国信期货有色专题

有色（铜）

宏观利空共振攻破铜抗跌性 估值重构阶段严控风险

2026 年 11 月 24 日

国信期货交易咨询业务资格：
证监许可【2012】116 号

分析师：张嘉艺
从业资格号：F03109217
投资咨询号：Z0021571
电话：021-55007766-305183
邮箱：15691@guosen.com.cn

● 主要结论

近一周以来，全球金融市场出现集中调整，股票、贵金属及有色金属等资产普遍承压。国内商品市场中，前期表现出较强抗跌属性的沪铜亦未能独善其身，价格向下破位，周度跌幅超过 10%，并触及年内新低。与此前铜价在供应约束、现货偏紧及结构性需求预期支撑下表现出的韧性相比，本轮下跌更接近于宏观定价体系变化所引发的估值重构。

本轮铜价下挫并非单一因素所致，而是流动性收紧预期、美国关税政策不确定性上升、AI 产业叙事降温以及海外库存回升等多重利空共同作用的结果。铜市场此前交易的三条主要线索，即宏观流动性、美国铜关税政策和产业结构性矛盾均出现了不同程度的边际转弱。其中，宏观流动性变化构成最直接的估值压力，美国中期选举后的政策预期调整则削弱了 AI 扩张和铜关税政策的想象空间。

值得注意的是，期货价格大幅下跌并未完全传导至现货市场。受可交割资源偏紧、社会库存处于低位以及近月刚需支撑影响，铜现货升水仍维持高位，期现市场呈现明显的强弱分化。这表明当前铜价下跌主要体现为宏观预期和远期估值的下修，而非现实供需已经全面转向宽松。不过，随着进口货源陆续补充、下游逐步进入消费淡季，高升水对铜价的支撑也存在边际松动的可能。

展望后市，宏观利空情绪尚未充分消化，沪铜破位后短期空头趋势已经确认，预计铜价将延续震荡偏弱走势，并持续寻找新的下方支撑。中长期来看，铜矿供应约束并未消失，但在全球风险资产估值承压、需求预期下修的背景下，供应端逻辑对价格的作用可能由此前的向上驱动转为下方托底。

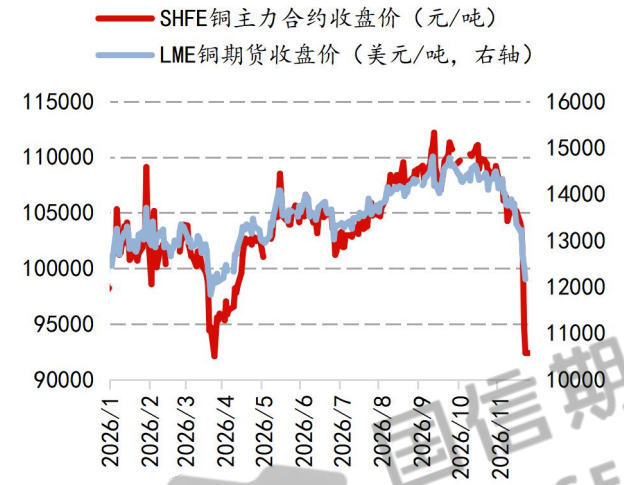
独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

近一周以来，全球金融市场出现集中调整，股票、贵金属及有色金属等资产普遍承压。国内商品市场中，前期表现出较强抗跌属性的沪铜亦未能独善其身，价格向下破位，周度跌幅超过 10%，并触及年内新低。与此前铜价在供应约束、现货偏紧及结构性需求预期支撑下表现出的韧性相比，本轮下跌更接近于宏观定价体系变化所引发的估值重构。

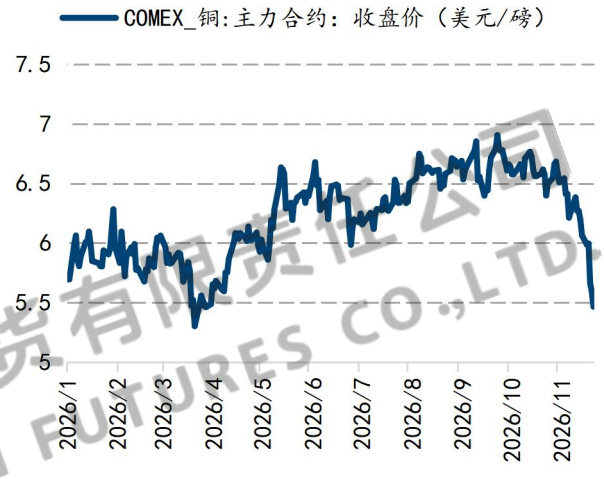
前期，在全球铜矿供应偏紧、现货流通资源不足以及 AI 基建等需求增量预期支撑下，铜价表现出较强的抗跌性。即使海外金融市场波动加剧，铜价仍能凭借产业端的结构性矛盾维持相对强势。然而，随着宏观利空因素集中释放，铜价原有的支撑体系受到冲击，沪铜向下突破关键支撑位，前期积累的铜溢价明显回吐。尽管随后黄仁勋重返英伟达的消息带动海外科技板块反弹，市场情绪转好亦使得铜价止跌反弹，但美联储加息、美国 AI 产业政策调整等压力仍在，铜价的运行或暂不构成趋势反转。

图：LME 铜与沪铜价格走势（元/吨，美元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：COMEX 铜价格走势（美元/磅）



数据来源：SMM 国信期货

本轮铜价下挫并非单一因素所致，而是流动性收紧预期、美国关税政策不确定性上升、AI 产业叙事降温以及海外库存回升等多重利空共同作用的结果。铜市场此前交易的三条主要线索，即宏观流动性、美国铜关税政策和产业结构性矛盾均出现了不同程度的边际转弱。其中，宏观流动性变化构成最直接的估值压力，美国中期选举后的政策预期调整则削弱了 AI 扩张和铜关税政策的想象空间。

一、流动性收紧成为直接压力，市场转向评估紧缩持续性

本轮铜价下跌的直接推动因素，是全球流动性预期再度收紧。当地时间 11 月 10 日公布的美国 10 月 CPI 环比上涨 0.4%，剔除食品和能源价格后的核心 CPI 环比上涨 0.3%。通胀韧性强化了市场对美联储继续收紧货币政策的预期，数据公布后，交易员一度完全计价 12 月加息。

随后，美联储官员密集释放鹰派信号。美联储理事沃勒表示，通胀韧性强于预期且持续扩散，美联储可能需要采取更为激进的措施，在 12 月议息会议上加息 50 个基点，以超预期行动强化抗通胀立场。此后公布的美联储会议纪要显示，部分官员认为 12 月加息超过 25 个基点可能是合理的，几乎所有官员均认为进一步采取行动具有必要性。由此，市场对 12 月加息 50 个基点的担忧升温，美元指数升至年内高位，美股遭遇剧烈抛售，有色金属板块同步承压。

美元走强和风险偏好下降对铜价形成双重压制。一方面，利率上行提高了持有无息资产的机会成本，并抬高全球贸易和库存融资费用；另一方面，美股调整引发金融机构和趋势资金降低风险敞口，海外偏空情绪也向国内市场传导，铜价跌破关键支撑后，技术性和程序化卖盘进一步放大了跌幅。

图：美元指数



数据来源：SMM 国信期货

随着股票市场重挫，交易员开始削减对后续加息力度的押注。芝商所美联储观察工具显示，最新定价中，12 月加息 25 个基点的概率约为 95.2%，按兵不动的概率约为 4.8%，市场已不再百分之百预计下月加息。这表明在金融风险担忧上升后，“连续高强度加息”的共识出现边际松动，但加息本身仍是高概率事件，对铜等风险资产的压制并未消失。

后续市场关注重点将由“12 月是否加息”转向“紧缩政策持续多久、终端利率多高以及金融条件收紧对实体需求的影响”。如果通胀继续回落、油价下行缓解价格压力，同时金融市场波动限制美联储进一步鹰派表态，铜价所面临的流动性压力可能边际缓和；反之，若通胀韧性再度强化，铜价仍将面临估值下修。

二、美国中期选举重塑政策预期

1.AI 扩张叙事面临政策约束

11 月初美国中期选举结果落定后，市场对美国政策环境的定价逻辑开始调整。民主党以显著优势获得国会参众两院主导权，意味着特朗普政府后续政策推行可能面临更多立法和预算层面的约束。此前市场围绕 AI 产业扩张、相关基础设施投资以及铜关税政策建立的部分预期，由此进入重新评估阶段。

AI 产业是本轮政策预期变化的重要传导渠道。从本次美国中期选举的调查数据来看，根据 CNBC 选民调查，56%的选民表示，AI 和数据中心是其投票时考虑的关键或主要因素；在这部分选民中，65%投票支持民主党国会候选人。中期选举后，部分民主党高层以及在关键选举中获胜的民主党人士，开始更加明确地表达对大型科技公司和数据中心扩张进行约束的态度，涉及能源消耗、公共成本、产业监管和投资效益等问题。

目前，民主党内部尚未形成统一的 AI 政策路线，但其政策讨论的共同方向，是不再单纯以资本投入、建设规模和技术领先作为产业发展的优先目标，而是更加重视投资回报、利润兑现、社会效益及实际生产

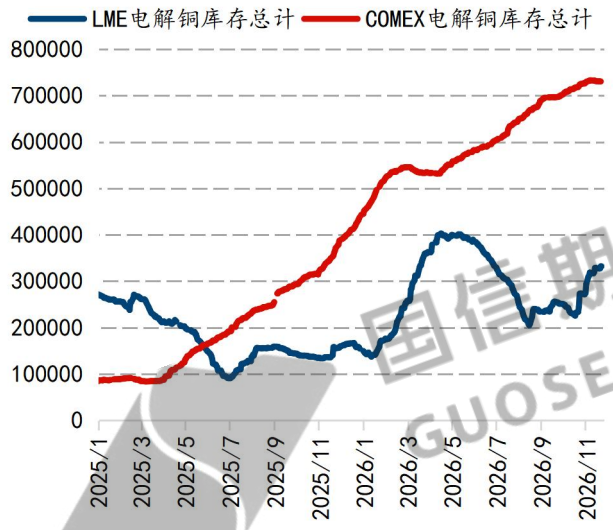
率提升。对于此前依赖资本快速扩张的 AI 产业而言，这意味着其发展环境可能由宽松转向约束，数据中心建设速度和资本开支节奏也面临更高的不确定性。

对铜市场而言，AI 叙事的变化并不会立即改变现实消费，却会影响远期需求曲线斜率的预期。数据中心、电网改造、储能及配套电力设施曾是铜需求增长的重要想象空间，也是构成产业结构性矛盾的重要组成部分。当市场开始下调相关资本开支的持续性预期时，铜需求增长部分所对应的溢价自然会受到压缩。AI 板块后续能否企稳，不仅关系风险偏好修复，也将影响铜市场结构性需求预期能否重新稳定。

2.铜关税政策预期走弱，库存交易由支撑转为潜在压力

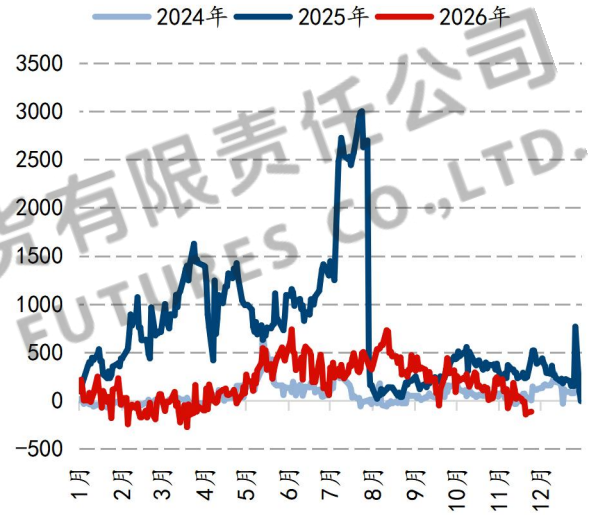
除 AI 政策预期外，美国铜关税政策同样缺乏进一步进展。此前，关税预期推动全球铜资源向美国集中，COMEX 铜相对 LME 铜维持较高溢价，跨市场套利造成明显的区域库存错配，并间接强化了非美市场的资源紧张预期。但随着政策迟迟没有落地，围绕关税展开的溢价交易逐渐降温。

图：LME 及 COMEX 铜库存变化（吨/日）



数据来源：SMM 国信期货

图：COMEX-LME 铜价差（美元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

从市场表现看，COMEX 与 LME 铜价差已明显收窄，截至 11 月 23 日，COMEX-LME 铜价差已经收窄至-114 美元/吨，原有套利空间受到压缩。与此同时，LME 铜库存开始回升，库存安全边际修复。LME 数据显示，11 月 20 日铜库存增加 4500 吨至 332025 吨。在宏观情绪偏弱、关税预期降温的背景下，库存边际回升削弱了盘面的支撑，也降低了市场对海外可流通资源持续收紧的担忧。

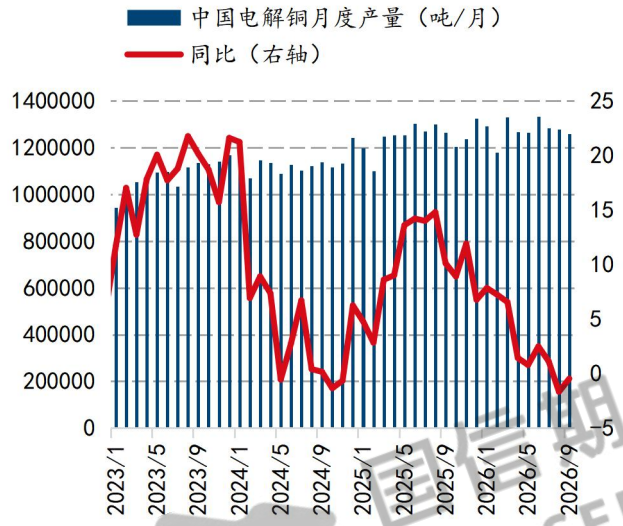
后续需要关注两种情形。若关税政策进一步明确并保留较强约束，美国市场与非美市场之间的价格和库存分割仍可能延续，现有库存未必能够自由回流，区域错配对全球铜贸易的影响也将继续存在。若政策预期最终落空，美国前期积累的大规模显性库存则可能由“资源锁定”转变为“潜在供应”，市场情绪将首先交易库存释放压力，从而对铜价形成新一轮利空。然而，美国铜库存向非美市场转移，需要重新评估区域价差、运输费用、融资成本、物流周期以及政策不确定性。即使关税预期落空，库存也不必然在短时间内大规模回流。因此，关税交易退潮首先影响的是风险偏好和估值，随后才逐步传导至现实贸易流与区域供需，不能简单将美国高库存等同于非美市场供应立即宽松。

三、强现实仍有韧性，但高升水支撑可能逐步松动

铜期货价格大幅下挫的同时，现实产业端当前并未展现出与期货跌幅相匹配的宽松格局。沪铜2611合约在最后一个交易日一度达到114000元/吨高点，反映出彼时可交割资源仍然存在真实紧缺。期货盘面大幅下挫后，现货市场因流通货源不足、下游刚需尚具韧性而表现出较强抗跌性，现货升水一度超过8000元/吨。

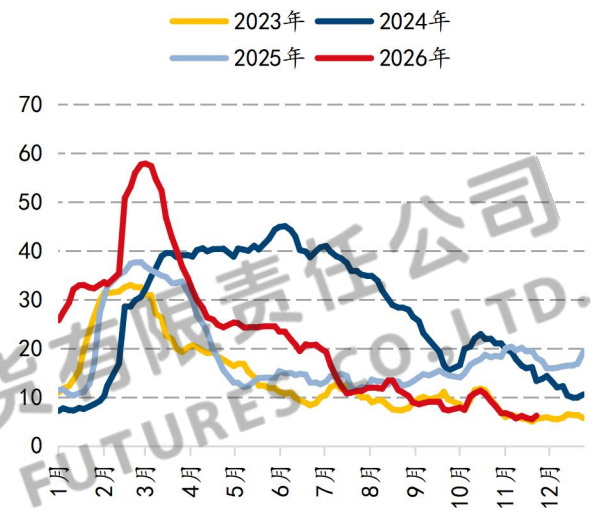
目前，虽然宏观情绪转弱及下游高价采购意愿下降带动升水回落，但现货升水仍维持在3000元/吨以上，近强远弱的高Back结构尚未根本改变。国内电解铜社会库存仍维持在6万吨附近的历史较低位，现货货源偏紧，下游在铜价快速下跌后出现一定的低价补库需求，近月合约也存在采购和交割支撑。因此，现货高升水并非完全由情绪推动，而是具有低库存和流通资源不足的现实基础。

图：中国电解铜月度产量（吨/月，%）



数据来源：SMM 国信期货

图：中国电解铜库存（万吨/周）



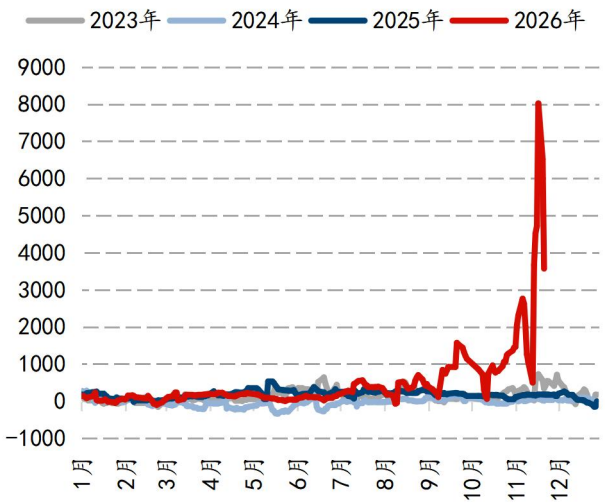
数据来源：SMM 国信期货

但高升水对下游消费的抑制作用也在增强。高升水叠加高Back月差，显著抬升下游企业的实际采购成本。部分企业选择停炉保温、降低开工率，以延后采购和减少原料占用。这意味着高价并没有顺畅转化为消费扩张，反而通过利润压缩和资金占用对真实需求形成负反馈。与此同时，据SMM调研，进口铜陆续到港流通，后期供应补充预期增强，持货商出货意愿有所上升。若进口资源持续增加，而下游进入季节性淡季，现货市场的可流通货源将逐步改善，高升水的基础也可能随之松动。现货端当前仍有韧性，但这种韧性更多体现为低库存条件下的阶段性支撑，而非需求持续走强。

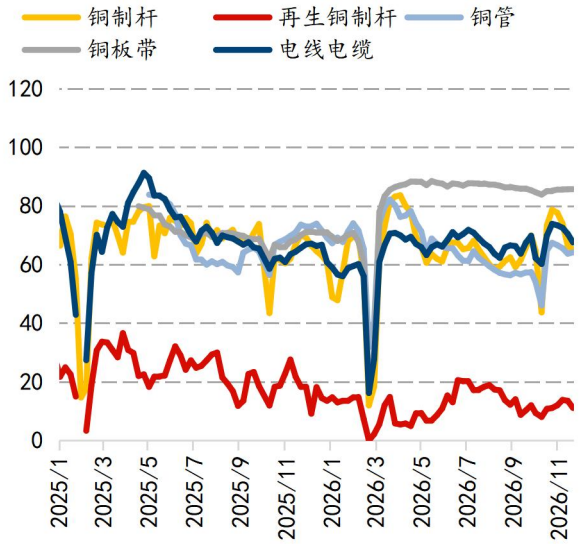
图：中国电解铜现货升贴水变化（元/吨）

图：各铜加工板块开工率（%）

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.



数据来源：SMM 国信期货



数据来源：SMM 国信期货

期现走势背离说明，当前市场同时存在两套定价逻辑：期货远月合约更多反映流动性收紧、需求下修和季节性走弱预期，现货及近月合约则继续受到低库存、资源偏紧和交割需求的支撑。短期来看，现实端的紧张能够限制近月合约跌幅，却不足以扭转宏观利空主导的远期估值下移。后续，若供应补充与淡季需求走弱同时出现，近月合约和现货升水均可能承压，期现市场将由当前的明显分化逐步转向共同交易供需边际宽松。

四、后市展望：短期延续弱势，中长期供应逻辑转为托底

短期来看，宏观利空情绪尚未充分消化，沪铜向下破位后，空头趋势已经确认。尽管 12 月加息已被较充分计价，阶段性利空出尽后或带来技术性反弹，但这并不足以构成铜价反转条件。市场仍需进一步评估后续加息路径、美元走势以及美股科技板块的稳定性。若海外科技资产继续调整，AI 资本开支预期仍可能下修，铜价也将继续承受需求预期和金融风险偏好的双重压力。

边际上，原油价格回落有助于缓解未来通胀压力。美股抛售引发的金融风险担忧，以及美国财长贝森特关于过度收紧可能危及经济的警告，也促使市场重新审视美联储持续紧缩的空间。近期 10 年期美债收益率大幅回落，美元指数小幅收跌，说明极端鹰派交易已出现一定松动。若美股科技板块出现阶段性企稳信号，风险资产估值压力有望缓和，从而限制铜价进一步深跌的空间。但在趋势反转得到确认前，这更多表现为下跌斜率放缓，而非上行趋势重新建立。

政策方面，美国铜关税仍处于悬而未决状态。价差收窄和 LME 库存回升意味着，该因素暂时不再构成铜价上涨的有效驱动。若政策预期进一步落空，显性库存可能形成情绪性压制，但在情绪消化后，市场仍需根据回流成本、物流周期和区域价差评估实际供应影响，不宜将库存压力简单线性外推。

产业方面，近月仍有一定的采购与交割需求，铜价快速下跌也可能吸引部分下游逢低补库。然而，从 12 月至 2027 年 2 月春节前后，传统消费淡季将逐步体现，订单和开工季节性走弱，现货价格支撑存在下降风险。远月合约将更集中地交易需求走弱、宏观紧缩及库存回归，沪铜 2702、2703 合约暂时成为空头押注的主要标的。

中长期来看，全球铜矿供应偏紧、矿山干扰率较高以及新增产能释放周期较长等问题并未根本解决，供应约束仍然是铜市场的重要底部支撑。但在整体金融市场面临估值下杀、AI 需求重新评估以及传统消费

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

走弱的阶段，供应端故事难以独立推动铜价上行，其作用更可能表现为限制价格下跌空间，而非持续创造上涨溢价。

综合判断，铜价短期将延续震荡偏弱格局，并在宏观情绪、美元流动性和现货支撑之间反复寻找平衡。操作层面，当前恐慌情绪和宏观因素仍主导盘面，建议严格控制仓位与风险敞口，谨慎参与方向性交易，避免在波动率抬升阶段追涨杀跌。产业端多头套保可逢反弹适当降低敞口，对于具备现货和交割能力的产业客户，也可依托近月高升水结构，保留近月多头套保头寸并参与交割，关注后续期现价格修复机会。中期看，2027 年一季度美联储紧缩效应可能继续发酵，叠加传统消费淡季，铜价整体承压概率较大，仍需警惕流动性冲击引发的二次下探。

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

国信期货有限责任公司
GUOSEN FUTURES CO.,LTD.