【鑫期汇】铜专题：CU2611交割后2612 怎么走——深BACK结构下的仓单账和进口盈利统计

+4,224	+549	3,030	2,270
现货口径进口盈利 元/吨	卖 CU2612 锁价后盈利 元/吨	2611-2612 月差 元/吨	上期所铜仓单 吨

核心观点

- **账面盈利不等于可锁定盈利。**八个交易日现货口径盈利全为正，13日 +4,224 元/吨；卖 2611 锁得 +3,579 元，卖 2612 仅 +549 元。
- **近九成盈利是 BACK 的时间溢价。**4,224 = 3,675 + 549；按 45 天、年化 4% 计资金占用 516 元，净盈利降至 +33 元。
- **仓单压力靠分母出清。**13日仓单 2,270 吨，覆盖率由 10月9日 3.10% 升至 9.44%；2611 持仓由 192,040 手降至 4,810 手、减 97.5%。
- **2612 走向取决于交割后仓单能否回升。**11月下旬到港船货赶不上 16 日最后交易日，18日后的注册量与报关节奏决定 12 月结构。

一、深 BACK 与低仓单

11月13日沪铜近高远低：现货 108,825 元，CU2611 收 108,180 元，CU2612 收 105,150 元。现货对 2612 升水 3,675 元，2611 对 2612 月差 3,030 元，为 10月9日约 500 元的六倍；同日仓单 2,270 吨。

这一排列通常指向近月交割紧张。本次没有演变为持续挤仓，原因在头寸端而非货源端。

表 1　11月13日价格链条（元/吨）　数据来源：上期所、上海金属网，华鑫期货研究所

环节	11/13 价格	对应价差
国内含税现货均价	108,825	+645
CU2611 收盘	108,180	+3,030
CU2612 收盘	105,150	+3,675
进口完税成本	104,601	+4,224

注：四个价差基准不同，不作横向比较；升水与月差由收盘价自算。

二、进口盈利测算

完税成本以到岸货值为基础，按实际执行税率完税，再与国内含税现货价比：

进口完税成本 =（LME 三个月期价 + 洋山溢价·仓单均价）× 在岸汇率 ×（1+关税 0%）×（1+增值税 13%）+ 港杂费 200 元/吨

现货口径盈利 = 国内含税现货均价 − 完税成本

锁价口径盈利 = 期货卖出价 − 完税成本 − 资金占用

前两式为账面窗口，第三式才是可锁定口径。

表 2　11月13日基准参数与取值　数据来源：华鑫期货研究所

参数	取值	口径说明
LME 三个月期铜价	13,561.27 美元/吨	新浪外盘 15:00 快照，与国内日盘收盘同日
洋山铜溢价（仓单均价）	285 美元/吨	仓单口径，CIF 到岸升水已含运保费
在岸 USD/CNY	6.6726	新浪外汇 11月13日日线收盘
进口关税	0%	阴极铜 HS 740311 最惠国 2%，实际执行 0%
进口环节增值税	13%	计税基数为完税价格，关税与增值税相乘
港杂费	200 元/吨	港杂、短驳与资金占用，假设值

注：外盘 15:00 快照、内盘 11:30 均价，日频配对非同时点。洋山溢价为到岸升水、已含运保费，并以 LME 三个月期为基准，故不再另加运保费与 cash/3M 价差；仓单溢价对应保税库内货，报关窗口应改用提单口径（13日 265 美元）。

表 3　进口铜成本与进口盈利逐日测算（2026/11/04—11/13，元/吨）　数据来源：华鑫期货研究所

日期	LME 3M 15时	洋山溢价 美元/吨	在岸 汇率	进口完税 成本	国内含税 现货	现货口径 进口盈利	2611-2612 月差
11/04	14,010.1	205.0	6.6755	107,429	109,190	+1,761	1,500
11/05	14,001.5	210.0	6.6680	107,281	110,205	+2,924	1,490
11/06	13,674.1	217.5	6.6763	105,001	109,560	+4,559	2,570
11/09	13,835.9	230.0	6.6724	106,255	109,985	+3,730	1,930
11/10	13,867.1	230.0	6.6805	106,619	109,510	+2,891	1,830
11/11	13,868.7	230.0	6.6749	106,541	108,285	+1,744	1,980
11/12	13,673.5	240.0	6.6745	105,138	108,540	+3,402	2,920
11/13	13,561.3	285.0	6.6726	104,601	108,825	+4,224	3,030

注：现货为上海金属网 1#电解铜 11:30 均价；4日、5日未标注报价机构，9日为 11:00 口径（109,985 元），保留但不参与连续环比。

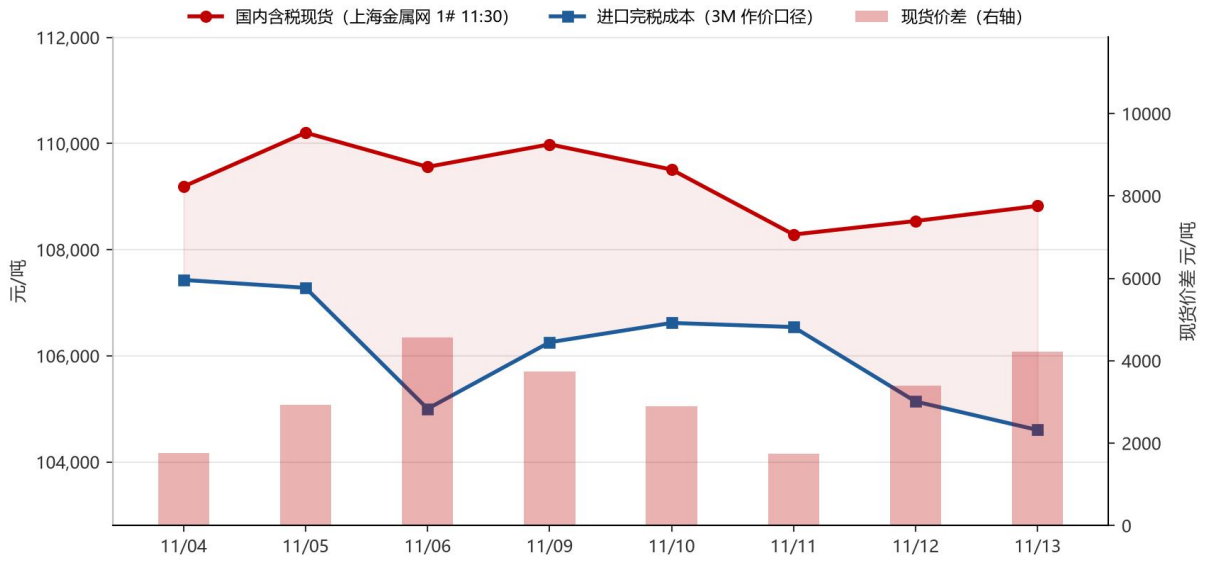

图 1　进口铜完税成本与现货口径进口盈利（11/04—11/13）　数据来源：华鑫期货研究所

八个交易日盈利全为正。低点 11日 +1,744 元，高点 6日 +4,559 元。成本由 107,429 元降至 104,601 元：LME 三个月期价由 14,010.1 跌至 13,561.3 美元，拉低约 3,386 元；洋山溢价由 205 升至 285 美元，抬高约 603 元；汇率 6.6680 至 6.6805，影响不足 50 元。

国内现货仅由 109,190 元回落至 108,825 元。同期现货对 2611 升水自 2,730 元收敛至 645 元，月差自 2,570 元走扩至 3,030 元，10日之后两者反向：压力在近月配对，远端并不宽松。

三、可实现性压力测试

+4,224 元的前提是货已报关、当天能在境内卖出。实务存在时滞，销售端只能用期货提前锁定：

现货口径盈利 ＝ 现货对远月升水（BACK 深度）＋ 远月锁价盈利

4,224 ＝ 3,675 ＋ 549 元/吨

3,675 元（87%）是“现在有货”的时间价值，可套利的只剩 549 元。BACK 越陡，账面越厚，可锁定部分越薄。

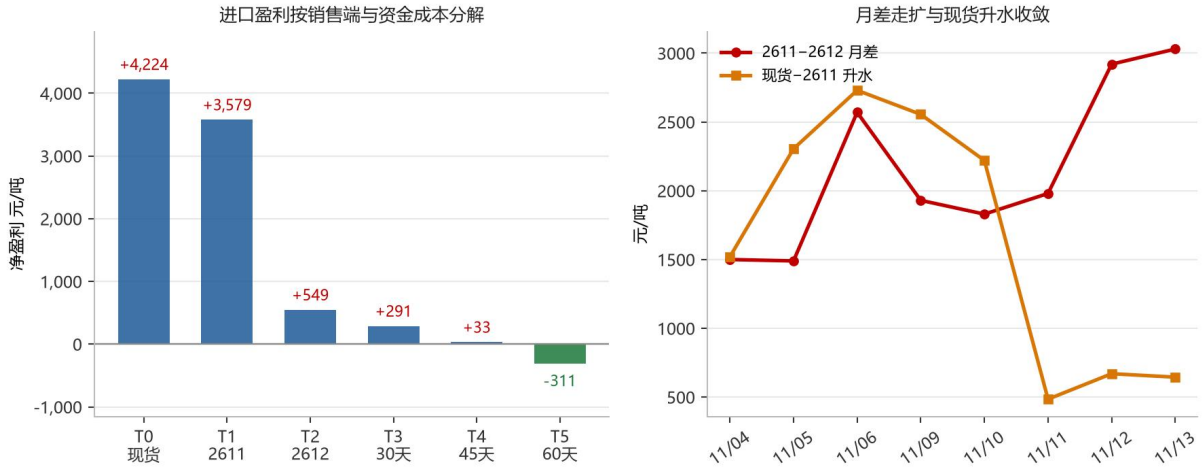

图 2 进口盈利按销售端分解（左）与月差 / 现货升水剪刀差（右） 数据来源：上期所、本文测算，华鑫期货研究所

表 4 进口盈利压力测试：销售端定价与资金占用（11月13日，元/吨） 数据来源：华鑫期货研究所

测试情景	销售价	进口成本	账面盈利	资金成本	净盈利	较 T0
T0 即期现货销售	108,825	104,601	+4,224	0	+4,224	基准
T1 卖 CU2611 锁价	108,180	104,601	+3,579	0	+3,579	-645
T2 卖 CU2612 锁价	105,150	104,601	+549	0	+549	-3,675
T3 T2＋资金占用 30天 • 年化3%	105,150	104,601	+549	258	+291	-3,933
T4 T2＋资金占用 45天 • 年化4%	105,150	104,601	+549	516	+33	-4,191
T5 T2＋资金占用 60天 • 年化5%	105,150	104,601	+549	860	-311	-4,535

注：T0 为即期现货销售、无资金占用；T1、T2 按 13日收盘价锁价；T3 至 T5 加计资金占用，天数与利率为设定情景，非实盘报价；未计交割与仓储费用。

T0 到 T2，销售端由现货换到 2612，盈利自 +4,224 降至 +549 元，差额正是现货对远月升水。T4 计 45 天、4% 资金占用 516 元，净盈利 +33 元；T5 按 60 天、5% 转为 -311 元。窗口打开与货源到岸之间隔着时间成本。

洋山溢价与境内升水同期反向：13日洋山仓单溢价单日涨 45 美元至 285 美元，反映远期到港货争夺；境内现货对 2611 升水收敛至 645 元，反映已报关现货出货。

表 5　口径替换测试：逐项替换作价基准与费用假设（11月13日，元/吨）　数据来源：华鑫期货研究所

口径	进口完税成本	现货口径盈利	较主口径变化
主口径：3M 15时 + 仓单溢价 + 在岸即期	104,601	+4,224	基准
改用提单溢价 265 美元	104,450	+4,375	+151
改用中间价 6.7152	105,268	+3,557	-667
改用 LME 当日收盘 13,351 美元	103,016	+5,809	+1,585
3M 换算现货（加 11/12 Back 73.43 美元）	105,155	+3,670	-554
不计港杂费	104,401	+4,424	+200

注：固定现货 108,825 元。中间价 6.7152 为公开汇总，逐日序列用新浪在岸收盘 6.6726；Back 73.43 美元为 12日周度值，近似替代。提单均价 265 美元为 13日报价。

六档盈利落在 +3,557 至 +5,809 元，方向均为正。参数替换只线性改变绝对值，不改变结论，以下以 +4,224 元为基准。

表 6　单因素敏感性（11月13日主口径，其余参数不变）　数据来源：华鑫期货研究所

单因素变动	变动后进口成本	成本变化	盈利变化
LME 3M 上浮 100 美元/吨	105,355	+754	-754
洋山溢价上浮 10 美元/吨	104,677	+75	-75
在岸汇率上浮 0.01	104,758	+156	-156
增值税率上调 1 个百分点	105,525	+924	-924
港杂费上浮 100 元/吨	104,701	+100	-100

注：进口成本与盈利反向变动。港杂费与运保费为假设值，是绝对值差异的主要来源。

四、仓单压力的释放路径

表 7　铜仓单、近月持仓与月差关键指标　数据来源：华鑫期货研究所

指标	11/06	11/13	变化	幅度
上期所铜仓单（吨）	4,327	2,270	-2,057	-47.5%
CU2611 持仓（手）	32,905	4,810	-28,095	-85.4%
仓单/2611 单边持仓（%）	2.63	9.44	+6.81pp	+258.9%
CU2611-CU2612 收盘月差（元）	2,570	3,030	+460	+17.9%
现货对 2611 升水（元）	2,730	645	-2,085	-76.4%
洋山溢价·仓单（美元/吨）	217.5	285.0	+67.5	+31.0%
进口完税成本（元/吨）	105,001	104,601	-400	-0.4%
现货口径进口盈利（元/吨）	+4,559	+4,224	-335	-7.4%

注：13日仓单 2,270 吨均为完税交割，保税交割 0 吨。CU2611 持仓 4,810 手为日盘结算、单边口径，第三方终端同日 5,406 手，如数列示。覆盖率＝仓单吨数 ÷（持仓手数 × 5 吨）。

11月6日至13日，仓单减 47.5%、2611 持仓减 85.4%，同期月差走扩 17.9%、现货对近月升水收敛 76.4%：分子分母同向收缩。

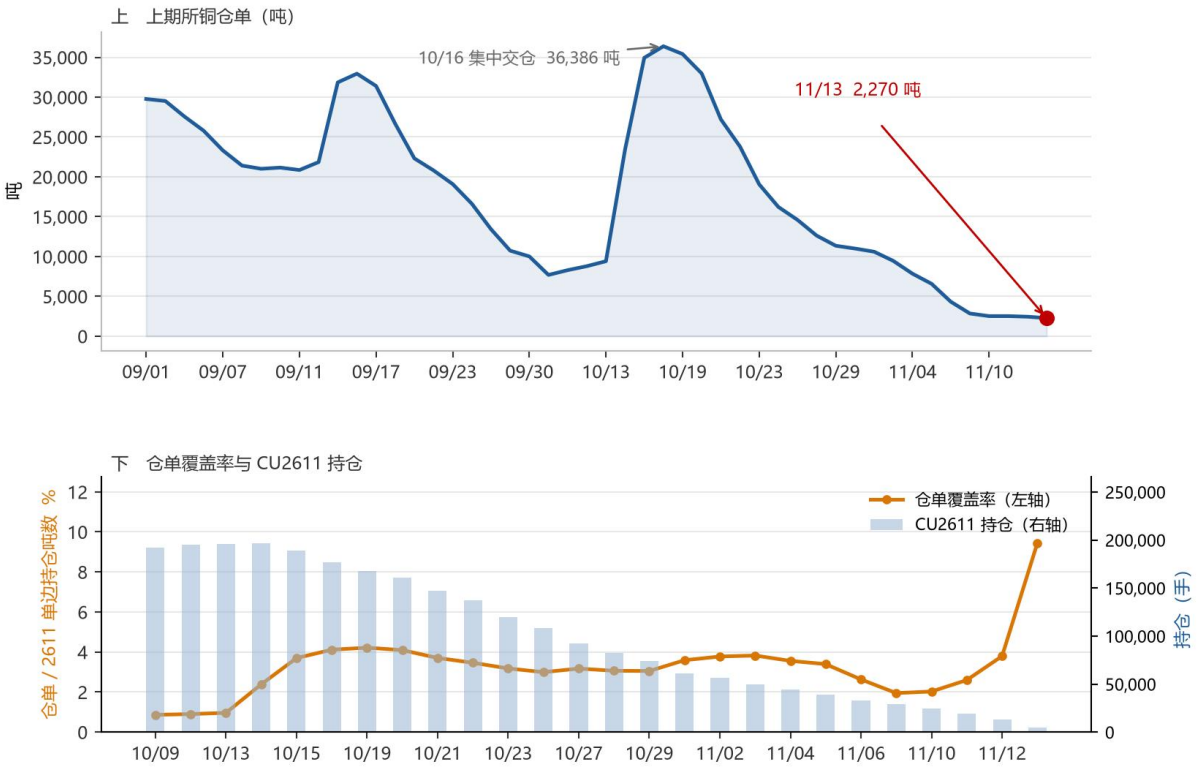

图 3 上期所铜仓单与 CU2611 仓单覆盖率（09/01—11/13） 数据来源：华鑫期货研究所

仓单由 10月16日集中交仓后的 36,386 吨降至 2,270 吨，二十个交易日减 93.8%，约 91 张；4,810 手持仓对应 24,050 吨，全额交割需约 962 张。

覆盖率自 10月9日 3.10% 升至 9.44%，读数上像补库，实为分母收缩：2611 持仓由 192,040 手降至 4,810 手（-97.5%），仓单由 29,766 吨降至 2,270 吨（-92.4%）。自然人持仓 9 日归零、11日结算起保证金提至 20%，移仓是下降主体；13日 2612 持仓 185,375 手、全市场 599,318 手，移仓基本完成。

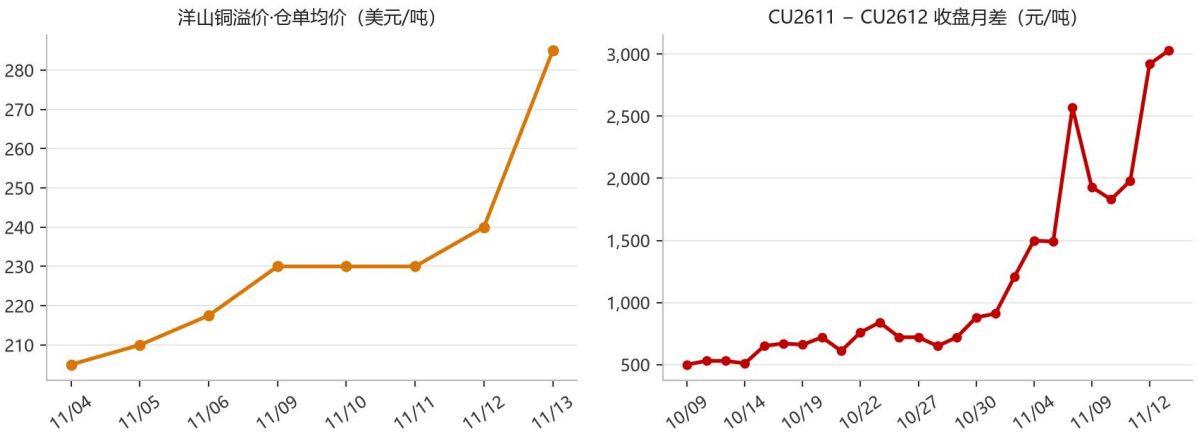

图 4 洋山铜溢价与近月月差 数据来源：华鑫期货研究所

表 8　仓单压力的四条释放路径与可核验证据　数据来源：华鑫期货研究所

释放路径	作用机制	11/13 可核验证据	作用时段
① 近月头寸出清（主导）	BACK 越深，持近月到交割的成本越高；叠加保证金上调与自然人持仓归零，多空双方选择移仓或平仓，需要交割的头寸先于仓单消失。	CU2611 持仓 192,040 手（10/09）→ 4,810 手（11/13），-97.5%；覆盖率 3.10% → 9.44% 全由分母收缩贡献；2612 持仓 185,375 手。	已进入尾声，11/16 前完成
② BACK 定价抑制交割需求	近月升水给出补偿，持货商在现货端卖出、同时买远月回补，比注册仓单进交割更划算，可交割货源被价格引导至现货流通。	现货对 2611 升水 2,730 元（11/06）→ 645 元（11/13）；同期月差 2,570 元 → 3,030 元，两线自 11/10 起反向。	持续中，随近月退出转移至 2612
③ 进口盈利补充实物（跨期错配）	盈利窗口驱动点价与到港，但船期决定新增货源无法赶上 2611 交割；保税货转完税仓单还需报关与注册流程。	现货口径盈利 +4,224 元；远月锁价仅 +549 元；11/12 保税区库存 1.9 万吨、其中上海 1.69 万吨，尚未注册为完税仓单。	11 月下旬起，作用于 2612 及以后
④ 交割后仓单重新注册	集中交割先注销仓单，随后因重新注册回升，属制度性节奏，不宜与供需变化混读。	10/16 集中交仓后仓单达 36,386 吨，此后连续二十个交易日回落至 2,270 吨。	11/17 第一交割日起

四条路径贡献不均等。①和②在 13 日前已发生，是未演变为挤仓的直接原因。③最易误读：进口盈利再厚也搬不动 11月下旬的船货，深 BACK 把这条路径的盈利几乎全部收走。④属交割制度安排，只改读数，不改货源总量。

深 BACK 既是紧张的结果，也是化解机制：抬高近月、压低远月，使持货商卖现货、多头移仓、远月点价无利可图。仓单压力是被移仓消掉的，不是被补库补足的。

五、11月16日之后：2612 的两种走法

CU2611 到期日 11月16日、第一交割日 17日、最后交割日 18日，交割结算价取 16 日结算价，25 吨/张。16日收盘后 2611 退出，定价基准转到现货与 2612 之间，仓单能否回升成为关键变量。

当下 2612 锁价盈利只剩 549 元，扣除 45 天资金占用 516 元为 +33 元，等于没开。要让远月窗口真正打开，2612 需站上 106,117 元，即现货对 2612 升水由 3,675 元收敛至 2,708 元以内，收敛 26%，这是判断 12 月合约有无操作价值的分界。

情景一，仓单快速回升。交割注销后若重新注册使仓单回到 1 万吨以上，相当于 2612 持仓吨位的 1%左右，月差有望自 3,030 元收敛，2612 相对现货走强，锁价盈利自 549 元抬升；11月下旬到港的 1.9 万吨保税库存才具备转完税仓单的经济性。

情景二，仓单停在 3,000 吨以下。深 BACK 维持，2612 压在 105,000 元附近，净盈利不足百元，贸易商缺乏锁价动力，到港船货继续滞留保税区，12 月高位僵持。

三个可核验的观察量：18日收盘后的仓单注册量及其后一周日均变化；保税区 1.9 万吨转完税仓单的节奏，11月下旬船期是主要变量；洋山溢价与境内升水是否同向，溢价高涨而境内升水继续收敛，说明到港的是远期 CIF 货、境内现货仍紧。

反向力量同样存在。10月国内电解铜产量 108.67 万吨、环比降 3.0%，低库存有供给端支撑；LME 库存 32.91 万吨、13日增 500 吨，内外方向相反。谁先兑现看日度仓单、升水与溢价，交割后方向不作预判。

口径限制

主口径以三个月期作价，用于判断窗口方向与幅度；改用现货或近月作价、中间价及其他费用假设，绝对值线性改变，不可横比。外盘 15:00、内盘 11:30 与汇率收盘属日频配对，存在时点错位，实盘须按同一时点实时价重算。资金天数与利率、港杂费、关税 0% 为情景假设；锁价测试未计保证金、交割与仓储费用。

风险提示

到港货源可能改变境内供需与升水结构；交割前后保证金与流动性变化会放大月差波动；美元、利率与贸易政策可能使价格偏离测算区间。关键数字用于决策前应核对交易所公告与原始报价。

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。

（华鑫期货公司交易咨询建议。作者章孜海，从业资格编号：F03117293，交易咨询编号：Z0019353。本报告仅供与本公司签约交易咨询服务的客户参考。）

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

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）