

# 一线长“红”飞碧浪，只缘妖“镍”又重来

刘文昌

## 一、LME 镍价两天内疯狂上涨 243%

在 3 月 7 日（周一）、3 月 8 日（周二）两个交易日内，伦敦金属交易所电子盘 LME Select 中的镍价出现惊人的涨幅。在前一个交易日 4 日（周五）的报价中，LME 镍价已经一度涨破十一年前（2011 年 2 月 8 日）的历史最高价 3 万美元/吨大关。就在市场还在猜测镍价会不会进一步突破 2007 年 5 月的历史最高纪录 51800 美元/吨时，周末传出的两则消息，让市场上流出的“俄国诺尔里斯克镍业（Nornikel）生产的俄镍难以运往 LME 交割库完成交割”的传言似乎更加可信。一是三大航运巨头地中海船务、马士基海运集团、达飞海运集团陆续宣布加入对俄制裁，俄国由黑海到地中海的出口航运途径基本中断。二是据路透社努尔苏丹报道，哈萨克斯坦政府表示，在欧洲对俄罗斯船运托运人实施制裁后，哈萨克斯坦正在通过谈判争取通过拉脱维亚的里加和文茨皮尔斯港（波罗的海）以及阿塞拜疆-格鲁吉亚-土耳其走廊（陆路交通）运输货物。哈萨克斯坦工业与基础设施开发部在声明中称，哈萨克斯坦出口商在经过俄罗斯新罗西斯克和圣彼得堡港运输货物时遇到了困难。

由于荷兰的阿姆斯特丹港是俄镍的重要交割地点，以上两条消息似乎都佐证了空头合约持仓者难以在 LME 规定的近月镍合约最后交割日 3 月 16 日前筹集到足够的俄镍并通过地中海运输通道运抵港口交割库完成交割。俄罗斯镍总出口占全球精炼镍出口量的 7%左右，2021 年我国从俄罗斯进口精炼镍 4.61 万吨，占我国总进口量的 17.53%，而这一占比数据在 2020 年和 2019 年分别是 39.31%和 45.48%；2021 年俄镍出口至欧洲占俄镍总出口比重是 39%；2021 年出口至美国占俄镍总出口比重是 6%。

在市场对俄镍的出口预期愈来愈悲观的背景下。3 月 7 日（周一）开盘后 LME 镍多单持有者利用资金优势，大幅推升镍价，想通过价格的大幅上涨使空头保证金不足，进而认亏平仓

离场。3月8日(周二)镍价一度突破10万美元大关,仅8日当天涨幅超100%,两天内创下了243%的惊人涨幅。伦交所紧急宣布中止镍的报价交易,直到交易所认为合适的时候再恢复电子盘报价交易系统,并且取消8日当天的全部涨幅。

图 1: 3 月 7 日与 8 日伦敦金属交易所镍的惊人涨幅



数据来源：wind，鲁证期货研究所

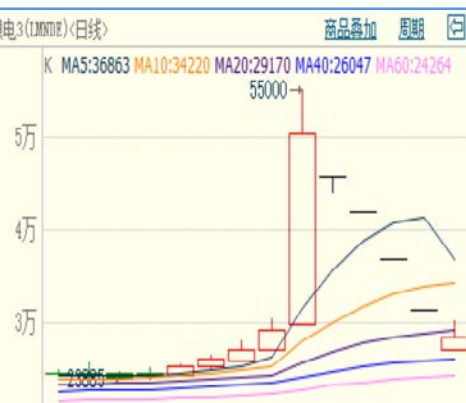
在外盘极端行情的情绪引导下，沪镍价格也开始大幅上涨，7日、8日、9日连续三个交易日涨停，触发交易所“单向三板”的交易暂停机制。9日晚6点30分，上期所发布公告，NI2204、NI2205、NI2206、NI2207、NI2209、NI2212、NI2301合约暂停交易一天，留下NI2203、NI2208、NI2210、NI2211合约继续交易，涨跌停板保持17%，交易所保证金比例19%。半小时后的7点，市场传言持有20万吨伦镍空单的某集团回应财联社的电话采访，宣布通过多种渠道筹集到足够数量足够质量的电解镍进行交割，两小时后夜盘启动，NI2203、NI2208、NI2210、NI2211合约开盘后纷纷触及跌停。这次由海外资本利用资金优势在外盘策动极端行情而导致的内盘大涨态势得到遏制。国内交易所留下四个月的合约继续交易，一是对其他暂停交易一天的合约，后面恢复交易时起到价格引导作用，二是根据当时LME最新公告，至少要到北京时间11号（周五）下午5点伦镍才恢复交易。四个月

份的合约经过两个交易日的大跌，即使外盘开盘后再次暴涨，也给国内投资者留下了通过锁仓对冲风险的空间和机会。上期所在此次极端行情下，表现出极高的专业素养和应对水平。虽然在后续 LME 镍停盘的时间里，有关某集团是否筹集到足够数量的可交割镍的消息市场又有各种传闻，金融机构、伦敦金属交易所、多空双方、场外相关利益方之间的沟通和博弈仍在继续。但随着 LME 宣布放宽现货最终交割日到 2 月 23 日；对有色金属价格施行涨跌停板；将镍持仓限额从 6000 降至 3000；会员必须在北京时间 16 日早下午 4 点前披露所有镍持仓超过 100 手的场外头寸；并宣布考虑放宽镍标准品的交割标准以应对低库存。在以上措施下，3 月 16 日北京时间下午 4 点伦镍恢复交易后触及第一个跌停，下跌 5%，随后在几个连续交易日中不断触及跌停板，下跌幅度分别是 8%、12%、15%，目前价格稳定在 3 万美元之下。由于镍的价格波动幅度较大，在期货圈内素有妖“镍”（与“妖孽”同音）的称号，此次如此极端的行情表现，更使得“妖镍”的威名更是传遍整个金融圈。

图 2：沪镍价格后续走势



图 3：伦镍价格走势后续走势（取消了 8 日交易）



数据来源：博易大师，鲁证期货研究所

## 二、为何此次镍价如此之“妖”

镍价出现如此极端的行情，不仅仅是因为近期行业基本上，符合 LME 交割标准的电解镍（也叫做“纯镍”）与镍豆的显性库存、交易所注册仓单的不断减少，更是在于产业链中精炼镍的阶段性短缺和长期产能不足发生共振。造成纯镍短缺的因素有很多，需求和供应两方面都有，2020 年上半年疫情在全球扩散之后，有色金属产业对未来经济发展、下游需求抱

有一种悲观心态，投资减少叠加全球疫情防控政策干扰，致使本从 2016-2019 年开始逐步恢复的镍突然下滑，而随后全球各国央行开始大放水刺激经济复苏，提振下游消费，美国民主党 2020 年总统大选获胜后，将产业政策的重心从传统能源调整至新能源与绿色新基建领域，这就使得从 2020 年开始，新能源产业链对纯镍的需求快速升高，生产电池所需的硫酸镍，对镍豆镍粉的用量从 2018 年的两千吨快速上涨到 2021 年一万三千吨的高消耗水平，即使全球各地产业园区的镍矿镍冶炼厂纷纷加大投资提升产能，但产能逐步释放也需要 1-3 年的时间。短期时间内，在纯镍供给不变甚至略有下滑、新能源产业景气带来需求大增的基本面下，造成的阶段性供需错配，库存持续的去化，这是基本面支持镍价上涨的基础。

图 4：全球镍矿产量及增速（万吨）

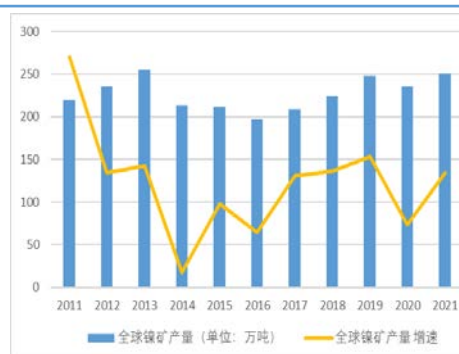
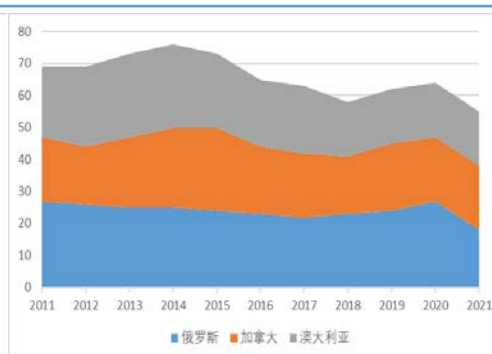


图 5：主要国家硫化镍矿产量（万吨）



数据来源：安泰科，鲁证期货研究所

其次，就是“黑天鹅”事件——俄乌战争对镍价的推涨，俄镍占 LME 交割品比重超过 20%，2021 年的纯镍供给在 74 万吨左右，俄国纯镍 2021 年的产量 18.9 万吨，此外，乌克兰也有部分镍的产能，譬如 Solway 集团位于乌克兰的 Pobuzhsky 水淬镍冶炼厂因战争减产。再加上俄乌战争长期化和激烈化的趋势是之前市场没有预料到的，此前市场甚至流传出“俄军 1 小时 22 分速通乌克兰”的乐观传言，表示战争带来的意外影响或许 48 小时内结束，目前看来这样的乐观估计完全被打破了。但单单是基本面的支撑，价格不可能短期内如此暴涨。还有一方面是多头资金蓄意制造的“流动性危机”，在伦镍涨破 7 万大关后，市场价格开始以 500 美元、1000 美元的幅度开始跳涨，以至于后面迅速涨破了 10 万美元大关。由

于金属具有“同涨同跌”的特性，很多经纪商和投机者不单单在镍上持有空单，在其他金属上也持有一定量的空单，由于价格的暴涨，手里持有空单的经纪商和投机者不得不大幅平仓其他金属的空头头寸来补充保证金，在这种情况下，流动性危机迅速传播，其他金属价格也开始上涨，伦交所不得不紧急停止交易以避免经纪商无力履约可能导致的破产。如果大量经纪商和投资者遭受巨额亏损而离开这个市场，LME 作为一个有百年历史的交易所将难以继续经营下去。LME 金属报价长期作为全球金属上下游企业签订长协合同的基准报价，如果不取消如此偏离基本面行情的价格，其赖以安身立命的客观性和信誉度将不复存在。金融市场上流传的“港交所控股 LME，LME 紧急停止交易以保护中国投资者”的说法并不准确，LME 的行为更多得是为了保障自己的生存和行业地位。

图 6：伦铝当日分时图



图 7：伦铜当日分时图



数据来源：博易大师，鲁证期货研究所

### 三、妖“镍”称号的历史渊源

先简单介绍镍产业的历史背景。

我国在 2001 年加入世贸组织后，经济开始高速发展，人们对于不锈钢的消费需求也快速增长，而不锈钢产能的不断上升，也使得不锈钢产业对原材料之一——电解镍的需求也在增加。当时电解镍（镍板和镍豆）主要靠硫化镍矿冶炼制成，而我国的硫化镍矿储量较少，只有甘肃金川有易于开采的硫化镍矿藏。世界上主要的硫化镍矿储量分布在俄罗斯、澳大利亚、南非等地。随着国内硫化镍矿开采成本渐高和国外矿石企业蓄意抬升价格，国内不锈钢企业

的利润大头被上游矿企拿走。

镍元素大多数储藏在红土镍矿（氧化镍矿）中，储量主要分布在印尼和菲律宾。但当时不开采的原因有二，一是由于红土镍矿中镍含量低及含有氧化铁等氧化物，无法像硫化镍矿那样通过简单的火法脱硫过程得到电解镍，红土镍矿加工成本高且性价比低；二是硫化镍矿中还含有铜、银等亲硫元素，在脱硫工艺后还可得到这些高附加值的金属，所以硫化镍矿冶炼的性价比比红土镍矿更高。

但随着技术的不断进步，国内企业逐步掌握了将红土镍矿加工成镍铁（含镍量 8%左右）的技术，而镍铁可以直接作为原料用于生产不锈钢，从而使不锈钢产业成本大大降低。某集团曾是国内最早一批在不锈钢生产工艺中添加电解镍以提升不锈钢防腐蚀性能的企业，也是最早一批实现技术突破，减少在不锈钢生产中对纯镍的消耗进而降低不锈钢生产成本的企业。某集团能成为国内镍行业龙头，与其具有长远目光，远赴重洋到印尼建立“煤炭-电力-红土镍矿-镍铁-不锈钢”一体化的产业园区的布局密不可分。此外，与某集团一起抱团出海投资布局的，还有多家国内矿产巨头，包括广新集团、德龙集团、盛屯矿业、华友钴业、南钢股份、亿纬锂能、甬金股份、格林美等等。此外，“一带一路”中的海路政策红利也是其崛起的一大契机。目前某集团成为全球最大不锈钢企业和最大镍生产企业，拥有超 900 万吨的不锈钢产能（占全国产能近四分之一）和 60 万吨金属镍（包含纯镍、镍豆、镍铁和其他含镍中间品）产量（占全球产能五分之一）。

图 8：全球红土镍矿产量（万吨）

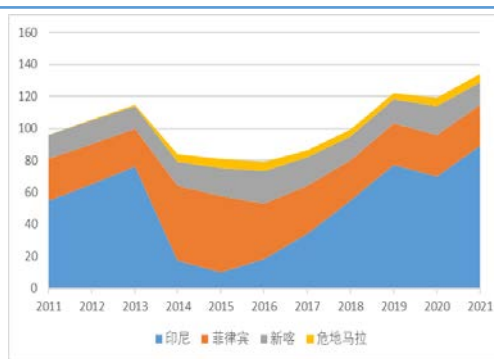
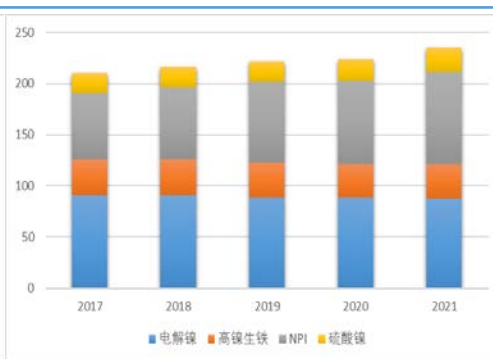


图 9：原生镍各品类产量（万吨）



数据来源：安泰科，wind，鲁证期货研究所

书归正传，红土镍矿冶炼出的镍铁取代硫化镍矿冶炼出的纯镍成为不锈钢的主要生产原料后，镍价开启了长期下行趋势。甚至在 2017 年左右，国内进口的镍板没有下游需求，最后作为可交割品进入上期所的交割仓库，这也是当时市场显性库存不断增加的原因。

但 2018 年后新能源车电池产业异军突起，作为动力电池阳极材料主力之一的镍突然增加了一大消费源头。受当时技术所限，动力电池需要的硫酸镍一是靠硫化镍矿制取中间品高冰镍获得，二是将镍板镍豆再次溶化成硫酸镍获得。

在这种背景下，2021 年 3 月，某集团宣布成功研发出“红土镍矿-镍铁-高冰镍”的制取路径，并宣布将于 2021 年底开始投产供应高冰镍，当时镍价应声暴跌。根据当时某集团和国内其他布局印尼产业园区的企业公布的投产计划，从红土镍矿中制备高冰镍的设备产能将不断增加，新能源电池创造出的镍需求缺口将由低成本的红土镍矿填补，使得镍价大幅下跌。

介绍完历史背景，还要说一下镍这个期货品种的特性，相较于其他有色金属（铜、铝、铅、锌），镍产业具有规模集中（CR10 达 80%）、产业信息不透明、仓单流动性差的特点。导致镍期货价格容易受产业巨头消息影响而剧烈波动，容易出现所谓的“挤仓”行情。2015 年沪镍上市，当时俄镍未列入交割品牌，国内交割品牌的纯镍在现货市场上的流通量小，现货市场上符合交割标准的电解镍数量有限，导致很快出现了一波“挤仓”上涨行情。后来上期所及时开放交割标准，允许俄镍参与交割，纯镍价格才开始向基本面回归。

2018 年 4 月 6 日，美国发布了新一轮对俄罗斯的制裁决定。美国财政部外国资产管理办公室宣布，将对 7 名俄罗斯商业领导人及其拥有或控制的 12 家企业、17 名俄罗斯高级官员、一家俄罗斯国有武器进出口企业及其下属银行实施制裁。市场分析认为，此举是由于俄罗斯被指控干涉美国 2016 年大选，美国政府对该国采取的惩罚措施之一。根据制裁公告，在美国司法管辖内，被制裁的人士以及企业的资产将被冻结，一般美国公民被禁止与列入制裁名单的法人和自然人进行交易，非美国籍人士可能因为与其交易或促成重大交易而面临制裁。被制裁的人员中包括俄铝公司（Rusal）和 En+集团总裁欧柏嘉（Oleg Deripaska）。伦敦金属交易所(LME)表示，制裁日(4 月 6 日)之后出售的俄铝金属将不得进入 LME 仓库，4 月 17 日起 Rusal 的原铝锭将暂时不得列在 LME 获批品牌名单上。纽约商品期货交易所 (COMEX)也表示立即撤销 COMEX 铝期货合约的俄铝产品担保，此前已批准的俄铝产品也无法交割。4 月 19 日，在对全球最大镍业公司 Norisk Nickel（俄镍）可能步俄铝后尘收到美国制裁的传闻刺激下，LME 镍价盘中飙升 11.5%，当时创造了 2009 年以来的最大单日涨幅。

2019 年五月，在市场普遍看空镍价的背景下，市场传言某产业巨头在低位大量建仓镍多单，且不断增加从印尼进口的镍矿数量，在前期接手了大量镍矿供应。印尼宣布提前实施禁止镍矿出口的政策，镍价一路上涨到近 19000 美元，为平抑镍价，LME 宣布要像处理“住友铜”事件一样，对镍多单持仓者进行穿透式检查，某集团才平仓离场，获利颇丰。国内盘在外盘的影响下，1910、1911 合约价格也出现大幅上涨，直到上期所放出在研究将镍豆加入可交割品的消息之后，多头主力才平仓离场。



图 10：2019 年伦镍行情



图 11：2019 年沪镍行情

数据来源：安泰科，wind，鲁证期货研究所

综上所述，在镍的现货市场期货市场规模相较于铜铝锌较小的基础上，镍的产业集中度高和企业抱团建立“攻守同盟”的现象也十分突出。这些企业在印尼的产业布局也以某集团为主，加上传言中某集团在印尼拥有的雄厚政商关系，可以说任何一位镍不锈钢研究员或投资者都无法避开其对盘面的影响。此外，铜铝锌等品种市场信息比较透明，突发消息传播速度快，市场对消息真实性的证伪也很快，多数投资者都能及时应对突发情况，及时处理手中持有的仓单。

而镍的产业信息极不透明，大量的产业环节集中在印尼菲律宾，加之印尼菲律宾国情复杂，国土跨度大，地震、海啸、暴雨、疫情防控、罢工、骚乱以及印尼政府菲律宾政府变化无常的产业政策，让研究员和投资者经常一头雾水或者当头棒喝，更难以去验证消息的真伪。例如 2022 年 1 月 20 日到 1 月 25 日，镍价从涨停到跌停，原因仅是在镍产业从业人士的微信朋友圈和微信群聊中流传的一张镍豆装船出港，无从考证的照片。仅仅一条消息就可以制造镍价从大涨到大跌的行情，让许多以基本面研究安身立命的研究员无所适从。用镍期货圈里的一句玩笑话给本章收尾，就是：研究员是研究基本面的，而某集团凭一己之力就能扭转基本面。

某集团在镍不锈钢产业内具有两幅面孔：在产业上，某集团是中国镍不锈钢产业的奠基者和推动者，为中国社会创造了巨大财富，也凭一己之力让中国镍产业在世界有举足轻重的超然

地位；而在期货领域，某集团却凭借自身强大的产能、库存、财富、政商关系、消息等资源优势在市场上翻手为云覆手为雨，给无数投资者留下了许多不那么愉快的交易经历。就像那首著名的诗中所言“光明是黑暗的左手，黑暗是光明的右手”。

#### 四、成也萧何，败也萧何

如金融圈里流行的一个概念——“盈亏同源”所指出的，“那些成就你的东西，也会在将来的某一天打败你”。在 2022 年 1 月上旬的时候，素有国外金融界“小道消息之王”称号的某新闻机构就撰文，称某集团在伦交所通过银行和其他经纪商至少持有 15 万吨镍空单并已经浮亏数亿美元；2 月初，有媒体开始公开报道其空单持仓约 20 万吨，超过其自身一年的产能总和，且 LME 仓库中 50%-80% 的库存已经被两位神秘多头掌控。

无论某集团是出于投机目的还是套保目的，也无论其头寸规模是 15 万吨还是 20 万吨，相对于流动性较差的 LME 镍市场来说，这样的头寸过于巨大且太过“招摇”。考虑到其生产的很多含镍中间产品根本不符合 LME 交割标准，这样规模的头寸在伦镍沪镍显性库存不断降低、注销仓单越来越多、通胀不断高企的大背景下，即使分批次平仓也要承受巨大的亏损。

当 1 月上旬已有关于神秘多头掌控了伦镍半数以上库存的新闻流出时，某集团并没有及时移仓或者向友商求援筹集现货准备交割，而是不断通过释放一些产能投产、印尼矿山扩产、国内现货成交低迷等看起来“低成本”的措施试图吓退多头。事后回顾，由于海外神秘资本也持有巨量多单，若开始平仓退出，价格暴跌无疑也会让多头承受巨额损失。多空主力陷入了囚徒困境，无论谁先“转身逃跑”抑或提出协议平仓，都会被对方狠狠得宰割。

某集团或许想等 3 月底菲律宾雨季结束、镍矿恢复装船出口、镍价回落后慢慢移仓，但当 2 月底俄乌战争爆发，西方对俄制裁加剧，俄国陷入战争泥潭，俄镍出口途径被阻断后，某集团已经很难有机会撤出这场危险的战斗。期镍市场太小，就像小小的房间里有两头大象，双方已无闪转腾挪的余地，多空双方牌桌上的底牌都已摊开，无数投机者已经闻到了巨头之间

厮杀流出的血腥味，就等待其中某位巨头倒下后去分食一二。

归根结底，某集团纵横海内外期货市场多年，多次兴风作浪获利颇丰，像古希腊神话里的人间战神阿喀琉斯一样，纵横沙场睥睨天下，孰料命运之箭如此巧妙，在俄乌战争这一“黑天鹅”事件的助力下，不偏不倚射中致命的阿喀琉斯之踵，使其陷入如此严重的危机，令人不胜唏嘘。

## 五、本次事件带来的教训与启发

虽然本次事件的主角在国家部门、交易所、国内友商、银行等金融机构的大力支持下，避免了不可挽回的惨重损失，但此次极端行情所曝光的一些长久存在根深蒂固的隐患不得不引起广大投资者和交易所的重视。就像“海恩法则”所讲的一样：每一起严重事故的背后，必然有 29 次轻微事故和 300 起未遂先兆以及 1000 个事故隐患。

长期以来，LME 漏洞百出松松垮垮的市场监管饱受国际投资者诟病。与国内外期货交易所相比，LME 在大户持仓报告、交割月限仓、涨跌停板、强制平仓等风险控制制度方面有重大缺陷，对自身遍布全球的交割仓库的监管也十分松散，致使“仓单游戏”成为国际资本屡次兴风作浪的有力工具（典型案例还有 1985 年的伦锡事件）。LME 起家于 1877 年，最初是一群英国金属贸易商在伦敦一家咖啡馆成立的现货交易场所，传说 LME 使用的第一款公开报价板是咖啡馆的木制地板，用现代金融眼光来看，更像是 OTC 交易市场，其起家历史颇有一股浪漫和幽默的气息，恐怕当时那群可爱的创始人们谁也不会想到，在 LME 未来一百多年的历史中会发生这么多次“惨烈”的价格大战。伦交所也一直以自身的传奇历史为骄傲，为了强调自身的特色和悠久历史，其保留着圈内交易、日合约、调期等模式，甚至电子盘 LME Select 也是 2001 年才开始运行。随着时代的发展，LME 过于死板地保留传统“特色”，无视国际上其他交易所不断发展、完善、调整、改进的风控制度，无疑给很多居心叵测的国际投机资本复制价格风险事件的机会和空间。

此外，这次极端行情的根源，也是由于镍产业格局近几年迅速发生的深远变化所埋下的“种子”。新能源电池产业的异军突起和不锈钢生产技术的不断改进改变了市场预期，使得纯镍在产业中的地位愈来愈尴尬，有点像“食之无味，弃之可惜”的鸡肋，不能较好地帮助现货企业实现风险对冲。甚至可以说当前镍交割品已经与镍产业链中的主力产品和明星产品越行越远。如果未来国内交易所放宽期镍的可交割品等级，允许镍豆甚至一些含镍中间品参与交割，无疑对于国内期货交易所夺取国际大宗商品定价权，提升国际地位，抢占海外交易所市场份额有着重要的开拓意义。