先滞胀后衰退，冲突扰乱定价路径

——26 年 4 月芳烃市场展望

4 月报

2026 年 4 月 1 日

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776 号

能源化工研究组

安然　高级分析师

从业/投资咨询证号：

F3059693/Z0017288

电话：0551-62839752

Email:tzzx@haqh.com

网址：www.haqh.com

华安期货温馨提示：

“期”待诚信

“货”真价实

初审：夏雨辰 F3031745/Z0014542

复审：杜贤利 F03095127 /Z0017391

终审：闫丰 F0251054/Z0001643

要点提示：

1. 地缘冲突持续威胁，供应链安全引发关注。
2. 降息预期大幅减弱，资产定价路径偏移。

市场展望及策略：

关注重点：随着中东地缘冲突持续升级、国际油价突破107美元/桶，市场对全球主要央行货币政策的预期发生了根本性转变：从此前揣测“何时降息”转向审视“是否还能降息”，甚至开始交易加息风险。

在前期苯乙烯价格上涨初期，下游企业出于对后市供应短缺的避险需求，普遍加大备货力度。然而，随着原料价格大幅上涨，下游产业利润空间被急剧压缩。

投资策略：建议偏强思路对待，仅供参考。

一、宏观分析

1.1 地缘冲突持续威胁，供应链安全引发关注

2026 年 3 月以来，随着中东地缘冲突持续发酵，霍尔木兹海峡这一全球能源咽喉的运输受阻，国际大宗商品市场再度陷入剧烈震荡。原油价格在短时间内冲高至 107 美元/桶上方，纯苯等化工中间品更是上演了单日涨跌数千元的极端行情。这一系列连锁反应让全球商品供应链安全这个问题从政策层面的预警推向了现实层面的严峻考验。

当前局势的严峻性在于，地缘冲突已从“预期扰动”转变为“实质性冲击”。霍尔木兹海峡作为连接中东产油国与全球市场的核心通道，其通行受阻直接导致全球约 7.5%的石油供应中断。这不仅推高了能源价格，更通过“原油—石脑油—化工品”的刚性传导链条，迅速蔓延至整个化工产业链。从能源到基础化工原料，再到下游的塑料、化纤、橡胶等终端制品，供应链的每一环都在承受着地缘冲突带来的传导压力。

此次事件之所以引发全球对供应链安全的高度关注，在于它暴露了当前全球商品供应链体系的三大脆弱性。其一，关键节点的集中度过高。霍尔木兹海峡、马六甲海峡等少数咽喉要道承载着全球大宗商品贸易的命脉，一旦受阻，全球产业链便面临“动脉栓塞”的风险。其二，供应链缺乏缓冲空间。经过多年的全球化分工，各国普遍追求“零库存”和“准时制”的效率模式，但在危机面前，这种模式显得脆弱不堪。炼厂库存低位运行、港口库存快速去化，任何供应端的微小扰动都可能被放大为价格的剧烈波动。其三，区域之间的相互依赖程度远超预期。中东的原油、亚洲的炼化产能、欧美的成品油消费，全球商品供应链已形成“牵一发而动全身”的紧密网络，单一环节的断裂足以引发全链条的连锁反应。

当下地缘冲突对供应链的冲击已不再是偶发性的“黑天鹅”，而可能成为常态化的“灰犀牛”。各国开始重新审视“效率优先”的全球化逻辑，转而将“安全优先”纳入供应链战略。能源进口多元化、关键矿产本土化、产业链备份建设、战略储备扩容等举措，正从讨论走向落地。中国凭借其庞大的陆上原油库存、多元化的进口渠道以及完整的产业链体系，在此轮冲击中展现出较强的韧性，但这也进一步强化了保障供应链自主可控的紧迫性。

图表 1：美元指数走势



图表 2:有色金属走势



数据来源：文华财经

1.2 降息预期大幅减弱，资产定价路径偏移

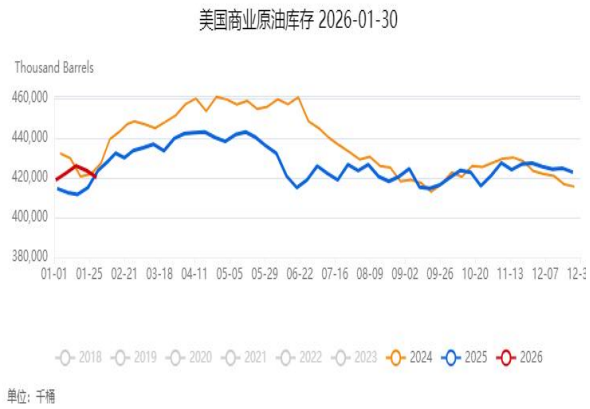
全球金融市场的定价逻辑正经历一场深刻重构。随着中东地缘冲突持续升级、国际油价突破 107 美元/桶，市场对全球主要央行货币政策的预期发生了根本性转变——从此前揣测“何时降息”转向审视“是否还能降息”，甚至开始交易加息风险。这一预期的剧烈修正，正在推动各类资产的定价路径发生系统性偏移。

本轮货币政策预期转向的核心驱动力在于地缘冲突引发的“能源冲击—通胀反复”传导链条。霍尔木兹海峡的通行受阻直接推升全球能源价格，而原油作为工业血液，其价格上涨正通过成本传导机制推高整体通胀水平。美联储 3 月议息会议的经济预测摘要清晰地反映了这一变化：2026 年 PCE 通胀预期中值从 2.4%大幅上调至 2.7%，核心 PCE 通胀预期从 2.5%上调至 2.7%。更值得关注的是，点阵图显示支持进一步降息的委员从上期的 8 位降至 5 位，而委员会内部甚至已开始讨论加息的可能性。主席鲍威尔在会后明确表示，在未看到通胀有实质性改善之前，不会考虑降息。与此同时，英国央行以四年半来首次全票通过维持利率不变，并彻底删除此前关于降息的表述；欧洲央行也释放出 4 月加息的明确信号。全球主要央行货币政策的集体转向，标志着宽松预期已实质性退潮。

随着降息预期的大幅减弱甚至加息预期升温，美债收益率全线上行。2 年期美债收益率一度飙升至 4%上方，创去年 6 月以来新高；10 年期美债收益率突破 4.4%，创去年 8 月以来新高。这一变化意味着全球资产的贴现率中枢正在上移，对估值高度依赖低利率环境的资产形成直接压制。同时美股市场正经历结构性的估值调整。纳斯达克指数在议息会议后显著承压，道琼斯工业平均指数跌破 200 日移动均线，创年内新低。市场呈现出“剥洋葱”式的下跌特征：从软件股到美股七巨头，再到

半导体板块，高估值成长股首当其冲。这表明市场正在重新定价风险溢价，资金从追逐趋势转向规避波动。其次，避险资产定价出现异化。最值得关注的现象是黄金避险属性的阶段性失效。在地缘冲突持续升级的背景下，黄金价格非但未迎来避险买盘，反而遭遇了 1983 年以来最大单周跌幅，伦敦现货黄金一度跌破 4100 美元/盎司关口。这一反常表现的背后，是市场定价逻辑的根本性切换：油价上涨推升通胀预期导致持有黄金的机会成本上升。

图表 3：美国商业原油库存



图表 4：美炼厂开工率



数据来源：钢联数据

二、纯苯市场展望

2.1 原油供应缺口迫使炼厂降负

当前全球原油市场正经历一场由地缘冲突引发的严重供应危机。自 2026 年 2 月底以来，霍尔木兹海峡的运输中断，叠加主要产油国产能受损，已造成有史以来最大规模的石油供应中断，波及全球约 7.5%的石油供应。这种“供应缺口”已迅速传导至下游炼化环节，迫使全球多家炼厂，尤其是高度依赖中东原油的亚洲炼厂，进入“预防性降负”状态。尽管沙特、阿联酋试图通过东西管道等替代路线绕行，且国际能源署（IEA）成员国同意释放 4 亿桶战略石油储备，但仍难以完全对冲损失。据机构测算，全球短期仍面临 200 万桶/天的供应缺口。更严峻的是，由于出口受阻，部分中东国家原油储罐已趋于饱和，迫使油田开始逐步停产。IEA 估算，3 月中旬海湾国家已削减原油及凝析油产量约 1000 万桶/天。

原油价格大幅上涨直接侵蚀炼厂利润。布伦特原油期货价格在 3 月一度冲高至 107 美元/桶上方，较 2 月末上涨近 50%。由于炼油利润欠佳，炼厂不得不选择降低

开工负荷以规避亏损风险。截至 3 月 25 日，山东地炼一次常减压开工负荷已降至 59.90%，且预计将继续走低。国内主营炼厂开工率也降至 78.5%，较前期正常水平下降约 7 个百分点。

图表 5：纯苯开工率



图表 6：纯苯华东港口库存



数据来源：钢联数据

2.2 现货偏紧且价格波动较大

霍尔木兹海峡的通行受限直接影响了全球原油及化工原料的运输。尽管我国纯苯进口主要来自韩国（占比约 50.54%），但韩国、日本等出口国均依赖从中东进口原油作为裂解原料。中东局势导致日韩部分裂解装置因原料短缺而宣布不可抗力或降低负荷，进而减少了向中国出口的纯苯货源。市场预期后续进口到货将显著减少，加剧了供应紧张情绪。

此外，当前正值国内纯苯装置的春季集中检修期。截至 3 月中旬，国内石油苯开工率已降至 74.20%，周产量环比减少 1.40 万吨。浙石化 380 万吨/年重整装置停车，影响约 55 万吨/年纯苯产能；盛虹炼化、中海壳牌等多套装置同步检修或降负。更关键的是，在原油供应担忧下，华东、华南等地炼厂实施“减化保油”策略，主动削减芳烃装置负荷 10%-30%。炼厂预期降负进一步强化了供应收缩预期。

在供应减量而刚需持续的背景下，华东主港纯苯库存持续下降。截至 3 月 23 日当周，华东主港已开始去库，且去库时间点较预期提前，去库幅度预计加大。低库存水平进一步放大了现货市场的敏感度，任何供应扰动都极易引发价格剧烈反应。

图表 7：苯乙烯开工率



图表 8：下游综合开工率



数据来源：钢联数据

三、苯乙烯市场展望

3.1 生产成本支撑，国内去库顺畅

在中东地缘冲突持续升级的背景下，苯乙烯期货主力合约 3 月累计上涨超 40%，3 月 27 日盘中一度触及 10588 元/吨，涨幅超 5%。本轮行情的核心驱动力已从单纯的情绪驱动，转向供应实质性收缩影响。

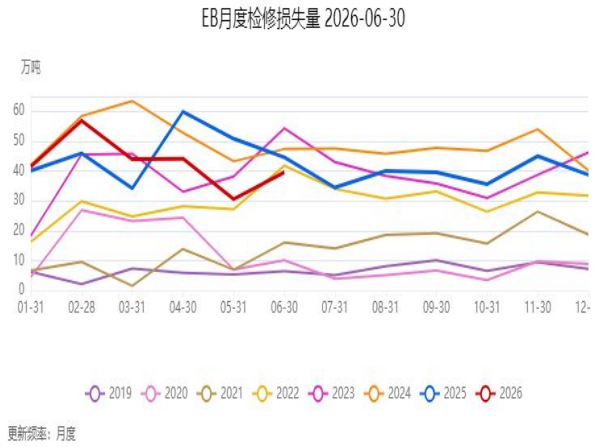
苯乙烯以纯苯、乙烯为核心原料，与原油价格链深度绑定。布伦特原油一度冲高至 107 美元/桶上方，直接推升纯苯生产成本，进而挤压苯乙烯加工利润，倒逼产品价格跟随上行。据测算，苯乙烯价格与纯苯价格相关性超 90%，与原油价格相关性超 80%。

同时中东地区苯乙烯出口基本停滞，沙特、科威特等主要进口来源国货源受阻，叠加韩国、日本裂解装置因原料短缺降负，亚洲苯乙烯贸易流发生根本性调整。截至 3 月 26 日当周，中国苯乙烯工厂总产量为 35.09 万吨，环比减少 0.25 万吨，环比下降 0.71%；工厂产能利用率降至 69.95%，环比下滑 0.51%。尽管东北地区一套装置重启、山东地区负荷有所提升，但华南地区装置普遍出现小幅降负减产，整体拖累了产量表现。

从检修动态看，3-4 月国内春检全面启动。古雷石化 3 月 9 日起检修，浙石化一套 380 万吨重整装置停车，恒力石化 72 万吨/年装置按计划重启，京博思达睿 67 万吨/年装置重启后提负荷运行，海南东方石化 12 万吨/年装置停车检修。海外方面，中东苯乙烯装置处于临时停工状态，欧美多套装置集中检修，进一步加剧全

球供应偏紧格局。截至 3 月中旬，华东主港苯乙烯库存虽在春节后有所累积，但同比仍处偏低水平，且部分货权被锁定，现货可流通货源偏紧。

图表 9:苯乙烯检修损失量



图表 10:苯乙烯库存



数据来源：钢联数据

3.2 下游需求对高价原料反应平淡

在前期苯乙烯价格上涨初期，下游企业出于对后市供应短缺的避险需求，普遍加大备货力度。然而，随着原料价格大幅上涨，下游产业利润空间被急剧压缩：ABS 利润已跌至历史低位。市场正从“主动补库”转向“被动观望”，出现“有价无市”迹象。

从成本传导看，苯乙烯非一体化装置利润已降至中性偏低水平，部分工厂后续存在降负或检修预期。若下游利润无法修复，需求端的收缩将进一步向中上游传导，成为压制苯乙烯价格上行的关键力量。

截至 3 月 26 日当周，苯乙烯下游 3S 反应平淡，EPS 产能利用率 63.27%，环比上升 2.27 个百分点。但下游对高价承压能力有限，新订单成交气氛欠佳，价格出现松动。PS 产能利用率 51.4%，环比下降 0.2 个百分点。工厂下游提货速度较快，库存继续下降。ABS 产能利用率 62.6%，环比下降 4.5 个百分点。中东局势不明朗，减产厂家逐步增多。

此外在海外供应缺口扩大、内外盘价差支撑下，苯乙烯出口有望再创新高。据海关资料显示，1 月出口 6.06 万吨，2 月出口 5.42 万吨。出口流向分散，主要销往韩国、印度及欧洲市场。韩国因多套装置关停长期存供应缺口，日本 2-4 月装置检修亦增加对华采购需求；印度于 2025 年底解除 BIS 进口限制后，询盘也明显增多。

图表 11：ABS 开工率



图表 12：PS 开工率



数据来源：钢联数据

四、市场展望及策略

关注重点：随着中东地缘冲突持续升级、国际油价突破 107 美元/桶，市场对全球主要央行货币政策的预期发生了根本性转变：从此前揣测“何时降息”转向审视“是否还能降息”，甚至开始交易加息风险。

在前期苯乙烯价格上涨初期，下游企业出于对后市供应短缺的避险需求，普遍加大备货力度。然而，随着原料价格大幅上涨，下游产业利润空间被急剧压缩。

投资策略：建议偏强思路对待，仅供参考。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格。分析师声明：作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

本报告的信息来源于已公开信息，但我公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的信息、意见仅反映我公司于发布本报告当日的判断，我公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成投资、交易、法律、会计或税务的最终建议。我公司不以任何形式承诺交易收益或保证本金不受损失。任何主体因使用本报告内容所致的任何决策、损失与我公司、我公司员工或者关联机构无关。