



2025 年 11 月 9 日

多空略显僵持 锌价震荡盘整

核心观点及策略

- 上周沪锌主力期价涨势放缓，小幅调整。宏观面来看，美国政府停摆事件持续发酵，市场流动性担忧升温，同时经济指标显示就业降温，增加经济下行的担忧，市场风险偏好降温，国内 10 月出口超预期下滑，且跌至负增长，部分受高基数影响，后期存修复预期。
- 基本面来看，内外锌矿加工费延续同步调整，冶炼企业原料库存锁紧，且利润进一步压缩，生产积极性受到抑制，部分炼厂缩减产量应对，11 月精炼锌月度供应预计环比小降。同时，外强内弱格局延续，沪伦比价低位震荡，锌锭出口保持开启，出口增多亦缓解国内供应压力。需求端看，天津河北河南因空气污染而环保限产，当地大厂限产，小产停产，但南方终端项目赶工，出口稳定，限制镀锌企业开工调整空间；原料价格上涨抑制压铸锌合金企业开工；陶瓷级氧化锌需求偏弱拖累氧化锌企业开工。不过随着锌锭出口增多，库存延续小降。
- 整体来看，美国政府停摆导致经济数据缺失，市场对美国经济前景及美联储降息预期均存不确定性，宏观缺乏趋势指引。基本面延续外强内弱格局，LME 维持低库存强结构，支撑内外锌价，国内供应缩量及出口增多提供支撑，库存小降，但消费步入淡季，需求不足抑制锌价上方空间。短期多空因素僵持不下，预计锌价震荡盘整等待新驱动。
- 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31日	11月31日	涨跌	单位
SHFE 锌	22,355.00	22,720.00	365	元/吨
LME 锌	3050	3066.5	16.5	美元/吨
沪伦比值	7.33	7.41	0.08	
上期所库存	103416	100208	-3208	吨
LME 库存	35,300	34,900	-400	吨
社会库存	16.14	15.87	-0.27	万吨
现货升水	-40	-70	-30	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 合约期价涨势放缓，震荡修整，美国政府持续停摆引发美元流动性担忧，周初美元延续强势打压锌价，但随着美国就业指标披露，经济下行担忧升温，美元走弱，但风险偏好同步降温亦抑制锌价走势，最终期价收至 22720 元/吨，周度涨幅 1.63%。周五夜间窄幅震荡。伦锌冲高回落，低库存强结构延续的背景下，周初伦锌短暂上冲 3100 美元/吨，随后受美元反弹及市场情绪谨慎压制，伦锌回落小幅调整，最终收至 3066.5 美元/吨，周度涨幅 0.54%。

现货市场：截止至 11 月 7 日，上海 0#锌主流成交价集中在 22695~22785 元/吨，对 2512 合约升水 60 元/吨。宁波市场主流品牌 0#锌成交价在 22685~22745 元/吨左右，对 2512 合约报价升水 20 元/吨，对上海现货报价升水 70 元/吨。广东 0#锌主流成交于 22535~22675 元/吨，对 2512 合约报价贴水 90 元/吨，对上海现货贴水 40 元/吨。天津市场 0#锌锭主流成交于 22540~22700 元/吨，0#锌普通对 2512 合约报贴水 20~100 元/吨附近，津市较沪市报贴水 40 元/吨。总的看，部分贸易商收货出口，导致市场货源不多，现货报价升水上调，但下游多接货厂提货源，现货市场实际成交仍以贸易商间交投为主。

库存方面，截止至 11 月 7 日，LME 锌锭库存 34,900 吨，周度减少 2304000 吨。上期所库存 100208 吨，较上周减少 3208 吨。截止至 11 月 6 日，社会库存为 15.87 万吨，较周一减少 0.3 万吨，较上周四减少 0.27 万吨。周内上海及广东库存均小幅减少，主要受下游陆续提货及现货不断出口带动，天津地区库存变化不大。

宏观方面，政府关门导致关键通胀数据缺失，劳动力市场有更多私营部门数据来源，

但通胀数据严重依赖政府报告。明年票委哈玛克称仍担心高通胀，通胀是比就业更紧迫的担忧。

美国参议院未通过拨款法案，联邦政府“停摆”将破纪录。美国正走向“流动性危机”，流动性紧张的核心原因在于政府关门迫使财政部在过去三个月将现金余额从 3000 亿美元增至 1 万亿美元。美国政府关门从市场抽走 7000 亿美元流动性，导致银行体系流动性骤降。

美国就业市场在经历两个月连续下滑后出现企稳迹象，美国 10 月 ADP 就业人数增加 4.2 万人，大幅超过预期的 3 万人。美国 10 月 ISM 制造业 PMI 不升反降至 48.7%，连续八个月萎缩。

中国 10 月出口（以美元计价）同比录得-1.1%，前值+8.3%，预期同比+3.2%，10 月出口同比超预期下行，录得今年 3 月以来首次负增长。

上周沪锌主力涨势放缓，小幅调整。宏观面来看，美国政府停摆事件持续发酵，市场流动性担忧升温，同时经济指标显示就业降温，增加经济下行的担忧，市场风险偏好降温，国内 10 月出口超预期下滑，且跌至负增长，部分受高基数影响，后期存修复预期。基本面来看，内外锌矿加工费延续同步调整，冶炼企业原料库存锁紧，且利润进一步压缩，生产积极性受到抑制，部分炼厂缩减产量应对，11 月精炼锌月度供应预计环比小降。同时，外强内弱格局延续，沪伦比价低位震荡，锌锭出口保持开启，出口增多亦缓解国内供应压力。需求端看，天津河北河南因空气污染而环保限产，当地大厂限产，小产停产，但南方终端项目赶工，出口稳定，限制镀锌企业开工调整空间；原料价格上涨抑制压铸锌合金企业开工；陶瓷级氧化锌需求偏弱拖累氧化锌企业开工。不过随着锌锭出口增多，库存延续小降。

整体来看，美国政府停摆导致经济数据缺失，市场对美国经济前景及美联储降息预期均存不确定性，宏观缺乏趋势指引。基本面延续外强内弱格局，LME 维持低库存强结构，支撑内外锌价，国内供应缩量及出口增多提供支撑，库存小降，但消费步入淡季，需求不足抑制锌价上方空间。短期多空因素僵持不下，预计锌价震荡盘整等待新驱动。

三、行业要闻

1、SMM 数据显示，截止至 11 月 7 日当周，国产锌精矿加工费环比减少 200 元/金属吨至 2650 元/金属吨，进口锌精矿加工费环比减少 4.17 美元/干吨至 98.37 美元/干吨。

2、Gold Resource 2025Q3 锌矿金属产量 784 吨，同比降低 55%，因受到关键矿山开采设备供应不足以及生产工作面缺乏的影响。新增生产工作面直至第三季度末才得以投用。

New Century 2025Q3 锌精矿产量 3 万吨，同比降低 9%，其前三季度锌精矿产量总计 9.2 万吨。该季度其生产了 2.4 万吨可售锌，同比下降 10%，主要因计划内的年度工

厂停产检修（此前通常在 2024Q4 进行）影响了产量。

Southern Copper 2025Q3 锌精矿产量为 4.5 万吨，同比提升 46%，主因 Buenavista Zinc 产量的大幅提升。该季度其精炼锌产量为 2.1 万吨，同比降低 23.4%。

Gatos Silver 2025Q3 锌矿金属产量为 13.89 百万磅，换算后约 0.63 万吨，环比降低 13.5%。

Glencore 第三季度自有锌产量为 24.42 万吨，比 2025 年第三季度高 8%，前三季度自有锌产量总计 70.94 万吨，较去年同比增加 10%，主要反映了 Antamina 锌品位的提高和 McArthur River 产量增加。2025 年嘉能可自有锌产量指引为 95-97.5 万吨。

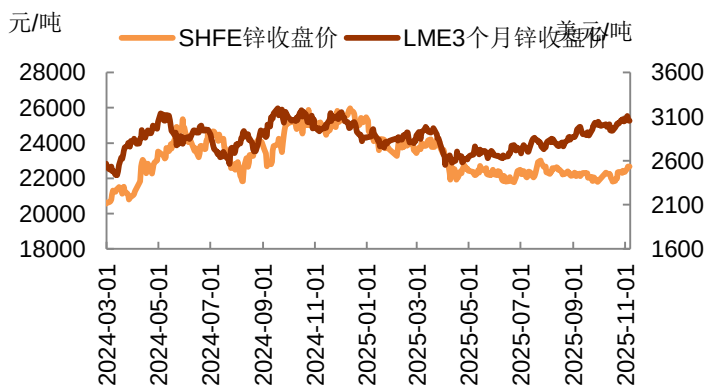
South32：三季度锌产量为 0.83 万吨，环比下降 22%，同比下降 31%，主因地下开采业绩的提升被较低的平均金属品位所抵消。

Penoles 三季度其锌精矿产量为 6.32 万吨，同比降低 11%。

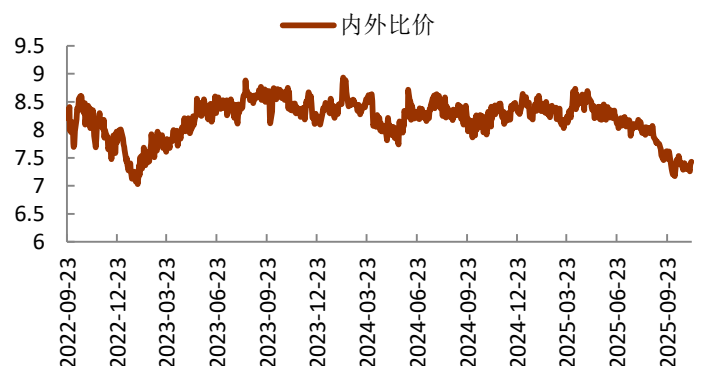
艾芬豪矿业：2025 年至今，基普什选厂共生产精矿含锌 14.2 万吨。8 月份技改方案完成后，选厂产能有所提升，基普什将实现 2025 年的生产指导目标（18-24 万吨锌）范围。

四、相关图表

图表 1 沪锌伦锌价格走势

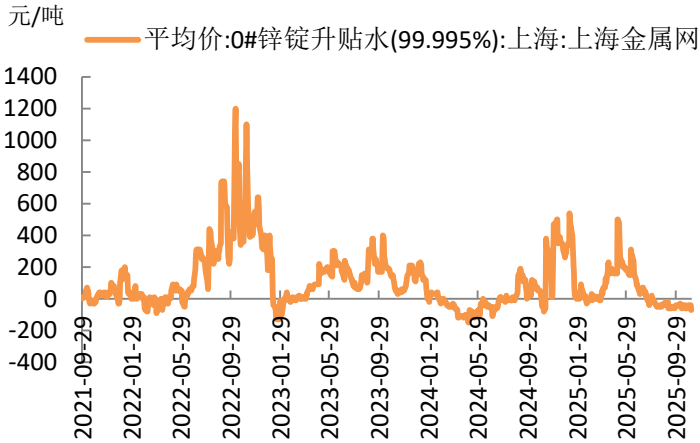


图表 2 内外盘比价



数据来源：iFinD, 铜冠金源期货

图表3 现货升贴水

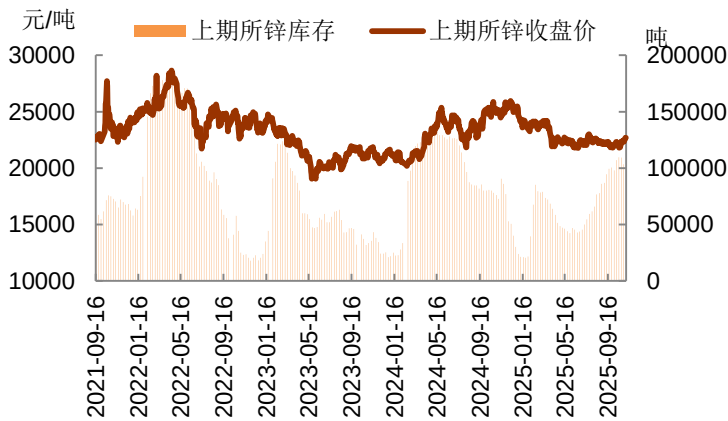


图表4 LME 升贴水

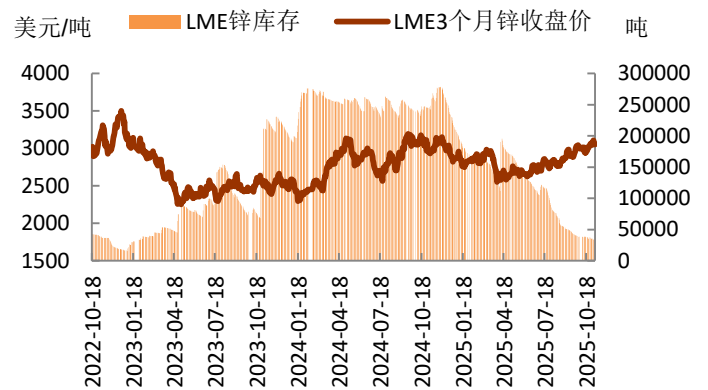


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 上期所库存

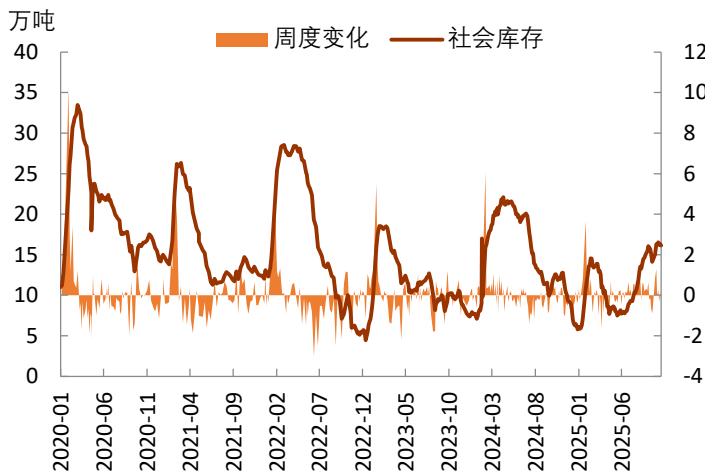


图表6 LME 库存

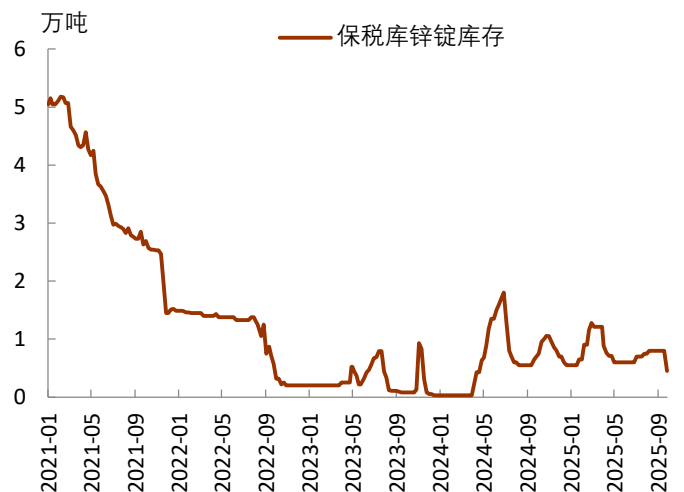


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 社会库存

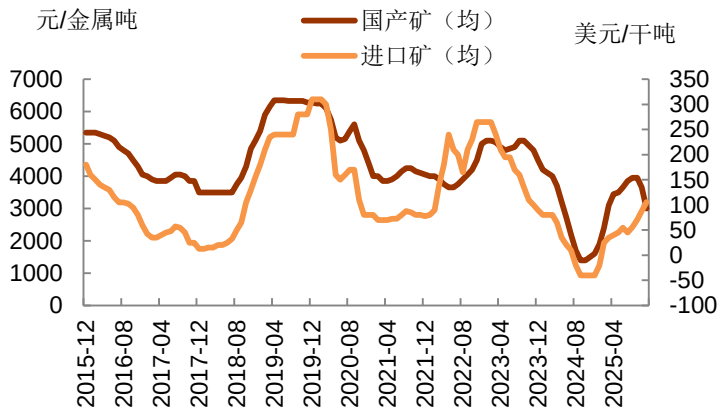


图表8 保税区库存

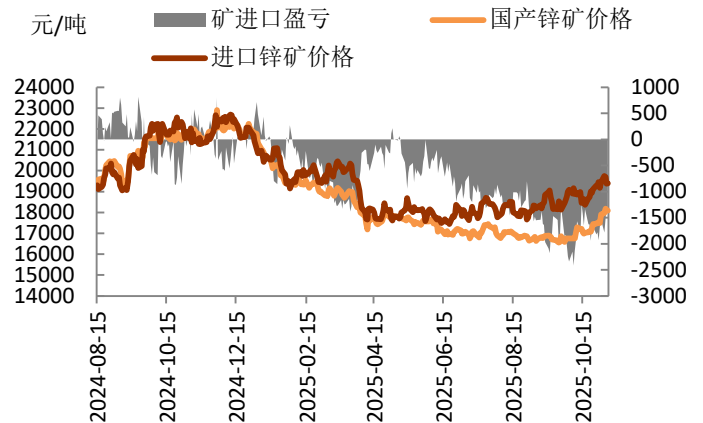


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 国内外锌矿加工费情况

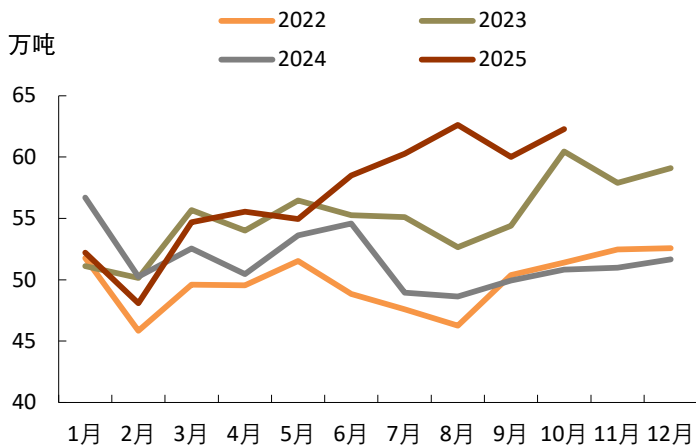


图表 10 锌矿进口盈亏



数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 11 国内精炼锌产量情况

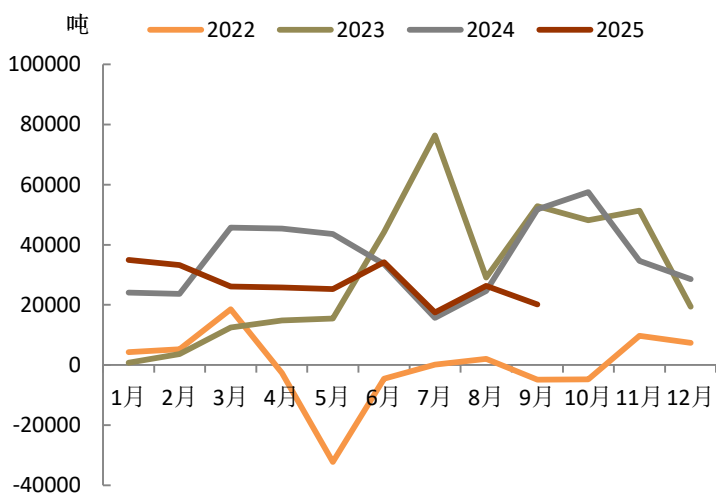


图表 12 冶炼厂利润情况

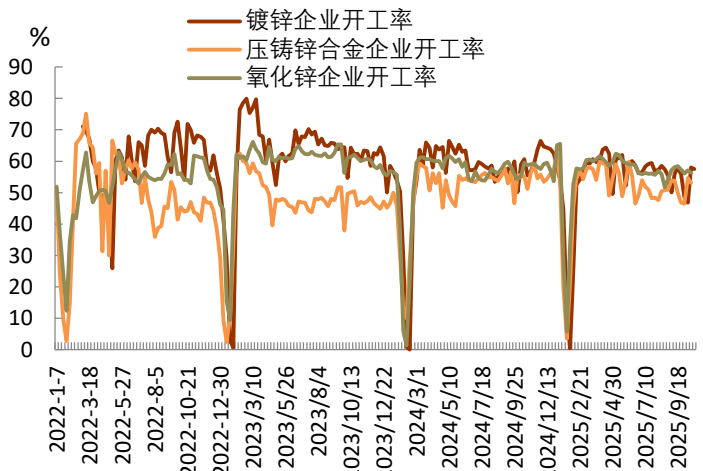


数据来源: iFind, 铜冠金源期货

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。