



2025 年 11 月 24 日

降息博弈加剧 锌价震荡为主

核心观点及策略

- 上周沪锌主力期价先抑后扬。宏观面，美国 9 月非农数据喜忧参半，且 11 月非农数据延后公布。因缺乏经济指标指引，美联储内部分歧较大，12 月降息博弈加剧。美元站稳 100 关口，风险资产承压。
- 基本面看，内外锌矿加工费延续回落，沪伦比价修复，进口矿需求改善。世纪矿最新招标报价降至 50 美金/吨，加工费预计仍有下行空间。受原料采购库存及利润下滑，炼厂检修增多，11 月精炼锌产量或不及预期。陕西、内蒙古及四川等地炼厂 12 月有检修计划，新疆火烧云项目稳步爬产，近期 1 万吨锌锭竞价销售，将部分抵消炼厂减产影响，供应预计环比小降。需求端看，黑色系价格低迷，贸易商订单平淡，为避免高成品库存，镀锌企业小幅下调开工；同时北方环保间歇式扰动，也影响镀锌管企业开工；南方旺季临近尾声，镀锌管企业开工存边际下滑预期；压铸锌合金及氧化锌终端需求亮点不足，企业开工窄幅波动。LME 库存温和回升，交仓主要集中在高雄。现货紧张态势缓解缓慢，LME0-3 现货维持高升水。国内受炼厂检修、出口及下游逢低采买，缓慢去库。
- 整体来看，美联储内部分歧较大，12 月降息博弈加剧，压制市场风险偏好。基本面相对平衡，LME 挤仓担忧降温，国内炼厂受加工费持续回落影响，减产计划增多，但新疆新项目爬产，增减相抵，需求处于淡季，维持低位采买，国内缓慢去库。短期锌价趋势性不强，预计维持低位宽幅震荡。中长期看，锌锭过剩量级或有走扩，价格保持承压。
- 风险因素：宏观风险扰动，炼厂减产低于预期

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

一、交易数据

上周市场重要数据

合约	11月14日	11月21日	涨跌	单位
SHFE 锌	22,425	22,395	-30	元/吨
LME 锌	3014.5	2992	-22.5	美元/吨
沪伦比值	7.44	7.48	0.05	
上期所库存	100892	100347	-545	吨
LME 库存	38,975	47,325	8350	吨
社会库存	15.79	15.27	-.052	万吨
现货升水	-40	10	50	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 ZN2601 合约，期价先抑后扬，随着美联储 12 月降息预期回落，美元站稳 100 关口，施压风险资产，且 LME 库存缓慢回升，挤仓担忧降温，内外锌价承压，但价格回落后下游点价增多，期价在 40 日均线附近获得支撑，企稳弱反弹，最终收至 22390 元/吨，周度跌幅 0.16%。周五夜间震荡重心小幅下移。伦锌高位回落后企稳盘整，下方 60 日均线支撑暂有效，最终收至 2992 美元/吨，周度跌幅 0.75%。

现货市场：截止至 11 月 14 日，上海 0#锌主流成交价集中在 22490~22625 元/吨，对 2512 合约升水 100-120 元/吨。宁波市场主流品牌 0#锌成交价在 22570~22685 元/吨左右，对 2512 合约报价升水 175 元/吨，对上海现货报价升水 150 元/吨。广东地区 0#锌主流成交于 22345~22490 元/吨，对 2601 合约报价贴水 35 元/吨，对上海现货贴水 60 元/吨。天津市场 0#锌锭主流成交于 22390~22550 元/吨，0#锌普通对 2512 合约报升水 0~50 元/吨附近，津市较沪市报贴水 40 元/吨。总的看，周初市场货源仍显偏紧，贸易商挺价，现货升水延续上调，但随着持货商预售货源及厂家发货陆续到库，市场流通量显著增加，现货升水承压走低。

库存方面，截止至 11 月 21 日，LME 锌锭库存 47,325 吨，周度增加 8350 吨。上期所库存 100347 吨，较上周减 545 吨。截止至 11 月 20 日，社会库存为 15.27 万吨，较周一减少 0.39 万吨，较上周四减少 0.52 万吨。其中，上海受部分炼厂复产带动，到货增多，库存小增；广东及天津库存均有下降，主要受锌价回落后下游逢低补库带动。

宏观方面，美国 9 月非农新增就业人口 11.9 万大超预期，但失业率意外升至 4.4% 创四年新高。

美国劳工统计局（BLS）表示，将不会发布 10 月非农就业报告，而是把相关的就业数据纳入 11 月报告。11 月非农就业报告将于 12 月 16 日发布，比原计划晚了一个多星期，并且是在美联储今年最后一次会议之后公布。

财政部公布数据显示，今年 1-10 月，全国财政收入 18.65 万亿元，同比增长 0.8%。10 月单月，全国财政收入 2.26 万亿元，同比增长 3.2%，月度增幅继续提高。1-10 月，全国财政支出 22.58 万亿元，同比增长 2%。

上周沪锌主力先抑后扬。宏观面，美国 9 月非农数据喜忧参半，且 11 月非农数据将于 12 月利率会议后公布。因缺乏经济指标指引，美联储内部分歧较大，12 月降息博弈加剧。美元站稳 100 关口，风险资产承压。基本面看，内外锌矿加工费延续回落，沪伦比价修复后，进口矿需求改善。世纪矿最新招标报价降至 50 美金/吨，加工费预计仍有下行空间。受原料采购库存及利润下滑，炼厂检修增多，11 月精炼锌产量或不及预期。陕西、内蒙古及四川等地炼厂 12 月有检修计划，新疆火烧云项目稳步爬产，近期 1 万吨锌锭竞价销售，将部分抵消炼厂减产影响，供应预计环比小降。需求端看，黑色系价格低迷，贸易商订单平淡，为避免高成品库存，镀锌企业小幅下调开工；同时北方环保间歇式扰动，也影响镀锌管企业开工；南方旺季临近尾声，镀锌管企业开工存边际下滑预期；压铸锌合金及氧化锌终端需求亮点不足，企业开工窄幅波动。库存方面，LME 库存温和回升，交仓主要集中在高雄。现货紧张态势缓解缓慢，LME0-3 现货维持高升水。国内受炼厂检修、出口及下游逢低采买提振，缓慢去库。

整体来看，美联储内部分歧较大，12 月降息博弈加剧，压制市场风险偏好。基本面相对平衡，LME 挤仓担忧降温，国内炼厂受加工费持续回落影响，减产计划增多，但新疆新项目爬产，增减相抵，需求处于淡季，维持低位采买，国内缓慢去库。短期锌价趋势性不强，预计维持低位宽幅震荡。中长期看，锌锭过剩量级或有走扩，价格保持承压。

三、行业要闻

1、SMM 数据显示，截止至 11 月 21 日当周，国产锌精矿加工费环比减少 250 元/金属吨至 2350 元/金属吨，进口锌精矿加工费环比减少 10.45 美元/干吨至 73.05 美元/干吨。

2、海关数据：10 月锌矿进口量 34.09 万金属吨，环比减少 32.56%。同比增加 2.97%。

精炼锌进口 1.88 万吨，环比减少 16.94%，同比减少 67.39%。

精炼锌出口 8519 吨，环比增加 6041 吨。

镀锌板出口 129.94 万吨，环比增加 5.97%。压铸锌合金出口 268.71 吨，环比减少 58.67%。

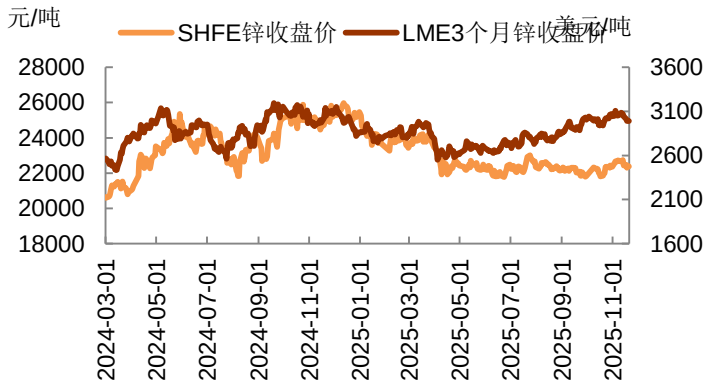
3、据悉，截至 10 月底，猪拱塘铅锌矿采选工程 2025 年已完成投资 5.55 亿元，基建进展顺利。12 月底顺利完成选矿厂流程试车、尾矿库建成试运行，2026 年 6 月实现

井下设备联动试车。

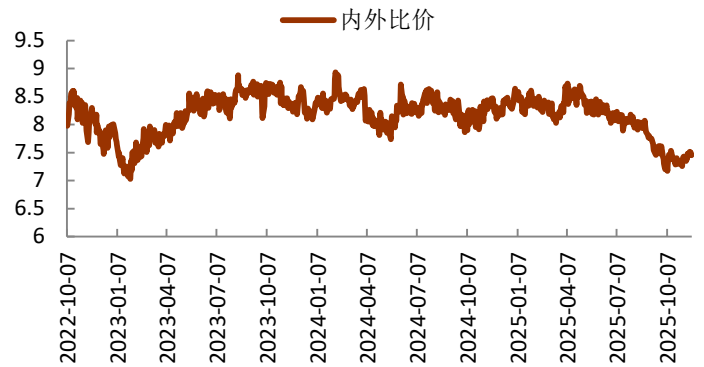
4、新疆宝晨供应链有限责任公司本次代理新疆昆仑锌业有限责任公司销售锌锭，采取网络反向竞价方式，经相关单位批准后现对该批次锌锭进行网络竞价，包括：3000吨 1#锌锭和 7000 吨 0#锌锭。

四、相关图表

图表 1 沪锌伦锌价格走势

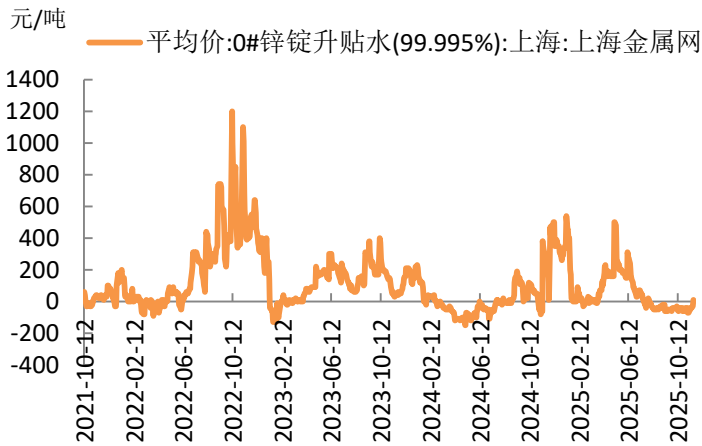


图表 2 内外盘比价

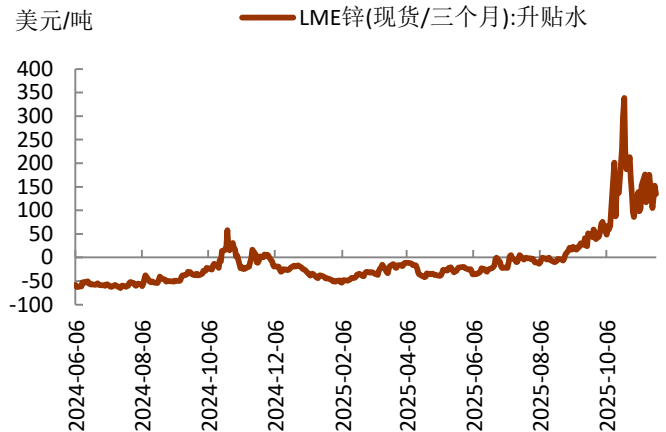


数据来源：iFinD, 铜冠金源期货

图表 3 现货升贴水

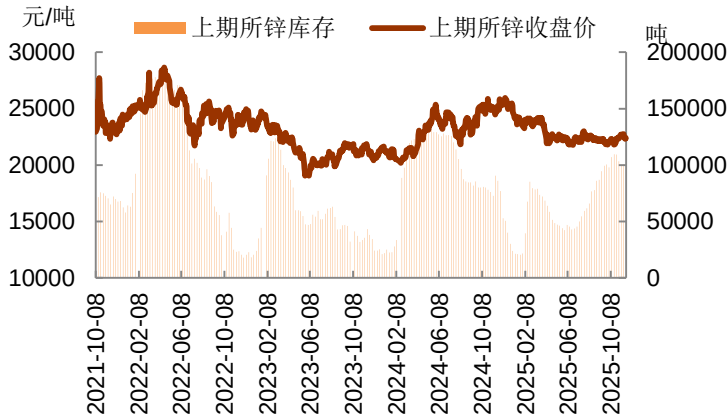


图表 4 LME 升贴水

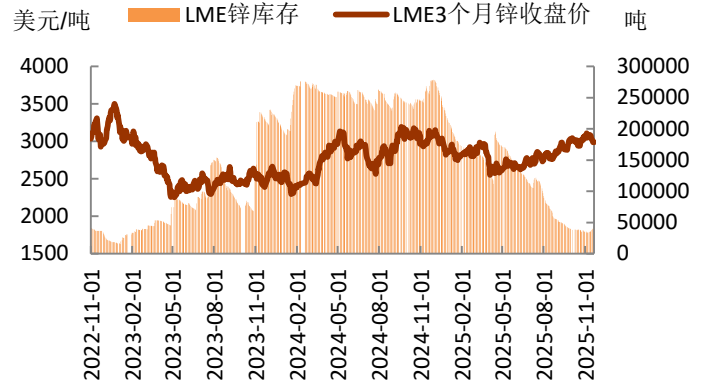


数据来源：iFinD, 铜冠金源期货

图表 5 上期所库存

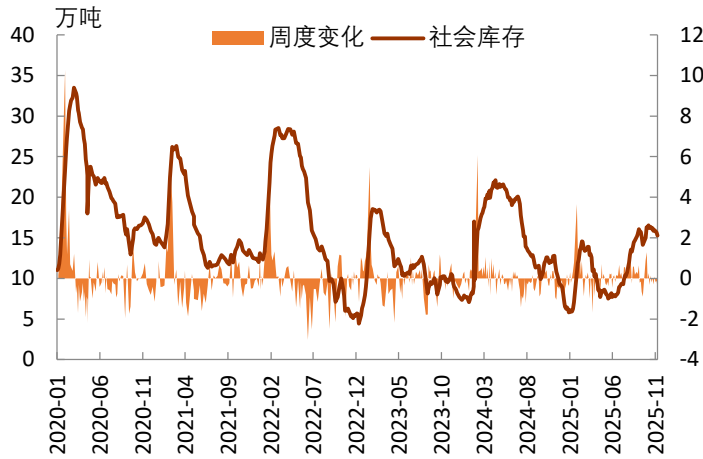


图表 6 LME 库存

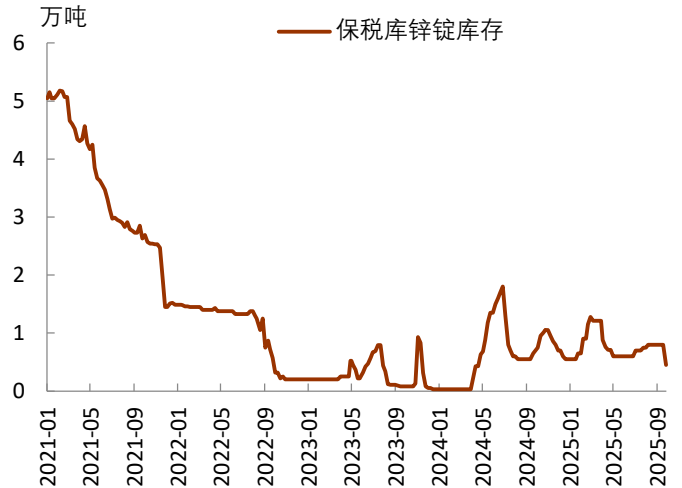


数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 7 社会库存

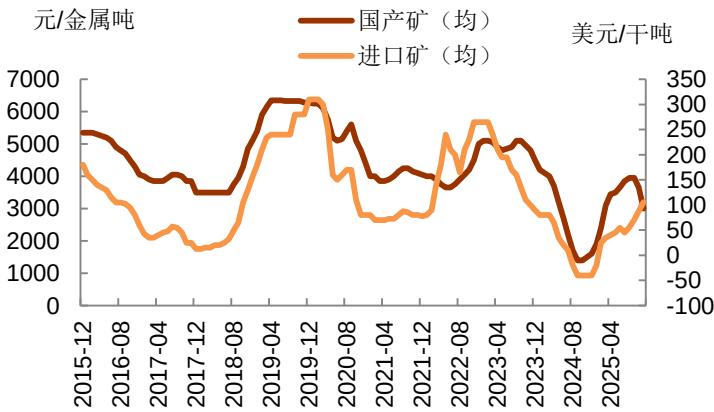


图表 8 保税区库存

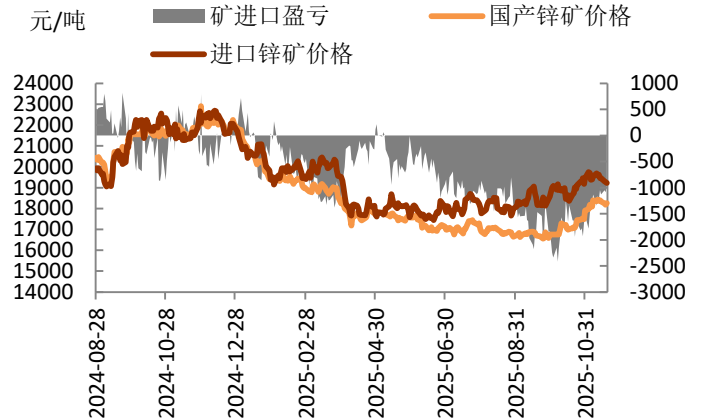


数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 9 国内外锌矿加工费情况

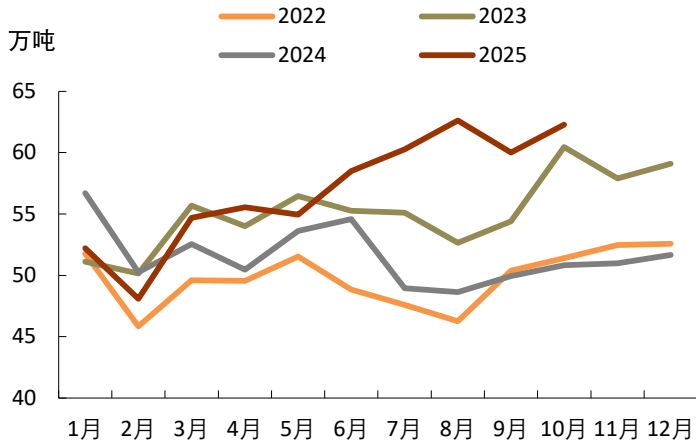


图表 10 锌矿进口盈亏



数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 11 国内精炼锌产量情况

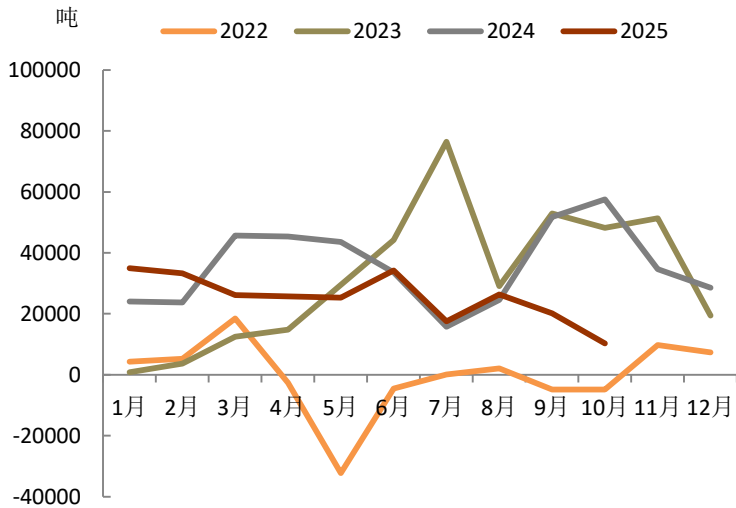


图表 12 冶炼厂利润情况

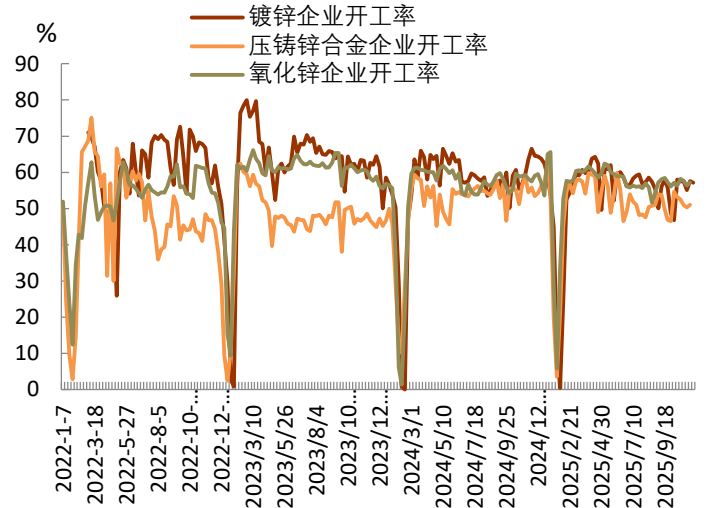


数据来源：iFinD, 铜冠金源期货

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。