

光期有色：以史为鉴 LME 历次挤仓中看铜价

● 主要观点

光大期货研究所

有色研究团队

研究总监：展大鹏

品种：有色

分析师：刘轶男

品种：锌锡

分析师：王珩

品种：有色

撰写日期：

2021/11/3

➤ 疑似历次挤仓分布区间：2004 年 2 月至 7 月，2007 年 3 月至 7 月，2008 年 1 月至 5 月，2010 年 10 月至 2011 年 1 月，2012 年 2 月至 5 月，2014 年 1 月至 2014 年 6 月，2016 年 1 月至 3 月，2018 年 9 月至 11 月，2020 年 7 月至 9 月。

➤ 挤仓风险规律：1、挤仓期间升水拉涨同时伴随库存回落，价格将随之攀升。2、挤仓时段中的升水至高点与库存最低点往往出现一定程度的重合现象，而此时点并非价格走势的最高点位。由于此时升水水平偏高，能够赋予价格一定动能继续向上冲击。3、伴随挤仓情绪转弱，升水开始收窄且库存逐渐持稳，价格将开始出现回落态势。4、库存短时间内出现快速且显著降幅，潜在的挤仓风险发生概率越大，同时价格预期上涨幅度也会越高。5、持仓/库存以及持仓/注册仓单比值由低位回升对于 LME 铜价短期上涨指导意义较强，但对中长期价格指导意义不显著，这或许也意味着低库存并不能作为中长期价格上涨的依据。

➤ 2021 年 10 月 LME0-3 再现明显升水格局，10 月 18 日 LME 0-3 月升水达到 1103 元/吨创历史新高，再度引发市场挤仓担忧。本轮挤仓行情发生后升水虽有回落但仍持续处于历史偏高水平，库存整体水位在 15-20 万区间水位徘徊，且属于历史偏低水平；注册仓单有短期大幅下滑同时注销仓单大幅上涨的情况；成交量涨势明显，持仓量未出现显著上行态势；持仓/库存比值低位持续上涨，但持仓/注册仓单比值快速升高后回落，但仍处于历史高位水平（>100），意味着挤仓风险犹存。综合来看，此次 LME 挤仓情绪短期较难消散，但也不可把挤仓作为价格中长期上涨的推动因素，投资者应继续关注库存、注册仓单比例以及现货升贴水的变动情况。

以史为鉴 LME 历次挤仓中看铜价

2021 年在全球实行货币宽松的大环境，铜价随着宏观经济复苏节奏稳步攀升。其中代表国际有色基准的 LME 往往成为铜价走势的风向标。今年 10 月以来 LME 0-3 月短期内升水幅度急速飞涨且屡创新高，一度引发空头恐慌，疑似出现的挤仓行情成为市场当下关注的焦点问题。

本文将通过对比分析历年来的挤仓危机中 LME 相关指标变动情况，探求当前铜所处位置以及未来一段时间内铜价的可能出现的走势。

一、历年 LME 铜挤仓特征

LME 铜挤仓危机在现货市场中的预警指示往往表现为铜供需结构型矛盾，即现货供应偏紧对期货空方预期平仓行为构成直接压力。对于期货市场，这里通过对比分析历年 LME 铜 0-3 月升贴水波动情况、LME 铜库存所处的水位、LME 铜持仓量状况以及注册和注销仓单变动方向等指标，探寻历次 LME 铜挤仓危机出现的时间分布以及大致规律，总体情况如下所示：

（一）LME 铜 0-3 月升贴水

LME 铜挤仓特征反映在 0-3 月升贴水指标为短期内表现出急升态势，且涨势显著超过一个阶段的平均水平。

图表 1：2003-2006 年 LME 铜 0-3 月与平均升贴水

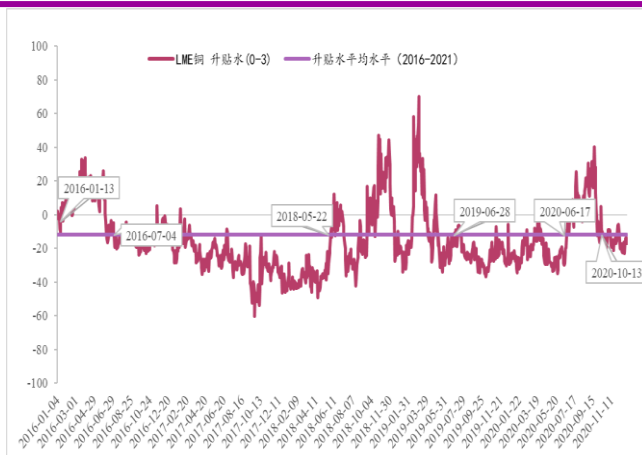


图表 2：2007-2009 年 LME 铜 0-3 月与平均升贴水

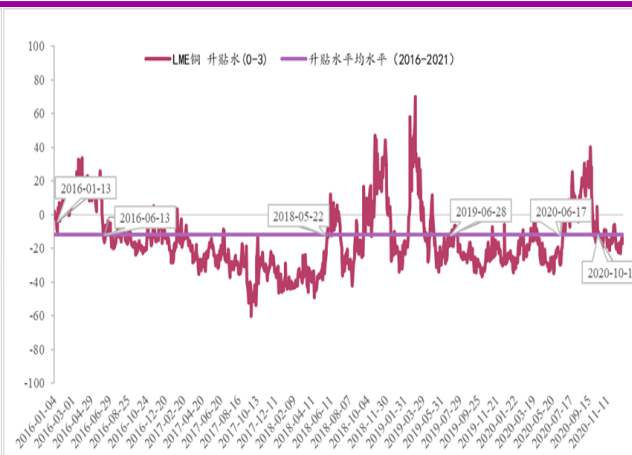


资料来源：wind，公开资料整理，光大期货研究所

图表 3：2010-2015 年 LME 铜 0-3 月与平均升贴水



图表 4：2016-2020 年 LME 铜 0-3 月与平均升贴水



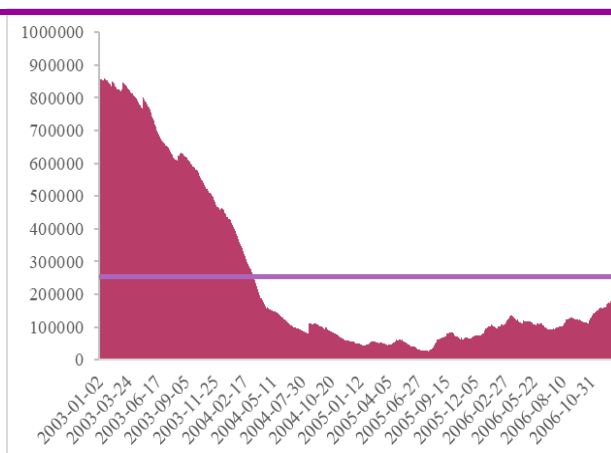
资料来源：wind，公开资料整理，光大期货研究所

满足升贴水指标变动要求中，疑似历次挤仓时间上点分布区间为 2004 年 1 月至 2006 年 10 月，2007 年 3 月至 10 月，2008 年 1 月至 10 月，2010 年 10 月至 2011 年 3 月，2012 年 2 月至 10 月，2013 年 12 月至 2015 年 4 月，2016 年 1 月至 7 月，2018 年 5 月至 2019 年 6 月，2020 年 6 月至 10 月。

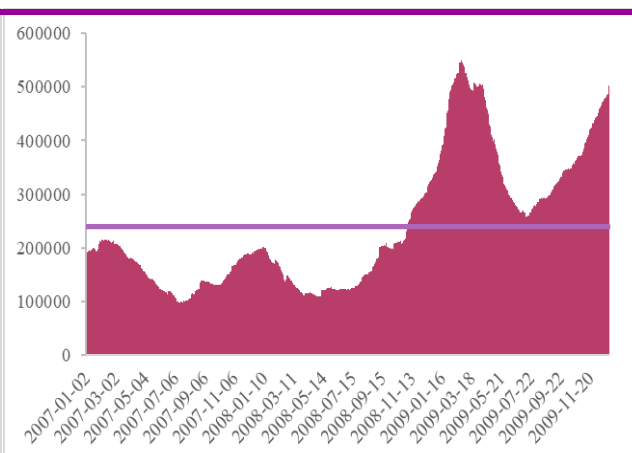
(二) LME 库存

LME 铜挤仓特征反映在库存指标上为库存短期呈现大幅度去库态势且形成阶段性的最低点，或库存水平长期维持在库存平均水位偏低水位下，甚至出现跨年度级别的持续去库状态。

图表 5：2003-2006 年 LME 铜库存与库存平均水位

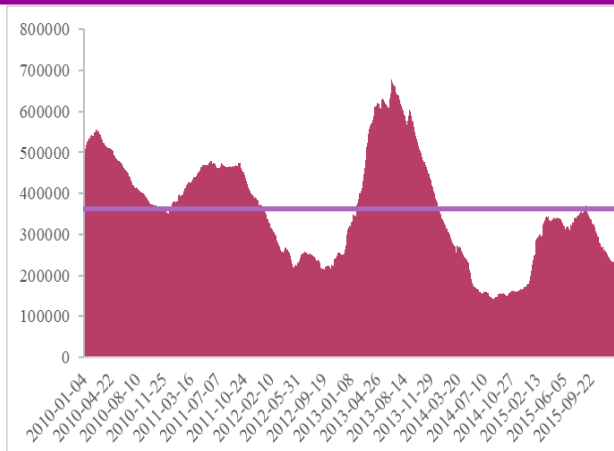


图表 6：2007-2009 年 LME 铜库存与库存平均水位

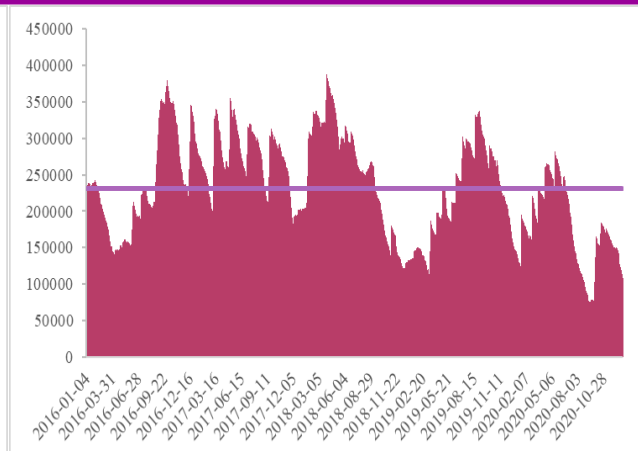


资料来源：wind，公开资料整理，光大期货研究所

图表 7：2010-2015 年 LME 铜库存与库存平均水位



图表 8：2016-2020 年 LME 铜库存与库存平均水位



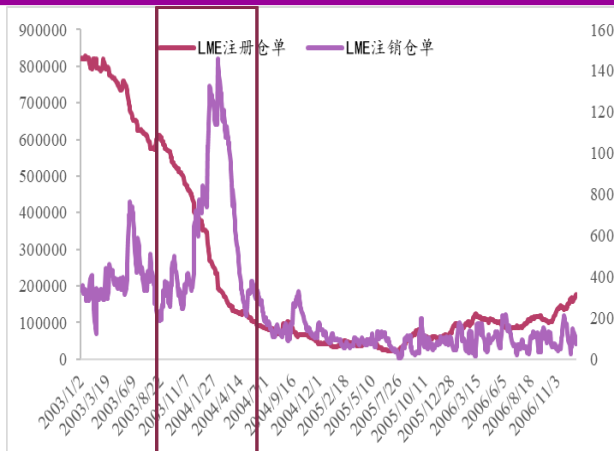
资料来源：wind，公开资料整理，光大期货研究所

满足库存指标变动要求中，疑似历次挤仓时间上点分布区间为 2004 年 2 月至 2008 年 11 月，2010 年 10 月至 2011 年 1 月，2012 年 1 月至 2013 年 2 月，2014 年 1 月至 2015 年 9 月，2016 年 1 月至 10 月，2018 年 9 月至 2019 年 7 月，2019 年 12 月至 2020 年 4 月，2020 年 7 月至 12 月。

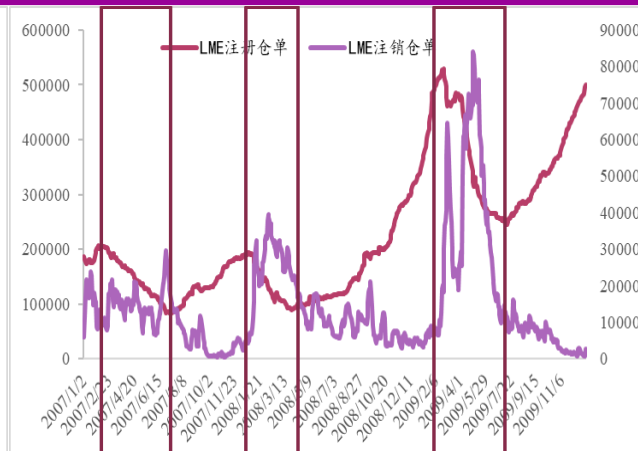
（三）LME 注册与注销仓单

LME 铜挤仓特征反映在仓单指标上为一段时间内注册仓单持续下滑同时伴随着注销仓单大量上涨且持续高位。

图表 9：2003-2006 年 LME 铜注册与注销仓单

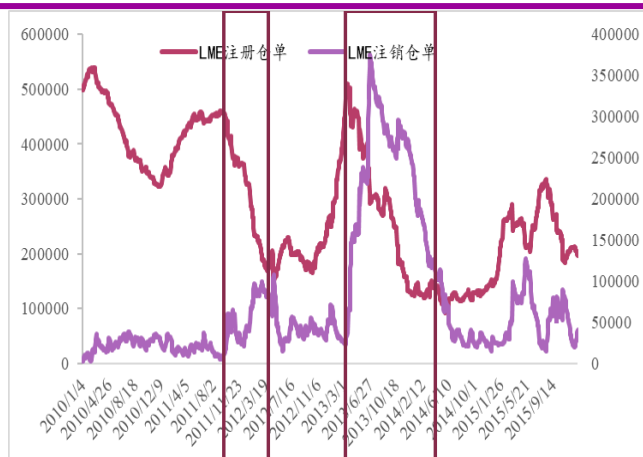


图表 10：2007-2009 年 LME 铜注册与注销仓单

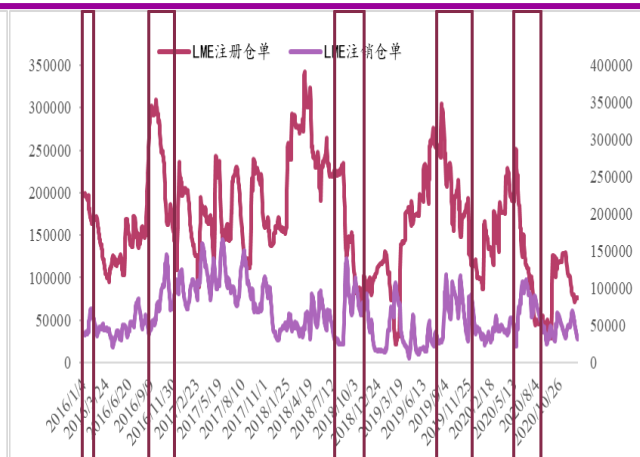


资料来源：wind，Bloomberg，光大期货研究所

图表 11: 2010-2015 年 LME 铜注册与注销仓单



图表 12: 2016-2020 年 LME 铜注册与注销仓单



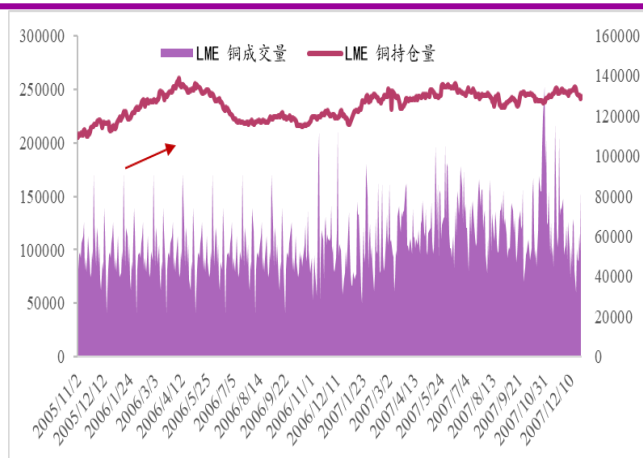
资料来源: wind, Bloomberg, 光大期货研究所

满足仓单指标变动要求中, 疑似历次挤仓时间上点分布区间为 2003 年 11 月至 2004 年 7 月, 2007 年 3 月至 2007 年 7 月, 2008 年 1 月至 5 月, 2009 年 2 月至 7 月, 2011 年 8 月至 2012 年 5 月, 2013 年 3 月至 2014 年 6 月, 2016 年 1 月至 3 月, 2016 年 8 月至 12 月, 2018 年 8 月至 11 月, 2019 年 8 月至 12 月, 2020 年 5 月至 9 月。

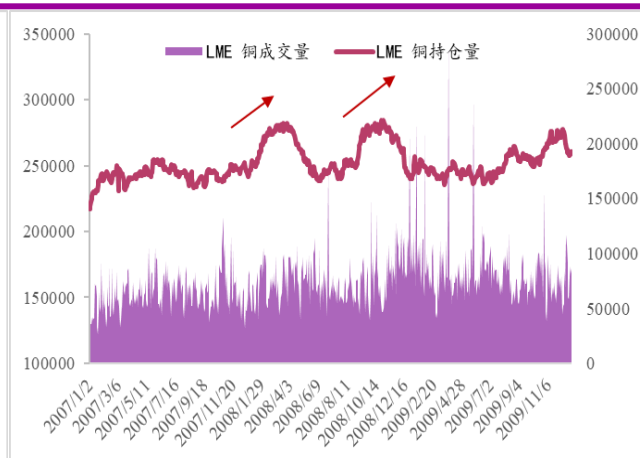
(四) LME 持仓量及成交量

LME 铜挤仓特征反映在持仓以及成交指标上为短期内持仓量及成交量出现较大幅度的上行态势, 且形成一个阶段内的高点。由于 LME 铜的成交以及持仓量变动往往受到多种干扰因素决定且不同阶段的持仓量水平差异度较大, 关于挤仓具体时段划分未见显著, 这里仅作参考价值。

图表 13: 2005-2007 年 LME 铜持仓量与成交量

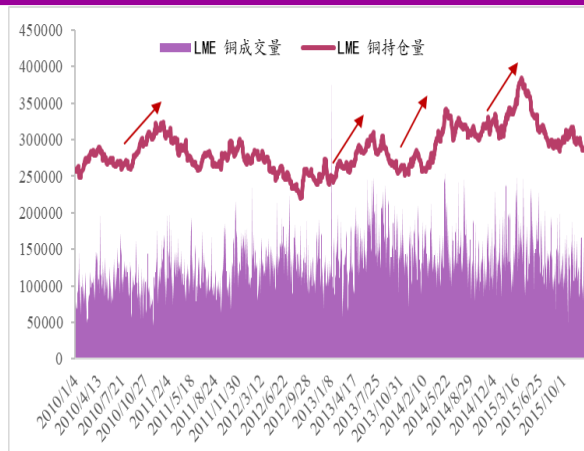


图表 14: 2007-2009 年 LME 铜持仓量与成交量

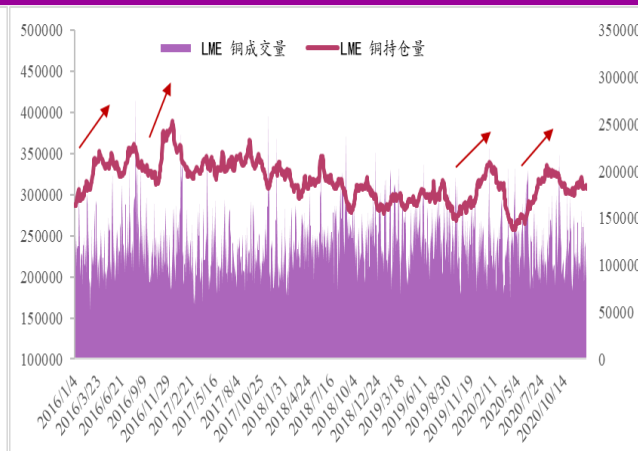


资料来源: wind, Bloomberg, 光大期货研究所

图表 15: 2010-2015 年 LME 铜持仓量与成交量



图表 16: 2016-2020 年 LME 铜持仓量与成交量



资料来源: wind, Bloomberg, 光大期货研究所

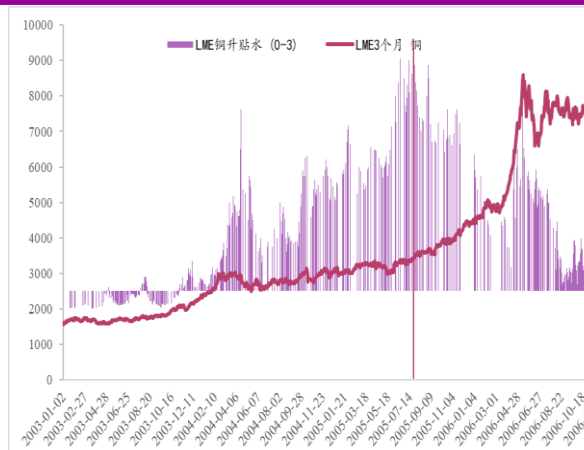
综上, 满足升贴水、库存、仓单、持仓等指标中交集部分, 疑似历次挤仓时间上点分布区间为 2004 年 2 月至 7 月, 2007 年 3 月至 7 月, 2008 年 1 月至 5 月, 2010 年 10 月至 2011 年 1 月, 2012 年 2 月至 5 月, 2014 年 1 月至 2014 年 6 月, 2016 年 1 月至 3 月, 2018 年 9 月至 11 月, 2020 年 7 月至 9 月。

二、 历年 LME 铜挤仓时点与价格走势

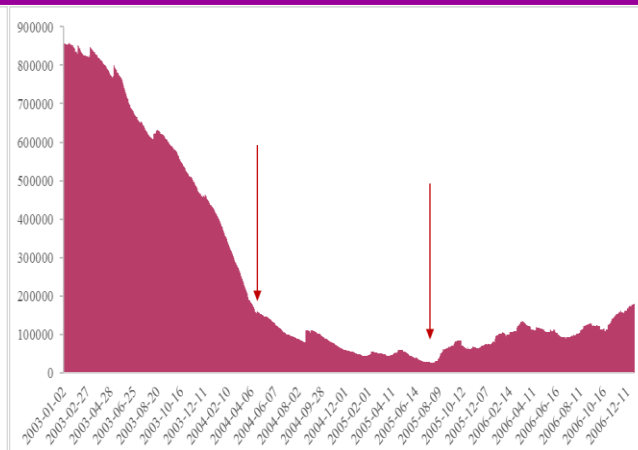
(一) LME 铜 3 月升贴水、库存与价格走势

LME 预示挤仓出现的众多指标中, 出现显著变化及规律的是升贴水与库存两项指标, 根据历次挤仓时点中 LME 铜 0-3 月升贴水、库存变化与价格走势相关程度的做详细解读:

图:17: 2003-2006 年 LME 铜 0-3 月升贴水及价格

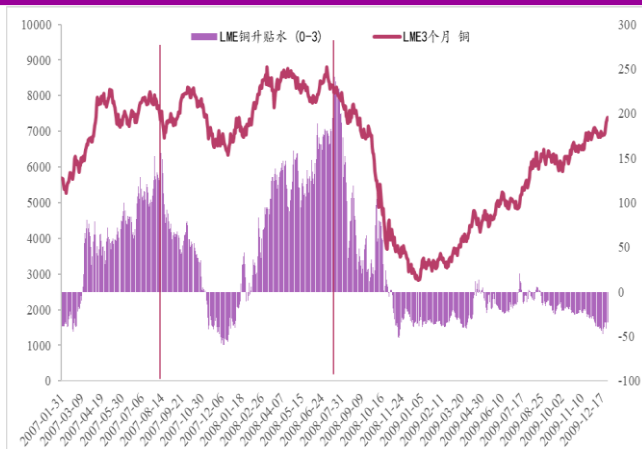


图表 18: 2003-2006 年 LME 铜库存

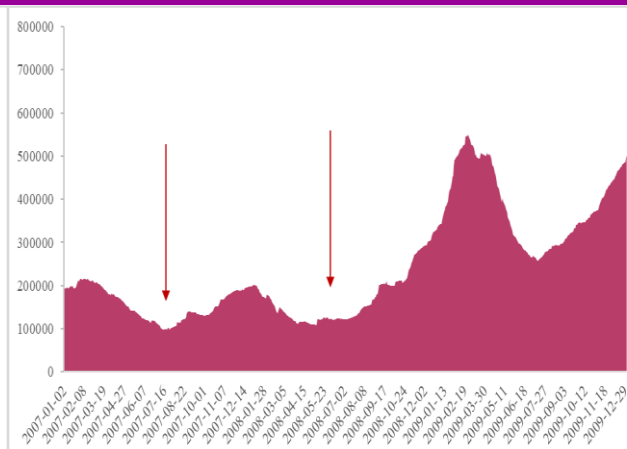


资料来源: wind, 公开资料整理, 光大期货研究所

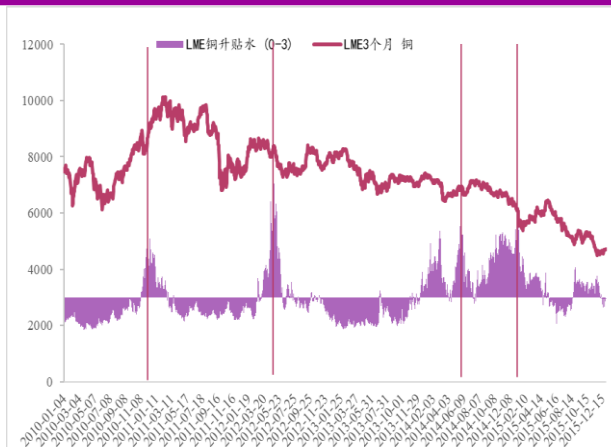
图表 19：2007-2009 年 LME 铜 0-3 月升贴水及价格



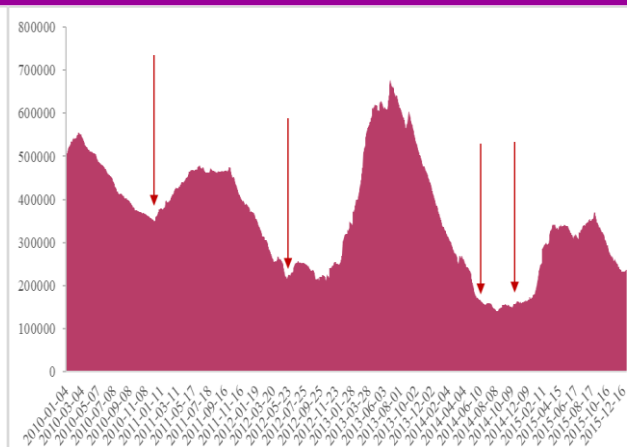
图表 20：2007-2009 年 LME 铜库存



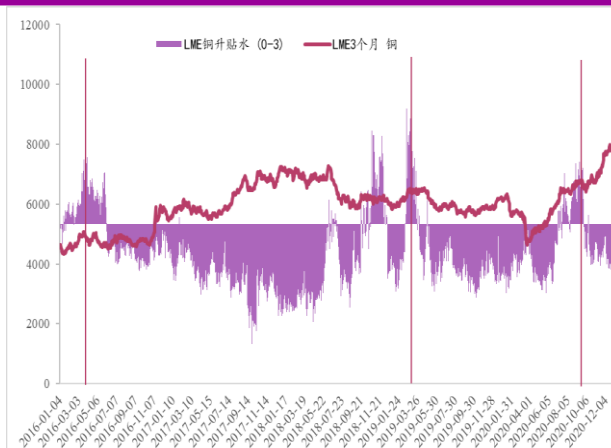
图表 21：2010-2015 年 LME 铜 0-3 月升贴水及价格



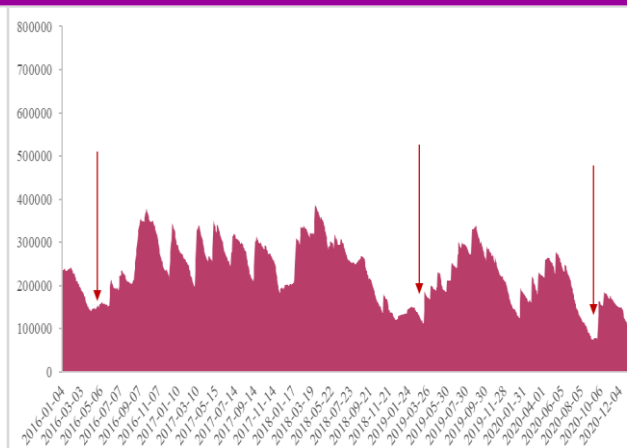
图表 22：2010-2015 年 LME 铜库存



图表 23：2016-2020 年 LME 铜 0-3 月升贴水及价格



图表 24：2016-2020 年 LME 铜库存



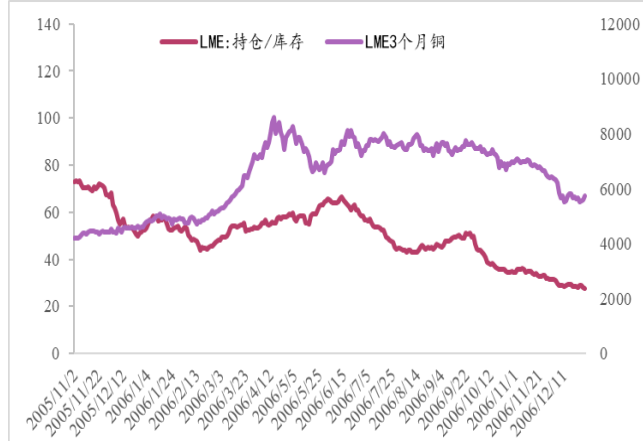
资料来源：wind，公开资料整理，光大期货研究所

（二）LME 铜持仓/库存、持仓/注册仓单与价格走势

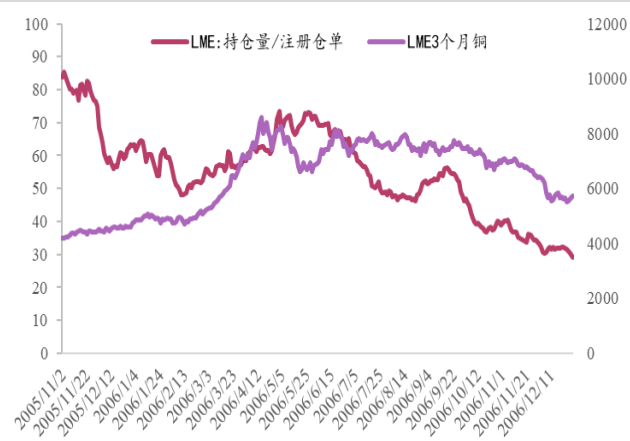
根据历次挤仓时间点，我们继续利用持仓/库存、持仓/注册仓单两项指标来观察与铜价走势

的关系。

图表 25: 2005-2006 年 LME 铜持仓量/库存及价格

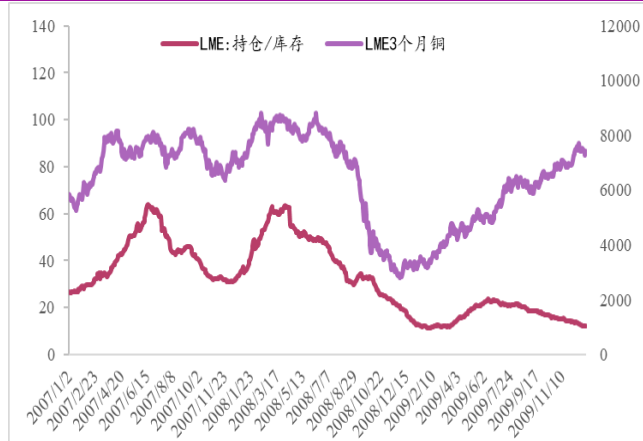


图表 26: 2005-2006 年 LME 铜持仓量/注册仓单及价格

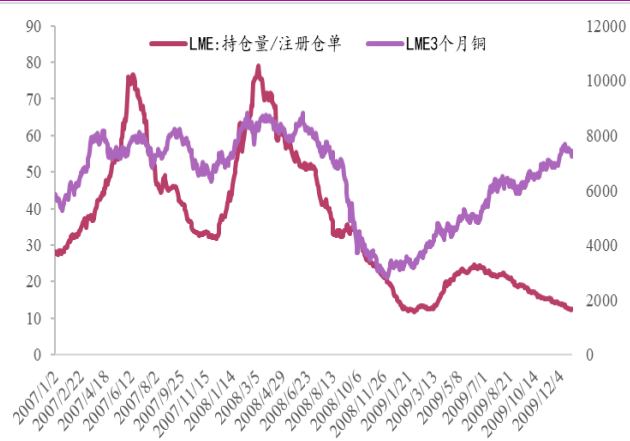


资料来源: wind, Bloomberg, 光大期货研究所

图表 27: 2007-2009 年 LME 铜持仓量/库存及价格



图表 28: 2007-2009 年 LME 铜持仓量/注册仓单及价格



资料来源: wind, Bloomberg, 光大期货研究所

图表 29: 2010-2015 年 LME 铜持仓量/库存及价格

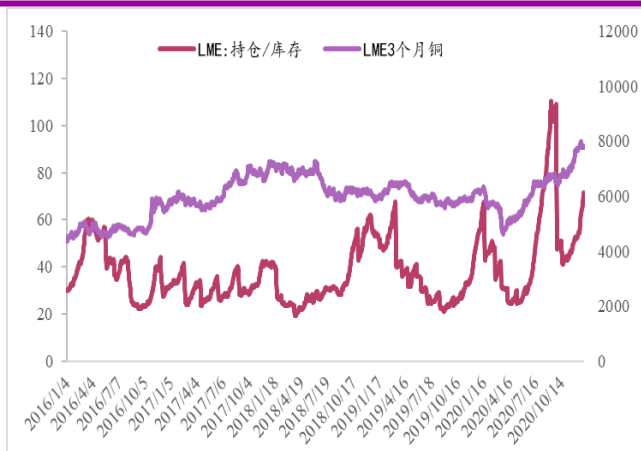


图表 30: 2010-2015 年 LME 铜持仓量/注册仓单及价格

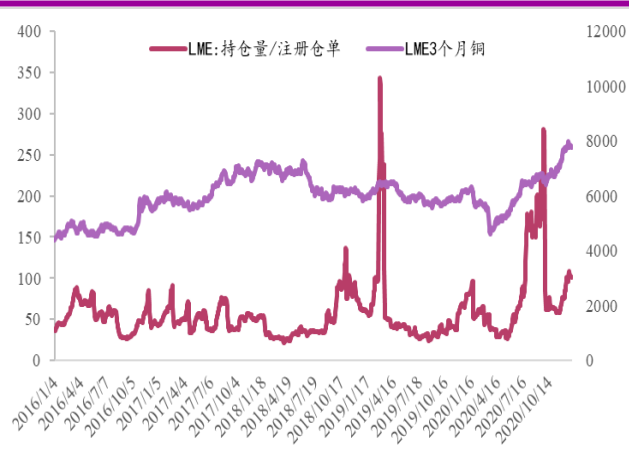


资料来源：wind，Bloomberg，光大期货研究所

图表 31：2016-2020 年 LME 铜持仓量/库存及价格



图表 32：2016-2020 年 LME 铜持仓量/注册仓单及价格



资料来源：wind，Bloomberg，光大期货研究所

从图表可以得出一定规律：

- 1、挤仓期间升水拉涨同时伴随库存回落，价格将随之稳步攀升。
- 2、挤仓时段中的升水至高点与库存最低点往往出现一定程度的重合现象，而此时点并非价格走势的最高点位。由于此时升水水平偏高，能够赋予价格一定动能继续向上冲击。
- 3、伴随挤仓情绪转弱，升水开始收窄且库存逐渐持稳，价格将开始出现回落态势。
- 4、库存短时间内出现快速且显著降幅，潜在的挤仓风险发生概率越大，同时价格预期上涨幅度也会越高。
- 5、持仓/库存以及持仓/注册仓单比值由低位回升对于 LME 铜价短期上涨指导意义较强，但对中长期价格指导意义不显著，这或许也意味着低库存并不能作为中长期价格上涨的依据。

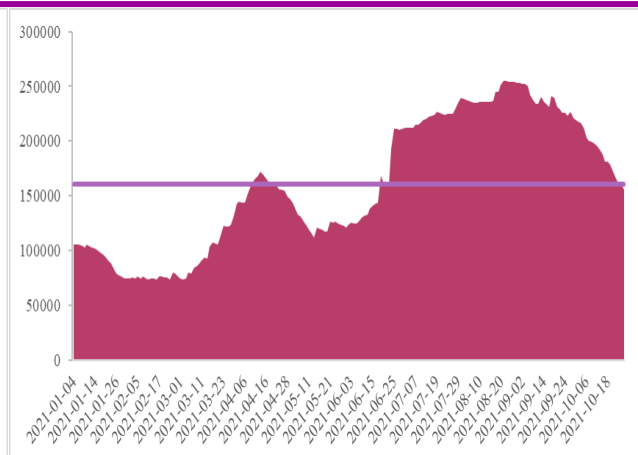
三、 本轮 LME 铜挤仓形势

2021 年 10 月 LME0-3 月再现升水格局，10 月 18 日 LME 0-3 月升水达到 1103 元/吨创历史新高，再度引发市场挤仓担忧。

图表 33: 2021 年 LME 铜 0-3 月与平均升贴水



图表 34: 2021 年 LME 铜库存

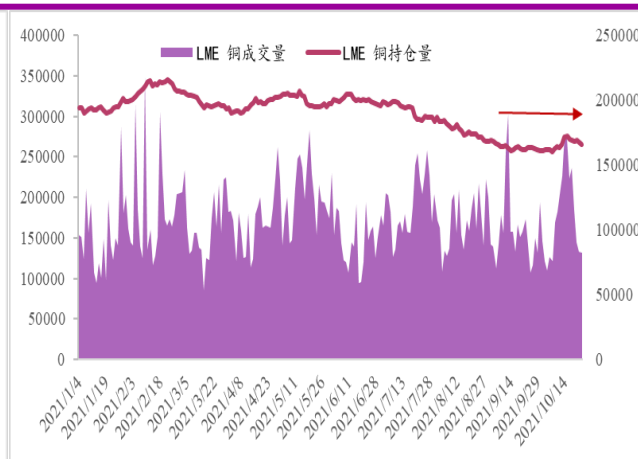


资料来源: wind, 公开资料整理, 光大期货研究所

图表 35: 2021 年 LME 铜注册与注销仓单

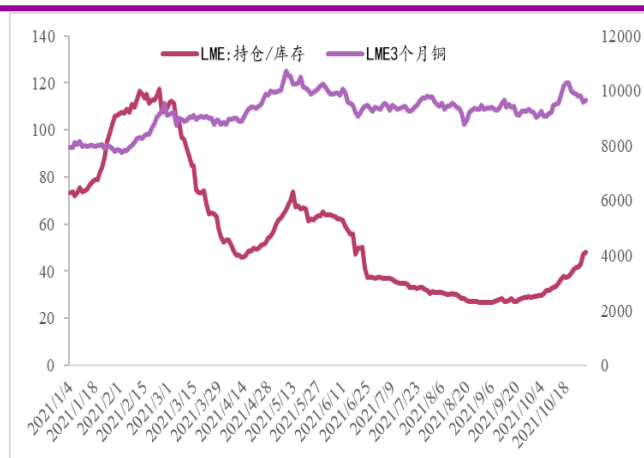


图表 36: 2021 年 LME 铜持仓量与成交量



资料来源: wind, Bloomberg, 光大期货研究所

图表 37: 2021 年 LME 铜持仓量/库存及价格



图表 38: 2021 年 LME 铜持仓量/注册仓单



资料来源: wind, Bloomberg, 光大期货研究所

本轮挤仓行情发生后升水虽有回落但仍持续处于历史偏高水平，库存整体水位在 15-20 万区间水位徘徊，且属于历史偏低水平；注册仓单有短期大幅下滑同时注销仓单大幅上涨的情况；成交量涨势明显，持仓量未出现显著上行态势；持仓/库存比值低位持续上涨，但持仓/注册仓单比值快速升高后回落，但仍处于历史高位水平（>100），意味着挤仓风险犹存。

综合表明，此次 LME 挤仓情绪短期较难消散，但也不可把挤仓作为价格中长期上涨的推动因素，投资者应继续关注库存、注册仓单比例以及现货升贴水的变动情况。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 6 楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127

研究所联系人：钟小姐 联系电话：021-80213726