

2025年4月7日



关税冲击施压

锌价重心下移

核心观点及策略

- 宏观面看，特朗普对等关税超预期，中方采取强硬反制措施，全球贸易战升级。在美国经济衰退升温及通胀抬升的背景下，美联储降息态度谨慎。国内经济弱复苏，关税冲击增加出口压力，增量政策出台的概率抬升。
- 供应端看，海外矿山扰动较少，产量稳步释放，国内北方矿山复产，锌矿供应稳健，4月内外锌精矿加工费延续大幅回升。Benchmark敲定80美金，符合市场预期，处于历史低位，后期月度加工费涨幅或放缓。随着炼厂转盈利，提产加延后检修，预计4月精炼锌放量至56.87万吨。万洋新增项目投料，5月或有产出，供应压力不断兑现。
- 需求端看，今年新增专项债规模提高且重点项目推进，基建实物量逐步体现；以旧换新政策稳固耐用品内消；同时光伏阶段性抢装机有望延续至4-5月份，但地产依旧疲软，且关税冲击下，镀锌板及耐用品出口存走弱压力。消费未有强劲表现，符合季节性。下游逢低库存节奏尚可，库存维持同期低位。
- 整体来看，关税超预期，市场避险情绪拖累风险资产走势。国内供应放量，但消费尚有韧性，库存暂未出现明显累积，低库存仍有弱支撑。同时，Benchmark价格较低，海外炼厂供应干扰加大，锌价不宜过分看空。等待宏观风险释放结束后，锌价或企稳向上修复。预计4月锌价宽幅震荡，区间下移至21500-24000元/吨。
- 风险因素：宏观风险，供应增长超预期

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.kx@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，锌矿进口窗口维持关闭.....	9
3.2 精炼锌供应情况.....	10
3.2.1 海外炼厂减产扩产并存，供应扰动风险仍存.....	10
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.....	13
3.3.1 关税政策冲击经济前景，海外消费增速预计回落.....	13
3.3.2 初端企业开工符合季节性，镀锌板出口延续强劲.....	15
3.3.3 政策加码支持，终端消费分化.....	16
3.4 海外库存高位回落，国内小幅去库.....	19
四、总结与后市展望	20

图表目录

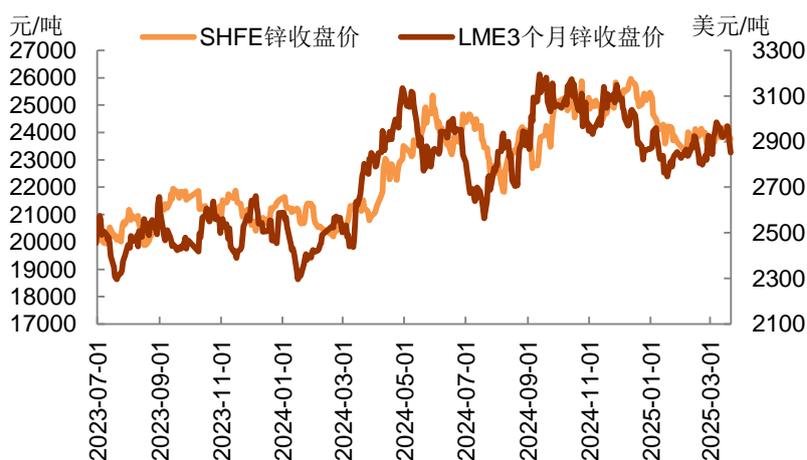
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势	4
图表 2 美国通胀情况.....	6
图表 3 美国利率水平.....	6
图表 4 美国就业市场.....	7
图表 5 欧美 PMI 数据.....	7
图表 6 欧元区通胀情况.....	7
图表 7 欧元区利率水平.....	7
图表 8 国内 PMI 数据.....	7
图表 9 国内重要经济指标.....	7
图表 10 2025 年海外锌矿产量增减情况（万吨）	8
图表 11 全球锌矿月度产量情况.....	9
图表 12 国内锌矿月度产量情况.....	9
图表 13 2025 年国内锌矿新增情况（万吨）	9
图表 14 内外加工费延续回升.....	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.....	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.....	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.....	18
图表 34 地产主要指标依然疲软.....	18
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.....	19
图表 38 光伏新增装机量情况.....	19
图表 39 LME 库存高位回落	20
图表 40 国内累库小幅去库.....	20

一、锌市场行情回顾

2025年3月沪锌主力期价呈现区间内震荡偏强的走势。宏观及基本面均多空交织，宏观看，特朗普对加墨关税政策反复，及随后加征汽车关税增加经济下行压力，美联储维持利率不变，但计划缩编且鲍威尔称经济稳定安抚市场。国内两会落地，财政及货币政策延续积极基调，基本符合预期。基本面，新星宣布澳大利亚冶炼厂4月削减产量，且市场担忧BM价格过低引发更对海外炼厂减产。而波利顿炼厂扩建项目落地，万洋新增冶炼项目投产，及炼厂利润修复强化供应增加预期。同时，消费旺季需求有韧性，库存维持同期低位，叠加加征关税预支撑铜价走强，有色板块跟随偏强，锌价重心略上移、不过月末，随着对等关税临近，资金避险需求增加，期价回吐涨幅，测试区间下沿支撑，最终收至23455元/吨，月度涨幅0.13%。

伦锌先扬后抑，月初特朗普关税政策较缓和，叠加降息预期增加，美元高位回落，叠加新星炼厂计划减产，提振伦锌走势，月下旬美元企稳小幅反弹，且临近加征关税节点，风险资产承压，伦锌回吐月上旬涨幅，最终收至2853.5美元/吨，月度涨幅1.98%。

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

市场对美国经济数据走弱。美国3月ISM制造业PMI 49，预期 49.5，前值 50.3。3月密歇根大学消费信心指数从57.9下修至57，为2022年12月以来的最低水平，较2月的64.7下跌了7.7个点。就业数据喜忧参半，美国3月非农就业人数22.6万人，好于市场预期(13.5万人)；失业率4.2%，较预期差(4.1%)。

通胀方面，美国核心PCE物价指数在2月同比上涨2.79%，为2024年12月以来新高，超过预期的2.7%和前值2.6%；核心PCE物价指数环比上涨0.4%，超出预期和前值0.3%，创2024年1月以来新高。3月密歇根大学消费者对未来一年的通胀预期从4.9%上修至5%，是2022年11月来的最高水平；5年通胀预期从3.9%上修至4.1%，是1993年来的最高水平，前一个月为3.5%。

美联储3月会议如期不降息，将联邦基金利率区间维持在4.25%-4.50%。最新经济预测下修增长、上修通胀，尽管点阵图显示2025年降息预期有所减弱，但利率预测中位数仍预计年内降息2次。会议上宣布将于4月开始进一步放缓缩表，将每个月250亿美元国债的减持上限下降至每个月50亿美元。会后鲍威尔指出，美国经济不确定性增加，但整体表现良好。缩表放缓及鲍威尔会后的安抚，市场担忧情绪放缓。

关税方面，4月2日对等关税细节落地，幅度远超预期，对所有对美出口征收10%的关税，4月5日生效。对美贸易逆差最高的60个国家征收额外关税，其中中国34%（今年累征54%），越南46%、中国台湾32%、日本24%、印度26%、泰国36%、欧盟20%等，4月9日生效。

整体来看，特朗普对等关税落地，幅度远超预期，经济衰退担忧升温的同时推高通胀风险。但就业市场稳定，且经济恶化及通胀影响的规模及时间具有不确定性，美联储降息谨慎，市场恐慌情绪大增，风险资产承压。

2.2 欧元区方面

欧元区经济数据仍弱，3月制造业PMI初值48.7，预期48.2，前值47.6，仍处于荣枯线下方，但为26个月以来新高；服务业PMI初值50.4，为4个月以来新低，预期51，前值50.6；综合PMI初值50.4，为7个月以来新高，预期50.8，前值50.2。制造业PMI温和回升至48.7，服务业PMI为50.4，不及预期的51.1。3月19日，欧盟委员会正式发布《欧洲防务未来白皮书》，正式确定成员国根据“欧洲重新武装计划/2030战备计划”动员大量资金8000亿欧元，以大幅增加国防开支。德国近期通过加大财政支出力度的法案，预计将向军事和基础设施领域投资近1万亿欧元。欧盟和德国财政刺激计划出台，有望带动经济增长中枢上升。通胀方面，小幅降温，欧元区2月HICP终值同比增长2.3%，低于预期2.4%；核心HICP年率终值同比增长2.6%，较预期持平。在经济疲软及通胀走弱的背景下，欧央行3月6日利率会议如期降息25个基点，为自去年6月以来第六次降息。对于下一步的利率举措，近期多位欧央行管委讲话表示保持开放的心态。3月18日，欧洲央行管委雷恩表示欧元区经济正在逐步回升，贸易保护主义使通胀回落进程面临不确定性。3月20日，欧洲央行行长拉加德表示，尽管通货紧缩进程仍“进展顺利”，欧元区尤其容易受到关税变化的影响，从而削弱了人们对欧洲央行预测的信心。

整体来看，美国对欧盟加征20%的关税，对欧元区经济构成不利冲击，同时推升通胀风险增加，将制约欧央行利率路径。欧盟和德国财政刺激计划出台，一定程度上有望对冲关税对经济的不利影响。

2.3 国内方面

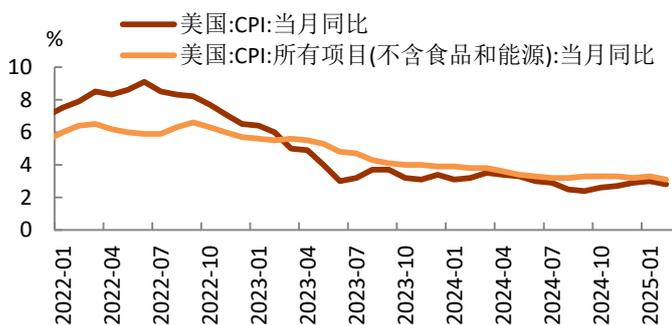
国内经济开局平稳，1-2月工业增加值同比5.9%，略低于前值；社零同比4.0%，高于前值；固定资产投资增速同比4.1%，高于前值，地产投资同比-9.8%，高于前值，广义基建投资同比10%，高于前值，制造业投资同比9%，略低于前值。经济指标强弱分化，亮点在于受“小阳春”影响，地产销售跌幅收窄，同时以旧换新政策加持，消费端环比同比均改善。经济前瞻指标看，3月官方制造业PMI为50.5，环比上行0.3个点；服务业PMI为50.3，环比上行0.3个点。制造业、服务业PMI均小幅回升、继续处于扩张区间，但弱复苏特征仍较明显，回升幅度均小于季节性。

3月初两会落幕，政府工作报告指出2025年将经济增长目标设定为5%左右，在市场预期之内；CPI目标从3%下调到2%，从防止通胀转为提高物价；赤字率升至4%，较上年抬升1个百分点，基本符合预期。专项债4.4万亿、较上年增加5000亿，也基本符合预期；特别国债总量略低于预期、但结构有分化，支持扩内需的超长期特别国债1.3万亿、在上年的基础上增加3000亿，用于补充银行资本金的特别国债安排5000亿、低于预期。报告指出专项债重点投到“投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款依旧促消费四个方面。货币政策侧延续适度宽松的基调，强调适时降准降息。

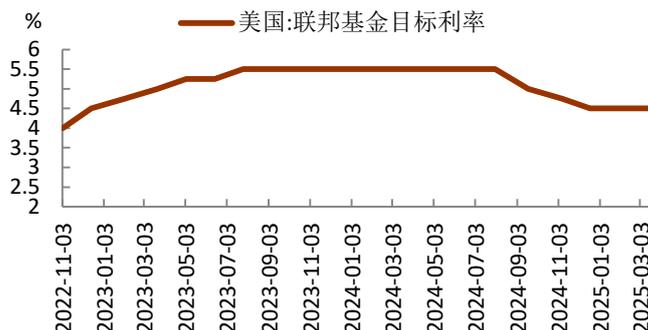
就美国对国内输美商品征收“对等关税”后，中方发出反制措施。对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征34%关税。此外，商务部、海关总署绿箭齐发，采取相应的反制举措。

整体来看，国内经济延续弱复苏态势，两会落幕后进入政策落地期，当前地产端及海外关税是重要扰动因素。美国关税超预期，国内出口压力增加，经济修复节奏预期放缓，增量政策出台的概率有望抬升。

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

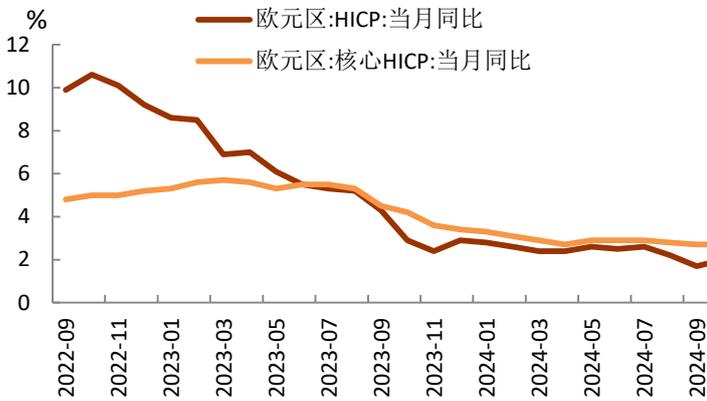


图表 5 欧美 PMI 数据



数据来源：iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

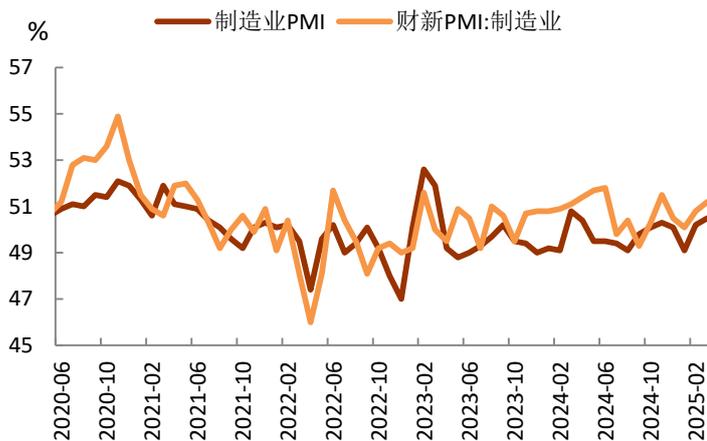


图表 7 欧元区利率水平

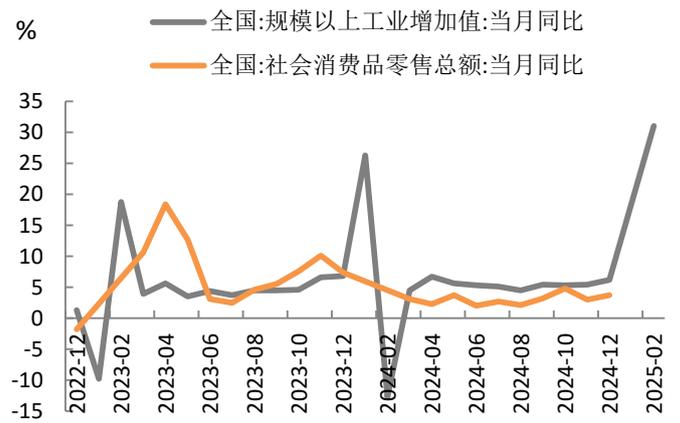


数据来源：iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

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1月全球矿山锌产量为97.83万吨, 同比增加4.17%, 环比减少12.86%。其中, 海外产量69.33万吨, 同比增加1%; 中国产量28.5万吨, 同比减少3.1%。2025年伴随着新增矿产爬产及前期检修矿山复产, 海外锌矿供应增量可观, 预估理论增量在60万金属吨左右。

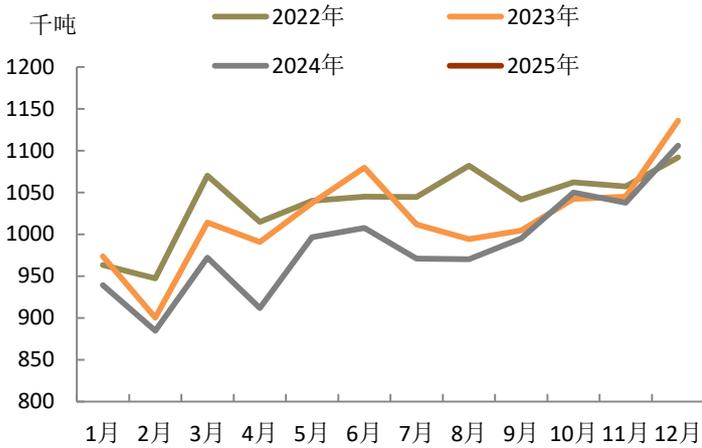
国内方面, SMM: 2025年2月锌精矿产量23.98万吨, 环比减少4.5%, 同比增加8.95%。北方矿山季节性检修叠加春节因素影响, 锌矿月度产量环比回落, 符合预期。3月中下旬北方检修减产矿山陆续恢复, 预计月度产量环比回升至27.94万吨。对于4月, 北方及西北等偏远地区矿山复产爬产, 月度产量有望延续恢复态势。全年看, 随着新疆火烧云、江西银珠山等矿山投产爬产, 预计国内锌矿增量在9万金属吨。

图表 10 2025 年海外锌矿产量增减情况 (万吨)

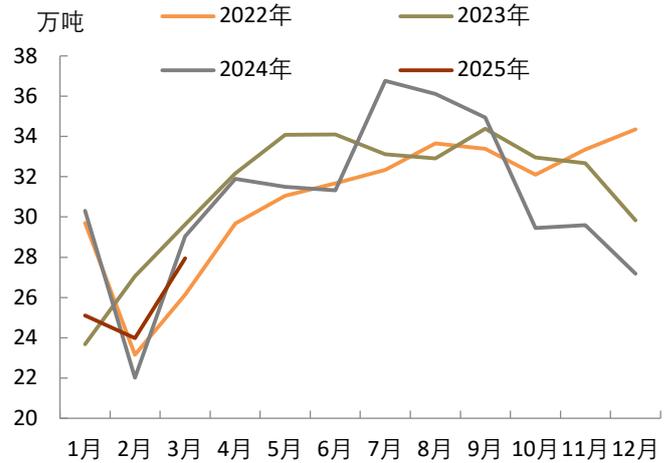
矿山	国家	2025 年变化
Kipushi	刚果	10
迈蒙矿	米尼加	2
Ozernoje	俄罗斯	10
Bowdens Silver	澳大利亚	0.5
Vares 银矿	波斯尼亚	5.5
Buonavista	墨西哥	3.6
Peñasquito	墨西哥	-2.2
Neves-Corvo	葡萄牙	1
Aripuanã	巴西	1.5
Endeavor	澳大利亚	5
Tara	爱尔兰	9
Dugald River	澳大利亚	1.4
Aljustrel 铅锌矿	葡萄牙	5.5
Antamina	秘鲁	17.6
San Cristobal、Carahuacra 和 Ticlio	秘鲁	1
Century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

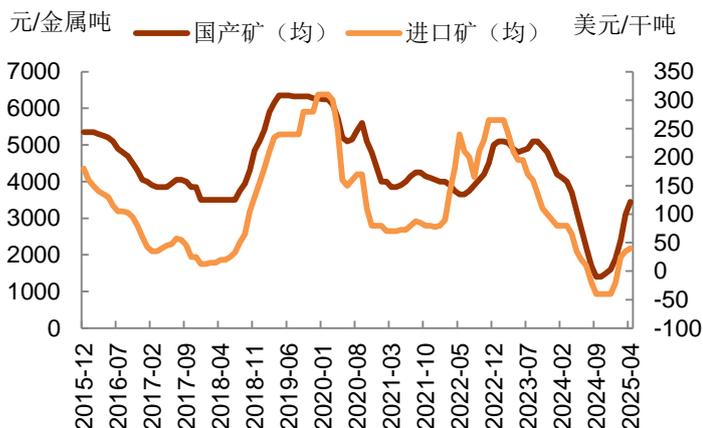
3.1.2 锌精矿加工费加速回升, 锌矿进口窗口维持关闭

根据 SMM 数据看, 2025 年 4 月内外加工费均值分别报 3450 元/金属吨和 45 美元/干吨, 环比分别增加 350 元/金属吨和 5 美元/干吨。3 月以来国内北方矿山生产季节性回暖, 原料供应增加, 同时炼厂原料库存水平保持高位, 对加工费议价能力有增无减, 加工费延续回升。年初以来, 海外矿山扰动较少, 多平稳生产, 且新投建矿山逐步爬产, 加工费延续低位回升态势, 受比价影响, 炼厂更青睐于国产矿, 使得进口矿加工费涨幅相对偏缓。

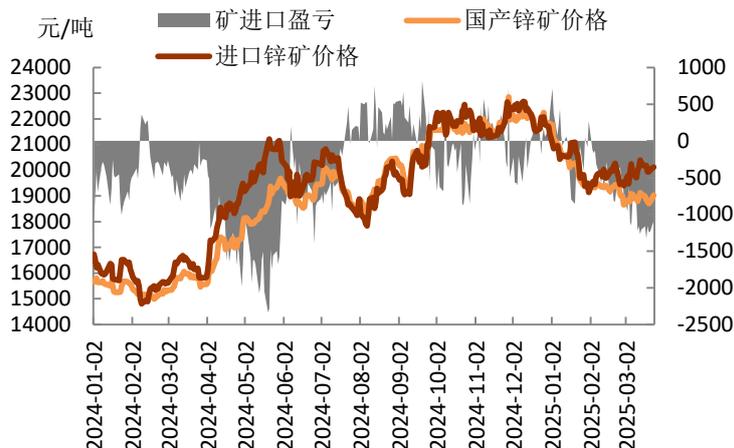
月初 Barchmark 价格落地, 韩国锌业公司(Korea ZincCo.)接受从泰克资源有限公司(Teck ResourcesLtd.)冶炼半加工矿石的加工费削减 52%, 至每吨 80 美元、基本符合市场预期, 长协价创历史新低, 加大亚洲冶炼企业生产压力。

进口情况看, 海关数据显示, 2025 年 1、2 月锌精矿进口量分别为 39.69 万实物吨、46.14 万实物吨, 1-2 月累计进口量为 85.83 万实物吨, 累计同比增加 32.64%。主要进口国为: 秘鲁、澳大利亚、俄罗斯及哈萨克斯坦。1-2 月沪伦比价并不利于锌矿进口, 但炼厂原料储备需求及海外矿山生产稳定, 叠加长单货源流入影响, 锌矿进口量维持较高水。对于 3 月, 锌矿进口亏损扩大, 炼厂原料储备充裕且国产矿更具价格优势, 预计 3 月进口量环比小幅回落。

图表 14 内外加工费延续回升

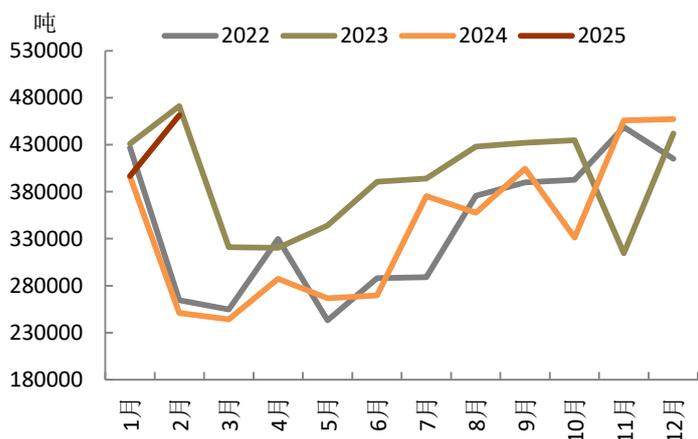


图表 15 锌矿进口盈亏

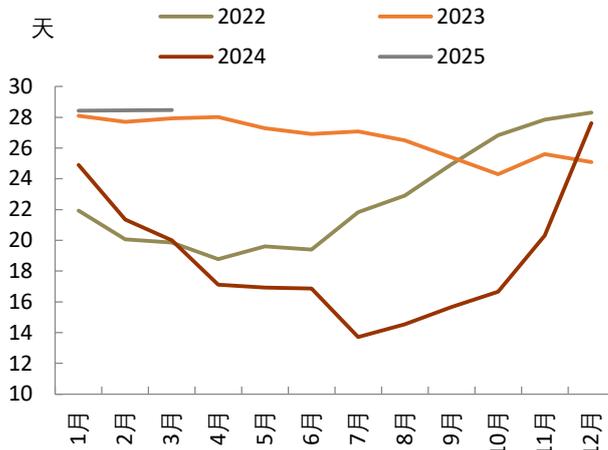


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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

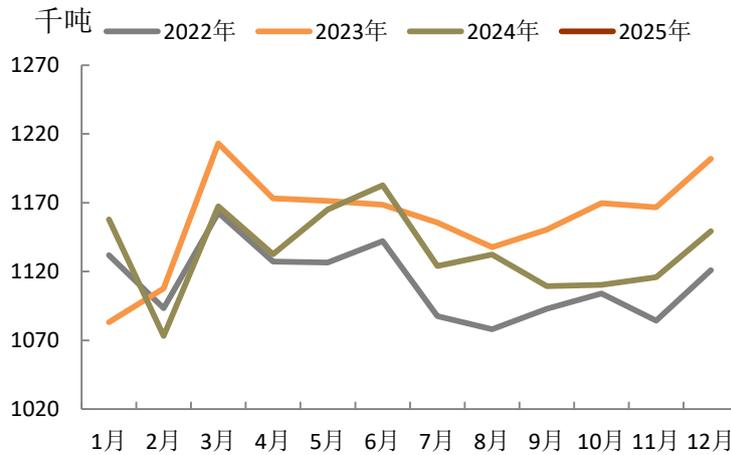
全球范围来看，ILZSG数据显示，2025年1月全球精炼锌产量112.45万吨，环比减少2.15%，同比减少2.9%。其中，欧洲、美洲、中国产量同比分别为26%、3.5%和-7.83%。

近期海外炼厂减产扩产并存。减产方面，3月12日Nyrstar宣布旗下位于澳大利亚的Hobart 锌冶炼厂将从2025年4月起减少约25%的产量，主要是考虑到市场环境的恶化以及Nyrstar 澳大利亚区持续承受的财务亏损。本次减产将分阶段实施，预计从2025年4月开始执行。据悉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，更多影响在情绪面。但当前处于Benchmark 谈判胶着阶段，市场普遍预计价格在100美金以

下，处于近十几年的低位，市场担忧过低的加工费引发更多海外炼厂减产。扩建方面，3月17日 Boliden 发布公告，其在挪威的 Odda 冶炼厂于今日正式落成。将 Odda 的锌年产能从之前的 20 万吨提升至 35 万吨，其锌产量近乎翻倍。该扩建项目属于预期内项目，市场反应平淡，且部分缓解海外炼厂减产的担忧。

总的来看，尽管海外扩建项目如期落地，但受利润不佳影响下，部分炼厂减产应对。Barchmark 价格落地，为 80 美元/吨，基本符合市场预期，该加工费处于近十几年低位，加大亚洲冶炼企业生产压力，关注后期亚洲炼厂生产动态。若出现较大规模减产，新增扩建产能或难以覆盖，海外供应压力则有望缓解。

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	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。

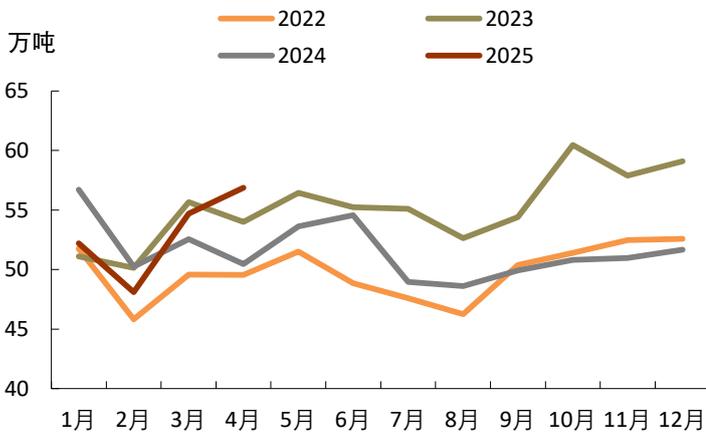
数据来源：新闻整理，铜冠金源期货

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3月精炼锌产量54.69万吨，略微高于预期，环比增加13.7%，同比增加4.1%。除去生产天数增加3天外，湖南、云南、广西、四川等地春节检修恢复和陕西、内蒙古、青海、河南等地提产、超产贡献主要增量；另外湖南、甘肃和贵州等地检修贡献少量减量，最终产量环比录增。进入4月，锌业股份、云南驰宏、东顺锌业等检修贡献减量，宝徽实业、西南能矿及前期检修复产炼厂供应增量。此外外部伴随着加工费加速上涨及副产品硫酸收益可观，冶炼厂利润全面回正，即使不含副产品的炼厂亏损情况也有明显改善，炼厂提产意愿继续强化，部分炼厂推迟检修计划，预计4月精炼锌月度产量环比增加3.99%至56.87万吨，处于近年同期高位。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，供应增加逐步兑现。

进口方面，海关数据显示，2025年1、2月精炼锌进口量分别为3.97万吨、3.37万吨，1-2月累计进口量为7.34万吨，累计同比增加45.88%，主要进口国为哈萨克斯坦、澳大利亚、伊朗及印度等。贸易方式上，1、2月自海关特殊监管区域物流货物流入量占总进口量分别为35%和50%以上。前两个月沪伦比价不利于锌锭进口，保税区流入量较多，总体进口量略超预期。进入3月，沪伦比价延续走低，锌锭进口亏损扩大至千元上方，进口窗口维持关闭，叠加保税区货源已有减少，预计进口量将环比下滑至2万吨附近。

图表 20 国内精炼锌月度产量

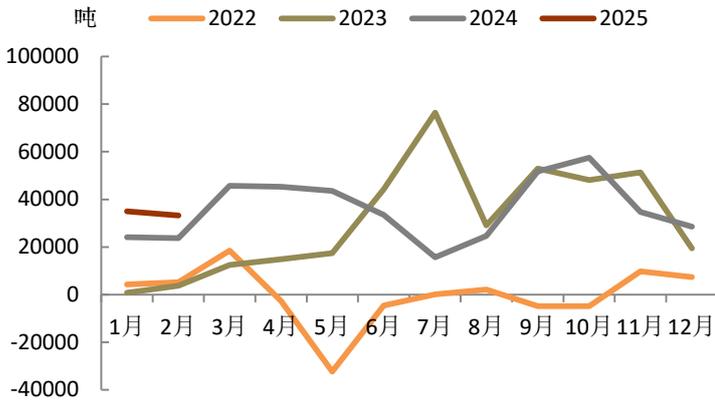


图表 21 冶炼厂生产利润

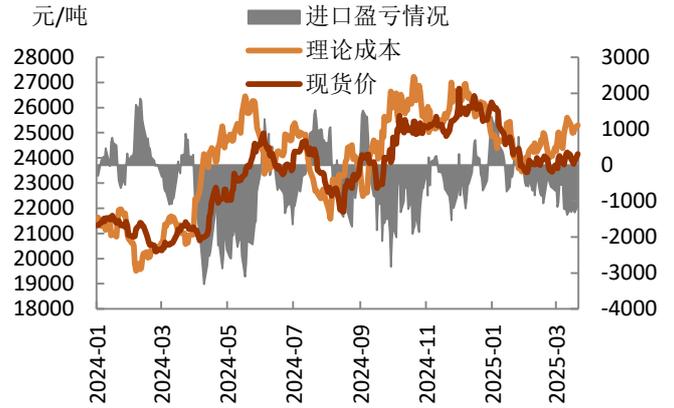


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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	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

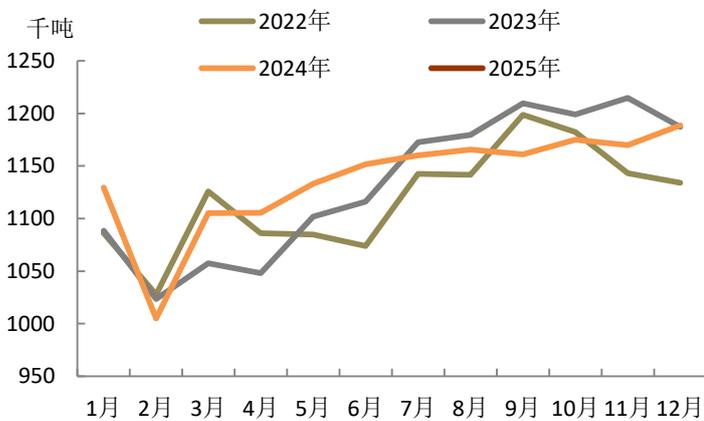
全球范围来看，ILZSG数据显示，2025年1月全球精炼锌消费量为113.45万吨，环比减少4.55%，同比增加0.44%。其中，中国、欧洲、美洲消费量同比分别为-0.88%、1.1%、-3.03%。2025年1月全球锌市为供应短缺1万吨，上个月为供应短缺4.11万吨。2024年全球锌市供应短缺6.2万吨，2023年供应过剩31.0万吨。

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2月新屋开工总数录得150.1万户，高于预期的138万户和前值的135万户，主要受恶劣天气缓解及建筑商激励措施推动。但营建许可作为前瞻指标，2月总数环比下降1.2%至145.6万户，暗示未来建筑活动可能受高利率和关税政策抑制。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2月，美国汽车销量同比出现负增长，当月同比下降1.0%，销量达到125.32万辆；2025年1-2月，美国汽车销量累计同比增长0.8%，达到239.17万辆。特朗普对在原来2.5%税费的基础上，出口至美国的汽车加征25%的关税，政策于4月3日实施。大幅加征关税引发行业对生产转移、供应链中断及库存恢复的担忧，同时汽车企业成本上升，将抑制购车需求。根据欧洲汽车制造商协会（ACEA）最新公布的数据，2025年2月，欧洲国家的新车销量达到了96.35万辆，同比下降了3.1%，主要汽车市场均呈现下滑态势。美国对汽车加征关税增加了欧洲车企生产成本外，经济前景的不明朗也导致购车需求较为谨慎。

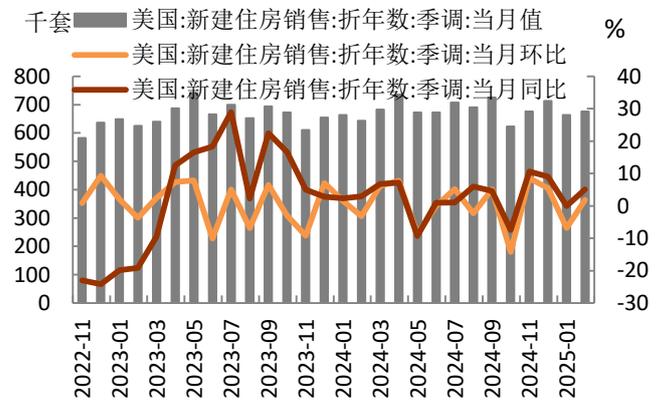
整体来看，关税冲击欧美经济前景，购房及购车需求转为谨慎，海外锌消费增速预期回落。

图表 25 全球精炼锌月度需求情况

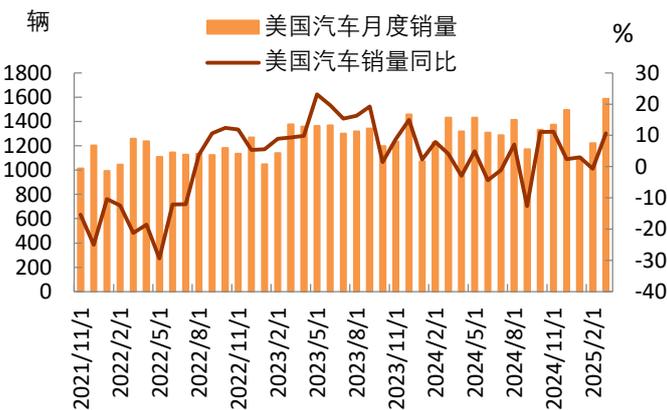


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 26 美国新建住房销量



图表 27 美国汽车销量情况

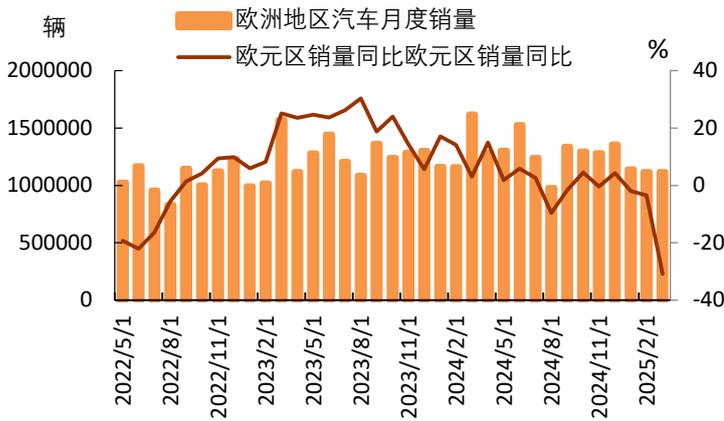


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

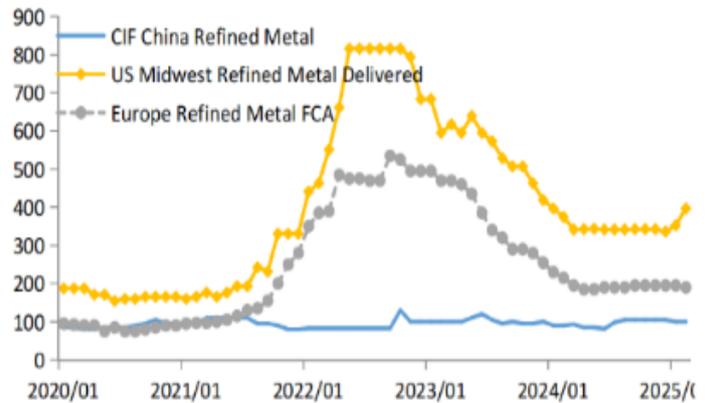
图表 28 欧元区营建信心指数



图表 29 欧元区汽车销量情况



图表 30 各地锌锭贸易升水



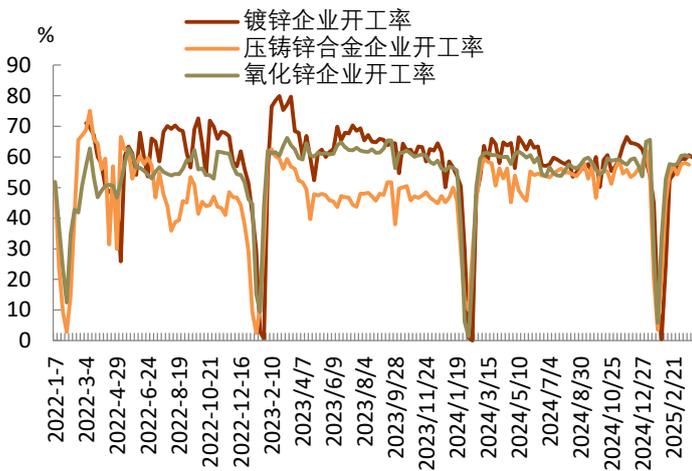
数据来源: iFinD, Bloomberg, CRU, 铜冠金源期货

3.3.2 初端企业开工符合季节性，镀锌板出口延续强劲

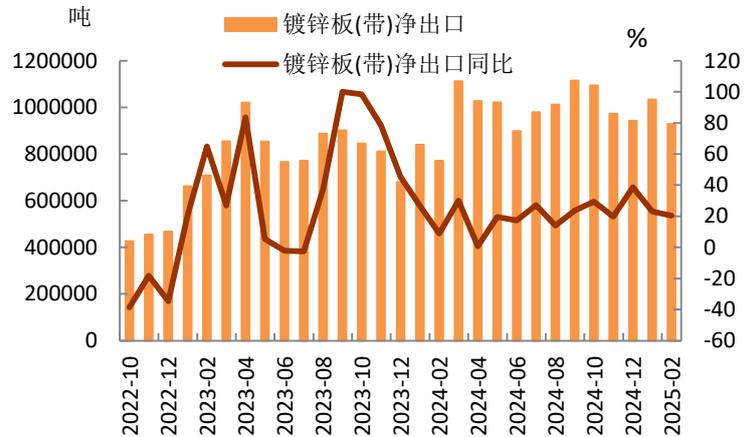
3月初端消费企业开工率环比回升，截止至3月27日，镀锌、压铸锌合金、氧化锌企业开工分别为59.75%、57.47%、60.08%，月度分别增长2.52、0.48、2.68个百分点。其中，3月初两会环保短暂影响中小型镀锌企业，但随着两会落幕，影响解除，且终端基本复工，镀锌管企业走货量好转提振企业开工热情，且南方地区铁塔、护栏、型材等订单都较为旺盛，出口订单稳定，镀锌企业开工环比季节性回升。奖牌及工艺品小五金订单较好，箱包拉链订单先扬后抑，房地产五金配件变化不明显，出口至欧洲及东南亚的订单较稳定，此外月中华南地区废料政策收紧拖累部分企业生产，压铸锌合金企业开工先增后减。橡胶、陶瓷及饲料类订单均相对稳定，氧化锌企业开工较为平稳。总的来看，企业开工回升符合季节性，未有超预期的表现。4月仍处传统消费旺季，终端消费延续分化，预计初端企业开工维持季节性特征，难有超预期变化。

镀锌板出口延续2024年的强劲态势，2025年1、2月镀锌板出口量分别为110.58万吨、99.14万吨，1-2月累计出口量为209.73万吨，累计同比增加18.92%，主要出口国为菲律宾、韩国、泰国及越南等。东南亚地区镀锌板消费保有韧性，且年初黑色系价格下滑，提升国内镀锌板出口的优势。展望3月，东南亚消费季节性回升，对镀锌出口保持较高需求，出口量有望环比增加。

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1-2月，广义基建投资增速为9.95%，增速较前值提升0.75个百分点，狭义基建投资增速为5.6%，较前值提升1.2个百分点。三大下游中，1-2月电力、热力、燃气及水的生产供应投资同比增长25.4%，较上月提升1.5个百分点；交通运输、仓储和邮政业投资同比增长2.7%，较上月下降3.2个百分点；水利、环境和公共设施管理业投资累计同比增长8.5%，较上月提升4.3个百分点。

两会报告指出，今年财政支出强度明显加大。2025年新增地方政府专项债额度4.4万亿元，同比增加5000亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。拟发行超长期特别国债1.3万亿元，同比增加3000亿元。赤字率拟按4%左右安排，同比提高1个百分点。同时，报告强调，要发挥好各类政府投资工具作用，强化项目储备和要素保障，加快实施一批重点项目，推动“十四五”规划重大工程顺利收官，更大力度支持“两重”建设。在新增专项债规模提高，化债力度加大以及提升赤字率等多方面支撑下，为基建投资提供资金空间。

从项目进度情况看，3月中下旬各地重点项目集中开工，尤其是华东、华南地区受天气好转影响，施工进度加速。且在专项债等政策支持下，重点项目资金较好，部分工程采购量持续增多。百年建筑网数据显示，截止至4月1日，基建水泥直供量168万吨，环比上升6.33%，同比下降3.45%。

总体来看，财政支出强度的加大，特别是中央层面的加杠杆和化债资金的到位提供有力的资金支持，同时随着重点项目的推进，基建需求有望显现出较强韧性。

房地产方面：国家统计局数据显示，2025年1-2月，全国房地产开发投资同比下降9.8%，降幅较2024年全年收窄0.8个百分点。商品房销售面积同比下降5.1%，降幅较2024年全年收窄

7.8个百分点；房屋新开工面积同比下降29.6%，降幅较2024年全年扩大6.6个百分点；竣工面积同比下降15.6%，降幅较2024年全年收窄12.1个百分点。

2025年政府工作报告延续2024年9月政治局会议以来的政策基调，强调“稳住楼市”、“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，依然将“防风险”列为房地产行业首要任务，同时再次强调了保交楼，并首次提出“防范房企债务违约风险”。预计地产行业政策将维持宽松，地产企业现金流压力有望缓解，但以盘活存量、优化增量方向不变，对地产端建筑需求短期改善提振或较有限。根据百年建筑网数据，当前房建项目水泥消耗仍疲软，尤其是2023年存量项目进入尾声，新开工面积同比降幅扩大，继续制约水泥需求，房建需求显著改善仍需较长周期。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，2025年2月汽车产销分别完成210.3万辆和212.9万辆，环比分别下降14.1%和12.2%，同比分别增长39.6%和34.4%。1-2月，汽车产销分别完成455.3万辆和455.2万辆，同比分别增长16.2%和13.1%，较1月增速分别扩大14.5个百分点和13.7个百分点。1-2月，新能源汽车产销分别完成190.3万辆和183.5万辆，同比均增长52%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的40.3%。出口方面，2月汽车出口44.1万辆，环比下降6.2%，同比增长16.9%。1-2月，汽车出口91.1万辆，同比增长10.9%。春节后企业生产经营节奏加快，叠加新品发布会及促销活动助力，行业开局良好。同时，车企具备技术竞争优势，出口延续强劲增长。

提振消费是2025年《政府工作报告》确定的首要任务，其中安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新。随后的《提振消费专项行动方案》中更是明确提出多项与汽车消费相关的政策措施，包括用好超长期特别国债资金，加大消费品以旧换新支持力度；推动“人工智能+消费”，加速推动自动驾驶等新技术新产品的开发与应用推广；推动汽车等消费由购买管理向使用管理转变，分年限保障“久摇不中”无车家庭购车需求等，旨在释放消费潜力、推动汽车产业升级。总体看，政策的持续加码，将继续支撑汽车市场繁荣。

从白色家电方面来看：国家统计局数据显示，2025年1-2月中国空调产量4128.1万台，同比增长9.0%。1-2月全国冰箱产量1511.8万台，同比增长11.7%。1-2月全国洗衣机产量1851.9万台，同比增长12.7%。1-2月全国彩电产量2566.4万台，同比下降0.5%。出口方面，海关总署数据显示，1-2月空调出口表现最为亮眼，累计出口1407万台，同比增长17.6%；冰箱、洗衣机、液晶电视出口量分别为1257万台、546万台、7294万台，同比分别增长11.1%、2.8%、6.8%。年初以来，家电行业延续复苏态势，以旧换新政策及国补落地双重拉动，家电内需市场实现开门红；出口市场呈现区域分化特征，新兴市场出口增速亮眼，欧美市场面临一定压力。

产业在线排产情况看，3月空调、冰箱及洗衣机排产分别同比增长13.5%、0.5%、2.4%，延续偏强态势。4月的排产情况看，空调、冰箱及洗衣机排产分别同比增长9.1%、-6.7%、1.4%。其中，随着天气转暖，传统旺季来临，空调生产企业保有信心，备货季支撑企业排产同比增长；但随着4月2日美国对华关税清单落地，空调出口订单或有减少。2024年基数较高，冰箱

生产企业面临去库存及生产计划调整双重压力，且国补政策延续的背景下，部分消费者采购节奏放缓，使得生产企业下调内销排产规模；出口依然是支撑企业排产的核心点，但海外生产替代性及新兴市场需求韧性存疑，企业反馈二季度末出口订单已出现疲态，出口拉动效应存在边际减弱风险。国内政策对洗衣机内销提振逐渐减弱，企业排产量逐步回归理性，逐步转向消费升级方面发力；抢出口带来高基数，叠加关税导致全球需求放缓，出口订单排产出现同比小幅负增。总体看，政策加持叠加传统备货季支撑，家电行业仍能维持较好景气度。

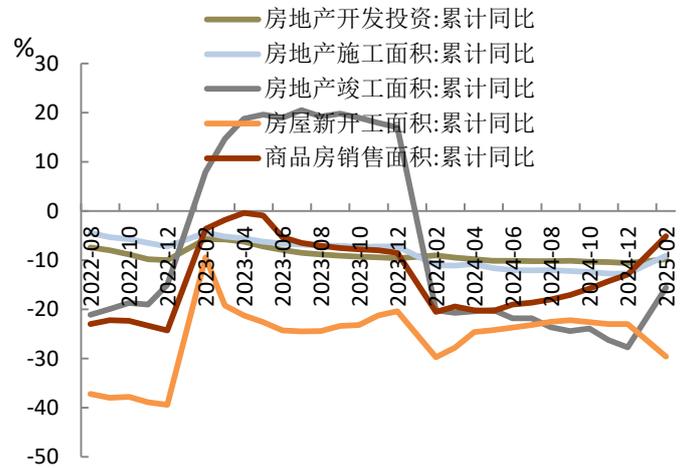
新兴消费板块来看，锌主要以热镀锌和锌铝镁合金的形式用于光伏支架，锌铝镁钢边框则可以为光伏组件提供物理支撑。根据国家能源局数据，2025年1-2月国内光伏新增装机约39.47GW，同比增长7.5%，环比2024年12月下降44.2%。光伏装机同比放缓受装机基数、2024年年底大量装机以及淡季来临等因素有关，预计随着“430”、“531”等政策节点的靠近，阶段性抢装有望带来4月、5月光伏装机增速的明显回升。

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1-2月风电装机9.3GW，同比-6.2%。一季度是海风施工淡季，叠加去年高基数，今年前两个月风电装机增速同比下滑。政府工作报告中指出，推动深海科技等新兴产业安全健康发展。海上风电是深海科技的重要应用领域和实践载体之一，政策支持有望加速海风快速发展。同时一季度风电排产旺盛，且二季度将是海上风电开工窗口期，有望带动风电装机增速回升。

图表 32 基建投资增速有望回暖

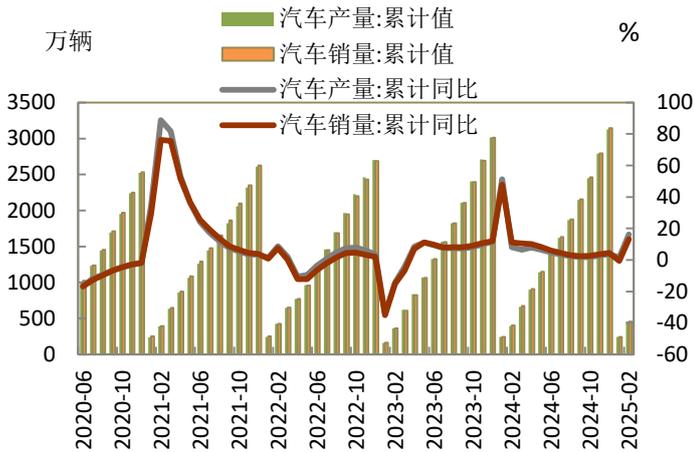


图表 34 地产主要指标依然疲软

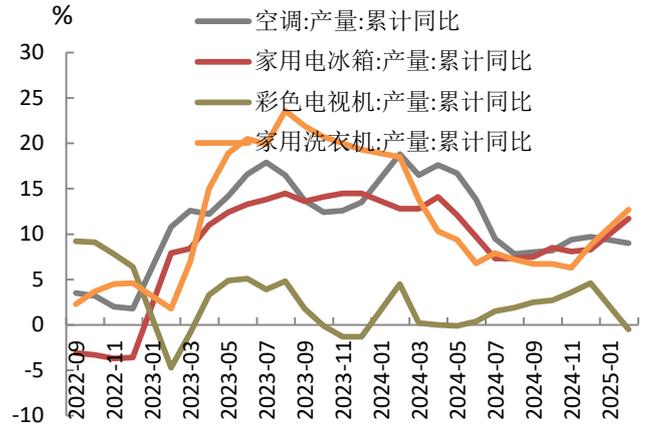


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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



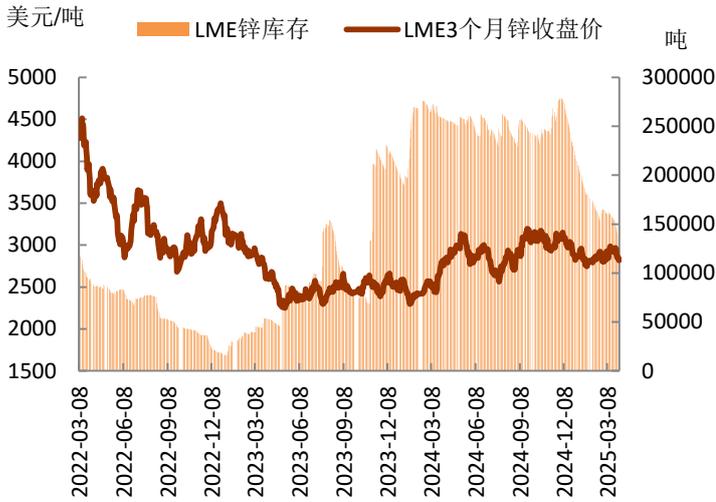
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

3.4 海外库存高位回落, 国内小幅去库

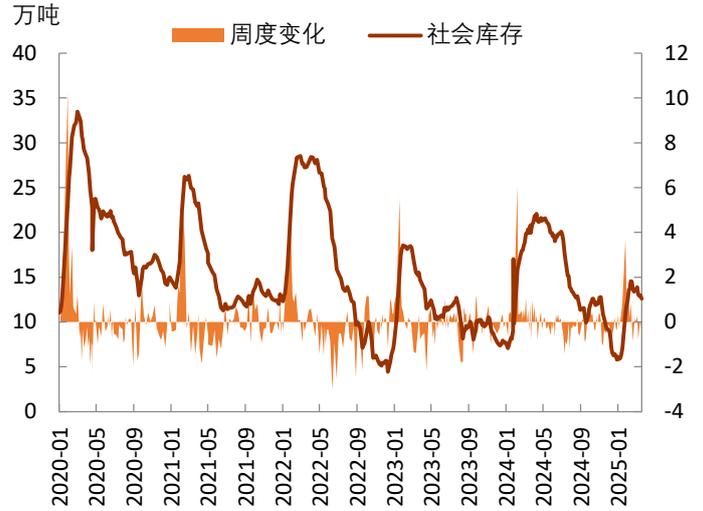
3月LME库存高位回落, 截止至3月31日, 库存为13.82万吨, 月度减少2.62万吨。月中旬以来, 注销仓单持续增加, 注销仓单占比一度攀升至63%, 随后小幅回落至59%。海外仓单集中度未有持续异动, 注销仓单的变化或更多为了提振升贴水及月间结构, LME0-3现货贴水由月初32美金左右收窄至16.36美金/吨。海外挤仓风险暂时可控, 投机基金做多热情也未能延续。

3月社会库存小幅下滑, 截止至3月31日, 库存为12.59万吨, 月度减少1.94万吨。下游消费未有太强劲表现, 对原料价格较敏感, 多选择逢低点价或备货, 导致月度去库节奏不流畅。绝对库存水平看, 维持在近年同期低位, 低库存对期价起到一定弱支撑作用。进入4月, 供应增量较大, 若消费不及预期, 不排除库存逆季节性小幅累增。

图表 39 LME 库存高位回落



图表 40 国内累库小幅去库



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

四、总结与后市展望

宏观面看，特朗普对等关税超预期，中方采取强硬反制措施，全球贸易战升级。在美国经济衰退升温及通胀抬升的背景下，美联储降息态度谨慎。国内经济弱复苏，关税冲击增加出口压力，增量政策出台的概率抬升。

供应端看，海外矿山扰动较少，产量稳步释放，国内北方矿山复产，锌矿供应稳健，4月内外锌精矿加工费延续大幅回升。Barchmark敲定80美金，符合市场预期，处于历史低位，后期月度加工费涨幅或放缓。随着炼厂转盈利，提产加延后检修，预计4月精炼锌放量至56.87万吨。万洋新增项目投料，5月或有产出，供应压力不断兑现。

需求端看，今年新增专项债规模提高且重点项目推进，基建实物量逐步体现；以旧换新政策稳固耐用品内消；同时光伏阶段性抢装机有望延续至4-5月份，但地产依旧疲软，且关税冲击下，镀锌板及耐用品出口存走弱压力。消费未有强劲表现，符合季节性。下游逢低库存节奏尚可，库存维持同期低位。

整体来看，关税超预期，市场避险情绪拖累风险资产走势。国内供应放量，但消费尚有韧性，库存暂未出现明显累积，低库存仍有弱支撑。同时，Barchmark价格较低，海外炼厂供应干扰加大，锌价不宜过分看空。等待宏观风险释放结束后，锌价或企稳向上修复。预计4月锌价宽幅震荡，区间下移至21500-24000元/吨。

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。