

2025 年 10 月 13 日



宏微扰动增多

锌价弱势震荡

核心观点及策略

- 宏观面看，美联储重启降息周期，货币政策转向利好风险资产，但美国政府停摆及中美关税冲突再起，增加了宏观的不确定性。国内经济面临一定压力，新型政策性金融工具发力有望为年内经济增长筑牢根基，后续政策加码的可能性依然存在。
- 供应端，内外锌加工费分化态势加剧，国产矿加工费拐点已显现，随着炼厂冬储需求升温，加工费后续仍存调整空间。同时，副产品硫酸价格持续回落，压缩炼厂利润空间，生产积极性降温。尽管 10 月精炼锌供应环比恢复，但进一步上涨的空间已相对有限。此外，当前沪伦比价已降至锌锭出口开启的临界点附近，出口窗口打开有望缓解国内过剩压力。
- 需求端，消费旺季略显平淡，初端企业开工环比改善但较同期偏弱，维持逢低刚需采购节奏，主动补库意愿不足。终端看，基建存边际修复需求，后续或成为需求端的重要支撑；汽车及家电消费保有韧性，风光领域表现分化，镀锌板出口面临转弱压力，地产延续弱势。
- 整体看，海外宏观扰动事件增多，市场情绪存反复横跳的可能，宏观趋势指向性下降。基本面维持外强内弱，炼厂复产推动供应恢复，且需求缺乏显著亮点，供需压力边际增加。不过，锌锭出口预期增强，将缓解国内过剩压力，但同时伦锌流动性风险亦随之降温，两股力量相互制衡，预计锌价仍以弱势震荡为主。
- 风险因素：宏观风险，供应超预期

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84 号

李婷

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

何天

从业资格号：F03120615

投资咨询号：Z0022965

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 全球锌精矿供应如期恢复.....	8
3.1.2 内外加工费走势分化，锌矿进口保持高水平	9
3.2 精炼锌供应情况.....	11
3.2.1 海外炼厂维持低负荷，国内贡献增量.....	11
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	12
3.3 精炼锌需求情况.....	14
3.3.1 欧美终端消费边际回暖，持续性尚待观察.....	14
3.3.2 初端企业开工有望回暖，镀锌出口韧性尚存	15
3.3.3 消费旺季支撑终端消费改善，但板块将延续分化.....	16
3.4 全球显性库存回落.....	20
四、总结与后市展望	20

图表目录

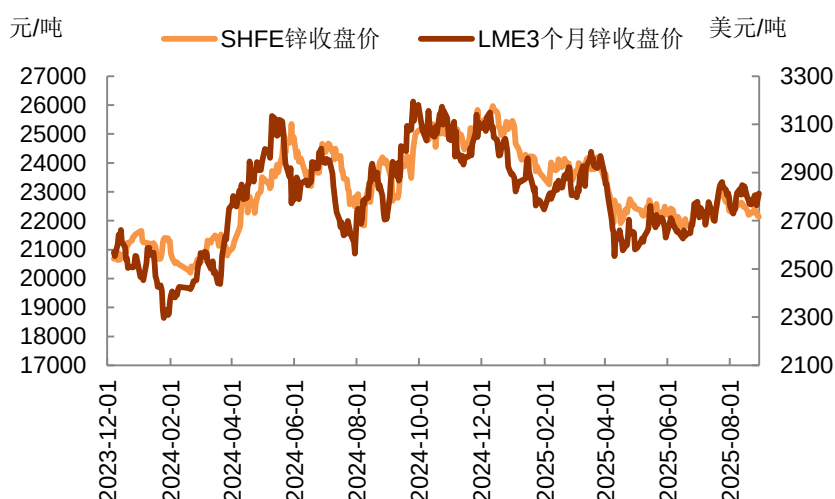
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势	4
图表 2 美国通胀情况.....	6
图表 3 美国利率水平	6
图表 4 美国就业市场.....	7
图表 5 美国 ISM 制造业 PMI.....	7
图表 6 欧元区通胀情况.....	7
图表 7 欧元区利率水平.....	7
图表 8 国内 PMI 数据.....	7
图表 9 国内重要经济指标.....	7
图表 10 全球锌矿月度产量情况.....	8
图表 11 国内锌矿月度产量情况.....	8
图表 12 2025 年海外锌矿产量增减情况（万吨）	9
图表 13 2025 年国内锌矿新增情况（万吨）	9
图表 14 内外加工费延续回升	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）	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 欧元区营建信心指数.....	15
图表 28 各地锌锭贸易升水.....	15
图表 29 国内初端企业开工率.....	16
图表 30 镀锌板净出口情况.....	16
图表 31 基建投资增速有望回暖.....	19
图表 32 地产主要指标依然疲软.....	19
图表 33 汽车产销情况.....	19
图表 34 白色家电产量情况.....	19
图表 35 风电新增装机量情况.....	19
图表 36 光伏新增装机量情况.....	19
图表 37 LME 库存延续高位回落	20
图表 38 国内库存先增后减.....	20

一、锌市场行情回顾

9月沪锌主力期价呈现先扬后抑，下寻支撑的走势。月初在美联储降息预期及需求进入旺季的支撑下，锌价震荡偏强。但伴随美联储降息靴子落地，资金买预期卖现实，且美国经济数据表现韧性，衰退担忧降温利好美元反弹，风险资产承压，锌价回落至22000元/吨整数震荡。国内临近国庆中秋长假，锌价回落刺激下游逢低点价，库存转降，给锌价提供一定支撑。但随着下游备货结束及国内炼厂逐步复产，资金情绪再度转弱，锌价整数关口短暂震荡后再度下探，低点逼近4月份年底低点，最终收至21825元/吨，月度跌幅1.42%。

伦锌呈现冲高回落的走势，月上旬，在美联储乐观降息预期及LME持续低位去库的支撑下，伦锌突破2900美元/吨一线持续上涨，高点至3003.5美元/吨。随后降息靴子落地且鲍威尔释放偏鹰言论，市场乐观情绪消化，伦锌回调部分涨幅，在30日均线附近获得支撑，震荡修整收至2956.5美元/吨，月度涨幅5.06%。

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

美国经济降温但有韧性。二季度实际GDP同比增速为2.08%，较第一季度上升0.06个百分点，环比增速为3.8%，高于预测值0.8%。8月美国零售销售同比增速为4.8%，环比增速维持在0.6%，高于市场预期0.2%。经济前瞻指标，9月ISM制造业PMI为49.1，高于市场预期的49和前值48.7，但仍连续七个月处于荣枯线下方。其中新订单则回落至48.9，低于预期的50，反映需求端依然疲软。非制造业PMI为50，大幅低于预期的51.7和前值52。其中。商业活动自2020

年5月以来首次回落至荣枯线下方，就业指数连续第四个月处于收缩区间。就业市场，受10月初美国政策关门事件影响，9月非农数据缺席。从小非农数据来看，9月ADP就业人数意外减少3.2万人，低于预期的5.1万人新增，同时8月数据也下修为减少3000人。ADP数据超预期回落，限制就业市场持续降温。通胀延续慢热状态，8月CPI同比2.9%，符合预期，高于前值2.7%；核心CPI同比3.1%，与预期值和前值持平。

基于通胀温和回升及就业市场显著降温，9月18日，美联储9月议息会议上时隔9个月重启降息，将联邦基金利率25bp至4.0-4.25%，符合市场预期。点阵图显示年内仍有两次降息，026和2027年维持各1次。会后，鲍威尔讲话偏鹰，明确表示这是一次“风险缓释型”降息，称当前就业市场面临的风险并不算很大，不需要剧烈降息来应对，且强调保持美联储独立性。

美国两党围绕临时拨款法案和医保补贴博弈，9月底美国政府时隔7年再次陷入停摆。根据预测，政府停摆时长或达半月左右，将导致重要数据延时发布。10月10日，在中国宣布稀土相关产品实施出口管制后，特朗普宣布11月1日起对中国额外加征100%关税，并对“全部关键软件”实施出口管制。政治及关税不确定性冲击市场情绪，风险资产短时承压。

整体来看，在美国经济降温、就业回落及通胀表现温和的背景下，美联储9月再度开启降息周期，市场预计10月、12月仍有两次降息，货币政策转向利好风险资产，但美国政府停摆，中美加征关税再起，政治及贸易端的不确定性将扰动市场风险偏好。

2.2 欧元区方面

欧元区制造业PMI有所回落。9月欧元区制造业PMI回落至49.5，重回荣枯线之下。其中新订单在8月短暂扩张后再次陷入停滞，预示未来增长动能不足。服务业PMI回升至51.4，高于预期。内部国家经济分化加剧，形成“德国稳、法国弱”的格局。通胀表现温和，9月欧元区调和CPI同比2.2%，相较于前值2.0%，略有上行；核心CPI同比2.3%，与前值持平。就业市场缓慢改善，8月欧元区季调后失业率为6.2%，较7月的6.3%下降0.1个百分点，创历史新低，得益于服务业持续复苏和夏季旅游旺季带动相关行业用工需求。

货币政策方面，9月欧央行维持按兵不动，维持存款便利利率在2%不变。且欧洲央行官员表态偏谨慎。欧洲央行管理委员会成员Kazimir表示，欧洲央行必须保持警惕，以应对通胀上行风险。欧洲央行执委Schnabel认为，利率目前处于合适水平，货币政策应保持稳定。欧洲央行官员Kazaks认为，欧洲央行的降息幅度已相当显著，目前没有理由降息，不过如果通胀大幅低于2%，欧洲央行也可能降息。欧洲央行副行长Guindos表示，目前的政策立场是适当的。

整体来看，欧元区增速回落且各国经济表现分化，呈现德稳法弱的格局，且目前法国政策局势面临不确定性，或拖累欧元区经济前景。基于通胀的担忧，欧央行9月利率维持不变，货币政策维持观望。

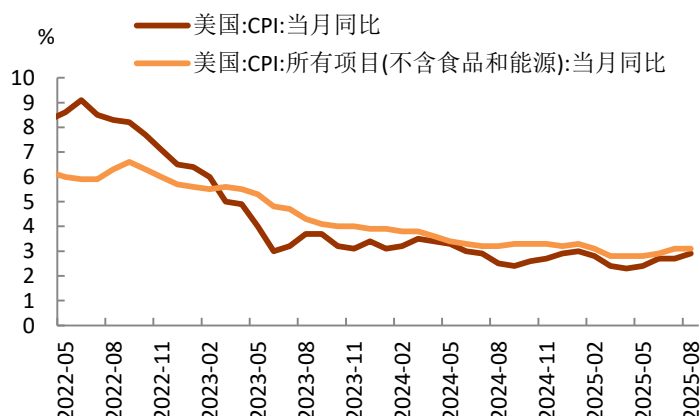
2.3 国内方面

国内8月多数经济指标继续回落。8月出口同比增4.4%，较7月的7.2%有所回落，符合市场预期，出口增速并未“断档下滑”，显现较强韧性。工业生产小幅回落，8月工业增加值同比5.2%，前值5.7%，主要受内需回落的拖累。消费增速回落且低于预期，8月社零同比3.4%，前值3.7%，连续三个月回落。投资端加速下行，1-8月固定资产投资同比0.5%，前值1.6%，地产投资同比-12.9%，前值-12.0%，广义基建投资同比5.4%，前值7.3%，制造业投资同比5.1%，前值6.2%。同时，8月金融数据亦表现不及预期，其中8月新增社融2.57万亿，同比少增4630亿，符合预期但低于季节性，信贷为主要拖累项。8月新增信贷5900亿，同比少增3100亿，低于预期及季节性。且结构未有好转，其中居民部门短贷、中长贷同比均连续2个月少增，显示消费及地产需求偏弱。经济前瞻指标看，9月制造业PMI为49.8%，较前值回升0.4个百分点，但连续6个月处于收缩区间。非制造业PMI回落0.3个百分点至50.0%，逆季节性回落。国庆假期消费表现结构分化，远距离旅游出行较强，但近距离消费出行偏弱，且国庆档票房同比回落。

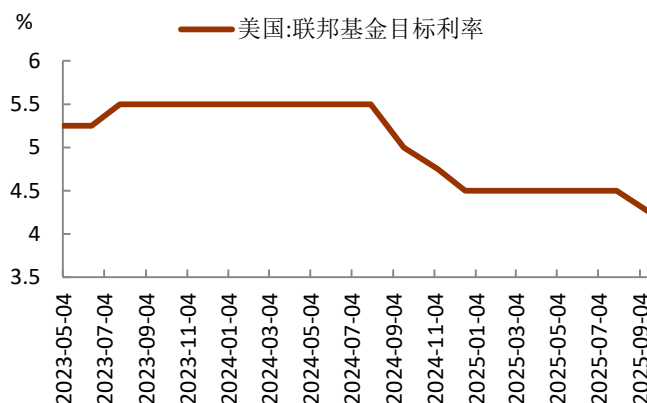
政策端看，仍可期待。9月29日政治局会议决定10.20-23召开二十届四中，届时将发布“十五五”规划编制建议稿，也将大体确定“十五五”规划全文框架和政策重心。同时，国家发改委表示，新型政策性金融工具规模共5000亿元，全部用于补充项目资本金。市场预期，该新型政策性金融工具有望撬动1.5万亿元至2.5万亿元基建投资规模，对年内稳经济起到关键作用。

整体来看，国内经济增速延续回落，政策端适时加力的必要性升温。新型政策性金融工具有望提振基建投资，稳固年内经济增长，同时市场对专项债提前下发及降息降准等政策仍有期待。

图表2 美国通胀情况

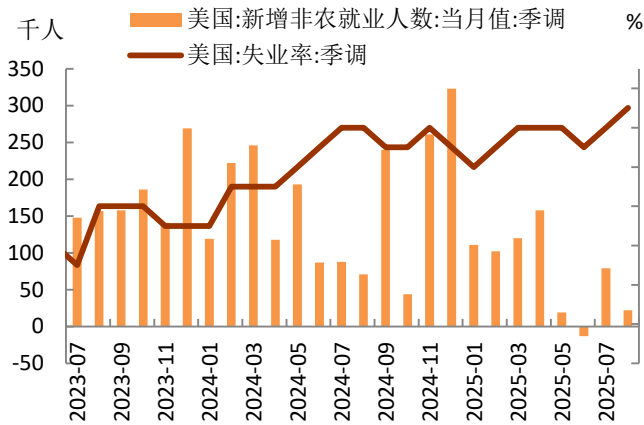


图表3 美国利率水平

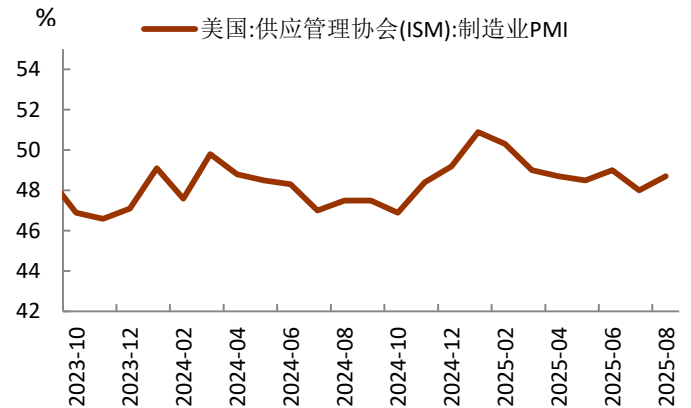


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 4 美国就业市场

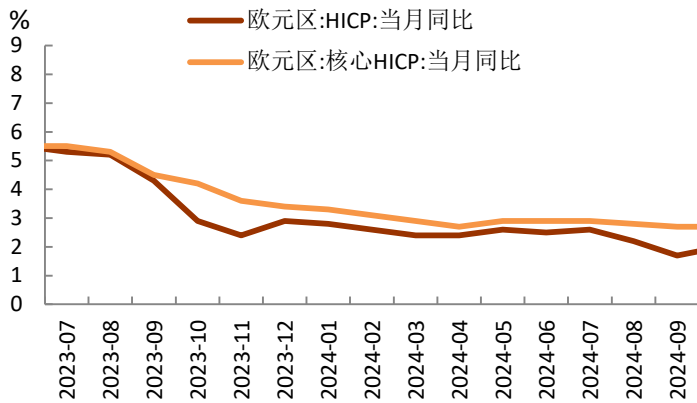


图表 5 美国 ISM 制造业 PMI

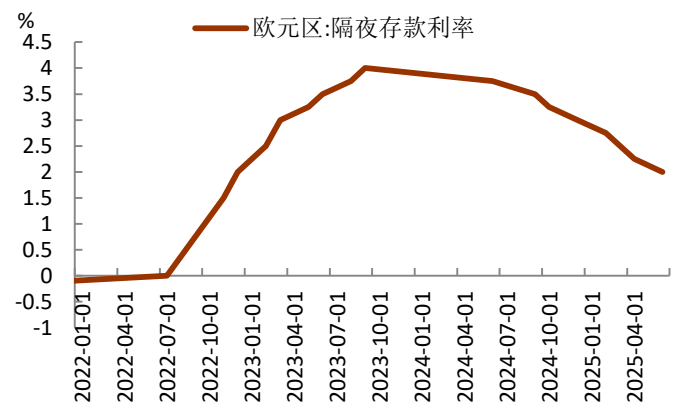


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

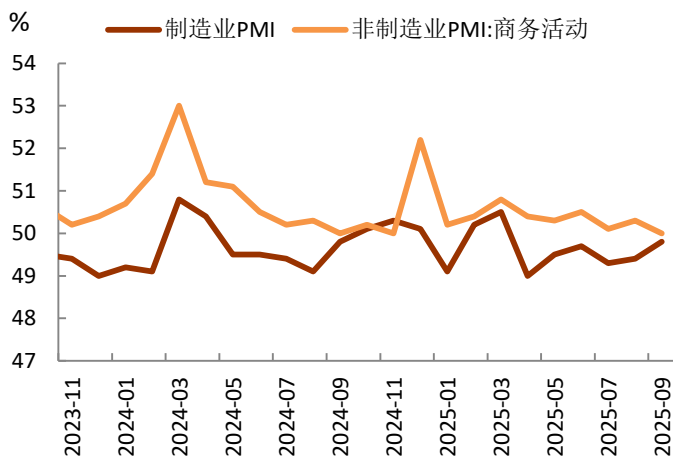


图表 7 欧元区利率水平

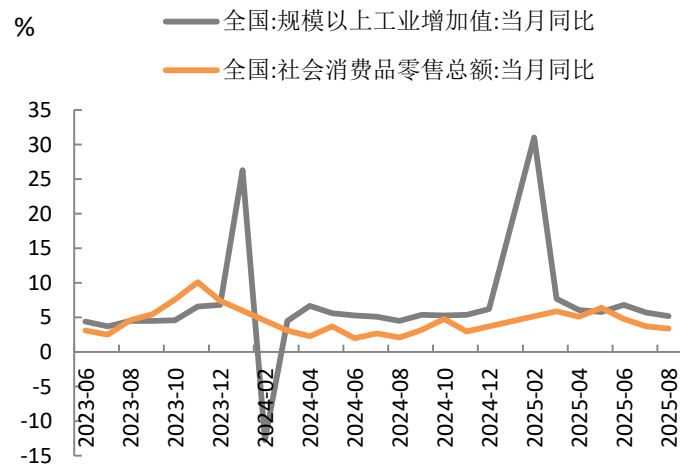


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

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

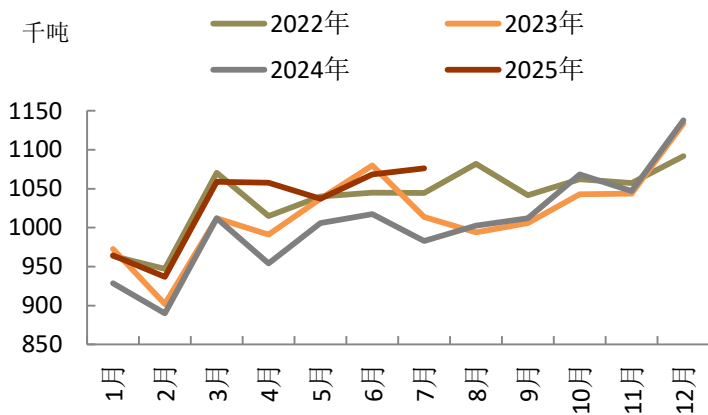
3.1.1 全球锌精矿供应如期恢复

ILZSG: 2025年1-7月锌精矿包累计产量719.94万吨，累计同比增6.02%。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。

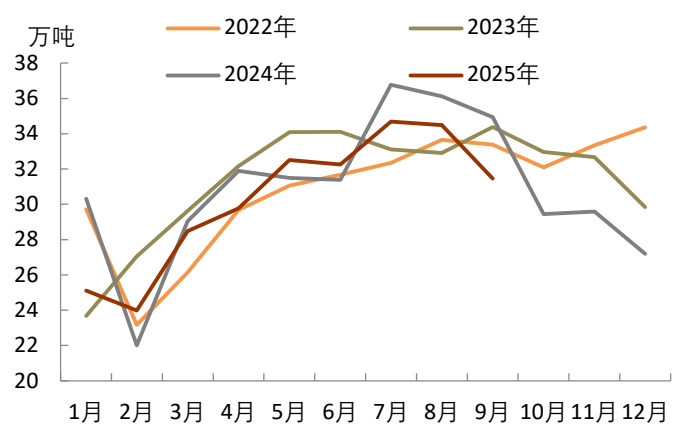
海外锌矿生产维持稳定，新增矿山如OZ矿、Buenavista矿等新增项目顺利爬产，锌精矿供应恢复较好兑现。全年看，考虑潜在扰动因素及客观存在的部分矿山品位下滑的影响，预计海外锌精矿增量在55万吨左右。

国内方面，SMM数据显示，8月锌精矿产量34.48万吨，环比减少0.58%，同比减少4.51%。1-8月累计产量241.25万吨，累计同比减少3.12%。预计9月产量环比减少8.8%至31.45万吨。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。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
Ozernoye	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

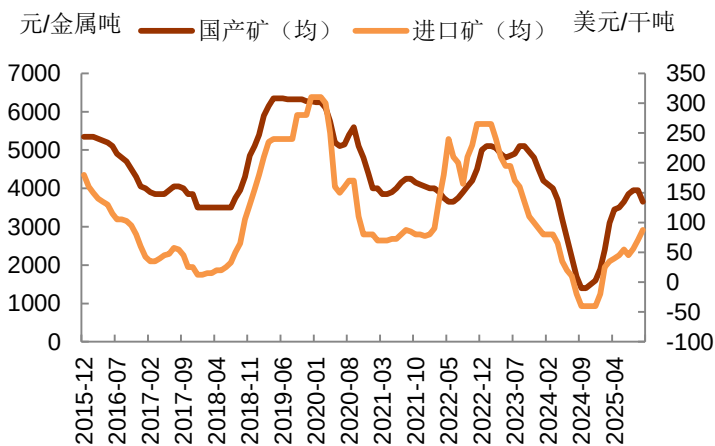
3.1.2 内外加工费走势分化，锌矿进口保持高水平

SMM 数据显示，10 月国产锌精矿加工费均值 3650 元/吨，环比降 300 元/吨，进口矿加工费均值 87.51 美元/干吨，环比增 16.83 美元/干吨。内外加工费走势分化态势加剧，当前沪伦比价维持低位，锌精矿进口亏损较大，炼厂采买倾向于国产锌精矿，同时四季度国内北方矿山进入季节性生产淡季，且炼厂存冬储需求，国产矿采买竞争加剧，月度加工费环比回落明显，且仍有回落预期。进口矿加工费则呈现加速上涨，炼厂通过上调加工费报价弥补比价

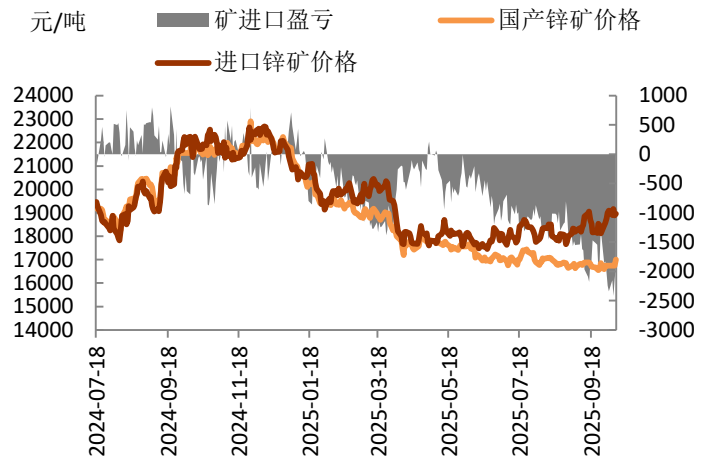
不佳的不足。在沪伦比价仍有下探风险的背脊下，预计进口加工费延续回升态势。

进口情况看，海关数据显示，2025 年 8 月进口锌精矿 46.73 万吨（实物吨），环比降低 6.8，同比增加 30.06%。主要进口来源国：秘鲁、澳大利亚、俄罗斯等。1-8 月累计锌精矿进口量为 350.27 万吨（实物吨），累计同比增加 43.06%。8 月进口货源到货错配影响减弱，当月进口量恢复正常值，环比回落符合预期。不过尽管当前沪伦比价不利于锌精矿进口，但随着进口矿加工费的加速上涨，及前期长单及锁价单的到港，预计 9 月锌精矿进口量依旧能保持在偏高位的水平。

图表 14 内外加工费延续回升

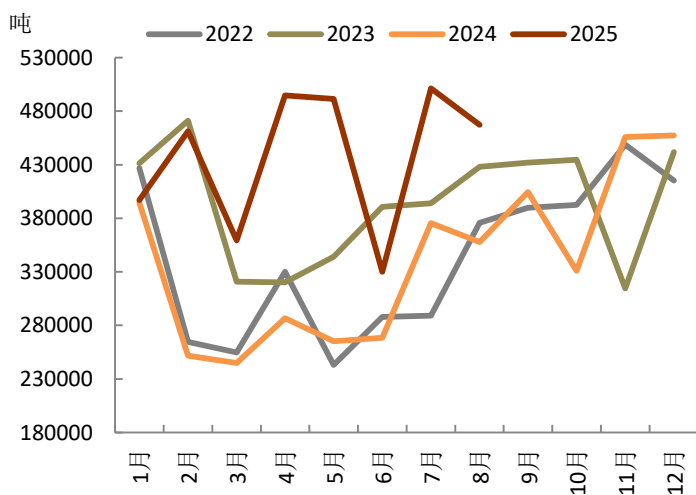


图表 15 锌矿进口盈亏

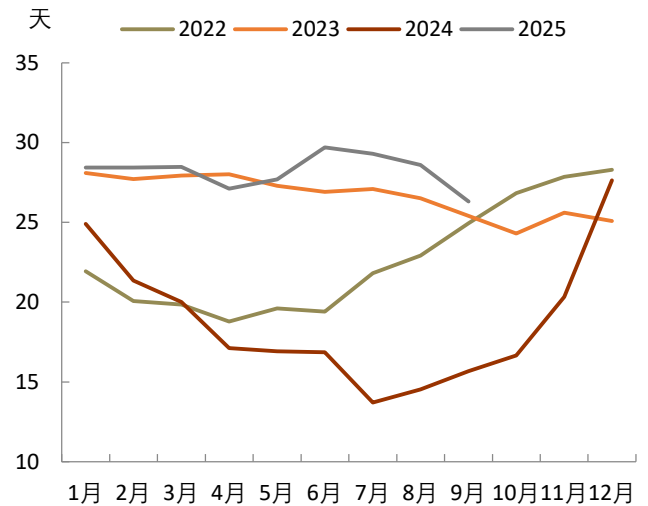


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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

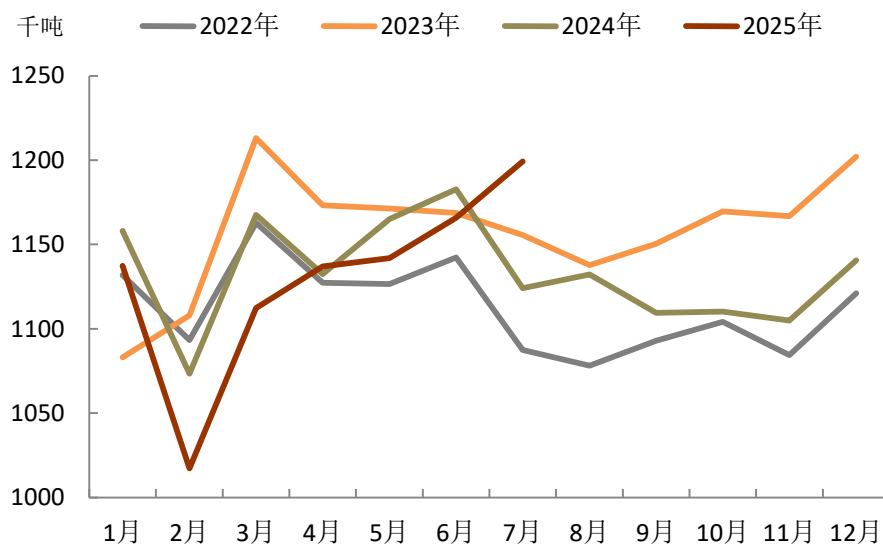
3.2 精炼锌供应情况

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1-7月全球精炼锌产量为791.1万吨，累计同比减少1.15%，降幅收窄。其中，1-7月海外精炼锌累计产量同比减少4.7%，中国累计产量同比增加2.65%。

年初至今，国内炼厂生产较为稳定，且新增产能逐步释放产量，贡献主要增量。而海外炼厂受制于降低的长协加工费，生产积极性不足，且部分炼厂减产控产，如Nyrstar的Hobart年4月起减少约25%的产量；Young Poong Corp的Seokpo炼厂2月因违反水资源保护法，停产至4月下旬；Nexa的Cajamarquilla炼厂6月底受罢工扰动短暂停产。扰动因素较多且维持低负荷生产，贡献主要减量。四季度，海外天气转冷，能源价格有望走强，进一步侵蚀炼厂利润，炼厂难改低负荷生产格局。预计内外炼厂生产积极性延续分化，将继续支撑锌价外强内弱的格局。

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
Nyrstar	Hobart	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

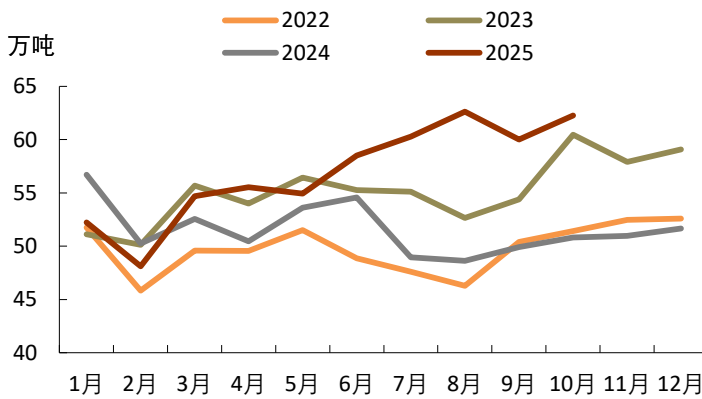
3.2.2 1 9 月精炼锌月度产量环比回落，精炼锌进口窗口维持关闭

SMM：9 月精炼锌产量 60.01 万吨，环比减少 4.2%，同比增加 20.19%，产量小幅不及预期。1-9 月累计产量 506.91 万吨，累计同比增加 8.85%。9 月炼厂检修较多，除了湖南、内蒙古等地区的常规检修外，河南、广西等地的突发检修贡献一定减量。增量上，湖南、陕西、甘肃、湖北等地区检修恢复和产量增加贡献增量。对于 10 月，河南、内蒙古、甘肃、广西、湖南等地检修恢复为主，贡献增量，同时新疆昆仑锌业投料少量产出；减量上，河南、湖南、甘肃和江西地区炼厂集中检修，另外陕西、四川等地少量炼厂检修。预计 10 月产量环比增加 3.77% 至 62.27 万吨。

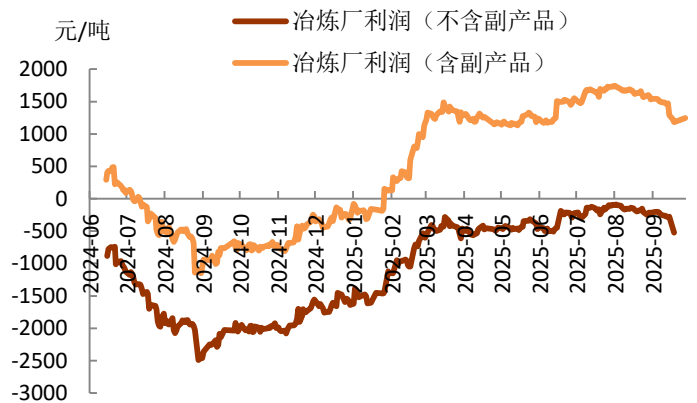
尽管当前月度产量维持在较高水平，但国产加工费已现挂点，且四季度受冬储影响仍有望延续调整，叠加副产品硫酸价格高位回落，侵蚀炼厂利润，生产积极性存调整预期，精炼锌月度供应继续上涨空间较为有限。

进口方面，海关数据显示，2025 年 8 月精炼锌进口量 2.56 万吨，环比增加 43.3%，同比下降 3.6%。主要进口国为：哈萨克斯坦、伊朗、印度尼西亚等。1-8 月精炼锌累计进口 23.55 万吨，累计同比下降 11.81%。8 月精炼锌出口 0.03 万吨。目前锌市延续外强内弱的格局，沪伦比价走向极值，精炼锌进口亏损扩大至超 3000 元/吨，受进口长单支撑，单月进口量仍有超 2 万吨的量级，但难有增长。相反，随着沪伦比价持续回落，精炼锌出口存在开启的可能性，预计 9 月精炼锌出口量环比小增。

图表 20 国内精炼锌月度产量

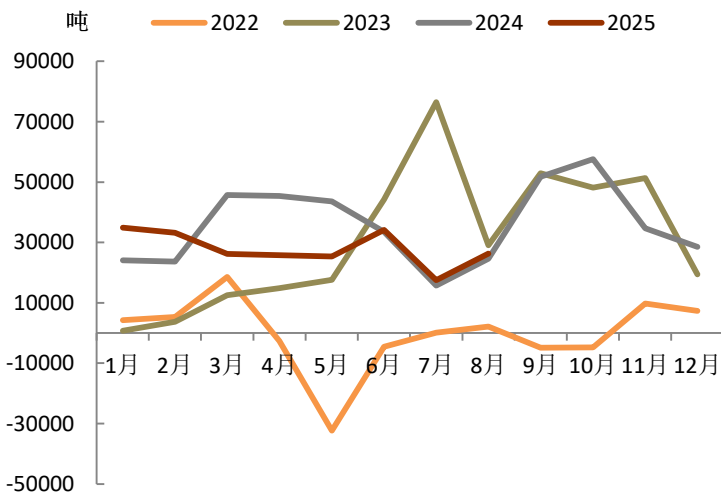


图表 21 冶炼厂生产利润

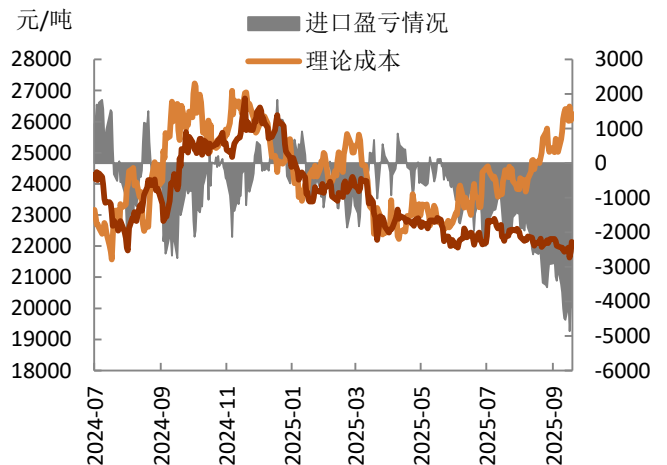


数据来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

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 10 月中下旬投产生产, 10 月预计产出 500-1000 吨

数据来源: SMM, 百川盈孚, 铜冠金源期货

3.3 精炼锌需求情况

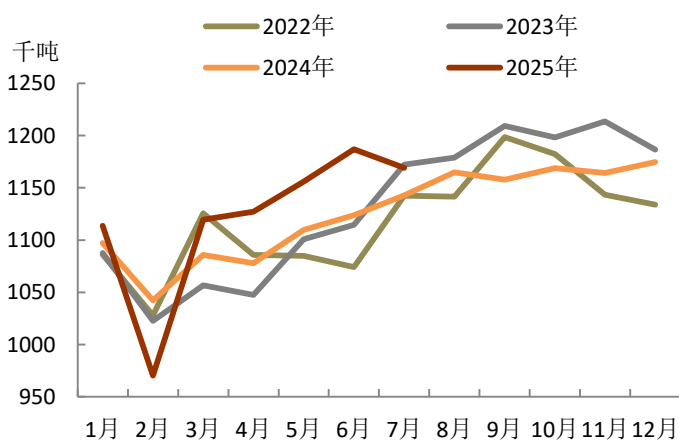
3.3.1 欧美终端消费边际回暖，持续性尚待观察

全球范围来看，ILZSG数据显示，2025年1-7月全球精炼锌消费量为784.3万吨，累计同比增加2.12%，其中，海外精炼锌消费累计同比增加1.33%，国内精炼锌消费累计同比增加2.96%。1-7月，全球锌市场供应过剩7.2万吨，去年同期为过剩18.5万吨，过剩量明显收窄。

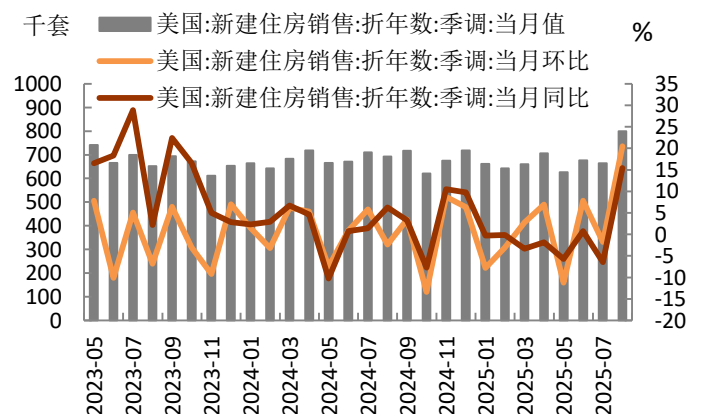
海外来看，锌需求主要集中在汽车及地产板块。地产市场，8月美国新房销售量年化达80万户，环比大涨20.5%，为2022年1月以来的最高水平。新屋销售大涨，得益于房屋建筑商大幅降价和提供销售激励，以及贷款利率下降。房贷融资机构房利美（Fannie Mae）最新预测显示，美国房地产市场有望在2026年迎来全面复苏。主因随着抵押贷款利率逐步下降至关键的6%以下，购房需求将被重新激活，交易量与贷款活动都将显著增长。从欧元区营建信心指数来看，9月为-3.5，环比收窄0.1，显示投资者购房信心略有改善但依旧疲软。汽车市场，根据美国商务部的数据，8月美国新车销量为149.13万辆，同比增长2.4%。1-8月，汽车销量累计同比增长3.9%至1122.07万辆。单月销售同比增速回落，但维持正增长，关税担忧略缓，购车消费前置影响减弱。欧洲汽车制造商协会（ACEA）数据显示，8月欧洲新车销量为791,349辆，同比增长4.7%。8月为传统销售淡季，但当月新车销售仍实现正增长。1-8月欧洲新车注册量与去年同期相比小幅增长0.4%，这是连续第二个月实现正增长。主要受当地激励因素的推动，以及政府推出的专项支持措施，带动车辆置换需求。不过当前汽车销售仍低于疫情前水平，预计短期内难有大幅改观。

整体来看，海外消费存一定韧性且区域改善程度分化，其中美国消费表现强劲，受美联储降息及地产商降价刺激，美国地产销售大幅改善；关税担忧降温，汽车销售环比回落但保持正增长。欧元区消费相核对疲软，地产环比改善但程度有限，政策刺激利好汽车销售但依旧低于疫情前。

图表 25 全球精炼锌月度需求情况

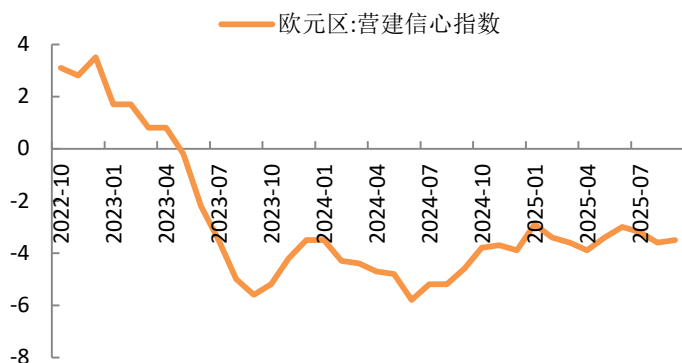


图表 26 美国新建住房销量

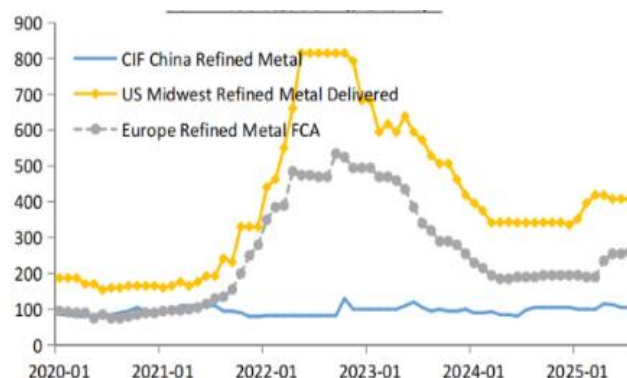


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 27 欧元区营建信心指数



图表 28 各地锌锭贸易升水



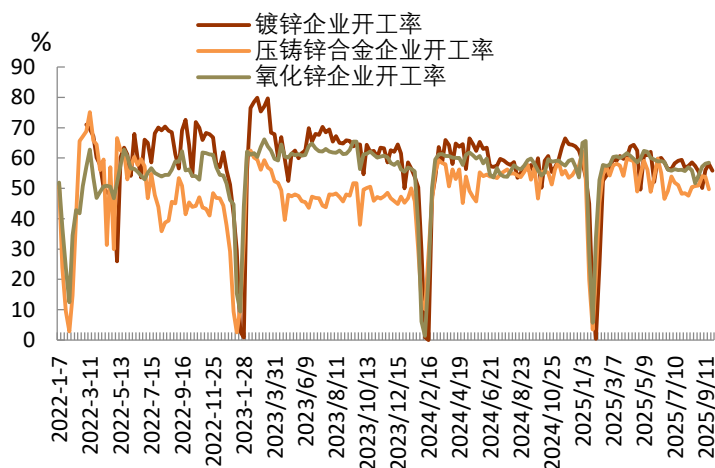
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

3.3.2 初端企业开工有望回暖，镀锌出口韧性尚存

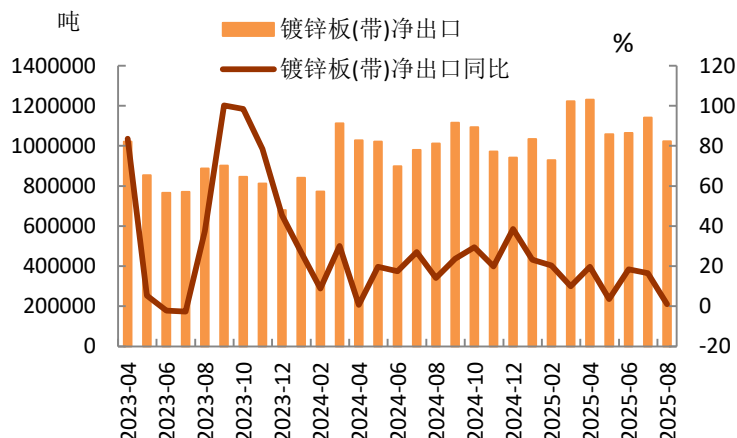
9月初端加工企业开工率总体呈现缓慢回升的态势，分板块来看，月初北方阅兵，华北华中部分地区限车限产，影响当期镀锌企业开工。随着阅兵结束，企业复产，同时消费边际改善，尤其是南方特塔订单放量，支撑镀锌企业开工回暖，但船舶订单一般，及光伏、桥栏等订单一般，拖累镀锌开工回升幅度。压铸锌合金企业开工先增后减，需求改善有限，尤其是小五金订单偏弱，同时月末受台风影响，广东地区企业停产2天左右，拖累开工表现；氧化锌企业开工缓慢抬升，陶瓷级需求小幅好转，橡胶级订单依旧偏淡，饲料级及电子级订单平稳。总的看，三大初端企业开工相较往年同期均偏弱。9月底，临近国庆中秋长假，多数镀锌企业国庆假期正常生产，较往年同期相当。受终端需求较淡及低价合金冲击，合金企业放假周期较去年高1.6天。氧化锌企业开工微增，个别企业放假，多数正常生产。节后，预计开工逐步回升，但消费预期谨慎，预计企业开工难有较强表现。

海关数据：8月镀锌板出口量为109.75万吨，环比减少8.35%，同比增加1.71%。主要出口国：菲律宾、韩国、泰国等。1-8月累计镀锌板出口量为921.82万吨，累计同比增加10.96%。8月镀锌板出货环比回落符合预期，一方面，7月以来越南工贸部正式对原产于中国的部分热轧卷钢产品征收最高27.83%的反倾销关税，导致部分镀锌板出口订单下滑；另一方面，7月反内卷推动国内黑色系价格重心上移，国内镀锌板出口优势减弱。对于9月，国内税务局第17号公告10月1日正式实施，精准打击买单出口行为，部分受影响企业已于8、9月加快装船速度出口，但反倾销及出口优势下滑的不利影响持续，预计9月镀锌板出口量难出现环比明显增长。

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1-8月广义、狭义基建投资同比分别为5.4%、2.0%，分别较前值回落1.2和1.87个百分点。基建三大分项中，电热气水投资增速持续维持高位，其次为交通运输、仓储和邮政业投资；水利、环境和公共设施管理业投资增速转负。单月看，8月狭义基建和广义基建投资增速分别降至-6.4%和-5.9%，较前值降幅扩大4.5个百分点和0.8个百分点。基建投资增速连续5个月下降，整体低迷。从资金发行情况看，年初专项债发行较快，5月有所放缓，并且8月专项债发行同比下滑，显示资金到位不足，同时地方债延续偏紧，专项债投向领域多元化，对传统基建的支持比例下降，叠加7-8月份多地高温暴雨天气影响户外施工，基建投资加速回落。

后期看，随着高温天气改善，基建实物量将有所体现。高频数据显示，进入9月沥青开工及水泥发运率均环比回升，但改善节奏较缓慢。此外，需要关注后续财政政策的加力节奏，预计2026年新增专项债将提前下达，且随着化债额度靠前使用，将对基建投资起到一定支撑作用。另外，持续关注新疆、西藏、四川等地区的国家重点基建项目建设推进情况。总体看，预计基建投资有向上修复的需求，但难有较大突破空间。

房地产方面：国家统计局数据显示，2025年1-8月地产投资累计同比-12.9%，前值-12.0%。新开工、施工、竣工、销售面积累计同比为-19.5%、-9.3%、-17.0%、-4.7%，同比跌幅均不同程度扩大。房价方面，8月70城新房和二手房销售价格延续下跌态势，但同比降幅总体收窄。7月、8月为传统地产销售淡季，地产销售降幅扩大符合季节性特征，同时市场预期不佳也是重要影响因素。地产链条尚未形成正循环，房企资金链紧张态势改善不足，继续拖累新开工及施工建设。

8月以来中央和地方层面政策环境持续宽松。8月18日国务院第九次全体会议召开，强调

要采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势。8月8日北京出台房地产优化政策，提出“符合购房条件的居民家庭在五环外购买商品住房不限套数”；8月26日上海出台房地产优化政策，提出“符合购房条件家庭在外环外购房不限套数”、“商业性个人购房贷款利率不再区分首套和二套住房”等；9月5日深圳出台房地产优化政策，提出“符合条件购房家庭多区购房不限套数”等，旨在推动房地产市场止跌回稳，积极促进刚性和改善性住房需求释放。9月15日外汇局发布政策深化跨境投融资改革，取消了外汇收入及结汇所得不得用于购买非自用住宅性质房产的限制。后续收储、城中村改造等政策等可持续关注。总体看，地产板块的调整周期较为漫长，政策加码但效果体现仍需进一步观察，当前尚不改变筑底阶段，对锌消费构成较大拖累。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，2025年8月，汽车产销分别完成281.5万辆和285.7万辆，环比分别增长8.7%和10.1%，同比分别增长13.0%和16.4%。1-8月，汽车产销分别完成2105.1万辆和2112.8万辆，同比分别增长12.7%和12.6%，产量增速较1-7月持平，销量增速扩大0.6个百分点。出口方面，8月汽车出口61.1万辆，环比增加6.2%，同比增加19.6%。1-8月累计出口429.2万辆，累计同比增加13.7%。随着“两新”政策持续发力，个人消费贷款财政贴息等政策及时出台，企业新车型投放热情较高，行业综合整治“内卷”工作继续显效，汽车总体运行平稳。

9月12日，工信部等八部门印发《汽车行业稳增长工作方案（2025—2026年）》。2025年，力争实现全年汽车销量3230万辆左右，同比增长约3%，其中新能源汽车销量1550万辆左右，同比增长约20%；汽车出口保持稳定增长；汽车制造业增加值同比增长6%左右。2026年，行业运行保持稳中向好发展态势，产业规模和质量效益进一步提升。总的来看，政策端积极，稳定行业良性发展预期，同时第四批超长期特别国债预计10月按计划下放，新一批补贴资金到位后，将继续助力汽车销售市场增长。

从白色家电方面来看：国家统计局数据显示，2025年1-8月空调累计产量19964.6万台，同比增长5.8%。1-8月冰箱累计产量7018.9万台，同比增长1.9%。1-8月洗衣机累计产量7826.3万台，同比增长7.8%。1-8月彩电累计产量12582.1万台，同比下降5.1%。出口方面，1-8月空调累计出口4778万台，同比增长2.0%。1-8月冰箱累计出口5486万台，同比增长1.5%。1-8月洗衣机累计出口2303万台，同比增长6.1%。1-8月液晶电视累计出口6900万台，同比下降2.0%。

空调最为家电主要消费板块，8月空调产销好于排产预期，受多地持续性高温驱动及大部分空调企业针对高端机推出相当于原国有补力度的促销政策，空调内销表现较强韧性，同时外销虽有延续下滑趋势，但降幅有所收窄。对于9月，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。

产业在线数据看，10月空调、冰箱及洗衣机排产同比增速分别为-18%、-5.8%、-1.6%。受政策补贴及高温天气影响，去年同期增速基数偏高，且今年上半年透支部分消费，当前消费者对促销活动依赖度增加，压制企业排产预期，不过随着低库存区域补库需求及双十一备

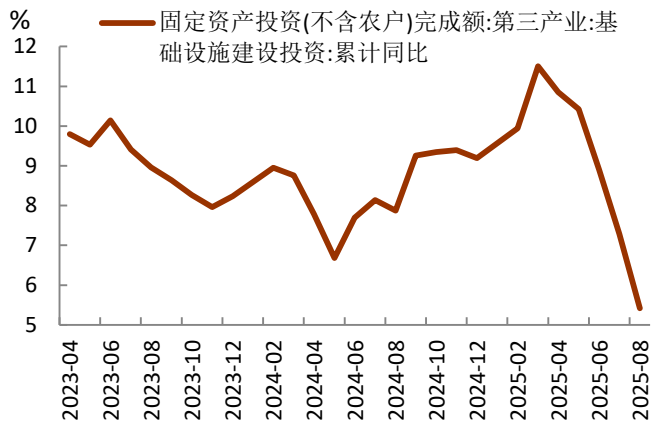
货需求，10月空调企业排产计划小幅上调。四季度空调出口依旧面临压力，但预计出口降幅将有所收窄。9月中旬多地补贴政策频繁调整，部分品类补贴名额抢夺难度加大，终端需求受到抑制，叠加去年高基数效应，冰箱企业排产增速下调；外销咋在关税及需求疲软的背景下，保持震荡走势。洗衣机企业在高基数、低需求、高成本及价格战多因素影响下下调排产计划，出口则表现微增，其中出口北美地区下滑，但出口欧洲、非洲及南美等地有所增长。总的来看，家电10月排产有所分化，政策及促销支撑内销韧性，出口显现出不同程度的压力。

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。

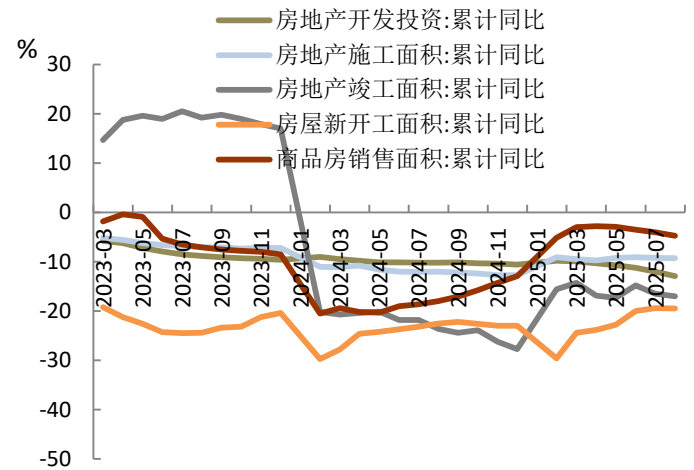
根据国家能源局数据，8月全国新增光伏装机量为7.36GW，同比下降55.3%，环比下降33.3%，但降幅收窄。这是自5月“抢装潮”后，光伏新增装机连续第三个月环比下滑。1-8月累计新增光伏装机230.61GW，同比增长65%。国内因136号文导致上半年光伏集中抢装，但随着抢装结束，光伏新增装机量断崖式回落，同时海外欧洲进入夏休、美国 IRA 补贴提前终止，我国光伏产品短期出口难有增量，海外市场需求减少亦拖累整体装机需求。不过近日多省份陆续出台省级136号文承接政策文件（机制电价），文件贯彻“平稳过渡”的宗旨。9月央企招标规模大幅改善，有望促进装机需求平稳衔接释放。全年看，光伏协会将2025年光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，8月风电新增装机稍回升至4.17 GW，同比上升13%，环比上涨83%。1-8月累计新增装机量57.84GW，累计同比增加72.1%。当前陆风收益率较高，终端装机意愿积极，8月招标已恢复。同时，三季度是风电传统旺季，其中江苏三大海风项目环评均已经批复，三季度有望迎来开工，广东帆石三季度也有望迎来开工，将支撑风电新增装机保持较好增速。中长期看，政策层面积极表态，能源局明确要研究政策措施积极推动深远海海风建设，长周期助力风电板块消费增长。

图表 31 基建投资增速有望回暖

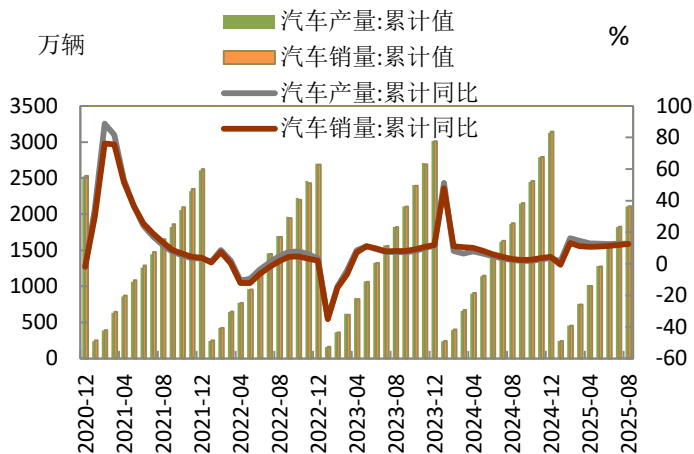


图表 32 地产主要指标依然疲软

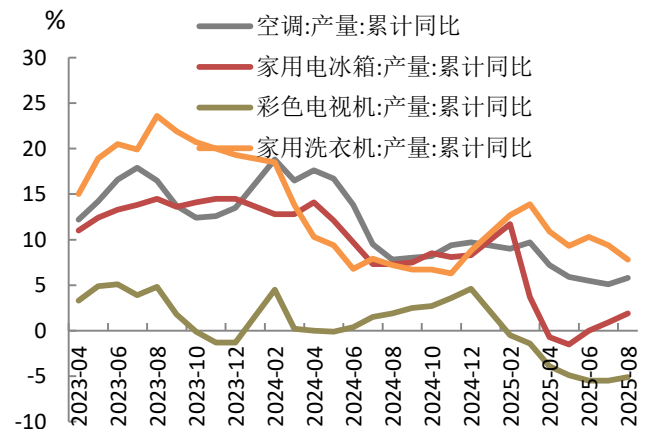


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 33 汽车产销情况

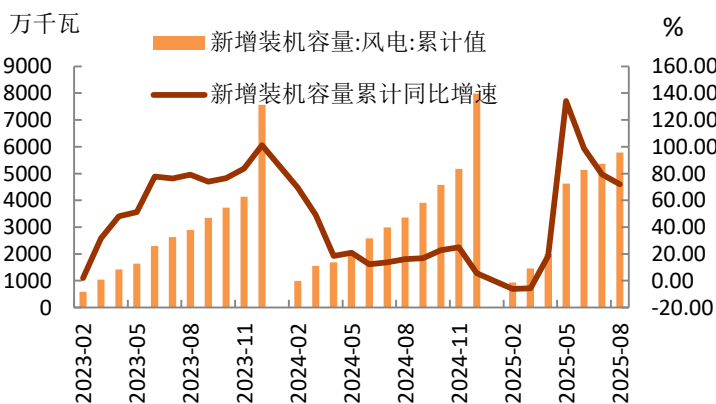


图表 34 白色家电产量情况

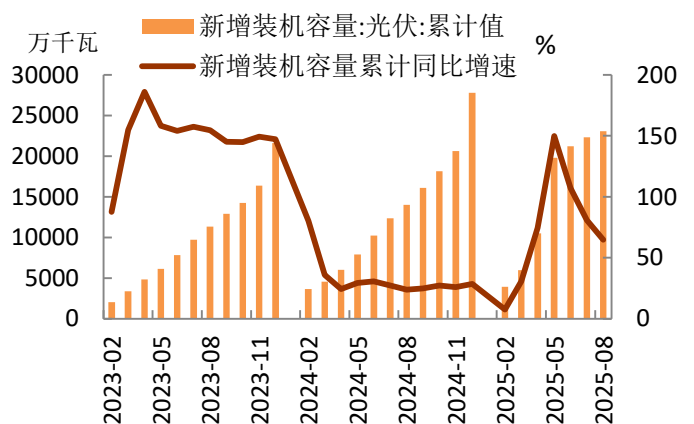


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 35 风电新增装机量情况



图表 36 光伏新增装机量情况



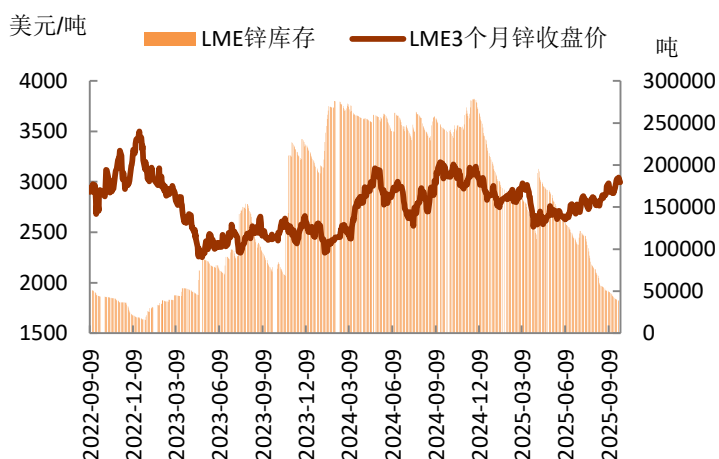
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

3.4 全球显性库存回落

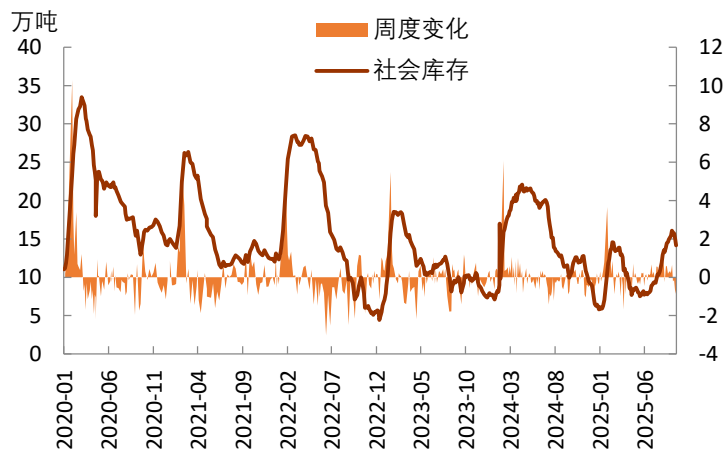
9月LME延续低位去库的态势，截止至9月30日，库存报收38200吨，月底减少15850吨。LME0-3现货升水逐步攀升，月末小幅回落至55.98美元/吨，结构保持偏强。在低库存强结构未大幅改变前，流动性风险持续扰动市场，对内外锌价构成托底支撑。

9月国内社会库存先增后减，月中库存高点增至16.06万吨，随后逐步去库，一方面，9月炼厂检修增多，供应压力阶段性减弱，另一方面，月下旬锌价承压回落，下游逢低刚需采购增多，且月底国产长假补库需求释放，加速去库节奏，截止至9月29日，库存降至14.14万吨，月度减少0.31吨。10月初，国庆长假，供需阶段性错配，累库预期较强，不过节后随着下游企业放假复产，补库需求回暖将带动库存再度回落。

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，美联储重启降息周期，货币政策转向利好风险资产，但美国政府停摆及中美关税冲突再起，增加了宏观的不确定性。国内经济面临一定压力，新型政策性金融工具发力有望为年内经济增长筑牢根基，后续政策加码的可能性依然存在。

供应端，内外锌加工费分化态势加剧，国产矿加工费拐点已显现，随着炼厂冬储需求升温，加工费后续仍存调整空间。同时，副产品硫酸价格持续回落，压缩炼厂利润空间，生产积极性降温。尽管 10 月精炼锌供应环比恢复，但进一步上涨的空间已相对有限。此外，当前沪伦比价已降至锌锭出口开启的临界点附近，出口窗口打开有望缓解国内过剩压力。

需求端，消费旺季略显平淡，初端企业开工环比改善但较同期偏弱，维持逢低刚需采购节奏，主动补库意愿不足。终端看，基建存边际修复需求，后续或成为需求端的重要支撑；汽车及家电消费保有韧性，风光领域表现分化，镀锌板出口面临转弱压力，地产延续弱势。

整体看，海外宏观扰动事件增多，市场情绪存反复横跳的可能，宏观趋势指向性下降。基本面维持外强内弱，炼厂复产推动供应恢复，且需求缺乏显著亮点，供需压力边际增加。不过，锌锭出口预期增强，将缓解国内过剩压力，但同时伦锌流动性风险亦随之降温，两股力量相互制衡，预计锌价仍以弱势震荡为主。

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。