



2025 年 5 月 26 日

风险偏好脆弱

锌价震荡偏弱

核心观点及策略

- 上周沪锌主力期价震荡回落。宏观面看，中美关税暂缓，美国 5 月 PMI 回升、就业市场保持健康，美元企稳。不过美债市场动荡尚未结束，且特朗普称对欧盟加征 50% 的关税，市场风险偏好降温。国内 4 月经济指标转弱，关税影响显现，基建增速回落但保有韧性，地产重回量价齐跌。
- 基本面看，龙兴矿已取消停运，同时刚果金 Kipushi 锌铜矿未受地震影响，全球锌矿供应恢复节奏未变。近期俄罗斯 OZ 矿流入增多，进口矿 TC 上调节奏加快，进一步修复炼厂利润。5 月中旬以来，锌锭进口窗口关闭，缓解进口货源冲击担忧。但下旬检修炼厂复产，且新增冶炼项目陆续出量，国内精炼锌供应增加预期不改。需求端来看，南方进入梅雨季，部分镀锌方管订单回落，不够桥梁、铁路、护栏等订单改善，带动镀锌结构件开工回升；小五金订单好转、电子类订单走弱，前期关税暂缓订单支撑当前华东及华南出口，压铸锌合金开工环比小降；氧化锌企业开工多维稳；另外临近端午假期，初端企业多放假 1-2 天。
- 整体看，美国对欧盟加征关税延缓，但特朗普关税政策的多变性及美国财政担忧，令市场风险偏好较为脆弱，国内经济转弱，内生驱动不强。锌锭进口冲击担忧减弱，但炼厂复产及新增产能释放，供应趋松预期不变，消费尚有韧性，低位去库，库存拐点延后，基本面暂有支撑。多空交织，资金参与热情不足，预计锌价维持震荡偏弱。
- 风险因素：宏观风险扰动，消费超预期降温

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84 号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kxj@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

一、交易数据

上周市场重要数据

合约	5月16日	5月23日	涨跌	单位
SHFE 锌	22500	22215	-285	元/吨
LME 锌	2686	2712.5	26.5	美元/吨
沪伦比值	8.38	8.19	-0.19	
上期所库存	46351	44073	-2278	吨
LME 库存	164,200.00	153500	-10700	吨
社会库存	8.63	8.04	-0.59	万吨
现货升水	250	200	-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 ZN2507 合约，期价先扬后抑，美国 20 年期美债拍卖不佳，叠加特朗普减税法案，增强市场对美国财政担忧，不过关税缓和，美国经济数据韧性较强，略缓担忧情绪，同时国内保持低位去库，给到锌价支撑，最终期价收至 22215 元/吨，周度跌幅 1.27%。周五夜间探底回升。美债担忧情绪笼罩，市场风险偏好承压，伦锌围绕 2700 美元/吨一线盘整，最终收至 2712.5 美元/吨，周度涨幅 0.99%。

现货市场：截止至 5 月 23 日，上海 0# 锌主流成交价集中在 22695~22815 元/吨，对 2506 合约升水 230-260 元/吨，SMC 对 2506 合约升水 250 元/吨。宁波市场主流品牌 0# 锌成交价在 22735~22815 元/吨左右，对 2506 合约报价升水 265 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 22640~22780 元/吨，0# 锌普通对 2506 合约报升水 200~230 元/吨附近，津市较沪市报贴 10 元/吨。广东 0# 锌主流成交于 22620~22765 元/吨，主流品牌对 2507 合约报价升水 350 元/吨，对上海现货贴水 10 元/吨，沪粤价差缩小。总的来看，市场货源未有明显宽松，贸易商挺价，现货升水较稳，下游询价情绪较为一般，实际成交以贸易商为主。

库存方面，截止至 5 月 23 日，LME 锌锭库存 153500 吨，周度减少 11675 吨。上期所库存 44073 吨，较上周减少 2278 吨。截止至 5 月 22 日，社会库存为 8.04 万吨，较周一减少 0.34 万吨，较上周四减少 0.59 万吨。上海到货较少，同时下游刚需采购提货，库存下降明显；广东到货较少，库存小降；天津下游采购需求防滑，且国内到货正常，库存小增。

宏观方面，标普全球公布数据显示，美国 5 月制造业 PMI 升至三个月高点 52.3。

服务业 PMI 初值 52.3，创下两个月新高。新订单增速达到一年多来最快，价格指标升至近三年最高，制造业出口订单连续第二个月收缩，就业指标亦下降。美国劳工部公布数据显示，截至 5 月 17 日当周，美国初请失业金人数减少 2000 人至 22.7 万人，创四周低点。

美联储频繁发表言论维护美国“信用”及美联储独立性立场：亚特兰大联储主席博斯蒂克表示，国债市场波动可能增加不确定性；杰斐逊表示，在制定货币政策时，将把穆迪下调美国信用评级视为普通的经济数据。我们的目标是履行双重使命——实现最大就业和价格稳定；威廉姆斯承认，在贸易动荡的背景下，对外国投资者撤离美国资产的担忧确实存在，但他认为，美国“避风港”地位目前并未面临紧迫风险，美国对全球投资者仍有独特的吸引力；博斯蒂克重申倾向于今年只降息一次。

特朗普威胁称，将自 6 月 1 日起对进口自欧盟的商品征收 50%关税。5 月 26 日最新消息，特朗普将对欧盟征收 50%关税的最后期限延长至 7 月 9 日。

欧元区 5 月制造业 PMI 初值小幅改善至 49.2，但服务业 PMI 意外大幅下跌至 48.9，创 16 个月来最差表现。

国内 4 月工业增加值同比 6.1%（前值 7.7%），社零同比 5.1%（前值 5.9%）；1-4 月固投同比 4.0%（前值 4.2%），其中地产投资同比-10.3%（前值-9.9%），广义基建投资同比 10.9%（前值 11.5%），制造业投资同比 8.8%（前值 9.1%）。

上周沪锌主力震荡回落。宏观面看，中美关税暂缓，美国 5 月 PMI 回升，且就业市场保持健康，美元企稳。不过美债市场动荡尚未结束，且特朗普称对欧盟加征 50%的关税，市场风险偏好降温。国内 4 月经济指标普遍转弱，关税影响显现，基建增速回落但保有韧性，地产重回量价齐跌。基本面看，紫金矿业控股的龙兴矿已取消停运安排，同时刚果金 Kipushi 锌铜矿暂未受地震影响，全球锌矿供应恢复节奏未变。近期俄罗斯 OZ 矿流入增多，进口矿 TC 上调节奏加快，进一步修复炼厂利润。5 月中旬以来，锌锭进口窗口再度关闭，缓解进口货源冲击担忧。但 5 月下旬检修炼厂复产，且万洋、云铜新增冶炼项目陆续出量，国内精炼锌供应增加预期不改。需求端来看，南方进入梅雨季，部分镀锌方管订单回落，不够桥梁、铁路、护栏等订单改善，带动镀锌结构件开工回升；小五金订单好转、电子类订单走弱，前期关税暂缓订单支撑当前华东及华南出口，压铸锌合金开工环比小降；氧化锌企业开工多维稳；另外临近端午假期，初端企业多放假 1-2 天。

整体看，美国对欧盟加征关税延缓，但特朗普关税政策的多变性及美国财政担忧，令市场风险偏好较为脆弱，国内经济转弱，内生驱动不强。锌锭进口冲击担忧减弱，但炼厂复产及新增产能释放，供应趋松预期不变，消费尚有韧性，低位去库，库存拐点延后，基本面暂有支撑。多空交织，资金参与热情不足，预计锌价维持震荡偏弱。

三、行业要闻

1、SMM：截止至 5 月 23 日当周，内外锌精矿周度加工费分别报 3500 元/金属吨和 45 美元/干吨，环比均持平。

2、加拿大 Ivanhoe Mines 周二表示，由于地震活动，公司已暂停刚果（金）Kakula 铜矿地下开采作业。在刚果，Ivanhoe 还运营着 Kipushi 锌铜矿。

3、海关数据：2025 年 4 月锌精矿进口量 49.47 万吨，环比增加 57.6%，同比增加 72.07%，1-4 月累计进口 171.25%，同比增加 45.26%。

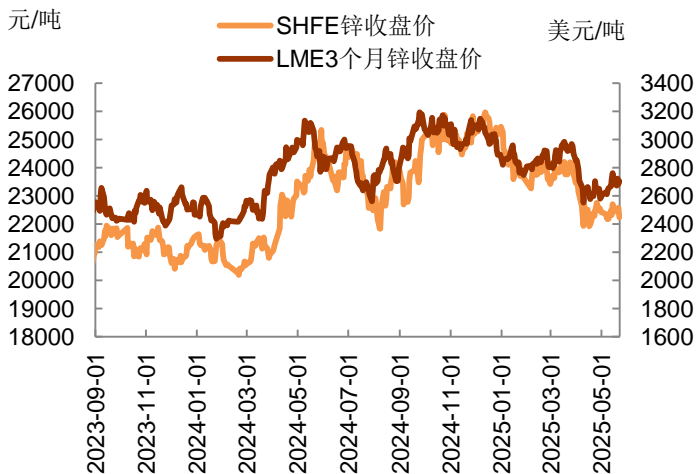
4 月精炼锌进口 2.82 万吨，环比增加 2.4%，同比减少 38.66%，1-4 月累计进口 12.92 万吨，同比减少 9.44%。

4 月镀锌板出口 129.01 万吨，环比持平，同比增加 16.32%，4 月合金出口 1281.7 吨，环比增加 472.07%。

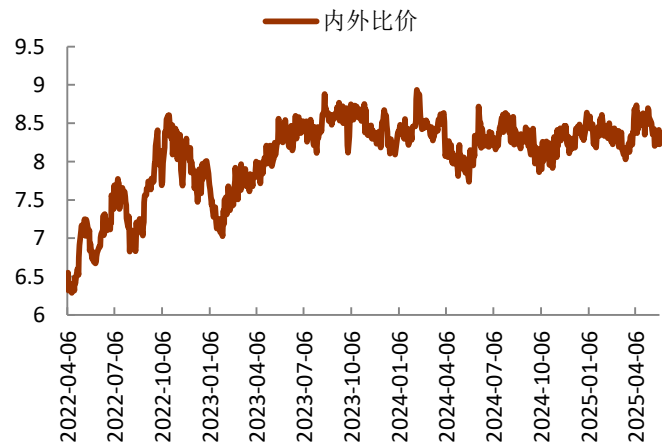
4、外电 5 月 19 日消息，俄罗斯图瓦地区表示，在制裁促使紫金矿业考虑暂停运营后，该地区已与紫金矿业集团达成协议，继续运营 Kyzyl-Tashtyg 锌矿。2024 年该矿生产了 7.13 万吨锌精矿和 4700 吨铅精矿。

四、相关图表

图表 1 沪锌伦锌价格走势

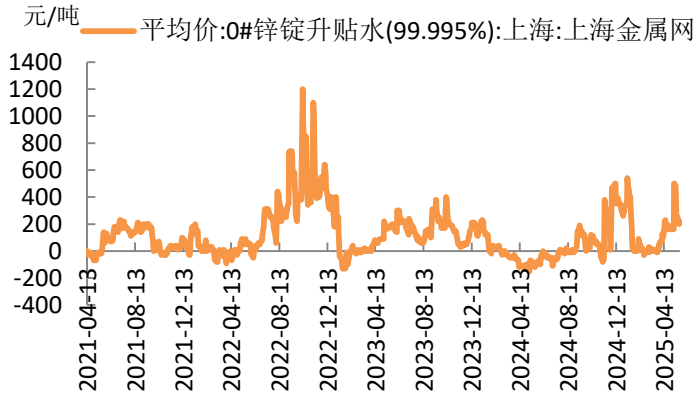


图表 2 内外盘比价



数据来源：iFind, 铜冠金源期货

图表 3 现货升贴水

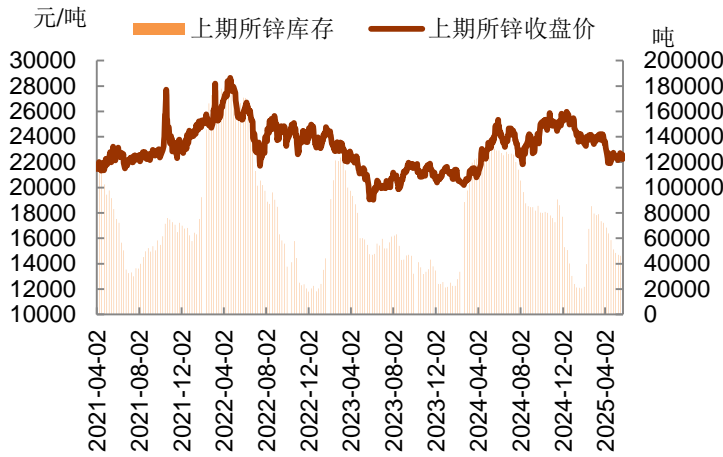


图表 4 LME 升贴水

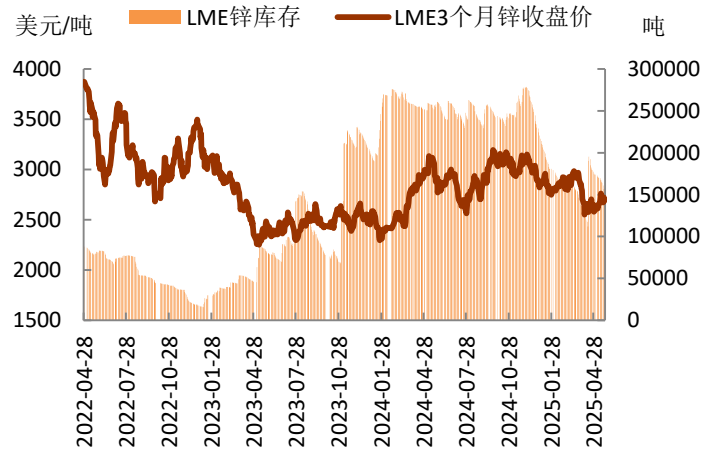


数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 5 上期所库存

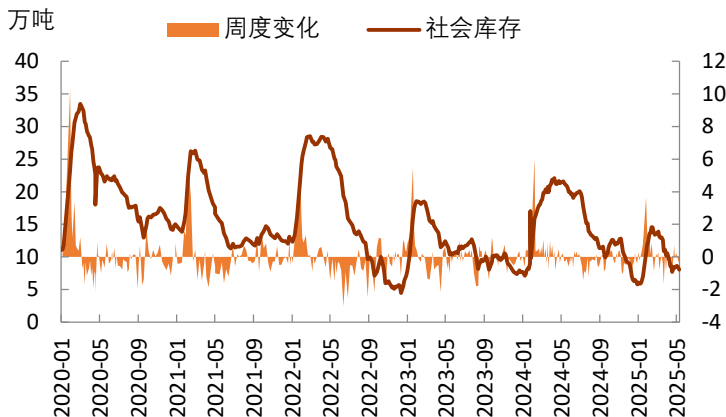


图表 6 LME 库存

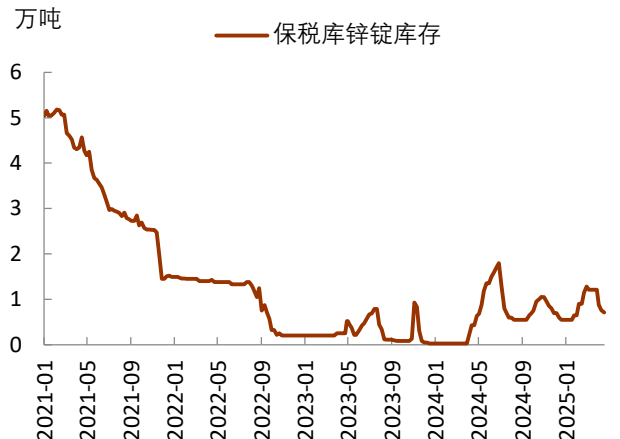


数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 7 社会库存

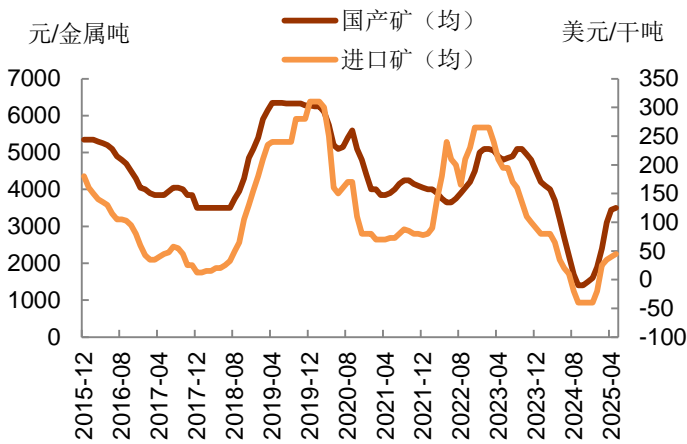


图表 8 保税区库存

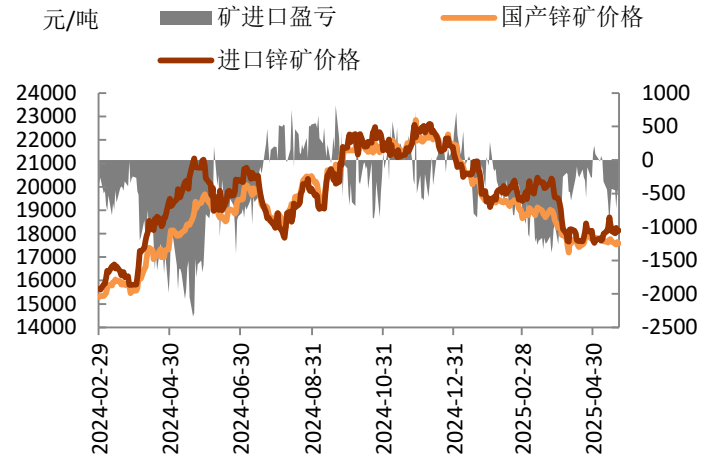


数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 9 国内外锌矿加工费情况

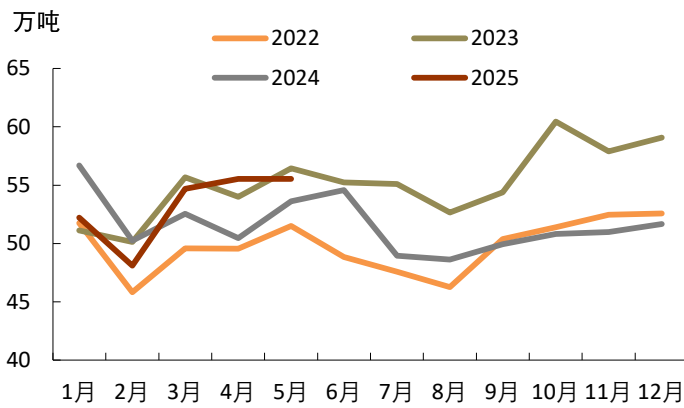


图表 10 锌矿进口盈亏



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 国内精炼锌产量情况

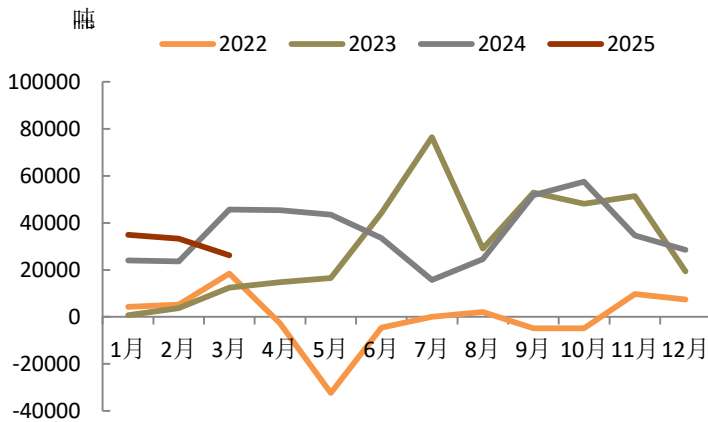


图表 12 冶炼厂利润情况

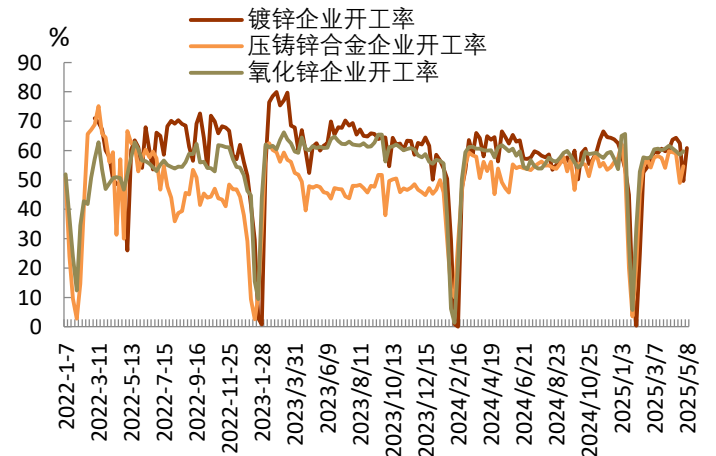


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。