



锌：供紧需弱 锌市可期

——2024 年市场回顾与 2025 年展望

格林大华期货研究院 王凯、夏凤 交易咨询资格：Z0013404 F3020226

➤ 摘要

- 2024 年全年锌价以上涨趋势为主，目前尚在高位震荡。国际局势动荡，边缘冲突四起，而宏观面上的突发因素太多，导致锌价受宏观面因素影响增大；而供应面上，矿端偏紧，冶炼厂原料不足，叠加炼厂加工费持续下滑到现在低位企稳，打击炼厂生产积极性；需求方面，房地产和基建行业的挣扎求生，汽车行业和家电行业的稳定发挥，光伏行业的亮点再现，综合来看，需求依旧疲软。
- 全球宏观关注要点，主要集中于全球通胀压力，欧美央行开始降息，国际地缘冲突不断，能源风险加剧，衰退忧虑升温，有色金属波动剧烈。不同于以往工业品受需求预期的扰动，有色金属在低库存和有限供应下对资金敏感度的持续升高，有色整体维持价格区间偏高位波动，整体走势受海外经济景气影响偏强。而国内稳增长主导下，积极财政，宽松信贷，基建房产在下半年逐渐发力，经济富有韧性，复苏波折前进。锌跟随波动较大。
- 从产业链来看，锌矿端供应偏紧，抑制产出增长。锌冶炼加工费低位持稳，副产品硫酸价格和银价补给冶炼利润，区域天气情况不佳对生产供应形成扰动。需求端，房产的爆雷和基建的减速，无疑是给下游需求端造成了很大的压力，修复季节性特征明显。而汽车方面受到反倾销和关税方面的因素影响，整体增速放缓。库存来看，国内锌库存整体偏高阶段性去库存，LME 库存处于相对低位水平，两市库存年末显著走低。2024 年锌进口多数时间处于亏损状态。
- 展望 2025 年走势，锌价或是前高后低的行情运行，预计整体在 20000-27000 元/吨之间宽幅震荡，操作上建议以区间操作思路对待，高抛低吸。长期来看锌矿产能有待释放，释放幅度也要观望，冶炼加工费持续低位，冶炼厂的生产积极性也需要关注，另外特朗普再次当选后，对中国的关税政策和一些反倾销手段都有可能抑制锌的需求，国内政策端对需求的利好也需要兑现。



目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 第一部分 行情回顾 | 2 |
| 一、 历史行情回顾 | 2 |
| 二、 2024 年行情回顾 | 4 |
| 三、 锌期货成交与持仓情况 | 5 |
| 第二部分 美联储降息 国内宏观利好拉满 | 5 |
| 一、 地缘冲突越发严重 | 5 |
| 二、 美联储降息及美国大选 | 7 |
| 三、 国内利好政策拉满 | 7 |
| 第三部分 锌市的供给分析 | 9 |
| 一、 全球锌精矿偏紧 增量有限 | 9 |
| 二、 加工费低位持稳 副产品维持盈利 锌产量微降 | 11 |
| 三、 精锌供应同比增长 | 12 |
| 第四部分 锌市的需求分析 | 14 |
| 一、 镀锌生产不及预期 | 14 |
| 二、 氧化锌消费偏弱 | 15 |
| 三、 锌合金需求有所下降 | 17 |
| 四、 房地产市场有望政策支撑 | 17 |
| 第五部分 锌市供需平衡表预测及分析 | 15 |
| 第六部分 锌套利机会分析与展望 | 20 |
| 第七部分 锌期权分析及策略建议 | 20 |
| 第八部分 行业企业线上或线下调研 2025 年展望 | 22 |
| 第九部分 期货价格技术与展望 | 23 |
| 一、 价格季节性分析 | 23 |
| 二、 技术与展望 | 24 |
| 第十部分 全文总结与 2025 年操作建议 | 25 |
| 第十一部分 相关股票价格及涨跌幅统计表 | 26 |
| 免责声明 | 28 |



第一部分 行情回顾

一、 历史行情回顾

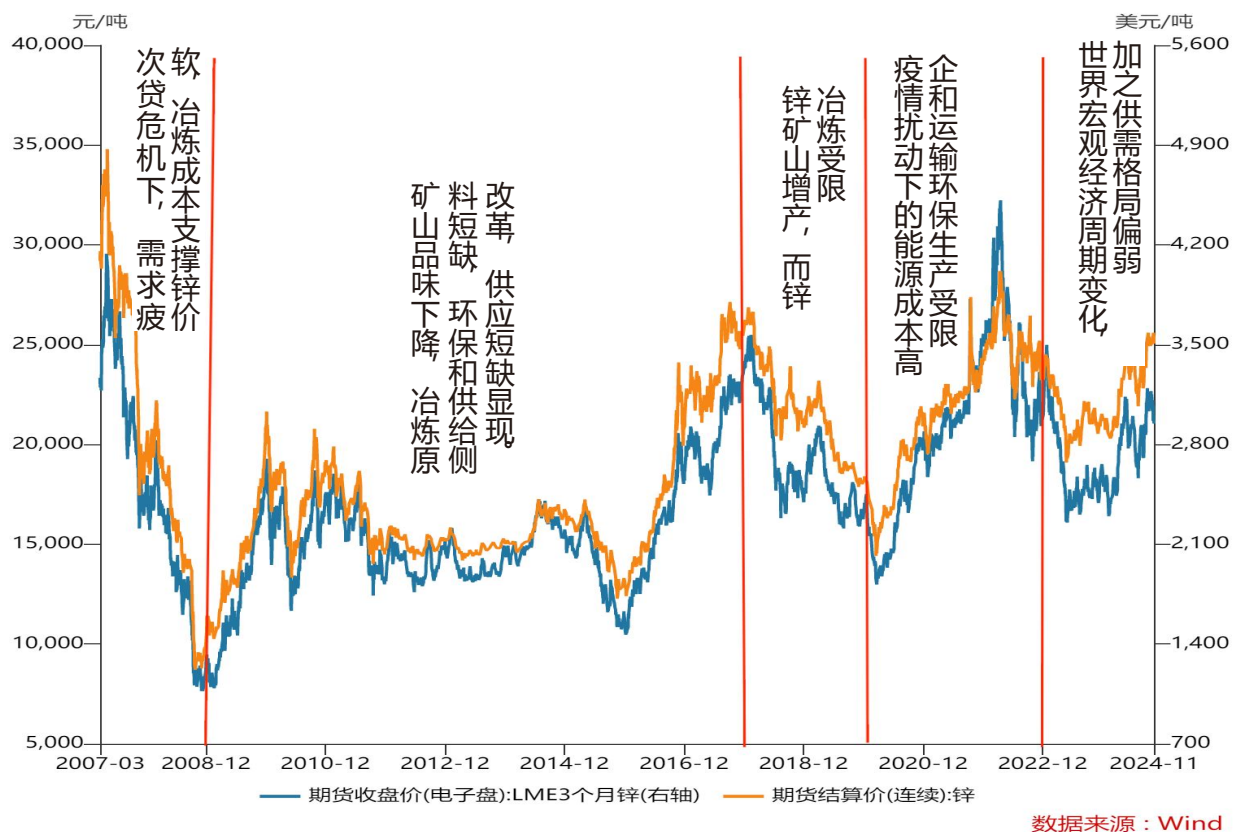


图 1-1 伦锌沪锌结算价历史年线图

数据来源：wind、格林大华研究院整理

中国锌期货于 2007 年 3 月份上市，市场到目前为止经历了五个阶段：

第一阶段从 2007 至 2008 年，此前在 2001-2007 年，受益于美元货币超发，大宗商品市场迎来大牛市。伦锌的价格在流动性的刺激下拉涨至 4500 美元/吨，而此沪锌的上市价高达近 30000 元/吨。随后次贷危机席卷全球，流动性收缩，大宗商品市场开启熊市。在次贷危机的末



期，流动性问题得到缓解，各国需求得到边际改善。炼厂利润因锌价大幅下跌开始收窄，并于2008年下半年减产，最终锌价在成本线以下持稳。

第二阶段从2009年至2017年，海内外锌价开始修复，沪锌价格整体重心上移，其核心驱动仍开始于宏观。2009-2010年，欧美日等发达经济体开启零利率和量化宽松等政策，市场流动性改善，刺激需求。但强宏观、弱微观的格局并不能有效推动锌价，至此锌价进入盘整时期。

2016-2017年，伴随超大矿山世纪矿的闭矿、嘉能可部分矿山的减停产、全球矿山品位的普遍下降，全球锌矿减产终于落地。冶炼厂也受到原料短缺的影响而不得不被动减产，同时受到环保和供给端改革政策的影响，冶炼厂的产能利用率受限。全球锌锭的供给缺口逐渐显现，锌价顺应上涨。

第三阶段从2018年至2019年，从2018年开始，全球锌矿步入新一轮的增长周期，产量出现修复性增长。2018年全球矿山产量增长4%，19年产量增长主要来自嘉能可、韦丹塔和五矿，新增产量约50万吨。然而由于环保等政策的限制，精炼锌的增产较为坎坷，表现为加工费的下行和锌价的一路下挫。

第四阶段从2020年至2022年，2020年新冠疫情爆发，全球40家央行共降息超50次，2021年全球货币政策转向。回顾疫情周期，前期的矛盾主要在矿端供给，因疫情对生产运输的影响，矿山的增产周期被迫中止，锌矿被迫扭转供需结构。后期矛盾转移至冶炼端，海外冶炼厂受能源成本暴涨的制约，国内冶炼厂受环保及限电政策的管制，精炼锌供给出现明显短缺。基本面的供不应求带来锌价上行，海外LME电锌03价格一度涨到2007年的历史最高值。

第五阶段从2023年至今，23年因美国较强的经济数据和保持鹰派的美联储，加息预期增强，宏观条件转弱持续施压锌价。在基本面，海外需求侧转弱。一方面欧洲炼厂逐步宣布复产，另一方面海外消费疲软，中国消费也不佳；24年美国的经济数据在逐步向好，美联储从9月开



始降息，随着锌价的高位，冶炼厂加工费的持续走低，矿山利润丰厚，也逐步开工，但任然偏紧，而炼厂利润不佳而惜产，维持紧供应和弱需求状态。

二、2024 年行情回顾

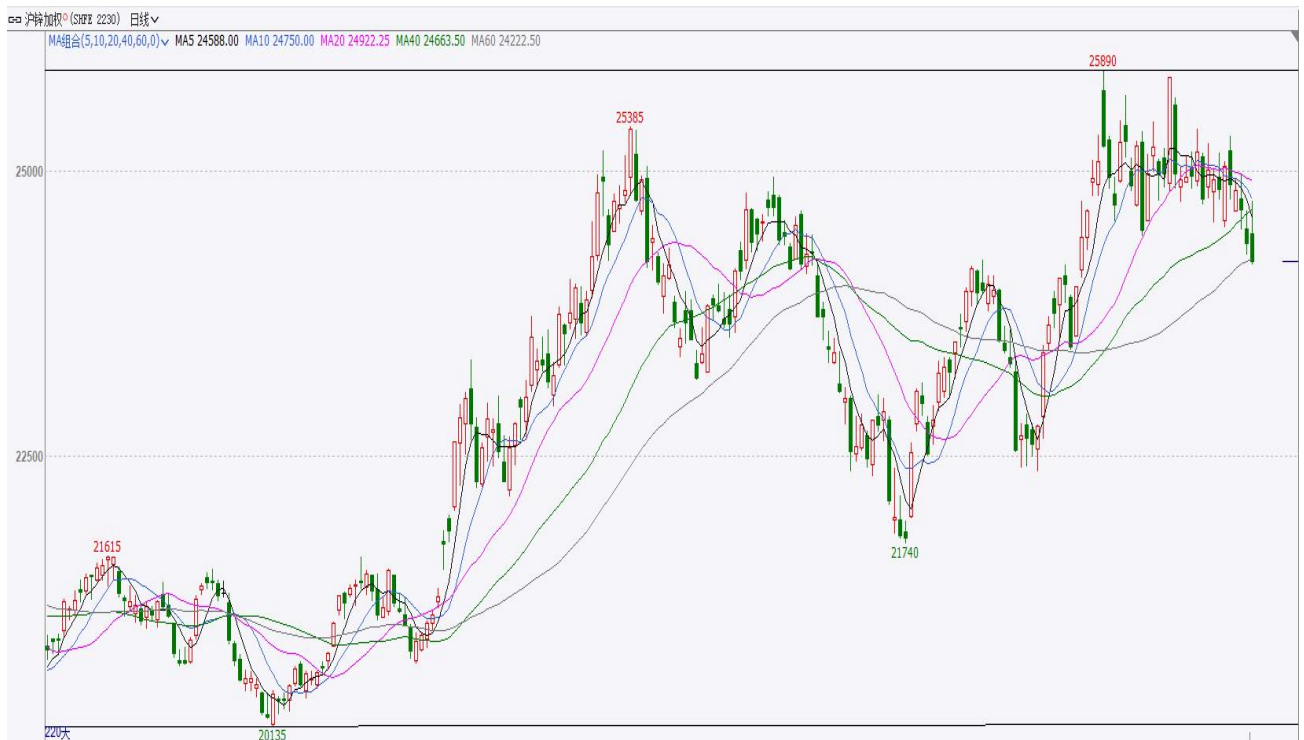


图 1-2 沪锌加权日度 K 线图

数据来源：文华财经，格林大华研究院整理

2024 年沪锌价格于 20000 - 26000 元 / 吨区间内呈震荡态势。上半年，宏观层面上，美联储降息消息不断变化，国际边缘冲突进一步加剧。同时，在原料端，受矿端供应偏紧以及冶炼端加工费持续走弱影响，供应量不足。宏观因素与供应端状况共同支撑锌价上行。下半年，随着锌价走强，矿端供应增加。然而，冶炼端加工费依旧持续走低并在现阶段低位持稳，这使得矿端利润增厚，而冶炼端利润下滑。在宏观方面，美国经济数据有所好转，美联储于 9 月



开始降息。国内则通过大规模降息、降准和化债以促进经济发展，房地产政策方面释放各项利好，助力锌需求端恢复。

三、锌期货成交与持仓情况

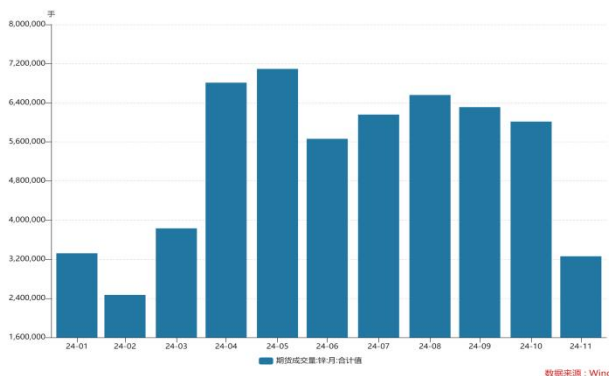


图 1-3 沪锌成交量

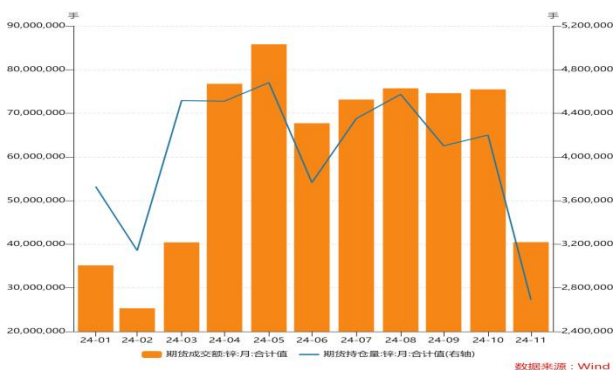


图 1-4 沪锌月度成交额与月度持仓量

数据来源：Wind，格林大华研究院整理

2024 年以来，截止到 11 月中旬，锌累计成交量 1,736,437,507 手，月均成交量 5,226,725.55 手。累计成交额 16,513,661,714.47 元，月均成交额 60,970,303.43 元。平均月度持仓量为 4,024,067 手。其中 4-10 月交易活跃度最高，成交量和持仓量都远高于其他时间段。

第二部分 美联储降息 国内宏观利好拉满

一、地缘冲突越发严重

2024 年期间，全球不同地方的地缘冲突不断，地缘冲突从供应、运输和消费三个主要的层面影响了锌供应和需求的整体格局。

俄乌战争未停，巴以冲突再现，中东矛盾突出等等，其中欧洲是重要的锌冶炼地区之一，而俄乌冲突的持续不决和中东地区的不稳定，尤其是以色列和哈马斯的冲突，进一步提高了欧



洲面临能源危机的风险。能源供应削减、天然气和液化天然气价格飙升，将导致锌冶炼成本居高不下，冶炼厂可能会因成本压力而减产，从而影响了全球锌产量，使锌产量面临偏紧的情况。

地区冲突也会威胁到关键的能源供应线和航运路线，使锌矿及精炼锌的运输受到阻碍。例如红海地区因巴以冲突等引发的局势紧张，可能干扰该地区的航运，影响锌产品的进出口。

全球地缘冲突会引发市场的不确定性和担忧，导致经济增长预期下降。在经济前景不明朗的情况下，制造业、建筑业等锌的主要消费领域可能会减少投资和生产，从而降低对金属锌的需求。全球经济仍在努力摆脱过去三年的疤痕效应，如供应链中断和劳动力市场不稳定，同时应对高通胀、紧缩货币政策和地缘政治紧张局势，这些因素共同导致了经济增长放缓和投资消费压制。

二、美联储降息及美国大选

2023 年美国通胀率从疫情时期的高位有所回落，但仍高于美联储 2% 的长期目标。不过，通胀回落的速度快于预期，同时经济增长也出现了放缓的迹象。进入 2024 年，美国经济的一些关键指标虽然有波动，但整体上经济增长动力有所减弱，通胀也在一定程度上得到控制，但距离目标水平仍有差距。

美联储在 9 月议息会议上降息 50 个基点，这一举措超出了部分市场参与者的预期。这一决定反映出美联储对经济前景的担忧，希望通过降息来刺激经济增长，避免经济陷入衰退。2024 年 11 月议息会议继续降息 25 个基点，将联邦基金目标利率下调至 4.50%-4.75% 区间。美联储坚持降息，一是尽管 9 月会议以后公布的就业和通胀数据有所走强，但并未抵消前期降温的进展；二是美联储认为目前的货币政策仍然是限制性的，不希望看到就业市场的进一步降温；三是美联储认为部分环节的通胀主要反映的是“追赶”效应，即反映过去的通胀





压力而不是当下，所以倾向于认为通胀会持续向 2% 迈进。2024 年 12 月降息 25 个基点的概率目前民调也较高，但是特朗普再次当选美国总统，打击了大家对 12 月降息的信心。降息也让锌价在 24 年保持了高位震荡的走势。

2024 年的美国大选中，特朗普再次当选，而特朗普可能继续推行贸易保护政策，声称将对大多数外国商品征收 10%-20% 的新关税，对从中国进口的商品征收可能高达 60% 的关税。这不仅会影响中美贸易，也会波及德国、日本、韩国、加拿大等美国的盟友国家。这种贸易保护主义举措会破坏全球产业链和供应链的稳定，导致贸易成本上升，阻碍全球贸易的自由流动，引发其他国家的反制措施，最终可能演变成全球贸易战，对全球经济增长产生负面影响。特朗普主张的对内减税、对外加征关税、放松监管等政策，可能会提振美国经济和通胀预期，吸引资本回流美国，推动产业回流。他可能会采取更多措施鼓励企业将生产基地搬回美国，这可能会使一些国家的制造业受到冲击，而美国的制造业可能会得到一定程度的发展。而对于锌来说会导致下游消费终端的出口不畅，从而影响锌产业链的需求格局偏弱。

三、国内利好政策拉满

一季度我国 GDP 同比 5.3%，整体开局良好，财政政策方面，积极落实落细各项减税降费政策，减轻企业负担，激发市场主体活力。货币政策方面，保持货币政策的稳健性和灵活性，综合运用多种货币政策工具，保持市场流动性合理充裕。通过降准、降息等操作，降低企业融资成本，支持实体经济发展。

二季度我国 GDP 同比 4.7%，增速较一季度有所回落，但经济总量指标规模依然可观。国内通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，鼓励居民消费，促进汽车、家电、旅游等消费升级。再者坚持“房住不炒”的定位，同时因城施策，对房地产市场进行调控。





三季度我国 GDP 同比 4.6%，稳步发展。在保持推动前两个季度的政策下，鼓励科学技术发展，打破技术壁垒，同时强调绿色发展，走可持续发展道路。第四季度政策利好拉满，十四届全国人大常委会第十二次会议审议通过近年来力度最大的化债举措：增加地方政府债务限额 6 万亿元，用于置换存量隐性债务，为地方政府腾出空间更好发展经济、保障民生。陆续推出一揽子有针对性的增量政策举措。这一揽子增量政策包括支持地方化解隐性债务、支持国有大型商业银行补充核心一级资本、支持推动房地产市场止跌回稳、加大对重点群体的支持保障力度等多个方面。2025 年，伴随着全球各个国家的经济政策的变化，我国也会积极变化应对，在 2024 年如此利好的政策影响下，相信 2025 年我国经济会进入一个全新的时代。

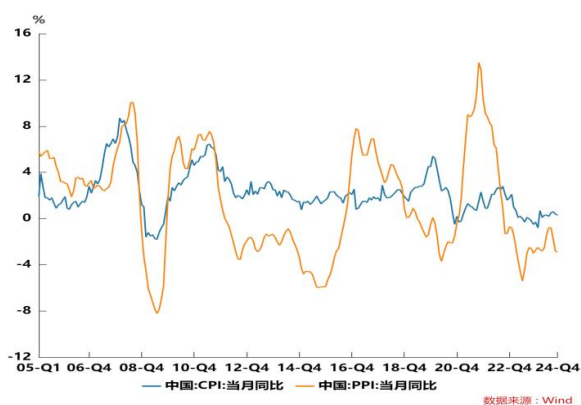


图 2-1 中国 CPI 及 PPI

数据来源：Wind，格林大华研究院整理

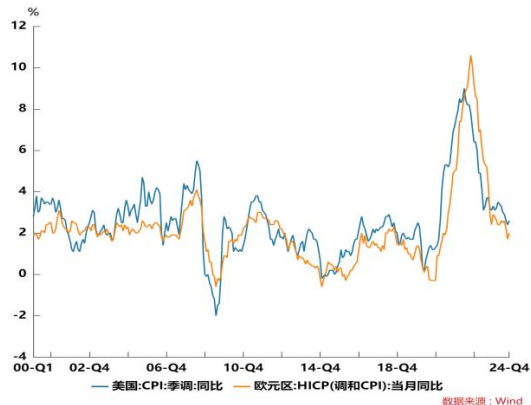


图 2-2 欧美 CPI

数据来源：Wind，格林大华研究院整理

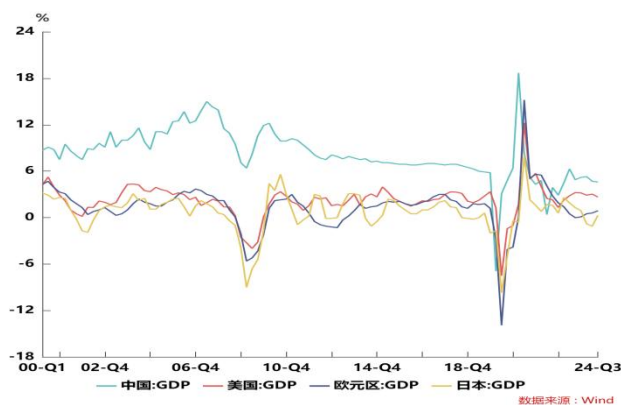


图 2-3 全球 GDP

数据来源：Wind，格林大华研究院整理

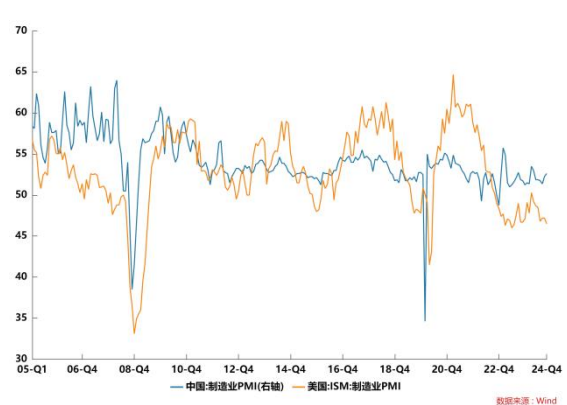


图 2-4 中美制造业 PMI

数据来源：Wind，格林大华研究院整理



第三部分 锌市的供给分析

一、全球锌精矿偏紧 增量有限

预计 2024 年全球锌精矿呈现紧缺态势，截止目前 2024 年 9 月份的数据，2024 年 1-9 月份全球精锌矿累计产量为 871.62 万吨，较去年同期减少 38.39 万吨，环比下降 4.25%。2025 年锌精矿依旧呈现供应紧张的态势，但幅度有所收窄，精炼锌方面转为小幅过剩；需要注意的是，海外矿端增量保守估计在 40 万吨左右，国内冶炼增量 20 万吨以上。

2024 年亚洲锌精矿 Benchmark 165 美元/干吨，相较 2023 年的 274 美元/干吨同比下滑明显，佐证矿紧缺预期。预计今年全球锌矿山增量或不及预期，一方面是原矿品位下降的原因，另一方面，极端天气的扰动也对锌矿产量产生影响。对海外各大矿山的增量调研来看，预计 2025 年海外矿山增量相对集中，欧洲、独联体、非洲地区增幅明显，保守估计海外矿山 2025 年的环比锌矿增量在 40 万吨左右，预计 2025 年全球锌精矿产量同比增加 6%以上。

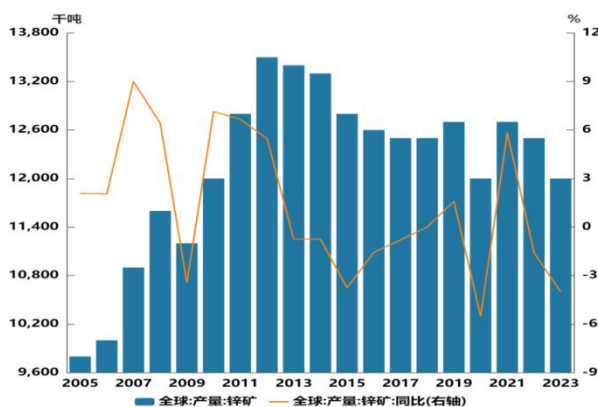


图 3-1 全球锌矿年度产量

数据来源：Wind，格林大华研究院整理

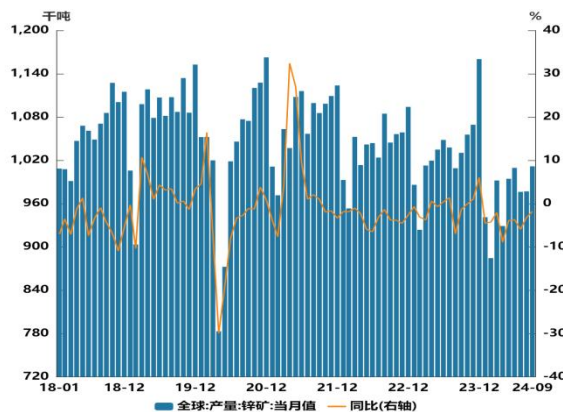


图 3-2 全球锌精矿当月产量

数据来源：Wind，格林大华研究院整理



矿山利润上，2024 年整体矿山利润表现较好，加工费下行和锌价走强，带动国内矿山利润由年初 2500 上涨至 9000 元/金属吨，矿山生产积极性较高。对国内矿产量的预测来看，2024 年国内矿预计增加 7 万吨至 383.8 万吨左右，火烧云贡献主要增量。考虑到其他矿山的产出，总体 2025 年预计国内锌精矿产量或同比增加 9 万吨左右。

2024 年 1-10 月累计锌精矿进口量为 318.39 万吨（实物吨），累计同比降低 19.74%。上半年因各种极端事件扰动，锌精矿进口量处于近三年低位。进口方面，进口窗口多数时间关闭，而沪伦比值走低的时间也长于走高的时间，影响了国内对于进口矿的采购，总体以采购国产矿为主。众所周知，锌精矿连云港库存与进口矿具有强相关性，进入 2024 年以来，连云港锌精矿库存已经降至近 4 年低位，反映了进口矿供应紧张的情况。不过进入 10 月份以来，国内七地锌精矿港口总库存低位反升，出现了比较明显的上涨。2025 年进口情况需持续关注沪伦比值以及关税政策的变化。

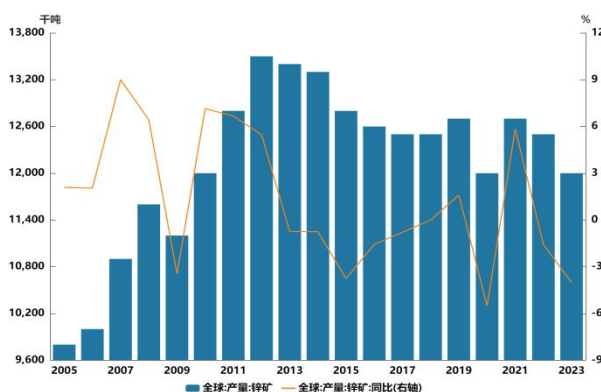


图 3-3 中国锌精矿年产量

数据来源：Wind，格林大华研究院整理

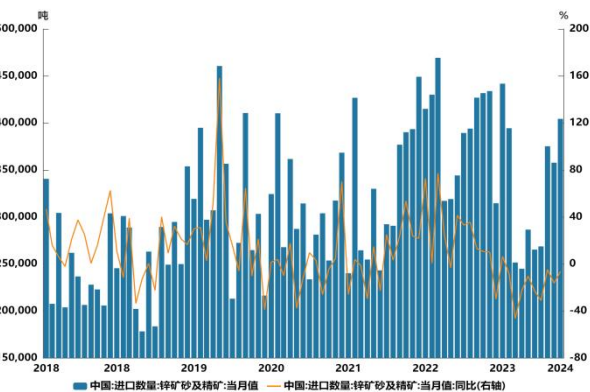


图 3-4 中国锌矿进口量当月值

数据来源：Wind，格林大华研究院整理

二、加工费低位持稳 副产品维持盈利 锌产量微降

进入 2024 年以来，不论是国产矿加工费还是进口矿加工费均呈现下跌态势，甚至一同跌至其历史低位，其中矿供应紧张是其“跌跌不休”的主要诱因。而目前，从港口库存的增量以





及冶炼厂库存天数的均开始低位反弹的情况来看，预计四季度加工费或低位企稳，年底或出现小幅反弹的情况。预计 2025 年，整体加工费重心或继续向上修复，具体修复情况还要看海外矿山的增量情况。国产 50%铅锌精矿加工费月度 TC 持稳在 1050-1500 元/金属吨之间波动。进口 60%铅锌精矿月度加工费 TC 在 60-100 美元/干吨之间波动。进口铅锌矿数量持续偏紧，加工费用总体偏低。

因此前锌精矿加工费一跌再跌，国内冶炼厂不包含副产品的利润倒挂严重，一度接近 3000 元的亏损。不过随着锌精矿加工费止跌企稳，冶炼厂利润倒挂修复至 2000 元/吨以内。硫酸作为锌精矿冶炼厂冶炼的副产品之一，其价格的上涨也会令冶炼厂亏损收窄，而虽然 98%冶炼酸价格近期有所走低，但仍处在高位附近。加之副产品金银价格高涨，冶炼提取的金银产品的价格也补充了主产品的亏损。



图 3-5 锌精矿加工费

数据来源：SMM，格林大华研究院整理

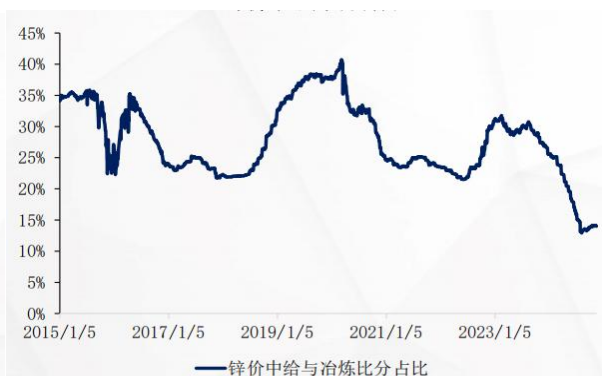


图 3-6 锌价中冶炼利润占比

数据来源：SMM，格林大华研究院整理

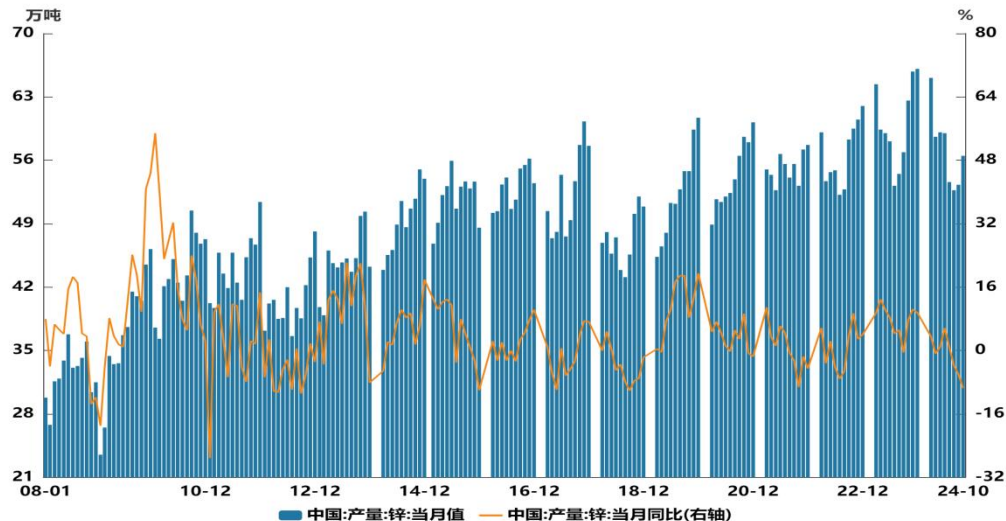


图 3-7 国内锌锭当月产量

数据来源：Wind，格林大华研究院整理

三、精锌供应同比增长

按照目前冶炼厂的排产情况以及原料库存情况来看，预计到年底，国内冶炼厂产量有望继续向上修复，2024 年精炼锌产量预计在 618.5 万吨左右；考虑到海外矿供应的增量和国内万洋、云铜、火烧云的新增产能释放以及矿缓解下的国内冶炼厂产量的逐步释放，2025 年精炼锌产量或将增加至 645 万吨左右。在国家政策支撑和冶炼厂产业对于整个产业链的产业延伸等刺激下，冶炼厂合金比例或将逐年提升。压铸锌合金方面，随着新增产能的陆续释放，炼厂压铸锌合金产量高位运行；但镀锌板消费弱势，又倒逼炼厂热镀锌合金产量下降。

进口方面，2024 年 1-10 月精炼锌累计进口 37.76 万吨，累计同比增加 23.43%，2024 年精炼锌进口量预计或达到 39 万吨以上，在内强外弱的锌价表现下，间歇性的进口窗口开启，或给到精炼锌进口机会。展望 2025 年，考虑到明年国内冶炼厂精炼锌增量或表现较为明显，预计 2025 年精炼锌进口量或将下降至 30 万吨以下。



海外方面，2024 年以来欧洲加工费一直处于下降状态，加之平均电价开始回升，当地冶炼厂利润遭到挤压。

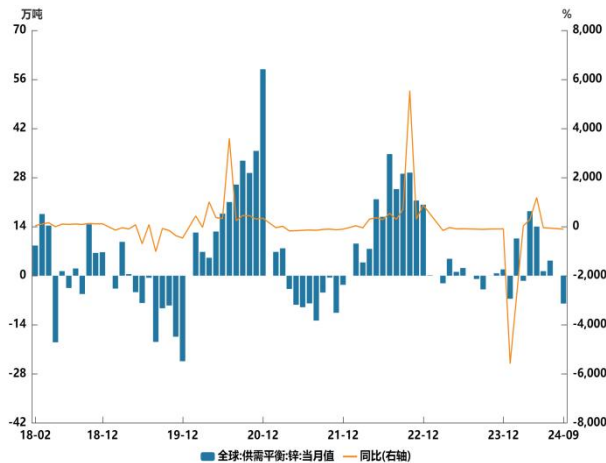


图 3-8 全球锌锭供需平衡当月值

数据来源：Wind，格林大华研究院整理

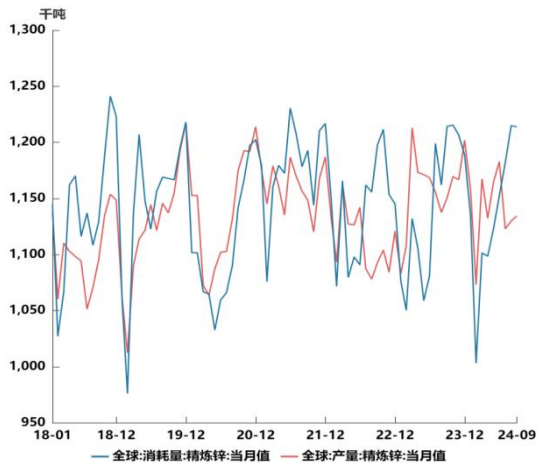


图 3-9 全球精炼锌产量及消耗量对比图

数据来源：Wind，格林大华研究院整理

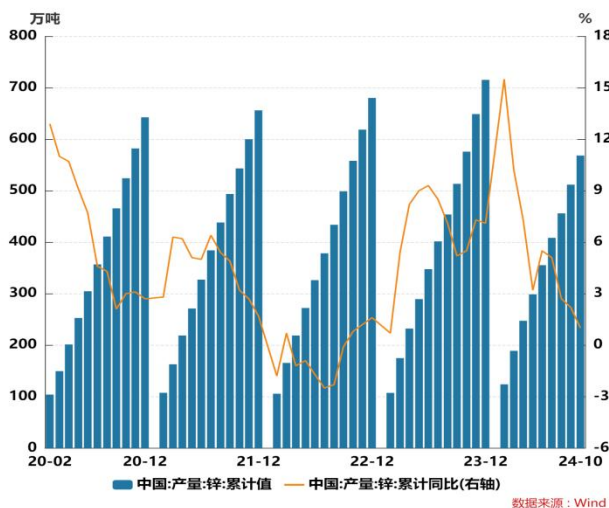


图 3-10 国内锌累计产量

数据来源：Wind，格林大华研究院整理

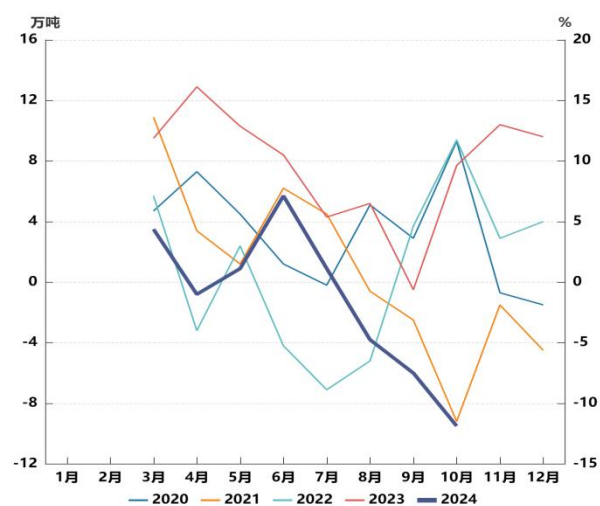


图 3-11 国内锌当月产量

数据来源：Wind，格林大华研究院整理

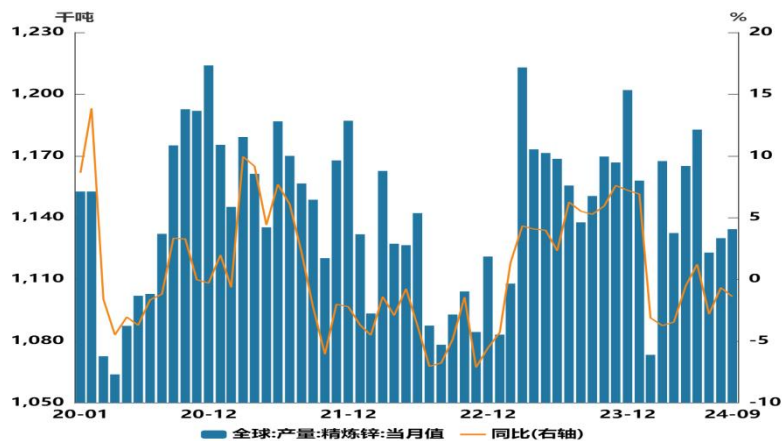


图 3-12 全球精炼锌月度产量

数据来源：Wind，格林大华研究院整理

第四部分 锌市的需求分析

一、镀锌生产不及预期

整体来看 2024 年下游的消费表现，镀锌企业整体开工率上半年表现尚可，但下半年同比下降明显，这其中一方面是因黑色系价格持续下跌拖累，另外，北方地区环保升级也对镀锌开工形成拖累。因终端消费走弱，镀锌板开工整体维持弱势，不过受镀锌板出口延续高位带动，镀锌板的月度开工率自 3 月份以来基本维持在 75%以上。

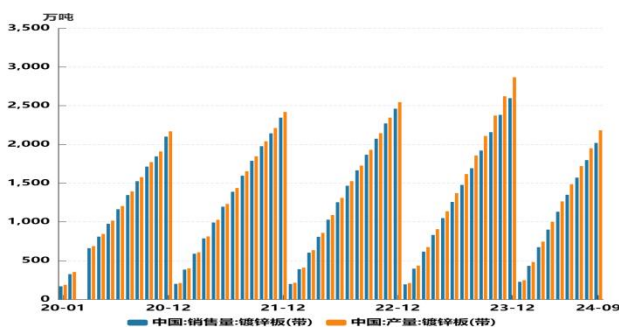


图 4-1 中国镀锌板产销情况

数据来源：Wind，格林大华研究院整理



图 4-2 中国镀锌开工率

数据来源：mysteel，格林大华研究院整理





当前电网投资同比维持正增长，但光伏新增装机高峰期已过，集中式光伏新增装机量同比下降，拖累光伏锌消费增速。不过从其后续发展情况来看，预计光伏行业对锌消费仍将有一定的带动，但表现得可能不甚明显，维持较为平稳的状态。

数据显示，国内镀锌板净出口累计同比增长 16%，镀锌板出口以东亚、东南亚国家为主，需要关注后续反倾销制裁对镀锌板出口的影响。

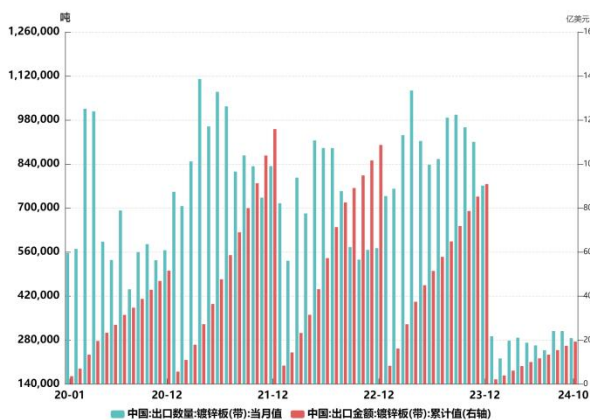


图 4-3 镀锌板出口数据

数据来源：Wind，格林大华研究院整理

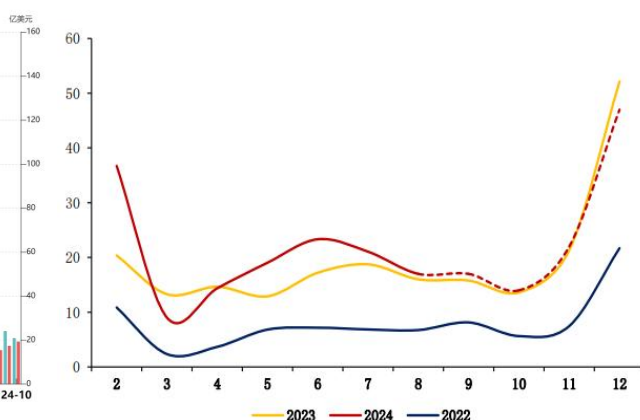


图 4-4 光伏新增装机量(假定全年累计+10%)

数据来源：SMM，格林大华研究院整理

二、氧化锌消费较为平稳

氧化锌的主要下游终端更多则是应用于轮胎之上，因此，汽车半钢胎开工也与氧化锌的开工率息息相关，汽车半钢胎开工率维持高位，支撑氧化锌行业市场需求。另外的陶瓷、饲料级订单不佳拖累氧化锌开工。整体来看，2024 年氧化锌开工弱势运行，周度开工率低于历史同期。

从开工角度看。7 月高温天气下部分企业生产时间有所缩短，并且部分地区环保来袭，各板块订单也转差明显，氧化锌企业检修减产较多，整体开工环比下滑。8 月虽仍有部分企业检



修停产，并且订单淡季持续，但月内锌价一路走高下，部分终端企业看涨情绪下对氧化锌走货量有所带动。9月天气逐渐转凉，随着订单恢复，前期检修停产企业带来产量恢复较多，整体开工较8月回升明显。

从订单角度看。轮胎方面，三季度半钢胎开工持续支撑氧化锌订单，但全钢胎较差仍未见改善，终端轮胎厂开工高库存持续拖累橡胶轮胎级订单走强；三季度本是饲料旺季，其中8月、9月部分大型养殖企业恢复对饲料级氧化锌存在集中采购，整体订单水平环比提升，但中小型养殖企业恢复有限，三季度饲料级订单表现不及市场预期；陶瓷级板块终端需求萎靡持续，部分陶瓷级氧化锌企业订单腰斩开工下滑明显，三季度整体偏弱运行；电子级板块需求持续，锌价虽走高但整体订单无明显减少，其余板块表现平淡。

从利润角度看。三季度锌价重心较二季度继续上行，原料价格走高带动氧化锌成品价格上涨，但受终端需求限制以及各家成品库存压力，部分氧化锌企业主动下调自身氧化锌成品报价，订单利润大大压缩，价格内卷下其他氧化锌企业价格同样上涨有限。

进入四季度。10月锌价刷新年内高位，氧化锌各板块订单较9月继续增长有限，后续随着天气逐渐转冷，部分板块订单或有所转差，四季度开工预计小幅下滑。

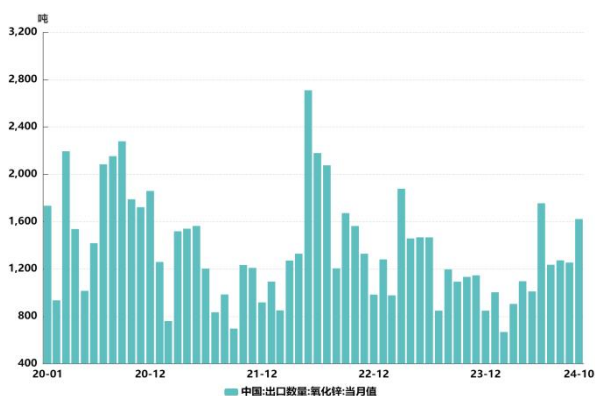


图 4-5 氧化锌月度出口量

数据来源：Wind，格林大华研究院整理

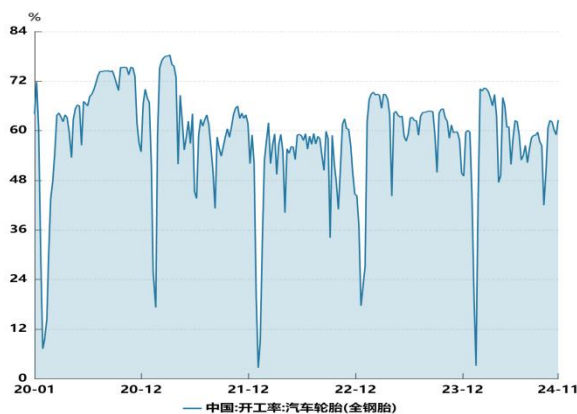


图 4-6 中国钢胎周度开工率

数据来源：Wind，格林大华研究院整理





三、锌合金需求有所下降

压铸锌合金方面，上半年压铸锌合金表现平平，不过受前期锌低价刺激，整体压铸企业开工率相较 2023 年同期略好一点。但整体来看，2024 年压铸锌合金表现或不及此前预期。

而压铸锌合金同时也要注意不同金属之间的替代情况，下图是锌铝铜不锈钢的价差情况，SMM 预计，年内铜铝替代锌的量预计有减少，锌不锈钢价差涨势明显，关注后期替代情况。据海关数据显示，10 月份我国压铸锌合金进口量大增，自 9 月的 4047.44 吨增至 10 月的 6065.26 吨。环比上月增长 49.86 个百分点，截至 10 月累计进口 40764.37 吨，累计同比下降 3.28%。

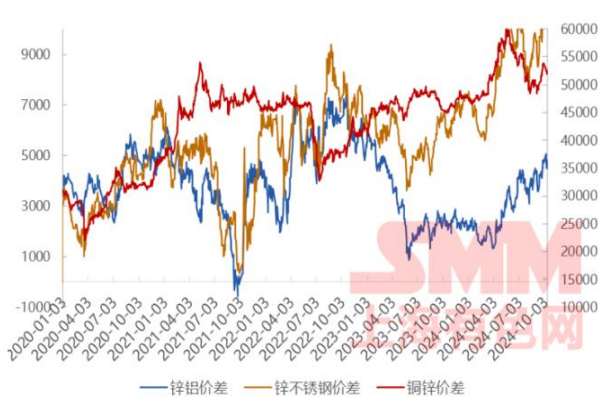


图 4-6 锌铝铜不锈钢价差

数据来源：SMM，格林大华研究院整理

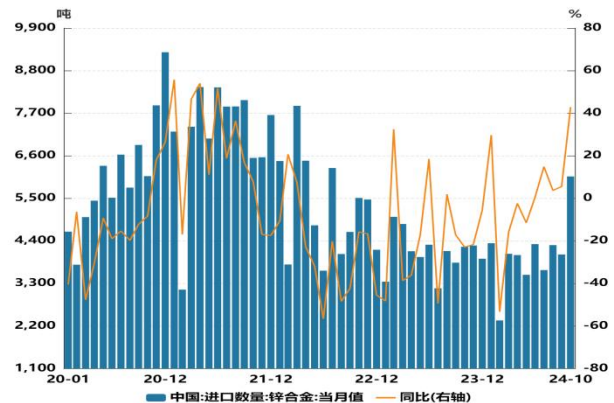


图 4-7 锌合金月度进口量

数据来源：Wind，格林大华研究院整理

四、房地产市场有望政策支持

根据国家统计局的数据显示，1-9 月全国房地产开发投资达到 78680 亿元，同比下降 10.1%。其中，住宅投资为 59701 亿元，同比下降 10.5%。在此期间，房地产开发企业的房屋施工面积为 715968 万平方米，同比下降 12.2%；新建商品房销售面积为 70284 万平方米，同比下降 17.1%。截至 9 月末，商品房待售面积为 73177 万平方米，同比增长 13.4%。此外，房地产开发企业到位资金为 78898 亿元，同比下降 20.0%。这一系列数据表明，我国房地产市场目前正处于低迷



状态，而有色金属锌企业的下游产品与房地产密切相关，因此房地产的发展状况对这些企业的前景产生影响。尽管近期国家对房地产市场的关注有所加大，实施了一系列利好政策并召开了相关会议，但在短期内，这些措施对锌企业的推动力有限，然而从长远来看，可能会产生积极的提振效果。

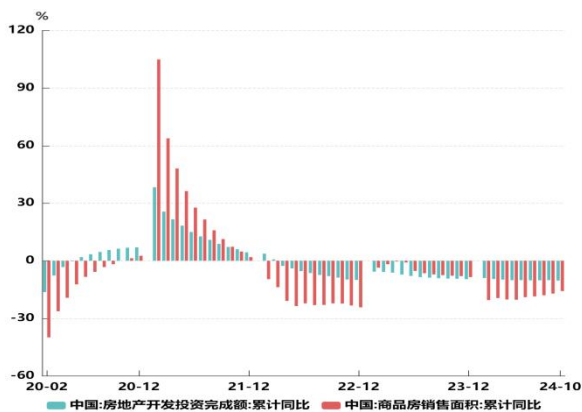


图 4-8 房地产开发投资和销售情况

数据来源：Wind，格林大华研究院整理

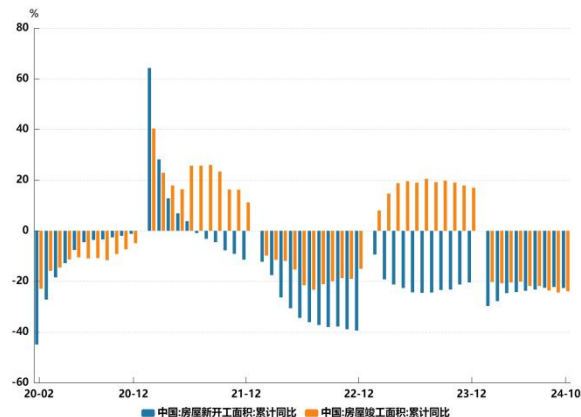


图 4-9 房地产新开工和竣工面积

数据来源：Wind，格林大华研究院整理

第五部分 锌市供需平衡表的预测及分析

国际铅锌研究小组(ILZSG)公布的最新月度报告显示，2024 年 1-9 月全球精炼锌消费量为 1024.7 万吨，较去年同期减少 2.47%。而世界金属统计局 (WBMS) 公布的最新报告显示，2024 年 1-9 月，全球锌板产量为 1038.7267 万吨，消费量为 1035.5226 万吨，供应过剩 3.2041 万吨。

从下方锌市供需平衡表中可以看出，预计全球 2024 年供应将短缺 21 万吨，海外 2024 年供应将短缺 31 万吨，中国 2024 年预计供应过剩 10 万吨左右，具体原因来看，全球的供应短缺，主要是海外锌矿的偏紧所拖累。中性评估下，相较于 2024 年，2025 年海外锌矿可能会有近 40 万吨的增量，国内锌矿增量在 10 万吨左右。2025 年海外冶炼产量增加约 25 万吨，国内



冶炼产量增加约 30 万吨，预计 2025 年全球锌锭过剩 18 万吨，其中国内过剩 10 万吨，海外过剩 8 万吨。供应短缺情况整体会有所好转。

表 5-1 锌市供需平衡表

| | | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|----|--------|------|------|------|-------|-------|
| 全球 | 锌矿产量 | 1288 | 1246 | 1239 | 1222 | 1272 |
| | 锌锭产量 | 1393 | 1335 | 1390 | 1365 | 1418 |
| | 消费量 | 1415 | 1368 | 1369 | 1386 | 1400 |
| | 供需平衡 | -22 | -33 | 21 | -21 | 18 |
| 中国 | 锌矿产量 | 375 | 371 | 377 | 373 | 383 |
| | 锌矿进口量 | 166 | 188 | 214 | 175 | 180 |
| | 锌锭产量 | 608 | 598 | 662 | 616 | 645 |
| | 净进口量 | 42.9 | -0.2 | 37 | 47 | 40 |
| | 消费量 | 675 | 609 | 696 | 653 | 675 |
| | 供需平衡 | -24 | -11 | 3 | 10 | 10 |
| 海外 | 锌矿产量 | 913 | 875 | 862 | 849 | 889 |
| | 锌锭产量 | 785 | 737 | 728 | 749 | 773 |
| | 出口到中国量 | 42.9 | -0.2 | 37 | 47 | 40 |
| | 消费量 | 740 | 759 | 673 | 733 | 725 |
| | 供需平衡 | 2 | -22 | 18 | -31 | 8 |

来源：SMM，格林大华研究院整理



第六部分 锌套利机会分析与展望

从沪伦比值上看，由于 2018 年以来人民币持续贬值，引发内外盘比价呈现走扩，同时进口出现亏损。而接下来特朗普若提升关税或较大程度拖累出口与增长。因此，2025 年假如中美贸易壁垒升级，人民币贬值概率较大，同时锌等有色资产内外盘比价或将呈现走扩。重点关注特朗普胜选后，美国降息节奏、美元走势以及贸易壁垒是否会大幅升级。

从沪锌的跨期套利来看，目前处于 BACK 状态，消费端喜忧参半，矿紧向锭供应整体收缩的演变有望持续，沪锌持仓仓单比攀升，10 月进口窗口持续关闭，11 月重点跟踪 ZN2411、ZN2412 软挤仓风险，沪锌 BACK 或短时走强，不过鉴于海外锌锭库存仍偏高，国内仓单偏低，12-1 月差走阔空间预计在 1000 元/吨以内。跨期套利可考虑短时正套，若未参与，亦可待月差扩大后，寻求反套机会。

期现套利这块，明年上半年若原料端释放不及时，而海外关税高企的情况下，期现价差或将走强，可阶段性在现货高贴水，而期货上涨的情况下，适当性的买现货抛期货。



图 5-1 沪伦锌比值

数据来源：SMM，格林大华研究院整理

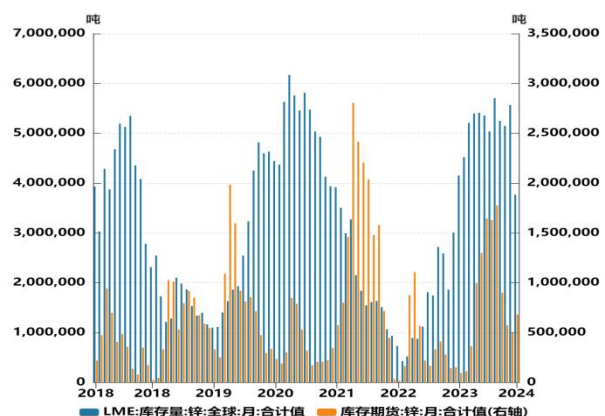


图 5-2 沪伦交易所锌仓单库存

数据来源：Wind，格林大华研究院整理



第七部分 锌期权分析及策略建议

2024 年以来，1-3 月锌价整体处于宽幅震荡行情，沪锌期权成交量较低，4-6 月份，锌价屡次破除年内新高，沪锌期权成交量均明显上升，进入 9 月之后，沪锌开启新一轮涨势，期权成交量继续增长。沪锌期权波动率 4-6 月份大幅上行，随后 7 月左右又快速回落，4 月上漲行情之后就一直稳定在 15% 左右，尾部呈下行趋势。最大持仓量价格大致能代表标的支撑压力位，沪锌支撑位在 20000 附近，压力位在 27000 附近。

2025 年从锌基本面情况来看，锌供应端原料偏紧，锌上半年供给压力预计较大，炼厂加工费若还是维持为低位的话，供应情况不太乐观，而需求方面还有待政策落地之后的推动，确定性难定，在旺季之前关注逢低买入看涨期权，而需求不佳建议关注逢高买入看跌期权，具体可关注 20000 支撑位及 26000 压力位。



图 6-1 期权成交量持仓量

数据来源：Wind，格林大华研究院整理

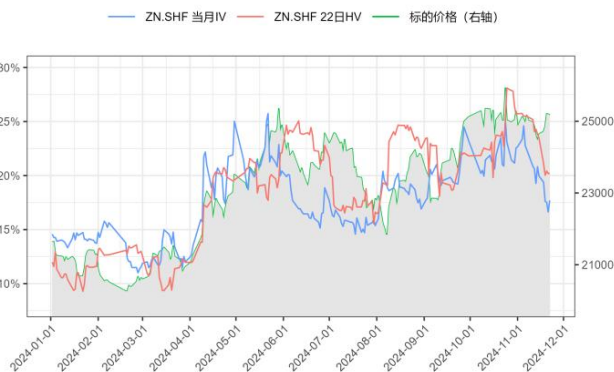


图 6-2 波动率

数据来源：Wind，格林大华研究院整理



图 6-3 持仓量 PCR

数据来源：Wind，格林大华研究院整理



图 6-4 最大持仓量价格分布

数据来源：Wind，格林大华研究院整理

第八部分 行业企业线上或线下调研 2025 年展望

目前大多锌行业企业对于 2025 年锌价影响因素中，最关注点莫过于：2025 年全球锌精矿的增量是否能如预期值实现，和特朗普政府明年是否落实对其他国家大幅提高关税。

据目前数据来看，2025 年锌精矿依旧呈现供应紧张的态势，但幅度有所收窄，精炼锌方面转为小幅过剩；需要注意的是，国内矿端明年 SMM 给出了 9 万吨的增量，海外矿端增量保守估计在 40 万吨左右，国内冶炼增量 20 万吨以上，但不代表锌就是一个绝对的空配品种，如果矿端增量节奏不及预期，加工费上涨不及时，对于冶炼厂来说增量很难释放，供应端紧张情况将有延续，后续需关注海外锌精矿实际增量的兑现情况。而考虑到矿端传导到冶炼厂依旧需要一定的时间，因此，2025 年上半年冶炼厂产量预计不会有太高的增速，有望对价格形成支撑。



而美国如果关税增加的过于不合理，而现在内需的落地情况也不太理想的状态下，需求端还会延续 2024 年的走势，对于消费非常不利，不过相信国内政策也会做出进一步的对应办法，也不用过于悲观。

综合来说，2025 年锌价在价格上或将呈现前高后低的状态。

第九部分 期货价格技术与展望

一、季节性分析

从锌价历史涨跌幅来看，3、4、8、9、10 月锌价涨幅概率较大，而 2、6、11 月锌价跌幅概率高，这也就对应了“金三银四”和“金九银十”消费旺季的说法。另外 7、8、10 月出现大涨大跌行情次数较多，为高波动月份。

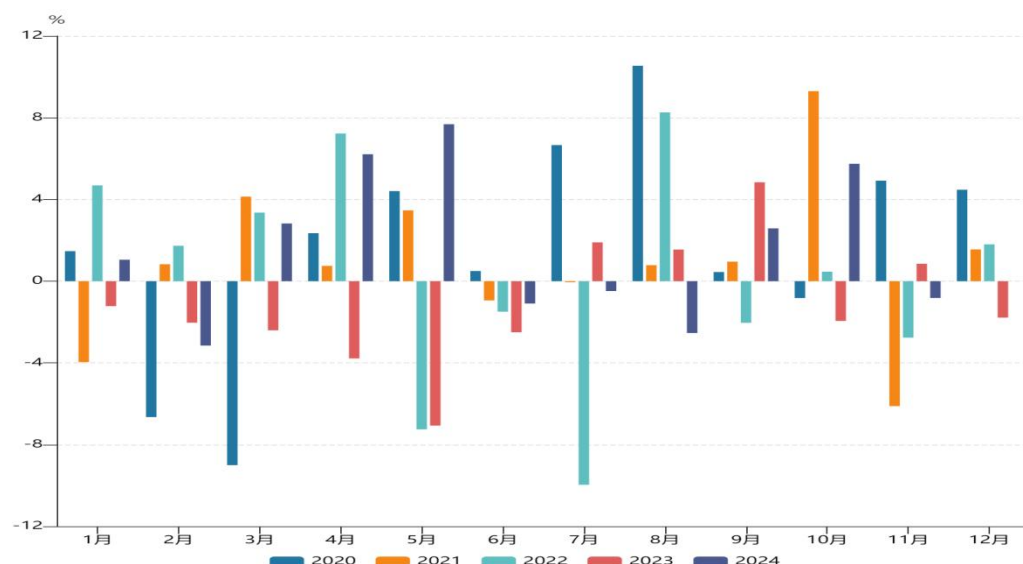


图 7-1 沪锌月收盘价涨跌幅

数据来源：Wind，格林大华研究院整理

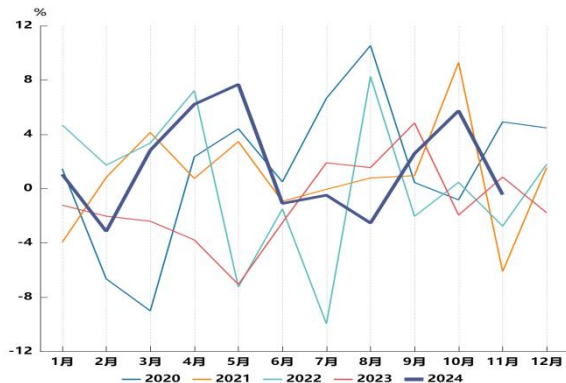


图 7-2 锌价季节性涨跌频率

数据来源：Wind，格林大华研究院整理

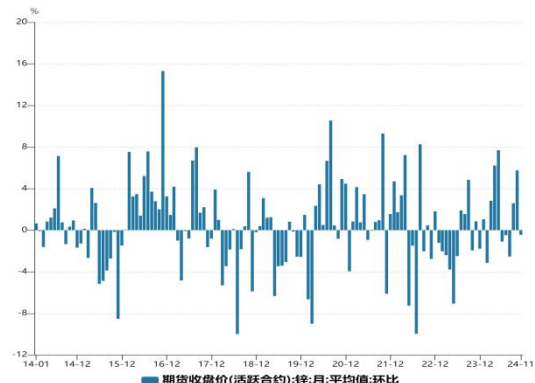


图 7-3 锌价涨跌幅区间

数据来源：Wind，格林大华研究院整理

二、技术分析

从沪锌加权合约日线级别的走势图上看，从 3 月底沪锌结束底部的震荡走向单边上涨的趋势行情，直到 7 月初开始回调两波之后，到九月初又开始单边上涨了一波，随后 10 月初开始一直高位震荡，尾部 60 日均线支撑明显，未结束高位震荡的行情，后续还需关注支撑位破位后的单边走势。



图 7-4 沪锌加权日线 K 线图

数据来源：文华财经，格林大华研究院整理



第十部分 总结全文和 2025 年操作建议

2024 年全年锌价以上涨趋势为主，目前尚在高位震荡。国际局势动荡，边缘冲突四起，而宏观面上的突发因素太多，导致锌价受宏观面因素影响增大；而供应面上，矿端偏紧，冶炼厂原料不足，叠加炼厂加工费持续下滑到现在低位企稳，打击炼厂生产积极性；需求方面，房地产和基建行业的挣扎求生，汽车行业和家电行业的稳定发挥，光伏行业的亮点再现，综合来看，需求依旧疲软。

全球宏观关注要点，主要集中于全球通胀压力，欧美央行开始降息，国际地缘冲突不断，能源风险加剧，衰退忧虑升温，有色金属波动剧烈。不同于以往工业品受需求预期的扰动，有色金属在低库存和有限供应下对资金敏感度的持续升高，有色整体维持价格区间偏高位波动，整体走势受海外经济景气影响偏强。而国内稳增长主导下，积极财政，宽松信贷，基建房产在下半年逐渐发力，经济富有韧性，复苏波折前进。锌跟随波动较大。

从产业链来看，锌矿端供应偏紧，抑制产出增长。锌冶炼加工费低位持稳，副产品硫酸价格和银价补给冶炼利润，区域天气情况不佳对生产供应形成扰动。需求端，房产的爆雷和基建的减速，无疑是给下游需求端造成了很大的压力，修复季节性特征明显。而汽车方面受到反倾销和关税方面的因素影响，整体增速放缓。库存来看，国内锌库存整体偏高阶段性去库存，LME 库存处于相对低位水平，两市库存年末显著走低。2024 年锌进口多数时间处于亏损状态。

展望 2025 年走势，锌价或是前高后低的行情运行，预计整体在 20000-27000 元/吨之间宽幅震荡，操作上建议以区间操作思路对待，高抛低吸。长期来看锌矿产能有待释放，释放幅度也要观望，冶炼加工费持续低位，冶炼厂的生产积极性也需要关注，另外特朗普再次当选后，对中国的关税政策和一些反倾销手段都有可能抑制锌的需求，国内政策端对需求的利好也需要兑现。锌受资金关注度适中，价格容易受到消息面的影响，而海外低库存，因内外盘差异造





成的出口窗口打开，也容易形成影响，注意预期差交易。如果锌整体低库存状况不改，不排除阶段向上突破可能性。

第十一部分 相关股票价格及涨跌幅统计表

表：锌行业相关证券

| 证券简称 | 证券代码 | 最新价格 | 今年涨跌幅% |
|------|-----------|-------|---------|
| 国城矿业 | 000688.SZ | 13.95 | 33.39% |
| 西藏珠峰 | 600338.SH | 12.03 | -9.41% |
| 金徽股份 | 603132.SH | 11.75 | -5.15% |
| 中金岭南 | 000060.SZ | 4.76 | 6.57% |
| 锌业股份 | 000751.SZ | 3.02 | -0.68% |
| 罗平锌电 | 002114.SZ | 6.09 | -14.94% |
| 宏达股份 | 600331.SH | 7.63 | 37.73% |
| 株冶集团 | 600961.SH | 8.69 | 11.13% |
| 友发集团 | 601686.SH | 5.60 | -4.92% |
| 华达新材 | 605158.SH | 8.85 | 17.32% |
| 新威凌 | 871634.BJ | 21.07 | 116.79% |

来源：Wind，格林大华研究院整理

备注：数据截至 2024 年 11 月 25 日



联系我们:

| 分支机构 | 地址 | 联系电话 |
|----------|-------------------------------------------------|---------------|
| 总部业务平台 | | |
| 北京总部 | 北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼北京国际财源中心 B 座 29 层 | 010-56711700 |
| 期货研究院 | 北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼北京国际财源中心 B 座 29 层 | 010-56711856 |
| 产业机构业务总部 | 北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼北京国际财源中心 B 座 29 层 | 15110165709 |
| 金融机构业务总部 | 北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼北京国际财源中心 B 座 29 层 | 010-56711830 |
| 分支机构信息 | | |
| 北京分公司 | 北京市朝阳区光华路 7 号楼十二层 12B11 单元 | 010-53672071 |
| 重庆分公司 | 重庆市渝中区五一路 99 号一单元 23-2、23-3（平安国际金融中心） | 023-63798698 |
| 山西分公司 | 山西省太原市小店区长风街 123 号 1 幢君威财富中心五层 0504、0505、0506 号 | 0351-7728088 |
| 河南分公司 | 河南省郑州市郑东新区商务外环路 29 号 17 层 | 0371-65618784 |
| 浙江分公司 | 浙江省杭州市西湖区天目山路 198 号财通双冠大厦东楼 2008 室（实际楼层 2310 室） | 0571-28055969 |
| 上海分公司 | 上海市浦东新区福山路 500 号/浦电路 380 号 7 层（实际楼层 6 层）02 单元 | 13764666557 |
| 深圳分公司 | 深圳市福田区福田街道福安社区民田路 178 号华融大厦 1705 | 0755-83358603 |
| 福建分公司 | 福建省厦门市思明区鹭江道 100 号厦门财富中心 26 层 07 单元 | 0592-5085516 |
| 山东分公司 | 山东省青岛市市南区山东路 2 号甲，华仁国际大厦 17 层 F 区 | 0532-83095257 |
| 河北分公司 | 河北省石家庄市桥西区自强路 118 号中交财富中心 T1、T2 商务办公楼 02-1701A | 0311-87879080 |
| 天津分公司 | 天津市南开区长江道与南丰路交口博朗园 1 号楼 26 楼 2601-2/2604-2 号 | 022-23046198 |
| 大连分公司 | 大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2112 号房间 | 0411-84806858 |
| 广东分公司 | 广东省广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 9 层 909 房 | 020-22100288 |
| 呼和浩特营业部 | 内蒙古自治区呼和浩特市赛罕区腾飞南路 65 号 1102 号商铺三楼 | 0471-3243085 |
| 洛阳营业部 | 河南省洛阳市涧西区西苑路 6 号友谊宾馆 5F501-510 室 | 0379-64687775 |
| 泉州营业部 | 福建省泉州市丰泽区宝洲路浦西万达写字楼 A 座 2509 室 | 0595-28980095 |
| 银川营业部 | 宁夏银川市解放西街 2 号老大楼写字楼 13 层 18 号 | 0951-6072204 |
| 福州营业部 | 福建省福州市鼓楼区杨桥东路 19 号衣锦华庭一期一号楼 3 层 | 0591-87813682 |
| 哈尔滨营业部 | 黑龙江省哈尔滨市南岗区果戈里大街 316-2 号 5 层 | 0451-53679290 |
| 南京营业部 | 江苏省南京市中山东路 288 号 A-3006 | 025-85288202 |
| 桂林营业部 | 桂林市七星区漓江路 28 号中软现代城 2 区酒店 6-01 号 809 室 | 0773-3116555 |
| 合肥营业部 | 安徽省合肥市政务区潜山路 888 号百利中心北塔 1609、1610-2 室 | 0551-65534256 |



重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，格林大华期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，格林大华期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为格林大华期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为格林大华期货有限公司。