

锌年度报告：2026年6月26日

矿紧锭松，近强远弱

铅锌产业链研究

摘要：

- 宏观方面，美伊谈判进程存在阻力，和解仍然是最为合理的结果，核问题可能被搁置，海峡开放则属于大概率事件；沃什政策导向更像格林斯潘（美联储定位模糊，存在感偏低）而非伯南克（与鲍威尔等后继者类似，强调美联储独立性，决策公开透明）。沃什就任前也曾多次表态支持降息和缩表，考虑到缩表需要预留足够的金融流动性，且特朗普存在选举压力，预计缩表与加息可能性相对较低，下半年货币环境整体偏中性。
- 基本面方面，主要支撑在两方面，一是炼厂利润挤压或减产，因海外矿端整体缩量且进口处于亏损，内外 TC 承压，冶炼酸或跟随硫酸回落；二是出口窗口打开；净出口或成为后续常态，但减产偏动态，近月炼厂集中减产后矿石需求下降，远月锭端供应亦会随之修复，考虑到短期炼厂受利润挤压减产紧迫性更高，预计减产于近月集中兑现，全年锭端呈现过剩格局。
- 总体而言，下半年锌价宽幅震荡为主，结构上有望回归近强远弱，预计沪锌主力运行区间：22000-26000 元/吨。我们对下半年宏观情绪判断整体偏中性，加息及缩表实际兑现可能性不高，有色的科技属性有望在近期加息预期集中发酵后对价格形成支撑。若三季度沪锌去库阶段宏观情绪配合，或出现年内次高点，届时炼厂可考虑介入高位套保。

风险因素：矿山投复产进度超预期；冶炼厂投产速度超预期；海外经济衰退超预期

作者姓名：刘城鑫

期货从业信息：F03130820

期货交易咨询从业信息：Z0023940

发布日期：2026年6月26日

目录

一、行情回顾.....	4
1.1 行情回顾：宏观基本面共振，锌价重心抬升.....	4
二、宏观趋势：滞胀担忧弱化，货币环境或偏中性.....	5
2.1 海外宏观：美伊冲突逐步缓和，滞胀担忧显著弱化.....	5
2.2 海外宏观：通胀如期反弹，加息可能性偏低.....	6
2.3 国内宏观：内需存隐忧，出口成支柱.....	9
三、供应端：矿端副产品两承压，炼厂减产可能性加大.....	12
3.1 海外矿端减量明确，高进口依赖拖累内外 TC.....	12
3.2 硫酸上涨 PK 加工费下跌，炼厂集中减产可能性仍存.....	15
3.3 内外供应差异仍存，出口窗口接近开启.....	17
四、消费端：内需出口双低迷，仍依赖基建兜底.....	18
4.1 基建：资金加码兜底，出口表现低迷.....	18
4.2 地产：边际改善有限，长期拖累仍存.....	19
4.3 汽车：需求前置释放，用锌量阶段性承压.....	20
五、库存与行情展望.....	24
5.1 库存：外盘现货表现尚可，警惕间歇性交割扰动.....	24
5.2 供需平衡：近强远弱，三季度或为反弹窗口.....	25

图表目录

图 1: 2026H1 沪锌及伦锌价格走势	4
图 2: CPI 因油价反弹	5
图 3: 投资经理对油价预期为 86 美元/桶	5
图 4: 全球主要经济体制造业景气度尚可	5
图 5: PCE 亦有反弹	7
图 6: 5 月非农表现过热	7
图 7: 美联储两派前任主席政策主张	7
图 8: 缺少沃什本人预测的 6 月点阵图蕴含加息预期	7
图 9: 美联储调高 26-27 年通胀（核心 PCE）预期	8
图 10: 固定资产投资表现承压	10
图 11: 6 月社零增速转负	10
图 12: 上半年出口表现强势	10
图 13: 规上工业增加值维持稳定增长	10
图 14: PPI 由负转正	10
图 15: 新增专项债发行进度弱于季节性	10
图 16: 海外矿山增量不足	12
图 17: 托克嘉能可下调产量指引	13
图 18: 国内矿山除火烧云外增量有限	13
图 19: Woodmac 最新成本线下移幅度明显	13
图 20: 硫酸与 TC 呈现强负相关	13
图 21: 炼厂即便加上副产品也已大面积亏损	15
图 22: 下半年仍有 45 万吨冶炼产能待投	15
图 23: 硫磺国内待投产能较少	16
图 24: 硫磺国内库存见底	16
图 25: 硫磺供应进口国产接近五五开	16
图 26: 冶炼厂类似爆炸事故盘点	17
图 27: 炼厂违反安全规定事故盘点	17
图 28: 锌锭出口同比改善	17
图 29: 锌锭出口窗口处于开启边缘	17
图 30: 下半年专项债发行提速	18
图 31: 基建维持稳定增长	18
图 32: 镀锌板出口增速承压	18
图 33: 混凝土发运量较差	18
图 34: 房地产新开工施工面积及同比	19
图 35: 房地产住宅新开工面积及大中城市成交土地	19
图 36: 定金及预收款下降放缓	19
图 37: 个人按揭贷款降幅改善	19
图 38: 房地产新开工施工面积及同比	20
图 39: 房地产竣工面积同比	20

图 40: 2026 年 1-5 月车企产商批发销量.....	21
图 41: 2026 年 1-5 月新能源厂商零售销量.....	21
图 42: 新能源汽车销量及同比.....	21
图 43: 汽车销量及同比	21
图 44: 乘用车保有量饱和后大致有 3 年左右换车高需求期	22
图 45: 更新需求带动商用车销量高增.....	22
图 46: 5 月商用车新能源渗透率来到 30%.....	22
图 47: 沪锌社库处于历年高位.....	24
图 48: LME 锌库存相对较低	24
图 49: 0-3 升贴水近期回暖	24
图 50: 伦锌盘面仍有某巨头持有超 50%仓单	24
图 51: 近强远弱, 国内锭端全年维持过剩格局 (万吨)	25

一、行情回顾

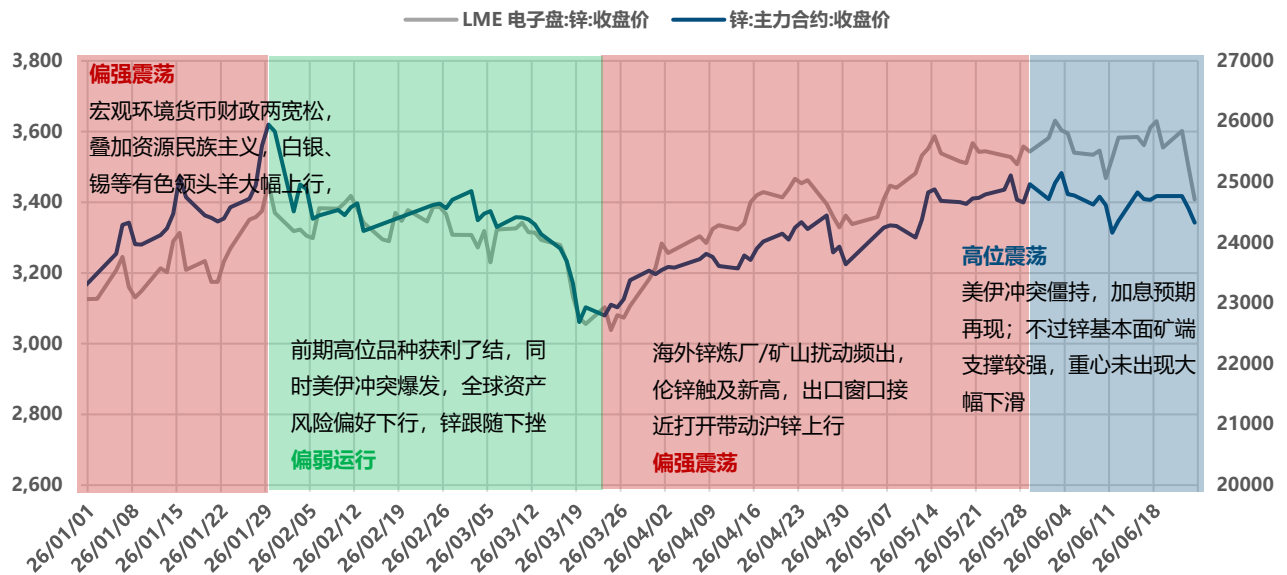
1.1 行情回顾：宏观基本面共振，锌价重心抬升

2026上半年锌价整体呈现高位震荡的走势。1月末2月初摸高年内高点27000元/吨左右后回落至22300元/吨，此后再一路反弹至次高点25000左右震荡。

我们可以将其行情大致划分为4个阶段。第一阶段：2026年1月，去年末以来的财政货币两宽松预期延续，同时各类有色资源保护主义兴起，宏观情绪较强，白银、锡等有色前排数连阳，锌跟随上行。第二阶段：2026年2-3月，资金层面前期获利头寸兑现，同时美伊冲突爆发，油价带来的高通胀预期压制风险资产情绪，锌跟随大幅下挫。第三阶段：2026年4-5月，中东冲突有和解预期，锌基本面表现亦可，海外锌炼厂/矿山生产扰动频发，带动伦锌触及新高，出口窗口临近带动沪锌上行。第四阶段：2026年6月，美伊冲突陷入僵持阶段，由于油价居高不下，加息预期强化；不过锌基本面矿端支撑较强，硫酸涨价难以完全抵消TC下行，锌价整体高位震荡为主。

锌价主要受宏观及供应驱动，交易围绕的主线有两方面，一是海外利率路径，二是基本面矿端和冶炼厂减产预期。

图1：2026H1沪锌及伦锌价格走势



数据来源：iFind，中信建投期货

二、宏观趋势：滞涨担忧弱化，货币环境或偏中性

2.1 海外宏观：美伊冲突逐步缓和，滞胀担忧显著弱化

6月22日，美伊首轮高级别会谈在瑞士落幕，各方同意60天内达成最终协议，美伊正按照前期远程签署的谅解备忘录推进和解进程，近期双方动向基本符合市场计价的乐观和解预期。余下的两月内，谈判将主要围绕双方分歧较大的核问题展开，而这也被多方媒体机构认定“难以执行或兑现”，**不过我们认为即便谈判进程存在阻力，和解仍然是最为合理的结果，核问题可能被搁置，海峡开放则属于大概率事件。**

据惠誉等机构预估，油价100美元（年底前均价）或成为美联储降息的分水岭。近期在和解预期交易下油价重心整体下移，但受供应设施未完全恢复以及全球低库存的现实影响，预计后续大幅下行空间受限。但目前至少能够确定此前市场阶段性计价的滞胀和衰退预期年内难以兑现，滞的观察指标可以是全球制造业PMI，胀的指标则是油价。

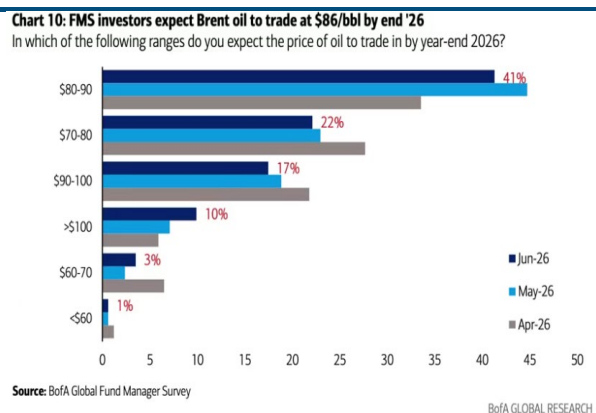
油价方面，我们以美银美林6月调研为例，当月投资经理对年底前原油均价预期在86左右，在备忘录签署后，预计油价后续存在回落空间。全球制造业PMI方面，主要经济体景气度表现尚可，且逐月存在扩张趋势，滞胀担忧相较此前明显弱化。

图 2：CPI 因油价反弹



数据来源：Wind，中信建投期货

图 3：投资经理对油价预期为 86 美元/桶



数据来源：美银美林，中信建投期货整理

图 4：全球主要经济体制造业景气度尚可

	202605	202604	202603	202602	202601	202512	202511	202510	202509
全球	52.6	52.6	51.3	51.8	50.9	50.4	50.5	50.9	50.7
北美									
美国 (ISM)	54	50.3	50.4	49	49.3	50.1	49.2	49	49.8
美国 (Markit)	55.1	54.5	52.3	51.6	52.4	51.8	52.2	52.5	52
加拿大	52.9	53.7	51	51.7	51.8	50.6	50.2	49.7	46.2
欧洲									
欧元区	51.6	53.3	50	51	50.4	48.6	48.4	49.6	47.7
德国	50.1	52.2	51.6	50.8	49.5	48.8	49.6	50	49.8
法国	49.7	51.4	52.2	50.9	49.1	47	48.2	49.6	49.5
意大利	52.9	52.1	51.3	50.6	48.1	47.9	50.6	49.9	49
西班牙	51.2	51.7	48.7	50	49.2	49.6	51.5	52.1	51.5
奥地利	51.7	47.4	50.8	48.5	45.1	39.6	48.7	53.1	52.1
希腊	53.3	52.4	54.5	54.4	54.2	52.9	52.7	53.5	52
爱尔兰	55.9	51.2	52.4	49.4	47.2	49.3	50.4	48.8	47.6
荷兰	55.9	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
捷克	52.2	50	49	47.3	47	47.6	48.8	48.2	46.5
波兰	49.4	47.7	48.9	47.1	46.3	46.1	47.3	49.5	49.6
英国	53.9	52.8	50	50.1	51.2	50.7	47.8	48.8	48.2
俄罗斯	48.8	54.9	53.7	53.1	52.2	52.2	52.8	50.9	51.8
亚洲									
中国	50	50.3	50.4	49	49.3	50.1	49.2	49	49.8
日本	54.5	54.5	52.3	51.6	52.4	51.8	52.2	52.5	52
韩国	54.8	55.1	51.6	53	51.5	50	48.7	48.2	48.5
新加坡	51	51.6	50.7	49.3	50.2	50.1	50.1	49.5	49.8
东盟	51.5	50.7	51.8	53.8	52.8	52.7	53	52.7	51.6
越南	52.8	50.9	51.5	51.5	50.9	50.6	51.4	51.5	53.1
印尼	50	54.7	53.9	56.9	55.4	55	56.6	59.2	57.7
马来西亚	49.9	50.5	51.2	54.3	52.5	53	53.8	54.5	50.4
缅甸	49.3	48.9	47.4	48.1	49.8	51	49	48.3	49.2
泰国	52.6	49.1	50.1	53.8	52.6	51.2	53.3	51.2	50.4
哈萨克斯坦	49	50.8	51.4	51.6	50	52.6	54	54.8	52
土耳其	49.8	45.7	47.9	49.3	48.1	48.9	48	46.5	46.7
印度	55	54.4	52	50.8	50.1	51.1	51.8	51.8	53.7
拉丁美洲									
墨西哥	49.4	48.8	48.7	47.1	48.8	48.5	49.1	48.8	48
巴西	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	53.03	48.2	50.04
哥伦比亚	51.8	50.8	51.4	51.6	50	52.6	54	54.8	52
非洲									
南非	50.2	50.4	50.3	51.2	50	54	53.6	51.2	51.6

数据来源: Wind, 中信建投期货整理

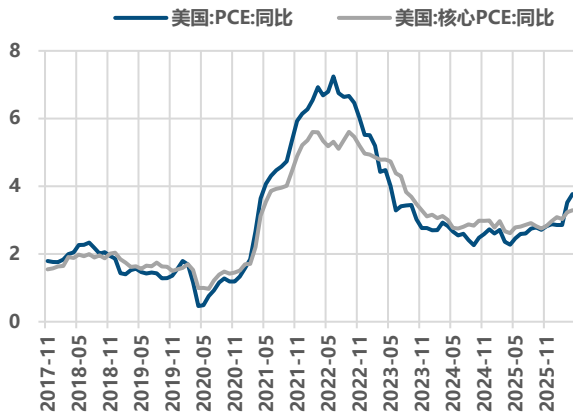
2.2 海外宏观：通胀如期反弹，加息可能性偏低

3月以来美国非农数据表现强势，5月数据更是超出市场预期，就业表现“过热”使得降息前景愈发悲观；考虑到世界杯效应，就业表现或对美联储利率路径影响有限，后续关注点仍在通胀。随着油价的大幅上涨，美国通胀数据应声上扬，整体表现未超出市场预期。此外，美国中期选举即将迎来冲刺阶段，特朗普在各议题中通胀支持率最低，因此为胜选其或许也需要油价尽快调整至合理水平。

6月议息会议整体表现偏鹰派，可大致解读为三方面，1) 点阵图给出的利率预测隐含加息，2) 上修未来通胀预测，3) 应对通胀的表述增多。值得注意的是，新任美联储主席沃什并未在点阵图中给出其预测，而若其预测为年内不加息，则点阵图整体反馈亦为不加息，这与其任期减少沟通，模糊美联储定位的主张相对一致。在5月的就职演说中，沃什就已经暗示过其在任主张，也即其政策导向更像格林斯潘（美联储定位模糊，存在

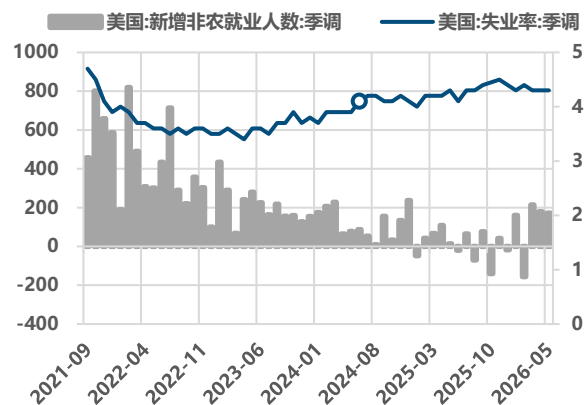
感偏低)而非伯南克(与鲍威尔等后继者类似,强调美联储独立性,决策公开透明)。沃什就任前也曾多次表态支持降息和缩表,考虑到缩表需要预留足够的金融流动性,且特朗普存在选举压力,预计缩表与加息可能性相对较低,下半年货币环境整体偏中性。

图 5: PCE 亦有反弹



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 6: 5 月非农表现过热



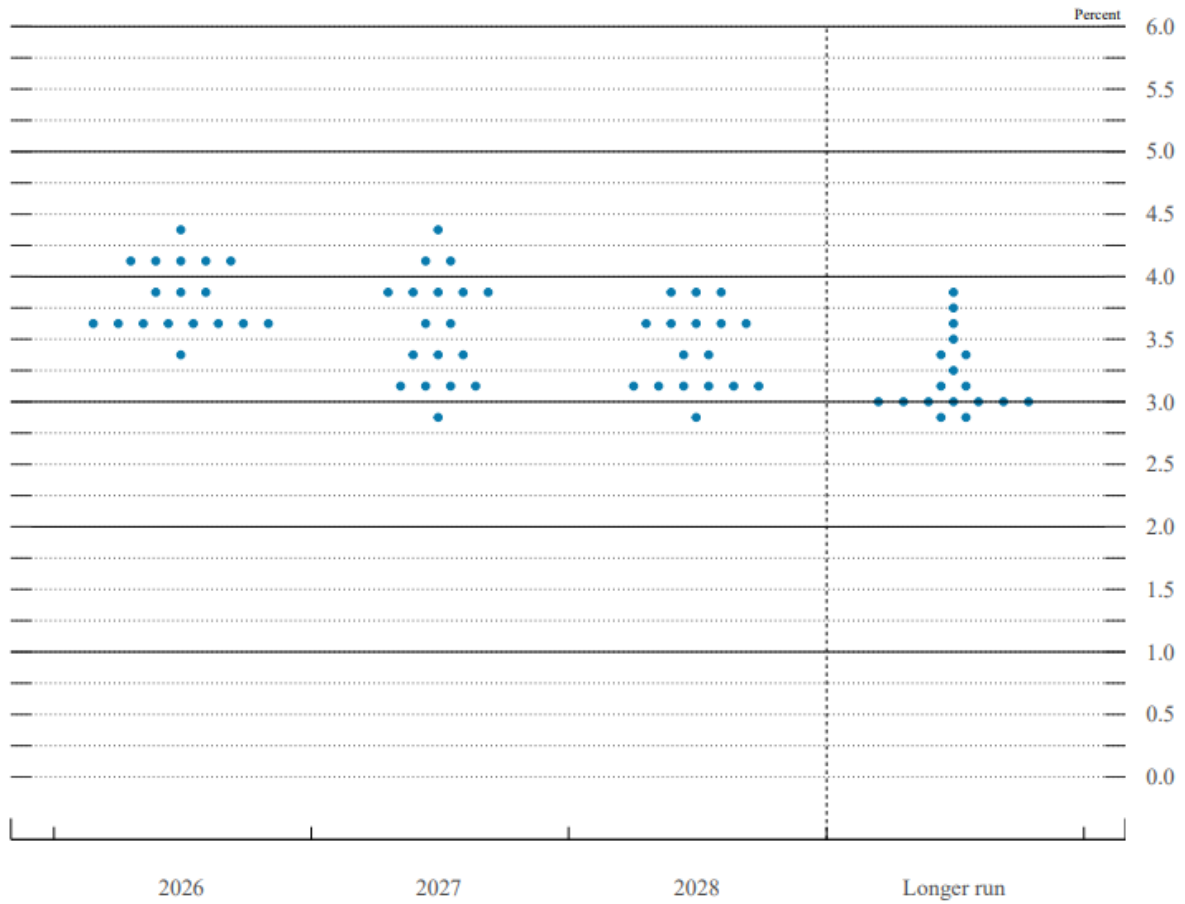
数据来源: Wind, 中信建投期货

图 7: 美联储两派前任主席政策主张

对比维度	艾伦·格林斯潘 (Alan Greenspan)	本·伯南克 (Ben Bernanke)
核心政策框架	相机抉择与模糊策略 主张依赖直觉、经验和实时数据灵活决策,通过出其不意来强化政策效果。	规则导向与透明化 偏向基于明确规则和模型的系统性决策,将政策沟通提升为一种政策工具
通胀目标	不预设明确目标 认为设定通胀目标会限制货币政策的灵活性。但其任内非正式地锚定了 2% 的通胀预期。	主张明确通胀目标 积极倡导设定明确的通胀目标区间(如 1%-2%),并将其制度化。
政策沟通风格	刻意模糊、晦涩难懂 语言含糊其辞,以此保持央行神秘感。	清晰透明、简洁明了 具有典型学者风格,讲话深入浅出,致力于让市场清晰理解美联储的意图。
对金融稳定的关注	相对忽视 其政策被批评为长期维持低利率,轻视了房地产泡沫和次贷市场隐患。	更为关注 其学术研究和政策实践都更关注金融体系的稳定,以及防范系统性风险。

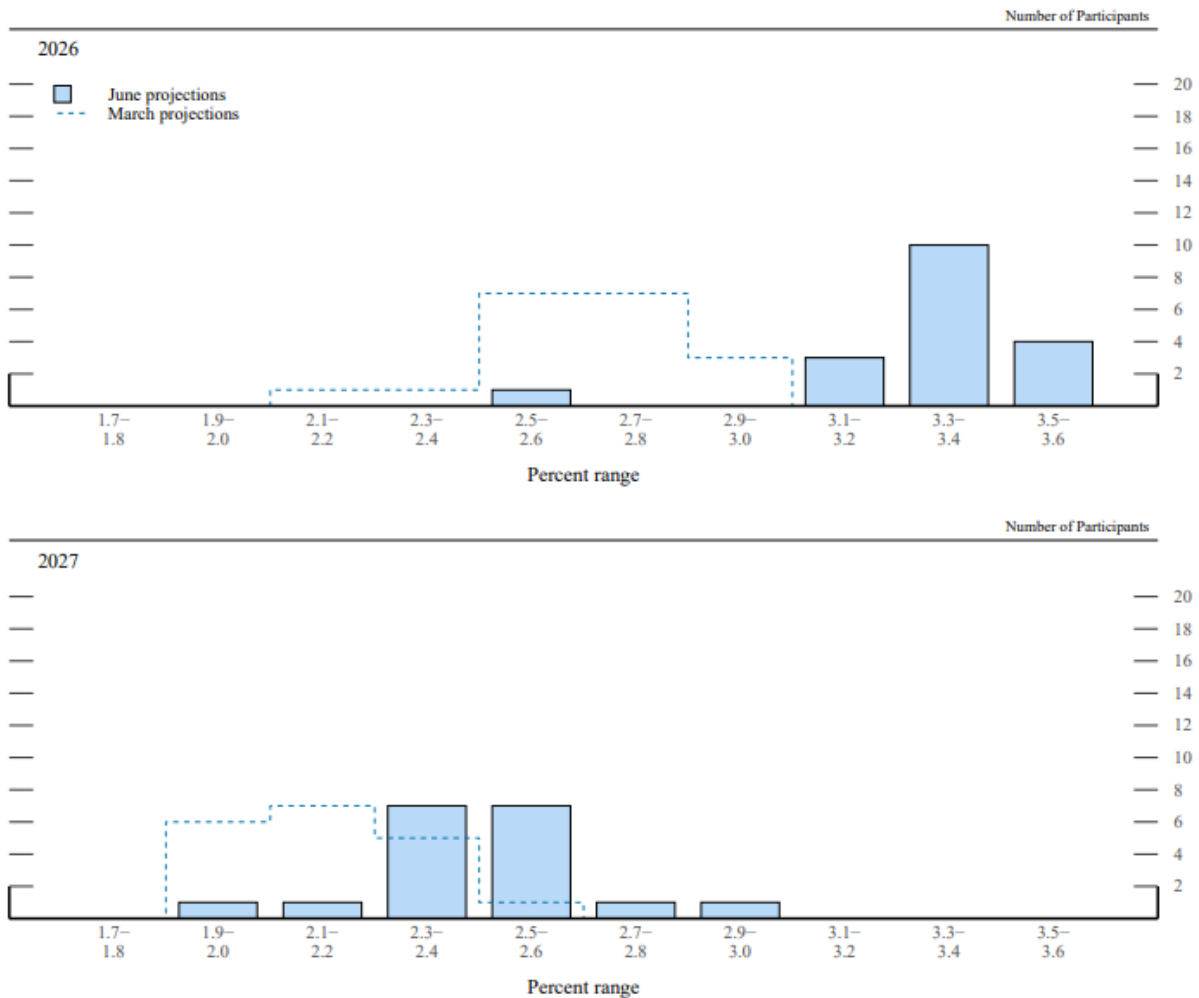
数据来源: 华尔街见闻, 中信建投期货整理

图 8: 缺少沃什本人预测的 6 月点阵图蕴含加息预期



数据来源：美联储，中信建投期货

图9：美联储调高26-27年通胀（核心PCE）预期



数据来源：美联储，中信建投期货整理

2.3 国内宏观：内需存隐忧，出口成支柱

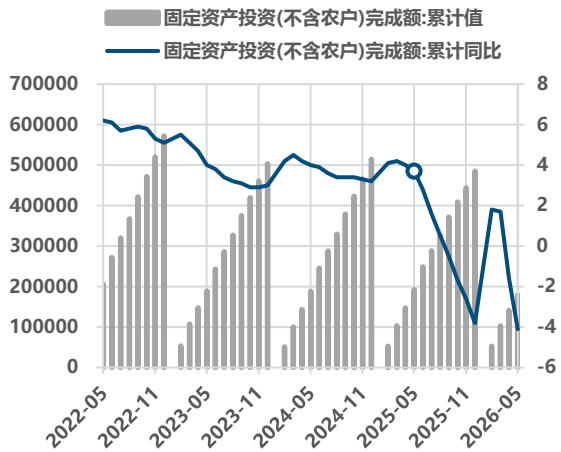
“三架马车”分化明显，投资消费两承压。受以旧换新等政策力度调整影响，汽车及家电等主要消费支柱于25年集中兑现后，今年整体表现承压。此外地产下行周期尚未结束，相关消费及投资受拖累明显。5月社零增速转负来到-0.6%，固定资产投资也延续4月以来的低迷表现，5月累积跌幅扩大至-4.1%。考虑到需求内生动力也即居民收入预期并未有明显改善，在去年同期低基数影响下，预计下半年消费呈现弱修复格局，而投资方面则需静候政策发力。

与上述二者截然相反，出口上半年表现强势，1-5月中国出口总额累计同比增长15.5%。一方面内外贸易摩擦边际减弱有正向推动，另一方面中东地缘冲突实际给到国内出口“性价比”优势，凭借产业链稳定性以及“以价换量”，冲突后出口总额不减反增。下半年地缘冲突或有缓和，但高油价带来的后续影响仍未完全兑现，同时海外主要经济体制造业维持扩张状态，出口有望保持增长。

通胀限制降准降息，财政发力兜底。中东冲突刺激出口的同时，推动国内经济由通缩转为通胀。PPI自3

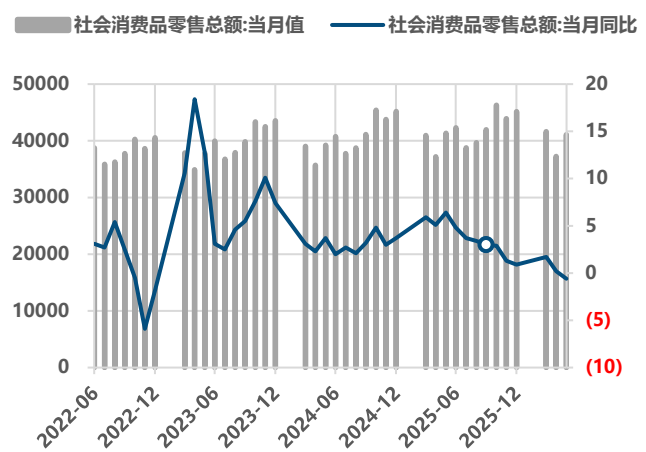
月起正式由负转正，4-5月保持增长，5月同比增速录得3.9%。在此背景下，预计央行下半年降准降息空间受限，同时考虑到内需仍需补充“活力”，紧缩性货币政策实施可能性较低。政策端仍然依靠财政发力，包括超长期特别国债等。从新增专项债发行进度看，1-4月进度整体落后同期平均水平，下半年有望与25年类似加快专项债发行进度，资金支持下基建等领域有望持续发力兜底投资表现。

图 10：固定资产投资表现承压



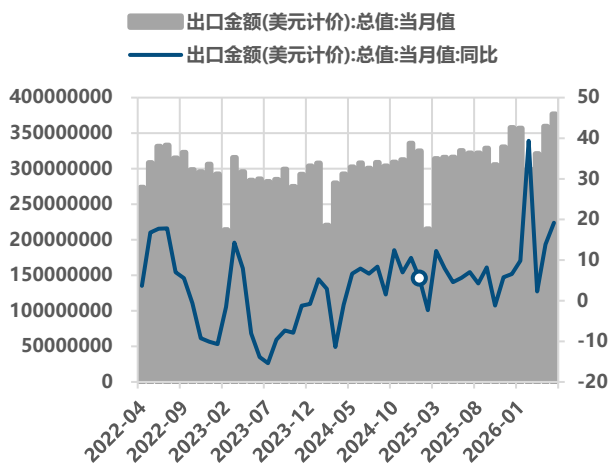
数据来源：Wind，中信建投期货

图 11：6月社零增速转负



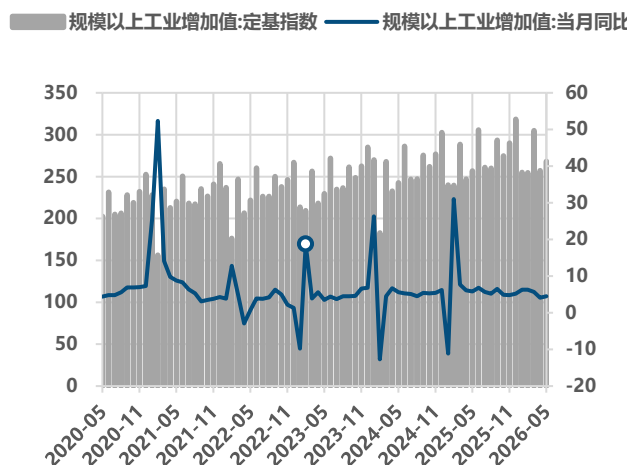
数据来源：Wind，中信建投期货

图 12：上半年出口表现强势



数据来源：Wind，中信建投期货

图 13：规上工业增加值维持稳定增长



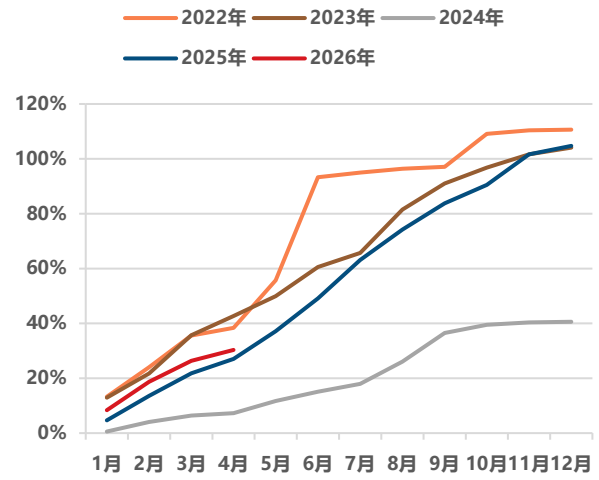
数据来源：Wind，中信建投期货

图 14：PPI 由负转正

图 15：新增专项债发行进度弱于季节性



数据来源: Wind, 中信建投期货



数据来源: Wind, 中信建投期货

三、供应端：矿端副产品两承压，炼厂减产可能性加大

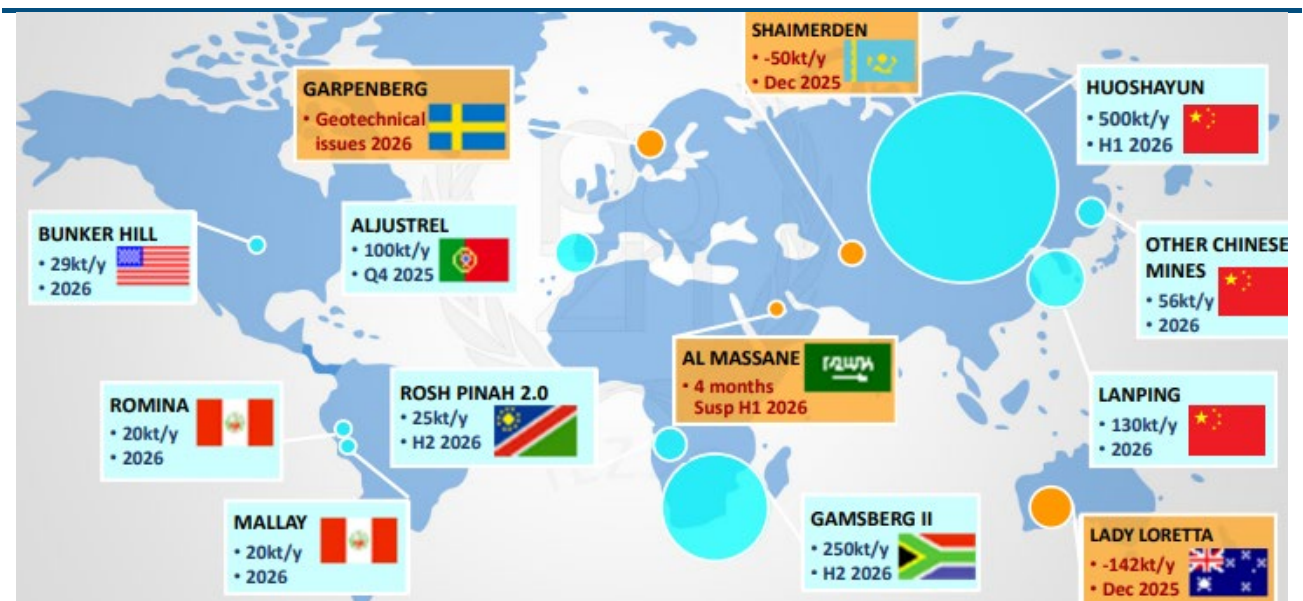
3.1 海外矿端减量明确，高进口依赖拖累内外 TC

上半年内外锌矿 TC 下滑明显，与硫酸价格呈现负相关的同时，供应矛盾也是实质存在的。截止 6 月 18 日，国产 TC 已降至-200，进口 TC 则来到-71.76 美元/干吨。3 月可视作 TC 下行的拐点，彼时的主要变动即在于美伊发生冲突，硫酸价格受硫磺紧缺影响应声上行。但如若从供应和库存角度来看，这轮下行实际也有迹可循。以上海有色统计的锌精矿产量为例，1-5 月国内锌矿总产量为 126.37 万吨，同比去年下降 3.6 万吨（-2.7%），若加上进口量汇总则 1-5 月为 366.25 万吨，同比增加 15.5 万吨（+4.4%）；在未考虑进口矿品位的前提下，增量仍显不足。

从库存看，国内炼厂原料库存绝对量及库存天数均接近 24 年联合减产前后水平，而港口库存表现相对强势一些，不过整体也接近 24 年末以来的低位。由于当前内外锌存在价差问题，炼厂仍然优先选择国内矿，年内矿端增量匹配尚存缺口，据百川盈孚统计，除火烧云外，下半年矿端投产产能大致在 3-4 万吨左右，而火烧云产出还需满足昆仓锌业生产。考虑到海外主要矿山年内产量下调已是既定事实，后续进口补充仍然有限，炼厂抢购本就存在缺口的国内矿则会带动国内 TC 下行，预计下半年内外 TC 整体反弹空间不足。

2026Q1 海外主要矿企公布的产量同环比下滑明显，据我们统计包括 Teck、Nexa 在内的 14 家矿企 Q1 产量共计 110.02 万吨，环比减量 6.67 万吨，同比则兑现 3.33 万吨减量。一季度矿企产量受到季节性以及意外事件等阶段性扰动影响，不过，品位下滑以及矿石元素优先级调整等不可逆因素或更值得关注。主要代表企业则为托克以及嘉能可两家大厂，Antamina 以及 Rosebery 均因调整锌产出优先级减量，而嘉能可旗下 Kazzinc、Mount Isa 则因品位问题兑现减量。从目前给出的产量指引看，相比 25 年产量，两家大厂预计 26 年产量同比下降 20-30 万吨左右，海外具备明确增量预期的矿企 Vedanta 和 Ivanhoe 实际增量或难以抵消。产量指引持平或变动不大的矿企如 Nexa、MMG，旗下部分矿山一季度生产进度远低于 25%及格线，实际产量或不及预期。

图 16：海外矿山增量不足



数据来源：ILZSG，中信建投期货整理

图 17：托克嘉能可下调产量指引

矿山 (单位: 万吨)	2025	2026Q1	2026产量指引	指标完成度
Nexa	31.60	7.94	31-36	23.70%
Cerro Lindo	8.70	2.16	7.7-8.5	26.67%
El Porvenir	5.30	1.00	4.8-5.5	19.42%
Atacocha	1.20	0.22	1.2-1.5	16.30%
Vazante	12.80	3.26	12.8-14.5	23.88%
Aripuanã	3.50	1.30	4.5-6	24.76%
Teck	56.50	12.03	40.5-46	27.81%
Antamina(22.5%)	10.23	1.41	3.5-4.5	35.21%
Red Dog	46.27	10.62	37.5-41.5	26.89%
MMG	23.21	5.03	21.5-23.5	22.34%
Dugald River	18.35	4.11	17-18	23.49%
Rosebery	4.86	0.92	4.5-5.5	18.32%
Gelincore	84.44	15.56	70-74	21.61%
BHP (Antamina37.5%) (财年)	16.96	2.35	5.8-7.5	35.30%
South32 (财年)	4.07	0.91	4.15	21.93%
Cannington	4.07	0.91	4.15	21.93%
Newmont Goldcorp	24.00	5.80	22	26.36%
Peñasquito	24.00	5.80	22	26.36%
Fresnillo PLC	10.59	2.61	8.5-9.5	29.03%
Ivanhoe	20.32	6.50	24-29	24.53%
Kipushi	20.32	6.50	24-29	24.53%

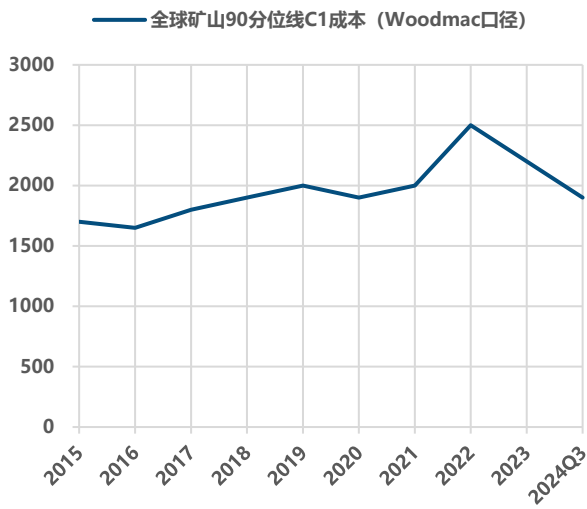
数据来源：公司公告，中信建投期货整理

图 18：国内矿山除火烧云外增量有限

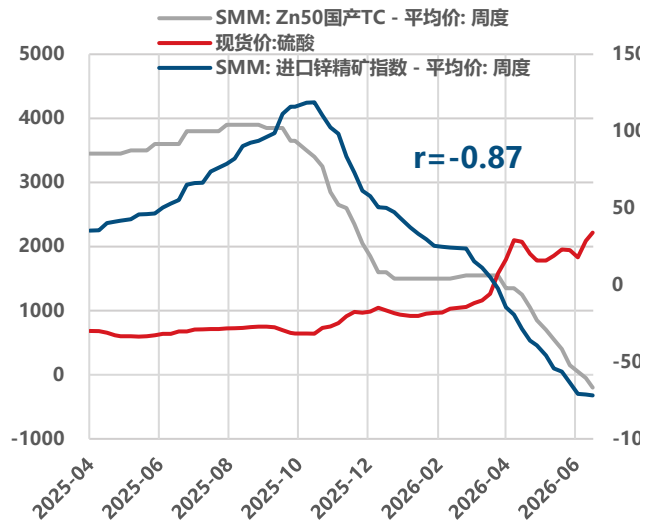
省份	市县	企业名称	性质	项目进度	2026 年预计释放量	投产及投产预期
贵州	毕节	赫章鼎盛鑫矿业发展有限公司	新建	选厂建设中	1.5	2026 年 9 月试运行
内蒙古	赤峰	内蒙古兴业银锡矿业股份有限公司	增产	2024 年已投产	0.2	年内同比新增
内蒙古	根河	根河市比利亚矿业有限责任公司	停产复产	准备中	0.5	2026 年三季度复产
云南	蒙自	蒙自矿冶公司白牛厂	复产项目	已复产	1	爬产
云南	兰坪	金鼎锌业	扩建	已投产	1.5	一季度投产，四季度预期稳产
甘肃	成县	甘肃瑞能矿业有限公司	改扩建	在建	0.5	推迟到 2026 年下半年
甘肃	陇南	金徽矿业股份有限公司	新建	在建	2	2026 年 1 月投产调试
新疆	新疆	新疆火烧云铅锌矿有限公司	爬产	已投产	25	
合计					32.2	

数据来源：公司公告，中信建投期货整理

图 19：Woodmac 最新成本线下移幅度明显
图 20：硫酸与 TC 呈现强负相关



数据来源: Woodmac, 中信建投期货



数据来源: SMM, 中信建投期货

3.2 硫酸上涨 PK 加工费下跌，炼厂集中减产可能性仍存

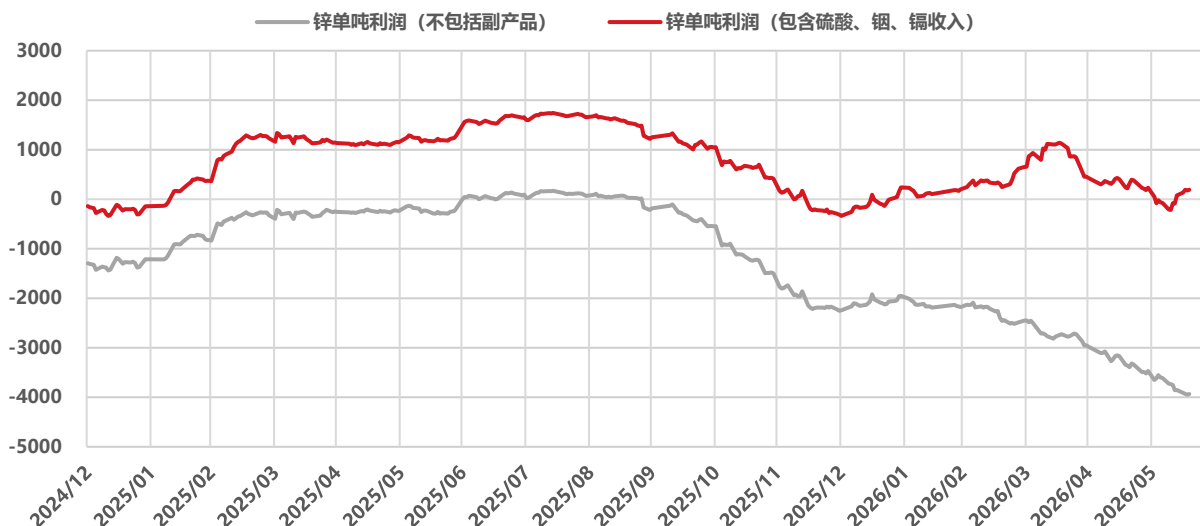
硫酸上行难抵 TC 下行，冶炼亏损已成普遍现象。据我们测算目前冶炼厂基本加上副产品也已亏损，而不加硫酸等副产品亏损已超过 3000。考虑到国内还有两成左右再生锌厂主要使用氧化系列原料，无法产出硫酸，冶炼厂实际经营难度或更大。而对于原生厂或者说使用硫化系列原料炼厂而言，目前的核心矛盾在于硫酸上涨力度能否弥补 TC 带来的利润缺口。

硫磺或通过进口补充，硫酸填补利润缺口较难维系。我们认为硫酸下半年较难持续补充冶炼利润缺口，一方面因为冶炼酸涨价幅度本身不及硫磺酸：硫酸从来源可以大致分为冶炼酸、硫磺酸和矿石酸三类，而据百川盈孚统计，产能占比最大达到 42%的是硫磺酸，其次才是冶炼酸（38.9%）。本轮涨价则主要是因硫磺进口受阻带动硫磺酸涨价影响，冶炼酸属于跟涨。从实际价格表现来看，年内冶炼酸与硫磺酸及矿石酸均存在大几百的价差，涨价力度不及后二者，因此炼厂并未完全“吃到”这波上涨红利。

另一方面硫磺低库存或有进口补充预期；国内硫磺供应结构接近国产进口五五对半，而国内计划新投硫磺产能的企业仅有两家，其中一家还是预计在 2028 年末投放，因此美伊冲突后硫磺进口骤减使得硫磺库存急剧下滑。随着美伊达成和解备忘录，霍尔木兹海峡有望于近期开放，此前硫磺的主要价格优势低库存或难以维系整个下半年。如若硫磺酸呈现高位震荡而无法持续上涨，则本就相对低涨幅的冶炼酸将愈发难以补充 TC 下行带来的冶炼利润缺口。

矿紧利润低的背景下，下半年仍有新增冶炼产能等待投放。据百川盈孚统计，下半年待投产能合计在 45 万吨左右，而与之形成反向对比的是，部分大厂目前已有减产计划，我们认为后续炼厂集中减产可能性仍然存在，不过并非一定是以 24 年联合减产的形式兑现。

图 21：炼厂即便加上副产品也已大面积亏损



数据来源：SMM，中信建投期货

图 22：下半年仍有 45 万吨冶炼产能待投

半年度报告

省份	企业	项目名称	性质	项目产能(锌)	已投/待投产能	开工时间	预计投产或达产时间
新疆	新疆昆仑锌业有限责任公司	火烧云铅锌矿 60 万吨/年铅锌冶炼工程	新建 (二-四生产线)	60	20	2023 年 12 月	2026 年 12 月
广西	南丹县吉朝铜业有限公司	南丹县吉朝铜业有限公司锌钢精加工绿色制造项目	改造	5	5	2025 年	2026 年 8 月
广西	广西雪升锆业高新技术有限公司	年产 10 万吨锆基新材料项目	新建	10	10	2025 年	2026 年 Q3
河南	河南豫光金铅集团有限责任公司	15 万吨/年锌基材料绿色智造工程	新建	15	10	2025 年 9 月	2026 年 12 月
合计				90	45		

数据来源: 百川盈孚, 中信建投期货

图 23: 硫磺国内待投产能较少

省份	企业	待投产能	预计投产或达产时间
辽宁	华锦阿美石油化工有限公司	48	2026 年 8 月
福建	福建炼油化工有限公司	67	2028 年底
合计		45	

数据来源: 百川盈孚, 中信建投期货

图 24: 硫磺国内库存见底



数据来源: 百川盈孚, 中信建投期货

图 25: 硫磺供应进口国产接近五五开

硫磺	产量	进口量	出口量	表现消费量	产量占比	进口量占比
2026年1-3月	96.16	51.63	0.026	147.76	65.08%	34.94%
2025年1-3月	99.65	89.33	0.027	188.95	52.74%	47.28%
同比	-3.50%	-42.20%	-2.60%	-21.80%	23.40%	-26.09%
2025年	1163.29	960.84	0.63	2123.51	54.78%	45.25%
2024年	1106.74	995.23	0.37	2101.6	52.66%	47.36%
同比	5.11%	-3.46%	69.50%	1.04%	4.03%	-4.45%

数据来源: 百川盈孚, 中信建投期货

3.3 内外供应差异仍存，出口窗口接近开启

炼厂扰动频发，海外锌锭供应仍以减量为主。5月5日，嘉能可旗下 Kazzinc 位于哈萨克斯坦乌斯季卡缅诺戈尔斯克的冶金厂发生爆炸事故；周初该厂宣布进入低负荷运行状态。当地时间5月13日上午7点，秘鲁锌炼厂 Cajamarquilla 突发火灾事故，变电站受损，目前火势已得到控制，但产线仍处于停运状态。事故炼厂广义产能34.4万吨，25年产量达到34.5万吨。事故地点虽然在秘鲁，实际事故原因与前段时间出台的秘鲁能源危机法令并无联系。我们认为两次事故影响产量均在月度级别，而随着能源价格整体上行（暂未完全恢复冲突前状态），海外冶炼生产仍然存在不确定性。据 ILZSG 统计，韩锌、挪威 Odda 以及俄罗斯 Verkhny Ufaley 计划于年内投复产，不过伊朗、欧洲等地受中东冲突等因素影响预计减量或超过前述增量。

内外供应差异下，出口窗口接近开启。内外库存差主要从国内春节期间逐步扩大，海外供应整体偏弱的背景下，出口窗口接近打开，截止6月24日，上海有色统计的东南亚现货出口亏损在-118.58左右。考虑到内外锌锭端扩产预期同样存在较大差异，后续锌锭净出口或成为常态。1-5月锌锭累计出口1.85万吨，因去年同期低基数增速较快，预计下半年环比仍有增长空间。

图 26：冶炼厂类似爆炸事故盘点

炼厂	年份	涉及产品	停产范围	停产天数	关键影响设备
湖南华信稀贵科技	2025	铅锌(粗铅分厂)	局部停产	短期	电除雾器
Horsehead	2010	锌	因熔池安全设计缺陷，过热的液体锌积聚发生超压爆炸并起火	5个月	陶瓷锌蒸馏塔 (Ceramic Zinc Distillation Column)
Novelis	2026	铝	回收车间	4天	铝废料回收车间布袋除尘器

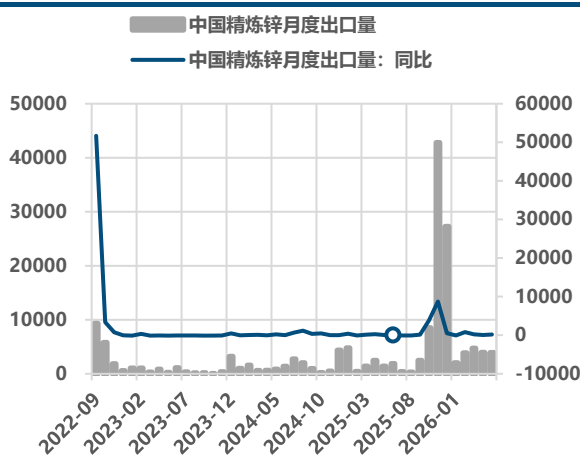
图 27：炼厂违反安全规定事故盘点

炼厂	年份	涉及产品	停产范围	停产天数	关键影响设备与原因
驰宏锌锗	2021	锌、铅	全资子公司呼伦贝尔驰宏全面停产	94天	还原炉/布袋收尘区 (一氧化碳中毒事故)
Sterlite Industries	2013	铜	全厂关闭 (印度最大铜冶炼厂)	45天	环境污染 (排放物致居民呼吸问题)
Young Poong	2024	锌	全球第六大锌冶炼厂面临停产	60天	废水处理系统 (违反水环境保护法)
恒邦股份	2024	铜、金、银	冶炼一公司停产整顿	约105天	侧吹炉 (放铜口喷溅事故)

数据来源：百川盈孚，中信建投期货

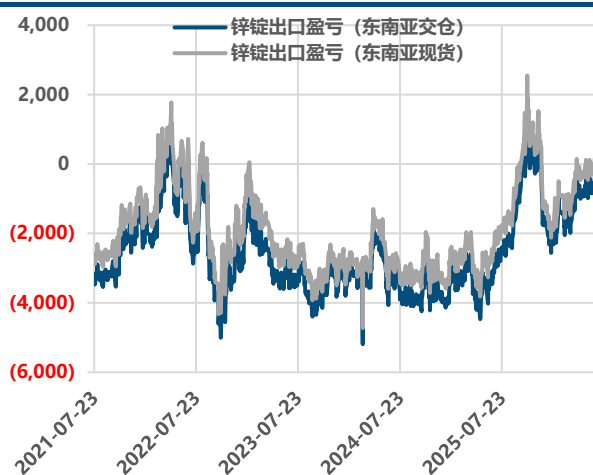
数据来源：百川盈孚，中信建投期货

图 28：锌锭出口同比改善



数据来源：SMM，中信建投期货

图 29：锌锭出口窗口处于开启边缘



数据来源：SMM，中信建投期货

四、消费端：内需出口双低迷，仍依赖基建兜底

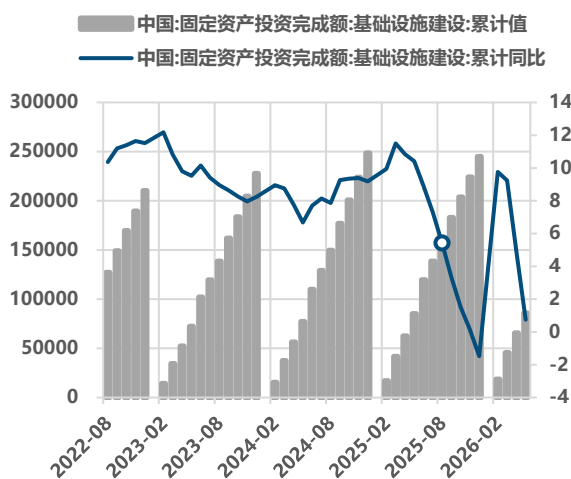
4.1 基建：资金加码兜底，出口表现低迷

上半年基建投资走出明显的“前高后低”，1-5月累计同比增长0.8%，其中一季度在政策集中发力下冲高至8.9%，但4月以来快速回落。这种阶段性冲高主要源于两个短期支撑，一是价格贡献大于实物贡献，工业品价格回升推高了建安成本，使投资统计数据的名义值被显著放大；二是中央主导的重大工程和资金直达项目集中落地，交通、水利等领域率先放量。然而，实际建设进展明显慢于统计数据表现，水泥混凝土发运量等指标改善有限，说明项目接续、资本金到位和施工转化出现滞后，一旦前期资金和项目储备消耗，增速便快速下滑。

往后看，下半年基建增速有望回暖，主因财政资金或进一步加码，推动实际施工放量。2026年是“十五五”规划的开局之年，全年由政府性基金、长期特别国债、地方政府专项债券等构成的政府类投资总额约5.5万亿元，较上年增加约5500亿元。随着资金拨付和审批节奏加快，下半年成熟项目将密集进入施工期，基建增长有望从统计指标的回暖，逐步过渡到实物工程量的真实提升。

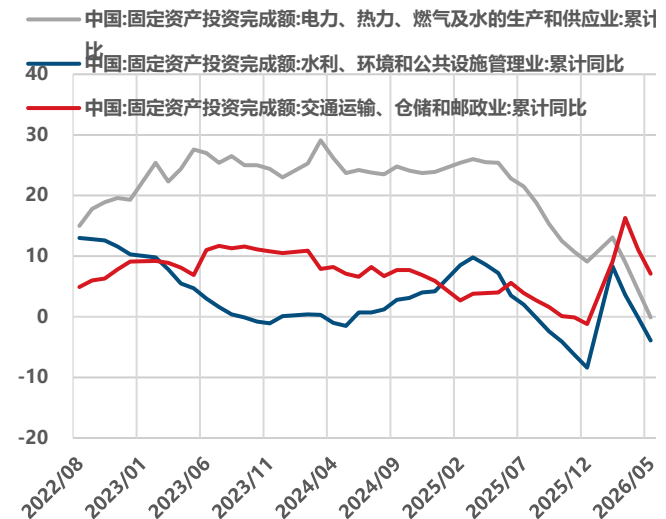
镀锌板出口略显承压，下半年或亦有改善。据上海有色统计，1-5月累计镀锌板出口量563.48万吨，累计同比降低2.71%。中东冲突后的3-4月出口增速快速下行，叠加东南亚地区雨季等原因限制，5月进入负区间。6月中旬，土耳其及韩国先后宣布对中国征收部分镀锌板产品反倾销税，预计出口还将承压。不过随着美伊冲突缓和，中东发运恢复，以及东南亚地区季节性扰动减少，下半年出口增速或整体企稳回暖。

图 30：下半年专项债发行提速



数据来源：Wind，中信建投期货

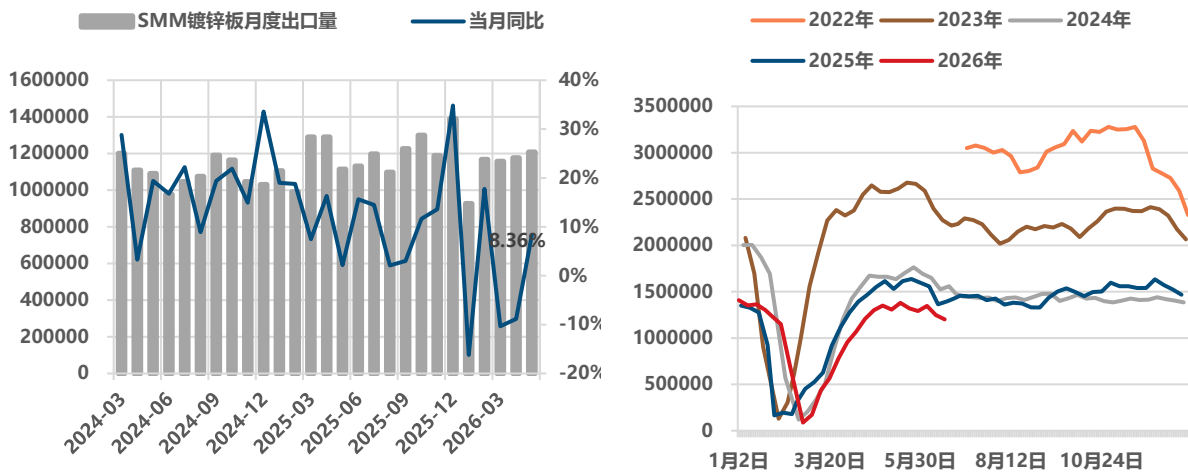
图 31：基建维持稳定增长



数据来源：Wind，中信建投期货

图 32：镀锌板出口增速承压

图 33：混凝土发运量较差



数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

4.2 地产: 边际改善有限, 长期拖累仍存

资金拿地两弱, 新开工表现低迷。1-5 月定金及预收款累计同比下降 16.1%, 个人按揭贷款累计同比下降 28%, 房企销售回款和居民购房融资压力仍然较大。拿地端同样表现较差, 100 大中城市成交土地占地面积 1-5 月累积同比下滑 11.2%。新开工受资金和拿地低迷表现影响明显, 1-5 月累积新开工面积 17928.6 万平方米, 同比下滑 22.7%, 降幅相较去年不减反增。往后看, 倒推 6 月的拿地表现可用来近似拟合新开工, 预计下半年同比降幅有再度走扩可能, 但考虑到上半年存在春节以及去年低基数等因素, 下半年环比减量相较去年同期收窄, 环比降幅在 6% (1300 万平方米) 左右。

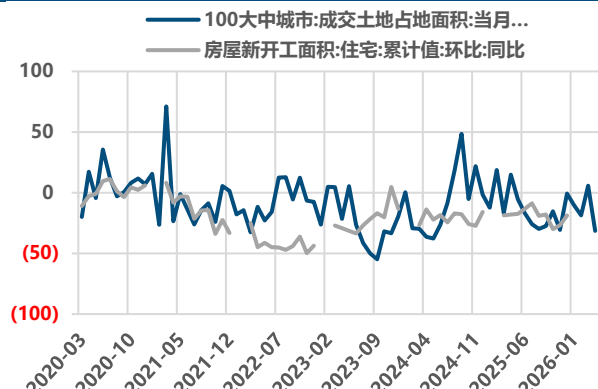
图 34: 房地产新开工施工面积及同比



数据来源: iFinD, 中信建投期货整理

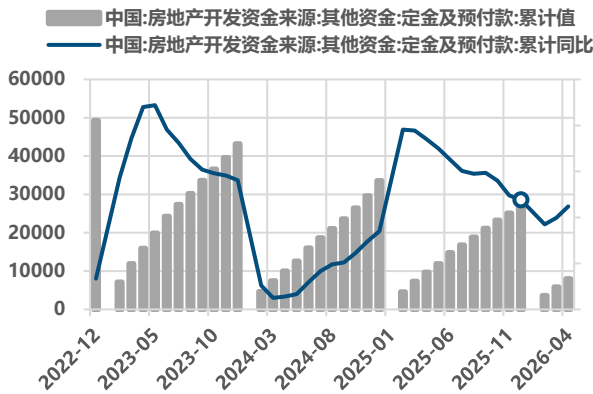
图 36: 定金及预收款下降放缓

图 35: 房地产住宅新开工面积及大中城市成交土地

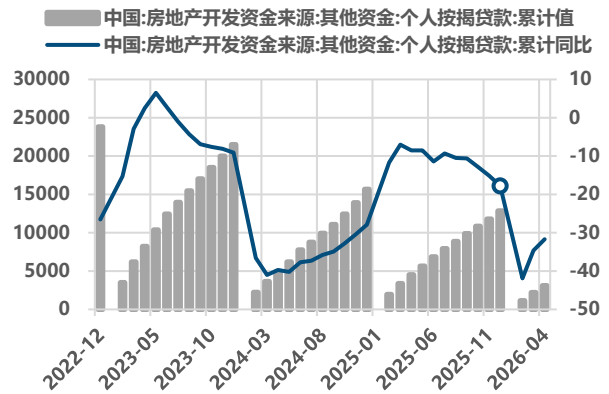


数据来源: iFinD, 中信建投期货整理

图 37: 个人按揭贷款降幅改善



数据来源: Wind, 中信建投期货整理



数据来源: Wind, 中信建投期货整理

保交楼收官，竣工降幅扩大。根据住房和城乡建设部网站于2025年11月发布的数据，全国396万套保交房攻坚战任务中，已交付391.8万套，交付率达99%。2026年3月的政府工作报告中更是直接指出“保交房任务全面完成”，随着保交楼代表的存量竣工兑现完毕，目前竣工环节主要依赖前期新开工的“滞后增量”补充。

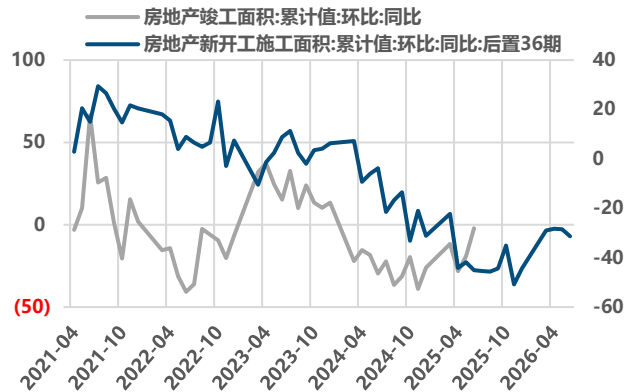
2026年1-5月房地产竣工面积累计值为14087万平方米，累计同比下降23.4%，从降幅来看相比去年同期有走扩迹象，或主要受前述保交楼完成后的空缺影响。我们以倒推2-3年的新开工拟合26年下半年竣工表现，整体降幅相较上半年或有收敛，同时考虑到竣工端年末存在赶工等季节性因素，预计下半年竣工面积环比有所改善，同比降幅相较上半年收窄，全年收敛至-20%左右。

图 38: 房地产新开工施工面积及同比



数据来源: iFinD, 中信建投期货整理

图 39: 房地产竣工面积同比



数据来源: iFinD, 中信建投期货整理

4.3 汽车：需求前置释放，用锌量阶段性承压

乘用车步入低销量阶段。年初以来因政策调整乘用车市场表现较弱，新能源车购置税全免改为减半，同时以旧换新政策补贴边际减少。据中汽协统计，5月乘用车销量225.3万辆，同比下降4.2%；1-5月累计销量1031.8万辆，累计同比下降6.2%。但结构上看，新能源渗透率持续提升，5月当月渗透率已上升至61.3%。往后看，从7-10年左右的换车周期来推断，26年或为近年低销量的开端之年，往后两年仍处于阶段性低点，预计全年乘用车销量在2754万辆左右，同比下降8.4%，新能源渗透率58%对应销量1597万辆；环比方面，乘用

车总销量增加 250.4 万辆（20%），新能源车销量增加 252.2 万辆（37.5%）。

图 40：2026 年 1-5 月车企商批发销量

排名	车企	销量 (辆)	同比	份额
1	比亚迪汽车	1380083	-20.5%	13.5%
2	吉利汽车	1179841	0.6%	11.6%
3	奇瑞汽车	1059669	7.1%	10.4%
4	长安汽车	518017	-26.1%	5.1%
5	一汽大众	441645	-25.0%	4.3%
6	上汽乘用车	434099	42.5%	4.3%
7	长城汽车	396848	5.5%	3.9%
8	特斯拉中国	378858	29.4%	3.7%
9	上汽通用五菱	324590	-21.5%	3.2%
10	广汽丰田	291600	6.6%	2.9%

数据来源：乘联会

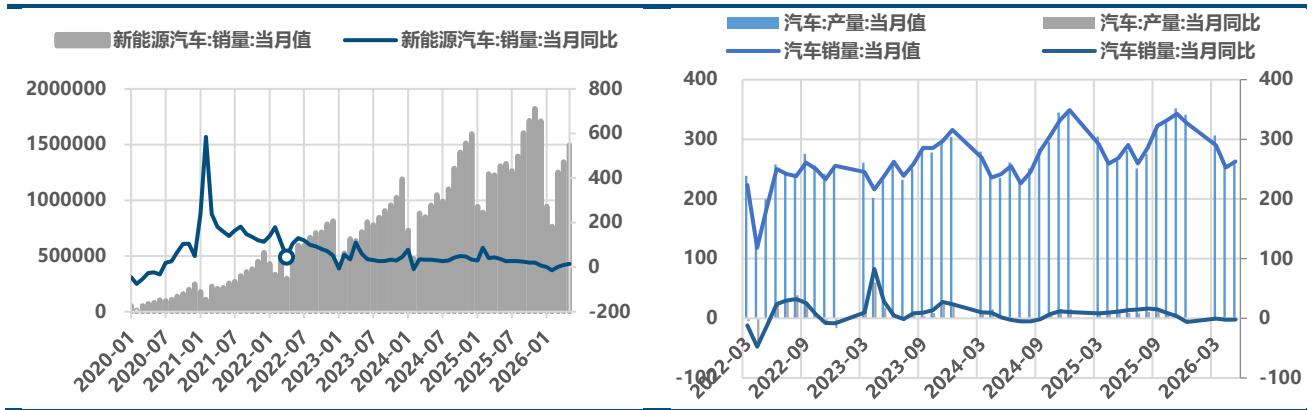
图 41：2026 年 1-5 月新能源厂商零售销量

排名	车企	销量 (辆)	同比	份额
1	比亚迪	766401	-39.1%	20.7%
2	吉利汽车	470396	-17.6%	12.7%
3	长安汽车	254767	-12.5%	6.9%
4	鸿蒙智行	191592	26.5%	5.2%
5	零跑汽车	187817	20.1%	5.1%
6	特斯拉中国	186035	-7.9%	5.0%
7	理想汽车	162577	-3.0%	4.4%
8	上汽通用五菱	159307	-39.8%	4.3%
9	小米汽车	150317	13.5%	4.1%
10	蔚来汽车	150123	68.4%	4.1%

数据来源：乘联会

图 42：新能源汽车销量及同比

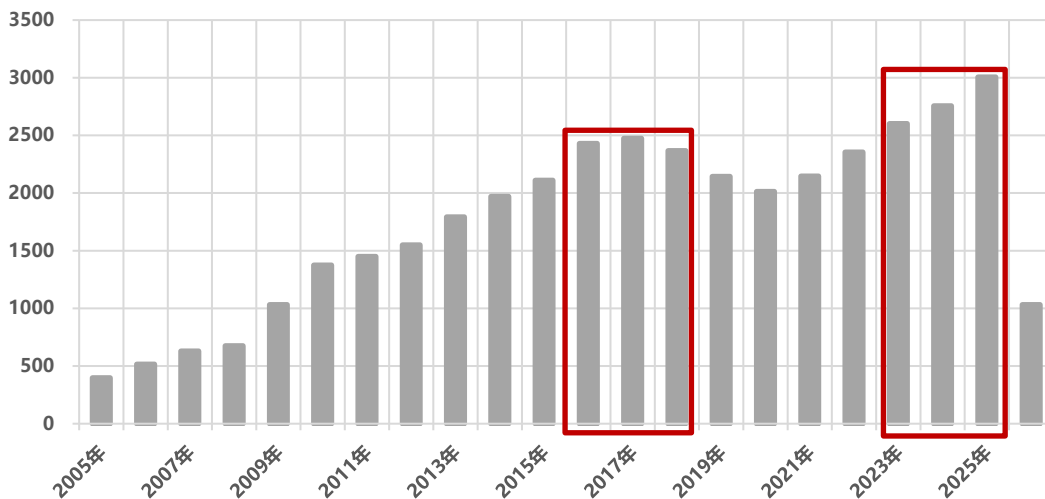
图 43：汽车销量及同比



数据来源: iFinD, 中信建投期货整理

数据来源: iFinD, 中信建投期货整理

图 44: 乘用车保有量饱和后大致有 3 年左右换车高需求期

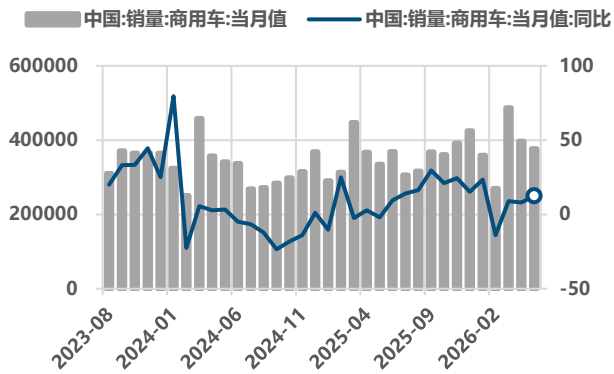


数据来源: iFinD, 中信建投期货整理

商用车更换需求提速，单月新能源渗透超 3 成。在国五自然更新需求推动下，年初以来商用车表现尚可。2026 年 1-5 月商用车累计销量 188.8 万辆，同比增长 7.7%。同时电动重卡全生命周期成本比柴油车更低，将进一步推动物流企业加速转型，新能源商用车渗透率明显提升，5 月商用车新能源渗透率达到 30.4%。往后看，在物流企业降本需求以及电动重卡推广的带动下，新能源商用车渗透率仍有提升空间；同时，国五标准及以旧换新政策将带动商用车更换需求持续兑现，预计全年商用车销量 463.2 万辆（同比增速 8%左右）左右，新能源渗透率 28%（销量 129.7 万辆左右）；环比来看，下半年商用车销量总量增加 5.6 万辆左右（环比增速 2%左右），新能源商用车销量增加 21.2 万辆（环比增速 39%左右）。

图 45: 更新需求带动商用车销量高增

图 46: 5 月商用车新能源渗透率来到 30%



数据来源: iFinD, 中信建投期货整理



数据来源: iFinD, 中信建投期货整理

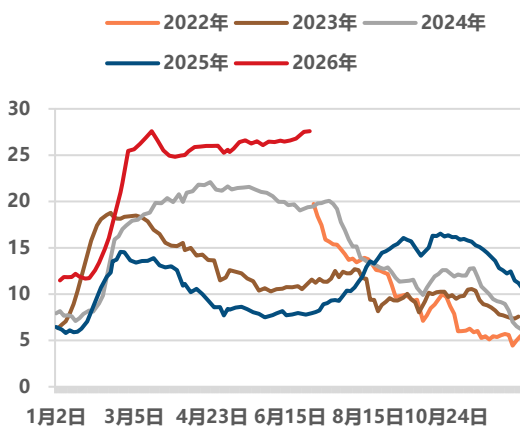
五、库存与行情展望

5.1 库存：外盘现货表现尚可，警惕间歇性交割扰动

国内方面，节后库存水位来到历年新高，截至目前库存累增拐点仍未出现。春节前累增量实际符合预期，不过节后归来库存接连高增，绝对水平已来到近五年高位。目前锌锭库存仍未有连续去化迹象，短时或只能依靠炼厂减产来助推。同时，从季节性来看，除开 2025 年外，历年 7-8 月属于常规库存去化阶段，预计后续库存走势与季节性吻合，绝对量则需要观察炼厂减产力度。

海外方面，仓单集中度先降后升，现货升贴水回归正值。近日期货盘面快速回落，伦锌 0-3 升贴水已修复回正，而 3-15 升贴水则自 26 年开年以来高开高走，反馈近强远弱的结构预期。集中度方面，持仓方面暂无单个巨头，不过仓单方面 6 月以来即有一个持有 40%以上比例的巨头。考虑到较高的仓单集中度，结合历年三四季度伦锌交割扰动频发的事实，不排除下半年再度出现交割扰动的可能。

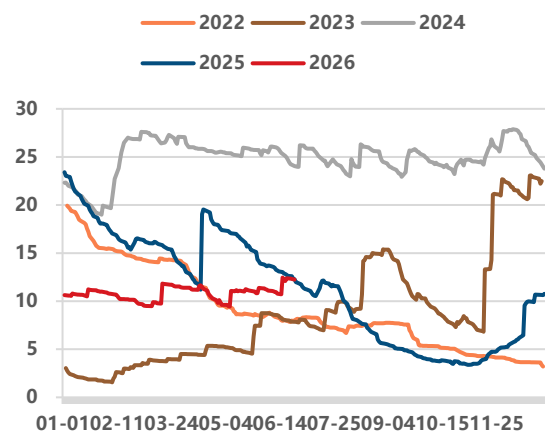
图 47：沪锌社库处于历年高位



数据来源：iFind，中信建投期货

图 49：0-3 升贴水近期回暖

图 48：LME 锌库存相对较低



数据来源：iFind，中信建投期货

图 50：伦锌盘面仍有某巨头持有超 50%仓单



数据来源: SMM, 中信建投期货

仓单占比%/数量	30-40	40-50	50-80	80-90	90-100
2026/6/22	0	0	1	0	0
2026/6/19	0	0	1	0	0
2026/6/18	0	0	1	0	0
2026/6/17	0	1	0	0	0
2026/6/16	0	1	0	0	0
2026/6/15	0	1	0	0	0
2026/6/12	0	0	1	0	0
2026/6/11	0	0	1	0	0
2026/6/10	0	1	0	0	0
2026/6/9	0	0	1	0	0
2026/6/8	0	0	1	0	0

数据来源: SMM, 中信建投期货

5.2 供需平衡: 近强远弱, 三季度或为反弹窗口

整体而言, 我们认为下半年锌价宽幅震荡为主, 结构上有望回归近强远弱, 预计沪锌主力运行区间: 22000-26000 元/吨。我们对下半年宏观情绪判断整体偏中性, 加息及缩表实际兑现可能性不高, 有色的科技属性有望在近期加息预期集中发酵后对价格形成支撑。若三季度沪锌去库阶段宏观情绪配合, 或出现年内次高点, 届时炼厂可考虑介入高位套保。目前去库逻辑主要支撑在两方面, 一是炼厂利润挤压被迫减产, 二是出口窗口打开; 净出口或成为后续常态, 但减产偏动态, 近月炼厂集中减产后矿石需求下降, 远月锭端供应亦会随之修复, 考虑到短期炼厂受利润挤压减产紧迫性更高, 预计减产于近月集中兑现, 全年锭端呈现过剩格局。

图 51: 近强远弱, 国内锭端全年维持过剩格局 (万吨)

时间/万吨	锌锭月度产量	中国锌锭月度进口量	中国锌锭月度出口量	中国锌锭月度实际消费量	中国精炼锌月度供需平衡
2026/12 E	59.0	0.3	1.5	57.0	0.8
2026/11 E	60.0	0.3	1.5	58.0	0.8
2026/10 E	60.0	0.4	1.2	60.0	-0.8
2026/09 E	58.0	0.5	1.0	60.0	-2.5
2026/08 E	56.0	0.5	0.9	59.0	-3.4
2026/07 E	56.8	0.5	0.8	57.0	-0.5
2026/06 E	57.3	0.5	0.4	55.9	1.5
2026/05	58.2	0.5	0.4	57.4	0.8
2026/04	58.4	0.6	0.4	58.9	-0.3
2026/03	57.8	1.5	0.5	59.1	-0.4
2026/02	50.5	3.4	0.0	39.8	14.0
2026/01	56.1	2.4	0.2	57.1	1.2

数据来源: 百川盈孚, SMM, 中信建投期货整理

重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及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不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。