



國際脈動

LME 多事之秋--交易所的事件演變，易手可能與發展觀察

◎屠世天

前言

被港交所併購10年之後，LME目前處於多事之秋。2022鎳停盤事件使市場對交易所產生信心危機，需要非常謹慎從公司治理和制度監管等層面，來化解市場的不信任感。第一份已出爐的獨立調查報告和後續監管機構若都做出管理不當的判斷，則董事長和CEO可能需要負責，甚至引發惡意收購。母公司香港交易所也面對來自全球大環境多變的挑戰，特別是反送中後港版國安法出台，香港的金融產業有人才陸續出走，競爭力流失的長期隱患。但LME目前缺乏有實力的競爭者，可望爭取到改革調整的時間，其發展走向值得期貨界深入觀察探討。

東升西不降：LME改隸十年的演變和重大事件

半官方的港交所，是香港特區維持發展與西方資本市場連結的重要橋樑和門戶。透過併購LME，港交所成功的把西方有色金屬避險交割的系統帶到大陸市場門口。同時鼓勵內地的金屬業者，從上游探勘採選礦、中游純化冶煉到下游加工製造，都進一步導入與西方系統接軌的套保需求。十年來對LME的軟硬體設施投資大幅增長，包括線上電子交易LME select下

單系統、電子倉單LMEsword系統和結算系統都順利導入運行。又加長了亞洲時段場外交易時間，帶給印太市場需要避險的用戶相當多的方便，強化了LME全球競爭力及市場寡佔的優勢。（參考文獻1）

LME會員結構也有些許變化，中資公司加入各級會員比例增加，包含一級會員Ring Dealing Members 8家中，有2家是中資企業在倫敦的分支機構，分別是建設銀行集團的建銀國際控股（CCBI）和廣東發展銀行旗下的廣發金融交易（GF Financial Markets），另外還有四家中資公司是結算會員。少數中資公司已加入部份重要的委員會，參與交易所日常事務。從董事會和執行委員會（EXCOM）組成來看，LME仍舊是以服務少數傳統西方會員為主，多數亞洲會員為輔的傳統期貨交易所。

中國已經是全球最大的金屬生產國和消費市場，2021年有色金屬總產量達到6,450萬噸（參考文獻2）。貿易上也是重要的淨進口國（銅），和淨出口國（鋁）。其內部貿易套保避險需求，持續推動期貨市場新品種如雨後春筍地增加，目前至少有在上海、鄭州和大連的三大商品交易所，負責有色、貴小金屬、黑色、礦物、動植物農產品、能源

及工業原物料期貨及交割，發展相當蓬勃。

過去四十年裡，LME因此總共發生三次比較重大事件，其中兩次造成停盤，概述如下：

1985年錫停盤危機

由主要產錫國家共同出資組建和控制國際錫協會ITC，長期用買低賣高方式做錫價格調控，普遍為當時監管機構接受，和當時的自由市場相安無事。此機制變相鼓勵第三世界產錫國家擴大生產較低品位標純錫（Standard Grade Tin），80年代體量較小的LME錫合約長期緩慢上漲，在大量收儲之後1985年ITC資金用完，無以為繼。緊張情緒使錫價從每噸\$17,000高點驟降至\$5,800，ITC因此破產遭求償，錫市場秩序大亂。LME決定錫交易停盤44個月，到1989年才恢復正常，修訂規則後改以美元交易高純錫（High Grade Tin），直到今日（參考文獻4）。

1996年住友銅先生事件

原銅業大戶住友商事首席銅交易員浜中泰男（Yasuo Hamanaka）與多間經紀商串通，在交易所及場外建立銅多頭部位達200萬噸，並未得到公司授權，又掌握了90%LME銅倉單，試圖操縱銅市，結果價格下跌造成虧損。整起事件被隱藏十年後終於在1996年東窗事發，累積造成住友26億美元的虧損（參考文獻5）。浜中泰男遭撤職查辦，以隱瞞未授權交易罪入獄服刑7年。

LME在這個震驚全球金融案件中，成功地扮演了吹哨人、調查協助者、專家證人、交易平台、規則修改制定單位以及提振市場

的信心來源等多種重要角色。LME事後修改交易規則，對一級會員大型客戶實施教育訓練，落實監管強度，以防範未授權的巨量場內交易再次發生。並藉由年會對市場喊話，增加經紀商透明度，讓銅價和波動幅度逐步正常，成功恢復金屬行業對交易所處理危機的信心。

日本是當時世界次大經濟體，也是交易最頻繁的國家，但銅流動性和持倉量甚大，涉案調查的80,000口部位保證金都到位，未造成失控的高波動率交易阻斷問題，所以倫敦銅正常運作並未停止交易。

2022年鎳停盤事件

該事件本刊前數期已有詳細報導，不再贅述，僅對照2022與1996狀況之異同。去年中國是全球次大經濟體和最活躍的交易國，與96年的日本十分相似。但青山被逼倉的總部位，場內外共約3.3萬口鎳，遠大於倫敦鎳每天的成交持倉量，加上3月7日當天250%的漲幅和保證金瀕臨違約的一級會員們，才有停盤的決定。西方分析師認為，LME取消爆漲訂單，避免了死亡漩渦造成系統崩潰風險。因為若會員大面積違約，則LME Clear清算公司必須以當時價格接手違約者的合約，而超過多年所累積的違約基金。因此被迫要緊急注資來恢復水位，以應付又一波違約會員所帶來的損失。此一違約基金增資惡性循環被稱為LME的死亡漩渦（參考文獻6）。

換個角度看，此危機牽涉了大到不能倒的一級和中資會員，與一帶一路上盡全力配合政策的最大鎳不銹鋼集團。所以倫鎳停盤



Market information

6天取消交易看似營救大客戶、會員和市場的見仁見智決定，注定要面對各方調查及司法訴訟程序。從錫到鎳這37年來歷史軌跡和現今港資背景分析，LME選擇損失極小化做法是可以理解的。很可能在不承認疏失前提下接受監管機構的市場動盪罰金，並與訴訟對象法庭外達成和解。最終港交所也許不需賣出LME股權，大多數的會員和客戶仍將繼續交易，並接受更加透明的規則。鎳成交量縮小，主因是一年來每日交易時段縮短，價格波動大玩家退場及醜聞太多造成銀行不敢融資。

信譽受損的LME努力修復市場信心，即便馬上實施15%漲跌停版，因暫停亞洲盤，鎳合約交易量大幅減少，連帶間接導致人民幣計價的上海鎳，先盛後衰。待3月份恢復亞洲時段電子交易後，大客戶預計會逐漸回籠。若將來能成功推廣新品種硫酸鎳合約掛牌，假以時日恢復昔日榮景是可以期待的。

對LME第一份獨立調查已出爐，明確指出交易所缺失及改進方向，LME董事長已決定不尋求連任。等今年監管部門調查結果陸續完成後，希望可以帶來公允的歷史評價和針對場外巨量能見度及即時風險警示的有效解決方案。

港交所，倫敦交易所與中國

去年慶祝上市20週年的港交所（HKEX）2012年以17億美元併購倫敦金屬交易所，是全球金融領域劃時代的事件，也讓港交所理事會主席李小加（Charles Li）在金屬行業一夜成名。

港交所趕上了2001年中國順利加入世界貿易組織的新機遇，可說是香港回歸以來中國進一步成長的獲益者。各國和大陸優秀的公司都選擇到港交所主板上市籌資及交易，影響力日漸擴大，成為東西方之間最強的超級連結平台（Super Connector between East and West）。（參考文獻7）

從十二五到十三五計劃的十年（2011-2020）間，港交所成功的擴大證券、衍生商品及金屬的規模，順利買下LME。可惜反送中及港版國安法使國際氛圍快速惡化，大手筆想要併購倫敦證券交易所（LSE）的專案以失敗告終，李小加也於2020年底提前退休。在部分西方公司退市之後，港交所現在最凸顯的功能是提供相對友善的上市融資平台，給曾在海外風光上市但近期下市的中國籍500強公司，繼續扮演好門戶的角色。雖然彎道超車暫時失利，但港交所仍然擁有經營金屬領域十年的話語權和影響力，可繼續開展有中國特色的套保系統，市場頗需要的金屬滬港通、滬倫通等實用的跨市平台。

易手可能性：白馬王子或將出現

2022下半年起，有兩家西方期貨交易所陸續表達收購LME意願，但遭到婉拒（參考文獻8）。表1列出有可能被香港交易所接受的買方，及在筆者模擬情境中成功併購的可能性。LME要順利易手門檻相當高，嘗試情境分析如下：

- 首先要有實力足夠的買方，為全球前列對中國接納的政府所監管的期貨交易所，願意提出合理價格。市值高成交量熱絡的大型交易所，歐亞美洲都有。產

品線若能與基本金屬互補而不重疊，對倉單庫存結算等系統相容性高，加以符合雙方長期發展的策略的話，則成功的機率大為增加。

- 控股的港交所，在外部大氣候（金融監管、區域緊張、疫情鬆綁），及內部小環境（客戶訴訟、庫存偏低和見好就收的壓力），可能逐漸發生意願及需求，透過出售股權化解西方金融界的圍堵，增加交流合作關係。相關條件需在港府內部先達成共識，並說服港澳辦及中南海找到政治正確的下台階，方能重回世界舞台的策略。
- 可能性較小的情境是西方世界看清中共本質，金融全面去中化壓力快速升高，港府為避免更創根式的制裁，棄車保帥使港交所同意，在面子裡子兼顧的基礎上出售。
- 英美歐監管機構立法加強執行場外交易透明度要求，天價裁罰LME 甚至港交所缺失。並嚴格要求加強部位揭露的預警機制，使貢獻最大交易量的族群，逐漸轉向其他交易所而影響獲利。

表1所列的四大可能買方之中，意願或許較高的分別是洲際交易所（ICE）及芝加哥商品交易所（CME）。此二家都在美國上市實力旗鼓相當。ICE對美國境外期貨市場著力很深，有成功的經營併購經驗，去年主動向港交所洽談收購LME，被婉拒後無功而返。全球最大的CME總部在芝加哥，旗下交易所遍佈美國各個角落。美國監管環境及反壟斷法令相當嚴格，需要及早處理市場占有率可能過高的困難。即便提出併購案，對

LME傳統交易模式的堅持，高科技交易整合及全球客戶資安維護都將是癥結點。

新加坡交易所（SGX）近年戮力經營，推出的商品合約參考價格地位頗高，已受到歐美市場重視。可惜總市值規模比較小，意願較低，唯有兩強相爭不下，監管機構及主權基金才會考慮同意以小併大。而距離最近的上海期交所（SHFE），是大陸的非營利事業體，意願不明。即便買賣雙方或有政策高層聯繫，但在近期地緣緊繃嚴控和圍堵氣氛中，要折騰已經獲利10年的金雞母，邏輯上可能成案立項的機會微乎其微。

質言之，目前LME收購成案困難度頗高，大環境尚未成熟。若情勢鉅變逐漸產生急迫性，加上產媒學推波助瀾的風潮，相關利益方就有推動此重大事件的動機。世事難料，誰也很難說得準，我們且拭目以待。

表1、LME潛在買方及可能情境

| 交易所 | 國家 | 市值 \$ | 遞交點 | 意願 監管 | 情境 1* | 情境 2* |
|------|-----|-------|-----|----------|-------|-------|
| ICE | US | 60B | >10 | 高 嚴 | 高 | 低 |
| CME | US | 68B | >10 | 中 嚴 | 中 | 低 |
| SGX | SGP | 8.6B | 0 | 低 中 | 低 | 中 |
| SHFE | PRC | NPO | 18 | 中 中 | 低 | 低 |
| HKEX | HK | 56B | 2 | - | - | - |

*情境1、東西全面和解：西方降低對中冷戰和圍堵，中共重回改革開放韜光養晦策略，雙方同時達成協議，誠信執行。

*情境2、美中緊而不破：俄國式微，歐盟聯手新加坡成功施壓港府，找到下台階避免更嚴重的制裁，部分替代香港的中介地位。

若局勢不幸惡化，美中衝突持續升高，雙向禁運制裁手段繼續加碼，（參考文獻9），金融貿易領域進一步成為兩強相爭的棋子，LME歸屬及供應鏈討論就超出本文的範圍了。



Market information

金屬行業兩極化與臺灣

在生產消費體量甚大但又逐漸兩極化的有色金屬行業中，不銹鋼，電池，電線電纜，鋁材加工及高合金等領域，臺灣長期都是一個小而美的存在。雖然缺乏礦產資源，但產業結構進化、人才素質提升及創新研發能力都受到行業肯定。值此臺灣受矚目程度上揚全球劇變之時，業界可積極了解並適當參與LME事務。例如加強聯繫LME鎳委員會（Ni Committee）或倉儲委員會（Warehousing Committee）。對整合鎳合約、二級可交割鎳品種及倉儲規則的完善化，嘗試提出專業意見和積極投入的意願，擴大深耕龍頭廠商的參與。同時針對這幾年發生的實際例證，由已在海外投資的廠商，嘗試整合紅土鎳礦海外開採加工成本科技，連結倫敦鎳價上海鎳價及硫酸鎳規格，推動倉單商品存放高雄倉庫的整體可能性評估，發展出一個兩極化環境中可用性高的實體避險機制。

結語

全球供應消費及避險端分別兩極化的現象，已經加速來到金屬及關鍵原物料的領域。近一年來西方陣營對俄中兩國所執行的制裁和禁運，就是好例子，很可能繼續或惡化。前文所描述及近年發生的例證（參考文獻10），如青島重複融資事件，2017年鎳倉單詐欺事件，及去年印尼MHP鎳價格脫鉤事件等，在在指出LME已處於多事之秋。

作為中國門戶的香港交易所，正在積極協助LME突破金屬產業困境，發揮戰略優勢地位，提供可能脫鉤的東西方金屬供應鏈，一個套期保值需求的最佳橋樑。



參考文獻

1. 鎳金屬供應鏈兩極化趨勢--為藍海挹注活水，屠世天，中華民國期貨業商業同業公會期貨人季刊，2022年第四季總號84期，P.72~76.
2. <https://www.scmp.com/business/banking-finance/article/3178979/hkex-hoped-alchemy-would-turn-acquisition-century-old>
3. <https://www.afr.com/markets/commodities/review-urges-LME-to-toughen-standards-on-market-distortions-20230111-p5cbww>
4. <https://www.washingtonpost.com/archive/business/1985/11/03/tin-crisis-hits-brokers-in-london/cdde3a1f-a315-495c-bfdd-f72657eafe28/>
5. <https://www.independent.co.uk/news/how-mr-copper-became-the-world-s-biggest-fraud-1337059.html>
6. <https://www.reuters.com/article/LME-nickel/home/rpt-column-the-london-metal-exchanges-near-death-nickel-experience-andy-homeidUKL1N32R19C>
7. “THE OPPORTUNITIES OFFERED BY GREATER CONNECTIVITY BETWEEN THE LME AND THE MAINLAND COMMODITIES MARKET” Research Report, HKEX, 2020.
8. <https://www.bnnbloomberg.ca/LME-draws-takeover-interest-from-rivals-after-nickel-crisis-1.1856169>
9. <https://thediplomat.com/2022/03/nickel-short-saga-raises-questions-about-chinas-interference-in-international-markets/>
10. <https://www.reuters.com/markets/europe/devils-metal-strikes-again-trafigura-nickel-fraud-case-2023-02-17/>