有色研究组

研究员：陈婉琦
投资咨询证号：Z0021850
期货从业证号：F03100983

地址：浙江省杭州市拱墅区滨绿大厦 2 幢 1104 室、1201-1206 室
网址：http://www.zjncf.com.cn

11 月铜市场展望———

现货升贴水新高，宏观面压制下铜价怎么走

观点摘要：

市场回顾：

10 月铜价呈现“高位震荡、重心小幅下移”的格局，未能延续 9 月末的单边上冲。11 月 9 日收盘价为 105000 元/吨，LME 铜收盘价 13755 美元/吨。国内现货紧张，11 月 9 日上海现货升贴水为 2375 元/吨。

核心观点：

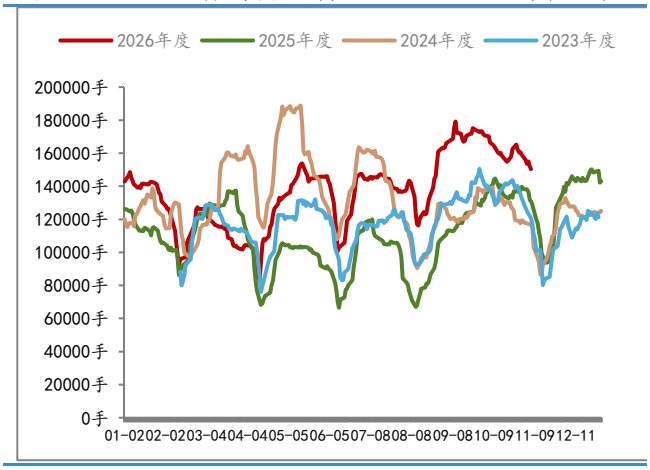
铜定价主线发生切换：9 月的“关税落地预期溢价”在 10 月转为“搁置与松动”，COMEX 相对 LME 溢价持续收窄、铜库存回流入 LME 仓库。与此同时，国内社会库存降至 6.7 万吨的历史极低水平、现货升水至近年高位，形成“海外累库、国内极紧”的极端分化。铜价因此既无法向上突破，也难以趋势性下跌。基本面核心矛盾未变：铜精矿现货 TC 跌至-245 美元/干吨，连续多周处于负值区间。10 月中国电解铜产量 108.67 万吨，同比-0.45%，冶炼开工率创 2020 年 3 月以来新低。冶炼端的收缩是原料约束下的被动减产，而非需求崩塌。需求端：1 月至 8 月，中国精炼铜表观消费量为 1068.69 万吨，同比下降 0.7%。需求端呈现显著结构性分化，地产建筑表现疲软，11-12 月家用空调冰箱排产量回升，前三季度我国新能源汽车产销同比分别增长 11%和 11.1%。国家电网投资落地以及 AI 算力基建爆发的铜箔需求形成对冲，整体需求具备韧性。宏观面：11 月初美国中期选举结果落地（民主党掌控两院）进一步削弱“虹吸效应”预期，构成短期新的下行扰动，但不改变矿端紧缺的中期逻辑。预计铜价超跌小幅度修复后 11 月维持震荡走势，建议控制仓位观望为主。

风险点：

1. 中东地缘局势存在极强不确定性。

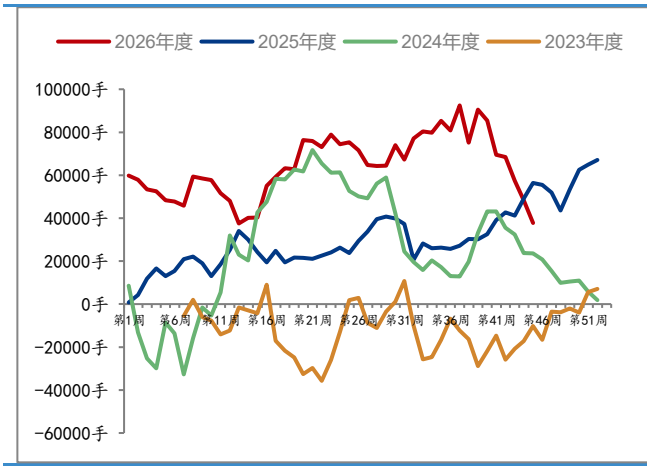
2. 美联储主席偏鹰派，美元走强对铜价形成压制。

图 1： COMEX 铜主力合约持仓量 单位：手



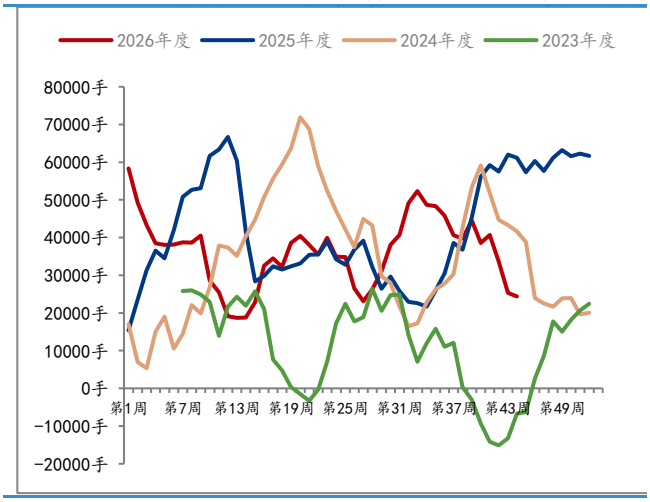
数据来源：wind 新世纪期货

图 2： COMEX 铜非商业净多头寸 单位：手



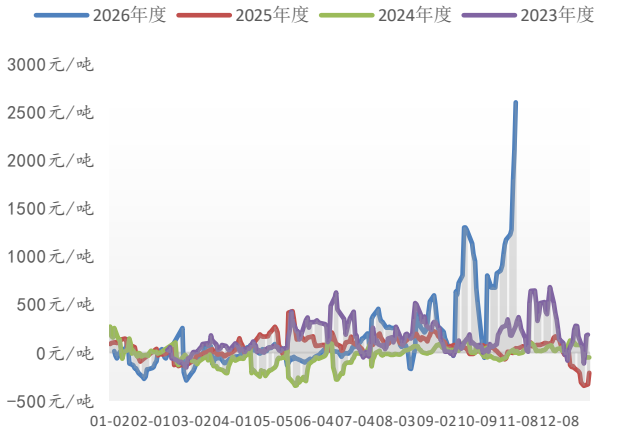
数据来源：wind 新世纪期货

图 3： LME 铜投资基金净多头持仓 单位：手



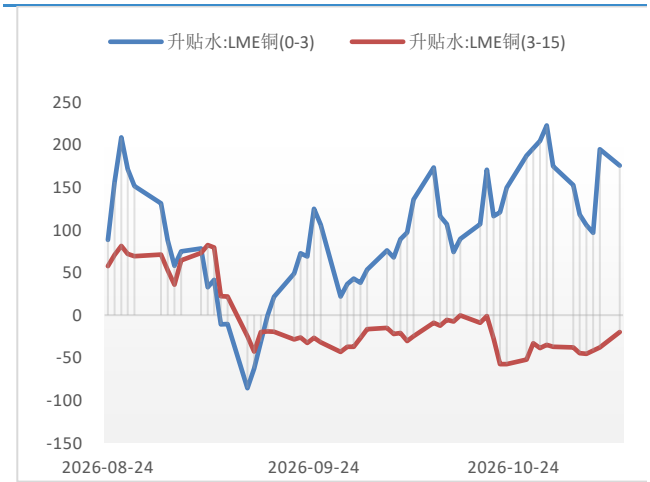
数据来源：wind 新世纪期货

图 4： 电解铜升贴水 单位：元/吨



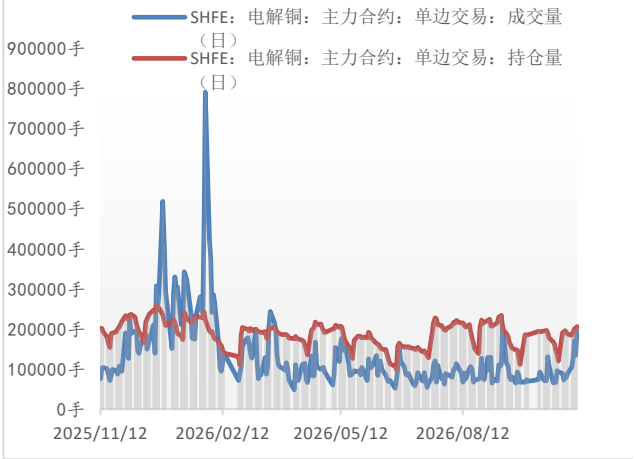
数据来源：wind 新世纪期货

图 5： LME 升贴水 单位：元/吨



数据来源：wind 新世纪期货

图 6： SHFE 电解铜持仓成交量 单位：手

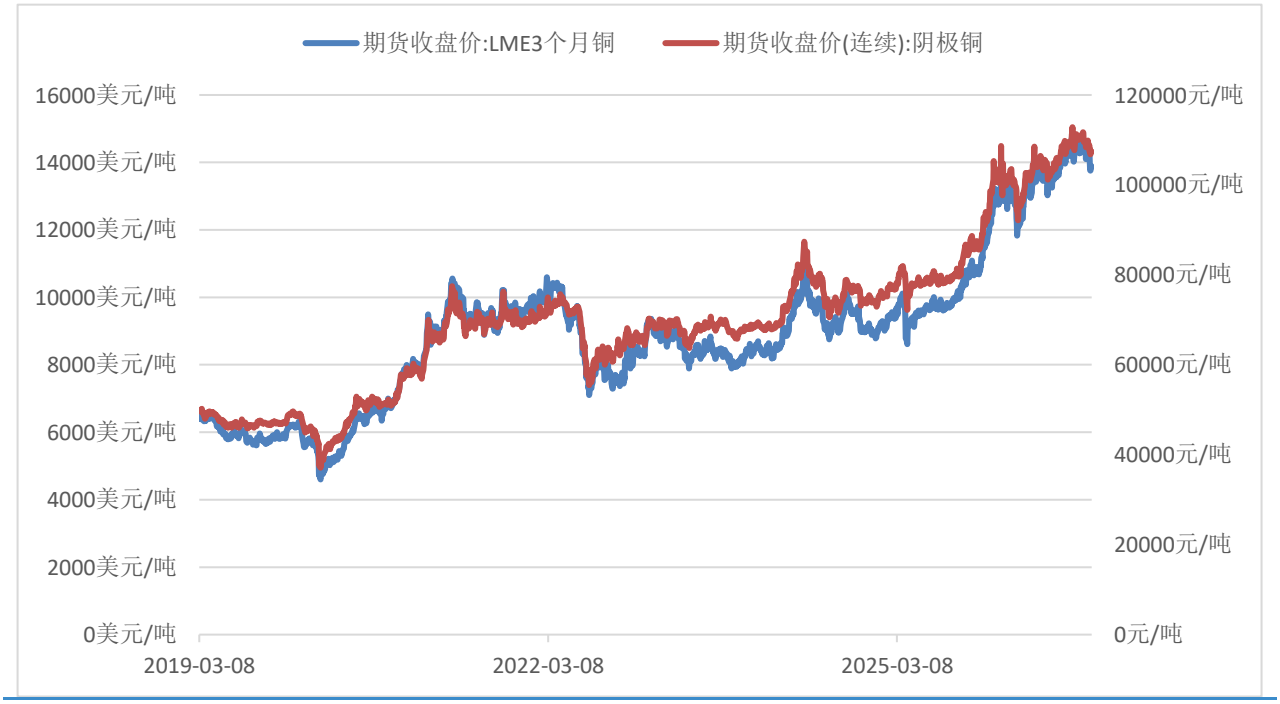


数据来源：wind 新世纪期货

一、铜市场行情回顾

国庆假期后复市，沪铜跳空高开并在 10 月 13 至 14 日连续走强至 111,080 元/吨的 10 月收盘高点；这一阶段的驱动来自三方面：冶炼减产预期发酵。节前铜精矿现货 TC 跌破-240 美元/干吨，节后多家炼厂公布检修计划，海外矿端扰动密集。Centinela 约 700 名工人罢工，Escondida 罢工风险发酵；事件叠加强化了矿端偏紧的叙事。国内极低库存的“强现实”：节前上期所库存与社会库存均处历史同期低位，LME 0-3 现货升水在 10 月 13 日冲至 173.5 美元/吨月内高点，非美地区可交割货源紧张。月末铜价在“海外累库”与“国内极紧”的拉锯中小幅反弹后再度走弱。LME 持仓方面，10 月投资公司与信贷机构净多持仓明显回落，投机基金连续削减净多头寸，多头持仓降至阶段低位；但 LME 总持仓仍维持在 26 万手以上的高位，说明长线配置力量并未离场，持仓减少的主要是短线投机盘。

图 7： 铜期货价格走势



数据来源：wind 新世纪期货

二、供应端

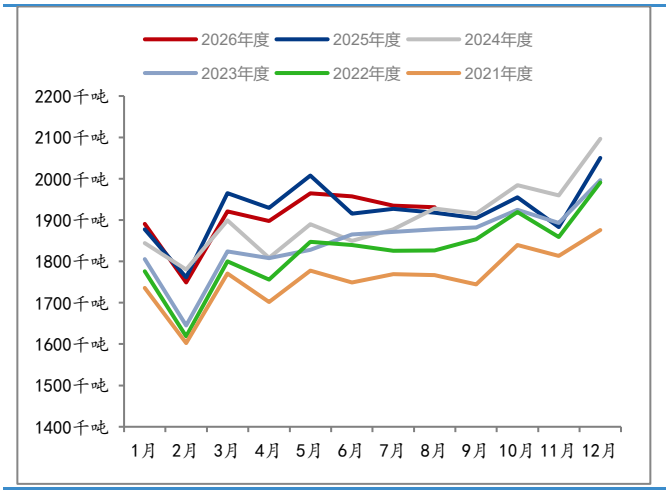
截至 2026 年 11 月初，铜精矿现货 TC 报-245 美元/干吨，为 2007 年 9 月以来最低水平；这一极值反映的不是短期扰动，而是结构性短缺：矿产量负增长。2026 年 1 至 8 月全球铜精矿产量 1,216.61 万吨，同比-1.20%，其中智利产量累计同比-6.9%。8 月单月全球铜精矿产量 193.1 万吨，环比-0.2%、同比仅+0.7%。矿端扰动事件密集。Centinela 约 700 名工人罢工；

Escondida 罢工风险发酵；超强厄尔尼诺现象持续发酵，或影响矿山生产与运输环节。国内方面，2026 年 8 月中国铜精矿产量 15.9 万吨；1 至 9 月铜矿进口量同比-2.97%。港口铜精矿库存 10 月 30 日降至 68.9 万吨。10 月中国电解铜冶炼开工率创 2020 年 3 月以来新低。1 至 9 月累计产量 1,041.55 万吨，同比仍+3.54%，上半年高开工透支了下半年的原料库存。冶炼利润已转为负值。8 月以来 TC 与硫酸价格同步下行，截至 10 月 30 日硫酸价格 1,647 元/吨。10 月炼厂检修密集，进一步降低国内产量预期。

含税废铜货源偏紧的局面尚未缓解。国内废铜流通仍以无票销售为主，含税废铜仅约四成。海外供应端同步收紧。精废价差 10 月 23 日为 2,276 元/吨，价差扩大理论上应刺激废铜替代，但受以下因素制约：反向开票政策检查持续。再生铜杆企业受反向开票约束，含税原料紧缺，行业维持低负荷运行，即便精废价差有所修复，开工率依旧偏低。废铜票点升至历史高位。票据合规成本抬升，压制了再生铜的实际供给释放。精铜对废铜的“反向替代”。在票点高企、废铜货源紧张的环境下，部分下游转向精铜，反而增加了对电解铜的需求，这也是月末精铜杆开工回升的驱动之一。

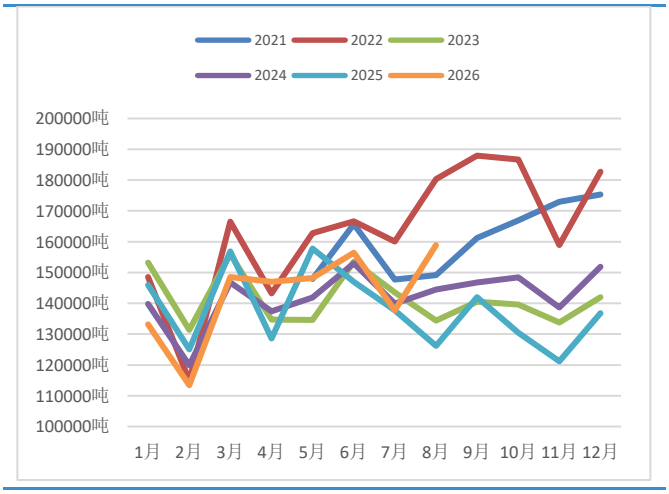
库存方面，截至 11 月 9 日，国内铜社会库存仅 5.62 万吨，为近年低位；LME 周度平均库存回升至 31 万吨，而 COMEX 铜库存继续刷新历史高位，周度平均库存小幅上升至 80 万吨。在美国关税博弈下，全球铜资源向北美集中的虹吸效应暂未改变，国内低库存对铜价下方形成支撑。

图 7： ICSG 铜矿月产量 单位：千吨



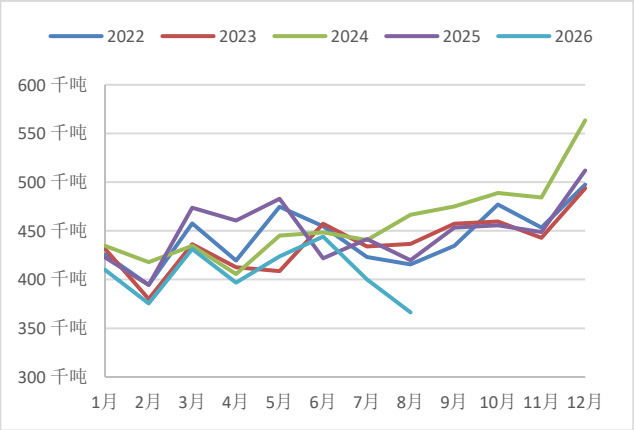
数据来源：钢联 新世纪期货

图 8： NBS 中国铜精矿产量 单位：吨



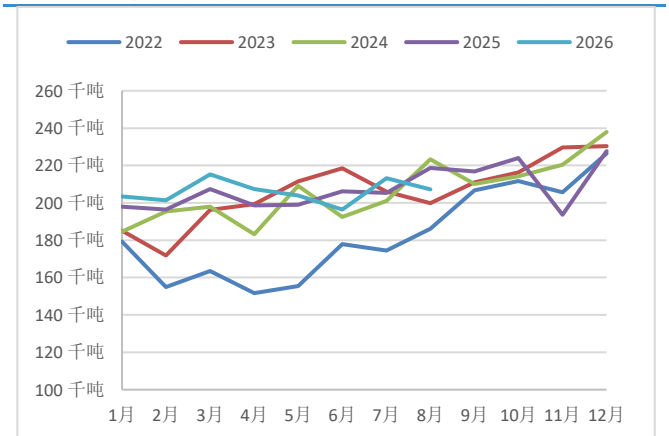
数据来源：钢联 新世纪期货

图 9： 智利铜矿产量 单位：千吨



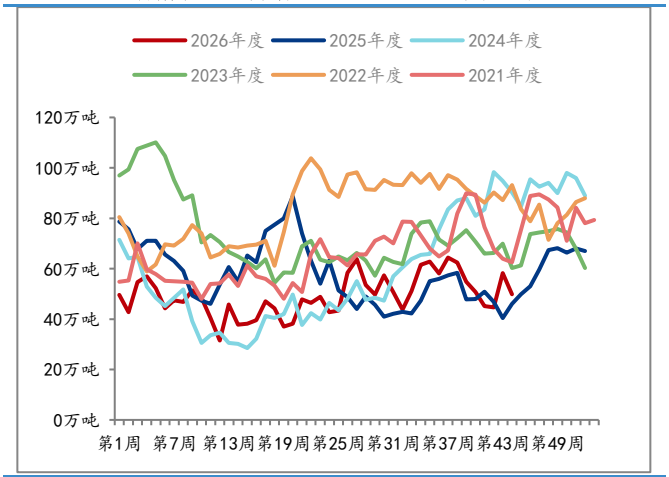
数据来源：钢联 新世纪期货

图 10： 秘鲁铜矿产量 单位：千吨



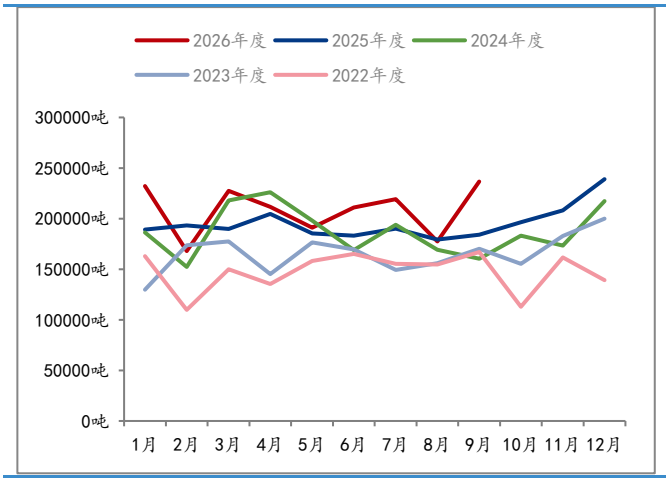
数据来源：钢联 新世纪期货

图 11： 铜精矿港口库存 单位：万吨



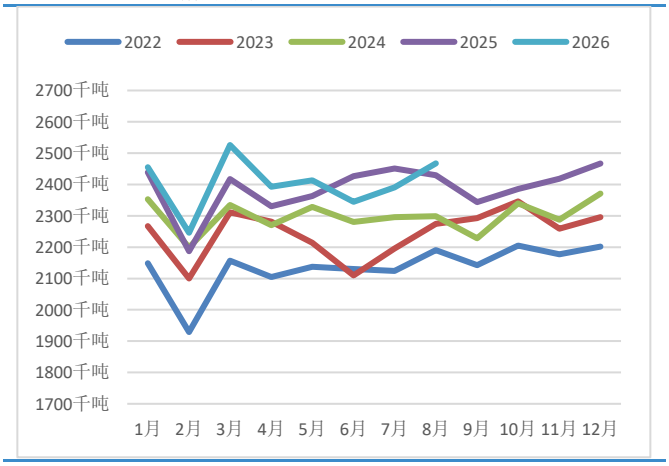
数据来源：钢联 新世纪期货

图 12： 中国废铜进口 单位：吨



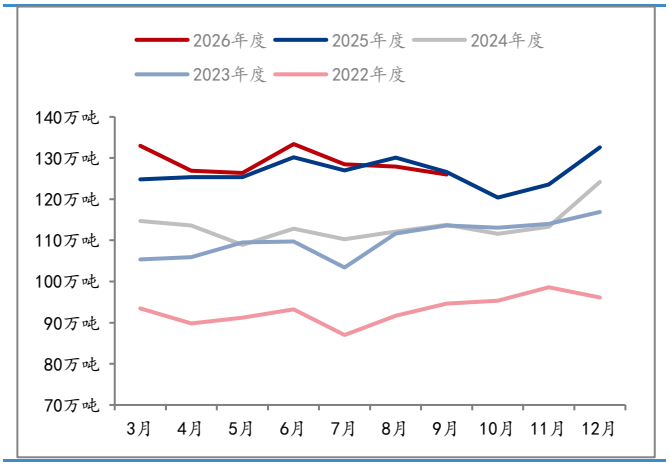
数据来源：钢联 新世纪期货

图 13： 全球精炼铜产量 单位：千吨



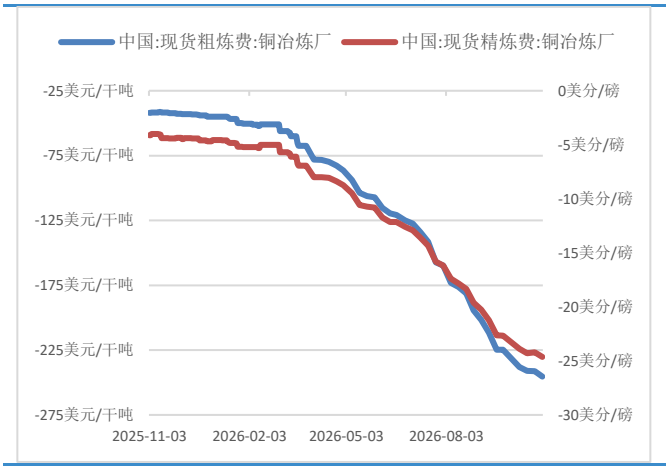
数据来源：钢联 新世纪期货

图 14： 中国电解铜产量 单位：万吨



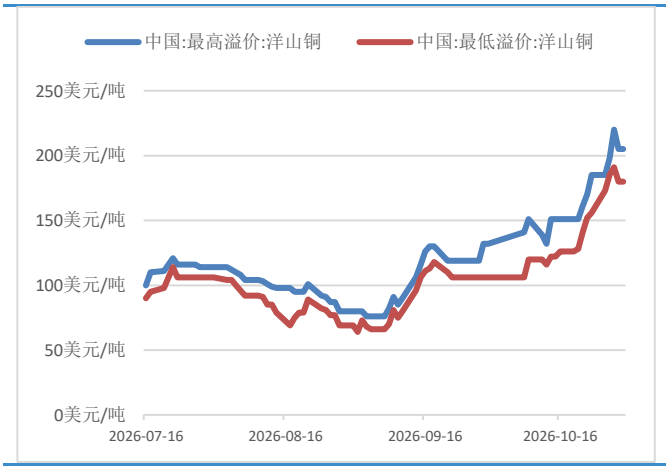
数据来源：钢联 新世纪期货

图 15： 冶炼费 TC;RC 单位：美元/千吨



数据来源：钢联 新世纪期货

图 16： 洋山铜溢价 单位：美元/吨



数据来源：钢联 新世纪期货

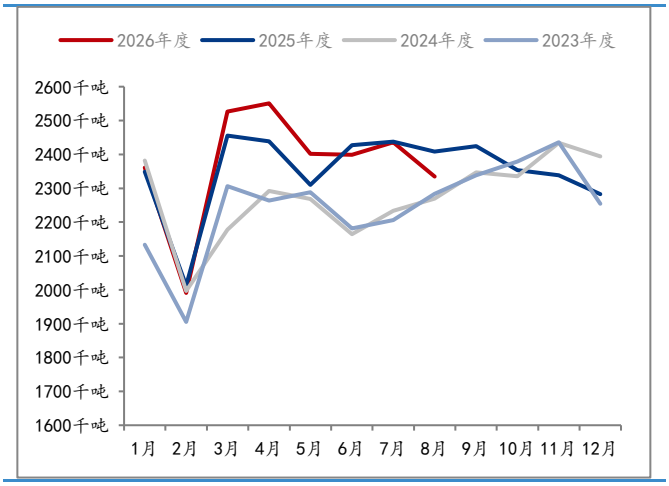
三、需求端

1 月至 8 月，中国精炼铜表观消费量为 1068.69 万吨，同比下降 0.7%。下游采购刚需为主，铜需求呈现分化特征，地产建筑等传统行业需求表现疲软。9 月房屋竣工面积累计同比-25%，建筑用铜是铜消费最大拖累。政策持续下沉、精准导向，一线城市二手房成交及价格小幅回升，但仅能托底市场，难以带来明显回升。新开工、竣工面积仍处偏弱水平，地产链短期难以复苏，铜管、黄铜棒需求增量有限。10 月黄铜棒开工率仅 42%左右，同比-2.73pct，是地产链疲弱最直接的映射。电力与新基建需求：8 月电网投资累计同比增加 4.93%，投资节奏加快，是铜消费最确定的增量来源。AI 算力基础设施建设拉动铜箔需求爆发，储能、电子电气等高端制造领域对铜板带、铜箔的需求保持较快增长，结构性韧性特征明显。

2026 年前三季度，国内新能源汽车产销分别完成 1248.3 万辆和 1247.2 万辆，同比增速均超 10%，新车销量占比升至 53.6%；9 月单月渗透率进一步攀升至 61.6%，连续三个月突破 60%，出口端表现尤为突出，前三季度新能源汽车出口 400.6 万辆，同比增长 1.3 倍，9 月出口 57.1 万辆，占汽车出口总量比重连续四个月过半，海外市场已成为重要增量来源。

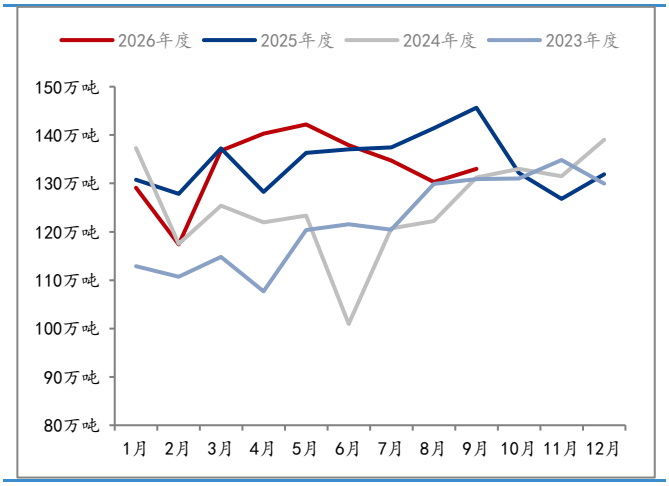
光伏与风电处在规模扩张与增长节奏调整并存的阶段。国家能源局数据显示，2026 年 1—9 月：光伏新增装机 11,083 万千瓦，累计同比-53.9%；风电新增装机 6,066 万千瓦，累计同比-0.7%（降幅持续收窄，8 月为-9.84%）。光伏的大幅负增长主要受 2025 年“抢装潮”形成的高基数影响，并非需求消失。9 月末全国发电装机 41.3 亿千瓦，同比增长 11.2%，风光累计装机突破 20 亿千瓦。但不可否认，2026 年光伏对铜的增量贡献已由正转负。

图 17： ICSG 全球电解铜消费总量 单位：千吨



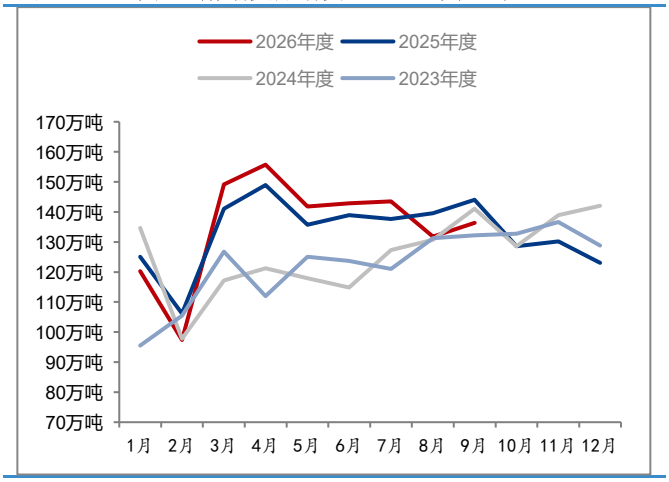
数据来源：钢联 新世纪期货

图 18： 中国电解铜表观消费量 单位：万吨



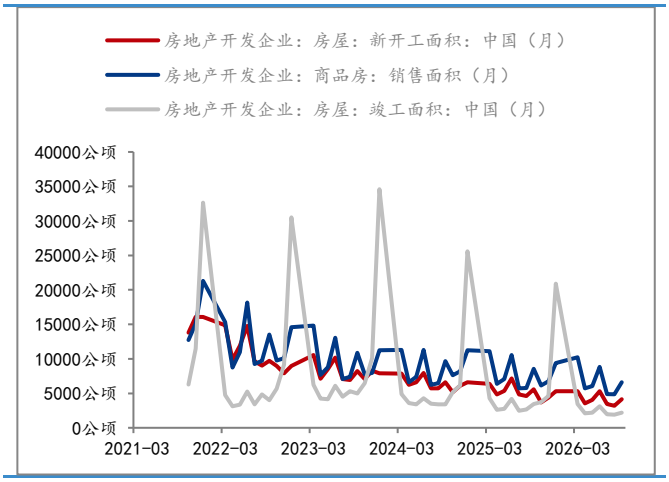
数据来源：钢联 新世纪期货

图 19： 中国电解铜实际消费量 单位：万吨



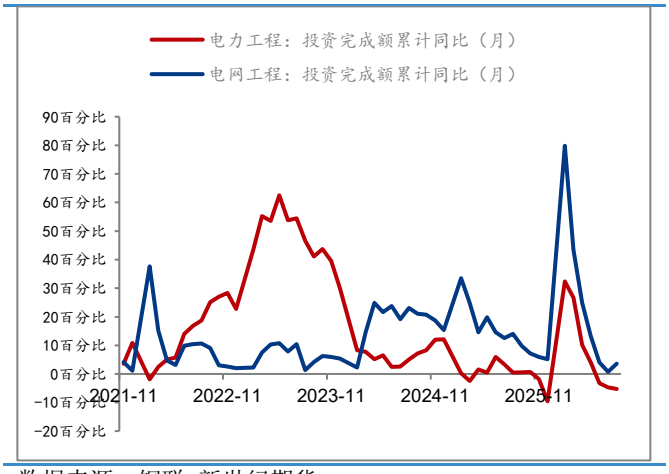
数据来源：钢联 新世纪期货

图 20： 中国房地产开发情况 单位：公顷



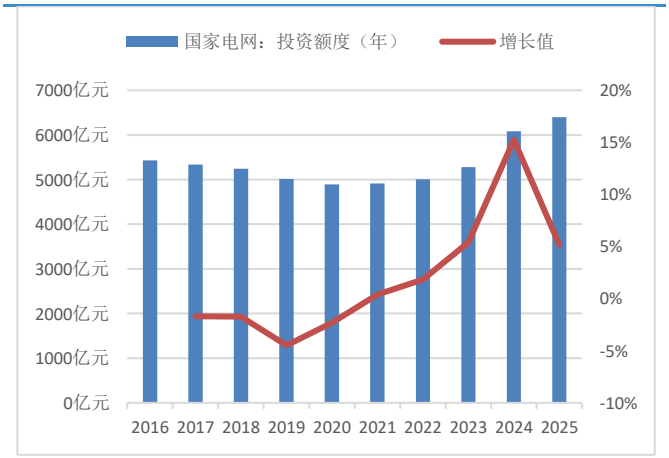
数据来源：钢联 新世纪期货

图 21： 电力电网工程投资 单位：百分比



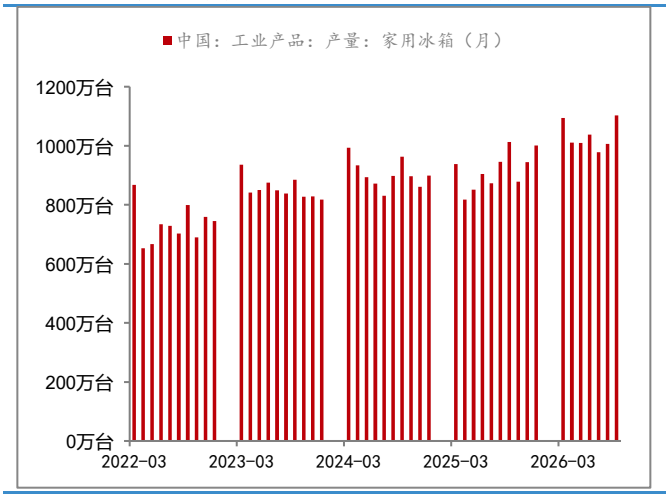
数据来源：钢联 新世纪期货

图 22： 国家电网投资额度 单位：亿元



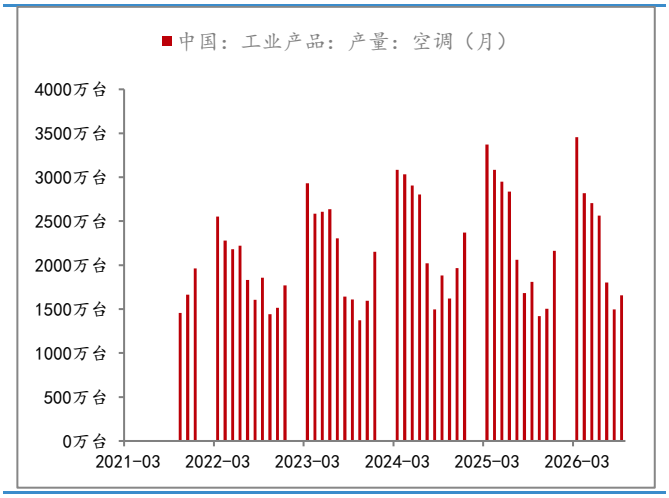
数据来源：钢联 新世纪期货

图 23： 中国冰箱产量 单位：万台



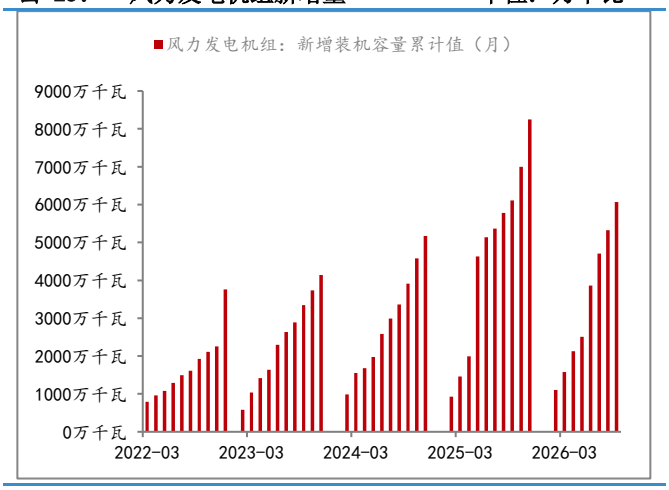
数据来源：钢联 新世纪期货

图 24： 中国空调产量 单位：万台



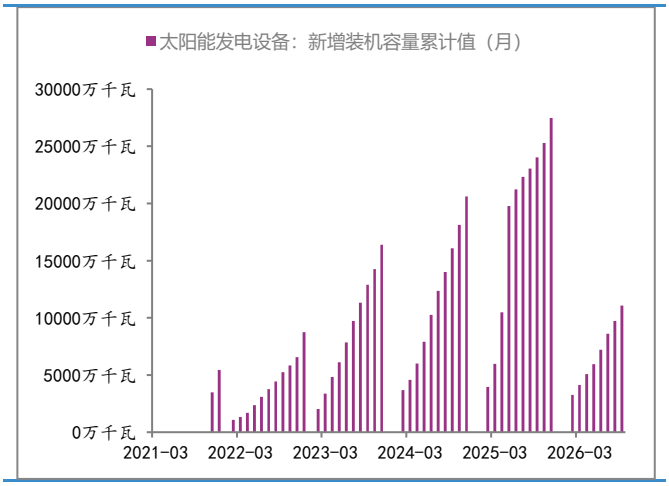
数据来源：钢联 新世纪期货

图 25： 风力发电机组新增量 单位：万千瓦



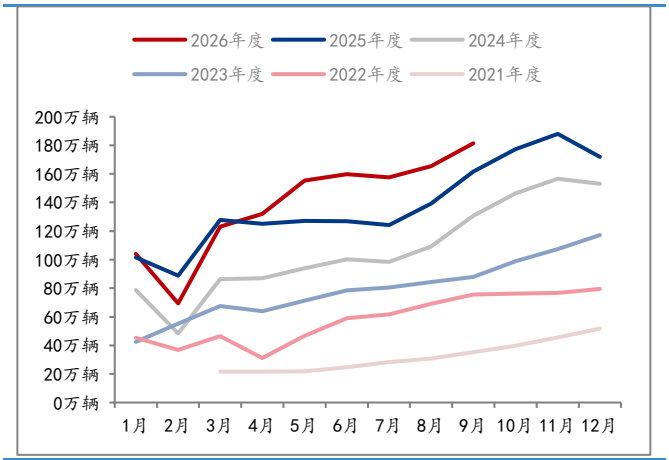
数据来源：钢联 新世纪期货

图 26： 太阳能发电设备新增量 单位：万千瓦



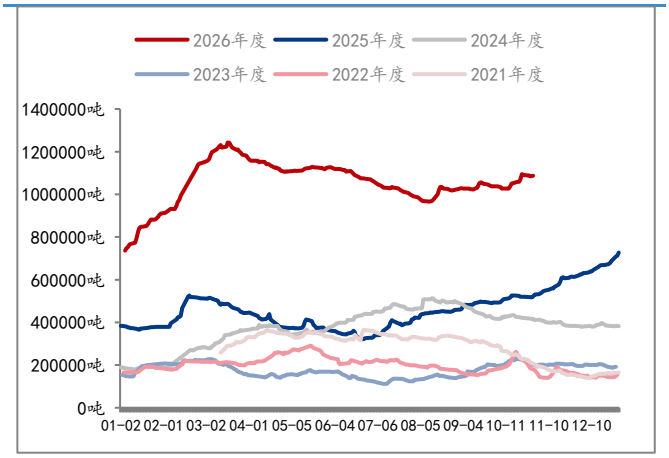
数据来源：钢联 新世纪期货

图 27： 中国新能源车产量 单位：万辆



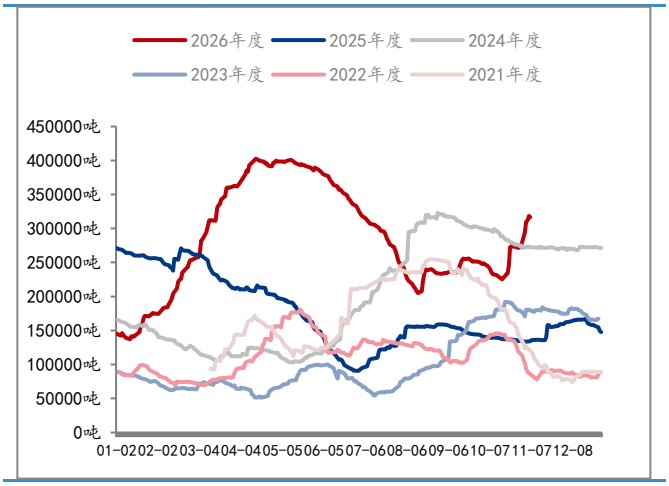
数据来源：钢联 新世纪期货

图 28： 全球铜显性库存 单位：吨



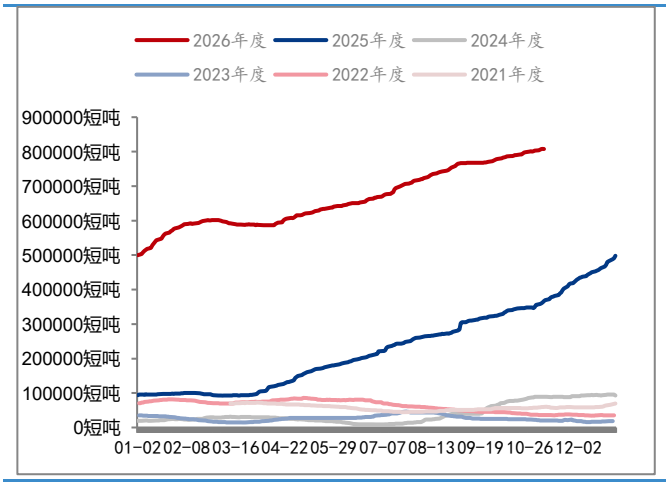
数据来源：钢联 新世纪期货

图 29： LME 库存 单位：吨



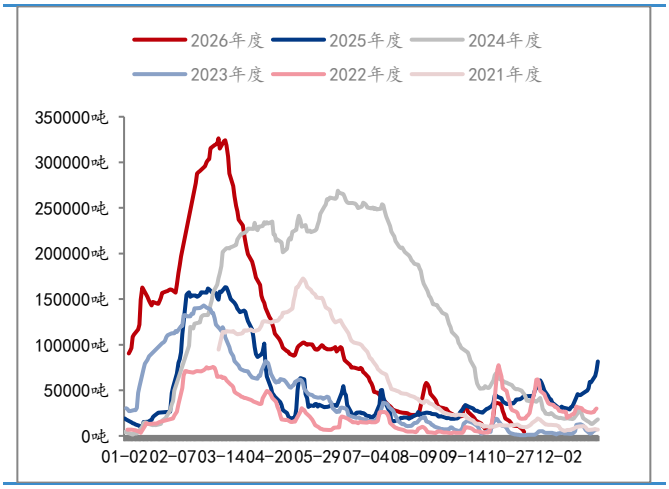
数据来源：钢联 新世纪期货

图 30： COMEX 库存 单位：短吨



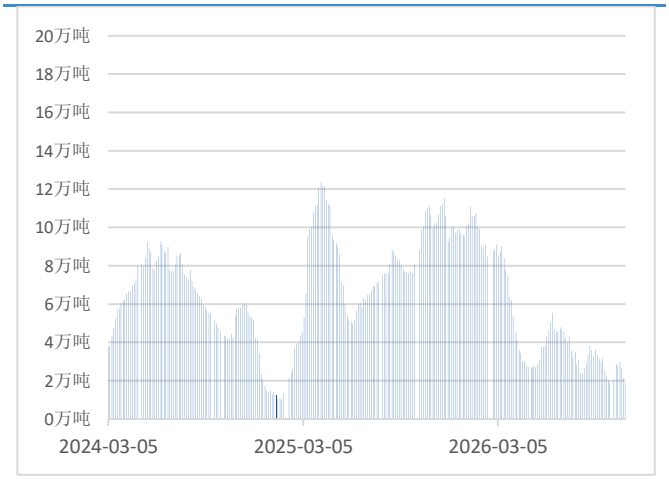
数据来源：钢联 新世纪期货

图 31： SHFE 电解铜库存 单位：吨



数据来源：钢联 新世纪期货

图 32： 上海保税区铜库存 单位：万吨



数据来源：钢联 新世纪期货

四、宏观及政策面

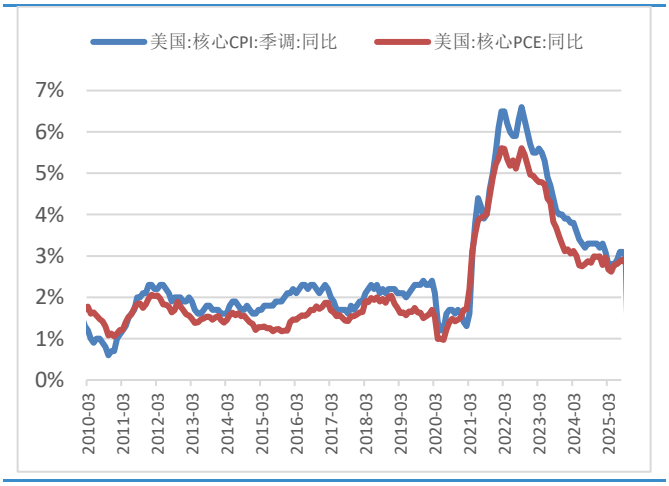
海外通胀粘性与加息预期重估：10 月美联储议息会议将联邦基金利率目标区间维持在 3.75%—4.0%不变，符合市场预期；但 FOMC 在会后声明中强调审慎的政策思路，并释放“暂停不等于加息结束”的偏鹰信号。约束在于通胀粘性：9 月 PCE 环比+0.5%、同比升至 3.6%；核心 PCE 环比+0.3%、同比 3.1%；9 月 CPI 环比+0.6%（五个月来最大涨幅）、同比 3.7%；密歇根大学 1 年期通胀预期维持 4.7%。市场当前预计美联储在 2027 年底前仍将加息 2 次，12 月加息 25bp 的预期较高。美债 10 年期收益率升至 4.91%，美元指数维持在 101 左右的高位震荡。

国内 PMI 回落，内需修复力度存疑，10 月中国制造业 PMI 回落至 49.3%，较 9 月（50.1%）重回荣枯线下方；服务业 PMI 为 50.0%，恰处临界。前三季度 GDP 1,071,071 亿元，同比增长 4.6%，呈现“动能向新、结构向优”但传统动能偏弱的特征。1—9 月固定资产投资累计同比-

7.2%，其中房地产投资-20.6%，是最大拖累项。但结构性亮点同样明确：高端制造与出口链条保持韧性（电线电缆出口+25.3%、电子元件出口+70%）；电网投资逆势回升至+4.93%；9 月社会零售总额同环比超出预期。这形成了“总量弱、结构强”的宏观图景，也解释了为何铜的国内需求呈现“电网强、地产弱”的分化。与 9 月相比，10 月宏观对铜的作用由“单边压制”转为“区间约束”：既未形成向上共振，也未构成破位下行的驱动。国内 9 月 PMI 回升至 50.1%、全球制造业 PMI 升至 53.0%，为铜价提供了底部支撑；但海外加息预期重估、美元与美债双高，又限制了价格上行的高度。这种“上有顶、下有底”的宏观环境，正是 10 月铜价呈现高位箱体的重要原因。

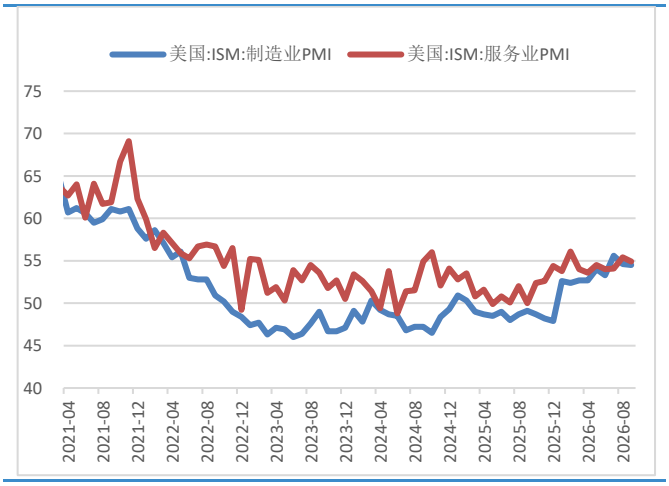
中期选举使虹吸效应的预期修正，11 月 3 日美国举行国会中期选举，11 月 4 日结果初步落地：民主党同时夺回参议院与众议院控制权，形成对现任共和党政府的立法制衡。对铜市场的核心影响在于修正对 232 铜关税政策的预期：民主党全面掌控国会后，2027 年对精炼铜加征关税的潜在计划大概率搁置或延后；铜半成品关税存在下调、扩大豁免的可能，但想要彻底废除关税仍面临较大阻力。市场将率先交易“关税缓和、虹吸效应弱化”预期，COMEX 与 LME 价差持续收窄，铜价承压。实物贸易流向再平衡存在较高摩擦成本，只有价差持续倒挂，COMEX 高位库存才会逐步回流，整个调整过程以季度为周期，难以对全球市场形成一次性冲击。铜价的核心驱动最终还是供需基本面，选举结果只是阶段性扰动因素。

图 33： 美国 CPI 同比



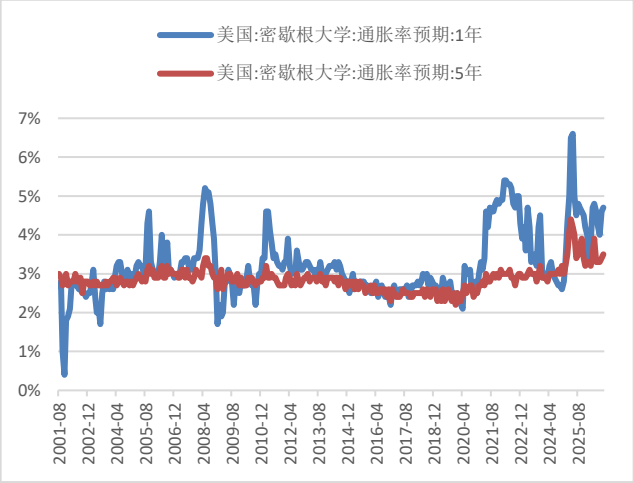
数据来源：wind 新世纪期货

图 34： 美国 ISM 指数



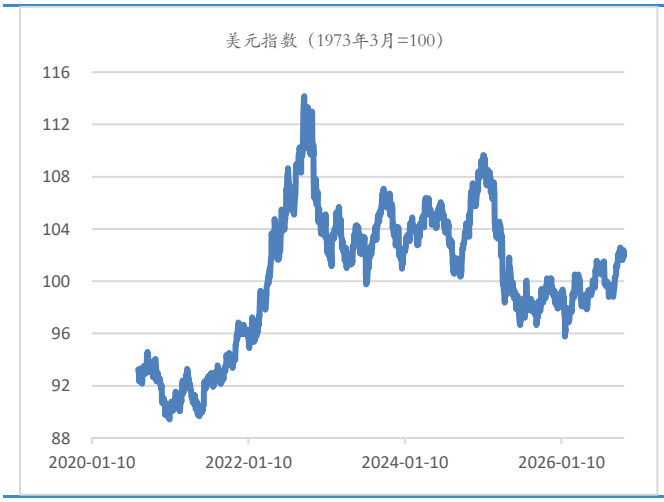
数据来源：wind 新世纪期货

图 35： 美国通胀预期率



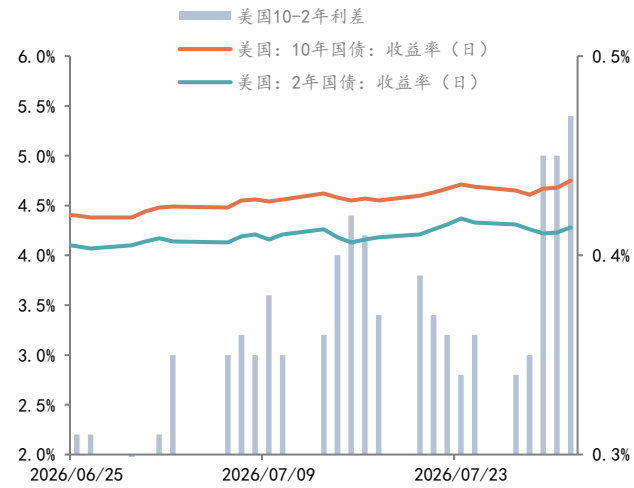
数据来源：wind 新世纪期货

图 36： 美元指数



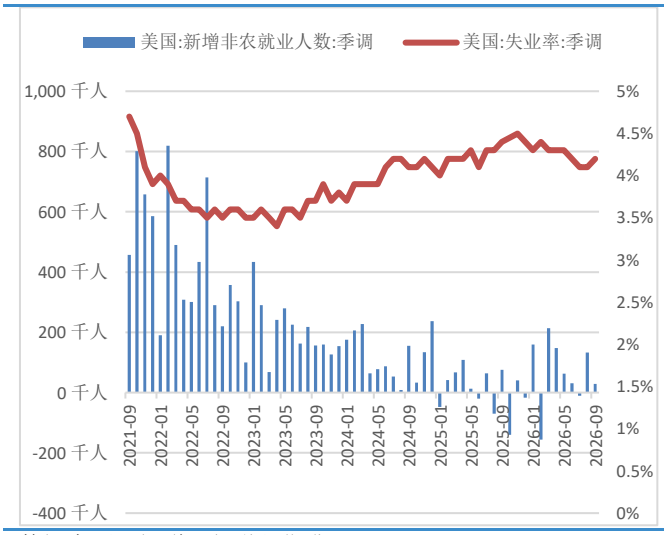
数据来源：wind 新世纪期货

图 37： 美国国债利率



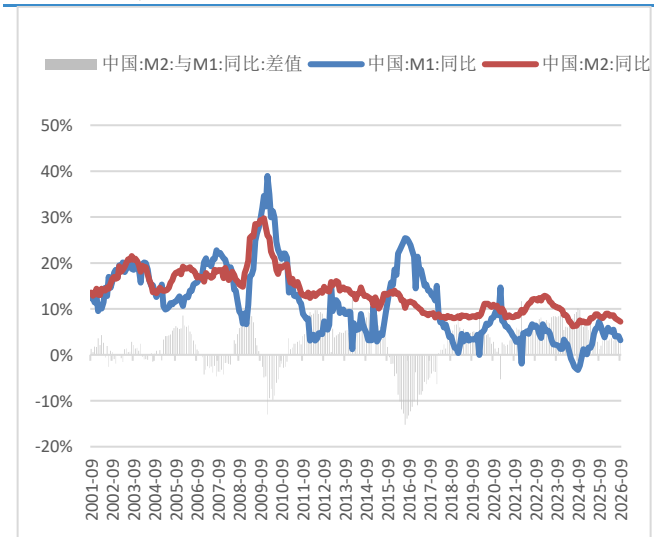
数据来源：钢联 新世纪期货

图 38： 美国失业率



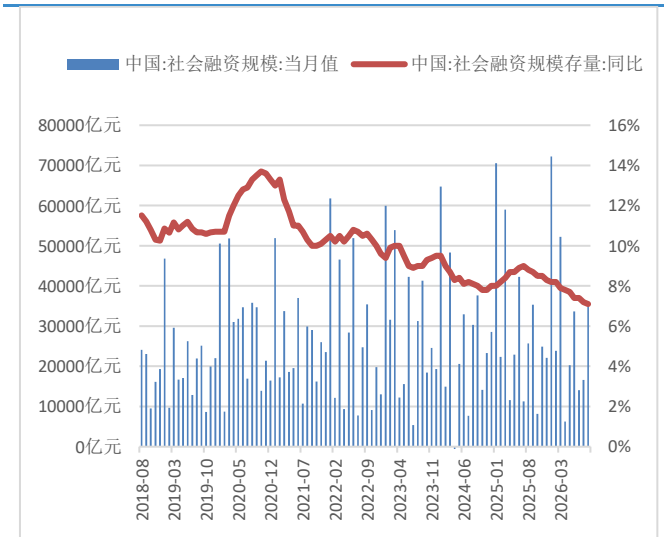
数据来源：钢联 新世纪期货

图 39： 中国 M1 与 M2 同比



数据来源：wind 新世纪期货

图 40： 中国社会融资规模 单位：亿元



数据来源：wind 新世纪期货

五、总结展望

铜定价主线发生切换：9 月的“关税落地预期溢价”在 10 月转为“搁置与松动”，COMEX 相对 LME 溢价持续收窄、铜库存回流入 LME 仓库。与此同时，国内社会库存降至 6.7 万吨的历史极低水平、现货升水至近年高位，形成“海外累库、国内极紧”的极端分化。铜价因此既无法向上突破，也难以趋势性下跌。基本面核心矛盾未变：铜精矿现货 TC 跌至-245 美元/干吨，连续多周处于负值区间。10 月中国电解铜产量 108.67 万吨，同比-0.45%，冶炼开工率创 2020 年 3 月以来新低。冶炼端的收缩是原料约束下的被动减产，而非需求崩塌。需求端：1 月至 8 月，中国精炼铜表观消费量为 1068.69 万吨，同比下降 0.7%。需求端呈现显著结构性分化，地产建筑表现疲软，11-12 月家用空调冰箱排产量回升，前三季度我国新能源汽车产销同比分别增长 11%和 11.1%。国家电网投资落地以及 AI 算力基建爆发的铜箔需求形成对冲，整体需求具备韧性。宏观面：11 月初美国中期选举结果落地（民主党掌控两院）进一步削弱“虹吸效应”预期，构成短期新的下行扰动，但不改变矿端紧缺的中期逻辑。预计铜价超跌小幅度修复后 11 月维持震荡走势，建议控制仓位观望为主。

免责声明建议

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，我公司对这些信息的准确性及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，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价，交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，请交易者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证，不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。

2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。

3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

浙江新世纪期货有限公司

地址：浙江省杭州市拱墅区滨绿大厦 2 幢 1104 室、1201-1206 室
邮编：310003
电话：400-700-2828
网址：http://www.zjncf.com.cn