

# 嘉能可会否触发大宗商品“雷曼时刻”

□本报记者 张利静

昔日商品之王如今距离“第二个雷曼”越来越近。随着嘉能可的“陨落”，大宗商品从“危机”演化成“灾难”——彭博大宗商品期货指数已从2011年高点下挫50%，标普500指数中表现最差的10只股票中8只与大宗商品有关。

“对嘉能可来说，大宗商品已经沦为它的有毒资产，加上不断恶化的融资和偿债能力，嘉能可与大宗商品市场已经形成了恶性循环。”海外对冲基金经理人付鹏向中国证券报记者表示，目前大宗商品企业巨头们甚至比2008年还要痛苦，因为当前的危机已经切实从金融领域蔓延至实体经济。对于大宗商品的走势，他预计，只有力拓、BHP、FMG等这些产业巨头最终倒下或被蚕食掉，才意味着大宗商品价格见底，否则可以说仍在半山腰。

## 商品巨头步履维艰

成立于1974年的嘉能可，诞生40余年来，通过多次大的并购和收购，成为全球第一家垂直综合型大宗商品交易企业和集开采、冶炼、生产贸易于一体的综合型矿企。2014年年底，公司资产高达1522亿美元。截至2015年7月22日的《财富》世界500强排行榜，嘉能可排名第10位。

由于大宗商品价格步入熊市，嘉能可所布局的铜、铝、铅、锌、镍、铁矿石、原油、农产品等多领域表现低迷，进入2015年以来，在英国上市的嘉能可公司股价表现急转直下，公司股价由2014年7月最高的375.6便士跌至2015年9月28日最低的68.6便士，跌幅高达81.7%。特别是周一嘉能可盘中最高跌幅达到了31%，收盘跌幅达29.42%。投资者担忧嘉能可或将无法快速减轻债务负担，公司可能会陷入与商品价格暴跌互动的恶性循环，嘉能可或成为商品界的“雷曼兄弟”。不仅如此，股价暴跌令其5年期信贷违约掉期(CDS)由550点狂升至757点，显示嘉能可债务违约率大升。

北京方正中期期货研究院院长王骏和研究员吴江向中国证券报记者介绍，嘉能可事件并非突然发生，从企业中报来看，受到全球需求减弱和大宗商品价格暴跌影响，嘉能可2015年上半年盈利转亏损6.76亿美元。嘉能可债务状况也不容乐观，上半年嘉能可



新华社图片

净债务减少10亿美元至296亿美元。9

月7日，嘉能可宣布采取7项措施减债100亿美元，措施包括暂停分红、关停铜矿、出售库存等，特别是非洲的Katanga及Mopani铜矿山将停产18个月。本次停产涉及Katanga的全矿石浸出、Mopani的新竖井及选矿机，预期将减少市场上折合约40万金属吨的铜。而继续追溯，实际上嘉能可为摆脱债务压力所采取的行动早有端倪。

6月份，嘉能可可以2450万澳元(约合1800万美元)出售Cosmos镍矿。8月14日，宣布出售旗下三处矿场，合计金额约2.9亿美元，包括菲律宾的Tampakan铜矿，多米尼加的Falcondo镍矿，以及科特迪瓦的Sipilou镍矿。8月中下旬，嘉能可中期财报表示，正在削减15亿美元“高流动性库存”。

9月15日，嘉能可又宣布，将运营资本再缩减15亿美元，所采取的方式包括扩大出清库存。9月16日嘉能可发行25亿美元新股。所筹资金将用于偿还债务，在大宗商品价格暴跌之际维护其信用评级。以上两行动是该公司上周宣布的100亿美元减债计划的内容之一，即通过取消派息、出售资产等多种手段让300亿美元的债务缩减三

分之一。

而屋漏偏逢连夜雨。上周，高盛发出红色警报，将嘉能可目标股价由170便士下调至130便士，并称其或将无法保住BBB投资级债券评级。市场分析人士认为，高盛此举无疑令困境中的嘉能可雪上加霜。嘉能可目前的评级仅比垃圾级高出两级，如果遭到进一步降级，那么将意味着其更难在债券市场上融到资金，从而加剧行业岌岌可危的债务风险。

还有人士表示，一旦嘉能可失去投资级信用评级，那可能触发“大宗商品的雷曼时刻”。届时，如果嘉能可提出破产保护申请，那么其所有矿产都将被封存，这会导致大量的抵押品不足，利润暴跌，这就与当年雷曼兄弟的遭遇如出一辙。随着所有抵押及再抵押品变现困难，整个大宗商品矿产行业都将被卷入灾难之中，倒下的就不止是嘉能可一家大宗商品贸易巨头了。

## 商品市场如惊弓之鸟

嘉能可股票价格重挫令大宗商品市场信心大降。周一，在嘉能可股价跌至纪录低点的同时，伦敦期铜带领有

色金属全线下跌，尤其是三个月期铜收盘跌破6000美元/吨重要心理关口。而年初以来，铜价已经下跌了大约20%。

格林期货相关负责人李永民介绍，此次金属价格下跌的直接原因是嘉能可的抛售。由于嘉能可的市场地位和影响力，加上当前阶段中国经济增速下滑、美联储依然存在加息预期，双重压力下，嘉能可的抛售引起了新一轮下跌。

王骏和吴江认为，嘉能可事件对于金属的影响，主要集中在投资者对于嘉能可抛售金属库存的预期上，而通过分析显性库存的变化可以窥见嘉能可行动的蛛丝马迹。嘉能可的较大头寸分别为锌、锡、镍、铜，其中财报表示将抛售15亿美元的高流动性库存，从库存表现来看，8月开始以锌库存的增加最为显著，从最低的43.1万吨增至最近的59万吨，库存增加高达15.9万吨，主要增加在嘉能可旗下的Pacoini控制的新奥尔良仓库。相应地全球锌价也屡创新低，表现极弱。

而对比来看，铜等其他金属表现并不显著，以铜库存来看，上海保税区

库存从6月末的68万吨降至最近的35万吨，不到三个月下降了33万吨。考虑保税区库存的全球铜库存从6月末以来下降了超过20万吨，铜的抛售并不显著。王骏认为，这可能与嘉能可持有的金属主要以锌为主有关。

而付鹏认为，从2013年和2014年公布年报的情况来看，对嘉能可盈利影响最大的品种是铜和煤炭。其他的商品，包括汇率变动对它的业绩也构成一定影响。“如果现在铜价继续下跌，对嘉能可来说将是一个三杀局面，铜价下跌与嘉能可将形成恶性循环的局面。”他说，因为随着商品价格的下跌，没有机构愿意给嘉能可融资。

## 大宗商品领域的“雷曼事件”

嘉能可事件的恶化与当年雷曼兄弟倒闭的逻辑一样。付鹏认为，雷曼兄弟在体量和影响范围上远大于嘉能可，嘉能可问题更多地会限于大宗商品行业和实体经济层面，不会像雷曼那样冲击整个金融体系。

王骏和吴江认为，从资产负债表的角度来看，资产端嘉能可持有的矿企由于矿产国汇率下跌，矿价下跌，资产缩水；而负债端因为美元计价，而美元相对强势，意味着债务不会与资产一起同步减少。另外大宗商品下跌导致嘉能可盈利下滑、财务恶化、股价下跌、评级下调，进而导致其再融资能力下降。为挽救现金流危机，他们会抛售商品库存，这又进一步冲击价格。若无外力干预，短期内见嘉能可危机的“解药”。

但与雷曼兄弟不同之处在于，雷曼兄弟作为一家纯金融企业，金融危机到来之时持有的金融资产对于危机的敏感性更高，更易受到危机影响而缩水。数据显示截至2008年5月，雷曼兄弟公司拥有资产包括1105亿美元高级无担保票据、1260亿美元次级无担保票据和50亿美元初级票据。而对比来看，嘉能可持有的大部分是实物资产，在面临危机的情况下较易变现，现金流完全断裂的可能性要偏小。

从大的格局来看，由于大宗商品的主要需求国中国2015年铜消费出现显著减速，而在中国经济处于三期叠加的大背景下，经济转好难以企望。从这样的角度来看，对冲基金存在“恶意做空”嘉能可股价的动力，目前商品价格和嘉能可股价的双杀态势已经

形成，如果不能获取有效资金应对，嘉能可步雷曼后尘或是时间问题。

## 持续恶化或引发连锁反应

业内人士表示，对于整体大宗商品市场的影响来看，“嘉能可事件”如果持续恶化并引发连锁反应，将会有有色金属、原油、钢铁及铁矿石和农产品价格均会产生短期较大利空影响，在大宗商品价格短期下跌后，农产品、原油及铁矿石将可能反弹，但有色金属将长期在低位运行。

付鹏认为，现阶段嘉能可事件对大宗商品市场来说绝对是一个利空。只有到产业并购完成、公司现金流维稳之后，大宗商品才会出现一个见底的阶段。在此之前，嘉能可为了维持现金流，会大幅抛售手中的库存。

此次锌价大幅度下跌就充分地说明了这一问题。类似地，如果危机或者流动性风险向其他矿业巨头进行传导，那么他们同样会加速手中的库存和资产抛售。这类似于2008年次贷危机中流动性风险突出表现为资产抛售，只不过此次的资产换成了大宗商品。

宝城期货金融研究所负责人程小勇认为，对于近期暴露的嘉能可事件，可以理解为大宗商品市场由此前的去库存演变为抛资产，产能被动出清的情况加剧。因此对于商品市场而言，此前尽管价格下跌导致部分商品减产，但是由于很多上游企业为了收回投资，在低利率环境下发债还可以扛住而不大规模减产，但在持续低迷的商品需求和美联储即将加息、实际利率上升引发的债务负担加重的背景下，估计很多上游生产商将不得不被迫削减投资和债务，并清理库存和资产，这意味着新一轮商品抛售正在袭来，因此商品市场可能面临多米诺骨牌效应式的抛售货物的冲击，这意味着最惨烈的时候即将来临。

“由于嘉能可事件可能是上游企业清理库存和资产的一个开始，因此我们预计商品市场在未来一段时间可能面临加速下跌的风险。”程小勇表示，而从当前全球宏观经济层面看，新兴经济体特别是中国经济下行趋势尚未逆转，因此需求端不大可能会出现超预期好转，再加上中国经济结构调整，单位GDP消耗各种工业原材料和部分农产品规模下降。而寄希望的产出削减，产能出清实际上刚刚开始，因此商品市场后市还将探底。

## ■ 寻找大宗商品价值洼地(六)

# 终端需求低迷 聚丙烯期货“空”气浓

□本报记者 王朱莹

昨日大宗商品遭遇“黑色星期二”，在橡胶、金属领跌之下，品种“绿肥红瘦”，石化产品亦不能幸免，其中聚丙烯期货主力1601合约低开低走，开于7158元/吨，收于7081元/吨，成交量增至85.8万手，持仓量减30244手至33.7万手。

现货方面，昨日国内PP市场行情跌势不止，价格整体下跌100元/吨左右，并跌破前期低位。华北市场拉丝主流报价在7450—7600元/吨，华东市场拉丝主流报价在7550—7650元/吨，华南市场拉丝主流报价在7550—7700元/吨。

“中油华北、华南等出厂价继续下调，对货源成本支撑减弱，偏弱油价大

跌，加重市场悲观情绪，商家积极让利出货促成交，对后市信心普遍不足。下游工厂采购力度明显减弱，备货意愿不强，实盘成交不佳，进一步加剧聚丙烯颓势。”银河期货分析师曲湜溪表示。

库存情况方面，上周国内已统计的主要石化生产企业及代表贸易商库存较上周同比下跌10.1%。其中石化库存下跌10.58%左右。上周茂名三线、广石化、中海壳牌等装置临时停车，货源供应量继续减少。

方正中期期货分析师李家文指出，贸易商方面对于后市信心缺失，出货减仓意愿明显，整体库存维持低位。下游工厂方面，开工率未见明显提升，且对后市行情走势判断不一。多数工厂依旧坚持刚需采购，而部分工厂有意双节前

同时，再生料支撑并非牢不可破。“按照市场的共识，由于再生料(回料)的成本支撑作用，LLDPE期价在8300

元/吨一线存在支撑，PP在7300元/吨附近存在支撑。目前聚丙烯期价已逼近支撑位，而短期下跌趋势也似乎遇到了阻力。然而，由于终端需求持续低迷，新料对再生料的替代将继续，国产料对进口料的替代也将继续，因此预计一级再生料的成本支撑位势必会被打破，接下来期价将进一步下探新料的成本线，整个过程恰恰反映了市场不断淘汰高成本产能的路径。”杜彩凤指出。

她预计，四季度塑编行业开工率将低于去年同期，聚丙烯仍将面临低迷的终端需求，预计新料对再生料的需求替代已经难以支撑PP价格，接下来期价将进一步下探新料的成本线，考虑到油价仍有继续下探的可能，因此预计PP新料的支撑位也将随之下移。

在经济下行压力持续加大的局面下，近期国家稳增长、扩投资的政策力度不断加大。截至9月27日，今年国家发展改革委共批复重大基建项目1.23万亿元，发布PPP项目1.97万亿元，下达重点流域水污染防治投资计划46.25亿元，首次安排专项资金支持东北振兴重大项目前期工作5000万元。

据国家统计局数据，1—8月份，全国规模以上工业企业实现利润总额37662.7亿元，同比下降1.9%，降幅比1—7月份扩大0.9个百分点。8月份，规模以上工业企业实现利润总额4481.1亿元，同比下降8.8%，降幅比7月份扩大5.9个百分点。

另外，1—8月份采矿业实现利润同比下降57.3%，煤炭开采和洗选业利润同比下降64.9%，黑色金属冶炼和压延加工业利润同比下降51.6%。业内人士表示，如此可见产能过剩、价格下跌以及政策的不断发力加码，国内经济下行压力将有望减缓，但考虑到政策发挥效应仍需要一个过程，且政策

的边际效应也在逐步减弱，对市场信心难以形成实质提振。而美联储年内仍存在较大的加息可能，相关不确定性将继续困扰全球资本市场，市场信心较为羸弱。

邱跃成指出，从目前形势来看，四季度行业形势出现明显改观的可能性不大，预计年底前很可能将会有一批民营钢铁将不得不面临亏损出局的困境。

在经济下行压力持续加大的局面下，近期国家稳增长、扩投资的政策力度不断加大。截至9月27日，今年国家发展改革委共批复重大基建项目1.23万亿元，发布PPP项目1.97万亿元，下达重点流域水污染防治投资计划46.25亿元，首次安排专项资金支持东北振兴重大项目前期工作5000万元。

据国家统计局数据，1—8月份，全国规模以上工业企业实现利润总额37662.7亿元，同比下降1.9%，降幅比1—7月份扩大0.9个百分点。8月份，规模以上工业企业实现利润总额4481.1亿元，同比下降8.8%，降幅比7月份扩大5.9个百分点。

业内人士表示，如此可见产能过剩、价格下跌以及政策的不断发力加码，国内经济下行压力将有望减缓，但考虑到政策发挥效应仍需要一个过程，且政策

# 库存消化慢 钢市下行压力不减

□本报记者 官平

近期，钢材现货、期货均连续下跌。宏观上，8月份规模以上工业企业利润同比大幅下降8.8%，唐山钢坯价格跌至前低；期货盘面，昨日螺纹1601合约下跌2.03%，热卷1601合约下跌1.69%。业内人士表示，目前钢材库存消化缓慢，钢市仍然有较大下行压力。

据钢铁现货交易平台——西本新干线综合库存监测数据显示，上周沪市螺纹钢库存总量为18.75万吨，较前一周增加0.3万吨；线材5.54万吨，较前一周减少0.15万吨；盘螺4.2万吨，较前一周增加1.1万吨。

从全国市场来看，上周全国35个主要市场螺纹钢库存量为458.4万吨，减少4.9万吨，减幅为1.06%；线材库存量为81.9万吨，减少0.7万吨，减幅为0.85%。而从全国线材、螺纹钢、热轧板卷、冷轧板卷、中厚板五大品种库存总量来看，上周全国综合库存总量为1030.3万吨，

减少7.2万吨，减幅为0.69%。

西本新干线高级研究员邱跃成表示，上周全国钢材库存小幅下降，降幅继续趋缓，目前的库存水平较去年同期下降11.26%。当前市场尽管处于传统消费旺季，但在下游房地产、汽车、机械等行业表现普遍低迷的局面下，市场整体需求旺季不旺，库存下降缓慢。考虑到国庆长假期间钢厂生产仍基本正常，而终端需求接近停滞，节后市场库存压力将会明显加大。

在经济下行压力持续加大的局面下，近期国家稳增长、扩投资的政策力度不断加大。截至9月27日，今年国家发展改革委共批复重大基建项目1.23万亿元，发布PPP项目1.97万亿元，下达重点流域水污染防治投资计划46.25亿元，首次安排专项资金支持东北振兴重大项目前期工作5000万元。

业内人士表示，如此可见产能过剩、价格下跌以及政策的不断发力加码，国内经济下行压力将有望减缓，但考虑到政策发挥效应仍需要一个过程，且政策

的边际效应也在逐步减弱，对市场信心难以形成实质提振。而美联储年内仍存在较大的加息可能，相关不确定性将继续困扰全球资本市场，市场信心较为羸弱。

邱跃成指出，从目前形势来看，四季度行业形势出现明显改观的可能性不大，预计年底前很可能将会有一批民营钢铁将不得不面临亏损出局的困境。

在经济下行压力持续加大的局面下，近期国家稳增长、扩投资的政策力度不断加大。截至9月27日，今年国家发展改革委共批复重大基建项目1.23万亿元，发布PPP项目1.97万亿元，下达重点流域水污染防治投资计划46.25亿元，首次安排专项资金支持东北振兴重大项目前期工作5000万元。

## 中国期货市场监控中心商品指数(2015年9月29日)

指指数名	开盘价	收盘价	最高价	最低价	前收盘价	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		62.07			62.32	-0.25	-0.40
商品期货指数	707.67	702.37	708.70	700.35	710.27	-7.91	-1.11
农产品期货指数	825.70	816.89	826.06	813.94	825.47	-8.57	-1.04
油脂指数	520.65	510.54	520.65	507.58	518.63	-8.10	-1.56
粮食指数	1279.62	1271.44	1280.99	1264.59	1281.79	-10.35	-0.81
软商品指数	798.83	794.15	800.91	790.86	799.82	-5.68	-0.71
工业品期货指数	616.87	613.68	619.30	611.54	620.55	-6.86	-1.11
能化指数	564.00	558.07					