

【鑫期汇】政策解读：LME 计划制定永久性规则以限制近月合约大额头寸

2025年11月2日

【背景介绍】

10月30日日，伦敦金属交易所（LME）计划制定永久性规则，以限制在库存水平偏低的情况下，会员在近月合约中持有的大额头寸。这一措施旨在防范市场失序，特别是在库存低迷且部分市场参与者在近月合约中持仓较大的背景下。今年 LME 铜和锌均先后出现过持续降库，并导致现货对期货升水剧烈波动的现象。

值得注意的是，2021年6月份，LME 通过特别委员会曾采取临时行动，规定任何在金属近月合约中持有超过可用库存总量头寸的交易商，都必须通过向其他交易商"平价"借贷来减少头寸，即以相同价格将头寸转入下月。可用库存总量定义为"有凭证"和"已注销"库存，减去相关交易商已拥有的库存。当时全球大型能源交易商大举进入金属市场，在 LME 合约中建立大额头寸，其中 Mercuria 的铝期货操作最为引人注目，LME 介入后，迫使 Mercuria 减少其在6月主要铝合约中的头寸。

【具体措施】

零溢价回借：要求持有多头头寸规模超过库存总量的会员，以零溢价的方式将金属借回市场。这一措施旨在防止个别交易商通过控制实物库存和持仓量，操纵近月价格并获利。

扩展限制范围：新规扩展了对临近交割的“tom-next”（明日-后日）头寸的限制，要求大额多头以零溢价向市场回借金属。这一措施将覆盖更多交易时段，确保市场在交割前后保持稳定。

动态头寸限制：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。这一系统将实时监控市场动态，确保在库存水平偏低时，会员的持仓不会对市场造成过度影响。

【目的与影响】

防范市场逼仓：通过限制大额持仓，防止个别交易商通过控制实物库存和持仓量，操纵近月价格并获利。这一措施将有效减少市场操纵行为，保护市场参与者的利益。

维护市场秩序：建立一套适用于全市场的永久性规则，以应对近月合约大额持仓问题，从制度层面保障市场的有序运行。这将有助于提高市场的透明度和公平性，增强市场参与者的信心。

重构定价逻辑：新规将重构金属市场的定价逻辑，剥夺资本方通过制造现货短缺局面而获利的操作空间。这将使金属价格更加反映市场供需基本面，而非被个别交易商操纵。

【今年的市场表现】

历史上 LME 有色金属经常出现库存下降后，现货对期价出现短期高溢价，并导致期价大幅波动。今年 LME 铜和 LME 锌先后出现过该情况，持续降库→现货对期货的高溢价→期货价格高波动。

具体表现：

铜市场：

LME 铜库存从2月的26.8万吨跌至6月底最低9万吨余吨，降幅超60%，导致铜现货对3个月期合约溢价（0-3）从3月的负26美元/吨飙升至6月底的319.83美元/吨，之后有所回落，但在10月份再度出现类似的场景。



图1：LME 铜库存 数据来源 WIND

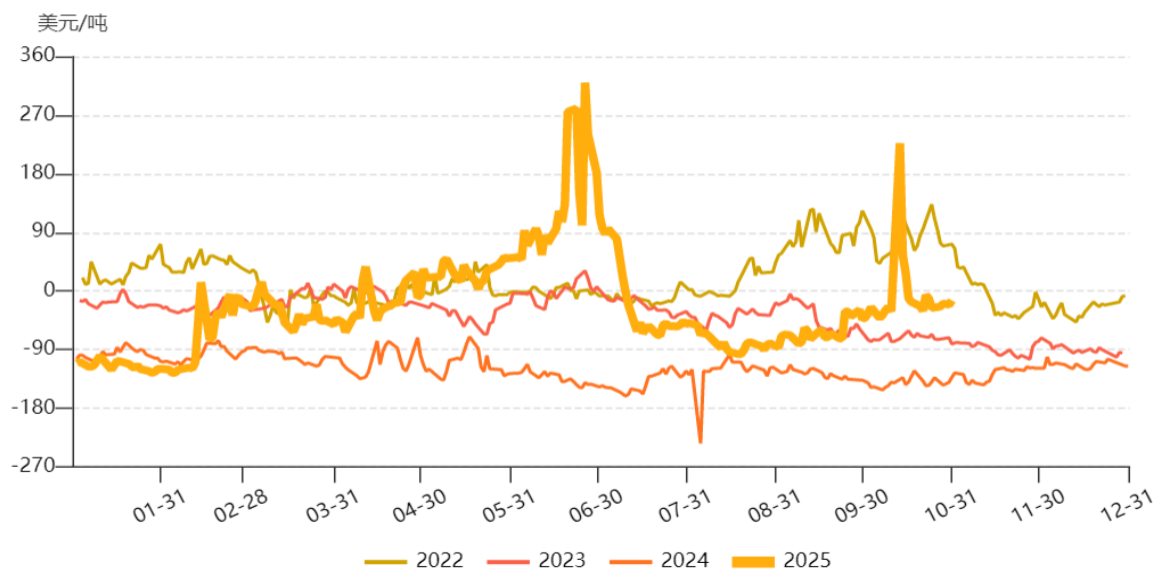


图2: LME 铜 (0-3) 数据来源 WIND

锌市场:

LME 锌库存自年初以来已下降约85%，当前可用库存3.5万余吨，注册仓单不足3万吨，且基本集中于亚洲新加坡，欧洲和北美库存已经枯竭。LME 锌 (0-3) 从年初负26美元/吨一路攀升，在10月22日最高达到338美元/吨，最新10月31日为85.97美元/吨。



图3: LME 锌库存 数据来源 WIND

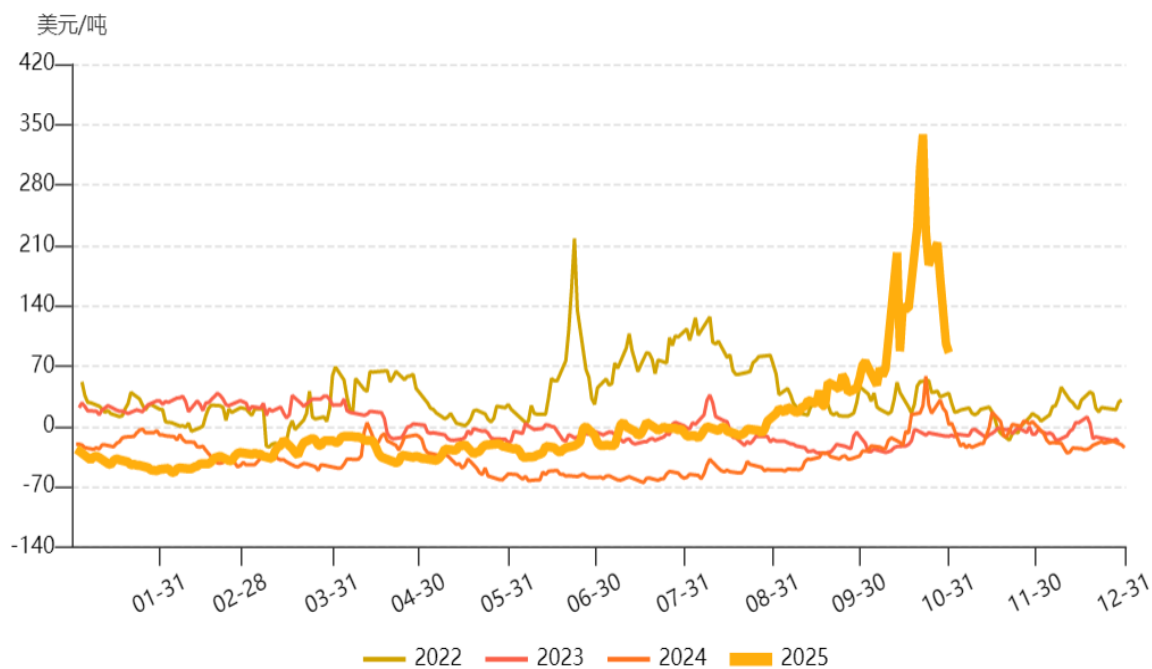


图4: LME 锌 (0-3) 数据来源 WIND

【未来展望】

LME 的这一措施将有助于稳定金属市场价格，保护市场参与者免受极端价格波动的影响。同时，这也为 LME 在2026年监管权移交时提供监管经验，确保市场在新的监管框架下继续健康运行。通过这些措施，LME 将能够更好地应对市场变化，维护市场秩序，促进金属市场的长期稳定发展。



注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究 创造价值”的理念，深谙“见微知著，臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

章孜海

期货从业资格：F03117293

投资咨询资格：Z0019353

邮箱：zhangzh@shhxqh.com

华鑫期货有限公司

地址：上海市徐汇区云锦路277号9F、10F（电梯楼层10F、11F）

邮编：200000

电话：400-186-8822

华鑫期货

华鑫期评

