

## ● 主要结论

我们认为近期急涨急跌的过山车行情更多是对市场过热情绪和资金行为的修正，而铜、铝价格上涨的核心逻辑并未被攻破，因此中长期的偏强趋势仍值得期待，但不可否认的是，在阶段内的金融溢价被挤出以及产业基本面的现实困境之下，铜、铝也正在多方博弈中经历着一轮“难上难下”的调整，春节假期前后价格进一步上行受到一定阻力。

铜价在短期需消化高库存和弱现实的压力，上行流畅性受阻，但中长期在战略价值与产业基本面的双重支撑下，价格重心上移的趋势预计难以逆转。春节后的上攻动力需要关注国内政策预期以及产业的复工去库节奏，预计未来铜价仍有望出现多次冲高回落行情，呈现出上涨趋势中的颠簸。2026年上半年铜价大概率保持震荡上行格局，价格区间看向95000-120000元/吨附近。

预计铝价短期将更多跟随自身产业基本面节奏运行，表现为跟涨铜价时弹性不足，但在回调时因供应刚性而具备一定韧性。价格的实质性突破，同样需要等待春节后清晰的去库拐点和下游需求复苏力度的验证。在需求出现显著改善信号前，铝价上行之路或更为曲折，上涨节奏的流畅性将弱于铜，短期而言，下方23000元/吨-23500元/吨附近存在支撑，中长期仍以多头思路对待。

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

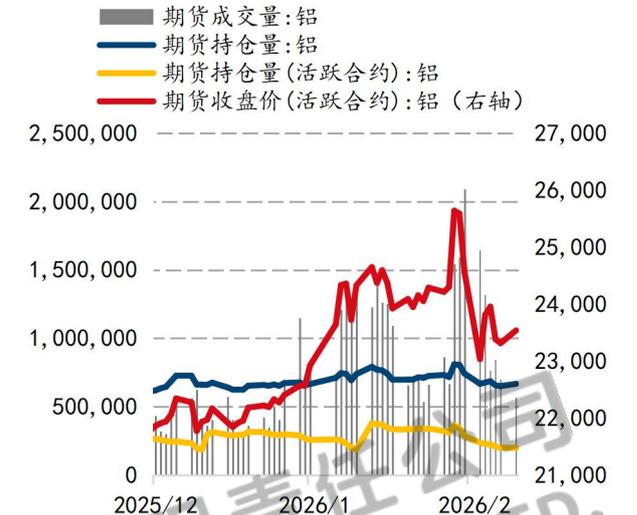
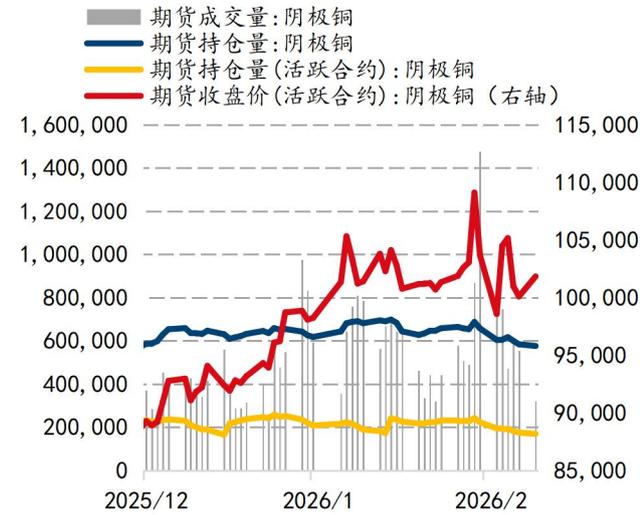
### 独立性申明：

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。

铜、铝等有色工业金属的强势在 2026 年延续，并呈现出更剧烈的波动，不断上演着冲高回落的行情。2026 年 1 月内，铜价及铝价均多次突破历史新高，沪铜创新高 114160 元/吨，沪铝更是一举突破 26000 元/吨一线触及历史新高 26185 元/吨，同时，外盘 LME 铜价也一度直逼 15000 美元/吨大关，LME 铝创历史新高 3356 美元/吨。

图：沪铜主力合约价格及持仓量、成交量变化（手，元/吨）

图：沪铝主力合约价格及持仓量、成交量变化（手，元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

而随着 1 月 30 日贵金属价格的崩跌，市场避险情绪急剧上升，大宗商品市场遭遇系统性下跌，其中，有色工业金属板块因在前期已经积累了过多的金融溢价，多头踩踏离场下，跌幅更为猛烈。随着市场情绪修复，以及宏观及产业面释放的多方信号，铜、铝价格在暴跌之后逐渐向上修复。

我们认为这样一轮急涨急跌的过山车行情更多是对市场过热情绪和资金行为的修正，而铜、铝价格上涨的核心逻辑并未被攻破，因此中长期的偏强趋势仍值得期待，但不可否认的是，在阶段内的金融溢价被挤出以及产业基本面的现实困境之下，铜、铝也正在多方博弈中经历着一轮“难上难下”的调整，春节假期前后价格进一步上行受到一定阻力。

### 一、“乱世”之下 紧扣关键矿产这一主线逻辑

本轮有色工业金属结构性牛市一定程度上已经不仅局限于传统的供需基本面及宏观经济周期和流动性影响的框架，推动价格上涨的另一核心因素在于，铜、铝等金属作为关键矿产的战略价值被纳入定价体系之中。

关键矿产从定义上来说是指对经济安全至关重要却又易受供应风险影响的矿产资源。事实上，关键矿产这一概念早已被提出，各国也都先后推出了自己的关键矿产清单，但在近年来逆全球化的背景下，全球范围内地缘摩擦不断且矛盾升级，对国际贸易和供应链造成巨大威胁，叠加能源转型驱动以及 AI 等新兴产业的发展都离不开各类金属的应用，使得金属需求预期大幅提高，根据国际能源署测算，相较于 2023 年，2030 年全球对关键金属矿产的需求将增加近 2 倍，2050 年将增加 4 倍以上，关键矿产的重要性被不断放大，并逐渐成为本轮价格上涨趋势中的重要推动力。

关键矿产的战略价值和争夺也正从一种宏大的叙事逐渐被具象化，仅仅在过去的一个多月内，一系列具体事件都向市场传达着这样一个信号。一方面，全球矿业巨头加速资源整合，力拓与嘉能可有望重启合

并谈判，此前英美资源与泰克资源也拟打造以铜为主业的重量级企业，其本质都是对上游稀缺资源的争夺与整合。龙头企业在产业链中话语权提升的预期，使市场对未来资源“卡脖子”和价格上涨的担忧进一步显性化。另一方面，国家战略层面也在持续加码，中国有色金属协会提出完善铜资源储备体系，扩大国家铜战略储备规模，探索商业储备机制，并提出可研究将贸易量大、容易变现的铜精矿纳入储备范围；美国特朗普政府计划以120亿美元为启动资金，建立关键矿产战略储备计划——“金库计划”(Project Vault)，以保证美国制造商的材料供应，消除对外部的依赖，并召集多国会议，以强化供应链安全。这些举措直接激发了多头资金对铜、铝等战略资源的押注和长期布局。

与此同时，地缘冲突的频发虽未立即对铜、铝的实物供应链产生直接冲击，却显著加剧了市场对资源“断供”的焦虑。这种情绪催生了预防性囤货、贸易流人为转向、金融资本基于供应中断预期的投机性买入等一系列行为，形成了一种“金融性供给约束”，使得金属价格波动逐步脱离短期产业现实，转而更多映射战略价值与风险溢价。

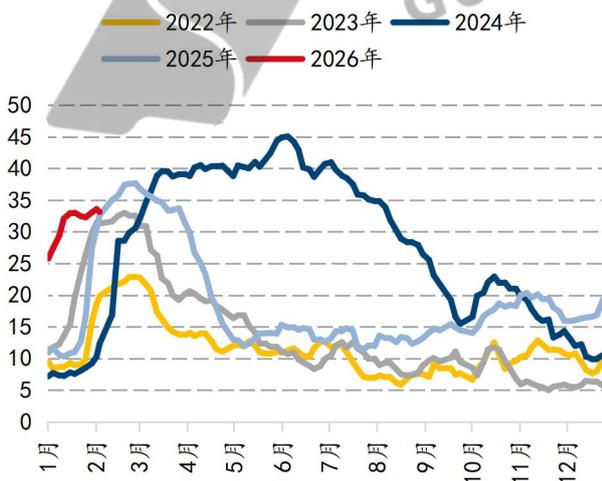
因此，我们认为，当下，关键矿产的战略价值属性已深度嵌入有色金属的定价逻辑，在产业格局、国家战略与市场情绪共振下成为驱动行情、定义价格中枢的长期力量，而非短期题材。在全球各国博弈与能源转型大趋势不变，以及产业供需矛盾短期难解的背景下，这一底层逻辑或难以被撼动，将继续为有色金属价格提供超越传统周期的战略价值支撑。

## 二、铜价的多维驱动与当前市场风险

### 1. 高价与短期现实需求的偏离：产业遇冷

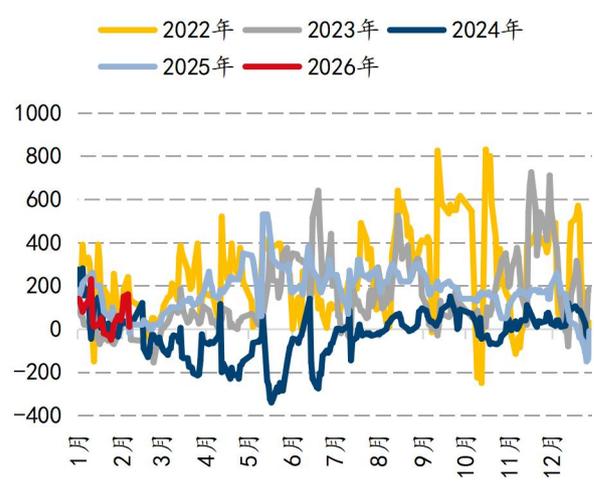
但当关键矿产的战略价值和风险溢价的计入使得价格的上涨斜率逐渐偏离产业的现实接受度时，价格上涨的流畅性也将在意料之中被打破。

图：中国电解铜库存变化（万吨/周）



数据来源：SMM 国信期货

图：电解铜升贴水季节性变化（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

随着铜价一跃突破10万元大关，现货市场也因畏高情绪，采购需求显著下降，叠加此轮价格的迅猛上涨正值金属春节前的传统消费淡季，不少下游加工企业出现提前放假的情况，以应对成本压力。产业现实需求的弱势和观望情绪下，实物买盘的缺失成为铜价的利空因素，阻碍了铜价上涨的流畅性。而随着铜价此轮短暂回调至10万元/吨以下，下游补库需求环比大幅增长，据Mysteel数据，2月2日当日电解铜、

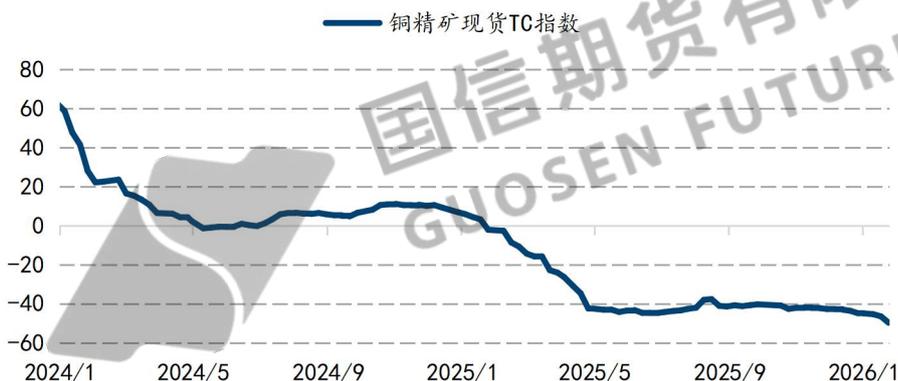
铜杆成交量达 3.8、4.3 万吨，环比+108%、+198%，分别创近三月、2025 年 3 月来新高，显示出高价对需求虽有抑制，但需求端的韧性始终存在。据 SMM 数据，截至 2 月 9 日，中国电解铜社会库存为 33.13 万吨，1 月以来库存水平徘徊于 32-33 万吨区间，处于近 5 年同期的高位。

目前，市场直面的是春节前后，企业从停工至复工的进度，以及假期后库存端的累库压力。据 Mysteel 的调研了解，2026 年春节假期安排上，铜产业链呈现初“上游生产稳定、下游放假普遍延长、整体复工偏晚”的特点。受到高铜价和订单有限的影响，更多中小型企业选择早停工和慢复工，下游不同细分板块亦有所分化，铜箔板块的复工复产情况明显优于水平，且节后库存的拐点预计也较往年有所延后，后续春节假期累库压力以及节后需求复苏不及预期的风险仍将对价格构成向下压制。

## 2. 长期产业矛盾：供应紧张与需求增长的底色

同时需要注意的是，铜矿端长期资本开支不足、已有项目矿山品位下降、供应干扰因素不断所构成的供应增速下降，与铜在电力电网、新能源汽车和 AI 基础设施建设方面的广泛应用所带来的需求增量，二者之间构成的供需矛盾，是铜价上涨的坚实产业基础。目前 TC/RC 仍处于负值的历史低位，进一步反映出铜矿供应的偏紧，并有可能进一步向下游冶炼端传导。这一产业供需矛盾短期难解，也是铜价中长期上涨的产业底色。

图：铜精矿现货 TC 指数（美元/吨）

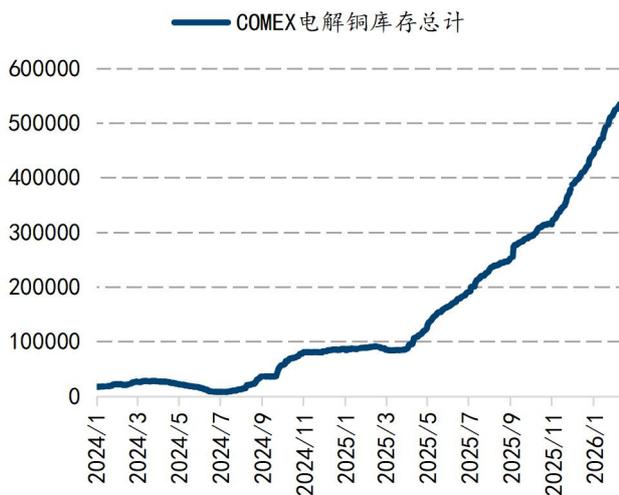


数据来源：SMM 国信期货

## 3. 政策变量：关税预期调整与全球库存分布的重塑

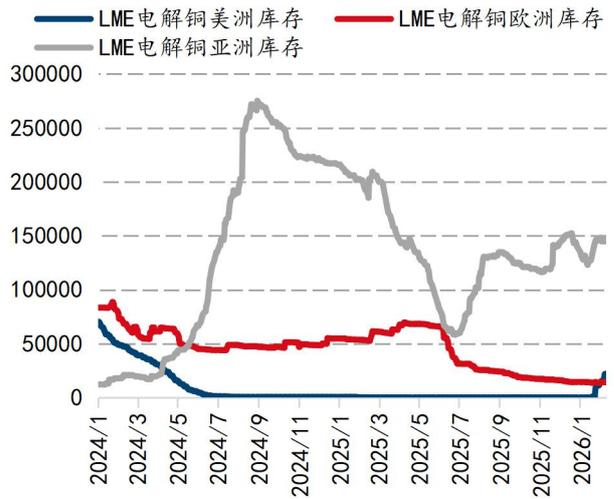
自 2025 年以来，关税预期所引发的美铜高溢价、囤货需求以及金融套利需求，一直是推动铜价走高的重要力量，并使美国维持着对于全球铜资源的虹吸，数据显示，2025 年 4 月至 2026 年 1 月，COMEX 铜库存自 8.8 万吨累库至 52 万吨的历史高位，铜也在 2025 年 11 月被列入美国关键矿产清单。2026 年 1 月 14 日，白宫发布一份由美国总统特朗普签署的公告，内容涉及管控关键矿产及其衍生产品的进口，而在此次的公告与特朗普的言论声明来看，都暂未对铜有涉及，市场对于关税的预期有所削弱，LME 与 COMEX 铜之间的价差也自 1 月中下旬起显著收窄。随着套利空间的关闭，COMEX 铜库存的增加有所放缓，LME 铜库存则出现补库。数据显示，截至 2 月 6 日，COMEX 铜库存为 534405 吨，近三周累库近 5 万吨，LME 铜库存为 184300 吨，近三周累库 4 万吨左右。LME 转向累库的动态变化，一定程度上缓解了此前铜资源过度向美国涌入带来的潜在逼仓风险，但可交割资源的分布仍处于极度不平衡的状态，形成的人为制造的区域性资源稀缺，仍将是未来市场的风险因素。

图：COMEX 铜库存（吨/日）



数据来源：SMM 国信期货

图：LME 铜库存（吨/日）



数据来源：SMM 国信期货

整体而言，铜价经过近期的一轮急涨急跌后，投机情绪受到冲击，当前铜市场正处于多维驱动力的复杂博弈之中。短期来看，高价格抑制与春节淡季效应叠加，导致产业现实需求疲弱，社会库存处于高位且存在节后累库压力，价格面临现实调整压力。中长期而言，关键矿产的战略资源属性定价和长期的产业供需矛盾构成了铜价趋势性上涨的核心支柱，逻辑未被破坏。此前推动价格的金融套利与囤货动力因政策预期变化而减弱，引发全球库存动态变化出现调整，短期降低了极端逼仓风险，但资源区域不平衡的隐患仍存。

综合来看，铜价在短期需消化高库存和弱现实的压力，上行流畅性受阻，但中长期在战略价值与产业基本面的双重支撑下，价格重心上移的趋势预计难以逆转。春节后的上攻动力需要关注国内政策预期以及产业的复工去库节奏，预计未来铜价仍有望出现多次冲高回落行情，呈现出上涨趋势中的颠簸。2026年上半年铜价大概率保持震荡上行格局，价格区间看向95000-120000元/吨附近。

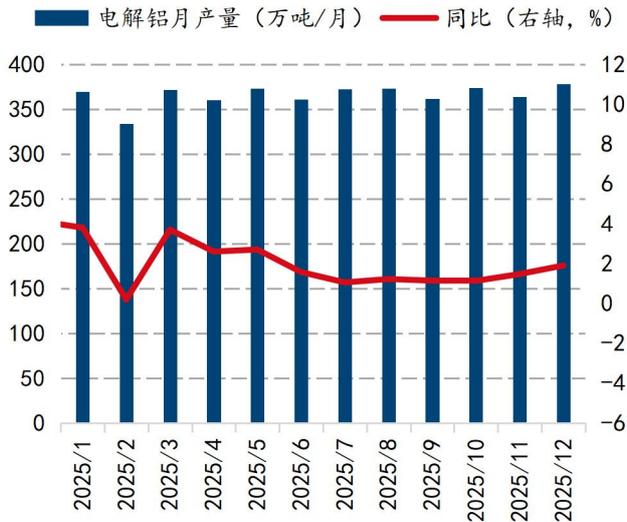
### 三、商品属性更为主导，铝价上行阻力更大

我们认为，相比于金融属性更强、矿端约束更严峻的铜，铝价面临的上涨阻力更为显著。这主要源于其相对较弱的金融属性，使得铝价格在商品属性主导阶段，更易受到需求不佳与库存压力的直接压制。同时，铝的供应约束主要体现在电解铝产能限制而非资源端，其紧张程度不及铜的矿端供应矛盾尖锐。

#### 1. 铝供应刚性显著 关注边际变量的预期差风险

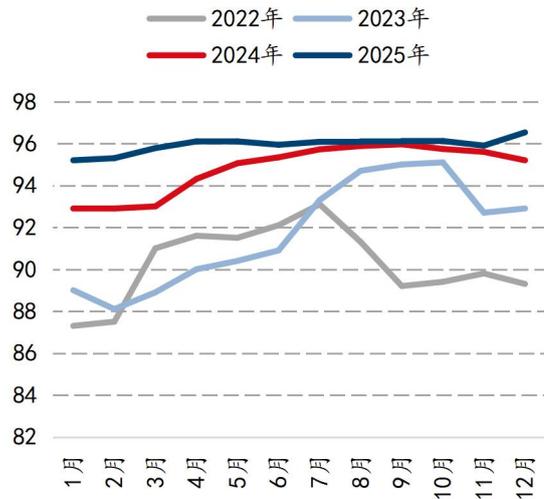
铝的供应约束具有鲜明的“刚性”特征。国内方面，4500万吨电解铝产能“天花板”明确，运行产能已接近上限。海外方面，欧美地区因能源成本高企，自2022年关停的产能复产缓慢，2026年预期增量有限。全球铝供应增量的主要来源是印尼，而印尼虽有大规模产能假设规划，但短期1-2年内投产难度和不确定性较大，释放速度有限。据估算，2026年，国内电解铝整体供应增速预计达到1.5%，海外电解铝供应增速达2.3%左右。因此，全球电解铝供应弹性不足，“供应刚性”成为市场显著特征，任何意外的供应扰动都可能快速引发价格波动。

图：中国电解铝月度产量（万吨/月）



数据来源：SMM 国信期货

图：中国电解铝开工率季节性变化 (%)



数据来源：SMM 国信期货

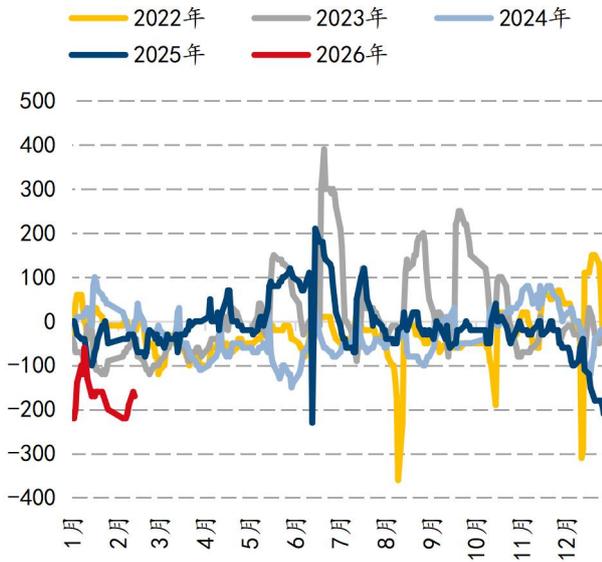
值得关注的是，2026 年以来，国内外供给已出现边际变化，包括美铝 Lista 铝厂复产、冰岛铝厂复产有望提前、莫桑比克 Mozal 铝厂减产或难落地等。然而，市场当前对供应增量的敏感度和定价可能不足，对边际增量计价的忽略可能构成未来潜在的预期差风险。

## 2. 需求走弱与超预期累库压制

与铜相似，宏观及资本面的乐观情绪带来的高价也拖累了现实产业需求，与冰冷的产业现实形成对比。一季度是金属消费的传统淡季，主要消费领域也呈现疲态。新能源汽车市场处于政策补贴转换的观望期；传统汽车消费不振；家电行业进入生产淡季，产业在线数据显示，2026 年 2 月空调、冰箱、洗衣机排产总量同比大幅下降 22.1%。更雪上加霜的是，铝价的走高进一步挤压下游加工企业利润，导致其采购意愿急剧下降，据 SMM 数据，自 1 月铝价重心再度抬升以来，现货市场维持 -220 元/吨至 -160 元/吨的贴水状态，贴水程度远超往年同期，仅维持刚性生产所需。高价之下，春节前的备货也以手持订单为准，较为谨慎。

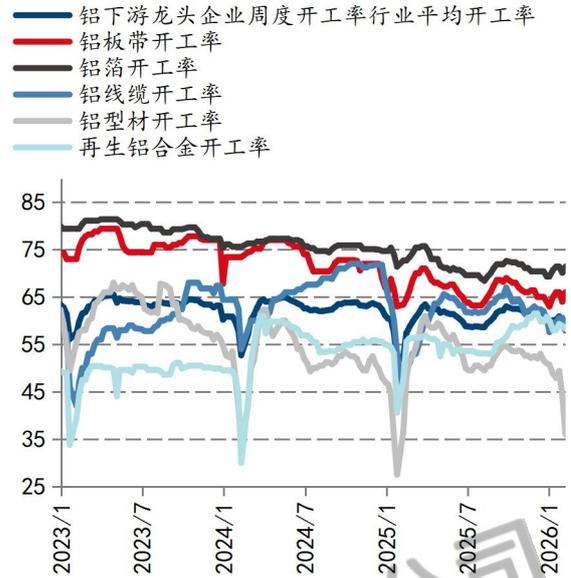
需求的疲弱也在此期间传导至库存端。据 SMM 数据，截至 2 月 9 日，铝锭社会库存已攀升至 85.7 万吨，铝棒库存 28.65 万吨，整体进入累库周期。尤为值得警惕的是，今年的累库拐点明显早于历史同期，且已打破近年来“铝锭低库存常态化”的格局。据调研了解，2026 年春节，受订单不佳和高成本影响，中小型加工企业放假时间普遍较往年提前 7-10 天，整体排产同比下降，且复产时间亦有一定滞后。叠加物流停运也早于往年，节前的有效交易时间也有缩短。随着春节前后需求真空期，市场普遍预期 2 月库存将持续累积至同期高位，节后铝锭的累库水平或超过百万吨，这构成了压制铝价上方空间最坚实、最量化的压力。

图：电解铝升贴水季节性变化（元/吨）



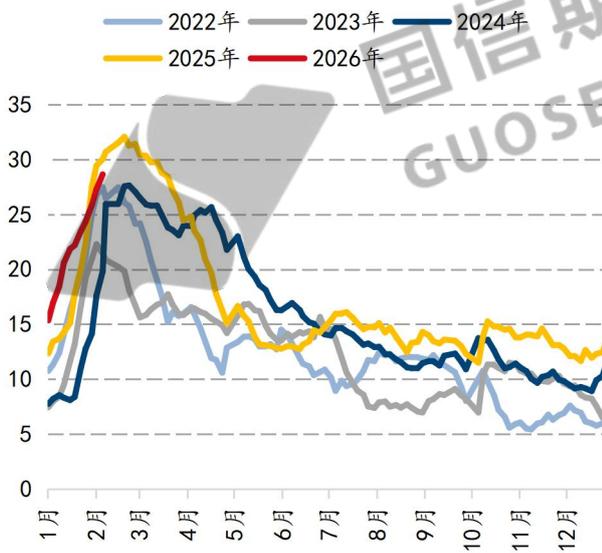
数据来源：SMM 国信期货

图：铝下游加工企业开工率（%）



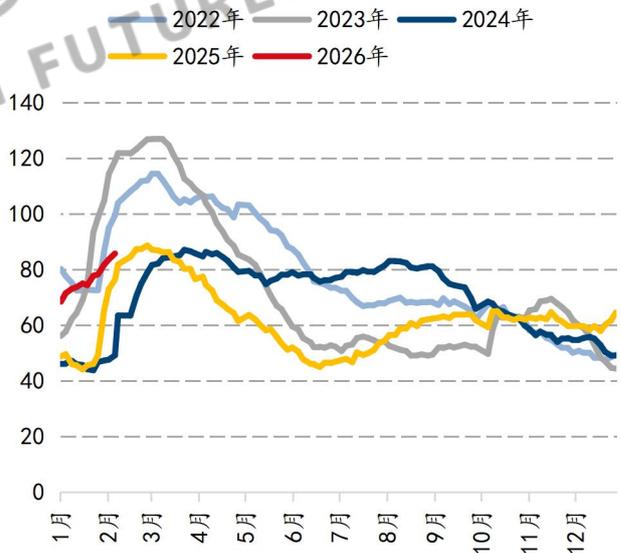
数据来源：SMM 国信期货

图：铝棒库存季节性变化（万吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：铝锭库存季节性变化（万吨）



数据来源：SMM 国信期货

### 3. 潜在上行驱动：比价支撑与地缘风险溢价

尽管现阶段基本面承压，铝价仍存在两方面的潜在上行驱动。一方面是铜铝比价的支撑。前期铜价飙升将铜铝比价推至 4.4 的高位，虽已回调但仍处于历史偏高水平。铜价凭借更强的叙事和金融属性有望保

持相对强势，从而通过比价效应为铝价提供心理和资金层面的支撑，一定程度上激活铝的金融属性。

图：铜铝变化



数据来源：SMM 国信期货

另一方面则来自地缘政治风险溢价。当前中东地区局势依然紧张，包括伊朗在内的中东地区电解铝产能约占全球的 8.3%，且伊朗的铝生产高度依赖进口原料。美国对伊朗政策的持续高压可能显著推高该地区生产成本，影响贸易畅通性，甚至引发生产中断，加剧全球铝供应紧张。另外，欧美地区高昂的现货铝溢价也已进一步向亚洲市场传导，据悉，2026 年第一季度（1 月至 3 月）运往日本的铝溢价最终确定为每吨 195 美元，较 2025 年第四季度的 86 美元飙升 127%，再度体现出全球供应链重构下，市场对于未来铝供应的担忧。

整体而言，地缘争端升级加剧了供应链的脆弱性，同时其复杂性和多变性，也给铝市场资金的选择带来干扰。产业层面上，全球市场铝溢价不断走高，一定程度上脱离了现实需求，国内铝锭库存累库压力成为价格上涨的限制因素。但考虑到铝自身供应增长受限以及需求增长之间的矛盾，及宏观动荡局势下的风险溢价和战略资源属性，铝价中长期上涨逻辑也依然成立。同时，铜价因其更极端的矿端紧缺叙事和更强的金融属性，预计将保持相对强势，从而通过比价效应持续对铝价形成心理和资金层面的支撑，使铝的金融属性得以释放，使得铝价的深跌空间也较为有限。

综合来看，预计铝价短期将更多跟随自身产业基本面节奏运行，表现为跟涨铜价时弹性不足，但在回调时因供应刚性而具备一定韧性。价格的实质性突破，同样需要等待春节后清晰的去库拐点和下游需求复苏力度的验证。在需求出现显著改善信号前，铝价上行之路或更为曲折，上涨节奏的流畅性将弱于铜，下方 23000 元/吨-23500 元/吨附近存在支撑，中长期仍以多头思路对待。

#### 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。