



ORYX 商品新闻

商品价格套期保值中的经验教训

2021年7月16日

- ▶ 强势美元没有压制原材料价格的上涨。在经历多年熊市之后，大宗商品企业也该时来运转了。
- ▶ 中国意图遏制商品价格上涨。但与此同时又在敦促本国企业多使用套期保值对冲原材料价格风险。这样做有可能适得其反。
- ▶ 中国更大力度发展循环经济和金属回收利用，以实现本国气候目标。全球运费快速增长。全球消费品贸易复苏速度快于服务领域。
- ▶ 欧盟委员会公布碳边境调节机制提案。首批使用对象包括铁和钢。但铁合金并未包含在内。

强势美元并未影响原材料价格

不幸的是，我们所在的纬度地区并没有夏天的迹象。在明显的偏冷期过后又迎来了一个明显的多雨期，导致德国的这个夏天并没有什么夏季的感觉。不过毕竟疫情的原因已经让全世界几乎所有地方都失去了欢乐的气氛，因此未来也许注定会否极泰来。至于原材料价格的走势，生产商和交易商们肯定是皆大欢喜的，因为在经历了多年的熊市之后，如今的市场终于迎来了繁荣。在上期报告中我们已经详细探讨了这一背景。

钢铁厂商们的订单已经相当充实，私营和工业消费者都在争相订购，因此多种原因导致成品和半成品以及初级和二级原材料都遇到了供给瓶颈。但随着国际物流的改善，这种局面应当将会有所缓解，至少是一定程度上缓解。就此而言，大宗商品价格正如人们所说的那样——“支撑很强”，而且目前几乎没有迹象表明这一强势将不会持续更长时间。

LME 镍价目前已经站稳 18500 美元上方，还一度触及 19000 美元关口。不过，鉴于疫情仍然肆虐，我们必须始终对外部因素的冲击有所准备。有意思的是，当前商品价格的强势与美元相对于欧元（美元/欧元 1.18）以及其他货币的走强同时发生。通常而言，强势美元会对商品价格形成抑制。但经验表明，价格走势很少只取决于一项因素的影响。

中国的价格干预措施与目标并不总是一致

在商品市场价格高企的背景下，我们之前曾谈到中国政府在帮助中国企业对抗价格过快上涨方面的决心以及采取的实际干预措施。就在不久前李克强总理还再次强调中国将会在未来 18 个月继续采取价格抑制措施。但这些干预既不利于非中国企业的公平和自由竞争——因为后者无法像中国企业那样求助于一个慷慨的“奶妈”式政府，同时也会让中国企业自身受到不利影响。

有消息称中国政府肯定愿意看到本国企业越来越多使用现有的商品金融衍生工具来应对不利的价格波动，以保护自身利益。然而问题在于套期保值的具体逻辑：为了实现完美的套期保值，基础交易（例如购买一定数量的镍）的价格基础必须要与套期保值交易（例如在上期所交易镍期货）的价格基础尽可能匹配。

否则，就有可能发生基础交易的损失（或收益）与套期保值的收益（或损失）不能如愿相互抵偿的结果。如果价格基础相差太多，甚至还会导致基础交易和套期保值交易都发生亏损的情况：当保值交易的价格跟随证券交易市场上的供需关系自由变动，但与此同时政府却对某些领域的基础交易价格实施管控（例如限制价格涨跌）的时候，这种亏损尤其容易发生。如果有必要，我们非常乐意向中国政府解释这一复杂关系。

但这种情况在欧洲也时有发生。例如，在保护企业应对不利利率变动问题上：在当前的负利率背景下，绝大多数银行都会在与企业的贷款协议中针对参考利率商定一个“地板限额”（下限）。如果实际利率是负的或者变成了负的，那么在利息计算时这个下限就被设定为 0%再加上一个息差。但如果企业进行了相应的利率套期保值——由于套期保值中不会存在这样的地板限额——因此就会发生上面谈到的中国企业身上发生的相同问题。

中国致力于循环经济

本月初，中国国家发改委发布了“十四五”循环经济发展规划，提出将大力发展循环经济，以便在 2060 年实现碳中和。欧盟则将实现碳中和目标的日期定为 2050 年。

在金属循环利用方面，国家发改委提出到 2025 年将废旧金属的用量提高至 3.2 亿吨。其中，有色金属回收利用量要增至 2000 万吨，包括 400 万吨铜、1150 万吨铝和 290 万吨铅。

这份新的五年规划还提出要推广用来将工业垃圾转化为二次原料的新技术，并要求中国城市建立新的城市垃圾处理设施。此外还要建立电动车废旧电池回收体系。

国际运输量增加带动运费强势上涨

七月初，麦格理的商品专家报告了全球经济的复苏以及对全球货运成本的影响。

这些报告得出结论认为，在美国经济刺激措施的推动下，消费品领域的复苏要大大快于服务领域。受益于全球贸易的快速复苏，货品出口在四月份增长了 27%（相比于 2020 年 3 月底至 4 月初的低点）。全球出口同比增长了 4%。如果对比金融危机期间，可以看出新冠疫情对全球贸易的影响持续时间明显更短。

但另一方面，全球贸易的复苏导致了供应链瓶颈、生产材料成本的不断上涨以及全球货运成本的快速增长。但货运价格这一块的表现也不尽相同：反映全球主要大宗商品（煤炭、铁矿石）船运价格的波罗的海干散货运价指数仍然低于 2008 年商品超级周期时的值；相比之下，反映集装箱租赁市场的哈珀指数(Harper Index)已经超过了金融危机之后那几年的价格水平。麦格理商品报告认为，这是因为消费品需求的增长再一次显著超过了大宗商品需求的增长。

大多数国家的经济状况也几乎都恢复到了疫情之前的水平。对全球经济贡献最大的当属中国。中国出口规模比上年增长 20%，而其他国家平均的涨幅仅有 2% 左右。各国出口量的不同也在货运费率上得到了反映：从上海到纽约的海运集装箱费用相比上年增长了将近 300%，而从荷兰鹿特丹到纽约的海运费率仅增长了 120%。

虽然从全球采购经理人指数(PMI)中可以看出运费增长的确助长了全球通胀压力，但对通胀的实际影响目前来看还相当弱。相比运费，大宗商品价格对全球通胀的贡献要大得多。

欧盟委员会公布碳边境调节机制提案

2021 年 7 月 14 日，欧盟委员会正式提交了一份“碳边境调节机制”(CBAM)，以进行后续讨论。此举是欧盟“Fit for 55”一揽子气候措施的一部分，旨在确保最晚在 2030 年实现欧盟温室气体排放相比 1990 年水平减少 55% 这一既定目标。在最新探讨的 CBAM 措施中，“税”和“关税”的字眼儿都被巧妙规避了——而之前的提法叫做“碳边境税（或关税）”。原因在于这样一套规则与 WTO 货物自由流动原则之间是否兼容已经引起了争议。

欧盟的 CBAM 机制将首先适用于水泥、钢铁、铝以及化肥和电力产业的产品。对于钢铁产业，国际海关关税中所有税目为“72”的产品都被包括在内，但 7202（铁合金）和 7204（废钢和废不锈钢）除外。铁合金被排除在 CBAM 提案之外的唯一原因是因为这些制品往往是由新兴经济体生产，耗能高、相应的温室气体排放也高。这样做显然是为了保护那些大规模使用这些制品作为原材料的欧洲加工厂商，使其避免因 CBAM 而收到更大压力，因为很多这样的欧洲加工企业已经承受了欧盟碳交易机制(EU ETS)所带来的成本压力。

CBAM 的目标是防止碳泄漏：即 EU ETS 下的更高碳价格可能导致有害于气候的生产从欧盟转移到非欧盟国家，以至于未来在那些国家生产的产品（对气候的破坏可能比在欧盟生产还要大）被进口至欧盟。这样算下来，碳交易体系反而最终与全球减排目标背道而驰，甚至还有可能增加碳排放——因为原本位于欧盟的更加环保的生产设施被替换成了其他国家的没那么环保的生产设施。

必须考虑非欧盟国家的排放问题

如果要实现气候目标，那么就不能回避在其他国家生产的、被进口到欧盟的产品的碳排放问题。同样，如果欧盟的气候友好型钢材和不锈钢废钢的出口受到阻碍，也会导致碳排放上的扭曲和不一致。因为这会阻碍保护全球气候所需要的全球废钢利用的最大化，从而限制气候保护出口并导致更多碳排放。更不要提那些在 WTO 框架内对公平和自由贸易所做的口头承诺了。

在 2023 至 2025 年过渡期内，进口方将只需要报告所进口商品的碳排放，而进口商品不会被征收碳关税。从 2026 年起，具体调节措施将开始生效。届时，进口方将按规则要求在下一年的五月之前报告所进口商品相关的温室气体排放量和能耗，并提交与这些排放量相对应的 CBAM 证书。CBAM 价格代表了相应时期内 EU ETS 内的碳成本。如果出口国建立了与欧盟相当的能反映温室气体价格的排放交易系统，那么进口方可以从 CBAM 证书中扣除这些费用。

根据欧盟委员会的建议，CBAM 措施最初将只适用于来自第三世界国家的进口产品所造成的生产性碳排放（直接排放）。这意味在温室气体排放中占相当大比重的原材料将不包括在内。然而，欧盟仍然保留未来将 CBAM 措施拓展至非间接排放的权利。如果欧盟在碳泄漏以及形成一个真正的、普遍适用的气候有害气体价格机制上是认真的，那么未来就绕不过原材料。

只有从外部成本内部化的意义上考虑碳排放问题，才能在原材料领域实现公平的竞争。否则，那么无论欧盟在生产投入上使用气候友好型和可持续型二次原材料（如废钢和废不锈钢）还是使用对气候有害的材料，都是无所谓的。顺便说一下，据研究机构 Fraunhofer UMSICHT 介绍，相比使用一顿一次原材料（铁合金），在不锈钢生产中使用一顿废钢能够减少 4.5 吨碳排放。

祝读者朋友们度过一个阳光明媚的夏天。



伦敦金属交易所 (LME)

伦敦金属交易所官方收盘价 (3 个月交割)

2021 年 7 月 16 日			
	镍 (Ni)	铜 (Cu)	铝 (Al)
3 个月后交割官方收盘价	18,907.00 美元/吨	9,433.50 美元/吨	2,510.50 美元/吨

伦敦金属交易所现货 (吨)

	2021 年 6 月 17 日	2021 年 7 月 16 日	Delta 存货	Delta 占比 %
镍 (Ni)	238,602	223,248	- 15,354	- 6.43
铜 (Cu)	143,750	224,175	+ 80,425	+ 55.95
铝 (Al)	1,628,800	1,457,800	- 171,000	- 10.50