



2025 年 11 月 3 日

## 乐观情绪消化 锌价转向调整

### 核心观点及策略

- 上周沪锌主力期价先扬后抑。中美双方达成关税和相关反制措施方面的成果共识，基本符合市场预期。美联储 10 月降息 25BP，但会后鲍威尔表态偏鹰，12 月降息预期大幅回落，美元延续反弹，利空锌价。国内 10 月 PMI 环比回落，经济加速下行，温和刺激政策可期。
- 基本面看，北方矿山季节性检修及炼厂冬储增加原料需求，国产锌矿加工费延续回落，进口矿持货商亦下调报价，若后续海外炼厂复产增加矿端需求，进口矿加工费或延续小幅调整。据三方调研，11 月炼厂减复产并存，环比增量数千吨，供应保持高位但增势放缓。需求端看，黑色系价格回升，贸易商出货增多，且北方天气好转利好户外施工，带动镀锌管走货好转，结构件铁塔订单不及预期，光伏支架随着西北停工而回落，出口订单稳定；压铸锌合金终端订单维稳，周中部分企业停产放假，企业开工环比小降；原料价格较高抑制氧化锌企业利润，陶瓷级氧化锌需求减弱。海外方面，近期 LME 拟推永久性规则限制近月大额持仓，持仓新规的调整或带来持仓集中度影响的降温，流动性担忧的支撑或有减弱。
- 整体来看，中美贸易谈判靴子落地，叠加美联储 12 月降息预期回落，市场风险偏好降温。国内维持高供应弱需求，社会库存绝对水平偏高，不过锌锭出口有望缓解高库存压力。LME 持仓制度调整将削弱挤仓压力，流动性支撑降温。短期宏观乐观情绪消化叠加海外结构扰动减弱，锌价走势偏弱震荡。
- 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24日 | 10月31日 | 涨跌    | 单位   |
|--------|--------|--------|-------|------|
| SHFE 锌 | 22,355 | 22,355 | 0     | 元/吨  |
| LME 锌  | 3019.5 | 3050   | 30.5  | 美元/吨 |
| 沪伦比值   | 7.40   | 7.33   | -0.07 |      |
| 上期所库存  | 109168 | 103416 | -5752 | 吨    |
| LME 库存 | 37,600 | 35,300 | -2300 | 吨    |
| 社会库存   | 16.22  | 16.15  | -0.07 | 万吨   |
| 现货升水   | -60    | -40    | 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 合约期价先扬后抑，周初期价在美联储降息预期及中美元首会晤等利好宏观预期中延续偏强运行，后半周随着中美经贸磋商靴子落地及市场消化鲍威尔鹰派态度，锌价承压运行，最终收至 22355 元/吨，周度涨跌幅持平。周五夜间重心上移。伦锌震荡重心进一步上移，尽管美元反弹但海外维持较强结构，挤仓担忧情绪继续支撑伦锌偏强运行，最终收至 3050 美元/吨，周度涨幅 1.01%。

现货市场：截止至 10 月 31 日，上海 0#锌主流成交价集中在 22320~22390 元/吨，对 2511 合约升水 20-30 元/吨。宁波市场主流品牌 0#锌成交价在 22350~22400 元/吨左右，对 2511 合约报价升水 40 元/吨，对上海现货报价升水 70 元/吨。天津市场 0#锌锭主流成交于 22240~22360 元/吨，0#锌普通对 2511 合约报贴水 0~60 元/吨附近，津市较沪市报贴水 30 元/吨。广东 0#锌主流成交于 22230~22335 元/吨，对 2512 合约报价贴水 90 元/吨，对上海现货贴水 10 元/吨，沪粤价差扩大。总的看，月底市场货源有限，持货商挺价情绪升温，现货升水小涨，下游逢低采买炼厂厂提货源，成交仍以贸易商间交投为主。

库存方面，截止至 10 月 31 日，LME 锌锭库存 35300 吨，周度减少 2300 吨。上期所库存 103416 吨，较上周减少 5752 吨。截止至 10 月 30 日，社会库存为 16.15 万吨，较周一减少 0.2 万吨，较上周四减少 0.07 万吨。下游刚需采购为主，但前低低价点价企业周内提货，带动上海及广东地区库存下降，同时周内广东到货较少，也是库存下降的一大因素。天津地区到货正常，下游提货点价节奏放缓，库存小增。

宏观方面，中美元首会晤，两国经贸团队就重要经贸问题深入交换意见，形成了解

决问题的共识。会晤结果：1、美方芬太尼关税降低 10%，对中国商品加征的 24%对等关税将暂停一年；2、美方将暂停实施其 9 月 29 日公布的出口管制 50%穿透性规则一年。中方将暂停实施 10 月 9 日公布的相关管制等措施一年；3、美方将暂停实施其对华海事、物流和造船业 301 调查措施一年，中方相应暂停反制措施；4、双方还就芬太尼禁毒合作、扩大农产品贸易、相关企业个案处理等问题达成共识。

美联储 10 月会议宣布继续降息 25 基点，12 月结束缩表，两票委反对利率决议。鲍威尔表示，12 月再降息并非板上钉钉，委员会分歧大，就业市场仍在降温，通胀短期有上行压力。

贝森特表示，可能在圣诞节前选出美联储主席候选人，不喜欢本次降息的措辞。

十五五报告发布，显示未来的政策重点仍在新质生产力和科技突破，相关板块相对有确定性，预计科技板块仍将继续表现。国内 10 月制造业 PMI 为 49.0%（前值 49.8%）；非制造业 PMI 为 50.1%（前值 50.0%）。

上周沪锌主力期价先扬后抑。中美高层会晤结束，双方达成关税和相关反制措施方面的成果共识，基本符合市场预期。美联储 10 月利率会议如期降息 25BP，但会后鲍威尔表态偏鹰，12 月降息预期大幅回落，美元延续反弹，利空锌价。国内 10 月 PMI 环比回落，连续七个月处于荣枯线下方，经济加速下行，温和刺激政策可期。基本面看，北方矿山季节性检修及炼厂冬储增加原料需求，国产锌矿加工费延续回落，进口矿持货商亦下调报价，若后续海外炼厂复产增加矿端需求，进口矿加工费或延续小幅调整。据三方调研，11 月炼厂减复产并存，环比增量数千吨，供应保持高位但增势放缓。需求端看，黑色系价格回升，贸易商出货增多，且北方天气好转利好户外施工，带动镀锌管走货好转，结构件铁塔订单不及预期，光伏支架随着西北停工而回落，出口订单稳定；压铸锌合金终端订单维稳，周中部分企业停产放假，企业开工环比小降；原料价格较高抑制氧化锌企业利润，陶瓷级氧化锌需求减弱。海外方面，近期 LME 拟推永久性规则限制近月大额持仓，持仓新规的调整或带来持仓集中度影响的降温，流动性担忧的支撑或有减弱。

整体来看，中美贸易谈判靴子落地，叠加美联储 12 月降息预期回落，市场风险偏好降温。国内维持高供应弱需求，社会库存绝对水平偏高，不过锌锭出口有望缓解高库存压力。LME 持仓制度调整将削弱挤仓压力，流动性支撑降温。短期宏观乐观情绪消化叠加海外结构扰动减弱，锌价走势偏弱震荡。

### 三、行业要闻

1、SMM 数据显示，截止至 10 月 31 日当周，国产锌精矿加工费环比减少 400 元/金属吨至 2850 元/金属吨，进口锌精矿加工费环比减少 7.71 美元/干吨至 102.54 美元/干吨。

2、百川盈孚初步排产数据，湖南、陕西、四川、云南、江西等地多家冶炼厂均有

减产安排，但河南、甘肃个别冶炼厂复产贡献了较大增量；同时，新疆某新投产冶炼厂的计划产出规模需持续跟踪，综合增减因素抵消后，11月国内锌冶炼产量预计仍能实现数千吨增量。

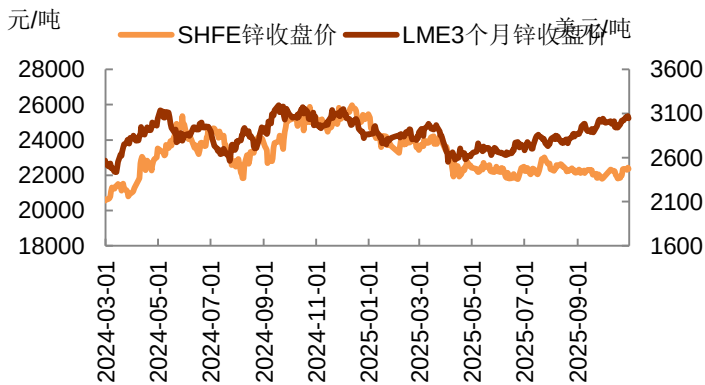
3、LME 拟推永久性规则限制近月大额持仓，防范市场失序。

4、澳大利亚 Endeavor 矿难爆炸致两人死亡，事故发生后公司已暂停作业。Endeavor 矿 2020 年进入维护停产状态，Polymetals 于 2023 年收购该矿并计划重启生产，2025 年 2 季度该矿复产后已有精矿产出。

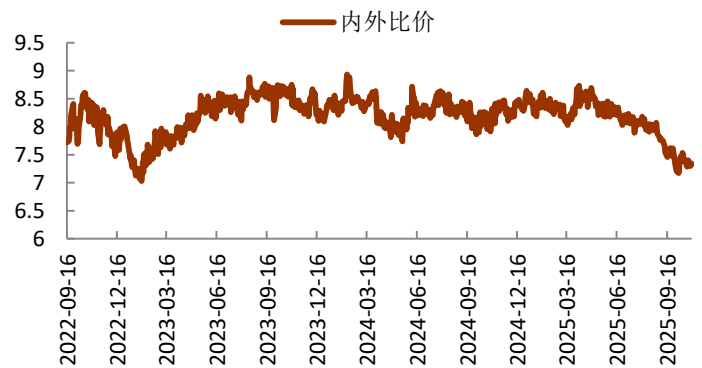
5、外电 10 月 27 日消息，周一公布的针对 30 位行业分析师的调查显示，2026 年 LME 现货锌均价料为 2838 美元/吨，较此前预估上调 22%。预计 2025 年锌市供应过剩预计为 8 万吨。2026 年供应过剩预计为 23.9 万吨，此前预估为供应过剩 20.15 万吨。

#### 四、相关图表

图表 1 沪锌伦锌价格走势

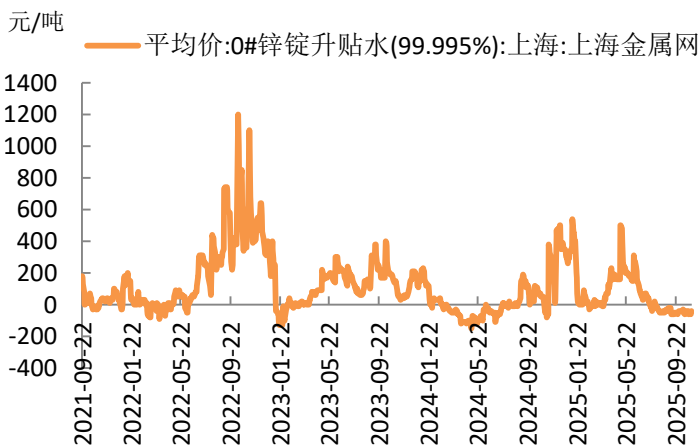


图表 2 内外盘比价

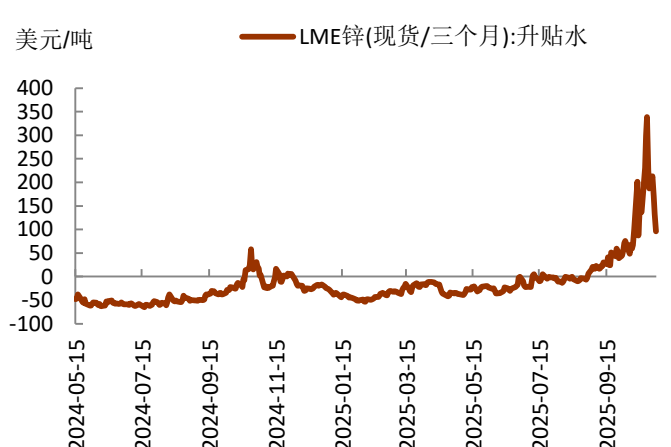


数据来源：iFind, 铜冠金源期货

图表 3 现货升贴水

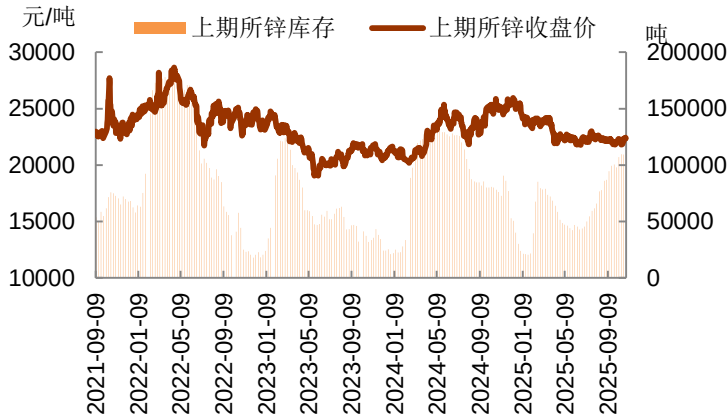


图表 4 LME 升贴水

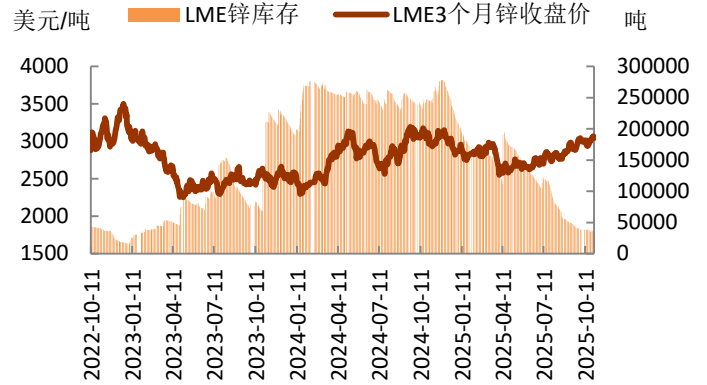


数据来源：iFind, 铜冠金源期货

图表 5 上期所库存

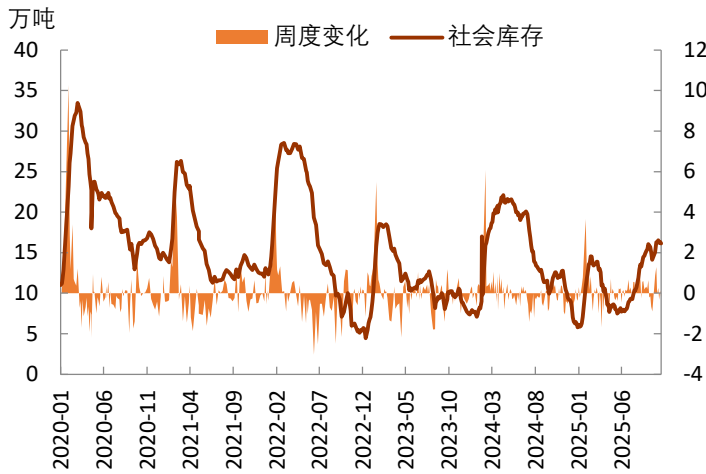


图表 6 LME 库存

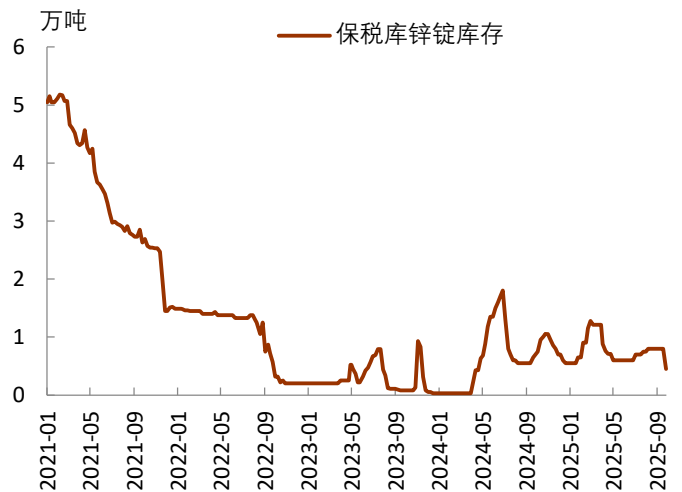


数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 7 社会库存

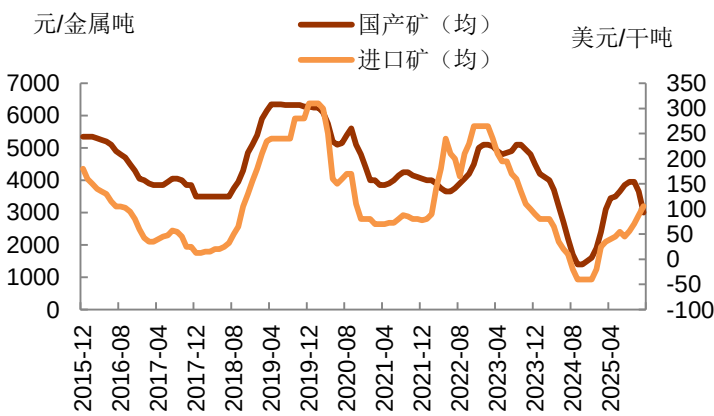


图表 8 保税区库存

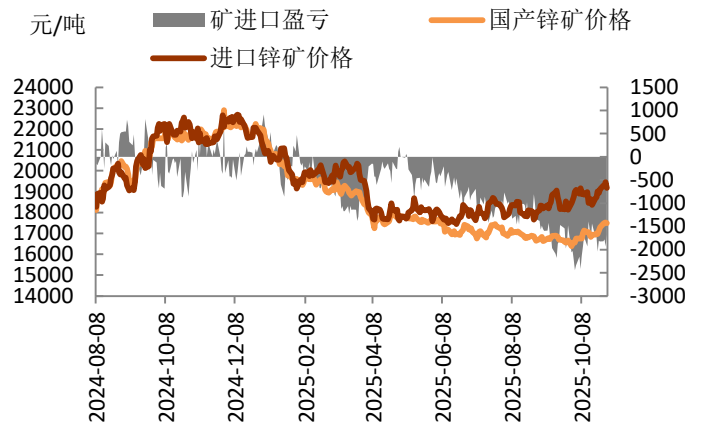


数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 9 国内外锌矿加工费情况

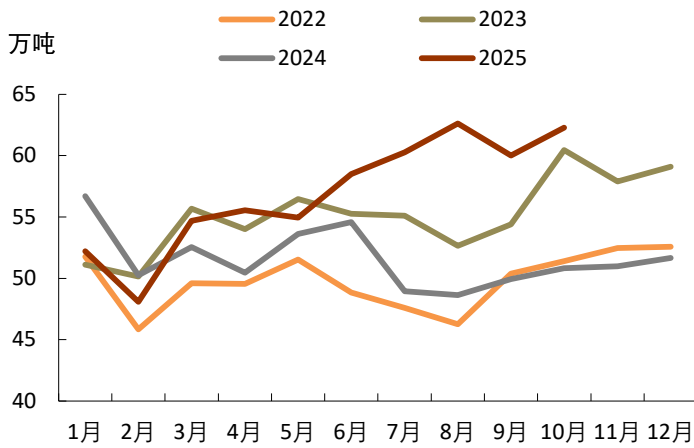


图表 10 锌矿进口盈亏



数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 11 国内精炼锌产量情况

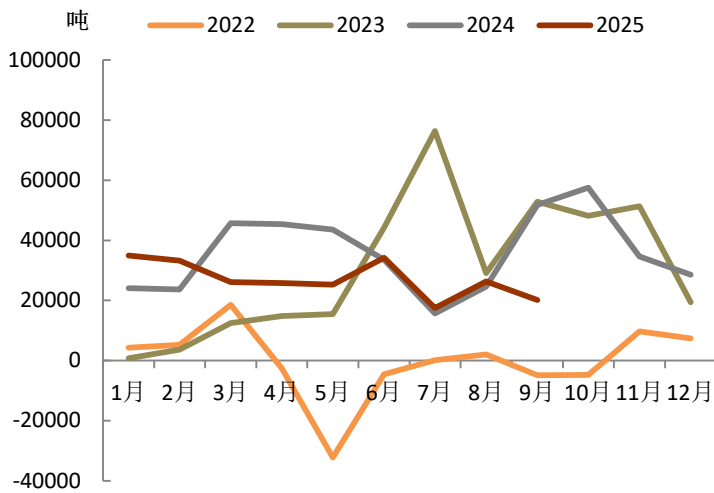


图表 12 冶炼厂利润情况

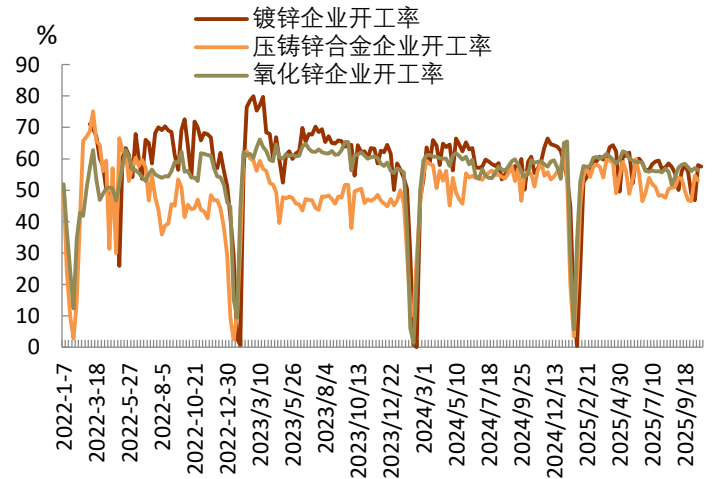


数据来源：iFinD, 铜冠金源期货

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。