

【鑫期汇】锌专题：锌的“托克时代”——库存十年低位背后的巨头控盘逻辑和对国内的启示

LME 锌市场反复出现的“库存骤降—现货挤仓”行情，核心囤锌方为瑞士大宗商品贸易巨头托克集团（Trafigura），嘉能可（Glencore）以仓储与租金分成角色伴生参与。该归属并非交易所官方点名，而是路透、彭博等媒体援引知情人士并结合 LME 仓单集中度数据拼图而成。

要素	内容
主导机构	托克集团（Trafigura）—— 全球第二大独立有色金属贸易商
伴生机构	嘉能可（Glencore）—— 子公司 Pacorini 为 LME 四大仓储商之一，以仓储/租金角色参与
囤锌周期	2023年初至今（2023 提货→2024 交仓租金→2025-2026 挤仓与对美转运）
公开数据表现	LME 锌库存 2025 年内从约 23 万吨崩至约 5 万吨；现货升水飙至 \$323/吨（1997年来最高）
事件定性	“数十年来最大挤仓”（路透语），空头损失惨重

表1：公开信息 华鑫期货研究所

二、主角画像：托克为何能囤？

- ① 身份与体量：托克是全球头部独立贸易商，锌为核心自营品种之一，具备交割库资源、航运与融资能力，可在 LME 体系内低成本调动实物锌。
- ② 行动三阶段：2023 年从 LME 大量提锌（其持有的锌库存占比一度从 26% 飙至约 65%）；2024 年反向交锌入 LME 赚取仓储租金；2025-2026 年在低库存背景下“囤货待涨”，并将部分锌运往美国备战 232 关税。

三、囤锌的四大动机

动机维度	机制说明
吃 BACK 结构	锌现货转为升水后，持有仓单展期本身就是高收益策略；2025 年 10 月现货对 3M 升水一度达 \$323/吨。



控盘定价权	握有显性库存即可左右市场对“供应紧张”的预期，通过挤仓获利，2025 年空头损失惨重。
美国关税套利	锌 232 调查预期下，将锌从新加坡/欧洲运往美国可赚取区域价差。
仓储租金分成	托克与仓库运营商签有租金分成协议，交仓/持仓期间仍可获 rent deals 收益，囤货并不亏钱。

表2：公开信息 华鑫期货研究所

2022 年四季度交仓潮推高库存至约 21 万吨后，2023 年起被持续提走；2025 年 10 月挤仓高峰时库存崩至约 5 万吨，可用仓单一度不足全球 1 天消费量；2026 年 8 月仓单仅 7.4 万吨，截止9月4日为8.2万吨。

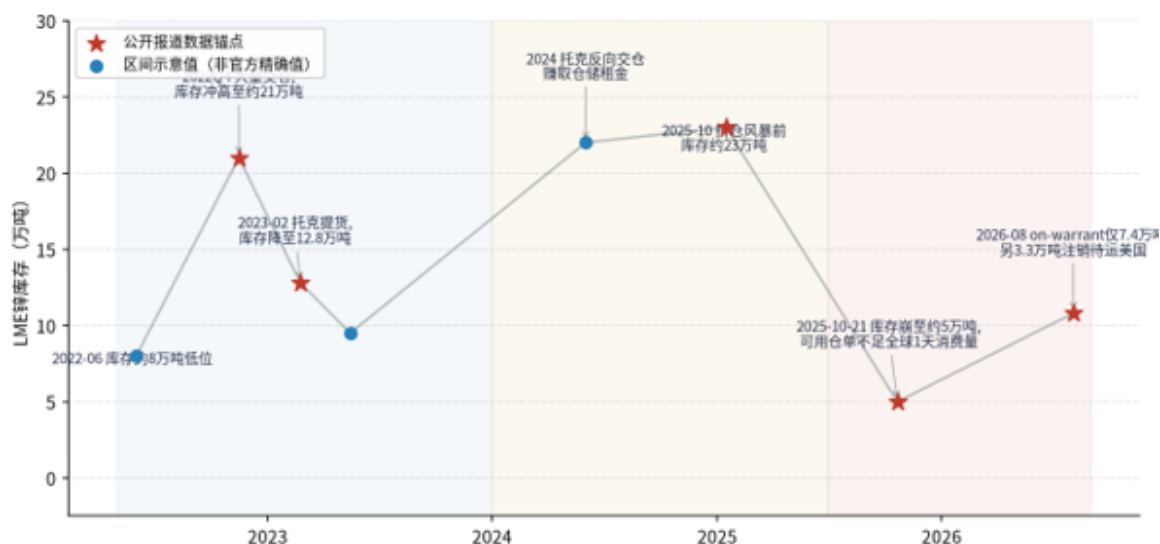


图1：LME锌仓单 变化 数据来源WIND 华鑫期货研究所

伴随库存去化，LME 锌由 CONTANGO（贴水）翻转为深度 BACK（升水）：2025 年 10 月现货升水峰值\$323/吨为 1997 年以来最高，2026 年 8 月仍维持在约 \$60 高位——这正是囤锌者盈利的来源。

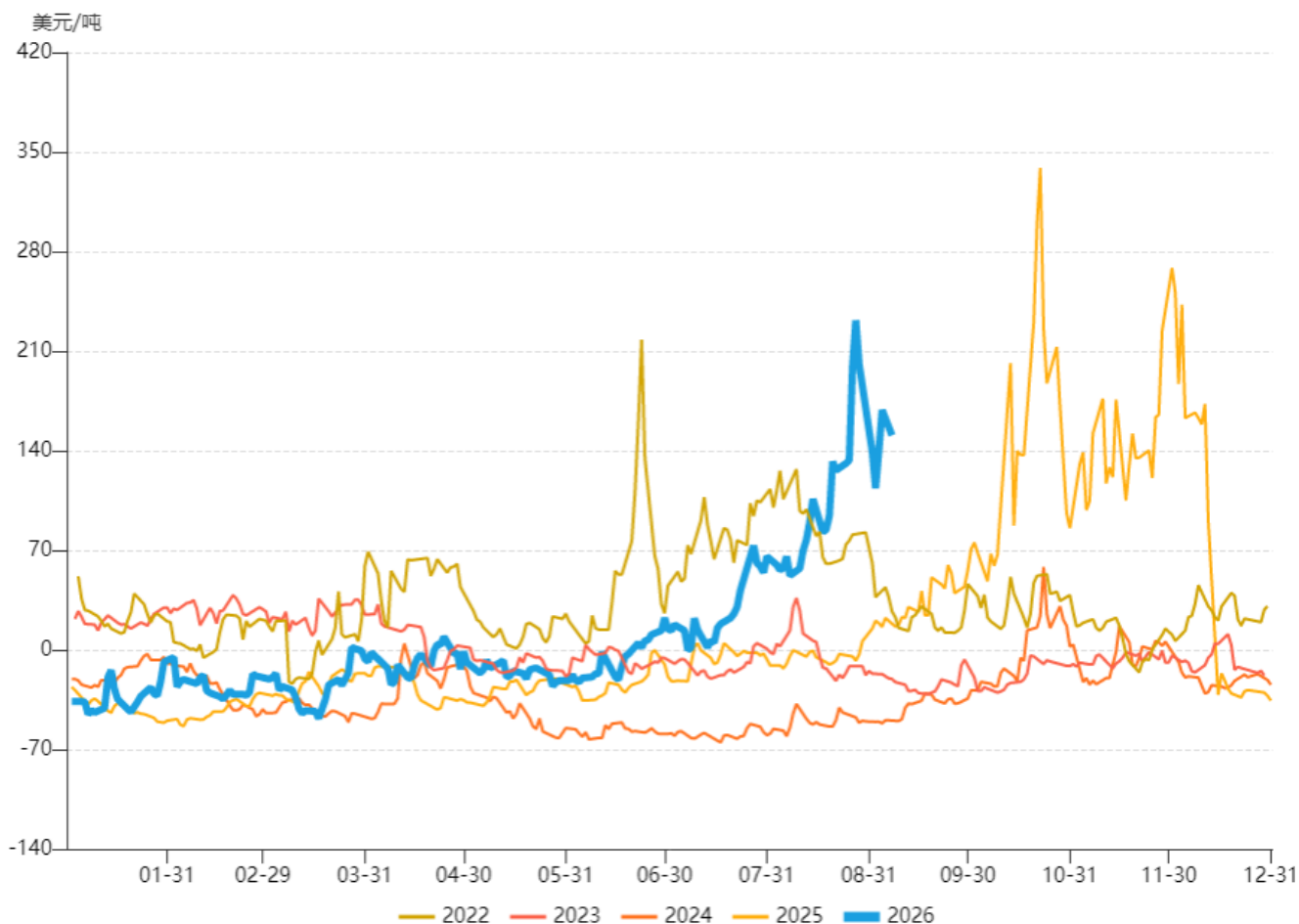


图2：2022年至2026年 LME锌现货升贴水变化 数据来源WIND 华鑫期货研究所

五、囤锌事件时间线



图3：公开信息 华鑫期货研究所



时间	事件	来源
2023.02	托克等从 LME 提锌，3 个月库存降 40% 至 12.8 万吨；托克持库占比 26%→65%	Reuters
2023.05	单一实体（托克）买下 LME 过半可用锌库存，引发挤仓担忧	Mining.com
2024.02	托克反向交锌入 LME 赚取仓储租金，嘉能可少量跟入	Reuters
2024.11	LME 提货单连续两日激增，单一实体主导提货	Bloomberg
2025.10	数十年来最大挤仓：库存 23 万→约 5 万吨；现货升水 \$323/吨（1997 年来最高）	Reuters/Bloomberg/SMM
2026.08	锌价创四年新高，on-warrant 仅 7.4 万吨；托克运锌赴美备战 232 关税	MiningWeekly/Mining.com

表3：公开信息 华鑫期货研究所

六、LME 锌仓单集中度结构

LME 不披露仓单持有者实名，但官方周报长期显示锌品种存在 3 大实体集中持有仓单及现金多头，另有一个实体持有交割月合约 20%-29% 的净空头持仓——典型的“多空高度集中”格局：

参与方	身份	公开报道定位
实体A	托克集团（被公开点名）	锌库存占比最高曾达约 65%；2025-2026 挤仓主要持货方
实体B	未披露	持有大量仓单及现金多头，与实体A共同构成多头主力
实体C	未披露	持有显著仓单，参与 LME 仓储/租金链条
空头方	未披露	持有交割月合约 20%-29% 净空头，2025 年挤仓中被逼

表4：公开信息 华鑫期货研究所

七、对国内市场的启示与风险提示

① 关注信号：LME 每周仓单集中度报告（Warrant Holding Report）、现货对 3M 升贴水、注销仓单占比是判断“囤锌-挤仓”强度的三个先行指标；当 on-warrant 库存低于全球 5 天消费量且升水陡升时，行情易出现脉冲式上涨。

- ② 外溢路径：LME 深度 BACK 与高现货升水会推升沪伦比价下行、进口窗口关闭，并通过情绪传导放大沪锌波动；内外价差交易者需警惕海外挤仓头寸了结时的剧烈反抽。
- ③ 风险提示：LME 挤仓为“现货-期货”联动的资金行为，一旦库存大幅回流（如交仓潮再现）或宏观风险偏好逆转，升水可能快速收敛，追高囤货逻辑将反向踩踏。

注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究 创造价值”的理念，深谙“见微知著 臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

章孜海

期货从业资格：F03117293

投资咨询资格：Z0019353

邮箱：zhangzh@shhxqh.com

华鑫期货有限公司研究所

地址：上海市徐汇区云锦路277号9F、10F（电梯楼层10F、11F）



邮编：200000

电话：400-186-8822