

## 预期过剩承压到内外分化（外紧）驱动上行

## 沪锌期货

### 报告摘要

- 2025 年沪锌期货行情整体呈现先抑后扬的震荡走势，受全球供应恢复、国内需求疲软及海外低库存等多重因素影响。**供应端**：海外锌矿增产与国内冶炼调节能力形成对冲，进口矿冶炼利润转负抑制产量释放节奏。**需求端**：传统领域（如房地产）持续拖累，而新能源汽车用镀锌板需求占比提升至 11.58%，成为局部亮点。**库存结构**：LME 库存维持极低水平，对价格形成支撑；国内社会库存虽高于上半年低点，但四季度去库趋势明显。
- 供需平衡：过剩压力与结构性矛盾。**供应端**：全球锌矿产量恢复，国内精炼锌产量激增，加工费上涨推动冶炼厂增产，但进口矿利润转负导致四季度供应阶段性收紧。海外炼厂因能源成本高企，增产有限，加剧了内外供应分化。**需求端**：传统领域疲软，建筑和家电需求低迷，镀锌板开工率低于历史水平；新能源汽车领域需求增长显著，但难以完全对冲传统下滑压力。新兴领域如光伏支架和锌基电池仍处于早期阶段，贡献有限。**库存与进出口**：国内社会库存持续累积，但四季度因沪粤价差拉大，广东库存显著下滑；出口窗口未完全打开，内外库存通过隐性转移实现再平衡。
- 核心驱动因素分析。**成本支撑**：锌矿冬储与矿山季节性停产导致原料端边际趋紧，对价格形成底部支撑。**宏观扰动**：美元指数偏弱与国内政策落地效果待验证，影响市场情绪；海外低库存与国内过剩格局形成鲜明对比。**需求韧性**：新能源汽车政策推动镀锌板需求，但房地产拖累仍是最大风险，需求复苏呈现“近强远弱”特征。
- 2026 年展望：宏观层面，美联储降息概率再度回升，为全球大宗商品市场提供流动性预期支撑，利好锌价走势。从基本面来看，海外市场冶炼厂减产、加工费下行、现货高升水与低库存共同构成强支撑。国内市场方面，精炼锌进口窗口关闭、出口窗口打开，有望推动国内锌产品加速流向海外，既缓解海外供应压力，也为国内价格提供支撑。不过，企业需密切关注出口市场贸易政策变化及需求持续性。综合来看，在宏观流动性预期改善与基本面供需格局优化的双重支撑下，沪锌将维持震荡偏强格局。

交易咨询业务资格：  
证监许可【2012】1091号

完稿时间：2025年12月9日

研究员：	祝森林
研究品种：	有色金属
从业资格号：	F3023048
投资咨询号：	Z0013626
TEL：	0575-85225791
E-mail：	zhusenlin@dyqh.info

### 重要提示：

本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。大越期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为大越期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，大越期货不承担任何责任。

## 一、行情回顾

图 1：锌价走势回顾



资料来源：博易大师

2025 年沪锌期货行情整体呈现先抑后扬的震荡走势，受全球供应恢复、国内需求疲软及海外低库存等多重因素影响。

第一季度（1 月 - 3 月）：预期主导，震荡承压。

1 月初：市场普遍预期全年锌资源过剩，悲观情绪笼罩，沪锌主力合约承压下行。1 月-2 月：国内炼厂开工率持续偏低，受春节假期、检修安排或利润等因素影响，实际产出受限。贯穿 Q1：社会库存累库不及预期。尽管预期过剩，但供应端收缩导致累库速度缓慢，甚至出现反复。现货市场特征：现货维持升水状态，期货近远月价差维持 Backwardation (Back 结构)，反映出现货相对紧俏或近月压力小于远月预期。行情表现：锌价在过剩预期下震荡走弱，重心逐步下移。

第二季度（4 月 - 6 月）：预期验证，跌势延续。

4月-5月：过剩预期持续发酵，成为市场交易主线。下游需求（尤其是部分领域）表现平淡，未能有效消化供应（尽管国内产量不高）。6月：上半年行情总结：沪锌主力合约累计下跌约11%。价格触及阶段性低位。市场开始关注下半年变量，悲观情绪略有缓和但未扭转。年中转折点（6月底 - 7月初）：驱动切换，筑底企稳。

6月下旬 - 7月初：海外锌供应紧张信号显著增强。主要矿业产区（如南美、澳洲）接连报告生产中断风险或实际干扰事件（矿山事故、罢工、极端天气等），引发对全球精锌供应的担忧。LME市场反应：LME锌库存持续下降，LME现货升水快速拉涨，创下近年新高，凸显海外现货极度紧张。市场情绪转变：主导逻辑开始从“全球过剩”转向“内外分化 + 海外短缺”。沪锌在低位获得支撑，筑底迹象显现。

第三季度（7月 - 9月）：内外分化，重心上移。

贯穿Q3：海外供应紧张局势持续并加剧。LME高升水维持，支撑国际锌价。国内供应端：锌精矿进口量同比大幅增加，原料供应相对充裕。但国内港口锌精矿库存出现下降，反映国内冶炼需求尚可。国内需求端：下游消费呈现结构性分化。镀锌板（可能受基建、汽车影响）、压铸锌合金（可能受五金、卫浴等影响）、氧化锌（可能受轮胎、陶瓷影响）等细分领域的开工率表现不一，有增有减，整体未形成强劲拉动但亦无大幅下滑。

基本面评估：数据支撑由前期的利空逐步转向利多（尤其海外）。市场注意到锌价相对其他金属估值偏低，吸引力提升。

行情表现：在海外强劲支撑和国内相对平稳的格局下，沪锌主力合约震荡上行，价格重心稳步抬升。波动幅度较上半年有所扩大。

第四季度（10月 - 12月）：宏观助力，偏强震荡。

10月-11月：海外供应瓶颈问题持续受到关注，是锌价的核心支撑。国内基本面维持“外紧内松”态势，关注点转向未来消费预期。

宏观因素介入：美联储释放明确的降息信号，美元走弱预期升温，提振大宗商品整体氛围，包括锌在内的金属获得金融属性支撑。

国内政策预期： 市场对中国稳增长政策（尤其是涉及基建、地产等领域）可能带来的潜在锌需求改善保持乐观期待，但“再通胀”的实际迹象尚未显著体现在数据中。

12月： 市场对2026年消费展望趋于乐观。年末资金博弈加剧，但基本面（海外紧）+宏观（降息预期）的双重利多支撑占据主导。

行情表现： 沪锌维持震荡偏强格局，在宏观利好推动下尝试测试更高区间。全年呈现“前低后高”走势。

## 二、基本面分析

### 2.1 市场均衡分析：高供应与弱需求的激烈碰撞。

行业背景：近年锌行业运行呈现“供应激增、需求疲软”的格局。供应端，国内精锌产量保持超高速增长，8月产量同比增速高达28%，刷新历史最高产量纪录；需求端，传统消费领域（基建、房地产）表现低迷，新兴领域（光伏、风电）增长放缓，导致供需失衡加剧。

基于最新产业数据，2023-2025年锌市场供需平衡表如下：

**表 1：中国锌市场供需平衡表（单位：万吨）**

项目	2023年	2024年	2025E
期初库存	12.5	10.2	16.0
产量	650	685	720
进口量	45	48	50
出口量	8.5	7.8	7.5
消费量	655	680	690
期末库存	10.2	16.0	25.0
产需缺口	-5	+5	+30

数据来源：五矿有色、SMM、安泰科

核心矛盾解析：2025 年国内锌市场供应过剩格局进一步加剧，供需缺口从 2023 年的-5 万吨扩大至 2025 年的+30 万吨。这主要受国内精锌产量高速增长（前 8 个月累计增速 7.5%）与消费疲软（8 月实际消费量环比减少 2%，同比减少 5%）共同影响。预计年底国内锌锭库存可能会达到 25 万吨左右，供需矛盾突出。

## 2.2 供给分析

### 2.2.1 供给格局

近三年国内锌供给呈现“产量激增、进口稳定、出口萎缩”特征：

**表 2：中国锌市场供给结构（单位：万吨）**

年份	产量	进口量	出口量	实际供给量
2023	650	45	8.5	686.5
2024	685	48	7.8	725.2
2025E	720	50	7.5	762.5

数据来源：我的钢铁网

当前实际供给量（产量+进口-出口）预计达 762.5 万吨，远超理论需求，供应过剩格局明确。国内精锌产量保持超高速增长，8 月产量同比增速高达 28%，前 8 个月累计增速 7.5%，刷新历史最高产量纪录。

## 2.2.2 库存分析

库存端呈现“海外去库、国内累库”的鲜明对比：

**LME 库存：**持续去库至 5 万吨附近，处于历史极低水平，历史数据显示，自 2022 年 12 月 7 日以来，LME 锌库存最高为 27.89 万吨，最低为 1.56 万吨，均值录得 14.85 万吨，当前库存（5.54 万吨）较均值减少 168.18%。

图 2：LME 库存变化（单位：万吨）

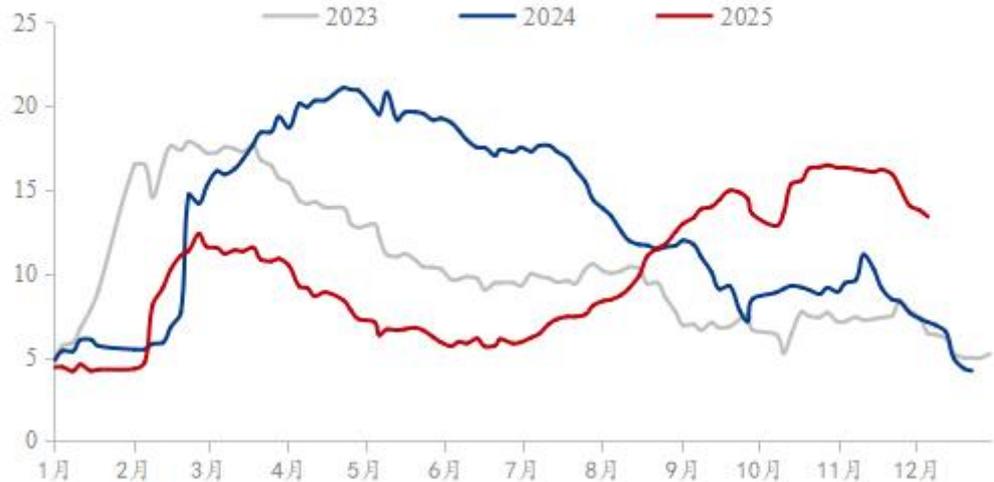


数据来源：我的钢铁网

**国内社会库存：**截至 12 月 8 日，国内七地锌锭库存总量为 13.60 万吨，较 12 月 1 日减少 0.82 万吨，延续了去库趋势。其中广东地区库存下滑明显，主要因沪粤价差拉大导致现货流入华东，叠加下游刚需提货。上海及天津地区库存变化不大。

图 3：国内库存变化（单位：万吨）

(2023-2025) 年国内主要市场锌锭社会库存（万吨）



数据来源：我的钢铁网

近期库存下降主要受国内冶炼厂检修增多、市场货源偏紧影响。不过，当前库存水平仍高于今年上半年的低点，且国内锌市面临供应过剩、需求疲软的压力。海外市场则因低库存对锌价形成支撑，内外市场分化明显。

### 2.2.3 锌精矿加工费下跌 港口库存减少

根据 Mysteel 调研统计国内 130 家重点铅锌矿企业（涉及锌精矿产能 300 万吨，全国占比约 60%），截至 2025 年 12 月 5 日，2025 年 10 月国产锌精矿产量为 30.57 万吨，环比减少 10.97%，国产 50 品位锌精矿加工费（TC）低至 1800 元/金属吨成交。进口锌精矿加工费延续跌势，主流报盘区间 40-50 美元/干吨。国产锌精矿供应持续偏紧，进口矿受限于沪伦比值，持续亏损，短期对国内供应补充难有起色。供应收缩与冬储需求形成双重驱动，后续加工费或有进一步下行趋势。

图 4：国内锌精矿产量数据



数据来源：Mysteel 大越期货整理

图 5：锌精矿加工费



数据来源：Mysteel 大越期货整理

Mysteel 统计样本原生锌冶炼厂锌精矿库存总量 61.5 万实物吨,较上周减少 2.9 万实物吨。国产锌精矿近期下行趋势明确。国内 12 月锌精矿加工费陆续确定,冶炼厂抢购情绪浓厚,另有部分矿山持续看跌加工费,选择等待加工费下调后再释放库存,进一步加剧短期市场供需博弈格局,原料紧张状态持续,多地加工费较上月再次大幅下降,多个地区较上月下调 600-1000 元/金属吨。进口锌精矿方面,沪伦比值持续低位运行,进口锌矿报价差异较大,随着国产矿加工费的整体快速下调,且贸易商持续看跌后续加工费,进口矿贸易商报盘跟随下调,进口加工费持续下跌,主流锌精矿加工费报价在 40-50 美元/干吨。

市场调研方面,云南某锌锭生产企业 1800-1900 元/金属吨到厂,四川某锌矿生产企业 1800 元/金属吨出厂,陕西某锌锭生产企业 2000-2100 元/金属吨到厂,甘肃某锌锭生产企业 1800-2000 元/金属吨到厂,湖南某锌锭生产企业 1500 元/金属吨到厂。

12 月 5 日 Mysteel 统计中国 5 港进口锌精矿港口库存 27.1 万吨,环比减少 0.8 万吨,较去年同期增加 9.7 万吨。

## 2.3 需求分析

锌锭需求高度集中于传统领域,镀锌行业占比超 60%,主要用于建筑、家电和汽车制造;压铸合金、黄铜占约 15%、10%和 5%,新兴领域如光伏支架和锌基电池应用仍处于早期阶段,贡献有及氧化锌分别限。需求稳定性受宏观经济周期显著影响,

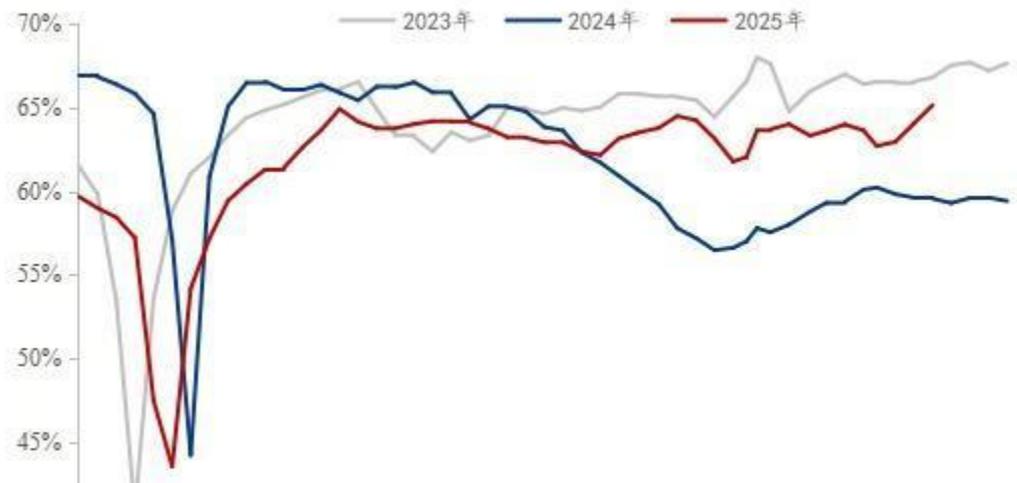
尤其在房地产和基建投资放缓时易出现波动，整体呈现“传统主导、新兴萌芽”的特征。

### 2.3.1 镀锌板行业

#### 镀锌板卷钢厂国内生产供应情况

图 6：国内钢厂镀锌板产能利用率（单位：万吨）

全国样本钢厂镀锌板卷产能利用率



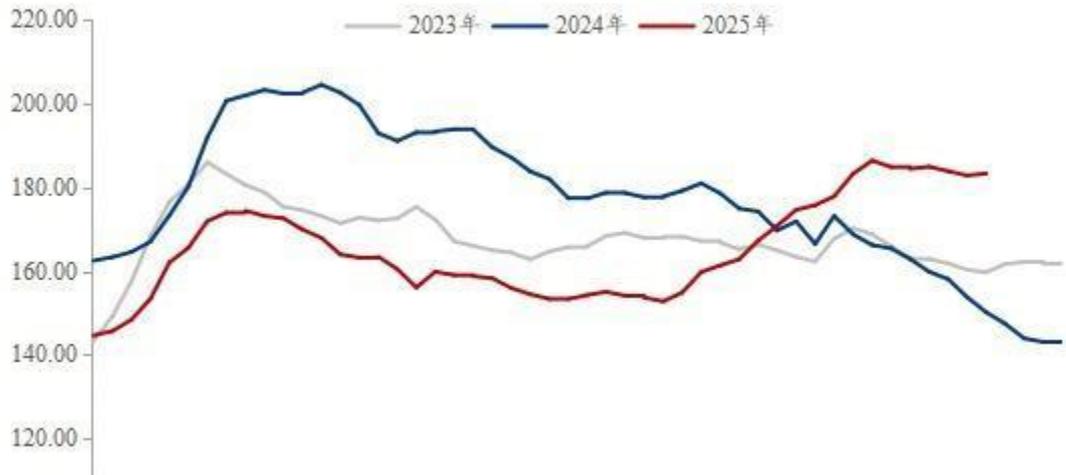
数据来源：我的钢铁网

2025年11月，全国镀锌板卷平均产能利用率为63.71%，虽然月环比持平，但同比提升3.91%，远高于去年同期。尽管市场需求表现不如人意，但钢厂考虑到边际效益的同时，产能利用率继续维持高位。分区域看，华北、华南等地区利用率超90%，钢厂生产积极性较高。展望12月，市场内卷现象依旧难以破局，预计产能利用率将维持在62%以上，供给端压力持续输出至市场。

#### 镀锌板卷库存情况

图7：国内镀锌板卷库存（单位：万吨）

国内镀锌板卷库存走势（单位：万吨）



数据来源：我的钢铁网

截至11月28日，国内镀锌板卷社会库存183.32万吨，较前一周增加0.49万吨，库存压力依旧存在；与去年同期相比，库存量高出33.15万吨，增幅高达22.07%。年底终端订单并未有冲量计划，需求弹性有限，终端采购节奏按部就班，镀锌板卷库存整体维持在182-184万吨波动，库存压力不可小觑。值得注意的是，自9月份以来，镀锌板卷库存已经连续3个月高于近三年同期，且库存尚未迎来有效降库，市场压力还在继续累积中，12月份，北方区域陆续进入采暖季，终端需求或存在缩量预期，因此预计12月份镀锌板卷库存压力难以得到改善。

综合来看，镀锌板卷市场处于“高供应、高库存、弱需求”的格局之中。出口的增长为镀锌板卷需求起到了底部支撑，但难以完全抵消内需，尤其是家电等板块下滑带来的压力。在高供给的持续输出下，社会库存已攀升至近三年同期高位，成为抑制镀锌现货价格以及企业利润空间的关键因素。展望，热轧基料成本虽为镀锌板卷现货价格提供底部支撑，但北方进入淡季或致需求进一步收缩，库存去化节奏慢与供需矛盾延续将成为市场的主要特征，预计镀锌板卷价格上下两难，继续以窄幅波动为主。

### 2.3.2 压铸锌合金

2025年压铸锌合金市场预计将保持稳定增长，但增速受原料供应和需求分化的影响。

供应端，锌精矿供应紧张是主要制约因素，国内冶炼厂在高产下面临矿端短缺，加工费超预期下行，倒逼炼厂减产。不过，2025 年全球锌精矿产量预计同比增加 6% 左右，国内新疆等地的增量约 9 万吨，港口库存也维持 30 万吨以上高位，矿紧缺情况有所缓解。这为压铸锌合金生产提供了原料基础。

需求端则呈现分化。汽车轻量化、家电制造等领域的需求是主要增长点，尤其新能源汽车对结构件轻质化的需求持续提升。但传统五金配件订单偏弱运行，且出口可能面临关税压力。国内“以旧换新”等政策有望提振内需，对冲部分出口阻力。

综合来看，压铸锌合金产量将受益于原料供应的边际改善和部分领域的需求增长，但传统需求疲软和出口压力可能限制其增速。预计行业开工率将维持在 50% 以上，产量稳步提升，但需密切关注政策落地效果和出口形势变化。

### 2.3.3 氧化锌

氧化锌市场目前呈现供需紧平衡状态，价格受原料成本支撑较强，但下游需求分化明显，高端专用型产品增长潜力大。

价格方面，工业级氧化锌主流价格在每吨 15 万至 25 万元区间波动。具体来看，99.7% 纯度的氧化锌价格约在 20,400 至 20,800 元/吨，99% 纯度的则在 17,600 至 17,800 元/吨。近期锌价震荡运行，对氧化锌成本形成一定支撑。

原料市场正经历结构性变化。锌渣仍是主要原料，但占比从 2024 年的 52% 降至 2025 年的 43%，而粗锌使用量从 6% 增至 12%。这主要是因为锌渣供应偏紧、价格走高，而粗锌在某些阶段性价比更高。预计短期内原料市场仍将维持紧平衡格局。

需求端分化显著。橡胶仍是最大应用领域，占比约 45%，但受环保趋势影响需求逐步减量；电子、涂料领域分别占 18% 和 15%，且对高纯度、高性能氧化锌的需求增长较快。化妆品、新能源等新兴领域的需求也在上升，推动行业向高端化转型。

未来展望，氧化锌市场将延续“通用型产品过剩、专用型产品供给不足”的矛盾。企业采购正从“找便宜产品”转向“找质量适配+成本合理”的产品。预计到 2030 年，中国氧化锌市场规模将达到约 1500 亿元，年复合增长率约 8.5%，增长主要来自电子、新能源等高端应用领域。

### 2.3.4 终端市场结构性分化

锌下游需求正经历显著结构性分化，这种分化既体现在不同应用领域之间，也反映在区域市场差异上。

下游开工率数据印证了这一趋势。镀锌、压铸锌、氧化锌等产品的周度开工率

分别为 57.17%、51.02%和 57.25%，变动方向各异。其中，镀锌开工率环比下降 0.31 个百分点，压铸锌和氧化锌开工率分别环比上升 0.72 和 0.94 个百分点，反映出不同应用领域受宏观经济影响的程度存在明显差异。

白电行业作为锌的重要传统消费领域，正面临显著压力。产业在线数据显示，2025 年 12 月，空调、冰箱、洗衣机等产品排产总量较去年同期下降 14.1%。其中，家用空调排产同比下降 22.3%，冰箱和洗衣机排产分别下降 8.2%和 1.9%。

与之形成强烈对比的是，新能源汽车领域继续保持强劲增长势头。10 月全球新能源车销量同比增长 23%，达 190 万辆；国内市场表现尤为突出，当月销量约 130 万辆，占全球总销量的 68%。

基建与地产领域投资需求则持续疲软。1—10 月，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降 0.1%；全国房地产开发投资 73563 亿元，同比下降 14.7%，对传统锌需求形成一定压制。

## 四、展望未来

宏观层面，美联储降息概率再度回升，为全球大宗商品市场提供流动性预期支撑，利好锌价走势。

从基本面来看，海外市场冶炼厂减产、加工费下行、现货高升水与低库存共同构成强支撑。国内市场方面，精炼锌进口窗口关闭、出口窗口打开，有望推动国内锌产品加速流向海外，既缓解海外供应压力，也为国内价格提供支撑。不过，企业需密切关注出口市场贸易政策变化及需求持续性。

综合来看，在宏观流动性预期改善与基本面供需格局优化的双重支撑下，2026 年沪锌将维持震荡偏强格局。

### 免责声明

- 本报告的著作权属于大越期货股份有限公司。未经大越期货股份有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为大越期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
- 本报告基于大越期货股份有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但大越期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且大越期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表大越期货股份有限公司的立场。
- 本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，大越期货股份有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与大越期货股份有限公司及本报告作者无关。

### 公司总部

地址：浙江省绍兴市越城区解放北路 186 号 7 楼

邮编：312000

电话：400-600-7111

网址：[www.dyqh.info](http://www.dyqh.info)