

2026 年 1 月 8 日



资金与供需博弈

锌价宽幅震荡

核心观点及策略

- 宏观面，美国就业及通胀数据不改美联储宽松预期，叠加美联储新任鸽派主席人选概率较大，也助力宽松货币政策的大方向。国内积极政策持续发力呵护经济回暖进程，央行明确加大逆周期与跨周期调节力度，后续降息降准可期。
- 供应端看，地缘风险推升了资源的溢价，拉美地区作为全球锌矿核心产区，其锌矿储量占比约 17%，产量占比约 24%，区域局势变化对全球锌矿供应格局影响深远。与此同时，若美国与伊朗局势进一步恶化，将显著冲击国内锌矿及锌锭进口渠道。当前供应看，沪伦比价修复后，锌矿进口亏损收窄，加工费跌势放缓，且锌价回升修复炼厂利润，生产积极性有所改善。前期检修炼厂复产，1 月精炼锌预计环比增至 56.94 万吨。同时，锌锭出口预期减弱，供应端支撑边际减弱。
- 需求端看，传统消费领域表现承压，基建户外施工季节性回落，汽车、家电以旧换新政策支持力度边际减弱，房地产延续弱势；光伏装机量环比修复，镀板出口及风光装机保有韧性。但终端订单整体走弱，仍对初端企业开工形成压制。
- 整体来看，国内外货币宽松预期升温，叠加资源端溢价提振市场做多情绪，锌价处于低估值区间，资金入场驱动补涨行情。不过价格走势与基本面存在一定背离，供增需弱的背景下去库或有放缓，需警惕资金退潮、市场回归基本面定价逻辑时价格的调整风险。预计 1 月期价高位宽幅震荡。
- 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	4
2.2 欧元区	5
2.3 中国	5
三、锌基本面分析	7
3.1 锌矿供应情况.....	7
3.1.1 2025 年全球锌精矿新增产能 70 万吨，2026 年将收窄至 50 万吨	7
3.1.2 加工费跌势放缓，锌矿进口量保持高水平	9
3.2 精炼锌供应情况.....	11
3.2.1 2025 年海外减国内增，预计 2026 年海外精炼锌小幅增加	11
3.2.2 1 预计 2026 年精炼锌产量增速放缓，精炼锌进出口量相抵	12
3.3 精炼锌需求情况.....	14
3.3.1 欧美消费增幅放缓，印度消费表现亮眼	14
3.3.2 初端企业开工表现偏弱，但初端制品出口表现强劲	15
3.3.3 传统消费表现疲软，新兴消费表现分化.....	16
3.4 全球显性库存偏低.....	19
四、总结与后市展望	20

图表目录

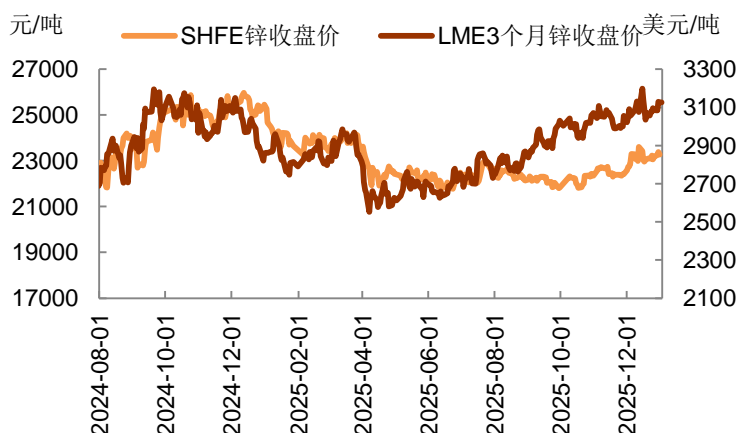
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势	4
图表 2 美国通胀情况.....	6
图表 3 美国利率水平	6
图表 4 美国就业市场.....	6
图表 5 美国 ISM 制造业 PMI.....	6
图表 6 欧元区通胀情况.....	7
图表 7 欧元区利率水平.....	7
图表 8 国内 PMI 数据.....	7
图表 9 国内重要经济指标.....	7
图表 10 全球锌矿年度产量情况.....	8
图表 11 国内锌矿月度产量情况.....	8
图表 12 2025 年-2026 国内锌矿新增情况（万金属吨）	8
图表 13 2025-2026 年海外锌矿产量增减情况（万金属吨）	9
图表 14 内外加工费分化.....	10
图表 15 锌矿进口盈亏.....	10
图表 16 锌矿进口情况.....	10
图表 17 长协加工费.....	10
图表 18 全球精炼锌月度产量情况.....	11
图表 19 2025 年海外炼厂事件汇总（万吨）	12
图表 20 主要海外炼厂季度产量（万吨）	12
图表 21 国内精炼锌月度产量.....	13
图表 22 冶炼厂生产利润.....	13
图表 23 精炼锌净进口情况.....	13
图表 24 精炼锌进口盈亏情况.....	13
图表 25 2025-2026 年国内主要炼厂投建产情况（万吨）	14
图表 26 全球精炼锌月度需求情况.....	15
图表 27 美国新建住房销量.....	15
图表 28 欧元区营建信心指数.....	15
图表 29 印度锌年度消费量（万吨）	15
图表 30 初端企业开工率.....	16
图表 31 镀锌板净出口情况.....	16
图表 32 基建投资存修复预期.....	18
图表 33 地产板块持续磨底.....	18
图表 34 汽车产销情况.....	19
图表 35 白色家电产量情况.....	19
图表 36 风电新增装机量情况.....	19
图表 37 光伏新增装机量情况.....	19
图表 38 LME 库存维持低位	20
图表 39 国内库存维持高位.....	20

一、锌市场行情回顾

2025年12月沪锌主力期价震荡中枢上移至23000元/吨上方。美国就业及通胀数据陆续公布，且支持美联储继续降息，同时特朗普持续释放下任美联储人选言论，强化美国货币政策持续宽松预期，利好市场风险偏好。国内政治局会议偏积极，市场期待26年开门红。基本上，炼厂受加工费回落影响，减停产增多，精炼锌供应压力缓解，叠加部分项目赶工、合金消费韧性较强及锌锭出口，社会库存延续去库态势，利好锌价。此外，贵金属及铜价表现强势，锌价跟随走强，月中一度上冲至23730元/吨。但随着LME交仓修复沪伦比价，锌锭出口窗口关闭，去库暂缓，期价小幅调整后震荡盘整，最终收至23275元/吨，月度涨幅为3.79%。

伦锌呈现冲高回落后修整的走势。月初美联储持续降息预期支撑伦锌延续反弹至3219.5美元/吨。随着LME持仓限额政策预期强化，LME交仓加速，伦锌高位回落，在60均线附近获得技术支撑。宏观不改偏暖基调且LME交仓悲观情绪消化，伦锌企稳后弱势反弹修复，最终收至3126美元/吨，月度涨幅为2.46%。

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

美国经济数据喜忧参半。2025年三季度GDP季环比折年增长+4.3%，好于前值+3.8%及市场预期的3.3%，增长主要由强劲的消费、商业支出，以及平稳的贸易政策共同推动。但美国的12月ISM制造业PMI录得47.9，为2024年10月以来新低。服务业PMI指数上升1.8点至54.4，为2024年10月以来的最高水平。新订单增幅创下自2024年9月以来的最大水平。就业市场疲软，12月ADP数据显示，美国企业12月私营部门就业人数增加4.1万，扭转了前月的下滑趋势，但

低于市场预期。通胀增速明显低于预期。11月CPI同比增速2.7%，较9月回落0.3个百分点，远低于市场预期的3.1%。核心CPI同比也明显回落0.4个百分点至2.6%，同样显著低于市场预期的3%。货币政策方面，美联储官员分歧依旧严重，12月会议纪要显示，一些与会者认为，在本次会议下调利率区间后，可能需要在一段时间内保持目标利率区间不变；如果通胀如预期般逐步下降，大多数官员认为进一步降息是合适的。不过，特朗普此前表示将在一月公布美联储主席人选，鸽派上任概率高，有望提振未来降息预期，货币宽松大方向不变。

整体来看，美国经济喜忧参半，就业及通胀数据不改美联储宽松预期，叠加美联储新任鸽派主席人选概率较大，也助力美联储维持宽松货币政策的大方向，美元上方保有压力，利好风险资产。同时，2026年开年，美国对委内瑞拉发动军事行动，引发市场对南美地区资源供应稳定性的担忧，地缘风险推升了资源的溢价。

2.2 欧元区

欧元区制造业景气度回落，12月欧元区综合PMI由52.8%回落至51.9%。其中，制造业PMI延续回落趋势，下滑至49.2%。服务业PMI也有所减弱，由53.6%回落至52.6%，不及市场预期的53.3%。且内部分化明显，12月德国制造业PMI为47.0%，相较于前值48.2%有所下降；法国制造业PMI为50.7%，相较于前值47.8%有所上升；英国制造业PMI为50.6%，相较于前值50.2%有所上升。消费者信心指数有所回落，12月欧元区消费者信心下降至-14.6，为三个月来最低，低于上个月的14.2。货币政策上，欧央行如期连续第四次会议维持利率不变，将存款便利利率、边际贷款利率、主要再融资利率分别维持在2%、2.4%和2.15%。行长拉加德重申当前利率处于“有利水平”，但这并不意味着政策进入静态状态。在高度不确定的宏观环境下，欧央行并未明确提供前瞻指引。

整体来看，欧元区各经济体经济表现延续分化态势，法国受益于投资及出口跃升，经济转好；德国传统出口支柱行业放缓，导致经济增速下滑。基于未来宏观环境的不确定性，欧央行保持利率不变且维持谨慎态度。

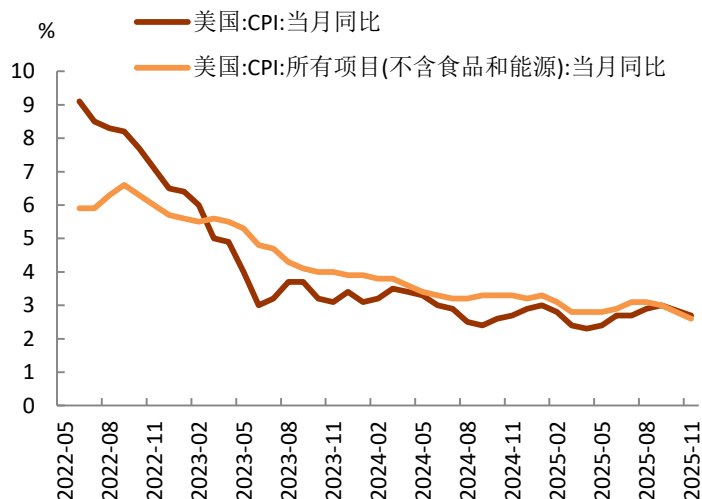
2.3 中国

2025年12月经济企稳回升，官方制造业PMI环比上升0.9%至50.1%，好于市场预期的49.2%，且为自4月份以来首次升至扩张区间。非制造业商务活动指数环比上升0.7%至50.2%；综合PMI环比上升1%至50.7%，重回扩张区间。其中，高技术制造业和大型企业带动制造业环比变化超季节性，赶工效应推动建筑业重回扩张区间。元旦假期居民出行热情较高，跨区域人员流动以19.5%的同比增速创下近期新高，铁路、水路客运增速领跑，中短途微度假成主流。服务消费季节性回升，其中游乐消费表现亮眼。同时，2026年作为“十五五”开局之年，政策预期较强。12月29日国家发改委、财政部联合印发《关于2026年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，明确2026年大规模设备更新和消费品以旧换新政策的具体安排，并已

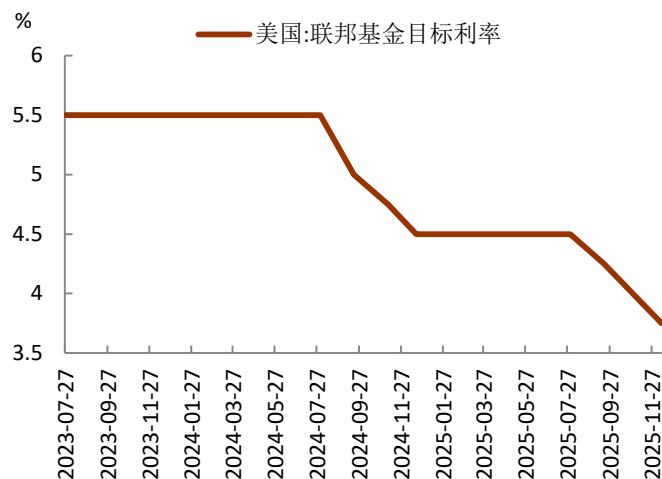
提前下达首批625亿元超长期特别国债资金。

整体来看，国内制造业逆季节性回升且需求修复加快，经济逐步企稳，同时政策端保持积极，反内卷及扩内需双重组合将助力经济进一步向好修复预期。

图表 2 美国通胀情况

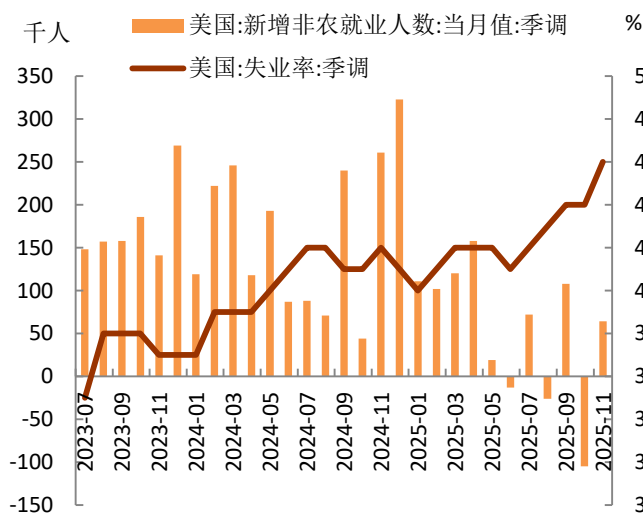


图表 3 美国利率水平

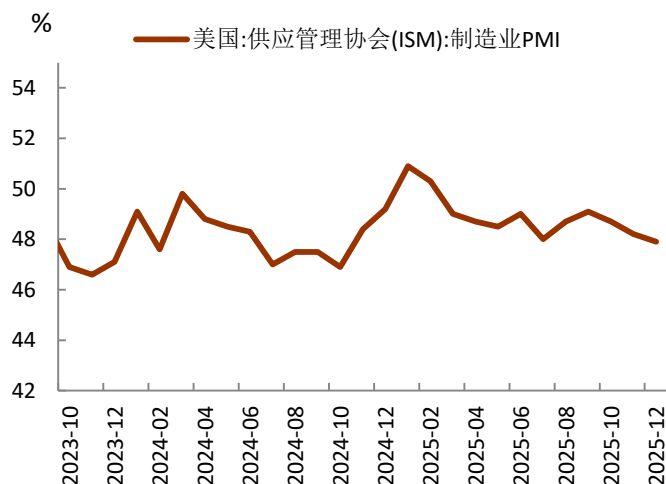


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 4 美国就业市场

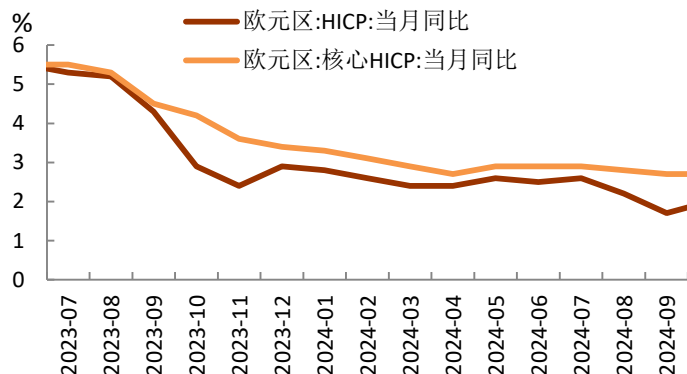


图表 5 美国 ISM 制造业 PMI

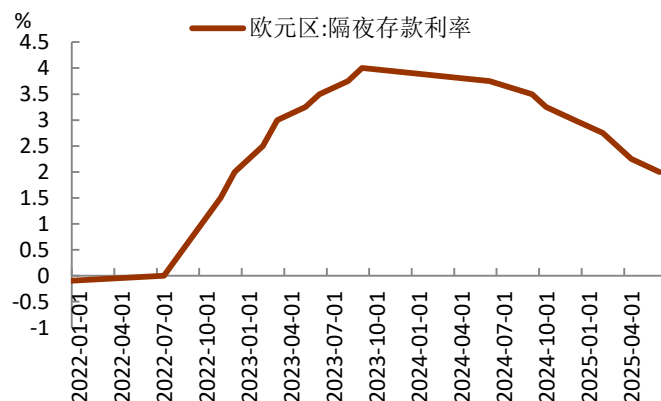


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

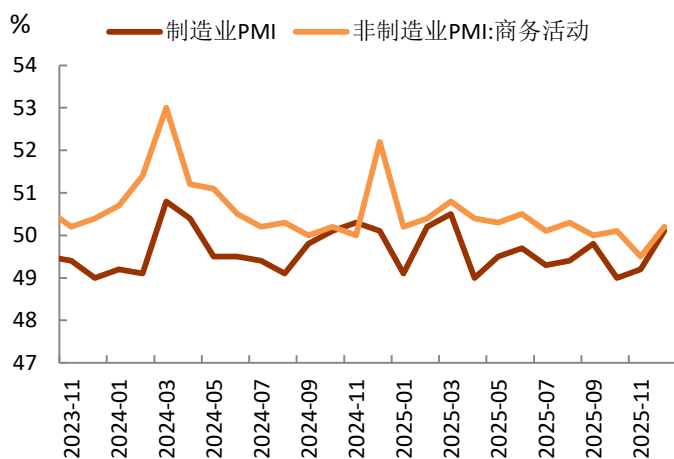


图表 7 欧元区利率水平

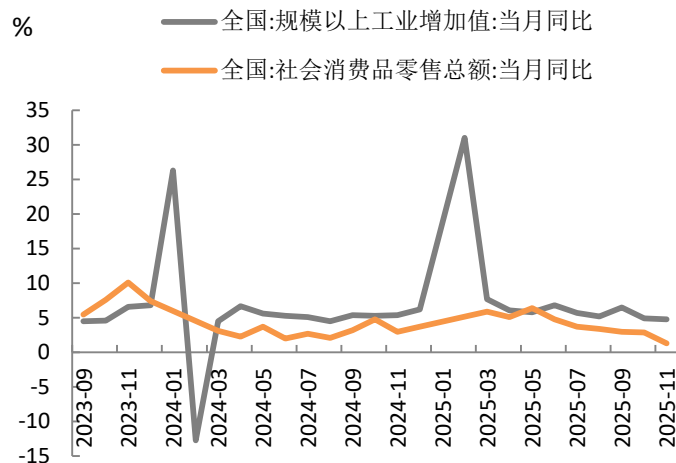


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

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 2025 年全球锌精矿新增产能 70 万吨, 2026 年将收窄至 50 万吨

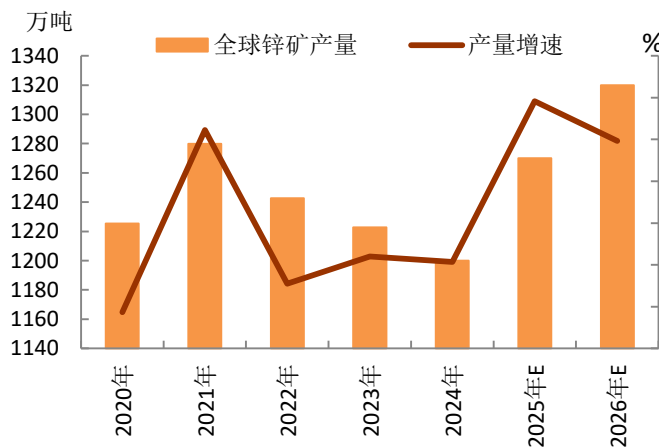
ILZSG数据显示, 2025年1-10月全球锌精矿产量为1051.3万吨, 累计同比增加6.5%。预计全年锌精矿产量同比增加5.83%至1270万吨。主要受益于新增复产矿山产量释放的有效兑现, 以及客观扰动因素偏低。其中海外增量在60万金属吨, 国内增量10万金属吨。

对于2026年, 全球锌精矿新增量级将收窄至50万金属吨左右至1320万金属吨, 同比增速为3.94%, 其中国内贡献主要增量。其中, 预计海外新增量约20万金属吨, 收窄较明显; 国

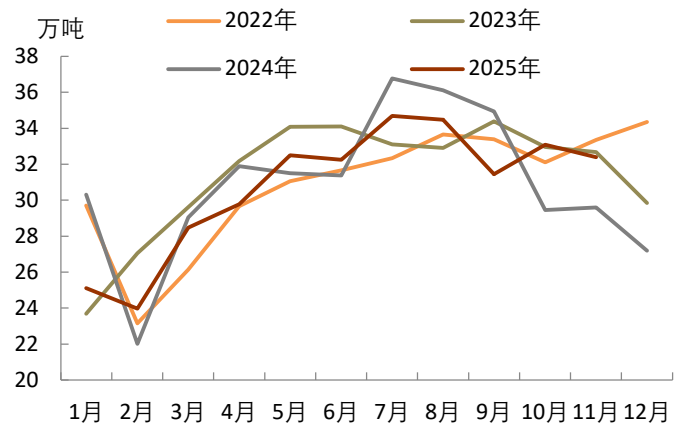
内新增量达30万吨左右。海外方面，Kipushi、Ozernoye、Buenavista、Gamsberg 二期产量将延续释放，南非Prieska、秘鲁Romina、美国Bunker Hill、加拿大McIlvenna Bay等新建矿山也将贡献部分增量；减量上集中在秘鲁的Antamina矿及美国Red Dog矿，同时澳大利亚Mount Isa矿关停，New Century临近矿山周期尾声将带动部分减量。国内方面，随着新疆火烧云爬产，将贡献较大增量，预计达20万金属吨或以上的水平；同时银珠山、兰坪金顶及郭家沟等将有延续带来一定增量，贵州猪拱塘一采区预计2025年底落地建成，2026年将体现一定产量增长。

总体来看，随着全球锌精矿产量释放增速放缓，预计供需格局从宽松转向紧平衡。若2026年海外新增矿山建设不顺利，或客观扰动因素增多，全球锌精矿将存在小幅缺口。

图表 10 全球锌矿年度产量情况



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-2026 国内锌矿新增情况（万金属吨）

矿山	省份	2025 年变化量	2026 年变化量	类型
猪拱塘	贵州	1	2	新建
兰坪金顶	云南	1	2	扩建
郭家沟铅锌矿	甘肃	1	2	扩建
银珠山	江西	2	3	新建
火烧云	新疆	5	20	新建
	合计	10	29	

数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 13 2025-2026 年海外锌矿产量增减情况（万金属吨）

矿山	国家	2025 年变化量	2026 年变化量	类型
Kipushi	刚果金	16	4	新建
Ozernoye	俄罗斯	8	15	新建
Vares 银矿	波斯尼亚	2	1	新建
Buenavista	墨西哥	8	5	扩建
Tara	爱尔兰	10	0	重启
Antamina	秘鲁	17.6	-17.8	减产
Red Dog	美国	-10	-5.5	减产
Peñasquito	墨西哥	-2.2		复产
Aripuanã	巴西	0.5		爬产
Gamsberg 二期	南非	5	5	扩建
Endeavor	澳大利亚	2	3	复产
Aljustrel	葡萄牙	6.7	3	复产
McIlvenna Bay	加拿大		1	新建
Bunker Hill	美国	1	1.5	新建
迈蒙矿	米尼加	2		新建
MineraTizapa	墨西哥	-1.5		复产
Prieska	南非		3	新建
Romina	秘鲁		3	新建
Mallay	秘鲁		1	重启
Mount Isa	澳大利亚		-3	关停
New Century	澳大利亚		-3	重启
Gediktepe	土耳其		3	扩建
Rosh pinah	纳米比亚		1	扩建
	合计	65.1	20.2	

数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

3.1.2 加工费跌势放缓，锌矿进口量保持高水平

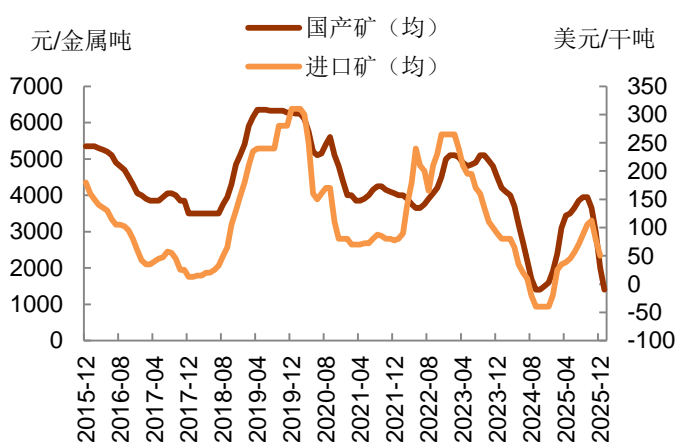
SMM数据显示2026年1月国产锌精矿月度加工费均值环比减少600元/金属吨至1400元/金属吨。加工费跌势缓解，一方面，12月中旬沪伦比价快速修复，锌矿进口窗口开启，缓解国产矿的抢购热情；另一方面，12月国内炼厂检修较多，对原料需求降温。进口矿需求增加，加工费延续弱势。据了解，Dugald River锌精矿报盘至40美元/干吨附近，Antamina锌精矿报盘至20美元/干吨附近。

长协加工费来看，受2025年低基数影响，市场主流预计2026年Barchmark将环比回升至

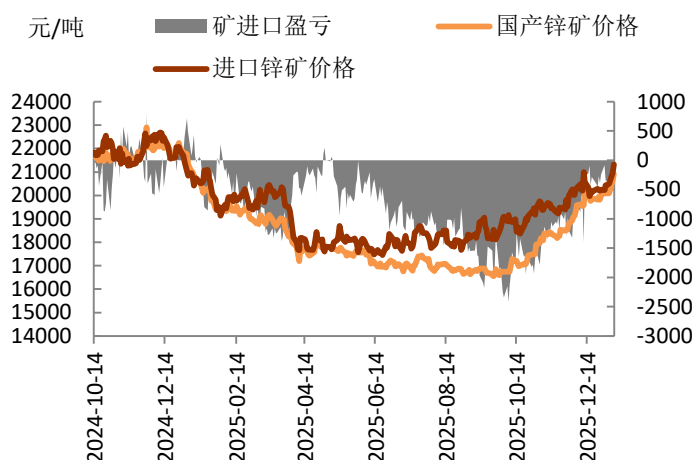
100-150千吨，略高于2025年的80美元/干吨，但依旧处于历史偏低水平。

进口情况看，海关数据显示，2025年11月锌精矿进口量为51.9万实物吨，环比增加52.27%，同比增加13.84%；1-11月累计进口量486.79万实物吨，累计同比增加33.74%。主要进口国为：澳大利亚、秘鲁、南非及阿曼等。进口环比大增一方面受国内炼厂冬储增加原料进口需求，另一方面，澳大利亚进口锌矿集中到货。对于12月，炼厂进口需求不减，同时持续受到港影影响，预计进口保持40-45万吨的高位，环比增速放缓。全年看，锌矿进口量将超500万实物吨，累计同比增速超55%。对于2026年，国内新增炼厂项目对原料锌矿需求有增无减，进口需求将保持高位；同时俄罗斯Ozernoye及伊朗锌矿受制裁的影响下，将持续流入国内，预计全年锌矿进口量将维持在500万吨上方。

图表 14 内外加工费分化

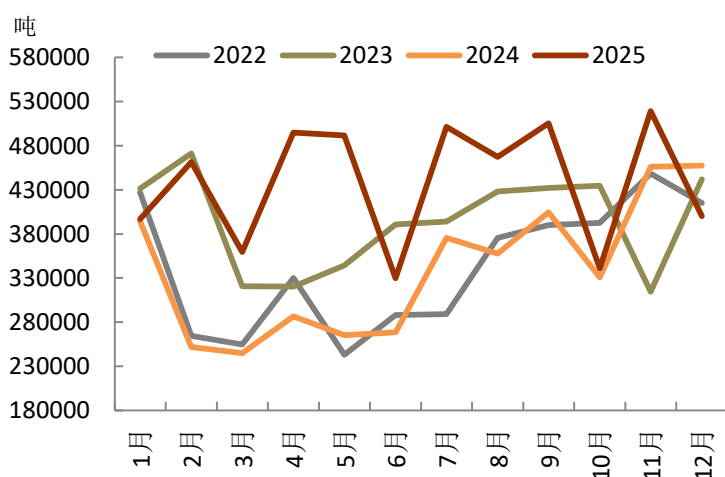


图表 15 锌矿进口盈亏

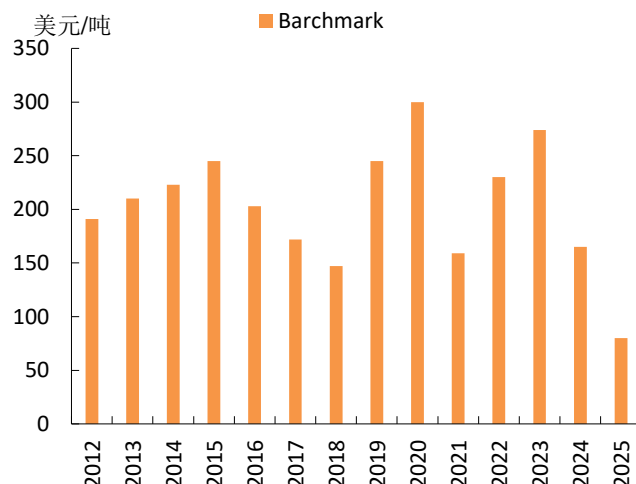


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 16 锌矿进口情况



图表 17 长协加工费



数据来源：Mysteel，iFinD，铜冠金源期货

3.2 精炼锌供应情况

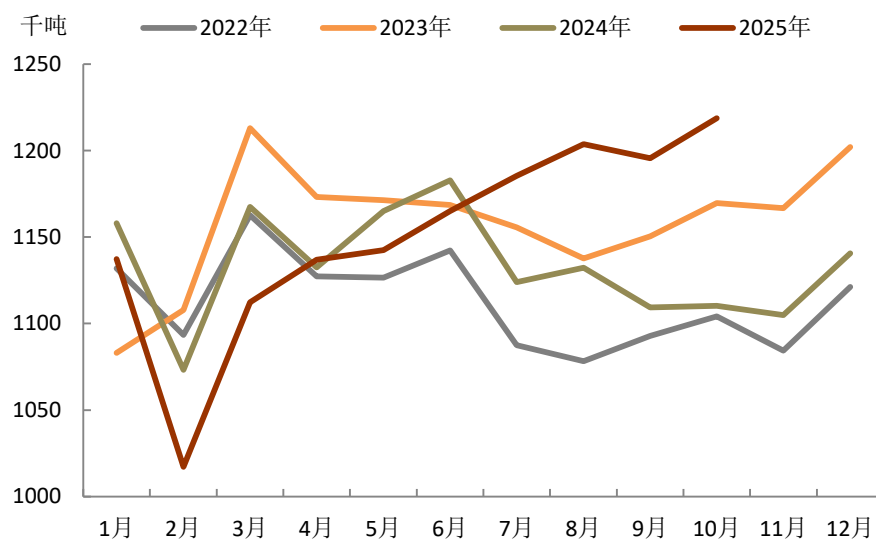
3.2.1 2025 年海外减国内增，预计 2026 年海外精炼锌小幅增加

ILZSG数据显示,2025年1-10月全球精炼锌产量为1151.5万吨,累计同比增加1.4%。其中,1-10月海外精炼锌累计产量同比减少4.95%,中国累计产量同比增加8.4%。全年产量预计达1416万吨,同比增加4.12%。

2025年海外炼厂扰动较多,且扩建新新项目爬产不及预期,导致精炼锌供应下滑幅度较大。主要减量集中在Toho Zinc关停Annaka炼厂;Young Poong Corp旗下Seokpo炼厂停产2个月;Nyrstar对澳大利亚Hobart炼厂分阶段减产25%;Teck旗下Trail炼厂产量下调;Penoles旗下Torreón炼厂检修及原料供应压力抑制产出;Nexa旗下矿山产出受阻及罢工拖累炼厂生产;Boliden旗下位于挪威的Odda炼厂扩建项目爬产缓慢等。

对于2026年,海外炼厂复产概率增加。其中Hobart炼厂受益于澳大利亚政府补贴而缓解资金压力;Odda项目产量或有更好的释放,同时预计26年长协加工费环比回升,有望缓解海外炼厂生产经营压力,利润修复将为炼厂复产提供支撑。但日本Annaka炼厂永久退出锌冶炼业务;以及长协加工费回升空间谨慎,海外炼厂复产及提产空间较有限,预计全年增量在5-10万吨。

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 2025 年海外炼厂事件汇总（万吨）

公司	冶炼厂	国家	产能	产量变化	备注
Young Poong	Seokpo	韩国	40	-8	2024 年 3 月将产量削减五分之一；2025 年 2 月 26 日因违反韩国水资源保护法，被停产 58 天至 4 月 24 日。
Toho Zinc	Annaka	日本	13.7	-8	年初停产两个月，3 月业务转型，锌冶炼设施彻底停止运作
Nyrstar	Hobart	澳大利亚	28	-7	4 月起实施 25% 的减产，此次减产分阶段推进。
Boliden	Odda	挪威	35	1	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
		合计		-22	

数据来源：新闻整理，铜冠金源期货

图表 20 主要海外炼厂季度产量（万吨）

企业名称	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	同比
Glencore	66.98	67.95	1.45%
Vedanta	62.9	61.8	-1.75%
Nexa	43.64	41.83	-4.15%
Teck	19.39	16.18	-16.55%
Penoles	18.17	14.12	-22.3%
Boliden	34.11	34.24	0.41%
Toho	4.18	1.6	-61.7%
合计	249.37	237.72	-4.67%

数据来源：新闻整理，铜冠金源期货

3.2.2 1 预计 2026 年精炼锌产量增速放缓，精炼锌进出口量相抵

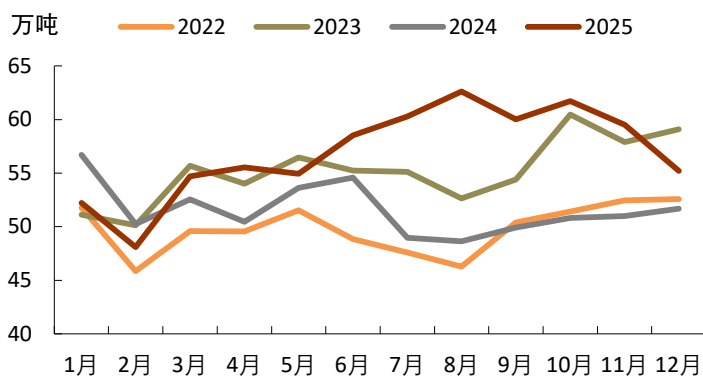
2025年12月精炼锌产量为55.21万吨，换约减少7.24%，同比增加6.85%，产量不及预期。全年精炼锌产量为683.36万吨，累计同比增加10.37%。预计2026年1月精炼锌产量环比增加3.13%至56.94万吨。2026年全年看，国内精炼锌冶炼产能维持扩张，市场关注度较高的新疆昆仑锌业的56万吨冶炼项目，其实际产量贡献将集中于2026年，但产能释放存在较大不确定性。值得注意的是，该项目配套有自有矿山资源作为原料保障，若后续冶炼环节爬产进程顺利，有望释放可观的增量，将成为锌市场供需格局的重要变量。另外，新凌铅业、广西誉升、吉朗铝业等仍有约40万吨新增冶炼项目。不过，考虑到26年原料供应趋紧，TC难有较好表现，炼厂利润锚点依旧在冶炼酸。当前中东地区战争频发，拉动硫磺需求，同时俄罗斯关闭较多硫磺冶炼酸厂，进一步加剧硫酸供需紧缺的格局，预计2026年硫酸价格延续上涨势头，这意味着炼厂能容忍更低的TC而维持生产，但扩产超产的情况或有减少。中性偏保守估计，2026年全年产量增加35万吨至720万吨，增速将放缓至5.1%。

进出口方面，海关数据显示，2025年11月精炼锌进口量1.82万吨，环比减少3.22%，同比减少48.15%。1-11月累计进口量29.5万吨，累计同比减少28.5%。11月精炼锌出口量4.28万吨，

环比增加3.43万吨，11月精炼锌净出口量为2.46万吨。11月主要进口国为：哈萨克斯坦、伊朗、澳大利亚及韩国；主要出口国为：中国台湾、新加坡、中国香港及印度。11月精炼锌出口窗口维持开启，且贸易商出口积极，单月出口量略超预期，进口则持续受大幅亏损压制，仅长单货源支撑。进入12月，沪伦比价快速大幅修复，月下旬精炼锌出口窗口关闭，出口量级或下滑至1-2万吨，进口亏损收窄至2000元/吨，预计仍以长单货源为主。

对于2026年，在海外炼厂复产提产空间有限，以及国内冶炼产能释放的背景下，内外比价预计维持低位，意味着需要通过精炼锌出口以修复比价。全年看，精炼锌进出口量或相抵，也不排除出现少量净出口。

图表 21 国内精炼锌月度产量

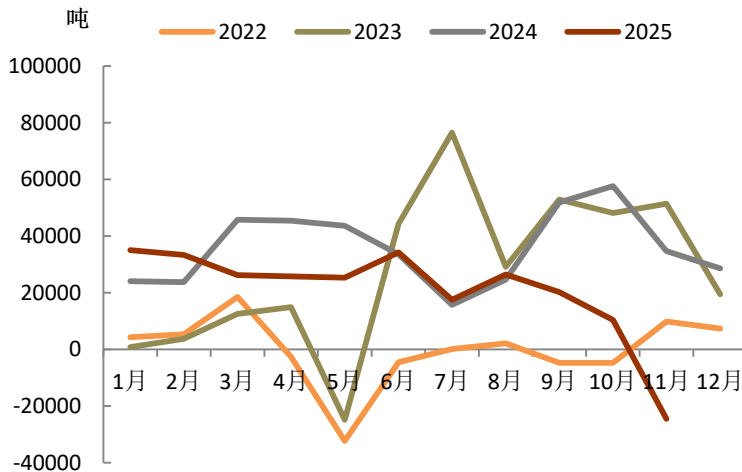


图表 22 冶炼厂生产利润

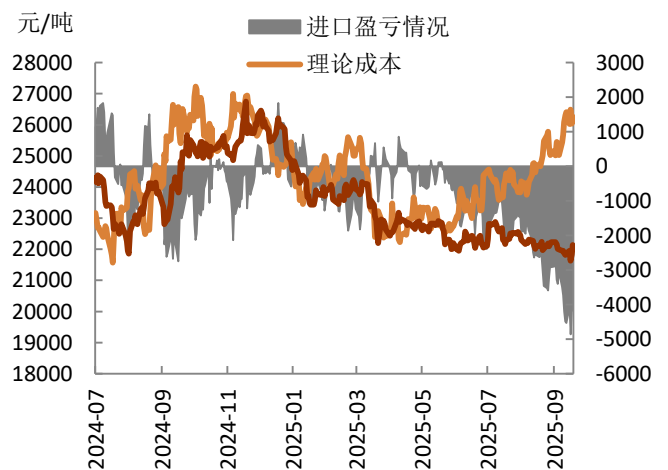


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 23 精炼锌净进口情况



图表 24 精炼锌进口盈亏情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 25 2025-2026 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
西部矿业	电解锌	10	2025 年初
荆州市正峰再生资源	电解锌	7	2025 年 5 月
云铜锌业	电解锌	15	2025 年 5 月底
河南万洋	电解锌	15	2025 年 7 月
新疆昆仑锌业	电解锌	56	2025 年 10 月
新凌铅业	电解锌	5	2026 年
云南华鼎再生资源	电解锌	5	2026 年
吉朗钢业	电解锌	5	2026 年
广西誉升	电解锌	20	2026 年

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 欧美消费增幅放缓，印度消费表现亮眼

全球范围来看，ILZSG数据显示，2025年1-10月全球精炼锌消费量为1143.9万吨，累计同比增加2.25%，其中，欧洲需求累计同比增速3.9%，美洲需求累计同比增速-0.7%。全年消费量预计为1408万吨，同比增加3.9%。

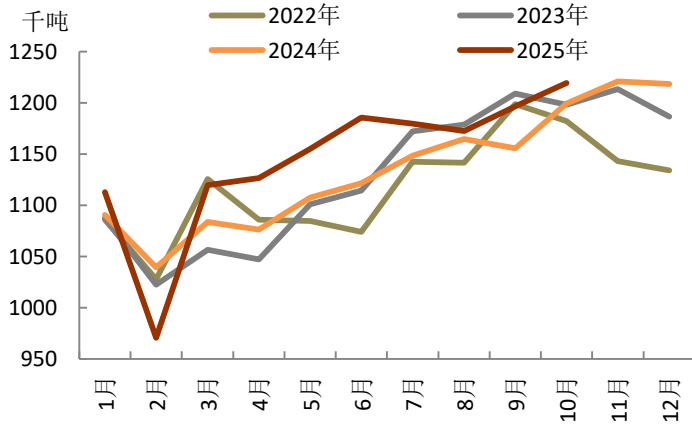
海外分地区来看，近年印度锌需求呈现出从疫情后复苏到加速增长的鲜明态势，核心由基建、汽车等传统领域驱动，且新能源领域正成为新增量。根据国际锌协会数据，2024 年需求迎来爆发，消费量直接攀升至110万吨，超出印度本土锌产量。2025年得益于政府推动的基础设施建设投资，如公路、铁路等项目，以及“印度制造2.0”战略对制造业的促进，锌消费保持较强韧性，全年需求量有望增至120-125万吨。2026年，随着基建项目的持续落地、汽车行业对镀锌钢材的使用率提升，以及新能源项目的集中开工，锌需求将延续扩张态势，全年消费量有望突破135万吨，为海外锌消费提供较强支撑。

美国市场，锌消费呈现温和复苏。传统核心消费领域保持稳定，如持续推进的基础设施更新计划涵盖桥梁、输电塔等公共工程，对镀锌钢材需求持续存在，同时汽车制造在轻量化的背景下，对镀锌高强度钢的采购维持一定规模，支撑锌的基础消费。从1-8月精炼锌累计进口量23.6万吨，累计同比增长了10.8%。2026年，美国经济软着陆的基准假设下，宽松的货币财政环境将为基建、制造业等锌核心消费领域提供稳定发展环境，预计锌消费增长动力将延续。

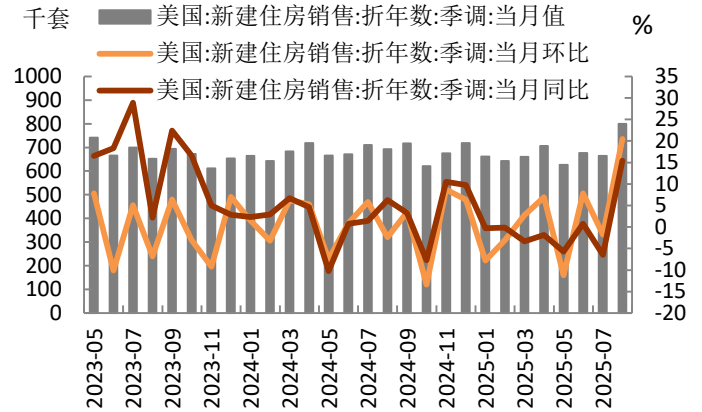
欧洲市场，传统消费板块增速下滑，其中房屋建设持续放缓，屋顶镀层、管道防腐等镀锌需求减少；同时传统燃油车产量承压进一步拉低锌需求。不过，在欧盟“绿色新政”推动

下，风电铁塔、光伏支架等再生能源设备的防腐需求成为锌消费重要增量。2026年欧洲经济有望延续复苏，利于传统消费板块边际改善，同时绿色产业有望继续支撑消费释放。

图表 26 全球精炼锌月度需求情况

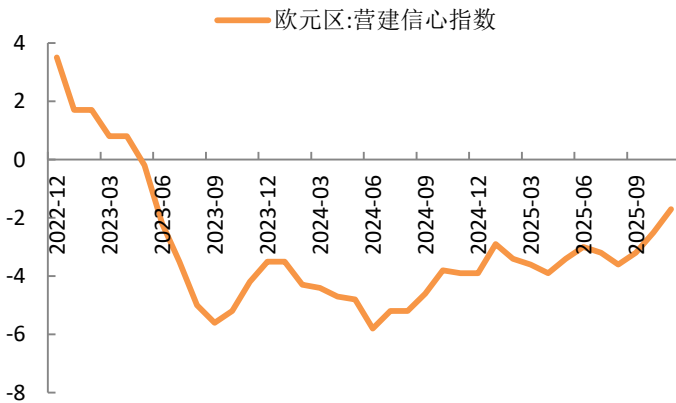


图表 27 美国新建住房销量

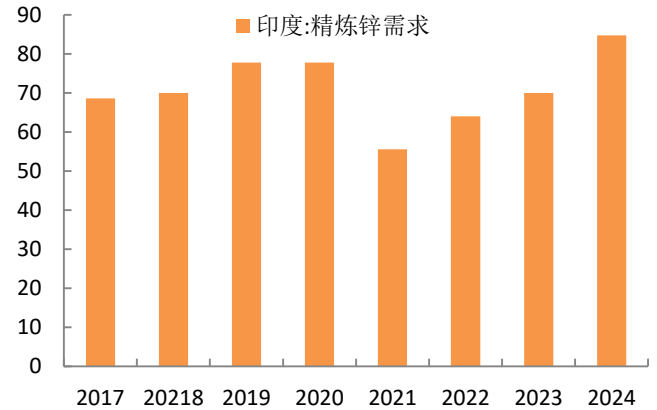


数据来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

图表 28 欧元区营建信心指数



图表 29 印度锌年度消费量 (万吨)



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货, 印度矿业部

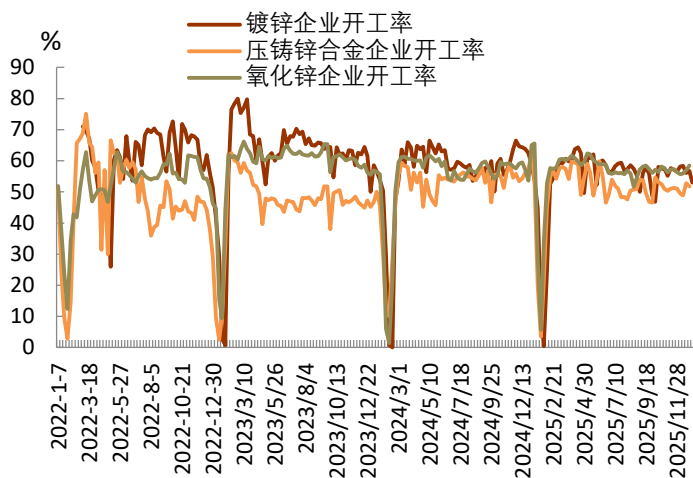
3.3.2 初端企业开工表现偏弱，但初端制品出口表现强劲

2025年12月初端企业开工表现承压，终端消费处于淡季叠加北方环保管控扰动，抑制初端企业开工意愿。其中，镀锌企业开工率维持在同期偏低水平，北方环保影响中下旬企业生产，大型企业生产稳定，且南方部分项目年底开工，支撑镀锌企业开工，但订单同比仍显弱势；压铸锌合金方面，企业开工同比中性，终端订单表现分化，传统五金订单偏弱，电子及出口订单韧性较强；氧化锌企业开工中性偏弱，橡胶、陶瓷及饲料等终端订单延续淡季表现，且部分企业受环保扰动，抑制生产。进入1月，随着终端订单进一步回落，预计初端企业开工延续淡季特征，难有明显提振。

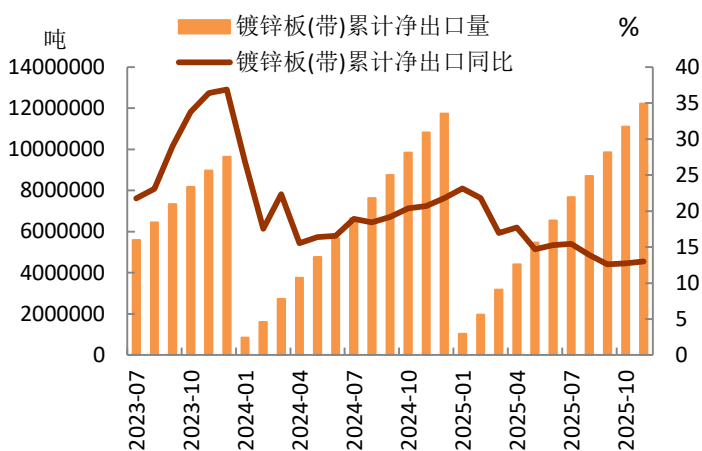
初端产品出口表现较为亮眼，对锌消费起到重要支撑作用。海关数据：2025年11月镀锌

板出口量为118.85万吨，环比减少8.53%，同比增加13.6%，1-11月累计出口量为1293万吨累计同比增加10.4%。主要出口国为：菲律宾、泰国、巴西、日本及韩国等。国内五部委“买单出口”禁令于10月1日实施，政策节点前部分买单集中在9、10月出口，透支了11月出口量，单月出口环比回落符合预期。12月9日，商务部、海关总署发布2025年第79号公告，对部分钢铁产品实施出口许可证管理，其中涵盖镀锌板等产品。预计将带动部分企业抢出口，12月出口量存环比回升的预期。对于2026年，镀锌板出口将继续受益于东南亚国家制造业转移，以及“一带一路”沿线国家基建的提速，但也需持续关注泰国、欧盟等对我国镀锌带钢的反倾销及贸易壁垒的冲击。

图表 30 初端企业开工率



图表 31 镀锌板净出口情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

3.3.3 传统消费表现疲软，新兴消费表现分化

传统消费基建板块：国家统计局数据：2025年1-11月广义、狭义基建投资同比分别为0.1%、-1.1%，前值回落1.4、1.0个百分点，狭义基建累计增速连续2月为负。结构看，水电燃气、交运投资跌幅收窄，水利投资跌幅走阔。高频看，11-12月沥青开工率、水泥发运率仍处低位，实物工作量仍低。

2025年四季度，国家端通过投放新型政策性金融工具、盘活地方债结存限额、提前下达次年地方债务限额等多项财政及准财政政策为基建投资加码，有望助力2026Q1基建投资增速回暖。同时，2026年为“十五五”规划的开局之年，财政政策预计保持持续宽松，除了新增专项债规模扩大外，预计将持续增发超长期特别国债支持“两重”建设，且政策性金融工具也有望持续发力，将支撑基建投资温和反弹，计2026年基建投资实现4-5%左右的增速。

房地产方面：国家统计局数据显示，2025年1-11月地产投资累计同比-15.9%（前值-14.7%）。新开工、施工、竣工面积累计同比为-20.5%、-9.6%、-18.0%，新开工、竣工、施工跌幅均走阔。销售面积同比分别为-7.8%，前值-6.8%，跌幅走扩。11月70城二手房价同比跌幅走阔至

-5.7%，环比跌幅持平于-0.66%，其中一线城市二手房价环比走阔至-1.1%，指向地产量价均继续下行。

地产板块自2021年下半年进入深度调整，已经历四年多的下行周期。“十五五”规划中对未来房地产市场做出新规划，提出“推动房地产高质量发展，加快构建房地产发展新模式”，意味着未来五年房地产市场将加速出清，向新发展模式过度，保障房和好房子供给将增加。2026年房地产政策有望进一步放松，持续用力推动地产止跌回稳。预计竣工面积将触底，考虑到新开工面积领先投资完成额约1年半左右，且新开工面积已磨底近半年，预计2027年地产投资增速有望改善。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，2025年11月汽车产销分别为353.2万辆和342.9万辆，环比分别增长5.1%和3.2%，同比分别增长2.8%和3.4%。1-11月，汽车产销分别完成3123.1万辆和3112.7万辆，同比分别增长11.9%和11.4%。11月汽车出口72.8万辆，环比增长9.3%，同比增长48.5%。1-11月，汽车出口634.3万辆，同比增长18.7%。11月汽车产销延续良好表现，企业抢抓政策窗口期，生产供给依然保持较快节奏，产销环比、同比均实现增长。出口保持较强韧性，单月出口量为历史上首次超过70万辆。全年看，汽车销量有望突破3400万辆，较年初预测高出100万辆，同比增速超8%。

对于2026年，预计汽车产销增速有望放缓，一方面，新能源汽车购置税调整为减半征收，政策退坡或令新能源汽车销量增速放缓；另一方面，12月30日，国家发改委、财政部印发《关于2026年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，其中将汽车报废和置换从“定额”转为“比例”，低价车补贴额缩减。意味着对于中高端车影响较小，但低价车补贴额有所缩减，且部分地方的补贴力度或有所下降，全国补贴或将统一标准。显示政策力度有所减弱，叠加前期消费透支影响下，预计以旧换新政策红利边际减弱。不过汽车销售总体将维持正增长，全年销量有望达3500万辆，增速放缓至2.5-3%左右。

从白色家电方面来看：国家统计局数据显示，2025年1-11月空调累计产量24536.1万台，同比增长1.6%；1-11月冰箱累计产量9934.2万台，同比增长1.2%；1-11月洗衣机累计产量11309.7万台，同比增长6.3%；1-11月彩电累计产量18340.9万台，同比下降2.7%。出口方面，1-11月空调累计出口5513万台，同比下降2.9%；1-11月冰箱累计出口7489万台，同比增长1.3%；1-11月洗衣机累计出口3261万台，同比增长8.5%；1-11月电视累计出口9770万台，同比下降2.7%。2025年家电行业在内外环境双重压力下呈现出分化的格局，内需市场看，受益于“以旧换新”政策推动，行业迎来一波销售高峰，市场监管总局数据显示，1-11月家电以旧换新超1.28亿台。下半年随着政策效应边际递减，家电内销逐步走弱，产销增速同比增速下滑明显。外需方面，抢出口效应逐步减弱后下半年出口压力显现。

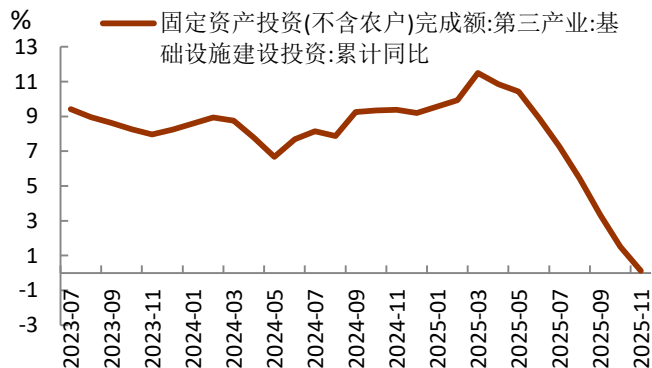
对于2026年，“以旧换新”政策支持有望延续，但力度减弱。12月30日，国家发改委、财政部印发《关于2026年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》中显示，补贴的家电品类有所优化，且补贴比例由20%下调为15%，补贴上限下调为1500元。叠加消费的部分透支，预计政策效果减弱，同时出口段依旧面临关税及贸易壁垒的阻力，预计家电

端占锌消费增速下滑。

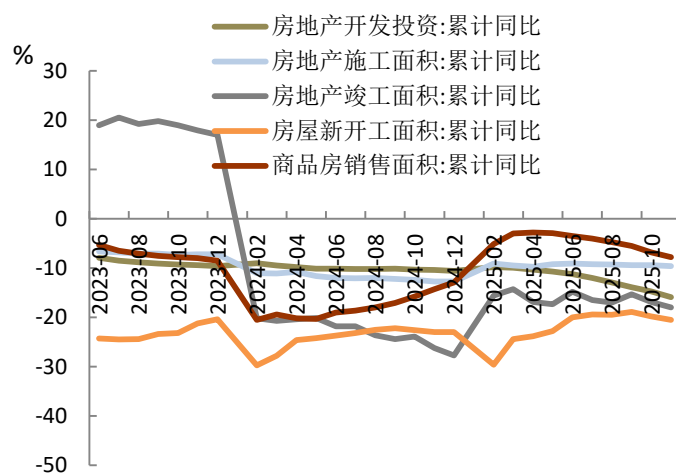
新兴消费板块来看，锌主要以热镀锌和锌铝镁合金的形式用于光伏支架，锌铝镁钢边框则可以为光伏组件提供物理支撑。根据国家能源局数据，2025年11月光伏新增装机22.02GW，同比减少11.92%，环比增加74.76%。1-11月累计装机274.89GW，同比增长33.25%。11月单月新增装机量已较5月份后有了明显的上涨，全年看，预计光伏新增装机量有望达280-300GW。对于2026年，受高基数及136号文的影响，光伏行业将迎来拐点，光伏新增装机量或呈现负增长至230GW，同比减少18%。

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11月风电新增装机量为12.5GW，同比增加109.92%，1-11月累计新增装机量为82.5GW，累计同比增加59.42%。2025年在政策呵护及2024年巨量招标订单释放的带动下，风电行业呈现爆发式增长。全年看，预计风电新增装机量有望达110GW，同比增37.8%。对于2026年，风电行业将保持稳定增长。“十五五”规划聚焦风电与储能、氢能等技术的融合，且广东、山东等沿海省份聚焦海上风电集群建设，内蒙古、新疆等资源大省则持续推进大型风电基地建设。政策产业多维度发力，预计2026年风电新增装机量有望达130GW，同比增速18.2%。

图表 32 基建投资存修复预期

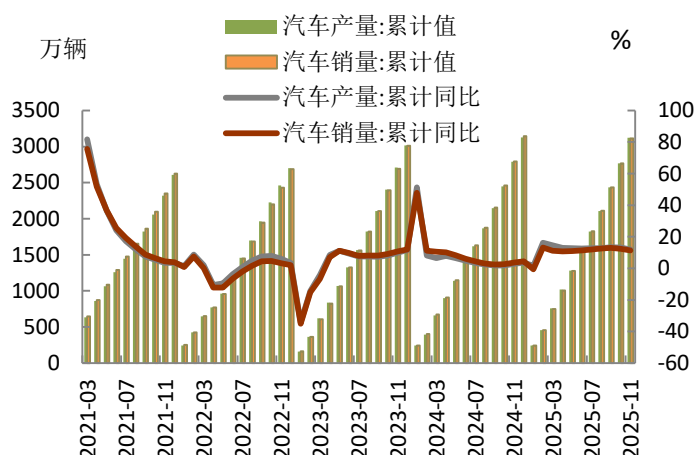


图表 33 地产板块持续磨底

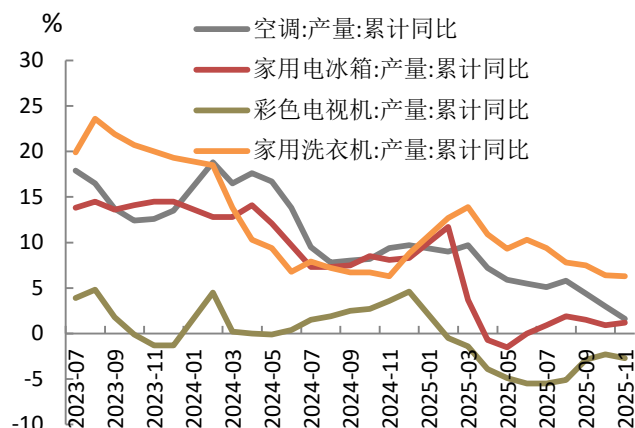


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 34 汽车产销情况

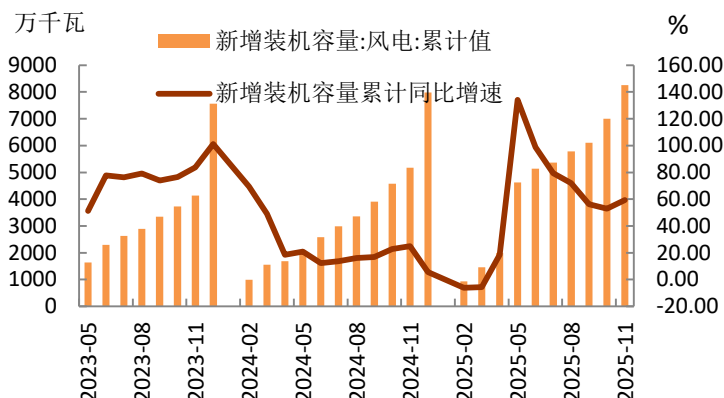


图表 35 白色家电产量情况

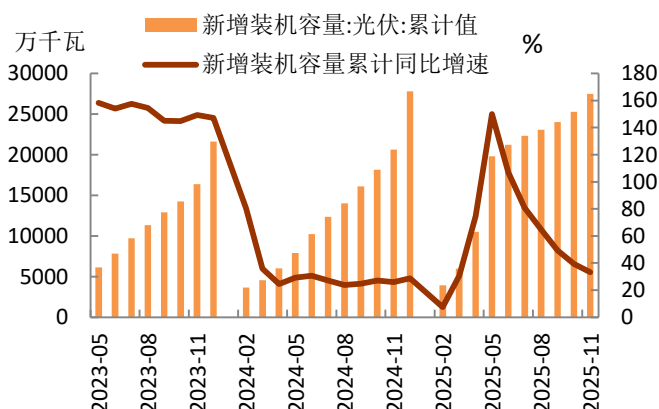


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 36 风电新增装机量情况



图表 37 光伏新增装机量情况



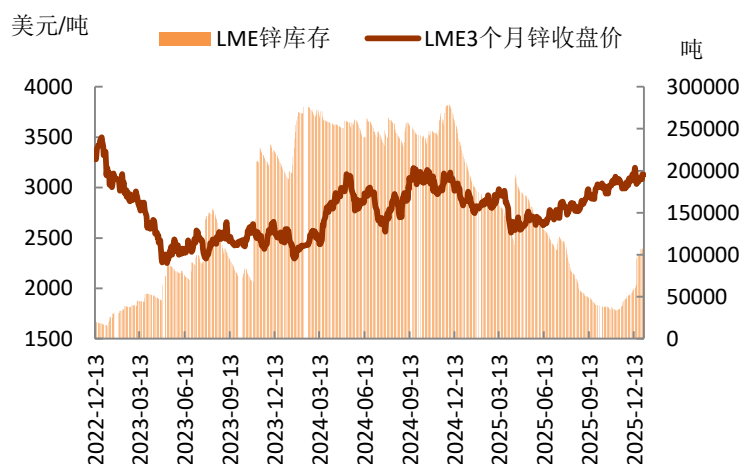
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

3.4 全球显性库存偏低

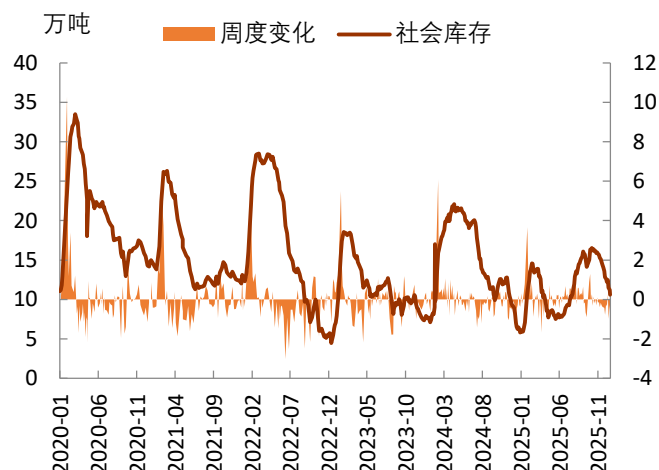
2025年12月内外库存表现分化，LME库存明显回升，国内社会库存去库显著。LME月度累库57700吨至107625吨。一方面国内锌锭出口逐步兑现，另一方年，随着交易所持仓限额制度调整预期强化，带动部分隐性库存显性化，LME库存回升至10万吨上方，且LME0-3现货转为小幅贴水结构，挤仓风险的支撑逻辑不再。不过当前LME库存绝对水平仍处于中性偏低水平，且26年海外炼厂复产空间有限，库存或难以大幅回升。

12月国内延续去库态势，截止至12月31日，社会库存为10.61万吨，月度减少4.2万吨。一方面炼厂检修较多，叠加锌锭出口带动；另一方面，下游消费韧性尚存且元旦节前部分备货，去库较显著。进入26年1月，随着炼厂复产及锌锭出口窗口关闭，供应边际回升，且消费逐步转弱，供增需弱，预计去库放缓。

图表 38 LME 库存维持低位



图表 39 国内库存维持高位



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

四、总结与后市展望

宏观面，美国就业及通胀数据不改美联储宽松预期，叠加美联储新任鸽派主席人选概率较大，也助力宽松货币政策的大方向。国内积极政策持续发力呵护经济回暖进程，央行明确加大逆周期与跨周期调节力度，后续降息降准可期。

供应端看，地缘风险推升了资源的溢价，拉美地区作为全球锌矿核心产区，其锌矿储量占比约 17%，产量占比约 24%，区域局势变化对全球锌矿供应格局影响深远。与此同时，若美国与伊朗局势进一步恶化，将显著冲击国内锌矿及锌锭进口渠道。当前供应看，沪伦比价修复后，锌矿进口亏损收窄，加工费跌势放缓，且锌价回升修复炼厂利润，生产积极性有所改善。前期检修炼厂复产，1 月精炼锌预计环比增至 56.94 万吨。同时，锌锭出口预期减弱，供应端支撑边际减弱。

需求端看，传统消费领域表现承压，基建户外施工季节性回落，汽车、家电以旧换新政策支持力度边际减弱，房地产延续弱势；光伏装机量环比修复，镀板出口及风光装机保有韧性。但终端订单整体走弱，仍对初端企业开工形成压制。

整体来看，国内外货币宽松预期升温，叠加资源端溢价提振市场做多情绪，锌价处于低估值区间，资金入场驱动补涨行情。不过价格走势与基本面存在一定背离，供增需弱的背景下库或有放缓，需警惕资金退潮、市场回归基本面定价逻辑时价格的调整风险。预计 1 月期价高位宽幅震荡。

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。