

专题报告

镍市暗流涌动：rent share 套利驱动镍 价强势运行

专题报告

作者姓名：王彦青

期货交易咨询从业信息：Z0014569

电话：023-81157292

研究助理：刘佳奇

期货从业信息：F03119322

发布日期：2024 年 4 月 22 日

目 录

| | |
|-------------------------|---|
| 一、从俄镍受制裁说起..... | 3 |
| 二、交易商：坐享租金分成..... | 4 |
| 三、后市展望：市场风险显现，谨慎参与..... | 5 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图 1：俄罗斯、中国 LME 镍库存（吨） | 3 |
| 图 2：中国电积镍在 LME 注册交割品牌情况 | 3 |
| 图 3：LME 将俄罗斯金属划分为第一类金属、第二类金属 | 4 |
| 图 4：2024.4.15-2024.4.19 当周 LME 镍库存变动（吨） | 5 |

一、从俄镍受制裁说起

此前，美英宣布对俄罗斯生产的铝、铜、镍三种金属实施制裁。要求全球主要金属交易所不得使用 4 月 13 日及以后俄罗斯生产的铝、铜、镍。之前生产的金属不受限制，仍可进行交易。同时美国还禁止从俄罗斯直接进口这三种金属。

对于镍而言，本次制裁影响最大的就是 LME 对于 4 月 13 日之后所生产的俄镍，将无法形成仓单。从制裁本身的影响来看，我们在 4 月 14 日的《【建投有色】英美对俄罗斯金属实施新制裁，金属价格会上浇油么？》一文中提出，制裁实际影响有限，主要逻辑是来自中国的交割品不断扩容，这部分增量将有助于抵消俄镍受制裁所导致的减量。2024 年开始，俄镍垒库幅度逐步放缓，而中国镍在 LME 的垒库速度则基本维持在千量级。从盘面走势来看，在 2024.4.15-2024.4.19 当周的上半周，镍价也的确如期冲高回落。

图 1：俄罗斯、中国 LME 镍库存（吨）

| | 2024.3 | 2024.2 | 2024.1 | 2023.12 | 2023.11 | 2023.10 | 2023.9 | 2023.8 | 2023.7 | 2023.6 | 2023.5 | 2023.4 | 2023.3 | 2023.2 | 2023.1 |
|-----|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 俄罗斯 | 24858 | 24702 | 24114 | 17772 | 11106 | 8238 | 9336 | 7068 | 7026 | 7962 | 7224 | 7170 | 8058 | 7536 | 6756 |
| 中国 | 6912 | 9912 | 7884 | 6408 | 3150 | 1572 | 1236 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

数据来源：LME，中信建投期货

图 2：中国电积镍在 LME 注册交割品牌情况

| 企业 | 品牌名 | 注册产能（吨） |
|------|----------|---------|
| 中伟 | CNGR | 25000 |
| 格林美 | GEM-NI1 | 10000 |
| 格林美 | GEM-NI2 | 20000 |
| 华友钴业 | HUAYOU | 36600 |
| 华友钴业 | HUAYOUgx | 30000 |

数据来源：LME，中信建投期货

此外值得注意的是，LME 对于俄镍遭制裁提出了补充说明，将俄罗斯金属分为了两类，第一类金属是指在 2024 年 4 月 13 日之前生产、并在 2024 年 4 月 13 日之前注册仓单的金属，第二类金属是指在 2024 年 4 月 13 日之前生产、但在 2024 年 4 月 13 日之后才注册成仓单的金属。金属类别的划分主要影响英国人（UK person），英国人将不能对第二类金属进行取消仓单或交割。

图 3：LME 将俄罗斯金属划分为第一类金属、第二类金属



Figure 1: Summary of the Amended Sanctions Package

数据来源：LME

二、交易商：坐享租金分成

在俄镍遭制裁后，伦敦市场上有交易商开始了套利行为，具体操作如下：

1.交易商首先从 LME 仓库中提取第一类金属（在 2024 年 4 月 13 日之前生产、并在 2024 年 4 月 13 日之前注册仓单的金属）；

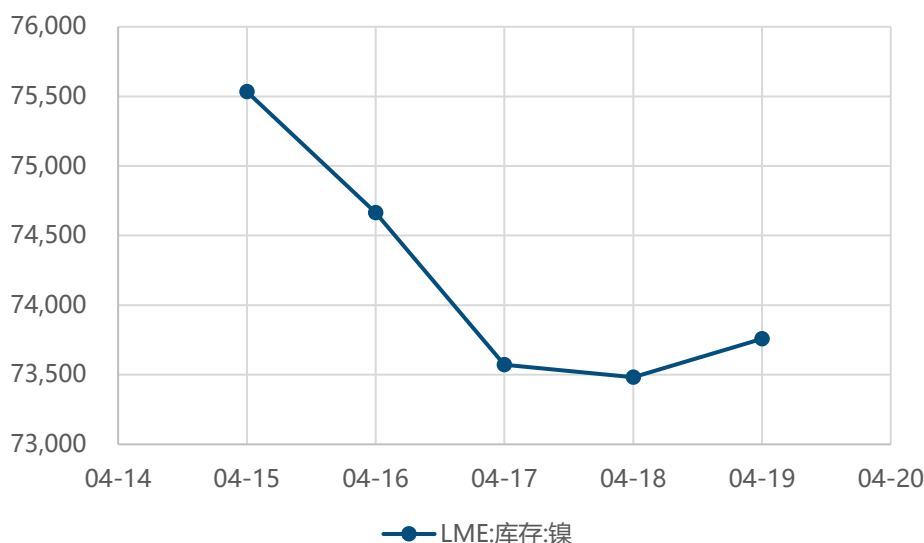
2.随后，交易商重新将这些金属注册仓单，结合 LME 规则，这些金属发生了质的变化，即转变为了第二类金属（在 2024 年 4 月 13 日之前生产、但在 2024 年 4 月 13 日之后才注册成仓单的金属）；

3.交易商如此操作的目的是为了获取租金分成。在 LME，存在“rent share deals”（租金分成协议），是指，LME 基于竞争目的，仓库会向那些向其交付金属的交易商分享一定的租金收益。交易商认为，经过上述操作，第一类金属转化为第二类金属后，英国人将不能交割，对于中国人而言，中国镍市场本身存在严重过剩，且制裁后俄镍的贸易流向可能更多地转向中国，所以中国人也不大可能会从 LME 仓库中提取镍，这样交易商就能一直坐享租金分成。

事实上，交易商的套利行为对镍市场产生了明显的影响，我们理解具体体现为三点：

①交易商通过提取库存，使得 2024.4.15-2024.4.19 当周 LME 镍出现了短期快速去库，从中国市场佐证的话，实际上镍仍应该处在垒库区间，且过剩预期并未反转，去库对价格形成支撑；②第一类金属被转化为第二类金属后，英国人不能交割，某种意义上这些库存将难以反应现实的过剩；③英国人无法交割第二类金属，易引发交易风险。

图 4：2024.4.15-2024.4.19 当周 LME 镍库存变动（吨）



数据来源：LME，中信建投期货

三、后市展望：市场风险显现，谨慎参与

对于上述套利行为，LME 目前已经察觉。LME 表示：“LME 将继续密切监控市场，并随时准备在必要时采取进一步行动，包括针对最近实施制裁后出现的不利市场行为”。随着 LME 不断健全风控机制，可见 LME 预警能力和抗风险能力正在不断提升，我们提示目前镍市场存在较大的潜在风险，但是肯定 LME 对风险事件的提前预警以及积极作为。

对于在外盘参与套保的企业而言，亦可考虑根据自身实际情况，将部分头寸移至沪镍合约，以实现风险分散。2024 年 4 月 16 日，上期所发布公告《关于调整镍期货等品种相关合约交易手续费的通知》，4 月 18 日上期所再度发布公告《关于做好市场风险控制工作的通知》，针对潜在风险及时加以事前干预，体现了交易所优异的风险控制意识，有助于市场运行平稳致远。

最后，从策略上而言，近期镍市场消息扰动频繁，除了 LME 市场的套利行为外，还包括宏观预期的博弈与地缘政治扰动，以及 NPI 收储相关消息扰动，策略上短期观望为宜。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。