

# 有色品种春节前后价格及库存变化

## 研究院 新能源&有色组

### 研究员

陈思捷

☎ 021-60827968

✉ chensijie@htfc.com

从业资格号: F3080232

投资咨询号: Z0016047

### 师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号: F3046665

投资咨询号: Z0014806

### 封帆

☎ 021-60827969

✉ fengfan@htfc.com

从业资格号: F03036024

投资咨询号: Z0014660

### 联系人

#### 蔺一杭

☎ 021-60827969

✉ linyihang@htfc.com

从业资格号: F03149704

### 投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

## 报告摘要

### 内容概括:

2026年春节前后,有色金属市场呈现分化格局。铜价受宏观面与供给端刚性支撑,但价格上行制约终端需求,节前库存累库快于近年平均水平,截至2月5日社会库存已达33.58万吨。铝价元旦后涨幅达16%,价格传导严重受阻,下游消费被抑制,现货贴水大幅走阔,预计春节累库峰值可达140-150万吨,远超往年。铅市场呈现“淡季更淡”特征,供需双弱压制铅价,蓄电池成品库存高企,企业开工率回落至69%,铅锭累库启动较早但规模较小。锌下游对价格敏感度较低,微观表现相对较好,冶炼亏损处于历史最大水平,预计春节累库峰值约20万吨,低于往年均值。整体而言,宏观因素主导有色价格方向,而各品种基本面差异导致库存与消费表现分化,节后复工节奏将成为关键变量。

### 操作建议:

铜建议关注节后复工进度与库存去化节奏,逢低布局多单;铝需警惕高库存压力,建议观望或逢高沽空;铅关注正月十五后补库需求释放,暂以区间操作为主;锌冶炼亏损支撑价格,建议逢低做多,关注挤仓风险。整体需密切跟踪宏观政策变化及下游实际复工情况。

## 目录

报告摘要 .....	1
铜：价格上行制约终端需求 节前库存稳步上行 .....	3
整体铜定价偏向宏观面及供给端刚性 .....	3
节前累库快于近年来平均水平 .....	4
铝：国内淡季供需双弱，关注节后复工节奏 .....	5
“淡季更淡”供需面双弱压制铅价 .....	5
2026 春节前铅锭社库：累库较早启动但规模较小 .....	7
铅：价格传导受阻，下游消费被严重抑制 .....	8
锌：下游对价格敏感度较差，微观表现相对较好 .....	10

## 图表

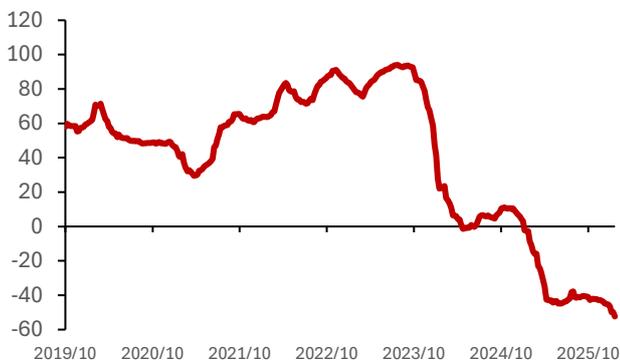
图 1: 进口铜精矿指数   单位：美元/干吨 .....	3
图 2: 铜精矿长单 TC   单位：元/吨 .....	3
图 3: 精铜杆周度开工率   单位：% .....	4
图 4: 电线电缆及漆包线月度开工率   单位：% .....	4
图 5: 铜国内社会库存变化情况   单位：万吨 .....	5
图 6: Pb50 国产 TC(周)-平均价   单位：元/金属吨 .....	6
图 7: Pb60 进口 TC(周)平均价   单位：美元/干吨 .....	6
图 8: 铅精矿含银计价系数   单位：% .....	6
图 9: SMM 原生铅周度开工率：总   单位：% .....	7
图 10: SMM 铅蓄电池周度开工率：总   单位：% .....	7
图 11: 铅国内社会库存变化情况   单位：万吨 .....	8

## 铜：价格上行制约终端需求 节前库存稳步上行

### 整体铜定价偏向宏观面及供给端刚性

2025 年以来沪铜主连价格在元旦节后一度冲高至 114160 元/吨，从定价框架来看其阶段性上行往往更容易由宏观因素牵引，而非单纯由当期供需变化推动。美元与海外政策预期、地缘事件带来的风险偏好变化，常常先行抬升市场对铜的估值；在此过程中，价格上行速度明显快于终端承受能力，出现向下传导不畅，现货成交转弱、产业矛盾显化，进而加大回调与再平衡的需求。与此同时，铜价的中期支撑更多来自供给端的“刚性”：2026 年 1 月铜矿端呈现供应趋紧与长单谈判僵持并行的格局。现货 TC 持续下行，由月初的-45.41 美元/干吨一路走低至月末的-49.84 美元/干吨，创历史新高且降幅逐渐扩大，反映出精矿供应持续偏紧。矿端新增产能释放周期长、扰动频发，使供应弹性有限，价格在宏观利多出现时更容易叠加供应担忧而被放大。总体而言，当前铜的定价更偏向“宏观主导方向、供给刚性提供底部支撑”的框架。

图 1：进口铜精矿指数 | 单位：美元/干吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：铜精矿长单 TC | 单位：元/吨



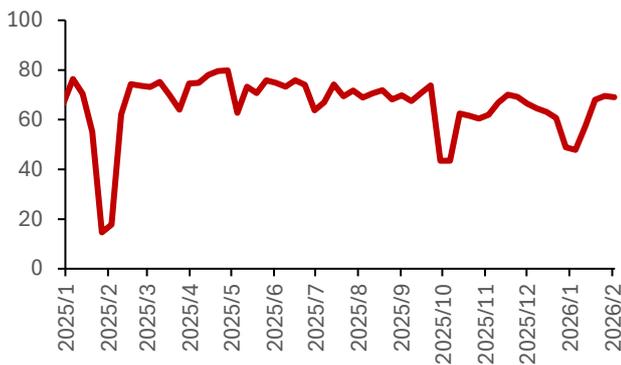
数据来源：Wind 华泰期货研究院

从精炼铜供给角度看，临近春节假期精铜冶炼端呈现原料紧、生产稳、检修影响有限的特征。尽管铜精矿现货 TC 持续探底至-49.84 美元/干吨，但粗铜加工费大幅上行至 2100-2300 元/吨，再生铜及废产阳极板供应宽松，有效支撑冶炼厂维持高位生产。月内冶炼厂检修相对集中，据 SMM 统计，多家冶炼企业于 1 月进行检修，预估合计影响精铜产量约 2 万吨左右。展望来看，春节假期将导致物流运输受限，进出口交投趋于清淡，但冶炼厂上半年原料缺口仍存，且市场对节后消费预期偏乐观，预计洋山铜

溢价窄幅波动，保税区库存整体持平，精铜净进口量有望维持相对稳定。

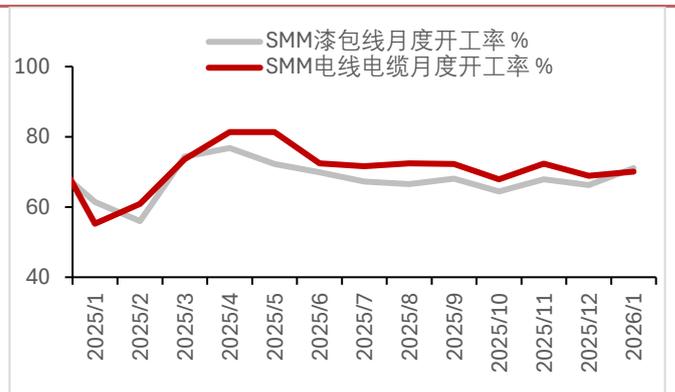
从下游加工环节来看，春节假期临近阶段，铜材加工行业呈现出季节性备货需求与高价抑制效应并存的局面。精铜杆开工率从月初 47.82% 的低位持续修复，月末回升至 69.54%，中下旬春节节前备货需求集中释放，叠加铜价回调带动下游积极补库，推动企业排产规模明显提升；但成品库存环比增加 3.91%，反映出终端市场的实际消化能力仍显不足。铜线缆开工率年末略有上扬，国网订单成为板块需求的核心支撑，而工程端需求则延续疲软态势。漆包线板块表现相对坚挺，开工率始终维持在 79%-83% 的高位区间，主要受益于家电行业年末旺季需求的集中显现。

图 3: 精铜杆周度开工率 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 电线电缆及漆包线月度开工率 | 单位: %



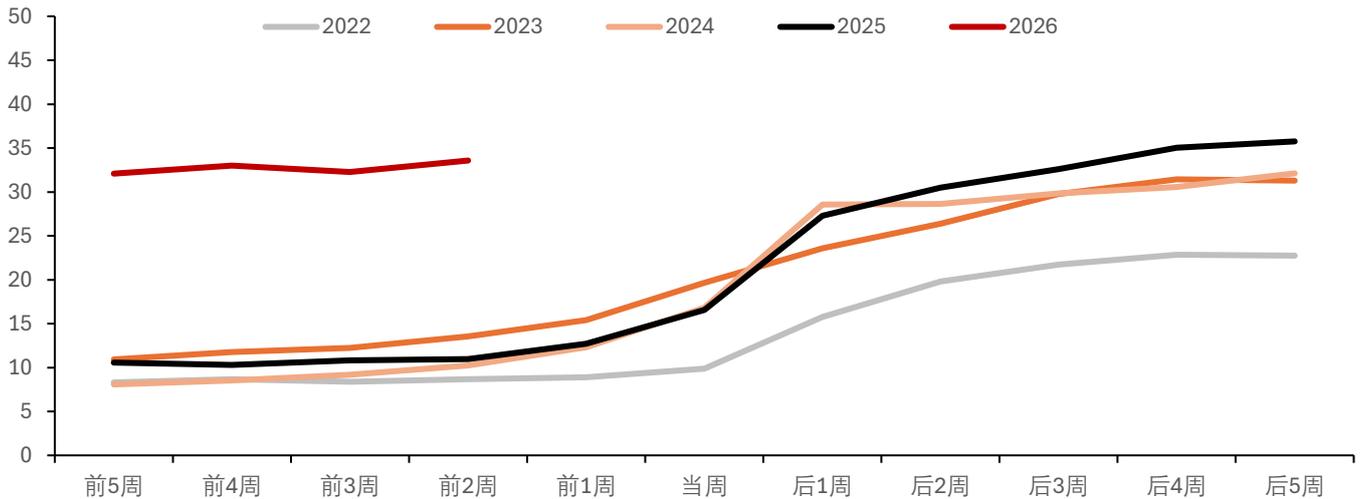
数据来源: Wind 华泰期货研究院

### 节前累库快于近年来平均水平

铜社会库存方面，结合 SMM 电解铜社会库存总数数据来看，春节前库存通常处于相对低位、随后在节后进入集中累库阶段。以近四年为参照：2023 年库存从节前（1 月初约 10.9 万吨）快速抬升至节后高位（2 月下旬约 33 万吨附近），累库幅度在 20 万吨以上；2024 年节前（2 月初约 10.2-12.3 万吨）至节后（3 月中旬一度接近 40 万吨）累库更为显著，峰值接近 40 万吨；2025 年同样呈现“节前偏低—节后快速上行”的特征，1 月中下旬约 10-13 万吨，至 2 月底/3 月初升至 37 万吨以上；2026 年截至 2 月 5 日库存已升至 33.58 万吨，显示节后累库仍在延续。总体而言，从过去四年数据看，铜社库的累库启动时点多发生在春节前数周，并在春节后 1-2 个月左右逐步进入去库/去化节

奏；而 2026 年春节由于前期铜价涨幅较大，下游在价格出现回调时点价积极性较高，导致（以最新 2026 年数据计）节前库存水平已处于偏高区间，若后续到港增加、下游复工节奏偏慢或现货维持贴水格局，累库峰值仍可能进一步上移；反之若价格回落带动补库、加工端复产与终端开工回升更快，则节后高库存的回落窗口可能提前出现。

图 5：铜国内社会库存变化情况 | 单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

## 铅：国内淡季供需双弱，关注节后复工节奏

### “淡季更淡” 供需面双弱压制铅价

临近春节假期，铅精矿市场形成供需趋紧与成本上行交织的格局。本月加工费持续处于低位区间，进口矿加工费（TC）在-150至-160美元/干吨波动，国产矿加工费也出现普遍性下调。受银价高位震荡影响，矿山出货意愿有所提升，却进一步推高了冶炼企业的生产成本。与此同时，高海拔区域矿山提前开启冬季停产检修，冶炼厂则集中开展冬储备货操作，河南、内蒙古等地区原料库存出现阶段性累积；而湖南等地因冶炼厂检修预期升温，企业提前收紧采购节奏，整体市场成交表现清淡。

展望 2 月市场，随着春节假期临近，铅精矿行业将进入供需双弱的阶段。供应端来看，部分矿山在 2 月将正式进入冬休状态，市场供给进一步收缩；需求端方面，湖南多地冶炼厂已规划检修停产，多数企业计划节后再开展复产补库，节前原料采购意愿明显回落。进口矿市场虽依托白银端的盈利空间保持一定交易活跃度，但整体成交预期已趋

于平淡。综合来看，预计节后随着冶炼厂陆续复产，原料补库需求集中释放，铅精矿市场供应偏紧的格局将再度加剧，加工费大概率延续低位运行态势。

消费端看，铅市场呈现出“淡季更淡”的特征：电动自行车蓄电池市场受新国标政策后续影响与季节性淡季双重拖累，消费端疲弱态势尤为显著，经销商成品库存处于高位，普遍积压 1-2 个月的备货量，节前补库仅以刚需采购为主，部分企业已于 1 月下旬提前减产或停工放假。汽车蓄电池市场虽身处传统消费旺季，国内终端需求表现尚可，但受关税政策调整影响，出口订单规模明显萎缩。整体而言，节前铅蓄电池企业周度开工率从前期 70% 以上的水平回落至 69% 左右，且呈持续下行趋势；受成品库存积压影响，企业生产积极性走低，对铅锭的采购仅以逢低刚需补进为主，现货市场整体成交清淡。

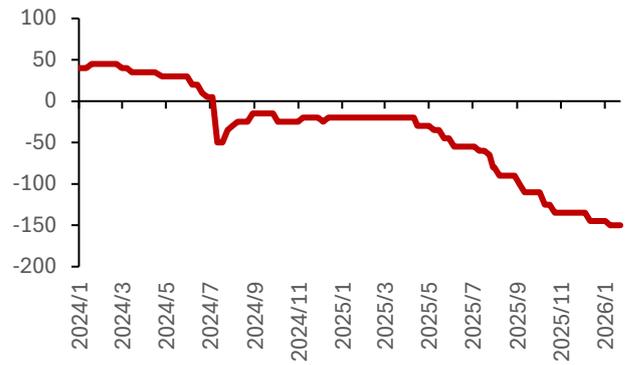
展望 2 月市场，春节因素将成为主导市场运行的核心逻辑。随着农历新年临近，铅蓄电池企业将进入集中停工放假阶段，企业开工率预计将进一步走低。假期期间终端消费几乎陷入停滞，部分企业计划通过节前被动累库的方式应对假期期间的零星需求。节后复工节奏将成为影响市场走势的关键变量，但在当前成品库存高企、订单端尚未出现明显回暖的背景下，2 月上旬市场整体活跃度预计将维持低位，下游实质补库需求需待正月十五之后，视终端市场去库存进度及新订单落地情况逐步释放。

图 6: Pb50 国产 TC(周)-平均价 | 单位: 元/金属吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

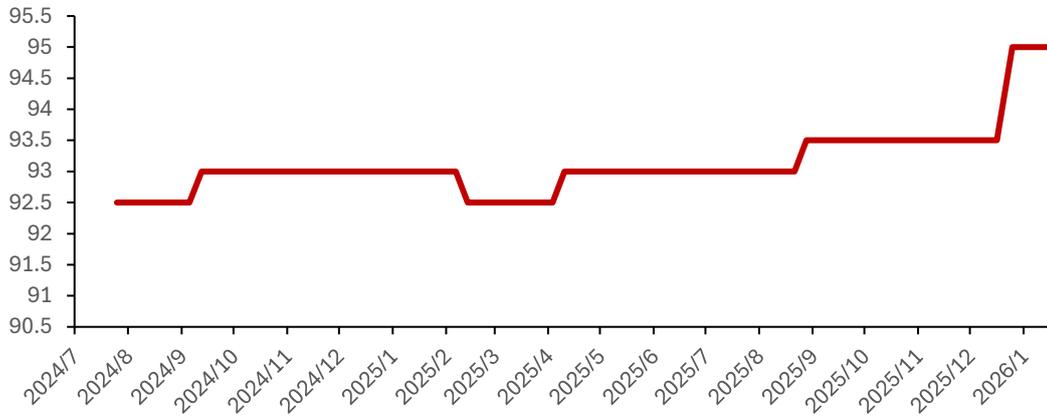
图 7: Pb60 进口 TC(周)平均价 | 单位: 美元/干吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 8: 铅精矿含银计价系数 | 单位: %

铅精矿含银计价系数 (2000克/实物吨 $\leq$ Ag < 2500克/实物吨) (周)- 平均价



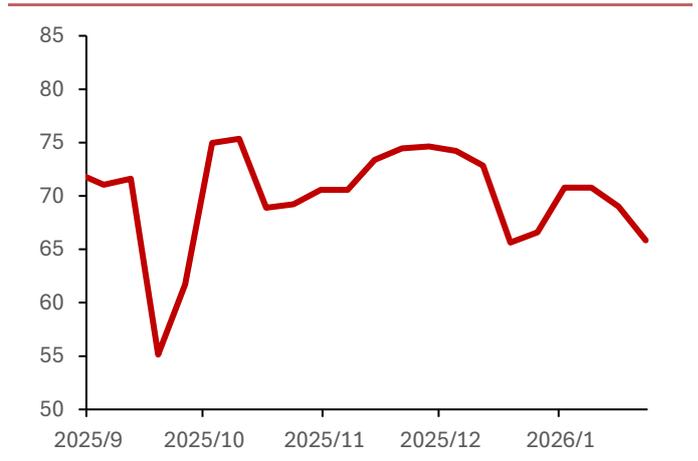
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 9: SMM 原生铅周度开工率: 总 | 单位: %



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 10: SMM 铅蓄电池周度开工率: 总 | 单位: %



数据来源: SMM 华泰期货研究院

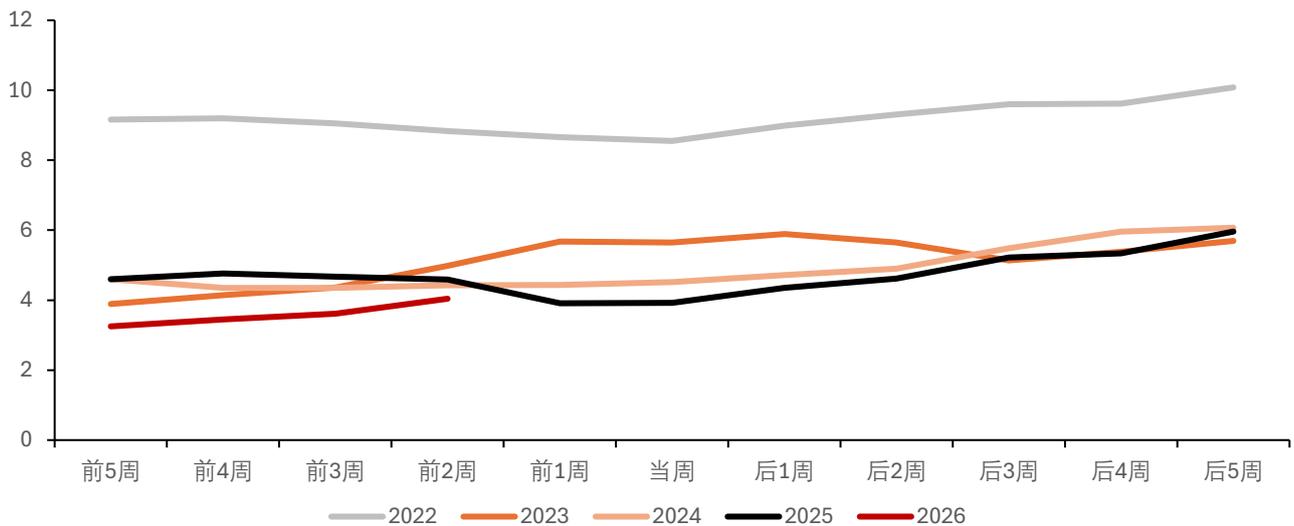
### 2026 春节前铅锭社库: 累库较早启动但规模较小

铅锭社会库存方面, 结合 SMM 铅锭五地社会库存总数数据来看, 春节前库存通常处于相对低位, 随后在节后进入集中累库阶段, 整体呈现“节前降库筑底 — 节后补库抬升”的年度规律, 与铜库存趋势一致但累库幅度因基数差异更温和。以近四年为参照: 2023 年库存从节前 (1 月初约 3.89 万吨) 逐步攀升至节后高位 (2 月中旬约 8.38 万吨), 累库幅度达 4.49 万吨; 2024 年节前 (1 月底约 4.35 万吨) 至节后 (3 月中旬约 6.87 万吨) 累库节奏相对平缓, 累库幅度收窄至 2.52 万吨; 2025 年延续类似特征,

1月底库存约3.91万吨（节前低位），至3月下旬升至7.40万吨（节后高位），累库幅度3.49万吨；2026年截至2月5日（春节前12天）库存已升至4.04万吨，较1月5日的1.90万吨低位显著回升，显示今年累库启动时点较往年提前。

总体而言，从过去四年数据看，铅锭社库的累库启动时点多发生在春节前1-2周，节后1-2个月（3-4月）随着下游需求复苏逐步进入去库节奏；而2026年春节前因前期库存低位（1月5日1.90万吨）叠加部分铅蓄电池企业节前刚需补库，累库提前至1月下旬启动，截至2月5日库存已接近2023-2025年节前低位区间上限（3.89-4.35万吨）。若后续铅精矿到港增加带动铅锭供应提升、节后铅蓄电池企业复工节奏偏慢（受成品库存高企影响）或现货贴水格局延续，累库峰值可能进一步上移；反之若节后铅价回落刺激下游补库需求、铅蓄电池企业复产进度加快，节后高库存的回落窗口可能提前出现。

图 11：铅国内社会库存变化情况 | 单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

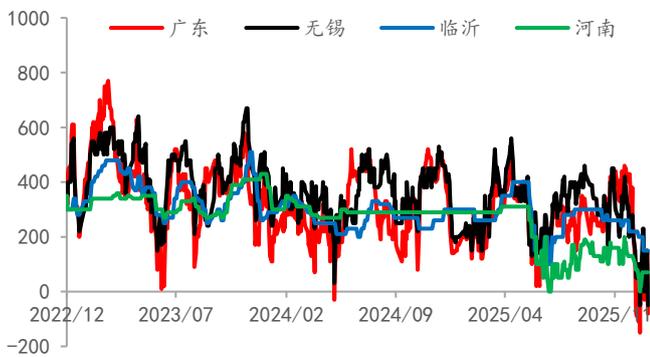
## 铝：价格传导受阻，下游消费被严重抑制

元旦后有色商品快速拉涨，沪铝主力合约价格从22500元/吨最高突破26000元/吨，涨幅达到16%。价格的上涨受多方面宏观及地缘政治的影响，譬如特朗普发言造成美元指数下挫从而利多有色商品；伊朗封锁霍尔木兹海峡造成市场对铝供应的担忧。但价格上涨同时带来了价格向下传导不畅，产业矛盾激发。价格的上涨并非主要由基本面

因素驱动，但当价格大幅偏离基本面时，往往会出现向价值的回归。真正健康的价格增长，应如左右脚协调前行，既需彼此配合，又需相互推动，才能实现持续而稳健的上升。

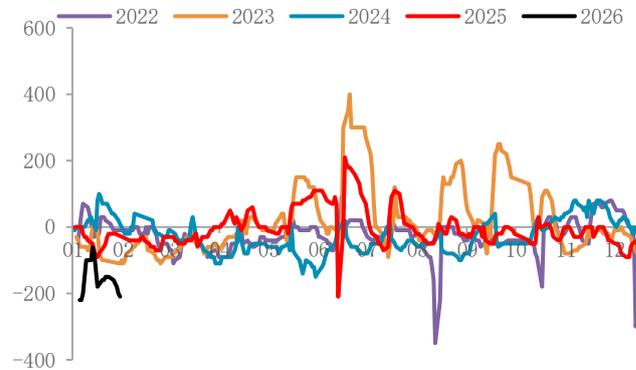
铝价上涨之时，现货市场铝锭贴水快速走阔，目前华东地区贴水从 100 元/吨左右扩大至 200 元/吨，河南地区贴水扩大至 400 元/吨，铝棒进入负加工费。往年同期因运输、下游节前备货以及年底赶着完成生产进度等多方面因素，现货升贴水成走强的态势，而今年由于价格的突然上涨，下游加工企业应对不足，呈现提前放假的显现。今年除夕偏晚，晚于过去 5 年，晚于 2025 年超 15 天，而铝棒和率板带箔产量已经出现了明显下滑。

图 1: 铝棒加工费 | 单位: 元/吨



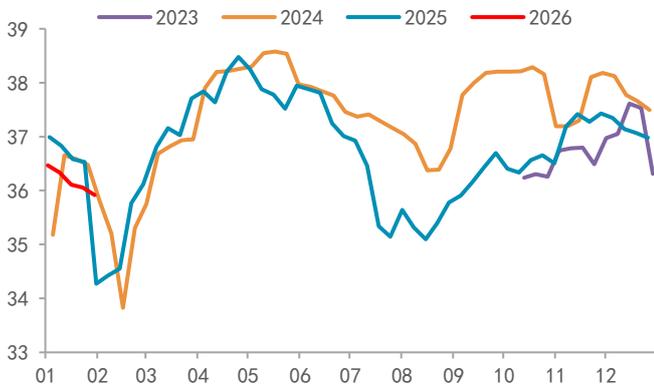
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 2: 铝锭现货升贴水 | 单位: 元/吨



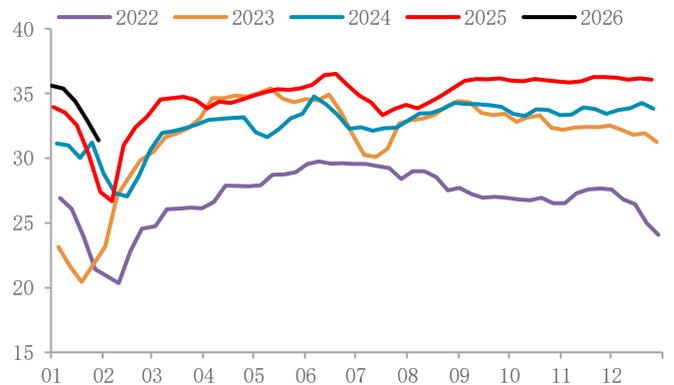
数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 3: 铝板带箔周度产量 | 单位: 万吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

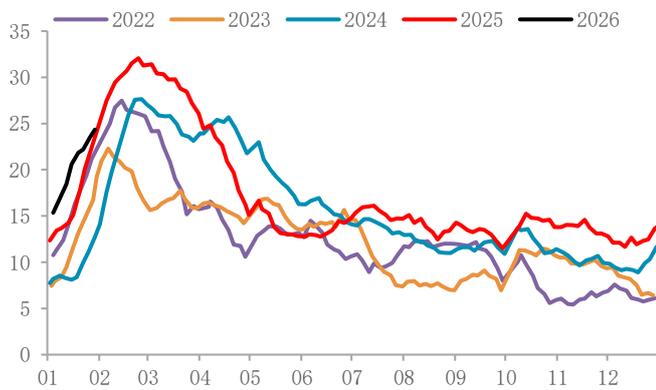
图 4: 铝棒周度产量 | 单位: 万吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

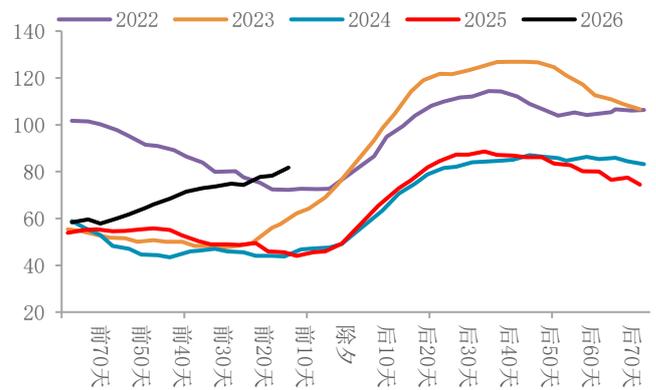
铝锭社会库存方面，自 2025 年 12 月 18 日最低点 57.8 万吨至 2 月初，累库幅度已经达到 23.9 万吨，过去四年平均春节累库幅度仅有 50 万吨，2023 年最高为 79 万吨。从过去四年数据来看，累库开始的时间节点一般是除夕前 15 天左右，而在除夕后 45 天左右开始进入去库周期。而今年从除夕前 70 天开始进入累库周期，按照当前累库幅度线性外推叠加往年春节期间的累库速度，预计今年累库峰值可达到 140 万吨，若铝价持续居高不下，累库幅度或达到 150 万吨。

图 7: 铝棒社会库存 | 单位: 万吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 8: 农历春节前后铝库存 | 单位: 万吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

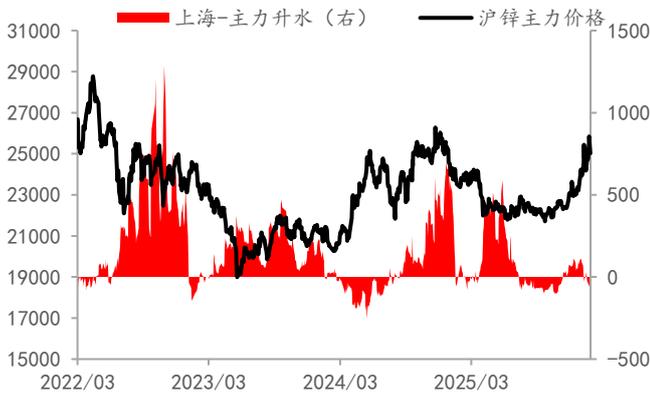
## 锌：下游对价格敏感度较差，微观表现相对较好

元旦后锌锭价格跟随有色一起从 23500 元/吨上涨最高逼近 27000 元/吨，涨幅达到 15%，涨幅略低于铝价但微观数据却呈现出不一样的表现。现货升贴水方面，上涨初期现货依旧可以维持升水状态，且在近日价格大幅度回调后，现货贴水可以呈现修复走势。时间节点上虽然已经逐步进入消费淡季，但由于锌下游加工品中锌成本占比较小，加工企业对锌绝对价格的波动敏感度交叉，因此绝对价格的上涨并未对下游开工率造成过大扰动，下游刚需采购需求仍在。从开工数据表现来看，截至 1 月底下游消费依旧表现强度和韧性，进入 2 月份方才陆续进入消费淡季，而这表现与历年同期季节性表现无差异。

库存方面，按照过去四年数据，春节期间累库均值为 13.3 万吨，其中 2025 年累库仅有 8.1 万吨，平均在除夕前 20 天左右开始累库并于除夕后 40-50 天开始去库。2026 年库存方面，进入 1 月份即使绝对价格大幅度上涨，社会库存也并未出现累计，直至 2 月份才开始呈现累库的迹象，而此时距离除夕只剩下 15 天左右，累库时间节点与往年并

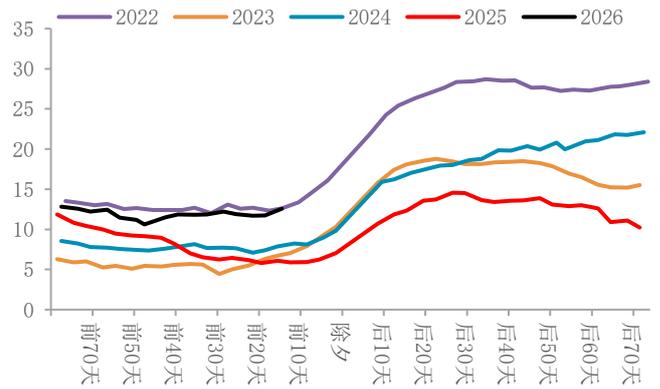
无太大差异。从下游产量统计绝对值相较历年同期表现甚至更为偏强一点，且当前冶炼亏损处于历史最大水平，即使副产品的高额收益，综合冶炼利润同样部分面临亏损，因此预计供给端的压力并不会体现，今年春节累库峰值将低于 25 万吨接近 20 万吨左右。

图 9: 锌锭价格及升贴水 | 单位: 元/吨



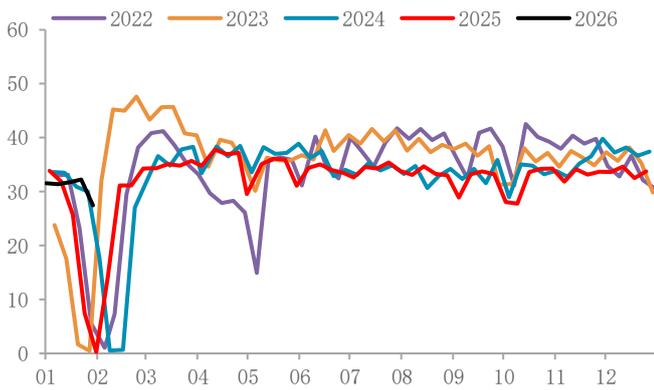
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 10: 农历春节前后锌库存 | 单位: 万吨



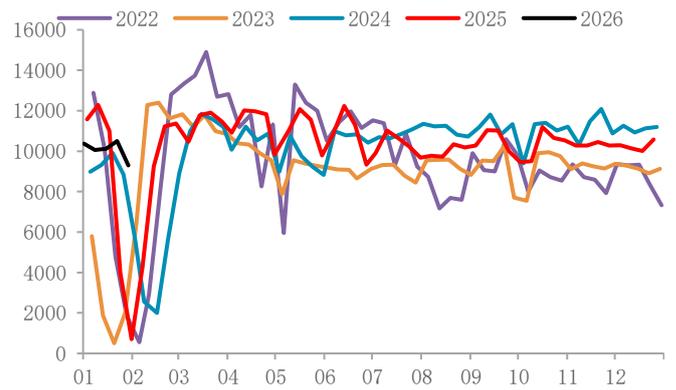
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 11: 镀锌产量 | 单位: 万吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 12: 压铸产量 | 单位: 吨



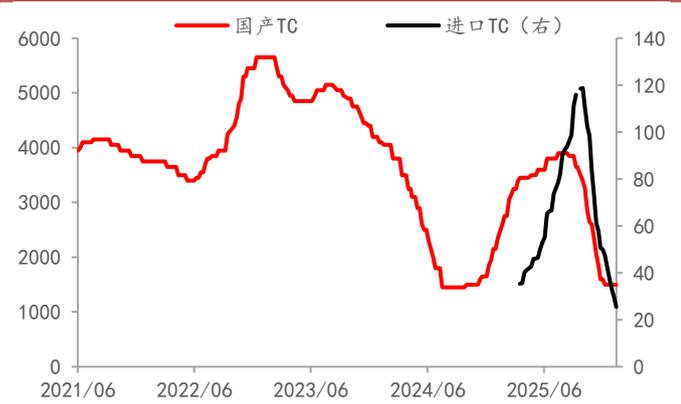
数据来源: SMM 华泰期货研究院

当前冶炼厂冬储基本结束，对矿端采购积极性回落，原料库存储备虽有增加但可用天数水平并不高，国产锌矿因为进入停产放假期因此 TC 近日表现相对平稳，但进口矿 TC 持续下滑，海外招标最新价格重回负 TC，当前矿进口窗口已经关闭，国内冶炼厂

仍旧面临矿偏紧的局面。

锌锭绝对价格大幅度上涨后，冶炼亏损依旧处于历史较大水平，虽然硫酸和白银价格持续走高，算上副产品收益综合冶炼利润仍有部分面临亏损，因此当前锌价估值并不高。即使春节前社会库存累库叠加市场情绪扰动，锌价进一步回调深度依旧有限。春节后若消费如预期来临，社会库存的快速去库依旧存在挤仓风险。

图 13: 矿 TC | 单位: 元/吨、美元/吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 14: 冶炼盈亏 | 单位: 元/吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)