

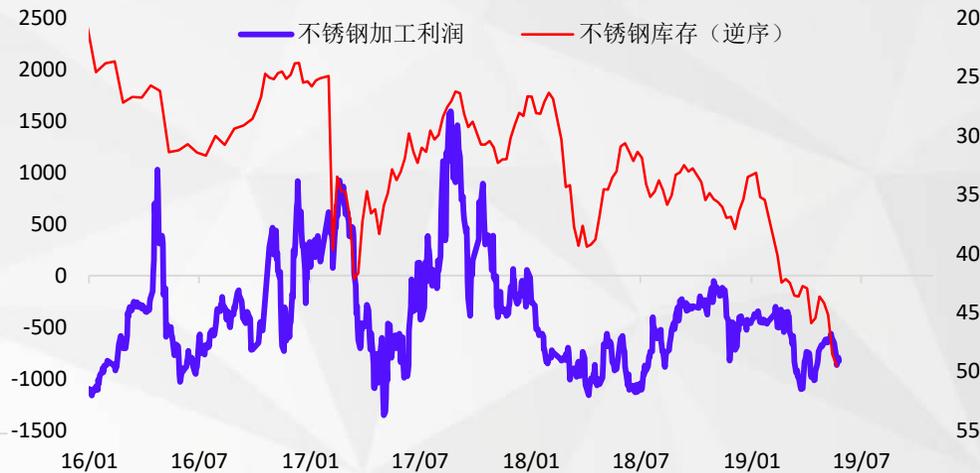
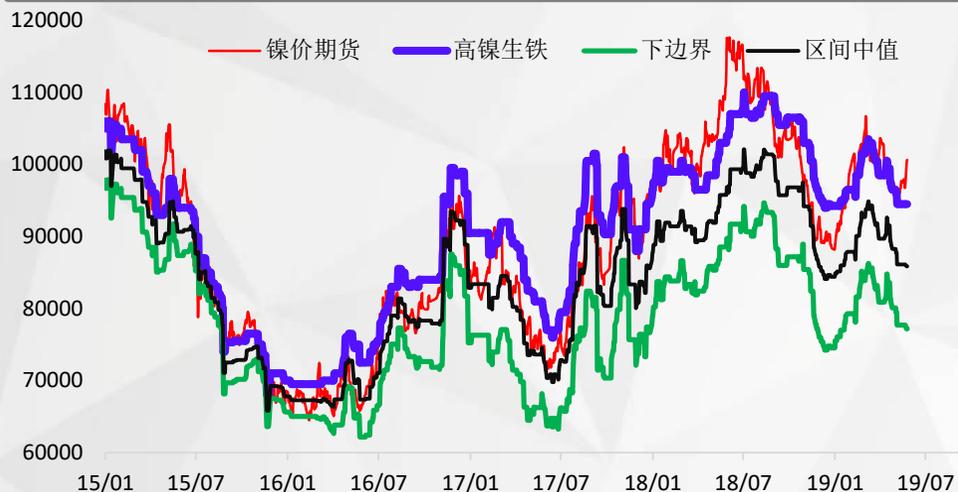
弘则弥道（上海）投资咨询有限公司 • 有色

有色研究的几个问题探讨

钱鹏

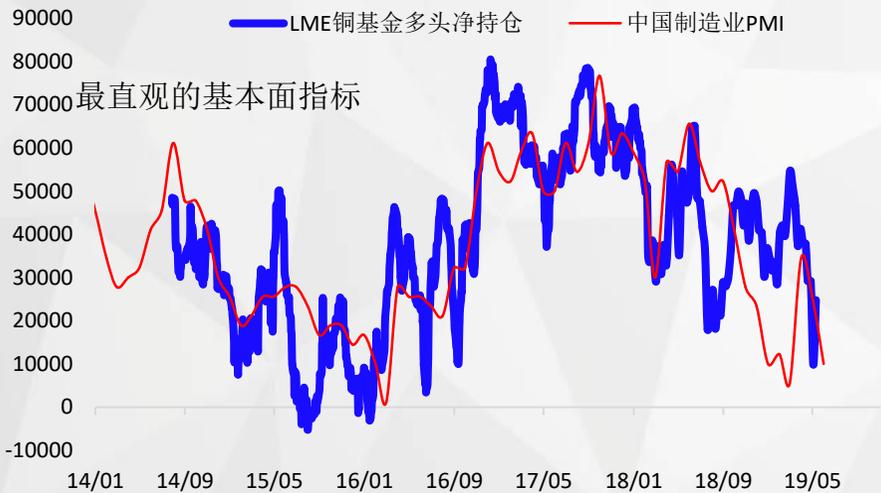
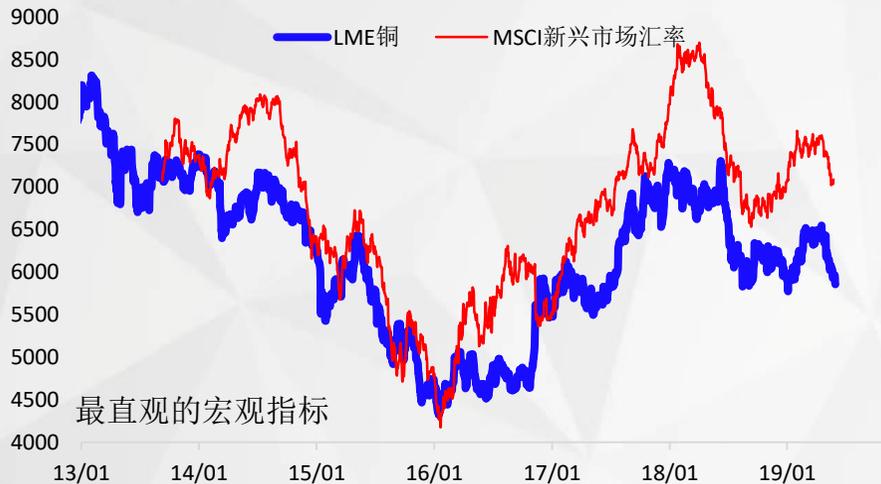
2019年06月02日

楔子——从之前的一个事件说起



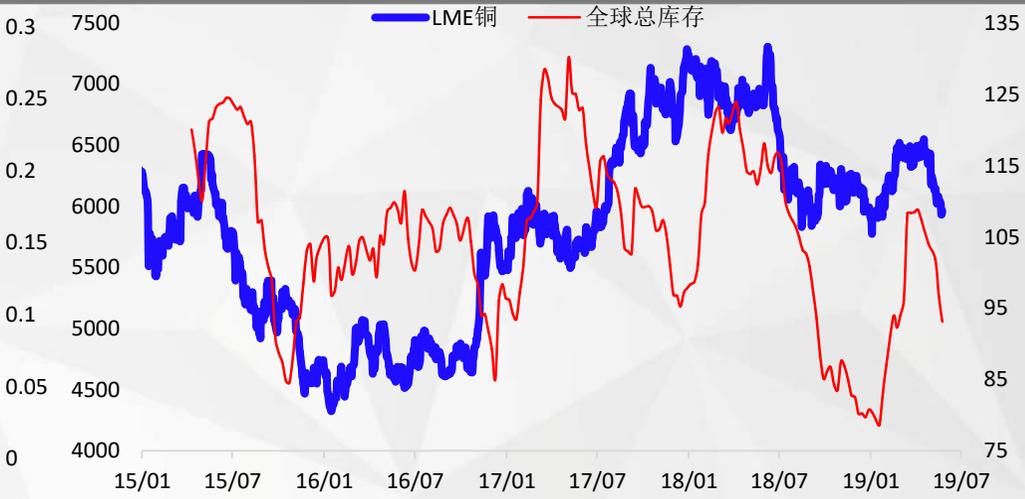
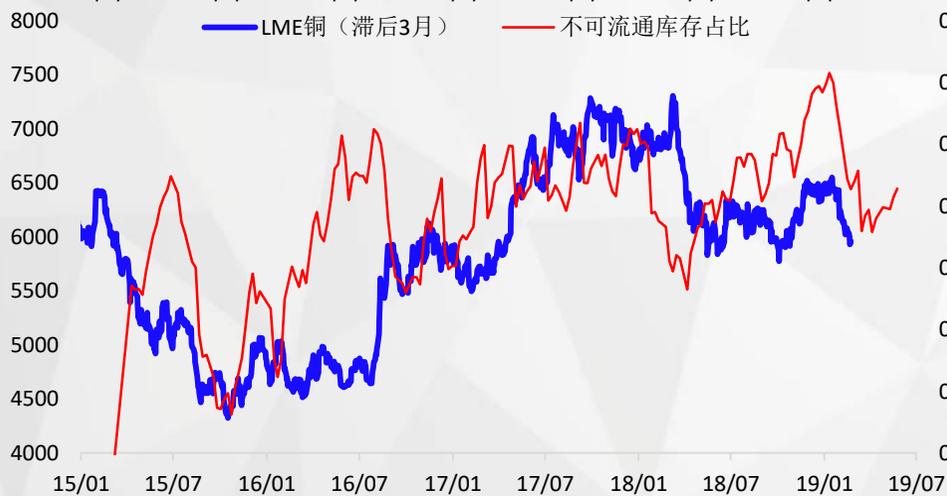
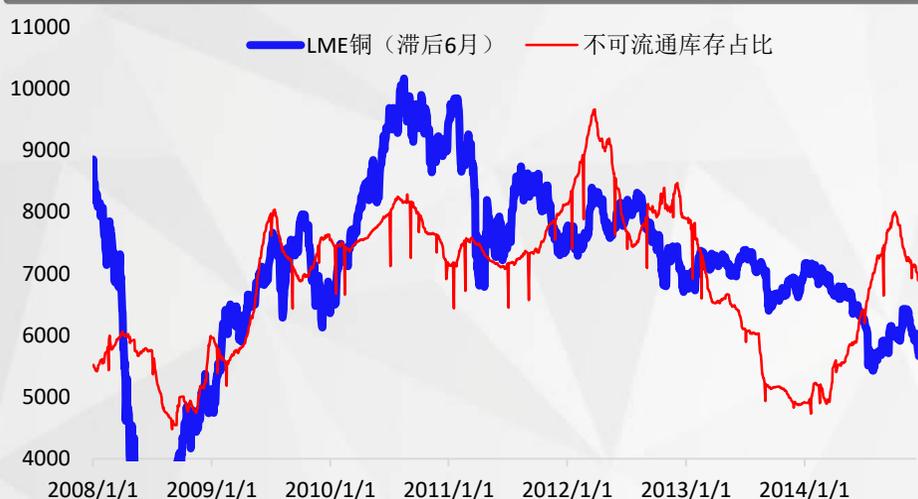
- 从短期指标上来讲，在弘则的研究体系内，当时没有一个领先指标能够暗示大幅上涨的品种镍，出现了大幅地拉涨。问题：各位当时觉得是什么因子造成的，未来该怎么应对？
- 拉涨的最开始我整理了如下这些理由：
 1. 印尼暴动（烈度上可以吻合）；
 2. 空头被逼仓了（这个就砍仓策略上不对）；
 3. 是汽车购置税（烈度也匹配不上）；
 4. 程序化交易被打止损（这个可能是阶段涨停的驱动，不是主因）；事实上归因了半天有可能没有一条是对的，有可能最后就是下错单了，但很多朋友交流下来觉得我说的挺有道理的。

▶ 【研究报告】金科玉律下的新“八股文”



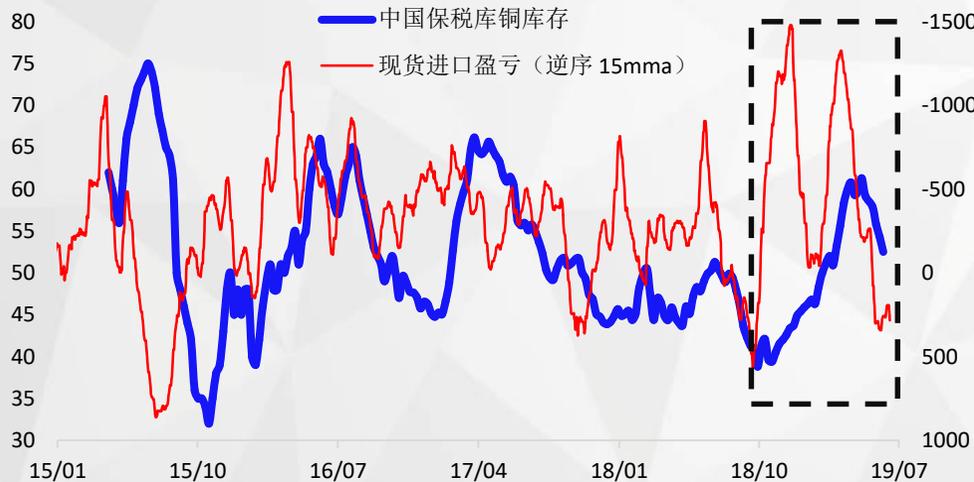
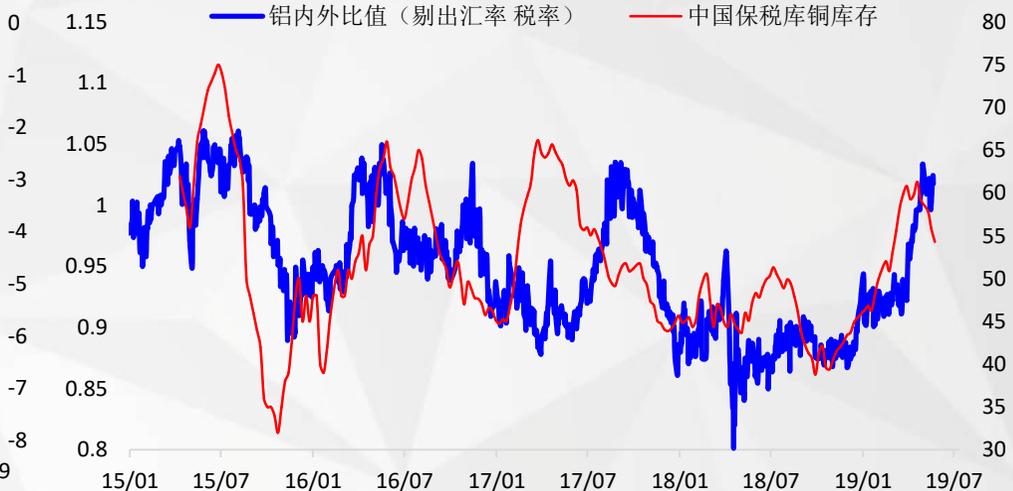
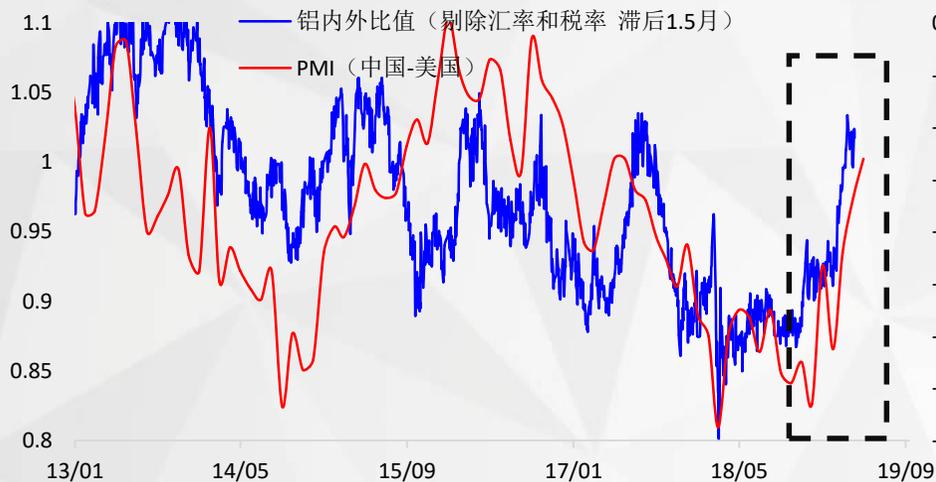
- 研报和会议交流，流程体系大体是一样的；
- 破题：回顾复盘
- 承题：全球宏观
- 起讲：国内宏观
- 入题：产业变动
- 起股：供给状态
- 中股：需求状态
- 后股：库存变动
- 束股：后市展望
- 所交流者新增量甚少，主乃打卡拍照之大型网友见面会也；或有真知灼见亦为小局私传耳。
- 凡事在人为，信息的不通畅，令多数行情波动也平添了神秘，滋生了奇谭怪论。
- 怎么去鉴别他们？

▶ 【第一个问题】全球范围内有色的库存和价格的关系到底是什么？



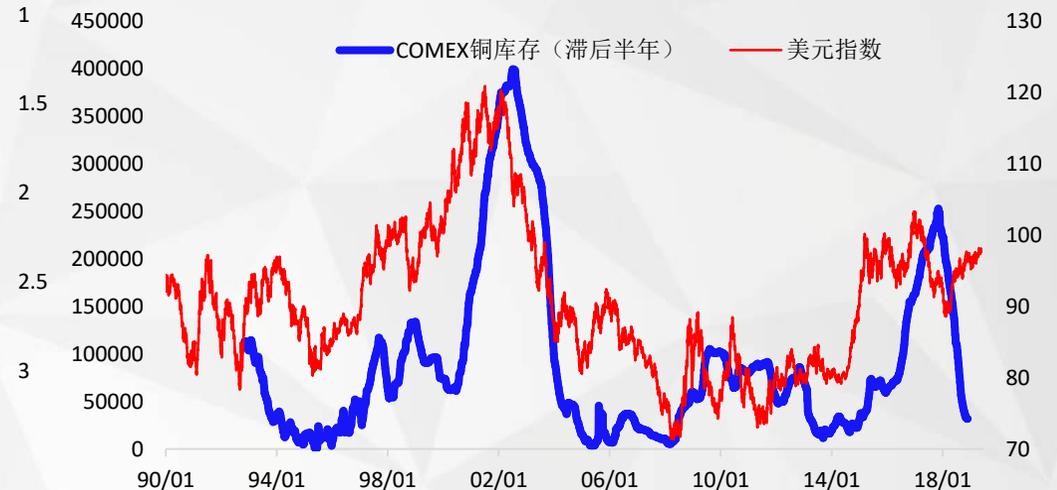
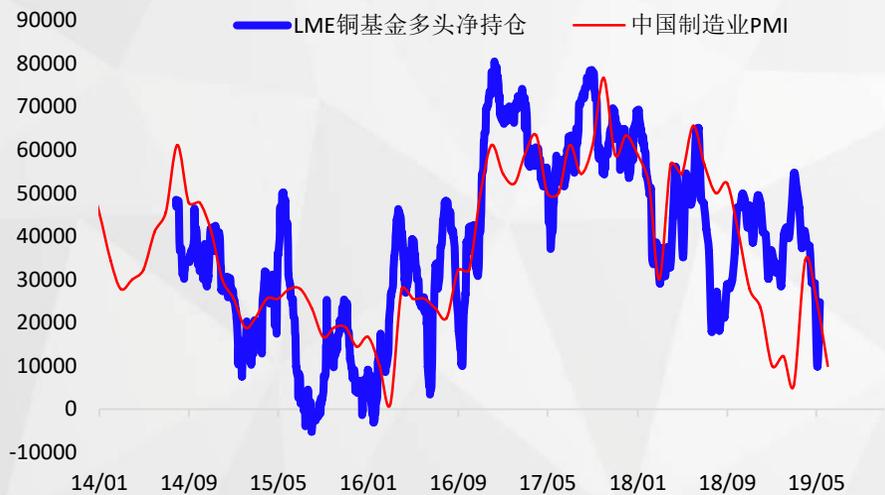
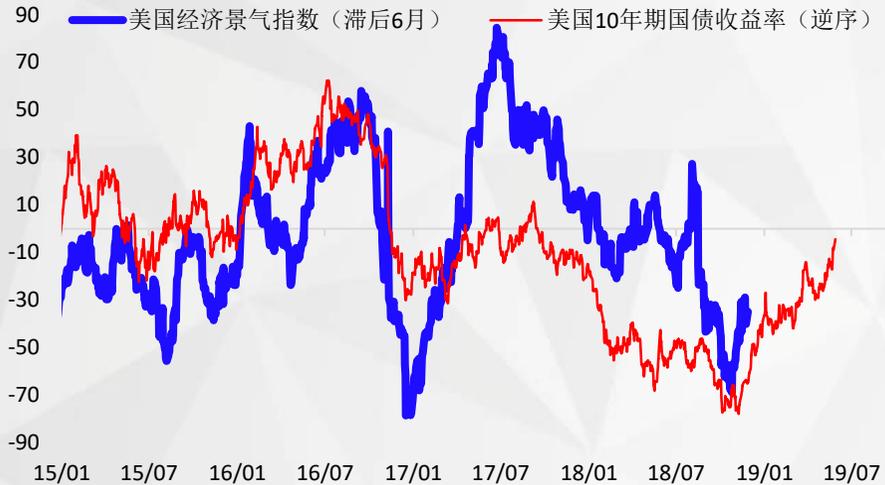
- 一张是铜价与全球库存弱正相关的联动，一张是铜价与全球金融属性强正相关的联动；这意味着在判断铜价波动的时候，基本面（供需）的驱动权重大部分时间要小于金融体系。
- 金融体系大部分时间是宏观指标的同步反应，锚定的是不同市场间的相对强弱和绝对走势，捕捉的就是市场间的利差，汇差和相对资产收益。

▶ 【铝反套】相对资产收益头存的一个很好的监控者



- 铝的内外盘反套是有色上捕捉内外强弱最好的头寸。
- 我们来观测的一个时间重叠性，18年11月到最近的铝的内外盘比值和国内铜保税区库存的状态，会发现大体周期是一样的，从侧面上来讲有色不同品种之间确实不会出现宏观的定价偏差。
- 1-3月的金属反弹实际上就是结构性的中国上，美国下的过程，国内的头寸布局的方向都是多头。实际情况会不会出现偏差？

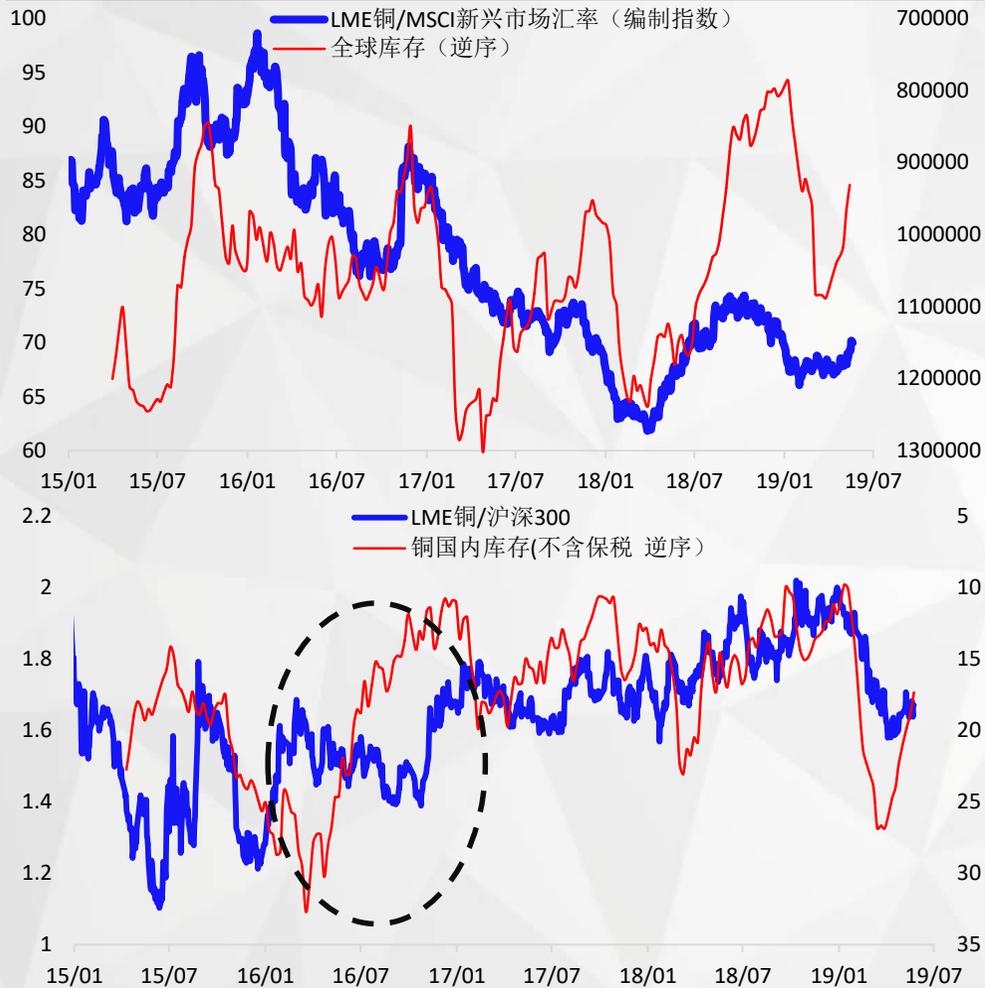
▶ 【铜】 内外强弱对铜价单边的压力



- 我们看到的是第一季度，押美国下中国上的头寸加到极致，而美国经济却有可能阶段恢复或者下降得非常缓慢，预期差的修复和过于集中的头寸叠加国内阶段性的金融条件下降，甚至去交易全球衰退，这是铜价真正的阶段压力。
- 而且这个阶段美金与铜价的负相关性会极其的加强。

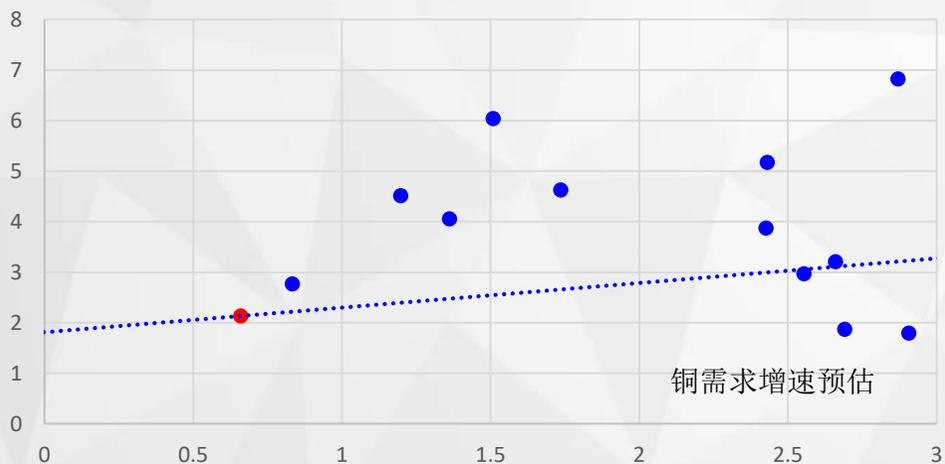
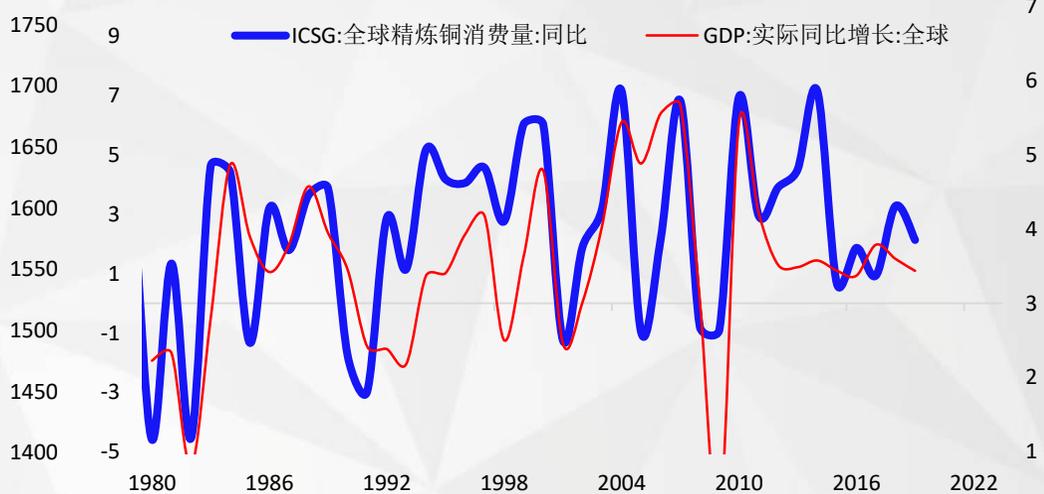
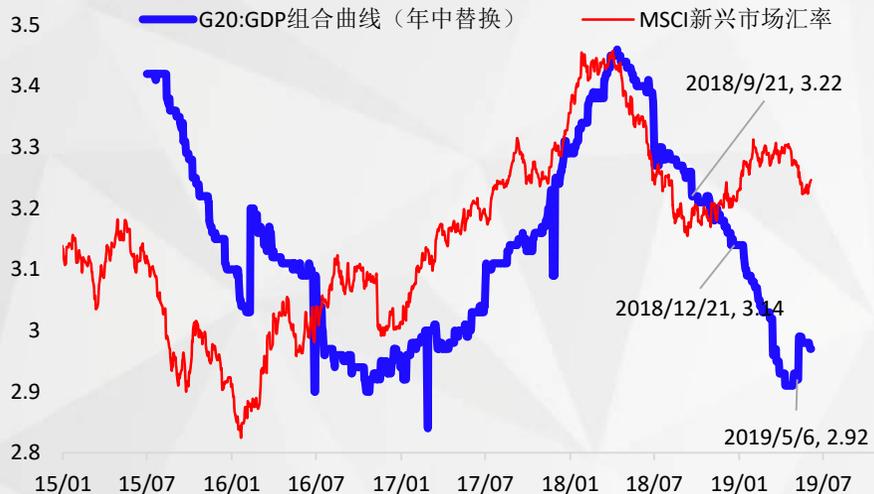
53
52.5
52
51.5
51
50.5
50
49.5
49
48.5

▶ 【铜】 基本面给到铜价的相对收益



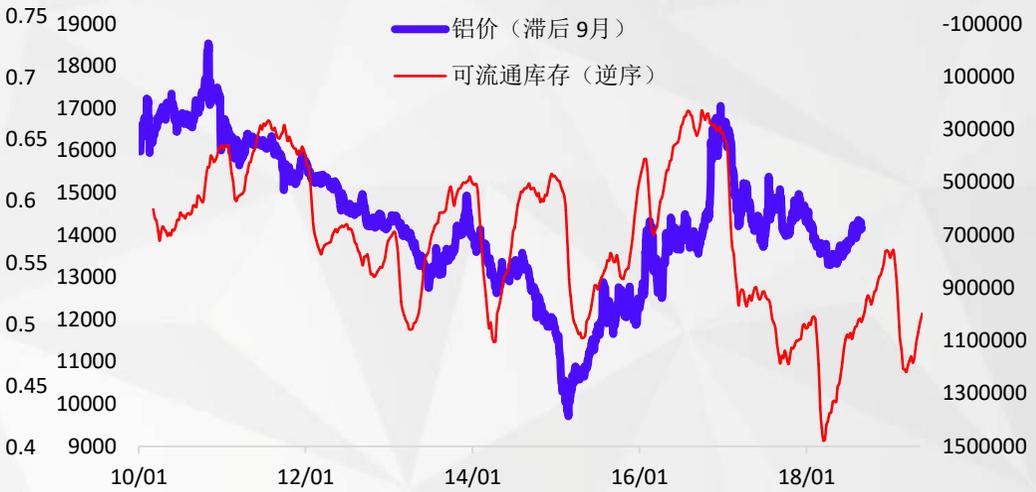
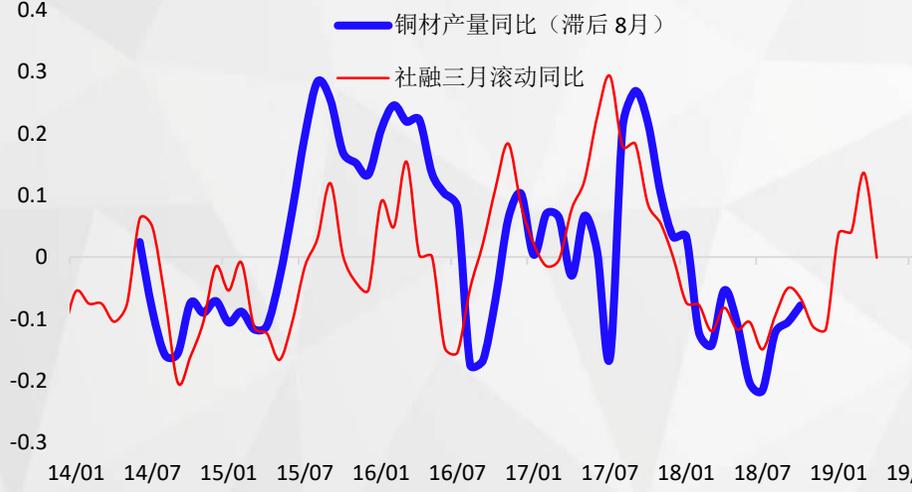
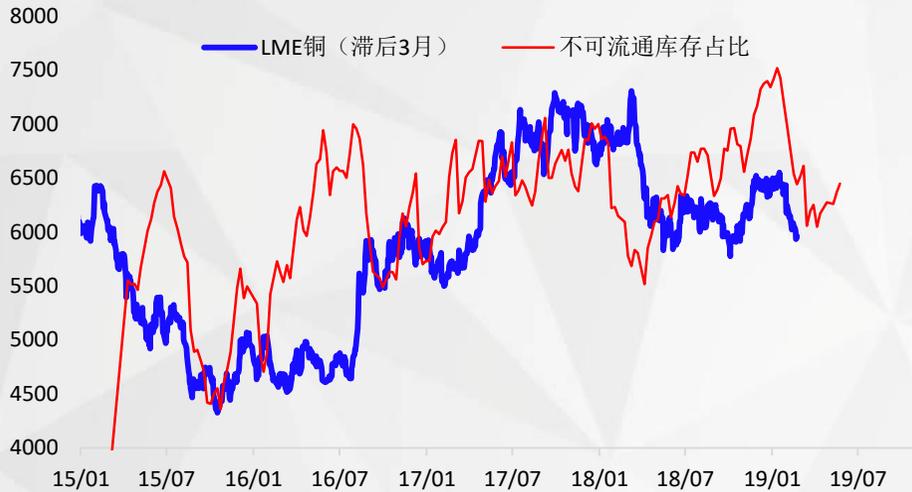
- 我们在最近的铜价下跌的过程当中可以捕捉到，铜价对于新兴市场汇率和国内股市资产的相对收益，而历史上他捕捉的正是铜的库存变动（供需结果）。
- 当相对资产收益与库存背离的时候，我们可以推测出一些非常有意思的结论。
- 比如2016年，铜价在初期并没有体现由国内库存下降带来的超额资产回报，这意味着当期的库存下降并不是由于需求好导致的，有可能是供给少完成的，很明显当期正式COMEX库存，美国金融体系快速扩张的周期。与我们的金融研究体系相吻合。
- 这意味着铜价的相对基本面还在给盘面提供支撑，去库存给到的是相对收益。

【铜】宏观和基本的传递周期——预期上的统一



- 宏观与基本的联动实际上在远期是一致的，宏观判断其实就是判断远期的基本面，是跟远期需求挂钩的。
- 大部分时间，只能线性外推判断短期消费，这意味着，大部分判断体系只能交易基差结构和内外比价。

▶ 【库存与价格】与单边价格负相关挂钩的是市场可流通库存概念

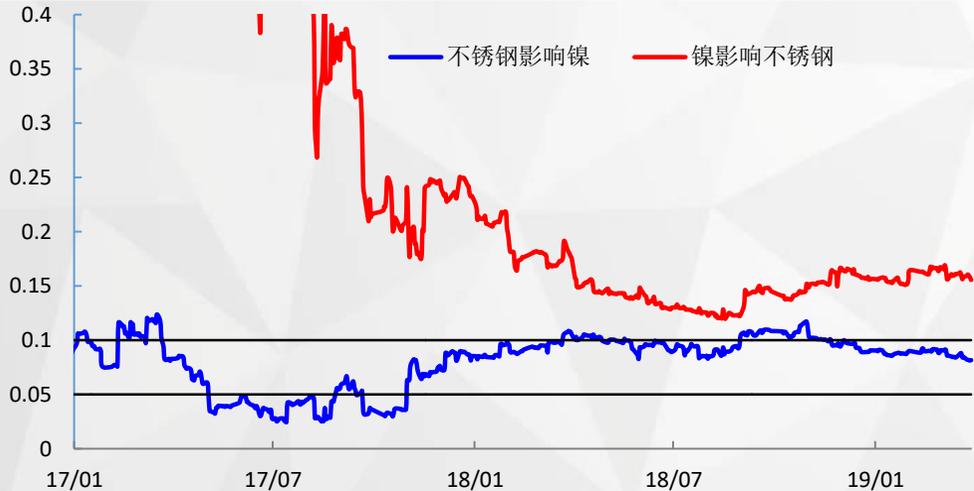


- 做个总结，有色金属库存和价格的关系还要进一步，指向市场可流通库存与价格负相关；
- 需求好价格涨，也是说的市场可流通库存下降，而国内铜需求在材端，与金融体系也存在很强的联动。
- 需求与供给不同，不是加法是乘法，线性外推的模式估产量供给是可以的，但是估需求的准确度会非常低，但是从金融体系去估需求，可能会为我们打开新的道路。

▶ 【第二个问题】有色金属的定价中枢

• 市场产业链的参与者的传统利润与价格高低挂钩紧密度

品种	矿业生产	冶炼生产	贸易环节	金融派生	锻造加工	终端产品
铜	高	低	低	低	低	低
铝	高	高	中	低	低	低
锌	高	高	中	低	低	低
铅	高	高	中	低	高	低
锡	高	高	高	低	高	低



• 定价中枢分为两部分，第一部分是价格波动的锚，第二部分是产业定价核心。

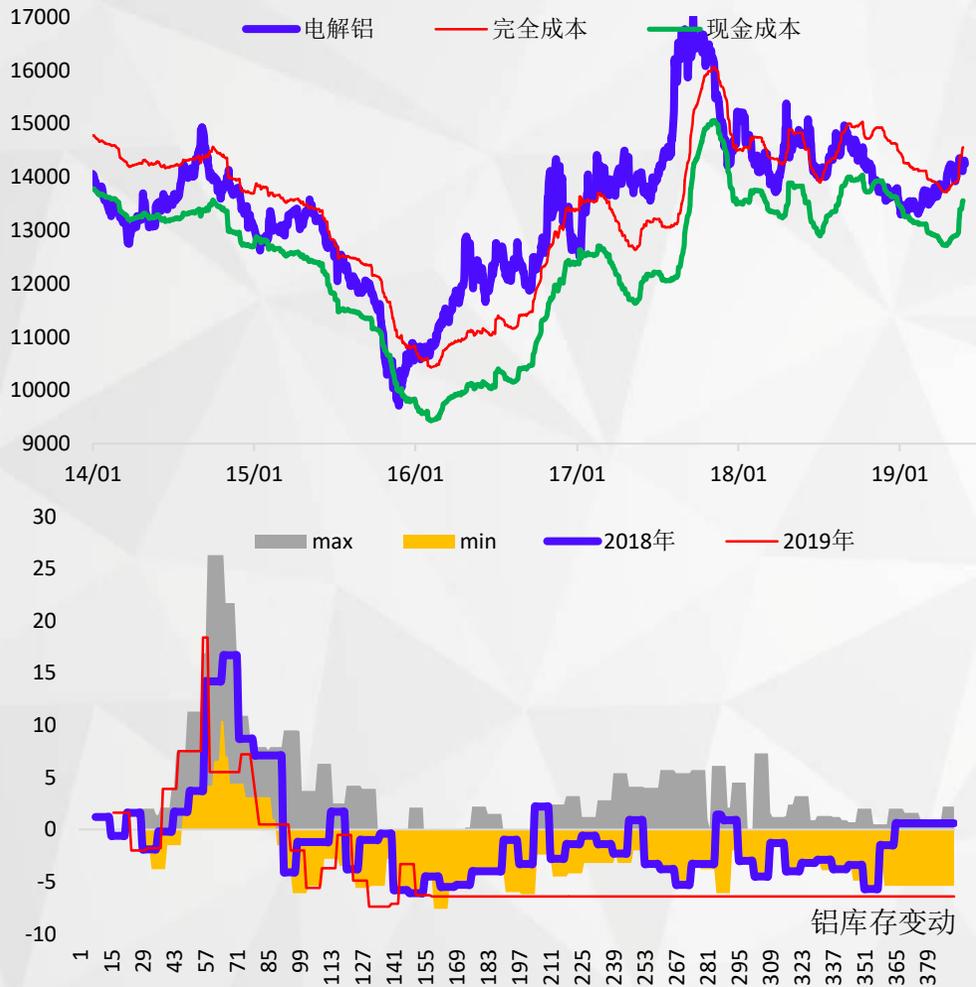
• 价格波动的锚：其中最重要的两个品种是铜和锡。
铜：因为全产业链存在着大量保值，所以整个产业链对铜价反应的容忍度最大，也就是说铜的锚是偏宽的，价格波动的区间可以很大；相反的，锡就是整个产业链对价格反应最为敏感的，所以价格波动会存在诸多抵抗，结果就是横盘两年，产业不变革，价格很难动。其余金属则是从上到下，锚的幅度逐步收缩。

• 产业定价核心：举个例子，我们做了格兰杰因果检验，从17年以来实际上一直是不锈钢为镍价的定价中枢，与传统镍价为中心的思维是不同的。

	A	B	C	D	E	F
横轴影响纵轴	镍	铜	不锈钢	螺纹	热卷	
镍						
铜						
不锈钢						
螺纹						
热卷						

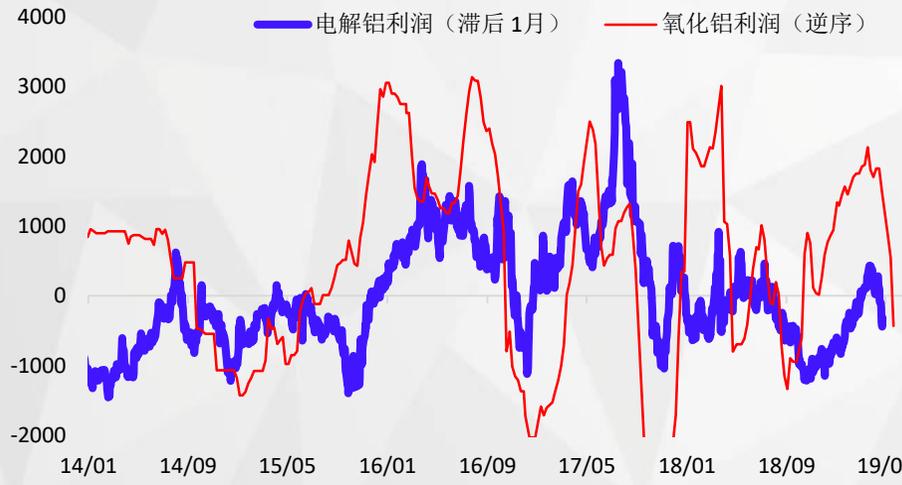
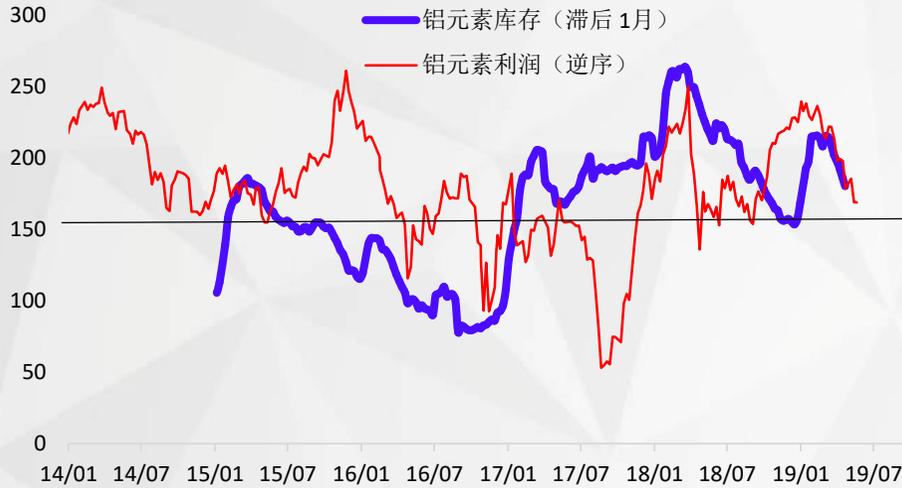
红色为99%显著，黄色为95%显著

▶ 【铝】多铝，多的是什么？



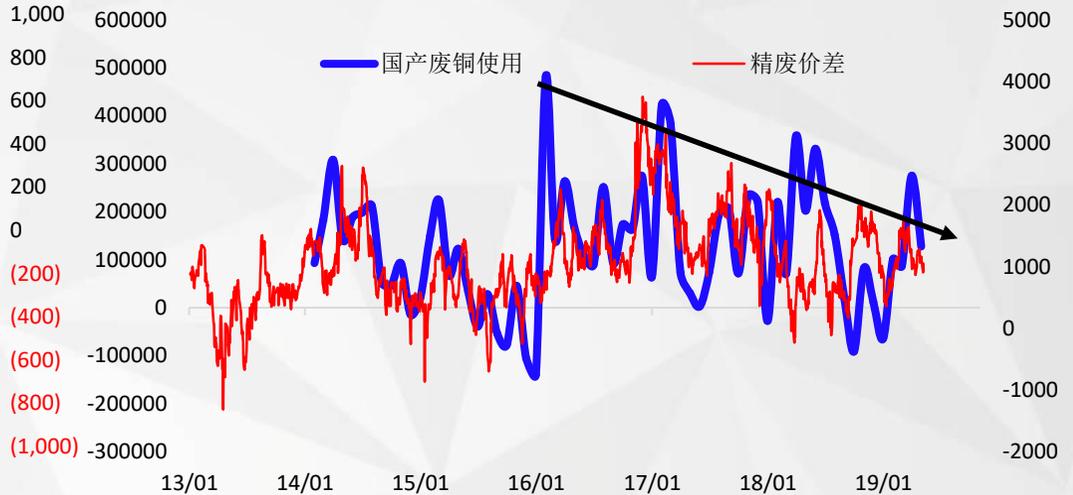
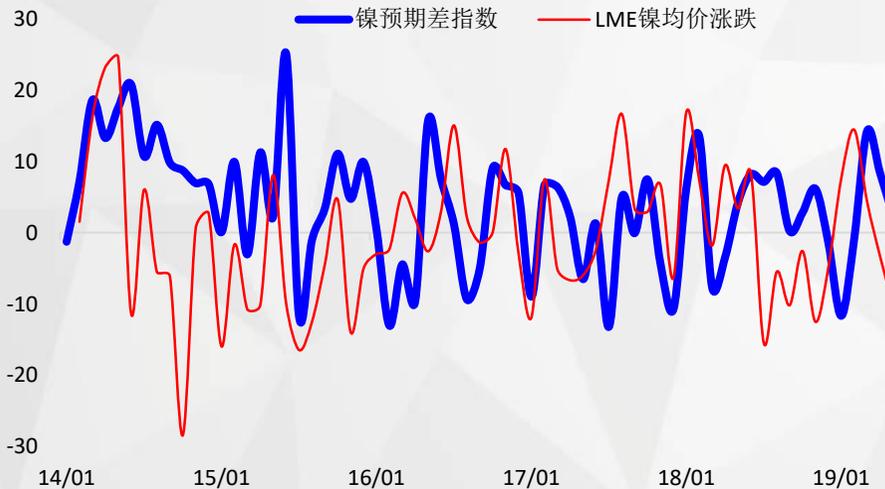
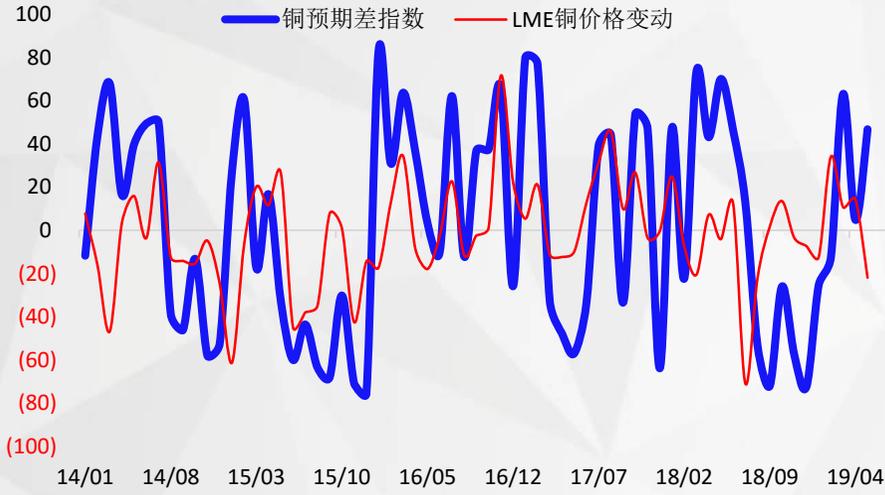
- 内外对冲多国内铝是多的内外强弱。
- 单边国内铝多的是什么？
- 主流的判断是大家看到了电解铝库存的超季节性去化，然后要铝厂利润修复，然后因为氧化铝的事件驱动型短缺，去交易成本端上涨。上限就是全行业的利润修复和扩产，令铝库存转向。
- 逻辑是没有问题的，也是市场主流逻辑论点，这是以电解铝为铝行业核心的思路。

▶ 【铝】可能会改变市场逻辑的一张核心的图



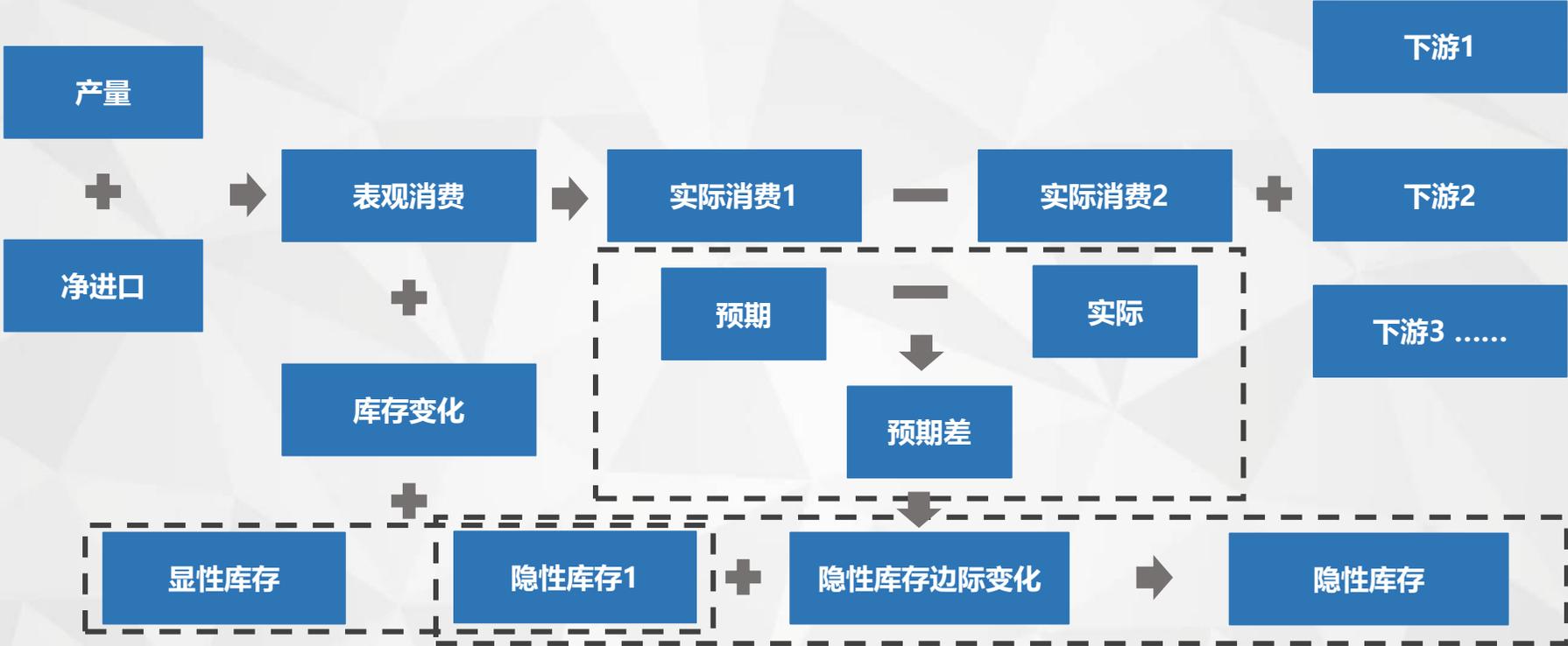
- 以前铝的研究从来都是以电解铝为核心，成本端辅助定价的逻辑思路。那就意味着电解铝为核心的情况下，铝厂利润调节着行业利润分配。
- 但是很不巧的是，我们观测到的利润分配居然是氧化铝领先电解铝！这意味着氧化铝有可能才是铝行业的定价中枢产品。
- 原因是电解铝依然是阶段过剩行业，铝元素的总利润是有上限的，剔除供给侧那时，平时的由低库存带来的总利润扩张上限是400元/吨。
- 在总利润可控的情况下，氧化铝和电解铝在利润上就是竞争关系，氧化铝要扩张自身的利润来刺激产量恢复，又要压制铝厂利润来防止平衡表更加短缺，对铝厂利润的侵蚀，代表着电解铝在现有的矾土价格背景下，上限就是14500-14600元/吨。
- 铝价到顶部了。

▶ 【第三个问题】平衡表该怎么用



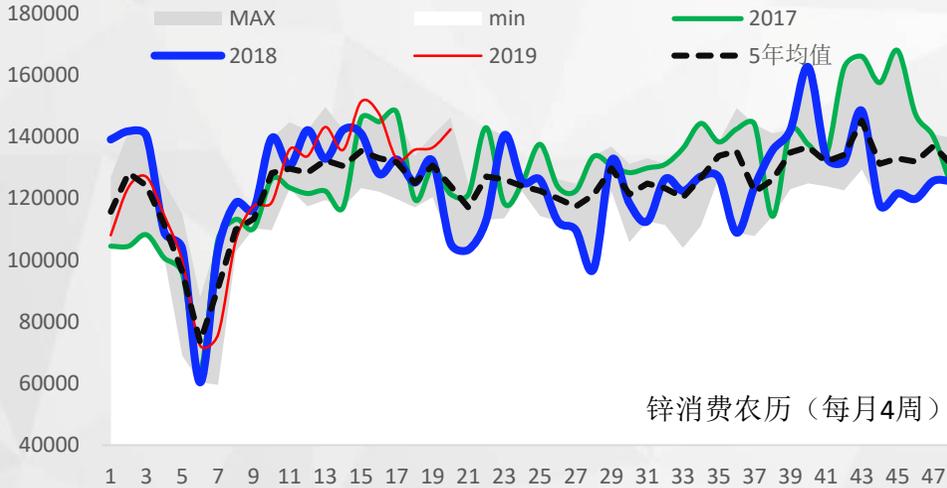
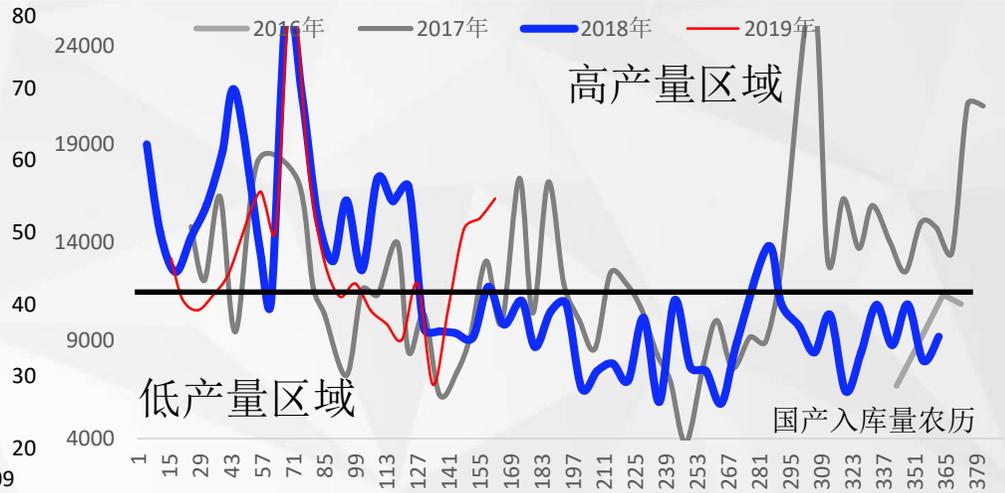
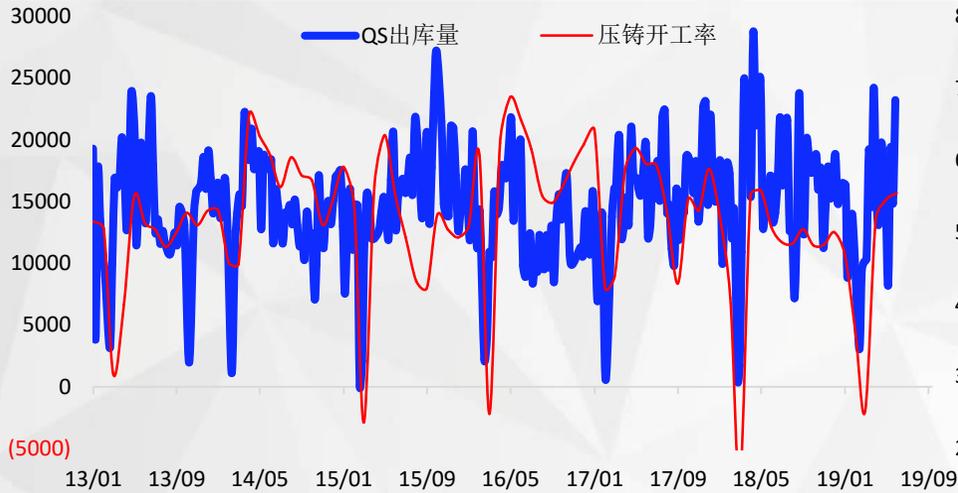
- 供需平衡是传统定价的方法核心，但往往制作的时候会出现很多的偏差，大部分原因是需求测度的偏差；
- 由此会产生比较普遍的定价偏差，最后及由预期修复，完成价格偏差修正。
- 其余窥探基本面的运行波动，其实就是以衡量预期差的方法为基础，派生出来的推论与定量化。
- 比方说，国内废铜纵使继续减少其实早已进入边际效应递减的范围之内了，影响力会比大多数人认知的小。

▶ 【预期差】预期差的度量方法



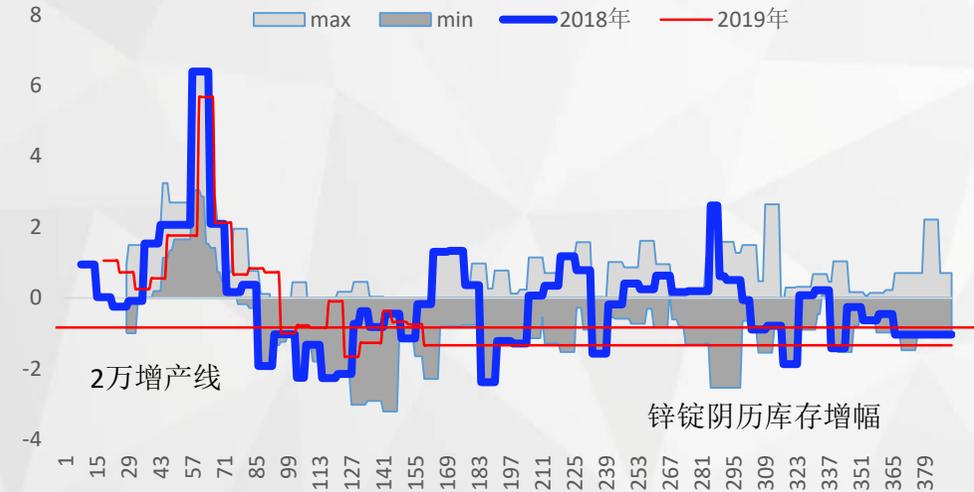
- 弘则使用以上的框架来衡量预期差，讲市场主流表观消费表（或者叠加部分隐性库存变化1）作为市场主流预期，将从下游举出调研上来的数据通过比例运算得到的消费值视为实际，两者的差即为**预期差**。
- 预期差的实质就是衡量市场上隐性库存的边际变化；**基本面驱动价格的核心就是库存摆动**。

▶ 【锌】 同样的问题实际消费到底好不好？



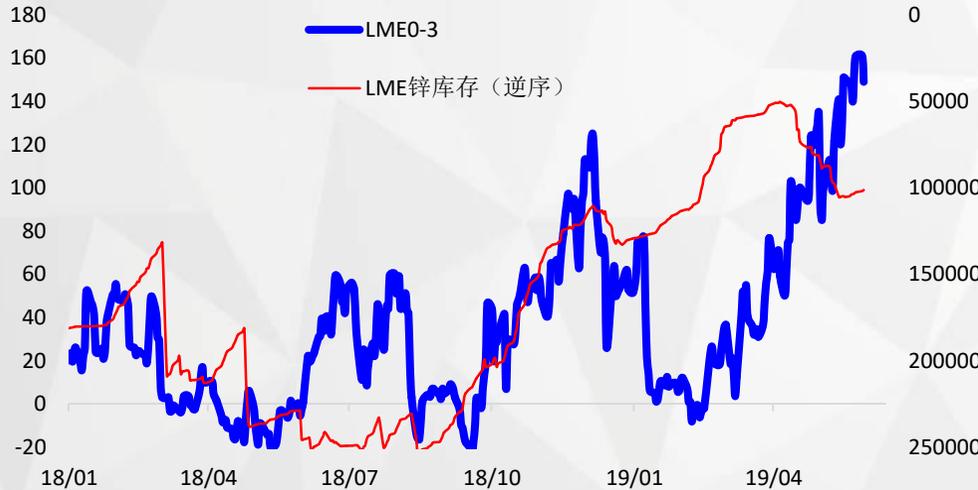
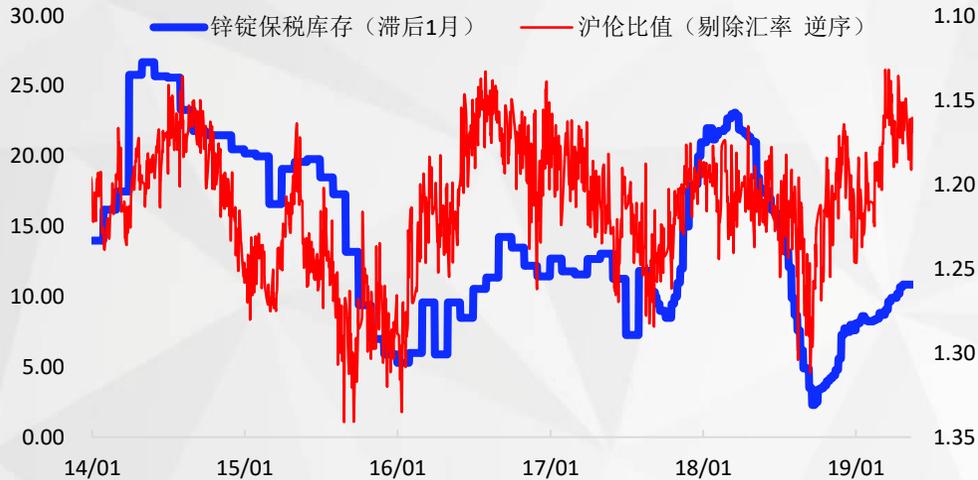
- 锌的消费到底好不好，实际上弘则的判断一直与市场存在较大的分歧，我们认为消费一直不弱；
- 1.国内产量被低估，拉低了表观消费；
- 2.弱季节性的出库，由下游直销比例导致；
- 3.有异常消费脉冲；
- 最近第三点较为明显，整体消费曲线波动类似于2015年与2016年双周期叠加，而且这种波动更像是人为的操作，类似于下游的集中补库，但并未在现货市场捕捉到这样的下游群体行为。

▶ 【锌】阶段性能不能空下去的核心并不在复产，而在能不能挤仓



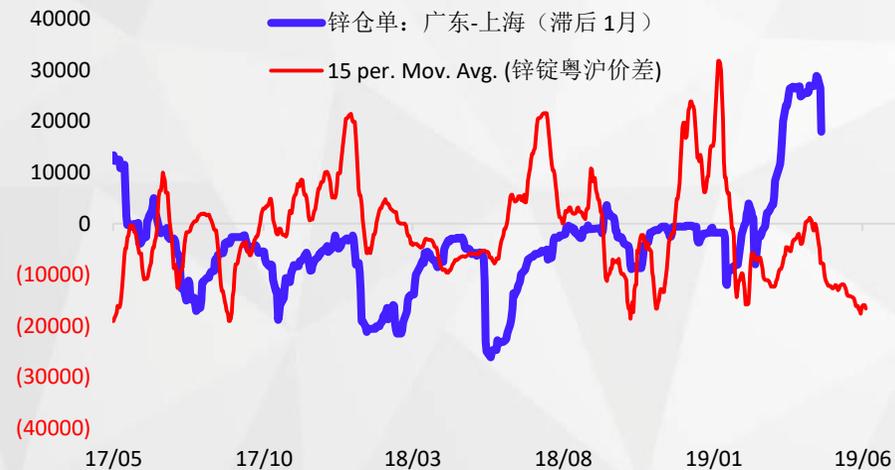
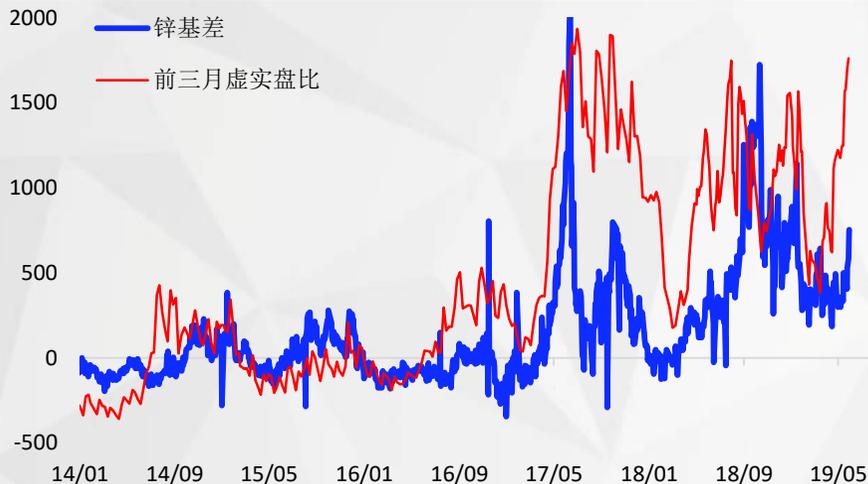
- 0.1 • 空锌空不空的动？驱动是不是能不能垒库？
- 0.3
- 0.5 • 从我们的理解上，维持中性预期国内今年的垒库大体也就在5-7万吨之间，意味着国内库存垒不过20万附近,我们纵使进行压力测试，国内垒库到27万吨锌价才刚刚过0.7的库消比阈值。
- 0.7
- 0.9
- 1.1
- 1.3 • 在这样的前提下，一方面看不到锌锭结构改变，我们会不断考虑BORROW头寸；另一方面，锌锭的价格支撑就转向一些结构性的问题，能不能挤仓。
- 1.5

► 【锌】欲擒故纵，对海外挤仓的一些猜测



- 海外挤仓是市场普遍的认知。
- 最近海外交仓到是一直看得到，但是升水平坦化反而越加恶劣；
- 既然锌已经进入到交易博弈阶段，那么不妨把事情想的更加阴谋论一点，如果海外挤仓的人本身手上有货会如何？
- 1.货不是这些人交的，那么越是交仓博弈的底牌会越少，升水结构会越陡峭；
- 2.货确实是挤仓人交的，那么有可能是欲擒故纵，判断结束一定要看到升水平坦化。
- 现在来看明显是第一种，意味着海外是双雄竞争的局面，现在是骑虎难下。

▶ 【锌】国内的挤仓能不能成？



- 简单来看基本条件是满足的；
- 1.国内虚实盘比指标与之前挤仓格局一样；
- 2.整体库存消费比依然不够高；
- 3.国内仓单出现明显下降；
- 对于上述三点，前两点与之前格局并无太大差别，唯有第三点是最近新增变量。
- 不善良的推理是恭喜国内贸易商向跨过大佬转变，开始玩仓单游戏。
- 善良的假设是区域成交存在分化，沪市成交相对领先，炼厂发货结构发生转变，而接到跨地域仓单的贸易商，只能选择注销现货变现，否则再度交仓损失较高，可监控方向是粤市升水继续相对走弱，或者看到货源转移。如果是第一种假设，挤仓依然存在可能；但第二种则基本可以判定挤仓格局产生明显变化，对多头交割产生信心动摇。
- 现在大体信第二种。锌锭国内不能强挤仓，需求无大幅复苏的情况下，不存在强反弹。



Horizon Insights
弘 则 研 究

创造系统性收益

和细节洞察

以深度逻辑

坚持独立精神

本报告仅供弘则弥道（上海）投资咨询有限公司正式签约的机构客户使用，不会仅因接收人/接受机构收到本报告而将其视为客户。本报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更。本报告中所提供的信息仅供参考。报告中的内容不对投资者做出的最终操作建议做任何的担保，也没有任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺。不作为客户在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议，也不作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。在任何情况下，本公司不对客户/接受人/接受机构因使用报告中内容所引致的一切损失负责，客户/接受人/接受机构需自行承担全部风险。