

2025年12月22日



海外加速交仓 锌价承压震荡

核心观点及策略

- 上周沪锌主力期价承压回落。宏观面，美国11月非农数据喜忧参半，通胀数据低于预期，且美联储官员释放鸽派信号，降息预期略有提升。国内11月经济数据延续偏弱，市场期待政策加码助力26年经济实现开门红。
- 基本面看，LME将从26年7月实施持仓限额，LME加速交仓，库存回升至近10万吨，且LME0-3现货由前期高升水转为小贴水，挤仓担忧快速降温，内外锌价均有回落。不过沪伦比价快速修复，锌精矿进口窗口开启，国内周度加工费企稳，周度进口矿加工费跌势放缓，利好炼厂利润修复。近两月炼厂检修较多，叠加锌锭出口影响，市场货源区域性偏紧，社会库存持续回落给与锌价较强支撑。需求端看，初段企业开工小幅波动，消费维持淡季但较有韧性。天津、河北、山东、安徽及河南等地环保预警，大型镀锌厂正常生产，但小型企业限产拖累镀锌企业开工回落；年底小五金及箱包订单边际改善，但其他终端需求较疲软，压铸锌合金企业开工微降；陶瓷氧化锌进入消费淡季，但部分新增氧化锌企业产能释放，支撑企业开工微涨。
- 整体来看，美国非农及通胀数据略提升降息预期，叠加日本央行加息靴子落地，市场风险偏好修复。基本面看，LME持续交仓预期将继续拖累内外锌价走势，但国内炼厂检修且下游逢低点价，库存持续回落，对沪锌下方构成支撑。短期锌价上下驱动均受限，预期震荡运行。
- 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	12月12日	12月19日	涨跌	单位
SHFE 锌	23,605	23,065	-540	元/吨
LME 锌	3139	3078	-61	美元/吨
沪伦比值	7.52	7.49	-0.03	
上期所库存	80577	76017	-4560	吨
LME 库存	61,925	99,900	37975	吨
社会库存	12.83	12.22	-0.61	万吨
现货升水	60	90	30	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

上周沪锌主力换月至 ZN2602 合约，期价先抑后扬，市场等待重要宏观数据及会议，情绪谨慎，叠加 LME 集中交仓打压，期价高位回落至 20 日均线附近获得支撑，企稳窄幅震荡收至 23075 元/吨，周度跌幅 2.37%。周五夜间窄幅震荡。伦锌高位调整，库存大增，大幅缓解挤仓担忧，期价回落，60 日均线获得支撑，止跌收至 3078 美元/吨，周度跌幅 1.94%。

现货市场：截止至 12 月 19 日，上海 0# 锌主流成交价集中在 23165~23280 元/吨，对 2601 合约升水 230 元/吨。宁波市场主流品牌 0# 锌成交价在 23225~23290 元/吨左右，对 2601 合约报价升水 235 元/吨，对上海现货报价升水 130 元/吨。广东 0# 锌主流成交于 22980~23080 元/吨，对 2602 合约报价升水 5 元/吨，沪粤价差扩大。天津市场 0# 锌锭主流成交于 22970~23100 元/吨，0# 锌普通对 2601 合约报升水 0~40 元/吨附近，津市较沪市报贴水 100 元/吨。总的看，市场货源偏紧，贸易商现货报价较为坚挺，但前期下游逢低点价后采买减弱，周五贸易商报价小幅下调，但升水水平依旧保持偏高位，现货交投维持贸易商间为主。

库存方面，截止至 12 月 19 日，LME 锌锭库存 99,900 吨，周度增加 37975 吨。上期所库存 76017 吨，较上周减 4560 吨。截止至 12 月 18 日，社会库存为 12.22 万吨，较周一减少 0.35 万吨，较上周四减少 0.61 万吨。其中，广东受部分炼厂停产及货源跨区域流转，及下游低位少量补库的影响，去库较明显；天津库存增加；上海库存变动不大。

宏观方面，美国 11 月非农就业人口增加 6.4 万人，高于市场预期的 5 万人；但失业率却意外升至 4.6%，创下 2021 年 9 月以来的新高。另外，10 月非农就业大幅减少 10.5

万人，远超预期的下降 2.5 万人；8 月和 9 月也合计下修 3.3 万人。11 月平均时薪同比增长 3.5%，为 2021 年 5 月以来最低增速。美国 11 月 CPI 同比上涨 2.7%，低于预期的 3.1%，核心 CPI 同比上涨 2.6%，创下 2021 年初以来最慢增速，低于市场预期的 3%。

美国 10 月零售销售环比持平，略低于预期的 0.1% 增长，主要是受汽车销售下降 1.6% 拖累。核心零售销售环比增长 0.5%，略超出预期的增长 0.4%。美国 12 月标普全球制造业 PMI 初值下滑至 51.8，创 5 个月新低。服务业 PMI 初值则从 54.1 下滑至 52.9，综合 PMI 初值下滑至 53，均录得 6 个月新低。

美联储理事沃勒最新表示，随着就业市场趋弱且通胀受控，美联储仍有 50 至 100 个基点的降息空间。但基于当前的经济前景，美联储无需采取激烈的行动。美国白宫国家经济委员会主任哈塞特表示美联储仍有很大降息空间；美联储古尔斯比表示 11 月通胀数据良好，对前置降息感到不安。终端利率将远低于当前水平。

欧洲央行连续第四次维持基准利率在 2% 不变，符合市场预期，未就未来的政策路径提供指引，强调将根据数据逐次会议决策；英国央行以 5:4 的投票结果如期降息 25 个基点至 3.75%，行长贝利转而支持降息成为此次决策的决定性因素。

国内 11 月工业增加值同比 4.8%（前值 4.9%），社零同比 1.3%（前值 2.9%）；1-11 月固投同比-2.6%（前值-1.7%），地产投资同比-15.9%（前值-14.7%），广义基建投资同比 0.1%（前值 1.5%），狭义基建投资同比-1.1%（前值-0.1%），制造业投资同比 1.9%（前值 2.7%）。

2025 年中央经济工作会议精神指出，扩大内需是明年排在首位的重点任务，要从供需两侧发力提振消费，统筹提振消费和扩大投资。明年要从供需两端发力稳定房地产市场。供给端要严控增量、盘活存量，加快消化库存。需求端要采取更多针对性措施，充分释放居民刚性和改善性需求。

上周沪锌主力承压回落。宏观面，美国 11 月非农数据喜忧参半，通胀数据低于预期，且美联储官员释放鸽派信号，降息预期略有提升。国内 11 月经济数据延续偏弱，市场期待政策加码助力 26 年经济实现开门红。基本面看，LME 将从 26 年 7 月实施持仓限额，LME 加速交仓，库存回升至近 10 万吨，且 LME0-3 现货由前期高升水转为小贴水，挤仓担忧快速降温，内外锌价均有回落。不过沪伦比价快速修复，锌精矿进口窗口开启，国内周度加工费企稳，周度进口矿加工费跌势放缓，利好炼厂利润修复。近两月炼厂检修较多，叠加锌锭出口影响，市场货源区域性偏紧，社会库存持续回落给与锌价较强支撑。需求端看，初段企业开工小幅波动，消费维持淡季但较有韧性。天津、河北、山东、安徽及河南等地环保预警，大型镀锌厂正常生产，但小型企业限产拖累镀锌企业开工回落；年底小五金及箱包订单边际改善，但其他终端需求较疲软，压铸锌合金企业开工微降；陶瓷氧化锌进入消费淡季，但部分新增氧化锌企业产能释放，支撑企业开工微涨。

整体来看，美国非农及通胀数据略提升降息预期，叠加日本央行加息靴子落地，市

场风险偏好修复。基本面看，LME 持续交仓预期将继续拖累内外锌价走势，但国内炼厂检修且下游逢低点价，库存持续回落，对沪锌下方构成支撑。短期锌价上下驱动均受限，预期震荡运行。

三、行业要闻

1、SMM 数据显示，截止至 12 月 19 日当周，国产锌精矿加工费环比持平于 1600 元/金属吨，进口锌精矿加工费环比减少 0.43 美元/干吨至 50.13 美元/干吨。

2、LME 将自 2026 年 7 月起对六大金属设持仓限额，其中包括铝、铜、铅、镍、锡和锌，同时还将延伸至相关期权合约及交易结算合约 (TAPO)。另关于新规的推进节奏，LME 明确将于 2026 年 2 月发布关于拟议规则变更的咨询文件，广泛征求市场各方意见。

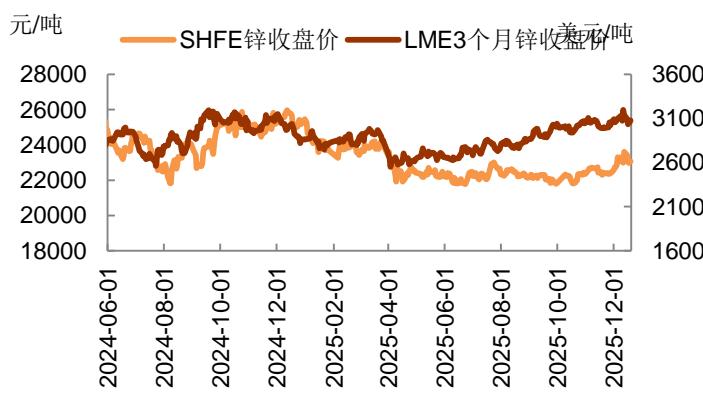
3、纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂多金属综合循环回收项目第一期火法冶炼工艺工程已经建设完毕并成功点火试生产运营，锗锌渣的处理能力为 8 万吨/年，一期火法冶炼工艺工程将产出半成品含锗氧化锌烟尘。2026 年，公司将按计划推进该项目一期的生产运营，同时推进项目第二期火法冶炼工艺及湿法冶炼工艺工程的建设工作。

4、Nyrstar 与韩国锌业就田纳西州 Clarksville 锌冶炼厂资产收购达成协议，该交易预计将于 2026 年上半年完成，而 Clarksville 冶炼厂在 2026 年的锌金属产量仍将继续销售给托克。

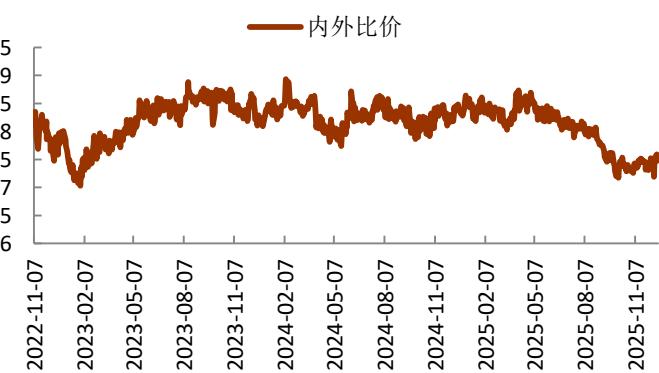
5、摩根士丹利预计 2026 年锌价将小幅下跌至每吨 2,900 美元。

四、相关图表

图表 1 沪锌伦锌价格走势图

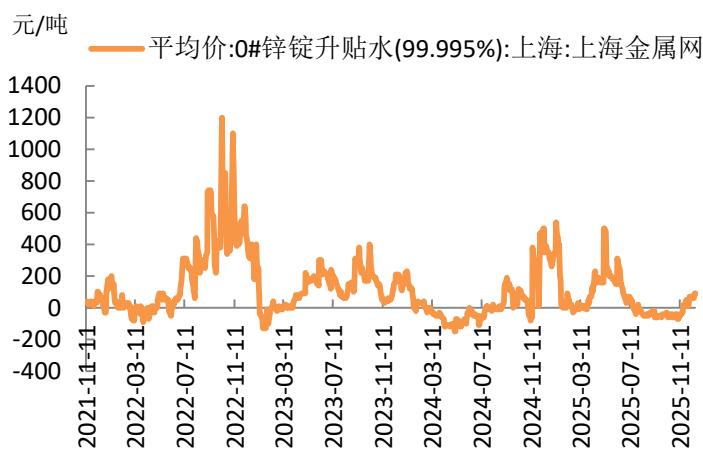


图表 2 内外盘比价

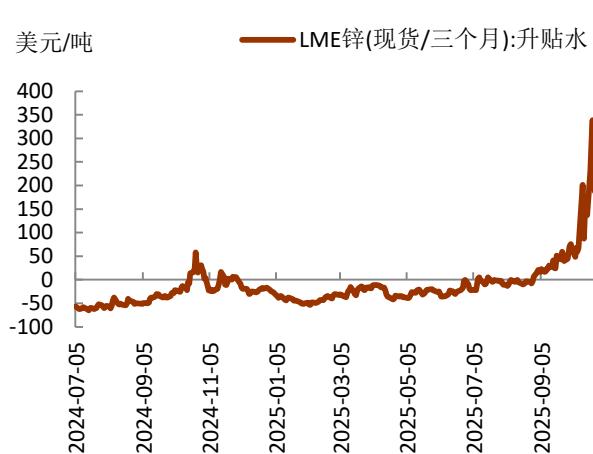


数据来源：iFinD, 铜冠金源期货

图表3 现货升贴水

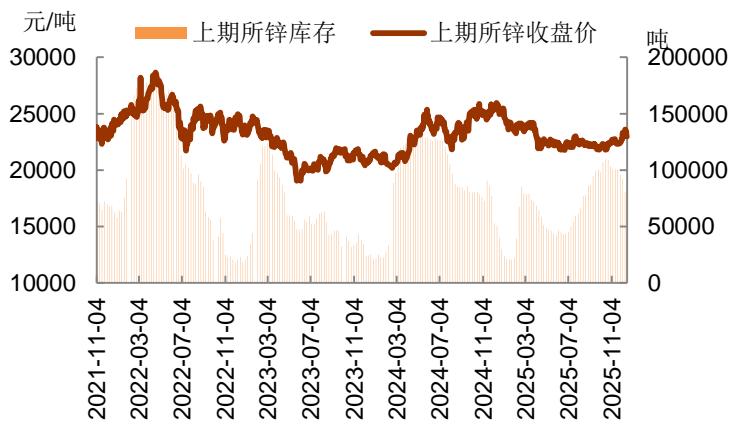


图表4 LME升贴水

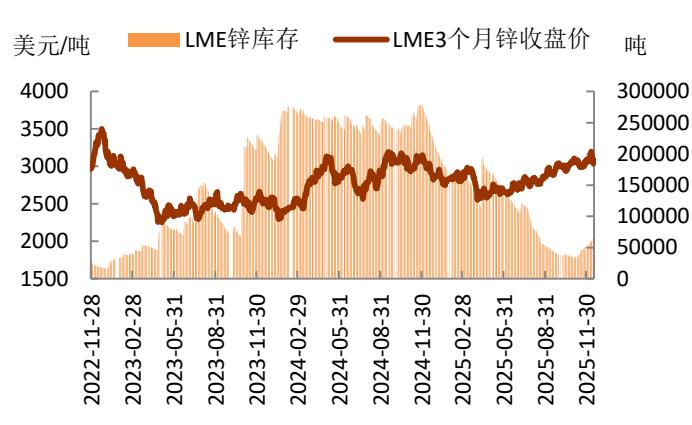


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 上期所库存

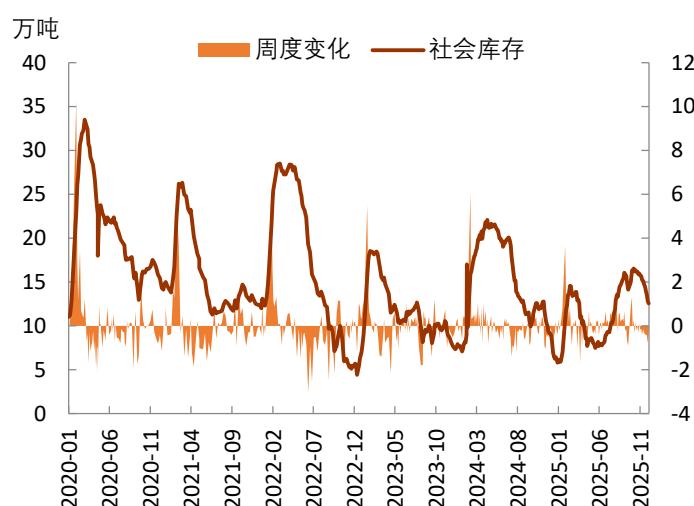


图表6 LME库存

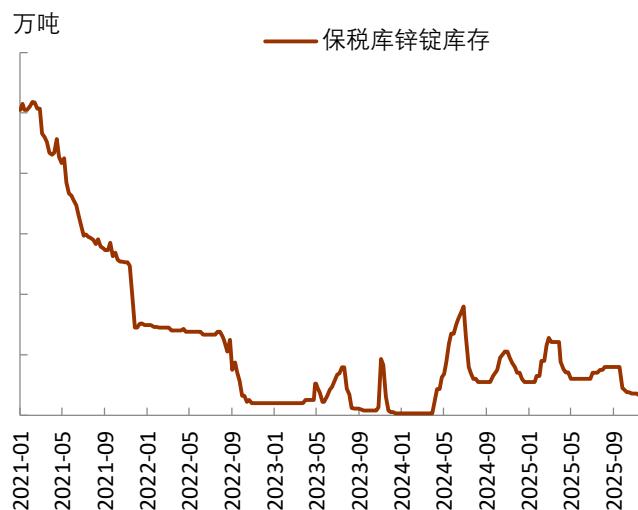


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 社会库存



图表8 保税区库存



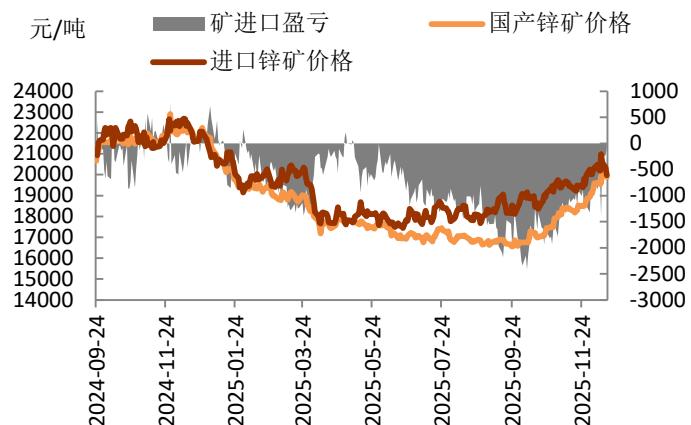
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 国内外锌矿加工费情况



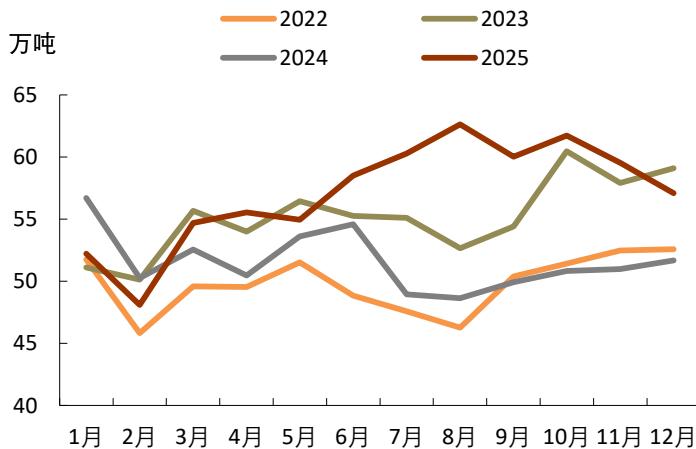
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

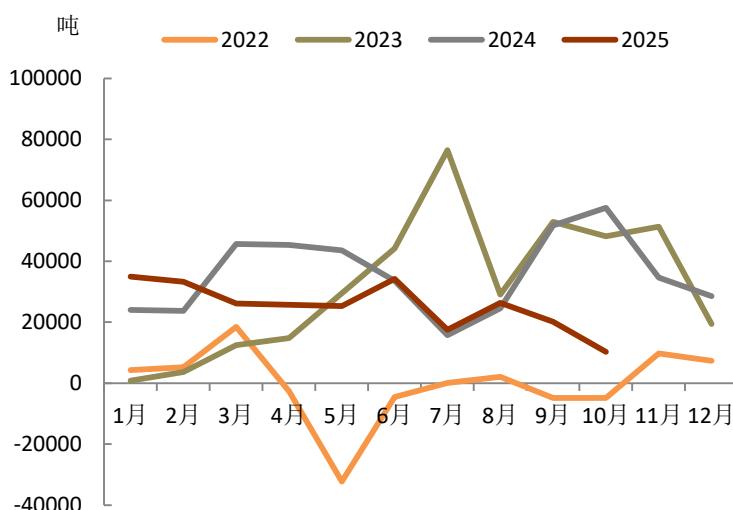


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 12 冶炼厂利润情况

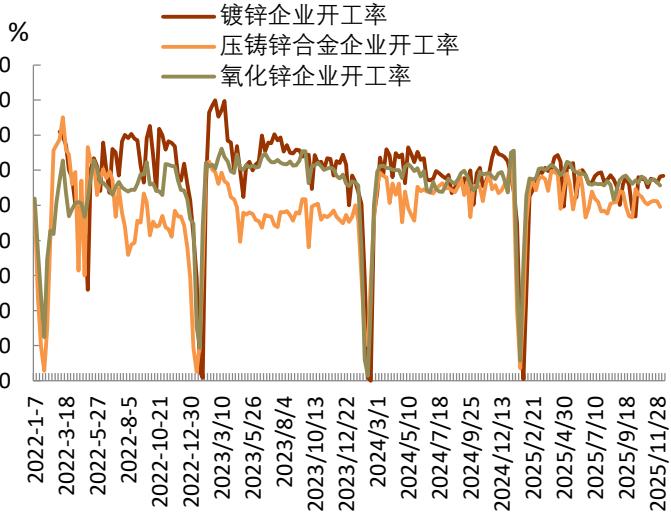


图表 13 精炼锌净进口情况



数据来源: iFinD, SMM, 铜冠金源期货

图表 14 下游初端企业开工率



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。