

101365美元/吨。这是3月8日伦镍03合约创下的历史新高，伦镍被交易所停止交易时，价格定格在80000美元/吨。

表面上看，这是在地缘政治冲突升级导致的短期现象。但短期逻辑很大程度上抹杀长期基本面供求，从而造就了大宗商品价格极度扭曲和血腥的逼空行情。此类事件中，多数为期货套期保值做成了投机。在疯狂的镍价面前，一条未经证实的传闻称，嘉能可在LME镍上逼仓青山集团，要其出让在印尼镍矿的60%股权。

大宗商品价格剧烈波动，背后往往是金融猎杀导致的结果。银柿财经记者在此为广大投资者做了整理，以史为鉴，对投资市场保持敬畏。

什么是做空套期保值？

根据套期保值原理，套期保值所需要的期货合约的数量是根据投资者将来交易的现货量的多少来确定的。对于空头套期保值来说，即使进行完全套期保值，所卖空的期货合约也只能与企业所持有的现货或者将来会持有的现货的数量相当。一旦超过这个数额，就需要承担额外的头寸风险，套期保值就变成了投机。

“逼仓”是种什么操作？

首先，逼仓是非法的，它能让交易中一方获得暴利，一方严重盈亏。逼仓一般出现在可交割的现货量不大的情况下，逼仓者是市场中的买方，它既拥有大量的现货头寸，又拥有大量的期货头寸，这样可以使没有现货的空方或卖方在进入交割月以后，不得不以较高价格平掉自己的仓位，而且期货价格一般会偏离现货价格较远，这就是逼仓。逼仓大致可分为两种方式，一种是通过做多头实现、另一种则是通过做空头实现。

空逼多：操纵市场者利用资金或实物优势，在期货市场上大量卖出某种期货合约，使其拥有的空头持仓大大超过多方能够承接实物的能力。从而使期货市场的价格急剧下跌，迫使投机多头以低价位卖出持有的合约认赔出局，或出于资金实力不能接货而受到违约罚款，从而牟取暴利。

多逼空：在一些小品种的期货交易中，当操纵市场者预期可供交割的现货商品不足时，即凭借资金优势在期货市场建立足够的多头持仓以拉高期货价格，同时大量收购和囤积可用于交割的实物，于是现货市场的价格同时升高。这样当合约临近交割时，迫使空头会员和客户要么以高价买回期货合约认赔平仓出局，要么以高价买入现货进行实物交割，甚至因无法交出实物而受到违约罚款，这样多头头寸持有者即可从中牟取暴利。

其次，从逼空的市场条件来看，无论当前价格是不是反映真实的供需关系，镍的库存确实处于历史极低水位。同时现货的超季节性升水，则为逼空提供了基础条件。期货逼空最大要件是库存（仓单）低，此外，持仓量大、空头集中和基本面支持是另三个不可或缺的因素。

与股票逼空类似，期货逼空有几个阶段：买入、上涨、平仓、仓单处理。

买入阶段：仓单或者库存是多还是少，并不仅仅看它的绝对水平，还要看仓单和持仓量的比值。也就是所谓的虚实盘比，如果持仓量远远大于仓单水平，也即意味着未来交割根本就没有足够的实盘库存。所以在买入阶段，多头要在低位积累尽量多的多头持仓。

上涨和平仓阶段：期货逼空的特征是只要多头不平仓，空头只能交货或者平仓，空头平仓反过来就会把价格继续拉高，这是逼空的实质。

仓单处理：现货卖出或者通过期货合约卖出等。

如果持仓量不足或者空头相对分散，也会使得逼空行情昙花一现。此外，从此前有名的逼空案例来看，基本面往往是逼空成败的决定性因素。如果被基本面趋势证伪，逼空就会而失败。

LME史上知名逼仓事件

在伦敦金属交易所（LME）的历史上，发生过多起逼仓事件。银柿财经记者对此进行了梳理。

【株冶伦锌期货事件】

1997年的株洲冶炼厂，即现如今的株洲冶炼集团，是当时中国最大的铅锌生产和出口基地之一。“株冶”生产的“火炬牌”锌是我国第一个在LME注册的品牌，为防止将来销售时锌价下跌，该厂在LME进行空头（卖出）套期保值。

1997年，在国际期货市场上已从事两年多交易的“株冶”交易人员，在伦敦金属交易所越权进行交易，大量卖空锌期货合约，其头寸远超既定期货交易方案，被境外对冲基金盯住并进行逼仓。

事情暴露时，“株冶”在伦敦金属交易所已卖出45万吨锌，而当时“株冶”锌的年产量仅为30万吨，所持空头头寸远远超过所持有的现货量，这也是境外机构敢于放手逼仓的根本原因。

事发后，“株冶”通过种种办法组织货源以应付“巨量交割”，无奈抛售头寸太大，最后只好以高价买入部分合约平仓了结。由于从1997年初开始的半年里，多头推高伦敦锌价，涨幅超过50%，“株冶”在最后集中性平仓的三天内亏损额达1.76亿美元，按照当时的汇率，折合人民币14.59亿元，从而导致了业界无人不晓的株冶“套保变投机”的期货风险事件。

【住友商社伦铜期货事件】

20世纪50年代，住友商社发展成日本第三大最有实力的金融综合性企业集团和日本最大的交易商行之一。住友商社是整个住友集团的核心实体。1995年期铜交易量达75万吨，约占当年世界铜产量1004万吨的7.5%，铜期货合约成交额约占伦敦金属交易所市场总成交额的14%。

1970年，22岁的滨中泰男进入住友商社。20世纪70年代末，滨中泰男被公司派到伦敦金属交易所参与金属期货交易，彼时他还只是一个普通小职员。然而当他1983年返回国内时，过手的铜交易量已经有每年1万吨，在国际期铜大户中崭露头角。由于其领导的住友商社有色金属交易小组已控制了全球铜交易量的5%之多，滨中泰男被人称为“百分之五先生”。

滨中泰男在期铜交易中所持有的是多头头寸，铜价上行时，获利颇多。然而1995年开始，铜价步入熊市。1995年1月20日，铜价还在3075美元/吨，到1996年初，已跌到2600美元/吨以下。铜价的连续下挫使得滨中泰男的多头头寸倒亏严重。事发前很长一段时间内，滨中泰男还在市场上放风，称他与中国的几家公司有着巨额的铜现货交易，以需要套期保值为由，长期大量买入多头铜期货合约，企图以此影响铜市场价格。但过高的期铜价格吸引了大量短期投机者入市做空，其中包括一些著名的投资基金，如索罗斯量子基金、罗伯逊老虎基金等。这时，滨中泰男孤注一掷，继续大量买入多头期铜合约。1996年5月9日，伦敦金属期货交易所3个月期的期铜价达到该年度的最高点2715.50美元/吨。而然，铜市场的基本面状况朝着对滨中泰男非常不利的方向发展：世界第一大产铜国智利的一座重要矿山的罢工被平息，铜市场的供求状况好转；滨中泰男的重要贸易伙伴——中国几家公司的铜购买量已被证实并不像宣称的那样多；伦敦金属交易所终于查出滨中泰男在银行的存款余额通知单中有2000万美元，与住友商社财会部门掌握的数额不符等，至此，滨中泰男未经授权非法交易的违规事件东窗事发。1996年6月5日，滨中泰男承认了未经授权违规操作的事实。

1996年6月14日，日本住友商社总裁秋山富一在东京发布公告，该公司有色金属交易部部长兼首席交易员滨中泰男与一名8年前离职的雇员，长期从事未经授权的国际期铜交易，致使住友商社遭受了18亿美元的巨额损失。

住友事件一经披露，立即引起国际期铜市场价格狂跌，LME3个月期铜价格从消息公布前的2150美元/吨急速下挫至6月17日的1800美元/吨。由于住友商社仍有200万吨铜尚待出售，损失被进一步扩大，保守估计其亏损额至少已达30亿美元。虽然住友商社凭借其巨额资产的支撑没有遭受破产清算的厄运，但此事件对住友商社的声誉和后来的经营都带来了巨大的影响。

【国储铜事件】

2005年，中国国家储备（以下简称国储）与国际基金在伦铜期货上进行了一场惨烈的对决。在这场对决中，国际基金不断逼空国储，而国储则不断通过抛售国内现货的方式来挽回损失。

此次事件的关键人物刘其兵于1995年获得了在伦敦金属交易所为期半年的实习机会，在此期间他协助建立了连接伦敦金属交易所和国家物资储备局的电脑网络。1998年，国储通过LME进行自营期货业务，具体工作由刘其兵负责实施。

2003年，在铜期货市场的大牛市还未启动时，刘其兵就开始大量重仓，此时，国际铜价从每吨1000多美元涨到3000美元，刘其兵给调节中心带来了不小的利润。但是当国际铜价冲到3000美元的新高后，刘其兵一反常态，开始决意做空，曾经有人劝阻他放弃做空，但他始终很坚决。2004年10月，LME铜价一天暴跌10%后，决定最后一搏的刘其兵在其结构性期权组合中越权大量卖出看涨期权。但是国际铜价并未如他所愿，而是一路攀高，直接冲破4000美元/吨，此时刘其兵的账面亏损已达6.06亿美元。当年11月中旬，刘其兵留下一封书信后失踪。

如果国际基金此时逼仓成功，国储可能在这单做空合约上遭受巨额亏损。为此，国储打响了对抗国际基金的保卫战。

为挽救大量的海外空头头寸，此前行事极为低调的国储，在两个月内频频高调出场：当年10月开始在上海期货交易所增加库存，11月11日，国储一位官员声称，国储目前的铜存储量有130万吨，远远高出此前市场预计的30万吨水平。

自11月16日开始连续四周，国储每周在国内现货市场上通过拍卖手段抛出2万吨现货。国储的这些言论和举措意图非常明显，都是有利于空头。但事与愿违，铜价仍在进一步上涨。

除了在国内现货市场上抛铜之外，国储在期货市场上也非常高调。有外电报道，2004年11月16日晚，国储向国务院申请要求出口20万吨铜，这一数字与传闻中国储在LME所建的空头头寸相符。在此传闻下，LME三月期铜价格每吨下跌了近40美元，至4075美元水平，但很快又涨回了原来价位。随后，从宁波港传来的消息称，在

合约交割之前，国储已经向新加坡的LME仓库运出了超过3万吨江铜（江西铜业出产的铜）。同时，国储还在沪铜市场的2004年12月和2005年1月合约上抛了近4万吨空单。从沪铜交割库传出的信息看，这些空头合约都将会予以交割，而国储已经将4万吨铜运入了仓库。

国储曾先后四次在现货市场上拍卖铜，但结局都事与愿违，拍卖底价继续抬高，期铜价格则继续上涨。2004年12月2日，LME铜三月期铜价格攀升到了每吨4445美元。

12月7日晚是伦铜期权宣告日，这一天交易双方需要决定放弃还是执行手中的期权。该日的铜价仍旧在4400美元以上横盘。而从期货市场逼空的规则来说，只有当铜价回复其理性价位，才能宣告这场战役的正式结束。国储在12月21日（其20万吨空头头寸到期日）之前试图通过在国内现货市场抛铜，并挽回损失的策略宣告失败。

最终，2005年10月，刘其兵在云南被抓获归案。经法院审理判决，因刘其兵违反国家对国有单位进行期货交易的相关规定，擅自将该国储的资金用于境外非套期保值的期货交易，导致发改委物资储备调节中心损失人民币9.2亿元，获刑7年。至此，国储铜事件告一段落。

如何避免“被逼仓”

类似事件在历史上还有很多，对于此类事件的反思，一位不愿透露姓名的期货交易商对银柿财经记者表示：“企业内控制度不健全是导致期货套期保值交易变为投机交易的主要因素。应完善并严格执行风险管理制度及内控监督机制。应加强风险意识，特别对于金融衍生品投资的市场风险，应有全面认识，不可盲从轻信。”

而对于2021年以来多重因素叠加形成的商品牛市，上述人士补充道：“此时做空风险巨大，有可能出现巨额经济换失。当前，各企业要么停止套保，要么适当参与做多。如果担心价格波动大导致加大亏损，可以减少加工贸易。前车之鉴，后事之师，若不能及时猛醒，牛市做空，有可能一失足成千古恨。”

本文源自银柿财经