

2025 年 6 月 9 日



强供弱需主导

锌价承压震荡

核心观点及策略

- 宏观面看，美国经济显露疲态，但通胀持续回落且就业保有韧性，美联储政策立场仍谨慎。近期美国行政与司法博弈加剧，进一步推升了全球贸易格局的不确定性。国内方面，经济内生动力不足，叠加中美贸易博弈的长期影响，出口前景面临较大压力，市场对财政政策加码的预期随之升温。
- 供应端看，海外新增矿山产能释放顺利，国内原料流入量增加，整体供应维持宽松格局，内外加工费均环比上涨。受益于炼厂利润修复、前期停产产能复产以及新增产能投放，6 月精炼锌供应显著恢复且势头强劲，预计 7 月高供应水平有望延续，有效抵消了锌锭进口窗口关闭带来的影响。
- 需求端，地方化债进程制约基建资金使用效率，基建表现“稳而不强”，叠加高温和梅雨季的季节性扰动；房地产及光伏板块需求边际转弱；得益于关税暂缓及政策支持，汽车、家电行业景气度得以维持，镀锌板出口仍具韧性。
- 整体来看，逆全球化的关税措施对全球经济的拖累效应边际显现，其不确定性亦加剧市场情绪波动。基本面呈现供增需弱的格局，精炼锌供应强劲恢复，而终端消费表现分化，“抢出口”效应减弱叠加传统消费淡季来临，市场正从“强现实”转向“弱预期”，库存拐点隐现，预计锌价维持偏弱震荡。
- 风险因素：宏观风险，供应恢复不及预期

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 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，锌矿进口量超预期	9
3.2 精炼锌供应情况.....	10
3.2.1 海外炼厂减扩产并存，供应扰动风险仍存	10
3.2.2 1-6月精炼锌供应强劲恢复，锌锭进口窗口再关闭	11
3.3 精炼锌需求情况.....	13
3.3.1 欧美终端消费短暂回暖，中长期消费前景不明朗	13
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.....	15
3.4 海外库存延续高位回落，国内库存先增后减.....	19
四、总结与后市展望	20

图表目录

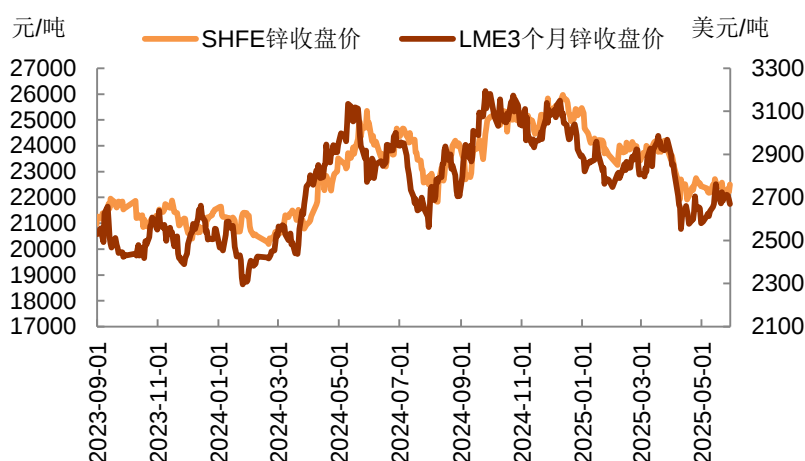
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势	4
图表 2 美国通胀情况.....	6
图表 3 美国利率水平	6
图表 4 美国就业市场.....	6
图表 5 欧美 PMI 数据.....	6
图表 6 欧元区通胀情况.....	7
图表 7 欧元区利率水平.....	7
图表 8 国内 PMI 数据.....	7
图表 9 国内重要经济指标.....	7
图表 10 2025 年海外锌矿产量增减情况（万吨）	8
图表 11 全球锌矿月度产量情况	9
图表 12 国内锌矿月度产量情况.....	9
图表 13 2025 年国内锌矿新增情况（万吨）	9
图表 14 内外加工费延续回升	10
图表 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）	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	18
图表 34 地产主要指标依然疲软.....	18
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.....	19
图表 38 光伏新增装机量情况.....	19
图表 39 LME 库存延续高位回落	19
图表 40 国内库存先增后减.....	19

一、锌市场行情回顾

2025年5月沪锌主力期价低位区间震荡。宏观面消息错综复杂，中美日内瓦达成协议，关税削减超预期，美国通胀下滑且经济保持韧性，市场情绪提振，但穆迪下调美国评级及20年期美债拍卖遇冷，风险资产压力增加。关税暂缓，国内政策加码的紧迫性下降。同时4月金融及经济多项指标下滑，关税冲击初显。基本面上，炼厂减产复产并存，精炼锌供应持平，中旬锌锭进口窗口关闭，进口补充量级低于市场预期，叠加关税暂缓，前期暂停出口订单重新生产，现货维持偏紧，库存维持在同期低位，累库延后，但过剩预期不改，资金低位做多持续性不强。多空交织下，锌价未改震荡走势，最终收至22225元/吨，月度跌幅0.96%。

伦锌呈现冲高回落的走势，中美关税缓和，暂缓美国经济衰退担忧，但通胀潜在上行压力不减，美国经济滞胀压力犹在，伦锌重心略上移，但缺乏持续性上涨驱动，最终收至2629.5美元/吨，月度涨幅1.9%。

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

美国经济数据走弱。5月ISM制造业PMI为48.5，预期49.5，前值48.7；ISM非制造业PMI49.9，预期52，跌至荣枯线之下，这一数据是去年6月以来的最低水平。数据显示，美国制造业及非制造业扩张速度均不用程度放缓。此外，4月美国的零售销售仅增长0.1%，不仅低于市场预期的0.2%，也远低于3月被上修后的1.7%。零售数据明显走弱，显示消费节奏放缓。同时，4月耐用品新增订单增速大幅下滑，剔除国防之外的耐用品订单，3月同比增速为10.45%，4月降

至2.80%。不过就业市场保有韧性，美国5月新增非农就业人口13.9万，高于市场预期值13万。失业率4.20%，持平预期。同时通胀压力回落，4月季调CPI同比上涨2.3%，连续第三个月低于预期；核心CPI同比持平于2.8%，符合市场预期。4月PCE同比+2.2%（预期+2.2%，前值+2.3%），核心PCE同比+2.5%（预期+2.5%，前值由+2.6%上修至+2.7%）。在能源价格回落以及“抢进口”提供的库存缓冲下，4月通胀数据尚未明显反映出关税的影响。就业及通胀压力均可控的背景下，美联储官员对于降息依旧维持偏谨慎态度，货币政策前瞻指引较模糊。市场普遍维持9月降息的预期。

关税方面再生变数，美国国际贸易法院做出了历史性的裁决，阻止了特朗普在4月2日“解放日”宣布的关税政策生效，并裁定特朗普越权。不过这一裁决生效不到24小时，局势就发生了变化。美国联邦巡回上诉法院批准了特朗普政府的请求，暂时搁置禁止执行特朗普关税行政令的裁决。后续关税的演变，仍需关注最高法院的最终裁定。

整体来看，美国经济走弱，且美债担忧未消除，经济下行风险加大。就业保有韧性，关税尚未体现在通胀上，使得美联储维持谨慎，模糊货币政策前瞻指引。此外，特朗普关税政策多变，且美国行政司法权博弈加剧，增添了全球贸易格局的不确定性。

2.2 欧元区方面

欧元区复苏乏力，5月制造业PMI终值报49.4（预期49.5，前值49.8），制造业收缩幅度有所扩大。2025年Q1欧元区GDP同比仅增长1.2%，环比增速0.3%，低于预期。其中，德国GDP同比收缩0.2%，法国微增0.3%。国际货币基金组织等机构预测，2025年欧元区经济增速不会超过1%。欧元区通胀则延续回落态势，5月调和CPI同比增速降至1.9%，为2024年9月以来首次低于央行2%的目标。核心通胀率连续五个月下行回落至2.3%，创2022年1月以来新低。在经济增速下滑及通胀压力减弱的背景下，6月5日，欧央行下调三大关键利率25个基点，符合市场预期，这也是欧央行在2024年6月首次降息以来第八次下调利率。对于后续降息路径，市场普遍预计9月再降息25BP。

欧盟与美国关税谈判紧张缓慢，特朗普一度提议将自6月1日起对进口自欧盟的商品征收50%关税，经过双方磋商后，将50%的关税最后期限延长至7月9日。

整体来看，关税担忧扰动下，欧元区经济复苏依旧面临挑战。不过通胀回落，欧央行如期延续宽松的货币政策，或部分缓解经济下行压力。

2.3 国内方面

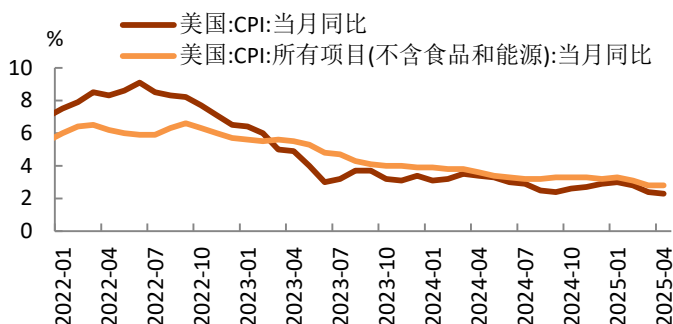
国内4月经济数据多数回落，关税的影响初步显现。其中工业增加值同比6.1%，低于前值7.7%；社零同比5.1%，低于前值5.9%。1-4月固投同比4.0%，低于前值4.2%。不过4月出口表现超预期，4月出口同比8.1%，预期0.8%，前值12.4%。主要受“抢出口”、“抢转扣”的带动，以及对非洲、印度出口高增的贡献。从最新经济前瞻指标看，5月官方制造业PMI为

49.5%，比上月上升0.5个百分点。其中，新订单指数、生产指数以及新出口订单指数均回升。非制造业PMI为50.3%，较上个月下滑0.1个百分点。中美关税摩擦阶段性缓和，抢出口支撑尚存，带动制造业边际回升。但制造业PMI仍处于荣枯线下方，且非制造业PMI环比回落，显示内需不足的问题依然突出。

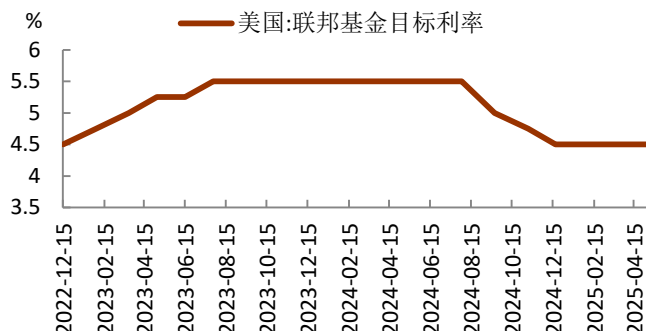
5月12日中美日内瓦会议取得实质性紧张，关税降幅超预期，缓解二季度经济大幅下滑的压力。尽管端午假期中美贸易摩擦升温，特朗普释放一系列不友好言论。不过随着6月5日中美元首通话，贸易摩擦担忧缓解，关注实质性进展。

整体来看，国内经济内生动力欠佳，地产、消费走软，同时中美贸易局势难言一帆风顺，波折博弈始终贯穿，出口面临较大不确定性，财政政策加码的预期升温，重点关注陆家嘴金融论坛和中央重要会议的指引。

图表2 美国通胀情况

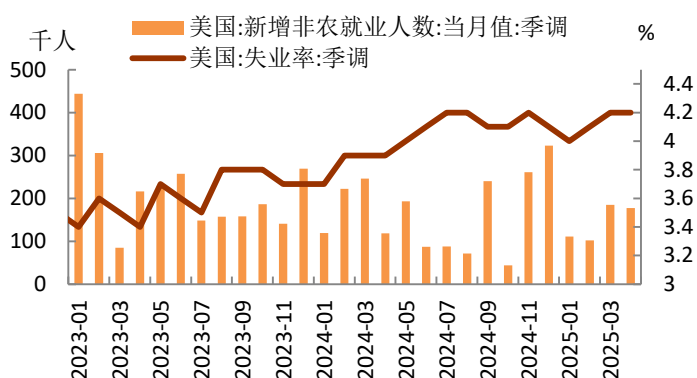


图表3 美国利率水平

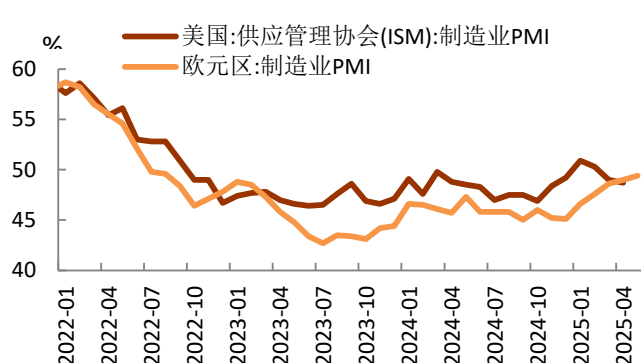


数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表4 美国就业市场

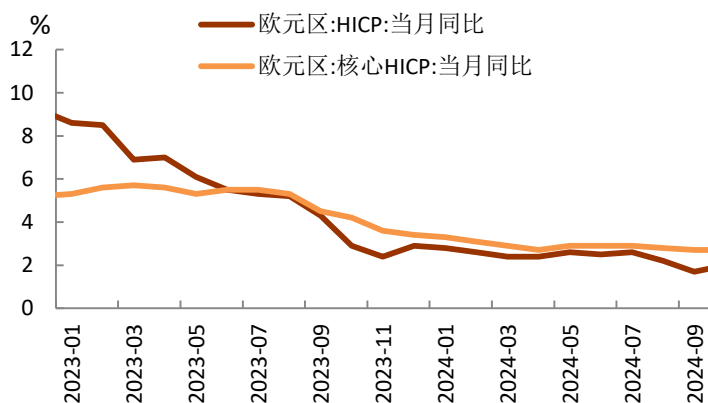


图表5 欧美 PMI 数据

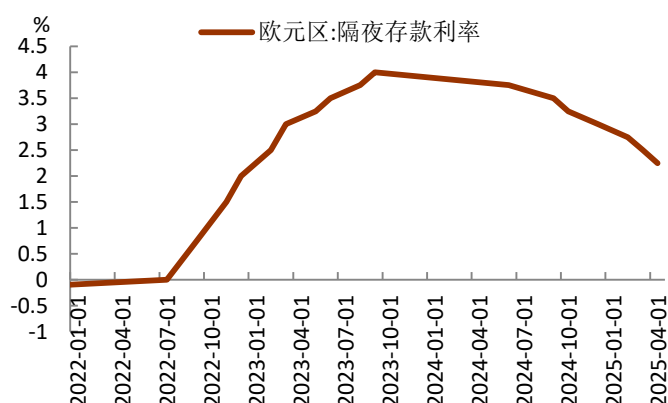


数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

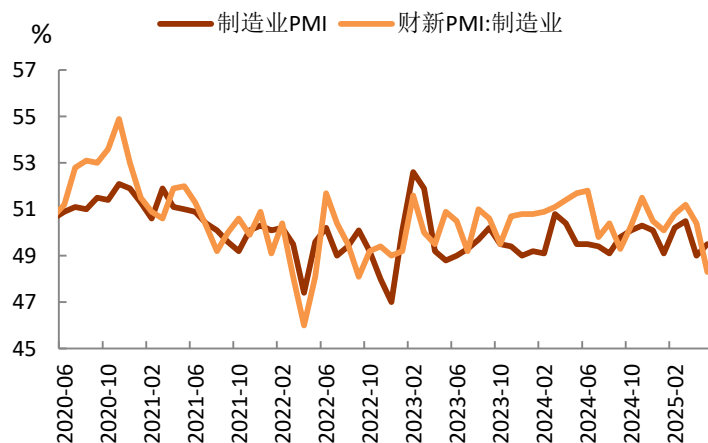


图表 7 欧元区利率水平

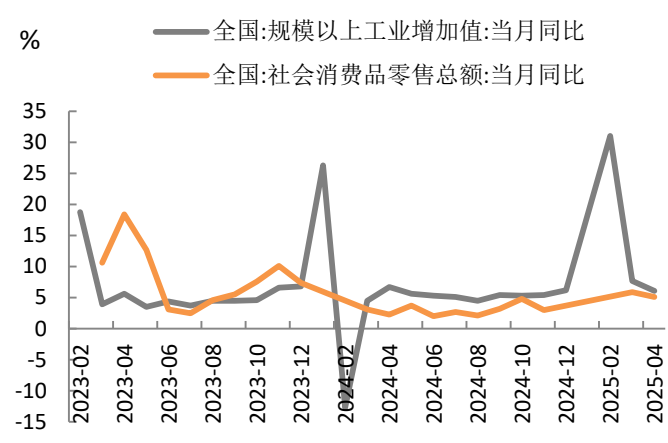


数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

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3月全球矿山锌产量为101.84万吨，环比在呢个价10.1%，同比增加4.8%，1-3月累计产量290.2万吨，累计同比增加3.94%。其中，1-3月海外累计产量202.2万吨，同比增加4.4%；中国累计产量88万吨，同比增加2.3%。

近期海外矿山短暂扰动，但对产量影响有限。5月14日，据图瓦地区政府及俄媒Channel 108消息称，紫金矿业集团旗下的龙新有限责任公司在俄罗斯图瓦共和国运营的Kyzyl-Tashtyg（Longxing）矿山因国际制裁升级及中俄金融合作受限等原因，正面临财务困

境，预计将于6月停产。该矿山在2024年共产出锌精矿约7.13万金吨，铅精矿约4750金吨。海外供应收紧预期一度提振市场情绪，但5月19日消息，俄罗斯图瓦地区已与紫金矿业集团达成协议，继续运营Kyzyl-Tashtyg锌矿。5月20日刚果金发生的地震，导致艾芬豪矿业暂停了卡库拉铜矿的地下开采作业，但Kipushi锌铜矿并未受到直接影响。

总的来看，海外锌矿生产较为稳定，且去年以来新增投产项目爬产逐步兑现，锌矿供应由紧转松大趋势不变。

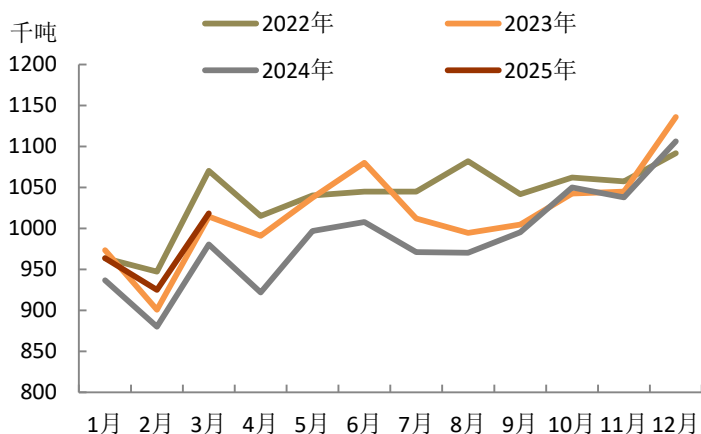
国内方面，SMM：2025年4月锌精矿产量29.77万吨，略超预期，环比增加4.53%，同比减少6.68%。1-4月累计产量107.34万吨，累计同比减少5.23%。北方矿山陆续复产，月度供应如期环比增加。5月矿山延续爬产，预计产量环比增加7.05%至31.87万吨。全年看，随着新疆火烧云、江西银珠山等矿山投产爬产，预计国内锌矿增量在9万金属吨。

图表 10 2025 年海外锌矿产量增减情况（万吨）

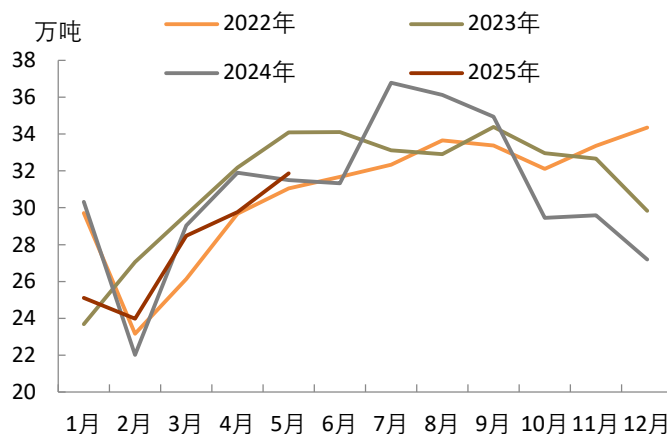
矿山	国家	2025 年变化
Kipushi	刚果	10
迈蒙矿	米尼加	2
Ozernoye	俄罗斯	10
Bowdens Silver	澳大利亚	0.5
Vares 银矿	波斯尼亚	5.5
Buenvista	墨西哥	3.6
Peñasquito	墨西哥	-2.2
Neves-Corvo	葡萄牙	1
Aripuanã	巴西	1.5
Endeavor	澳大利亚	5
Tara	爱尔兰	9
Dugald River	澳大利亚	1.4
Aljustrel 铅锌矿	葡萄牙	5.5
Antamina	秘鲁	17.6
San Cristobal、Carahuacra 和 Ticlio	秘鲁	1
Century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

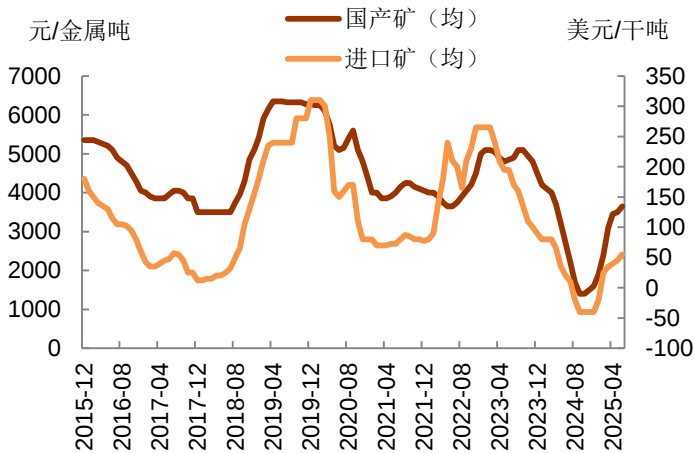
数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

3.1.2 锌精矿加工费加速回升, 锌矿进口量超预期

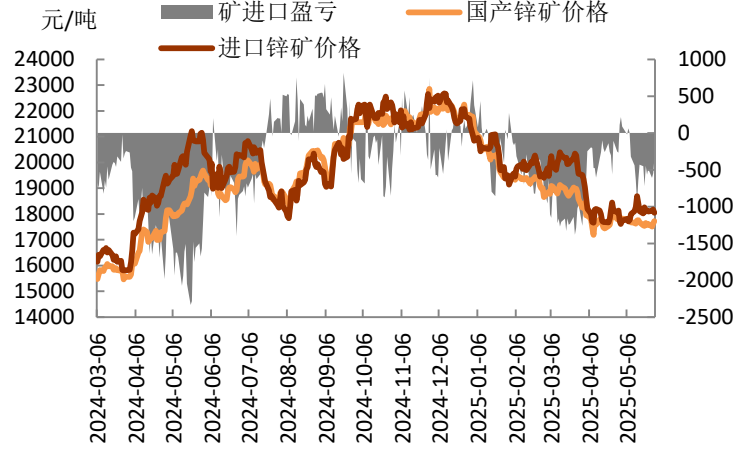
根据 SMM 数据看, 2025 年 6 月内外加工费月均值分别报 3650 元/金属吨和 55 美元/干吨, 环比分别增加 150 元/金属吨和 10 美元/干吨。俄罗斯 OZ 矿流入增多, 市场锌矿供应相对宽松, 炼厂挺价积极性抬升, 国产及进口加工费均有不同程度回升。

进口情况看, 海关数据显示, 2025 年 4 月进口锌精矿 49.47 万实物吨, 进口量超预期, 环比增加 37.6%, 同比增加 72.07%。1-4 月累计进口量为 171.25 万实物吨, 累计同比增加 45.26%。主要进口国为澳大利亚、秘鲁、南非。4 月部分炼厂检修延后, 新增冶炼项目储备原料, 对进口原料需求增加, 同时进口矿加工费延续环比上涨, 增加炼厂进口意愿, 散单进口量回升。对于 5 月, 炼厂减复产并存, 万洋、云铜陆续落地, 原料需求不减, 同时 4 月锌矿进口间歇式开启, 俄罗斯 OZ 矿流入增加, 预计 5 月锌矿进口量维持高水平。

图表 14 内外加工费延续回升

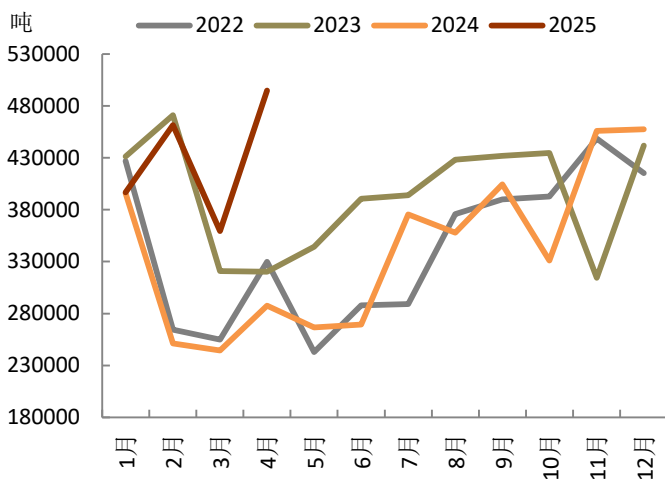


图表 15 锌矿进口盈亏

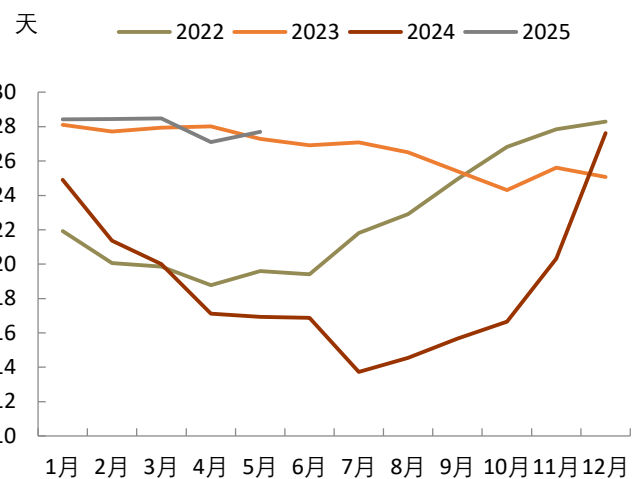


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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

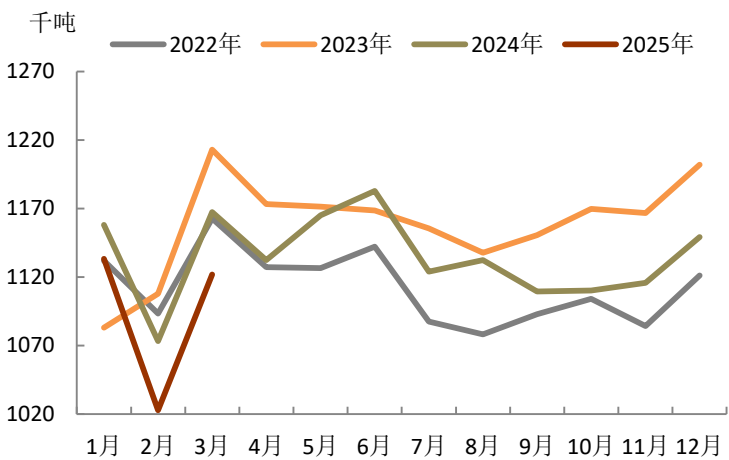
3.2.1 海外炼厂减产并存，供应扰动风险仍存

全球范围来看，ILZSG数据显示，2025年3月全球精炼锌产量112.2万吨，环比增加9.69%，同比减少3.9%。1-3月累计产量327.8万吨，累计同比减少3.55%。其中，1-3月欧洲、美洲、中国产量累计同比分别为+19.4%、-4.32%、-3.91%。

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。此外，近期尚未传出亚洲炼厂因

长协加工费较低而减产的消息，后续仍值得持续关注。

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

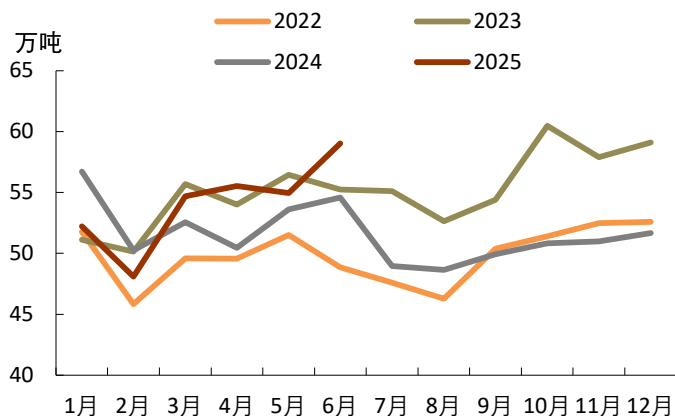
3.2.2 1 6 月精炼锌供应强劲恢复，锌锭进口窗口再关闭

SMM数据显示，2025年5月精炼锌产量54.94万吨，环比减少1.08%，同比增加2.46%。1-5月累计产量265.5万吨，累计同比增加0.72%。5月除了常规的河南、安徽、陕西、广西、湖南、青海等地区的常规检修外，超预期增加广西、山西、青海地区的突发检修；增量主要集中在内蒙古、湖南、四川、云南、贵州等地的检修恢复和提产。对于6月，产量增加明显，预计环比增加7.43%至59.02万吨。增量除了云南、河南地区的新增产能释放外，前期检修的陕西、河南、安徽、广西、山西等地复产，外加内蒙古、陕西地区的提产亦贡献一定增量；减量主

要集中在云南和湖南等地的检修控产。

进口方面，海关数据显示，2025年4月精炼锌进口量2.82万吨，环比增加2.4%，同比减少38.66%，1-4月累计进口量12.92万吨，累计同比减少9.44%。4月精炼锌出口量0.25万吨，净进口量2.57万吨。主要进口国为：哈萨克斯坦、澳大利亚、印度等。4月上旬进口窗口维持关闭，月度进口量环比小增，进入4月下旬，锌锭进口窗口逐步开启，进口商锁单增加，5月初已有部分进口货源流入，预计月度进口量有望增至3.5万吨。

图表 20 国内精炼锌月度产量

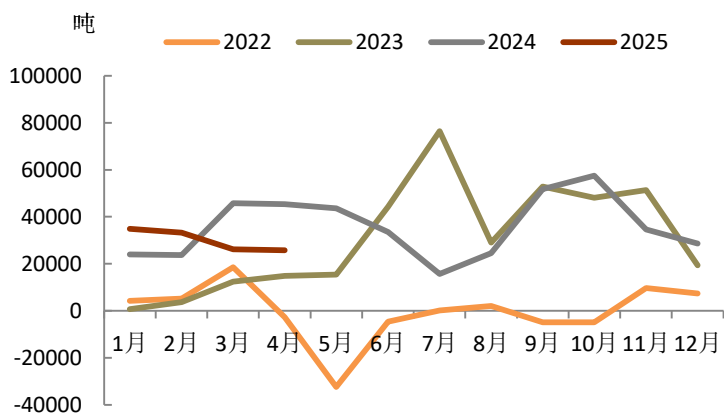


图表 21 冶炼厂生产利润

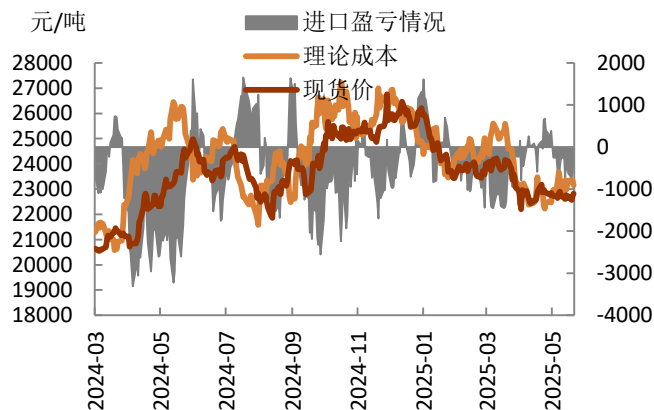


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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 欧美终端消费短暂回暖，中长期消费前景不明朗

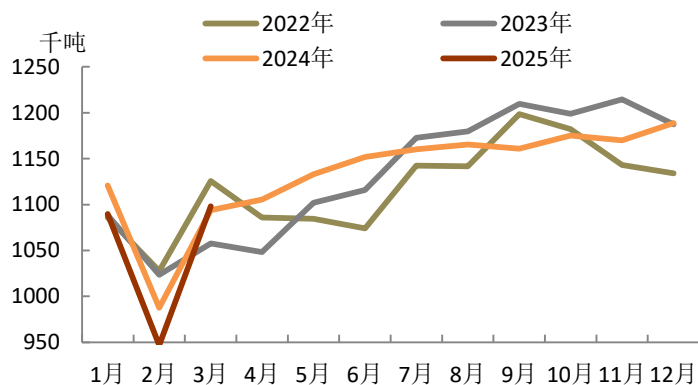
全球范围来看，ILZSG数据显示，2025年3月全球精炼锌消费量为109.82万吨，环比增加16%，同比增加0.4%。1-3月累计消费量313.5万吨，累计同比减少2.11%。其中，1-3月中国、欧洲、美洲消费量累计同比分别为+0.3%、-5.3%、-10.1%。3月全球锌市场供应过剩收窄至2.37万吨。

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4月新屋开工总数年化74.3 万套，环比激增 10.9%，年化速度创 2022 年 1 月以来新高。主要受到建筑商促销策略提振，部分开发商甚至提供 "零首付" 或代缴房产税等激励措施。数据亮眼的背后隐忧重重，一方面，美国30 年期房贷利率脉冲式回升，截止至5月底至6.9%，距离7%的心理关口仅一步之遥，高利率增加购房成本；另一方面，特朗普政府关税政策的不确定性，以及经济压力的担忧，导致建筑商显著减少新建项目。5月欧元区营建信心指数-3.6，跌势小幅放缓。欧央行4月持续降息25BP及特朗普对等关税暂缓，修复购房者信心。汽车市场，根据美国商务部数据，2025年4月美国汽车销量完成150.41万辆，同比增长10.8%。自特朗普对等关税政策宣布的3月份来，美国汽车销量增长迅速，连续两个月销量在150万辆以上。更多是受关税担忧冲击导致的消费前置，同时，关税的不确定性，导致部分车企延缓新车型的发布，将限制整个汽车行业的发展。考克斯汽车咨询公司2025年美国全年汽车销量预期从1630万辆下调至1560万辆，甚至表示如果有更多的关税调整，全面销量可能下滑到1500万辆以下。据欧洲汽车制造商协会（ACEA）的数据显示，4月欧盟新车交付量共计925,359辆，与去年同期相比增长了1.3%，实现了自2025年以来的首次月度正增长。但两大主要国家——德国、法国注册量在4月份均出现下滑。同时，美国关税政策的不确定性，也对欧洲商业投资者信心构成实质

性影响。标普全球汽车预测，2025年欧盟整体市场新车销量将从较去年的1,036万辆小幅下降至1,030万辆。

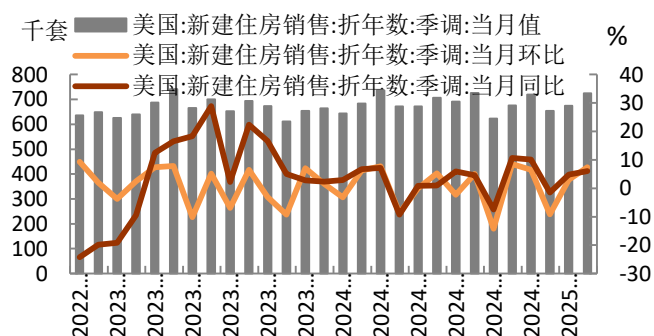
整体来看，欧美地产及汽车市场迎来短暂繁荣，但美国利率高企、欧元区经济下行压力不减，叠加特朗普关税政策不确定性仍存，令欧美市场消费前景不明，改善持续性存疑。

图表 25 全球精炼锌月度需求情况

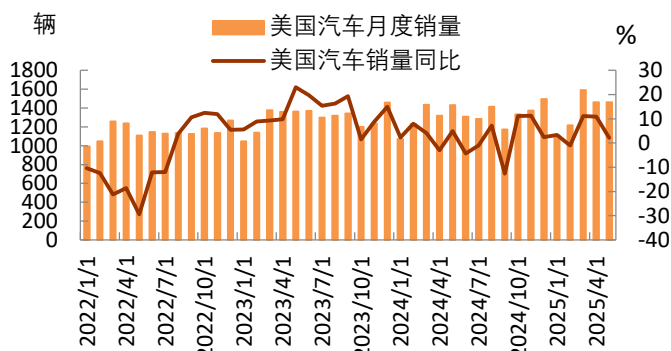


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 26 美国新建住房销量

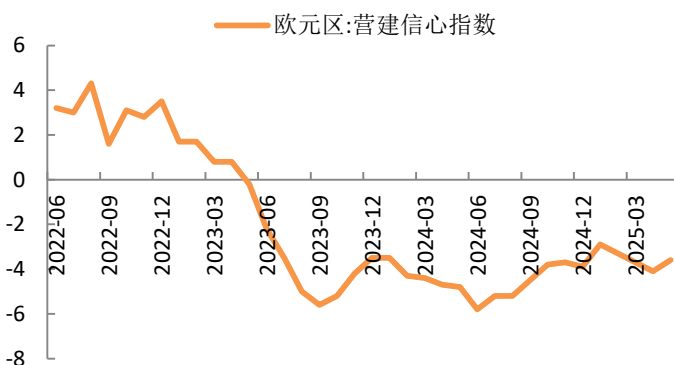


图表 27 美国汽车销量情况

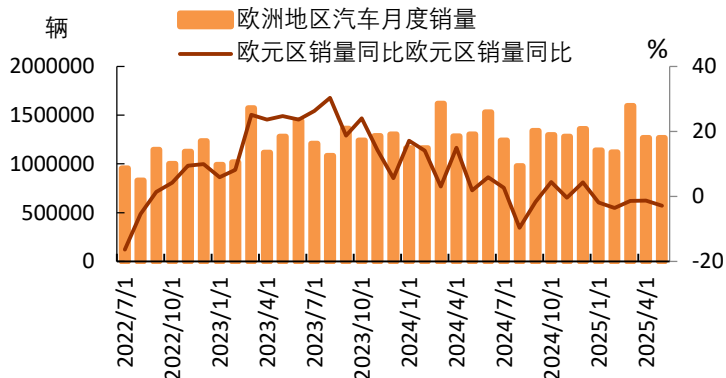


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 28 欧元区营建信心指数

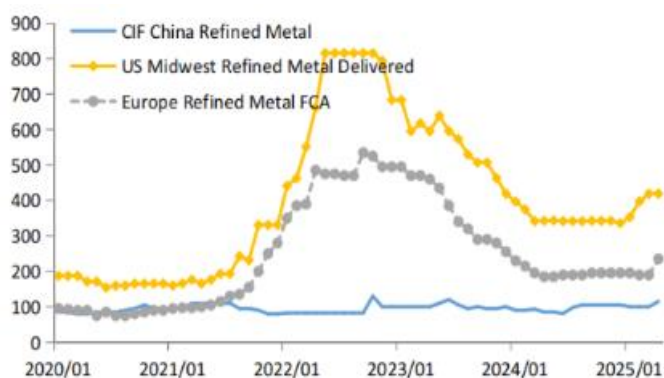


图表 29 欧元区汽车销量情况



数据来源: iFinD, Bloomberg, CRU, 铜冠金源期货

图表 30 各地锌锭贸易升水

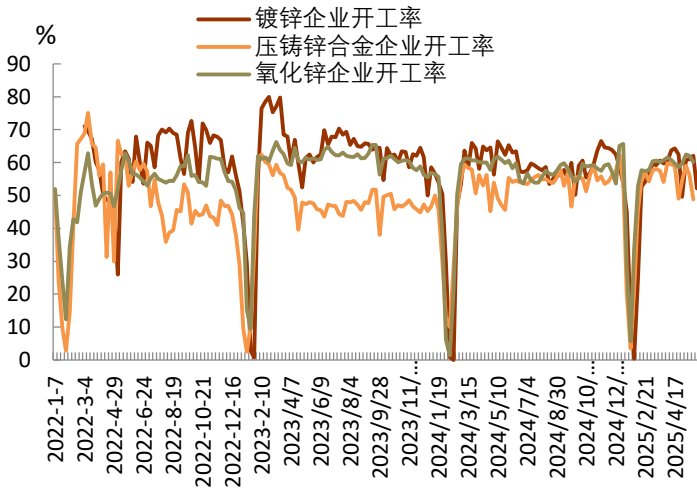


3.3.2 初端企业开工存回落预期，镀锌出口延续强劲

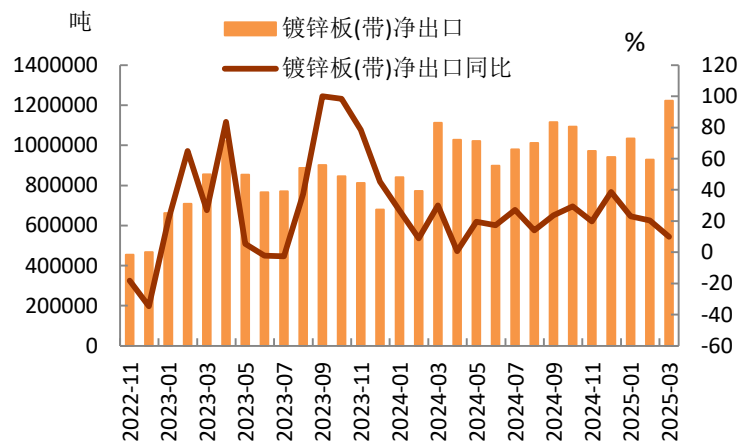
5月初端企业开工率较平稳，未有太大超季节性表现。截止至5月30日，镀锌、压铸锌合金及氧化锌开工率分别为52.17%、48.81%、60.08%。其中，镀锌板块，镀锌大厂开工较稳定，桥梁、铁路、护栏等前期新接订单生产支撑，但南方逐步进入梅雨季，终端工期受影响，交货时间延后，订单存走弱迹象，同时关税暂缓，出口订单提振有限。压铸锌合金方面，传统五金订单好转，但电子级订单需求有所回落；出口方面，关税暂缓，前期暂缓或取消订单重新生产，尤其是华东及华南地区，但是缺乏持续新增订单。氧化锌方面，橡胶级及陶瓷级订单相对稳定，天气转暖，饲料级订单存转弱预期，企业开工仍以稳为主。月末，受到端午假期影响，初端企业多放假1-3天，开工率不同程度下滑，但节后有望恢复，不过进入6月，梅雨季及高温相继来袭，户外施工受限，负反馈下，初端企业开工率存小幅回落预期。

镀锌板出口延续2024年的强劲态势，2025年4月镀锌板出口量129.01万吨，环比基本持平，同比增加16.32%。1-4月累计出口量467.75万吨，累计同比增加14.84%。主要出口国为：菲律宾、韩国、泰国。受关税担忧影响，4月抢出口的情况仍有延续，同时，国内4月开始严查买单出口，部分钢板厂担忧受影响，赶工发货，4月单月出口量保持高位。进入5月，中美关税超预期削减，且有90天缓冲期，市场预期新一轮抢出口，但经过前期出口前置，新增出口订单增长有限，镀锌板月度出口量或难保持当前高位。

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1-4月狭义/广义基建投资额分别同增5.80%/10.85%，环比1-3月分别持平/-0.65pct，基建投资增速环比有所放缓。细分领域，1-4月电力、热力、燃气及水生产和供应业投资同增25.5%，较前值回落0.5pct；交通运输、仓储和

邮政业投资同增3.9%，较前值提升0.1pct；水利、环境和公共设施管理业投资同增8.6%，较前值回落1.2pct；电力和水利投资高位回落是拖累广义基建投资增速的主要原因，而铁路运输业投资则对狭义基建投资增速稳定形成一定支撑。

专项债发行持续提速，截至2025年5月24日地方政府专项债累计新增发行约1.48万亿元，同比增长57.4%，占全年额度的33.5%，与上年同期相比发行节奏明显加快。超长期特别国债方面，从4月24日本年度发行工作启动以来，超长期特别国债已合计发行3630亿元，发行进度27.9%，后续部分或在二、三季度集中发行。但受制于地方政府土地收入不足及地方隐性债务的约束，有效资金不足拖累基建发展。项目建设方面，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。高频数据看，沥青开工率出现边际改善。

整体来看，贸易摩擦的不确定依然存在，稳基建的重要性凸显，预计年内财政加码仍可期，同时随着“两重”项目扎实推进，基建投资有望保持坚挺。但进入6-7月，天气逐步转热，且临近南方梅雨季，户外项目施工受限，基建实物量存季节性下滑预期。

房地产方面：国家统计局数据显示，2025年1-4月地产投资累计同比-10.3%（前值-9.9%）。新开工、施工、竣工、销售面积累计同比为-23.8%（前值-24.4%）、-9.7%（前值-9.5%）、-16.9%（前值-14.3%）、-2.8%（前值-3%）。地产投资、施工、竣工跌幅扩大，新开工及销售跌幅收窄。4月40城新房成交面积环比-31.4%，同比-8.8%，同比由正转负，同比增速较上月下降20.8pct，成交动能持续转弱。70城二手房价同比跌幅收窄至-6.8%，环比跌幅扩大至-0.41%，其中一线城市二手房价环比-0.2%，指向地产小阳春结束后，量价均再度下行。

外部环境不确定性增加的背景下，政策端对地产板块加倍呵护。5月7日，国新办举行新闻发布会出台“一揽子金融政策”，降低存款准备金率0.5个百分点，下调政策利率0.1个百分点，降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，五年期以上首套房利率由2.85%降至2.6%等。同时，金融监管总局局长明确加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，助力持续巩固房地产市场稳定态势。

整体看，地产各项指标依旧偏弱，但销售数据底部回升，叠加稳地产政策持续释放，降准降息、出台新模式融资制度、土地收储提速、存量库存加速去化等，地产有望维持低位弱修复态势。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，2025年4月，汽车产销分别完成261.9万辆和259万辆，环比分别下降12.9%和11.2%，同比分别增长8.9%和9.8%。1-4月，汽车产销累计完成1017.5万辆和1006万辆，同比分别增长12.9%和10.8%，产销增速较1-3月分别收窄1.6和0.4个百分点。前4个月累计产销量为历史上首次超过1000万辆。其中，4月新能源汽车产销分别完成125.1万辆和122.6万辆，同比分别增长43.8%和44.2%。1~4月，新能源汽车产销累计完成442.9万辆和430万辆，同比分别增长48.3%和46.2%。汽车出口方面，4月汽车出口51.7万辆，环比增长2%，同比增长2.6%。1~4月，我国汽车出口193.7万辆，同比增长6%。年初以来，汽车行业保持较高景气度，一方面政策驱动、技术升级、车展加持下，内需潜力加速释放，另一方面外部环

境恶化，但出口保持稳定，且新能源汽车延续快速增长。

中国汽车流通协会数据看，5月汽车经销商库存预警指数52.7%，同比减少5.5个百分点，环比减少7.1个百分点。库存预警指数位于荣枯线下方，汽车行情景气度维持。5月初各地车展密集且五一假期效应，以及汽车以旧换新与地方促销费持续发力，消费热情进一步抬升。且5月底，618购物节大促，5月汽车销量有望环比回升。中长期看，外部环境剧烈变化，但国家早有促进内销的政策导向，一定程度上对冲外销的不确定性，行业有望维持向好的态势。

从白色家电方面来看：国家统计局数据显示，2025年1-4月空调累计产量10531.4万台，同比增长7.2%。1-4月冰箱累计产量3220.4万台，同比下降0.7%。1-4月洗衣机累计产量3918.8万台，同比增长10.9%。1-4月彩电累计产量5966.6万台，同比下降3.9%。出口方面，1-4月空调累计出口2971万台，同比增长17.3%。1-4月冰箱累计出口2680万台，同比增长7.6%。1-4月洗衣机累计出口1120万台，同比增长4.6%。1-4月电视累计出口3209万台，同比增长1.2%。1-4月白色家电产量累计同比增速均较1-3月下滑，出口增速也多较1-3月下滑，4月特朗普对等关税超预期，出口市场不确定性增加，拖累家电产销增速。不过5月中美日内瓦会议达成阶段性协议，出口担忧暂缓。

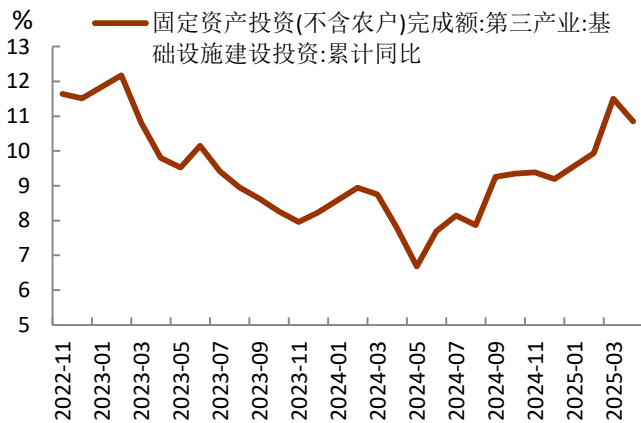
从产业在线排产情况看，6月空调、冰箱及洗衣机排产分别同比增长11.5%、3.6%和0%。其中，空调仍处于消费旺季，同时618促销节点提振，企业内销排产保持较高增速。外销方面，年初以来的备货前值，海外库存已达饱和。北美市场受关税影响，需求下滑，但拉丁美洲、欧洲、中东及非洲需求依旧偏好。不过受去年同期高基数及消费前置，企业外销排产增速下调。冰箱板块，5月促销季叠加政策支撑，终端库存有效去化，6月迎来618大促，消费改善预期阻力企业上调内销排产增速。外销方面，关税冲击导致部分企业采取缩减输美订单或转移海外他国，不过海外生产基地生产弹性不足且新建产线较昂贵，承接转移订单较少，叠加关税暂缓后，美国审批效率较低影响，回流美国的订单进度较慢，导致企业继续下调外销订单增速。洗衣机板块，国补效应边际减弱，且二季度为传统消费淡季，内销承压，不过618大促一定程度提振，缓解企业排产下滑程度。外销面临高基数、企业库存高企及关税负反馈，企业排产增速平稳。

整体来看，中美关税暂缓改善家电企业外销担忧，同时国内受618大促提振，内销受到提振，且出口阶段性恢复，家电销售保有韧性，但90天关税豁免期后出口不确定性再度增加，同时市场也担忧国补政策的延续性，中长期家电产销增速面临降温压力。

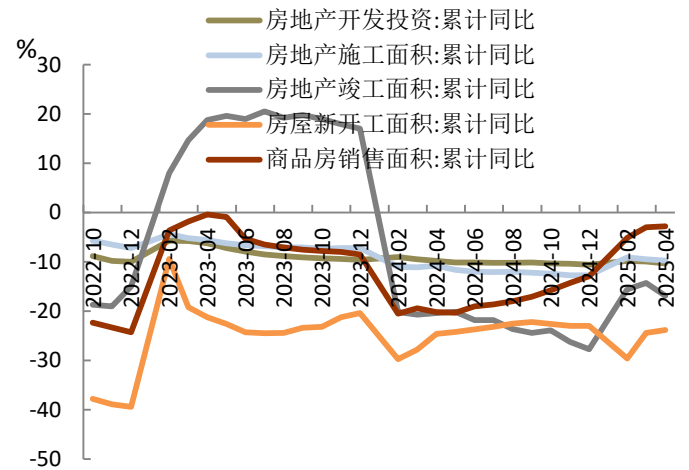
新兴消费板块来看，锌主要以热镀锌和锌铝镁合金的形式用于光伏支架，锌铝镁钢边框则可以为光伏组件提供物理支撑。根据国家能源局数据，2025年4月国内光伏新增装机45.2GW，同比+214.7%，环比+123.4%。4月新增装机同、环比高速增长。1-4月累积新增光伏装机104.9GW，同比+74.6%。受430并网方式及530上网电价政策影响，上半年出现光伏抢装潮。伴随政策节点的临近，抢装潮逐步降温，光伏各类组件价格自4月中旬起快速下跌，同时4月光伏组件招标规模同比出现83.91%的跌幅。通常，组件月度中标采购容量领先终端装机量周期月1-2个月。故预计5-6月光伏新增装机量将呈现逐步下滑的态势。

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4月国内风电新增装机5.34GW，同比+299%。1-4月，国内风电新增装机19.96GW，同比+19%。二季度，进入行业传统旺季，项目建设加速，新增装机量有望环比增长。中长期看，伴随大基地继续建设、海风新增竞配项目开工及深海风电项目陆续开发，风电行业有望保持较高景气度。

图表 32 基建投资增速有望回暖

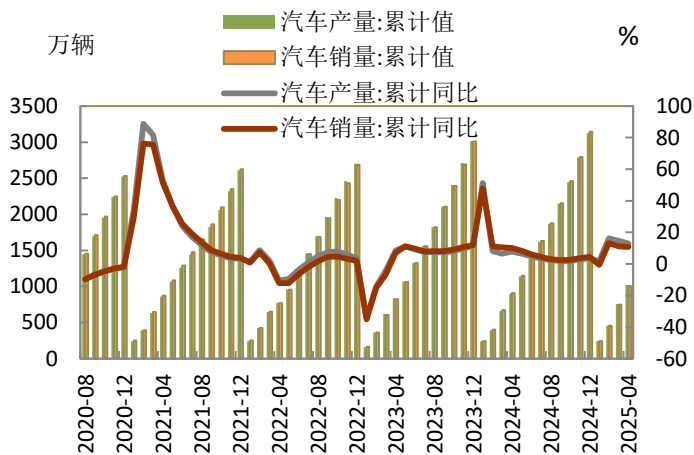


图表 34 地产主要指标依然疲软

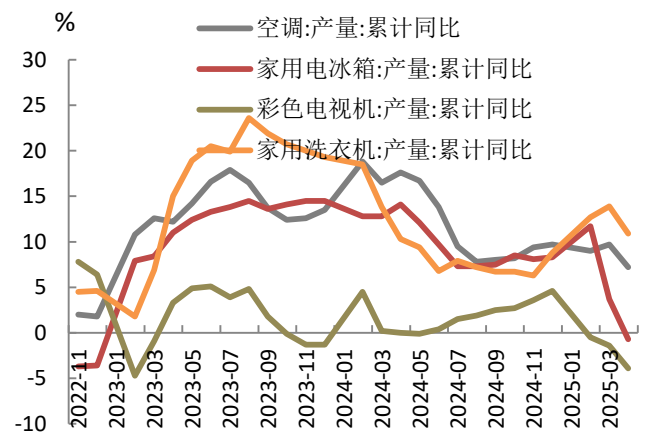


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 35 汽车产销情况

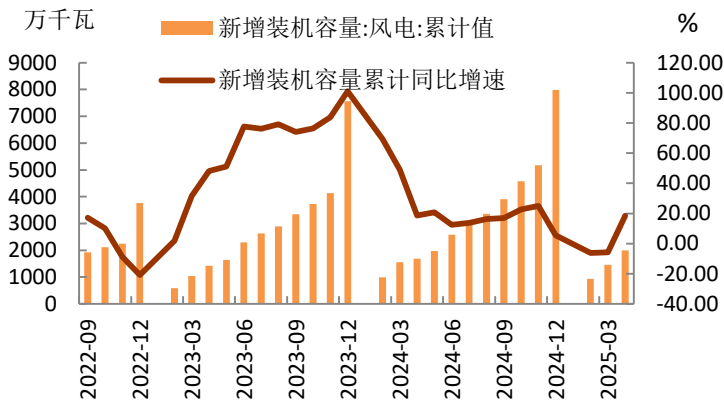


图表 36 白色家电产量情况

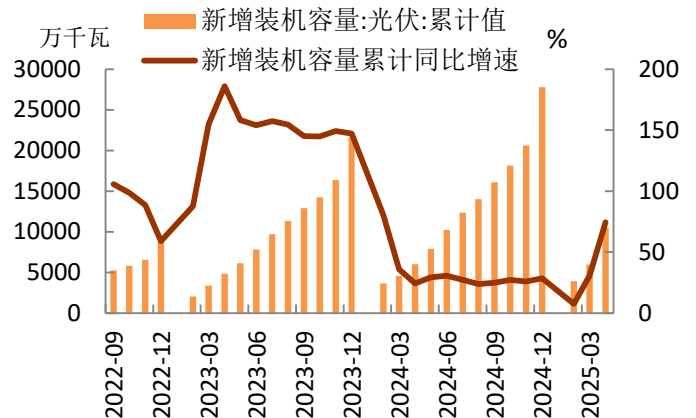


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 37 风电新增装机量情况



图表 38 光伏新增装机量情况



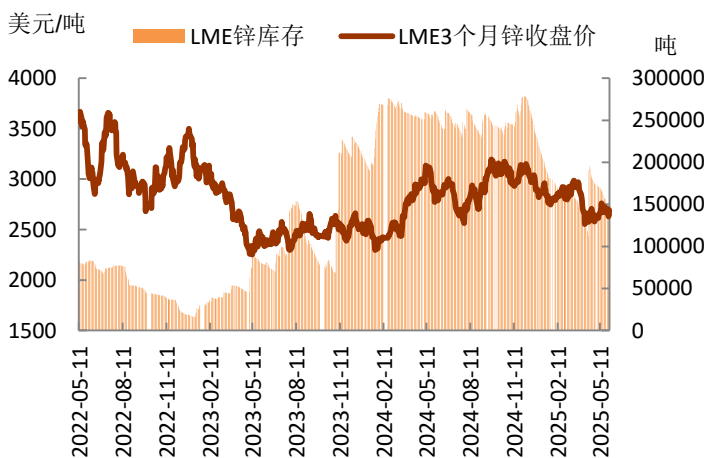
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

3.4 海外库存延续高位回落，国内库存先增后减

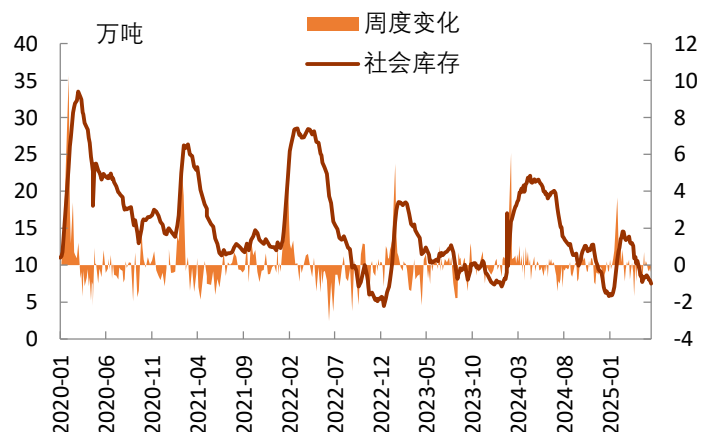
5月LME库存延续高位回落，截止至5月30日，库存为13.82万吨，月度减少3.58万吨。注销仓单占比先涨后跌，月末维持在45%左右的高位，LME0-3现货贴水跟随小幅收窄，暂未有明显异动。

5月社会库存先增后减，月初受五一假期供需短时错配影响，如期累库，随后部分进口锌锭流入补充，库存延续小幅回升，月中达8.63万吨。进入下旬，锌锭进口窗口关闭，进口流入放缓，同时关税暂缓后下游前期出口订单生产增加原料采买，库存转降，月末临近端午假期，部分企业逢低备货，库存降至7.5万吨，月度减少0.2万吨，绝对水平维持同期低位。累库未能有效兑现，现货升水表现坚挺，月差大幅走扩。但6月供应恢复强劲，且7月产量预计维持高位，库存拐点逐步临近。

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，美国经济显露疲态，但通胀持续回落且就业保有韧性，美联储政策立场仍谨慎。近期美国行政与司法博弈加剧，进一步推升了全球贸易格局的不确定性。国内方面，经济内生动力不足，叠加中美贸易博弈的长期影响，出口前景面临较大压力，市场对财政政策加码的预期随之升温。

供应端看，海外新增矿山产能释放顺利，国内原料流入量增加，整体供应维持宽松格局，内外加工费均环比上涨。受益于炼厂利润修复、前期停产产能复产以及新增产能投放，6月精炼锌供应显著恢复且势头强劲，预计7月高供应水平有望延续，有效抵消了锌锭进口窗口关闭带来的影响。

需求端，地方化债进程制约基建资金使用效率，基建表现“稳而不强”，叠加高温和梅雨季的季节性扰动；房地产及光伏板块需求边际转弱；得益于关税暂缓及政策支持，汽车、家电行业景气度得以维持，镀锌板出口仍具韧性。

整体来看，逆全球化的关税措施对全球经济的拖累效应边际显现，其不确定性亦加剧市场情绪波动。基本面呈现供增需弱的格局，精炼锌供应强劲恢复，而终端消费表现分化，“抢出口”效应减弱叠加传统消费淡季来临，市场正从“强现实”转向“弱预期”，库存拐点隐现，预计锌价维持偏弱震荡。

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。