



东兴期货
DONGXING FUTURES

期镍简报

商品研究报告

投资咨询部

黄晓倩

研究员

期货执业证书编号: F3012845

huangxq@dxqh.net

资金炒作叠加供不应求，镍短期易涨难跌



11 月，SHFE 镍主力合约连续 5 个交易日累计涨幅 35.54% 的飙升结束了长达 4 个月的横盘震荡，重回 1 年半前高位，随后增仓上探 100000 整数关卡失败，最后以两根大阴线收于 90000 上方，为一个月的极端行情画上句点。此番连涨急跌的原因除了宏观面阶段性配合及基本面短期供需错配外，场内资金的炒作亦是加大市场波动的主因。

图 1 11 月行情回顾



来源：文华财经、东兴期货投资咨询部

资金推动此番镍价上扬：

期货市场上，持仓量的增减被看作资金流向的衡量指标。期镍主力合约持仓在 11 月的 22 个交易日由 9.23 万手增至 38.4 万手，这意味着至少有 21.7 亿的资金净流入。由于期货是双向交易，持仓量的增长只能说明资金流入，为了直观反映此番价格上涨是资金推动的结果，我们简单的统计了一下价格变化与持仓量的相关性。结果显示，正常情况下，沪镍指数涨跌与持仓量不存在较强相关性，而是随机的；然而在 11 月的走势中，两者间的相关高达 76.47%，说明资金流入与价格上涨存在强劲的一致性（我们视 $\text{correl}=0.7$ 为强正相关，即资金流入造成价格上涨，为多头主导； $\text{correl}=-0.7$ 为强负相关，即资金流入造成价格下降，为空头主导）。对比其他有色品种，期镍受资金扰动影响更加显著。同期，上涨动力最强、时间最久的锌相关性为 74.58%，而铜价上涨与持仓量变化的相关性仅 55.58%。这意味着，此轮上涨主要是受到多头资金的推动，而镍则是有色板块中走势最易受到资金扰动的品种（意味着镍具有长期较大的波动性）。

此外，11 月所有商品步调基本一致，波动率敞口放大。有色板块首当其冲，其波动率 10 月 31 日翻了逾 3 倍，黑色

板块由于持续高波动率，波动放大幅度略小于有色——为 2.75 倍，商品整体波动率上涨了接近 3.15 倍。期镍 22 日波动率亦从 10 月底的 16.95% 放大 2.5 倍至 42.06%，同期，沪铜波动率上涨 4.44 倍，沪锌上涨 2 倍（相对看来，基本面偏强的品种，波动率敞口增幅较小，即价格走势更为贴合基本面，资金炒作的的影响力并不是唯一的关键性因素）。结合观察，资金炒作导致价格脱离品种基本面，过度投机使得风险因子不断增加，造成系统性风险的叠加累计。短周期因资金扰动造成的波动率大幅偏离意味着波动率在资金褪去下有回归均值的属性，即一旦资金离场，资金的方向属性将使得价格出现逆转的同时伴随波动率的剧烈调整。

表 1

价格与持仓量相关性			
品种	镍	铜	锌
11月	75.37%	56.15%	74.17%
2015年3月至今	11.19%	-27.44%	23.69%

表 2

22日波动率								
品种	镍	铜	锌	wind商品指数	wind有色指数	wind黑色指数	wind化工指数	wind农产品指数
11月底	42.06%	47.44%	42.01%	34.98%	39.66%	57.55%	39.75%	25.47%
10月底	17.15%	10.68%	21.07%	33.44%	12.82%	20.96%	18.42%	19.53%
年均值	23.14%	17.03%	20.56%	29.07%	17.10%	32.22%	22.21%	19.29%

来源：iFind、东兴期货投资咨询部

11 月行情恐难再现：

临近月末，资金收紧的局面愈加显著。央行月末连续 4 个交易日公开市场净回笼，11 月公开市场净投放 150 亿元，与 9、10 月份央行公开市场净投放 4600、4414 亿相比，流动性明显趋紧。SHIBOR 隔夜利率连续 15 日上涨，截止 11 月 30 日，上涨 13.4 个基点，资金借贷成本愈来愈高。十年期国债期货自上市来创下单日最高跌幅 0.71%，11 月累计下跌 1.71%。尽管十年期中债国债收益率上行至 2.95%，但是同期同业存单利率全线赶超 3%，银行业主动负债压力增大，作为资产配置的债券收益并不能很好弥补债务支出。年末加上早春，钱荒是不变的主题，在目前流动性急剧收紧的情况下，政府有足够的放水吗？此外，自国庆结束，人民币累计贬值 3.13%，11 月单月中间价下调 0.1224，期间一度跌破 6.91。人民币持续贬值，外汇占款流出加速（已经连续 4 个月下降），截止 10 月，可用余额仅 3.12 万亿，较年初减少 2097.07 亿。12 月市场预期美联储会加息，非美货币将进一步贬值。内忧外患下，央行再度放宽市场流动性的可能性较低，意味着类似此轮的资金为主导的极端行情发生的几率也相对减弱。

镍矿供应将再度回落：

年内，金属镍的供需格局基调未变，供不应求的观点依旧成立。自 14 年印尼禁止出口镍矿后，菲律宾成为我国红土镍矿主要供应国，然而菲律宾新政府不断炒作环保审查，导致菲镍矿供应缩减，尤其相继关停近 20 家镍矿的消息释放，镍矿供应一度紧缺（菲律宾镍矿进口从年初保持增速下滑，7 月同比下滑 35.62%，1-10 月累计进口菲律宾镍矿下降 12.38%）。8 月底菲政府态度出现软化，叠加印尼考虑放宽镍矿出口的限制的传闻，镍矿进口增速恢复，但伴随

着苏里高地区进入雨季，预计镍矿进口将再一次回落。镍矿港口库存前三季度上涨缓慢，自开年 1455 万吨直至 10 月底才补足至 2015 年周均 1624 万吨的位置，亦从侧面反映镍矿进口不足，下游生产依靠消耗库存来弥补。分品种看，印尼矿受到出口限制，港口库存基本持平去年，而菲律宾镍矿库存在 5、6 月下降至年内最低点 1100 万吨附近，后随着进口逐渐恢复，库存开始堆筑，11 月初达到 1425 万吨，仅够镍企使用 3 到 4 个月。由于季节性的制约，菲镍矿供应又将出现减少，而印尼政府禁令明年才到期，电解镍、镍铁的主要原材料镍矿对外依存度超过 80%，这意味着 12 月至明年 1、2 月份的镍矿供应依旧以消化库存为基础，结合 15 年同期数据判断，港口库存仍有 150 万吨的下降空间。

图 2

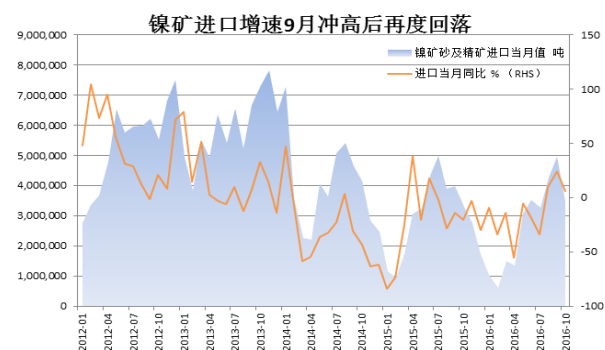


图 3

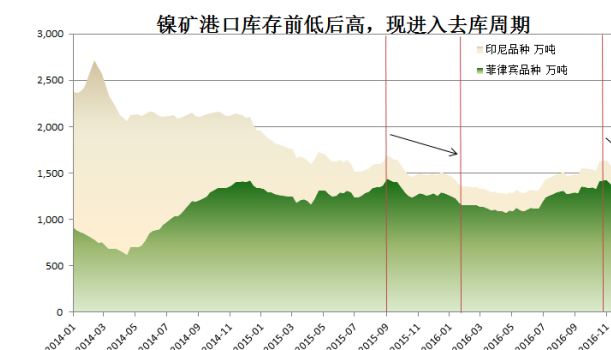


图 4

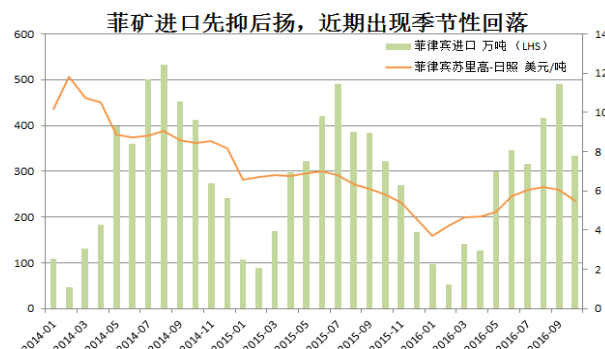
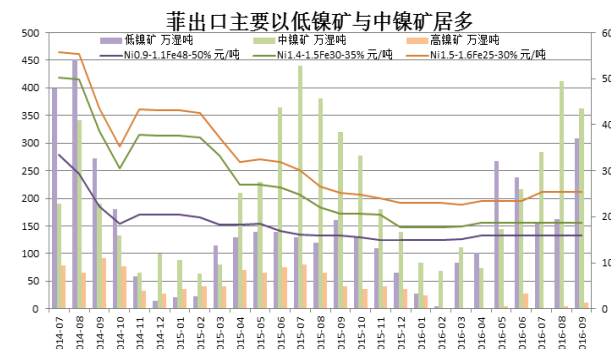


图 5



来源：iFind、WIND、SMM、东兴期货投资咨询部

低镍生铁供应增多：

镍铁方面，印尼镍铁项目投产至印尼镍铁进口量大涨，国内产量增加但开工率依旧偏低。印尼进口镍铁飙涨，1-10 月累计同比增长 3.37 倍，中国投资的镍铁厂逐渐投入产出（2016 至 2017 年印尼镍铁项目将使镍铁供应月均增加 20 万吨左右，月占目前国内月平均镍铁产量的 26%），印尼镍铁进口量仍会攀升，而中国工厂生产的镍铁含镍量一般不足 20%，所以折合成金属吨之后的进口量增长并不明显。国产镍铁产量增速前低后高，7、8 月受到环保监督影响，导致山东、江苏、内蒙等镍铁主产地镍铁产量下降，开工率回落在 38% 以下，7 月镍铁产量同比下滑 6.4%，8 月后期开始恢复。随着镍铁价格回升，国内镍铁厂开工率亦有所复苏，但受到货源、债务、环保等因素影响，尤其近期黑色系价格大涨，叠加运输费用增加，镍铁成本大幅提升，镍铁厂开工率回升缓慢，目前仅有 40%，1-11 月镍铁产量累计增长 11.54%。镍铁的主要增量来自低镍生铁，1-11 月产量累计同比上涨 25.40%，中高镍生铁产量增速不同程度上出现放缓（由于年内从菲进口的镍矿主要是中低镍矿，而高镍矿进口量显著回落）。

图 6

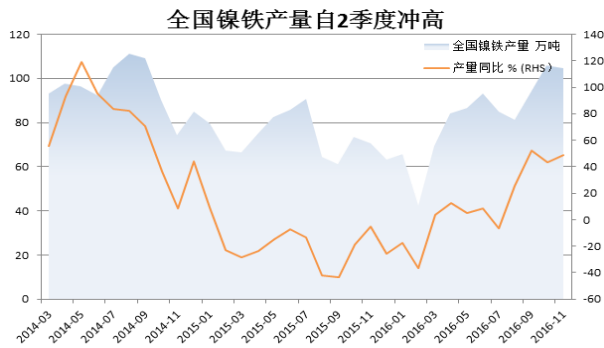


图 8

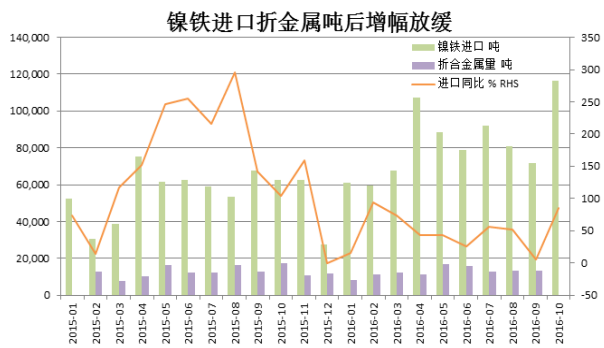


图 7

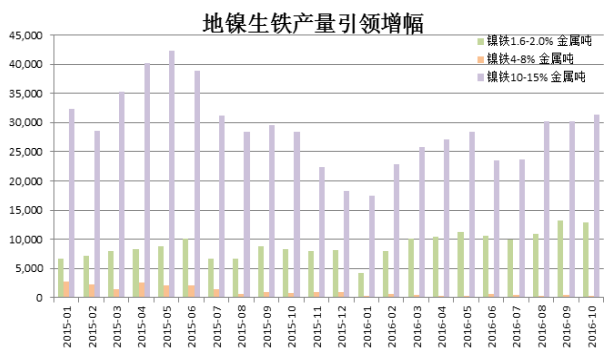
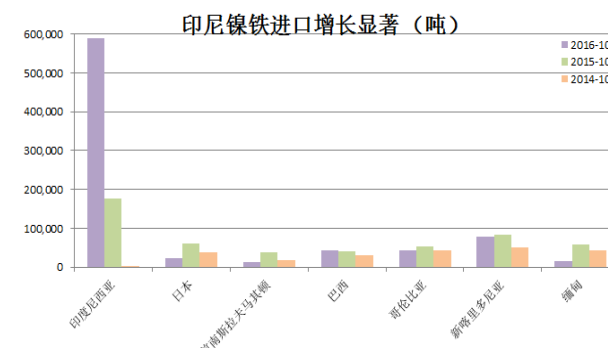


图 9



来源：iFind, 东兴期货投资咨询部

原材料不足，电解镍产量回落：

据机构调研数据，1-10月全国电解镍产量累计同比下降14.1%，仅14.57万吨，镍矿供应不足加上环保组入驻审查因素，电解镍产量较去年同期持续回落。进口方面，电解镍进口自二季度开始亏损（同期电解镍进口增速始终保持负增长，），于11月进口盈利窗口再度打开。1-10月电解镍进口累积同比增长39.88%至33.47万吨，一定程度上弥补了电解镍的产量不足。全球显性库存总量没有太大变化，LME库存较年初下降6.65万吨，而SHFE库存上涨5.67万吨，保税库存较去年底上涨3000吨，整体看来，镍库存消耗并不明显，主要是一个库存的内外转移。

图 10

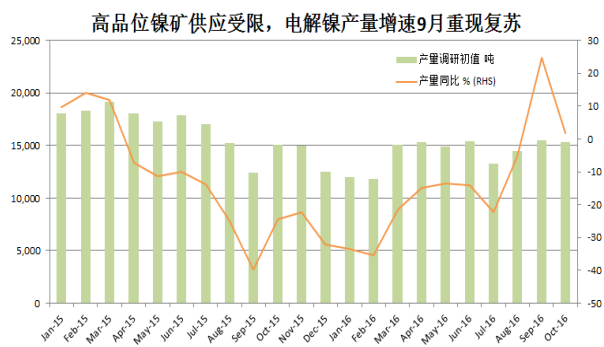


图 11

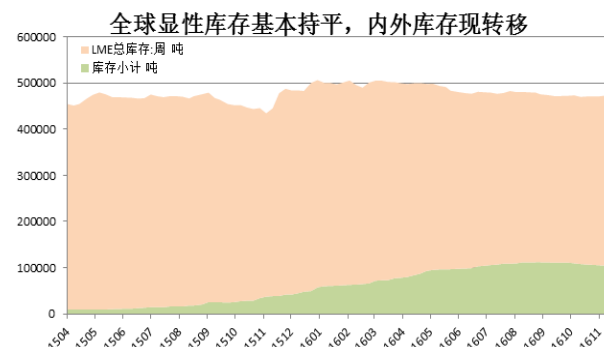


图 12

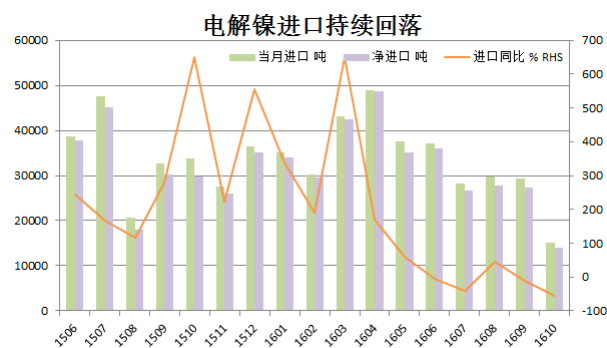


图 15

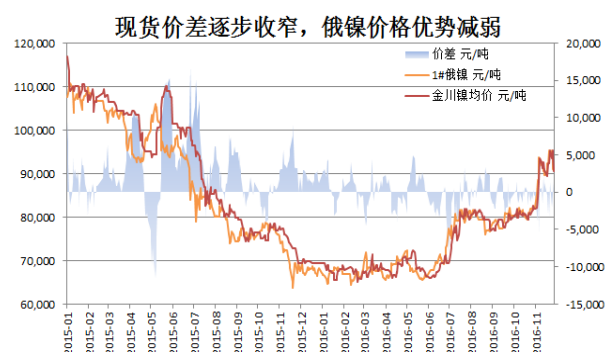
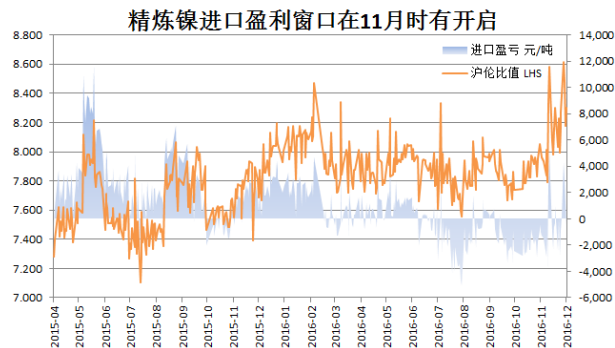


图 14



来源：iFind、WIND、SMM、东兴期货投资咨询部

不锈钢消费向好，加剧镍供应短缺：

消费上看，镍的 85%消费来自不锈钢，而年内随着黑色系价格走高，不锈钢厂利润回升，产量增速平稳转好。其中 200 系增幅最大，镍矿供应主要以中、低品位为主，而低镍生铁产量增幅最大，从而为生产 200 系不锈钢增添供应，故其产量月均同比增速高达 9.96%。300 系不锈钢产量增速较为平稳，主要受到国内特大钢厂调整产品结构提振，增加了 300 系供应（300 系不锈钢以高镍生铁或精炼镍为原材料），然而随着精镍供应的减少，产量同比增速出现回落（9 月为下降 1%）。加之，青山不锈钢等中国投资在印尼的不锈钢厂逐步投入生产（预计明年 1 季度青山不锈钢厂会有 100 万吨产能投产），镍铁供应或进一步萎缩，国内不锈钢厂对镍金属稳定需求或难以被满足（数据显示 2016 年中国不锈钢新增产能预计为 640 万吨，预计今年不锈钢产量将达到 2300 万吨，同比增长 6.8%）。

图 14

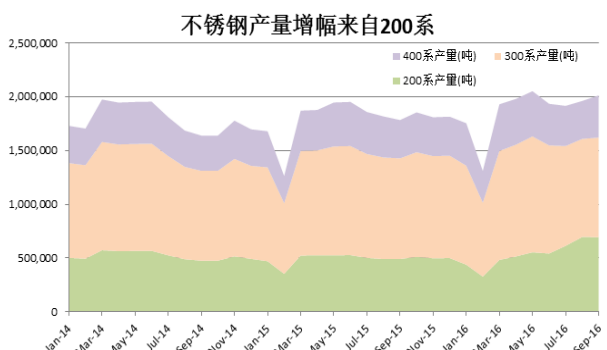
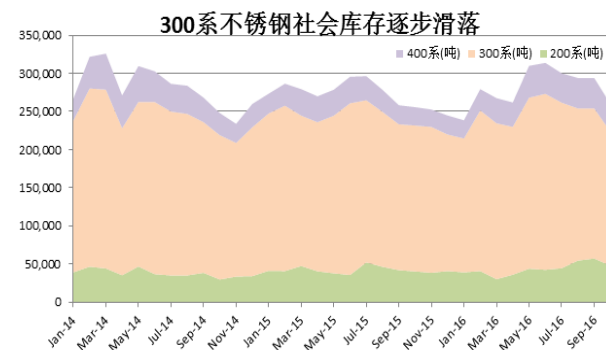


图 15



来源：iFind、SMM、东兴期货投资咨询部

后期展望：

结合供需可见，今年的供需缺口是由于供应端的下降导致供不应求的格局短期难以改善。供应端主动性减产之后成本因素推动价格，配合资金炒作引发的价格上涨，在供小于求的形势下，得以持续。消费主力对含镍高的原材料的需求仍处于增长阶段，以不锈钢为主力的下游消费依旧强劲。62%的不锈钢用于房屋装修，从房屋竣工面积看，1-8 月累计同比持续上扬，9 月开始下降，10 月降至 6.6%。考虑到房屋装修的额外 3-6 个月的需求，不锈钢的消费仍将至少维持至明年 1 季度，而不锈钢库存自 7 月后加速滑落亦从侧面证明这一点。然而，基本面的不确定因素仍然偏多：

1. 菲律宾镍矿生产是否真的被禁止？
2. 印尼是否再度开放镍矿出口？
3. 不锈钢消费能否持续？——不锈钢主要用于房地产消费，然而随着楼市调控进一步收紧，房屋开工以及销售的回落会拖累不锈钢的需求，传导至上游，即影响镍的消费主力；
4. 新能源汽车补贴是否取消？——尽管电池对镍的消费仅占 5%，2015 年电池行业用镍 2.4 万吨。然而随着补贴被取消，早前乐观估计的三元电池对镍消费的带动或出现疑问（2020 年新能源汽车产量预计能达到 150-200 万辆，预计消耗镍 2.3 万吨）。

我们认为基于基本面因素考虑，2016 年至 2017 年 1 季度镍仍将维持供不应求的格局，镍矿供应的短缺，镍铁、电解镍厂开工率的相对低位将继续支撑镍价，而不锈钢的消费旺季加上镍铁、电解镍生产成本的中枢上移是推动镍价的动力，预计 12 月镍价或在 89000-97000 区间宽幅震荡。关注宏观因素恶化或对价格形成的系统性冲击——镍的高波动性意味着价格波动区间的放大及走势的无序。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货投资咨询部所有。未获得东兴期货投资咨询部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货投资咨询部”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
