



# 全球重大衍生品交易事件： 猎杀、逼仓、巨亏及启示



意见领袖 | 任泽平团队

导读

3月初，青山“伦镍”事件出现衍生品交易市场史诗级逼空行情，震动全球，其跌宕起伏远超任何商业大片。俄乌冲突引爆伦敦金属交易所 LME 镍价大涨，青山集团作为 LME 镍套保空头，其大量交易仓位一度因难以交割面临巨额盘面损失。

往事并不如烟，周期不断上演，类似的由国际衍生品交易引发的惊天商战多次发生，也对中国企业出海敲响警钟。巴林银行破产事件，1995年，未经授权的日经股指和利率期货交易产生巨额亏损，有 233 年历史的巴林银行最终倒闭。中航油危机，2004 年，中航油新加坡卖出原油看涨期权，最终油价攀升导致爆仓亏损。国储铜巨亏事件，2005 年，国储局交易员在 LME 建立大量铜空头仓位，而后铜价大涨造成巨大损失。原油宝巨亏事件，2020 年，疫情影响下出现负油价，挂钩国际原油期货的原油宝产品产生较大亏损。

巴林银行破产、国储铜巨亏、中航油危机、原油宝巨亏、伦镍逼空等重大交易事件，都说明了极端行情下衍生品逼仓易发生长尾风险，参与方应积极进行风险应对。

纵观全球历史上几次重大的衍生品交易引发的危机，得出五点启示：参与市场必须了解市场；严格划分投机和套保头寸；建立有效的金融衍生

品业务风险管理体系；深化建设高水平国内衍生品市场；深刻认知金融市场“黑天鹅”，做好压力测试。



## 正文

### 1 1995 年巴林银行破产事件

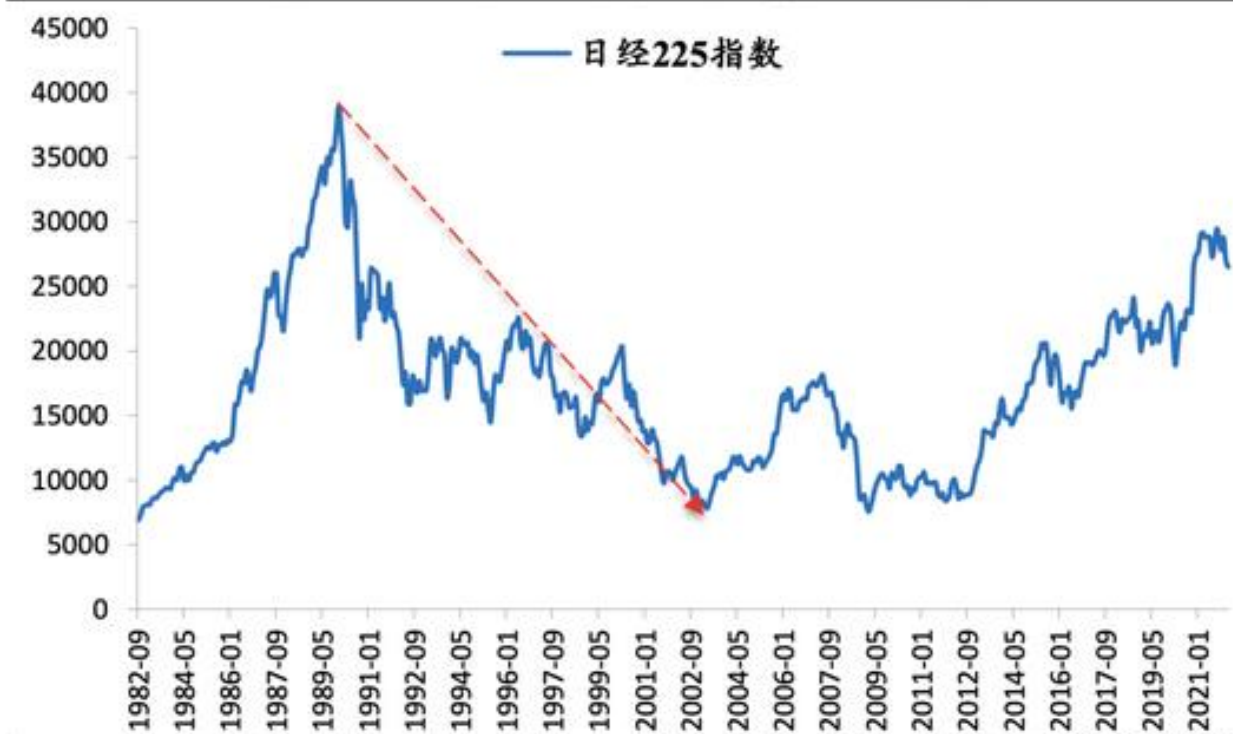
1.1 事件始末：开设秘密交易账户，误判形势逆势做多日经股指、做空国债，出现巨额亏损

巴林银行 1762 年在伦敦开业，是英国历史最悠久的银行之一，在亚洲、拉美等新兴市场地区开展业务。1994 年，巴林银行税前利润达 15 亿美元，核心资本在全球 1000 家大型银行中排名第 489 位。1995 年 2 月 26 日，巴林银行因其新加坡支行交易员尼克里森违规从事衍生工具业务而遭受巨额损失，无力继续经营而宣布破产。

缺乏有效内控，跨国银行经营过程中风险管理出现重大疏漏。交易员尼克里森 1989 年到巴林银行工作，1992 年，出任新加坡期货部总经理，负责交易头寸管理也负责雇佣交易员和后台清算人员。由于没有建立防火墙机制，里森建立秘密交易账户，多次隐藏交易操作亏损和未经批准的交易头寸。到 1994 年，隐藏账户累计损失超过 2 亿英镑。未经内控批准的衍生品交易头寸，在极端市场条件下容易迅速放大风险。

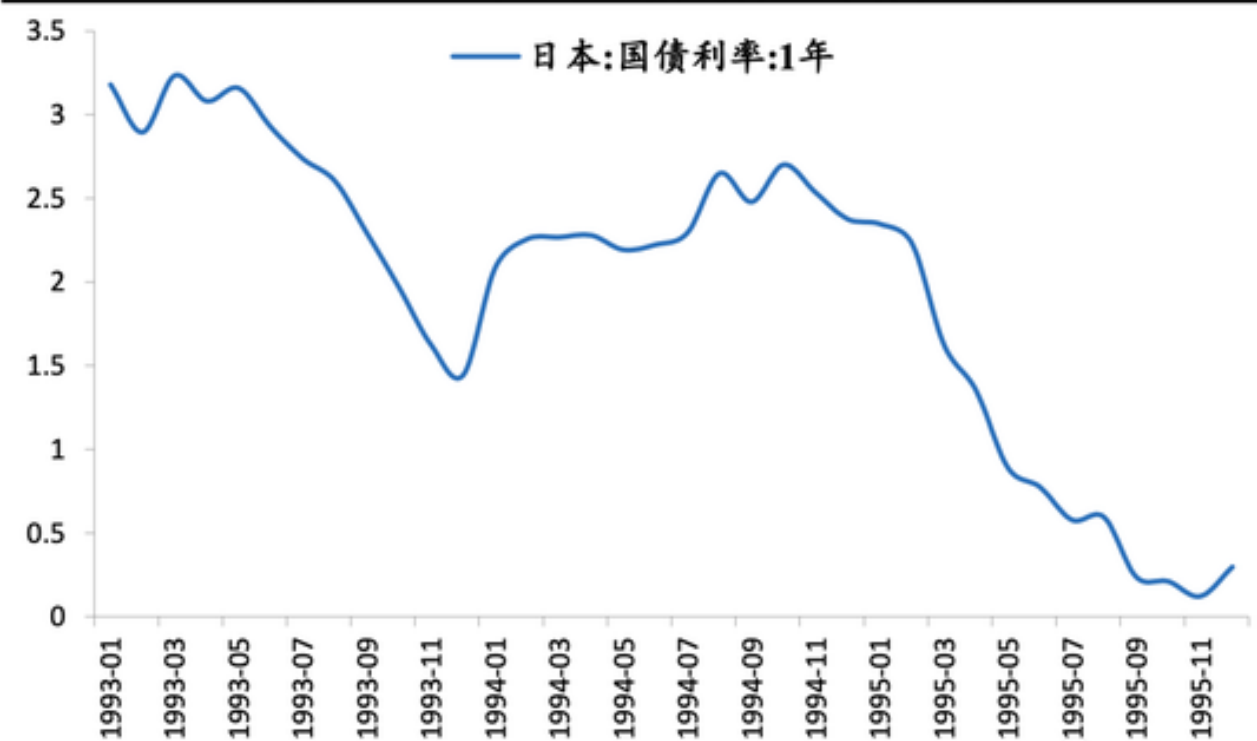
误判日本经济形势，逆势投机日经指数、做空日本债券。上世纪 90 年代，在长周期经济人口拐点、房地产泡沫崩溃、美日贸易摩擦等多重因素作用下，日本股市很长时间都处于漫长的震荡下跌趋势中，而在这种长期趋势中，交易员尼克里森错误判断了日本股市的走向。1995 年，里森构建了做多日经指数期货合约、做空日本短期利率债券的交易组合。但市场并未跟随他的预期。一是广场协议后日元连续多年漫长的升值过程接近尾声，日元兑美元汇率在 1995 年 2 季度达到最高，市场对日本贸易出口和经济不确定性悲观情绪陡增。二是 1995 年 1 月，日本发生阪神地震，市场避险情绪骤起，1994 年短暂回升的日本股市又再度回到下跌通道，而国债收益率亦快速下行，其中 1 年期国债利率从 1994 年高点 2.5% 一直下行到 1995 年最低点 0.04%。巴林银行股指多头和国债空头的总组合损失最终高达 14 亿美元。

图表： 90年代日本股市处于漫长下跌过程



资料来源：Wind，泽平宏观

图表： 2005年日本短期国债跌至零利率区间



资料来源：Wind，泽平宏观

## 1.2 影响：百年大行惨遭破产，银行业风险监管维度调整

百年大行最终破产，全球金融风险传染。1995年，有233年历史的巴林银行最终倒闭。倒闭后，以1英镑的象征价格卖给荷兰的ING集团。巴林银行破产对国际金融市场产生影响，一是全球股市受到不同程度冲击，二是扰动英镑汇率走低，三是对全球金融业经营产生隐性影响。

巴塞尔协议监管调整，银行风险更注重多维度考量。原巴塞尔协议更侧重强调对银行信用风险考量，如仅按信用风险权重计算，巴林银行在倒闭前仍是一家资本充足率良好的银行。但如果加入交易风险、市场风险等多元因素考量，则“秘密账户”的存在就是极大的交易风险暴露。1998年巴塞尔协议再度修改，要求银行的资本充足率水平应该与银行面临的各种风险结合，把风险考量扩大到市场风险和操作风险等方面，而不仅限于将资本充足率与信用风险挂钩。《巴塞尔新资本协议》2004年公布，2006年开始实施。根据巴塞尔新资本协议，银行应及时公开披露包括资本结构、风险敞口及风险管理战略等信息。

## 2 2004年中航油危机事件

### 2.1 事件始末：从双边到投机，风控疏漏和无限加仓

中国航油（新加坡）股份有限公司于1993年成立，是中国航空油料集团公司的海外控股公司，2001年在新加坡交易所主板上市。作为中国重要的航油进口商，向国内各地机场以及北美欧洲等国际机场供应航油。

由于贸易额巨大，中航油于 2002 年开始进行石油衍生品交易。

2003-2004 年期间，中航油通过伦敦石油期货市场交易和场外柜台期权市场交易看空原油的期权组合，最终油价攀升导致爆仓亏损。2004 年 11 月 30 日，中航油向新加坡交易所申请停牌，12 月 1 日公告称公司在投机性石油衍生品交易中重创，合计损失 5.5 亿美元。

起初中航油的交易风险并非完全不可控，但是在中间商业业务到投机性期权交易的过程中，在头寸展期和无限加仓掩饰账面亏损的操作下，头寸风险逐步被放大。

第一阶段，中间商期权交易，风险尚可控。2002 年中航油取得境外交易资格，开始进行石油衍生品交易。起初公司多开展的是中间商业业务，开展双边背对背期权交易赚取佣金，本身面临的单边头寸暴露风险较低。

第二阶段，投机仓位暂获成功。2003 年 2 季度开始，中航油开始从事投机性石油期权交易。中航油开始预期石油价格将上涨，通过做多看涨期权和做空看跌期权的组合做多油价，一度盈利超百万美元。

第三阶段，误判油价风险扩大。2003 年 10 月起，中航油预测油价下跌，通过卖出看涨期权和买入看跌期权的组合交易策略建立空头头寸。伊拉克战争影响原油供需缺口拉大，国际油价大幅上升，公司的期权投机仓位损失不断扩大，但此时中航油管理层未能风控止损，亦未及时确认和披露衍生品交易风险。

第四阶段，持续移仓加仓，风险爆发。2004年4月至2004年10月期间，中航油不断加大交易头寸规模。选择对到期的卖出看涨期权滚动移仓，在油价上涨背景下，选择卖出价格更贵的远期看涨合约，以获得权利金弥补保证金缺口。最终有效合约超5000万桶，而彼时其每年进口量约为1500万桶，远超套期保值所需必要头寸的范围。期间，WTI原油价格从2003年10月约30美元/桶最高上涨至2004年10月55美元/桶以上，中航油空头投机仓位持续面临日本三井公司、高盛、巴克莱资本、伦敦标准银行等对手方逼仓，损失巨大。

根据PWC出具的审计报告，价格误判、衍生品估值披露失误、风控职责疏漏等三大因素造成了公司投机性期权交易损失：一是对石油价格误判，从2003年第4季度开始对油价走势观点错误。二是未能严格执行期权估值和披露标准，未对期权组合进行估值，也未能在财务报表正确披露。三是风险管理疏漏，公司缺乏专门针对期权交易的适当和严格的风险管理程序，管理层也未遵守风险管理政策，审计部门、董事会未能履行衍生品风控职责。

**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\\_40709](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40709)

