

# 伦敦金属交易所为何出台持仓限额新规？

中国金属矿业经济研究院（五矿产业金融研究院）

周匀

伦敦金属交易所（LME）于 2025 年 12 月 15 日宣布，将于 2026 年 7 月 6 日起对其关键金属合约实施持仓限额制度。此举标志着监管权力从传统监管机构向交易所的历史性转移，旨在推动市场定价逻辑向基本面回归。

## 一、新规核心内容与历史背景

LME 此次持仓限额新规的本质是监管权力的结构性调整。根据英国金融行为监管局于 2025 年 2 月发布的政策声明，自 2026 年 7 月 6 日起，设定和管理头寸限制的直接权力将从英国金融行为监管局移交至 LME。这一转变旨在赋予交易所根据实时市场动态校准监管参数的灵活性，以实现更精准的微观风险管理。

新规的适用范围涵盖 LME 所有“关键合约”，包括铜、铝、铅、锌、镍、锡六大基本金属的期货合约，以及相关的期权和交易结算合约，实现了对核心交易品种的全面覆盖。LME 明确规定，将按单个实体及集团层面以净额为基础计算持仓，并设置更严格的问责阈值，以遏制通过复杂结构分仓来规避监管的行为。

这一变革由近年来发生的多次市场危机直接催生。2022 年的镍市场极端事件是导火索，当时镍价在短时间内出现史

级波动，导致 LME 暂停并取消部分交易，最终导致英国金融行为监管局与英国央行审慎监管局的联合调查与巨额罚款。此事件深刻暴露了在低库存环境下，原有风控体系面对大规模集中头寸时的脆弱性。此外，历史上反复出现的现货挤仓模式（例如，在 2021 至 2022 年间，LME 铜、锌等金属库存多次降至极低水平，伴随现货溢价飙升，市场广泛质疑单一实体对仓单的过度控制）持续侵蚀着 LME 作为全球基准定价市场的公信力。新规旨在从根源上治理此类市场扭曲行为。

## 二、新规的机制设计与操作框架

LME 新规的核心创新在于引入了动态校准机制。交易所将根据不同金属合约的流动性、波动性等特有风险指标，设置差异化头寸限制，从而实现“一类一策”的精准管控。

在操作层面，新规的核心工具是分层级的回借机制。根据 LME 的公开咨询文件，拟议规则要求：当会员或客户持有的近月合约头寸占交易所可交割库存的比例超过特定阈值（例如拟议中提及的 50% 或 80%）时，其需以规定的低溢价或无溢价水平向市场借出金属。持仓占比在 80%–90% 时，借出溢价上限将被限制在极低水平（如拟议中的 1.5%）；超过 90% 则需以零溢价借出。同时，新规为各金属设置了最低库存阈值（如拟议中的铝、铜阈值），确保在极端低库存情况下规则依然有效。

为提升执行效率，LME 计划引入实时监控与算法辅助系统。该系统可依据库存的每日变化动态计算并提示持仓上限，

实现监管响应的前置化。例如，在规则设计中可设定，当某金属库存降至某一水平（如5万吨）时，系统将自动触发更严格的持仓限制。这种技术赋能使得交易所的风险管理从被动应对向主动预防转型，在发生潜在挤仓或极端波动时，能够无需冗长审批而迅速采取措施。

### 三、新规对市场参与者的结构性影响

新规的实施将重塑市场参与者行为，并可能引发资本与业务的重新配置。

其一，对大型金融机构形成制约。对冲基金与投机性交易商所受影响最为直接，其通过积累大量近月头寸、利用低库存制造逼仓行情以获利的策略空间将被大幅压缩。头寸规模受限与强制性低溢价回借义务将直接增加其策略执行成本。

其二，对实体产业构成长期利好，金属生产商、消费商和加工商将成为主要受益者。一个波动性降低、更贴合基本面的市场能显著降低上述主体套期保值操作的复杂性与成本，提升经营的可预测性。有行业分析指出，铝价若减少非基本面因素的扰动，将有助于电动汽车等下游制造业更稳定地控制原材料成本。同时，更透明的市场环境也将鼓励基于长期供需的产能投资决策。

其三，对市场生态的综合效应显著。一是公平性提升。中小型参与者被非理性价格波动和资金优势方挤压的风险降低，竞争环境更趋公平。二是价格发现功能优化。近月合约价格将更能反映实物交割的供需实况，提升基准价格的代

表性和可信度。三是潜在挑战。短期内，持仓限制可能抑制部分流动性，导致买卖价差有所扩大，增加交易成本。长期看，需警惕监管套利风险，即部分交易可能转向监管更宽松的场外市场或其他交易所，引发新的系统性风险点。

综上所述，LME 持仓限额新规标志着监管模式从“危机应对”向“常态预防”的根本转变，旨在寻求维护市场流动性、防止操纵与保障市场韧性之间的新平衡。新规实施后，市场定价逻辑有望从资金驱动回归基本面，价格波动或将有所收敛。尽管短期可能面临流动性结构调整等挑战，但长期将构建更稳健且透明的定价体系，为全球金属产业链的风险管理与可持续发展奠定基础，最终更好服务实体经济。