



【鑫期汇】铜市专题：虚实盘比三年新高！——沪铜10月合约的挤仓"压力测试"/74万吨持仓vs2.2万吨仓单，交割月前的资源博弈

数据来源：（日频数据截至 2026-09-21 收盘；月间价差高频跟踪至 09-22 早盘）上海期货交易所日交易数据与仓单日报（含保税总计）、公开行情与第三方数据商。按合规要求，本报告不列示具体价格，价格信息一律以比率、价差率或历史分位表达。

核心观点

截至 9 月 21 日收盘，沪铜 10 月合约（CU2610）持仓 147,929 手、折合 74.0 万吨，而交易所铜仓单仅 22,308 吨、折合 4,462 手——虚实盘比高达 33.2 倍，为近三年同期最高（2024 年 8.0 倍、2025 年 18.3 倍），仓单覆盖率降至 3.0%。同期现货对近月维持升水，期货呈"近高远低"（Back）结构且显著陡于前两年同期：10 月对次年 9 月价差率约 -1.21%，而 2025、2024 年同期均仅约 -0.01%。洋山铜溢价处近三年最高区间（2022 年 11 月以来最高），理论进口盈亏自 9 月 15 日起持续倒挂、最深约 -1.63%。进口窗口关闭意味着国内可交割货源缺乏增量。10 月合约即将进入交割月，挤仓压力显著且仍在累积；但"压力"不等于"挤仓必然发生"，其兑现取决于多头是否坚持交割、以及保税库存能否回流。

从历史纵向看，虚实盘比高于 30 倍的年份（2021—2023 年及 2026 年）中，铜市近月结构普遍偏强、现货升水易于持续；而 2024 年虚实盘比仅 8.0 倍时，月间价差趋于平坦、现货升水亦未延续。虚实比与近月强弱的这一高度对应，是本次判断的核心依据。

一、持仓与仓单的"赛跑"：虚实盘比创三年新高

截至 9 月 21 日，CU2610 持仓 147,929 手，较 2025 年同期的 116,552 手增加 26.9%、较 2024 年同期的 139,946 手增加 5.7%，折合吨数由 58.3 万吨（2025）、70.0 万吨（2024）升至 74.0 万吨。同期交易所铜仓单则由 8.76 万吨（2024）、3.18 万吨（2025）降至 2.23 万吨，较 2025 年同期减少 29.9%、较 2024 年同期减少 74.5%。一升一降，虚实盘比由 8.0 倍→18.3 倍→33.2 倍连续两年大幅抬升，仓单对持仓的覆盖率相应由 12.5%→5.5%→3.0%——即每 100 手多单对应的可交割仓单不足 3 手。

表1 10 月合约"持仓—仓单"三年同期对比（来源：上海期货交易所）

指标	2024-09-19（CU2410）	2025-09-19（CU2510）	2026-09-21（CU2610）	同比（2026/2025）
持仓量（手）	139,946	116,552	147,929	+26.9%
持仓折合（万吨）	70.0	58.3	74.0	+26.9%
交易所仓单（万吨）	8.76	3.18	2.23	-29.9%
仓单折合（手）	17,513	6,368	4,462	-29.9%
虚实盘比（倍）	8.0	18.3	33.2	+14.9
仓单覆盖率（仓单手/持仓手）	12.5%	5.5%	3.0%	-2.5pp

来源：华鑫期货研究所

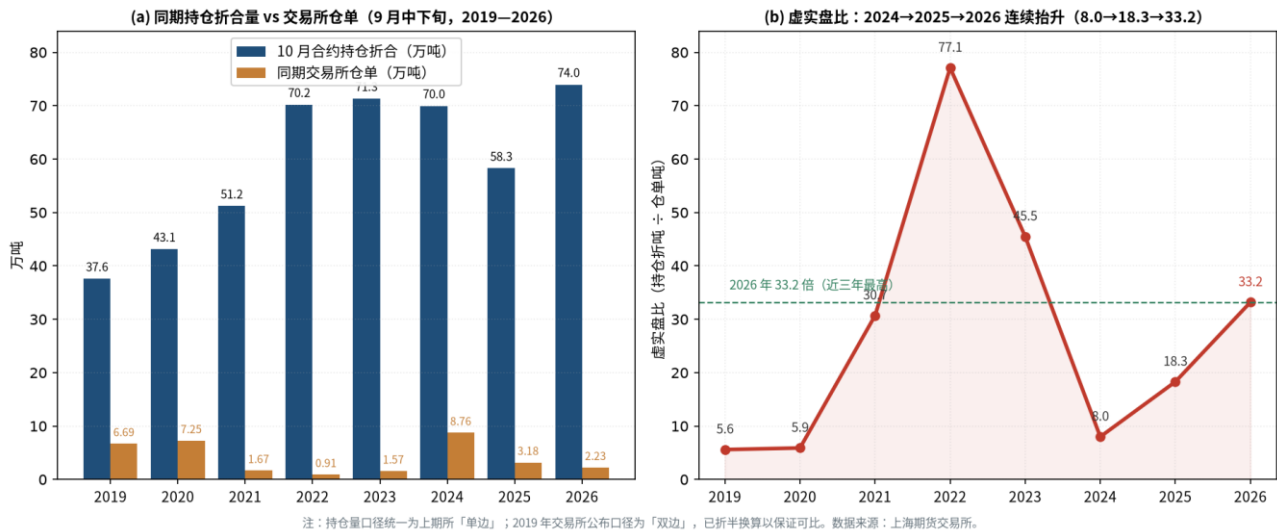


图1 八年同期 10 月合约持仓折合量、交易所仓单与虚实盘比 (2019—2026) 来源: 华鑫期货研究所

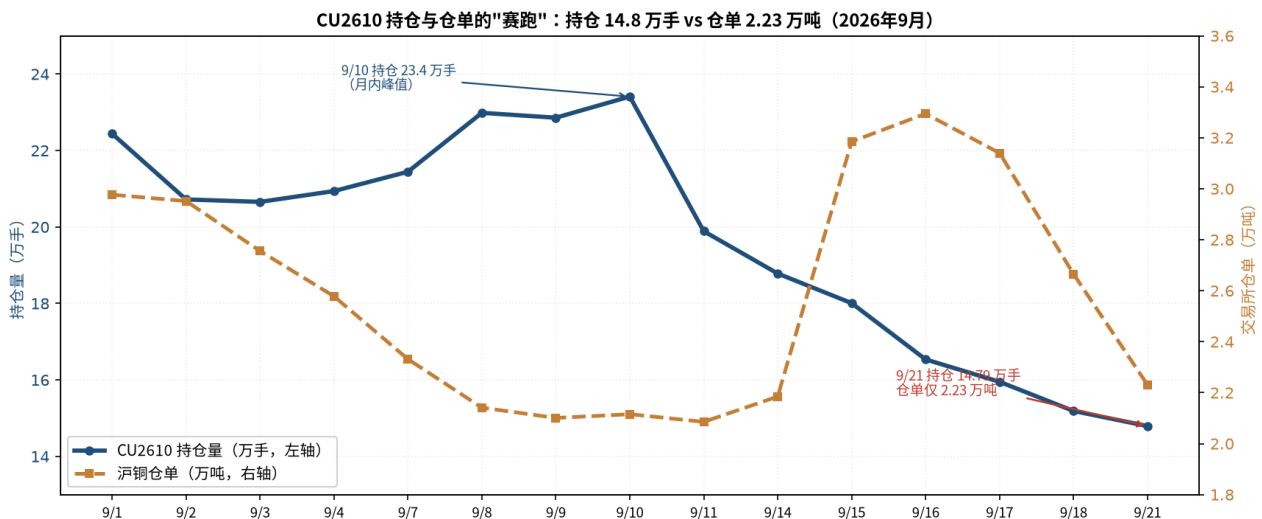


图2 CU2610 持仓与仓单的"赛跑" (2026 年 9 月) 来源: 华鑫期货研究所

作为长周期参照, 2019 年以来同期虚实盘比依次为 5.6、5.9、30.7、77.1、45.5、8.0、18.3 与 33.2 倍。2026 年并非历史极值 (2022 年曾达 77.1 倍), 但已回到近三年最高水平, 且是"连续两年抬升"的趋势性结果——这比单一时点的绝对值更值得警惕。需要特别说明的是, 上期所自 2020 年 1 月 1 日起将持仓量的公布口径由"双边"调整为"单边"; 为保证纵向可比, 2019 年同期持仓已按折半换算 (当日 10 月合约折算单边口径约 7.5 万手)。

表2 八年同期"虚实盘比"长周期参照 (各年均均为当年 10 月合约口径; 持仓量统一为上期所"单边"口径, 2019 年该所公布口径为"双边"、已折半换算; 来源: 上海期货交易所)

年份	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
持仓折合 (万吨)	37.6	43.1	51.2	70.2	71.3	70.0	58.3	74.0
交易所仓单 (万吨)	6.69	7.25	1.67	0.91	1.57	8.76	3.18	2.23
虚实盘比 (倍)	5.6	5.9	30.7	77.1	45.5	8.0	18.3	33.2

来源: 华鑫期货研究所

另一值得注意的变化是持仓的绝对厚度。以 10 月合约单一口径衡量, CU2610 持仓折合 74.0 万吨, 较 2025 年同期的 58.3 万吨回升 26.9%, 并超过 2024 年同期的 70.0 万吨、2023 年同期的 71.3 万吨, 为 2019 年以来同期最高 (表 2)。高持仓遇上低仓单, 多空双方的调整都将通过极为有限的可交割资源被放大——这正是"高持仓+低仓单"组合值得警惕之处。

二、现货紧张的三重证据



其一，现货升水。9月21日现货均价较CU2610收盘价高约0.63%，现货维持升水格局，且升水率处近三年偏高区间，反映即期可流通货源偏紧。

其二，期货呈Back结构。CU2610至CU2709各月合约价格近高远低、依次递减，10月对次年9月价差率达-1.21%，而2025、2024年同期该价差率仅约-0.01%；10月对12月的价差率亦达-0.74%。近月被显著抬价，是挤仓压力最直接的价格语言（图3）。

表3 期限结构：相对近月的价差率（%，正值=近月升水，负值=近月贴水）

合约（自近月起）	10月	11月	12月	次年1	次年3	次年9
2026 同期	0.00	-0.43	-0.74	-0.96	-1.04	-1.21
2025 同期	0.00	-0.08	-0.04	-0.06	-0.11	-0.01
2024 同期	0.00	0.00	-0.01	-0.08	-0.05	-0.01

来源：华鑫期货研究所

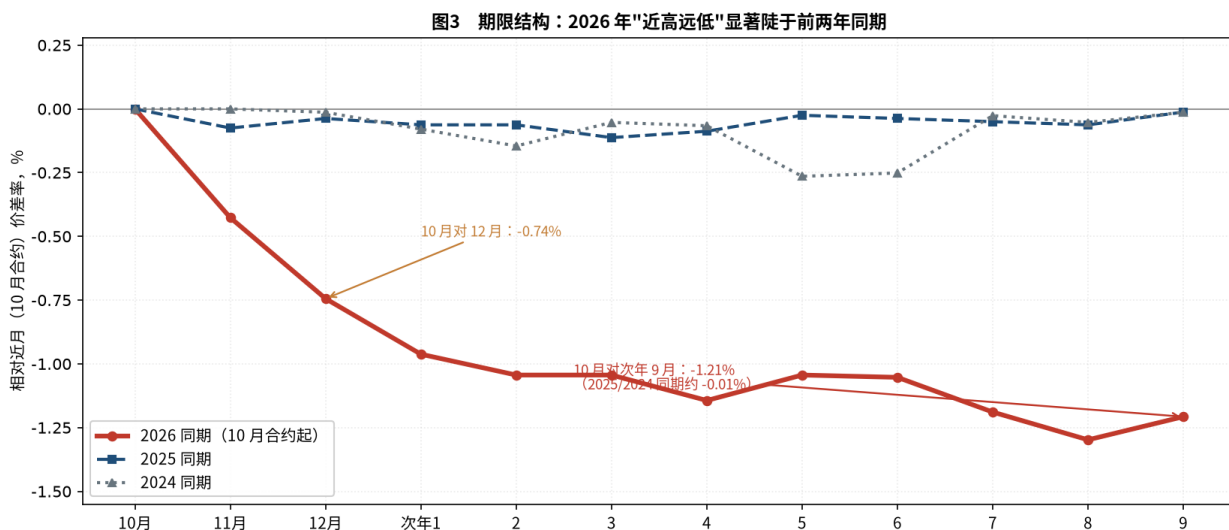


图3 期限结构对比：2026年Back显著陡于2024、2025年同期（以价差率表达）来源：华鑫期货研究所

其三，进口窗口关闭。按9月21日境外报价与当期汇率测算，理论进口盈亏由9月14日的顺挂（约+1.56%）转为本轮持续倒挂，9月15日至21日连续5个交易日为负，9月17日倒挂最深约-1.63%、9月21日约-0.85%。同期洋山铜溢价升至近三年最高区间（2022年11月以来最高）。溢价越高，说明可自由流向中国的现货越稀缺，恰反映“境外货源想进来、但比价不允许”的错配；作为纵向对照，2025年3月洋山溢价曾处近三年最低区间，当前已大幅抬升。

表4 进口口径关键读数（2026-09-21；为合规，均以比率/分位表达）

项目	读数
理论进口盈亏率（不含洋山溢价）	9/21 约 -0.85%；9/17 最深约 -1.63%
进口窗口状态	连续倒挂第5个交易日（自9/15起）
现货对近月升水率	约 +0.63%
洋山铜溢价	近三年最高区间（约99%分位，2022-11以来最高）
进口窗口含义	报关铜流入与仓单注册缺乏经济性

来源：华鑫期货研究所

三、库存：仓单绝对水平处历史低位

交易所铜仓单自6月15日的97,281吨持续去化，8月18日因集中注册一度反弹至58,121吨，随后再度回落；9月17日以来仅三个交易日便由31,400吨降至22,308吨、去化29.0%，区间累计降幅达77%（图4b）。作为参照，2008年以来沪铜仓单均值约16.9万吨，当前水平不足其八分之一。库存低位本身并不构成挤仓，但“低库存+高持仓+进口受阻”三者叠加，将显著抬高空头的交割难度。



需要指出的是，2022 年同期仓单仅 0.91 万吨、低于当前水平，但当年虚实盘比高达 77.1 倍、近月结构同样偏强——这说明决定挤仓压力的是“持仓 / 仓单”的相对失衡，而非仓单的绝对读数。2026 年的特殊性在于：绝对库存并不极端，但持仓创近七年同期新高、进口渠道同时受阻，使可交割资源的边际补充能力明显弱于以往。

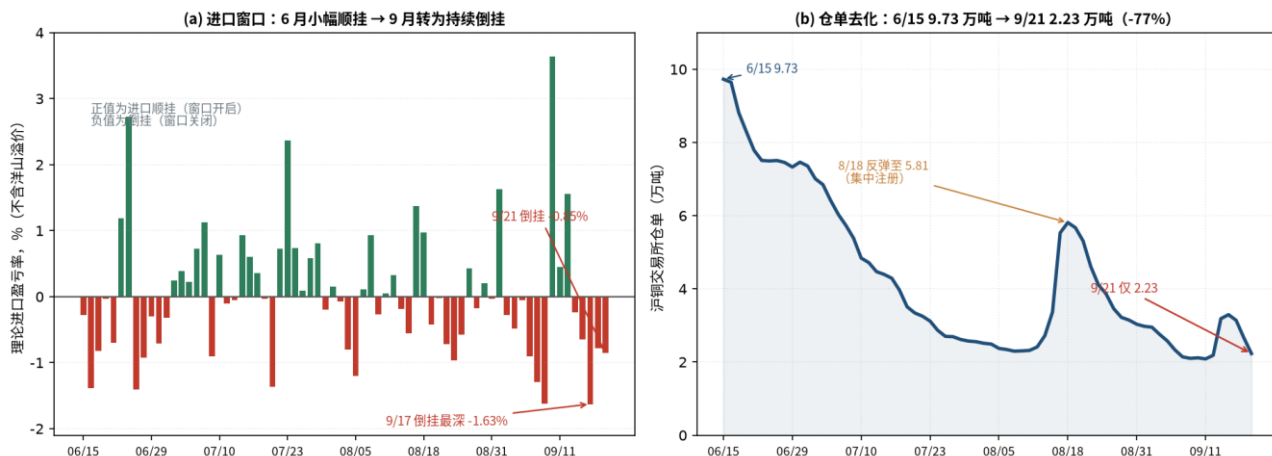


图4 进口盈亏率（左）与 2026 年沪铜仓单去化轨迹（右）来源：华鑫期货研究所

四、月间价差的高频验证：CU2610—CU2612

为观察近月升水的时间演变，我们以 5 分钟频率跟踪 CU2610 与 CU2612 的月间价差率（近月减次季月，再除以近月价格，以比率表达）。2026 年 9 月 7 日至 9 月 22 日早盘共 14 个交易日、1,023 个样本，价差率均值 0.62%、中位 0.60%，区间 0.51%—0.79%。

形态上有三个特征：其一，9 月 14 日价差率冲高至 0.79%，为样本区间峰值，对应 10 月合约升水的阶段性极值；其二，9 月 16—17 日快速收窄至 0.51%，与交易所仓单集中注册的时点吻合，显示交仓行为对近月升水具有直接的短期抑制作用；其三，9 月 18 日起价差率重新走扩，9 月 21 日日内高见 0.74%，9 月 22 日早盘报 0.69%、处样本约 88% 分位——在仓单补充乏力的情况下，近月升水仍在自我强化。

从日内节奏看，日盘均值 0.620%、夜盘均值 0.617%，两者几乎一致，无系统性时段偏移，说明价差的走扩并非由个别时段的流动性冲击造成，而更接近持续性的供需定价。这一高频证据与“仓单去化—升水走扩”的中期逻辑相互印证，也提示挤仓压力的定价具有连续性。

表5 CU2610—CU2612 价差率日内高频特征（为合规，以比率表达）

指标	读数
样本区间 / 样本数	2026/9/7—9/22 早盘：14 个交易日，1,023 个 5 分钟样本
均值 / 中位	0.62% / 0.60%
区间（低—高）	0.51%（9/17）—0.79%（9/14）
当前值 / 分位	0.69%（9/22 早盘） / 约 88% 分位
日盘 / 夜盘均值	0.620% / 0.617%（无系统性时段偏移）
主要波动节点	9/14 冲高 0.79% → 9/16—17 收窄至 0.51%（仓单集中注册）→ 9/21 回升至 0.74%

来源：华鑫期货研究所

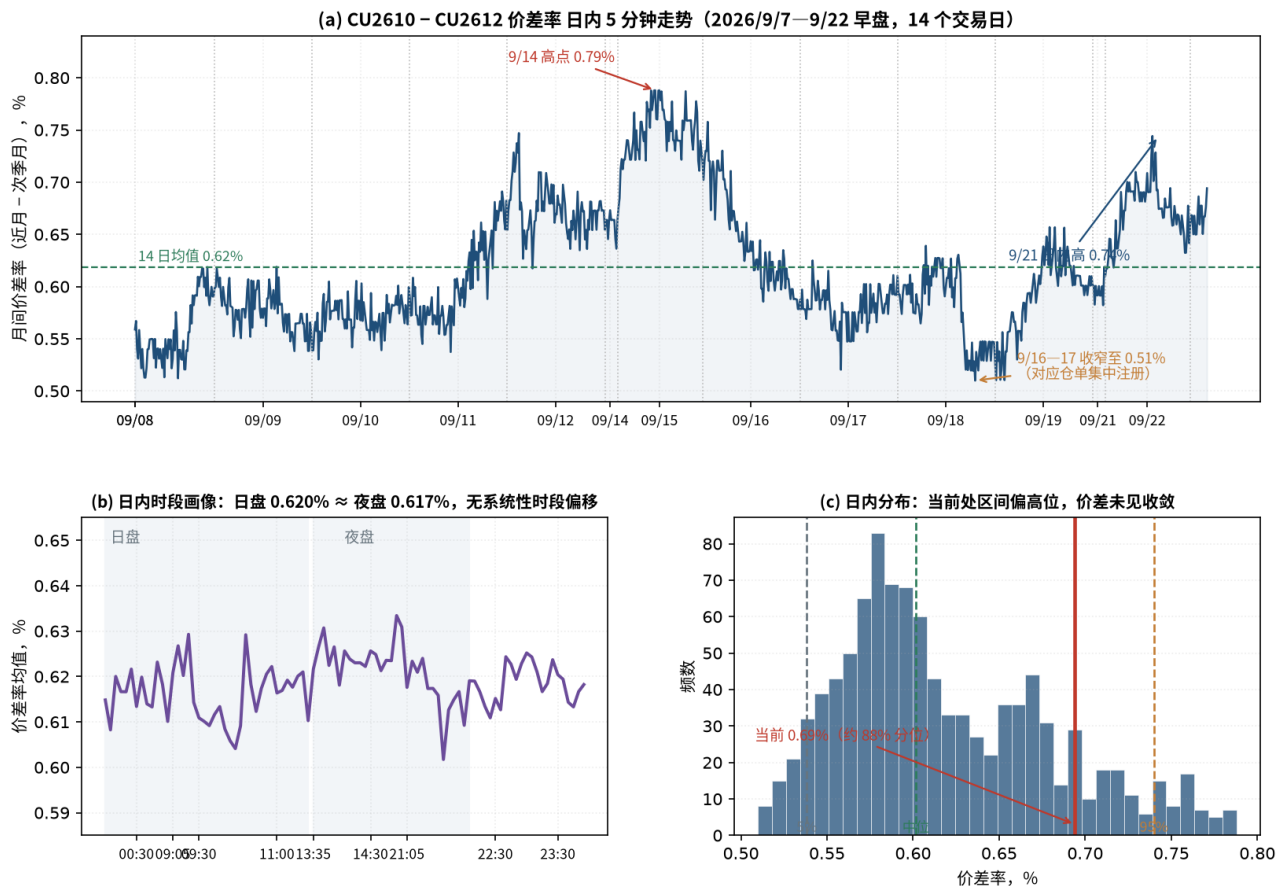


图5 CU2610—CU2612 月间价差率日内高频跟踪 (2026/9/7—9/22 早盘, 三面板) 来源: 华鑫期货研究所

五、挤仓压力的日度监测看板

为便于持续跟踪,我们将挤仓压力归纳为三项可日度更新的核心指标并设定预警阈值:虚实盘比(阈值 30 倍)、进口盈亏率(阈值 0)、洋山铜溢价相对分位(阈值 90%),另辅以仓单覆盖率(阈值 5%)。截至 9 月 21 日,四项指标同时处于预警状态。

看板的组合意义在于:单一指标的极端读数可能由偶发因素造成(例如集中交仓会同时压低虚实盘比、抬升仓单覆盖率),而多项指标同向恶化,则指向“可交割资源紧张+外部货源无法补充”的结构性状态。以虚实盘比为例,9 月 10 日曾达 55.3 倍、随后因持仓回落与仓单小幅注册降至 33.2 倍——该指标对交仓行为高度敏感,因此看板的价值在于趋势与组合,而非单日读数。

表6 挤仓压力日度监测看板(截至 2026-09-21)

监测指标	当前读数	阈值 / 预警线	状态
虚实盘比	33.2 倍 (月内峰值 55.3 倍)	> 30 倍	预警 (升破)
进口盈亏率	-0.85% (最深 -1.63%)	< 0 (窗口关闭)	预警 (持续倒挂)
洋山铜溢价	近三年约 99% 分位	> 90% 分位	预警 (三年高位)
仓单覆盖率	3.0%	< 5%	预警 (极低)

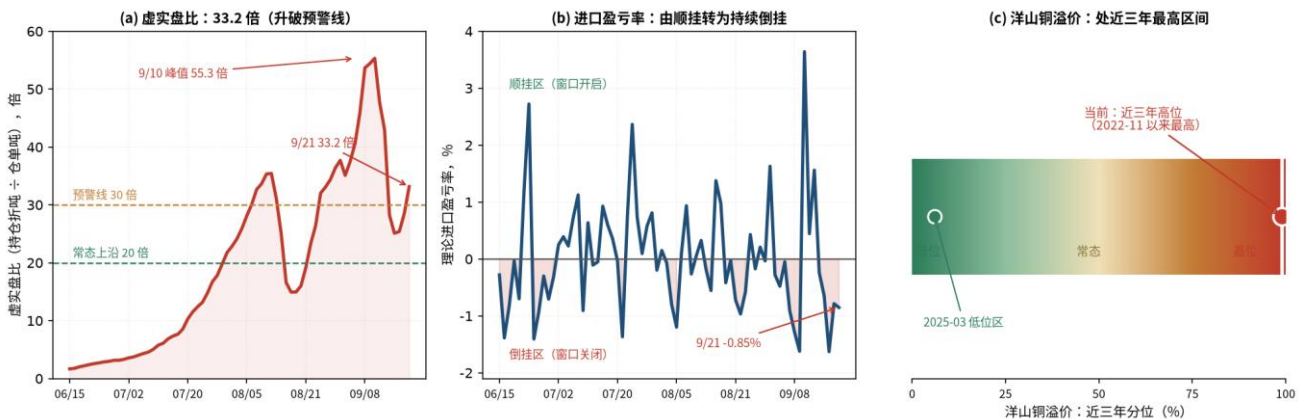


图6 挤仓压力日度监测看板：虚实盘比、进口盈亏率与洋山铜溢价分位 来源：华鑫期货研究所

六、传导机制、时间窗口与情景推演

机制链条清晰：进口亏损 → 进口窗口关闭 → 保税与报关货源流入放缓 → 交易所仓单无法有效补充 → 空头可交割资源受限 → 多头若坚持交割，空头只能平仓 → 近月升水进一步走高，Back 结构自我强化。第四节的日内高频证据——价差率在 9 月 16—17 日因集中注册而收窄、其后迅速回升——恰是这一链条的微观印证。

时间窗口同样紧迫。CU2610 最后交易日为 10 月 15 日；自 9 月 22 日起，因国庆假期（10 月 1—7 日休市），区间仅剩约 13 个交易日。而按上期所限仓规定，铜期货在交割月前第一月（2026 年 9 月）客户限仓 3,000 手、交割月份（10 月）降至 1,000 手。持仓向交割月收敛的过程中，一旦出现货源缺口，减仓行为的冲击将被显著放大。

从数量级看：当前仓单折合 4,462 手，若进入交割月的多单仅按 1,000 手/客户的限仓上限分布于 50 家客户，即对应 50,000 手、25 万吨铜，是现有可交割资源的 11 倍。多数头寸固然会在交割前平仓了结，但这一悬殊比例意味着，只要少数多头选择坚持交割，空头的平仓压力便足以推动近月升水快速上行。

表7 10 月合约挤仓压力情景推演

情景	概率	触发条件	方向与形态判断
压力兑现（挤仓）	25%	多头坚持交割，且保税库存与冶炼厂均无新增交仓	近月升水走扩、Back 走陡，10 月合约偏强运行
高位僵持	50%	多空同步减仓，货源略增但整体仍偏紧	近月维持升水，月间价差在高位震荡
压力缓解	25%	进口窗口重开 / 集中交仓 / 需求走弱 / 监管干预	升水快速收敛，Back 结构转平

来源：华鑫期货研究所

七、风险提示

第一，政策与监管：交易所可通过调整保证金、限仓标准或交割安排平抑市场，挤仓逻辑可能被强制中断。第二，跨市套利：若境外库存向中国回流，仓单将快速补充——第四节高频价差率对集中交仓的敏感反应已提供佐证。第三，需求端：若“金九银十”落空、下游排产走弱，近月升水可能急速收敛。第四，宏观与汇率：人民币升值或铜价大幅波动将改变进口盈亏平衡，进而改变货源流向。第五，结构性风险：Back 结构下的正套 / 反套头寸在挤仓环境中面临极端展期成本与流动性冲击。



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）

