

2025年1月9日



宏微观施压

锌价下寻支撑

核心观点及策略

- 宏观面看，美国经济就业市场稳健，强化美联储暂缓降息预期，同时，特朗普执政在即，政策风险升温，美指强势。国内经济修复季节性放缓，政策处于真空期，市场等待两会政策细节披露。
- 供应端看，原料锌精矿供应改善，内外加工费重心上抬，炼厂原料库存回升至常规水平，利润亏损收窄，精炼锌供应延续环比回升，但春节因素下尚未有明显放量。锌锭进口窗口关闭时间较长，少量货源流入然冲击有限。
- 需求端看，终端消费分化，以旧换新政策加码支撑汽车及家电消费，风光年底冲量，基建消费稳健，镀锌出口季节性回落，地产未有明显改善。初端消费存季节性回落预期，但春节前备货需求力度尚可，构成一定支撑。
- 整体来看，降息暂缓及政策风险施压资产价格，同时春节临近，消费季节性转弱，宏微观压力边际增加，锌价走势承压。但伴随着利空释放及供应端尚未放量，季节性累库预计有限，锌价下跌空间受限。
- 风险因素：宏观风险超预期，炼厂供应增速超预期

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.kxj@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

目录

一、锌市场行情回顾	4
二、宏观面	4
2.1 美国方面	4
2.2 欧元区方面.....	5
2.3 国内方面	5
三、锌基本面分析	7
3.1 锌矿供应情况.....	7
3.1.1 2024 年锌精矿恢复远不及预期，2025 年理论增量可观	7
3.1.2 锌矿供应严峻形势缓解，加工费环比回升	9
3.2 精炼锌供应情况.....	10
3.2.1 2024 年海外锌冶炼减复产并存，2025 年关注新建及扩建项目	10
3.2.2 1 精炼锌月度产量不及预期，进口利润欠佳制约进口流入	11
3.3 精炼锌需求情况.....	13
3.3.1 海外经济下行拖累锌消费.....	13
3.3.2 初端企业开工将季节性回落，初端产品出口褒贬不一	14
3.3.3 政策进一步加码，终端消费中性乐观	15
3.4 全球显性库存居高不下，内外库存分化.....	18
四、总结与后市展望	19

图表目录

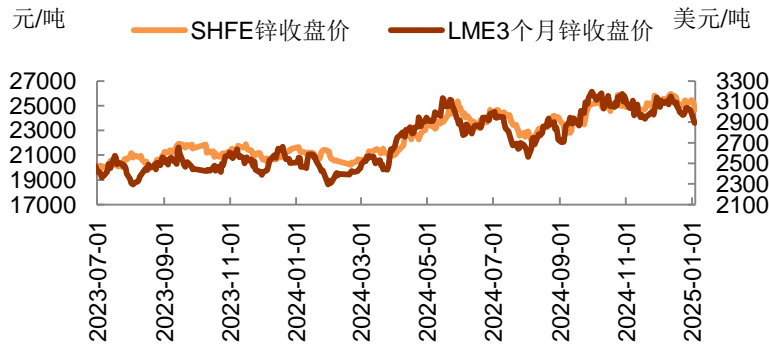
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势	4
图表 2 美国通胀情况.....	6
图表 3 美国利率水平.....	6
图表 4 美国就业市场.....	6
图表 5 欧美 PMI 数据.....	6
图表 6 欧元区通胀情况.....	6
图表 7 欧元区利率水平.....	6
图表 8 国内 PMI 数据.....	7
图表 9 国内 GDP 情况.....	7
图表 10 2025 年海外锌矿产量增减情况（万吨）	8
图表 11 2025 年国内锌矿新增情况（万吨）	8
图表 12 全球锌矿月度产量情况.....	9
图表 13 国内锌矿月度产量情况.....	9
图表 14 内外矿加工费降至极低水平.....	9
图表 15 锌矿进口盈亏.....	9
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.....	10
图表 19 2024-2025 年海外炼厂事件汇总（万吨）	11
图表 20 国内精炼锌月度产量.....	12
图表 21 冶炼厂生产利润.....	12
图表 22 精炼锌净进口情况.....	12
图表 23 精炼锌进口盈亏情况.....	12
图表 24 2024-2025 年国内主要炼厂投建产情况（万吨）	12
图表 25 全球精炼锌月度需求情况.....	13
图表 26 美国新建住房销量.....	13
图表 27 美国汽车销量情况.....	14
图表 28 欧元区房屋营建情况.....	14
图表 29 欧元区汽车销量情况.....	14
图表 30 各地锌锭贸易升水.....	14
图表 31 国内初端企业开工率.....	15
图表 32 镀锌板净出口情况.....	15
图表 32 基建投资增速有望回暖.....	17
图表 34 地产主要指标依然疲软.....	17
图表 35 汽车产销情况.....	18
图表 36 白色家电产量情况.....	18
图表 37 风电新增装机量情况.....	18
图表 38 光伏新增装机量情况.....	18
图表 39 LME 库存维持高位	19
图表 40 国内库存降至低位.....	19

一、锌市场行情回顾

2024年12月沪锌主力期价呈现冲高回落的走势。美联储12月如期降息，但释放鹰派信号，美指企稳走强，海外宏观面对锌价压力增加，锌价未能延续月初的涨势。国内政策加码积极影响消化，具体细节需等待2025年两会落地，政策不如真空期，对市场情绪提振有限。基本面支撑尚存，部分炼厂临时检修，精炼锌供应不及预期，同时进口窗口未持续开启，进口货源并未放量，叠加下游消费季节性下滑缓慢，国内货源延续偏紧，低库存低仓单的强现实格局延续，锌价相对其他有色金属表现抗跌，截止至月底，期价收至25460元/吨，月度涨幅1.03%。

伦锌走势弱于沪锌，更多受宏观面驱动，节奏上呈现先扬后抑的走势，月初美元延续调整，期价重心上移，随着美联储鹰派降息，美元走强压制伦锌走势，期价震荡式下挫，截止至月度，收至2989美元/吨，月度跌幅3.84%。

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12月美联储利率会议上，如期降息25bp，基准利率降至4.25%-4.5%，决议及鲍威尔讲话显示，随着通胀温和回升、就业市场风险下降，未来降息节奏将放缓，点阵图显示2025年降息指引从4次下调至2次，符合多位美联储官员“放缓降息”的发言。近期公布的美国经济及就业数据均显示出较强的韧性，或将支撑美联储放缓降息的表态。数据显示，美国三季度GDP环比折年率由2.8%上修至3.1%。12月ISM制造业PMI环比回升0.9pct至49.3，而且新订单指数超预期改善，连续第二个月实现增长。服务业指数超预期反弹至54.1，价格指数创2023年初以来新高，凸显通胀威胁。就业市场：12月28日当周初请失业金人数降至21.1万，为2024年5月3日当周以来最低水平，低于市场预期与前值。11月JOLTS职位空缺809.8万人，大超预期，创六个月新高。此外，1月20日将迎来特朗普上台时间点，其加征关税政策有望落

地，对全球通胀构成压力。故在需求就业强劲、通胀顽固的背景下，市场不断调整美联储降息预期，预计2025年首次降息大幅推迟至6月、7月。

整体来看，美国经济就业市场稳健，美联储降息延后预期强化，首次降息或出现在7月。同时，特朗普执政在即，政策端风险有所升温，美元指数有望维持偏强态势，对金属压制仍在持续。

2.2 欧元区方面

欧元区经济依旧低迷，2024年12月欧元区制造业PMI终值下修至45.1，初值为45.2，进一步低于荣枯分水岭50，自2022年7月以来，该指数一直低于50。服务业PMI初值51.4，预期49.5，11月终值49.5，服务业PMI意外走高，服务通胀需要保持警惕。近期欧元区面临俄罗斯天然气断供的冲击，俄罗斯天然气工业股份公司1月1日发表声明说，因过境协议到期，自莫斯科时间1月1日早8时起终止过境乌克兰向欧洲输送天然气。经测算，乌克兰关闭过境运输阀门有可能造成欧盟国家天然气价格上涨30%左右，这无疑对本就疲软的欧元区经济构成打击，同时增加通胀风险。另外，欧元区11月HICP终值同比升2.2%，低于预期和初值的2.3%；11月核心HICP同比升2.7%，环比降0.6%。从近期欧央行部分官员表态看，通胀风险或推迟欧央行降息时点。欧央行行长拉加德称欧央行非常接近2%的通胀目标，但仍须对服务通胀保持警惕。欧央行管委成员霍尔兹曼表示，如果能源价格或欧元进一步贬值带来的通胀风险成真，欧央行可能会考虑在下次降息前等待更长时间。截止至1月3日，欧洲央行管委、希腊央行行长图纳拉斯表示，欧洲央行的基准利率应在2025年秋季左右降至2%左右，即降息100BP左右。

整体来看，欧元区制造业与服务延续分化，加之俄罗斯天然气断供冲击，加剧经济压力且抬升通胀预期，欧央行降息较为谨慎，近期继续吹风，2025年降息幅度或在100BP。

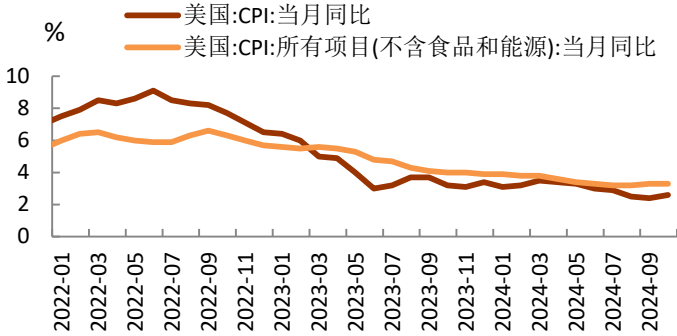
2.3 国内方面

2024年12月公布的各项数据显示，11月经济基本面修复放缓。11月工业生产、投资增速维持平稳；消费增速回落；出口增速回落但仍有一定韧性；物价持续低位运行，CPI同比连续3个月回落，食品价格形成拖累；PPI同比降幅收窄，耐用消费品价格反弹。社融余额增速持平，信贷仍偏弱；M1同比降幅持续收窄。经济前瞻指标看，2024年12月份，官方制造业PMI为50.1%，环比下降0.2个百分点，但连续三个月位于荣枯线上。高于过去几年同期的平均水平，虽然边际有所回落，但降幅符合季节性。政策方面，利好频出，12月政治局会议对2025年政策基调表述超预期积极。12月底全国财政工作会议指出将提高财政赤字率，安排更大规模政府债券。央行召开四季度货币政策委员会例会上表示加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，引导金融机构加大货币信贷投放力度等。政策积极定调不改，不过具体政策细节仍需等到3月两会上披露。

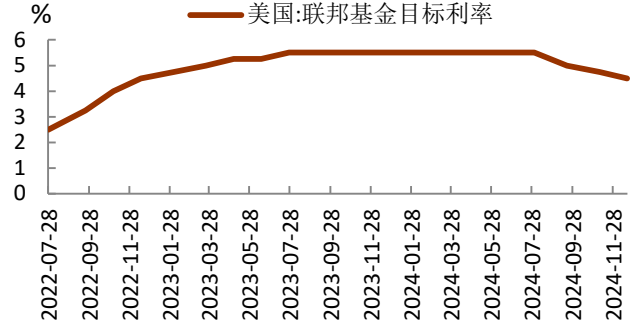
整体来看，国内经济修复节奏放缓，符合季节性规律。政策端表态依旧积极，具体细节

仍需等待两会揭晓。伴随着特朗普执政临近，海外经济及贸易环境的不确定性增加，人民币贬值压力犹存。

图表 2 美国通胀情况

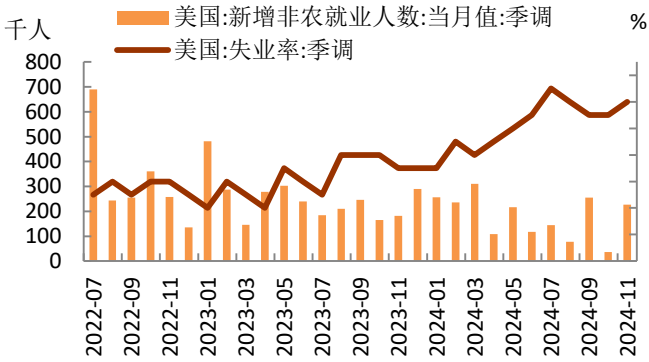


图表 3 美国利率水平

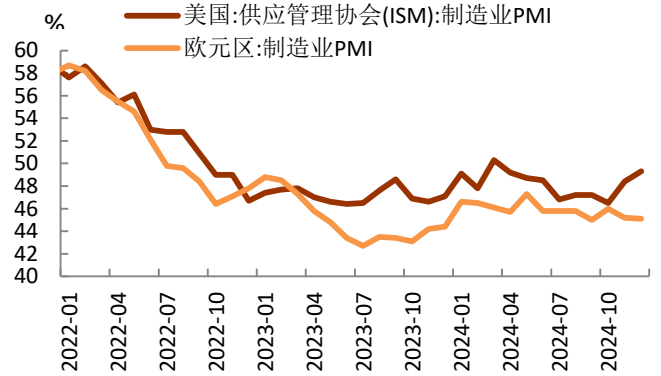


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 4 美国就业市场

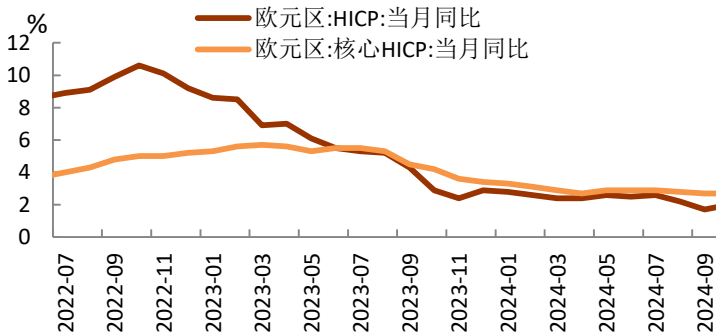


图表 5 欧美 PMI 数据

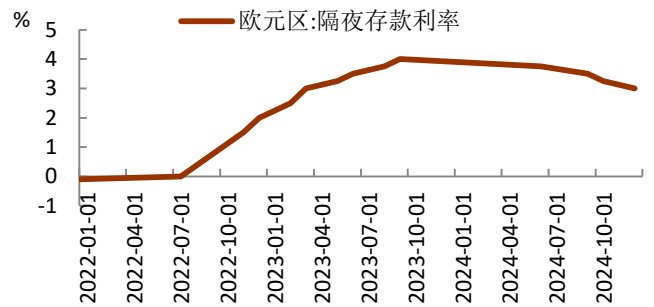


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

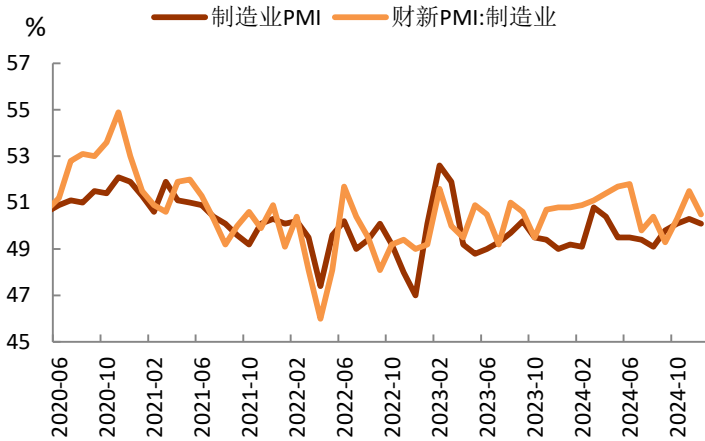


图表 7 欧元区利率水平

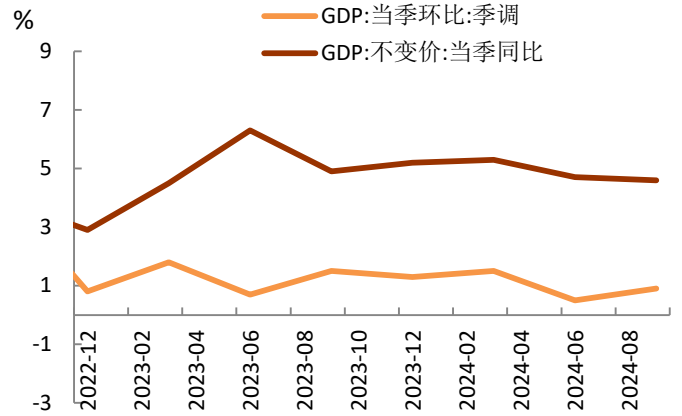


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

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 年理论增量可观

ILZSG：2024年10月全球锌精矿产量100.75万吨，环比增加1.26%，同比减少3.5%。1-10月累计产量967.1万吨，累计同比减少3.77%。其中，海外累计产量651.2万吨，同比减少4.37%。中国累计产量315.4万吨，同比减少2.6%。

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。主要受：海外扰动事件频发，矿山新增项目投产进度不及预期，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，以及矿石品位下滑的影响。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。预估海外锌精矿理论增量在60-65万金属吨。

国内方面，SMM：2024年12月锌精矿产量27.19万吨，环比减少8.1%，同比减少8.9%，产量下滑符合季节性。全年累计产量370.14万吨，累计同比减少1.7%或6.5万吨。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。

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

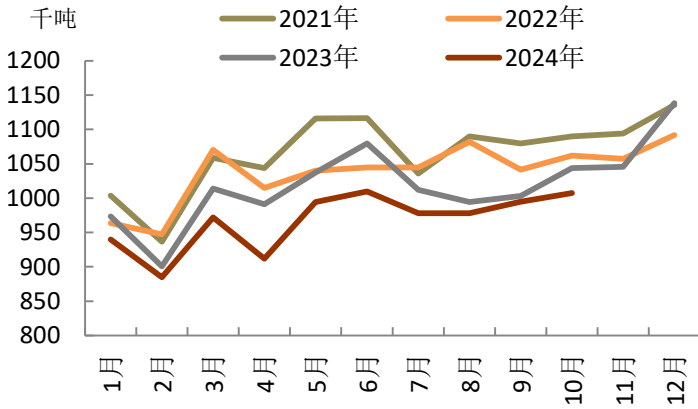
数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 11 2025 年国内锌矿新增情况（万吨）

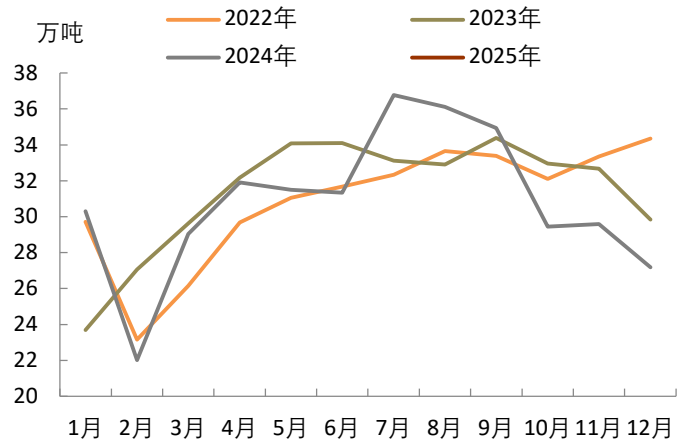
矿山	省份	2025 年变化
火烧云	新疆	5
银珠山	江西	2
鑫湖矿业	西藏	2
合计		9

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



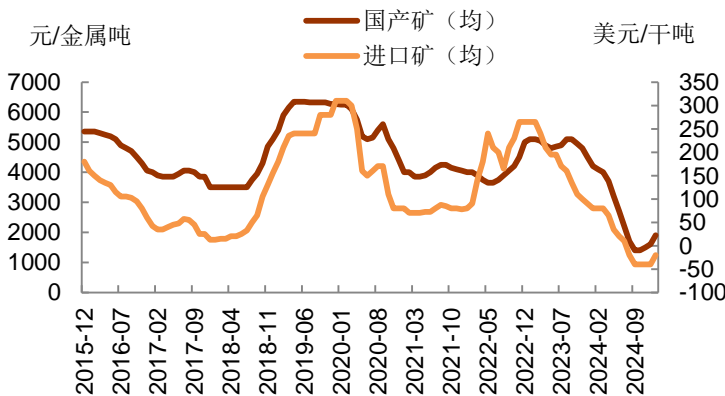
数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

3.1.2 锌矿供应严峻形势缓解，加工费环比回升

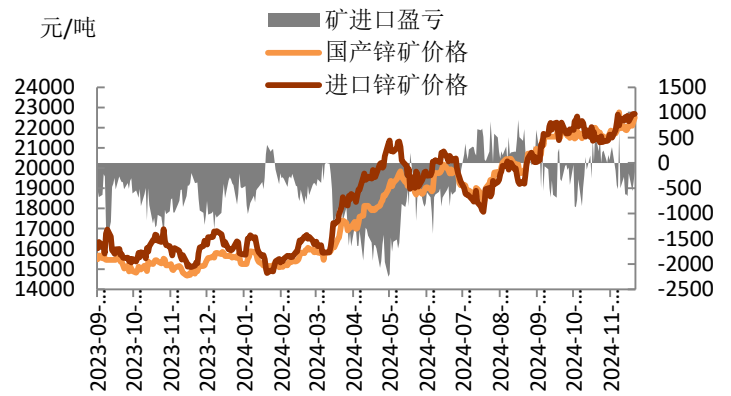
2024 年四季度以来，锌精矿供应严峻形式逐步缓解，内外加工费缓慢抬升，进入 2025 年 1 月，随着炼厂原料库存改善及港口锌矿库存增加，加工费议价能力提升，内外加工费环比明显回升，数据显示：2025 年内外锌矿月度加工费均值分别报 1900 元/金属吨和 20 美元/干吨，均值环比分别增加 300 元/金属吨和 20 美元/干吨。全球矿山产量逐步释放，预计加工费将维持低位回升的态势。

进口情况看，海关数据显示，2024年11月锌精矿进口量45.59万实物吨，环比增加37.73%，同比增加45.01%。主要进口国为：秘鲁、美国、澳大利亚、哈萨克斯坦及南非等。1-11月累计进口量363.98万实物吨，累计同比增加14.98%。11月锌矿进口窗口开启，叠加前期锁单货源到港。12月锌矿进口窗口关闭，进口流入受阻，预计进口量环比回落。

图表 14 内外矿加工费降至极低水平

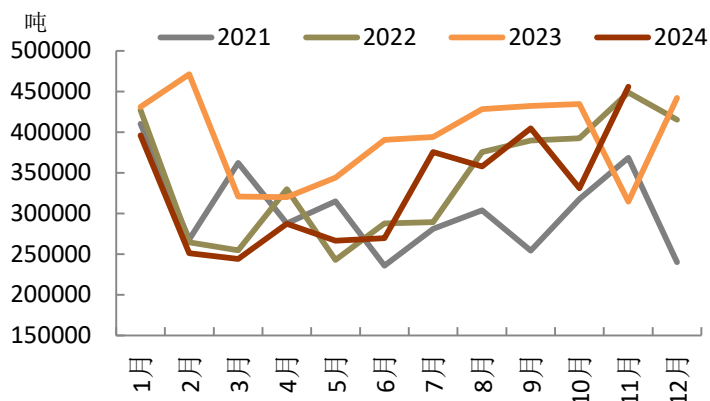


图表 15 锌矿进口盈亏

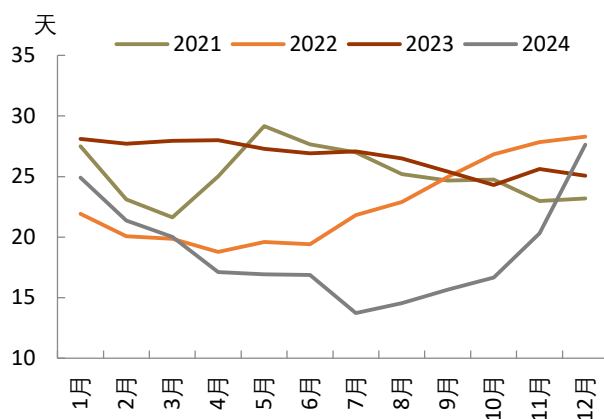


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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

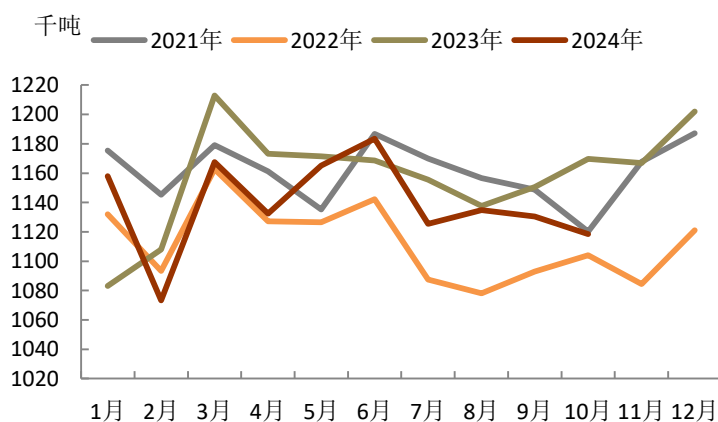
3.2 精炼锌供应情况

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 10 月精炼锌产量 111.84 万吨, 环比增加 1.06%, 同比减少 4.4%。1-10 月累计产量 1135.9 万吨, 累计同比减少 1.7%。其中, 欧洲、美洲、中国产量累计同比分别为 -14.7%、-1.96%、-2.84%。

2024 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

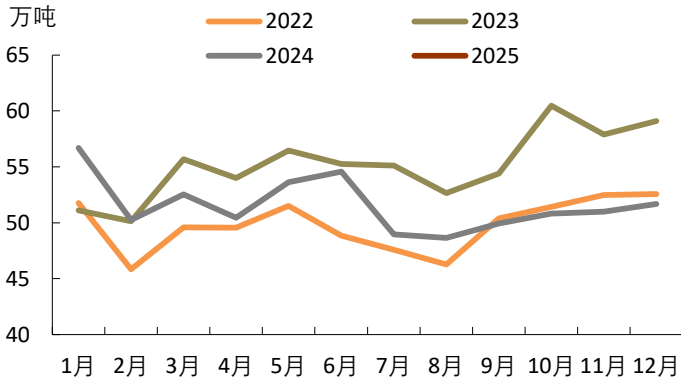
3.2.2 1 精炼锌月度产量不及预期，进口利润欠佳制约进口流入

SMM:2024年12月精炼锌产量51.67万吨，环比增加0.69万吨，低于预期，因湖南、广东、江西等地炼厂超预期减量，但青海、陕西、甘肃、四川、内蒙古等地炼厂检修恢复及增产到来一定增量，同时山西新增产能亦带来增量。全年看精炼锌累计产量619.15万吨，累计同比减少6.5%或43.1万吨。

展望2025年1月，除了湖南、广西、四川等地炼厂检修减产外，1月底多地炼厂不同程度放假，不过湖南、广东、甘肃、内蒙古、四川及江西等地炼厂产量增加，预计1月精炼锌产量环比增加1.51万吨至53.18万吨，同比降幅6.21%。对于2025年全年而言，炼厂在利润改善及原料趋松的背景下，提产动力有望增加；同时，部分新建冶炼项目计划投产。预计精炼锌供应将有所修复，中性预估2025年精炼锌增量约30万吨至651万吨，增幅为4.83%。

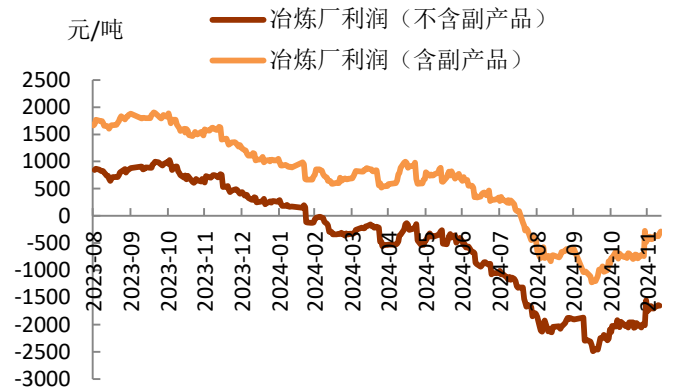
进口方面，海关数据显示，2024年11月精炼锌进口3.52万吨，环比减少39.15%，同比减少32.04%。主要进口国为：哈萨克斯坦、韩国、澳大利亚、秘鲁及伊朗。1-11月精炼锌累计进口41.28万吨，累计同比增加15.41%。11月进口窗口开启机会较少，仅月中短暂开启，且进口利润有限，散单流入情况环比大幅减少，进入12月进口窗口多维持关闭，月上旬短时开启，叠加国内现货货源偏少，现货高升水，进口需求较强，预计月度进口量较11月有所提升至4万吨附近。对于2025年，伴随国内供应边际改善，精炼锌净进口需求预计较2024年有所下滑。

图表 20 国内精炼锌月度产量

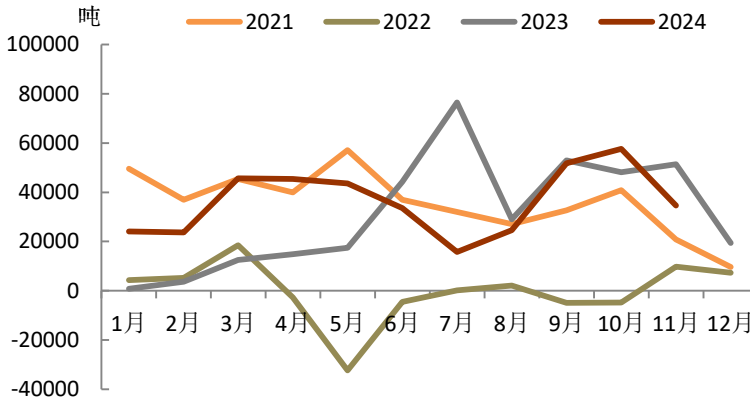


数据来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

图表 21 冶炼厂生产利润

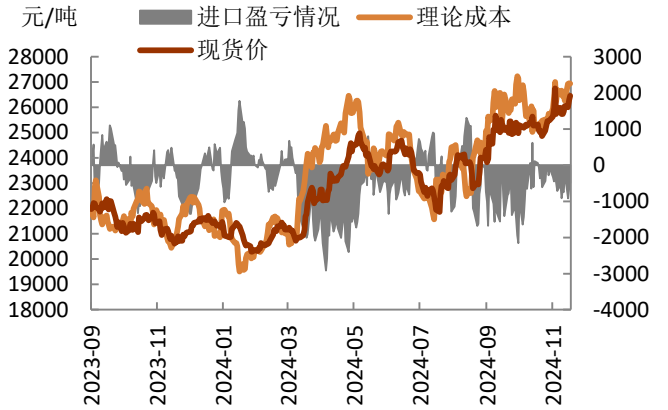


图表 22 精炼锌净进口情况



数据来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

图表 23 精炼锌进口盈亏情况



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

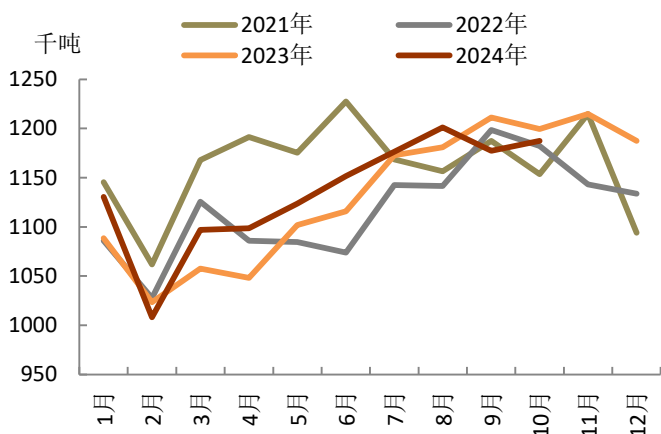
3.3.1 海外经济下行拖累锌消费

全球范围来看，ILZSG数据显示，2024年10月精炼锌消费量118.75万吨，环比增加0.86%，同比减少1.01%。1-10月累计消费量1134万吨，累计同比增加1.25%。其中，中国、欧洲、美洲消费量累计同比分别为-1.37%、-4.09%、-1.62%。1-10月全球锌供应过剩量为1.9万吨，去年同期为过剩35.6万吨。

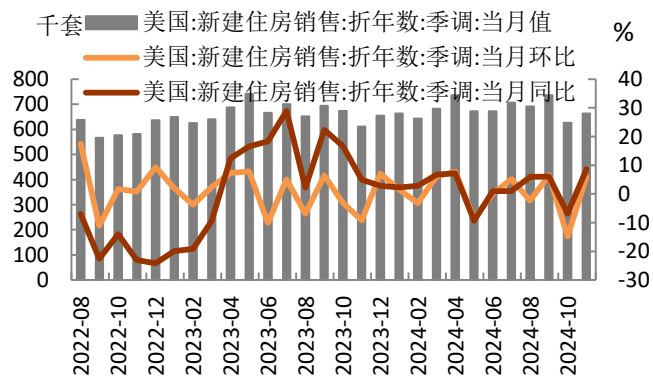
海外来看，锌需求主要集中在汽车及地产板块。地产市场，美国30年期抵押贷款固定利率11月22日短期见顶后维持高位，截止至2025年1月3日，利率报6.91%。利率水平维持高位，对新房销售有一定抑制作用。11月美国新建住房销售为66.4万户，较前一月增长3.7万户，但低于市场预期的67万户；同比增速为8.7%，较前一月回升15.5个百分点，环比增速回升21个百分点至5.9%，低于市场预期的9.8%。欧元区营建产出延续2023年以来筑底的情况，未有明显改善。汽车市场，根据美国商务部给出的数据，1-11月美国汽车销量达到1482.76万辆，同比增长2.2%。根据Cox Automotive的预测，美国2024年全年汽车销量将超过1600万辆，同比增长或将超过2%。根据欧洲汽车制造商协会（ACEA）发布的数据，2024年1-11月，欧洲新车销量约1187.66万辆，同比微增0.6%，不及预期。按照目前的趋势来看，预计全年销量将与去年持平。欧洲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

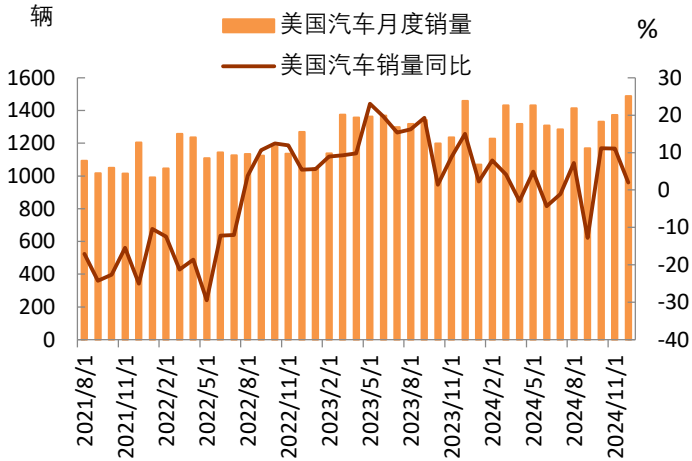


图表 26 美国新建住房销量

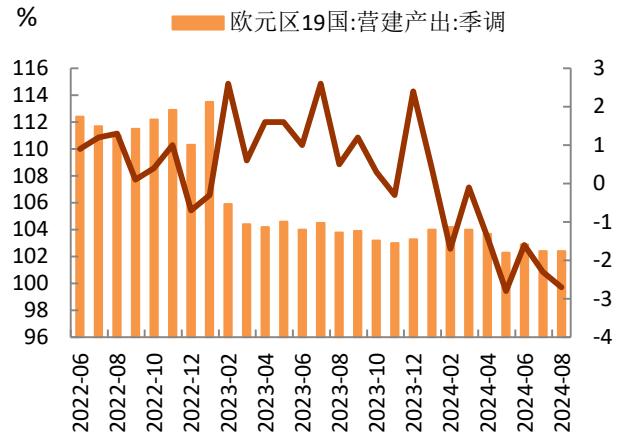


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 27 美国汽车销量情况

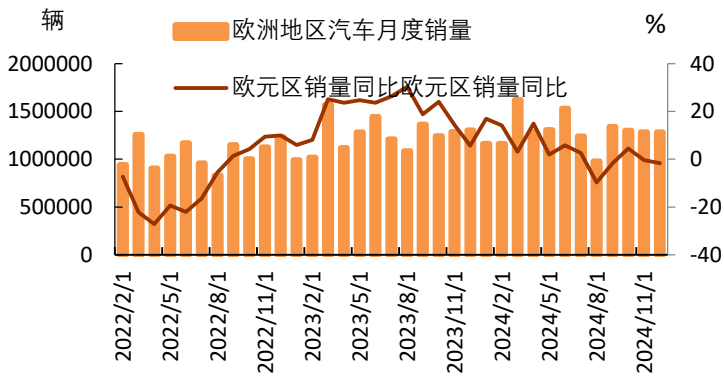


图表 28 欧元区房屋营建情况

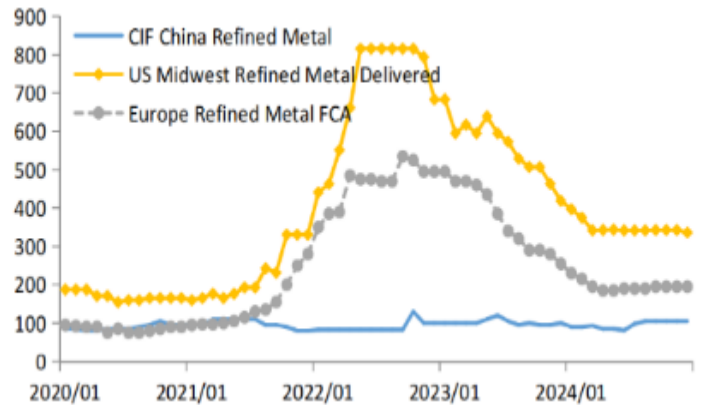


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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 初端企业开工将季节性回落，初端产品出口褒贬不一

2024年11月以来下游初端企业开工率较坚挺，回落程度有限，表现淡季不淡，截止至12月26日，镀锌、压铸锌及氧化锌企业开工率分别为62.48%、56.06%、57.14%。分版块看，年底国网需求强劲支撑铁塔订单需求，同时抢出口因素支撑，镀锌结构件出口订单表现尚可；天气转凉，带动服装拉链及箱包拉链订单增加；橡胶类订单坚挺支撑氧化锌企业开工。不过进入岁末年初，预计初端各版块需求均有不同程度的回落，一方面，天气转冷，终端项目收尾，叠加年底回款结账，实物需求存回落预期；汽配及电子订单转弱，难支撑压铸锌企业开工；年末陶瓷企业放假增多，饲料行业表现不佳，订单旺季不旺。另一方面，1月底步入春节长假，初端企业放假增多，也将带动开工率下滑。

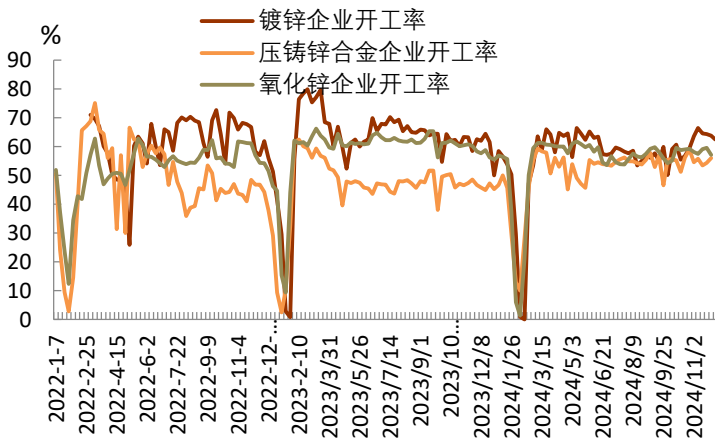
2024年初端企业开工表现分化较明显，其中镀锌企业开工略低于同期水平；压铸锌合金

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%。

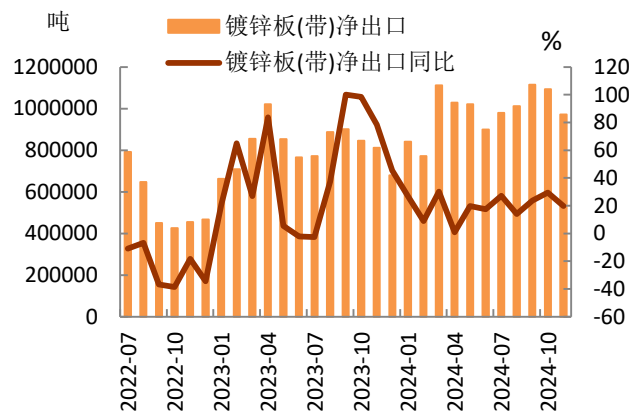
镀锌板出口表现较为强劲，海关数据显示，2024年11月镀锌板出口量为104.62万吨，环比减少10.1%，同比增加14.9%。主要出口国为：菲律宾、韩国、泰国、巴西及印度尼西亚等。1-11月累计出口1171.61万吨，累计同比增加16.1%。11月镀锌板出口回落，符合季节性，后期看，东南亚需求维持强劲，将支撑镀锌板出口，不过2025年贸易壁垒因素增加，叠加2024年以来哥伦比亚、乌克兰、巴西等国家对我国启动镀锌板反倾销调查，将拖累镀锌板出口增速。

值得一提的是，2024年11月未锻轧锌合金出口达882.3吨，同比增长214%，环比增长506.98%，主要出口国为：中国台湾、越南、孟加拉国等。1-11月累计出口量4659.39吨，累计同比增加5.39%。11月单月出口量创4年内新高，一方面受关税增加预期影响，部分终端企业出现抢出口情况，支撑未锻轧锌合金出口；另一方面，11月人民币持续贬值，出口竞争力增强。对于12月，随着年底临近，企业逐步进入清账结算阶段，叠加海外圣诞节订单结束，及抢出口影响边际减弱，预计出口量难维持当前高水平。

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，**基建投资方面看**，国家统计局数据显示，2024年1-11月广义基建投

资增速9.4%，较1-10月增速持平。随着年内资金额度发行完毕，及银行信贷投放谨慎的影响，基建项目融资仍受限，基建投资增速维持高位但增速放缓。从微观层面看，12月沥青开工率略有回踩、但水泥发运率继续反弹，整体实物工作量强于季节性。

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”，将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1-11月投资同比-10.4%（前值-10.3%）。其中，1-11月新开工、施工、竣工面积的累计增速分别为-23%（前值-22.6%）、-12.7%（前值-12.4%）和-26.2%（前值-23.9%），商品房销售面积同比-14.3%（前值-15.8%）。生产端跌幅普遍扩大，销售端连续第六个月跌幅收窄。2024年9月底以来新一轮地产组合拳密集出台，地产销售迎来反弹。高频数据显示，12月底，月末叠加年末，地产销售季节性冲高，30大中城市日均新房成交面积为56.7万平，回升速度与往年基本一致，同比增速小幅回升。分城市看，一二线城市新房销售同比增速小幅回落，但三线城市同比回升。不过，目前销售端未有效传递至生产端，房企经营风险仍待化解。

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%。

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1-11月空调累计产量24237.4万台，同比增长9.4%。1-11月冰箱累计产量9588.5万台，同比增长8.1%。1-11月洗衣机累计产量10458.2万台，同比增长6.3%。1-11月彩电累计产量18576.4万台，同比增长3.6%。出口方面，1-11月空调累计出口5678万台，同比增长28.0%。1-11月冰箱累计出口7397万台，同比增长20.5%。1-11月洗衣机累计出口3004万台，同比增长13.8%。1-11月电视累计出口10042万台，同比增长10.9%。四季度，在国补及电商大促支撑下，有效带动家电销售增速，同时新兴市场经济稳步恢复，

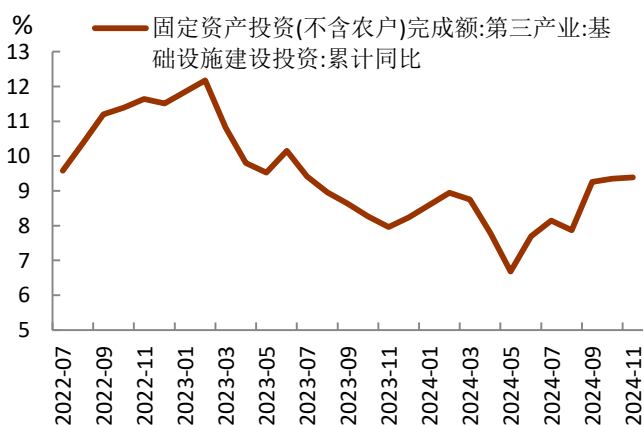
带动家电出口需求。

从产业在线2025年1-3月排产情况看，受春节因素影响，1月排产同比增速均为负数，2、3月排产同比增速转正回升，不过也有部分企业担心2024年四季度透支了部分需求，调低2025年年初排产。总体看，以旧换新政策有望延续，上半年家电产出依旧有增长空间，但厂商间竞争将更加激烈。同时，海外客户担忧国内春节假期导致交付延误，以及美国大选后关税上调担忧下订单前置，年初出口订单延续向好。

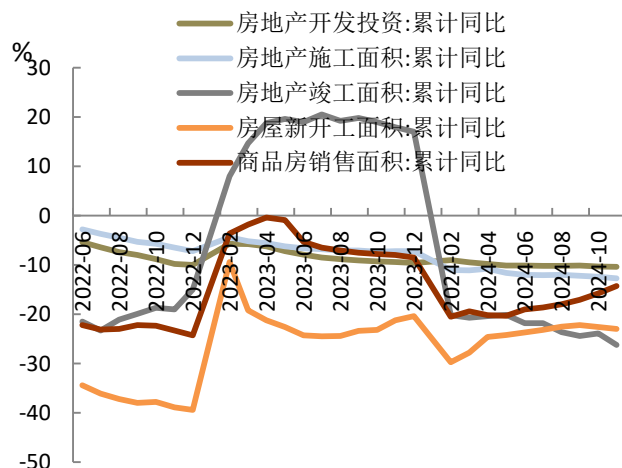
新兴消费板块来看，电力企业联合会数据显示，2024年1-11月光伏新增装机量206.3GW，累计同比增加25.88%。总体保持高位增长的态势，但增速明显放缓。光伏新增装机量同比增速放缓受到土地资源吃紧、新增输电线路建设不及光伏新增装机增速及电压端承载力有限等制约，同时海外市场贸易壁垒增加，竞争更加激烈也令出口受阻及带来较大不确定性。不过在双碳背景下，光伏需求景气趋势不改，预计2024/2025年光伏新增装机量分别为250GW和265GW，年增速分别为15.7%/6%，预计带动耗锌增量分别为6.1万吨/2.7万吨。

2024年1-11月风电新增装机51.75GW，累计同比增速25.03%。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

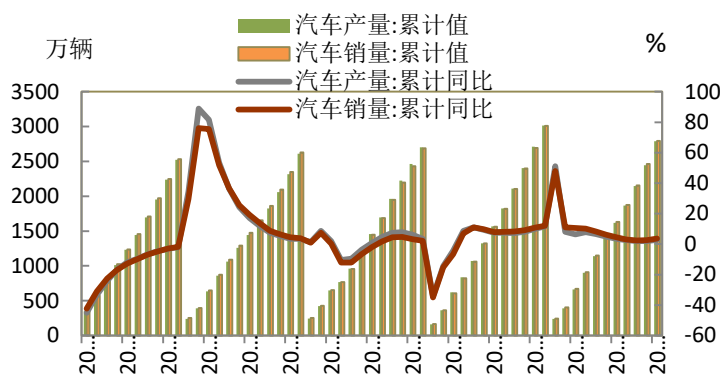


图表 34 地产主要指标依然疲软



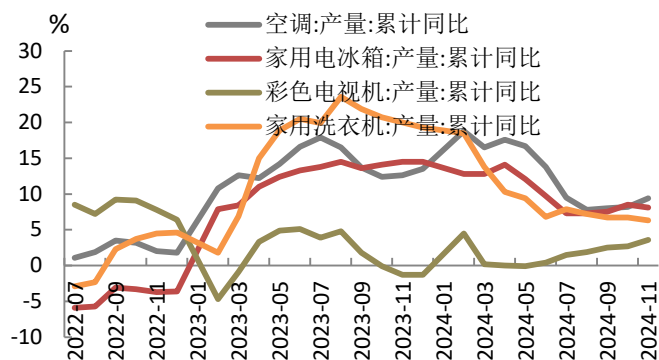
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 35 汽车产销情况

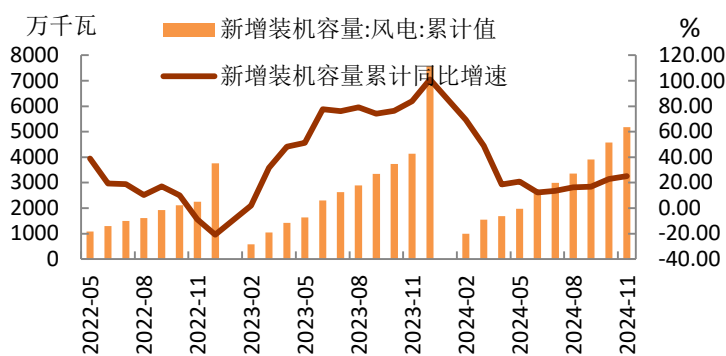


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 36 白色家电产量情况

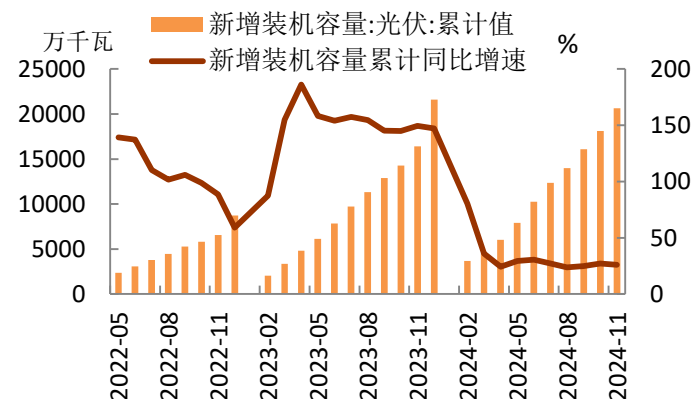


图表 37 风电新增装机量情况



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 38 光伏新增装机量情况

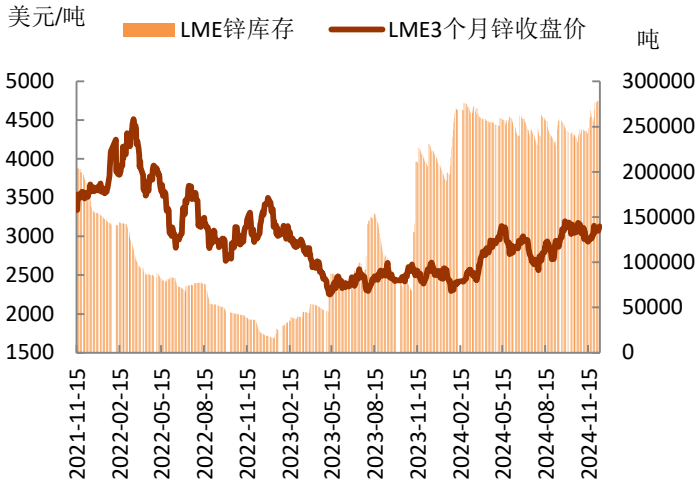


3.4 全球显性库存居高不下，内外库存分化

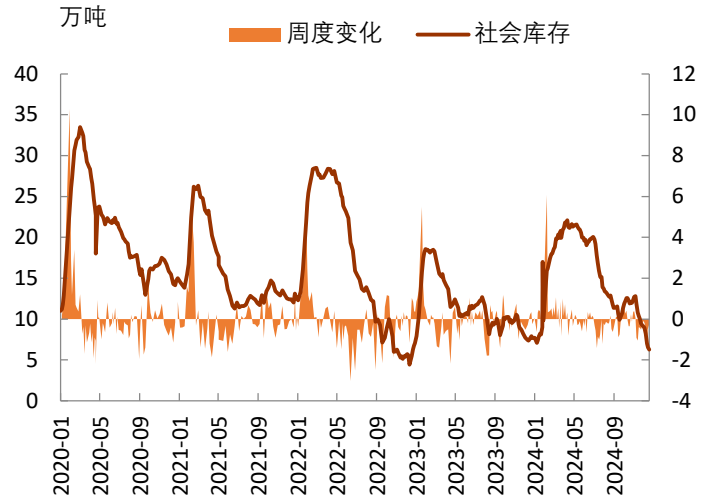
2024年12月LME库存先增后减，截止至12月31日，库存为234900吨，月度减少26000吨，年度增加21225吨。目前库存绝对水平依旧维持在偏高位，注销仓单占比在27.6%，处于正常水平，LME0-3现货贴水24.56美元/吨，海外库存及结构暂未有明显异动迹象。供应改善叠加消费疲软，高库存的情况预计将持续。

12月社会库存延续低位去库，国内炼厂产出不及预期，叠加锌锭进口窗口开启机会较少，进口流入难以放量，同时下游消费保有韧性，社会库存持续消耗，截止至12月30日，库存降至6.25万吨，月度去库4.17万吨，以处于近年低位，仅略高于2022年同期。后期看，炼厂供应延续边际回升，且春节将至，下游陆续放假，库存有望企稳回升，但下游放假时长低于去年，累库量预计有限。

图表 39 LME 库存维持高位



图表 40 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，美国经济就业市场稳健，强化美联储暂缓降息预期，同时，特朗普执政在即，政策风险升温，美指强势。国内经济修复季节性放缓，政策处于真空期，市场等待两会政策细节披露。

供应端看，原料锌精矿供应改善，内外加工费重心上抬，炼厂原料库存回升至常规水平，利润亏损收窄，精炼锌供应延续环比回升，但春节因素下尚未有明显放量。锌锭进口窗口关闭时间较长，少量货源流入然冲击有限。

需求端看，终端消费分化，以旧换新政策加码支撑汽车及家电消费，风光年底冲量，基建消费稳健，镀锌出口季节性回落，地产未有明显改善。初端消费存季节性回落预期，但春节前备货需求力度尚可，构成一定支撑。

整体来看，降息暂缓及政策风险施压资产价格，同时春节临近，消费季节性转弱，宏观压力边际增加，锌价走势承压。但随着利空释放及供应端尚未放量，季节性累库预计有限，锌价下跌空间受限。

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。