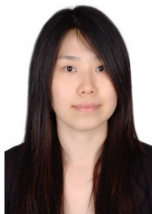


2012年锌市反弹可期，疲态难改

金属部



侯建

010-85113169

15801569061

houjian@maozong.com

摘要

1. 2011年国内外锌市震荡特征较为明显，缺乏持续的单边行情，整体弱势格局仍旧突出，两市锌价年底收官时较年初大幅下挫近25%。国内外宏观与政策面的消息是过去一年中的主要“市场推手”。而与三大基本金属市场相比，锌跌幅仍旧居前，基本面疲软的拖累持续呈现。

2. 锌市基本面难觅过多提振因素。全球锌市供应过剩局面没有得到根本缓解，这在中长期仍将是制约锌价的最主要因素。去库存压力在2012年仍将继续。而我国持续受累于产能过剩的格局，行业整合仍需时间。产量增加的同时，消费前景堪忧。镀层板产量呈稳定增长态势，但2012年环保整治向镀锌行业蔓延可能会伤害到锌的需求。终端消费领域也经历着行业寒冬。

3. 积极的消息是上游锌精矿市场供应偏紧的局面有望延续，锌精矿易涨难跌有望为锌价提供成本支撑。与此同时，低价吸引现货背景商家也有望促成锌价的回升，阶段性反弹行情仍值得期待。

4. 宏观面因素整体偏空。全球经济走势分化，整体复苏进程放缓，“中国需求”也出现减速迹象。价格的重大风险仍旧来自于欧债危机。明年一季度是欧债危机的重要风险窗口。但全球大多数经济体货币政策转向宽松或为经济复苏注入动力。

5. 2012年锌市在宏观以及供需面的作用下，继续呈现偏空走势的概率较大，但下跌难一蹴而就，多空因素充斥导致震荡或成常态。沪锌15000点市场认可度有所显现，下方空间或有限，但疲弱基本面以经济复苏缓慢压制上方高度，预计2012年沪锌震荡区间大致在12000-20000点。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断，并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

第一部分 行情回顾

一、2011 年锌市场行情回顾

图 1：LME 锌期货市场走势图



资料来源：文华财经、永安期货研究院

2011 年国内外锌市震荡特征较为明显，缺乏持续的单边行情，但纵观全年，整体弱势格局仍旧突出，两市锌价年底收官时较年初已大幅下挫近 25%，基本回落至去年 6 月的水平。而与周边三大基本金属市场相比，锌跌幅仍旧居前，基本面疲软的拖累持续呈现，在年初伦铜屡创新高之时，锌市反应仍相对平静，旺季不旺的特征也较为明显。锌价的下跌固然与基本面有一定关系，但国内外宏观与政策面的消息显然是过去一年中的主要“市场推手”。从年初国内紧缩政策、3 月的日本强震到其后中东北非政治乱局、利比亚内战，再到美国国债僵局以及其后欧洲债务危机的全面爆发，市场反复受到冲击。锌价跟随周边市场起起伏伏，主要呈现以下 4 个阶段性特征：

第一阶段：中国紧缩政策、日本强震、“阿拉伯之春”齐施压，锌价震荡回落

这一阶段始于年初，终于 5 月上旬，宽幅震荡特征较为明显，大体表现可谓波澜不惊，同期沪锌表现明显弱于伦锌。1 月内外锌市终止了 12 月以来的上涨步伐。在年初伦铜屡创新高之时，锌市反应相对平静。基本面的疲软拖累期锌未能跟随周边铜市的强势上涨态势，对于中国出台紧缩政策的担忧持续打压盘面。但临近月底，铜市的上涨以及美元的疲软在一定程度上对锌市产生提振，锌价探底回升。2 月内外锌市大致呈现冲高回落的走势。伦锌多数时间围绕 2500 美元关口震荡，表现仍旧落后于铜，受制于基本面的疲软，春节期间涨幅亦有限，节后虽在铜价高位滞涨时受资金推动出现补涨，但在 2600 点处承压，中国紧缩货币政策以及利比亚局势动荡均令市场避险情绪升温，伦锌 22 日单日跌幅逾 5%。沪锌节后在资金推动下度走出一波强劲补涨行情，盘中曾突破 20000 点大关，但国际紧张局势的升温使其在 22 日当日收出一根带长下影线的大阴线，将 2 月以来的涨幅几乎全部吞噬，市场避险情绪的升温令资金纷纷出逃，锌价再度陷进震荡格局。

3 月上旬，评级机构下调希腊以及葡萄牙评级导致市场对欧洲主权债务危机的忧虑重燃，与此同时中东及北非的紧张局势持续升温令市场承压，内外锌市走出一轮快速下挫行情，伦锌最低探至 2229 美元，沪锌最低探至 17665 元，失守 18000 点。3 月 11 日日本发生 9 级强震并引发海啸，震后更出现核泄露危机，恐慌情绪蔓延，商品市场普现跌势，但锌市一枝独秀，多头移仓以及价格优势吸引资金进入令其在 3 月下旬出现温和反弹，上海铅期货的上市也令其小幅补涨，伦锌反弹略强于沪锌，但伦锌 2400 点仍旧久攻不克，沪锌在

18000 点亦表现的恋恋不舍，因此锌市整体仍维持盘整走势。

消费旺季的来临以及沪铅上市一度令基本金属市场在 3 月底出现反弹，但旺季不旺，市场以去库存为主，加之不利的宏观环境，反弹转瞬即逝。4 月 11 日市场风险爆发，高盛唱空商品、标普下调美国评级前景、中国紧缩货币政策以及欧债危机悬而未决等消息齐聚。与此同时，基本面疲软态势加剧，两地库存持续攀升。5 月月初一场大面积的暴跌自贵金属市场白银和黄金蔓延开来，系统风险的释放令美元走高、原油暴跌，伦锌险失守 2000 美元关口。

第二阶段：高盛唱多、库存下滑以及 QE3 预期推动锌价震荡走高

市场在 5 月下旬出现一丝转机，锌市出现了一轮近两个月的上涨，这也是在 2011 年仅有的持续时间较长，涨幅相对较大的单边上涨行情。由于高盛报告唱多原油和铜锌，伦锌在 5 月下旬出现较为强劲反弹，月底逼近 2300 美元关口，沪锌重返 17000 点上方。其后两市锌价虽未改震荡格局，但重心有所上移。6 月中旬锌价一度遭遇重挫，美国经济增速放缓、欧洲国家特别是希腊主权债务问题屡起波澜、中国经济数据不佳等因素施压盘面，伦锌一度回落至 2200 点下方，沪锌则再度跌至 17000 点。但其后由于希腊违约风险暂缓，投资者风险偏好得以改善，两市库存开始出现下滑势头，似暗示锌消费的启动。锌价重拾涨势。锌锭进口关税下调的消息令反弹呈现外强内弱的局面。6 月底伦锌有效突破 2300 美元重要阻力，上冲 2400 点，沪锌主力则向万八关口靠拢。7 月锌市一度延续 6 月反弹，强势走高，内外锌价尝试冲击 4 月高点。库存下滑以及对于美国 QE3 的预期是上旬提升锌价的主因，基本面较好的铜铝带动有色市场，美债迟迟未能解决令美元遭到抛售，资金流入有色市场，锌价破位上行。

第三阶段：美债问题与欧债危机共振，锌价深度下挫

7 月底至 10 月下旬，锌市经历了一轮深度下挫行情，宏观因素主导市场走向。7 月下旬以来对于美债问题的担忧在 8 月初得到延续，尽管两党在最后关头达成协议，但未能挽救市场信心，一连串利空经济数据、标普下调美国 AAA 评级等因素促使商品市场在 8 月初经历一轮深跌，锌市未能幸免，伦锌最低探至 2034.3 美元/吨，沪锌最低跌至 15690 元/吨。8 月 8 日，两市短期出现见底迹象。对于美联储或推出第三轮量化宽松政策救市的预期不断升温，内外锌市迎来反弹，锌价震荡走高，但整体幅度较为有限，市场担忧情绪仍旧蔓延。9 月下旬震荡局面被打破。以欧美为代表的全球疲弱的经济数据及欧洲债务危机的持续深化令市场承压。21 日晚间，美联储宣布推出 4000 亿美元“扭曲操作”而非 QE3 令市场大失所望，同时美联储确认美国经济下滑风险加剧，市场恐慌情绪释放，系统性风险导致全球股市及商品暴跌，工业品市场成为重灾区。两地锌价破位下行，其中不乏跌停。国庆节休市期间，伦锌反弹走高，但欧债问题频出，反弹较为谨慎。节后沪锌也未有补涨举动。随后欧债问题持续恶化加之全球经济数据不佳，锌价持续回落，20 日伦锌与沪锌分别创出年内低点 1740 美元/吨和 13859 元/吨。

第四阶段：欧洲风险持续、央行联手救市、多空博弈下锌价低位震荡整理

自 10 月创出年内低点后，两市锌价开始低位回抽。欧盟峰会的一揽子计划一度缓解市场焦虑情绪，同时两市库存持续减少提振锌价。市场多空消息交织，欧债进一步扩散对市场形成打压，但 11 月底全球六大银行联手救市，向市场注入流动性，商品市场集体飙升，伦锌一度重回 2000 点上方，沪锌则尝试收复 16000 点。但涨势短暂，其后由于缺乏进一步积极消息刺激，加之欧盟峰会结果差强人意，12 月两市锌价再度自高位回落，这期间沪锌表现较为稳定，滞涨抗跌，伦锌则悉数吐出 10 月下旬以来的全部涨幅，惨淡告别 2011 年。

第二部分 锌产业链分析

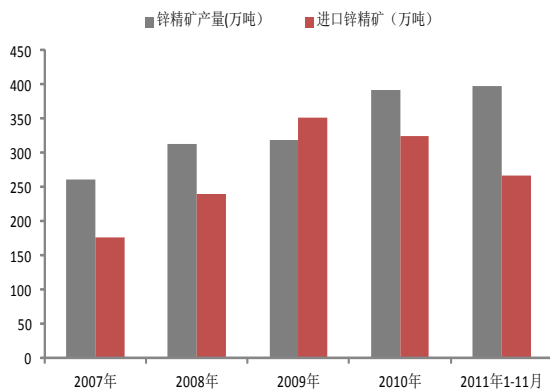
一、上游原料市场

今年国内原料市场供应持续呈现偏紧的局面。年初春节矿企放假，北方冬季天气寒冷以及前期锌价回调导致矿企纷纷减产令锌精矿产量下滑，一些下游冶炼企业出现购矿难的情况。虽然5月中国锌精矿产量大幅增长，但此后南方大量降雨以及泥石流灾害对锌精矿生产和运输造成一定的影响，8月部分省区降雨增多，对部分铅锌矿企的生产造成了影响。9月以来，陕西、四川等省局部地区频降暴雨，虽然受灾地区铅锌矿生产并不集中，但铅锌矿的运输受到较大影响，国内锌精矿市场供应持续偏紧。

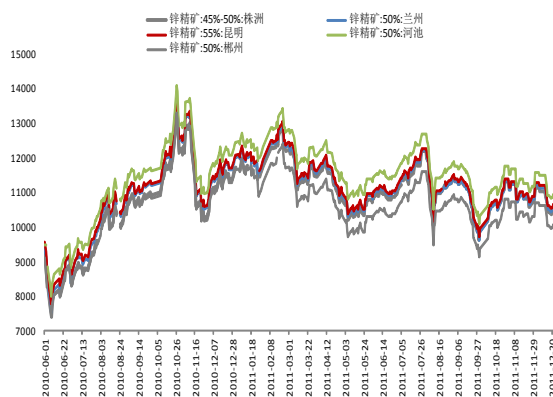
二季度以来，进口锌精矿的加工费出现了大幅的滑落，并且在第四季度创下了70美元/吨的低位，与此同时，国内矿加工费也在逐步走低。矿价跟随现货锌价格，当锌价长期低迷时，矿企也倾向于采取惜售策略，这就导致今年虽然国内锌精矿产量较去年略有增长，但国产精矿的采购仍然甚是紧张，而国内加工费也相应出现下滑，2011年国产锌精矿价格相对锌锭价格出现了一定滞跌性。虽然进口加工费逐步走低，抬升了进口矿成本，但同时国内精矿的加工费也在不断减少。两者比较，进口矿仍然存在一定价格优势，在国内矿企惜售情绪依旧的态势下，国内冶炼企业对于进口矿的需求较为稳定。11月中国进口锌精矿为26.09万吨，环比增25.72%。

2012年全球锌精矿产量预计仍旧充足，但并不代表我国原料供应同样充足。我国锌精矿对外依存度在50%以上，特别是大中型冶炼企业对于进口矿依赖度较大。近年来国内矿山的投资增速开始加快，自给能力有所提高，进口锌精矿数量在2010年已经有所回落，今年1-11月进口量也落后于去年同期。但国内以中小企业为主的格局难以改变，锌矿供应波动较强，此外国内锌矿品位偏低。我国锌矿市场保持着显著的卖方市场特征，预计锌精矿价格仍将易涨难跌，对于锌价也将产生一定的成本支撑作用。

图 2：锌精矿供应



锌精矿价格



资料来源：wind、永安期货研究院

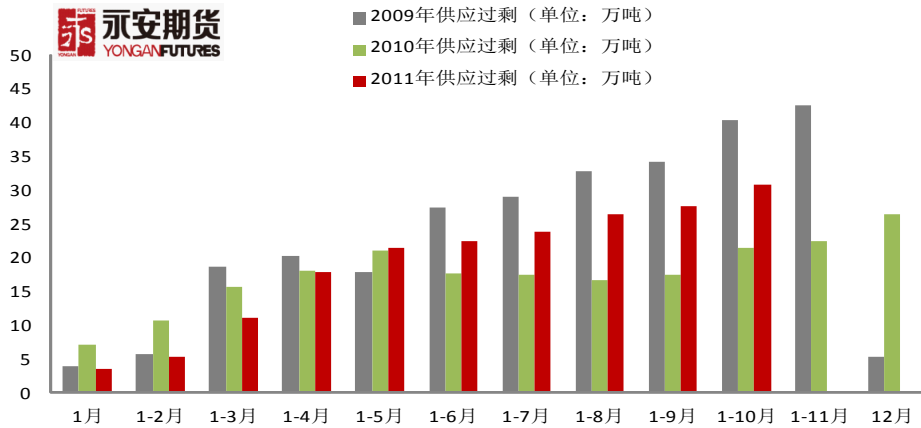
二、中游供需市场

1、全球锌市供过于求的格局在中长期仍将是制约锌价的最主要因素

锌价格在基本金属中持续偏弱的局面与其自身的疲软的基本面直接相关。全球锌市持续

处于供应过剩的局面。国际铅锌研究小组 (ILZSG) 公布的数据显示, 2011 年前 10 个月全球锌市供应过剩 30.8 万吨, 高于 2010 年同期的 21.3 万吨。ILZSG 亦称, 1-10 月, 全球精炼锌产量为 1082.1 万吨, 消费量为 1051.3 万吨。另一权威机构世界金属统计局(WBMS) 对于供应过剩局面的统计更为悲观。该机构称, 2011 年前 10 个月, 全球锌市供应过剩 50 万吨。2010 年同期全球锌市供应过剩 41.5 万吨, 精炼锌产量较 2010 年同期增加 3%, 而消费量则小幅增长 1%。产量的增加量远高于消费量的增加。数据表明全球锌市供应平衡仍将长期处于供过于求的局面, 中长期仍将是制约锌价的最主要因素。

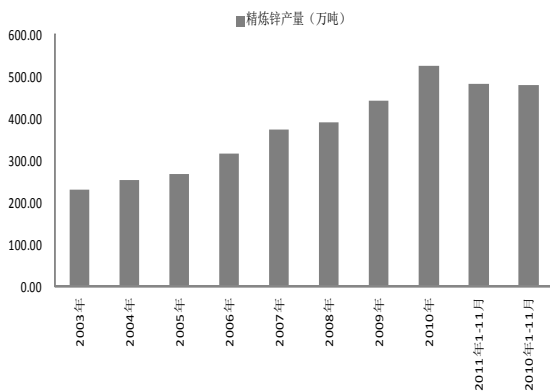
图 3：国际铅锌研究小组全球锌供需



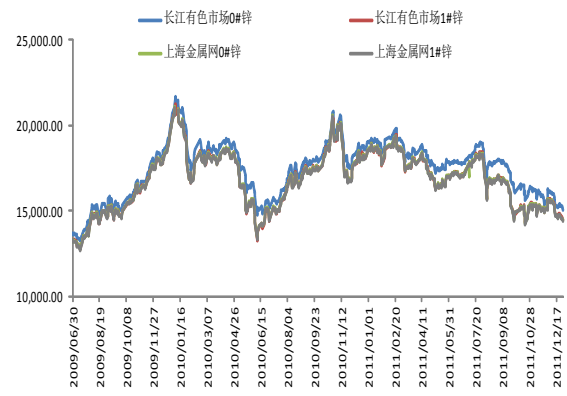
资料来源：ILZSG、永安期货研究院

2、冶炼产能过剩，产量居高不下，供应相对宽松

图 4：精炼锌产量 (左)



精炼锌现货价格 (右)



资料来源：wind、永安期货研究院

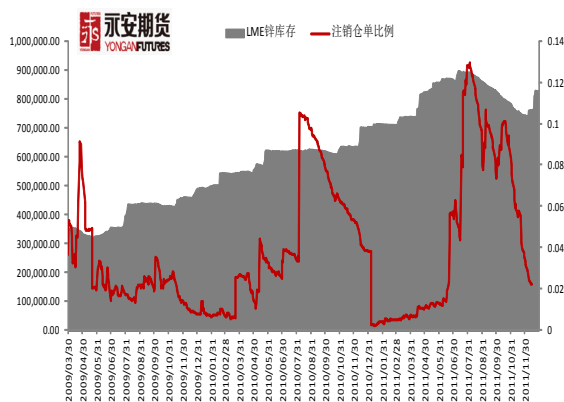
中国是全球最大的锌生产国和消费国, 因此其供需面的变化直接影响着全球锌价的走势。2011 年上半年由于国内锌冶炼行业受困于原料供应问题, 开工率受到影响, 锌价走势疲软也令冶炼厂降低产能利用率, 国内精炼锌产量增速大幅放缓。下半年由于企业开工率的增加加之国内锌的新建产能陆续上马, 我国精炼锌的产量有所回升。根据中国有色金属工业协会公布的数据显示, 10 月国产锌产量 47.43 万吨, 环比增加 4.77%, 1-10 月累计产量 429.27 万吨, 同比增 0.86%。11 月精炼锌产量 45.14 万吨。目前我国锌市仍存在冶炼能力大于市场需求, 市场需求大于矿山生产能力的这个结构性问题, 而 "十二五" 期间, 这一

结构性矛盾仍是主要矛盾。中国锌冶炼产能自2000年以来快速增长，2010年我国锌冶炼产能为633.5万吨，产量约为513万吨。随着新增产能的陆续建成投产，2011年我国锌冶炼产能有望突破700万吨，从产量来看，2011年1-11月累计产量为482.6万吨，高于去年同期的479.9万吨，产量有望持续处于高位。供应充足在一定程度上将限制锌价的走高。2010年，我国淘汰落后锌冶炼产能1.24万吨；2011年，我国淘汰落后锌冶炼产能33.83万吨。“十二五”期间，我国锌行业限制新增产能和淘汰落后产能的任务仍十分艰巨，行业整合仍需时日。

3、去库存压力在明年仍旧沉重

2011年上半年伦锌库存持续增加，至7月中旬达到历史高点89万吨，其后伦锌库存持续回落，库存流出状态持续至12月初，库存自高位回落至最低73万吨左右，较7月中旬库存最高时期的89.48万吨下滑了近7万吨。但12月以来LME锌库存没有延续减少态势，反而大幅增加，前期的跌幅基本收回，截止12月30日，伦锌库存已经回升至82万吨左右，注销仓单呈现下滑的态势，暗示后期库存可能依然会有增加。这期间，伦锌现货贴水变化幅度较大，月初出现小幅升水，幅度大概在6左右，表明现货相对受到青睐，处于一种不正常的水平，升水有走低需求，随后库存开始增加；但是在12月中旬，贴水再次逐步转为升水，库存变化相对不大。月末，升水缩小并再次逐步转为贴水，库存开始走高。

图5：伦锌库存



沪锌库存

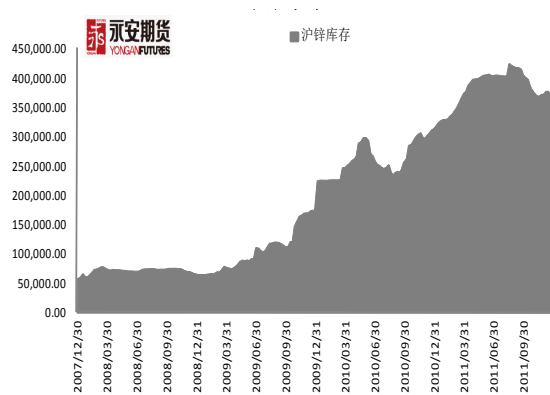
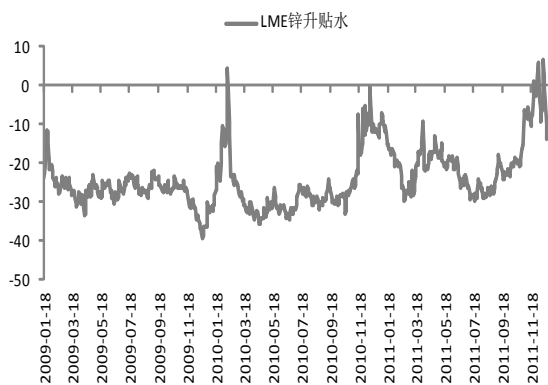
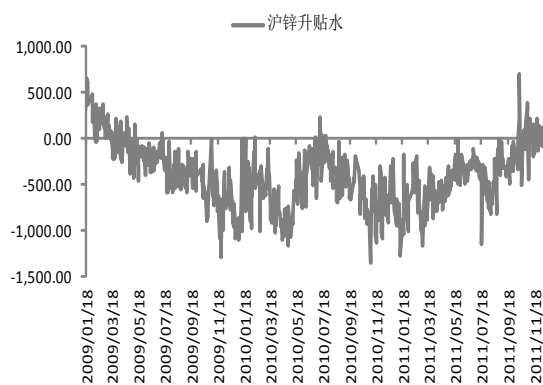


图6：伦锌升贴水



沪锌升贴水



资料来源：wind、永安期货研究院

沪锌库存在2011年前期也呈现出单边增长的态势，创纪录的水平出现在8月中旬，最

高达 42 万吨，这与伦锌有所区别。8 月中旬库存的激增主要与上期所批复 3 家指定交割仓库扩大锌交割库容有关，新增库容量达 7 万吨。自 9 月以来沪锌库存也呈现出持续流出状态，并稳定在 36-37 万吨的水平，年底也没有出现显著的增加状况。

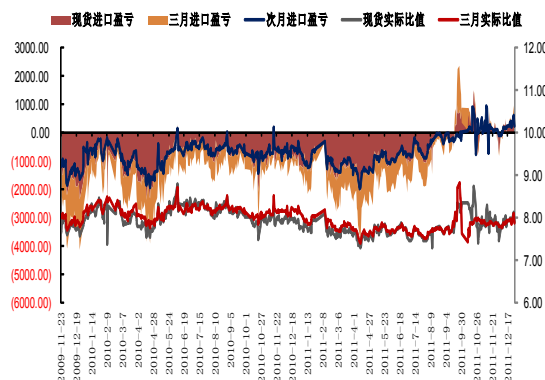
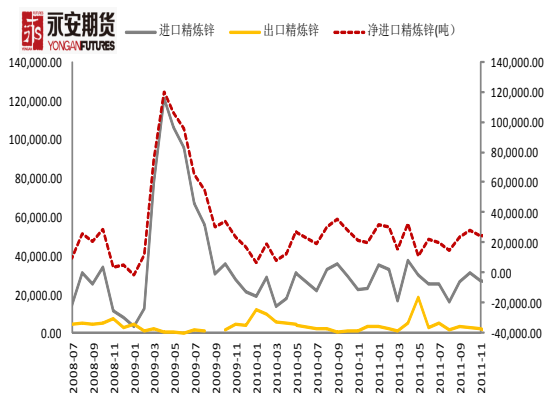
目前来看，两市库存仍接近 120 万吨，库存压力仍旧较大。而对于三季度以来库存的减少，市场普遍认为并非下游需求驱动。这期间无论是下游锌合金企业还是氧化锌企业，开工率都有所下滑。库存下滑有两种可能，一方面，锌价下滑导致冶炼厂惜售，市场货源不足，库存得以消化；另一方面，由于现货与期货间的价差缩小，甚至达到升水附近，投资者倾向于买进期货，卖出现货，因此造成了库存的减少。就目前来看，消费动力仍不足以推动库存实质下滑，未来锌市仍面临去库存压力。

4、锌锭进口关税下调加之套利窗口打开，精炼锌进口有所增加

从进出口情况看，2011 年上半年两市比值处于相对低位，锌进口套利窗口大多时间处于关闭的状态，因此精锌进口较为低迷，2 月精炼锌进口仅 16843 吨。二季度我国精炼锌进口维持在正常水平。6 月 24 日财政部消息称，自 2011 年 7 月 1 日起锌锭进口关税将由目前的 3% 下调至 1%。粗略估算，进口关税由 3% 向下调至 1% 能令每吨进口锌的成本下降 350 元左右。然而由于进口锌锭持续处于亏损状态。7 月精炼锌进口量仅为 16237 吨。进口市场在 9 月开始出现转机。沪伦比值逐步走高，进口亏损逐步减小，商家进口开始盈利，刺激进口意愿逐步增强，进口数量显著增加，海关数据显示，10 月中国进口精炼锌 26854 吨，同比增加 20.35%；11 月中国进口精炼锌 25649 吨，同比增加 10.82%。12 月进口仍旧趋于盈利，进口有望增加。进口数量的增加应该说是政策以及价格优势共振的结果，进口数量增加导致国内供应的增加，锌价承压。

图 7：精炼锌进出口

锌进口盈亏



资料来源：wind、永安期货研究院

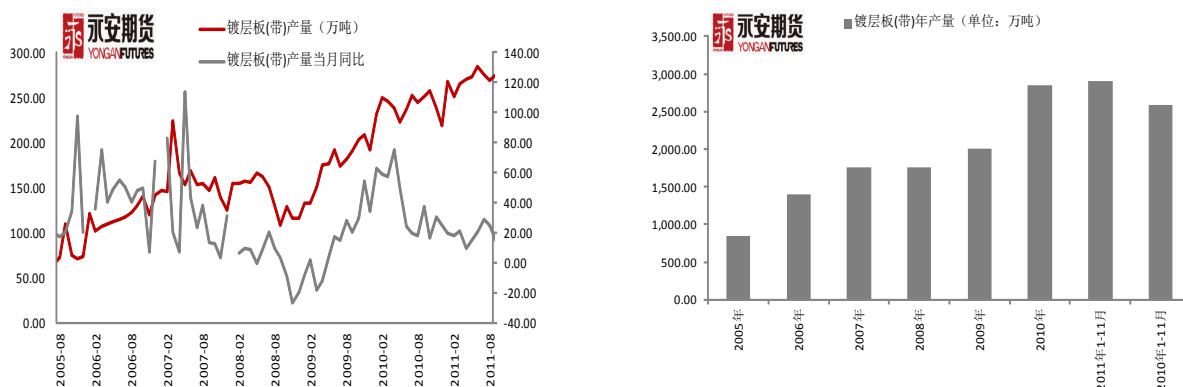
三、下游消费市场

1、镀层板产量稳步上升，将持续提振锌需求

从锌的初级消费来看，镀锌领域锌消费量达 55%。中国镀层板的产量在 2011 年继续呈现稳步上升的态势。国内镀层板产量在 4 月份一度出现下滑，主要是受到下游汽车以及房地产市场增速放缓的拖累。但 5 月以来镀层板产量一路攀升。2011 年 1-11 月间，中国镀层板产量为 2900.2 万吨，已超出去年全年 2846.6 万吨的产量，镀层板产量的稳定将支撑锌

需求。但 2012 年环保整治向镀锌行业蔓延的可能性较大，这为锌消费埋下隐患。

图 8：镀层板（带）产量



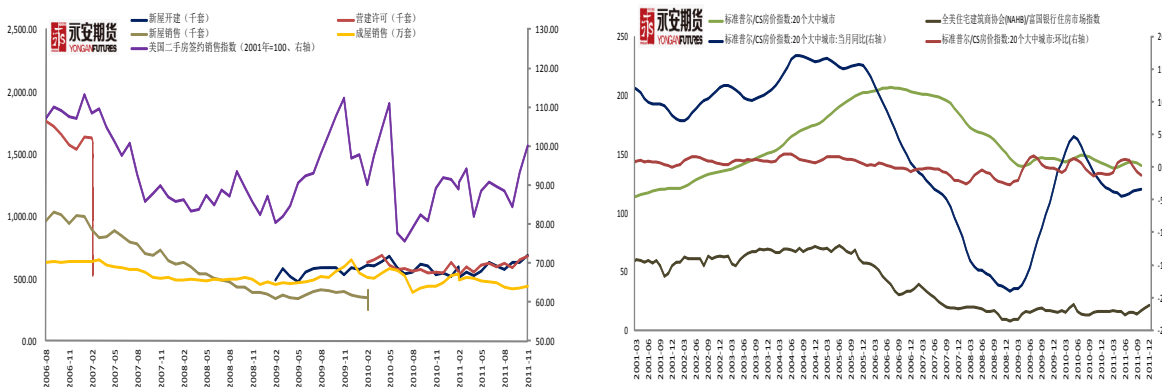
资料来源：wind、永安期货研究院

2、房地产市场

2.1 美国房地产市场发出底部企稳信号

美国房地产行业自金融危机以来受信用紧缩去杠杆化和失业率影响，需求受到严重抑制，该领域出现急速回落。此前美国政府推出的各项经济措施都未能有效刺激房地产市场复苏，加之经济环境持续不佳，这导致房地产行业始终处于底部徘徊的阴霾之中。但这一情况在近期有所改变。美国 10 月份营建开支环比增速超预期，私人建筑项目投资创近两年来新高。11 月新屋开建量创下了 1 年半新高，而衡量未来营建活动活跃度的营建许可数据更创下 2010 年 3 月以来的最高纪录，这主要得益于市场对租赁公寓的需求明显增长。11 月新屋销量创下了今年 4 月以来新高，二手房销量环比涨 4%。10 月二手房签约销售报告显示，签约指数环比大涨 10.4%，涨幅创下了近一年来新高。美国住房建筑商协会 (NAHB) 和富国银行联合发布的信心指数报告则显示，12 月建筑商的信心指数创下了 19 个月来新高，房价指数在最近几个月走势亦平缓，房地产市场的数字在年末呈现出改善势头似释放出房地产市场正在趋稳信号。但房地产行业受经济大周期影响较为明显，实质好转仍赖整体经济的强劲复苏。不可否认的是，美国房地产市场一旦走出低谷，对锌需求将是极好的消息。

图 9：美国房地产市场数据

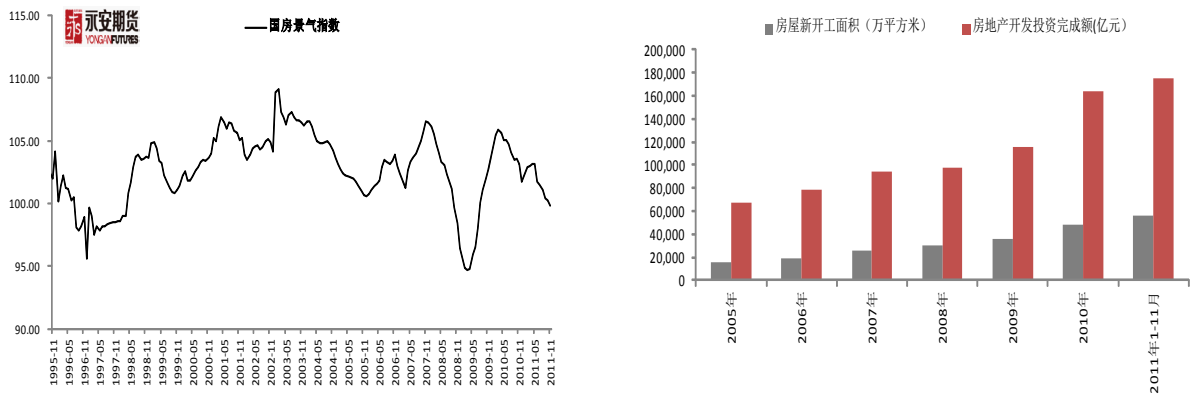


资料来源：路透、永安期货研究院

2.2 明年国内保障房建设总量不及 2011 年，对锌需求拉动或受限

2011 年国内房地产市场“调控”仍是主基调。自 2010 年房地产调控正式启动以来，国房景气指数从高位开始回落，虽然今年 4 月份一度环比回升，但在严厉的调控政策之下，终未改变国房景气指数一路下探的趋势，11 月全国房地产开发景气指数创下 28 个月新低 99.87，低于景气临界点。国家对于房地产市场的连环调控虽然在一定程度上打压了市场人气，但由于中央要求各地政府要不惜一切代价保证保障性住房的开工，因此房地产开发投资以及房屋新开工面积并未出现明显下滑。2011 年前 10 个月全国房地产开发投资增速依然超过 30%，而国家统计局发布的最新数据显示，1-11 月，全国房地产开发投资完成额达 55483 亿元，同比增长 29.9%。1-11 月，全国房屋新开工面积累计值达 174952 万平方米，同比增长 20.5%。房地产调控在 2012 年有望继续，全国商品房销售在 2011 年 8 月即出现见顶迹象，“去库存”在明年将会成为房市主基调。资金压力仍是房地产开发商面临的一大难题。在 12 月 22 日举行的全国性住房保障工作座谈会上，住房和城乡建设部已代表国务院保障性安居工程协调小组与各地签订 2012 年保障性安居工程建设目标责任书。2012 年保障房新开工建设规模为 700 万套，较 2011 年 1000 万套明显减少，对锌需求的拉动或受限。不过住建部已计划在 2012 年竣工保障房 500 万套以上，实际建设压力将超过 2011 年或为需求增加提供机会。

图 10：中国房地产市场数据



资料来源：wind、永安期货研究院

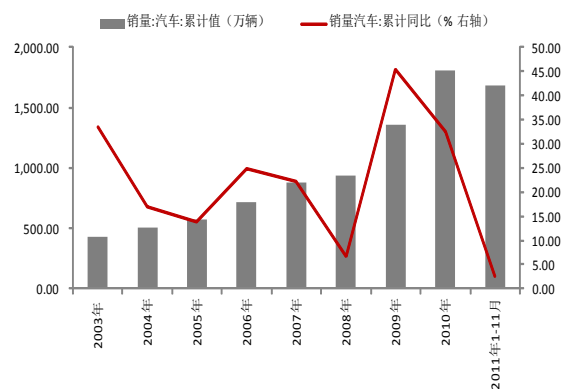
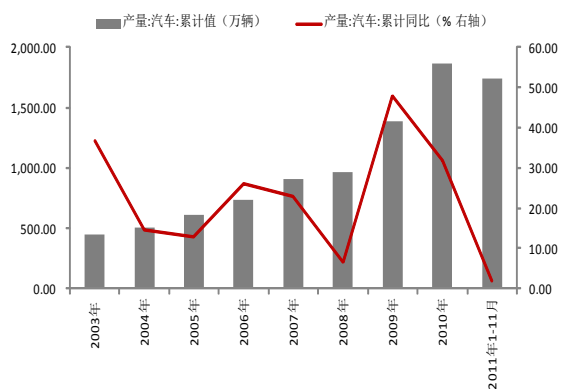
3、汽车行业或将回归理性消费

中国汽车工业协会发布的汽车工业产销数据显示，2011 年 1-11 月，国内汽车累计产销 1672.83 万辆和 1681.56 万辆，同比增长 2.00% 和 2.56%。中汽协认为，在 2011 年还有最后一个月的情况下，全年汽车产销距上年 1826 万辆和 1806 万辆分别还有 154 万辆和 125 万辆的差距，就目前汽车产销的增长情况看，全年达到上年水平，并有一定的增长没有悬念。

经历了去年底车市的“井喷”，2011 年汽车行业面临周期性调整，资金面紧张、购置税优惠等政策退出、燃油价格不断攀升、部分城市治堵限购政策实施、油耗准入政策实施、日本地震影响产业链供应以及前期过度透支的消费等因素造成 2011 年汽车产销增速放缓，汽车行业将告别高速上升时代，2012 年车市有望进一步回归理性消费。作为镀锌板的重要消费领域，汽车行业增速放缓对于锌消费不是好消息。

图 11：汽车产量

汽车销量



资料来源：wind、永安期货研究院

第三部分 2012 年影响锌价的宏观因素

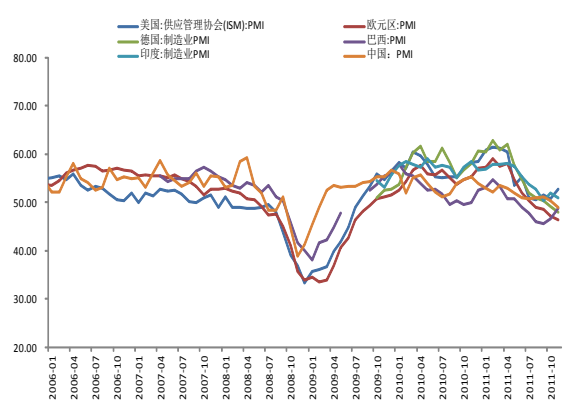
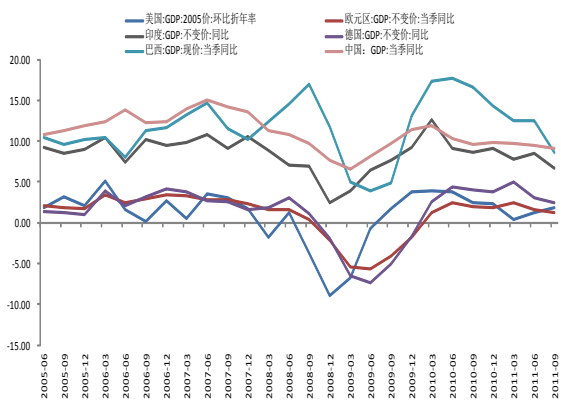
作为金融属性较强的品种，宏观环境以及周边市场对于锌市走势的影响不容忽视。目前来看，宏观面消息呈现出悲观的一面，但这中间也蕴含着一些积极的讯息。

一、全球经济走势分化，整体复苏进程放缓，“中国需求”减速

2011 年全球经济出现了分化的势头。美国经济在 2011 年上半年表现较为疲软，然而秋季开始美国经济出现提速迹象，3 季度 GDP 总量的环比年化增长率为 1.8%。四季度以来，尽管欧债危机等外部风险蔓延，但美国经济表现仍旧较其他国家亮眼，消费开支持续增长以及库存下降等种种迹象均为 4 季度 GDP 的增长做出良好的铺垫，目前市场普遍预计 4 季度经济将继续温和回升。但客观来说，虽然美国经济持续复苏，但仍未恢复到 08 年危机前的水平，今年整体走势不如去年。此外美国也面临着自身债务以及外部风险的冲击，经济复苏的根基仍旧不稳固。相较之下，处于危机中心的欧洲经济则更不乐观，持续的信贷紧缩、主权债务问题、缺乏竞争力以及节约计划均对经济产生严重拖累。经合组织预计，欧元区经济今年第四季度将环比下滑 1%，明年第一季度环比继续下滑 0.4%。此外，数据显示，新兴经济体中国、巴西和印度等国的经济增速都在放缓，巴西经济在今年第三季度陷入停滞。经济复苏进程放缓或将拖累商品价格的走高。

图 12：各国 GDP

各国 PMI



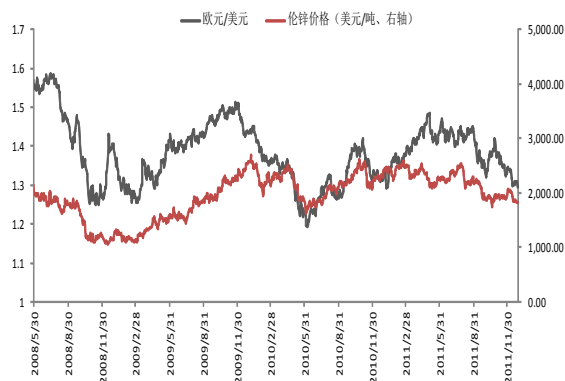
资料来源：wind、永安期货研究院

而与工业金属需求联系较为紧密的制造业目前也出现了分化的势头。美国制造业2011年4季度以来持续扩张，欧元区受欧债危机的拖累萎缩的步伐在加快，中国制造业采购经理指数(PMI)在11月环比回落1.4个百分点至49%，是自2009年3月份以来首次回落到50%的荣枯分界点下，市场需求显示疲态。“中国需求”一直被视为有色金属的引擎，需求减速令金属价格堪忧。

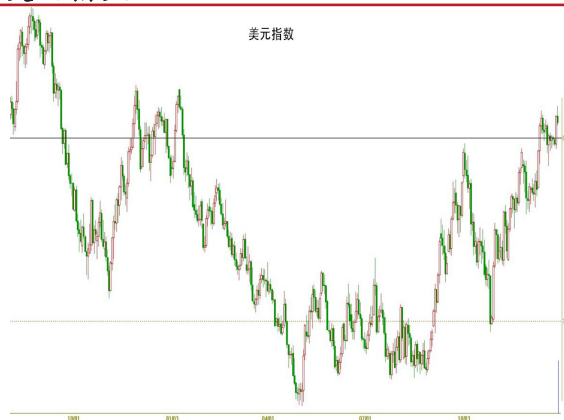
二、价格最大风险：欧债危机的恶化

今年下半年，锌价与欧元/美元汇率之间的走势非常接近(图13左)，这在一定程度上验证了欧债问题对锌价的指向性。欧债危机如何演绎无疑将是决定大宗商品价格走势的主要因素，同时也是最大的风险。欧债危机在2011年下半年已经严重伤害到全球经济的增长，而针对危机解决始终缺乏实质性方案。2012年第一季度，欧元区多个国家将迎来债务到期偿付的高峰期，这将是欧债危机的一个重要风险窗口。意大利或将成为危机的焦点，其明年将发行2750亿欧元的国债，同时有大致2000亿欧元的市场债券到期，大部分集中在2-4月(需要赎回900亿欧元债券);而西班牙全年将发行1740亿欧元的国债，时间集中在1、4、7、10月。考虑到现在意大利和西班牙融资成本高企，明年年初的国债集中拍卖将成为影响市场的重要因素，欧债危机很可能还要继续深化和蔓延。市场对欧元区的信心将会接受严峻的考验，对债务违约、无序重组以及欧元区解体等风险的担忧也将持续扰动市场。为了避免欧债大规模爆发对全球政治以及经济格局产生重大冲击，欧盟领导人以及欧洲央行会不遗余力的加大救助力度。但在问题解决前，金融市场的波动不可避免，这也将是2012年锌价面临的最大的利空因素之一。

图 13：伦锌与欧元 / 美元



美元指数



资料来源：文华财经、永安期货研究院

同样需要注意的还有美元的走势。9月欧债问题爆发导致欧元兑美元大跌，美元受到支撑一路强势上行，目前已升至80点附近。目前美联储无意推出QE3，与此同时一季度欧债若继续深化，欧元可能继续疲软，两者共振有望继续支撑美元走强，继而施压商品。

三、价格上涨动力：宽松货币政策预期

四季度以来，全球绝大多数经济体货币政策都在转向宽松。美国QE2在6月结束后，尽管没有出台QE3，但推出了“扭曲操作”，而4季度的经济数据也不负众望，其对经济已经产生了阶段性的改善。欧洲方面，当欧债危机在泥潭中难以脱身之时，为抵御经济下行风险，欧洲央行也在11月宣布降息。中国则在11月底迎来近三年的首次下调存款准备金率。

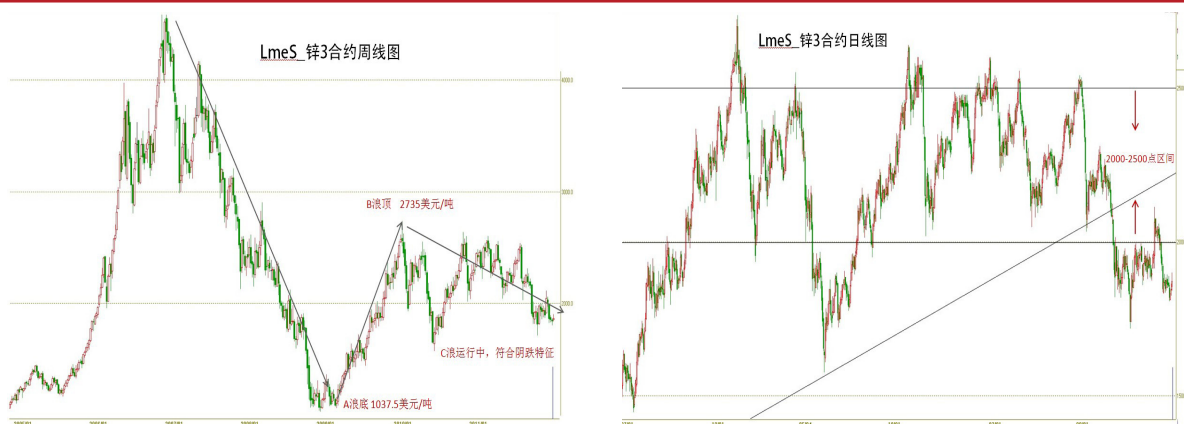
明年欧债危机深化的风险犹存，全球经济增长一如 2011 年将受到威胁，货币政策有望进一步宽松。居高不下的失业率将令美联储长期保持宽松货币政策，通胀压力在近期缓解为美联储提供了更多的政策空间，当美国经济增长动力转弱或周边环境恶化，QE3 有望被提上议程。欧元区面临的风险更为严峻，当危机深化时，欧洲央行有望采取更为积极的货币政策。我国的货币政策也发出了“微调”的信号。中央已经明确 2012 年实行稳健的货币政策，并因时因势进行预调微调。考虑到 2012 年经济增速下滑的风险，货币政策有望继续放松，12 月 5 日下调后，国内大型银行存款准备金率为 21%，仍处于历史较高水平，后期下调存准率有望继续成为“微调”过程中的首选数量型工具。2012 年全球范围内可能出现间歇性的刺激政策以对冲风险的预期有望阶段性地提振市场信心，为金融市场提供上涨的动力。

第四部分 技术分析

从伦锌的长期走势图来看（见图 14 左），在始于 2004 年的大牛市中，伦锌已经突破了 1000 美元以下的价格区间进入到 1000-4500 美元的新的价格区间运行。金融危机的爆发导致伦锌从高位出现大幅下跌，并在 2006-2007 年期间形成了一个比较标准的三重顶形态，这个时间跨度很长的头部反转形态的能量极为巨大，伦锌直接跌至 1000 美元这个牛市起点附近，走出了比较标准的下跌 A 浪行情。从 2009 年开始，在以伦铜为代表的金属品种大幅反弹的带动下，伦锌开始了触底反弹，走出了一波 B 浪反弹行情，并在 2010 年初达到了一个阶段性顶部 2800 美元附近，之后伦锌就陷入了宽幅震荡走低的格局，始终未能突破该高点，阴跌的走势也符合 C 浪的特征，通过黄金分割点位测算，B 浪的反弹的高点基本处于前期牛市的 50% 处，从形态角度而言基本标准，因此目前认为伦锌仍处于大 C 浪运行之中，阴跌局面有望延续。

从短期走势来看（见图 14 右），9 月暴跌前伦锌始终围绕 2000-2500 美元区间宽幅震荡，9 月破位下行后，伦锌跌破了 08 年底 09 年初以来形成的长期上涨线，其后 2000 点已然有支撑变为强阻力，继续观察 2000 点的争夺，若成功收复，区间震荡将延续，有望再冲击 2500 点，若无法突破，C 浪阴跌的幅度较深，不排除进一步下探可能，第一目标价位有望寻至 2010 年 6 月低点 1600 点附近。

图 14：伦锌技术分析图



资料来源：文华财经、永安期货研究院

沪锌在 2011 年整体表现要弱于伦锌，重心不断下移。但 15000 点处表现出较强的支撑作用，近 2 年来沪锌始终未能有效下破该点位。若失守，下方支撑在 12000-13000 点左右的前期震荡平台附近。沪锌上方同样面临重重技术压力，17000 点即屡次扮演阻力与支

撑的作用，因此，锌价若出现有效反弹，17000点或将为第一目标价位，有效收复后，冲击20000点几率较大。

图 15：沪锌技术分析图



资料来源：文华财经、永安期货研究院

第五部分 后市展望

总体来看，2012年锌市在宏观以及供需面的作用下，继续呈现偏空走势的概率较大，但下跌难一蹴而就，多空因素充斥导致震荡或成常态。

基本面难觅过多提振因素。全球锌市供应过剩局面没有得到根本缓解，这在中长期仍将是制约锌价的最主要因素。去库存压力在2012年仍将继续。而我国持续受累于产能过剩的格局，行业整合仍需时日。产量增加的同时，消费前景却堪忧。镀层板产量呈稳定增长态势，但2012年环保整治向镀锌行业蔓延的可能性非常大，进而可能会伤害到锌的需求。此外，终端消费领域也面临着行业寒冬。美国房地产近期出现底部企稳信号，但其受经济大周期影响较为明显，实质好转仍赖整体经济的强劲复苏。国内房地产开发受制于政策打压，呈现低迷态势，而2012年保障房建设总量不及今年，对锌需求的拉动或受限。汽车行业也面临周期性调整，产销增速放缓，有望回归理性消费。但值得注意的是，上游锌精矿市场供应偏紧的局面有望延续，锌精矿价格易涨难跌有望为锌价提供成本支撑。与此同时，低价吸引现货背景商家也有望促成锌价的回升，阶段性反弹行情仍值得期待。

目前种种迹象表明明年上半年，特别是2-4月，是欧债危机的一个危险窗口，如果欧洲国家决策层应对不当，导致危机进一步深化，锌价不排除进一步探低的可能。但目前笔者认为，由于市场已经对此有所预期，压力提前释放，下方空间或有限。相反年初抢眼的美国经济有望成为市场的主导力量，反弹行情值得期待，但由于市场不确定性犹存，走势取决于市场对于欧债问题的反应，应以避险为主。而随着系统风险的释放、各国央行可能出台更多宽松货币政策以应对经济下滑风险以及消费旺季概念的炒作将逐渐增强，二、三季度或为更可信的反弹时点，但高度将受制于基本面以及全球经济复苏缓慢的压力。临近年末，市场面临又一重大风险，即美国总统大选的不确定性，避险情绪恐再度升温，消费淡季加之资金紧张等因素将拖累锌价重回跌势。结合技术分析，预计2012年沪锌震荡区间大致在12000-20000点。

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为永安期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。