



## ORYX 商品新闻

# 鸦片也已卷入游戏？

2023 年 1 月 16 日

- ▶ 伦敦金属交易所必须加快镍市场的重建。奥纬咨询（Oliver Wyman）报告的调查结果终于发表。目前交易量仍然很低。
- ▶ 英国法官驳回了对冲基金提起的诉讼。伦敦金属交易所董事会发生变动。该交易所的现有弱点是推出替代方案的原动力。但这并非易事。一位前首席执行官参与了方案的制定工作。
- ▶ 外部审计分析了伦敦金属交易所问题的原因，并在报告中提出了应采取的措施。伦敦金属交易所将于 2023 年第一季度末采取具体行动。英格兰银行/金融行为监管局（FCA）的调查正在进行之中。
- ▶ 镍价仍然非常不稳定且美元走软。中国终止了新冠肺炎零容忍政策。欧洲经济正在复苏，加息速度正在变缓。美联储处境艰难，人们担心“加息过度”。

### 现已为时不多

2022年3月在伦敦金属交易所（LME）不幸的标志性负面事件发生之后，该交易机构变得非常安静且在相当多的观察人士和市场参与者看来，过于安静。尽管在3月份已经采取了一些特别措施，例如在亚洲早盘交易时段引入最大日交易区间和暂停交易的举措并同时启动内部和外部调查，但具体成果仍有待观察。因此，最初人们对伦敦金属交易所镍市场的信心并未恢复。交易量在缓慢恢复，但甚至即使是在高峰期都没有达到市场崩溃前交易量的一半。

然而，不应把市场的功能仅与交易合约联系在一起。通过适当的监管，比如将各经济单位的头寸控制的足够低，则依据伦敦金属交易所镍合约的交易量历史可以明显看出，即使交易量较低，有序交易亦有可能。在这样一个小众市场，较高的市场波动性基本在预料之内，但伦敦金属交易所镍市场经验丰富的参与者对此已习以为常。

相反，危机前镍市场的波动性异常之低，有时价值明显低于正常值20%。因此，2022年价值增长超过20%并不奇怪。在

充满巨大地缘政治和经济挑战且极度不安全的一年里，所有资产类别的价格都会出现相当大的波动。然而，如果一年中的波动率超过40%，有时甚至超过60%，那么这是值得注意的且确实可以说是市场出现了扭曲。

## 暴风雨前的平静

在经历了长时间的沉寂之后，有关伦敦金属交易所镍市场的消息在新年前后密集而突然地迅速传来，虽然这只是一些信息发布者希望在新闻稀缺时期吸引更多的注意力而有意为之。新闻门户网站路透社和彭博社于2022年12月23日发表的一篇报道称，一位英国法官驳回了对冲基金AQR Capital Investment和其他原告发起的诉讼，该诉讼寻求公布伦敦金属交易所决定取消2022年3月8日交易的电话和会议记录。法官的决定是基于这样一个事实，即伦敦金属交易所可能存在一定程度的不当行为，但如果考虑到所有因素，则胜诉的可能微乎其微。

这对伦敦金属交易所而言是一个好消息，因为这一结果也可能为未来的重大诉讼确立某种先例。对冲基金自身应该明白，除了其本身的利益相关方之外，无法找到许多其他支持者为此论点提供支持——当然，如果伦敦金属交易所的行为被认定为合法，那么这将把个人投资者的投机利益置于伦敦这一银行和股票交易中心的声誉和职能之上，使人们对整个产业价值链的保护水平提出质疑。

2023年1月5日，伦敦金属交易所宣布其主席盖伊·休伊·埃文斯（Gay Huey Evans）将于今年卸任，董事会已经开始寻找继任者。据伦敦金属交易所报道，S&P Global Platts前总裁马丁·弗兰科尔（Martin Fraenkel）和铝制造商联盟前首席执行官皮埃尔·瓦雷（Pierre Vareille）进入董事会的任命，刚刚得到监管机构的确认。

## 竞争给企业打下强心针

一天前，即2023年1月4日，发生了相当大的轰动事件。总部位于伦敦的全球大宗商品控股公司（GCH）公开表示，打算在2023年第一季度启动电子市场，进行实物镍交易。该公司发布此消息的同时亦提供了一项建议，即在平台上使用价格确定机制计算指数并将其作为期货市场上与伦敦金属交易所镍合约竞争的期货交易基础。全球大宗商品控股公司得到了嘉能可（Glencore）、英美资源集团（Anglo American）、必和必拓集团和力拓等大型上市矿业集团的支持。GHC正在运营一个名为globalCOAL的电煤和冶金煤交易平台。其指数已经成为洲际交易所期货的标的。

耐人寻味的是，GCH和globalCOAL的首席执行官马丁·阿博特（Martin Abbott）已成为伦敦金属交易所的首席执行官。然而，这并不能说明此次冒险取得成功的可能性有多大。目前，相当多的知名和不太知名的机构和平台正试图从伦敦金属交易所的疲弱中获利。然而，所有这些竞争者似乎都不清楚，替代解决方案也面临着与伦敦金属交易所同样的挑战。在价格指数的计算与发布方面，亦有相当多的反垄断障碍需要克服。如果相应平台由一个主要的商品生产者经营并拥有，则相关方很难树立对独立价格计算的信心。

例如，很难比较煤炭市场和镍市场的规模与重要性。因此如果像宣布的那样，只有“1类”镍在此平台上交易（就像目前在伦敦金属交易所交易的一样），则亦很难理解一个新的平台如何能够成为未来或其他镍产品的参考。最后，同样的游戏总是重复出现，如果某一产品价格上涨，则人们会认为价格有误，是买方在“操纵”；如果价格下跌，那么价格也有误，是卖方在进行“操纵”。但如果我们的目标是改善镍价的确定方式，那么投机声明或侥幸情绪不会有所帮助，只有事实、讨论和行动才是硬道理。

## 外部审计报告仅仅是开始

作为更多“亮点”之一，伦敦金属交易所于2023年1月10日公布了大家期待已久且早就应当发布的奥纬咨询公司审计报告，其内容包括交易所首次给出的回应。这份44页的报告可以通过<https://www.lme.com/Trading/Initiatives/Nickel-market-independent-review>下载。开展独立分析的目的在于确定导致2022年3月初事件的因素并提出措施建议，以便伦敦金属交易所能够将未来再次发生类似事件的可能性降至最低。所有相关细节和伦敦金属交易所做出的反应均可在原始文件中找到，因此这里只是一些要点总结。

显然，伦敦金属交易所当时的工作程序、权力和透明度不足以防止此类事件的发生。但与此同时，监管机构和监管组织仍在审查交易所和结算机构以及所涉中介机构与市场参与者犯错的可能性。为此可能采取各种方法。从本质上看，造成此现象原因主要是个别市场参与者在交易所和场外交易中的头寸规模不合适，有时规模不明且缺乏流动性。

建议伦敦金属交易所采取措施的目的分为三类：识别风险以避免极端情况，管理并控制极端情况以及恢复参与方对交易所的信任。奥纬咨询公司在报告的内容摘要中明确提出最后一点具有非常重要的意义。要让市场再次回归正轨，重塑信任不可或缺，因为重大失误使混乱达到顶峰时，市场缺乏具有决定性的参与者。这些参与者准备进行相反的交易，或者说得更明确些，他们准备出售镍。

然而长久以来，长期的市场观察者形成了一种印象，即正是那些现货市场参与者乐于批评伦敦金属交易所远离现货市场，只是偶尔使用伦敦金属交易所。为重新赢得新老市场参与者的信任，奥纬咨询公司相当抽象的建议必须由伦敦金属交易所付诸实施。只有这样，潜在客户才能形成对交易是否可信的看法。

这仍是一项困难的工作，不能浪费时间。因此，伦敦金属交易所宣布将采取一切措施恢复对交易所的信任和信心，同时承诺将制定实施计划并将于2023年第一季度末公布。鉴于伦敦金属交易所现已别无选择，所以我们祝愿伦敦金属交易所在这项不易操作但非常必要的改革中一切顺利，取得成功。

## 监管机构阻止其在亚洲开业

2023年1月11日，对伦敦金属交易所不利的新闻报道仍在持续。据称路透社从三名知情人士处获悉，伦敦金属交易所的监管机构--金融行为监管局（FCA）已叫停了镍市场在亚洲早盘时段的开市计划。金融行为监管局怀疑伦敦金属交易所目前是否能够确保对市场以及市场波动进行充分的控制与监测。其原因之一便是3月危机实际上是从亚洲开始的。

最后，亚洲的交易所通常在伦敦时间晚上1点通过电子平台“Select”开始交易。2022年11月28日，路透社也报道了伦敦金属交易所表示希望在未来14天内重新开放亚洲市场的交易。这一前景甚至使作者感到不安（另见有关这方面的上份报告，网址为<https://www.oryx.com/en/casino-royal-or-casino-metal/>）。总体而言，此操作不太可能真正有助于恢复人们对这一大宗商品交易所之母的信心。

## 果不出所料，镍的波动性仍然很大

与此同时，自去年12月中旬以来，相关方对备受报怨但始终存在的伦敦金属交易所镍价内在波动性给出了合理的解释。起初，期货价格修正至略高于27,000.00美元/公吨，直到年末反弹开始，价格于2023年1月3日上涨至31,975.00美元/公吨。

此后，价格再次下跌，跌至略低于26,000.00美元/公吨。目前，镍的交易价格约为27,500.00美元/公吨。

从本质上看，市场的不确定性仍然很高且面临的挑战有据可查。预期中的中国开放现已实施并已初步产生了积极影响，但这仍是短期的，因为感染人数的迅速增加仍将对增长和经济活动产生影响。预计高峰已经在2023年1月出现，随着人们自然免疫力的增加，预计未来的感染率将呈下降趋势。

中国经济可能会出现明显更快的复苏，这对提振原材料需求至关重要，因此全球可能会更快地回到过去的增长道路。路透社最近的一项调查预计，2023年中国经济增速将反弹至4.9%。从中期来看，这将为大宗商品价格提供良好支撑。

## 鸦片也已卷入游戏？

中国大亨项光达的言行仍使镍市悬念丛生。首先，2021年初他宣布其公司将从印度尼西亚向电池制造商提供镍矿，导致镍价暴跌。随后在2022年3月，伦敦金属交易所镍市场发生了一些有据可查的事件，人们认为“大人物”在这些事件中发挥了决定性作用。现在，镍生产商的声明引起了进一步的不安，因为项光达的公司计划改变其产品组合，生产更精炼水平更高的镍。

尽管受到媒体的关注，但尚不清楚这些公告如何能切实为该公司带来预期的优势。更多的现象是每次调整后镍的价格都在下跌，这对镍产品的制造商和销售商来说几乎没有好处可言。或者说追加保证金的通知给镍生产商造成了破产威胁。此前人们的“鸦片”吸得过多，从而产生了美好的幻觉。在经济冲突中，比如美中、美欧或中欧之间的贸易战，不能排除这些行为的独特性，但必须在更大的背景下看待此问题。这里不涉及任何阴谋论。

然而，从这个故事中我们非常清楚地认识到，认为某人或某家公司能够对市场和价格产生如此大的影响是不正确的。这种影响不健康，必须通过必要的监管和监督消除。这里即使提及以往受人尊敬的美国美联储主席艾伦·格林斯潘也于事无补，据说他只需咳嗽一下就能启动美元汇率和股票市场。

## 强势美元力道有所减弱

2022年，几乎所有资产类别的表现都很糟糕。只有美元表现出色。其中，美联储面对剧烈通胀的勇敢干预受到了资本市场的推崇。虽然美国经济确实面临衰退，但美国公司的确比其欧洲和日本的竞争对手要好。乌克兰战争的爆发以及随之而来的能源价格大幅上涨显著推高了美元兑欧元的汇率。欧洲曾经是俄罗斯最忠实的能源客户，因此受到能源价格上涨的冲击比美国大得多。日本不得不努力应对全球对工业品需求的下降，而工业品通常占其出口的大部分。中国的新冠零容忍政策和房地产泡沫继续刺激对美元的需求。这使得美元汇率在去年达到了自1985年以来的最高水平。

现在，潮流似乎正在转向。过去几周，美元大幅贬值。加息步伐放缓、欧洲经济复苏以及中国的新冠零容忍政策结束导致美元汇率下跌。如果在不久的将来，乌克兰战争意外缓和，那么美元可能会进一步走软。

## 美联储可能会过度加息

根据前美联储主席理查德·费舍尔（Richard Fisher）的说法，美联储对该机构之前做出的评估感到尴尬，即通胀只是暂时



的，美国可能会过度加息。各州联储的行长们表示，他们将把利率提高到5%以上，因此2月份有可能提高25至50个基点。这位前美联储主席警告说，也许股票价格尚未反映出可能造成下行压力的高利率。他还担心，由于美联储无意过早停止加息，因此犯了第二个错误，其加息水平将超过目标值。将基准利率升得太高可能会抑制经济发展，导致经济衰退。

## 伦敦金属交易所（LME）



### 伦敦金属交易所正式关闭（3个月）

2023年1月16日			
	镍（Ni）	铜（Cu）	铝（Al）
正式关闭3个月，卖出价	27,160.00 美元/公吨	9,174.00 美元/公吨	2,624.00 美元/公吨

### 伦敦金属交易所公吨计的存货量

	2022年12月12日	2023年1月16日	以公吨计的变化量	变化量的百分比
镍（Ni）	53,028	53,268	+ 240	+ 0.45
铜（Cu）	84,300	83,600	- 700	- 0.83
铝（Al）	501,675	399,650	- 102,025	- 20.34