

# 青山控股集团“伦镍事件”的思考与启示

张学军

今年3月上旬，伦敦金属交易所（LME）镍期货价格在短期内快速上涨，导致我国青山控股集团（简称青山集团）重仓所持LME镍期货空单可能产生数十亿美元亏损，为应对上述市场情形，LME紧急暂停镍交易，并宣布3月8日零点之后镍期货交易全部无效，同时允许延期交割，并对镍交易规则进行了调整，由此爆出此次引起市场广泛关注的青山集团镍期货事件。

笔者一直在大型综合型央企总部从事财务与资金管理工作，并曾于2004年2月至8月公派到LME受训和工作，对LME的规则、产品和运作机制有一定了解。笔者尝试对此次事件进行思考和检视，希望对中国企业或机构未来进一步提高大宗商品风险管理能力有所帮助。

## 一、事件简要回顾

2021年年底之前，LME镍期货价格基本稳定在2万美元/吨以下。到了今年年初，随着俄乌局势日益紧张，LME镍价出现明显上涨趋势，到1月中旬，已攀升至2.4万美元/吨。此时市场传言青山集团重仓做空LME镍期货合约，远高于LME全球镍库存，

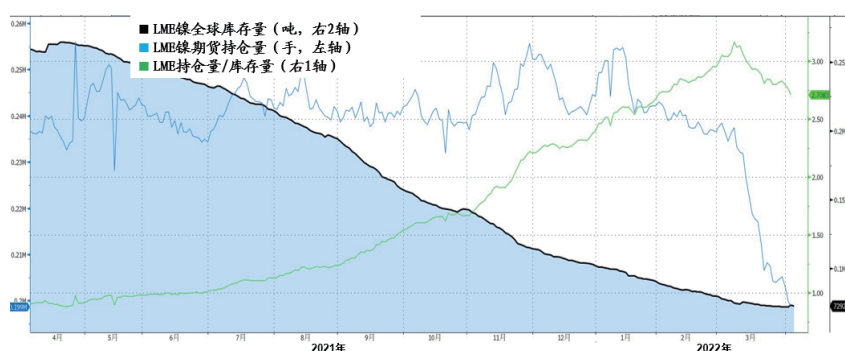


而青山集团自身的镍产能增长有限。2月24日，俄乌冲突升级，欧美国家对俄罗斯的制裁进一步加强（包括将俄罗斯部分银行踢出SWIFT支付系统），导致市场担忧俄罗斯镍产品无法

出口，LME镍价加速上涨。2月24日至3月4日期间，LME镍价累计上涨约19.4%，于3月4日收于约2.9万美元/吨。

3月7日，LME镍价放量急速上

LME 近年镍期货持仓量和全球库存量对比



注：LME 镍期货 1 手为 6 吨

涨，从开盘约 2.9 万美元 / 吨上升到最高 5.5 万美元 / 吨，日内涨幅最高达 89%。与此同时，当日 LME 镍库存降至 7.68 万吨，同比下降约 70%，接近两年来的新低，但镍合约持仓量则高达 117.78 万吨，持仓库存比明显失衡。

3 月 8 日，LME 镍价延续暴涨行情，一度攀升至 10 万美元 / 吨以上，两个交易日累计涨幅近 250%。随后，有媒体报道称青山集团持有的 20 万吨 LME 镍期货空头合约（彭博社报道持仓量逾 15 万吨）将无法在规定期限内完成现货交割。青山集团遭遇多头狙击，面临被强制平仓进而亏损数十亿美元的风险。在这种情况下，LME 紧急停止镍交易并宣布当日交易无效，并接连发布 6 份公告，公布了包括镍在内的所有主要合约增加递延交割机制、头寸转移机制、涨跌停限制等一系列稳定市场的措施。

3 月 15 日，青山集团公告已经与由期货银行债权人组成的银团达成一项静默协议。在静默期内，青山集团和银团将积极协商落实备用、有担保的流动性授信，主要用于青山集团的镍持仓保证金及结算需求；各银行同

意不对青山的持仓进行平仓，或对已有持仓要求增加保证金。作为协议的重要组成部分，青山集团应随着异常市场条件的消除，以合理有序的方式减少其现有持仓。

3 月 16 日，LME 恢复镍交易，镍价连续跌停。截至 3 月 22 日收盘，LME 镍价下跌至约 2.8 万美元 / 吨。LME 镍逼空行情暂时得以缓解，但青山集团是否平仓或与多头方达成和解协议目前尚未有消息，事件后续如何演化仍存在不确定性。

## 二、事件成因简析

根据有关公开信息以及媒体报道，多数市场人士分析本轮 LME 镍价暴涨背后的逻辑并不复杂，主要是国际资本多头（有媒体分析是国际矿业巨头嘉能可，但嘉能可随后予以否认）狙击青山集团，试图通过逼空来实现巨额盈利。

最近两年全球新能源汽车行业快速发展，对镍的需求不断增加，加上国际资本炒作，镍库存总体呈现下降趋势。同时，随着俄乌紧张局势不断升级，市场对镍产品供应更加担忧。今

年年初开始，镍价就出现了明显上涨，到了 2 月份，有媒体报道青山集团为保证未来自有镍矿产出价格稳定，已持有 20 万吨镍期货空头合约。或许此时，多头已经盯上了青山集团。事实上，青山集团自身的镍产品并不符合 LME 期货交割标准，以往可通过购入俄镍产品用于期货交割，但是随着俄乌战争爆发，市场猜测俄镍产品因交易受阻或被移出 LME 交割品种，叠加青山集团持有的空头头寸过大等因素，多头认为青山集团短时间内没有足够的现货用于交割，趁机利用资金优势拉升镍期货价格，同时青山集团被迫对空单平仓或移仓时也进一步推动价格上涨，从而上演了一轮暴涨行情。

回顾此次事件，固然有 LME 未根据经济发展形势变化及时更新交易所规则（LME 镍交割品种不足）、国际资本利用交易所规则（持仓限制和信息披露要求不够严格、无涨跌停限制）恶意逼空等原因，但是青山集团在套期保值风险管控、交易策略、流动性管理和市场敏锐性等方面可能存在的不足，也无疑给了对手可乘之机。

### （一）套期保值还是投机存争议

期货市场具有价格发现和套期保值的功能，但在巨大的利益诱惑下，如果没有完善的风险管控体系制约，套期保值很容易演变为过度套期保值或投机。在本次事件中，青山集团是否存在投机也是市场的争论点之一。支持套期保值的观点认为，青山集团一年的镍金属产量约 60 万吨，而青山集团持有空头头寸约 20 万吨，做空规模没

有超过镍金属产量，是合理的。但基于市场已披露的信息进一步分析，我们发现在青山集团镍产品中，只有高冰镍和 LME 镍关联度较高，而青山集团高冰镍月产量约为 1 万吨，折合年产量约 12 万吨。青山集团空头头寸已超过其相关产品的年产量，存在超额套期保值或投机的嫌疑。

## （二）交叉套保下忽视基差风险和交割风险

交叉套保指当为某一种现货商

品进行套期保值却无同种商品期货合约时，利用另一种价格关联度较高的商品期货合约来进行套期保值。青山集团生产的主要产品为镍铁（含镍量 10% 左右）和高冰镍（含镍量 70% 左右或更高一点），并不符合 LME 镍期货合约（交割品镍含量不低于 99.8%）的交割条件。青山集团所称套期保值实际上是典型的交叉套保。

交叉套保会产生基差风险和交割风险。基差风险是指现货价格和期货

价格偏离的风险，偏离的原因包括期货和现货价格本身的关联度降低（这种情况在交叉套保策略下尤其可能发生），以及期货平仓结算时间和现货购销时间存在时间差。交割风险是指在期货合约到期前不能及时平仓（一般是因为平仓亏损过大）而承担实物交割责任、没有足够实物交割的风险。同一种大宗商品类别下不同品种的商品在品位、纯度等指标上往往存在较大差异，商品品种之间不能相互替代或

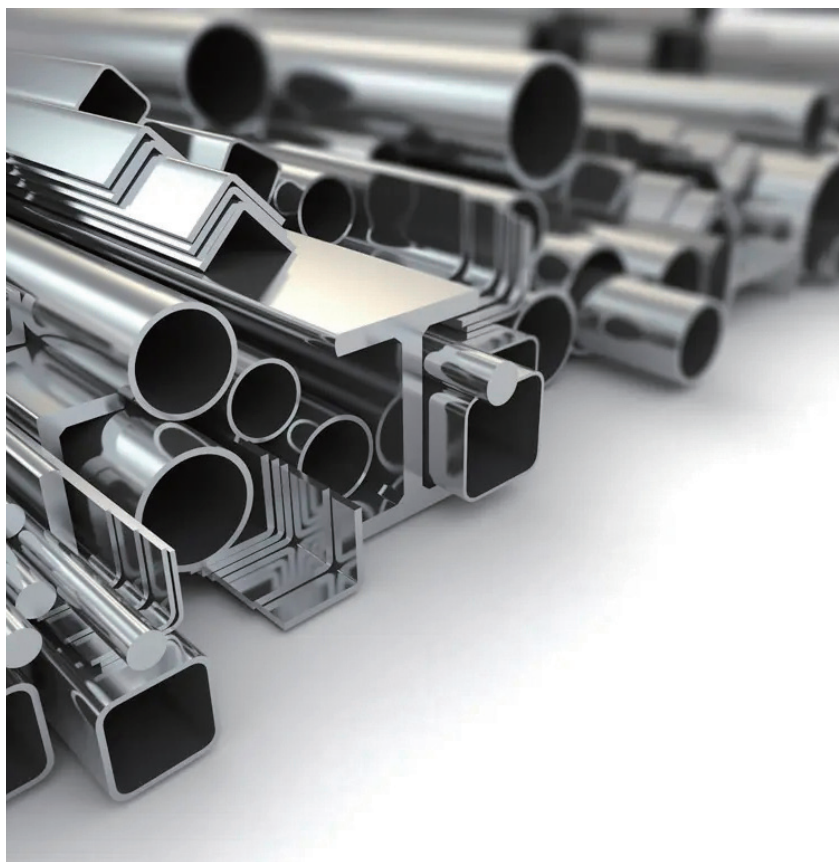


者价格关联度不高，因而相对于利用金融衍生品进行套期保值交易，利用大宗商品衍生品进行套期保值更容易出现交叉套保进而产生基差风险和交割风险。

如前文所述，青山集团持有镍期货空头合约的交易策略属于交叉套保。从事件经过来看，青山集团并未对该交易策略产生的基差风险和交割风险预先采取足够的应对措施。

一是青山集团持有的巨量空头头寸反映出其可能未考虑基差风险。在进行交叉套保时，应反复检验被套期商品（高冰镍）与套期工具（LME 镍期货）价格的关联度，据此确定期货空头头寸并根据价格关联度的变化进行动态调整。但到目前为止，青山集团并未公开说明其重仓 LME 镍空头头寸是如何确定的，镍价上涨以来是否进行过头寸调整。

二是青山集团在持有的期货空头合约集中临近到期前，既没有对头寸进行移仓，也没有准备足够的库存现货用于交割，一旦发生逼空，其将面临巨大的基差风险和交割风险。在没有现货用于交割的情况下，青山集团只能被迫平仓或进行现金交割，承担期货交易的损失。假如青山集团可以以相对应价格立即在现货市场上出售和其 LME 镍空头头寸相对应数量的高冰镍，则其可以通过赚取现货市场利润弥补期货市场损失。但现实情况往往是，巨量空头持有者如青山集团很难实现立即出售如此货量的现货（一是没有足够的货量，二是实物市场流动性较差），未来现货能否完全销售、在什么时间内完成销售和以什么价格



销售都存在不确定性，这取决于市场波动情况和现货买家客户的履约能力等一系列因素。

镍期货在逼空行情下的持续暴涨不可持续，随着镍价格回落，青山集团可能将无法通过现货市场利润弥补期货市场损失，套期保值策略可能最终失效。在青山集团选择的交叉套保策略下，可能将面临交割风险、基差风险和现货交易对手履约风险三重风险叠加的最不利情况。

### （三）流动性管理薄弱

狭义上的流动性管理一般指资金或有价证券的流动性管理，但对于市场规模较小、流动性较差的镍而言，还应考虑实物（交割品种）的流动性管

理。

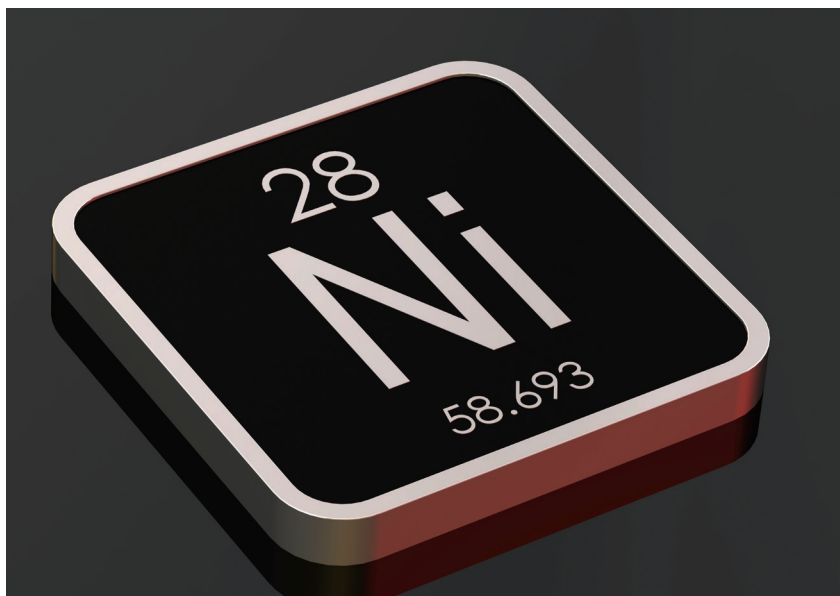
从实物（交割品种）的流动性管理看，实物资源是有限的，过度的资金追逐有限的资源会导致价格扭曲，从而产生价格大幅波动、逼空的可能，期货交易史上操纵者控制住现货流通从而操纵期货价格的案例也层出不穷。交易量相对较小、流动性相对较差的交易品种，在短期内临时完成大量现货买卖的难度极大，天然地容易产生交割风险。LME 镍期货交易量明显小于铜和铝等期货产品，从 2012 年至 2021 年十年间 LME 主力合约日均成交量来看，镍为 6400 手（折合 3.8 万吨），远低于铜 1.6 万手（42 万吨）和铝 1.4 万手（35 万吨）的水平。而

且，镍的逼空行情也并非第一次出现。青山集团本身进行的是交叉套保，又持有如此巨额且交割时间集中的空头头寸，在交割月前不进行减仓和移仓，更是大大增加了交割风险。

从资金的流动性管理来看，虽然目前青山集团与期货银行债权人达成了静默期协议，暂时避免了被强制平仓和追加保证金，但如果 LME 当时没有暂停交易和宣布 3 月 8 日交易无效，银行债权人不同意暂缓强制平仓和追缴保证金，恐怕青山集团已经因为无法及时补足保证金而被强制平仓了。这也反映了在持有巨额空头头寸的情况下，青山集团没有做好补足保证金的准备，暴露出其在期货操盘时资金流动性管理上的不足。

#### （四）缺乏对市场的高度敏感

期货市场的一大特点是零和博弈，且大宗商品期货市场相较金融期货市场波动性往往更大，任何市场的风吹草动都可能引起价格的剧烈变化。因此，大宗商品期货市场参与主体应时刻保持对一切风险因素的高度警觉。2022 年以来，镍库存持续下降，镍价已出现明显上涨趋势；据传某单一客户在到期日最近的 3 张镍期货合约上持有的净多头头寸与仓单总和占总仓单的比例已超过 80%，过分集中的头寸，很容易让人联想到有期货和现货贸易联合体主导 LME 镍期货仓单市场；俄乌紧张局势升级，境外相关消息已经发出可能发生战争的警告；青山集团持有巨额期货空头合约的消息在业内已被传开。只要对以上事件或信号进行认真分析，结合历史上多次逼空案例教训，基本就能得出青山



集团存在被逼空风险的结论。从控制风险的角度而言，青山集团更好的做法无疑是尽早减仓或移仓，提前做好足够的现货以供交割，但青山集团似乎并未采取上述行动。

### 三、相关经验与启示

基于以上分析的基差风险和交割风险，尤其是交割风险，从大宗商品衍生品交易的历史事件来看，逼空要明显多于逼多。中国企业或机构在境外期货市场栽的几次跟头，包括株冶锌期货交易（1997 年）、中航油原油衍生品交易（2004 年）、国储铜期货交易（2005 年）等，都是因为投机做空导致巨额亏损，甚至最终引发企业破产清算。青山集团这次险些又因为期货做空吃亏，但笔者坚持认为，期货本身作为套期保值的有效工具，并不必然造成风险和损失，不应被“妖魔化”，关键在于工具使用者如何科学有效管理，趋利避害。我们也应从历史

和此次事件中总结经验和教训，不断提升大宗商品风险管理的能力。

#### （一）强化风险意识，坚持套期保值和完善风控系统

中国企业或机构应时刻保持强烈的风险意识，坚持套期保值和防止投机的总原则；建立并不断完善包括前中后台分离的岗位体系、分级审批授权的流程体系、多点触发的监控体系和兜底的风险指标体系在内的“四位一体”风险管控系统；风险管理部门应对套期保值交易进行独立评估和监督，严防衍生品交易从套期保值演变为投机；尤其应对于利用做空衍生品进行套期保值的交易保持高度谨慎，建立综合考虑自身所处业务链环节和市场地位、现货和期货两方面特点、市场流动性和自身流动性等诸要素的做空头寸限额机制，严防逼空风险。

#### （二）合理制定交易策略，严格管理基差风险

中国企业或机构在制定套期保值


策略时，应基于现货产销计划建立不同交割期限的头寸，尽可能在时间和数量上与现货匹配；要认真研究基差变化规律，选择合适的期货品种并动态管理持仓头寸，努力将基差风险最小化；要持续关注上下游客户履约能力，动态评估和测试重要客户的履约风险；风险管理部门针对套期保值策略（尤其是交叉套期保值），深入识别是否真正符合套期标准，切实控制好基差风险。

### （三）做好流动性管理，防范交割风险和确保流动性

中国企业或机构应充分关注所经营大宗商品的库存、仓单等基础数据

的变化，在头寸限额管理的基础上适时调整衍生品仓位，尤其针对“小品种”大宗商品，确保有充足的现货来源进行交割，防范逼空情形下的交割风险；期货合约进入交割月后，通常会出现流动性下降、保证金比例提高等情况，逼仓风险也会加大，应特别关注临近到期的衍生品合约，适时采用移仓等方式对头寸进行灵活管理；应定期（频率越高相对越安全）做好保证金压力测试，确保在极端行情下保持流动性充足，防范无法及时足额追缴保证金的流动性风险。

### （四）牢固底线思维，保持对市场的敬畏

中国企业或机构应牢固底线思维，保持对市场的敬畏，全面收集和掌握全球范围内与衍生品交易相关的政治、经济、市场库存、交易对手等各方面信息；深入研究相关衍生品交易所的规则，及时关注规则变化，对于规则中存在的可能被利用的漏洞做到底数清、预案足；要关注和预判包括地缘政治变化在内的“黑天鹅”事件，据此提前对企业持仓盈亏进行敏感性分析，对交易策略、持仓总额和止损限额、流动性管理等风险管理措施定期或不定期进行检视，并做好极端情况下的应对预案。

（作者供职于中国中信集团有限公司）

