

| 本期摘要

COMEX铜库存逼近20万吨，到底是什么原因？铜的转运、美国政策变化使得从墨西哥进口铜、隐性铜库存随着利率上升的出现等等……现在也没能明确的解释库存的激增。如果库存冲破20万继续增长，那将是一个警戒信号。

| 视频梗概

00:05

异军突起的COMEX库存，逼近20万吨

今天我们来聊一聊COMEX的铜的库存，以前讲过铜的搬移大法，3D的铜、国内的铜、显性的、隐性的、交易所的库存、保税区，LME的库存（参见[LME亚洲年会](#)），这之间搬来搬去。从现在情况来看，没有任何的变化，基本上LME的库存还是处于搬来搬去的情况，集中在了亚洲区的几个仓库。

但是今天要聊聊异军突起的COMEX的库存，事实上如果仔细地看一下从2015、16年开始，COMEX的库存是大幅度地上升了差不多15万吨左右，在过去一年的时间里，尤其是2017年以

来，COMEX的库存出现了大幅度上升，目前已经有10万吨左右，使得COMEX的整个库存已经达到18.5万吨，距离20万吨已经是非常近了。

01:36

转运到美国的铜，从墨边境拉来的铜

大家一直在寻找COMEX库存上升的原因，我们给了几种因素：

- 。第一是去年四季度，更多的是在情绪的引动下，市场出现了大量的资金做多，可以看到LME的持仓大幅度地拥进来把铜价推到5800、5900的水平。这波资金现在从LME的持仓上看是有所撤退的，但是整体还是把市场的情绪引起来。导致废铜和精炼铜的价格快速地拉开，废铜的效益开始体现出来，**中国加大了对废铜的需求使得原来很多贸易商运往中国的铜开始运到别的地方**，比如说从美国的进口数据里面就发现，智利进口的铜的比例同比大幅度上升，说明实际上有一部分铜转运过来。
- 。另外一方面川普上台之后，墨西哥也是美国的最主要的供应来源，美墨之间贸易的不确定性使得很多人赶着在川普的政策之前从美墨的边境上将大量的铜拉进来，所以**我们也注意到从墨西**

哥进口的铜的数量是比较多的。

03:40

我发现一点点不同：盐湖城猛增的6万吨从哪里来？

但是是不是就说完全是这两个因素就造成了COMEX库存的上升呢？我相信很多交易商们给出的报告也都会这么写，但是从我观察的角度讲，我发现了一点点不同。

首先第一点，从南美过来的铜进入到美国地区之后，实际上COMEX主要库存增长的地方到底在哪？**COMEX真正增长的第一个是图森的仓库，第二是盐湖城，盐湖城的库存上升幅度是非常大的。**

先说这两个仓库的交割库在哪吧：

- 。第一个图森，原则上来讲是在美墨边境上，也是美国炼厂比较集中的地方，所以说如果从数据上来讲，墨西哥赶在美国川普政策之前进过来，似乎在图森的仓库里找到一点点迹象，这个似

乎是可以成立的。

- 。至于盐湖城的大幅度上升，大概从2万吨增加到差不多8万吨左右，这相当于一年时间内增加了6万吨。这6万吨到底来自哪里？来自于盐湖城的这些炼厂么？实际上来讲美国的大部分炼厂因为走的是一个长约，基本上跟下游和贸易商的需求匹配是非常吻合的，很少会出现在CME大幅度出现生产企业、炼厂与大幅度交仓的动作。

05:47

COMEX在新奥尔良下降的4万多吨库存去了哪？

那么LME的仓库在哪？把LME的库存转运到COMEX的仓库的路径成不成立？ LME在美国最主要的仓库，第一个在很远很远的地方芝加哥，另外一个也很远在新奥尔良。新奥尔良的仓库是由Henry Bath运营，原来是JPMorgan。

COMEX在新奥尔良也是有仓库的，所以我们看新奥尔良仓库的变化在进入到今年以后实际上，CME的新奥尔良仓库确实差不多有1万多吨的货进来，我们可以把这1万多吨理解成是有新奥尔良转运的可能性。

但是我们看COMEX库存的变化，COMEX新奥尔良的差不多在2017年下降了5.2万吨左右，CME这边增加了1万吨，这里边还差不多有4万多吨至少从新奥尔良的仓库里看不到，这个库存到底去了哪，是还在新奥尔良，还是转运到其他地方，是转运到盐湖城或者是美国的图森？

07:27

转运可能性小，库存的激增还是解释不清

为什么我说这个路径的可能性不大呢？因为这个运输的半径实际上距离很远，如果是从新奥尔良的仓库拉出来，拉到图森或者盐湖城的仓库，距离太远并不划算。理论上讲，正常说新奥尔良的库存，这边减了5万多吨，这边增了5万多吨，那差不多还能对得上是LME新奥尔良有一部分搬到了COMEX来，至于新奥尔良的库存2016年下半年的增加也可以理解成从南美过来的这些货，因为中国废铜的原因，导致原本应该去往中国的从南美进入到美国COMEX系统。

但是事实上从LME的情况来讲这个数字对不上，而且运输距离太远，COMEX现在库存的变化仍然是不能解释清楚，盐湖城6万多吨的库存激增到底是源于什么因素。

08:51

一种假设因素：商业保值头寸的进入

至少可以看到图森和盐湖城仓库的上升已经达到了02、03年的高位水平，虽然之后全球经济非常好，库存下降非常快，实际上对于铜价有很大的推动作用，但是至少目前这个库存已经接近于20万吨，你要知道如果说看看CFTC的数据就找到了一些现象。

2016年四季度和2017年一季度看到大量的商业保值的净空头寸在里面，并且在2017年下半年激增的商业保值空头头寸进入到CME的COMEX的铜上面去，所以说有大量的保值性的头寸抛货抛到了COMEX铜上面，如果看库存的话，不是图森就是盐湖城的货跟这个之间有密切关系。

10:17

另一种假设因素：隐性铜的库存和融资成本有关

那么另外一种假设条件，这实际上跟美国的隐性的铜的库存和融资也有一定的关系。可以说从2015、16年开始，随着美元融资成本的大幅度上升，2016年下半年美债收益率大幅度跳升之后，融资成本的激增使得很多原来绑定在美国利率水平下的这些冶金的铜的库存，即便是在不同的地方出现了。

另外在美国的市场上也差不多要有，到底是多少吨我们不知道，但是跟利率融资相关的这些美国市场上隐性的铜开始逐步出来，因为这个量非常大，在CME市场上保值性的抛盘，COMEX铜的合约成交量、活跃度这几年都非常好，中资企业中国的资金也非常愿意参与到COMEX市场中，也提供了很大的流动性，所以我们不得不猜现在COMEX的库存上升跟美元融资成本上升带来的很多铜的解仓有关系。

12:12

铜的转运，从墨进口铜，隐性铜的出现.....

所以把总的因素连起来：

- 废铜导致很多铜转运，但是因为CME里面很多处于西部偏远的地方，运输成本非常高，这种转运到底有多少进入到COMEX系统的库存里面，我觉得要打一个问号。
- 第二个是美国政策的变化，从墨西哥边境进来到图森仓库，这是可以解释得通的。
- 另外一个对于盐湖城地区库存的上升，我们可以理解有一部分是跟解仓的头寸有关系，那就意味着美国很多本土的隐性的铜的库存也是在利率的上升中逐步出现。

13:08

库存若突破20万继续上升，这将是一个警戒信号

当然大家希望的是美国将来能够好转，川普的基建能够落地，那这部分上去以后，会慢慢地被消化掉，当然这是一个预期的问题。

当下可能最重要的是在于这个库存会上升到什么样的水平，如果上升到20万吨以上的话，COMEX的库存就会成为非常大的因素，不得不去考虑了，如果到25、26万吨，那这个量已经是非常大了，并且如果有10到12万吨集中到了盐湖城的话，这将是一个非常警戒的信号。



LME新奥尔良的库存搬到了COMEX ?



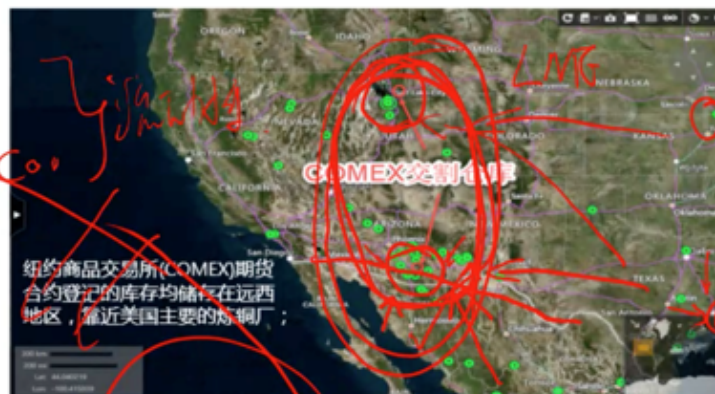
CFTC数据上看有大量的商业保值头寸在上面对应交货



COMEX库存激增在图森和盐湖城



CME上面两个交割的仓库主要都是靠近炼厂的库区



-end-