

2025 年 8 月 4 日



风险偏好降温

锌价震荡偏弱

核心观点及策略

- 宏观面看，美国就业急刹车且经济数据走弱，关税影响显现，市场对美国经济衰退担忧再起，同时押注美联储9月降息概率增加。国内下半年经济压力减轻，政治局会议表述温和，反内卷相关政策未超市场预期，宏观环境趋于平稳。
- 供应端，海外锌矿生产大多保持稳定，国内矿山产量也在稳步释放。8月国内外锌加工费延续回升态势，炼厂利润因此进一步提升，生产积极性较高；叠加新增产能进入爬产阶段，预计8月精炼锌月度供应量环比将增加1.2万吨，供应端呈现增长趋势。
- 需求端呈现分化特征，高温与暴雨天气拖累基建项目建设，雅江工程提振消费预期，但分摊到年度消费中，实际拉动作用有限。以旧换新政策透支了部分需求，但中美关税延后，汽车及家电领域的锌消费边际减弱但具一定韧性。风电行业及镀锌产品出口对需求构成支撑，不过光伏增速放缓，叠加地产持续弱势，对需求形成拖累。
- 整体来看，国内政策预期落地，但海外经济担忧再起，市场风险偏好转弱。锌矿向锌锭的传导过程顺畅，供应端延续增长态势，而消费两亮点不足，基本面偏弱的格局未改，产业高位套保需求对锌价形成压制。不过，LME锌交割仓单集中度较高，具备较好的挤仓基础，资金面影响下，对锌价形成托底或延缓跌势。总体预计8月沪锌主力走势呈现震荡偏弱格局，反弹沽空思路。
- 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	5
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 锌精矿加工费维持环比回升，锌矿进口量环比回落明显	10
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 1-7月精炼锌产量略超预期，8月产量维持在60万吨以上	12
3.3 精炼锌需求情况.....	14
3.3.1 高利率及关税扰动，海外需求承压.....	14
3.3.2 初端企业开工季节性偏弱，镀锌出口保持韧性	15
3.3.3 终端消费分化.....	16
3.4 海外库存延续高位回落，国内小幅累库.....	19
四、总结与后市展望	20

图表目录

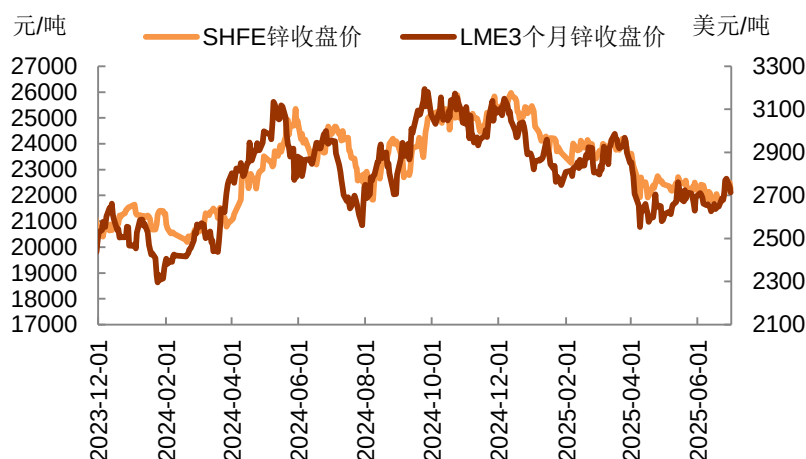
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势	4
图表 2 美国通胀情况.....	6
图表 3 美国利率水平	6
图表 4 美国就业市场.....	7
图表 5 美国 GDP.....	7
图表 6 欧元区通胀情况.....	7
图表 7 欧元区利率水平.....	7
图表 8 国内官方 PMI.....	7
图表 9 国内 GDP.....	7
图表 10 全球锌矿月度产量情况.....	9
图表 11 国内锌矿月度产量情况.....	9
图表 12 2025 年国内锌矿新增情况（万吨）	9
图表 13 2025 年海外锌矿产量增减情况（万吨）	9
图表 14 内外加工费延续回升	10
图表 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.....	14
图表 26 美国汽车销量情况.....	15
图表 27 欧元区营建信心指数.....	15
图表 28 国内初端企业开工率	16
图表 29 镀锌板净出口情况.....	16
图表 30 基建投资增速有望回暖.....	18
图表 31 地产主要指标依然疲软.....	18
图表 32 汽车产销情况.....	19
图表 33 白色家电产量情况.....	19
图表 34 风电新增装机量情况.....	19
图表 35 光伏新增装机量情况.....	19
图表 36 LME 库存延续高位回落	20
图表 37 国内小幅累库.....	20

一、锌市场行情回顾

7月上旬沪锌延续低位震荡，下旬期价冲高回落。月上旬，宏观多空交织，美越关税达成、美欧关税取得进展，但随后特朗普想多国发出关税函且威胁对铜加征50%关税。同时，大美丽法案通过，缓解财政压力，不过6月非农超预期，美联储降息预期减弱，但特朗普不断施压，市场担忧美联储独立性，市场风险偏好反反复复，锌价低位震荡。月下旬，在关税担忧降温及国内反内卷政策预期发酵，以及LME挤仓担忧支撑下，锌价强劲反弹，由22000元/吨附近反弹至23000元/吨。但月底市场乐观情绪消化，伦锌挤仓担忧缓解及国内累库兑现，锌价高位小幅调整，截止至7月31日，期价收至22345元/吨，月度跌幅0.67%。

伦锌重心上移，关税的不确定性及降息预期不断摇摆，市场风险偏好切换频繁，月上旬伦锌延续震荡，下旬在海外资金挤月间结构的带动下，伦锌反弹站稳2800美元/吨一线上方，但反弹动力边际减弱，小幅调整，截止至月底收至2762美元/吨，月度涨幅0.77%。

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

美国经济转弱，关税冲击渐显。尽管剔除通胀因素后的二季度GDP以年化3%的速度增长，扭转了第一季度的萎缩（-0.5%），且超出市场预期的2.6%。但7月ISM制造业PMI意外降至48，创九个月新低，受订单持续减少以及就业下滑加剧拖累。同时，7月非农就业数据急刹车，且5、6月数据出现大幅下修。美国7月非农就业人数仅仅增加7.3万人，创9个月最低，远不及预期的11万人。且前两个月的数据合计大幅下修25.8万。7月失业率小幅升至4.2%。

通胀则小幅反弹，6月CPI增速如期回升，但核心CPI环比不及市场预期。6月美国CPI增速如期回升，但核心CPI环比不及市场预期。同时，美国二季度核心个人消费支出(PCE)物价指数年化季环比初值2.5%，较前值的3.5%大幅下降，但高于预期的2.3%。

7月30日美联储利率会议上，联邦基金利率的目标区间仍维持在4.25%至4.5%，连续五次暂停降息，符合预期。但美联储的内部出现明显分歧，两名官员支持降息，这是自联储启动降息周期十个月来反对票最多的一次。会后鲍威尔也未就9月降息给出明确指引，强调通胀风险，并称就业稳固，打压年内降息预期。但随着7月非农就业数据公布后，9月降息预期大幅上升。

关税方面，美国与各国陆续达成贸易协议。其中美日贸易协议为关税15%+5500亿美元对美投资；美欧协议为15%关税+欧方增加对美投资6000亿美元、购买7500亿美元能源产品；中美的谈判结果仍不明朗，双方各自表态，未获得突破性进展。从特朗普最新表态看，全球关税将在15-20%左右，这较比4月的对等关税显著下降风险；关税驱动趋弱。

整体来看，美国经济韧转弱且就业数据大跌，关税对经济及就业市场的冲击逐步显现，美联储9月降息预期增加，同时市场对美国经济衰退担忧再起，对大类资产构成一定压力。

2.2 欧元区方面

欧元区经济指数持续回升，7月欧元区综合PMI为51，较6月回升0.4。其中制造业PMI由49.5回升至49.8，已连续7个月回升。服务业PMI回升0.7至51.2。欧元区消费者信心指数小幅回升，7月欧元区27国消费者信心指数-14.5，较6月回升0.3。通胀有所回升，6月欧元区HICP同比增速由5月的1.9%回升至2.0%，与市场预期的2%持平。核心HICP同比增速与5月的2.3%持平。PPI方面，5月欧元区PPI同比增速由4月的0.7%回落至0.3%，环比增速由4月的-2.2%回升至-0.6%。

7月24日，欧央行宣布三大关键利率维持不变，结束此前连续七次降息的进程。决议声明显示，最新经济和通胀数据“大致符合此前评估”，欧央行重申将继续采取“依赖数据、逐次评估”的方式决定未来利率路径，强调“不会预设特定方向”。

近期美欧达成贸易协议，但对于欧盟成员国而言这不是一份令所有人满意的协议，欧盟内部态度出现较大分歧，法国、德国、匈牙利等国表达了担忧与不满，其他欧盟国家政府对这一贸易协议的反应平淡，情绪低落。

整体来看，欧元区经济在内需驱动下展现一定韧性，同时长期通胀预期仍维持在约2%，核心通胀压力放缓，欧央行暂缓降息，不过欧美关税协议显著增加了贸易成本，将对欧盟汽车、制药行业带来冲击。

2.3 国内方面

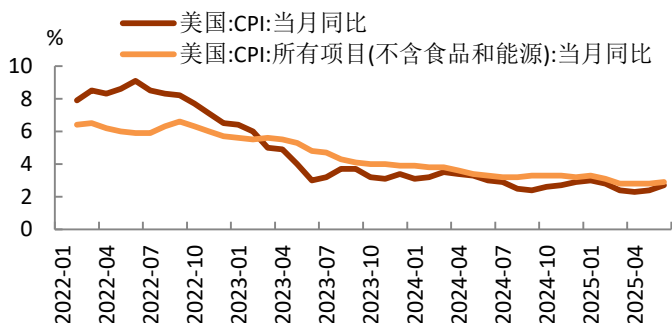
国内2025Q2GDP同比5.2%，较Q1的5.4%小幅下降，二季度实际GDP延续偏高，受益于

出口韧性，以及工业生产、消费增速较高。上半年GDP高增至5.3%，预示着下半年GDP增速即便降至4.7%左右、也能完成全年“5%”的GDP目标。单月看，6月经济指标有所分化，外需和生产反弹，消费和投资走弱。特朗普对等关税延期，6月出口同比5.8%，预期3.2%，前值4.8%，超预期反弹，同时助力6月工业增加值同比6.8%，较前值回升1.0个点，高于市场预期的5.5%。6月制造业投资同比5.1%，较前值回落2.7个点；或受“反内卷”限产以及出口回落预期影响；6月社零同比4.8%，较前值回落1.6个点，低于市场预期的5.6%，以旧换新政策效果边际减弱。前瞻指标看，7月官方制造业PMI为49.3%，比上月下降0.4个百分点，制造业景气水平有所回落，受传统生产淡季，部分地区高温、暴雨洪涝灾害等因素影响。非制造业PMI为50.1%，比上月下降0.4个百分点，仍高于临界点。

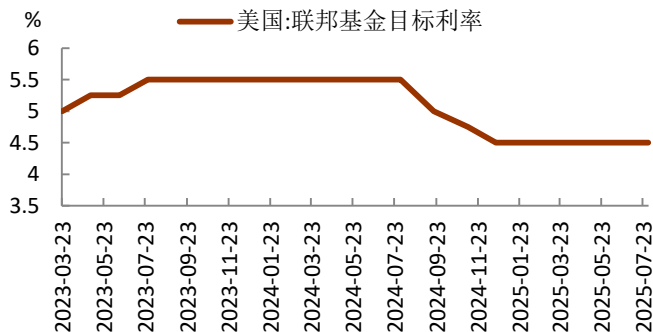
月底政治局会议上，肯定了对上半年的经济工作成果，且对下半年经济工作做了总体部署，提出“保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性”，显示重点转向落实落细现有政策；更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策表述不变，额外提及了提高政府债券资金的使用效率，显示中央进一步加杠杆的概率较低；未提及地产方面表述，提出“高质量开展城市更新”；会议提及“在扩大商品消费的同时，培育服务消费新的增长点”，指向服务消费可能成为下一阶段促消费政策的关键抓手；关于“反内卷”方面，强调“纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化，依法依规治理企业无序竞争，推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为”，相比7月初中财委会议的表述删去了“低价”二字，指向重点行业产能治理的表述更加温和，缓和7月以来商品市场较为激进的乐观预期。

整体来看，国内上半年经济强劲，完成全年经济目标压力减弱。下半年国内财政政策重点在于落实落细，强刺激政策预期减弱，延续“托而不举”，提高内需仍作为首要位置，同时反价格战、去产能及规范政策招商，利好商品市场但未超预期。此外，中美贸易谈判暂未有突破进展，后续仍具不确定性。

图表 2 美国通胀情况

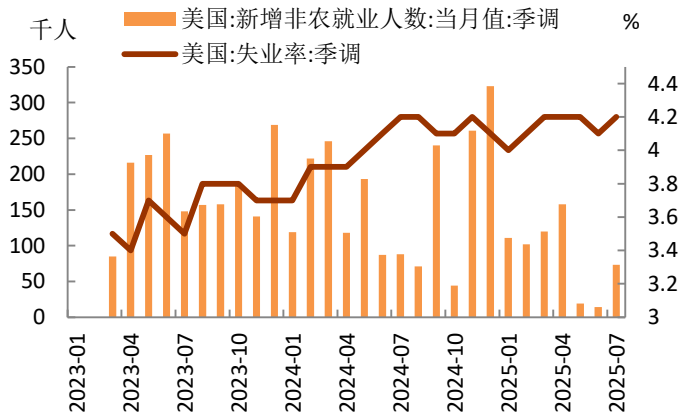


图表 3 美国利率水平

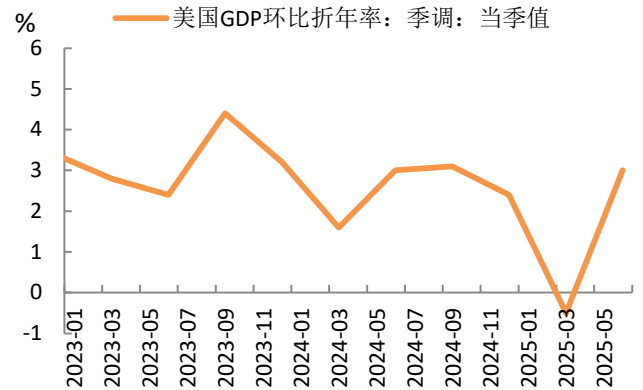


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 4 美国就业市场

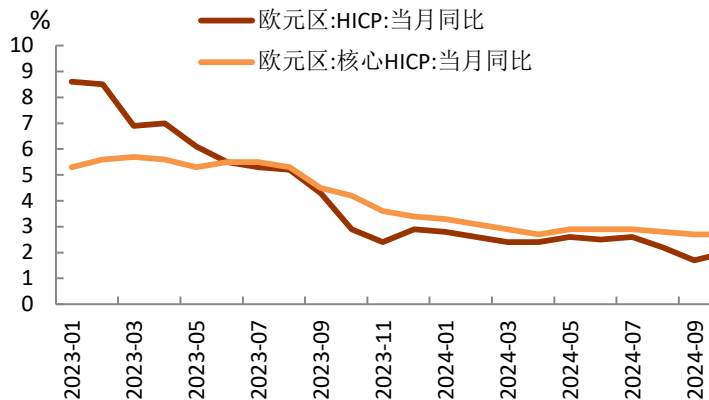


图表 5 美国 GDP

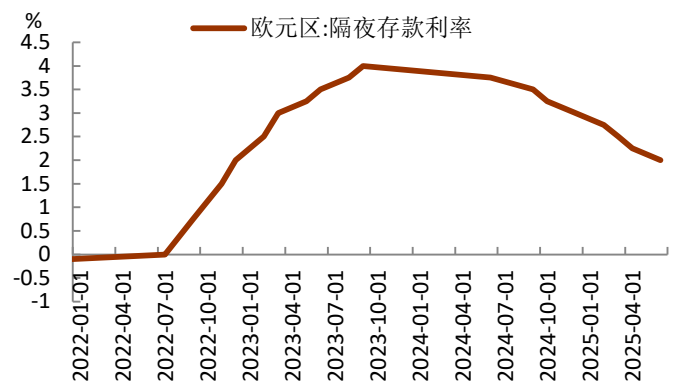


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

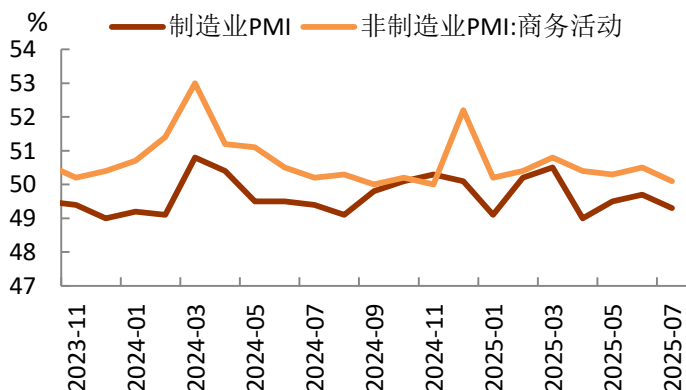


图表 7 欧元区利率水平



数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 8 国内官方 PMI



图表 9 国内 GDP



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

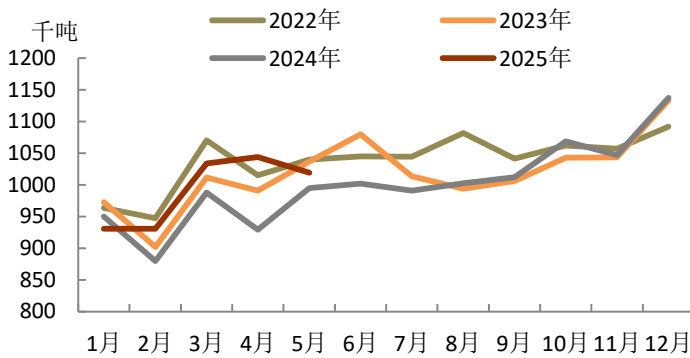
3.1.1 全球锌精矿供应由紧转松

ILZSG: 2025年1-5月全球锌精矿累计产量495.89万吨, 累计同比增加4.58%。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。

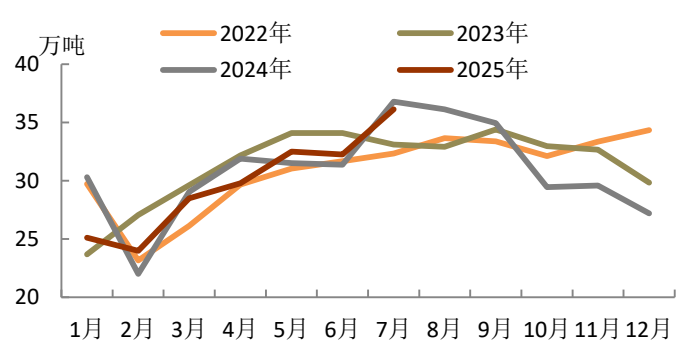
近期部分海外矿企公布二季度财报, 数据显示: 艾芬豪的Kipushi矿2025Q2产量4.18万金属吨, 环比减少2.2%, 主因6月产能瓶颈改造停产9天以及需要处理低品位矿, 同时8月计划进行第二轮阶段设备升级, 停机7天。尽管二季度有扰动, 但全年产量指引18-24万吨不变。Teck 2025Q2锌精矿产量为168, 500吨, 同比增长11%, 由于安塔米纳的产量显著增加, 但红狗的产量同期下降了2%, 因矿石品位较低, 全年锌矿产量指引52.5-57.5万吨不变。Vedanta2025Q2锌精矿金属产量32.2万吨, 同比增加7%。其中Zinc India金属开采产量创历史该季度的新高, 同时Zinc International的Gamsberg矿山的采矿产能提升, 贡献增量。五矿2025Q2锌矿产量56176吨, 同比在呢个价12%, 环比增加9%, 因去年从计划外维护中恢复后, Dugalld River稳定生产, 但品位下降后Rosebery的产量有所回落。Dugalld River年度产量指导维持在17-18.5万吨, Rosebery年度产量指导维持在4.5-5.5万吨。Boliden 2025Q2锌矿产量9.3076万吨, 同比增加46%, 受益于Tara的重启, Garpenberg锌矿品位的环比改善, 以及收购的Somincor和Zinkgruvan两个矿山对产量贡献明显。Newmont2025Q2锌精矿产量6.7万吨, 环比增加13.6%, 同比增加3.1%。BHP的Antamina矿2025Q2锌矿产量40, 415吨, 环比增加55.3%, 同比增加155.2%。South322025Q2锌矿产量1.06万吨, 同比减少39%, 环比减少4%。总的来看, 二季度锌矿产量同比回升较多, 仅个别矿企产量同比减少, 且年度产量指引多维持不变, 显示海外矿山生产较为稳定。全年看, 预计海外锌矿增量在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6月锌精矿产量34.25万吨, 环比减少0.77%, 同比增加2.77%。1-6月累计产量172.09万吨, 累计同比减少2.3%。预计7月产量为36.13万吨, 环比增加12.03%, 基本符合季节性。随着国内新增矿山落地, 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

图表 13 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	3
Buenvista	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		56.6

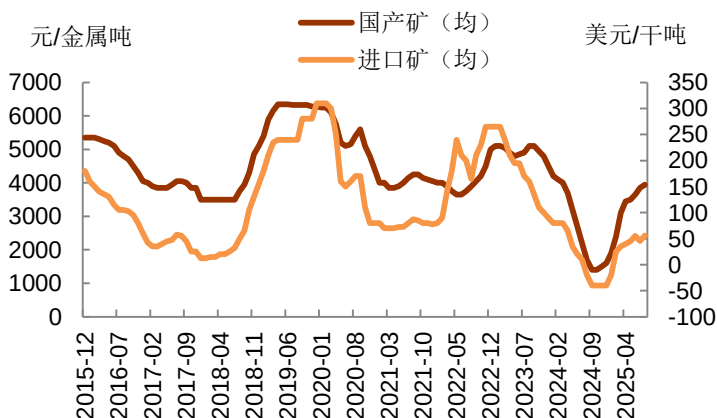
数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

3.1.2 锌精矿加工费维持环比回升，锌矿进口量环比回落明显

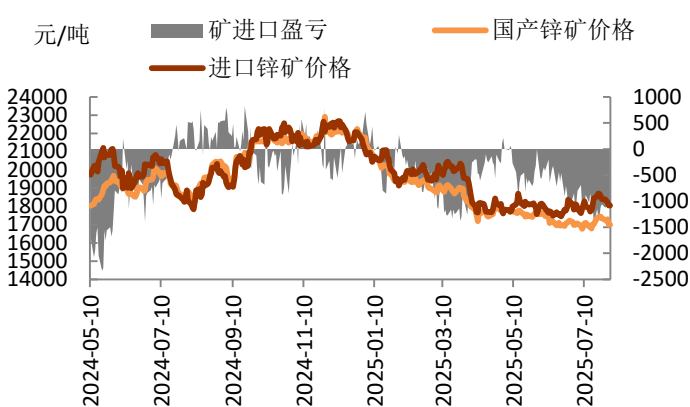
SMM：8月国产锌精矿加工费均值环比增加100元/金属吨至3950元/金属吨；进口锌精矿加工费环比增加10.65美元/干吨至55.97美元/干吨。国内外锌矿供应稳步恢复的背景下，炼厂议价权较高，加工费延续环比抬升，随着随着新增项目如万洋、云铜的稳定生产，原料需求增加，后期加工费涨势或将放缓。

进口情况看，海关数据显示，2025年6月进口锌精矿33万吨，环比下降32.87%，同比增加22.42%，1-6月累计进口量为253.39万吨，累计同比增加47.74%。主要进口国：秘鲁、俄罗斯、澳大利亚、哈萨克斯坦等，6月澳大利亚、南非及巴基斯坦进口量环比降幅较明显。锌矿进口延续亏损态势，叠加炼厂原料储备充足，进口吸引力减弱，环比出口较明显回落，后期看，沪伦比价预计维持偏弱态势，不利于锌矿进口，同时进口加工费涨势弱于国产矿，进口矿吸引力不足，但随着海外矿山持续释放增量，进口诉求依旧偏高，预计锌矿进口量仍有回升可能。

图表 14 内外加工费延续回升

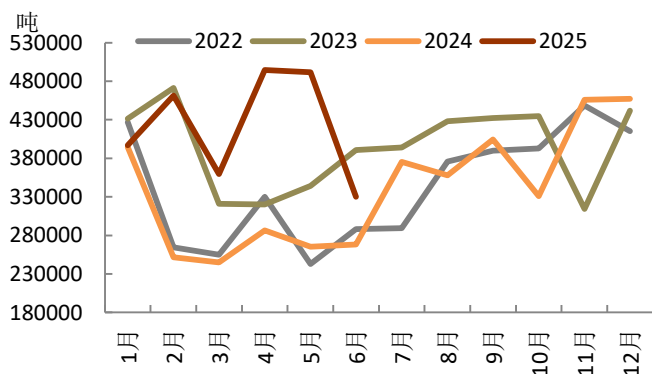


图表 15 锌矿进口盈亏

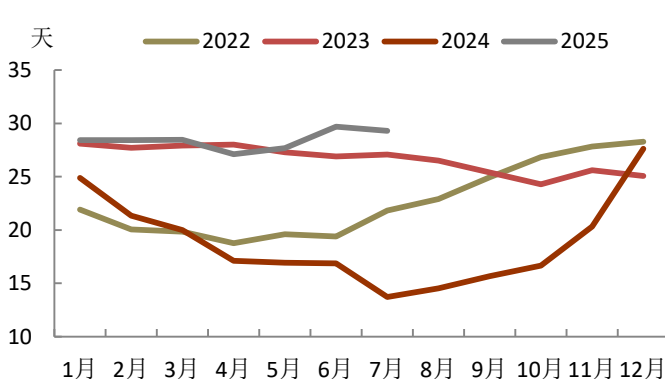


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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

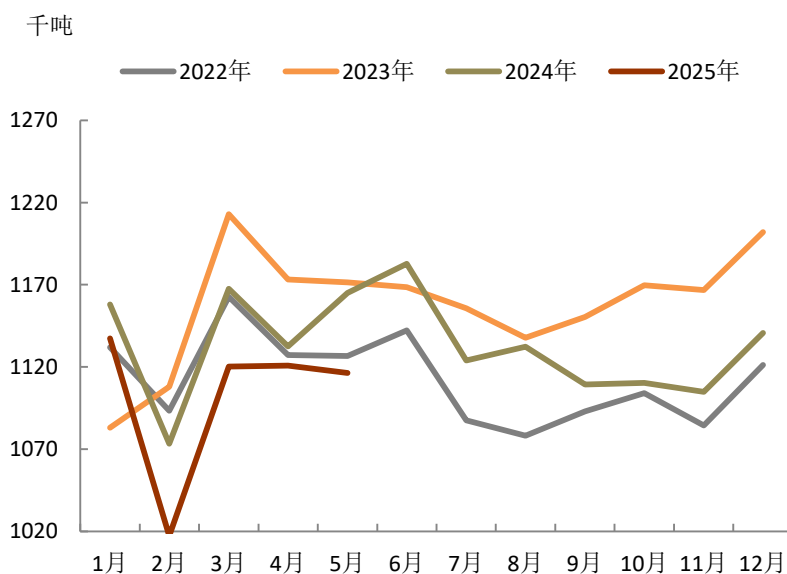
3.2 精炼锌供应情况

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1-5月全球精炼锌累计产量551.2万吨，累计同比减少3.24%。其中，1-5月海外精炼锌累计产量275.4万吨，累计同比减少5.37%；中国累计产量275.9万吨，累计同比减少1%。可见主要降幅来自于海外，源于国内外冶炼厂生产成本具有差异化，海外成本相对较高，叠加今年长协加工费偏低，炼厂多维持偏低负荷开工，同时部分炼厂如：韩国Seokpo、Nyrstar旗下澳大利亚Hobart等不用程度减产，Nexa旗下秘鲁Cajamarquilla炼厂短暂停产等，影响产量；不过Boliden受益于挪威Odda炼厂一季扩建项目正式投产，二季度精炼锌产量同比增加5%，环比增加8%，供应一定增量。

国内冶炼厂生产成本相对更低，且今年加工费及副产品价格较高提供支撑，叠加国内新增项目投产顺利，预计全球精炼锌供应增量主要体现在国内增量，海外炼厂利润受抑的背景下难改低负荷运行。

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 Zinc	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

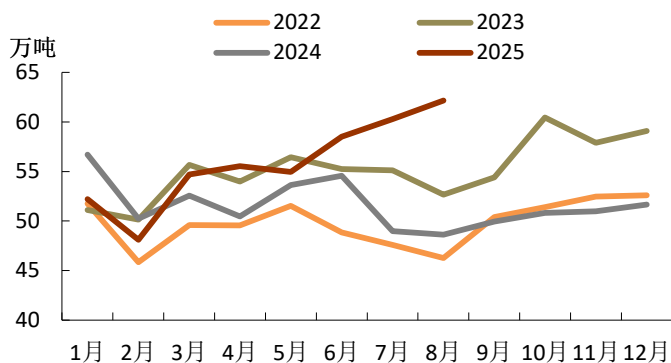
数据来源：新闻整理，铜冠金源期货

3.2.2 1-7 月精炼锌产量略超预期，8 月产量维持在 60 万吨以上

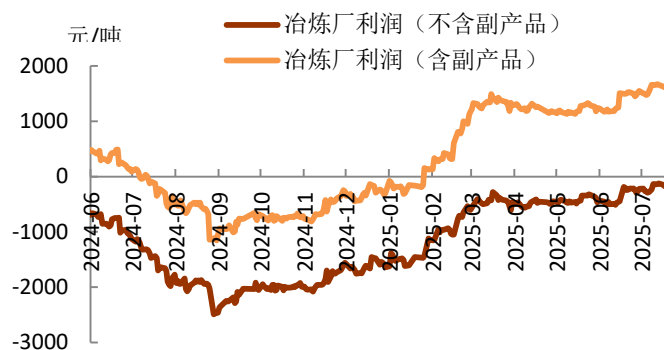
SMM：7 月精炼锌产量 60.28 万吨，环比增加 3.03%，同比增加 23.12%，1-7 月累计产量 384.28 万吨，累计同比增加 4.67%。7 月产量略超预期，原料充裕及利润较好的背景下，仅个别炼厂检修，如广西华锡、赤峰中色锌业，同时，月中复产炼厂较多，如山西耿翔、蒙自矿冶、云南振兴实业等，此外万洋、云铜新投项目产量释放，使得 7 月产量略超预期，环比增加 1.77 万吨。对于 8 月，7 月下旬复产的炼厂将继续贡献增量，同时云南金鼎锌业计划 8 月中旬复产，减产方面，7 月底云南祥云飞龙检修，贡献减量，总体看，预计 8 月产量达 62.15 万吨，环比增加 3.1%。

进口方面，海关数据显示，2025 年 6 月精炼锌进口量 3.61 万吨，环比增加 34.98%，同比增加 3.24%。1-6 月精炼锌累计进口量 19.19 万吨，累计同比下降 13.53%。主要进口国为：哈萨克斯坦、西班牙、印度及澳大利亚等。6 月精炼锌进口量超预期，主要为前期进口锁价的零单到港。自 5 月中下旬，锌锭进口窗口关闭，且 6 月中下旬随着沪伦比价走低，锌锭进口亏损不断扩大至 1500 元/吨附近，零单进口量需求大幅减少，后期进口以长单货源为主，7 月进口量预计环比降至 2 万吨附近。

图表 20 国内精炼锌月度产量

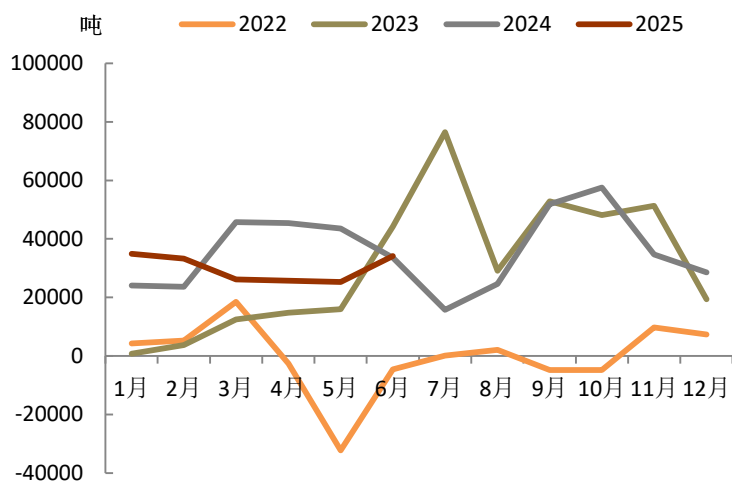


图表 21 冶炼厂生产利润

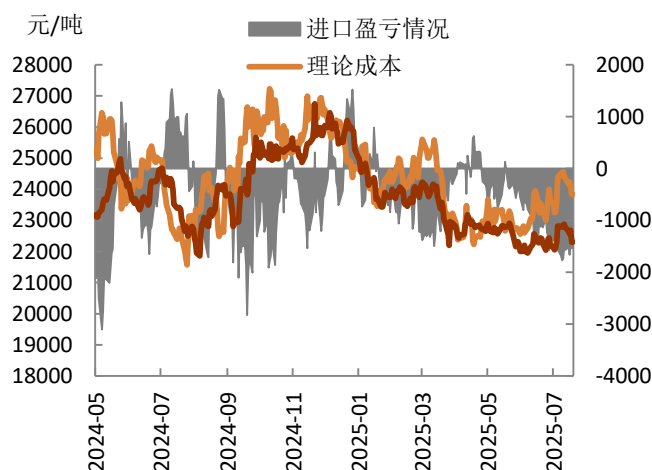


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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. 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	2025 年 6 月 30 日投料生产，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

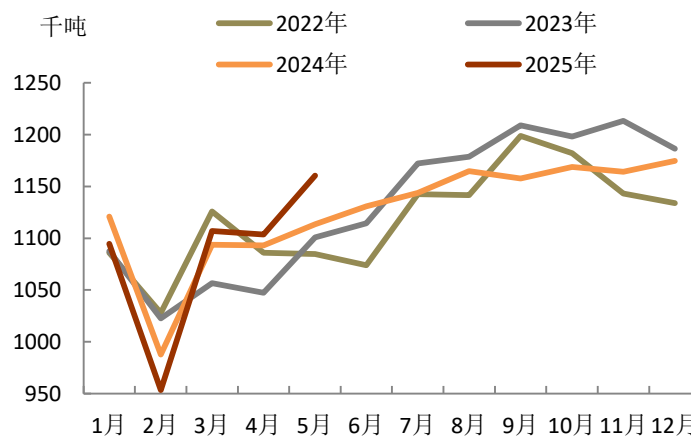
3.3.1 高利率及关税扰动，海外需求承压

全球范围来看，ILZSG数据显示，2025年1-5月精炼锌累计消费量为541.9万吨，累计同比增加0.2%。其中1-5月中国、欧洲、美洲消费量累计同比分别为+1.43%、+0.55%、-6.47%。1-5月供应过剩8.8万吨，而去年同期为过剩21.4万吨，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，高利率的背景下，美国地产周期明显下行，美国7月新房销售折年数62.7万套，不及市场预期的65万套，环比增速为0.6%，同比增速回落0.2个百分点至-6.6%。7月欧元区营建信心指数-3，较6月份减少0.1个点。汽车市场，根据美国商务部的数据，6月美国汽车销量完成129.20万辆，同比下降4.1%，销量同比出现年内第二次负增长，主要受到关税上调导致汽车价格上涨，以及进口车占比较高的日欧品牌汽车销量下降的影响。同时，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。据欧洲汽车制造商协会（ACEA）的数据显示，6月新车销量同比下降5.1%至1,243,732辆，指向欧洲汽车制造商面临较大的全球挑战，包括来自于中国的竞争、美国最新15%的关税、以及加速电动汽车转型的国内法规等。

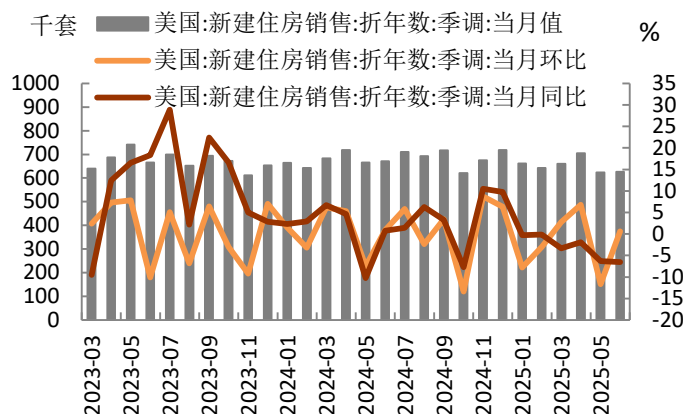
整体来看，美国高利率及关税对地产及汽车行业构成不利冲击，欧盟则面临经济恢复节奏放缓、美国加征15%关税及中国低价的竞争，海外终端消费难有明显好转。

图表 25 全球精炼锌月度需求情况

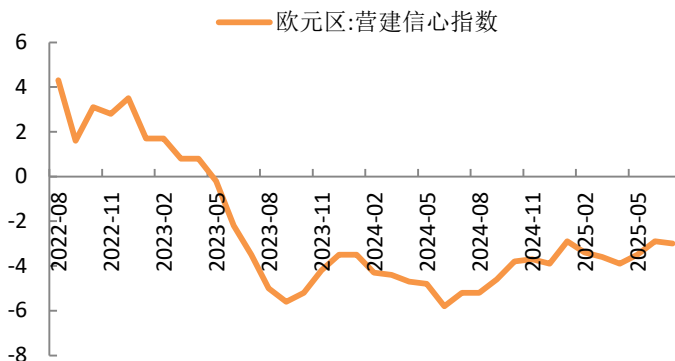


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 26 美国汽车销量情况



图表 27 欧元区营建信心指数



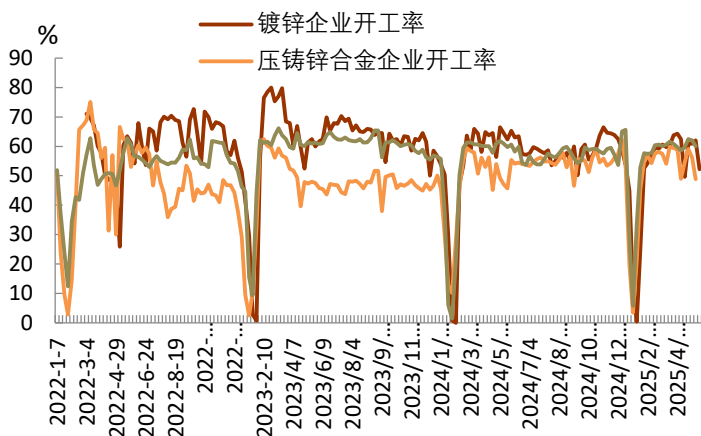
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

3.3.2 初端企业开工季节性偏弱，镀锌出口保持韧性

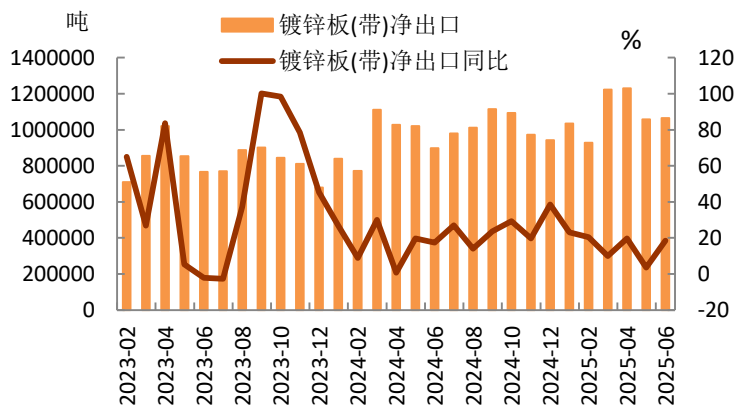
7月消费处于淡季，初端企业开工率维持偏弱，符合季节性，不过在国内反内卷政策预期支撑下，7月中旬黑色系价格低位反弹，带动镀锌板贸易商补库情绪，镀锌企业开工率保有韧性，同时铁塔订单尚可，亦支撑镀锌企业开工；压铸锌方面，月上旬终端订单有韧性，但下旬，华东及华南地区终端需求出现明显下滑，且终端企业畏高，采买减弱，倒逼压铸锌合金企业开工率下调；氧化锌方面，轮胎内销边际减弱，受担忧欧盟及巴西反倾销调查影响，轮胎仍有抢出口的情况；陶瓷类及饲料类订单受终端不足拖累，氧化锌企业开工率维持边际走弱的态势。进入8月，终端消费维持淡季，预计出现企业开工率维持偏弱格局。

海关数据: 2025年6月镀锌板出口量为113.12万吨，同比增加15.36%，环比增加1.51%。1-6月累计出口量为692.32万吨，累计同比增加12.23%。主要出口国为：泰国、菲律宾、韩国及以色列等，越南、印度尼西亚、菲律宾、巴基斯坦等进口量出现明显下滑。随着抢出口低昂单逐步消化，出口增速放缓，同时当前处于东南亚雨季，出口需求存季节性回落特征，6月出口量环比表现微增。对于7月，国内反内卷政策预期发酵，7月中下旬黑色系价格反弹，带动镀锌板价格走强，出口优势减弱，同时马来西亚等国家反倾销影响，预计镀锌板出口量边际减少。

图表 28 国内初端企业开工率



图表 29 镀锌板净出口情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

3.3.3 终端消费分化

传统消费基建板块：国家统计局数据：2025年1-6月狭义/广义基建投资额分别同增4.6%、8.9%，环比1-5月分别-1%、-1.52%，连续三个月增速放缓。细分板块来看，2025上半年电力、热力、燃气及水生产和供应业投资同增22.8%，较前值回落2.6pct；交通运输、仓储和邮政业投资同增5.6%，较前值提升1.6pct；水利、环境和公共设施管理业投资同增3.5%，较前值回落3.7pct。上半年交运投资明显回升，而电力和水利投资回落拖累广义基建投资增速。

6月基建投资边际走弱主要与5月基建类财政支出下滑、高温多雨天气扰动及上游材料价格下滑有关。截至2025年7月18日地方政府专项债累计新增发行约2.39万亿元同增51.8%，占全年额度的54.3%，较上年同期发行节奏加快，但今年用于广义基建的专项债占比37%低于2024全年。从高频数据看，2025年6-7月沥青开工率、水泥发运率略有回升，但高温、台风不断的客观天气，户外施工依旧受限，企业开工仍在低位。

下半年，超长期特别国债和地方政府新增专项债有望加速发行，同时稳增长政策加码的背景下，项目招投标及落地施工节奏有望加快。此外，7月19日，中国雅鲁藏布江下游水电工程宣布正式开工，项目总投资1.2万亿元，建设周期或达10年之久，有望拉动基建中长期建设。

房地产方面：国家统计局数据显示，2025年1-6月地产投资累计同比-11.2%（前值-10.7%）。新开工、施工、竣工、销售面积累计同比为-20%（前值-22.8%）、-9.1%（前值-9.2%）、-14.8%（前值-17.3%）、-3.5%（前值-2.9%）。投资、销售降幅扩大，但新开工、竣工降幅有所收窄。

6月，70个大中城市新建商品住宅价格指数同比下跌3.70%。其中，一线城市新建商品住宅价格指数同比下跌1.40%，二线城市同比下跌3.00%。70个大中城市二手住宅价格指数同比下跌6.10%。其中，一线城市二手住宅价格指数同比下跌3.00%，二线城市同比下跌5.80%指向地产量价均再度下行。

政策端维持积极但小幅不及预期，7月14日至15日，中央城市工作会议部署城市工作七项重点任务，其中提及加快构建房地产发展新模式，稳步推进城中村和危旧房改造，但是没有提出涉及政府资助形式的棚改货币化，地产端政策延续托而不举。月度政治局会议中，对房地产板块的着墨也较少。

整体看，中央层面明确“稳地产”的要求，同时政策导向倾向于建设好房子和高品质住房，政策偏积极的基调不改，但受制于居民加杠杆意愿未有质的扭转、房企融资阻点较多，预计地产磨底周期较长。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，2025年6月汽车产销分别完成250.7万辆和255.2万辆，环比分别增长5.7%和5.6%，同比分别下降2.1%和2.7%。1-6月，汽车产销分别完成1389.1万辆和1404.7万辆，同比分别增长4.9%和6.1%，产销增速较1-5月分别收窄1.7个和2.2个百分点。其中，6月新能源汽车产销量分别为126.8万辆和132.9万辆，同比在呢个价26.4%和26.7%。1-6月产销量分别为696.8万辆、693.7万辆，分别增长41.4%和40.3%。出口方面6月，汽车出口59.2万辆，环比增长7.4%，同比增长22.2%。1-6月，汽车出口308.3万辆，同比增长10.4%。

上半年，在以旧换新政策支撑下，内销市场改善明显，同时车企新品供给丰富且多地举行车展，刺激市场需求；同时，关税担忧带动企业抢出口，亦对汽车产销构成利好支撑，不过新能源汽车出口增速略有放缓。下半年，作为稳增长扩内需的核心产业，政策端保持积极，为内需提供保障，同时车企新品供给增多，丰富消费者采买需求。出口方面，中美关税再度延期，贸易壁垒担忧放缓，不过高基数的背景下，出口增速或有下调，但程度相对有限，总体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1-6月空调累计产量16329.6万台，同比增长5.5%。1-6月冰箱累计产量5064.2万台，同比持平。1-6月洗衣机累计产量5860.4万台，同比增长10.3%。1-6月彩电累计产量9187.1万台，同比下降5.5%。出口方面，1-6月空调累计出口4105万台，同比增长6.8%。1-6月冰箱累计出口4051万台，同比增长1.8%。1-6月洗衣机累计出口1684万台，同比增长3.9%。1-6月液晶电视累计出口4853万台，同比下降2.5%。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。同时，企业抢出口情况显著，出口保持较好的同比增速。

产业在线8月排产数据看，空调、冰箱、洗衣机排产同比增速分别为-2.8%、-9.5%、-3%。其中，空调8-10月内销排产同比增速均为负，但降幅逐步收窄，同比降幅较大，主因二季度排产较高导致部分消费前置，不过多地高温且以旧换新第三批资金下达提供支撑，降幅低于预期。不同于内销改善态势，出口延续5月以来的下行压力，主要受关税政策落地后补库告一段落，以及东南亚地缘风险导致需求回落。冰箱及洗衣机均受618导致需求透支的影响，同时同时部分冰箱企业在8月高温天气延长假期，内销排产同比降幅明显；出口受去年高基数及关税政策影响，排产增速亦呈现负增长。

整体来看，7月第三批超长期特别国债资金690亿元，剩余资金将在10月份下达。受资金“限额”的管理模式及上半年透支部分需求，家电内销增速边际放缓，同时受海外补库告一

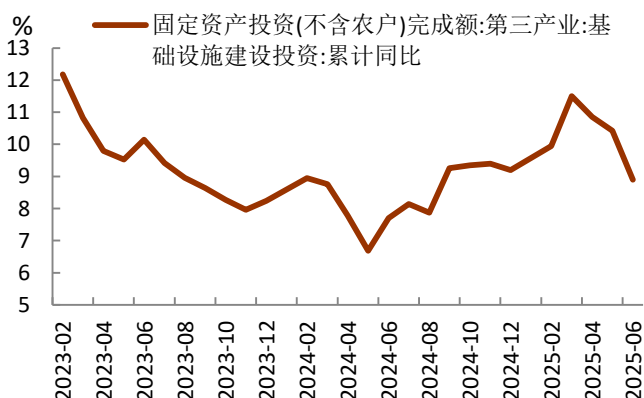
段落及关税政策影响，出口增速亦面临下滑。

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。

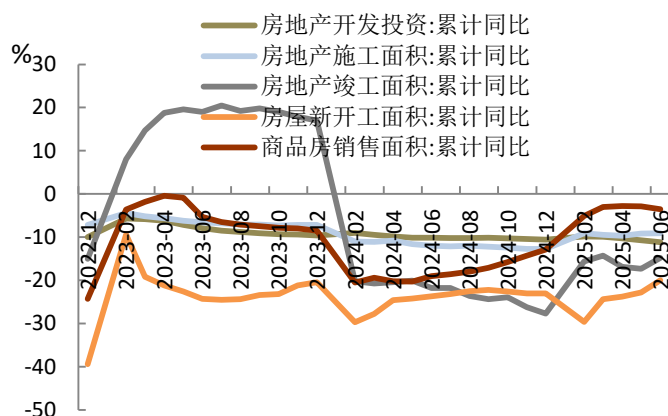
根据国家能源局数据，6月新增光伏装机规模为14.38GW，同比下降38.4%，环比下降84.6%。1-6月全国累计光伏装机容量为212.2GW，同比增长107%。“531”政策带来的抢装潮已完全结束，而136号衔接文件，部分省市暂未发布，项目收益率不能明确的情况下，部分项目推迟建设，6月光伏新增装机量环比同比均出现较大降幅。7月初，围绕光伏行业“反内卷”，顶层信号密集释放，市场对后续围绕光伏行业低价竞争、落后产能出清等焦点问题出台强力行政干预的预期大幅升温，有望推动行业稳步健康的增长。在此背景下，中国光伏行业协会将2025年我国光伏装机预测上调，由215-255GW上调至270-300GW，下半年有望带动锌消费增长10-16万吨。

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6月新增风电装机5.11GW，1-6月新增风电装机容量5139万千瓦。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，江苏、广东、浙江等地的深远海项目集中并网，叠加海南万宁漂浮式项目一期投产，海上风电项目加速推进，进一步利好行业发展。

图表 30 基建投资增速有望回暖

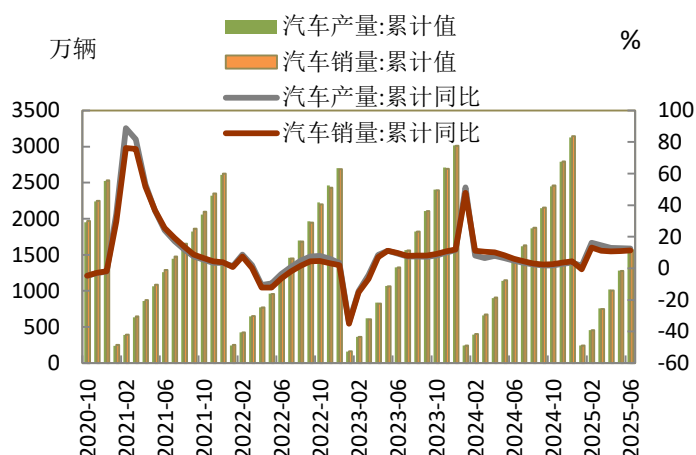


图表 31 地产主要指标依然疲软

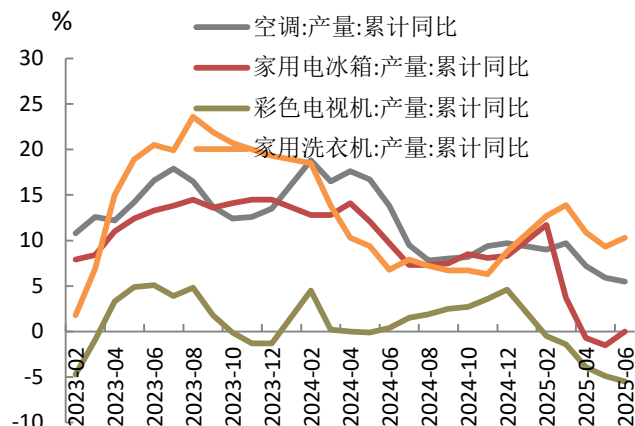


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 32 汽车产销情况

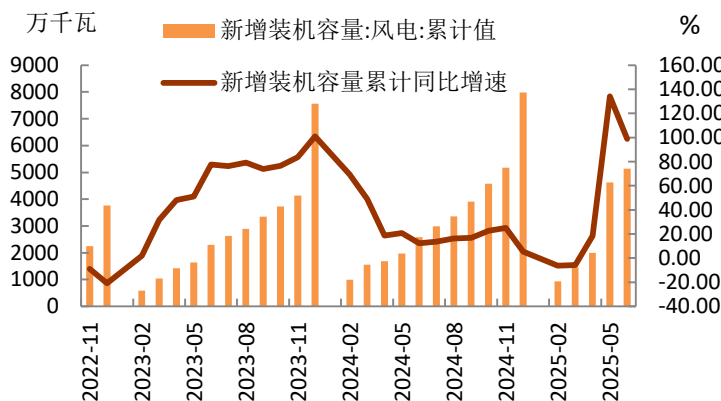


图表 33 白色家电产量情况

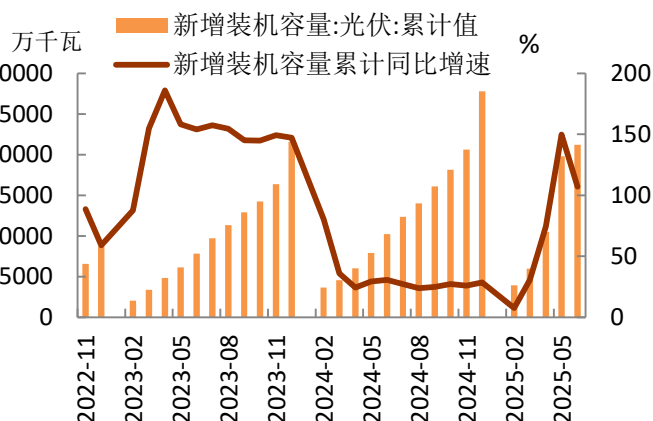


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 34 风电新增装机量情况



图表 35 光伏新增装机量情况



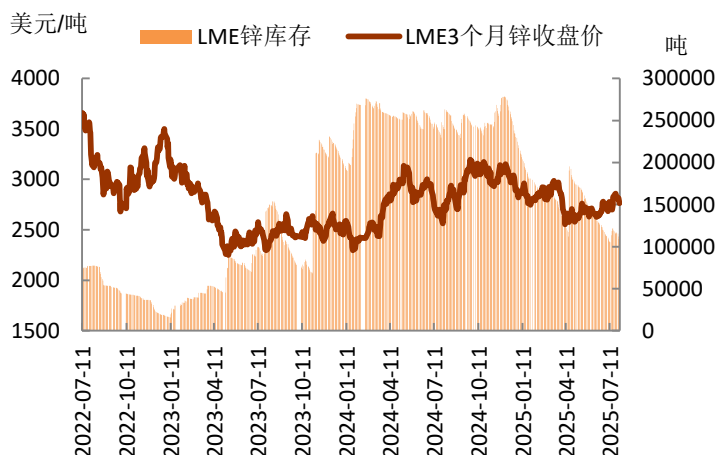
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

3.4 海外库存延续高位回落，国内小幅累库

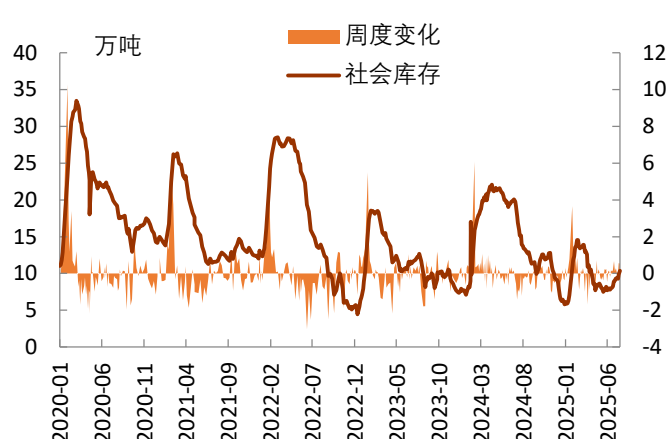
7月LME库存先增后减，截止至7月31日，库存为104800吨，月度减少12675吨。LME库存较年初已有明显回落，且绝对量不高，叠加海外仓单相对集中，月中及月下旬，伴随海外LME0-3现货结构走强，市场担忧伦锌出现挤仓，内外锌价在资金推动下反弹。不过挤仓担忧持续性不强，未能带动内外锌价连续大幅上涨。但当前库存压力有限，且仓单亦集中的背景下，伦锌仍具挤仓基础，后期不排除再度出现流动性担忧助力锌价走势的情况。

7月社会库存缓慢累增，截止至7月31日库存回升至10.32万吨，月度增加2.26万吨。一方面，下游处于消费淡季，低位补库持续性不足，另一方面，月下旬，锌价低位反弹，抑制下游刚需，库存日期累库。不过受炼厂直发及产业链延长等影响，累库节奏缓慢且累库量偏低，绝对库存量依旧维持在同期低位。对于8月，预计月上旬库存将维持季节性累库，但量级相对有限，月下旬随着下游刚需补库，累库有望逐步结束。

图表 36 LME 库存延续高位回落



图表 37 国内小幅累库



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

四、总结与后市展望

宏观面看，美国就业急刹车且经济数据走弱，关税影响显现，市场对美国经济衰退担忧再起，同时押注美联储9月降息概率增加。国内下半年经济压力减轻，政治局会议表述温和，反内卷相关政策未超市场预期，宏观环境趋于平稳。

供应端，海外锌矿生产大多保持稳定，国内矿山产量也在稳步释放。8月国内外锌加工费延续回升态势，炼厂利润因此进一步提升，生产积极性较高；叠加新增产能进入爬产阶段，预计8月精炼锌月度供应量环比将增加1.2万吨，供应端呈现增长趋势。

需求端呈现分化特征，高温与暴雨天气拖累基建项目建设，雅江工程提振消费预期，但分摊到年度消费中，实际拉动作用有限。以旧换新政策透支了部分需求，但中美关税延后，汽车及家电领域的锌消费边际减弱但具一定韧性。风电行业及镀锌产品出口对需求构成支撑，不过光伏增速放缓，叠加地产持续弱势，对需求形成拖累。

整体来看，国内政策预期落地，但海外经济担忧再起，市场风险偏好转弱。锌矿向锌锭的传导过程顺畅，供应端延续增长态势，而消费两亮点不足，基本面偏弱的格局未改，产业高位套保需求对锌价形成压制。不过，LME锌交割仓单集中度较高，具备较好的挤仓基础，资金面影响下，对锌价形成托底或延缓跌势。总体预计8月沪锌主力走势呈现震荡偏弱格局，反弹沽空思路。

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。