

镍“妖”何来

本报记者 陈嘉玲 北京报道

乌克兰紧张局势打开了国际大宗商品市场的潘多拉魔盒，一时间大宗“脱缰”。

伦镍上演“逼空大战”

从供需基本面上看,交割产品与行业产品结构不匹配是当前镍现货与期货市场的主要矛盾。

“如此高的涨幅,已经完全脱离基本面。”对于伦镍此番飙升行情,多位受访人士均表示,逼仓明显。

“逼仓”,意味着被逼至市场的角落。而逼仓中惊心动魄的当属逼空。逼空往往是从现货或库存不足开始的,这样逼空者(市场中的买方)便可以通过控制现货库存和积累期货头寸,迫使空方(市场中的卖方)不得不以较高价格平掉自己的仓位。

实际上,LME 镍市场的主力操纵有迹可循。根据LME官方数据,自1月10日开始,某单一客户持有的镍期货仓单占比从30%~39%逐渐增加,到1月19日达到50%~80%。而

国际原油价格一路从90美元涨到最高140美元,小麦期货价格更是短短两周翻倍。而经历了几天各品种接连疯狂跳涨后,从能源、有色到贵金属、农产品,全球大宗商品

自1月13日开始,该客户在到期日最近的3张镍期货合约上持有的净多头寸与仓单总和,占总仓单的比例已超过90%。“这种过分明显集中的头寸,很容易被理解为一个巨大期货贸易联合体在主导LME镍期货仓单市场。”国信期货研究咨询部主管顾冯达对《中国经营报》记者表示。

库存的历史低位支撑镍价上行,伦镍的持仓库存比明显失衡,则意味着逼空局势形成。3月7日,LME 镍库存仅为7.68万吨,同比下降约70%,而伦镍持仓量为19.63万手,一手对应6吨,即117.78万吨镍。3月7日,伦敦金属交易所

期货市场全线大幅回撤。

而更加引人关注的是,3月7日,伦镍开始出现“史诗级”上涨。至8日,镍主力合约盘中突破10万美元大关,两个交易日累计上涨248%。

(LME)的镍期货主力合约一天上涨74%,从不到3万美元冲高至5.5万美元的历史高位,上海期货交易所的沪镍一路跟涨,3月8日开盘即钉死15%涨停板;3月8日中午,短短一个小时,伦镍主力合约继续暴力拉涨,连续突破整数关口,从6万美元冲到10万美元,后骤然跌落到7.5万~8.5万美元区间震荡。

从供需基本面上看,交割产品与行业产品结构不匹配是当前镍现货与期货市场的主要矛盾。“(此次行情)是资金利用镍交割品不足的结构性短缺问题围剿空头。”某期货公司人士分析,2022年将是印尼新项目投

产大年,企业对自身在建产能增长有很强预期。但这些产线的产品多为含镍生铁、高冰镍和镍湿法冶炼中间品,并不能直接用于交割。伦敦LME 镍实际交割物为一级镍产品,需要镍的纯度达到99.8%。

顾冯达指出,在地缘政治供应冲击的“黑天鹅”事件,叠加有色供需错配库存低导致市场调节机制失灵的“灰犀牛”事件共同影响下,以镍为代表的有色金属可流动的库存极低,部分海外库存被大型机构转移一空,而短期大量资金涌入镍期货,加剧金融资本推波助澜下的海外“多逼空”式的疯涨行情。

产大年,企业对自身在建产能增长有很强预期。但这些产线的产品多为含镍生铁、高冰镍和镍湿法冶炼中间品,并不能直接用于交割。伦敦LME 镍实际交割物为一级镍产品,需要镍的纯度达到99.8%。

顾冯达指出,在地缘政治供应冲击的“黑天鹅”事件,叠加有色供需错配库存低导致市场调节机制失灵的“灰犀牛”事件共同影响下,以镍为代表的有色金属可流动的库存极低,部分海外库存被大型机构转移一空,而短期大量资金涌入镍期货,加剧金融资本推波助澜下的海外“多逼空”式的疯涨行情。

顾冯达指出,在地缘政治供应冲击的“黑天鹅”事件,叠加有色供需错配库存低导致市场调节机制失灵的“灰犀牛”事件共同影响下,以镍为代表的有色金属可流动的库存极低,部分海外库存被大型机构转移一空,而短期大量资金涌入镍期货,加剧金融资本推波助澜下的海外“多逼空”式的疯涨行情。

顾冯达指出,在地缘政治供应冲击的“黑天鹅”事件,叠加有色供需错配库存低导致市场调节机制失灵的“灰犀牛”事件共同影响下,以镍为代表的有色金属可流动的库存极低,部分海外库存被大型机构转移一空,而短期大量资金涌入镍期货,加剧金融资本推波助澜下的海外“多逼空”式的疯涨行情。

顾冯达指出,在地缘政治供应冲击的“黑天鹅”事件,叠加有色供需错配库存低导致市场调节机制失灵的“灰犀牛”事件共同影响下,以镍为代表的有色金属可流动的库存极低,部分海外库存被大型机构转移一空,而短期大量资金涌入镍期货,加剧金融资本推波助澜下的海外“多逼空”式的疯涨行情。

顾冯达指出,在地缘政治供应冲击的“黑天鹅”事件,叠加有色供需错配库存低导致市场调节机制失灵的“灰犀牛”事件共同影响下,以镍为代表的有色金属可流动的库存极低,部分海外库存被大型机构转移一空,而短期大量资金涌入镍期货,加剧金融资本推波助澜下的海外“多逼空”式的疯涨行情。

顾冯达指出,在地缘政治供应冲击的“黑天鹅”事件,叠加有色供需错配库存低导致市场调节机制失灵的“灰犀牛”事件共同影响下,以镍为代表的有色金属可流动的库存极低,部分海外库存被大型机构转移一空,而短期大量资金涌入镍期货,加剧金融资本推波助澜下的海外“多逼空”式的疯涨行情。

漩涡中的多头空头

据媒体报道,青山控股用旗下高冰镍置换国内金属镍板,通过多种渠道调配现货交割。

对于伦镍多空博弈漩涡中的多头和空头,市场广泛流传的消息是,瑞士大宗商品交易商嘉能可是逼仓温州民企青山控股集团有限公司(以下简称“青山控股”)的多头。

对此,嘉能可方面对媒体表示传闻不属实。有金融市场人士认为,逼空赌单边行情不符合嘉能可的风控要求。青山控股空头头寸暴露于市场,可能吸引来了一批投机资金。

而青山控股确实是此次博弈中的空头头寸持有者。“市场早有传言,说青山控股有很多空头头寸,遭到资金狙击。”某期货公司分析师告诉记

者,“交易方向和头寸多少,肯定是不不会随意公开的。个人觉得可能是交易员或现货圈层面大家交流的结果,然后被有些人收集起来了,但目前没有确切的渠道(证实)。”

记者了解到市场对于青山控股的看法,一方面,青山控股是国内民营企业代表,镍业巨头;另一方面,青山控股是镍期货市场的长期玩家。“它干过这种事(逼仓),也成功过。”有分析人士如是说。

公开信息显示,青山控股由温州人项光达、张积敏创办,其历史最早可追溯到1988年,发展至今已

成为世界最大的不锈钢生产商以及镍业巨头,暂未上市。2021年9月,青山控股一名高管在一场公开活动中表示,当年青山集团镍产量约在60万吨左右。据中信建投统计,2020年青山控股拥有全球18%的镍市场份额。

浙商期货研究所所长徐文杰认为,期货市场上市的标的很难与企业生产的产品百分百一致。严格意义上,青山控股的套保大方向上没有问题,属于“非标品套保”。关键问题可能在于风险控制上。一是其期货头寸占伦镍市场的比

交易所制度推波助澜

LME的问题在于,让镍这个交易品种有太多的投机仓位。非常高的投机仓位引发较高系统风险。

由于镍价飙升失控,伦敦金属交易所被迫暂停了镍交易,这是LME 首次暂停镍期货交易。

从3月7日开始,伦敦金属交易所连续发布6份相关公告,频频“放大招”:宣布取消周二(3月8日)交易结果,不会在3月11日之前恢复镍交易,计划设置涨跌幅,以约5.5万美元/吨撮合规模较大的空头与多头平仓……

北京时间3月11日凌晨,该交易所最新发布的公告也强调,“周二(3月8日)剧烈上涨的价格已经对市场产生了系统性风险,交易所及清算公司对部分市场参与者能否满足保证金要求深感忧虑,可能会引发一系列违约的重大风险,从

而减少市场参与者继续进入市场和管理风险的能力。”

值得注意的是,多位业内人士认为,伦镍的“史诗级”行情和系统性风险的成因在于其交易所制度设计。

中信建投期货公司有色金属研究员王彦青认为,LME 市场的交易制度成为本次行情的助推因素。在俄罗斯遭到欧美制裁后,实际上相当于伦镍期货的交割范围发生了重大变化,但LME 对此并未提前做出充分应对。事后,LME 虽然采取措施,取消了部分交易,但是已经对市场本身造成了伤害。

“LME 的问题,在于让镍这个交易品种有太多的投机仓位。”有业内人士分析认为,从2018年开

始,LME 库存数量下降,期货仓位却一直保持高位,现在的镍库存数量和2009年相当,但期货开仓是当年的200%,伦镍交易市场的投机仓位非常高,系统风险是高的。

“LME 不设涨跌幅限制也放大了投资者的交易风险。”有期货分析师认为,此次事件体现出国内交易所在风控制度的设计上对投资有着更好的保护。

“国内外交易所制度设计及其理念上存在着较大差异。相比之下,近年来国内期货交易所在风控制度上取得了很大的进步,包括大户持仓报告、持仓数限制、穿透式监管制度等。”厦门大学经济学院韩乾教授在接受记者采访时表示,

避险情绪推涨黄金、油气概念基金

本报记者 任威 夏欣 上海报道

因地缘风险,以油气、黄金为代表的大宗商品价格飙升,相关油

原油显现较大配置价值

国际油价屡创新高,让此前一度表现萎靡且收益垫底的油气类QDII 基金脱颖而出,业绩也迎来喜人表现。从QDII 另类基金和QDII 股票基金两类产品来看,年内收益居前的都是原油类主题基金。

Wind数据显示,截至3月9日,QDII 另类基金收益前三的有:嘉实原油、易方达原油美元现汇、南方原油。上述产品年内收益均超40%,嘉实原油年内收益高达52.55%。QDII 股票型基金年内收益前三的有:华宝标普油气、诺安油气能源、广发道琼斯美国石油。上述产品截至3月9日,年内收益为30.12%、29.42%、28.65%。

华安基金相关人士告诉记者:“近期油价飙升主要系市场交易断供风险叠加风险溢价进一步上升。地缘风险爆发后,市场可能担忧欧美对俄原油出口制裁加码,最

气类主题基金年内获得较好表现。“油气股票表现在过去8年里有7年表现较弱,目前估值偏低,具有价值投资吸引力,随着市场偏好的

终波及至原油出口。部分原油买家亦担忧购买风险,乌拉尔原油贴水创纪录。尽管IEA(国际能源署)表示将释放6000万桶原油战略储备,但相对于俄罗斯巨大的原油出口量可能杯水车薪。”

“当前国际原油市场供不应求局面尚存,在需求增量较为确定的背景下,供应增量持续受限,导致油价有望继续维持高位,且短期并未看到基本面紧张缓解的趋势。同时,地缘政治冲突预计将持续演绎并有望提升原油风险溢价,进一步推动油价上涨。”广发道琼斯石油指数人民币(QDII)基金经理叶叶表示。

“建议投资者把油气类基金当成资产配置的一部分进行投资。在较高通胀前期,油气类股票或会有较好的表现。但当高通胀持续对实体经济需求带来压制影响后,股票市场整体的表现会受到负面影响,届时

变化,再叠加高油价预期,所以出现上涨行情。”上投摩根基金国际投资部投资董事、基金经理张军在接受《中国经营报》记者采访时表示。

油气类股票的周期性特征也将会导致股价大幅波动。”张军提醒道。

“化石燃料价格高企也将促使消费者转向替代能源。”他还表示,短期来看,在能源价格高企的情况下,如果收益具有弹性,则是有价值的。不过,投资者应该关注那些已经制定了可靠的过渡计划,并且已经宣布净零排放目标的公司。这些公司既能享受当前化石燃料价格高企带来的短期收益,同时也降低自身未来“搁浅资产”的风险。长期来看,考虑到可再生能源的需求,可再生能源板块普遍有望表现良好。

在错综复杂的供应关系下,上述华安基金相关人士表示,原油仍存在较大的配置价值。首先,俄原油供应量大,供应缺口难填补。其次,原油脆弱的供需紧平衡可能被打破。目前全球原油市场呈现脆弱的供需紧平衡,天然气、原油、

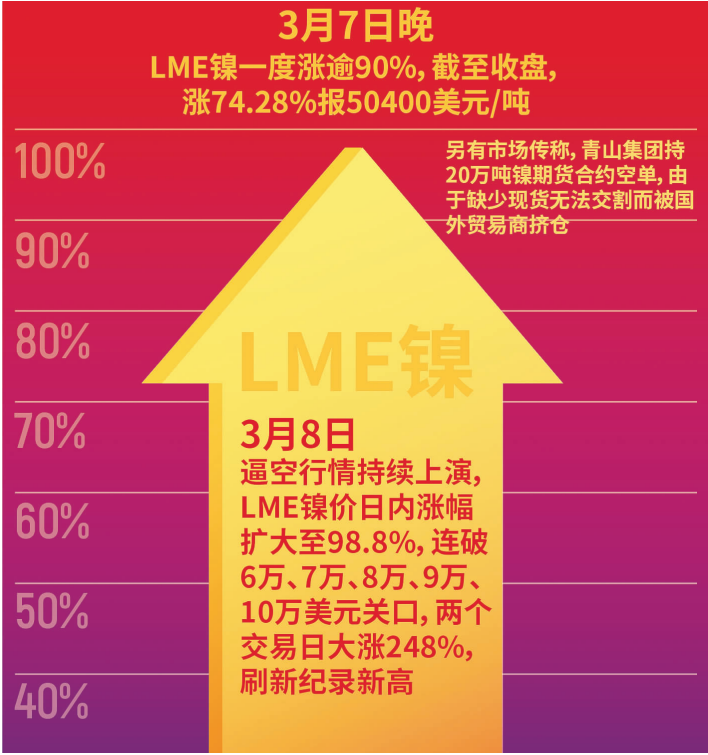
同期,由于避险情绪的飙升,叠加通胀延续,黄金在众多资产中又处极度低估的区间,近期金价也创出年内新高。

煤炭等各类能源价格居高不下,能源强替代效应下,供给端的下降可能导致原有维持的紧平衡被打破。

该人士还谈到,全球疫情管控逐步放松或提升原油需求,加之碳中和背景下油气产业链资本开支收缩,投资者增产意愿薄弱,美国页岩油产业也恢复缓慢,供应端的硬约束对油价形成了支撑。

在华宝油气基金经理杨洋看来,2022年美国油气板块波动可能依然会比较。在未来全球传统能源向新能源转型的过程中,油价以及美国的油气板块有中长期的趋势性机会。随着人类从疫情的影响中逐步走出,后疫情时代将是需求逐步复苏的过程。当然,该过程中或许会受到新的病毒变种影响。

杨洋认为,如果局势持续紧张,后市原油价格会在避险资金的流入下持续走强。



本报资料室/图

动荡之下警惕错配风险

实体企业在参与套期保值时,要全方位评估自己的头寸风险,要动态评估包括交割等动态风险。

“从中国企业在海外期货衍生品交易历程来看,近年来我国企业在国际期货等衍生品市场上发生重大亏损的事件接连不断。”顾冯达指出,诸如之前的“原油宝事件”“国储铜事件”等,暴露出的问题涉及方方面面,包括企业内控及风险管理制度的失灵、市场监管机制不完善等。

顾冯达进一步强调,对企业而言,科学管理市场风险的关键在于三个方面:一是要建立科学有效的风险管理体系,包括市场风险的识别、量化、监测和控制体系,以及与风险管理相适应的内部控制体系和内部激励约束机制;二是要有风险转移与对冲的手段、工具和风险预案,实现风险定价、分散和极端情况下的止损离场;三是要加强对相关市场“游戏规则修改”和“规则解释权”的相关信息掌握了解,特别是要充分了解极端情况下监管政策变化可能引发的交易交割和资金风险。

广发期货刘碧沅认为,实体企业在参与套期保值时,要全方位评估自己的头寸风险,头寸要匹配企业的经营需求和风险,要动态评估包括交割等动态风险。此外,参与境外保值的企业,要熟悉相关交易规则以及对手游戏规则,提高风险应对能力。

申万期货有色分析师王云飞则认为,首先是期货保值选取的合约标的最好与企业实际的生产货物相一致,但实际上,很多企业在保值中都难以实现。

就本次镍期货的交易来说,尽管保值企业生产大量的镍相关产品,其实际使用下游与交割品也几无差别,但本质上仍不是同一个标的,这就给逼空提供了可能。其次是风险意识,如果说交割品与实际产品不一致是迫不得已,即使在两者价格走势高度相关的情况下,也应该控制套期保值的规模,保证即便在极端情况下也能够市场取得相应数量的交割品应急,否则就会面临类似近期的逼空风险。

金川集团股份有限公司(以下简称“金川集团”)期货部负责人则认为,“如果青山控股被逼仓事件属实,那么我们应该从中吸取一些经验,比如要吃透交易规则或交易品种,要建立一种全面的套保体系及机制,对于行业及国际宏观的嗅觉敏锐性等。”

作为此次伦镍极端行情的亲历者,同为空头的金川集团面对镍价大幅飙升却显得“淡定”。据了解,金川集团目前担心的并不是持仓亏损或被迫平仓,而是“交易所制度调整(暂停交易)打乱了公司的套保计划”。

该负责人表示:“我们有一套非常完整的套期保值制度体系。每一个头寸都有相对应的现货,且期货头寸随着现货头寸进行流动管理,从不累积头寸。”

该负责人还指出,对投资者来说,不要听信谣言,在极端行情之后,镍价终究会回归基本面,当前无论是去追高,抑或是加大抛空力量,这些非理性的投资行为都必将受到市场的惩罚。

或导致全球滞胀风险提升

除国际原油价格飙升外,国际金价屡破新高,黄金价格于近日创下了每盎司2070.21美元的历史新高。

前海开源基金执行投资总监、基金经理吴国清认为,近期金价的上升主要来自三个维度的驱动:

一是通胀延续强势格局,而黄金在众多资产中又处于极度低估的区间,强通胀对金价形成支撑。如果从金铜比、金油比的角度出发,当前这个比值在过往15年的低位水平,反映出黄金相较于其他资产被严重低估。

二是当前美债利率已充分定价远期加息,利率端对金价的负面冲击或已阶段性充分反映。利率端未来进一步恶化概率较小,不排除有适当修复。

三是乌克兰局势的影响。但需要注意的是,阶段性的避险需求对黄金的影响是脉冲式的,风险消退其依旧将回归实际利率(美债与通胀)的逻辑。

对应公募市场,黄金珠宝概念基金有多只实现正收益。

“从周期视角来看,金价经历了2020年、2021年的量化宽松,

2022年则处在货币转向收缩的节点上。”吴国清告诉记者,短期而言,金价或仍将延续震荡偏弱格局,利率的压力比通胀的支撑来得更强。阶段性的投资机会来自通胀触发的避险需求,油价是重要的观察指标。但值得重视的是,中期而言,2022年金价有望筑底,利率端的风险随着加息、缩表的落地将充分释放。对中期配置的投资者而言,2022年或是非常好的配置节点。

“当下,黄金的配置逻辑聚焦于对冲突事件超预期的反应,同时美债利率的下行、油价上升提升通胀预期。”华安基金相关人士表示,由于黄金定价与实际利率相反,在名义利率和通胀预期共同压低实际利率的影响下,黄金的表现得到支撑。

该人士还指出,本次事件对黄金在短期和中长期均有影响。短期是交易情绪和宏观经济数据的直观反应;中长期会导致全球滞胀风险提升,经济衰退与高通胀长期并存,美联储货币政策方向也将更受困扰,一味通过加息来对抗通胀似乎并不可行。