

南华期货有色金属锌2026年半年度展望

——宏观约束下供应扰动重塑估值

傅小燕 (投资咨询证号: Z0002675)

研究助理 林嘉玮 (从业资格证号: F03145451)

交易咨询业务资格: 证监许可【2011】1290号

2026年6月24日

第一章 观点概要

摘要:

下半年锌价的第一层约束仍在宏观估值端。美国通胀重新成为市场最难证伪的变量，能源和供应冲击使通胀回落路径变得不顺，降息交易难以重新占据主导；若通胀韧性没有被连续数据打掉，市场大概率保留“更久维持高利率、甚至重新讨论加息”的尾部定价。美联储当前更强调价格稳定和数据依赖，对远期利率路径的预期管理弱于过去，美元和美债收益率对通胀、就业、能源价格的反应会更直接。有色金属因此很难单靠估值扩张走出顺畅趋势，锌的上行更需要基本面给出配合。

锌自身的基本面矛盾，落在矿端偏紧能否真正传导到锭端减量。矿端偏紧和低 TC 已经把价格下方支撑抬高，但这仍是成本和利润层面的支撑，不等于锌锭已经形成现实缺口。国内冶炼厂之所以没有立刻大面积减产，是因为硫酸、小金属收益、自有矿和原料库存仍在缓冲低 TC 的压力。下半年价格能否从“矿紧托底”走向“缺口定价”，关键看低 TC 是否真正压低精炼锌产量，并推动社会库存进入连续去化。

上方弹性更多取决于库存结构和需求承接能不能同步改善。海外低库存和期限结构修复会放大伦锌波动，国内高库存、现货贴水和终端需求偏弱则压制沪锌跟涨。当前需求不是崩塌，而是缺少主动补库能力：地产、光伏和部分出口链条拖累仍在，电力、基建、风电和家电只能提供局部托底。国内库存如果下降但升贴水不修复，更可能来自到货、出口或交仓节奏变化，而不是消费主动转强。

在这样的宏观约束和基本面组合下，我们对沪锌主力下半年的预测运行区间 23500-26000 元/吨附近，伦锌则在3300-3800美元/吨，核心波动中枢在 24500-25500 元/吨附近。23000-24000 元/吨一带对应低 TC 和矿端扰动带来的成本承接，25300-26000 元/吨一带则需要看到锭端收缩、国内库存去化或外盘结构转强才能站稳。

风险提示: 全球宏观环境，供给端扰动等不可抗力。

第二章 行情回顾

上半年锌价整体呈现宽幅震荡，价格中枢抬升的走势。截至 2026 年 6 月 22 日，沪锌主力收于 24770 元/吨，钢联 0# 锌锭汇总均价为 24535 元/吨，彭博 LME 锌价格为 3612 美元/吨。较去年同期看，LME 锌涨幅约 35.93%，沪锌主力涨幅约 13.39%。外盘明显强于内盘，原因不在国内需求更好，而在海外低库存和供应扰动提高伦锌弹性，国内高库存、贴水和进口深亏压住沪锌跟涨。

一季度沪锌先冲高后探底，主导变量从春节前风险偏好转向节后累库和加息担忧。1 月沪锌在有色板块反弹和春节前备货预期带动下冲至 25950 元/吨，但美国通胀黏性尚未消除，降息交易并不顺畅，价格上冲后缺少现货跟随。2 月节后复工偏慢，国内社会库存和交易所库存累积，现货贴水扩大，内盘开始回吐前期涨幅；2 月底美伊局势和中东冲突升温后，油价和航运风险抬高通胀预期，市场对美联储“更久高利率”甚至年内加息的讨论升温，有色估值端承压。3 月沪锌最低回落至 22690 元/吨，LME 锌也在 3 月下旬触及阶段低位；当时盘面反映的是弱需求、高库存和海外利率预期的共振压力，Garpenberg 异常地震等矿端事件虽已出现，但还没有完全压过宏观和需求拖累。

4 月锌价从低位修复，主要来自中东风险阶段降温后的估值修复和矿端扰动重新定价。沪锌主力从 23550 元/吨小幅收至 23645 元/吨，月内高点一度升至 24450 元/吨；LME 锌同期上涨约 1.92%。宏观上，美伊谈判和油价回落阶段性缓和通胀交易，美元走弱、基本金属整体反弹，给外盘有色留出估值修复空间。产业上，Garpenberg 低负荷恢复、Mount Isa 洪水后的运输受阻开始被市场纳入矿端偏紧逻辑，LME 库存从 11.42 万吨降至 9.87 万吨，注销仓单同步增加。但国内 SHFE 锌库存和 SMM 七地社会库存仍在累积，上海现货升贴水虽然较月初修复，消费端没有给出主动补库信号，所以 4 月反弹更接近急跌后的修复，不是趋势反转。

5 月锌价上涨更像整体受市场对宏观反复脱敏，供应事件持续加码的定价。沪锌主力从节后 24250 元/吨升至 24965 元/吨，月内高点达到 25110 元/吨；LME 锌涨幅更大，彭博口径月内上涨约 5.48%。宏观交易围绕美伊局势、霍尔木兹通航和油价通胀预期反复切换，月下旬美债收益率上行一度压制风险资产，但没有改变海外有色偏强格局。产业事件更集中：Kazzinc 装置爆炸后降负荷运行，Cajamarquilla 火灾造成二季度精炼锌短期损失，海外炼厂扰动与矿端扰动共同强化伦锌弹性；进口 TC 快速转入负值区间，资金更愿意交易矿紧向锭端传导。国内现货没有同步确认，社会库存从 25.59 万吨升至 26.09 万吨，SMM 上海升贴水从 -35 元/吨走弱至 -80 元/吨，高价下消费承接不足。

6 月锌价外强内弱更加明显，宏观的核心矛盾转为通胀风险导致加息预期难证伪。6 月上旬，美联储褐皮书对经济韧性和成本压力的描述强化了“高利率维持更久”的交易；6 月中旬 FOMC 虽维持利率不变，但对通胀上行风险的表述偏谨慎，市场很难重新回到单边降息交易。与此同时，美伊谈判、油价回落和美元阶段走弱又会短线修复风险偏好，导致有色价格波动加大而不是单边承压。锌自身的分化更清楚：LME 0-3 从月初 -21.66 美元/吨修复至 6 月 19 日 -2.91 美元/吨，6 月 18 日 LME 锌一度升至 3641.52 美元/吨；但国内 SMM 七地社会库存升至 27.52 万吨，SHFE 锌库存升至 12.01 万吨，现货贴水仍未修复。6 月 22 日钢联口径锌锭进口盈亏含税约 -4016 元/吨，6 月 23 日沪伦比（沪锌 / LME 锌）约 7.04，进口窗口深度关闭；6 月 18 日 SMM 东南亚现货出口盈亏收窄至 -43 元/吨，出口窗口接近平衡但尚未稳定打开。

2026年上半年内外锌价走势：一季度回落探底，二季度外盘弹性更强



关键节点说明

- 1月：有色反弹与春节备货推高**
有色板块反弹叠加节前备货预期，沪锌冲至年内高位；但美国通胀黏性仍在，降息交易并不顺畅。
- 2月：累库叠加美伊冲突升温**
节后复工偏慢、库存累积，内盘回吐涨幅；美伊局势推高油价和通胀预期，加息风险重新进入定价。
- 3月：高库存和高利率预期压低价格**
地产链和初端开工偏弱，库存压力未解，盘面下探至上半年低位；Garpenberg事件开始提供矿端托底线索。
- 4月：油价回落与矿端扰动再定价**
美伊谈判和油价回落修复风险偏好；Garpenberg低负荷、Mount Isa运输受阻推升海外矿预期。
- 5月：炼厂事件和TC下行推升重心**
Kazinc爆炸、Cajamarquilla火灾叠加进口TC转负，伦锌弹性增强；美债上行只阶段性压制涨幅。
- 6月：FOMC谨慎，外强内弱延续**
通胀和加息预期难证伪，但油价回落修复风险偏好；LME结构修复，国内高库存和进口盈亏限制跟涨。

数据来源：同花顺、彭博；样本截至沪锌2026-06-22、LME锌2026-06-22，注：6月为月内不完整数据。

LME锌收盘价和美元指数



内外盘锌价走势



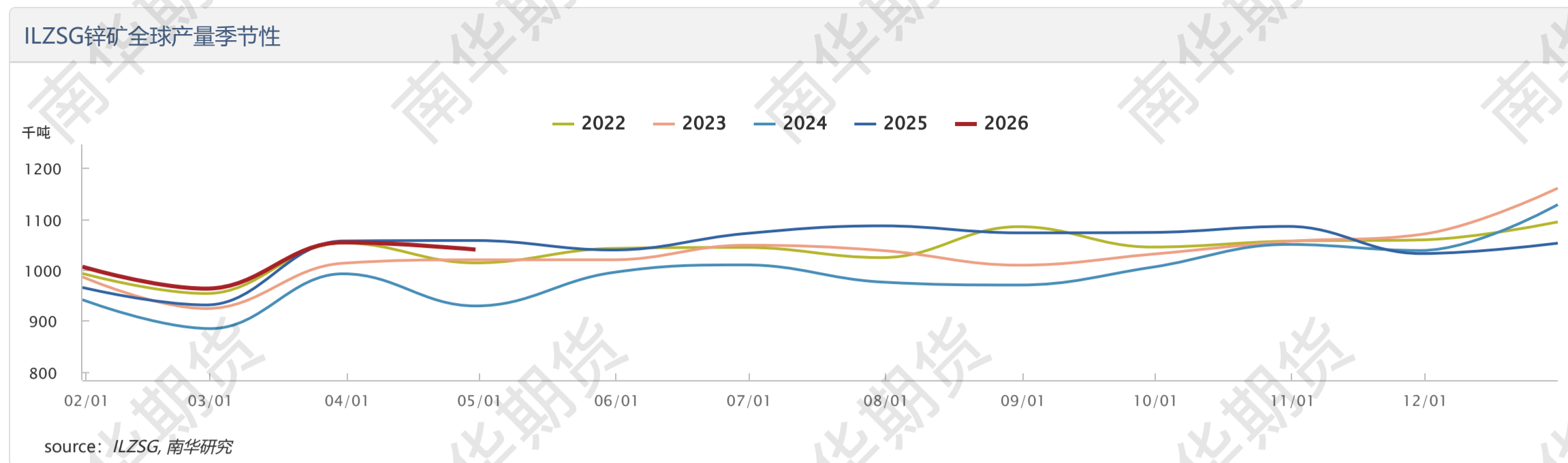
第三章 供给端

3.1 锌精矿

今年矿端偏离预期的地方不在修复方向，而在修复速度赶不上冶炼端抢矿。年初市场对 2026 年矿端修复的期待主要来自两块：海外新项目爬坡、国内矿山复产和新增释放。上半年实际兑现更分化，国内矿产恢复较顺，海外成熟矿山和发运扰动反复出现，进口矿的边际可得性没有同步改善。矿端不是绝对没有增量，而是增量释放节奏慢于冶炼端原料需求。

海外矿的主要问题，是新增项目没有顺利覆盖成熟矿山和发运扰动。重点海外矿企样本显示，2026Q1 锌矿产量合计 124.14 万吨，环比 -8.50%，同比 -1.11%。一季度有季节性低点因素，但今年的问题不只在季节性：成熟矿山品位下降、澳洲洪水和欧洲地震扰动、部分项目爬坡偏慢同时出现。Garpenberg 更接近硬减

量，年内恢复难度较高；Mount Isa 偏发运扰动，后续会随物流恢复逐步释放，但到货节奏已经被打乱；Red Dog、Antamina 的压力来自计划、品位和排产，快速修复空间有限。



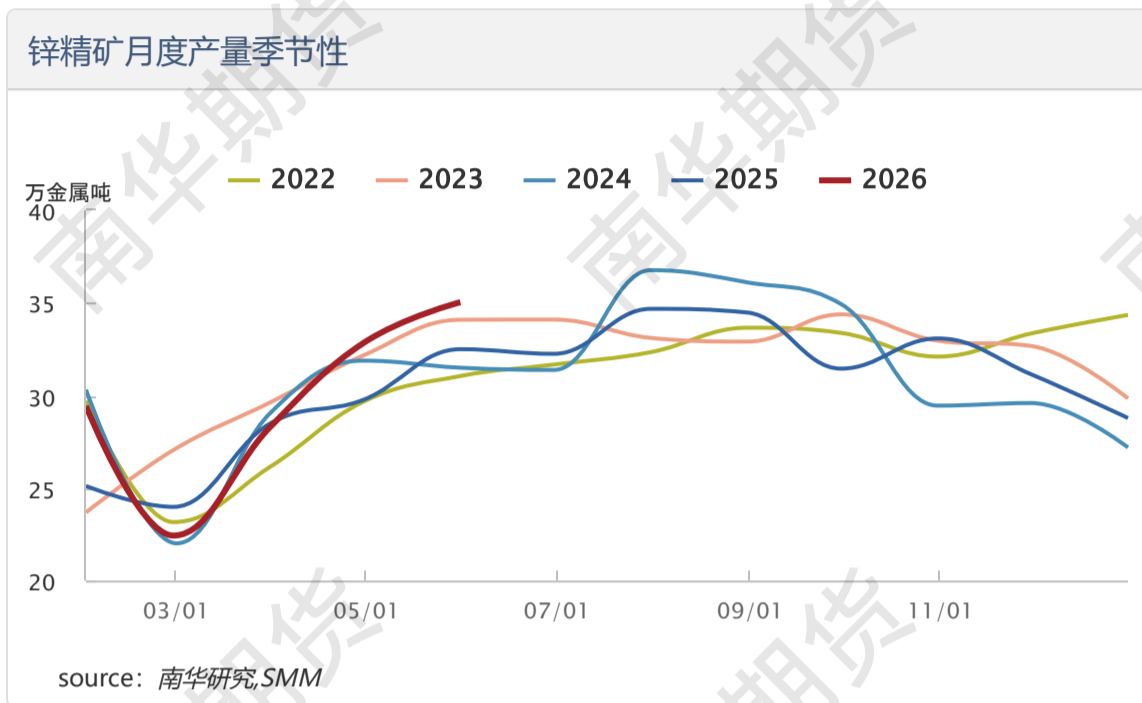
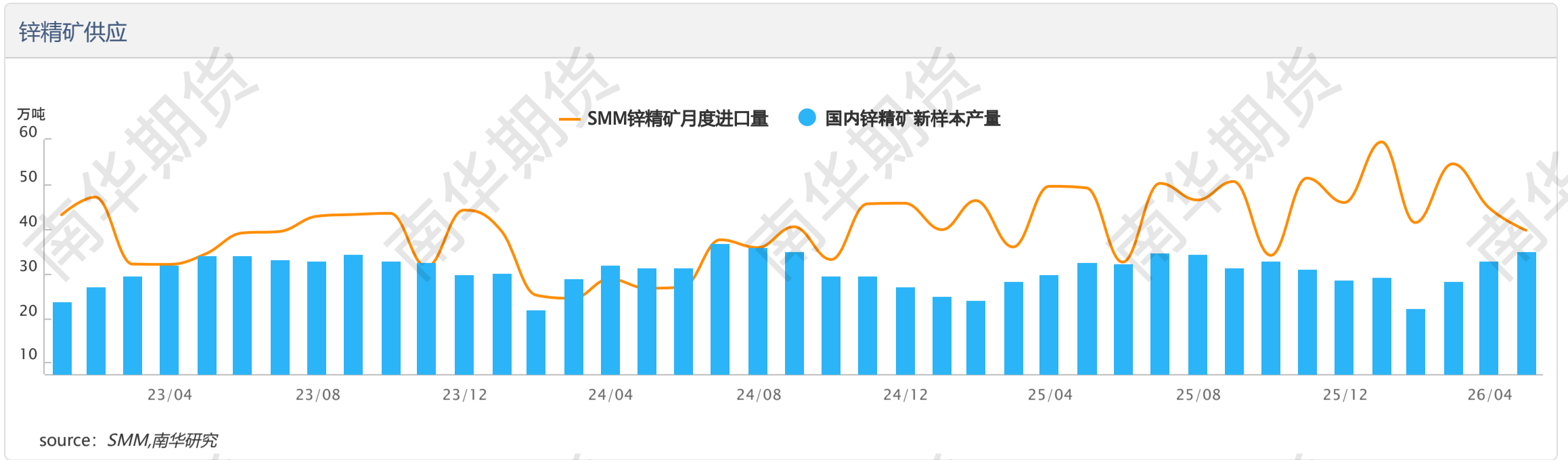
公司	2026Q1 产量	环比	同比	主要含义
Vedanta / Hindustan Zinc	36.40	+8.66%	+1.11%	印度矿端仍有增量，是海外样本中的正贡献。
Glencore	17.69	-31.96%	-17.18%	Mount Isa 运输扰动和成熟矿山减量拖累。
Teck	12.03	+10.76%	-12.42%	Red Dog、Antamina 等按矿山计划减量。
Boliden	8.92	-2.85%	+54.02%	Garpenberg 事件对二季度以后压力更大。
Nexa	7.94	-12.75%	+17.98%	拉美矿山有增量，但仍有扰动风险。
Ivanhoe Mines	6.50	+5.79%	+52.10%	Kipushi 爬产是下半年修复变量。
其他 9 家样本	34.66	-	-	副产锌和中小矿山波动较大。
样本合计	124.14	-8.50%	-1.11%	海外矿端兑现弱于年初预期。

资料来源：上市公司财报/公告、SMM、ILZSG 及南华研究，单位为万金属吨

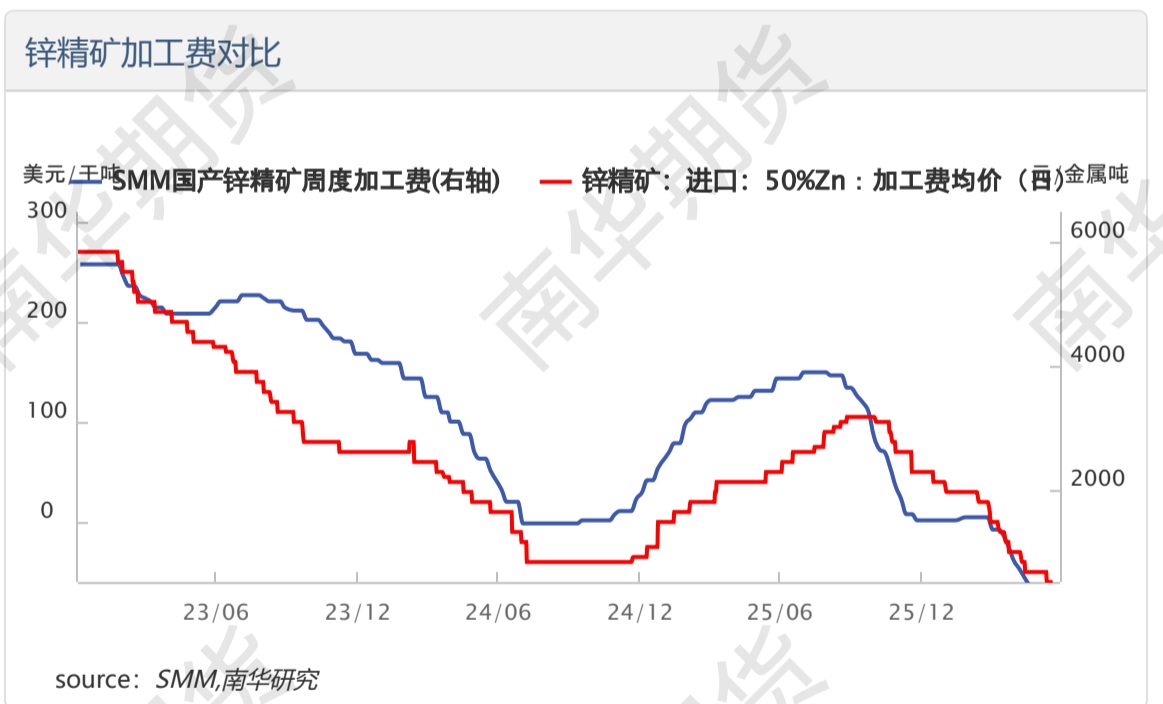
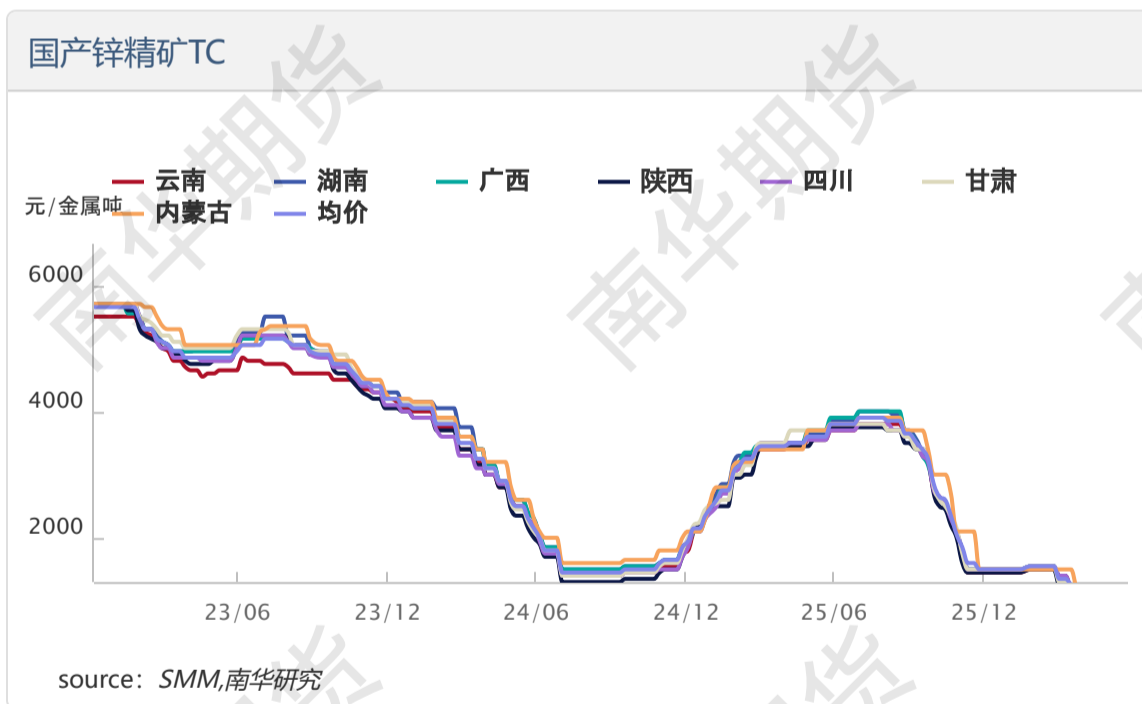
矿山/项目	扰动或增量属性	2026 年修复判断	对矿端判断的影响
Garpenberg	地震活动后低负荷运行	修复慢，年内难回正常	欧洲矿供应硬下修。
Mount Isa	洪水后铁路/公路受损，精矿堆存增加	发运可修复，但需要时间	影响进口到货节奏和贸易情绪。
Red Dog	品位下降和矿山计划减量	年内修复空间有限	成熟矿山对新增形成抵消。
Antamina	计划减量和拉美扰动	低到中	秘鲁矿增量预期下修。
Kipushi	复产爬坡	修复确定性较高	对冲部分海外减量，但集中度高。
Gamsberg / Bunker Hill / Rosh Pinah / Romina	扩建、新建、复产	需看投产和达产斜率	更像中期修复，不宜当作上半年已兑现供应。

数据来源：公开信息整理，南华研究

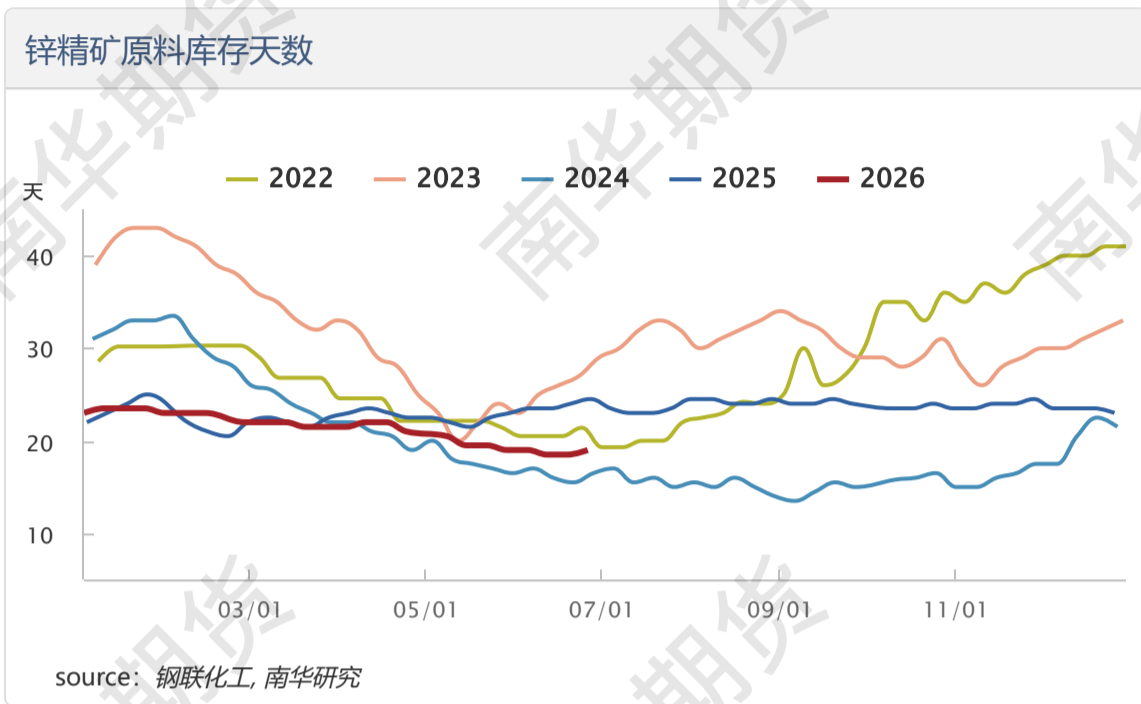
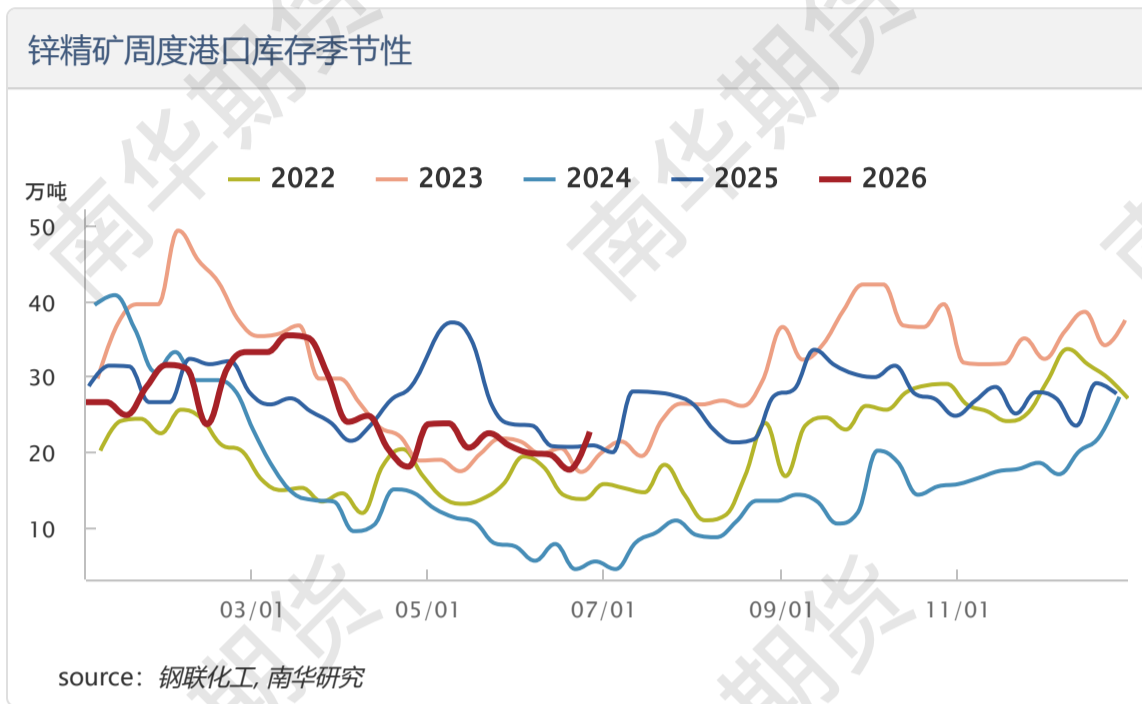
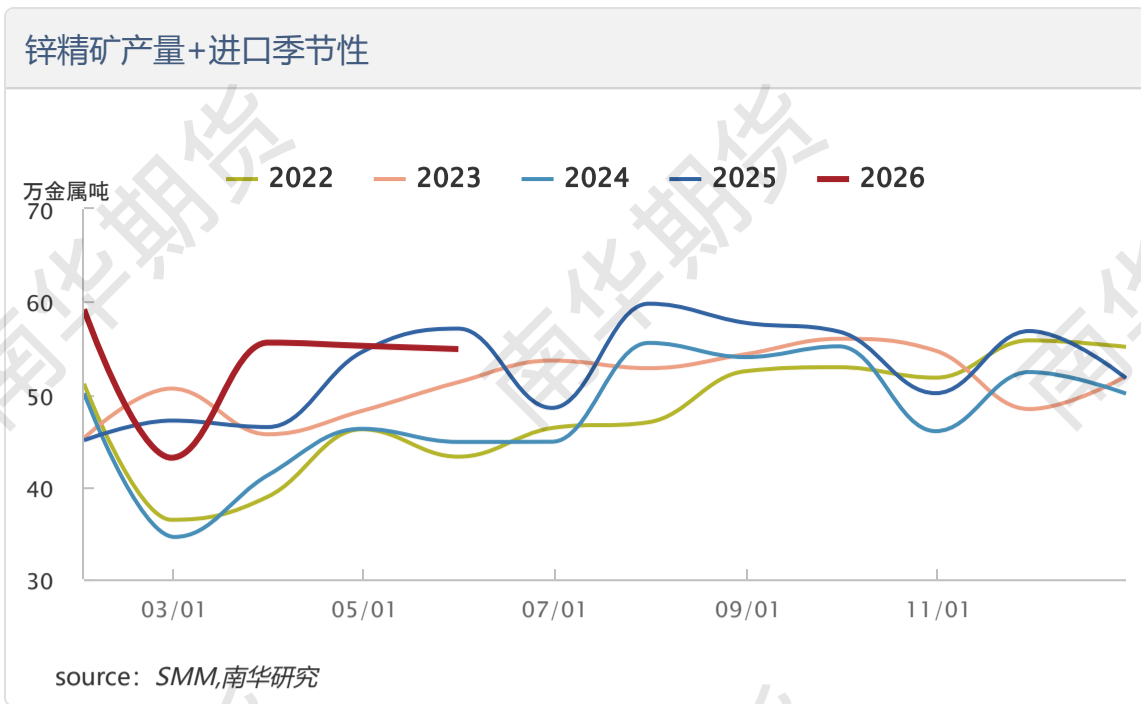
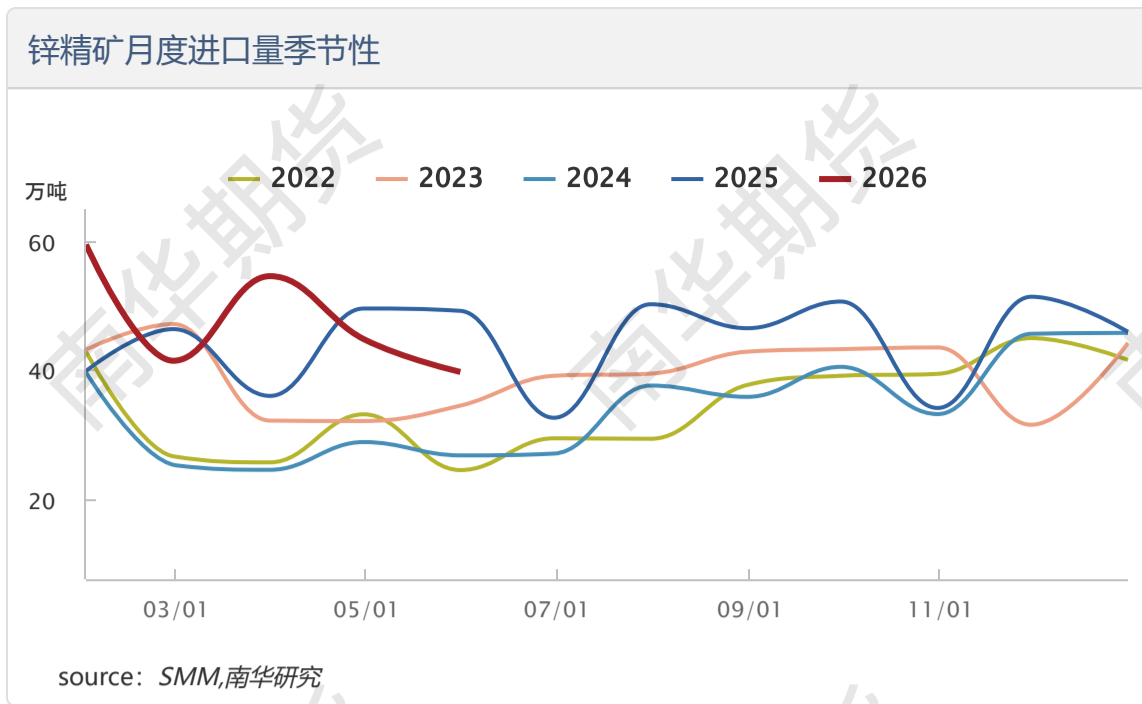
国内矿的恢复节奏更顺，但这种恢复只说明季节性和新增兑现，不能直接推出矿端宽松。SMM 口径 5 月国内锌精矿产量为 35.04 万金属吨，环比增加 2.27 万金属吨，锌精矿综合开工率 82%，环比提高 4.9 个百分点；结合 SMM 6 月国内锌精矿产量预测升至 35.58 万金属吨，环比再增 0.54 万金属吨，综合开工率约 83.2%。这说明二季度国产矿确实在恢复，前期冬季停产矿山基本修复，新疆、甘肃、贵州、湖南、内蒙古等新增矿也开始贡献增量。



把国产矿放到冶炼需求里看，结论会比产量数据本身更谨慎。第一，产量恢复本身符合预期，三季度仍可能处于全年释放高峰，国产矿供应会比一季度宽松。第二，这种恢复更多是缓解紧张，而不是扭转紧张。冶炼厂上半年维持高产，原料需求增长更快，国产矿增量被就地消化，现货矿议价权仍在矿山一侧。临近年底，部分矿山仍会再度进入季节性停产，下半年国产矿产量预计高于上半年，但难把 TC 拉回年初水平。

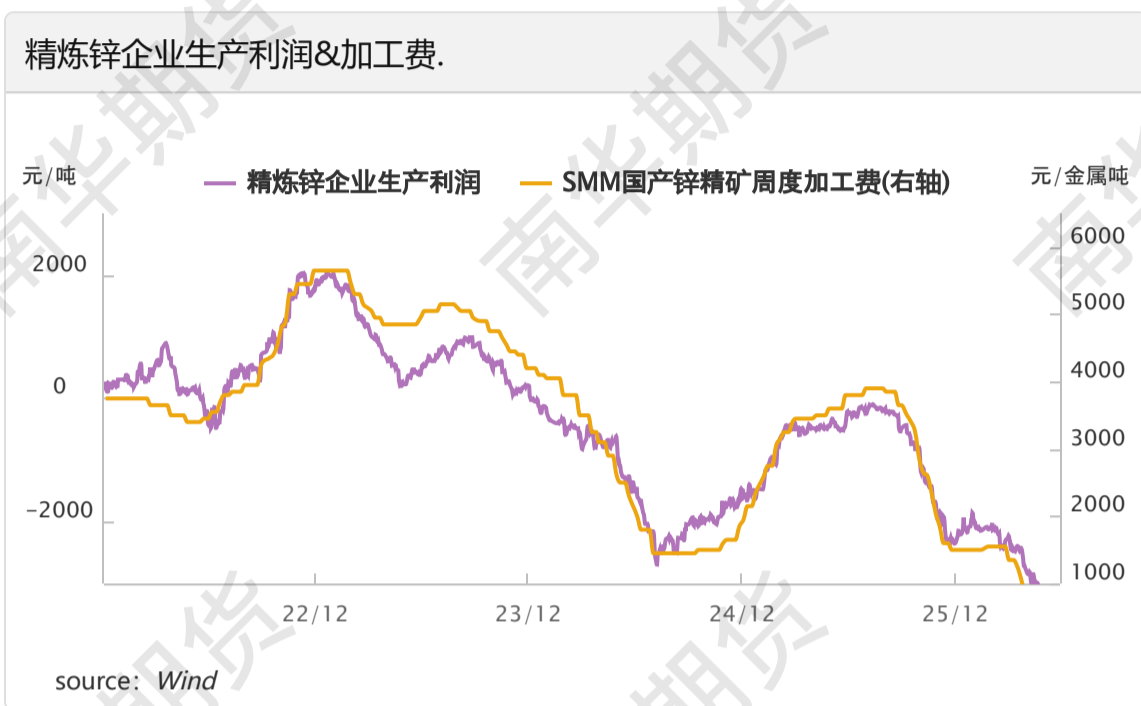
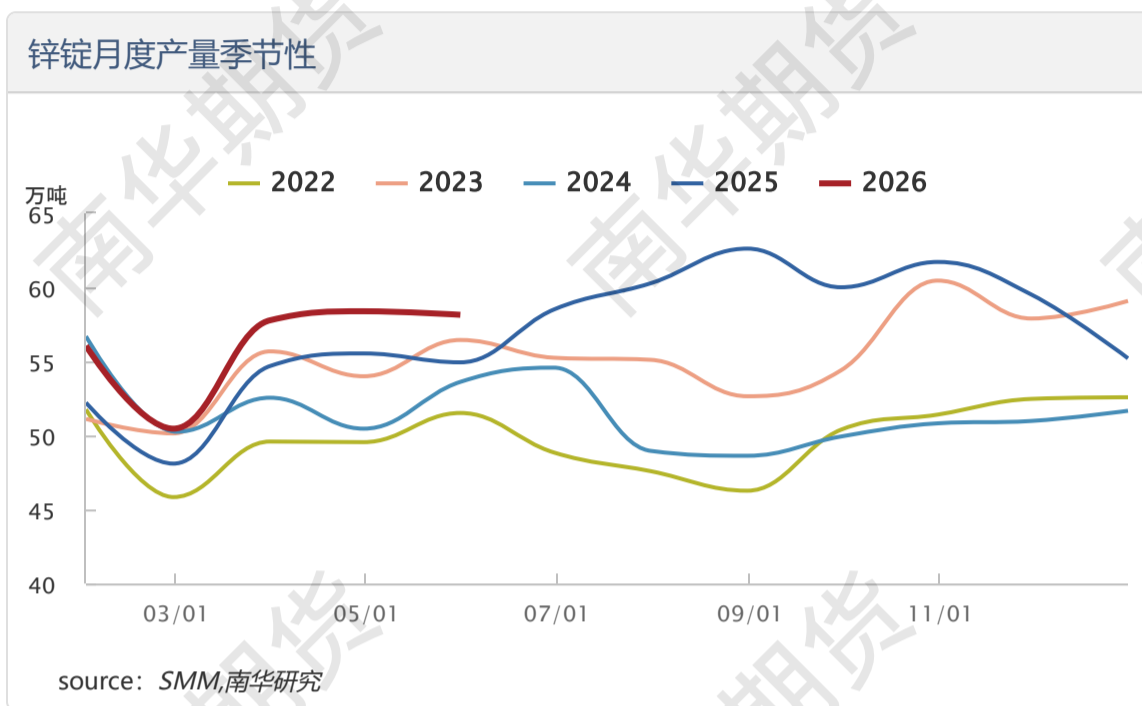
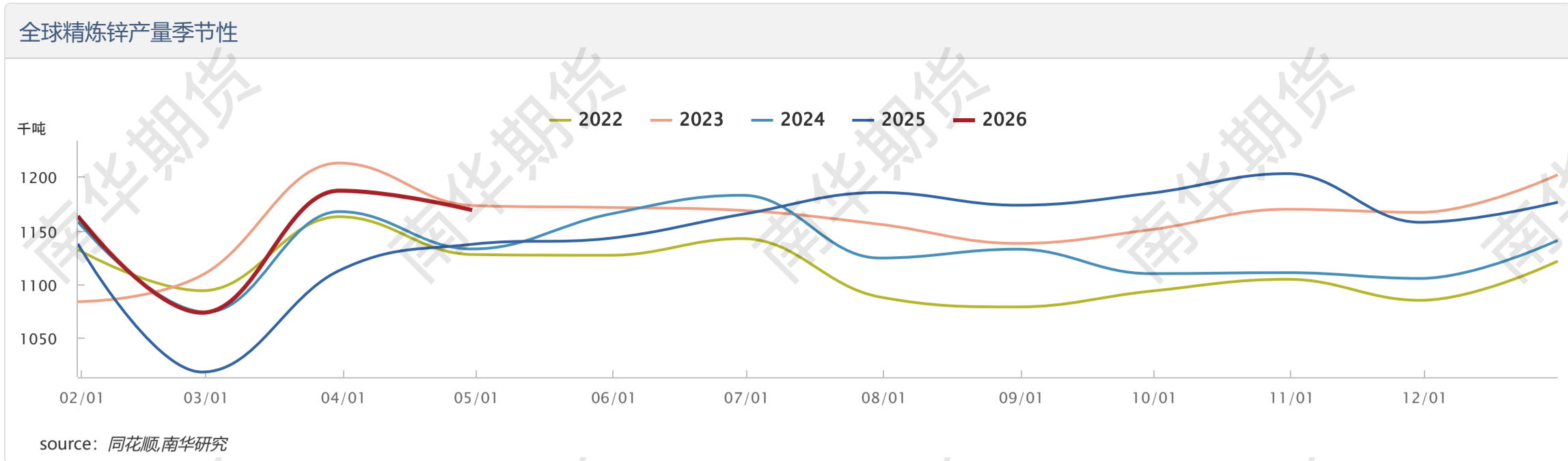


进口矿并没有提供足够稳定的第二层缓冲。海关口径显示，2026 年 1-4 月中国锌精矿进口量约 200.21 万实物吨，同比增加 16.92%，绝对量并不低；但 4 月单月进口 44.77 万实物吨，环比 3 月下降 17.95%，同比下降 9.49%。同时后续进口量难有明显增长，原因在于国内矿山释放、进口矿亏损扩大和海外可用矿预期下修共同作用。进口矿的问题不是上半年完全缺货，而是边际补充能力下降，尤其是零单和高成本进口矿难以顺畅流入国内。

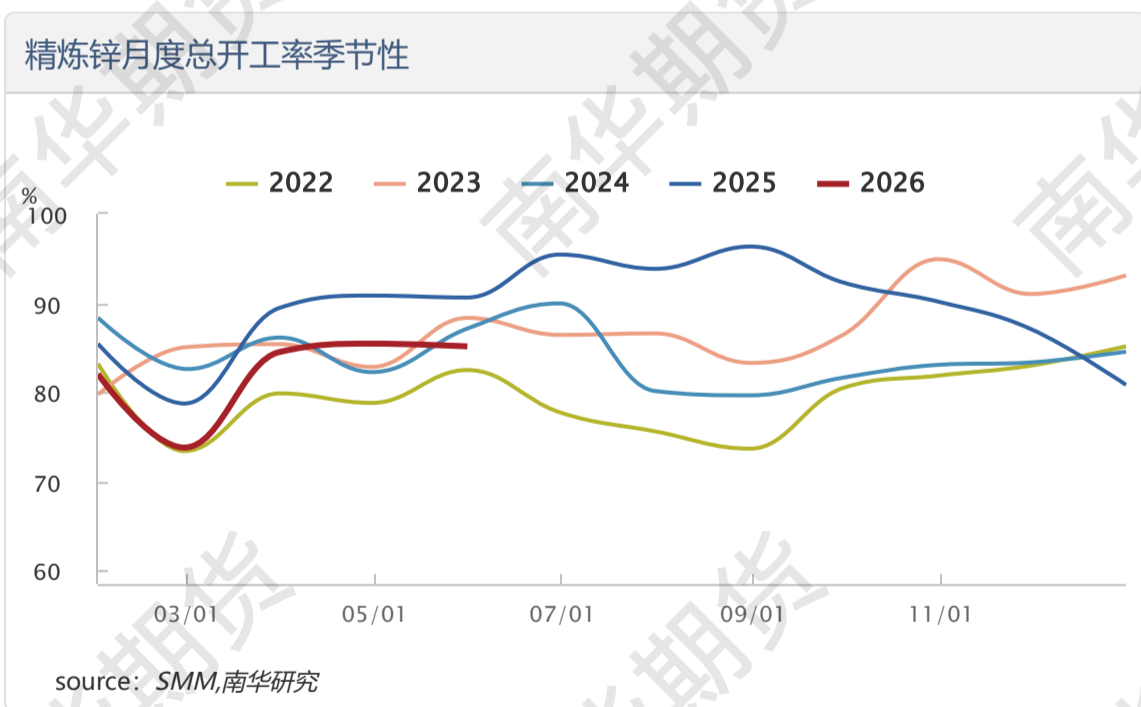
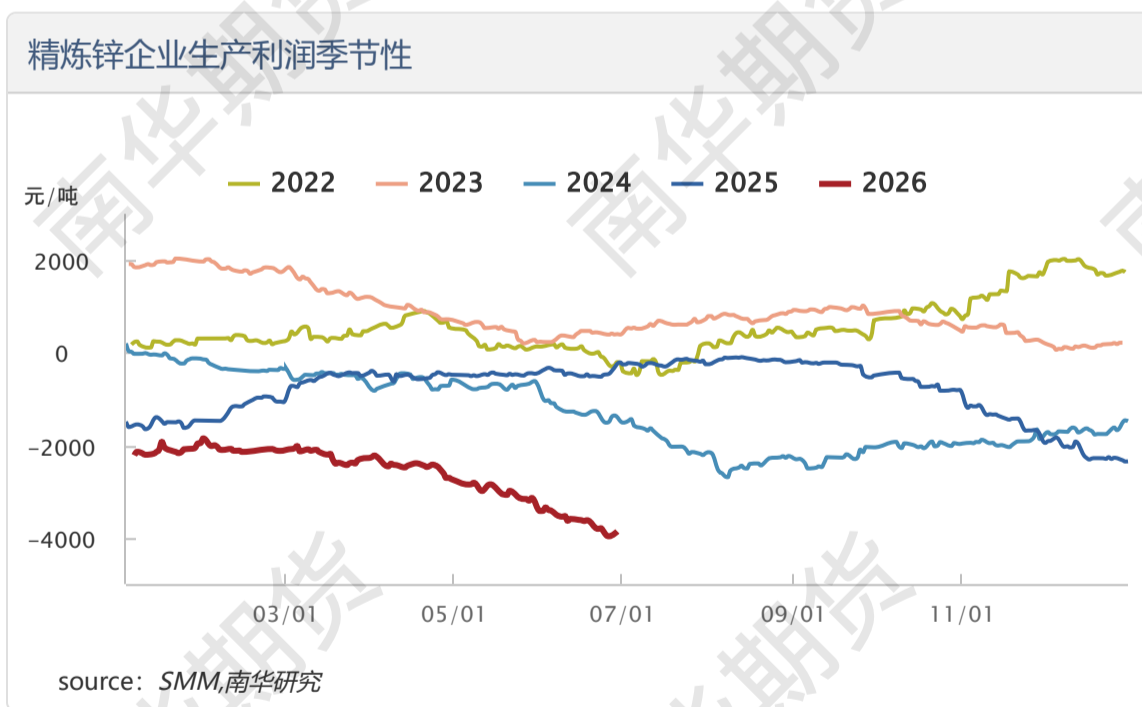


3.2 冶炼端

低 TC 已经把国内冶炼推到利润测试区，但行业还没有进入大面积减产阶段。钢联口径 2026 年 4 月中国精炼锌产量为 53.65 万吨，环比 +4.79%，同比 +13.16%；SMM 口径 5 月国内精炼锌产量约 58.15 万吨，1-5 月累计约 280.84 万吨，同比 +5.78%，6 月因湖南、内蒙古、广西、甘肃、河南、辽宁等地检修增多，预计环比降至 57.3 万吨附近。产量只是开始松动，尚未形成趋势性缺口。



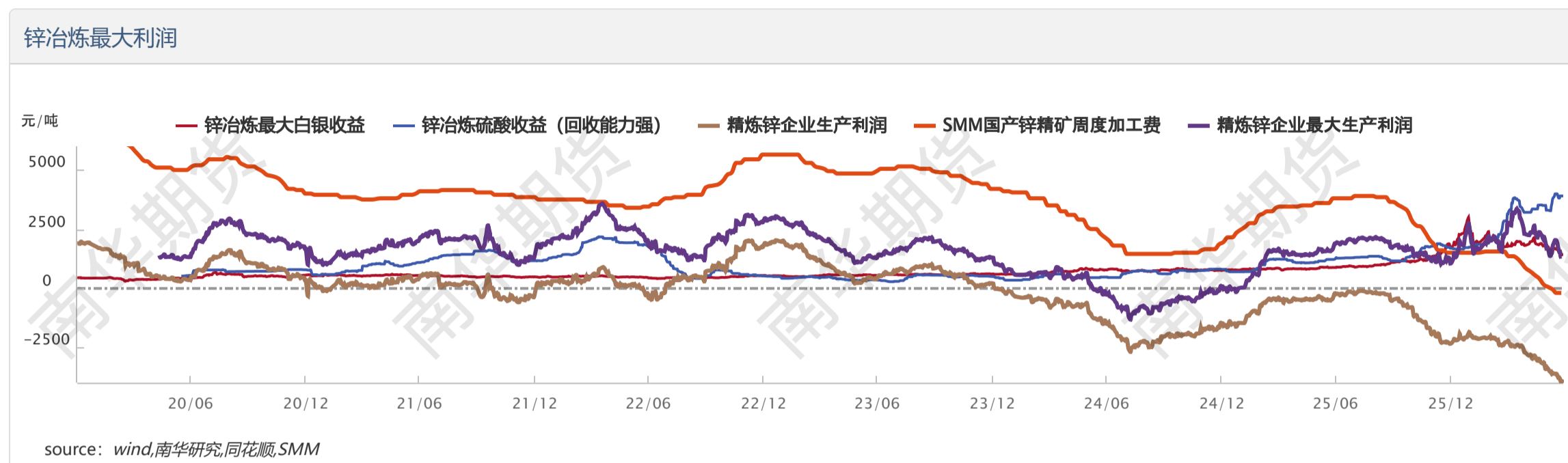
今年高产能维持的主要原因还是来自于冶炼利润必须拆到副产品和综合回收层面。SMM数据显示，截至5月底，不含硫酸和副产品的精炼锌企业生产盈亏约 -3422 元/吨；按产酸 1:1.7 计入硫酸收益后，8 个省份平均仍亏约 -890 元/吨；再计入小金属综合收益后，平均利润才转为约 +502 元/吨。这个结构说明，低 TC 已经压穿主金属冶炼利润，但硫酸、银、锗、铟等富含金属回收收益延后了减产。综合回收强、自有矿比例高、酸销售顺畅的炼厂还能维持；综合回收弱、原料库存低的炼厂会先减。



利润口径	当前状态	对产量的含义
不含硫酸和副产品	约 -3422 元/吨	主金属利润已经明显亏损。
含硫酸收益	8 省平均约 -890 元/吨	硫酸显著修复利润，但不能完全抵消低 TC。
含硫酸和小金属收益	8 省平均约 +502 元/吨	综合回收能力决定炼厂是否继续高产。
电费和区域成本	南方丰水期电费下降	能缓冲亏损，但不改变低 TC 约束。

数据来源：SMM, 南华研究

硫酸价格的强势，是今年锌冶炼高产能够延续的重要解释。锌冶炼酸作为副产品销售，酸价上涨等于抬高副产品收入、压低有效现金成本；对再生锌和部分次氧化锌环节则相反，高酸价会抬高处理成本。下半年硫酸大概率维持高位震荡：硫磺价格高位、磷肥和化工需求仍有刚性、区域运输错配支撑商品酸价格；但高价也会抑制部分下游采购，酸价进一步上行空间不能线性外推。对锌价而言，硫酸偏强短期会延后减产兑现，只有当 TC 继续下探并压过硫酸和小金属收益时，锭端减量才会更明显。



把利润拆成敏感性后，硫酸和电费只能改变减产节奏，不能完全改变低 TC 对利润的压迫方向。按产酸 1:1.7 测算，硫酸价格每上涨 100 元/吨，锌冶炼利润约改善 170 元/吨锌；国产 TC 每下跌 100 元/金属吨，冶炼利润约减少 100 元/吨锌。若进口矿按 50% 品位粗算，进口 TC 每下降 10 美元/干吨，对冶炼利润的拖累约 130-140 元/吨锌。当前主金属利润已经明显亏损，硫酸和小金属收益把部分炼厂从亏损区拉回盈亏线附近，因此减产会先发生在综合回收弱、原料库存低和酸销售不顺的企业。

变量变化	吨锌利润影响粗算	对冶炼行为的含义
国产 TC 下跌 100 元/金属吨	-100 元/吨锌	直接压缩主金属利润，是当前减产压力的主线。
进口 TC 下跌 10 美元/干吨	约 -130 至 -140 元/吨锌	进口矿转负后，现货补矿越多，利润压力越明显。
硫酸价格上涨 100 元/吨	约 +170 元/吨锌	能显著缓冲低 TC，但难独立扭转主金属亏损。
电费下降 0.05 元/千瓦时	约 +150 至 +175 元/吨锌	丰水期对南方炼厂有帮助，但更像缓冲垫。
小金属综合收益增加 100 元/吨锌	+100 元/吨锌	综合回收能力决定企业分化，自有矿和富含金属企业更能扛。

数据来源：南华研究

海外冶炼今年不是单一减产叙事，主要分事故减量和成本限制。Boliden Odda 一季度产量下滑，核心在于 2 号焙烧炉两次非计划停机和 3 号焙烧炉启动延后，叠加 Garpenberg 矿端减量，欧洲锌锭增量兑现偏慢；Kazzinc 爆炸后降负荷运行，但公开信息没有披露具体减量；Nexa Cajamarquilla 火灾对二季度精炼锌产量影响约 7000 吨，企业预计下半年追回，全年指引不变。韩国、印度和北美部分冶炼产能仍有增量，整体上看欧洲扰动和亚洲增量并存。

冶炼厂 / 区域	2026 年状态	价格含义
Boliden Odda	焙烧环节瓶颈，扩建爬产延后	欧洲锌锭增量下修。
Glencore 欧洲单元	产量整体稳定，但电价压制复产弹性	成本限制大于事故减量。
Kazzinc	爆炸后降负荷，减量未公开	放大短期 LME 可交割资源风险。
Nexa Cajamarquilla	火灾影响约 7000 吨，预计下半年追回	短期扰动，全年影响有限。
Korea Zinc / Hindustan Zinc / Trail	产量修复或维持高位	对冲部分海外扰动。

数据来源：公开信息搜集，南华研究

欧洲方面，从成本端看，电价没有回到 2022 年能源危机模式，但仍是海外冶炼修复的隐性约束。

SMM/ENTSO-E 跟踪显示，比利时、法国、荷兰、德国、西班牙、瑞典二季度电力批发价中枢较 2025 年同期抬升，夏季价格反而处于年内相对高位。彭博口径 TTF 连二均值从 2026 年 1 月约 11.30 美元/mmbtu 升至 3 月 17.87，5 月 16.19，6 月截至 22 日为 15.69，6 月 22 日最新为 14.36。欧委会也指出，天然气仍经常决定欧洲电力边际价格，新能源占比提高降低平均电价的同时放大日内波动。对锌冶炼来说，影响较 22 年更小，但仍然是欧洲炼厂爬产和利润修复的一大限制变量。

将电价折算成吨锌成本后，欧洲炼厂的复产约束更直观。湿法炼锌电耗粗略按 3000-3500 千瓦时/吨估算，欧洲电价每上升 10 欧元/MWh，吨锌成本约增加 30-35 欧元，折人民币约 230-270 元/吨；若电价中枢较去年同期抬升 20 欧元/MWh，对成本的影响就接近 500 元/吨。考虑到部分炼厂有长协电价和套保，现货电价不会完全一比一传导，但它会压低高成本产能的复产意愿，尤其是 Asturiana、Nordenham、Odda、Kokkola、Nyrstar 等欧洲单元。

电力 / 能源变量	当前观察	吨锌含义	供应判断
TTF 天然气	彭博口径 6 月 22 日约 14.36 美元/mmbtu，高于 1 月均值 11.30	气价回落但未回低位，电力边际成本仍有支撑	能源成本不构成危机，但限制利润修复。
欧洲电力批发价	SMM/ENTSO-E 跟踪显示二季度多国电价中枢同比抬升	每上升 10 欧元/MWh，吨锌成本约增加 30-35 欧元	对复产和新增产量不友好。
可再生出力波动	负电价小时数增加，但晚峰价格仍可能上冲	平均电价下降不等于工业用电稳定	高波动提高炼厂排产和套保难度。
产能影响	欧洲不是单边减产，亚洲和北美仍有增量	成本约束更多限制欧洲弹性，不直接制造全年大缺口	LME 低库存下，电价会放大扰动定价。

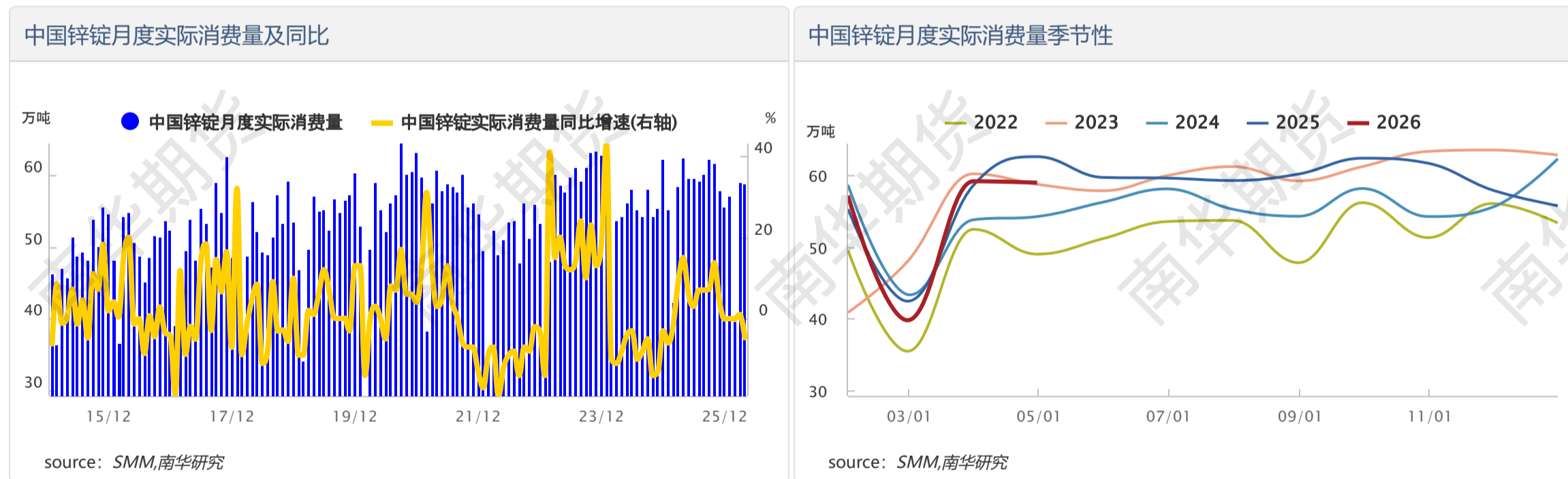
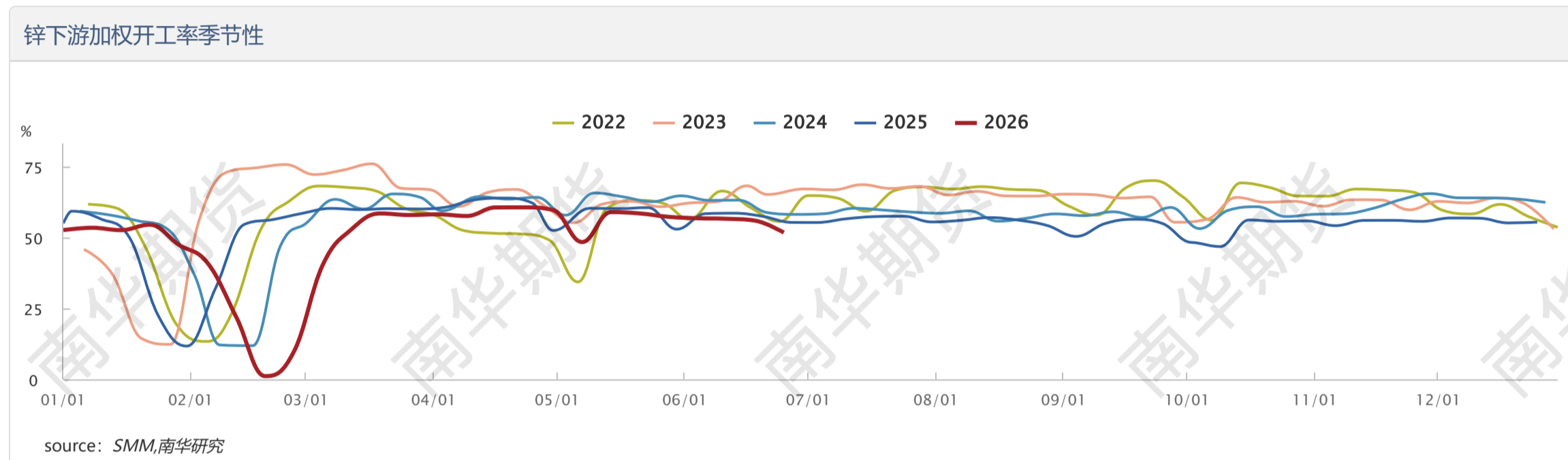
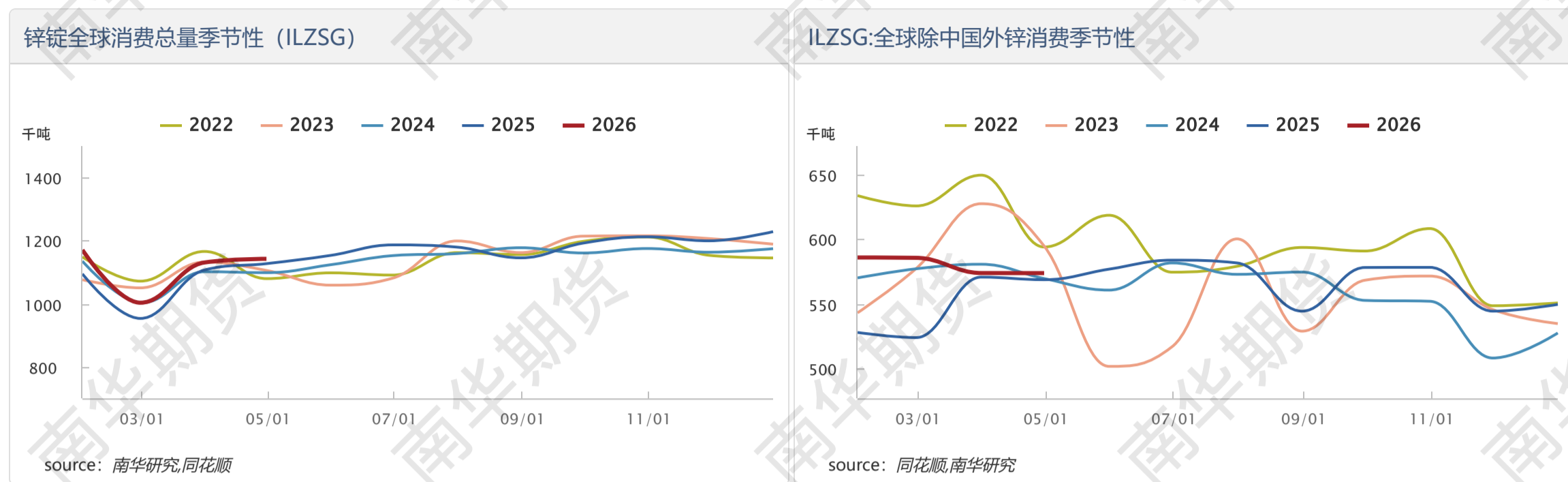
数据来源：彭博，SMM，南华研究

第四章 需求端：全年持平偏弱，初端低位和终端拖累仍限制去库

需求端的核心问题主要在于各终端缺少共同向上的弹性。SMM 口径 2026 年镀锌耗锌占比预计接近 67%，压铸锌合金约 15%，氧化锌、黄铜、电池和其他合计约 18%。镀锌权重过高，地产、基建、电力、光伏和镀锌板出口决定全年方向。当前更合理的判断是，2026 年国内锌消费全年持平偏弱，增速大概率在 -0.5% 到 +0.5% 附近；需求整体处于弱修复状态，难以主动消化高库存。

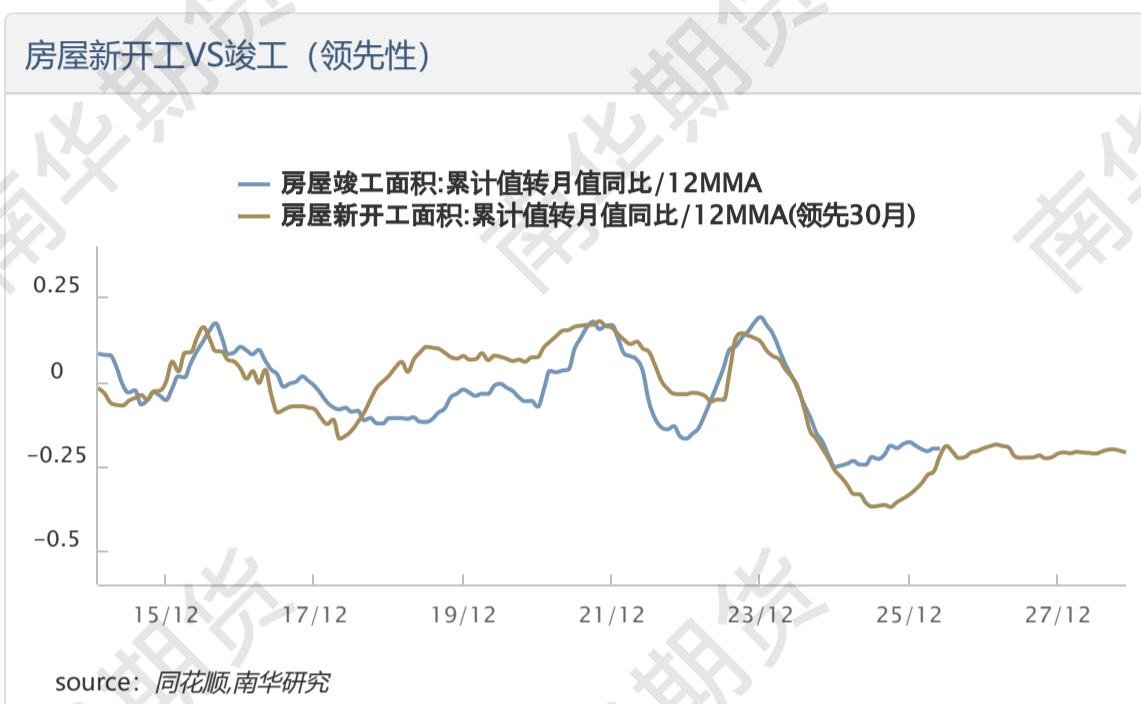
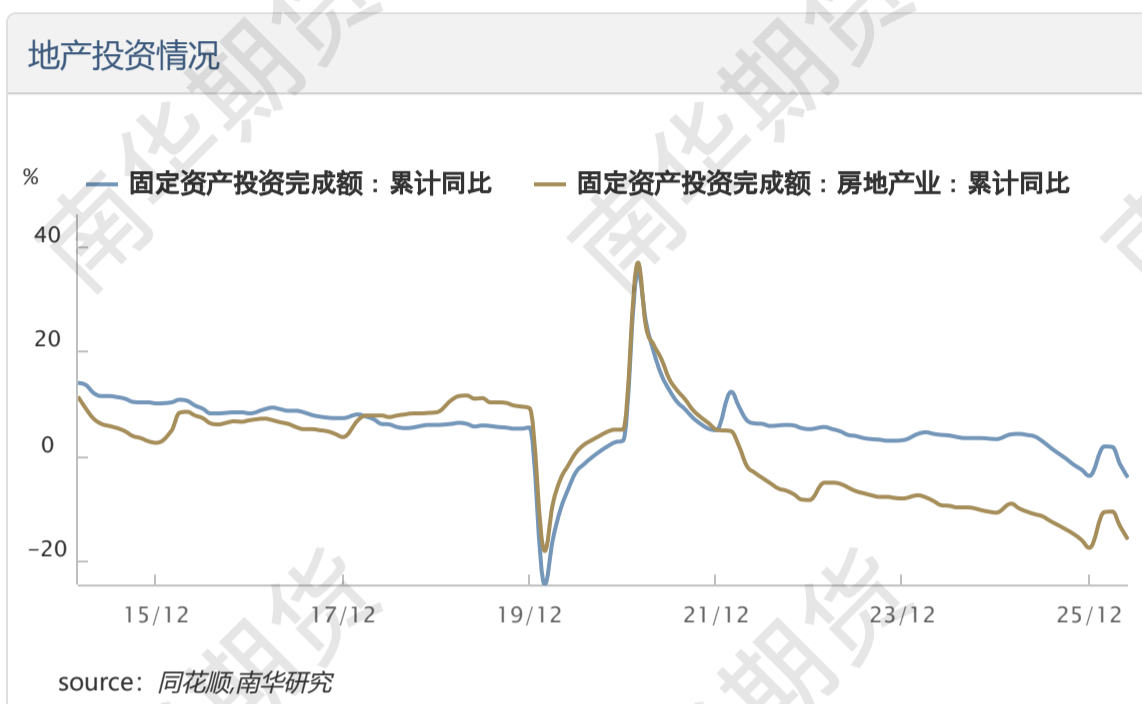
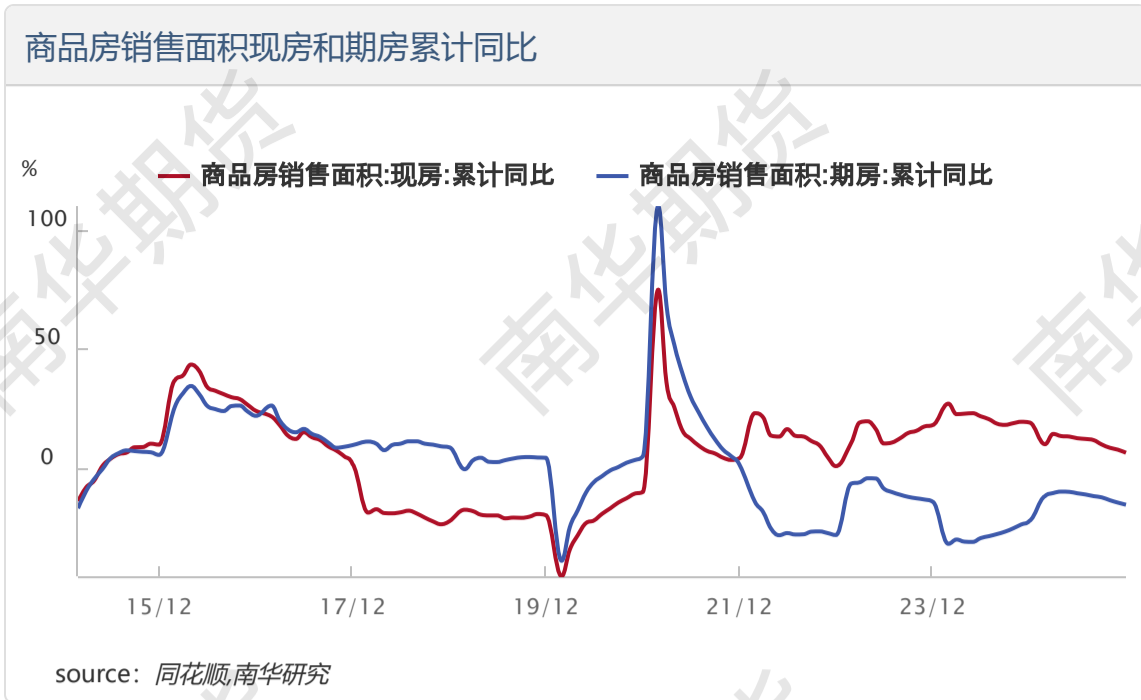
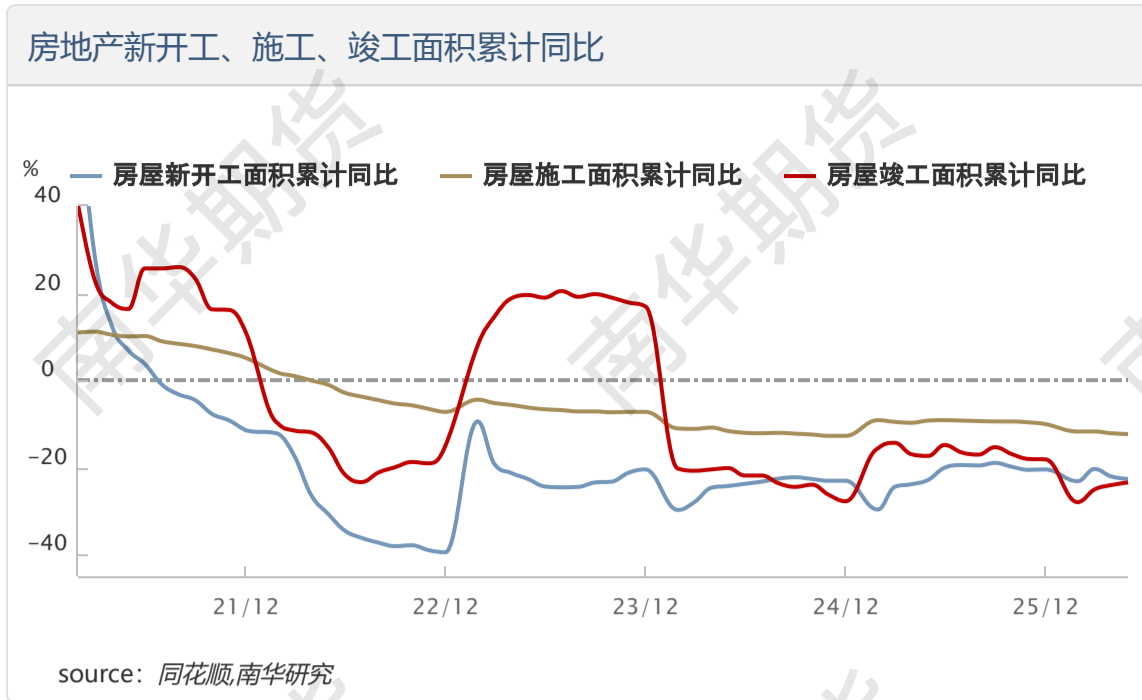
从初端开工看，今年锌消费始终没有回到强需求状态。按 2026 年截至 6 月中旬的周度均值看，SMM 镀锌开工率 49.44%，低于 2025 年同期的 52.28%；压铸锌合金 44.69%，低于去年同期的 50.60%；氧化锌

52.28%，低于去年同期的 55.13%。6 月 18 日最新周度开工率分别为镀锌 56.72%、压铸 52.14%、氧化锌 55.55%，也均弱于去年同期。开工低位不是单周扰动，而是高锌价、终端订单不足、出口扰动和地产链走弱共同作用



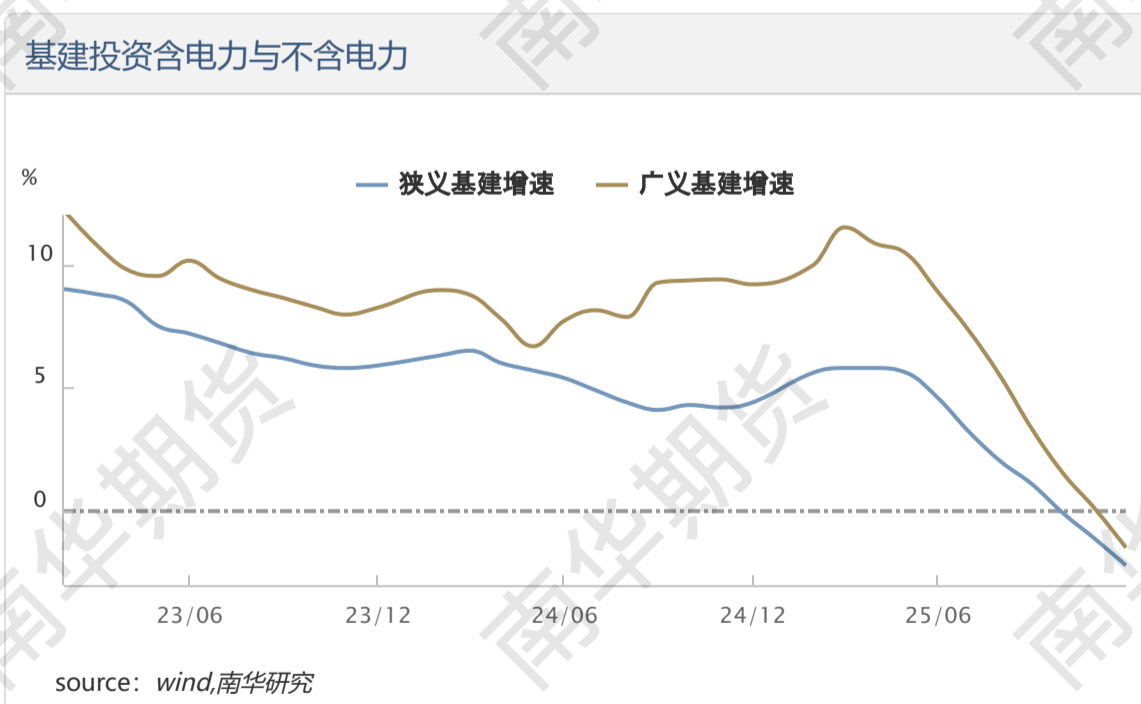
4.1 地产

地产和建筑链仍然是锌需求里最难被其他板块弥补的拖累，从销售、开工、施工到竣工全链条偏弱，但趋势有所企稳。锌在建筑端主要通过镀锌管、结构件、建筑板和门窗五金消耗，镀锌材料按镀层和工艺不同，耗锌强度大致在 30-60 kg/吨，压铸五金则通过门锁、把手、连接件传导。同花顺口径显示，2026 年 1-4 月房地产开发投资累计同比 -13.7%，商品房销售面积累计同比 -10.2%，房屋新开工面积累计同比 -22.0%，房屋施工面积累计同比 -12.1%，房屋竣工面积累计同比 -24.0%。销售和新开工偏弱会继续压制后端施工订单，施工面积下降对应镀锌管、结构件和建筑板需求收缩，竣工面积下滑则直接拖累门窗五金、压铸件和部分家装后周期需求。地产链对锌的拖累会延续到下半年，建筑相关耗锌全年大概率下降 5%-8%，这部分压力主要落在镀锌和压铸。



4.2 基建和电力

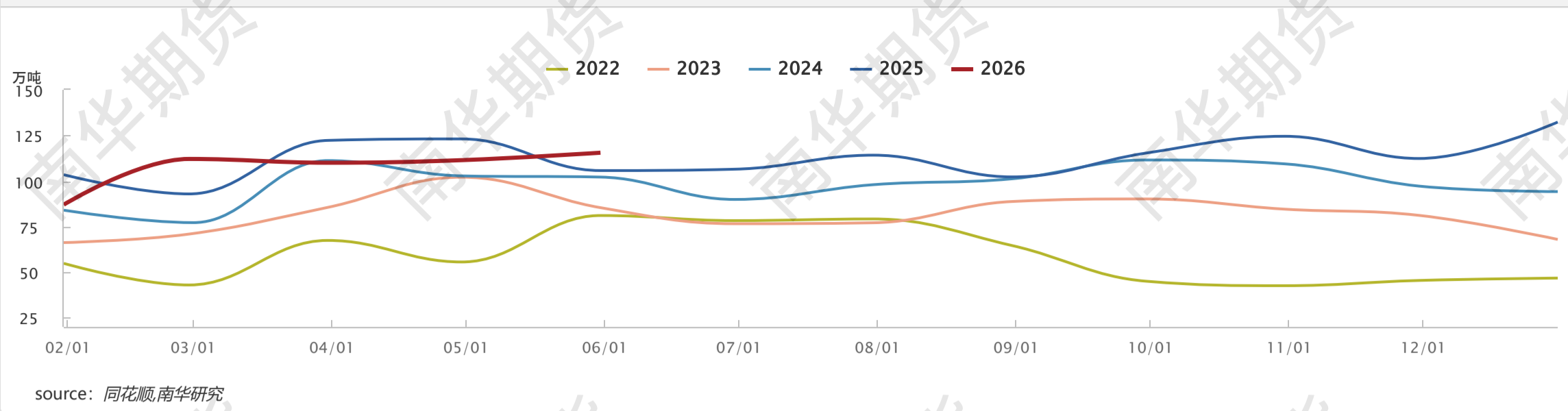
基建和电力对镀锌消费有托底意义，但很难把需求重新拉回强修复。交通设施、护栏、铁塔和电网镀锌件的耗锌强度通常高于普通板材，热镀锌结构件可按 40-80 kg/吨钢材估算。4 月交运仓储邮政固定资产投资累计同比 +11.1%，但水利环保公共设施投资累计同比 -0.1%，基建内部分化明显。电力投资和后续电网需求对镀锌有支撑，AI 用电和配网改造也提高了中长期想象空间，但项目落地有节奏，全年对耗锌贡献更接近小幅正增长，约 +2%-4%，只能对冲部分地产拖累。



4.3 镀锌板出口

镀锌板出口的变化，是今年镀锌需求从外需支撑转向外需扰动的代表。镀锌板按镀层测算，常用耗锌强度约 30-50 kg/吨。2026 年 4 月 SMM 镀锌板出口 117.61 万吨，同比 -8.84%；1-4 月累计 442.73 万吨，同比 -5.35%。出口许可证、中东订单扰动和海外贸易摩擦压制上半年表现。下半年东南亚需求和中东重建订单会带来修复，但全年出口更像拖累收窄，不像重新回到强增量，镀锌板出口耗锌大概率同比下降 2%-5%。

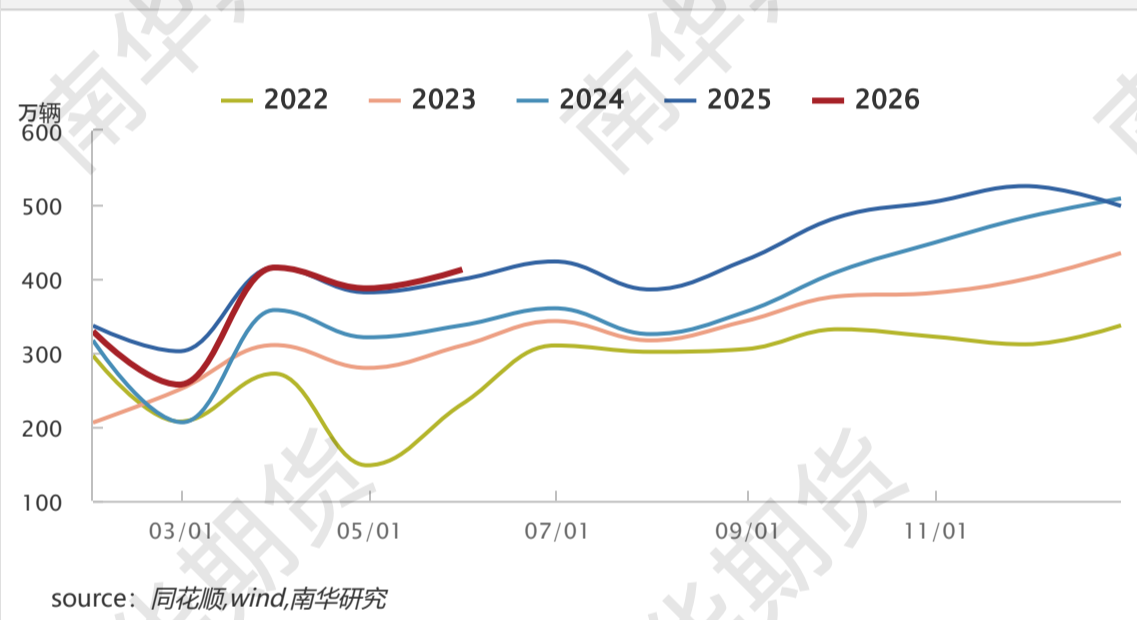
镀锌板（带）净出口季节性



4.4 汽车

汽车链今年难给锌需求提供增量，拖累主要集中在压铸锌合金和传统燃油车零部件。单车锌强度按车身镀锌板、压铸锌合金零部件和轮胎氧化锌合计，大致在 10-20 kg/辆。4 月汽车产量同比 -1.7%，销量同比 -2.5%，1-4 月产销累计同比仍偏弱。新能源汽车占比提高后，车身镀锌板仍有刚性，但压铸锌合金受轻量化和铝合金替代影响，传统燃油车相关五金和合金件弹性下降。全年汽车链耗锌更接近持平偏弱，约 -2% 到 0%。

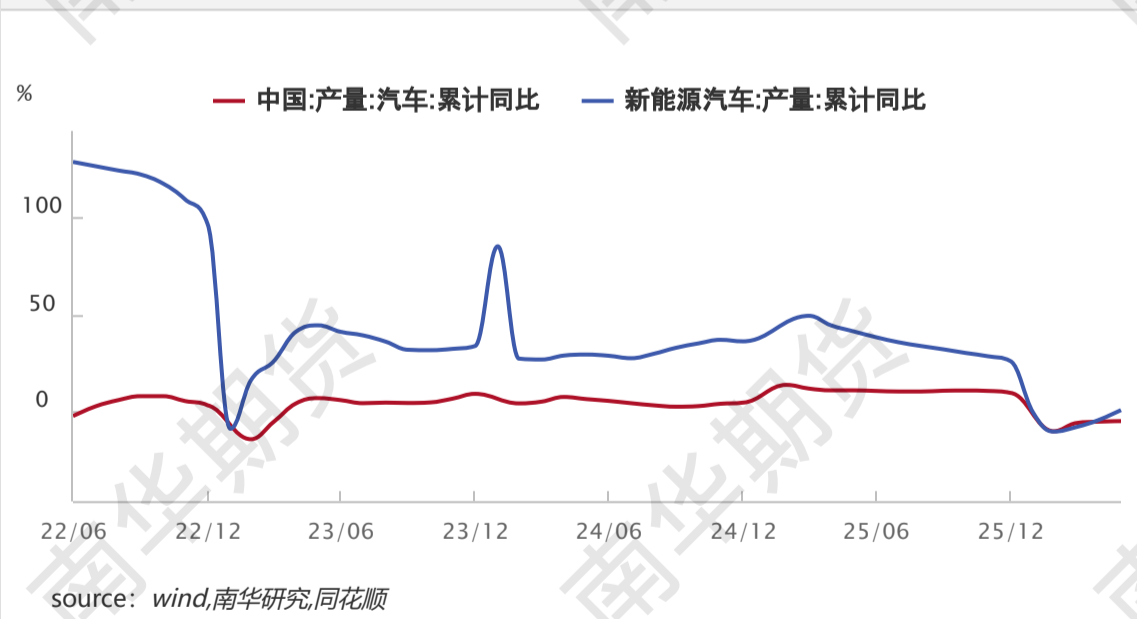
汽车+新能源汽车销量季节性



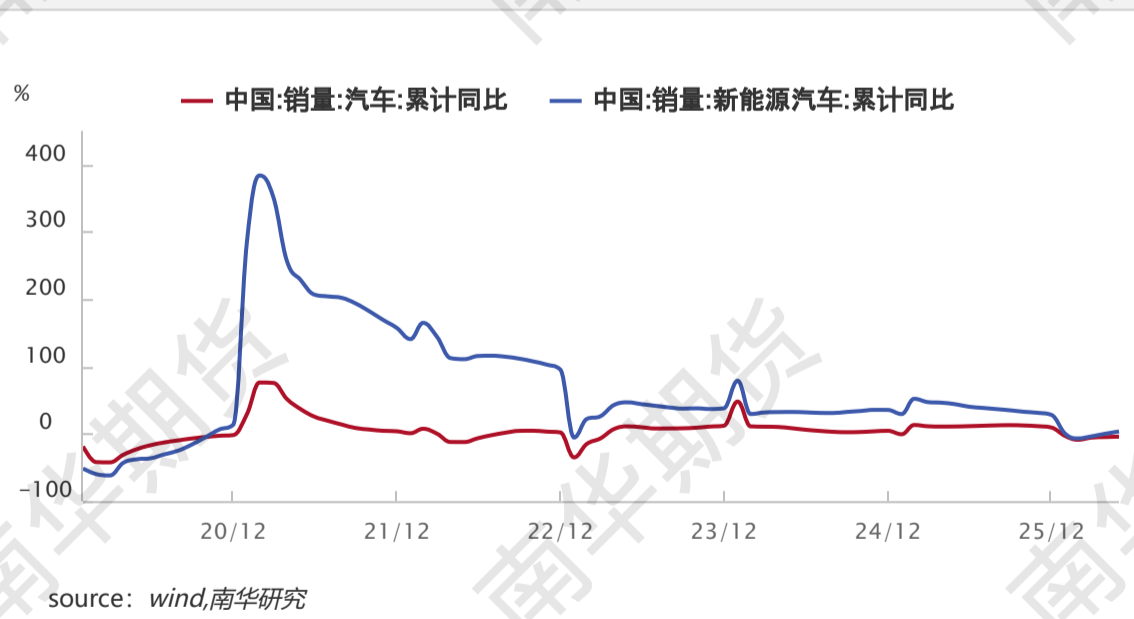
汽车+新能源汽车出口占比



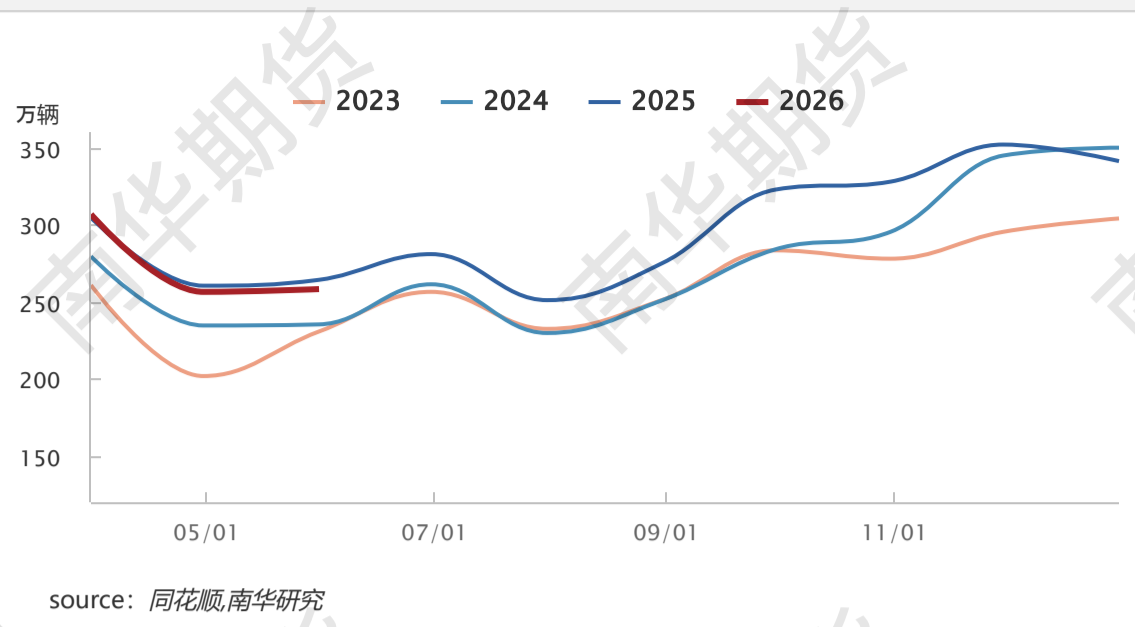
汽车产量累计同比和新能源汽车产量累计同比



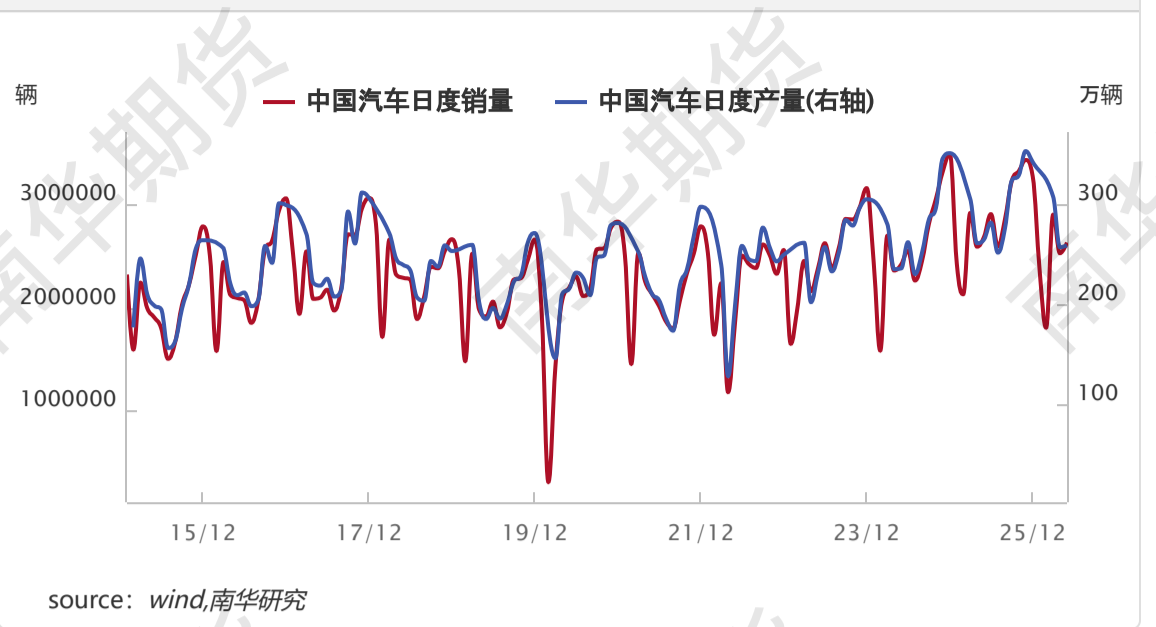
汽车销量累计同比和新能源汽车销量累计同比



中国汽车月度产量



中国汽车日度产销量



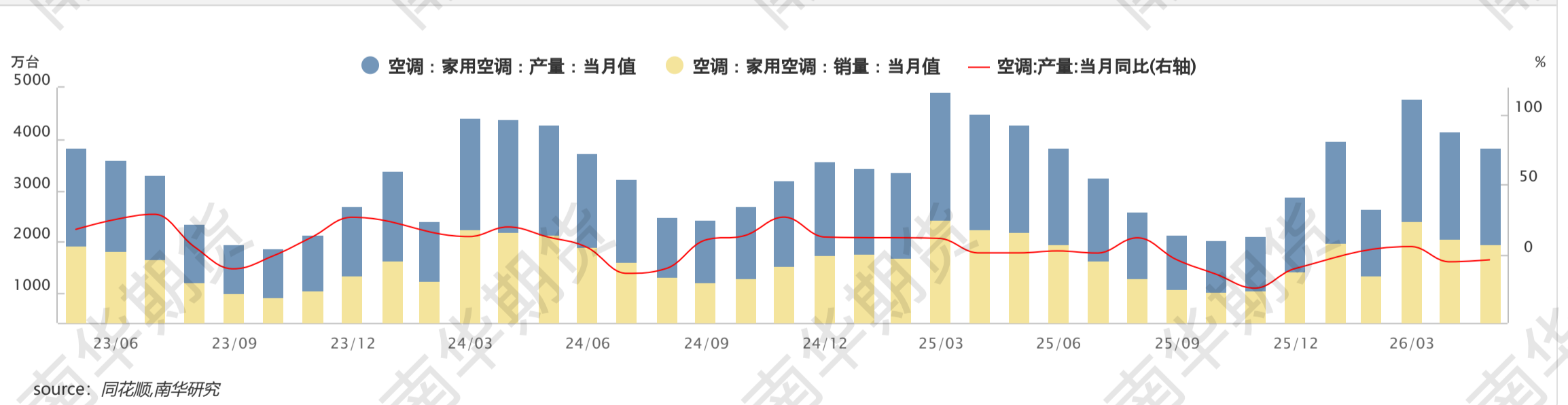
4.5 家电

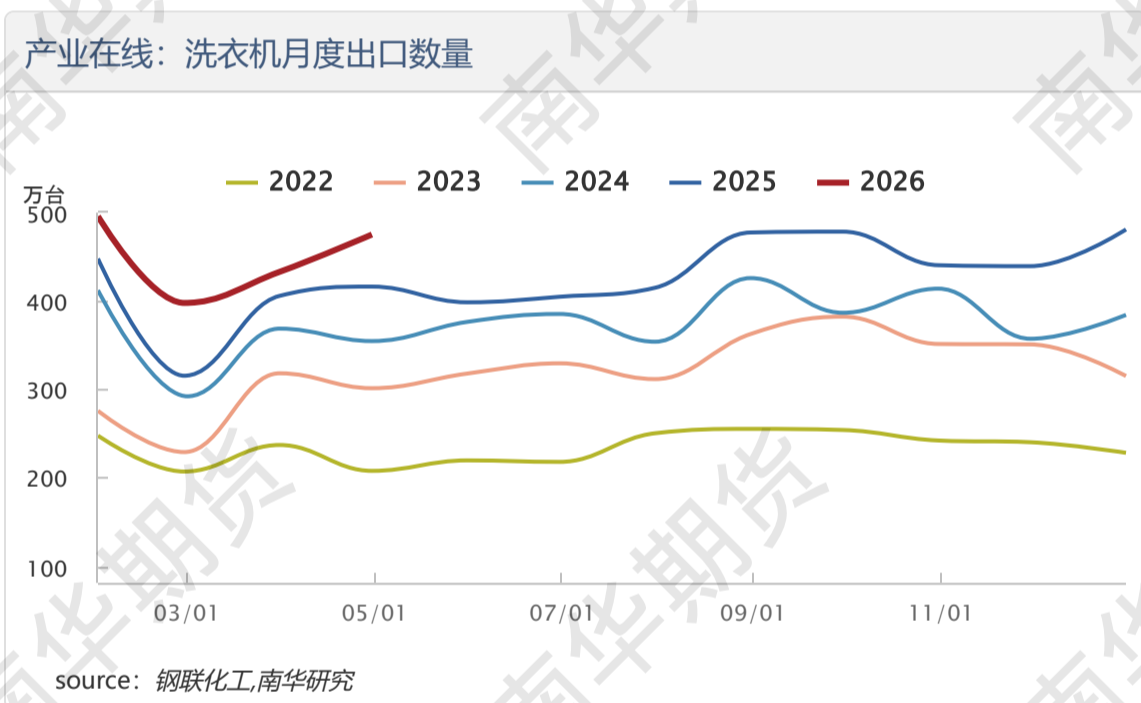
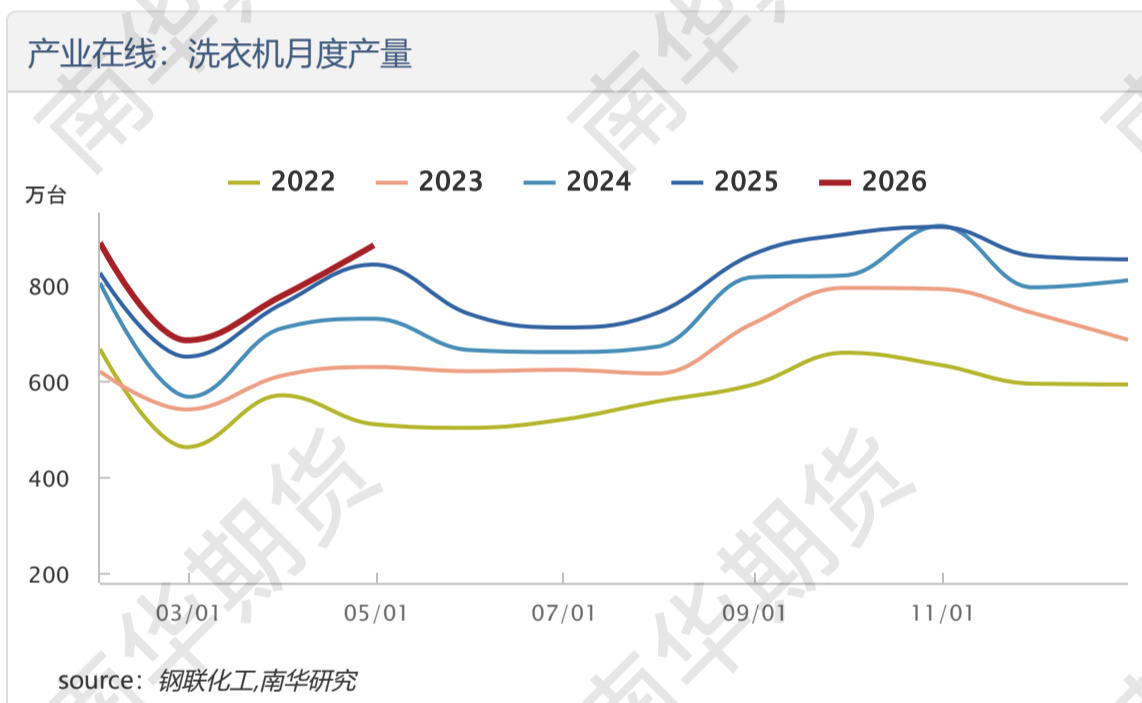
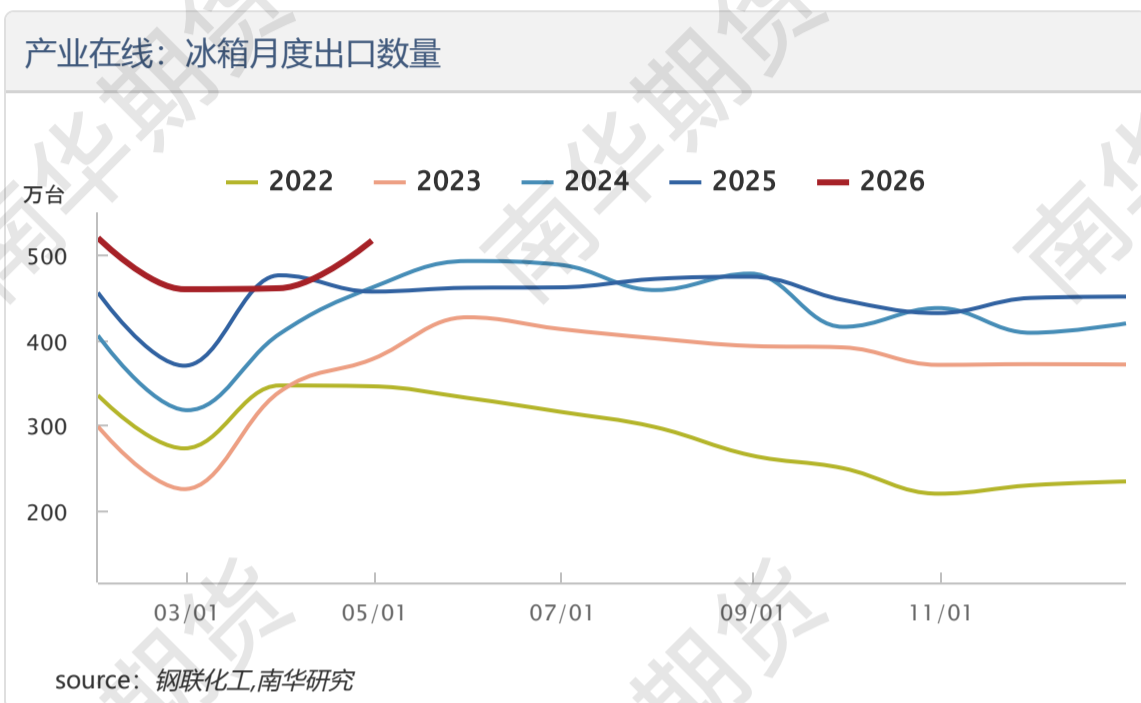
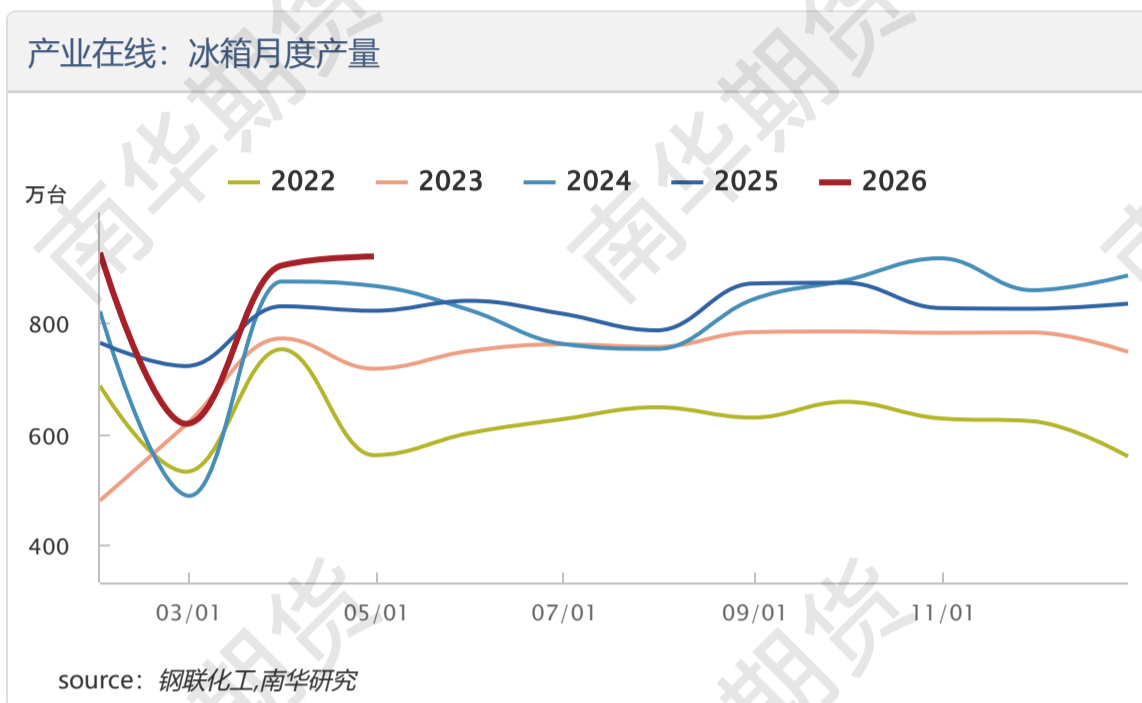
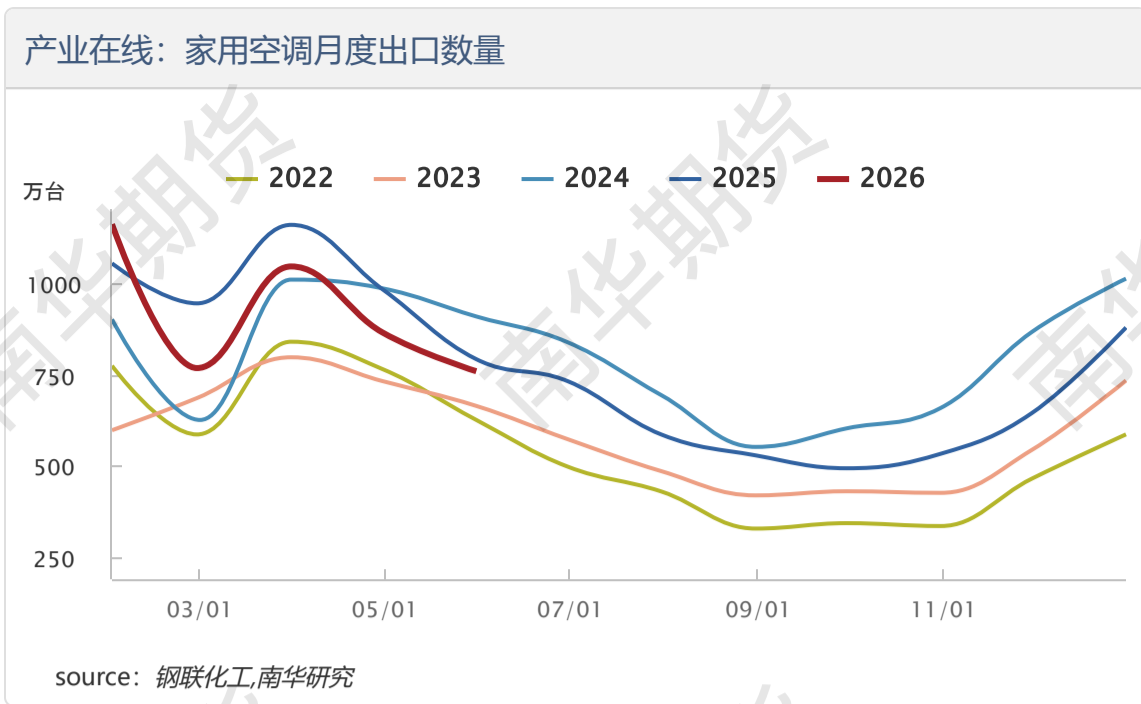
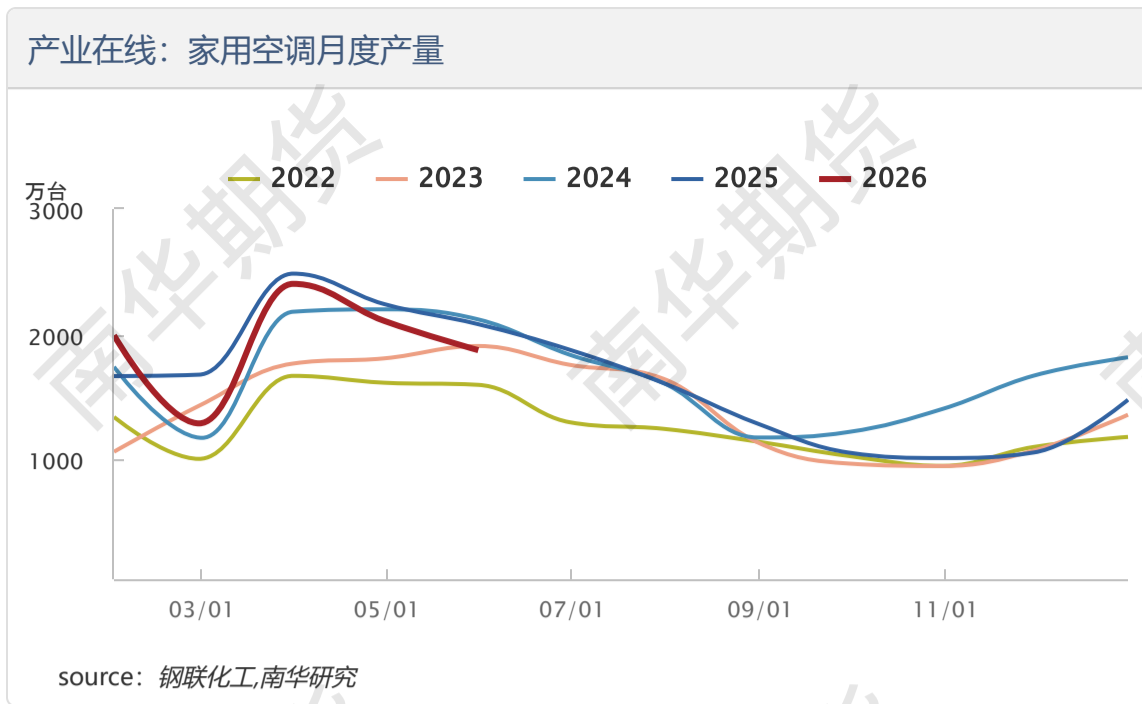
家电链对锌消费仍有结构性支撑，但这种支撑更多来自冰洗和政策托底，难以成为总量主线。大白电单台耗锌粗略在 0.5-2 kg，主要通过家电板、铸件件、紧固件和小五金体现。4 月空调产量同比 -4.7%，冰箱 +19.3%，洗衣机 +5.3%；SMM 口径 1-4 月冰箱、洗衣机累计为正，空调偏弱。以旧换新政策仍有托底，但补贴强度较去年减弱，出口也受中东和贸易环境影响。全年家电链耗锌大概率小幅正贡献，约 0%-2%，内部是冰洗支撑、空调拖累。

白电和房屋竣工面积当月值TTM同比相关性



空调产销



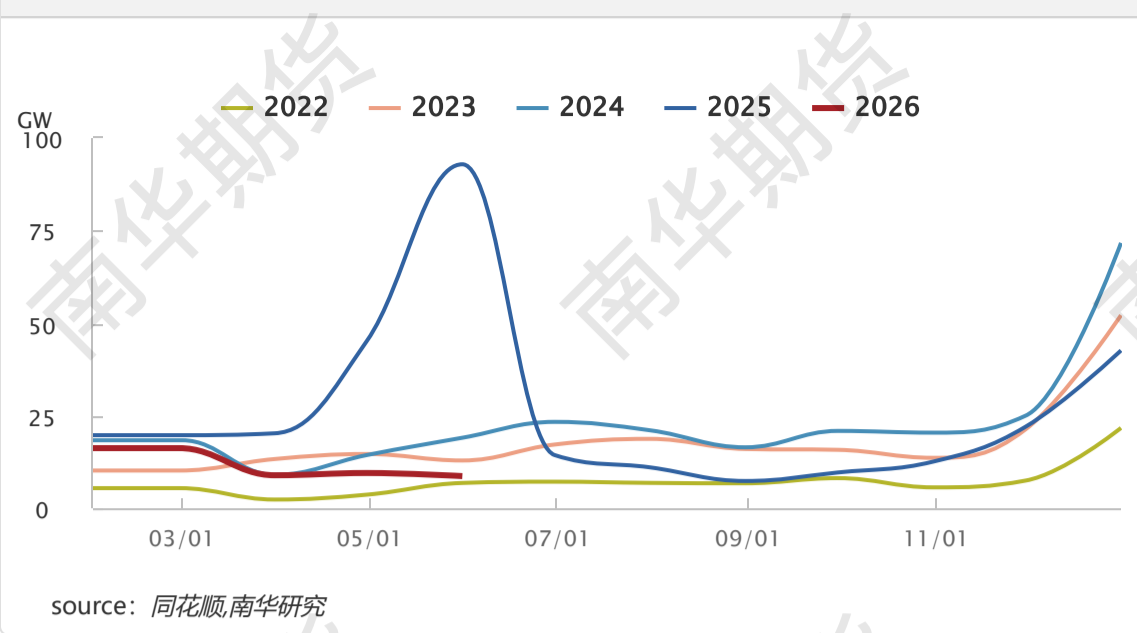


4.6 光伏与风电

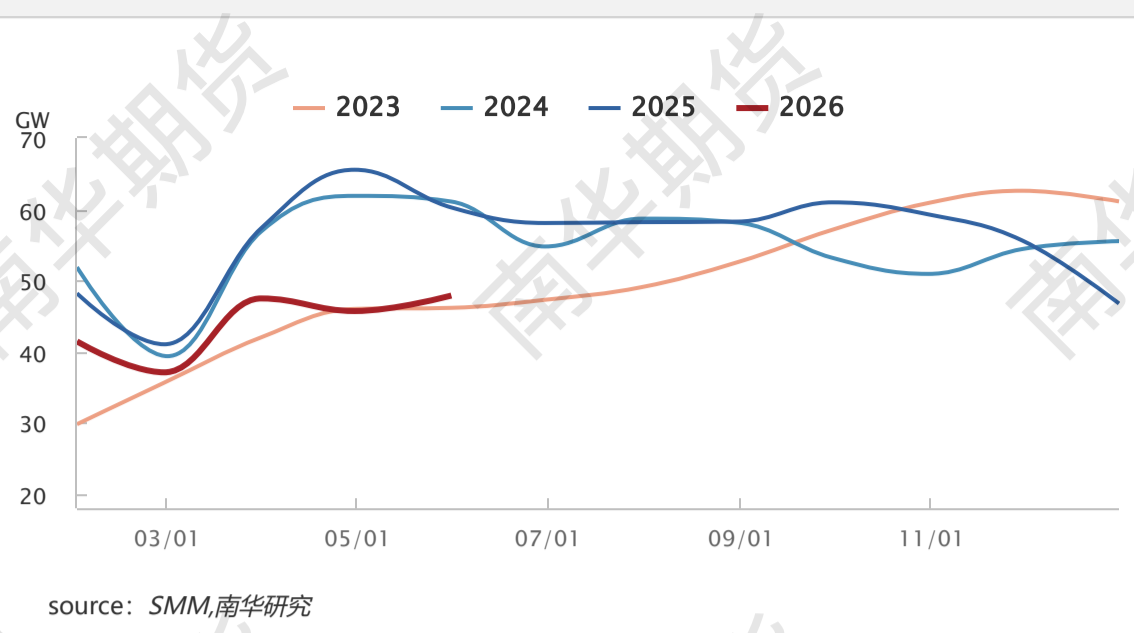
光伏对锌的拉动已经从前两年的增量逻辑转为今年的拖累项。集中式光伏钢支架场景下，按钢耗和镀层折算，耗锌强度约 0.8-1.8 吨/MW。2026 年 5 月 SMM 电池片产量同比 -20.53%，组件排产偏弱；1-4 月光伏新增装机同比大幅回落，高基数和利润压力共同压制支架需求。全年光伏链耗锌大概率同比下降 15%-25%，对镀锌结构件形成明确拖累。

风电仍能提供增量，但它对锌的总量弹性明显低于光伏。风电耗锌主要在塔筒附件、紧固件、升压站和海风防腐镀锌件，单位强度低于光伏支架，粗略按 0.1-0.4 吨/MW 估算，海风高于陆风。资料口径显示 1-4 月风电新增装机 21.26GW，同比 +6.51%，全年新增装机仍有正增长预期。风电对锌需求大概率贡献 +5%-8%，但因单位耗锌和占比有限，难以抵消地产和光伏的拖累。

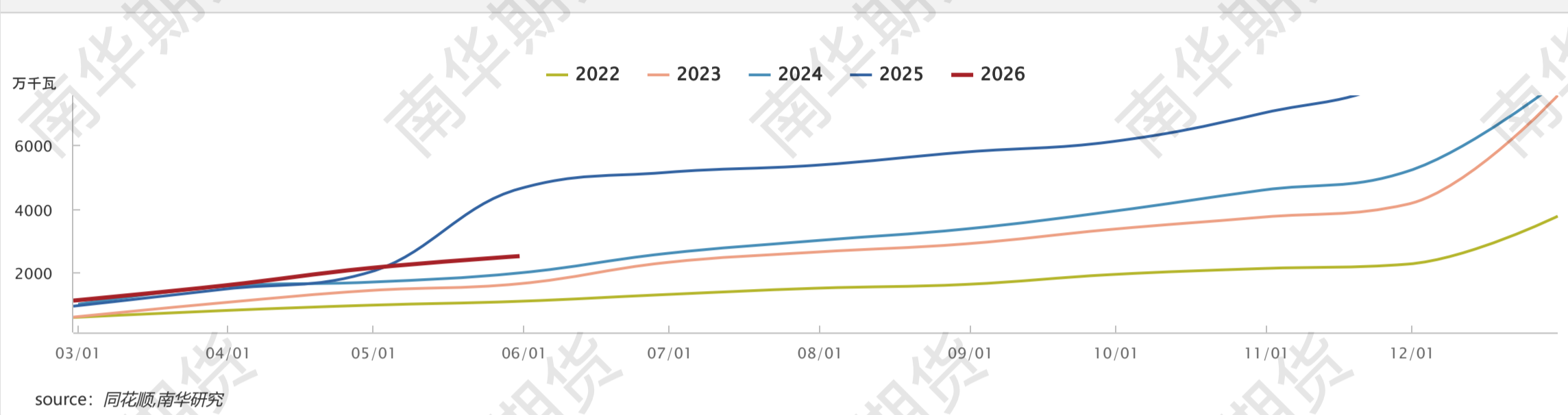
光伏新增装机量：当月值季节性



SMM-电池片月度产量季节性



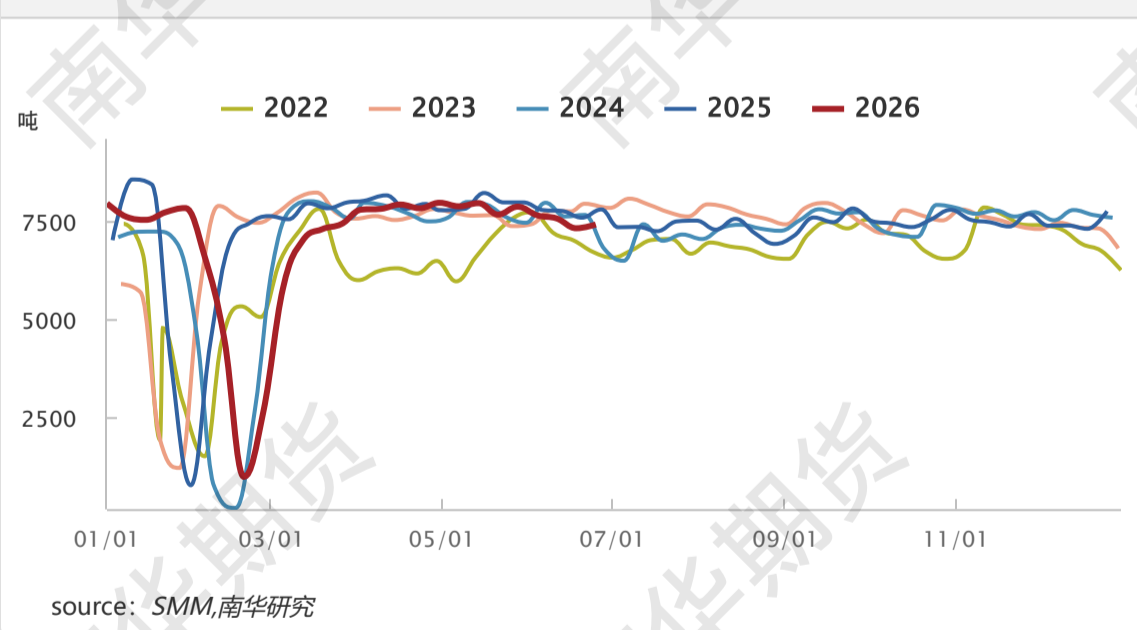
新增装机容量:风电:累计值季节性



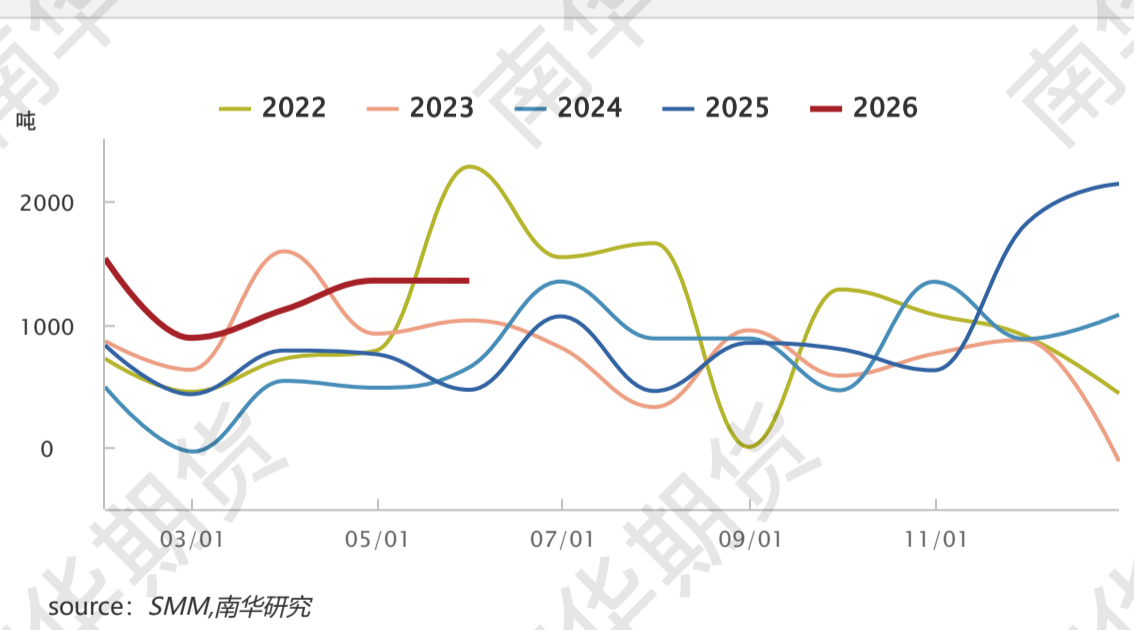
4.7 氧化锌

氧化锌链条相对平稳，但稳定本身并不等于能够贡献上行弹性。轮胎是橡胶级氧化锌的主要终端，单胎氧化锌用量按规格大致在 50-150g。上半年半钢胎和全钢胎出口同比为正，但部分出口存在抢跑，欧美反倾销和反补贴调查会压制下半年增速。汽车链偏弱、轮胎库存偏高和氧化锌行业低价竞争，会限制企业补库。全年氧化锌耗锌大概率持平略弱，难成为需求增量来源。

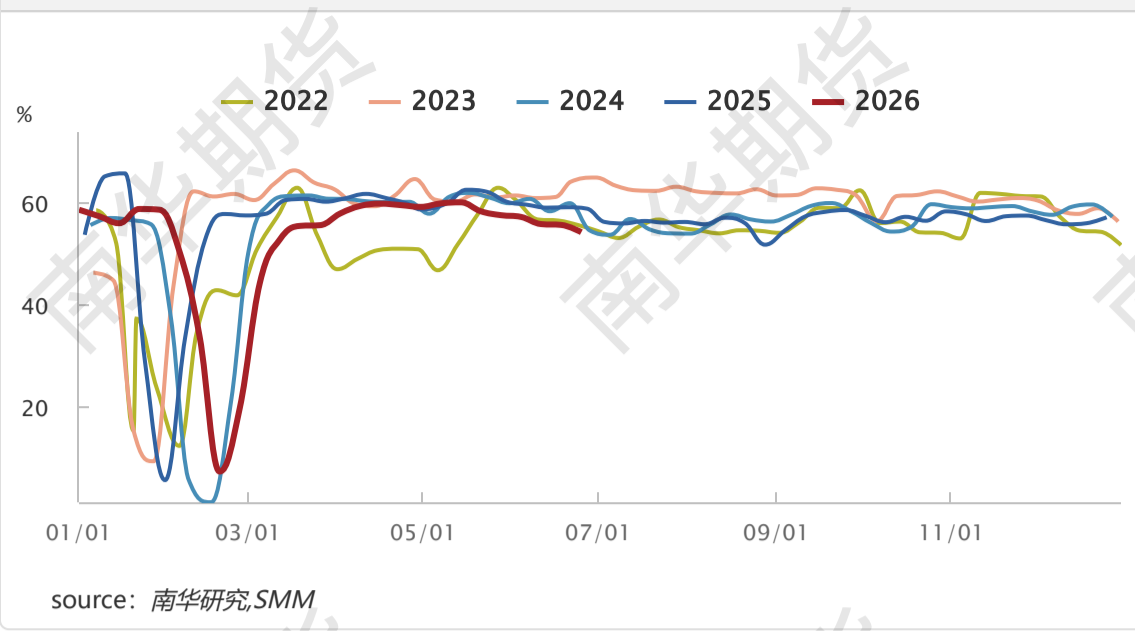
氧化锌周度产量季节性



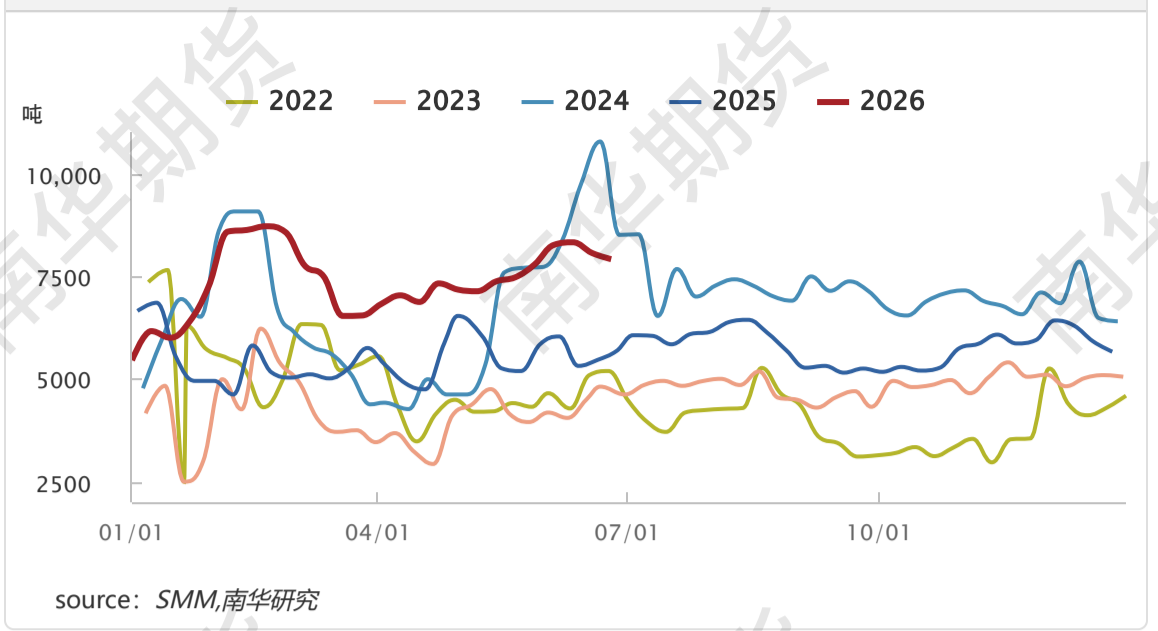
氧化锌月度净出口季节性



SMM 氧化锌周度开工率季节性



国内氧化锌成品库存季节性



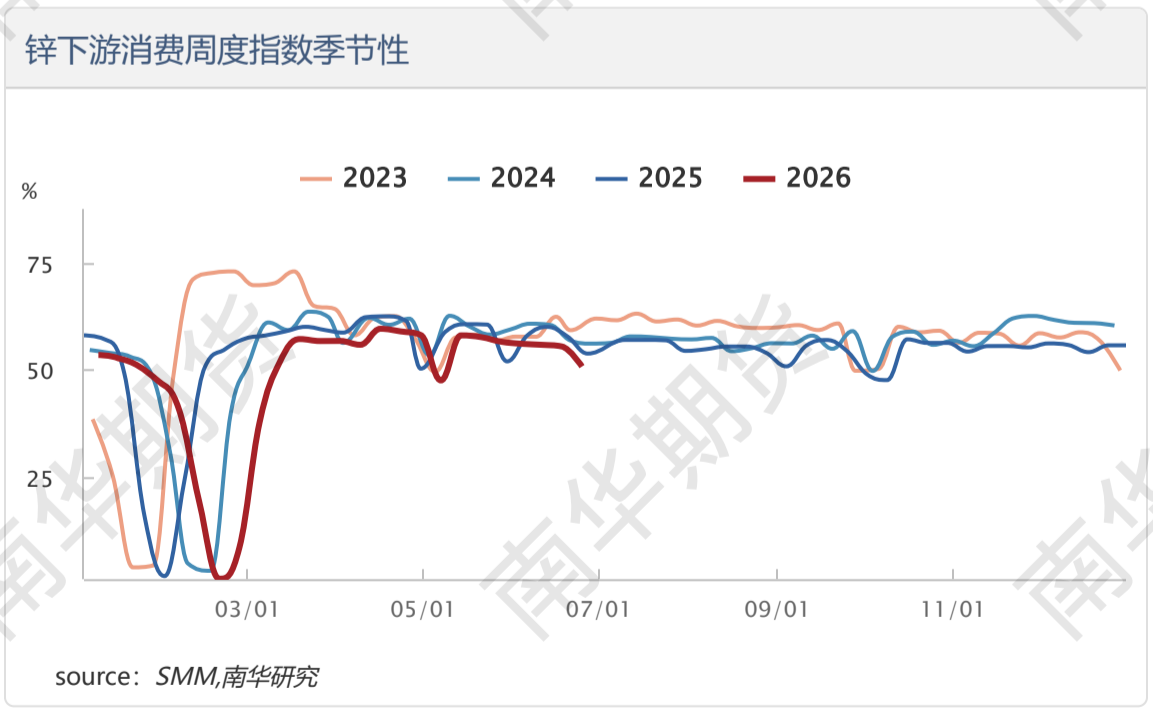
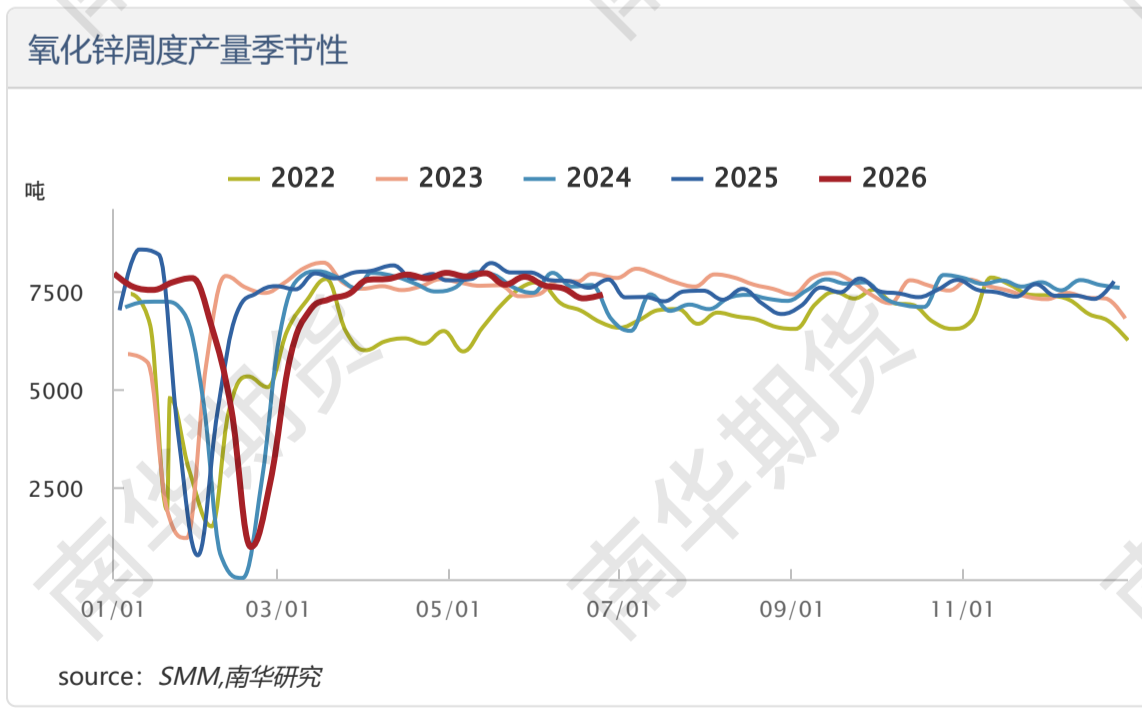
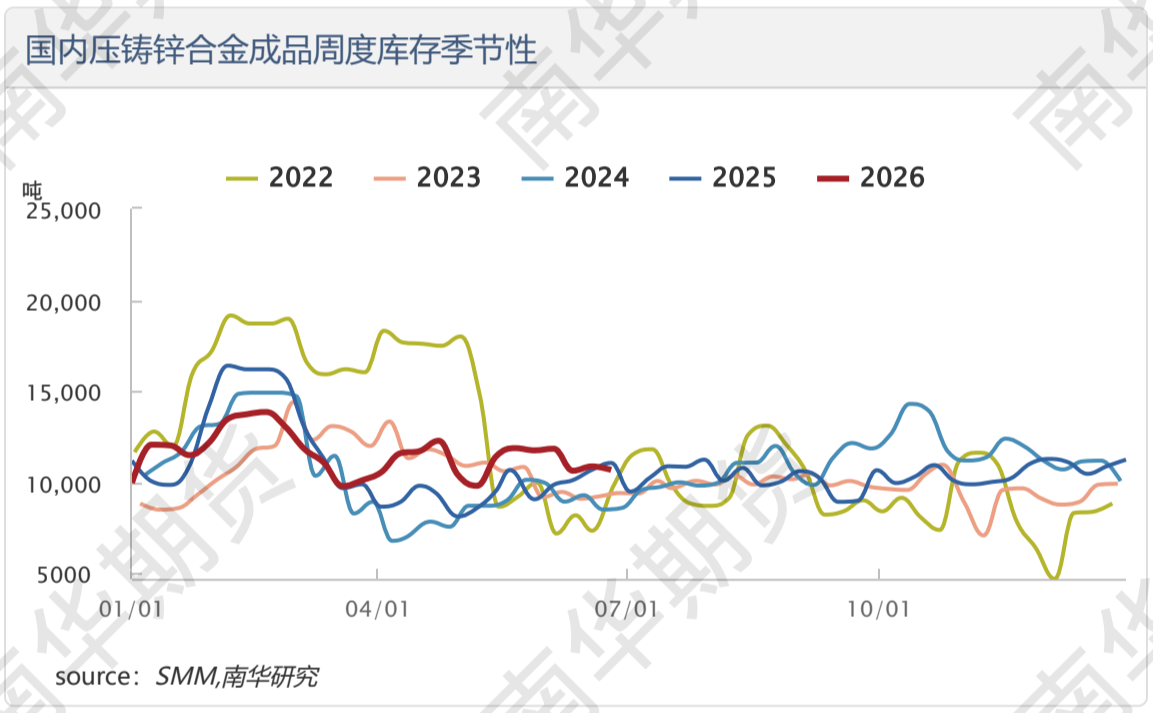
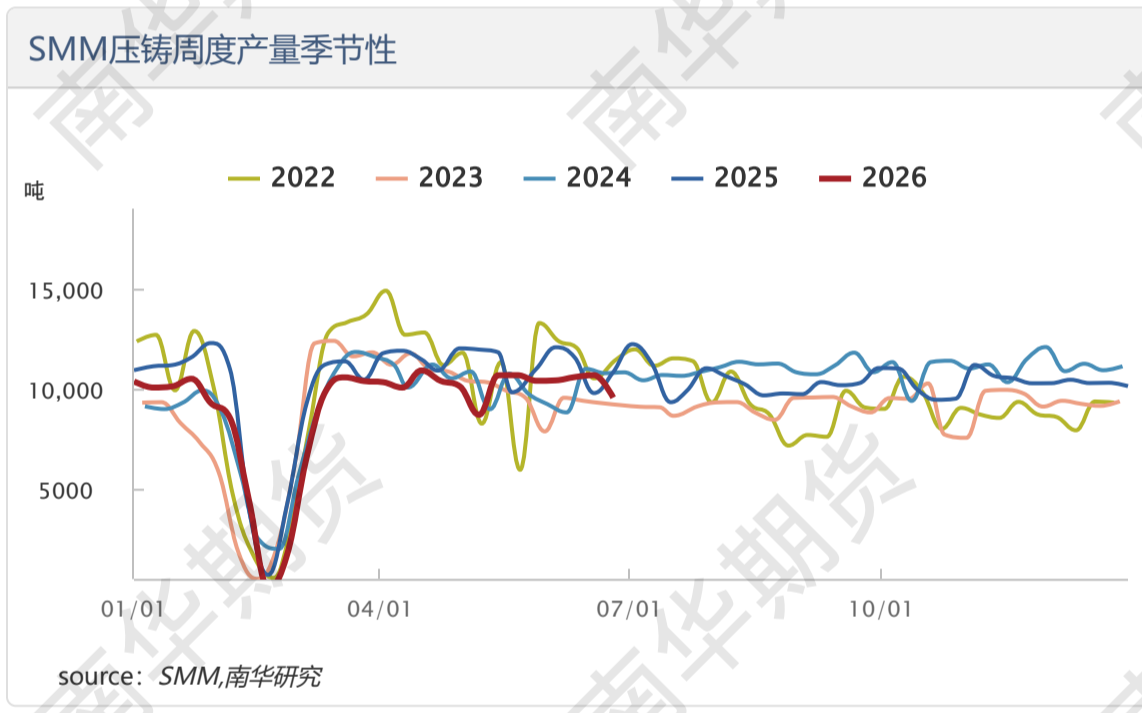
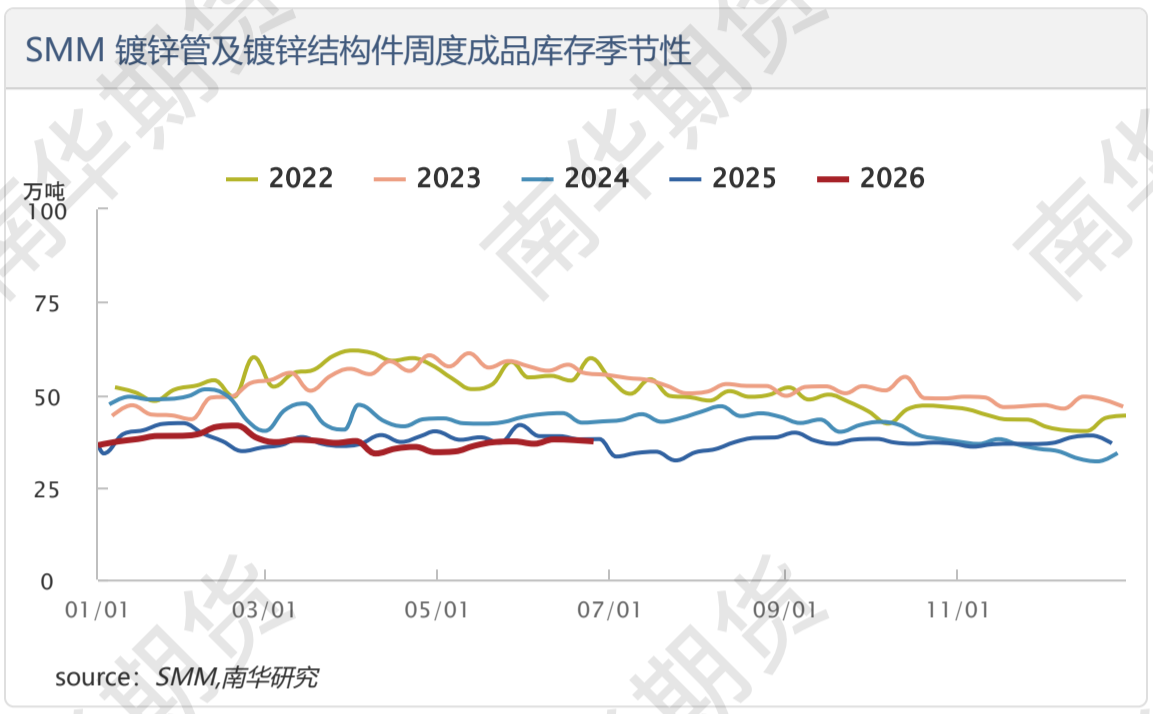
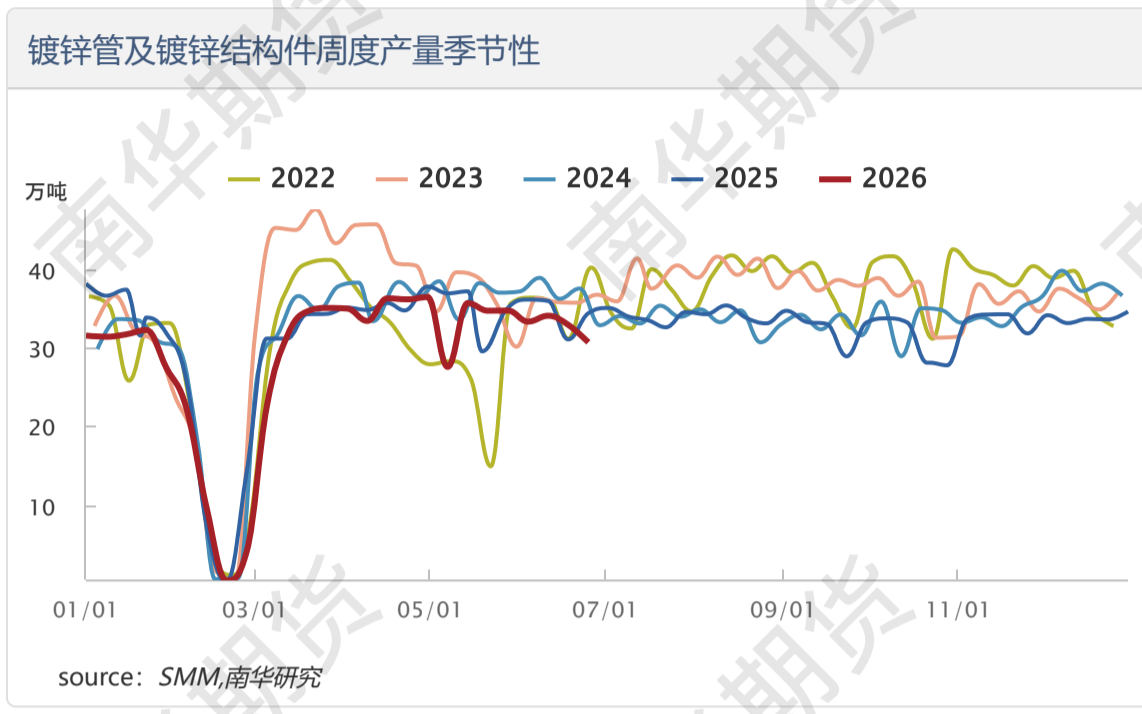
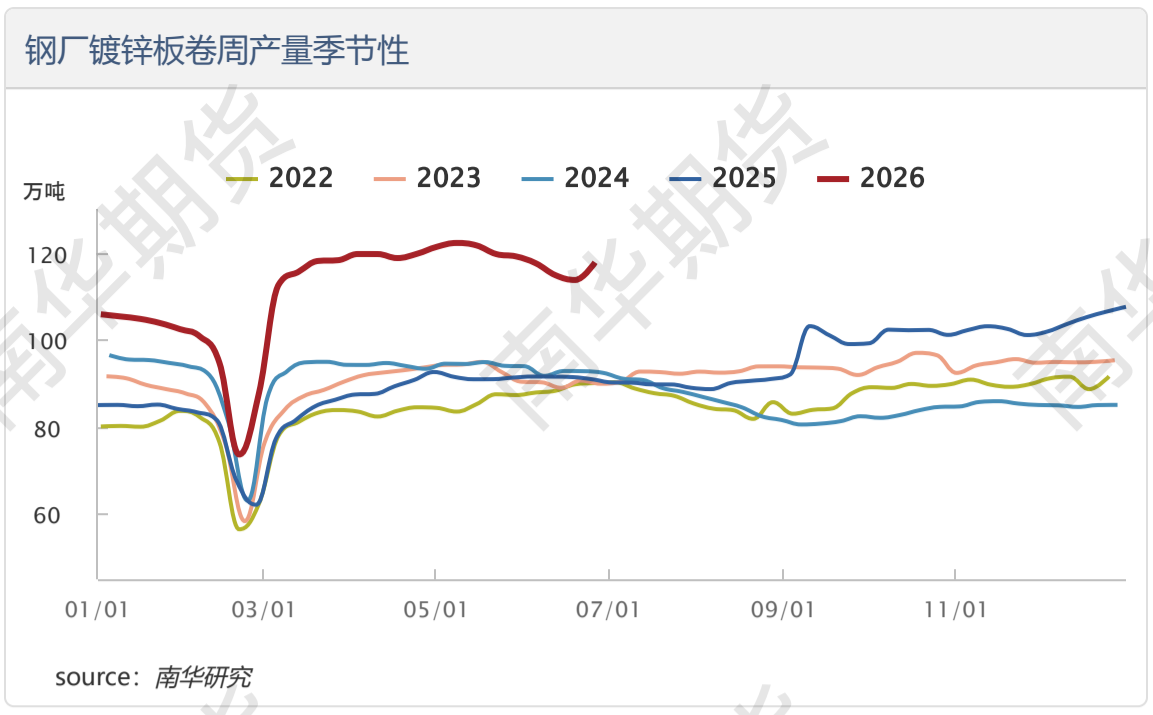
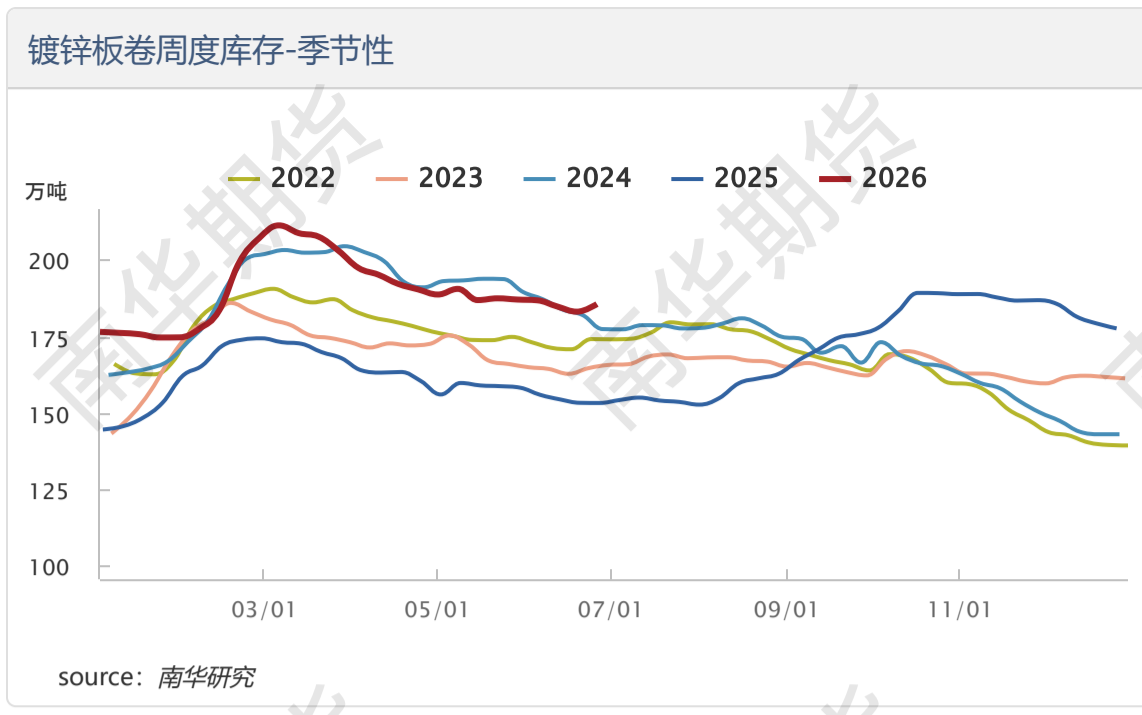
4.9 需求总结

把终端合并以后，2026 年锌需求更像是正负项相互抵消后的低速运行。地产、光伏和镀锌板出口是主要负项，基建电力、风电和部分家电托底，但权重和单耗不足以把总需求拉成强修复。按初端权重粗略折算，镀锌耗锌小幅负增长、压铸负增长、氧化锌持平略弱，对应全年国内锌消费更可能在 -0.5% 到 +0.5% 附近。

终端 / 环节	主要耗锌链条	单耗 / 强度口径	2026 年方向	对全年总需求的方向性影响
地产 / 建筑	镀锌管、结构件、门窗五金、建筑板、压铸五金	镀锌材料约 30-60 kg 锌/吨；五金通过压铸合金传导	建筑链耗锌大概率 -5% 到 -8%	最大拖累，主要压制镀锌和压铸。
基建 / 电力	护栏、交通设施、铁塔、电网镀锌件	热镀锌结构件约 40-80 kg 锌/吨钢材	耗锌贡献约 +2% 到 +4%	托底项，但内部分化，难单独拉动总需求。
镀锌板出口	镀锌板带、家电板、建筑板、海外工程材料	常用测算约 30-50 kg 锌/吨	出口耗锌约 -2% 到 -5%	从强支撑转为小幅拖累，后续看东南亚和中东订单。
汽车	车身镀锌板、压铸零部件、轮胎氧化锌	单车锌强度约 10-20 kg/辆	汽车链耗锌约 -2% 到 0%	车身板刚性仍在，压铸受轻量化替代拖累。
家电	家电板、压铸件、紧固件、小五金	大白电单台约 0.5-2 kg 锌	家电链耗锌约 0% 到 +2%	冰洗支撑，空调和出口限制弹性。
光伏	镀锌支架、边框和配套结构件	集中式钢支架约 0.8-1.8 吨锌/MW	光伏链耗锌约 -15% 到 -25%	明确拖累镀锌结构件，是今年需求预期下修的关键项。
风电	塔筒附件、紧固件、升压站、海风防腐件	约 0.1-0.4 吨锌/MW，海风高于陆风	风电耗锌约 +5% 到 +8%	小幅正贡献，但权重和单耗有限。
轮胎 / 氧化锌	橡胶级氧化锌	单胎约 50-150g 氧化锌	氧化锌链约 -1% 到 +1%	出口抢跑后增速可能回落，整体偏稳。
合计判断	镀锌约 67%，压铸约 15%，氧化锌等约 18%	初端权重粗略折算	国内锌消费约 -0.5% 到 +0.5%	需求不崩，但不足以主动消化高库存。

数据来源：SMM，同花顺，南华研究

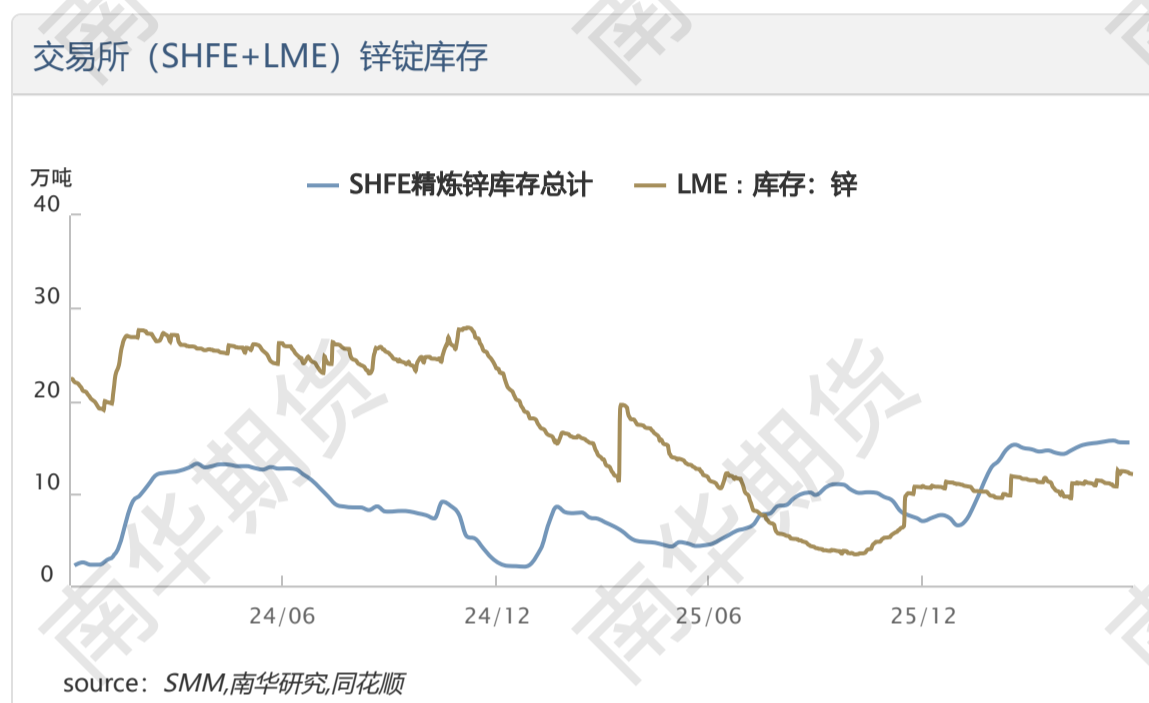
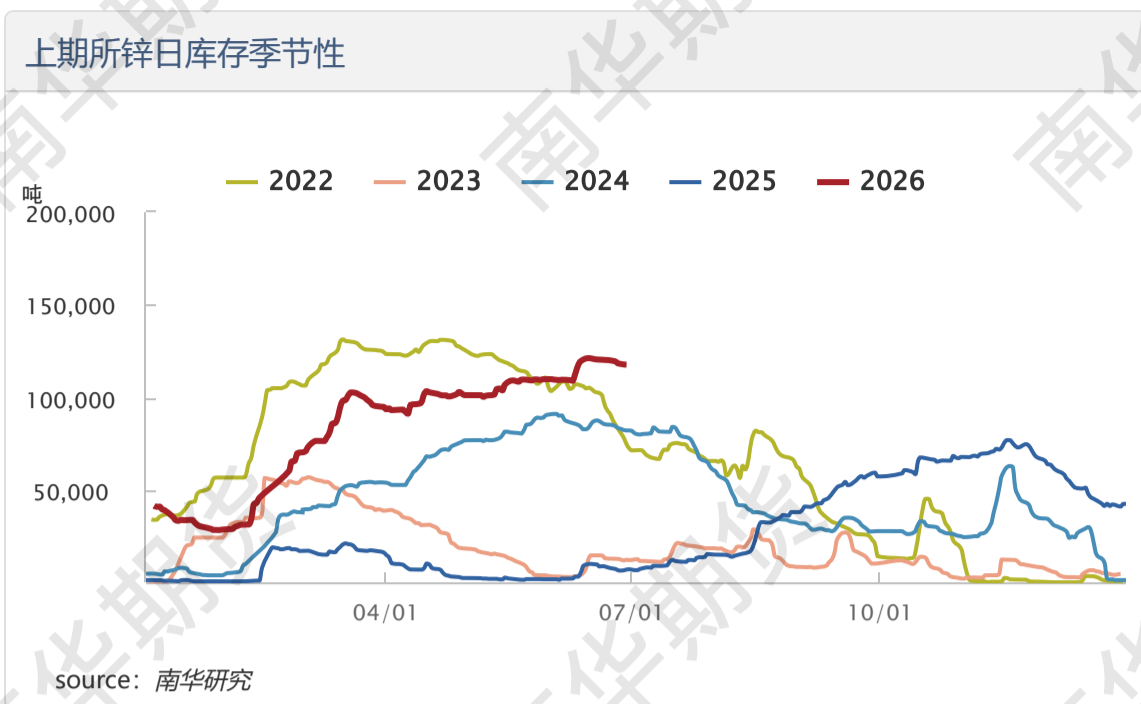
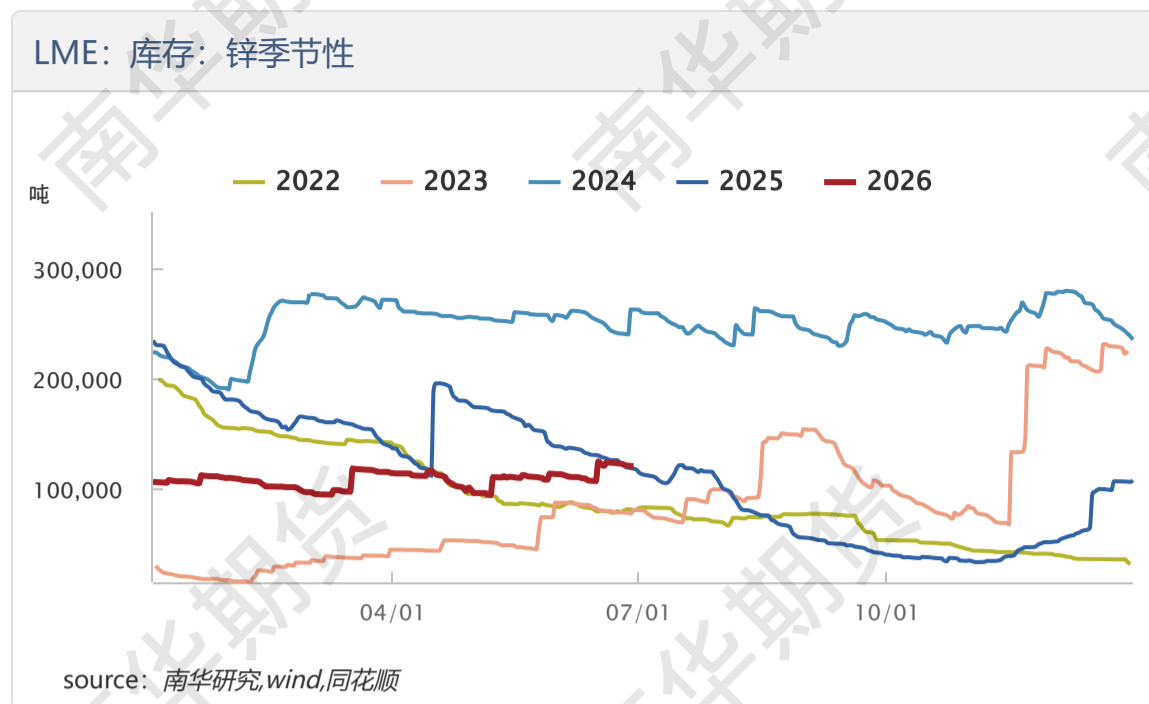
4.8 下游高频需求指标



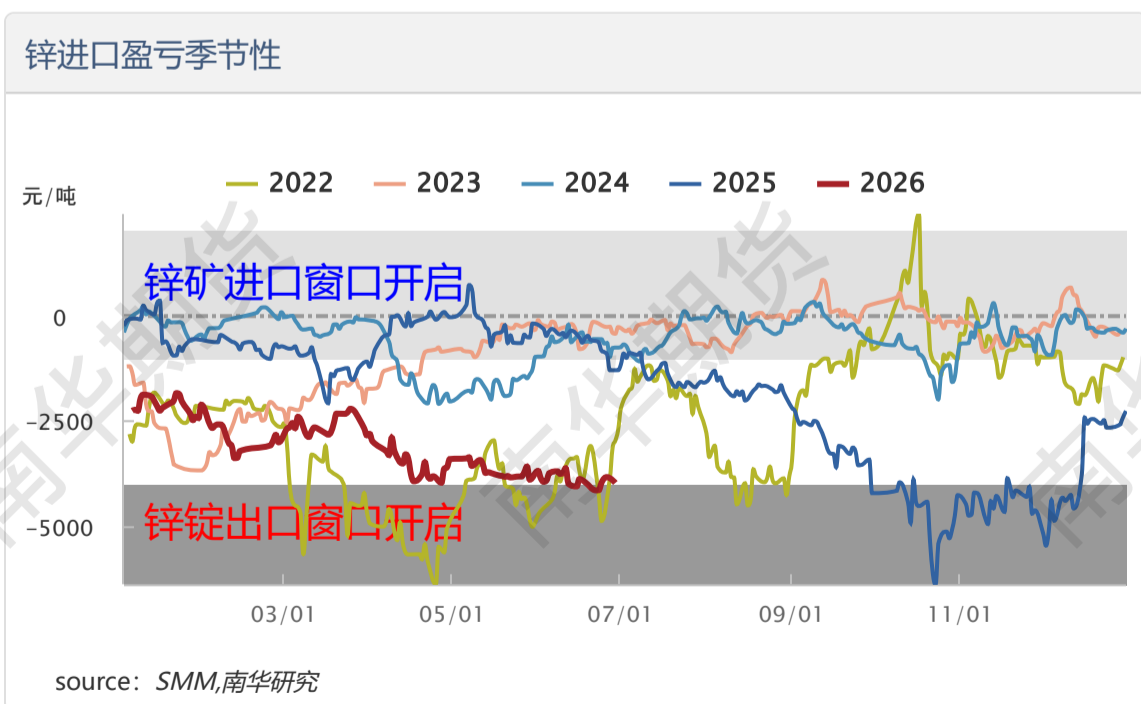
第五章 库存和结构：内外错配

库存结构最重要的特征，是海外低库存和国内高库存并存。6月22日 LME 锌库存 12.35 万吨，注销仓单 1.50 万吨；SHFE 锌期货库存 12.01 万吨，SMM 七地锌锭社会库存 27.52 万吨。海外库存绝对水平不高，欧洲冶炼扰动和亚洲补库容易推升伦锌弹性；国内社会库存处于同期偏高位置，现货贴水说明下游没有主动

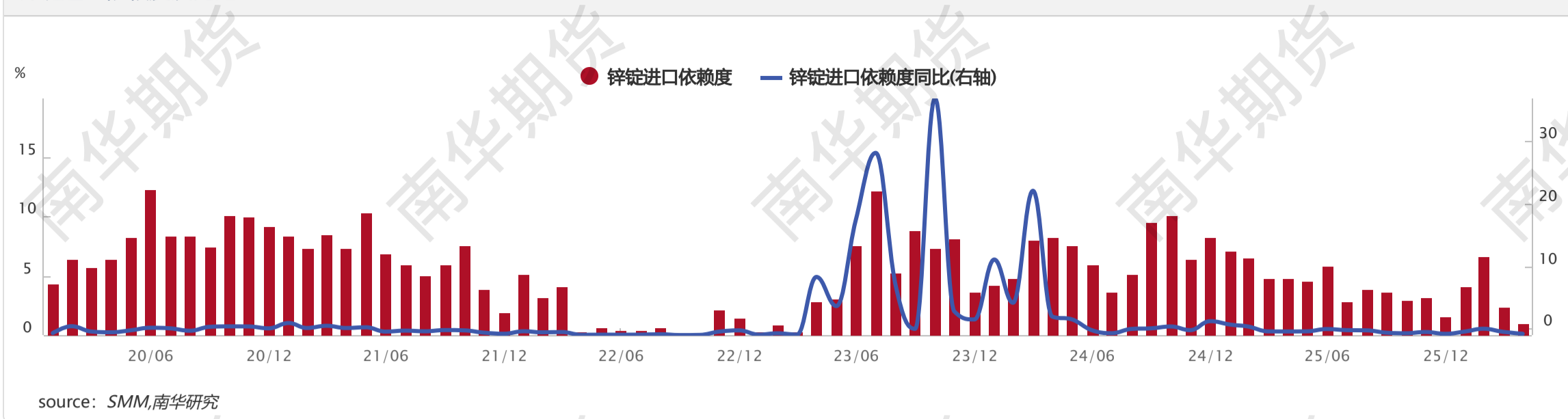
补库。内外基本面不同，价格传导就不会简单表现为沪锌跟涨伦锌，而更容易表现为沪伦比、进出口盈亏和区域库存再分配。



进口窗口大概率继续维持关闭状态。6月22日钢联口径锌锭进口盈亏含税约-4016元/吨，6月23日沪伦比（沪锌/LME锌）约7.04，距离进口平衡仍有明显缺口。若用当前进口亏损反推完整进口平衡，沪伦比大致要回到8.10-8.20附近，短期需要内盘显著强于外盘、国内现货升水修复和海外结构转弱同时配合。更合理的修复路径是先看7.25-7.50：这一区间对应进口亏损收窄，可能改善市场对后续到货的预期，但仍不等于进口窗口稳定打开。基准判断仍是沪伦比多数时间停留在7.0-7.5区间内，进口亏损维持，进口量较难抬升。



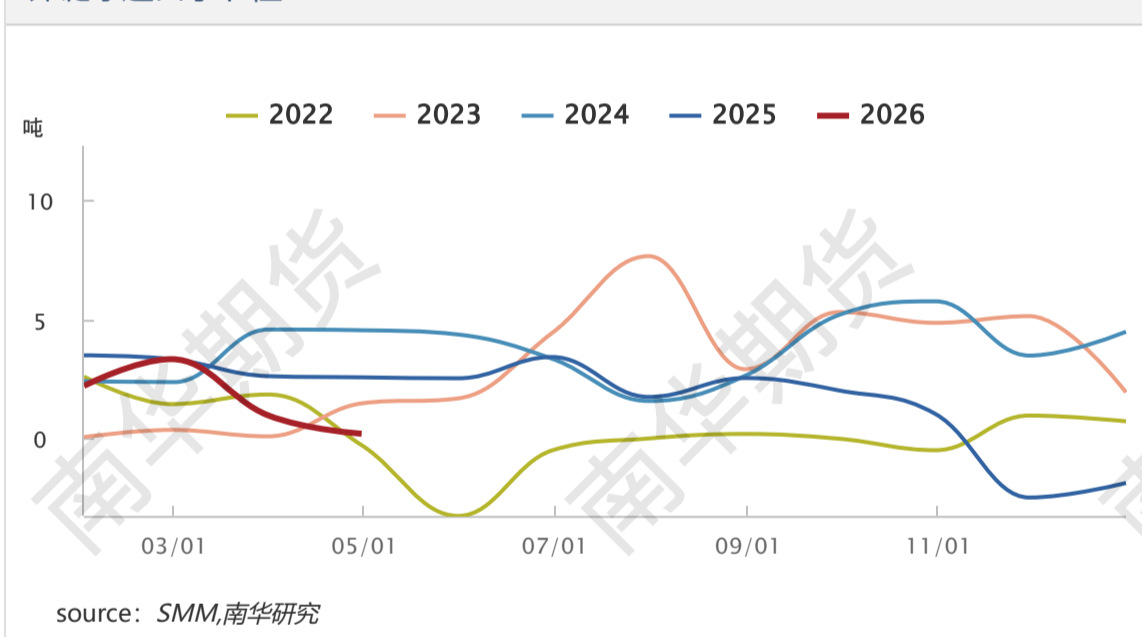
锌锭进口依赖度及同比



相比进口，出口才是国内高库存能否向外转移的现实变量。4月SMM锌锭进口0.60万吨、出口0.39万吨，净进口仅0.21万吨；6月18日SMM东南亚现货出口盈亏已收窄至-43元/吨，基本接近平衡。外强内弱延续时，出口窗口不需要持续大幅盈利，只要报价接近平衡并能覆盖物流、账期和交货风险，贸易商就会增加询盘，国内高库存向海外转移的弹性会上升。若后续东南亚现货出口利润转正，锌锭出口和保税/跨境流向会成为国内库存下降的更直接线索。

从国内现货升贴水来看，今年的锌锭绝大部分时间维持贴水，需求偏弱得到持续印证。6月22日SMM上海10:15升贴水为-50元/吨，钢联上海、天津、广东0#锌锭升贴水分别为-30、-80、-85元/吨。库存高位叠加现货贴水，说明国内下游对高价接受度不高。后续如果社会库存下降但升贴水不修复，去库更可能来自出口、到货节奏或交仓变化，而不是消费主动改善。

锌锭净进口季节性

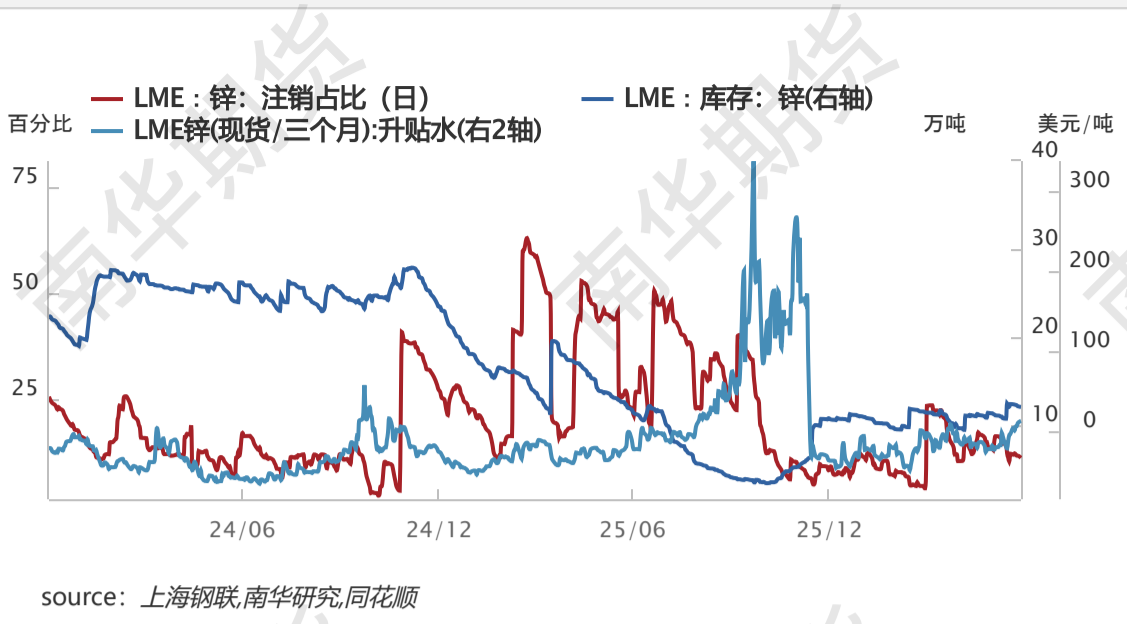


锌锭三地基差走势



海外期限结构显示远端结构偏强、近端压力缓和，但近月稳定升水尚未形成，市场主要交易来自远端资源偏紧的预期，但现实状况下受消费压制近月维持一定贴水。下半年海外期限结构更可能表现为低库存背景下的高波动。若LME 0-3稳定转正、注销仓单继续上升，同时东南亚出口利润转正，海外结构会继续放大伦锌弹性；但如果LME库存继续增加，或0-3重新回到-20美元/吨以下，外盘强势会更多停留在资金和预期层面，对沪锌的传导会被国内高库存、现货贴水和进口亏损削弱。后续重点看LME 0-3、注销仓单、东南亚出口利润、沪伦比和国内社会库存是否同向验证。

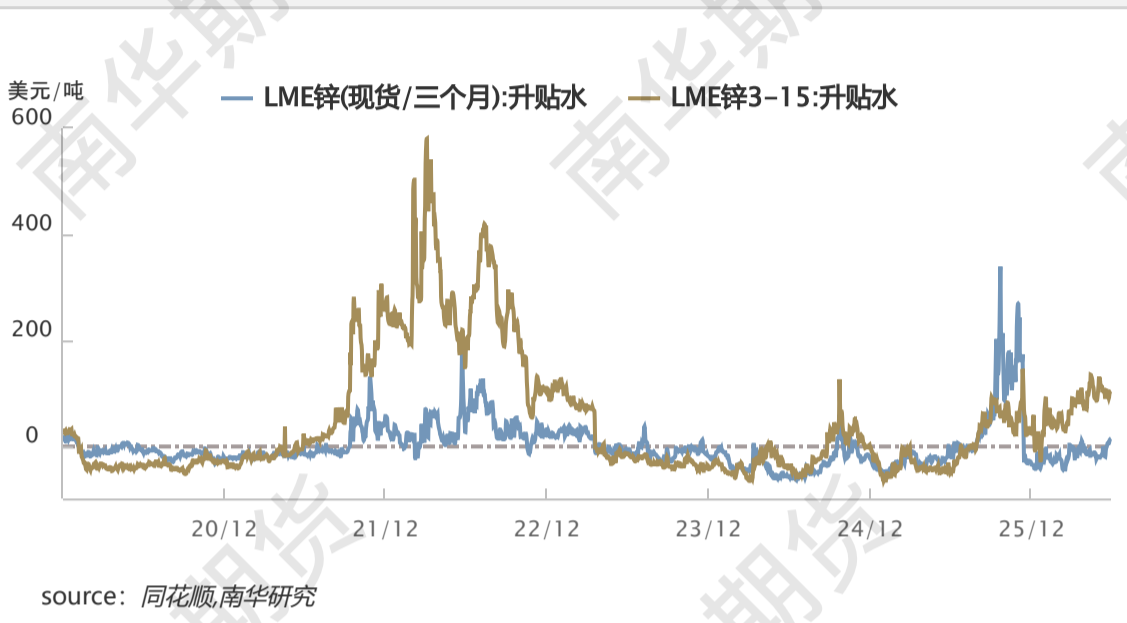
LME: 锌: 注销占比 (日) 和LME: 库存: 锌和LME锌(现货/三个月):升贴水



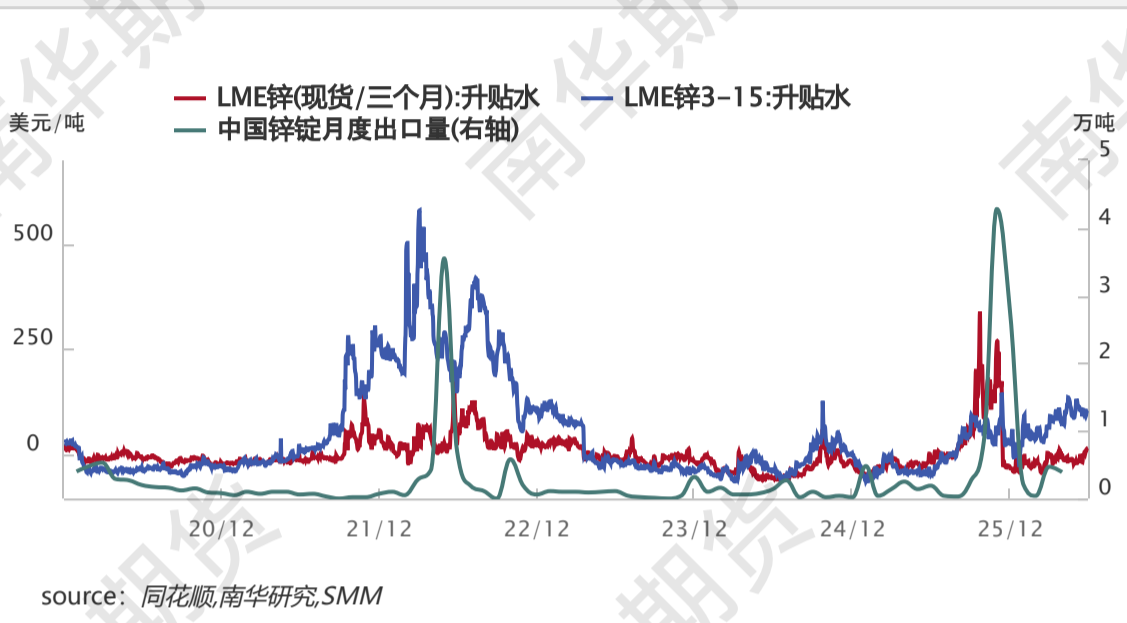
LME锌库存总计和LME锌(现货/三个月):升贴水



LME锌升贴水

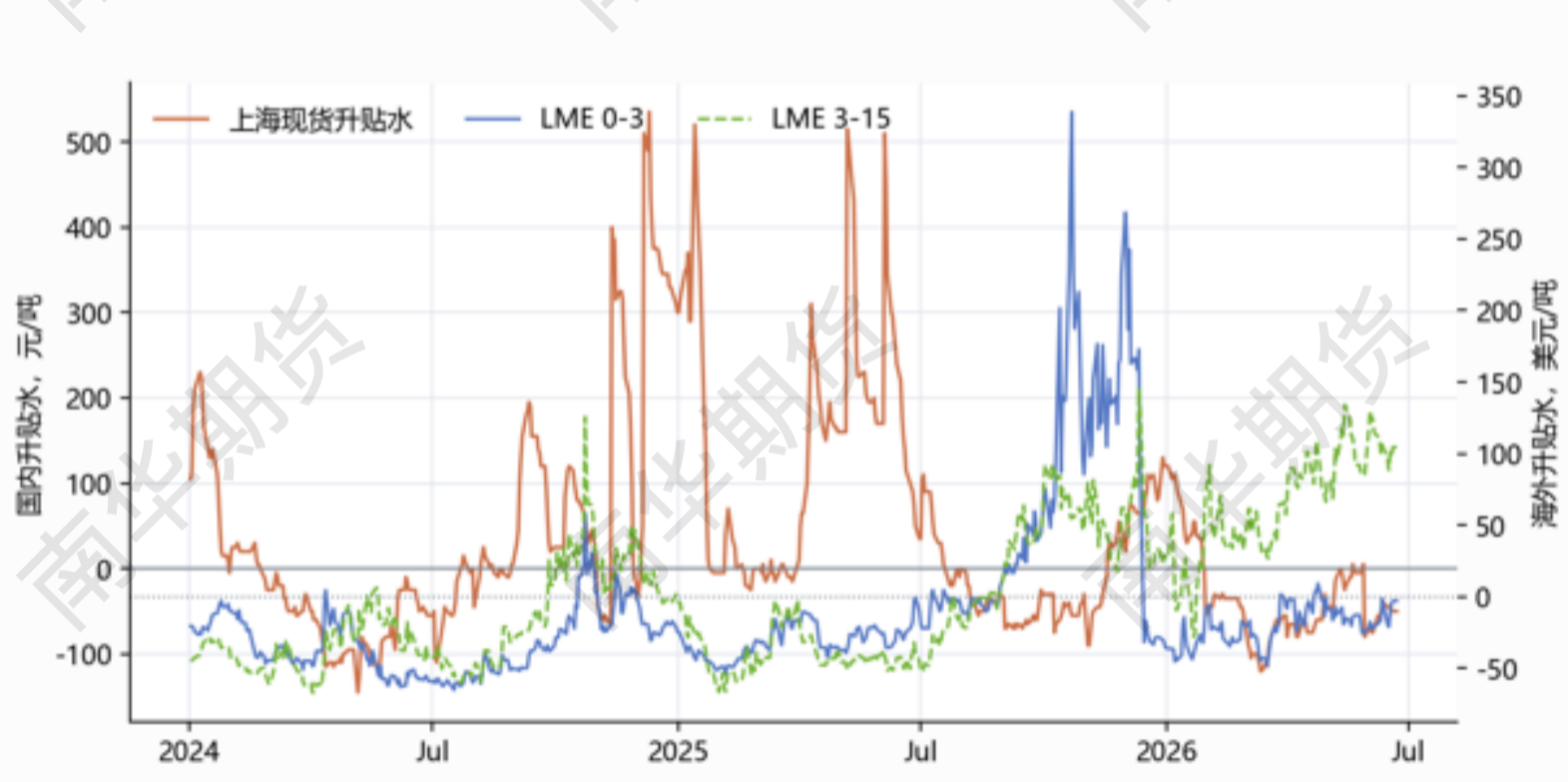


锌lme升贴水和出口量相关性



国内贴水和海外期限结构共同验证跨市分化

上海现货升贴水, LME 0-3 与 LME 3-15, 2024年以来; 来源: SMM, 同花顺。



数据来源: 彭博, SMM, 南华研究

第六章 下半年展望

下半年的基准判断仍是中枢偏强但宽幅震荡, 沪锌主力预计运行于23500-26000 元/吨。矿端偏紧、低 TC 和海外低库存使价格回调后更容易被承接; 国内高库存、现货贴水和终端需求持平偏弱限制趋势上行。三季度国内库存压力仍难快速解除, 冶炼减产和出口窗口会改善去库预期, 但需求端难以主动推动库存快速下降。价格要真正打开上沿, 需要锭端收缩和外盘结构同时配合。进口 TC 维持负值、国产 TC 继续低位、国内精炼锌产量环比下降, 会提高市场对供应收缩的定价; LME 0-3 转强、出口盈亏转正, 则会放大外盘和跨市结构弹性。没有这些信号组合, 锌价上涨更多依赖外盘和资金推动, 自身基本面承接有限。

向下看，价格也不具备顺畅深跌的条件。海外矿山扰动缓和、国内冶炼维持高产、淡季库存压力和宏观风险偏好回落会压制盘面，但低 TC 和矿端扰动仍在抬高下方支撑。价格更可能表现为高波动区间，而不是单边深跌。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093

南华期货APP



南华期货公众号



南华研究公众号



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富