

2025年9月29日



9

多空因素均衡 锌价调整空间有限

核心观点及策略

- 上周沪锌主力期价探底回升。宏观面看，美国经济具有韧性且就业市场降温改善，市场下调10月降息预期，美元反弹，周五公布的8月PCE数据符合预期，市场等待9月非农数据指引。周中铜价在海外矿山不可抗力影响下大幅拉涨，带动有色板块情绪偏强修复。
- 基本面看，沪伦比价低位，10月内外加工费加速分化。目前炼厂原料维持宽裕，矿端暂不构成市场矛盾点。9月底部分前期检修炼厂复产，且新疆昆仑锌业10月下旬投料生产，预计将带来少量新增货源，国内精炼锌供应将维持在较高水平，对锌价构成压制。沪伦比价短暂企稳后再度回落，临近锌锭出口临界值，关注出口及海外交仓动态，或缓解国内过剩预期。需求端看，天气转凉，建筑板订单恢复，双十一备货需求带动家电板订单增长，汽车板订单稳定，多数镀锌企业国庆假期正常生产，较往年同期相当。受终端需求较淡及低价合金冲击，合金企业放假周期较去年高1.6天。氧化锌企业开工微增，个别企业放假，多数正常生产。锌价下跌刺激下游节前备货，周度去库明显，随着备货结束及国庆长假供需错配，库存仍有回升压力。
- 整体来看，宏观主线围绕美联储10月降息预期展开，市场等待非农报告指引。基本面上，需求边际改善推动库存去化，叠加海外低库存强结构，为锌价提供下方支撑；但国内炼厂复产进程推进及新增产能投料，将使供应保持高位，限制锌价上行弹性。多空力量均衡，锌价持续调整空间已有限。
- 风险因素：宏观风险扰动，需求旺季远低于预期

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	9月19日	9月26日	涨跌	单位
SHFE 锌	22,045	22,045	0	元/吨
LME 锌	2898.5	2922.5	24	美元/吨
沪伦比值	7.61	7.54	-0.06	
上期所库存	94649	99315	4666	吨
LME 库存	47,825	43,800	-4025	吨
社会库存	15.7	15.04	-0.66	万吨
现货升水	-50	-60	-10	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 ZN2511 合约期价探底回升后围绕 22000 元/吨一线震荡，一方面国内短期政策预期落空，且美联储官员对降息表述存在分歧，叠加美国经济韧性较好，市场修正 10 月降息的乐观预期，美元反弹；另一方面，周中铜价大涨利好有色板块情绪修复。最终锌价收至 21980 元/吨，周度跌幅 0.27%。周五夜间杀跌下探。伦锌先抑后扬，30 日均线附近获得技术支撑，美元反弹对伦锌构成压力，但海外强结构低库存限制调整空间，最终收至 2886.5 美元/吨，周度跌幅 0.41%。

现货市场：截止至 9 月 25 日，上海 0# 锌主流成交价集中在 21965~22005 元/吨，对 2510 合约贴水 30 元/吨。宁波市场主流品牌 0# 锌成交价在 21985~22025 元/吨左右，对 2510 合约报价贴水 10 元/吨，对上海现货报价升水 50 元/吨。广东 0# 锌主流成交于 21935~22025 元/吨，对 2511 合约报价贴水 60 元/吨，对上海现货升水 40 元/吨，沪粤价差扩大。天津市场 0# 锌锭主流成交于 21950~22040 元/吨，0# 锌普通对 2510 合约报贴水 20~30 元/吨附近，津市较沪市报平水。总的看，贸易商出货为主，下游节前备货基本完成，采买力度减弱，现货贴水小幅回落，现货成交回归弱势。

库存方面，截止至 9 月 26 日，LME 锌锭库存 43800 吨，周度减少 4025 吨。上期所库存 100544 吨，较上周增加 1229 吨。截止至 9 月 25 日，社会库存为 15.04 万吨，较 9 月 18 日减少 0.80 万吨，较 9 月 22 日减少 0.66 万吨。周内上海及天津地区受下游不断提货带动库存均有下降，而广东地区周中因台风天气影响运输受阻，下游提货困难，使得库存与周一基本持平。

宏观方面，美国 9 月标普全球制造业 PMI 初值为 52，预期 52；服务业 PMI 初值为

53.9; 美国8月新屋销售总数年化80万户, 预期65万户, 前值由65.2万户修正为66.4万户。美国第二季度实际个人消费支出季率终值2.5%, 预期1.7%, 前值1.6%; 美国第二季度实际GDP年化季率终值3.8%, 创近两年新高, 预期3.30%, 前值3.30%; 主要上修项为净出口贡献。美国上周首申人数大幅回落至21.8万人, 为7月以来最低水平。美国8月核心PCE物价指数同比上涨2.9%, 环比上涨0.2%, 均符合预期且与前值持平。

美联储理事米兰表示, 中性利率估计值约为2.5%, 年内应再降息125个基点。三位美联储官员泼降息冷水, 表示进一步行动空间有限, 今年没理由再降。

鲍威尔称, 面临通胀上行和就业下行的两面风险, 就业风险增加促使上周降息; 重申合理预期是关税一次性推升价格, 称要确保关税不会持续影响; 未暗示下月会否支持降息。贝森特表示, 不理解鲍威尔为何“退缩”, 敦促年底前降息100-150个基点, 正在面试11位美联储主席候选人。

周一国内四部门新闻发布会的主题是介绍“十四五”时期金融业发展成就, 主要是从中长期视角回顾和总结“十四五”, 不涉及短期政策的调整, 且并未有透露关于“十五五”及下一步金融改革内容。

上周沪锌主力期价探底回升。宏观面看, 美国二季度GDP增速上修, 9月标普PMI维持扩张, 新屋销售超预期且上周首申人数大幅回落, 数据显示经济具有韧性且就业市场降温改善, 市场下调美联储10月降息预期, 美元反弹, 创两周新高, 压制风险资产。周五公布的8月PCE数据符合预期, 市场等待9月非农数据指引。国内四部门联合发布会未释放增量政策, 市场此前对政策的乐观预期有所降温。不过周中铜价在海外矿山不可抗力影响下大幅拉涨, 带动有色板块情绪偏强修复。基本面看, 沪伦比价维持低位的背景下, 10月内外锌矿加工费加速分化, 国产矿加工费回落明显且仍有回落空间, 进口矿加工费延续上涨。但目前炼厂原料维持宽裕, 矿端暂不构成市场矛盾点。9月底部分前期检修炼厂复产, 且新疆昆仑锌业10月下旬投料生产, 预计将带来少量新增货源, 国内精炼锌供应将维持在较高水平, 对锌价构成压制。沪伦比价短暂企稳后再度回落, 临近锌锭出口临界值, 关注出口及海外交仓动态, 或缓解国内过剩预期。需求端看, 天气转凉, 建筑板订单恢复, 双十一备货需求带动家电板订单增长, 汽车板订单稳定, 多数镀锌企业国庆假期正常生产, 较往年同期相当。受终端需求较淡及低价合金冲击, 合金企业放假周期较去年高1.6天。氧化锌企业开工微增, 个别企业放假, 多数正常生产。近期锌价下跌刺激下游节前备货积极性, 周度去库明显, 随着备货结束及国庆长假供需错配, 库存仍有回升压力。

整体来看, 宏观主线依旧围绕美联储10月降息预期展开, 市场等待非农报告指引。基本上, 需求边际改善推动库存去化, 叠加海外低库存强结构, 为锌价提供下方支撑; 但国内炼厂复产进程推进及新增产能投料, 将使供应保持高位, 限制锌价上行弹性。多空因素交织, 力量处于均衡, 锌价持续调整空间有限。

三、行业要闻

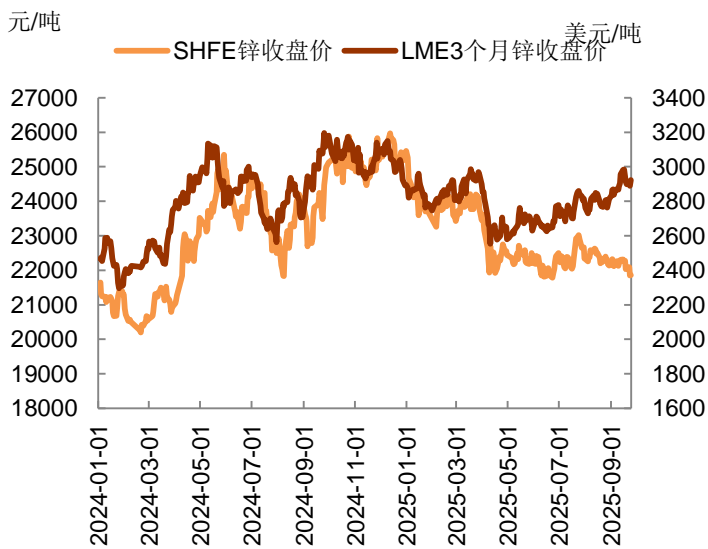
1、SMM 数据显示，10 月国产锌精矿加工费均值 3650 元/吨，环比降 300 元/吨，进口矿加工费均值 87.51 美元/干吨，环比增 16.83 美元/干吨。

2、据外媒报道，Antamina 矿今年锌产量将增长 67%，抵消铜下降 12%的影响，管理层正在努力延长矿床的使用寿命。今年来看，预计 Antamina 矿将生产 45 万吨锌，高于去年的 27 万吨，而铜产量将从去年的 43 万吨降至 38 万吨，但 2026 年预计增至 45 万吨。

3、据外媒报道，Antamina 矿今年锌产量将增长 67%，抵消铜下降 12%的影响，管理层正在努力延长矿床的使用寿命。今年来看，预计 Antamina 矿将生产 45 万吨锌，高于去年的 27 万吨，而铜产量将从去年的 43 万吨降至 38 万吨，但 2026 年预计增至 45 万吨。

四、相关图表

图表 1 沪锌伦锌价格走势

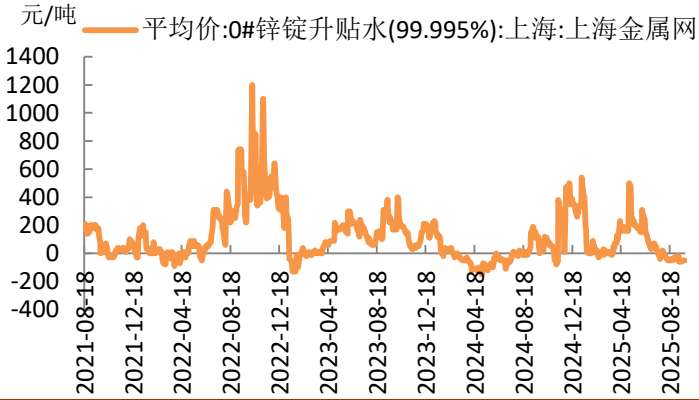


图表 2 内外盘比价



数据来源：iFind, 铜冠金源期货

图表3 现货升贴水

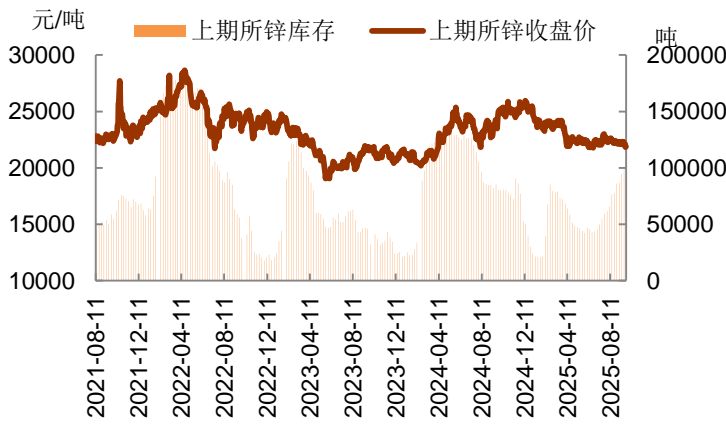


图表4 LME 升贴水

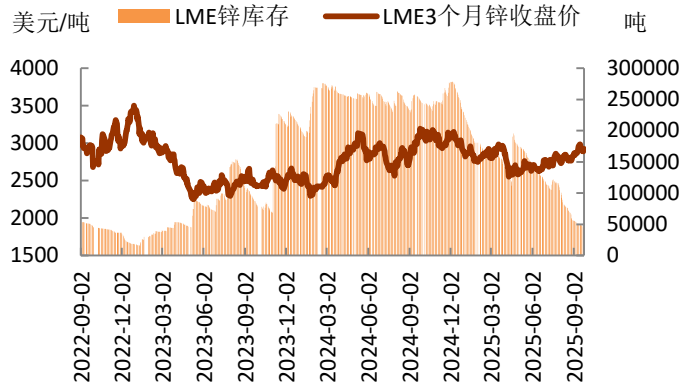


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 上期所库存

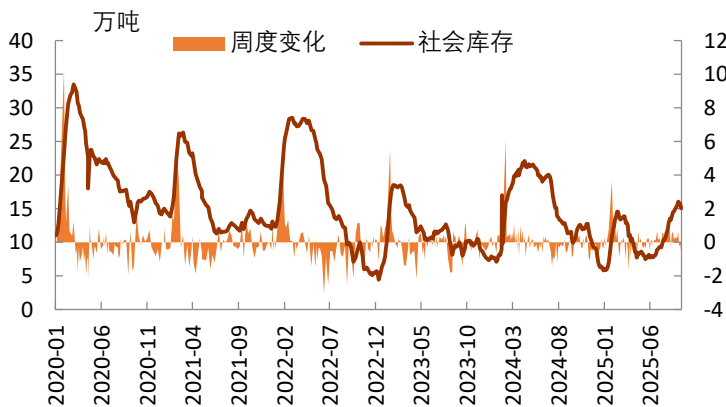


图表6 LME 库存



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 社会库存

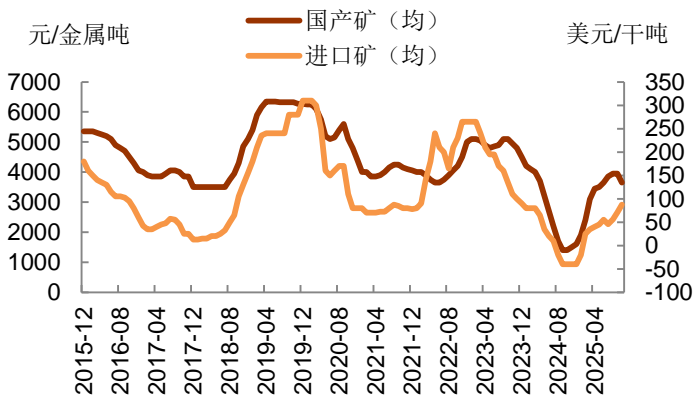


图表8 保税区库存

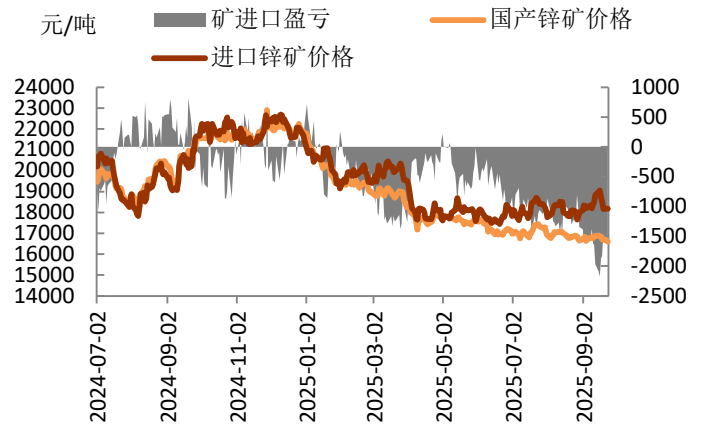


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 国内外锌矿加工费情况

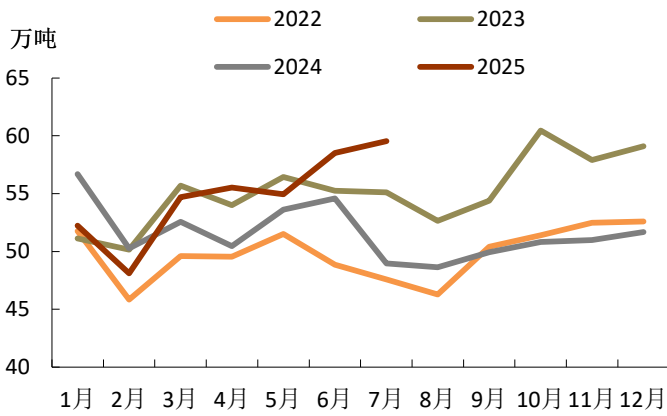


图表10 锌矿进口盈亏



数据来源：iFind, 铜冠金源期货

图表11 国内精炼锌产量情况

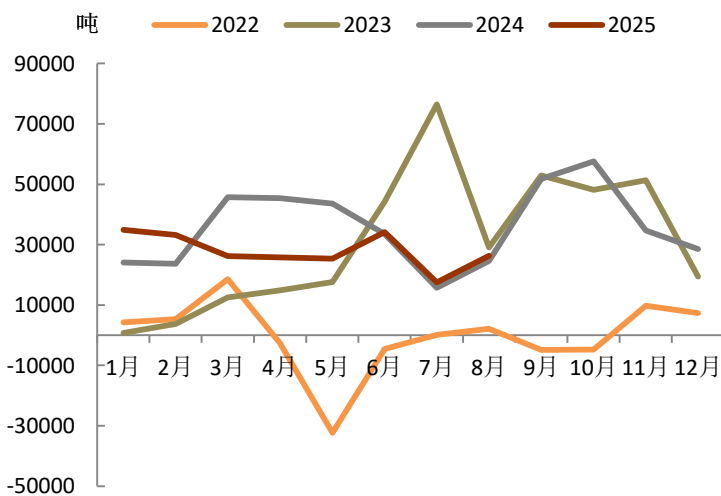


图表12 冶炼厂利润情况

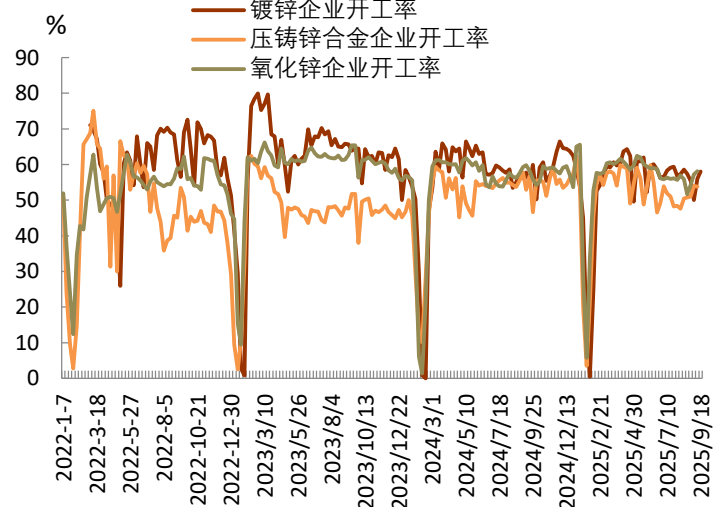


数据来源：iFind, 铜冠金源期货

图表13 精炼锌净进口情况



图表14 下游前端企业开工率



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。