

2025 年 7 月 7 日



锌市下半场

浪逐低行

核心观点及策略

- 宏观面看，下半年关税政策将继续抑制美国经济增长，“大美丽法案”通过增加财政刺激缓解经济下行压力，但或带来二次通胀。美联储仍有小幅降息预期，美元维持中枢下行通道。抢出口及以旧换新政策效应减弱，经济增速预计放缓，但全年经济目标有望实现，以存量政策落实为主，增量政策审慎有序。
- 供应端看，下半年全球锌精矿供应或有提速，全年增量超 50 万吨。炼厂原料较充足，加工费仍有上行空间。海外炼厂减产风险仍存，国内炼厂在利润的持续修复的助推下，锌矿向锌锭转化进程加快，预计精炼锌月度产量维持 55-60 万吨的高位，抵消锌锭进口减少的影响。
- 需求端看，关税阴霾笼罩下，海外需求增速下行风险。国内终端板块消费分化，预计基建保持稳健、地产延续磨底，汽车、家电消费及镀锌板出口增速边际降温，光伏增速下滑，但风光有望延续高增速。
- 整体来看，贸易保护的背景下，全球经济下行压力不减。锌矿及锌锭供应均趋于宽松，需求面临传统消费板块动力不足，新兴消费板块增速下滑，供需过剩程度扩大，预计下半年锌价中枢承压缓慢下移，区间 21000-23000 元/吨，节奏前低后高。若宏观经济出现大幅恶化，锌价不排除下寻矿山成本支撑。
- 风险因素：宏观风险，供应增速不及预期

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	8
3.1 锌矿供应情况.....	8
3.1.1 全球锌精矿供应由紧转松	8
3.1.2 锌精矿加工费加速回升，锌矿进口量超预期	9
3.2 精炼锌供应情况.....	11
3.2.1 海外炼厂减扩产并存，供应扰动风险仍存	11
3.2.2 1-6月精炼锌供应强劲恢复，锌锭进口窗口再关闭	12
3.3 精炼锌需求情况.....	14
3.3.1 欧美终端消费短暂回暖，中长期消费前景不明朗	14
3.3.2 初端企业开工存回落预期，镀锌出口延续强劲	15
3.3.3 政策加码支持，终端消费分化.....	16
3.4 海外库存延续高位回落，国内库存先增后减.....	20
四、总结与后市展望	21

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.....	7
图表 5 美国 ISM 制造业 PMI.....	7
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 国内重要经济指标.....	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 内外加工费延续回升	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）	12
图表 20 国内精炼锌月度产量.....	13
图表 21 冶炼厂生产利润.....	13
图表 22 精炼锌净进口情况.....	13
图表 23 精炼锌进口盈亏情况.....	13
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.....	15
图表 26 美国新建住房销量.....	15
图表 27 美国汽车销量情况.....	15
图表 28 欧元区营建信心指数.....	15
图表 29 欧元区汽车销量情况.....	15
图表 30 各地锌锭贸易升水.....	15
图表 31 国内初端企业开工率	16
图表 32 镀锌板净出口情况.....	16
图表 32 基建投资增速有望回暖.....	19
图表 34 地产主要指标依然疲软.....	19
图表 35 汽车产销情况.....	19
图表 36 白色家电产量情况.....	19
图表 37 风电新增装机量情况.....	20
图表 38 光伏新增装机量情况.....	20
图表 39 LME 库存延续高位回落	21
图表 40 国内库存先增后减.....	21

一、锌市场行情回顾

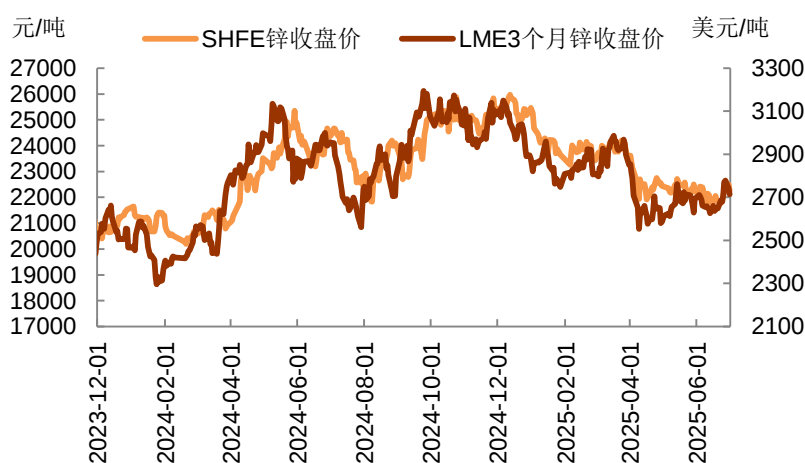
上半年沪锌主力期价呈现震荡中枢不断下移的态势。

一季度，随着特朗普执政在即，加征关税担忧升温，同时美国经济平稳，美联储暂缓降息预期抬升，美元表现偏强利空锌价。国内经历春节假期，供需短时错配，库存如期累增，锌价走势偏弱。3月国内两会未有太超预期表述，提振有限，且国内外炼厂减复产及扩建并存，消费旺季临近存一定乐观预期，期价企稳反弹后围绕24000元/吨一线震荡。

二季度，美国对等关税大幅超预期，全球需求前景蒙尘。4月初商品普跌，锌价刷新上半年新低。但特朗普关税政策朝令夕改，市场恐慌情绪释放后缓解，且下游逢低点价增多，锌价企稳反弹。随后市场情绪在关税、降息、国内政策预期博弈中不断摇摆，且锌价受基本面强现实弱预期影响，低位宽幅震荡，截止至6月30日，沪锌主力期价收至22495元/吨，较年初降幅达10.96%。

伦锌走势亦呈现震荡区间下移的走势。年初受美元高位抑制，期价走势承压。随后在特朗普关税政策冲击、美联储降息放缓、全球经济下行风险增加及库存高位下滑等多空交织因素影响下，期价企稳后宽幅震荡，截止至6月30日，期价收至2741美元/吨，较年初降幅达6.26%。

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

2025年上半年，特朗普政府推行“削减政府开支”与“对等关税”的组合政策，引发市场对美国经济衰退甚至陷入滞胀的广泛担忧。数据显示，美国一季度实际GDP按年率计算

-0.5%，预期为-0.2%，上季度为2.4%。较此前公布的初次估值和修正值明显下调，且标志着美国经济三年来首次出现萎缩。美国6月ISM PMI录得49，高于预期的48.8，但连续四个月处于萎缩区间。其中，新订单指数降至46.4，已连续五个月下滑。进一步印证美国经济增长动能持续降温，但尚未触及衰退。就业市场韧性较强，美国6月非农就业人口增加 14.7万人，连续第四个月超出预期，失业率进一步下降，同时过去几个月的就业数据也得到了向上修正，凸显就业市场的稳健性。通胀格局则发生结构性转变，由内生驱动转向外生驱动。由于企业在关税生效前大规模囤积库存，叠加三个月的关税豁免期，关税对物价的冲击尚未完全释放，5月CPI同比2.4%，低于预期值2.5%；核心CPI同比2.8%，低于预期值2.9%。但随着企业补库存周期结束，且关税豁免期届满后政策不确定性增加，企业将高关税成本向消费者转嫁的预期不断强化，未来数月通胀上行压力显著增大。基于经济增长放缓、就业市场韧性与通胀潜在风险的复杂格局，基于经济、就业市场保有韧性及通胀担忧，美联储在上半年对降息持谨慎偏鹰态度，反复重申“基于数据”，无视特朗普降息施压。

对于下半年，特朗普关税政策的持续发酵将进一步抑制美国经济增长，“大美丽”法案的通过一定程度上缓解经济下滑的速度但趋势或难扭转，“去美元化”仍在延续，美元指数中长期处于通道下行。在关税成本传导与美元贬值的双重作用下，输入性通胀风险加剧，下半年美国通胀存在阶段性反弹的可能。不过随着就业市场预期降温，美联储或调整货币政策方向，预计下半年将实施2-3次降息，以缓解经济降温压力。

2.2 欧元区方面

2025 年上半年，欧元区经济呈现温和复苏态势，但全球贸易摩擦加剧为经济增长带来新挑战。数据显示，一季度欧元区实际 GDP 季调值同比增长 1.5%，环比增长 0.6%，增速超出市场预期。一方面，欧洲央行持续实施降息政策，利率下行有效刺激了投资与房地产市场需求；另一方面，受关税政策不确定性影响，企业加速出口布局，推动净出口规模显著增长。从经济先行指标来看，6 月欧元区制造业 PMI 攀升至 49.5，创 2022 年 8 月以来新高，且已连续四个月实现产出增长，释放出经济企稳信号。尤为值得关注的是，制造业新订单指数在 6 月止跌回稳，终结了自 2021 年 5 月以来的下滑趋势；出口订单指数同样在 6 月保持平稳，结束了自 2022 年 3 月起的持续萎缩态势。通胀方面，欧元区延续下行趋势。受益于能源价格持续走低及服务业通胀压力缓解，物价增速明显放缓。6 月调和 CPI 环比上涨 0.2%，与市场预期及上月持平；核心调和 CPI 维持在 2.9%，略低于 2.8% 的市场预期，且与前值一致。基于通胀持续回落的趋势，欧洲央行上半年保持宽松货币政策基调，累计实施四次降息，降幅达 100 个基点，将存款便利利率下调至 2% 的中性水平，为经济复苏提供流动性支持。

展望下半年，欧元区经济发展面临机遇与挑战并存的格局。欧美关税风险持续威胁出口增长，进而抑制企业投资与居民消费信心。不过，德国财政政策转向扩张以及欧盟国防开支的增加，有望在一定程度上对冲关税冲击，缓解经济下行压力。在物价走势方面，贸易摩擦

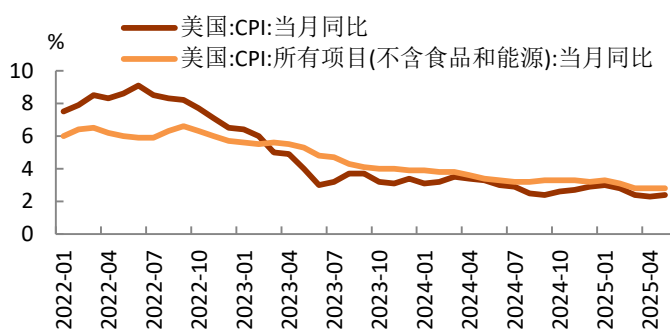
与地缘政治局势的不确定性，可能引发通胀阶段性反弹，但反弹幅度总体可控。货币政策层面，欧洲央行年内仍存在小幅降息空间，以巩固经济复苏基础、稳定通胀预期。

2.3 国内方面

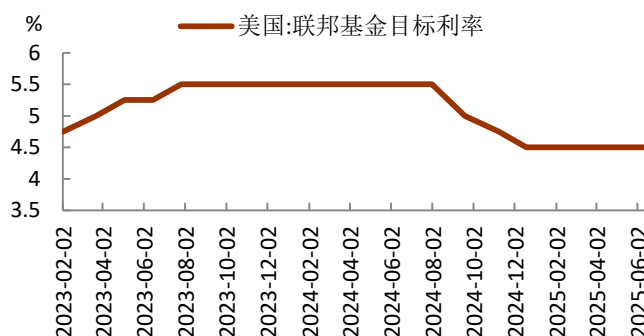
上半年，中国经济在复杂的内外环境中展现出一定韧性，一季度 GDP 同比增长 5.4%，超市场预期，二季度GDP预计同比增长5.2%左右，总体运行平稳，为完成全年目标任务奠定基础。外贸领域，中美关税博弈持续影响下，企业掀起抢出口、抢转口热潮，推动出口增速呈现先扬后抑，其中3月出口增速上冲至12.3%，成为支撑上半年经济增长的重要力量。政策层面，持续实施积极的财政政策与稳健灵活的货币政策，通过上调赤字率、扩大专项债与特别国债发行规模，配套一揽子金融支持措施，强化宏观调控效能。但受关税阶段性缓和及不确定性犹存的影响，政策释放仍以存量政策为主，增量政策审慎有序。内需市场，在以旧换新政策支撑，消费表现突出，但经济内生动力依旧不足，基建稳而不强，地产结束小阳春后再度走弱，通胀保持低位，反应出需求端的疲软态势。

对于下半年，预计国内经济增速或有放缓。出口方面，随着抢出口效应消退，叠加全球经济复苏乏力，出口增长动能将显著减弱。消费市场受“以旧换新”政策边际效应递减、居民消费意愿谨慎等因素制约，社会消费品零售增速或有回落。投资领域将延续分化，制造业投资受出口下滑拖累增速趋缓；房地产市场受高库存压力与购房需求疲软双重制约，难有实质性改善；基建投资在积极财政政策持续支持下，仍将维持稳健增长态势。在居民就业压力持续、制造业增速放缓背景下，低通胀格局或将延续。不过，得益于上半年良好的经济基础，全年 GDP 增长目标仍有望达成。基于此，下半年政策将继续保持积极基调，但受限于外部环境的不确定性，政策重心以确保存量政策精准落地为主。

图表 2 美国通胀情况

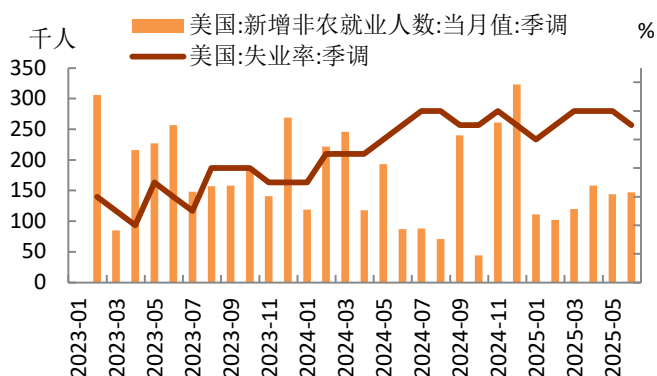


图表 3 美国利率水平

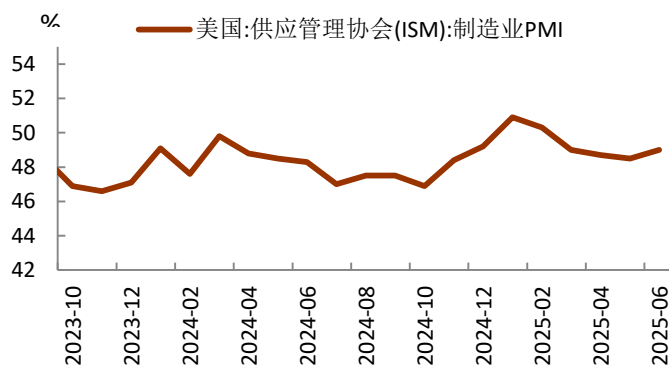


数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 4 美国就业市场

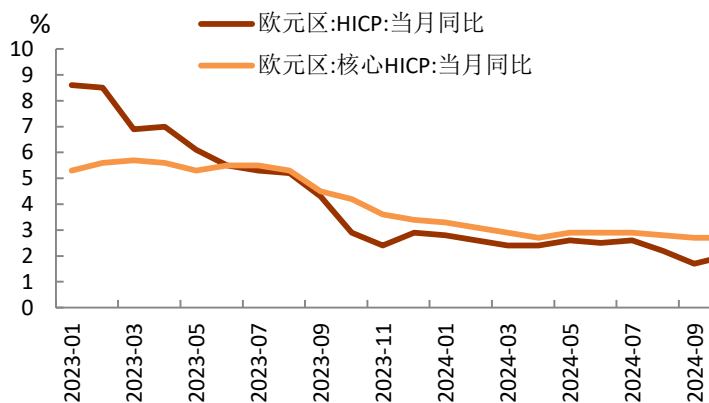


图表 5 美国 ISM 制造业 PMI

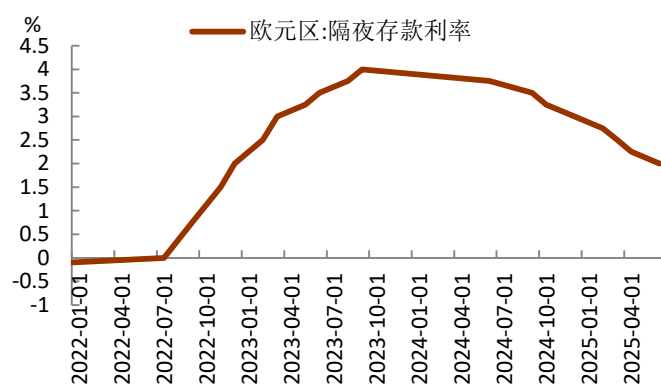


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

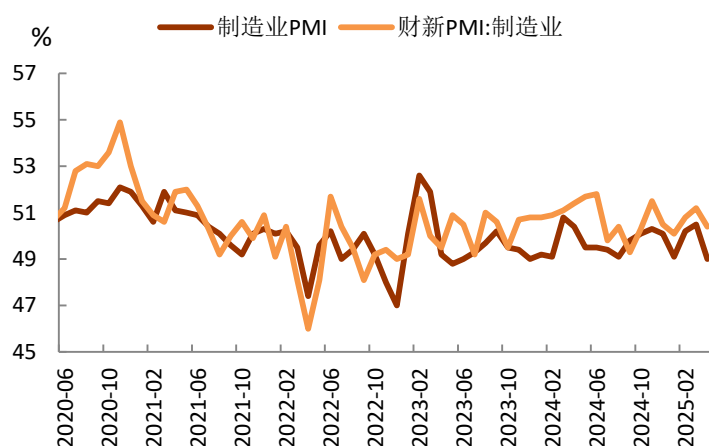


图表 7 欧元区利率水平

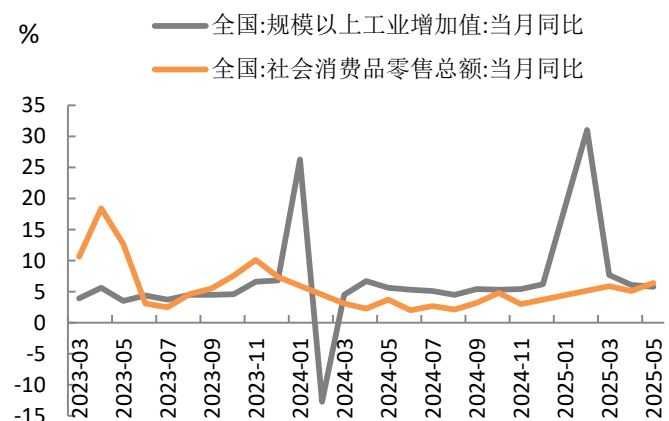


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 8 国内 PMI 数据



图表 9 国内重要经济指标



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

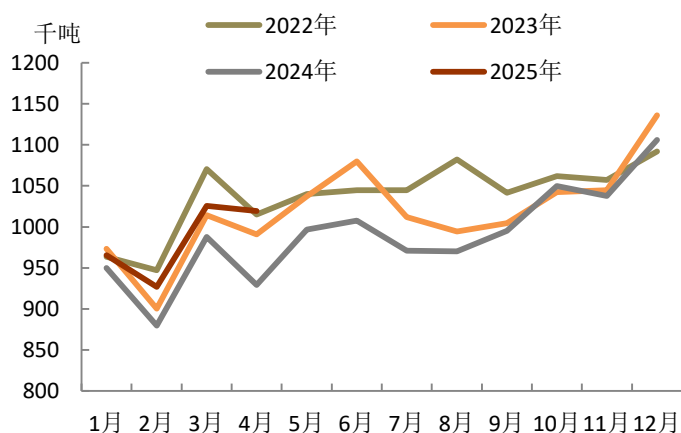
3.1.1 全球锌精矿供应由紧转松

ILZSG: 2025年1-4月全球锌精矿累计产量393.7万吨, 累计同比增加5.1%。年初以来全球矿山生产较顺利, 扰动事件少且影响短暂, 供应同比增幅明显。

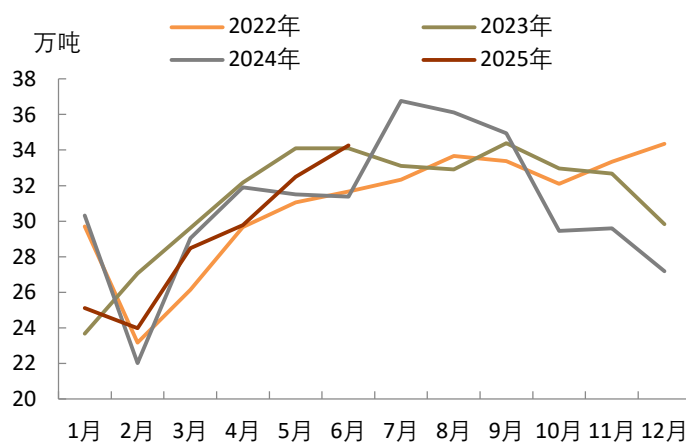
海外方面, 前期投产的OZ矿、Kipushi矿、Buenavista矿等新增项目顺利爬产; 减停产项目如Antamina、Tara 矿如期复产及增产; 同时今年以来自然因素干扰较少, 且部分矿山品位回升, 如Gamsberg矿、TheBoliden Area、Volcan 旗下项目Alpamarca 和Cerro de Pasco、LundinMining旗下Neves-Corvo和Zinkgruvan等, 矿山生产稳定, 供应稳步增加。从海外主要矿企年度产量指引看, 多数保持不变, 仅South 32和Grupo mexico小幅下调, 不改供应增长趋势, 全年增量维持在55-60万吨。

国内方面, 江铜银珠山项目自2024年10月投产以来, 生产面临系统运行不畅、提升能力受限、运输循环道缺失的问题产出受限, 但通过技术革新, 今年生产情况明显改善, 产量提升。新疆火烧云项目自2024年6月取得采矿批复以来, 开采稳步推进。SMM数据显示, 2025年1-5月锌精矿累计产量139.84万吨, 累计同比减少3.4%。但伴随着北方矿山季节性复产后产量持续释放, 以及新增项目爬产, 预计7/8月份月度产量达到年内峰值, 进入四季度, 随着天气转冷, 北方矿山陆续步入检修季, 锌矿产量环比或有回落, 总体而言, 预计下半年仍能维持同比增长的态势, 全年预计增量在9-10万吨。

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
Buenavista	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

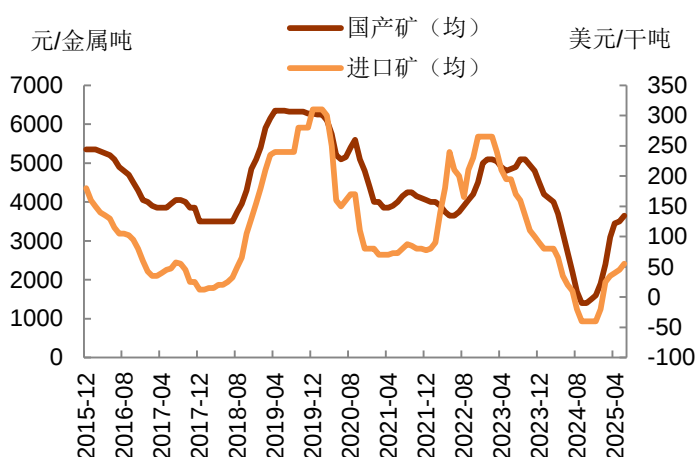
3.1.2 锌精矿加工费涨势明显，锌矿进口量保持高水平

随着全球锌精矿产出的稳步输出，内外加工费自 2024 年四季度以来底部回升，2025H1 增速回暖，截止至 6 月内外加工费月均值分别报 3650 元/金属吨和 55 美元/干吨，2025H1 分别增加 2050 元/金属吨和 95 美元/干吨。2025H2 锌精矿仍有释放预期，叠加炼厂原料库存高企，炼厂议价权较强，且从 CZSPT 以及部分海外矿企三季度集装箱报价及招标价看，内外加工费仍有上涨空间，但随着新增项目如万洋、云铜的稳定生产，原料需求增加，加工费涨势

或将放缓，不排除小幅调整。

进口情况看，海关数据显示，2025 年 1-5 月锌精矿累计进口量为 220.4 万实物吨，累计同比增加 52.5%。主要进口国为：澳大利亚、秘鲁、南非、俄罗斯等。今年以来，锌矿进口量同比增幅较大，一方面海外矿山复产及新增项目生产稳定，流入国内同比大幅增加；另一方面，2024 年炼厂原料库存消耗殆尽，补库需求大幅增加，且新增项目顺利投产，进口矿需求有增无减。对于下半年，海外矿山供应增势不改，且国内炼厂需求依旧较高，供需双增的背景下，预计锌精矿月度进口量维持在 45-50 万吨的高水平。

图表 14 内外加工费延续回升

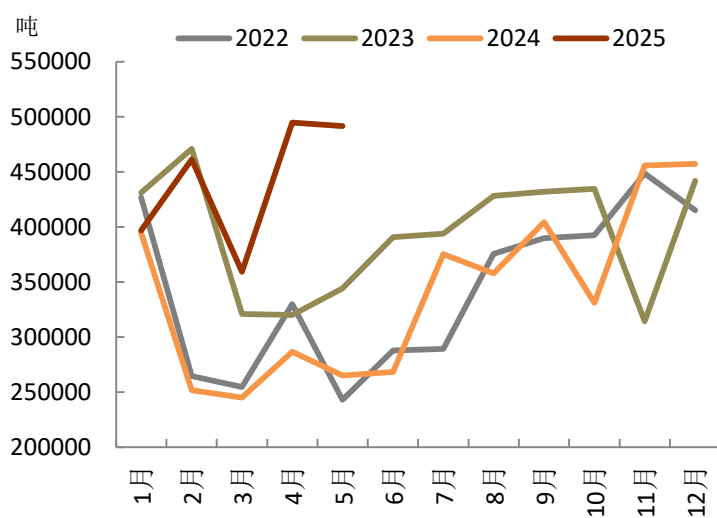


图表 15 锌矿进口盈亏

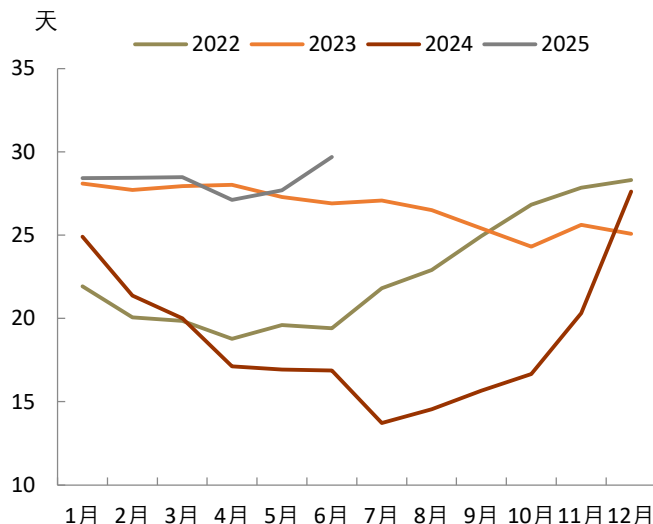


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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

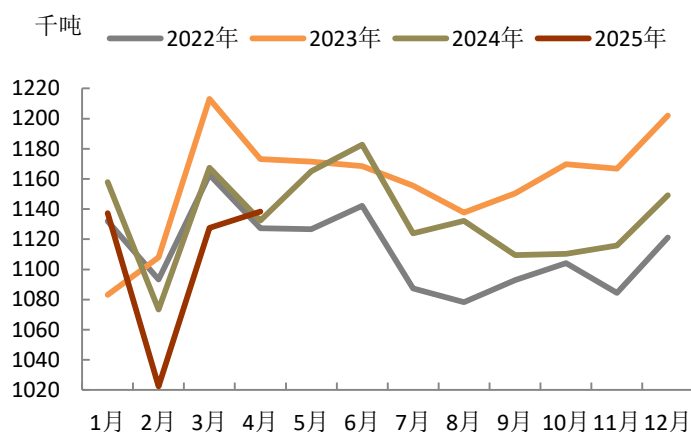
3.2.1 海外炼厂减扩产并存，供应扰动风险仍存

全球范围来看，ILZSG数据显示，2025年1-4月全球精炼锌累计产量442.6万吨，累计同比减少2.3%。分区域看，1-4月欧洲、美洲及中国产量累计同比分别+19.5%、-2.3%、-1%，欧洲地区低基数效应影响明显。

年初以来海外炼厂减复产并存，其中 Nyrstar 旗下澳大利亚 Hobart 炼厂自 4 月起分阶段减产，计划减量减少约总产量的 25%。韩国 Seokpo 炼厂自 4 月底并逐步恢复生产，Boliden 位于挪威的 Odda 炼厂扩建项目 3 月中旬正式投产，产量逐步爬升。Nexa 旗下秘鲁唯一的年产能 34.4 万吨的 Cajamarquilla 锌冶炼厂的工人联合会，因与公司谈判要求加薪无果后，6 月 25 日宣布罢工，不过影响周期较短，6 月 27 日谈判达成后已恢复生产，仅停产 3 天，影响量有限。

海外炼厂成本敏感度较高，2025 年 Barchmark 为 80 美元/干吨，较 2024 年降幅 51.5%，且为近十年以来最低报价。据悉欧洲地区炼厂吨锌现金成本普遍超过 2000 美元，80 美元/吨的 TC 仅能覆盖 4%左右的成本，同时欧盟 CBAM 实施后，炼厂出口成本增加 8%-12%，加之美国下场后以伊局势加剧，欧洲原油、天然气价格均面临上行压力，当地炼厂生产成本抬升风险增加，炼厂运营面临较大挑战。澳大利亚地区电力成本较高且原料自给率低，亦面临减产压力。总体看，生产成本抬升潜在风险增加，海外炼厂减停产预期升温，后期关注炼厂动态，若减产规模较大，海外供需过剩局面有望改善。

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	2024 年 3 月 6 日宣布已将产量削减了五分之一；2025 年 2 月因违反水资源保护法，停产至 4 月 24 日。
Teck	Trail	加拿大	30	2024 年 9 月 24 日因火灾导致关停四分之一产能
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
Boliden	Odda	挪威	35	2025 年 3 月 19 日扩建项目正式投产，锌年产能从 20 万吨提升至 35 万吨
Hobart	Nyrstar	澳大利亚	25	2025 年 3 月 12 日，Nyrstar 宣布从 2025 年 4 月起减少约 25% 的产量，减产将分阶段实施。
Nexa	Cajamarquilla	秘鲁	34.4	因谈判加薪失败，2025 年 6 月 25 日罢工，但随后谈判达成，已于 6 月 27 日复产

数据来源：新闻整理，铜冠金源期货

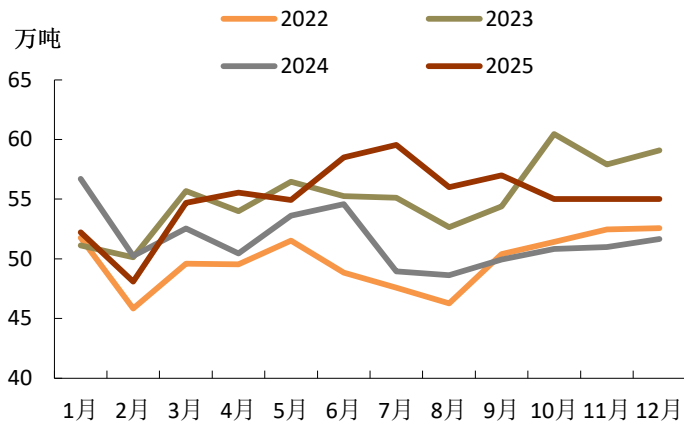
3.2.2 1 6 月精炼锌供应强劲恢复，锌锭进口窗口再关闭

上半年冶炼厂生产较为稳定，一方面，原料锌矿供应改善，刚性约束减少，且加工费持续上涨以及冶炼酸、副产品等价格表现较好，炼厂利润可观，除了常规检修及短暂环保干扰外，多维持正常生产；另一方面，新增项目如云铜、万洋等如期投产落地，产量逐步释放。根据SMM数据：2025年1-6月精炼锌累计产量324万吨，累计同比增加1.84%。预计7月产量59.55万吨，环比增加1.78%，同比增加21.63%或5.84万吨。

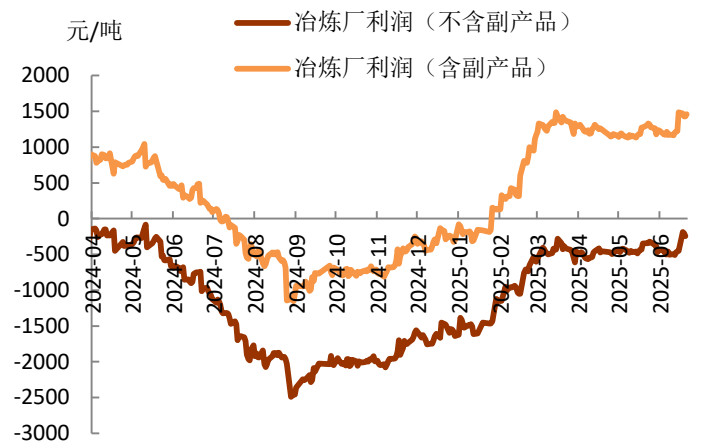
对于下半年，全球锌精矿供应延续趋松的态势，炼厂稳定生产有一定保障，同时云铜、万洋持续爬产，预计精炼锌月度供应维持在55-60万吨的偏高水平。预计全年产量达660万吨，同比增幅6.84%，较年初预期上调。此外，新疆火山云配套冶炼项目6月30日正式投产，达产后年产锌锭56万吨，中长期供应仍有增长空间。

进口方面，海关数据显示，2025年1-5月精炼锌累计进口量15.6万吨，累计同比减少16.7%。主要进口国：哈萨克斯坦、澳大利亚、西班牙、巴西及印度等。1-5月累计出口量1.05万吨，累计同比增加124.5%。1-5月累计净进口量为14.55万吨，累计同比减少20.2%。年初以来，沪伦比价走势相对偏弱，锌锭进口窗口持续开启机会较少，集中在4月中旬至5月上旬，同时国内炼厂生产扰动因素减弱，叠加新增项目顺利推进，进口需求的紧迫性降温，导致精炼锌累计同比降幅较大。对于下半年，供需弱预期不减，预计沪伦比较维持偏弱，锌锭进口窗口难有持续长时间开启，预计精炼锌进口流入量维持同比偏弱，环比维稳的转态。全年看，预计进口量为35万吨左右的水平，较年初预期基本持平。

图表 20 国内精炼锌月度产量

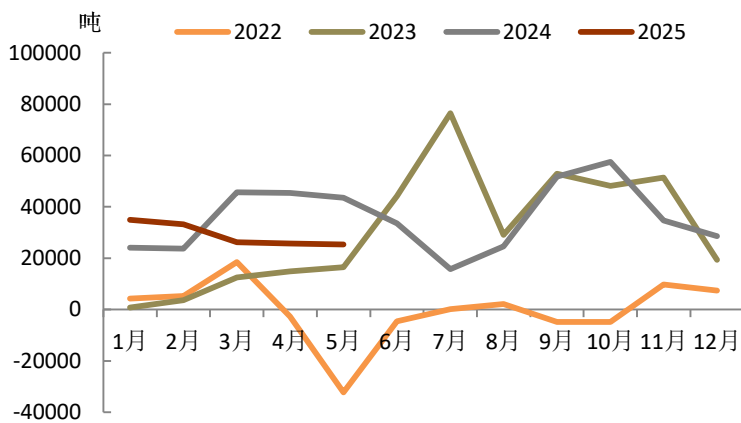


图表 21 冶炼厂生产利润

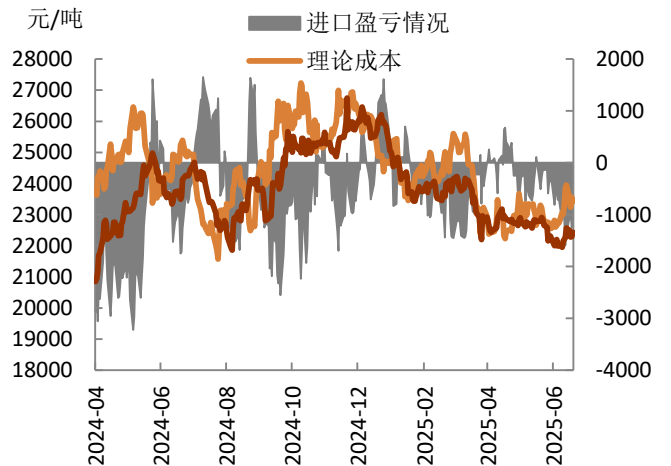


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 22 精炼锌净进口情况



图表 23 精炼锌进口盈亏情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 24 2024-2025 年国内主要炼厂投产产情况（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. 3 月试车投产，5 月有望产出
云铜锌业	电解锌	15	4 月 30 日晚，沸腾炉正式投料试生产
新疆火烧云	电解锌	60	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 欧美终端消费短暂回暖，中长期消费前景不明朗

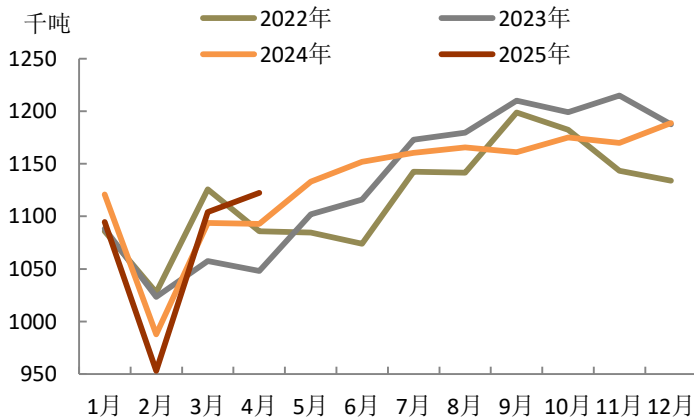
全球范围来看，ILZSG数据显示，2025年1-4月精炼锌累计消费量为427.5万吨，累计同比减少0.5%。其中1-4月中国、欧洲、美洲消费量累计同比分别为+1.41%、+0.11%、-0.5%。1-4月全球供应过剩15.1万吨，而去年同期为过剩17.6万吨，过剩幅度收窄。

海外来看，锌需求主要集中在汽车及地产板块。地产市场，美国地产周期明显下行。上半年美联储维持谨慎降息态度，30年期固定房贷利率多在6%以上徘徊。同时房价维持高位，且特朗普政策不确定性增加了经济放缓预期，购房需求较弱，住房库存出现罕见增长，导致新房销售骤降，建筑商信心动摇。5月美国新房销售环比暴跌13.7%，同比下降6.3%，创下三年来最低点。下半年，美联储有望逐步降息，缓解高利率压力，购房需求或边际改善，然关税的经济的不确定性犹存及房屋库存高企的背景下，预计新房销售市场难改较低迷的状态。欧元区地产则受到欧央行降息推进而获得支撑，从欧元区营建信心指数来看，上年年先抑后扬，呈现企稳改善的态势。下半年，欧央行仍有降息潜力，但受关税影响存一定再通胀压力，降息空间受抑制，预计地产延续筑底边际改善的态势。

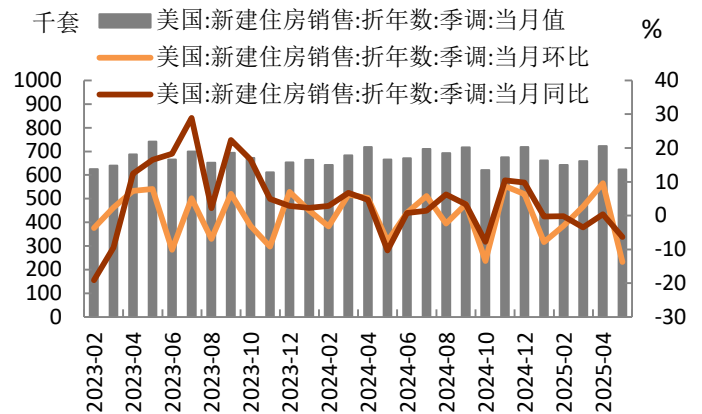
汽车市场，根据美国商务部的数据，2025年1-5月，美国汽车销量累计同比增长5.2%到702.19万辆，上半年车市表现强劲，更多受因关税担忧冲击导致的消费前置。下半年，受关税政策不确定性影响，部分车企延缓新车型的发布，同时多家机构下调美国汽车销量预期。其中高盛将2025年汽车销量预期下调近100万辆，从1625万辆调至1540万辆。德意志银行预计2025年美国汽车销量将降至1540万辆，低于2024年的1600万辆，认为年初消费者赶在价格上涨前购车，使得需求提前释放，下半年销量会因关税影响而放缓。据欧洲汽车制造商协会（ACEA）的数据显示，5月欧盟新车销量达到了1,113,194辆，同比减少1.9%，但新能源汽车依旧保持增长态势。尽管3月欧盟通过碳排考核的新修正案，但欧洲多国电车补贴退坡抑制汽车消费。对于下半年，汽车售价的降低或将略微提振欧洲新车销量，但美国关税问题使欧洲汽车制造商遭受重创，影响欧洲汽车市场的增长。

整体来看，终端需求分化，欧美降息缓解高利率压力，购房需求或有边际改善，但关税拖累经济增速，投资者需求难有大幅释放，同时受汽车消费前置影响，下半年需求或有回落，总体消费将延续偏弱表现。

图表 25 全球精炼锌月度需求情况

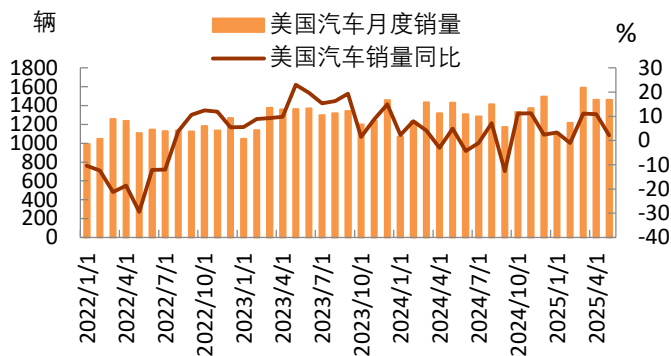


图表 26 美国新建住房销量

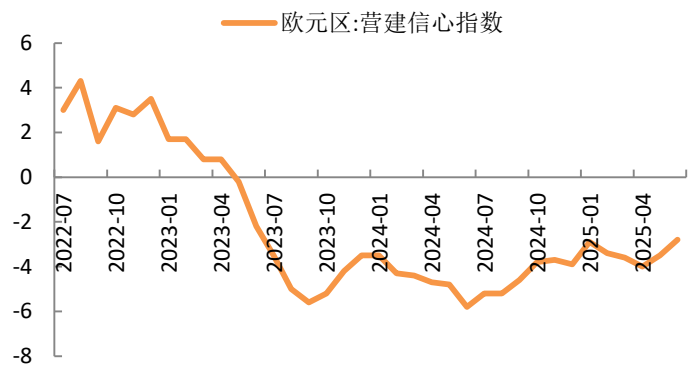


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 27 美国汽车销量情况

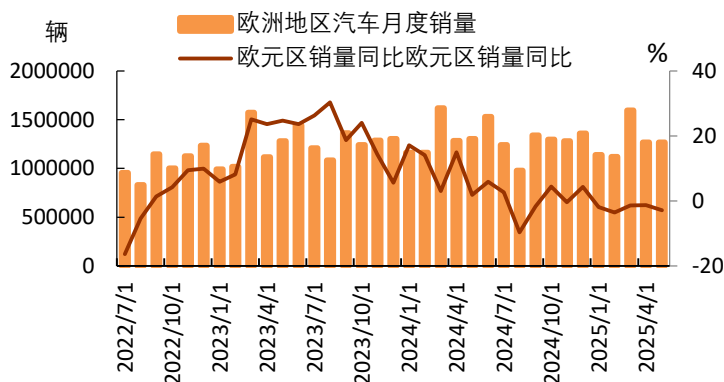


图表 28 欧元区营建信心指数



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 各地锌锭贸易升水



数据来源：iFinD，Bloomberg，CRU，铜冠金源期货

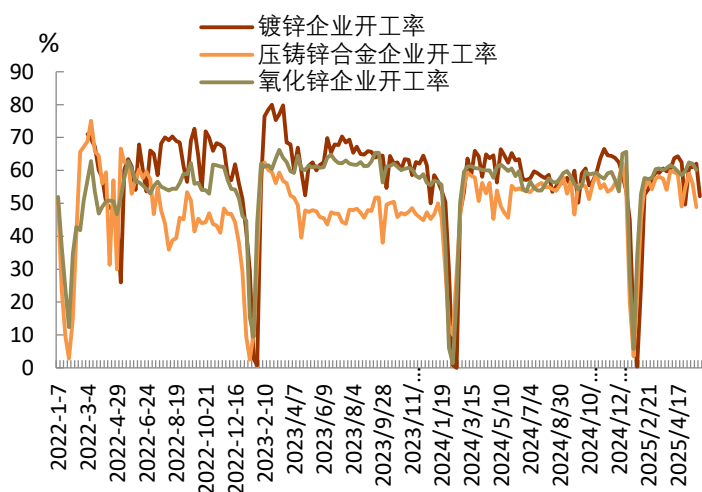
3.3.2 初端企业开工存回落预期，镀锌出口延续强劲

年初以来，初端各板块企业开工率节奏基本符合季节性。受春节假期影响，2月分企业开

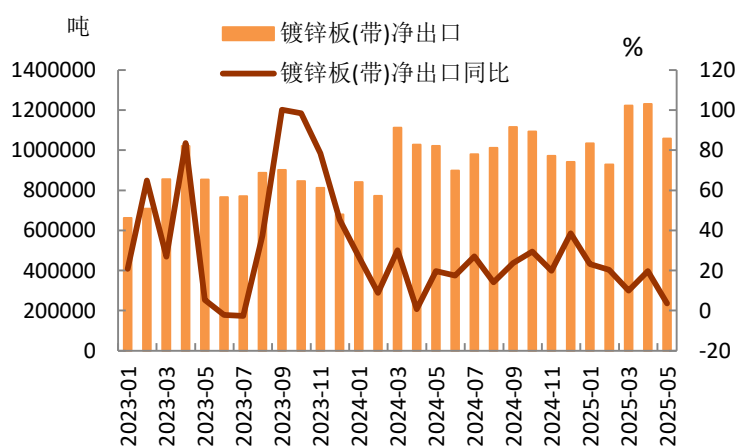
工率降幅明显，节后复工复产，企业开工回升至常规区域。从同比角度来看，镀锌企业开工率表现同比开工低于2023、2024年，黑色系价格承压不改，终端订单匮乏，拖累镀锌企业开工，而特高压及光伏板块订单表现较好，对镀锌企业开工起到支撑作用。压铸锌合金企业开工率同比表现偏好，特别是4-5月企业开工较2023、2024年均有一小幅提升，主要受益于抢出口订单的提振。但出口订单前置后，进入6月，缺乏持续订单支撑，企业开工逐步回落至同期水平。氧化锌企业开工同比基本持平，终端各板块强弱均衡，企业开工较稳定。对于下半年，三季度终端消费淡季，初端企业开工率将跟随订单呈现季节性回落，进入四季度，终端消费改善，初端企业开工有望回升，但关税不确定性及出口订单前置，预计年末出口订单对企业开工支撑同比减弱。

年初以来，镀锌板出口延续较强表现，主要受到抢出口的支撑。海关数据显示，2025年1-5月镀锌板累计出口量为57.92万吨，累计同比增加11.64%。主要出口国为菲律宾、巴西、泰国、韩国等。其中4月镀锌单月出口量创近年最高水平，进入5月出口量环比降幅明显，一方面前期抢出口订单接近尾声，另一方面3月25日以来严查“买单出口”，影响部分企业出口订单。对于下半年，关税的不确定性犹存，且东南亚反倾销压力不减，上半年抢出口的提振难再现，预计三季度镀锌板出口环比回落较明显，四季度进入传统出口旺季，预计出口量企稳回升。

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**：国家统计局数据：2025年1-5月狭义/广义基建投资额分别同增5.60%/10.42%，环比1-4月分别-0.20pct/-0.43pct，连续两个月增速放缓。

2025年财政支持积极，2025 年政府工作报告显示，赤字率提高了 1 个百分点、达到 4% 左右，赤字规模达到 5.66 万亿元。超长期特别国债达到 1.3 万亿元，地方政府专项债也达

到 4.4 万亿元，均创历史新高。从专项债发行进度，截至2025年6月16日地方政府专项债累计新增发行约1.66万亿元，同比增长39.6%，占全年额度的37.7%，较2022、2023年发行节奏偏慢。从投向领域看，用于广义基建的专项债占比43%，略低于2024全年。同时，受制于地方政府土地收入不足及地方隐性债务的约束，有效资金不足亦拖累基建发展。对于下半年，预计专项债或加快发行。一方面，“两会”奠定了全年扩内需的发展基调，另一方面，下半年美联储降息预期较强，国内资金存宽松空间、同时，不排除下半年财政继续加码，且随着地方财政改善，有望提振基建投资的资金使用效率。

基建项目方面，上半年多数处于前期准备和开工阶段，5月20日，国家发改委新闻发布会上，强调力争6月底前下达完毕今年全部“两重”建设项目清单，同日，住建部要求加快推进新型城市基础设施建设，下半年将进入集中建设时期。随着项目建设进度加快，投资完成额将逐步释放。

整体来看，下半年预计专项债加速发行，且财政仍有发力空间，地方政府资金改善后，落地至基建投资资金率较提高，叠加多地基建项目加速建设，基建实物量将明显体现，行业需求底部回升，支撑锌消费韧性。

房地产方面：国家统计局数据显示，2025年1-5月地产投资累计同比-10.7%（前值-10.3%）。新开工、施工、竣工、销售面积累计同比为-22.8%（前值-23.8%）、-9.2%（前值-9.7%）、-17.3%（前值-16.9%）、-2.9%（前值-2.8%）。地产投资、竣工及销售面积增速跌幅扩大，新开工及施工面积增速降幅小幅收窄，总体看，各项指标延续弱势。5月，70城新房住宅价格环比-0.2%，环比降幅走扩；70城二手住宅价格环比-0.5%，连续2个月环比降幅走扩。指向地产小阳春后，增量需求不足，再度呈现量价齐跌。

自2024年9月24日金融三部委新闻发布会后，四季度政策密集释放。各地限制性政策均已经取消（除北上深、海南），传统需求端政策加码空间已较有限。进入2025年，各地因城施政的频次降低，如购房补贴、现房销售、公积金支持等，但居民部门信贷扩张意愿依旧偏弱，2022年1月起居民新增中长贷持续负增长，2025年1-5月居民新增中长贷累计8347亿元，同比-2.9%，相当于2010-2011年的水平，居民信贷未扩张的背景下，指向政策刺激效果边际减弱。

不过，专项债回收存量土地有序进行，保障房再贷款助力去库存，加大“好房子”建设供应力度，也将进一步促进刚性和改善性需求释放，成为稳定市场的重要抓手。此外，随着地产数据回落及外部环境扰动，613国常会提出，“更大力度推动房地产市场止跌回稳”。612广州全面取消限制政策，一线出现宽松信号。政策预期强化，将延缓地产下滑态势。总体，预计下半年地产板块将延续磨底态势。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，2025年1-5月，汽车产销分别完成1282.6万辆和1274.8万辆，同比分别增长12.7%和10.9%。其中，1-5月，新能源汽车产销分别完成569.9万辆和560.8万辆，同比分别增长45.2%和44%。5月新能源渗透率达到48.65%。出口方面，1-5月，汽车出口249万辆，同比增长7.9%。其中，1-5月新能源汽车出口85.5万辆，同比增长64.6%，贡献主要出口增量。上半年，受益于新能源汽车车辆购置税减免政策和汽车以旧换新政策持续推进，

车企新品投放和多地车展促销等利好刺激，汽车内需空间不断扩容，延续了2024年以来的增长态势。外销方面，受益于新能源车的加速崛起，带动汽车出口量持续提升，也支撑汽车行业增长。

对于下半年，作为稳增长扩内需的核心产业，政策端保持积极，其中新能源汽车车辆购置税分阶段减免政策延续至2027年底；汽车以旧换新政策扩大了汽车报废范围及时间，将国四排放标准实施首年的燃油车纳入可申请报废更新补贴的旧车范围，且时间覆盖至全年，有望继续降低购车成本，为内需提供保障。出口方面，贸易壁垒的不确定性仍存，同时受高基数影响，出口增速或有下调，但国内车企布局多元化动力类型并加速生态出海布局，助力出口持续增长。预计汽车板块将保持较好的行业景气度。

从白色家电方面来看：国家统计局数据显示，2025年1-5月空调累计产量13490.9万台，同比增长5.9%；1-5月冰箱累计产量4071.3万台，同比下降1.5%；1-5月洗衣机累计产量4911.5万台，同比增长9.3%；1-5月彩电累计产量7549.3万台，同比下降4.9%。出口方面，1-5月空调累计出口3646万台，同比增长12.9%；1-5月冰箱累计出口3364万台，同比增长4.0%；1-5月洗衣机累计出口1403万台，同比增长4.0%；1-5月液晶电视累计出口4072万台，同比增长0.2%。上半年在国家以旧换新政策及春节、五一、618大促的提振下，消费者购买积极性得以激发，家电内销市场稳步增长。外销方面，特朗普关税政策反复，企业抢出口情况显著，同时家电企业在东南亚地区开拓已有成效，部分企业通过海外建立生产基地、优化供应链布局等方式，对冲关税壁垒的冲击，上半年出口保持较好的同比增速。

对于下半年，国补政策调整是影响内销的主要变量。2025年中央政府以旧换新预算为3000亿元，已经向地方拨付了1620亿元，接下来的额度仅剩1380亿元。5月起，江苏、重庆、广西等省市出现额度用完暂停补贴的情况。已经恢复政策实施的地方，对于家电“国补”券领取标准，推出了“限时、限量、限额”等诸多限制。这反映出下半年国补政策实施的方向不变，但资金相对上半年偏紧，或加大不同规模商家的竞争。同时，随着消费前置，下半年消费者购买力存在边际减弱的担忧。外销方面，关税加征影响存在，不过新兴国家稳定经济稳定较好，为白电外销带来持续增量市场，预计家电出口保有韧性。

整体来看，受国补资金宽裕度收窄及购买力减弱的影响，下半年家电内销面临减速压力。外销仍受关税扰动，但新兴国家消费贡献增量，家电处于预计保有韧性。

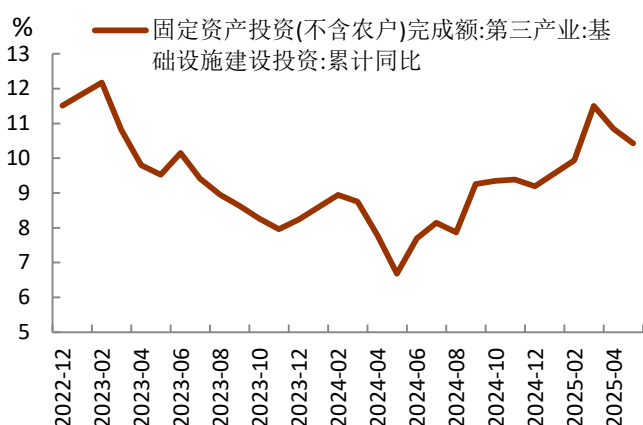
新兴消费板块来看，锌主要以热镀锌和锌铝镁合金的形式用于光伏支架，锌铝镁钢边框则可以为光伏组件提供物理支撑。

根据国家能源局数据，1-4月累计新增光伏装机104.9GW，同比+74.6%，结构上分布式占据主要部分。主要收益于430并网方式及530上网电价政策影响，上半年光伏新增装机规模呈现爆发式增长，远超市场预期。对于下半年而言，随着上半年抢装项目集中并网，分布式光伏市场在政策窗口期后需求断崖式下滑。尽管虽然集中式项目有望接力，但难以迅速填补分布式需求下降带来的缺口。同时，136号文加速电力交易的市场化进程，新能源电价不确定性增大，影响了部分投资者的积极性。预计三季度国内新增光伏装机规模将明显回落，四季

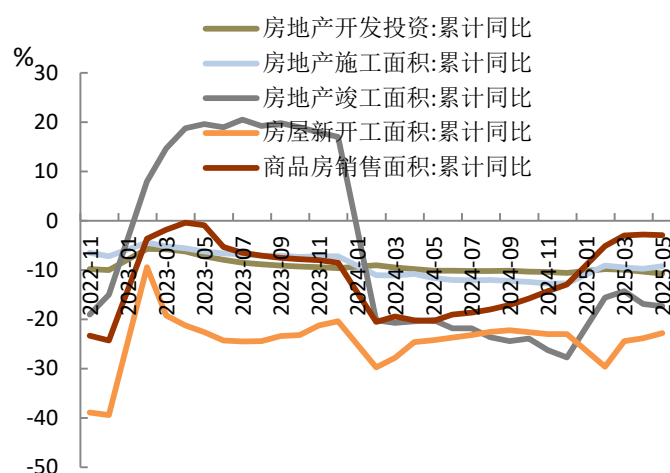
度随着国央企“十四五”光伏装机指标建设的发力，或为光伏新增装机量带来一定增量。总体看，根据光伏行业协会数据，全年预计光伏新增装机量在215-255GW，同比增速下滑8%-22%。

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%。根据国家能源局数据，2025年1-5月国内风电新增装机46.28GW，累计同比增加134.21%。历史数据来看，风电招标量跟次年装机量高度相关。数据显示，受益于风机大型化带来的成本下降以及项目经济性改善，2024年国内风电招标量达164GW，同比增长90%，创历史新高。因此，2025年招标放量驱动交付规模增长，全年国内新增装机有望首次突破100GW，预计同比增速超20%，下半年行业有望维持良好景气。

图表 32 基建投资增速有望回暖

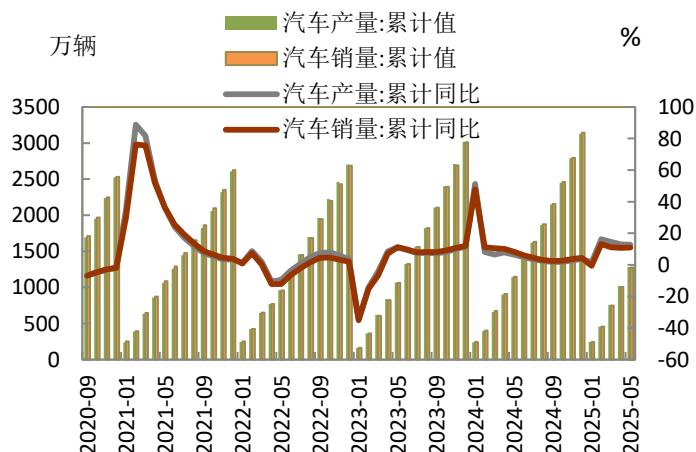


图表 34 地产主要指标依然疲软

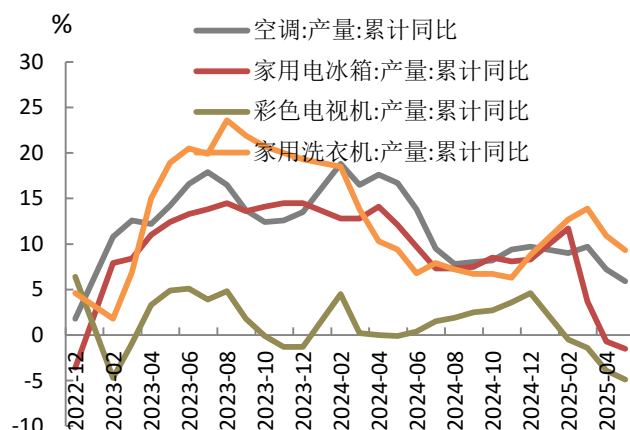


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 35 汽车产销情况

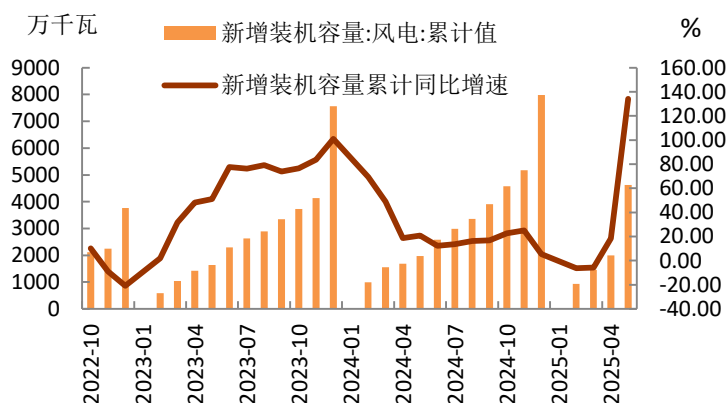


图表 36 白色家电产量情况

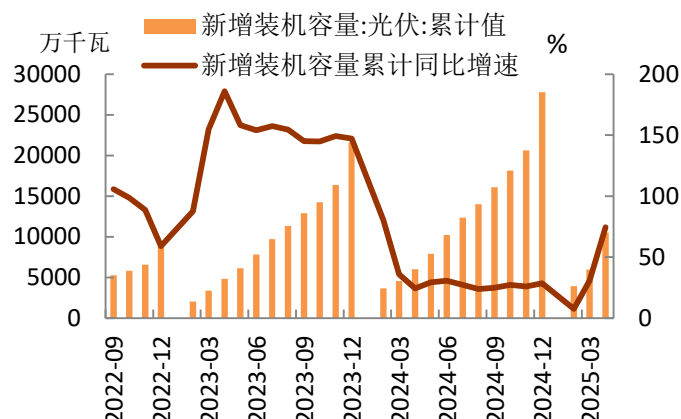


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 37 风电新增装机量情况



图表 38 光伏新增装机量情况



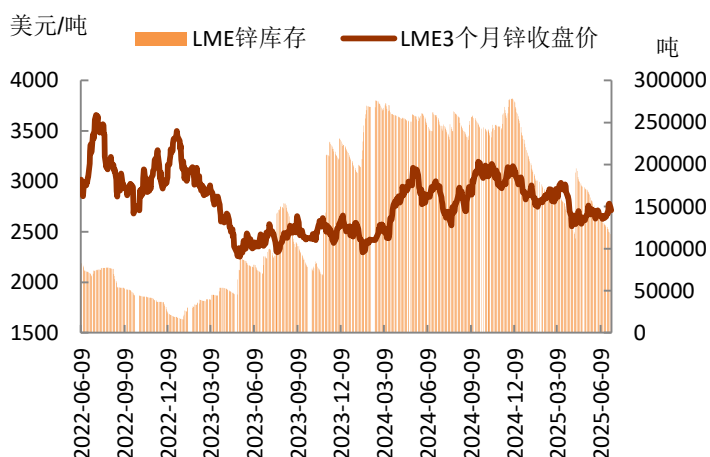
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

3.4 海外库存延续高位回落，国内库存先增后减

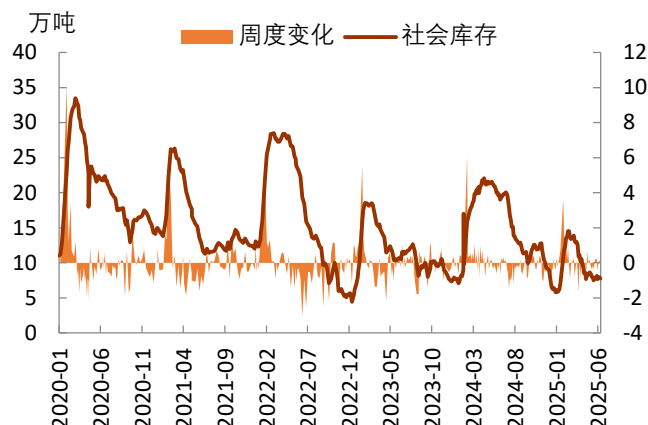
上半年LME库存延续2024年四季度高位回落的态势，截止至6月30日，库存为117475吨，较年初增加103050吨。其中，3月下旬注销仓单占比一度攀升至60%以上，4月中旬出现集中交仓的情况，但持续性均不强，未能构成明显的挤仓风险，总体表现较平稳。对于下半年，海外炼厂不超预期减产停产的背景下，需求回落预期较强，预计库存维持高位水平，降幅收窄。

上半年国内库存处于同期偏低水平，截止至6月30日，库存为8.06万吨，较年初增加1.61万吨。一季度库存变化符合季节性，春节累库量中性，3月份中下旬逐步去库。二季度累库迟迟未能兑现，一方面锌锭进口窗口关闭，进口补充有限，炼厂存在意外检修及产出不及预期的情况，另一方面，抢出口支撑消费前置及韧性，5-6月份库存多围绕7.5-8万吨窄幅运行。累库不及预期及绝对库存较低，对锌价支撑较明显，资金加仓意愿不足。对于下半年，三季度消费淡季预期不改，累库压力尚存，但在冶炼合金化及炼厂直发增多的背景下，预计累库斜率偏低，进入四季度，消费改善后，库存有望再度回落。

图表 39 LME 库存延续高位回落



图表 40 国内库存先增后减



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

四、总结与后市展望

宏观面看，下半年关税政策将继续抑制美国经济增长，“大美丽法案”通过增加财政刺激缓解经济下行压力，但或带来二次通胀。美联储仍有小幅降息预期，美元维持中枢下行通道。抢出口及以旧换新政策效应减弱，经济增速预计放缓，但全年经济目标有望实现，以存量政策落实为主，增量政策审慎有序。

供应端看，下半年全球锌精矿供应或有提速，全年增量超 50 万吨。炼厂原料较充足，加工费仍有上行空间。海外炼厂减产风险仍存，国内炼厂在利润的持续修复的助推下，锌矿向锌锭转化进程加快，预计精炼锌月度产量维持 55-60 万吨的高位，抵消锌锭进口减少的影响。

需求端看，关税阴霾笼罩下，海外需求增速下行风险。国内终端板块消费分化，预计基建保持稳健、地产延续磨底，汽车、家电消费及镀锌板出口增速边际降温，光伏增速下滑，但风光有望延续高增速。

整体来看，贸易保护的背景下，全球经济下行压力不减。锌矿及锌锭供应均趋于宽松，需求面临传统消费板块动力不足，新兴消费板块增速下滑，供需过剩程度扩大，预计下半年锌价中枢承压缓慢下移，区间 21000-23000 元/吨，节奏前低后高。若宏观经济出现大幅恶化，锌价不排除下寻矿山成本支撑。

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。