

历史的教训，机制的反思

——202203LME镍风险事件回顾与行情展望

产业服务研究所·邵婉嫔

投资咨询从业资格号：Z0015722

CONTENTS

01

起因：导火索与博弈点

- 1. 多空博弈是怎么发生的? 05
- 2. 为什么要对立? 双方持有的筹码? 06

02

经过：行情跌宕与多方发声

- 1. LME和SHFE镍价N字型走势 09
- 2. 交易所及多空双方的举措与发声 12

03

结果：何时何价解决博弈?

- 1. 拒绝和谈，可交割资源有多少? 21
- 2. 镍价回归基本面的时间和定价? 25

总结

◆ 起因：导火索与博弈点

- 1.俄乌战争打响了本次LME镍战役的第一枪，3月初，LME镍寡头式持仓浮出水面，伴随着经纪商追保和砍仓，战役白热化。
- 2.博弈双方均把握着不同的多空筹码。多头在2021年10月开始收集全球精炼镍可流通产品以及LME仓单，以达到可交割资源匮乏的局面；空头则不断加速投产镍中间品替代精炼镍，从而引导市场电解镍定价下行的预期。

◆ 经过：行情跌宕与多方发声

- 1.镍价走势的N字形。LME镍价于2022年3月7日由29130上涨至55000美元/吨，3月8日达峰值101365美元/吨。3月16日重启交易后，连续4个交易日跌停至上涨前的高度27000美元/吨。3月22日转折两次触及涨停，于3月25日上涨至40700美元/吨。
- 2.交易所及多空双方的发声。LME：取消交易、递延交割、设置涨跌限制等，并且提高了对OTC市场、大户持仓的管控措施。青山：已调配到充足现货进行交割，不打算减持空仓并回补空头头寸，静默期内银团提供有担保的流动性授信。嘉能可：否认参与博弈。

◆ 结果：何时何价解决博弈？

- 1.拒绝和谈，可出借的交割资源11万吨，包括国储4万、金川1.5万和五矿（俄镍1.5万+4万隐性）；建行担保青山集团用生产的高冰镍换回，高冰镍产量2022年上半年约为3.83万吨。
- 2.镍价回归基本面的途径。回归的时间：需要等待印尼高冰镍集中投产预计为2022Q2。回归的价格：短期从交割品看公允价格，由于可交割资源问题无法解决，镍价维持在20万元/吨上方运行；中长期从基本面看公允价格，由于印尼中间品投产替代精炼镍需求，镍价预计会回调，第一个下方支撑在于16.5万元/吨镍铁价格，第二个下方支撑在于以2021年7月库存定价，SHFE镍价15万元/吨。

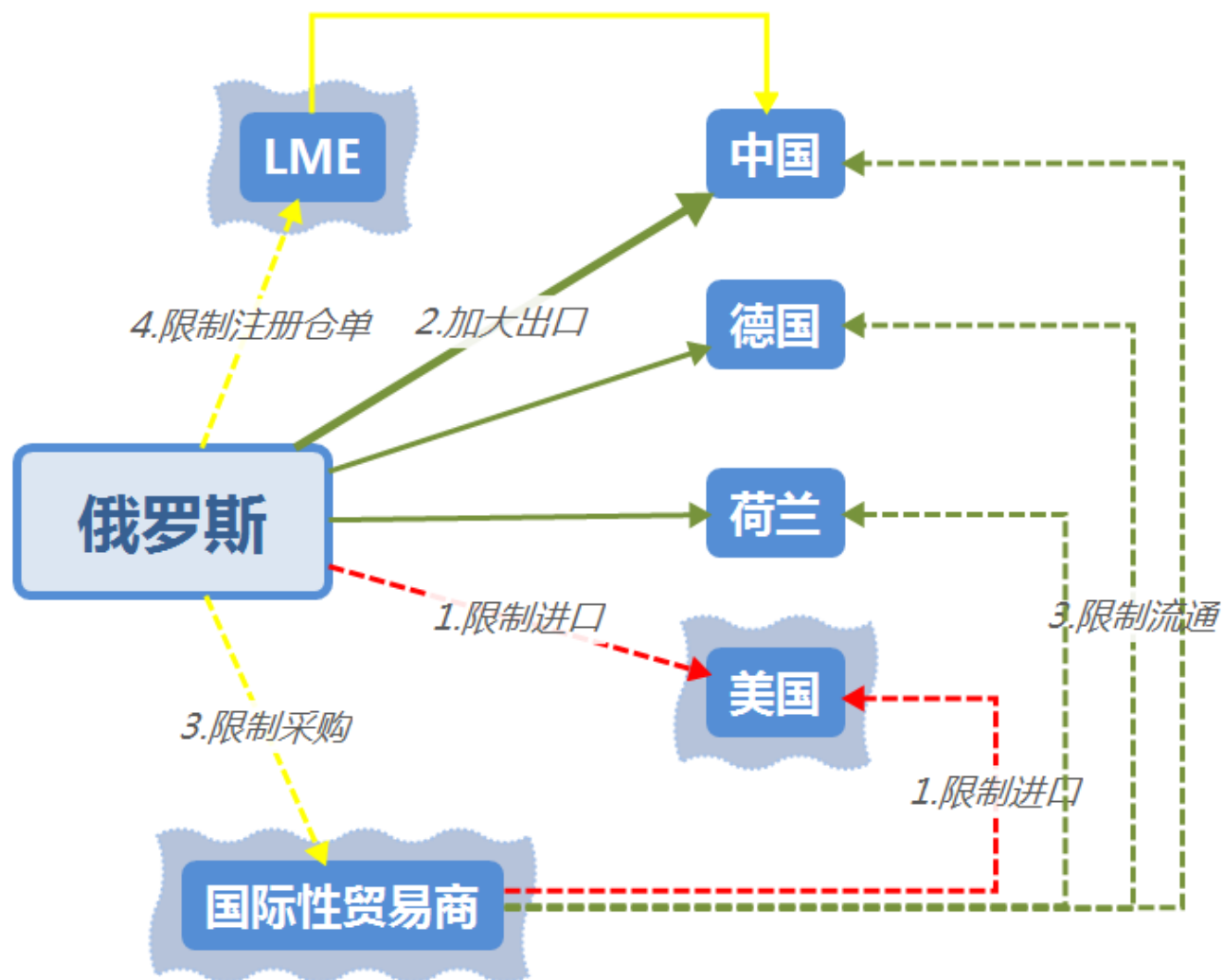
01

起因：导火索与博弈点

多空博弈是怎么发生的？

俄乌冲突发酵，欧美“金融核弹”制裁影响蔓延，自3月2日起，美欧多国宣布对俄罗斯最新制裁，决定将部分俄罗斯银行排除在SWIFT（环球银行间金融通信协会于1973年创建）之外。对俄罗斯镍产品的影响不断蔓延，俄乌战争打响了LME镍战役的第一枪。

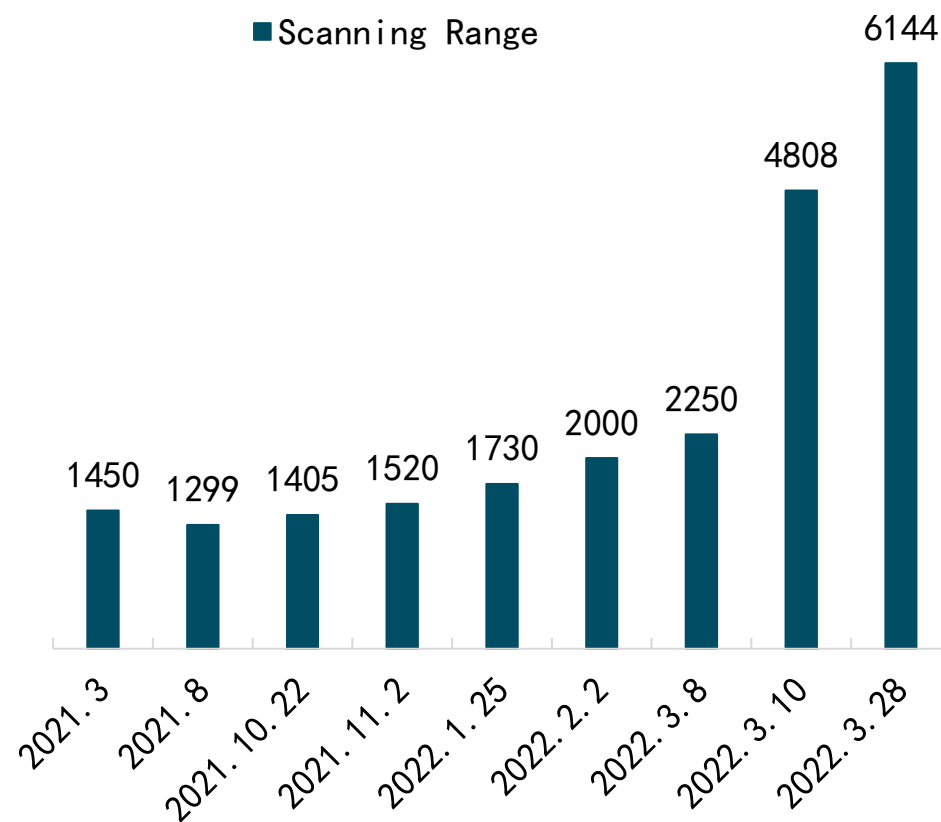
俄乌冲突对镍价的影响主要表现为以下四个路径：



多空博弈是怎么发生的？

俄乌战争打响了本次LME镍战役的第一枪，3月初，LME镍寡头式持仓浮出水面，伴随着经纪商追保和砍仓，战役白热化。

2022年3月10日，LME将镍的保证金金额由2250美元/吨上调至4808美元/吨，即28848美元/手。3月28日，再度调整至6144美元/吨。



Future Bandings Report Updated 03/01/22

% Banding	Long Position			Short Position		
	03/22	04/22	05/22	03/22	04/22	05/22
5-9	3	4	2	3	1	3
10-19	0	1	1	0	1	2
20-29	0	0	0	0	0	0
30-39	0	0	0	1	1	0
40+	0	0	0	0	0	0

Future Bandings Report Updated 03/23/22

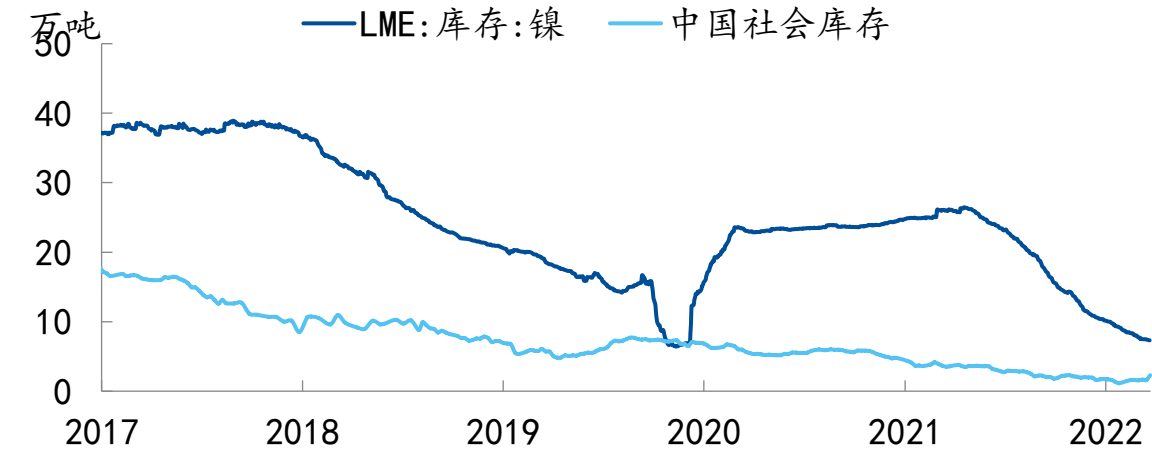
% Banding	Long Position			Short Position		
	04/22	05/22	06/22	04/22	05/22	06/22
5-9	2	1	0	1	1	1
10-19	2	2	1	1	3	2
20-29	0	0	0	0	0	1
30-39	0	0	0	1	0	0
40+	0	0	0	0	0	0

为什么要对立？多空双方持有的观点和筹码？

多空双方均是具有强大产业背景的巨头，凭借其对后市观点的差异，在席位上成为对手方。

-多头：2021年10月开始收集全球精炼镍可流通产品以及LME仓单，以达到可交割资源匮乏的局面。3月27日，国内精炼镍增加至22882吨，涨幅14.56%，LME镍库存减少至72924吨，降幅1.93%，包括14802吨镍板和53832吨镍豆。

-空头：不断加速投产镍中间品替代精炼镍，从而引导市场电解镍定价下行的预期。

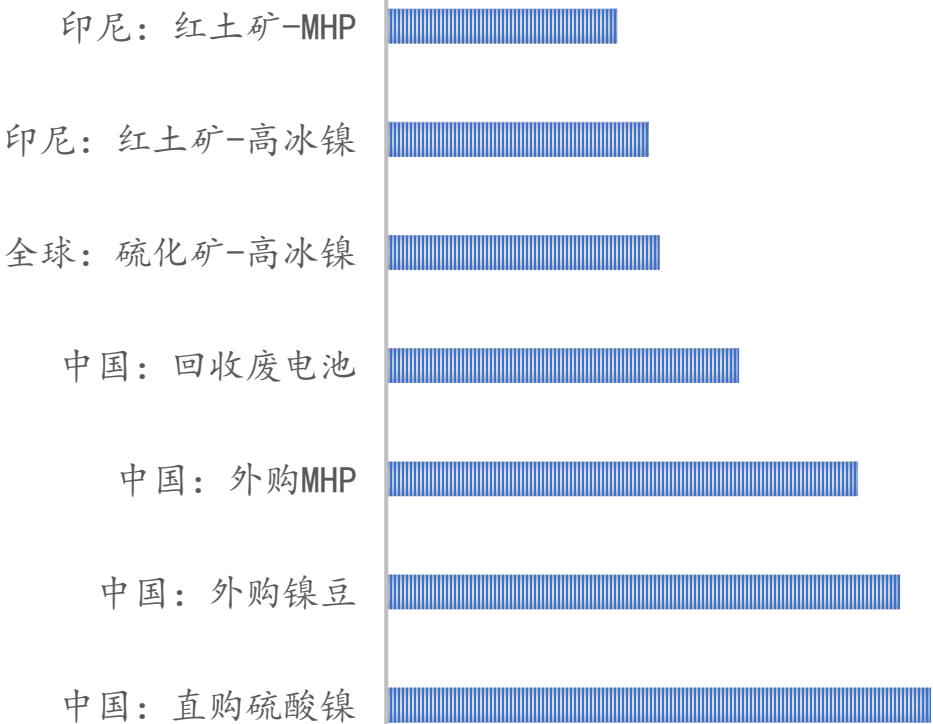


Warrant Holdings Report Updated 03/01/22

Warrant Holding						Cash						Tomorrow					
30-39	40-49	50-79	80-89	90+	Unreported	30-39	40-49	50-79	80-89	90+	Unreported	30-39	40-49	50-79	80-89	90+	Unreported
0	0	1	0	0	--	1	0	0	0	0	--	1	0	0	0	0	--

Warrant Holdings Report Updated 03/23/22

Warrant Holding						Cash						Tomorrow					
30-39	40-49	50-79	80-89	90+	Unreported	30-39	40-49	50-79	80-89	90+	Unreported	30-39	40-49	50-79	80-89	90+	Unreported
0	1	0	0	0	--	1	0	0	0	0	--	1	0	0	0	0	--



资料来源：同花顺

02

经过：行情跌宕与多方发声



SHFE镍价的N字形

2022年3月7日至3月9日，SHFE共3个涨停板，价格由188780元/吨上涨至267700元/吨，上涨78920元/吨，涨幅41.8%。

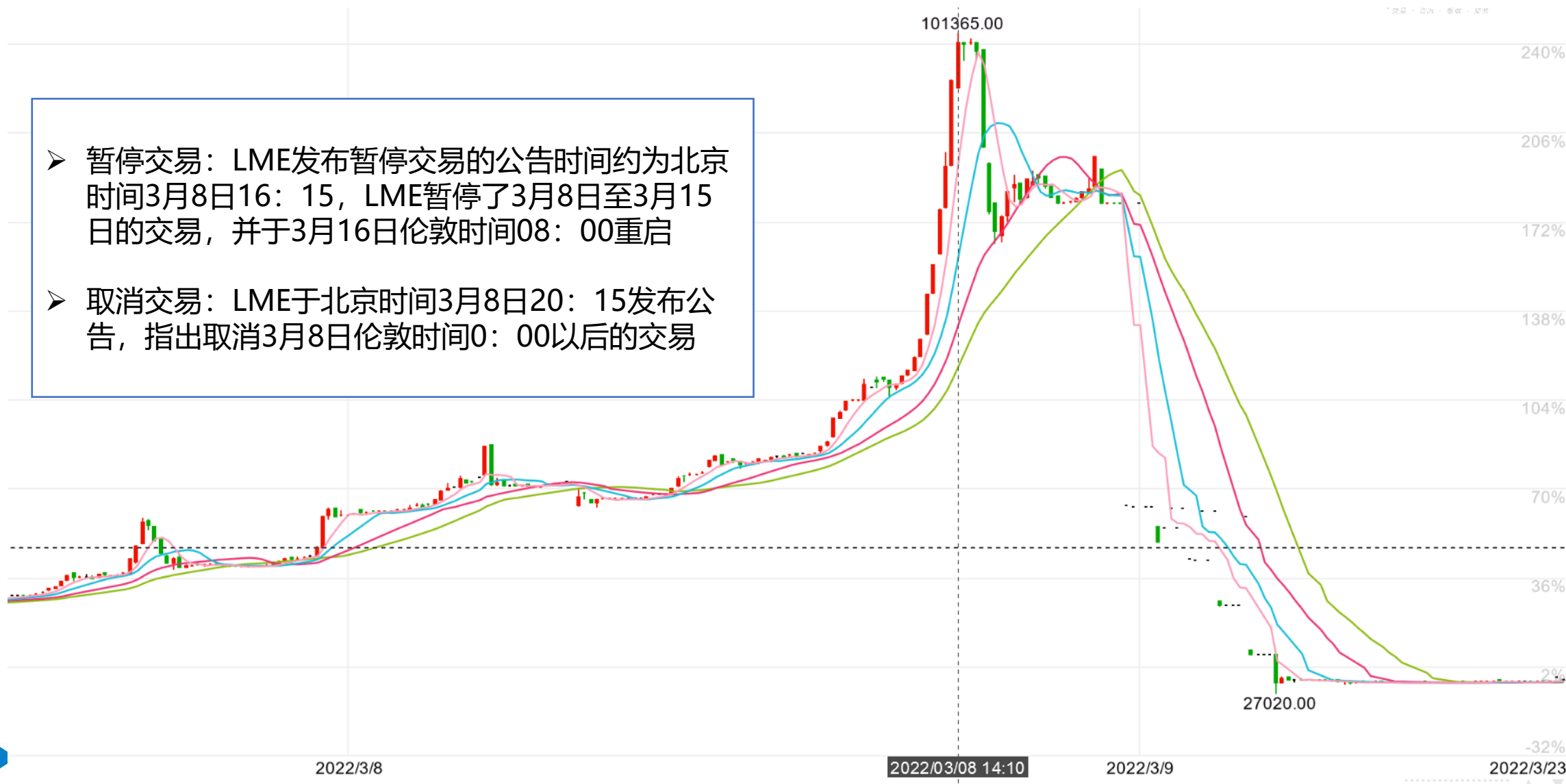
2022年3月11日，SHFE跌停于222190元/吨；3月14日最低跌至18700元/吨，收于214050元/吨，两日累计下跌53650元/吨，跌幅25.1%。



LME镍价最高上涨至101365美元/吨

LME镍价于2022年3月7日由29130美元/吨上涨至55000美元/吨，上涨88.8%，3月8日到达峰值101365美元/吨（被LME取消）。

- 暂停交易：LME发布暂停交易的公告时间约为北京时间3月8日16:15，LME暂停了3月8日至3月15日的交易，并于3月16日伦敦时间08:00重启
- 取消交易：LME于北京时间3月8日20:15发布公告，指出取消3月8日伦敦时间0:00以后的交易



LME镍价的N字形

2022年3月16日重启交易后，3月16至3月21日，连续4个交易日跌停，于第5个交易日回到了上涨前的高度27000美元/吨。
3月22日再次转折上行，两次触及涨停，于3月25日上涨至40700美元/吨。



LME公告-交易暂停和停摆期间（3月9日-15日）

LME交易所发布暂停、取消、递延交割等公告。

22 051 Implementation of a Backwardation Limit and Delivery Deferral Mechanism and Amendment

MEMBER NOTICE | 07 Mar 2022 | 22/51

22 052 Suspension of LME Nickel Market

MEMBER NOTICE | 08 Mar 2022 | 22/052

22 053 Nickel Suspension - Further Information - Delivery Deferral and Trade Cancellation

MEMBER NOTICE | 08 Mar 2022 | 22/053

22 054 Nickel Suspension - Temporary cessation of publication of official prices and closing

MEMBER NOTICE | 08 Mar 2022 | 22/054

22 056 Nickel Update - Further Information: Position Transfers and Fees

MEMBER NOTICE | 09 Mar 2022 | 22/056

22 057 Nickel Market Update

MEMBER NOTICE | 10 Mar 2022 | 20/057

22 061 and 22 017 Nickel Market - Position Transfers in LMEsmart and LMEmercury

MEMBER NOTICE | 11 Mar 2022 | 22/061 and 22/017

LME公告-恢复交易和PRICE LIMITS

LME对交易恢复和价格限制发布公告。

22 055 Nickel Suspension Update: Criteria for Resumption of Trading and Application of Price Bands

MEMBER NOTICE | 08 Mar 2022 | 22/055

22 064 Nickel Market Update Resumption of Trading

MEMBER NOTICE | 14 Mar 2022 | 22/64

22 067 Nickel Market Update Daily Price Limits

MEMBER NOTICE | 15 Mar 2022 | 22/067

22 068 Nickel Market Update Further Deferral Arrangements Revision to Market Opening Hours Clarification of Disruption Events

MEMBER NOTICE | 15 Mar 2022 | 21/068

22 073 Changes to Daily Price Limits for Nickel

MEMBER NOTICE | 16 Mar 2022 | 22/073

22 077 Daily Price Limits Update Nickel

MEMBER NOTICE | 17 Mar 2022 | 22/077

22 080 Daily Price Limits Update Nickel

MEMBER NOTICE | 18 Mar 2022 | 22/080

LME公告-DISRUPTION EVENT

LME多次出现报价干扰问题。

22 069 Nickel Trading Update

MEMBER NOTICE | 16 Mar 2022 | 22/069

22 070 Nickel Official Prices

MEMBER NOTICE | 16 Mar 2022 | 22/070

22 071 Nickel Trading Update - Resumption of Trading

MEMBER NOTICE | 16 Mar 2022 | 22/071

22 072 Nickel Closing Prices

MEMBER NOTICE | 16 Mar 2022 | 22/072

22 075 Nickel Official Settlement Prices Disruption Event

MEMBER NOTICE | 17 Mar 2022 | 22/075

22 076 Nickel Closing Prices Disruption Event

MEMBER NOTICE | 17 Mar 2022 | 22/076

22 078 Nickel Official Prices Disruption Event

MEMBER NOTICE | 18 Mar 2022 | 22/078

22 079 Nickel Closing Prices Disruption Event

MEMBER NOTICE | 18 Mar 2022 | 22/079

22 081 Nickel Official Prices Disruption Event

MEMBER NOTICE | 21 Mar 2022 | 22/081

22 082 Disruption Event - Nickel Closing Prices

MEMBER NOTICE | 21 Mar 2022 | 22/082

22 086 Nickel Official Prices Disruption Event

MEMBER NOTICE | 23 Mar 2022 | 22/086

22 087 Disruption Event - Nickel Closing Prices

MEMBER NOTICE | 23 Mar 2022 | 22/087

22 088 Nickel Official Prices Disruption Event

MEMBER NOTICE | 24 Mar 2022 | 22/088

22 089 Nickel Closing Prices Disruption Event

MEMBER NOTICE | 24 Mar 2022 | 22/089

22 090 Prohibition of Order Submission Outside Daily Price Limits

MEMBER NOTICE | 24 Mar 2022 | 22/090

LME公告 (22 052-080)

2022年3月14日-15日，LME发布《镍市场恢复交易的公告（22 064、067和068）》，从公告来看，LME提高了对OTC市场的关注度增加，并且对大户持仓落实了更加严格的管控措施。2022年03月27日开始伦敦进入夏令时，北京时间需提前一小时。

开市及后续交易时间	<p>3月16日伦敦时间08:00恢复交易（北京时间16:00），开市前半小时开始接受电子盘挂单（伦敦时间07:30，北京时间15:30）。</p> <p>3月17日起，开盘时间依然为伦敦时间08:00（北京时间16:00）。直到LME进一步通知，才会恢复正常交易时间，伦敦时间01:00-19:00（北京时间9:00-次日3:00）。</p>
涨跌幅限制	<p>3月16日开始，涨跌幅限制在5%，适用于LME所有交易平台和场所。</p> <p>3月16日交易结束时重新评估镍日内涨跌幅上限的合理性，并根据当前的市场状况对这些上限进行调整。3月17日8%，3月18日12%，3月21日15%。</p>
延迟交割	<p>延迟所有镍合约交割日至3月23日。3月16日至22日到期的头寸，除非选择交割或提货，将会逐日延后一天直至到期日为3月23日。</p>
大户持仓报告	<p>针对OTC头寸，会员每日于伦敦时间20:00前上报所有超过100手的头寸。</p> <p>大户持仓问询上限由6000手下调到3000手，若持仓超过3000手，交易所有权问询其持仓理由，本规则适用于会员持仓、交易所清算以及OTC持仓。</p>
月均价计算方式	<p>3月8日至3月15日交易中断。在计算月均价时，中断交易日的报价按照下一可得报价计价，计入当月交易天数，并纳入月均结算价和名义平均价的计算。</p>

交易所及多空双方的举措与发声

	SHFE风控措施	LME风控措施	多空双方信息
2022年3月7日	1. 《关于做好市场风险控制工作的通知》	1. 会员及其客户禁止在任何LME执行地点以超过相关金属前一天现货官方价1%的价格下达镍等品种的次日套利指令。 2. 在不得已的情况下，对于在3月9日或之后进入交割日的这些金属的空头头寸，如果无法履行交割义务，或无法以不超过相关金属前一日现货官方价1%的现货溢价水平借入金属，交易所可将它们的交割递延。	
2022年3月8日	1. 《关于做好市场风险控制工作的通知》 2. 《关于调整镍期货等品种相关合约交易手续费的通知》自2022年3月10日交易（即3月9日晚夜盘）起：镍期货NI2204、NI2205、NI2206、NI2207、NI2208、NI2209合约日内平今仓交易手续费调整为60元/手。	1. 伦敦金属交易所决定自2022年3月8日（星期二）起暂停交易，LME根据考量的标准要求，预期不会在3月11日前恢复镍期货的交易。 2. 取消所有在英国时间2022年3月8日凌晨00:00或之后在场外交易和LME select屏幕交易系统执行的镍交易。 3. LME预期将按照3月7日的收盘价（50300美元/吨）重启交易。 4. 推迟将于3月9日交割的现货镍合约交割。 5. 暂停发布镍合同的官方价和收盘价。 6. 交易重启时，交易时间将缩短至从伦敦时间每日早9点开始，直到交易所有信心将其恢复至凌晨1点开始。 7. 镍期货设置10%的单日涨跌幅限制。在触发限价后交易仍将继续，但在限价区间外的订单将被自动拒绝。 8. 在恢复交易前，将根据自愿原则，按照持仓量由高至低，按照3月7日收盘价溢价10%冲销多头和空头头寸。 9. 从3月10日收盘时起，每吨镍交易的初始保证金将由原先的2250美元变为4808美元。 10. 不排除强制减仓的可能	1. 市场传言，嘉能可在疯狂逼空青山，目的在于让青山破产重组或让出印尼镍矿60%的股份。同时，伦敦交易所说高冰镍不符合实物交付标准。 2. CCBIL Global Markets在亚洲交易日结束后未能安排支付异常大额的追加保证金。建银国际暂未回复彭博寻求评论的请求。经纪公司和交易员表示，持有空头头寸的市场参与者因无法达到追缴保证金要求而被强制平仓。彭博报道，在中国的大宗商品圈子被称为“大佬”的项光达，通过麾下全球最大镍生产商青山控股持有大量LME空头头寸。清算所要求经纪公司每日存入现金或“保证金”，以覆盖客户头寸的潜在亏损。

交易所及多空双方的举措与发声

	SHFE风控措施	LME风控措施	多空双方信息
2022年3月9日	<p>1. 《关于暂停镍期货部分合约交易一天的通知》</p> <p>3月9日晚夜盘交易起，NI2204、NI2205、NI2206、NI2207、NI2209、NI2212、NI2301合约暂停交易一天。</p> <p>NI2204、NI2205、NI2206、NI2207、NI2209、NI2212、NI2301合约连续三天达到涨停板。3月9日收盘结算时，涨跌停板幅度保持为17%、交易保证金比例保持为19%。</p>	<p>1. 为了妥善管理移仓，成员只能使用LMEMcury进行镍头寸转移。任何想要进行镍头寸移仓的会员应联系LME关系管理团队RM@lme.com。</p> <p>2. 鉴于镍行业出现了前所未有的情况，LME和LME Clear不在暂停期间对任何镍交易收取费用（包括2022年3月8日英国时间00:00时或之后执行的交易）。这包括所有交易、交易逆转和头寸转移。</p>	<p>青山集团回应用旗下高冰镍置换国内金属镍板，已通过多种渠道调配到充足现货进行交割。</p>
2022年3月10日	<p>1. 《关于镍期货部分合约有关事项的通知》</p> <p>自2022年3月11日（即3月10日晚夜盘）交易起，镍期货NI2204、NI2205、NI2206、NI2207、NI2209、NI2212、NI2301合约继续交易。</p> <p>自2022年3月11日（即3月10日晚夜盘）交易起，镍期货NI2204、NI2205、NI2206、NI2207、NI2209、NI2212、NI2301合约的涨跌停板幅度为17%。</p> <p>自2022年3月10日（周四）收盘结算时起，镍期货NI2204、NI2205、NI2206、NI2207、NI2209、NI2212、NI2301合约的交易保证金比例为19%。</p> <p>2. 《关于调整镍期货交易保证金比例和涨跌停板幅度的通知》</p> <p>自2022年3月11日（周五）收盘结算时起，镍期货NI2203合约的交易保证金比例为20%，涨跌停板幅度调整为17%；镍期货NI2208、NI2210、NI2211、NI2302合约以及新上市合约的交易保证金比例调整为19%，涨跌停板幅度调整为17%；如遇上述交易保证金比例、涨跌停板幅度与现行执行的交易保证金比例、涨跌停板幅度不同时，则按两者中比例高、幅度大的执行。</p>	<p>1. LME在22 057官方文件中予以了对暂停镍交易和取消3月8日之后交易行为的解释。</p> <p>2. LME表明，目前镍期货交易再次开放的条件暂未达到，开放有待另行通知。</p>	<p>1. 项光达已经通知银行和经纪商，告知其不打算减持空仓，此举彰显出项光达作为青山控股掌门人的自信心，也意味着一旦LME开盘，市场将迎来新一轮激烈的行情。据知情人士透露，项光达最近几次谈话中告诉约10家银行和经纪商，称他仍然认为镍价会下跌，并希望保持空头仓位。根据彭博报道，青山控股已经获得了摩根大通和中国建设银行等银行的信贷承诺，可能使其避免发生无法支付追加保证金的情况。同时，商讨仍在继续，项光达提议将青山在印尼的部分资产作为抵押品。</p> <p>2. 嘉能可方面一位了解相关情况的匿名人士表示，关于嘉能可逼空青山、嘉能可是镍价飙涨幕后推手等说法均不正确。</p>

交易所及多空双方的举措与发声

	SHFE风控措施	LME风控措施	多空双方信息
2022年3月11日	暂无	<p>LME关于镍闭市期间的移仓提供服务申明:</p> <p>1. 自本公告发布之日起, 下列移仓可以通过LMEsmart和LMEmercury操作, 直至镍市场重新开放 (“经允许的移仓”)。</p> <p>a. LMEsmart上, 会员与会员之间或某一会员客户账户组之内、为同一代理客户或间接客户利益考虑的移仓 (定义详见撮合规则); 以及</p> <p>b. LMEmercury上, 同一会员不同账户间的移仓或两个会员之间、为同一代理客户或间接客户利益考虑的移仓。</p> <p>2. 对于经允许的移仓, 不收取移仓费用。</p> <p>3. 任何经允许的移仓必须按照最初交易价格或2022年3月7日收盘价 (“3月7日收盘价”) 进行操作。</p> <p>4. 请注意, LME发布的交易数据可能包括经允许移仓生成的任何合约。这些数据不代表有新的交易, 也不代表镍市场已重新开放。</p>	暂无
2022年3月14日	暂无	<p>镍恢复交易:</p> <p>1. 恢复时间: 确认镍所有交易渠道的合约将于伦敦时间3月16日早上8点恢复交易。pre-open 在开市前半小时开始, 即电子盘从伦敦时间07:30 AM开始接受挂单。</p> <p>2. 价格限制: 自3月15日开始, 除镍以外的所有金属将设定涨跌范围, 即前一交易日3m收盘价格 (+/-) 15% 上下。镍价格范围设定自3月16日开始实施, 具体涨跌 % 幅度将在3月15日伦敦时间下午14:00 点前公布, 不会低于 5% (差别于之前建议的10%)。电子盘以外其他LME交易场所成交价格同样受到限制, 不能超过当日涨跌最大幅度, 否则交易视为无效。bid 单超过当日涨幅上限, 或 offer 单低于当日跌幅下限, 虽然市场不会停盘, 但此类工作单会被系统拒绝。LME 仍会沿用之前定义收盘价(MOC)的方式决定收盘价格。</p> <p>3. 延迟交割: LME 延迟所有镍的交割日至23/3, 若有在16/3 - 22/3 之间到期的镍头寸, 除非选择交割或者提货, 将会沿用目前方式, 每日按照平水价格延后一日直至到期日为23/3。</p> <p>4. 交易所额外要求: 会员每日上报所有超过100 手的 OTC 头寸; 镍大户持仓</p> <p>Accountability level (问询上限)将由之前的 6000 手下调到 3000 手, 若持仓超过 3000 手, 交易所所有权问询其持仓理由; LME 清算所若察觉会员保证金交付, 交割, 集中度, 市场反向, 以及信用风险提高时, 或会要求会员提供额外质押。</p> <p>5. 计价方式: 本月自8/3日起至15/3虽然交易中断, 未有 CSP或 Closing price 价格, 中断天数仍然计入本月交易天数总和, 但中断日官方价格将使用下一交易日的官方价格。</p>	青山集团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。在静默期内, 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。作为协议的重要组成部分, 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。

交易所及多空双方的举措与发声

	SHFE风控措施	LME风控措施	多空双方信息
2022年3月15日以后	1. 《关于做好市场风险控制工作的通知》	<p>1、如第22/064号通知所述，伦敦金属交易所于2022年3月16日于08:00点重新开放镍市场（预开放时间为07:30）。随着市场开盘，非交叉算法发现开盘价为45590 美元/吨（这是当日最低价格限制，即比第22/067号公告中公布的价格低 5%）。不幸的是，由于系统错误，LMEselect仍然允许少量交易在这个当日最低价格限制之下执行。</p> <p>2、在系统错误被调查期间，LME立即决定暂停LMEselect上的镍交易。</p> <p>3、所有在LMEselect上以等于当日最低价格限制执行的镍交易将保持不变；在LMEselect上以低于最低当日价格限制执行的部分镍交易将被取消。</p> <p>4、LME将继续调查IT系统错误，并在LME Select镍市场未来重新开放时及时更新市场。伦敦金属交易所将尽一切努力尽快重新开放LMEselect镍交易。</p> <p>5、为免生疑问，场外交易（inter-office market）和圈内交易（Ring）将正常运作镍交易，每日价格限制仍在运作，如第22/067号通知所述。镍的官方价格将按计划在Ring上确定。</p>	
2022年3月24日	1. 《关于做好市场风险控制工作的通知》	LME行政总裁Matthew Chamberlain：问题并不起源于LME，问题起源于OTC市场。	镍业大亨项光达本周回补了部分空头头寸

03

结果：何时何价解决博弈？

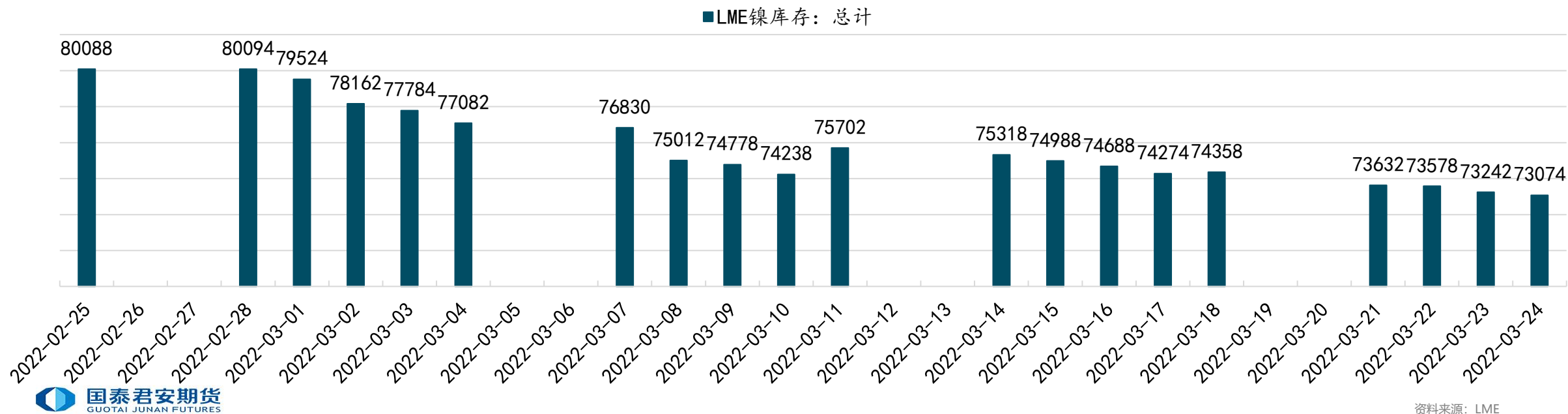
+11,00.00

关注的焦点：未出现充足的仓单并完成交割

多空双方并未在LME停摆期内和解，也未出现充足的仓单并完成交割。

根据LME官方22/064公告，3月16日至22日到期的头寸，若不选择交割或提货，将会逐日延后一天直至到期日为3月23日。3月23日是LME递延交割的最后期限，当日LME镍总库存为7.32万吨，较本轮镍价异动的起始日3月7日的仓单数量减少3588吨，注册仓单仅增加1.91万吨，总仓单数量缩量并且注册仓单数量的增长尚不能匹配到期交割量的需求，空头平仓推高价格。

日期	总仓单	注册仓单	注销仓单
2022-03-23	73242	55788	17454
2022-03-07	76830	36654	40176
变化	-3588	19134	-22722



资料来源：LME

关注的焦点：可出借的交割资源

交割品分析：SHFE和LME可交割品对比。

国家	品牌	生产商	主要镍形态	是否LME交割	是否SHFE交割
中国	JINTUO GRADE 1	Jinchuan Group Co., Ltd.	切割/整镍板	✓	✓
中国	国润	四川省国润新材料有限公司	切割/整镍板		✓
中国	博峰	新疆新鑫矿业股份有限公司	切割/整镍板		✓
中国	吉恩	吉林吉恩镍业股份有限公司	切割/整镍板		✓
挪威	NIKKELVERK NICKEL	Glencore Nikkelverk AS	切割/整镍板	✓	✓
俄罗斯	NORILSK COMBINE H-1	PJSC MMC Norilsk Nickel	切割/整镍板	✓	✓
俄罗斯	SEVERONICKEL COMBINE H-1	JSC "Kola GMK"	切割/整镍板	✓	✓
俄罗斯	SEVERONICKEL COMBINE H-1Y	JSC "Kola GMK"	切割/整镍板	✓	✓
俄罗斯	NORNICKEL	JSC "Kola GMK"	整镍板	✓	✓
日本	SMM	Sumitomo Metal Mining Co., Ltd.	整镍板	✓	
巴西	TOCANTINS	Votorantim Metais S.A.	切割/整镍板	✓	
南非	RPM NICKEL	Rustenburg Platinum Mines Limited	切割/整镍板	✓	
芬兰	NORILSK NICKEL HARJAVALTA CATHODES	Norilsk Nickel Harjavalta Oy	切割/整镍板	✓	
法国	NICKEL HP	Eramet S.A.	切割/整镍板	✓	
津巴布韦	BCL EMPRESS	RioZim Limited	切割/整镍板	✓	
中国	CASHNI	Yantai Cash Industrial Co., Ltd.	整镍板	✓	
日本	SUMITOMO METAL MINING CO. LTD	Sumitomo Metal Mining Co., Ltd.	切割镍板	✓	
马达加斯加	AMBATOVY NICKEL BRIQUETTES	Dynatec Madagascar S.A. a "société anonyme"	散装/袋装镍豆	✓	
澳大利亚	BHP BILLITON NICKEL BRIQUETTES	BHP Billiton Nickel West Pty Ltd	散装/袋装镍豆	✓	
澳大利亚	MINARA HIGH GRADE NICKEL BRIQUETTES	Minara Resources Pty Ltd	散装/袋装镍豆	✓	
澳大利亚	BHP NICKEL BRIQUETTES	BHP Nickel West Pty Ltd	袋装镍豆	✓	
加拿大	SHERRITT NICKEL BRIQUETTES	The Cobalt Refinery Company Inc	散装/袋装镍豆	✓	
南非	IMPALA NICKEL	Impala Platinum Ltd	散装镍豆	✓	
芬兰	NORILSK NICKEL HARJAVALTA BRIQUETTES	Norilsk Nickel Harjavalta Oy	散装镍豆	✓	
加拿大	VALE MELT ROUNDS	Vale Canada Limited	袋装镍饼	✓	
加拿大	VALE PLATING ROUNDS	Vale Canada Limited	袋装镍饼	✓	
加拿大	VALE NICKEL PELLETS	Vale Canada Limited	散装/袋装镍珠	✓	
英国	VALE NICKEL PELLETS	Vale Canada Limited produced by Vale Europe Limited	散装/袋装镍珠	✓	

关注的焦点：可出借的交割资源

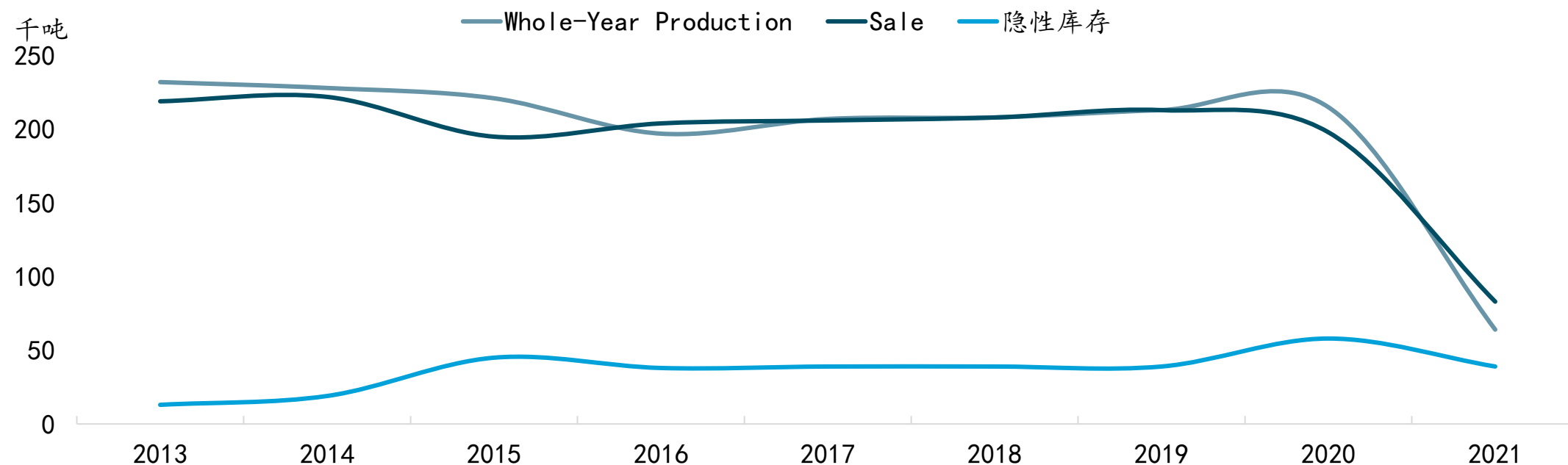
交割品分析：可交割资源有多少？国储、金川和五矿（俄镍）借出纯镍。

红色字体代表前端和后端项目不在同一地点
蓝色字体代表生产产品为镍豆

精炼厂所在地及企业				对应的前端冶炼项目	
Vale	加拿大	Sudbury	3.5 4	高冰镍	Sudbury
	加拿大	Long Harbour	3.5 5	高冰镍	Sudbury
	英国	英国冶炼厂	4.8 6.6	高冰镍	PTVALE
Norilsk Nickel	芬兰	Harjavalta	6.2 6.5	高冰镍	Harjavalta
	俄罗斯	Koladivision	16.6 19	高冰镍	Kola
Glencore	挪威	Nikkelverk	4.1 4.5	高冰镍	联合镍业务（INO）
	澳大利亚	Murrin Murrin（豆）	9.2 9.2	MSP	Murrin Murrin
金川	中国甘肃	金川	14 18	高冰镍	甘肃
住友	日本	Niihama & Harima	7.5 8	MSP	Taganito、Coral Bay
住友&韩国资源	马达加斯加	Ambatovy（豆）	3.7 6	MSP	Ambatovy
BHP	澳大利亚	Kwinana（豆）	6.6 7.5	高冰镍	Kalgoorlie
Sherritt	加拿大	Fort Saskatchewan（豆）	3.3 3.5	MSP	Moa
Anglo American	南非	Waterval/Rustenburg	2.3 2.4	高冰镍	Waterval/Rustenburg
Eramet	法国	Sandouville	0... 1.5	/	Sandouville

关注的焦点：可出借的交割资源

拒绝和谈，可出借的交割资源11万吨，包括国储4万、金川1.5万和五矿（俄镍1.5万+4万隐性）。



	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Whole-Year Production	232	228	221	197	207	208	213	215	64
Sale	219	222	195	204	206	208	213	198	83
隐性库存	13	19	45	38	39	39	39	58	39

镍价回归基本面的时间和价格？

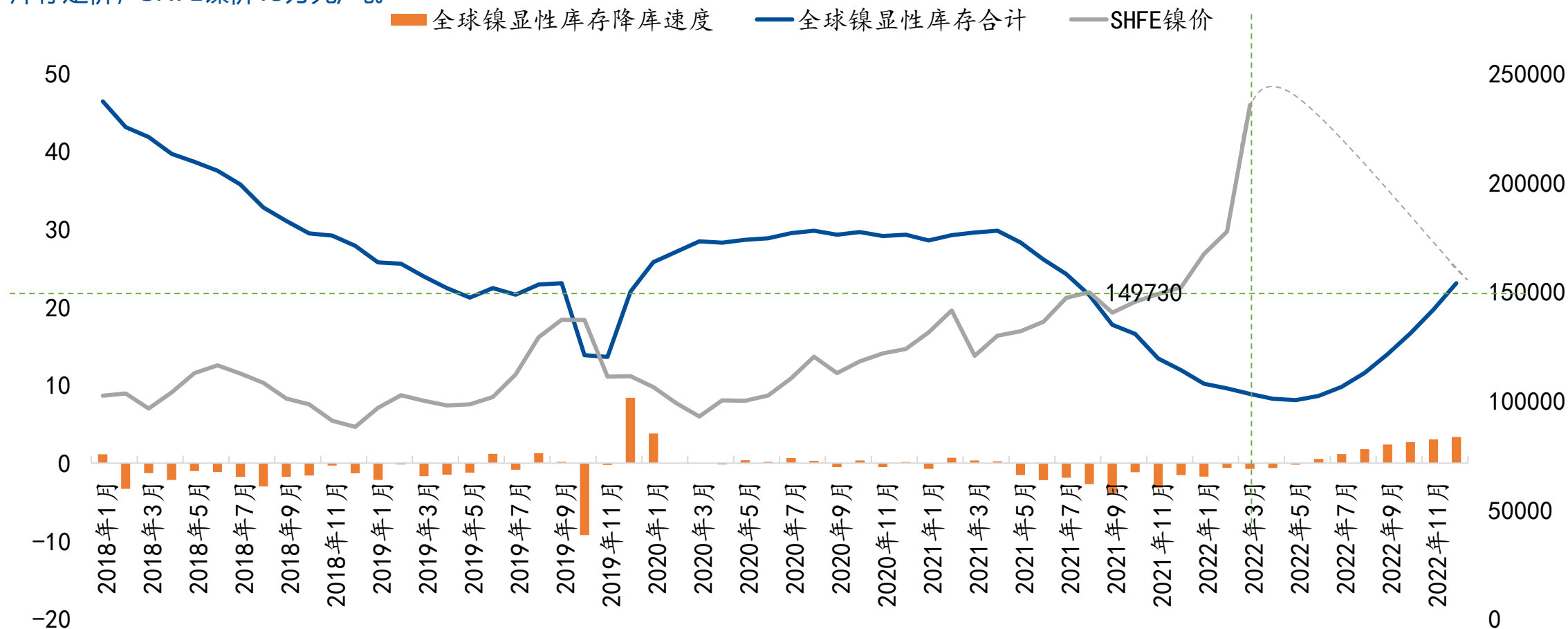
建行担保青山集团用生产的高冰镍换回，高冰镍产量2022年上半年约为3.83万吨。

	2021年				2022年			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
印尼高冰镍	0.00	0.00	0.00	0.07	0.59	1.34	2.23	2.38
青山实业	0.00	0.00	0.00	0.07	0.59	1.17	1.73	1.88
中伟新材料、RIGQUEZA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.17	0.50	0.50
印尼MHP	0.00	0.30	0.45	0.90	1.65	1.90	2.55	2.85
力勤、哈利达	0.00	0.30	0.45	0.90	0.90	0.90	1.05	1.35
华友、洛钼、青山	0.00	0.00	0.00	0.00	0.38	0.50	0.75	0.75
青山、格林美、邦普	0.00	0.00	0.00	0.00	0.38	0.50	0.75	0.75
印尼高冰镍和MHP新增供应节奏	0.00	0.21	0.32	0.68	1.56	2.27	3.35	3.66
全球新能源汽车对镍的需求	3.98	3.98	3.98	3.98	5.03	5.03	5.03	5.03
贡献度	0%	5%	8%	17%	31%	45%	67%	73%

镍价回归基本面的时间和价格？

回归的时间：需要等待印尼高冰镍集中投产预计为2022Q2。

回归的价格：短期从交割品看公允价格，由于可交割资源问题无法解决，镍价维持在20万元/吨上方运行；中长期从基本面看公允价格，由于印尼中间品投产替代精炼镍需求，镍价预计会回调，第一个下方支撑在于16.5万元/吨镍铁价格，第二个下方支撑在于以2021年7月库存定价，SHFE镍价15万元/吨。



总结

◆ 起因：导火索与博弈点

- 1.俄乌战争打响了本次LME镍战役的第一枪，3月初，LME镍寡头式持仓浮出水面，伴随着经纪商追保和砍仓，战役白热化。
- 2.博弈双方均把握着不同的多空筹码。多头在2021年10月开始收集全球精炼镍可流通产品以及LME仓单，以达到可交割资源匮乏的局面；空头则不断加速投产镍中间品替代精炼镍，从而引导市场电解镍定价下行的预期。

◆ 经过：行情跌宕与多方发声

- 1.镍价走势的N字形。LME镍价于2022年3月7日由29130上涨至55000美元/吨，3月8日达峰值101365美元/吨。3月16日重启交易后，连续4个交易日跌停至上涨前的高度27000美元/吨。3月22日转折两次触及涨停，于3月25日上涨至40700美元/吨。
- 2.交易所及多空双方的发声。LME：取消交易、递延交割、设置涨跌限制等，并且提高了对OTC市场、大户持仓的管控措施。青山：已调配到充足现货进行交割，不打算减持空仓并回补空头头寸，静默期内银团提供有担保的流动性授信。嘉能可：否认参与博弈。

◆ 结果：何时何价解决博弈？

- 1.拒绝和谈，可出借的交割资源11万吨，包括国储4万、金川1.5万和五矿（俄镍1.5万+4万隐性）；建行担保青山集团用生产的高冰镍换回，高冰镍产量2022年上半年约为3.83万吨。
- 2.镍价回归基本面的途径。回归的时间：需要等待印尼高冰镍集中投产预计为2022Q2。回归的价格：短期从交割品看公允价格，由于可交割资源问题无法解决，镍价维持在20万元/吨上方运行；中长期从基本面看公允价格，由于印尼中间品投产替代精炼镍需求，镍价预计会回调，第一个下方支撑在于16.5万元/吨镍铁价格，第二个下方支撑在于以2021年7月库存定价，SHFE镍价15万元/吨。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。