

2024年12月13日



## 潮起潮落总有时

## 风云变幻力不支

### 核心观点及策略

- 宏观面看，特朗普美国优先政策及美联储降息提振美国经济，但加征关税增加再通胀压力，降息路径或较曲折。欧央行降息预计延续，经济存企稳预期。国内宽财政宽货币政策组合将加码，贸易摩擦增加人民币贬值压力。
- 供应端看，多因素影响，2024年全球锌矿供应不增反降，远低于预期，2025年潜在增量空间可观，中性预估59万吨，原料边际改善，2025Q2将有明显体现。炼厂原料库存重建，TC上行程度相对有限。内外炼厂扩建新建较多，且原料趋松，冶炼弹性释放，国内好于海外，全球精炼锌供应增量预估45万吨。
- 需求端看，降息周期下欧美需求修复，且分化收敛。国内存量政策落地生效、增量政策加力，预计消费呈现弱复苏，其中汽车及家电消费有望延续高景气，风光增速可观，基建稳中偏好，地产提升空间有限，贸易壁垒或打压镀锌出口。
- 整体来看，贸易保护下海外宏观存不确定性，国内政策积极基调不改。全球锌元素逐步转向过剩，基于原料端导致的结构性矛盾的改善节奏，年初锌价将延续寻顶，等待原料兑现传导至冶炼产出恢复后，锌价转向承压下行。预计全年沪锌主要运行区间22000-28000元/吨，伦锌在2400-3400美元/吨。
- 策略上：鉴于年初供应修复程度有限，资金扰动风险难以消除，锌价仍以逢低多思路；等待2025Q2原料改善，锌元素供应趋松，操作思路切换成逢高沽空。
- 月差上，结构性矛盾支撑年初月差维持高Back，关注库存拐点带来的阶段性跨期反套机会。
- 风险因素：贸易摩擦冲击超预期，国内政策及锌矿恢复不及预期

投资咨询业务资格  
沪证监许可【2015】84号

李婷

021-6855 5105

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 .....	5
二、宏观面 .....	6
2.1 美国方面 .....	6
2.2 欧元区方面.....	6
2.3 国内方面 .....	7
三、锌基本面分析 .....	8
3.1 锌矿供应情况.....	8
3.1.1 2024 年锌精矿恢复远不及预期，2025 年预估增量可观 .....	8
3.1.2 加工费边际改善，锌精矿进口保持高位 .....	11
3.2 精炼锌供应情况.....	12
3.2.1 2024 年海外锌冶炼减产复产并存，2025 年关注新建及扩建项目 .....	12
3.2.2 11 国内精炼锌供应同比降幅较大，进口补充量超预期 .....	14
3.3 精炼锌需求情况.....	15
3.3.1 海外经济下行拖累锌消费.....	15
3.3.2 初端企业开工表现分化，镀锌板出口表现强劲 .....	17
3.3.3 政策进一步加码，终端消费中性乐观 .....	18
3.4 全球显性库存居高不下，内外库存分化.....	21
四、总结与后市展望 .....	22

## 图表目录

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势 .....	5
图表 2 美国通胀情况.....	7
图表 3 美国利率水平.....	7
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.....	8
图表 7 欧元区利率水平.....	8
图表 8 国内 PMI 数据.....	8
图表 9 国内 GDP 情况.....	8
图表 10 2025 年海外锌矿产量增减情况（万吨） .....	10
图表 11 2025 年国内锌矿新增情况（万吨） .....	10
图表 12 全球锌矿月度产量情况.....	11
图表 13 国内锌矿月度产量情况.....	11
图表 14 内外矿加工费降至极低水平.....	12
图表 15 锌矿进口盈亏.....	12
图表 16 锌矿进口情况.....	12
图表 17 冶炼厂原料库存天数.....	12
图表 18 全球精炼锌月度产量情况.....	13
图表 19 2024-2025 年海外炼厂事件汇总（万吨） .....	13
图表 20 国内精炼锌月度产量.....	14
图表 21 冶炼厂生产利润.....	14
图表 22 精炼锌净进口情况.....	15
图表 23 精炼锌进口盈亏情况.....	15
图表 24 2024-2025 年国内主要炼厂投建产情况（万吨） .....	15
图表 25 全球精炼锌月度需求情况.....	16
图表 26 美国新建住房销量.....	16
图表 27 美国汽车销量情况.....	16
图表 28 欧元区房屋营建情况.....	16
图表 29 欧元区汽车销量情况.....	17
图表 30 各地锌锭贸易升水.....	17
图表 31 国内初端企业开工率.....	18
图表 32 镀锌板净出口情况.....	18
图表 32 基建投资增速有望回暖.....	20
图表 34 地产主要指标依然疲软.....	20
图表 35 汽车产销情况.....	21
图表 36 白色家电产量情况.....	21
图表 37 风电新增装机量情况.....	21
图表 38 光伏新增装机量情况.....	21
图表 39 各版块耗锌量预估（万吨） .....	21
图表 40 LME 库存维持高位 .....	22
图表 41 国内库存降至低位.....	22

---

图表 42 全球精炼锌供需平衡表（万吨） .....	23
图表 43 国内精炼锌供需平衡表（万吨） .....	23

## 一、锌市场行情回顾

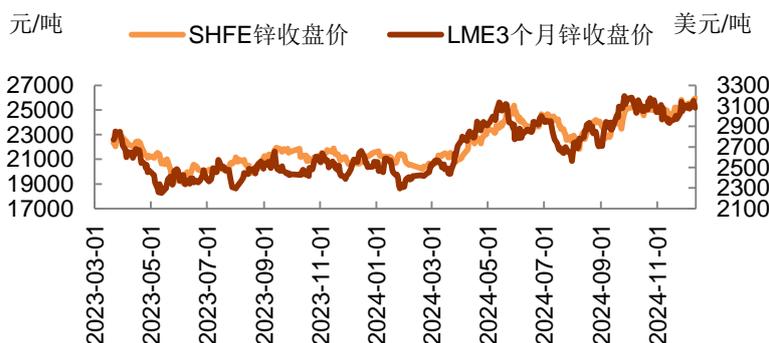
2024年沪锌主力呈现震荡重心不断上抬的态势。一季度锌价在美联储降息预期后延、LME大幅交仓及海外锌矿扰动、欧洲炼厂减产、国内消费预期改善多因素交织影响下，区间20000-22000元/吨震荡筑底。4-5月锌价技术走强。宏观再通胀逻辑及锌矿供给约束主导了该阶段性锌价走势，同时COMEX铜挤仓，市场做多热情较高，5月底锌价创上半年高点25365元/吨。

6月至9月中旬锌价震荡偏弱。这一阶段宏观驱动占主导，美国经济就业通胀降温，降息预期强化的同时经济担忧情绪升温，叠加美国大选等政治风险升温，大类资产承压。国内经济指标进一步下滑，三中全会释放政策表述温和，需求乐观预期降温，市场风险偏好不佳。同时国内外新增矿山投产、炼厂联合减产消息不断，多空对峙下，锌价震荡调整。

9月美联储降息50BP，叠加中下旬国内释放一揽子政策，市场信心大振，锌价强势反弹，10月下旬伦锌出现挤仓行情，带动沪锌延续高位运行，逼近26000元/吨一线，随着海外交仓挤仓担忧放缓，锌价震荡盘整。随后美国大选落地，市场情绪短线受特朗普交易冲击，随后在伦锌及沪锌轮近月轮番挤仓推动下，沪锌主力刷新年内新高点至26315元/吨，月差亦呈现加大Back结构，监管窗口指导后，市场逐步回归理性。不过12月底政治局释放超预期信号，市场情绪再度点燃，锌价重心上抬再次逼近26000元/吨一线震荡运行，截止至12月12日，主力期价收至25965元/吨，较年初上涨20.01%。

伦锌震荡中枢上台，前四个月期价磨底，4月后再通胀逻辑升温且Comex铜挤仓，伦锌走强。随着通胀降温、美元反弹压制增加，伦锌调整。四季度美联储降息预期摇摆、特朗普交易升温，以及挤仓反复多重因素共同作用下，伦锌高位运行，10月24日刷新年内新高点至3284美元/吨，截止至12月12日，期价收至3080.5美元/吨，较年初上涨15.72%。

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

2024年美国经济呈现边际下滑的态势，但整体保有较强的韧性。ISM制造业PMI在3月触及年底高点50.3后持续下行，直至8月企稳后小幅回升，但已经连续8个月处于荣枯线下方。就就业市场看，年初失业率震荡下行，7月反弹至4.3%，触发“沙姆法则”，美国经济一度出现强烈的衰退信号，随后失业率转为小幅下滑，经济衰退担忧缓解。通胀有所降温但仍高于2%的目标。由于劳动力和租房供给仍存缺口，服务通胀粘性较高，阻碍通胀进一步回落。

在通胀回落，经济下行的背景下，美联储于2024年9月开启降息周期，9月超预期降息50BP、11月降息25BP。不过美国大选落地，特朗普当选后，美联储在11月利率会议上释放出未来降息放缓的信号。

展望2025年，特朗普横扫大选，施政阻碍降低，减税政策实施有望支撑财政扩张。同时，美联储降息周期开启，利率下行刺激消费，补库周期也将带动制造业企稳，美国经济有望逐步企稳回升。不过，降息带来需求回升同时特朗普主张的加征关税及收紧移民政策增添了美国再通胀的风险，美联储降息节奏或将曲折，预计2025年降息幅度在50-75BP。

对于美元而言，美国加征关税对其他经济体打击更大，提升美国经济相对优势，利好美元；同时贸易摩擦及地缘风险也存发酵空间，提升美元避险属性，预计美元维持震荡偏强态势，但部分利多体现，持续大幅强势拉涨的概率偏低。

### 2.2 欧元区方面

2022年以来地缘冲突扰动不断，对欧洲经济带来的负面影响较深远，2024年欧元区经济延续偏弱的态势。从经济先行指标看，制造业PMI全年维持在荣枯线下方，仅在5月份出现小幅反弹至47.3后重回下滑通道，经济景气度维持弱势，暂时未看到明显改善的迹象。通胀表现回落，无论是HICP还是核心HICP，均较年初有所回落，最新数据看，11月欧元区HICP同比增长2.3%，较年初减少0.5个百分点；核心HICP同比增长2.7%，较年初减少0.6个百分点。在通胀压力缓解、经济转弱的背景下，欧央行于今年6月开启本轮降息周期，降息25BP，9月、10月和12月接连降息25BP。最新利率会议上，欧央行下调了今明两年经济和通胀预期；同时，欧央行行长拉加德称明年或继续放松政策，以应对欧元区政治不稳定和美欧贸易风险。

展望2025年，通胀有望延续回落，欧央行再降息预期较强，预计全年降息幅度在125-150BP。从历史数据来看，欧央行货币政策对经济的影响通常滞后8个月左右，利率下调对经济提振效果将逐步显现，上半年或迎来经济修复拐点，欧央行存在下调降息幅度的可能，不过也需关注美国加征关税对经济修复及降息程度带来的不确定性。

## 2.3 国内方面

2024年国内经济走势与政府发力节奏息息相关，一季度，政策基调延续宽松且发力较快，经济小幅修复；二季度，政策放缓，经济明显走弱；三季度在7.18三中全会后政策加快落地，9.24一揽子政策密集出台，经济触底企稳；四季度，政策效果逐步显现，经济持续环比改善。从经济先行指标来看，11月制造业PMI为50.3%(前值50.1%)；非制造业PMI为50.0%(前值50.2%)。制造业PMI连续两个月处于扩张区间，各分项也普遍回升，经济景气持续修复。

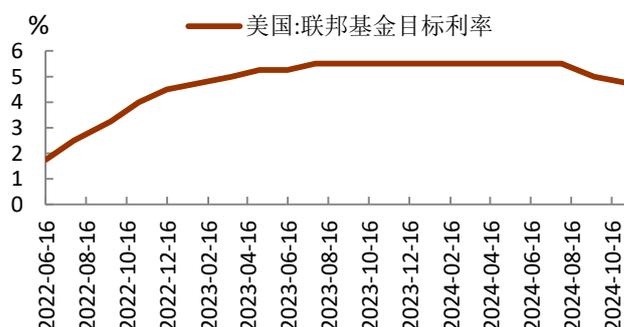
12月政治局会议对2025年政策基调表述超预期积极，包括，更加积极性的财政政策、自2009年以来再度提及适当宽松的货币政策，近年首次提出加强超常规逆周期调节。同时，对于内需和投资方面，强调大力提振消费，有效防范化解重点领域风险，后期财政政策在投资扩内需中将起较大作用。此外，提及稳住股市楼市，地产政策低夯实。

展望2025年，海外不确定性增强，美国增加关税将缩减出口对国内经济的拉动，同时人民币也存在一定贬值压力。鉴于较为复杂的外部环境，国内稳增长稳经济的政策诉求凸显，预计财政及货币端将边际加码，赤字率抬升，专项债规模扩大，特别国债继续发行，渐进式降息仍可期。同时，促销费的政策也有望加大支持力度及扩大支持范围。

图表 2 美国通胀情况



图表 3 美国利率水平

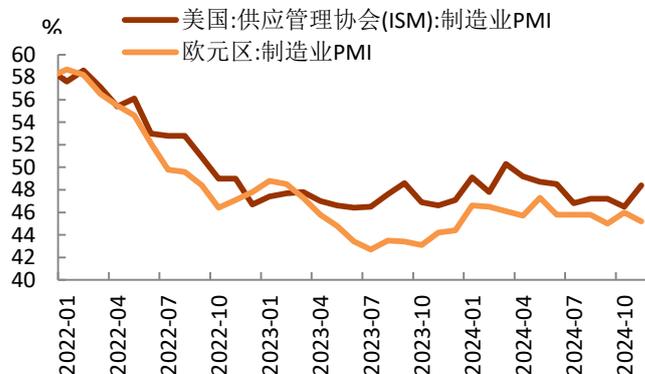


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

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

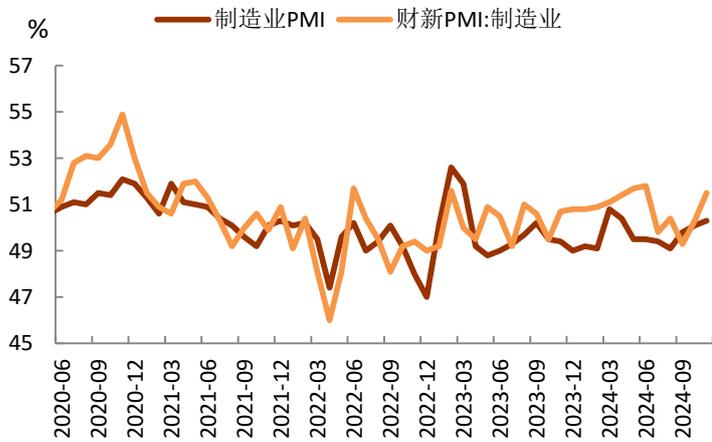


图表7 欧元区利率水平

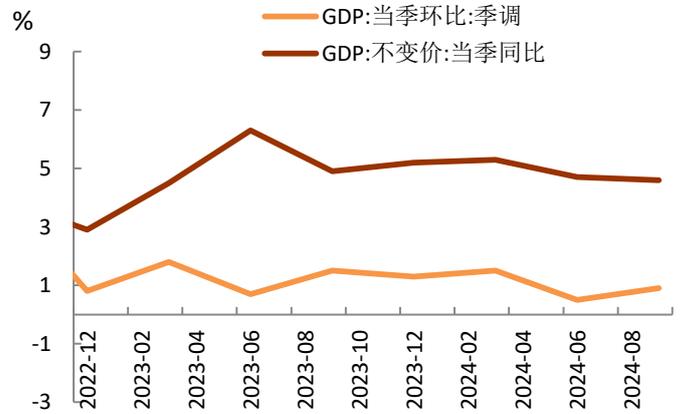


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表8 国内 PMI 数据



图表9 国内 GDP 情况



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 2024 年锌精矿恢复远不及预期，2025 年预估增量可观

ILZSG: 2024年9月全球锌精矿产量101.18万金属吨, 环比增加3.5%, 同比增加0.73%。1-9月累计产量867.8万金属吨, 累计同比减少3.65%。其中, 海外累计产量586.4万吨, 同比减少4.2%。中国累计产量281.4万吨, 同比减少2.4%。

全年看, 预计2024年海外锌精矿减量2.15万吨, 远不及2024年年报中我们预计的增量20-25万吨。供应恢复远不及预期主要有以下三点: 第一, 海外矿山扰动事件频发, 如罢工、生产事故、飓风、生产许可证、设备维修等, 以及矿石品位下滑。如伦丁Neves-Corvo2月12日发生安全生产事故, 停工三天; Volcan秘鲁三大矿山更新尾矿坝的运营许可证, 3月19日起

暂停生产一个月；嘉能可澳大利亚McArthur River矿3月18日受飓风暴雨影响，暂停生产；Nexa巴西Morro Agudo采矿作业将从5月1日起暂停；7月5日MGG澳大利亚Dugald River矿项目的一家工厂暂停生产，进行大约两个月的维修工作；8月12日Titan美国Empire矿因热带风暴引发的历史性洪水暂时停止运营，影响时长1-2个月；Penoles8月31日宣布墨西哥Minera Tizapa矿因罢工无限期停止运营；Century锌矿10月18日受到区域性森林大火影响而暂时停产一个月。

第二，矿山新增项目投产进度不及预期，及部分矿山复产投产延后。如澳大利亚Endeavor第一批精矿产出由2024H1延后至2025H1；刚果金Kipushi选矿厂于5月初开始试运行，但由于产量爬坡至铭牌产能的速度低于预期，2024年产量指引减半至5-7万吨；伦丁将Neves-Corvo产量指引下调1.15万吨；俄罗斯OZ矿2024Q3如期投产，爬产进度略缓慢；Boliden爱尔兰Tara矿2025年才能实现满产。

第三，部分矿山采矿方式调整及2023年因利润不佳减停产的影响犹存。如Antamina矿采矿方式变化，带来较大减量；另外Aljustrel、Gordonsville、Cumberland、Broken Hill等因利润问题，关闭及破产也带来一定减量。

展望2025年，伴随着新增项目的逐步释放、采矿方式的改变及复产矿山的恢复，海外锌精矿增量较为可观。从当下信息匡算，预估海外锌精矿理论增量在60-65万金属吨。增量主要体现在：一方面，部分矿山采矿方式调整及利润修复后的复产。如Antamina矿采矿方式调整后带来20多万吨供应恢复，葡萄牙Aljustrel利润修复，2025Q2计划恢复生产；爱尔兰Tara矿计划2025年1月达满产。另外一方面，新增项目爬产及新投产。如刚果金Kipushi、俄罗斯OZ矿、Vares银矿及Buena Vista等持续释放产量，同时Endeavor将在2025H1产出。减量集中在：Teck旗下Red Dog产量下调、Penoles旗下矿罢工的影响。

国内方面，SMM：2024年10月锌精矿产量29.45万吨，环比减少15.7%，同比减少10.7%，预计11月产量30.38万吨，预计1-11月累计产量343.74万吨，累计同比减少0.87%。上半年国内锌精矿产量表现平稳，进入三季度，新增项目陆续建成落地，如新疆火烧云7月投产，江铜银珠山10月中旬投产，西藏鑫湖矿业三季度投产，锌精矿月度供应环比改善，不过进入四季度，北方矿山季节性生产淡季，同时新增项目生产稳定性欠佳，月度供应量环比明显下滑。

展望2025年，火烧云、鑫湖矿业及银珠山项目产量将继续释放，还有一些前期扩产矿山爬产及复产，锌精矿供应有望进一步改善，全年预计锌精矿增量在9万吨左右。更远周期看，仍有部分新增投建项目，如湖南大脑坡铅锌矿预计2027年年中释放产量，中金岭南旗下的凡口及盘龙铅锌矿均有扩建改造计划，西部铜业选矿技改后锌精矿产能将达5.74万吨/年。

总体而言，2025年为全球锌精矿供应恢复的年份，潜在增量在72万吨左右，其中海外为63万吨，国内9万吨。不过考虑到近年海内外锌精矿市生产干扰因素众多，且新项目爬产及投产进程较为曲折，以及存量矿山普遍面临品位下滑的现象，不排除实际增量兑现再度不及预期的可能，中性预计海外50万吨，国内9万吨。

**图表 10 2025 年海外锌矿产量增减情况（万吨）**

矿山	国家	2024 年变化	2025 年变化
Kipushi	刚果	6	10
迈蒙矿	米尼加	0.5	2
Ozernoye	俄罗斯	5	10
Bowdens Silver	澳大利亚	0	0.5
Vares 银矿	波斯尼亚	3.5	5.5
Buenvista	墨西哥	5.4	3.6
Peñasquito	墨西哥	14	
Kazzinc	哈萨克斯坦	3	
Neves-Corvo	葡萄牙	-0.7	1
Aripuanã	巴西	2	1.5
Lalor	加拿大	0.7	
Endeavor	澳大利亚	0	5
Tara	爱尔兰	1	9
Dugald River	澳大利亚	2	
Gamsberg	南非	2.45	
Aljustrel 铅锌矿	葡萄牙	-7.5	5.5
Antamina	秘鲁	-23	21
Gordonsville 和 Cumberland	美国	-4.6	
Myra Falls polymetallic	加拿大温哥华	-3.5	
Broken Hill	澳大利亚	-5	
San Cristobal、Carahuacra 和 Ticlio	秘鲁	-0.9	1
Century zinc	澳大利亚	-1	1
Minera Tizapa	墨西哥	-1.5	-2.7
Red Dog	美国		-6
合计		-2.15	67.9

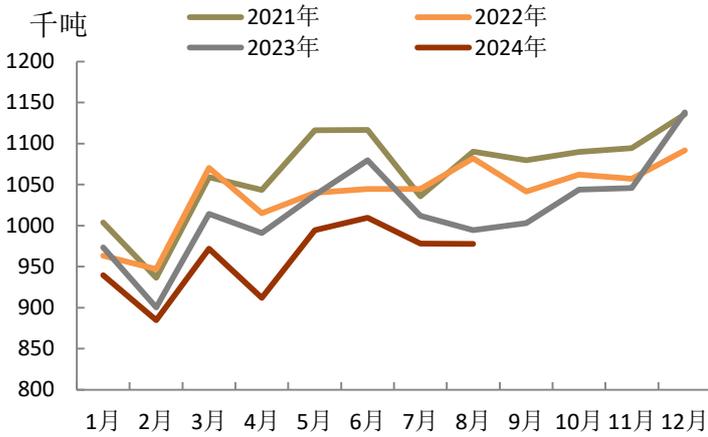
数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

**图表 11 2025 年国内锌矿新增情况（万吨）**

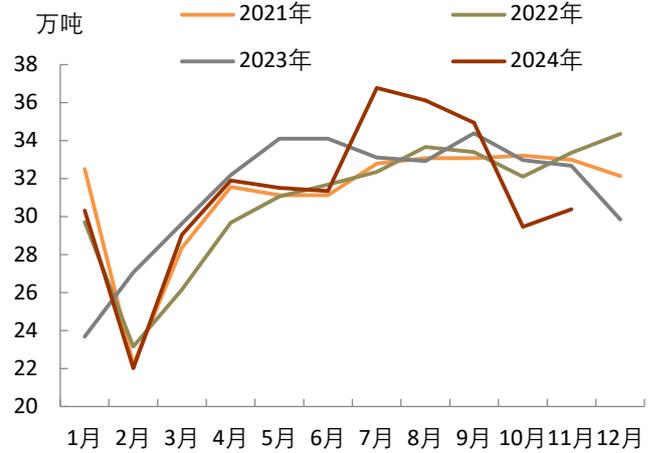
矿山	省份	2025 年变化
火烧云	新疆	5
银珠山	江西	2
鑫湖矿业	西藏	2
合计		9

数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 12 全球锌矿月度产量情况



图表 13 国内锌矿月度产量情况



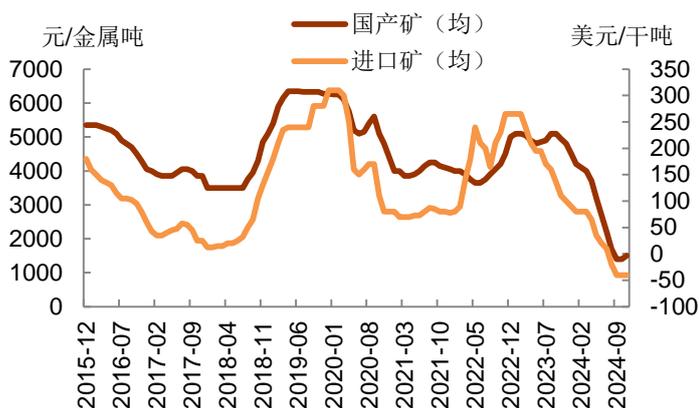
数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

### 3.1.2 加工费边际改善，锌精矿进口保持高位

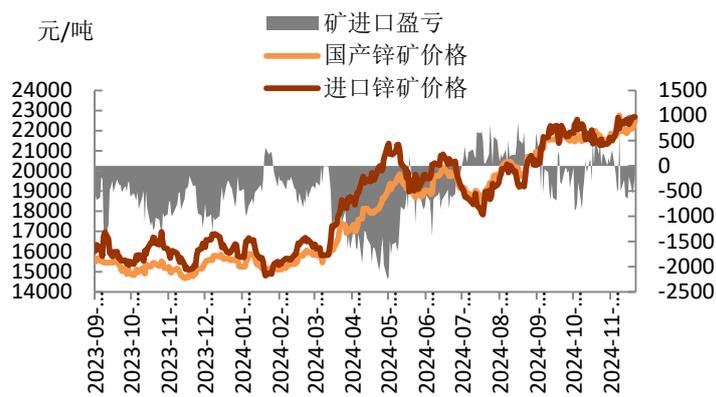
2024 年全球锌精矿供应恢复不及预期，导致内外加工费出现大幅下跌，其中进口加工费跌至负值，历史罕见。进入四季度，随着矿山新增项目投产生产，国内锌精矿供应紧张态势略缓解，加工费企稳环比小幅回升，但海外矿山扰动较多叠加炼厂复产需求增加，锌矿供应未有太大改善，加工费止跌企稳修整。从 SMM 月度均值加工费看，截止至 11 月国内外锌精矿月度加工费均值分别报 1500 元/金属吨和-40 美元/干吨，较年初减少 2700 元/金属吨和 120 美元/干吨。11 月初 CZSPT 首次发布 2025Q1 锌精矿采购加工费指导价区间：国内到厂加工费（基准加工费）2000 元（平均值）-2500 元（平均值）/金属吨，进口美元加工费 10 美元（平均值）-30 美元（平均值）/干吨。原料趋松预期较一致，结合锌矿产量释放节奏，预计 2025Q2 内外加工费才能出现明显改善。

进口情况看，海关数据显示，2024年10月进口锌精矿33.1万实物吨，环比减少18.17%，同比减少23.85%，主要进口国为：澳大利亚、美国、伊朗等。1-10月累计进口318.39万实物吨，累计同比减少19.74%。国内锌矿产量不能匹配炼厂需求，仍需进口补充。但2024年上半年沪伦比价不利于锌精矿进口，叠加海外锌矿产量释放集中在下半年及上半年欧洲炼厂复产，海外锌矿供应亦不宽裕，故上半年锌矿进口量同比降幅较大。6月以来锌矿进口窗口开启时间较长，加之海外锌矿产量释放，供应改善，炼厂积极采购进口货源，下半年进口量明显改善，不过预计全年进口量仍呈现同比减少。目前国内锌矿对外依存度约33.7%，仍需进口补充，预计2025年进口依存度维持在30%上方。

图表 14 内外矿加工费降至极低水平

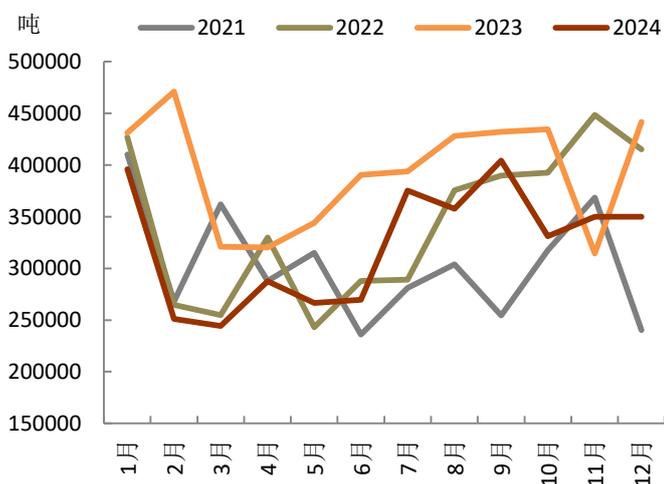


图表 15 锌矿进口盈亏

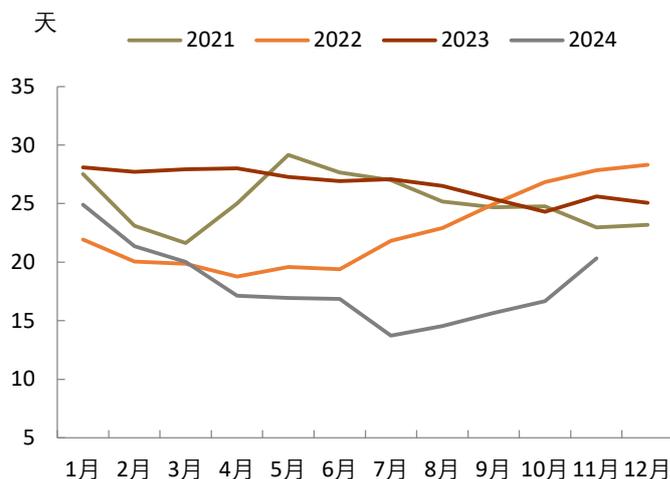


数据来源：SMM, iFinD, 铜冠金源期货

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 2024 年海外锌冶炼减产复产并存，2025 年关注新建及扩建项目

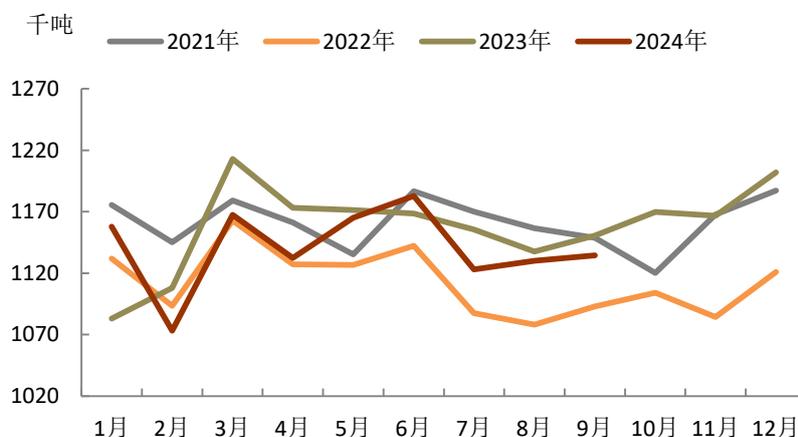
全球范围来看，ILZSG数据显示，2024年9月精炼锌产量113.44万吨，环比增加0.4%，同比减少1.4%。1-9月累计产量1026.7万吨，累计同比减少0.9%。其中，欧洲、美洲、中国产量累计同比分别为-16.1%、-0.1%、-2.14%。

2024 年海外炼厂减产复产并存，复产方面，2 月嘉能可位于德国的 Nordenham 炼厂增加产出；新星位于荷兰的 Budel 炼厂于 5 月中旬以较低产能恢复生产。减产方面，3 月 6 日韩国 YP 公司因事故和加工费问题将其 Seokpo 锌冶炼厂减产五分之一；9 月 24 日 Teck 旗下的 Trail 电解锌厂火灾导致关停四分之一产能。此外，法国计划自明年 2 月起，上涨电力最终消费内

部税，电力税费增加将侵蚀欧洲炼厂冶炼利润。市场传言托克旗下 Balen 和 Auby 因电力问题 2025Q1 或面临停产。新建及扩建方面，Boliden 旗下 Odda 锌冶炼厂 15 万扩建项目由 2024Q4 推迟至 2025Q1；俄罗斯 Polimet Engineering 旗下的 Verkhny Ufaley 冶炼厂原计划 2024Q3 开始生产，但未能兑现，预计延后至 2025 年。受炼厂减产及新建扩建延后的影响，削弱了 2024 年海外精炼锌过剩的预期。

展望 2025 年，一方面需要关注 Odda 炼厂、Korea Znic 旗下 Townsville 炼厂、韦丹塔 HZL 炼厂的扩建，以及俄罗斯铜业 Verkhny Ufalei 炼厂的投产，同时需要关注 2024 年减停产炼厂的复产情况；另一方面需要关注托克位于欧洲 Balen 及 Auby 炼厂的减产情况。总体来看，预计 2025 年海外精炼锌供应增量约 15 万吨。

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	9 月 24 日因火灾导致关停四分之一产能
Boliden	Odda	挪威	20	15 万吨扩建项目由 2024Q4 推迟至 2025Q1，扩建后产能达 35 万吨
TrafiguraGroup	Balen	比利时	27	因电力问题 2025Q1 面临停产
TrafiguraGroup	Auby	法国	15	因电力问题 2025Q1 面临停产
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

数据来源：新闻整理，铜冠金源期货

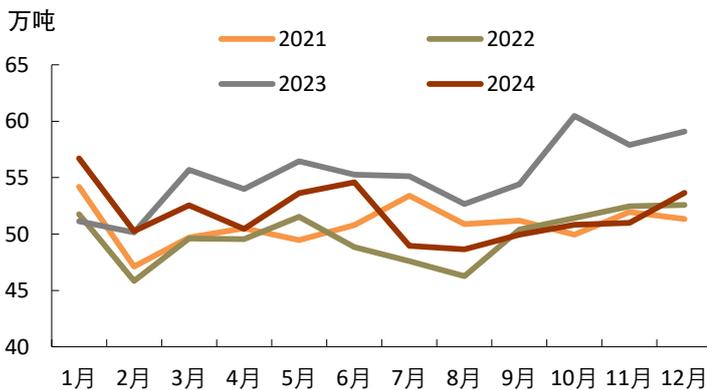
### 3.2.2 11 国内精炼锌供应同比降幅较大，进口补充量超预期

2024年炼厂生产困境重重，原料锌矿紧张态势及利润较大亏损的格局贯穿全年。上半年受原料库存及利润尚可，支撑炼厂保持正常生产；下半年，随着原料库存的不断消耗，且未能有足够锌矿补充，叠加亏损扩大、环保影响等，炼厂减停产增多，月度产量同比出现较大降幅。SMM数据显示，2024年11月精炼锌产量为50.98万吨，环比增加0.32%，同比减少11.95%，预计12月产量53.65万吨。预计全年产量为621.13万吨，同比减少41.12万吨，降幅6.2%。

展望2025年，预计精炼锌供应将有所修复。一方面，随着全球锌精矿供应边际改善，加工费将延续修复。炼厂在利润改善及原料趋松的背景下，提产动力有望增加。另一方面，部分新建冶炼项目计划投产，如河南万洋15万吨新建产能及云铜锌业搬迁后15万吨产能预计在年中附近投产，新疆火烧云配套铅锌冶炼项目也有望逐步投产。不过考虑到原料锌矿供应改善程度存较大不确定性，叠加新增项目依旧有延期风险，故中性预估2025年精炼锌增量约30万吨至651万吨，增幅为4.83%。

进口方面，海关数据显示，2024年10月精炼锌进口5.77万吨，环比增加9.5%，同比增加19.03%。主要进口国为：澳大利亚、哈萨克斯坦和印度。1-10月累计进口量37.76万吨，累计同比增加23.43%。2024年国内炼厂维持低产，锌锭进口补充供需缺口的驱动较强。除了长单进口较稳定外，散单进口受进口盈利波动较大。一季度进口窗口在盈亏附近摇摆，月度进口量相对平稳；4月锌锭进口陷入较大亏损，最高亏损程度达2000余元/吨，进口放缓，考虑前期锁单及到港影响，进口量下滑主要体现在7、8月份；随着进口利润逐步修复，8月进口窗口开启，9月底再度关闭，11月短暂开启后重回关闭。总体看，海外库存较高，货源向国内转移诉求较强，同时国内供应低位也需要进口补充，预计全年精炼锌净进口量为45万吨。对于2025年，伴随国内供应边际改善，精炼锌净进口需求或下滑至35万吨。

图表 20 国内精炼锌月度产量

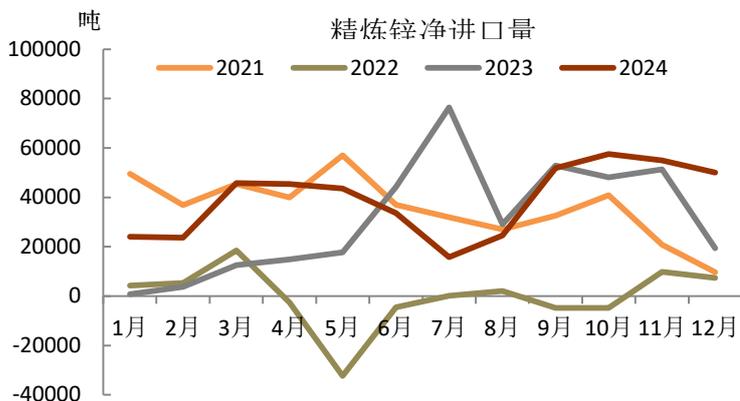


图表 21 冶炼厂生产利润



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	2025.5
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 海外经济下行拖累锌消费

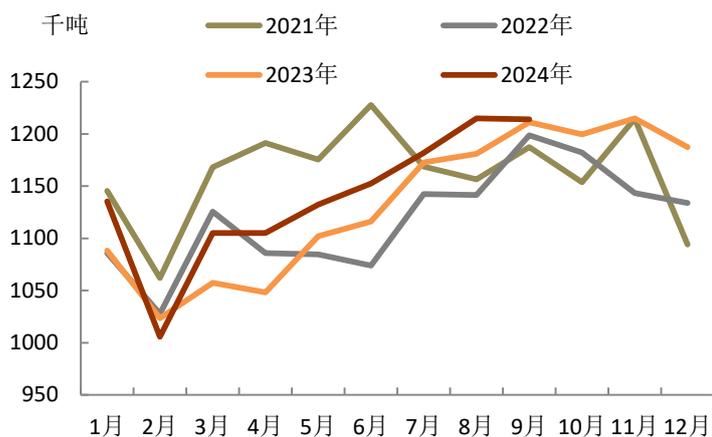
全球范围来看，ILZSG数据显示，2024年9月精炼锌消费量121.4万吨，环比减少0.09%，同比增加0.24%。1-9月累计消费量1024.7万吨，累计同比增加2.5%。其中，中国、欧洲、美洲消费量累计同比分别为0.84%、-4.3%、-0.75%。1-9月全球锌供应过剩量为4.09万吨，去年同期为过剩28.1万吨。

海外来看，锌需求主要集中在汽车及地产板块。地产市场，伴随着美联储9月开启降息周期，美国30年期抵押贷款固定利率11月22日短期见顶后回落，但绝对水平维持在相对高位。美国成屋单月销售在2月出现环比改善后，持续回落，10月在降息后再度出现小幅改善的情况，但不改全年累计销售量同比小降的情况。欧元区营建产出延续2023年以来筑底的情况，未有

明显改善。汽车市场，美国商务部数据显示2024年1-11月，美国汽车销量为1482.76万辆，同比增长2.2%。欧洲汽车行业今年也有所下降，1-10月汽车产量同比下降2.5%，多个国家取消直接补贴及收窄优惠政策，叠加经济下行拖累居民购买力。欧美现货溢价一季度大幅调整后，进入筑底阶段，保持稳定。

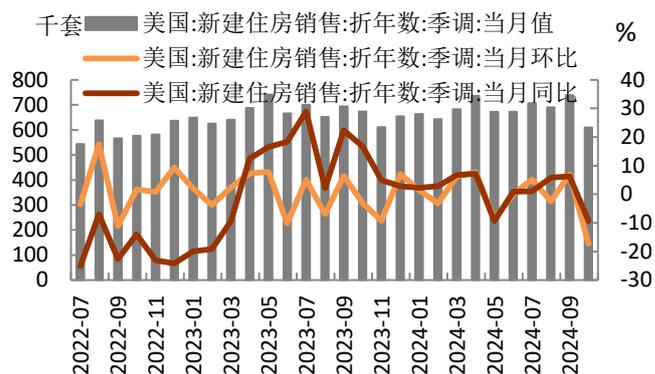
展望2025年，特朗普减税扩财政利多美国经济，欧元区在降息影响下经济存企稳预期，海外消费或边际改善，但区域分化依旧存在，后期需要关注美国加征关税对欧元区汽车消费的冲击。

图表 25 全球精炼锌月度需求情况

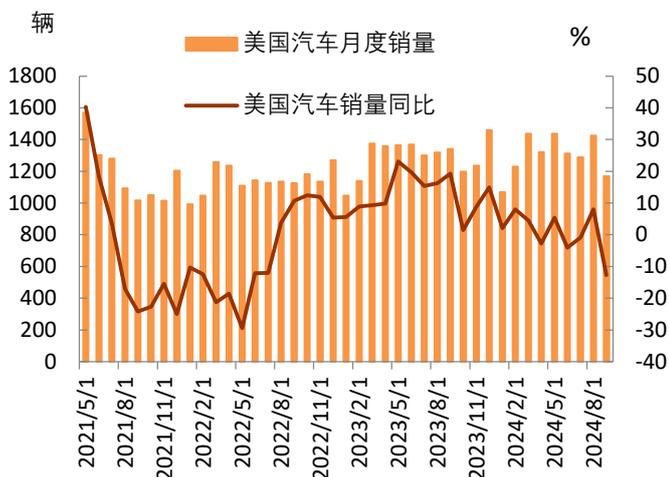


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 26 美国新建住房销量

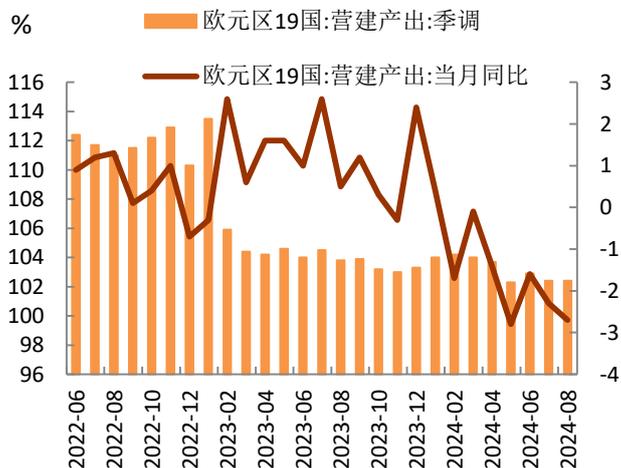


图表 27 美国汽车销量情况

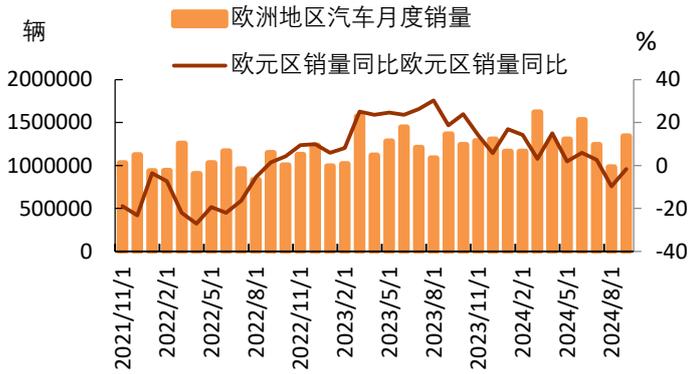


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

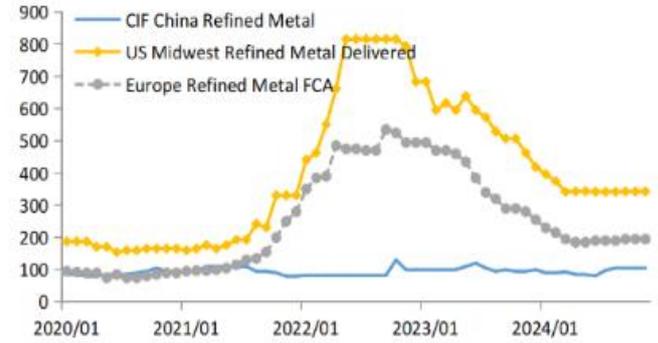
图表 28 欧元区房屋营建情况



图表 29 欧元区汽车销量情况



图表 30 各地锌锭贸易升水



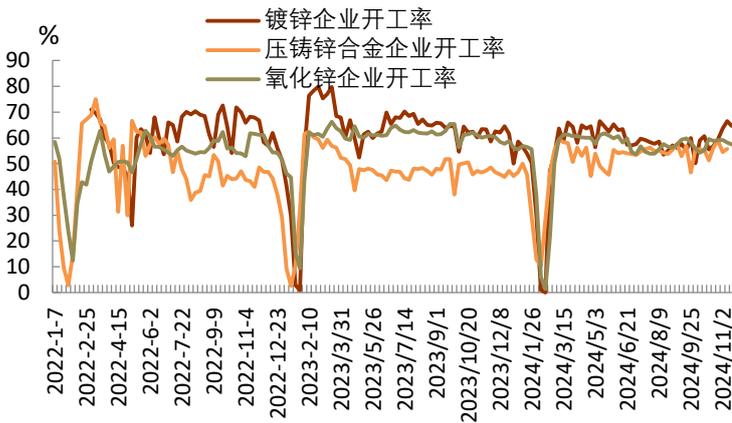
数据来源：iFinD，Bloomberg，CRU，铜冠金源期货

### 3.3.2 初端企业开工表现分化，镀锌板出口表现强劲

2024年初端企业开工表现分化较明显，其中镀锌企业开工略低于同期水平；压铸锌合金企业开工处于近年中性水平；氧化锌企业开工较平稳，处于近年中性偏低水平。其中，镀锌企业开工跟黑色系价格联动性较强，年初以来基建投资增速稳中偏弱，地产未有太大改善，叠加黑色系在5月中旬后加速寻底，企业买涨不买跌，订单下滑拖累开工；下半年，政策加码上基建投资改善，叠加成本及政策预期支撑黑色系价格止跌企稳，镀锌企业开工逐步改善。地产延续低迷，拖累后周期如五金卫浴类订单，同时箱包拉链出口订单亦不及出口预期，表现旺季不旺，不过总体表现好于2023年。氧化锌终端消费较平稳，汽车轮胎类需求支撑企业开工率维持在60%左右的水平。不过，初端消费中镀锌占比较大，企业开工偏弱拖累国内表观消费，经过测算，2024年1-10月累计表观消费同比降幅约3.96%。

镀锌板出口表现较为强劲，海关数据显示，2024年10月镀锌板出口量为116.35万吨，环比减少2.96%，同比增加21.63%，1-10月累计出口1066.97万吨，累计同比增加16.21%。今年以来东南亚地区镀锌板的需求较坚挺，叠加国内出口具备价格优势，镀锌板出口表现较好，且三季度未受东南亚雨季的影响。不过需要关注的是，今年哥伦比亚、乌克兰、巴西等国家对我国启动镀锌板反倾销调查，部分影响出口需求，同时也需要关注东南亚地区需求高增速的持续性。

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 政策进一步加码，终端消费中性乐观

传统消费板块来看，**基建投资方面**：国家统计局数据显示，2024年1-10月广义基建投资增速9.4%，较1-9月增速继续回升0.09个百分点。节奏上看，2024年基建投资增速先抑后扬，上半年受专项债发行偏慢及项目申报滞后、审核趋严的影响，基建增速趋于回落，下半年专项债发行加快，8-10月加速发放，基建投资增速企稳回升。微观层面，沥青、水泥等实物工作量指标也有所好转。不过受制于项目端仍显不足，基建增速回升幅度有限，实物量体现较为缓慢。

对于2025年，预计基建投资增速延续回升，实物量将进一步增加。从资金端看，11月8日全国人大常委会财政部出台地方化债“组合拳”，明确增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，同时连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，累计可置换隐性债务4万亿元。两项合计，直接增加地方化债资源10万亿元。另外，财政部也表示，将扩大逆周期调节力度，扩大专项债发行规模，继续发行超长期特别国债。指向2025年将缓解地方政府债务压力、提升投资能力，同时更加给力的财政政策为基建投资提供较为宽裕的资金环境，不过合适的项目较为紧缺，或对基建实物工作量的增量构成一定拖累。

**房地产方面**：国家统计局数据显示，2024年1-10月地产投资累计同比-10.3%（前值-10.1%）。其中，1-10月新开工、施工、竣工面积的累计增速分别为-22.6%（前值-22.2%）、-12.4%（前值-12.2%）和-23.9%（前值-24.4%），商品房销售面积同比-15.8%（前值-17.1%）。生产端看，竣工面积跌幅收窄，但新开工及施工边际走弱；销售端看，销售面积跌幅均连续第五个月收窄。

2024年9月底以来新一轮地产组合拳密集出台，9月24日，人民银行公布了降低存量房贷利率，统一房贷首付比例等一揽子房地产金融政策。9月26日政治局会议明确“要促进房地产市场止跌回稳”。10月17日，五部门联合出台“四个取消、四个降低、两个增加”组合拳，包

括取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准；降低住房公积金贷款利率、降低住房贷款的首付比例、降低存量贷款利率、降低“卖旧买新”换购住房的税费负担；新增实施100万套城中村改造和危旧房改造，年底前将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿。地产政策密集出台后，地产销售迎来反弹。10月30城商品房成交面积同比跌幅收窄，11月进一步回正，同期二手房挂牌价指数继续回落，指向当前地产市场反弹仍是“以价换量”。同时，生产端未有明显改善，当前房企经营风险仍待化解，尚未形成销售-投资-开工的正向循环。

展望2025年，政策表述延续积极态势，12月政治局会议直接点名“稳住股市楼市”，地产政策底较为夯实。但鉴于当前居民杠杆率较高，收入预期不佳，叠加房屋租售比偏低，地产内生动力不足，地产销售好转的持续性尚待观察，“销售-投资-开工”的正向循环的实现有一定难度，对于锌消费而言，依旧是偏拖累板块。

**从汽车方面来看：**中汽协数据显示，2024年1-11月，中国汽车产销分别完成2790.3万辆和2794万辆，同比分别增长2.9%和3.7%。其中，1-11月，新能源汽车产销分别完成1134.5万辆和1126.2万辆，同比分别增长34.6%和35.6%，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，1-11月，汽车出口534.5万辆，同比增长21.2%。

7月25日，发改委和财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，明确1500亿元支持以旧换新，政策效果在8-10月陆续显现，车市表现超预期。同时，受中国汽车品牌力提升，新能源汽车崛起，及关税担忧下抢出口的影响，汽车出口较为强劲，1-10月汽车出口量已接近2023年全年出口量491万辆的水平。全年看，汽车销量有望达3086万辆，同比增2.3%。

展望2025年，欧美出口政策面临不确定性将拖累汽车出口，但俄罗斯及拉美市场出口占有率将上升，汽车出口有望延续高增速，同时12月政治局会议提及大力提振消费，全方位扩大国内需求，预计以旧换新政策延续，将继续拉动内销市场，车市有望保持较高景气度，预计全年汽车销量达3197万辆，同比增3.6%。

**从白色家电方面来看：**统计局数据显示，2024年1-10月空调累计产量22480.9万台，同比增长8.2%。1-10月冰箱累计产量8727.6万台，同比增长8.5%。1-10月洗衣机累计产量9345.5万台，同比增长6.7%。1-10月彩电累计产量16759.4万台，同比增长2.7%。出口方面，1-10月空调累计出口5,304万台，同比增长27.2%。1-10月冰箱累计出口6,761万台，同比增长21.9%。1-10月洗衣机累计出口2,741万台，同比增长15.9%。1-10月彩电累计出口9,116万台，同比增长10.0%。2024年家电行业呈现先抑后扬的态势，上半年内销表现较低迷，尤其二季度。7月25日发改委、财政部推出全国范围内以旧换新政策，支持家电产品以旧换新，补贴后行业呈现量价齐升，同时地产端销售出现边际改善，亦对家电内销一定程度提振。进入四季度，电商大促有效带动家电销售增速。受新兴市场经济稳步恢复，家电需求旺盛；欧美降息周期下地产对家电需求拉动效应增强，以及国内家电企业产品升级竞争力提升，出口高增。

展望2025年，12月政治局会议提及，大力提振消费，预计以旧换新政策延续，有望继续

带动家电内需增长。出口方面将面临美国潜在加征关税的影响，但上一轮加征关税以来企业已做了产能转移、降本控费等措施，且近年家电对美国直接出口占比逐年下降，叠加家电出口至欧洲及新兴市场暂无潜在关税影响，非美地区出口的增加将对冲美国出口受阻的不利冲击，预计家电出口保持稳定增长。

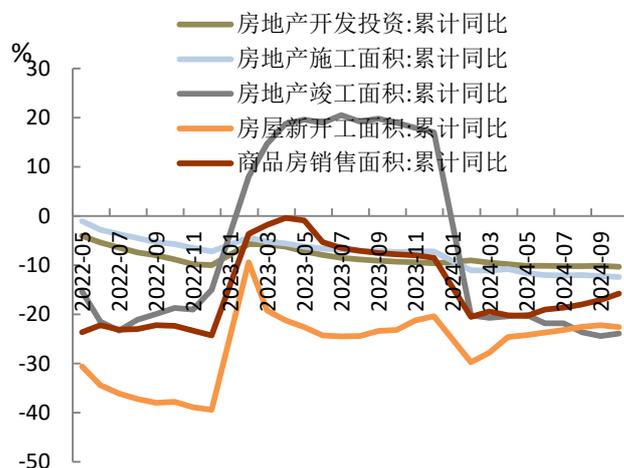
**新兴消费板块来看**，电力企业联合会数据显示，2024年1-10月光伏新增装机量181.3GW，累计同比增加27.2%。总体保持高位增长的态势，但增速明显放缓。节奏上看，3、4月增速转负，6、7、8、10月环比下降。光伏新增装机量同比增速放缓受到土地资源吃紧、新增输电线路建设不及光伏新增装机增速及电压端承载力有限等制约，同时海外市场贸易壁垒增加，竞争更加激烈也令出口受阻及带来较大不确定性。行业内卷现象严重，2024年下半年，政治局会议、CPIA组织座谈的，相继强化行业自律、降低恶性竞争，并指出投标报价低于成本的涉嫌违法等举措。市场有望迎来出清重整，同时在双碳背景下，光伏需求景气趋势不改，预计2024/2025年光伏新增装机量分别为250GW和265GW，年增速分别为15.7%/6%，预计带动耗锌增量分别为6.1万吨/2.7万吨。

2024年1-10月风电新增装机45.8GW，累计同比增速22.76%。其中海风新增装机同比高增，陆风新增装机平稳增长。前期因用海政策、航道等问题导致海风项目开工不及预期，随着这些限制因素逐步解决，海风项目进展顺利，且有望持续放量。同时，陆风新增招标量同比大幅增加，大基地有序推进。预计2024/2025年风电新增装机量分别达90GW/100GW，同比增速分别为19%/11.1%，带动耗锌增量分别为7.9万吨/5.5万吨。

图表 32 基建投资增速有望回暖

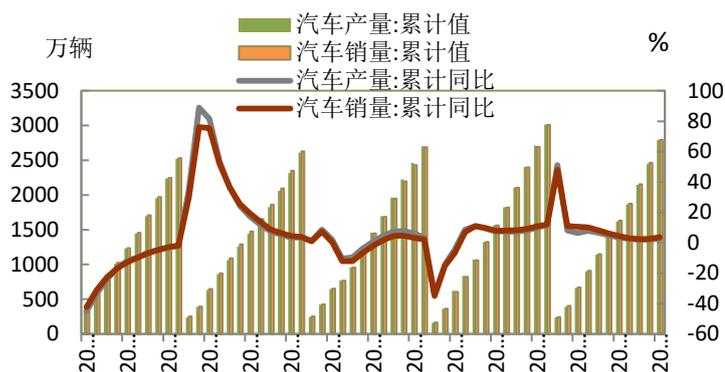


图表 34 地产主要指标依然疲软



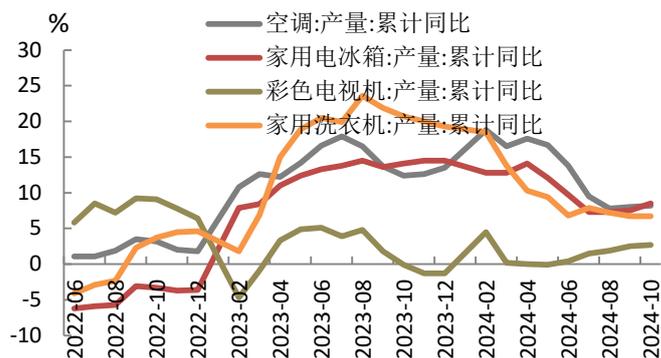
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 35 汽车产销情况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 36 白色家电产量情况



图表 37 风电新增装机容量情况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 38 光伏新增装机容量情况



图表 39 各版块耗锌量预估 (万吨)

板块	2024 年 E	增速	2025 年 E	增速	占比
基建	235.18	1%	237.53	1%	35.45%
地产	74.50	-23.51%	61.70	-17.18%	9.21%
汽车	116.30	1.39%	119.04	2.36%	17.77%
家电	85.40	8.79%	93.70	9.72%	13.99%
风电	49.50	18.96%	55.00	11.11%	8.21%
光伏	45.00	15.74%	47.70	6.00%	7.12%
出口	35.00	21.11%	38.00	8.57%	5.67%
其它	23.12		17.33		2.59%
合计	664		670		

数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

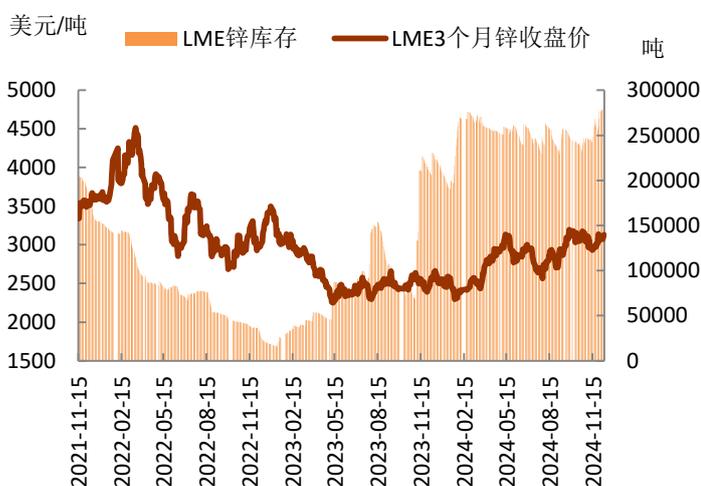
### 3.4 全球显性库存居高不下，内外库存分化

2024年LME库存多次出现集中交仓的情况，海外过剩压力较大，隐性库存不断显性化，同

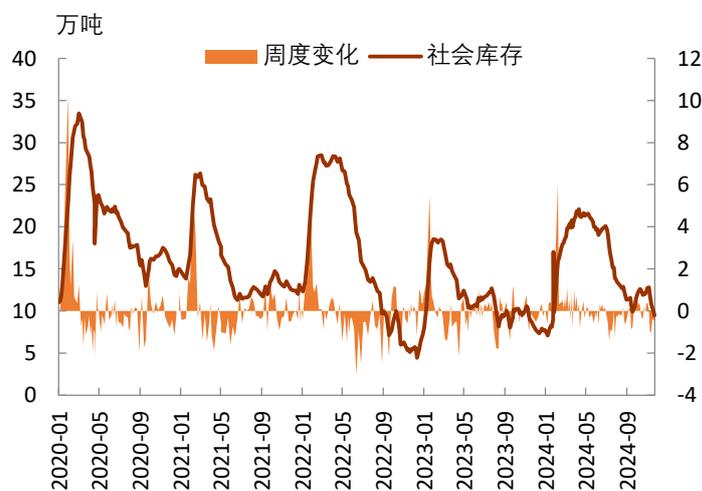
时, 11月以来伴随着LME持仓集中度提高、LME0-3现货升贴水变化, 库存出入库频繁, 11月底, 注销仓单也一度出现异动, 注销仓单占比短短两日从2%左右攀升至40%左右, 配合资金挤仓动作, 不过鉴于库存绝对水平居高不下, 行情未呈现持续性, 截止至12月11日, LME库存为274950吨, 较年初增加67650吨。

国内库存表现为上半年宽松下半年紧缺的格局, 上半年炼厂消耗原料库存生产相对稳定, 锌锭进口持续流入及二季度消费承压, 累库明显, 库存攀升至近四年高位, 4月22日创年内高点22.09万吨。下半年炼厂原料问题凸显, 减停产增多, 且锌锭进口流入放缓, 消费保有韧性, 库存消耗, 尤其是11月中下旬以来, 库存加速下滑, 伴随着现货升水不断上台, 月差结构矛盾较为突出, 截止至12月12日, 社会库存为9.14万吨, 较年初增加1.22万吨。

图表 40 LME 库存维持高位



图表 41 国内库存降至低位



数据来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

#### 四、总结与后市展望

宏观面看, 特朗普美国优先政策及美联储降息提振美国经济, 但加征关税增加再通胀压力, 降息路径或较曲折。欧央行降息预计延续, 经济存企稳预期。国内宽财政宽货币政策组合将加码, 贸易摩擦增加人民币贬值压力。

供应端看, 多因素影响, 2024年全球锌矿供应不增反降, 远低于预期, 2025年潜在增量空间可观, 中性预估59万吨, 原料边际改善, 2025Q2将有明显体现。炼厂原料库存重建, TC上行程度相对有限。内外炼厂扩建新建较多, 且原料趋松, 冶炼弹性释放, 国内好于海外, 全球精炼锌供应增量预估45万吨。

需求端看, 降息周期下欧美需求修复, 且分化收敛。国内存量政策落地生效、增量政策加力, 预计消费呈现弱复苏, 其中汽车及家电消费有望延续高景气, 风光增速可观, 基建稳中偏好, 地产提升空间有限, 贸易壁垒或打压镀锌出口。

整体来看，贸易保护下海外宏观存不确定性，国内政策积极基调不改。全球锌元素逐步转向过剩，基于原料端导致的结构性矛盾的改善节奏，年初锌价将延续寻顶，等待原料兑现传导至冶炼产出恢复后，锌价转向承压下行。预计全年沪锌主要运行区间22000-28000元/吨，伦锌在2400-3400美元/吨。

策略上：鉴于年初供应修复程度有限，资金扰动风险难以消除，锌价仍以逢低多思路；等待2025Q2原料改善，锌元素供应趋松，操作思路切换成逢高沽空。

月差上，结构性矛盾支撑年初月差维持高Back，关注库存拐点带来的阶段性跨期反套机会。

**图表 42 全球精炼锌供需平衡表（万吨）**

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 E	2025 年 E
锌矿供应	1279.8	1242.7	1225.8	1217.8	1276.8
增速	4.45%	-2.90%	-1.36%	-0.65%	4.84%
精锌产量	1385.8	1335.3	1386.3	1367	1412
增速	0.57%	-3.64%	3.82%	-1.39%	3.29%
精锌需求	1,406	1342.6	1365.9	1383	1400
增速	5.84%	-4.52%	1.74%	1.25%	1.23%
精锌平衡	-20.4	-7.3	20.4	-16	12

数据来源：ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

**图表 43 国内精炼锌供需平衡表（万吨）**

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 E	2025 年 E
精锌产量	608.9	598	662	621.13	651.13
增速	-0.25%	-1.49%	10.70%	-6.17%	4.83%
收抛储	18				
净进口量	42.7	-0.18	38	45	35
精锌需求	673	604.2	685	664	670
增速	0.39%	-9.90%	13.37%	-3.07%	0.90%
精锌平衡表	-3.4	-6.38	15	-9	16.13

数据来源：SMM, 铜冠金源期货

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 305、307 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。