

2025 年 11 月 4 日



供应压力缓解

锌价重心上抬

核心观点及策略

- 宏观面看，中美达成阶段性协议，美联储 10 月降息靴子落地，均符合市场预期，但 12 月降息不确定性上升，市场情绪或有反复。国内经济复苏节奏放缓，温和政策出台仍可期。四中全会落地与“十五五”规划建设意见发布，为市场注入中长期信心。
- 供应端，北方矿山进入季节性生产淡季，叠加炼厂冬储需求增加，内外加工费同步下调，成本端支撑增强。同时，原料库存收紧及利润回落导致部分炼厂压缩产量，精炼锌月度供应预计环比小幅减少，叠加锌锭出口预期支撑下，供应端压力边际放缓。
- 需求端，终端消费表现平淡，基建及地产增速承压，汽车延续向好态势，家电消费保有韧性，光伏增速降幅收窄，风光领域消费强劲，镀锌板出口存边际回落预期。进入 11 月，消费进入淡旺季过渡阶段，终端提振有限的背景下，初端企业开工预计温和回落。
- 整体来看，宏观重要事件落地后，市场转向基本面。11 月供需双弱，加工费下调强化成本支撑，同时精炼锌环比下滑及锌锭出口，缓解高供应压力，需求虽然边际转弱但韧性尚存。叠加伦锌低库存强结构的格局短时难逆转，将持续支撑锌市，预计 11 月锌价重心上移。
- 风险因素：宏观风险，供应超预期

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

焦鹏飞

从业资格号：F03122184

投资咨询号：Z0023260

目录

一、锌市场行情回顾	4
二、宏观面	4
2.1 美国方面	4
2.2 欧元区方面.....	5
2.3 国内方面	5
三、锌基本面分析	7
3.1 锌矿供应情况.....	7
3.1.1 全球锌精矿供应如期恢复.....	7
3.1.2 内外加工费调整，锌矿进口保持高水平.....	9
3.2 精炼锌供应情况.....	10
3.2.1 海外炼厂提产预期增加，国内维持高供应.....	10
3.2.2 11月精炼锌月度产量维持高位，锌锭出口预期增加.....	11
3.3 精炼锌需求情况.....	13
3.3.1 欧美终端消费边际回暖，持续性尚待观察.....	13
3.3.2 初端企业开工表现偏弱，镀锌出口韧性尚存.....	14
3.3.3 传统消费表现疲软，新兴消费表现分化.....	15
3.4 内外库存分化.....	18
四、总结与后市展望	19

图表目录

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势	4
图表 2 美国通胀情况.....	6
图表 3 美国利率水平	6
图表 4 美国就业市场.....	6
图表 5 美国 ISM 制造业 PMI.....	6
图表 6 欧元区通胀情况.....	7
图表 7 欧元区利率水平.....	7
图表 8 国内 PMI 数据.....	7
图表 9 国内重要经济指标.....	7
图表 10 全球锌矿月度产量情况.....	8
图表 11 国内锌矿月度产量情况.....	8
图表 12 2025 年海外锌矿产量增减情况（万吨）	8
图表 13 2025 年国内锌矿新增情况（万吨）	9
图表 14 内外加工费分化.....	9
图表 15 锌矿进口盈亏.....	9
图表 16 锌矿进口情况.....	10
图表 17 冶炼厂原料库存天数.....	10
图表 18 全球精炼锌月度产量情况.....	11
图表 19 2024-2025 年海外炼厂事件汇总（万吨）	11
图表 20 国内精炼锌月度产量.....	12
图表 21 冶炼厂生产利润.....	12
图表 22 精炼锌净进口情况.....	13
图表 23 精炼锌进口盈亏情况.....	13
图表 24 2024-2025 年国内主要炼厂投建产情况（万吨）	13
图表 25 全球精炼锌月度需求情况.....	14
图表 26 美国新建住房销量.....	14
图表 27 欧元区营建信心指数.....	14
图表 28 各地锌锭贸易升水.....	14
图表 29 国内初端企业开工率.....	15
图表 30 镀锌板净出口情况.....	15
图表 31 基建投资增速有望回暖.....	17
图表 32 地产主要指标依然疲软.....	17
图表 33 汽车产销情况.....	18
图表 34 白色家电产量情况.....	18
图表 35 风电新增装机量情况.....	18
图表 36 光伏新增装机量情况.....	18
图表 37 LME 库存维持低位	19
图表 38 国内库存维持高位.....	19

一、锌市场行情回顾

10月沪锌主力总体延续低位区间震荡。宏观因素多空交织，宏观面看，市场聚焦中美贸易局势、美联储降息、美国政府停摆、银行信贷风险及国内四中全会等展开，随着中美经贸磋商进展顺利、月底中美元首如期会晤，及美联储10月降息兑现、国内十五五保持积极定调等宏观靴子落地，月下旬市场情绪好转，带动有色等风险资产回升。基本面矛盾聚焦锌锭出口变化，沪伦比价降至极值，锌锭出口预期强化，但出口效率偏低，令沪锌走势较为僵持。截止至月底，期价收至22355元/吨，月度涨幅2.43%。

伦锌震荡重心持续上移，月中受美元反弹压制，期价阶段性调整后在40日均线附近获得支撑，月下旬，海外挤仓风险加剧，LME0-3现货升水刷新1997年以来新高，伦锌再度转强，期价突破3000美元/吨，最终期价收至3050美元/吨，月度涨幅3.16%。

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

二、宏观面

2.1 美国方面

美国经济增速回落。10月ISM制造业PMI指数为48.7，不及预期的49.5，前值为49.1，连续八个月萎缩。就业市场，受美国政府关门影响导致非农延期公布，“小非农”ADP数据显示，9月私人部门就业岗位减少3.2万个，预期增加5.1万人，前值增加5.4万人，预示劳动力市场疲软。通胀方面，数据全线低于预期，其中9月CPI同比3.0%，预期3.1%，前值2.9%，主要受房租项目价格回落影响。核心CPI同比3.0%，预期3.1%，前值3.1%，主要受二手车价格边际放缓推动。

利率政策方面，美联储10月降息25BP，符合预期，并宣布于12月1日停止缩表。但鲍威尔会后表态偏鹰，认12月降息并非板上钉钉，基于初请失业金和职位空缺数据没有进一步恶化；经济温和“扩张”，企业投资和居民消费皆表现强劲；同时美国政府停摆导致数据缺失，且目前利率已处在很多中性利率预估的范围内，在缺乏数据的情况下，越来越多的官员希望推迟降息。会后，市场对美联储12月持续降息预期大幅下调。

10月底中美元首会晤靴子落地，中美双方达成阶段性协议。其中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。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。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。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。

整体来看，中美达成阶段性协议，贸易局势缓和利好市场风险偏好。但美国政府停摆事件延续发酵，部分重要数据延迟发布，鲍威尔对持续降息表态偏鹰，市场下调12月降息预期，美元反弹施压风险资产。

2.2 欧元区方面

欧元区经济有所回升，但经济修复持续性待观察。10月制造业终值PMI为50.0，与初值预估持平，略高于9月份的49.8。但德国和法国这两个最大经济体的制造业PMI终值分别为49.6和48.8，双双停留在收缩区域，未能摆脱困境。三季度GDP环比增速0.2%，较二季度0.1%有所回升，但同比增速从1.5%放缓至1.3%。就业市场保持稳定，9月欧盟27国失业率维持在6.0%。通胀小幅回落，但核心通胀保持顽固，10月HICP同比上升2.1%，略低于前一个月的2.2%，符合市场预期。核心HICP同比增速维持9月的2.4%不变，略高于市场预期的2.3%。基于经济修复且通胀稳定在2%的中期目标附近，10月利率会议上，欧央行连续第三次维持关键利率不变。且强调未来将坚持“依赖数据、逐次会议决策”的路径，不预设任何利率调整承诺。

整体来看，欧元区经济有所修复，且各国间通胀延续分化，使得欧央行内部对政策路径分歧增大，相较美联储“鹰派降息”，预计欧央行政策将保持更加谨慎。此外，法德两国聚焦税收及国防改革，国内政治博弈仍显激烈，对欧元区经济回暖持续性构成掣肘。

2.3 国内方面

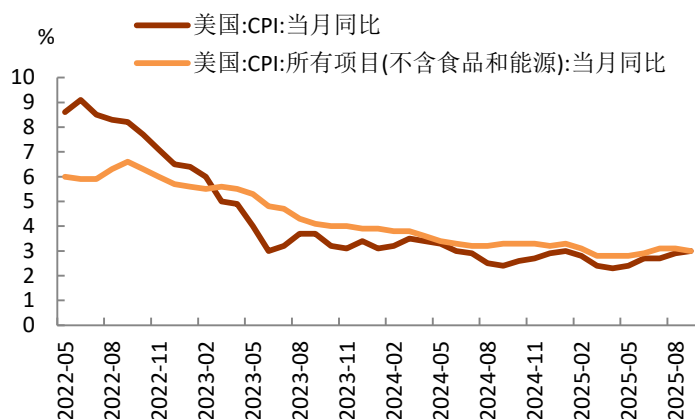
国内经济下行压力增加。三季度实际GDP同比增加4.8%，较二季度5.2%回落，符合市场预期，显示三季度经济修复放缓，但给予上半年经济表现较好，全年5%的经济增长目标市场概率较大。9月单月各项经济数据进一步分化，出口及生产端较强，消费及投资端较弱。其中9月出口增速再度回升，创近半年新高，显示关税冲击下国内出口仍保有较强韧性；9月工业增加值同比6.5%，高于前值及预期值。但以旧换新政策效果减退，9月社零同比3.0%，较前值回落0.4个点，低于市场预期的3.1%，连续4个月回落；1-9月固定资产投资同比-0.5%，较前值

回落1.0个点，低于市场预期的0%，其中1-9月地产投资同比-13.9%，广义基建投资同比3.3%，制造业投资同比4.0%，均低于前值。从经济前瞻指标看，10月制造业PMI为49.0%，低于前值的49.8%，且连续七个月处于荣枯线下方；非制造业PMI为50.1%，略高于前值的50.0%。

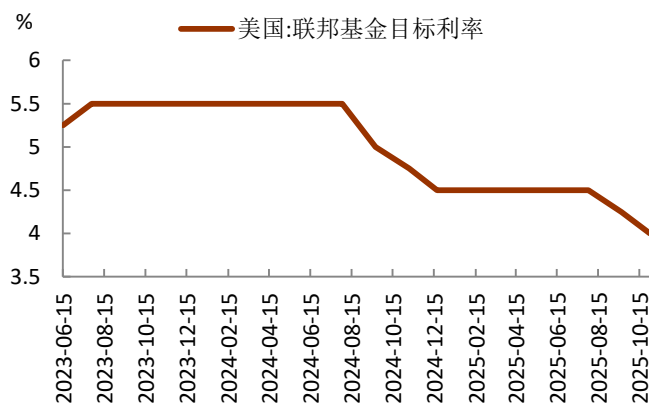
政策端看，10月底四中全会如期召开，并审议通过了“十五五”规划编制《建议》稿，大体确定了后续至少5-10年经济社会发展路线图。本次会议，额外增加了经济议题，要求坚决完成全年经济社会发展目标。同时，十五五报告在产业建设、科技进步、扩大内需、投资于人等方面提出了更高的目标和要求。

整体来看，国内经济复苏节奏放缓，多项经济指标承压，但全年GDP完成难度不大的背景下，强刺激政策概率较小，温和政策出台仍可期。国内四中全会落地，十五五规划建设意见出台，中长期提振市场信心。

图表 2 美国通胀情况

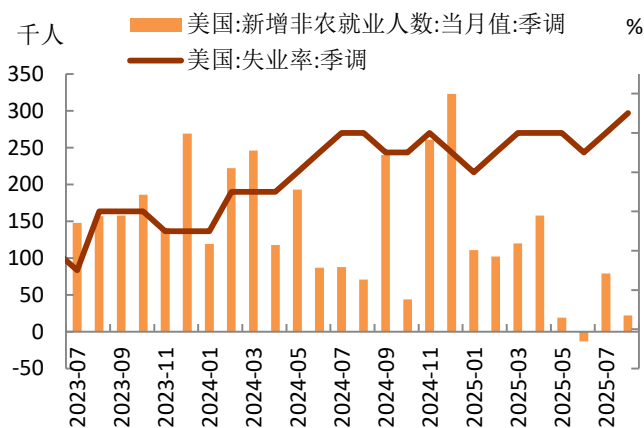


图表 3 美国利率水平

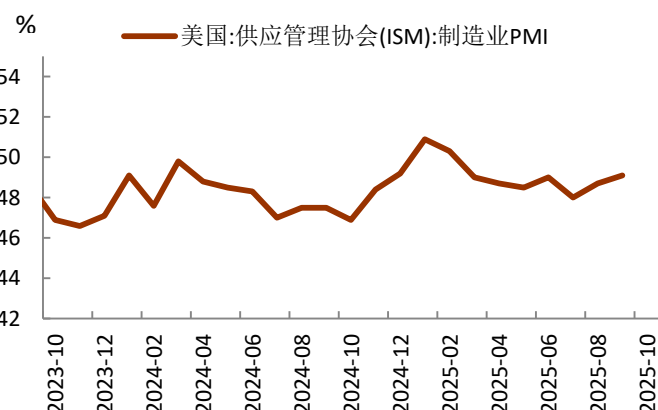


数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 4 美国就业市场

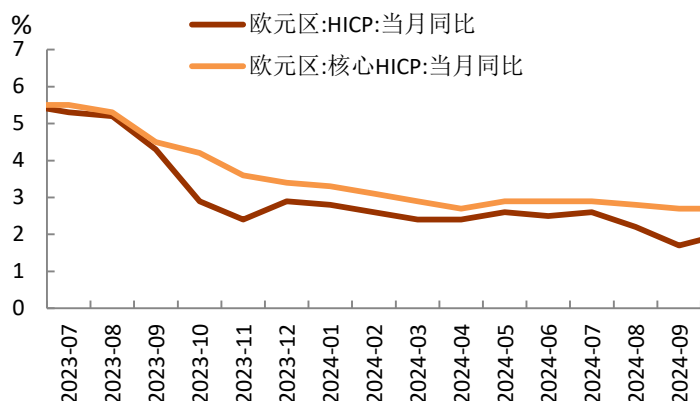


图表 5 美国 ISM 制造业 PMI

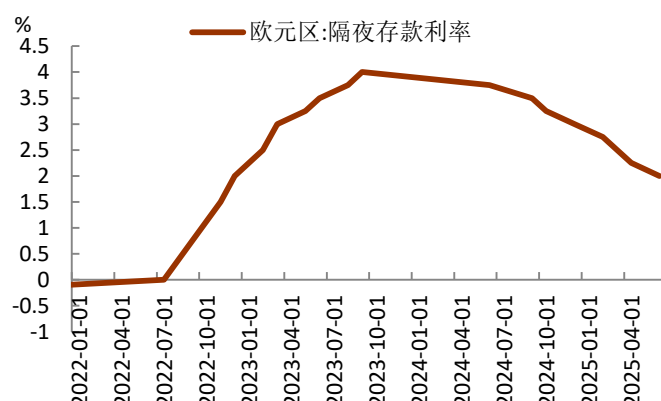


数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

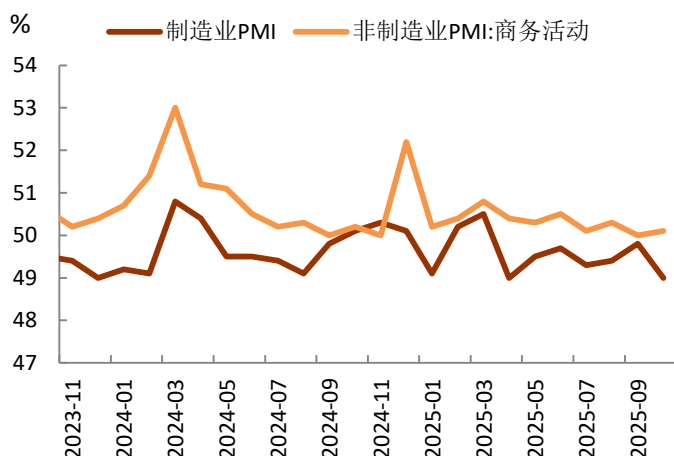


图表 7 欧元区利率水平

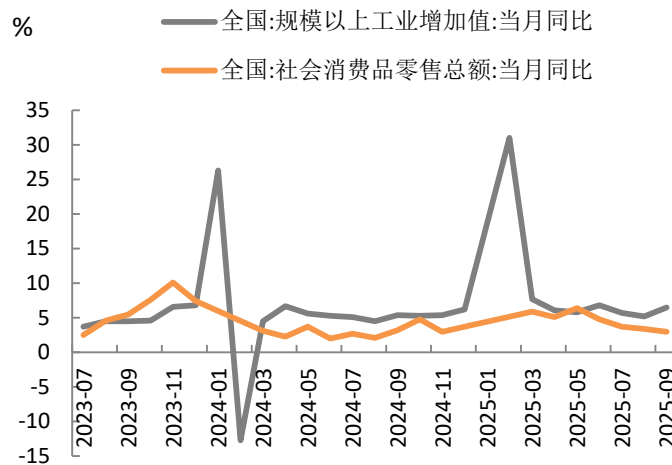


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 8 国内 PMI 数据



图表 9 国内重要经济指标



数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

三、锌基本面分析

3.1 锌矿供应情况

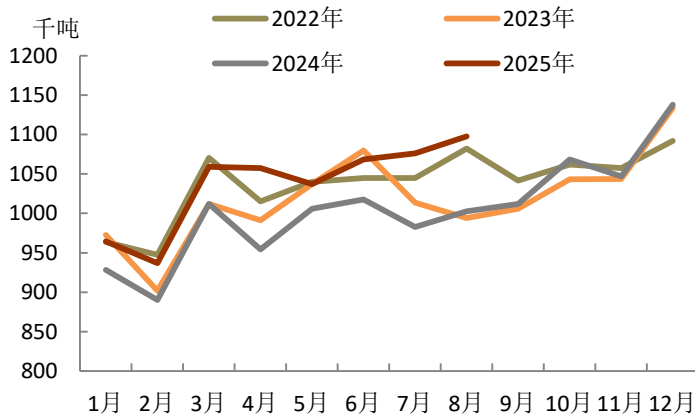
3.1.1 全球锌精矿供应如期恢复

ILZSG: 2025年1-8月锌精矿包累计产量829.7万吨, 累计同比增6.5%。年初以来全球矿山生产较顺利, 扰动事件少且影响短暂, 供应同比增幅明显。

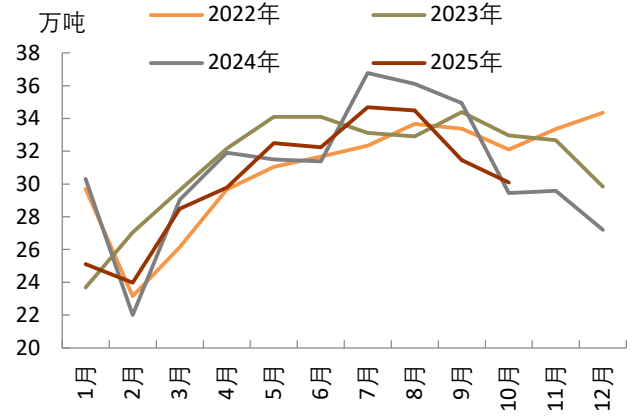
海外锌矿生产维持稳定, 新增矿山如OZ矿、Buenavista矿等新增项目顺利爬产, 锌精矿供应恢复较好兑现。全年看, 考虑潜在扰动因素及客观存在的部分矿山品位下滑的影响, 预计海外锌精矿增量在55万吨左右。

国内方面，SMM数据显示，9月锌精矿产量31.45万吨，环比减少8.8%%，同比减少10%。1-9月累计产量272.7万吨，累计同比减少3.97%。预计10月产量环比减少4.32%至30.09万吨。四季度以来，北方天气转冷，部分高海拔地区矿山陆续进入季节性生产淡季，锌矿月度产量环比回落态势显著，对于11月，北方减停产矿山增多，预计锌矿产量保持环比回落态势。

图表 10 全球锌矿月度产量情况



图表 11 国内锌矿月度产量情况



数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 12 2025 年海外锌矿产量增减情况（万吨）

矿山	国家	2025 年变化
Kipushi	刚果	10
迈蒙矿	米尼加	2
Ozernoye	俄罗斯	10
Bowdens Silver	澳大利亚	0.5
Vares 银矿	波斯尼亚	3
Buenavista	墨西哥	3.6
Peñasquito	墨西哥	-2.2
Neves-Corvo	葡萄牙	1
Aripuanã	巴西	1.5
Endeavor	澳大利亚	5
Tara	爱尔兰	9
Dugald River	澳大利亚	1.4
Aljustrel 铅锌矿	葡萄牙	5.5
Antamina	秘鲁	17.6
San Cristobal、Carahuacra 和 Ticlio	秘鲁	1
Century zinc	澳大利亚	1
Minera Tizapa	墨西哥	-2.7
Red Dog	美国	-10.6
合计		56.6

数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 13 2025 年国内锌矿新增情况（万吨）

矿山	省份	2025 年变化
火烧云	新疆	5
银珠山	江西	2
鑫湖矿业	西藏	2
合计		9

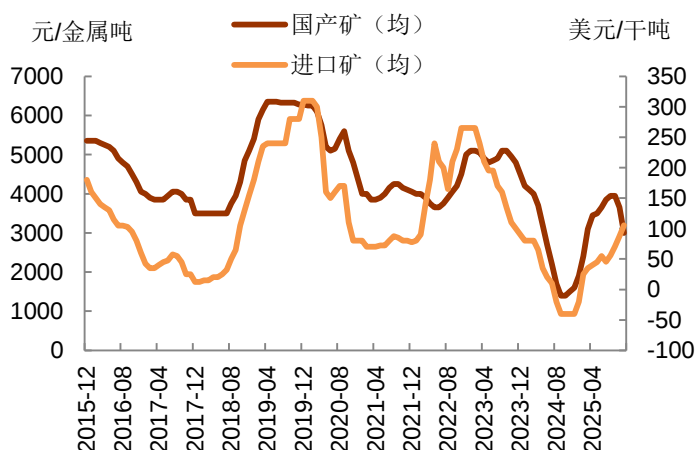
数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

3.1.2 内外加工费调整，锌矿进口保持高水平

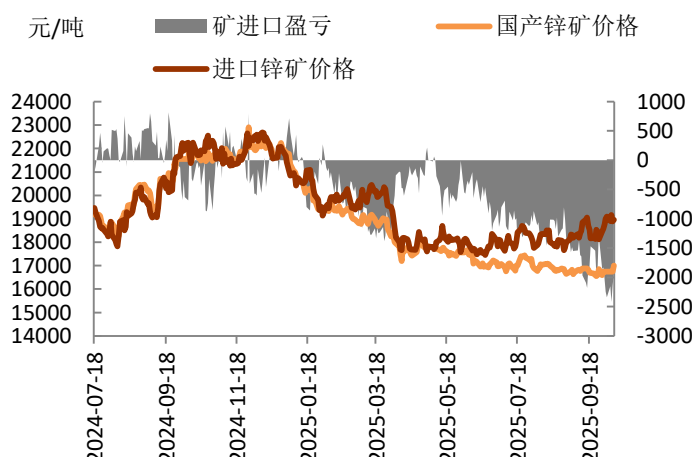
SMM 数据显示，11 月国产锌精矿加工费均值 3000 元/吨，环比降 650 元/吨，连续两个月环比回落；进口矿加工费均值 105.54 美元/干吨，环比增 18.03 美元/干吨，内外加工费走势分化加剧。当前沪伦比价维持低位，锌精矿进口亏损较大，炼厂采买倾向于国产锌精矿，进入四季度国内北方矿山减停产增多，叠加炼厂冬储需求增加，国产矿采买竞争加剧，月度加工费仍有下行预期。尽管进口矿月均价维持增势，但周度加工费报价已出现小幅回落。随着海外炼厂复产预期增加，预计进口加工费仍有小幅调整空间。

进口情况看，海关数据显示，2025 年 9 月进口锌精矿 50.54 万吨（实物吨），环比增加 8.15%，同比增加 24.924%。主要进口来源国：澳大利亚、秘鲁、阿曼、俄罗斯等。1-9 月累计锌精矿进口量为 400.8 万吨（实物吨），累计同比增加 40.49%。当前极低的沪伦比价下，锌精矿进口维持较大亏损，但炼厂前期锁单及长单货源陆续到港，使得单月进口量维持较高水平。不过 10 月锌矿进口亏损有所扩大，炼厂倾向于采购国产矿，预计锌矿进口量进一步增长空间较有限，在冬储刚性需求支撑下，单月进口量预计仍能保持高位。

图表 14 内外加工费分化

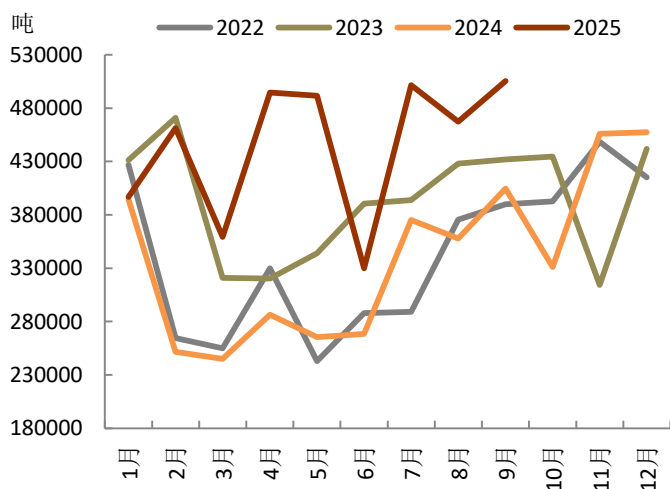


图表 15 锌矿进口盈亏

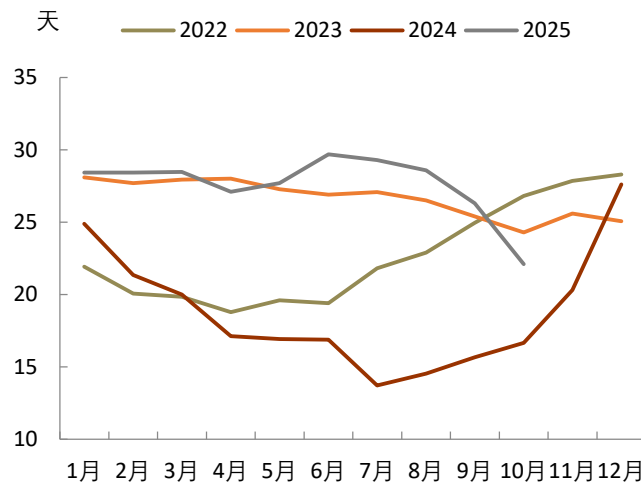


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 16 锌矿进口情况



图表 17 冶炼厂原料库存天数



数据来源: Mysteel, iFinD, 铜冠金源期货

3.2 精炼锌供应情况

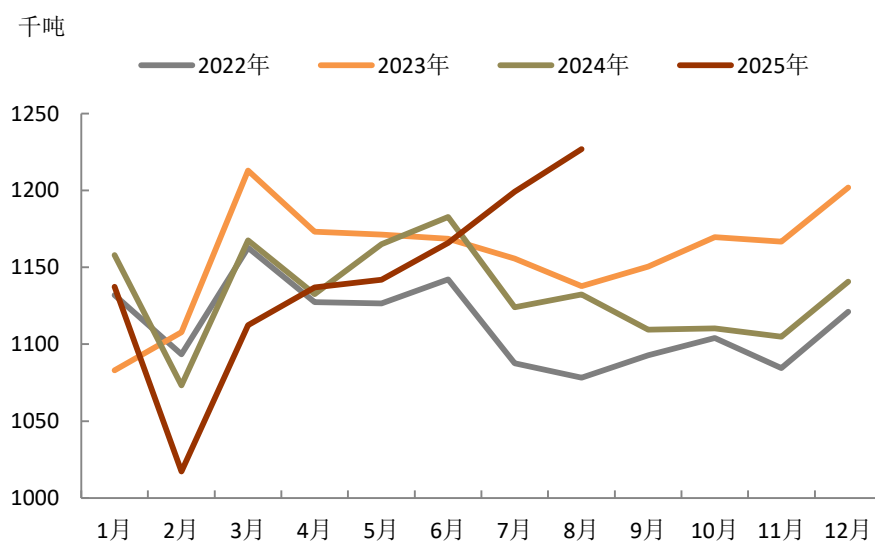
3.2.1 海外炼厂提产预期增加，国内维持高供应

全球范围来看，ILZSG数据显示，2025年1-8月全球精炼锌产量为913.8万吨，累计同比增加0.03%。其中，1-8月海外精炼锌累计产量同比减少5.2%，中国累计产量同比增加6%。年初至今，国内炼厂生产较为稳定，且新增产能逐步释放产量，贡献主要增量；海外炼厂则贡献主要减量。

虽然海外矿山如预期提产，但今年Banchmark仅有80美元/吨，CZSPT小组四季度进口加工费定价为120-140美元/干吨，远高于长协加工费。长协定价偏低抑制海外冶炼厂的生产积极性。同时，海外的能源成本偏高，进一步侵蚀炼厂生产利润。部分炼厂减产控产，如Nyrstar的Hobart年4月起减少约25%的产量；Young Poong Corp的Seokpo炼厂2月因违反水资源保护法，停产至4月下旬；Nexa的Cajamarquilla炼厂6月底受罢工扰动短暂停产。同时Boliden旗下扩建炼厂Odda生产受到中间料短缺的不利影响，实际爬产进度不及预期。

四季度，随着现货加工费环比的提升，四季度部分海外炼厂存复产提产预期，但年底主动大幅提产意愿依旧不足，全球精炼锌供应预计延续内强外弱的分化格局。

图表 18 全球精炼锌月度产量情况



数据来源：iFinD，新闻整理，铜冠金源期货

图表 19 2024-2025 年海外炼厂事件汇总 (万吨)

公司	冶炼厂	国家	总产能	备注
Nyrstar	Budel	荷兰	31.25	2024 年 1 月下旬进入保养维护期。4 月 30 日宣布于 5 月 13 日当周以较低的产能重新启动。
嘉能可	Nordenham	德国	16.5	2022 年 11 月停产检修，2024 年 2 月增加产出。
Young Poong Corp	Seokpo	韩国	40	2024 年 3 月 6 日宣布已将产量削减了五分之一；2025 年 2 月因违反水资源保护法，停产至 4 月 24 日。
Teck	Trail	加拿大	30	2024 年 9 月 24 日因火灾导致关停四分之一产能
俄罗斯铜业	Verkhny Ufalei	俄罗斯	12	原计划 2024Q3 开始生产
Korea Zinc	Townsville	澳大利亚	25	扩建
韦丹塔	HZL	印度	25	扩建
Boliden	Odda	挪威	35	2025 年 3 月 19 日扩建项目正式投产，锌年产能从 20 万吨提升至 35 万吨
Nyrstar	Hobart	澳大利亚	25	2025 年 3 月 12 日，Nyrstar 宣布从 2025 年 4 月起减少约 25% 的产量，减产将分阶段实施。
Nexa	Cajamarquilla	秘鲁	34.4	因谈判加薪失败，2025 年 6 月 25 日罢工，但随后谈判达成，已于 6 月 27 日复产

数据来源：新闻整理，铜冠金源期货

3.2.2 1 11 月精炼锌月度产量维持高位，锌锭出口预期增加

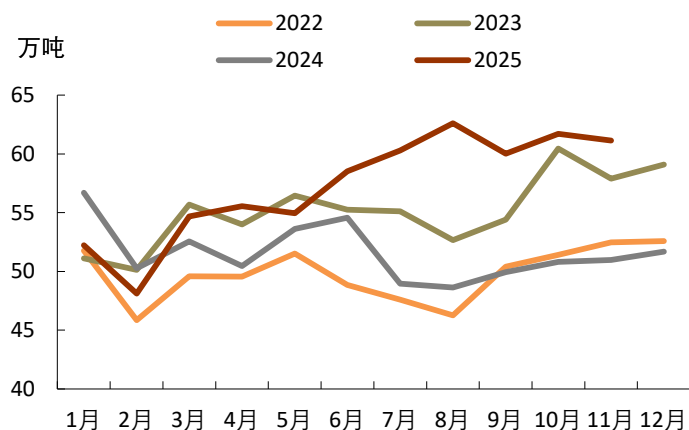
SMM: 10月精炼锌产量61.72万吨，环比增加2.85%，同比增加21.45%，产量小幅不及预期。1-10月累计产量568.63万吨，累计同比增加10.1%。10月产量不及预期，主要受原料矛盾突出导致，减量主要集中在河南、陕西、甘肃、江西、四川、湖南等地区，增量主要以内蒙古、河南、湖南、甘肃和广西等地。对于11月除常规检修减产外，主要因为矿加工费加速下跌，

冬储背景下冶炼厂原料库存压力增加，部分冶炼厂被迫压缩产量，另有部分再生锌厂因原料价格走高且采购困难，利润倒挂下主动减停产。减量主要集中在内蒙古、陕西、四川、湖南等地，另外甘肃、河南的检修恢复和新疆、宁夏的新增产能释放贡献一定增量。预计11月产量环比减少0.94%至61.14万吨。

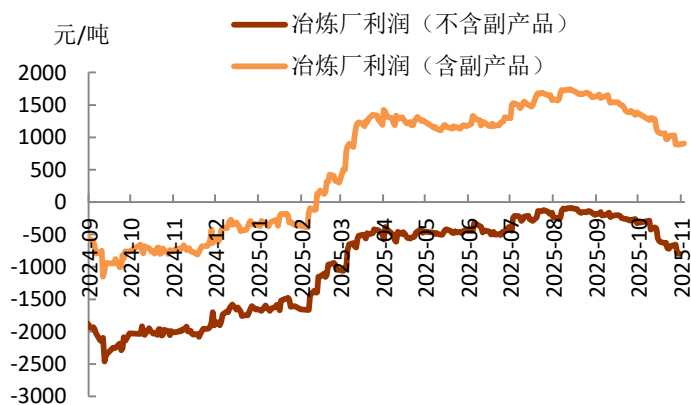
进口方面，海关数据显示，2025年9月精炼锌进口量2.27万吨，环比减少11.61%，同比减少57.03%。主要进口国为：哈萨克斯坦、伊朗、印度尼西亚等。1-9月精炼锌累计进口25.82万吨，累计同比减少19.27%。9月沪伦比价加速回落，锌锭进口亏损不断扩大，但长单货源持续流入，单月进口量维持在2万吨以上的水平。进入10月，沪伦比价回落态势不改，锌锭亏损扩大至5000元/吨，预计进口量难有增量。相反，锌锭出口窗口间歇式打开，且市场已有部分贸易商计划出口，但受锌锭出口窗口开启反复及出口渠道等客观因素影响，锌锭出口量暂有限，不过外强内弱格局延续，锌锭出口窗口开启概率较大，锌锭出口量环比预计大幅增加，持续关注出口量级及频次的变化。

出口方面，9月精炼锌出口0.25万吨，环比增加2166.9吨，同比增加1518.4吨。中国是锌锭净进口国，近五年来看，锌锭出口窗口开启机会较少，除了2022年年中外，今年9月底以来锌锭出口窗口再度阶段性开启。国内锌锭出口存在两种情况，一种出口至中国台湾、新加坡、印尼、越南、泰国等东南亚国家；另一种则出口至LME亚洲仓库交仓，如中国香港、新加坡、马来西亚巴生港等。据悉贸易商已在积极试单出口及交仓，从市场调研情况看，预计10月锌锭出口量超万吨。随着锌锭出口的持续落地，有望缓解国内高库存压力。

图表 20 国内精炼锌月度产量

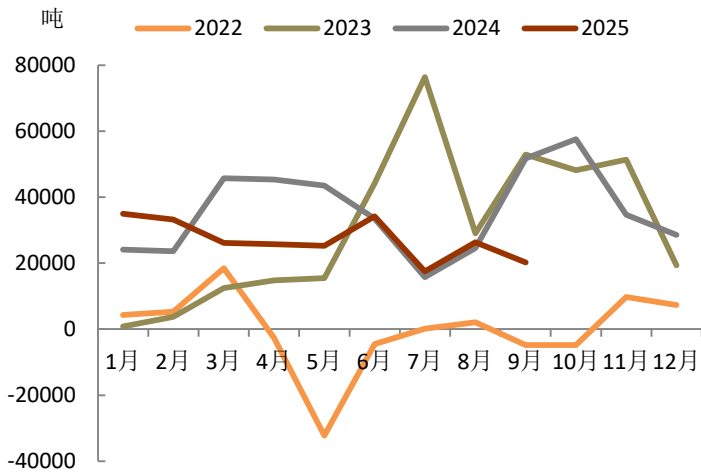


图表 21 冶炼厂生产利润

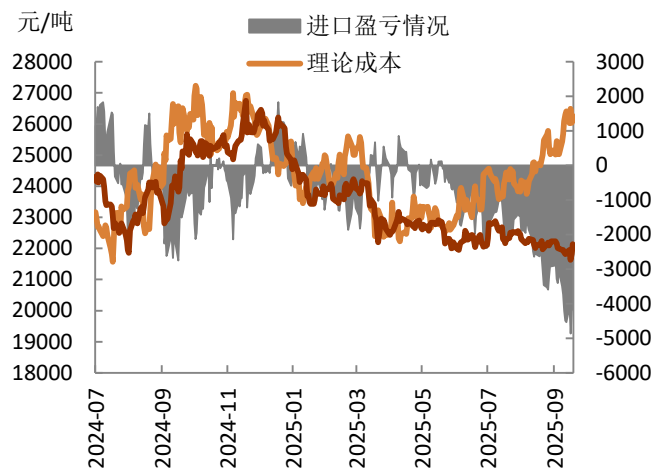


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 22 精炼锌净进口情况



图表 23 精炼锌进口盈亏情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 24 2024-2025 年国内主要炼厂投建产情况（万吨）

企业名称	类型	产能	投产时间
桂阳银龙科技	再生锌	2	2024. 3
广西誉升	电解锌	5	2024. 7
潍坊龙达锌业	再生锌	2	2024. 7
荆州市正峰再生资源	电解锌	7	2024. 11
泸溪蓝天高科	再生锌	5	2024 年底
河南济源万洋	电解锌	15	2025. 3 月试车投产，5 月有望产出
云铜锌业	电解锌	15	4 月 30 日晚，沸腾炉正式投料试生产
新疆火烧云	电解锌	60	2025 年 10 月中下旬投产生产，10 月预计产出 500-1000 吨

数据来源：SMM，百川盈孚，铜冠金源期货

3.3 精炼锌需求情况

3.3.1 欧美终端消费边际回暖，持续性尚待观察

全球范围来看，ILZSG数据显示，2025年1-8月全球精炼锌消费量为902.16万吨，累计同比增加2%，其中，海外精炼锌消费累计同比增加1.35%，国内精炼锌消费累计同比增加2.78%。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，过剩量级扩大。

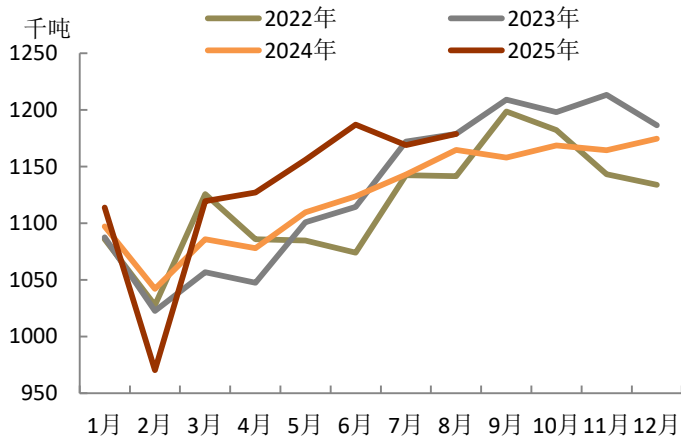
海外来看，锌需求主要集中在汽车及地产板块。地产市场，8月美国新房销售量年化达80万户，环比大涨20.5%，为2022年1月以来的最高水平。新屋销售大涨，得益于房屋建筑商大幅降价和提供销售激励，以及贷款利率下降。房贷融资机构房利美最新预测显示，美国房地产市场有望在 2026 年迎来全面复苏。主因随着抵押贷款利率逐步下降至关键的 6% 以下，

购房需求将被重新激活，交易量与贷款活动都将显著增长。从欧元区营建信心指数来看，9月为-3.5，环比收窄0.1，显示投资者购房信心略有改善但依旧疲软。

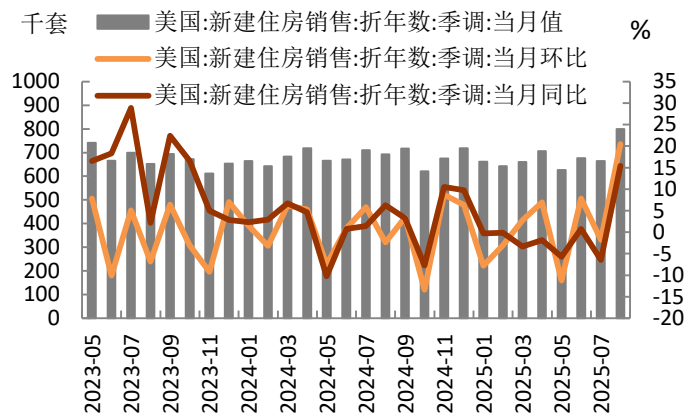
汽车市场，根据美国商务部的数据，8月美国新车销量为149.13万辆，同比增长2.4%。1-8月，汽车销量累计同比增长3.9%至1122.07万辆。单月销售同比增速回落，但维持正增长，关税担忧略缓，购车消费前置影响减弱。欧洲汽车制造商协会（ACEA）数据显示，9月欧洲新车销量同比增长10.7%，德国和英国市场引领增长。尽管面临生产成本高企、美国进口关税以及电动汽车转型慢于预期等挑战，汽车制造商正加大插电式混合动力汽车的销售力度，以满足排放法规要求。

整体来看，在关税扰动降温，美联储降息及房企车企增加政策刺激的背景下，美国消费市场表现出超预期的消费韧性，欧洲市场则延续温和复苏的态势，总体海外消费温和增长。

图表 25 全球精炼锌月度需求情况

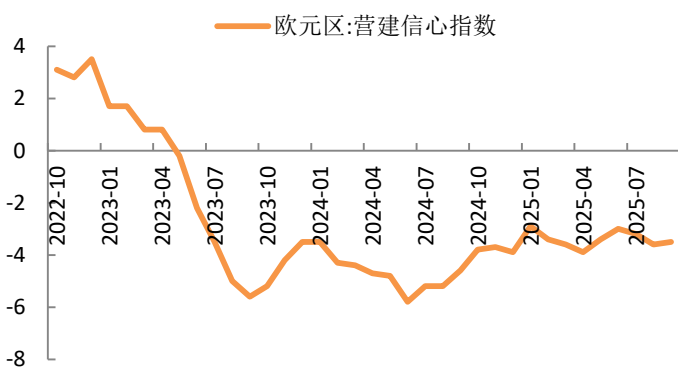


图表 26 美国新建住房销量

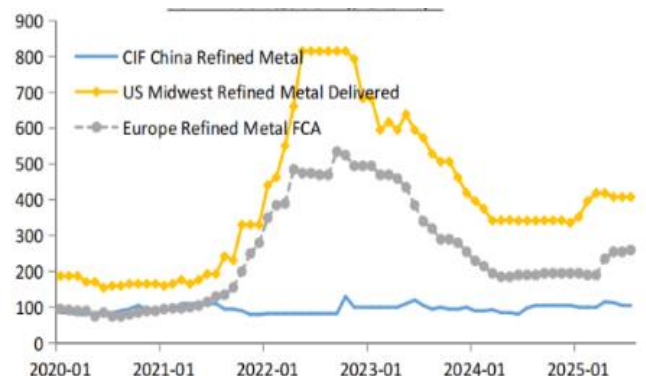


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 27 欧元区营建信心指数



图表 28 各地锌锭贸易升水



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

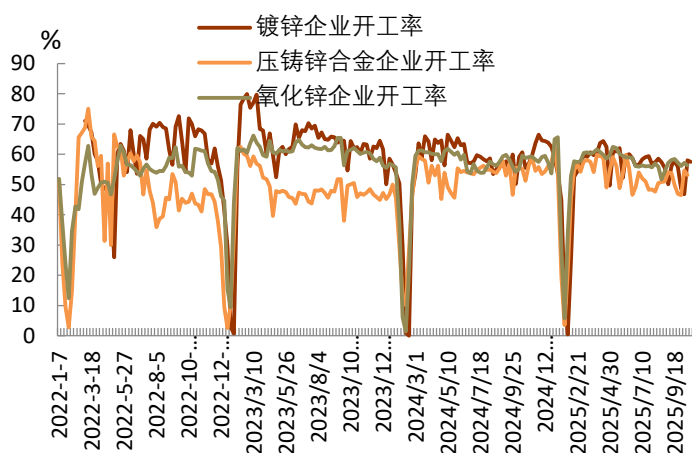
3.3.2 初端企业开工表现偏弱，镀锌出口韧性尚存

10月消费表现不及预期，初端镀锌及氧化锌企业开工率处于同期偏低位，压铸合金企业

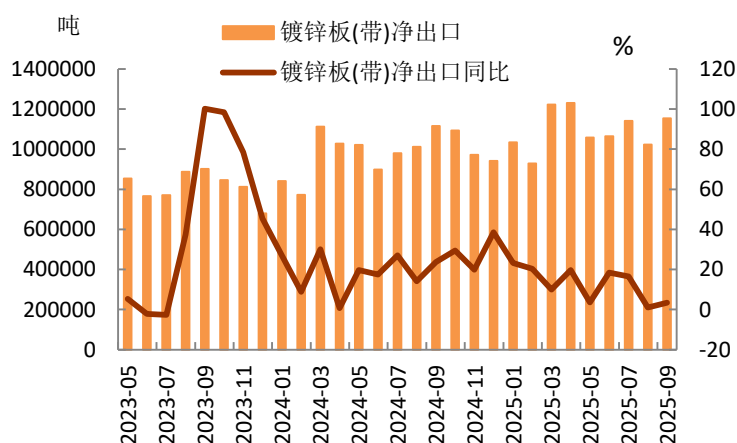
开工率处于同期中性水平，截止至10月底，镀锌、压铸锌合金及氧化锌企业开工率分别为57.54%、52.5%、58.19%。分版块看，特塔订单表现不及预期，呈现旺季不旺，叠加光伏支架订单跟随西北停工而减少，拖累镀锌结构件企业生产积极性，同时黑色系价格维持弱势，贸易商担忧成品库存积压，采买不足抑制镀锌管企业生产。地产板块持续低迷，拖累传统五金订单，电子产品订单较好，叠加压铸锌五金出口至东南亚订单维稳，支撑压铸锌合金企业开工。橡胶级及饲料级氧化锌订单稳定，陶瓷级氧化锌订单较差，但电子级需求较好，支撑氧化锌企业开工率。后期看，11月消费进入旺季向淡季过度阶段，预计各版块企业开工不同程度环比回落。

海关数据：9月镀锌板出口量为122.62万吨，环比增加11.73%，同比增加2.27%。主要出口国：菲律宾、韩国、泰国等。1-9月累计镀锌板出口量为1044.43万吨，累计同比增加9.87%。国内税务局第17号公告10月1日正式实施，精准打击买单出口行为，部分镀锌板厂积极赶工装船发运，带动镀锌板出口量在呢个价，同时8月黑色系价格走低，镀锌板出口优势修复，对9月出口量亦有提振。对于10月，抢发运提振边际减弱，且越南反倾销影响持续，预计镀锌板出口量环比有所回落。

图表 29 国内初端企业开工率



图表 30 镀锌板净出口情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

3.3.3 传统消费表现疲软，新兴消费表现分化

传统消费基建板块：国家统计局数据：2025年1-9月广义、狭义基建投资同比分别为3.34%、1.1%，分别较前值回落2.08%、0.9%。9月广义、狭义基建投资当月同比分别为-8.0%、-4.6%，连续3个月负增长，广义基建增速跌幅继续扩大，狭义基建增速跌幅略有收窄，显示 电力、热力等传统基建板块投资动能减弱，但5G基站、数据中心等数字基建、新基建快速推进。高频数据来看，9月底以来，水泥发运量及沥青开工率改善程度依旧有限，指向基建实物量维持偏低。

后期看，四季度基建板块依旧是国内经济的基石，其发挥着新旧动能转换的重要作用。10月17日，财政部宣布从地方政府债务结存限额中安排5000亿元下达地方，规模较上年增加1000亿元，支持范围亦有拓展，除用于补充地方政府综合财力，还安排额度用于经济大省符合条件的项目建设。同时，财政部明确今年将提前下达2026年新增地方政府债务限额，将进一步缓解地方政府财政“拮据”，也将利于基建投资企稳修复。

房地产方面：国家统计局数据显示，2025年1-9月地产投资累计同比-13.9%，前值-12.9%。新开工面积累计同比为-18.9%，前值-19.5%；施工面积累计同比为-15.3%，前值-17%；竣工面积累计同比-9.4%，前值-9.3%；销售面积累计同比为-5.5%，前值-4.7%。新开工、竣工跌势小幅收窄，投资、施工及销售跌势扩大，总体各项指标延续弱势。房价方面，9月70城二手房价同比跌幅收窄至-5.2%，环比跌幅扩大至-0.64%，其中一线城市二手房价环比持平-1.0%，指向地产量价均继续下行。

单月来看，9月地产供需两端边际改善，主要受核心一线城市放松限购政策并增加了优质供应，有效释放部分需求，同时存在中秋假期错月的影响。不过，全国市场并未出现全面改善，且去年同期政策支撑抬升了基数，将对年内地产市场同比增速构成较大压力。10月底的四种全会定调推动地产高质量发展，意味着地产行业从规模扩张转向聚焦于提升品质与内涵的新发展阶段。近期地方继续松地产，多继续围绕购房补贴、优化公积金贷款等支持政策，政策较温和的背景下，地产板块修复周期依旧漫长，维持对锌消费构成拖累。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，2025年9月汽车产销分别完成327.6万辆和322.6万辆，环比分别增长16.4%和12.9%，同比分别增长17.1%和14.9%。1-9月，汽车产销分别完成2433.3万辆和2436.3万辆，同比分别增长13.3%和12.9%，产销量增速较1-8月分别扩大0.6和0.3个百分点。出口方面，9月，汽车出口65.2万辆，环比增长6.7%，同比增长21%。1-9月，汽车出口495万辆，同比增长14.8%。

汽车以旧换新政策持续显效果，且近期部分暂停地区开始恢复，叠加行业治理内卷工作取得有效紧张，地方车展火热、新品密集上市，助力车市保持良好发展态势，汽车单月产销同比增速已连续5个月保持在10%以上的增速。10月车市步入传统“银十”销售旺季，叠加国庆假期的集客效应，助力月初消费需求持续释放。但随着各地以旧换新补贴政策陆续调整，月下旬车市增速或有边际放缓，总体保持偏好态势。

从白色家电方面来看：国家统计局数据显示，2025年1-9月空调累计产量21657.1万台，同比增长4.4%。1-9月冰箱累计产量8035.2万台，同比增长1.5%。1-9月洗衣机累计产量9005.4万台，同比增长7.5%。1-9月彩电累计产量14809.3万台，同比下降2.9%。出口方面，1-9月空调累计出口5016万台，同比增长0.7%。1-9月冰箱累计出口6165万台，同比增长1.6%。1-9月洗衣机累计出口2629万台，同比增长7.4%。1-9月液晶电视累计出口7844万台，同比下降2.8%。

空调最为家电主要消费板块，产业在线数据显示，9月空调内外销双降。9月多地连续降雨导致空调安装受阻，同时国补政策刺激部分消费前置，导致当下需求增长乏力，且9月处于多地国补资金拨付间隙，削弱政策刺激效果，此外原材料铜等价格上涨亦抑制企业生产意愿。

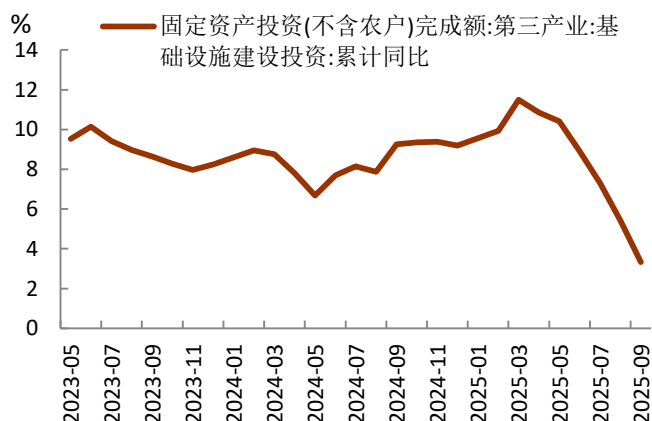
出口方面，海外市场仍处相对饱和阶段，企业去库为主，抑制出口需求。对于10月，尽管存在高基数、消费前置等影响，但恰逢中秋双十一，需求存改善预期，企业排产小幅上调。杜宇11月，企业内外销排产分别同比下滑21.2%和下滑13.8%。主要受到终端零售表现不及预期的影响，企业担心压库存及资金断裂，主动下调生产计划，同期，原料成本居高不下，企业合理减产也为了优化成本支出。出口则延续周期性调整，去库及搞基础仍是主旋律，排产延续承压。

新兴消费板块来看，锌主要以热镀锌和锌铝镁合金的形式用于光伏支架，锌铝镁钢边框则可以为光伏组件提供物理支撑。

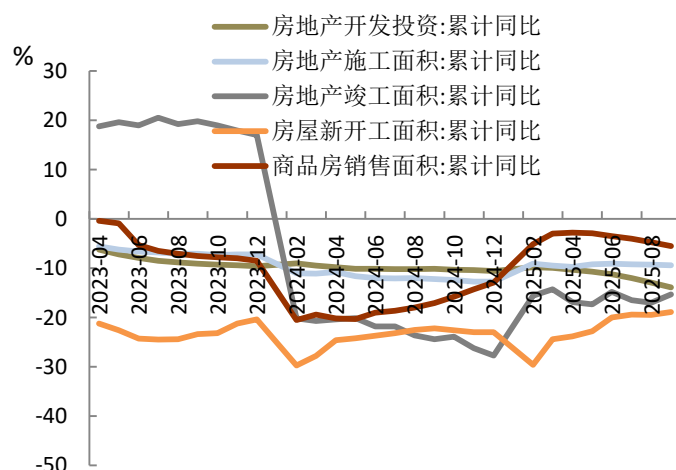
根据国家能源局数据，9月全国新增光伏装机9.65GW，同比下降54%，环比增长31.25%。1-9月，光伏累计新增装机量240.27GW，累计同比增速49.35%。9月新增光伏装机环比有所好转，主要是行业自身节奏和政策影响下的阶段性波动。随着“反内卷”行动推行，光伏行业减产、限产力度及范围持续扩大，行业逐步走出谷底，四季度光伏新增装机量存边际修复预期。

风电塔筒是锌的主要应用部位之一，用锌量约占风电用锌总量的 60-70%；同时风电设备中螺栓连接部位、小型金属构件及支架等，也需要使用镀锌工艺或锌合金材料进行防腐处理，用锌量约占30-40%。根据国家能源局数据，9月风电新增装机稍回升至3.25 GW，同比减少41%，环比减少22.06%。1-9月累计新增装机量61.09GW，累计同比增加21.3%。风电行业乘着“双碳”东风，驶入高质量发展的快车道。从国家出台反内卷法规，到大型新能源基地建设，到海上风电税收优惠政策延续，到海外市场开拓，多种利好因素支撑风电行业快速增长。四季度，风电行业进入抢装期，预计新增装机量保持同比正增长。中长期看，2025年北京国际风能大会发布的《风能北京宣言2.0》明确提出，“十五五”期间我国风电年新增装机容量将不低于120GW，其中海上风电不低于15GW，较“十四五”期间年均60GW的规模实现翻倍增长，这样进一步打开了行业的想象空间。

图表 31 基建投资增速有望回暖

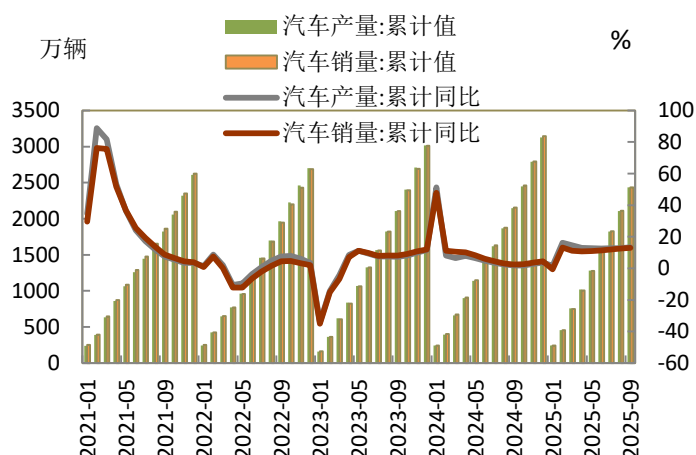


图表 32 地产主要指标依然疲软

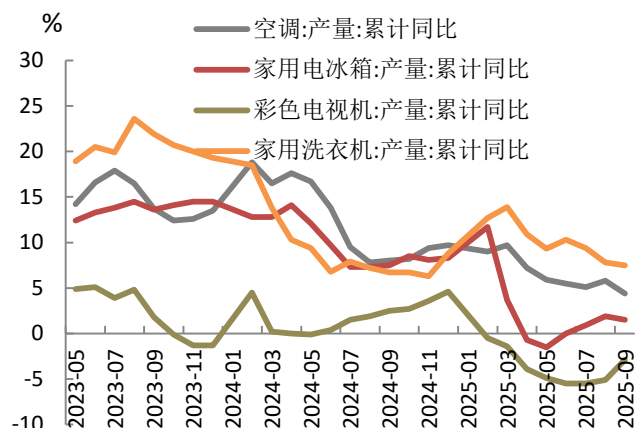


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 33 汽车产销情况

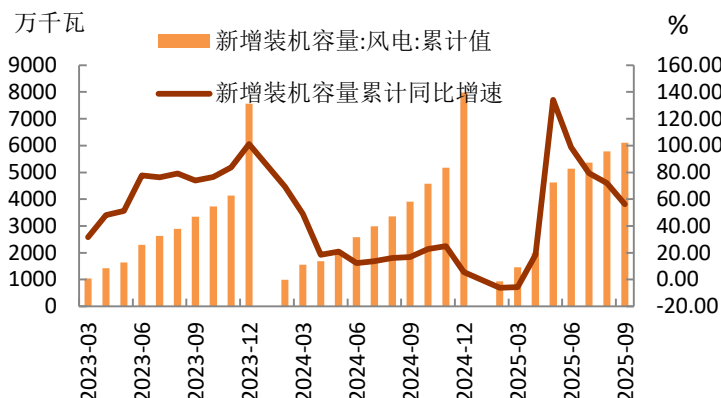


图表 34 白色家电产量情况

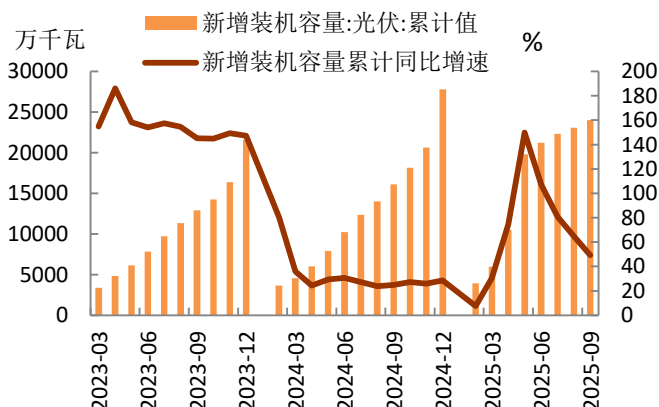


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 35 风电新增装机量情况



图表 36 光伏新增装机量情况



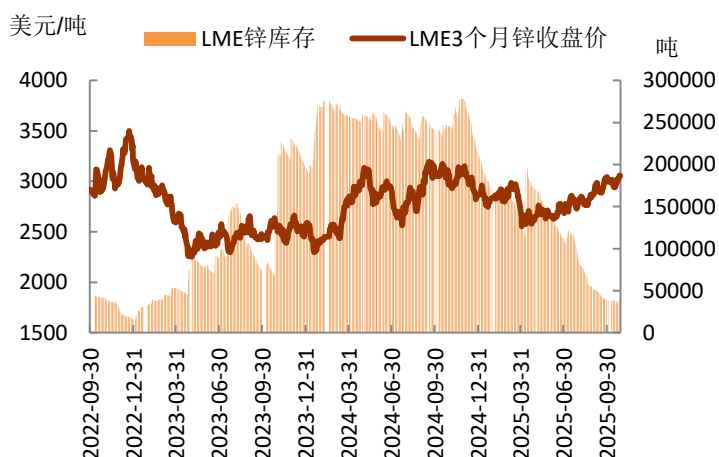
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

3.4 内外库存分化

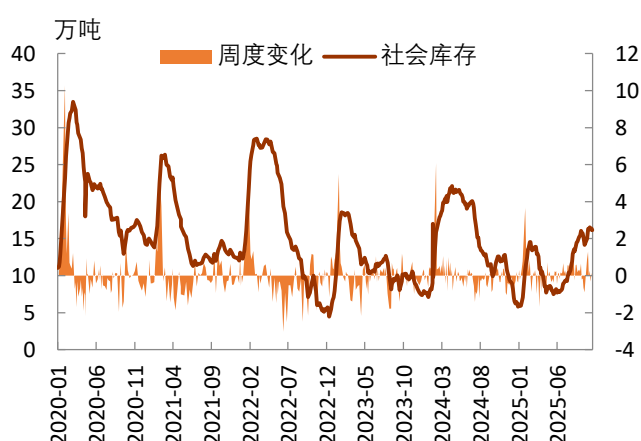
LME库存自7月中旬加速回落，同时，进入10月，LME0-3现货升水快速飙升，一度攀升至300美金，刷新1997年以来高点。在现货溢价走高的背景下，少量隐性库存交仓，LME去库放缓，但绝对水平维持低位，截止至10月31日，库存达3.53万吨，月度减少2900吨，较年初减少17.53万吨。随着国内锌锭交仓的持续推进，预计LME库存存在企稳小幅回升的可能，但出口量级有限的预期下，库存仍能保持在偏低位。

10月国内消费不及预期，同时检修炼厂复产，供增需弱的背景下，社会库存保持高位，截止至10月30日，社会锌锭库存为16.15万吨，月度增加2.01万吨。后期看，国内炼厂供应维持高位，但消费逐步进入旺季转淡季的过度期，国内库存预计保持高位，不过若锌锭出口效率提升，或将缓解库存压力。

图表 37 LME 库存维持低位



图表 38 国内库存维持高位



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

四、总结与后市展望

宏观面看，中美达成阶段性协议，美联储 10 月降息靴子落地，均符合市场预期，但 12 月降息不确定性上升，市场情绪或有反复。国内经济复苏节奏放缓，温和政策出台仍可期。四中全会落地与“十五五”规划建设意见发布，为市场注入中长期信心。

供应端，北方矿山进入季节性生产淡季，叠加炼厂冬储需求增加，内外加工费同步下调，成本端支撑增强。同时，原料库存收紧及利润回落导致部分炼厂压缩产量，精炼锌月度供应预计环比小幅减少，叠加锌锭出口预期支撑下，供应端压力边际放缓。

需求端，终端消费表现平淡，基建及地产增速承压，汽车延续向好态势，家电消费保有韧性，光伏增速降幅收窄，风光领域消费强劲，镀锌板出口存边际回落预期。进入 11 月，消费进入淡旺季过渡阶段，终端提振有限的背景下，初端企业开工预计温和回落。

整体来看，宏观重要事件落地后，市场转向基本面。11 月供需双弱，加工费下调强化成本支撑，同时精炼锌环比下滑及锌锭出口，缓解高供应压力，需求虽然边际转弱但韧性尚存。叠加伦锌低库存强结构的格局短时难逆转，将持续支撑锌市，预计 11 月锌价重心上移。

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。