



从价格冲击到供给冲击

宏观经济报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）

songxuetao@gjzq.com.cn

sunyongle@gjzq.com.cn

从价格冲击到供给冲击？

随着霍尔木兹海峡通航能力持续瘫痪和库存逐渐消耗，原油的价格冲击正在演变为供应链冲击。日本、韩国等对外部能源依赖度比较高的部分商品生产已经开始明显回落。考虑到中国库存水平目前较为健康，能化商品出口维持高涨高位、煤化工正在替代油化工等因素，4 月能化商品开工率的回落主要是因为成本冲击而非供应中断。但往后看，如果库存继续加速去化、上游产能持续下行，部分中下游行业或开始面临供应链压力。后续需要跟踪主要商品库存和煤化工开工率等数据的变化。

风险提示

能化商品价格的变化对产业链的影响或在某个时间点如库存消耗殆尽等节点大幅强化。

地缘政治冲突对经济和全球贸易的影响偏向于主观判断，关注后续地缘政治冲突的变化和对经济的超预期影响。

价格的变化正在对中下游行业的产出形成压制，关注后续中下游供应端的稳定性。



内容目录

从价格冲击到供给冲击.....	3
风险提示.....	11

图表目录

图表 1: 霍尔木兹海峡商业货船通过数量	3
图表 2: 3 月 OPEC+原油产量相比于 2 月大幅回落	4
图表 3: 全球观测原油商业库存	4
图表 4: OPEC 亚洲工业原油库存覆盖天数	4
图表 5: 其他亚洲地区原油库存覆盖天数	5
图表 6: 海上原油库存	5
图表 7: 韩国库存水平理论与实际的差距	5
图表 8: 日本化工制造业生产大幅回落	6
图表 9: 3 月中国原油和能化行业原材料库存均有所提高	7
图表 10: 4 月部分化工商品库存环比变化	7
图表 11: 主要化工品期货价格涨跌幅	8
图表 12: 下游成本价格指数与出厂价格指数显示下游价格传导依旧不畅	8
图表 13: 部分化工商品行业开工率明显回落	9
图表 14: 聚丙烯（粉料）开工率创近年来新低	9
图表 15: 聚乙烯开工率	9
图表 16: 分化的聚氯乙烯开工率	10
图表 17: 分化的乙二醇开工率	10

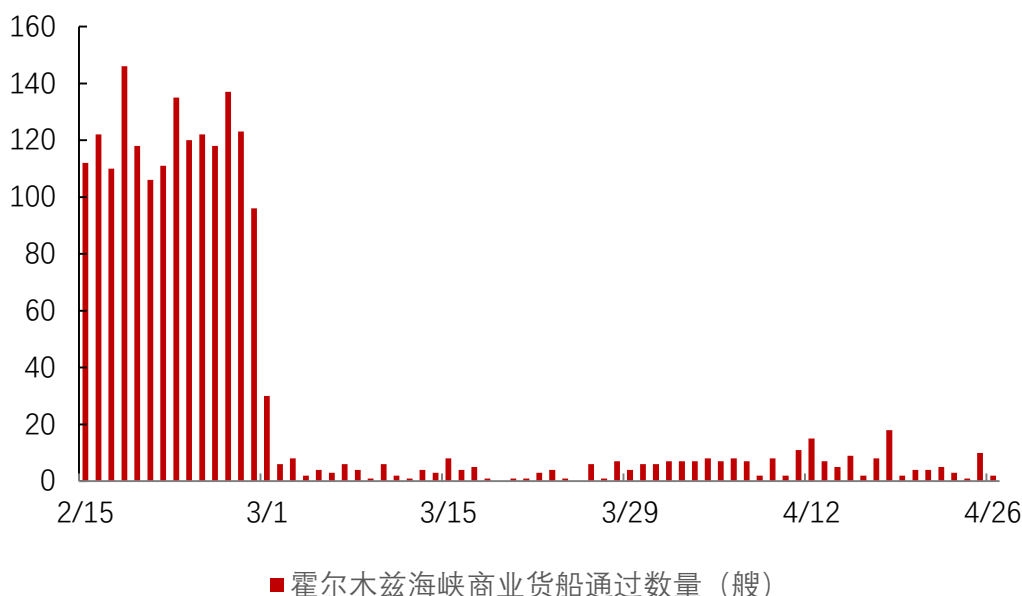


从价格冲击到供给冲击

美以伊冲突至今已经 2 月有余，虽然 4 月初美伊双方达成初步停火协议，市场对战争开始逐渐脱敏，但时至今日，霍尔木兹海峡航运持续受阻，每日通行货轮数量不足战争爆发前的 5%（图 1）。EIA 数据显示 3 月全球原油供给量减少了 1010 万桶/天，其中 OPEC+ 的产能减少了 940 万桶/天，4 月供应量预计进一步下降 290 万桶/天（图 2）。受供给端持续承压影响，全球能化商品价格维持高位，如 ICE 布伦特原油期货价格稳定在 100 美元/桶左右，4 月末现货价格再度冲高至 123 美元/桶。

同时，原油供给的短缺正在冲击整个原油产业链。EIA 估算，4 月受原油供应限制，中东和亚洲地区炼油厂开工量减少了 600 万桶/天至 7720 万桶/天。从库存数据上看，亚洲炼油厂的压力更为明显，除中国外，其他亚洲地区炼油厂仅持有约 22 天的库存（图 5），且近一半原油来源于中东。随着海上原油消耗殆尽（2 月末自海湾出发的油轮在 4 月几乎已经全部到港，3 月海上原油库存下降 1.1 亿桶，运输中的原油库存下滑 1.8 亿桶），如果霍尔木兹海峡 5 月依旧未能恢复通航，亚洲炼油厂将面临更大力度的产能缩减。

图表 1：霍尔木兹海峡商业货船通过数量



来源：彭博，国金证券研究所



图表2: 3月OPEC+原油产量相比于2月大幅回落

OPEC+ Crude Oil Production (excluding condensates)							
	Feb 2026	Mar 2026	m-o-m	Mar 2026	Mar 2026	Sustainable	Eff Spare Cap
	Supply	Supply	change	vs Target	Implied Target ¹	Capacity ²	vs March ³
Algeria	0.98	0.96	-0.01	-0.01	0.97	1.0	0.0
Congo	0.30	0.27	-0.03	-0.01	0.28	0.3	0.0
Equatorial Guinea	0.07	0.06	-0.01	-0.01	0.07	0.1	0.0
Gabon	0.20	0.19	-0.01	0.01	0.18	0.2	0.0
Iraq	4.57	1.57	-2.99	-2.59	4.16	4.9	n/a
Kuwait	2.54	1.19	-1.35	-1.39	2.58	2.9	n/a
Nigeria	1.31	1.35	0.04	-0.15	1.50	1.4	0.1
Saudi Arabia	10.40	7.25	-3.15	-2.85	10.10	12.1	n/a
UAE	3.64	2.37	-1.26	-1.02	3.39	4.3	n/a
Total OPEC-9	23.99	15.22	-8.77	-8.01	23.23	27.1	0.1
Iran ⁴	3.69	3.63	-0.05			3.8	
Libya ⁴	1.28	1.23	-0.05			1.3	0.0
Venezuela ⁴	0.86	0.98	0.12			1.0	0.0
Total OPEC	29.82	21.07	-8.76			33.2	0.2
Azerbaijan	0.47	0.47	-0.01	-0.09	0.55	0.5	0.0
Kazakhstan	1.43	1.88	0.45	0.93	0.95	1.8	0.0
Mexico ⁵	1.40	1.39	-0.01			1.5	0.1
Oman	0.80	0.84	0.04	0.04	0.80	0.8	n/a
Russia	8.67	8.96	0.29	-0.61	9.57	9.4	
Others ⁶	0.78	0.63	-0.15	-0.24	0.87	0.9	n/a
Total Non-OPEC	13.55	14.17	0.62	0.03	12.75	14.8	0.1
OPEC+ 18 in Nov 2022 deal⁵	36.14	28.00	-8.14	-7.98	35.98	40.4	0.1
Total OPEC+	43.37	35.24	-8.13			48.0	0.3

1 Includes extra voluntary curbs and compensation cutback volumes.

2 Capacity levels can be reached within 90 days and sustained for an extended period.

3 Production over estimated capacity stated as zero.

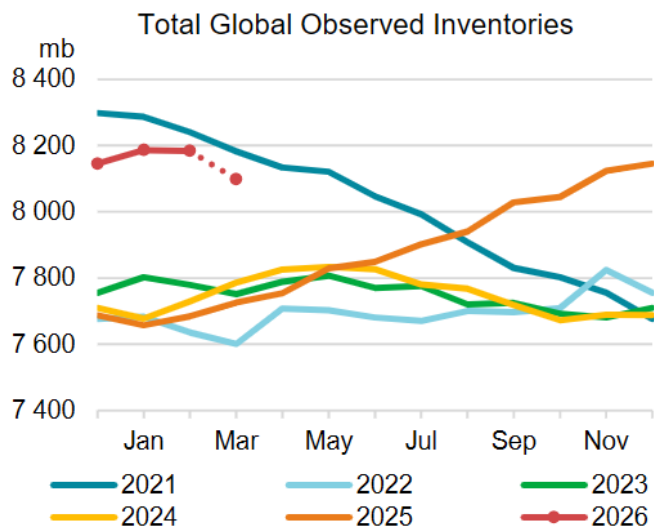
4 Iran, Libya, Venezuela exempt from cuts.

5 Mexico excluded from OPEC+ compliance.

6 Bahrain, Brunei, Malaysia, Sudan and South Sudan.

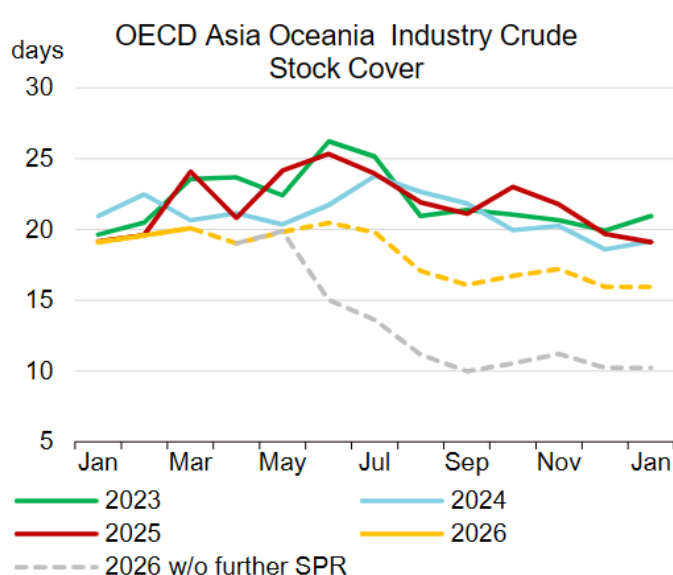
来源: EIA, 国金证券研究所

图表3: 全球观测原油商业库存



Sources: IEA, Kayros, Kpler, FEDCom/S&P Global Platts, Enterprise Singapore.

图表4: OPEC 亚洲工业原油库存覆盖天数

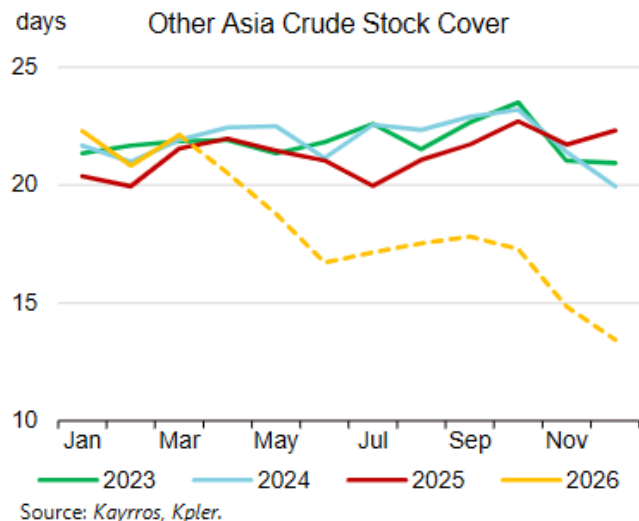




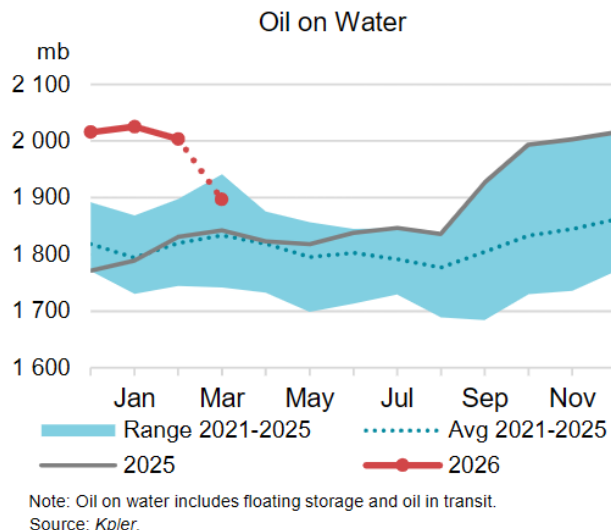
来源：EIA，国金证券研究所

来源：EIA，国金证券研究所

图表5：其他亚洲地区原油库存覆盖天数



图表6：海上原油库存



来源：EIA，国金证券研究所

来源：EIA，国金证券研究所

随着原油供给持续承压，对中东依赖度高的日本、韩国等地区面临的供应链压力逐渐加剧。以韩国为例，3月27日韩 国率先全面禁止石脑油出口；4月2日，韩国资源安全危机预警级别从二级“注意”上调至三级“警戒”；4月8日，依据 《供应链稳定法》，政府将乙烯、丙烯等7种石化基础原料正式列为“危机品目”；4月15日起，禁止囤积令正式生效， 企业库存水平被强制限制，同时，韩国政府推出了约10万亿韩元的补贴，并通过支付溢价向美国购买4个月左右的 氦气库存。

政策不断升级的背后是韩国日渐紧张的库存与原料短缺压力。战略与国际研究中心（CSIS）指出，虽然按照 IEA 标准 韩国大约持有208天的原油库存，但这是按照韩国净进口规模估算，如果按照韩国炼油厂此前290万桶/日的产能计 算，韩国仅剩余67天的库存。受原油短缺影响，3月韩国石油炼制产量下滑6.3%，同时据行业调研及 ICIS 统计，韩 国石化装置3月平均开工率降至约66%，较2月80%明显下滑。

日本也是如此，4月日本化学制造业工业生产指数创近年来历史同期新低，指数环比回落4.2%，同比下滑13.9%。数 据显示，乙醛、高密度聚乙烯、丁苯橡胶等细分化学品产量同比下滑幅度超过40.6%。

图表7：韩国库存水平理论与实际的差距

Figure 5: South Korea's Strategic Petroleum Reserves Provide Little Relief

Reserve category	Volume (million barrels)	IEA method (days, net-import basis)	Actual throughput (days, 2.9 million bpd)
Government stockpile KNOC, 9 storage facilities	~100.1	108	34
Private sector stocks Mandatory industry obligation	~95.0	100	33
Combined total	~195.1	208	67

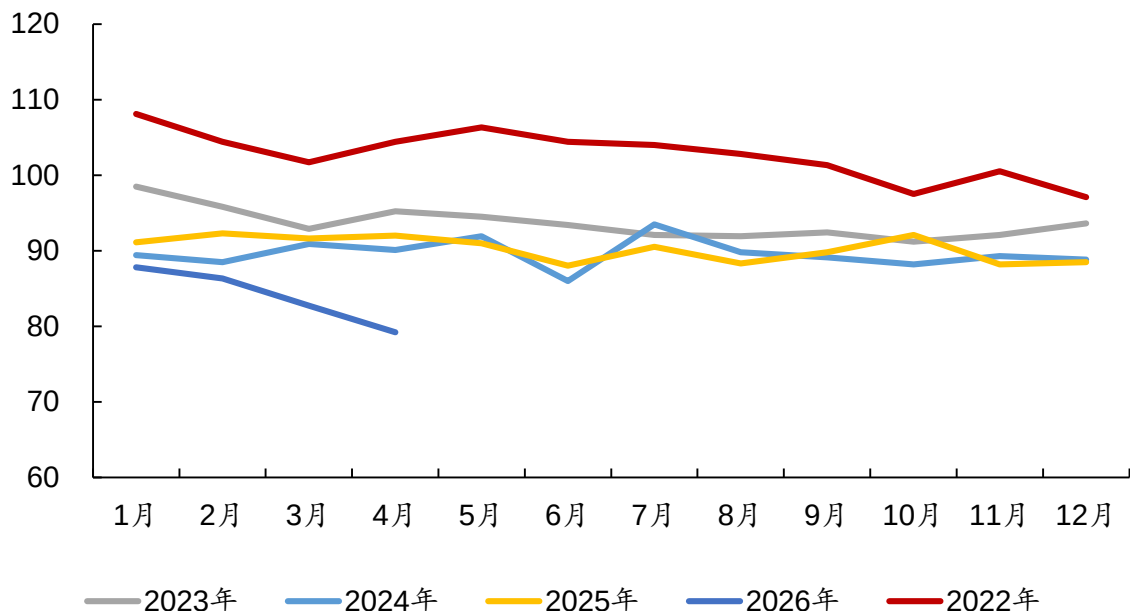
Source: S&P Global, UPI, IEA, and KNOC.

CSIS



来源：CSIS，国金证券研究所

图表8：日本化工制造业生产大幅回落



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

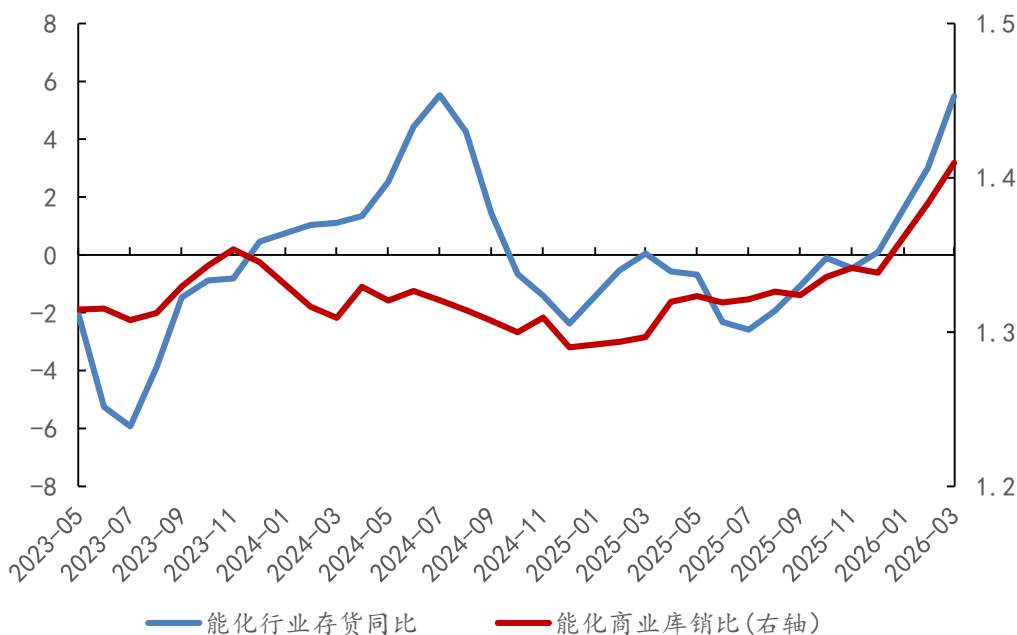
国内能化产业也同时面临供给不足和成本上涨的冲击，但中国对霍尔木兹海峡能源的依赖度较低，能化产业链独立性较强（详见《战争冲击下的出口机遇》，2026.4.23），大部分商品库存水平相对健康，本轮能源冲击目前以成本冲击为主，在需求偏弱的情况下，原材料成本价格上涨导致部分企业减产、停产，但降幅低于日韩。随着中上游行业产能持续回落，关注后续原材料短缺、中下游供应链断裂的风险。

3月国内制造业存货、产成品存货同比分别上行8.6%、5.3%，库销比（存货包括产成品、半成品、原材料等，库销比=存货/过去一年月均营业收入）上行至1.07，存货规模创2024年以来新高。其中，化工行业（石油、煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制造业）库存持续修复，行业存货、产成品存货同比分别上行5.5%、1.8%，库销比从去年末1.33上行至3月的1.41，创近年来新高。

4月以甲醇、华东港口纯苯、主要港口钾肥为代表，部分地区的商品库存开始去化，4月相关商品库存环比分别回落24.2%、21%、17%。但受前期库存水平较高影响，甲醇、纯苯等商品库存依旧高于去年同期水平，目前库存水平仍处于健康区间。如果按照4月部分商品库存的去化速度推算，甲醇等部分商品库存在1-2个月时间里将创下近年来的新低，供应端面临的压力或逐渐显现。

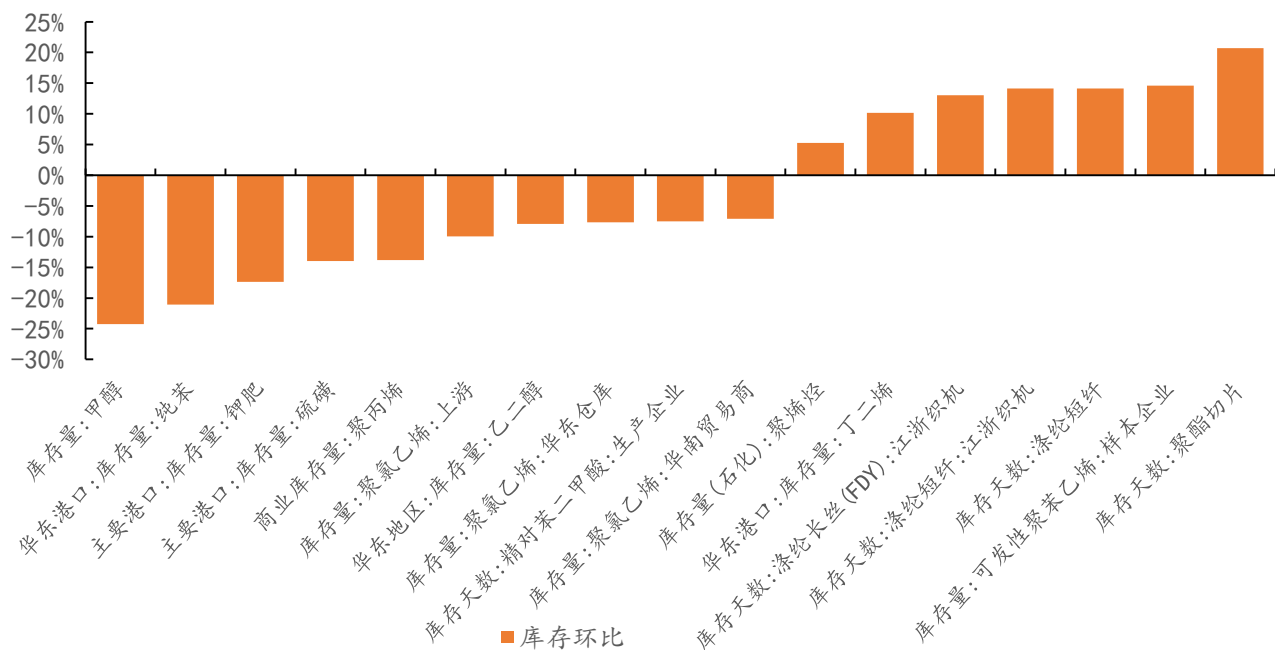


图表9：3月中国原油和能化行业原材料库存均有所提高



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表10：4月部分化工商品库存环比变化



来源：wind，国金证券研究所

虽然目前库存相对稳定，但随着能化大宗商品价格大幅上涨，叠加春季装置集中检修，中游能化行业开始暂停报价出货，部分化工行业开工率下滑，行业呈现“高库存”与“低产量”并存的局面。

4月末主要能化商品期货价格相比于2月末均涨幅均在20%以上，瓶片（瓶级聚酯切片，主要用于各种容器制造）、纯苯（苯乙烯等的主要原材料，终端用于家电材料、包装、保温材料、服装、纺织品等）、甲醇（生产塑料、涂料、粘合剂、纺织、橡胶的重要原材料）、丙烯（主要用于生产聚丙烯等，覆盖包装、汽车、家电、纺织等多个行业）期货价格相比于2月末分别上涨42%、38%、36%、35%。

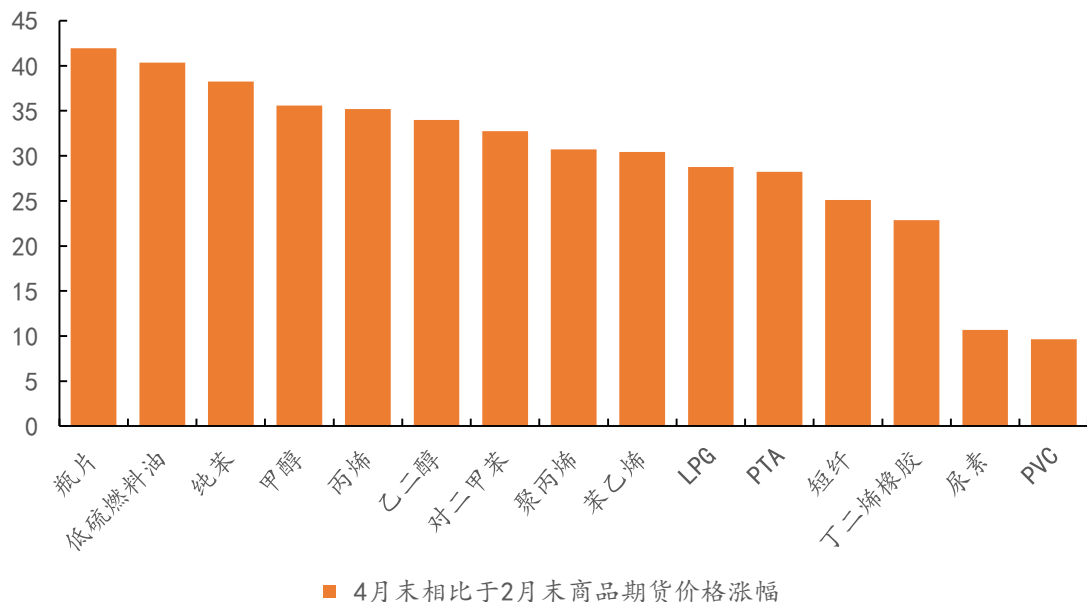
在上游价格大幅上涨但下游市场需求尚未显著改善时，出于谨慎考虑（原材料大幅涨价后，可能出现“报价即亏损”），4月初超200家化工生产企业暂停对外产品报价，等待调价窗口期，行业开工率也随之下滑。4月以聚乙烯、聚丙烯、



精对苯二甲酸为代表，不少化工商品开工率出现 0-10 个百分点左右的下滑，其中聚乙烯、聚丙烯开工率创近年来新低。后续需要关注如果中游化工行业开工率持续下滑、库存持续去化，中下游相关行业可能会面临供给端的冲击。

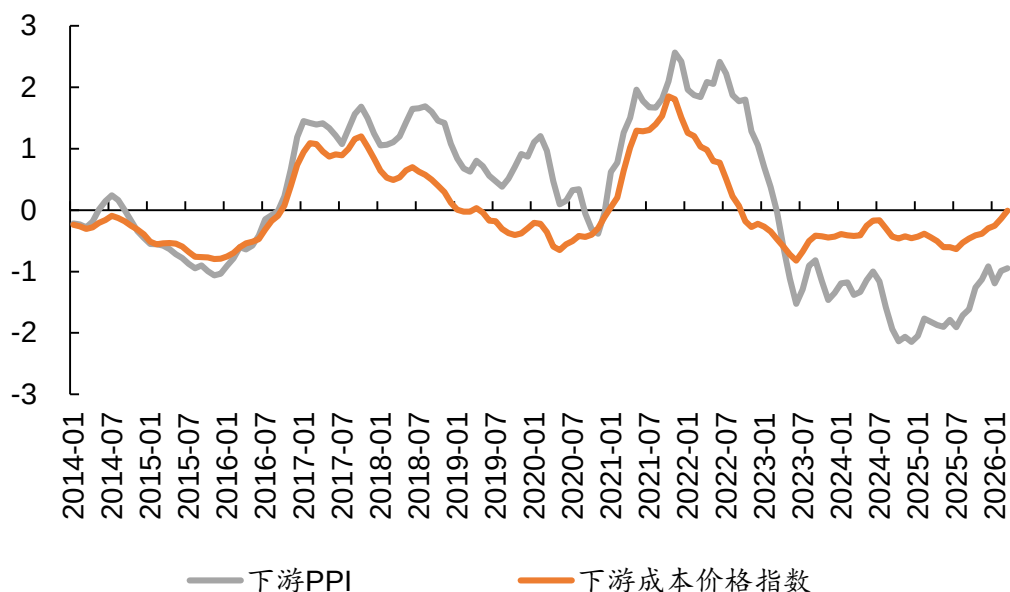
同时，中国部分化工商品出口正在大幅增长。3 月中国甲醇、苯乙烯、低密度聚乙烯、丙烯酸丁酯、已经塑化的聚氯乙烯、甲苯、邻二甲苯出口商品数量同比大涨 432%、345%、255%、145%、137%、102%、92%。其中，其他对苯二甲酸、乙烯因为基数较低，出口数量涨幅超 28 倍。这也从侧面反映了中国乙烯、甲醇等商品目前的库存和产能较为充足，在这一轮原油冲击下，中国能化商品或占据更大的出口份额。

图表11：主要化工品期货价格涨跌幅



来源：wind, 国金证券研究所

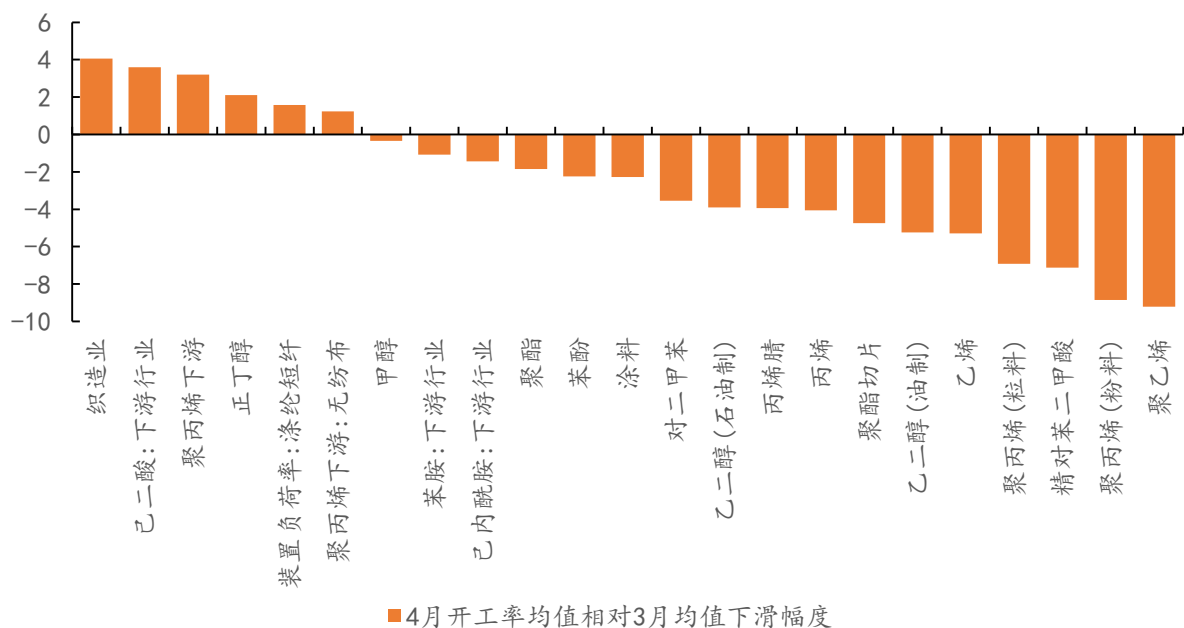
图表12：下游成本价格指数与出厂价格指数显示下游价格传导依旧不畅



来源：同花顺 iFinD, 国金证券研究所（成本价格指数基于投入产出表估算）

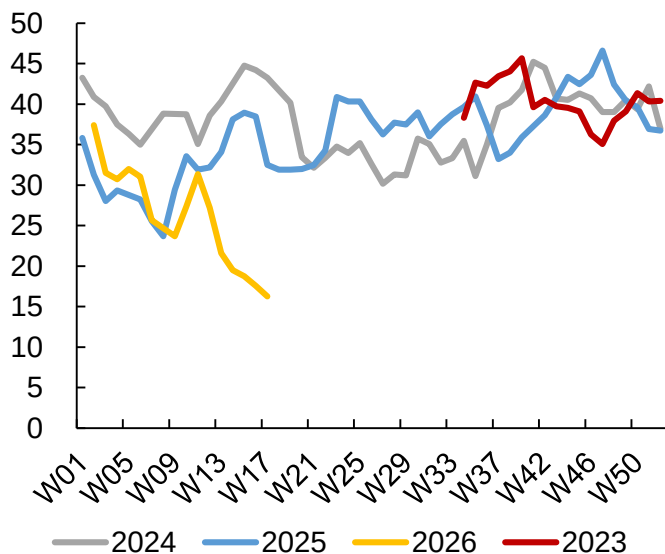


图表13：部分化工商品行业开工率明显回落



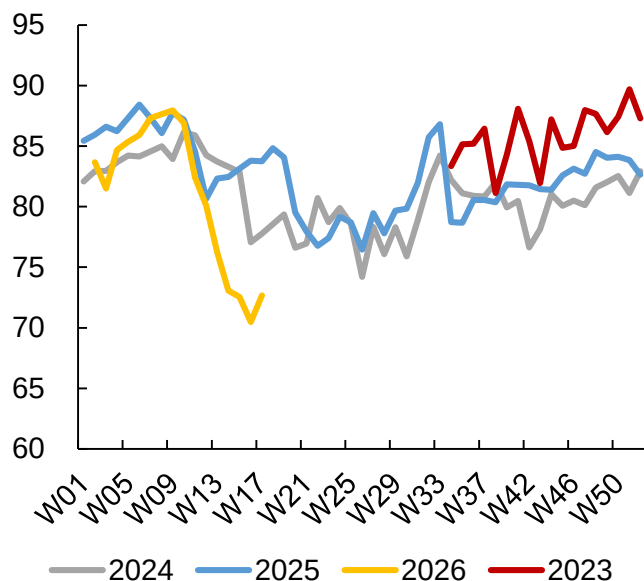
来源: wind, 国金证券研究所

图表14：聚丙烯（粉料）开工率创近年来新低



来源: wind, 国金证券研究所

图表15：聚乙烯开工率

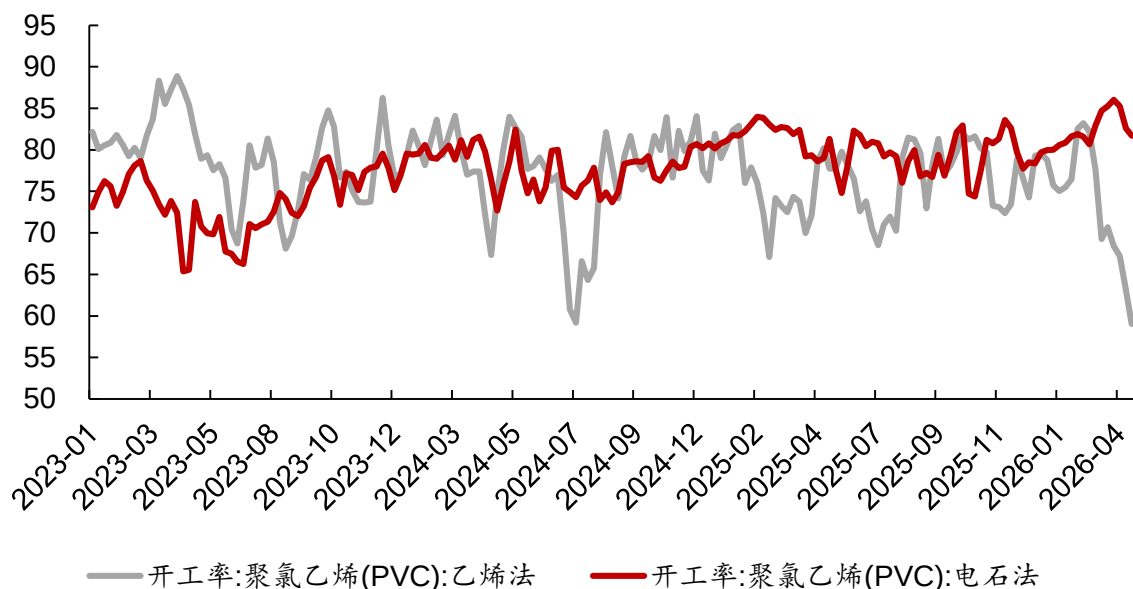


来源: wind, 国金证券研究所

此外，在面临成本冲击和部分原材料供给短缺时，中国正在通过其他工艺路线弥补产能。比如，随着乙烯价格涨幅大幅 PVC 价格涨幅，国内乙烯法聚氯乙烯（PVC）开工率大幅回落，创下近年来同期新低，但是电石法聚氯乙烯（焦炭+石灰石生产，主要依赖煤炭）开工率小幅上行，并维持高位，这确保了国内聚氯乙烯的生产。再比如在油制乙二醇开工率下滑的同时，煤制乙二醇开工率小幅上行。

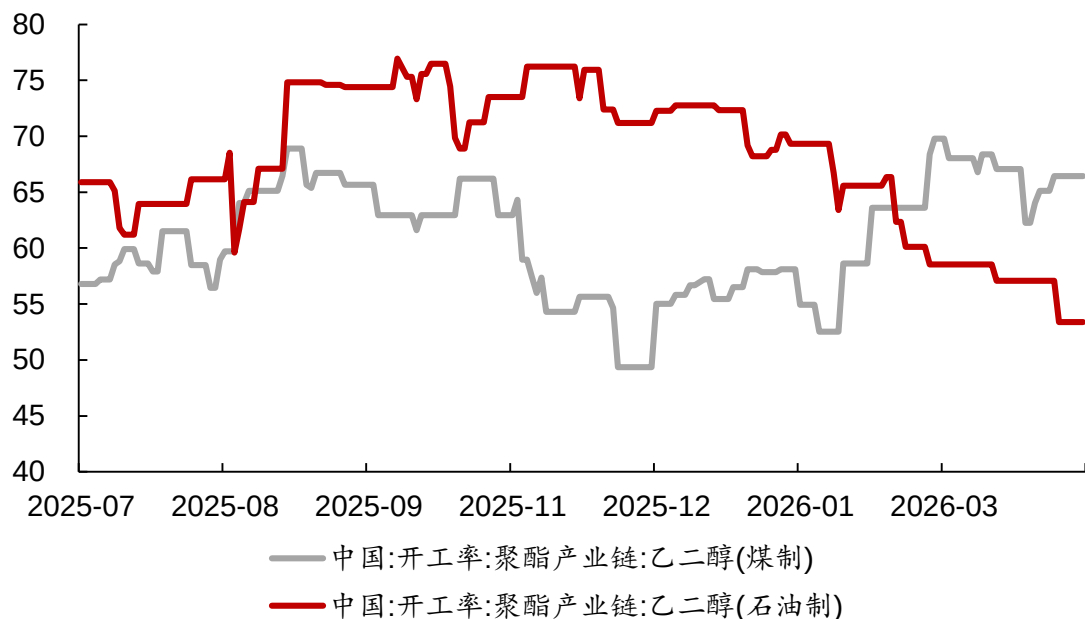


图表16: 分化的聚氯乙烯开工率



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表17: 分化的乙二醇开工率



来源: wind, 国金证券研究所

总的来看,随着霍尔木兹海峡通航能力持续瘫痪和库存逐渐消耗,原油的价格冲击正在演变为供应链冲击。日本、韩国等对外部能源依赖度比较高的部分商品生产已经开始明显回落。考虑到中国库存水平目前较为健康,能化商品出口维持高涨高位、煤化工正在替代油化工等因素,4月能化商品开工率的回落主要是因为成本冲击而非供应中断。但往后看,如果库存继续加速去化、上游产能持续下行,部分中下游行业或开始面临供应链压力。后续需要跟踪主要商品库存和煤化工开工率等数据的变化。



风险提示

能化商品价格的变化对产业链的影响或在某个时间点如库存消耗殆尽等节点大幅强化。

地缘政治冲突对经济和全球贸易的影响偏向于主观判断，关注后续地缘政治冲突的变化和对经济的超预期影响。

价格的变化正在对中下游行业的产出形成压制，关注后续中下游供应端的稳定性。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究