

2025年2月10日



宏观因素放大波动

锌价宽幅震荡

核心观点及策略

- 宏观面看，美联储暂停降息及特朗普关税政策扰动影响，美元维持高位波动。国内经济修复斜率放缓，叠加中美关税政策博弈加大，市场期待两会释放更多利好政策。
- 供应端看，锌精矿供应改善，内外加工费涨势快于预期，炼厂原料库存修复至2023年同期水平，提产阻力减弱。1月精炼锌环比增量不及预期，2月生产日较少，预计环比减少至47.71万吨，回落至50万吨下方。受利润不佳拖累，原料供应提升尚未明显传导至冶炼端。进口方面，当前沪伦比价不利于锌锭进口，进口货源冲击压力有限。
- 需求端看，终端消费分化不改，以旧换新政策延续利好汽车及家电，资金改善预期提振基建投资，风光年末装机放量，镀锌板出口保有韧性，地产缓慢修复。受政策加码及抢出口因素影响，节前消费韧性较强，初端企业放假周期较往年偏少，季节性累库低于预期，节后下游有望补库。
- 整体来看，关税扰动及国内政策释放均存不确定性，宏观情绪仍有反复。利润压制，矿端转松暂未兑现至冶炼端，且进口窗口关闭，供应压力可控，节后消费回升，以及政策加码支撑，下游补库预期仍存，基本面边际改善。预计锌价企稳后宽幅震荡，区间23000-25000元/吨。
- 风险因素：宏观风险超预期，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	5
三、锌基本面分析	7
3.1 锌矿供应情况.....	7
3.1.1 2024 年锌精矿恢复远不及预期，2025 年理论增量可观	7
3.1.2 锌矿供应严峻形势缓解，加工费延续回升	9
3.2 精炼锌供应情况.....	10
3.2.1 2024 年海外锌冶炼减复产并存，2025 年关注新建及扩建项目	10
3.2.2 1 精炼锌月度产量不及预期，进口利润欠佳制约进口流入	11
3.3 精炼锌需求情况.....	13
3.3.1 关税政策或扰动锌消费修复节奏	13
3.3.2 初端企业开工将季节性回落，镀锌板出口延续强劲表现	14
3.3.3 政策进一步加码，终端消费中性乐观	15
3.4 海外库存高位回落，国内季节性累库量偏低.....	18
四、总结与后市展望	18

图表目录

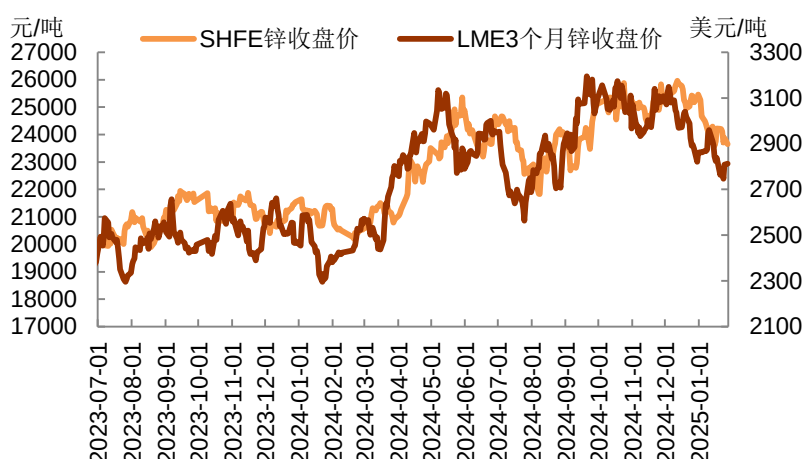
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势	4
图表 2 美国通胀情况.....	6
图表 3 美国利率水平	6
图表 4 美国就业市场.....	6
图表 5 欧美 PMI 数据.....	6
图表 6 欧元区通胀情况.....	6
图表 7 欧元区利率水平.....	6
图表 8 国内 PMI 数据.....	7
图表 9 国内 GDP 情况.....	7
图表 10 2025 年海外锌矿产量增减情况（万吨）	8
图表 11 2025 年国内锌矿新增情况（万吨）	8
图表 12 全球锌矿月度产量情况.....	9
图表 13 国内锌矿月度产量情况.....	9
图表 14 内外矿加工费降至极低水平.....	9
图表 15 锌矿进口盈亏.....	9
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.....	10
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）	12
图表 25 全球精炼锌月度需求情况.....	13
图表 26 美国新建住房销量.....	13
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.....	17
图表 36 白色家电产量情况.....	17
图表 37 风电新增装机量情况.....	17
图表 38 光伏新增装机量情况.....	17
图表 39 LME 库存高位回落	18
图表 40 国内累库低于同期.....	18

一、锌市场行情回顾

2025年1月沪锌主力期价呈现震荡下行的走势，主要受宏观面驱动。临近特朗普执政，市场担忧加征关税政策，市场风险偏好回落。同时美联储1月暂停降息预期强化，美国12月 ISM 制造业 PMI 超预期及前值，均利好美元，1月13日美元指数一度突破110美元/吨一线，锌价走势承压。此外，国内春节长假临近，下游自1月中旬陆续放假，现货采买减弱，贸易商年末甩货轻仓，叠加节前资金避险情绪升温，现货升水崩塌，沪锌加权持仓回归正常水平，基本面边际转弱。在宏观微观利空共振下，沪锌震荡下行支撑，截止至1月27日，主力期价收至23655元/吨，月度跌幅7.09%。

伦锌重心延续下移，期价走势跟随特朗普关税政策及美联储降息的预期反复摇摆，但市场风险偏好谨慎大方向相对确定的背景下，伦锌不改重心下移的趋势，截止至1月31日期价收至2747.5美元/吨，月度跌幅8.08%。

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

美国经济及就业数据喜忧参半，2024年四季度实际GDP增速为2.3%，增速小幅放缓且低于市场预期。不过，1月制造业PMI为50.9，高于前值及预期值，且自2022年10月以来首次升于荣枯线以上，显示特朗普上台后对美国的制造业企业的信心有所增强。美国1月非农就业人数增加14.3万人，为三个月最低水平，预期为17万人，去年12月和11月合计上修10万人。1月失业率为4%，预期为持平于4.1%。1月平均时薪环比增长0.5%，同比增长4.1%，均高于预期和前

值。通胀方面表现温和，12月核心PCE同比为2.8%、与前值持平、符合预期。最新的利率会议上，美联储维持主要利率在4.25%-4.5%的区间不变，符合预期。态度偏鹰，政策声明删除“通胀朝着目标取得进展”，鲍威尔也表示通胀仍然在一定程度上偏高，前瞻性指引表态模糊。

1月20日特朗普正式上台执政，春节期间加快兑现加征关税的承诺，宣布2月1日起对加拿大、墨西哥均加征25%的进口关税，其中对加拿大能源产品的关税幅度为10%；同时宣布对我国加征10%的关税，并威胁对欧盟也将征收关税。不过2月3日称对墨西哥与加拿大的关税暂停一个月执行。

整体来看，美国经济就业具韧性且通胀温和，支持美联储暂停降息。特朗普上台以来，关税政策反复，谈判筹码性质较明显，落地节奏仍有变数，不过关税政策抬升通胀的担忧仍，美元维持高位，风险资产承压。

2.2 欧元区方面

2024年Q4欧元区GDP环比增长0.0%，低于市场预期的0.1%，前值0.4%；同比增速0.9%，低于预期值1%，前值0.9%。在GDP增速放缓的背景下，欧央行于1月的货币政策会议上下调三大政策利率，符合市场预期；同时会议重申未来降息仍会遵循“数据依赖”策略。不过从最新的经济前瞻指标看，欧元区经济呈现复苏迹象，1月制造业PMI终值为46.6，预期46.1，初值46.1，前值45.1。德英法经济均修复，其中德国1月制造业PMI终值为45，创8个月新高，预期44.1，初值44.1，前值42.5。法国1月制造业PMI终值为45，为去年6月以来新高，预期45.3，初值45.3，前值41.9。同时，去通胀进程有所放缓，1月CPI初值同比升2.5%，预期升2.4%，前值升2.4%；环比降0.3%，前值升0.4%。不过市场依然认为欧央行后续仍将维持宽松路径，预计3月份继续降息25BP，全年降息或将达到100BP。

整体来看，欧央行1月延续降息，符合预期。尽管近期欧元区经济出现复苏迹象，但复苏节奏及持续性不确定，同时特朗普加征关税风险增加，预计欧央行维持宽松的货币政策，3月将再度降息25BP。

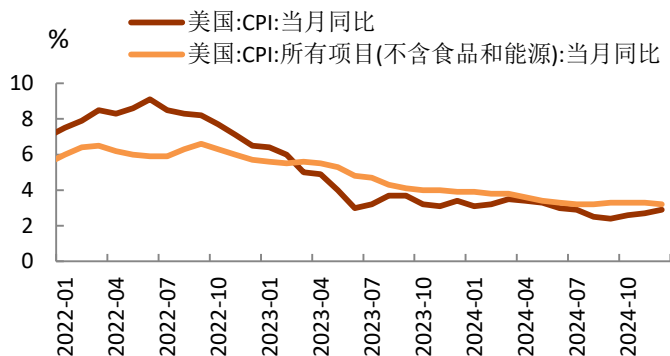
2.3 国内方面

国内经济修复放缓，1月官方制造业PMI为49.1%，较前值回落1.0个百分点，回落幅度大于季节性，时隔3个月再度降至收缩区间。非制造业PMI回落2.0个百分点至50.2%，其中服务业PMI、建筑业PMI分别回落1.7、3.9个百分点，在2024年12月“意外”大幅反弹后再度回落。受春节假日、企业员工集中返乡等因素影响，经济修复斜率放缓。从春节假期重点跟踪数据来看，出行、消费经济依然表现稳健，后期经济仍有回暖预期。根据携程旅游数据显示，春运期间境内搜索指数同比增长15%，出境搜索指数同比增幅达51%；零售和餐饮企业销售额比2024年同期增长5.4%；受益于以旧换新政策的推动，商务部商务大数据监测重点监测零售企业家电、通讯器材销售额同比增长10%以上；春节档电影票房创下新的历史纪录。伴随着特朗

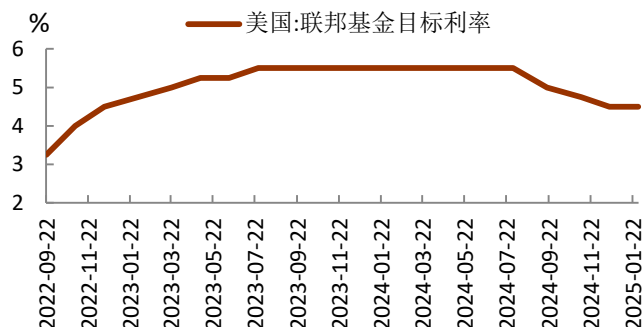
普正式执政，对我国加征关税举措不断发酵，我国出台相应反制措施，对进口的部分美国产品如原油、皮卡等加征10%关税；对煤炭、液化天然气加征15%关税，并对钨等25种稀有金属产品进行出口管制。

整体来看，春节因素影响下，经济修复斜率放缓。假期间各项指标中性偏好，中美关系扰动增加，美国对中国提高关税的大方向不变，或呈现渐进式、分类别加征的措施。此外，临近国内政策落地及效果观察期，关注关税冲击对后期政策的影响。

图表 2 美国通胀情况

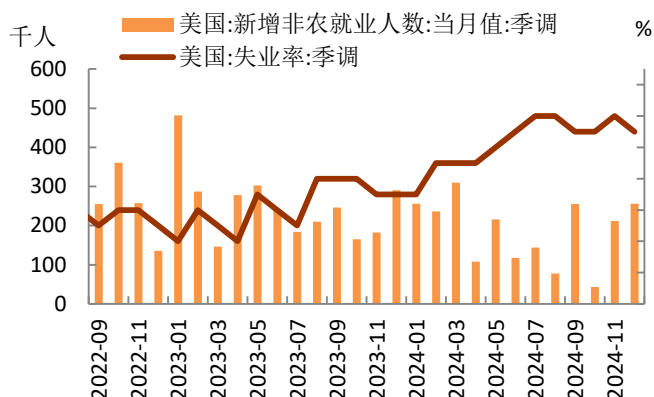


图表 3 美国利率水平

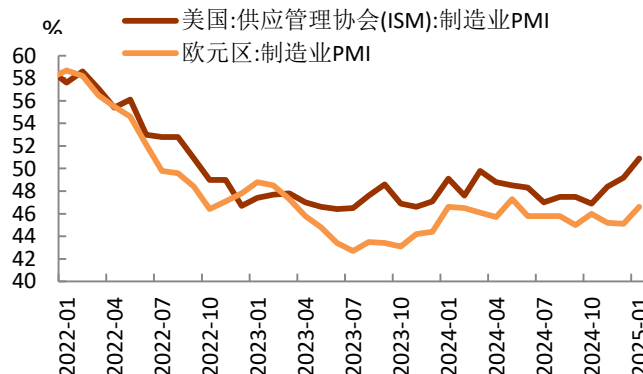


数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 4 美国就业市场

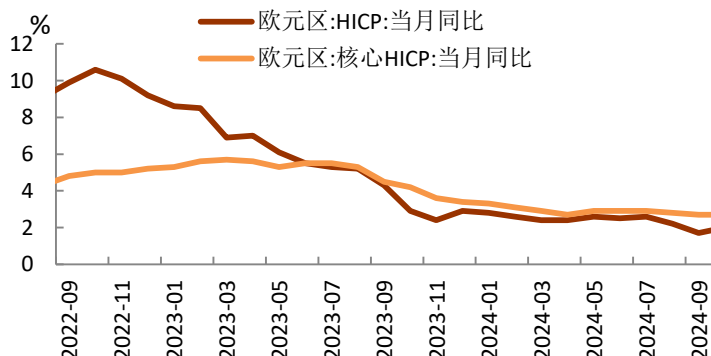


图表 5 欧美 PMI 数据

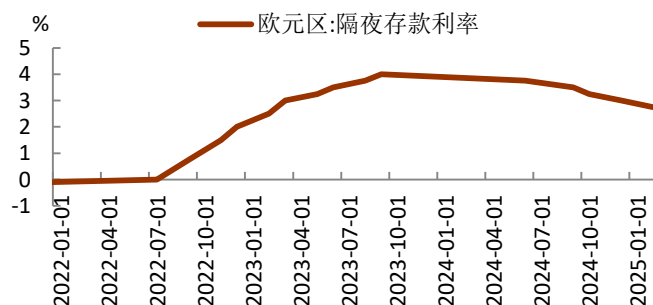


数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

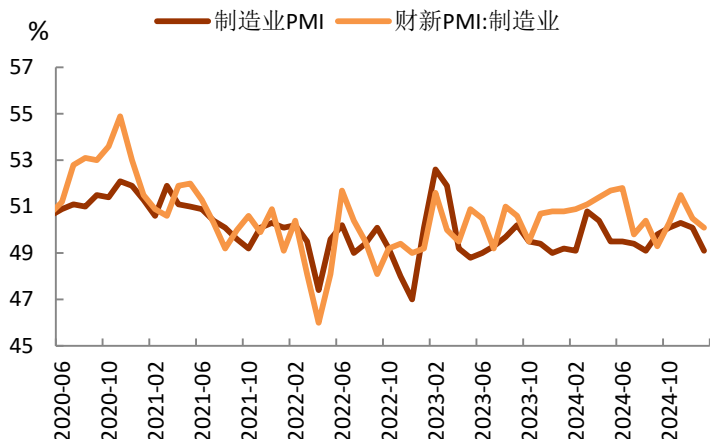


图表 7 欧元区利率水平

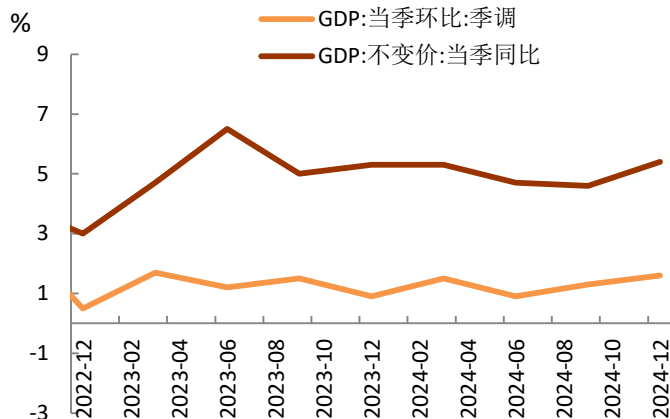


数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

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 2024 年锌精矿恢复远不及预期，2025 年理论增量可观

ILZSG：2024年11月全球锌精矿产量105.57万吨，环比增加3.42%，同比增加1.04%。1-11月累计产量1072.4万吨，累计同比减少3.34%。其中，海外累计产量718万吨，同比减少3.74%。中国累计产量354.4万吨，同比减少2.5%。全年看，预计2024年海外锌精矿减量2.15万吨，远不及2024年年报中我们预计的增量20-25万吨。主要受：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。展望2025年，伴随着新增项目的逐步释放、采矿方式的改变及复产矿山的恢复，海外锌精矿增量较为可观。预估海外锌精矿理论增量在60-65万金属吨。

国内方面，SMM：2024年12月锌精矿产量27.19万吨，环比减少8.1%，同比减少8.9%，产量下滑符合季节性。全年累计产量370.14万吨，累计同比减少1.7%或6.5万吨。展望2025年，火烧云、鑫湖矿业及银珠山项目产量将继续释放，还有一些前期扩产矿山爬产及复产，锌精矿供应有望进一步改善，全年预计锌精矿增量在9万吨左右。

总体而言，2025年为全球锌精矿供应恢复的年份，潜在增量在72万吨左右，其中海外为63万吨，国内9万吨。不过考虑到近年海内外锌精矿市生产干扰因素众多，且新项目爬产及投产进程较为曲折，以及存量矿山普遍面临品位下滑的现象，不排除实际增量兑现再度不及预期的可能，中性预计海外50万吨，国内9万吨。

图表 10 2025 年海外锌矿产量增减情况（万吨）

矿山	国家	2024 年变化	2025 年变化
Kipushi	刚果	6	10
迈蒙矿	米尼加	0.5	2
Ozernoye	俄罗斯	5	10
Bowdens Silver	澳大利亚	0	0.5
Vares 银矿	波斯尼亚	3.5	5.5
Buenavista	墨西哥	5.4	3.6
Peñasquito	墨西哥	14	
Kazzinc	哈萨克斯坦	3	
Neves-Corvo	葡萄牙	-0.7	1
Aripuanã	巴西	2	1.5
Lalor	加拿大	0.7	
Endeavor	澳大利亚	0	5
Tara	爱尔兰	1	9
Dugald River	澳大利亚	2	
Gamsberg	南非	2.45	
Aljustrel 铅锌矿	葡萄牙	-7.5	5.5
Antamina	秘鲁	-23	21
Gordonsville 和 Cumberland	美国	-4.6	
Myra Falls polymetallic	加拿大温哥华	-3.5	
Broken Hill	澳大利亚	-5	
San Cristobal、Carahuacra 和 Ticlio	秘鲁	-0.9	1
Century zinc	澳大利亚	-1	1
Minera Tizapa	墨西哥	-1.5	-2.7
Red Dog	美国		-6
合计		-2.15	67.9

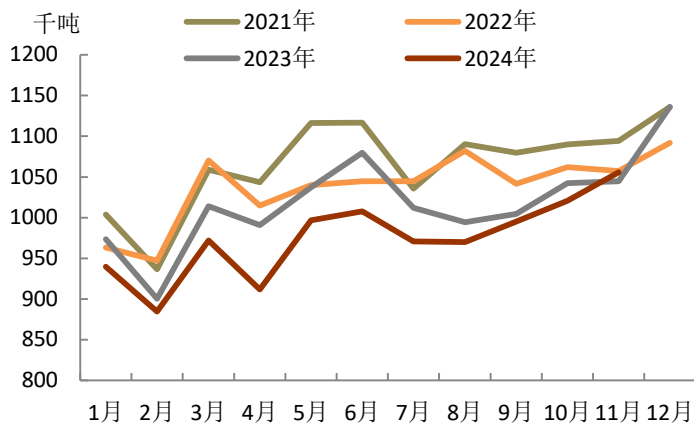
数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 11 2025 年国内锌矿新增情况（万吨）

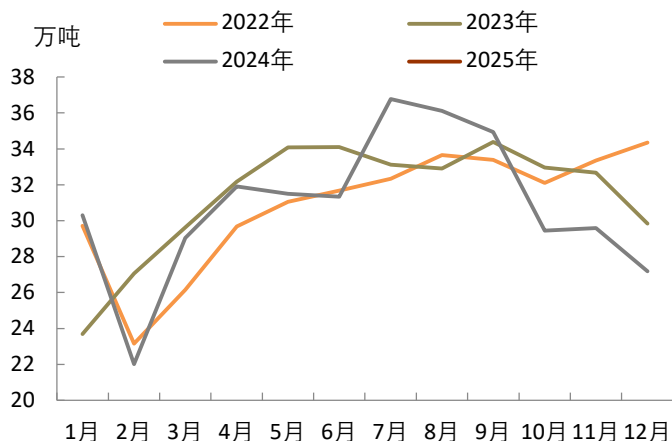
矿山	省份	2025 年变化
火烧云	新疆	5
银珠山	江西	2
鑫湖矿业	西藏	2
合计		9

数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 12 全球锌矿月度产量情况



图表 13 国内锌矿月度产量情况



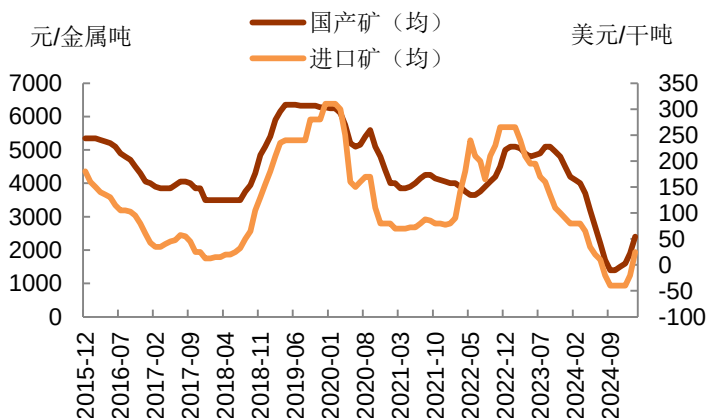
数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

3.1.2 锌矿供应严峻形势缓解，加工费延续回升

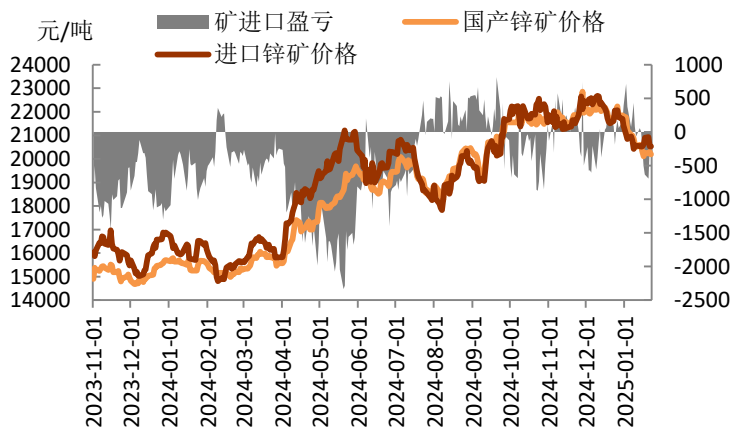
根据 SMM 数据看，2025 年 2 月内外加工费均值分别报 2400 元/金属吨和 25 美元/干吨，环比分别增加 500 元/金属吨和 45 美元/干吨。受益于新年长单执行，炼厂原料库存得以有效补充，1 月库存增加至 28.43 天，回归近年中位数水平。同时临近年度长协谈判，矿冶博弈下，加工费延续回升，且回升增速略超预期。

进口情况看，海关数据显示，2024 年 12 月锌精矿进口量 45.73 万实物吨，环比增加 0.14 万实物吨（+0.31%），同比增加 1.54 万实物吨（+3.49%），进口国主要来自澳大利亚、秘鲁、南非、墨西哥等。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%）。12 月中下旬锌精矿进口开启，炼厂年底备货积极驱动进口矿增加，叠加前期锁单货源流入，进口量环比小幅增加。进入 2025 年 1 月，进口窗口持续打开，加之炼厂原料库存重塑积极性不减，到港锌矿持续增加，预计进口量维持高位。

图表 14 内外矿加工费降至极低水平

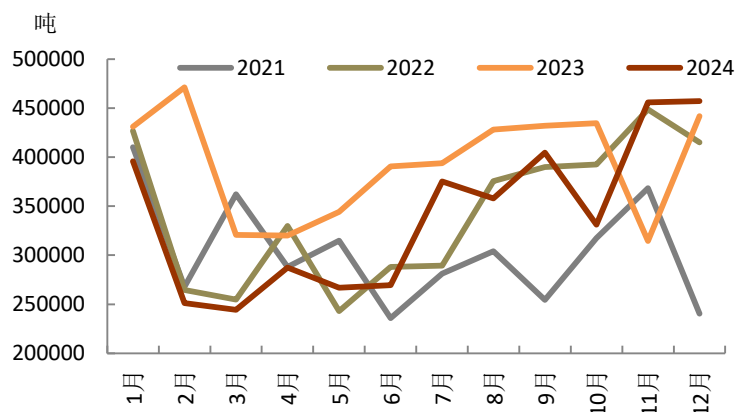


图表 15 锌矿进口盈亏

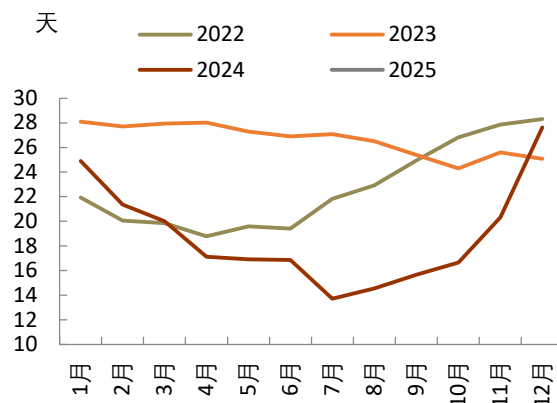


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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

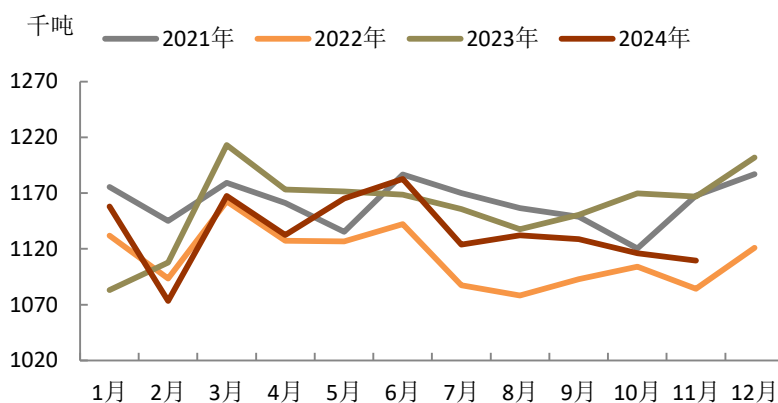
3.2 精炼锌供应情况

3.2.1 2024 年海外锌冶炼减复产并存, 2025 年关注新建及扩建项目

全球范围来看, ILZSG 数据显示, 2024 年 11 月精炼锌产量 110.94 万吨, 环比减少 0.6%, 同比减少 4.91%。1-11 月累计产量 1249 万吨, 累计同比减少 1.63%。其中, 欧洲、美洲、中国产量累计同比分别为 -12.7%、-3.24%、-3.3%。

2024 年受炼厂减产及新建扩建延后的影响, 削弱了 2024 年海外精炼锌过剩的预期。展望 2025 年, 一方面需要关注 Odda 炼厂、Korea Zn 旗下 Townsville 炼厂、韦丹塔 HZL 炼厂的扩建, 以及俄罗斯铜业 Verkhny Ufalei 炼厂的投产, 同时需要关注 2024 年减停产炼厂的复产情况; 另一方面需要关注托克位于欧洲 Balen 及 Auby 炼厂的减产情况。总体来看, 预计 2025 年海外精炼锌供应增量约 15 万吨。

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

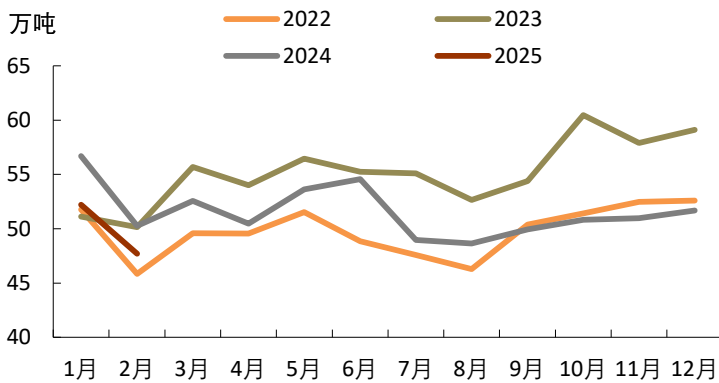
数据来源：新闻整理，铜冠金源期货

3.2.2 1 精炼锌月度产量不及预期，进口利润欠佳制约进口流入

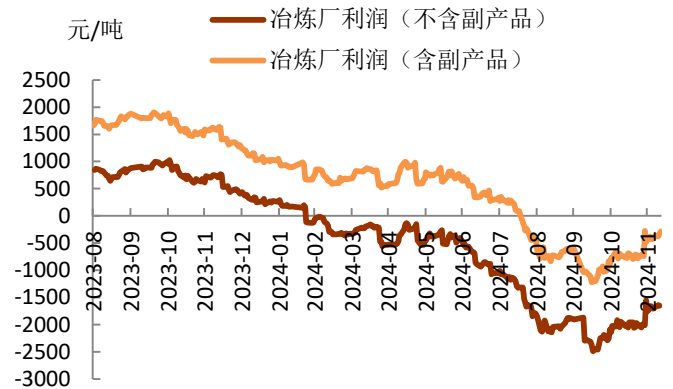
SMM数据显示，2025年1月精炼锌产量为52.22万吨，环比增加1.06%，同比减少7.9%，产量不及此前预期的53.18万吨。1月炼厂以提产为主，云南、四川、内蒙、湖南、河南、广西、贵州等地区多家冶炼厂均存提产计划，湖南地区再生企业叠加广西、云南等地个别炼厂检修有生产休假安排。对于2月份，前期减产企业陆续复产，如广西华锡、浣陵山能环保、广西誉升、云南振兴、云南昊龙实业及云南罗平锌电等。但部分炼厂计划检修，如四川宏达计划10号开始检修，且2月生产日较少，预计月度产量环比减少4.51万吨至47.71万吨，同比降幅5.05%。目前炼厂原料库存天数已回升至28天以上，原料较宽裕，提产阻力减弱，关注后续炼厂排产情况。

进口方面，海关数据显示，2024年12月精炼锌进口量3.28万吨，同比增加45.28%，环比减少6.73%。主要进口自哈萨克斯坦、澳大利亚、韩国等，进口贸易方式主要是海关特殊监管区域物流货物、一般贸易、保税监管场所进出境货物，分别占比为39.70%、38.39%、20.60%。12月沪伦比价不利于精炼锌进口，进口量偏少。全年累计进口量44.57万吨，累计同比增加17.22%。对于2025年1月，进口窗口间歇性开启，但下游临近放假，需求减弱抑制进口，不过长单仍有到港，预计进口量维持在3万吨以上水平。

图表 20 国内精炼锌月度产量

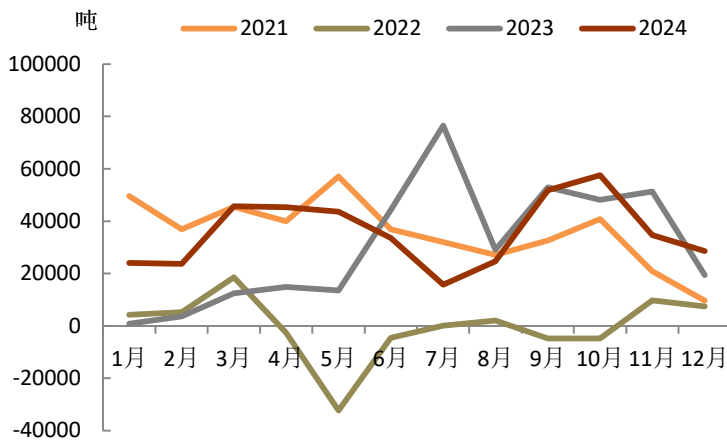


图表 21 冶炼厂生产利润

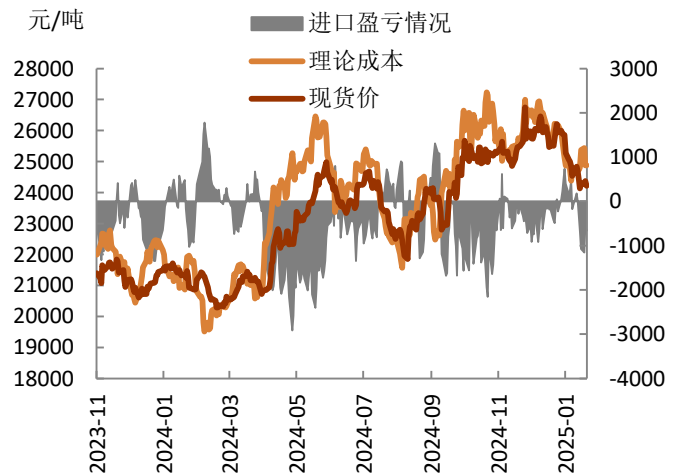


数据来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

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

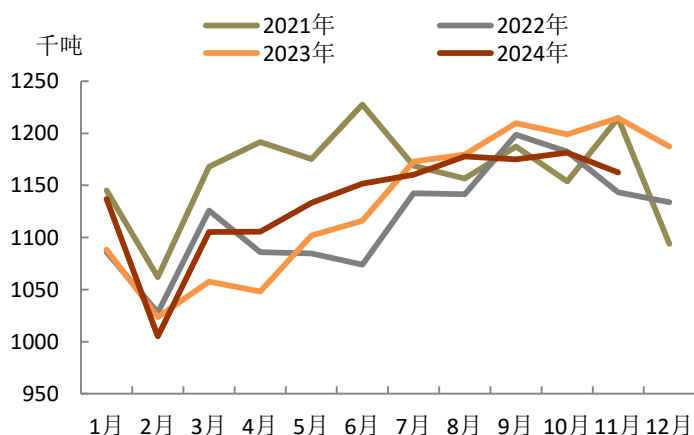
3.3.1 关税政策或扰动锌消费修复节奏

全球范围来看，ILZSG数据显示，2024年11月精炼锌消费量116.23万吨，环比减少4.32%，同比减少1.63%。1-11月累计消费量1249.4万吨，累计同比增加0.67%。其中，中国、欧洲、美洲消费量累计同比分别为-1.93%、-4.22%、-3.05%。1-11月全球锌市为供应短缺3.3万吨，上年同期为供应过剩31.2万吨。

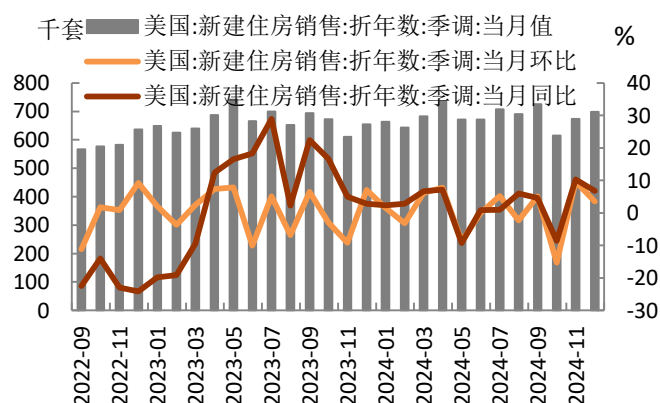
海外来看，锌需求主要集中在汽车及地产板块。地产市场，美国新屋销售同比增速回落，12月新建住房销售为69.8万户，较前一月增长3.5万户，高于市场预期的67.2万户；同比增速为6.7%，较前一月回落3.6个百分点，环比增速回落6个百分点至3.6%，高于市场预期的2.4%欧元区营建信心指数自2024年7月以来持续改善。汽车市场，根据美国商务部给出的数据，2024年12月美国汽车销量同比增长1.7%，销量达到153.04万辆。全年汽车销量达到1633.02万辆，同比增长2.0%。2025年1月，美国汽车销量继续保持增长，当月同比增长3.8%，销售达到114.92万辆。不过，2月以来特朗普对墨加中加征关税表态，若政策落地将对汽车销量构成较大影响。标普全球移动数据表明，2024年美国汽车销量中，22%的汽车产自墨西哥或加拿大。野村证券分析师估计，对这三个国家征收关税将使美国汽车行业（包括整车和零部件）的营业利润减少330亿美元。根据欧洲汽车制造商协会（ACEA）发布的数据，2024年欧洲国家全年销量为12,965,865辆，较去年相比微增0.9%。

整体来看，美国消费增速好于欧元区，但伴随着关税政策扰动增加，美国消费改善节奏或有反复。同时特朗普对欧盟提出关税威胁，若政策落地将对欧元区消费修复构成较大冲击。

图表 25 全球精炼锌月度需求情况

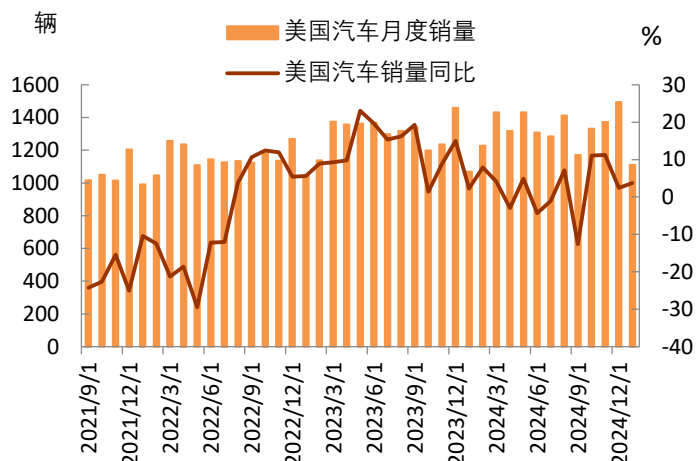


图表 26 美国新建住房销量

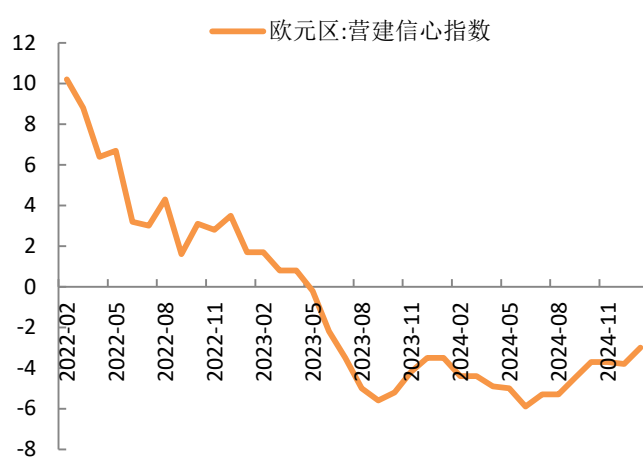


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 27 美国汽车销量情况

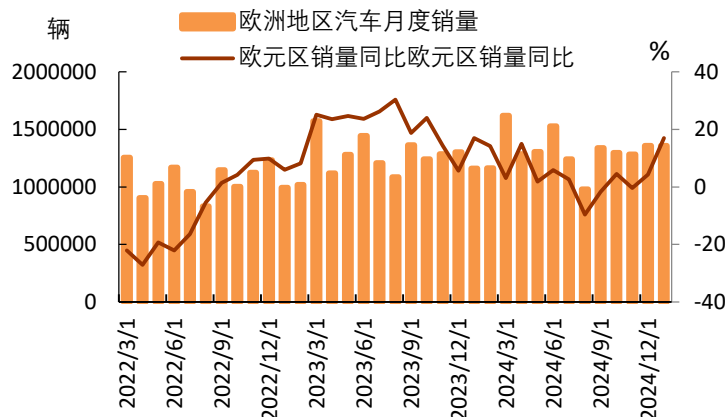


图表 28 欧元区营建信心指数

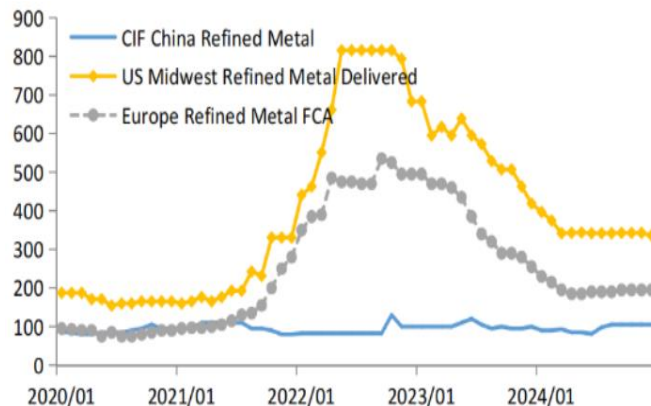


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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

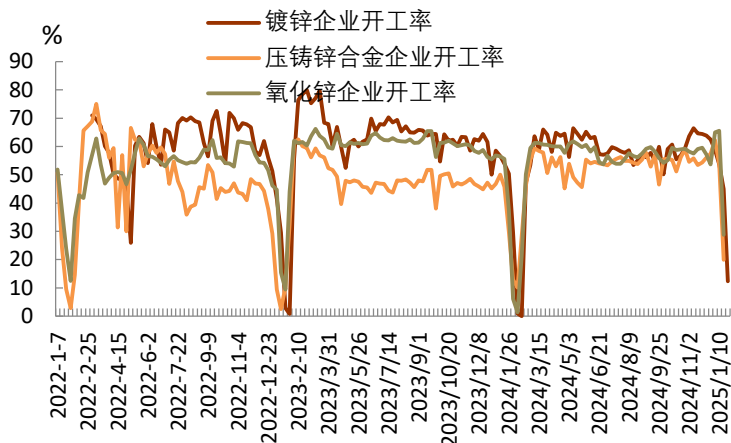
3.3.2 初端企业开工将季节性回落，镀锌板出口延续强劲表现

2025年1月恰逢国内春节长假，下游初端企业开工均逐步回落，符合季节性表现，截止至1月24日，镀锌、压铸锌合金及氧化锌企业开工率分别回落至12.31%、19.95%及28.8%。从各版块企业放假周期调研情况看，抢出口订单影响，镀锌企业放假较晚，一月中旬后订单减少，企业陆续开始放假，计划二月中旬左右复工，平均放假19天，较2024年减少2天；合金企业多在1月20日后放假，平均放假时长22天，较2024年减少8.4%；氧化锌平均放假时长20.1天，较2024年微增0.1天。整体来看，初端企业放假周期较去年偏短，且多在二月中旬复工复产，开工率有望逐步恢复。

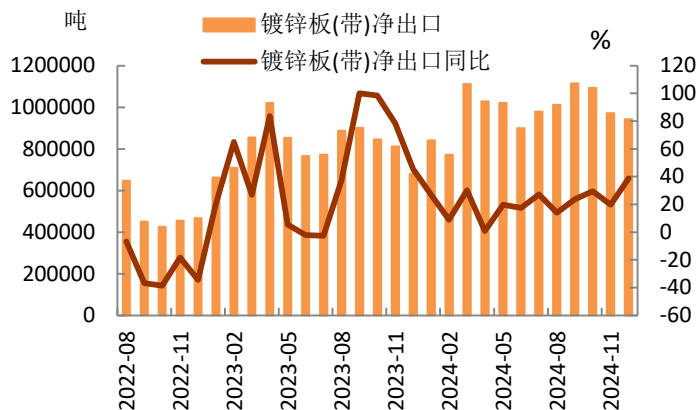
镀锌板出口表现较为强劲，海关数据显示，2024年12月镀锌板出口量为103.03万吨，环比减少1.52%，同比增加33.58%。主要出口国为：韩国、菲律宾、泰国及巴西等。全年累计

出口1274.64万吨，累计同比增加17.34%。12月镀锌板出口量延续季节性回落，不过受益于东南亚地区需求韧性强，及人民币贬值支撑，单月出口量保持在较高水平，同时全年出口量创近年新高，巩固锌消费。对于2015年1月，临近国内及东南亚长假，预计出口量延续季节性偏弱表现。

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 政策进一步加码，终端消费中性乐观

传统消费板块来看，**基建投资方面看**，国家统计局数据显示，2024年全年广义基建投资增速9.2%，较1-11月增速减少0.2个百分点。细分领域，电热气水供应业、水利环境和公共设施管理业投资增速加速，交通仓储邮政业投资增速放缓。

四季度基建投资增速小幅回落，与专项债发行节奏有所，第三季度专项债发行明显提速，这就导致四季度发行额度环比减少，不过政策支撑不减，四季度基建投资增速回落程度甚微。不过12月至1月中旬，实物量呈现出逆季节性的表现，挖掘机销量增速延续抬升，水泥发运率亦表现较强韧性，不过进入1月中旬后，受天气及假期因素影响，水泥发运率小幅回落，且沥青开工率延续下滑，实物量边际减少。后期看，2025年财政扩张政策较明确，且化债资金落地有望改善基建拨付资金挪用的情况，基建资金面供应有望显著改善，将有效加快实物量落地。

房地产方面：国家统计局数据显示，2024年全年地产投资增速同比-10.6%，前值-10.4%。其中，1-12月房屋新开工、施工、竣工面积累计同比分别为-23.0%（前值-23%）、-12.7%（前值-12.7%）、-27.7%（前值-26.2%），1-12月商品房销售面积同比-12.9%（前值-14.3%）。数据显示，地产销售跌幅收窄，新开工及施工增速持平，投资及竣工增速跌幅扩大。

地产销售增速自2024年6月降幅收窄，随着9月底以来地产一揽子政策陆续落地见效，销售改善更加明显。不过地产生产端表现依旧疲软，房企资金承压下拿地积极性不佳，投资偏弱，新开工及竣工未有提振。不过当前政策方向明确，中央持续表露出维护房地产市场企稳

回升的意愿，政策将持续积极，且政策落地力度有望加强，继续支撑销售端，但传导至生产端的过程较为漫长，地产板块对锌消费难有突出表现。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，2024年全年汽车产销分别完成3128.2万辆和3143.6万辆，同比分别增长3.7%和4.5%，完成全年预期目标。其中，全年新能源汽车产销分别完成1288.8万辆和1286.6万辆，同比分别增长34.4%和35.5%新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的40.9%，较2023年提高9.3个百分点。全年出口585.9万辆，同比增长19.3%。

数据显示，上半年国内消费信心不足且国际贸易保护形势严峻，汽车产销不佳，企业库存高企，压力较大，但下半年受政策加码，各地补贴政策有效落地，消费表现好转，企业去库明显，产销表现边际改善，全年产销稳中有增。对于2025年，汽车报废更新补贴范围扩大，同时延续24年的补贴力度，政策托底下，汽车产销仍值得期待。

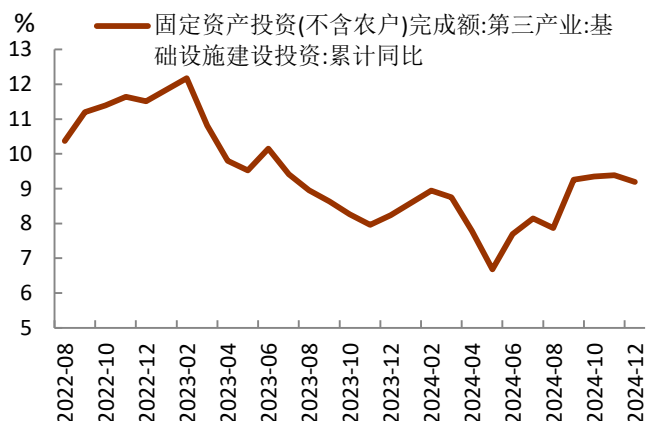
从白色家电方面来看：统计局数据显示，2024年全年空调累计产量26598.4万台，同比增长9.7%。冰箱累计产量10395.7万台，同比增长8.3%。洗衣机累计产量11736.5万台，同比增长8.8%。彩电累计产量20745.4万台，同比增长4.6%。出口方面，2024年全年空调累计出口6159万台，同比增长28.3%。冰箱累计出口8032万台，同比增长19.7%。洗衣机累计出口3286万台，同比增长14.2%。电视累计出口10978万台，同比增长11.4%。

自2024年8月以旧换新政策逐步实施以来，家电零售需求持续强劲，同时出口延续高景气，凸显出我国家电产业领先全球的竞争实力。对于2025年，家电依旧换新补贴延续了2024年的标准，不过补贴总额大幅增加，超出市场预期，有望带动春节期间的消费，总体而言，补贴政策将继续带动置换需求加速增长。不过，出口方面将受到美国关税不确定的冲击，高基数下出口增速或自二季度开始放缓，但新兴市场的结构性需求增长以及人民币贬值提振有望部分抵消关税的不利影响。

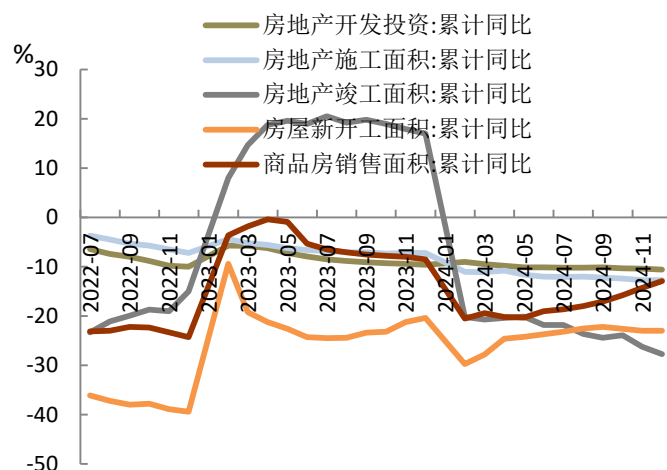
新兴消费板块来看，电力企业联合会数据显示，2024年12月单月中国新增光伏装机达到惊人的71.68GW，致使全年装机量达到277.98GW。2024年在电力入市交易预期以及地方消纳苦难的压力下，光伏新增装机量仍能实现超预期增长，且再创历史新高。2024年10月起供应侧改革限价、自律、能耗，政策托底改善市场预期，同时在双碳背景下，光伏需求景气趋势不改，预计25年国内新增装机仍能保持平稳增长。

2024年12月单月中国新增风电装机为28.07GW，全年风电新增装机量约79.82GW。“中国风能新春茶话会”1月11日在北京召开，会上预计2025年新增装机规模预计可达105~115GW。伴随着多地深远海项目持续推进，陆海共振，风电装机大年确定性持续走强，有望打开锌消费增长空间。

图表 32 基建投资增速有望回暖

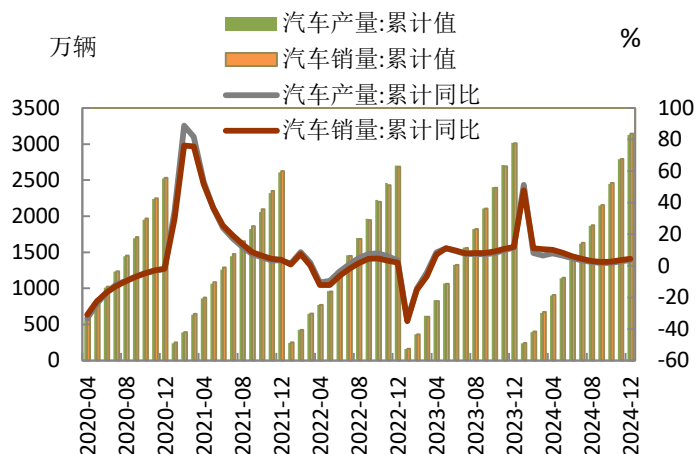


图表 34 地产主要指标依然疲软

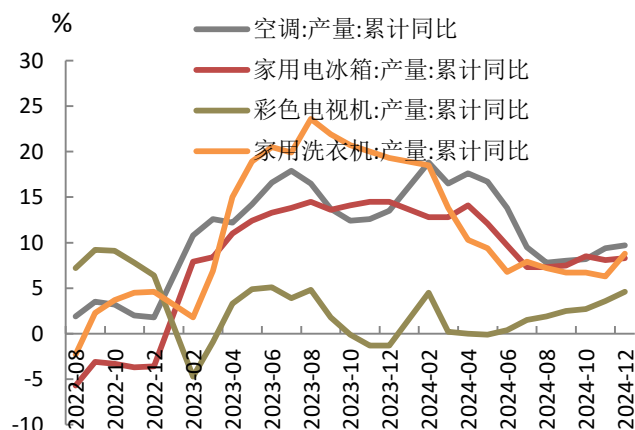


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 35 汽车产销情况

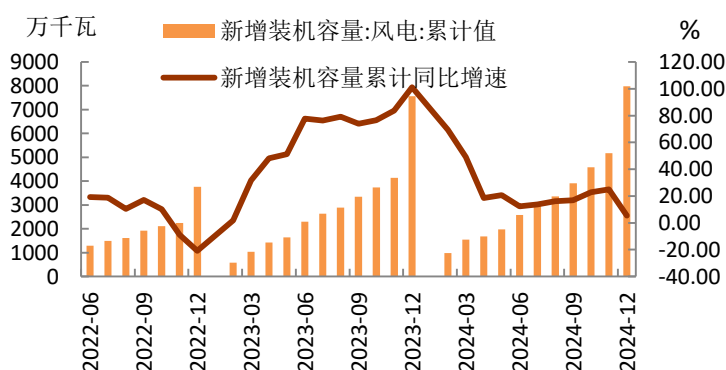


图表 36 白色家电产量情况

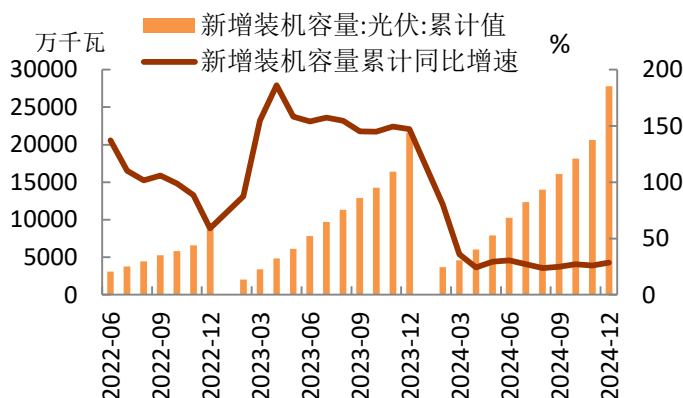


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 37 风电新增装机量情况



图表 38 光伏新增装机量情况



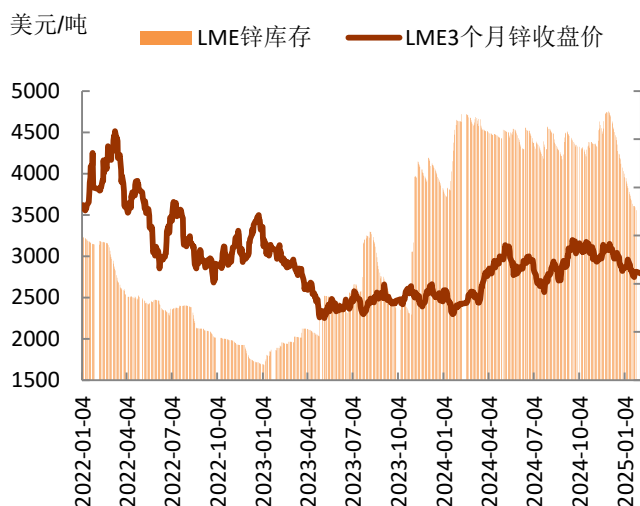
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

3.4 海外库存高位回落，国内季节性累库量偏低

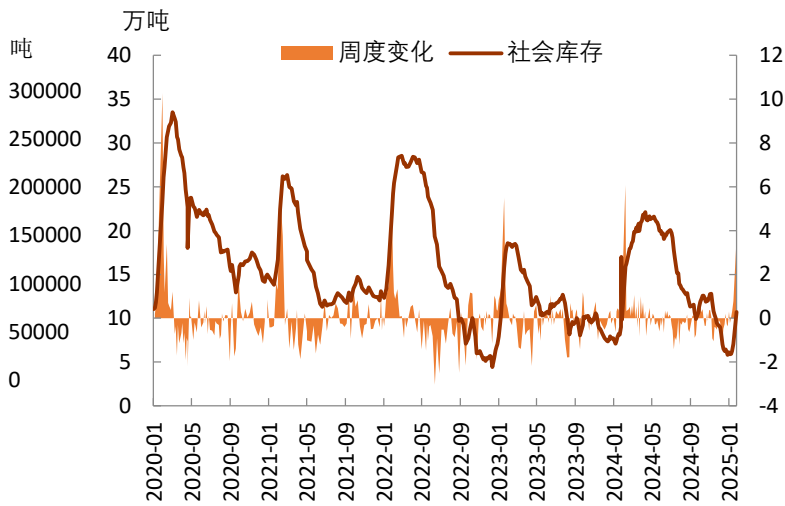
2025年1月LME库存延续高位回落的态势，截止至1月27日，库存为17.64万吨，月度减少4.05万吨，减量集中在亚洲仓库。其中，新加坡及马来西亚库存分别减少3.44万吨和0.61万吨。注销仓单占比表现平稳，处于20-28%间波动，LME0-3现货贴水由月初的26.09美元/吨扩大至50美元/吨附近，资金扰动概率降温。

1月社会库存呈现先抑后扬的态势，月初受元旦假期影响库存短暂小幅回升，随后受锌价持续下行叠加下游春节补库需求支撑下，库存回落，月下旬，下游基本放假，采买减弱，贸易商甩货清库存，库存回升，符合季节性表现，截止至1月27日，SMM社会库存为7.04万吨，月度增加0.79万吨。至2月6日库存为10.7万吨，春节假期期间累库量3.66万吨，为2018年以来最低水平，累库量低于预期，同时绝对库存水平亦处于偏低位，低库存支撑显现。

图表 39 LME 库存高位回落



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，美联储暂停降息及特朗普关税政策扰动影响，美元维持高位波动。国内经济修复斜率放缓，叠加中美关税政策博弈加大，市场期待两会释放更多利好政策。

供应端看，锌精矿供应改善，内外加工费涨势快于预期，炼厂原料库存修复至2023年同期水平，提产阻力减弱。1月精炼锌环比增量不及预期，2月生产日较少，预计环比减少至47.71万吨，回落至50万吨下方。受利润不佳拖累，原料供应提升尚未明显传导至冶炼端。进口方面，当前沪伦比价不利于锌锭进口，进口货源冲击压力有限。

需求端看，终端消费分化不改，以旧换新政策延续利好汽车及家电，资金改善预期提振基建投资，风光年末装机量放量，镀锌板出口保有韧性，地产缓慢修复。受政策加码及抢出

口因素影响，节前消费韧性较强，初端企业放假周期较往年偏少，季节性累库低于预期，节后下游有望补库。

整体来看，关税扰动及国内政策释放均存不确定性，宏观情绪仍有反复。利润压制，矿端转松暂未兑现至冶炼端，且进口窗口关闭，供应压力可控，节后消费回升，且政策加码支撑，下游补库预期仍存，基本面边际改善。预计锌价企稳后宽幅震荡，区间23000-25000元/吨。

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 305、307 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。