

伦敦金属交易所为何出台新持仓规则

中国金属矿业经济研究院 周匀

2025 年 6 月，伦敦金属交易所（LME）特别委员会针对愈演愈烈的市场结构性失衡，推出了一项新规：强制要求近月合约持仓超过可用库存总量的交易商以零溢价回借金属或转移头寸。这一举措直指资本巨头在低库存环境下对金属市场的“挤仓操纵”，以此遏制市场上出现的铜现货溢价同比狂飙的畸形行情。

一、新规出台的背景是库存危机与资本豪赌的双重挤压

新规出台之前，伦敦金属交易所（LME）铜库存锐减。今年 2 月至 6 月间，其库存从 24.8 万吨断崖式跌至 9.92 万吨，降幅高达 60%，创下 2023 年 8 月以来新低，全球铜显性库存总量仅能覆盖全球三日消费需求。这一危机因资本高度集中而加剧——6 月 9 日，某单一机构掌控了 90% 的铜仓单及现货合约，形成近乎垄断的资本格局。与此同时，铝市场同样深陷流动性困境。能源巨头 Mercuria 在 LME 铝合约上建立的 100 万吨多头头寸，与交易所不足 35 万吨的实货库存形成 3:1 的荒诞比例，远超 2022 年镍危机时的风险阈值，暴露出“空气交易”的畸形生态。

6 月初，资本的高度集中直接引爆价格极端异动。铜现货对三月期合约溢价从 3 美元/吨（2 月 25 日）飙升至 93 美

元/吨（6月9日），同比涨幅达3000%，创2021年底以来新高。铝市场更甚，其近月合约溢价一度冲至620美元/吨，创下1980年以来最高升水。监管体系在此压力下显露出了根本性缺陷。尽管英国金融行为监管局2018年设定铝合约持仓上限为119万吨，但该数值竟是实际库存的4倍以上，完全无法遏制资本对低库存市场的挤压操作。

特朗普政府的政策也改变了全球铜资源版图。在其启动“232条款”调查后，美国精炼铜进口量于今年4月突破20万吨，创十年新高。CME铜库存随之翻倍至18.4万吨，而LME库存则被大量抽离以套取跨市场价差。同时，在特朗普威胁对进口铜加征50%高额关税的影响下，全球铜库存持续向美国市场流动，加剧了全球市场对供应短缺的担忧。制裁风暴则彻底撕裂铝市场供应链，美英对俄铝联合制裁导致LME库存中70%的俄铝品牌丧失流动性，非俄铝产品却成为稀缺资源，无法有效补库，交割体系陷入半瘫痪状态。

二、新规的核心是零溢价回借与动态头寸限制

新规的核心在于强制实施平价转仓机制。任何交易商若在近月合约的持仓量超过可用库存总量（含注册仓单与已注销库存），必须将超额头寸以相同价格转移至下月合约。同时新规扩展了“tom-next”头寸限制，要求大额多头以零溢价向市场回借金属，彻底剥夺了资本方通过制造现货短缺局面而获利的操作空间。为提升监管前瞻性，LME已成立专项

小组研发“算法监管”系统，计划根据实时库存数据动态调整持仓上限，例如当库存降至5万吨时系统自动将持仓限额下调至45万吨。

6月20日，新规生效后迅速遏制了投机资本的挤仓操作。能源巨头 Mercuria 在48小时内被迫减持37万吨铝头寸，推动铝现货溢价从620美元/吨骤降至280美元/吨，三个月期铝价同步下跌2.3%。铜市场结构也出现显著修复，沪伦比值回升至8:1的平衡区间，出口利润窗口扩大至690-1200元/吨，刺激中国冶炼厂紧急布局部分电解铜出口以获取价差收益。

此次出台的新规是LME对2026年监管权移交的预演测试。根据英国金融行为监管局（FCA）的权限移交计划，LME将于2026年7月正式接管头寸限制设定权。交易所内部备忘录明确表示，2026年的监管权移交标志着从被动应对转向主动预防的起点，新规旨在极端场景下检验规则体系的抗压韧性，为全面改革积累实际操作经验。

三、新规将重构定价逻辑与产业新秩序

LME 新规推动金属市场定价逻辑生变，直接刺激矿业巨头加速扩产。在LME推出新规后，嘉能可宣布增产非洲铝土矿资源，中国宏桥亦同步启动澳大利亚氧化铝厂产能扩张，两者预计2026年可新增实物铝供应120万吨，将缓解结构性短缺，上述两家企业增产和产能扩张计划属于对新规的即

时响应。此外，绿色转型需求将进一步强化实物定价基础，惠誉解决方案研究显示，每辆电动汽车的铜用量达传统燃油车的 4 倍，叠加全球电网改造每年新增 200 万吨铜需求，基本面正逐步取代投机成为长期价格锚点。

冶炼端在原料短缺与政策调整中将面临生存分化。5 月初以来，铜精矿加工费（TC）持续在-43 美元/干吨以下，冶炼企业则需要面对每吨亏损 1400 元的压力，但新能源行业需求将为头部企业提供转型窗口，例如锂电铜箔产能扩张将对冲传统业务压力。下游制造业成本则呈现两极趋势，国内华东地区无氧杆企业开工率出现下滑；而新能源产业将显著受益，特斯拉测算显示铝价回归基本面后，每辆车电池成本可降低 85 美元，凸显绿色产业链的弹性优势。

新规实施后，若过度严控持仓（如上限设为库存 10%），可能引发买卖价差扩大 30%-50%，增加实体企业套保成本，形成流动性陷阱。监管套利风险也同步升温，LME 锌交易曾因类似政策部分转移至上海期货交易所（SHFE）。

四、新规将重塑金属市场逻辑

LME 新规以“零溢价回借”压缩了资本豪赌的空间，却也将自己置于流动性风险与监管套利的钢丝之上。今后金属市场的生存法则或发生深刻变化。此次出台的新规不仅是对 2022 年镍危机的制度性反思，更在全球贸易流向重构、地缘政治博弈与绿色转型需求叠加的背景下，重塑万亿美元金属

市场的定价逻辑与生存法则。