



【鑫期汇】有色周报1025：铜库存“外增内减”、沪铜失守十万八；镍不锈钢逆势领涨，锡受AI 退潮压制

华鑫期货研究所 | 鑫期汇有色周报 · 每周复盘 | 报告期：2026年10月19日—23日 | 发布：10月25日 | 数据截至：10月23日收盘

本周主线：本周定价权由宏观转向库存，但两条线方向相反。宏观端，10月22日AI资本开支疑虑引发美股科技股重挫（费半单日-6.72%、纳指-2.60%），避险资金涌入美债，10年期美债收益率单日下行约16个基点至4.95%、重回5%下方，全周累计回落13.7个基点；美元指数收于101.62——利率压制边际缓和，却未传导为金属普涨。库存端出现本周最关键的变化：LME铜库存单周激增4.83万吨（+21.4%）至27.38万吨、创7月下旬以来最高，而同期上期所铜库存减少1.96万吨（-26.5%）至5.44万吨，“外增内减”的极端分化取代了此前“库存搬家”的单边叙事。盘面因此分化：沪镍+4.63%、不锈钢+3.18%、沪锡+1.54%领涨，沪铜-1.78%失守10.8万元、氧化铝-2.09%续弱。低库存不再是所有品种的共同底线，其支撑效力取决于库存留在境内还是流向境外。

+4.63%

沪镍·周涨（内盘最强）

+21.4%

LME铜库存·单周增幅

-26.5%

上期所铜库存·周降幅

-1.78%

沪铜·周跌（失守10.8万）

注：期货周涨跌幅按10月23日收盘对10月16日收盘计算，主力合约按持仓量判定。10月16日当日，仅铜、锡的主力为2611合约，铝、锌、铅、镍、不锈钢主力已移至2612合约，氧化铝主力为2701合约；周内主力发生切换的为铜（CU2611→2612）与锡（SN2611→2612）。库存数据为LME 10月23日仓单报告与上期所10月23日当周库存周报。

一、价格：内盘分化，外盘普涨

表1 国内有色期货主力合约周度涨跌（元/吨）

品种	主力合约	10月23日收盘	10月16日收盘	周度变化值	周涨跌幅
沪铜	CU2611→2612	107,900	109,860	-1,960	-1.78%
沪铝	AL2612	23,350	22,920	+430	+1.88%
氧化铝	AO2701	2,576	2,631	-55	-2.09%
沪锌	ZN2612	25,420	25,440	-20	-0.08%
沪铅	PB2612	16,110	16,075	+35	+0.22%
沪镍	NI2612	120,580	115,240	+5,340	+4.63%
不锈钢	SS2612	13,635	13,215	+420	+3.18%
沪锡	SN2611→2612	382,660	376,860	+5,800	+1.54%

数据来源：上期所日线收盘价（经新浪财经行情接口调取），华鑫期货研究所。注：本周2611→2612的跨月价差分别为铜-760元、铝-310元、锌-25元、铅-110元、镍+280元、锡+1,660元、不锈钢-105元。若按新主力合约自身连续比较（不含换月跳空），沪铜为-1.18%、沪锡+2.07%，方向与本表一致。

■ **镍与不锈钢领涨：**沪镍+4.63%、不锈钢+3.18%，为本周涨幅前两位。驱动来自供给端的减产预期——多家中国主要镍生产商计划就印尼电池材料工厂协调减产，叠加10月部分环节因气候与电力压力已实质减产；印尼能矿部明确暂不限制镍矿生产、转而酝酿对镍精炼产品的调控，政策重心由矿端转向冶炼端，改变了此前的过剩定价路径。



- **锡的反弹与压制并存：**沪锡+1.54%，周中（10月21日）收于385,330元的阶段高位，次日回落至376,380元，周五收382,660元。费半单日-6.72%、纳指-2.60%直接冲击电子焊料需求预期，但LME锡库存降至4,045吨、现货对三月期由贴水150美元转为升水300美元，供给刚性构成反向支撑。
- **铜与氧化铝走弱：**沪铜-1.78%、跌破10.8万元，周内低点107,590元；氧化铝-2.09%，运行产能接近1亿吨、行业持续累库，过剩格局未改。二者是本周仅有的两个跌幅超过1%的品种。

二、外盘：LME 普涨而铜独跌，内外节奏错位

表2 LME 与COMEX 有色金属期价变化

品种	10月23日	10月16日	变化值	周涨跌幅
LME铜（美元/吨）	14,298.0	14,359.5	-61.5	-0.43%
LME铝（美元/吨）	3,040.5	3,008.0	+32.5	+1.08%
LME锌（美元/吨）	3,746.5	3,682.0	+64.5	+1.75%
LME铅（美元/吨）	1,905.5	1,885.0	+20.5	+1.09%
LME镍（美元/吨）	15,865.0	15,370.0	+495.0	+3.22%
LME锡（美元/吨）	50,765.0	50,195.0	+570.0	+1.14%

数据来源：LME 三个月期收盘价（新华财经伦敦专电、上海有色网互验），华鑫期货研究所。注：本周为10月23日、上周为10月16日收盘；LME 为三月期电子盘收盘口径。

- **外盘六个品种五个上涨：**镍+3.22%领涨、锌+1.75%、锡+1.14%、铅+1.09%、铝+1.08%，仅铜-0.43%下跌。10月23日单日，LME 锌+2.06%、锡+1.53%、铜+1.42%、铝+1.15%、铅+0.29%普遍反弹，仅镍因INSG将2026年全球镍市修正为过剩1.9万吨而逆势下跌0.81%，显示在美股企稳后资金重新入场。
- **铜的内外背离：**LME 铜周内一度下探14,031美元（9月15日以来最低），周五反弹至14,298美元；沪铜则收于10.8万元下方。外盘跌幅小于内盘，反映境内累库压力与人民币计价的双重影响。
- **比价与进口：**10月23日铜现货进口成本111,448元/吨、进口盈亏-2,603元（较10月22日的-1,749元继续扩大），沪伦实际比值7.66低于盈亏平衡比值7.84，进口窗口维持关闭。洋山铜溢价升至168美元/吨、创2014年2月以来新高，反映非美地区可交割货源持续紧张，内外价差的修复仍依赖海外累库向国内传导。

三、库存：铜的“外增内减”是本周核心矛盾

表3 LME 与COMEX 有色库存周变化

品种	10月23日	10月16日	周度变化值	周度变化幅度
LME铜（吨）	273,750	225,425	+48,325	+21.44%
LME铝（吨）	235,800	237,875	-2,075	-0.87%
LME锌（吨）	167,025	158,275	+8,750	+5.53%
LME铅（吨）	322,175	339,275	-17,100	-5.04%
LME镍（吨）	280,674	279,990	+684	+0.24%
LME锡（吨）	4,045	4,110	-65	-1.58%
COMEX铜（短吨）	797,843	786,330	+11,513	+1.46%

数据来源：LME 每日仓单报告、CME，华鑫期货研究所。注：LME 为10月23日与10月16日库存；COMEX 铜为短吨（797,843短吨约合72.4万公吨），截至10月23日。LME 铜库存中约62%位于美国仓库。



表4 上海期货交易所有色库存周变化（吨）

品种	10月23日	10月16日	周度变化值	周度变化幅度
SHFE铜	54,356	73,962	-19,606	-26.51%
SHFE铝	212,858	236,972	-24,114	-10.18%
SHFE锌	137,139	144,009	-6,870	-4.77%
SHFE铅	26,802	50,563	-23,761	-46.99%
SHFE镍	105,488	106,648	-1,160	-1.09%
SHFE锡	5,088	5,902	-814	-13.79%

数据来源：上期所10月23日当周库存周报，华鑫期货研究所。注：六个品种本周全线去库，铅与锡降幅最大。

- **铜：LME激增、上期所骤降。**LME铜单周+4.83万吨（+21.4%），为2026年3月以来最长连续建库；同期上期所铜-1.96万吨（-26.5%）。归因清晰：前期为规避美国关税而流向美国的铜，在COMEX相对LME转为贴水后回流LME仓库，LME库存中约62%位于美国，属于库存的跨市场再配置而非全球需求恶化。
- **铜的结构并未转松。**LME铜现货对三月期升水由119美元走阔至145美元、连续第25个交易日维持Back，注销仓单占比19.3%；上期所铜库存降至5.44万吨、洋山铜溢价升至168美元（10月22日为148美元、单日涨6.8%，创2014年2月以来新高）。显性库存上升与现货升水走阔同时出现，说明可交割货源依然紧张。
- **锌累库延续、铅去库加速。**LME锌+8,750吨至16.70万吨、30日累计增45.4%，累库已持续近一个月；国内反向去库（上期所-6,870吨），内外分化加深。LME铅-1.71万吨（-5.0%）、上期所铅-2.38万吨（-47.0%），为本周去库最陡的品种。
- **锡与镍的低库存未改。**LME锡4,045吨、为2025年12月以来低位区间，上期所锡-13.8%；LME镍28.07万吨仍处历史高位，去库幅度仅0.24%，过剩格局未被动摇。

四、结构与升贴水：内盘升水回落，外盘Back扩大

表5 内盘有色现货升贴水（元/吨，对当月2611合约）

品种	10月23日	10月16日	周度变化值
沪铜现货升贴水	850	820	+30
沪铝现货升贴水	250	280	-30
沪锌现货升贴水	10	40	-30
沪铅现货升贴水	-105	-125	+20
沪镍现货升贴水	2,150	2,450	-300
沪锡现货升贴水	2,650	1,650	+1,000

数据来源：上海金属网10月23日与10月16日报价区间中间值，华鑫期货研究所。注：升水以b表示、贴水以c表示，均为现货对沪铜/铝/锌/铅/镍/锡2611合约。



表6 LME 现货对三月期结构（美元/吨）

品种	10月23日	10月16日	周度变化	结构
铜	+145	+119	+26	Back（25连）
铝	+2	-14.5	+16.5	Back（转正）
锌	+40	+58.5	-18.5	Back（收窄）
铅	-25	-36.5	+11.5	Contango
镍	-185	-175	-10	Contango
锡	+300	-150	+450	Back（转正）

数据来源：LME 官方现货与三月期结算价（Westmetall 转引）、行业机构报价互验，华鑫期货研究所。注：正值（Back）为现货升水、负值（Contango）为现货贴水；镍为六品种中贴水最深。

- **内盘升水整体回落：**铜、铝、锌、镍现货升水同步收窄（锌由升水40 元降至10 元、镍降300 元），仅锡因可流通货源紧张升水扩大1,000 元至2,650 元；铅维持贴水105 元。国内现货的紧张程度较上周缓和，与上期所库存大幅去化形成反差，说明去库更多来自贸易商与下游的节后补库，而非终端消费放量。
- **外盘Back 结构加固：**铜现货升水走阔至145 美元、连续25 个交易日，铝由贴水转升水2 美元，锡由贴水150 美元转为升水300 美元——三个品种的现货端反而更紧。这与LME 铜库存激增形成表观矛盾，解释在于库存的地理分布：新增库存集中于美国仓库，非美地区可交割货源并未同步增加。
- **镍与铅维持Contango：**镍贴水185 美元、为六品种最深，印尼供给宽松预期压制近月；铅贴水收窄11.5 美元至25 美元，去库与矿端紧张支撑近月，但全球过剩预期限制上方空间——ILZSG 预计2026 年精炼铅过剩9 万吨、2027 年扩大至16.3 万吨。

五、宏观：AI 退潮带来避险式利率下行

表7 汇率与利率

项目	10月23日	10月16日	周度变化值
美元指数	101.62	101.78	-0.16
离岸人民币	6.6721	6.6861	-0.0140（升值）
美10 年期国债收益率	4.953%	5.090%	-13.7bp

数据来源：新华财经、金十数据、华尔街见闻（纽约尾盘口径），华鑫期货研究所。注：美债变化值以基点（bp）列示；离岸人民币数值下降代表人民币升值。

- **利率下行源于避险而非宽松：**10 月22 日纳指跌2.60%、费半跌6.72%（为6 月以来最大单日跌幅），避险资金涌入美债，10 年期收益率单日下行约16 个基点至4.95%、盘中最低触及4.945%，为近一个月来首次跌破5%，单日跌幅创2023 年3 月以来最大；2 年期下行约16 个基点至4.65%。全周看，10 年期累计回落13.7 个基点。这是风险资产抛售驱动的被动买盘，与货币政策转向无关。
- **加息预期未实质松动：**美联储10 月27—28 日议息会议临近，本月加息定价已降至约7%，但12 月加息概率仍近九成。美元指数虽回落至101.62，仍站稳101 上方，对以美元计价的金属构成持续估值约束。
- **人民币维持强势：**离岸人民币升至6.6721、续创年内新高区间，以人民币计价的内盘金属相对承压，构成“外强内弱”的汇率注脚；铜现货进口亏损扩大至2,603 元/吨，进口窗口关闭。



六、品种：铜看库存流向，镍看减产兑现

【铜】库存再配置与矿端紧缺的拉锯

- **价格：**沪铜2612收107,900元/吨（-1.78%），周内区间107,590—109,110元；LME三月期14,298美元/吨（-0.43%），盘中低点14,031美元为9月15日以来最低。
- **矿端仍是硬约束：**铜精矿现货加工费持稳于-241.83美元/干吨的历史低位，国内冶炼厂10月集中检修、产量环比回落；智利Centinela罢工谈判尚无进展，Escondida已与员工达成协议、减产风险解除。四季度精炼铜产量预计较原预测减少近30万吨。
- **库存流向决定节奏：**LME增库主要来自美国仓库回流，若COMEX—LME价差继续收窄，回流将持续、LME累库压力不减；但非美地区库存偏紧、现货升水走阔，价格下方支撑仍在。真正需要跟踪的是LME增库何时结束，而非增量本身。
- **观点：**宽幅震荡。矿端紧缺与负TC构成成本支撑，LME累库与美国库存再出口风险压制上方空间，短期缺乏单边驱动。方向上不做趋势判断，以库存拐点与冶炼减产兑现作为验证前提。

【铝】去库托底，远月供给压制

- **价格：**沪铝2612收23,350元/吨（+1.88%），LME铝3,040.5美元/吨（+1.08%），氧化铝2,576元/吨（-2.09%）。
- **国内去库顺畅：**上期所铝库存周降2.41万吨（-10.2%）至21.29万吨，主流消费地铝锭社库降至54万吨上下；华东现货升水250元/吨，全国均价23,670元/吨。
- **海外与远月压制：**LME铝库存23.58万吨、延续历史低位，但中东复产与印尼新增产能使2027年远期缺口趋于收窄；氧化铝运行产能接近1亿吨、行业持续累库，成本端对铝价的支撑弱化。
- **观点：**近强远弱。低库存与升水支撑近月，远期供给宽松压制估值，短期区间震荡，近月正套优于单边。

【镍与不锈钢】减产预期主导的反弹

- **价格：**沪镍2612收120,580元/吨（+4.63%），周内自115,240元一路上行至121,650元后小幅回落；不锈钢13,635元/吨（+3.18%）。LME镍15,865美元/吨（+3.22%），但10月23日单日回落1.69%。
- **驱动来自供给端：**多家中国主要镍生产商计划讨论印尼电池材料工厂协调减产；10月部分产业链环节因气候与电力压力已实质减产；印尼能矿部明确暂不限制镍矿生产，转而酝酿针对镍精炼产品过剩的调控政策。
- **过剩格局未逆转：**INSG将2026年全球镍市修正为1.9万吨过剩（此前为短缺），预计2027年过剩扩大至7万吨；LME镍库存28.07万吨仍处历史高位、现货贴水185美元为六品种最深。
- **观点：**反弹具备消息面基础，但基本面支撑偏弱。减产能否落地是唯一验证点，政策由矿端转向冶炼端意味着供给收缩的路径变长，追高需谨慎。

【锡】AI金属的双向弹性

- **价格：**沪锡2612收382,660元/吨（+1.54%），周内盘中高点389,030元（10月21日）、低点364,010元（10月23日）；LME锡50,765美元/吨（+1.14%）。
- **需求端受压：**费半单周-3.21%、10月22日单日-6.72%，美光、AMD等存储与芯片股领跌；电子焊料约占锡需求一半，科技股波动直接传导至需求预期。



- **供给端刚性：**LME 锡库存4,045 吨，现货对三月期由贴水150 美元转为升水300 美元、为六品种升水最高；上期所锡周降814 吨（-13.8%）；缅甸禁矿延续、云锡检修尚未结束。

- **观点：**下有极低库存与back 结构托底，上有科技股波动压制，价格在38 万元附近反复，波动率放大。LME 库存跌破4,000 吨是强催化信号。

【锌与铅】锌外压内撑，铅去库最陡

- **锌：**沪锌2612 收25,420 元/吨（-0.08%）基本持平，LME 锌3,746.5 美元/吨（+1.75%）。LME 库存+8,750 吨至16.70 万吨、30 日累增45.4%，海外累库已成趋势；国内上期所-6,870 吨，现货由升水40 元收窄至10 元，长江0#锌对2612 一度转为贴水约70 元，现货抛压抬头。矿端TC 维持-2,000 至-2,500 元/金属吨的深度倒挂，成本底仍在。

- **铅：**沪铅2612 收16,110 元/吨（+0.22%），LME 铅1,905.5 美元/吨（+1.09%）。LME 库存-1.71 万吨、上期所-2.38 万吨（-47.0%），为本周去库最陡；国产Pb50 加工费维持0 元/吨、进口-190 美元/干吨，矿端紧张未解；三省原生铅冶炼开工率降至64.03%（环比-4.14pct），河南冶炼厂检修是主因。

- **观点：**锌——外盘累库与国内成本底对冲，区间偏弱、以观望为主；铅——去库与矿紧支撑近月，但ILZSG 预计2026 年过剩9 万吨、2027 年扩至16.3 万吨，且再生铅开工回升至33.2%，反弹高度受限。

七、下周展望（10 月26 日—30 日）：美联储议息与APEC

- **美联储议息（10 月27—28 日）：**本月加息定价约7%，按兵不动的概率占优，但会议声明对12 月路径的措辞是核心变量。若点阵图或表态偏鹰，美元与美债收益率将重新上行，对金属形成估值压制；若维持中性，则利率对价格的边际影响进一步钝化。

- **APEC 与国内政策：**APEC 领导人非正式会议（10 月30 日—11 月1 日，韩国庆州）临近，中美经贸沟通与关税政策走向是铜、铝的直接变量，美铜关税最终决定仍悬而未决。国内方面，财政已安排5,500 亿元地方债结存限额、其中2,500 亿元专项债投向四季度，聚焦“六张网”，对线缆与变压器用铜形成实物工作量。

- **库存跟踪重点：**一是LME 铜增库是否在10 月末见顶——若下一份仓单报告转为去库，建库周期即告结束；二是COMEX 铜库存（79.78 万短吨）能否止增，其与美国关税政策高度绑定；三是上期所铅库存（2.68 万吨）的降幅能否持续，这将决定铅的反弹空间。

- **风险提示：**上行——国内增量政策超预期、印尼镍减产实质落地、LME 铜库存转为去库、锡库存跌破4,000 吨；下行——美联储表态偏鹰、美国铜库存再出口放量、AI 资本开支预期继续下修、锌海外累库加速。

- **观点：**库存的地理分布而非总量，是本周之后定价的主要线索。铜的“外增内减”若延续，沪铜弱于LME 的格局难改，跨市反套（买LME 抛沪铜）的赔率下降；镍与不锈钢的反弹依赖减产落地，消息面驱动为主，不宜按趋势反转对待；锡在4,000 吨库存与科技股波动之间反复，波动率放大期宜降低仓位。



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

华鑫期货有限公司研究所

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