

# COMEX 铜逼仓的起因与演变及教训

## 报告摘要:

- **COMEX 铜爆发逼仓的现象:** COMEX 铜 2407 合约价格于 2024 年 4 月开始出现异动迹象, 上涨幅度超过 12%, 4 月 29-30 日两天持仓量突增至 181325 万手。进入 5 月以后, COMEX 铜 2407 合约价格上涨斜率不断扩大, 直至 5 月 20 日该合约价格最高触及 5.1990 美元/磅, 超过 2022 年 3 月以来高点而创造美精铜期货价格历史新高, 最大振幅超过 15%。
- **COMEX 铜爆发逼仓的原因:** 欧美禁止 LME 和 CME 交易俄罗斯新生产的金属, 巴拿马运河干旱延迟南美洲生产的铜流入, COMEX 铜库存量处于历史低位。
- **COMEX 铜的逼仓风险有所缓解:** 1) 考虑到 COMEX 铜逼仓行情主要由以投资基金为代表的非商业多头推动, 而这类投资者往往不愿意参与实物交割, 那么则需要移仓换月。2) 据国内某铜冶炼企业反馈, 其合作的几家外盘交易对手行将要求 OTC 交易对手在 6 月 25 日之前进行平仓或移仓。3) 5 月 23 日有市场人士称, 预计到 5 月晚期, 将有逾 20,000 吨铜自智利运抵美国, 预计 6 月和 7 月份, 将有更多的铜流入美国市场, 至少有 100,000 吨铜正在运往美国芝商所 (CME) 注册仓库的路上, 这批铜将用于交易商在 COMEX 市场空头仓位的实物交割, 这将令市场看多热情降温。以上因素或将使 COMEX 铜的逼仓风险逐步缓解, 但因截止 5 月 29 日, COMEX 铜 2407 合约持仓量仍有 140486 手, 已经较 5 月 14 日最高值下降 48386 手, 但是倘若全部参与实物交割, 则需要约 79.66 万吨精炼铜, 后续仍需警惕 COMEX 铜的潜在逼仓风险。
- **国内企业在海外交易所开展套保或套利交易, 为了避免出现被逼仓风险, 需要从以下几点加强交易与风险管理:** 深刻学习和了解海外交易所交易与交割规则, 加强对相关期货品种行情和供需情况研究, 完善公司内交易与风险管理相关制度和流程。

分析师: 王文虎 (F03087656, Z0019472)

宏源期货 研究所

金属研究室

Tel: 010-82293558

Email: wangwenhu@swyhsc.com

## 相关研究

《美联储货币政策存变数 贵金属市场等待新驱动》, 期货日报

《沪镍 重心将震荡下移》, 期货日报  
《铜价重心下移但难回 2020 年以前水平》, 期货日报

《低库存使铜价下跌具有抵抗性》, 期货日报

《冲突螺旋式升级间接支撑有色金属》, 期货日报

《青山做空伦镍险遭百亿美元浮亏? 但镍价终将回归产业运行逻辑》, 腾讯财经

《全球镍仍在持续去库 短期供需仍然偏紧》, 金融界

《央行降准后结构性宽松仍可期》, 金融界

《避险需求支撑趋弱, 黄金中期中心将下移》, 期货日报

《两大因素主导金价走势》, 期货日报

《有色 重心逐步下移》, 期货日报

《沪铜: 谨慎追涨》, 期货日报

《黄金 中长线配置时点仍需等待》, 期货日报

## 目录

一、COMEX 铜爆发逼仓的现象 .....	3
二、COMEX 铜爆发逼仓的原因 .....	4
(1) 欧美禁止 LME 和 CME 交易俄罗斯新生产的金属 .....	5
(2) 巴拿马运河干旱延迟南美洲生产的铜流入 .....	5
(3) COMEX 铜库存量处于历史低位 .....	7
三、洛阳钼业等商业空头对 COMEX 逼仓的回应 .....	7
四、洛阳钼业和青山集团遭遇逼空的原因和应对异同 .....	9
五、COMEX 铜的逼仓风险有所缓解 .....	9
六、如何避免遭遇潜在逼仓风险 .....	9

## 一、COMEX 铜爆发逼仓的现象

COMEX 铜 2407 合约价格于 2024 年 4 月开始出现异动迹象，上涨幅度超过 12%，4 月 29-30 日两天持仓量突增至 181325 万手。

进入 5 月以后，COMEX 铜 2407 合约价格上涨斜率不断扩大，直至 5 月 20 日该合约价格最高触及 5.1990 美元/磅，超过 2022 年 3 月以来高点而创造美精铜期货价格历史新高，最大振幅超过 15%。

图 1: COMEX 铜 2407 合约价格走势

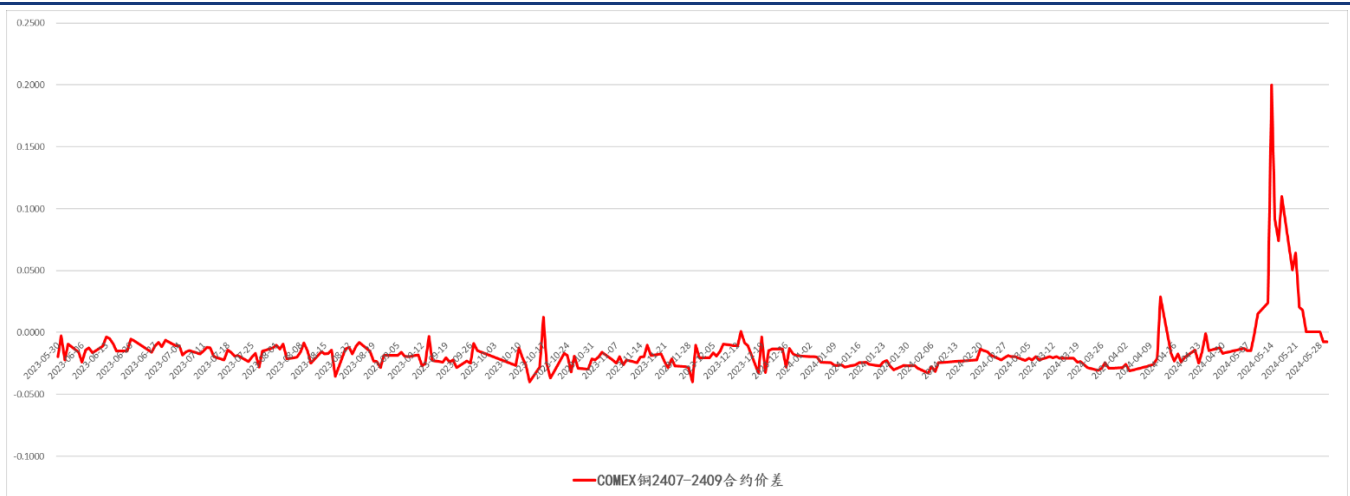


资料来源: WIND, 宏源期货研究所

COMEX 铜 2407 合约价格飙升，使相同品种期货之间近远月合约价差与跨市场价差出现历史极端值。

从 COMEX 铜近远月合约价差看，5 月 14 日 COMEX 铜 2407 合约较 2409 合约收盘价高出 20 美分/磅，而这已经是历史最高的近远月合约价差。

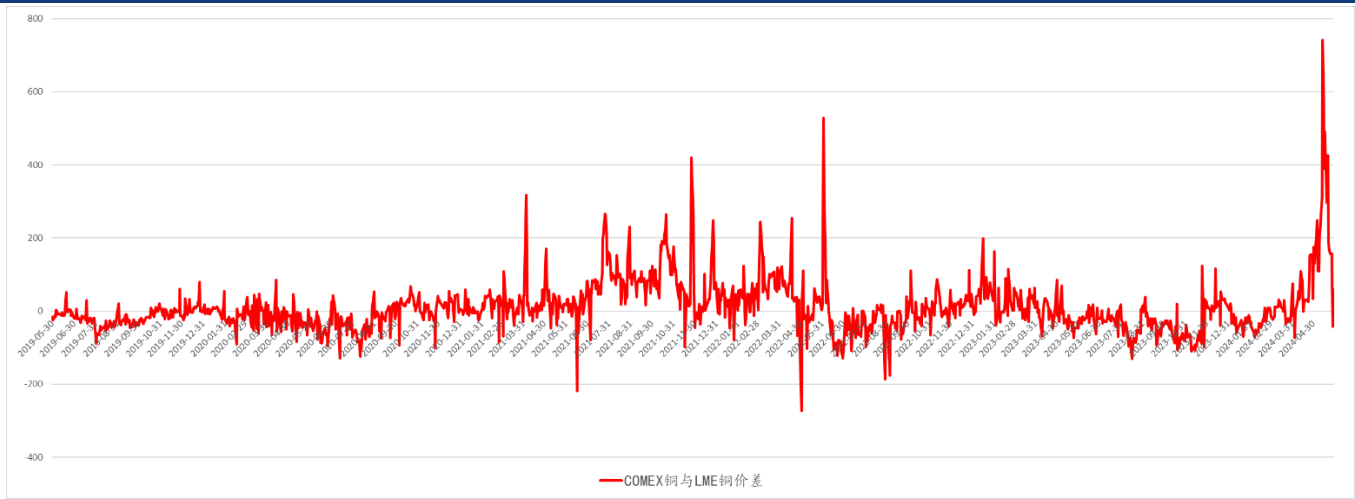
图 2: COMEX 铜 2407 与 2409 合约之间价差



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

从跨市场角度来看, 5月14日LME铜收盘价为10075美元/吨, COMEX铜收盘价为4.9060美元/磅, 二者价差为740.7美元/吨, 已经超过2022年6月2日的528.5美元/吨, 再创历史新高。

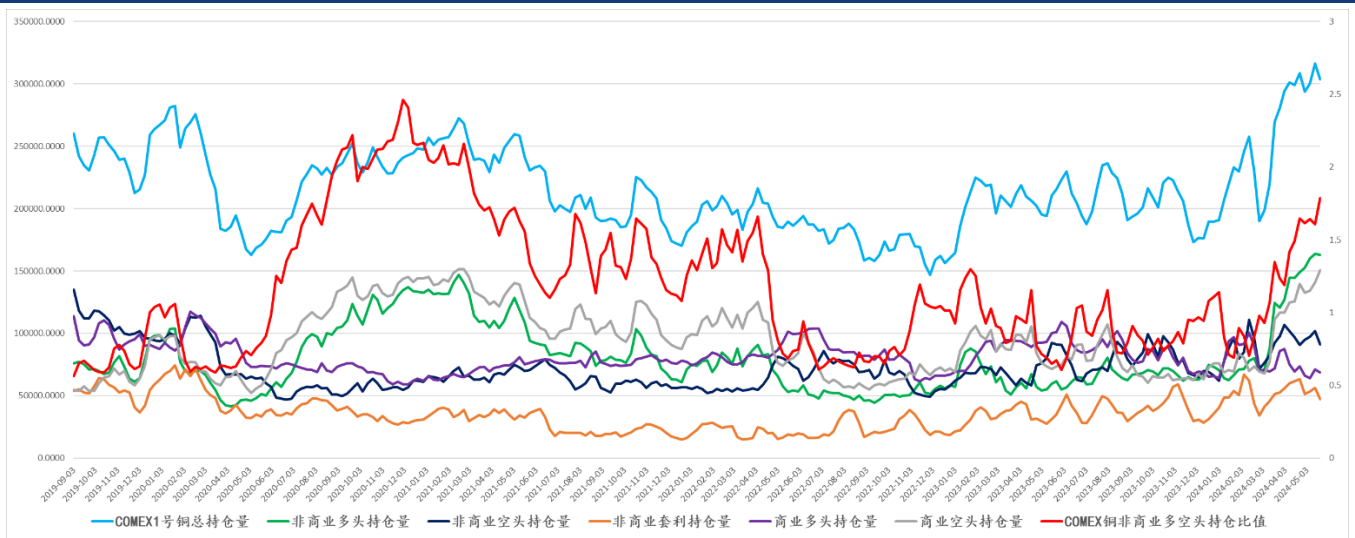
图2: COMEX铜与LME铜之间价差



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

COMEX铜的逼仓现象主要由非商业多头资金驱动, 从4月2日至5月21日, 非商业多头持仓量占总持仓量比例由43.16%升至53.68%, 非商业空头持仓量占总持仓量比例由36.25%降至30.06%, 非商业套利持仓量占总持仓量比例由19.07%降至15.60%; 商业多头持仓量占总持仓量比例由29.74%降至22.70%, 商业空头持仓量占总持仓量比例由39.59%升至49.60%。由此出现以投资基金为代表的金融机构逼仓以托克和洛阳钼业为代表的实体企业的现象。

图2: COMEX铜非商业多头与空头持仓量比值



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

## 二、COMEX铜爆发逼仓的原因

COMEX铜发生逼仓行情的原因主要包括美国经济潜在需求强劲、欧美禁止俄罗斯金属交仓、巴拿马运河出现干旱、贸易商囤货及库存量处于低位等多重因素。

## (1) 欧美禁止 LME 和 CME 交易俄罗斯新生产的金属

2024 年 4 月 12 日，英国和美国宣布，伦敦金属交易所（London Metal Exchange, LME）和芝加哥商品交易所（Chicago Mercantile Exchange, CME）将进一步限制俄罗斯的金属交易，禁止俄罗斯 4 月 13 日及之后生产的铝、铜和镍在交易所和场外衍生品的交易。同时，美国宣布禁止进口俄罗斯生产的铝、铜和镍。

根据 Woodmac 数据，2023 年俄罗斯铜生产量占全球铜总生产量比例约为 3.8%。虽然俄罗斯金属不是芝加哥商品交易所 CME 的交割品牌，但是在全球铜精矿供需预期持续偏紧、美国经济与就业表现良好的背景下，禁止进口俄罗斯生产的金属无疑将降低对美国的铜供给量，进而加剧供需紧张状态。

## (2) 巴拿马运河干旱延迟南美洲生产的铜流入

COMEX 铜的可交割品牌中智利有 18 个，美国有 13 个，日本有 8 个，秘鲁有 4 个，墨西哥有 3 个，比利时有 3 个，加拿大 3 个，赞比亚有 2 个，菲律宾有 1 个，韩国 1 个，西班牙有 1 个。由此可见，智利生产的铜是 COMEX 铜的重要供给来源，但因受到矿山品位下降、环保要求趋严、劳工组织和社区民众罢工或堵路等因素影响，生产时常受到干扰导致产量下滑。

根据研究极端天气模式的世界天气归因组织科学家小组 5 月上旬发布的一项研究显示，2023 年自然发生的厄尔尼诺天气现象（即太平洋表面变暖）导致降雨量极低，使加通湖（巴拿马运河使用的雨水水库）的水位在 2023 年 6 月达到历史最低水平，并一直保持到 2024 年 3 月中旬，其中 2 月进入运河的船只数量最低，为 692 艘。以上因素导致运力紧张和运费较高，使得南美洲生产的铜运输时间约为 30 天，倘若运输时间出现延迟影响仓单注册节奏，那么能否在 7 月下旬之前完成注册存在较大不确定性。

全球铜精矿供给偏紧预期，使日本、韩国、欧洲等国家的铜冶炼厂无法实现满产，而且欧洲和亚洲生产的铜的运输时间约为 15-30 天，运输成本分别为 150 和 300 美元/吨。

随着 5 月至 12 月的雨季逐步来临，巴拿马运河水位或将上升 2 米以上，进而推动运输能力逐步改善。

图 2：COMEX 铜的可交割品牌

COPPER (HG) BRANDS			
Producer	Country	Code	Brand Marks
ASARCO LLC	USA	ATR	*ATR
ASARCO LLC	USA	RAY	ASARCO RAY GRADE 1
Atlantic Copper SA	Spain	FMS	FMS
Aurubis AG	Belgium	HKAG	HK
Aurubis AG	Belgium	NAEN	NA-ESN
Pinto Valley Mining Corp.	USA	BHPP	BHP Copper/Pinto
Cobre de Mexico SA	Mexico	CDM	*CDM
Compania Minera Cerro Colorado Ltda	Chile	CMCC	CMCC
Compania Minera Dona Ines de Collahuasi SCM	Chile	COLL	*COLL

Compania Minera La Parrena S.A. de C.V	Mexico	PEN	Penoles
Compania Minera Lomas Bayas	Chile	MFLB	LBF
Compania Minera Teck Quebrada Blanca S.A.	Chile	QB	QB
Compania Minera Zaldivar	Chile	ZALD	ZALDIVAR
Corporacion Nacional del Cobre de Chile - CODELCO	Chile	AE	AE
Corporacion Nacional del Cobre de Chile - CODELCO	Chile	CCC	*CCC
Corporacion Nacional del Cobre de Chile - CODELCO	Chile	ASXW	AE SX-EW
Corporacion Nacional del Cobre de Chile - CODELCO	Chile	CCCP	CCC-P
Corporacion Nacional del Cobre de Chile - CODELCO	Chile	CSBL	cCc SBL
Corporacion Nacional del Cobre de Chile - CODELCO	Chile	CHUI	CHUQUI-P
Corporacion Nacional del Cobre de Chile - CODELCO	Chile	GABY	GABY
Corporacion Nacional del Cobre de Chile - CODELCO	Chile	NAMI	ENM
Corporacion Nacional del Cobre de Chile - CODELCO	Chile	RT	RT
Dowa Mining Co. Ltd.	Japan	DOWA	*DOWA
Glencore Canada Corporation	Canada	NORA	NORANDA
Glencore Canada Corporation	Canada	FKA	*FKA
INCO Limited	Canada	ORCO	*ORC
Kennecott Utah Copper LLC	USA	KUCU	KUC
LG-Nikko Copper Inc.	South Korea	ONSN	*ONSAN
Metallo-Chimique International N.V.	Belgium	SME	*SME
Metalurgica de Cobre S.A. de C.V.	Mexico	CER	CER
Minera Centinela	Chile	MELT	MET
Minera Escondida Limitada	Chile	ESOX	ESOX
Minera Spence S.A	Chile	SPEN	SPENCE
Mitsubishi Materials Corporation	Japan	MTSB	MITSUBISHI
Mitsui Mining & Smelting Co. Ltd.	Japan	MTS	*MITSUI
Nippon Mining & Metals Co., Ltd.	Japan	HM	*HM
Nippon Mining & Metals Co., Ltd.	Japan	SR	*SR
Onahama Smelting & Refining Co. Ltd.	Japan	OSR	OSR
Pan Pacific Copper Company Ltd.	Japan	TAMA	*TAMANO
Phelps Dodge Refining Corp.	USA	PD	P*D
Freeport-McMoRan Chino Mines Company	USA	PDSR	Santa Rita
Freeport-McMoRan Morenci Inc.	USA	PDMI	PDMI
Freeport-McMoRan Morenci Inc.	USA	PDSS	PDSS
Freeport-McMoRan Morenci Inc.	USA	PDGO	PD*GO
Freeport McMoRan Tyrone Inc.	USA	BCCC	BCCC ("Burro Chief")
Freeport McMoRan Bagdad Inc.	USA	CBCC	CBCC
Freeport-McMoRan Sierrita Inc.	USA	TWIN	CTB
Philippine Associated Smelting & Refining Corp.	Philippines	PSAR	*PASAR
Sociedad Contractual Minera El Abra	Chile	ABRA	ABRA
Sociedad Minera Cerro Verde SA	Peru	SMCV	SMCV
Southern Peru Copper Corp.	Peru	SPCC	SPCC-ILO



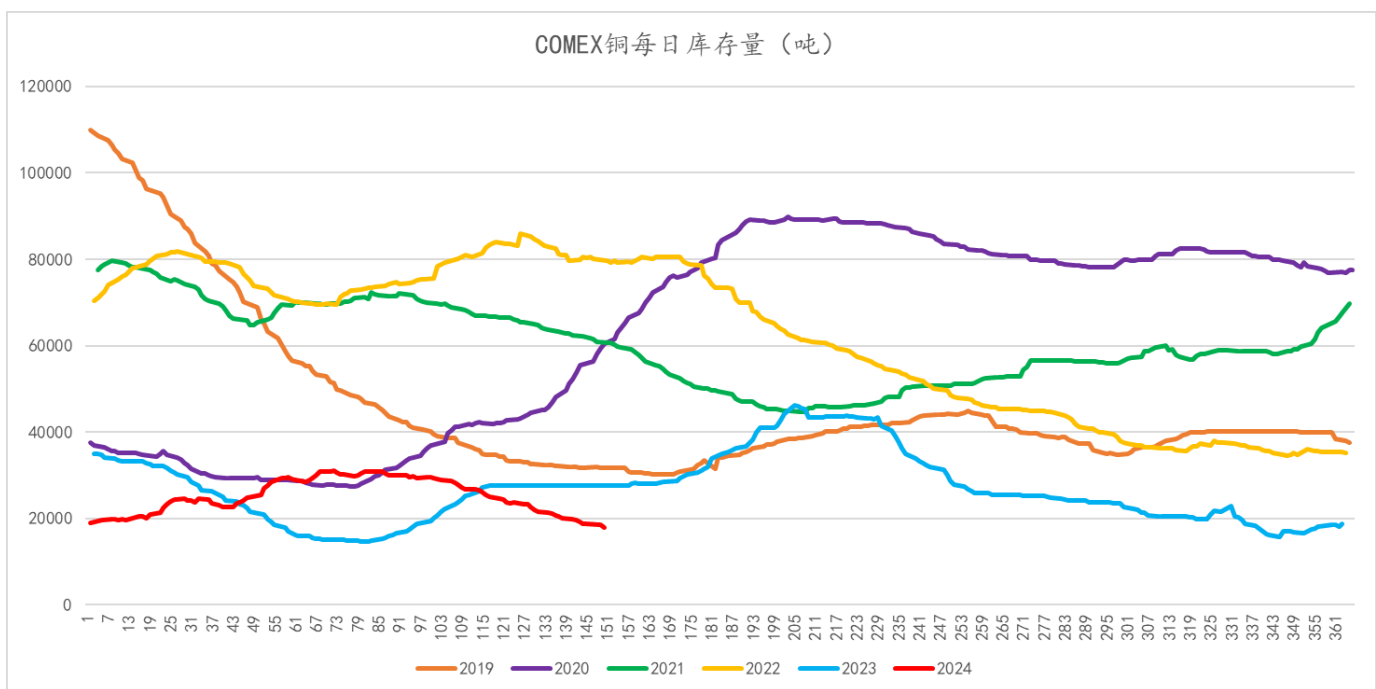
Southern Peru Copper Corp. / Southern Peru Copper Ltd.	Peru	SPLX	SPCC-SXEW
Sumitomo Metal Mining Co. Ltd.	Japan	SUMI	*SUMIKO
White Pine Copper Refinery, Inc.	USA	WPCR	*White Pine Copper
Xstrata Tintaya S.A.	Peru	TINT	*TINTAYA
Zambia Consolidated Copper Mines / Mufulira Copper Refining	Zambia	MCM	*MCM
Konkola Copper Mines plc	Zambia	REC	REC

资料来源：WIND，宏源期货研究所

### (3) COMEX 铜库存量处于历史低位

自 2024 年 3 月 26 日以来，COMEX 铜库存量持续震荡减少，截止 5 月 14 日，COMEX 铜的库存量仅为 21066 短吨(约为 18959.4 吨)，而当日 COMEX 铜 2407 合约持仓量达到最大值，为 188872 手，倘若全部参与实物交割，则需要约 107 万吨精炼铜。由此可见，COMEX 铜库存量与潜在交割需求之间的巨大差距。

图 2：COMEX 铜的每日库存量



资料来源：WIND，宏源期货研究所

## 三、洛阳钼业等商业空头对 COMEX 逼仓的回应

近日，上证e互动平台上出现多条有关埃珂森美铜空单的提问：“传公司旗下 IXM 在 COMEX 铜持有大量空单，目前被逼仓，损失惨重，请问情况属实吗？目前 COMEX 铜显性库存处于历史低位，如果被逼仓，公司有足够现货进行交割吗？”“网传 IXM 持有大量 COMEX 铜空单，导致公司巨额亏损？请董秘回复是否属实？如属实，会亏损多少？如不属实，请公司辟谣。”

图 2：投资者向洛阳钼业询问


[首页](#)
[问答](#)
[投票](#)
[观点](#)
[访谈](#)
[公司](#)

搜索:

[登录](#)
[EN](#)

关键词: 
 时间:  至

问答 (1235)

观点 (0)

访谈 (2)

公司 (1)

用户 (1)



lalaoni

:**洛阳钼业** (603993) 传公司旗下 IXM 在 COMEX 铜持有大量空单, 目前被逼仓, 损失惨重, 请问情况属实吗? 目前 COMEX 铜显性库存处于历史低位, 如果被逼仓, 公司有足够现货进行交割吗?

1小时前 来自 网站

[收藏](#) [评论](#)



guest\_x70NfLL0L

:**洛阳钼业** (603993) 这两天如此下跌, 是否有不利于公司的事发生? 是否如外界传闻期货市场贵司下属单位做空被平仓?

2小时前 来自 网站

[收藏](#) [评论](#)



老唐198112

:**洛阳钼业** (603993) 听闻贵公司在铜期货上持有大量空单, 可能造成巨额亏损, 这个情况是否属实?

3小时前 来自 Android

[收藏](#) [评论](#)



新白白

:**洛阳钼业** (603993) 传言贵司 IXM 持有大量 comex 铜空头头寸, 损失惨重。公司股价连续暴跌, 希望公司能及时做出合理解释? 谢谢。

3小时前 来自 Android

[收藏](#) [评论](#)



guest\_706K2CvpD

:**洛阳钼业** (603993) 网传 IXM 持有大量 COMEX 铜空单, 导致公司巨额亏损? 请董秘回复是否属实? 如属实, 会亏损多少? 如不属实, 请公司辟谣。谢谢!

3小时前 来自 网站

[收藏](#) [评论](#)

资料来源: WIND, 宏源期货研究所

洛阳钼业 5 月 17 日发布公告称, 全资子公司 IXM 是世界级金属贸易平台, 作为全球重要的大宗商品贸易商在全球销售洛阳钼业的产品, 包括洛阳钼业 100% 的自产铜产品, 同时 IXM 也交易大量的第三方金属和精矿产品。IXM 对金属贸易进行了 100% 的对冲, 以降低其商业活动中的价格风险。IXM 根据其全球实货贸易的需要, 利用全球各主要金属交易所的衍生品合约严格管理商品价格风险, 与洛阳钼业自产铜的价值并无直接关联, 不会影响洛阳钼业自产铜的销售价格。IXM 不做单纯投机交易。IXM 从事的交易是跨市、跨期、跨品种等对冲和套利交易策略, 风险完全可控。

一般而言, 金属贸易商都会持有一定的常备库存, 当相关商品价格上涨至历史高位区间后, 如果预期市场价格未来存在下跌风险, 则金属贸易商将通过卖出期货合约来对冲现货市场的风险。这种对冲交易策略与单纯投机不同, 因为它是在不同市场进行相反的操作来降低经营风险。然而, 如果建立空单的入场时机不合适, 则当相关商品价格出现意外的大幅上涨, 空头头寸可能会面临巨大的亏损风险。如果金属贸易商自身持有的库存是相关交易所的可交割品, 那么进入交割环节后基差回归, 则面临的整体风险可控; 如果金属贸易商没有可用于交割的库存或货源, 那么将面临被逼仓的风险, 类似 2022 年伦镍风险事件。



## 四、洛阳钼业和青山集团遭遇逼空的原因和应对异同

从遭遇逼空的原因来看：青山集团遭遇逼空是因为当时镍市场供需结构失衡，不但主要产品是镍铁和高冰镍等，而且电解镍产能尚未投产亦不是交割品牌，导致缺少电解镍现货无法交割而被国外贸易商挤仓。洛阳钼业旗下 IXM 遭遇逼空是因为库存结构性紧张，LME 铜和 COMEX 铜的库存量震荡减少且处于历史低位，中国电解铜社会库存量仍在累积且处于相对高位，需要时间置换和调配。

从遭遇逼空后应对措施来看，青山集团通过与由期货银行债权人组成的银团达成了一项静默协议。在静默期内，青山和银团将积极协商落实备用、有担保的流动性授信，主要用于青山的镍持仓保证金及结算需求。在静默期内，各参团期货银行同意不对青山的持仓进行平仓，或对已有持仓要求增加保证金。作为协议的重要组成部分，青山集团应随着异常市场条件的消除，以合理有序的方式减少其现有持仓。洛阳钼业旗下 IXM 强调其采用对冲交易策略来降低风险，并强调其风控机制严密，操作均在框架内。

洛阳钼业的潜在应对措施：

第一，交仓：洛阳钼业可以尝试直接购买或利用自产铜置换其他国内外公司持有的可交割品牌铜，并在 7 月底交割日期前运至芝加哥商品交易所进行交仓，此时或仅损失相关运输成本（150/300 美金/吨）。

第二，移仓：如果洛阳钼业没有可以用于实物交割的铜，则需要将持有的 7 月空头头寸移仓至 9 月，此时或将损失 COMEX 铜 2407 合约与 2409 合约之间价差（未考虑仓储费等）。

第三，平仓：如果洛阳钼业没有可以用于实物交割的铜，也可以直接选择平仓，此时或将损失 COMEX 铜与 LME 铜之间价差变动（与公司套利时建仓成本有关）。

## 五、COMEX 铜的逼仓风险有所缓解

考虑到 COMEX 铜逼仓行情主要由以投资基金为代表的非商业多头推动，而这类投资者往往不愿意参与实物交割，那么则需要进行移仓换月。

据国内某铜冶炼企业反馈，其合作的几家外盘交易对手行将要求 OTC 交易对手在 6 月 25 日之前进行平仓或移仓。

5 月 23 日有市场人士称，预计到 5 月晚期，将有逾 20,000 吨铜自智利运抵美国，预计 6 月和 7 月份，将有更多的铜流入美国市场，至少有 100,000 吨铜正在运往美国芝商所（CME）注册仓库的路上，这批铜将用于交易商在 COMEX 市场空头仓位的实物交割，这将令市场看多热情降温。

以上因素或将使 COMEX 铜的逼仓风险逐步缓解，但因截止 5 月 29 日，COMEX 铜 2407 合约持仓量仍有 140486 手，已经较 5 月 14 日最高值下降 48386 手，但是倘若全部参与实物交割，则需要约 79.66 万吨精炼铜，后续仍需警惕 COMEX 铜的潜在逼仓风险。

## 六、如何避免遭遇潜在逼仓风险

国内企业在海外交易所开展套保或套利交易，为了避免出现被逼仓风险，需要从以下几点加

#### 强交易与风险管理:

第一,深刻学习和了解海外交易所交易与交割规则:在境外交易所开展做空交易,需要熟知相关期货品种的可交割品牌和质量标准,自身能否及时生产或采购足够数量可交割品,可交割品运送至相关交易所所需运输时间和成本,相关交易所仓单注册流程及其所需时间等。

第二,加强对相关期货品种行情和供需情况研究:国内外宏观经济政策、国内外矿山生产情况、国内外冶炼产能新增与检修及生产情况,各个交易所相关期货品种交割标准及库存情况,均可能影响相关期货品种的供需预期,进而影响大宗商品价格走势。因此,各类型投资者都需要积极搭建供给和需求端的数据库,构建供需平衡表并进行动态调整,同时追踪各个交易所相关期货品种之间的多空持仓变动、库存增减情况、期现和跨月及跨市场价差等,如此才能把握每一次的价格涨跌背后的支撑的坚实程度,进而对资金和货源的调配有的放矢。

第三,完善公司内交易与风险管理相关制度和流程:无论是 LME 镍被逼空,还是 COMEX 铜被逼空,被逼空的企业都是因为自身在相应的期货市场没有足够的可交割品用于交割(即裸卖空),被国际资本大鳄抓到,而出现被逼空。因此,实体企业在任何一个市场进行卖出套期保值,都需要避免“裸卖空”。根据在境外交易所建立仓位大小,设置决策层级和风险管理等级,密切实时关注相关期货品种价格的波动情况。加强保密意识和制度建设,提高数据安全意识,严格控制期货头寸具体分布的知情人员数量。

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行期货投资所造成的一切后果，本公司概不负责。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

风险提示：期市有风险，投资需谨慎

分析师简介：**王文虎**，西安交通大学管理学博士，现任宏源期货研究所有色与贵金属分析师。

