

伦敦金属交易所指南

Rudolf Wolff & Co Limited 著

陈振宇 审校



伦敦金属交易所指南

Rudolf Wolff & Co Limited 编著

陈振宇 审校

中国金属学会冶金自动化学会

译者的话

本书系英国鲁道夫·沃尔夫有限公司特约 F.L. Holford, P.S. Fill, M. Ahmadzadeh, A.L. Hodges, S.W. Hardcastle, R. Bhar, M. Tyler; S. Wagstyl; J. Schrader; T.J. Tarring and M. Abbott; E. Clifford; Brian Reidy and Associates; Dr. B. Studd; R.E. Dart 等编著，由中国有色金属进出口总公司商情处在冶金部情报所译稿的基础上整理。由于水平有限，错误在所难免，望读者批评指正。

书中附录 3~7 供专业人员参考，所以按原文来译。

本书的总审校为冶金自动化学会副理事长陈振宇教授，责任编辑为张振华同志，特此表示谢意。

中国有色金属进出口总公司

一九九一年五月

鲁道夫·沃尔夫有限公司简介

鲁道夫·沃尔夫公司建立于 1866 年，当时伦敦正在成为世界金属主要票据交换所，在此之后逐渐发展成为一个金属“期货”市场。1877 年，鲁道夫·沃尔夫公司是创建伦敦金属交易所的公司之一。

随着岁月的流逝，鲁道夫·沃尔夫公司已成为伦敦金属交易所主要的经纪人和交易会员之一。鲁道夫·沃尔夫公司的成员在交易所的组建和发展中起了重要的作用。

1982 年，鲁道夫·沃尔夫有限公司成为加拿大罗兰达公司拥有全部股份的子公司，罗兰达公司是世界上主要的资源公司之一，在采矿、冶金、林业和能源中都拥有大量资产。

·鲁道夫·沃尔夫有限公司是以下交易所的成员：

伦 敦

伦敦金属交易所、伦敦黄金市场

伦敦商品交易所

(伦敦期货及期权交易所)

(可可、咖啡、糖分所)

伦敦国际石油交易所

谷物贸易协会(伦敦谷物期货市场、伦敦土豆期货协会、

伦敦肉食期货交易所、大豆期货协会)

伦敦国际金融期货交易所

波罗的海国际货运期货交易所

纽 约

纽约商品交易所

悉 尼

悉尼期货交易所

香 港

香港期货交易所

巴 黎

巴黎国际白糖市场

前 言

鲁道夫·沃尔夫有限公司董事长兼总经理弗朗西斯·霍尔福德

《伦敦金属交易所指南》第一版于 1973 年出版发行时，目的在于出一本综述伦敦金属交易所历史、背景和作用的教科书。第二版于 1980 年出版，两个版本售出了 5,400 本，被公认为了解伦敦金属交易所最好的参考书。第三版是在交易所悠久的历史发生了深刻变化的时候出版的。

1985 年 10 月国际锡理事会的违约和 1986 年 3 月的一次性结算引起了极大的震波。这个震波仍在交易所和国际商业机构中回旋。其成员及其母公司对这一不光彩事件的处理方法提高了交易所的信誉，而且还使伦敦市避免了一场不可估量的灾难。

1987 年 3 月财经服务法案的颁布引起了英国，尤其是伦敦财经服务团体规则性机制的革命。安全投资委员会及其附属组织——期货经纪人和商人协会的成立对伦敦金属交易所本身及其成员起到了很好的作用。

锡危机和财经服务法案带来的第一个最显著的结果就是 1987 年 5 月票据交换所的建立。这一变化使伦敦金属交易所与世界上所有其他商品和金融期货交易所协调一致，大大提高了伦敦金属交易所的财政安全感，同时保留了伦敦金属交易所用户多年来早已熟悉的大部分传统特征。

1987 年 7 月伦敦金属交易所的管理和结构发生了第一次深刻的体制变化。新的伦敦金属交易所有限公司代替了旧的金属市场和交易所公司。新的理事会选举产生，代替了旧的董事会和委员会。外国公司可以申请成为准会员，这在伦敦金属交易所的历史上是第一次。

从商业水平来看，铝合同的不断发展、北美和远东注册仓库建立的动机、期权市场的建立，以及通讯革命等等在有色金属市场发生深刻而令人振奋的变化时对提高伦敦金属交易所的国际重要性起到了一定的作用。

以上论题及讲述各种交易合同和使用伦敦金属交易所的设施的不同方法都包括在《鲁道夫·沃尔夫伦敦金属交易所指南》第三版中，该书对交易所的专家和投资者将起到指导作用。

目 录

第一章 伦敦金属交易所的历史和背景	(1)
第二章 市场规定、投资者保护法和它们对伦敦金属交易所的影响	(16)
第三章 伦敦金属交易所是怎样进行交易的	(18)
第四章 委托人帐户程序	(23)
第五章 铜	(27)
第六章 铝	(33)
第七章 铅	(39)
第八章 锌	(44)
第九章 镍	(51)
第十章 银	(56)
第十一章 锡和锡危机	(62)
第十二章 期货的尺度	(72)
第十三章 理论上的套期保值	(77)
第十四章 实际的套期保值	(90)
第十五章 期权交易	(100)
第十六章 在期货溢价市场上借入以获利息收益	(105)
第十七章 实物交货与抽样	(107)
第十八章 市场分析	(114)
第十九章 金属投资	(124)
第二十章 投机——痛苦的艺术	(126)
第二十一章 其他市场	(131)

附录

1. 商品市场术语词汇表	(134)
2. 伦敦金属交易所标准合同	(140)
A 级铜合同	(140)
标准铜合同	(142)
标准铅合同	(144)
高级锌合同	(146)
银合同	(148)
银合同	(150)
原铝合同	(152)
高级铝合同	(154)
原镍合同	(156)

3. LME Members(伦敦金属交易所成员)	(158)
4 Requirements for Listing of Brands(牌号的有关要求)	(168)
5. List of Brands(牌号)	(170)
Copper(铜)	(170)
Lead(铅)	(175)
Zinc(锌)	(178)
Silver(银)	(180)
Aluminium(铝)	(183)
Nickel(镍)	(187)
6. Registered Warehouses(注册仓库)	(189)
7. Official Samplers and Assayers(正式抽样员和分析员)	(201)

第一章 伦敦金属交易所的历史和背景

十九世纪中叶，伦敦的商品市场开始发展成为真正的期货市场，进行现货和期货交易。这个从松散的、非正式机构向严谨的、富有高度组织性的市场转化的变革主要归因于两个方面。

首先，英国工业革命使英国经济从一个自足型的农业国转变成一个主要原料进口国，将其原料加工成产品出口。当时，英国以“世界的工厂”著称。原因之二在于交流速度和范围发生了触目惊心的变化，这既包括人员和商品的实际流动，也包括有关这些变动消息的传播。

同时，商人们发现自己有更多、更广泛的机会经商，而且，他们面临着不断增长的金融风险。他们从简单的贸易着手，一方面倒卖各种原料，另一方面出售大量加工产品(之所以简单是因为相互之间没有联系)。从此发展成为更加默契的贸易，商人们尽力满足加工商的需要，通过多种渠道避免可避免的损失。假如有人在某种程度上准确地知道某一艘船什么时候到岸开始卸货，那么怎样利用这个信息创造最大的利润呢？

于是就出现了“当船到达时”出售期货的方法，这对货运公司、商人和进口商都有同样的吸引力。一个商人可提前做价，而另一个则可根据所需原料的供货情况计划自己的买卖。

从到货到固定的期货贸易是一个富有逻辑性的过程，它包括了从成交到到货的全过程。有趣的是，在伦敦金属交易所两个最古老的合同——铜和锡的合同中，交易所最开始是以日而不是月进行交易的。我们在后文中将谈到最初的铅锌合同的情况则不一样。

严格地说，期货交易是指虽然将来某一天的一笔进货可以被销售取消，但所承担的发货出售义务仍然存在。不久就出现了期货市场，这种期货交易可以进行的原因在于各公司之间的价格不同。在成交之前，有必要制定一个标准合同(包括商品的规格)，以便双方在未看到货的情况下也可以进行交易。

1.1 投机的影响

随着期货交易的发展及其范围和贸易量的扩大，那些非直接进行贸易的人有机会进入市场，完全根据自己对价格趋势的看法进行交易。如果可以避免，投机商就没有发货的意图。但是，投机商通过他们在交易所的投资行为，通过他们的递盘和发盘以及通过他们承担可估量风险的意愿，使市场具有更大的广度和灵活性。

伦敦金属交易所所有期货市场中仍保持着独特的地位。虽然期货交易有可能改变现货交易的性质，但在期货市场中，交易双方必须在合同可以转手前等待合同到期(即交割日)。在尚未等到交割日前伦敦金属交易所不会提早进行结算，虽然正如后面将会讲到的，在实际贸易中有盈亏交织在一起的情况。

在一定程度上，纯金融交易的发展以及转口贸易或“第三国”贸易的进一步发展趋向于将市场纳入金融而非货运中心，因为二者都不象航运公司和进口商那样依赖港口。在这方面，多年来伦敦已将自己提高到所向无敌的地位。因此，当人们看到不断发展的国际商品市场向心于伦敦和它的金融与货运中心时是不足为怪的。

每个被公认的市场是怎样在伦敦市寻找住所，并定居下来的故事的确引人入胜。很自然，最初商人们必须聚集在一起以便交换意见和信息，同时进行交易。从托马斯·葛雷贤

爵士建造的皇家交易所，到与之相对应的大陆交易所，自成规模和特征的商人首先分散到新建的时髦咖啡厅，其中耶路撒冷与初期的金属交易所有着十分密切的联系。

当伦巴德交易所和新闻阅览室开业时，金属商人和经纪人又把它当作自己的总部，这样持续了好几年。但是，伦巴德不是金属商人的专门活动场所，其常客还包括从事其他交易的人(有些人则根本不是商人)，这样就不如有专门固定场所那样方便。1874年，对伦巴德的不满情绪达到高潮，结果一群金属商人离开伦巴德，回到了皇家交易所他们以前的活动场所。

然而，这一转移只是暂时的，分成几个小组造成了很大的不便。于是，这些流浪汉又回到了伦巴德。在这种情况下，建立自己的交易场所的时机成熟了。

1.2 伦敦金属交易所公司

商人们对每日做价和发布价格方式的不满导致了迁往新址和金属交易所公司的成立。这是一个很大的发展。据说，当时的价格来自于“交易中的主要交易所”。不论这种说法有多么正确，发布的价格都没有反映市场的真实状况。

因此，交易所一些成员，包括鲁道夫·沃尔夫公司，于1876年为伦敦金属交易所公司捐款，在伦巴德大院为新公司租了一间房，与出口和其它中心建立了电报联系。第一任公司秘书长的年薪为150英镑。成员迅速增加到三百多人。

正是在这个时期，交易时间被固定下来，将正式交易压缩成短而集中的周期的方法形成了。早市和下午市分别为下午12:30~1:15和下午4:00~4:30。与此同时，交易圈的传统诞生了。交易成员在房间的地板上画一个大圆圈。在一片“交易圈，交易圈”的喊声中，愿意做交易的人步入圆圈周围惯常的位置。最初，铜和锡就是这样交易的，而铅和锌许多年都是分组进行交易，或在场外交易。

报价这个争论不休的问题又一次扰乱了交易所的平静。公司董事会规定市场报告的准备工作必须由选出的几名成员担任，这些成员有一定的经验。然而，这项规定没有获得所有成员的同意。1879年3月，由六十二个成员组成的小组联合起来，签署了一份请愿书，请求在全体成员中选出一个做价委员会。董事会拒绝采纳这一意见，后来又通过寻求在交易所场内废除交易圈交易的办法使事态达到白热化程度，他们认为这种交易很容易被投机商控制价格。当人们回忆起现在实行的公开喊价制度恰恰是那时最不受欢迎的交易方式时的确难以理解。

会员们的反应极为强烈。1881年1月，一次发起者会议决议：“交易所的总体管理应该改进。会议通过决议成立一个委员会，每年从发起者中选举产生。该委员会将为会员们的方便制定必要的规则。”3月，董事会被迫妥协，发起者委员会成立。

1.3 金属市场和交易所公司

直至1887年7月，伦敦金属交易所都是以这种异常的双重领导方式存在的。金属市场和交易所公司于1881年成立，取代并吸收了旧公司，创办资本为一万英镑。公司董事会成员享有职位稳定权，而委员会成员须每年选举。委员会选举一般在3月份进行，新选举的委员会从每年4月开始工作。

尽管评论认为董事会和委员会类似于上议院和下议院(实际上不尽相同)，二者的工作还是十分协调的。我们不需要详细阐述这两个机构是怎样分工管理交易所的，但两者的关系总是很微妙。简单地说，公司是房屋的持有者和财务的全而管理方，委员会则负责交易

所的规章、合同、入库、金属等有关具体事宜的管理。全体成员的关键性问题则由董事会和委员会联席会议解决。

也是在 1881 年，一位成员组织了一个小组以取得在惠廷顿大街一住房的居住权。1882 年，金属市场迁往该址，直至 1980 年，迫于商人、参观者和不断发展的通讯设备对场地的需求，交易所不得不在 1980 年 9 月 29 日迁往新址——芬丘奇街庄园大楼。

1.4 第一次世界大战前的交易

伦敦金属交易所交易的第一批合同是铜和锡的合同。早期，在对正式合同中所交易的商品的质量和对合同条款及形式的解释过程中遇到了很多问题，也解决了很多问题。在任何期货市场中，产品必须按照合同规定的期限交货，重量和纯度必须绝对标准，价格除外。这在伦敦金属交易所尤为重要，因为伦敦金属交易所实际发货的比例比其它交易所要高。

1. 铜

最原始的铜合同是 1883 年采用的智利棒合同。智利是当时发达国家铜的主要供应国。但是到十九世纪八十年代中期，美国取代了智利，成为世界上最大的铜生产国，仅蒙大拿州阿拉康达矿开业向海外市场销售三年后，在 1885 年产量达每年 74,000 吨。当时的世界年产量为 250,000 吨。西班牙(主要是里奥廷托矿)和葡萄牙也在扩大生产，智利铜棒失去其得天独厚的地位，直至在伦敦金属交易所的市场份额下降到 12.5%。

然而，由于铜是伦敦金属交易所经营的品种，市场毫不奇怪地变得萧条起来，市场价格也很不稳定。这种情况使那些想(或被迫)利用合同为其来自于其它渠道的金属进行套期保值的人很不满意。与此同时，十九世纪八十年代，世界铜出现供过于求的状况，不但价格直跌(从 1882 年的 66.10 英镑下降到 1887 年的 38.7 英镑)，用户也趋向于将自己的库存减少到最低限度。他们为什么要购买逐渐贬值的金属？而这样低价的金属在他们需要时却随时可得？

处于这种条件下的市场很容易出现空头补进现象，而这正是所发生的情况。传统铜的空头补进接连发生。法国金属公司经理皮埃尔·塞克雷坦敏锐地觉察到了尽力买进来充实已减少的伦敦金属交易所库存，然后在需求上升时促使交易按照他的价格进行的可行性。当塞克雷坦于 1887 年底开始买进时，价格立即上涨，因为用户也开始在目前市场看好之际大量买进以补充库存。于是出现了互为补充的现象。当塞克雷坦集团买进促使价格上涨时，越来越惊恐的用户也尽力增加其库存，使上升的趋势出现了另一次转折。事实上，到 1887 年底，伦敦金属交易所智利铜棒的价格已上升到 85 英镑。

但是，价格的上升引起了生产者的注意。他们开始向市场抛售铜以便从高价上得利。这种抛售与从废铜中提炼出来的大量再生铜的供应迫使塞克雷坦集团加速其购买计划，以便控制市场。该集团当然有相当可观的存款(由巴林兄弟银行和罗思柴尔德银行支持)，到 1888 年在库存铜上花了二百五十万英镑。他们开始和海外生产者谈判，用担保价格或高于此的价格购买其产品，这样，生产者便减少了对市场的供货。

但这种状况难以维持。1888 年和 1889 年初，铜库存增加了两倍，塞克雷坦集团只好借款六百万英镑以支持它手中的库存。当时伦敦金属交易所铜价是 75 英镑/吨。

1889 年春，塞克雷坦集团停止买进现货铜。3 月，贴现银行秘书自杀，法国银行出面

挽救。铜价(上涨时创纪录为 105 英镑)降至 35 英镑。塞克雷坦囤积结束。

至此,其它产地的铜用智利铜棒合同做套头贸易的不适应性以及范围狭窄不能自由地、广泛地进行交易的合同的脆弱性完全暴露出来了。1888 年 8 月 1 日,伦敦金属交易所“可交易牌号”(GMB)合同代替了原始的铜合同。该合同的名字起得很好,因为可交易或“转手”贸易对商品市场的正常工作极其重要。可交易牌号合同规定任一牌号的产品均可发货,但纯度不得低于 93%。

这在历史上是一次巨大的发展。自此以后,伦敦金属交易所形成了一些规章,这些规章涉及到适合于在市场上进行交易和发货的金属牌号的批准。这样,任何潜在的实物买主都可以放心,当某种金属完全根据交易所合同发运给他时,这种金属无论其产地在什么地方将符合规定的标准,其牌号无疑将可以接受。更有甚者,合同的广泛程度保证在任何时候都有货源流入库存以满足发货的需要,对供应和价格不会造成过大的压力。市场在接受一种牌号以前,必须由经用户担保的两个公认的化验公司批准。

合同所签的货物被发运到批准并注册的仓库,当看到“伦敦金属交易所仓库”字样时,是指这种批准并注册的仓库,并不是说这些仓库归伦敦金属交易所拥有或控制。

当时被批准并注册的仓库有伯肯赫德、利物浦、斯旺西和伦敦。港口具体位置和牌号均由卖方选择。这非常实际而且富有逻辑性,因为如果由买方选择,伦敦金属交易所合同下的每个潜在的卖方就不得不在每个注册仓库建立自己的库存。

可交易牌号合同的实行还形成了另一个规定,即将市场上的期货交易限制在三个月,但三个月后仍需十四天陆运的除外。多年来,此期限已被广泛接受,因为它代表了典型航程时间的平均值:既指途经合恩角来自于智利的铜,又指途经好望角来自于马来海峡的锡。直至最近,这个期限已在伦敦金属交易所议事规则中列为交易圈交易的远期期限。但是,新的议事规则允许比三个月更长时间的交易。

(实际上,1968 年银合同的产生打乱了这一传统。该合同允许七月期货交易。后又停止实行,使银合同与其它交易所合同条款一致。)

象以往一样,可交易牌号合同也随着时间的推移而过时了。这次是因为精炼金属的出现。十九世纪最后十年,电解铜投入生产,纯度达 99.9%。这确实是个显著的发展。很明显,纯度低的粗铜合同就象受地理性限制的智利铜棒合同一样不适合做价和期货保值。因此,1898 年 1 月,伦敦金属交易所委员会批准了一个新的精铜合同。这是个可交易牌号的附加合同,与可交易牌号合同同时生效,但后者很快就没人使用了。新合同对纯度低于 99%~99.3%(铜)的金属铜给予一定的折扣,而对高质量的电解铜给予一定的加价。标准铜合同一直保持到 1963 年,直到“三环交易”,即线铜、阴极铜和火法冶炼铜合同的产生。这样又形成了一个结构,即线铜和高级铜(最低纯度 99.9%)使用一种合同交易,标准铜使用另一个合同。接着,线铜的工业用途逐步下降,迫使贸易界制定新的高级铜合同的压力日益强大,该合同将保证仅适合于连铸线棒产品的发货。尽管选择那些 1981 年被称作“高级”的阴极铜牌号令人头痛(而那些被称作“标准”的阴极铜生产商感到十分懊恼),“高级”铜合同还是被启用了,证明合格的牌号就叫“超级铜”。然而,此合同中有些线棒的质量较差,但仍可完全因其形状而使用高级铜合同。

最后于 1985 年 8 月,交易所屈服于压力,宣布了新的 A 级铜合同的具体条款,新合同于 1986 年 4 月 1 日正式使用,7 月 1 日是第一个三月期货交割日。

塞克雷坦事件过去几年以后，生产者又企图垄断铜市场。十九世纪最后十年，美国生产的精铜占全世界二分之一以上，大部分来自庞大的阿那康达联合企业。阿那康达吸收了蒙大拿州其它几个矿山，不久进行了一次改组，导致了联合铜业公司的形成。联合铜业公司凭借其实力和其在铜生产中的重要地位能够使美国其它矿山依从它，也可使西班牙生产者在进行“供应管理”时依靠它，这种管理有效地减少了对市场的供应。这自然使自由市场价格上升，从 50 英镑/吨上升到 73 英镑/吨。

联合铜业公司能将价格的高水平保持一段时间，但它发现自己被迫在市场上买进以便维持高价。结果，自产自销的公司通过增加生产，以上述价格向市场出售，与此同时，废铜中提炼出来的再生金属再次涌向市场。联合铜业公司发现自己不得不买进，并为其庞大的库存筹措资金。实际上，大西洋两岸的甩卖风暴使价格在 1932 年头几个月下跌到 45 英镑的水平。

大量库存不得不在不引起任何市场骚乱的前提下分散，伦敦金属交易所再次起来对付这一紧急局面。但是，价格仍然波动很大，因为垄断集团继续斗争，美国投机商同时做大量的金属和采矿股份生意。1937 年，在美国的金融危机使市场出现较平静的状态之前，伦敦的铜价达到了 112 英镑的高峰。

2. 锡

早期锡合同的发展情况大体与铜类似。但从发展的情况看，合同进行定期改动的原因主要是货源带来的市场不景气，而不是技术的发展。锡的生产局限在几个地区，市场必然脆弱，而其它金属则浮动性大。

在被广为宣传的“锡危机”发生之前，人们做了大量尝试，企望垄断市场，这种努力取得了某种程度上的成功，委员会被迫采取行动(塞克雷坦事实上也企图垄断锡市场，这些交易都是伴随铜交易进行的)。于是，1899 年采用了新规定，按照新的规定，委员会在至少十二个成员的要求下，可以允许成员不按合同发货，只要证明“严重的囤积居奇”已经形成。这几乎等于允许伦敦金属交易所可以使用人力不可抗拒条款，而这在以前是不允许的。但至少需要十二个成员赞成使得这项规定在某种程度上不大便利，也不令人满意。1911 年，委员会确保它可以行使这一权力。在标准合同的条款中规定，委员会有权“调查有关情况，采取任何他认为对保持供求平衡有利的措施”。说起来容易，但要把它诉诸于行动就得冒一定的风险，或损害一部分成员的利益，或(更严重些)，减少商人在自由市场进行交易的自由度。

第一个标准锡合同即 1891 年引入的“可交易质量”(GMQ)合同，紧接着的第二个合同是 1897 年制定的“混合锡”合同，包括比利顿和班卡两个牌号。但是，这两个合同在产地上仍然有局限性(主要来自于澳大利亚和马来群岛)。1911 年，委员会考虑扩大合同范围，接受来自于德国、中国和英国的锡。但这些产地的锡比以前的质量差，因此这个建议没有在市场上得到广泛的支持。

于是，1912 年产生了标准锡合同，包括纯度不低于 99.75% 的 A 级锡和在价格上给与一定折扣的纯度不低于 99% 的 B 级锡。但这一折衷方案未能被全体成员接受，有些人宁愿继续执行旧的可交易质量合同。市场的不稳定一直持续了一年。在这期间，价格在 115 英镑至 200 英镑间徘徊，而随着班卡锡在阿姆斯特丹进行交易，锡价不时出现周期性

暴涨。

3. 铅锌

多年来，伦敦金属交易所铅锌的交易(后者直到第一次世界大战后均指锌锭)都是在交易圈外进行。交易的基础与其它两种金属差别很大。直至1903年，才形成第一个标准铅合同(优质软铅锭)，而第一个纯锌锭合同到1915年才形成。最初，这两个合同是按照“软商品”市场的做法进行的，即按照提单的要求船边交货。期货的结算为二个月，不象铜和锡每日结算。优质软铅锭合同非常成功，一直延用到最近几年。

第一次世界大战以前，铅和锌受卡特尔组织支配，这两种金属在某种程度上都在一个较小的地理范围内交易，因为欧洲是铅锌的主要生产地区。这一事实也说明，伦敦金属交易所并非唯一的交易场所。欧洲大陆上各种交易所都进行铅锌交易，汉堡金属交易所于1910年建立。

4. 第一次世界大战

伦敦金属交易所经历了不止一次危机，抵挡了各种垄断集团控制价格的企图，这确实不简单。在四年战争的绝大部分时间内，交易所实际上停止了交易，然而，成员们团结一致，精神可佳，在战争双方停止敌对行为后毫不耽误地恢复了活力。这从某种意义上讲确是个奇迹，尤其是在由战争引起的大规模动乱时期，经济、政治甚至社会、国内领域都发生了深刻变化后。

1914年7月底，交易所全体成员的同意下关闭，直到那年秋天。这一行动的原因在于，当时没有人预测到战争是长期的，战争初期当然会出现对英国供货的中断(尤其是铅锌，德国及其同盟国是铅锌的主要生产者)，在那个时期，价格可能会不受控制地上升。在供应状况好转的一段时间内，价格趋稳，交易又恢复了。

当战争进入第二年时，武器和军舰的建造速度明显加快，金属价格再次大幅度上升。英国政府鉴于对投机商会兴风作浪的考虑，和投机将导致价格进一步上涨的问题，于1916年3月1日在议会颁布一项法令，禁止铜、铁、铅、锌的投机交易。因此，市场上的套头交易也停止了，1916年底，政府承担了购买战略金属的任务，库存也按照伦敦金属交易所最后交易的价格进行补偿后被征用。只有锡的交易，无论从什么意义上讲，都是允许的，但这只能以非常有限的方式进行。

5. 两次大战之间的伦敦金属交易所

停战以后，伦敦金属交易所不失时机地重振旗鼓。1918年底市场再次进行交易。这一事件预示着世界金属交易崭新时代的来临。二十世纪二十年代初期，德国面临的骇人听闻的通货膨胀，以及以1929年华尔街经济大崩溃开始的世界经济大萧条对伦敦金属交易所交易产生了两个深刻的影响。

第一个影响是出现了对有色金属进行投资的概念。即在那些持有黄金和其它耐用品的人进行保值时，向有色金属投资，以避免币值波动的风险而做套头贸易。(在主要货币经过两个周期的相对稳定后，首先在二十世纪三十年代出现了标准金合同，二次大战后又出现了布雷顿森林协定。因此，伦敦金属交易所这方面的交易已变得更加重要了，而且似乎

不会消失)。

两次大战之间伦敦金属交易所活动的第二个影响是生产者和消费者双边贸易的发展，同时伴随着卡特尔保护主义的重现。这些组织的目的在于将价格控制在满足成员需要的水平上，不论他是生产者还是消费者。

长期合同的双方在合同有效期内均需在世界价格变化的影响中得到保护。于是，“随行就市”合同作为一个参考与伦敦金属交易所价格联系起来了。与此同时，虽然许多卡特尔对自由市场价格不稳定存有戒心，但成员仍需要获得找到这些价格的途径，只要这些价格是他们做价的最好依据。

这种生产者集团之一就是“铜出口者公司”(CED)，其目的在于保护其成员使之免受反映在自由市场价格方面供求波动异常的影响。这是一个由美国人发起的机构，于1926年建立，成员中包括刚果的加丹加矿和西班牙的里奥廷托矿。可以想象，战争期间所有金属的生产能力都大幅度地增加了。这样，在世界贸易和制造业的衰退时期出现了维持高成本企业是否合算的问题。表面上看，铜出口者公司似乎是在稳定疲软的市场方面最值得称道的例子，其目的既不在于将价格提高到市场所不能承受的水平，也不是要人为地减产。

其宗旨在于要消灭“恶劣的中间人”、经纪人、金融投机商和伦敦金属交易所本身。用该集团自己的话说：“在铜出口者公司的经营管理下，我们将努力直接向消费者出售产品，价格将根据日益发展的贸易条件而定”，而这正是伦敦金属交易所孜孜不倦地、成功地追寻的目标。

铜出口者公司在布鲁塞尔设立了一个常设机构，以直接对欧洲用户，大大减少了与伦敦金属交易所的交易。这主要是通过每天向用户进行定量供应以满足其需要来实现的。于是，急欲保证其货源的用户进入市场，尽其所能购买伦敦金属交易所库存，以至于在1926年初到1928年期间交易所库存从50,000多吨下降到近乎危机的水平——5,000吨以下，大部分库存以这种或那种方式被铜出口者公司控制着。

这样，伦敦金属交易所交易不可避免地出现了紧张局势。稳定价格的夸张性目标象以前一样不得不屈服于铜出口者公司近乎贪婪的行为，因为该集团已开始抬价。铜出口者公司的铜价从1926年的12美分/磅上升到1929年初的24美分以上。用户开始反对这些人为抬高的价格，需求明显下降，以至于有些铜出口者公司的成员自己也开始将其不断增加的库存投放到市场。除此以外，投放到市场的废金属以及来源于卡特尔集团之外的原生金属(主要来自于北罗得西亚的矿山)都产生了越来越大的影响，铜出口者公司失去其对供货和价格的控制权只是一个时间问题。价格从1930年的10美分/磅迅速下降到1932年的5美分/磅。

发现自己处于十分不利地位的高成本生产者大多数在美国国内(五十年后的今天又出现了同样的情况)。很快就出现了减产，为了稳固国内生产者的地位，美国政府对所有进口的铜实行4美分/磅的惩罚性关税。这一行动的结果实质上是向全世界关闭美国市场。这也是“纽约商品交易所”(COMEX)于1935年开业时(COMEX开始时进行铜、银、锡和其它软商品的交易)为什么参加铜交易的大部分是投机商，而非铜业成员的最重要原因。

控制市场的进一步企图出自于“国际铜卡特尔”，该集团通过自愿限产来解决问题，但这种做法在三十年代后期也失败了。生产者卡特尔再一次在竭尽全力调节市场时屈于压力而失败了，世界性需求在扩军计划的推动下上升了，而生产滞后，价格迅猛上涨；只有再

次调节，才能出现供求平衡。

在大战期间比生产者力求影响市场的努力更有趣的是出现了由政府 and 准政府机构组成的国际性组织，第一个以调节市场为目的的是 1920 年由马来亚和荷属东印度群岛政府建立的“万隆联营公司”，其宗旨是吸收多余的锡，以强化锡市场。1921 年，该公司确实购买了 19,000 吨锡，这样它即使没有抑制锡价的下跌，也起了缓和作用。

在以后的时间内，锡市场仍然是这种努力的焦点。1931 年制定了“国际锡限制计划”，它的机构是国际锡理事会(ITC)，它宣称其宗旨在于“使生产和消费保持平衡合理的关系，避免价格迅速波动”。并将通过设立缓冲库存经理来实现其宗旨。缓冲库存经理通过卖出库存或买进库存使价格稳定在所期望的 230 英镑/吨的限价内。伦敦金属交易所向政府提出强烈抗议均无济于事，因为缓冲库存是在 1934 年 7 月以成员国捐赠的金属建立起来的。230 英镑/吨的买价是很吸引人的价格。世界锡的自由库存明显减少，直到伦敦金属交易所现货价远远高于期货价格，使得对锡市场的控制十分困难。然而，国际锡理事会仍很坚决，把伦敦金属交易所贬为“多头和空头的游戏场”。最后，国际锡理事会和交易所之间在缓冲库存保证不影响伦敦金属交易所正常工作的前提下达成了一致协议。从 1985/86 锡危机(详见第十章)的情况来看，这种担保似乎很愚蠢，可它确实持续了五十多年。

伦敦金属交易所仅仅与贸易卡特尔集团和出口国政府的政策作斗争是不够的。1932 年，英国政府对继标准金合同几乎完全失败后的混乱时期的世界贸易状况深感不安，颁布了进口关税法。这项法令的颁布以及在同年召开的渥太华会议上决定给从非英联邦进口的某些产品施加了一定的关税。其中涉及到的产品有铅锌。从英联邦外进口的锌都征收 10% 的从价税(数目的确不小)，这个从价税不是在价格的基础上进行计算，而是转换成统一收费率，其有效期直到英国签署罗马协定为止。

当时，伦敦金属交易所的经营方式是逆税则而行的，他们有意惩罚英国进口商，甚至抬高伦敦金属交易所价格使之不再是完全中立的世界性价格。铅锌合同中必须附加“英国进口税(假如有的话)由买方支付”的条款。另外还规定，宁可再对再出口的进口金属实行退税，也不允许在本国使用。所产生的不幸后果是，不久，在伦敦金属交易所外出售的英国产品被加上了与税相等的加价。因此，英联邦的金属自然趋向于在伦敦金属交易所外进行交易，而伦敦金属交易所的价格只用于交易所交易的其它产地的金属。

伦敦金属交易所委员会与政府的进口关税顾问委员会进行了一系列谈判。1935 年，从价税被每吨十二先令六便士的统一税所代替，后来又变成了每吨零点几英镑的相当可观的百分比！对英联邦产品给以一定加价的概念写入了伦敦金属交易所的交易，卖方可将关税加在非英联邦产品的价格上，也可给免税金属加价，这两种附加的金额均由买方承担。这次与贸易保护主义的首次交战如过眼云烟，很快被忽视了。然而，根据 1971 年以后与欧洲经济共同体委员会的进一步磋商，证明这是一次有益的尝试。

同时，经过慕尼黑协定和 1938 年纳粹德国对奥地利的吞并的虚惊之后，1939 年 9 月第二次世界大战的爆发再次使伦敦金属交易所停止交易。事实上，由于当时政府负责收购和贮存金属，铜、铅、锌的交易在战争爆发时就停止了。这段令人不快的时期一直延续到 1940 年 2 月底，那时交易所成员等待政府抛售其所拥有的库存以便帮助他们履行拖欠货物的发运义务。只有锡仍在进行交易，但在日本于 1941 年 12 月参战和随之出现的对马来

群岛供货商的威胁以后，锡也停止了交易。虽然直到停战以后才恢复交易(而铜的交易在停战几年后才恢复)，伦敦金属交易所并没有停止工作，委员会还是经常碰头，为将来某一天自由市场重新活跃做准备。

6. 第二次世界大战后的伦敦金属交易所

市场逐渐从政府控制中摆脱出来。作为英镑商品，继 1949 年 12 月橡胶市场重新开业后，锡是伦敦金属交易所第一个恢复到贸易状态的商品。政府的大量库存通过一个经纪人——J. D. 沃尔夫在伦敦金属交易所交易，他的佣金在正式成员中均摊。继铅锌之后，铜于 1953 年 8 月在交易所已交易过的商品中最后一个恢复交易。

然而，到那时，出现了更加复杂的情况，对伦敦金属交易所交易的各方面产生了影响。大战爆发时，交易所已开始对币值波动和投资进行严格控制(一直继续到 1979 年 10 月 24 日)。为保证交易按照交易所控制的模式进行，委员会与英格兰银行密切合作，导致了英格兰银行金属计划的出现。根据这个计划，交易所成员及其委托人可以免受一些有关对国际贸易的限制，这些限制一旦得以实行将会使伦敦金属交易所这个真正的世界市场窒息。成员公司也被吸收进这一计划，交易所委员会也相应地做出反应，保证他们的做法与规定的一致性。

因此，成员们可以在世界各地进行金属交易，并进行运输和贮存。货款可以英镑或可兑换外汇在国外帐户上结汇。这样，非英国所在地公司可以根据市场情况套汇，而参加英格兰银行金属计划的英国公司在国外仓库购买金属时可以从获利。在这种情况下，成员们相应的要对自己及其委托人所承担的外汇义务做每月记录。

另外还建立了委员会成员和银行高级职员定期召开会议的制度。在合作和相互理解的气氛中讨论解决了很多问题。

1.5 生产者对伦敦金属交易所的反应

一些生产者对重建的伦敦金属交易所的反应概括来说即公平合理的价格是可以预测的。在一些进步地区，生产者积极地予以合作，建立了贸易商行，成了羽毛丰满的成员。而在其它地区，旧的敌视态度依然存在。

两个敌对的例子值得在此详述，也许它们并非完全针对伦敦金属交易所这个机构，而是针对它所体现的自由市场制度。大战以后，世界供求状况发生了巨大的变化。美国已成为金属的主要进口国，有段时期主要进口铜。对英镑可兑换性的严格控制和世界性的美元短缺把剩余金属吸引到美国而非伦敦市场。因此，在市场脆弱的情况下，伦敦金属交易所价格浮动很厉害，有限的库存经常处于继续减少的状态，而且，正在此时，美国政府又开始了大量的战略贮备。伦敦市场也出现了明显的现货溢价。

在这种情况下，有的主要生产者，在铜的交易上想转用固定价格而不是以伦敦金属交易所的浮动价格为基础。生产者所做的第一个国际性尝试是 1954 年国际镍组织为欧洲贸易制定的生产者价格。但人们不相信这个价格有广泛的参考价值，一年后便不再有人使用。原因是生产者以固定价格卖铜(和它的副产品)对市场 and 用户都没有产生什么影响。然而，这一试验并没有阻止“罗得西亚选择托拉斯”(RST)于 1955 年发布了它的“RST 价格”。这个根据美国模式制定的稳定的“指导性”生产者价格对伦敦金属交易所的价格给以折扣，用户同意以此价格为基础计算其加工产品的价格。这就导致了这部分加工工业与以

伦敦金属交易所为做价基础的加工工业的分裂。毫不奇怪，这种情况没有延续多久，试验于 1957 年中宣告失败。记录表明，以每月为基础计算的 RST 价格也不比伦敦金属交易所的价格稳定多少。而在除开最高价格曲线不计的情况下，1955 年底，美国生产者(其价格与伦敦金属交易所相差甚微)却取得了更大的成功。

罗得西亚选择托拉斯在价格方面较强的同盟者之一是比利时 SGM 公司。SGM 从比利时刚果，现在的扎伊尔，向尤宁矿出售铜。它制定了自己的生产者价格，并保持了许多年，每隔几天谨慎地协调一下价格，以便基本上与伦敦金属交易所的价格相一致。整个尝试导致了“金属导报棒材平均价(欧洲到岸价)”的形成。简单地说，这反映出生产者的观点，即与美国工业所使用的“E 和 MJ 金属矿物市场”的加权平均价相比，和伦敦金属交易所相关的欧洲铜市场缺少这样一个价格。因此，生产者发明了一种价格，八年来，金属导报代表生产者对每日、每周的加权平均价进行计算。它的依据是八到十个主要生产者对欧洲出售的报告。生产者在报告之前全部折算成以棒材为基础的价格，金属导报追踪到这些信息后，算出平均价，刊登在一周出版两次的导报上。尽管做了这些努力，但是据记载，没有一吨铜是参照这个平均价转手的。

然而，到 1961 年底，生产者想用一個更加策略的计划通过伦敦金属交易所来稳定市场，而不是绕过它。此计划对交易所危害性更大，因为它想通过在非常有限的范围内以一个不变的价格控制市场。所使用的棒材的现货价是 234 英镑/吨，经过六个月的实践，从 1962 年春到 1963 年底，市场并未发生变化。这对伦敦金属交易所的生存能力是极大的考验，以变化为宗旨的机构是不会被长期的诅咒摧垮的，事实上，伦敦金属交易所这一阶段是靠其它金属的佣金生存的。因此，不足为怪的是恰在同一时间开始了对铝合同的讨论，虽然十几年都未被采用。美国交易所受到的打击比伦敦更大，因为纽约商品交易所除铜以外的商品更少。

这一事件变成了有名的价格之战，并在当时受到了极大的关注。人们想知道它是否能作为模式为更加广泛的商品稳定计划服务。人们对自由市场和生产者控制市场的稳定性这两个敌对观念给予充分的辩论。它的一个有趣的副作用就是，伦敦两家影响最大的金融报刊——《金融时报》和《泰晤士报》之间出现了编辑态度的两极分化。金融时报很早就和生产者论点相一致，甚至开始推测伦敦金属交易所是否将生存下去，如不能，它是否会被淘汰。泰晤士报可能是在没有伦敦金属交易所的情况下就会失业的经纪人的影响下站在自由市场的立场上，谴责生产者的行动并指出生产者价已有很长时间未被检验了。

在此期间，自由市场在 1963 年圣诞节前后的确乱过一阵，直至 1964 年 1 月中旬才平息。生产者放弃控制市场，但提出了生产者价格。实际上是两个赞比亚生产者联合起来做价，做价时尽量参照美国生产者价而摆脱伦敦金属交易所价格的影响。此价格延续两年后在消费者的特别要求下废除了。在尝过稳定性的滋味后，消费者认为这并没有他们想象的那么好，他们更熟悉浮动的价格，同时也不愿再和两个同步而行的扭曲了的参考价格打交道。

事后，人们从这次试验中学到了不少东西，其中最重要的一点就是伦敦金属交易所是一个比任何人想象的更加富有生命力的机构。当然，交易所的未来在 1963 年受到了更为严峻的考验，由于战争，交易所的主要金属，铜停止了 14 年(1939~1953)的交易。另一点是稳定性本身并未完全改变金属的竞争性地位。六十年代，铜在导电的领域被铝代替，