，矿、冶利润共振下行，推动锌价加速下跌。前两轮周期显示，锌冶利润滞涨转折节点与锌价加速下行高度重合。

当前锌供应端正处于锌矿过剩向锌锭过剩的过渡期。虽库存与月差数据尚未体现锌锭实质性过剩，但 SMM 排产显示，6 – 7 月锌冶炼厂开工率高企，锌锭供应量较 5 月预计增加约 5 万吨。2025 年锌矿供应由紧转松，全年增量或达 50 万吨，这些增量矿石最终将转化为精炼锌，预示锌价过剩周期尚未结束，存在大幅下跌风险。不过，锌矿向锌锭的转化节奏及对盘面影响，会随冶炼厂、镀锌厂产销计划动态调整。

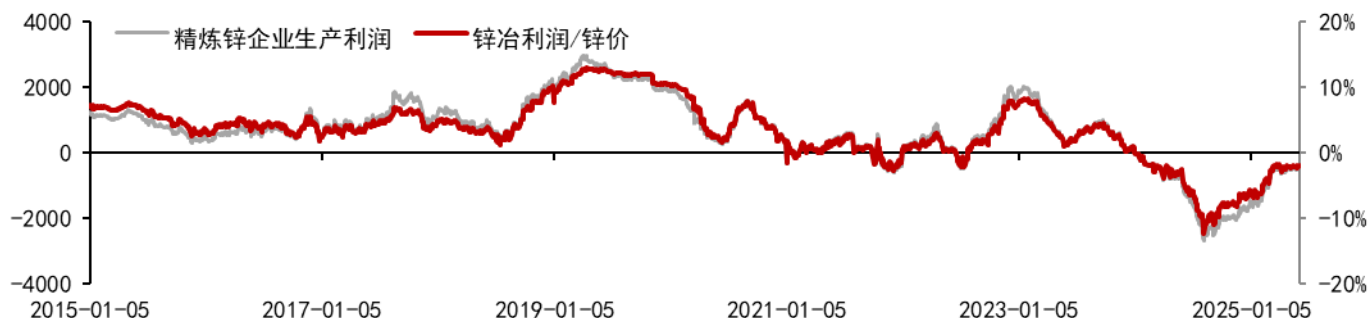
伴随锌价下行，冶炼利润收窄或促使锌冶炼厂联合控产挺价，通过减少供应抬高加工费、减缓锌价跌速。若锌价大幅下跌，下游企业也可能延续逢低战略备库操作，提振锌锭表观需求。冶炼厂控产与下游企业补库行为，均会对锌价下行形成阻力，但实际影响程度仍需结合后续产销数据动态分析。

图 5： 锌矿企业生产利润（元/吨）及锌矿利润/锌锭价格（%）



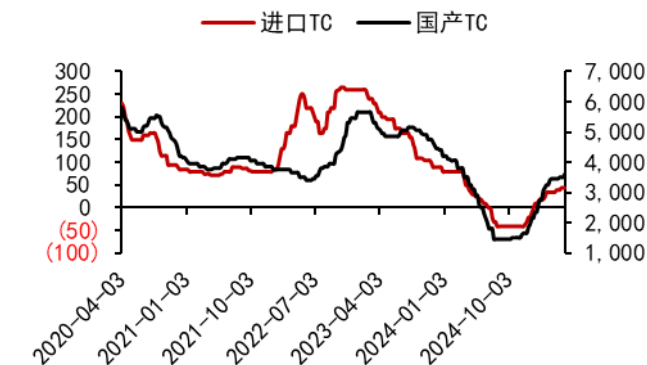
数据来源：SMM、五矿期货研究中心

图 6： 锌冶炼厂生产利润（元/吨）及锌冶利润/锌锭价格（%）



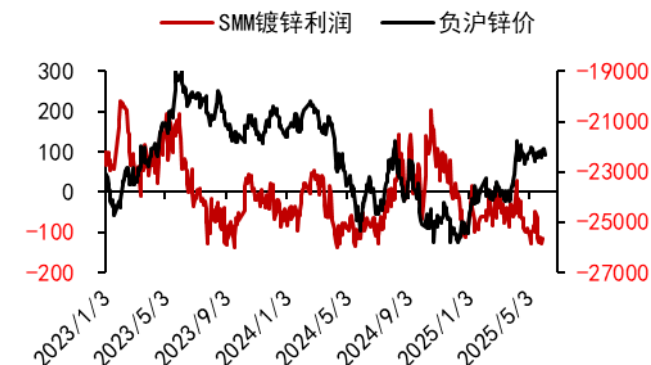
数据来源：SMM、五矿期货研究中心

图 7： 锌精矿国产 TC（元/金属吨）及进口 TC（美元/干吨）



数据来源：SMM、五矿期货研究中心

图 8： 镀锌结构件利润（元/吨）及锌价负数（元/吨）



数据来源：SMM、五矿期货研究中心

## 下半年锌价运行状况展望

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

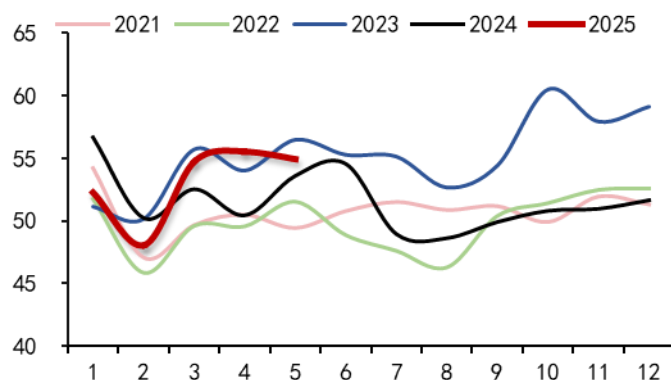
以及锌矿进口数据亦有较好的体现。预计下半年锌矿供应仍居相对高位，但仍需警惕美国 Red Dog 项目因关税政策带来的产量扰动以及其他突发事件对大型矿山的影响。

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。

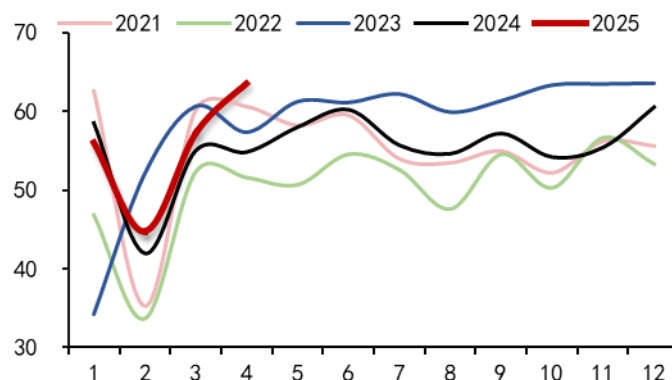
综合来看，预计下半年锌市将继续维持供应过剩+需求疲软的基本格局。在特朗普关税政策下美国经济衰退风险升温，锌矿端的过剩或将从 6 月起逐步传导至锌锭端，供应过剩与需求低迷形成共振。2025 年下半年沪锌指数或将出现大幅下行，若海外金融市场出现宏观风险，锌价或将跌至锌矿 90% 成本线附近。沪锌指数中期运行区间参考：20150-22750 元/吨。

图 9：国内锌锭产量季节图（万吨）



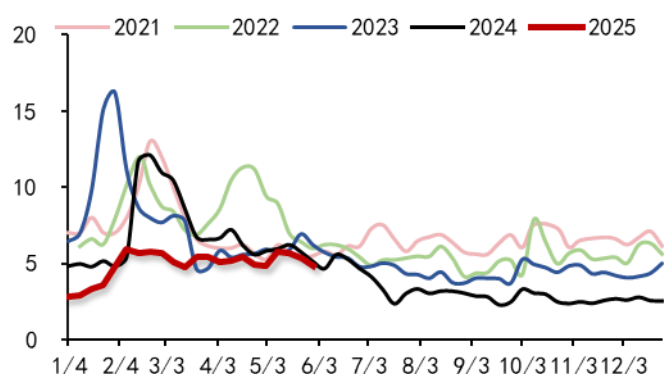
数据来源：SMM、五矿期货研究中心

图 10：国内锌锭表需季节图（万吨）



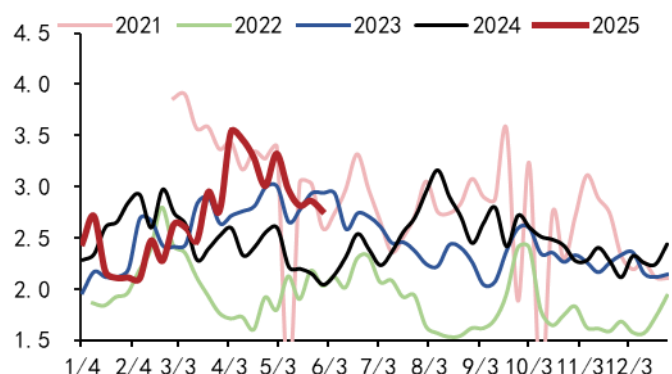
数据来源：SMM、五矿期货研究中心

图 11：上游锌锭成品库存季节图（万吨）



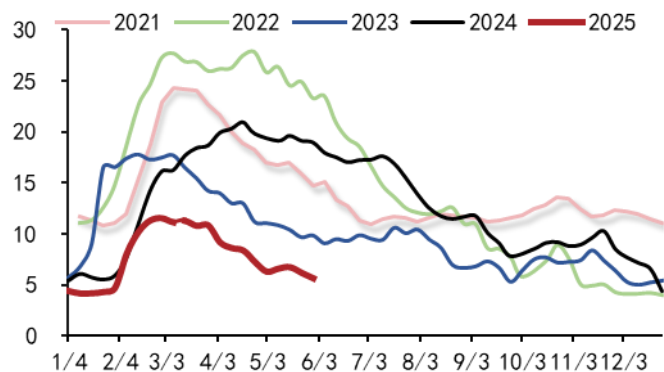
数据来源：SMM、五矿期货研究中心

图 12：下游锌锭原料库存季节图（万吨）



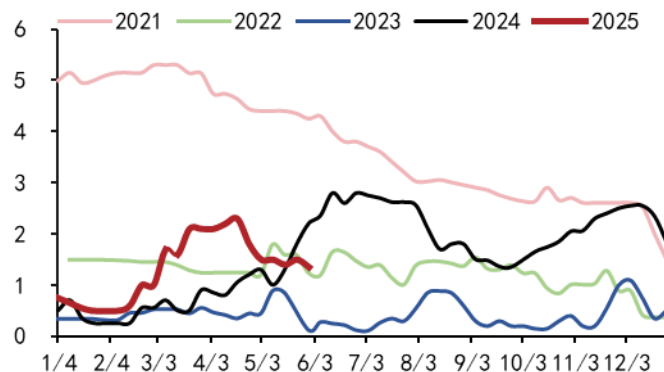
数据来源：SMM、五矿期货研究中心

图 13：国内锌锭社会库存季节图（万吨）



数据来源：SMM、五矿期货研究中心

图 14：国内锌锭保税区库存季节图（万吨）



数据来源：SMM、五矿期货研究中心

## 免责声明

---

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，并鼓励交易者征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。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

## 公司总部

---

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：[www.wkqh.cn](http://www.wkqh.cn)