

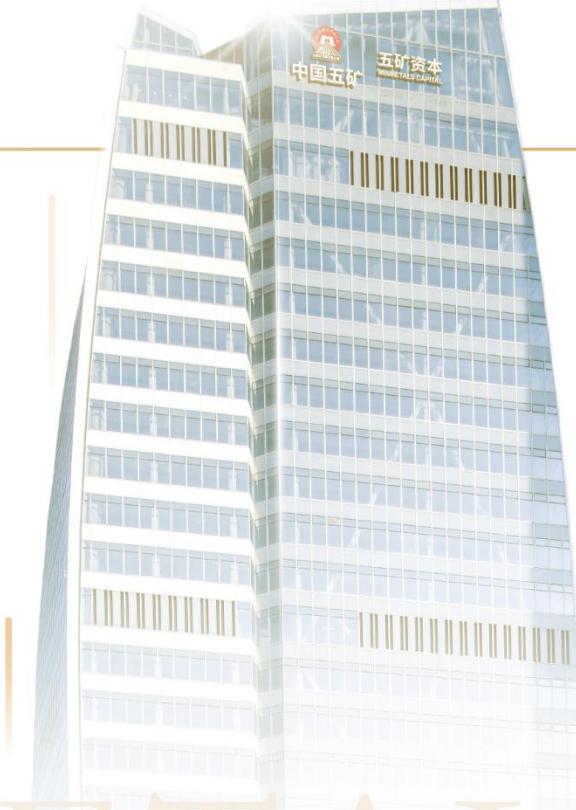


五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD
中国五矿

宏观情绪转暖，
锌锭延续宽松

锌周报

2025/11/29



MINMETALS
FUTURES

张世骄（有色金属组）

0755-23375122

zhangsj3@wkqh.cn

从业资格号：F03120988

交易咨询号：Z0023261

目录

CONTENTS



01 周度评估

04 需求分析

02 宏观分析

05 供需库存

03 供给分析

06 价格展望

01

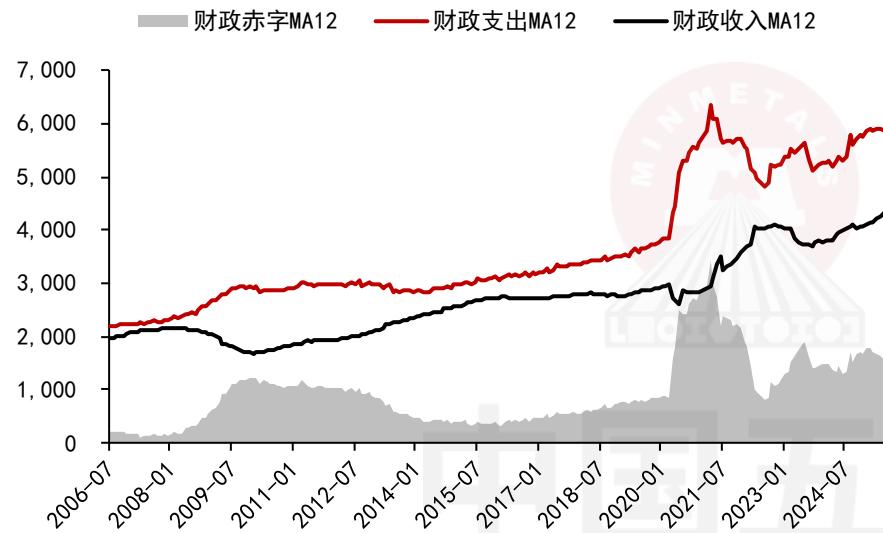
周度评估

- ◆ 价格回顾：周五沪锌指数收涨0.04%至22436元/吨，单边交易总持仓18.89万手。截至周五下午15: 00，伦锌3S较前日同期跌9至3037美元/吨，总持仓22.24万手。SMM0#锌锭均价22370元/吨，上海基差50元/吨，天津基差-10元/吨，广东基差-15元/吨，沪粤价差65元/吨。
- ◆ 国内结构：据上海有色数据，国内社会库存小幅去库至15.10万吨。上期所锌锭期货库存录得6.76万吨，内盘上海地区基差50元/吨，连续合约-连一合约价差-40元/吨。海外结构：LME锌锭库存录得5.08万吨，LME锌锭注销仓单录得0.55万吨。外盘cash-3S合约基差165.44美元/吨，3-15价差30美元/吨。跨市结构：剔汇后盘面沪伦比价录得1.046，锌锭进口盈亏为-4631.06元/吨。
- ◆ 产业数据：锌精矿国产TC2050元/金属吨，进口TC指数61美元/干吨。锌精矿港口库存27.9万实物吨，锌精矿工厂库存64.4万实物吨。镀锌结构件周度开工率录得56.54%，原料库存1.5万吨，成品库存36.6万吨。压铸锌合金周度开工率录得51.30%，原料库存1.3万吨，成品库存1.0万吨。氧化锌周度开工率录得57.37%，原料库存0.2万吨，成品库存0.6万吨。
- ◆ 锌矿显性库存抬升，但锌精矿TC延续下行，锌冶利润承压。下游开工率边际下滑，虽然国内锌锭社会库存小幅下滑，但综合计算在途库存及工厂库存后国内锌锭总库存小幅抬升，近端锌锭延续偏过剩现状。当前锌产业偏弱的现状与宏观情绪偏强的预期并不共振，这使得锌品种对于投机资金吸引力大大下降，沪锌加权总持仓创下2025年3月以来新低，预计短期锌价呈现宽幅震荡。

02

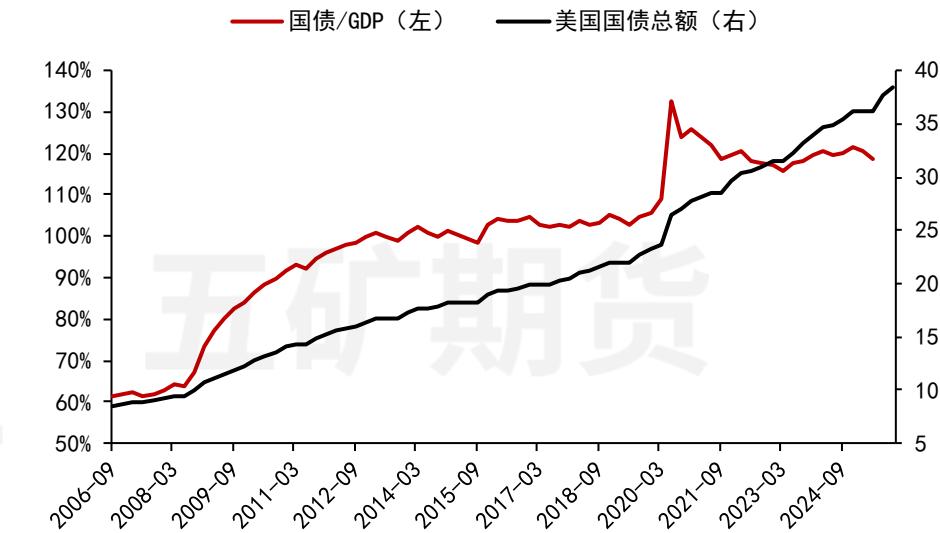
宏观分析

图1：美国当月财政收支及赤字MA12（亿美元）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

图2：美国国债总额/美国GDP比值（%）及国债总额（万亿美元）



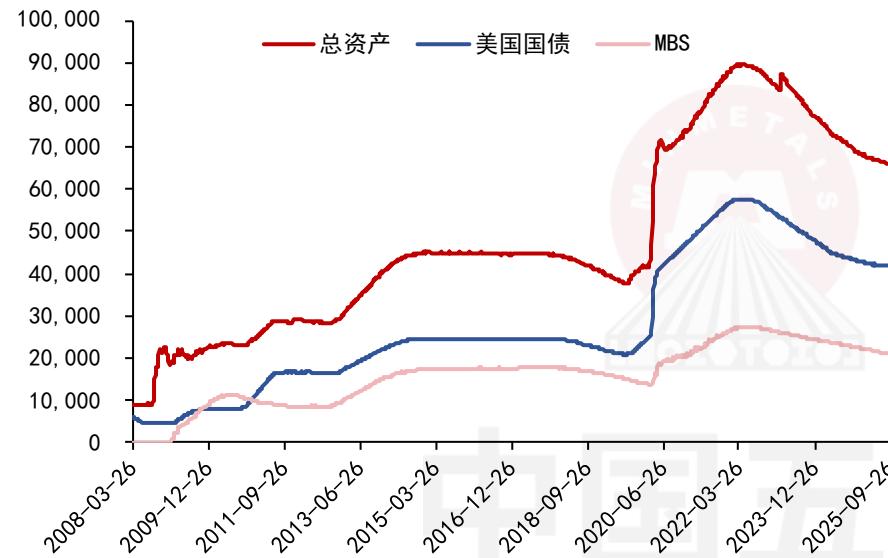
资料来源：Wind、五矿期货研究中心

美联储资产负债表



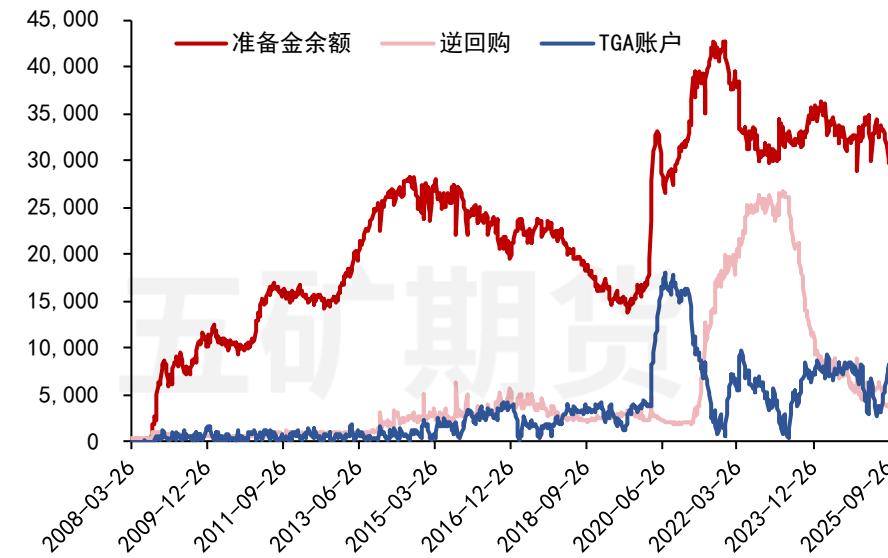
五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD
中国五矿

图3：美联储资产负债表资产端主要结构（亿美元）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

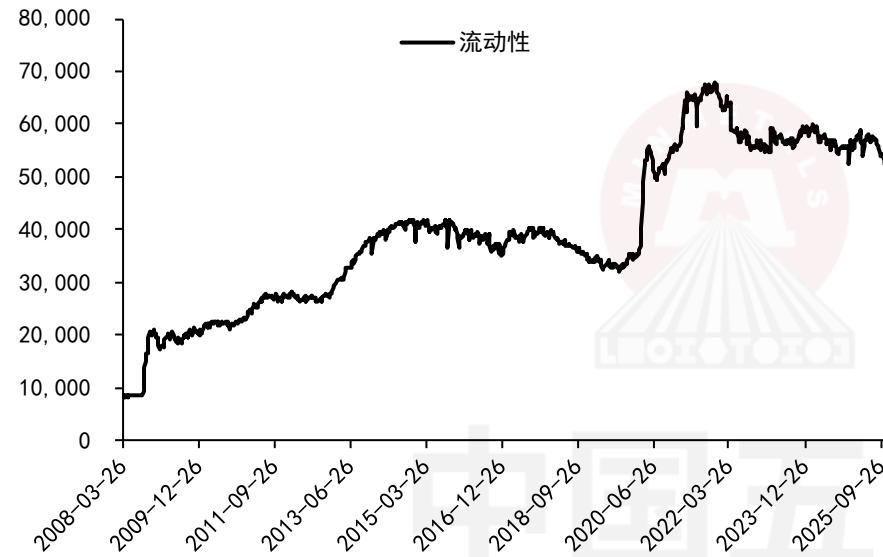
图4：美联储资产负债表负债端主要结构（亿美元）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

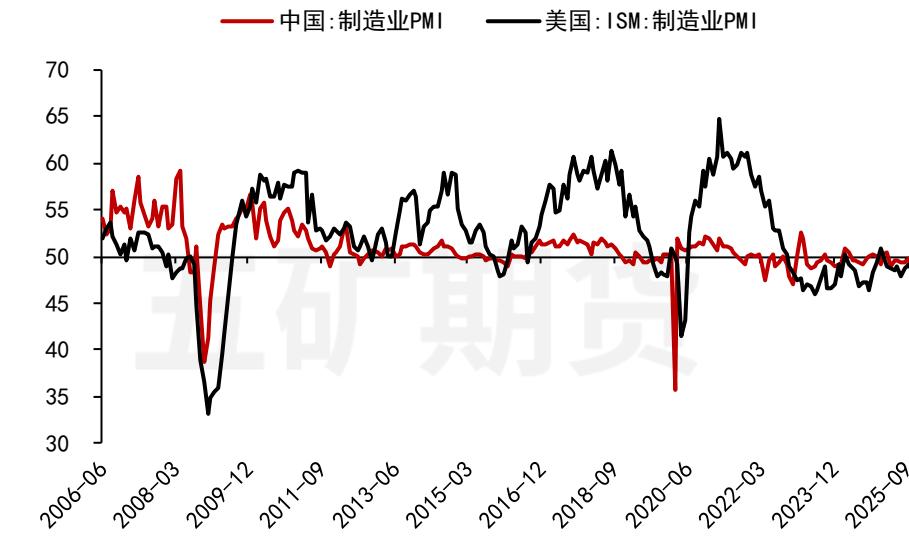
美元流动性及中美制造业PMI

图5：美元流动性（亿美元）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

图6：中国制造业PMI及美国ISM制造业PMI



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

美国制造业订单状况



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

图7：美国制造业新订单及未完成订单（亿美元）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

图8：美国铝和有色金属制造业新订单及未完成订单（亿美元）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

03

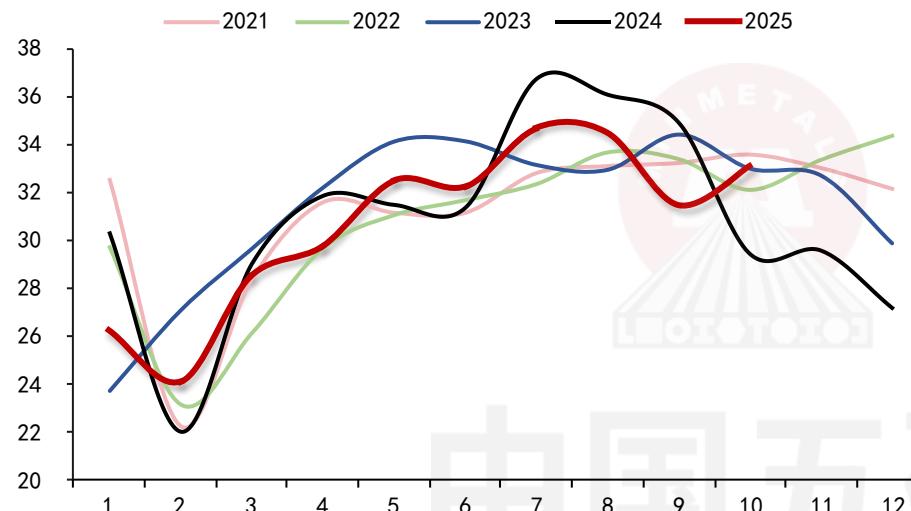
供给分析

锌矿供给：国内锌矿产量及锌矿进口



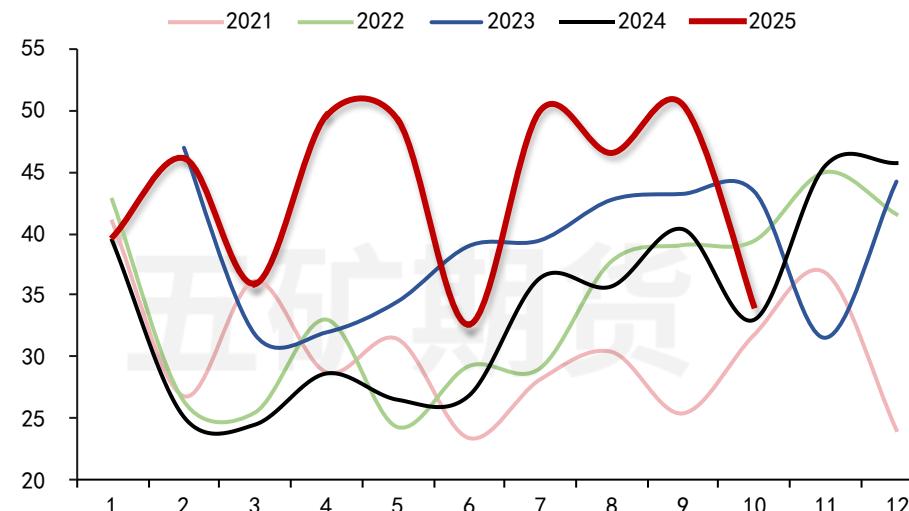
五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

图9：国内锌精矿产量季节图（万金属吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

图10：锌精矿净进口季节图（万实物吨）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

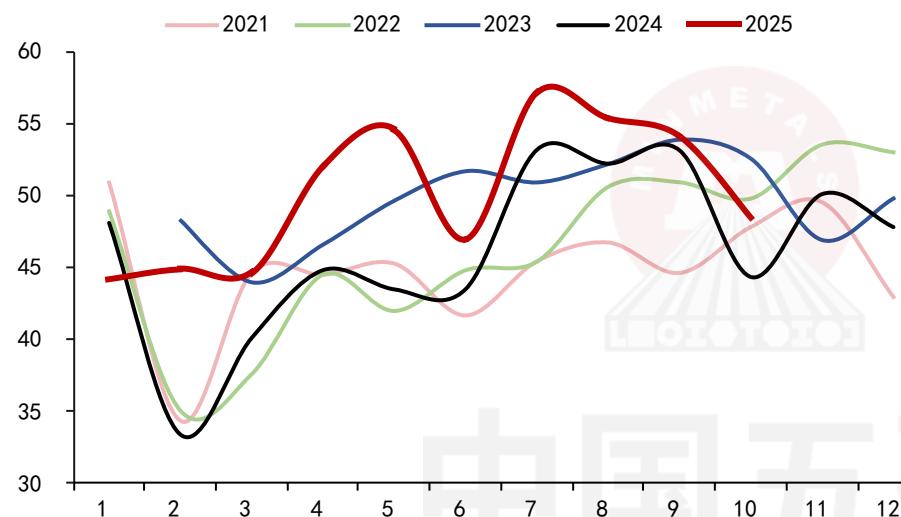
根据SMM数据，2025年9月锌矿产量31.45万金属吨，同比变动-10.0%，环比变动-8.8%，1-9月共产锌矿273.98万金属吨，累计同比变动-3.5%。根据海关数据，2025年10月锌矿净进口34.09万千吨，同比变动3.3%，环比变动-32.5%，1-10月累计净进口锌矿434.06万千吨，累计同比变动37.1%。

锌矿供给：国内锌矿供给及显性库存



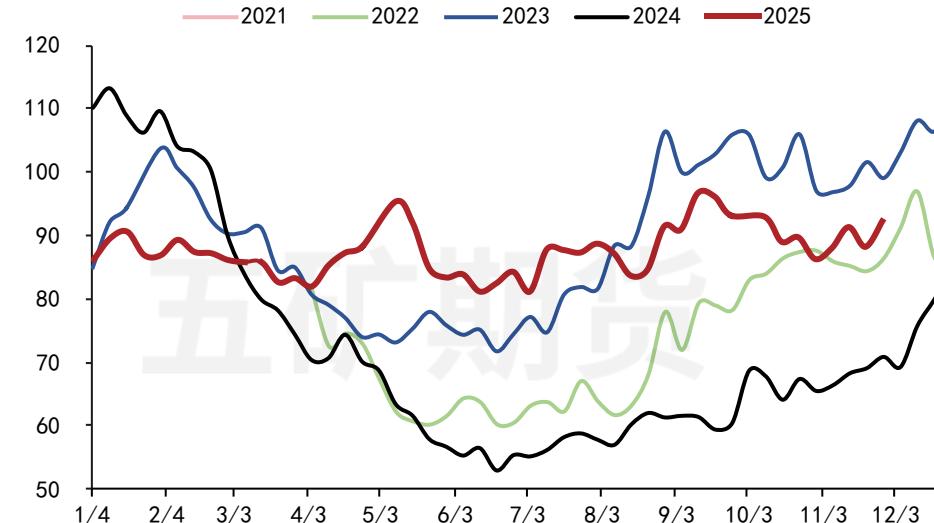
五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

图11：国内锌矿总供给季节图（万金属吨）



资料来源：SMM、海关、五矿期货研究中心

图12：国内锌矿显性库存季节图（万实物吨）



资料来源：钢联数据、五矿期货研究中心

2025年10月国内锌矿总供应48.42万金属吨，同比变动9.3%，环比变动-10.6%，1-10月国内锌矿累计供应502.39万金属吨，累计同比变动10.2%。锌精矿港口库存27.9万实物吨，锌精矿工厂库存64.4万实物吨。

锌矿供给：国内平衡及锌矿加工费



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD
中国五矿

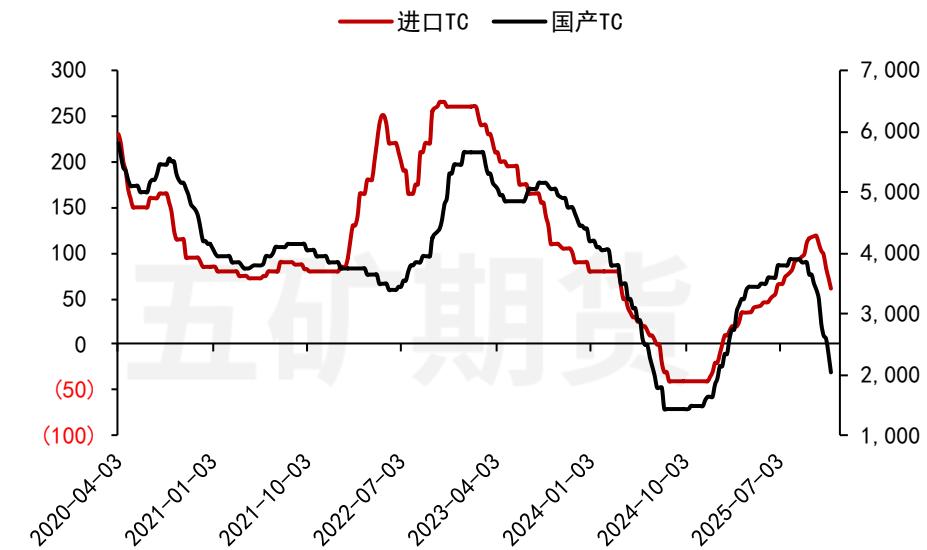
图13：锌精矿供需差（万金属吨）



资料来源：钢联数据、五矿期货研究中心

锌精矿国产TC2050元/金属吨，进口TC指数61美元/干吨。

图14：锌精矿国产加工费（元/吨）及进口加工费（美元/吨）



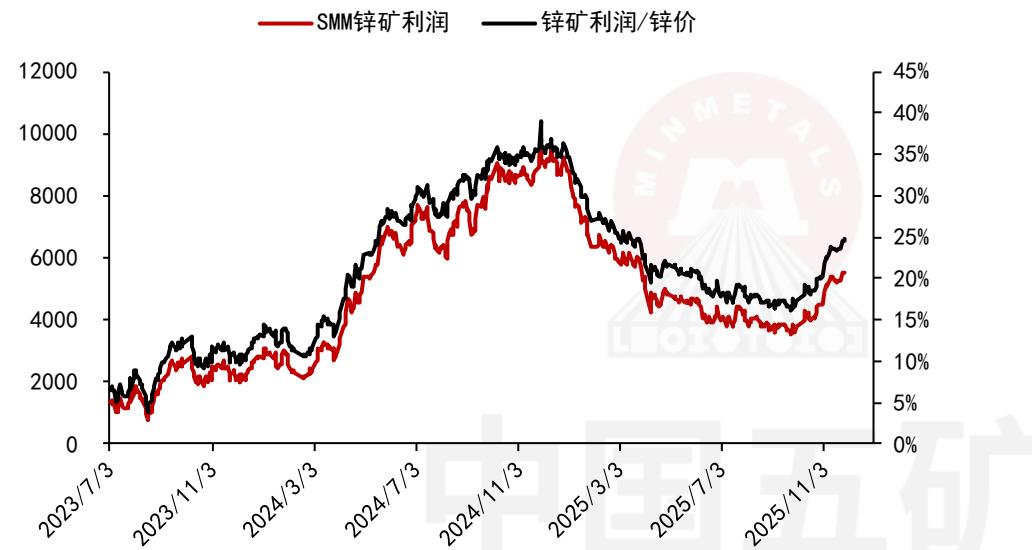
资料来源：SMM、五矿期货研究中心

锌矿锌冶利润分配



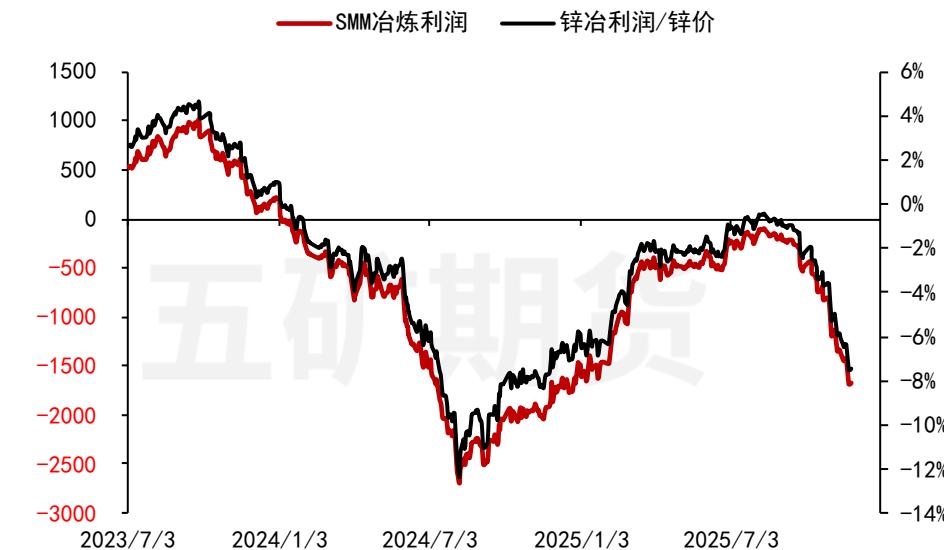
五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD
中国五矿

图15：锌矿利润及0#锌锭均价（元/吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

图16：冶炼利润及0#锌锭均价（元/吨）



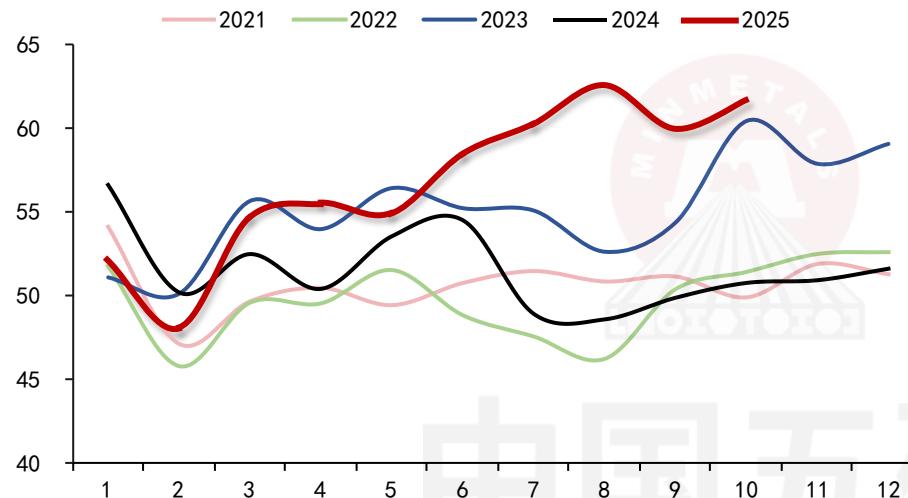
资料来源：SMM、五矿期货研究中心

锌锭供给：国内锌锭产量及锌锭进口



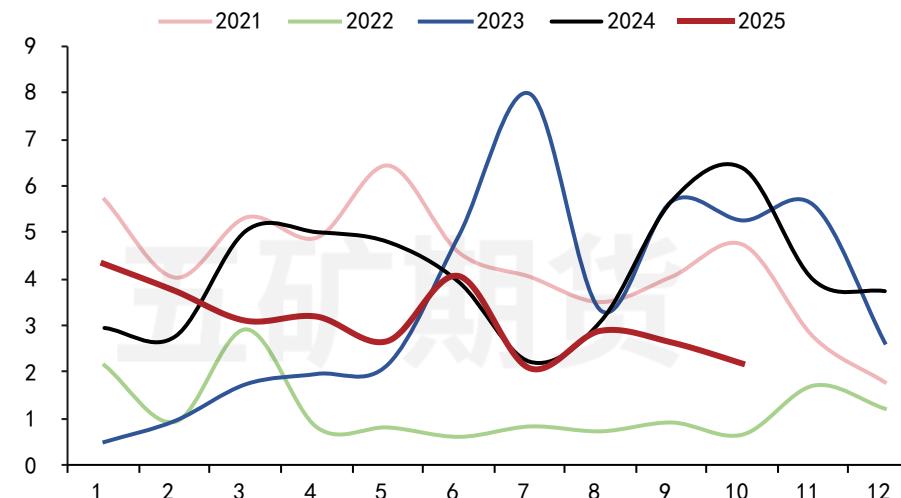
五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

图17：国内精炼锌产量（万吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

图18：锌锭进口季节图（万吨）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

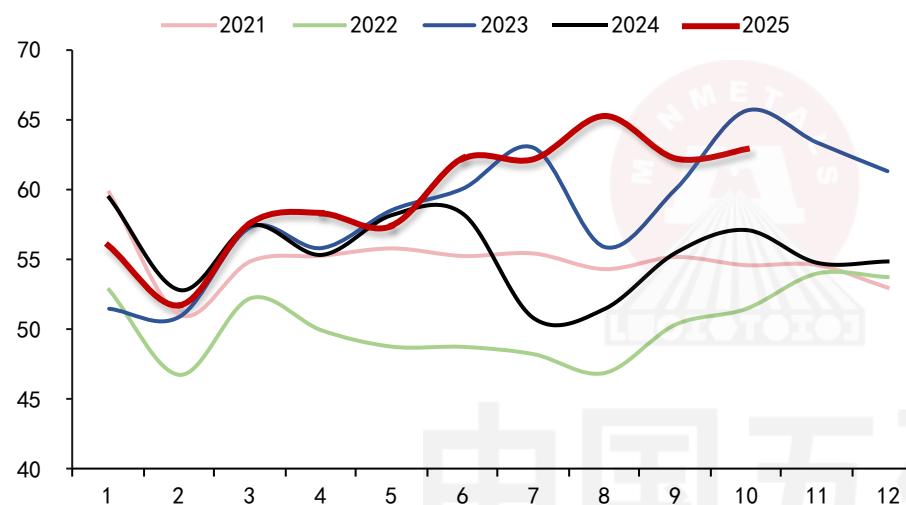
根据SMM数据，2025年10月锌锭产量61.72万吨，同比变动21.4%，环比变动2.8%，1-10月共产锌锭568.63万吨，累计同比变动10.1%。根据海关数据，2025年10月锌锭净进口1.31万吨，同比变动-79.3%，环比变动-43.7%，1-10月累计净进口锌锭28.08万吨，累计同比变动-30.2%。

锌锭供给：国内锌锭供给及显性库存



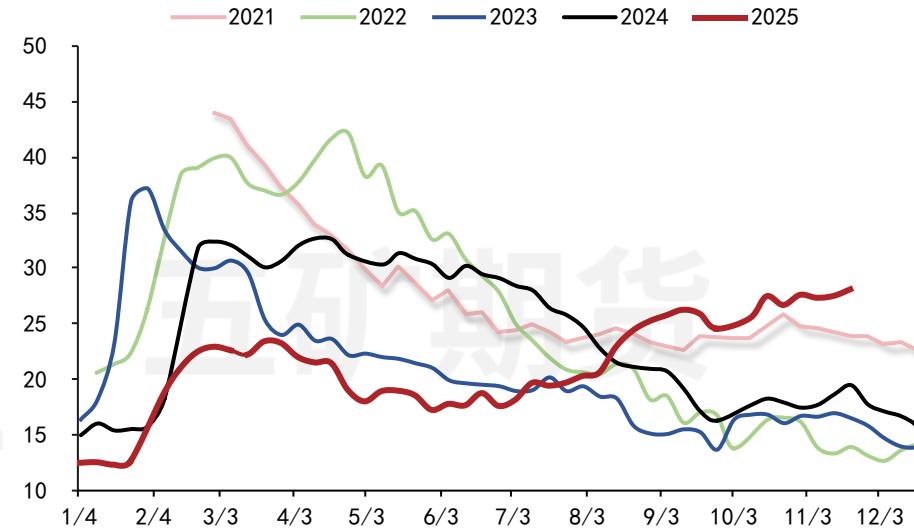
五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

图19：国内锌锭总供给季节图（万吨）



资料来源：SMM、海关、五矿期货研究中心

图20：国内锌锭显性库存季节图（万吨）



资料来源：SMM、钢联数据、五矿期货研究中心

2025年10月国内锌锭总供应63.03万吨，同比变动10.3%，环比变动1.1%，1-10月国内锌锭累计供应596.71万吨，累计同比变动7.2%。

04

需求分析

锌锭需求：国内初端开工及购锌状况

图21：初端加权周度开工率（%）

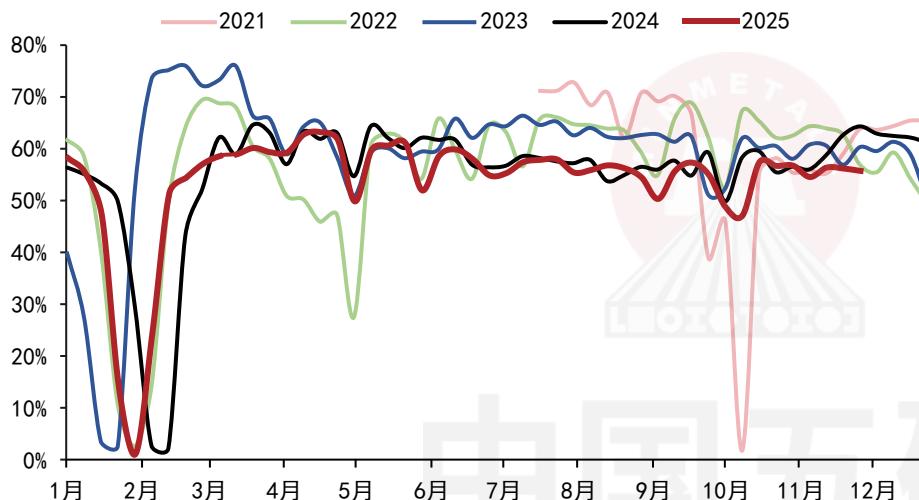
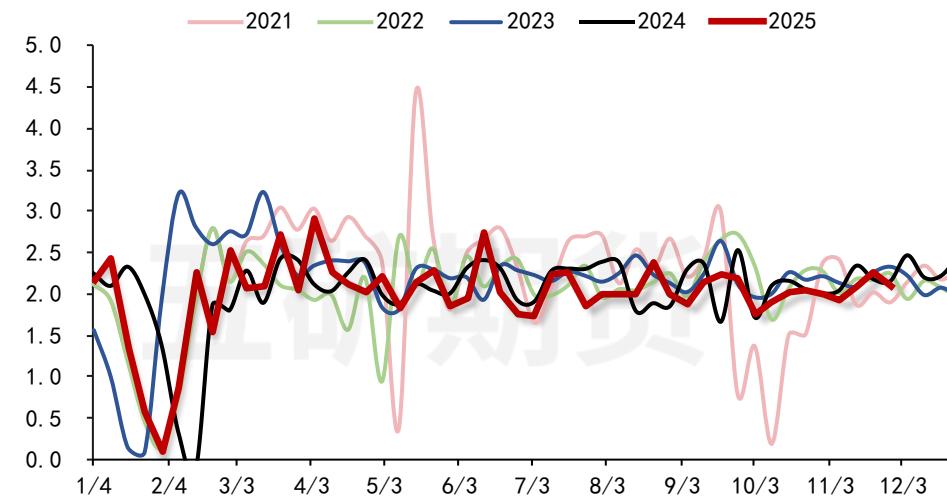


图22：初端周度购锌量（万吨）



资料来源：SMM、钢联数据、五矿期货研究中心

资料来源：SMM、五矿期货研究中心

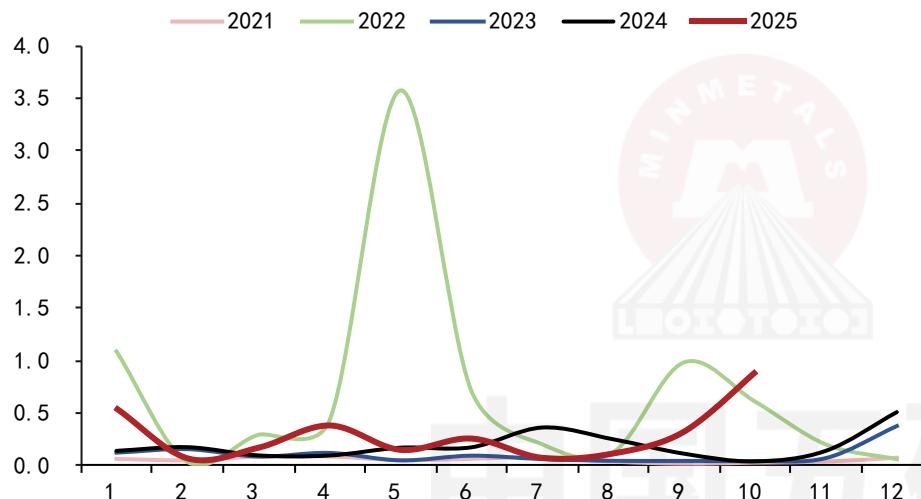
镀锌结构件周度开工率录得56.54%，原料库存1.5万吨，成品库存36.6万吨。压铸锌合金周度开工率录得51.30%，原料库存1.3万吨，成品库存1.0万吨。氧化锌周度开工率录得57.37%，原料库存0.2万吨，成品库存0.6万吨。

锌锭需求：锌锭出口及国内表观需求



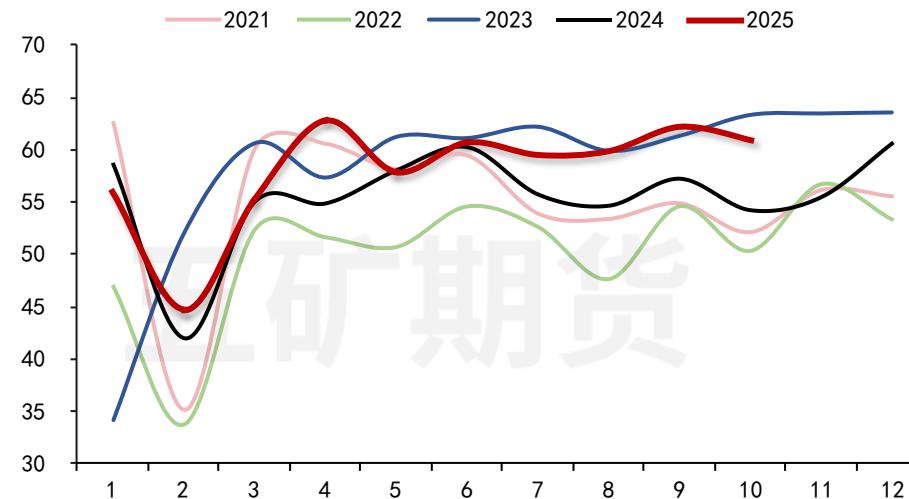
五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

图23：中国锌锭出口量（万吨）



资料来源：SMM、钢联数据、五矿期货研究中心

图24：国内锌锭表观需求（万吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

2025年10月国内锌锭表观需求61.04万吨，同比变动12.6%，环比变动-2.0%，1-10月国内锌锭累计表观需求580.40万吨，累计同比变动5.4%。

05

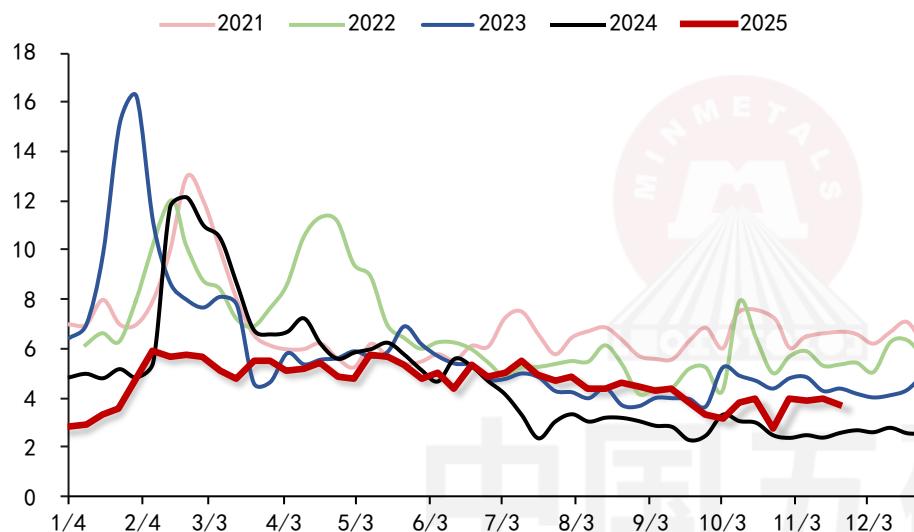
供需库存

中国锌锭工厂库存



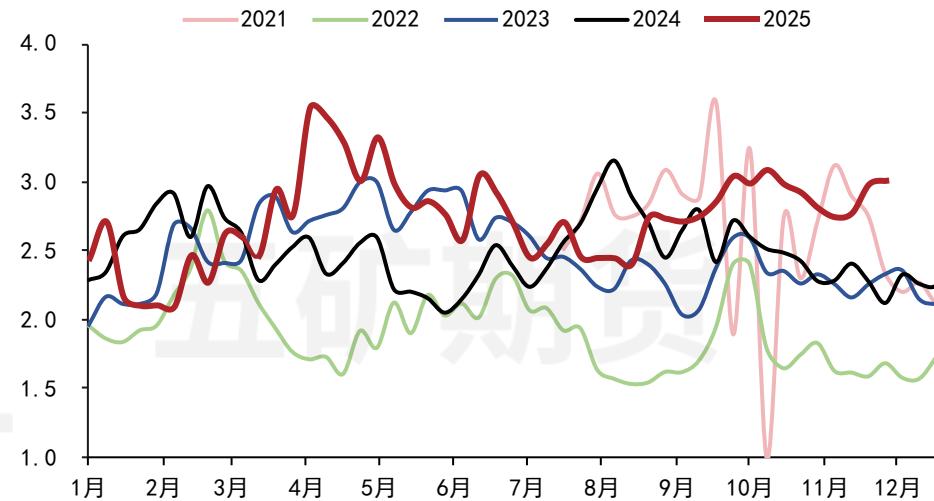
五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD
中国五矿

图25：锌锭上游成品工厂库（万吨）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

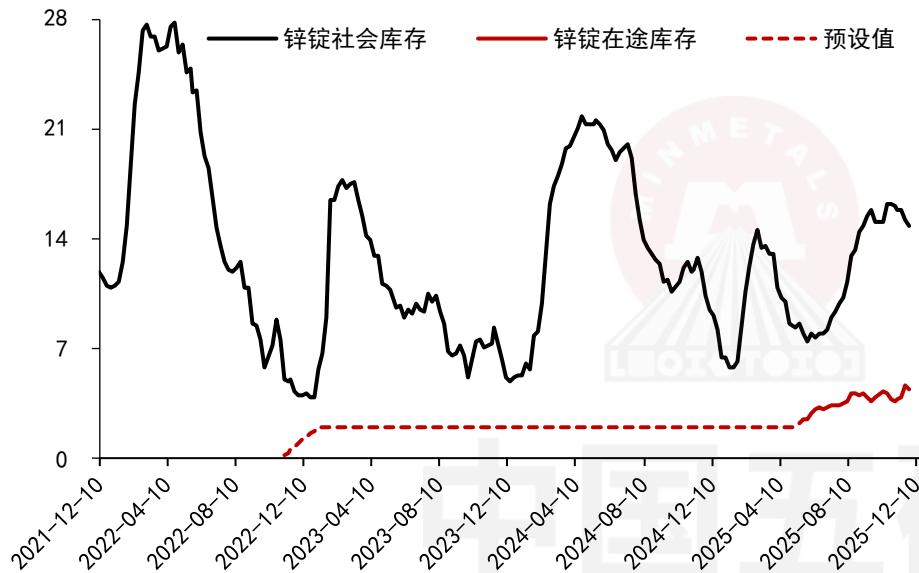
图26：锌锭下游原料库存（万吨）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

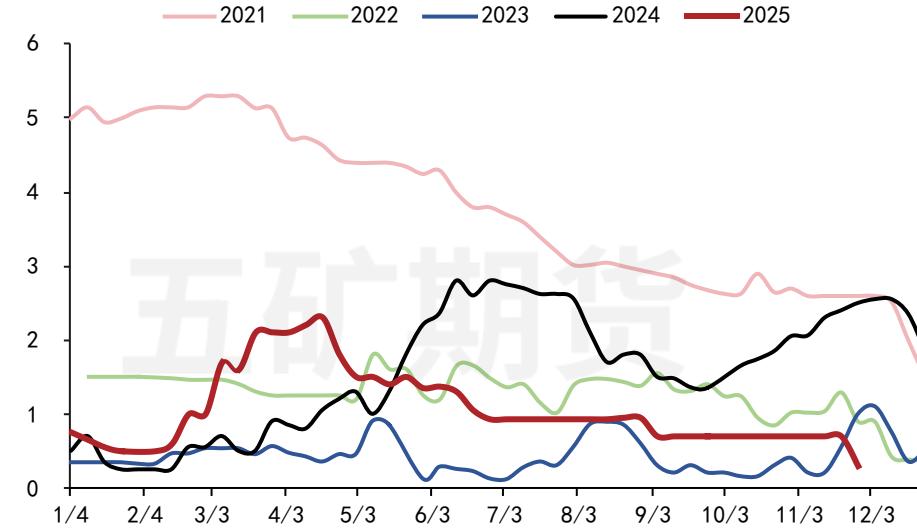
锌锭总库存

图27：锌锭在途库存（万吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

图28：锌锭保税区库存（万吨）



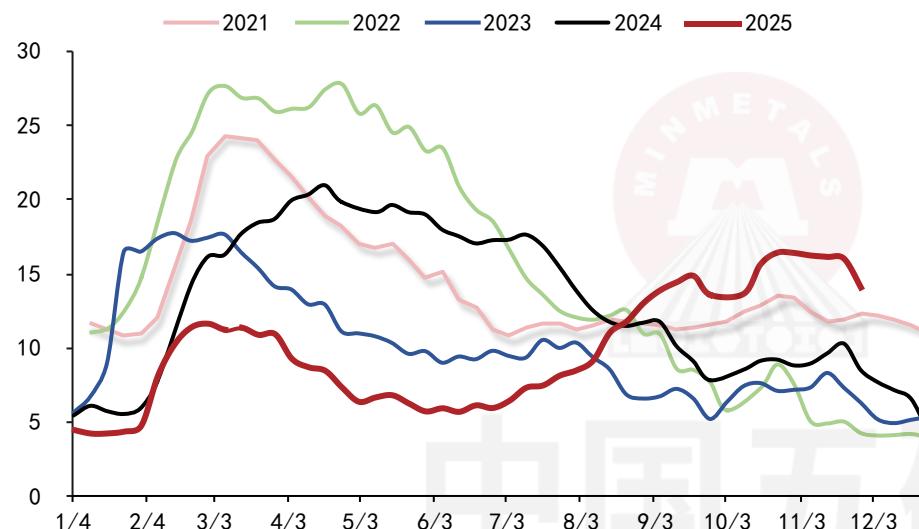
资料来源：SMM、五矿期货研究中心

锌锭总库存



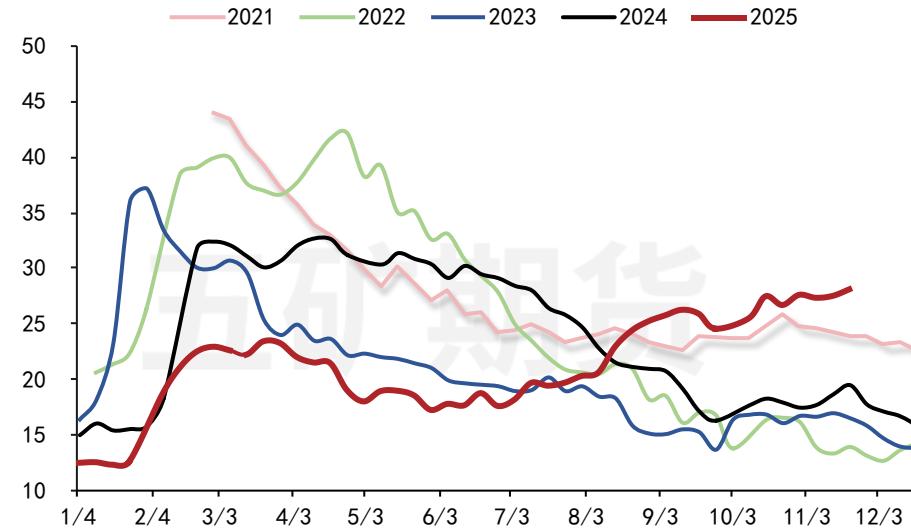
五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

图29：锌锭国内社会库存（万吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

图30：锌锭国内总库存（万吨）



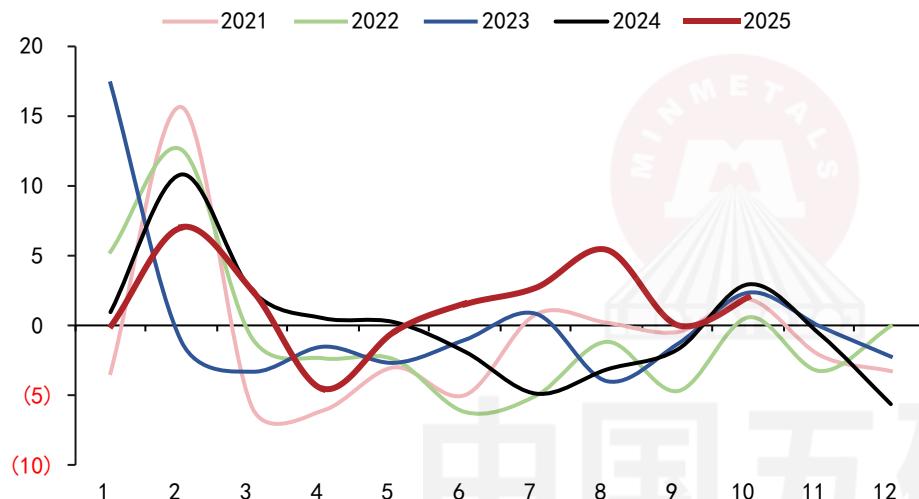
资料来源：SMM、钢联数据、五矿期货研究中心

中国锌锭月度平衡



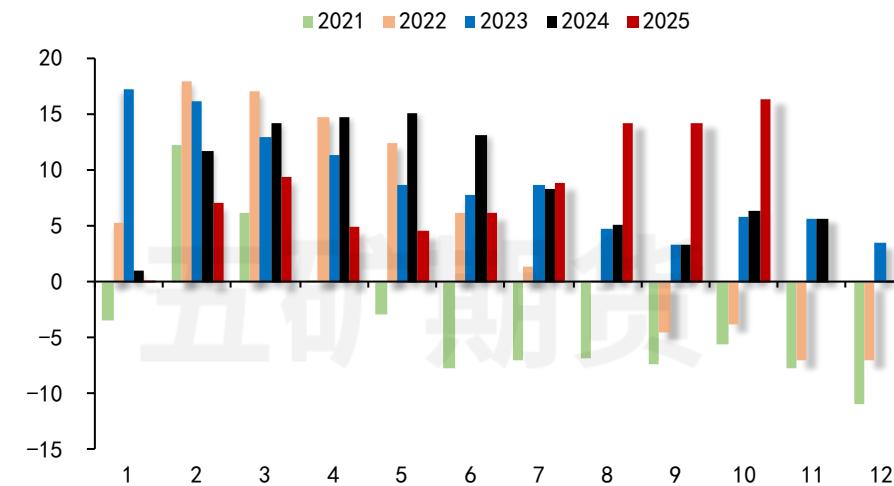
五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

图31：中国锌锭平衡（万吨）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

图32：中国锌锭累计平衡（万吨）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

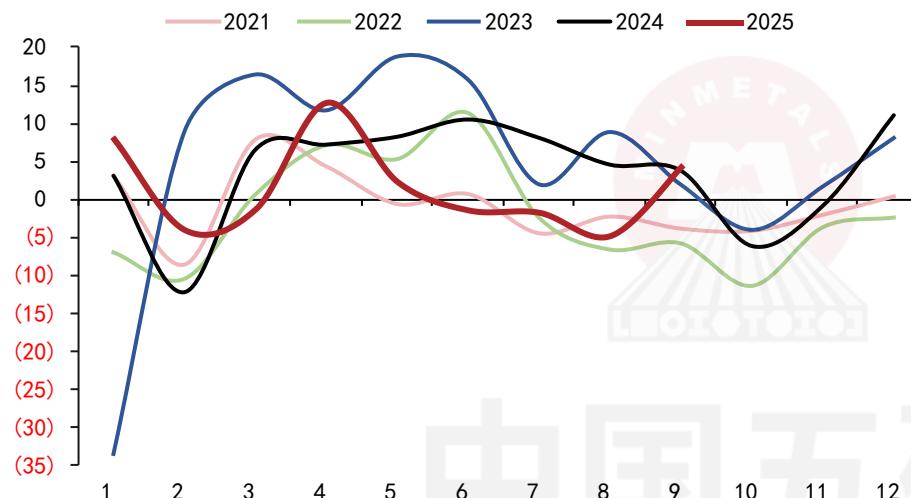
综合来看，2025年10月国内锌锭供需差为过剩2.00万吨，1-10月国内锌锭累计供需差为过剩16.31万吨。

海外锌锭月度平衡



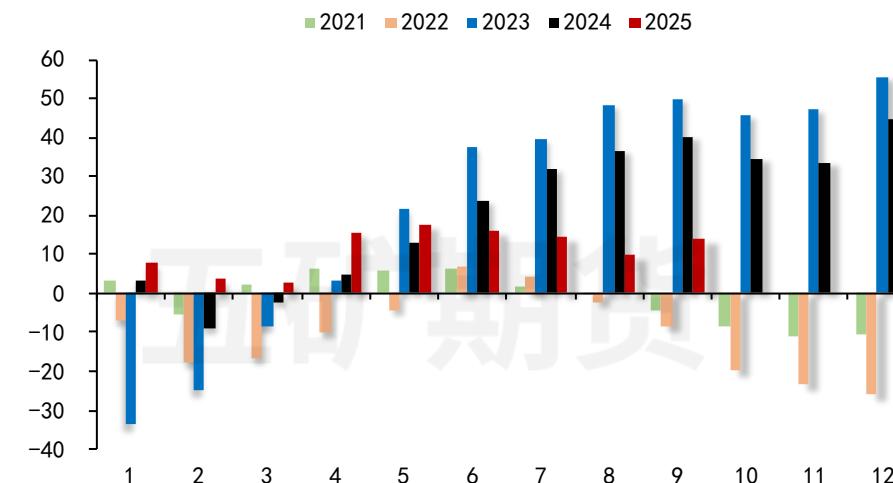
五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD
中国五矿

图33：海外锌锭平衡（万吨）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

图34：海外锌锭累计平衡（万吨）



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

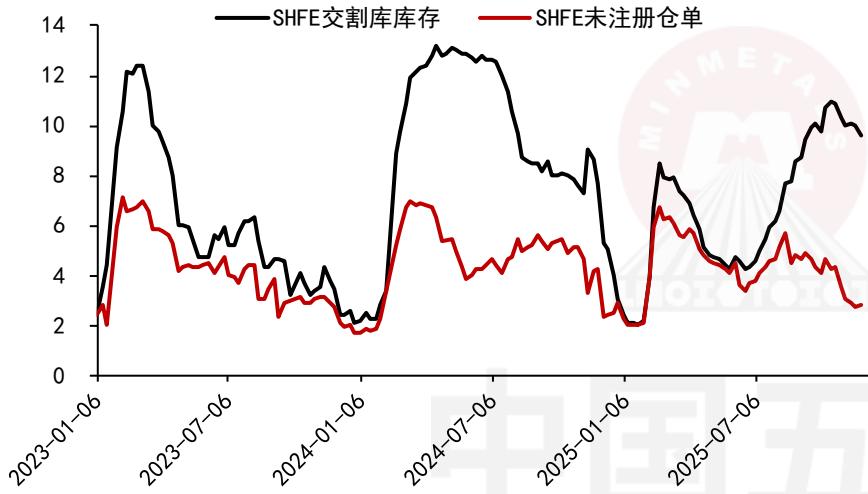
综合来看，2025年8月海外精炼锌供需差为短缺-3.31万吨，1-8月海外精炼锌累计供需差为过剩13.89万吨。

06

价格展望

中国锌基差价差

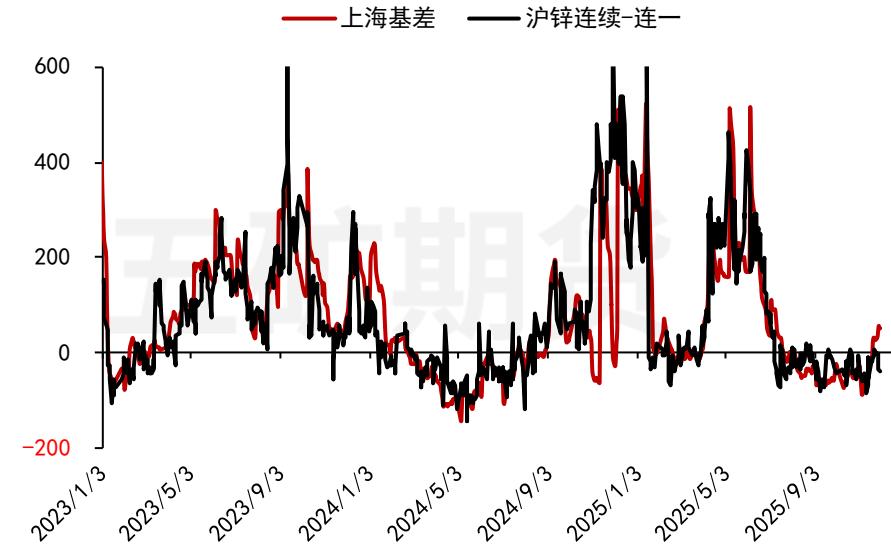
图35：上期所锌锭交割库存及未注册仓单（万吨）



资料来源：上期所、五矿期货研究中心

国内结构：据上海有色数据，国内社会库存小幅去库至15.10万吨。上期所锌锭期货库存录得6.76万吨，内盘上海地区基差50元/吨，连续合约-连一合约价差-40元/吨。

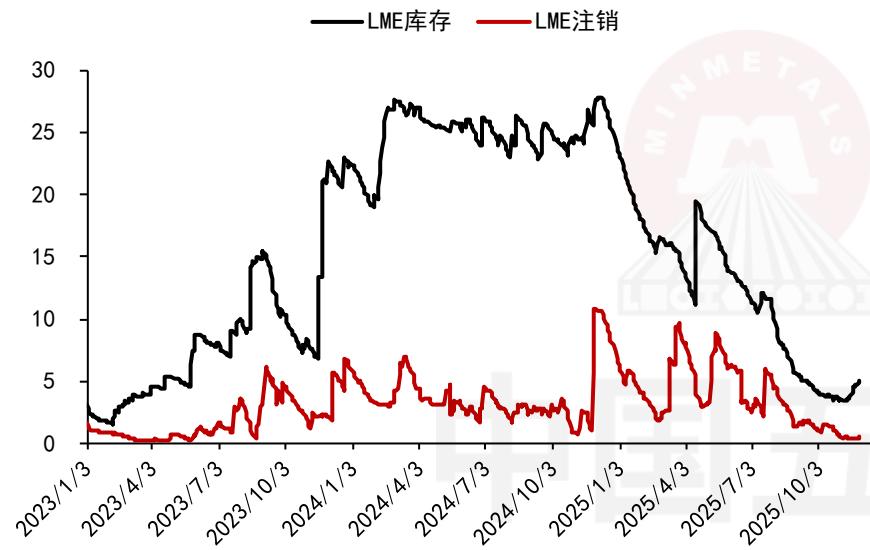
图36：上期所锌基差价差（元/吨）



资料来源：上期所、SMM、五矿期货研究中心

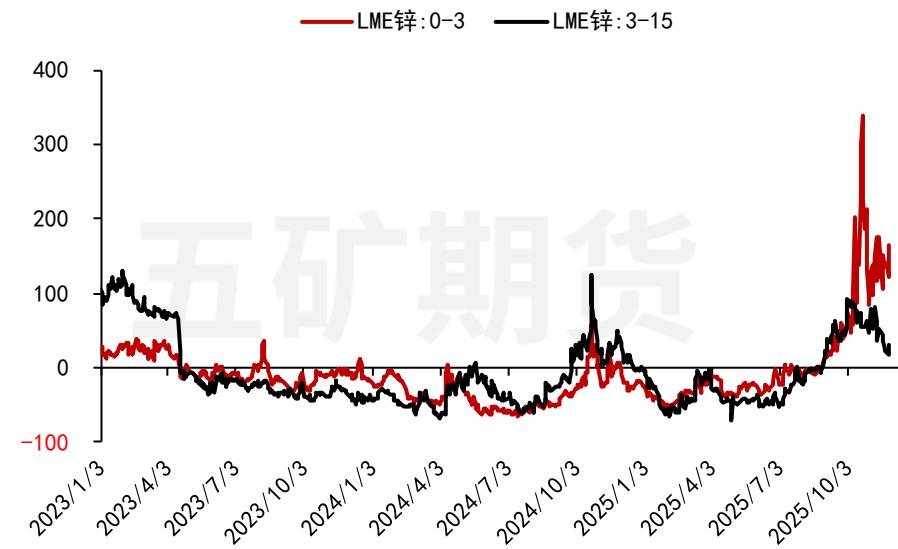
海外锌基差价差

图37：LME锌锭库存及注销仓单（万吨）



资料来源：LME、五矿期货研究中心

图38：LME锌基差价差（美元/吨）



资料来源：LME、五矿期货研究中心

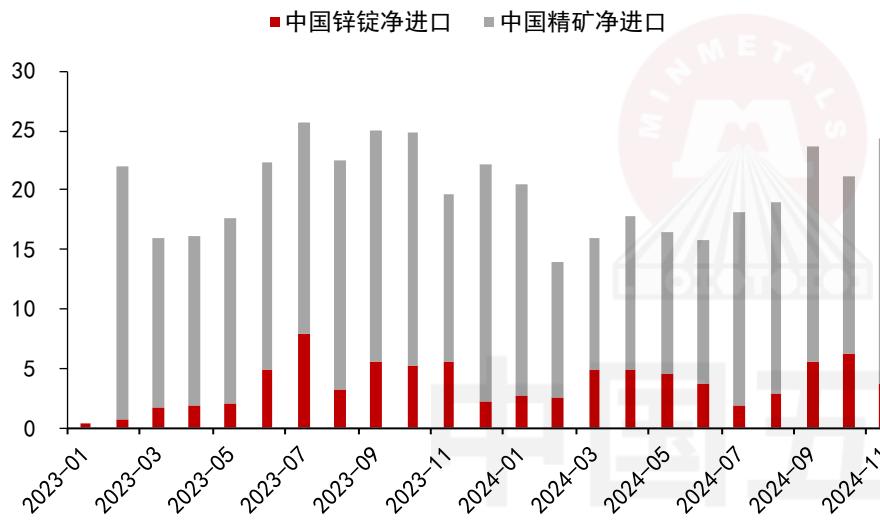
海外结构：LME锌锭库存录得5.08万吨，LME锌锭注销仓单录得0.55万吨。外盘cash-3S合约基差165.44美元/吨，3-15价差30美元/吨。

锌内外价差



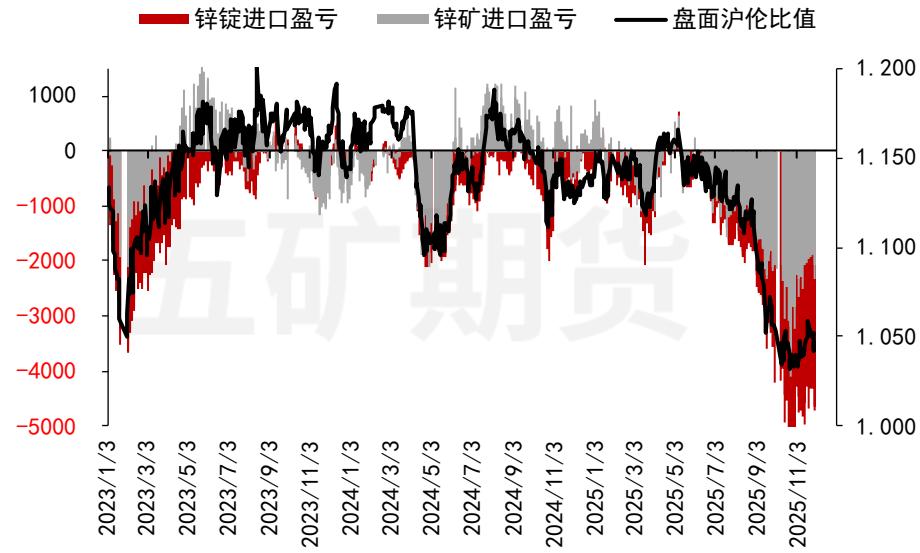
五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD
中国五矿

图39：锌矿含锌净进口及锌锭净进口（万金属吨）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

图40：盘面沪伦比值及现货进口盈亏（元/吨）



资料来源：LME、上期所、SMM、五矿期货研究中心

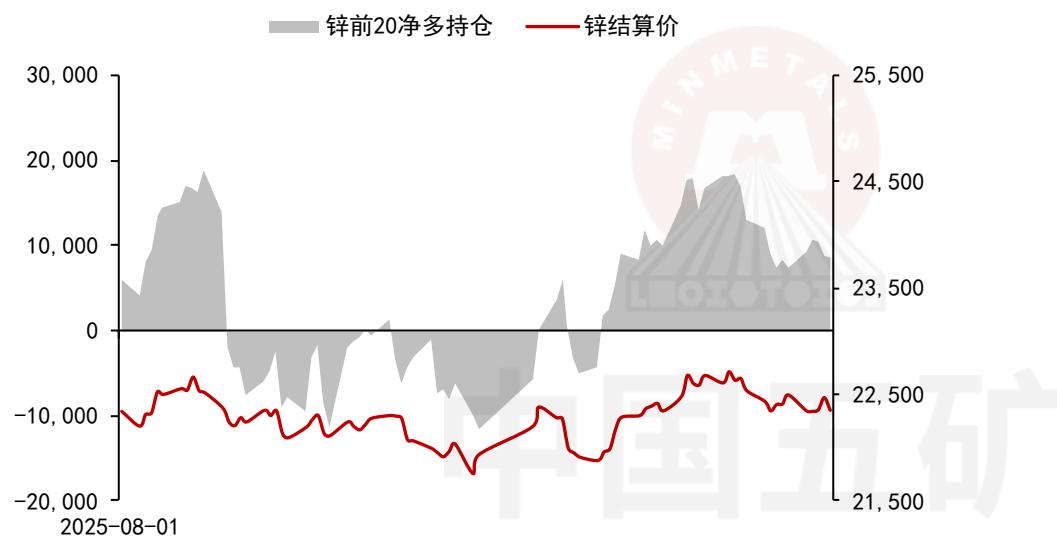
跨市结构：剔汇后盘面沪伦比价录得1.046，锌锭进口盈亏为-4631.06元/吨。

盘面资金持仓



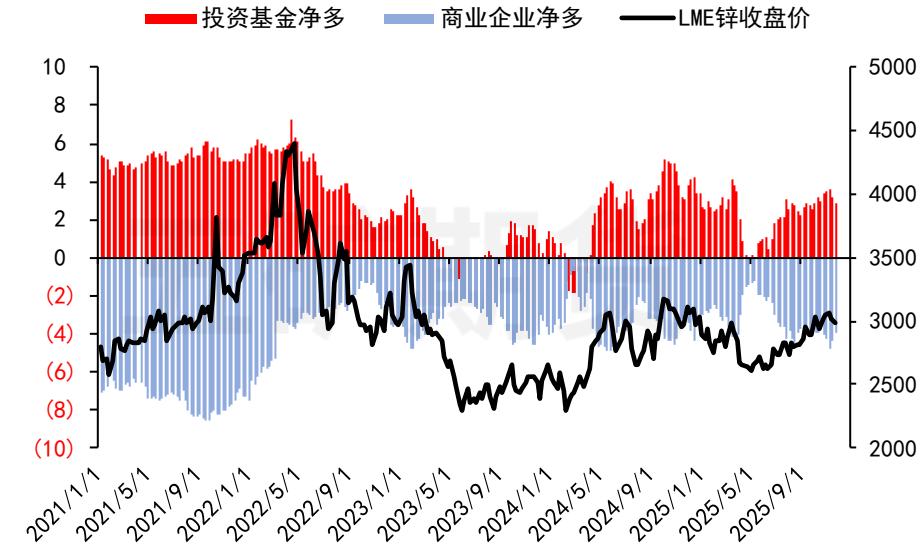
五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD
中国五矿

图41：沪锌前20净多持仓（手）及结算价（元/吨）



资料来源：上期所、五矿期货研究中心

图42：伦锌投资基金净多持仓、商业企业净多持仓（万手）及收盘价（美元/吨）



资料来源：LME、五矿期货研究中心

沪锌前20持仓净持仓净多下行，伦锌投资基金净多下行，商业企业净空下行，持仓角度短期偏空。

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。不经许可，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。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

专注风险管理 助力产业发展

网址 www.wkqh.cn

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务公众号



五矿期货扫码一键开户