

2025年9月8日



降息及旺季预期

锌价下方存支撑

核心观点及策略

- 宏观面看，美国就业降温通胀温和，美联储态度转向鸽派，市场对9月降息预期较高，美元延续弱势，利好风险资产。但美联储人事变动存在不确定性，可能会对市场风险偏好产生扰动。国内多项经济指标回落，全年增长目标仍具实现基础。后续出台温和刺激措施可期，预计政策力度延续“托而不举”的基调。
- 供应端，锌精矿供应稳步恢复，国产矿加工费涨势放缓，进口矿加工费加速回升。炼厂原料库存高位，生产利润较佳。但9月炼厂常规检修计划增多，预计精炼锌产量环比减少2.62%降至60.98万吨，供应压力阶段性缓解。同时，锌锭进口仍面临较大亏损，短期内进口量对国内市场冲击相对有限。
- 需求端分化，高温、暴雨等不利天气减少，基建建设有望加快；第三批超长期特别国债发行落地，对汽车、家电等耐用品内销形成支撑，且中美关税政策再度延后，相关产品出口压力减弱；此外，深远海项目集中并网，助力为风电行业发展。但房地产表现疲软，光伏需求透支，且镀锌板面临反倾销影响，将对消费形成一定拖累。
- 整体看，美联储重启降息为风险资产价格提供支撑，国内经济托底政策也仍有发力空间。因炼厂检修增多供应压力阶段性缓解，需求端逐步进入传统旺季，库存有望进入去库阶段，叠加LME锌库存持续下跌，锌价下方存支撑。9月锌价有望呈现企稳回升态势，后续需重点关注消费端改善情况能否有效兑现。
- 风险因素：宏观风险，消费旺季不旺

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，锌矿进口量超预期.....	9
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 1-6月精炼锌供应强劲恢复，锌锭进口窗口再关闭.....	12
3.3 精炼锌需求情况.....	14
3.3.1 欧美终端消费短暂回暖，中长期消费前景不明朗.....	14
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.....	16
3.4 海外库存延续高位回落，国内库存先增后减.....	18
四、总结与后市展望	20

图表目录

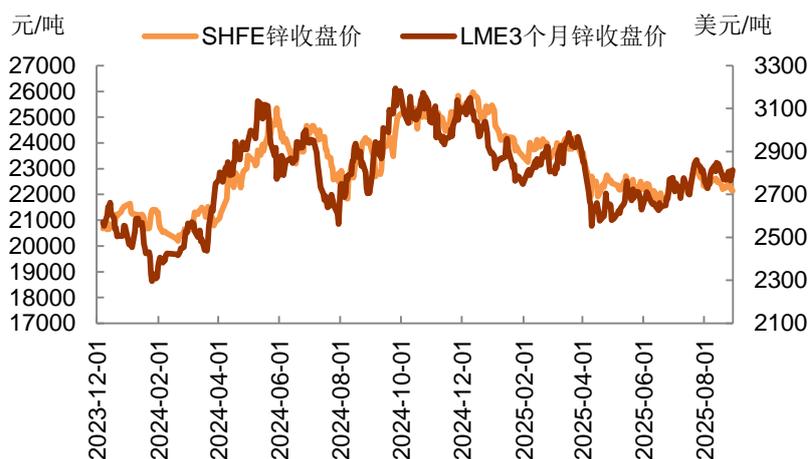
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势	4
图表 2 美国通胀情况.....	6
图表 3 美国利率水平.....	6
图表 4 美国就业市场.....	7
图表 5 美国 ISM 制造业 PMI.....	7
图表 6 欧元区通胀情况.....	7
图表 7 欧元区利率水平.....	7
图表 8 国内 PMI 数据.....	7
图表 9 国内重要经济指标.....	7
图表 10 全球锌矿月度产量情况.....	8
图表 11 国内锌矿月度产量情况.....	8
图表 12 2025 年海外锌矿产量增减情况（万吨）	9
图表 13 2025 年国内锌矿新增情况（万吨）	9
图表 14 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）	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.....	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.....	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.....	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	20
图表 40 国内库存先增后减.....	20

一、锌市场行情回顾

8月沪锌主力期价呈现低位窄幅区间震荡的走势。月初国内反内卷情绪进一步降温，锌价回落。不过随后受到美国就业及多项经济指标回落，及特朗普提名偏鸽派美联储理事，强化9月降息预期，美元回落，且伦锌加速去库亦支撑锌价反弹至22750元/吨附近。但受降息预期不断摇摆、LME挤仓未能持续发酵以及国内华中华北地区下游企业受运输及环保环控，锌价上涨动力不足转跌，且短暂去库后累库加深，叠加月底美联储独立性受到挑战拖累市场风险偏好，沪锌叠加震荡区间下沿至月内低点22030元/吨，最终小幅修复收至22140元/吨，月度跌幅0.92%。

伦锌走势较稳，重心小幅上抬，一方面降息预期不断强化的背景下，美元走势较疲软，提供支撑，另一方面，海外大型贸易商提货，库存加速去化，挤仓风险提振，最终伦锌收至2814美元/吨，月度涨幅1.88%。

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

美国经济指标喜忧参半。因进口拖累降低，美国二季度GDP同比增速修正为同比增速修正为3.3%，初值为3.0%。7月零售销售环比增长0.5%，同比涨幅达到3.9%。但消费者信心仍然不佳，美国8月密歇根大学消费者信心指数初值意外回落至58.6，预期62。美国8月ISM制造业指数48.7，预期49，前值48，连续六个月低于荣枯线，产出下降是主因；不过新订单指数自今年年初以来首次扩张。通胀方面温和上升，美国7月CPI同比2.7%，与前值持平，低于预期2.8%；

核心CPI同比3.1%，高于预期值3.0%和前值2.9%。7月美国PCE价格指数同比增长2.60%，较6月回升0.03%，符合市场预期；核心PCE同比增长2.88%，较6月回升0.1%，略低于市场预期的2.89%。就业市场方面，8月非农就业仅增长2.2万人，远不及市场预期的7.5万人。6月非农就业数据由此前的增加2.7万人大幅下修至减少1.3万人，为自2020年以来首次出现月度就业人数萎缩。8月失业率升至4.3%，为2021年以来新高。就业市场降温进一步提升美联储9月降息预期。

美联储主席释放鸽派信号。在一年一度的杰克逊·霍尔全球央行年会上，鲍威尔认为就业下行风险大于通胀上行风险。这是鲍威尔2025年以来首次释放鸽派信号，为新一轮预防式降息开启提供前瞻性指引，同时越来越多的美联储官员也为降息吹风。市场对美联储9月降息预期押注大幅升温，且预计年内或降息2次。

不过月内特朗普解聘美联储库克事件，导致市场对美联储独立性担忧的升温，一度压制市场风险偏好。目前库克已起诉特朗普，该案件可能会送达美国最高法院审理。此外，随着美联储主席鲍威尔任期届满的临近，特朗普也正在遴选新的美联储主席，人事变动的不确定性将对后续美联储利率路径造成扰动。

整体来看，美国经济喜忧参半，就业降温且通胀温和，美联储表态转向鸽派，9月降息概率居高不下，美元延续偏弱态势运行，利好风险资产，但同时美联储人事变动面临不确定性，将对市场风险偏好构成扰动。

2.2 欧元区方面

欧元区制造业景气度持续回升。8月欧元区综合PMI为51.1，较7月回升0.2。其中制造业PMI由49.8回升至50.5，已连续8个月回升。服务业PMI回落0.3至50.7，仍处于荣枯线之上。欧元区各国近期推出了一系列经济刺激政策，如德国政府通过了总额约420亿欧元的税收减免计划，旨在提振家庭消费和企业投资。法国政府提出440亿欧元的财政紧缩计划，旨在控制预算赤字。意大利政府批准了58亿欧元的能源补贴计划，帮助家庭和小企业应对能源价格波动。随着各国刺激政策逐步落地，欧元区经济有望延续复苏势头。通胀保持稳定，7月CPI同比上涨2.0%，与6月持平，但高于市场预期的1.9%。核心CPI同比上涨2.3%，同样与前值持平。其中能源价格回落是通胀下行的主要贡献因素，但食品价格上涨又支撑通胀的高粘性。就业市场持续改善，主要得益于服务业持续扩张和制造业回暖。7月失业率降至6.2%，较6月的6.3%下降0.1个百分点。其中，德国就业市场表现尤为突出，8月季调后失业率保持在6.3%不变。

因欧元区通胀率维持在欧洲央行的目标水平，这为决策者暂缓降息提供了依据。近期欧央行官员对降息表态维持偏谨慎，欧央行管委雷恩表示，欧央行将在每次会议上保持完全自主，由于通胀率达到2%，无需“预防性降息”。在价格和增长风险成为现实之前，没有理由采取行动。欧央行管委Nage1也表示，通胀已经不再是关注的焦点，没有看到支撑货币政策进

一步放宽的理由，进一步降息门槛很高。这意味着9月欧央行将延续按兵不动。

整体来看，欧元区经济景气度小幅改善，通胀稳定及就业市场边际还转，支撑欧央行维持利率不变，市场预计9月利率会议上，欧央行将连续两次按兵不动。不过9月初法国信任投票或导致发过政治危机升级，欧元面临阶段性的压力。

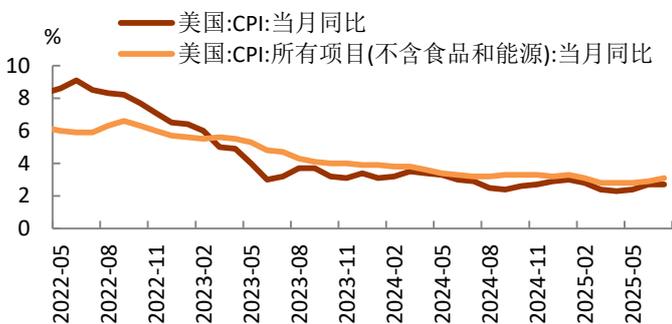
2.3 国内方面

国内7月除了出口表现超预期外，多数经济指标呈现放缓态势。其中，受欧盟、东盟和其他新兴市场拉动，7月出口同比增7.2%，超预期。投资端，1-7月固定资产投资同比1.6%，地产投资同比-12.0%，广义基建投资同比7.3%，制造业投资同比6.2%，地产跌幅扩大，制造业与基建加速回落。消费端，7月社零同比3.7%，低于前值，显示以旧换新政策效果减退。供给端，工业增加值同比5.7%，低于前值及预期值，内需回落构成拖累。此外，7月金融数据亦表现不佳。7月新增社融1.16万亿元，低于预期，同比增9%，增量主要来源于政府融资直融发力。新增人民币贷款-500亿元，罕见负增长且低于预期-150亿元，创有数据以来的历史新低居民与企业、短贷与中长贷同时走弱，居民企业两端均表现不佳。M2同比增长8.8%，略高于预期8.3%；M1同比增速5.6%，环比提升1%，显示随着资本市场走强，存款定期化有所减弱。前瞻指标看，官方8月制造业PMI为49.4%，前值49.3%，连续第5个月处于收缩区间。非制造业PMI为50.3%，前值50.1%。虽然两者均环比改善，但仍处于低位，下半年经济压力显现。

关税方面，8月12日，中美双方发布《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》，自8月12日起美方继续暂停实施24%的对等关税90天，中美关税走向相对乐观。下一轮24%“对等关税”的截止日期为11月10日。

整体来看，随着以旧换新政策效果边际减弱，财政发力较慢及反内卷收缩效应影响，国内内生经济下行压力增加。不过出口依旧表现较强韧性，且随着反内卷催化效果渐退坡，经济下行节奏有望放缓，叠加托而不举政策支撑尚存，全年仍能实现5%的GDP目标。

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

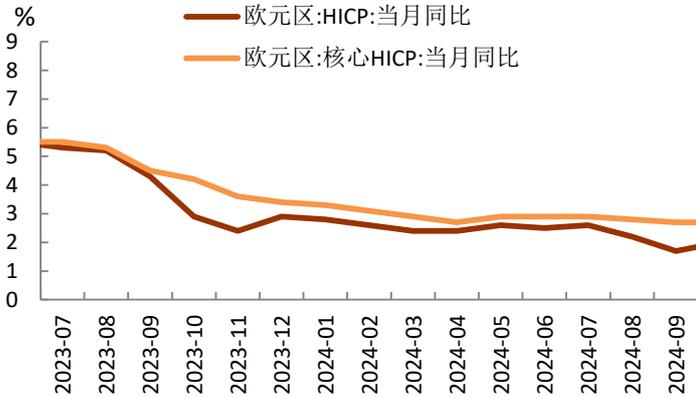


图表 5 美国 ISM 制造业 PMI

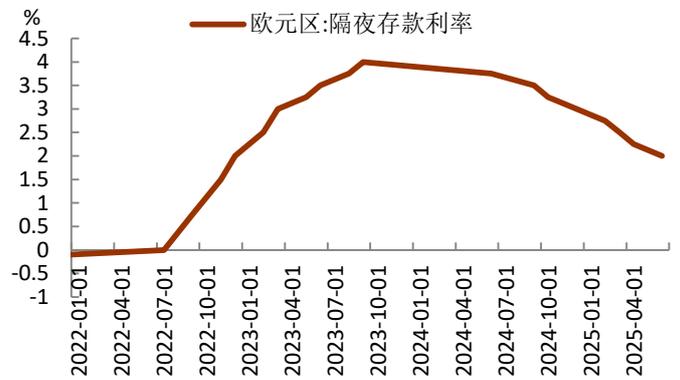


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

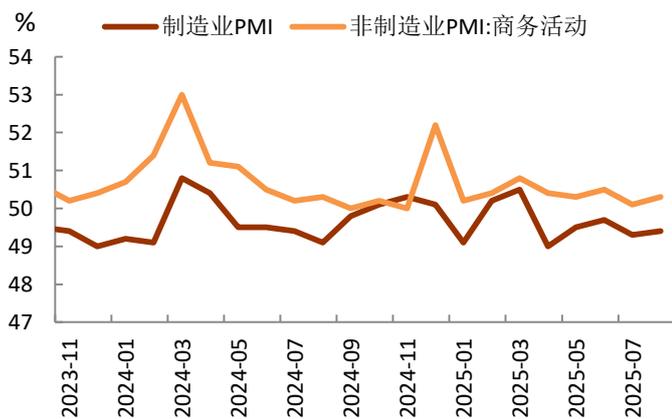


图表 7 欧元区利率水平

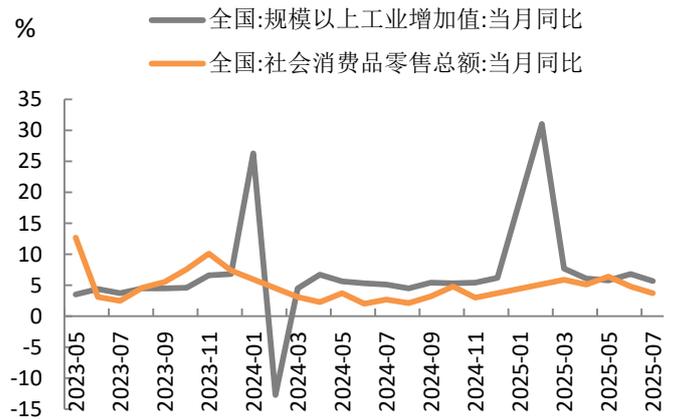


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

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

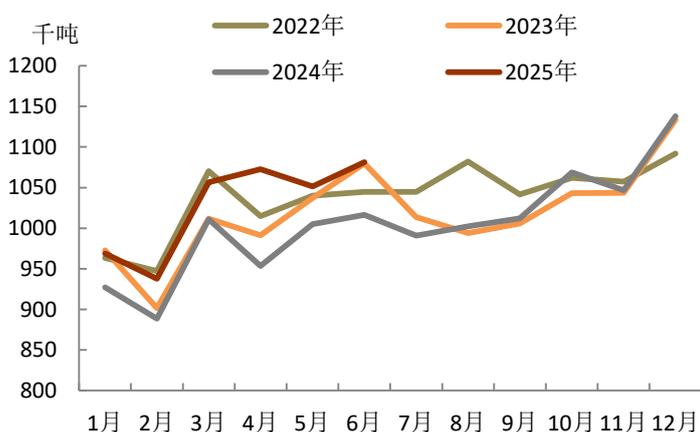
3.1.1 全球锌精矿供应如期恢复

ILZSG: 2025年1-6月锌精矿包累计产量616.85万吨, 累计同比增6.33%。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。

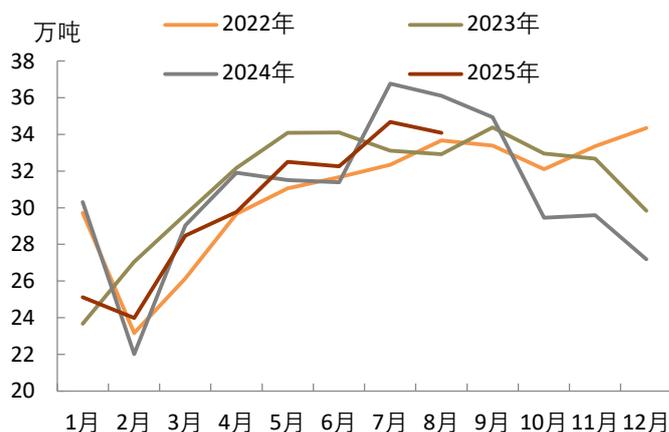
海外方面, 从跟踪的主要海外矿企二季度财报来看, 二季度海外锌矿产量实现同比环比均正增长的态势。其中, 主要增量来源于: 嘉能可、Antamina 锌矿、Nexa、Kipushi矿、elcan等矿企; 减量集中在Vedanta 旗下 Hindustan、South2、Teck等。此外, OZ矿、Buenvista矿等新增项目顺利爬产, 锌精矿供应恢复较好兑现。全年看, 考虑潜在扰动因素及客观存在的部分矿山品位下滑的影响, 预计海外锌精矿增量在55万吨左右

国内方面, SMM数据显示, 7月锌精矿产量34.68万吨, 环比增加7.53%, 同比减少5.68%。1-7月累计产量206.77万吨, 累计同比减少2.88%。预计9月产量环比小幅减少1.73%至34.08万吨。随着江铜银珠山项目自2024年10月投产以来, 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。年初以来国内锌精矿产量稳步恢复, 预计三季度月度供应维持高位, 进入四季度, 北方矿山将进入季节性生产淡季, 月度供应量存环比回落预期。总体看, 预计全年国内锌精矿产量增量在10万吨左右。

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	3
Buenavista	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

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

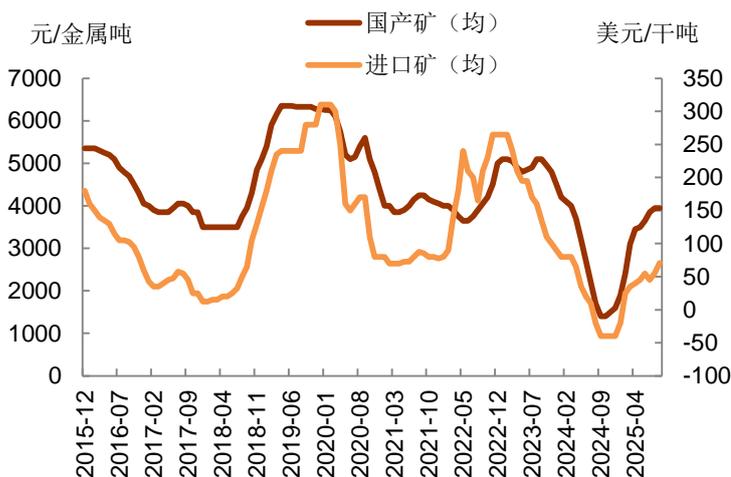
3.1.2 锌精矿加工费延续涨势，锌矿进口量略超预期

锌精矿供应稳中偏增，炼厂原料库存维持高位，具备较强的议价基础，内外锌精矿加工费延续回升态势，其中进口加工费修复速度加快。SMM 数据显示，9 月国产锌精矿加工费均值环比持平于 3950 元/金属吨，进口锌精矿加工费均值环比增加 14.71 美元/干吨至 70.68 美元/干吨。后期来看，随着国内炼厂阶段性检修增加，以及进口货源持续流入，加工费仍有回升空间，进入四季度，国内北方矿山季节性检修，叠加炼厂冬储需求影响下，加工费涨势预

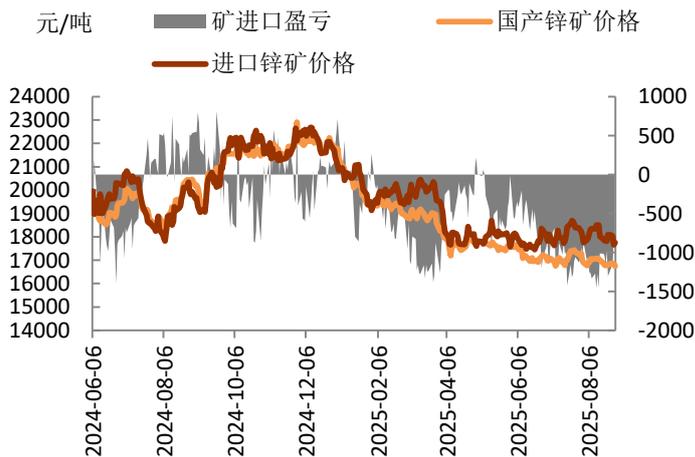
计放缓，不排除小幅调整的可能。

进口情况看，海关数据显示，2025年7月进口锌精矿50.14万吨，环比增加51.97%，同比增加33.58%，1-7月累计进口量为303.54万吨，累计同比增加45.2%。7月主要进口国为：澳大利亚、秘鲁、南非及玻利维亚。受集中到货影响，月度进口量环比增幅明显。当前沪伦比价依旧不利于锌精矿零单进口，叠加货源集中到港影响边际减弱，预计8月进口量环比回落。

图表 14 内外加工费延续回升

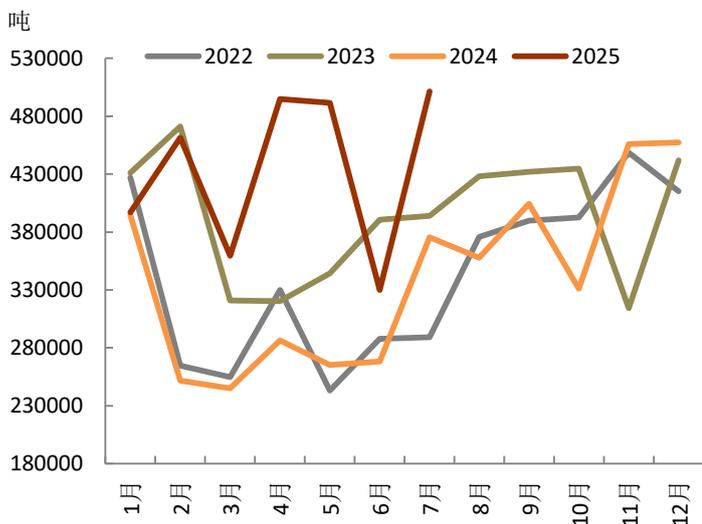


图表 15 锌矿进口盈亏

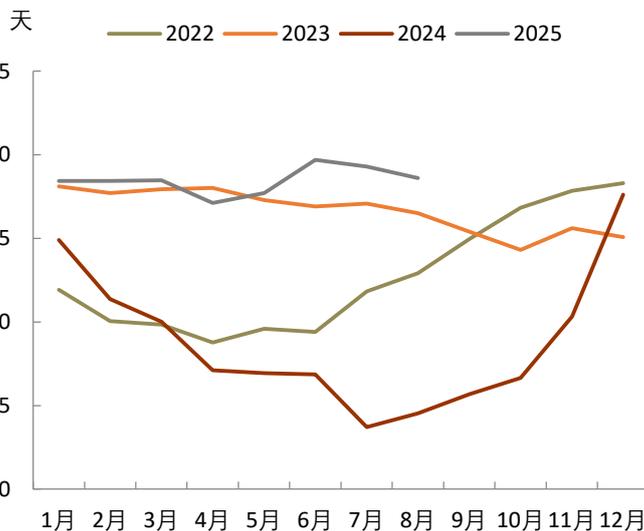


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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

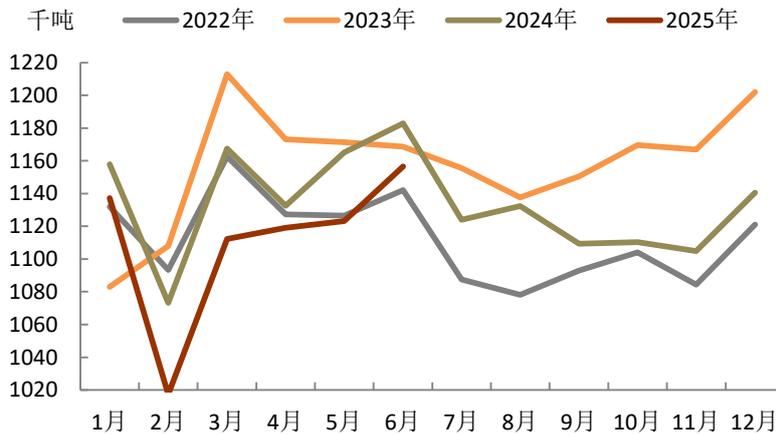
3.2 精炼锌供应情况

3.2.1 海外炼厂维持低负荷，国内贡献增量

全球范围来看，ILZSG数据显示，2025年1-6月全球精炼锌产量为666.56万吨，累计同比减少3.1%。其中，1-6月海外精炼锌累计产量同比减少6.5%，中国累计产量同比增加1.6%。

数据来看，国内供应主要增量，一方面炼厂利润修复后生产稳定，另一方面，新增冶炼项目陆续落地，爬产贡献增量。海外炼厂扰动较多，或受利润影响，或控产生产，或常规检修，或罢工短暂停产等，同时近年海外炼厂新增产能项目不多，其中Boliden 位于挪威的Odda炼厂扩建项目3月中旬正式投产，该项目为计划内项目，产量爬升部分抵消其他不利因素的影响。后期看，预计国内外炼厂生产状态延续两极分化，国内将保持较高生产水平，海外炼厂难改低负荷生产格局，后期需要关注海外炼厂是否存在意外减停产消息。

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 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。
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

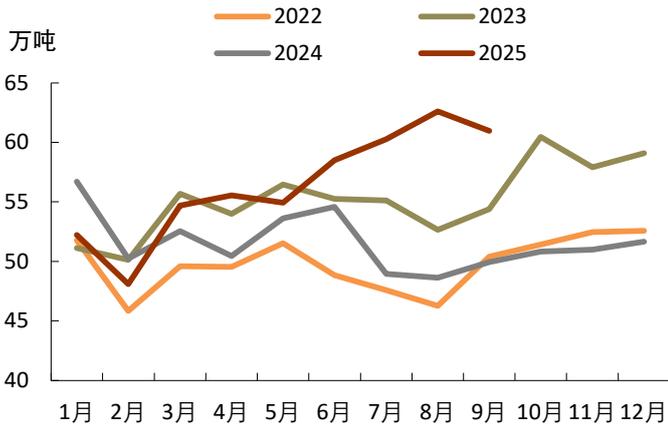
3.2.2 1 9 月精炼锌月度产量环比回落，精炼锌进口窗口维持关闭

SMM：8 月精炼锌产量 62.62 万吨，环比增加 3.88%，同比增加 28.77%，产量略超预期。1-8 月累计产量 446.9 万吨，累计同比增加 7.5%。8 月国内冶炼厂产量增加，除了湖南、甘肃等地区的常规检修外，陕西、内蒙古、青海、云南、湖南、广西等地以检修复产为主，另外江西、内蒙古、河南、云南等地区新增产能继续释放，整体产量突破新高。

对于 9 月，检修炼厂增对，主要集中在河南、内蒙古、湖南、云南等地，同时部分再生锌企业因原料价格上涨和供应偏紧产量有所下降；增量集中在湖南、陕西、甘肃、内蒙湖南、湖北等地区炼厂复产。预计 9 月精炼锌产量 60.98 万吨，环比减少 2.62%。

进口方面，海关数据显示，2025 年 7 月精炼锌进口量 1.79 万吨，环比下降 50.35%，同比下降 2.97%。1-7 月精炼锌累计进口量 20.99 万吨，累计同比下降 12.72%。主要进口国为：哈萨克斯坦、澳大利亚、印度及西班牙。当前锌市维持外强内弱，锌锭进口亏损不断扩大，进口货源依旧以长单货源为主，进口量环比同比回落，符合预期。8 月，锌锭进口亏损进一步扩大至 1700 元/吨以上，零单进口受抑，长单流入为主，预计当月进口量环比回落至 1.5 万吨附近。

图表 20 国内精炼锌月度产量

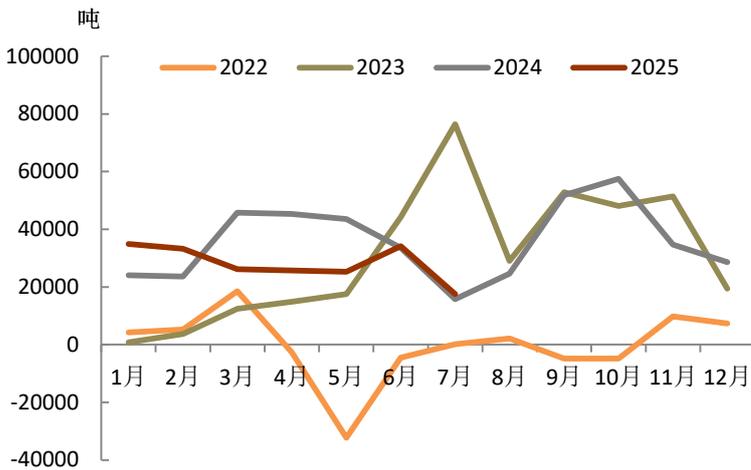


图表 21 冶炼厂生产利润

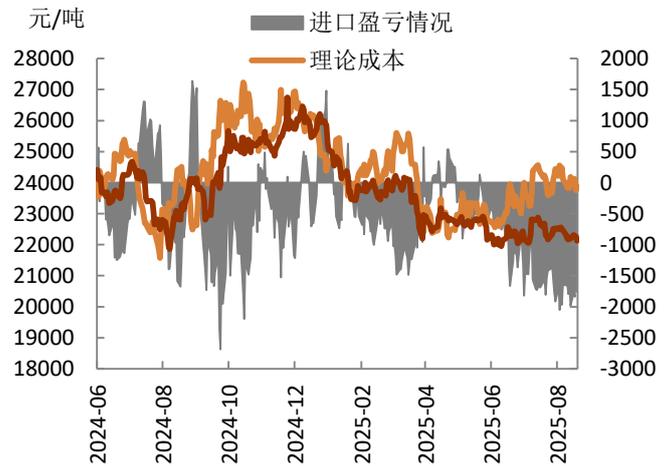


数据来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

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 欧美终端消费边际回暖，持续性尚待观察

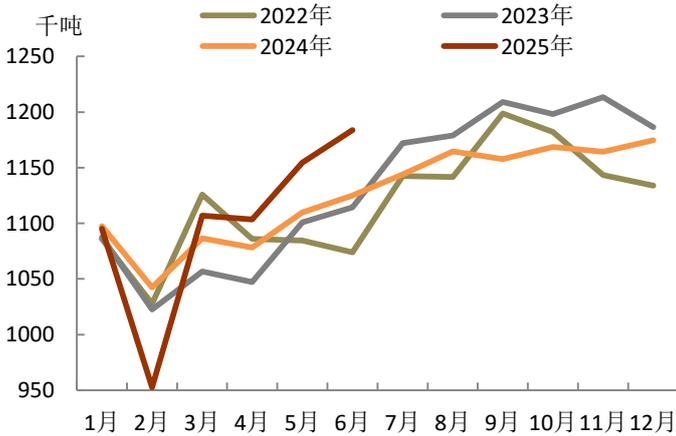
全球范围来看，ILZSG数据显示，2025年1-6月全球精炼锌消费量为659.7万吨，累计同比增加0.87%，其中，海外精炼锌消费累计同比减少0.08%，国内精炼锌消费累计同比增加1.9%。1-6月，全球锌市场供应过剩4.7万吨，去年同期为过剩24.6万吨。

海外来看，锌需求主要集中在汽车及地产板块。地产市场，7月份美国新房销售量环比下降了0.6%，经季节性因素调整后的年化销售量为65.2万套，但高于预期。目前维持高利率的背景下，新建住房市场越来越依赖降价和优惠措施来吸引买家，以降低建筑商的库存压力。从欧元区营建信心指数来看，7月为-3.5，环比减少0.4，显示投资者购房信心依旧疲软。

汽车市场，根据美国商务部的数据，7月美国汽车销量同比增长6.0%，销量达到140.72万辆，表现超预期。一方面，受到去年低基数的影响，另一方面，消费者采取提前消费以应对不确定性的关税政策。不过考虑到当前美国利率维持高位，消费者贷款购车成本居高不下，且关税对整车及零部件的推高作用下，汽车终端销售价难以下调，7月汽车销量回暖的持续性仍待观察。欧洲汽车制造商协会（ACEA）数据显示，7月欧洲新车销量同比增长5.9%，创下一年多以来的最佳月度表现。收益于德国6月推出了一项电动汽车激励计划，以替代2023年取消的补贴政策。尽管销售数据回暖，但欧洲汽车制造商仍面临美国关税扰乱供应链，以及市场竞争加剧等多重挑战。

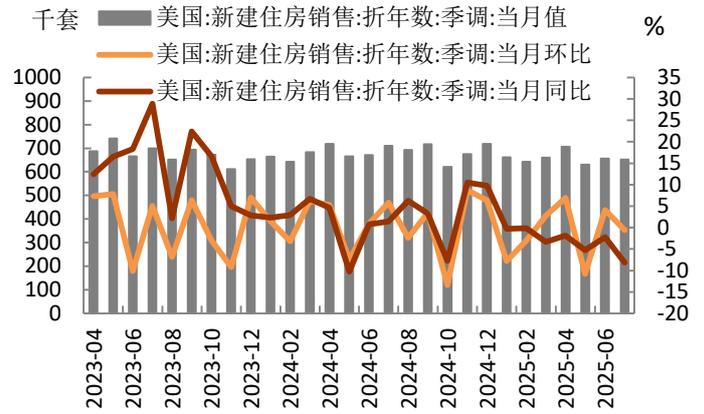
整体来看，建筑商降价及优惠政策支撑美国地产销售阶段性改善，关税的担忧导致部分汽车消费前置，同时欧洲部分国家政策补贴增加带动汽车市场阶段性回暖，但在当前欧美利率维持偏高及关税冲击渐显的背景下，地产及汽车市场改善的持续性均存在较大的不确定性，对锌板块消费的提振前景仍待观察。

图表 25 全球精炼锌月度需求情况

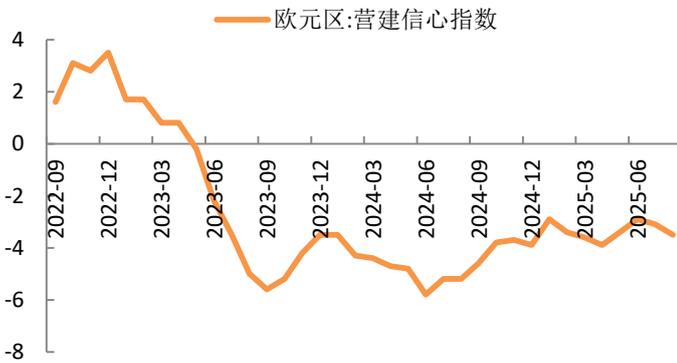


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 26 美国新建住房销量

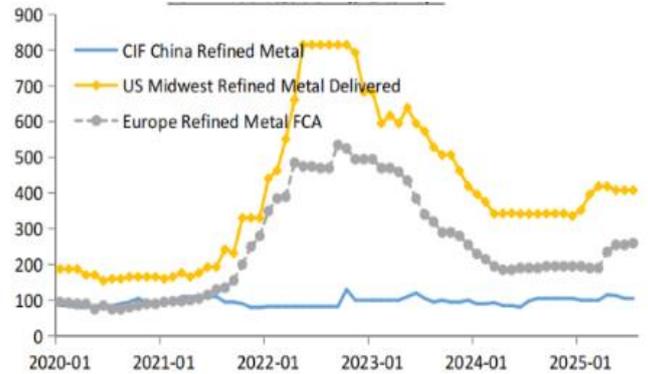


图表 27 欧元区营建信心指数



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 28 各地锌锭贸易升水



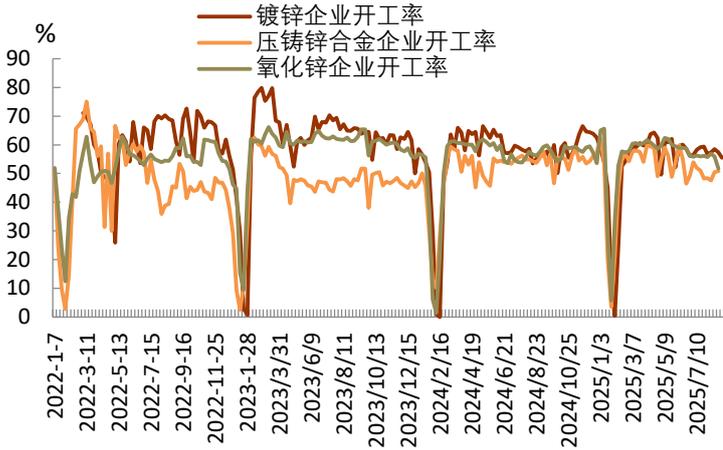
3.3.2 初端企业开工有望回暖，镀锌出口韧性尚存

8月下游初端加工企业开工表现分化，分板块看，其中镀锌企业一方面在黑色系价格回落后，镀锌管走货不畅，部分企业因消化库存而被动放假或减少开工；另一方面，8月底上合峰会及9月初阅兵，北方大部分地区自8月20日开始环保限车限产，导致北方镀锌小厂停产较多，且车辆管控影响成品发运，部分企业减产应对，截止至8月底，库存企业开工回落至55.47%的低位。压铸锌合金企业开工环比改善，锌价回落后刺激终端订单改善，叠加关税窗口期提振部分小五金出口订单增加，华东市场消费略好于华南市场，压铸锌企业受提振开工回升。氧化锌企业开工回落较明显，橡胶级订单疲软，且部分企业受阅兵影响停产，拖累企业开工。

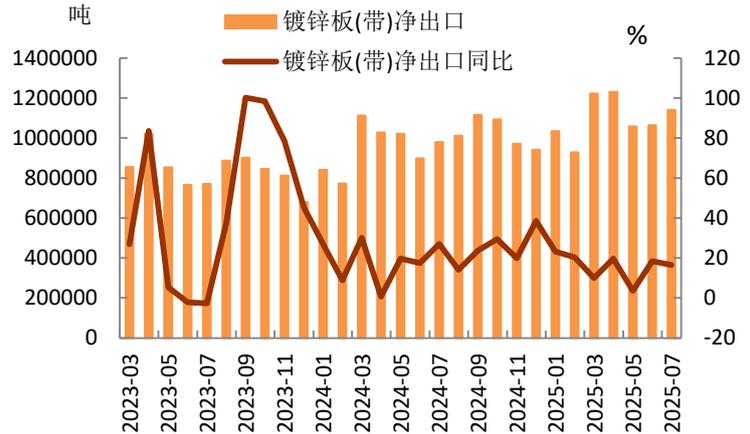
9月来看，北方环保限产限车预计持续至9月4日，月初镀锌企业开工预计延续承压，但随着车辆管控影响解除及下游消费改善，预计开工有望逐步回升。终端内需订单存韧性，叠加出口订单改善支撑，预计压铸锌合金企业开工持续回升。饲料级氧化锌需求由旺季转淡季，但阅兵解除后，部分企业复工，预计氧化锌企业开工温和恢复。

海关数据：7月镀锌板出口119.75万吨，环比增加5.86%，同比增加13%。1-7月累计出口812.05万吨，累计同比增加12.34%。7月镀锌板主要出口国为：菲律宾、泰国、韩国及越南，受东南亚地区对我国镀锌板需求保持强劲态势支撑，7月出口量延续环比增长态势。不过7月中旬以来，黑色系在反内卷预期提振下加速反弹，镀锌板出口利润受到压缩，叠加7月越南工贸部对产于我国部分热轧卷钢产品征收最高27.83%的反倾销税，影响镀锌板出口订单，双重负面作用下，预计8月镀锌板出口量环比下滑。

图表 29 国内初端企业开工率



图表 30 镀锌板净出口情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

3.3.3 消费旺季支撑终端消费改善，但板块将延续分化

传统消费基建板块：国家统计局数据：2025年1-7月广义、狭义基建投资同比分别为7.3%、3.2%，分别较前值回落1.6、1.4个百分点。

7月新增专项债保持较高的发行速度，但资金落地存在时滞，同时上半年储备项目逐步完工，第三批“两重”项目清单7月才全部下达。恰逢7月处于全国持续强降雨及高温天气，对户外施工构成扰动，新增项目尚未大规模开工，短期构成投资空窗期，拖累基建投资增速持续回落，实物量体现不足。

从最新数据看，截至8月23日，今年新增专项债累计发行3.26万亿元，发行进度仅慢于2022年，8月前三周新增发行4866亿元，资金仍属高位供给。高频数据方面，截止至8月底，水泥出货率小幅回落，但同比降幅持续收窄；沥青开工率小幅回落，同比涨幅收窄，开工建设表现仍较平缓，但随着高温暴雨因素影响边际减弱后，基建建设有望加速，实物量将有体现，对锌传统消费旺季到来构成托底支撑。

房地产方面：国家统计局数据显示，2025年1-7月地产投资累计同比-12%（前值-11.2%）。新开工、施工、竣工、销售面积累计同比为-19.4%（前值-20%）、-9.2%（前值-9.1%）、-16.5%（前值-14.8%）、-4%（前值-3.5%）。地产投资、施工、竣工及销售增速跌幅均有不同程度

扩大，新开工面积增速跌幅小幅收窄。房价方面，7月全国新建及二手住宅价格环比分别为-0.3%和-0.5%，其中一线城市二手住宅环比跌幅达到-1.0%，远超全国平均跌幅。

数据显示5月小幅降息带动的地产存量需求释放可能已基本结束，同时地产开放商流动性依旧紧张，叠加商品房高企库存压力不减，开发商新增投资意愿较低，不过专项债收购存量房用作保障性住房的政策对地产板块构成托底。

整体看，当前政策端延续托而不举，在居民加杠杆意愿不足、开发商流动性延续偏紧的背景下，预计地产筑底修复周期较长，且不排除仍有阶段性下探的压力，对耗锌需求仍构成较大拖累。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，2025年7月汽车产销分别完成259.1万辆和259.3万辆，环比分别下降7.3%和10.7%，同比分别增长13.3%和14.7%。1-7月，汽车产销分别完成1823.5万辆和1826.9万辆，同比分别增长12.7%和12%。其中，7月新能源汽车产销分别完成124.3万辆和126.2万辆，同比分别增长26.3%和27.4%。1-7月，新能源汽车产销分别完成823.2万辆和822万辆，同比分别增长39.2%和38.5%。出口方面，7月汽车出口57.5万辆，环比下降2.8%，同比增长22.6%。其中新能源汽车出口22.5万辆，环比+10%，同比+120%，新能源汽车出口保持强势增长。1-7月，汽车出口368万辆，同比增长12.8%。7月为车市传统消费淡季，部分厂家安排年度设备检修，产销节奏有所放缓，符合季节性规律，同比仍能保持同比增长，其中新能源汽车延续快速增长态势。

后期来看，7月底国家发展改革委已会同财政部，向地方下达了2025年第三批690亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金，第四批将于10月份按计划下达，并将督促地方细化资金使用计划，确保资金有序均衡用到年底。随着新一批补贴资金到位后，各地以旧换新补贴陆续重启，叠加地方刺激政策协同加码，政策催化下预计车市内销企稳向好。同时，中美关税再度延期，汽车出口压力减弱，有望保持较高出口水平。

从白色家电方面来看：国家统计局数据显示，2025年1-7月空调累计产量18345.5万台，同比增长5.1%。1-7月冰箱累计产量5963.2万台，同比增长0.9%。1-7月洗衣机累计产量6812.8万台，同比增长9.4%。1-7月彩电累计产量10782.2万台，同比下降5.5%。空调、洗衣机产量增速小幅下滑，电视机产量增速持平，电视机产量增速跌幅收窄。出口方面，1-7月空调累计出口4489万台，同比增长4.1%。1-7月冰箱累计出口4765万台，同比增长2.0%。1-7月洗衣机累计出口1975万台，同比增长5.3%。1-7月液晶电视累计出口5828万台，同比下降2.6%。空调及电视出口增速回落，洗衣机及冰箱出口增速小幅增加。

空调最为家电主要消费板块，7月内销表现较好，受天气因素强力驱动，多地高位天气带动刚性需求集中释放；出口延续下行态势，源于海外市场高库存压力，市场对新增产能吸纳能力不足，叠加出口关税维持高位，部分订单延后或调整出口策略。8月多地频繁降水，抑制空调安装及销售，且部分地区能效补贴政策推出，政策支撑力度也有所削弱，不过在企业调整营销策略的支撑下，预计空调内销市场仍有韧性。

产业在线数据看，9月空调、冰箱及洗衣机排产同比增速分别为-12%、-6.3%、-1.1%。受

去年国补推高基数及今年上半年需求部分透支的影响，9月空调内销排产延续下滑态势；同时高关税及海外高库存持续拖累出口预期，空调出口依旧面临压力。高基数影响冰箱企业排产计划，关税摩擦亦拖累冰箱出口订单。而进入9月，洗衣机企业开启年底冲击预备期，但受去年高基数影响，内销及出口均面临增长压力。总体看，去年国补带来的高基数及消费部分透支拖累家电内销增速，出口则受高关税及海外高库存抑制，故预计家电板块消费提振效应边际有所减弱。

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，7月光伏新增装机量为 11GW，同比降低 47.7%，创2025年新低。1-7 月光伏新增装机量 223.25GW，累计同比增80.73%。6、7月光伏新增装机量持续呈现断崖式下滑，一方面，“抢装潮”导致需求透支，另一方面，欧洲进入夏休、美国 IRA 补贴提前终止，我国光伏产品短期出口难有增量，海外市场需求减少亦拖累整体装机需求。尽管7月数据不佳，但伴随“反内卷”行动开启及政策密集调控，光伏行业有望实现供给侧出清，产业价格企稳后行业将回归健康发展轨道，同时伴随着企业积极拓展海外市场，出口需求亦存边际改善预期。此外光伏协会将2025年光伏新增装机量由年初预测的215-255GW上调至270-300GW，有望带动锌消费增长10-16万吨。

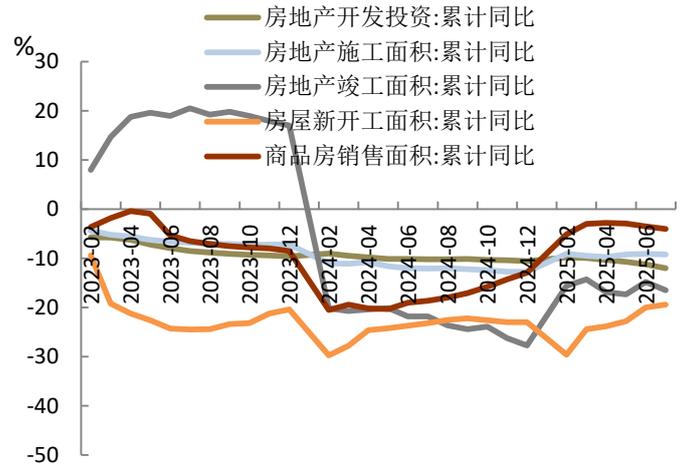
风电塔筒是锌的主要应用部位之一，用锌量约占风电用锌总量的 60-70%；同时风电设备中螺栓连接部位、小型金属构件及支架等，也需要使用镀锌工艺或锌合金材料进行防腐处理，用锌量约占30-40%。根据国家能源局数据，2025年7月新增风电装机2.28GW，同比下降44%，环比减少55.38%。1-7 月新增风电装机53.67GW，同比增长79.4%。历史数据来看，风电招标量跟次年装机量高度相关。数据显示，受益于风机大型化带来的成本下降以及项目经济性改善，2024年国内风电招标量达164GW，同比增长90%，创历史新高。因此，2025年招标放量驱动交付规模增长，全年国内新增装机有望首次突破100GW，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 31 基建投资增速有望回暖

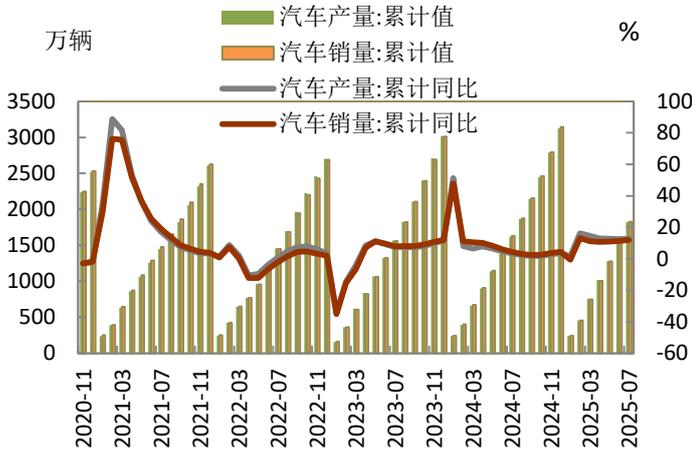


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 32 地产主要指标依然疲软

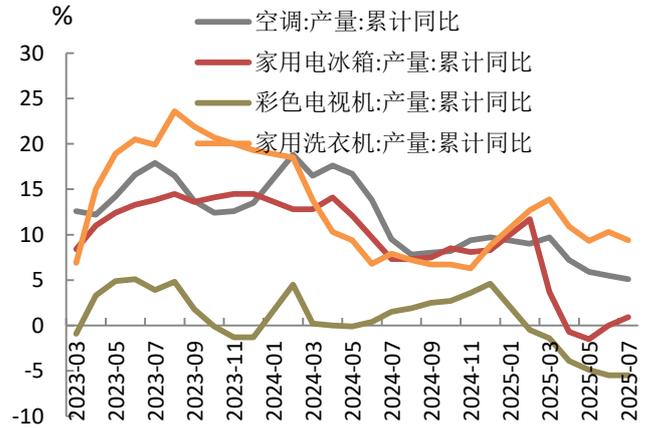


图表 33 汽车产销情况

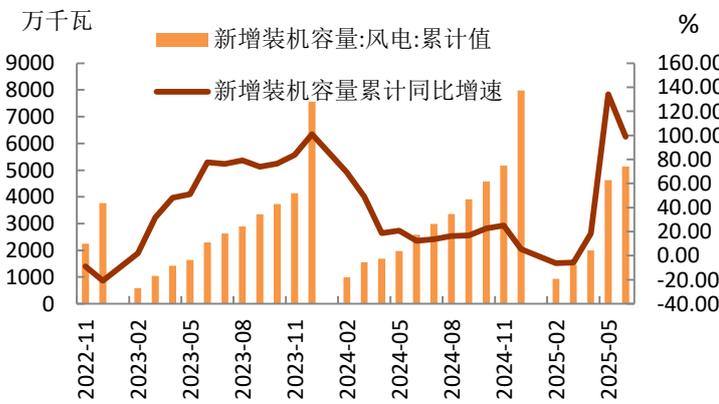


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 34 白色家电产量情况

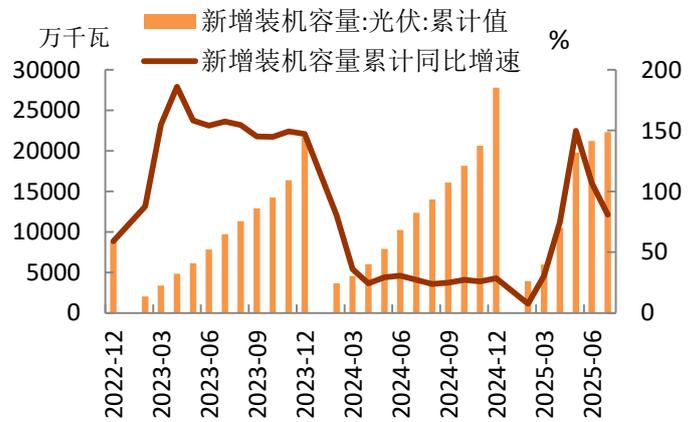


图表 35 风电新增装机量情况



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 36 光伏新增装机量情况

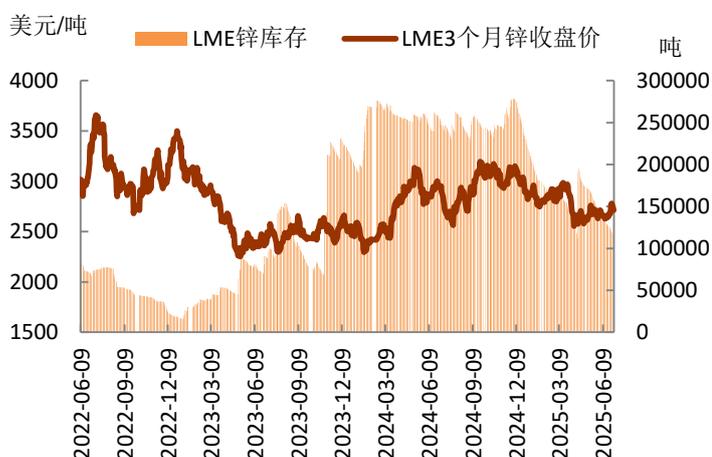


3.4 LME 加速去库，国内累库高于往年同期

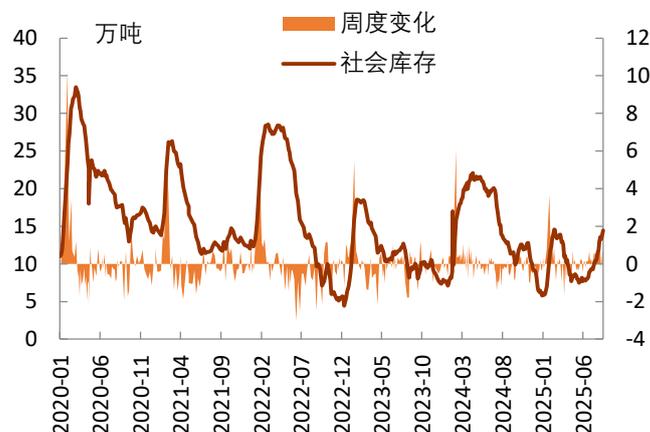
8月LME加速去库，主要受大型贸易商注销提货影响，截止至8月29日，库存为56500吨，月度减少52550吨。目前LME仓单依旧相对集中，且去库态势延续，市场对LME流动性的担忧持续存在，内外下方构成较强支撑。后续仍需持续关注月间结构及仓单集中度变化，伦锌挤仓风险具有反复性。

8月国内社会库存延续季节性累增，月下旬北方镀锌企业受北方管控影响生产，消费不足，下游未呈现往年同期的逐步去库，在锌价低位阶段性刚性补库后，库存重回增势，截止至8月28日，库存达14.45万吨，月度增加4.13万吨，累库量高于往年同期水平。进入9月，北方管控影响将逐步解除，且消费预计边际回暖，社会库存有望逐步转向去库。

图表 37 LME 库存延续高位回落



图表 38 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，美国就业降温通胀温和，美联储态度转向鸽派，市场对 9 月降息预期较高，美元延续弱势，利好风险资产。但美联储人事变动存在不确定性，可能会对市场风险偏好产生扰动。国内多项经济指标回落，全年增长目标仍具实现基础。后续出台温和刺激措施可期，预计政策力度延续“托而不举”的基调。

供应端，锌精矿供应稳步恢复，国产矿加工费涨势放缓，进口矿加工费加速回升。炼厂原料库存高位，生产利润较佳。但 9 月炼厂常规检修计划增多，预计精炼锌产量环比减少 2.62% 降至 60.98 万吨，供应压力阶段性缓解。同时，锌锭进口仍面临较大亏损，短期内进口量对国内市场冲击相对有限。

需求端分化，高温、暴雨等不利天气减少，基建建设有望加快；第三批超长期特别国债发行落地，对汽车、家电等耐用品内销形成支撑，且中美关税政策再度延后，相关产品出口

压力减弱；此外，深远海项目集中并网，助力为风电行业发展。但房地产表现疲软，光伏需求透支，且镀锌板面临反倾销影响，将对消费形成一定拖累。

整体看，美联储重启降息为风险资产价格提供支撑，国内经济托底政策也仍有发力空间。因炼厂检修增多供应压力阶段性缓解，需求端逐步进入传统旺季，库存有望进入去库阶段，叠加 LME 锌库存持续下跌，锌价下方存支撑。9 月锌价有望呈现企稳回升态势，后续需重点关注消费端改善情况能否有效兑现。

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。