

2025 年 11 月 14 日

海外锌企减产提振锌价

核心观点

宏观方面，美联储降息预期出现分歧，部分官员释放鸽派信号，但鲍威尔表态谨慎，12 月降息概率下降，流动性对金属市场的支撑边际减弱。此外，美国政府关门风险缓解，宏观环境整体趋于稳定，但对锌价提振有限。

供给方面，全球锌精矿供应呈现收紧态势。海外多家锌企三季度产量分化，泰克资源、MMG 等企业产量下滑，而韦丹塔、嘉能可等小幅增长。LME 锌现货升水扩大，加工费持续下调，凸显海外锌市供应紧张。国内方面，锌精矿进口量虽增，但港口库存下降，部分矿山检修导致 11 月国内产量预期下滑，加工费走低反映锌精矿供应趋紧。

需求方面，锌市需求呈现“外强内弱”格局。国内镀锌、白电等行业订单走弱，空调排产大幅下滑，基建与地产投资持续低迷。相比之下，欧洲电动车市场表现强劲，德国补贴政策推动需求增长，而北美市场因税收优惠退出短期承压。整体来看，海外需求对锌价形成一定支撑。

库存方面，国内外库存分化明显。LME 锌库存处于历史低位，同比降幅达 85%，逼仓风险隐现；而上期所锌库存同比大增 64%，反映国内供需宽松局面。库存结构差异加剧了市场对海外供应短缺的担忧。

展望后市，在海外供应偏紧、国内减产与需求淡季交织的背景下，锌价预计延续震荡偏强走势。需警惕低库存环境下海外市场的逼仓风险，而国内锌市受制于需求疲软，上行空间有限。多空因素博弈下，锌价或以结构性机会为主。

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。

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

相关图表



目录

一、行情回顾：近三周锌价走强	3
二、宏观经济分析：美联储 12 月降息概率下降	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、中国锌精矿减产	6
四、需求分析：锌市需求外强于内	7
1、11 月锌下游需求下滑	7
五、供需平衡分析：警惕海外锌市逼仓风险	10
六、结论：海外锌市供需偏紧提振锌价	11
分析师声明	12
分析师介绍	12
免责声明	13

一、行情回顾：近三周锌价走强

近三周，锌价走强。一方面，是境外炼企减产后导致货源短缺，供需趋紧所导致。另一方面，10月美联储降息25个基点为市场提供流动性。再有，中美贸易谈判取得进展。展望后市，我们认为锌价总体震荡偏强。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 12 月降息概率下降

美国政府关门危机出现缓解。另外，美联储官员释放鸽派信号，暗示 12 月可能降息 25 至 50 个基点。但是鲍威尔却表示不一定降息。

三、供给分析：全球锌精矿供应下滑

1、全球锌市供应格局深度解析：矿端收紧与区域性短缺加剧

2025 年全球锌市场正经历显著的供应格局重塑。

1-8 月全球锌矿产量 844.57 万吨，同比微增 1.7%，但精炼锌领域已出现实质性短缺。同期全球锌板产量 908.85 万吨，消费量达 936.98 万吨，供应缺口扩大至 28.13 万吨，8 月单月短缺 2.1 万吨，凸显供需矛盾正在加剧。

全球主要锌企表现分化。从三季度业绩看，全球主要锌生产企业呈现明显分化态势。泰克资源锌精矿产量 15.05 万吨，同比下降 5%，主要受 Red Dog 矿区产量下滑拖累，但其通过库存销售维持了 14% 的销量增长。MMG 表现更为疲弱，产量仅 46,443 吨，同比骤降 22%。与之形成对比的是韦丹塔与嘉能可的稳健表现，三季度产量分别增长 6% 和 7.86%，达到 31.8 万吨和 24.42 万吨。

中小型矿企同样冷暖不一。New Century 受计划内检修影响，产量同比下降 9%；Southern Copper 虽精矿产量大增 46%，但精炼锌产出反而下降 23.4%，反映产业链上下游传导不畅。Penoles、Fresnillo 等企业则面临矿石品位下降的共性挑战，产量降幅分别达 11% 和 12.9%。而 Grupo Mexico 凭借 Buenavista 锌矿的优异表现实现 46% 的增长，Lundin Mining 也受益于 Neves-Corvo 矿而增长 5%。

海外供应紧张态势加剧。海外市场供应紧张已成为不争事实。西方冶炼厂二季度以来的减产决定，直接导致现货市场供需偏紧。本周 LME 锌现货对期货升水已达 117-176 美元/吨，如此高的升水水平在历史上较为罕见，充分印证了现货供应紧张局面。

更值得关注的是加工费的持续下行。CZSPT 发布的指导价显示，四季度末前进口锌精矿加工费为 120-140 美元/千吨，而 2026 年一季度将进一步降至 105-120 美元/千吨。加工费作为衡量锌精矿供需关系的重要指标，其连续下调明确指向海外锌精矿供应短缺正在加剧，这为未来几个月的锌价走势提供了坚实支撑。

结构性矛盾深化市场担忧。当前全球锌市场的核心矛盾集中于矿产端与冶炼端的不匹配。虽然部分企业维持产量增长，但多数企业面临资源枯竭、品位下降、运营问题等挑战，新增项目如 Grupo Mexico 的 Los Frailes 虽获许可，但远水难解近渴。与此同时，冶炼产能的相对刚性使得精矿短缺直接传导至精炼锌供应环节。

综合各方数据，海外锌市供应偏紧格局在年内难以根本缓解。加工费下行、现货高升水与持续库存去化形成共振，预计将为锌价提供强劲支撑。然而，各矿企产量分化的现象也提示投资者需更具针对性地评估不同企

业的投资价值，在整体供应紧张的大背景下，具备资源优势、成本控制能力强的企业将更具竞争力。全球锌市场正从均衡走向紧缺，这一转变不仅影响短期价格走势，更将深刻重塑产业链利益分配格局。对于参与者而言，准确把握供应端变化比以往任何时候都更加重要。

2、中国锌市场供需新态势：进口增长与本土收紧并行

近期中国锌精矿市场呈现出复杂的供需格局。尽管进口量保持增长，但国内供应正逐步收紧，产业链利润分配发生变化，预示着市场结构正在重塑。

进口增长与本土供应收紧形成反差。数据显示，2025年9月中国进口锌精矿50.54万吨，环比增8.15%，同比大幅增长24.94%。1-9月累计进口量达400.8万吨，累计同比增幅高达40.49%。然而，进口增长的背后是国内供应的逐步收紧。10月份港口出港量环比骤降39%，港口库存不升反降，环比减少4.29万吨，这一现象印证了国内冶炼企业保持着较高的生产积极性。

产业链利润结构支撑精矿需求。当前市场最显著的特征在于产业链利润的重新分配。虽然精炼锌生产环节出现亏损，但得益于副产品硫酸价格的良好表现，冶炼企业整体利润仍维持在300-700元/吨的水平。这种盈利状态为锌精矿需求提供了有力支撑。另一方面，锌精矿生产企业利润高达4024元/吨，与进口盈亏（-1800至-3100元/吨）形成鲜明

对比，促使企业更倾向于使用自产锌精矿。

进口行为的深层逻辑。值得注意的是，尽管锌精矿进口处于深度亏损状态，10月到港量仍与9月基本持平。这一看似矛盾的现象背后有其合理性：与精炼锌进口亏损4400元/吨相比，进口锌精矿进行加工更具经济性。这种比较优势成为支撑锌精矿进口的重要力量。

供应趋紧信号明确。进入11月，国内锌精矿供应进一步收紧。湖南、云南地区的矿山检修，加上西藏产量计划下滑，预计将带来更多减量。这一趋势在加工费上得到明确体现：11月国内TC报3000元/金属吨，环比下降650元，降幅达18%，直观反映了国内供需关系的趋紧。11月7日港口数据的变化——到港量激增193%、出口量下降50%、库存微增3%，进一步印证了市场紧平衡状态的延续。

综合来看，中国锌市场正处于进口依赖度提高与本土供应收紧的双重轨道上。冶炼企业的利润韧性支撑着对锌精矿的稳定需求，而国内供应收缩与进口经济性的博弈将继续主导市场走势。在加工费持续下行的背景下，锌价有望获得有力支撑，但产业链各环节的利润分配或将面临重新调整。

四、需求分析：锌市需求外强于内

1、国内需求全面承压

国内需求全面承压。从传统消费领域观察，11月国内锌下游需求呈现普遍走弱态势。镀锌板作为锌消费的重要领

域，受订单疲软和环保限产双重打击，开工率预计将环比下滑。这反映出建筑、汽车等终端领域的景气度不足。

白电行业的表现尤为令人担忧。产业在线数据显示，2025 年 11 月空冰洗三大白电排产总量 2847 万台，较去年同期实绩下降 17.7%。其中家用空调排产 1276 万台，同比下滑 23.7%，冰箱下降 9.4%，洗衣机相对平稳仅微降 0.2%。这一显著下滑背后有着多重因素：终端零售不及预期促使企业主动下调排产计划，通过合理管控库存来防范渠道资金风险；原材料成本高企也促使企业在订单预期不高时选择减产以优化成本；此外，去年同期受国补政策推动形成的高基数效应也不容忽视。

出口市场同样面临挑战。11 月家用空调出口排产 745.5 万台，同比下滑 13.8%。这既是行业在经历 2024 年外销高峰后的周期性调整，也反映出国际贸易环境变化的深远影响。美国关税政策的不确定性，以及部分企业为规避贸易风险将产能转移至东南亚、墨西哥等地，都在重塑全球供应链格局。

基建地产持续疲软。更为根本的是，作为锌消费重要支撑的基建和地产投资持续低迷。2025 年 1-9 月基础设施投资同比增长仅 1.1%，增速已连续 6 个月下滑，9 月单月更是出现 4.7% 的降幅。房地产投资累计完成额 6.8 万亿元，同比下降 14%，显示出行业仍处于深度调整期。这两大领域的疲软，从根本上制约了国内锌消费的增长空间。

2、海外需求亮点频现

与国内形成鲜明对比的是海外部分市场的强劲表现。汽车行业数据显示，10 月份全球电动车销量达到 190 万辆，同比增长 23%。其中欧洲市场表现尤为亮眼，销量同比增长 36% 至 37.28 万辆，主要得益于德国的电动车补贴政策和英国市场的强劲需求。中国电动车市场虽占全球总销量的 68%，但政策环境正在发生变化——从完全免征购置税转向仅免征 50%，这一调整虽然短期内可能刺激消费前置，但长期影响仍需观察。

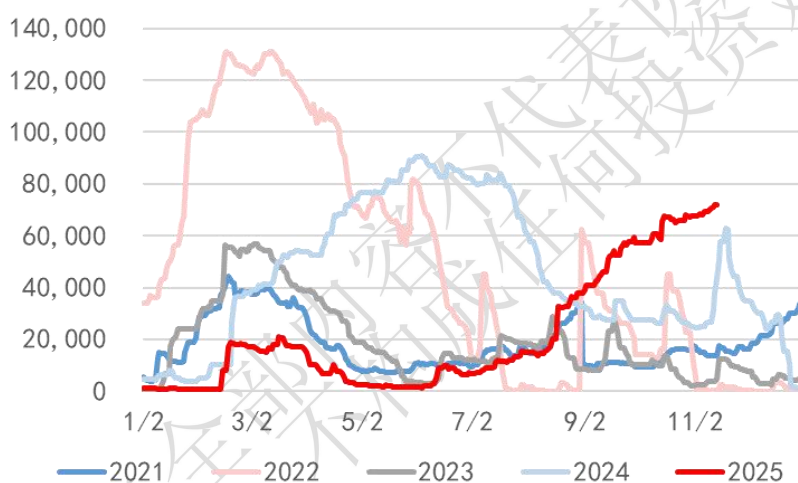
综合来看，当前锌市场需求端的“内外分化”并非短期现象，而是全球产业链重构、各国政策差异和经济发展周期共同作用的结果。对于市场参与者而言，需要更加关注不同区域的差异化表现：国内市场需重点跟踪政策托底力度和房地产企稳信号，海外市场则要密切关注欧洲电动车产业政策和北美市场需求复苏进度。

这种需求格局的分化，也将进一步影响全球锌贸易流向和价格结构。在国内需求疲软而海外相对强劲的背景下，锌价的驱动因素将更多来自海外，而国内则可能持续面临去库压力。市场参与者需要适应这一新常态，在把握全局的同时，更要注重区域市场的特异性分析，方能在这个分化加剧的市场中把握先机。

五、供需平衡分析：警惕海外锌市逼仓风险

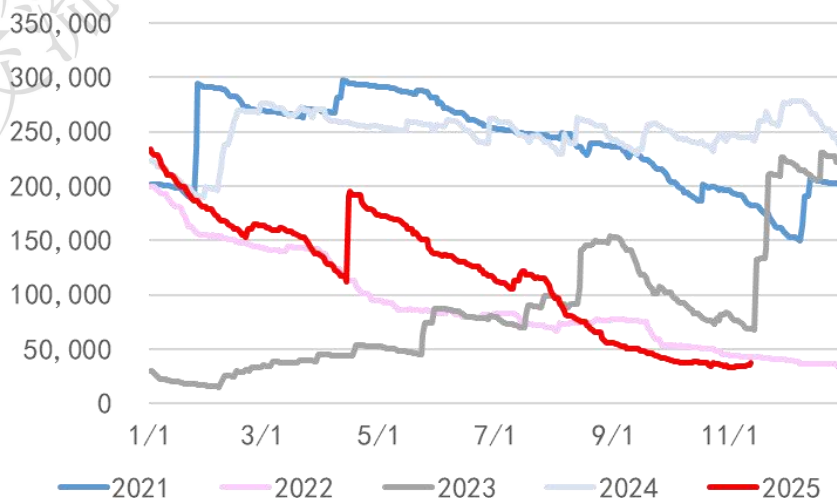
国内外库存分化。截至11月12日，LME 锌库存报 3.78 万吨，同比-85%，月环比持平，周环比+8%。11月14日，上期所锌仓单报 7.17 万吨，同比+64%，月环比+23%，周环比+4%。

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：海外锌市供需偏紧提振锌价

综上所述，在鲍威尔发表讲话后，美联储 12 月降息的不确定性增大，流动性对市场的提振作用边际减弱。海外锌市供需偏紧持续提振锌价，国内锌矿市场减产但精炼锌产量不减，且现货市场逐渐步入淡季。因此，综合考虑多空因素后，锌价走势或震荡偏强。

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。

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 CSCI 源期刊、国家中文核心期刊发文。



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广州金控期货有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货有限公司”，并保留我公司的一切权利。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流，不构成任何投资建议。

广州金控期货有限公司是广州金融控股集团有限公司的控股子公司，业务范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询和资产管理业务。全资控股风险管理子公司-广州金控物产有限公司，业务范围包括基差贸易、仓单服务、场外衍生品业务。

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1772号

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

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

• 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
---	--

研究报告全部内容不构成任何投资建议
仅供交流使用，不代表协会观点