2025 年 10 月 24 日

海外锌市供需偏紧或诱发逼仓风险

投资咨询业务资格

证监许可【2011】1772 号

广金期货研究中心

有色金属研究员：薛丽冰

联系电话：020-88523420

从业资格号：F03090983

咨询资格号：Z0016886

核心观点

宏观方面，美联储主席鲍威尔释放鸽派信号，暗示可能很快结束量化紧缩，且由于就业市场存在恶化风险，市场对 10 月降息的预期高企。这为大宗商品市场提供了宏观利好氛围。

供给方面，海外收紧与国内宽松并存全球锌供给呈现分化格局。海外市场供应偏紧，2025 年 1-8 月全球锌板消费量高于产量，供应短缺 28.13 万吨。同时，LME 锌库存处于低位，现货高升水，存在逼仓风险。相比之下，中国锌市供应相对宽松。2025 年前 9 月锌精矿进口量累计同比大增 40.49%，充足的原料供应支撑国内炼企保持较高生产积极性。尽管进口精炼锌严重亏损，但进口锌精矿生产仍具相对优势。

需求方面，淡季复苏迹象不明。10 月锌下游需求未显现强劲的旺季特征。镀锌、压铸锌等行业开工率环比持平或小幅波动。白色家电行业排产同比有所下降。然而，新能源汽车领域成为需求亮点，全球及中国市场销量均保持强劲同比增长，为锌消费提供了一定支撑。基建投资增速则呈现放缓态势。

库存方面，内外分化显著。库存走势进一步印证了海内外供需差异。截至 10 月 20 日，LME 锌库存同比大幅下降 84%，凸显海外供应紧张。反观国内，上期所锌仓单库存同比显著增加 121%，反映出国内供应相对充裕的局面。

后市展望，美联储降息为市场提供宽松的流动性，以及海外锌市面临的逼仓风险共同提振锌价。

风险点：全球金融市场不稳定、矿山产量受到扰动、海内外锌库存大幅下滑引发金融资本实施逼仓行为。

相关图表

目录

一、行情回顾：10 月锌价冲高回落 3
二、宏观经济分析：美联储 10 月降息概率高企 3
三、供给分析：全球锌精矿供应下滑 3
1、海外锌市出现局部短缺 4
2、中国锌市供需宽松 4
四、需求分析：锌市逐渐走出消费淡季 5
1、锌下游需求复苏 5
五、供需平衡分析：警惕海外锌市逼仓风险 6
六、结论：宏观面与基本面改善共同提振锌价 7
分析师声明 8
分析师介绍 8
免责声明 ..... 错误！未定义书签。

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

一、行情回顾：10 月锌价冲高回落

国庆期间，受到外盘锌价走高带动，节后沪锌主力合约高开，随后，受到美国政府宣布对部分商品加征关税的消息影响，锌价回落。展望后市，我们认为锌价总体震荡。具体如下：

图表 1：沪锌主力合约走势图

来源：广金期货研究中心，文华财经

二、宏观经济分析：美联储 10 月降息概率高企

鲍威尔表示，量化紧缩政策可能很快结束，以避免过度的流动性紧缩，从而损害经济增长。鲍威尔表示，就业市场进一步恶化可能导致失业率上升，因此 10 月美联储降息概率提升。

三、供给分析：全球锌精矿供应下滑

仅供交流使用 研究报告 协会观点 建议。

1、海外锌市供应趋紧，呈现局部短缺态势

2025 年 1-8 月，全球锌矿产量为 844.57 万吨，同比微增 1.7%；其中 8 月产量为 106.96 万吨，同比及环比均基本持平。然而，同期全球锌板市场呈现明显短缺：1-8 月累计消费量达 936.98 万吨，产量为 908.85 万吨，供应短缺 28.13 万吨；仅 8 月单月短缺 2.1 万吨。SMM 预计 Boliden 锌精矿年度产量或下降 0.5-1 万金属吨。MMG 三季度锌矿产量同比增长 26%至 5.87 万吨，Silvercorp 三季度锌产量为 560 万镑，同比下降 3%。哈萨克斯坦 1-9 月精炼锌产量同比下降 3%至 193,859 吨。三季度 Vedanta 锌精矿金属产量 31.8 万吨，同比增加 6%。紫金矿业 1-9 月矿产锌产量 27 万吨，同比下降 12%。

供应紧张亦反映在价格指标上。截至 10 月 17 日，锌精矿加工费（TC）上涨至 118.75 美元/干吨，较二季度末大幅提高 82%，反映矿山端供应有所恢复。但由于此前西方部分冶炼厂减产，导致海外锌现货供需偏紧，LME 锌现货较期货升水达 86－152 美元/吨，进一步印证局部短缺格局。

2、中国锌市供需宽松，炼企利润支撑需求

2025 年 1-9 月，中国累计进口锌精矿 400.8 万实物吨，同比大幅增长 40.49%。其中 9 月单月进口 50.54 万吨，环比增 8.15%，同比增 24.94%，供应持续充裕。10 月前三周，到港量环比持平，但出港量显著下降 39%，港口库存仍环比减

研究报告全部内容不代表协会观点，不构成任何投资建议。仅供交流使用。

少 4.29 万吨，反映国内炼厂生产积极性高，消化迅速。

利润方面，尽管精炼锌生产直接亏损加深，但受益于硫酸等副产品价格良好，炼企综合利润仍维持在 300－700 元/吨。锌精矿自产利润达 4024 元/吨，远高于进口精矿的深度亏损（-1800 至-3100 元/吨），促使企业更倾向使用国内矿源。

进口结构上，尽管锌精矿进口窗口关闭，但由于精炼锌直接进口亏损高达-4400 元/吨，使用进口矿生产仍比直接进口精炼锌更具经济性，支撑了锌精矿的到港规模。与此同时，精炼锌出口窗口开启，部分企业已着手筹划出口贸易。2025 年 9 月精炼锌进口量 2.27 万吨，环比降低 0.30 万吨或环比降低 11.6%，同比下降 57%，1-9 月精炼锌累计进口 25.82 万吨，累计同比下降 19.3%。9 月精炼锌出口 0.25 万吨。

四、需求分析：锌市复苏缓慢，新能源车成亮点

1、锌下游需求复苏

9 月镀锌板出口 122.62 万吨，环比增加 11.73%，同比增加 2.27%，出口订单仍较为旺盛。9 月份中国生产压铸锌合金为 6.83 万吨，同比增长 45.63%，环比增长 3.8%。

10 月国内锌下游需求复苏力度偏弱，旺季特征不明显。主要下游开工率表现分化：镀锌、压铸锌、氧化锌开工率分别为 58.05%、54.63%和 57.13%，环比分别持平、微升 0.64 个百分点和下降 0.98 个百分点。分领域看：

研究报告生部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

白电行业仍处生产淡季，10 月空冰洗排产总量 2924 万台，同比下滑 9.9%。尽管空调、冰箱、洗衣机排产环比均有回升，但同比均呈现下降。

新能源汽车成为主要增长点。全球 9 月电动车销量达 210 万辆，创纪录地同比增长 26%。中国 9 月新能源汽车产销均超 160 万辆，同比增幅约 24%；1-9 月累计产销超 1120 万辆，同比增长约 35%。截至 10 月 22 日，2025 年汽车以旧换新补贴申请量突破 1000 万份。政策驱动效应显著：中国以旧换新补贴即将退出、美国税收抵免政策及欧洲补贴措施共同推动需求放量。

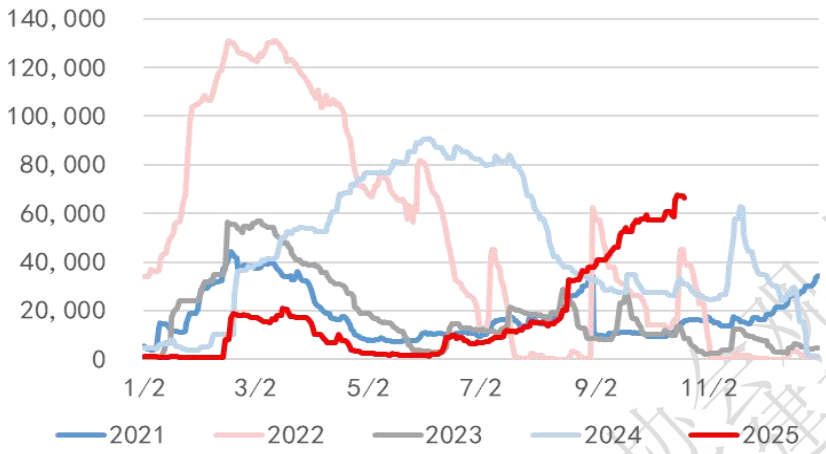
基建与地产方面，1-8 月基建投资累计同比增长 2.0%，增速持续放缓，8 月单月同比降幅达 5.9%，显示传统领域需求支撑乏力。

五、供需平衡分析：警惕海外锌市逼仓风险

国内外库存分化。LME 锌市场出现罕见现货紧张。现货锌较三个月期货升水(Cash-3M)突破每吨 338 美元，创下自 1997 年以来最高水平。截至 10 月 24 日，LME 库存仅余 3.76 万吨，其中注销仓单约 0.98 万吨，仅有约 2.78 万吨锌可供提取，不足全球日消费量。与此同时，六家机构持有的近月多头头寸总量相当于可交割库存的约 300%。上期所方面，上期所锌仓单报 6.58 万吨，同比增 140%，环比增 12.5%。

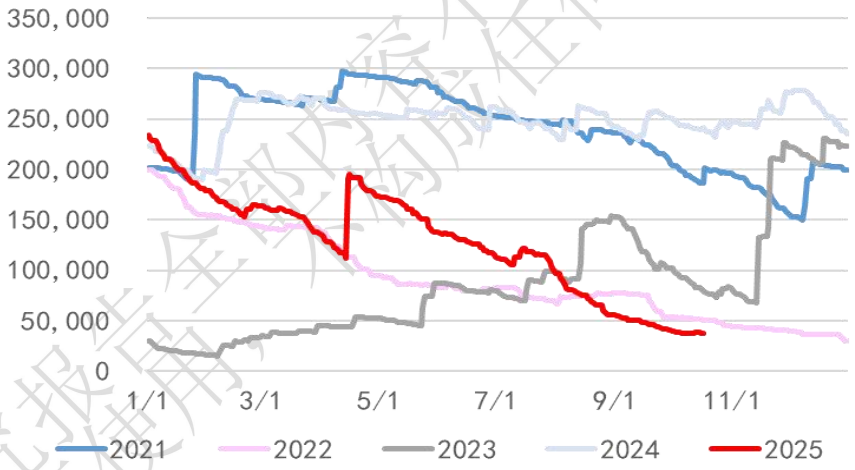
研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议

图表 1：上海期货交易所锌仓单



数据来源：wind，广金期货研究中心整理

图表 2：LME 锌库存



数据来源：wind，广金期货研究中心整理

六、结论：宏观面与基本面改善共同提振锌价

综上所述，美联储降息为市场提供宽松的流动性，以及海外锌市面临的逼仓风险共同提振锌价。

风险点：全球金融市场不稳定、矿山产量受到扰动、海内外锌库存大幅下滑引发金融资本实施逼仓行为。

仅供会员使用，全部内容不代表协会观点
研究报告全部内容均独立向投资建议。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。

分析师介绍

薛丽冰　　有色金属研究员

广州金控期货有限公司研究中心有色金属资深研究员,经济学硕士，中级经济师，国家高级黄金分析师。拥有 13 年以上的金融行业从业经验。具有丰富的期货投资咨询项目服务经验和证券投资咨询经验。荣获 2013 年度最佳有色金属产业服务奖称号，荣获 2014 年度最佳有色金属产业服务奖称号。曾多次在知名财经媒体新浪财经、和讯网、期货日报、投资快报、中金在线和 CSSCI 源期刊、国家中文核心期刊发文。

仅供交流使用，研究报告全部内容不代表协会观点，不构成任何投资建议

更多期货咨询请关注广金公众号

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映我公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经我公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。本报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且广州金控期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

我司郑重提示，我司官方网站地址：https://www.gzjkqh.com/，所有交易软件请通过我司官方网站进行下载。对任何冒用、假借我司名义进行违法活动的网站、软件及个人，一经发现，我司将依法追究其相关法律责任。

广州金控期货有限公司（以下简称“广金期货”）成立于2003年，是金控集团控股企业，注册资本为8亿元人民币，具有商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询以及资产管理业务资格，是国内多家期货交易所的会员单位。广金期货总部位于广州，在全国多地设有分支机构，已形成立足珠三角地区，覆盖华东、华南、华北、东北主要城市，辐射全国的业务网络。广金期货以传统期货经纪业务为基础，同时深耕资产管理业务和风险管理业务，全方位支持全资风险管理子公司广州金控物产有限公司的业务发展。以创新业务作为服务实体经济的重要推手，整合金控集团平台的资源优势，充分发挥期货经营机构服务实体经济的主导作用，为客户提供全方位财富管理服务。

总部地址：广州市天河区体育西路191号中石化大厦B塔25层2501-2524单元

联系电话：400-930-7770

公司官网：www.gzjkqh.com

仅供客户使用，本报告全部内容不代表协会观点，不构成任何投资建议。

广州金控期货有限公司子公司及分支机构分布情况

广州金控物产有限公司

地址：广州市天河区临江大道 1 号、1 号之一寺右万科中心北塔 901 房

电话：020-38857531

广州金控期货有限公司分支机构分布情况

• 广州营业部 地址：广州市天河区临江大道 1 号之一 904 室 电话：020-38298555/38298522	• 佛山营业部 地址：佛山市南海区大沥镇毅贤路 8 号 17 层 20 号至 17 层 22 号 电话：0757-85501856/85501815
• 大连营业部 地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2311 室 电话：0411-84806645	• 福州营业部 地址：福建省福州市晋安区福飞北路 175 号 6 层 6D 单元 电话：0591-87800021
• 杭州分公司 地址：浙江省杭州市西湖区文二西路 5 号 508 室 电话：0571-87791385	• 河北分公司 地址：河北省石家庄市长安区中山东路 508 号东胜广场三单元 1406 室 电话：0311-83075314
• 唐山营业部 地址:河北省唐山市路北区金融中心 3 号楼 1607、1608 号 电话：0315-5266603	• 淮北营业部 地址：安徽省淮北市相山区惠苑路 6 号金冠紫园 6 幢 105 号 电话：0561-3318880
• 太原营业部 地址：山西省太原市万柏林区长风街道长兴路 1 号 4 幢 11 层 1123-1124 号 电话：0351-7876105	• 嘉兴分公司 地址：浙江省嘉兴市海宁市海洲街道新苑路 147-149 号 2 楼 电话：0573-87216718
• 北京分公司 地址：北京市丰台区广安路 9 号国投财富广场 2 号楼 1403、1404 室 电话：010-63358857/63358907	• 深圳分公司 地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 1905 室 电话：0755-23615564
• 龙岩营业部 地址：福建省龙岩市新罗区龙岩大道中 688 号 1 幢 703 室 电话：0597-2566256	• 重庆分公司 地址：重庆市渝北区新南路 439 号中国华融现代广场 2 幢 5 层 4-1 电话：023-67380843
• 济南分公司 地址：山东省济南市市中区七贤街道二环南路 6636 号中海广场 1604B 电话：0531-61316785	• 上海分公司 地址：上海市虹口区吴淞路 218 号宝矿国际大厦 2903C 电话：021-60759585

研究报告全部内容仅供客户参考，未构成相关投资建议。
仅供交流使用，未经授权不得外传

• 新疆分公司 地址：新疆分公司位于新疆乌鲁木齐水磨沟区昆仑东街 791 号金融大厦 15 楼 1512-1514 室 联系方式：0991-4167306；0991-4167309	• 河南分公司简介 地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路 80 号绿地之窗 B 座云峰座 3117 电话：0371-55687378

仅供交流使用，研究报告全部内容不代表协会观点，不构成任何投资建议。