

沪锌周报

出口空间开启，现货转为升水结构



广发期货APP



微信公众号

周敏波

投资咨询资格：Z0010559

联系方式：020-88818011

主要观点

本周策略

上周策略

(1) 供应方面，锌产业链供应宽松逻辑基本兑现，TC由升转降，精炼锌供应压力缓释。2025年1-3季度，锌矿端逐步传导至精炼锌端：2025年1-8月全球锌矿产量同比+7.71%，国内进口矿增长明显，1-10月累计锌精矿进口量累计同比增加36.59%，有效弥补了国内产量缺口；1-10月中国精炼锌产量 568.63万吨，累计同比增长10.09%。但9月以来，冶炼厂对国产锌矿抢购持续，国产TC持续下行，并带动进口矿TC走跌，预计11月锌矿加工费或继续走低。TC下行背景下，虽然硫酸和小金属价格维持高位，但冶炼厂利润空间压缩，生产压力加大，且11月冶炼厂检修增多，整体限制后续产量上行幅度，预计11月精炼锌产量环比或下降。目前精炼锌出口空间打开，供应端压力有限。

(2) 需求方面，本周三大初级加工行业开工率基本稳定，锌价重心回落后，下游逢低备货，三大初级加工行业原料库存累库，成品库存开始出现小幅去库情况；现货方面，因锌锭库存去化，贸易商持续挺价，国内现货升贴水走强，现货转为升水结构；终端需求未有超预期表现，1-8月全球精炼锌消耗量同比增长仅0.19%，国内需求强于海外，1-8月中国精炼锌表观需求同比增长6.26%。锌价外强内弱下，出口空间打开，精炼锌出口或对国内锌价有所提振。

(3) 库存方面，国内出口锌锭在高雄、香港仓库逐步兑现，LME库存累库，但LME0-3 Back结构维持100美元/吨左右的高位，结构性风险或仍存；国内社会库存本周继续去库，两大交易所库存合计周环比累库。

主力参考	主力参考
22200-	22000-
22800，建议	22800，建议
区间操作	区间操作

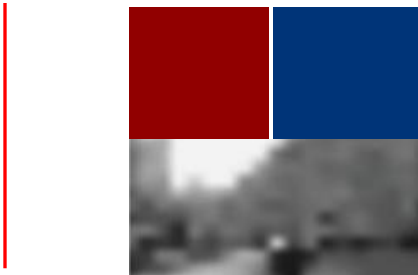
总结：供应宽松逻辑基本兑现，目前国产TC与进口矿TC均开始回落，冶炼利润被压缩，且11月冶炼厂检修增多，后续精炼锌产量上行幅度有限。目前精炼锌出口空间打开，供应端整体压力有限。需求端随着出口空间打开出现结构性改善，国内现货锌锭由贴水转为升水结构，社会库存持续去化，但下游终端需求基本维持稳定，未有显著超预期表现，三大初级加工行业开工率、原料及成品库存较为稳定。库存方面，LME库存开始累库，挤仓风险略缓和，但LME0-3升贴水维持高位，需关注结构性风险。宏观方面，受美国政府停摆带来的经济创伤及数据缺失影响，美联储对12月降息的决策较为谨慎。

展望：前期国内供应端的压力随着TC的下行以及出口空间的打开逐步缓和，短期下方空间有限，但基本面对沪锌持续上冲提供的弹性也有限，价格或仍以震荡为主。向上突破需看到需求端超预期改善、非衰退情况下的降息预期持续改善，向下突破需看到精锌持续累库。

目录

CONTENT

- 01 行情回顾与资金面
- 02 供给：精炼锌出口窗口持续开启
- 03 加工：成品库存小幅去库
- 04 库存：LME库存累库



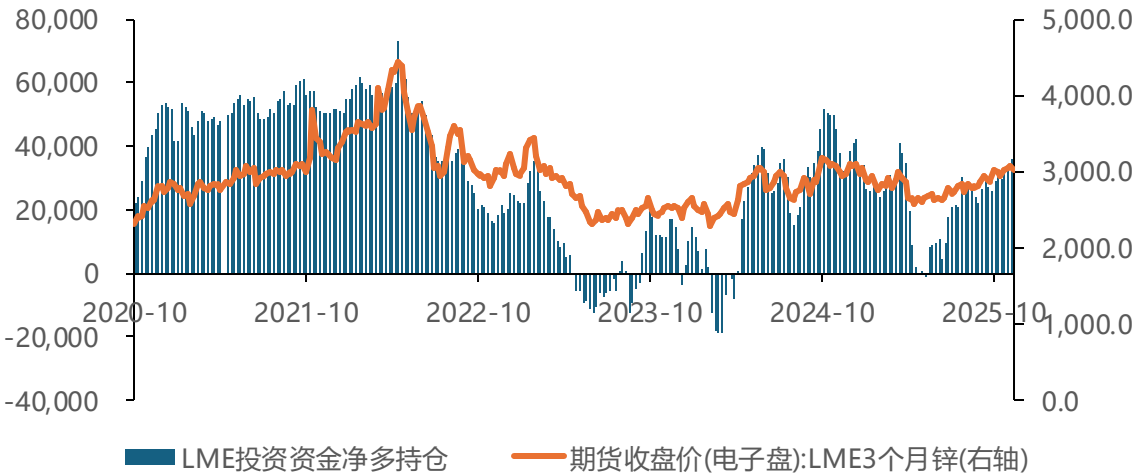
1 行情回顾与资金面

1.1 周度行情回顾：基本面变化有限，锌价震荡

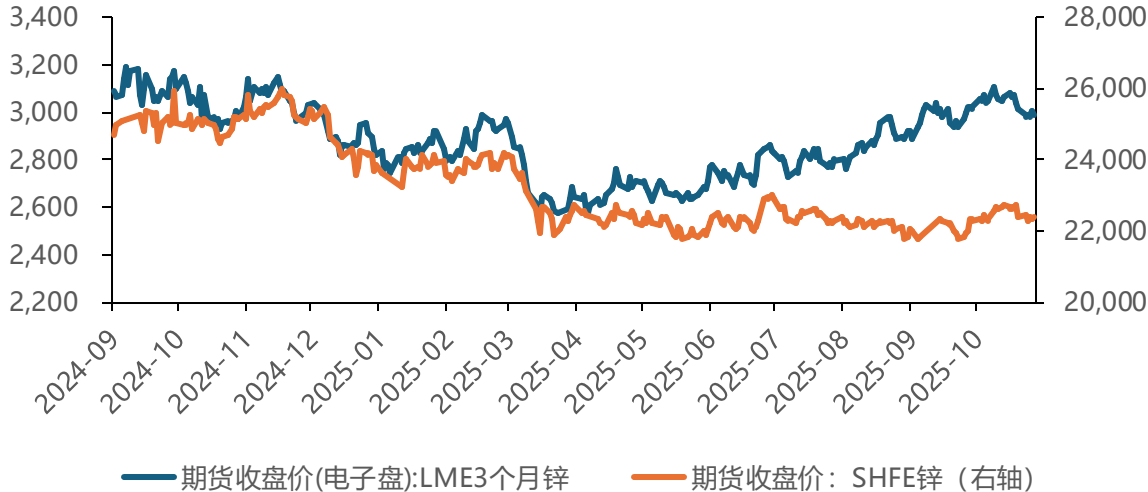
周度市场回顾

项目	2025/11/21	2025/11/14	变动	环比
伦锌价格	2,992	3,015	-23	-0.75%
沪锌价格	22,395	22,425	-30	-0.13%
沪锌周均持仓量	205,178	227,143	-21,965	-9.67%
沪锌周均成交量	160,167	147,568	12,599	8.54%

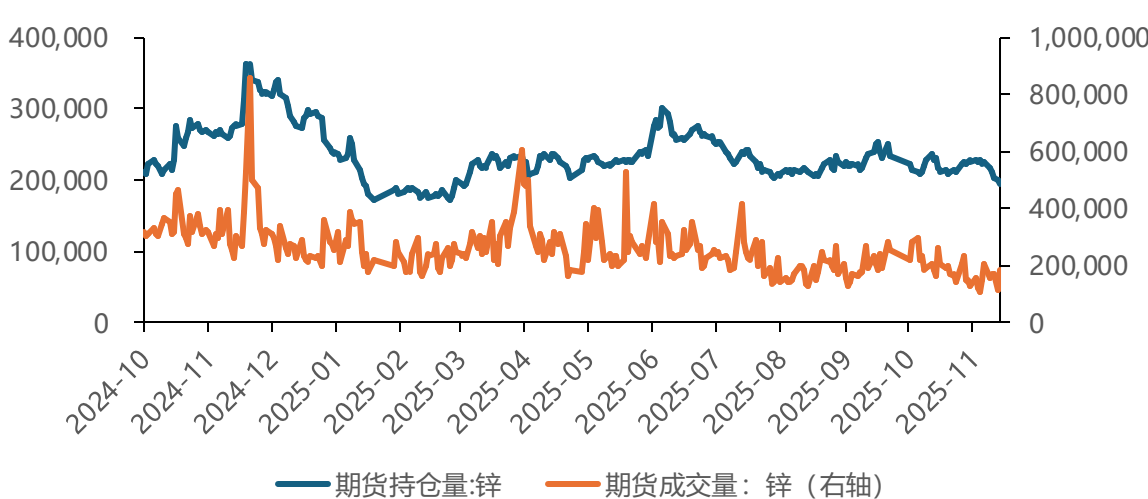
LME投资基金净多头持仓（单位：手）



国内外锌期货价格（单位：元/吨、美元/吨）

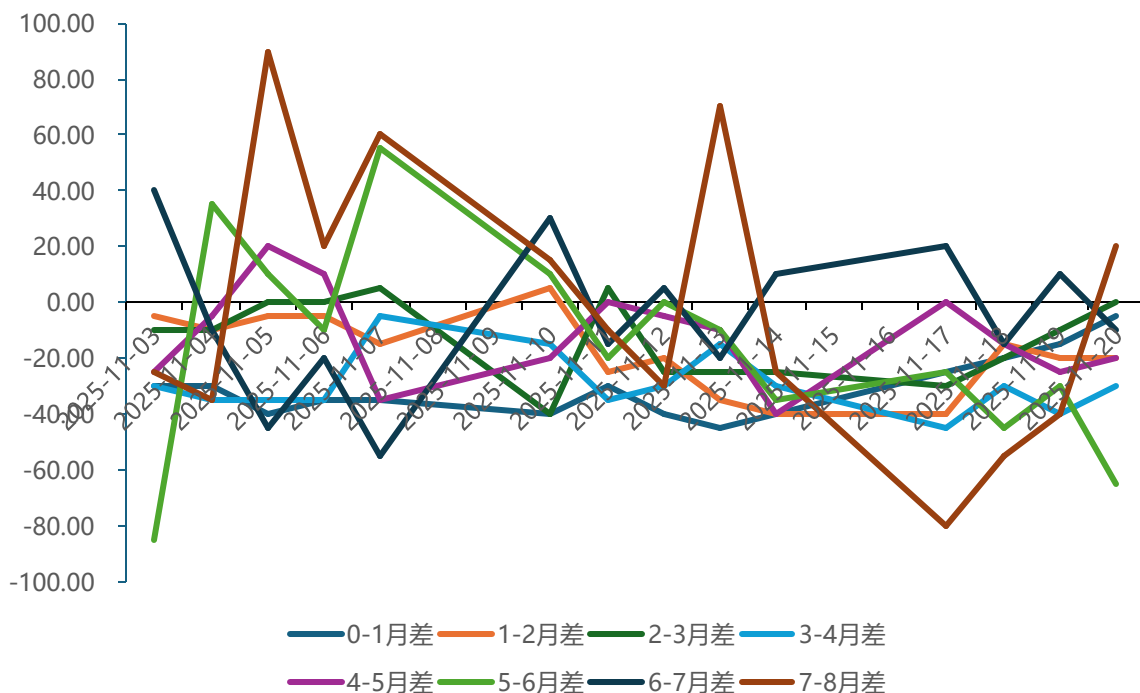


沪锌成交量和持仓量（单位：手）



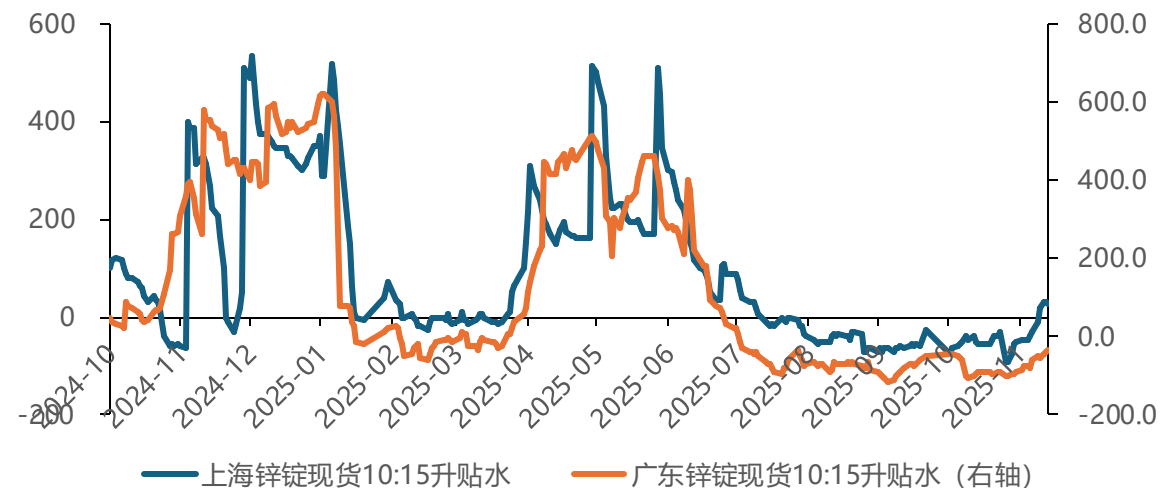
1.2 价差：沪锌维持contango结构，国内现货升贴水走强，LME0-3升水震荡

SHFE锌合约月差 (元/吨)

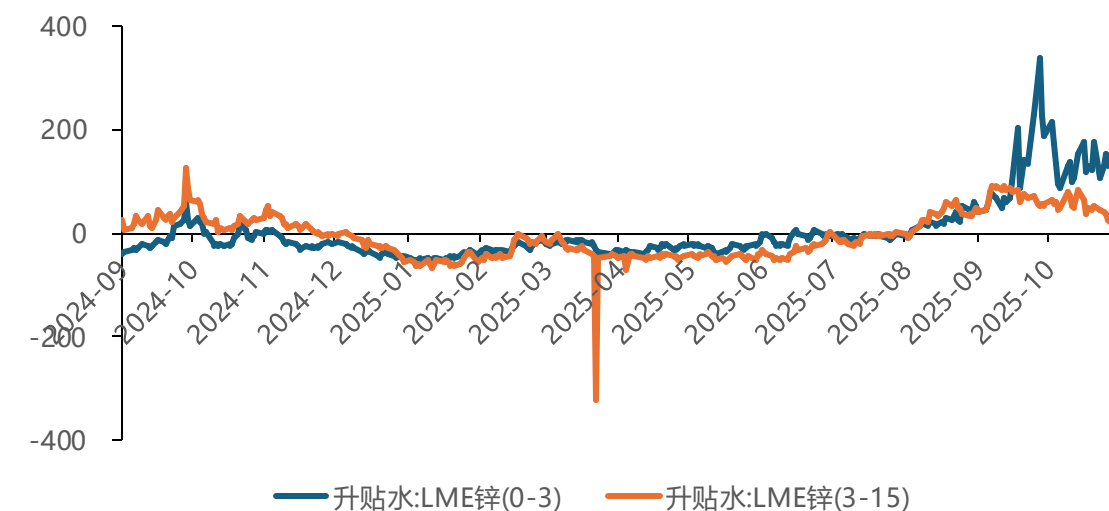


- 基差：锌锭库存去化，贸易商持续挺价，国内现货升贴水走强
- 月差：维持contango结构；LME0-3升水运行
- 据SMM，锌价维持震荡运行，贸易商报价基本持平，下游维持刚需采购，现货市场成交未见明显变化

国内现货升贴水 (元/吨)



LME锌升贴水 (美元/吨)



1.3 基差：下游以刚需为主，现货升贴水低位运行

SMM锌锭升贴水（元/吨）

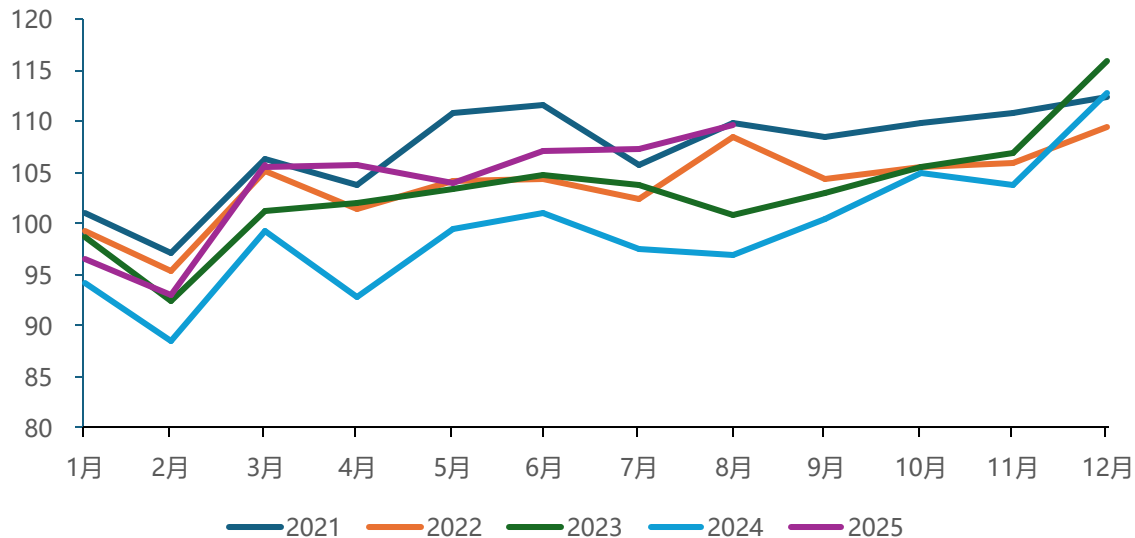
年度	2024年										2025年										
月度	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1	-50	#N/A	#N/A	-55	-45	#N/A	#N/A	-40	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	10	#N/A	#N/A	35	0	-35	#N/A	#N/A	
2	-50	#N/A	#N/A	-50	-35	30	#N/A	#N/A	-30	315	#N/A	#N/A	50	#N/A	#N/A	105	#N/A	-70	#N/A	#N/A	
3	-60	#N/A		-95	-105	#N/A	45	#N/A	-15	325	#N/A	0	65	#N/A	170	110	#N/A	-70	#N/A	-90	
4	#N/A	#N/A	-65	-110	#N/A	100	#N/A	-60	20	#N/A	#N/A	-5	#N/A	#N/A	510	90	-5	-65	#N/A	-90	
5	#N/A	#N/A	-35	-100	-10	130	#N/A	-55	50	#N/A	40	5	#N/A	#N/A	455	#N/A	-20	-65	#N/A	-75	
6	#N/A	-145	-25	#N/A	5	155	#N/A	-60	510	350	55	-10	#N/A	160	345	#N/A	-20	#N/A	#N/A	-55	
7	#N/A	-130	-25	#N/A	15	#N/A	#N/A	-55	#N/A	350	70	-15	100	515	#N/A	90	-35	#N/A	#N/A	-50	
8	-70	-95	#N/A	-70	25	#N/A	85	-60	#N/A	370	#N/A	#N/A	155	500	#N/A	90	-40	-70	#N/A	#N/A	
9	-80	-80	#N/A	-60	15	180	100	#N/A	490	290	#N/A	#N/A	215	480	300	75	#N/A	-65	-75	#N/A	
10	-90	-85	#N/A	-45	#N/A	185	115	#N/A	535	290	35	-5	310	#N/A	295	55	#N/A	-70	-65	-45	
11	-100	#N/A	-10	-50	#N/A	195	120	-65	435	#N/A	30	10	270	#N/A	275	40	-45	-65	#N/A	-45	
12	-115	#N/A	-15	-50	5	190	#N/A	400	400	#N/A	25	-5	#N/A	430	260	#N/A	-50	-65	#N/A	-45	
13	#N/A	-90	-25	#N/A	0	155	#N/A	385	375	520	0	-5	#N/A	330	240	#N/A	-55	#N/A	-60	-40	
14	#N/A	-95	-25	#N/A	5	#N/A	115	385	#N/A	485	0	-15	240	245	#N/A	30	-50	#N/A	-55	-30	
15	-110	-100	#N/A	-55	0	#N/A	100	315	#N/A	425	#N/A	#N/A	220	225	#N/A	30	-50	-70	-50	#N/A	
16	-110	-105	#N/A	-55	-5	#N/A	90	#N/A	375	390	#N/A	#N/A	200	225	220	30	#N/A	-65	-40	#N/A	
17	-110	-110	-25	-50	#N/A	#N/A	80	#N/A	370	355	5	-5	190	#N/A	180	20	#N/A	-65	-45	-10	
18	-115	#N/A	-25	-40	#N/A	140	80	325	360	#N/A	0	0	170	#N/A	155	5	-50	-60	#N/A	20	
19	-110	#N/A	-35	-15	-10	135	#N/A	325	350	#N/A	-5	5	#N/A	230	140	#N/A	-40	-65	#N/A	30	
20	#N/A	-115	-40	#N/A	0	120	#N/A	315	345	185	-20	5	#N/A	230	115	#N/A	-35	#N/A	-40	30	
21	#N/A	-120	-50	#N/A	-5	#N/A	70	270	#N/A	150	-20	0	150	205	#N/A	-10	-40	#N/A	-50	25	
22	-110	-120	#N/A	0	0	#N/A	65	225	#N/A	65	#N/A	#N/A	165	200	#N/A	-15	-35	-60	-55		
23	-105	-105	#N/A	5	-5	120	60	#N/A	345	10	#N/A	#N/A	180	195	100	-20	#N/A	-55	-55		
24	-110	-85	-45	15	#N/A	95	45	#N/A	345	0	-25	-10	195	#N/A	95	-15	#N/A	-60	-55		
25	-100	#N/A	-50	10	#N/A	60	30	205	330	#N/A	-10	-10	175	#N/A	90	-20	-40	-55	#N/A		
26	-100	#N/A	-50	5	-10	30	#N/A	165	330	#N/A	0	-10	#N/A	195	75	#N/A	-40	-60	#N/A		
27	#N/A	-80	-55	#N/A	-10	20	#N/A	100	325	-5	0	-15	#N/A	200	50	#N/A	-45	#N/A	-55		
28	#N/A	-80	-55	#N/A	-5	#N/A	45	0	#N/A	#N/A	0	-10	165	180	#N/A	0	-30	#N/A	-45		
29	-95	-80	#N/A	-5	5	#N/A	35	-10	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	165	170	#N/A	-5	-30	-25	-40		
30	-95	-80	#N/A	0	5	25	30	#N/A	310	#N/A	#N/A	#N/A	160	170	35	-10	#N/A	-30	-40		
31	#N/A	-65	-55	0	#N/A	#N/A	15	#N/A	300	#N/A	0	5	#N/A	#N/A	35	0	#N/A	#N/A	-30		



2 供给：精炼锌出口窗口持续开启

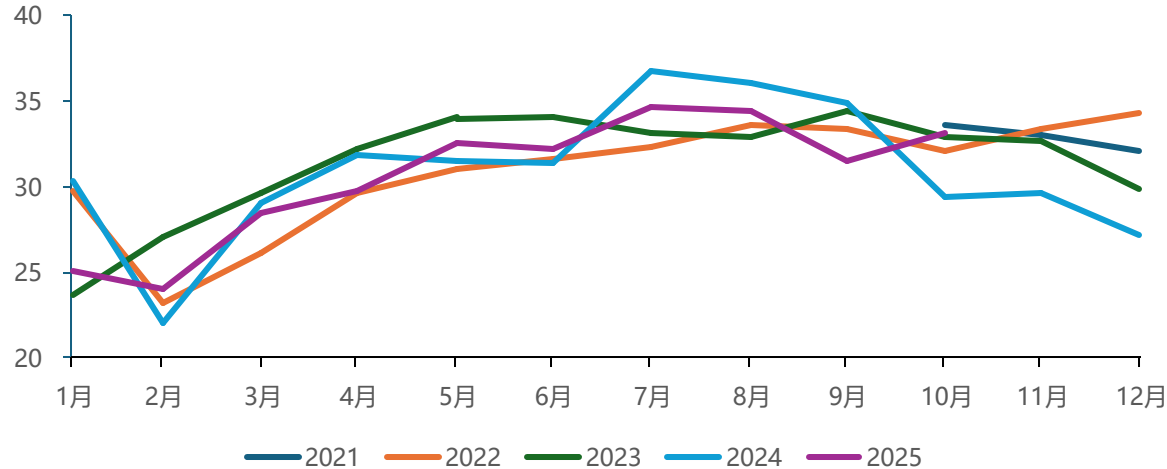
2.1 锌矿：8月全球锌矿产量同比+13.14%，海外锌矿步入投产复产周期

全球锌矿产量（单位：万吨）

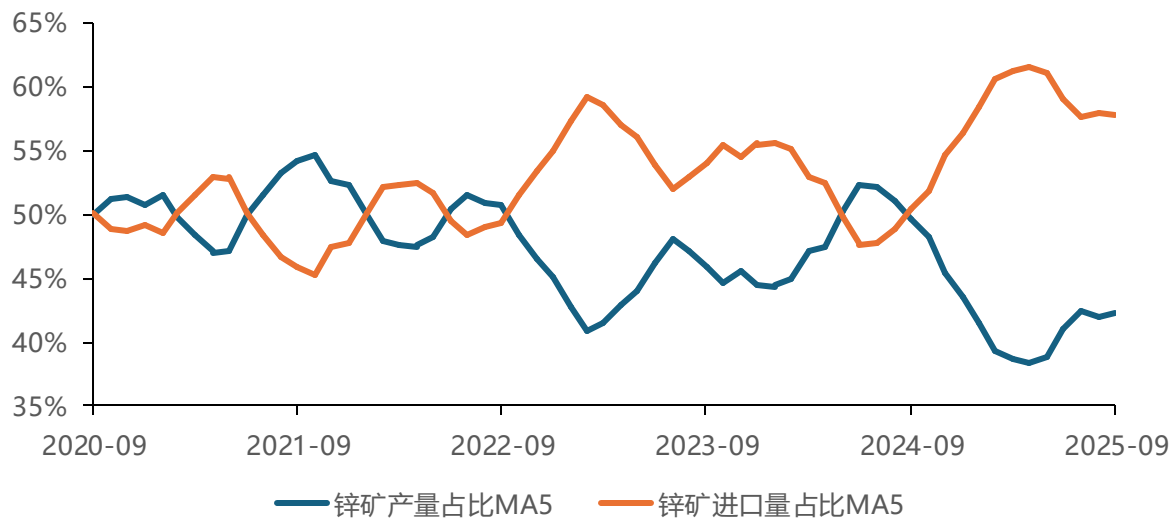


- 2025年8月全球锌矿产量109.76 万吨，同比+13.14%
- 2025年1-8月全球锌矿产量829.07 万吨，同比+7.71%
- SMM中国10月锌精矿产量为33.08万金属吨，环比+5.18%，同比+12.33%

中国锌矿产量（单位：万吨）

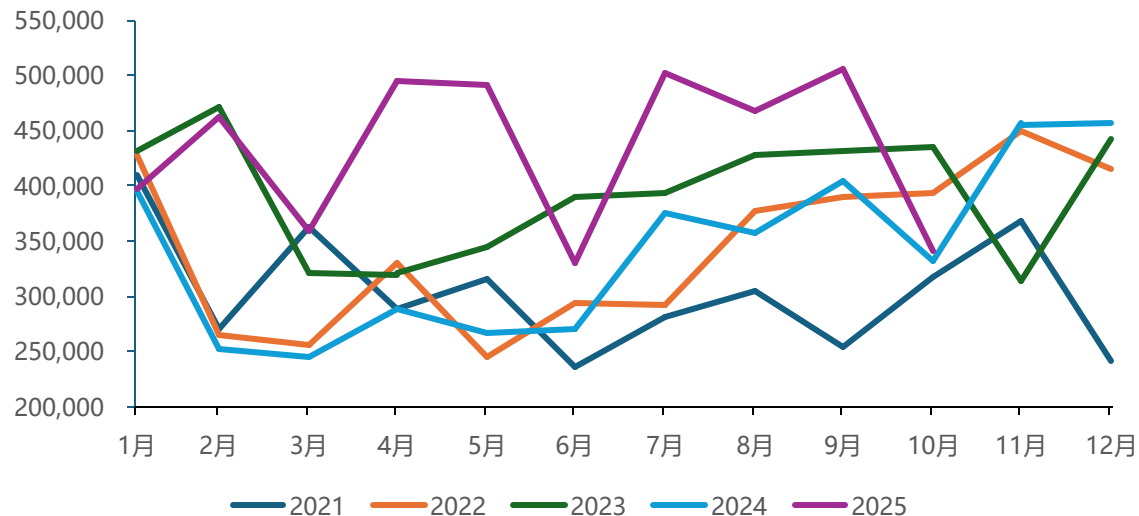


中国锌精矿消耗来源结构变化趋势（%）

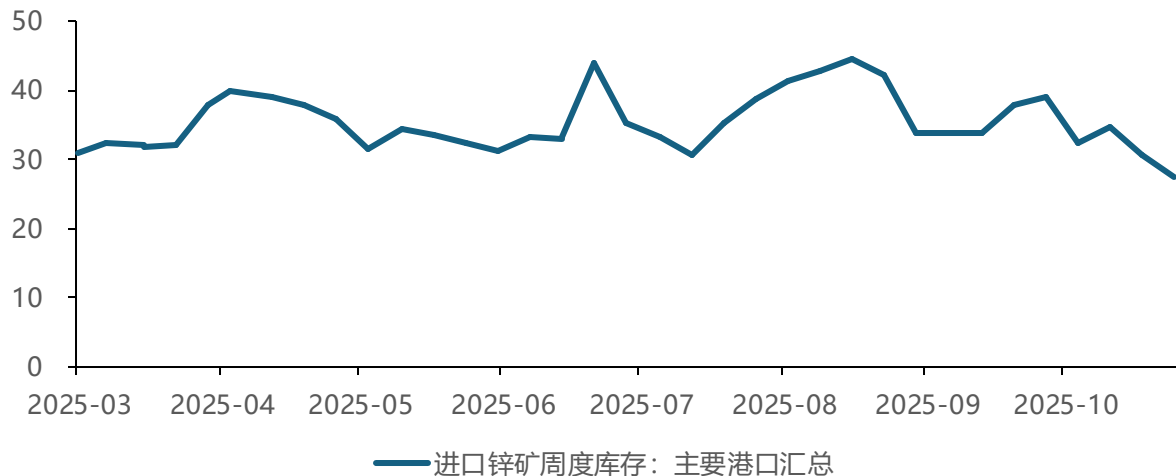


2.2 锌矿：10月进口同比增长2.97%，环比显著下行主要系受周期性到货及海外价格偏高影响

中国锌精矿进口量（单位：吨）



中国锌精矿港口库存（单位：万吨）



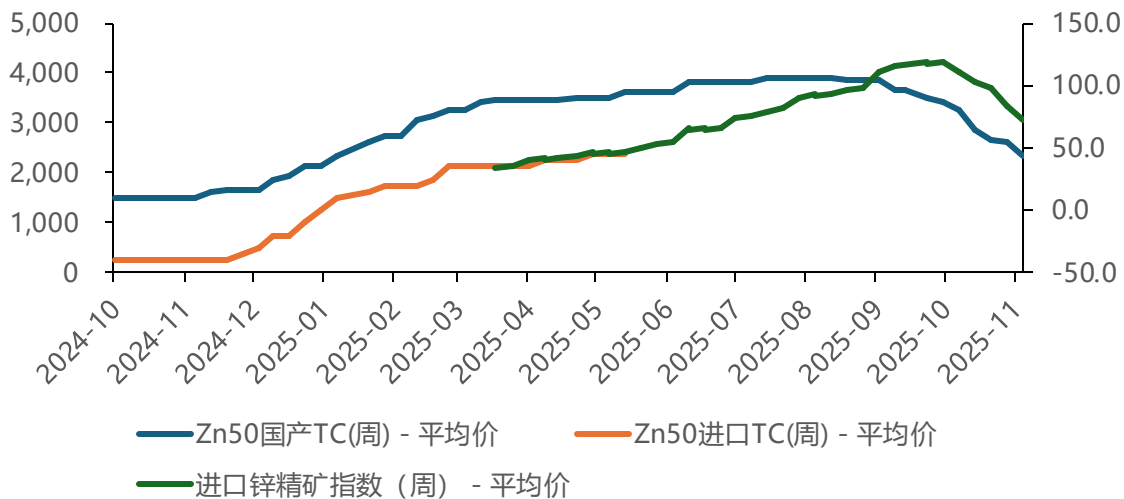
- 10月锌精矿进口量34.0863万吨，同比增加2.97%； 1-10月累计锌精矿进口量 434.89 万吨，累计同比增加36.59%
- 10月进口锌精矿量较9月下滑，主要原因在于：①周期性到货影响，澳大利亚锌精矿10月到货量出现显著减少，贡献主要减量；②内外比价继续走差，中国进口锌精矿亏损扩大至超2000元/金属吨，国产锌精矿价格优势更加明显，冶炼厂积极采购国产锌精矿，对进口锌精矿采购意愿较低
- SMM预计11月锌矿进口环比恢复，主要在于受周期性发运影响的锌矿或将于11月集中到货、冶炼厂冬储需求旺盛

中国锌精矿进口盈亏（单位：元/吨）



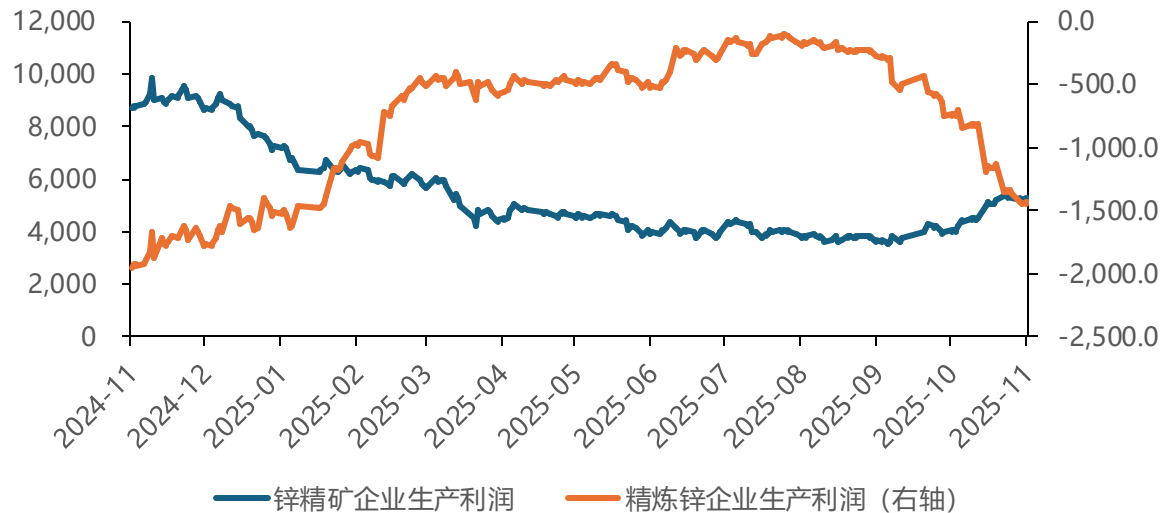
2.3 冶炼：国产矿TC、进口矿TC继续下行

国产TC与进口TC (单位：元/吨、美元/干吨)

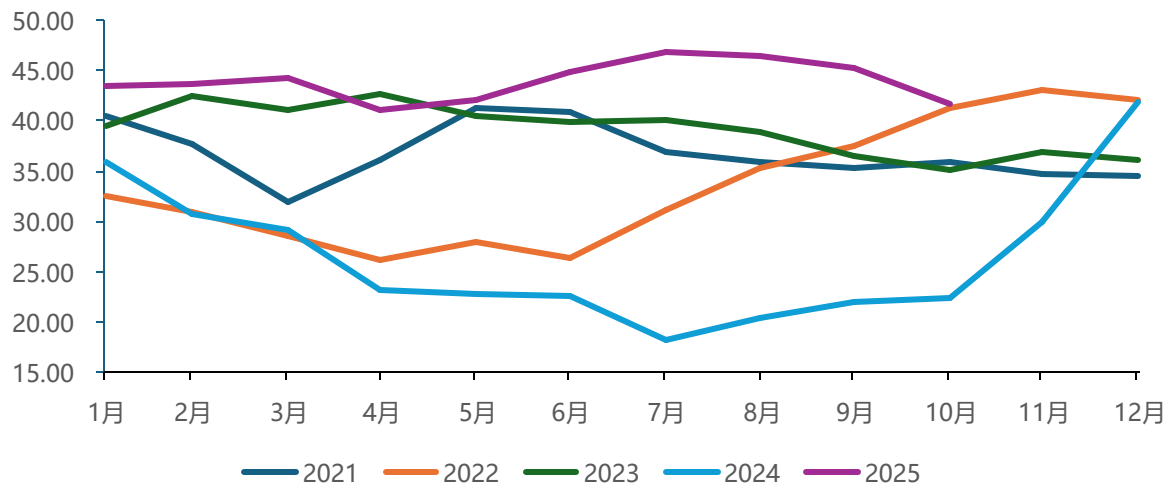


- 截至11月21日，SMM 国产锌精矿周度加工费2350元/金属吨，周环比-250元/金属吨；SMM进口锌精矿指数92.5美元/干吨，周环比-10美元/干吨
- 冶炼厂对国产锌矿抢购持续，目前国内冶炼对原料需求旺盛，预计11月锌矿加工费继续走低
- 进口锌矿亏损依旧显著，但国内锌矿加工费跌势下，进口矿贸易商报盘随之下调

锌精矿及精炼锌企业生产利润 (单位：元/吨)

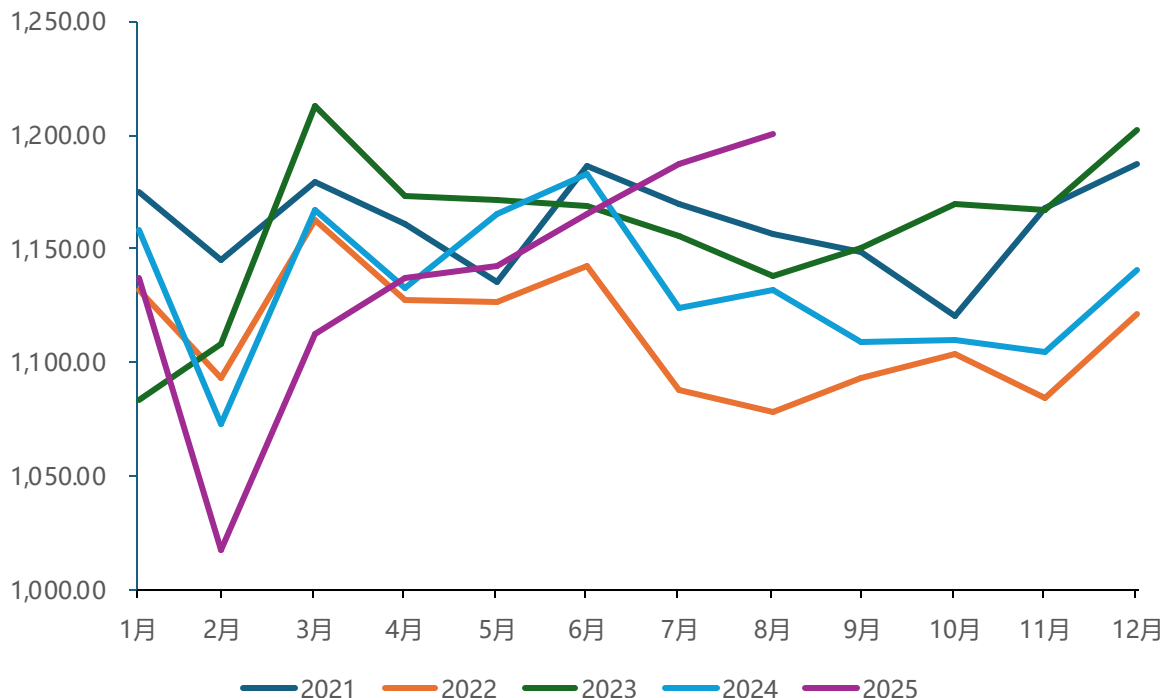


冶炼厂原料库存金属量 (单位：万吨)

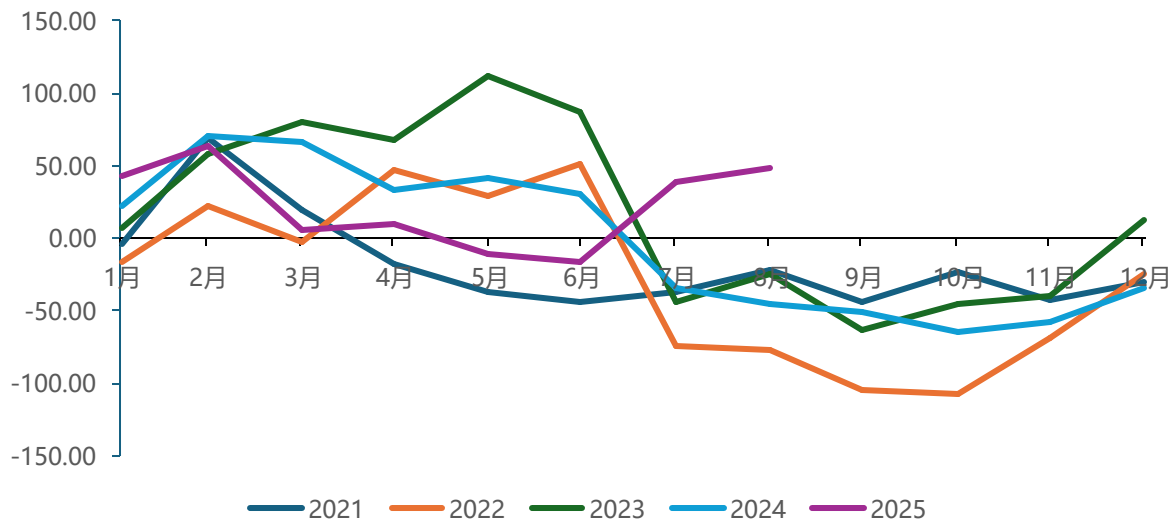


2.4 全球精锌：1-8月产量同比+0.14%%，消耗量同比+0.19%，供需整体紧平衡

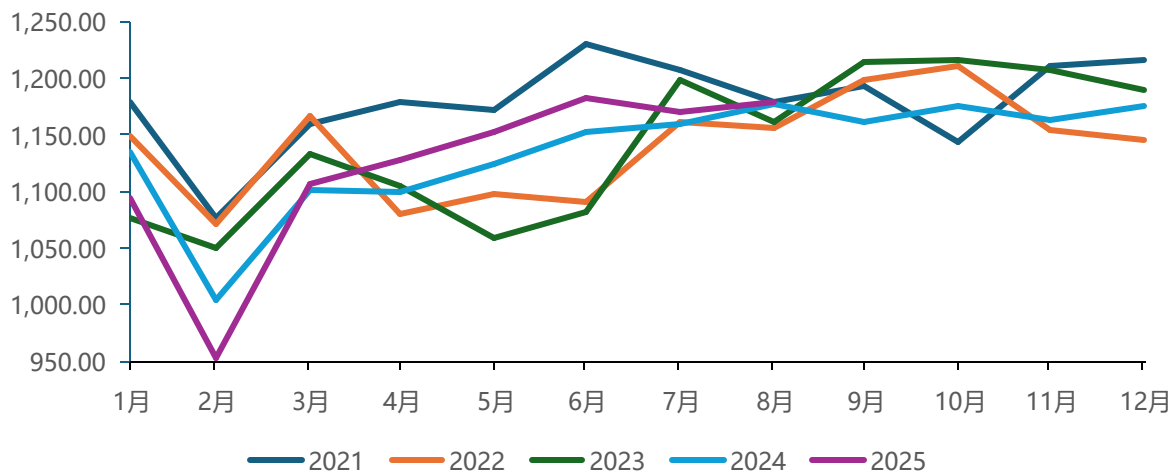
全球精炼锌产量（单位：千吨）



全球精炼锌缺口（单位：千吨）



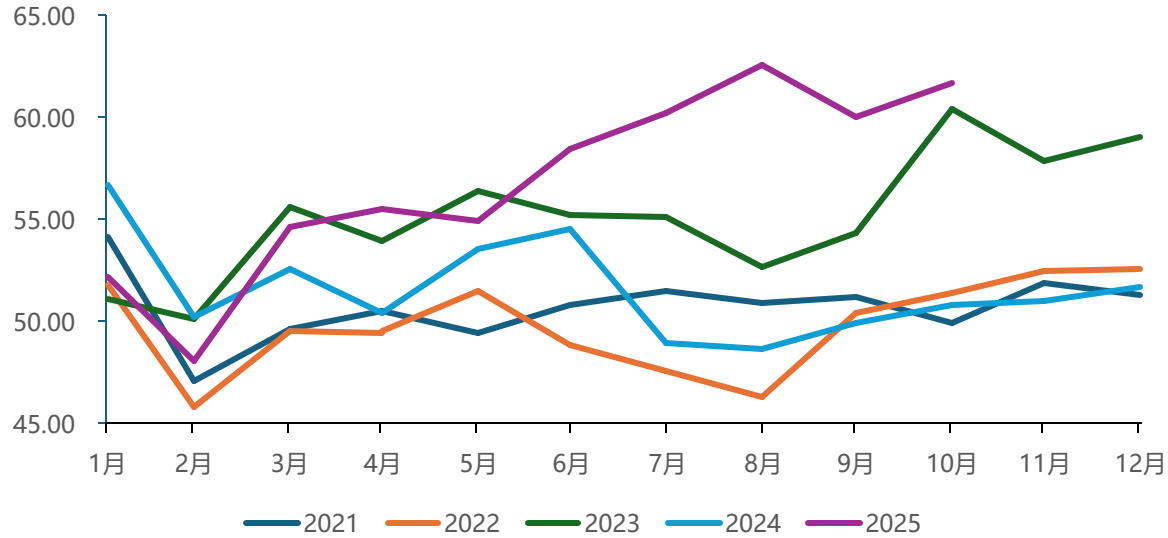
全球精炼锌消耗量（单位：千吨）



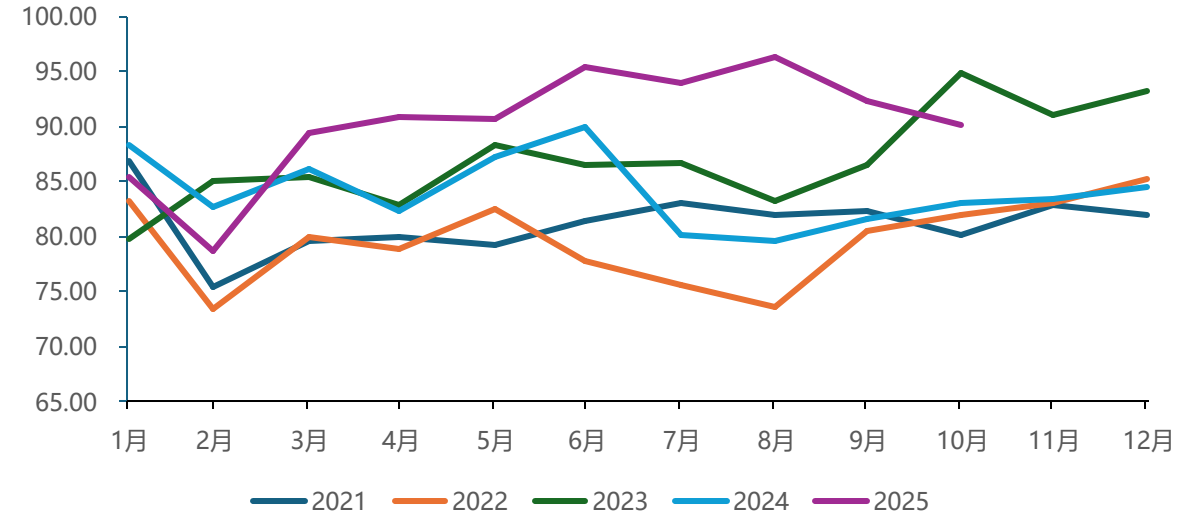
- 1-8月全球精炼锌产量9,148.20 千吨，同比+0.14%
- 1-8月全球精炼锌消耗量8,968.30 千吨，同比+0.19%
- 1-8月全球精炼锌过剩/缺口179.90 千吨，较上年同期过剩/缺口-2.23%

2.5 中国锌锭：10月产量增幅不及预期，预计11月产量环比或下降

中国锌锭产量（单位：万吨）

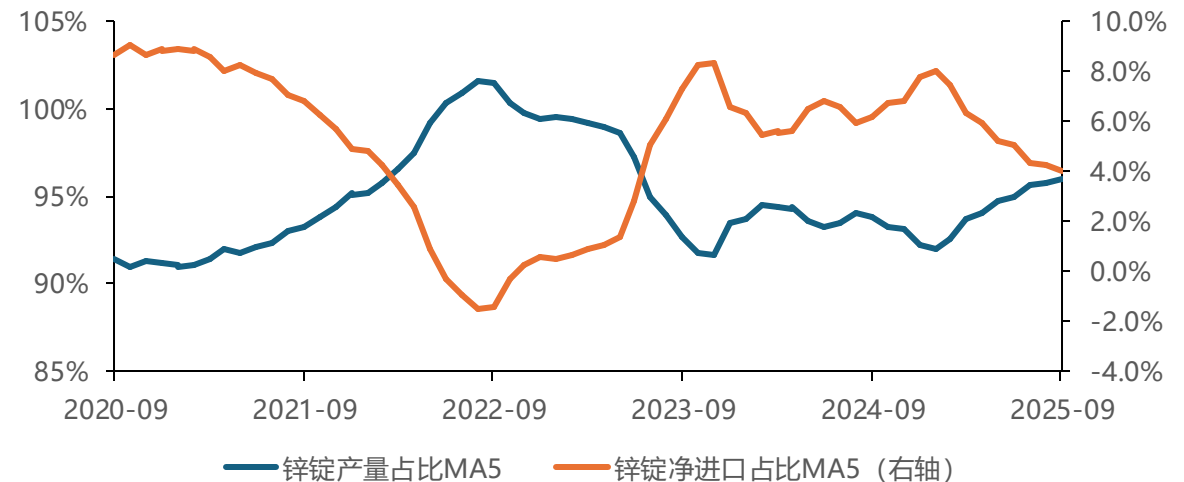


中国冶炼厂开工率（单位：%）



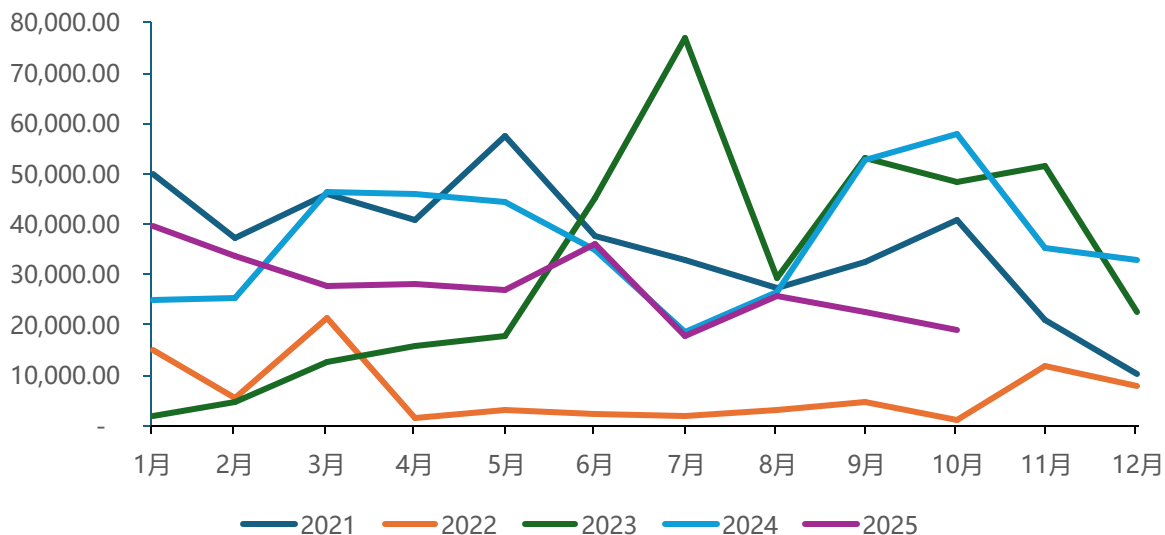
- 2025年10月SMM中国精炼锌产量环比增长2.85%，同比增加21.5%，1-10月累计产量同比增加10.09%，低于预期值，主要原因是原料矛盾问题凸显，减量主要集中在河南、陕西、甘肃、江西、四川、湖南等地区
- SMM预计2025年11月国内精炼锌产量环比下降0.9%
- 11月冶炼厂产量或下降主要原因包括：①常规性检修；②TC下跌，冶炼厂利润受损，冬储背景下冶炼厂原料库存压力增加，部分冶炼厂被迫压缩产量；③部分再生锌厂因原料价格走高且采购困难，利润倒挂下主动减停产

中国锌锭消耗来源结构趋势变化（单位：万吨、美元/吨）



2.6 中国锌锭进出口：锌价外强内弱延续，内外比值继续下修，精炼锌现货出口窗口打开

中国锌锭进口量（单位：吨）



- 10月精炼锌进口量为18837吨，环比-16.94%，同比-67.39%；10月中国精炼锌出口量8519吨，同比3825.81%，环比+243.79%
- 10月、11月锌沪伦比值维持低位，锌锭出口窗口持续开启，中国锌锭不断出口至东南亚或LME交仓，并且冶炼厂对后续锌锭出口仍有意愿，锌锭出口或对国内锌价有所提振
- 10月精炼锌出口前三的国家/地区为新加坡0.32万吨（37.57%），中国香港0.16万吨（19.3%），印度尼西亚0.11万吨（13.17%）

中国锌锭进口盈亏（单位：元/吨）



锌沪伦比值

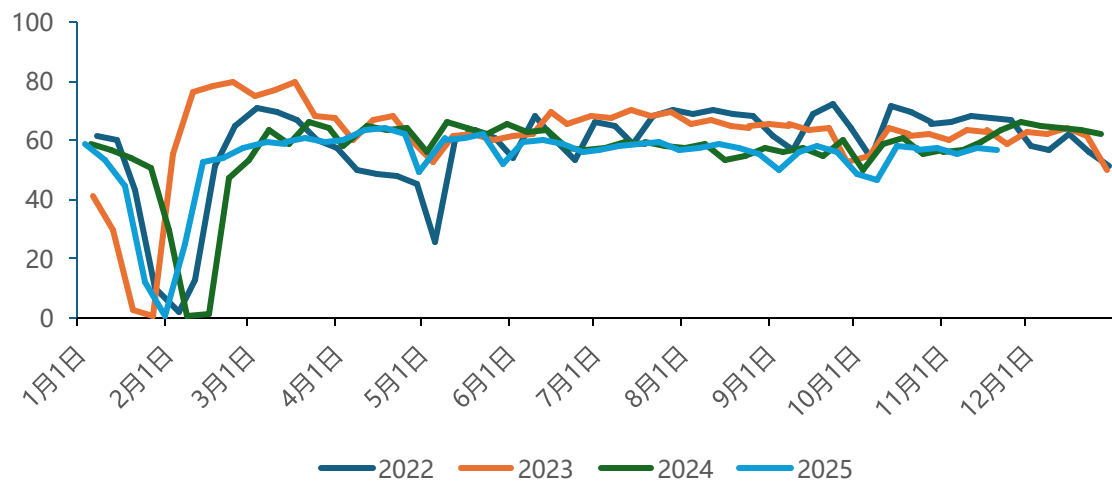




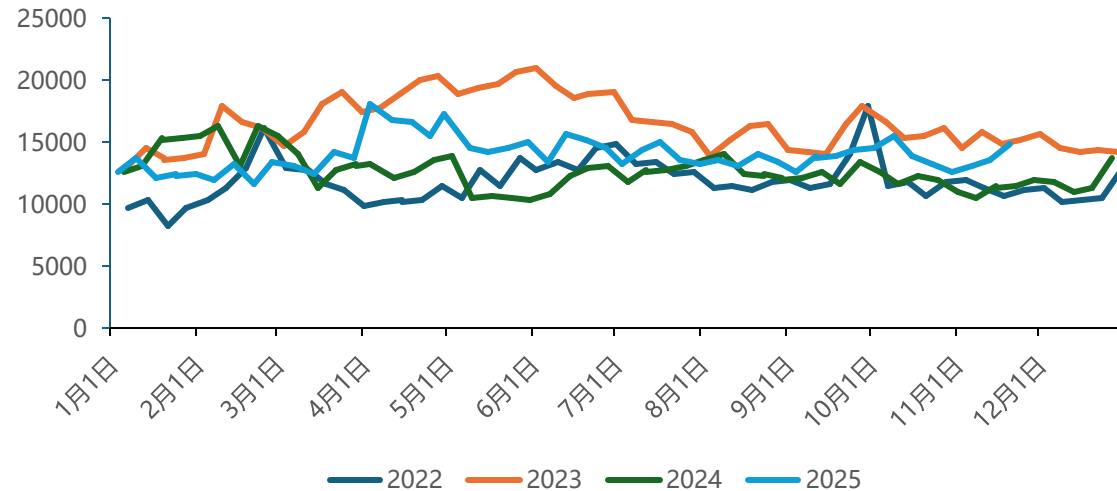
3 加工：成品库存小幅去库

3.1 镀锌：周度开工率57.17%，环比下行0.42个百分点，基本维持稳定

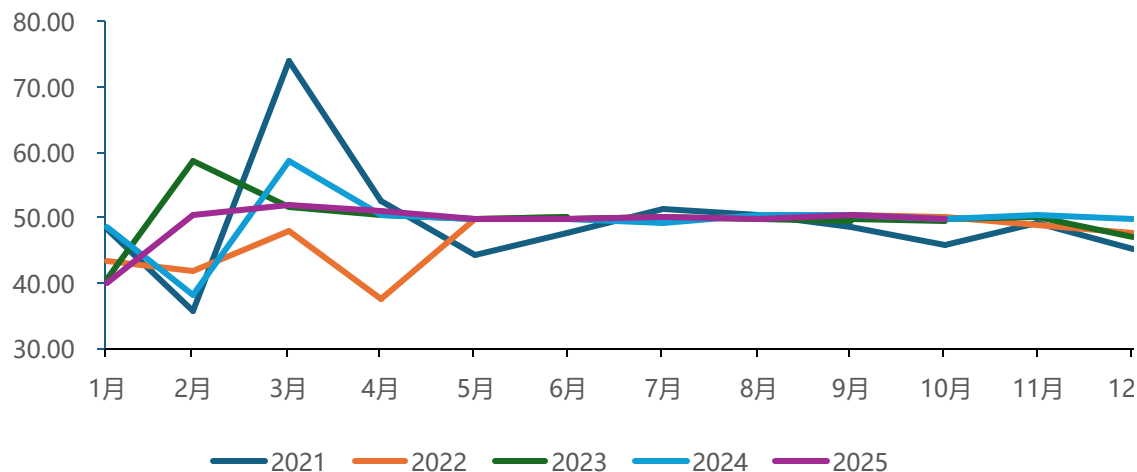
镀锌周度开工率 (单位：%)



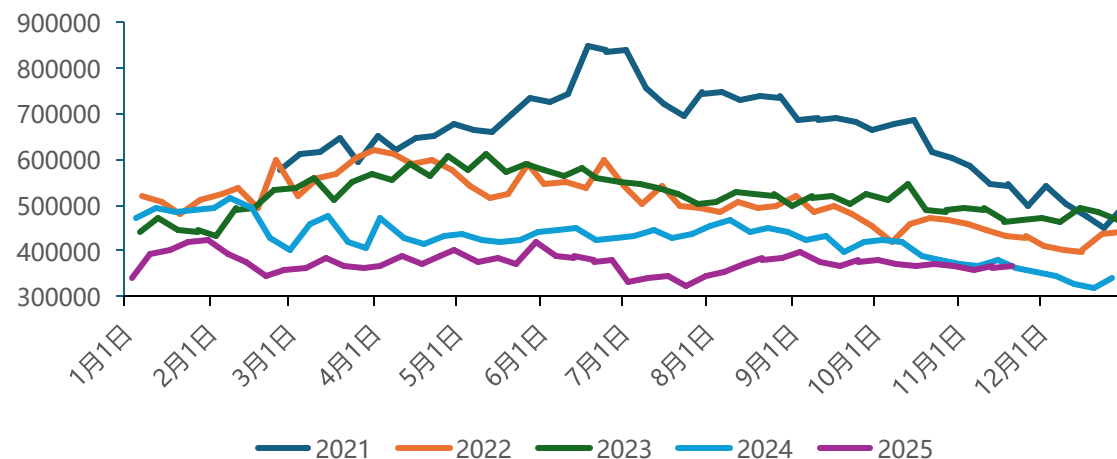
镀锌原料库存 (单位：吨)



SMM锌下游采购经理人指数：镀锌

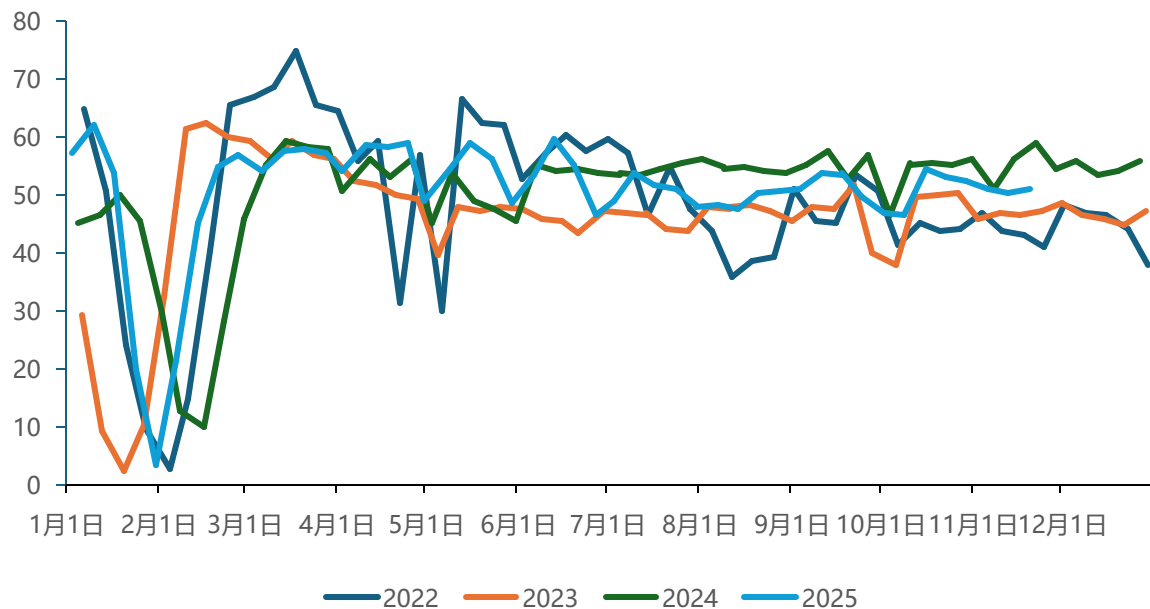


镀锌成品库存 (单位：吨)



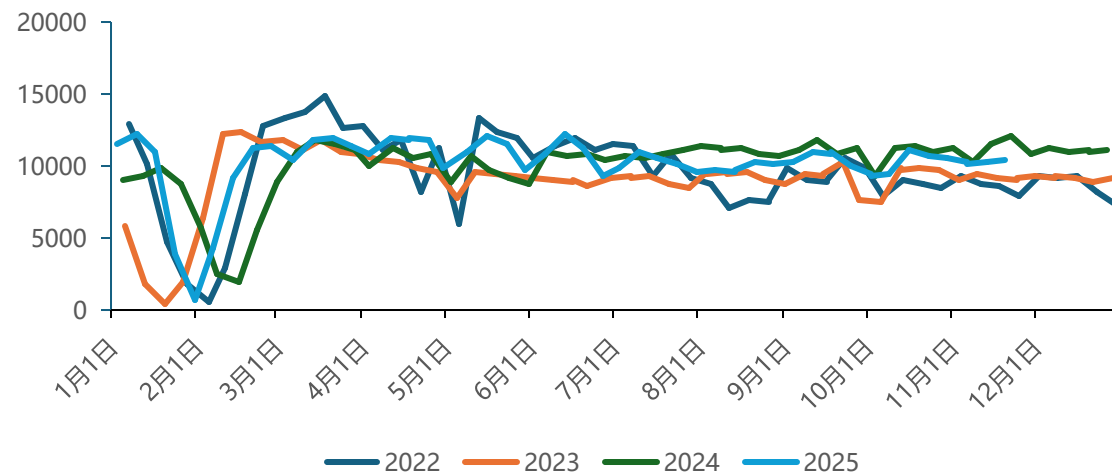
3.2 压铸合金：压铸锌合金开工率周环比基本稳定

压铸合金周度开工率 (单位: %)

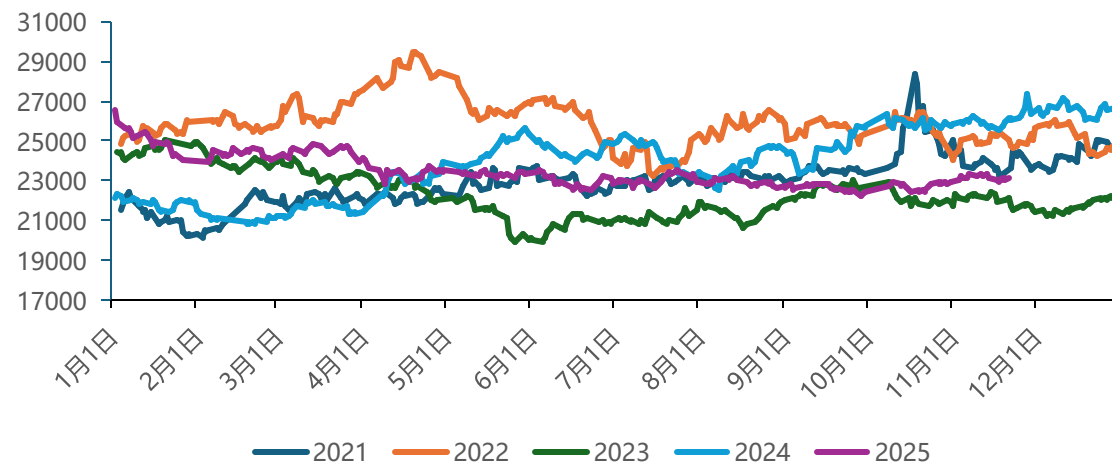


- 压铸锌合金开工率51.02%，环比+0.72个百分点，基本维持稳定
- 压铸合金周度产量 1.05 万吨，环比+0.02万吨
- 截至11月21日，Zamak3锌合金-平均价报23115元/吨，Zamak5锌合金-平均价报23665元/吨，价格低位运行

压铸合金周度产量 (单位: 吨)

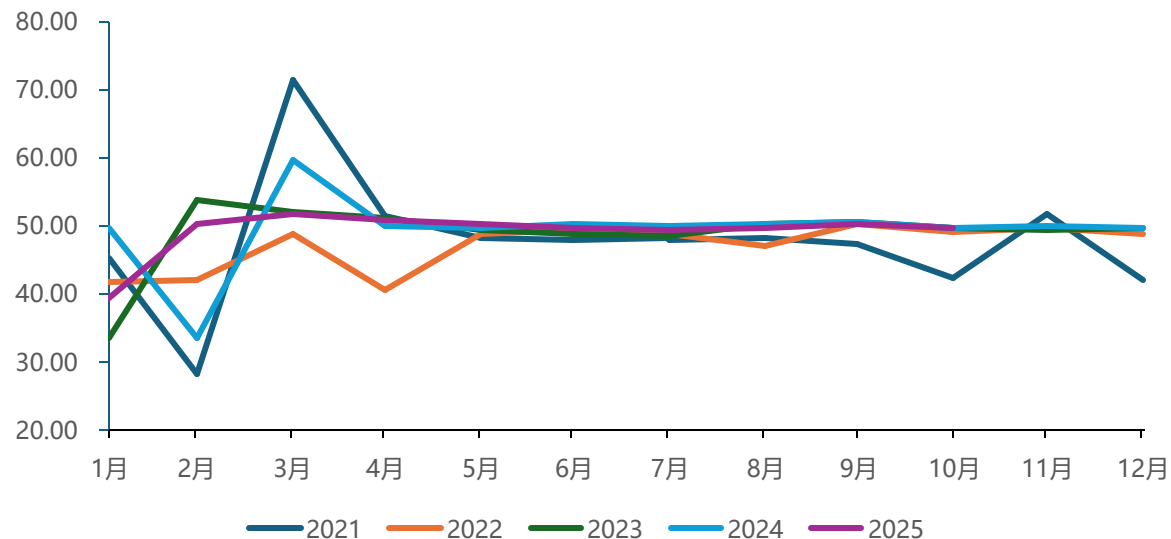


Zamak3锌合金-平均价 (单位: 元/吨)



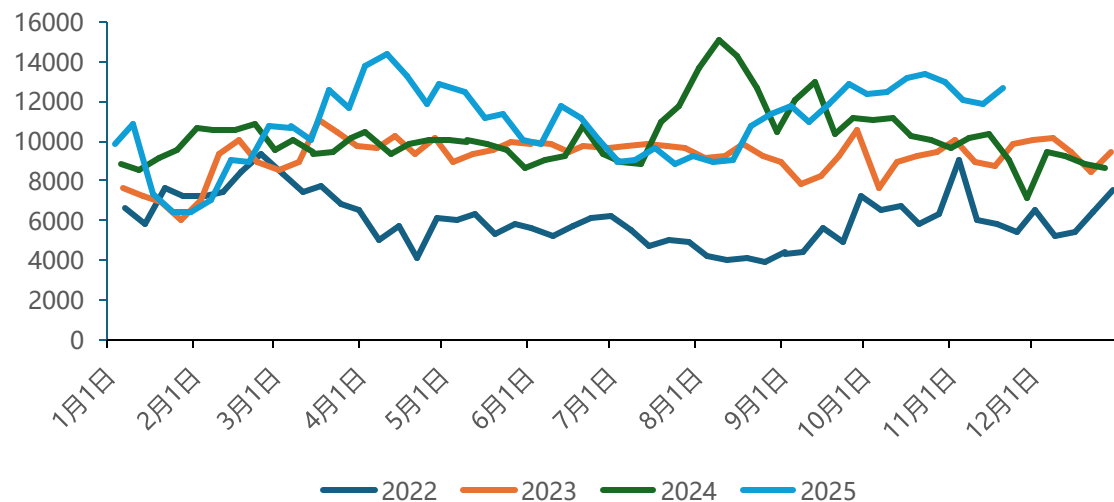
3.2 压铸合金：本周原料库存走高、成品库存小幅走低

SMM锌下游采购经理人指数：压铸合金

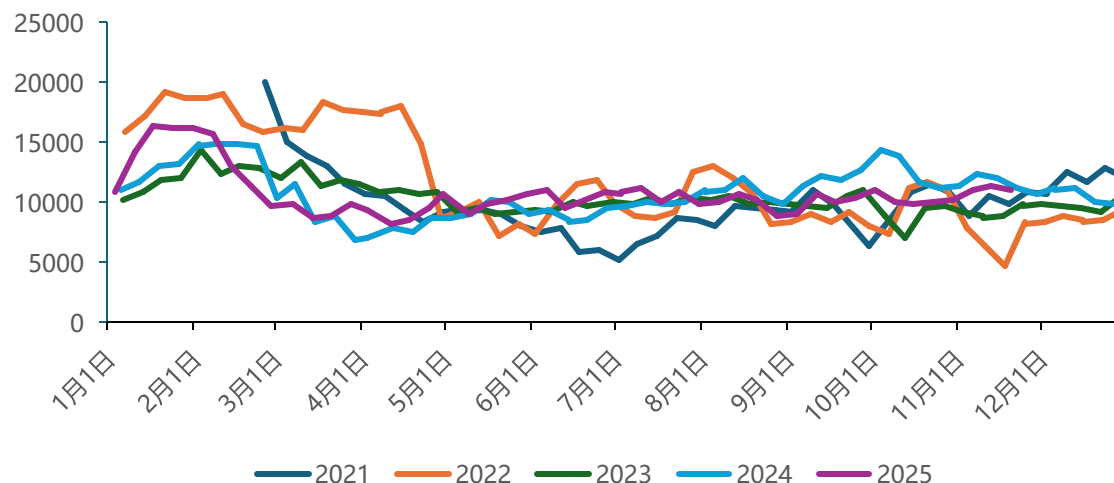


- 近期锌价重心有所回落，压铸锌合金企业逢低补库带动原料库存走高
- 成品库存方面，随着锌价的震荡出货节奏放缓，成品仅见小幅走低
- 10月SMM锌下游采购经理人指数（压铸合金）报49.7，较上月下降0.6，重回荣枯线下方

压铸合金原料库存（单位：吨）

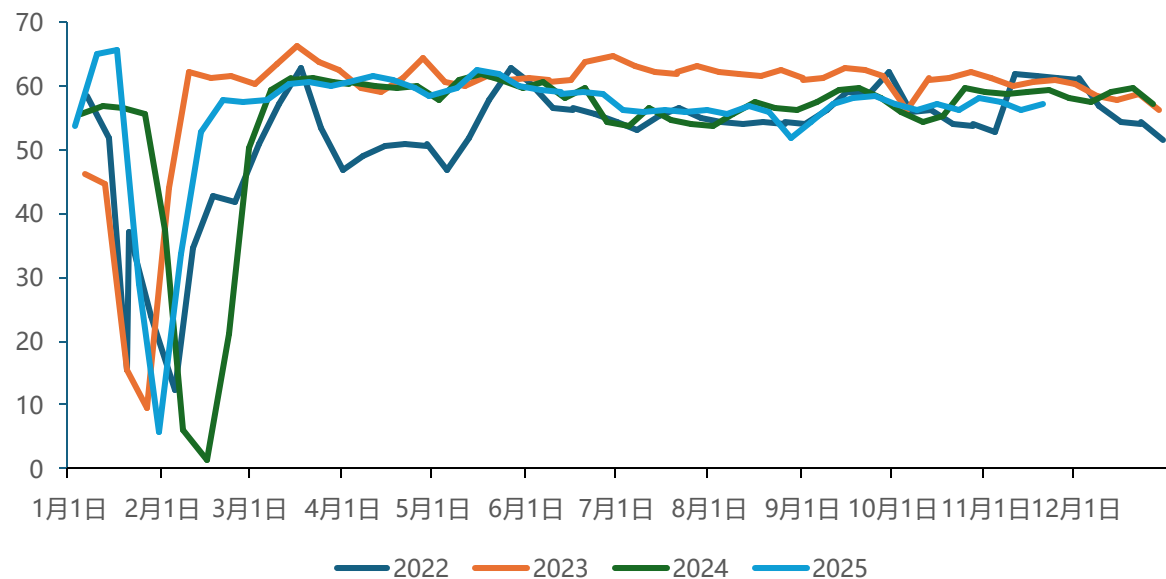


压铸合金成品库存（单位：吨）



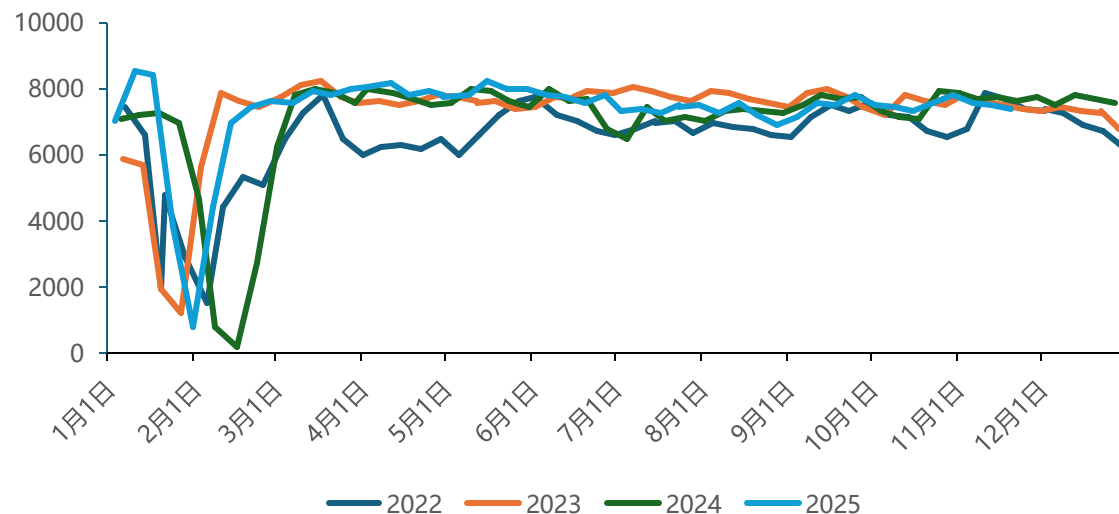
3.3 氧化锌：周度开工率基本稳定

氧化锌周度开工率 (单位: %)

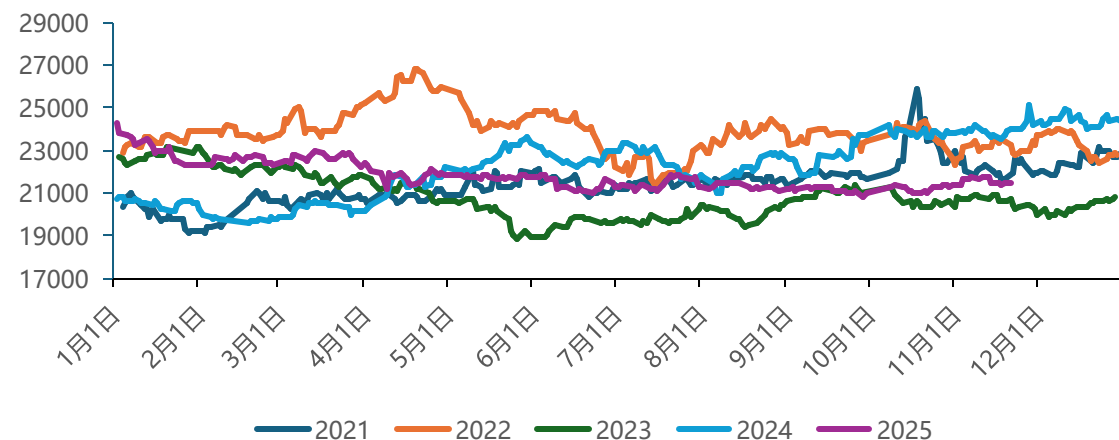


- 本周开工率57.25%，环比+0.94个百分点，基本维持稳定
- 氧化锌周度产量7365吨，环比-110.00吨
- 截至11月21日，氧化锌 $\geq 99.7\%$ 平均价报21500元/吨，价格低位运行

氧化锌周度产量 (单位: 吨)

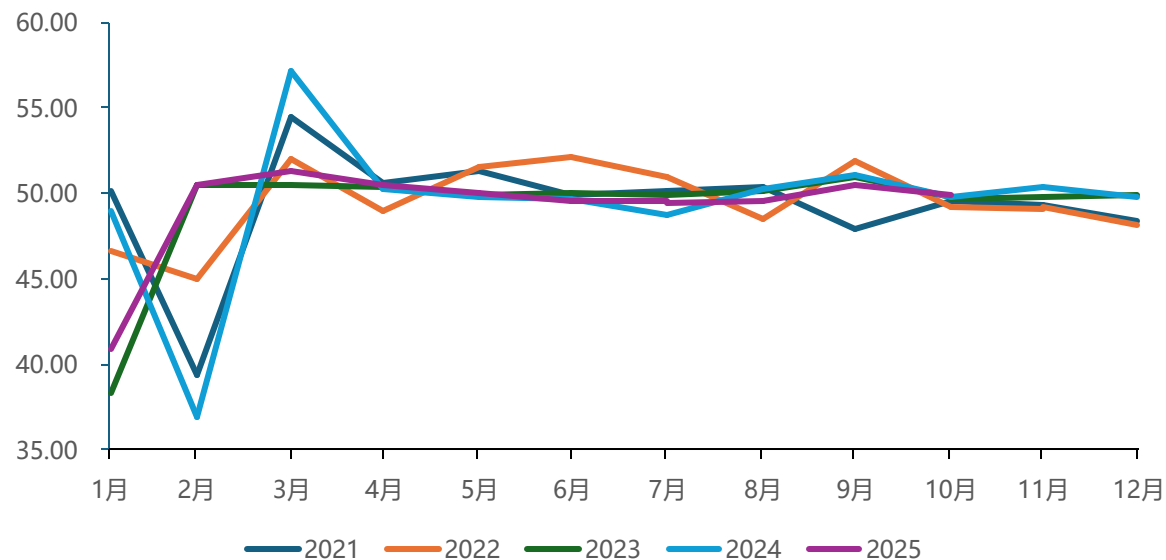


氧化锌 $\geq 99.7\%$ -平均价 (单位: 元/吨)



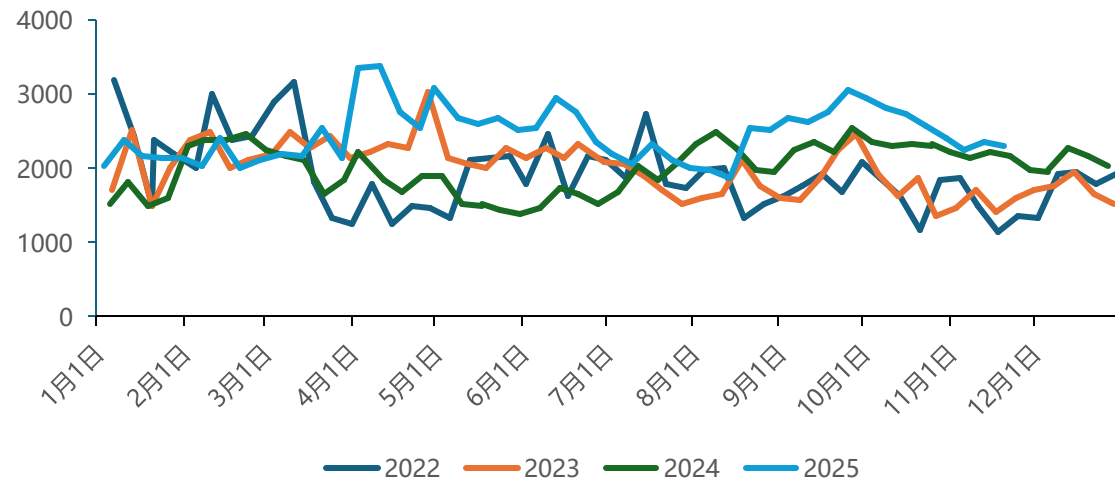
3.3 氧化锌：原料库存平稳、成品库存小幅去库

SMM锌下游采购经理人指数：氧化锌

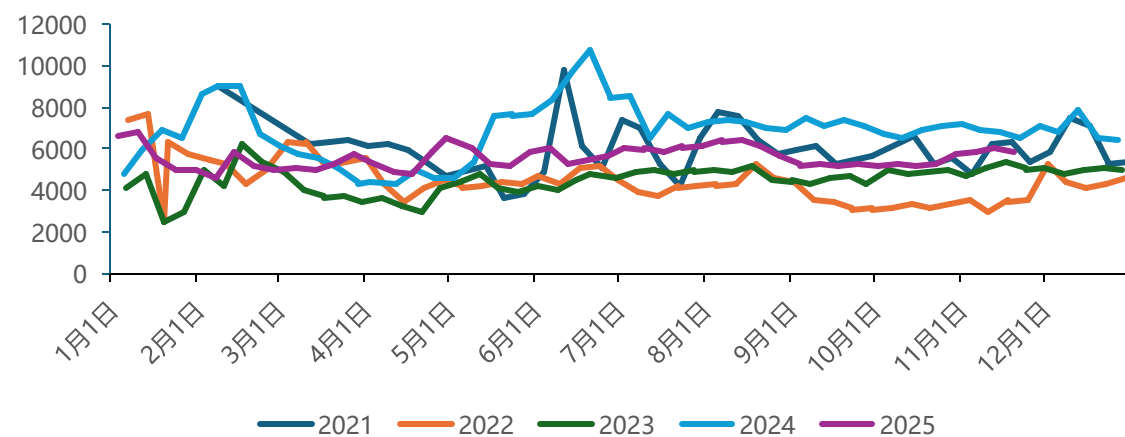


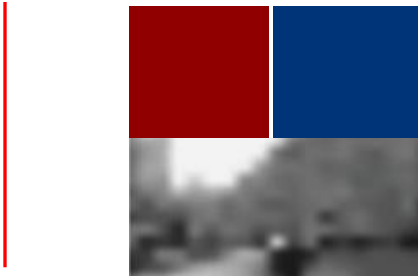
- 原料方面，虽本周锌价重心有所回落，但当前部分原料价格仍旧较高，叠加部分板块终端需求正逐渐放缓，企业维持刚需采购，原料库存变化不大
- 成品库存因周内有企业终端客户提货节奏增快，带动成品出现小幅下降
- 10月SMM锌下游采购经理人指数（氧化锌）报49.9，较上月下降0.6，重回荣枯线下方

氧化锌原料库存（单位：吨）



氧化锌成品库存（单位：吨）

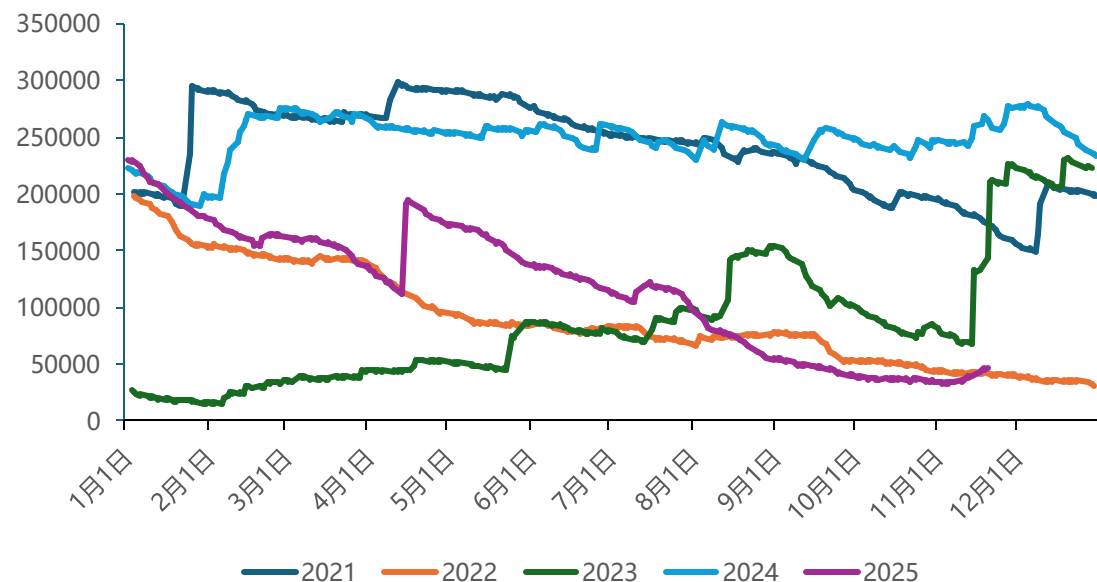




4 库存：LME库存累库

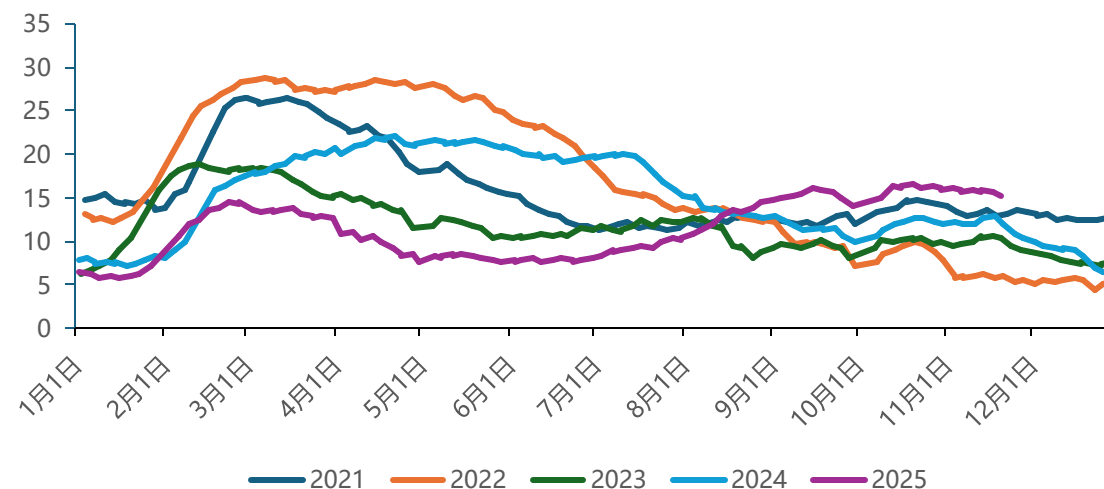
4.1 LME库存累库、国内社库去库

LME库存 (单位: 吨)

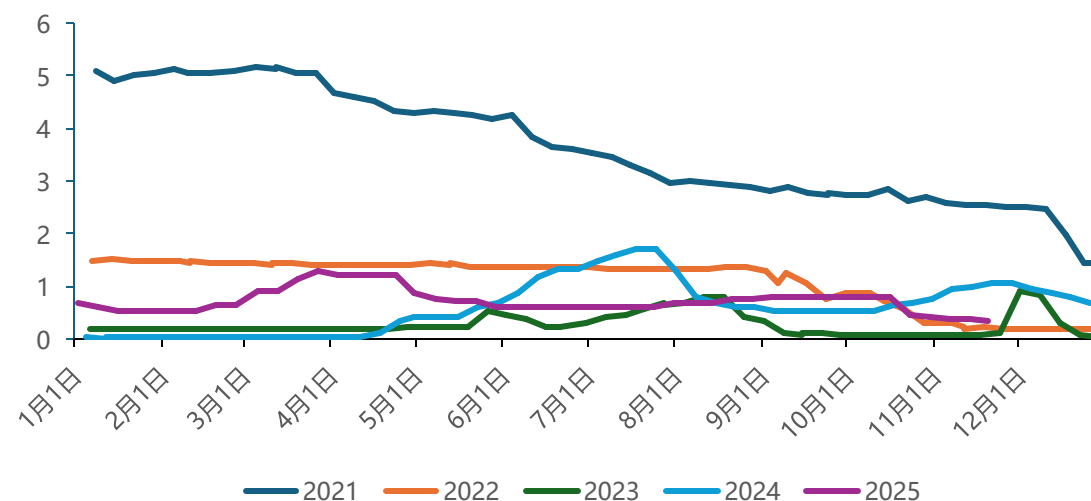


- 本周LME锌平均库存4.55万吨, 周环比+21.06%
- 截至11月20日, SMM中国七地锌锭周度库存15.27万吨, 周环比-3.29%
- 截至11月20日, SMM锌锭保税区周度库存0.36万吨, 周环比-5.26%

SMM七地锌锭周度库存 (单位: 万吨)

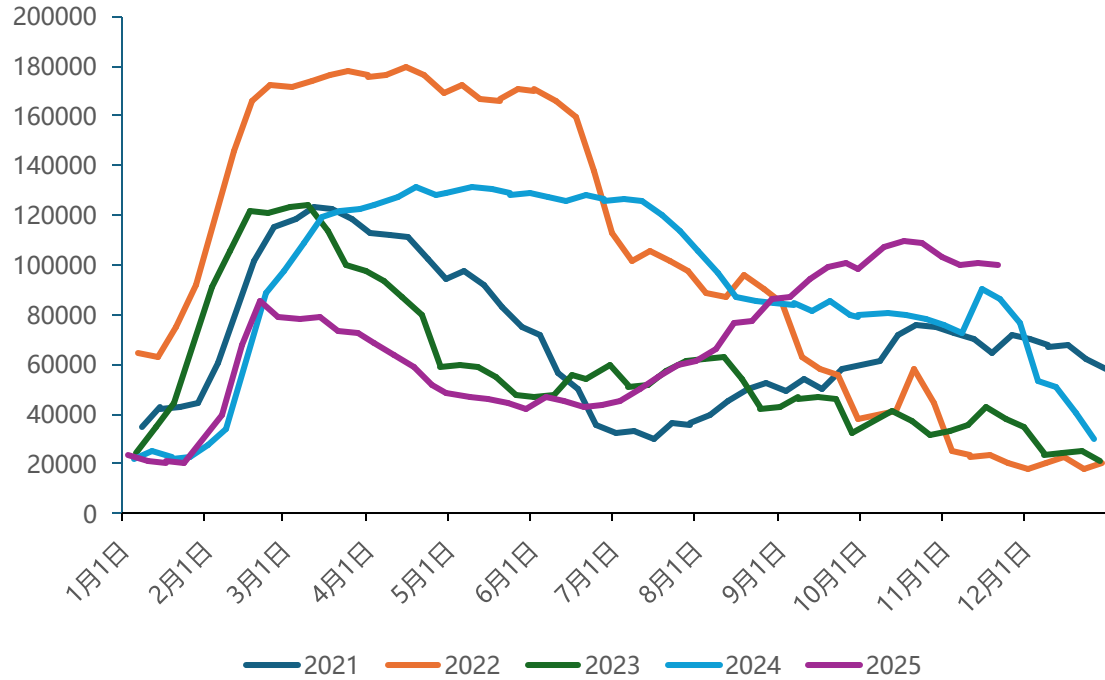


SMM锌锭保税区周度库存 (单位: 万吨)



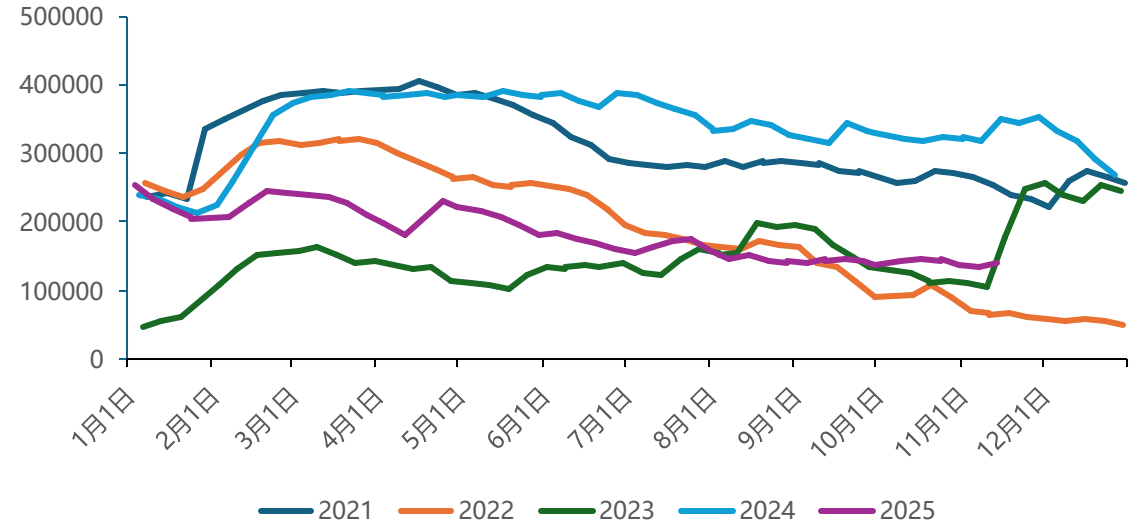
4.2 SHFE库存累库，两大交易所合计库存周环比累库

SHFE库存 (单位: 吨)

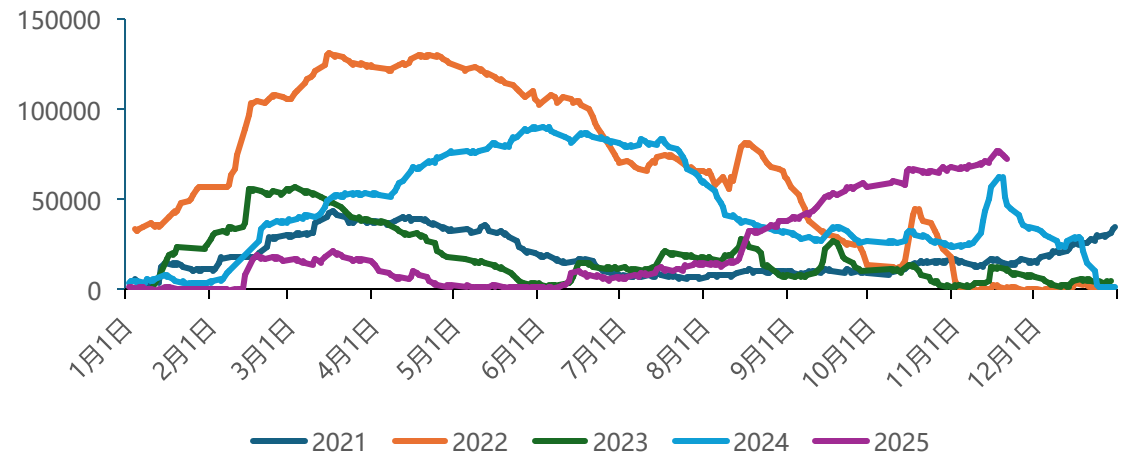


- 截至11月21日，SHFE精炼锌库存总计 10.03 万吨，周环比-0.54%
- 截至11月21日，LME与SHFE精炼锌库存合计约 14.77 万吨，周环比+4.83%

LME+SHFE库存合计 (单位: 吨)



SHFE仓单 (单位: 吨)



报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1292号

周敏波 投资咨询资格：Z0010559

风险提示：下游需求不及预期、海外经济衰退风险等

数据来源：Wind、Mysteel、SMM、奥维云网、产业在线、彭博、芝商所FedWatch工具、广发期货研究所

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！



感谢倾听 Thanks