

2025年12月1日



降息预期改善 锌价横盘震荡

核心观点及策略

- 上周沪锌主力期价横盘震荡。宏观面，美国经济保持韧性，支持美联储继续降息，同时多位官员释放偏鸽信号，市场对12月降息预期回升至80%上方，美元回落，利好风险资产走势。
- 基本面看，锌矿进口维持亏损，炼厂刚需补库下，加剧内外锌矿加工费下滑，炼厂利润进一步被侵蚀，12月减停产规模扩大。据百川调研，12月精炼锌供应环比减少超2万吨。叠加当前锌锭出口窗口维持开启，锌锭货源外流缓解国内高供应压力。需求端看，初端企业开工维持淡季特征，开工率微幅波动。北方天气转冷，镀锌企业消化成品库存而降低开工，南方铁塔订单有韧性但不及去年同期，终端采购节奏放缓；电子类合金订单较好，五金及箱包拉链订单不及预期，压铸锌合金开工微增；电子类氧化锌订单较好，陶瓷及饲料类订单走弱，氧化锌企业开工微增。库存方面，LME库存回升至5万吨上方，流动性担忧降温。国内在炼厂检修及出口双重作用下，社会库存延续缓慢温和回落，绝对水平偏高。
- 整体来看，美联储降息预期反弹修复此前偏弱的市场情绪，接下来需要关注12月5日发布的美国9月PCE数据，宏观仍有不确定性。基本面保持平衡，内外库存走势分化，伦锌挤仓降温及消费走弱构成利空，加工费下滑抑制精炼锌产出及锌锭出口构成支撑。多空矛盾有限，资金关注度下滑，加权持仓降至20万手下方，预计短期锌价仍难摆脱区间盘整的格局。
- 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

一、交易数据

上周市场重要数据

合约	11月21日	11月28日	涨跌	单位
SHFE 锌	22,395	22,425	30	元/吨
LME 锌	2992	3051	59	美元/吨
沪伦比值	7.48	7.35	-0.13	
上期所库存	100347	95916	-4431	吨
LME 库存	47,325	51,750	4425	吨
社会库存	15.27	14.81	-0.46	万吨
现货升水	10	50	40	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 ZN2601 合约期价横盘窄幅震荡，下方 40 日均线支撑明显，最终收至 22425 元/吨，周度涨幅 0.16%。周五夜间窄幅震荡。伦锌企稳小幅反弹，最终收至 3051 美元/吨，周度涨幅 1.97%。

现货市场：截止至 11 月 28 日，上海 0# 锌主流成交价集中在 22450~22520 元/吨，对 2512 合约升水 140~150 元/吨。宁波市场主流品牌 0# 锌成交价在 22460~22520 元/吨左右，对 2512 合约报价升水 150 元/吨，对上海现货报价升水 100 元/吨。广东 0# 锌主流成交于 22295~22390 元/吨，对 2601 合约报价贴水 15 元/吨，沪粤价差缩小。天津市场 0# 锌锭主流成交于 22310~22420 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 60 元/吨。总的看，受部分炼厂检修及出口影响，市场货源有限，贸易商维持挺价情绪，现货升水维持高位，但下游采买谨慎，现货交投较为清淡。

库存方面，截止至 11 月 28 日，LME 锌锭库存 51,750 吨，周度增加 4425 吨。上期所库存 95916 吨，较上周减 4431 吨。截止至 11 月 27 日，社会库存为 14.81 万吨，较周一减少 0.29 万吨，较上周四减少 0.46 万吨。受部分炼厂检修影响，上海及广东地区周内到货减少，叠加下游提货，库存明显下滑，天津地区到货正常，且下游提货节奏偏慢，库存增加。

宏观方面，美国 9 月耐用品订单初值环比增 0.5%，较前值修正后的 3% 明显放缓。扣除飞机的非国防资本耐用品订单（核心资本品订单）初值环比增长 0.9%，远超市场预期的 0.3%，前值由 0.4% 上修至 0.9%。9 月零售销售环比增长 0.2%，连续四个月正增长但显著放缓，且低于市场预期，汽车销售四个月来首次下滑。

美国上周初请失业金人数减少 6000 人至 21.6 万人，为 4 月中旬以来新低，低于预期值 22.5 万人。此前一周的续申请失业金人数小幅上升至 196 万人。

美国 9 月 PPI 环比上涨 0.3%，核心 PPI 环比上涨 0.1%，均较前值明显加速，显示通胀在 9 月重新升温。

英国官方预算误发财政预算法案，其显示将关键财政缓冲从 3 月的 99 亿英镑扩大至 220 亿英镑，超预期的安全垫下却同步提高税收为其提供保障。

国内 11 月份，制造业 PMI 为 49.2%，比上月上升 0.2 个百分点，受益于外需修复。

上周沪锌主力横盘震荡。宏观面，近期公布的数据显示美国经济保持韧性，支持美联储继续降息，同时多位官员释放偏鸽信号，市场对 12 月降息预期回升至 80%上方，美元小幅回落，利好风险资产走势。基本面看，锌矿进口维持亏损，炼厂刚需补库下，加剧内外锌矿加工费下滑，炼厂利润进一步被侵蚀，12 月减停产规模扩大。据百川调研，12 月精炼锌供应环比减少超 2 万吨。叠加当前锌锭出口窗口维持开启，锌锭货源外流缓解国内高供应压力。需求端看，初端企业开工维持淡季特征，开工率微幅波动。北方天气转冷，镀锌企业消化成品库存而降低开工，南方铁塔订单有韧性但不及去年同期，终端采购节奏放缓；电子类合金订单较好，五金及箱包拉链订单不及预期，压铸锌合金开工微增；电子类氧化锌订单较好，陶瓷及饲料类订单走弱，氧化锌企业开工微增。库存方面，随着交仓进一步兑现，LME 库存回升至 5 万吨上方，但绝对水平偏低，LME0-3 现货维持高升水，然流动性担忧降温。国内在炼厂检修及出口双重作用下，社会库存延续缓慢温和回落，绝对水平偏高。

整体来看，美联储降息预期反弹修复此前偏弱的市场情绪，接下来需要关注 12 月 5 日发布的美国 9 月 PCE 数据，宏观仍有不确定性。基本面保持平衡，内外库存走势分化，伦锌挤仓降温及消费走弱构成利空，加工费下滑抑制精炼锌产出及锌锭出口构成支撑。多空矛盾有限，资金关注度下滑，加权持仓降至 20 万手下方，预计短期锌价仍难摆脱区间盘整的格局。

三、行业要闻

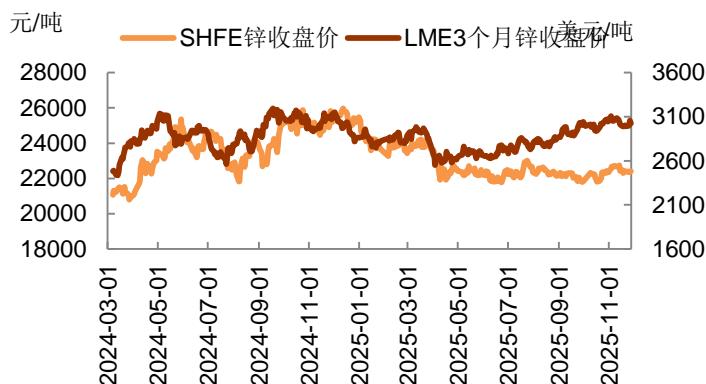
1、SMM 数据显示，截止至 11 月 28 日当周，国产锌精矿加工费环比减少 300 元/金属吨至 2050 元/金属吨，进口锌精矿加工费环比减少 11.8 美元/干吨至 61.25 美元/干吨。

2、哈萨克斯坦统计局称，10 月精炼锌产量为 20,475 吨，较 9 月的 20,181 吨增加 1.5%。今年前 10 个月精炼锌产量为 214,334 吨，同比下滑 3.7%。

3、Volcan 发布 2025 年三季度报告，报告显示其该季度锌精矿金属产量总计 5.98 万吨，环比增加 1.7%，同比降低 4.9%。

四、相关图表

图表 1 沪锌伦锌价格走势图

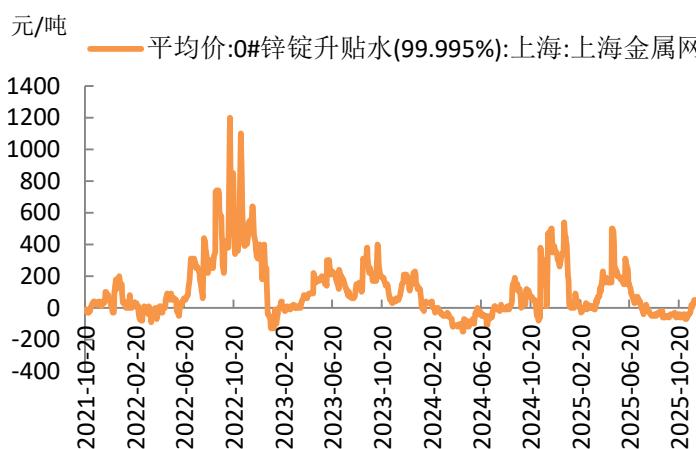


图表 2 内外盘比价

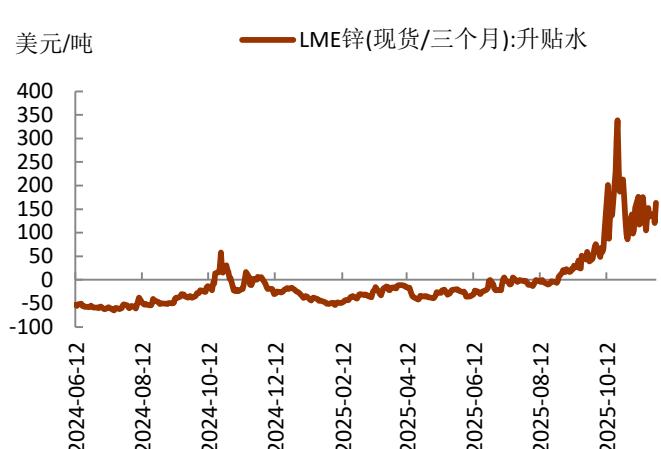


数据来源：iFinD, 铜冠金源期货

图表 3 现货升贴水

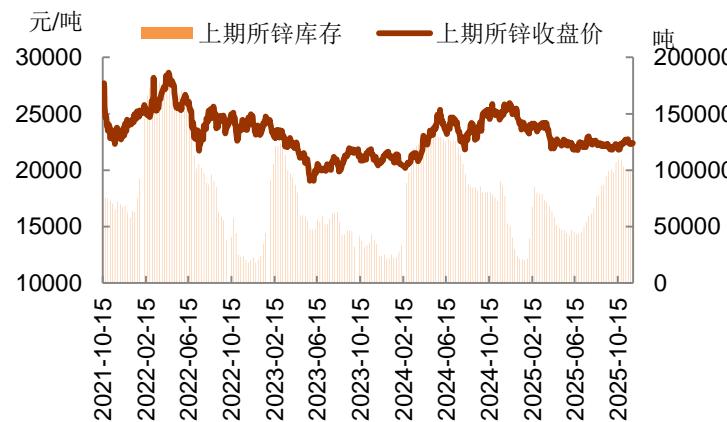


图表 4 LME 升贴水

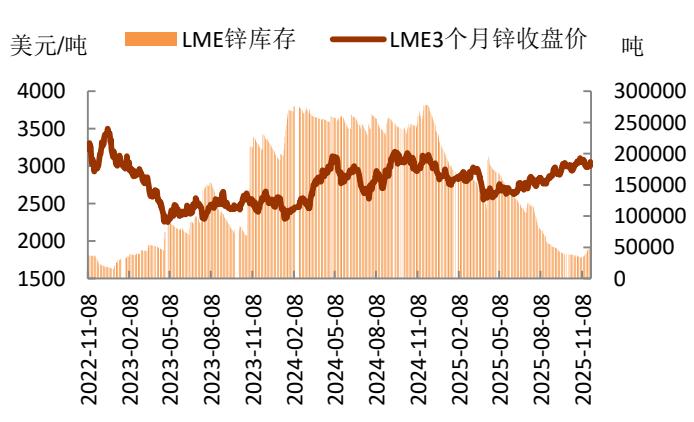


数据来源：iFinD, 铜冠金源期货

图表 5 上期所库存

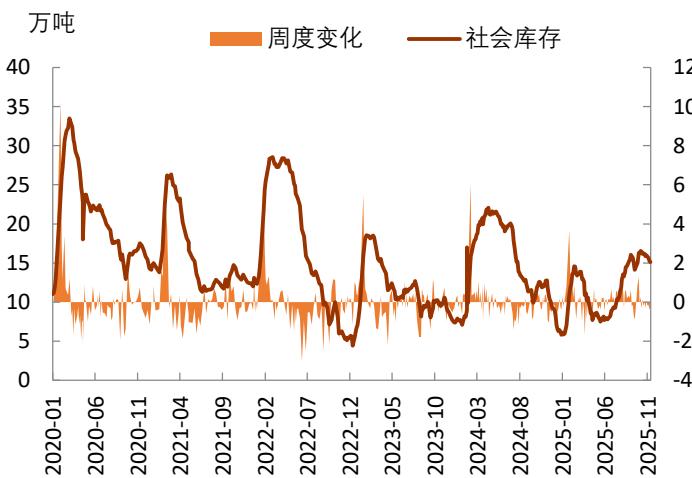


图表 6 LME 库存



数据来源：iFinD, 铜冠金源期货

图表 7 社会库存

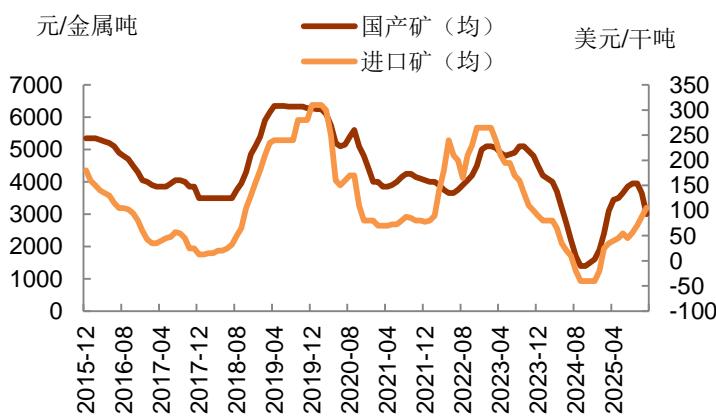


图表 8 保税区库存

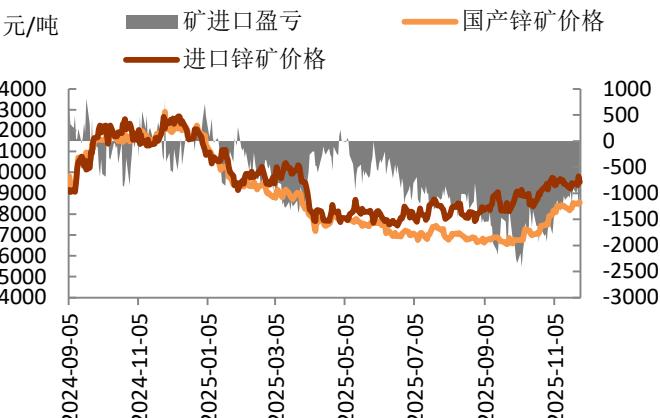


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 国内外锌矿加工费情况

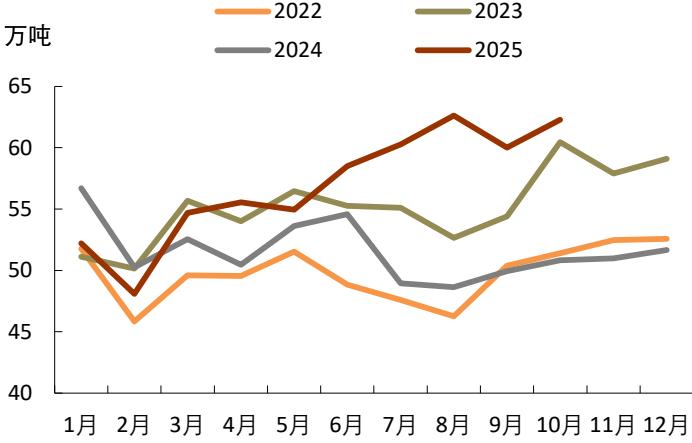


图表 10 锌矿进口盈亏

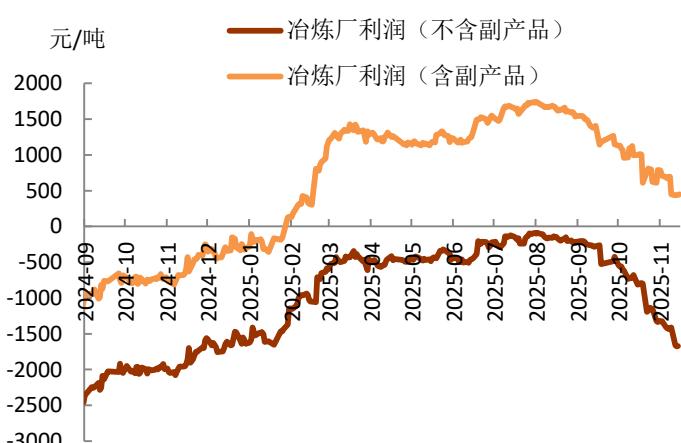


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 国内精炼锌产量情况

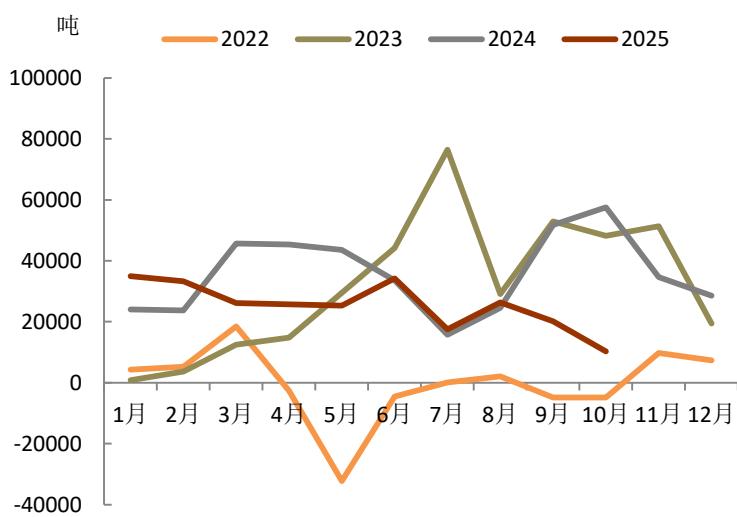


图表 12 冶炼厂利润情况

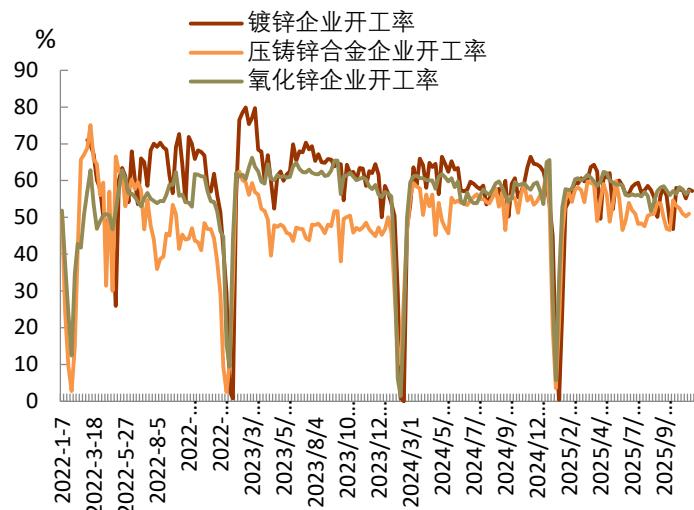


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。