



紫金天风期货

立足产业 研究驱动

灯火阑珊处

锌半年报2026/6/28

作者：柳晓怡

审核：李文涛

从业资格证号：F03149999

交易咨询证号：Z0015640

交易咨询证号：Z0023297

联系方式：liuxiaoyi@zjtfqh.com

我公司依法已获取期货交易咨询业务资格



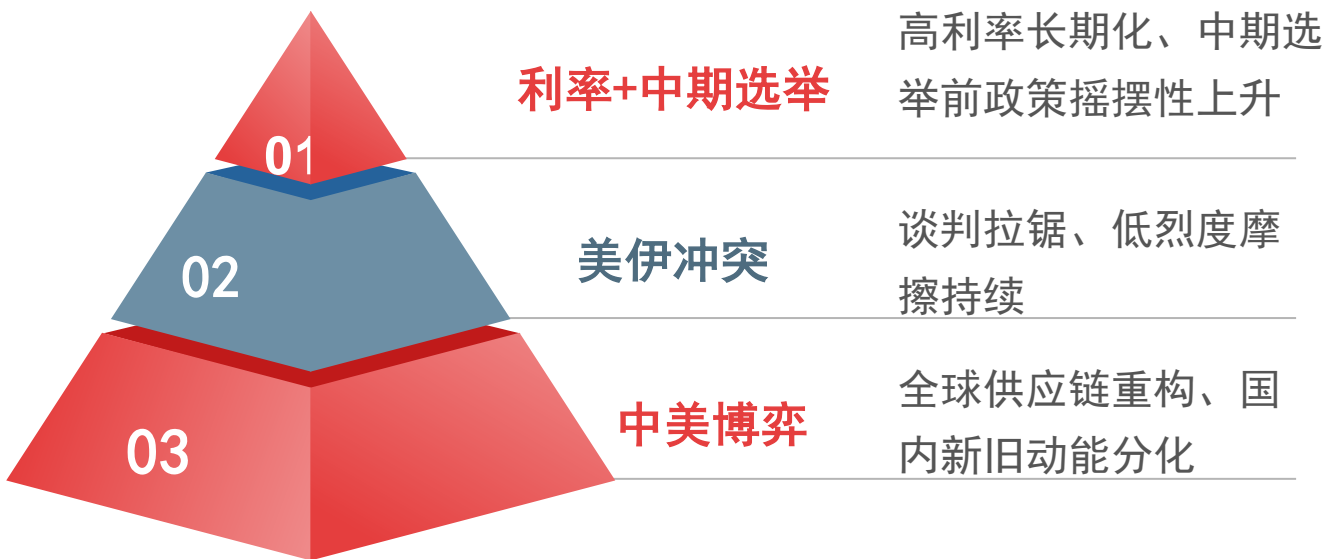
- 宏观节奏：在能预见的美联储鹰派加中期选举的背景下，下半年面临外部高波动、内部稳修复的错配环境，7-8月或是市场波动放大的时间窗口，11月前后才能迎来更为确定的修复拐点；
- 基本面：
 - 1、预期修正：年初年报寄望新经济需求对冲传统地产、制造下行，年中复盘验证，新经济增量虽持续释放，但传统终端下滑拖累幅度超出预期，两者力度无法形成有效对冲，2026年全球精炼锌重回过剩预期，导致锌价下半年或无单边大牛市、箱体震荡为主；
 - 2、对应结构性机会：大势黯淡不代表无行情——我们判断国内炼厂7-8月将迎来年内最大供给收缩，锌锭库存进入去库周期，叠加全年过剩预期，沪锌正套或拥有更高盈亏比；另外，锌铝比价、出口内外反套、区间箱体锁价等结构性套利，就是“阑珊处藏的机会”；
 - 3、拉长视野至2027年，矿端与锭端的供需平衡都将改善，TC或迎来修复空间，锌价也将有更亮眼表现。
- 交易机会：
 - 1、单边：三季度谨慎、四季度逢多思路；
 - 2、跨期：沪锌三季度正套；出口窗口打开后伦锌反套；
 - 3、跨市：出口窗口打开后可关注内外反套机会；
 - 4、跨品种：短期布局锌铝比价上行修复。
- 风险：硫酸价格大幅下跌、跨境矿流分流国内原料加大四季度减产力度、美联储高利率持续超预期、厄尔尼诺引发极端缺电。

一、市场焦点

主题

宏观——2026下半年全球宏观环境

【宏观】2026年下半年宏观三层底层驱动金字塔



- 整体主线：地缘能源扰动、美国高利率 + 选举不确定性、中美体系化博弈深化、国内新旧动能切换 + 政策稳增长，全球经济呈现“美国韧性强、欧洲偏弱、新兴市场分化、中国温和修复”的滞胀弱复苏格局；
- 1、美伊冲突局势基准情形（60%）：6月签署停战谅解备忘录，开启60天谈判窗口期，边谈边摩擦、全面大战概率极低、低烈度对峙常态化是基准；
 - ✓ 油价中枢维持85 - 95美元/桶，输入型通胀持续压制全球消费；
 - ✓ 下半年能源价格持续存在上行脉冲风险，是全年最大外部供给侧扰动变量；
- 2、美国宏观：高利率维持更久 + 11 月中期选举高度不确定性
 - ✓ 下半年核心约束：美伊冲突推高油价、财政大规模减税扩张、AI资本开支过热，核心通胀粘性抬升；美联储主席沃什偏向抗通胀，三季度基本无降息可能，仅年底存在极小降息窗口，“高利率维持更久（Higher for Longer）”成为定局；
 - ✓ 市场结果：10 年期美债收益率中枢 4.5% - 4.7% 高位震荡，美元指数维持强势，全球新兴市场资本持续承压，外债、大宗商品成本抬升；
 - ✓ 特朗普政府支持率受油价、通胀拖累持续低迷，选举前政策全部短期化：压制美联储加息、释放战略石油储备稳油价、扩大对华关税造势、加大产业补贴拉拢制造业选票，7-10月政策摇摆性大幅上升；
- 3、中美博弈2.0 + 全球供应链重构
 - ✓ 关税：终端消费品高关税维持，部分中间品关税小幅微调，但30%+ 核心关税底盘不松动；选举周期内美方大概率新增细分品类关税，制造短期冲击；
 - ✓ 长期结论：完全脱钩不可能，但“分割化、双循环、间接贸易”成为新常态，全球供应链效率趋势性下降，制造业成本中枢抬升；
- 4、国内内部稳修复
 - ✓ 经济基本面一温和修复、新旧动能分化，地产拖累边际收敛；
 - ✓ 财政前置发力，货币维持适度宽松，7月政治局会议定调全年方向；
 - ✓ 改革与中长期规划：十五五纲要落地实施。
- 2026下半年是外部高波动、内部稳修复的错配环境，7-8月很可能是市场波动放大的时间，11月前后迎来向上修复拐点。

流动性变局下的资产轮动：大宗商品短期承压，长期待兴

【宏观】商品与股指比价



01 现状：科技股形成强虹吸效应

市场资金呈现显著的结构化分化，AI与硬科技主题持续吸引增量资金涌入，对大宗商品市场形成直接的“抽血效应”，导致其整体流动性环境趋于收紧。

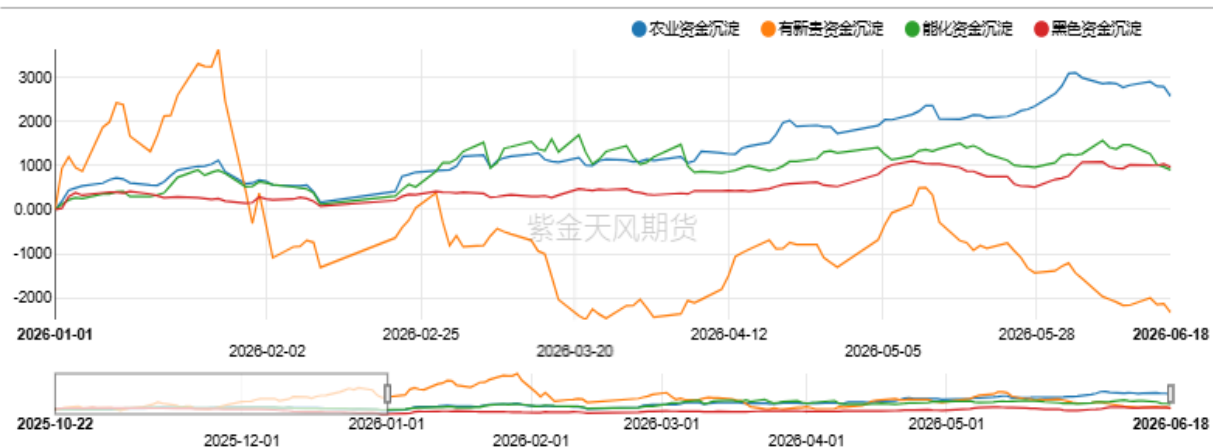
02 短期：三季度或为关键压力窗口

预计资金分流趋势将延续至三季度，有色金属等金融属性较强的板块，因与宏观风险偏好高度联动，或将面临估值与资金面的双重调整压力。

03 长期：交易逻辑切换带来配置机遇

随着市场从“预期炒作”转向“现实盈利与产能周期”定价，科技板块的获利资金有望溢出，回流至基本面扎实、估值合理的大宗商品价值洼地。

沉淀持仓货值变化



上半年锌市场整体主线——矿紧锭松、内外错配、宏观反复博弈

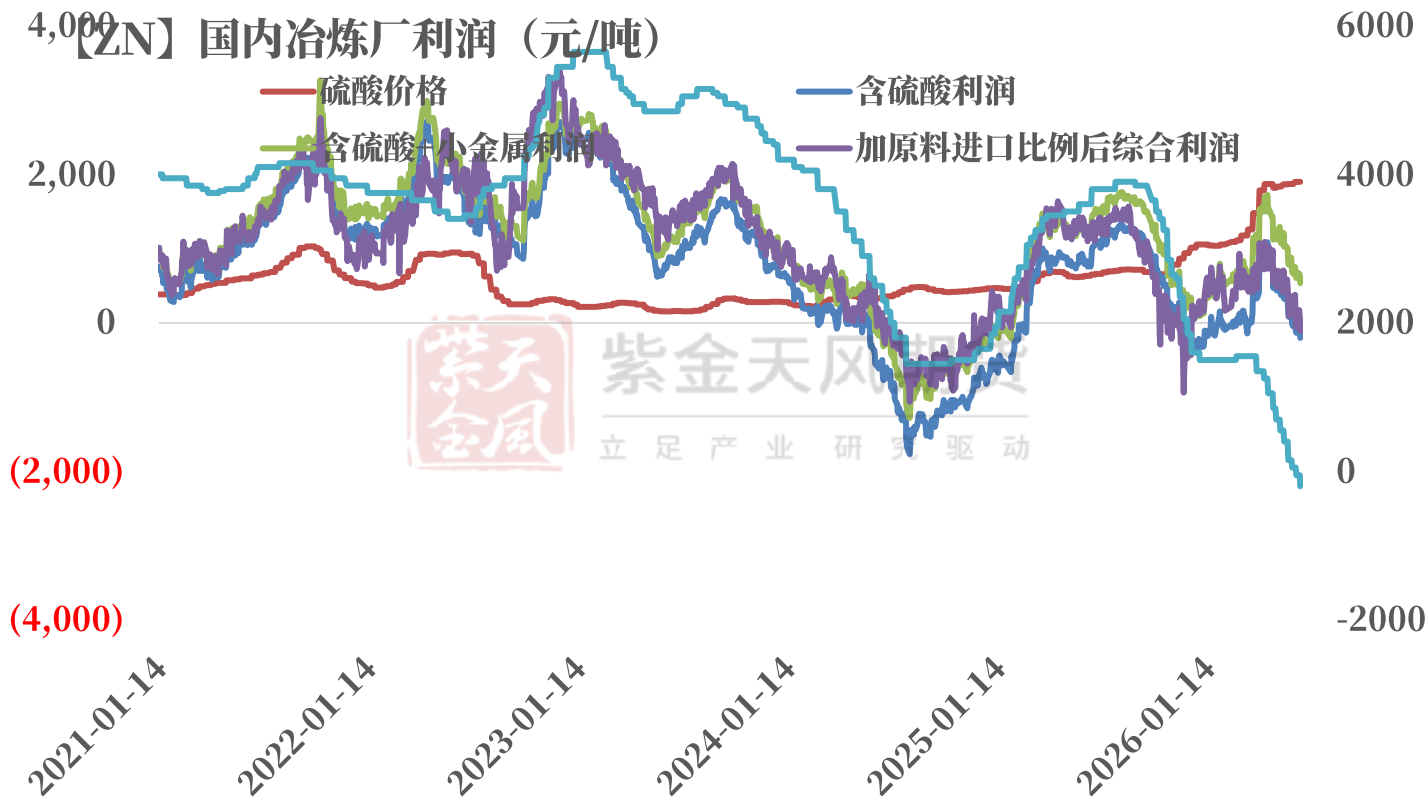


- 2026年上半年，沪锌区间【22350-26985】元/吨，伦锌区间【3024.5-3658】美元/吨；
- 上半年基本面主要矛盾：多头交易【远期矿原料不足→冶炼减产→下半年精锌转缺口】v. s. 空头交易【当下国内高库存 + 淡季需求弱，过剩压力集中在上半年】；
- 行情表现：回调做多、冲高抛空，区间震荡为主，难走出趋势单边；
- 遗留问题：1、下半年国内炼厂减产节奏如何；
2、内外格局分化，出口窗口何时打开；

二、产业焦点

主题

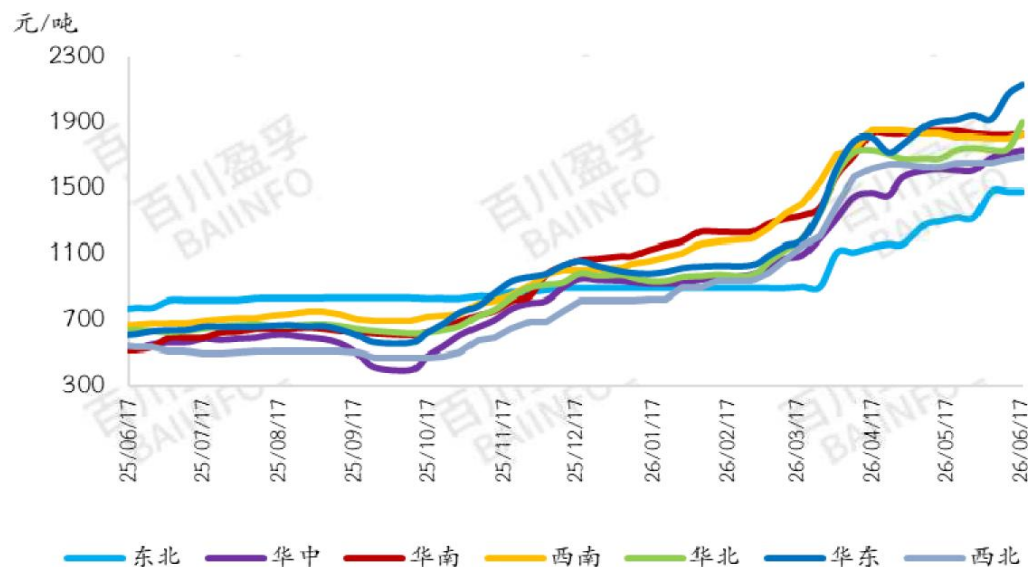
国内炼厂减产节奏分析——结论



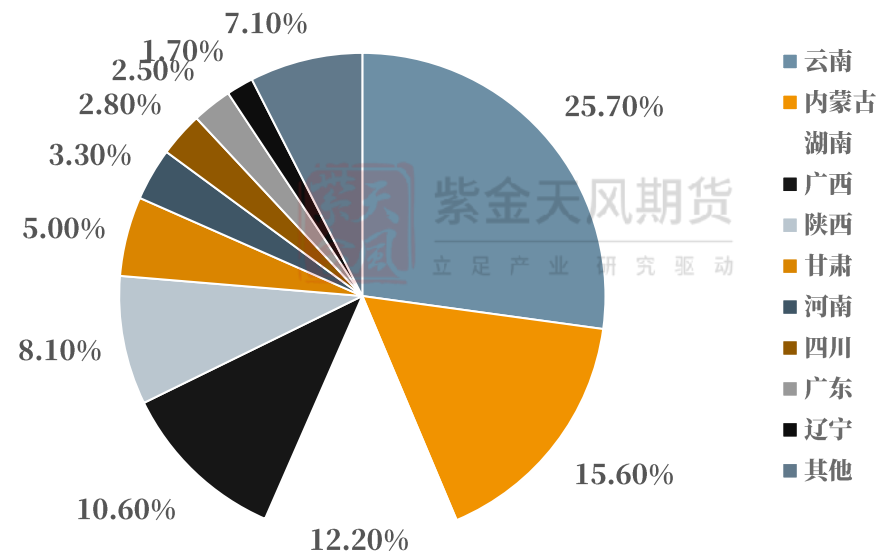
- 锌矿加工费创下历史新低后，国内炼厂减产的讨论贯穿上半年。
- 一方面，近年锌供给端出现矿、冶利润持续极端割裂，国内冶炼盈利中枢持续走弱，行业生态脆弱性显著放大。炼厂现金成本线成为短期价格核心锚，锌冶炼亏损倒逼减产的传导路径更直接、落地节奏更快、价格托底弹性更强；
- 另一方面，上半年预期的减产迟迟未落地或者说减量不及预期。
- 首先，根本原因，根据我们测算，截至6月24日，国内冶炼厂平均综合利润已降至盈亏平衡附近，但并没有全面进入亏损区间；
- 接下去需要重点推算影响炼厂现金流的因子变化：（1）硫酸价格、（2）加工费、（3）小金属利润、（4）内外比价（即进口矿利润）；
- 先说结论→我们判断国内炼厂减产节奏呈分阶段落地特征：7月率先执行一轮减产，8月进一步压缩产出，7-8月将迎来年内最大供给收缩压力。
- 现阶段给予四季度冶炼产能逐步复产预期，但存以下风险：①硫酸价格若出现大幅下滑，将显著侵蚀冶炼综合利润，或制约复产进度；②当前沪伦比价偏低，国产锌精矿具备出口套利空间，上半年已有贸易商将国内矿外销至海外冶炼；同时海外盈利丰厚的炼厂可承接更多美元进口矿，分流国内冶炼原料供给，进一步约束国内冶炼复产弹性，全年精炼锌产量存在下修风险。

国内炼厂减产节奏分析——硫酸

【ZN】国内各地区98%硫酸价格走势



【ZN】全国锌冶炼产能分布



- 实际上，从今年3月末至今，硫酸价格大幅上涨形成的副产品利润，是支撑国内炼厂持续生产的关键变量。酸价带来的收益有效对冲了负TC带来的原料亏损，延缓了减产兑现节奏，进而造就4-5月精炼锌产量持续超预期的局面；
- 短期国内硫酸价格的涨势并未停止——截止6月17日，国内98%酸市场均价1889元/吨，较6月11日均价上涨54元/吨，涨幅2.9%；
- 虽然美伊和谈暂达成开放霍尔木兹海峡协议，港口颗粒硫自12000元快速跌至9300元，短期情绪走弱，但硫酸完全成本仍显著高于现货售价，多数硫酸制酸厂仍维持减产或低负荷运行，难以放量冲击市场；且硫酸港口库存处于近十年低位，进口到货修复至少滞后2-3个月，成本支撑并未实质性崩塌；
- 因此，我们可以得出以下结论：
 - 1、考虑到短期（一个月内）硫酸价格仍将坚挺甚至继续小幅上行，而远期下跌压力上升，炼厂在当前依托硫酸副产品收益尚能修复现金流的情况下，更倾向于继续将减产后置；
 - 2、华中、西南地区作为硫酸价格洼地，或率先触发主动降负、集中检修行为；
 - 3、我们不排除Q4硫酸价格显著下跌可能，而一旦硫酸价格大幅走弱，叠加TC修复不及，冶炼亏损将加速扩大，国内减产幅度或明显超预期，仅具备综合回收、锌锭出口渠道的一体化企业抗风险能力更强。但整体上我们认为该风险或集中在四季度。

国内炼厂减产节奏分析——TC

万金属吨	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
中国锌精矿产量	313	349	355	335	336	338	358	367
锌精矿净进口量	176	168	190	217	188	245	229	235
中国锌精矿总供应量	489	516	545	553	525	583	586	602
中国原生锌产量	507	523	525	553	506	552	555	570
冶炼损耗	20	21	22	22	21	23	23	24
中国锌精矿总需求量	527	544	546	575	527	576	578	594
中国锌精矿供需平衡	-38.47	-27.35	-1.61	-22.34	-2.00	6.99	7.72	7.54
进口依赖度%	33%	31%	35%	38%	36%	43%	40%	39%

万金属吨	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
海外锌精矿产量	819	852	850	838	787	835	807	830
锌精矿净进口量	-176	-168	-190	-217	-188	-245	-229	-235
海外锌精矿总供应量	643	685	659	621	599	590	579	595
海外原生锌产量	644	664	610	611	589	574	565	568
冶炼损耗	28	29	29	28	27	26	26	27
海外锌精矿总需求量	671	693	639	638	616	601	591	595
海外锌精矿供需平衡	-28.19	-8.42	20.44	-17.07	-17.18	-10.60	-12.10	0.23

万金属吨	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
全球锌精矿总产量	1132	1201	1204	1174	1123	1173	1165	1197
产量增速	-7.76%	6.13%	0.26%	-2.52%	-4.31%	4.43%	-0.70%	2.75%
中国	313	349	355	335	336	338	358	367
海外（除中国）	819	852	850	838	787	835	807	830
全球锌精矿总需求	1198	1237	1185	1213	1142	1177	1169	1189
需求增速	2.32%	3.21%	-4.16%	2.35%	-5.84%	2.99%	-0.63%	1.70%
全球原生锌产量	1151	1187	1135	1163	1095	1127	1120	1138
全球锌精矿供需平衡	-66.66	-35.76	18.82	-39.40	-19.17	-3.61	-4.37	7.76
全球锌精矿供需比	0.94	0.97	1.02	0.97	0.98	1.00	1.00	1.01

- 短期国内锌矿TC仍在失速下行，远期贸易商报价落入-500~-700元/吨区间，但我们认为后续下行空间已有限，主因锌精矿供需平衡变化；
 - ✓ 1、炼厂利润已接近盈亏平衡，TC若继续失速下行，可能加速减产落地；
 - ✓ 2、硫酸价格或已临近顶部，冶炼厂让利 TC 空间持续收窄，短期或存在 TC 迅速修复的驱动。
 - ✓ 3、2027年伴随海外矿山集中复产，将带动市场重回小幅过剩，我们认为2027年加工费中枢有望显著上行，这将影响市场对四季度TC预期。
- 目前可以看到2026年全球锌精矿紧平衡格局确立：1. 国内：下调 2026年矿产量预期，国内精矿由（-1.56）万吨短缺修正至7.72万吨过剩，进口依赖度回落；2. 海外：大幅下调2026年矿产预期至807万吨，海外精矿由过剩7.27万吨转为短缺12.10万吨；3. 全球：2026年矿平衡由过剩5.72万吨下修至短缺4.37万吨，供需比降至1.00。

2026年锌矿增量预期由增转减

【ZN】2026年海外锌矿增量预期变化（每季度调整）						
国家	公司	矿山	2025Q4预期	2026Q1预期	2026Q2预期	备注
俄罗斯	Ozernaya Mining	Ozernoye	15.0	2.0	6.0 ↑	运营明显修复，爬坡节奏好于一季度悲观预期
刚果	Ivanhoe	Kipushi	6.0	6.0	4.8	
哈萨克斯坦	Shalkiya	Shalkiya	4.9	4.9	0.0 ↓	官方大幅延期投产时间
墨西哥	Peñoles / Dowa	Tizapa	4.1	4.1	2.3	
葡萄牙	Almina	Aljustrel	3.8	3.8	8.6 ↑	Q1实际出矿超预期，官方披露矿山满产指引8.6万吨
厄立特里亚	SRBM	Asmara	3.4	3.4	3.4	
葡萄牙	Lundin Mining	Neves-Corvo	3.1	3.1	2.0	
巴西	Nexa	Aripuanã	3.0	1.8	2.5	
伊朗	IMIDRO	Mehdi Abad	3.0	1.0	4.6 ↑	美伊局势缓和
加拿大	Foran Mining	McIlvenna Bay	2.7	2.7	2.7	
澳大利亚	EMR	Golden Grove	2.3	2.3	-2.2 ↓	Xantho Extended 高锌矿体地震地压灾害 + 额外地质加固工程延期
加拿大	Hudbay	Snow Lake	2.2	2.2	0.3	
澳大利亚	Toho Zinc (CBH)	Endeavor	2.0	1.0	0.7	
印度	Hindustan Zinc (Vedanta)	Rampura Agucha	1.9	1.9	1.4	
美国	Bunker Hill Mining Corp.	Bunker Hill	1.9	1.9	1.9	
土耳其	Lidya Madencilik	Gediktepe	1.7	1.7	1.7	
厄瓜多尔	Adventus/Salazar	Curipamba	1.5	1.5	1.5	
爱尔兰	Boliden	Tara	1.5	1.5	1.5	
秘鲁	Volcan	Romina	1.5	1.5	1.5	
澳大利亚	Heron	Woodlawn	1.3	1.3	1.1	
澳大利亚	New Century Resources	New Century tailings	1.3	1.3	0.6	
加拿大	Glencore	Kidd Creek	-2.0	-2.0	-1.7	
墨西哥	Newmont	Peñasquito	-5.4	-1.1	-4.0 ↓	开采周期品位下行期，5月末罢工
澳大利亚	Glencore	Mount Isa	-5.4	-11.0	-7.0 ↑	昆士兰洪水损毁铁路修复进度超预期，主矿井下配矿方案优化
美国	Teck	Red Dog	-6.8	-6.8	-6.0	
秘鲁	BHP/G'core/Teck	Antamina	-21.3	-27.7	-25.9 ↑	
瑞典	Boliden	Garpenberg	0.0		-6.0	3月14日地震，产量大幅腰斩
		总计	27.4	2.4	-3.7	

- 从表格数据可以看到，2026年海外主要锌矿增量预期持续下修，2026整体预期由增转减，全年合计同比减量3.7万吨；
- 在此次报告中调整的预期主要为：俄罗斯 Ozernoye、葡萄牙 Aljustrel 等项目运营修复，产量预期上修；哈萨克 Shalkiya 延期至 2027 年、澳洲 Golden Grove 地质灾害、墨西哥 Peñasquito 采坑切换叠加罢工，指引大幅下调。澳洲 Mount Isa、秘鲁 Antamina 虽减产幅度收窄，但仍为大额减量矿山；
- 新旧正负增量对冲后，全年海外锌矿供给由年初宽松预期转为小幅收缩，这也是此轮锌精矿TC持续下行、锌价受到强支撑的主要原因。

2027年锌矿增量再度放量

【ZN】2027年海外锌矿新增/扩产项目

序号	国家	所属公司	项目名称	2027年计划增产（万吨）	投产/扩产核心节点	顺利投产可能性
1	俄罗斯	Ozernaya Mining	Ozernoye 锌矿	12.5	2024年9月正式投产，2025-2027年爬产	中高
2	南非	Vedanta	Gamsberg 二期扩产	9.0	2026年下半年调试，2027年Q2完成爬产	高
3	哈萨克斯坦	Shalkiya	Shalkiya 锌矿	4.9	原计划2025年投产，多次推迟后预计2027年试生产	中
4	厄立特里亚	SRBM	Asmara 锌矿	3.8	2026年4月试运行，2026年中正式投产，2027年爬产	中高
5	纳米比亚	Trevali	Rosh Pinah 扩产 (RP2.0)	3.7	2026年7月完成建设，2026年下半年爬产，2027年满产	高
6	澳大利亚	EMR (29 Metals)	Golden Grove 锌矿	2.5	成熟在产矿山，2025年完成尾矿库扩建，2027年稳定达产	高
7	秘鲁	Volcan	Romina 锌矿	2.5	2026年Q2末投产，2026年下半年爬产，2027年满产	中高
8	澳大利亚	Consolidated Tin Mines	Mt Garnet 锌矿	2.1	2017年重启投产，成熟在产，2027年稳定生产	高
9	波黑	Adriatic Metals	Vares 锌矿	2	2024年3月投产，2025年7月商业化生产，2027年满产	高
10	澳大利亚	Consolidated Tin Mines	Mungana 锌矿	1.8	预计2026年启动建设，2027年投产	中
总计				44.8		

- 2027年海外锌矿新增投产/扩产项目合计计划增产44.8万吨，增量核心来自俄罗斯 Ozernoye（12.5万吨）、南非 Gamsberg 二期（9万吨）两大项目；
- 南非Gamsberg二期、纳米比亚 Rosh Pinah 扩产、澳洲 Golden Grove、Mt Garnet、波黑 Vares 五大项目均有明确技改/扩建落地节点，企业财报指引清晰，无重大基建、地质扰动，2027年满产兑现概率高，是全年增量基本盘。俄罗斯 Ozernoye、厄立特里亚 Asmara、秘鲁 Romina 三座矿山已提前投产，2027年为持续爬坡年份，或仅受备件供应链、当地电网小幅扰动，产量存在小幅下调空间。哈萨克 Shalkiya 和澳洲 Mungana 项目多次官方延期、建设周期紧张，存在较高延期风险，是全年增量主要下行变量。
- 综上，由于项目投产/爬产延期，整体2027年海外矿端增量较2026年显著增加，边际缓解锌精矿紧缺格局。

国内锌矿&冶炼新增预期

【ZN】国内新增锌矿（万金属吨）

中国矿企	矿山	2024年变量	2025年变量	2026年变量	2027年变量
新疆地矿	火烧云	3	7	23	12
金鼎锌业	兰坪铅锌矿	0	1.5	2.5	2
金徽矿业	郭家沟	0	2	2.4	1.5
西部铜业	内蒙获各琦铜矿	-0.8	1.5	1	1
赫章鼎盛鑫矿业	猪拱塘矿山	0	0	1	8
湖南志宏矿业	大脑坡	0	0.5	1	0
宝金矿业	都兰矿	0	0	0.8	0.5
银漫矿业		0.1	0	0.6	0.3
江西铜业	冷水坑	0.4	1.1	0.5	0.5
山东黄金	赤峰巴林左旗红岭铅锌矿	0	0	0.5	0.5
湖南水口山		0	0	0.5	0
内蒙古地矿		-0.7	0.4	0.2	0.2
荣邦矿业		0.2	0	0	0
中国铜业		0.2	0.2	0	0
青海鸿鑫		0.2	0.2	0	0
华澳矿业	蔡家营	0.2	0	0	0
蒙自矿冶		0.4	0	0	0
鑫湖矿业		0.5	0.5	0	0
兴业矿业		-0.4	0.6	0	0
其他		0.8	-1.1	0.4	1
合计		4.1	14.4	34.4	27.5

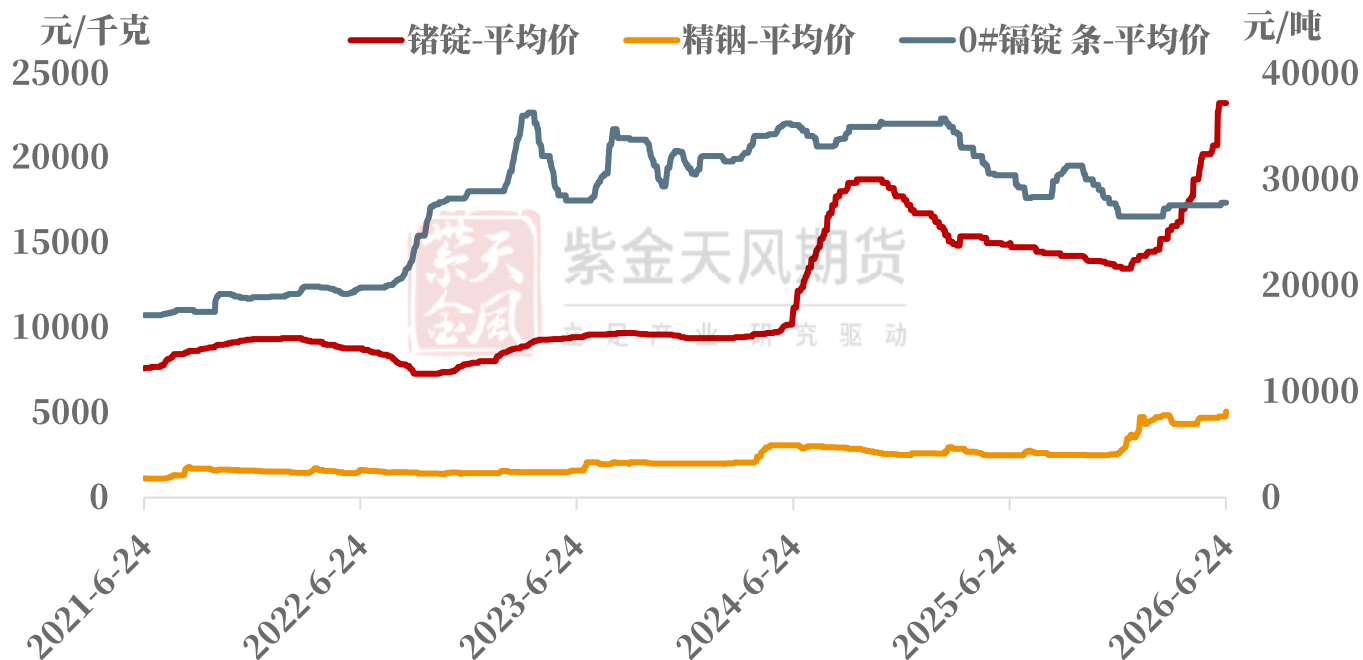
【ZN】国内未来新增锌冶炼项目

冶炼厂	项目新增产能（万吨）	投产时间	备注
新疆昆仑锌业	36	2025年10月	火烧云配套继续爬产
河南豫光	15	2027年10月	电解锌
河南金利金铅	15	27年Q4	短流程高纯锌
广西誉升	15	2026年Q3	电解锌
陕西锌业	8	2027年	技改
鼎盛鑫矿业	8	27年末试车	贵州猪拱塘配套冶炼一期
吉朗钢业	5	2026年8月	电解锌
河南万洋	5	2027年	爬产
合计	107		

- 2027年国内锌矿增量主要在新疆火烧云和贵州猪拱塘，但整体能流入市场的量或仍有限；
- 反观国内规划新增冶炼产能合计 107 万吨，投产节奏集中。国内冶炼需求扩张依旧显著快于原料供给释放，国内锌精矿供不应求的结构性失衡难以快速缓解，预计矿端偏紧格局将持续数年。因此即便我们看好今年至明年上半年加工费阶段性修复，TC 中枢也难以重回历史高位区间。

国内炼厂减产节奏分析——小金属价格

【ZN】 锌冶炼主要副产小金属价格



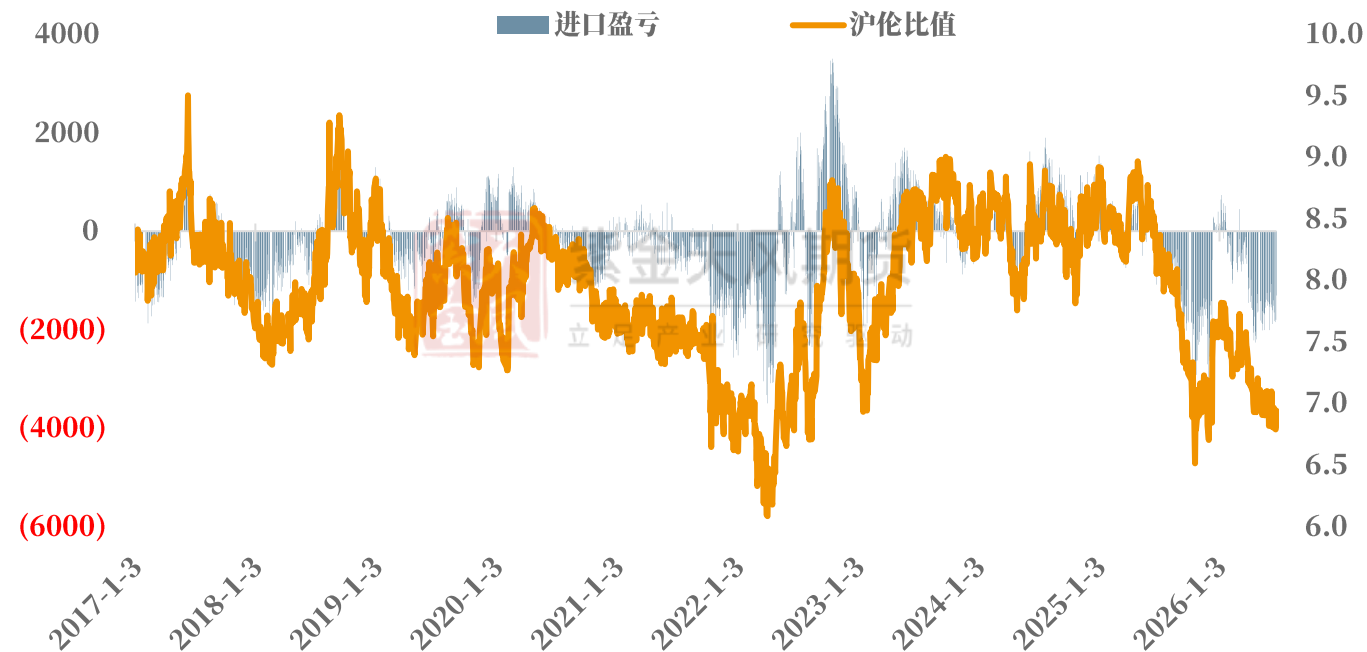
【ZN】 小金属概念股指数走势



- 今年镉、钢等伴生稀散金属价格快速拉升，国内锌冶炼企业通过副产回收单吨锌可实现700-800元额外收益，较去年同期增厚 300元/吨副产品利润。
- 短期来看，小金属收益占炼厂整体盈利权重偏低，难以完全对冲锌锭、硫酸主业亏损；但中长期若稀散金属价格维持强势上行，将持续增厚冶炼综合现金流，有效缓解行业盈利压力。
- 二级市场层面，近期小金属板块个股持续创新高，多家锌冶炼企业股价同步刷新近年高点，反映资金认可副产品利润对冶炼端的盈利支撑，市场隐含大型炼厂难以出现极端大规模停产的预期，从供给端对锌价形成压制。
- 但需注意两点边际约束：其一，副产收益仅能削弱减产力度，无法完全抵消主产品深度亏损，我们此前判断的 7-8 月分阶段减产仍将落地，仅收缩幅度弱于无副产品缓冲情景；其二，冶炼股上涨同时叠加战略小金属题材炒作，资金存在多元交易逻辑，预期存在分化。

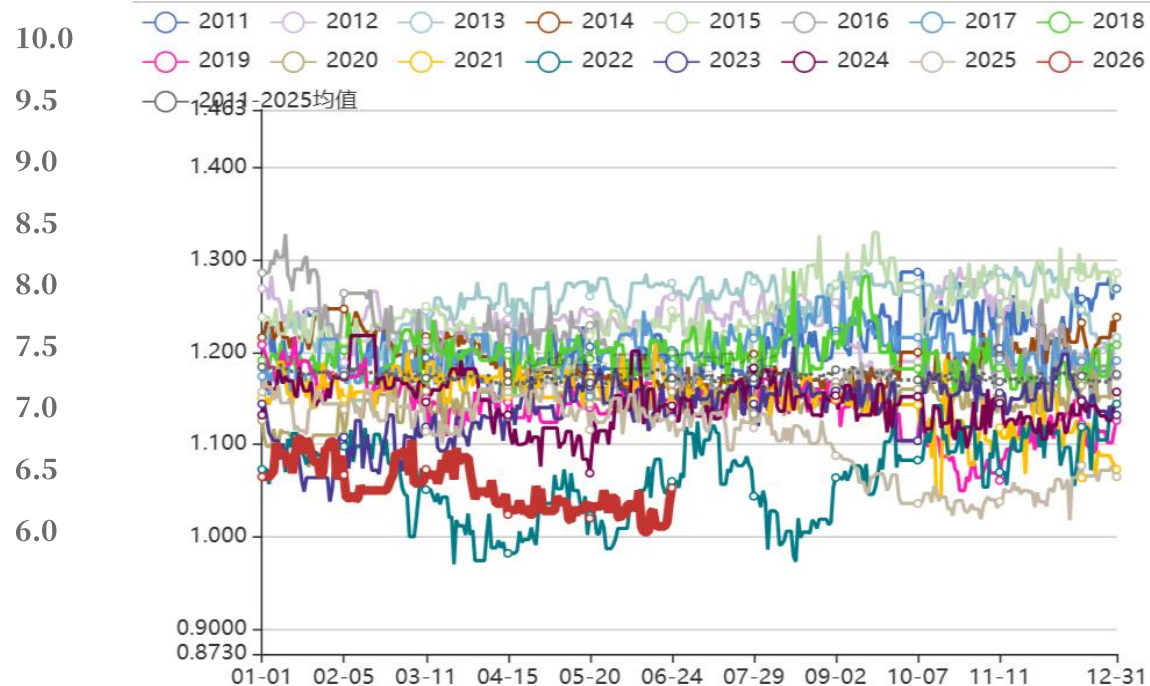
国内炼厂减产节奏分析——内外比价

【ZN】 锌精矿进口盈亏



【ZN】 剔除汇率影响后的锌沪伦比值

数据来源：SMM



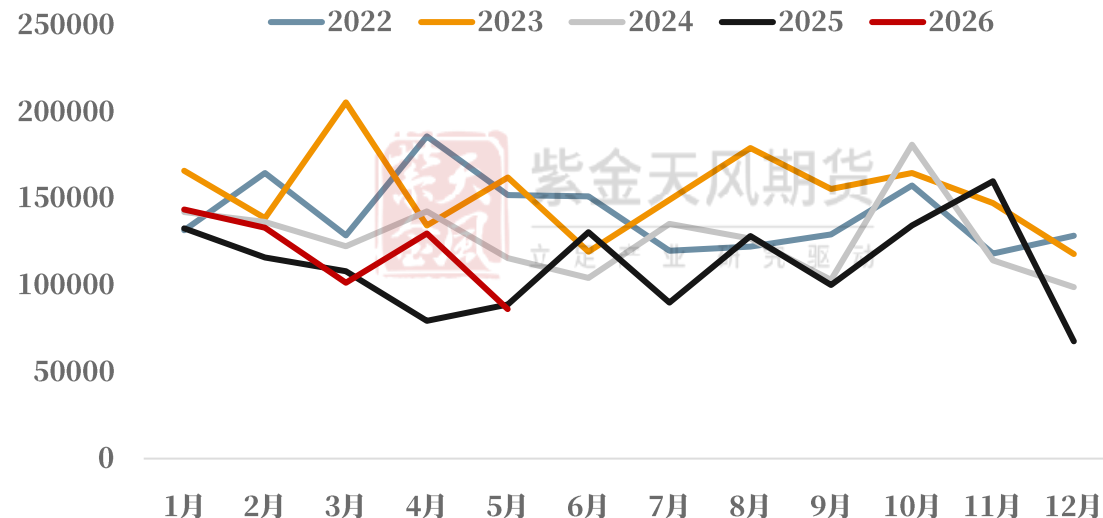
- 考虑到国内炼厂原料进口依存度达到35%左右，进口矿利润也是炼厂利润的重要部分；
- 从内外比价历史区间看，当前沪伦比值贴近十年历史低位，锌精矿进口亏损进一步扩大的空间本身就在收窄。
- 但是从贸易角度，还存在以下风险。由于当前海外冶炼利润显著优于国内，全球流通锌精矿存在跨区域争夺。当前沪伦比价偏低，国内锌精矿具备出口套利空间，上半年已有贸易商将国内矿外销至海外冶炼。站在全球贸易商视角，现阶段通过外销国内矿兑现短期价差，四季度与国内冶炼商谈 2027 年长单时，将依托当前弱势比价压低长协 TC；待 2027 年海外矿山集中复产，现货矿宽松后可通过低价零单采购增厚全年贸易收益。该跨境原料流动逻辑，会持续压制沪伦比价中枢，进一步约束国内冶炼复产弹性。

下半年海外冶炼主动减产可能性较小

【ZN】法国基准负荷年度电力合约价格走势



【ZN】韩国锌精矿进口情况 (吨)



■ 欧洲方面，一季度末因电力价格短暂冲高，市场担忧欧洲锌冶炼厂减产加剧，但实际上没有发生，而目前欧洲电价水平回落，硫酸价格环比上行20%，即便是外购炼厂现金流仍可支撑常规开工，因此**短期一季度市场担忧的大规模减产逻辑已证伪。**

- ✓ 电力成本：二季度欧洲工业电价平均回落至0.095欧元/kWh，吨锌耗电约3,300 - 3,800 kWh → 电力成本约310 - 360美元/吨。
- ✓ 硫酸出厂价：6月西欧德法荷比锌冶炼厂区长协出厂价170 - 200美元/吨，较3月末上涨30美元，需求支撑价格持续高位；
- ✓ 核心计算公式：欧洲冶炼平均毛利润 (\$/t)

$$\begin{aligned} &= \text{实际 TC/RC 收入} - \text{冶炼现金成本 (电力+固定冶炼费)} + \text{副产品收益 (硫酸+free metal)} + \text{地区Premium} \\ &= -70\text{美元/干吨} \div 0.55 - 800\text{美元/吨} + 700\text{美元/吨} + 300\text{美元/吨} \\ &= 73\text{美元/吨} \end{aligned}$$

■ 综合全球冶炼成本与开工现状来看，短期海外冶炼厂出现大规模主动减产的概率显著低于国内炼厂，整体供给端具备较强韧性。分区域看，仅韩国存在阶段性供给收缩风险：市场传来韩国 YP 石浦锌冶炼厂检修周期延长的消息，同时韩国锌精矿进口数据同步走弱，原料端数据侧面印证该厂检修降负、原料采购收缩。其余欧洲、北美一体化炼厂无明显减产驱动。

需求：国内锌需求预期修正

■ 核心观点

1、总量预期显著下调：2026年国内锌终端消费同比增速由**1.40%大幅下调至-**

0.88%，短期增长预期更谨慎。

2、结构性压力加剧：**地产(-9.71%)、传统基建(0%)、汽车(+2.07%)**等板块增速预测被下修，成主要拖累。

3、新能源仍是支撑：**光伏风电(+2.91%)、特高压(+22.78%)、机械设备制造(+4.35%)**保持强劲增长，支撑需求不致失速。

4、长期展望存希望：2027年需求增长预测仍维持在**2.00%**，中长期仍有期待。

■ 数据解读

1、传统行业拖累加重：地产、基建、汽车增速大幅下调，是2026年需求下调主因。

2、新能源独木难支：高增长难以完全抵消传统行业下滑，整体增速放缓。

■ 总结

短期需求承压，传统疲软与新能源高增长形成博弈，但2027年复苏仍给予期待。

【ZN】中国终端行业耗锌量（同比增速）	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
房地产	3.51%	-18.64%	-4.17%	-15.22%	-10.26%	-9.71%	-2.53%
传统基建	0.48%	2.84%	1.38%	0.91%	-0.45%	0.00%	0.90%
光伏、风电	57.14%	44.61%	120.89%	16.04%	14.39%	2.91%	6.77%
特高压铁塔	7.69%	10.00%	12.50%	33.33%	31.67%	22.78%	22.68%
铁路、船舶、航空航天等运输设备	20.83%	2.07%	3.38%	-1.96%	33.33%	15.00%	13.04%
汽车	-0.96%	2.90%	11.15%	4.64%	7.37%	1.96%	2.88%
家电	4.47%	2.39%	2.76%	2.38%	2.15%	2.07%	3.23%
机械、设备制造	22.92%	10.17%	9.23%	-1.41%	-1.43%	4.35%	4.17%
其他	8.33%	7.69%	7.14%	-6.67%	-7.14%	-7.69%	0.00%
总计	725	691	726	704	702	695	709
同比	4.34%	-4.66%	5.02%	-3.07%	-0.32%	-0.88%	2.00%

需求：下游出口地区表现分化 年内同比增速仍有望转正

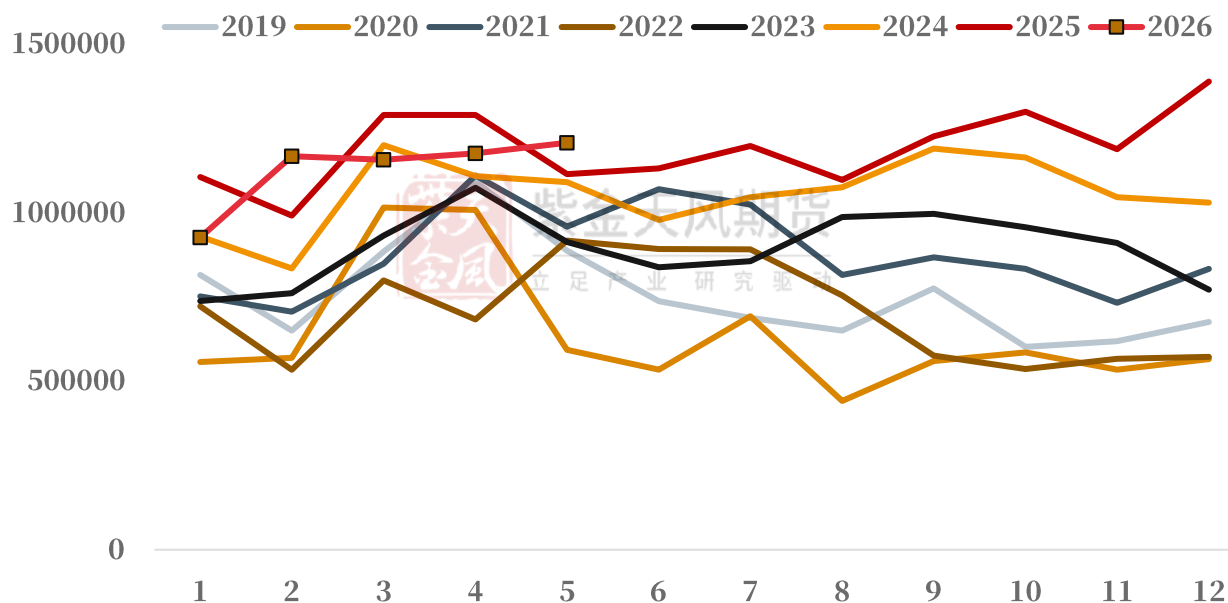
■ 截至2026年 1-5 月，我国镀锌板累计出口563.48万吨，同比下滑2.71%，预期阶段性落空，从出口国别/地区来看，表现为以下特征：

- ✓ 1、东南亚仍是维持出口增长的核心地区：除泰国微降外其余全部双位数高增，光伏、制造业厂房需求拉动明显；
- ✓ 2、欧洲市场爆发式增量，成为第二增长曲线，光伏支架、电网改造、钢结构长期订单集中落地；
- ✓ 3、中东市场严重承压，仅沙特勉强维持增长，霍尔木兹海峡地缘扰动直接压制中东整体需求；
- ✓ 4、拉美内部两极分化，整体大幅走弱。

■ 下半年基准情景：

- ✓ 7-8 月光伏旺季单月出口大幅回暖、同比转正，东南亚 + 欧洲持续贡献增量；四季度中东订单边际修复、海外年末赶工补充出货。全年累计出口同比有望回到小幅正增，但增速远低于2025年 12.82%的水平。风险点：地缘冲突反复、贸易壁垒加码。

【ZN】中国镀锌板出口季节图（吨）



【ZN】镀锌板出口情况

2026年1-5月镀锌板带出口前十地区		
主要国家	出口数量（吨）	同比变化
菲律宾	694493	10.73%
泰国	552517	-1.42%
韩国	521484	11.66%
越南	299880	11.19%
印尼	256175	47.76%
沙特阿拉伯	166596	14.28%
秘鲁	152214	20.20%
厄瓜多尔	141819	37.60%
意大利	129398	19.61%
比利时	123498	120.51%
以色列	121903	-26.41%
主要地区	出口数量（吨）	同比变化
东南亚	2010515	6.10%
亚洲其他地区	991457	-18.44%
拉丁美洲	884213	-11.73%
非洲	705554	-2.13%
东亚	556382	-5.41%
欧洲	480926	33.64%
大洋洲	14123	45.29%
北美地区	2998	-77.38%

数据来源：海关数据、钢联、紫金天风期货研究所

海外锌需求预期修正：预期回暖

【ZN】海外锌需求（分国别）								
万吨	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E	2027年E
美国	87.4	93.5	95.4	93.5	86.0	87.4	87.8	88.7
增速		7%	2%	-2%	-8%	2%	0%	1%
欧洲	214.0	229.9	220.1	202.1	184.3	188.9	188.2	188.5
增速		7%	-4%	-8%	-9%	2%	0%	0%
印度	55.0	61.7	66.3	75.5	81.5	86.0	89.4	93.0
增速		12%	7%	14%	8%	6%	4%	4%
东南亚	39.5	48.5	43.3	41.9	49.0	48.8	49.9	51.4
增速		23%	-11%	-3%	17%	0%	2%	3%
日韩	84.0	88.6	77.4	75.0	76.8	77.3	78.5	79.1
增速		5%	-13%	-3%	2%	1%	2%	1%
非洲	14.6	13.6	14.3	13.5	13.5	13.9	13.9	14.2
增速		-7%	6%	-6%	0%	3%	0%	2%
中东	12.5	13.5	14.6	14.5	15.5	17.4	17.6	17.8
增速		8%	9%	-1%	7%	12%	1%	1%
中南美	33.2	36.8	37.1	34.2	33.6	32.7	32.9	33.4
增速		11%	1%	-8%	-2%	-3%	1%	2%
土耳其	26.0	29.8	31.5	28.5	29.2	30.5	31.0	30.8
增速		15%	6%	-9%	2%	4%	2%	-1%
中国台湾	18.6	20.6	17.1	16.0	15.5	17.2	17.4	17.5
增速		11%	-17%	-6%	-3%	11%	1%	1%
其他	68.6	73.7	70.3	68.6	65.0	63.5	63.5	64.5
增速		7%	-5%	-2%	-5%	-2%	0%	2%
总需求	653.4	710.1	687.5	663.3	649.9	663.6	670.2	678.8
同比		8.7%	-3.2%	-3.5%	-2.0%	2.1%	1.0%	1.3%

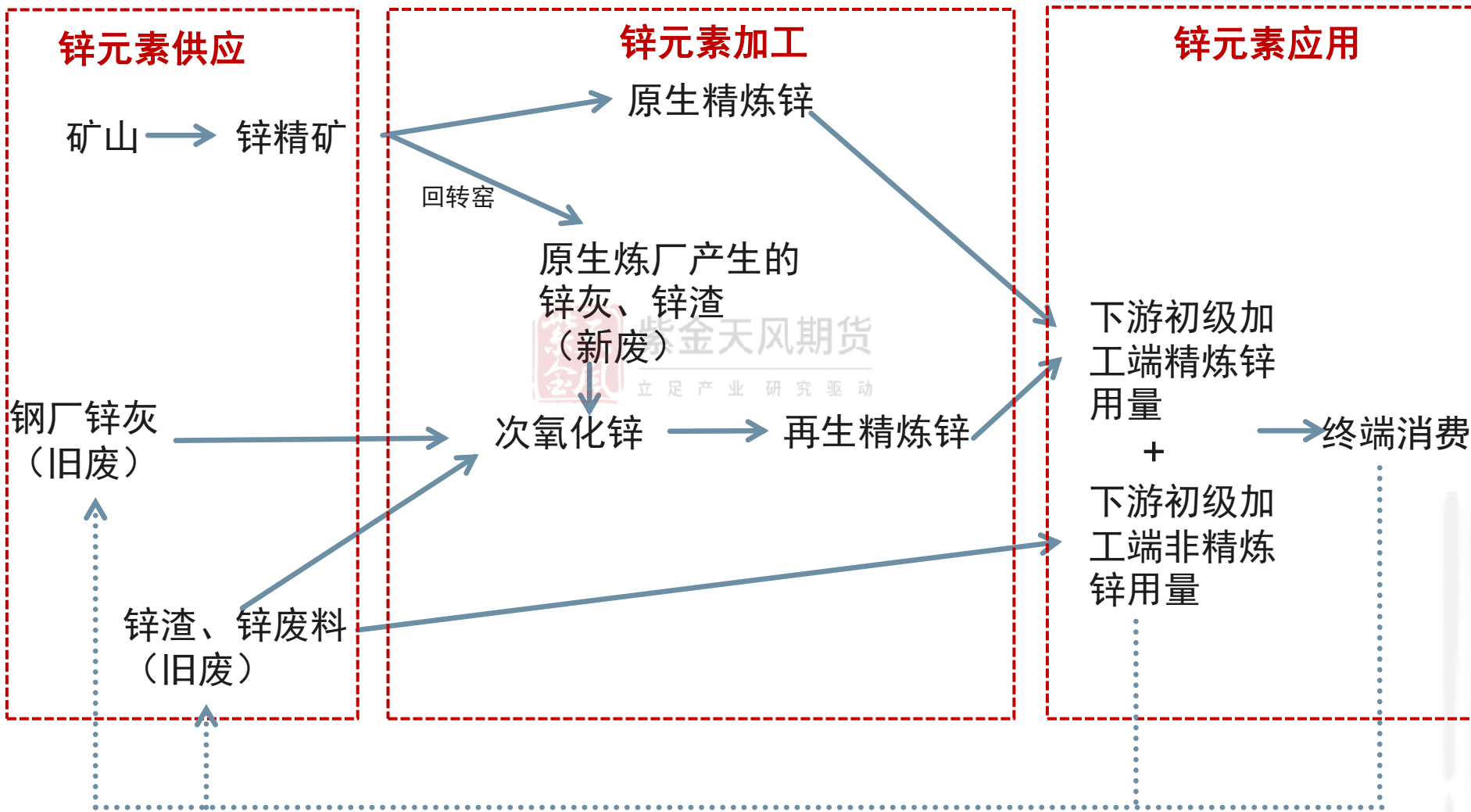
- 总量预期上调：2026年海外锌总需求预测从661.0万吨上调至670.2万吨，同比增速从0.7%上调至**1.0%**，乐观预期增强。
- 关键区域预期修正：
 - ✓ 欧洲：从-1%上调至**0%**，经济韧性重估；
 - ✓ 中东：从-13%大幅上调至**+1%**，需求恢复；
 - ✓ 日韩：从-1%上调至**2%**；
 - ✓ 主要下调非洲和中南美预期增速。
- 2027年海外需求展望：预计总需求达**678.8万吨**，同比增长**1.3%**，中长期增长有信心。



三、平衡表概况

主题

锌产业链

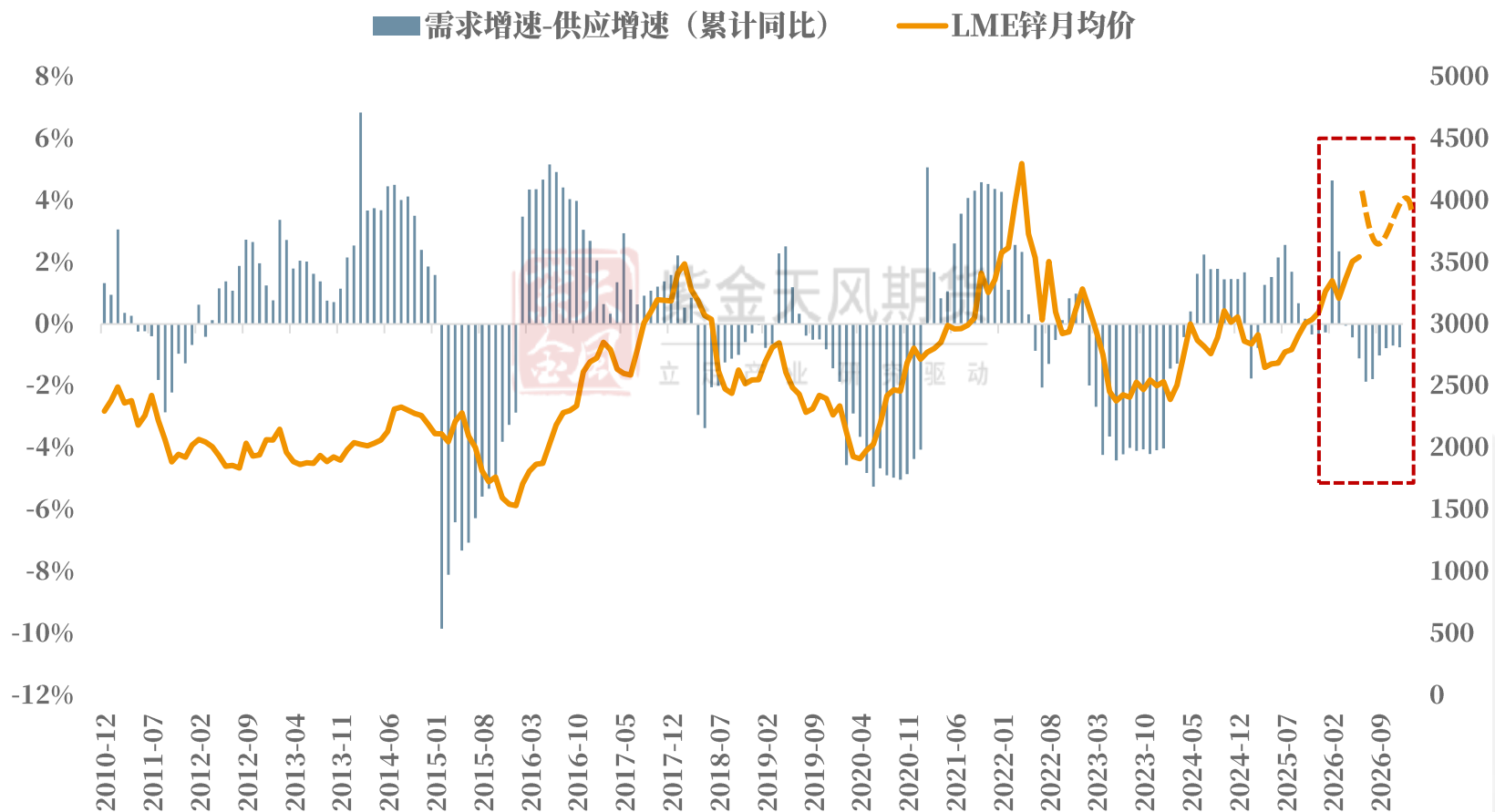


- 我们从元素循环视角切入锌产业链全流程，分别构建锌矿、原生锌、再生锌、精炼锌、锌元素供需平衡表并开展量化测算。

2026年下半年锌价节奏推演

- 我们通过月度数据去推演2026年下半年锌价节奏；
- 根据我们的预判，26年下半年全球精炼锌需求增速将始终低于供应增速，因此压制全年锌价运行高度，但将在7月开始剪刀差收窄，8月显著恢复，四季度继续弱势修复。
- 因此我们认为**6-7月锌价存在最大的阶段性回调压力**，但8-9月或逐步筑底，并在**四季度有望迎来反弹行情**。

【ZN】 LME锌价与全球精炼锌供需剪刀差呈现高度正相关



精炼锌平衡表

- 一季度末测算 2026 年全球供需近乎紧平衡，本次调整后全年转为**过剩 4.6 万吨**，短期基本面支撑显著减弱；
- 展望 2027年，海内外新增冶炼产能修复，需求弹性增强，市场重回小幅短缺1.6万吨，预计全年供需呈现前紧后松结构。

【ZN】全球精炼锌供需平衡 万吨(0#、1#)		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	26-25	2027E	27-26
中国	原生锌产量	507	523	525	553	506	552	555	3	570	15
	再生锌产量	48	54	59	61	64	58	56	-2	59	3
	总产量	556	577	583	614	570	610	611	1	629	18
	产量增速	-2.35%	3.88%	1.03%	5.20%	-7.17%	7.10%	0.14%		2.95%	
	净进口量	51	43	(0)	37	43	21	2		10	
	需求量	604	631	590	646	615	622	606	(17)	624	18
	需求增速	7.80%	4.41%	-6.49%	9.56%	-4.83%	1.16%	-2.68%		3.02%	
	平衡	3	(11)	(7)	4	(3)	9	7		15	
海外	原生锌产量	644	664	610	611	589	574	565	-10	568	3
	再生锌产量	107	94	96	106	106	100	105	6	104	(1)
	总产量	750	757	706	717	695	674	670	-4	672	2
	产量增速	-0.58%	0.92%	-6.75%	1.48%	-2.99%	-3.09%	-0.62%		0.36%	
	净进口量	(51)	(43)	0	(37)	(43)	(21)	(2)		(10)	
	需求量	653	710	687	663	650	664	670	6	679	8
	需求增速	-9.51%	8.68%	-3.19%	-3.52%	-2.01%	2.20%	0.90%		1.23%	
	平衡	46	4	19	16	2	(12)	(3)		(17)	
全球	产量	1306	1335	1289	1330	1265	1284	1281	(3)	1301	20
	增速	-1.34%	2.18%	-3.39%	3.17%	-4.92%	1.50%	-0.26%		1.60%	
	需求量	1258	1341	1278	1310	1265	1287	1276	(11)	1303	27
	增速	-1.94%	6.63%	-4.74%	2.53%	-3.40%	1.69%	-0.83%		2.08%	
	平衡	48.5	(6.4)	11.9	20.5	(0.3)	(2.8)	4.6		(1.6)	

原生平衡表

【ZN】中国原生锌供需平衡								
万吨	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
原生精锌产量	507	523	525	553	506	552	555	570
增速	-	3.07%	0.31%	5.36%	-8.55%	9.28%	0.46%	2.70%
精炼锌净口量	51	43	0	37	43	21	2	10
总供应	559	566	525	590	548	573	557	580
加工端理论原生锌用量	604	631	590	646	615	622	606	624
增速	-	4.41%	-6.49%	9.56%	-4.83%	1.16%	-2.68%	3.02%
平衡	(45)	(65)	(66)	(57)	(67)	(49)	(49)	(44)

【ZN】海外原生锌供需平衡								
万吨	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
原生精锌产量	644	664	610	611	589	574	565	568
增速	-	3.14%	-8.11%	0.13%	-3.51%	-2.55%	-1.69%	0.61%
精炼锌净口量	-51	-43	-37	-37	-43	-21	-2	-10
总供应	592	621	610	574	546	553	562	558
加工端理论原生锌用量	653	710	687	663	650	664	670	679
增速	-	8.68%	-3.19%	-3.52%	-2.01%	2.20%	0.90%	1.23%
平衡	(61)	(89)	(77)	(90)	(104)	(111)	(108)	(121)

【ZN】全球原生锌供需平衡								
万吨	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
全球原生精锌产量	1151	1187	1135	1163	1095	1127	1120	1138
增速	-	3.11%	-4.40%	2.55%	-5.90%	2.91%	-0.63%	1.65%
加工端理论原生锌用量	1258	1341	1278	1310	1265	1287	1276	1303
增速	-	6.63%	-4.74%	2.53%	-3.40%	1.69%	-0.83%	2.08%
平衡	(107)	(154)	(143)	(146)	(170)	(160)	(156)	(165)

■ 从平衡表可以看出，全球原生锌供应常年处于短缺状态。如果我们把加工端精炼锌用量理解为原生锌理论需求量，则市场上这部分实际短缺的量，全部由再生端冶炼的再生精锌填补。这也是市场上常直接讨论精炼锌供需的原因。

■ 我们曾在年报中指出，通过对历史数据的拟合，发现锌价的整体走势相关性最高的是国内原生锌的平衡量，其次是全球精炼锌的平衡量。

■ 根据我们对2026年国内原生锌平衡的预判，26年原生锌供需缺口维持，由此角度，我们初步判断**26年锌价中枢或较25年持平**。

再生平衡表

【ZN】中国再生锌元素供需平衡	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
万吨								
钢灰产锌量	81	80	76	77	76	73	72	77
再生锌元素实际供应量	194	178	174	177	175	176	173	179
废料净进口	22	0	0	0	0	0	0	0
总供应	216	178	174	177	175	176	173	179
增速	-	-17.60%	-2.04%	1.54%	-0.99%	0.38%	-1.85%	3.91%
再生精锌冶炼用量 (1)	48	54	59	61	64	58	56	59
下游加工端再生用量 (2)	106	108	110	117	116	118	117	120
总需求 (1) + (2)	154	163	168	178	180	175	173	179
增速	-	5.73%	3.55%	5.58%	1.27%	-2.76%	-1.50%	3.82%
平衡	62.0	15.2	5.8	(0.9)	(4.9)	0.7	0.1	0.2

【ZN】海外再生锌供需平衡	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
万吨								
再生锌元素理论产生量	768	798	781	779	774	790	760	758
再生锌元素实际产生量	200	207	203	202	201	206	198	197
废料净出口	22	0	0	0	0	0	0	0
总供应	178	207	203	202	201	206	198	197
增速	-	16.53%	-2.15%	-0.24%	-0.56%	2.08%	-3.86%	-0.27%
再生精锌冶炼用量 (1)	107	94	96	106	106	100	105	104
下游加工端再生用量 (2)	87	100	91	85	84	84	84	85
总需求 (1) + (2)	194	193	187	191	190	183	189	189
增速	-	-0.37%	-2.98%	1.76%	-0.27%	-3.70%	3.27%	-0.11%
平衡	(16.0)	14.2	15.5	11.7	11.0	22.3	8.4	8.0

- 由于我国自2021年开始禁止含锌废料的直接进口，国内外市场相对隔离，故我们不做全球再生锌平衡参考，主要给到海外及国内再生市场的表现情况。
- 国内：虽然受政策支持下近年来我国电炉占粗钢比例上升，但2026年我国粗钢产量下降，导致整体钢灰产锌量同比回落，加上合金等新废的减少，预计2026年再生锌元素供应增速约-1.85%。
 - ✓ 对于国内再生精锌冶炼端来说，钢厂含锌除尘灰供给阶段性收缩，次氧化锌系数上行直接压缩再生锌冶炼核心盈利来源——精废价差；叠加当前锌价震荡下行，再生企业原料采购成本抬升、成品售价同步走弱，加工毛利持续收缩，再生产能释放力度受限，对冲原生锌供给的弹性减弱。
- 海外：海外早期含锌制品进入报废高峰期的节奏放缓，同时本土废锌回收体系效率提升有限，叠加合规含锌废料跨境流通壁垒，优质原料缺口扩大。

锌元素应用平衡表

【ZN】中国锌元素供需平衡								
万吨	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
加工材耗锌量	710	739	700	764	731	740	722	744
增速		4.16%	-5.34%	9.09%	-4.23%	1.18%	-2.38%	3.03%
加工材锌元素净进口	-20	-13	-24	-31	-31	-38	-40	-39
终端耗锌量	695	725	691	726	704	702	695	709
增速		4.34%	-4.66%	5.02%	-3.07%	-0.32%	-0.88%	2.00%
平衡	(5)	1	(15)	6	(4)	0	(13)	(4)

【ZN】海外锌元素供需平衡								
万吨	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
加工材耗锌量	653	710	687	663	650	664	670	679
增速		8.68%	-3.19%	-3.52%	-2.01%	2.20%	0.90%	1.23%
加工材锌元素净进口	20	13	24	31	31	38	40	39
终端耗锌量	639	673	691	680	678	683	691	702
增速		5.37%	2.68%	-1.64%	-0.24%	0.79%	1.07%	1.62%
平衡	35	50	20	15	3	19	19	15

【ZN】全球锌元素供需平衡								
万吨	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
加工材耗锌量	1363	1450	1387	1427	1381	1404	1393	1423
增速		6.33%	-4.29%	2.84%	-3.20%	1.66%	-0.83%	2.16%
终端耗锌量	1334	1398	1382	1406	1382	1385	1386	1411
增速		4.83%	-1.13%	1.69%	-1.70%	0.23%	0.08%	1.81%
平衡	30	51	5	21	(1)	19	6	11

- 此处的锌元素应用平衡，主要指加工端与终端耗锌量的差值，从而可以更好的预估出下游环节库存水平及变动预期。
- 国内2026年锌元素供需小幅短缺（-13）万吨，对应中下游主动去库；加工材净进口显著收缩。
- 海外市场受高油价、区域局势扰动，加工耗锌增速持续弱于终端，2026年锌元素过剩19万吨，加工环节持续过剩，与国内紧平衡格局形成鲜明分化。
- 2027年海内外终端需求同步修复，加工材产出同步放量，全球中下游库存再度小幅抬升。

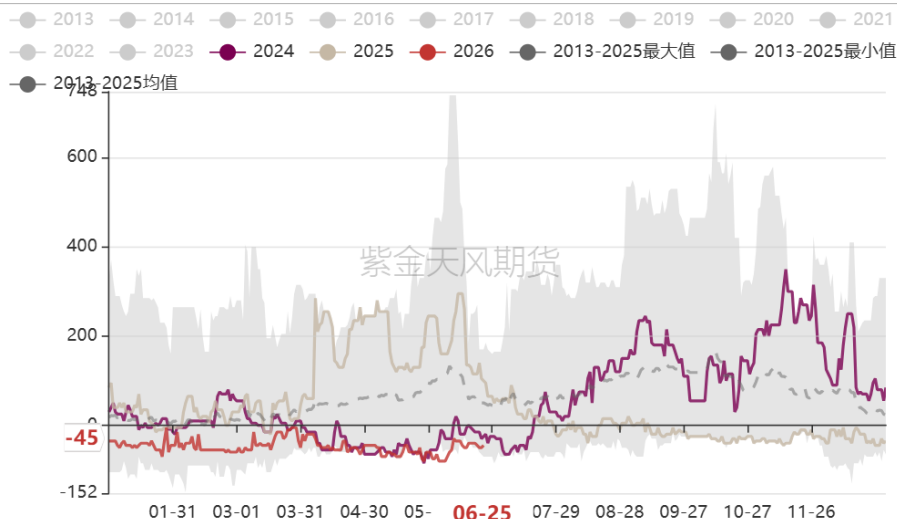
四、结构性机会

主题

锌月度平衡表		月度平衡表 (单位/万吨)											版本: 2026/6/25	
分项\时间		2026/1	2026/2	2026/3	2026/4	2026/5	2026/6	2026/7	2026/8	2026/9	2026/10	2026/11	2026/12	
总产量		56.06	50.46	57.78	58.39	58.15	57.30	56.30	55.00	57.00	58.00	60.00	59.00	
抛储量														
进口		2.41	0.45	1.45	0.60	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	
出口		0.20	0.39	0.47	0.39	0.39	0.40	1.00	3.00	0.30	0.10	0.10	0.10	
总供应		58.27	50.52	58.76	58.60	58.26	57.40	55.80	52.50	57.20	58.40	60.40	59.40	
总消费		56.43	35.70	59.96	58.53	58.34	56.90	56.80	55.50	59.70	60.40	60.40	59.40	
过剩量		1.84	14.82	-1.20	0.07	-0.08	0.50	-1.00	-3.00	-2.50	-2.00	0.00	0.00	
产量同比		7.35%	4.91%	5.65%	5.13%	5.84%	-2.07%	-6.60%	-12.17%	-5.02%	-6.03%	0.81%	6.86%	
消费同比		3.37%	-19.74%	2.55%	-7.24%	1.53%	-4.88%	-3.63%	-7.68%	-5.06%	-2.20%	2.41%	5.75%	
产量累计同比		7.35%	6.18%	5.99%	5.77%	5.78%	4.36%	2.64%	0.57%	-0.09%	-0.74%	-0.59%	0.01%	
消费累计同比		3.37%	-7.01%	-3.46%	-4.54%	-3.29%	-3.57%	-3.58%	-4.12%	-4.23%	-4.02%	-3.43%	-2.69%	

【ZN】锌月差 (二) 季节性

数据来源: SMM



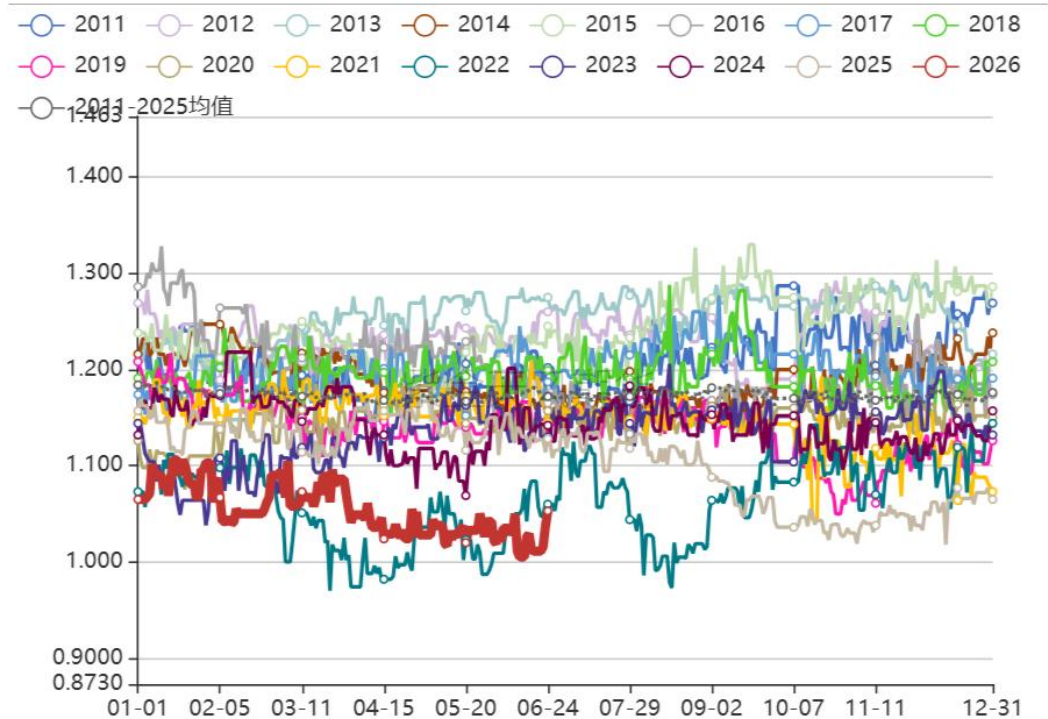
- 根据我们月度供需平衡表的预判，2026年下半年国内锌市场或将呈现持续去库的态势。这主要是因为，当前锌价处于低位，叠加炼厂减产预期，再加上“金九银十”消费旺季的支撑，预计届时锌月差将逐步走强，可重点关注沪锌月间正套的相关机会。

【ZN】 锌锭出口盈亏



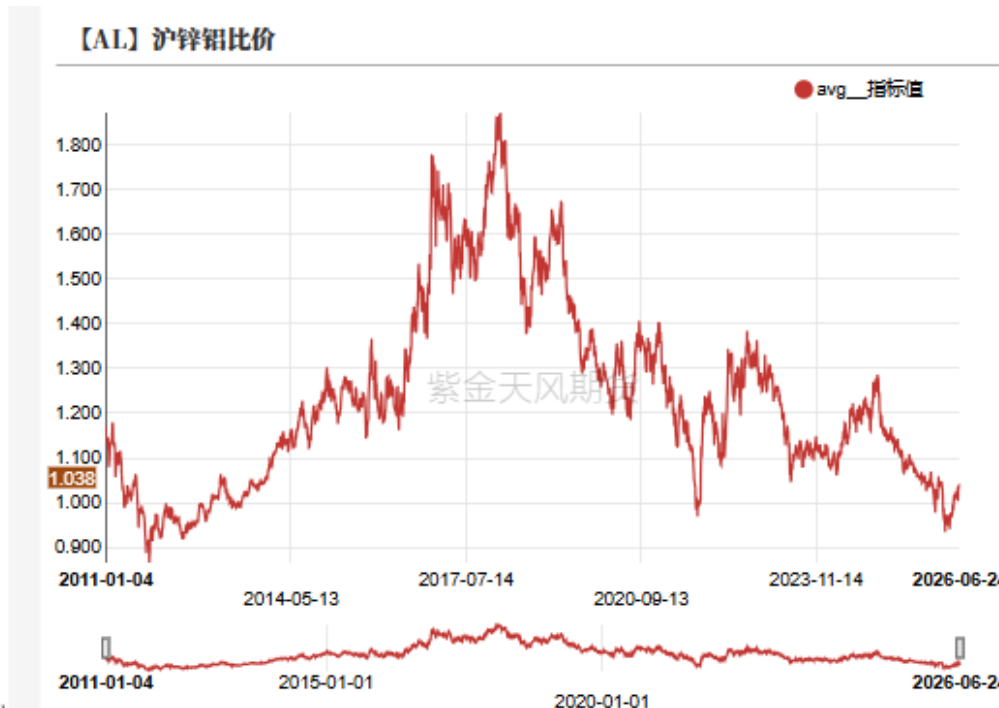
【ZN】 剔除汇率影响后的锌沪伦比值

数据来源：SMM



- 跨市套利维度，我们认为三季度（或8月）国内锌锭出口窗口有望集中打开，内外反套具备阶段性配置机会。
- 出口窗口即将打开两大核心前置条件：①国内过剩压力年内峰值，高库存倒逼外销去库；②LME转为Back结构，盘面走弱但现货坚挺，现货升水支撑出口套利利润。③叠加催化：8月欧美光伏备货旺季、韩国炼厂检修收缩海外供给。
- 操作：跟踪出口窗口、实物出口量，分批布局多沪空伦；
- 风险：海外需求不及预期、海外炼厂提前复产、美元走强压制比价。

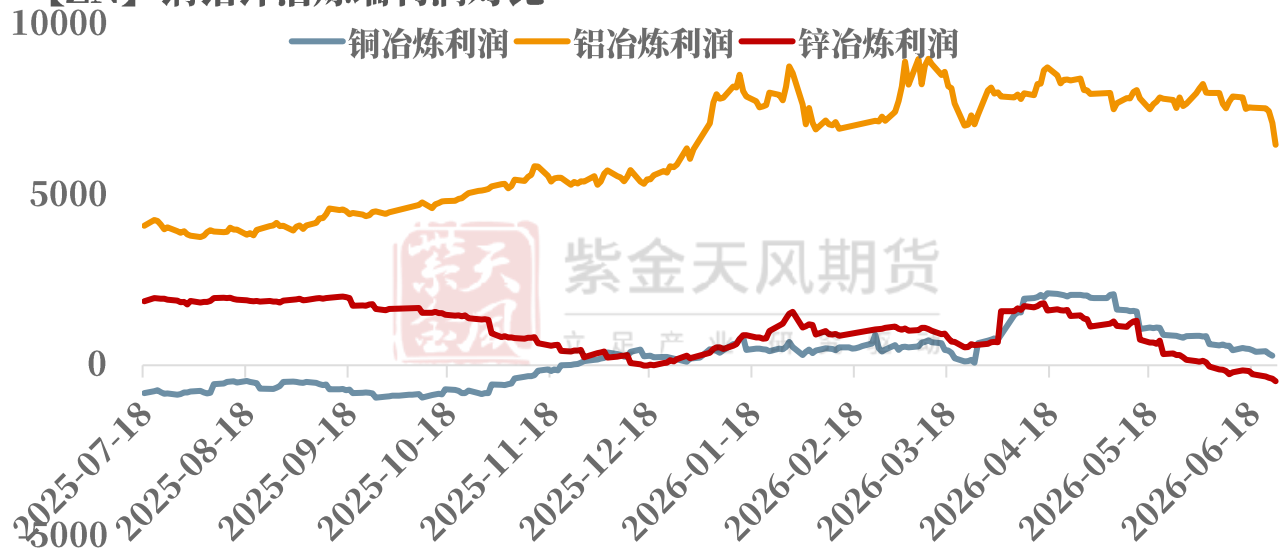
跨品种套利



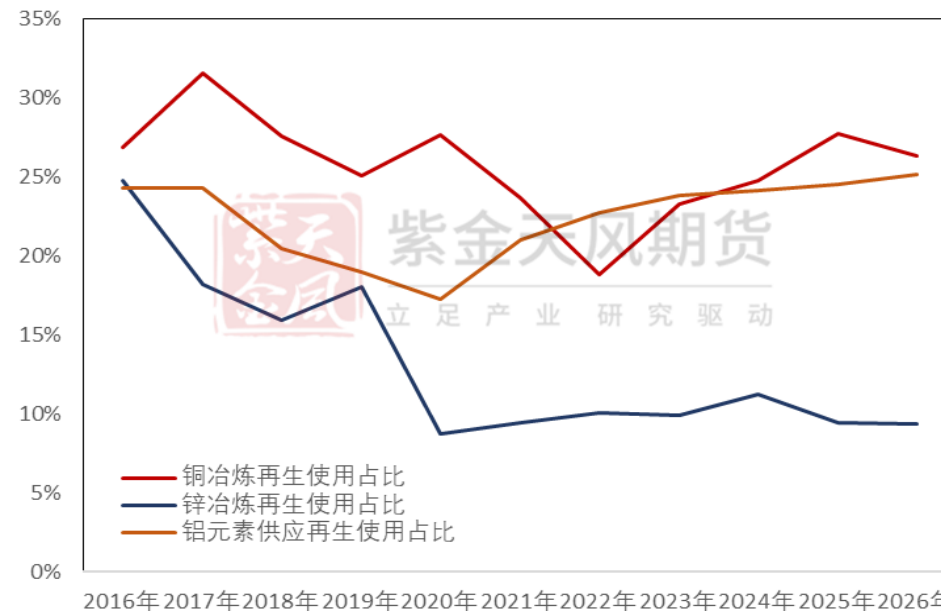
- 跨品种套利机会上，短期我们建议继续关注锌铝比价修复的结构性机会。
- 二季度，主因短期受美伊战争预期推动，铝价出现短暂反超锌价的情况，锌铝比价也随之跌至近15年来的绝对低位。如我们前期判断，美伊冲突缓和落地后，该比价迎来逆势修复。
- 而我们认为锌铝比价仍有修复空间。从供给逻辑看，铝厂利润丰厚、增产弹性充足，锌冶炼接近亏损、供给收缩意愿更强；同时废铝供应持续宽松，而锌再生比例为有色最低，供给约束更强，锌铝比价上行空间仍未完全兑现。

跨品种套利：有色估值&再生比例低——锌多配理由

【ZN】铜铝锌冶炼端利润对比



【ZN】有色金属供应端再生占比



■ 冶炼利润分化，锌供给收缩弹性显著高于铝、铜：

✓ 从铜铝锌冶炼利润曲线对比可见，当前电解铝冶炼利润长期维持高位区间，铝厂增产、复产动力充足，供给弹性偏大；铜冶炼利润虽有所回落，但仍维持小幅盈利，生产约束有限。反观锌冶炼利润持续下行，目前已跌至盈亏平衡线下方，炼厂主动检修、降产意愿持续抬升，原生锌供给具备刚性收缩预期。利润结构分化下，铝、铜供给存在持续增量压力，锌供给易缩难增，价格底部支撑更强。

■ 再生原料供给天花板更低，锌缺乏对冲供给宽松的弹性：

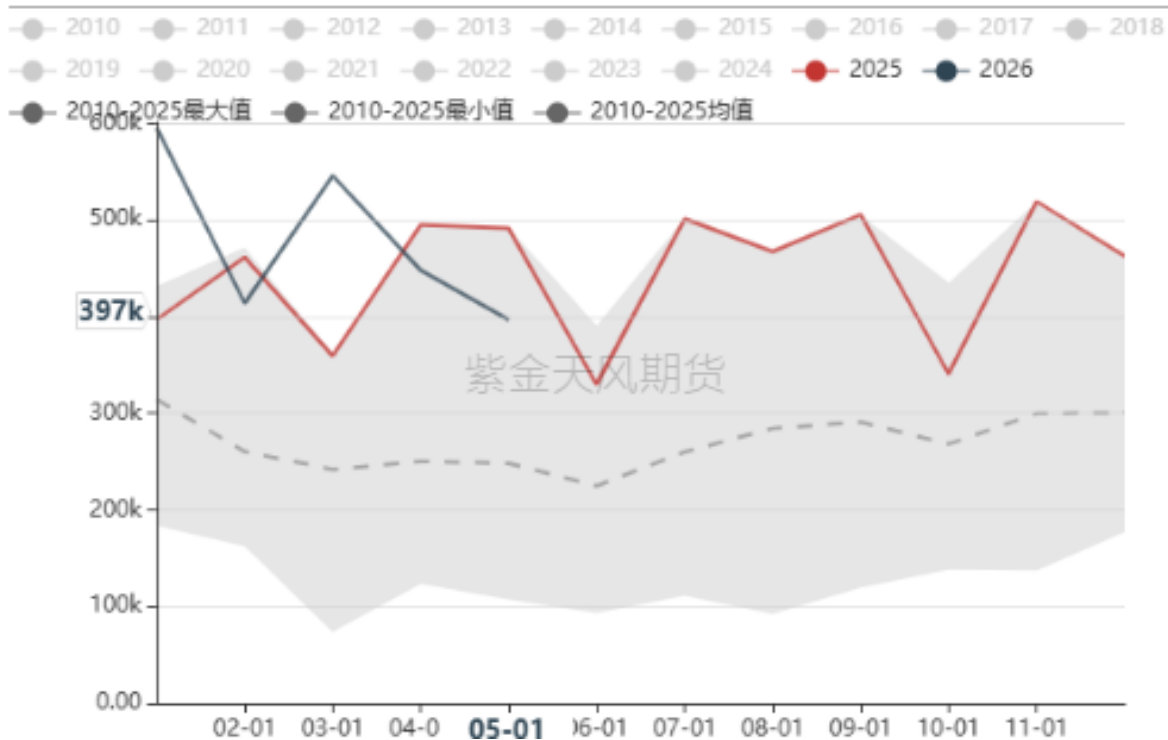
✓ 对比三大金属再生原料占比长期趋势：铜、铝再生供给占比长期维持高位，废铜、废铝流通货源充足，当原生矿端出现短缺时，再生料可快速投放对冲缺口，平抑价格上行空间；而锌是主流有色中再生使用占比最低的品种，再生锌供给体量有限，难以通过废锌增量抵消原生冶炼减产带来的供给收缩。一旦锌炼厂因亏损持续降产，行业供给缺口无法依靠再生原料弥补，相较铜铝，锌价格上涨的驱动与空间更充足。

五、其他供需数据

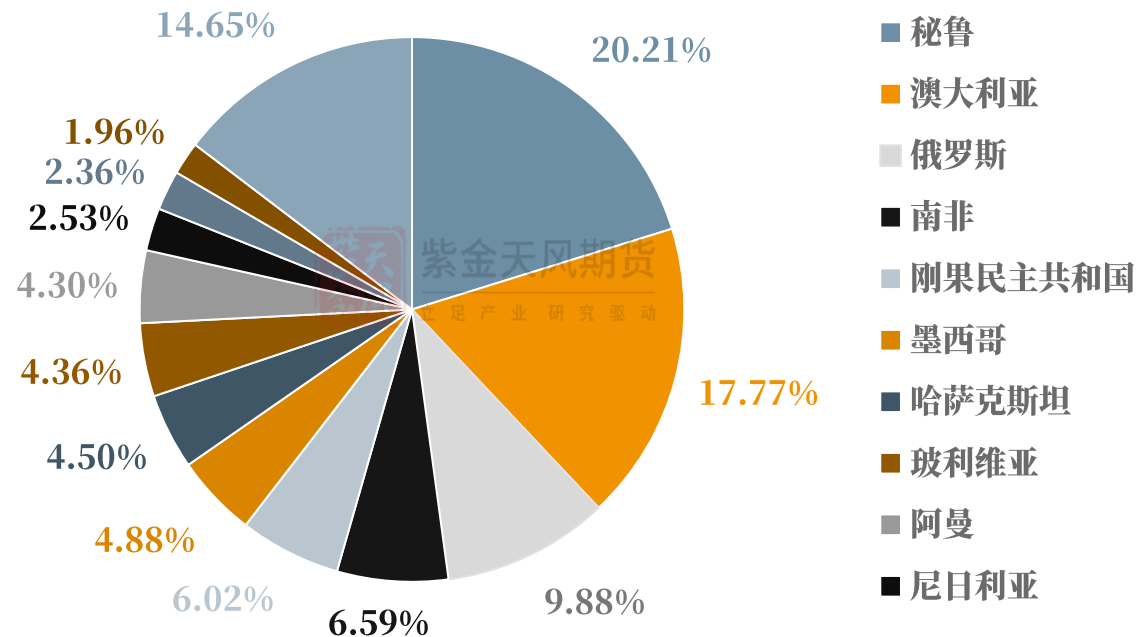
主题

矿端：我国锌矿进口情况

【ZN】 锌精矿进口量-季节性 (万实物吨)



【ZN】 2026年1-5月我国锌精矿进口国别



- 根据最新海关数据显示，2026年1-5月我国锌精矿累计进口量239.87万实物吨，累计同比增加8.84%。
- 1-5月前五大主要进口来源国为秘鲁、澳大利亚、俄罗斯、南非、刚果，其中，澳大利亚受到柴油短缺影响港口发运，上半年进口量显著下滑。

厄尔尼诺场景：全球缺口显著放大 或加速锌锭出口

【ZN】1980年以来强厄期间中国精炼锌产量及消费量预期差 (%)

年份	供应			消费		
	增速预期	实际增速	预期差	增速预期	实际增速	预期差
1982	5.00%	4.70%	-0.30%	4.50%	9.35%	4.85%
1983	6.00%	5.30%	-0.70%	5.50%	5.92%	0.42%
1987	6.00%	6.50%	0.50%	9.00%	7.07%	-1.93%
1988	7.00%	7.10%	0.10%	10.00%	-5.87%	-
1997	17.50%	19.86%	2.36%	5.50%	-8.99%	14.49%
1998	4.00%	3.55%	-0.45%	2.80%	25.08%	22.28%
2015	7.00%	6.30%	-0.70%	4.75%	4.05%	-0.70%
2016	3.00%	0.37%	-2.63%	3.75%	9.05%	5.30%
2023	3.85%	5.20%	1.35%	3.51%	9.56%	6.05%
2024	2.69%	-7.17%	-9.86%	4.81%	-5.00%	-9.81%
理论均值	-	-	-1.03%	-	-	-0.39%

【ZN】1980年以来强厄期间海外精炼锌产量及消费量预期差 (%)

年份	供应			消费		
	增速预期	实际增速	预期差	增速预期	实际增速	预期差
1982	-1.25%	-1.30%	-0.05%	-2.00%	-3.24%	-1.24%
1983	1.25%	1.20%	-0.05%	1.50%	8.73%	7.23%
1987	2.25%	2.10%	-0.15%	2.30%	2.37%	0.07%
1988	1.75%	1.70%	-0.05%	1.90%	2.21%	0.31%
1997	1.80%	1.65%	-0.15%	1.10%	3.24%	2.14%
1998	0.50%	3.00%	2.50%	0.50%	0.65%	0.15%
2015	1.50%	2.09%	0.59%	1.30%	-1.87%	-3.17%
2016	-0.50%	-3.50%	-3.00%	1.80%	0.58%	-1.22%
2023	2.84%	-3.80%	-6.64%	2.19%	-3.52%	-5.71%
2024	2.32%	-4.23%	-6.55%	2.03%	-2.02%	-4.05%
理论均值	-	-	-1.36%	-	-	-0.55%

【ZN】2026-2027年精炼锌供需平衡推演

类型	2026			2027		
	2025	原有预期	极端缺电	中性	极端缺电	
中国	精炼锌产量	610.1	630.0	623.7	650.0	637.1
	增速	7.10%	3.26%	2.23%	3.17%	2.14%
	净进口量	21	14	10	10	8
	增速	-51.16%	-33.33%	-52.38%	-28.57%	-20.00%
	精炼锌表消费量	631	644	633.7	660	645.05
	增速	2.94%	2.04%	0.41%	2.48%	1.79%
	精炼锌消费量	621	640	639.8	665	664.5
	增速	1.18%	3.04%	2.96%	3.86%	3.86%
	供需平衡	9.70	3.72	(6.10)	(5.00)	(19.45)
	海外精炼锌产量	668.3	671.7	662.6	674.0	655.9
增速	-3.65%	0.51%	-0.85%	0.34%	-1.02%	
海外	精炼锌表消费量	647	658	652.6	664	647.85
	增速	-0.60%	1.61%	0.82%	0.95%	-0.73%
	精炼锌消费量	657	661	660.3	666	664.2
	增速	1.02%	0.73%	0.56%	0.70%	0.59%
	供需平衡	(9.30)	(3.64)	(7.70)	(2.00)	(16.35)
全球	精炼锌产量	1278	1302	1286.3	1324	1292.9
	增速	1.20%	1.82%	0.62%	1.71%	0.51%
	精炼锌消费量	1278	1302	1300.1	1331	1328.7
	增速	1.10%	1.85%	1.73%	2.25%	2.20%
	供需平衡	0.40	0.08	(13.80)	(7.00)	(35.80)

- 从中强厄尔尼诺极值假设场景来看，海外精炼锌供应增速预期差均值为-1.36%，消费增速预期差为-0.55% (预期差=年初预期增速-当年实际增速，下同)，中国供应增速预期差均值为-1.03%，消费增速预期差为-0.39%。
- 我们选取以上影响值，与原有中性预期供需量对比，发现在中强厄尔尼诺极端缺电情况下，海内外表现均为供需双弱，但海外供应预期差最为显著，且国内需求影响小于海外的需求影响。
- 另外，考虑到26、27年数据中心的增速，我们在极端缺电的情景下，仍增加了此部分的增速预期。
- 因此，整体供需平衡推演后可以看到，强厄尔尼诺情景下，全球精炼锌缺口将显著放大，并显著影响锌锭内外流向。

免责声明

本报告的著作权属于紫金天风期货股份有限公司。未经紫金天风期货股份有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为紫金天风期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于紫金天风期货股份有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但紫金天风期货股份有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且紫金天风期货股份有限公司不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，紫金天风期货股份有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与紫金天风期货股份有限公司及本报告作者无关。





紫金天风期货

立足产业 研究驱动

感谢!

THANKS FOR YOUR ATTENTION

