

镍历史回溯：市场结构对价格的指导意义

2018-10-26

周蕾

金属研究员

执业编号：F3030305

联系电话：0571-28132615

邮箱：zhoulei@cindasc.com

陈敏华

有色研究员

投资咨询编号：Z0012670

联系电话：0571-28132632

邮箱：chenminhua@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市文晖路108号浙江出版物资大厦

1125室、1127室、12楼和16楼

全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：www.cindaqh.com

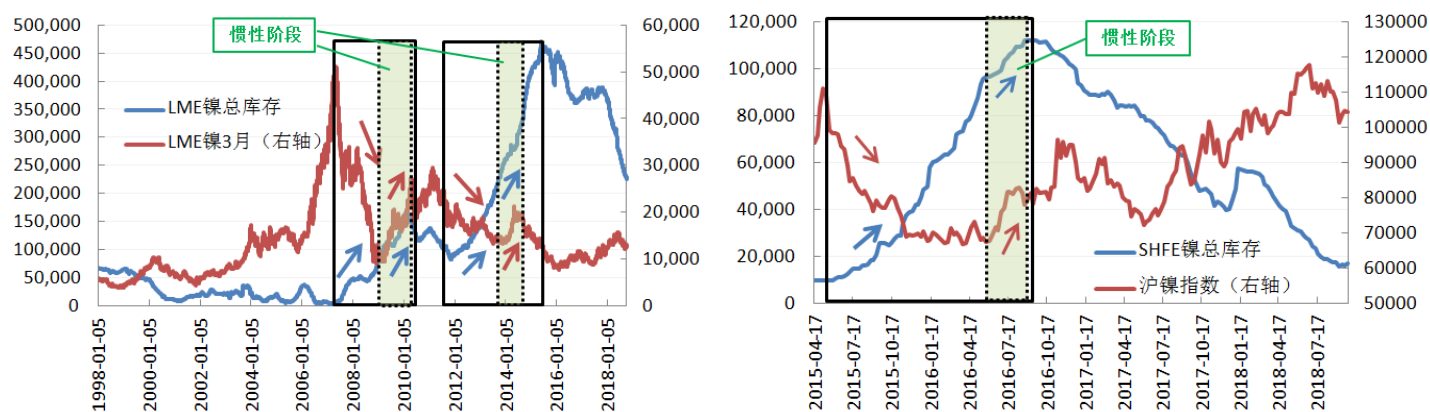
主要观点：

- 库存和价格不存在负相关性。但极值或存在动态规律，即价格下跌往往伴随着累库趋势，而且多半是价格先跌，库存再累。而当价格跌至底部开始反弹时，库存还会呈现惯性累积。反之，库存高位下降时往往伴随着价格上涨，而且多半是库存先降，价格才缓慢上涨。当价格上涨见顶后，库存还会呈现惯性下降。
- 在行情启动初期，价格底部对应高库存和现货深度贴水状态。当价格上涨到顶部时，对应低库存和现货高升水的情况。基差需要结合库存的指标，对行情的把握才会更有说服力。
- 价差对价格的指示意义需要分不同路径来区别对待。在价格下跌过程中，若替代品的价差转为平水或者贴水，往往对应价格阶段性底部。在价格上涨的过程中，若替代品价差转为平水或者贴水，可能会对价格阶段性顶部。此外，除了结合基本面的综合情况，若监测指标能够产生共振，可以加强对行情判断的准确度。
- 在判断进口盈亏对价格的指示意义时，首先要考虑一个重要的前提，即国内库存是否处于低位。若国内库存本身就处于高位，那么进口窗口打开对价格的压制作用只会被淡化。只有当国内库存处于低位，且保税区库存累库明显，那么进口窗口打开短时间会对价格形成下行压力。
- 由于价格判断并不存在“圣杯”之说，市场节奏交替变化也无固定规律，随着基本面的变化，某些指标也会出现失效。因此，我们只能回溯历史尽可能去总结某些有用的指标，打磨好研究工具，耐心等待大行情时机的到来。

一、库存、升贴水对价格的指导意义

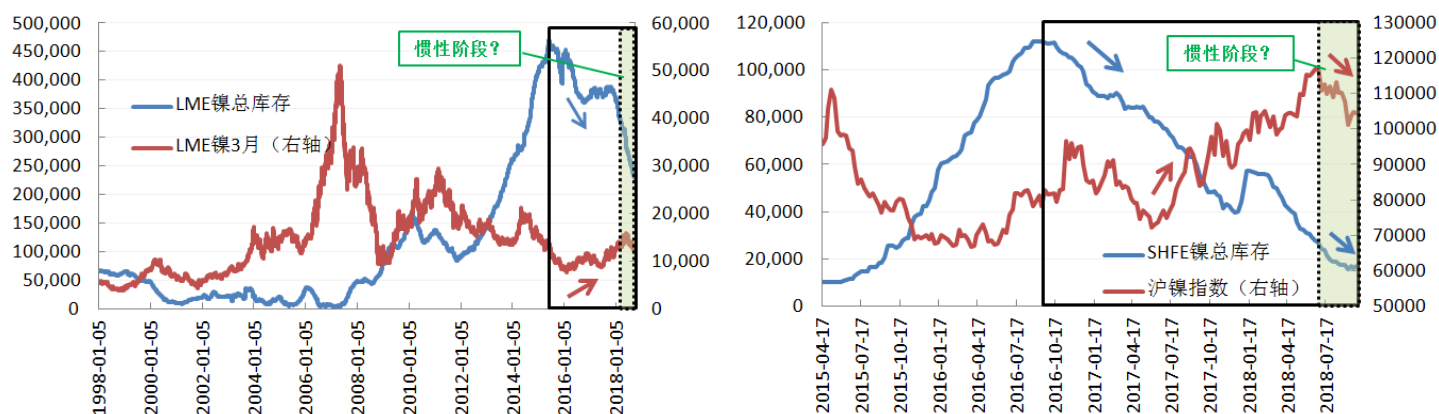
在商品研究中通常存在一个误区，认为库存和价格呈现负相关性。无论是短周期还是长周期，这个关系都可以举出很多反例。甚至库存规模的大小、引发高低库存的逻辑各不相同，导致价格的演变路径也不相同。因此，影响价格的因素是多方位的，不能仅从库存总量的角度片面揣测价格的顶部和底部。虽然库存和价格不存在负相关性，但我们依然可以发现两者极值呈现的动态规律，即价格见顶下跌过程中往往伴随着累库趋势，而且多半是价格先跌，库存再累的节奏。而当价格跌至底部开始反弹时，库存还会呈现惯性累积。反之，库存高位下降时往往伴随着价格上涨，而且多半是库存先降，价格才缓慢上涨。当价格上涨见顶后，库存还会呈现惯性下降。

图 1：价格先跌库存后累，价格底部反弹库存仍惯性累积



资料来源：Wind，信达期货研发中心

图 2：库存先降价格后涨，价格见顶库存仍惯性下降



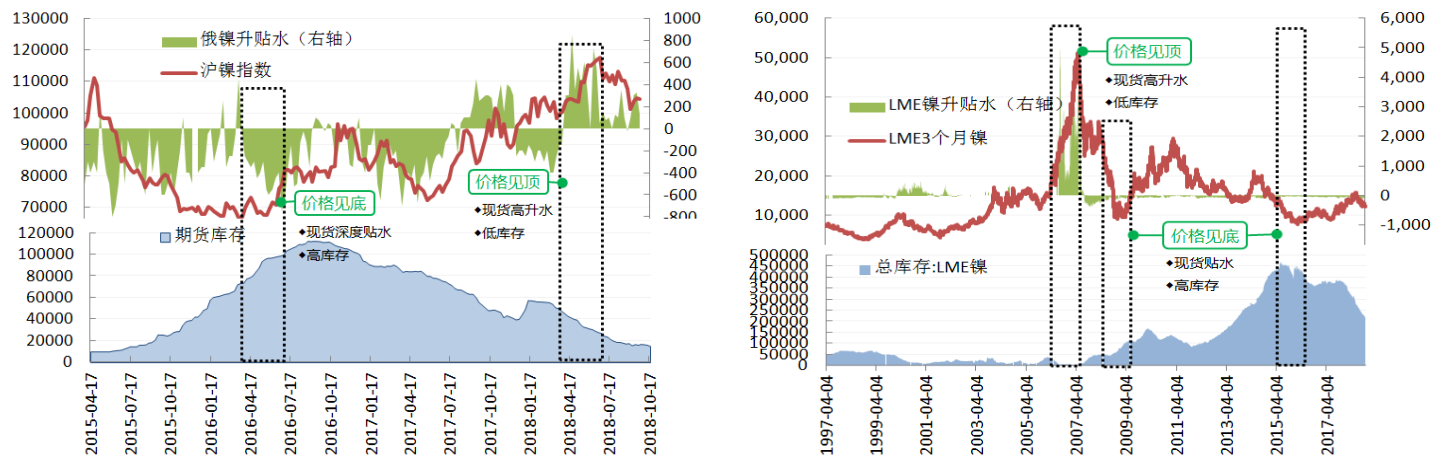
资料来源：Wind，信达期货研发中心

首先，如图1所示，LME有两次显著的价格顶部，当价格开始下跌时，库存并不同步累积。比如2011年2月价格阶段性见顶开始下跌，库存不增反降，直到惯性下降近14个月，库存才开始快速累积。而当价格跌至底部回升时，库存还能惯性累积，如图1绿色虚线部分所示，价格和库存呈现同向发展。其次，库存见顶回落时，价格上涨的启动往往比较滞后。如图2所示，LME和上期所库存到达历史高点开始下降时，镍价分别经历了7个月和10个月的时间才开始触底上涨。

那么库存和价格的极值动态规律对目前价格有什么指导意义呢？笔者认为当前镍价有点类似处于图2绿色虚线部分，就是价格见顶回落后，库存还会惯性下跌。但是这里还是存在疑问的，因为价格是否继续下跌，其实还是取决于库存的趋势。若库存持续下降并保持低位，那么价格未必能继续下跌。而库存如果出现累库趋势（累库维持近6个月以上），那么前期价格就基本可以判断是个阶段性顶部。

接下来谈一下现货升贴水（基差=现货-期货）对价格的指导意义。其实单从现货升贴水的角度来看，对价格并没有很明显的指导意义。以往我们认为期货跌到一定程度时，现货升水代表现货坚挺，那么期货价格有望止跌反弹。事实上，这个逻辑不一定成立。但把基差和库存结合起来，可以发现价格顶部和底部存在的一些共同特征。如图3所示，当一段行情处于启动阶段，往往对应价格底部，此时现货处于深度贴水阶段，库存则处于高位。当价格上涨到顶部时，现货演变成高升水的状态，对应库存非常低。因此，如果只看LME镍价走势，那么长周期下价格只是处于底部震荡。基于镍价仍处于现货贴水和库存高位的格局，这也意味着当前价格远远没有见顶，镍价长牛行情并未来临。

图3：价格顶低的库存和升贴水的特征

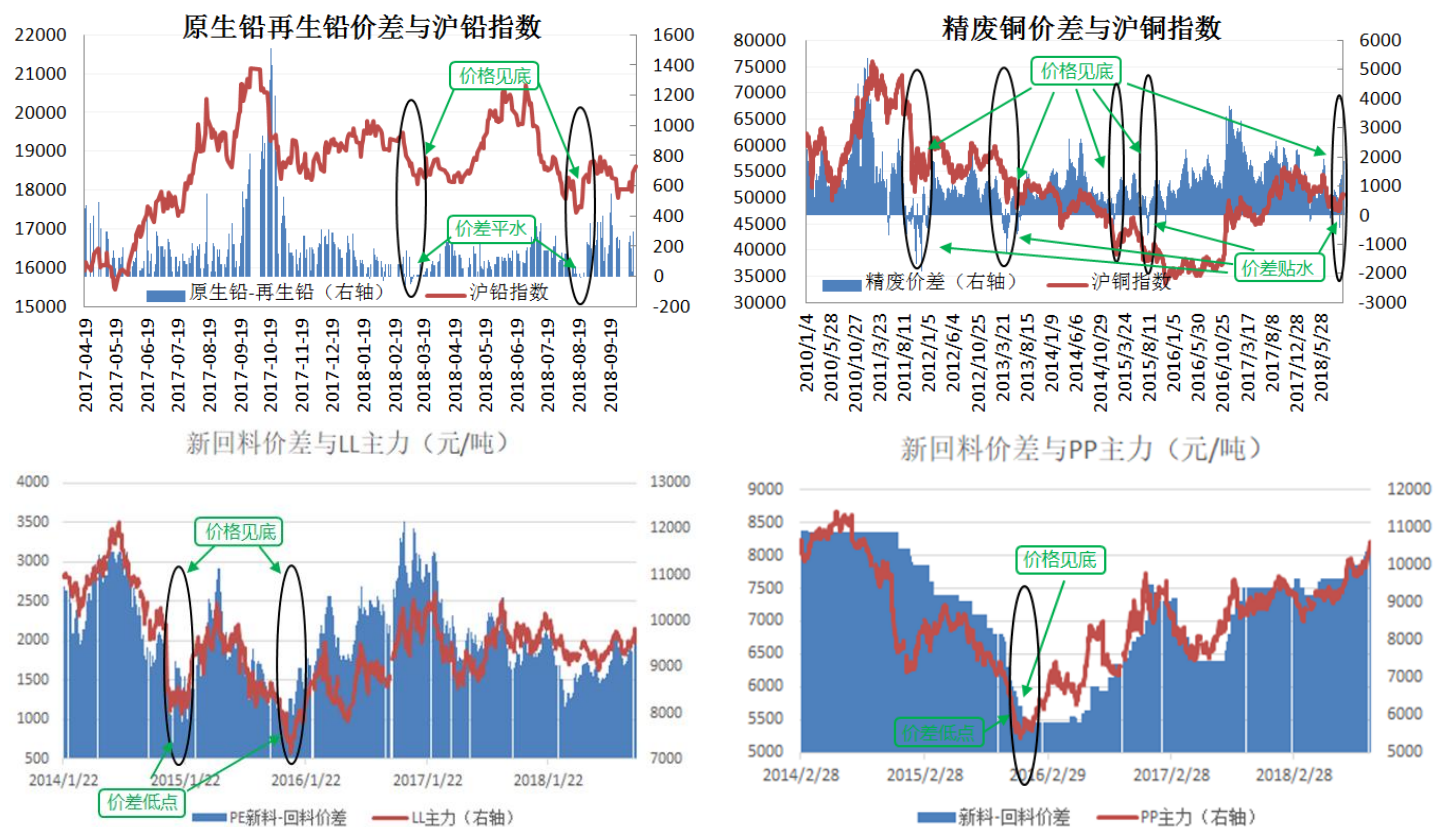


资料来源：Wind，信达期货研发中心

二、价差对价格的指示意义

在商品研究框架中，我们往往会看一下替代品的价差。经济学中将替代品定义为两种商品在性质上或者作用上有相同或者类似的构成。而这里的替代品指同个产业链中用途相同而质量有差异的东西。比如精铜和废铜价差，原生铅和再生铅的价差，聚乙烯新料和回料的价差。通过对比不同板块商品的替代品价差，我们可以得出以下结论：在价格下跌过程中，若替代品的价差转为平水或者贴水，往往对应价格阶段性底部。从图4可以看出，这个规律几乎得到了验证。其背后的逻辑也非常简单，以铜为例简单阐述一下。当铜价跌至底部时，精废铜价差打至贴水，此时反映的下游需求非常弱，导致精铜的价格比废铜还要低，显然非常不合理，精铜的价格被过分低估。在这样的情况下，下游更倾向于采购精铜而不是废铜，一旦需求逐步启动，精铜价格的上涨能带动铜价触底回升，也就形成了铜价的阶段性底部特征。

图4：替代品价差接近平水或贴水对应期货底部特征



资料来源：Wind，信达期货研发中心

笔者将这个规律用在金川和俄镍的价差上，却得到了相反的结论。考虑到金川和俄镍是属于品质差异的同种产品，精废铜价差显然不能作为参考标准，因此我将升水铜平水铜价差放到了一起，但依然得到了

相反的结论（见图5）。笔者认为，替代品价差对应的价格演变路径不一样，对价格的指导意义也不相同。包括上图所有的替代品价差出现平水和贴水都是价格下跌路径造成的，所以可以对应价格的底部特征。而金川俄镍价差却不相同，两者价差出现平水是在价格上涨过程造成的，这背后的逻辑截然不同。它反映的是市场极端看涨的背后，俄镍价格被高估的表现。虽然也能反映是需求非常好，但更多的是投机需求，是对镍价疯狂的炒作，反映的是一种不正常的市场情绪。一旦投机需求下降，市场回归理性，俄镍价格回落就是镍价见顶的表现。当然，这也只是笔者的推论，就目前可以找到的例子来看，这个结论尚不能被推翻，因此我依然将其作为一个可以观测的指标。

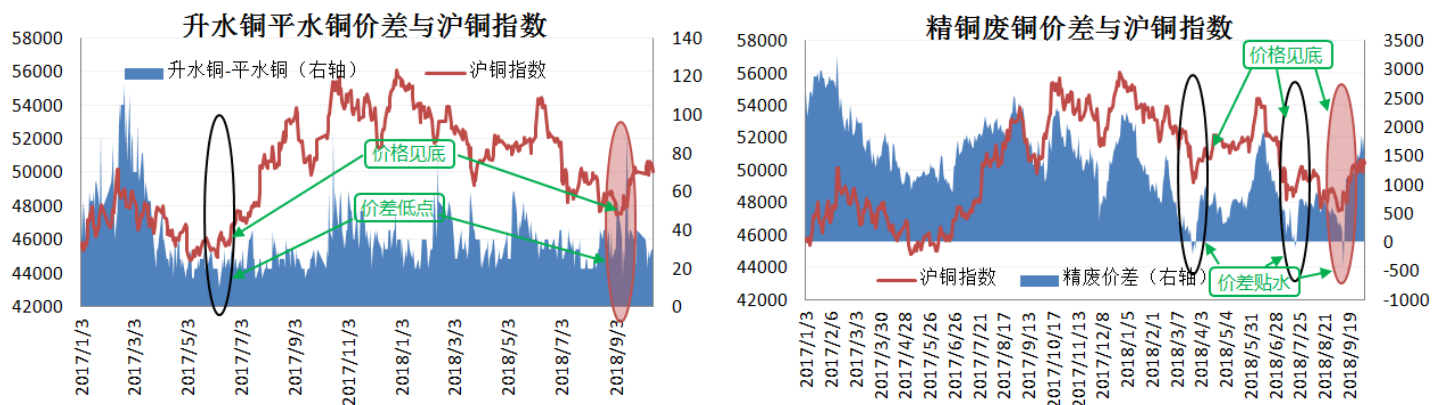
图5：价格不同演变路径下价差的指导意义不一样



资料来源：Wind，信达期货研发中心

有意思的是，如果把精废铜价差和升水铜平水铜价差放一起，我们可以发现两者价差几乎同时预测了今年9月中旬的价格底部（红色阴影部分）。可以说是指标形成了共振，由于数据可获得的周期较短，其有效性仍待继续检验，不过依然可以作为判断行情的监测指标之一。

图6：红色阴影部分反映两个价差低位吻合对应的价格底部特征

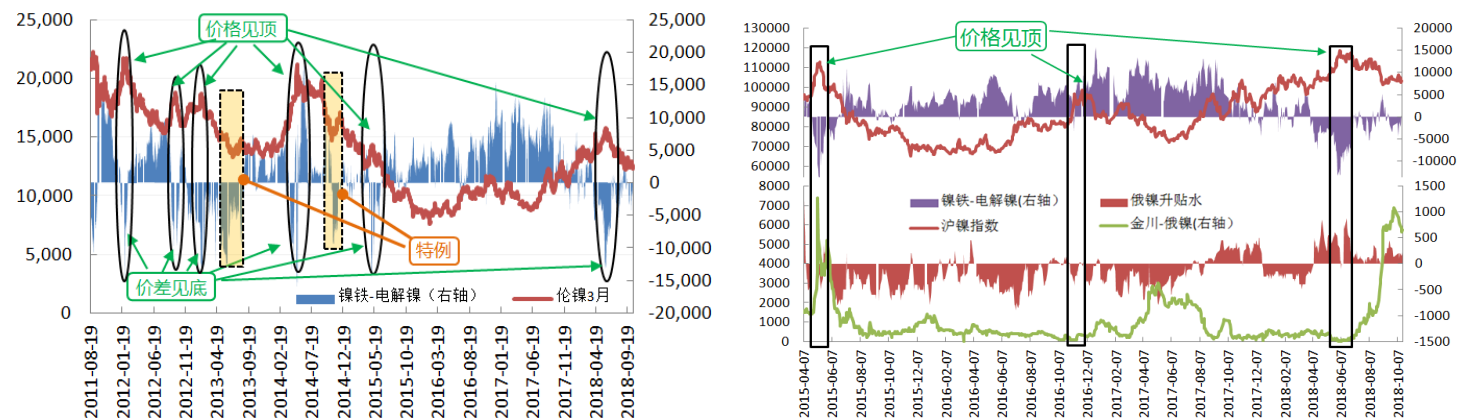


资料来源: Wind, 信达期货研发中心

再看一下镍研究框架中的另一个价差: 镍铁和电解镍的价差。如果说金川和俄镍的价差还存在一些质疑, 那么镍铁和电解镍的价差的规律就较为确定。由于不锈钢占镍消费比重高达 80% 左右, 所以在研究镍框架体系中, 镍矿-镍铁-不锈钢产业链是最重要的。在不锈钢的冶炼中, 镍金属的来源主要有三种渠道: 镍铁, 纯镍以及废不锈钢。不锈钢 300 系用镍量占比仅 8%, 此外还需要铬、铁等元素, 因此镍铁相当于买镍送铁, 下游不锈钢厂都倾向于采用镍铁作为主要原料, 而电解镍只作为不同工艺中的用镍配比。因此, 通常情况下, 镍铁的价格要比电解镍价格贵, 这样下游才有可能消耗部分电解镍需求。如果电解镍 > 镍铁, 意味镍铁的价格更有优势, 下游更倾向于采购镍铁, 从而削弱了电解镍的需求。一旦电解镍价格上涨缺乏需求支撑, 往往就是价格见顶的信号。从图 7 可以看出, 历史上镍铁和电解镍价差见底时, 有 6 次对应价格顶点, 仅 2 次出现反例。这说明这个价差是判断价格顶部相对有用的指标。

更进一步, 如果我们将价差、升贴水和镍价放在一起比较, 我们可以发现每次价格见顶的时候, 都是镍铁电解镍价差见底, 现货升贴水转弱, 以及金川俄镍价差接近平水的情况。由于俄镍在 2015 年 6 月 29 日之后才被列为上期所交割品牌, 因此 2015 年 5 月初沪镍价格见顶对应的金川俄镍价差极值并不具有代表性。综上所述, 在判断价格走势时, 除了结合基本面的综合情况, 若监测指标能够产生共振, 可以加强对行情判断的准确度。

图 7: 镍铁和电解镍价差低点对应镍价顶部特征



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

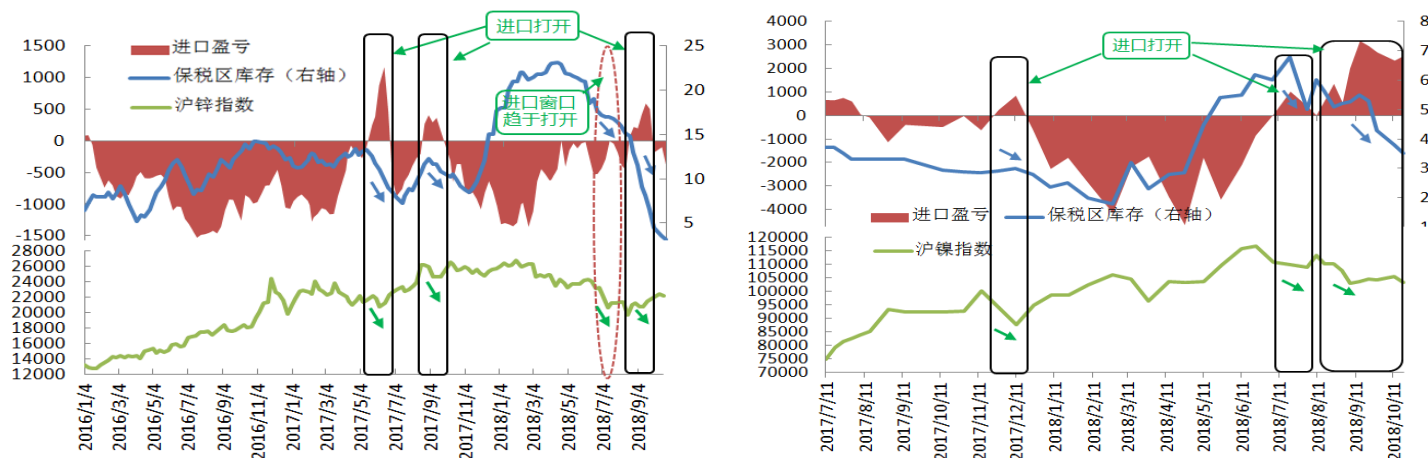
三、进口盈亏对价格指导意义

进口盈亏影响的是外部供应对国内供应的潜在冲击能力。在研究进口盈亏对价格的影响程度时, 首先要评估国内供应的情况。如果国内库存处于低位, 叠加炼厂因检修的因素短期供应无法释放, 那么进口窗

口打开对价格影响程度就非常大。有色板块的锌，就是一个非常好的例子。基于国内显性库存非常低，市场对锌价下方空间判断比较保守，很少有人敢单边做空低库存的锌价。但事实上，锌价从 27000 高点下跌以来累计跌幅可达 26%。这也是因为市场忽略了保税区高库存对价格的潜在影响。从图 8 可以看出，当进口窗口没有打开的情况下，保税区库存不断累积，其背后是因为低库存下贸易商有意愿将国外的锌锭进口进来，受限于进口亏损，只能先将货屯至保税区仓库，等到合适的机会再选择进口。所以，我们能看到 2017 年 12 月-2018 年 4 月之间保税区库存有个急速累积的过程，最高去过 23.1 万吨，对应 LME 库存仅 19 万吨。当进口窗口打开后，保税区库存出现急剧下降，大部分被贸易商报关流入国内，在较短的时间内对锌价形成了一定压力。尤其是 7 月中旬进口窗口趋于打开（红色虚线），保税区库存却出现了明显的下降，这说明贸易商或企业急于将锌锭库存报关进来，进口货源的涌入对价格形成了不小的下行压力。镍的情况也非常类似，2017 年底的时候，国内库存处于不断下降过程中，库存也处于较低水平。当进口窗口打开后，保税区库存出现明显下降，大量的俄镍被报关进入国内，导致俄镍升贴水迅速回落，从而对价格形成压制。自 8 月以来，进口窗口开启维持了好几个月，保税区库存降幅近 50%，镍价因多重利空被钳制在底部震荡。

因此，我们在判断进口盈亏对价格的指示意义时，首先要考虑一个重要的前提，即国内库存是否处于低位。若国内库存本身就处于高位，那么进口窗口打开不会对价格形成较大冲击，该因素对价格的压制作用只会被淡化。只有当国内库存处于低位，且保税区库存累库明显（考虑到保税区报关时间较短），那么进口窗口打开短时间会对价格形成下行压力。

图 8：进口盈亏打开对低库存品种的价格冲击很大



资料来源：Wind，信达期货研发中心

四、总结

在研究过程中，历史总是惊人的相似，但不是简单重复。如果能把握行情重大转折的过程中，跟踪的一些指标给予相对明确的信号，那么对行情的把握会相对比较有信心。在研究镍价历史回溯过程中，我们发现库存、升贴水、价差和进口盈亏在行情极值转折过程中能发现一些规律。

1、库存和价格不存在负相关性。但依然存在动态的规律，即价格下跌过程中往往伴随着累库趋势，而且多半是价格先跌，库存再累。而当价格跌至底部开始反弹时，库存还会呈现惯性累积。反之，库存高位下降时往往伴随着价格上涨，而且多半是库存先降，价格才缓慢上涨。当价格上涨见顶后，库存还会呈现惯性下降。

2、在行情启动初期，价格底部对应高库存和现货深度贴水状态。当价格上涨到顶部时，对应低库存和现货高升水的情况。基差需要结合库存的指标，对行情的把握才会更有说服力。

3、价差对价格的指示意义需要分不同路径来区别对待。在价格下跌过程中，若替代品的价差转为平水或者贴水，往往对应价格阶段性底部。在价格上涨的过程中，若替代品价差转为平水或者贴水，可能会对价格阶段性顶部。若将价差、升贴水和镍价综合比较，可以发现每次价格见顶，都是镍铁电解镍价差见底，现货升贴水转弱，以及金川俄镍价差接近平水的情况。因此，在判断价格走势时，除了结合基本面的综合情况，若监测指标能够产生共振，可以加强对行情判断的准确度。

4、在判断进口盈亏对价格的指示意义时，首先要考虑一个重要的前提，即国内库存是否处于低位。若国内库存本身就处于高位，那么进口窗口打开对价格的压制作用只会被淡化。只有当国内库存处于低位，且保税区库存累库明显，那么进口窗口打开短时间会对价格形成下行压力。

由于价格判断并不存在“圣杯”之说，市场节奏交替变化也无固定规律，随着基本面的变化，某些指标也会出现失效。因此，我们只能回溯历史尽可能去总结某些有用的指标，打磨好研究工具，耐心等待大行情时机的到来。

公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本5亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。

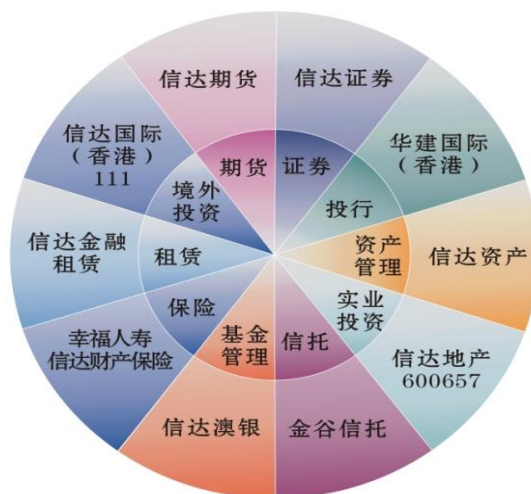
公司总部设在杭州，下设21家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建6家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、温州、宁波、绍兴、临安、萧山、余杭15家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

雄厚金融央企背景

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司是经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，将原中国信达资产管理公司整体改制而成立，注册资本362.57亿元人民币。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于1999年4月19日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资100亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010年6月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012年4月，首家引进战略投资者，注册资本365.57亿元人民币。2013年12月12日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

信达资产拥有全牌照金融服务平台



全国分支机构

- 金华分公司 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 (咨询电话: 0579-82300876)
- 台州分公司 台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室 (咨询电话: 0576-82921160)
- 深圳分公司 深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A (咨询电话: 0755-83739066)
- 苏州分公司 苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室 (咨询电话: 0512-62732060)
- 四川分公司 成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号 (咨询电话: 028-85597078)
- 福建分公司 厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元 (咨询电话: 0592-5150160)
- 北京营业部 北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室 (咨询电话: 010-64101771)
- 上海营业部 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 (咨询电话: 021-58307723)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 (咨询电话: 020-89814589)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 (咨询电话: 024-31061955)
- 哈尔滨营业部 黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号 (咨询电话: 0451-87222486)
- 石家庄营业部 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 (咨询电话: 0311-89691960)
- 大连营业部 辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2408 房间
(咨询电话: 0411-84807776)
- 乐清营业部 温州市乐清市双雁路 432 号七楼 (咨询电话: 0577-27868777)
- 富阳营业部 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 (咨询电话: 0571-23255888)
- 温州营业部 浙江省温州市鹿城区锦绣路 1067 号置信中心 1 幢 616 室 (咨询电话: 0577-88128810)
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室 (咨询电话: 0574-28839988)
- 绍兴营业部 绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403 (咨询电话: 0575-88122652)
- 临安营业部 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 (咨询电话: 0571-63708180)
- 萧山营业部 浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室 (咨询电话: 0571-82752636)
- 余杭营业部 浙江省杭州市余杭区南苑街道永安大厦 1702-2 室 (咨询电话: 0571-88797516)

重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

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标、财务状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。