

2026 年 2 月 6 日



资金退潮回归基本面

锌价承压调整

核心观点及策略

- 宏观面，特朗普提名沃什为下任美联储主席，市场修正降息预期，“去美元化”交易暂缓。国内 2025 年 GDP 目标达成，但经济内生增长动力仍显不足，开年政策预计将保持积极。
- 供应端看，海外锌矿新增规模下修，叠加美伊局势存在变数，锌矿供应的潜在扰动风险上升。国内北方矿山预计到 3 月底才全面复工，加工费保持低位强化成本端支撑。同时，欧美天然气价格上行推升海外炼厂生产成本，减停产预期增加。国内精炼锌 2 月供应预计环比减少 5 万吨，降幅较大。且目前沪伦比价平稳，精炼锌进出口窗口均处于关闭状态。国内外供应端压力均呈边际回落态势。
- 需求端，终端消费受季节性因素影响明显走弱，年末项目结算、工人提前返乡导致基建实物量表现偏低；生产淡季下家电企业排产同比降幅较大；政策力度边际放缓、部分消费提前透支拖累汽车产销增速预期，镀锌板抢出口效应消退，光伏行业高基数背景下同比增速亦受压制。原料价格高企及终端订单疲软形成双重制约，初端加工企业春节放假时间较往年提前，且停工周期有所拉长，需求端疲软态势凸显。
- 综合来看，短期多重因素对锌价形成压制，沃什的鹰派政策主张提振美元走势、需求季节性走弱、交易所严监管，叠加节前资金减持需求上升，预计 2 月锌价承压调整。中长期视角下，全球货币宽松大方向未改，且锌矿供应的潜在扰动对锌价构成底部支撑，但新兴消费占比偏低，需求端缺乏核心驱动叙事，供需维持小幅过剩的预期，锌价上涨空间受明显限制，走势仍将以宽幅震荡为主。
- 风险因素：宏观及海外能源波动风险

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 2026 年海外锌矿新增量下修，全球锌精矿供应增速调整至 3.31%.....	7
3.1.2 国产矿加工费弱稳，锌矿进口量保持高位.....	10
3.2 精炼锌供应情况.....	11
3.2.1 欧美天然气走强，海外炼厂成本抬升.....	11
3.2.2 1 2 月精炼锌供应环比降幅较大，锌锭进出口窗口均关闭.....	12
3.3 精炼锌需求情况.....	14
3.3.1 海外消费好坏参半，区域分化.....	14
3.3.2 初端企业开工季节性回落，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	19

图表目录

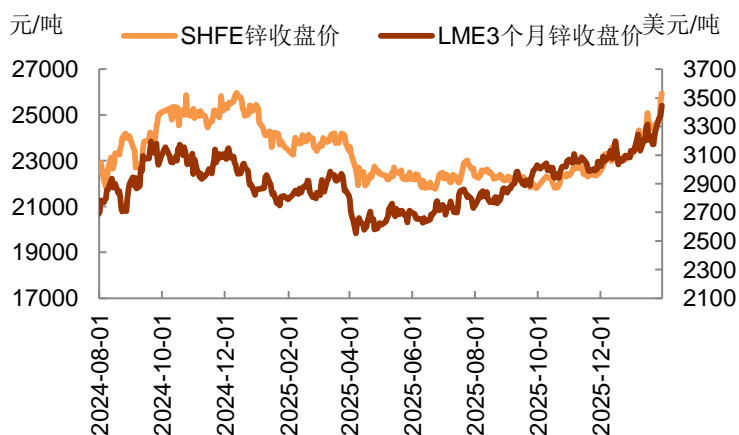
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势	4
图表 2 美国通胀情况.....	6
图表 3 美国利率水平	6
图表 4 美国就业市场.....	6
图表 5 美国 ISM 制造业 PMI.....	6
图表 6 欧元区通胀情况.....	7
图表 7 欧元区利率水平.....	7
图表 8 国内 PMI 数据.....	7
图表 9 国内重要经济指标.....	7
图表 10 全球锌矿年度产量情况.....	8
图表 11 国内锌矿月度产量情况.....	8
图表 12 2025 年-2026 国内锌矿新增情况（万金属吨）	9
图表 13 2025-2026 年海外锌矿产量增减情况（万金属吨）	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.....	11
图表 17 长协加工费.....	11
图表 18 全球精炼锌月度产量情况.....	12
图表 19 欧洲天然气价格.....	12
图表 20 2025 年海外炼厂事件汇总（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）	13
图表 26 全球精炼锌月度需求情况.....	14
图表 27 美国新建住房销量.....	14
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.....	18
图表 35 白色家电产量情况.....	18
图表 36 风电新增装机量情况.....	18
图表 37 光伏新增装机量情况.....	18
图表 38 LME 库存窄幅波动	19
图表 39 国内步入春节累库.....	19

一、锌市场行情回顾

2026年1月沪锌主力超预期上涨，月末刷新2022年5月初以来的高点26985元/吨，随后高位调整，最终收至25835元/吨，月度涨幅达11%。开年宏观叙事、资源风险溢价及去美元化交易主导市场，贵金属不断刷新历史新高的背景下，资金热强高亢，且外溢至工业金属，铜铝跟随相继刷新历史新高，而锌作为估值较低的有色品种，多头资金入场。此外，月下旬美国寒潮来袭，带动欧美天然气大涨，且美伊局势激化，不仅对锌矿供应构成扰动，且增加了全球能源成本抬升的预期，市场担忧欧洲炼厂被动减产压力增加。在宏观资金及供应端支撑的共同助推下，沪锌主力强势突破上涨。

伦锌延续了2025年4月初以来的反弹走势，于1月29日刷新2022年8月底以来的新高点3575美元/吨，主要受美元承压、锌矿供应收紧预期及欧洲炼厂成本抬升的支撑，不过受沃什担任美联储下任主席人选概率增大，市场对此前较乐观降息预期做出修正，美元低位反弹，伦锌回吐部分涨幅，最终收至3370美元/吨，月度涨幅为7.81%。

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。1月ISM制造业PMI指数从前一个月的47.9大幅升至52.6，远高于预期的48.5，主要受新订单和产出稳健增长的提振。服务业PMI指数为53.8，持平于2024年10月以来的最高水平，好于预期，商业活动回升支撑了指数。就业进一步放缓，1月ADP就业数据显著不及预期，仅新增2.2万人。因联邦政府部分停摆，非农就业报告推迟至2月11日发布，CPI数据改至2月13日公布。不过疲软的就业数据可能强化美联储官员对经济前景的审慎评估，

关注非农数据的进一步验证。通胀方面，温和上升，12月 CPI 反弹幅度不及预期，核心 CPI 环比增速 0.2%，低于预期的 0.3%；CPI环比0.3%，符合预期；核心PPI环比上行至0.7%，高于预期的0.2%，但进入PCE的分项相对温和。

货币政策上，1月28日，美联储议息会议如期暂停降息，维持联邦基金利率在3.5%-3.75%，且对于美国经济、就业和通胀表态都更加乐观。会后鲍威尔依然给出了模糊化的前瞻性指引，但表态总体略偏鹰，后续重启降息面临了更大的不确定性。此外，特朗普提名沃什为下一届美联储主席，对全球资产构成强烈冲击。沃什主张“降息+缩表”，即“利率端略偏鸽、资产负债表端偏鹰”，其政策取向强化了市场对流动性边际收紧的判断，市场对乐观降息预期做出快速修正。不过沃什5月16日才正式接任美联储主席，当前美联储依赖前瞻指引和预期管理，在其上任前大概率不会出现显著变化。同时，待其正式上任后，如何平衡降息与缩表以及如何持续维护美联储的独立性，都存在一定不确定性，还是要跟踪其政策理念去做进一步的判断。

整体来看，美国经济数据喜忧参半，制造业明显改善，利率市场维持年内美联储降息2次的基准假设，货币宽松的大方向尚未反转，后期需要关注沃什的公开发言，以判断其上任后的政策理念。同时，“去美元化”的叙事交易阶段性放缓，但美元因此持续反弹的概率相对较低。

2.2 欧元区

欧元区经济延续温和复苏。2025年四季度欧元区 GDP 环比0.3%，与三季度持平，高于市场预期0.2%，实现连续9个季度扩张。欧元区1月制造业PMI终值49.5，高于12月创下的九个月低点48.8，也略高于初值49.4。其中，德国1月制造业PMI较预期及前值高出0.4，得益于新订单小幅增加，为三个月来首次上升。法国制造业继续扩张，得益于欧洲增加国防和军事开支的计划。1月通胀数据总体低于市场预期，其中HICP同比升幅为2024年9月以来新低，核心HICP同比升幅为2021年10月以来最小。服务项同比升3.2%，连续两个月下降，成为通胀下行的主因。货币政策上，欧洲央行将存款利率维持在2%不变，这是自去年6月以来连续第五次暂停降息，符合市场预期。欧洲央行在声明中未就下一步政策行动提供指引，重申将依据未来数据作出判断。表示尽管欧元区经济仍展现出一定韧性，但受贸易政策不明朗和地缘政治紧张局势的影响，经济前景依然高度不确定。

整体看，欧元区经济延续温和复苏态势，同时通胀持续降温，HICP连续两个月低于欧洲央行2%的政策目标，支持欧央行连续第五次暂停降息的利率决策。同时，对于未来降息路径欧央行延续偏谨慎的表述，维持受经济数据指引。

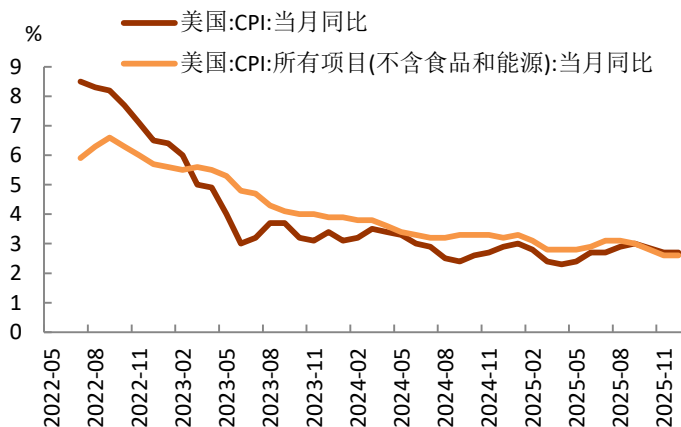
2.3 中国

国内2025年四季度实际GDP同比4.5%，全年实际GDP同比5%，全年经济目标达成。分项上

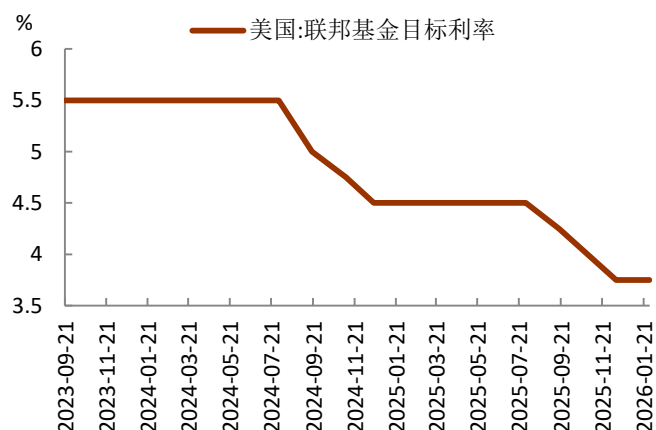
看，出口持续偏强超市场预期，通胀指标自三季度以来低位回升；下半年投资及消费增速加速下滑拖累GDO季度同比增速。从12月单月数据看，出口同比增6.6%，高于预期及前值，受海外制造业回暖及“一带一路”国家建设的带动；12月工业增加值同比5.2%，高于前值及预期，受出口交货走强的影响。但是，12月社零同比0.9%，低于前值和预期，连续7个月回落。固定资产投资同比-15.1%，连续7个月为负；其中地产、制造业、基建增速均继续下行。从经济前瞻指标看，1月官方制造业PMI为49.3%，低于前值50.1%；非制造业PMI为49.4%，低于前值50.2%；综合PMI为49.8%，低于前值50.7%。开年首月制造业PMI重回荣枯线下方，且弱于季节性。分分项看，供需回落，尤其是新订单指数，部分受到春节假期临近的影响，显示当前经济仍处于“弱现实”阶段，本质在于内需不足。

整体来看，2025年国内经济平稳收官，全年GDP目标达成，但经济内生驱动仍显不足。进入2026年，随着两新政策、财政金融一揽子政策等陆续下达，指向政策端靠前发力，经济“开门红”可期。后期需要关注地方两会、央行降准降息表态及财政发力节奏等。

图表 2 美国通胀情况

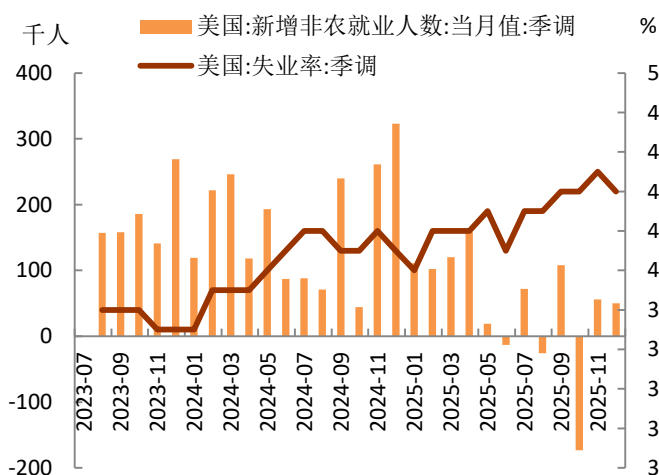


图表 3 美国利率水平

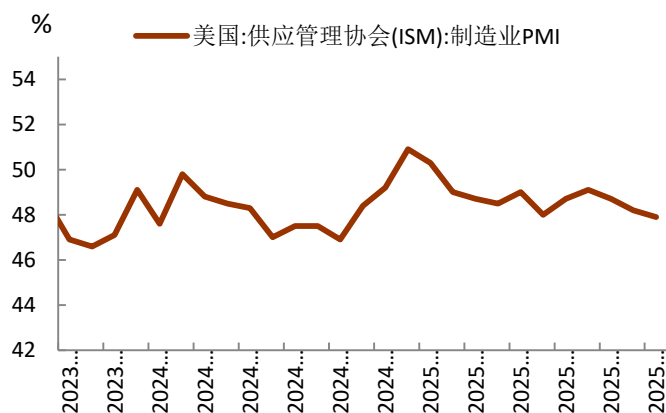


数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 4 美国就业市场

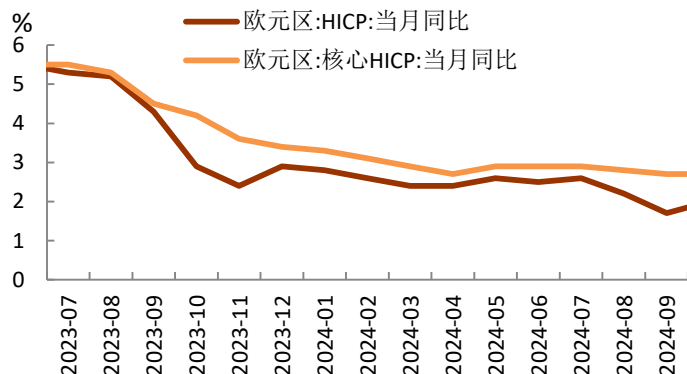


图表 5 美国 ISM 制造业 PMI

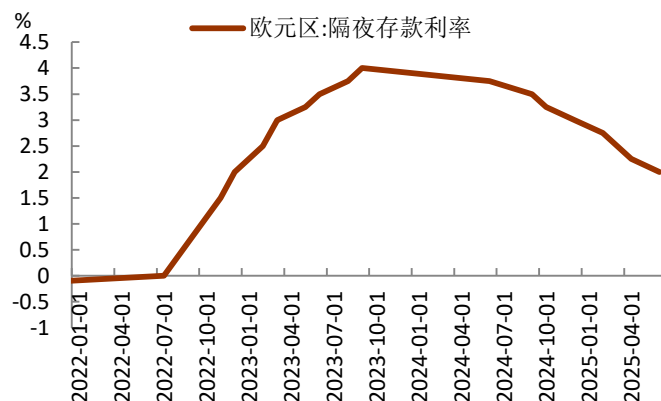


数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

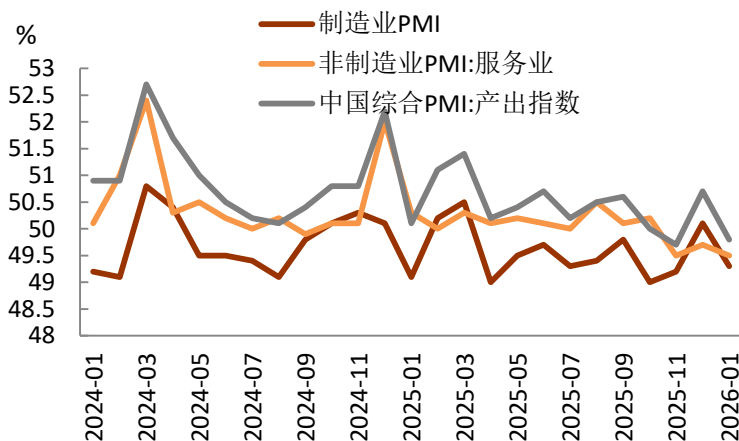


图表 7 欧元区利率水平

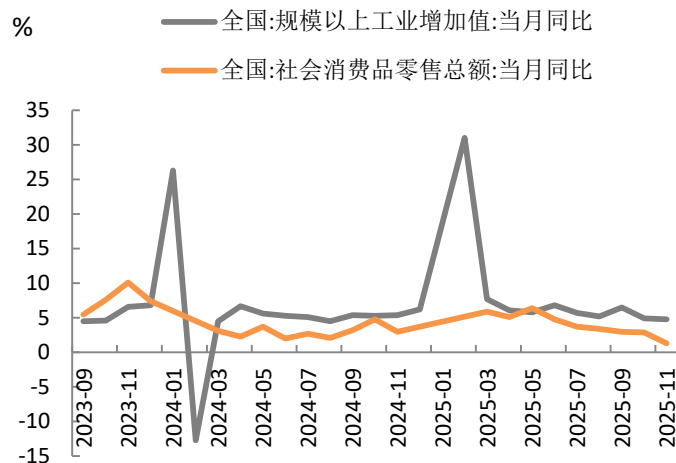


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

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 2026 年海外锌矿新增量下修, 全球锌精矿供应增速调整至 3.31%

近期部分海外矿企公布财报, 其中Teck2025年的锌精矿产量为56.5万吨, 处于产量指引偏高位。2026年至2028年的年度产量指导没有变化, 但将Antamina矿2026年产量指引由5.5-6.5万吨下调至3.5-4.5万吨。MMG 2025年锌矿总产量增长6%到23.2万吨, 受益于Dugald River创纪录表现。预计2026年产量在21.5-23.5万吨。Ivanhoe Mines2025年锌矿产量达20.3168万吨, 其中2025Q4创下了61444吨的季度纪录, 达到了指导目标。预计2026年Kipushi矿锌产量指导

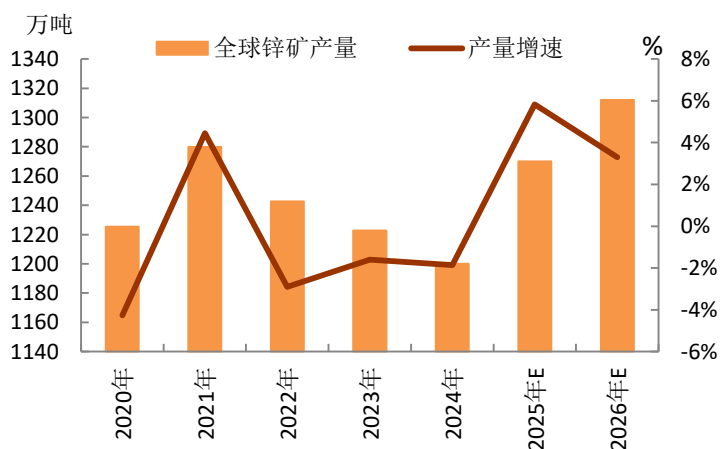
为24-29万吨，较此前小幅上调。

此外，近期海外部分矿山存扰动，其中月初，受季风降雨影响，澳大利亚昆士兰州西北部洪水对当地矿石与精矿运输构成潜在扰动风险。1月23日消息，Gold Resource位于墨西哥瓦哈卡州的Don David金矿目前发生非法封路事件，已导致矿山临时停产并对产量产生影响。锌矿为Don David 金矿的伴生产品，年度产量有限。1月22日消息，由于社区抗议活动导致矿区道路被非法封堵，Nexa暂停Atacocha露天矿生产。不过Atacocha矿山周度锌产量约200吨，仅占Nexa总体产量的不足3%，且目前暂未产量构成实质性影响。

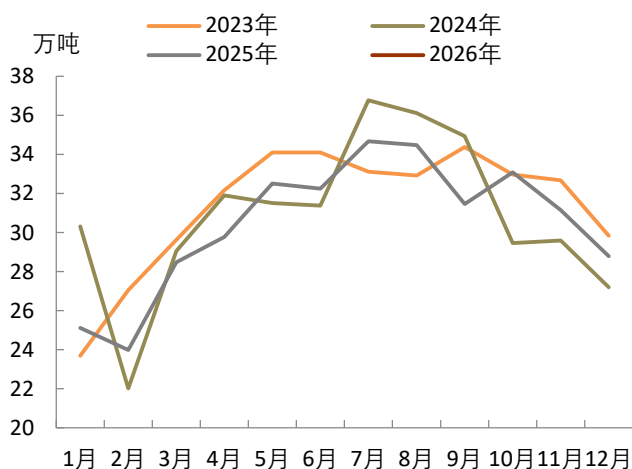
SMM数据显示，国内2025年全年锌矿产量365.7万吨，同比减少1.21%。目前尚处北方矿山季节性生产淡季，预计2026年1月锌矿产量29.26万吨，环比增加1.67%，同比增加16.53%。全年看，火烧云、银珠山、兰坪金顶、贵州猪拱塘及郭家沟等项目产量释放，预计增量在30万吨左右。

整体看，开年海外矿山扰动增加，洪水、罢工、封路等事件对短期供应构成干扰，此外，伊朗地区地缘局势具有较大不确定性，锌矿生产运输存潜在风险，且部分矿山产量下修，海外锌矿实际供应量或低于预期，我们将2026年海外锌矿增量由20万吨下调至13万吨左右。国内锌矿增量维持30万吨的预估量，需要持续关注火烧云等项目释放进度。总体看，2026年全球锌矿产量增速下滑，且呈现结构分化的特征，供需格局转向紧平衡。

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	15.3	6.18	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	18.7	-27.7	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	65.5	12.48	

数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

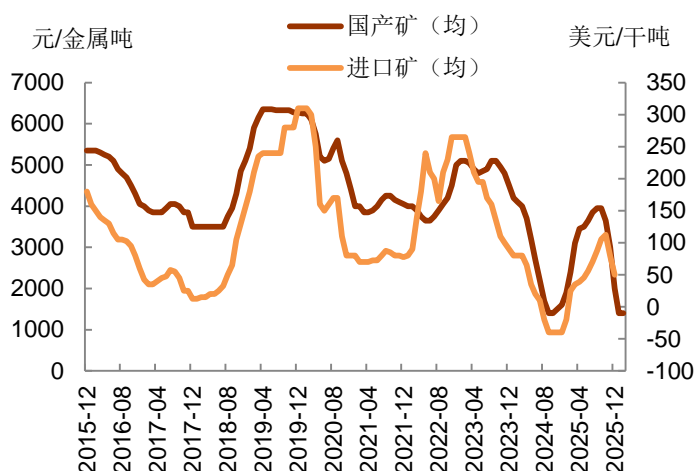
3.1.2 国产矿加工费弱稳，锌矿进口量保持高位

SMM数据显示2026年2月国产锌矿加工费均值环比持平于1400元/金属吨。2025年12月中旬以来锌矿进口窗口维持开启，进口补充预期增强，同时炼厂原料水平保持健康，需求减弱，使得国产矿加工费跌势放缓逐步企稳。进口矿报价保持低位，普通报盘在20~30美元/干吨附近，Antamina锌精矿招标低至-7美元/干吨左右。总体看，在北方矿山季节性生产恢复前，国产锌矿报价预计弱稳，高富含进口矿报价仍显承压。

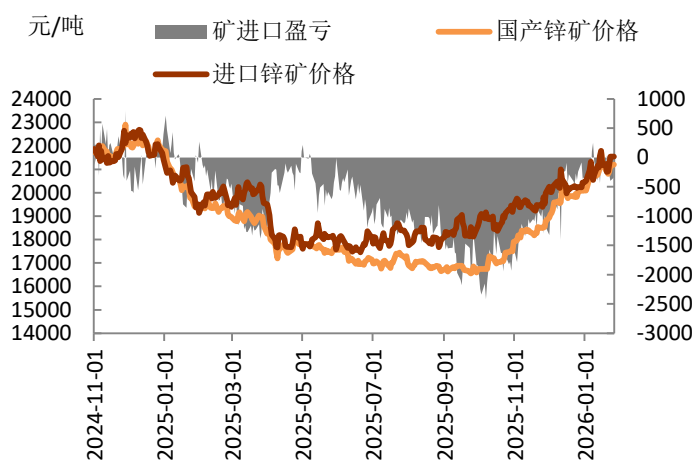
长协加工费来看，海外部分矿山产量指引下调，且美伊地缘局势不明朗，海外锌矿供应较此前存收窄预期。同时，进口矿现货加工费维持低位，对长协加工费谈判指引构成压力。2026年Barchmark修复空间或有限，预计在100-120美元/干吨。

进口情况看，海关数据显示，2025年12月进口锌精矿46.25万吨（实物吨），环比减少10.87%，同比增加1.15%，1-12月累计锌精矿进口量为533.05万吨（实物吨），累计同比增加30.1%。主要进口国为：秘鲁、澳大利亚、南非、刚果金、俄罗斯及哈萨克斯坦等。受周期到货影响，澳大利亚进口货源到港环比减少，符合预计全，12月上旬沪伦比价快速修复后，锌矿进口窗口开启，但炼厂冬储基本完成，对进口货源采购意愿不足，散单采购有限。不过随着炼厂锁单进口货源陆续到港，预计1月进口量环比小增。

图表 14 内外加工费分化

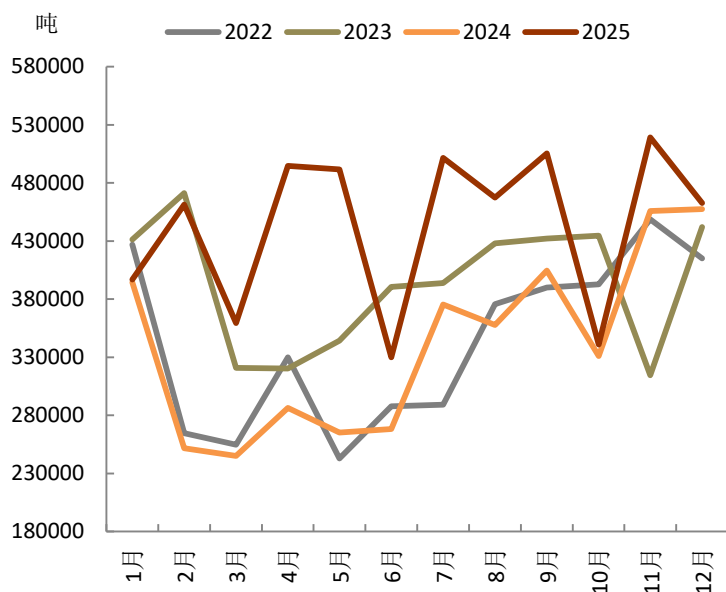


图表 15 锌矿进口盈亏

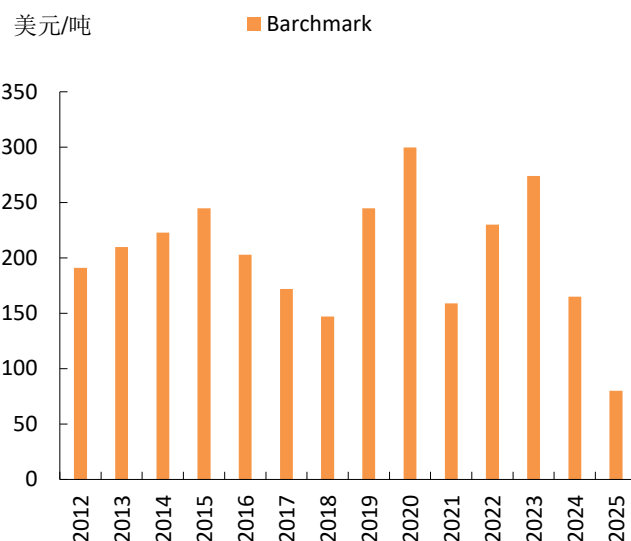


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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

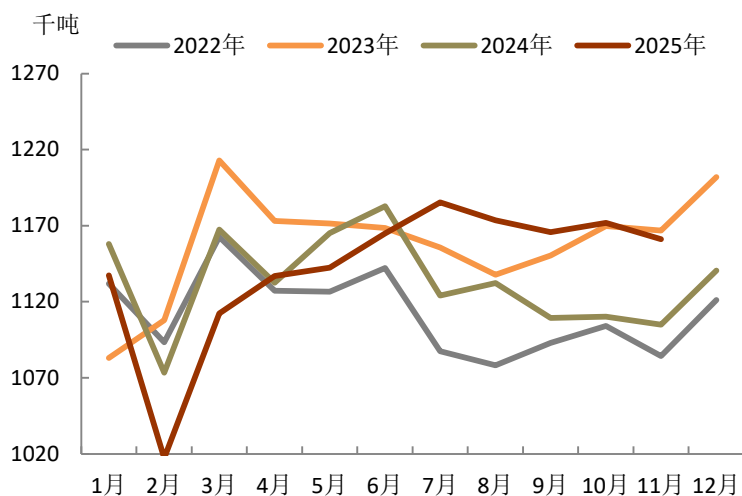
3.2 精炼锌供应情况

3.2.1 欧美天然气走强，海外炼厂成本抬升

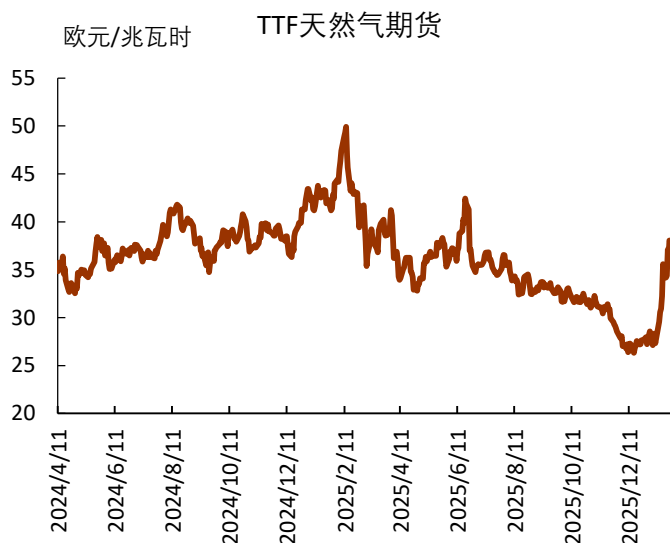
ILZSG数据显示，2025年1-11月全球精炼锌产量为1256.9万吨，累计同比增加0.87%。其中，1-11月海外精炼锌累计产量同比减少3.93%，中国累计产量同比增加6.13%。全年产量预计达1416万吨，同比增加4.12%。

1月中下旬，美国、欧洲及东北亚集体迎来今冬首场强寒流，寒冷的天气直接推升天然气价格。欧洲基准天然气交易价格（TTF）自年初以来已上涨约41.4%达每兆瓦时40欧元，抬升了欧洲冶炼厂的生产成本，叠加当前锌矿加工费维持低位，一定程度上压缩炼厂利润，短期利好锌价。中长期看，2026年仍为全球LNG出口产能的投产大年，欧洲地区天然气供应宽幅格局不改，随着寒潮结束后，预计天然气价格走势有望回归正常区间，较难出现类似2022年的极端行情。

图表 18 全球精炼锌月度产量情况



图表 19 欧洲天然气价格



数据来源: Mysteel, iFinD, 铜冠金源期货

图表 20 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	

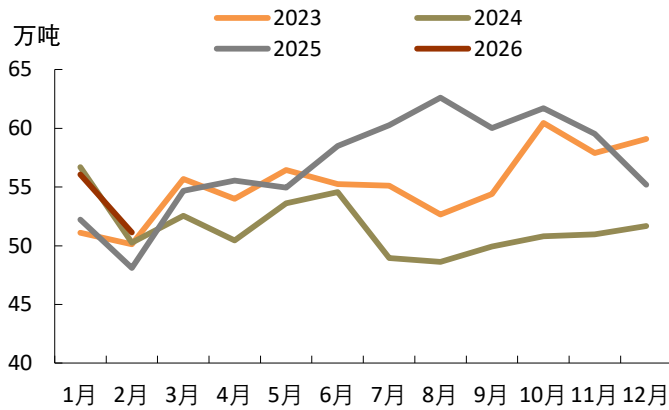
数据来源: 新闻整理, 铜冠金源期货

3.2.2 1 2 月精炼锌供应环比降幅较大, 锌锭进出口窗口均关闭

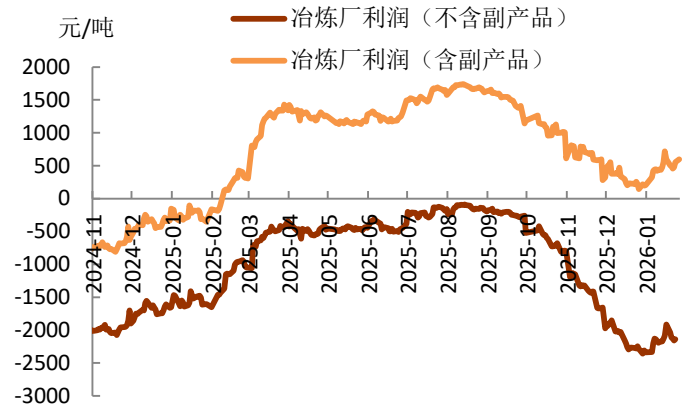
SMM: 2026年1月精炼锌月度产量为56.06万吨, 环比增加1.54%, 同比增加7.35%, 略低于预期; 预计2月产量环比回落8.78%或4.92万吨至51.14万吨。1月炼厂复产增多贡献主要增量, 进入2月除了自然天数减少外, 部分炼厂春节停产检修, 带来较大减量, 检修炼厂主要集中在云南、四川、新疆及湖南等地区, 供应端压力季节性减弱。

进出口方面, 海关数据显示, 2025年12月精炼锌进口量0.87万吨, 环比减少51.94%。1-12月累计进口量30.4万吨, 累计同比减少31.78%。12月出口量2.72万吨, 12月净出口1.85万吨。主要进口国为: 哈萨克斯坦、伊朗、澳大利亚、西班牙及秘鲁等, 主要出口国为: 中国台湾、新加坡、中国香港、越南等。12月中旬起锌锭出口窗口关闭, 进口亏损收窄至2500元/吨附近, 当月进出口情况符合预期。对于2026年1月, 沪伦比价僵持在7.6附近, 锌锭进出口窗口均保持关闭, 预计进口量仍以长单未出, 出口量环比大幅减少, 锌锭预计重回小幅净进口状态。

图表 21 国内精炼锌月度产量

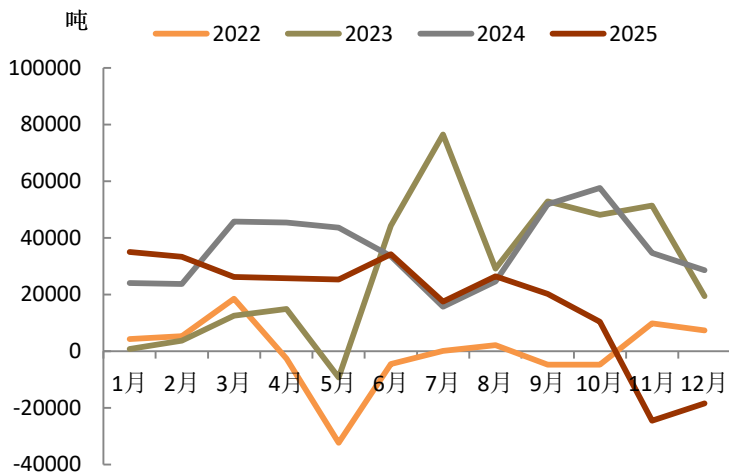


图表 22 冶炼厂生产利润

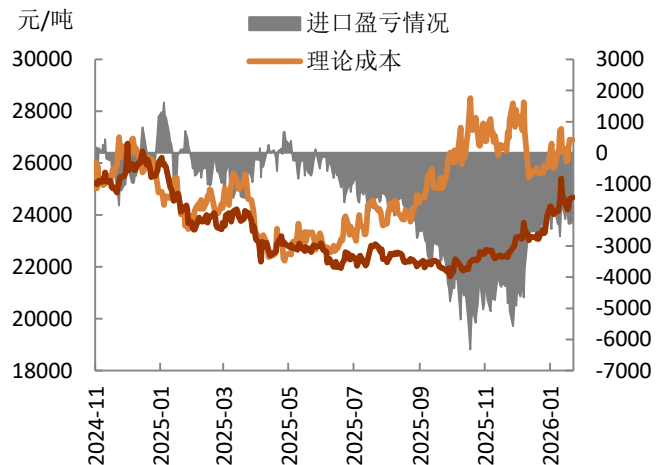


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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

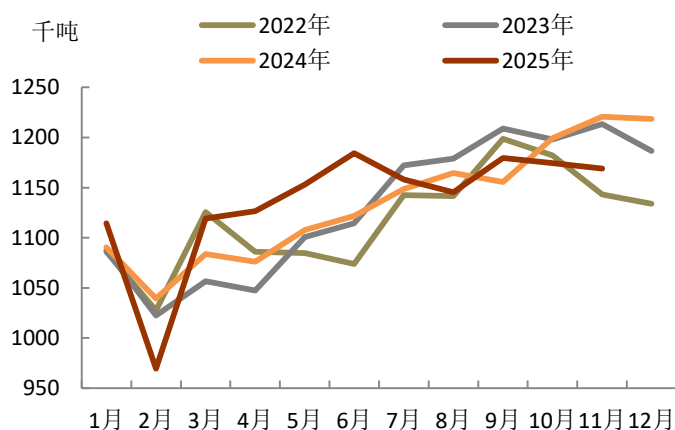
3.3.1 海外消费好坏参半，区域分化

全球范围来看，ILZSG数据显示，2025年1-11月全球精炼锌消费量为1249.4万吨，累计同比增加0.7%，其中，欧洲需求累计同比增速3.1%，美洲需求累计同比增速-1.06%。全年消费量预计为1408万吨，同比增加3.9%。

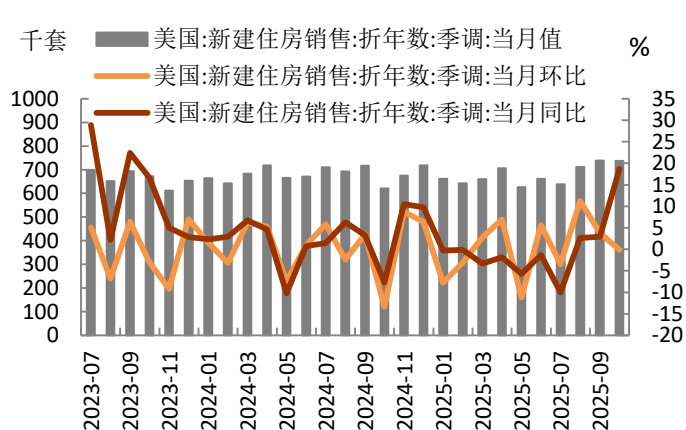
高频数据看，美国12月成屋销售总数年化435万户，创下2023年2月以来最高水平，但12月待售房屋销售指数实际下降9.3%，跌至五个月低点，显示市场交易活跃度存在短期波动。目前30年期固定利率抵押贷款降至6.1%附近，维持在近年低位。利率的下行，降低了消费者的购房成本，但房价维持高位，依旧对消费者构成压力。美国商务部经济分析局数据显示，2025年12月，美国汽车销量同比下降3.1%，销量达到149.14万辆，连续三个月同比下降；2025年，美国汽车销量达到1664.17万辆，同比增长1.8%。欧洲市场，2025年12月欧元区营建信心指数为-1.3，连续四个月回升。欧洲汽车制造商协会（ACEA）的数据显示，2025年12月份欧盟、英国和欧洲自由贸易联盟地区的汽车销量增长7.6%，达到120万辆，连续6个月同比正增长；全年销量增长2.4%，达到1330万辆。

整体来看，年初美国地产市场在利率下行的推动下出现回暖迹象，但依旧面临房价高企、购房者负担能力有限的挑战，欧洲购房信心延续缓慢修复。欧美汽车市场表现分化，美国车市修复节奏放缓，欧洲车市保持良好态势。总体看，欧美制造业消费好坏参半，支撑镀锌消费保持一定韧性。

图表 26 全球精炼锌月度需求情况

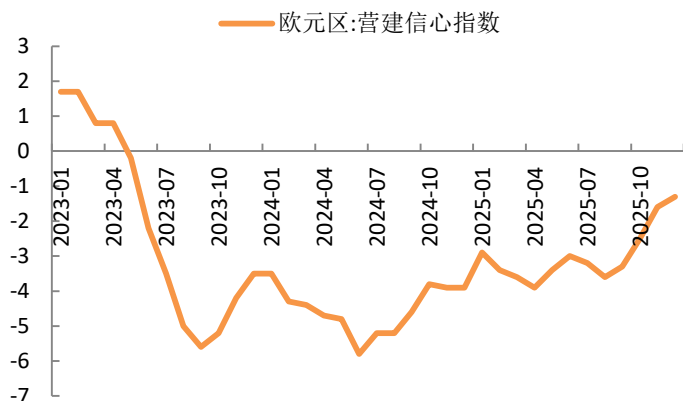


图表 27 美国新建住房销量

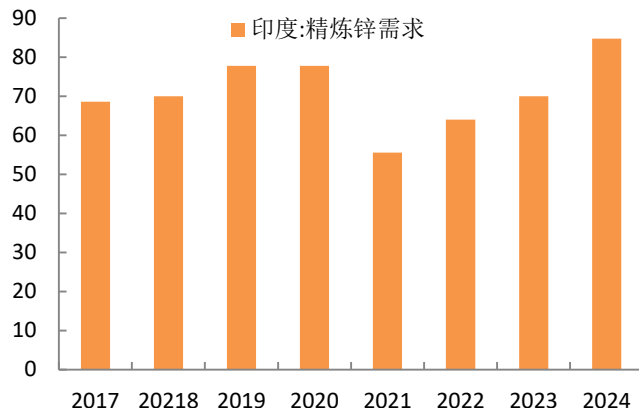


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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）



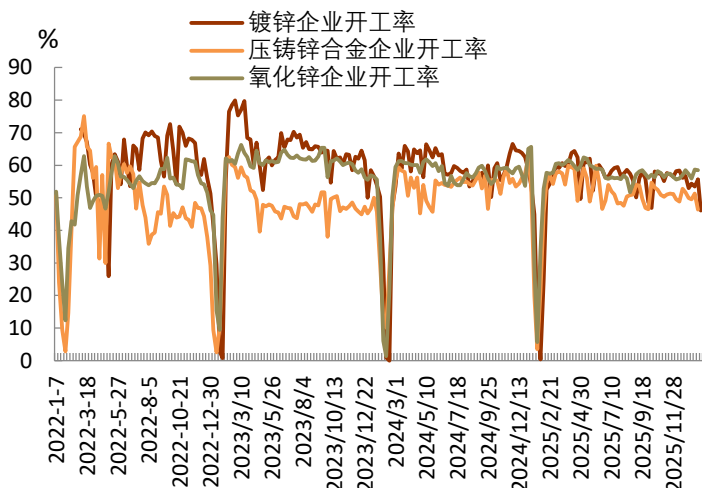
数据来源：iFinD，铜冠金源期货，印度矿业部

3.3.2 初端企业开工季节性回落，初端制品出口表现强劲

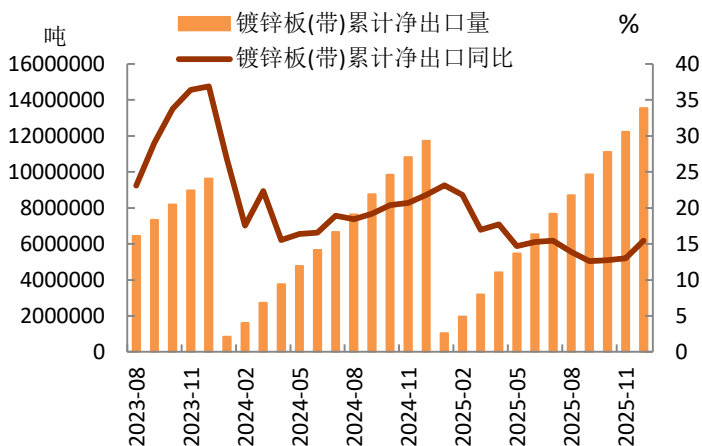
当前处于消费淡季，叠加冬季北方环保扰动频发，抑制下游初端企业开工，1月企业开工率逐步回落，尤其是1月底，受原料锌价大幅上涨的影响，终端订单不足，价格难有效自上而下传导，初端企业选择提前放假应对，镀锌、压铸锌合金企业开工降幅明显，氧化锌企业开工小幅回落，截止至1月29日，镀锌、压铸锌合金及氧化锌企业开工率分别为46.09%、46.37%、58.52%。2月恰逢春节假期，初端企业放假增多，据调研，镀锌企业基本于2月10日前停工，集中在2月24-26日复工，个别在元宵节后复工；放假较往年提前且减停产规模较往年扩大；合金企业集中在2月2-10日陆续停工，少数计划2月末复工，多数在元宵节后复工，年初锌铝一度倒挂，锌合金加工费不断上涨难以覆盖成本，企业放假时长高于往年；氧化锌企业放假周期较高于往年，且对节后订单保持谨慎，保持低库存，按需生产。总体看，初端企业不看好消费，且受原料高企拖累，放假周期及规模高于往年，企业开工下滑程度预计同比增大。

海关数据:2025年12月镀锌板出口量为138.91万吨,环比增加16.87%,同比增加34.82%，2025年1-12月累计镀锌板出口量为1432.14万吨，累计同比增加12.36%。主要出口国为：菲律宾、泰国、韩国、越南、巴西等。12月镀锌板出口量刷新历史新高，主要受抢出口的影响。2025年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。该公告2026年1月1日起开始实施，市场对买单出口订单担忧情绪较浓，积极赶工出口，带动镀锌板出口量环比显著增长。对于2026年1月，出口许可证管理开始实施，抢出口影响递减，且东南亚地区陆续进入春节假期，叠加关税及反倾销等影响中长期存在，预计镀锌板出口环比有所回落。

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1-12月广义、狭义基建投资同比分别为-1.5%、-2.2%，较前值回落1.6、1.1个百分点，狭义基建累计增速连续3月为负。结构上看，水电燃气跌幅收窄，交运投资、水利投资跌幅走阔。年末进入基建项目结算期，施工及资金投放节奏均有回落，叠加新的政策工具存在时滞性，暂未对基建投资构成实质性拉动。从高频数据看，2026年1月沥青开工率、水泥发运率仍处低位，实物工作量仍低。

后期看，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，基建“开门红”可期，支撑锌消费。

房地产方面：国家统计局数据显示，2025年1-12月地产投资累计同比-17.2%，前值-15.9%。新开工、施工、竣工面积累计同比为-20.4%、-10.0%、-18.1%，新开工、施工跌幅略有收窄，施工及竣工跌幅均走阔。新开工增速仍在底部，保交楼政策持续发力，房企优先推进存量项目交付以缓解资金压力，利好竣工端改善，但地产销售缺乏持续性修复驱动，房企回笼资金压力尚存的背景下，对在建项目投入减少，压制施工端。商品房销售面积同比-8.7%，跌幅走扩。房价看，12月70城二手房价同比跌幅走阔至-6.1%，环比跌幅走阔至-0.7%，其中一线城市二手房价环比小幅收敛至-0.9%，指向地产量价均继续下行。

总的看，地产投资尚在寻底，投资及销售端持续回暖仍需更多政策支持。不过近四年地产占锌消费占比逐年下降，对耗锌拖累影响边际减弱。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，2025年汽产销分别完成3453.1万辆和3440万辆，同比分别增长10.4%和9.4%，产销连续三年保持3000万辆以上规模。出口方面，全年汽车出口709.8万辆，同比增长21.1%。受益于以旧换新政策支撑及汽车企业新品密集上市，终端需求

有效释放，带动汽车产销超预期增长。同时车企重视海外市场开拓，且国内品牌国际竞争力不断增强，新能源汽车出口快速增长带动汽车总出口量呈现较好表现。

对于2026年，政策支撑力度减弱，叠加消费部分透支，预计汽车产销增速放缓。一方面，新能源汽车购置税调整为减半征收，政策退坡将抑制新能源汽车销量增速；另一方面，《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》，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。不过汽车行业维持良好的发展趋势，预计市场将继续保持稳健增长。

从白色家电方面来看：国家统计局数据显示，2025年全年空调累计产量26697.5万台，同比增长0.7%。冰箱累计产量10924.4万台，同比增长1.6%。洗衣机累计产量12516.8万台，同比增长4.8%。彩电累计产量20273.9万台，同比下降2.6%。出口方面，2025年全年空调累计出口5895万台，同比下降4.3%。冰箱累计出口8165万台，同比增长1.7%。洗衣机累计出口3616万台，同比增长10.0%。液晶电视累计出口10673万台，同比下降2.8%。数据显示，白色家电行业内需外需呈现分化格局，受益于以旧换新政策提振，内需市场表现良好，但海外高额关税抑制家电出口同比增速。

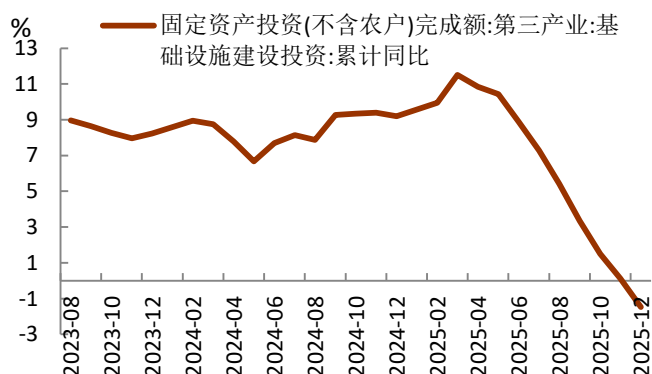
从产业在线最近排产数据来看，2月空冰洗排产量同比减少22.1%。其中，空调内销排产同比减少38.1%，一方面，受高基数影响，另一方面，受春节影响带来企业排产节奏调整。出口市场排产亦出现26.55的下调去年抢出口带来较高的同比基数，且海外市场持续去库，需求预期不佳，企业主动下调排产。冰箱方面，多数企业春节放假停工，且需求疲软，冰箱企业内需排产较为谨慎；出口表现好于内需，尤其是非洲、拉美等新兴市场持续贡献增量，但春节假期影响，出口排产增速仍有回落。洗衣机内需排产同比负增长，受高基数及需求透支的影响；不过受益于海外补库，出口排产小幅正增长。总体看，受高基数、需求透支及春节假期等因素的影响，白色家电企业内需外需排产总体偏弱，符合季节性淡季特征，将抑制锌初端合金企业开工。

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年全年光伏新增装机规模达315.07GW，同比上涨13.67%。其中，12月单月新增装机40.53GW，同比下跌43%。上半年受抢装潮影响，光伏新增装机量增速较快，下半年自9月起，新增装机量持续环比修复，全年实现较高的同比增速，略超市场预期。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%。

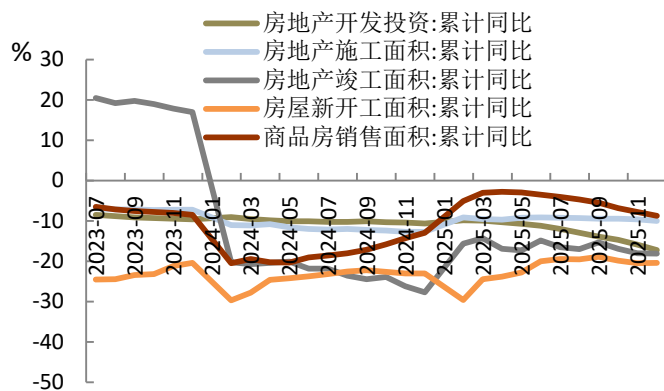
风电塔筒是锌的主要应用部位之一，用锌量约占风电用锌总量的 60-70%；同时风电设备中螺栓连接部位、小型金属构件及支架等，也需要使用镀锌工艺或锌合金材料进行防腐处理，用锌量约占30-40%。根据国家能源局数据，2025年风电新增装机容量约119.33GW，同比增速达49.54%，创历史新高。受益于政策呵护及2024年巨量招标订单释放的带动下，风电行业呈现爆发式增长。对于2026年，风电行业将保持稳定增长。“十五五”规划聚焦风电与储能、氢能等技术的融合，且广东、山东等沿海省份聚焦海上风电集群建设，内蒙古、新疆等

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

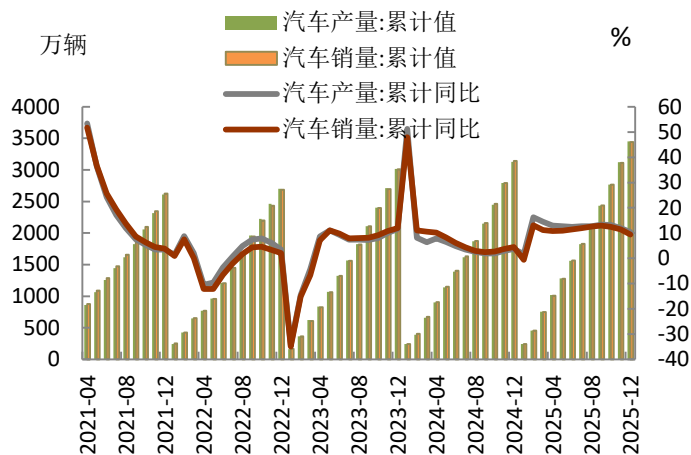


图表 33 地产板块持续磨底

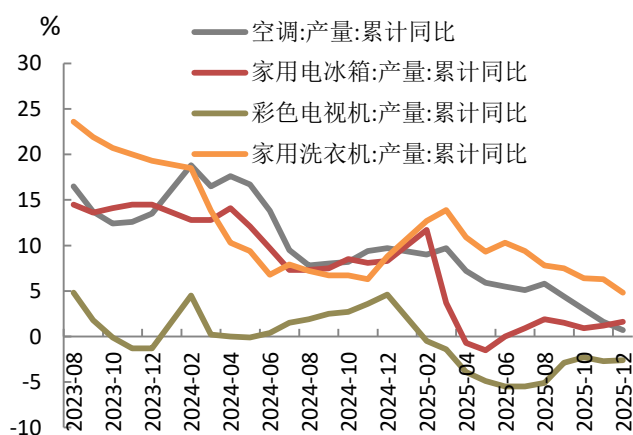


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 34 汽车产销情况

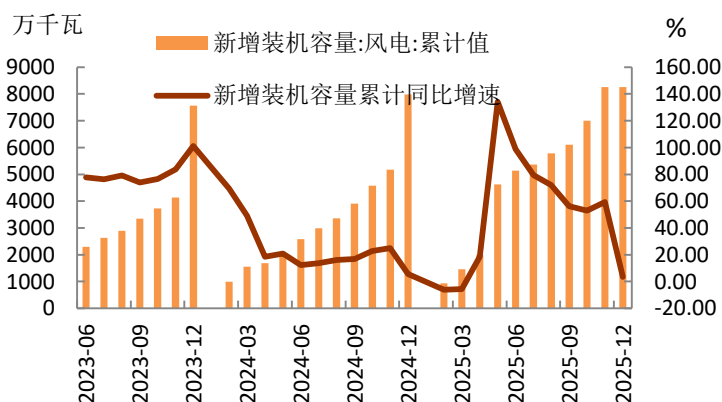


图表 35 白色家电产量情况

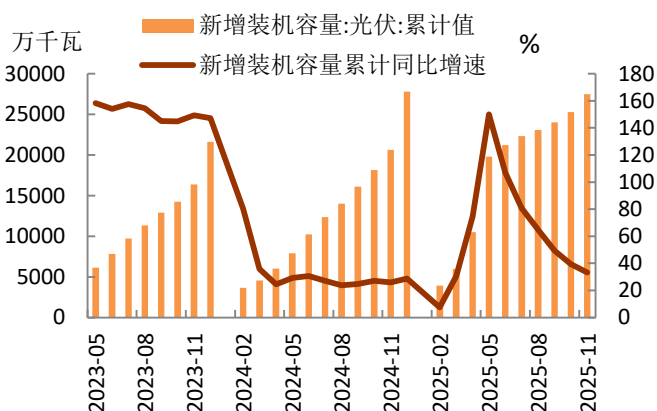


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 36 风电新增装机量情况



图表 37 光伏新增装机量情况



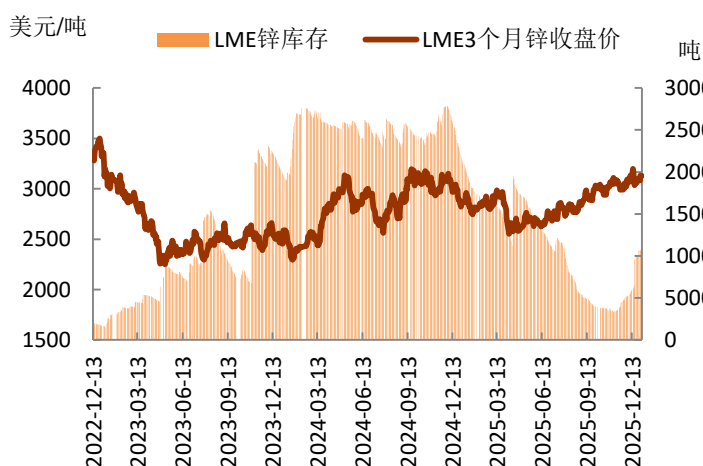
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

3.4 全球显性库存偏低

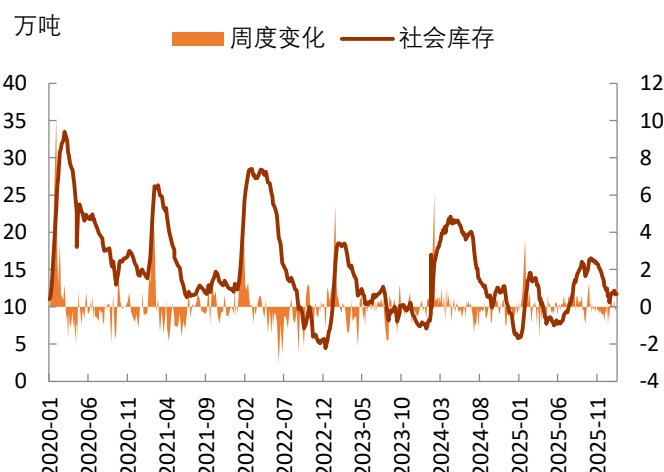
1月LME库存维持窄幅波动，截止至1月30日库存为11万吨，月度增加2375吨。2025年12月中下旬沪伦比价快速修复后，国内锌锭出口窗口持续关闭，叠加海外炼厂复产缓慢，LME库存回升节奏明显放缓，节奏呈现先增后减。预计短期在炼厂及国内出口补充有限的背景下，预计LME库存维持在当前水平窄幅波动。

国内1月社会库存先增后减，波动较小，月初元旦累库符合预期，随着下游企业陆续复工，刚需补库带动库存小降，但随着锌价大幅上涨，下游采买减弱，但与此同时，炼厂入库节奏偏慢，使得社会库存累积程度较为有限，截止至1月29日，SMM社会库存报收11.72万吨，月度增加0.24万吨。后期看，1月底中小型初端企业陆续放假，进入2月放假企业增多，而炼厂复产供应较稳定，预计社会库存进入春节累库阶段，但鉴于加工费低位抑制炼厂生产意愿，预计累库量低于往年同期水平。

图表 38 LME 库存窄幅波动



图表 39 国内步入春节累库



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

四、总结与后市展望

宏观面，特朗普提名沃什为下任美联储主席，市场修正降息预期，“去美元化”交易暂缓。国内2025年GDP目标达成，但经济内生增长动力仍显不足，开年政策预计将保持积极。

供应端看，海外锌矿新增规模下修，叠加美伊局势存在变数，锌矿供应的潜在扰动风险上升。国内北方矿山预计到3月底才全面复工，加工费保持低位强化成本端支撑。同时，欧美天然气价格上行推升海外炼厂生产成本，减停产预期增加。国内精炼锌2月供应预计环比减少5万吨，降幅较大。且目前沪伦比价平稳，精炼锌进出口窗口均处于关闭状态。国内外供应端压力均呈边际回落态势。

需求端，终端消费受季节性因素影响明显走弱，年末项目结算、工人提前返乡导致基建实物量表现偏低；生产淡季下家电企业排产同比降幅较大；政策力度边际放缓、部分消费提前透支拖累汽车产销增速预期，镀锌板抢出口效应消退，光伏行业高基数背景下同比增速亦受压制。原料价格高企及终端订单疲软形成双重制约，初端加工企业春节放假时间较往年提前，且停工周期有所拉长，需求端疲软态势凸显。

综合来看，短期多重因素对锌价形成压制，沃什的鹰派政策主张提振美元走势、需求季节性走弱、交易所严监管，叠加节前资金减持需求上升，预计 2 月锌价承压调整。中长期视角下，全球货币宽松大方向未改，且锌矿供应的潜在扰动对锌价构成底部支撑，但新兴消费占比偏低，需求端缺乏核心驱动叙事，供需维持小幅过剩的预期，锌价上涨空间受明显限制，走势仍将以宽幅震荡为主。

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。