



2026 年 2 月 13 日

## 一切始于郁金香球茎

- ▶ 黄金、白银以及加密货币此前的暴涨开始显露疲态。市场从来不存在“稳赚不赔”的确定性。对市场事件的判断，需要差异化视角和专业认知。
- ▶ 镍市走势较去年明显走强。价格区间整体上移。中期来看，供需格局可能出现变化。投资者对工业金属的关注度也在升温。
- ▶ 印尼仍然是全球镍供应的关键一环。此前宣布的减产措施正在逐步落地。但市场透明度依然不足。矿业领域的监管环境正在趋严。
- ▶ 人工智能相关板块主导了标普指数的走势。这反映出美国经济对颠覆性技术的高度依赖。投资者开始更加谨慎审视这一轮行情。关于是否存在“泡沫”，市场分歧仍然明显。

### 价格走势从来不是单向上行。

早在 17 世纪的荷兰，投资者就已经为此上过一课：资产价格并不会永远线性上涨。史料记载，1637 年郁金香泡沫轰然破裂，一颗郁金香球茎的价格曾被炒到与一栋运河豪宅等值。将近四百年过去了，人们似乎并没有因此变得更理性或更成熟。

尽管历史的教训摆在眼前，人们依然抱有对快速积累财富的执念，希望用尽可能少的体力和脑力成本不断放大资产，说得直白一点，就是“躺着赚钱”。这一执念在今天依然是市场关注的核心。围绕这一点，各类“金融玩家”手段层出不穷，既有合法操作，也有游走在灰色地带甚至违法的做法，欧洲的 Cum-Ex 丑闻就是典型案例。

在当代，泡沫反复出现又破裂：2000 年的互联网泡沫、2007 年/2008 年的房地产与金融危机、2020 年的新冠疫情冲击。而这些显然不会是最后一次泡沫。未来几年是否会被称为“加密货币泡沫”或“科技股泡沫”，目前还无法下定论。关于这一问题的多种观点，我们将在下文进一步展开。

但投机性过热并不只存在于股票和货币市场，其他资产类别同样难以幸免，郁金香泡沫早已给出过历史注脚。当年或许还伴随其他资产价格的异常波动，只是相关记录和史料并不完整，难以得到充分印证。房地产市场也反复验证了这一点：从美国的次贷危机到中国的楼市调整，一旦借助杠杆就能轻松参与价格暴涨，风险往往会被迅速放大。

在这种情况下，很容易把原因归结为贪婪，或者对错过一波暴涨行情的恐惧。但当市场回归相对理性的经济现实、人们逐渐清醒之后，那些由投机推动的动能和资产升值，往往会在缺乏真实增长、经济环境疲弱的背景下被长期消化甚至回吐。

能够在市场过热时及时离场的人，才算是幸运者，真正把利润落袋为安，而不是只停留在账面浮盈，反而背上沉重亏损。此时，一句被反复提及的“市场老话”往往显得格外贴切：“钱并没有消失，只是换了口袋。”在泡沫行情中确实也能赚到不少钱。前提是参与者是信息充分、对资产特性理解透彻的专业投资者。同时，他们还愿意投入扎实的研究与判断，并在关键时刻作出果断决策。

但正如前文所说，这种情况遗憾地只适用于少数参与者。近期黄金、白银以及加密货币的快速上涨，随后又出现看似突然且幅度不小的回调，本身就是值得警惕的信号。更值得注意的是，就连面向普通大众的银行，比如储蓄银行或合作银行，如今也开始向小额储户开放加密货币等高波动性投资渠道，这一点本身就令人不安。这或许意味着价格走势已经接近高点，甚至可能已经触顶。

最终承受亏损的，往往是那些在行情后期入场、坚信“稳赚不赔”的投资者。但放眼长期，最稳妥、也最可靠的财富积累路径，几乎始终离不开踏实而专业的投入，以及持续的热情与专注。即便不以“暴富”为目标，择时的判断和一点运气，也始终是不可忽视的因素。

镍市场的情况则略有不同。它刚刚走出一段相对低迷的周期，目前并不存在明显的泡沫风险，尽管从下游消费端来看，价格自然仍然偏高。无论是伦敦金属交易所（LME）还是上海期货交易所（SHFE），镍及其交易市场本身并不是典型的“散户投机场”。原因在于，这类高度专业化的市场体量有限，难以容纳大规模资金在各个行情阶段都能从容进出。毕竟，没有人希望在集中抛售时把价格砸下来，反而伤及自身利益。

因此，投机资金对金属的关注更多集中在贵金属，或是铜、铝等品种，后文将进一步展开分析。相比之下，镍的“存在感”往往只能算第二甚至第三梯队。不过，围绕镍的投资兴趣同样存在，更重要的是，镍作为合金金属、电池金属，无论来自矿山开采还是再生回收，都具有现实产业需求。因此，从中期视角看，供需基本面数据对镍的可获得性以及价格走势具有决定性影响。

对 2026 年的整体前景，基本判断仍然偏向积极。在印尼方面发布相关消息（见下文）之前，镍价长期运行在 14,500 美元/吨至 15,500 美元/吨的区间内，而这些消息随后推动价格明显上行。自 2026 年 1 月 1 日以来，镍价最高触及 19,150 美元/吨，最低则为 16,500 美元/吨。

但和往年一样，市场此前对钢铁、不锈钢等相关品种的预期，早早就指向“至少在下半年会明显走强”。如今从宏观数据和企业财报来看，这一判断并未兑现。因此，从经营层面的审慎角度出发，2026年更适合稳中求进，待基本面真正改善后，再去享受更具持续性的上行趋势。截至本文撰写时，LME 镍价约在 17,000 美元/吨附近波动。

### 印尼镍政策牵动市场——行情在预期与现实之间拉锯

如前所述，镍市在新年伊始表现强劲。原因在于，许多市场参与者预期，作为全球产量占比约 65% 的“重量级玩家”，印尼可能会收紧此前几年快速扩张的供应。这一预期在 LME 的盘面反应得十分明显：三个月期合约从 12 月中旬约 14,200 美元/吨的低点，攀升至 1 月中旬接近 18,900 美元/吨。这一价位上一次出现还是在 2022 年。

推动行情转向的直接导火索，是印尼首都雅加达在 12 月发布的相关表态。印尼能源部长巴赫利尔·拉哈达利亚（Bahlil Lahadalia）提出，今年将明显收紧镍矿开采许可。相关配额预计将从 2025 年的 3.79 亿吨，下调至 2.5 亿至 2.6 亿吨。鉴于印尼在全球市场中的主导地位，市场反应自然十分强烈。

不过，标题背后隐藏着一套相当复杂的数据逻辑。所谓的采矿配额是以“湿吨”为单位统计的，其中包含水分。麦格理银行的分析指出，含水率最高可达 40%，这使得很难精确折算成实际可供市场使用的镍金属量——而后者才是统计和评估时通常采用的口径。此外，市场透明度依然不足：无论是实际核发的采矿配额，还是最终的产量数据，都没有被系统性公开披露。

不过可以确认的是，去年获批的开采规模已经明显高于真实需求。根据印尼镍业论坛 FINI 的数据，2025 年对镍矿的需求约为 3 亿吨。其中还包括进口量，主要来自菲律宾；世界金属统计局的数据显示，前 11 个月进口规模约为 1,400 万吨。

印尼镍业论坛（FINI）预计，2026 年镍矿需求将进一步上升至 3.4 亿至 3.5 亿吨，因为大量加工产能将重新启动。因此，即便采矿配额下调，也并不意味着供应会突然收紧，而更像是对市场的逐步“理顺”和回归理性。彭博社 2026 年 2 月 12 日的报道指出，若要推动镍价明显走高，市场供给必须出现更为明显的收紧。相比之下，尽管铜的可见库存处于偏低水平，但镍的充裕库存并未出现任何实质性下降迹象。

印尼政府当前面临的，更多是一场“平衡术”。一方面，需要遏制过剩供应，对短期内扩张过快的产业适度降温。另一方面，也要避免因原料短缺而影响已投产或在建项目的正常运行。基于上述考量，雅加达方面近期已暂停批准新的镍生铁（NPI）冶炼项目，该产品主要用于不锈钢生产。

与此同时，政府正加大对非法采矿和环境违规行为的打击力度。摩根大通指出，2025 年 1 月，在普拉博沃·苏比延多（Prabowo Subianto）总统领导下，印尼成立了一个专门负责执行林业与矿业法规的工作组，并直接向总统负责。该举措旨在系统性打击林区内的非法活动，重新强化国家对资源的管控，同时增加财政收入。仅在首年，就已查明数百万公顷被非法占用的土地，相关许可被撤销，并处以高额罚款——这清晰表明雅加达正转向更为强硬的监管路线。

此外，官方还宣布将在年中对采矿配额进行复核。如果供需失衡进一步扩大，相关配额数据仍有可能再次调整。这对市场而言意味着：当前这一轮价格上涨在很大程度上反映的是预期，而印尼的镍政策本身仍具有高度不确定性。此外，市场过去也多次被各种“政策表态”所误导，最终却并未真正落地。

## 投资者重新关注工业金属——镍被“铜热”带动走强

大宗商品领域的资金流向正在出现明显变化。2025年，几乎只有贵金属从所谓的“货币贬值交易”中受益，而如今投资者正逐步将目光转向基本金属。铜仍是核心焦点，但镍也在被逐步“带入行情”。如果各国持续放松货币、或长期维持高赤字水平，单个货币单位的购买力往往会随着时间推移而被侵蚀。投资者希望通过“货币贬值交易”，对冲长期结构性通胀上行的风险。

推动这一轮行情的导火索，是2024年夏季美国国债收益率的下行。最先作出反应的是黄金，随后是白银，最终蔓延至工业金属。去年流入ETF（交易型开放式指数基金）的资金中，94%流向了贵金属，投向工业金属的仅有0.6%，但到2026年1月，趋势已出现明显转向：仅当月，主要工业金属ETF的资金净流入就达到12亿美元，超过了2025年全年的总和。

铜依然是受益最大的品种——价格近期一度升至14,000美元/吨以上。在LME市场，2025年末平仓合约净额（即截至交易日收盘仍未通过交割或对冲平仓的期货合约总规模）增加了324亿美元，其中投资基金贡献了219亿美元。约有一半资金流向了铜。

但资金流动并不只局限于这一“红色金属”。从按金属拆分的成交量结构来看，2026年以来，所有基本金属的交易活跃度均明显上升——镍也明确包含在内。这一轮成交量放大的趋势在年初尤为突出，尤其是在上海期货交易所（SHFE），1月份的日均成交量环比增长了72%。

上海期货交易所的未平仓数据同样显示，镍也处在这轮资金轮动之中。2025年，基本金属板块的未平仓合约总规模增加了203亿美元。其中，镍被单独列为一个品种。与此同时，前20大期货公司净持仓减少了34亿美元——这表明新的市场参与者以及投机资金的影响力可能正在上升。

LME的情况也大致相同：尽管铜的持仓结构主导了整体趋势，但镍同样参与了这一轮持仓规模的扩张。因此，“货币贬值交易”不仅推高了铜价，也对其他工业金属形成了正向支撑——只是力度不及铜。

不过，随着资金持续流入，市场情绪也随之变得更加紧张。如前所述，基本金属市场整体规模相对有限，而当前参与度已明显上升。中国监管部门已经作出反应，通过提高保证金比例、设置价格波动限制以及限制高频交易等措施，来抑制过度波动，并主动维护市场交易秩序。

## 人工智能（AI）成为焦点

人工智能（AI）在2025年频频登上头条，这一趋势在2026年似乎仍将延续。尽管从技术和社会层面看，AI的变革性毋庸置疑，但围绕相关估值和投资规模的担忧正在升温，越来越多人开始质疑该领域是否已进入泡沫阶段。

这种不确定性在《财富》杂志10月的一则标题中体现得淋漓尽致：“75%的利润、80%的营收、90%的投资——AI几乎完全主导了标普指数”，而摩根士丹利的首席分析师也表示“非常担忧”。尽管这条标题聚焦的是标普指数，但其所反映的问题，实际上适用于整个AI产业。标普指数毕竟是全球最重要的股票指数之一，涵盖了美国500家领先上市公司

司的股票。估值的快速攀升以及动辄数十亿美元的资本投入，加剧了市场对泡沫风险的担忧。这种担忧还因 AI 硬件更新迭代极快，以及产业内部存在“资金循环流动”等现象而进一步放大。

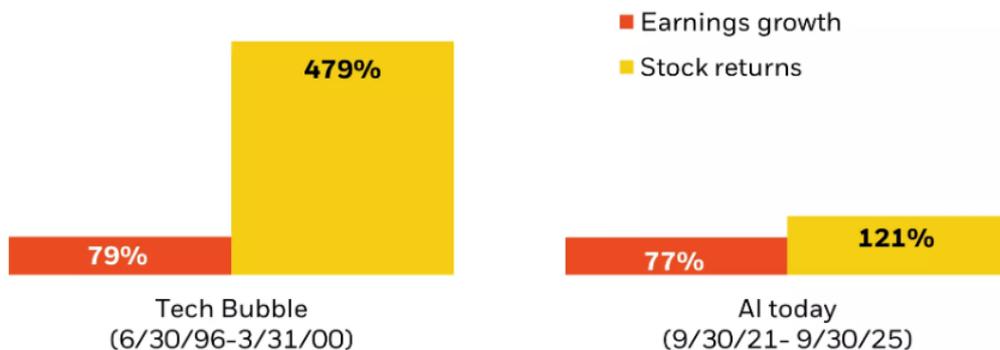
橡树资本联合创始人霍华德·马克斯（Howard Marks）在 12 月发布的一份备忘录中，也指出了类似的市场动向，标题直指《这是不是一场泡沫？》。（[链接](#)）。他指出，投机行为、对错失机会的恐惧、产业内部的“循环式商业模式”、特殊目的载体，以及动辄 10 亿美元规模的初创企业融资，都是泡沫化的重要信号。他同时提到，历史上具有颠覆性的技术，如内燃机、广播以及互联网，在发展早期同样经历过泡沫破裂，令不少投资者遭受重大损失。但这些投入的资本对于相关技术的研发和落地至关重要，最终也推动了长期的生产力提升和社会层面的收益。

就生产力而言，AI 的经济效应仍存在不确定性，因为其潜在影响可能会受到关税、地缘政治紧张等更高层级因素的制约，而这些因素已在 2025 年深刻影响了全球经济增长。包括麦格理银行在内的分析人士指出，历史上，颠覆性技术带来的生产率提升往往滞后于技术本身的引入，而具体由哪些机制推动这些提升，至今仍存在争议。

尽管关于 AI 存在泡沫的论点十分有力，但市场上也有不少重量级的反方观点。该领域的用户规模已超过 10 亿人，超大规模云服务商仍保持着强劲的营收增长。高盛指出，从宏观角度看，AI 相关投资支出目前约占 GDP 的 0.8%，而过去 150 年历次科技热潮的峰值往往达到甚至超过 GDP 的 1.5%（[链接](#)）。AI 相关股票的估值水平，也明显低于此前房地产泡沫和互联网泡沫时期的高位（[链接](#)）。不过，也需要看到，投行在这些投资赛道中本身存在不小的利益相关性。

## Tech bubble returns far outpaced earnings—not the case today

Earnings growth and performance (%)



Source: Refinitiv from 6/30/1996 to 3/31/2000, and AI today 9/30/2021 to 9/30/2025 (right). Price represented by the S&P 500 Information Technology Index, and Earnings represented by the I/B/E/S S&P 500 Information Technology Index consensus 12-month forward earnings. **Past performance does not guarantee or indicate future results. Index performance is for illustrative purposes only.** You cannot invest directly in the index.

## LME（伦敦金属交易所）

伦敦金属交易所官方收盘价（3 个月）



2026 年 2 月 13 日			
	镍 (Ni)	铜 (Cu)	铝 (Al)
官方收盘 3 个月卖出价	17,010.00 美元/吨	12,825.00 美元/吨	3,028.00 美元/吨

## 伦敦金属交易所库存（吨）

	2026年1月13日	2026年2月13日	Delta 值（吨）	Delta 值（百分比）
镍（Ni）	284,148	<b>287,088</b>	+ 2,940	+ 1.04%
铜（Cu）	141,550	<b>203,875</b>	+ 62,325	+ 44.03%
铝（Al）	494,000	<b>481,550</b>	- 12,450	- 2.52%