

有色贵金属与新能源团队

作者：杨莉娜  
从业资格证号：F0230456  
投资咨询证号：Z0002618  
联系方式：010-68573781

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2024年12月01日星期日



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

## 摘要

沪锌价格突破20000-22000元/吨的长期运行区间，并于5月末最高上行至25000元/吨上方，此后回调再次检验长期运行区间支撑，开启震荡回升，并于8月、10月、11月不断刷新年内甚至二年高点，至11月末年度涨幅超18%。从宏观角度来看，海外通胀形势缓和，美联储降息预期变化持续影响货币市场波动。各主要经济体制造业回升，商品迎来补库周期，叠加有色金属普遍的供给端扰动，有色一度显著共振回升。但随着价格回升后，需求端负反馈逐渐增多，有色金属共振回调，但矿端偏紧成本支撑限制了调整幅度。随着美联储降息兑现，全球开启降息周期，而我国出台一系列房地产、金融、消费等刺激政策，需求预期改善，有色共振回升。随着美国大选结果出台及国内财政政策及各项政策落地及明朗化，有色金属波动增大偏强波动。2025年，全球经济波动修复，但可能有分化，较大的风险来自于美元强势超预期及地缘变化。而国内在宽松财政、一定的货币宽松及国内消费刺激之下预期有一定回升空间，但贸易摩擦不确定性可能带来经济增长降速风险。供应端，矿端供应偏紧且产量增长不及市场预期，加工费震荡下行，国产锌精矿加工费降至2000元/金属吨，较年初的4200元/金属吨下降1400元/金属吨，降幅超2/3；进口矿加工费降至-40美元/干吨，较年初的80美元/干吨下跌120美元/干吨，降幅超150%。由于矿端供应偏紧，冶炼利润持续处于低位，亏损增多倒逼炼厂加大检修减产力度。8月底国内14家锌骨干企业在CZSPT会议宣布将联合减产。此后冶炼厂逐渐减亏但依然处于历史低位。随着锌价上涨，矿山利润恢复，复产增长有所增加。俄罗斯等地矿山料将带来供应增量。预计2025年随着矿端复产及新投增加的进一步增长，锌矿端矛盾料会有所缓和，但是并不能完全消除，而TC低位逐渐滞跌，但是回升动力依然不足，需要时间改善。而矿端供应缓和料会带来锌锭的供应回升预期，预期锌锭端供应过剩料有增加预期。海外增长超过国内。需求端，2024年以来，国内政策积极性明显提升，各项需求端刺激政策有望陆续落地。上半年国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》提振市场情绪。但受地产与基建投资增速不及预期，终端项目恢复缓慢以及黑色市场表现不及预期等因素影响，2024年大部分时间内镀锌企业表现弱于季节性；锌压铸企业订单表现并不理想；氧化锌行业开工率水平也相对不足。随着9月国内出台稳地产、金融相关措施及季节性需求回升，需求端有所好转但年内改善空间较为有限。2025年地产端企稳修复对需求修复料有一定正面企稳作用，以镀锌端为代表的需求端均会有一定回升可能。但是贸易摩擦料对材料及终端出口带来较多不确定性，需求端扰动因素增加展望2025年，宏观不确定性仍存，但矿端供应偏紧预期有所缓解，而需求端增量空间有限，沪锌料转向宽幅波动走势，逐渐减弱的供应端扰动及政策预期下的需求改善共存，市场运行区间预计主要会在22000-28000元/吨，操作以宽区间思路应对。节奏可能先扬后抑。



# 锌：繁华褪尽涅槃后 多少情怀诗梦留

## —2024年锌市场回顾与2025年走势展望

第一部分锌价走势行情回顾.....	4
一、锌价长期历史走势回顾.....	4
二、2024年锌价走势回顾.....	5
三、成交持仓情况分析.....	6
第二部分宏观与锌价影响分析.....	7
第三部分锌精矿供应偏紧改善预期存在但较为有限.....	11
第四部分锌锭供应偏紧未来有改善预期.....	14
第五部分库存水平处于较高位运行.....	18
第六部分下游传统需求偏弱存在修复可能.....	19
第七部分锌供需平衡.....	22
第八部分套利与技术分析.....	23
第九部分持仓分析.....	24
第十部分期权运行情况.....	25
第十一部分总结全文与操作建议.....	26
第十二部分相关股票.....	27

## 图目录

图1： 锌价长期历史走势.....	4
图2： LME及沪锌价格走势.....	6
图3： 现货走势.....	6
图4： 上海期货交易所：锌：成交量：当月值.....	6
图5： 持仓量：锌：当月值.....	6
图6： 美元指数与锌价.....	8
图7： 中美制造业PMI与锌价.....	8
图8： 美国联邦基金利率与锌价.....	9
图9： 中国PMI.....	9
图10： 工业增加值.....	9
图11： 固定资产投资和三大主要分项.....	9
图12： 地产五大指标.....	9
图13： CPI和PPI.....	10
图14： USD/CNH.....	10
图15： 美国就业市场情况.....	10
图16： 美国物价情况.....	10
图17： 美国：所有联储银行：资产：当周值.....	10
图18： 美债收益率历史走势.....	11
图19： ILZSG锌矿当月产量季节性.....	12
图20： 2023-2025年全球主要锌矿产量变动（单位：万吨）.....	12
图21： 2023-2025中国锌精矿主要变动项目（单位：万吨）.....	13
图22： ILZSG全球精炼锌产量季节性.....	13
图23： SMM锌精矿月度产量.....	13
图24： 中国锌精矿表观消费量.....	14
图25： SMM精炼锌月度总开工率.....	14
图26： 锌矿加工费.....	15
图27： 中国锌矿企业开工率.....	15
图28： SMM锌周度加工费变化.....	15
图29： 中国锌精矿长单加工费.....	15
图30： 精炼锌进口情况.....	16
图31： 锌精矿企业生产利润.....	16
图32： 锌精矿产量.....	16
图33： SMM锌锭月度产量.....	16
图34： 锌锭现货升贴水.....	16
图35： SMM锌锭月度产量季节性.....	17
图36： 中国锌锭月度表观消费量.....	17
图37： 精炼锌企业生产利润.....	17
图38： 进口盈亏： 锌： 现货.....	17
图39： 冶炼厂热镀锌合金月度产量季节性.....	18
图40： 冶炼厂压铸锌合金月度产量季节性.....	18
图41： 交易所库存.....	19
图42： SMM七地锌锭周度库存.....	19
图43： 锌加工材企业月度原材料库存.....	19
图44： 镀锌板价格.....	20
图45： 镀锌板：产量：当月值.....	20
图46： 中国镀锌企业月度开工率.....	20
图47： SMM镀锌企业月度原材料库存可用天数.....	21
图48： SMM压铸锌合金月度开工率.....	21
图49： SMM压铸锌合金企业月度原材料库存可用天数.....	21

图50: SMM氧化锌月度开工率.....	22
图51: 氧化锌企业月度原材料库存可用天数.....	22
图52: 全球供需平衡.....	22
图53: .....	23
图54: 沪锌指数技术分析.....	23
图55: 沪伦比.....	23
图56: 铜/锌.....	24
图57: 沪锌连一连三.....	24
图58: LME: 锌: 投资基金净多.....	25
图59: 前10净多持仓-净空.....	25
图60: 历史波动率(锌).....	26
图61: 加权隐含波动率(锌).....	26
图62: 锌期权成交量PCR.....	26
图63: 锌期权持仓量PCR.....	26
图64: 日持仓量(锌).....	26
图65: 日成交额(锌).....	26
图66: 锌相关股票(截至2024年11月29日).....	27

# 第一部分锌价走势行情回顾

## 一、锌价长期历史走势回顾

图1：锌价长期历史走势



资料来源：同花顺，方正中期研究院

锌长期历史走势分为以下几个阶段：

第一阶段从2007年上市到2008年末，美国次贷危机爆发，成为全球性金融危机的导火索，海外需求显著下滑，锌价持续下挫，最低跌至上市以来的最低位8400元/吨。

第二阶段从 2008年末到2010年初，为了对冲次贷危机的影响，美国开启数轮量化宽松，而中国也启动四万亿刺激计划，全球流动性充裕，经济受政策刺激迅速回暖，锌价最高回升到22585元/吨。

第三阶段从2010年初至2016年初，美国量化宽松政策力度缩减，后续逐步退出并开始启动加息，而中国的财政刺激效果也开始边际减弱，全球经济增长乏力，市场进入产能出清阶段，锌价震荡下跌，最低至11810元/吨。

第四阶段从2016年初至2018年初，随着锌价在过去几年内持续走弱，海外矿业巨头在2015-2016 年开启大规模减产，而国内也因供给侧改革陆续关停了多个矿山，国内外锌矿短缺逐步开始加剧，锌矿加工费持续下行，中国经济有所回暖，白色家电、汽车、镀锌业需求升温，锌价触底反弹。

第五阶段从 2018年初至2020年末，中美贸易争端引发市场对未来经济增长点担忧情绪，同时锌价的持续高位刺激矿企加速扩产投产，随着澳大利亚的 Dugald River、Centuries等世界级矿山的逐步启动，市场对矿的预期从短缺转为全面过剩，锌价高位回落并持续走低。

第六阶段为2020年初至2023年二季度，锌价呈现探底回升再迅速反弹的过山车行情。2020年初，新冠疫情意外肆虐全球，悲观情绪之下沪锌急挫至3月份的低位14245元/吨。为了应对疫情对经济的影响，以美联储为代表的全球央行开启无限量化宽松，流动性极度宽裕，加之锌产业链尤其是上游矿山和冶炼受疫情扰动频繁，多重周期底部叠加共振，全球锌价启动长达两年的大牛市。此外，2023年初，俄乌冲突意外突发，能源价格大幅飙涨，带动相关金属价格短期急剧飙升。

第七阶段为2023年二季度至2023年末，锌价表现为见顶回落震荡下行的走势。随着市场对于俄乌冲突意外扰动的消化，自2023年4月伦锌触及历史高位4500美元/吨附近、沪锌触及阶段性高位28955元/吨后，锌价重心开始不断下移。美联储开启紧缩周期，加息压力令工业品承压。从基本面来看，随着疫情的影响逐渐削弱，矿山扰动减少，市场再度预期锌平衡从短缺转为过剩。

第八阶段为2024年至今，锌价转向波动上行。矿端供应释放显著不及预期，美联储转向开启降息周期，锌价重心波动上移。

## 二、2024年锌价走势回顾

2024年，沪锌价格突破了20000-22000元宽幅震荡区间，在矿端供应偏紧、宏观基本面支撑以及有色市场集体走高带动下，沪锌价格最高接近了26000元/吨。具体来看，全年行情可以划分为四个阶段。

**第一阶段，2024年1月-2024年3月，沪锌价格于20000-22000元区间宽幅震荡，技术层面暂未形成明显趋势方向。**海外降息预期以及美元指数波动影响基本金属短期价格表现，海外锌矿及炼厂突发事件增多也支撑锌价。供应端，锌精矿加工费继续下调触及企业成本线，市场存在炼厂减产预期，但SMM七地锌锭库存连续录增，市场供大于需局面持续。需求端，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》提振市场情绪，锌下游三大需求开工逐步恢复。在矿端偏紧和冶炼厂减产预期支撑下，沪锌维持震荡偏强格局，市场暂时并未摆脱区间运行态势。

**第二阶段，2024年4月-2024年5月，沪锌价格突破震荡区间，市场价格大幅走高。**期间海外经济数据表现好于预期，基本金属价格普遍大幅走高，国内政策支持力度不断提升，新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新政策落地实施，央行创新政策工具箱，国内最高层会议强调靠前发力已确定政策，特别提及用好超长期国债，并暗示将会降息、降准，并重新细化房地产政策。央行出台系列地产支持政策，调降公积金利率、降低购房首付比例、取消商业银行贷款利率下限。财政部发行1万亿超长期特别国债，政策扩张步伐加快。上游由于矿端供应偏紧，锌精矿加工费持续回落，冶炼利润持续处于低位，亏损增多倒逼炼厂加大检修减产力度。期间下游镀锌、压铸锌合金、氧化锌行业开工率普遍回升，但镀锌与压铸锌合金行业开工率普遍低于季节性表现。终端市场主要受制于房地产低迷的现状，但国内继续推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新政策落地实施，房地产系列支持政策出台，下游需求仍存在想象空间。在宏观与基本面支撑下，沪锌价格创下年内高点。

**第三阶段，2024年6月至8月上旬，锌价震荡回落。**6月份之后随着国内外宏观基本面转弱，基本金属价格普遍高位回落，锌价自25000元/上方最低回落至22000元/吨以内。期间锌精矿供给持续偏紧，加工费持续下行，炼厂亏损。由于矿端供应偏紧，精炼锌企业亏损幅度不断扩大，精炼锌企业亏损幅度快速扩大，利润水平处于历史低位。亏损增多倒逼炼厂加大检修减产力度。但锌锭库存去库速度放缓，甚至重新开始累库，下游消费仍受制于地产与基建弱现实的现状。沪锌由趋势性行情进入重心波动回落阶段。

**第四阶段，2024年8月中旬后，锌价震荡回升，偏强波动。**随着海外矿端供应预期逐渐有所变化及进口锌资源补充，TC逐渐止跌趋稳。而为缓解矿产与冶炼倒挂现状，8月底国内14家锌骨干企业在CZSPT会议宣布将联合减产，锌价重心逐渐修复回升。9月因俄罗斯锌矿意外提前复产消息引发锌价调整，但是随着美联储意外以50bp开启降息，而我国于9月末跟进降准降息，并实施房贷利率政策组合拳，国内外资本市场风险偏好显著回升，有色金属显著上行。但在经过十一长假，市场对政策的情绪反映后，节后高开低走获利了结。不过，锌在10月假期后，以及11月末不断创出了年内新高点，甚至二年多以来新高，整体在24300-26500元之间偏强波动为主，供应端紧张年内无法缓解，以及需求端的好转，令价格走势整体偏强，且近月偏强BACK结构一度令近月-主连价差创出年内新高。

图2：LME及沪锌价格走势



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图3：现货走势



资料来源：同花顺，方正中期研究院

### 三、成交持仓情况分析

图4：上海期货交易所:锌:成交量:当月值

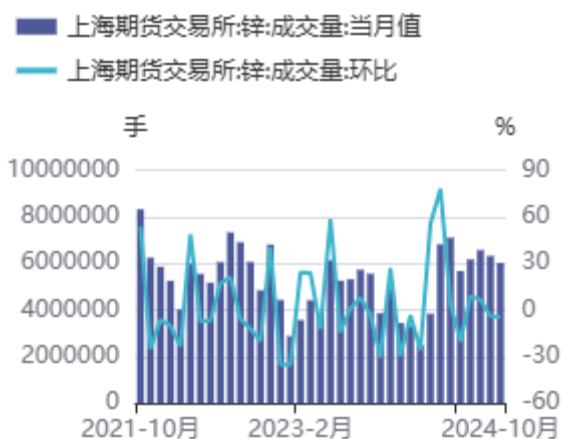
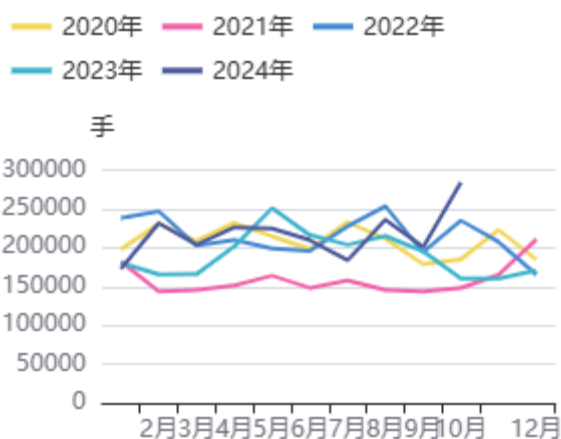


图5：持仓量:锌:当月值



资料来源：同花顺，方正中期研究院

资料来源：同花顺，方正中期研究院

沪锌2024年成交量月度表现显著强于2023年，呈现明显增长。而持仓情况来看，2024月度持仓表现与近年月度表现相近，而10月开始持仓显著出现回升录得五年同期高位。

## 第二部分宏观与锌价影响分析

从经济层面来看，国内外经济数据呈现由强转弱再回升表现。一季度美国经济表现显著超出市场预期，但4-6月制造业重回收缩，虽然美国就业市场持续紧俏，但6月份新增非农就业数据低于预期，失业率出现回升，就业市场也出现走弱迹象。另外，美国物价数据持续回落，5月CPI降至3.3%，核心CPI年率将至3.4%，为2021年4月以来最低水平。6月份美联储议息会议维持基准利率维持5.25%-5.50%区间不变，上半年降息落空。2024年上半年中美补库周期支撑基本金属价格表现。但4-6月份中美制造业PMI回落，中美制造业景气程度同步回落对锌价形成压力。

美元指数全年保持相对强势，虽然大宗商品与美元指数长期呈现负相关关系，但上半年部分时点美元与大宗商品甚至贵金属价格呈现同向波动，宏观驱动与供给冲击是大宗商品价格与美元指数走势趋同的核心原因。近期美元指数波动加剧，6月份以来，美元指数自104附近最高上行至106下方，对基本金属价格形成压制。但随着美联储降息周期逐步临近，美元指数难以继续保持强势。

上半年以来美国经济数据表现强劲，联储官员表态鹰派，美联储降息时点不断延后，而在通胀数据回落而就业数据显现放缓后，美联储终于在9月议息会议上宣布降息50bp，以超市场预期方式开启降息周期。作为顺周期品种，基本金属价格与联邦利率大部分时期存在高度正相关的关系，加息见顶意味着基本金属价格也将见顶。其背后的逻辑是当美联储加息见顶乃至不得不降息时，经济已经陷入衰退，此时企业资本开支减少，终端需求大幅萎缩，工业品需求也随之大幅下行。本轮降息虽开启，但市场普遍将本轮降息周期理解为预防式降息，因此降息落地后风险资产阶段表现正面。

2024年以来，国内政策积极性明显提升，各项需求端刺激政策陆续落地，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》，政府工作报告确定从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债。国内进一步优化房地产政策，央行、金融监管总局重磅政策支持地产，降低首付比例、取消房贷利率政策下限、调降公积金贷款利率等。但受制于国内需求不足，私人部门投资积极性较低以及外部条件逐步恶化的现状，国内经济呈现弱修复的表现。与此同时，国内金融统计数据连续大幅回落，市场资金活期化程度较低，企业与居民投资意愿不足。金融数据与实体表现之间的相关性走低。2024年国庆假期前，我国出台了一系列新刺激政策，涵盖了货币政策、财政政策、房地产市场、资本市场等多个方面，旨在通过多维度的政策支持，稳定经济增长，增强市场信心，促进就业和改善民生。其中，货币政策积极支持：央行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，以释放长期流动性约1万亿元；降低政策利率，7天期逆回购操作利率由1.70%调整为1.50%；降低存量房贷利率，预计平均降幅约0.5个百分点；统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，二套房贷款最低首付比例由25%下调到15%。这些政策的实施已经开始显现积极效果，特别是在资本市场和房地产市场的稳定方面。

国内政策有望进一步发力，国内各项政策将陆续落地，电力电网建设、汽车、家电等传统需求保持韧性。同时，中国将继续引领全球新能源领域快速发展，包括电动汽车、可再生能源、电力传输和分布网络、数据中心建设等，对基本金属的需求将进一步增加。

2025年，海外经济波动回升预期继续存在，但面临较多的挑战。多个国际组织先后发布了2025年世界经济和贸易预测报告，普遍认为2025年世界经济和贸易，虽然与2024年大体相当，但对未来走势的预期在减弱。IMF预测2025年世界经济增长3.2%，与2024年持平，但比7月份的预测下调了0.1个百分点；WTO预测2025年全球货物贸易增长3.0%，比2024年加快0.3个百分点，但比四月份的预测下调了0.3个百分点；高盛预测，2025年全球GDP年均增长率为2.7%，与2024年增长预期持平。除了这些预测外，更为严重的是世界经济和贸易的不稳定性不确定性，特别是一些负面因素的增多，包括地缘政治紧张加剧，贸易保护主义抬头，供应链受阻甚至断裂等，加上一些主要经济体针对我国采取的更加严厉的贸易保护、甚至打压措施等，给2025年国外需求带来了较大的变数，存在向不利方向变化的较大概率。

2025年我国经济增长预期面临较多的不确定性。一方面，国外来看，最主要的扰动因素是美国的关税政策，这将影响中国的净出口，从而导致出口对经济增长产生负面影响，另一方面，国内的因素依然是房地产市场，与此同时，消费的复苏也将比较缓慢。不过，我国货币政策方面有进一步放松空间，而积极财政政策依然有较大的活动空间，在积极化债以及基建投资等方面有进一步改善空间，而信贷政策也有扩张余地。此外，我国将进一步开拓非美国国际市场，通过加大对外投资规避贸易壁垒，对内继续扩大开放，刺激消费增长，在服务业等领域进行升级。

**图6：美元指数与锌价**



资料来源：同花顺，方正中期研究院

**图7：中美制造业PMI与锌价**



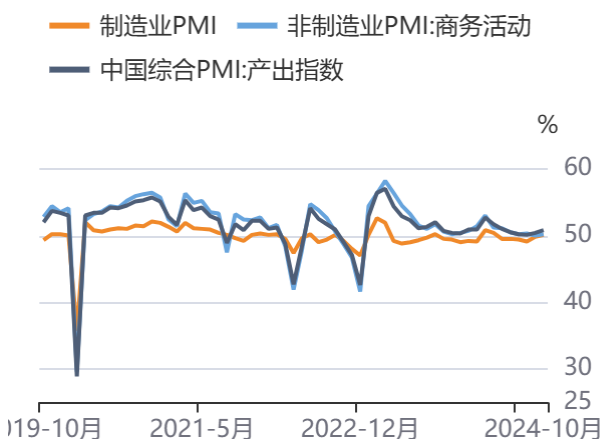
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图8：美国联邦基金利率与锌价



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图9：中国PMI



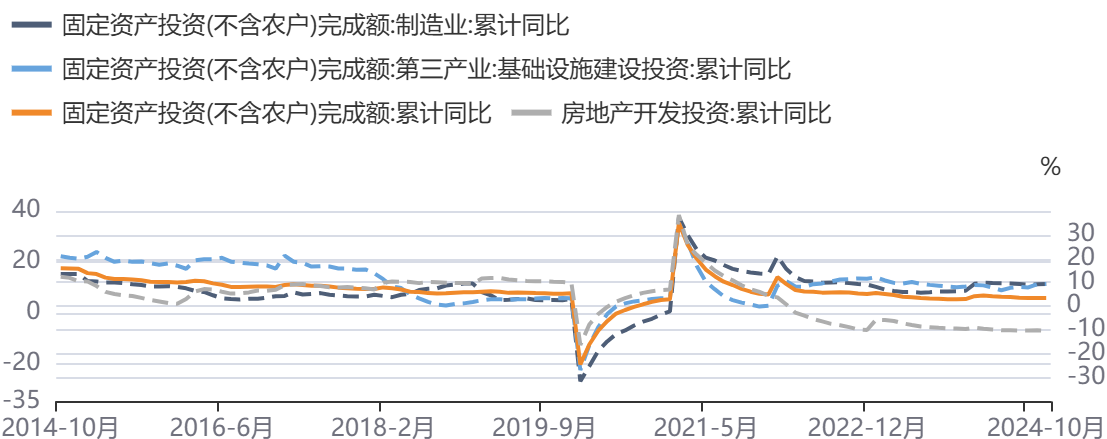
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图10：工业增加值



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图11：固定资产投资和三大主要分项



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图12：地产五大指标

资料来源：同花顺，方正中期研究院

图13: CPI和PPI



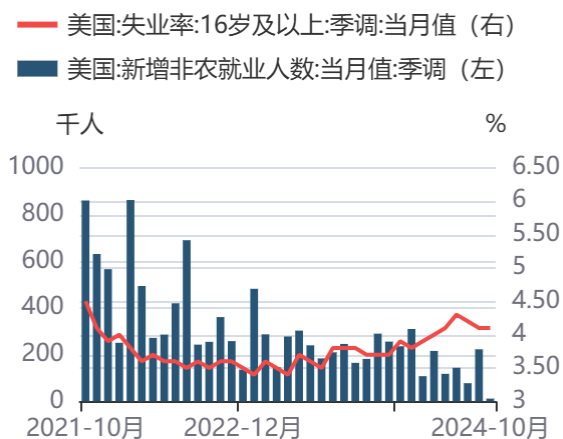
资料来源: 同花顺, 方正中期研究院

图14: USD/CNH



资料来源: 同花顺, 方正中期研究院

图15: 美国就业市场情况



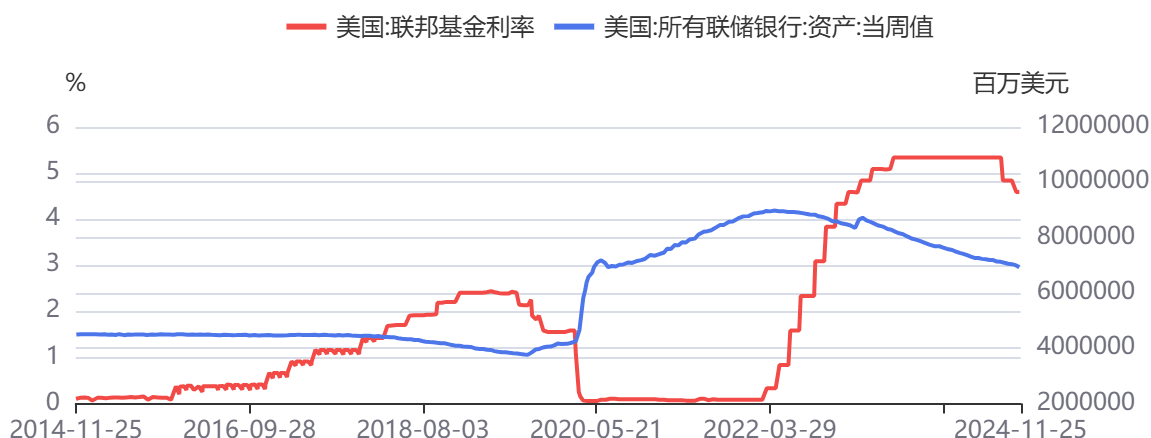
资料来源: 同花顺, 方正中期研究院

图16: 美国物价情况



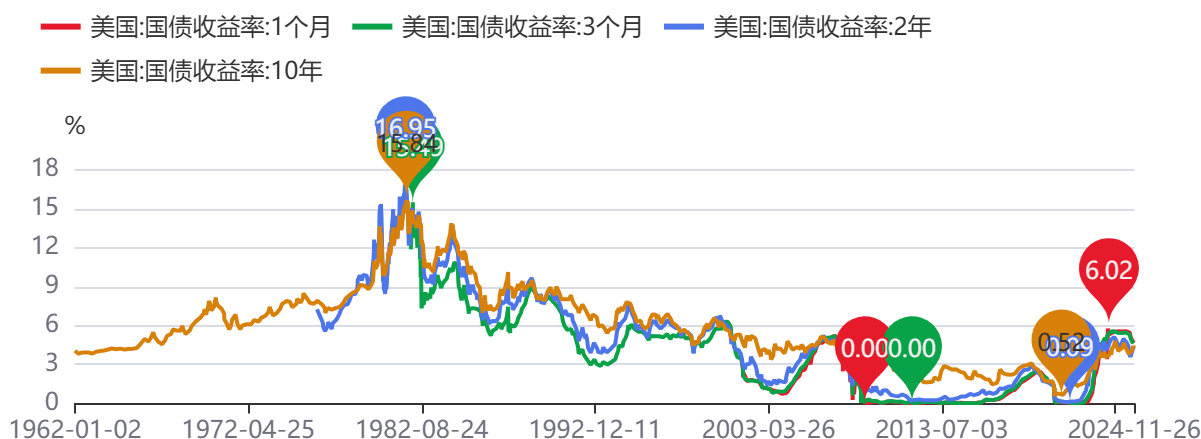
资料来源: 同花顺, 方正中期研究院

图17: 美国:所有联储银行:资产:当周值



资料来源: 同花顺, 方正中期研究院

图18：美债收益率历史走势



资料来源：同花顺，方正中期研究院

## 第三部分锌精矿供应偏紧改善预期存在但较为有限

2024年，全球锌矿供应进一步趋紧，近几年由于亏损、抗议、干旱和矿山运营事故以及部分地区品味下降的问题频出，矿山实际产出均大幅低于年初预估。从海外锌精矿供应来看，Boliden旗下产能13万吨Tara，ALMINA旗下11万吨年产能Aljustrel矿山的意外暂停生产，以及Lundin mining旗下8万吨年产能Neves Corvo的延迟投放等因素导致2023年以来海外锌精矿供应紧缺。2024年以来，海外突发事件进一步增多，澳大利亚Dugald River矿因洪水影响，运输受阻；南非的Gamsberg矿因生产受阻，月产量下降明显。

随着锌价上涨，矿山利润恢复，瑞典矿业公司Boliden与工会达成降低成本协议，并于今年三季度逐步修复其位于爱尔兰的欧洲最大锌矿（年产锌精矿10-12万吨）Tara锌矿的生产，Boliden预计四季度逐步扩大Tara矿的产量，并预计在2025年1月达到满负荷生产。另外，艾芬豪矿业公司（Ivanhoe Mines）宣布，其在刚果（金）的已经停产维护长达31年的基普什（Kipushi）矿山已复建完工并重启生产。该矿生产铅、锌、铜和锆。随着锌矿企业利润修复，海外矿山逐步复产，这将缓解远期锌矿供应难题。随着新增项目的持续推进和旧项目的复工复产，全球矿山产量有望逐步增长。

从新增锌矿来源来看，2024年海外主要增量来自于俄罗斯的OZERNOYE、KORBALIKHINSKY、刚果金的KIPUSHI，墨西哥的BUENAVISTA等。国内锌矿增量主要来自于火烧云、猪拱塘、兰坪、蔡家营等新增项目。不过值得注意的是，随着相关政策趋严，矿企对开发新矿态度较为消极，海外矿山产量则受制于资源民族主义、异常天气和等因素的影响，实际产出不及预期。Kipushi矿预计2024生产5万至7万吨锌精矿，这相当于Ivanhoe最初预测产量的一半。

据SMM调研显示，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。

随着锌价走高，国内锌精矿企业产量和利润低位回升。据SMM数据，较去年同期下降2万金属吨左右，产量规模处于近5年均值附近。与此同时，锌精矿企业生产利润快速回升，截至11月，国内锌精矿企业生产利润一度达到9000元/金属吨，处于年内高位，较年初大幅提升近6000元/吨。

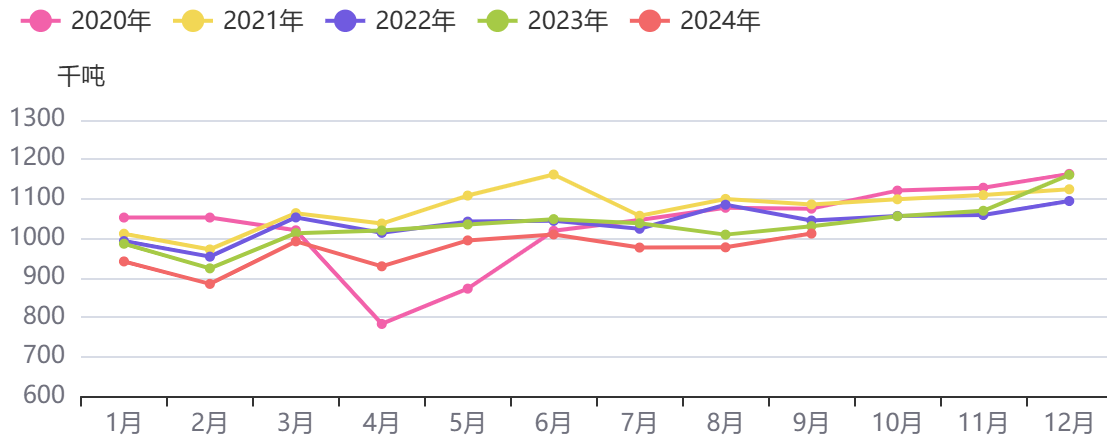
随着新增冶炼产能的进一步投放，以及海外部分矿山突发事件影响，矿端紧缺的状态可能仍会维持一段时间，加工费存在进一步下行的压力。在更长期来看，随着国内外关停的矿山逐步复产以及新增项目的投放，锌矿供应偏紧的局面将逐步缓解，加工费亦将触底反弹，但是反弹的时间点和程度存在不确定性。

随着锌价走高，国内锌精矿企业产量和利润低位回升。2025年矿端存在改善预期。预计2024年全球锌精矿产量约在1200万吨左右，2025年全球锌精矿产量同比增加6%左右，达到1250-1260万吨。据SMM对海外各大矿山的增量调研来看，SMM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2

025年的环比锌矿增量在50万吨左右。尤其是俄罗斯OZERNOYE，和刚果金Kipushi 的锌精矿，两大矿山若生产正常，可能带来20万吨左右的增量。而Kipushi，更是预计在5年内平均产量将达到 27.8 万吨。

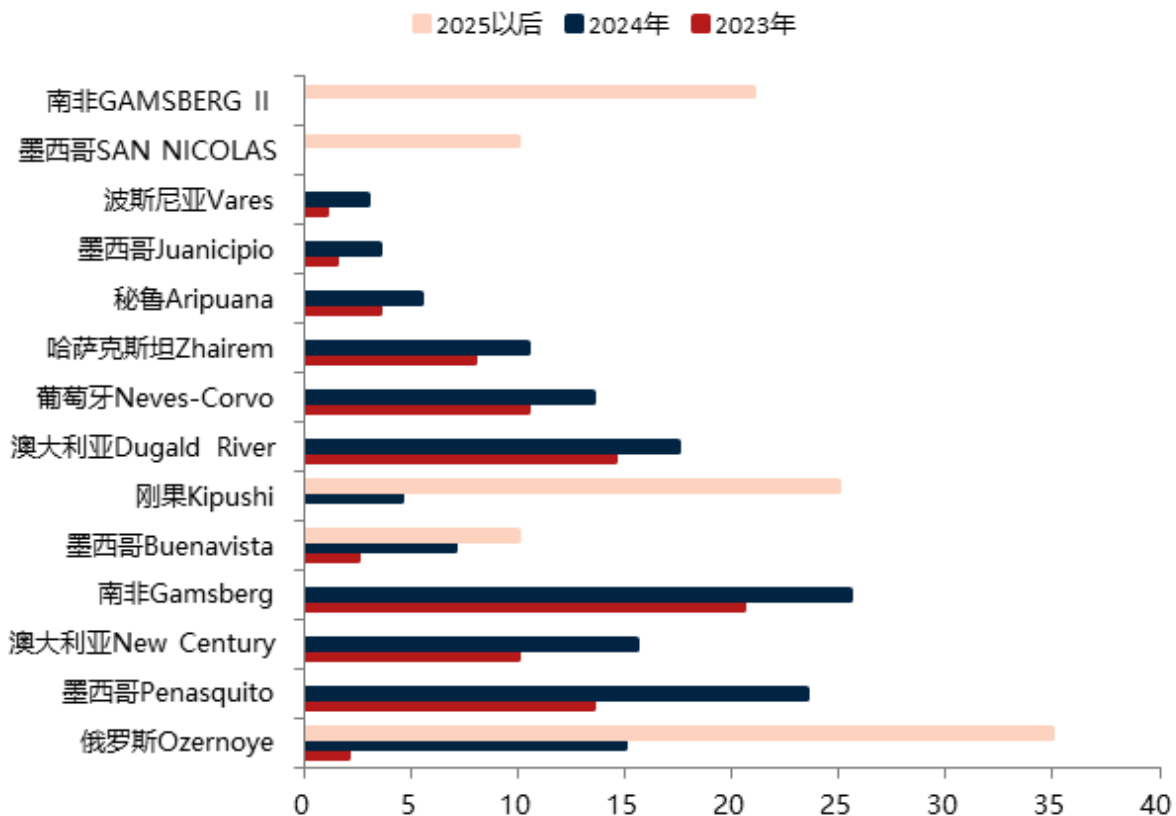
根据SMM对国内矿产量的预测来看，SMM预计2024年国内矿预计增加7万吨至383.8万吨左右，火烧云贡献主要增量。考虑到其他矿山的产出，总体SMM预计2025年国内锌精矿产量或同比增加9万吨左右。

图19：ILZSG锌矿当月产量季节性



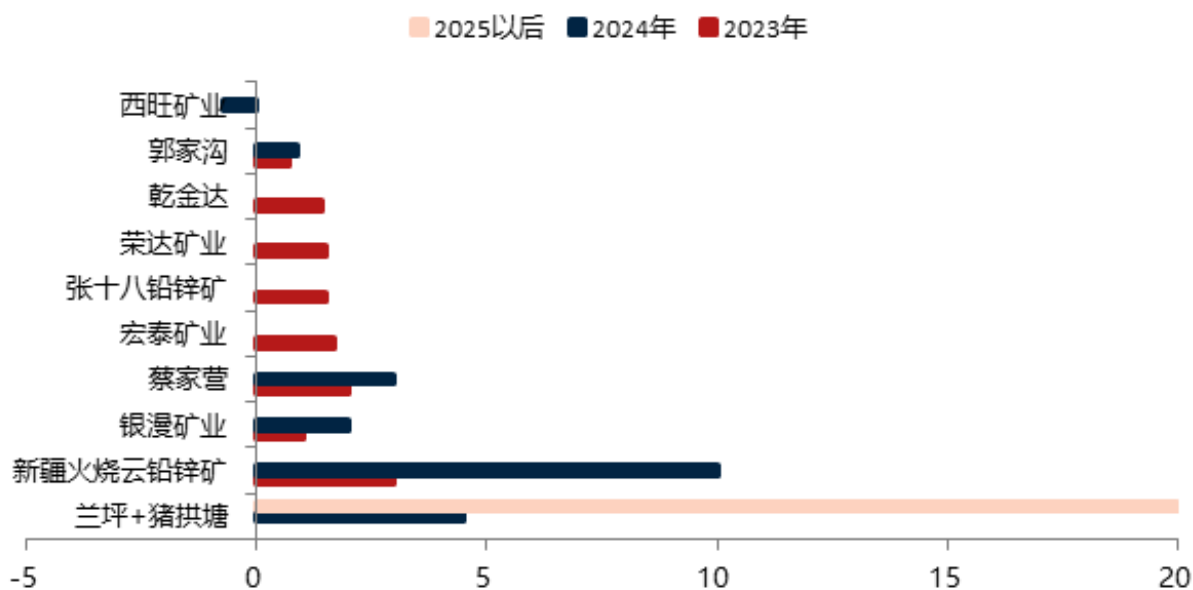
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图20：2023-2025年全球主要锌矿产量变动（单位：万吨）



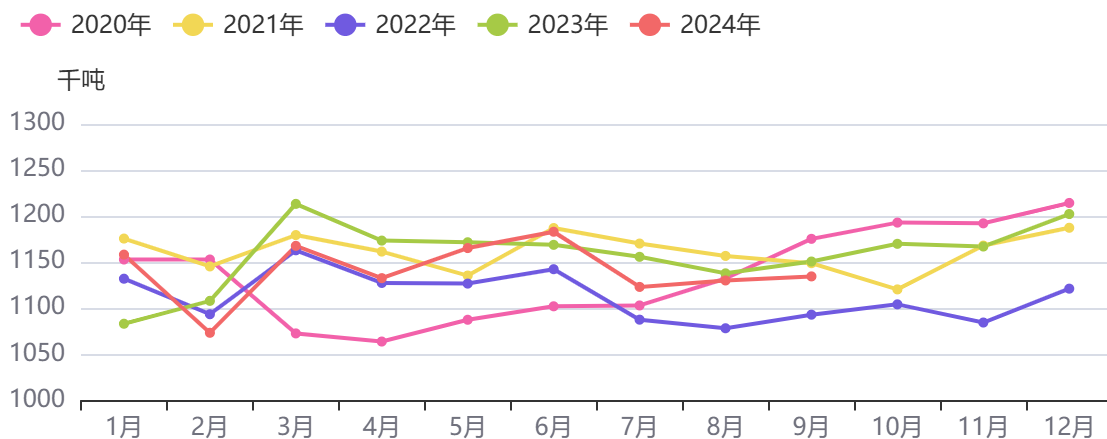
资料来源：ILZSG，方正中期研究院

图21：2023-2025中国锌精矿主要变动项目（单位：万吨）



资料来源：安泰科 SMM，方正中期研究院

图22：ILZSG全球精炼锌产量季节性

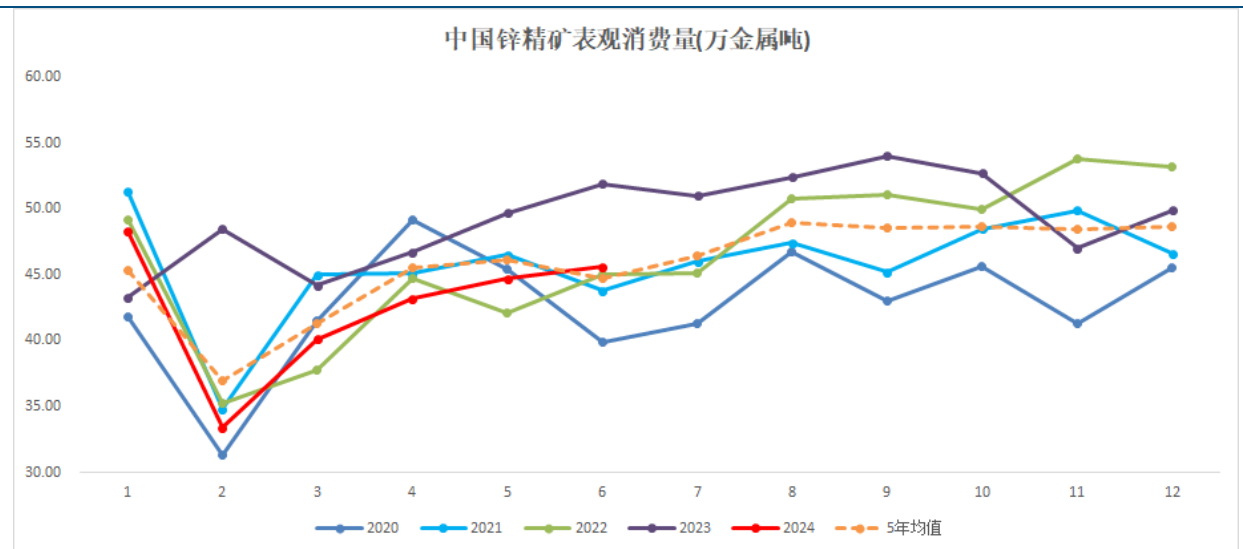


资料来源：同花顺，方正中期研究院

图23：SMM锌精矿月度产量

资料来源：SMM，方正中期研究院

图24：中国锌精矿表观消费量



资料来源：SMM，方正中期研究院

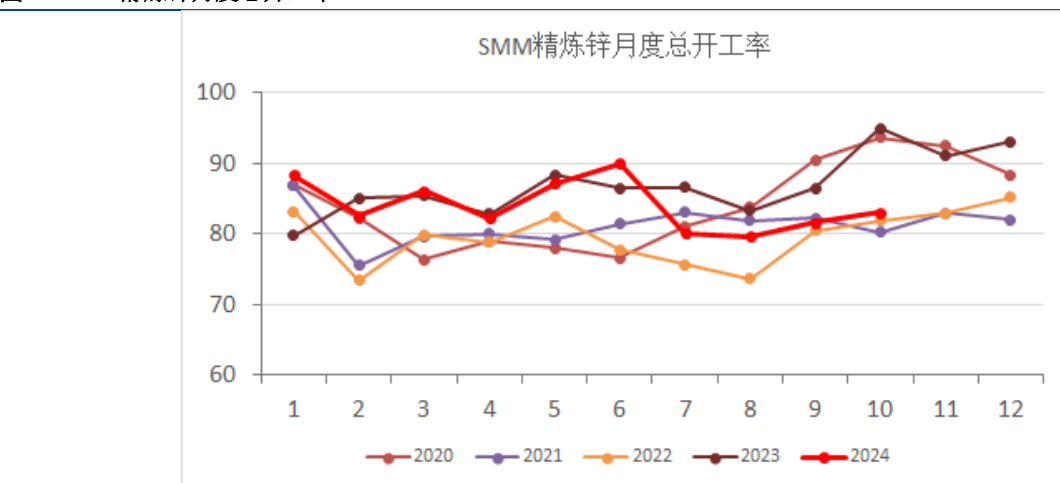
## 第四部分锌锭供应偏紧未来有改善预期

2024年大部分时间，矿端紧张之下，加工费持续下行，截至2024年11月，国产锌精矿加工费一度降至1450元/金属吨，较年初的4200元/金属吨下降2750元/金属吨，降幅超65%；进口矿加工费降至-40美元/干吨，较年初的80美元/干吨下跌120美元/干吨，价格均跌至历史低位，反映矿端供应偏紧的现实，不过已经企稳未再继续下滑。

国内锌冶炼厂生产供应受到矿端紧张以及利润倒挂影响，减产频发。据SMM数据，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。

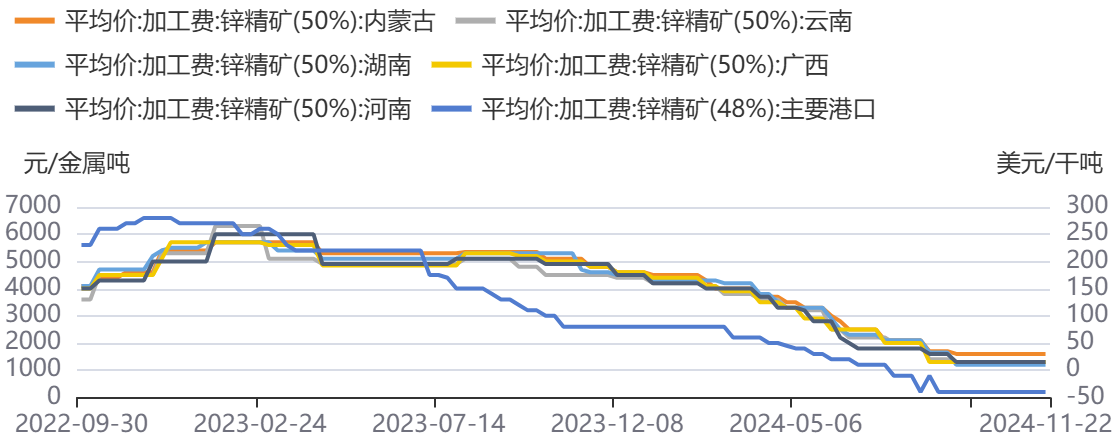
从冶炼厂利润来看，锌精矿加工费显著下跌，国内冶炼厂不包含副产品的利润倒挂严重，一度接近3000元的亏损。不过随着8月后锌精矿加工费止跌企稳，冶炼厂利润倒挂修复至2000元/吨以内。锌精矿加工费显著下跌，国内冶炼厂不包含副产品的利润倒挂严重，一度接近3000元的亏损。不过随着8月后锌精矿加工费止跌企稳，冶炼厂利润倒挂修复至2000元/吨以内。

图25：SMM精炼锌月度总开工率



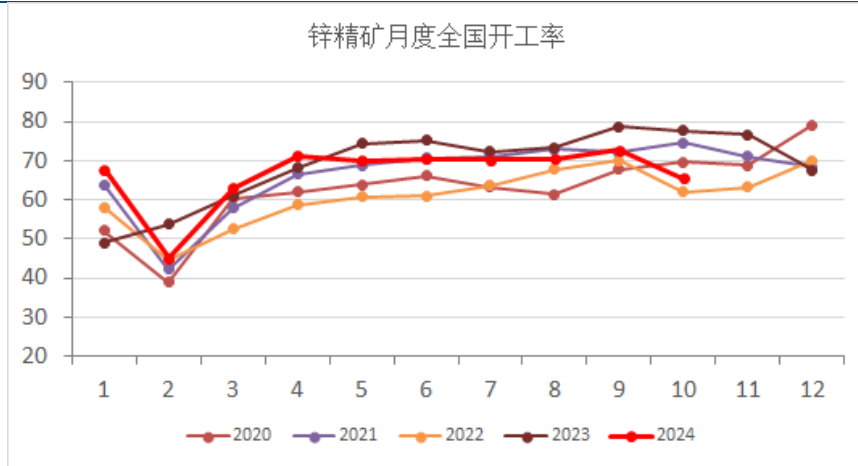
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图26：锌矿加工费



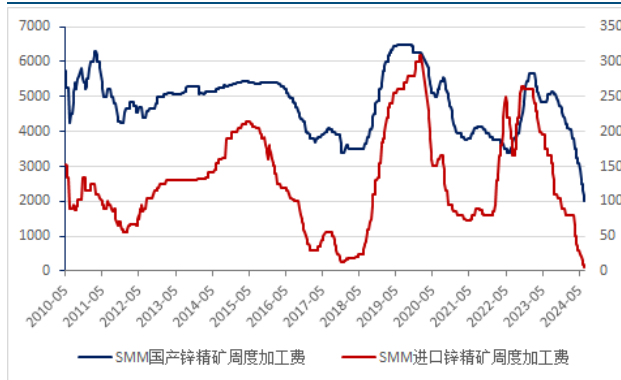
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图27：中国锌矿企业开工率



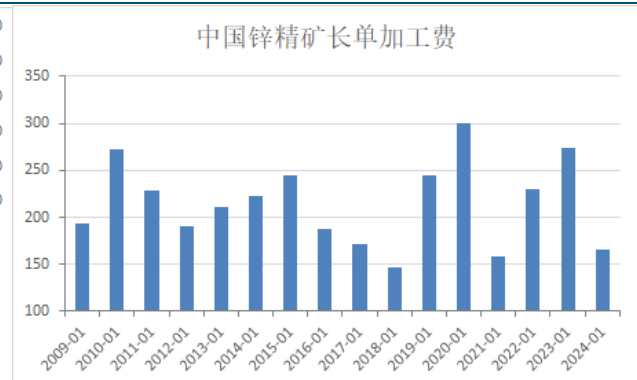
资料来源：SMM，方正中期研究院

图28：SMM锌周度加工费变化



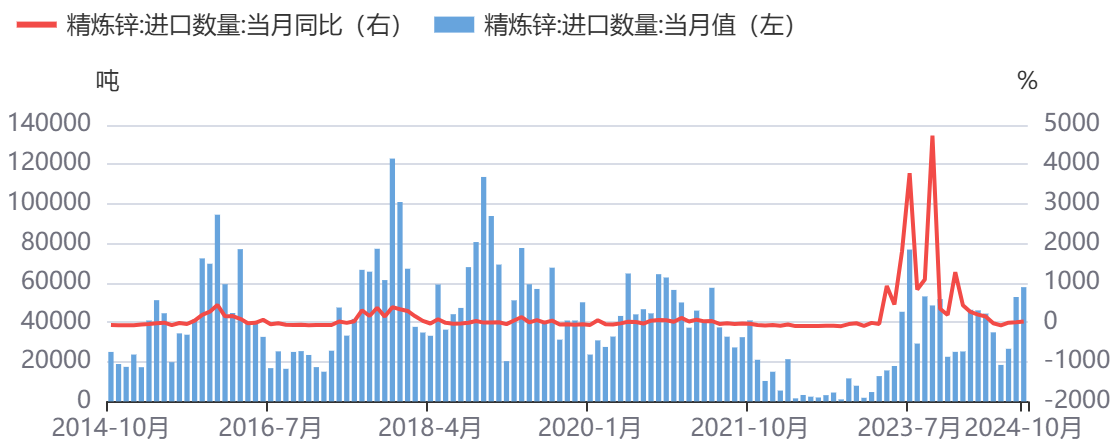
资料来源：SMM，方正中期研究院

图29：中国锌精矿长单加工费



资料来源：SMM，方正中期研究院

图30：精炼锌进口情况



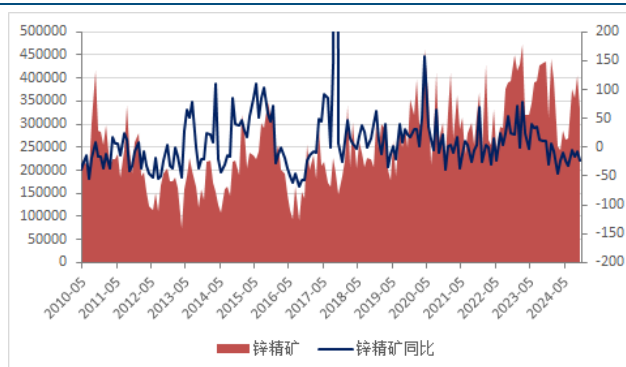
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图31：锌精矿企业生产利润



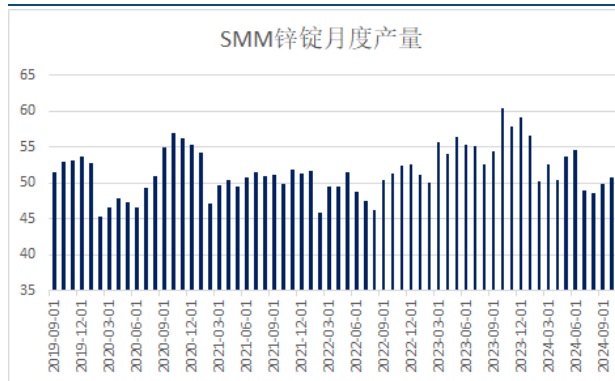
资料来源：SMM，方正中期研究院

图32：锌精矿产量



资料来源：SMM，方正中期研究院

图33：SMM锌锭月度产量



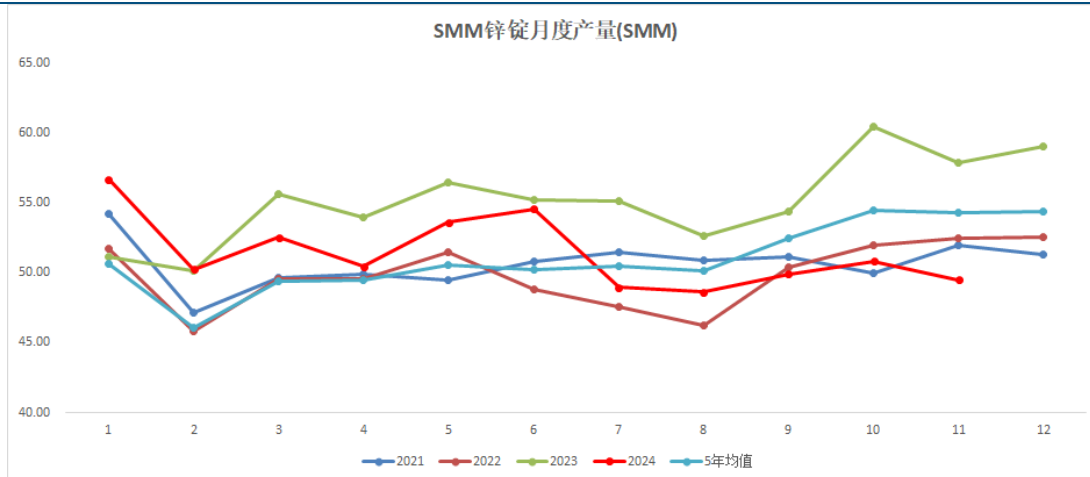
资料来源：SMM，方正中期研究院

图34：锌锭现货升贴水



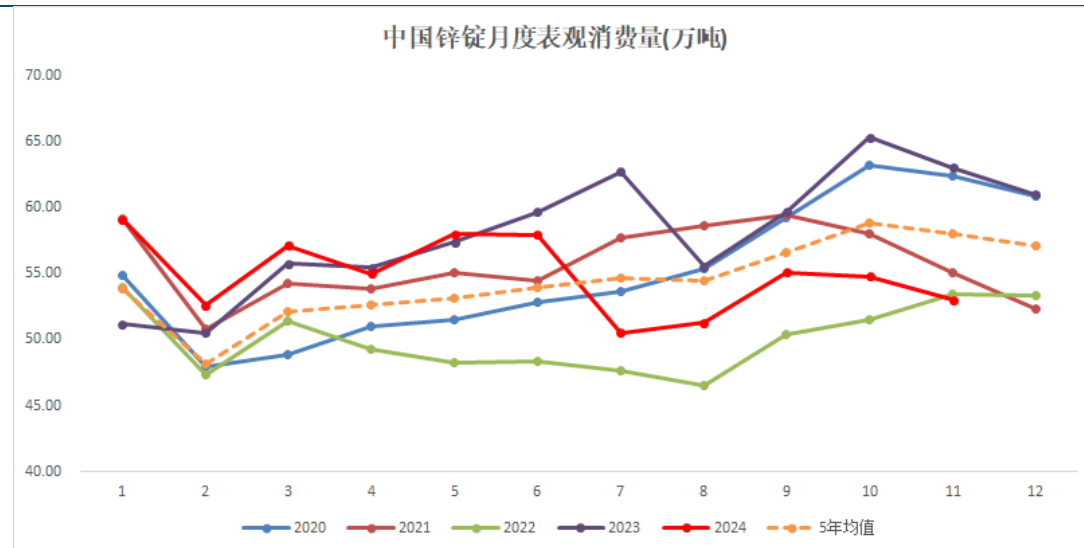
资料来源：方正中期研究院

图35：SMM锌锭月度产量季节性



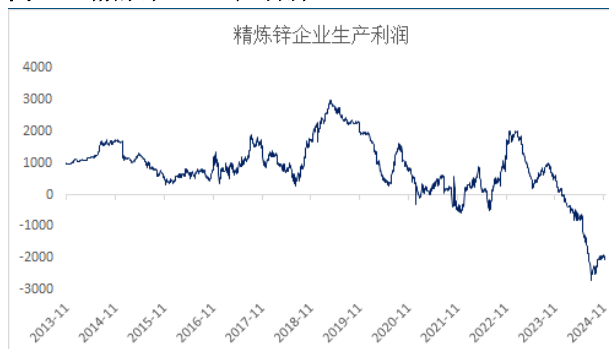
资料来源：SMM，方正中期研究院

图36：中国锌锭月度表观消费量



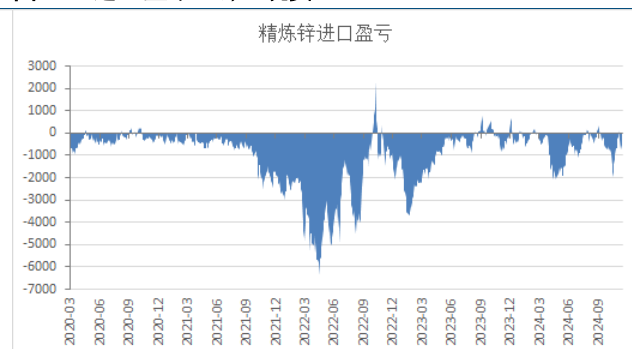
资料来源：SMM，方正中期研究院

图37：精炼锌企业生产利润



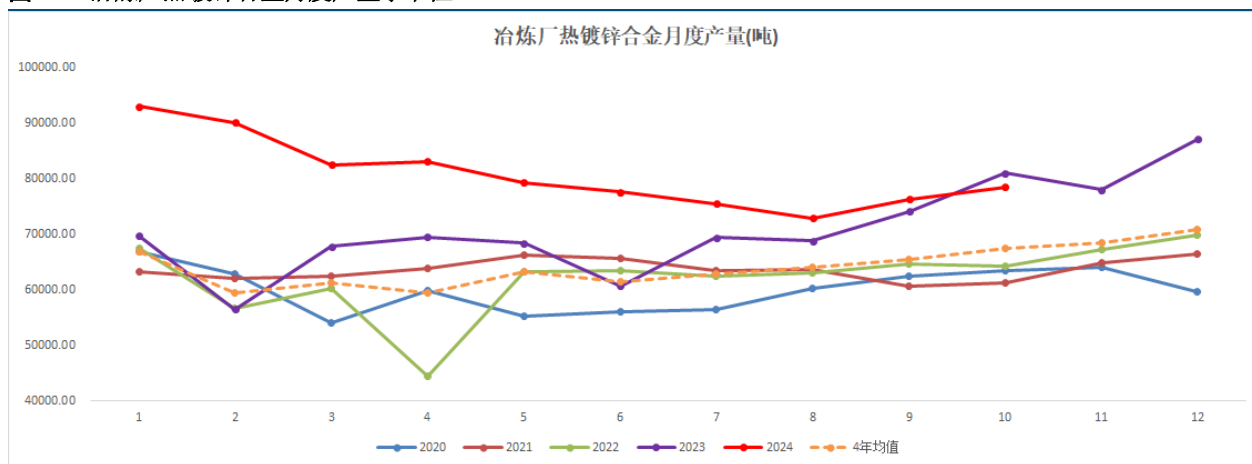
资料来源：SMM，方正中期研究院

图38：进口盈亏：锌：现货



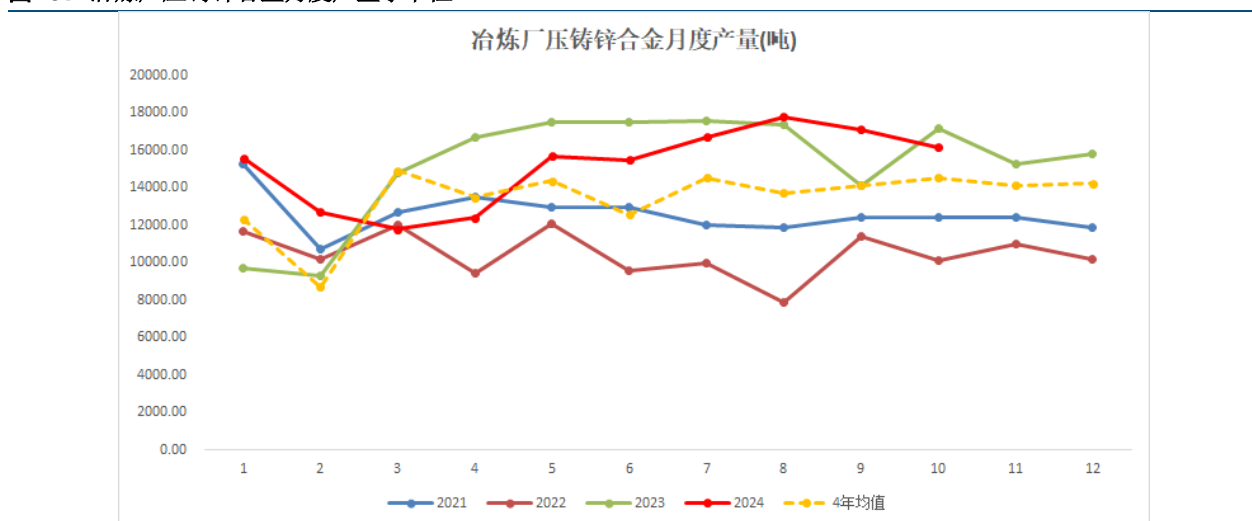
资料来源：SMM，方正中期研究院

图39：冶炼厂热镀锌合金月度产量季节性



资料来源：SMM，方正中期研究院

图40：冶炼厂压铸锌合金月度产量季节性



资料来源：SMM，方正中期研究院

## 第五部分库存水平处于较高位运行

2024年以来全球锌库存冲高回落。截至2024年11月下旬，LME锌库存26.1万吨，较去年末增长3.2万吨；上期所锌期货库存8.61万吨，较去年末增加6.5万吨。除了交易所库存外，国内锌社会库存水平也持续高位运行，尤其是第四季度以前。2024年以来，全球锌库存出现累积，说明市场供需关系偏弱；另外，此前库存水平一直偏低的国内市场也呈现累库态势，市场修复速度偏慢，尤其是国内锌下游消费受制于房地产深度负增长以及国内投资增速相对偏缓的现实。随着国内刺激政策实施落地，地产趋稳，消费趋稳回升，料对锌锭库存水平带来一定消费空间。而下游企业普遍处于原料低库存状态，需求预期好转及消费修复有利于提振企业备库补库热情，从而对锌锭库存有所消化。第四季度锌现货库存出现一定下行，一方面锌生产修复不利，另一方面下游消费出现好转，锌锭库存有所消化。从交易库存来看，国内第四季度去库存情况好于国外。

与社会锌锭库存相对偏高情况不同，下游企业在需求低迷，利润偏弱，锌价偏强之下保持原料低库存状态。

图41：交易所库存



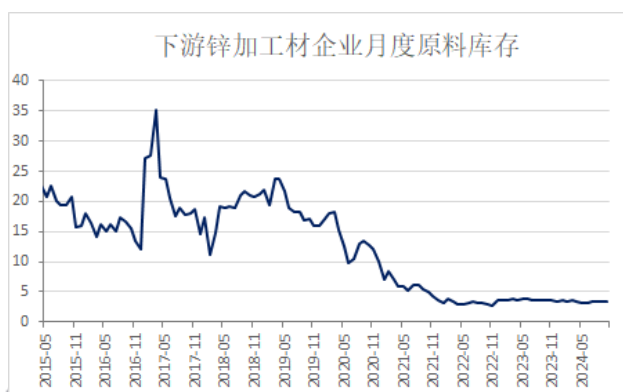
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图42：SMM七地锌锭周度库存



资料来源：同花顺，SMM，方正中期研究院

图43：锌加工材企业月度原材料库存



资料来源：SMM，方正中期研究院

## 第六部分下游传统需求偏弱存在修复可能

2024年国内政策积极性明显提升，各项需求端刺激政策陆续落地。特别是2024年GDP增长目标5%左右，且从今年开始连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。在政策方面，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》，推进重点行业设备、建筑和市政基础设施领域设备、交通运输设备和老旧农业机械、教育医疗设备等更新改造，积极开展汽车、家电等消费品以旧换新。设备更新改造与耐用消费品以旧换新等政策对于锌下游镀锌、锌合金和氧化锌行业需求均有利好。但前三季度消费情况来看，锌下游三大需求整体开工不足，且弱于季节性表现，作为下游需求结构最偏向基建的品种，锌下游需求依然受地产负增长以及基建开工不足的负面影响。不过随着国内货币政策调整，降准降息，且金融批量调整存量房贷利率、优化个人住房贷款最低首付款比例，延长部分房地产金融政策期限等稳定房地产有力政策实施，地产企稳回升将对锌相关消费带来较强支持。第四季度镀锌相关生产明显出现回升。

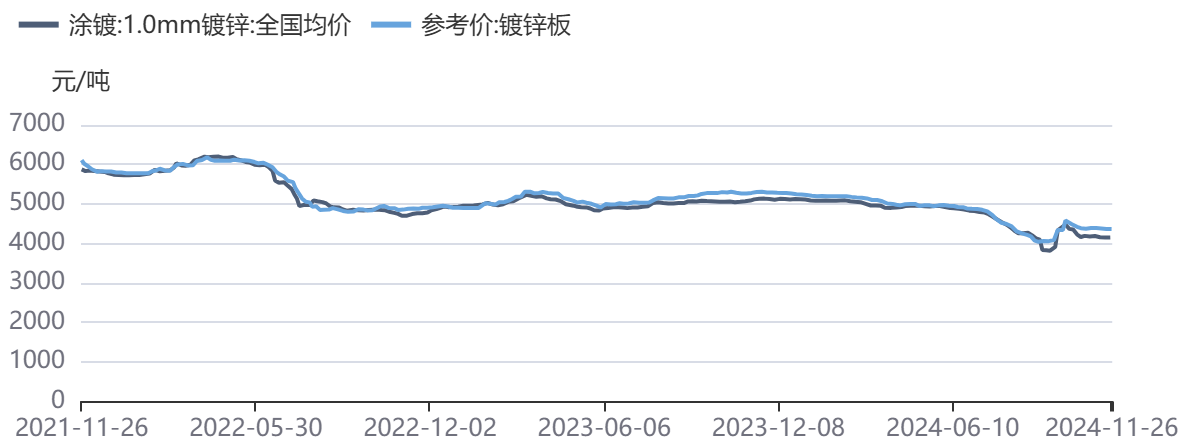
从市场需求情况来看，据SMM数据，国内锌锭月度表观消费量低于去年同期水平。锌锭月度实际消费量也低于去年同期。同时表现消费量低于实际消费量的情况，也显现出国内供应情况偏紧的现实。

据SMM数据，镀锌、压铸锌合金、氧化锌行业开工率今年以来大部分时间，低于五年均值水平线下运行，锌下游三大需求表现弱于季节性。不过，第四季度，镀锌相关下游需求改善，订单增加，开工率出现回升状态。阶段需求出现回升好转迹象

展望2025年，需求端，基建及房地产是锌主要的终端应用领域，两者占中国的锌消费量约50%，基础设施用锌方面预计维持稳健增长，铁塔消费预计会有继续增加，重点关注实物工作量落地情况。在政府扶持政策的作用下，地产板块需求下滑量或有所缓解修复回升料可期；汽车板块占锌终端需求的约17%左右，主要耗锌部位在车身镀锌板、车内零部件以及汽车轮胎外胎，增量较为稳定，汽车增长带来正面提振；随着光伏和风电等新能源产业的蓬勃发展，锌金属在新能源产业也有一定应用；家电板块占锌终端需求的约10%左右，海外订单波动干扰可能存在。

综合预计2025年国内锌需求料会有修复性增长预期存在。不利情况在于贸易摩擦带来的相关下游出口订单会受到影响。

**图44：镀锌板价格**

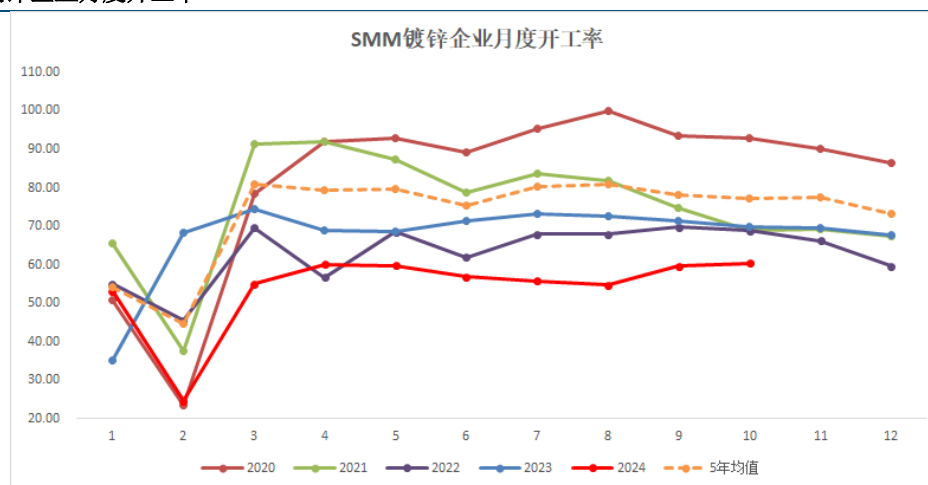


资料来源：同花顺，方正中期研究院

**图45：镀锌板:产量:当月值**

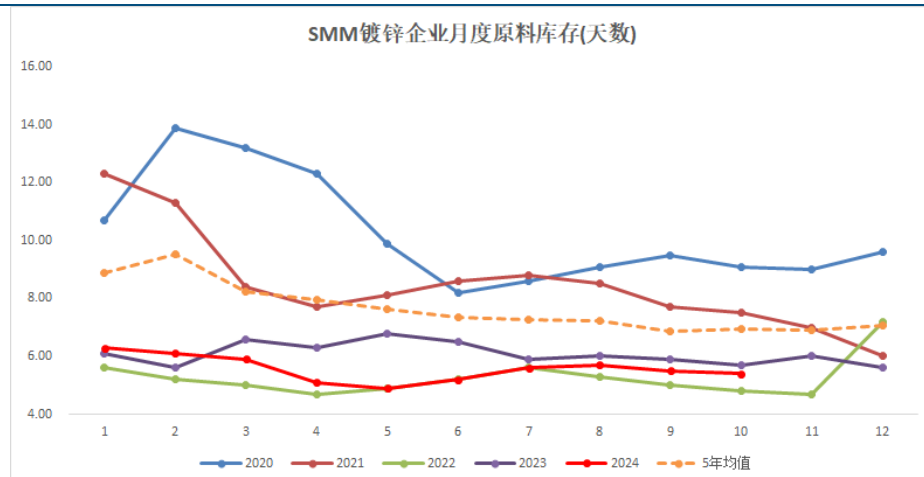
资料来源：同花顺，方正中期研究院

**图46：中国镀锌企业月度开工率**



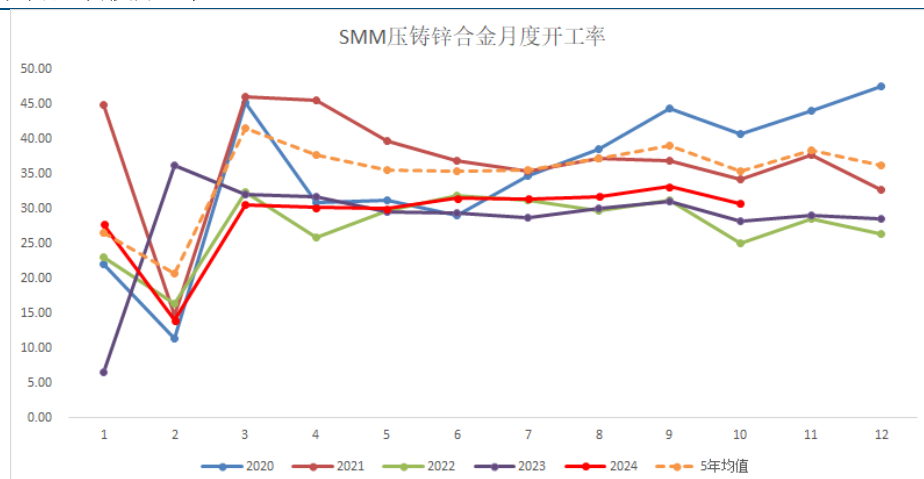
资料来源：SMM，方正中期研究院

图47：SMM镀锌企业月度原材料库存可用天数



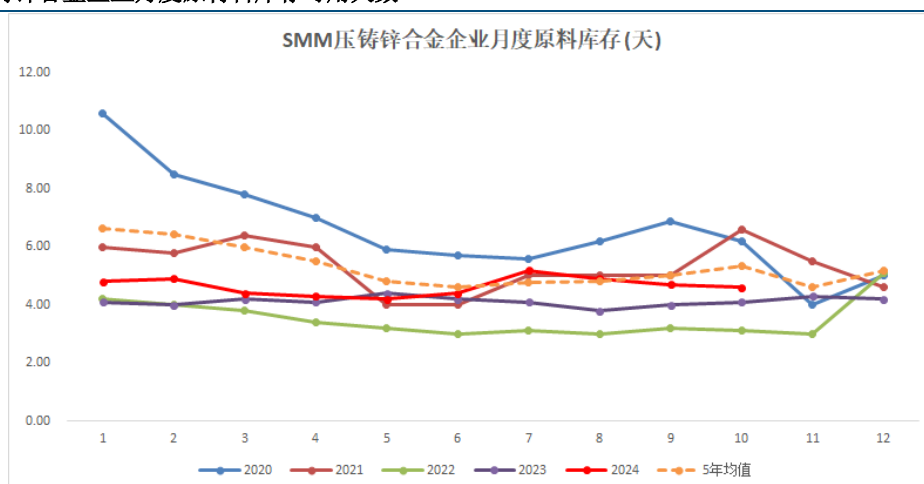
资料来源：SMM，方正中期研究院

图48：SMM压铸锌合金月度开工率



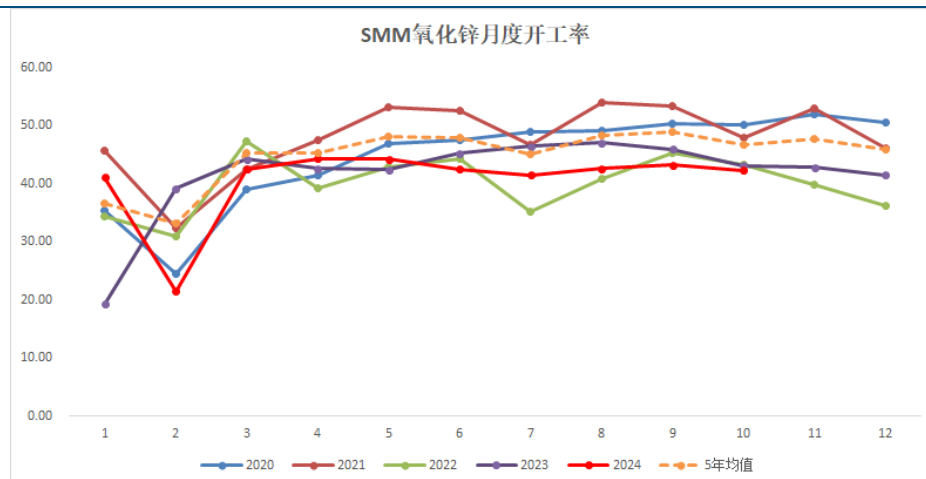
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图49：SMM压铸锌合金企业月度原材料库存可用天数



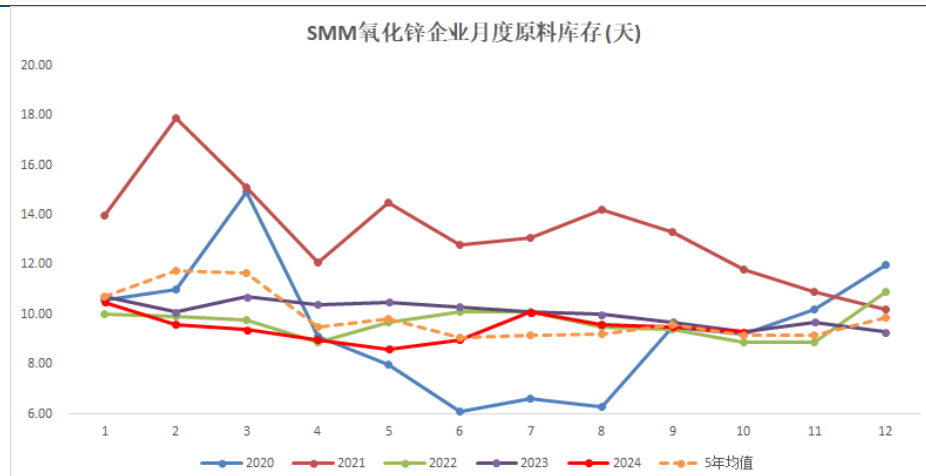
资料来源：SMM，方正中期研究院

图50：SMM氧化锌月度开工率



资料来源：SMM，方正中期研究院

图51：氧化锌企业月度原材料库存可用天数



资料来源：SMM，方正中期研究院

## 第七部分锌供需平衡

2024年全球供应增不及预期全球供需由过剩转向偏紧方向。而2025年，随着矿端供应改善预期全球精炼锌供应也会趋于回升，全球料会趋向小幅过剩。

图52：全球供需平衡

单位：万吨	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
产量	1326	1351	1364	1393	1335	1390	1365	1420
消费量	1372	1372	1329	1415	1368	1369	1376	1395
供需平衡	-46	-21	35	-22	-33	21	-11	25

资料来源：同花顺，方正中期研究院

2024年国内方面，预计锌精矿和精炼锌均呈现紧缺态势，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。而进口量依然可能保持一定程度，海外相对偏高的库存和供应恢复潜力料会带来进口窗口打开和流入的机会。

图53:

单位: 万吨	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
产量	92	512.3	548.61	546.18	546.31	533.03	584.56	610.38	608.04	598.37	662.25	618.5	645
消费量	108.09	567.74	587.99	596.61	612.98	619.51	636.6	660.35	674.78	609.17	696.13	660	670
进口量	13.49	57	54.33	42.44	67.62	71.53	60.49	54.35	43.34	9.56	36.94	43	35
出口量	0.02	13.14	9.58	2.15	1.49	2.36	6.87	2.94	0.69	6.22	1.04	1.05	1
供需平衡	-2.62	-11.58	5.37	-10.14	-0.54	-17.31	1.58	1.44	-24.09	-7.46	2.02	0.45	9

资料来源: 同花顺, 方正中期研究院

## 第八部分套利与技术分析

2024年上半年沪锌价格重心上移, 技术上保持强势。其中, 一季度沪锌价格于20000-22000元区间宽幅震荡, 4-5月份市场价格突破震荡区间, 并形成一轮趋势性上涨行情, 沪锌价格一度上行至25000元上方。6月份之后锌价跌破本轮上行趋势线, 市场由趋势性上涨行情进入区间宽幅震荡行情, 但锌价依然创出2024年以来的新高点, 一度超过26000元, 创二年以来新高, 第四季度延续高位偏强震荡走势。

2025年, 随着矿产周期供应释放, 以及经济周期共振影响, 预计锌价易呈现先扬后抑走势, 波动区域预计会在22000-28000元之间。从套利角度来讲, 锌精矿加工费逐渐企稳, 逐渐可能会转向回升。跨期套利逐渐从正套机会关注变化, 注意市场结构是否逐渐从Back向Contango变化。跨市场套利, 因市场继续倾向于打开进口窗口, 向国内进口, 仍可有适当时间关注多沪锌空伦锌反套时会。

图54: 沪锌指数技术分析



资料来源: 同花顺, 方正中期研究院

图55: 沪伦比



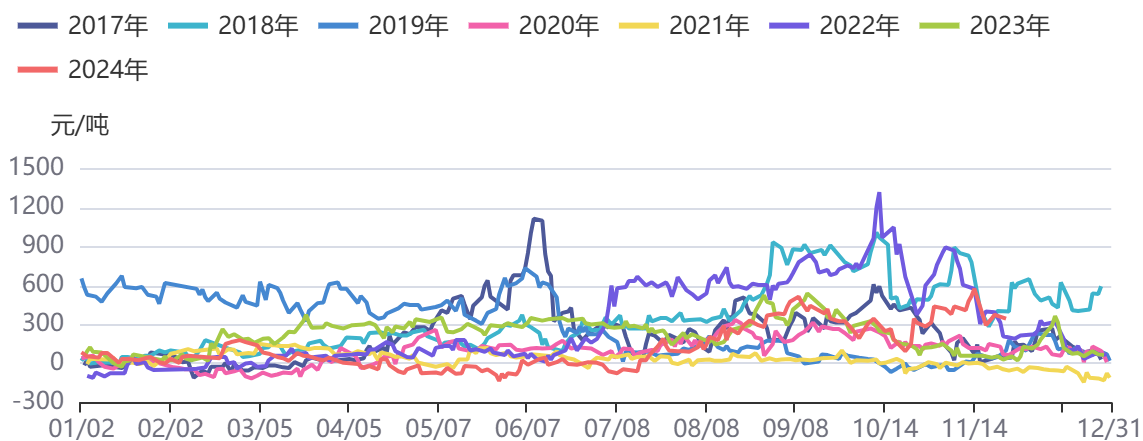
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图56：铜/锌



资料来源：同花顺，方正中期研究院

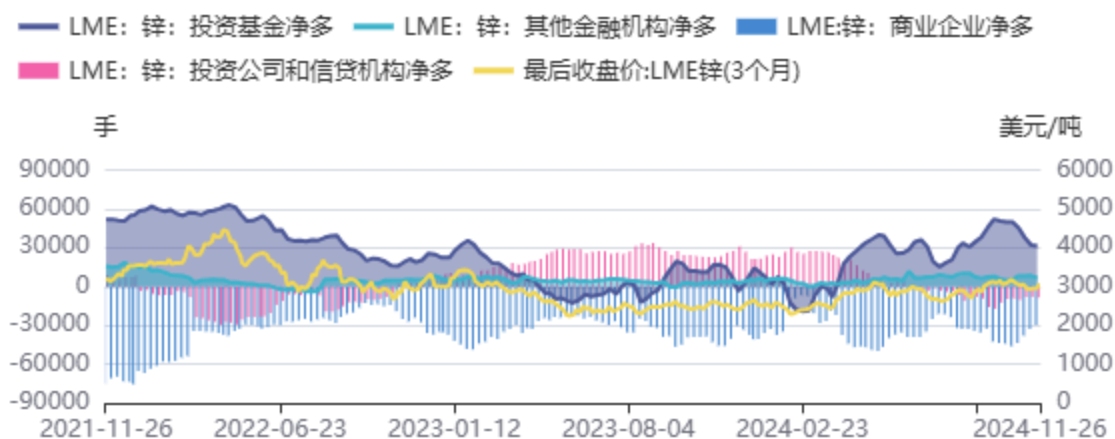
图57：沪锌连一-连三



资料来源：同花顺，方正中期研究院

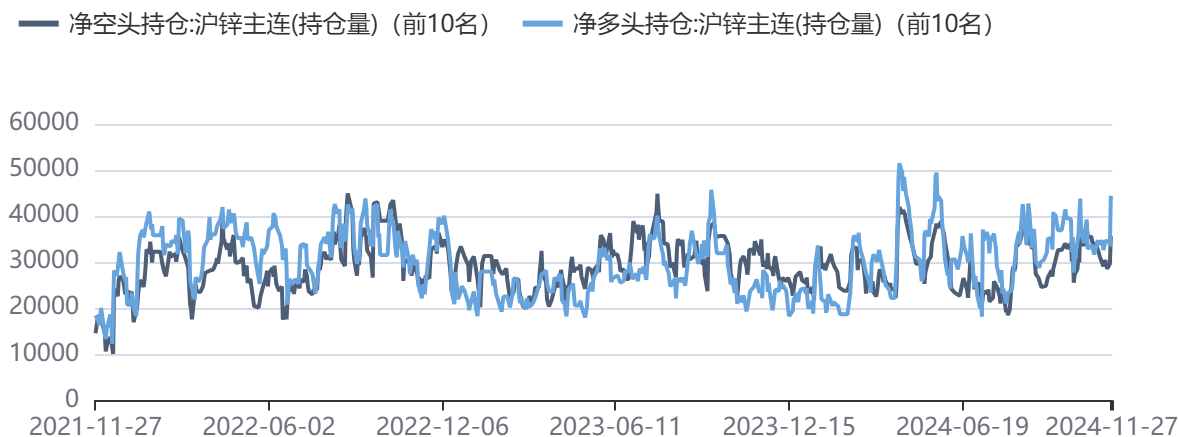
## 第九部分持仓分析

图58：LME：锌：投资基金净多



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图59：前10净多持仓-净空



资料来源：同花顺，方正中期研究院

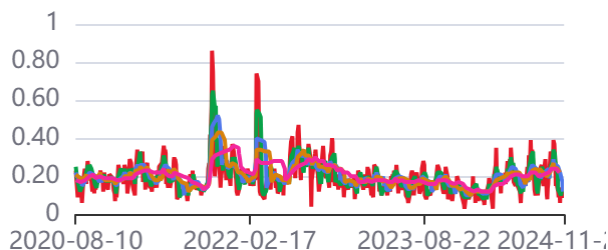
LME持仓分析显示，2024年投资基金净多全年大部分时间保持净多格局，并且与LME锌价保持强正相关。国内前十净多与净空变化来看，净多显著超过净空，市场看涨情绪相对浓厚。

## 第十部分期权运行情况

上半年沪锌期权历史波动率与隐含波动率呈现冲高回落表现。在锌价突破22000元区间之前，市场波动率低位运行，随着4月份市场价格向上突破，波动率水平随之走高，历史波动率一度逼近40%，隐含波动率最高上行至30%上方，期权在市场价格大幅波动过程中的避险功能得以发挥。6月份之后随着锌价重回震荡，波动率水平随着走低，甚至已经回落至合理区间。锌价处于区间行情时，期权操作上关注价差策略，在区间上沿和下沿附近分别构建熊市价差和牛市价差策略。对于现货商来讲，可利用期权双卖策略对库存进行动态管理，赚取期权费，帮助企业降低库存成本。而第三季度末至第四季度，锌处于波动率回升情况，期权操作上，区间低点延续牛市价差策略，有强烈看涨意愿，也可以逢低构建反比例价差策略以应对单边突破行情。2025年，锌价整体波动幅度可能较2024年有所下降，也可继续考虑区间上下沿的熊市价差和牛市价差策略。

图60：历史波动率(锌)

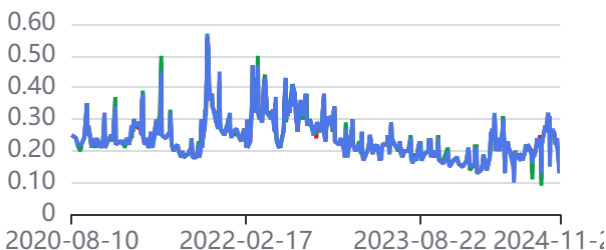
— 5天历史波动率 — 10天历史波动率  
— 20天历史波动率 — 30天历史波动率  
— 60天历史波动率



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图61：加权隐含波动率(锌)

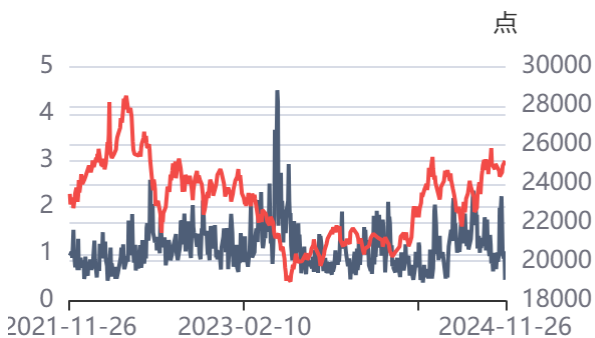
— 加权隐含波动率 — 看涨期权加权隐含波动率  
— 看跌期权加权隐含波动率



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图62：锌期权成交量PCR

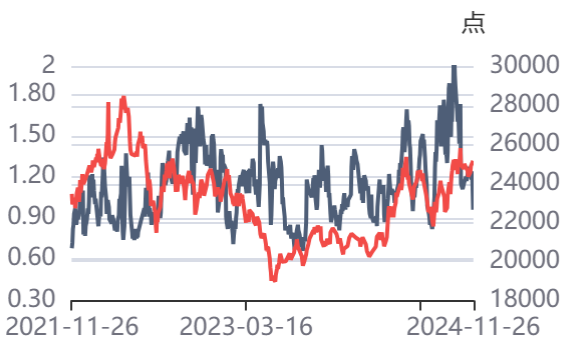
— 成交量认沽认购比率 (左)  
— 收盘价:沪锌指数 (右)



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图63：锌期权持仓量PCR

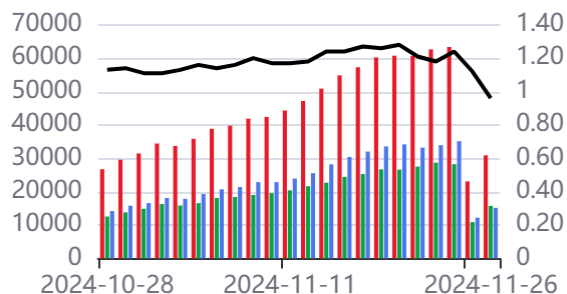
— 持仓量认沽认购比率 (左)  
— 收盘价:沪锌指数 (右)



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图64：日持仓量(锌)

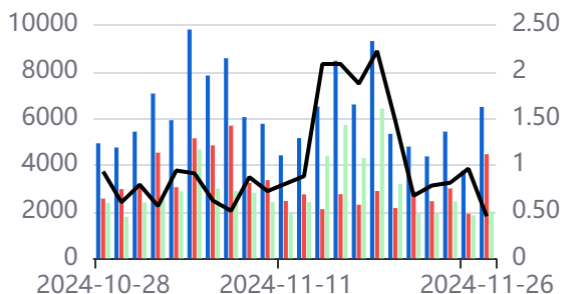
— 品种持仓量 — 认购持仓量 — 认沽持仓量  
— 持仓量认沽认购比率



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图65：日成交额(锌)

— 品种成交额 — 认购成交额 — 认沽成交额  
— 成交额认沽认购比率



资料来源：同花顺，方正中期研究院

## 第十一部分总结全文与操作建议

总体来看，宏观资金关注有色金属市场，叠加矿端供应偏紧的现实，以及国内系列政策出台增强市场做多信心，沪锌价格2024年重心显著抬升，出现了有色金属少有的年内高点出现在下半年的情况。锌精矿供给持续偏紧，加工费持续下行，炼厂亏损带来的减产，供应限制对锌价偏强波动带来较强支持。随着锌价重心回升，国内外矿山利润显著增长，国内外矿山预期逐渐会有显著产量增长。2025年，预期锌供应修复为主，供需会趋于小幅过剩，市场关注要点：1、矿端释放是否如预期。上半年供应端修复节奏偏缓，预计继续会带来偏强支持，关注TC拐点出现的时间；2、冶炼段利润有待修复，锌锭国内外供应修复变化。3、需求端温和增长预期能否兑现，海外贸易形势变化易带来较多不确定性。

2025年，锌供需均有修复预期，但不确定性在供需端均存在。操作上，锌价预期上半年走势延续相对偏强为主，而供应增长压力在下半年相对会更多体现，预计市场运行区间22000-28000元/吨。对于产业端而言，四季度末及上半年逢低买保为主。但在TC转向及回升趋势明显后，则宜转变思路卖保为主。

## 第十二部分相关股票

图66：锌相关股票（截至2024年11月29日）

日期	Date	2020-12-31	2021-12-31	2022-12-30	2023-12-29	2024-11-29	今年以来涨跌幅
中金岭南	000060.SZ	4.8200	4.9100	4.1000	4.3200	4.8300	11.81%
兴业银锡	000426.SZ	7.8400	7.2400	6.0900	9.0800	12.5700	38.44%
盛达资源	000603.SZ	15.9200	12.5800	12.5600	11.0500	12.5900	13.94%
国城矿业	000688.SZ	9.9300	13.9800	16.2100	10.3100	14.0000	35.79%
锌业股份	000751.SZ	3.5500	3.8800	3.0300	3.2500	3.1000	-4.62%
中色股份	000758.SZ	5.0800	5.4600	4.7500	4.5000	5.1000	13.33%
罗平锌电	002114.SZ	8.1100	8.1800	6.6800	7.4800	6.1900	-17.25%
宏达股份	600331.SH	2.2100	3.1900	2.8700	5.1300	7.7300	50.68%
西藏珠峰	600338.SH	10.4800	37.6600	22.9200	12.1600	11.7000	-3.78%
驰宏锌锗	600497.SH	4.8000	4.9900	5.0600	5.0500	5.7800	14.46%
豫光金铅	600531.SH	5.9100	6.0300	5.2100	6.0500	6.6900	10.58%
株冶集团	600961.SH	7.2800	9.3000	7.1000	8.3600	8.6900	3.95%
华钰矿业	601020.SH	10.8700	13.5600	11.5000	10.3000	14.1900	37.77%

资料来源：同花顺，方正中期研究院

## 联系我们

分支机构	地址	联系电话
<b>总部业务平台</b>		
资产管理部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881312
期货研究院	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881111
交易咨询部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881108
业务发展部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881295
机构业务部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881292
<b>分支机构信息</b>		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578910
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-82868098
北京朝阳分公司	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881205
北京望京分公司	北京市朝阳区阜通东大街6号院3号楼8层908室	010-82868050
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396860
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012600
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-85530971
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦716室	0512-65105067
上海分公司	上海市浦东新区长柳路58号604室	021-50588186
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811208
湖北分公司	湖北省武汉市武昌区楚河汉街总部国际F座2309号	027-87267728
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84313486
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路53号楷林商务中心C座1606、2304、2305、2306房	0731-84312376
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-84319733
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
山东分公司	山东省青岛市崂山区香岭路1号4号楼1706户	0532-85706107
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号经津塔写字楼2909室	022-58308206
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210527
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-2053696
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889626
西安营业部	西安市高新区唐延南路东侧逸翠园二期（i都会）6幢10101	029-81870836
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1502D室	021-68401347
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1106室	021-50581277
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861627
宁波营业部	浙江省宁波市鄞州区杨帆路71号扬帆广场2栋西单元5-1	0574-87096853
杭州营业部	浙江省杭州市萧山区宁围街道宝盛世纪中心1幢1801室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065918
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990210
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881001
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831589
株洲营业部	湖南省株洲市天元区珠江南路599号神农太阳城商业外圈703号（优托邦第3号写字楼第7层C-704号）	0731-28102771
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2812007
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7319919
<b>风险管理子公司</b>		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区4号楼1105	021-20778818
上海际丰投资管理有限责任公司	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881188

## 重要事项

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期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，方正中期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。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，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，须注明出处为方正中期期货有限公司。