

LME面對責難銳意改革一 針對獨立報告的回應及加強市場行動 計劃之解讀

◎屠世天

前言

LME去年3月發生了嚴重的鎳停盤事件，在第一份獨立調查報告出爐後，正式宣布了多項已實施及正在進行的改革方案：

- 實施15%漲跌停板
- 增加保證金成數
- 檢討風險管理警示系統
- 改進與市場溝通機制
- 強化場外交易透明度及市場監管回報
- 加速推出對接市場新產品

2022年LME鎳停盤事件在全球金屬界造成軒然大波，一年後的今天，預期的三波調查中第一份由LME重金委託Oliver Wyman（奧緯諮詢）的調查報告已出爐。全文共44頁（參考文獻1），從風險警示、回報速度、場外交易透明度等幾大方向指出LME的缺失以及可以改進的空間，筆者摘譯此報告重點於本文附錄一。

LME官方會同結算所於3月30日發出23/053號通知，提出強化市場（Strengthening

the Market）倡議作出完整回應（參考文獻2），同時配上明確行動計劃和相對應的工作文件（參考文獻3、4）。筆者轉譯其重點大綱，請參照文末附錄二。23/053通知及新聞稿中明示，每日價格漲跌幅限制確定長期執行，並推動每週場外交易OTC部位回報，加強市場承受力。近期將為新的一級鎳品牌引入上市“快速通道”，並推出第二類鎳現貨規格，又同意將粗鎳粉作為可交倉的一級鎳，計劃於2023年第二季發布首批成果。考慮進一步升級電子收盤價演算方法，採用新的校準公式來確定每日價格上限；相信市場將受益於進一步鼓勵流動性進入電子中央定價平台。

5月在香港舉行的亞洲金屬研討會上，CEO張柏廉（Matt Chamberlain）確認，LME從3月份已展開了為期兩年的內部改革計劃，加強對鎳市場流動性和場外部位監控。自從恢復亞洲鎳交易時段之後，鎳成交量已增加了60%（同比）及10%（環比），前景可期。



Market information

LME強化市場行動計劃

	已完成	進行中	即將執行
強化	<ul style="list-style-type: none"> ● 漲跌幅 ● 場外交易監控 ● 加強風控 ● 亞鎳重開 	<ul style="list-style-type: none"> ● 加速一級鎳註冊 ● 確定並校準漲跌幅 ● 平衡保證金 / 違約基金 	<ul style="list-style-type: none"> ● 交割一級鎳粉末 ● 二級鎳現貨報價 ● 過低及單外庫存對策 ● 強化結算會員資格
現代化	<ul style="list-style-type: none"> ● 2021 市場結構決策落實 ● 修正電子收盤價 	<ul style="list-style-type: none"> ● 電子收盤價演算法 ● 推出 LME Select 電子交易平台 v9 	<ul style="list-style-type: none"> ● 強化電子盤流動性 ● 推出電子平台 v10 ● VaR 風險價值保證金 ● RVM 轉換
時效：現在	獨立報告結論推動中		市場結構改變計畫執行中
目標	導入：各方報告結論，強化風控 賦能：強化市場流動性及抗壓性 建立：交易所治理透明度 / 市場信心 進化：推動市場結構現代化與改變		
LME 戰略原則	<ul style="list-style-type: none"> ● 服務現貨市場 ● 確保公平公正 ● 增加使用者選項 ● 交易效率最大化 		

(參考文獻 5)

英國監管機構介入調查

去年4月份，英國政府獨立監管機關FCA (Financial Conduct Authority 金融行為監理總署) 及央行英格蘭銀行 (BOE) 分別介入調查 (參考文獻6、7)。FCA啟動史無前例的「厲行調查」(Enforcement Investigation)，聚焦去年元月到3月之間LME的交易行為、系統管控的缺失，重點放在鎳交易停盤6天的原因及決策過程，不會觸及爭議性高的交易取消事件。這是FCA成立以來，首次調查英國國內交易所的可能不當行為與決策。調查有可能持續數年，若被判定決策疏失，LME將會遭到高額罰款及巨大商譽損失，並面臨天文數字的跨境損害賠償集體訴訟。

BOE也依據英國金服法第166條 (Financial Services and Markets Act, Section 166) 展開調查，主要針對結算所 (LME Clear) 公司治理及風險控管的可能缺失，並任命一位獨立稽查員，監看評估回報補救方案。

為避免重罰及商譽衝擊，LME積極配合各項調查，並啟動內部改革，推出漲跌停板，增加場外部位回報制度，並主動委託公正第三方調查自己，如上文所述。目標是希望增加監管單位的認同，降低不滿與處罰力度。

附錄

附錄一、Oliver Wyman 期末報告（摘譯）

2022年3月LME鎳價在3天內暴增270%，速度和波動幅度是近代所僅見。LME集團委託奧緯諮詢，進行全事件獨立調查，目標是釐清造成此事件的所有市場因素。並提出建議，降低類似事件再度發生機率。

(一) 事件過程描述（略）（細節見參考文獻9）

(二) 事件成因

（決策程序及治理優劣由監管機構負責調查。可疑交易行為由交易所本身警示系統發掘和調查，不列入此次調查）

1. 大型空頭曝險部位無法即時發現及處理；大型部位碎片化，分散在眾多經紀商之間，場內場外眾多帳戶降低風險能見度。應解釋部位上限太寬鬆。
2. 流動性異常緊縮，受到烏俄戰爭逼倉謠言影響，市場參與者少，缺乏雙向部位，價格破十萬美元時，獲利了結賣盤僅600噸，多空部位嚴重失衡。
3. 價格波動控制系統失靈，價格快速上漲，空頭被迫回補，多家二級鎳生產廠商（避險戶）面臨營運資金不足，保證金欠繳的危機。
4. 交易所的緊急風險降溫機制未經真實演練，在關鍵時刻無法關閉場內大型曝險及違約部位，場內外惡性循環加速流動性枯竭。
5. 客戶違約回報失靈，但交易所不知情，3月3-8日期間多家會員嘗試同時關閉鎳空頭部位，造成恐慌性大漲。

(三) 對LME集團的建議及結論

建立多層次預警系統，防範市場扭曲，重建信心。

1. 規則及執行：降低並確實執行監管部位及應解釋部位上限（舊版為15萬噸及3.6萬噸），要求會員每日回報客戶淨總部位及場外大額交易保證金延遲狀況。
2. 極端事件：導入漲跌停板，升級大震盪管控機制，改進與市場即時溝通。
3. 運營強化：建立程序，讓會員有效管理及時回報客戶場外或場內違約。
4. 重建信心：強化交易及清算規則，展示集團改革的決心，向市場證明復原力與重建流動性，共同面對未來波動的願景。

報告全文44頁，本體分為4章，結構同上。末章是辭彙註釋，第三章事件成因資料豐富值得細讀。

附錄二、LME強化市場行動計劃（摘譯）

此行動計劃全文37頁，首段為行政摘要背景說明，中段是強化LME及LME Clear的明確行動方案。末段為結論和工作文件。此一行動計劃和工作文件，附帶執行日期，可謂有備而來誠意十足。茲將其工作文件中各大行動方向分別臚列如下。

- A. 為新的一級鎳品牌引入“快速通道”註冊方式，縮短取樣時間，減免註冊費用，鼓勵新興亞洲鎳冶煉廠積極註冊，可增加庫存及現貨流動性，並減輕一級二級鎳產品結構性分化的顧慮。
- B. 每日價格漲跌幅度確定長期執行。新的方法校準漲跌停板幅度，銅鋁為12%，其他



Market information

金屬維持15%，全面反應在規則及營運政策中。

- C. 擴大鎳委員會增加四位成員，包括生產商鋼廠各一和兩家大貿易商。四月已討論今年計劃將粗鎳粉末作為可交割的一級鎳。並考慮建立一個包含硫酸鎳（Nickel Sulphate）或高冰鎳（Nickel Matte）的現貨交易平台，重點鎖定在亞洲市場，特別是中國。合作的對象是港交所旗下的前海聯合交易中心（QME）。
- D. 將於2023年第二季進行市場磋商，考慮涵蓋`非倉單鎳`庫存及鎳延遲交倉機制，逐步轉化成永久措施。
- E. 修正電子收盤價演算法，從現在雙軌制向新系統LMESelect 10進化，最終完全電子化。
- F. 逐步推動VaR風險價值模式，作為結算所保證金計算公式，英國央行已批准。同時保有RVM（Realized Variation Margin）已實現變動保證金模式，在過渡期配合結算所時程將會是挑戰。
- G. 歷史波動性的權重。將採用新的校準方法來確定每日價格上限。
- H. 鼓勵流動性進入電子平台，快速開放亞洲交易時段。

附錄三、前海交易中心

前海聯合交易中心（QME）是由港交所集團發起，設於廣東自由貿易試驗區前海片區的現貨大宗商品交易平台。成立於2018年，目前交易的現貨品項有氧化鋁、鋁錠、鋁棒、鋁卷；電解銅、銅杆；天然氣、水泥、大豆。總經理董峰，近年積極參與LME

年會活動。5月中旬在香港與張柏廉分別證實，LME與QME正在合作，計劃推出電動車動力電池相關的三個現貨合約：二級鎳（硫酸鎳）、碳酸鋰和金屬鈷。

中國2022電動車EV銷售量為6.4百萬輛，電池用金屬現貨交易蓬勃。QME可藉用集團經驗，在香港和倫敦現貨市場中，提供穩定可靠的人民幣計價現貨合約，積極參與重要金屬原料的人民幣定價與交易，潛力不可小覷。QME未來將透過科技、跨境、金融各方面的優勢，打造連結實體經濟與金融服務的平台，並借助LME多年的金屬經驗，展開東西合擊，最終實現全球大宗商品人民幣計價中心的戰略目標。

結語

筆者從1989年投入金屬貿易行業，與LME結緣超過30年，從旁觀者、單純避險進入較複雜的倉單套利融資等企業的需求，親眼見到LME因中國崛起而更形壯大光輝，穩居全球非鐵金屬話語權及平台的龍頭，地位實在難以撼動。即便英國政府監管單位，調查時也需讓他三分。2012年被半官方的港交所併購之後，成為香港特區發展連結西方資源市場重要橋樑和門戶。加上進一步導入西方傳統避險需求，十年來軟硬體投資均有長足進步，電子交易、結算、倉單系統助長了亞太時段交易的力道，強化其全球競爭力和市場寡佔的優勢。但最新又最大的客戶族群終究難以迴避地帶給LME一個半世紀以來最大的危機，鎳停盤交易取消事件，也正是百

年老店面對責難、勇敢迎向改革、除去沉痾的最佳契機。從他們重金聘請外部顧問調查自己，並順勢推出影響深遠的改革行動方案來看，LME仍是自省能力強而且可以化危機為轉機的標竿企業。

從官方公告及調查報告內容來看，管理層鉅細靡遺的暴露了鎳合約所面臨的各種問題，以及多年來落後快速發展產業所造成的錯配（mismatch）。特別是2018年美中貿易戰開打，逐步啟動了全球新秩序。新冠疫情蔓延肆虐三年，帶來全球鎖國及生命財產的重大衝擊，加速價值斷鍊及重組的連鎖效應。雪上加霜的烏俄戰爭，去年起引發了多邊的地緣政治風險。甫結束的廣島G7峰會，參與各國共同認定了De-couple vs De-risk（脫鉤或去風險）大戰略，一方面確認全球美中雙邊新冷戰的趨勢，同時也預示地緣多極化時代的來臨。LME時間點甚佳的銳意改革假設能竟其功，並順利重建失去的市場信心，又避開可能的收購壓力，即便美中高科技禁運強調友岸外包，印太中亞近東權力重分配，LME仍然大有可能在新冷戰的氛圍下，技巧逃過選邊站的窘境。若改革方案的進程能讓FCA監管大棒輕輕落下，虎視眈眈的金融大鱷們所期待的過失損害集體訴訟將無以為繼，進而推升LME成為服務兩極化全球金屬市場的最佳平台。且讓我們繼續看下去！



參考文獻

1. Oliver Wyman Independent Review- Final Report.
<https://www.lme.com/-/media/Files/Trading/>
2. <https://www.lme.com/Trading/Initiatives/Strengthening-the-market>
3. <https://www.lme.com/-/media/Files/Trading/New-initiatives/Strengthen/GENERAL-UPDATES-23-053-ACTION-PLAN-TO-STRENGTHEN-THE-LME-GROUPS-MARKETS.pdf>
4. <https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.lme.com/api/sitecore/MemberNoticesSearchApi/Download%3Fid%3D028e8722-4960-40c7-a7b6-5e861cec8068&ved=2ahUKEwjn0beUqNb-AhVZNd4KHbD2Btc4ChAWegQIBRAB&usq=AOvVaw3JvwPOVgyiqUWVbjxIIcAj>
5. <https://www.lme.com/-/media/Files/Trading/New-initiatives/Strengthen/Strengthening-the-Market---Infographic.pdf>
6. <https://www.fca.org.uk/news/statements/update-our-public-statement-london-metal-exchange>
7. <https://cgregulatorysolutions.com/the-fca-and-boe-announce-section-166-review-into-the-lmes-handling-of-the-disorderly-nickel-market-back-to-the-future/>
8. ‘China’s refined Ni imports slump to near 20-year lows.’ Andy Home, Reuters.com, May 2023
<https://www.reuters.com/markets/commodities/chinas-refined-nickel-imports-slump-near-20-year-lows-2023-05-25/>
9. 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4期總號84期，p.72-p.76