

# 林少陽：留得青山在的投資原則

標籤：林少陽 細味投資

文章日期：2022年3月14日

【明報專訊】俄烏戰爭陷入僵局，西方國家不斷增強對俄羅斯的經濟制裁。影響所及，很多原本俄羅斯在全球市場扮演重要供應國角色的糧食及工業原料，都未能如期出口，引發環球市場大混亂。最近，浙江一家不鏽鋼民企沽空巨額倫敦期鎳，而國際鎳價因為俄國出口受限在短短幾日之內被交易對手夾淡倉急升近4倍，令這家名不經傳的國內民企至今累計欠下數十億美元孖展金，公司隨時有違約倒閉的危險，包括摩根大通在內的主要經紀亦可能要上身。

涉事企業名叫青山控股，本身在印尼擁有若干鎳礦資源，據報自2022年初開始累積了總額15萬至20萬噸的倫敦期鎳淡倉。原本，這些淡倉設定的目標是為集團在印尼的鎳礦資源做對沖用的，自己手頭的鎳礦產品，受惠於鎳價的升值，足以沖銷其期鎳淡倉的損失。問題在於集團鎳礦年產量只得3.6萬噸，淡倉總額差不多是集團5年產量，而集團在南洋的鎳礦品純度並不符合倫敦商品交易所的交貨標準。

## 青山沽空鎳遠超可承受水平 如豪賭

集團創辦人兼董事長項光達現年65歲，應該是業界的老行尊。他很可能是之前事業一路太過順利了，在這單交易上，明顯是違背了一般企業交易的風險管理原則。

這單交易涉及的數額很誇張，因為中國每年的鎳礦產能，亦不過只有12萬噸，這家公司一張期鎳沽單，就沽掉整個國家一年以上的產能，而截至2021年底，倫敦商品交易所（LME）的總庫存，也只是10萬噸而已。很明顯，這並不是對沖，而是豪賭，而且交易總額已遠超集團財政以至整個市場所能承受的水平。

上周鎳價曾做出歷史高位10萬美元一噸，青山控股的淡倉倉位市值高達150億至200億美元，帳面損失120億至160億美元。鎳作為生產汽車電池三種主要金屬材料之一，過去幾年的價格持續上漲，不難想像，坐擁巨額鎳礦資源的青山控股過去幾年的盈利應該是水漲船高了。大概是勝利沖昏了頭腦，項光達很可能因為這次過失，要賭上了自己一生的心血了。

不過，網上亦有傳媒指出，青山控股年產3.6萬噸是去年的事，集團剛收購印尼鎳礦不久，擴產後未來產能將達到每年60萬噸。假如能夠如期做到這個規模，那這手頭20萬噸的期鎳，便變得不那麼令人費解。

問題是，青山印尼鎳礦的鎳純度只有55%至65%，不符LME鎳純度達99.8%以上的交貨標準。即使青山本身目的純粹為了對沖這個對沖也存在重大缺陷，這個缺陷很容易被交易對手利用令自己陷於萬劫不復的境地。不夠兩年前，一些國內公眾投資者才見識過紐約期貨交易所炒賣期油可以出現負結算價的歷史場面，慘輸近百億美元的本金。想不到事隔不夠兩年，歷史又再重演。

## 獲利大前提要先保命

金融市場一向遵從叢林法則，獲利的大前提是先要保命。只有確保自己不會錄得永遠追救不回的損失的前提下，我們才有資格去冒險。上周港股以市帳率計已跌破1998年亞洲金融危機高峰時，港元及港股被索羅斯，狙擊時的0.9倍帳面值。除非真的出現第三次世界大戰，否則有閒錢有能力守到最後的投資者，現價確實是一個很不錯的入市時機。只是，投資者要記住，一定要留得青山在，先好入市。

以立投資董事總經理 [Vincent@vlasset.com](mailto:Vincent@vlasset.com)