



2025 年 10 月 27 日

风险偏好修复 锌价弱反弹

核心观点及策略

- 上周沪锌主力期价弱反弹。宏观面看，通胀数据低于预期，强化美联储降息预期。同时中美经贸磋商，就解决各自关切的安排达成基本共识，市场风险偏好延续修复。国内三季度 GDP4.8%，全年 5% 目标完成概率较大，年内强政策刺激预期减弱，降准降息仍可期待。此外，十五五规划中强调“现代化产业体系、科技、扩内需”等为主要任务，基本符合预期。
- 基本面看，LME 库存回落态势不改，LME0-3 现货周中一度飙升至 300 美金，刷新近二十多年新高。海外软挤仓担忧升温，对内外锌价构成较强支撑。同时沪伦比价加速回落，锌锭出口预期强化，锌矿进口亏损则进一步扩大，内外加工费分化态势有望延续，炼厂利润收窄的背景下，精炼锌供应提升空间受限。需求侧看，初端企业开工环比均小幅回落，护栏及光伏支架等镀锌结构件订单好转，但黑色系承压，镀锌管走货较差，企业成品库存增加，降低开工；箱包拉链、小饰品以及奖牌类订单需求偏弱，且铜铝价格上涨影响部分合金上调加工费，导致下游观望情绪增加；小型橡胶氧化锌企业订单走弱，陶瓷级氧化锌需求维持一般。下游维持刚需采购，不过近期少量锌锭出口，周度库存小降。
- 整体来看，中美经贸磋商向好，美国通胀低于预期支撑美联储降息，同时国内年底温和政策加码仍可期待，市场风险偏好修复。基本面矛盾仍围绕海外低库存强结构及国内锌锭出口展开，边际支撑增强，预计短期锌价延续弱反弹，但反弹空间谨慎乐观，等待锌锭出口规模化，上方空间才有望开启。
- 风险因素：宏观风险扰动，锌锭出口不畅

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84 号

李婷

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

何天

从业资格号：F03120615

投资咨询号：Z0022965

一、交易数据

上周市场重要数据

合约	10月17日	10月24日	涨跌	单位
SHFE 锌	21,815	22,355	540	元/吨
LME 锌	2939.5	3019.5	80	美元/吨
沪伦比值	7.42	7.40	-0.02	
上期所库存	109627	109168	-459	吨
LME 库存	38,025	37,600	-425	吨
社会库存	16.53	16.21	-0.32	万吨
现货升水	-40	-60	-20	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 ZN2512 合约期价低位弱反弹，中美贸易局势担忧缓解，市场情绪修复，同时 LME0-3 现货升水持续飙升，软挤仓担忧升温的同时强化国内锌锭出口，锌价获得提振，低位反弹，最终收至 22355 元/吨，周度涨幅 3.48%。周五夜间窄幅震荡。伦锌企稳震荡偏强，库存持续回落，叠加现货溢价抬升，伦锌走前，重新站上 3000 美元/吨一线，最终收至 3019.5 美元/吨，周度涨幅 2.62%。

现货市场：截止至 10 月 24 日，上海 0#锌主流成交价集中在 22180~22335 元/吨，对 2511 合约贴水 10-0 元/吨。宁波市场主流品牌 0#锌成交价在 22260~22365 元/吨左右，对 2511 合约报价升水 35 元/吨，对上海现货报价升水 90 元/吨。广东 0#锌主流成交于 22135~22285 元/吨，对 2512 合约报价贴水 90 元/吨，对上海现货平水。天津市场 0#锌锭主流成交于 22140~22310 元/吨，0#锌普通对 2511 合约报贴水 20~70 元/吨附近，津市较沪市报平水。总的看，盘面价格小幅反弹后，下游采买转谨慎，刚需采购居多，且多为贸易商间交投，现货升水维持偏弱。

库存方面，截止至 10 月 24 日，LME 锌锭库存 37,600 吨，周度减少 425 吨。上期所库存 109168 吨，较上周减少 459 吨。截止至 10 月 23 日，社会库存为 16.21 万吨，较 10 月 16 日减少 0.06 万吨，较 10 月 20 日减少 0.32 万吨，国内库存减少，周内锌价维持置落运行，下游因前期低价有所点价因此不断提货，除上海、广东、天津三地外，江苏及浙江库存同样出现下降，叠加近期出口窗口打开，存在一定出口情况。

宏观方面，美国 9 月 CPI 同比 3.0%，低于预期 3.1%，高于前值 2.9%，是去年 6 月以来最高；核心 CPI 同比 3.0%，低于预期和前值 3.1%。

2025 年 10 月 24 日至 25 日，中美第五轮经贸磋商将在马来西亚吉隆坡举行，为月底韩国 APEC 峰会期间的中美元首会晤铺路。

国内 2025 年三季度 GDP 同比 4.8%（前值 5.2%），9 月工业增加值同比 6.5%（前值 5.2%），社零同比 3.0%（前值 3.4%）；1-9 月固投同比-0.5%（前值 0.5%），地产投资同比-13.9%（前值-12.9%），广义基建投资同比 3.3%（前值 5.4%），制造业投资同比 4.0%（前值 5.1%）。

2025 年 10 月 20 日-23 日，二十届四中全会在京召开，审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》，12 项主要任务中，“现代化产业体系、科技、扩内需”位居前三，“现代化产业体系、对外开放、民生”顺序明显前移，现代化产业体系新提“三化”方向，扩内需更突出“投资于人、新供给带动新需求”，民生保障特别提及“推动房地产高质量发展”，强军建设新提“边斗争、边备战、边建设”等。

上周沪锌主力期价弱反弹。宏观面看，美国 9 月通胀数据低于预期，强化美联储降息预期。同时中美经贸于马来西亚经贸磋商，就解决各自关切的安排达成基本共识，市场风险偏好有望延续偏暖修复。国内三季度 GDP4.8%，9 月经济指标偏弱，但全年 5%目标完成概率较大，年内强政策刺激预期减弱，但降准降息仍可期待。此外，十五五规划中强调“现代化产业体系、科技、扩内需”等为主要任务，基本符合预期。基本面看，LME 库存回落态势不改，LME0-3 现货周中一度飙升至 300 美金，刷新近二十多年新高。海外软挤仓担忧升温，对内外锌价构成较强支撑。同时沪伦比价加速回落，锌锭出口预期强化，锌矿进口亏损则进一步扩大，内外加工费分化态势有望延续，炼厂利润收窄的背景下，精炼锌供应提升空间受限。需求侧看，初端企业开工环比均小幅回落，护栏及光伏支架等镀锌结构件订单好转，但黑色系承压，镀锌管走货较差，企业成品库存增加，降低开工；箱包拉链、小饰品以及奖牌类订单需求偏弱，且铜铝价格上涨影响部分合金上调加工费，导致下游观望情绪增加；小型橡胶氧化锌企业订单走弱，陶瓷级氧化锌需求维持一般。下游维持刚需采购，不过近期少量锌锭出口，周度库存小降。

整体来看，中美经贸磋商向好，美国通胀低于预期支撑美联储 10 月降息，同时国内重要会议落地，年底温和政策加码仍可期待，市场风险偏好修复。基本面矛盾仍围绕海外低库存强结构及国内锌锭出口展开，边际支撑增强，预计短期锌价延续弱反弹，但反弹空间谨慎乐观，等待锌锭出口规模化，上方空间才有望开启。

三、行业要闻

1、SMM 数据显示，11 月国产锌精矿加工费均值为 3000 元/金属吨，均值环比减少 650 元/吨；进口矿加工费均值为 105.54 美元/干吨，均值环比增加 18.03 美元/干吨。

2、ILZSG 称，2025 年 1-8 月，全球锌市场供应过剩 15.4 万吨，去年同期为过剩 13.8

万吨。具体看，1-8月全球精炼锌产量为915.2万吨，去年同期为895.4万吨。2024年全年为1343.9万吨；1-8月全球精炼锌消费量为899.8万吨，去年同期为881.6万吨。2024年全年为1356.4万吨。

3、MMG发布2025年三季度报，该季度其锌矿产量为5.87万吨，同比增加26%。分矿山看，Dugald River三季度锌精矿产量为4.81万吨，同比增加38%，主要得益于运营改善带来的强劲采矿及选厂回收率表现；Rosebery三季度锌精矿产量为1.06万吨，同比降低8%，这一减少主要是由于采矿顺序导致的品位降低。

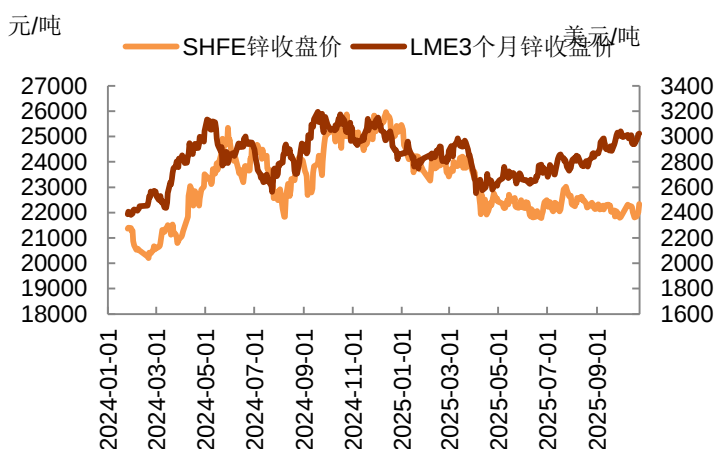
Boliden 2025年第三季度业绩。公司旗下铅锌精矿整体产量较上季度环比有所提升。其中，Tara矿山的原矿处理量与上季度基本持平，但产量爬坡进展慢于预期。Boliden将全年计划磨矿量从180万吨下调至160万吨。Odda冶炼厂的精锌产量较上季度有所下降。生产受到中间料短缺的不利影响。实际爬产进度不及预期。

Vedanta发布2025第三季度报告，锌精矿金属产量31.8万吨，同比增加6%。其中Zinc India二季度锌矿产量为25.8万吨，同比增加1%；Zinc International二季度锌矿产量为6万吨，同比增加38%，主要得益于选矿吨数的增加以及品位的提高。

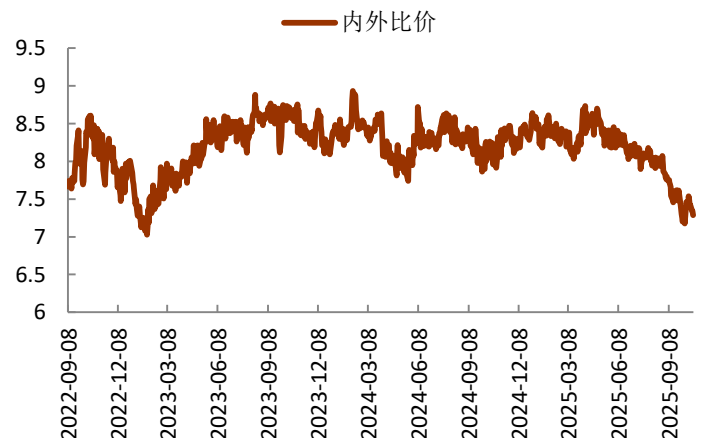
4、海关数据：9月进口锌精矿50.54万吨，环比增加8.15%，同比增加24.94%，1-9月累计锌精矿进口量为400.8万吨，累计同比增加40.49%。9月精炼锌进口量2.27万吨，环比减少11.6%，同比减少57%，1-9月精炼锌累计进口25.82万吨，累计同比减少19.3%。9月精炼锌出口0.25万吨。9月镀锌板出口122.62万吨，环比增加11.73%，同比增加2.27%。SMM：截止至本周一，社会库存为16.53万吨，较上周四增加0.26万吨。

四、相关图表

图表1 沪锌伦锌价格走势

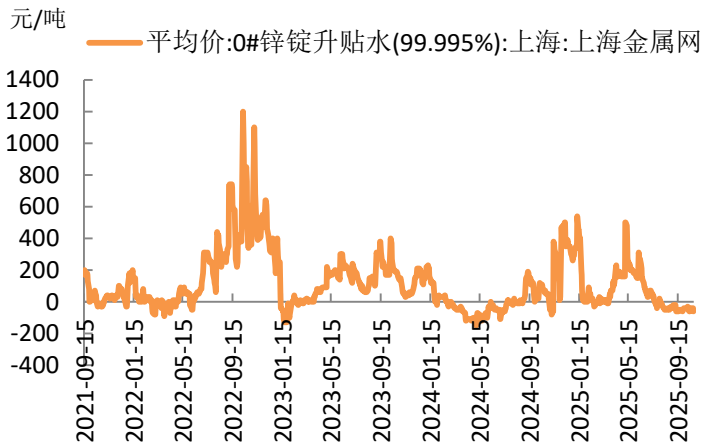


图表2 内外盘比价

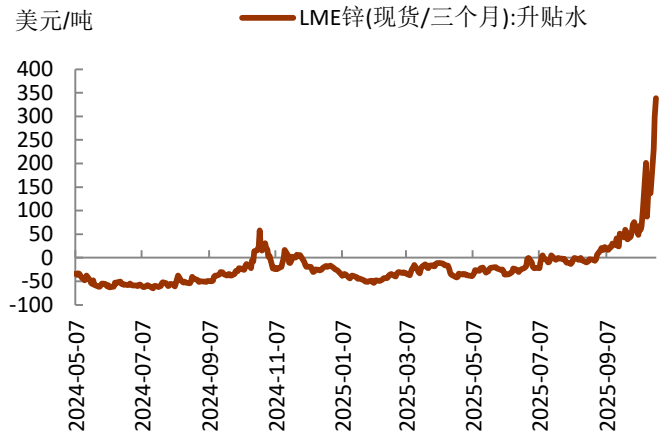


数据来源：iFind, 铜冠金源期货

图表3 现货升贴水

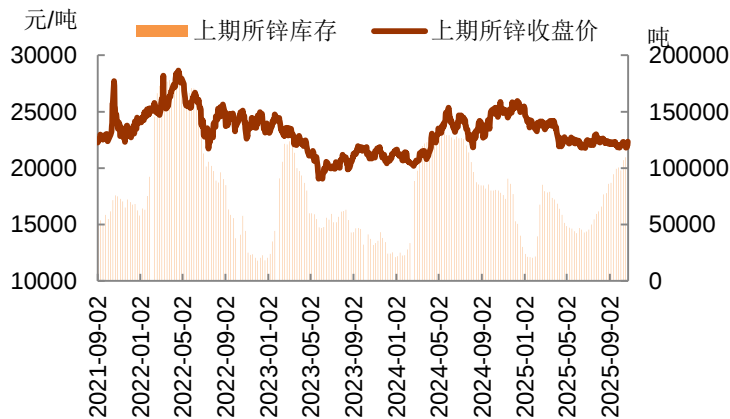


图表4 LME 升贴水

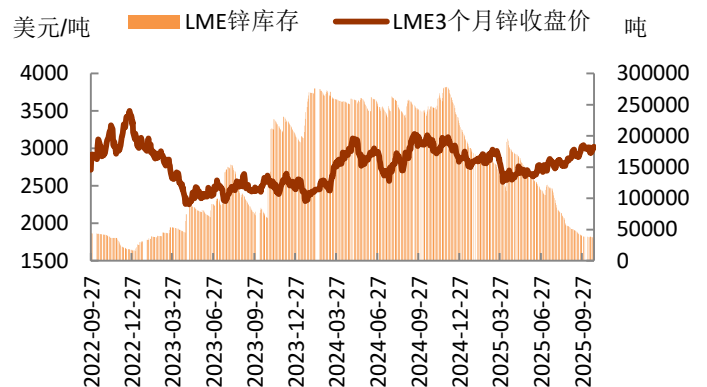


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 上期所库存

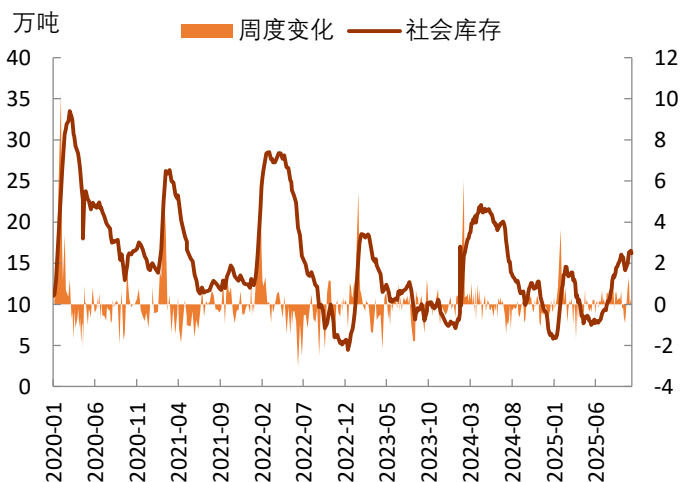


图表6 LME 库存

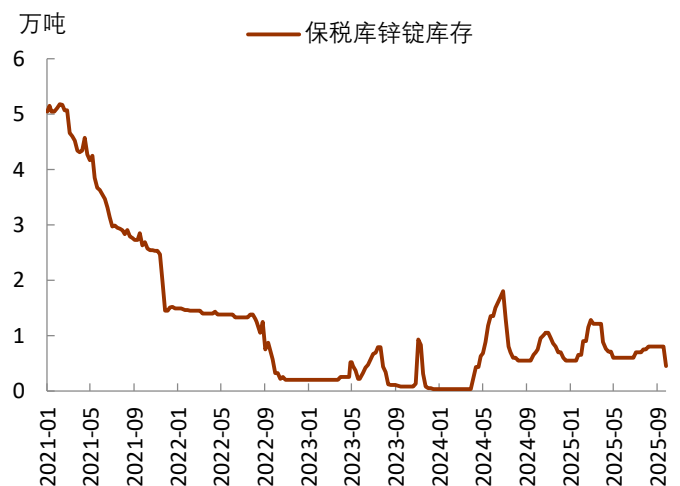


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 社会库存

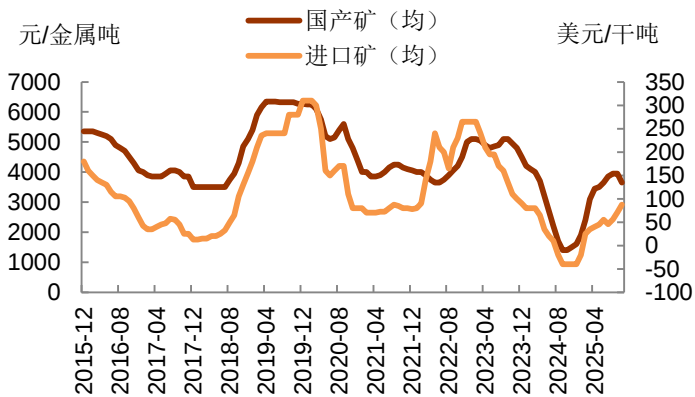


图表8 保税区库存

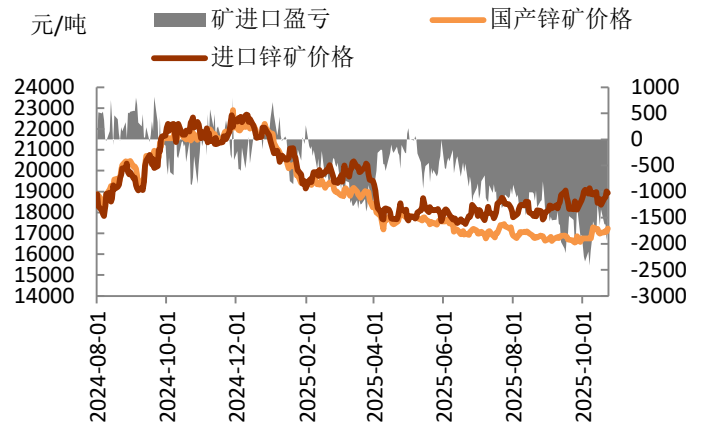


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 国内外锌矿加工费情况

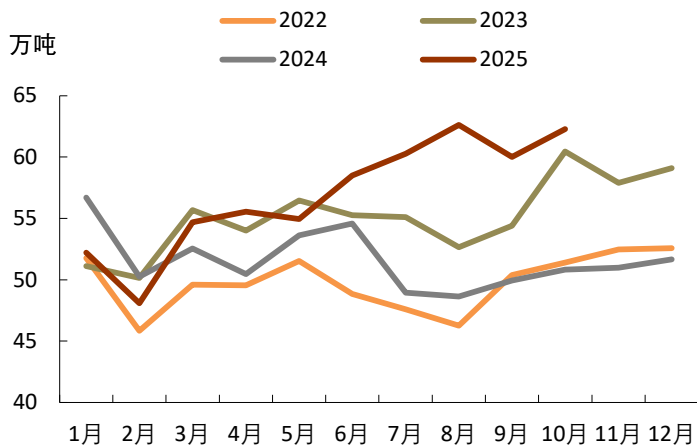


图表 10 锌矿进口盈亏



数据来源：iFind, 铜冠金源期货

图表 11 国内精炼锌产量情况

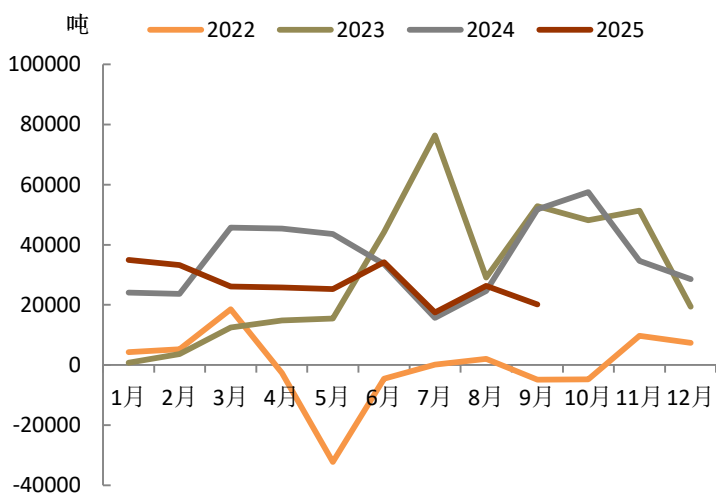


图表 12 冶炼厂利润情况

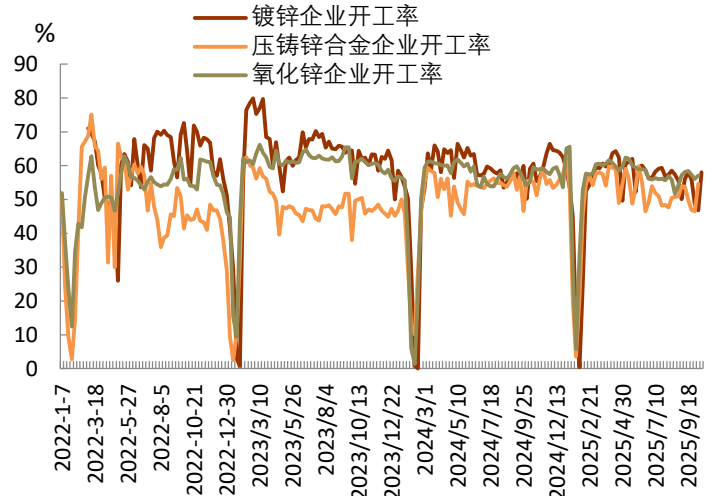


数据来源：iFind, 铜冠金源期货

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。