



苏豪弘业期货股份有限公司
SOHO HOLLY FUTURES CO., LTD.

研究报告-锌月报

金融研究院

报告日期
2025 年 10 月 10 日

锌上方承压 或宽幅震荡

国内外宏观面和国内锌供需宽松将抑制锌价上行空间，不过国内外锌供需格局进一步分化，后期出口需求有望托底锌价，沪锌或呈区间震荡走势。后期重点关注国内锌锭出口窗口能否打开。

蔡 丽

Tel: 025-52278446

Email: caili@ftol.com.cn

从业资格号: F0236769

投资咨询证号: Z0000716

章节目录

一、行情回顾	3
二、锌影响因素分析	3
1、全球锌矿供应稳步增加	3
2、国内锌矿进口维持高位	4
3、全球锌供需转为过剩	5
4、国内锌供应维持高位	6
5、旺季需求难言乐观	7
6、 国内外锌库存分化明显	9
三、行情展望	10

图目录

图 1 沪锌指数日 K 线走势	3
图 2 全球锌矿产量	4
图 3 国内锌精矿进口量	5
图 4 全球锌月度供需平衡表	6
图 5 国内精炼锌产量	6
图 6 基建投资同比增速	8
图 7 房地产市场同比增速	8
图 8 汽车产销量同比增速	9
图 9 LME 库存	9
图 10 国内社会库存	10

一、行情回顾

9 月份，沪锌震荡后继续下行。中旬前，下游旺季需求备货提振锌价，但供应高位承压，锌价反弹乏力，持续震荡徘徊。中旬后，传统“金九银十”消费旺季的表现不及预期，尤其是房地产相关领域持续疲软，下游初级终端企业开工率逐渐回落，锌供需宽松和高库存压力下，锌再次走弱。

10 月份，国内锌冶炼利润尚可，冶炼厂生产积极性高，四季度精炼锌供应预计将保持高位。锌下游传统领域需求依旧疲弱，国内旺季需求难言乐观，锌反弹后上方压力逐渐加大。不过海外库存低位和现货升水持续走高，国内锌出口窗口打开有望缓解国内锌过剩压力，锌或呈现宽幅震荡走势。

图 1 沪锌指数日 K 线走势

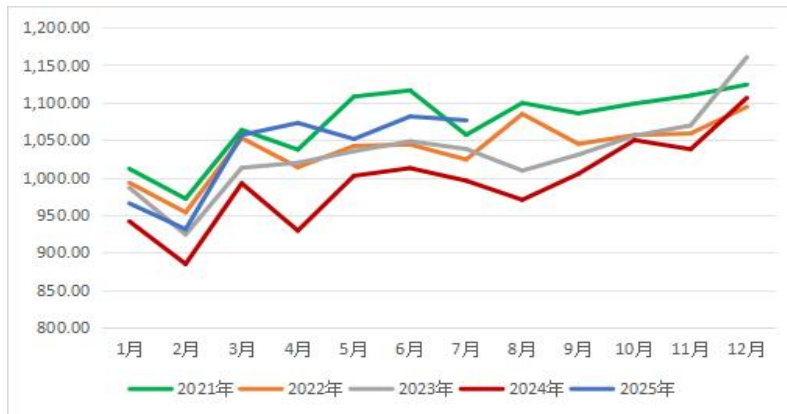


数据来源：文华财经

二、锌影响因素分析

1、全球锌矿供应稳步增加

图 2 全球锌矿产量



数据来源：wind

全球锌矿供应恢复进程较好。据国际铅锌研究小组数据，7月全球锌矿产量为107.62万吨，同比增加10.28%；其中锌精矿产量为70.62万吨，同比增加9.17%；中国锌精矿产量为37万吨，同比增加12.46%。全球矿山主要增产动力来自海外矿山项目（如秘鲁Antamina、俄罗斯OZ矿、刚果Kipushi等）的复产和增产，以及国内新疆地区的新增产能。

根据SMM数据显示，8月我国锌精矿产量34.48万吨，环比下降0.58%，同比下降4.51%。8月国内锌精矿产量较7月有所下滑，但幅度较为有限，国内锌精矿产量仍保持高位。虽有青海、内蒙古、四川、云南等地存在矿山检修结束，于9月恢复正常产出，带来一定增量。但新疆某矿山计划于9月进行停产验收，预计带来大量减量，9月整体国内锌精矿产量下滑明显。10月下旬，北方矿山冬季有减产预期，国产矿供应环比或继续下滑，而进口矿量保持高位，预计锌矿端供应扰动不大。

整体来看，海外矿增量显著弥补了国内矿端供应不足，全球锌矿供应增加态势不变，矿端宽松持续向冶炼端传导。

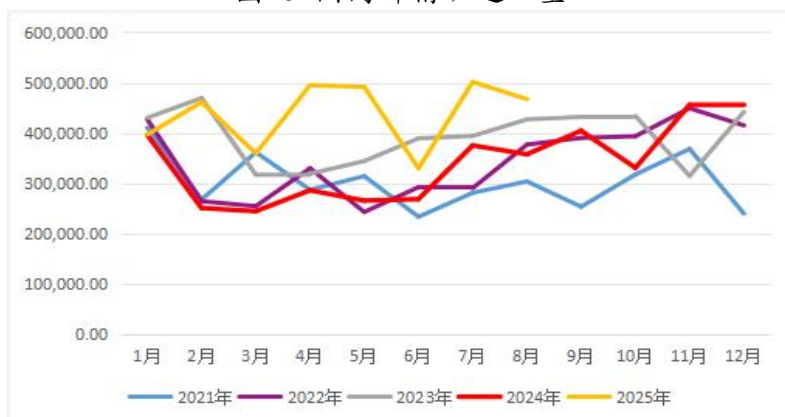
2、国内锌矿进口维持高位

进口方面，2025年8月国内进口锌精矿46.7万吨，同比增加30.9%，环比减少6.5%，1-8月中国累计进口锌精矿350.3万吨，同比增加44.0%。主要进口来源国包括澳大利亚、秘鲁、俄罗斯等，其中澳大利亚、秘鲁、俄罗斯三国进口量占比较大。分国别来看，秘鲁10.79万实物吨，占比23.1%；澳大利亚8.05万实物吨，占比17.24%；俄罗斯4.61万实物吨，占比9.87%。

8 月份，海外矿山产能释放，虽然锌矿进口窗口持续关闭，但冶炼厂积极生产，对矿需求旺盛导致进口锌矿量维持高位。9 月国内外锌比价继续大幅回落，进口锌精矿加工费环比继续上涨，导致国产锌精矿价格优势继续扩大，但前期长单或锁价锌矿持续流入，加上冬储阶段即将来临，冶炼厂对进口锌矿需求强劲，预计 9 月进口锌矿量环比下降，但仍将处于相对高位。

国内矿冶炼利润优于进口矿，导致国内矿端需求更甚，国内加工费环比回落。而进口加工费环比继续上涨。根据 SMM 数据显示，2025 年 10 月内外加工费月均值分别报 3650 元/吨和 105.54 美元/干吨，国内矿月度环比下降 300 元，进口矿月度环比增加 18.03 美元。截至 9 月末，国外锌精矿周度加工费为 3650 元/吨，周环比下降 200 元；周度进口加工费为 115.9 美元/干吨，周度环比增加 4.65 美元。

图 3 国内锌精矿进口量

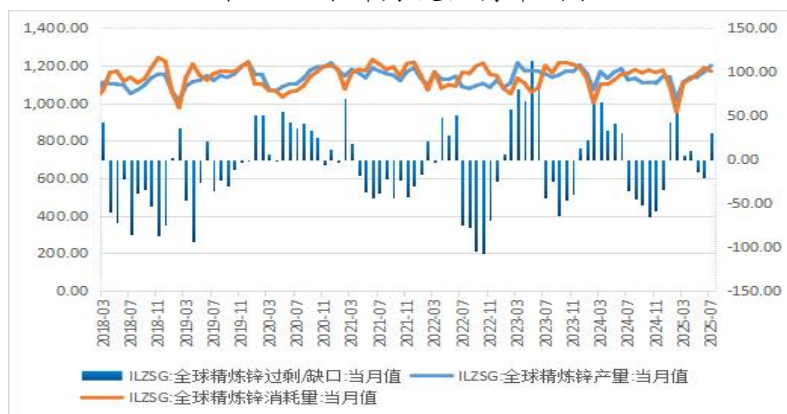


数据来源：wind

3、全球锌供需转为过剩

2025 年 7 月全球精炼锌供应连续两个月短缺后再次转为过剩状态，主要原因在于供增需减。7 月份精炼锌产量为 119.93 万吨，全球精炼锌需求量为 116.91 万吨，月度供需过剩量为 3.02 万吨。1-7 月精炼锌累计产量为 791.09 万吨，累计减少 1.15%；1-7 月精炼锌累计需求量为 779.45 万吨，累计增加 0.26%。1-7 月全球精炼锌供需过剩累积 11.64 万吨。

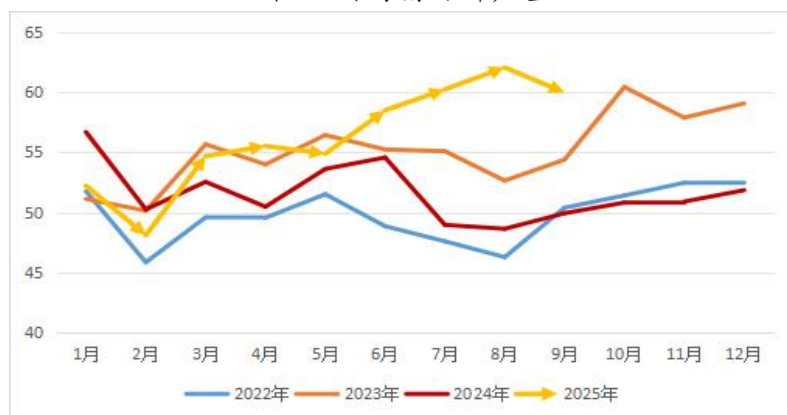
图 4 全球锌月度供需平衡表



数据来源：wind

4、国内锌供应维持高位

图 5 国内精炼锌产量



数据来源：SMM

据 SMM 数据统计,2025 年 9 月中国锌锭产量 60.0 万吨,产量环比下降 3.37%,同比增加 20.19%。七八月份由于加工费高位,大多冶炼厂推迟七八月常规检修,部分企业在九月进行常规检修。9 月份除了湖南、内蒙古等地区的常规检修外,河南、广西等地的突发检修贡献一定减量。另外湖南、陕西、甘肃、湖北等地区检修恢复和产量增加提供一定增量。整体来看 9 月产量下降明显。

进入 10 月,前期检修冶炼厂逐渐恢复生产。进口 TC 持续上涨,国产 TC 呈现出持续下滑的趋势,不过虽然冶炼企业净利润处于亏损状态,但由于硫酸仍处于旺季价格高位,副产品收益补充下,冶炼企业综合利润仍较高。后期虽然国产矿 TC 有望继续小幅回落,但进口矿 TC 仍将继续上涨,冶炼积极性犹在。SMM 资料显示,10 月冶炼厂主要检修集中在河南、湖南、甘肃和江西地区,另外陕西、四川等地贡献一定减量。增量主要以河南、内蒙古、甘肃、广西、湖南等地检修恢复

为主，整体产量增加态势。不过冶炼厂原料问题矛盾凸显，国内矿加工费下行以及硫酸价格高位拐头调整，压缩冶炼厂利润，同时再生原料价格走高，利润倒挂下部分再生锌冶炼厂主动下调产量，整体限制产量上行幅度。

进口方面。海关数据显示，2025 年 8 月精炼锌进口量 2.56 万吨，环比增加 43.3%，同比下降 3.6%，1-8 月精炼锌累计进口 23.55 万吨，累计同比下降 11.81%。8 月份精炼锌进口量超出市场预期。但伦强沪弱格局明显，精炼锌进口仍以长单为主，进口亏损进一步扩大，后期进口量仍将维持相对低位。8 月精炼锌出口 0.03 万吨，8 月精炼锌净进口 2.53 万吨。海外供需明显紧缺，现货出口窗口即将打开，后期净进口量有望会继续减少。

总之，沪伦比价低位运行，净进口量继续减少，不过冶炼企业利润尚可，生产积极性仍较高，锌供应环比有望增加。整体锌供应端压力较大。

5、旺季需求难言乐观

九月份消费旺季，锌终端消费出现边际性转好，但国内整体需求较弱，订单弱于往年同期。镀锌方面，月初锌价走低后受“金九银十”预期备货带动开工率显著抬升，但月末受京津冀等地环保限产和国内房地产低迷拖累，月末开工率大幅走低，整体表现弱于季节性常态表现，旺季特征不明显。

压铸锌合金方面，月初受新能源汽车、电子电器“以旧换新”政策温和提振，开工率略微小幅走高；月末因海外订单保守、东南亚价格竞争导致出口利润缩水，开工率大幅走低。整体需求明显弱于往年同期。

氧化锌方面，月初受汽车产销回暖和橡胶制品需求支撑，旺季表现较好，但月末受国庆长假、环保检查及部分企业常规检修影响，开工率显著下滑，全月平均开工水平并不高，且波动较大。作为氧化锌消费主力的橡胶级（主要用于轮胎）和陶瓷级氧化锌表现不佳。轮胎行业受海外反倾销调查及国内经销商库存高企影响，采购意愿不强。陶瓷行业则继续受到房地产低迷的拖累，订单量同比减少。

从锌终端行业数据来看，房地产行业疲弱状态延续；基建投资增速继续放缓；汽车产销数据表现良好。进入 10 月，旺季消费仍有韧性，但可能弱于同期表现。

2025 年 1-8 月，广义基建投资增速为 5.42%，增速较 1-7 下降了 1.87 个百分点

点。今年 3 月份开始，基建投资增速累积同比持续下滑。后期关注基建方面政策是否有进一步加码。

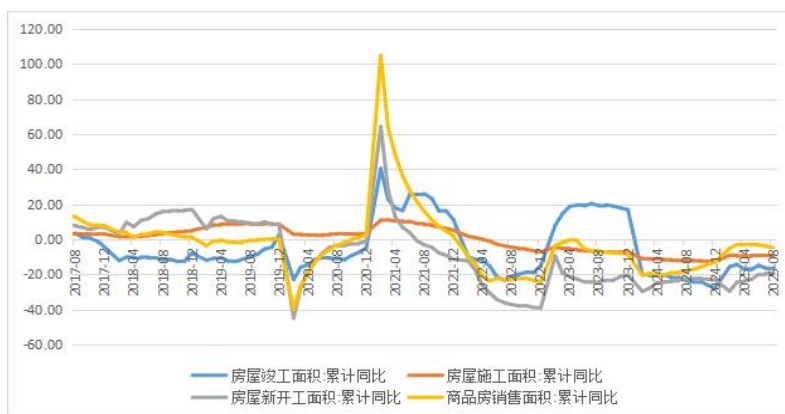
图 6 基建投资同比增速



数据来源: wind

房地产方面，1-8 月份全国房地产开发投资 60309 亿元，同比下降 12.9%，降幅继续扩大。1-8 月份我国房屋新开工面积 39801 万平方米，下降 19.5%，房屋竣工面积 27694 万平方米，下降 17.0%。主要锌下游房地产行业数据仍很疲软。

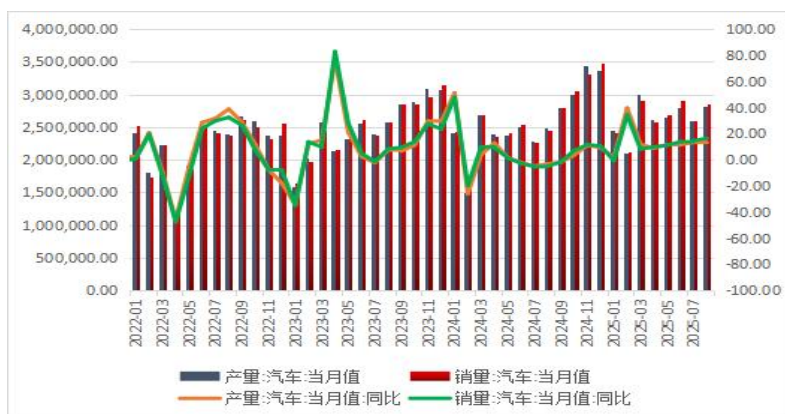
图 7 房地产市场同比增速



数据来源: wind

汽车方面，1-8 月我国汽车产销分别完成 2105.1 万辆和 2112.8 万辆，同比分别增长 12.7%和 12.6%。其中，1-8 月新能源汽车产销分别完成 962.5 万辆和 962 万辆，同比分别增长 37.3%和 36.7%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 45.5%。国内汽车产销量同比增长较为稳定。不过许多地区的“置换更新”补贴已暂停或调整，后期汽车行业需求或受到影响。

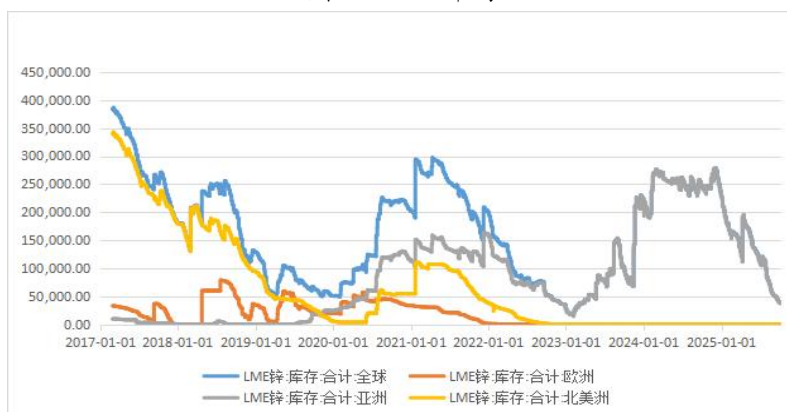
图 8 汽车产销量同比增速



数据来源：wind

6、国内外锌库存分化明显

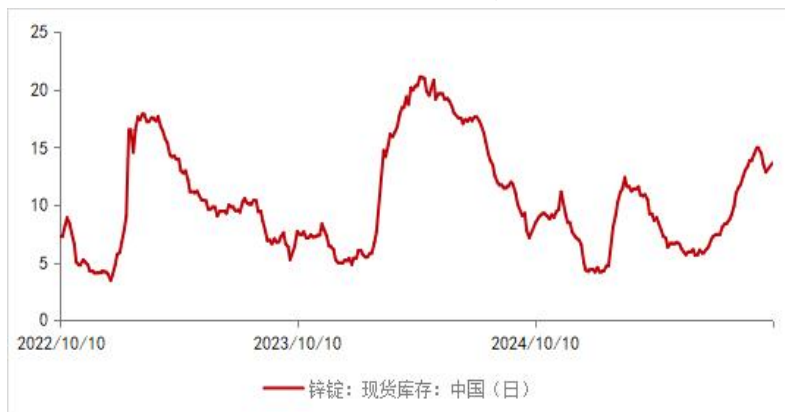
图 9 LME 库存



数据来源：wind

9 月份，LME 锌库存继续回落 1.49 万吨至 4.09 万吨。进入 10 月份，库存继续回落，目前库存已经回落至近年来低位，且海外锌现货维持较高升水。海外供应偏紧和低库存对锌价形成支撑。不过值得注意的是，国内外比价持续走弱，国内锌出口窗口即将打开，后期海外锌库存或会止跌回升。另外有消息称艾芬豪矿业在刚果（金）的 Kipushi 矿三季度锌产量创下纪录，可能缓解部分供应压力。后期关注海外供应恢复的速度与中国锌锭能否通过出口调节国内过剩压力。

图 10 国内社会库存



数据来源：wind

国内方面，供需过剩下，国内月度库存持续走高。九月下旬，锌下跌至低位且节前备货需求提振下，库存高位小幅回落，但国庆节后库存再次累积。目前库存仍在近几年的偏高位置。10 月份锌下游仍处于季节性消费旺季，旺季需求有韧性，但需求改善预期并不乐观，且国内锌供应端压力仍较大，预计国内库存维持高位运行。

三、行情展望

宏观面看，美联储在 9 月降息 25 个基点符合预期，市场对美联储激进降息的预期降温，美元指数反弹对金属构成压力。国内经济数据表现平平，市场情绪偏谨慎。

供应端看，全球锌精矿供应稳步增加，进口锌矿加工费持续走高。虽然国内锌矿加工费环比走低，但副产品收益后盈利补充下，冶炼企业利润尚可，冶炼厂生产积极性仍较高，四季度精炼锌供应预计将维持高位。

需求端看，锌终端行业数据来看，房地产行业疲弱状态延续；基建投资环比下滑；国内汽车产销量同比增长较为稳定，不过许多地区的“置换更新”补贴已暂停或调整。预计传统旺季下需求有韧性，但难有明显起色。当前“外强内弱”的格局导致内外价差拉大，锌锭进口严重亏损。如果价差进一步扩大，使得国内锌锭出口变得有利可图，那么国内过剩的压力有望缓解。

综合上述，国内外宏观面和国内锌供需宽松将抑制锌价上行空间，不过国内外锌供需格局进一步分化，后期出口需求有望托底锌价，沪锌或呈区间震荡走势。

后期重点关注国内锌锭出口窗口能否打开。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生变更。

我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考，客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。