



## ORYX 商品新闻

# 大众汽车从镍价的变化中获利

2022年6月17日

- ▶ 甚至欧洲央行（ECB）都不再轻视通胀。然而，瑞士似乎却置身世外。瑞士在做什么？躺平对瑞士这个“避风港”而言却是一种保佑。
- ▶ 美国的价格螺旋飙升还未到达顶峰。各种期限票据的利率都在上升，且升速很快。必须对此迅速采取行动。美国也许会这么做，但这方面出现的搭便车现象却是个问题。
- ▶ 不锈钢市场出现的情况是夏季需求下行信号的早期指标。如今我们需要深呼吸。原材料供应的价格也具有弹性。目前尚未达到平衡。
- ▶ 外包无处不在，主体涉及公司、能源供给、安全领域以及政府。整个国家的工作不能全面外包。尽管授权给私营部门，但国家的责任仍在。伦敦金属交易所（LME）正发努力赢得信任。

### 欧洲央行的紧张逐步加剧

欧元区（和美国）的通胀似乎不只是一个暂时现象。持续了 10 多年的超宽松货币政策为去货币化奠定了基础，不可能在一夜之间消除。通过犹豫不决的加息来应对这一问题，实际也不利于迅速产生成效。此外，欧元区内的经济区域极具多样化，使应对措施实施变得更加困难。提升利率对某国而言可能会带来巨大负担，但对另外一些国家而言，提高利率的步伐则迈得太慢。当然，各国央行将继续否认对通胀负有任何责任，但并非在整个欧洲均是如此，比如瑞士便是一个例外。

### 无为而治的幸福

瑞士首次显示出通胀加剧的迹象。然而，这一通胀百分比仅为 2.9%，仍远低于欧洲的 7.9%。造成此现象的原因并非瑞士国家银行（SNB）的基准利率高企，因为该利率也低于零，更准确地说是负 0.75%。然而，瑞士国家银行成功避开了

参与相关干预行动，比如通过债券购买计划注入大量资金，为欧元区外围国家（比如意大利和葡萄牙）提供债务融资。因此，瑞士法郎仍被投资者赋予储备货币或避风港的职能。

然而这不可避免地给瑞士法郎带来了几乎持续不断的升值压力，尤其是在危机时期。因此，为了不使本国出口下降太多，瑞士国家银行近年来经常干预外汇市场，通过抛售瑞士法郎使本国货币贬值。所以现在瑞郎正处于舒适区，只需做大多数人最擅长的事情，即什么都不做，便可以应对当前的情况。仅此一点就已经让瑞郎升值，并减缓了部分外向型经济的发展速度。

另一方面，强势的瑞士法郎使得从国外进口产品更加便宜，这进一步抑制了价格的上涨。很明显，一个更加统一的经济区比欧盟和欧元区这样的政治实体更适合实施统一的货币政策。尽管欧元也相当坚挺，但无法像瑞郎那样成为安全的避风港。因此，对德国而言什么都不做还不够。但欧元区也并非已用尽所有选项，但前提是要切实停止喋喋不休并采取大胆行动以提高利率。这对有些国家而言肯定是痛苦的，他们多年来一直以牺牲未来为代价。从逻辑上讲，这种情况现在必须得到纠正。任何成功都要付出代价。

附加说明：瑞士央行（即 SNB）于 2022 年 6 月 16 日出人意料地将基准利率大幅上调 0.5%。这表明瑞士央行比欧洲央行更重视其在稳定货币方面的使命。此次利率上调非常及时，而且政府还承诺会进一步上调利率。

## 利率上升越来越快

即使在美国，通胀趋势见顶的希望也已破灭，因此未来几天和几周，大幅加息的压力将继续加剧。10 年期美国政府债券的收益率已经达到 3.25%，期限较短的债券也在上涨。这也导致了股价下跌和对房地产市场的担忧。然而，市场出现令人不快但有序调整的概率比泡沫破裂的可能性更大。

通货膨胀目前也在很大程度上受到搭便车者的推动，他们利用价格上涨，不仅转嫁了上涨的采购成本，而且更重要的是通过投机的方式提升了自己的利润率。据报道，租赁银行不仅提高了汽车融资的利率，还降低了汽车的剩余残值。如果人们知道二手车市场的商品已经基本售罄，且产量几乎无法满足现有需求，则出现上述情况多少会有些令人惊讶。

但无论是作为选民还是作为消费者，人们都不傻，不会被一直愚弄。因此，这种价格上涨不具可持续性，终将被随后的需求下降所抵消，通胀率也会相应下降。重要的是通过使用适当的工具，如上文提到的大胆加息，在价格开始螺旋式上升之前实现通货膨胀率的大幅下降，再通过与名义工资增长相匹配的方式使之在较长时期内得到巩固。

## 夏季平静的不锈钢市场

我们已经可以看到不锈钢原材料市场的平静，其原因不仅是上文刚刚提到的商业和私人消费者新订单的减少，而是由于季节性的影响和现有机器日常维护工作的开展。例如，铬、镍、钼和铁的需求目前出现疲软趋势，但有专家将可能的暂时需求不足与相应的市场采购水平定义为“新常态”。

然而，如果我们研究一下市场在更长时期内的运行原理，就必然会发现价格下跌和价格上涨一样正常。尤其是在不锈钢废料领域，非常有弹性价格不可避免地导致价格在触底后再次上涨，且对原材料的需求有所增加。降价越不稳定，随后的价格上涨亦越不稳定。这是买方和卖方之间的不断博弈，因为购买协议总存在购销双方。我们将其称之为是新旧常态。顺便说一下，镍目前在伦敦金融交易所（LME）的交易价格略高于 25,000.00 美元/公吨。

### 国家不能把所有事情都外包出去

德国以及其他西方国家存在一种趋势，即政府越来越渴望将主权责任转交给私人公司。例如，一段时间以来，德国的税务顾问和审计员必须向税务当局报告（跨境）节税计划。与此同时，一些听起来荒谬的东西也被纳入了欧盟立法。但这样一来，税务顾问就不再代表其客户，而成为一个政治的代理人，负责监督私人和企业纳税人纳税义务的履行情况。顾问与客户之间的信任关系有时是一个沉重的负担。

这种现象在银行和金融行业也广为人知。对于客户，金融机构应通过相关“了解你的客户”（KYC）程序和筛选方法支付交易款项，确保制裁（制裁在欧盟、美国 and 英国之间有时也是矛盾）、洗钱和欺诈以及随后报告的可疑案件处理都一切正常。主权责任名义上由政府调查机构承担却并非由其履行。此外，银行可能会通过在相应信贷决策流程中加入适当压力和考虑因素，鼓励客户在环境、社会和治理（ESG）方面做出良好表现。

从国家（也许还有社会）的角度来看这是一件好事，因为一方面，依据相关法律法规，更多信息提供者和调查者亦应承担相关义务，避免给相应团体带来更高的成本。相反，主权国家可以节省相关成本。然而在通常情况下，尽管进行了授权，但责任和义务最终仍属于授权者。这里描述的义务情况是不同的，即使是轻微的疏忽也会导致对那些受托履行主权任务者实施严厉制裁（无需他们提出请求或获得他们的同意）。

现在毫无疑问的是，制定的法律和法规以及议会的立法应得到遵守，否则社会和经济体将无法运转。然而，检查和澄清相关事实实际上是税务官员和审计员，甚至是警察等国家调查人员的职能。因此，现在同时讨论（通常在幕后）某些领

域是否存在“过度遵守”法律法规的问题亦不足为奇，“过度遵守”对信任的根本基础以及货币和经济体系的运作与效率产生了负面影响。

然而德国公司自身就是外包领域的世界冠军，迄今为止，其高成本效率以及当前供应链中的问题都清楚地表明了这一点。由于政府不希望有被他人凌驾的感受，所以采用了这种“成功模式”。比如，英国商业杂志《经济学人》援引德国政论家和外交政策专家 **Constanze Stelzenmüller** 的话称“德国已经将其安全保障外包给美国，将能源供应外包给俄罗斯，将出口导向型增长外包给中国！”那么，祝德国好运！

### 伦敦金属交易所努力重拾信心

伦敦金属交易所（LME）正在继续努力重新赢得市场参与者和利益相关方的信任。伦敦金属交易所市场开发主管 **Robin Martin** 作为嘉宾参加了五月底在巴塞罗纳举行的国际回收局（BIR）大会。他能够就市场扭曲所采取的措施给出直接解释并指出未来的前景。沟通和交流是在镍合约出现混乱之前，使伦敦金属交易所重新走向成功而需要开展的非常重要且正确的工作。据官方报道，镍合约的交易量最初大幅下降，迄今为止比危机前大约减少了一半。

与此同时，人们对英国央行和金融行为监管局的调查以及伦敦金属交易所自己发起的独立调查知之甚少。这绝非好事，因为制定成功的解决方案首先取决于在这方面花费时间的多少。与此同时，人们对伦敦金属交易所的行为有许多投诉，其中包括来自管理期货协会（MFA）的投诉。MFA 是对冲基金行业的一个利益集团，至少代表 140 家投资公司。这方面的问题不仅关乎伦敦金属交易所于 2022 年 3 月 8 日星期二暂停交易，而且涉及其取消已完成交易的权利是否合乎规程。另一问题是，伦敦金属交易所拥有 LME 清算所这一事实是否可能导致利益冲突。

不难理解，那些头寸账面利润很高但最终因取消交易而造成利润损失的交易方会感到愤怒。难怪投资者已经提起了两起诉讼。美国对冲基金 **Elliott Management** 和英国交易公司 **Jane Street** 正试图在法庭上索赔“损失”的利润。现在必须看伦敦金属交易所的规则和相关情况是否需要特别委员会做出决定。此问题主要关乎当时的市场情况是否处于一个无序状态。

正如路透社专栏作家 **Andy Home** 在文章中所写的那般，**Jane Street** 显然不关心货币价值，而是发出反对交易所不合理行为的信号。

这肯定是原则问题吗？但可以肯定的是，现在参与发起诉讼和执行诉讼的律师不会空手而归。

## 大众公司从镍价扭曲中受益

在上述背景下，值得一提的是大众集团也受到了伦敦金属交易所事件的影响。大众集团在 2022 年第一季度的季报中称，尽管与去年同期的 240 万辆相比，汽车交付量大幅下降了 190 万辆，但其营业利润成功地增加了 35 亿欧元，达到 83 亿欧元。在汽车销售数量如此大幅度下降的情况下，这是令人吃惊的。这也是首席执行官 Herbert Diess 的良好表现受到资本市场称赞的原因所在。

如果我们比大多数分析师和记者观察的更加仔细地，就会发现令人惊讶的是正如报告第 1 页所写的那样，稳健的季度业绩包括“对冲账目之外衍生品产生的 35 亿欧元的积极贡献”。第 19 页的介绍甚至更详细，并以小字体告知这与镍商品对冲的关系尤为密切。

然而，我们需要对此加以解释：大众集团在对冲镍价格方面有一定远见，可以保护自身免受镍价格上涨给电动汽车电池未来需求造成的影响（因为电动汽车电池含有大量的镍）。由于已知的市场扭曲导致镍价在第一季度大幅上涨，大众汽车在现有对冲头寸上获得了可观的账面利润。然而，随后几个季度对冲对其业绩的影响是有趣的，因为镍价此后再次大幅下跌。

相应的账面利润将不得不再次进行修正，从而对收益产生影响并对季度业绩产生影响。但最终资本市场和新闻界会再次被唤醒。根据修正程度的不同，相关方必将遭受批评。依照伦敦金属交易所的价格趋势走向，Diess 先生可能会大吃一惊。他可能已经知道了结局，不然也可以在本文中读到。



## 伦敦金属交易所 (LME)

### 伦敦金属交易所官方收盘价 (3 个月后交割)

2022 年 6 月 17 日			
	镍 (Ni)	铜 (Cu)	铝 (Al)
3 个月后交割官方收盘价	25,450.00 USD/mt	9,100.00 USD/mt	2,502.00 USD/mt

### 伦敦金属交易所现货 (吨)

	2022 年 5 月 18 日	2022 年 6 月 17 日	Delta 存货	Delta 占比%
镍 (Ni)	73,002	68,868	- 4,134	- 5.66
铜 (Cu)	180,925	118,025	- 62,900	- 34.77
铝 (Al)	518,900	407,875	- 111,025	- 21.40