

2026年4月8日



地缘风险缓释

锌价偏强修复

核心观点及策略

- 宏观面，中东局势的反复成为市场核心变量，美伊双方达成暂时停火协议，且鲍威尔维持利率不变的表态，在一定程度上缓解了市场对滞胀及货币政策转向的担忧。然而，美伊核心矛盾未化解，后续谈判波折反复的风险依然存在，放大资产价格波动。国内经济实现“开门红”，中东局势的外溢影响或于二季度显现，政策端有望保持积极以应对外部冲击。
- 供应端呈现结构性偏紧格局，海外矿山扰动加剧，澳洲、伊朗锌矿运输受阻，叠加部分矿山下调年度产量预期，锌矿供应收紧，进口矿加工费转至负值。国内北方矿山虽进入季节性复产阶段，但进口矿补给不足，制约国产矿加工费回升，成本支撑进一步增强。在副产品价格高位支撑下，炼厂利润保持可观，预计4月国内精炼锌产量环比增长2.04%至58.96万吨。当前沪伦比价下精炼锌进出口窗口均关闭，进口压力有限。
- 需求端边际修复但分化明显，逆周期调节发力推动基建投资低位反弹，沿江高铁等“十五五”重大项目落地有望带动锌消费增量；受政策力度收敛、前期消费前置及中东局势推高海运成本影响，汽车、家电产销增速有所放缓；风电项目加速落地支撑相关需求，部分对冲光伏需求回落压力；镀锌板出口增速放缓但仍具韧性，地产市场低位缓慢修复，对锌消费的负向拖累逐步减弱。
- 整体看，中东地缘风险缓解但未完全出清，市场情绪阶段性修复后仍有摇摆可能。供需同步回升，锌矿供应结构性矛盾突出，成本端抬升锌价下方支撑，预计4月锌价震荡偏强修复，后续仍要跟踪美伊谈判博弈及消费改善成色。
- 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

赵奕

从业资格号：F03153902

投资咨询号：Z0023788

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	6
三、锌基本面分析	8
3.1 锌矿供应情况.....	8
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%.....	8
3.1.2 国产矿加工费弱稳，锌矿进口量保持高位.....	11
3.2 精炼锌供应情况.....	12
3.2.1 美伊冲突威胁欧洲天然气供应，海外炼厂生产能源成本抬升.....	12
3.2.2 1-4 月精炼锌供应持续环比回升，当前锌锭进出口窗口维持双关闭.....	13
3.3 精炼锌需求情况.....	15
3.3.1 初端企业开工季节性回落，初端制品出口表现强劲.....	15
3.3.2 传统消费表现疲软，新兴消费表现分化.....	16
3.4 内外库存分化，外增内减.....	19
四、总结与后市展望	20

图表目录

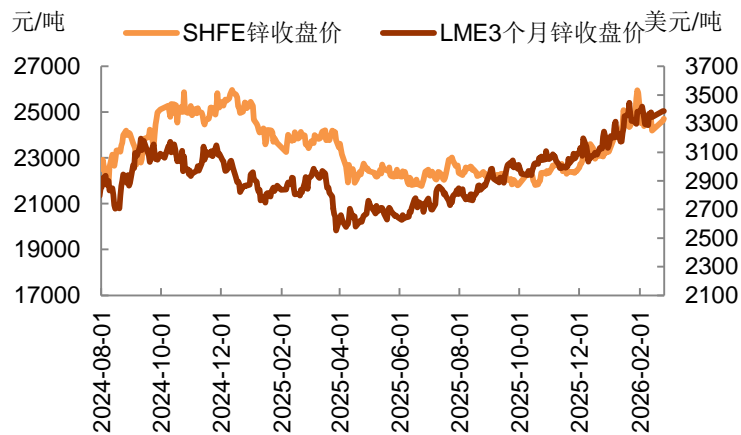
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势	4
图表 2 美国通胀情况.....	7
图表 3 美国利率水平.....	7
图表 4 美国就业市场.....	7
图表 5 美国 ISM 制造业 PMI.....	7
图表 6 欧元区通胀情况.....	7
图表 7 欧元区利率水平.....	7
图表 8 国内 PMI 数据.....	8
图表 9 国内出口表现强劲.....	8
图表 10 全球锌矿年度产量情况.....	9
图表 11 国内锌矿月度产量情况.....	9
图表 12 2025 年-2026 国内锌矿新增情况（万金属吨）	10
图表 13 2025-2026 年海外锌矿产量增减情况（万金属吨）	10
图表 14 内外加工费分化.....	11
图表 15 锌矿进口盈亏.....	11
图表 16 锌矿进口情况.....	12
图表 17 长协加工费.....	12
图表 18 全球精炼锌月度产量情况.....	13
图表 19 欧洲天然气价格.....	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.....	14
图表 23 精炼锌进出口盈亏.....	14
图表 24 2025-2026 年国内主要炼厂投建产情况（万吨）	15
图表 25 初端企业开工率.....	16
图表 26 镀锌板净出口情况.....	16
图表 27 基建投资存修复预期.....	18
图表 28 地产板块持续磨底.....	18
图表 29 汽车产销情况.....	19
图表 30 白色家电产量情况.....	19
图表 31 风电新增装机量情况.....	19
图表 32 光伏新增装机量情况.....	19
图表 33 LME 库存小幅走高	20
图表 34 社会库存迎来去库.....	20

一、锌市场行情回顾

3月沪锌主力期价探底回升。2月28日美以伊冲突爆发，随着地缘冲突的不断升级，市场预期由短期冲突不断向中长期冲突倾斜，同时交易逻辑逐步从降息转向油价上涨→通胀抬升→降息预期回落、加息预期抬升→甚至经济衰退，市场风险偏好快速回落。叠加月中LME一度交仓超2万余吨，打压海外低库存支撑逻辑，锌价率先破位下行。不过随着市场恐慌情绪释放，及锌价跌破23000整数关口，下游买盘激发，社会库存持续去化，锌价企稳弱反弹修复，最终收至23480元/吨，月度跌幅4.98%。

伦锌先抑后扬，中东局势的恶化，以及霍尔木兹海峡运输受阻，油价及美元走高，市场降低年内美联储加息预期，伦锌跟随有色板块调整。月下旬，随着特朗普再度TACO，以及美伊和谈信号出现，大幅缓解经济衰退担忧，美元涨势放缓，伦锌跌势缓解，企稳弱反弹修复，最终收至3214美元/吨，月度跌幅2.84%。

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

美国经济指标回落。3月Markit综合PMI产出指数为51.4，为近11个月以来的新低水平。其中，制造业PMI表现较好，增长至52.4，前值51.6，因关税影响减轻，产出和订单增长；服务业PMI表现较弱，商业活动指数下降至51.1。能源价格上升使得企业成本上涨，服务业员工数量下降显示了企业缩减招聘的信号，成本上升也已传导至销售端，出厂价格创22年8月以来新高。通胀方面，2月通胀数据表现温和，2月季调后CPI环比上涨0.3%，同比上涨2.4%，核心CPI环比上涨0.2%，同比上涨2.5%，均符合市场预期。不过，市场普遍认为2月数据并未体现

伊朗局势引发的油价飙升影响。就业方面，3月非农就业人口增加17.8万人，远超市场预期；美国3月失业率降至4.3%，低于预期，大超预期的就业数据强化了市场对美联储将更长时间维持利率不变而非降息的预期。

货币政策上，3月美联储将联邦基金利率目标区间维持在3.50%-3.75%不变，连续第二次“按兵不动”。中东局势对美国影响存在不确定性，点阵图显示2026-2027年仅各降息1次，降息路径更加保守，凸显美联储谨慎观望立场。鲍威尔表示，若通胀无进展，将不会降息。随着霍尔木兹海峡通航持续受阻，原油价格维持高位，市场一度担忧年内联储货币政策转向。不过3月30日，鲍威尔表示长期通胀预期仍然可控，当前利率处于有利位置以观察后续影响，倾向于暂时忽略短期能源冲击。大幅缓解了年内加息的担忧，同时降息预期小幅增加。

地缘局势上，3月底以来美伊双方均释放谈判信号，但中东局势仍具有较大的不确定性。最新消息显示，伊朗总统佩泽希齐扬表示，如果得到保证，他们准备结束战争。随后特朗普称与伊朗的谈判进展顺利。但当前中东袭击仍在继续，且阿联酋和沙特阿拉伯等部分海湾国家希望美国继续对伊朗战争。不排除美国发动地面作战。

整体来看，当前中东局势对美国及美联储货币政策预期构成较大扰动，尽管鲍威尔最新表态缓解了货币政策转向担忧缓解，但就业数据强劲且通胀担忧升温，流动性宽松预期回落，美元保持高位。同时，地缘局势略有缓和但仍反复，滞胀压力尚存，市场风险偏好来回切换，资产价格维持高波动。

2.2 欧元区

欧元区滞胀警报拉响。受能源价格上涨与供应链受阻冲击，欧元区3月PMI超预期骤降至50.5，创10个月新低，服务业PMI跌至50.1，制造业PMI升至51.4，制造业的意外反弹未能抵消服务业的全面走软。其中，德国、法国PMI同步超预期降温，服务业成拖累主因。德国综合PMI超预期降至51.9；法国综合PMI超预期滑落至48.3，创五个月新低，连续三月处于荣枯线以下。通胀方面，欧元区3月HICP同比上涨2.5%，远超此前市场预期的2.1%，较2月1.9%大幅反弹0.6个百分点，创2022年底以来最大单月涨幅。其中，核心通胀（剔除能源和食品）维持在2.0%附近，与欧洲央行2%的目标接近，指向当前通胀压力主要源自能源外生冲击，而非需求过热。同时，欧盟委员会调查数据亦显示，欧元区消费者通胀预期已攀升至2022年以来最高水平，3月消费者信心指数骤降至-16.3，创2023年10月以来最低。

利率政策上，3月19日，欧洲央行宣布维持欧元区三大关键利率不变，继续将欧元区存款机制利率、主要再融资利率和边际借贷利率分别维持在2.00%、2.15%和2.40%不变。不过，中东局势的持续恶化构成全球能源市场最大的外生扰动变量，而自2022年以来逐步减少对俄罗斯能源依赖后，欧元区高度依赖中东LNG和北非管道气供应，故在霍尔木兹海峡通航受阻的背景下，欧元区面临比美国更直接、更剧烈的能源成本冲击，通胀反弹也将更加强劲。基于此，欧央行多位官员表态偏鹰，3月25日，行长拉加德表示若能源冲击导致通胀较大幅度偏离目标，

即使预期不会持续太久，也需要进行适度政策调整，称 如有必要将在任何一次会议上加息。

整体来看，当前中东冲突的持续时长及对能源与供应链的潜在长期影响，构成欧元区经济前景及欧央行利率政策的关键变量，经济滞胀风险仍存，同时欧洲央行深陷“控通胀”与“保增长”两难境地，政策空间将大幅收窄。

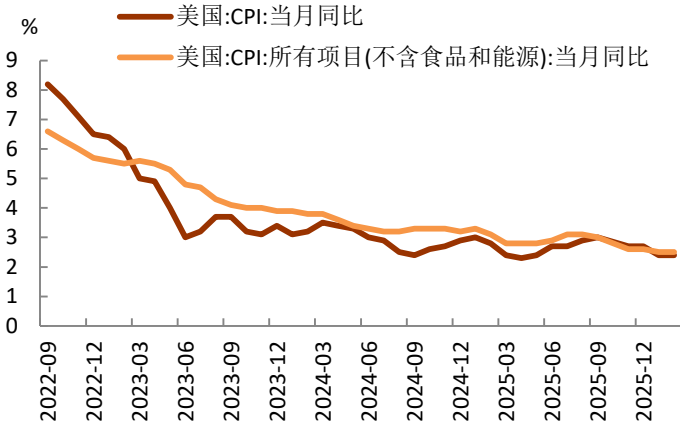
2.3 中国

国内经济开局良好。数据显示，1-2月我国进出口大幅走强，1-2月中国出口同比21.8%，预期7.3%，进口同比19.8%，预期6.9%，双双创下近四年新高。1-2月固投同比1.8%，由负转正，地产投资同比-11.1%，跌势放缓；广义基建投资同比9.8%，（前值-1.5%）、狭义基建投资同比11.4%（前值-2.2%），由负转正；制造业投资同比3.1%，高于（前值0.6%）。1-2月社零同比2.8%，较前值回升1.9个点，高于市场预期的2.4%。1-2月工业增加值同比6.3%，较前值回升1.1个点，高于市场预期的5.2%。数据指向，进出口超预期大幅走强，投资增速明显回升、尤其是基建投资由降转增，受到节前赶工效应、专项债前置发力、重大项目陆续开工、央企投资拉动等因素共同支撑；不过房地产延续调整，销售、新开工、施工、竣工等指标均跌幅走阔。消费有所反弹、但仍属低位。工业生产明显回升，受开年出口强劲及投资回升的带动。

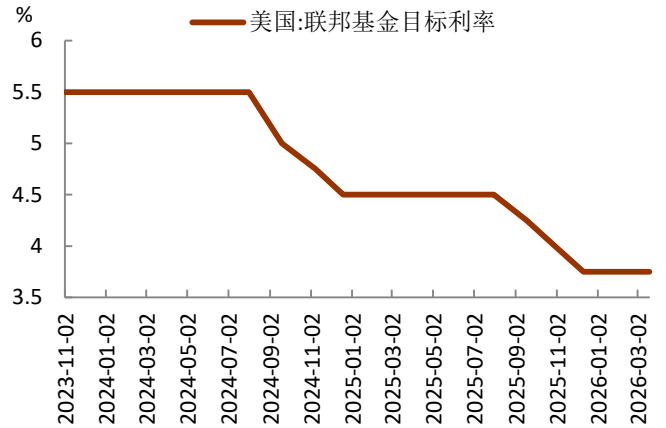
此外，经济前瞻指标亦表现较好。3月官方制造业PMI、非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数均重返扩张区间，分别为50.4%、50.1%和50.5%，比上月上升1.4个、0.6个和1.0个百分点。随着春节效应逐步消退，国内经济景气度明显回升。其中，3月PMI生产指数为51.4%，环比增幅基本与节后历史均值持平，未明显超预期。新订单指数为51.6%，增幅远超季节性，也创下近一年新高。新出口订单指数为49.1%，为2024年5月以来最高值，开年出口的强韧性有望延续。数据来看，节后需求端的拉动作用强于生产端。

整体来看，随着宏观政策的持续发力、适时加力以及已出台的存量政策效应逐步显现，国内经济实现开门红。但当前中东冲突持续超一个月，且局势暂未明朗，对国内经济影响或在二季度逐步显现，国内仍需积极性的财政政策和适度宽松的货币政策以应对外围市场的扰动，后续关注4月底政治局会议释放的信号。

图表 2 美国通胀情况

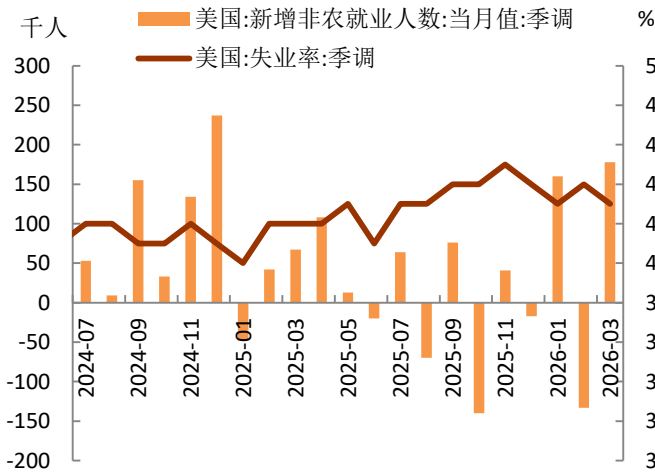


图表 3 美国利率水平

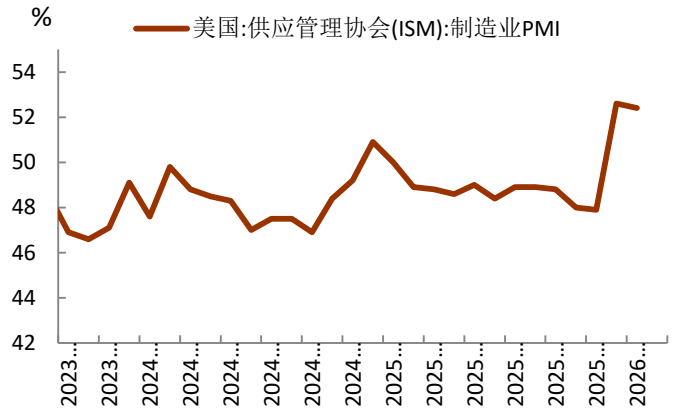


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 4 美国就业市场

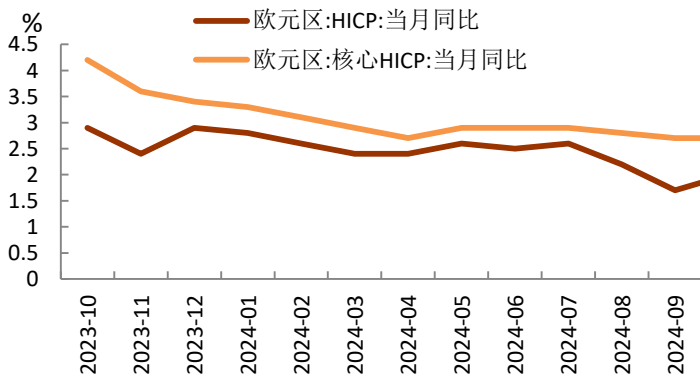


图表 5 美国 ISM 制造业 PMI

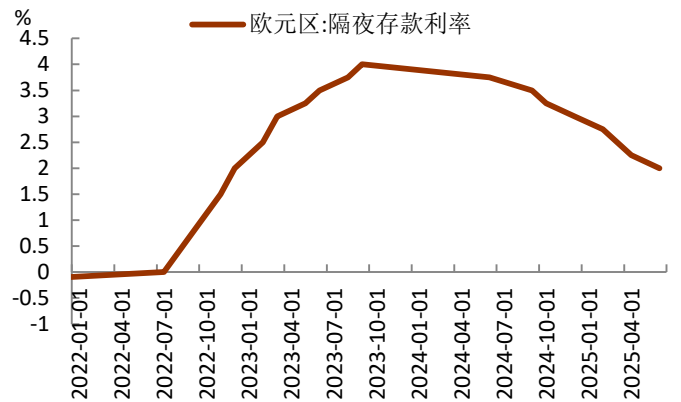


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

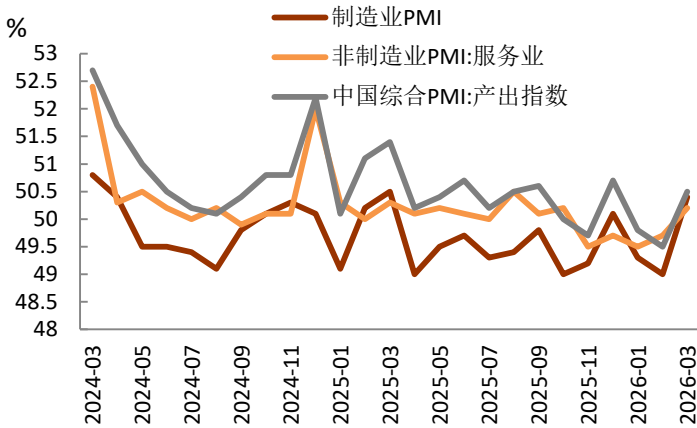


图表 7 欧元区利率水平

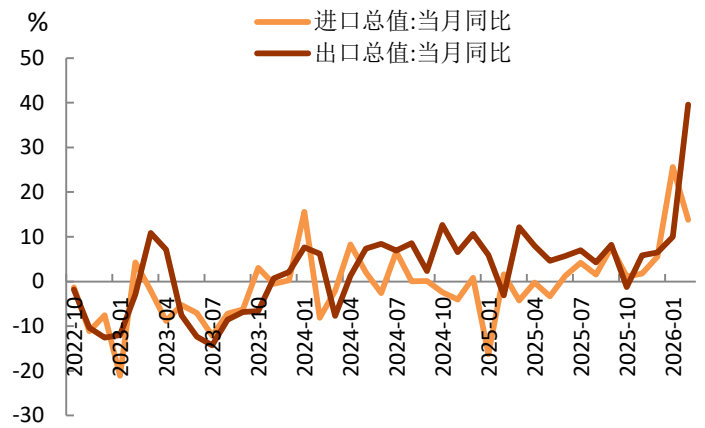


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 8 国内 PMI 数据



图表 9 国内出口表现强劲



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%

开年以来海外矿山供应干扰率上升。1月初澳大利亚昆士兰州发生洪水, 损坏了约80公里的铁路线, 导致嘉能可旗下Mount Isa锌矿运输, 该矿年产量在28万吨左右。据悉铁路修复需要3-6个月, 直接影响该矿山一季度发货, 且对全球上半年供应构成压力。1月中下旬, 秘鲁 Antamina 矿因劳资冲突工人罢工导致生产短暂停摆。2月下旬嘉能可出售其持有的哈萨克斯坦最大锌企Kazzinc 70% 股权, 退出中亚市场, 长期供应收缩。3月14日, Boiden披露由于地震活动, 年产量10万吨左右的Garpenberg矿井生产暂时停产; 3月27日消息显示, Garpenberg的地震活动已减少, 采矿产量将从第二季度开始, 不过地震影响最严重部分的生产预计不会在2026年恢复。同时, 2月底美以伊冲突爆发且不断升级, 从班达尔阿巴斯发出的部分锌精矿货物被取消, 一些经由阿曼转运的货物也被叫停, 伊朗锌矿供应基本中断。此外, 俄罗斯Ozernoye矿山因生产零部件采购出现问题(制裁), 矿山生产中断, 增量兑现困难。

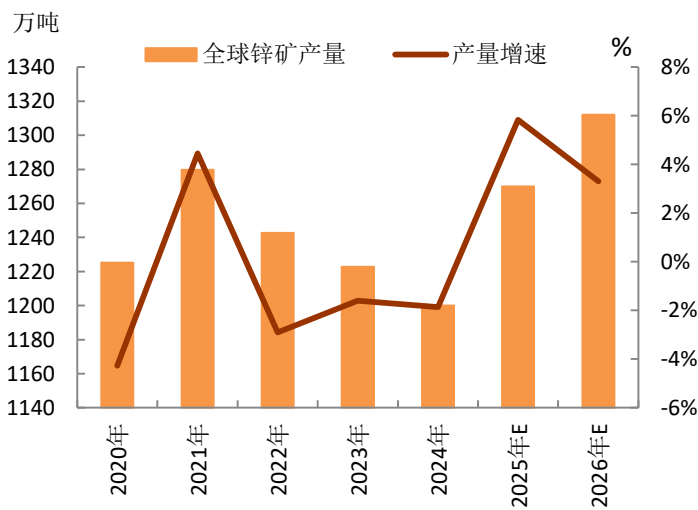
同时, 部分海外矿企下调全年产量指引, Teck财报显示, 因Red Dog矿山部分矿区资源临近枯竭以及Antamina矿区采矿顺序调整, 2026年锌矿产量指引下调至46.5-52.5万吨, 较2025年预计减少4-10万吨。其中, Antamina矿2026年产量指引由5.5-6.5万吨下调至3.5-4.5万吨。Glencore财报显示, 受澳洲等地部分矿区资源枯竭, 如Mount Isa附近的The Lady Loretta Mine矿区2025年底资源耗尽, 及Antamina矿区铜锌开采比例调整影响, 2026年锌矿产量指引下调至70-74万吨, 较2025年预计减少10-14万吨。Nexa财报显示, 2026年锌矿产量指引调整为

31.7-37.2万吨，较2025年预计减少0.6-4.4万吨。BHP财报显示，受Antamina矿区铜锌开采比例调整及部分矿区品位下降影响，2026年锌矿产量指引下调至15.8-17.5万吨，较2025年预计减少1.2-2.8万吨。Newmont财报显示，因矿石品位降低，2026年Peñasquito锌矿产量指引为22万吨，较2025年产量减少1.1万吨。不过，市场较为关注的Ivanhoe Mines，预计2026年Kipushi矿锌产量指导为24-29万吨，较此前小幅上调。

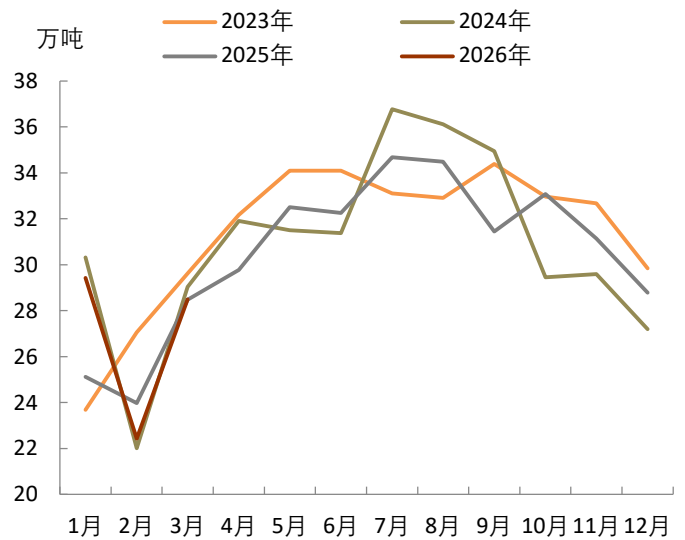
国内方面，SMM数据显示，2026年2月锌精矿产量22.43万吨，略高于预期，环比减少23.8%，同比减少6.5%，预计3月产量环比增加27%至28.5万吨。二季度北方矿山生产季节性修复，供应逐步改善，预计锌矿月度产量延续环比回升态势。全年看，火烧云、银珠山、兰坪金顶、贵州猪拱塘及郭家沟等项目产量释放，预计增量在30万吨左右。

整体看，开年洪水、罢工、封路、地缘冲突等对海外锌矿供应构成干扰，且部分矿企下调全年产量指引，预计2026年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11万吨左右。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	-2.7	-1.1	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	11.38	

数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

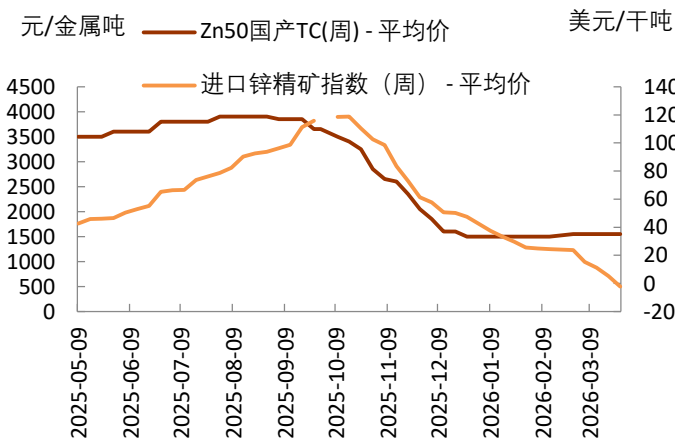
3.1.2 国产矿加工费弱稳，锌矿进口量保持高位

内外加工费走势分化，SMM数据显示2026年4月国产锌精矿加工费为1300-1700元/金属吨，均值环比持平。二季度北方矿山陆续复产，原料供应边际增加，但进口锌矿补充预期减弱，限制国产锌矿加工费上调空间，总体保持企稳弱反弹修复的节奏。进口矿周度加工费由正转负，一方面锌精矿进口窗口维持关闭，散单进口减少；另一方面，澳洲台风影响锌矿运输，同时3月中旬受地震影响，Boiden旗下Garpenberg矿生产受扰动，尽管3月底复产，但二季度产量仅能维持在正常指引水平的30%左右，进口矿供应偏紧，加工费报价延续承压。

据悉2026年年锌精矿长单TC为85美元/干吨，但白银和锗计价系数保持不变。长协加工费较25年环比仅增加5美金，维持近十年低位，一方面海外矿增量有限，另一方面，年初以来澳洲及伊朗矿山扰动抑制现货报价，降低冶炼厂议价权，加工费低位提成成本端支撑。

进口情况看，海关数据显示，2026年1月锌精矿进口量为59.48万吨，刷新单月历史新高；2月进口量为41.39万吨。1-2月锌精矿累计进口量为100.88万吨，累计同比增加17.54%。主要进口国为：澳大利亚、秘鲁、俄罗斯、刚果金及南非等，其中伊朗1-2月累计进口量为3.46万吨，累计同比增加3.4%。2025年12月中旬至2026年1月锌矿进口阶段性开启，为散单进口流入创造机会，随着前期锁单锌矿陆续到港，1-2月进口同比增幅较大。进入3月，锌矿进口窗口持续关闭，散单进口受阻；同时，2月下旬澳大利亚台风扰动锌矿运输，且中东地缘局势升级，伊朗锌矿进口受阻，预计锌矿进口量环比同比均有回落预期。

图表 14 内外加工费分化

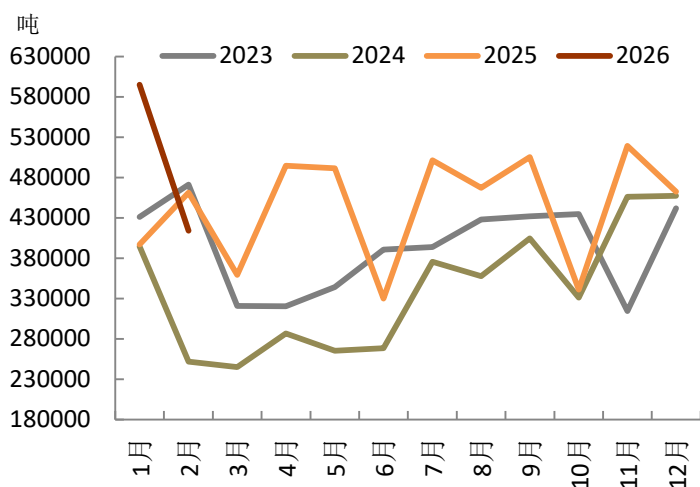


图表 15 锌矿进口盈亏

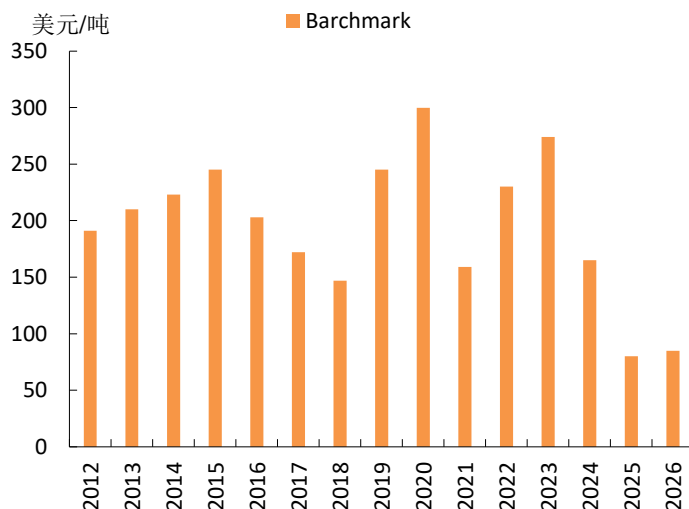


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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

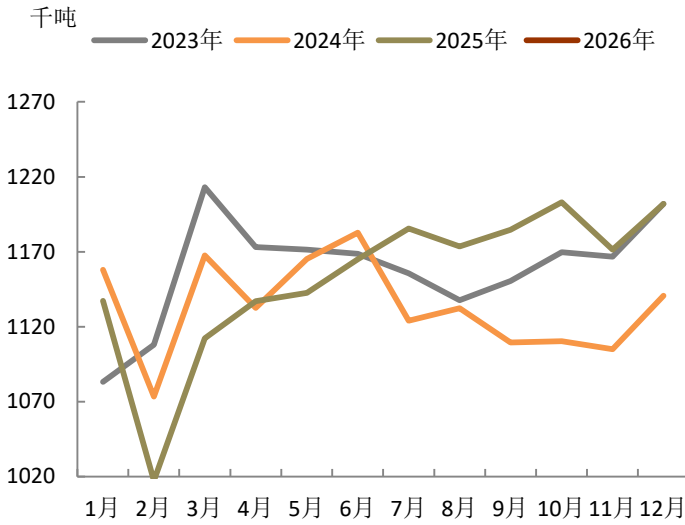
3.2 精炼锌供应情况

3.2.1 美伊冲突威胁欧洲天然气供应，海外炼厂生产能源成本抬升

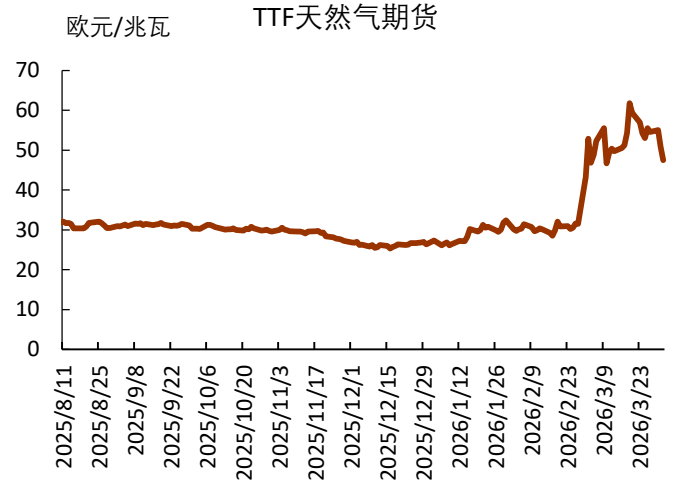
ILZSG数据显示，2026年1月精炼锌产量115.64万吨，环比减少3.8%，同比增加2.1%。一季度海外炼厂生产扰动增多，其中，欧洲地区炼厂生产扰动较大，1月中下旬美国寒潮，带动美欧天然气走强，2月底随着美以伊冲突升温，欧洲天然气价格保持高位，且当前欧洲天然气库存处于低位，市场担忧地缘冲突持续时间较长，将冲击夏季补库。欧洲电力约25-30%来自天然气，电价边际由天然气价格决定，电力成本占欧洲炼厂生产成本约50-70%，天然气价格走高直接冲击炼厂利润，减停产预期增强。不过，挪威Boliden旗下Odda炼厂以水电为主，成本相对偏低，且2025年新增的15万吨产能目前稳定爬产，能源价格走强对其影响相对较小。亚洲地区，日本Toho Zinc的年产能13.9万吨的Annaka锌冶炼厂已于2025年初宣布永久关闭，挪威Odda增量基本对冲日本安中关停。其它，如澳大利亚Mount Isa矿山铁路中断，令欧美及亚洲炼厂原料供应收紧，制约炼厂产量释放空间。

总的来看，能源价格上涨对欧洲炼厂生产构成扰动，若冲突继续升级，利润承压的背景下不排除炼厂缩减产量。

图表 18 全球精炼锌月度产量情况



图表 19 欧洲天然气价格



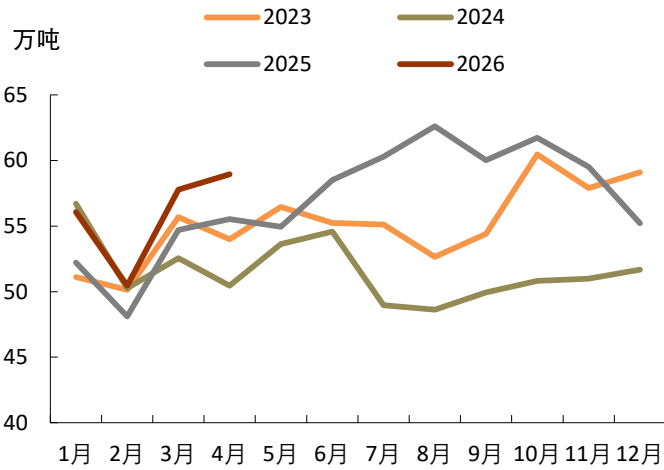
数据来源: Mysteel, iFinD, 铜冠金源期货

3.2.2 1 4月精炼锌供应持续环比回升，当前锌锭进出口窗口维持双关闭

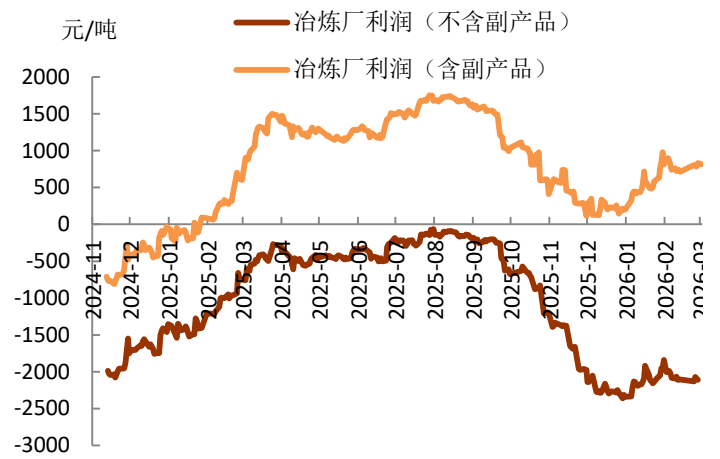
SMM: 3月精炼锌产量为57.78万吨，略低于预期，环比增加14.5%，同比增加5.7%。4月除了部分炼厂常规检修外，多数炼厂复产或正常生产，带动精炼锌供应持续环比回升，预计4月产量达58.96万吨，环比增加2.04%，同比增加6.15%。当前副产品如冶炼酸及小金属价格维持高位，支撑炼厂利润，同时原料锌矿库存处于中位水平，炼厂生产相对稳定，但是后期随着锌矿供应趋紧，原料压力增加的预期下，不排除对炼厂生产构成扰动。

进出口方面，海关数据显示，2026年1月精炼锌进口量为2.41万吨，2月进口量为0.45万吨，1月精炼锌出口量为0.2万吨，2月出口量为0.38万吨，1-2月精炼锌净进口量为2.28万吨。主要进口国为：哈萨克斯坦、澳大利亚、日本等。主要出口国为：韩国、越南、印度尼西亚、泰国等。进口主要以保税区货源流入，非一般贸易方式流入。锌市场呈现外强内弱格局，沪伦比价承压，精炼锌进出口窗口均呈现关闭，故1-2月进出口量均保持低位。进入3月，沪伦比价宽幅波动，震荡重心小幅上移，精炼锌进口维持较大亏损，出口亏损略收窄，但尚未开启，预计进出口量维持低位。后期看，外强内弱格局延续，锌锭进口窗口难有开启，出口窗口存在阶段性开启机会。

图表 20 国内精炼锌月度产量

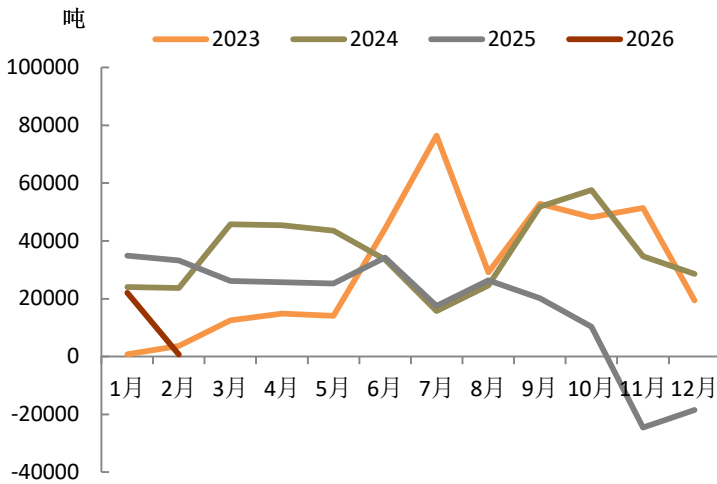


图表 21 冶炼厂生产利润

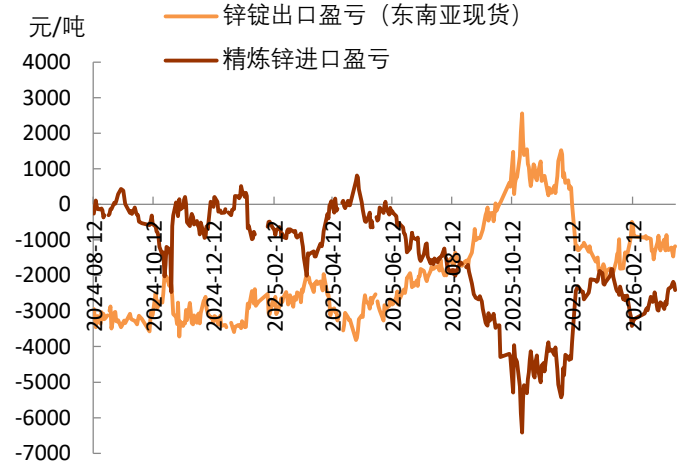


数据来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

图表 22 精炼锌净进口情况



图表 23 精炼锌进出口盈亏



数据来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

图表 24 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
新凌铝业	电解锌	5	2026 年
云南华鼎再生资源	电解锌	5	2026 年
吉朗铝业	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

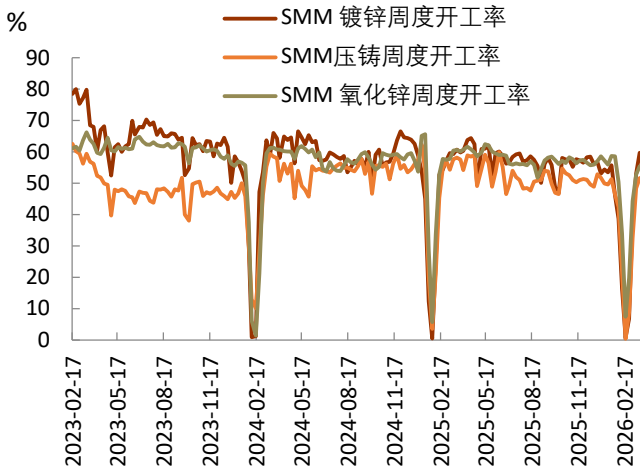
3.3 精炼锌需求情况

3.3.1 初端企业开工季节性回落，初端制品出口表现强劲

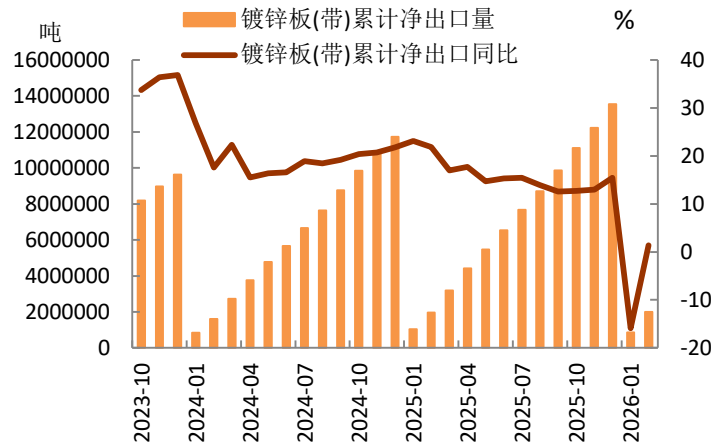
3 月份，初端企业开工率以恢复为主，截止至3月26日，镀锌、压铸锌合金及氧化锌企业开工率分别为58.88%、51.8%、55.5%，均低于去年同期的水平。分板块看，3月以来黑色系价格企稳回升，部分镀锌管贸易商补库，带动镀锌企业订单回升，不过月下旬北方受环保扰动，对企业开工构成一定压制；镀锌结构件则受益于特塔订单回暖，以及出口的交通、型材等订单支撑，总体看消费符合季节性回升的节奏。压铸锌合金表现偏承压，原料铜铝锌价格波动较大，抬升合金企业生产成本，部分合金企业下调开工装向市场采购低价合金，通过贸易形式维护稳定客源；同时中东局势抑制部分五金及锁具出口，且终端地产及家电消费平平，也抑制合金企业生产积极性。氧化锌方面，企业对轮胎需求保持谨慎，且陶瓷级订单受地产低迷拖累，电子级氧化锌消费不及年前，需求疲软拖累氧化锌企业开工率。总的来看，需求环比改善，符合季节性，预计4月初端企业开工延续环比回升，但总体保持在正常区间运行，难有超季节性表现。

海关数据：2026 年 1、2 月镀锌板出口量分别为 92.66 万吨、116.77 万吨，1-2 月累计同比量为 209.42 万吨，累计同比减少 0.14%。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，2026 年 1 月 1 日起开始实施。随着出口许可证正式实施，抢出口提振减弱，且国内及东南亚地区进入春节假期，船运受阻，同时去年基数较高，1-2 月镀锌板出口量同比小幅回落。进入 3 月，随着假期影响解除，预计出口量环比回升，但去年同期受关税担忧抢出口明显，高基数的背景下，预计同比增速仍有回落。

图表 25 初端企业开工率



图表 26 镀锌板净出口情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

3.3.2 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：2026年1-2月广义、狭义基建投资同比分别为9.8%、11.4%，较前值回升11.2、13.6个百分点。结构上看，水电燃气、交运投资、水利投资均转增。开年以来基建投资走强，或受到宏观逆周期调节力度加大的提振。去年结余资金的跨年释放与今年专项债发行的前置安排，共同构成了年初基建投资的重要支撑。从高频指标来看，3月沥青开工率W维持弱势，但水泥发运率明显回升。随着资金加码显著，及节后复工持续推进，基建投资有望延续低位修复，支撑锌消费。

中长期看，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。此外，重大基建项目持续发布，其中沿江高铁（沪渝蓉高铁）约 2100 公里，总投资超5000 亿元，是十五五单体投资最大交通工程。按高铁每公里镀锌构件平均耗锌约82吨估算，将直接带动耗锌增量约17.2万吨，加上配套用钢与间接耗锌（如道路、管网、电力）耗锌量约10万吨，合计带动耗锌增量在27万吨左右，年均增量预估5-6万吨，约占年度耗锌量0.9%，将稳定为锌消费提供边际增量。

房地产方面：国家统计局数据显示，2026年1-2月地产投资累计同比-11.1%（前值-17.2%），当月同比-11.1%（前值-35.8%），地产投资跌幅收窄部分受到低基数影响，房地产开发建设指标仍在加速下行。新开工、施工、竣工面积累计同比为-23.1%、-11.7%、-27.9%，三大指标跌幅均进一步走阔。同时，1-2月商品房销售面积同比为-13.5%，跌势扩大。2月70城二手房价同比跌幅走阔至-6.3%，指向地产量价齐跌。

节后，2月25日，上海五部门联合印发楼市新政“沪七条”。在限购松绑、公积金支持、房产税优化三大维度全面发力，放松力度高于年前的北京新政超市场预期。新政有效降低购

房门槛，激活刚需及改善需求，利好地产市场存量去化。

但总的看，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，关注“金三银四”表现。不过近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，2026年2月汽车产销分别完成167.2万辆和180.5万辆，环比分别下降31.7%和23.1%，同比分别下降20.5%和15.2%。1-2月，汽车累计产销分别完成412.2万辆和415.2万辆，同比分别下降9.5%和8.8%。出口方面，2月汽车出口67.2万辆，同比增长52.4%，环比仅微降1.4%；1-2月累计出口135.2万辆，同比增长48.4%。数据显示，今年前两个月汽车产销同比降幅明显，但汽车出口保持较高增速，另外商用车市场表现较好。

2月春节假期对企业生产构成季节性扰动。同时今年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，且以旧换新政策支持力度退票、高基数及部分消费透支，均对汽车产销增速构成拖累，对锌消费支撑边际下滑。不过，“两新”政策平稳有序衔接，各地有序拖进，有助于推动汽车行业企稳回升，中长期行业维持良好的发展趋势，对锌消费仍能构成正向反馈。

从白色家电方面来看：国家统计局数据显示：2026年1-2月中国空调产量4011.8万台，同比增长0.7%。1-2月全国冰箱产量1664.3万台，同比增长6.5%。1-2月全国洗衣机产量1857.9万台，同比下降0.8%。出口方面，2026年1-2月空调累计出口1315万台，同比下降6.5%。1-2月冰箱累计出口1491万台，同比增长18.6%。1-2月洗衣机累计出口610万台，同比增长11.8%。受关税影响趋稳，东南亚需求强劲提振，家电出口迎来开门红，同时内销零售需求改善，产销同比多数正增长。

产业在线排产数据看，4月空冰洗排产合计3764万台，同比减少3.6%。其中，空调内销同比微降，一方面，地产竣工低迷拖累终端消费，同时国补影响下，大量需求前置释放，且今年政策补贴力度收缩，使得厂家生产趋于谨慎；另一方面，原材料价格维持高位，厂家主动控产以降低资金占用。出口排产同比降幅较大，中东局势抬升海运费及装柜费，部分订单交付困难，导致企业被动下调排产，后续随着高温天气临近，部分区域以来补库需求，出口排产降幅有望收窄。冰箱内销受渠道库存高企、中东局势推升塑料及MDI等核心运料价格增加企业生产成本等因素制约，企业优先消化库存，排产下滑；出口则延续恢复态势，海外渠道库存处于低位，叠加中东局势影响带动海外补库需求集中释放，同时东南亚能源供应偏紧且供应链不稳定，部分海外订单回流至国内。洗衣机内销排产下滑，受政策刺激退坡影响；海外补库进入尾声，且运输成本飙升，出口订单存下滑预期，企业降低排产。

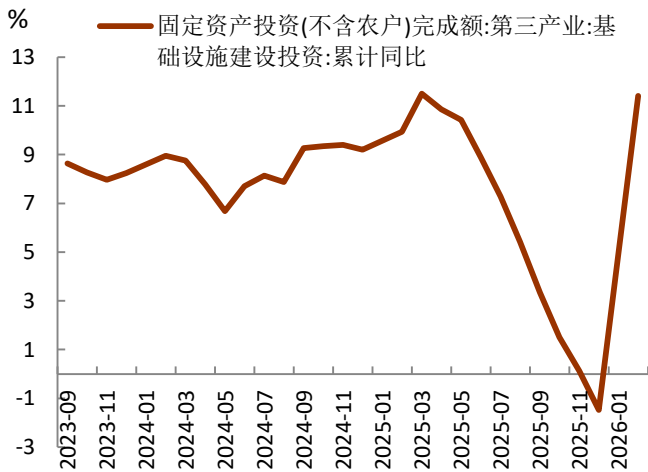
总体来看，受高基数、政策力度减弱、部分消费前置，以及原材料价格高企等影响，家电企业4月内销排产仍显承压。同时海外库存进入尾声，且中东局势抬升物流成本及冲击供应链稳定性，出口预期转弱，企业排产下调，家电对锌市场消费提振预计有限。

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，2026年1-2月光伏累积新增装机容量为32.48GW，同比下降17.71%，环比下降19.16%。这是2019年以来首次同比下滑，标志光

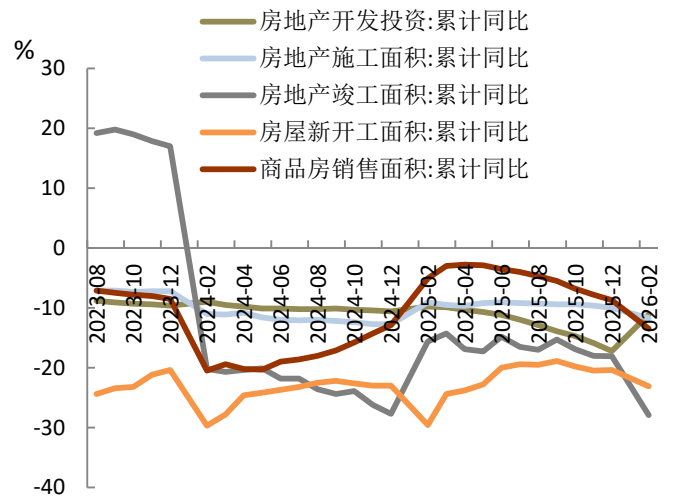
伏从高速扩张进入增速换挡、总量高位阶段。2025年分布式光伏管理办法及上网电价市场化改革等新规落地，原本依赖全额上网或低门槛开发的模式受到制约，市场进入观望适应期，同时消纳“告急”也是制约光伏装机增速的一大因素。全年看，根据光伏行业协会预计国内光伏新增装机规模在180-240GW，较2025年的317GW明显回落，均值同比降幅33.8%，对锌消费贡献增幅收窄。

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，2026年1-2月全国风电新增装机容量达到 11.04 GW，同比增加 144万千瓦，同比增长约 15%。在当前电力市场化的背景下，风电出力与电价高峰更匹配、利用小时数约为光伏 1.8 倍、度电收益更优，资金从光伏转向风电。同时“十五五”规划明确风电年均新增不低于12GW，特高压与配储改善消纳，2025 年核准约160GW项目在2026年初集中并网，三北、西南、沿海风电基地加速落地，风电成为新能源装机唯一高增板块，部分对冲光伏板块的下滑。全年看，政策及产业多维度发力，预计2026年风电新增装机量有望达130GW，同比增速8%。

图表 27 基建投资存修复预期

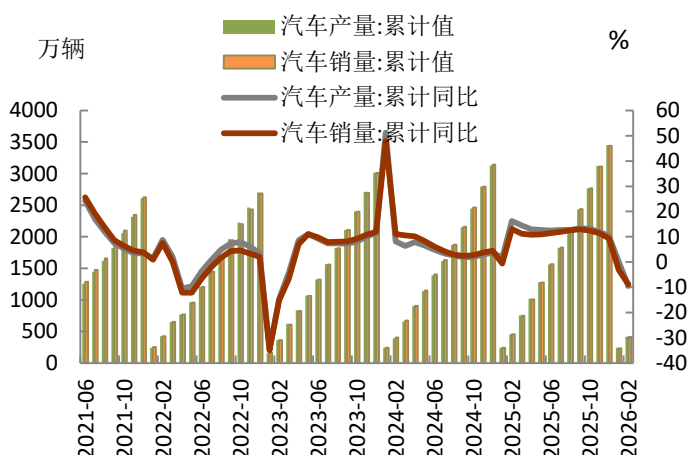


图表 28 地产板块持续磨底

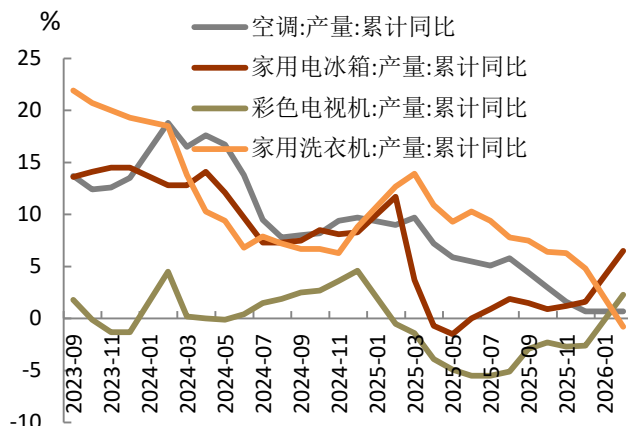


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 29 汽车产销情况

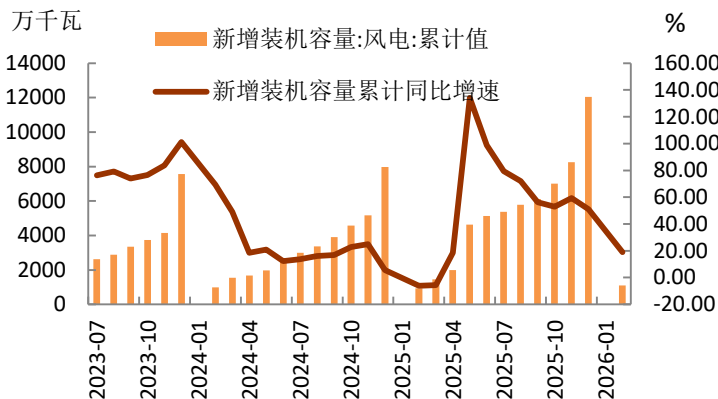


图表 30 白色家电产量情况

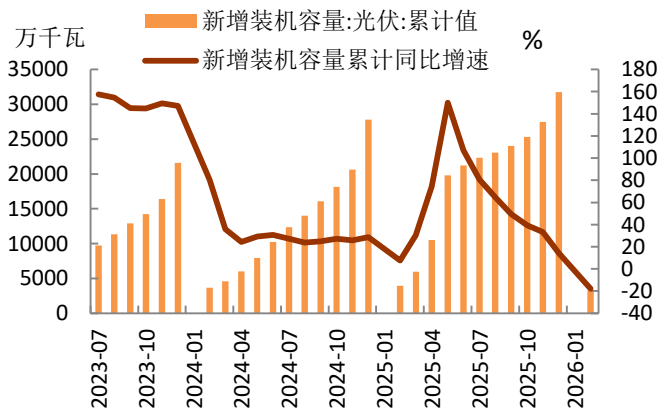


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 31 风电新增装机量情况



图表 32 光伏新增装机量情况



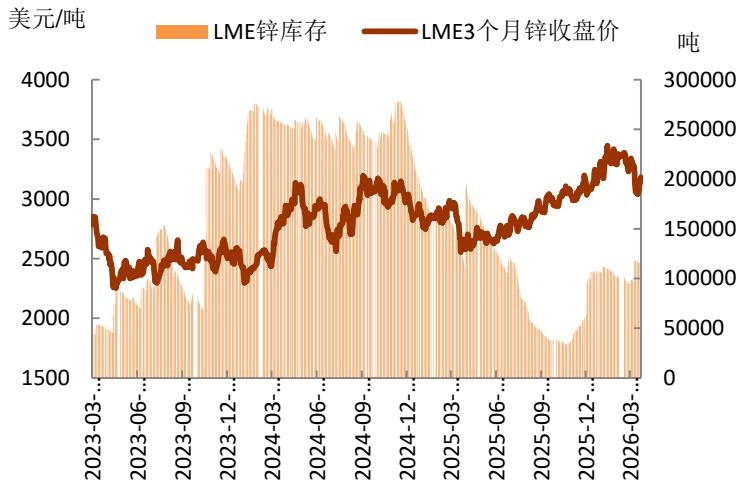
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

3.4 内外库存分化，外增内减

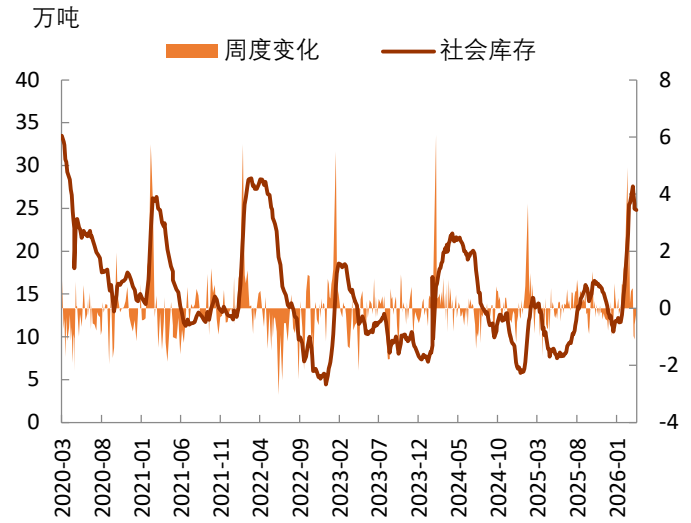
3月LME库存先增后减，3月17日，海外集中交仓2万余吨，一度打压内外锌价，但交仓未持续，库存重回缓慢回落态势，截止至3月31日，库存报收114500吨，月度增加17150吨。LME投资基金净多持仓新增后减，月末降至26130.17手，做多力量较2月明显减弱。不过LME0-3现货贴水呈现大幅收窄的趋势，3月26日短暂转为小升水，对伦锌价格构成一定支撑。后期看，欧洲能源价格高企及海外锌矿供应趋紧，将抑制海外炼厂供应增量，预计LME库存难出现持续大幅增长。

3月中旬国内迎来库存拐点，主要受到锌价高位回落，激发下游逢低买盘，截止至3月30日，社会库存回落至24.82万吨，月度减少2.83万吨，绝对水平依旧处于近五年同期高位。3月底锌价企稳弱反弹，去库斜率预计放缓，不过随着终端消费边际改善，去库趋势有望延续。

图表 33 LME 库存小幅走高



图表 34 社会库存迎来去库



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

四、总结与后市展望

宏观面，中东局势的反复成为市场核心变量，美伊双方达成暂时停火协议，且鲍威尔维持利率不变的表态，在一定程度上缓解了市场对滞胀及货币政策转向的担忧。然而，美伊核心矛盾未化解，后续谈判波折反复的风险依然存在，放大资产价格波动。国内经济实现“开门红”，中东局势的外溢影响或于二季度显现，政策端有望保持积极以应对外部冲击。

供应端呈现结构性偏紧格局，海外矿山扰动加剧，澳洲、伊朗锌矿运输受阻，叠加部分矿山下调年度产量预期，锌矿供应收紧，进口矿加工费转至负值。国内北方矿山虽进入季节性复产阶段，但进口矿补给不足，制约国产矿加工费回升，成本支撑进一步增强。在副产品价格高位支撑下，炼厂利润保持可观，预计4月国内精炼锌产量环比增长2.04%至58.96万吨。当前沪伦比价下精炼锌进出口窗口均关闭，进口压力有限。

需求端边际修复但分化明显，逆周期调节发力推动基建投资低位反弹，沿江高铁等“十五五”重大项目落地有望带动锌消费增量；受政策力度收敛、前期消费前置及中东局势推高海运成本影响，汽车、家电产销增速有所放缓；风电项目加速落地支撑相关需求，部分对冲光伏需求回落压力；镀锌板出口增速放缓但仍具韧性，地产市场低位缓慢修复，对锌消费的负向拖累逐步减弱。

整体看，中东地缘风险缓解但未完全出清，市场情绪阶段性修复后仍有摇摆可能。供需同步回升，锌矿供应结构性矛盾突出，成本端抬升锌价下方支撑，预计4月锌价震荡偏强修复，后续仍要跟踪美伊谈判博弈及消费改善成色。

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。