



甘 宏 亮

金属分析师

从业资格证： F0273468



023-67109158



markgan83@163.com



www.neweraqh.com.cn

经济学硕士。新纪元期货研究所金属分析师，主攻铅、锌和铝等金属期货行情研判，具有较强的逻辑判断力，擅长产业面的供需均衡分析。

## 欲涨还跌 先抑后扬

### 内容提要:

2012 年欧美经济困境与不确定因素较多，此外，中国经济增速放缓致使中国需求对全球锌市场支撑弱化，锌需求基本面承压。

在世界经济面临二次探底风险下，全球货币政策由紧缩转向放松，流动性充裕将在一定程度上助涨锌价。

随着锌价格回落到成本区间，更多的企业将面临成本压力，价格继续下降将压缩供给，有利于改善供需面。

全球 2012 年锌市总体仍将呈现出供过于求的格局，但局面将趋于好转。

2012 年上半年锌价将受全球锌去库存化影响而承压，但下半年随着库存趋于低位，供需面将在一定程度上得到好转。

2012 年上半年锌价仍会以震荡为主，期间受欧债危机影响，短期甚至有探底可能，下半年在中国经济趋稳带动下锌价走势将趋于好转，总体来看，2012 年锌价走势有望呈现出先抑后扬。

关键字：经济增速放缓 货币宽松 供需面改善 去库存化

## 第一部分 2011 年锌市情况

### 一、期市行情回顾

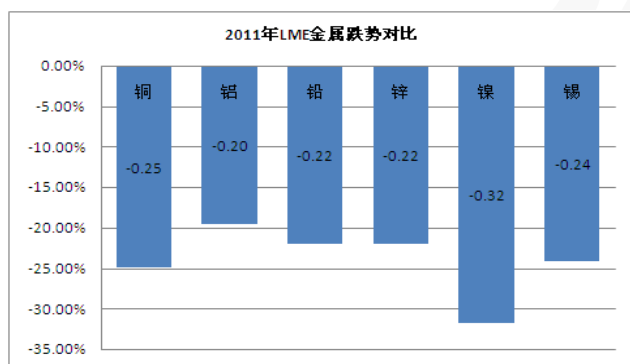
在经历了 2010 年宽幅震荡之后，2011 年伦锌走势基本可以分为高位震荡、快速下跌和超跌反弹三个阶段：第一个阶段是 1-7 月伦锌基本维持高位窄幅震荡格局；第二个阶段是 7 月底至 10 月 20 日伦锌走出一波快速下跌行情，期间伦锌经过三次探底两次整理，期价从 2539.50 美元/吨一路下滑至 1718.50 美元/吨，降幅达 32.33%；10 月下旬至本文撰写时为第三阶段，经过前期大幅下跌伦锌出现超跌反弹，但反弹的幅度仍有限。总体来看，2011 年伦锌期价大幅走低，但比伦镍、伦铜、伦锡下跌幅度要小，与伦铅下跌幅度大致相当。

表 1 2011 年锌价格情况（2011-11-25）<sup>①</sup>

|          | 起始    | 最高    | 最低    | 截止    | 涨/跌   | 变化%      |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| LME 锌 3  | 2445  | 2595  | 1740  | 1897  | -548  | -22.4131 |
| 沪锌连三合约   | 19750 | 20565 | 13865 | 14870 | -4880 | -24.7089 |
| 长江现货 0#锌 | 19100 | 19825 | 15350 | 15500 | -3600 | -18.8482 |

资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 1. 2011 年 LME 金属跌势对比



资料来源：新纪元期货研究所 文华财经

图 2. LME 伦锌电 3 周 K 线图



资料来源：新纪元期货研究所 文华财经

由图 3 所示沪锌指数周 K 线图可以看出，2011 年沪锌走势基本跟随外盘，但较 LME 期锌明显偏弱，表现出跟跌不跟涨的局势。2011 年前七个月 LME 期锌三度冲击 2500 美元/吨压力线，而沪锌指数同期形成三个波峰，仅第一次冲击触及 20000 元/吨关口，后期两个波峰明显下降，仅达 19000 元/吨附近，整体呈震荡走低态势。进入八月，沪锌指数走势与 LME 期锌基本一致，在 LME 期锌快速下跌带动下迅速下泄，沪锌指数一度探底至 13804 元/吨。后随 LME 期锌超跌反弹，沪锌指数也呈现出一定反弹走势，但力度明显偏弱。

<sup>①</sup> LME 锌 3 和沪锌连三合约为当日收盘价，长江现货 0#锌为长江现货市场当日 0#锌价格，LME 锌 3 价格单位为美元/吨，其它价格单位为元/吨。

图 3. 沪锌指数周 K 线



资料来源：新纪元期货研究所 文华财经

图 4. 沪期锌（连续）与 LME 锌 3 走势



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

## 二、基本金属中锌走势相对疲弱

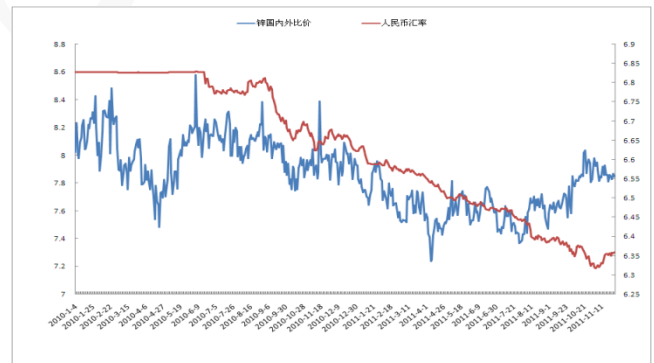
近一年沪期市各基本金属走势相似，均呈现出高位震荡、快速下跌和超跌反弹三段式走势，但各品种间也出现一定分化。上半年在国内流动性持续紧缩和欧美经济复苏乐观预期下，基本金属维持高位震荡。步入八月在国内流动性紧缩效果逐步显现、欧洲债务危机蔓延以及全球经济增长明显放缓等一系列因素作用下，基本金属期价大幅走低，部分品种跌至成本线附近，其中铝价在下跌过程中表现坚挺，期间锌价跌幅最深。

图 5. 2011 年基本金属价格走势(以 2010. 12. 31 收盘价为基期)



资料来源：新纪元期货研究所 文华财经

图 6. 国内外锌价比值与人民币汇率



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

## 三、沪伦比值波幅缩小

从国内外锌价比值来看，沪期锌价与 LME 期锌价比值波动幅度较去年明显缩小。受 2010 年年底沪期锌价与 LME 期锌价比值维持高位影响，2011 年上半年沪期锌价与 LME 期锌价比值逐步走低一度低至 7.2，之后这一比值有所抬升并稳步在 7.4-7.8 区间内震荡，下半年特别是进入八月，随着国外期锌价格大幅下挫，沪期锌价与 LME 期锌价比值再度上扬。沪期锌价与 LME 期锌价比值变化不仅反映了国内外供需面的差异变动，更多的是与人民币升值密切相关，上半年人民币历经一轮快速升值，但下半年升值速度明显趋缓，甚至趋于贬值。

## 四、期锌贴水窄幅波动

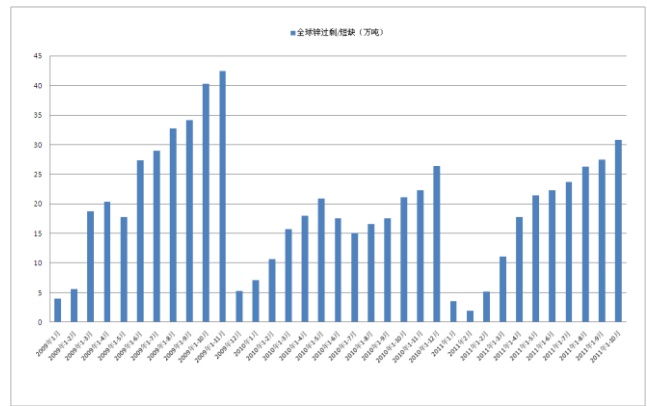
今年 LME 市场锌基本维持全年贴水状态，贴水波动不大维持在 20 美元左右，临近年尾随着 LME 锌价调整的展开，贴水幅度有所收窄，目前贴水基本维持在 10 美元以内。国内现货方面，长江现货 0#锌价格变化和沪锌期价变化显示出较强的一致性。

图 7. LME 期锌价格和现货升贴水



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 8. ILZSG 全球锌过剩/短缺



资料来源：新纪元期货研究所 ILZSG

## 第二部分 锌供需基本面分析

### 一、全球锌市供过于求，但局面趋于好转

国际铅锌研究小组 (ILZSG) 最新数据显示，2011 年 1-10 月，全球精炼锌市场过剩量为 30.8 万吨，而上年同期为供应过剩 21.1 万吨。2011 年 1-10 月全球矿山锌产量同比上涨 2.1% 至 1082.10 万吨，上年同期为 1059.50 万吨，主要来自中国、印度、韩国和秘鲁产量增加。1-10 月全球精炼锌消费量则同比上涨 1.3% 至 1051.30 万吨，上年同期的 1038.20 万吨，主要是因为中国表观消费增加 2.3%，欧洲消费增加 2.9%，而美国消费则下降了 11%。此外，2011 年 1-10 月全球锌矿产量增加 5.6%，主要是因为中国、印度、哈萨克斯坦、墨西哥和俄罗斯产量增加大于加拿大和秘鲁产量的下降。

以下为 ILZSG 最新全球数据 (以千吨计)：

|           | 2011 年 10 月 | 2011 年 9 月 | 2011 年 1-10 月 | 2010 年 1-10 月 |
|-----------|-------------|------------|---------------|---------------|
| 锌矿产量(锌含量) | 1,148.0     | 1,139.0    | 10,685.0      | 10,123.0      |
| 精炼锌产量     | 1,135.1     | 1,098.7    | 10,821.0      | 10,595.0      |
| 精炼锌消费量    | 1,151.4     | 1,103.5    | 10,513.0      | 10,382.0      |

随着全球矿产勘探投入的增大和 2010-2011 年新增产能的投产，2012 年锌矿供应将保持增长态势，但是由于冶炼成本的高企和环保方面的压力，精炼锌增长幅度将有所降低。消费方面，未来全球精炼锌消费仍将保持增长，但在全球经济增速放缓背景下，增速也将有所放缓。综合来看，预计 2012 年全球锌市总体仍将呈现出供过于求，但局面将趋于好转。

### 二、国内锌市产销维持增长，但增速趋于回落

#### (一) 国内精炼锌企业开工率加工费屡创新低

根据上海有色网（SMM）对 42 家国内不同规模锌冶炼企业<sup>②</sup>调研显示：2011 年 1 月国内锌冶炼企业平均开工率为 83.26%，而到 10 月这一数字则变为 64.70%，10 月份锌冶炼企业平均开工率也再次刷新年内新低。从分项数据来看，国内大型冶炼企业（年产能大于 20 万吨）开工率由 1 月的 85.71% 下降至 10 月的 71.82%；产能在 10-20 万吨/年（包含 10、20 万吨/年）的中型规模冶炼企业开工率由 1 月的 91.17% 下降至 10 月的 66.54%；小型冶炼企业（年产能在 2-10 万吨）开工率由 1 月的 62.85% 下降至 10 月的 48.11%。从厂家的生产情况来看，规模型以上企业生产较为平稳，受锌价走势影响相对较小，而中小型企业受影响则较为明显。

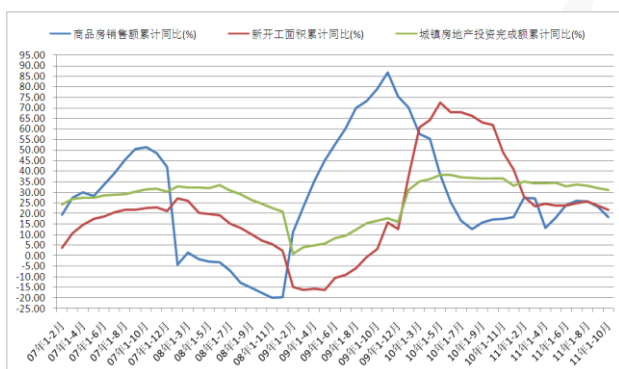
根据《中国矿产资源报告》显示“十一五”期间我国锌矿产查明资源储量继续保持较快增长，锌矿由 9711 万吨增至 11596 万吨，增长 19.4%。有色金属资源储量的增加，为我国锌冶炼产业的平稳发展提供了有力支撑。过去几年我国锌冶炼厂产能快速扩张，这是导致国内锌加工费不断下跌的主要原因。冶炼产能的快速扩张加剧了冶炼厂之间的竞争，过去 3 年中国锌精矿产能增长了 96 万吨，但锌冶炼厂产能增长了 240 万吨，这种竞争关系最后体现为冶炼加工费的竞争，导致加工费跌至近 5 年低点。

## （二）锌下游需求增速减缓

锌的终端消费主要是镀锌、压铸和合金，主要消费领域表现为建筑业和汽车业。在房地产调控不动摇政策指引下，2011 年商品房销售增速大幅下滑，伴随而来的是房地产投资增速的相应回落，虽然今年保障房建设创历史纪录，但房地产行业整体陷入萎缩。汽车行业在流动性紧缩中同样受到影响，主要体现在汽车销售一改快速增长势头，趋向合理回归。在锌两大重要下游行业同时调整背景下，锌需求增速难逃减缓。

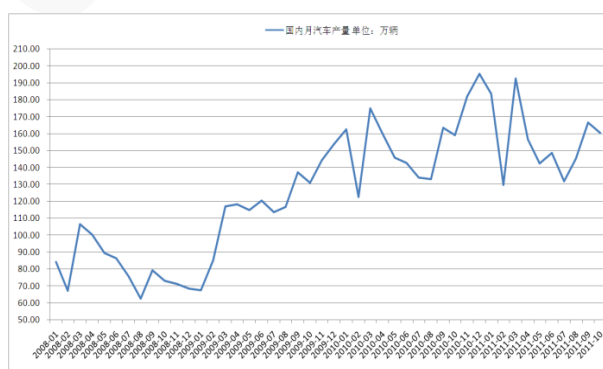
### 1. 商品房承压，保障性住房支撑有限

图 9. 中国房地产数据



资料来源：新纪元期货研究所 财讯网

图 10. 国内汽车产量数据



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

2011 年 1-10 月，全国完成房地产开发投资 49923 亿元，同比增长 31.1%，增幅比上月下降了 0.9 个百分点。1-10 月，全国房屋新开工面积 160362 万平方米，增长 21.7%，增速较 2010 年明显下滑，预计今年房地产新开工面积增速将继续下行。2011 年房地产调控成为房地产市场的主旋律，房地产市场的调整已经开始影响到开发商的预期。与此同时，2011 年全国保障性安居工程住房建设规模高达 1000 万套，相比 2010 年的 580 万套，增长 72.4%，保障房建设规模的迅速增加在一定程度上平滑了房地产开发投资减少带来的冲击。按照“十二五”规划，中国将在“十二五”期间建设保障房 3600 万套，2011 年规划开工 1000 万套，其中约

<sup>②</sup>其中囊括全部重点冶炼企业，总产量与有色金属工业协会公布的每月国内锌产量数据相比占到公布数据的 85% 以上。



一半为新建保障房。中国住建部副部长齐骥 12 月 5 日表示，明年新开工的保障房项目不会有今年 1000 万套这么多，但也要比去年的 590 万套要大幅度地增加。2012 年随着商品房市场景气度逐步下滑，锌需求将承压。此外，虽然明年保障房建设对国内锌需求起到一定支撑作用，但其数量会小于今年同时落实的程度还要受地方政府的财务能力制约，由此这种支撑作用将有限。

## 2. 汽车行业有望回暖

2011 年受小排量汽车购置税优惠、“汽车下乡”等优惠政策退出等多重因素影响，中国汽车增势趋缓，一些车型销量甚至出现负增长。2011 年 1-10 月，国内汽车产量 1557.58 万辆，同比增长 3.95%。1-10 月，国内汽车销售 1516.06 万辆，同比增长 3.15%。其中乘用车销售 1176.0 万辆，增长 5.86%；商用车销售 340.06 万辆，下降 5.25%。此外，中国汽车工业协会提供的数据显示，交叉型乘用车、货车、半挂牵引车遭遇销售量下降，尤其是半挂牵引车在今年前 10 个月呈现 27.4% 的负增长。

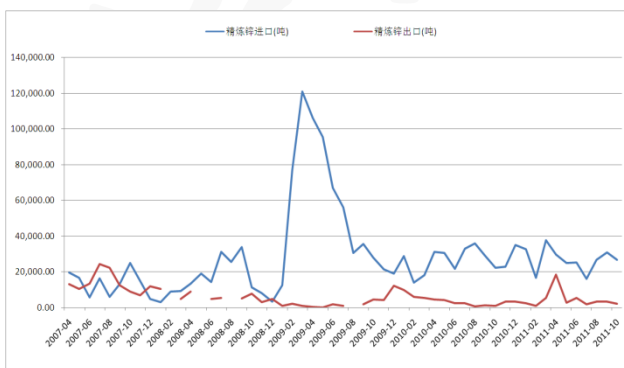
中国汽车工业协会副秘书长顾翔华认为，今年我国汽车增势趋缓是连续高增长后的需求调整，是一个合理现象。2009 年我国汽车产业增长 46%，创造了历史最高增幅，2010 年增长亦高达 32%，即便今年增长为零，近 3 年我国汽车产业年平均增长率也有 26%。此外，2011 年中国汽车出口保持快速增长，今年 1-10 月，汽车整车出口 70.5 万辆，同比增长 55.1%；汽车及零部件出口 353.9 亿美元，同比增长 36.5%。

2011 年是中国汽车市场的调整年，2012 年有望开始新一轮的恢复性增长。由于中国汽车保有量还处于较低水平，目前我国千人汽车保有量约 70 辆，与世界平均水平 140 辆相差很大，今后相当长一段时间里，汽车产销仍将持续保持一定增长。目前，我国从国家层面对汽车产业重视程度不断增加，从长远规划和发达国家的汽车市场发展规律来看，我国车市还会有十多年快速发展的一个时期，增长率会相当于 GDP 增长率的 1.5 倍左右。中汽协预测，2012 年国内车市将好于今年，由于政策的负面影响将逐渐减弱，明年车市有望回到正常水平，有望取得 5%至 10% 的增长。

### （三）精炼锌及锌精矿进出口情况

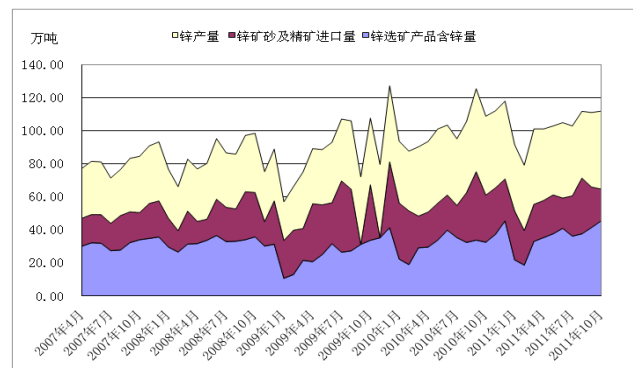
据海关公布的中国进出口数据显示：精炼锌进口和去年同期相比出现小幅回升，1-10 月累计进口精炼锌 26.80 万吨，同比增加 1.09%；精炼锌出口和去年同期相比大幅增加，1-10 月累计出口精炼锌 4.54 万吨，同比增加 23.98%。锌精矿进口和去年同期相比出现大幅下降，1-10 月累计进口锌精矿 239.71 万吨，同比减少 11.26%。

图 11. 国内精炼锌进出口情况



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 12. 国内锌矿产量、进口量及锌产量

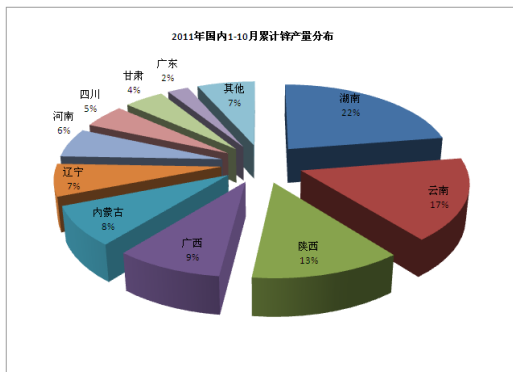


资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

#### (四) 国内锌供需平衡分析

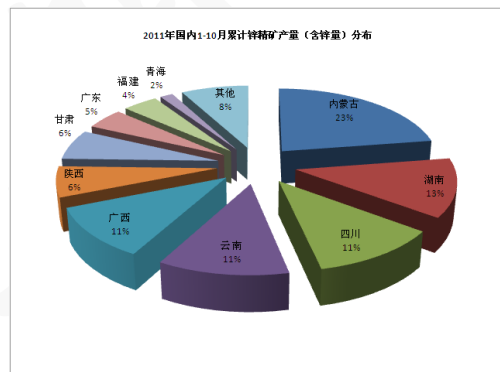
供给方面，2011 年 10 月，我国精炼锌产量 47.43 万吨，1-10 月精炼锌累计产量达 429.27 万吨，同比增长 0.86%。其中，湖南省锌的产量达 96.49 万吨，同比减少 0.39%，占全国总产量的 22%。2011 年 10 月我国生产锌精矿锌含量 42.13 万吨，1-10 月生产锌精矿锌含量累计达 337.80 万吨，同比增长 1.88%。其中，内蒙古生产锌精矿锌含量达 76.29 万吨，同比增长 22.07%，占全国总产量的 23%。需求方面，从锌初级消费来看锌消费主要涉及镀锌、压铸锌合金、黄铜、氧化锌和电池生产等行业，其中，镀锌行业占 55%，压铸锌合金占 15%，氧化物占 10%，黄铜占 9%，电池生产占 9%，其他占 2%。2011 年受欧美债务危机以及国内持续的紧缩货币政策影响，国外需求受到抑制的同时国内消费也较为低迷，从而影响终端订单，锌下游企业生产受到抑制，开工率普遍不高，如据有关调研显示：10 月镀锌企业开工率为 77%，环比下降 3%<sup>③</sup>。从镀层板产量来看，2011 年我国镀层板产量维持较快增长，但增速有所减缓，据国家统计局数据显示，10 月镀层板产量 268.70 万吨，环比下降 2.50%，同比增加 10.12%，1-10 月镀层板累计产量 2613.25 万吨，同比增加 12.59%。综合，预计 2012 年精炼锌供给与需求均将维持较快增长，但由于经济增速放缓，供给和需求增速都会相应放缓，目前国内偏于多方的供需形势将会趋于平衡。

图 13. 2011 年国内 1-10 月累计产量分布



资料来源：新纪元期货研究所 有色工业协会

图 14. 2011 年国内 1-10 月累计锌精矿产量（含锌量）分布

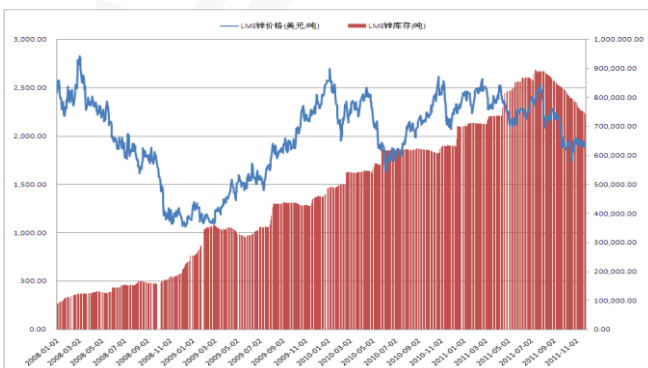


资料来源：新纪元期货研究所 有色工业协会

### 三、全球锌库存出现拐点

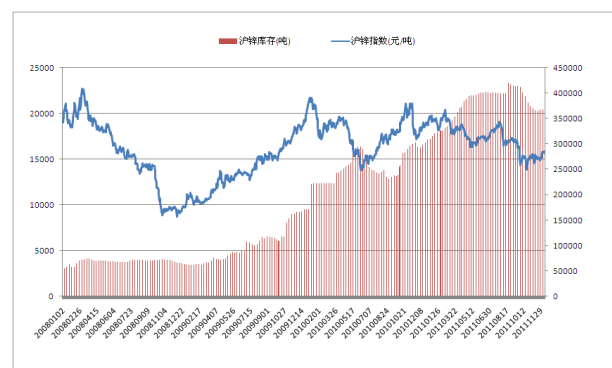
库存方面，全球主要交易所锌库存出现拐点。上半年 LME 锌库存延续了 2010 年的增长态势，从年初的

图 15. LME 锌价与库存情况



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 16. 沪锌指数与库存情况



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

<sup>③</sup>调研的镀锌厂家共 113 家，主要是镀锌板卷、镀锌管以及镀锌铁塔生产企业。地域分布主要是镀锌生产集中的华北、华东以及华南地区。

701425 吨一路攀升至 7 月的 894825 吨，维持了几个月的快速增加，屡创新高。4 月 LME 锌库存突破 60 万吨大关，7 月在逼近 90 万吨关口后出现拐点开始逐步走低，截止 11 月 25 日，伦锌库存仍高达 741600 吨。相对而言，上海库存变化比较缓慢，上海锌库存从 1 月的 316066 吨一路攀升，5 月底突破 40 万吨大关，随后维持平稳，直至 8 月 19 日库存跳升至高点 421192 吨，之后开始滑落，截止 12 月初上海锌库存仍高达 368897 吨。

### 第三部分 政策分析

#### 一、淘汰落后产能影响有限

工信部会同国家能源局于 11 月 15 日发布公告称，2010 年全国淘汰落后产能目标任务全面超额完成，根据两部门检查考核情况，锌冶炼淘汰落后产能 29.6 万吨。2011 年锌冶炼行业淘汰落后产能涉及 33.8 万吨、涉及 32 家企业，淘汰落后产能在一定程度上缓解了目前锌产能过剩状况，但总体影响仍是有限。

表 2 2011 年锌冶炼淘汰落后产能企业名单

| 序号 | 省份 | 企业名称              | 淘汰生产线(设备)型号及数量   | 产能(万吨) |
|----|----|-------------------|--|--------|
| 1  | 河北 | 石家庄北方氧化锌有限公司      | 1.8×28 米转炉 1 台   | 0.3    |
| 2  | 河北 | 河北省沙河市巨火企业公司      | 密闭式有色金属铅锌冶炼生产线 1 条   | 2      |
| 3  | 山西 | 河津荣盛洗煤锌业有限公司      | 横罐炼锌   | 0.5    |
| 4  | 山西 | 河津市振宏锌业有限公司       | 横罐炼锌   | 0.5    |
| 5  | 辽宁 | 葫芦岛锌达工贸实业总公司      | 锌粉炉 2 座、精锌炉 1 座、氧化锌炉 2 座   | 2      |
| 6  | 湖南 | 宁乡县鑫欣耐火材料厂        | 68 米×3.2 米×3.8 米魏氏炉氧化锌生产线 1 条  | 0.25   |
| 7  | 湖南 | 株洲鑫正有色金属有限责任公司    | 400 千伏安马弗炉生产纳米氧化锌工艺及设备   | 7.1    |
| 8  | 湖南 | 衡阳三和有色金属化工有限公司    | 横罐焙烧氧化锌生产线 1 条   | 1      |
| 9  | 湖南 | 湖南金大乘锌品冶炼有限公司     | 15 平方米沸腾炉 1 台, 12 平方米平炉 10 台, 竖罐 2768 型 10 台, 焦洁炉 J-2 型 2 台, 直径 15 米球磨机 3 台等 | 5.4    |
| 10 | 湖南 | 永丰炼锌厂             | 4×5×8.5 米高温横罐冶炼炉 2 座   | 0.5    |
| 11 | 湖南 | 宜章县城南乡宏发多金属矿      | 45 立方米冶炼高炉 1 台, 烧结锅 20 台   | 2.5    |
| 12 | 云南 | 云南三源工贸有限责任公司      | 回转窑简易冷凝设施 1 台  | 0.25   |
| 13 | 云南 | 会泽光明工贸有限公司        | 韦氏炉简易冷凝法 1 台   | 0.3    |
| 14 | 云南 | 会泽伟华锌氧粉有限公司       | 韦氏炉简易冷凝法 2 台   | 0.3    |
| 15 | 云南 | 会泽云宝锌氧粉有限公司       | 韦氏炉简易冷凝法 1 台   | 0.36   |
| 16 | 云南 | 会泽朝宏锌氧粉厂          | 韦氏炉简易冷凝法 1 台   | 0.3    |
| 17 | 云南 | 会泽鑫业工贸有限公司        | 韦氏炉简易冷凝法 1 台   | 0.26   |
| 18 | 云南 | 会泽宏亚锌粉厂           | 韦氏炉简易冷凝法 1 台   | 0.3    |
| 19 | 云南 | 候建新锌粉厂            | 韦氏炉简易冷凝法 1 台   | 0.36   |
| 20 | 云南 | 彭泽昌锌粉厂            | 韦氏炉简易冷凝法 1 台   | 0.1    |
| 21 | 云南 | 会泽金博商贸有限公司        | 回转窑简易冷凝设施 1 台  | 0.3    |
| 22 | 云南 | 会泽县双跃矿业有限公司       | 活性氧化锌 1 台  | 0.3    |
| 23 | 云南 | 会泽绍林工贸有限公司        | 回转窑简易冷凝设施 1 台  | 3      |
| 24 | 云南 | 会泽县者海元厂新型墙体材料有限公司 | 韦氏炉简易冷凝法 1 台   | 0.4    |



|    |    |               |                 |      |
|----|----|---------------|-----------------|------|
| 25 | 云南 | 舒金文锌粉厂        | 韦氏炉简易冷凝法 1 台    | 0.3  |
| 26 | 云南 | 会泽县东祥锌业有限责任公司 | 韦氏炉简易冷凝法 1 台    | 0.15 |
| 27 | 云南 | 文山兴业矿冶有限责任公司  | 赫氏炉简易冷凝法 2 台    | 1.5  |
| 28 | 云南 | 马关县合源矿业有限责任公司 | 简易冷凝设施 2 台      | 0.3  |
| 29 | 甘肃 | 陇南宇兴冶化公司      | 沸腾炉湿法电解         | 1.55 |
| 30 | 甘肃 | 永靖县慧庆矿冶有限责任公司 | 5000 千伏安冶炼炉 1 套 | 0.45 |
| 31 | 甘肃 | 西河铅锌冶炼厂       | 铅锌冶炼炉           | 0.5  |
| 32 | 甘肃 | 永靖县陈井铅锌冶炼厂    | 铅锌冶炼炉           | 0.5  |

资料来源：工信部网站

## 二、工信部暂停有色金属收储政策

经过工信部有关部门对《有色金属产业调整和振兴规划》实施三年来的情况评估，认为鉴于有色金属产品价格高企，有色金属产业保增长任务完成状况较好，应暂停有色金属收储。有色金属收储机构甚至可以将收储来的有色金属进行抛售，以平抑目前过度投机的有色金属市场，获利资金可以用于未来收储需要。近三年来，在国家大力发展工业制造业和国家储备局的收储政策影响带动下，金属行业取得较大发展，这也导致了金属行业总体产能过剩的局面。在国家收储的价格托底影响下，产能过剩问题不能得到良好的解决，此外，金属价格处于高位也不利于消费。国家暂停金属收储之后，没有了国家收储价格的托底，将为金属期货价格打开下行空间。

## 第四部分 后市展望

### 一、全球经济增速放缓，锌需求基本面承压

2012 年欧美方面经济困境与不确定因素较多，对锌消费带动有限。预计 2012 年美国经济增长要好于预期，但也并非一帆风顺，虽然消费表现出良好的复苏势头，但房地产市场增长非常有限，低迷态势难改，就业市场问题更是困扰美国经济的棘手问题。欧洲经济相对美国经济则更为糟糕，在主权债务危机的拖累下，欧元区经济增长乏力甚至可能轻度衰退。国内而言 2011 年推动经济增长的“三驾马车”动力都有所减弱，经济增速回落的趋势可能将成为一个常态，明年经济增速下降将是理所当然的事情，由此中国需求对全球锌市场支撑也将弱化，从而难以带动全球锌价强势上涨。此外，2008 年美国次贷危机后，各国大手笔的经济刺激政策，没能从根本上扭转经济形势却带来了一系列的新问题，全球经济濒临二次探底。针对 2012 年全球经济可能的二次探底，各国经济政策制定和实施的空间将会受到很大的限制，阻力也将更大，同时不确定性也将更多，此外政策的执行效果也会大打折扣。

### 二、货币宽松可期，流动性利好期价

流动性调控作为各国政府调节经济的重要手段也是常用手段，2011 年发达国家在经济复苏低迷的情况下，维持了宽松的货币政策，而发展中国家在通胀高企的高压下相继进入货币紧缩通道。2012 年在全球经济面临二次探底风险情况下，各国有望重走 2008 年美国次贷危机后宽松货币政策的老路，以期刺激经济避免衰退。此外，在 2011 年发展中国家紧缩货币政策打压下，目前全球通胀压力有所好转，这也为各国 2012 年实施宽松货币政策腾挪了空间。特别对于国内而言，虽然 2011 年 12 月下调了一次 RRR，但目前仍处于 21% 的历史高位，有较大下调空间。全球流动性由紧缩转向放松，将在一定程度上助涨锌价格。

### 三、锌价回落成本区间，供需面改善

目前，中国精锌的成本约为 16000 元/吨，由于我国锌矿的生产企业多为小型矿山，受规模与品位的限制这些小型锌矿的边际成本都非常高，可能达到每吨人民币 17000-18000 元。锌精矿的供应呈紧张态势，锌精矿的冶炼费（精炼锌价-锌精矿价格）不断降低已跌至近 5 年低点，目前冶炼费仍在约 5000 元/吨左右徘徊。另外，11 月 30 日，发改委又上调了全国的销售电价，电价平均上涨 0.03 元，总体而言冶炼一吨锌电力成本上涨幅度约 100-150 元，这将导致电解锌边际成本的进一步提升。随着锌价格回落到成本区间，更多的企业将面临到成本压力，价格再下降将压缩供给，有利于改善供需面。

#### 四、去库存化，短期承压后期转好

库存一定程度反映了潜在供需面情况，当库存下降时会以供给形式出现，而当补库存时则会成为需求的一部分。前期锌库存的大幅攀升也是锌市产能严重过剩的缩影，居高不下的库存成为制约锌价的关键因素。七月和八月国外和国内锌库存增加趋势相继反转，短期来看去库存化仍将延续，2012 年上半年锌价一定程度上将会受去库存化影响而承压，但是下半年随着库存趋于低位，供需面将在一定程度上得到好转。

综上，2012 年全球流动性特别是国内流动性有望再度宽松，但流动性宽松步伐会紧跟经济形势，更大程度上是对冲经济不利影响以刺激经济恢复增长，所以流动性宽松对锌价的助长作用有限，特别是在整体经济趋于下行时，更多表现出的是支撑作用。2012 年一季度或二季度，国内经济有望探底，之后趋于好转，而对世界经济整体趋势而言，受中国经济影响较大，也大致遵循这条路径演变。由此，2012 年上半年锌价仍会以震荡为主，期间受欧债危机影响，短期甚至有探底的可能，下半年在中国经济趋稳的带动下锌价走势将趋于好转，2012 年整体走势有望呈现出先抑后扬。