



2025 年 7 月 28 日

锌价高位调整 等待宏观指引

核心观点及策略

- 上周沪锌主力期价强劲反弹后小幅调整。宏观面看，美国和日本达成贸易协议，美欧和中美谈判也预期向好，提振市场风险偏好，但美国经济就业数据强劲，降息预期回落，美元企稳反弹，略压制金属价格。国内反内卷情绪延续发酵，同时雅江下游水电工程的开工，提高基建需求预期，黑色有色普涨。
- 基本面看，市场焦点在海外挤仓扰动，上半周 LME 库存走低、LME0-3 现货结构走强、LME 注销仓单占比攀升，且 80-89% 的仓单集中在某一席位，挤仓担忧下外盘带动内盘走强，下半周随着仓单集中回落、库存止跌及现货结构未能持续走强，缓解流动性风险。国内则维持偏弱的基本面，锌矿生产稳健，加工费环比上涨态势不改，且锌价反弹后进一步提高炼厂利润，精炼锌炼厂生产负荷偏高。下游处于消费淡季，但 7 月中旬以来反内卷预期提振黑色系价格反弹，情绪上提振镀锌板块消费，企业开工率未持续性走弱；压铸锌合金及氧化锌内需及出口均边际减弱，企业开工率微降，且锌价反弹抑制下游采买，现货升水走平，社会库存延续缓慢累增。
- 整体来看，基本面偏弱局面不改，库存缓慢累增。短期宏观乐观情绪有所消化，且海外挤仓风险降温，同时临近国内重要会议及美联储利率会议，资金获利离场，锌价小幅回调。预计短期锌价震荡调整，等待宏观指引。
- 风险因素：宏观风险扰动，供用恢复不及预期

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	7月18日	7月25日	涨跌	单位
SHFE 锌	22295	22885	590	元/吨
LME 锌	2824	2829	5	美元/吨
沪伦比值	7.89	8.09	0.19	
上期所库存	54630	59419	4789	吨
LME 库存	119,100	115775	-3325	吨
社会库存	9.36	9.83	0.47	万吨
现货升水	10	-40	-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 ZN2509 合约期价强劲反弹后小幅调整，主要受国内反内卷政策预期及海外挤仓担忧扰动支撑，锌价反弹至 23000 元/吨附近部分多单止盈，且美国经济数据较好，降低降息预期，美元反弹亦有部分抑制，最终期价收至 22885 元/吨，周度涨幅 2.65%。周五夜间先扬后抑。伦锌强势突破 2800 美元/吨一线，但随着后半周仓单集中度减弱及库存回升，流动性风险减弱后，伦锌涨势放缓，横盘修整，最终收至 2829 美元/吨，周度涨幅 0.18%。

现货市场：截止至 7 月 25 日，上海 0#锌主流成交价集中在 22800~22895 元/吨，对 2508 合约升水 50 元/吨。宁波市场主流品牌 0#锌成交价在 22750~22825 元/吨左右，对 2508 合约报价贴水 20 元/吨，对上海现货报价平水。广东 0#锌主流成交于 22645~22805 元/吨，对 2509 合约报价贴水 90 元/吨，对上海现货贴水 10 元/吨，沪粤价差缩小。天津市场 0#锌锭主流成交于 22670~22830 元/吨，0#锌普通对 2508 合约报贴水 0~80 元/吨，津市较沪市报贴 50 元/吨。总的来看，锌价反弹，下游采买动力减弱，贸易商出货为主，现货升水维持弱势

库存方面，截止至 7 月 25 日，LME 锌锭库存 115775 吨，周度减少 3325 吨。上期所库存 59419 吨，较上周增加 4789 吨。截止至 7 月 24 日，社会库存为 9.83 万吨，较周一增加 0.56 万吨，较上周四增加 0.47 万吨。周内上海、广东、天津三地到货相对正常，锌价拉涨，下游采买积极性不足，三地均出现不同程度累库。

宏观方面，美国 7 月 Markit 制造业 PMI 重陷萎缩，但整体商业活动创 12 月以来最快扩张。美国上周首申人数连续第六周下降，续请失业金人数维持 2021 年来高位。欧

洲央行八连降后收手，维持利率不变，静待美方关税政策明朗化，9月降息预期骤降。

关税方面：特朗普宣布与日本达成贸易协议：关税 15%+5500 亿美元对美投资；欧盟官员称美国对欧盟商品的基准关税为 15%，欧盟准备在未达成协议的情况下对美国价值 1000 亿欧元的商品征收 30%关税；印尼将签署重大协议，购买波音飞机、美国农产品以及美国能源；与菲律宾达成贸易协议，将对菲律宾征收 19%的关税。菲律宾将对美国开放市场，并实行零关税。美国财长贝森特接受采访时表示，下周在瑞典斯德哥尔摩将与中方会面，讨论是否延长 8 月 12 日的最后期限。

上周沪锌主力强劲反弹后小幅调整。宏观面看，美国和日本达成贸易协议，美欧和中美谈判也预期向好，提振市场风险偏好，但美国经济就业数据强劲，降息预期回落，美元企稳反弹，略压制金属价格。国内反内卷情绪延续发酵，同时雅江下游水电工程的开工，提高基建需求预期，黑色有色普涨。基本面看，市场焦点在海外挤仓扰动，上半周 LME 库存走低、LME0-3 现货结构走强、LME 注销仓单占比攀升，且 80-89%的仓单集中在某一席位，挤仓担忧下外盘带动内盘走强，下半周随着仓单集中回落、库存止跌及现货结构未能持续走强，缓解流动性风险。国内则维持偏弱的基本面，锌矿生产稳健，加工费环比上涨态势不改，且锌价反弹后进一步提高炼厂利润，精炼锌炼厂生产负荷偏高。下游处于消费淡季，但 7 月中旬以来反内卷预期提振黑色系价格反弹，情绪上提振镀锌板块消费，企业开工率未持续性走弱；压铸锌合金及氧化锌内需及出口均边际减弱，企业开工率微降，且锌价反弹抑制下游采买，现货升水走平，社会库存延续缓慢累增。

整体来看，海外关税取得进展、国内存反内卷政策预期，市场风险偏好较好，同时雅江水电工程有望提振基建投资，改善锌市场消费预期。此外，近期伦锌挤仓扰动增加，提振内外锌价走势。基本面偏弱局面不改，库存缓慢累增。短期宏观乐观情绪有所消化，且海外挤仓风险降温，同时临近国内重要会议及美联储利率会议，资金获利离场，锌价小幅回调。预计短期锌价震荡调整，等待宏观指引。

三、行业要闻

1、SMM：8 月国产锌精矿加工费均值为 3950 元/金属吨，环比增加 100 元/金属吨；进口锌精矿加工费均值 55.97 美元/干吨，环比增加 10.65 美元/干吨。

2、嘉能可于周二宣布决定将其旗下的 Lady Loretta 锌矿及相关土地出售给 Austral Resources。Lady Loretta 的锌矿运营将在 2025 年年底正式关停，Mount Isa 矿区主要包含 GeorgeFisher 和 LadyLoretta 两大锌铅矿山。根据公开数据，前者年均采矿量约为 300 万吨，后者约 160 万吨，按此比例折算，LadyLoretta 贡献 Mount Isa 矿区约 34%的锌铅矿石产量。此矿山关停后，Mount Isa 铅锌精矿产量或也将对应下降约 1/3，而 GeorgeFisher 则将正常运营至至少 2036 年。

3、泰克资源：Dog 矿发运季已从 7 月 11 日开启，该季度 Red Dog 锌精矿销量为 3.51

万金吨，主要受销售时点（客户要求、物流安排等）影响同比下降 35%，但仍高于此前披露的 2.5 万至 3.5 万金吨的指导区间。

4、MMG 发布 2025 年二季度报，该季度其锌矿产量为 5.62 万吨，同比增加 12%。

5、South 32 公布 2025 年第二季度报告，报告显示该季度公司锌精矿产量为 1.06 万吨，环比降低 3%，同比降低 39%。

6、海关数据：6 月进口锌精矿 33 万吨，环比下降 32.87%，同比增加 22.42%，1-6 月累计锌精矿进口量为 253.39 万吨，累计同比增加 47.74%。

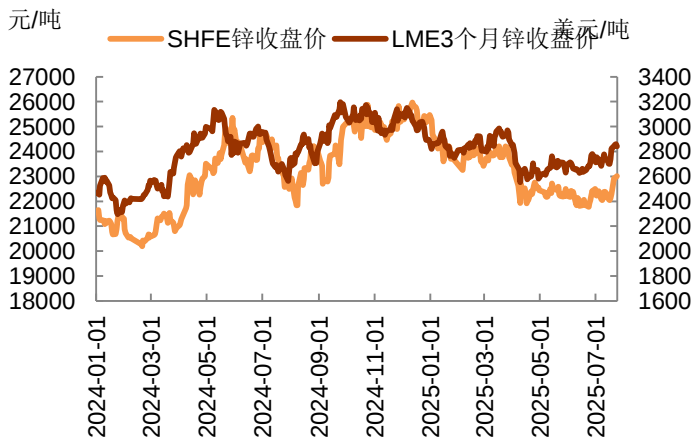
6 月精炼锌进口量 3.6 万吨，环比增加 35%，同比增加 3.24%，1-6 月累计进口量 19.2 万吨，累计同比减少 13.53%。

6 月镀锌板出口量为 113.12 万吨，1-6 月累计镀锌板出口量为 692.32 万吨，累计同比增加 12.23%。

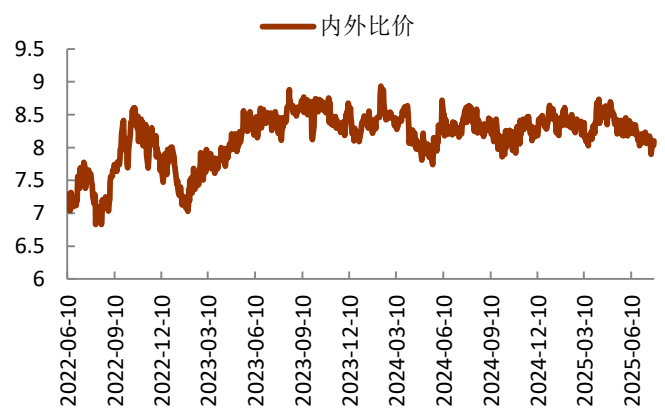
6 月压铸锌合金出口量 622.15 吨，环比增加 268.8%，1-6 月累计出口量 2979.8 吨，累计同比增加 34.06%。

四、相关图表

图表 1 沪锌伦锌价格走势

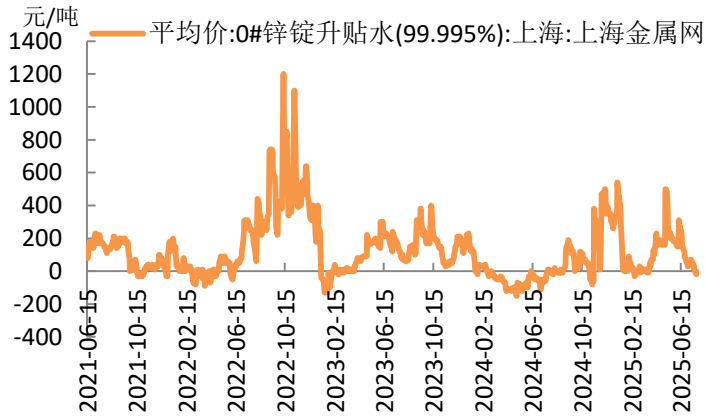


图表 2 内外盘比价

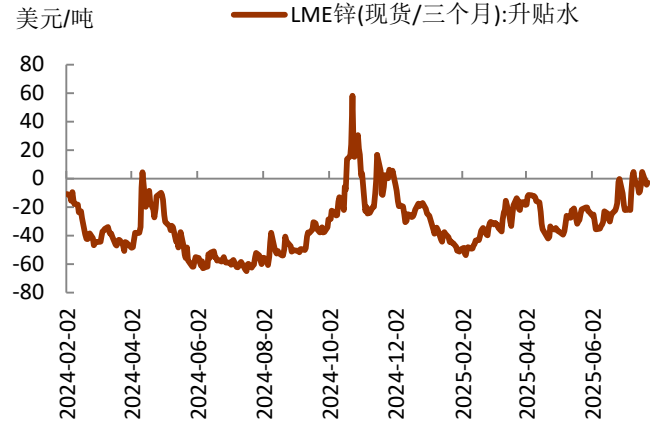


数据来源：iFinD, 铜冠金源期货

图表 3 现货升贴水

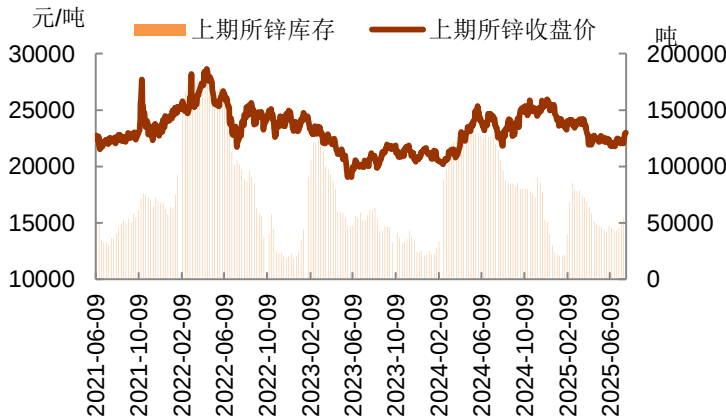


图表 4 LME 升贴水

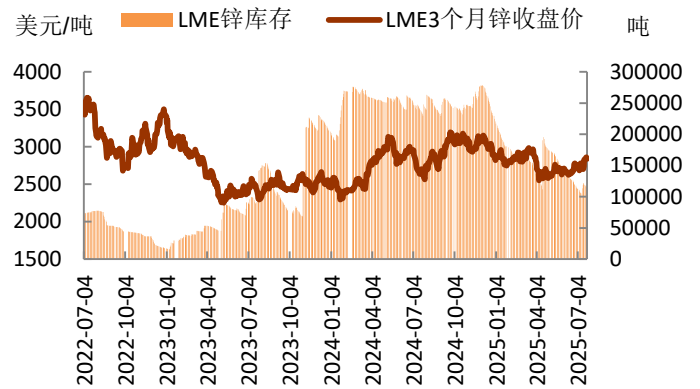


数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 5 上期所库存

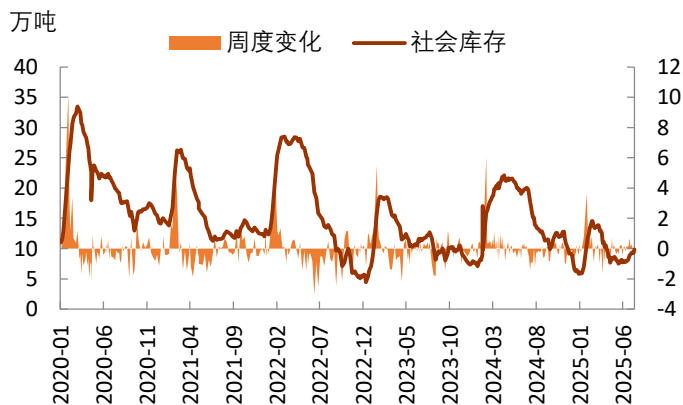


图表 6 LME 库存



数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 7 社会库存

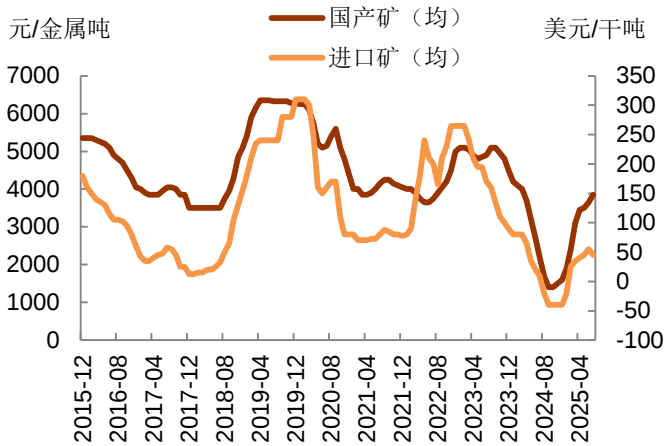


图表 8 保税区库存

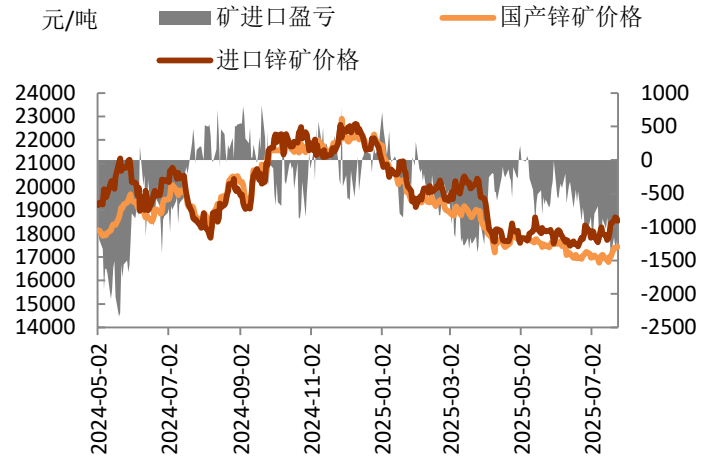


数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 9 国内外锌矿加工费情况

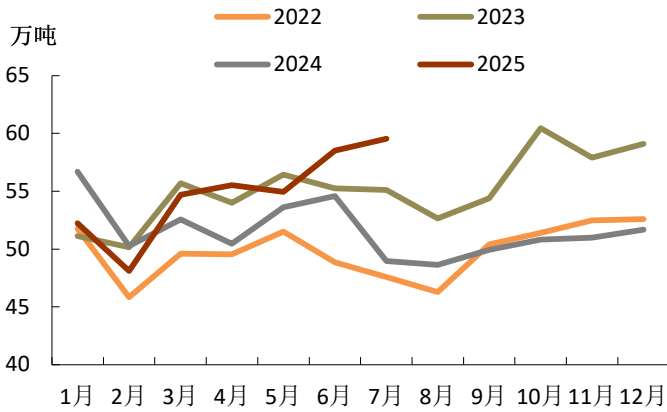


图表 10 锌矿进口盈亏



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 国内精炼锌产量情况

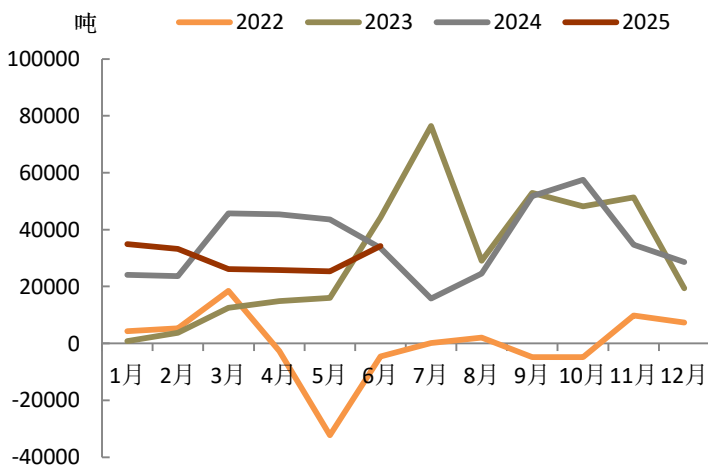


图表 12 冶炼厂利润情况

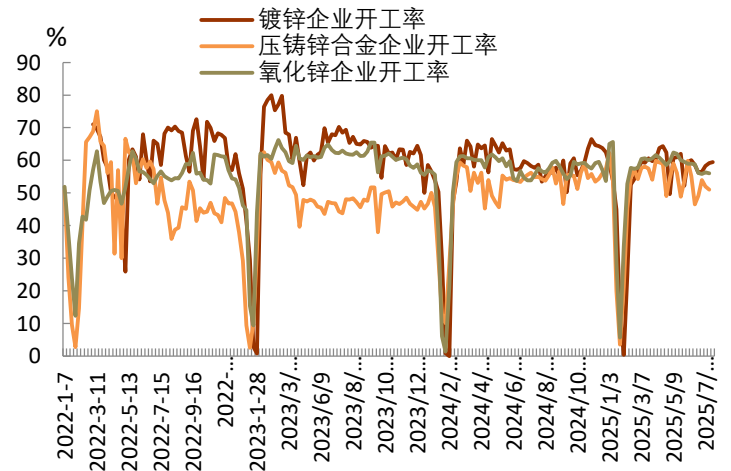


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。