铜市：三条暗流正在合流

外库回流、AI 资本开支转向与 12 月加息

2026 年 11 月 3 日 | 价格数据截至 11 月 3 日收盘 | 华鑫期货研究所 有色研究组

核心判断

01 价格开始回应暗流。11 月 3 日沪铜收 106,090 元（**−1.60%**），收于日内最低；沪锡收 352,960 元（**−3.33%**）。自 10 月 28 日高点，铜 **−2.85%**、锡 **−8.90%**。铜的跌幅仅为锡的三分之一，缓冲来自现货，不来自需求。

02 库存内减外增。上期所铜仓单降至 10,600 吨，LME 铜库存却由 226,600 吨升至 **293,775 吨（+29.6%）**，注销仓单占比由 **40.50% 腰斩至 17.65%**。交仓与不提货同时发生，是同一件事的两面。

03 需求增量叙事面临证伪。四家超大规模厂商三季度资本开支合计 **2,019 亿美元**创纪录，股价却在惩罚创纪录。铜的 AI 需求权重仅 **2.7%**，却承担了几乎全部增量叙事；叠加 2—4 个季度时滞，现阶段是“面临证伪”而非“已证伪”。

04 持仓须换总口径。铜主连同期减 4,800 手，看似资金离场；但**总持仓反增 25,781 手（+4.80%）**，11 月 3 日单日 **+18,082 手**。价格跌 1.60% 而总持仓增 3.32%，是**增仓下跌**——新空进场。主连减仓是移仓的假象。

一 价格：铜锡同跌，跌幅差距是结构信息

11 月 3 日，沪铜主连收 **106,090 元（−1.60%）**，恰为日内最低；沪锡收 **352,960 元（−3.33%）**，低见 352,080 元。伦铜最新收盘为 11 月 2 日的 14,325.5 美元，11 月 3 日盘中低见 14,093.5 美元；纳指 11 月 2 日收 25,164.32 点。

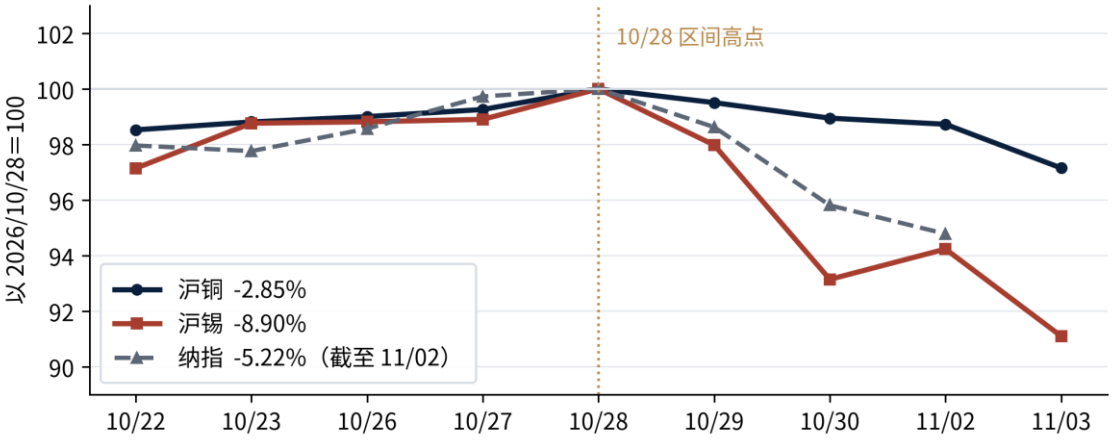
自 10 月 28 日高点起算，铜 **−2.85%**、锡 **−8.90%**，锡为铜的 **3.1 倍**、相差 6.1 个百分点；纳指同期 −5.22%。铜不是没跌，是跌得慢——原因在下一章。

表 1　四个市场的最新读数

市场 / 指标	最新收盘	日变动	10/28 以来	区间回撤	时点
沪铜主连（元/吨）	106,090	**−1.60%**	**−2.85%**	−3.11%	11/3
沪锡主连（元/吨）	352,960	**−3.33%**	**−8.90%**	−9.57%	11/3
LME 三个月（美元/吨）	14,325.5	−0.12%	−1.14%	−2.92%	11/2
纳斯达克综指（点）	25,164.32	−1.07%	−5.22%	−5.42%	11/2

数据来源：上期所、LME、纳斯达克；沪铜沪锡为主连收盘（不复权），回撤按 10 月 28 日高点至 11 月 3 日低点计算，伦铜含 11 月 3 日盘中低点

图 1　铜、锡与纳指走势（以 2026/10/28=100）



数据来源：上期所、新浪财经、纳斯达克；沪铜沪锡至 11 月 3 日收盘，纳指至 11 月 2 日收盘

二 库存：内减外增，注销仓单比腰斩

国内仍在去库：上期所铜仓单 11 月 2 日 **10,600 吨**，较 10 月 30 日再降 3.6%，处历史低位。海外相反：LME 铜库存由 10 月 16 日 226,600 吨升至 11 月 2 日 **293,775 吨**，十一个交易日 **+67,175 吨（+29.6%）**，其中 11 月 2 日单日交仓 **19,775 吨**。

注销仓单的信息量更大。占比由 **40.50%**（10 月 16 日，约 91,773 吨）降至 **19.33%**（10 月 23 日，52,900 吨）、**17.65%**（10 月 30 日，约 48,361 吨），绝对量减约 4.34 万吨。注销仓单指已申请提货、不再用于交割的金属，属意向指标：**既有人把铜送进仓库，也没人急着提走**，构成交仓的双重确认。

机制在价差。铜此前被运往美国，起因是关税预期下 COMEX 对 LME 的升水；10 月底价差已收窄至约 120 美元/吨，虹吸的价格基础正在消失。

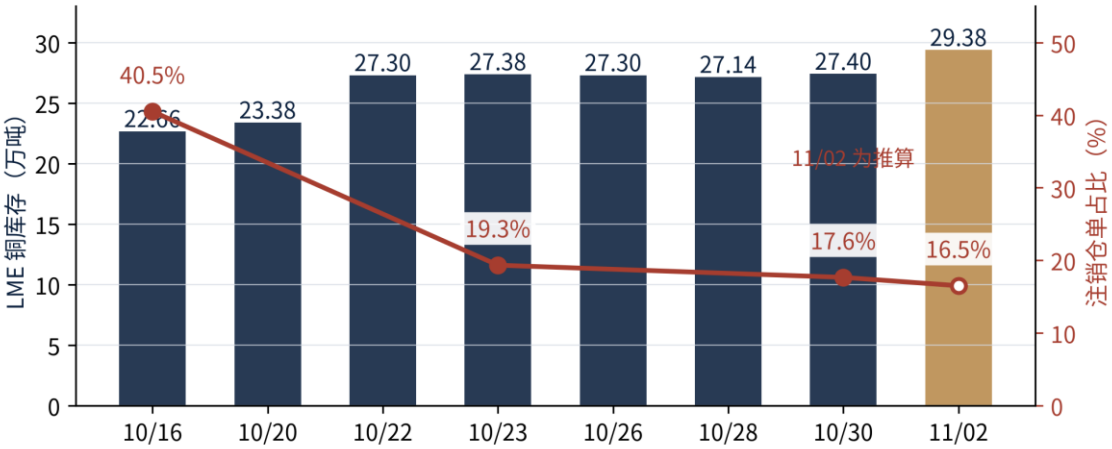
但反向读数必须给出：LME 现货对三个月升水 174.9 美元（10 月 30 日）、洋山溢价 205 美元（11 月 2 日，自 215 回落）、国内现货对主力升水 2,065 元（11 月 2 日）。近端紧张未解除，松动的只是边际——准确表述是“支撑在变薄”，不是“紧张已结束”。

表 2　库存与注销仓单

口径	期初	最新	变动	幅度	时点
LME 铜库存（吨）	226,600	**293,775**	+67,175	**+29.6%**	11/2
注销仓单占比	40.50%	**17.65%**	−22.85pct	腰斩	10/30
注销仓单（吨）	约 91,773	约 48,361	−43,412	−47.3%	10/30
COMEX 铜库存（吨）	—	728,184	—	占三所 70.5%	10/30
上期所铜仓单（吨）	10,999	10,600	−399	−3.6%	11/2

数据来源：华鑫期货研究所；“三所”为 LME、COMEX 与上期所仓单，时点分别为 11/2、10/30、11/2，属混合口径

图 2　LME 铜库存与注销仓单占比



数据来源：WIND；注销占比中 10/16、10/23、10/30 为披露值，11/2 为按吨数不变的推算值（空心点）

三 需求：AI 资本开支的证伪边界

四家超大规模厂商三季度资本开支合计 **2,019 亿美元**，为历史最高单季，股价却在惩罚创纪录。

Alphabet 是典型样本：资本支出 513.6 亿美元，低于预期的 550.9 亿美元——按"少花钱"本该受奖，但自由现金流 −90.7 亿美元、搜索广告增速由 19% 放缓至 12%，财报后收跌 **12.7%**。Amazon 同期物业与设备支出超 770 亿美元、2026 年指引约 2,200 亿美元，滚动十二个月自由现金流 −424 亿美元。微软将指引由约 1,900 亿下调至约 1,750 亿美元，主因是折旧年限由 15 年延至 25 年、部分租赁转经营租赁的会计变更，剔除后投资预期未变。

传导到铜锡不靠总量：数据中心用铜约 74 万吨，占全球精炼铜消费约 2,750 万吨的 **2.7%**；AI 服务器与 AI PC 新增锡需求约 6,000 吨，占全球约 38 万吨的 **1.6%**。

但边际从不由权重决定。过去两年铜的增量叙事几乎全压在这条线上——建筑与汽车低迷，AI 数据中心是工业用铜几乎唯一的亮点。**增速一旦趋平，叙事即失去支撑，无需等到绝对额下降。**时滞 2—4 个季度，故为"面临证伪"。锡已投了票（−8.90%），铜被现货托住。

四 政策：中期选举与 12 月加息叠加

今日（11 月 3 日）美国中期选举投票：众议院 435 席全部改选、参议院 35 席、36 位州长。结果未必当晚揭晓——2022 与 2024 年众议院控制权均耗时约 8 天才确定。

对铜而言选举不是方向变量，而是三条路径的开关：**关税**——若国会易手使关税授权受限，库存回流可能反转，方向偏空；**财政**——弹性小、时滞长，不宜作短期依据；**科技监管**——影响资本开支的斜率。

更确定的是利率。10 月 27—28 日 FOMC 以 **10 票对 2 票**维持 3.75%—4.0%，为 9 月加息后首次暂停，两张反对票主张再加 25 个基点。9 月 PCE 同比 3.6%、核心 3.1%，均为四个月最高，市场对 12 月至少加息的定价为 **85%—88%**。对铜是双重压制：美元计价压低价格，利率上行抬高持货的机会成本；后者还削弱囤货意愿、加快库存回流。

五 持仓：总口径下是增仓下跌

市场引用的铜持仓是主连数字，换月期会系统性失真。以 10 月 28 日为基准，主连 CU2612 由 195,587 手降至 190,787 手（−4,800 手），表面看是资金离场；但**全合约总持仓由 536,978 手升至 562,759 手，增 25,781 手（+4.80%）**，仅 11 月 3 日一日即增 **18,082 手（+3.32%）**，当日价格跌 1.60%。

差额来自移仓。11 月 2 日至 3 日：CU2611 −6,745 手、CU2612 +7,145 手、CU2701 +10,775 手、CU2702 +3,308 手，其余 +599 手，合计 +18,082 手，与总持仓变动一致。CU2611 最后交易日为 11 月 16 日，持仓向 2612、2701 迁移——**主连的"减仓"是移仓，总持仓的"增仓"才是新开仓**。

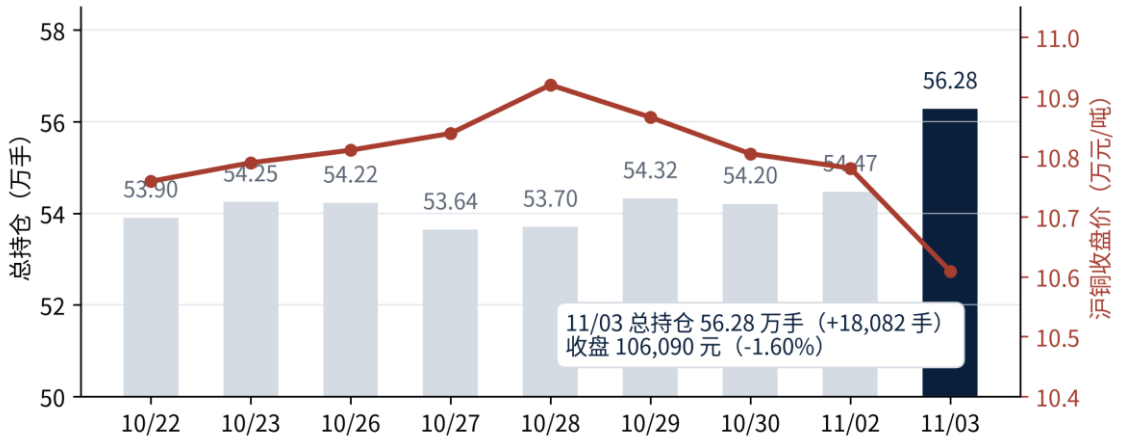
两者含义不同：减仓下跌是多头离场，增仓下跌是有新空进场。沪锡同理，总持仓 73,353→83,261 手（+13.51%）、价格 −8.90%。值得注意的是，锡的主连与总口径方向一致、仅幅度不同，铜则方向相反，说明换月失真在铜身上更严重。

表 3　总持仓与主连口径的偏差

指标	10/28	11/3	变动	幅度
沪铜全合约总持仓（手）	536,978	**562,759**	+25,781	**+4.80%**
沪铜主连 2612（手）	195,587	190,787	**−4,800**	−2.45%
沪锡全合约总持仓（手）	73,353	**83,261**	+9,908	+13.51%
沪锡主连 2612（手）	39,781	47,059	+7,278	+18.29%

数据来源：上期所；总持仓为全部月份合约持仓量之和，已剔除主连重复计数；主连为 CU2612、SN2612

图 3　沪铜总持仓与收盘价（10/22—11/3）



数据来源：上期所；总持仓为全部月份合约之和；11 月 3 日价格下跌 1.60% 而总持仓增加 18,082 手

六 条件式判断与操作含义

不给点位，只给可核对的条件——条件成立，结论成立；条件不成立，结论自动失效。

条件一（库存回流）：LME 连续两周增库且注销占比跌破 15%，"非美铜稀缺"叙事正式失效，铜将向锡靠拢；若占比回升至 30% 以上并转为去库，则判断证伪。

条件二（AI 叙事）：看 2027 年资本开支指引的修订与云业务增速，不看单季绝对额。

条件三（政策流动性）：12 月若加息且声明偏鹰、配合美元走强，金融属性承压；选举后若关税路径逆转，则与条件一叠加。

条件四（现货托底）：仓单止跌于 10,000 吨、现货升水回落至 1,700 元以下，两者同时出现即托底失效。

操作上：做空宜选远月——近月受低仓单与深度 backwardation 保护，移仓成本高；做多需新的现货证据，在注销占比 17.65%、LME 持续交仓下，仅凭"库存低"做多，等于把制度性溢价当成结构性短缺。上述判断在三种情形下失效：关税路径逆转或再度强化；AI 回报问题被证伪（云收入加速、自由现金流转正）；矿端扰动早于需求走弱兑现（现货铜精矿加工费 −246.33 美元/干吨，2027 年长单于 11 月 17—19 日谈判）。

附 数据说明

（1）价格：沪铜沪锡为主连收盘（新浪财经，不复权），均为 11 月 3 日收盘；LME 因 11 月 3 日交易日尚未结束，取 11 月 2 日收盘并注当日盘中低点；美股取 11 月 2 日收盘。

（2）库存：LME 逐日数据引自其库存日报并经公开报道核对，11 月 2 日增加 19,775 吨为官方发布值；注销占比中 10/16、10/23、10/30 为披露值，11/2 约 16.5% 系按吨数不变的推算，未作论据。

（3）表 2 的"三所合计"与 70.5% 由 LME（11/2）、COMEX（10/30）、上期所（11/2）三个时点相加，属混合口径，仅作量级参照。

（4）持仓：总持仓为全部月份合约持仓量之和，11 月 3 日取收盘快照并逐合约加总，与前一日变动交叉验证（合计 +18,082 手）。

（5）现货升水与洋山溢价为 11 月 2 日读数——11 月 3 日现货报价未取得公开独立口径，故未更新，正文已逐处标注日期。资本开支、PCE、加息概率与选举席位均引自公开财报与报道。

免责声明：本文信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所力求准确可靠，但对信息的准确性及完整性不作保证。文中观点不构成投资建议，读者应结合自身情况独立判断，据此操作风险自担。本文仅供研究参考。

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

华鑫期货

华鑫研究（鑫期汇）