

行情分析

铜：多空资本加剧博弈，价格高位窄幅震荡

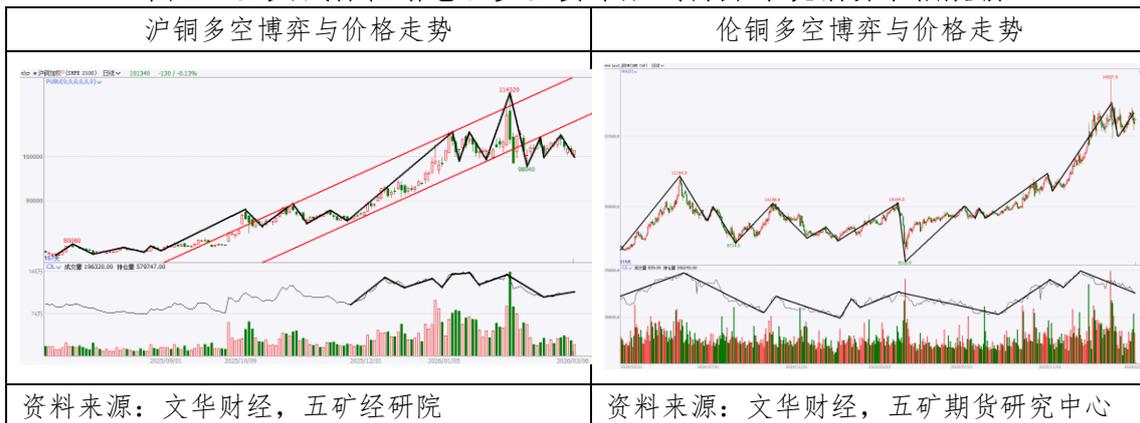
中国金属矿业经济研究院（五矿产业金融研究院） 宋歆欣
五矿期货有限公司 刘显杰、李立勤、卢品先

根据中国金属矿业经济研究院(五矿产业金融研究院)金志峰院长创立的“至简交易”价格实战理论，期货市场和现货市场拥有各自不同基本面，期货价格产生的原点在于期货盘面。本栏目聚焦期货市场自身基本面，重点分析期货市场资金博弈的背后力量与主要影响因素，通过期权市场研判市场情绪和预期变化。

2月至3月上旬，沪铜和伦铜盘面出现空头试探性增仓，多空资本加剧博弈导致价格窄幅震荡。其中，国内产业套保维持高位，国际金融资本和产业资本激烈对峙状态有所缓解。目前，铜价向上突破长期价格区间上沿，短期价格走势脱离加速上涨通道，转为高位震荡运行。国内期权市场看涨情绪偏谨慎，预期3月铜价主要在96000-116000元/吨价格区间运行。

空头试探性增仓、多空资本加剧博弈导致铜价窄幅震荡。沪铜盘面，节前盘面多空资本对减持仓，激烈对峙状态有所缓和；2月下旬至3月上旬，在多头小幅增仓拉升过程中，空头试探性增仓下砸，多空资本加剧博弈、势均力敌，铜价在98000-106000元/吨高位窄幅震荡。伦铜盘面，2月中旬至3月上旬，多空资金持续减仓撤退，铜价在12400-13600美元/吨价格区间窄幅震荡。2月27日，沪铜收盘价为103920元/吨，较上月同期102600元/吨上涨1.3%；伦铜收盘价为13296美元/吨，较上月同期13006.5美元/吨上涨2.2%。

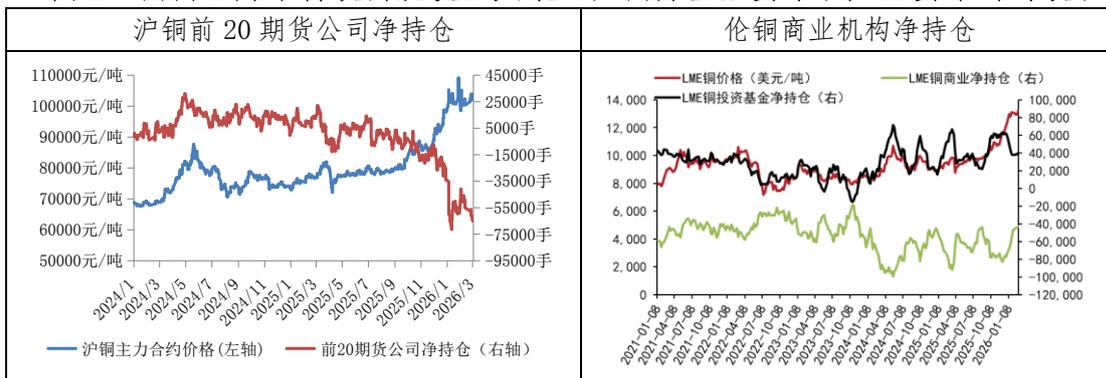
图1：空头试探性增仓、多空资本加剧博弈导致铜价窄幅震荡



国内主力维持较高规模空头敞口，国际金融资本和产业资本激烈对峙状态有所缓解。伴随铜价上涨，国内主力1月显著扩大空头敞口规模，2月空头敞口规模维持高位。2月27日，沪铜持仓量前20名的期货公司持有净空头60733手，较上月同期扩大3559手，产业套保规模继续维持较高水平。2月27日，伦铜商业机构（包括生产商、贸易商、加工商、用户等产业客户）持有净空头43101

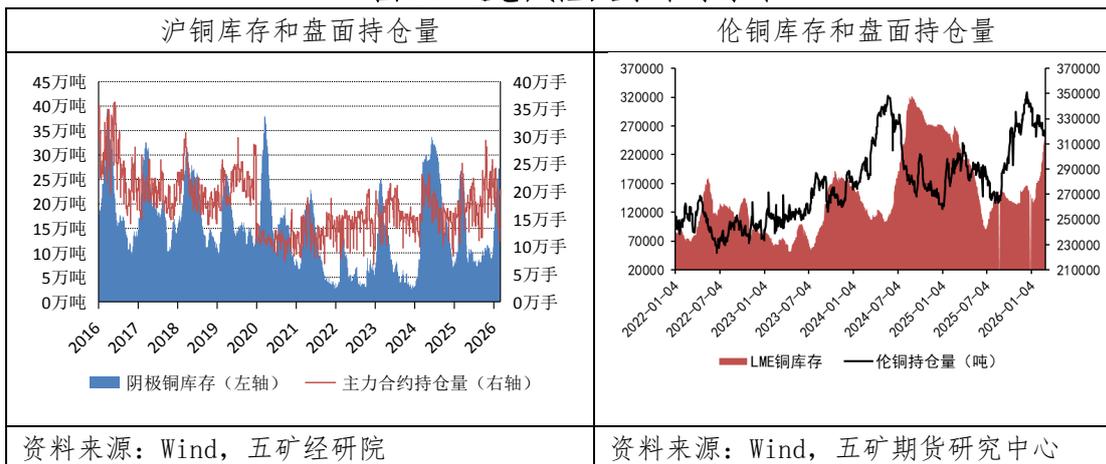
手，较上月同期空头敞口收缩 3775 手，投资基金持有净多头敞口 40499 手，较上月同期多头敞口扩大 2424 手。

图 2：国内主力维持较高规模空头敞口，国际金融资本和产业资本对峙缓和



逼仓风险处于中等水平。2 月 27 日，沪铜主力合约持仓量为 20.4 万手，一手 5 吨，上期所指定交割仓库铜库存为 39.2 万吨，盘面持仓规模与交割库库存之比为 2.6，国内逼仓风险处于较低水平；LME3 个月期铜持仓为 31.6 万手，一手 25 吨，库存为 25.4 万吨，月均可交割产量为 141 万吨，未来 3 个月内持仓量与交易所库存和产量之和比值为 1.76，综合考虑伦铜 Cash/3M 维持贴水，国际市场逼仓风险处于中等水平。

图 3：逼仓风险处于中等水平



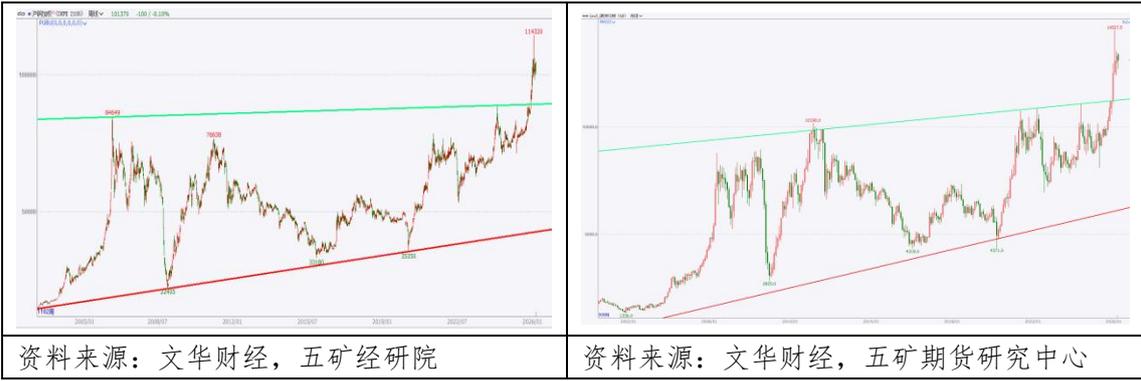
资料来源：Wind，五矿经研院

资料来源：Wind，五矿期货研究中心

铜价突破原长期价格区间上沿。2000 年至 2025 年 11 月，沪铜期货价格长期运行区间在 41000-89000 元/吨，伦铜期货价格长期运行区间在 5100-11200 美元/吨。2025 年 12 月以来，铜价向上突破原长期价格区间上沿，正在形成新的长期价格区间。2 月 27 日，沪铜主力合约收盘为 103920 元/吨，伦铜期货收盘价为 13296 美元/吨。

图 4：铜价突破原长期价格区间上沿

沪铜价格位置	伦铜价格位置
--------	--------

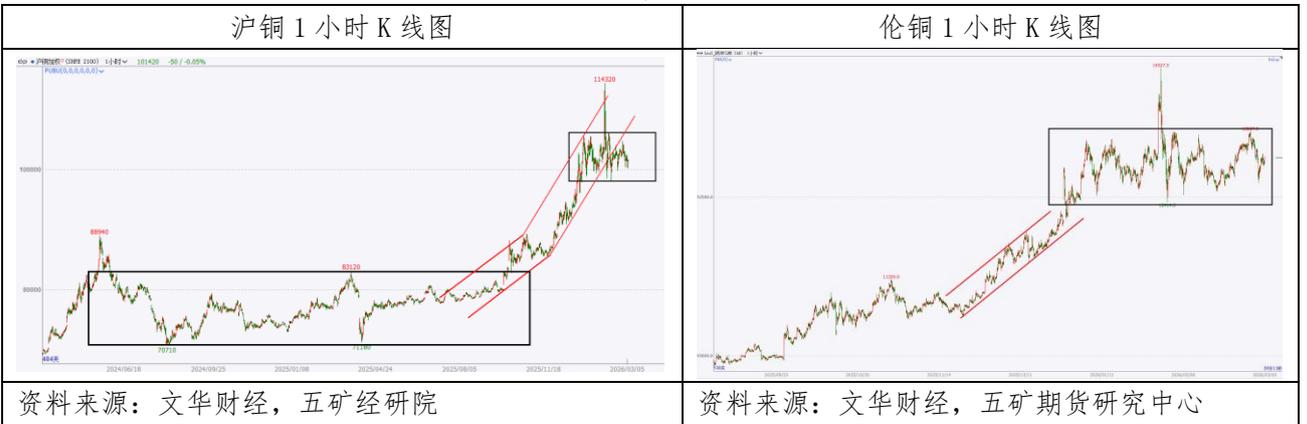


资料来源：文华财经，五矿经研院

资料来源：文华财经，五矿期货研究中心

铜价由加速上涨转为高位震荡。铜价经过前期加速上涨，1月29日沪铜创历史新高达114160元/吨，伦铜创历史新高达14527.5美元/吨。1月底铜价快速回落，2月铜价逐渐脱离加速上涨通道，转为高位震荡，沪铜价格在98000-106000元/吨区间震荡，伦铜价格在12400-13600美元/吨区间窄幅震荡。

图5：铜价由加速上涨转为高位震荡

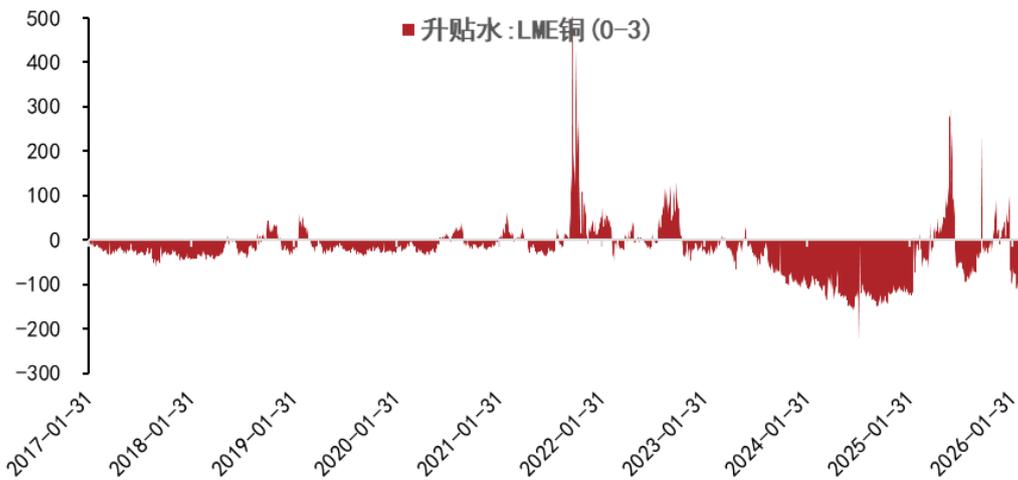


资料来源：文华财经，五矿经研院

资料来源：文华财经，五矿期货研究中心

伦铜远月较近月价格基本持平，现货资源趋于宽松。2月27日，沪铜远月合约价格较近月合约基本持平；伦铜远月合约价格高于近月合约114.16美元/吨，折合升水1%；伦铜Cash/3M贴水为49.47美元/吨，较上月同期上涨44.33美元/吨，现货资源整体维持宽松。

图6：伦铜Cash/3M贴水49.47美元/吨

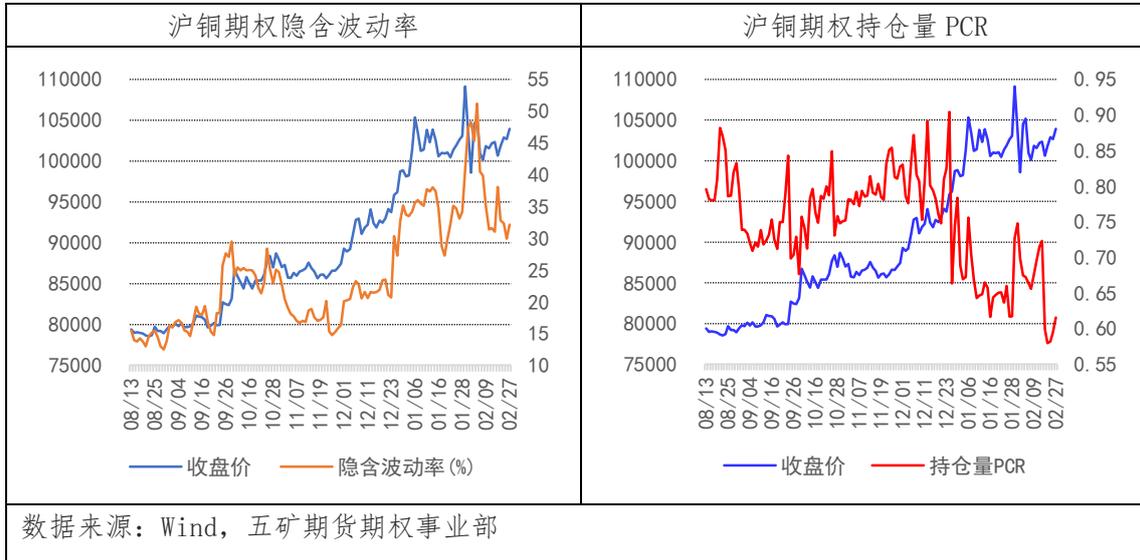


资料来源：Wind，五矿期货研究中心

市场看涨情绪偏谨慎，预期3月铜价主要在96000-116000元/吨区间运行。2月以来，沪铜期权隐含波动率先扬后抑，2月27日报收于32.13%，处于近期

中部水平。从沪铜期权较大持仓量所在行权价来看，2月27日，cu2604合约看跌期权较大持仓量所在行权价为96000元/吨，看涨期权较大持仓量所在行权价为116000元/吨，市场预期3月铜价主要在96000-116000元/吨运行。从沪铜期权持仓量来看，2月27日，看跌期权持仓量为45726手，较上月同期减少12901手；看涨期权持仓量为74312手，较上月同期减少20700手；持仓量PCR报收于0.62，较上月未明显变化，市场看涨情绪偏谨慎。

图7：隐含波动率先扬后抑，期权持仓量PCR未明显变化



作者 | 宋歆欣 中国金属矿业经济研究院（五矿产业金融研究院）
 刘显杰 五矿期货研究中心研究员
 李立勤 五矿期货期权事业部投研高级经理
 卢品先 五矿期货期权事业部投研经理