

2025年3月7日



## 聚焦消费成色

### 锌价震荡偏强

#### 核心观点及策略

- 宏观面看，特朗普关税政策反复，不确定性较大。受美国经济滞胀风险的增加及美联储降息预期升温，美元大幅回落，金属压力减弱。国内经济景气度回升，两会维持积极的政策基调，基本符合预期。
- 供应端看，锌精矿供应由紧转松，原料库存充裕，炼厂话语权抬升支撑加工费加速上行，利润有效修复。3月炼厂复产及生产日增加，预计精炼锌环比增加至54.6万吨，矿端传导至冶炼端，供应压力初现。锌锭进口则维持较大亏损，进口货源冲击压力较小。
- 需求端看，居高不下的长端利率及关税带来的不利冲击，海外消费修复放缓。节后基建施工恢复缓慢，气温回升及资金加速落地，施工强度有望抬升；量价改善，地产修复；以旧换新政策加持，汽车及白电保持较好景气度；光伏风光增速此消彼长，消费保持温和增长预期。
- 整体来看，海外宏观多变，国内政策预期交易告一段落。原料供应回升及利润修复，冶炼拐点初显，市场已部分计价供应增加的利空影响。消费步入旺季验证期，预计持续环比改善，旺季去库，有望为锌价提供阶段性反弹支撑。预计3月沪锌主力震荡偏强，主要运行区间23300-24500元/吨。
- 风险因素：宏观风险加剧，消费改善不及预期

投资咨询业务资格  
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kxj@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

## 目录

一、锌市场行情回顾 .....	4
二、宏观面 .....	4
2.1 美国方面 .....	4
2.2 欧元区方面.....	5
2.3 国内方面 .....	6
三、锌基本面分析 .....	7
3.1 锌矿供应情况.....	7
3.1.1 全球锌精矿供应由紧转松.....	7
3.1.2 锌精矿加工费加速回升，锌矿进口窗口维持关闭.....	9
3.2 精炼锌供应情况.....	10
3.2.1 海外炼厂减扩产并存，供应边际恢复.....	10
3.2.2 1 炼厂利润修复，精炼锌月供应明显回升.....	12
3.3 精炼锌需求情况.....	13
3.3.1 高利率及关税政策扰动海外消费恢复.....	13
3.3.2 初端企业开工逐步复工，镀锌板出口处季节性淡季.....	15
3.3.3 政策加码支持，终端消费分化.....	15
3.4 海外库存先减后增，国内季节性累库量偏低.....	18
四、总结与后市展望 .....	19

## 图表目录

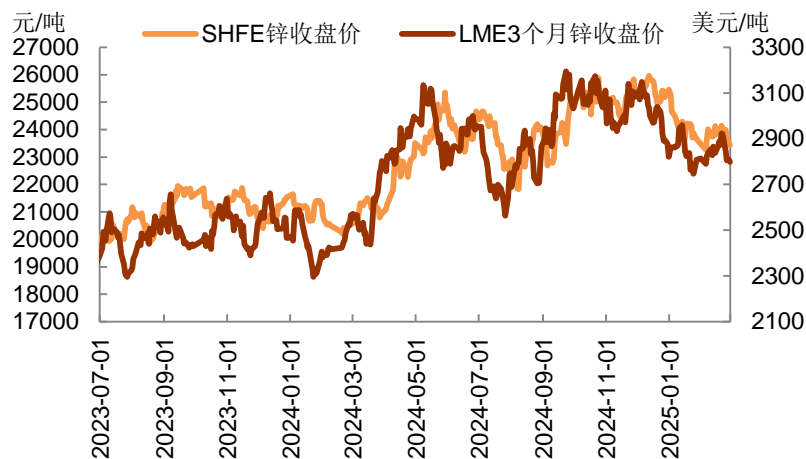
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势 .....	4
图表 2 美国通胀情况.....	6
图表 3 美国利率水平.....	6
图表 4 美国就业市场.....	6
图表 5 欧美 PMI 数据.....	6
图表 6 欧元区通胀情况.....	7
图表 7 欧元区利率水平.....	7
图表 8 国内 PMI 数据.....	7
图表 9 国内 GDP 情况.....	7
图表 10 全球锌矿月度产量情况.....	8
图表 11 国内锌矿月度产量情况.....	8
图表 12 2025 年海外锌矿产量增减情况（万吨） .....	9
图表 13 2025 年国内锌矿新增情况（万吨） .....	9
图表 14 内外矿加工费降至极低水平.....	10
图表 15 锌矿进口盈亏.....	10
图表 16 锌矿进口情况.....	10
图表 17 冶炼厂原料库存天数.....	10
图表 18 全球精炼锌月度产量情况.....	11
图表 19 2024-2025 年海外炼厂事件汇总（万吨） .....	11
图表 20 国内精炼锌月度产量.....	12
图表 21 冶炼厂生产利润.....	12
图表 22 精炼锌净进口情况.....	12
图表 23 精炼锌进口盈亏情况.....	12
图表 24 2024-2025 年国内主要炼厂投建产情况（万吨） .....	13
图表 25 全球精炼锌月度需求情况.....	14
图表 26 美国新建住房销量.....	14
图表 27 美国汽车销量情况.....	14
图表 28 欧元区营建信心指数.....	14
图表 29 欧元区汽车销量情况.....	14
图表 30 各地锌锭贸易升水.....	14
图表 31 国内初端企业开工率.....	15
图表 32 镀锌板净出口情况.....	15
图表 32 基建投资增速有望回暖.....	17
图表 34 地产主要指标依然疲软.....	17
图表 35 汽车产销情况.....	18
图表 36 白色家电产量情况.....	18
图表 37 风电新增装机量情况.....	18
图表 38 光伏新增装机量情况.....	18
图表 39 LME 库存先减解后增 .....	19
图表 40 国内累库低于同期.....	19

## 一、锌市场行情回顾

2025年2月沪锌主力期价探底回升后区间震荡走势。春节归来沪锌小幅补跌后反弹，但宏观及基本面缺乏有效支撑，反弹持续性不强，期价在24235元/吨附近受阻，随后回落调整，截止至2月28日，期价收至23425元/吨，月度跌幅0.97%。宏观层面，国内处于政策真空期，市场聚焦特朗普关税及美联储政策表态，关税相对温和但有反复，美联储持谨慎观点，但美国经济不佳，降息预期有所摇摆。基本面多空交织，快速上涨的加工费增加供应恢复的担忧，同时节后消费恢复缓慢，锌价缺乏上涨支撑，不过累库低于预期且消费存边际改善预期托底锌价。宏观不稳叠加基本面博弈，资金观望情绪较浓，沪锌加权持仓稳定在18万手附近，期价跟随板块节奏运行。

伦锌先扬后抑，特朗普未实施激进的关税政策，美元高位回落，叠加技术面有支撑，伦锌短暂触及2700美元/吨后反弹，但关税的反复及经济下行担忧的升温，月下旬风险偏好降温，伦锌走势调整，考验2800美元/吨一线支撑，截止至月末，期价收至2798美元/吨，月度涨幅1.84%。

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

## 二、宏观面

### 2.1 美国方面

美国多项经济指标出现降温，引发市场对经济下行的担忧。其中，2月标普服务业PMI初值49.7，为25个月以来首次跌破荣枯线。2月ISM制造业PMI有所降温，不及预期50.5和前值50.9，其中新订单、就业分项显著回落。亚特兰大联储GDPNow模型预计2025年美国第一季度GDP增速

为-1.5%，此前预计为2.3%。同时，2月密歇根大学消费者信心指数终值连续第三个月下跌，创2023年11月以来新低。就业市场降温，2月“小非农”ADP就业增长人数降至7.7万，远低于预期14万及前值18.3万，放缓至去年7月份以来的最低水平。受特朗普关税政策影响，通胀预期则有所抬头。1月美国CPI数据全面超预期；1月核心PCE物价指数月率录得0.3%，符合预期，2024年10月以来新高。且月美国密歇根大通胀调查也显示，消费者对未来5-10年的长期通胀率预期进一步上修至3.5%，创1995年4月以来的最高水平。而美联储1月会议纪要则保持对降息的谨慎态度，依旧强调数据依赖与风险管理。不过考虑到债务上限问题仍未解决，新增有关放缓或暂停缩表的讨论，给予市场变现宽松的印象。

特朗普执政以来，一系列密集的关税政策冲击市场。此前称3月4日对墨西哥及加拿大进口商品加征25%关税，最新的关税消息是暂缓美墨加协定下加墨商品关税至4月2日。此外，对华商品新的加征税率增加至20%；计划对欧盟进口商品征收25%的关税；对所有进口到美国的钢铁和铝征收25%的关税，对于铜，铝，木材和密封材料征收了25%的关税等。关税政策持续推出及不断摇摆，增加了市场的不确定性。

整体来看，经济指标降温，且特朗普关税政策持续释放，通胀预期抬升，市场对美联储降息的押注有所升温，目前认为5月份降息的可能性较大。受美国经济滞胀风险增加及降息升温的影响，美元由年初高点110附近回落至104附近，对金属板块压力减弱。

## 2.2 欧元区方面

欧元区经济数据仍弱，2月制造业PMI初值47.3，预期47.0，前值46.6；服务业PMI初值50.7，预期51.5，前值51.3；综合PMI初值50.2，预期50.5，前值50.2。但通胀进一步放缓，欧元区1月CPI终值同比升2.5%。受经济景气度不足及通胀延续降温支持，3月6日最新利率会议上，欧央行如期降息25个基点，将存款机制利率从2.75%下调至2.5%，为自去年6月以来第六次降息。不过欧央行在声明中重申“反通胀进程进展顺利”，并表示将在“持续的基础上”实现2%的通胀目标。欧洲央行鹰派措辞的改变引发了市场预期发生一定转变，对其降息预期有所降温。

2月26日，特朗普威胁将对欧盟征收25%关税。由于欧洲经济外贸依赖度较高，关税在短期内可能成为欧洲经济重大下行风险来源。不过特朗普政府主动推进俄乌停战谈判，在地缘局势发生变化的背景下，欧盟推出防务开支计划。据悉德国基民盟主席默茨表示德国将设立5000亿欧元国防特别基金；欧盟委员会提出价值8000亿欧元的国防融资计划。国防开支的增加可能会促进经济增长，同时国防和基础设施支出可能会推动通胀。

整体来看，欧元区经济景气度依旧不强，但通胀降温，欧央行降息步入尾声。欧盟计划增加军事开支，有望提振经济，但关税风险的不确定性犹存，对经济的扰动亦不容忽视。

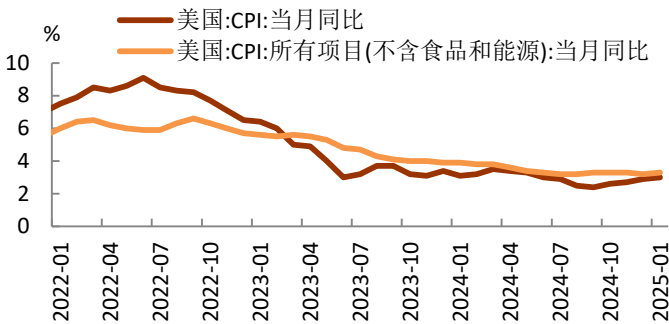
### 2.3 国内方面

国内经济景气水平总体有所回升，2月官方制造业PMI为50.2，前值49.1；非制造业PMI为50.4，比上月上升0.2个百分点；综合PMI为51.1，比上月上升1.0个百分点。春节后复工提速，制造业PMI超季节性反弹，重回荣枯线上方，其中供需端、进出口及价格端多项均出现反弹。

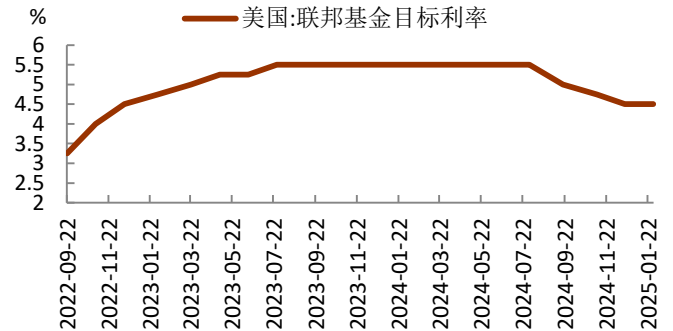
3月5日《2025年政府工作报告》出炉，具体来看，2025年将经济增长目标设定为5%左右，在市场预期之内；CPI目标从3%下调到2%，从防止通胀转为提高物价；赤字率升至4%，较上年抬升1个百分点，基本符合预期。专项债4.4万亿、较上年增加5000亿，也基本符合预期；特别国债总量略低于预期、但结构有分化，支持扩内需的超长期特别国债1.3万亿、在上年的基础上增加3000亿，用于补充银行资本金的特别国债安排5000亿、低于预期。报告指出专项债重点投入到“投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款依旧促消费”四个方面。货币政策侧延续适度宽松的基调，强调适时降准降息。

整体来看，节后复工复产，国内经济景气度回升。三月两会落幕，维持较为积极的政策基调，基本符合市场预期。随着政策持续落地，经济有望延续修复改善态势。

图表 2 美国通胀情况

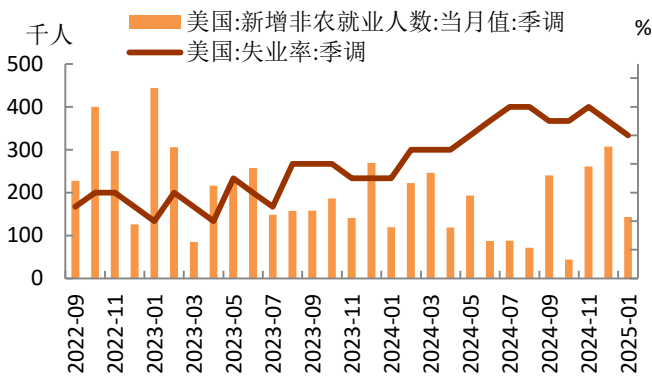


图表 3 美国利率水平

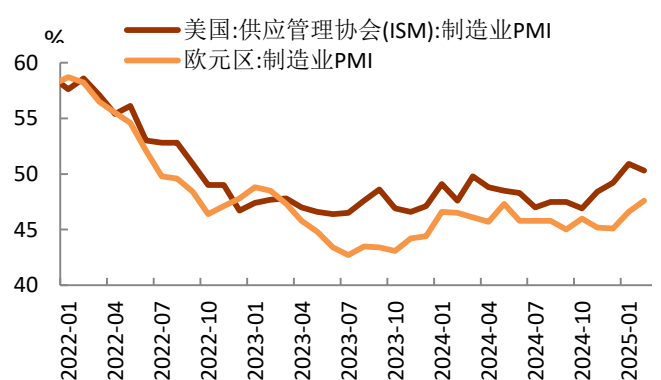


数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 4 美国就业市场



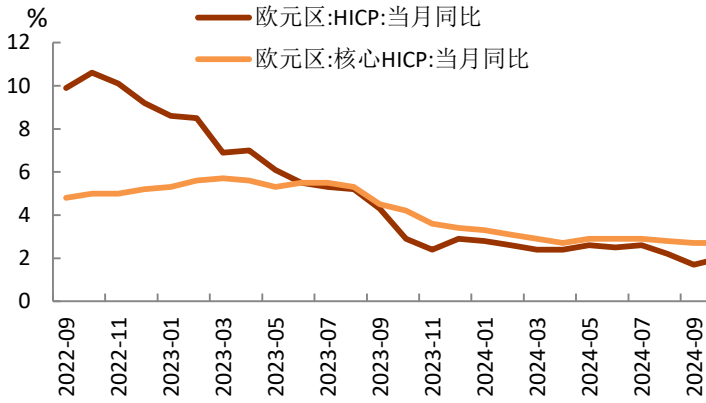
图表 5 欧美 PMI 数据



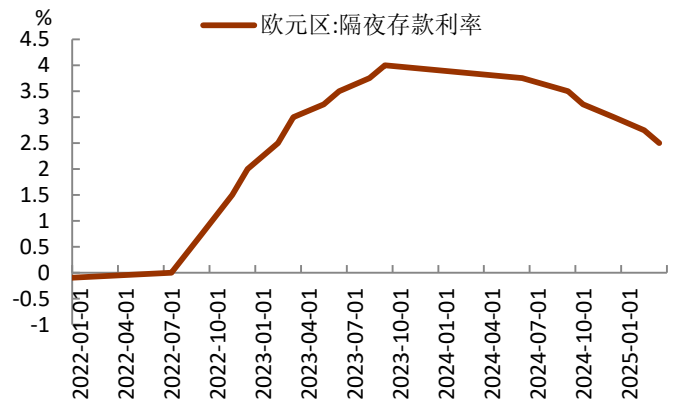
数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货



图表 6 欧元区通胀情况

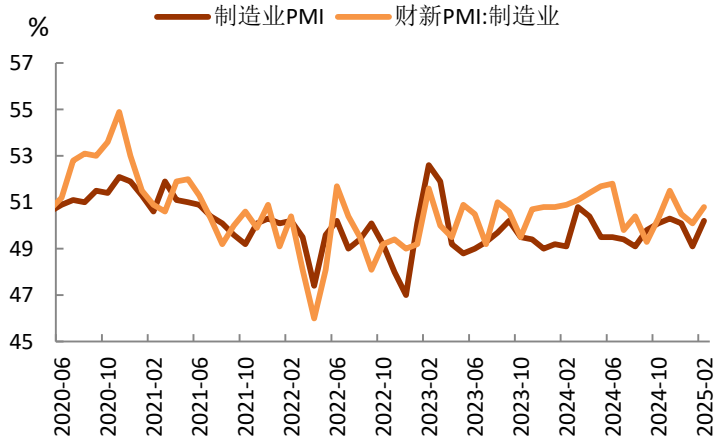


图表 7 欧元区利率水平

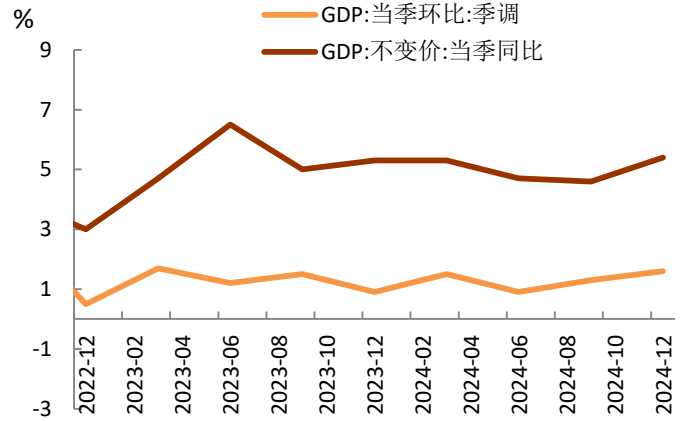


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 8 国内 PMI 数据



图表 9 国内 GDP 情况



数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

## 三、锌基本面分析

### 3.1 锌矿供应情况

#### 3.1.1 全球锌精矿供应由紧转松

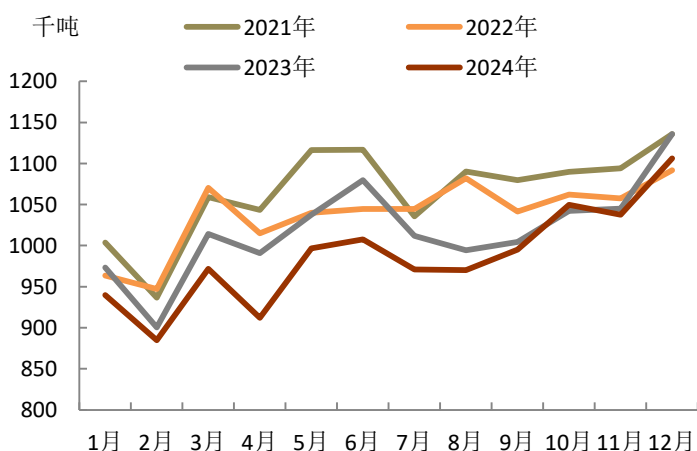
ILZSG: 2024年12月全球锌精矿产量110.61万吨, 环比增加6.6%, 同比减少2.6%。全年产量1188.2万吨, 累计同比减少2.85%。其中, 海外累计产量788.2万吨, 同比减少3.52%。中国累计产量400万吨, 同比减少1.48%。受海外扰动事件频发, 矿山新增项目投产进度不及预期, 部分矿山采矿方式调整及2023年因利润不佳减停产的影响犹存, 以及矿石品位下滑的影响, 全年产量同比录减, 且海外同比降幅较大。

近期部分海外主要矿山公布财报, 其中艾芬豪矿业旗下Kipushi矿2024年锌矿产量5.03万

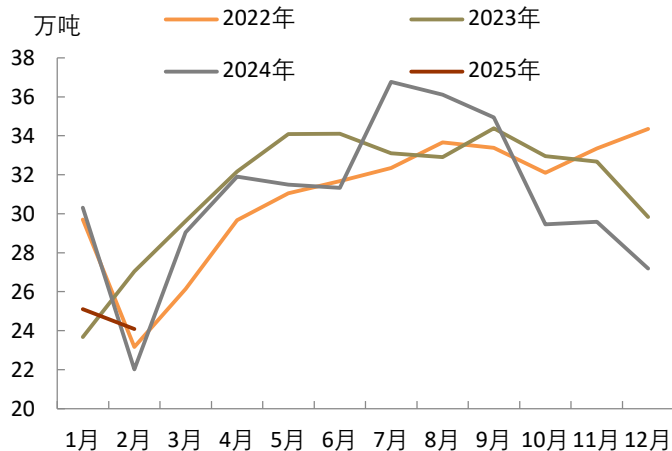
吨，符合5-7万吨的产量指引，且出售了16999吨锌矿。2025年产量指引为18-24万吨，2026年实现超过25万吨，产量指引较此前预期一致。Glencore 2024年锌矿产量90.5万吨，同比减少1%，因安塔米纳的锌产量较低，且符合锌矿产量指引90-95万吨，暂未公布2025年产量指引。Grupo Mexico全年产量13.0011万吨，较2024年锌产量指引11.78万吨的高1.22万吨。Fresnillo plc全年锌矿产量11.7万吨，同比增长8.3%，因Fresnillo和Juanicipio的矿石品位较高，加工的矿石量增加，抵消Saucito，由San Julián DOB的减少。预计2025年锌矿产量9.3-10.3万吨，同比小幅减少。伦丁2024年全年创纪录的锌产量为19.17万吨，此前产量指引19-19.9万吨，符合预期。Teck全年锌矿产量61.59万吨，2025年锌矿产量指引为52.5-57.5万吨，且预计未来三年每年的产量都会下降，主要是因为红狗品位的下降，其中Qanaiyaq矿坑将在2025年中期耗尽。Nexa全年锌矿产量32.7万吨，符合产量指引，未公布2025年产量指引。MMG 2024年锌矿产量达到21.99万吨，其中Dugald River产量16.36万吨，创历史新高，预计2025年产量17-18.5万吨。Boliden全年锌矿产量16.41万吨，同比减少16%，旗下Tara矿预计2025Q1开始恢复生产。Newmont全年锌矿产量25.8万吨，较年度产量指引24.5万吨高出1.3万吨。但因Peñasquito采矿量减少，将2025年产量指引小幅下调至23.6万吨。New Century全年产量8.2万吨，符合产量指引的7.9-8.8万吨。总的来看，2024年产量基本符合预期，且2025年产量指引较前期变化不大。伴随着新增矿产爬产及前期检修矿山复产，2025年海外锌矿供应增量可观，预估理论增量在60万金属吨左右。

国内方面，SMM：2025年1月锌精矿产量25.11万吨，环比减少7.65%，同比减少17.16%。北方矿山进入季节性生产淡季，检修增多，如内蒙古东升庙矿业、内蒙古乾金达矿业、内蒙古兴业集团锡林矿业、内蒙古玉龙矿业、内蒙古高尔奇矿业等，叠加部分去年12月减停产矿企，如新巴尔虎右旗荣达矿业、西藏中凯矿业等延续检修，月度产量环比明显下滑。多数矿企检修至3月，叠加2月春节因素、生产日较少等因素影响，预计2月产量继续环比减少1.02万吨至24.09万吨。3-4月，北方前期减停产的矿山陆续复产，锌矿月度供应将环比持续恢复。

图表 10 全球锌矿月度产量情况



图表 11 国内锌矿月度产量情况



数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货



**图表 12 2025 年海外锌矿产量增减情况（万吨）**

矿山	国家	2025 年变化
Kipushi	刚果	10
迈蒙矿	米尼加	2
Ozernoye	俄罗斯	10
Bowdens Silver	澳大利亚	0.5
Vares 银矿	波斯尼亚	5.5
Buнавista	墨西哥	3.6
Peñasquito	墨西哥	-2.2
Neves-Corvo	葡萄牙	1
Aripuanã	巴西	1.5
Endeavor	澳大利亚	5
Tara	爱尔兰	9
Dugald River	澳大利亚	1.4
Aljustrel 铅锌矿	葡萄牙	5.5
Antamina	秘鲁	17.6
San Cristobal、Carahuacra 和 Ticlio	秘鲁	1
Century zinc	澳大利亚	1
Minera Tizapa	墨西哥	-2.7
Red Dog	美国	-10.6
合计		59.1

数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

**图表 13 2025 年国内锌矿新增情况（万吨）**

矿山	省份	2025 年变化
火烧云	新疆	5
银珠山	江西	2
鑫湖矿业	西藏	2
合计		9

数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

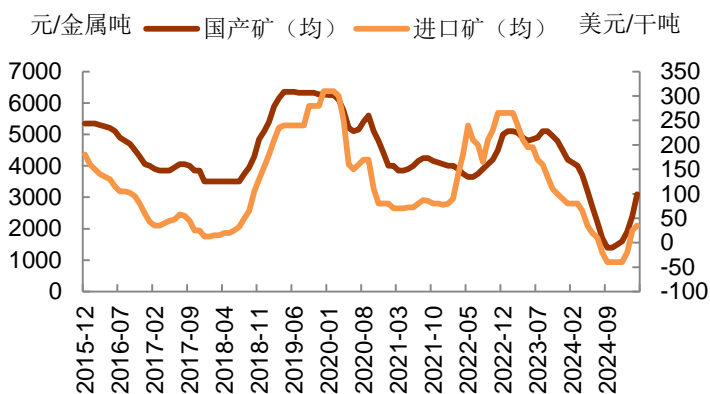
### 3.1.2 锌精矿加工费加速回升，锌矿进口窗口维持关闭

根据 SMM 数据看，2025 年 3 月内外加工费均值分别报 3100 元/金属吨和 35 美元/干吨，环比分别增加 700 元/金属吨和 15 美元/干吨。进入 3 月，北方季节性检修矿山逐步复产，供应修复，且港口锌矿库存维持在 35 万吨左右的高位，原料较为宽裕，炼厂话语权提升，国产锌矿加工费延续较大幅度上涨。受锌矿进口窗口关闭影响，二季度进口量存在不确定性，进口矿加工费涨幅相对稳健。

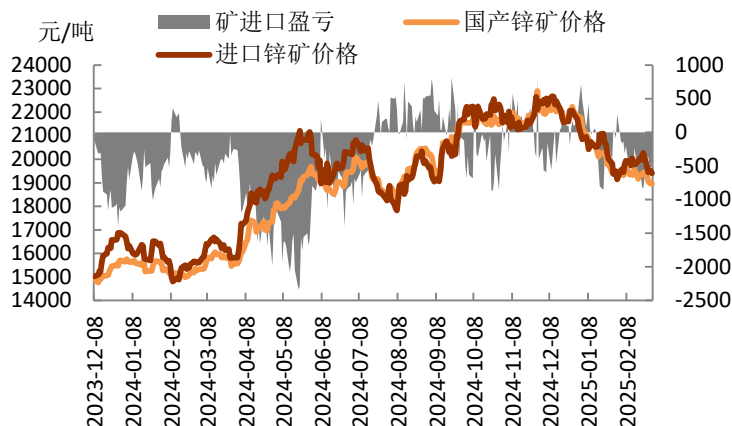
近日外媒报道，加拿大矿业公司 Teck Resources 已与中国南方某大型锌炼厂达成年度合同，以 60 美元/吨的价格供应锌精矿。该合同价格远远超出当前 20 美元/干吨的现货加工费，但对海外炼厂生产构成压力。

进口情况看，海关数据显示，2024 年全年累计进口 409.71 万实物吨，同比减少 62.61 万实物吨（-13.26%）。2025 年 1-2 月沪伦比价不利于锌矿进口，叠加炼厂原料储备较充足，对进口矿需求减弱。不过长单货源持续流入，预计进口量仍能维持较高水平。

图表 14 内外矿加工费降至极低水平

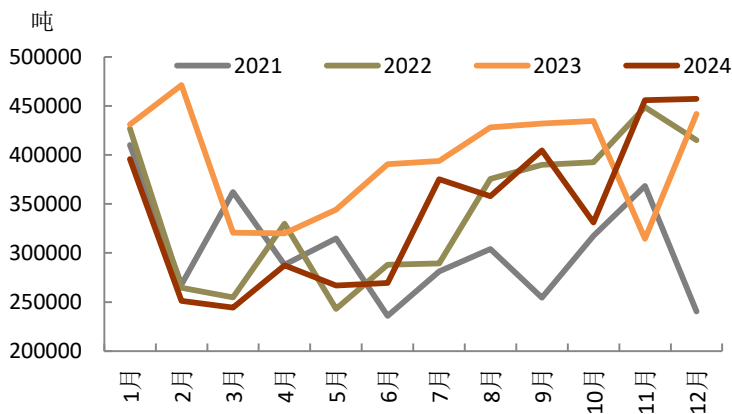


图表 15 锌矿进口盈亏

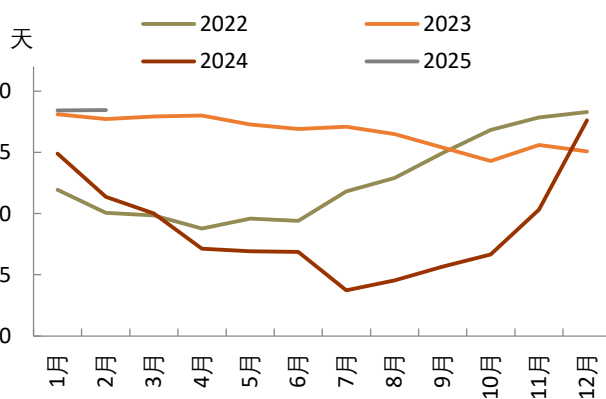


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 16 锌矿进口情况



图表 17 冶炼厂原料库存天数



数据来源：Mysteel，iFinD，铜冠金源期货

### 3.2 精炼锌供应情况

#### 3.2.1 海外炼厂减扩产并存，供应边际恢复

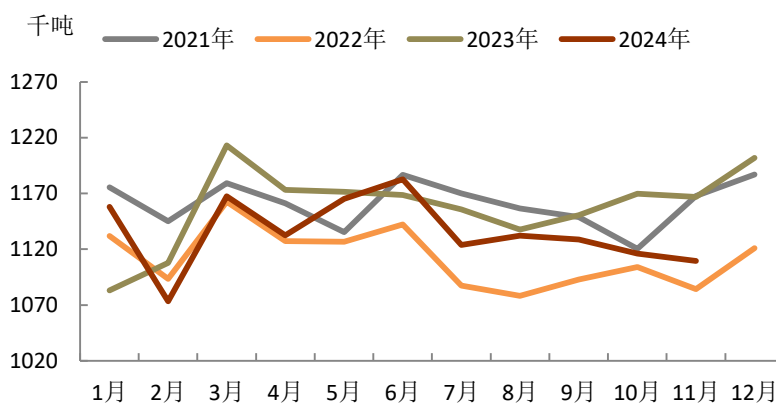
全球范围来看，ILZSG数据显示，2024年12月精炼锌产量114.92万吨，环比增加3%。全年产量1354.5万吨，同比减少2.62%。其中，欧洲、美洲、中国产量累计同比分别为-9.72%、

-2.96%和-3.36%。

近期海外主要矿企公布财报，其中 Glencore 2024 年精炼锌产量 87.45 万吨，同比增加 16%，受益于 Nordenham 冶炼厂 2 月重新开工。Teck 全年精炼锌产量为 25.6 万吨，9 月下旬 Trail 锌电解厂发生火灾，产量下滑，预计 2025Q1 末完成全面修复。不过处于对炼厂运营价值最大化考量，2025 年精炼锌产量指引小幅下调至 19-23 万吨，较 2024 年全年产量同比下降 4.4%。Nexa 全年精炼锌产量 58.73 万吨，同比增加 1 万吨。Boliden 全年精炼锌 5.37 万吨，同比减少 1%，旗下 Odda 炼厂四季度精炼锌生产率提高了，扩建工程计划 2025Q1 末开始量产。日本 Toho zinc 全年精炼锌产量预计 5.8 万吨，同比减少 2.31 万吨，锌冶炼业务依然亏损，产量预计逐步降低。

总的来看，尽管复产炼厂持续爬产及炼厂扩建项目落地，但较低的加工费导致部分炼厂缩减精炼锌供应，预计海外精炼锌供应恢复步伐较为缓慢。

图表 18 全球精炼锌月度产量情况



数据来源：iFinD，新闻整理，铜冠金源期货

图表 19 2024-2025 年海外炼厂事件汇总 (万吨)

公司	冶炼厂	国家	总产能	备注
新星	Budel	荷兰	31.25	2024 年 1 月下旬进入保养维护期。4 月 30 日宣布于 5 月 13 日当周以较低的产能重新启动。
嘉能可	Nordenham	德国	16.5	2022 年 11 月停产检修，2024 年 2 月增加产出。
Young Poong Corp	Seokpo	韩国	40	3 月 6 日宣布已将产量削减了五分之一。
Teck	Trail	加拿大	30	9 月 24 日因火灾导致关停四分之一产能
Boliden	Odda	挪威	20	15 万吨扩建项目由 2024Q4 推迟至 2025Q1，扩建后产能达 35 万吨
TrafiguraGroup	Balen	比利时	27	因电力问题 2025Q1 面临停产
TrafiguraGroup	Auby	法国	15	因电力问题 2025Q1 面临停产
俄罗斯铜业	Verkhny Ufalei	俄罗斯	12	原计划 2024Q3 开始生产
Korea Znic	Townsville	澳大利亚	25	扩建
韦丹塔	HZL	印度	25	扩建

数据来源：新闻整理，铜冠金源期货

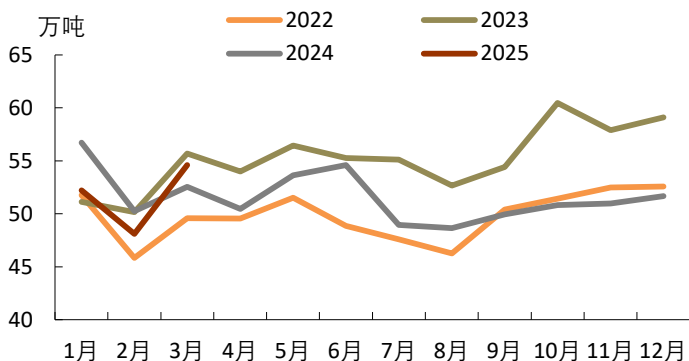
### 3.2.2 1 炼厂利润修复，精炼锌月供应明显回升

SMM数据显示，2025年2月精炼锌产量48.1万吨，环比减少7.88%，同比减少4.28%。2月产量环比如期下降，但较预期值高0.39万吨。产量环比下滑，一方面，2月生产天数较少，另一方面，湖南、甘肃、云南、四川等地停产检修贡献一定减量，不过但广西、山西、新疆等地复产和检修恢复贡献一定增量。

对于3月，炼厂产量增加明显，除生产天数增加外，湖南、云南、广西、四川等地春节检修恢复和陕西、青海提产贡献主要增量；另外四川、甘肃和贵州等地检修贡献少量减量，整体来看，预计产量环比增加13.47%，同比增加3.86%至54.58万吨，产量增幅超预期。一季度加工费加速反弹，炼厂原料库存天数维持在28天的高温，且利润水平全面修复，提产意愿不断增强，同时需要关注新增冶炼项目投产进度，后期月度产量有望维持在55万吨左右的水平。

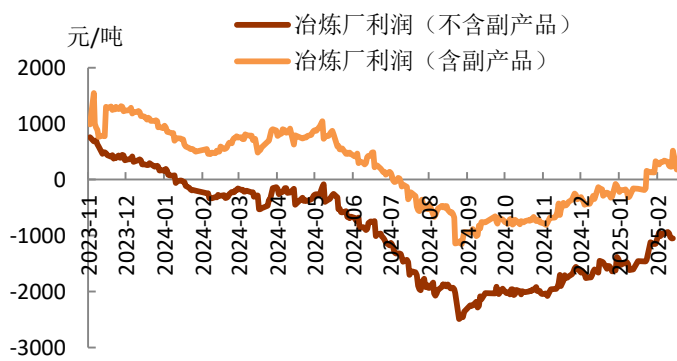
进口方面，海关数据显示，2024年全年精炼锌累计进口量44.57万吨，累计同比增加17.22%。2025年1月上旬进口敞口开启，进入下旬后进口转亏，截止至2月底，亏损幅度维持在900元/吨附近，叠加春节因素影响船期，预计前两月单月的进口量处于常规3-4万吨左右的水平。

图表 20 国内精炼锌月度产量

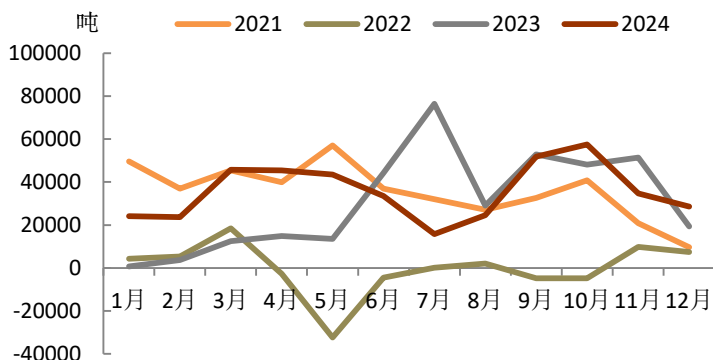


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 21 冶炼厂生产利润

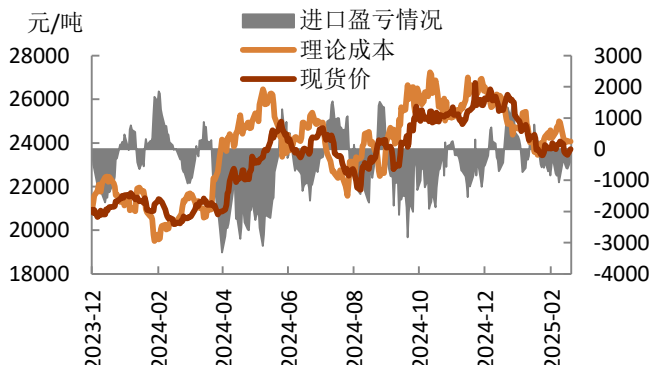


图表 22 精炼锌净进口情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 23 精炼锌进口盈亏情况



**图表 24 2024-2025 年国内主要炼厂投建产情况（万吨）**

企业名称	类型	产能	投产时间
桂阳银龙科技	再生锌	2	2024. 3
广西誉升	电解锌	5	2024. 7
潍坊龙达锌业	再生锌	2	2024. 7
荆州市正峰再生资源	电解锌	7	2024. 11
泸溪蓝天高科	再生锌	5	2024 年底
河南济源万洋	电解锌	15	2025. 5
云铜锌业	电解锌	15	2025 年 5 月底
新疆火烧云	电解锌	55	2026 年达产

数据来源：SMM，百川盈孚，铜冠金源期货

### 3.3 精炼锌需求情况

#### 3.3.1 高利率及关税政策扰动海外消费恢复

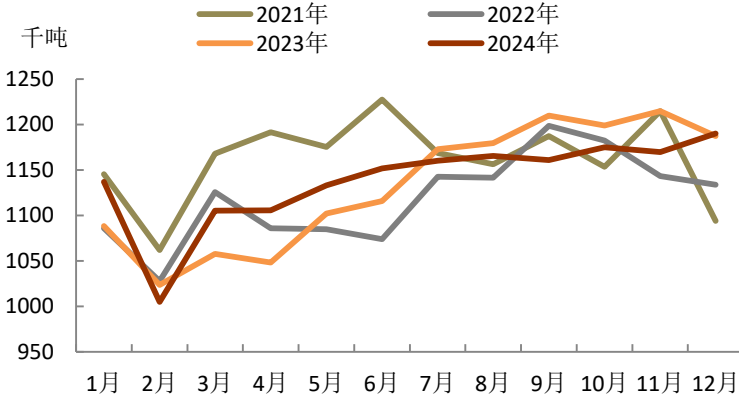
全球范围来看，ILZSG数据显示，2024年12月精炼锌消费量119.03万吨，环比增加1.74%。全年累计消费量1360.7万吨，同比增加0.06%。其中，中国、欧洲、美洲消费量累计同比分别为-1.86%、-4.04%、-4.47%。2024年全球锌市场从上年过剩31万吨转为短缺6.2万吨。

海外来看，锌需求主要集中在汽车及地产板块。地产市场，美国1月新屋销售折年数65.7万套，预期68万套，前值由69.8万套修正为73.4万套；环比下降10.5%，预期下降2.6%，前值由增长3.6%修正至增长8.1%。因寒冷天气影响了房屋销售，但更本质的因素在于长债收益率高企的背景下抵押贷款利率居高不下，同时，高房价也抑制购房者的购买力。2月欧元区营建信心指数有所回落，疲软的经济前景拖累了房屋的购买需求。

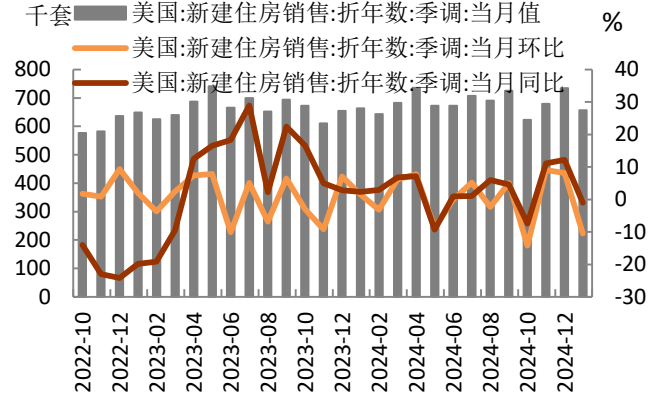
汽车市场，根据美国商务部给出的数据，2025年1月，美国汽车销量继续保持增长，当月同比增长3.8%，销售达到114.92万辆。不过，特朗普政府启动的关税对汽车产业影响巨大，美国商务部的数据显示，汽车和零部件占到来自墨西哥的进口总额的27%，来自加拿大的进口总额的12%。对加墨加征关税，可能导致美国国内汽车产业产生的年度成本增加610亿美元。同时，关税还将拉低美国国内的汽车销售。尽管3月初最新消息，特朗普将给通过美墨加协议进口的汽车一个月关税豁免，但关税政策的反复及不确定性依旧会对汽车市场构成不利冲击。根据欧洲汽车制造商协会（ACEA）最新公布的数据，2025年1月，欧洲国家的新车销量达到了99.53万辆，较2024年同期下降了2.1%。各国区域差异较大，主要市场中，受经济经济不确定性及消费者信心不足，抑制汽车消费。目前欧洲汽车市场也面临关税的威胁，若25%关税实施，企业成本大幅抬升，价格竞争加剧，中下型企业存在收缩规模的风险，将不利于汽车产销的增长。

整体来看，居高不下的长端利率及关税带来的不利冲击，将继续扰动海外汽车及地产消费，从而抑制海外锌消费的恢复节奏。

图表 25 全球精炼锌月度需求情况

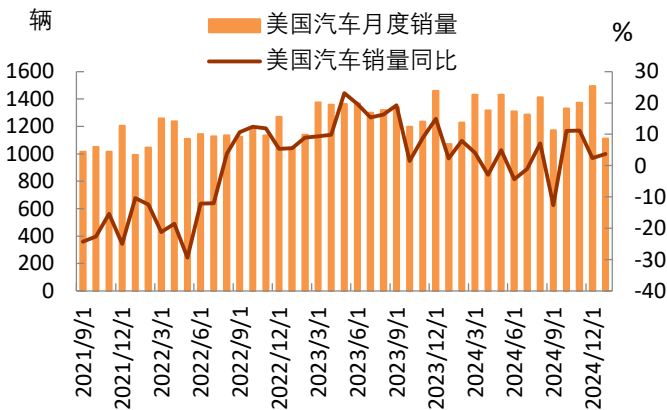


图表 26 美国新建住房销量

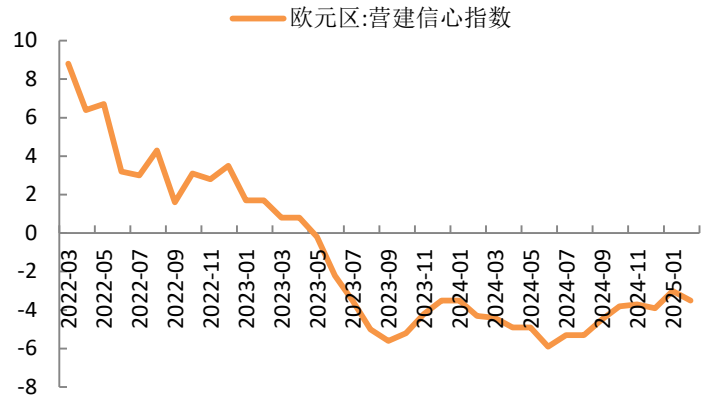


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 27 美国汽车销量情况

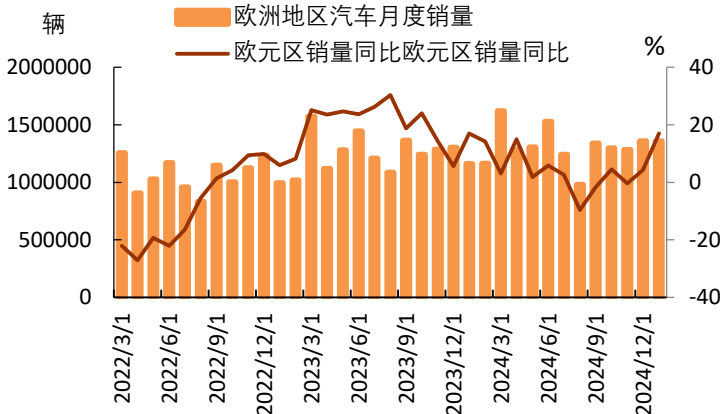


图表 28 欧元区营建信心指数

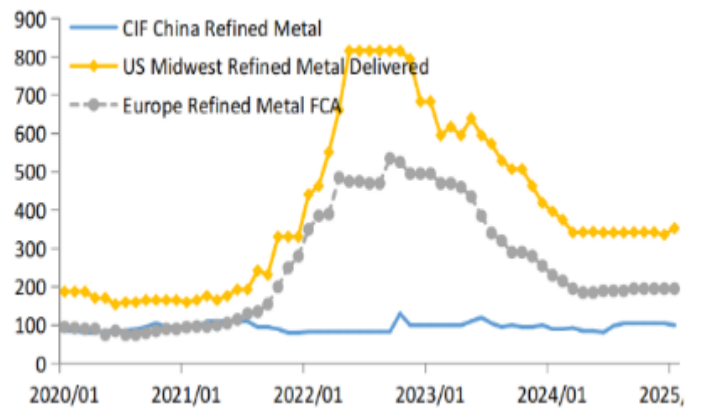


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 29 欧元区汽车销量情况



图表 30 各地精炼贸易升水



数据来源：iFinD，Bloomberg，CRU，铜冠金源期货

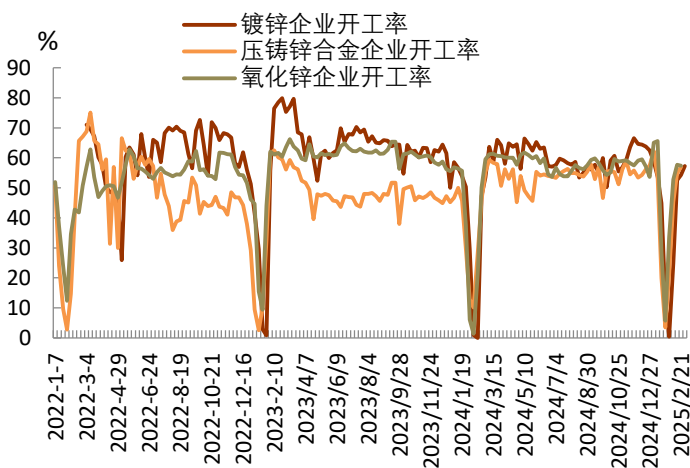


### 3.3.2 初端企业开工逐步复工，镀锌板出口处季节性淡季

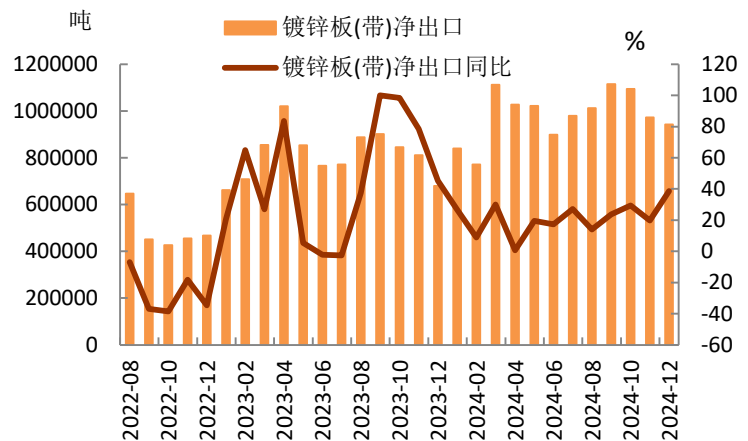
2025年2月春季长假后，下游初端企业逐步复工，元宵节后基本全面恢复生产，企业开工率稳步回升，截止至2月28日，镀锌、压铸锌合金及氧化锌企业开工率分别回升至57.23%、56.99%和57.4%。企业复工节奏偏慢，不及市场预期，主要还是受到终端订单不佳的拖累，其中，镀锌结构件方面，铁塔订单较同期偏弱，招标项目落实尚需时日，护栏、灯杆订单回暖有限，镀锌管则受黑色系需求变化影响更大，中下旬黑色系价格回升，贸易商补库，带动镀锌管企业开工回暖。月下旬，终端服饰、五金卫浴类订单改善，带动压铸锌合金开工回升，但关税扰动影响下，出口订单较为谨慎。地产需求不足拖累陶瓷类订单，但今年未有猪瘟影响，饲料类订单好于往年，且中小型轮胎订单逐步改善，带动氧化锌企业开工提升。对于3月，随着终端生产恢复，订单有望稳步增加，将继续带动初端企业开工边际增加。

2024年镀锌板出口表现较为强劲，海关数据显示，2024全年累计出口1274.64万吨，累计同比增加17.34%。对于2025年前两月，受国内及东南亚地区春节因素影响，预计镀锌出口表现维持季节性偏弱的态势。

图表 31 国内初端企业开工率



图表 32 镀锌板净出口情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

### 3.3.3 政策加码支持，终端消费分化

**传统消费基建板块：**从资金层面看，2025年初专项债发行节奏较快，1月我国新增专项债的发行额为2048.02亿元，同比多增1480.21亿元，但较近三年均值仍小幅减少。2月新增专项债发行加快，截止至2月25日，2月新增专项债发行额约2960亿元，已超过1月新增专项债发行数额。从资金投向来看，基建领域仍是主要发力点，市政和产业园区基础设施、棚户区改造、轨道交通位居前三位，占比超50%，重大项目建设得到有力保障。从项目开工进度看，节后基建复工节奏偏缓，据百年建筑调研，截至2月27日，全国13532个工地开复工率为64.6%，

农历同比减少；资金到位率49.1%，农历同比略增。其中房建项目开复工率农历同比减少；非房建项目开复工率农历同比减少。

项目资金及实物量表现出现分化，或因2024Q4专项债发行加速，使得节前施工韧性较强，不分透支了节后复工。同时，开工项目类型出现变化，电力设施等新基建类项目开工或维持景气，而房建、传统基建如道路、市政等受需求影响，项目开工不及往年；此外，节后部分地区雨雪天气亦对实物施工及劳务生产造成干扰。从高频数据看，水泥发运率及石油沥青装置开工率持续环比改善，指向基建实物量好转正迎来加速转化。两会工作报告显示，2025年拟安排地方专项债4.4万亿，高出2024年5000亿元，另外拟发行超长期特别国债1.3万亿元，略不及预期，但较2024年增加3000亿元。随着资金的加速落地，项目施工强度有望提升。

**房地产方面：**国家统计局数据尚未公布2025年前两个月数据，从房屋销售的高频数据来看，2025年1-2月30大中城市商品房日均成交面积约为20.6万m<sup>2</sup>，仍为近年同期次低，相比2024年同期增加3.0%。指向当前30城新房销售仍在修复区间，但仍面临约束，持续性仍待观察。2025年1-2月，18个重点城市二手房日均成交面积约为21.9万m<sup>2</sup>，相比2024年同期仍然偏高26.3%，韧性仍强。从房屋销售的价格情况看，仍处于下行区间，但下跌速度较2024年下半年已明显放缓，尤其是京沪房价初见企稳迹象。

整体来看，在房地产存量及增量政策的双重作用下，无论是房屋销售还是房价都呈现出积极的变化。市场对于地产底部共识增强，同时对于增量政策的预期持续。地产板块的不断修复，对于地产后周期相关锌产品的消费起到较好的提振作用。

**从汽车方面来看：**中汽协数据显示，2025年1月，汽车产销分别完成245万辆和242.3万辆，环比分别下降27.2%和30.5%，产量同比增长1.7%，销量同比下降0.6%。其中，1月，新能源汽车产销分别完成101.5万辆和94.4万辆，同比分别增长29%和29.4%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的38.9%。汽车出口方面，1月汽车总体出口47万辆，环比下降6.8%，同比增长6.1%。其中，新能源汽车出口15.0万辆，同比增长49.6%。

数据显示，受有效工作日减少，汽车产销出现环比下滑，但在“以旧换新”政策延续及春节需求集中释放支撑下，产量实现同比增长，销量微降，2025年开局较平稳。此外，新能源汽车产销延续较高景气度，渗透率也维持在较高水平。进入3月，部分地区启动春节车展，多款新车密集上市，叠加汽车以旧换新政策持续发力，预计车市需求及销量有望保持稳健增长的态势。

**从白色家电方面来看：**国家统计局数据尚未公布2025年前两个月数据，从产业在线数据来看，前两月空调内销排产同比分别-1.5%、19.8%，因让步出口而被动减量，不过3月起开始逐步起量，3月排产同比增11.4%，伴随气温走高及国补政策刺激下，刚需及换新需求仍有望被激发。前两个月冰箱内销排产同比分别-5.3%、26.6%，计划3月排产同比增2.7%，2024年末部分企业冲击业绩，导致部分产品虽出库但仍在渠道中，未被终端消耗，企业对3月排产相对谨慎。前两个月洗衣机排产同比分别-4%、24.4%，计划3月排产同比-1.7%。

出口方面，前两个月空调出口排产分别同比增17%、38.5%；冰箱排产分别同比增7.2%、

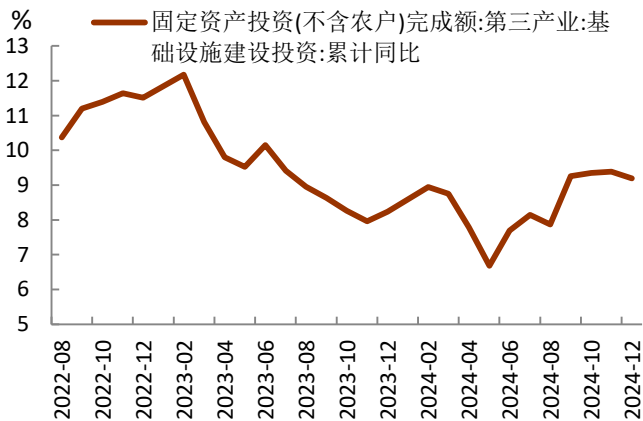
26.5%；洗衣机排产分别同比-9%、19.8%。受特朗普关税政策担忧的影响，白电出口订单集中前置。3月空调、冰箱、洗衣机排产计划同比分别增9.2%、11.3%、-1%。

总体来看，今年国补政策惠及全年，有望继续拉动白电内需市场，促进消费升级，但今年国补政策开放了手机等电子产品补贴，将占用部分消费额，对家电内外增长构成一定影响。外销方面，美国从2月开始加征关税，且欧洲进入补库尾声，后期出口情况不确定性增加，叠加2024年较高基数水平，预计2025年白电出口增速将有所下调。

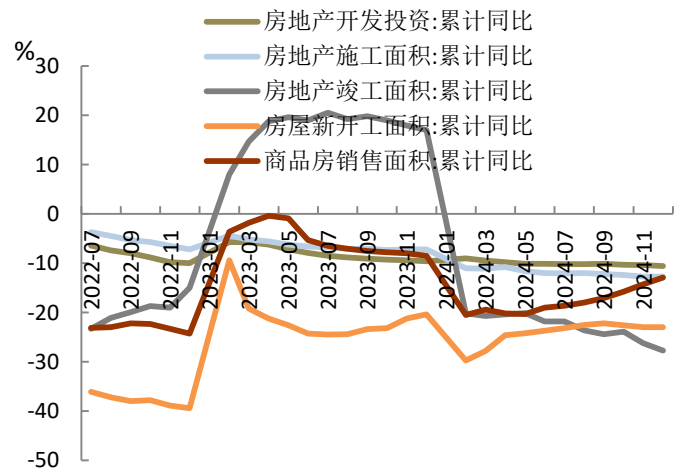
**新兴消费板块来看**，锌主要以热镀锌和锌铝镁合金的形式用于光伏支架，锌铝镁钢边框则可以为光伏组件提供物理支撑。中国光伏行业协会数据显示，2024年中国光伏新增装机277.57GW，同比增长28.3%，全年增速超市场预期。其中新增集中式装机159GW，同比+33%，占比约57%，中国光伏累计装机突破880GW。同期，全球光伏新增装机约为530GW，同比增长约35.9%。且最新预测显示，2025年中国光伏新增装机将达到215-255GW，同比下滑8.13%-22.54%，且未来五年的增速都将明显低于2019年以来的高增速。主要受到分布式光伏发电管理、新能源上网电价市场化改革及贸易壁垒的影响，叠加2024年基数较高，光伏新增装机量同比增速下滑，耗锌量增速亦边际减弱。

风电塔筒是锌的主要应用部位之一，用锌量约占风电用锌总量的60-70%；同时风电设备中螺栓连接部位、小型金属构件及支架等，也需要使用镀锌工艺或锌合金材料进行防腐处理，用锌量约占30-40%。近期中国可再生能源学会风能专业委员会(CWEA)发布2024年中国风电新增吊装容量数据显示，2024年中国风电新增吊装容量为87.0GW，连续2年创历史新高，同时风机出口呈现亮点。2024年5月国务院印发《2024-2025年节能降碳行动方案》，加快建设以沙漠、戈壁、荒漠为重点的大型风电光伏基地。2025年前两个月各地风电项目积极推进，全年新增风电新增装机有望达到110-120GW，其中海上风电兑现高增长确定性强，有望带动耗锌量小幅增加。

图表 32 基建投资增速有望回暖

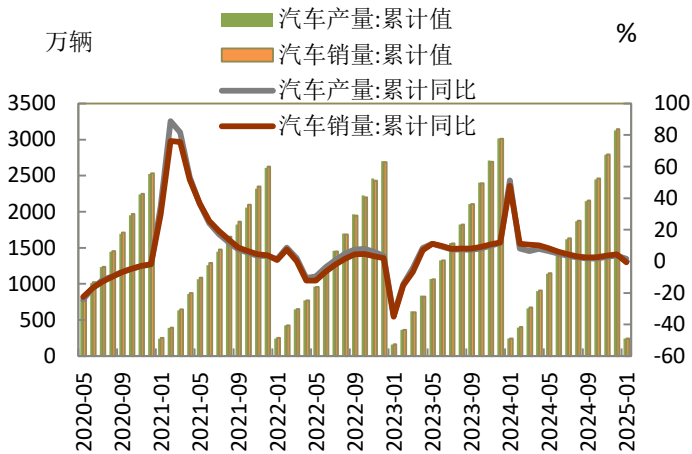


图表 34 地产主要指标依然疲软

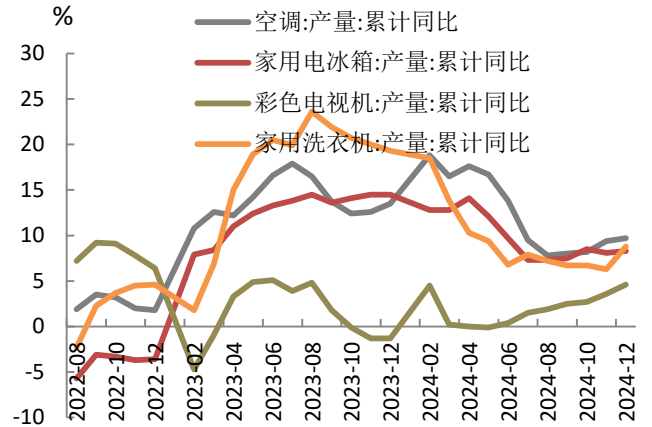


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 35 汽车产销情况

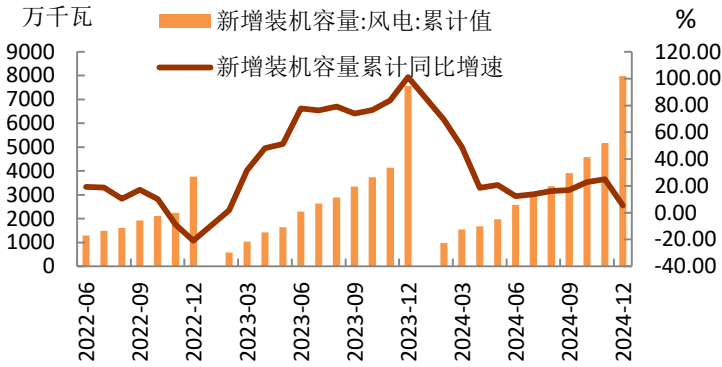


图表 36 白色家电产量情况

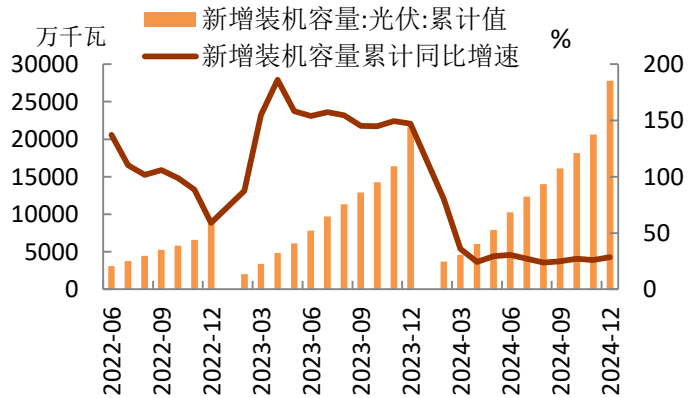


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 37 风电新增装机量情况



图表 38 光伏新增装机量情况



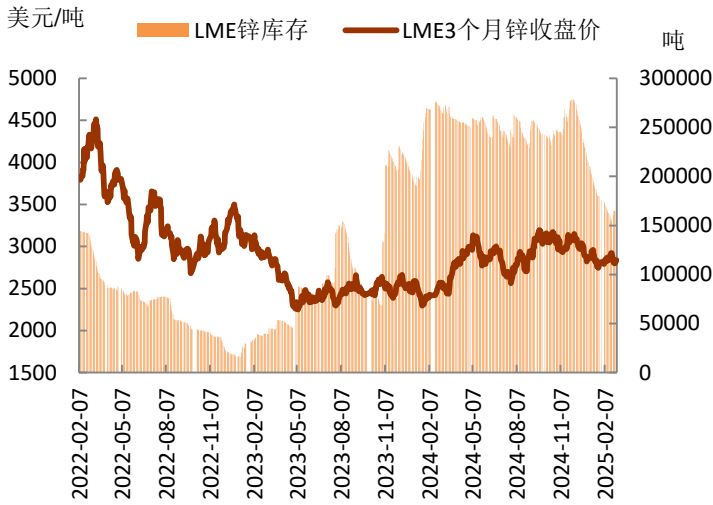
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

### 3.4 海外库存先减后增，国内季节性累库量偏低

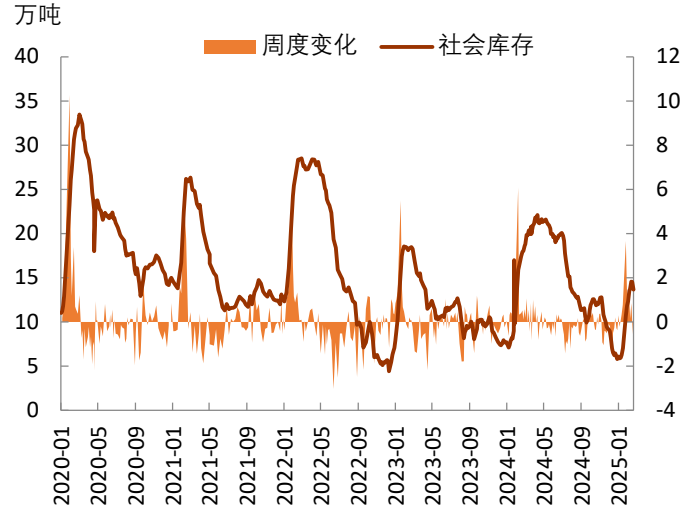
2月LME库存呈现先减后增的态势，月初延续2024年12月以来高位回落的趋势，2月21日库存降至月内低点15.36万吨，月末库存小幅回升，截止至2月28日，库存报收16.44万吨，月度减少1.2万吨。注销仓单占比回落至14.7%，LME0-3现货贴水收窄至31.24美元/吨，未有太多异常表现。月中一度出现仓单较集中的情况，月末随着交仓增多，仓单集中度略有回落，后期LME资金仓单变价仍需跟踪。

2月受春节假期影响，库存如期累库，春节前后六周累计累库量达10.3万吨，低于市场预期且处于近五年偏低水平。2月末锌价高位回落，且下游全面复工，逢低补库增加，库存转跌，截止至3月3日，社会库存报收13.65万吨，绝对水平偏低。3月进入传统消费旺季，需求边际改善，库存有望延续回落。

图表 39 LME 库存先减解后增



图表 40 国内累库低于同期



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

#### 四、总结与后市展望

宏观面看，特朗普关税政策反复，不确定性较大。受美国经济滞胀风险的增加及美联储降息预期升温，美元大幅回落，金属压力减弱。国内经济景气度回升，两会维持积极的政策基调，基本符合预期。

供应端看，锌精矿供应由紧转松，原料库存充裕，炼厂话语权抬升支撑加工费加速上行，利润有效修复。3月炼厂复产及生产日增加，预计精炼锌环比增加至54.6万吨，矿端传导至冶炼端，供应压力初现。锌锭进口则维持较大亏损，进口货源冲击压力较小。

需求端看，居高不下的长端利率及关税带来的不利冲击，海外消费修复放缓。节后基建施工恢复缓慢，气温回升及资金加速落地，施工强度有望抬升；量价改善，地产修复；以旧换新政策加持，汽车及白电保持较好景气度；光伏风光增速此消彼长，消费保持温和增长预期。

整体来看，海外宏观多变，国内政策预期交易告一段落。原料供应回升及利润修复，冶炼拐点初显，市场已部分计价供应增加的利空影响。消费步入旺季验证期，预计持续环比改善，旺季去库，有望为锌价提供阶段性反弹支撑。预计3月沪锌主力震荡偏强，主要运行区间23300-24500元/吨。



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 B2 栋 1302 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。