



令人忧虑的 LME 库存

联系人 徐舟
电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

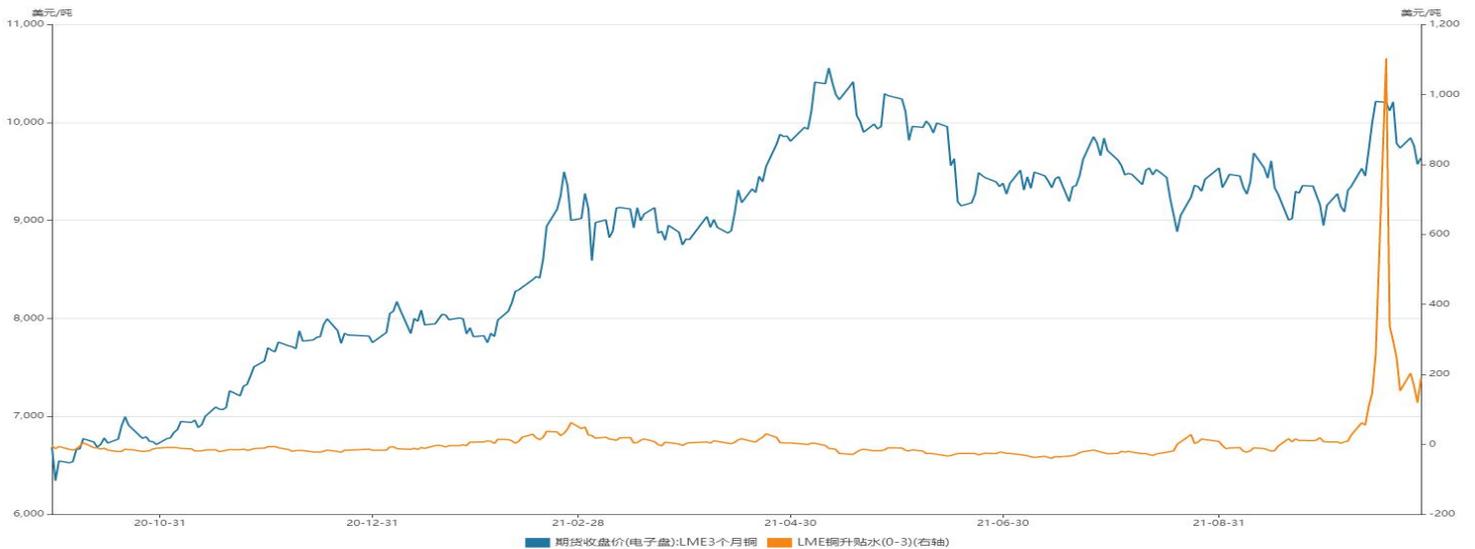
2月10日，国内外铜价都出现了大幅上涨的情况，突破了前期高点，创下了自去年10月下旬来的高点。刺激铜价上涨的主要原因在于市场对于LME铜库存可能遭遇挤仓的担忧，这在去年10月份也引发铜价大幅上涨的行情。因此，LME铜的库存也成为了市场关注的焦点。

一、铜价在去年 10 月因挤仓大幅上涨

2021年10月初，LME铜市场遭遇了挤仓的危机。其实自9月下旬开始，伦铜库存就开始持续下降，伦铜的注销仓单则大幅攀升，注销仓单的比例更是在10月中旬一度达到90%以上。这也意味着伦铜库存中可用库存降至降至1974年以来的最低水平，市场对于铜现货需求骤增，伦铜的现货升水也飙升至史无前例的1103.5美元/吨。与此同时，LME三月期铜价格也涨势迅猛，从9300美元/吨附近一举突破10000美金关口，最高触及10452.5美元/吨，创下了半年的新高。

直至伦敦金属交易所采取了紧急措施，提高持有仓单的激励，限制了现货升水的幅度，以及允许部分头寸可以推迟交割，缓解了LME铜挤仓的风险。自措施公布之后，伦铜的现货升水快速回落，从1000美元/吨之上降至300美元/吨位置附近，后市更是下跌至个位数。LME铜也顺利渡过了此次的挤仓危机。

图表1 去年10月份LME铜现货升水创下历史新高



数据来源：铜冠金源期货

二、目前 LME 铜库存挤仓难度较大

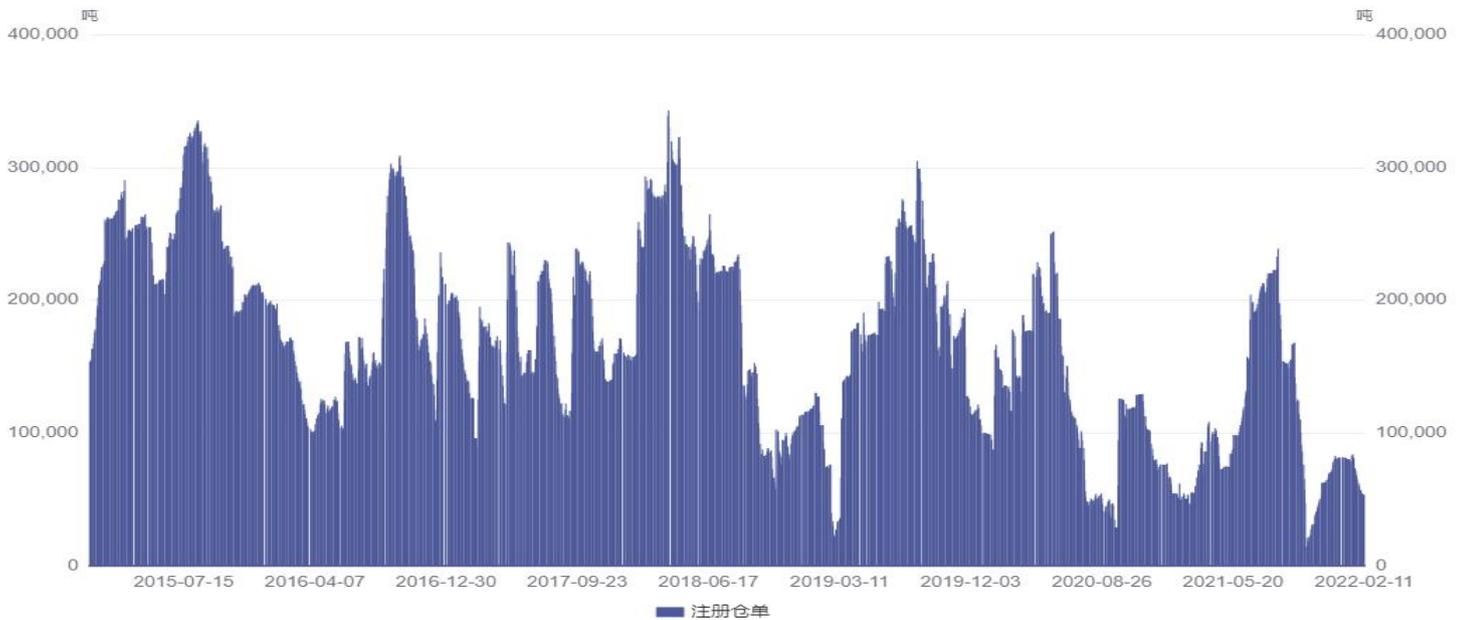
目前市场再度担忧LME铜库存的挤仓风险。上周的LME库存报告显示，LME荷兰鹿特丹仓库周二注销2500吨铜仓单，而这一状况已经连续4天，实际上，自1月中旬以来该仓库已有12天注销了2500吨的铜库存仓单，而鹿特丹没有注销仓单的日子里，德国汉堡则出现完全相同数量的注销仓单。这一规律性注销与去年10月份几乎完全相同，只是每日注销量从当时的1万吨下降到这次的2500吨。同时，LME总体铜库存近期持续回落，目前已经降至了7万多吨，来到了历史低位，因此市场担忧的情绪骤然提升。

但我们认为本轮挤仓可以不必过于担忧，首先是目前LME铜的注册仓单水平高于10月份；尽管目前LME铜的整体库存出现了回落，但是交易所的注册仓单水平仍高出前期低点。其次是目前LME铜的注销速度较慢，持续时间有限，LME铜库存足以支撑一段时间，还无需过分恐慌。最后是有了10月份的经验之后，伦敦金属交易所的应对也会更加及时。

此外，国内库存也开始进入大幅累库阶段，节后第一周市场库存出现了大幅增加，也有助于缓和 market 紧张的情绪。

因此，我们认为本轮LME铜库存的回落，目前更多还是反映在市场情绪的担忧上，预计实现挤仓的难度还较大。

图表2 LME铜注册仓单情况



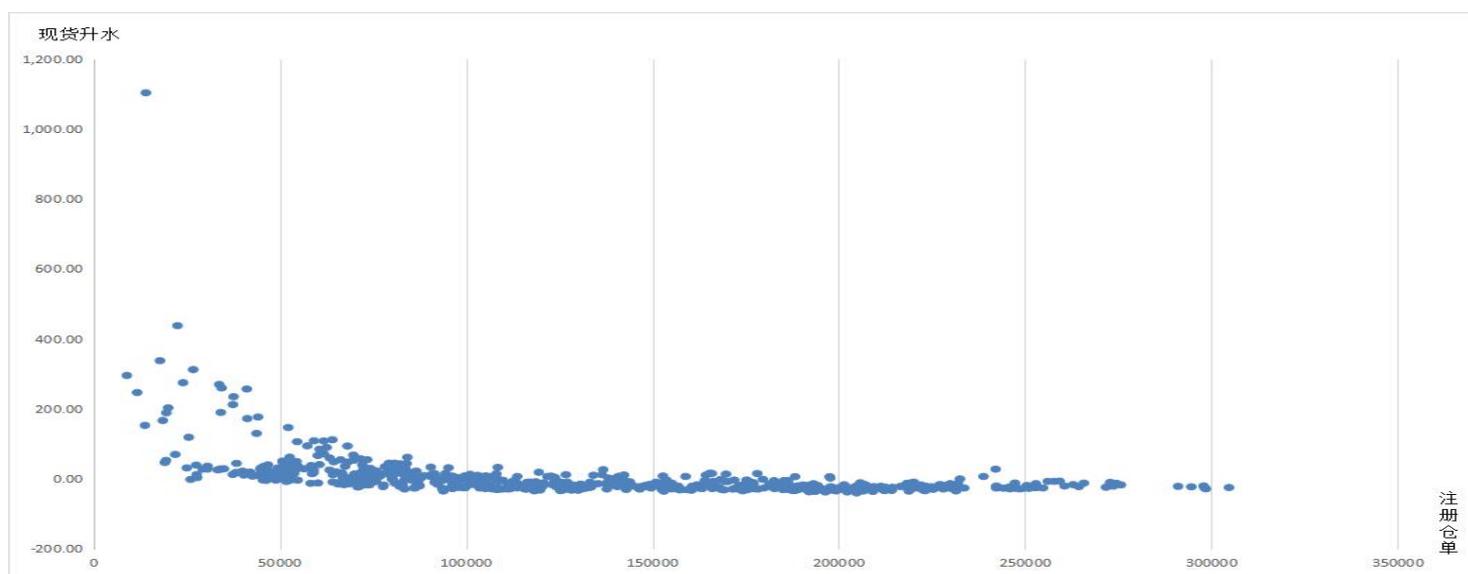
数据来源：铜冠金源期货

三、LME 铜库存仍有远虑

虽然我们认为本次LME铜库存再次挤仓的难度较大，但是LME铜的整体库存依然处于回落之中，且整体水平也处在低位。这对于铜价来说，以及LME铜的现货升水来说依然是个重要支撑。且短期之内，LME铜的库存还难有明显增加的机会。

我们回顾了近年来LME铜的现货升水和注册仓单的关系，从图中可以明显看出，随着注册仓单数量的下降，现货升水整体重心在上移。且随着注册仓单下降到5万吨之后，LME铜的现货升水也更加向上发散，这也意味着市场的弹性在进一步增加。低库存下，市场处于脆弱平衡中，任何风吹草动都可能引发市场较大的反应。

图表 3 现货升水和注册仓单关系



数据来源：铜冠金源期货

从LME铜库存变化的情况来看，目前库存下降的主要区域集中在欧洲地区。由于欧洲整体经济也处在复苏之中，2022年1月欧元区制造业PMI为58.7，较2021年12月的58出现回升，显现了较强需求水平。而供应方面，受制于欧洲电力和天然气成本的上升，欧洲锌和铝的冶炼已经开始受到了影响，铜冶炼也很可能会受到波及。同时，还有新冠疫情带来的供应链受损，这些因素都让终端用户更加倾向于持有更大的库存。

整体而言，我们认为由于目前LME铜库存注册仓单尚处在一定水平，以及目前仓单注销的速度也偏慢，因此本轮LME铜实现挤仓的难度较大。但是LME铜库存虽无近忧，但仍有远虑。LME铜库存整体处于低位，市场波动增大，对于突发事件的反应也会放大；特别是欧洲地区在需求高涨，而供应受限的情况下，终端会更加倾向持有库存，而这会加剧目前的库存紧张状态，因此LME铜价和现货升水将继续得到支撑。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。