



2025 年 10 月 20 日

比价走势反复 锌价延续承压

核心观点及策略

- 上周沪锌主力期价重心下移后横盘震荡。宏观面看，美联储对 10 月降息幅度存在分歧，美国政府关门事件仍在发酵，且两银行坏账问题引发信用危机，拖累市场情绪。中美贸易摩擦不确定性仍存，双方领导均表示月度按计划会面。国内 9 月出口数据超预期，通胀同比降幅收窄；新增信贷、新增社融均低于季节性。
- 基本面看，LME0-3BACK 结构在小幅收敛后维持高水平，海外流动性风险未扭转，对锌价依旧构成支撑。国内检修炼厂陆续复产，供应存恢复预期，但加工费及硫酸价格调整，炼厂利润受抑限制提产空间。节后下游陆续复工，基建赶工，护栏及光伏支架订单改善，利好镀锌结构件消费环比改善；五金卫浴、汽车配件及箱包拉链订单改善，持续性待观察；氧化锌需求平稳，开工环比小增修复，但不改刚需采买节奏。节后社会库存如期累库，绝对水平维持同期高位。比价方面，企稳修复，仍处于锌锭出口窗口开启附近波动，市场传言部分贸易商计划出口少量锌锭。
- 整体来看，海外宏观围绕中美贸易摩擦、降息预期、政府关门及美国银行信贷危机等事件，均存不确定性，市场情绪保持偏谨慎，国内宏观数据喜忧参半，表现平稳。假期累库偏高，消费改善有限，且供应逐步恢复，供需边际转弱。焦点集中在锌锭出口表现，比价走势反复，若出口存一定量级，将改善国内过剩预期。短期宏观指向不明晰，基本面支撑不足，预计锌价维持承压运行。
- 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

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	10月10日	10月17日	涨跌	单位
SHFE 锌	22,270	21,815	-455	元/吨
LME 锌	2984.5	2942.5	-42	美元/吨
沪伦比值	7.46	7.41	-0.05	
上期所库存	106950	109627	2677	吨
LME 库存	37,950	38,025	75	吨
社会库存	11.69	10.37	-1.32	万吨
现货升水	-50	-40	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 ZN2512 合约期价震荡回落后横盘震荡修整，LME0-3BACK 大幅攀升至 200 美元/吨以上，部分库存显性化，LME 库存小增，流动性担忧缓解，内外锌价跳水，但随后 BACK 结构收敛且库存未持续增加，锌价企稳盘整，最终收至 21830 元/吨，周度跌幅 2.11%。周五夜间窄幅震荡。伦锌探底回升，周中库存短暂小增拖累期价走势，但低库存态势缓解有限，且降息预期较强施压美元，伦锌探底回升围绕 2950 美元/吨附近盘整，最终收至 2942.5 美元/吨，周度跌幅 1.41%。

现货市场：截止至 10 月 17 日，上海 0#锌主流成交价集中在 21905~22025 元/吨，对 2511 合约升水 40 元/吨。宁波市场主流品牌 0#锌成交价在 21895~22005 元/吨左右，对 2511 合约报价升水 25 元/吨，对上海现货报价升水 70 元/吨。广东 0#锌主流成交于 21755~21905 元/吨，对 2512 合约报价贴水 105 元/吨，对上海现货贴水 30 元/吨。天津市场 0#锌锭主流成交于 21790~21980 元/吨，0#锌普通对 2511 合约报贴水 0~50 元/吨附近，津市较沪市报升水 10 元/吨。总的看，市场流通货源不多，现货维持小幅升水报价，下游采买刚需为主，且倾向于接低价炼厂厂提货源，询价积极性一般，现货实际成交以贸易商间为主。

库存方面，截止至 10 月 17 日，LME 锌锭库存 38025 吨，周度增加 75 吨。上期所库存 109627 吨，较上周增加 2677 吨。截止至 10 月 16 日，社会库存为 16.27 万吨，较 10 月 9 日增加 1.25 万吨，较 10 月 16 日减少 0.04 万吨，周内各地到货相对正常，上海地下游不断提货带动周内库存小幅下降，而广东和天津地区下游提货节奏较慢使得库存继续增加，其中广东地区累库相对明显。

宏观方面，美财长释放缓和信号，双方工作层保持沟通，贝森特称，美国对中国加征 100%关税的情况不一定会发生，并称双方可以在未来几周通过谈判，避免贸易战升温。

美国法院暂时禁止特朗普在政府关门期间大规模裁员。

美国 Zions Bancorp（齐昂银行）和 Western Alliance Bancorp（西联银行）两家美国银行先后表示，向投资不良商业抵押贷款的基金提供贷款时遭受诈骗，加剧市场对信贷危机的担忧。

国内 9 月中国出口同比 8.3%，预期 5.7%，前值 4.4%；9 月中国进口同比 7.4%，预期 1.4%，前值 1.3%。CPI 同比-0.3%，预期-0.1%，前值-0.4%；核心 CPI 同比 1.0%，前值 0.9%；PPI 同比-2.3%，预期-2.4%，前值-2.9%。9 月新增人民币贷款 1.29 万亿，前值 5900 亿，预期 1.39 万亿，去年同期 1.59 万亿；新增社融 3.53 万亿，前值 2.57 万亿，预期 3.28 万亿，去年同期 3.76 万亿；存量社融增速 8.7%，前值 8.8%；M2 同比 8.4%，前值 8.8%；M1 同比 7.2%，前值 6%。

上周沪锌主力期价重心下移后横盘震荡。宏观面看，美联储对 10 月降息幅度存在分歧，美国政府关门事件仍在发酵，且两银行坏账问题引发信用危机，拖累市场情绪。中美贸易摩擦不确定性仍存，双方领导均表示月度按计划会面。国内 9 月出口数据超预期，通胀同比降幅收窄；新增信贷、新增社融均低于季节性，居民部门短期贷款同比降幅走扩，消费仍偏弱，中长期贷款同比多增，受低基数支撑，经济下行压力仍存，政策可期。基本面看，LME0-3BACK 结构扩大至 201.6 美元/吨，库存短暂小增 1125 吨后重回跌势，绝对量亦维持低位，LME0-3BACK 结构也在小幅收敛后维持高水平，海外流动性风险未扭转，对锌价依旧构成支撑。国内检修炼厂陆续复产，供应存恢复预期，但加工费及硫酸价格调整，炼厂利润受抑限制提产空间。节后下游陆续复工，基建赶工，护栏及光伏支架订单改善，利好镀锌结构件消费环比改善；五金卫浴、汽车配件及箱包拉链订单改善，持续性待观察；氧化锌需求平稳，开工环比小增修复，但不改刚需采买节奏。节后社会库存如期累库，绝对水平维持同期高位。比价方面，企稳修复，仍处于锌锭出口窗口开启附近波动，市场传言部分贸易商计划出口少量锌锭。

整体来看，海外宏观围绕中美贸易摩擦、降息预期、政府关门及美国银行信贷危机等事件，均存不确定性，市场情绪保持偏谨慎，国内宏观数据喜忧参半，表现平稳。假期累库偏高，消费改善有限，且供应逐步恢复，供需边际转弱。焦点集中在锌锭出口表现，比价走势反复，若出口存一定量级，将改善国内过剩预期。短期宏观指向不明晰，基本面支撑不足，预计锌价维持承压运行。

三、行业要闻

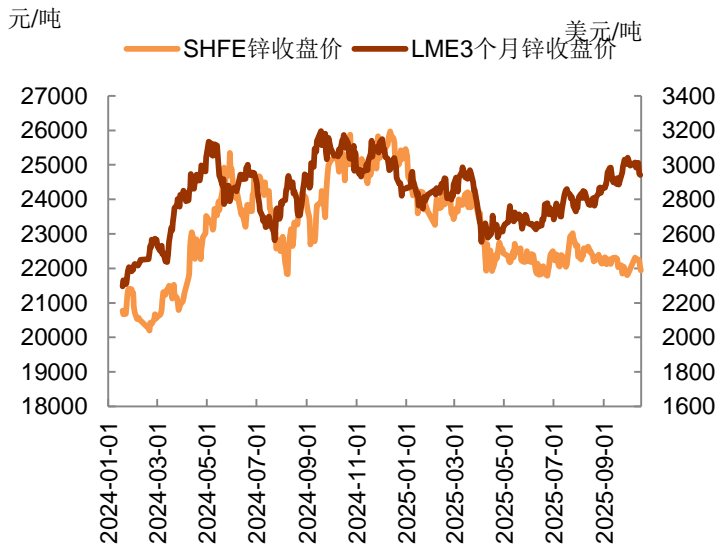
1、SMM 数据显示，10 月 17 日当周国产锌精矿加工费均值 3400 元/吨，环比降 100 元/吨，进口矿加工费均值 118.75 美元/干吨，环比增 0.25 美元/干吨。

2、2025 LME WEEK 上，投资者对未来一年做空金属投票中，做空锌占比达 29.7%，基于锌矿供应及冶炼产能激增。

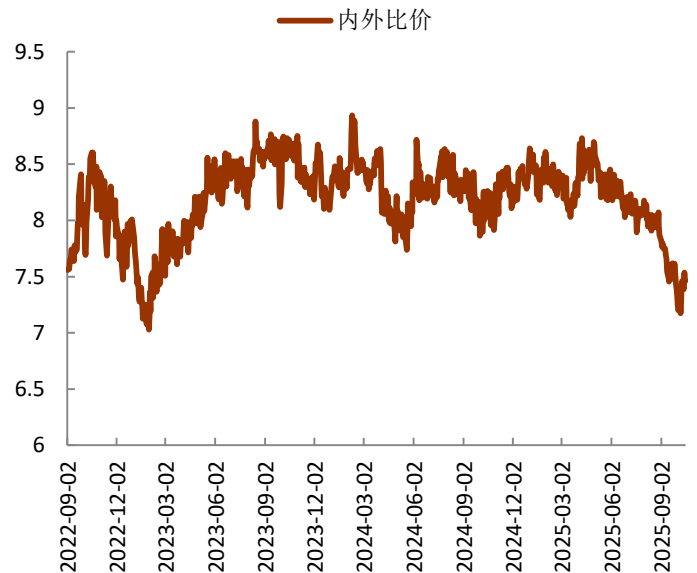
3、国际铅锌研究小组：预计 2025 年全球精炼锌产量将增长 2.7%，达到 1380 万吨；2025 年全球精炼锌需求将增长 1.1%，达到 1371 万吨；2025 年全球精炼锌供应过剩达 8.5 万吨。预计 2026 年全球锌产量将进一步增长 2.4%，达到 1413 万吨；2026 年全球精炼锌需求将增长 1%，达到 1386 万吨；2026 年全球精炼锌供应过剩规模扩大至 27.1 万吨。

四、相关图表

图表 1 沪锌伦锌价格走势

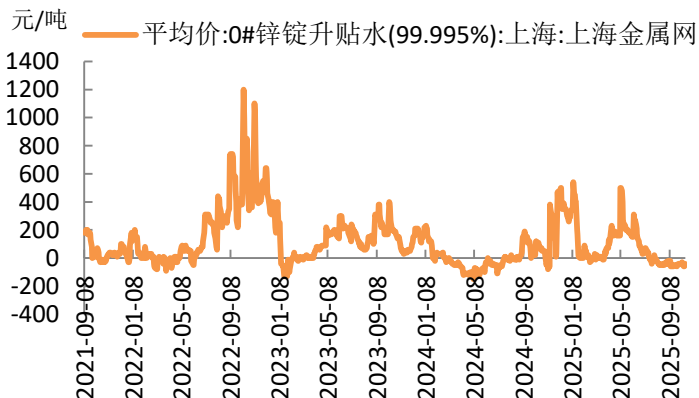


图表 2 内外盘比价



数据来源：iFind, 铜冠金源期货

图表 3 现货升贴水

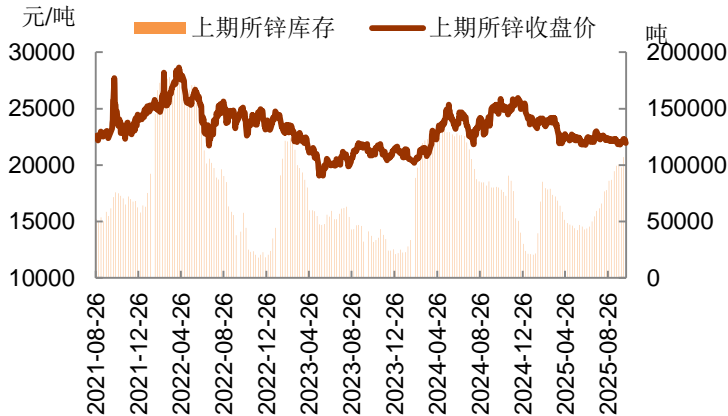


图表 4 LME 升贴水

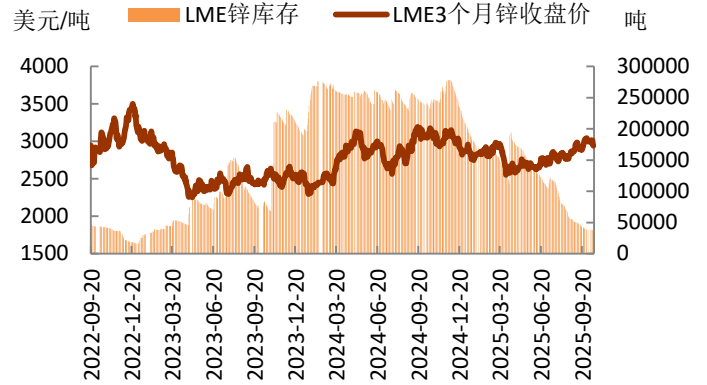


数据来源：iFind, 铜冠金源期货

图表 5 上期所库存

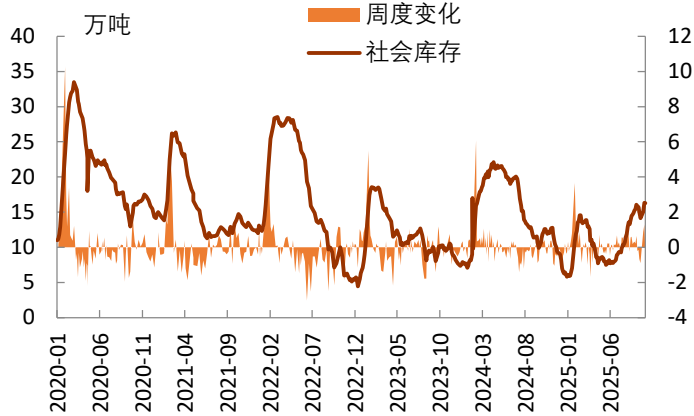


图表 6 LME 库存



数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 7 社会库存

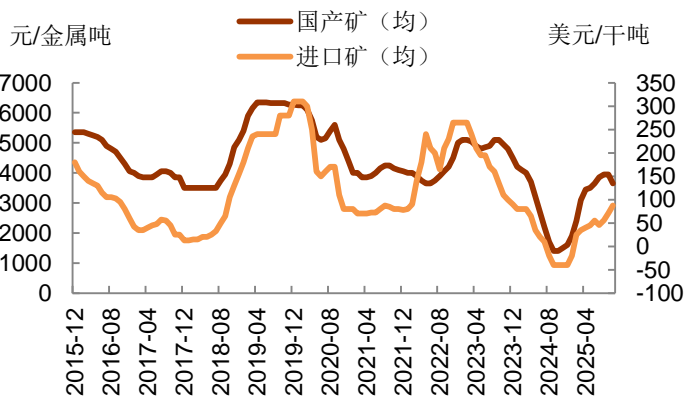


图表 8 保税区库存

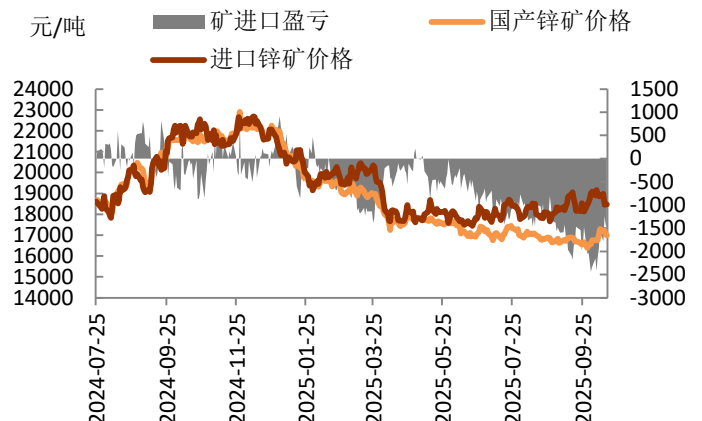


数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 9 国内外锌矿加工费情况

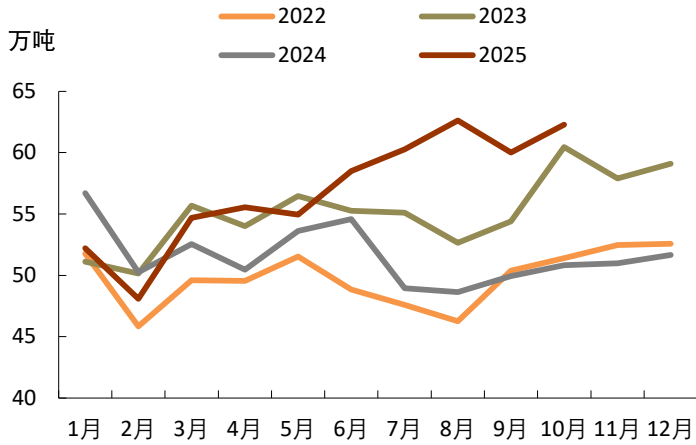


图表 10 锌矿进口盈亏

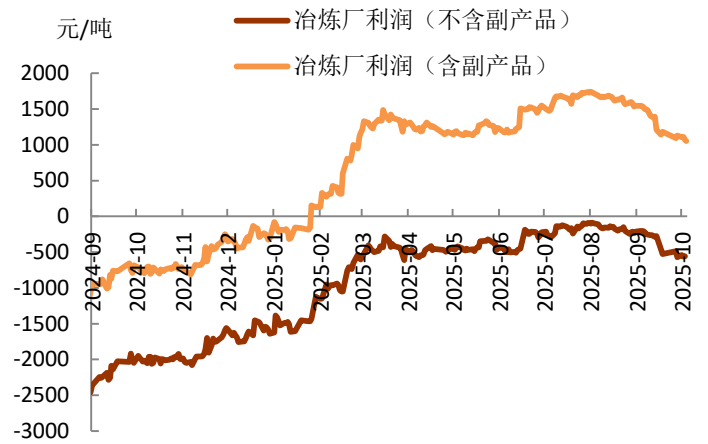


数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 11 国内精炼锌产量情况

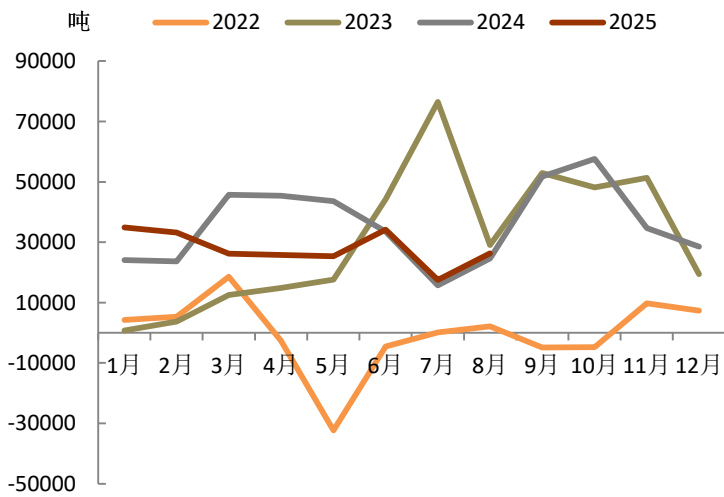


图表 12 冶炼厂利润情况

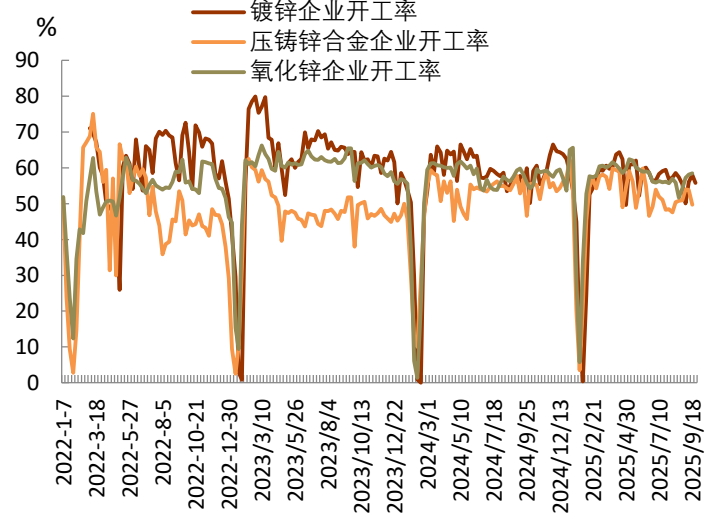


数据来源：iFinD, 铜冠金源期货

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。