



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-07-04

锌：锌供应周期复盘

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：

2016 年至今，锌价共经历三轮牛熊周期。从供应端视角看，每轮周期可细分为四个阶段，各阶段锌价呈现共性波动特征。从锌矿紧缺引发单边价格持续上行，到锌锭紧缺引发月差抬升，到锌矿宽松引发单边价格下跌，到锌锭宽松引发单边价格加速。由于锌锭超过 70%均来自锌精矿冶炼产出的原生锌，其供应周期受矿山、冶炼厂利润型减产/复产影响较大。若宏观事件与产业周期相共振，则可能造成较大的涨跌幅。例如 2016 年供给侧改革与矿山紧缺周期共振，2020 年新冠疫情与锌锭过剩共振。

锌：锌供应周期复盘

2016 年后的三轮锌供应周期

2016 年至今，锌价共经历三轮牛熊周期。从供应端视角看，每轮周期可细分为四个阶段，各阶段锌价呈现共性波动特征。从锌矿紧缺引发单边价格持续上行，到锌锭紧缺引发月差抬升，到锌矿宽松引发单边价格下跌，到锌锭宽松引发单边价格加速。由于锌锭超过 70%均来自锌精矿冶炼产生的原生锌，其供应周期受矿山、冶炼厂利润型减产/复产影响较大。若宏观事件与产业周期相共振，则可能造成较大的涨跌幅。例如 2016 年供给侧改革与矿山紧缺周期共振，2020 年新冠疫情与锌锭过剩共振。

图 1：2016–2020 年第一轮锌牛熊周期周线图



数据来源：文华、五矿期货研究中心

图 2：2020–2023 年第二轮锌牛熊周期周线图



数据来源：文华、五矿期货研究中心

图 3：2023 至今第三轮锌牛熊周期周线图



数据来源：文华、五矿期货研究中心

第一阶段：锌价单边上行

此阶段的主要矛盾是锌矿紧缺，供应端产业状况由锌锭宽松转向锌矿紧缺。经历第四阶段的下跌后，锌价迅速反转：单边价格由跌转涨，持仓与成交出现峰值，空头资金离场，市场交易逻辑从锌锭端宽松切换为锌矿端紧缺，进而开启一轮较大的单边上行行情。

这一阶段中，因产业矛盾聚焦于锌矿紧缺，冶炼企业为抢购原料往往让利给矿山，锌精矿加工费（TC）在高位横移后持续滑落。伴随锌价上行与 TC 滑落，锌矿企业利润快速回升；而冶炼企业因需用锌价上涨收益弥补 TC 下滑损失，利润上行空间远小于矿山。

价格拐点前的判断信号可通过复盘发现：锌矿平均利润处于低位（甚至负值），且伴随锌价单边下行；部分矿山因亏损出现利润型减产，另有部分矿山在极低利润下对突发事件的复产意愿大幅降低，引发事件型减产。

第二阶段：锌价高位震荡

此阶段的主要矛盾是锌锭紧缺，供应端产业状况由锌矿紧缺逐步转向锌锭紧缺。经历第一阶段的暴涨后，锌价先经宽幅震荡盘整，随后呈现涨幅放缓、震荡上行的走势。

随着锌矿利润回升至相对高位，矿山开采与复产意愿显著提升，锌矿紧缺程度缓解，锌精矿 TC 跌速大幅放缓并呈现低位盘整。此阶段，锌矿利润在高位震荡上行，冶炼利润则以略高斜率从低位缓步抬升。由于产业矛盾转向锌锭端，沪锌月差往往呈现较强升水走势。

第三阶段：锌价单边下行

此阶段的主要矛盾是锌矿过剩，供应端产业状况由锌锭紧缺逐步转向锌矿过剩。锌价在此阶段呈现单边大幅下跌，下跌末端则止跌横盘，月差持续走强 —— 这种看似“矛盾”的走势，

源于锌矿过剩尚未及时转化为锌锭，锌锭仍延续上一阶段的紧缺状态；同时，前两阶段锌价长期上行后，下游企业倾向于在下跌后战略性备库，因此每轮矿端过剩引发的下跌中，沪锌月差均表现强势。

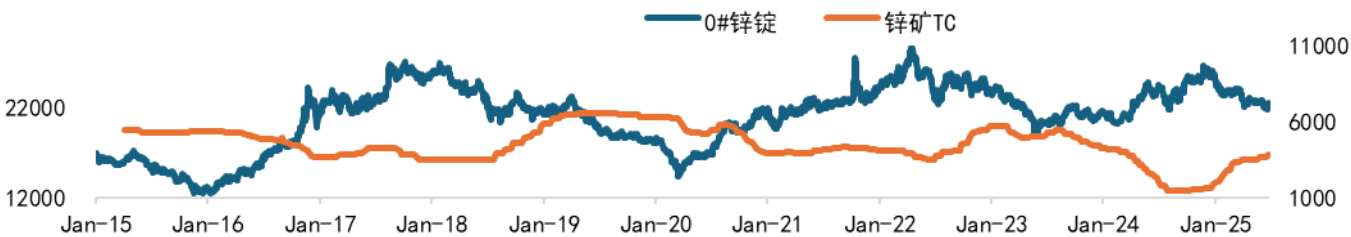
从矿冶利润分配看，锌精矿 TC 在低位横移后拐头向上，矿山利润由高位滞涨转为下跌，冶炼利润则出现上行。此外，前一轮做多资金或月差资金离场，往往伴随持仓下行，月差也逐步由强转弱，可作为参考指标。

第四阶段：锌价加速下行

此阶段的主要矛盾是锌锭过剩，供应端产业状况由锌矿宽松转向锌锭宽松。随着增量锌矿逐步转化为交割品锌锭，沪锌月差持续收窄，锌价呈现持续性单边下跌。

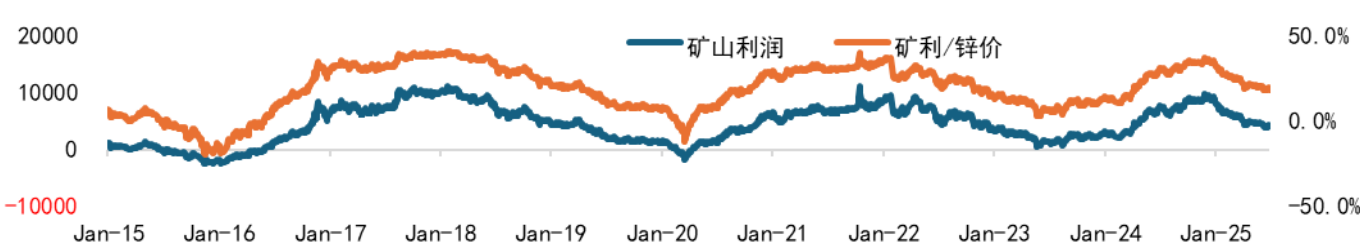
这一阶段中，锌精矿 TC 增速放缓或出现缓跌，冶炼利润从滞涨转为下跌，矿冶利润同步下行；且在价格横盘期间，冶炼开工率相对较高。

图 4：0#锌锭均价（元/吨）及锌矿 TC 均价（元/金属吨）



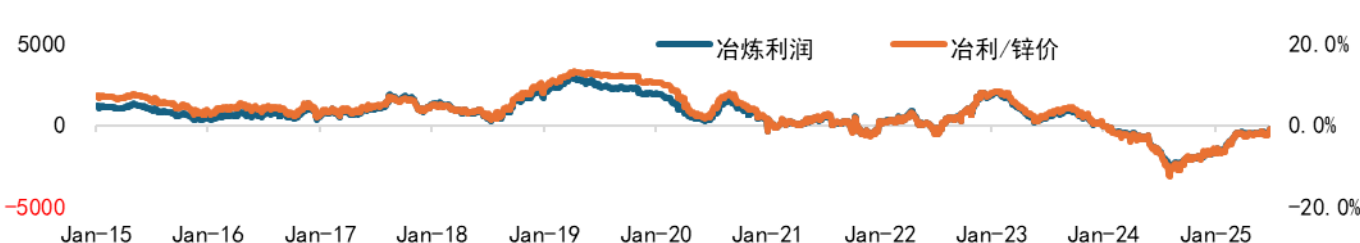
数据来源：SMM、五矿期货研究中心

图 5：锌矿山生产利润（元/吨）及锌矿利润/锌锭价格（%）



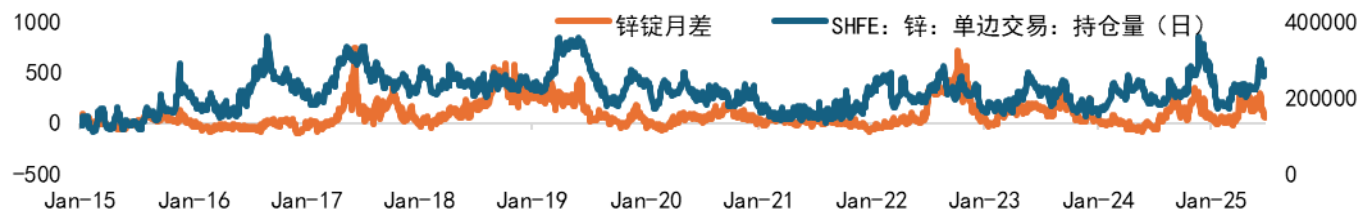
数据来源：SMM、五矿期货研究中心

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：上期所锌连一连二月差（元/吨）及上期所锌单边总持仓（手）



数据来源：上期所、五矿期货研究中心

当前锌价处何位置？

当前锌产业正处于第三阶段向第四阶段过渡的时点。2025 年初预计全年锌矿供应增量约 50 万吨，年初至今锌价最大跌幅已超 16%。锌价下跌后，下游补库行为拉动 4-6 月锌月差强势运行，截至 7 月初沪锌月差已出现回落。尽管锌锭放量预期较强，但当前产业视角聚焦于社会库存累库速度不及预期的问题。这一方面源于部分锌冶炼厂转产锌合金锭，另一方面因部分锌锭以直发下游的形式转化为在途库存，导致社会库存和交割仓单的累库情况未能得到充分体现。若后续锌精矿加工费滞涨横盘，且锌锭社会库存持续累库，则有望开启锌周期的第四阶段，市场逻辑将从锌矿过剩转向锌锭过剩，届时矿山利润与冶炼利润的同步下滑可作为指标性印证。

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