



青山控股博弈镍期货



近期伦敦商品交易所（LME）镍期货交易的逼空大战引发市场极大关注。3月7日，LME 镍期货 3 月合约价格从 2.9 万美元/吨暴涨至 5 万美元/吨收盘，紧接着又在 3 月 8 日盘中创下超过 10 万美元/吨的历史纪录，远高于现货的市场价格。LME 在 3 月 8 日被迫介入暂停镍交易，宣布作废当日全部镍期货交易，并推迟原定于 3 月 9 日的现货镍合约交割。

此次镍期货的逼空事件不光导致期货价格严重背离基本面，失去了对现货价格的指导意义，还对实体企业造成了巨大影响。

不少镍生产企业进行套期保值交易持有期货空仓，需要大幅增加保证金，而小规模企业难以在短期内筹集足额资金，面临爆仓的风险。中国镍金属的对外依存度高达 80%，LME 期货价格大涨导致国内外镍的价格倒挂，现货交易陷于停滞，镍加工企业被迫减产或停产，也对下游的不锈钢企业和动力电池企业带来不利影响。

源于浙江温州的不锈钢巨头青山控股是此次被逼空的对象，遭受了惨重损失。据媒体报道，青山控股共持有约 15 万-20 万吨伦镍空单，通过建银国际、工行标准银行等经纪商直接在 LME 持有空单约 3 万吨，其他的空仓头寸可能以场外交易的方式持有，其中与摩根大通的场外交易规模或达 5 万吨。即使是按 2 万美元/吨的损失来估算，青山控股的伦期交易亏损也或将达到 40 亿美元，面临巨额保证金补缴的压力。

2022 年以来伦镍库存量远低于 2018-2021 年的水平，而且由于大量仓单被注销，3 月 7 日注册仓单仍不足 3.7 万吨，而且外媒披露超过一半

的库存被一家实体掌握。就在镍期货逼空大战的高潮，也就是3月8日，作为青山控股经纪商母公司的中国建设银行董事长田国立拜会中国五矿集团董事长翁祖亮，被解读为寻求镍现货库存的支持。不久后，有媒体消息宣称，青山控股用旗下高冰镍置换国内金属镍板，已通过多种渠道调配到充足现货进行交割。

随着镍价的大涨，LME 的注册仓单开始增加。例如3月11日在鹿特丹入库2232吨，但当日LME全球注册仓单总额才达到4.7万吨。以青山控股巨大的空仓头寸，一时难以获得足额镍库存用于实物交割。



场外交易通常是产业机构非常愿意参与的一种衍生品。一是，由于会加入期权的结构，故较持有相同期货头寸的成本更低；二是，通过场外衍

衍生品交易能够更好地隐藏自己所持有的头寸，避免场内头寸持有过大引起关注；三是，场外衍生品交易具有个性化设计，无论在行权价格、到期日期、还是非标准化标的物均可以由金融机构通过各种组合来设计。

据媒体报道，除了摩根大通以外，青山控股持有巨额空仓的场外交易对象还涉及法国巴黎银行、渣打银行、大华银行、星展集团等外资行。而这些金融机构交易后就承担了镍期货的多头风险，需要再通过衍生品交易来管理和对冲自身的风险敞口，这也被称为“背对背交易”。摩根大通就此成为了 LME 最大的镍期货单一空仓持有方。

青山控股采用场外交易为主的持仓结构在期货价格暴涨的情况下给其场外交易对手带来了极大的风险敞口。以摩根大通为例，随着镍期货价格的暴涨，公司需要大幅增加在 LME 的保证金；但是青山控股无法及时追加额外保证金，若其参与交易的境外子公司违约，摩根大通就只能将对应的 LME 空仓头寸进行平仓，可能遭受高达数十亿美元的平仓损失。

在青山控股被逼空后，尽管公司自身遭遇了流动性困难，但仍有底气拒绝认赔出场，继续持有其巨额镍期货空单，而相关金融机构也被迫选择支持。3月15日，青山集团宣布已与相关金融机构组成的银团达成了一项静默协议。在静默期内，各参团期货银行同意不对青山控股的持仓进行平仓，或对已有持仓要求增加保证金；而青山控股也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。

纵观现代金融发展史，交易所取消交易的行为实属罕见，一旦发生通

常会被视为下场干预，危及其中立立场。中国的国债 327 事件就曾有过惨痛教训。

此次 LME 及其清算所承受巨大压力宣布取消交易，背后是镍期货的极端行情带来了系统风险。LME 采用会员（经纪商）结算的模式，由会员与投资者之间或会员与二级代理商进行二次结算。通常情况下，经纪商可以通过强平客户的期货持仓来释放保证金。但此轮镍期货价格的暴涨幅度过大，即使是强平客户的镍期货持仓也无法释放出足够的保证金。部分经纪商面对需要补缴巨额保证金的义务，被迫只能处理其他期货持仓，从而使镍期货的单品种风险传导到其他品种，最终使风险外溢至全市场品种。

3 月 8 日暂停交易前，LME 镍期货 3 月合约价格约为 8 万美元/吨。若交易不被取消，按照这个价格仅摩根大通所持 5 万吨空仓当日又需要补缴 15 亿美元的保证金。这亦是当日作为青山控股期货经纪商的建行积极与五矿集团斡旋沟通的重要原因之一。类似风险外溢事件的影子也体现在 2015 年 A 股市场因股指期货空单受限而传递到商品期货市场。

因此，LME 取消交易体现其处置期货交易系统风险的决心。按照 LME 首席执行官的表达：“如果我们允许价格继续上涨，一些市场参与者将很难继续他们的活动。”

青山控股是全球镍金属和下游不锈钢产业的最大生产商之一。2021 年，青山控股已打通红土镍矿生产高冰镍的技术路线，将进入新能源产业链为三元锂电池提供原材料。公司预期 2022 年生产的镍当量将达 85 万吨，

2023 年再增至 110 万吨。就在青山控股被逼空之后，印尼官方于 3 月 9 日就镍金属的大幅增产计划进行说明。由此可见青山控股对镍产业链及价格的巨大影响力。

目前全球镍期货的交易平台主要集中在 LME 和上海期货交易所。青山控股理论上存在一定的套保需求。但公司的产品中仅为镍铁(含镍量约 10%)和高冰镍(含镍量约 70%)，与期货交易所要求的 99.8%电解镍交割品不符；而且 LME 镍虽然在东南亚有交割库，但均分布在马来西亚和新加坡，对于主生产地在印尼而言的青山控股，交割品入库注册仓单的运输过程显然不够便利。

从历史信息来看，青山控股交易镍期货的方向多变，交易数量巨大。据媒体报道，2019 年 9 月青山控股曾购入近半数 LME 镍库存，总量高达 3 万吨至 8 万吨之间，引发镍期货价格大涨，导致 LME 对镍库存大幅下降进行调查，并要求交易客户披露业务原因。

2022 年以来镍金属价格大幅上涨，而青山控股认为其未来产量将大幅增加，全球镍供应将从短期转为过剩，开始建立巨额镍期货空仓。临近交

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39647

