安粮期货商品研究报告

铜期货月报（202611）



投资咨询业务资格
皖证监函【2017】203 号
研究所 有色小组
研究员
钟远
从业资格号：F0303681
投资咨询号：Z0011824
电 话：0551-62870127
初审：
张莎： 从业资格号：F03088817
投资咨询号：Z0019577
复审：
赵肖肖：从业资格号：F0303938
投资咨询号：Z0022015

安粮期货研究所

2026 年 11 月 02 日

综述:全球库存内外分化加剧，铜价震荡待方向

核心观点：从战略层面看，铜价大萧条阶段的大牛市自 2016 年启动，且于 2024 年上半年 5 月完成左侧高点，2026 年年有望构造右侧高点，此决定了铜价处在多空转换的战略空头阶段。从战役来看，铜价处于“宏观有压制、产业有支撑”的宽幅整理波动格局，当下四季度后半段应留意沪铜价格的潜在方向选择。

1、供给层面：10 月 TC 录得均值-240.24，环比上月,27.61，原料短缺局面加剧不变，当下处在最后一跌加速进程；全国 1-9 月累计产量 1128.2 万吨，增速为 3.3，9 月单月为 126 万吨，增速为 1.1，供给增速处在较低位置；

2、需求层面：融资花钱方面，9 月社融、M1 和 M2 分别为 7.1、3.2 和 7.2，环比变动-0.1、-0.9 和-0.3，融资信用延续回落未变；终端来看，1-9 月汽车销售增速为-4.5，环变-0.7，1-9 月房市销售为-13.2，环变-1.1，汽车和地产继续萎靡；

3、库存表现：至 10 月底，全球三地库存为 104.4 万吨左右，环比上月增 5.17 万吨，连续 9 月徘徊在百万大关附近，SHFE 增 0.57 万吨至 4.46 万吨，LME 和 COMEX 分别变化 2.31 万吨和 2.28 万吨至 27.27 万吨和 72.67 万吨，全球库存绝对水平依旧处在百万高位置；

4、其他：美联储 2026 年 9 月祭出首次加息后，确认了加息进程，尽管 10 月会议按兵不动，但不改方向，下次利率会议在 12 月 10 号。

一、供应端:原料错配冲击进一步加剧

1、10 月 TC 均值下挫超过-240 美元

冶炼费用是精炼铜矿产端供应的一个重要变量，一般来说，如果矿产供应宽裕，则铜冶炼商话语权较强，冶炼费用TC倾向上涨，反之，当矿产供应较为短缺时，则冶炼费用倾向下滑。中国现货冶炼费自2023年9月从90上方启动加速下行，至2026年10月底超过了-240美元，结构上已确定的三轮下行正在加速赶底，分别为第一轮战术下行202309-202405、第二轮战术下行202410-202505、以及202509-至今，按照技术分析来看，本轮下行可能为最后一轮！从时间看，2023年9月份的下行两年后在2025年9月，这是时间上限，2026年的下行属于连续第三年时间窗口，这是时间上的极限，这意味TC的极端冲击方向可能在2026年收尾结束。

矿产端和冶炼生产端出现了“面粉比面包贵”的极端现象，这是矿产端冲击极致标志，是世界长波效应传导的最后阶段，也是铜价在大萧条阶段的大头部信号之一（要有信仰）。笔者认为，铜市的过往低库存重建必须要以价格脉冲来实现，而全球库存累库突破拐点为2024年上半年，此时伴随铜价在康波泡沫区域的第一轮脉冲，这基本印证了上述的观点。整体来看， 要重视2025-26年铜价的脉冲高点，这可能意味着铜价在战略层面的多空转换参考。

2、1-9月生产增速延续回落

2026年1-9月国内精炼铜产量为1128.2万吨，累计去年同比增速为3.3%，9月单月产量为126万吨，同比增速1.1%，整体看铜供应端增速处在边际下滑状态。从生产的动力-利润源角度来看，上游矿产端向行业冶炼端转移利润的趋势在2023年表现非常优异，2024年转移力度或有较大下滑，产业上下游或维持一个大致平衡格局（年度），2025年属于启动极端冲击（利润集中在矿产端），2026年极端情况有望扭转或结束。从阶段性角度来看，当前冶炼加工费亏损严重，但冶炼端控制产能依旧不充足，内卷较为严重，单月产量持续高位就是如此，今年的反内卷落实情况依旧不足。笔者要郑重强调，本次TC的表现是世界长波在大萧条阶段向最上游传导的最后产物，实际上矿并不缺，只是在产业链环节中某个地方出现了堵塞，类似疫情导致航运大拥堵所致运价大暴涨一样，持续创高的存货价值增速印证了此。本质上要清晰认识。

3、10月底全球库存维持百万附近

2026 年 10 月底全球三地库存总量录得 104.4 万吨，环比上月增 5.17 万吨，连续 9 个月维持百万大关一线整理。其中，10 月 SHFE 库存录得 4.46 万吨，对比上个月增 0.59 万吨，当前国内库存绝对水平再跌破 5 万大关后处在极致水平，LME 和 COMEX 库存分别变化 2.31 万吨和

2.28 万吨至 27.27 万吨和 72.67 万吨，**全球库存水平连续三个月增加，趋势调整有结束的迹象，且绝对水平依旧处在 2010 年以来的较高位置**。

从长周期趋势看，全球库存趋势从 2023 年 9 月启动了底部（约 17 万吨）缓慢抬升后，正式进入了大周期的累库进程，2024 年的库存打破 4 年高点印证如此。从历史来看，库存 17 万吨一线已经出现了四次，大致时间分别为 2021 年 1 月、2021 年 11 月、2022 年 12 月和 2023 年 7/8 月，笔者已多次强调这是全球库存的极致水平-再大幅创新低的可能性有限，也是库存大周期扭转的依据之一，当前全球库存水平已超过 2013 年高点大关，已是历史高点位置。希望读者能区分长周期和阶段性的差异，**这对铜价的战略-战役层面趋势理解具有至关重要的指导意义**。

从库存对应合约来看，在 CU2605 和 CU2609 结束后，应密切关注 CU2701 的变化，此可能为系列持续性合约之一，也可能是宽幅整理的尾部合约。

图 1：10 月 TC 值延续加速下行



图 2：1-9 月铜供应增速边际回落

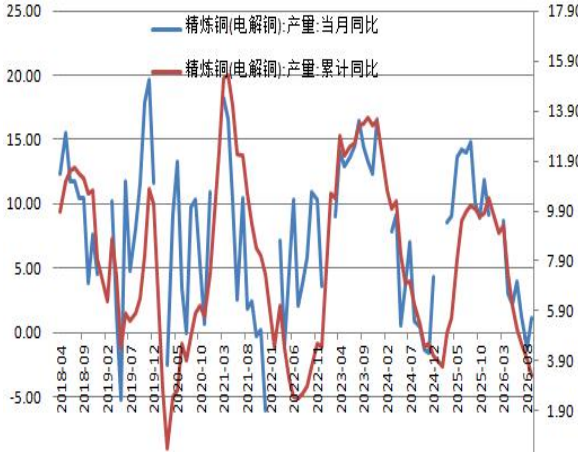


图 3：10 月价差表现强势

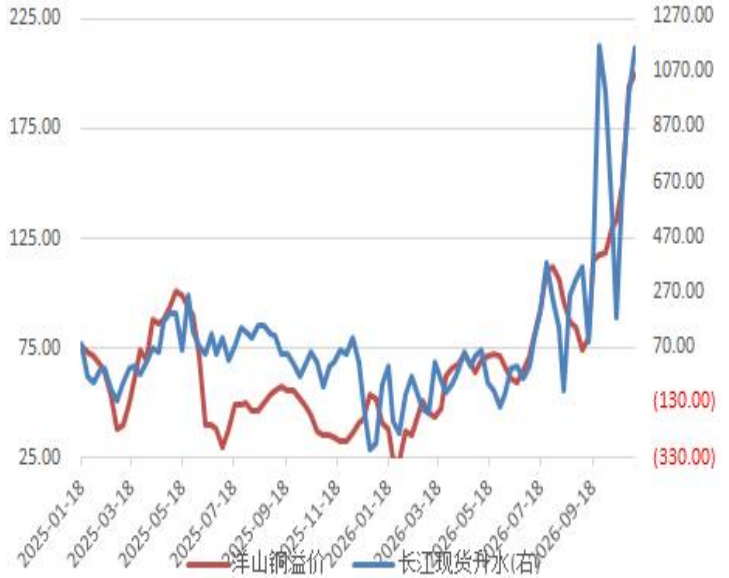


图 4：全球库存维持历史高位



资料来源：IFIND，安粮期货

二、需求端：延续不佳

1、9 月融资+M1/M2 延续偏弱

从融资角度看，2026 年 9 月社融增速录得 7.1，环比持平下滑-0.1，融资信用进程连续 13 个月下行，整个信用周期偏弱，这点需要知晓（主要是地产拖累），本次已测试并打破了 2024 年低点；从花钱的角度看，代表实质性消费购买力的 M1 在 9 月录得 3.2，环比下降 0.9，代表企业（供应）的 M2 在 9 月录得 7.2，对比上个月跌-0.3，剪刀差为-4，供需总体变化不大。

图 5：9 月社融延续偏弱



图 6：9 月 M1/M2 偏弱调整



资料来源：IFIND，安粮期货

2、房车：9 月汽车+地产延续低迷

终端消费考量有多个指标，笔者选取房车销售作为衡量消费的两个变量，把房子当做大宗需求端的实际最大载体，把车子当做观察消费端直接变化的有效窗口，二者差异主要体现在：房子购买后，要经历一个装修环节，才能入住达到人的消费环节（当然，房子的实际消费也可以通过空调冰箱等家电的消费来印证），而车子购买后一般直接就能开走，从而一步到位进入消费环节。最新跟踪数据显示，2026 年 1-9 月份，中国汽车销售累计增速录得-4.5，环变-0.7，基数作用下回落为主；再来看房市，2026 年 1-9 月房市销售数据录得-13.2，环变-1.1，经过 2024 年全年两位数的下滑后，2025 年全年整体维持个位数，2026 年再度两位数下滑，潜在有二次探底的味道。综合看，大宗终端的需求依旧不利。当前，商品市场系统处在秋冬攻略。

图 7：1-9 月房市销售维持萎靡

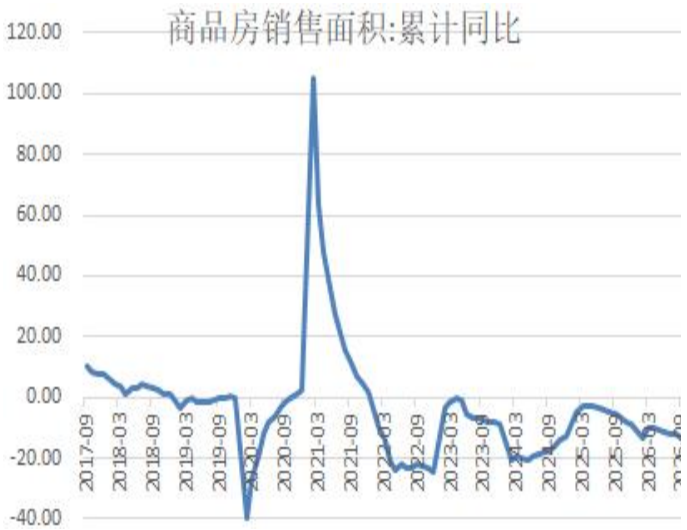


图 8：1-9 月汽车产销增速不佳



资料来源：WIND，安粮期货

三、10 月联储如期按兵不动

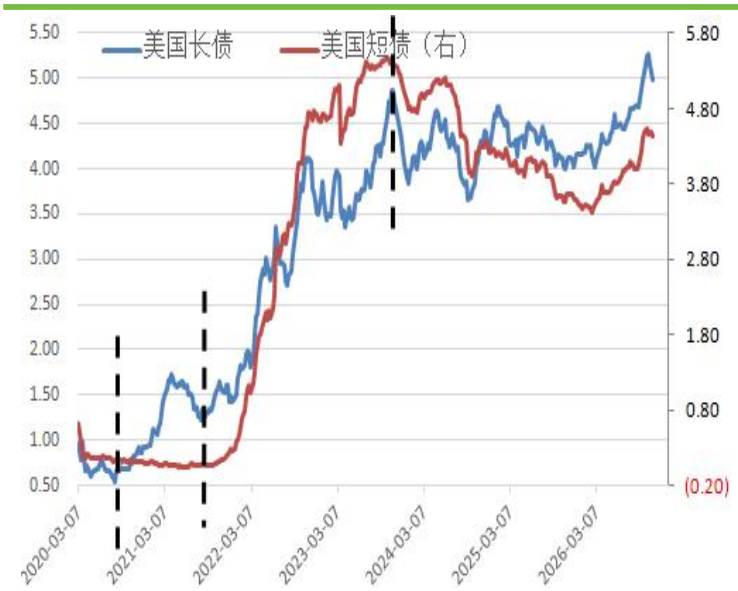
2022 年是如何加息、2023 年是何时暂停加息，2024-2025 年的关键话题是降息，2026 年是暂停降息或加息。

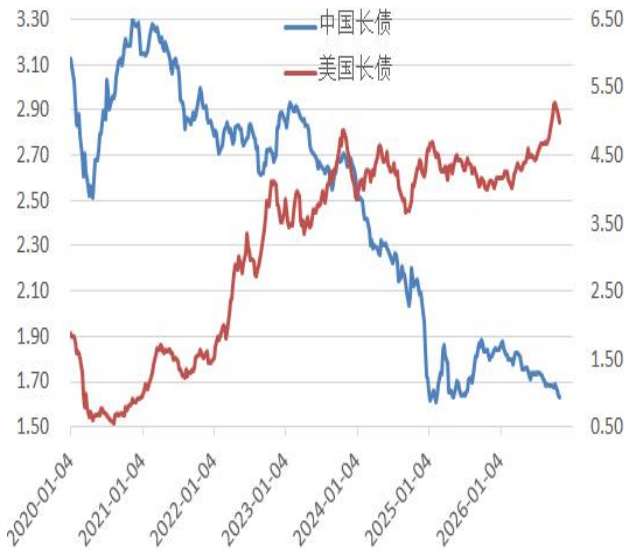
美联储 9 月会议加息了 25 个基点，重新打开了加息窗口。2026 年 1 月、3 月、4 月、6 月和 7 月会议一样，连续五次维持不变，但 4 月、6 月和 7 月联储内部对政策变动产生巨大分歧，过往文章中笔者预期潜在真正的变化可能要到四季度前后，9 月加息印证了笔者多次强调的研判，背景体现的是美国国债利率的趋势持续走强，当前美债利率已经突破了 2023 年 12 月高点，继续对 12 月会议带来重大影响，尽管 10 月利率会议按兵不动。笔者认为，自 2020 年以来，美债收益率上行从技术形态上已完成了所有的波段上涨轨迹，如果说 2023 年 12 月高点为真正高点，今年四季度打破之后，可能会形成最后一涨之名义高点，基于美债收益率见顶回落的假定下，此时应是金融市场极可能会出现重大动荡，应高度警惕之。

不管如何，这都对铜金等金融属性非常高的商品将带来重大性影响（临界波动），一般来说金融属性排序大概有黄金-白银-铜-铝-锡等，各位投资者朋友在选择品种的时候要有针对性和前瞻性，当金属在 2026 年 1 月出现高位大幅逆向波动后，金属的真实高点基本出现，尤其在原油在今年完成补涨后，或更加印证如此。这对宏观系统的理解非常重要。

图 9：美债长短利率高位偏强运行

图 10：中美因素反向运行





资料来源：IFIND,安粮期货

四、小结

从战略趋势来看，铜价大萧条阶段的大牛市自 2016 年或 2020 年启动，且于 2024 年上半年 5 月完成左侧高点，2026 年有望构造右侧高点，此决定了铜价处在多空转换的战略空头阶段。

从战役波动来看，铜价处于“宏观有压制、产业有支撑”的宽幅整理波动格，压制力量来自全球进入加息窗口期，而支撑力量来自原料端相对短缺的表现。从战术角度看，原料和成品出现了背离，不排除其价格在战役框架内后期还存在一次脉冲可能性（以测试 2026 年 1 月暴动的高点）。但无论如何，不改变原则性或根本性观点。希望各位投资者能正确理解并践行独于市场多数人和媒体的认知理念。



免责声明

本报告基于安粮期货股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的公开信息和资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺任何有关变更的通知。本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。