

2025 年 5 月 8 日



需求预期转弱

锌价重心下移

核心观点及策略

- 宏观面看，美国经济转弱而就业韧性强，尚未出现衰退迹象，美联储如期按兵不动且保留降息预期。国内经济扩张放缓，关税冲击显现。存量政策加速落地，增量政策保留空间。近期中美展开初步磋商，贸易局势缓和但风险未消除。
- 供应端看，海外矿企多生产平稳，国内矿山季节性复产，原料供应继续改善。锌价回落抑制矿企上调加工费意愿，5 月内外矿加工费回升节奏放缓。4 月精炼锌供应不及预期，5 月炼厂减复产并存，供应环比持平。沪伦比价修复，锌锭进口预期增加，供应总体保持偏高水平。
- 需求端看，财政支出扩大及重点项目进展顺利，支撑基建板块；地产修复为主、汽车消费平稳；但受出口冲击及国补效应边际减弱，家电增速或放缓；光伏抢装潮告一段落，关税冲击或令镀锌板远端出口承压。
- 整体来看，关税冲突缓和，国内存量政策加速落地，宏观边际改善。进口锌锭补充预期下，供应保有压力，抢出口效应减弱叠加消费旺季尾声，供需转弱，中下旬累库压力增加，锌价重心存下移风险。预计 5 月锌价主要运行区间在 21000-23000 元/吨。
- 风险因素：宏观风险，锌锭进口不及预期

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 锌精矿加工费加速回升，锌矿进口窗口维持关闭	10
3.2 精炼锌供应情况.....	11
3.2.1 海外炼厂减产扩产并存，供应扰动风险仍存	11
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.....	14
3.3.1 关税政策冲击经济前景，海外消费增速预计回落	14
3.3.2 初端企业开工符合季节性，镀锌板出口延续强劲	16
3.3.3 政策加码支持，终端消费分化.....	17
3.4 海外库存先抑后扬，国内超预期去库.....	20
四、总结与后市展望	21

图表目录

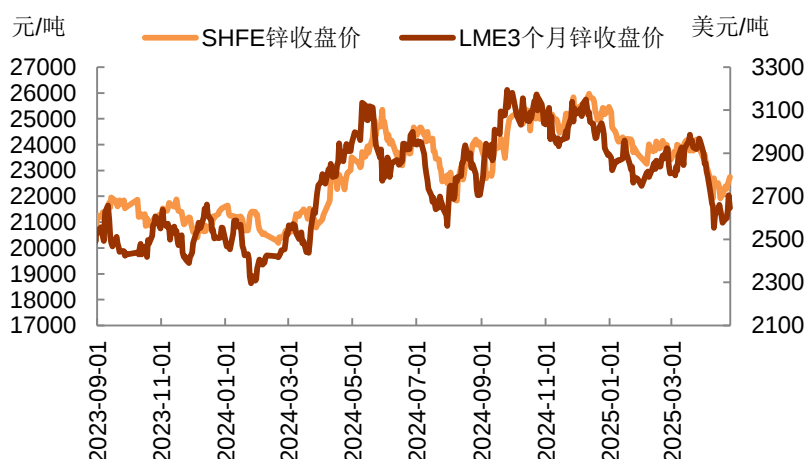
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势	4
图表 2 美国通胀情况.....	6
图表 3 美国利率水平	6
图表 4 美国就业市场.....	7
图表 5 欧美 PMI 数据.....	7
图表 6 欧元区通胀情况.....	7
图表 7 欧元区利率水平.....	7
图表 8 国内 PMI 数据.....	7
图表 9 国内重要经济指标.....	7
图表 10 2025 年海外锌矿产量增减情况（万吨）	9
图表 11 全球锌矿月度产量情况	9
图表 12 国内锌矿月度产量情况.....	9
图表 13 2025 年国内锌矿新增情况（万吨）	10
图表 14 内外加工费延续回升	10
图表 15 锌矿进口盈亏	10
图表 16 锌矿进口情况.....	11
图表 17 冶炼厂原料库存天数.....	11
图表 18 全球精炼锌月度产量情况	12
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）	14
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 库存先抑后扬	20
图表 40 国内超预期去库.....	20

一、锌市场行情回顾

2025年4月沪锌主力重心大幅下挫。月初特朗普对等关税远超市场预期，随后中方强硬反制，全球贸易摩擦升级，需求下滑担忧升温。清明假期后沪锌补跌，刷新年内新低21630元/吨，随后市场焦点依然围绕宏观，特朗普关税政策朝令夕改，且炮轰鲍威尔，市场担忧美联储独立性受到挑战，宏观的反复及不确定性施压市场风险偏好。不过锌价回落后，下游低位补库较积极，去库超预期，且5月炼厂检修增多，供应减量预期下贸易商惜售，现货升水上调，支撑单边及月差，月下旬锌价企稳反弹至22910元/吨。月末，临近五一长假，资金减仓为主，期价小幅调整，最终收至22440元/吨，月度跌幅4.33%。

伦锌震荡重心下移一个台阶，月初受关税冲击，风险资产恐慌性下跌，随后特朗普关税态度缓和，市场情绪修复后，伦锌低位震荡。月中LME大幅交仓，更多受租赁行为影响，但也加剧海外需求不佳的担忧。月末伦锌反弹至2700美元/吨一线后受阻回落，最终收至2580.5美元/吨，月度跌幅9.57%。

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

美国经济指标转弱但就业保有韧性。美国2025Q1 GDP录得-0.3%，是三年来首次收缩。出口净额和政府支出同比都出现负贡献，消费支出贡献率也明显下滑。美国4月ISM制造业PMI指数48.7，预期47.9，前值49。由于订单减少和关税影响，制造业PMI创五个月来最大萎缩，产出指数创2020年5月以来新低。但就业市场好于预期，美国4月季调后非农就业人口增加17.7

万人，高于预期的13万人，失业率维持在4.2%，符合市场预期，平均每小时工资年增3.8%，略低于预期且与前值持平。

3月通胀超预期降温，但反弹概率增加。3月CPI同比2.4%，为7个月来最低水平，略低于预期和前值。核心CPI同比上涨2.8%，创2021年3月以来最低记录，低于预期及前值为。能源、交运、住房等通胀降温。3月PPI环比下降0.4%，创2023年10月以来最大跌幅。3月PPI同比增幅降至2.7%，创下自2024年9月以来的新低，主要受能源价格下跌影响。3月核心PCE物价指数同比上涨2.8%，略高于前值，通胀韧性尚存。此外，随着4月特朗普关税政策逐步实施，市场担忧可能在未来数月推高进口成本，从而导致通胀反弹。美联储依然面临平衡通胀黏性与经济放缓的挑战，最新利率会议上，美联储连续三次会议暂停降息，符合市场预期。声明中称经济不确定性“进一步”增加，新增语句“失业率上升和通胀上升的风险已增加”。随后鲍威尔表示保留了未来降息的可能性，同时缓解了市场对美联储独立性的担忧。市场情绪得以安抚，普遍预计下半年将降息。

关税方面，特朗普关税政策反复变动，不过总体呈现缓和态势，但美国政府公信力大幅下降。美欧日间关税谈判尚未有实质性进展，中美贸易局势改善，5月9日至12日，国务院副总理何立峰访问瑞士期间，将于美国财政部长贝森特举行会谈。

整体来看，美国经济走弱但未陷入衰退，美联储利率保持不变且保留降息选项。特朗普关税态度缓和，全球贸易冲击恐慌情绪修复，风险资产获得暂时喘息但不确定性犹存。

2.2 欧元区方面

欧元区制造业稍有好转，但经济下行压力仍存。4月欧元区制造业PMI初值为48.7，高于预期的47.5，制造业收缩幅度有所收窄；但服务业PMI初值为49.7，低于预期的50.5，服务业位于荣枯线下方，收缩明显。

欧央行维持宽幅的货币政策，4月17日，为应对贸易战带来的经济影响，欧洲中央银行将基准利率下调25个基点，至2.25%，为2024年6月以来第七次降息。同时，央行行长拉加德强调欧元区经济面临“很大的不确定性”，但坚称通胀率有望降至欧洲央行2%的目标水平。然而5月初公布的4月核心通胀意外飙升，令欧央行利率决议陷入两难。此前市场预计，欧洲央行将在6月进行第八次25个基点的降息。欧元区4月调和CPI同比初值2.2%，超预期，核心同比飙升至2.7%，为八个月最高水平。

整体来看，近期美欧关税谈判进展并不顺利，暂未有实质性消息。且4月以来关税冲击下，欧元区经济复苏节奏出现疲态，同时核心通胀大幅回升，欧央行未来降息路径或出现一定变数。

2.3 国内方面

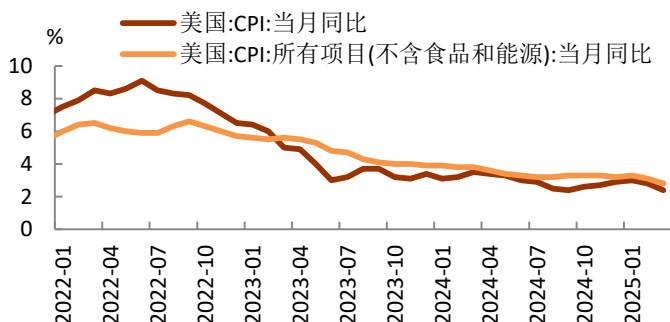
国内4月官方制造业PMI为49.0%，比上月下降1.5个百分点，处于荣枯线下。非制造业PMI

为50.4%，比上月下降0.4个百分点，仍高于临界点。前期“抢出口”已告一段落，外部冲击的影响开始显现。其中，PMI新出口订单指数下降4.3个百分点至44.7%，单月下滑幅度超过2018年；新订单指数及生产指数同时降至荣枯线之下，构成4月制造业PMI由升转降的两大拖累项。五一假期跨区域人流量及国内航班平稳增长，全社会跨区域人员流动量约14.2亿人次，同比增长约4.5%。“五一”期间国内航班执行数量同比增长6.5%，高于4月同比3.6%。同时，消费表现活跃，文旅热度创近三年新高，文旅订单较2023年同期增长30%。

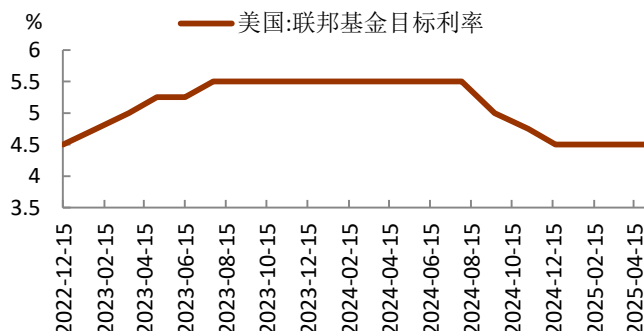
4月底政治局会议符合预期，加速存量政策落地，同时对增量政策保留一定空间。会议指出“稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”，关税冲击下外贸出口企业压力较大，现阶段将“稳就业”任务放在首位；同时，延续了2024年12月以来更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策的表述，进一步的要求“用好用足”。会议还指出，“提高中低收入群体收入，大力发展服务消费”，“两新”加力扩围提质等。5月7日，三部门召开联合发布一揽子金融政策，央行降息降准略超市场预期，同时降低结构性货币政策工具利率和公积金贷款利率，货币政策延续宽松。

整体来看，受关税政策影响，国内经济压力边际增加。但政策积极，且维持底线思维，保留增量空间，以应对关税持久性冲击。现阶段中美初步展开磋商，关税局势缓和但前景尚不明朗。

图表 2 美国通胀情况

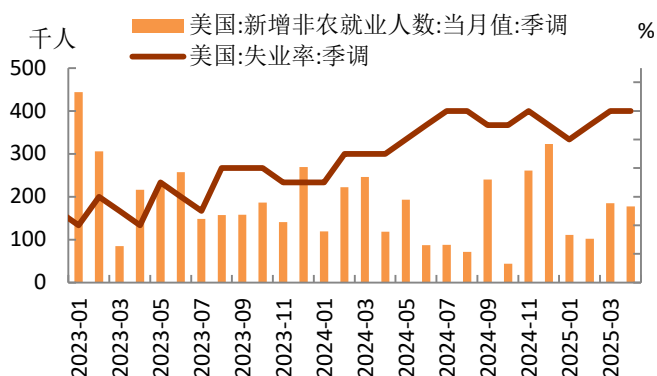


图表 3 美国利率水平

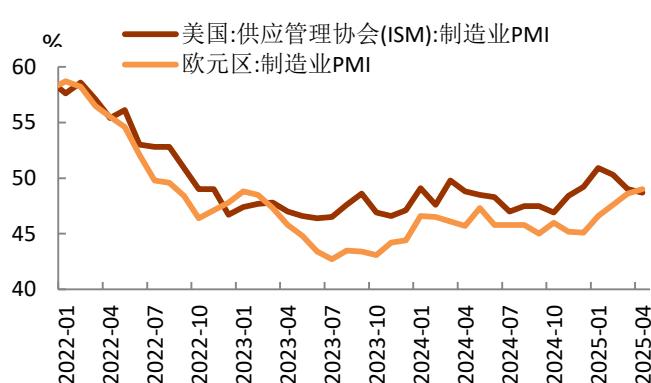


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 4 美国就业市场

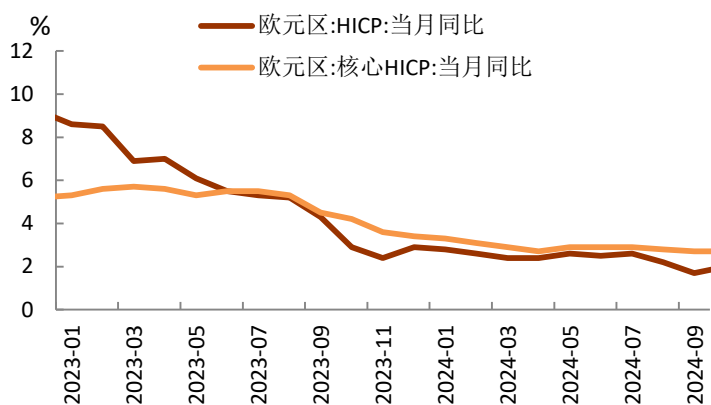


图表 5 欧美 PMI 数据

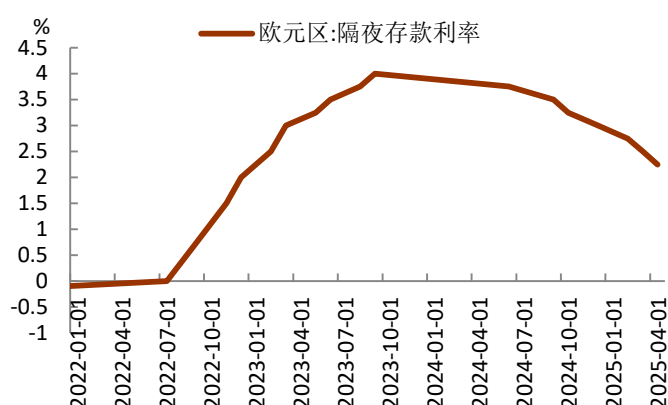


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

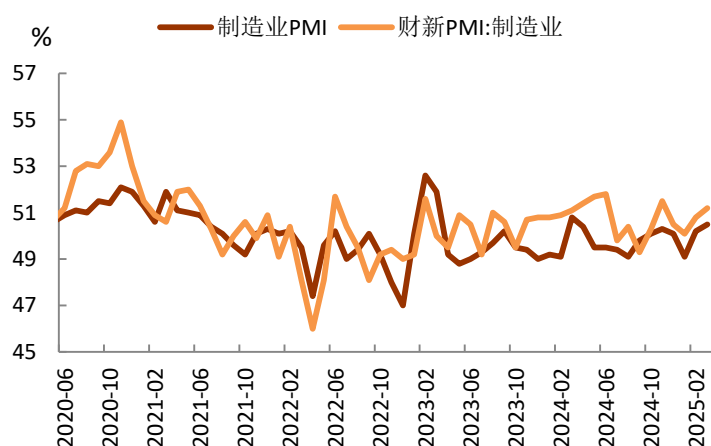


图表 7 欧元区利率水平

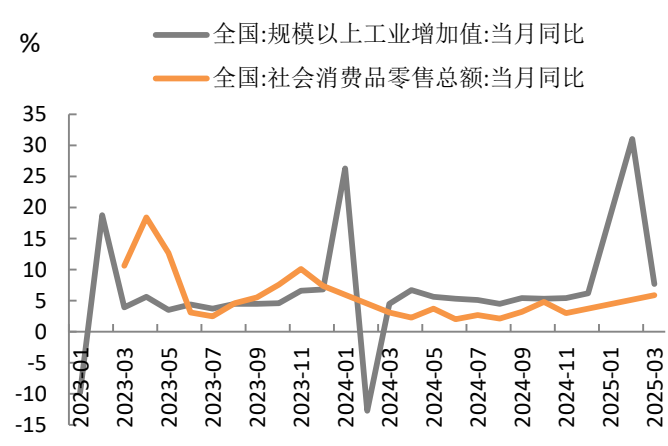


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

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2月全球矿山锌产量为92.5万吨, 同比增加5.1%, 环比减少4%。其中, 1-2月海外累计产量135.6万吨, 同比增加6%; 中国累计产量53.3万吨, 同比减少0.93%。ILZSG最新预测2025年产量预期将增长4.3%至1,243万吨。

部分海外矿企公布财报, 其中嘉能可2025Q1自有锌产量为21.36万吨, 同比增加4%, 因Antamina锌品位提高和澳大利亚的产量增加, 同时2025年产量指引保持不变, 为93-99万吨。Teck2025年锌矿产量指引52.5-57.5万吨, 精炼锌产量指引19-23万吨, 均维持不变。2025Q1锌精矿产量为137, 300吨, 同比下降14%, 由于红狗产量较低, 部分抵消了Antamina产量的增加。Red Dog产量减少是由于矿石品位和回收率降低。此外, 4月22日, Antamina矿因安全事故短暂停产三日, 影响量较小。Volcan2025Q1锌精矿5.74万吨, 环比减少10%, 同比增加14%, 同时2025年产量指标不变, 为25-25.5万吨。Vedanta2025Q1锌精矿金属产量36万吨, 环比增加15.76%, 同比增加8.4%。其中, Zinc India 2025Q1锌精矿产量31万吨, 环比增加17%, 为有史以来最高的季度开采金属产量, 受益于Agucha和Zawar矿的恢复和产量增加。Zinc International2025Q1锌精矿产量5万吨, 环比增加8.7%, 由于Gamsberg产量提高及BMM矿铅锌品位的提升。2025Q1锌矿产量57914吨, 同比增加46%, 环比增加39%。受益于Tara的产能提升, 加上Garpenberg和the Boliden Area矿区的选矿量增加。Boliden2025Q1锌矿产量57914吨, 同比增加46%, 环比增加39%。受益于Tara的产能提升, 加上Garpenberg和the Boliden Area矿区的选矿量增加。Newmont2025年锌矿产量指引23.6万吨, 同比下滑, 因Peñasquito采矿量减少。2025Q1锌矿产量5.9万吨, 同比增加1.72%, 环比增减少23.4%。BHP2025财年(2024Q3-2025Q2)的锌矿产量预计在9-11万吨之间, 维持不变。South32因为严峻的岩土条件推迟了进入高品位采场的时间, 而且由于天气中断, 采矿生产受到影响。因此, 将2025年财年(2024Q3-2025Q2)产量指引下调10%, 锌矿为4.5万吨, 铅矿为9万吨。2025Q1锌矿产量1.1万吨, 同比减少23%, 环比增加2%。MMG2025Q1锌矿产量为5.18万吨, 由于Dugald River的山火、洪水以及Rosebery的计划维护, 产量同比下滑13%, 预计2025Q2产量环比改善。其中, Dugald River2025Q1锌精矿产量为4.09万吨, 同比降低9%; Rosebery 2025Q1锌精矿产量为1.09万吨, 同比降低25%。南方同业2025Q1锌产量为39375吨, 同比增长49.3%, 这得益于新建的Buenavista锌选矿厂产量增长了161.3%。环比减少8.7%, 主要原因是IMMSA矿山产量下降。总体来看, 一季度海外矿山生产较稳定, 多数矿山年度产量指引保持不变, 少量矿山下调产量指引, 但量级较小, 不改海外锌矿供应恢复的大趋势。

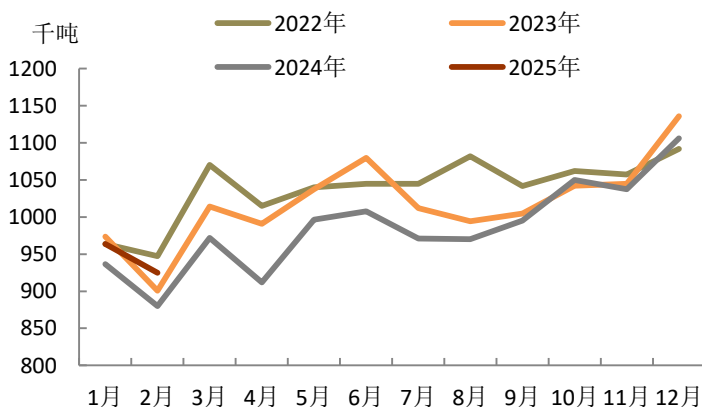
国内方面，SMM：2025年3月锌精矿产量28.48万吨，环比增加18.8%，同比减少1.93%。北方矿山陆续复产，月度供应如期环比增加。4月矿山延续爬产，预计产量环比增加3.6%至29.51万吨。全年看，随着新疆火烧云、江西银珠山等矿山投产爬产，预计国内锌矿增量在9万金属吨。

图表 10 2025 年海外锌矿产量增减情况（万吨）

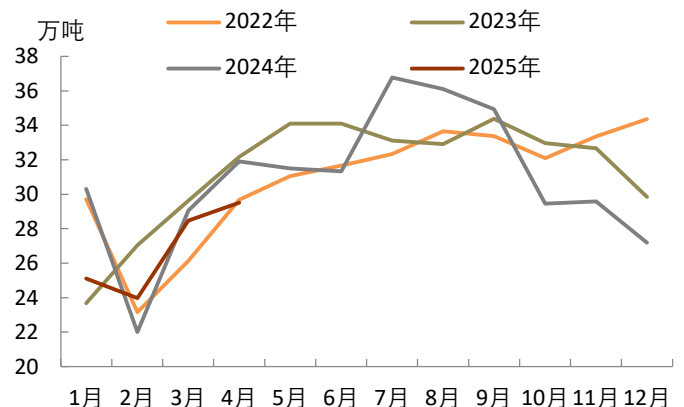
矿山	国家	2025 年变化
Kipushi	刚果	10
迈蒙矿	米尼加	2
Ozernoye	俄罗斯	10
Bowdens Silver	澳大利亚	0.5
Vares 银矿	波斯尼亚	5.5
Buнавista	墨西哥	3.6
Peñasquito	墨西哥	-2.2
Neves-Corvo	葡萄牙	1
Aripuanã	巴西	1.5
Endeavor	澳大利亚	5
Tara	爱尔兰	9
Dugald River	澳大利亚	1.4
Aljustrel 铅锌矿	葡萄牙	5.5
Antamina	秘鲁	17.6
San Cristobal、Carahuacra 和 Ticlio	秘鲁	1
Century 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 11 全球锌矿月度产量情况



图表 12 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 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

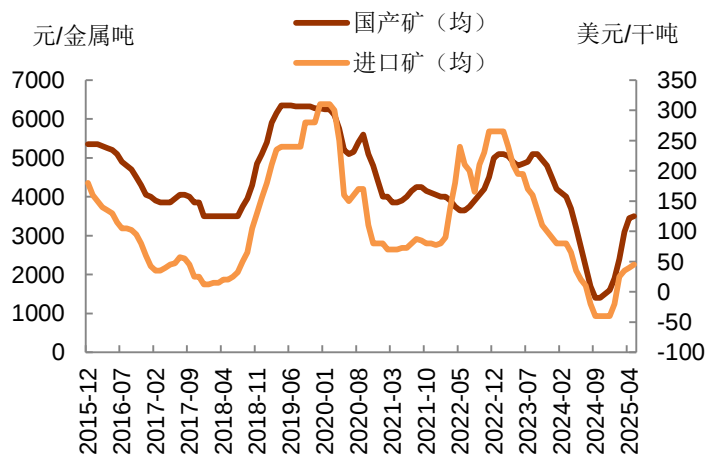
数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

3.1.2 锌精矿加工费加速回升，锌矿进口窗口维持关闭

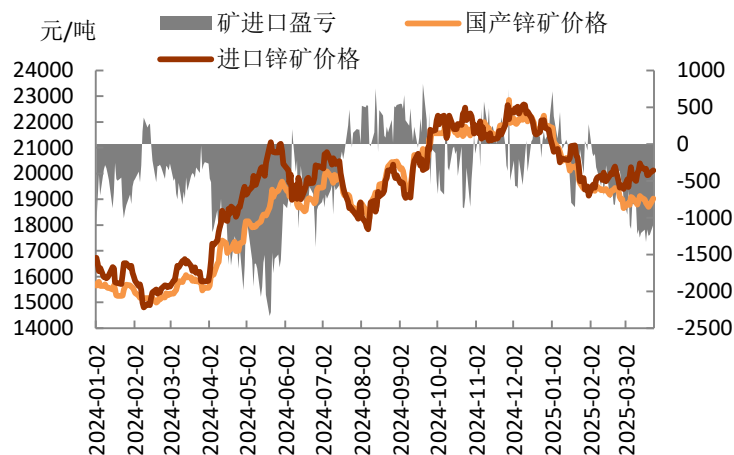
根据 SMM 数据看，2025 年 5 月内外加工费均值分别报 3500 元/金属吨和 45 美元/干吨，环比分别增加 50 元/金属吨和 5 美元/干吨。受锌价大幅回落影响，矿山上调加工费意愿减弱，国产矿加工费涨势放缓，内外比价修复，进口矿报价增多，加工费延续稳步抬升。

进口情况看，海关数据显示，2025 年 3 月进口锌精矿 35.95 实物吨，环比减少 22.09%，同比增加 47.16%。1-3 月累计进口量为 121.78 实物吨，累计同比增加 36.62%。主要进口国为秘鲁、澳大利亚及厄立特里亚。3 月沪伦比价不利于锌矿进口，且国产锌矿加工费更具有优势，炼厂采购倾向于国产矿，对进口矿需求减少，3 月进口量环比减少符合预期。对于 4 月而言，一方面，提产或延后减产的炼厂增多，对进口矿需求增加，另一方面，沪伦比较修复，月中锌矿进口窗口偶有开启，预计锌矿进口量环比小幅增加。

图表 14 内外加工费延续回升

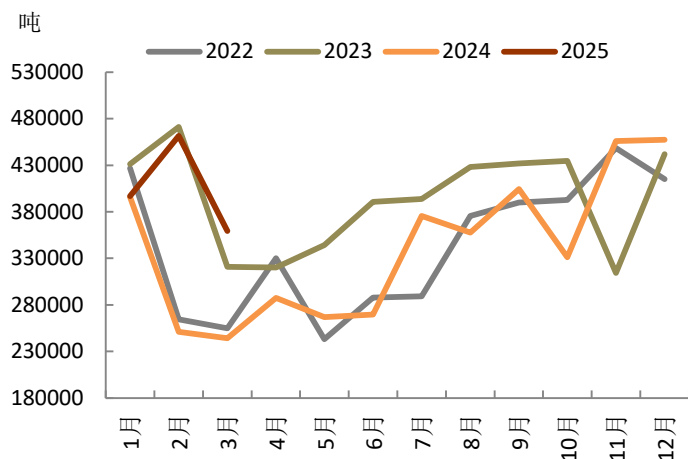


图表 15 锌矿进口盈亏

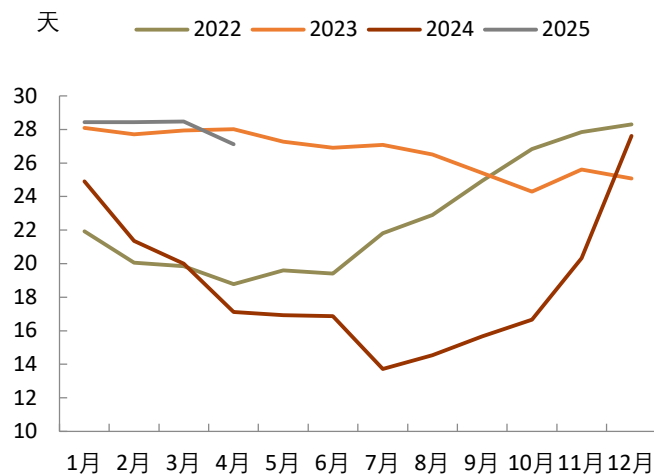


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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

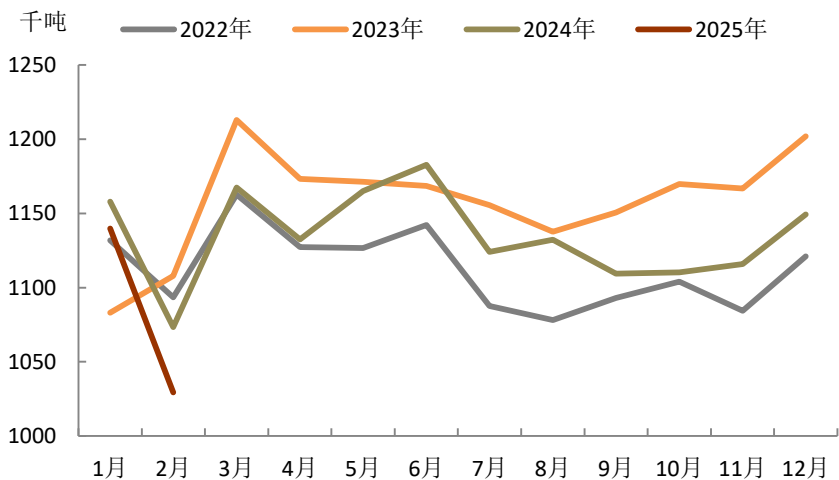
3.2.1 海外炼厂减产扩产并存，供应扰动风险仍存

全球范围来看，ILZSG数据显示，2025年2月全球精炼锌产量102.9万吨，环比减少9.7%，同比减少4.1%。其中，1-2月欧洲、美洲、中国产量累计同比分别为20.1%、5.6%、-5.2%。ILZSG最新预测，受益于精矿供应的增加，预计2025年全球精炼锌产量预期增长1.8%，至1,373万吨。

近期部分海外矿企公布财报，其中，Teck2025年精炼锌产量指引19-23万吨，维持不变。Trail Operations第一季度精炼锌产量为58,300吨，比去年同期低5,200吨。Vedanta旗下Zinc India 2025Q1精炼锌产量21.4万吨，环比增加4.9%，同比减少2.7%。Boliden2025Q1精炼锌产量109950吨，环比减少2%，同比减少4%。其中，Kokkola产量环比同比均下滑，受烘烤机的计划外维修和罢工产生了负面影响。Odda新扩建产能投放，目前正处于调试阶段。第二季度，新设施的测试和试运行将逐步实施，2025年下半年将全面投产。总体看，供应平稳增加。

减量上，Nyrstar宣布旗下位于澳大利亚的Hobart锌冶炼厂4月起分阶段产量减少约25%，Hobart冶炼厂的年产量约为25万吨，占全球精炼锌供应总量的1.8%。实际减产量有限。此外，2025年Benchmark为80美金，处于历史低位，市场担忧亚洲炼厂生产压力较大而被动减产，持续跟踪。

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。

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

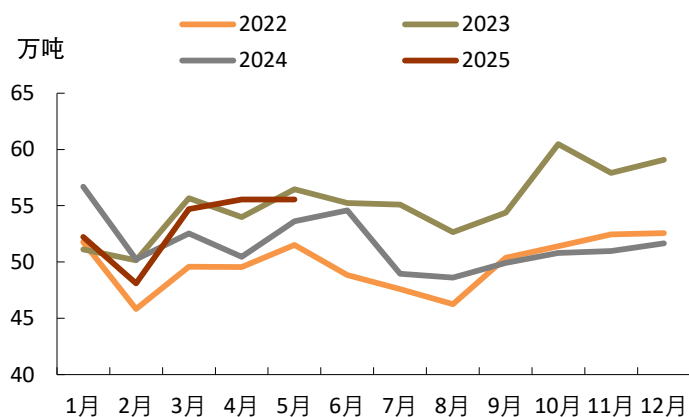
SMM数据显示，2025年4月精炼锌产量55.54万吨，环比增加1.55%，同比增加10.06%。1-4月累计产量210.55万吨，累计同比增价0.28%。4月锌价下跌，广西、湖南等地的超预期检修，以及湖南、四川等地提产不及预期，整体增量不及预期。增量主要体现在甘肃、青海、云南、四川、湖南、山西等地，减量主要在湖南、广西等地。对于5月，炼厂减复产并存，其中减量主要集中在河南、云南、安徽、广西、青海、新疆等地，增量主要集中在四川、云南、湖南、

河南、内蒙古等地，预计月度产量55.55万吨，环比基本持平。

另外，新增产能稳步推进，据悉河南万洋15万吨新投产锌冶炼厂3月21日点火烘炉，最快5月份有实际锌锭产出；4月30日晚，云铜锌业15万吨锌冶炼项目沸腾炉正式投料试生产，供应增加有望逐步兑现。

进口方面，海关数据显示，2025年3月精炼锌进口量2.75万吨，环比减少18.12%，同比减少40.5%，1-3月累计进口量10.09万吨，累计同比增加4.48%。3月精炼锌出口量0.14万吨，净进口量2.61万吨。主要进口国为：哈萨克斯坦、澳大利亚、秘鲁等。3月沪伦比较不利于精炼锌进口，不过长单货源持续流入，叠加保税区货源入境，单月进口量略超预期。对于4月，沪伦比价修复，精炼锌进口窗口间歇式开启，叠加国内短时供需错配，下游对低价进口货源青睐度较好，预计精炼锌进口量有望环比增长。

图表 20 国内精炼锌月度产量

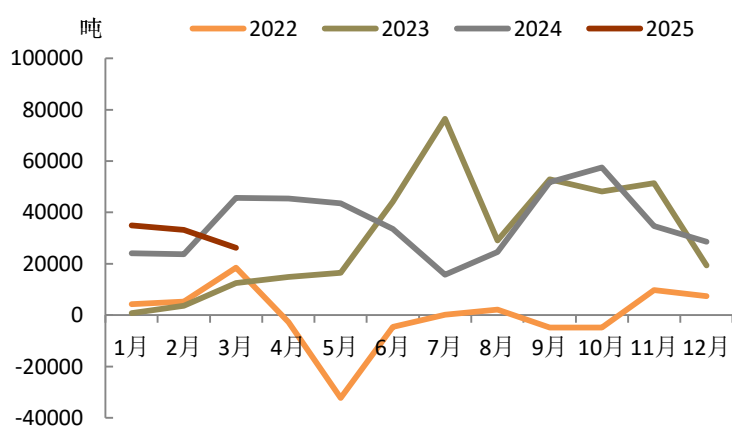


图表 21 冶炼厂生产利润

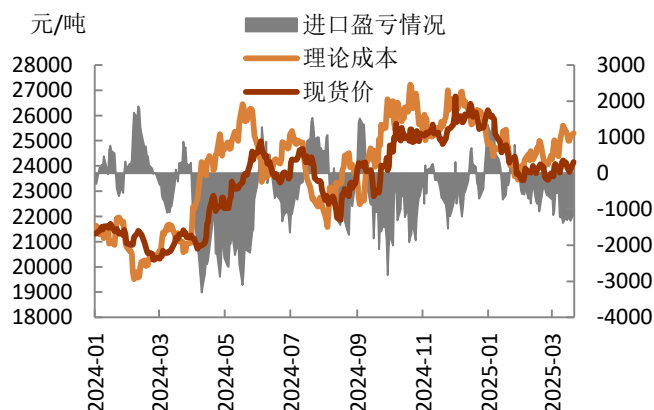


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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	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

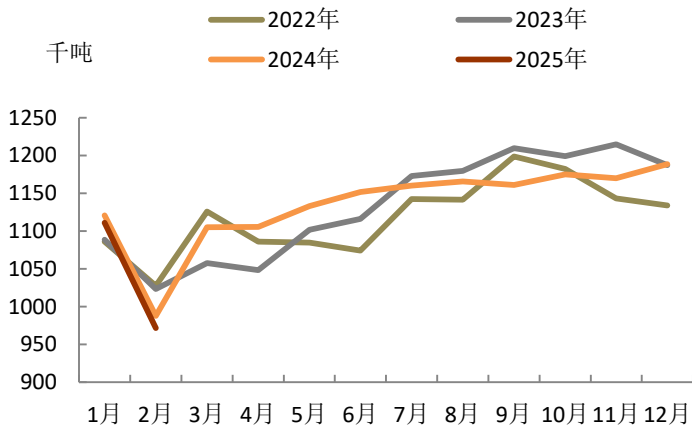
3.3.1 关税政策冲击经济前景，海外消费增速预计回落

全球范围来看，ILZSG数据显示，2025年2月全球精炼锌消费量为97.2万吨，环比减少12.5%，同比就爱你少1.6%。其中，1-2月中国、欧洲、美洲消费量累计同比分别为-0.6%、-0.1%、-11.7%。2月全球精炼锌过剩5.7万吨。ILZSG最新预测，2025年全球精炼锌需求预期增长1%，至1,364万吨。全球精炼锌供应过剩93,000吨，低于此前预测的过剩148,000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3月新屋开工总数年化化为132.4万户，较前值环比大幅下降11.4%，远低于预期的142万户，创下自2023年9月以来最低水平，主要受高抵押贷款利率和房价上涨抑制需求的影响。3月欧元区营建信心指数-3.4，连续两个月回落。关税冲击及欧盟、德国财政计划增加了欧元区经济前景的不确定性，拖累购房信心。汽车市场，根据美国商务部给出的数据，2025年3月美国汽车销量完成162.00万辆，同比增长10.1%。不少消费者抢在4月初进口车关税生效前购车，使得其3月车市呈现火爆态势。进入4月关税生效，预计汽车销售将逐步减少甚至大幅下滑，多家大型投资机构均下调全年汽车销量，如美国银行预计美国汽车销量可能会减少320万辆。根据欧洲汽车制造商协会（ACEA）最新公布的数据，2025年3月，欧洲国家的新车销量达到了1,422,628辆，同比增长2.8%。2025年7月欧VII排放法规即将生效，倒逼传统巨头加速电动化转型。在减排压力下，纯电动汽车市场回暖，油电混合动力车销售火热。欧洲能源高企，本就令企业成本压力较大，随着关税落地，企业成本进一步抬升，削弱了市场竞争力。

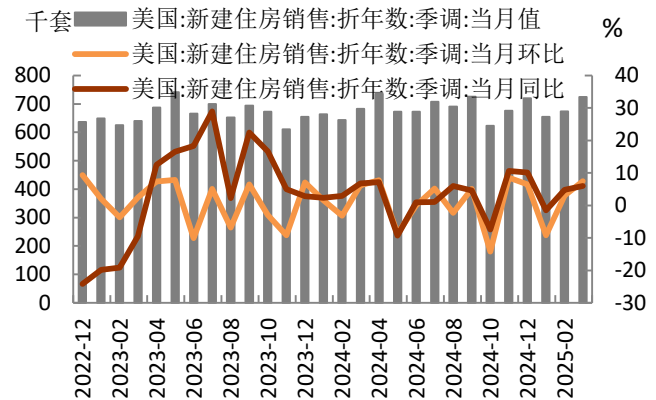
整体来看，关税冲击欧美经济前景，购房及购车需求转为谨慎，海外锌消费增速预期回落。

图表 25 全球精炼锌月度需求情况

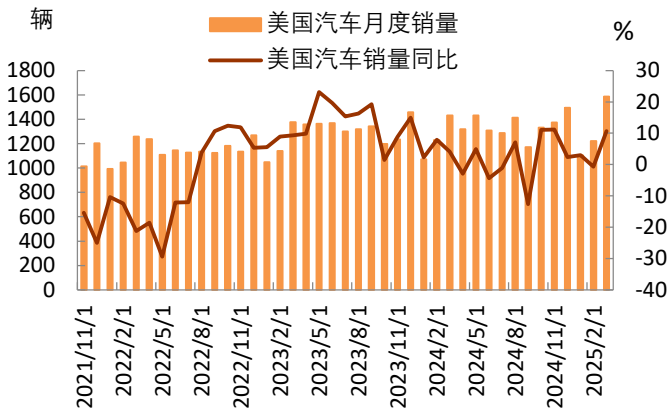


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 26 美国新建住房销量

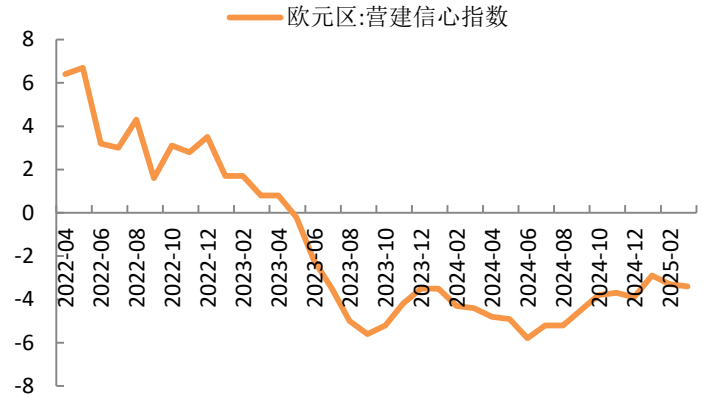


图表 27 美国汽车销量情况

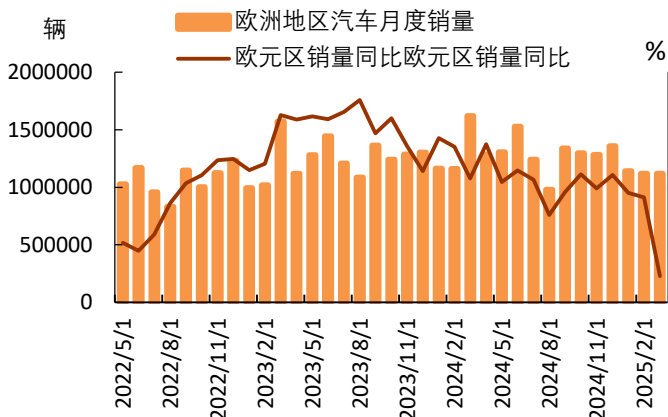


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

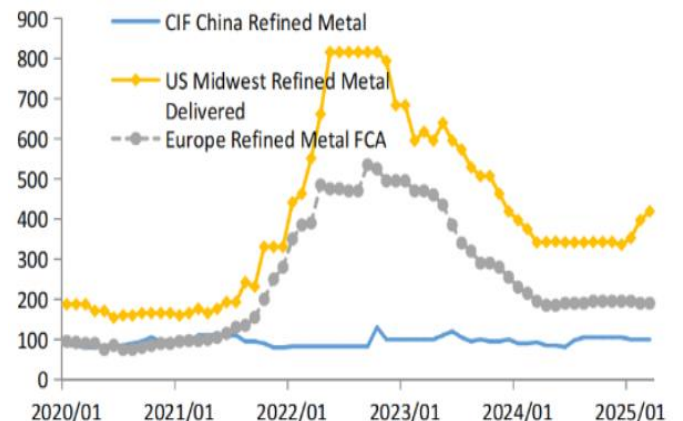
图表 28 欧元区营建信心指数



图表 29 欧元区汽车销量情况



图表 30 各地锌锭贸易升水



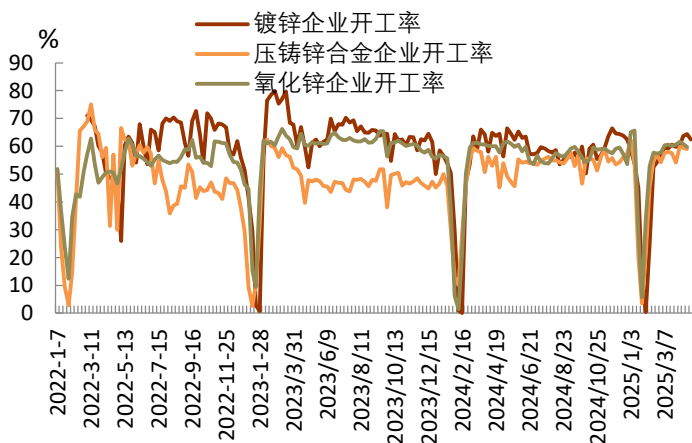
数据来源：iFinD，Bloomberg，CRU，铜冠金源期货

3.3.2 初端企业开工符合季节性，镀锌板出口延续强劲

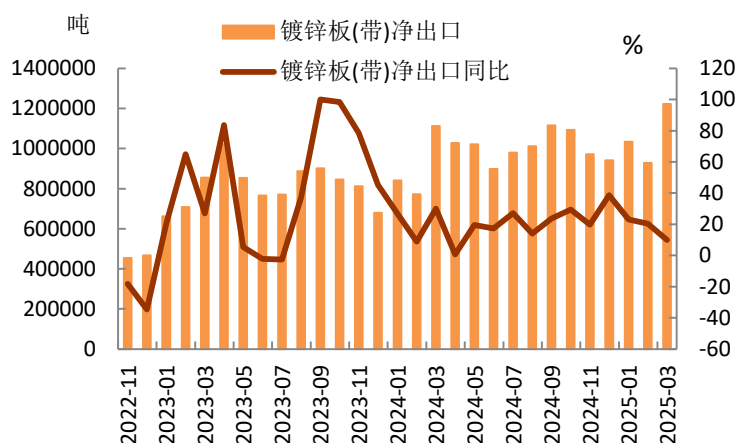
4月初端企业开工多呈现先增后减，开工水平符合季节性特征，截止至4月25日，镀锌、压铸锌合金及氧化锌企业开工率分别为62.44%、58.98%、59.77%。其中，镀锌板块，铁塔类订单保持强劲态势，支撑镀锌企业开工率保持平稳，月上旬受关税90天缓冲提振，出口订单增多，但月下旬出口订单明显减弱，企业较谨慎，出口转内销明显，五一假期，部分企业放假1-5天，月底开工率小幅下滑。压铸锌合金板块，月下旬，锌价大幅回落，终端企业采买增多，五金、卫浴、汽配及电子类订单均表现较好，且大型企业出口订单暂时冲击有限，月下旬受箱包拉链消费转淡季及出口订单边际减少，企业开工率小幅下滑。氧化锌板块，低价带动终端各版块订单改善，但橡胶级订单受关税影响较大，订单减弱，且企业不看好后市，陶瓷及饲料级订单相对稳定。后期来看，进入5月，关税影响将逐步显现，叠加部分消费前置，预计企业开工先扬后抑，边际转弱。

镀锌板出口延续2024年的强劲态势，2025年3月镀锌板出口量129.02万吨，环比增加30.13%，同比增加7.48%。1-3月累计出口量338.74万吨，累计同比14.28%。主要出口国为：泰国、菲律宾、韩国、以色列及越南等。3月出口量环比明显回升，一方面一些东南亚国家关税加征担忧升温，抢进口节奏加快；另一方面，国内假期因素解除后，镀锌企业生产恢复，前期所接订单陆续出口，同时国内黑色价格偏弱，出口也具备一定竞争力。对于4月，特朗普对东南亚加征巨额关税，尽管后期宣布90天的豁免期，但美国海关4月15日宣布严查转扣贸易，月上旬出现抢出口潮，月下旬有所降温，同时东南亚等国对国内镀锌板反倾销调查延续，预计4月出口量仍能保持高位，但后期关税影响将逐步显现，镀锌板出口前景将承压。

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年一季度广义基建投资同比增11.5%，环比1-2月增加1.55pct。“两会”后基建投资增速有所提升。

今年以来财政相关资金靠前发力，截至5月4日，新增专项债累计发行12721亿元，有望进一步提速。2025年新增专项债发行额中，用于广义基建的专项债占比45.4%，较2024全年有所提升，资金加速到位有望促进基建产业链需求的释放。项目进度上看，各地区表现分化，根据百年建筑调研，河北冀中南、湖南等地因高速等基建项目赶工；江西虽无新项目开工，但存续项目支撑需求持稳；安徽、冀北受强风及降雨影响，施工和运输受阻，需求阶段性回落；福建等地水泥厂通过返利政策刺激贸易商囤货，对基建后续需求持乐观预期。微观数据显示，截止至4月27日当周，沥青开工率同比增速大幅回升，水泥出货率同比回正。

全球贸易摩擦的升级，国家提振内需进一步凸显重要性。4月底政治局会议上指出，要“加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用”；“加力实施两重建设”；“加力实施城市更新行动”。随着财政支出扩大及重点项目进展顺利，多地抓紧晴好天气阶段小赶工，二季度基建实物量以环比增加为主，但需警惕二季度末多地进入梅雨季后拖累项目施工进度。

房地产方面：国家统计局数据显示，2025年1-3月地产开发投资同比-9.9%（前值-9.8%）。其中，1-3月销售面积同比-3%（前值-5.1%），新开工面积同比-24.4%（前值-29.6%），施工面积同比-9.5%（前值-9.1%），竣工面积同比-14.3%（前值-15.6%）。数据显示，地产销售、新开工及竣工面积降幅收窄，但施工面积及地产开工同比增速降幅小幅扩大。

当下部分房企仍面临库存去化的压力，投资开工意愿相对较低。在地产政策扶持下，地产销售延续边际回暖，一线城市二手住宅价格指数环比由跌转涨，且二手住宅价格指数环比上涨的城市较2月有所增加。同时，地产销售的回暖也一定程度上缓和了新开工的下滑速度。而此前支撑需求的竣工端项目逐步进入尾声，而新开工项目未能接续，导致施工增速降幅小幅扩大。

4月以来全球贸易摩擦升级，外部不确定性增强，扩内需政策将逐渐加码，而房地产将是提振消费政策框架的重要环节。4月18日国常会上，总理指出，要持续稳定股市，持续推动房地产市场平稳健康发展。月底政治局会议上，指出“加大高品质住房供给”，“优化存量商品房收购政策”、“有力有序推进城中村和危旧房改造”。5月7日一揽子金融政策会议上，调降公积金贷款利率，同时将加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度。总体看，稳楼市政策持续加码，将支撑地产板块的进一步修复。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，2025年3月我国汽车产销分别完成300.6万辆和291.5万辆，同比分别增长11.9%和8.2%。1~3月，我国汽车产销分别完成756.1万辆和747万辆，同比分别增长14.5%和11.2%。其中，3月，我国新能源汽车产销分别完成127.7万辆和123.7万辆，环比分别增长43.9%和38.7%，同比分别增长47.9%和40.1%。1~3月，新能源汽车产销累计完成318.2万辆和307.5万辆，同比分别增长50.4%和47.1%。汽车出口方面，3月，汽车出口50.7

万辆，环比增长14.9%，同比增长1%。1~3月，我国汽车出口142万辆，同比增长7.3%。汽车行业一季度开局良好，一方面，消费品以旧换新等一系列提振政策举措加快落地提振，另一方面，车企密集推出焕新产品，消费需求加快释放。

4月以来美国对进口汽车征收25%关税的政策正式生效，我国对美国出口的汽车占比较小，数据显示2024年中国出口美国的汽车约11.6万辆，占中国汽车总体出口量仅1.81%。但许多车企早已通过在墨西哥等地设厂、转口等方式规避早期关税，美国严查转口贸易，对国内汽车出口间接影响将逐步显现。不过国内延续积极政策基调，政策效果也有望延续体现，同时4月底至5月初举行上海车展，有利于刺激消费潜力释放。

从白色家电方面来看：国家统计局数据显示，2025年1-3月空调累计产量7445.8万台，同比增长9.7%。1-3月冰箱累计产量2414.5万台，同比增长3.7%。1-3月洗衣机累计产量2956.4万台，同比增长13.9%。1-3月彩电累计产量4360.0万台，同比下降1.4%。出口方面，1-3月空调累计出口2220万台，同比增长19.1%。1-3月冰箱累计出口1988万台，同比增长11.8%。1-3月洗衣机累计出口827万台，同比增长2.5%。1-3月电视累计出口2349万台，同比增长4.8%。国补政策继续刺激内销改善，同时抢出口支撑下，一季度家电出口增速略超预期。

产业在线排产情况看，5月空调、冰箱及洗衣机排产分别同比增长9.9%、-4.9%、6.5%。其中，空调板块受传统消费旺季临近支撑，以及出口市场蓄力不足，内销市场强势发力，厂商热情较高，内销排产保持较高增速。外销方面，受出口淡季及关税影响逐步显现，企业下调出口排产，6、7月甚至出现两位数同比增速的下调。冰箱板块，内销表现偏弱，国补政策覆盖全年，消费者抢补贴的迫切性不强，等待618促销，二季度内销排产阶段性回落。外销方面，4月以来部分企业暂停输美业务，转移至海外工厂，但成本增加，产能转移面临瓶颈。洗衣机板块，排产增速环比减弱，夏季为消费淡季，且企业担忧国补效应边际减弱，下调排产计划。外销方面，我国出口至美国的洗衣机占比约4.5%，外销拓展市场在亚洲和欧洲，关税直接冲击可控，但全球需求放缓将导致间接外销降温。

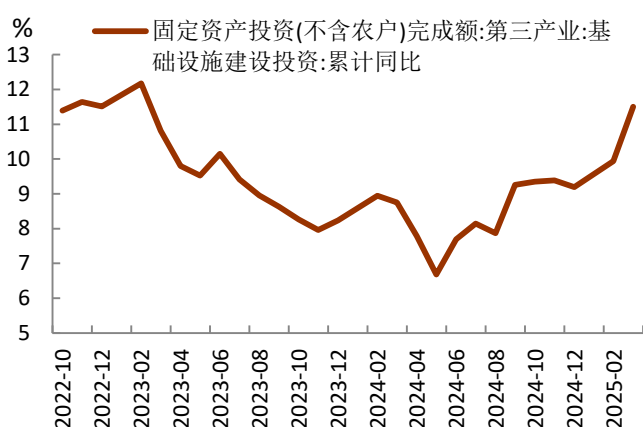
整体看，4月以来特朗普关税政策落地，家电外需受一点干扰，负面影响最早将在4月显现。内需刺激政策加码，月底政治局会议强调“加大资金支持力度，扩围提质实施‘两新’政策”，以旧换新的补贴大概率进一步加码，支撑家电内销，但国补效应亦存边际减弱的风险，家电内销市场面临增长压力。

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，2025年3月光伏新增装机20.24GW，同比+124%。1-3月，光伏累计新增装机59.71GW，累计同比+31%。3月企业为赶政策窗口期加速抢装，但抢装需求在4月中旬达到顶点后迅速下滑。同时，“531”也在逼近，整个产业链价格却已悄然转向。这轮由政策催生的抢装潮尚未结束，但市场却已抢跑，开始释放疲态。

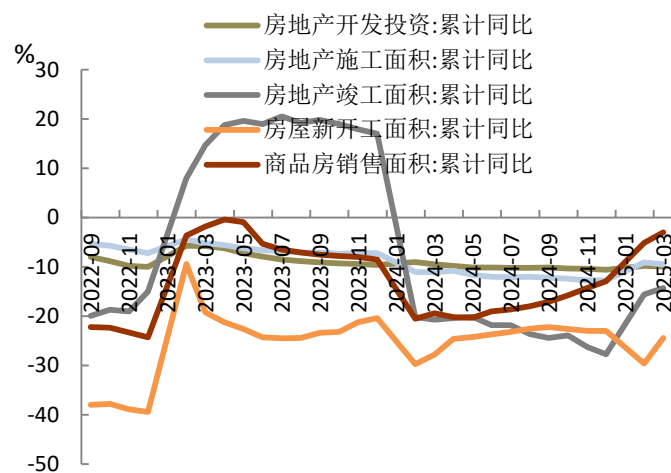
抢装潮后，市场将回归理性。6月起就将取消光伏固定电价补贴，转为市场化交易定价。光伏装机增长与电网消纳能力不匹配的问题长期存在，产能过剩加剧行业竞争。光伏新增装机经历了二季度高速增长后，下半年需要警惕增速断崖回落的风险。

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3月风电新增装机5.34GW，同比-5%。1-3月风电累计新增装机14.62GW，累计同比-6%。通常一季度为风电行业传统淡季，不过2024年底以来下游拉动产业链排产提升，今年一季度国内风电装机节奏加快，行业呈现淡季不淡。二季度，进入行业传统旺季。同时政策支持增加，年初多省发布的年度重点项目提及海风项目，且政府工作报告中首次提及深海科技，海风为海洋新能源重要形式，中长期市场空间开启。

图表 32 基建投资增速有望回暖

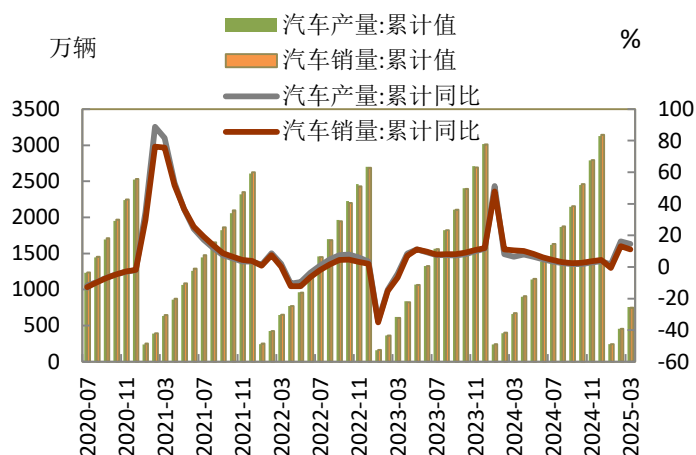


图表 34 地产主要指标依然疲软

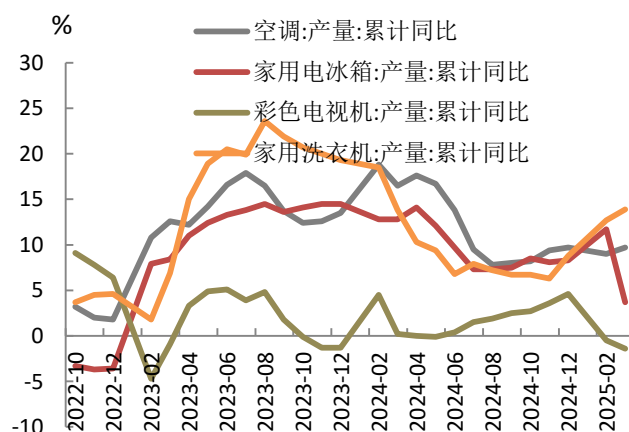


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 35 汽车产销情况

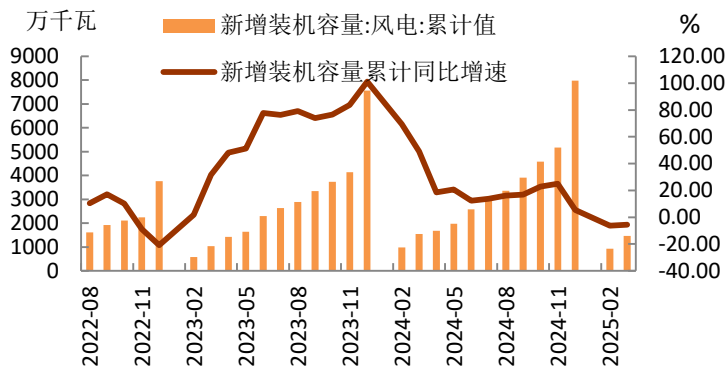


图表 36 白色家电产量情况

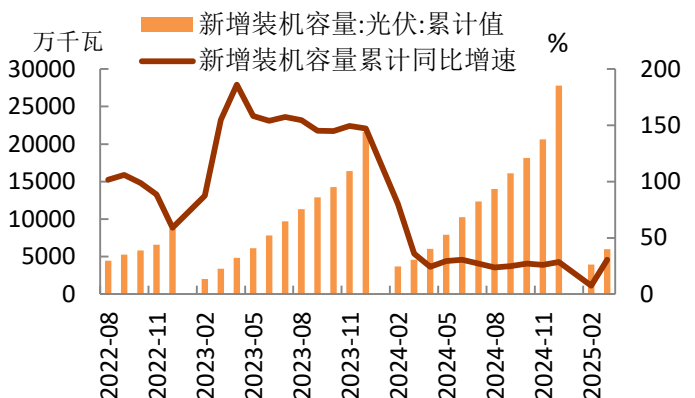


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 37 风电新增装机量情况



图表 38 光伏新增装机量情况



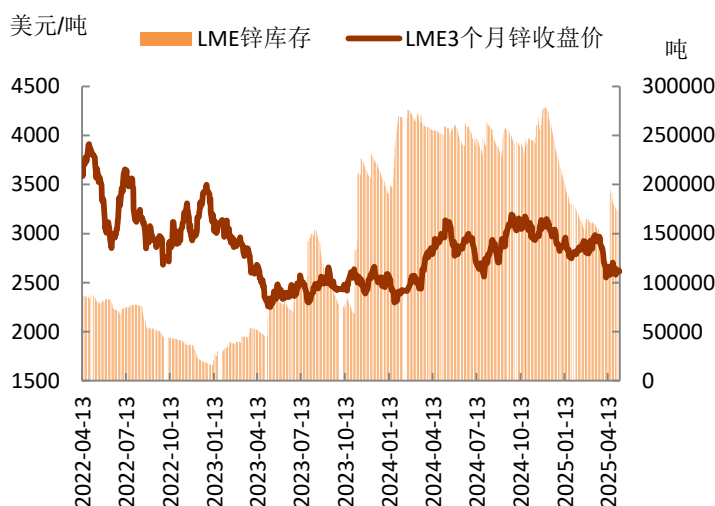
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

3.4 海外库存先抑后扬，国内超预期去库

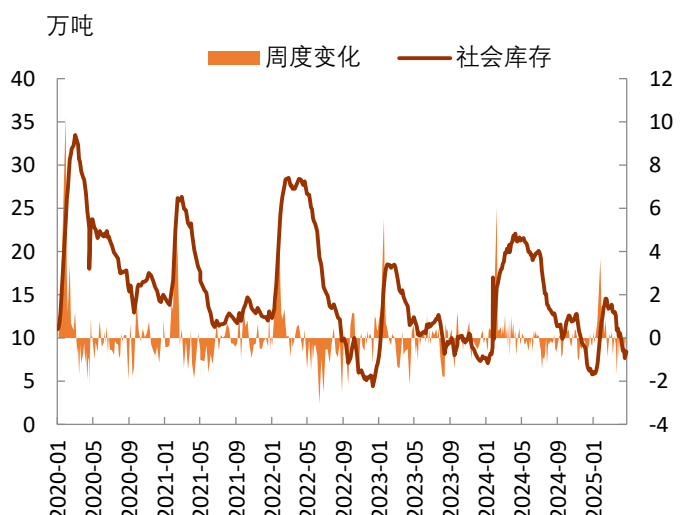
4月LME库存呈现先抑后扬的走势，截止至4月30日，库存为173900吨，月度增加32500吨。月中，4月18日当日LME交仓达8万吨的，据悉为租赁交易行为，但库存大幅攀升后，市场对海外需求疲软担忧强化，随后库存小幅回落但也保持在今年以来偏高位，海外库存压力较大。

4月社会库存去库超预期，截止至4月30日，库存为7.7万吨，月度减少4.89万吨。一方面，锌价回落幅度较大，下游逢低补库较积极，另一方面，锌锭进口未能持续开启，进口补充量有限，去库良好支撑锌价。进入5月，进口流入补充预期增强，叠加下游透支补库需求，中下旬库存回升概率走高。

图表 39 LME 库存先抑后扬



图表 40 国内超预期去库



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

四、总结与后市展望

宏观面看，美国经济转弱而就业韧性强，尚未出现衰退迹象，美联储如期按兵不动且保留降息预期。国内经济扩张放缓，关税冲击显现。存量政策加速落地，增量政策保留空间。近期中美展开初步磋商，贸易局势缓和但风险未消除。

供应端看，海外矿企多生产平稳，国内矿山季节性复产，原料供应继续改善。锌价回落抑制矿企上调加工费意愿，5月内外矿加工费回升节奏放缓。4月精炼锌供应不及预期，5月炼厂减复产并存，供应环比持平。沪伦比价修复，锌锭进口预期增加，供应总体保持偏高水平。

需求端看，财政支出扩大及重点项目进展顺利，支撑基建板块；地产修复为主、汽车消费平稳；但受出口冲击及国补效应边际减弱，家电增速或放缓；光伏抢装潮告一段落，关税冲击或令镀锌板远端出口承压。

整体来看，关税冲突缓和，国内存量政策加速落地，宏观边际改善。进口锌锭补充预期下，供应保有压力，抢出口效应减弱叠加消费旺季尾声，供需转弱，中下旬累库压力增加，锌价重心存下移风险。预计5月锌价主要运行区间在21000-23000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 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。