



【鑫期汇】沪铜专题：2610-2611跨期价差变化解析

——从交割月挤仓到主力月常态升水，月差逻辑的切换与延续

华鑫期货 研究部 | 2026年9月3日

一、引言：主力的交接棒，价差的新坐标

8月底至9月初，沪铜市场完成了从2609合约向2610合约的主力切换。对于跨期价差研究者而言，这一交接棒的意义非同寻常：此前市场聚焦的09-10月差，本质上是“交割月挤仓”的脉冲行情——临近交割、仓单紧张、多头逼空，价差被资金博弈推至极端高位；而换月之后，10-11月差（CU2610-CU2611）才真正反映低库存背景下近远月基本面强弱的中期结构。换言之，分析对象从“资金的战场”切换到了“基本面的镜子”，10-11月差的变化更值得产业与套利资金关注。

二、10-11月差的“先扬、后抑、再修复”

回看8月中旬以来的10-11月差轨迹，可清晰地划分为三个阶段。第一阶段（8月中旬）：现货升水冲高带动月差走阔。8月17日前后，长江现货升水一度冲高至490-530元/吨的年内高位，现货紧张情绪沿期限结构向外传导，10-11月差被同步推升至300元/吨上方的阶段高点，彼时Back结构呈“近端陡峭、远端跟随”的形态。

第二阶段（8月下旬）：高位收敛。随着铜价站上10.9万元/吨的绝对高位，下游加工企业采购意愿明显走弱，现货成交转淡，交易所库存出现周度累积迹象，前期过度透支的升水开始修复，10-11月差自高点震荡回落，8月27日一度收窄至240元/吨附近，现货升水亦从亢奋回归理性。

第三阶段（9月初）：换月后企稳修复。9月1日主力正式切换至2610合约，开盘时10-11月差一度收敛至210元/吨——远月补涨、近月资金退潮的换月特征明显。但值得注意的是，当日现货升水依旧高位坚挺（长江现货报600元/吨以上），日内Back结构重新走扩，10-11月差快速修复至250元/吨上方。这一“先抑后扬”恰恰说明：换月并未终结近月偏强的基本面逻辑，低库存与现货紧平衡仍在为Back结构供能。



图1:沪铜10月与11月的价差变化 数据来源文华财经

三、驱动拆解



10-11月差的定价，可拆解为三层驱动。第一层是现货：截至9月初，上期所铜库存仍在两年低位徘徊，进口亏损持续抑制报关流入，现货升水居高不下，这是月差最坚实的“锚”。持货成本高企意味着空头移仓远月必须支付更高的展期成本，Back结构由此获得内生支撑。第二层是仓单与持仓：低库存叠加高持仓，是典型的“软逼仓”温床。虽然09合约交割的紧张已在换月后缓解，但只要交易所仓单未见趋势性累积，2610合约作为新主力仍会承接部分挤仓溢价，这在9月1日盘面已初见端倪。第三层是宏观：沃什鹰派讲话后美元指数走强、全球风险偏好降温，对铜价形成估值压制。宏观风压越大，近远月价差对基本面（库存、升水）的敏感度反而越高——因为价格整体走弱时，月差更容易向“现货偏紧”这一唯一确定性收敛。

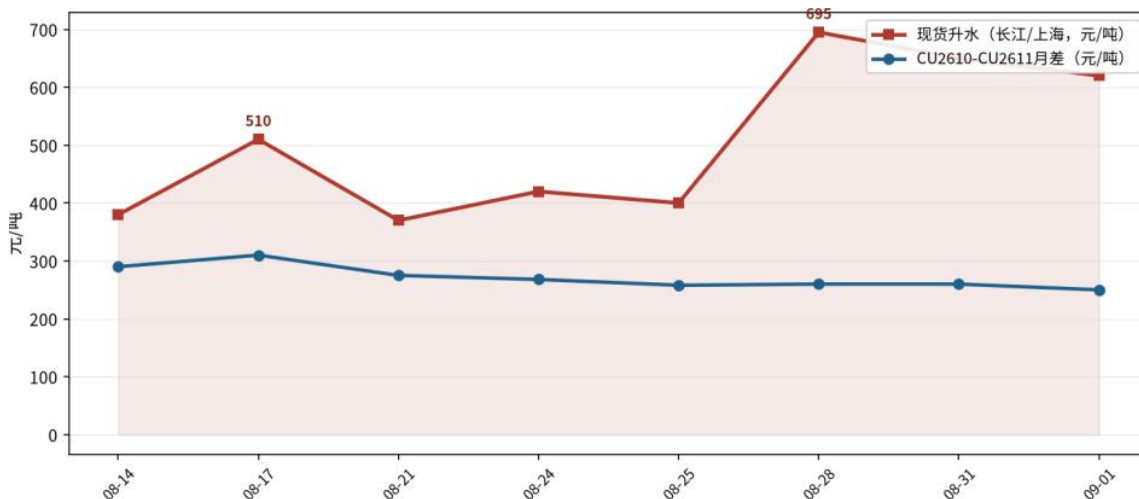


图2：国内铜现货升水和10-11价差 数据来源WIND、MS、华鑫期货研究所

四、与09-10月差对比：脉冲与常态的分野

理解10-11月差，最好的参照系是换月前的09-10月差。9月1日开盘时，09-10月差一度走扩至510元/吨，而同期10-11月差仅210元/吨——两者相差约300元/吨，这个价差结构清晰地揭示了“交割挤仓溢价”与“基本面升水”的边界：09合约的510元中，相当部分是资金在交割前的最后博弈，属于不可持续的脉冲；而10-11月的200-300元区间，对应的则是低库存+高升水下的均衡Back水平，更具持续性与参考价值。

五、小结

综合来看，10-11月差在换月后的企稳修复，确认了沪铜Back结构的中期逻辑依然成立：交易所库存低位、现货升水坚挺、进口补充有限，构成了近月偏强的三重支撑。但反向约束同样存在——绝对铜价处于历史高位对下游消费的抑制正在显现，伦敦库存（包括注销仓单）变化和上期所仓单变化对价格的影响增强，若出现单日快速累库，价格大概率会出现明显调整，同时不能小觑的美元波动，本周五美国非农数据或对美联储9月利率政策有较大的影响。

六、建议

产业持货方可继续关注“卖远买近”的展期收益（正套），在月差回落至200元/吨下方时分批介入10-11正套具备安全边际；投机资金则应警惕Back极端化后的均值回归，密切跟踪9月交割前（9月15日下周二）的库存与仓单变化，以现货升水是否走弱作为月差转向的领先信号。



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。对于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：400-186-882



华鑫期货



华鑫研究

