

LME铜库存暂无近忧但有远虑

全球铜库存的持续下降一直被市场所关注。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铜的库存又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。自从措施公布之后，伦铜的现货升水快速回落，从1000美元/吨之上降至300美元/吨的位置附近，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

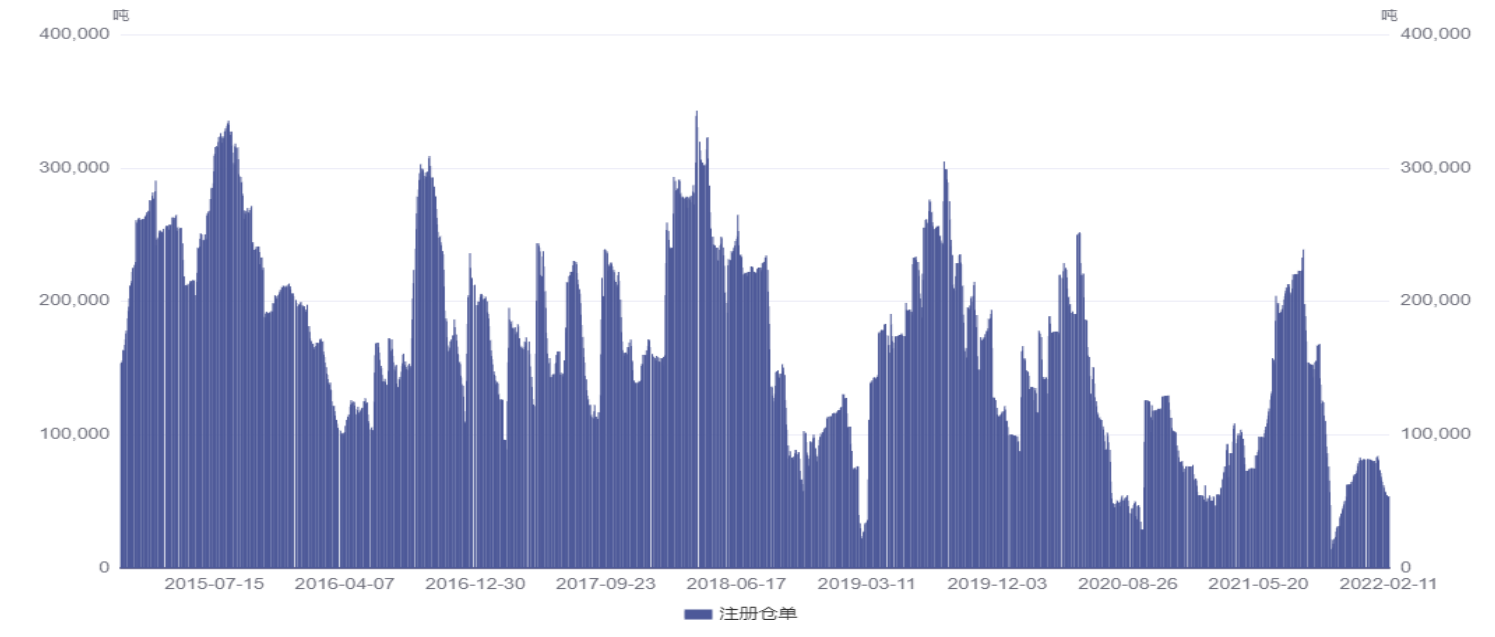
二、目前 LME 铜库存挤仓难度较大

目前市场再度担忧LME铜库存的挤仓风险。LME库存报告显示，LME荷兰鹿特丹仓库在2月初注销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，随着源源不断的订单把铜从欧洲仓库中运出，LME总体铜库存近期持续回落，因此市场担忧的情绪骤然提升。截止2月15日伦敦铜库存已跌落至7万吨，突破去年的历史性低位7.35万吨。

但我们认为，对本轮铜库存的下降不必过于担忧。因为此次铜库存的变化与去年10月份出现挤仓存时的情形有较大不同：首先，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，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，春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



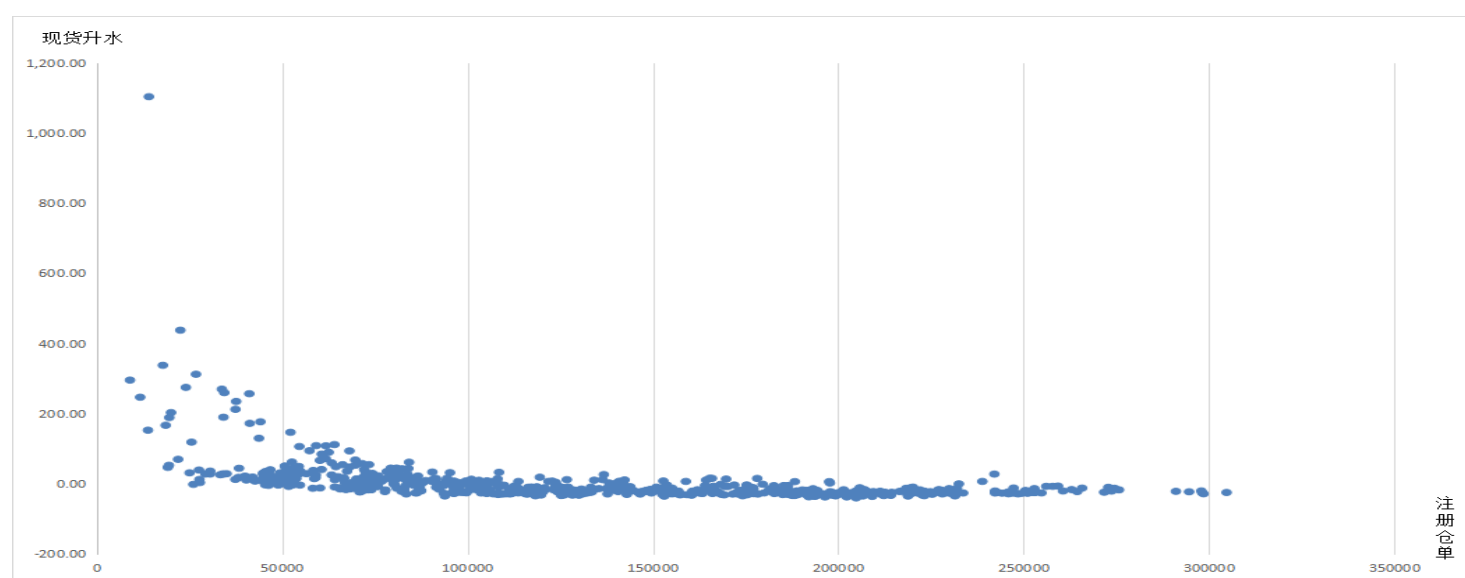
数据来源：铜冠金源期货

三、LME 铜库存仍有远忧

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,也导致了LME在欧洲的库存从交易所向终端用户的转移。

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。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。