【鑫期汇】有色周报 1108：中期大选冲击铜锡，镍与不锈钢借印尼配额政策大涨

报告期：2026 年 11 月 2 日—6 日 | 发布：11 月 8 日 | 数据截至：11 月 6 日收盘（LME 为三个月期收盘价）

+4.74%	−3.51%	−60.7%	217.5
沪镍主力周涨幅	沪铜主力周跌幅	沪铜仓单周降幅	洋山铜溢价（美元/吨）

注：KPI 为 11 月 6 日收盘对 10 月 30 日收盘。文中持仓一律为各品种全部挂牌合约的持仓量合计，不含连续合约。

本周主线

▪ **镍和不锈钢是本周唯一上涨的两个品种，驱动来自印尼。**沪镍涨 4.74%收 122,740 元，不锈钢涨 4.65%收 14,170 元，LME 镍涨 7.76%。印尼能矿部 11 月 2 日提出用 RKAB 压缩 2027 年镍矿配额，次日国家经济委员会表态支持。镍的总持仓增 3.7%，增量落在 2702 及更远月；不锈钢增 34.7%，几乎全在 2701。

▪ **铜的盘面和现货走了反方向。**沪铜跌 3.51%收 104,260 元，总持仓增 13.9%到 61.73 万手。同期上期所铜仓单从 10,999 吨降到 4,327 吨，现货升水由 1,175 元报到 2,615 元，2611 对 2612 的月差从 880 元扩到 2,570 元。

▪ **库存这条线索最清楚。**国内八个品种仓单全线下降，铜降 60.7%、铅降 28.4%、锡降 26.8%。LME 只有铜在增，一周加 4.27 万吨到 31.67 万吨，其余五个品种全部去库。

▪ **洋山溢价升到 2017 年以来的最高。**11 月 6 日报 217.5 美元/吨，9 月 15 日还是 85 美元，进口窗口本周由亏转盈。

▪ **钱在铜上是两头减，在镍上平空、在铝系转空。**国内前 20 席位净空由 2.54 万手收窄到 1.72 万手，COMEX 基金净多由 9.25 万手降到 3.77 万手，占持仓比例 11.5%是今年最低。镍减 7,685 手，铝与氧化铝合计转向约 1.75 万手，不锈钢净空扩大 2,202 手。

目 录

一、镍与不锈钢领涨，铜锡跟跌……2
二、LME 镍独强，铜锌同步回落……3
三、比价整体下移，铜与不锈钢增仓……5
四、国内仓单全线下降，海外只有铜累库……5
五、矿端仍紧，冶炼亏损扩大……9
六、中期大选改的是需求预期……10
七、铜空减仓，铝系转空……11
八、品种观察……13
九、下周展望（11 月 9 日—13 日）……15

一、镍与不锈钢领涨，铜锡跟跌

表 1 国内有色期货主力合约周度涨跌（元/吨，10 月 30 日→11 月 6 日收盘） 数据来源：华鑫期货研究所

品种	主力合约	10/30 收盘	11/6 收盘	变化值	周涨跌幅	周内高/低
沪铜	CU2612	108,050	104,260	−3,790	−3.51%	108,470/104,120
沪铝	AL2612	23,395	23,030	−365	−1.56%	23,445/22,840
沪锌	ZN2612	25,850	25,270	−580	−2.24%	25,940/25,255
沪铅	PB2701	16,095	15,835	−260	−1.62%	16,145/15,610
沪镍	NI2612	117,190	122,740	+5,550	+4.74%	123,600/114,250
沪锡	SN2612	360,880	343,340	−17,540	−4.86%	370,000/337,400
不锈钢	SS2701	13,540	14,170	+630	+4.65%	14,225/13,440
氧化铝	AO2701	2,607	2,632	+25	+0.96%	2,668/2,598

注：主力合约按 11 月 6 日持仓量判定，不锈钢已由 2612 切换至 2701，两个日期均取 SS2701 的价格。持仓另见表 3。

▪ **镍的涨幅与持仓的增量不在同一个月份。**沪镍 2612 由 117,190 元涨到 122,740 元，全部合约持仓由 33.30 万手增至 34.52 万手。增量集中在 2702 及更远月，2612 减 1.26 万手、2701 增 0.42 万手，近月是空头回补，远月有新仓进场。价格上行的触发来自印尼的镍矿配额，第八章展开。

▪ **不锈钢的增仓幅度最大。**主力 SS2701 由 13,540 元涨到 14,170 元，全部合约持仓由 16.32 万手增至 21.98 万手，增 34.7%，其中 2701 由 5.42 万手增至 10.39 万手，换月与新资金同时出现。

▪ **铜的增仓量最大。**2612 由 108,050 元跌到 104,260 元，全部合约持仓增 7.52 万手到 61.73 万手。2701 由 12.65 万手增至 16.71 万手，增量在远月，近月 2612 也增了 1.89 万手。

▪ **锡两周跌 10.3%。**本周跌 4.86%，上周跌 5.69%，收 343,340 元，回到 8 月以来的低位。总持仓增 5.5%，2612 减 4,912 手、2701 增 5,819 手，同样是移仓为主。

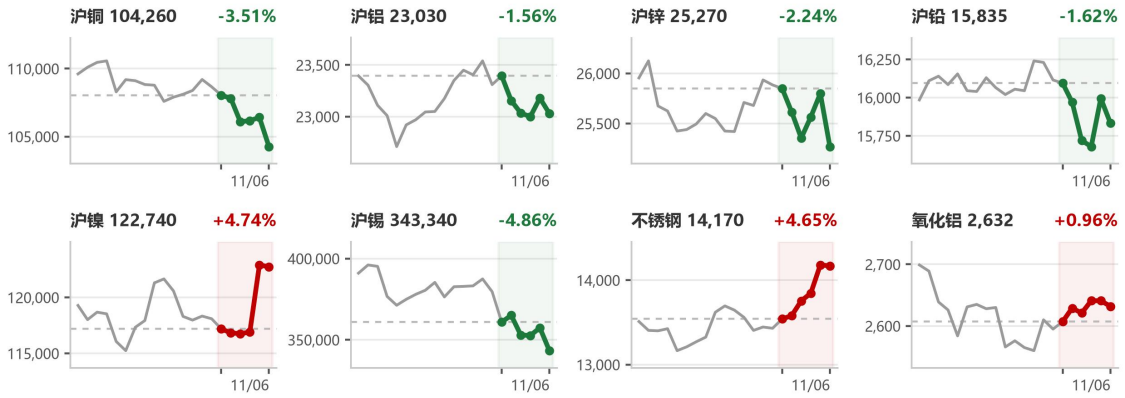


图 1　八个有色品种主力周内走势（10 月 9 日—11 月 6 日，粗线为本周，左上为收盘价、右上为周涨跌幅）　数据来源：上海期货交易所，华鑫期货研究所

二、LME 镍独强，铜锌同步回落

表 2　LME 三个月期收盘价周度变化（美元/吨，10 月 30 日→11 月 6 日）　数据来源：华鑫期货研究所

品种	10/30	11/6	变化值	周涨跌幅	对应沪市	内外差异
铜	14,129.5	13,752.0	−377.5	−2.67%	−3.51%	+0.84%
铝	3,061.0	3,071.5	+10.5	+0.34%	−1.56%	+1.90%
锌	3,821.0	3,718.5	−102.5	−2.68%	−2.24%	−0.44%
铅	1,904.5	1,886.5	−18.0	−0.95%	−1.62%	+0.67%
镍	15,200.0	16,380.0	+1,180.0	+7.76%	+4.74%	+3.02%
锡	48,440.0	46,330.0	−2,110.0	−4.36%	−4.86%	+0.50%

注：LME 价格为三个月期收盘价（非官方结算价），与沪市主力合约的交易日历一致。内外差异为 LME 周涨跌幅减沪市周涨跌幅，正值表示外盘强于内盘。

▪ **镍的内外分化最大。**LME 镍涨 7.76%，沪镍涨 4.74%，外盘强 3.02 个百分点，沪伦比由 7.71 降到 7.49。

▪ **铜锌同向回落，锡铅外盘抗跌。**LME 铜跌 2.67%、锌跌 2.68%，沪铜跌 3.51%、沪锌跌 2.24%，铜多出来的 0.84 个百分点来自国内。LME 锡跌 4.36%、铅跌 0.95%，跌幅都比沪市轻。

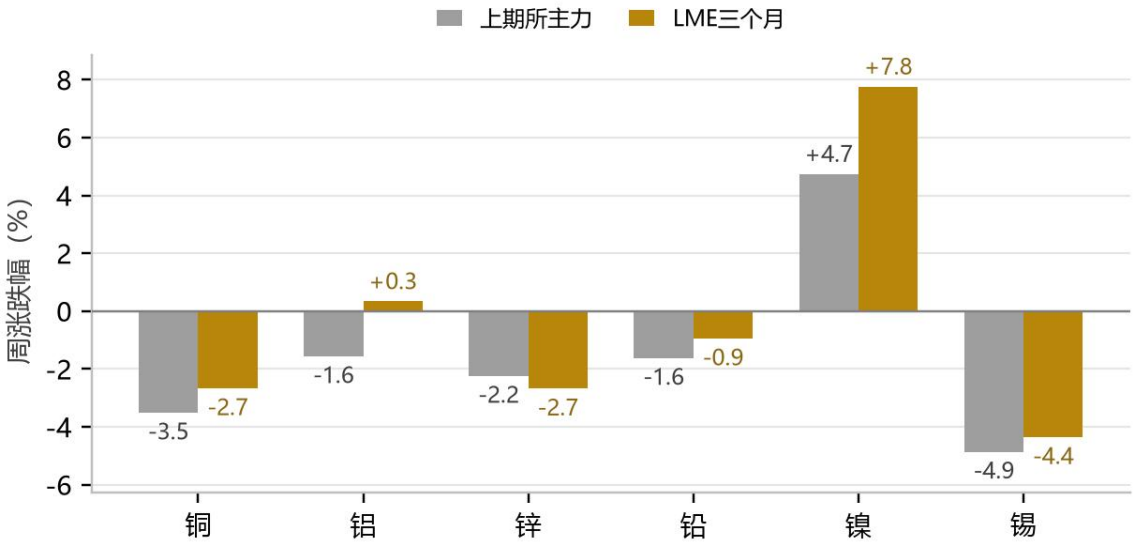


图 2　内外盘周涨跌幅对比（10 月 30 日—11 月 6 日）　数据来源：华鑫期货研究所

▪ **铝是外强内弱最明显的一个。**LME 铝涨 0.34%，沪铝跌 1.56%，差 1.90 个百分点，沪伦比由 7.64 降到 7.50。LME 铝库存 22.76 万吨、处在低位，海外有支撑；国内铝锭社会库存在降，价格却起不来。

三、比价整体下移，铜与不锈钢增仓

表 3　沪伦比价与全部合约持仓（手）　数据来源：华鑫期货研究所

品种	10/30 沪伦比	11/6 沪伦比	比价变化	总持仓	周变化	周变化%
铜	7.65	7.58	−0.07	617,270	+75,226	+13.9%
铝	7.64	7.50	−0.14	680,051	−2,902	−0.4%
锌	6.77	6.80	+0.03	215,625	−11,430	−5.0%
铅	8.45	8.39	−0.06	125,432	−4,707	−3.6%
镍	7.71	7.49	−0.22	345,230	+12,254	+3.7%
锡	7.45	7.41	−0.04	84,410	+4,410	+5.5%

注：沪伦比＝沪市主力收盘价（元/吨）÷LME 三个月期收盘价（美元/吨），未做汇率与增值税调整，只用于观察相对强弱的方向，不代表进口盈亏。总持仓为该品种全部挂牌合约的持仓量合计。不锈钢无对应 LME 品种、氧化铝未在 LME 挂牌，两者的总持仓为 219,794 手与 465,889 手，周变化分别为+34.7%与−8.2%。

▪ **六个品种里五个比价下移。**铜由 7.65 降到 7.58、铝由 7.64 降到 7.50、镍由 7.71 降到 7.49、锡由 7.45 降到 7.41、铅由 8.45 降到 8.39，只有锌从 6.77 升到 6.80。人民币贬 0.31%，本该把比价推高，实际却降，跌的是国内价格。

▪ **锌的比价逆势上行。**六个品种里只有锌的沪伦比上升。锌的内外价差拉大之后，国内锌锭出口窗口打开。

▪ **增仓集中在铜、不锈钢、镍、锡四个品种。**铜增 13.9%、不锈钢增 34.7%、镍增 3.7%、锡增 5.5%；铝减 0.4%、锌减 5.0%、铅减 3.6%、氧化铝减 8.2%。增量最集中的是铜与不锈钢，两者的价格方向相反。

四、国内仓单全线下降，海外只有铜累库

▪ **国内八个品种的仓单一周全部下降。**铜降 60.7%到 4,327 吨，铅降 28.4%到 6,295 吨，锡降 26.8%到 1,440 吨，铝降 11.2%到 5.20 万吨，氧化铝降 6.7%到 20.00 万吨，锌降 5.4%到 5.79 万吨，不锈钢降 2.1%到 5.56 万吨，镍降 1.6%到 8.73 万吨。

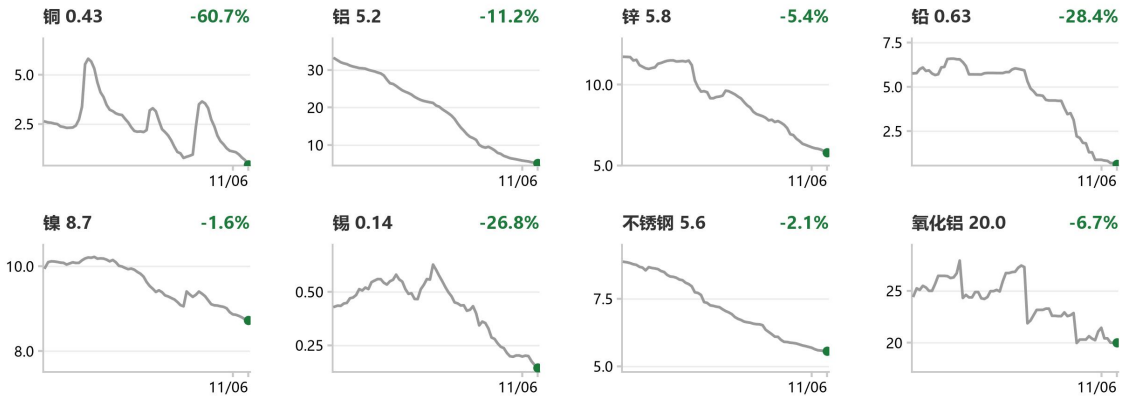


图 3　上期所八个品种注册仓单（7 月 29 日—11 月 6 日，万吨；右上为本周变化）　数据来源：上海期货交易所，华鑫期货研究所

▪ **LME 只有铜在增。**铜一周增 4.27 万吨到 31.67 万吨，涨 15.6%，增量约七成进美国仓库，注销仓单占比降到 10.85%。铝减 1.6%、锌减 8.9%、铅减 2.4%、镍减 2.3%、锡减 3.6%，五个品种都是去库。

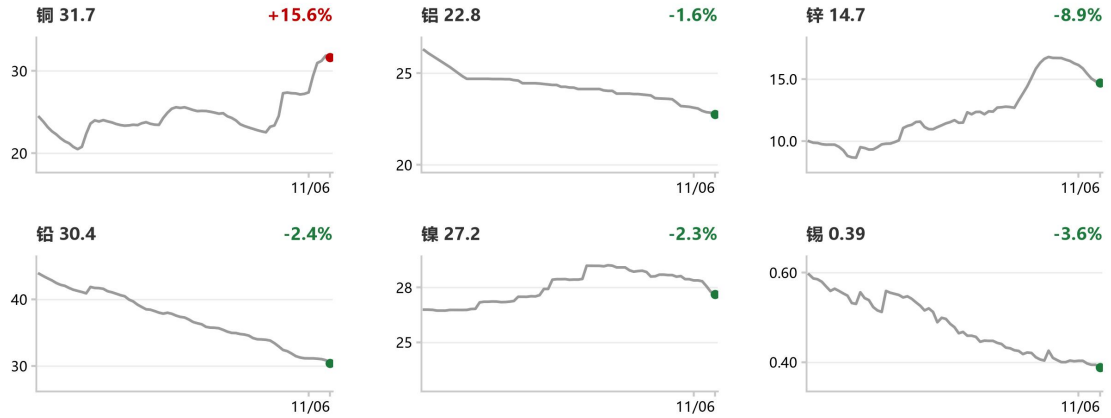


图 4　LME 六个品种库存（8 月 3 日—11 月 6 日，万吨；右上为本周变化）　数据来源：LME，华鑫期货研究所

▪ **社会库存也到了低位。**SMM 全国主流地区铜库存 11 月 2 日 6.69 万吨，10 月 8 日还有 10 万吨，四周降 33%；上海与江苏两地 11 月 5 日合计 5.56 万吨。铝锭社会库存 11 月 3 日 50.1 万吨，10 月 15 日 63.6 万吨，降 21%。下游 10 月就进了淡季，库存还在降，原因是到货少，消费并没有变好。

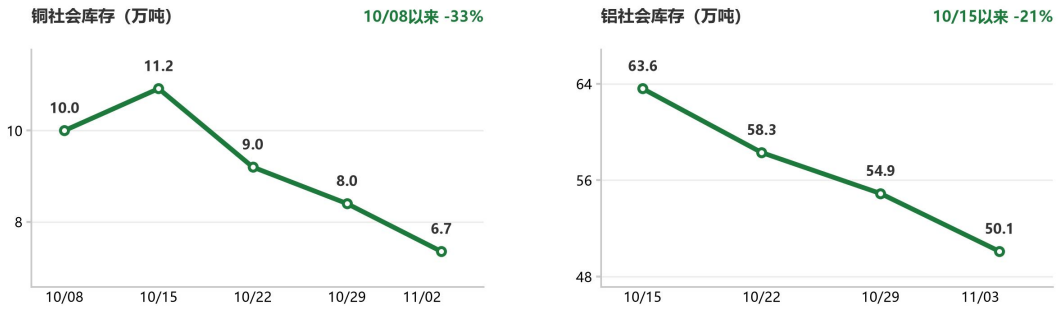


图 5　国内铜、铝社会库存（SMM 周度，万吨）　数据来源：上海有色网，华鑫期货研究所

▪ **洋山溢价把紧张的程度量化了。**洋山铜溢价（仓单）11 月 6 日 217.5 美元/吨，提单 210 美元，9 月 15 日分别只有 85 美元。进口窗口本周由亏转盈，船期在 11 月下旬。

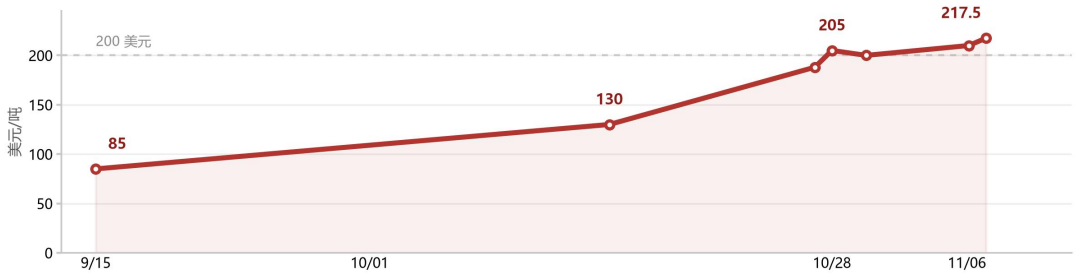


图 6　洋山铜溢价（仓单均价，美元/吨）　数据来源：上海有色网，华鑫期货研究所

表 4　铜的库存与现货指标（10 月 30 日→11 月 6 日）　数据来源：上海期货交易所、LME、COMEX、上海有色网，华鑫期货研究所

指标	10/30	11/6	变化	幅度
上期所铜仓单（吨）	10,999	4,327	−6,672	−60.7%
仓单占 2611 单边持仓吨数	3.59%	2.63%	−0.96pp	−26.7%
CU2611−CU2612（元/吨）	880	2,570	+1,690	+192.0%
华东现货升水（元/吨）	1,175	2,615	+1,440	+122.6%
洋山溢价·仓单（美元/吨）	200.0	217.5	+17.5	+8.8%
洋山溢价·提单（美元/吨）	190.0	210.0	+20.0	+10.5%
LME 铜库存（吨）	274,000	316,675	+42,675	+15.6%
COMEX 铜库存（万吨）	80.27	80.80	+0.53	+0.7%

注：仓单为上海期货交易所阴极铜注册仓单日度数据，10 月 30 日分地区为上海 4,789 吨、广东 1,772 吨、江苏 4,337 吨、浙江 300 吨。现货升水取 SMM 对当月合约口径，10 月 30 日为平水铜升贴水，11 月 6 日为华东市场报价。LME 库存取 LME 每日仓单报告，COMEX 为 11 月 4 日数据，其周报发布滞后。增减列红色为增加、绿色为减少，仅表示数值方向，不含多空含义。

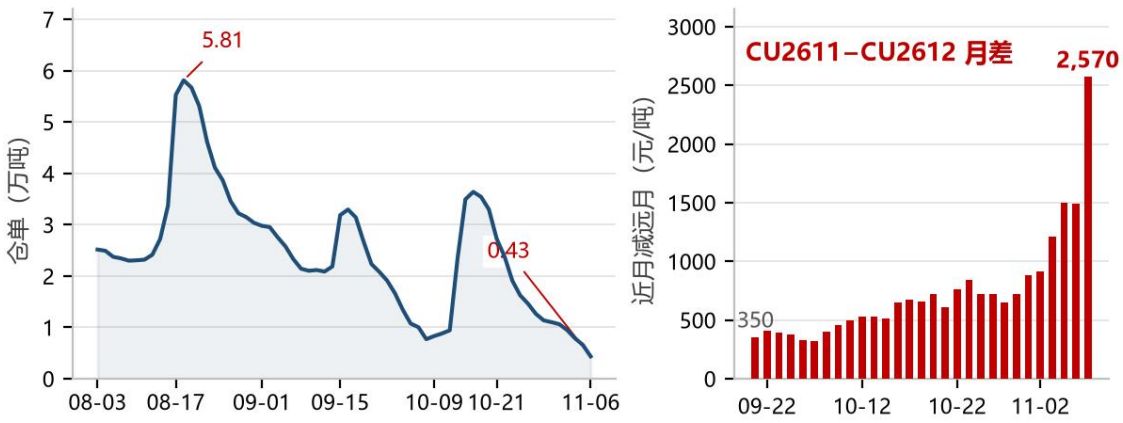


图 7　上期所铜仓单与 CU2611-CU2612 月差（8 月 3 日—11 月 6 日）　数据来源：上海期货交易所，华鑫期货研究所

▪ **仓单对 2611 的覆盖只剩 2.63%。**2611 持仓 32,905 手，单边对应 16.45 万吨，仓单 4,327 吨。11 月 6 日仓单单日减 2,247 吨，是这轮去化里最陡的一天。8 月 18 日仓单 5.81 万吨，10 月 16 日集中交仓回到 3.64 万吨，之后十五个交易日去化 88.1%，日度数据到现在没有企稳。

▪ **4,327 吨是一个还在下移的点。**仓单能不能转向，看两个量。进口盈亏已经转正，船期到港会带来报关进口；2611 进交割月后，注销与重新注册通常让仓单在交割后回升。反向的力量也在，冶炼端月度亏损扩大、10 月产量环比降 3.03%。两边谁先兑现，等日度数据说话，现在不适合对底部位置下结论。

▪ **更可能是短挤，不是长逼。**2611 持仓本周减了 46.3%，移仓一旦完成，挤仓就没有载体；外盘累库、Comex 对 LME 倒挂-100 美元/吨，意味着库存回流非美市场的通道是通的。风险窗口在 11 月中旬交割前后，不在整个四季度。

五、矿端仍紧，冶炼亏损扩大



图 8　铜精矿加工费与冶炼亏损（左为 Mysteel TC 周指数，周次取公开披露值；右为 SMM 冶炼月度亏损，11 月为预计）

数据来源：我的钢铁网、上海有色网，华鑫期货研究所

▪ **TC 仍处历史低位，两个口径的方向开始分歧。**SMM 进口铜精矿现货指数 11 月 6 日报−247.35 美元/干吨，较上周回升 0.33 美元，是连续下滑后的首次环比回升；Mysteel 标准干净铜精矿 TC 周指数−246.24 美元/干吨，环比仍跌 0.91 美元。2026 年长单基准定为 0 美元/干吨，是铜行业第一次出现零加工费。

▪ **产量在减，检修的影响量是历史最高。**10 月电解铜 108.67 万吨，环比降 3.03%、同比降 0.45%；11 家冶炼厂检修，影响量 10.32 万吨，为有统计以来最高。11 月预计 108.21 万吨，环比再降 0.42%。10 月现货冶炼亏损 5,714.80 元/吨，比 9 月扩大 1,581.51 元。

▪ **硫酸价格回落，把亏损继续推高。**11 月 4 日 SMM 铜冶炼酸指数 1,245，10 月 23 日峰值 1,274；10 月 30 日 98%冶炼酸均价 1,358 元/吨，前一周 1,369 元。副产品收益变薄之后，即使 TC 止跌，冶炼端的月度亏损仍可能扩大到 6,500 元附近。

▪ **矿端的扰动还在增加。**11 月 5 日 Codelco 旗下 Andina 矿区尾矿输送渠堵塞，选矿厂与尾矿输送暂停，复产时间未披露，该矿 2025 年产量约 18.2 万金属吨。9 月中国进口铜精矿 248.2 万吨，同比降 3.75%，1 至 9 月累计同比降 2.9%。

六、中期大选改的是需求预期

表 5　汇率与利率周度变化（10 月 30 日→11 月 6 日）

指标	10/30	11/6	周变化	解读
美元兑离岸人民币	6.6533	6.6738	+0.31%	人民币小幅贬值
中国 10 年期国债	1.6500%	1.5868%	-6.3bp	通胀预期回落
美国 10 年期国债	4.94%	4.86%	-8bp	避险需求上升
原油（SC 主力，元/桶）	734.3	639.8	−12.87%	输入型通胀预期下修

数据来源：中国外汇交易中心、中债估值、美国财政部、上海国际能源交易中心，华鑫期货研究所。美元兑离岸人民币数值上升代表人民币贬值。

▪ **油价和汇率都不是这周的主角。**原油跌 12.87%，10 年期美债收益率由 4.94%降到 4.86%，实际利率小幅下移。人民币贬 0.31%，对比价的影响不到 0.3 个百分点，本周比价下移与汇率无关。

▪ **大选改的是三条政策预期。**媒体预测民主党夺回参众两院，参院过半、众院超过 245 席。国会归属变化之后，关税授权、AI 监管立法、财政拨款的推进难度一起上升，市场此前为这三件事付出的溢价要重算。金属里被定价最多的两类，是关税直接相关的铜、算力直接相关的锡。

▪ **铜的三条传导，一条比一条慢。**最快的是关税溢价。美国对精炼铜加税立法受阻，COMEX 本周只增 0.53 万吨，Comex 对 LME 倒挂−100 美元/吨，美国仓库的虹吸动机在减弱。第二条是 AI 数据中心的电力配套，口径在电网与变压器用铜，反映在远月，2701 本周增仓 4.1 万手就是这个痕迹。第三条是财政扩张收窄，影响 2027 年以后的电网投资与制造业补贴，短期没有数据，只能由远月提前定价。

▪ **锡的传导最短。**全球锡消费里焊料接近一半，下游就是电子组装，AI 服务器的高多层板单位用锡量还高于传统服务器。费城半导体指数 10 月 30 日收 10,688.8 点，11 月 6 日收 9,390.3 点，一周跌 12.15%，11 月 5 日单日跌 12.24%，沪锡同期只跌 4.86%。跌得比终端少一半，这个缺口没有补完。

▪ **镍的政策线叠在同一周。**民主党夺回两院后，新能源与储能的补贴延续预期回升，三元电池的远期需求被重新定价。这条线与印尼的配额收紧撞在一起，镍才走出独立行情。两条线谁的权重更大，等 11 月的电池排产出来再看。

七、铜空减仓，铝系转空

▪ **铜的空头在低位减仓，但没有翻多。**净空由 2.54 万手收窄到 1.72 万手，主导是空头减仓。价格跌 3.51%、空头减仓，是兑现利润，不是看多。

▪ **镍平空最彻底，不锈钢逆向加空。**镍净空由 1.67 万手降到 0.91 万手，减 7,685 手，与 4.74% 的涨幅方向一致。不锈钢价格涨 4.65%、持仓增 34.7%，席位净空却由 3,538 手扩大到 5,740 手。

▪ **铝系两个品种同步转空。**铝由净多 2,559 手转为净空 2,255 手，氧化铝由净多 11,941 手转为净空 105 手，合计转向约 1.75 万手。两个品种方向一致，是本周板块内最一致的变化。

表 6　国内有色前 20 名席位净持仓与价格配合（11 月 6 日，手）　数据来源：华鑫期货研究所

品种	前 20 多单	前 20 空单	净持仓	周变化	周价格
沪铜	416,121	433,322	−17,201	+8,199	−3.51%
沪铝	475,140	477,395	−2,255	−4,814	−1.56%
沪锌	166,115	140,984	+25,131	−5,469	−2.24%
沪铅	87,982	82,489	+5,493	−3,494	−1.62%
沪镍	249,451	258,506	−9,055	+7,685	+4.74%
沪锡	54,940	52,152	+2,788	−1,404	−4.86%
不锈钢	152,068	157,808	−5,740	−2,202	+4.65%
氧化铝	364,023	364,128	−105	−12,046	+0.96%

注：口径为品种全部在榜合约的前 20 名会员多单合计减空单合计，反映头部席位偏向，非全市场净头寸。周变化为 11 月 6 日对 10 月 30 日同口径相减。

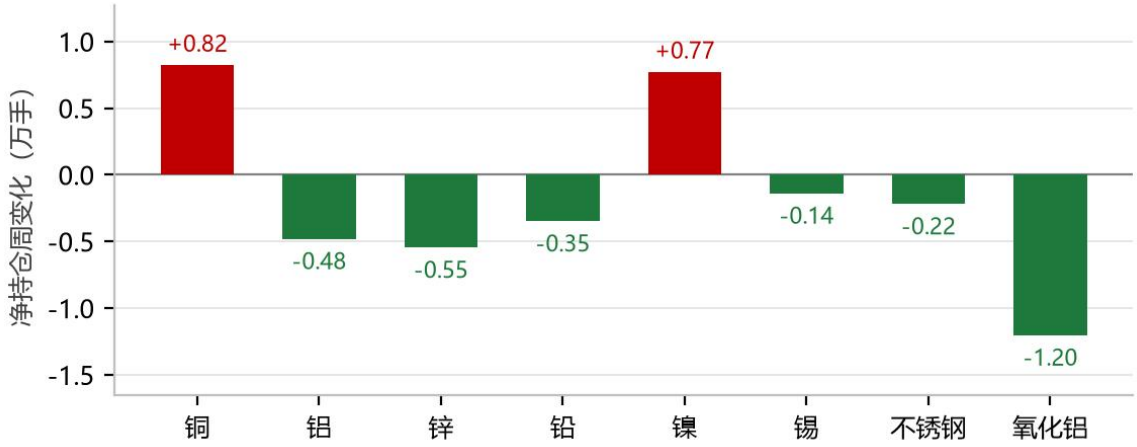


图 9　前 20 席位净持仓周变化（万手）　数据来源：华鑫期货研究所

▪ **海外基金在铜上连着六周减多。**CFTC 口径的非商业净多 9 月 8 日见今年最高的 9.25 万手，9 月 22 日起连续六周下降，11 月 3 日只剩 3.77 万手，占总持仓的比例从 31.1%降到 11.5%，是今年以来最低。11 月 3 日当周减 10,607 手，多头减 5,983、空头增 4,624，同期总持仓减 9,169 手。多头走、空头补、总持仓缩，更像减仓离场，不像新空在有规模地进场。

▪ **商业盘在反方向接。**商业净空由 5.33 万手缩到 4.19 万手，一周减空 1.13 万手。基金减多与商业减空同时出现，铜价这一段回落不是单边空头压出来的，宏观预期与现货紧张各拉一头。

▪ **两个市场说的是同一件事。**国内前 20 席位净空收窄，海外基金净多降到年内最低，两边都在降低对铜的多头暴露，方向一致而性质不同。国内是空头兑现利润，海外是多头主动了结。

表 7　COMEX 铜非商业（基金）持仓周度变化（CFTC，手）　数据来源：美国商品期货交易委员会，华鑫期货研究所

报告日期	总持仓	非商业多	非商业空	净多	净多占总持仓	净多周变化
2026-10-06	304,033	108,820	39,386	+69,434	22.8%	-15,977
2026-10-13	313,832	107,559	39,039	+68,520	21.8%	-914
2026-10-20	327,119	98,535	41,138	+57,397	17.5%	-11,123
2026-10-27	337,019	91,643	43,326	+48,317	14.3%	-9,080
2026-11-03	327,850	85,660	47,950	+37,710	11.5%	-10,607

注：CFTC 报告取每周二收盘快照、周五公布，本周数据截至 11 月 3 日，比沪市收盘晚三个交易日。非商业即基金持仓，净多为多头减空头。



图 10　COMEX 铜非商业净持仓与近 12 周变化（左为万手，右为手）　数据来源：美国商品期货交易委员会，华鑫期货研究所

八、品种观察

【铜】现货紧、盘面弱，交割前后是分水岭

▪ **近月紧、远月弱的结构没有变。**现货对当月升水 2,615 元，2611 对 2612 月差 2,570 元，2701 一周增仓 4.1 万手。价格下台阶之后，下游点价意愿反而升了，广东升水报到 1,875 元。

▪ **仓单与持仓的缺口在交割前见分晓。**2611 单边持仓 16.45 万吨，仓单 4,327 吨，覆盖 2.63%。进口铜到港与交割后重新注册是两个反向变量，哪一个先兑现，看日度仓单和进口盈亏。

总体偏弱震荡看待。近月有交割题材，远月受需求预期压制。跟踪两件事，全部合约持仓能否继续增加，11 月交割后现货升水与月差能否维持。

【铝】铝系整体转弱，成本支撑在松

▪ **价格跌得不多，方向已经变了。**沪铝跌 1.56%收 23,030 元，是下跌品种里跌幅最小的；氧化铝涨 0.96%，是除镍、不锈钢外唯一上涨的。氧化铝涨的是现货偏紧，不是需求转好，电解铝的成本支撑因此松动。

区间偏弱。氧化铝对电解铝的比价交易优于单边，压缩的是电解铝的冶炼利润，铝价本身未必跟跌。

【镍与不锈钢】印尼把配额当工具用，价格先动、产量还没动

▪ **三个动作落在同一周。**11 月 2 日印尼能矿部长提出用 RKAB 压缩 2027 年镍矿配额，给的理由是全球需求约 350 万吨、过剩 70 万至 80 万吨，1.58 万美元的镍价，部长称要拉回健康水平；11 月 3 日国家经济委员会表态支持，并提到此前把初始配额减到 2.7 亿吨时镍价涨了近两成；11 月 4 日能矿部提出重新评估只做到半成品的冶炼厂建设许可。

▪ **配额的量级可以摆出来比对。**2025 年印尼镍矿配额 3.79 亿吨，2026 年初定 2.6 亿至 2.7 亿吨，年内追加到 2.95 亿至 3 亿吨，官方称今年镍产量已完成年度目标的 113%。2027 年的数字没有公布，市场交易的是方向。

▪ **执法与减产计划是第二条线。**印尼当局对前嘉能可镍交易员 Arif Kurniawan 关联的企业启动执法，其镍矿贸易量约占印尼全国供应的三分之一；能矿部称主要生产商计划调整产量，部分项目削减幅度可能到 50%。这两条都还停在消息层面，没有形成实际减量。

▪ **不锈钢涨的是成本预期。**不锈钢的原料是镍铁，不是电解镍，矿端配额收紧先抬镍铁成本。SS2701 涨 4.65%、持仓增 34.7%，席位净空同时扩大到 5,740 手，价格与席位背离。

配额是预期，产量是事实，两者现在没有接上。印尼的 RKAB 历来在下半年追加，2027 年的批复量、印尼镍铁产量与出口量、国内不锈钢排产，这三项出来才能验证。单边追多的性价比不高，不锈钢要等席位净空收窄，趋势才算确认。

【锌与铅】铅的成本线在废电瓶，不在矿山

▪ **锌铅都跌，铅跌得少一些。**沪锌跌 2.24%收 25,270 元，沪铅跌 1.62%收 15,835 元。锌的国产矿加工费到厂−2,200 元/金属吨，冶炼端同样不赚钱，但锌没有铅那样的成本托底。

▪ **再生铅占了精铅供应的一半，定价权在废料端。**国内再生铅产量约占精铅供应 50%，原料是废电瓶，上海废电瓶均价 11 月 3 日 9,175 元/吨。废料跌一点，再生铅利润就修复，11 月 4 日 SMM 再生铅利润还是−165 元/吨，11 月 6 日大型企业综合利润回到 508 元/吨、中小 349 元/吨，不含锑锡副产品。成本能降，复产就有动力。

▪ **再生端在复产，原生端在减产。**10 月 29 日当周再生铅开工率 36.70%、升 3.50 个百分点，原生铅开工率 62.26%、降 1.77 个百分点，国产铅精矿加工费−50 元/吨。铅锭五地社会库存 11 月 2 日 1.93 万吨，仍在低位。两边一增一减，铅的供应净变化不大。

区间看待。下方由废电瓶成本托住，上方受再生铅复产限制，单边空间都不大。锌缺少独立驱动，跟着宏观走。

【锡】跌得比半导体少，缺口没有补完

▪ **两周跌 10.3%，还没跌够。**沪锡收 343,340 元，回到 8 月低位；LME 锡跌 4.36%，外盘略抗跌。国内冶炼开工低、进口亏损、仓单只剩 1,440 吨，供应端有支撑；但焊料开工在降，现货升水没有扩大，需求端接不住。

下跌趋势没走完，斜率会放缓。反弹要等现货采购回来，在那之前不追多。

九、下周展望（11 月 9 日—13 日）

▪ **国内物价与社融。**10 月 CPI、PPI 在 11 月 9 日公布，社融与 M2 在 10 日至 13 日公布。PPI 的环比方向决定工业品的成本预期，社融决定铜铝的需求预期。

▪ **美国 CPI 决定实际利率。**11 月 12 日的美国 10 月 CPI 是下周最大的宏观变量。本周美债收益率已经降到 4.86%，CPI 超预期会把实际利率推回去。

▪ **铜的 11 月交割是最硬的日程。**4,327 吨仓单对应 16.45 万吨单边持仓，缺口在中旬之前见分晓。仓单继续降、月差再扩，近月还有一波脉冲；进口铜集中到港把仓单补回来，月差会快速收敛，压力转到远月。跟踪日度仓单与进口盈亏，比看绝对价格有用。

▪ **镍与不锈钢的持仓能否守住。**不锈钢 34.7%的增仓是本周最强的信号，下周持仓继续增，趋势可以确认；持仓回落，这波就是脉冲。镍看 LME 现货升贴水，升水回落意味着回补结束。印尼 2027 年 RKAB 的批复进度是另一条线，配额正式公布之前，镍价靠预期撑着。

表 8　下周（11 月 9 日—13 日）日程与跟踪指标　资料来源：国家统计局、美国劳工统计局、上海期货交易所、LME，华鑫期货研究所整理

日期	事件	关注点
11 月 9 日（周一）	中国 10 月 CPI、PPI	工业品价格的环比方向
11 月 10 日—13 日	中国 10 月社融、M2（预计）	信用扩张能否延续
11 月 12 日（周四）	美国 10 月 CPI（预计）	12 月加息概率与实际利率
11 月 13 日（周五）	美国初请失业金人数	劳动力市场韧性
11 月 9 日—13 日	上期所铜仓单、LME 铜镍库存	挤仓窗口与库存回流的验证
11 月内待定	印尼 2027 年镍矿 RKAB 配额	镍与不锈钢的政策溢价能否兑现

注：标注“预计”的为按惯例推算的发布周，具体时间以官方公告为准。上期所仓单为每交易日盘后数据，LME 库存为伦敦时间上午公布。

▪ **风险提示。**上行风险来自铜的交割挤仓与美元走弱，下行风险来自美国 CPI 超预期、AI 叙事继续降温以及外盘库存回流。镍与不锈钢的多空分歧最大，政策预期一旦落空，回吐会比上涨更快，建议用比价交易替代单边。

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，投资者据此作出的任何投资决策与本公司及作者无关。

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。

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“知微见著,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