

2022 年 3 月 24 日

恒泰期货研究所

有色研究团队

宋栋鸣 F3062205 Z0014510

解文杰 F03091018

赵歆怡 F03092937

相关研究

恒泰期货青山伦镍事件回顾与分析

摘要

伦镍由于逼仓行为两天内大涨 240% 多，对空头方（青山集团）造成了巨大损失，同时，此恶劣逼空事件对市场造成了巨大的影响：另镍产业链停滞，并另期货价格失去了对现货价格的指导意义，偏离了期货市场服务实体企业的初衷。为应对此次事件，伦敦金属交易所也史无前例地修改了规则：引入递延交割制度、取消 3 月 8 日交易结果、头一次引入涨跌幅制度、暂停交易直至 3 月 16 日重新开盘等。

青山集团基于套保的空头头寸产生了如此巨大的风险，主要是因为国内外期货交割制度的不同以及国内外供应链危机所致。俄乌冲突导致 LME 交割规则漏洞，叠加全球低库存现状和 LME 风控机制不严产生了此次恶劣逼仓事件。

因此为了杜绝此类事件的发生，除了进一步完善我国期货市场，增加相应套保品种、增加流动性，为我国企业提供分散化的交易场所之外，企业还需要注意实时的风险控制，保护好自身风险的头寸不能让对手方知道，并形成完备的风险管理机制。

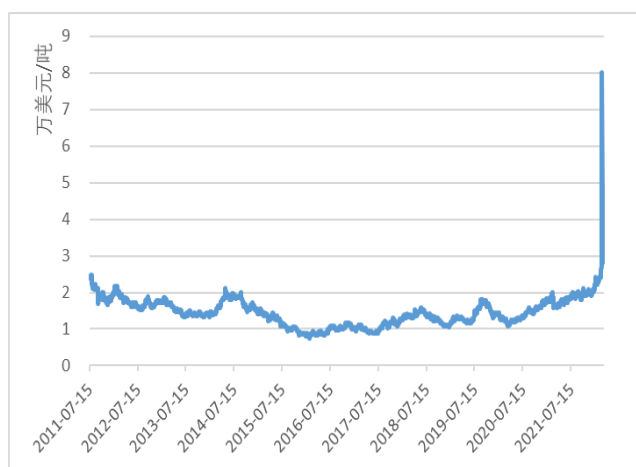
一、 事件回顾：

从今年3月份起，LME 镍用了两天时间从3万美元不到涨至10万美元，然后现在又回到了3万多美元。能够重新回到3万多美元是因为伦敦金属交易所修改了规则，取消了3月8日（盘中曾触达10w多美元）的交易，最后结算价按3月7日结算价48078美元/吨计算。

伦镍在3月7日、3月8日两天涨超240%多，伦敦金属交易所更史无前例地修改了规则：引入递延交割制度、取消3月8日交易结果、头一次引入涨跌幅制度、暂停交易直至3月16日重新开盘。但令人意想不到的是开盘后由于镍价大幅度下跌46%，LME称交易跌幅低于上限后又立即停盘，在那之后，LME镍价天天以跌停收盘，在四跌停后突现涨停，直至3月24日，伦镍收于32380美元/吨，当日跌幅14.99%。

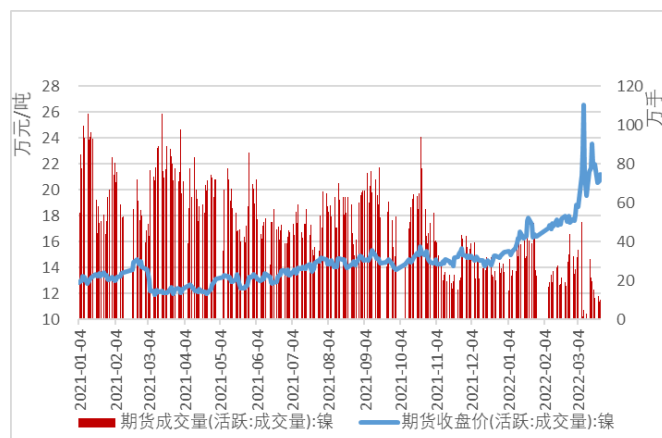
转看沪镍，由于逼仓事件发酵沪镍自3月7日起连续三个涨停板，出现极端的单边市行情。上期所在3个停板后也宣布部分合约暂停交易，暂停一天后交易重启，镍价延续波动。期间由于青山出消息称已筹备到足够现货进行交割，沪镍转向跌停。截至3月24日，沪镍收于245740元/吨。

图1：LME 镍价走势



资料来源：Wind，恒泰期货研究所

图2：上期所沪镍主力价量走势



资料来源：Wind，恒泰期货研究所

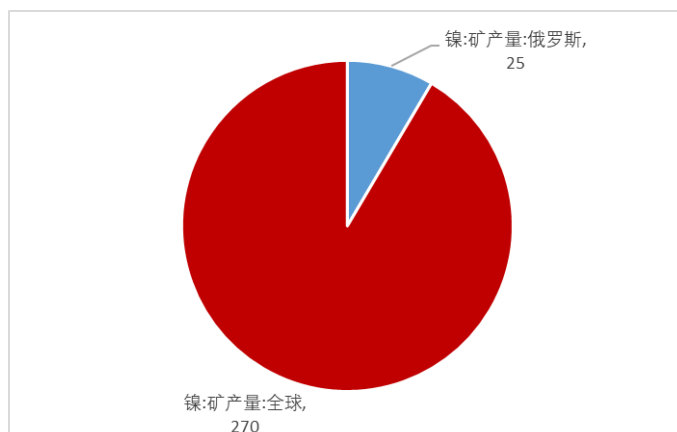
二、 事件分析：

本次事件有两位主角。其一大概率是嘉能可集团，成立于 1974 年，总部设于瑞士巴尔，并于 2011 年以后分别在伦敦和香港上市，是全球范围领先的大宗商品的生产商及贸易商。已实现从单纯的贸易拓展到了开采冶炼生产贸易包括仓储一体的大型大宗商品贸易集团。其二是青山控股，一家民营企业，目前是全球最大的镍和不锈钢生产商，缔造了从源头矿山到高级不锈钢制成品的全产业链，并积极助推新能源产业的升级。根据青山集团披露数据显示，其镍矿石产量将在 2021 年达到 60 万吨，2022 年达到 85 万吨，到 2023 年将跃升至 110 万吨。目前，旗下专门负责镍矿生产的青拓集团已形成年产 180 万吨镍合金的生产能力。国外业务则通过印尼青山园区（IMIP）和纬达贝工业园（IWIP）实现，总产能超过 350 万吨 / 年。此外，青山正在运营三条高冰镍生产线，每月的镍产量大概 3000 吨左右。

本次事件发生的背景及原因：

- （1） 俄乌冲突，俄罗斯受制裁，虽说制裁暂未引入到有色金属上，但市面有消息称伦敦金属交易所不让俄罗斯的镍板进行交割（LME 公告上未查证）。虽说未有官方的认证，但实际上，要拿到俄罗斯用于交割的镍板，由于地缘政治风险几乎不可能，俄乌冲突导致了俄罗斯的镍不能用于交割。安泰科研究团队称 2021 年全球电解镍产量近 80 万吨，其中可以在 LME 交割的品牌产量约 70 万吨，俄罗斯镍就占其中近 27%。

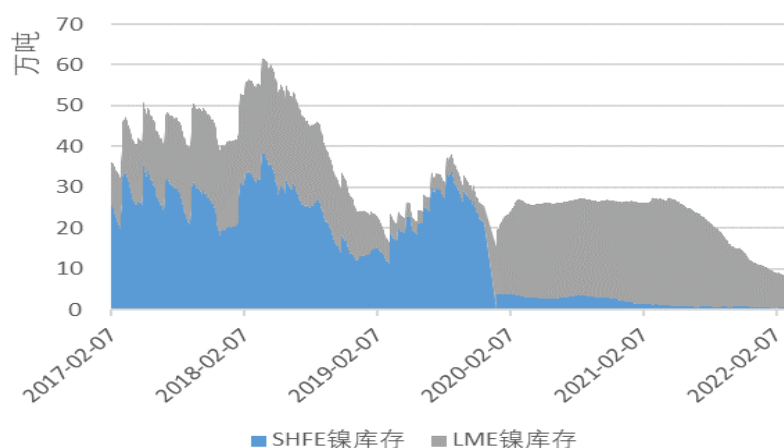
图 3：俄镍全球占比（万吨）



资料来源：Wind，恒泰期货研究所

- (2) 青山集团由于生产镍生铁、高冰镍，预计下半年镍会放量，为对冲镍价下跌的风险，青山对其 20 万吨生产总量的镍头寸进行了空头套保。但青山并未有与其套保头寸相当的镍现货，且青山所产的镍是高冰镍和镍生铁，并非为具有交割品资质的 99.80%以上纯度的原镍，实质上为相关性的套保，不可用于交割。
- (3) 镍的整体情况处于镍价相对高位，库存相对低位的状态。截至 3 月 7 日，LME 镍库存为 76830 吨，SHFE 库存为 4213 吨，处于历史低位。

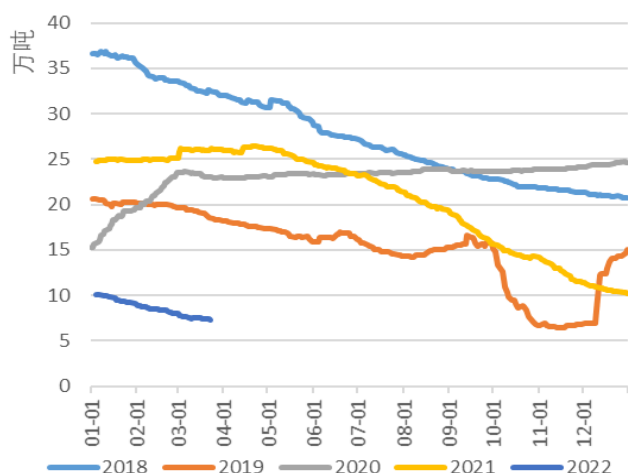
图 4：交易所镍总库存



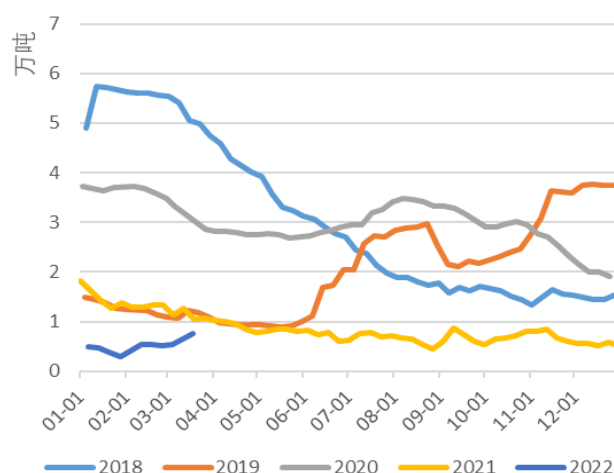
资料来源：LME，恒泰期货研究所

图 5：LME 镍库存季节性

图 6：SHFE 镍库存季节性



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

(4) LME 对市场的监管较弱。与国内外其他期货交易所相比, LME 在大户持仓报告、交割月限仓、涨跌停板、强制平仓等风控制度方面有重大差异, 对交割仓库监管也十分松软。

在这四个因素的共振下, 在嘉能可了解到青山持仓后进行了多逼空的操作, 继而有了 LME 镍两日涨超近 250% 的走势。在 3 月 7 日拉涨 70% 多之时, 市场传言青山浮亏超 80 亿美金, 此时镍价已基本脱离基本面, 主要是资金博弈和市场情绪共振造成的结果。后续镍价走势依旧由市场情绪所主导, 尚未回归基本面。对本次拉涨原因进行分析, (1) 基于上述大背景下的多逼空事件 (最主要原因) (2) 在此事件带来的市场情绪下投机资金进出, 叠加镍是有色中弹性比较大的品种, 盘面拉涨可观 (3) 基本面而言, 镍价也偏强, 主要因为国内下游不锈钢三月排产可观, 新能源未来需求旺盛, 供应端放量还未起来, 印尼产线还未达产, 供需偏紧。叠加低库存的现状和俄乌冲突造成的镍断供预期及大幅上涨的海运费。

后由于 LME 对此恶劣逼空事件采取了史无前例的抑制措施, 以及青山回应称在国储、银团及其它大型中资企业的帮助下已调配到充足的镍板现货进行交割, “流动性危机”解除, 市场情绪转向, 镍价开启跌停之路。此次下跌主要是因为: (1) 逼仓行为失败, 镍价回调; (2) 市场情绪由于消息面转向, 投机资金撤离。

截至 3 月 23 日, LME 镍结算价 32380 美元/吨, 美元兑人民币汇率

6.36，增值税 13%，对应人民币镍价约为 $32380 \times 6.36 \times 1.13 = 232709$ 元/吨。沪镍主力价格现为 245740 元/吨，沪镍价格已赶上伦镍价格。随着内外价差逐渐缩窄，镍价将逐渐回归基本面。

转看基本面，预计短期镍基本面依旧维持偏强态势，主要矛盾仍在俄乌局势上，预计镍价短期仍维持高波动。供应上来看，印尼高冰镍排产计划还未公布，达产还需时间。需求上，3 月不锈钢排产可观，新能源需求旺盛，但需警惕高镍价及疫情带来的消费端转弱。库存上，全球镍显性库存仍处于低位，且镍标准品仍处于较少的状态，在库存上有支撑。预计镍铁、高冰镍、湿法中间品会在下半年大幅放量，供需情况从偏紧转向偏松。所以中长期来看，镍价转弱的可能性较大。

三、 事件造成的影响：

此次逼仓事件另镍产业链停滞，并另期货价格失去了对现货价格的指导意义，偏离了期货市场服务实体企业的初衷。镍价暴涨后的价格令未签订长协的下游无法接受，大概率会出现减产停产现象，下游厂商成本压力骤升。对于不锈钢产业链来说，3 月排产较多，但镍价的飙升抬升不锈钢成本。金川集团期货部负责人称，波动极大的镍价已经给现货和期货市场带来了极大的冲击，现货上下游企业出现了减产、停止接单，贸易接近停滞；期货市场 LME 停盘、上期所连续涨跌停，导致实体企业和交易单位无法进行正常交易，也给企业套保形成了障碍。

对于镍的另一主要下游动力电池来说，睿咨德能源电池材料高级分析师邹珏屏称由于缺乏 LME 定价标准，中国用于电动汽车电池的硫酸镍生产商已经停止报价，如果镍价持续上涨，汽车制造商可能会考虑是否采用高镍电池驱动的技术模式。

对于废旧回收企业，SMM 调研结果显示面对镍价近期仍存在较高风险性，废旧回收企业的采购计划出现了暂缓停滞的局面。镍价的混乱局面直接导致国内废旧锂电回收价格不清晰，回收企业对未来镍盐价格走势预判不明朗。虽近期三元废旧料的折扣系数有所回调，贸易商出货意愿渐强，但回收企业在原料库存尚充足的情况下，近期选择暂停高镍三

元废料的采购。

四、 未来发展预测：

北京时间 3 月 15 日凌晨，青山集团对外宣布，已经与由期货银行债权人组成的银团达成了一项静默协议。在静默期内，青山和银团将积极协商落实备用、有担保的流动性授信，主要用于青山的镍持仓保证金及结算需求。静默期内，各参团期货银行同意不对青山的持仓进行平仓，或对已有持仓要求增加保证金。青山集团应随着异常市场条件的消除，以合理有序的方式减少其现有持仓。

在此静默协议背景下，青山不会被砍仓，但与银团达成的协议是在市场平复之后必须退场，因此不会给青山集团留下太多增加仓位的空间。青山大概率会等待伦镍价格回落到正常水平后，再逐步平仓退出，而通过大量交割或协议平仓的退出方式大概率不会被采用。此外，前期 LME 公布了延迟交割机制、头寸转移机制，也给了青山将头寸往后移的空间。预计在 3 万多美金会形成新一轮的博弈。

五、 事件中展现的问题：

(1) 期货交割问题。国内外期货交割制度不同，交割可用的标准品也不同，很多中国企业在不了解清楚海外交易所的相关制度时便进军海外进行期货交易，则很容易被对手方抓住漏洞进行逼仓行为。同时，对于海外交易所规则的变化，国内企业容易知晓不及时而造成一些损失。针对此问题，期货公司应加强自身的专业水平，设立专门的国际部，对于海外交易所制度进行准确的研读，并及时把规则制度变化传递给客户，增强国际化服务的效力。

LME 新设定的涨跌幅制度有利于防止价格的暴涨暴跌，配合大户持仓制度、延迟交割等措施，可有效改善伦敦市场的交易环境，更有利于产业的保值需求。此外，提高市场交易信息的透明度，增加风险预警措施，可以让投资者在相对公平的环境中进行投资交易，从长远来看更有

利于交易市场的健康发展。

表 1: LME 规则修改前后对比

LME 修改规则前	LME 修改规则后
无涨跌停板制度	LME 交易合约将增加交易价格限制：自 3 月 15 日起，除伦镍外其它金属为前一个交易日收市价的 $\pm 15\%$ ；自 3 月 16 日起，伦镍为前一个交易日收市价的 $\pm 5\%$ （暂定），及 3 月 16 日开盘时以 3 月 7 日收盘价为前一交易日收市价。
未取消交易过	暂停 LME 所有场所的镍合约交易；取消所有在英国时间 3 月 8 日凌晨 0 时 0 分或之后在场外交易和 LME select 屏幕交易系统执行的镍交易。
——	确认 LME 镍合约将于 2022 年 3 月 16 日星期三伦敦时间 08:00 恢复交易
无延迟交割制度	推迟所有原定于 3 月 9 日交割的实物结算镍合约的交割。
未有大户持仓报告	新增大户持仓报告和超过 100 手的 OTC 报告。

资料来源：LME，恒泰期货研究所

（2）国内外供应链危机。有色金属中，无论是铜铝锌镍，我国对外的依存度都很高，需要从国外进口大量的矿来进行冶炼，我国矿端资源的缺乏叠加对有色需求强劲，进一步加固了我国与其他国家的纽带。本次逼仓事件的大背景正好是俄乌战争导致俄镍供应扰动增强所致，国内与国际的供应链受阻。总体而言，在有色金属上国外的定价权还是要强于国内，但镍品种对于我们发展新基建、新能源产业也是至关重要的，所以管理好镍原料的成本，包括的供应链，对于很多相关企业至关重要。地缘政治问题难以预测，但可以加强国内外的供应链管理以及国内上中下游的供应链管理。

六、 逼仓事件的经验教训：

需要注意实时的风险控制，保护好自身风险的头寸不能让对手方知道，并形成完备的风险管理机制。

首先，对于参与套保的实体企业需要设立专人专岗，成立期货部并聘用专业的人才对风险敞口进行实时的观察和调整，同时要充分运用期货期权工具，借助专业机构的产品设计能力对期货头寸进行保护。但此中存在问题：很多中下游产业利润薄，企业小，不愿意在此方面支出

额外的成本，既对期货不太熟悉又不具备完整的风控体制，在价格波动比较大的时候，他们管理风险难度很大。此时，需要我们期货公司寻找这些企业，对其进行培训、投教和指导，使他们能够合理地运用期货工具作为其风险管理的一种手段。

其次，要注意分散风险，学会用国际国内两条腿走路。青山把所有套保头寸放在伦敦市场上便是把所有风险暴露在了伦敦市场上。就像一个好的策略要有一定的市场容量一样，一个好的风险管理也需要增加市场容量，运用好国内和国外的期货市场。国内的期货市场相较于国外发展较晚，但经过 30 多年发展，形成了完备、成熟的风控监查制度，覆盖事前事中和事后，实施穿透式监管，风控制度属于全球领先，其法律法规制度健全，更贴合中国国情，特设独有的保证金监控中心也是为了保护企业投资者，是企业投资者进行分散风险的一个优质市场。但是我国期货市场仍需要继续发展，加快速度上一些新品种以满足实体企业套保的需求，鼓舞各方投资者参与期货市场，增加我国期货市场的流动性和定价权。

最后，要定期做一些压力测试，如流动性压力测试，避免类似逼仓事件给企业带来超预期的损害。

恒泰期货股份有限公司

免责声明：

办公地址：

上海市浦东新区峨山路91弄120号2层201

公司网址：

<http://www.cnhtqh.com.cn>

微信号：

htqhw88

电子邮件：

htqh@cnhtqh.com.cn

本报告由恒泰期货研究作，在未获得恒泰期货股份有限公司授权的情况下，任何人和得对本报告进行任何形式的发布和复制。本报告基于本期货研究人员采用可信的公和实地调研资料，但本公司信息准确性和完整性不作证，且本报告中的资料、建测均反映报告初次发布时的可能会随时调整，报告中的所表达的意见不构成投资、会计或税务的最终操作建议，司不就报告中的内容对最建议作任何担保。在恒泰期有限公司及其研究人员知围内，恒泰期货股份有限公司期货研究人员以及财产上关系人与所评价或推荐的，存在任何利害关系，同时提投资者，期市有风险，入市



相关关联机构：

恒泰证券股份有限公司

办公地址：

中国北京市西城区金融大街17号中国人寿中心11楼

公司网址：

<http://www.cnht.com.cn>

联系电话：

956088

恒泰盈沃资产管理有限公司

办公地址：

上海市浦东新区峨山路91弄120号2层201

公司网址：

<http://www.cnhtqh.com.cn/ywindex.shtml>

电子邮件：

htqh@cnhtqh.com.cn