

## 横盘的铝锌，后市如何配置？——铝与锌多空共性梳理

## 行业策略报告

### 摘要：

- 近期有色行情波动较大，其中主要以铜及锡等表现亮眼，期间沪锡一度涨停，铜涨幅更是达到了 2.88%。板块内分化较为严重，镍与铅前期涨幅较快近期有所回吐，锌与铝则围绕各自 23800 及 20800 的重心横盘震荡，未能形成有效突破。
- 近年来宏观主导有色整体涨跌方向，而有色间的价差则主要受各品种间基本面差异的影响。铝与锌近期趋于一致的表现，也反馈出二者基本面具有一定的相似之处。本文即尝试从二者的基本面相似处着手，期冀能梳理清楚二者在有色里的配置定位。
- 从基本面来看，铝与锌相似逻辑包括利多：1）国内锭社库目前绝对水位放在历史水平不高；伦铝/锌仓单持仓较高的集中度，交割扰动发生在海外可能性更高；2）下游原料库存较低（如果有色集体上行，下游仍有畏涨采买空间）；3）下游年度长单比例下降，零单比例增加（畏涨采买弹性更高，放缓上涨周期库存增速）。利空：成本放眼全年仍有下降趋势，利润同比修复明显，绝对位置偏高（这与铜、锡及镍存在较大差异，前述三者均存在不同程度矿端扰动，成本存在上涨和支撑空间）；
- 考虑到做空利润的逻辑为——冶炼厂利润恢复——供应产量↑——供过于求——累库——价格下跌；若库存绝对水平不高，则短期的提涨空间是理性且可以接受的，因为下游可能畏涨零单补库导致累库斜率趋缓。由于宏观短中期定价逻辑较为混乱（经济衰退+关税扰动多空交织），而铝锌本轮行情定位相对“后排”，可观望铜/贵金属（包括白银）二轮上行涨幅，若实现突破则考虑逢低布多跨品种比价等待铝/锌补涨，反之则可考虑沽空铝/锌生产利润。

作者姓名：王贤伟  
邮箱：wangxianwei@csc.com.cn  
电话：023-81157343  
期货交易咨询从业信息：Z0015983

研究助理：刘城鑫  
期货从业信息：F03130820

发布日期：2025年3月27日

## 目录

一、行情回顾 .....	3
二、宏观逻辑：本轮行情后排品种，可观望前排走势再行布局 .....	4
三、基本面多点：库存绝对水位不高，下游采买弹性尚存 .....	6
3.1、库存端：内盘库存历年低位，外盘高集中或存交割担忧 .....	6
3.2、需求端：下游原料库存低+零单比例增多，低位采买弹性尚存 .....	7
四、基本面空点：原料全年宽松，高利润难以持续 .....	9
五、总结 .....	11



## 图表目录

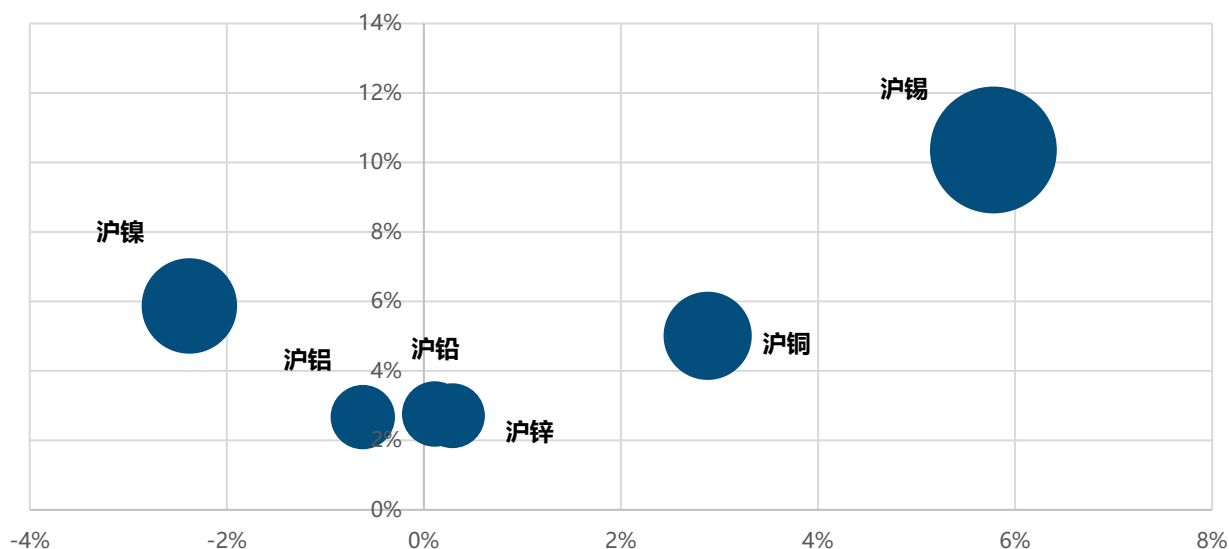
图 1：近期铝锌横盘整理为主 .....	3
图 2：拉长时间维度有色方向趋于一致，基本面溢价形成品种间价差.....	4
图 3：锌价与有色金属比价 .....	5
图 4：锌价与黄金比价 .....	5
图 5：铝价与有色金属比价 .....	5
图 6：铝价与黄金比价 .....	5
图 7：铝锭社库（包含仓单）+厂库处于 5 年低位.....	6
图 8：锌锭社库仍处于历史低位 .....	6
图 9：2 月以来伦铝 0-3 升贴水快速上升 .....	7
图 10：伦锌升贴水仍处于上升通道 .....	7
图 11：伦锌仓单集中度已消退 .....	7
图 12：伦铝仍有持有仓单 90-100%的巨头 .....	7
图 13：铝材原料库存比不及 24 年 .....	8
图 14：铝板带原料库存比处于历年中低位 .....	8
图 15：锌加工企业原料库存同样偏低（镀锌）.....	8
图 16：锌加工企业原料库存同样偏低（氧化锌）.....	8
图 17：2025 年铝锭长单升贴水与签定量变动（相较 2024 年） .....	8
图 18：铝冶炼利润已来到历史次高 .....	9
图 19：锌冶炼利润相较去年大幅修复 .....	9
图 20：即便现货贴水（期货涨速过快）库存也存在去化可能.....	10

## 一、行情回顾

近期有色行情波动较大，其中主要以铜及锡等表现亮眼，期间沪锡一度涨停，铜涨幅更是达到了 2.88%。板块内分化较为严重，镍与铅前期涨幅较快近期有所回吐，锌与铝则围绕各自 23800 及 20800 的重心横盘震荡，未能形成有效突破。

近年来宏观主导有色整体涨跌方向，而有色间的价差则主要受各品种间基本面差异的影响。铝与锌近期趋于一致的表现，也反馈出二者基本面具有一定的相似之处。本文即尝试从二者的基本面相似处着手，期冀能梳理清楚二者在有色里的配置定位。

图 1：近期铝锌横盘整理为主



数据来源：iFind，中信建投期货

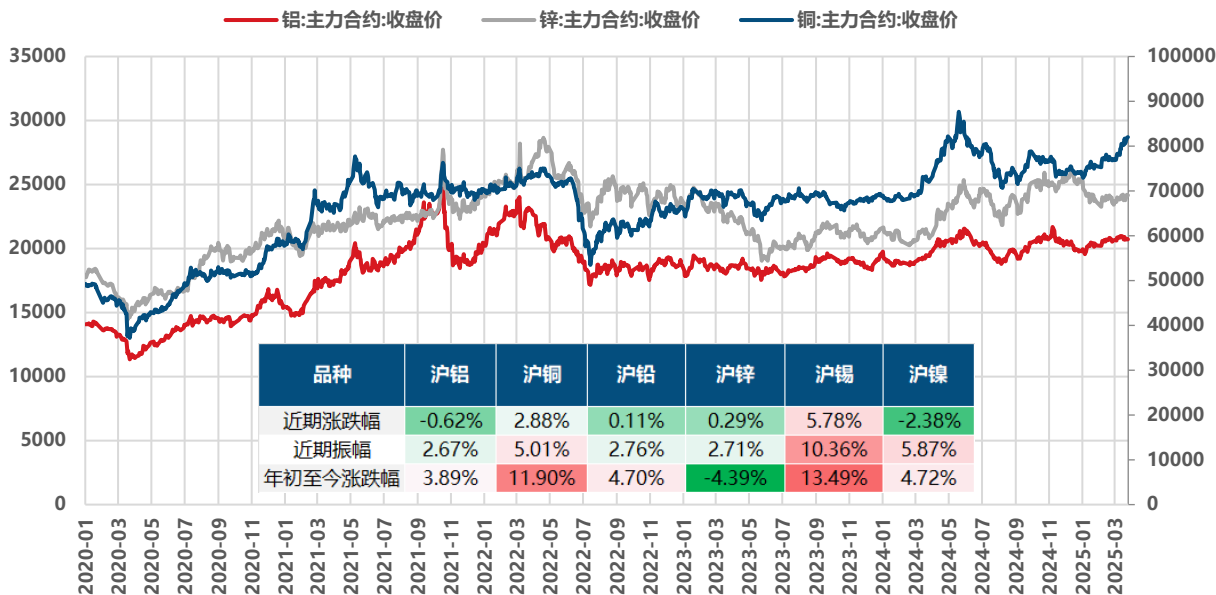
注：数据时间范围为 2025.3.14-3.27，横轴代表涨跌幅，纵轴代表振幅，气泡大小为振幅绝对值

## 二、宏观逻辑：本轮行情后排品种，可观望前排走势再行布局

拉长时间维度来看，有色品种大方向趋于一致，在近几个“宏观大年”体现尤为明显。统计各有色品种年初以来的涨跌幅，除锌以外其余均以涨势为主。这便是我们提到的基本面差异带来的品种间价差，即基本面表现差涨得少跌的多，反之亦然。而在降息周期的宏观背景下，有色的宏观属性还将拓展与贵金属等其他大宗趋于一致，也即我们在 24 年 3-4 月份见证的再通胀交易。由于资金存在“高低切”以及板块轮动的特性，在有色板块整体估值偏高时，板块内相对低估值品种即存在补涨机会，品种间比价即能很好地展示相对估值的高低。

从比价角度而言，目前锌与铝相较于铜均处于相对估值低位，与黄金比价亦是如此。考虑到短中期宏观定价逻辑较为混乱，即既有多方关税带来的铜/铝溢价，又有空方美国经济走弱甚至滞胀的担忧，单纯以一方思路去理解难免出现偏差。铝与锌相对“后排”的优势即能在此体现，可观望铜/贵金属等“前排”品种走势再行布局。

图 2：拉长时间维度有色方向趋于一致，基本面溢价形成品种间价差

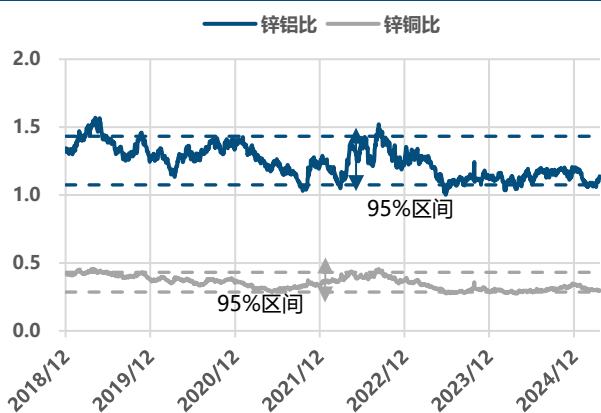


数据来源：iFind，中信建投期货

注：近期数据时间范围为 2025.3.14-3.27

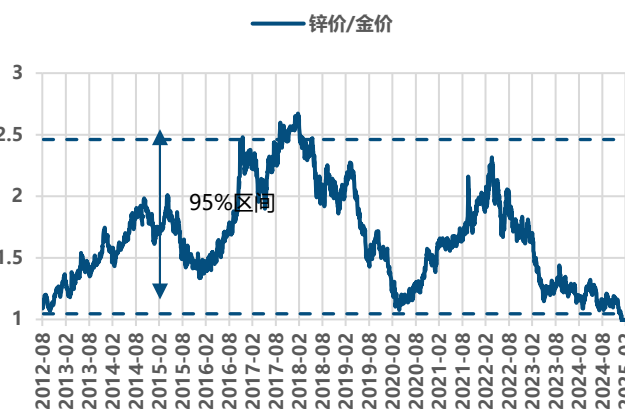


图 3：锌价与有色金属比价



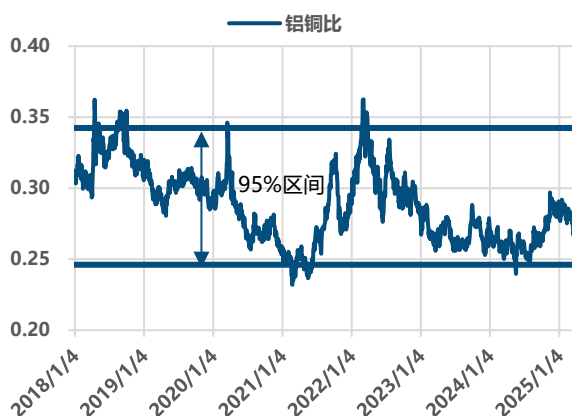
数据来源：iFind，中信建投期货

图 4：锌价与黄金比价



数据来源：iFind，中信建投期货

图 5：铝价与有色金属比价



数据来源：iFind，中信建投期货

图 6：铝价与黄金比价



数据来源：iFind，中信建投期货

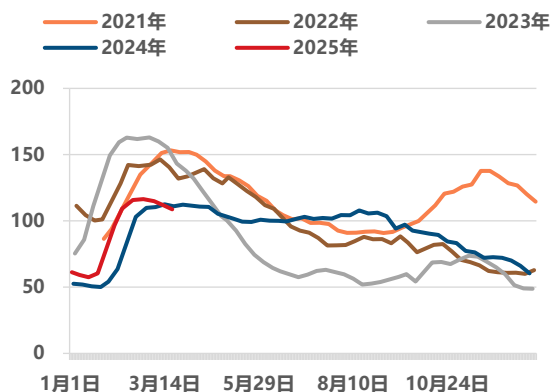
### 三、基本面多点：库存绝对水位不高，下游采买弹性尚存

#### 3.1、库存端：内盘库存历年低位，外盘高集中或存交割担忧

从内盘也即沪铝/锌库存来看，二者社会库存绝对水平均处于历年低位。铝方面，今年受节能降碳方案影响，铝水比例需要在年底提升至 90%，因此铸锭需求有所减少，而前期精废价差倒挂也加速铝锭一侧的去库速度，目前绝对水位仍处于下降通道中，已来到近五年最低水平。锌方面，今年春节假期受厂提比例增加以及物流运输影响，累库幅度远不及历年同期，低基数下锌锭库存目前虽未迎来持续去库，但绝对水平仍处于历史最低。

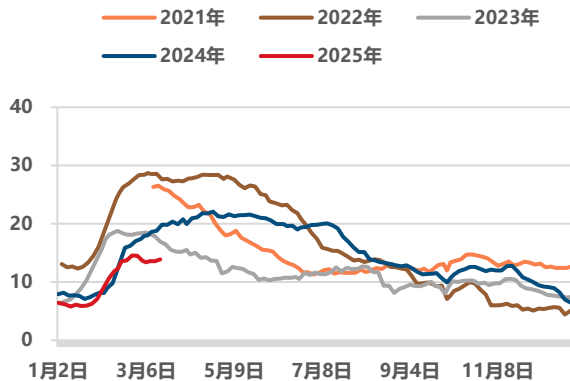
从外盘也即伦铝/锌库存来看，二者均有交割问题袭扰。铝方面，今年春节前后 LME0-3 升贴水便进入上升通道，从持仓及仓单集中度看，2 月中下旬伦铝盘面即有单个超 90% 仓单持有者，且多头持仓也超过 30%。据彭博社报道，其真实身份并非前几年经常抛头露面的托克和嘉能可，而是新入局的能源贸易商 Vitol 与 Gunvor。从最新数据来看，目前仓单巨头持仓占比已由 3 月 20 日的 50-80 上升至 3 月 24 日的 90-100，0-3 升贴水已回归负区间，后续不排除该巨头通过注销仓单继续拉涨伦铝一侧的可能性。锌情况相对类似，2 月中下旬伦锌盘面出现持有仓单 50-80 的巨头，而后 0-3 升贴水即进入上升周期，3 月初该巨头通过注销仓单带动升贴水上行，3 月 10 日以后仓单集中度逐步回归正常水平，后续交割扰动风险相较伦铝更小。

图 7：铝锭社库（包含仓单）+厂库处于 5 年低位



数据来源：SMM，中信建投期货

图 8：锌锭社库仍处于历史低位



数据来源：SMM，中信建投期货

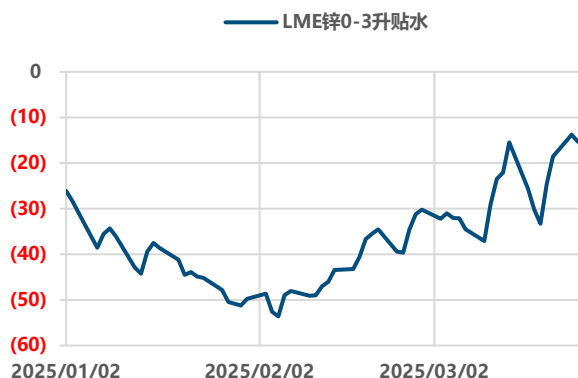


图 9：2 月以来伦铝 0-3 升贴水快速上升



数据来源：SMM，中信建投期货

图 10：伦锌升贴水仍处于上升通道



数据来源：SMM，中信建投期货

图 11：伦锌仓单集中度已消退

仓单占比%/数量	30-40	40-50	50-80	80-90	90-100
2025/3/21	0	0	0	0	0
2025/3/20	0	0	0	0	0
2025/3/19	0	0	0	0	0
2025/3/18	0	0	0	0	0
2025/3/17	0	0	0	0	0
2025/3/14	1	0	0	0	0
2025/3/13	0	0	0	0	0
2025/3/12	0	0	0	0	0
2025/3/11	0	0	0	0	0
2025/3/10	0	0	0	0	0
2025/3/7	0	1	0	0	0
2025/3/6	0	0	1	0	0

数据来源：SMM，中信建投期货

图 12：伦铝仍有持有仓单 90-100%的巨头

指标名称	大仓单报告:50-80	大仓单报告:80-90	大仓单报告:90-100
2025/3/24	0	0	1
2025/3/21	0	1	0
2025/3/20	1	0	0
2025/3/19	1	0	0
2025/3/18	0	0	0
2025/3/17	0	0	0
2025/3/14	0	0	0
2025/3/13	0	0	0
2025/3/12	0	0	0
2025/3/11	0	0	0
2025/3/10	0	0	0
2025/3/7	0	0	0

数据来源：SMM，中信建投期货

### 3.2、需求端：下游原料库存低+零单比例增多，低位采买弹性尚存

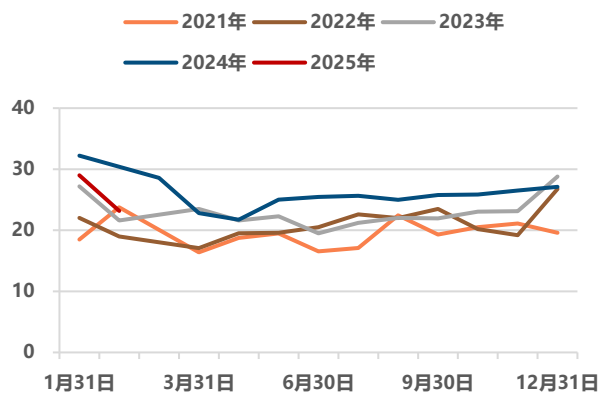
铝方面，据 SMM 统计数据，铝型材及铝板带箔原料库存比均处于历史中低水平，相较去年明显有下滑趋势。同时据 SMM 去年末调研情况，25 年全国铝锭长单签订量相较同期均出现不同程度下滑，其中华北地区签订量下降约 40%左右，其他地区则持平或小幅下降为主。锌方面情况类似，镀锌厂原料库存同样处于近五年低位水平，虽然未找到长零单比例数据进一步佐证，但锌加工企业历来以“买涨不买跌”著称，也即行情波动较大时，畏涨的心态反而能激发下游的采买积极性。

这其实为下游补库弹性提供了较好的支撑，也即更多下游加工企业更多看重价格高低来判断是否采购，而非提前备货。在上涨周期中，这代表着下游将被动接受冶炼一侧的溢价，在铝/锌价出现短暂的回调时买货需求便会集中涌现，从而带动锭端去库或延缓价格上涨带来的累库节奏。



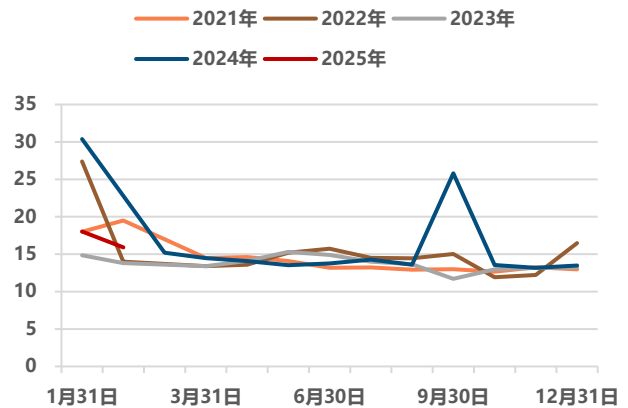


图 13：铝材原料库存比不及 24 年



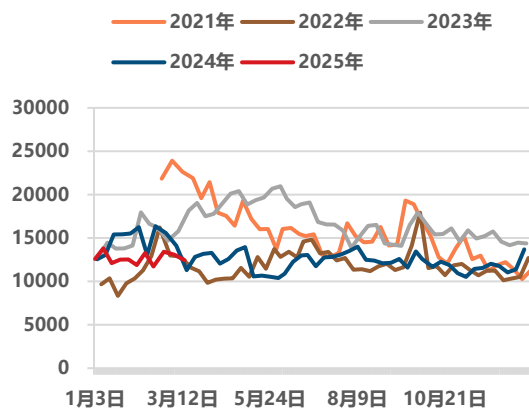
数据来源：SMM，中信建投期货

图 14：铝板带原料库存比处于历年中低位



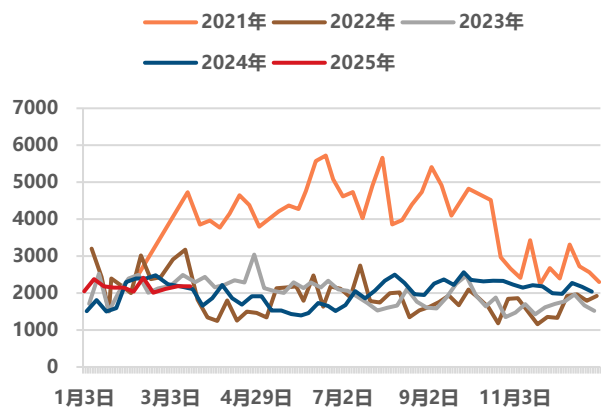
数据来源：SMM，中信建投期货

图 15：锌加工企业原料库存同样偏低（镀锌）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 16：锌加工企业原料库存同样偏低（氧化锌）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 17：2025 年铝锭长单升贴水与签定量变动（相较 2024 年）

地区	升贴水变动	25 年长单比例变动情况
华东	小幅上调 5-10 元/吨	持平或小幅下降
中原	上涨 10 元/吨左右	可能会下降
华南	上涨 5 元/吨左右	持平或小幅下降
华北	上涨 20 元/吨	下降约 40%
东北	持平	略有下滑
西南	-	略有下滑

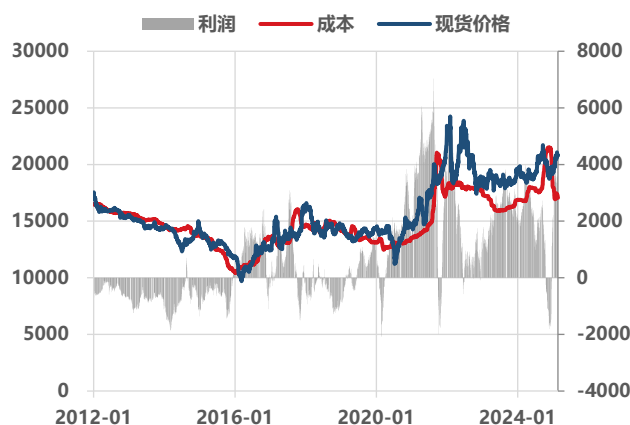
数据来源：SMM，中信建投期货整理

## 四、基本面空点：原料全年宽松，高利润难以持续

铜、锡以及镍近一两月原料（主要是矿端一侧）均出现不同程度扰动，以铜为例进口 TC 已于 1 月末 2 月初跌至负区间，由此带来的成本抬升将给予价格良性。而我们前文未提到的铅矿一侧虽显宽松，但再生废电瓶仍然处于报废淡季，同样对成本及铅价下限起到支撑作用。

相比而言，有色里铝与锌算是为数不多的矿端暂无扰动且全年原料趋于宽松的品种。铝方面主因几内亚铝土矿产能提升+港口运输恢复，锌方面则主因海外锌矿 24 年 Q3 以来的投复产潮+国内矿山季节性减停产后恢复放量。氧化铝受宽松预期影响也一度下探成本线，给予电解铝一侧较高的冶炼利润——回溯近 10 年的表现，目前电解铝利润基本已达到 21 年以来的次高水平。锌精矿加工费近期也是节节攀升，多数冶炼厂综合副产品收入目前已实现盈利。

图 18：铝冶炼利润已来到历史次高



数据来源：SMM，中信建投期货

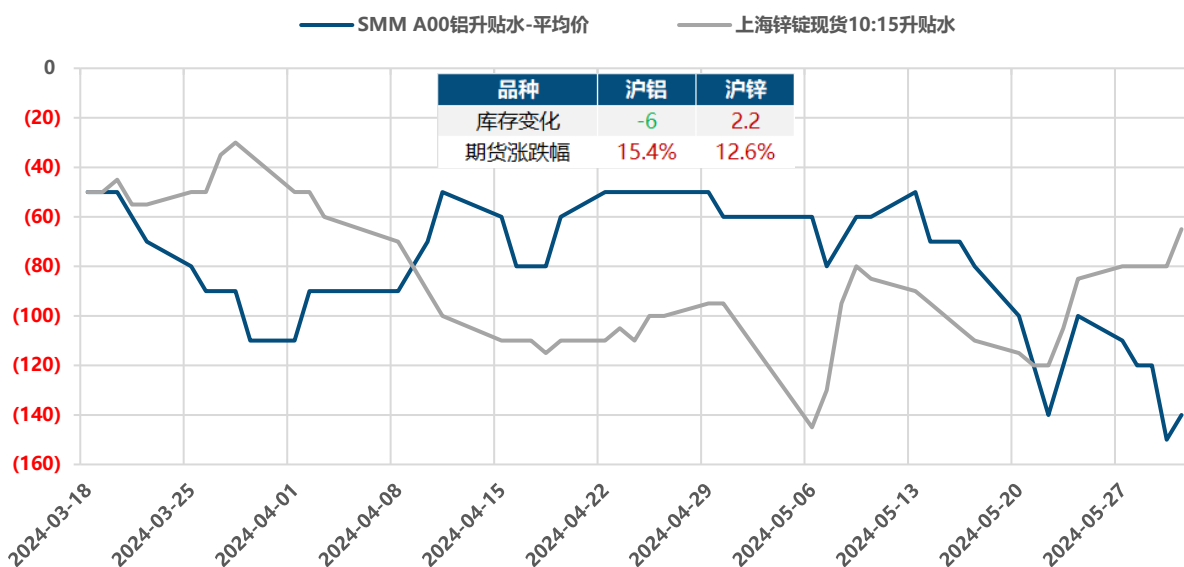
图 19：锌冶炼利润相较去年大幅修复



数据来源：SMM，中信建投期货

本质上做空利润的逻辑是先有冶炼厂利润恢复——供应产量↑——供过于求——累库——价格下跌；但考虑到库存绝对水平不高，短期的提涨空间是理性且可以接受的，因为价格高+冶炼厂提产≠短期累库（下游可能畏涨零单补库）≠短中期库存水平远超历年同期，但长期而言高利润总会有泡沫破碎的一天。

图 20：即便现货贴水（期货涨速过快）库存也存在去化可能



数据来源：SMM，中信建投期货整理

注：统计时点 2024.3.14-2024.5.30

## 五、总结

从基本面逻辑来看，铝与锌相似点包括：

基本面多点：

1) 国内锭社库目前绝对水位放在历史水平不高；伦铝/锌仓单持仓较高的集中度，交割扰动发生在海外可能性更高；

2) 下游原料库存较低（如果有色集体上行，下游仍有畏涨采买空间）；

3) 下游年度长单比例下降，零单比例增加（畏涨采买弹性更高，放缓上涨周期库存增速）。

基本面空点：

1) 成本放眼全年仍有下降趋势，利润同比修复明显，绝对位置偏高（这与铜、锡及镍存在较大差异，前述三者均存在不同程度矿端扰动，成本存在上涨和支撑空间）；

考虑到做空利润的逻辑为——冶炼厂利润恢复——供应产量↑——供过于求——累库——价格下跌；若库存绝对水平不高，则短期的提涨空间是理性且可以接受的，因为下游可能畏涨零单补库导致累库斜率趋缓。由于宏观短中期定价逻辑较为混乱（经济衰退+关税扰动多空交织），而铝锌本轮行情定位相对“后排”，可观望铜/贵金属（包括白银）二轮上行涨幅，若实现突破则考虑逢低布多跨品种比价等待铝/锌补涨，反之则可考虑沽空铝/锌生产利润。

## 联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、  
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



## 重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。