空头祭出回马枪

新能源故事能否拯救镍市

□本报记者 马爽

在今年万圣节当天，有一个品种再度创下新低水平，给空头投资者“发糖”。这个品种就是——镍。

镍目前已在大宗商品下半年以来的行情中“熊”霸天下。Wind数据显示，2018年7月以来，国际镍价累计跌幅超22%，国内期市沪镍也一泻千里，累计跌幅超15%，两者跌幅均在国际、国内大宗商品中居首。不过，年初，镍一度是表现最为坚挺的品种之一，且在新能源汽车需求预期下，不少机构纷纷加入“看多”阵营。

何种因素搅动了“镍”市风云？全球金融市场波动之际，镍价还能依靠新能源汽车故事翻身吗？

多头遭遇“拦路虎”

今年以来，镍市整体呈现倒V型走势。国际方面，LME镍价4月19日盘中一度创下逾三年新高16690美元/吨，不过，好景不长，随后便迎来震荡滑落，11月1日盘中价格一度跌破11500美元/吨，至11495美元/吨，创下2017年12月18日以来新低，在抹去今年以来所有涨幅后，转而下跌超8%。仅下半年来看，LME镍价累计跌幅已超22%。

国内沪镍期价跟随外盘持续下探，近期一度跌破每吨10万元关口。昨日盘中，沪镍期货主力1901合约一度跌至96010元/吨，创下今年1月8日以来新低，7月以来累计跌幅超15%。

“近期，镍价大跌既有宏观因素影响，也有基本面供需失衡因素。”中信建投期货分析师江露向中国证券报记者表示。

江露解释称，从宏观面来看，近期国内外局势均不利于基本金属价格。国际方面，英国脱欧谈判再度陷入僵局，英国与欧盟在爱尔兰边界问题上难以达成一致，英国无协议脱欧的风险不断上升；意大利执意提高预算赤字，欧盟担心意大利债务风险而否决其方案，双方均不妥协。欧洲方面问题使得欧元持续贬值，而美元走强令镍价承压。此外，近期全球股市持续下跌使市场避险情绪升温，亦对镍价有所压制。

国内方面，经济下行压力持续显现，10月PMI数据已回落至枯荣线附近，宏观需求不容乐观。此外，近期镍市基本面亦有转弱迹象，10月镍铁开工率维持高位，但镍矿港口库存已达近两年来高点，表明镍矿有供大于求倾向。而下游不锈钢也出现分化，目前300系不锈钢价格相对坚挺，但200系却呈持续下跌趋势，对镍价形成拖累。

除了全球股市大跌导致投资者信心匮乏避险情绪较重外，美尔雅期货有色分析师王艳红表示，镍价下跌还与镍铁产能的释放以及消费疲弱给予镍价重大压力有关。

谁搅动了“镍”市风云

不过，今年一季度，镍一度成为表现最为坚挺的品种之一。因为随着新能源汽车行业发展，在锂和钴之外，镍的作用也被越来越广泛认识。特斯拉创始人兼CEO马斯克曾表示，新能源汽车的电池应该叫做镍石墨，因为阴极主要是镍。

在新能源汽车需求大增的预期下，不少机构纷纷表示看好镍价表现，镍也一度被给予众望，价格更是在今年4月创下多年新高。

为何这一预期在下半年“不奏效”了呢？

“市场前期对镍价维持偏多看法的两大逻辑是：供给增长受限，需求增长强劲。不过，近期由于这一预期受到的质疑逐渐增大，市场的投资预期也跟着出现了调整。”东证衍生品研究院高级分析师曹洋表示。

曹洋进一步表示，市场对镍在电池领域的需求预期太早且太高。2022年之前，镍料需求的主要驱动仍在不锈钢行业，新能源汽车行业的发展是渐进的，放量增长需要时间积累。同时，在电池原料的选择上，也仍存在诸多不确定性。“近期，镍价回调部分反映了镍在电池领域需求的预期调整，更多是在反映市场对不锈钢行业过剩的担忧。”

除了对镍在电池领域的需求预期发生变化外，镍价下跌也顺应了行业发展需要。王艳红表示，前期在新能源汽车需求预期下，市场纷纷看好镍价表现，行业内年会上专家们也纷纷表示最看好铜和镍表现。不过，近期镍价下跌也是顺应了行业需求下降的发展需要——降价去库存。而只有LME和保税区库存都得降到一定水平才能解决这个问题。

数据显示，在镍价下跌的同时，近期LME镍库存单边已降至22万吨左右，年初一度至35万吨，沪镍库存也降到约1.44万吨。

多头能否重获“一线生机”

站在目前时点来看，曹洋表示，三方面因素将主导未来镍价走势：其一，原生镍供给的增长，主要看国内及印尼镍铁新增产能投放的节奏；其二，不锈钢行业对镍料需求的变化，包括不锈钢行业自身的供给变化，技术变革与废不锈钢使用等也将深刻影响镍料需求；其三，市场对新能源领域镍需求的中长期预期。

王艳红认为，硫酸镍的转产情况以及镍豆可交割和不锈钢期货上市时间也值得关注。“电解镍在不锈钢线条上可能正在失去支撑，但因又是交割品，以后硫酸镍这块转产更多的话，镍板产量更低，因此要关注是否会低至需要价格上涨来对应。”

“当前镍价仍是由不锈钢产业链主导，而目前不锈钢需求更多是受宏观因素压制，后市镍价或将继续维持弱势运行。”江露表示。

王艳红表示，目前，镍矿价格平稳，镍铁端和不锈钢给予镍价一定压力，使得价格一路向下，预计短期镍价仍将维持低位运行，沪镍运行区间或在95000元/吨-100000元/吨，伦镍关注11500美元/吨一线支撑。

“总体上看，镍市熊途未尽，这仅仅是一个开始，核心逻辑是明年上半年供给增长的压力较大，且镍料需求存在进一步收缩的风险。”曹洋表示。

镍价下跌对产业链上相关上市公司影响几何？

江露表示，镍价走弱对以电解镍为产品的公司不利，而以镍为原材料的公司将受益。虽然A股近日开始企稳，但与电解镍相关的公司股价仍偏弱。尽管新能源汽车用镍将是镍的需求增长点，但目前来看，此部分用镍量占比太小，对镍价难以造成决定性影响。

■ 观点链接

中信期货：镍市空头格局明显

上周进口盈利空间延续未打开状态，俄镍流入国内情况减少。镍铁产能增加进程稳步推进，需求端不锈钢产量情况四季度维持较好，但由于库存已开始逐步出现累积，短期对镍需求将维持平稳水平。短期来看，期镍依旧维持震荡修正，但目前空头走势较为明显，短线继续逢高偏空为宜。

一德期货：下游消费不见起色

宏观层面，欧元区数据走弱叠加美国数据强劲，美元指数冲高97，有色金属普遍承压。现货方面，俄镍和金川价差仍维持在7500元/吨左右，下游上周已积极采购备货，且镍价跌破100000元/吨关口，导致下游对于后市预期偏悲观，成交较差。此外，国内外库存下降速度减缓，产业方面带来的支撑变弱，镍价继续震荡下行寻求新的震荡空间概率较大。

信达期货：做多驱动有待检验

基本面上，山东鑫海新增NPI产能原计划推迟到年底的炉子提前到10月底投放，导致环保利多高镍铁偏紧预期被打破，虽然低库存驱动仍在，但短期情绪面因素占主导。由于实体经济预期转弱，不锈钢下游消费已出现下滑迹象。前期担忧的保税区高库存压力有所缓解，虽然金川和俄镍价差依然维持高位，但流通俄镍并未抛至期货库存，这部分压力锐减。总体来看，市场利空情绪集中发酵，但更多是对未来的悲观预期，基本面低库存对镍板的支撑仍在，前期利空也在缓解，但基本面做多驱动有待检验。（王朱莹 整理）

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（11月1日）

指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	988.79	991.45	983.05	983.4	-5.77	987.05
易盛农基指数	1254.86	1258.43	1247.87	1248.28	14.94	1252.97

■ 记者观察

中长期利率下行空间相对更大

□本报记者 张勤峰

伴随着经济下行压力加大，市场对利率下行仍抱有期待，调查显示无风险债券仍是当前最受青睐的资产。但货币市场利率下行的约束增多，筑底特征较为明显，后续利率债收益率下行可能以压缩期限利差的方式进行，长端利率想象空间更大。

9月下旬以来，债券市场重拾升势，收益率水平走低，并逐渐接近8月上旬低位。据中债到期收益率数据，9月下旬以来，10年期国开债收益率从4.30%附近下行至4.07%，下行超过20bp，距离8月初创下的4.05%低点只有咫尺之遥。短期债券收益率下行幅度也不小，9月下旬以来，1年期国开债收益率从3.10%降至2.9%一线，下行接近20bp，但与前期2.68%的低点相比还有不小差距。

近期债市收益率缘何重新下行？

供给压力趋缓可能是一方面。7月-9月一轮密集发行之后，地方债在10月的发行节奏明显放缓，相应带来了债市供给压力的缓解。需求力量的回暖则是另一个方面。近期全球金融市场波动加大，资金在大类资产中的流动和分布出现了新的变化，作为传统避险资产的固收产品获得了部分增量资金。就国内市场来看，10月A股上证综指下跌7.75%，为下半年以来最大月度跌幅。当月，股债市场的“跷跷板”效应尤为明显，股市下跌对情绪和资金流动的影响在一定程度上提振了债券需求。

但是，债券需求回暖更核心原因仍是经济下行压力加大。宽信用的进展并没有市场原来想象的顺畅。同时，外部环境恶化对经济增长的滞后影响开始显现。10月制造PMI数据表现欠佳，无论是新订单代表的内需，还是出口指数反映的外需均继续走弱，预示经济下行压力有所加大。另外，随着国际油价回落，加之实体需求不强，市场对通胀压力的担忧也有所缓和。

需要指出的是，8月下旬到9月中旬，债牛一度出现回调，很大程度就是受到供给增多、宽信用预期升温、通胀预期抬头等的影响，伴随着这些因素的影响减弱，债市重归升势也是顺理成章。

目前来看，市场对利率下行仍抱有期待。中金公司固收研究最新市场调查显示，在资产配置方面，利率债仍是最抢手的资产，投资者普遍认为未来收益率还有一定下行空间。例如，对10年期国债收益率低点的预测中值较目前水平低出30bp。

不过，短端利率下行面临的制约增强。今年以来，债市收益率曲线呈现陡峭化下行，短端利率下行幅度大，未来中美利差倒挂风险和汇率贬值压力构成短端利率下行的制约。如果要稳汇率，维持合适的中美利差或者避免中美利差倒挂是一个基本的政策考虑。

综合考虑，这一轮市场利率下行过程还没有结束，但未来的下行可能将以压缩期限利差为主，曲线或呈现牛市扁平化的形变，受益于基本面的长债存在“补涨”空间。

中国期货市场监控中心商品指数（11月1日）

指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		88.92			89.42	-0.49	-0.55
商品期货指数	989.56	979.73	990.77	977.84	989.74	-10.01	-1.01
农产品期货指数	894.51	888.21	896.73	886.58	895.03	-6.82	-0.76
油脂期货指数	485.93	484.37	487.87	483.85	486.32	-1.95	-0.4
粮食期货指数	1309.28	1307.18	1311.26	1303.77	1309.93	-2.75	-0.21
软商品期货指数	788.33	784.4	791.97	784.24	789.51	-5.11	-0.65
工业品期货指数	1037.08	1024.25	1038.35	1021.36	1037.08	-12.83	-1.24
能化期货指数	718.04	709.71	718.4	707.82	718.04	-8.33	-1.16
钢铁期货指数	1121.04	1097.71	1123.94	1095.42	1119.43	-21.73	-1.94
建材期货指数	1025.04	1009.32	1027.58	1004.26	1023.49	-14.18	-1.39

东证-大商所商品指数（11月1日）

	开盘价	收盘价	结算价	前结	涨跌幅
跨所农产品指数	100.67	99.93	100.23	100.73	-0.80%
跨所能化指数	107.56	106.18	106.68	107.39	-1.13%
东证大商所农产品指数	101.40	100.57	100.78	101.47	-0.89%
东证大商所煤焦矿指数	102.16	99.87	101.20	101.89	-1.99%
东证大商所能化指数	107.86	106.78	107.16	107.93	-1.07%
东证大商所工业品指数	94.37	92.81	93.62	94.34	-1.62%
易盛东证能化指数	103.86	102.36	102.92	103.57	-1.17%
易盛东证棉糖指数	76.29	75.94	76.28	76.38	-0.57%