

2026年3月9日



## 通胀担忧&成本支撑

### 锌价宽幅震荡

#### 核心观点及策略

- 宏观面，美伊冲突推升能源价格，通胀担忧升温，令美联储未来降息路径趋于复杂化。美元在避险情绪及降息放缓双重支撑下表现偏强，对风险资产形成压制。国内两会延续“稳中求进”的总基调，兼顾短期稳增长和长期提质增效，财政发力不减、货币环境维持适度宽松，为市场提供稳定支撑。
- 供应端看，海外多家矿企下调年度产量指引，叠加美伊冲突或影响伊朗约 20 万吨锌矿供应与运输，海外锌矿供应收紧预期升温。传言2026年Benchmark为85美金，略高于去年的80美金，但增加银和锗的计价，实际加工费较低。国内北方矿山尚未全面复工，3月加工费低位小幅回升。欧洲天然气价格中枢上移，推升海外炼厂生产成本并扰动生产稳定性。国内炼厂集中复工，原料充裕、利润尚可，预计精炼锌产量环比增加 7 万余吨，回补 2 月减量。
- 需求端，终端消费延续分化格局，基建投资低位修复可期；政策与产业协同发力，风电板块维持良好态势；汽车、家电受前期消费透支与政策退坡影响，增速放缓；地产仍处磨底阶段，但消费占比下滑，负面拖累边际减弱。节前初端企业备货偏谨慎，节后存在补库需求，社会库存有望于 3 月中下旬进入去库通道。
- 整体来看，地缘局势不稳加剧通胀与避险担忧，海外流动性收紧预期对锌价形成压力。但地缘风险同时扰动供应端，成本支撑显著增强。国内炼厂复工提速，需求进入旺季成色验证期，市场呈现供需双增格局。当前宏观主导，基本面权重较低，预计 3 月锌价宽幅震荡，宏观不确定性加剧波动。
- 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 .....	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.....	10
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 2 月精炼锌供应环比降幅较大，锌锭进出口窗口均关闭.....	13
3.3 精炼锌需求情况.....	14
3.3.1 初端企业开工季节性回落，初端制品出口表现强劲.....	14
3.3.2 传统消费表现疲软，新兴消费表现分化.....	15
3.4 内外库存分化，外减内增.....	18
四、总结与后市展望 .....	19

## 图表目录

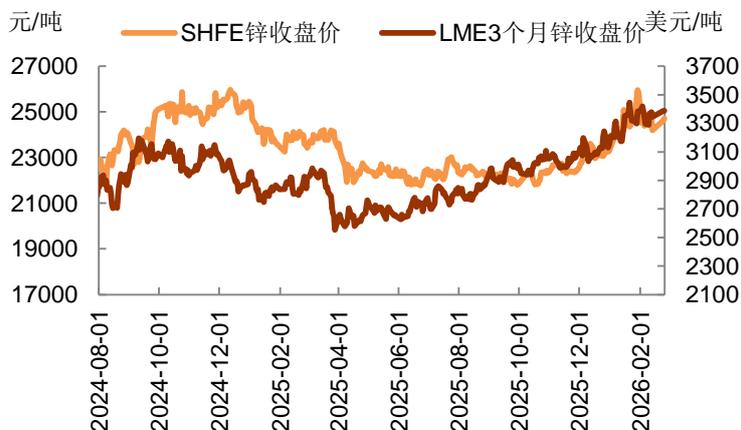
图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势 .....	4
图表 2 美国通胀情况.....	6
图表 3 美国利率水平.....	6
图表 4 美国就业市场.....	7
图表 5 美国 ISM 制造业 PMI.....	7
图表 6 欧元区通胀情况.....	7
图表 7 欧元区利率水平.....	7
图表 8 国内 PMI 数据.....	7
图表 9 国内重要经济指标.....	7
图表 10 全球锌矿年度产量情况.....	9
图表 11 国内锌矿月度产量情况.....	9
图表 12 2025 年-2026 国内锌矿新增情况（万金属吨）.....	9
图表 13 2025-2026 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.....	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 国内精炼锌月度产量.....	13
图表 21 冶炼厂生产利润.....	13
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）.....	14
图表 25 初端企业开工率.....	15
图表 26 镀锌板净出口情况.....	15
图表 27 基建投资存修复预期.....	17
图表 28 地产板块持续磨底.....	17
图表 29 汽车产销情况.....	18
图表 30 白色家电产量情况.....	18
图表 31 风电新增装机量情况.....	18
图表 32 光伏新增装机量情况.....	18
图表 33 LME 库存窄幅波动.....	19
图表 34 社会库存季节性累增.....	19

## 一、锌市场行情回顾

2月沪锌主力高位回落后震荡调整。年初以来在贵金属走强提振下有色板块表现偏强，但1月29日特朗普提名沃什成为新任美联储主席构成市场情绪的转折点，沃什主张“降息+缩表”，其政策取向强化了流动性收紧的判断，且美联储独立性得以呵护，美元信用担忧降温，美元指数走强，且受资金去杠杆挤泡沫的影响，锌价跟随贵金属及有色板块高位回调。基本上，国内临近春节长假，终端需求走弱，且原料价格高企，初端企业多提前放假，现货疲软，转为小幅贴水，需求阶段性缺失亦不支撑锌价高位。不过随着资金踩踏影响减弱，锌价跟随贵金属止跌企稳，表现出较强的抗跌性，围绕24500元/吨一线震荡。春节节后，受美国高级法院裁决对等关税无效及美伊局势严峻的提振，市场风险偏好较好，锌价跟随震荡偏强，但消费回归缓慢，制约涨幅，截止至2月27日，主力期价收至24710元/吨，月度跌幅4.35%。

伦锌高位震荡，市场逐步消化沃什提名下任美联储主席的影响后，恐慌情绪缓解，同时美伊局势不明朗增加锌矿供应扰动风险，叠加LME保持低库存，提供支撑，伦锌在下方40日均线附近获得较强支撑，但上方3450美元/吨附近阻力较强，高位震荡盘整运行为主，截止至2月27日，收至3308美元/吨，月度跌幅1.84%。

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

美国经济保持稳步增长。2025年四季度美国GDP增速不及市场预期，主要受到政府关门的影响，消费及投资仍保持韧性。美国制造业维持较高景气度，2月ISM制造业PMI较前值小幅回落0.2pp至52.4，但高于预期的51.8；服务业PMI边际下行0.4pp至52.3，低于预期的53。通胀

方面，略回落但保持粘性。1月CPI同比回落至2.4%，环比回落至0.2%，降幅均超预期。核心CPI环比增速回升至0.3%，符合市场预期。能源、食品价格及住房分项回落为通胀温和下行的主要贡献项，但超级核心通胀仍有回升压力。就业市场看，继1月数据呈现回暖态势后，2月就业市场再度遭受重创。2月美国新增非农就业-9.2万，低于预期，前两个月累计下修6.9万；2月失业率超预期回升0.1pp至4.4%；小时工资环比增速维持0.4%，同比边际加速0.1pp至3.8%，均高于预期。

美联储1月利率会议总体偏鹰，结束“三连降”，将联邦基金利率目标区间维持在3.50%至3.75%之间不变。官员在利率前景上分歧较大，降息、暂停、加息三派混战。美国与以色列2月28日对伊朗发动联合军事打击，霍尔木兹海峡航运受阻，原油价格大幅上涨，通胀担忧抬升增强了美联储降息路径的复杂性。目前市场预计下一次降息的节点推后至9月，且年内仅降息25BP。后续关注美伊局势演变以及沃什听证会的表述，寻求更多降息指引。

关税方面，2月20日美国最高法院裁定特朗普IEEPA关税非法，意味着对中国、加拿大和墨西哥征收的芬太尼关税，以及2025年4月之后实施的对等关税将被判无效。随后，特朗普称依据《1974年贸易法》第122条临时加征10%的全球进口关税作为替代，2月24日起生效，为期150天，同时启动多项301调查。2月21日，将税率由10%提升至15%。

整体来看，美国就业市场超预期回落，同时美伊冲突推升能源价格，市场对通胀担忧抬升，令美联储未来降息路径变的更加复杂。美元在避险情绪及降息放缓双重推动下表现偏强，对贵金属及工业金属等风险资产构成压力。

## 2.2 欧元区

欧元区经济温和复苏，制造业重回扩张区间。欧元区2025年四季度GDP环比增长0.3%、经济温和复苏。2月欧元区综合PMI从51.3升至51.9。其中，制造业PMI有明显改善，由49.5跃升至50.8，为2025年8月以来首次站上50荣枯线。服务业PMI小幅上升至51.8，前值51.6。内部复苏节奏分化依旧明显，其中，德国经济显著改善，制造业PMI达到50.7，为2022年6月以来首次进入扩张区间。法国综合PMI虽从49.1升至49.9，但仍未能突破50关口。此外，此前欧元区面临的对等关税已处于15%的水平，而其余出口商品的关税依据为232条等，预计美国IEEPA关税裁定或对欧元区影响有限。

2月16日，欧洲央行召开货币政策会议，连续第五次维持三大关键利率不变。1月欧元区通胀率为1.7%，但核心通胀仍处于2.2%的高位。欧洲央行召开货币政策会议上，明确通胀将于中期稳定于2%的目标水平，制约了欧央行的降息空间。

整体看，欧元区经济延续缓慢复苏的态势，且各国间恢复节奏分化较明显。通胀水平依旧高于目标值，预计欧央行将保持谨慎的降息态度。

### 2.3 中国

国内1月信贷数据成色不佳，1月新增人民币贷款4.71万亿，好于预期、但低于季节性。结构分化，居民中长贷连续4个月少增，地产销售偏弱仍是主要拖累；居民短贷转为多增，受消费补贴提振；企业中长期贷款再度转为少增，投资意愿依旧偏低。1月新增社融7.22万亿，好于预期及季节性，主要受到政府债券、企业债券增加的支撑。官方2月制造业PMI为49%，前值49.3%；非制造业PMI为49.5%，前值49.4%；综合PMI为49.5%，前值49.8%。2月制造业PMI仍处荣枯线下方，供需均回落；服务业超季节性回升。数据指向，当前经济仍有下行压力，内需不足且市场信心偏弱。

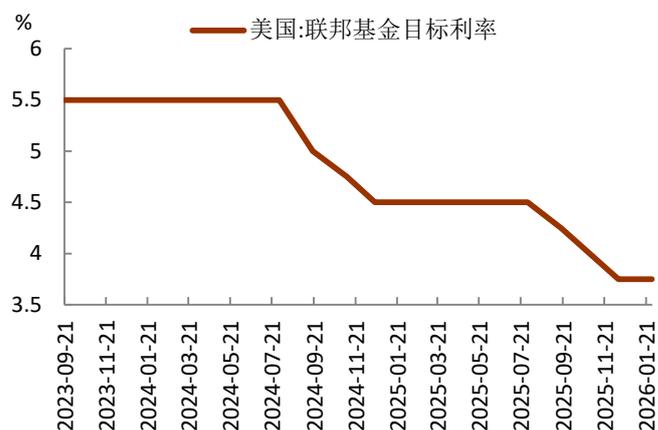
3月5日《2026年政府工作报告》出炉，将2026年经济增长目标设在4.5%-5%，采用区间目标既守住基本增速。CPI目标仍设定为2%，持平去年，旨在推动“物价合理回升”，缓解低通胀压力。赤字率拟继续按4%左右安排，赤字规模提升至5.89万亿元，较2025年增加2300亿元。地方专项债额度4.4万亿元，与上年持平，用于重大项目、化债等。拟发行超长期特别国债1.3万亿元，与上年持平，其中8000亿用于“两重”建设，2500亿元专项用于消费品以旧换新，2000亿用于设备更新，同时设立1000亿元财政金融协同促内需专项资金。政策主线继续聚佳扩大内需，培育新动能、发展科技，同时维持适度空松货币环境。

整体来看，国内经济现实维持偏弱，内生驱动不足。但两会政策延续“稳中求进”的总基调，兼顾短期稳增长和长期提质增效，财政支出力度不减，结构上更加优化，同时货币维持适度宽松的大趋势，节奏上较为稳健。继续强调扩内需、稳地产，有望促进经济稳步修复。

图表 2 美国通胀情况

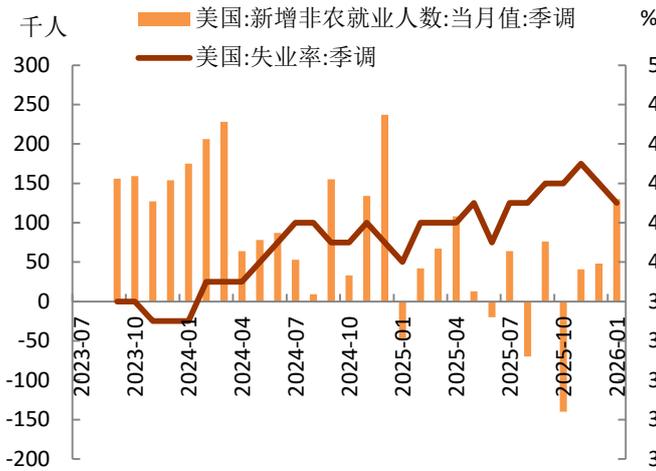


图表 3 美国利率水平



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

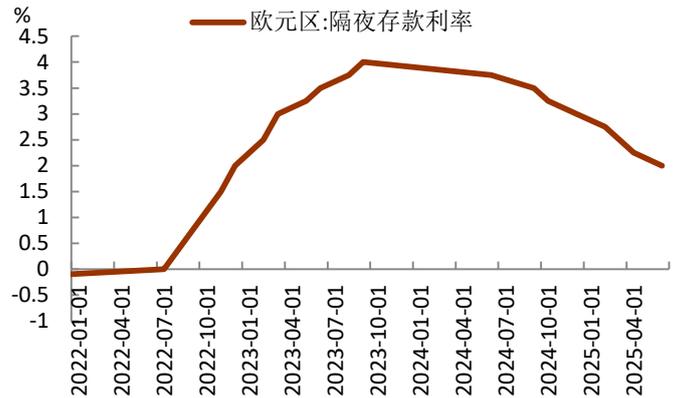


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 欧元区通胀情况

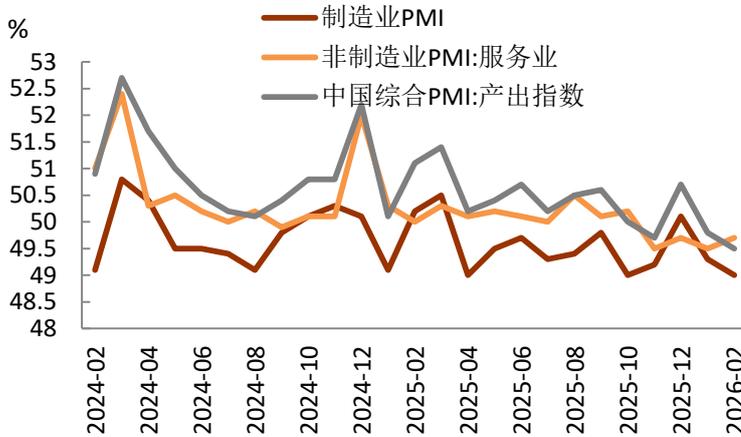


图表 7 欧元区利率水平

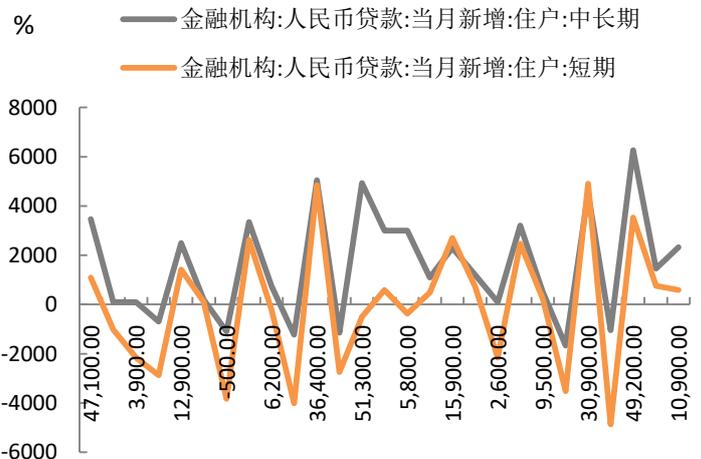


数据来源: iFinD, ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

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%

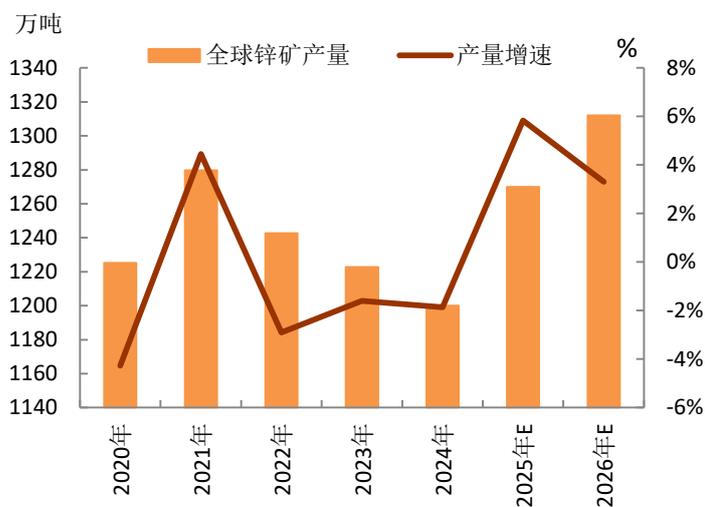
年初海外部分矿山供应存在小幅扰动，主要受季风降雨、社区抗议活动封路等，但实际影响量偏低，不过今年的外在干扰率明显较去年增加。此外，2月28日，美以对伊朗发动空袭，地缘冲突升级。数据显示，2025年伊朗锌矿产量在全球锌矿产量占比不足2%，且2025年中国进口伊朗锌精矿约8.6万实物吨，占总进口量的1.62%。尽管伊朗锌供给体量有限，但区域供应及运输扰动风险强化全球锌矿供应趋紧预期。

此外，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。

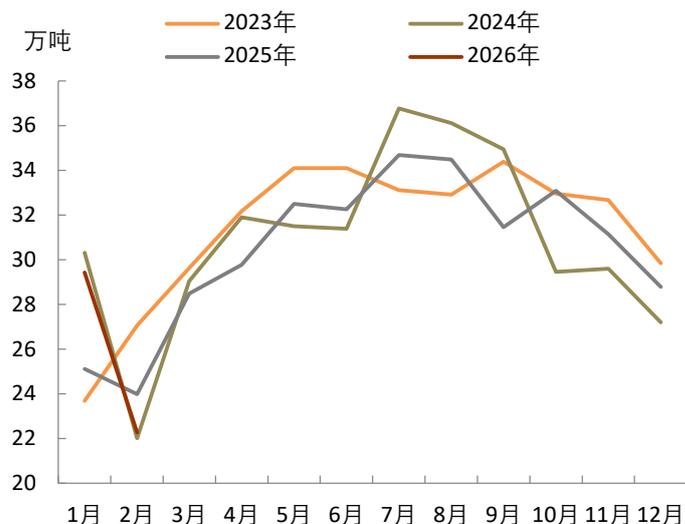
国内方面，SMM数据显示，2026年1月锌精矿产量29.43万吨，环比增加2.25%，同比增加17.2%，产量略高于预期，预计2月产量环比减少24.33%至22.27万吨。2月春节假期部分矿山检修，随着节假日结束，2月底检修矿山陆续复产；北方矿山也陆续进入季节性恢复期，4-5月全面复工，预计二季度锌精矿产量延续环比回升态势。全年看，全年看，火烧云、银珠山、兰坪金顶、贵州猪拱塘及郭家沟等项目产量释放，预计增量在30万吨左右。

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

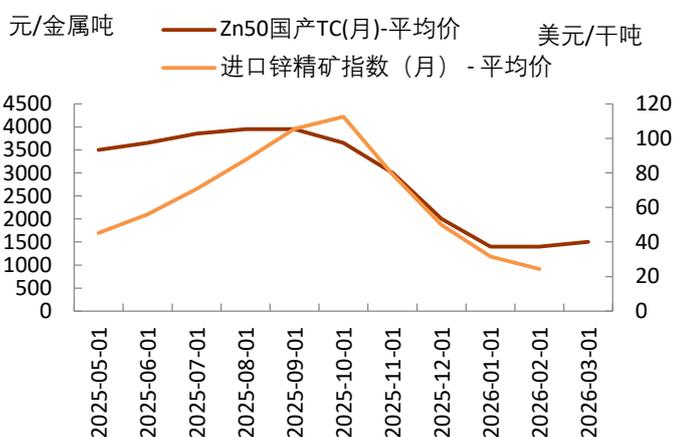
### 3.1.2 国产矿加工费弱稳，锌矿进口量保持高位

SMM数据显示2026年3月国产锌精矿加工费环比增加100元/金属吨至1500元/金属吨。炼厂原料较为宽裕，且国内春节检修矿山2月底复产，北方季节性检修矿山也陆续复产，炼厂对加工费挺价意愿较强，月度均价小幅回升。据悉，北方矿山基本于4-5月全面复工，随着原料供应边际增加，预计二季度国产锌矿加工费延续低位回升的态势。进口矿方面，1月中旬锌矿进口窗口短暂开启后，再度关闭，海外矿企报价维持低位，周度进口矿加工费维持在30美元/干吨附近，炼厂对进口货源采购情绪较弱。据悉，春节期间有6万吨伊朗锌矿集中到港，但多被大型炼厂提前锁定，散单货源有限。

3月进入Barchmark谈判周期，受部分海外矿山产量指引下调，以及美伊局势不明朗带来供应端的扰动，预计海外锌矿供应增量低于预期。同时，当前现货进口矿加工费维持低位，对Barchmark价格谈判指引构成压力。市场传言，加拿大矿业公司泰克资源和韩国锌业公司2026年进口锌精矿成交基准加工费为85美元/干吨，较2025年的80美元/干吨略有反弹，但在银和锗的价格飙升后提高这两种金属的收费，实际加工费较低。

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

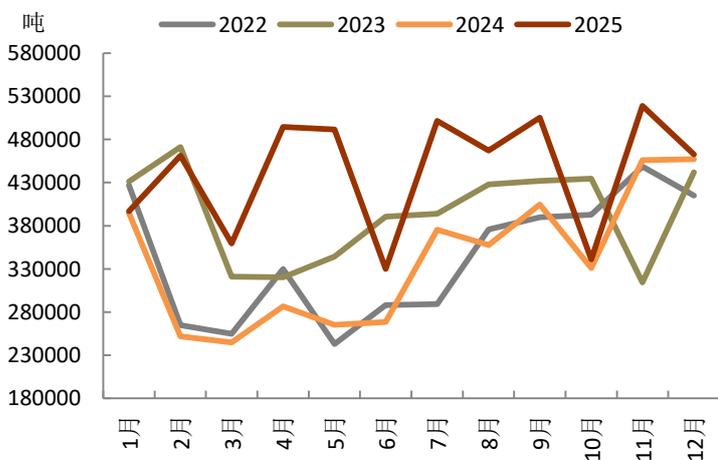


图表 15 锌矿进口盈亏

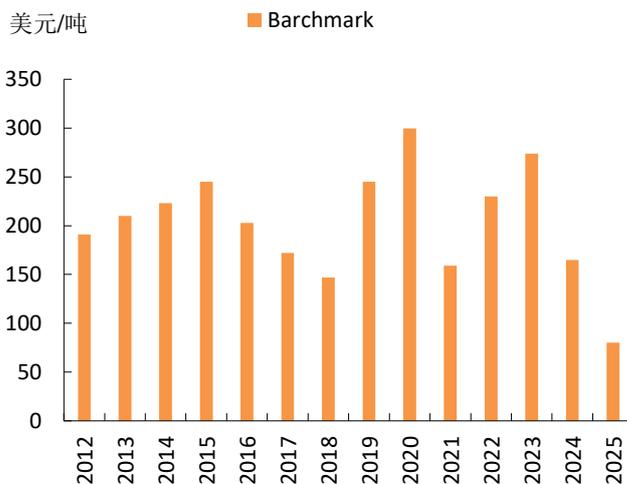


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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

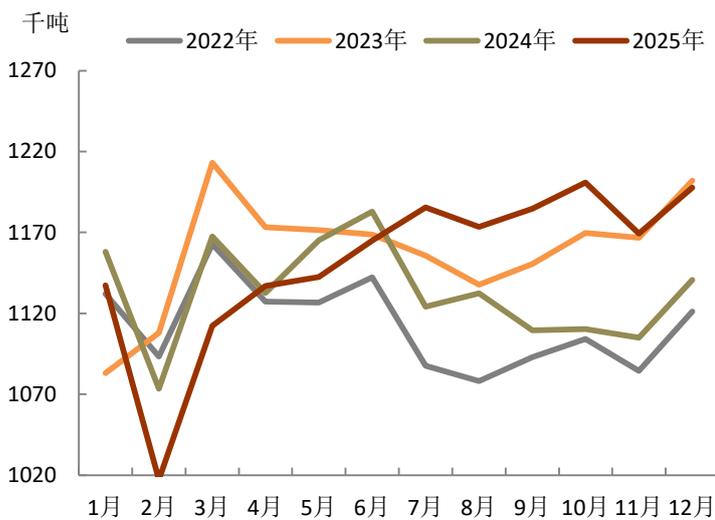
#### 3.2.1 美伊冲突威胁欧洲天然气供应，海外炼厂生产能源成本抬升

ILZSG数据显示，2025年全球精炼锌产量增长2.1%达到1383万吨。其中，中国贡献了主要的增量，精炼锌产量累计同比增加6.06%；海外累计产量同比减少2.54%。

海外矿企2026年精炼锌产量指引涨跌互现，量级变化有限。其中，Teck旗下Trail炼厂2025年产量23万吨，2026年精炼锌指引19-23万吨，较2025年产量下调至区间下限附近，因锌精矿原料如Red Dog、Antamina=大幅减量，制约冶炼产能释放。Glencore2026年精炼锌产量指引下调至81-87万吨，较2025年实际产量同比下降约1%，因Antamina、Lady Loretta等矿山减产/闭坑，以及欧洲冶炼厂开工率受限。Nexa2025年产量56.7万吨，2026年产量指引为57-60万吨，较2025年同比增加3.17%，因旗下矿山爬产，且技改及矿石处理量提升，带动冶炼产量增加。

此外，今年1月受美国寒潮影响，欧美天然气价格走强，进入2月底美伊冲突升级，全球能源关键通道霍尔木兹海峡航运安全受到严重威胁，国际机构密集发布能源市场预警。霍尔木兹海峡承担着全球约五分之一的液化天然气运输量，卡塔尔等主要出口国货源均需经此通道运往欧洲和亚洲。3月3日，卡塔尔企业遇袭后暂停全球最大LNG出口厂生产，受该消息影响，欧洲天然气期货价格两个交易日内累计涨幅超过60%。此次供应中断正值欧洲冬季尾声，储气库存已大幅消耗，若中断持续时间较长，将冲击夏季补库季。天然气价格易涨难跌，欧洲炼厂生产升本抬升。同时，亚太地区亦受天然气断供冲击，炼厂生产稳定性存疑。海外精炼锌供应存缩减的可能。

图表 18 全球精炼锌月度产量情况



图表 19 欧洲天然气价格



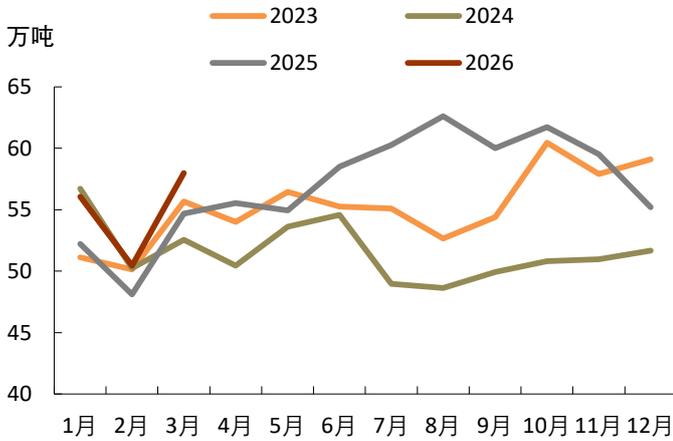
数据来源: Mysteel, iFinD, 铜冠金源期货

### 3.2.2 1 2月精炼锌供应环比降幅较大，锌锭进出口窗口均关闭

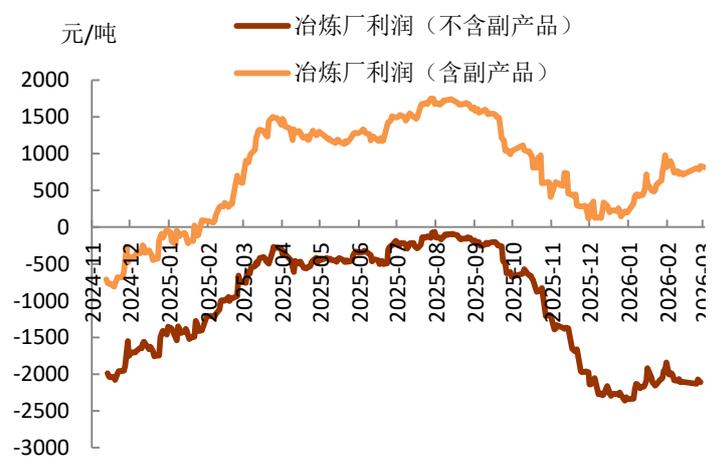
SMM：2月多数大型炼厂维持正常生产，但陵山能环保、江西神叶实业、江西金铂铈资源、广西誉升、花垣县太丰冶炼、湖南轩华等春节期间减停产，叠加2月自然天数较少，预计当月精炼锌产量为50.46万吨，环比减少9.99%，同比增加4.9%，产量略低于预期。春节检修炼厂多在2月底至3月初复产，叠加工作天数恢复，预计3月精炼锌产量环比回升14.9%至57.99万吨。

进出口方面，海关数据显示，2025年全年精炼锌累计进口量30.4万吨，累计同比减少31.78%。单月看，12月精炼锌进口量0.87万吨，环比减少51.94%。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月进口窗口维持关闭，出口窗口自月中旬关闭，当月进出口情况符合预期。对于2026年1、2月，锌市呈现外强内弱的格局，沪伦比价震荡回落，精炼锌进口亏损走扩，出口亏损收窄，截止至2月底，精炼锌进口亏损在3300元/吨附近，出口亏损收窄至900元/吨附近。当前精炼锌进出口窗口均保持关闭状态，叠加2月春节假期影响船运，预计1、2月精炼锌净进口量维持低位。后期来看，国内春节累库压力较大，锌市预计延续内强外弱格局，沪伦比价有望延续回落，精炼锌出口窗口存在阶段性开启的机会。

图表 20 国内精炼锌月度产量

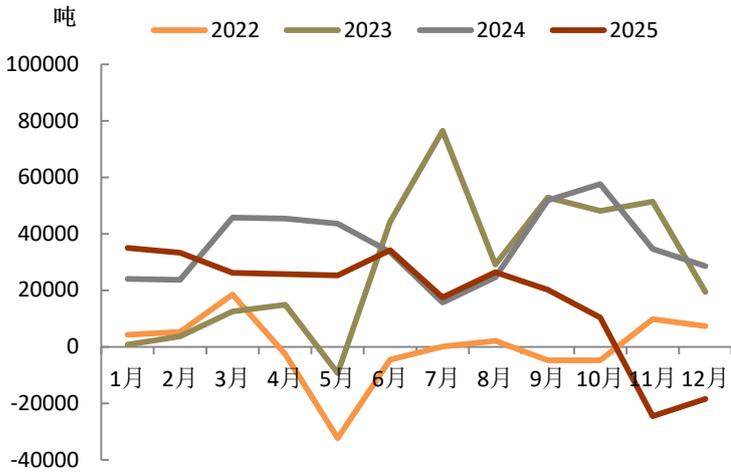


图表 21 冶炼厂生产利润

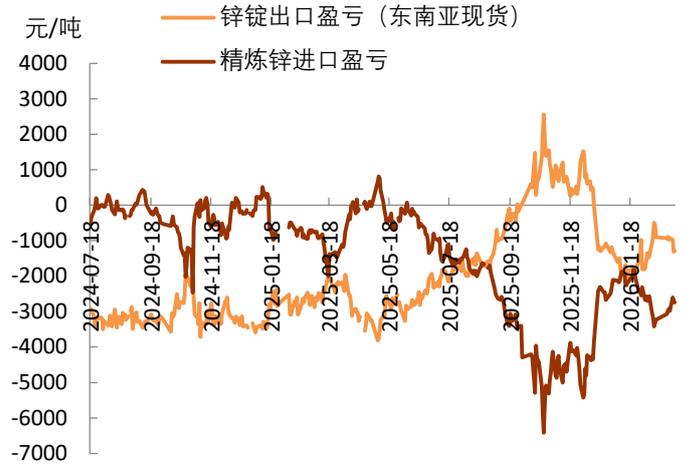


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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 年国内主要炼厂投产产情况 (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

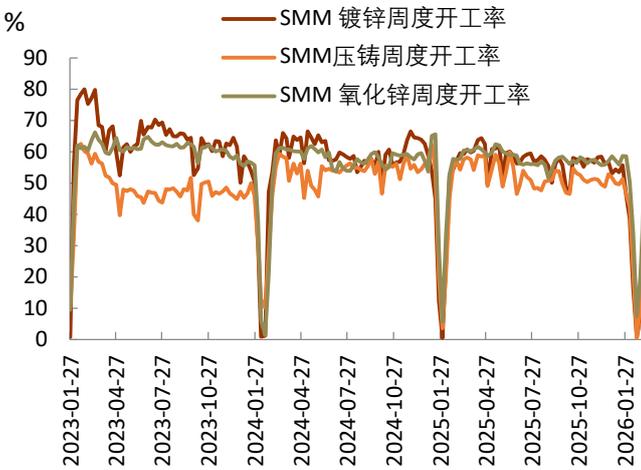
#### 3.3.1 初端企业开工季节性回落，初端制品出口表现强劲

2月恰逢国内春节假期，叠加原料锌价高企，成本压力较大，下游初端企业放假节点较早，且放假周期较往年偏长。其中镀锌企业多放假15天左右，复产多集中在初八附近。锌合金企业放假周期20-40天不等，一方面成本及需求双重压制，另一方面，锌铝价差收窄，且短暂倒挂，使得独立锌合金企业生产利润压缩，被迫上调加工费后，未能传导至终端企业。氧化锌企业放假10-20天不等，且对节后订单情况较为谨慎。总的来看，受假期影响，需求阶段性缺失，初端企业开工率大幅回落，符合预期，进入2月底，企业陆续复工，开工率有望季节性回

升，后续关注消费恢复程度。

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、2月,受出口许可证正式实施,抢出口提振减弱,同时国内及东南亚地区进入春节假期,船运受阻,预计镀锌板出口环比回落。

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: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。

高频数据看，百年建筑网数据显示，截至2月25日(农历正月初九)，全国10692个工地开复工率为8.9%，农历同比增加1.5个百分点；劳务上工率15.5%，农历同比增加3.7个百分点；资金到位率29%，农历同比增加9.4个百分点。资金到位率同比明显上升，与新增专项债发行进度吻合，2026年前2月新增专项债发行8242亿元，同比增长38.1%。不过，石油沥青开工率、水泥出货率等开工指标边际回落，且处于历史相对低位，显示春节后，基建复产较为缓慢。

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，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。

春节期间新房和二手房销售均季节性回落至低点，同比跌幅小幅扩大。且受春节假期较长影响，各地建设项目停工较早。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。

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，2026年1月汽车产销分别完成245万辆和234.6万辆，产量同比增长0.01%，销量同比下降3.2%，环比分别下降25.7%和28.3%。1月汽车出口68.1万辆，同比增长44.9%，环比下降9.5%。数据显示，乘用车市场有所下降，商用车市场延续向好，新能源汽车市场平稳，汽车出口继续保持增长。

总的来看，汽车市场同比增速放缓，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。此外，2025年需求集中释放，新增需求有限。不过开年以来，“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。

**从白色家电方面来看：**从产业在线最近排产数据来看，3月空冰洗排产合计总量共计3911万台，较去年同期生产实绩下降4.0%。分产品来看，3月份家用空调排产同比下滑6.1%，冰箱排产同比增长1.6%，洗衣机排产同比下滑3.4%。今年春节较晚，空调企业1月集中排产备货，部分透支3月的排产空间。同时，以旧换新政策进入平稳期，补贴力度及需求刺激效果边际减弱，经销商以消化现有库存为主，拖累空调企业内销排产积极性。外销上，欧洲处于去库周期，渠道库存压力未缓解，出口新订单不足，叠加美伊冲突加剧全球海运、汇率的不确定性，海外补库需求疲软，拖累空调企业出口排产预期。受渠道库存高企、终端需求偏弱、去年同期高基数影响，冰箱企业排产较为稳健，同比增速依旧为负；美国关税政策调整缓解对美出口订单的压力，且东南亚消费保有韧性，冰箱出口排产小幅正增长。洗衣机内销在高基数和补贴政策退坡影响下，需求走弱，内销排产同比降幅较大；海外补库周期进入尾声，且地缘因素不确定性较大，企业外销排产同比仅微增。

总体看，受高基数、政策力度及效果边际减弱，以及部分排产前置的影响，家电3月内销

排产承压，同时海外补库周期进入尾声，且地缘冲突带来运输及汇率的不确定性，出口需求回落，家电对锌市场消费提振预计有限。

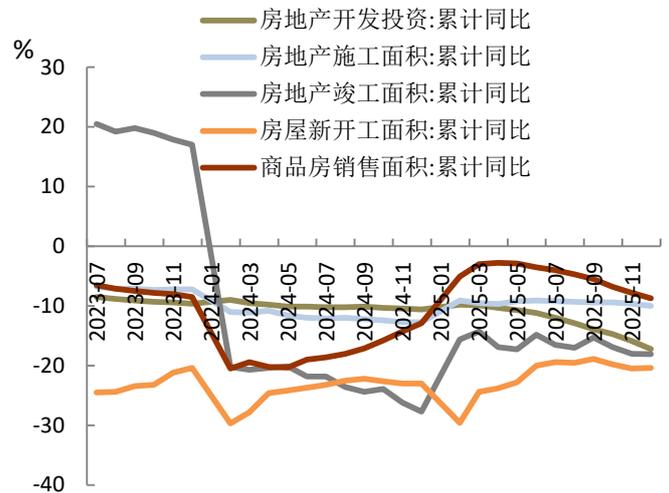
**新兴消费板块来看**，锌主要以热镀锌和锌铝镁合金的形式用于光伏支架，锌铝镁钢边框则可以为光伏组件提供物理支撑。根据国家能源局数据，2025年全年光伏新增装机规模达317GW，同比增长14%。上半年受抢装潮影响，光伏新增装机量增速较快，下半年自9月起，新增装机量持续环比修复，全年实现较高的同比增速，略超市场预期。对于2026年，光伏新增装机规模预计将出现回调，一方面，2025年1-5月新增装机量集中释放，提前透支部分需求；另一方面，分布式管理办法、上网电价市场化改革等新政策落地后，市场进入观望适应期，而电网消纳能力不足的问题日益凸显。光伏行业协会预计国内光伏新增装机规模在180-240GW，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，2025年风电新增装机容量约120GW，同比增速达50.94%，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，“十五五”开局之年，将聚焦风电与储能、氢能等技术的融合，风电行业有望保持较高增速。国际能源网数据显示，截至2026年2月底，全国已有13个省市发布了2026年省级重点项目清单，涉及风电项目304个，明确披露的装机规模超过66.15GW。从河北的陆上基地到福建的深远海风场，从宁夏的“风光储”一体化到浙江的风电母港。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

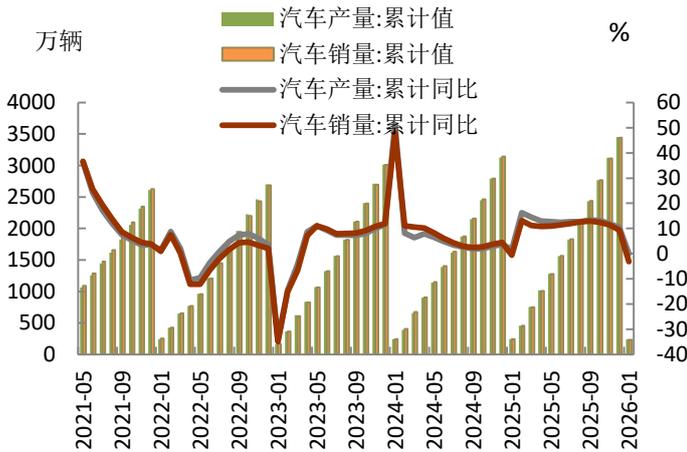


图表 28 地产板块持续磨底

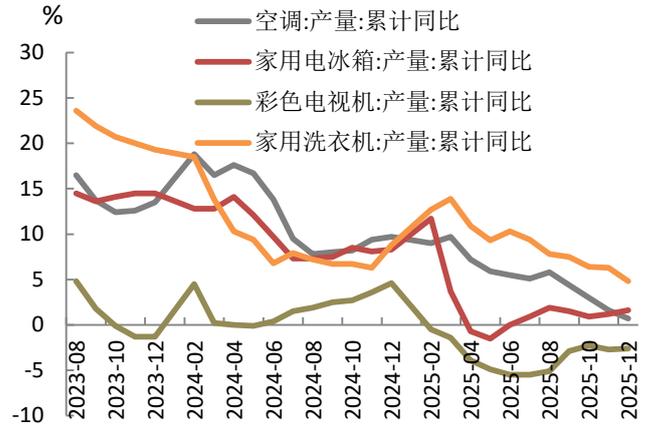


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 29 汽车产销情况



图表 30 白色家电产量情况

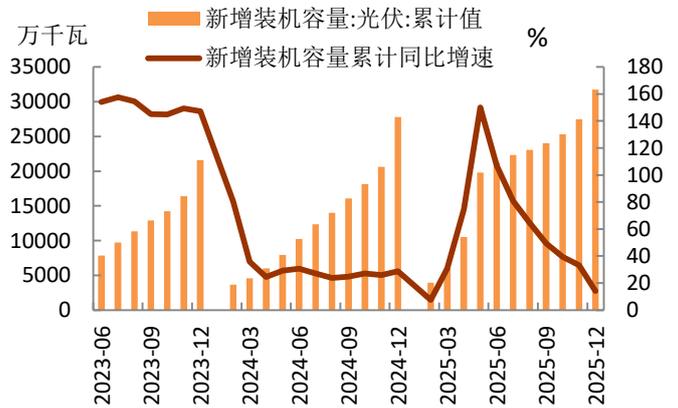


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 31 风电新增装机量情况



图表 32 光伏新增装机量情况



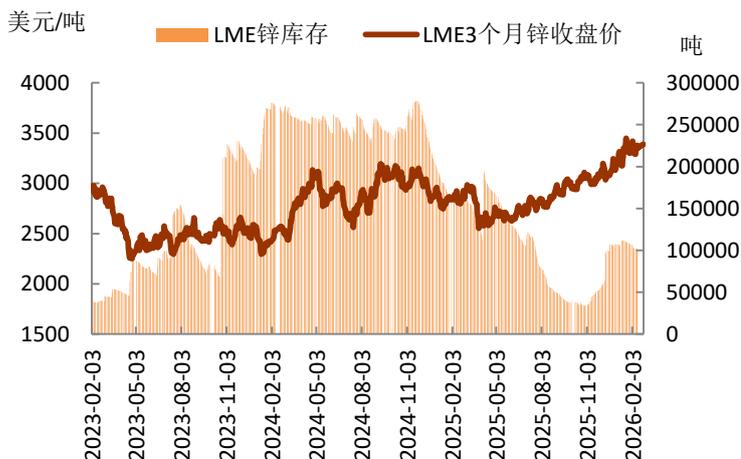
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

### 3.4 内外库存分化，外减内增

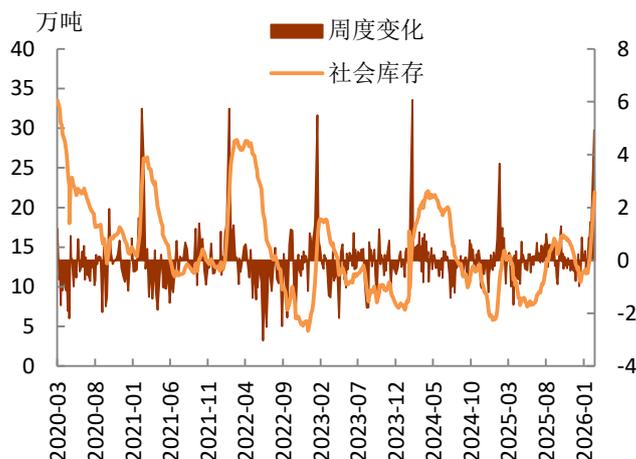
2月LME库存小幅回落，截止至2月27日，库存报收97350吨，月度减少9575吨。开年以来，锌市场呈现外强内弱的格局，沪伦比价虽有所下修，但精炼锌出口窗口尚未开启，LME库存缺乏国内出口量补充，同时锌矿加工费低位，且能源价格高企，抑制海外炼厂提产积极性，双重因素影响下，LME库存库存边际下滑。后期看，外强内弱格局有望延续，精炼锌出口或有阶段性开启机会，出口锌锭补充预期下，LME库存有望止跌企稳。

2月国内迎来春节长假，终端消费低迷且原料锌价高企，下游部分初端企业1月底开始放假，大型炼厂多维持正常生产，供需阶段性错配，社会库存如期累增。春节假期当周累库量达4.9万吨，高于去年同期的水平。节后，下游复工缓慢，多数2月底3月初复产，库存延续增势，截止至2月26日，库存报收21.97万吨，月度增加10.25万吨。进入3月，随着下游企业全面复产，将带动原料补库需求，中下旬有望迎来库存拐点。

图表 33 LME 库存窄幅波动



图表 34 社会库存季节性累增



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

#### 四、总结与后市展望

宏观面，美国就业市场超预期回落，同时通胀担忧升温，令美联储未来降息路径趋于复杂化。美元在避险情绪及降息放缓双重支撑下表现偏强，对贵金属及工业金属等风险资产形成压制。国内两会延续“稳中求进”的总基调，兼顾短期稳增长和长期提质增效，财政发力不减、货币环境维持适度宽松，为市场提供稳定支撑。

供应端看，海外多家矿企下调年度产量指引，叠加美伊冲突或影响伊朗约 20 万吨锌矿供应与运输，海外锌矿供应收紧预期升温。传言2026年Benchmark为85美金，略高于去年的80美金，但增加银和锗的计价，实际加工费较低。国内北方矿山尚未全面复工，3 月加工费低位小幅回升。欧洲天然气价格中枢上移，推升海外炼厂生产成本并扰动生产稳定性。国内炼厂集中复工，原料充裕、利润尚可，预计精炼锌产量环比增加7万余吨，回补2月减量。

需求端，终端消费延续分化格局，基建投资低位修复可期；政策与产业协同发力，风电板块维持良好态势；汽车、家电受前期消费透支与政策退坡影响，增速放缓；地产仍处磨底阶段，但消费占比下滑，负面拖累边际减弱。节前初端企业备货偏谨慎，节后存在补库需求，社会库存有望于3月中下旬进入去库通道。

整体来看，地缘局势不稳加剧通胀与避险担忧，海外流动性收紧预期对锌价形成压力。但地缘风险同时扰动供应端，成本支撑显著增强。国内炼厂复工提速，需求进入旺季成色验证期，市场呈现供需双增格局。当前宏观主导，基本面权重较低，预计 3 月锌价宽幅震荡，宏观不确定性加剧波动。

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。