

20260322—滞涨黏性与供应链韧性：微观和宏观的权衡，冲突长期化下的供需再平衡

是通胀叙事，但暂时我还是认为没有到衰退叙事。对于中美而言，核心优势资产分别是东大电力设备和西大的AI，有波动但不恐慌。鉴于目前下游补库存需求仍然正常，9-2W2的铜和14W的碳酸锂不存在需求断崖问题，有买盘承接推动筑底。但是如果跌穿了且需求G那这篇报告请撕了扔垃圾桶，那说明真衰退叙事，我被迪克打脸。

和22年一样，周末一打开微信各个群除了打仗就是打仗话题。不过比那年略好一点就是没人喷**了，毕竟这次轮到美国人拉了坨大的。

沙特阿拉伯从红海延布港的原油装载在过去两天出现了小幅回落，此前伊朗实际上关闭了霍尔木兹海峡，创下了创纪录的加速。

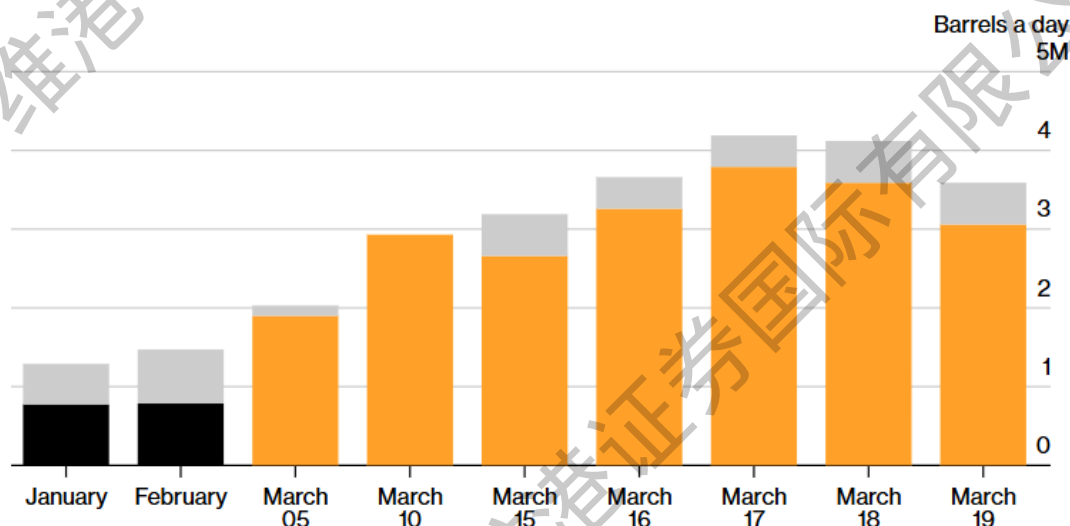
根据彭博社汇总的船舶追踪数据，本周早些时候日单日出货量达到419万桶的高点后，截至周四，滚动五天平均出货量稳定在360万桶，较为温和。

延布在近几年来日益重要，使沙特能够绕过霍尔木兹海峡，并在波斯湾战争持续之际多元化其石油出口路线。

延布原油出口

延布原油流量在周中出口激增后趋于稳定

■ Crude exports ■ To domestic ports



注：包括被识别为运输原油的超大规模碳化轨道（VLCC）、苏伊士极限（Suezmax）和阿弗拉马克斯（Aframax）型。1月和2月的吞吐量为日均值，3月的出口量在部分日期为滚动五天平均值
来源：彭博汇编的船舶跟踪数据

虽然装载量短期波动并不罕见，但油轮抵达延布的规模已超过了即时装载量。港口附近至少有33艘船只闲置，造成了大量船只积压。

但是就从没人喷**这点说起，我们看到 2022-2026 年一个连续的基本面线索，就是中国出口供应链的韧性和海外需求韧性反复经历考验，又反复超预期。这其中，无形的大手经济规律仍然奏效。

比如 22 年担心高利率让中国出口承压，结果超预期，去年的高关税觉得出口承压，结果哪怕最严重的 4 月出口都超预期正增长，最后全年顶着 30% 的关税压力，实现了 5.5% 的出口增速，其他细枝末节的就更多了不赘述，比如什么硅谷银行啊，日元套系交易啊，新台币快速升值啊 bala bala，过后都忘了。

另外就是 2022 年，北溪管道被炸之后大家都感觉冬天西欧要冻死人了，结果 10 月意外发现天然气够用，气价在旺季前开跌。这其实就说明了一个问题，目前全球供应链的确非常脆弱，但是只要钱到位，虽然有缺货问题但还不至于断货。

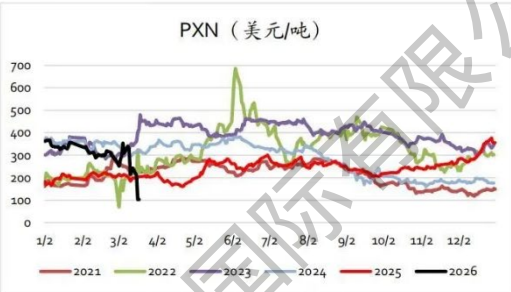
1. 比如我们看图 1，位于红海的沙特延布港目前在加速出口原油，出口量较年初翻了三倍，目前霍尔木兹海峡每天阻断的原油出口约 1000 万桶，沙特自己在战前日均出口 700 万桶，现在通过延布港能恢复到 400 万的出口量。虽然管道运输到延布港的理论出口上限能达到 700 万桶，完全覆盖沙特出口需求，但是由于港口装载限制目前应该已经触及了天花板，船是够用但需要排队装油。

也就是说目前霍尔木兹海峡出口一天少 1000 万桶，红海能补 300 万桶(假设胡赛不发力，那时候另说)，美国出口多少不知道没有高频数据，净减量 700 万。这肯定还是有挺糟糕的缺货压力，但是和最坏预期相比，没有那么严重。

核心逻辑：原油成本抬升+亚洲炼厂负荷开始受影响

混沌天成研究院

- 1、原油大涨带动芳烃成本抬升。
- 2、因中东出口受阻，亚洲炼厂开始出现原料短缺，亚洲炼厂开始降负荷降供应。【目前东南亚>日韩>中国】
- 3、亚洲裂解利润大涨，全球调油存潜在驱动。
- 4、乙二醇中东产能全球占比19%；国内乙烯降负（乙烯法占比约6成）兑现中。



截止2月18日主要地区不可抗力导致供应紧张情况		
中国台湾	台塑石化	场设备全部生产设施发生不可抗力，自3月9日起被迫以最低产能运转，年产能293.5万吨/年乙烯+240万吨丙烯，目前70%计划下半月恢复。
泰国	Siangkham (SCS)	年产能240万吨乙烯，60万吨丙烯。
印度	Chandra Aarti	年产能90万吨乙烯和80万吨丙烯，因设备检修暂时停产。
新加坡	Qandras Aarti	110万吨/年乙烯裂解装置。
日本	出光兴产株式会社	1号裂解装置发生不可抗力全部停产。
日本	三井化学	PCS在Ayer Berkau运营两套裂解装置，乙烯年产能合计110万吨，两线年产能合计60万吨以上，该公司可能仍会向客户交付部分货物，但数量将会减少，其工厂运营仍在继续。
日本	三井化学	停止在日本的乙烯生产（99万吨/年产能）。
日本	三井化学	制成本国的乙烯产量。
日本	三井化学	永久关闭位于韩国蔚山第2和3号裂解装置，该装置位于南水工厂年产能分别为90万吨和50万吨的乙烯装置，YNGC的乙烯年产能将从230万吨降至约180万吨。
日本	三井化学	大山乙烯年产能约127万吨，利用率已从89%快速下调至54%，剩余乙烯年产能约208万吨，该厂的1号和2号生产单元利用率分别下调至44%和73%。
日本	三井化学	90万吨乙烯+90万吨丙烯开工率下调。
日本	三井化学	110万吨乙烯裂解装置，开工率之前下调5%，再下调10%。
日本	三井化学	乙烷年产能大山127万吨（关东）+丽水123万吨（原计划4月检修提前）。
日本	三井化学	80万吨乙烯裂解装置发生不可抗力全部停产。
日本	三井化学	110万吨乙烯裂解装置发生不可抗力全部停产。
马来西亚	马来西亚国家石油Petronas	该公司预计将于3月关闭其年产120万吨的蒸汽裂解装置。

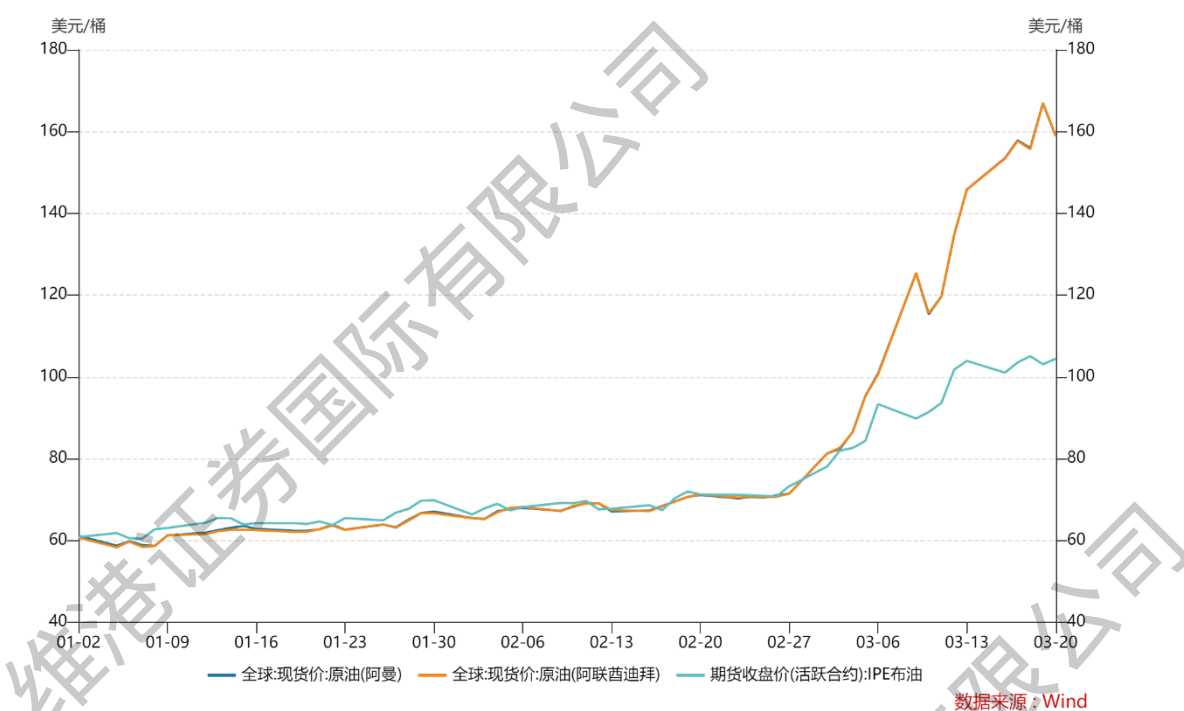
数据来源：隆众，混沌天成研究院

2. 这个事情的具体印证在中国，那就是目前化工产业链，尤其是聚酯产业的减产力度没有一星期到半个月之前预想的那么严重，当然我们不是说后续不会再减产，我没法做这个拍胸脯的判断，但是至少这个减产的影响在推后。原因可能是不知名力量在增加供应，可能是原油储备在释放，也有一个重要原因是周五 JPM 研报里统计的，东南亚高油价导致

的需求抑制在出现，坐飞机的少了开车的少了，油气资源供给在减少但是需求也在下降，这就减少了供需平衡表上的缺口。

中东现货油价涨幅开始放缓，等待期货价格补涨。如果未来一周仍能保持这个状态，那么这就更像是从定价有价无量，到价格高位盘整涨幅放缓，但是供应量不继续大幅下降的过程，

即高价，但不断货。这样以来，炒化工品期货逼仓预期的叙事就不那么顺了，化工品价格会受制于供给韧性和需求不足进而约束通胀继续向下游传导。目前的情况利于油气股聊利润中枢抬升，有量也有价的 EPS 双击。



3、我们需要把视角放到油气化工这个单一行业之外来理解这一切。化工品缺货不断货，目下游还正常点价购买铜，这两个信息合并起来 = 中国供应链韧性顽强，能够保证出口的可持续性。(因此注意一个风险点，如果这两个前提条件都出问题那证明是大风险，即中国化工停摆且下游不囤铜了)考虑到隔壁美国的能源供应也较为充足，G2 能够维持较强增长就意味着全球经济失锚的风险非常可控。

尤其是两国比较优势都是输出通缩的，中国出口电力设备新能源降低商品通胀，美国出口 AI 大模型降低服务通胀(裁员)，这都是顺周期资产，

在反复提及的美股 M7 避险属性上我们能够找到一些依据:从去年十月底到今年二月，彭博 M7 指数下跌了 7.3%，而标普 500 等权指数上涨了 8.9%，主要由能源和材料等周期性板块领跑。自相关性转为负数以来，这些指标的位置发生了互换。虽然大型科技股群本月进入了调整，但其跌幅小于更广泛的基准，

在不确定环境下，追寻扣除通胀的真实利润增长，也是一种抗通胀策略。

因此虽然油气资源和煤炭是当下较优秀的防御性策略资产，是去观交易。但是光通信、存储器、电力设备新能源，包括燃气轮机(仅限美股)也是相当一部分投资者仍然坚守的进攻性策略资产微观交易。这里我认为 A 股在周五抱团新能源+光通信的策略是对的，美股补跌完后也会延续自己的 AI 抱团思路。

因为在大家对不确定的宏观世界足够焦虑的时候，破局的还是企业家们。

比如去年二季度，先有关税风波，后有所谓新台币大幅升值干死台湾寿险传闻，然后是日债危机，法债英债危机。

但是最终让全球市场走出担忧，让全球股市爬出坑的是中国出口的超预期，和 M7 在四月底公布的强劲一季报

这份责任再次轮到中美企业家们了。

维港证券国际有限公司

维港证券国际有限公司