

1. 背景

伦镍逼空背后的逻辑差异

全球供应链和产业链在疫情危机面前正变得日益敏感,叠加欧美通胀的背景,他们在寻找一个重要的出口。突然爆发的俄乌冲突,让他们看到了机会。

3月7日和8日,全球最大的不锈钢生产企业——青山控股集团(以下简称“青山集团”)和瑞士大宗商品贸易商——嘉能可斯特拉塔(以下简称“嘉能可”)在伦敦金属交易所上演的镍逼空大战,镍价破十万美元关口,价格暴涨接近250%。

尽管基于市场稳定的考虑,LME取消了镍价暴涨的3月8日的所有交易,但在取消交易之前,LME镍报价已高达8万美元/吨,较之前大涨59.05%。这对空头一方的青山集团仍然意味着巨大的压力,为避免平仓带来的巨额损失,青山集团要么调集现货进行交割,要么进行大额保证金担保。

据某国际资本市场的操盘手向《中国经营报》记者透露,“一般来说,期货市场的杠杆为20倍,相应的,交易客户进行做多或做空的下单保证金为交易额的5%。”

如果按青山集团持有20万吨的空头合约估算,LME镍价从3万美元/吨上涨到取消交易前的8万美元/吨,青山集团需要补缴的下单保证金可能高达5亿美元(20万×5%×5万),金额并不算高。

然而,俄乌冲突的爆发,一度推高了保证金的比例。3月4日,LME上调了镍合约保证金要求,保证金比例达到了12.5%,3月8日生效。然而这并没有结束,3月8日,横华国际期货发布紧急通知,称因近期市场波动剧烈,为控制风险,即日起LME伦镍保证金比例由50%上调到400%。

需要注意的是,上述两个保证金的概念是不同的,第一个12.5%的保证金是下单保证金,意味着交易所不再给予买家更多的头寸。而第二个400%的保证金则是交割保证金,是交易所在某一期货产品面临爆仓的情况下增加的保障。

“下单保证金需要交到交易所的账户里,而交割保证金通常需由金融机构出具保函或信用证来保证交割能力。所以你会看到青山集团与中国银行、摩根大通等接洽并签署协议,就是为了提供交割保证金的需求。”前述操盘手表示。

然而,交割保证金的计算是一个相对复杂的事情,但即便粗略计算下来,青山集团需要提交的保证金金额也将高达数百亿美元。

再来看青山做空的逻辑,根据媒体报道称,青山控股创始人项光

达及相关商业伙伴从2021年开始建立空头头寸,希望以此对冲产量增长和镍价下跌的风险。

“因为从生产商的角度来看,青山控股在印尼的生产成本低于每吨10000美元,而LME的基准价格超过23000美元。加上新技术带来的产能增长,2022年10月前,青山集团的年化产量有望达到10万吨,从而给镍价带来下行压力。”某分析人士告诉记者。

然而,这正是与国际资本的逻辑差异所在。

作为对手的资本大鳄却对镍价上涨持积极态度,暗中收集仓单。根据伦敦交易所的每日数据,一家身份不详的库存商持有LME监测的镍仓单的50%至80%。LME仓单的持有者可以依据仓单来提取现货。

事后的分析显示,镍价上涨有两个主要的背景:一是LME镍库存和仓单的倒挂,形成了做多的投机仓位。比如LME库存数量从2018年开始下降,现在的镍库存数量和2009年相当,但期货开仓是当年的200%。而中金统计显示,全球纯镍库存到2021年已下降63%,2022年库存仍将下降。二是青山控股虽然自身的高冰镍和镍铁产能很大,甚至拥有全球18%的镍市场份额,但却不是LME交割所需的纯镍,这让现货交割受到国际产业链和物流运输等多方面影响,从而产生脆弱环节。

这正是国际资本伺机而动的重要背景。而此时,全球供应链和产业链在新冠肺炎疫情危机面前正变得日益敏感,叠加欧美通胀的背景,他们在寻找一个重要的出口。突然爆发的俄乌冲突,让他们看到了机会。

因为一直以来,俄罗斯都是产镍大户,俄罗斯一级镍占了全球产能的22%,过去五年来,中国37%的纯镍进口来自俄罗斯。俄乌冲突爆发后,贸易商和进口商基于供应中断的判断,已经在推动镍价不断上升。到3月4日,镍价在10天内已经飙升24%,3个月期的镍已超3万美元。

然而,俄乌冲突的背后,影响的不仅是交易和运输,更重要的是,这些在金融圈中“长袖善舞”的大鳄们更是在第一时间嗅到了SWIFT(环球同业银行金融电讯协会,Society For Worldwide Interbank Financial Telecommunications)这一“金融核弹”对全球贸易和全球产业链所带

来的影响。公开信息显示:2022年2月26日(当地时间),美国、英国、欧盟与加拿大发表共同声明,宣布将俄罗斯主

链进行控盘,是因为期货交易的标的大多是战略物资和紧俏资源,除了粮食因为涉及国计民生,价格波动普遍不大之外,其他交易标的价格波动都会比较大,比如LME交易也大多是稀有金属,进行产业链将极大地帮助他们获得第一手资讯。

这就涉及到“操盘手”背后的第二层“奥秘”,即获取资讯的能力。众所周知,博弈型交易就是一场比赛和游戏,有涨就有跌,有赚就有亏,这时预判的能力就显得格外重要。

“对金属期货交易来说,预判所需的数据和模型非常复杂,其中比较基础的数据就包括了全球的矿山资源,储量如何,品位如何,产量如何,需求如何,短缺如何,生产大户和购买大户有哪些,他们分别面临着哪些不确定性的因素,有哪些来自于政治、经济、社会,甚至文化方面的挑战,包括规则的博弈等等。”辜勤华告诉记者。

所以,通过层层隐秘的架构进行资源的控制,才能获得这些准确的数据。同样以镍为例,中金数据显示,2021年镍的主要下

游——不锈钢全球产量同比增加13.9%。同时,2021年,镍的另一个终端消费领域三元锂电池需求强劲,硫酸镍生产使用镍豆、镍粉比例上升至46%。这正是需求市场的巨大变化。

而另外一个更重要的宏观经济方面信息显示,中国在“双碳目标”上的发力,正让新能源汽车变得炙手可热,镍正是新能源汽车电池的重要原料,这是一个不断增加的需求市场。

虽然现在越来越多的报道显示,镍价波动将持续引发新能源汽车涨价,如对特斯拉来说,镍价波动将对毛利率造成2%的不利影响。但早在镍逼空事件之前,国际资本对此应该早有预判。

对国际资本来说,其作为“操盘手”背后的第三个奥秘是有金融机构的保驾护航。比如在关键时刻补充保证金,以避免平仓风险;在有便宜可捡的时候,迅速调集资金等等。“当然,他们也有足够的资金来做对冲,比如一手在做多时,另一手会买入空单等等。这种模式可以让他们左右逢源,而不至冒太大风险。”辜勤华表示。

而国际资本之所以要对产业

伦镍逼空背后
资本围剿的奥秘

编者按/2022年3月7日,伦敦金属交易所(LME)上演的镍逼空大战让人们再一次见识到了期货市场的腥风血雨。与以往中航油事件(2004年),国储铜事件(2005年),中联油事件(2018年)不同,这一次的伦镍逼空事件,以俄乌冲突为背景,中间掺杂了库存与仓单倒挂,伦镍的持仓库存明显失衡的背景,更有交割产品(期货市场)与行业产品结构(现货市场)不匹配的矛盾,从而让伦镍逼空愈演愈烈。

公开数据显示:LME的镍期货主力合约从不到3万美元一度上冲到达10万美元,如果不是交易所叫停,这场围剿空头的“战争”势必“血洗青山”。

从2021年下半年开始,全球PPI(生产价格指数)都进入了一个不断上涨的通道,2021年11月,美国PPI达到了16.3%。这反映了全球供应链背后存在的隐形危机。有分析显示,PPI在产业链上的传导反映在2022年下半年波及中国更多产业链。

这意味着,全球能源、有色、贵金属、农产品,全球大宗商品期货市场都将进入一个非常敏感的价格波动时期。同时,它们的价格变化,无疑将不断波及众多行业中下游产业链的价格转移。在这一背景之下,期货市场的关注度会大幅提升。同时,更多企业将采用套期保值的方式进行对冲交易。

本期商业案例将从伦镍逼空事件切入,揭开国际资本在期货市场围剿的种种策略和技巧,揭示国内企业背后潜在的风险和雷区。



要银行从SWIFT体系中剔除。这意味着,对空头来说,纯镍供应的货源已经受到了重大的影响,千载难逢的进行逼空的巨大行情已经出现。

3. 避险

规避隐形雷区

对于在产业链上游进行经营的企业来说,他们习惯于在买进/卖出实际货物的同时,在期货交易所买/卖同等数量的期货交易合同作为保值。

“对于青山集团来说,在发现问题的第一时间,如果不能在全球市场上买到合适的现货进行交割,另一个策略就应该是移仓换仓,说白了,就是要进行对冲。比如,企业有10手做空,就要有8手做多。”辜勤华告诉记者。

在辜勤华看来,这里所说的“对冲”并不是国内产业界常用的“套期保值”的策略,对于在产业链上游进行经营的企业来说,他们习惯于在买进/卖出实际货物的同时,在期货交易所买/卖同等数量的期货交易合同作为保值。

“但实际上,单纯的套期保值是普通买家做的最初级的保值手段,并不能把风险降到最低,也根本不是期货市场上有效的对冲手段。青山镍就是这样。更理想的做法是企业要在期货市场上做多头和空头的对冲,在多空仓的配置上选择一定的货币性,但这确实较难,需要金融机构的灵活性和较为雄厚的资金力量。正因为受制于资金的有限性,现实中很少有国内企业能够如此操作。”辜勤华表示。

所以,对青山集团来说,很难使用“移仓换仓”的策略应该也是卡在资金的瓶颈之上。公开信息显示:近年来,青山集团的实控人项光达持续在印度、美国、津巴布韦等国不断购买镍矿,一跃成为“世界镍王”。2020年青山控股拥有全球18%的镍市场份额。也是这一年,它以2908亿元的营收力压2844亿元的宝钢。

从这一维度来看,青山集团在镍产业链上的布局是前瞻的,包括2009年项光达在世界最大镍矿出口国印度尼西亚重金夺得4.7万公顷红土镍矿开采权,都彰显了企业的战略性规划。而在众多报道中,国际资本通过逼仓试图拿下青山集团印尼镍

矿60%的股权,也暗示了双方在全球产业链维度上的博弈。只是俄乌冲突打破了青山集团行进中的“模式”,从而也揭开了国际资本在期货市场博弈的一角奥秘。一位要求匿名的受访者就告诉记者,“从中航油事件到国储铜事件,从原油宝事件到青山镍事件,都暴露了国内企业在参与全球期货博弈过程中非常单纯的一面,它不仅仅是期货平台上的博弈,更是一场系统能力的对决。”

所以,国内企业要想在期货博弈中避险,就要想办法打造自身的系统能力,从全球产业链的布局,到仓库的配套,到获取资讯的能力,以及专业操盘手的培养,资本保驾护航的平台等多个方面不断提升。

这方面,交割期的判断就特别考验期货买家的系统能力。“交割期的判断需要综合仓储能力,运输能力,物流情况,货币支付的方便程度等多个维度的因素,并直接与资信相关。如果上述配置中有一项不是绿灯的话,每一项都会加剧你的交割成本。”辜勤华告诉记者。

所以,交割是创造风险的爆发点,相应的,对交割期的判断是期货市场上的关键点,忽视交割期对期货的约束力和风险,往往就使我们降低对风险劣度的认识。比如,我们往往认为,最多大不了把货拉回来,或者三个月的物资交割,价格不会涨到天上去。但在期货市场上,时间是不能换空间的,而一些突发事件往往会几何式的挤爆价位。

由此,企业在缺少上述这些能力之前,需要进行非常谨慎的投资。望华资本创始人戚克梅就告诉记者,“如果按照巴菲特、芒格进行价值投资的逻辑来看,企业无论是做空还是做多,都需要与自己的业务敞口相对应,不能超过自己实体经济体量的范围。”

这意味着,青山集团接下来的多方谈判将压力重重。“事实上,期权是有恶的一面的,而这个恶的一面显然是中国的民营资本没有看懂,或者赌性太大,才导致了这样一个被动的局面。”望华资本创始人戚克梅表示。

不过,辜勤华则认为,“青山镍”事件提醒国家决策层和国内金融业,要重视期货交易的重要性和复杂性,因为这是未来保障需求的一个重要市场,尤其在物资紧缺的状况下,会成为我们在国际贸易中用得越来越多的一个工具。

“伴随世界人口的发展,战略科技的演进,很多物品成为战略性物资,现货市场的价格总是会出现波动,以前我们习惯通过签订长期协议的方式来解决,但这种方式在当前政治风云骤起的时代是充满不确定性的。特别是像石油、粮食,一些长期大单合同能否守住是一个问题。”辜勤华表示。

在技术操作方面,他同时提醒国内的期货买家,“在任何期权期货市场上,都要非常谨慎地做空,因为做空是比做多难得多的事情。伴随世界货币不断贬值,人口和需求不断增加,这是一个自然的大趋势,所以做空要有特别的定力和特定的仓位,要有你的底气和通盘的考虑,严谨的思考,要有配置做多的对冲机制进行左右扶持。同时,做空需要花比做多多得多的精力、步骤和部署。”

本版文章均由本报记者屈丽雨撰写

观察

“青山镍”事件的后市和影响

尽管LME在关键时刻拔下了“插头”,为暴涨的镍期货交易按下暂停键,但这一事件还没有结束。对于青山集团来说,如何补足保证金,能否筹集足够的镍进行实物交割,如何平仓,如何离场,都仍然面临一系列的挑战。

不仅如此,青山镍事件的发生,势必也将引发来自期货市场相关规则和机制的变化,同样也将影响到国内对战略性物资或稀缺物资的购买方式,比如是否会更多选择通过贸易的方式,即由政府出面建立“长期协议价格”进行购买。

有分析认为,“青山镍”事件后市,首当其冲的争议可能会来自交易所的对交易的“拉闸断线”。尽管LME表示,LME的根本职责是维护市场稳定,做出暂停镍期货交易这一决定是基于维护市场秩序。但此举确实引发了投资者的不满,甚至还有个别经销商威胁退出LME会员。

“不管怎样,这一做法会受到关注,讨论甚至各方要价的谈判。”来自犹太资本圈的知情人士辜勤华告诉记者。

与此同时,如果青山集团不能筹集足够的镍进行实物交割,抑或交割的货物与标准不符,后续无论是青山集团,还是它的担保银行都将面临罚款。

此外,3月8日交易作废如果引发诉讼的话,青山集团也将面临向“逼空人”的赔偿。而为了避免诉讼拖累,青山集团应该也要与“逼空”一方进行谈判,找到双方可以接受的条件。