

## 盘点近 20 年来，有色金属四次大牛市！（2）

有色微信文章

2021年03月12日

张秀峰

有色研究员

投资咨询编号：Z0011152

从业资格号：F0289189

联系电话：0571-28132619

邮箱：

zhangxiufeng@cindasc.com

楼家豪

有色研究员

从业资格号：F3080463

联系电话：0571-28132516

邮箱：

loujiahao@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天

人大厦19、20楼

全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：

[www.cindagh.com](http://www.cindagh.com)

### 核心逻辑：

本文从各轮牛市中的驱动力量，库存，和基差三个层面分析近 20 年来有色板块的四次大牛市，并具体落实到铜、锌、镍三个品种之上。

首先从牛市的驱动力量可以将牛市分为以供需结构作为驱动的第一类牛市和宏观经济复苏预期与货币政策宽松带来的第二类牛市。以此方法分类可以得出结论，以供需结构作为内在动力的牛市，历时相对会较长；而以经济复苏预期与货币政策宽松为内在驱动的牛市，则历时相对较短。之后以此为基础，将供需关系投射到库存和基差层面对于有色金属价格进行分析。

由于库存可以反应相当长的一段时间内的累计变化，而供需关系的直接比较则会聚焦在特定的时间点上，因此库存相对于供需关系的直接比较拥有持续性的优势。在库存分析的过程当中可以发现，库存本身所在的位置可以反应该品种在此轮牛市中的涨幅，库存所在位置越高，牛市中的涨幅就会相对越小；而库存在牛市中的增减变化方向，可以反应牛市的历时长度，相对来说库存总体上涨的时候，牛市历时会较短。

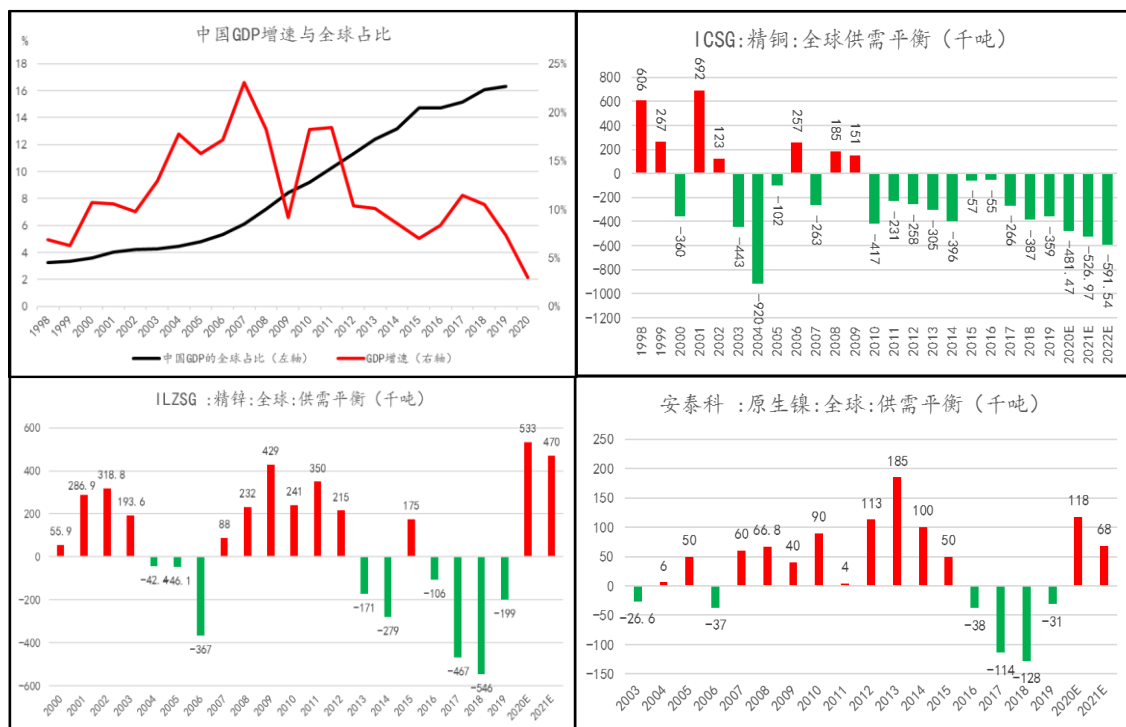
从基差方面来看，由于可以更好的规避掉例如隐性库存等不宜观测和研究的变量而直接呈现结果，因此可以更好的反应出一定时间段内市场上实际的供需关系。从基差分析中可以得出：基差位置可以反应该品种在牛市中的涨幅，也可以反应该品种的此轮牛市的历时长度。基差大的时候更容易出现阶段性的价格高位，同时牛市中基差所处的相对位置较高时，牛市的持续时间也会较长。而基差的变化也会反应到价格的走向上，相对来说，基差上涨时，更容易出现价格的上涨或反弹。

## 一、牛市的内在驱动决定其历时的长度

近20年来有色金属板块的四次大牛市，从时间上基本可以通过以下方式划分：第一次牛市，时间线大约在2003年至2008年；第二次牛市的时间跨度大约在2008年底到2011年中；第三次牛市的时间大致是从2015年底至2018年；第四次牛市开启于2020年3月底至今，尚需判断牛市是否结束。

首先简单阐述一下本文想要提出的第一个观点：**在2000年之后的四次牛市中，由供需结构引发的牛市，一般历时会较长，而基于经济复苏预期或者货币政策宽松带来的牛市则会相对历时较短。**以下为详细叙述。

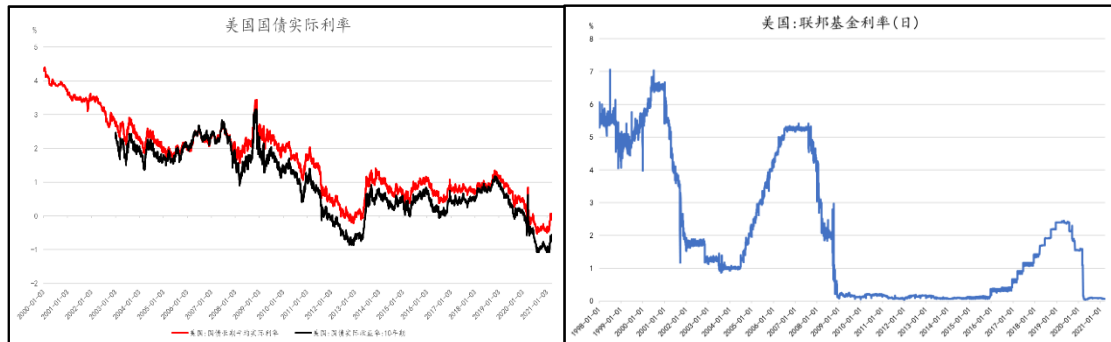
在第一次牛市中，中国经济持续快速增长，带动全球基本金属的消费增长，期间明显供不应求，相对历时较长。2003年至2008年之间中国GDP增速处于相对高位，反应中国经济的快速增长，而伴随的是中国经济地位在国际上的不断攀升。同期美国的GDP增长（以美元计价）保持在7%以下，而中国的GDP增长（以人民币计价）保持在12%以上的增长幅度，若是以美元计价则更为可观，最低也超过13%，最高甚至超过29%。与之相对应的，是对基本金属需求的快速增长。例如铜在第一次牛市中，基本处于供不应求的状态。锌在第一次牛市中供不应求的状态较短，而对应的其牛市的持续时间也较短。但是镍就有比较大的不同了。在2006年以前，当时红土镍矿还未得到有效利用，相对来说供应剩余出于一个相对较低的位置，而在技术发展未成熟之前，供应缺口在2006年达到了最大。在之后的一年中，镍价也达到了历史最高位。由此可以得出的结论是在第一次牛市中，铜、锌、镍上涨的主要动力还是来自于供需驱动，牛市历时也与其自身供需缺口的持续时间相关。



Wind, ILZSG, ICSG, 安泰科, 信达期货研发中心

而第二次牛市的主要驱动力量来自于金融危机后全球经济复苏，全球宽松的货币政策带来流动性持续释放，因此第二次牛市历时相对较短。从铜、锌、镍的供需关系来看，第二次牛市期间锌和镍明显都是出于一个供过于求的状态，这也就是镍和锌在第二次的牛市中持续时间极短，甚至不到铜的持续时间的一半的原因。而铜在初期供过于求的阶段受到全球经济复苏，流动性持续释放支撑后，本身后续又转入了供不应求的状态，因此牛市持续时间也相应较长。而对于当时全球经济复苏，流动性持续释放的直观证据可以参考美国国债收益率曲线。在2008年底至2011年的第二次有色板块的牛市期间，美债实际利率快速持续下降，而美联储的基准利率更是降到了0-0.25%。反应市场上流通的货币大量增加，对于流动

性的释放极为有利。而同时期中国提出了四万亿的刺激经济方案,而这一切逐渐拉开了中国有史以来最大规模投资建设的序幕。两项结合比较之下可以得出结论,第二次牛市的主要驱动力量是经济复苏,以及当时为了应对经济危机的大量放水,而非真正的供需驱动。

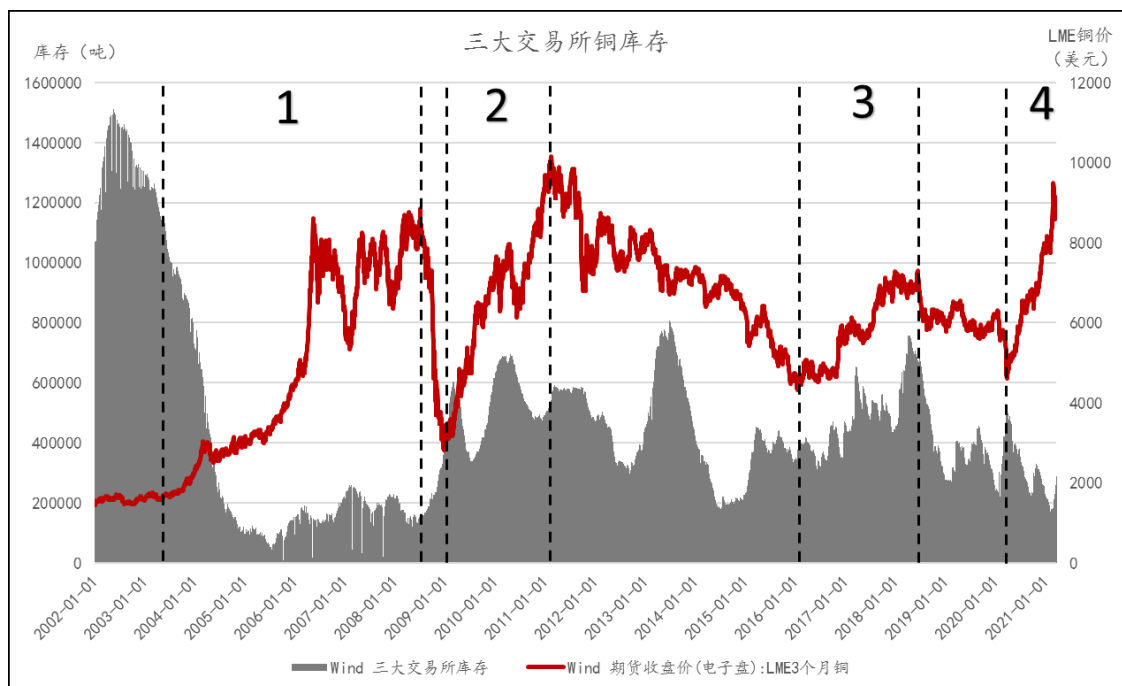


Wind, 信达期货研发中心

第三次的牛市 2016 年至 2018 年处于供给侧改革期间,从铜、锌、镍的供需平衡表上也可以明显的看出来,在此期间明显处于供不应求的状态。对应的,第三次牛市相较于第二次牛市的持续时间也较长。如锌和镍的持续时间超过了第二次牛市的两倍。但是同时需要指出的是之后会详细探讨的一个观点,即铜对于供需关系的敏感度不及对于需求增长的敏感度,反映到牛市的持续时间上来看,第二次牛市和第三次牛市的差距也就没有那么大。

到本轮牛市,又是基于疫情之后的经济复苏,货币政策也处于较为宽松的状态。而镍和锌的供需情况还是处在供过于求的状态,牛市持续时间可能会相对较短。而铜处于长期的供不应求状态,因此铜的牛市历时可能相对于其他品种来得更长。以下来看各品种供需关系反应到库存和基差上对于牛市持续时间和牛市期间整体涨幅的影响,以及基于此做出的一些推测性结论。

## 二、库存位置反应牛市涨幅,增减反应历时长度的



Wind, 信达期货研发中心

从库存层面来看,由于库存可以在一定程度上反应真实的供需关系强弱,借此提出本文的第二个观点:库存本身所在的位置可以反应该品种在此轮牛市中的涨幅,库存所在位置越高,牛市中的涨幅就会相对较小;而库存在牛市中的增减变化方向,可以反应牛市的

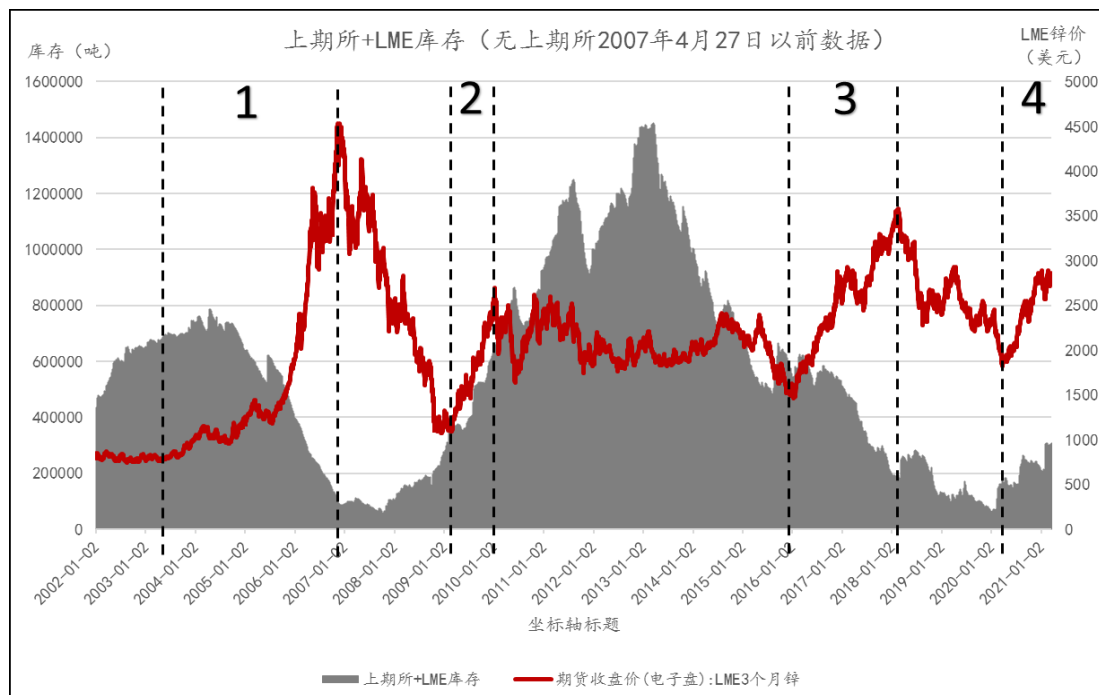
历时长度，相对来说库存总体上涨的时候，牛市历时会较短。具体来看在各个品种中的具体表现如下。

铜的牛市开启前期是去库最为快速猛烈的时期，这一现象在历次牛市开启的初期都是存在的。但是对于更为直观的看法，库存处于低位时，可以反映出需求强于供给，从而推高铜价的假设无法用于解释第二次牛市库存和价格的变化关系，一则第二次牛市中铜价达到历史高位但库存并不处于低位；二则如上文指出，第二次牛市的主要动力是金融危机后全球经济复苏，流动性持续释放。因此需要提出假设：由于“铜的消费范围较广，部分产业链相对较长，下游库存及其他隐形库存相对较多，能够通过库存的累积和释放对冲供给的过剩和短缺”（引用自信达证券：复盘铜价趋势与波动）在此基础上，观察铜的库存就可以做出假设，即牛市开启的初期，当隐性库存和下游库存还未来得及释放的时候，可以更加明确的看到铜在当时牛市周期中的实际需求强度。

这个结论在 2008 年之后更为明显。那么在这个环境当中分析铜的库存与价格关系，可以更加直观地发现，第三次牛市中，初始阶段的去库过程是历次牛市中**最弱的**，而对应的整个牛市的**上涨幅度也是最小的**；第二轮牛市中，初始阶段库存的下降虽有略微的滞后，但是去库过程的斜率也是最陡峭的，对应的整个牛市阶段的增长绝对值也是最高，达到了 7334.8 美元；第一次牛市中初始阶段的去库过程先强后弱，总体斜率介于第二次和第三次中间，整个牛市阶段的增长绝对值也是介于第二次和第三次之间。当然需要指出的是，第一次牛市中铜的库存是从极高位开始去库的，很有可能第一次的牛市中库存未出现大幅回涨的原因就在于之前的隐性已经充分转显性了，或者当时的年代并没有那么多的隐性库存。规律可概括为，铜的牛市中初期的库存变化可以更真实的反应需求的强度，并在一定程度上反应出价格涨幅的预期。

当然，这一切的推导是建立在一个较为普适的结论之上的，即需求在一段时间内不会发生过大变化。本次牛市中初始阶段的去库过程斜率极为陡峭，与第二次牛市中相似，价格的上涨走势也与刚刚的结论相符，反应需求的强度可期。借此估计的话，本轮牛市的高点还未出现，铜依然存在上涨的空间。而由于本轮牛市和第二轮牛市的库存变化和价格涨势皆相似，大致估计牛市尚有一些持续时间。从空间和时间上来看，铜的牛市皆尚未结束。

与铜不同的是，锌没有那么多的隐性库存可以长时间连续多次的对于供需关系造成决定性的影响甚至逆转，因此反应到库存上来看，也基本符合我们的主流逻辑。即当牛市来临，库存在一定程度上可以反应供需关系，需求上涨，导致库存处于低位，价格得以更好的上涨。



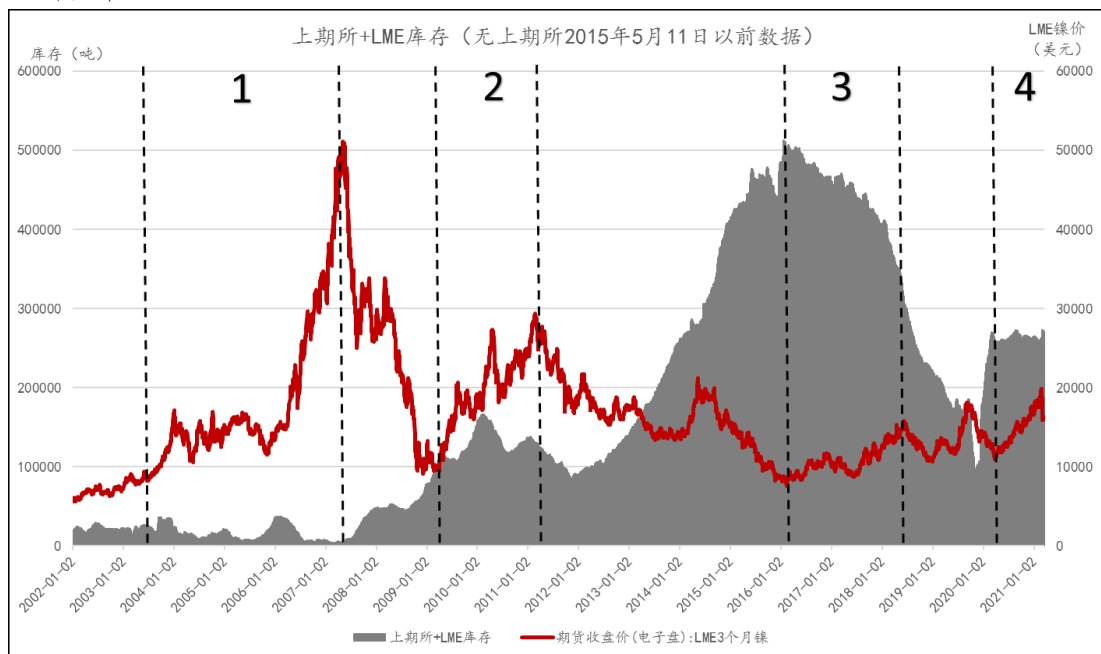


第一次牛市中库存的快速下降对应的就是锌价高速上涨的阶段，基本是符合猜测的。而**第二次牛市中，锌的库存本身并未处于低位，同时也未向低位靠拢**，因此第二轮的牛市对于锌来说并不是靠着供需缺口形成的，很可能是在牛市中有色板块整体上涨对于锌价的一种抬升而已，又或者是金融危机后全球经济复苏，流动性持续释放带来的利好。而与之对应的，**第二轮牛市中，锌是整个有色板块中最先结束牛市的，也是持续时间最短的一个品种**，整个牛市历时仅 220 个交易日，11 个月都不满。这在一定程度上也反过来印证了锌其实还是一个与供需逻辑联系较为紧密的品种（涨幅低，牛市周期短），但因为其较强（仅弱于铜）的金融属性，还是容易跟着宏观走（受宏观和板块抬升）。

到第三次牛市，起始阶段其实库存是处于一个不低的位置，但是牛市开启之后供应偏弱需求向好，市场开始持续性去库，直到牛市结束，整个牛市周期中锌价变动与库存增减基本符合负相关性。这就说明第三轮牛市中，锌的上涨主要还是受到需求强于供给的影响。与之对应的，**第三轮牛市不管是历时，还是涨幅皆高于第二轮牛市**，符合我们认为的供需缺口决定库存位置，库存位置反应价格高度（涨幅），库存变化方向决定牛市历时长度的结论。

本轮牛市中，库存本身处于较低的位置，其中夹杂两次阶段性的跳增，应该是隐性库存释放造成的，但是每次跳增之后，库存还是出现减少的，这也就意味着当前的需求还是强于供给的。以此推论的话，整个牛市的涨幅不应该弱于第二次牛市才对，同时当前库存的平均位置应该是低于第三次牛市的，而目前锌价的涨幅甚至还未达到第二次牛市的**标准，应该还存在上涨的空间**，而时间方面无法得出具体结论。

关于镍，首先需要指出的是下图在 2015 年 5 月之后加入了上期所的镍库存，因此在极大程度上拔高了库存的总量，但是在将牛市分段研究的过程中并不会影响结论的有效性。**第一次牛市中镍的库存处于极低位置，反应供需关系中需求相对来说更加强势**。在此过程中 2006 年虽然有红土镍矿冶炼的技术突破，但是在当时并不足以改变供需的格局，在需求强劲的情况下，镍达到了历史高位。而之后红土镍矿冶炼技术逐渐成熟，镍价开始走低，而供应端的强势发展使得原生镍处于过剩状态。反应到库存上看来，库存也在一个较长的周期中逐渐抬升。



Wind，信达期货研发中心

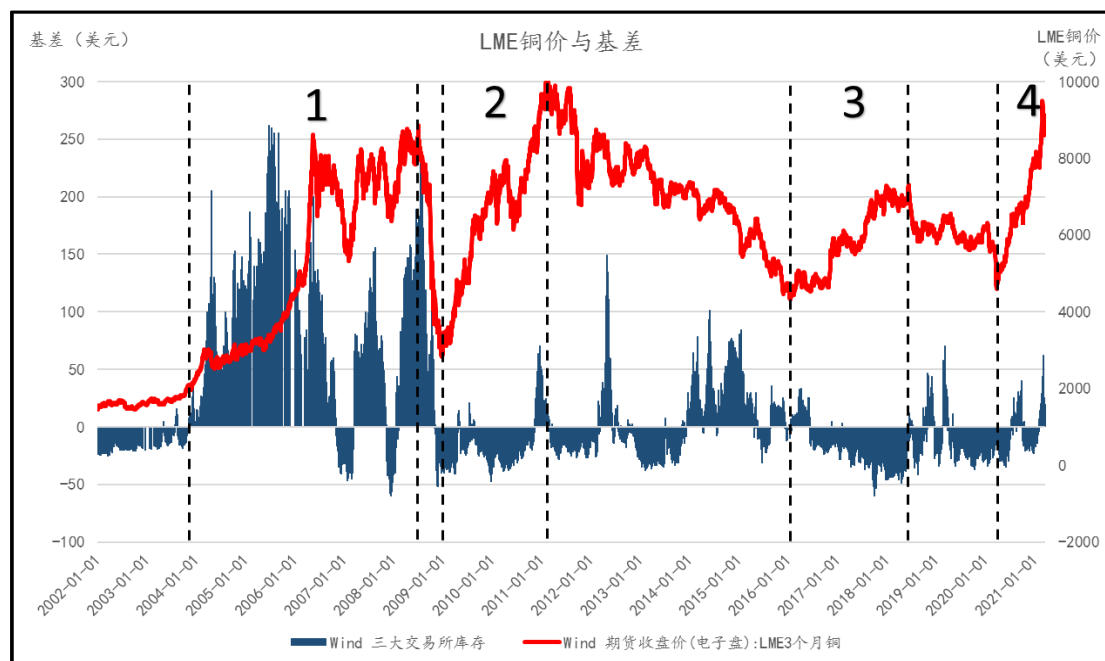
到**第二次牛市**，虽然主要动力来源于经济复苏，流动性增加，但是在镍的库存反应来看，其实还是比较乐观的，因为它**短期抑制了镍库存的持续增加**，由此反应至少在第二次牛市的结尾阶段供应过剩并不严重，**相较于锌的牛市历时也就略长**。而之后阶段的熊市中，镍的库存开始了大幅度的累计周期，库存来到历史高位。

第三次的牛市中，供应侧改革发生，驱动回到供需关系，镍的供应增长终于放缓，而需求侧的增长速率明显加快，终于又到了供不应求的阶段。从库存上来看，虽然库存依然处于较高位置，但是有明显的去库现象，因此牛市的历时也较长，但是库存的高位同时也限制了镍价的上涨幅度。那么镍的库存分析可以得出的结论就是，库存的位置可以反应牛市中镍价的整体涨幅，而去库的持续可以反应牛市的历时长度。若无之前高冰镍的重大利空消息，本轮牛市中，库存位置高于第二次牛市，低于第三次牛市，涨幅应该也处于两者之间。

### 三、基差位置反应涨幅与历时，深度负基差更容易出现价格上涨

从基差方面来看，由于基差可以反应出一定时间段内实际市场上的供需关系，可以提出本文的第三个观点：基差位置可以反应该品种在牛市中的涨幅，也可以反应该品种的此轮牛市的历时长度。基差大的时候更容易出现阶段性的价格高位，同时牛市中基差所处的相对位置较高时，牛市的持续时间也会较长。而基差的变化也会反应到价格的走向上，相对来说，基差上涨时，更容易出现价格的上涨或反弹。当然各个品种之间还是存在差异的，下面具体来看各个品种在历次牛市中的基差表现。

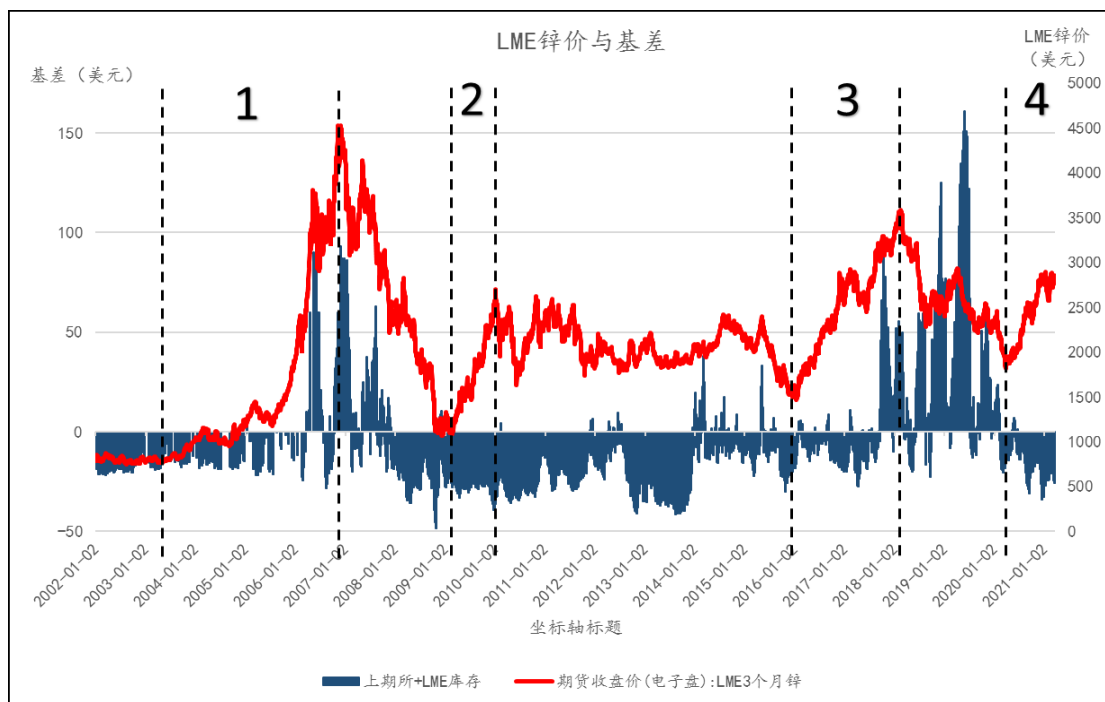
在铜的第一次牛市中，基差基本维持在较高位置，反应对于现货的需求的确是比较强烈的，相应的铜的第一轮牛市历时较长。但是在第二次和第三次牛市中，基差基本稳定在低位，那就与我们想象中的基差高位，反应需求较好，从而推高价格的结论不一致，因此铜的第二轮牛市和第三轮牛市的相对历时较短。但这其实也可以与铜“下游库存及其他隐形库存相对较多，能够通过库存的累积和释放对冲供给的过剩和短缺”的结论相互验证。铜由于其下游库存和潜在库存过多，在牛市中不定时的转化为显性，以此弱化了需求强度上升带来的供应不足，导致第二次牛市和第三次牛市中市场上表现出来的基差并不处于高位，反而是在第二次和第三次牛市之间的熊市中，铜价回涨时容易出现基差的短暂高位。而这也符合隐性库存择机转显的特点。如此看来，从基差的角度也可以对于佐证结论，即铜价在牛市中的表现，与需求的上涨联系更为紧密，而非与铜基本面的供需缺口相关。



Wind, 信达期货发发中心

而本轮牛市还有一个第二次与第三次牛市中不具备的优势，从基差上来看，本轮牛市中大面积出现基差在0轴之上，可能反应出需求的强势。而之前已经出现过较长时间的基差负数，可能已经经历了隐性库存转显性的过程，隐性库存再次大量转显性的可能性不大。铜的基差和库存之间的关系呈现出较为明确的负相关性，那么在库存分析中得到的结论，其实也可以化用到基差之上，从基差和库存来看，得出的结论其实是可以相互佐证的，即铜的牛市尚未结束，铜价的最高点还未出现。

锌的价格由于和供需缺口的联系比较紧密，因此基差的反转往往也来得比较突兀。如在第一次牛市中，前期价格上涨速率比较平缓，基差稳定在-20 美元到-25 美元之间，但是后期库存快速减少的同时，基差也迅速由转正，反应需求强度变得远超供应的产出水平。之后在牛市结束价格开始走低但仍然处于高位时，基差也同时保持在一个相对较高的位置。

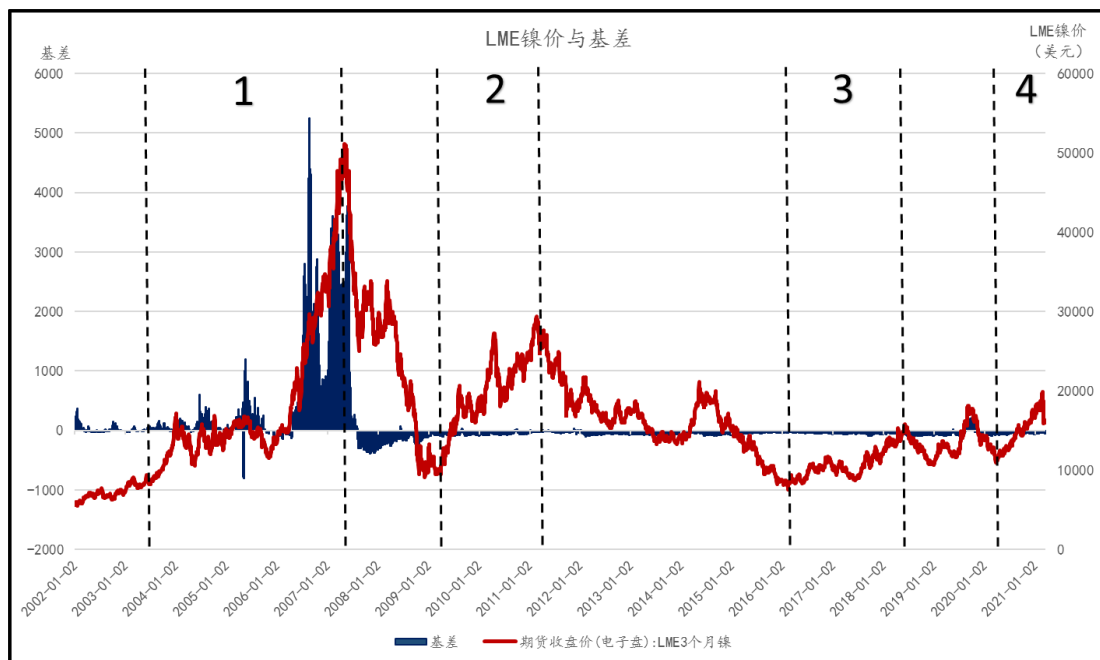


Wind, 信达期货研发中心

而第二次牛市中，基差一直处于较低的位置，反映出的是当时牛市中的供需缺口并不大，这也很可能是导致第二次牛市中锌价涨幅较小的原因。而到第三次牛市，情况与第一次牛市中较为相似，同样是在牛市的后期突兀反转，同样反应需求强度变得超过供应的产出水平。而令人在意的是，第三次牛市和本次牛市中间的周期中，锌价处于下降的趋势，基差却基本保持在一个极高的水平。对此的解释可能是该段时间内的锌价其实与之前的十年相比并不处于低位，而且其中基差的高点，出现在整个熊市周期中的价格反弹阶段，因此很可能是当时的供应端出现了较大问题，从而导致供给短暂出现了短缺。以此去寻求验证，例如 2019 年初，澳大利亚进口矿源还未开放，矿端缺货，当时锌价主要的矛盾是海外矿山供应预期与现货短缺的博弈，但是当时的锌矿转松传导到冶炼端仍需一定的时间，而中美贸易谈判的顺利使得需求快速的恢复，短期出现了明显的供不应求的趋势，从而使得当时的基差短期高位。

而到本轮牛市目前基差所处位置与第三轮牛市的中后期位置较为相似，相对来说现货的需求并没有非常强力，但是后续不管是进入旺季的消费预期还是对于全球经济复苏的预期，都可能推高对于需求的预期，而三四月份还存在检修扩大的可能，基差演变成类似第一次和第三次牛市结束阶段的形态的可能性较大。因此推论锌的牛市尚未结束。

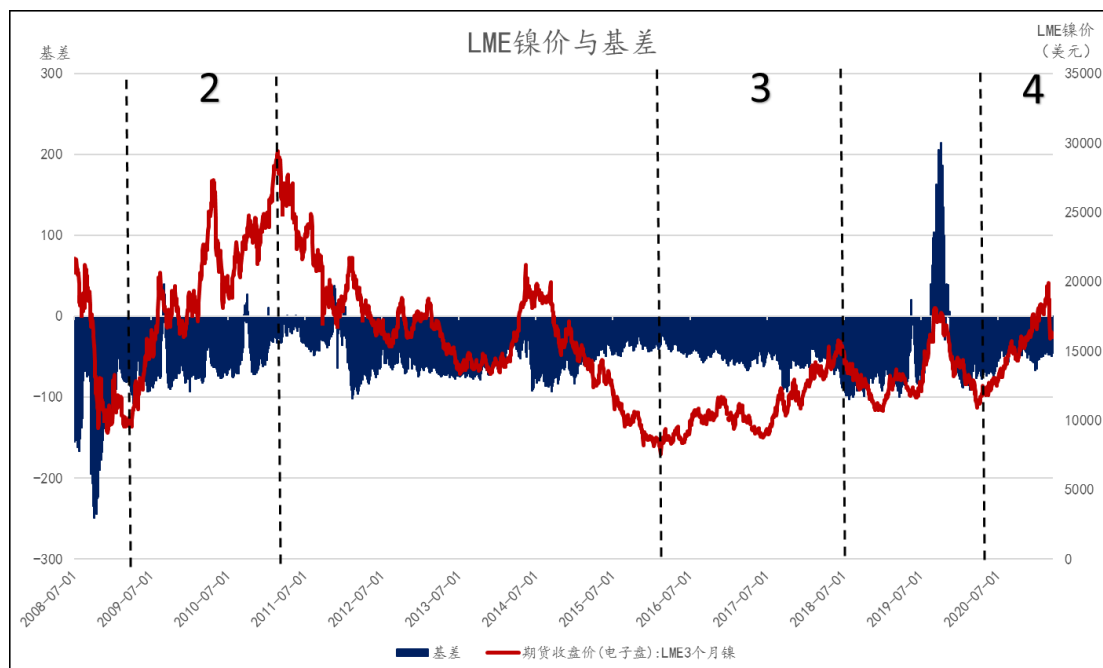
镍的基差方面，第一次牛市中很明确的，在价格上涨最为快速的时候基差处于高位，并持续到价格跌回到一个较低的位置，而在之后的熊市中基差转负。由于第一轮牛市中的基差高值与之后的基差相差过于巨大，不利于观察，因此将后续的稽查与价格重新做图。至第二次牛市开始之前，价格处于相对低位，基差也反应出了当时现货需求不足的状况而处于负 250 美元/吨。



Wind, 信达期货研发中心

而到第二次牛市，明显的供需关系并不好，现货贴水基本稳定在 80-100 美元之间，进一步确认第二次牛市的主要动力是来自于全球经济复苏，流动性持续释放。**基差的低位也导致了第二次的牛市持续时间，和涨幅都远不及第一次牛市。**第三次牛市中，由于库存位置实在太高，供给侧改革导致的供应短缺也改变不了市场上其实并不缺货的事实，因此现货贴水基本稳定在 35-65 美元之间。**第三次牛市基差位置相比第二次牛市只是稍稍好一些，牛市历时相对第二次牛市稍长。**

而本次牛市，年度的供需关系依然是供过于求的状态，基差也确认了这一点，以此估计的话镍的本轮牛市并不会长久。而之前依赖的经济复苏预期，以及新能源逻辑带来的硫酸镍的供不应求的局面也被镍铁转高冰镍的重大利空消息破碎，因此估计镍的本轮牛市已经提前结束。



Wind, 信达期货研发中心



## 【信达期货简介】

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](http://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 16 家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建、宁波 7 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 9 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。



-  信达证券股份有限公司
-  信达期货有限公司
-  信达地产股份有限公司
-  信达金融租赁有限公司
-  幸福人寿保险股份有限公司
-  中国金谷国际信托有限责任公司
-  信达国际控股有限公司

-  中国信达(香港)控股有限公司
-  信达澳银基金管理有限公司
-  信达投资有限公司
-  信达资本管理有限公司
-  中润经济发展有限责任公司
-  信达财产保险股份有限公司
-  南洋商业银行有限公司



## 【全国分支机构】

|     |     |                                             |               |
|-----|-----|---------------------------------------------|---------------|
| 分公司 | 金华  | 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810             | 0579-82300876 |
|     | 台州  | 浙江省台州市路桥区路北街道双水路 669 号华能国际 10-2 室           | 0576-82921160 |
|     | 深圳  | 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         | 0755-83739066 |
|     | 苏州  | 苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室                 | 0512-62732060 |
|     | 四川  | 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 | 028-85597078  |
|     | 福建  | 厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元     | 0592-5150160  |
|     | 宁波  | 浙江省宁波市鄞州区姚隘路 796 号 9 楼 9-3-2、9-4 室          | 0574-28839988 |
| 营业部 | 北京  | 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   | 010-64101771  |
|     | 上海  | 中国（上海）自由贸易试验区民生路 118 号 2201A                | 021-58307723  |
|     | 广州  | 广州市天河区体育西路 189 号 20A2                       | 020-89814589  |
|     | 沈阳  | 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层                         | 024-31061955  |
|     | 哈尔滨 | 黑龙江省哈尔滨市南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号        | 0451-87222486 |
|     | 石家庄 | 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层                   | 0311-89691960 |
|     | 大连  | 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 2408 房间     | 0411-84807776 |
|     | 乐清  | 浙江省温州市乐清市城东街道旭阳路 6688 号总部经济园 2 幢 803-1 室    | 0577-27868777 |
|     | 富阳  | 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室              | 0571-23255888 |

## 【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、财政状况或需要。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。期市有风险，入市需谨慎。
- 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。