



## 锌月报：供给缺口引猜想 反弹持续性看下游

（评级：上涨）

### 一、行情回顾

一月锌领涨金属，月初锌价跟随基本金属回落，LME 锌走出二次探底走势，但此后锌价走出顺畅的涨势，LME 锌从最低的 1444.5 美元涨至 2 月初最高的 1728 美元，最大涨幅达到 284 美元或者 19.6%。同期国内锌价从 12345 元涨至 13995 元，最大涨幅也达到 1650 元或 13.4%。

分析来看，1 月以来全球宏观因素偏于宽松给铜价反弹以好的助力，包括中国央行的超量逆回购，日本央行意外降息以及美联储会议偏鸽派的声明。我们在 2015 年年末即强调，2016 年锌是基本面最好的金属，2015 年由于大矿闭坑和嘉能可减产导致的锌矿产能下降已经超过 9%，这意味着 2016 年锌的短缺几乎是定局。从基本面上来看，处于偏低位置的库存，开始回升的现货升贴水，包括春节将至，为年后补库的需求出现也给市场以回暖的可能性。特别是每年的三四月份是下游生产的旺季，需求回暖的预期也将给价格反弹以助力。

技术上看，LME 锌价阻力区间在 1880-2000 美元一带，国内阻力区间在 15000-15800 元。短期来看反弹可能将有所持续，建议轻仓逢低做多。



图 1-1 沪锌指数走势



图 1-2 LME 锌指数走势

### 二、宏观

由于中国及其他一些发展中国家经济放缓，世界银行将 2016 年全球经济增长预期由去年 6 月预测的 3.3%下调至 2.9%，并将 2016 年中国经济增长预期由去年 6 月预测的 7%下调至 6.7%。全球经济不断遭遇下调显示全球经济复苏仍是温和和漫长的过程。

## 1 美联储加息态度有松动 商品压力暂减缓

美联储公布的 12 月会议纪要显示，美联储内部其实对加息一事意见并不统一，12 月的加息决议加上本次的纪要，美联储完整的传递出了“鸽派加息”的信号，暗示未来关注重心将重回通胀数字，预期美联储今年可能不会按计划加息四次。1 月 20 日美联储会议声明偏于鸽派，但并未排除三月加息的可能性。委员会正密切关注全球经济和金融形势，并正在评估全球形势对劳动力市场，通胀以及经济前景风险平衡的影响。

数据方面，美国就业和房地产数据好坏不一。除了 12 月非农就业人数远好于预期，美国 12 月新屋销售年化 54.4 万户，高于预期的 50.0 万户，创八年来新高。12 月新屋销售环比上涨 10.8%，超出预期的上涨 2.0%。美国 2015 年新屋销售创 2007 年以来最佳年度表现。美国 12 月新屋开工环比下降 2.5%，远低于预期，或意味着 2016 年房地产行业略失增长劲头。12 月营建许可环比下降 3.9%，超出预期。分析人士指出，虽然 12 月新屋开工不及预期，但是开工数连续第九个月高于 100 万，创下 2007 年以来最长记录。

## 2 中国政策空间受挤压 需求管理仍是焦点

中国公布四季度 gdp 为 6.8，2015 年全年为 6.9，基本符合预期，从其他数据来看，工业增加值增长 5.9%，同比增速比上月回落 0.3%，全年固定资产投资同比增 10%，同比增速比前 11 个月回落 0.2%。房地产开发投资全年同比增 1%，同比增速比前 11 个月回落 0.3%。总体来看，第二产业回落态势仍然明显，对应于铜的原材料需求仍难乐观。

年初中国股市和外汇市场承受巨大压力，1 月 7 日中国股市仅 12 分钟即遭遇熔断，四日之内两度熔断停止交易，显示市场信心极度脆弱。另外人民币加速贬值，1 月 6 日中间价下调 145 个点至 6.5314，创 2011 年 4 月以来新低。中间价公布后，离岸人民币（CNH）兑美元快速贬值，一度跌逾 700 点，突破 6.71 关口，为离岸市场 2009 年建立以来最弱汇率，跌幅为 8 月以来最大。

除了人民币快速贬值，央行动用外储维稳汇率的行动也一直在市场的猜测之中，从实际的数据来看，中国 12 月外汇储备 3.33 万亿美元，降至逾三年新低。12 月外储大降 1079 亿美元，创史上最大降幅。自 8 月 11 日中国央行调整人民币中间价定价机制后，人民币连续暴跌。市场猜测为遏制快速贬值预期，央行动用外汇储备干预市场。从实际数据来看，6 月以来外汇储备由 36938.4 亿美元降至 33303.6 亿美元，降幅接近 10%，且减少速度有加快的倾向。

从政策的角度来看，央行年初陷于春节前流动性短缺和人民币贬值预期的两难境地。新华社 1 月中旬发表英文评论文章，警告做空人民币将遭遇巨大损失，甚至严厉表示，随着央行采取措施稳定人

民币汇率，鲁莽投机和恶意做空将面临更高的交易成本甚至可能是严重的法律后果。随着央行在离岸市场干预力度加大，以及美元本身由于金融市场动荡出现回落的迹象，人民币贬值的趋势在短期得到了有效遏制，这也给了央行对于国内货币更多的操作空间。

官方储备资产  
Official reserve assets

单位：亿美元  
US\$ 100million

项目 Item	2015.06	2015.07	2015.08	2015.09	2015.1	2015.11	2015.12
1. 外汇储备 Foreign currency reserves	36938.38	36513.10	35573.81	35141.20	35255.07	34382.84	33303.62
2. 基金组织储备头寸 IMF reserve position	45.67	43.73	47.27	46.89	46.38	45.96	45.47
3. 特别提款权 SDRs	105.45	104.60	105.29	104.68	103.61	101.79	102.84
4. 黄金 Gold	623.97	592.38	617.95	611.89	632.61	595.22	601.91
	(5332万盎司)	(5393万盎司)	(5445万盎司)	(5493万盎司)	(5538万盎司)	(5605万盎司)	(5666万盎司)
5. 其他储备资产 Other reserve assets	0.00	0.68	-2.48	-1.96	2.63	3.96	7.27
合计 Total	37713.47	37254.48	36341.84	35902.70	36040.29	35129.78	34061.11

从货币层面看，春节前央行宽松操作频繁，1月份，央行在公开市场连续四周实现净投放，且最后两周加大了资金的净投放力度，据测算，央行目前跨年资金投放超 1.6 万亿，基础货币投放力度超过 2 次降准规模，足够满足节前资金需求。

从实体经济的角度上，供给端保持去产能，需求端仍着眼于去库存。2月2日，央行、银监会出台房贷新政，在不实施限购措施的城市，居民首次购房首付比例最低可降至两成。业内人士表示，在房地产市场去库存、促销售的基调下，今年楼市政策环境将保持宽松，成交有望稳中有升，区域分化的趋势依然存在。

### 3 欧洲日本继续宽松 日央行意外降息

1月25日欧央行德拉吉表示，欧央行推出的一系列刺激措施，起到了效果。通过推出非常规的QE措施，仍能起到降息的效果。QE对欧元区信心、信贷和经济的积极影响是巨大的。1月21日，德拉吉在新闻发布会上暗示欧央行准备好了推出进一步的刺激措施，称将会在3月会议上重新评估、思考货币政策，可能届时做出相应修改。这一表态一度引发商品市场反弹。

日本方面，1月29日日本央行宣布采取-0.1%的利率，同时维持货币基础年增幅80万亿日元的计划，符合预期。日本央行将推迟实现2%通胀目标的时间，在2017财年上半年前后达到2%目标。

总的来说，欧洲日本两大经济体的宽松态度为全球需求注入新的动力，这也成为金属短期反弹的主要背景之一。

### 三、基本面

#### 1、年内锌矿产能下降剧烈

从基本的供需来说，今年锌矿的产能在嘉能可减产 50 万吨、澳洲 Century 及爱尔兰 Lisheen 两大矿山在今年底前完全关闭的影响下，下降剧烈。其中澳洲 Century 及爱尔兰 Lisheen 两大矿山所造成的全球锌供应减少量约为 65 万吨，加上中国锌矿减产的部分，2016 年锌矿减产近 170 万吨，占全球锌矿总供给的 12% 左右，而近期投产的锌矿山数量少，产量小，不足以弥补这些停产所带来的空缺。

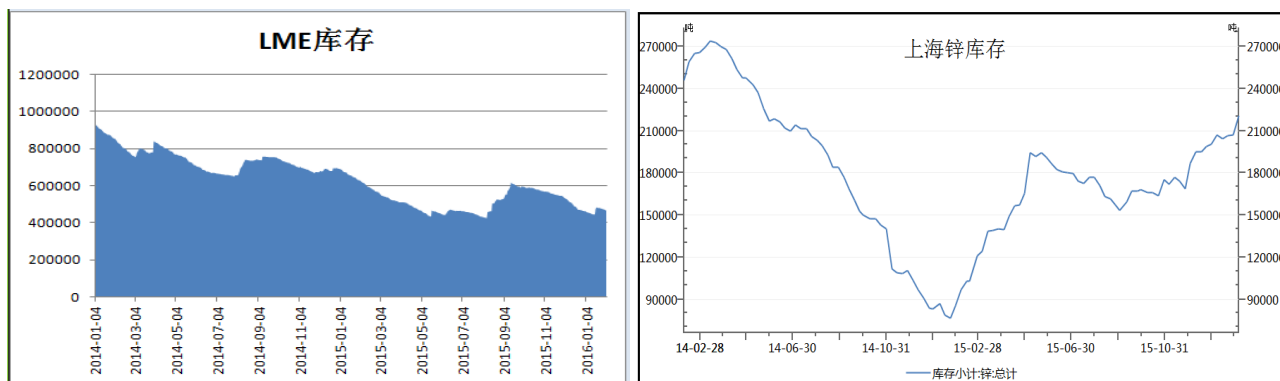
表 1 2015 全球锌矿减产

2015 锌矿减产		
矿山	减产量(万吨)	减产方式
Century	50	闭坑停产
Lisheen	17.5	闭坑停产
George Fisher & Lady Loretta	24.5	Lady Loretta 停产, George Fisher 减产
Mc Arthur River	13.5	减产
S.A zinc	8	停产
Kazzinc	4	减产
总里	117.5	

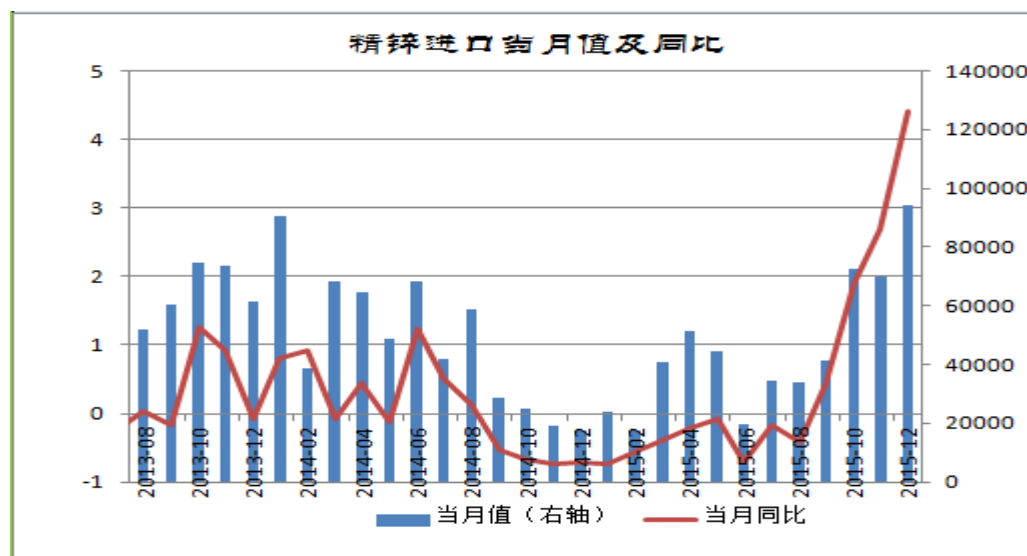
资料来源：方正中期研究院，wind

#### 2 库存与进出口

从库存来看，去年 9 月嘉能可抛售渠道库存，LME 锌库存达到 61.7 万吨的峰值，此后 LME 锌库存整体处于回落，2016 年 2 月初降至 46.6 万吨，减少了 15.1 万吨。同期国内锌库存从 15.9 万吨增至最近的 22.1 万吨，增加近 6.2 万吨。总的交易所库存整体有显著下降，这一部分下降可能是转化成社会库存或进入下游环节进行消化。



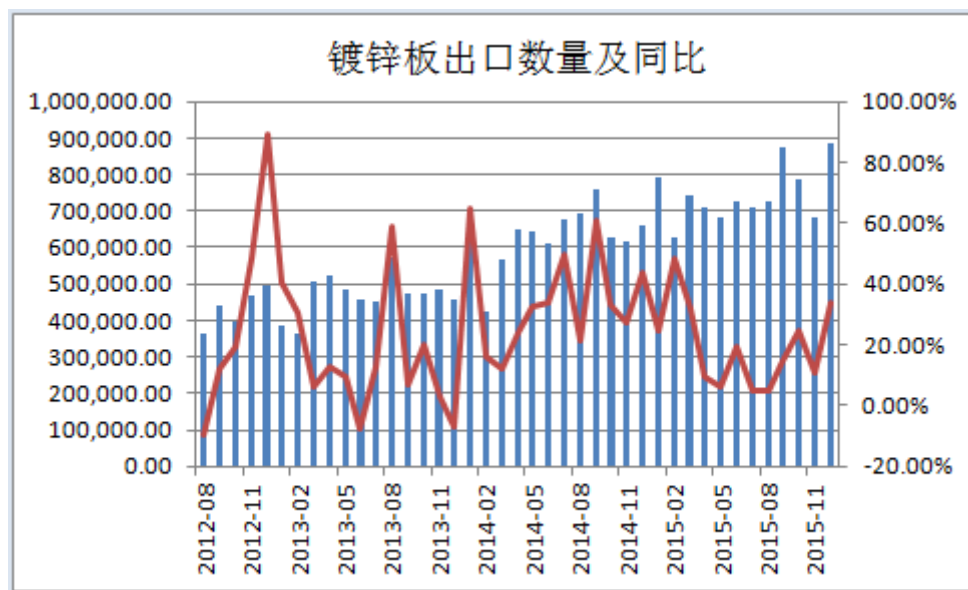
进出口来看，中国 2015 年 12 月锌进口量大增，中国 12 月锌进口量同比增加 440%至 9.4 万吨。因高成本导致矿山关闭且镀锌企业因预期稍晚供应短缺而抢购便宜供应。连续三个月，中国锌进口显示出新的活力，精锌进口同比增速持续在 200%以上，这表明矿山关闭料给今年稍晚的价格反弹播下种子。从实际的消息来看，一是由于人民币贬值导致内外进口套利窗口打开，进口精锌变得有利可图；二是国内生产商由于自身成本问题，在锌价到达 13000 元以下的低位表现为捂货不出的局面，国内现货市场基本以进口货源占据主流。



### 3、精锌供需

2015 年下半年以汽车行业为代表的锌消费行业数据有一些变化，国家统计局数据显示，12 月镀锌板月度出口量为 88.3 万吨，同比增长 33.9%，整个下半年同比增速连续回升六个月。

图 5：镀锌板产量同比回升



资料来源：方正中期研究院，wind

为支持小排量车型的发展，促进调结构扩内需，国务院推行了购置税减半政策用来刺激汽车消费市场，而在此政策公布之后，10月开始车市就明显回暖，提振了部分车市销量，扭转今年长期的汽车市场颓势。2015年9月29日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议上，决定从2015年10月1日到2016年12月31日止，对购买1.6升及以下排量乘用车实施减半征收车辆购置税的优惠政策。

汽车新政取得了立竿见影的效果，汽车产量累积同比出现了迅速反弹的情况，这在短期给锌的消费以较好的提振。

图 10 汽车产量年度累计同比增幅



来源：Wind，方正中期研究院整理

#### 四、总结与操作建议

技术上看，LME 锌价阻力区间在 1880-2000 美元一带，国内阻力区间在 15000-15800 元。短期来看反弹可能将有所持续，建议轻仓逢低做多。

方正金融，正在你身边。

---

**重要事项：**

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

---

**行情预测说明：**

涨：当日收盘价>上日收盘价；

跌：当日收盘价<上日收盘价；

震荡：（当日收盘价-上日收盘价）/上日收盘价的绝对值在 0.5%以内；

---

**联系方式：**

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区阜城门外大街甲 34 号方正证券大厦 2 层

电话：010-68578010

传真：010-64636998

---