

跟跌不跟涨之谜：为什么有色板块的 β ，氧化铝吃不到？

报告日期：2026/6/4

投资咨询业务资格

皖证监函【2017】203 号

研究所 化工小组

研究员：潘兆敏 从业资格号：F3064781 投资咨询号：Z0022343

初审：张莎 从业资格号：F03088817 投资咨询证号：Z0019577

复审：赵肖肖 从业资格号：F0303938 投资咨询号：Z0022015

总部地址：合肥市包河区花园大道986号安粮中心23-24层

客服热线：400—626—9988

网站地址：www.alqh.com

一、氧化铝的“有色叛徒”走势

如果你把有色板块指数和氧化铝指数放在一张图上叠加，你会看到一个令人困惑的景象：两者的相关性长期偏弱，甚至阶段性呈现出显著的背离走势。在这个宏观定价的时代，氧化铝活成了有色家族里的“叛徒”。

当铜、金、银高歌猛进，交易全球再通胀逻辑时，氧化铝趴着不动；

当宏观情绪退潮，有色板块集体回调时，氧化铝往往跌得更狠。

这种“跟跌不跟涨、甚至逆势下跌”的撕裂走势，原因何在？

图：氧化铝加权指数与有色板块指数叠加



资料来源：文华财经

二、为什么氧化铝“跟跌不跟涨”？

2.1 根本原因——产业链利润分配极度不均：“两头吃中间”

铝产业链的利润分配格局是理解一切的起点：

铝土矿（几内亚控量保价）→ 氧化铝（严重过剩，微利/亏损）→ 电解铝（暴利，单吨利润曾突破 8000 元）

电解铝因为有中国 4500 万吨产能政策天花板，加上能源约束，供给刚性极强，利润高度集中于此环节而氧化铝没有政策壁垒，产能一路狂飙——2025 年国内建成产能已超 1.1 亿吨，2026 年进一步扩至 1.17 - 1.24 亿吨，而实际需求天花板对应的合理需求仅约 7500 - 8000 万吨/年（对应电解铝产量约 4000 - 4200 万吨）。

结果：氧化铝价格在成本线上方一丁点的位置运行，利润空间被上下游双向挤压，沦为电解铝的“嫁衣”

- 宏观上涨时：涨的是需求预期 → 电解铝/铜的稀缺性溢价，氧化铝过剩格局不改，电解铝厂反而压价采购。
- 宏观转冷时：氧化铝跟随下跌，叠加需求预期下修、成本通缩、去库放缓，且自身无供给紧缺故事。

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

2.2 直接原因——三个结构性枷锁

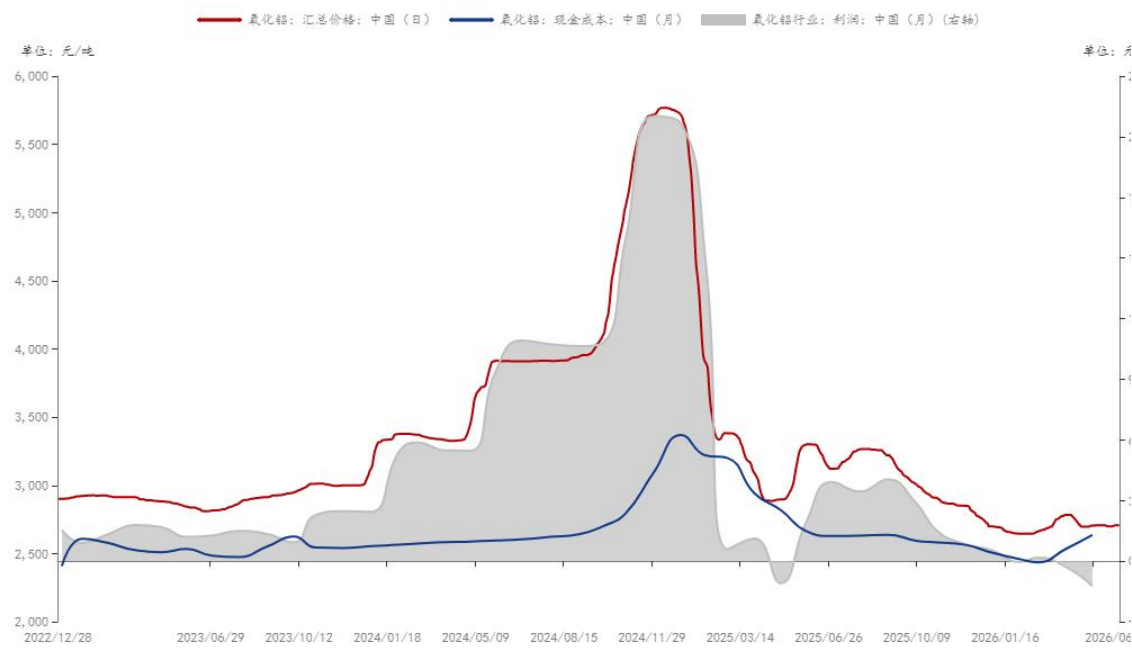
1. 产能无天花板 vs 需求有天花板（最核心）

电解铝有 4500 万吨硬顶 → 氧化铝理论年需求上限 $\approx 4500 \times 1.92 \approx 8600$ 万吨。但氧化铝建成产能已经 1.2 亿吨+，就算砍掉一半开工率，供给也够用。过剩不是周期性的，是结构性的。

2. 定价机制是“成本定价”而非“供需溢价定价”

其他有色（铜、铝锭）的冶炼厂赚的是加工费+金属价差，定价权在金属端；氧化铝没有加工费保护，价格紧贴行业平均成本线波动（完全成本约 2700 元/吨，现金成本约 2500 - 2540 元/吨），很难走出趋势性大牛市。

图：氧化铝成本与利润



资料来源：钢联

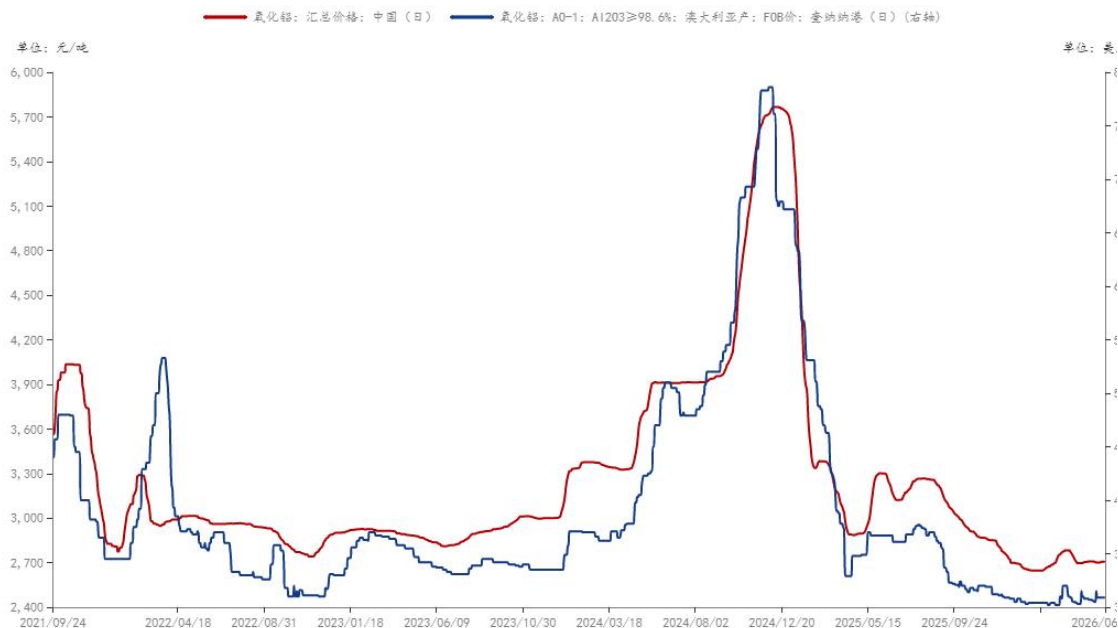
3. 海外过剩倒灌 + 中东需求塌方

中东地缘冲突导致当地约 30% 电解铝产能停产，区域氧化铝需求萎缩，原本流向中东的货物回流全球市场，进一步加剧过剩。海外氧化铝低价也持续压制国内价格上行空间。

注：澳大利亚产氧化铝 ($Al_2O_3 \geq 98.6\%$) FOB 奎纳纳港价格 309 美元/吨，按汇率 6.78 换算约 2095 元/吨。

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

图：国内与海外氧化铝价格对比



资料来源：钢联

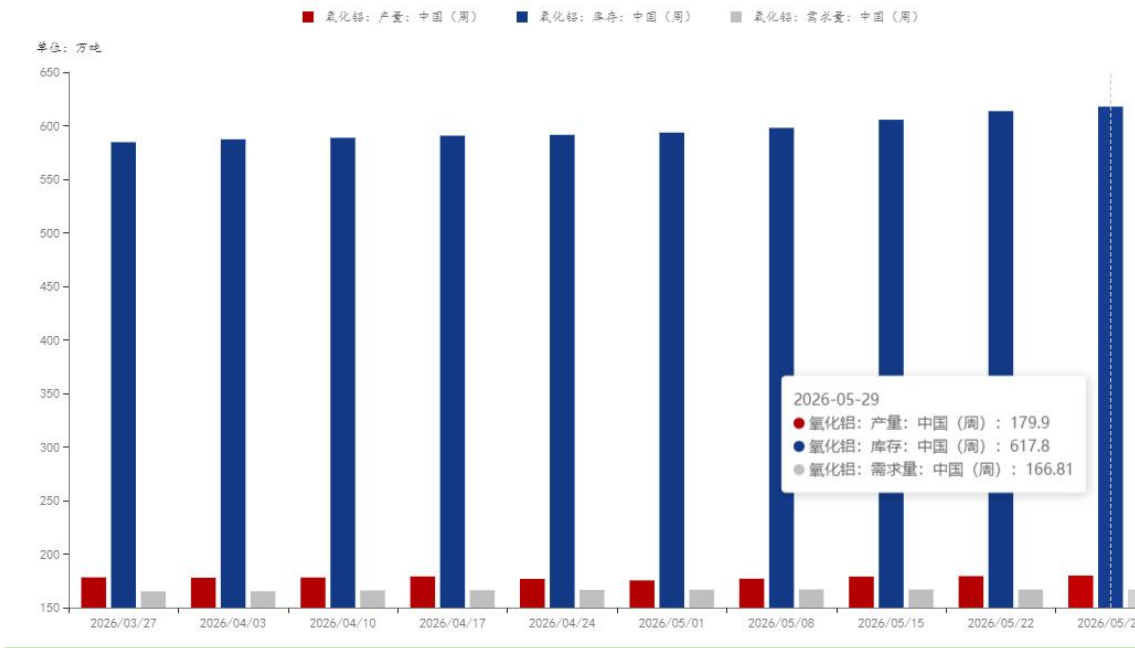
2.3 当前供需平衡状态：过剩是基准情形

项目	数据
国内建成产能	12390 万吨
运行产能	9160 万吨，开工率 74%
周度产量	179.9 万吨
月度净进口量	9.32 万吨，换算成周度约为 2.33 万吨
周度需求量	166.81 万吨
社会总库存	617.8 万吨

资料来源：钢联，安粮期货研究所



图：氧化铝产量/库存/需求量



资料来源：钢联

三、唯一能打破“跟跌不跟涨”的变量：几内亚铝土矿出口管制

这是当前市场上最大的预期差所在。

3.1 几内亚要做什么？

几内亚矿业部长已明确：2026年6月出台铝土矿出口管制方案，核心诉求是“控量保价”——几内亚铝土矿价格从2025年初的115美元/吨暴跌至60美元/吨，中小矿企大面积亏损。

图：铝土矿:三水型:45%A1, 3%Si:几内亚产:汇总价格:山东主流港口

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

预测，且并不承诺任何有关变更的通知。本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。