

2025 年 9 月 22 日



9

美元反弹施压锌价 去库限制调整空间

核心观点及策略

- 上周沪锌主力期价回调。宏观面看，美联储降息 25BP，同时点阵图显示年内预计再降息两次，明年降息一次，符合预期。但鲍威尔发言较预期偏鹰，同时美国零售数据超预期增长且就业市场改善缓解经济衰退担忧。美元止跌反弹，风险资产承压回落。国内 8 月经济指标普遍回落，经济速下行，政策适时加码的必要性增加。
- 基本面看，内外锌矿加工费延续分化，国产矿加工费维稳，进口矿加工费加速上抬，原料维持偏宽裕。9 月炼厂常规检修增多，精炼锌产量环比减少缓解阶段性供应压力，但年内当月产量预计保持在 60 万吨以上的高水平。需求端看，黑色系价格上涨带动镀锌管走货改善，企业补库增加，同时限产影响解除，镀锌企业开工回升，目前铁塔订单较好，船舶订单稳定，光伏支架及桥架等订单不佳；汽配订单改善但小五金订单依旧疲软，同时出口订单前置导致今年圣诞出口订单不及往年，压铸锌合金企业开工环比小降；饲料及电子级氧化锌订单较好，轮胎厂复产带动橡胶级氧化锌订单改善，陶瓷级订单维持偏弱。受锌价回落及国庆节前备货需求提振，社会库存小幅下滑。
- 整体来看，美联储降息靴子落地，宏观利好兑现，美元反弹对风险资产构成压力，锌价弱势调整。不过初端企业开工环比回升，锌价回落后提振下游点价热情，且国庆中秋假期，部分企业存备货计划，库存仍有回落预期，将限制锌价调整空间。
- 风险因素：宏观风险扰动，需求旺季远低于预期

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84 号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kxj@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

一、交易数据

上周市场重要数据

合约	9月12日	9月19日	涨跌	单位
SHFE 锌	22305	22045	-260	元/吨
LME 锌	2956	2898.5	-57.5	美元/吨
沪伦比值	7.55	7.61	0.06	
上期所库存	94649	99315	4666	吨
LME 库存	50,525	47825	-2700	吨
社会库存	15.42	15.85	0.43	万吨
现货升水	-60	-50	10	元/吨

注：(1) 涨跌= 周五收盘价-上周五收盘价；

(2) LME 为 3 月期价格；上海 SHFE 为 3 月期货价格。

数据来源：iFinD，铜冠金源期货

二、行情评述

上周沪锌主力换月至 ZN2511 合约，期价震荡回落，跌破 22000 元/吨一线。美联储降息 25BP，符合市场预期，利好兑现后美元止跌反弹，多头资金撤退，锌价出现明显回调，最终收至 22040 元/吨，周度跌幅 1.28%。周五夜间跳空下行。伦锌冲高回落，美联储利率声明符合预期，但鲍威尔言论偏鹰，美元反弹拖累伦锌走势，伦锌短暂触及 3000 美元/吨一线后回吐涨幅，最终收至 2898.5 美元/吨，周度跌幅 1.95%。

现货市场：截止至 9 月 19 日，上海 0#锌主流成交价集中在 22005~22065 元/吨，对 2510 合约贴水 30 元/吨。宁波市场主流品牌 0#锌成交价在 22015~22055 元/吨左右，对 2510 合约报价贴水 35 元/吨，对上海现货报价升水 30 元/吨。广东 0#锌主流成交于 21930~22045 元/吨，对 2511 合约报价贴水 80 元/吨，对上海现货贴水 10 元/吨。天津市场 0#锌锭主流成交于 21980~22070 元/吨，0#锌普通对 2510 合约报贴水 30~80 元/吨附近，津市较沪市报平水。总的看，盘面价格回落，下游逢低点价增多，贸易商出货同步增加，但后半周下游采买减弱转为观望，现货升贴水缺乏上涨动力，变化不大，维持小贴水。

库存方面，截止至 9 月 19 日，LME 锌锭库存 47825 吨，周度减少 2700 吨。上期所库存 99315 吨，较上周增加 4666 吨。截止至 9 月 18 日，社会库存为 15.85 万吨，较周一减少 0.21 吨，较上周四增加 0.43 万吨。周内前期电价企业提货，带动上海库存小降，天津地区周内到货减少带动库存小降，广东去库较慢，库存变动不大。

宏观方面，美联储今年首次行动，如期降息 25 基点，强调就业下行风险，预计年内还降两次。美联储 9 月声明重点包括：承认就业增长放缓，提及失业率小幅上升但仍

维持在低位，删除“劳动力市场状况仍然稳健”的表述，并判断就业下行风险有所上升；认为通胀水平有所上升，依然略高。鲍威尔表示，50 基点降息呼声不高，就业下行成为实质性风险。本次属风险管理型降息，降息 50 个基点未得到广泛支持。关税传到通胀的过程比预期更慢、幅度更小，关税贡献 0.3-0.4 个百分点的核心 PCE 通胀；重申美联储坚定维持独立性。

美国 8 月零售销售环比增 0.6%，连续三个月超预期增长，实际零售销售连续 11 个月增长。美国上周初请失业金人数回落至 23.1 万人，创近四年来最大降幅，预期 24 万人，前值从 26.3 万人修正为 26.4 万人。

英国央行宣布维持利率在 4% 不变，并表示将未来 12 个月的量化紧缩规模从过去一年的 1000 亿英镑下调至 700 亿英镑，同时减少长期国债出售。日本央行决定维持基准利率在 0.5% 不变，连续第五次按兵不动。

国内 8 月工业增加值同比 5.2%，前值 5.7%；社零同比 3.4%，前值 3.7%；1-8 月固定资产投资同比 0.5%，前值 1.6%；地产投资同比-12.9%，前值-12.0%；广义基建投资同比 5.4%，前值 7.3%；制造业投资同比 5.1%，前值 6.2%。中国 2025 年超长期特别国债（四期）第二次续发行已完成招标工作，该债券发行后，今年超长期特别国债整体发行规模已达到 11480 亿元，发行进度达 88.3%。

国家主席习近平同美国总统特朗普通电话，通话是务实、积极、建设性的。中方在 TikTok 问题上的立场是清楚的，中国政府尊重企业意愿，乐见企业在符合市场规则基础上做好商业谈判，达成符合中国法律法规、利益平衡的解决方案。

上周沪锌主力期价回调。宏观面看，美联储降息 25BP，同时点阵图显示年内预计再降息两次，明年降息一次，符合预期。但鲍威尔发言较预期偏鹰，同时美国零售数据超预期增长且就业市场改善缓解经济衰退担忧。美元止跌反弹，风险资产承压回落。国内 8 月经济指标普遍回落，经济速下行，政策适时加码的必要性增加。基本面看，内外锌矿加工费延续分化，国产矿加工费维稳，沪伦比价维持偏低不利于锌矿进口，进口矿加工费加速上抬，原料维持偏宽裕。9 月炼厂常规检修增多，精炼锌产量环比减少缓解阶段性供应压力，但年内当月产量预计保持在 60 万吨以上的高水平。需求端看，黑色系价格上涨带动镀锌管走货改善，企业补库增加，同时限产影响解除，镀锌企业开工回升，目前铁塔订单较好，船舶订单稳定，光伏支架及桥架等订单不佳；汽配订单改善但小五金订单依旧疲软，同时出口订单前置导致今年圣诞出口订单不及往年，压铸锌合金企业开工环比小降；饲料及电子级氧化锌订单较好，轮胎厂复产带动橡胶级氧化锌订单改善，陶瓷级订单维持偏弱。受锌价回落及国庆节前备货需求提振，社会库存小幅下滑。

整体来看，美联储降息靴子落地，宏观利好兑现，美元反弹对风险资产构成压力，锌价弱势调整。不过初端企业开工环比回升，锌价回落后提振下游点价热情，且国庆中秋假期，部分企业存备货计划，库存仍有回落预期，将限制锌价调整空间。

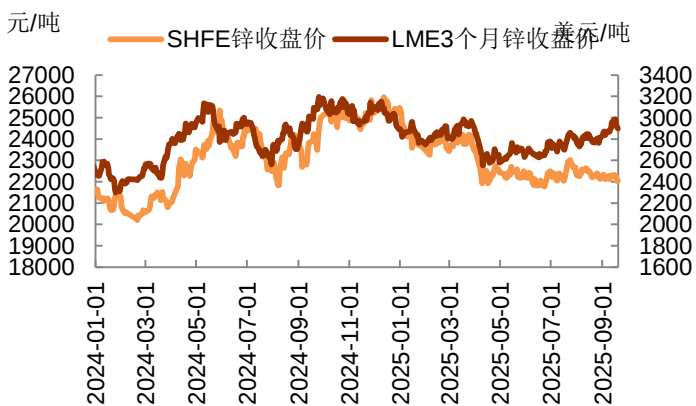
三、行业要闻

1、SMM 数据显示，9 月 19 日当周国产锌精矿加工费均值环比持平于 3850 元/金属吨，环比持平；进口锌精矿加工费均值环比增加 12.5 美元/干吨至 111.25 美元/干吨。

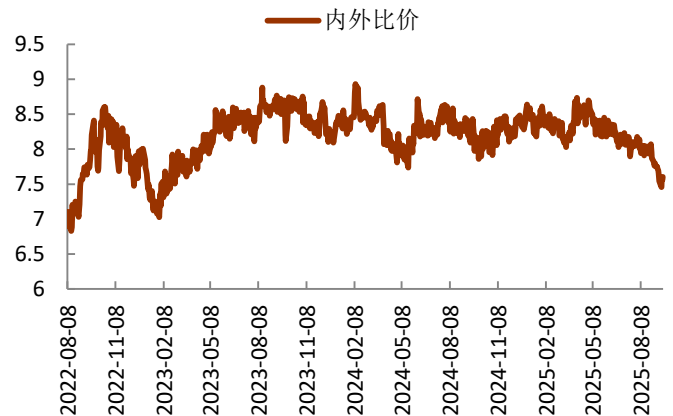
2、9 月 17 日，Orion Minerals 宣布其子公司 Prieska Copper Zinc Mine Ltd 和嘉能可全资子公司签署了一份协议，为 Prieska 项目获取了 2 亿至 2.5 亿的美金融资和精矿承购协议。该承购协议包括 Orion Minerals 将向嘉能可出售此矿山生产的所有锌精矿和铜精矿，承购期限为 5 至 10 年。Orion Minerals 目前正在开发 Prieska Copper Zinc Mine (PCZM) 和 Okiep Copper Project (OCP) 两个项目，计划于 2026 年底或 2027 年初实现 PCZM 项目的首产，设定了两个项目进入稳定生产状态后，将铜产量提升至超过 3 万吨/年、锌产量达到 6.5 万吨/年的宏伟目标。

四、相关图表

图表 1 沪锌伦锌价格走势

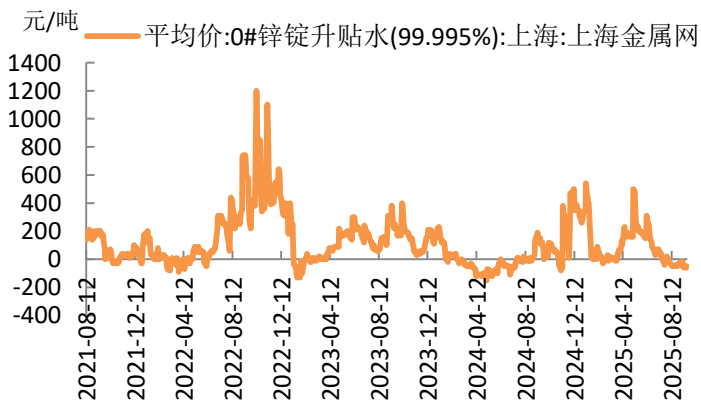


图表 2 内外盘比价

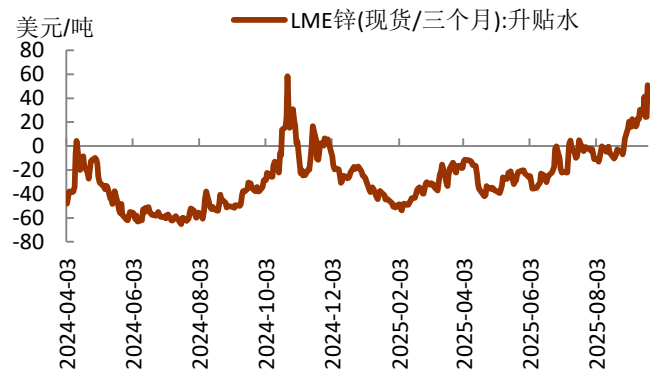


数据来源：iFinD, 铜冠金源期货

图表 3 现货升贴水

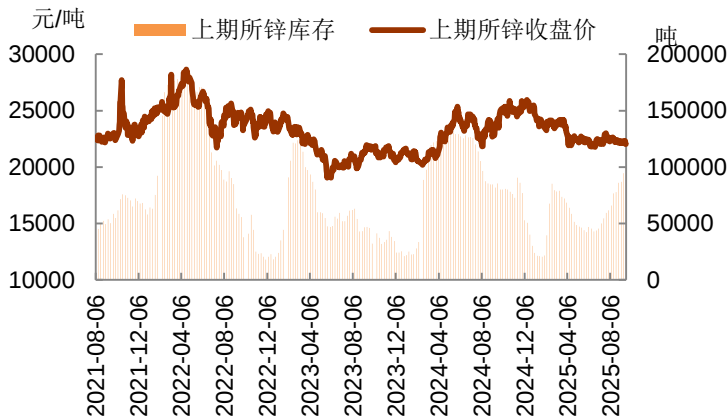


图表 4 LME 升贴水

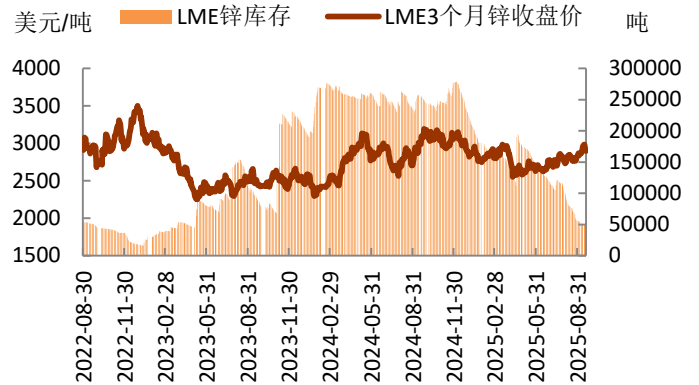


数据来源：iFinD, 铜冠金源期货

图表 5 上期所库存

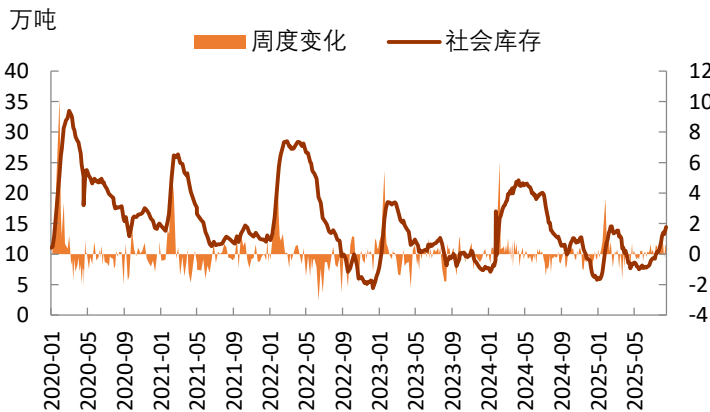


图表 6 LME 库存

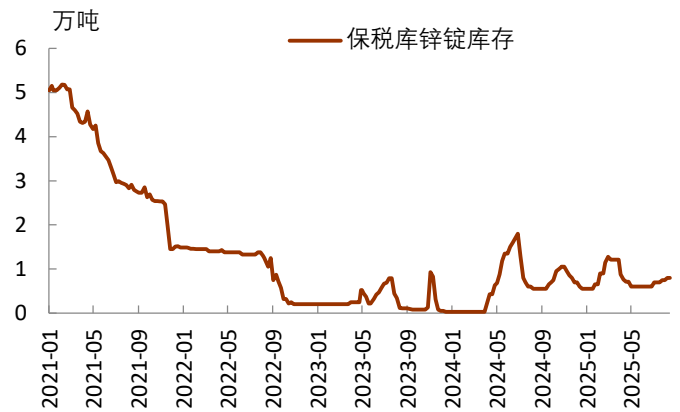


数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 7 社会库存

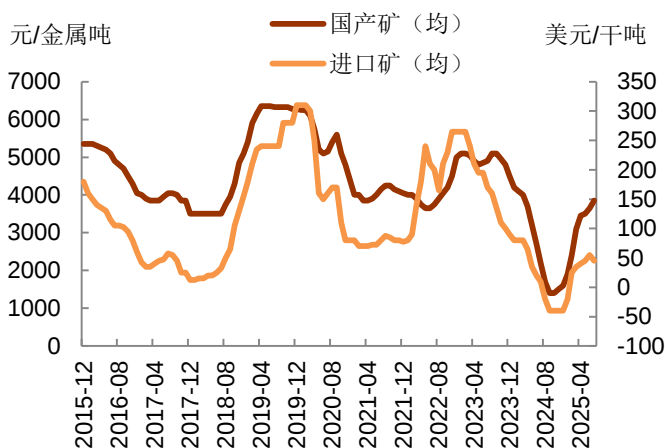


图表 8 保税区库存

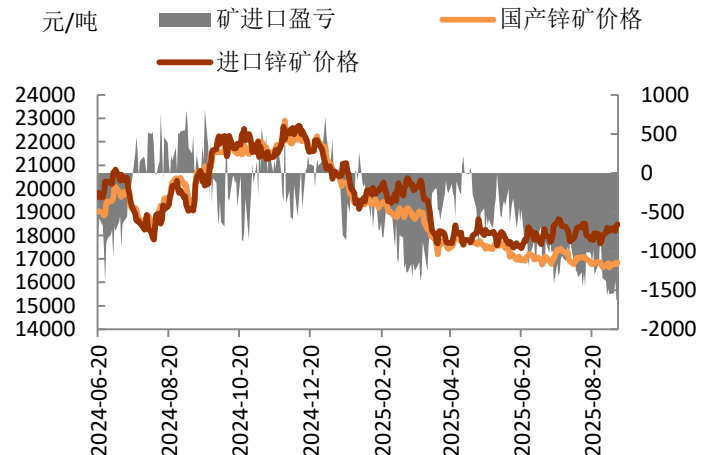


数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 9 国内外锌矿加工费情况

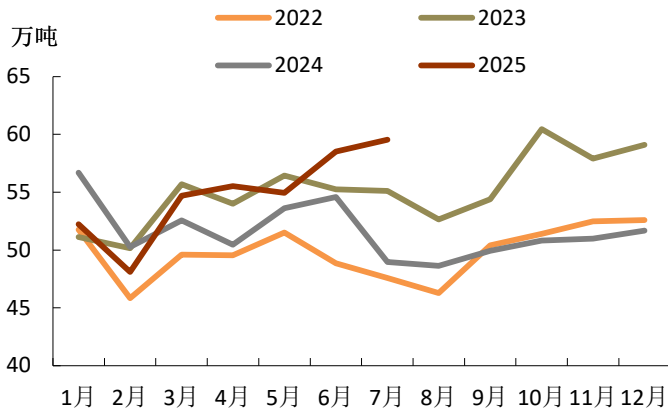


图表 10 锌矿进口盈亏



数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 11 国内精炼锌产量情况

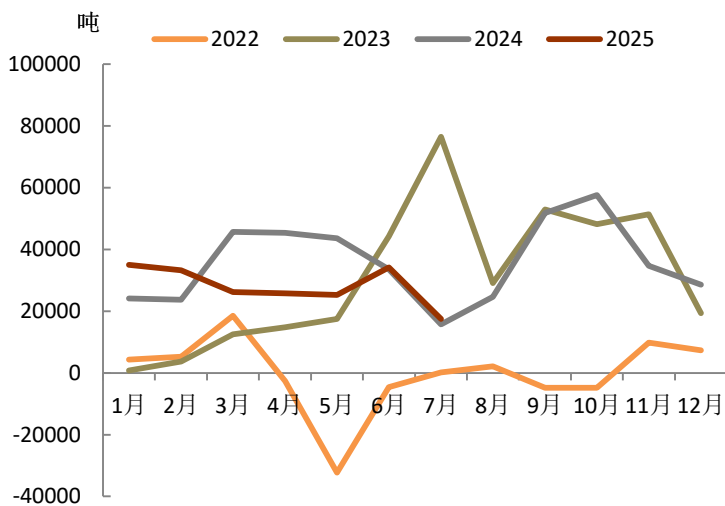


图表 12 冶炼厂利润情况

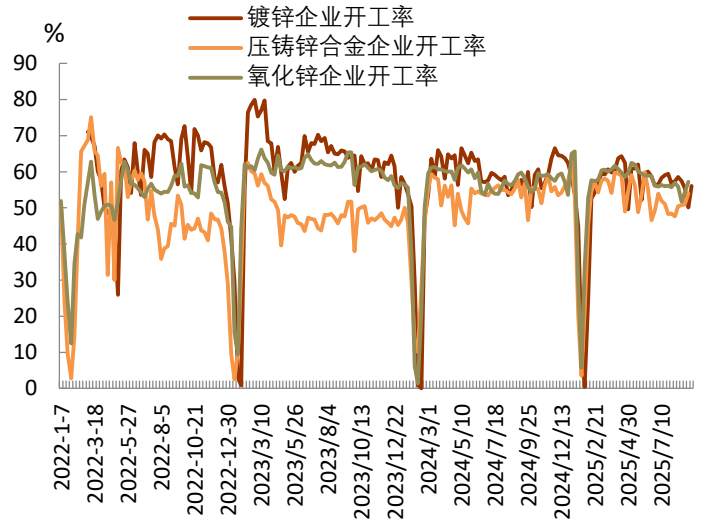


数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 13 精炼锌净进口情况



图表 14 下游初端企业开工率



数据来源: iFind, SMM, 铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室

电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B1 栋 9 楼 910、911 室

电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。