

高油价溢出效应持续显现 产业链各环节承受严酷“烤”验

证券时报记者 许孝如 魏书光

中东局势骤然升级,给全球能源市场造成了罕见的剧烈震荡,也让产业链各环节承受严酷“烤”验。

3月以来,国际油价自每桶70美元附近开始飙升,最高一度逼近每桶120美元,随后又急速回落至每桶80美元附近,走出了史诗级巨震的行情。3月12日,布伦特原油盘中再度升破每桶100美元,国内能源化工期货市场早盘有12个品种报出涨停,文华商品指数更是创下了近两年新高。

位于中东的霍尔木兹海峡,被誉为全球能源大动脉,一旦被切断,全球能源、化工、农业乃至宏观金融资产的定价逻辑都将被重新改写。围绕这一轮油价巨震,证券时报记者近日采访了多位期货分析师和贸易商、产业企业的相关人士,试图还原地缘冲突冲击下的大宗商品市场传导路径。

1 交易机制放大波动

作为全球能源运输的重要咽喉,霍尔木兹海峡承担着亚洲石化原料的关键运输任务。数据显示,2025年亚洲约60%的石脑油进口、45%的液化石油气(LPG)进口以及50%左右的甲醇进口,都依赖于这一通道。该通道一旦受阻,能源供应或将迅速承压。

自美以袭击伊朗以来,国际油价在短短十余天内从70美元/桶附近迅速攀升。3月9日,布伦特原油期货盘中最高触及119.50美元/桶,创下近四年来的新高。随后,布伦特原油期货又快速跳水至80美元/桶上方,走出了极端的“过山车”行情。3月12日,供应中断的担忧卷土重来,推动布伦特原油期货再度升破100美元/桶,并重燃国内商品市场的做多热情,石化板块的PTA、PX、瓶片、短纤、乙二醇等12个品种纷纷报出涨停。不过,午后多个品种的涨幅有所收窄,收盘仅有对二甲苯封住涨停。

平安期货分析师李晨阳认为,本轮油价暴涨的核心逻辑在于中东局势升级带来的“确定性供给收缩”,而霍尔木兹海峡通航受阻正是关键导火索。“当前冲突已不再只是情绪层面的扰动,而是通过实质性的供应冲击,开始深刻改变原油乃至全球宏观资产的定价逻辑。”

广发期货研究所负责人张晓珍也指出,当前油价走势的核心变量就是霍尔木兹海峡的通航状况。“如果海峡恢复通航,油价

2 下游化工市场担忧断供

能源运输受阻的影响,已经迅速传导至化工产业链。霍尔木兹海峡的运输效率下降,原料到港节奏将首先受到冲击,并迅速向裂解端传导。

根据专业机构ICIS测算,东北亚乙烯装置平均开工率预计将从2月的83%下降至3月的73%。与此同时,化工现货市场价格也迅速飙升,在短短一周内,PX价格累计上涨超过22%,PTA价格涨幅超过20%,3月9日中石化PX现货价格上涨400元/吨至8600元/吨。不过,随着油价有所回落,3月10日化工品价格也出现了一定回调。

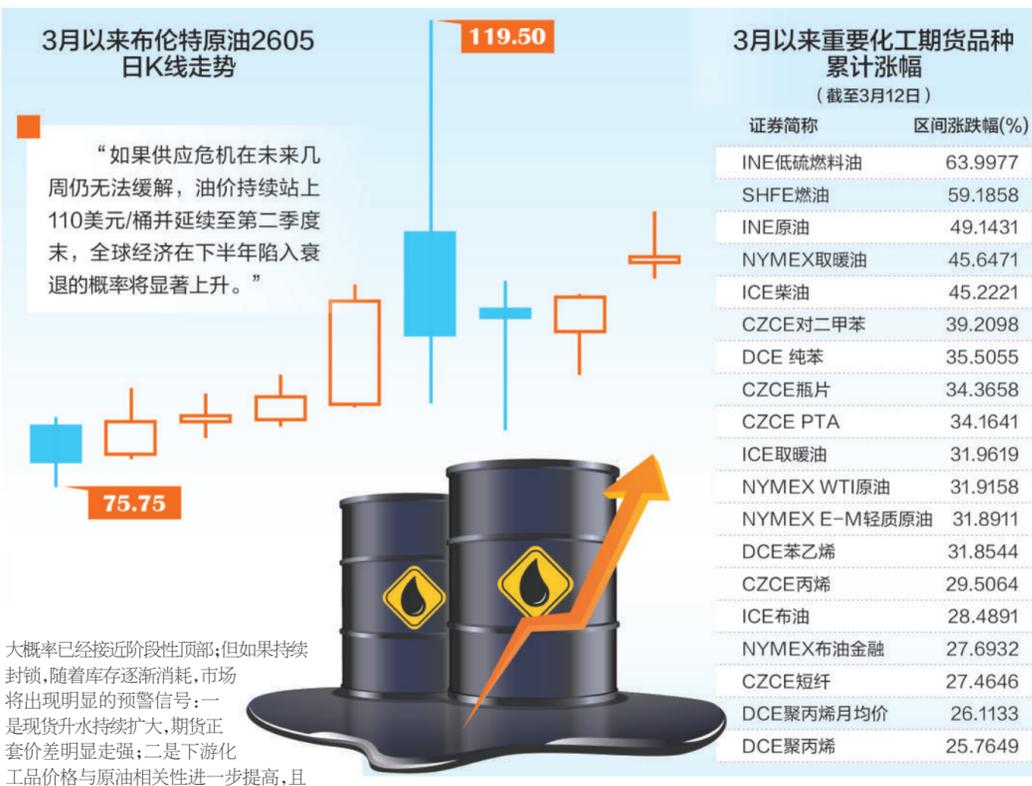
“国内塑化行业之前报价1万元/吨,现在直接回到8000元/吨左右。”国内大型塑化贸易商嘉悦物产集团总经理助理叶辰告诉证券时报记者,短短一天时间,现货基本面并没有太大变化,但市场情绪出现了巨大波动,波动幅度甚至超过期货。据其介绍,公司的大部分库存都通过期货套保进行了风险

3 供应冲击向更多商品蔓延

来自原油市场的供应冲击,正在向更多商品蔓延。

根据Refinitiv数据,3月9日全球动力煤价格基准——ICE纽卡斯尔煤炭期货合约价格上涨约9.3%,触及150美元/吨,为2024年11月以来最高水平。与中东局势爆发前的2月27日相比,该价格已累计上涨约28%。欧洲市场同样反应剧烈,鹿特丹煤炭价格一度上涨至119.5美元/吨,创下52周新高。

此外,化肥市场也出现了明显波动。伊朗是全球重要的氮肥、磷肥出口国,中东局势紧张导致全球化肥供应迅速收紧。截至上周,美国尿素价格已升至550美元/吨,一周内上涨约70美元。



数据来源:东方财富 许孝如/制图 图虫创意/供图

大概率已经接近阶段性顶部;但如果持续封锁,随着库存逐渐消耗,市场将出现明显的预警信号:一是现货升水持续扩大,期货正套价差明显走强;二是下游化工品价格与原油相关性进一步提高,且波动率可能超过原油本身。”

不过,张晓珍认为,这一极端预测需要多个条件同时出现,包括海峡被封锁持续超过一个月,地缘冲突扩散至中东核心产油国等。目前来看,相关情景出现的概率正在下降。一方面,油价上涨过快将显著推升全球通胀压力,可能促使主要经济体释放战略石油储备;另一方面,石油出口是伊朗的经济命脉,海峡长期处于封锁状态同样会对其经济造成严重冲击。

同时,金融市场的交易机制也放大了油价的波动。此前,白银曾出现单日暴跌35%的极端行情,此次油价的剧烈震荡同样伴随着空头踩踏与量化交易的放大效应。

李晨阳表示,当地缘冲突这一突发因素触发后,量化交易策略往往会进一步放大原油价格波动。在剧烈的单边行情中,趋势跟踪类量化策略几乎必然会助涨助跌。当油价突破90美元/桶、100美元/桶等关键心理关口时,大量模型会同步触发买入信号,从而在短时间内产生巨量买单,加速价格上涨的斜率。

4 持续高油价或拖累全球经济

从产业链角度看,成本传导正在呈现明显分化。

张晓珍指出,目前成本传导呈现“上游顺畅,中下游受阻”的特征。上游油气、PX等产品领域达成成本传导的比率较高,基本实现了全转嫁;中游聚酯、合成橡胶等加工环节的传导率稍低一些,企业通过压缩加工费吸收部分成本;下游纺织、家电、汽车等终端行业则受制于终端需求复苏乏力,难以持续提价,因此传导率较低。

“若油价维持在100美元/桶以上超过1个月,大量中小企业可能出现减产或停产的负反馈,倒逼产业链供需再平衡。当化工品终端品种开始出现负反馈的情况,供应端已经预期的扰动会钝化,市场容易转向交易需求端并从中下游传导回上游。”张晓珍说。

李晨阳则认为,高油价对全球经济的影响关键在于其持续的时间。“短暂的几周上涨,更多影响的是市场情绪,但如果油价在100美元/桶附近持续两到三个月,将显著

对冲,虽然现货价格上涨幅度超过了盘面,但通过套期保值也避免了较大的经营风险。不过,面对如此剧烈波动的行情,公司仍面临着不小压力。“我们提前为套保头寸准备了充足保证金,否则在极端行情下很容易被迫平仓。对于资金体量有限的民营企业来说,这一点至关重要。”叶辰坦言。

相比之下,更多现货企业对“断货”的担忧更为强烈。杭州一家塑料企业负责人表示,公司已经启动合同中的“不可抗力”条款,与客户协商上调部分价格,同时延长部分交货周期。

张晓珍指出,在当前高波动率环境下,套保策略的核心应是“优化结构而非简单加仓或止损”。对于原油下游产业来说,应采用“近月合约为主,远月合约为辅”结构,避免过度对冲导致错失成本传导的机会。若已被套保的头寸出现浮亏,不宜盲目止损,而应通过调整合约月份展期操作,锁定长期成本。

4 持续高油价或拖累全球经济

从产业链角度看,成本传导正在呈现明显分化。

张晓珍指出,目前成本传导呈现“上游顺畅,中下游受阻”的特征。上游油气、PX等产品领域达成成本传导的比率较高,基本实现了全转嫁;中游聚酯、合成橡胶等加工环节的传导率稍低一些,企业通过压缩加工费吸收部分成本;下游纺织、家电、汽车等终端行业则受制于终端需求复苏乏力,难以持续提价,因此传导率较低。

“若油价维持在100美元/桶以上超过1个月,大量中小企业可能出现减产或停产的负反馈,倒逼产业链供需再平衡。当化工品终端品种开始出现负反馈的情况,供应端已经预期的扰动会钝化,市场容易转向交易需求端并从中下游传导回上游。”张晓珍说。

李晨阳则认为,高油价对全球经济的影响关键在于其持续的时间。“短暂的几周上涨,更多影响的是市场情绪,但如果油价在100美元/桶附近持续两到三个月,将显著

能化类期货品种大涨 部分获利投资者选择离场

证券时报记者 沈宁

受中东局势影响,国际原油市场近期震荡走高,引发国内能化类期货品种集体大涨。在本轮上涨行情中,一批顺势做多机构和机构投资者斩获颇丰。不过,上升行情也面临着不确定性,部分投资者已选择暂时离场。

“我们是从今年1月底开始买入原油的,当时看到美国开始向中东派遣航母,感觉可能会发生地缘冲突,那带来的影响就是原油‘一马当先’。”海南佳岳创始合伙人沈然向证券时报记者表示。

除了原油期货,沈然操盘的基金还在低位买入了集运指数(欧线)期货,因此在本轮行情中取得了丰厚收益。不过,行情连续大幅上涨后,他已在高位做了部分减持,锁定了大部分利润。在他看来,当前市场存在很大不确定性,霍尔木兹海峡被长期封锁的概率较低,不符合各方利益,但短期仍有反复。

3月12日,国内能化类期货走势强劲,多个品种盘中触及涨停。截至下午收盘,原油期货主力SC2604合约上涨11.26%,报收722.3元/桶;低硫燃料油、对二甲苯、PTA、瓶片等品种也强势回升,涨幅均超过10%。

统计3月以来国内商品市场的表现可以发现,本轮能化品种的涨势相当惊人。截至3月12日,当月短纤9个交易日,原油期货累计上涨49%,低硫

燃料油期货累计涨幅则高达64%,其余不少能化品种的期间涨幅也都超过了30%。算上5倍左右的交易杠杆,做多相关品种的保证金收益超过了2倍。

证券时报记者从业内了解到,本轮行情中,原油等品种的爆发显著带动了部分期货公司的客户开户,一些个人投资者也通过做多相关品种获得不错收益。

“个人客户通常都喜欢做多,在上涨行情中比较容易盈利,所以我们公司的一些个人客户收益率非常高。另外,近期做资产配置的客户,在能化商品上也以多单为主,所以多数也是盈利的。承压的主要是部分产业客户的套保头寸,一方面账户有浮亏,另一方面还要面对追保问题。”某期货公司相关人士称。

实际上,期货实盘大赛的数据也能够比较直观地反映投资者的交易情况。证券时报记者在夺冠高手网站的相关统计中看到,参赛选手在原油、燃料油等品种上总体呈现净盈利,本周二市场的剧烈波动一度让参赛选手在这些品种上出现了较大单日亏损,但最近两个交易日伴随着行情回升,参赛选手的盈利已有所修复。

沈然建议,没有底仓的投资者此时没必要参与原油相关品种的交易,因为市场随时都可能出现超预期的短期波动。长期而言,全球较为宽松的货币环境会拉高战略性商品的估值,因此对于黄金和部分有色金属,他依然坚定看好。

拍卖市场频频遇冷 非上市银行股权需重赋价值

■ 从行业发展规律来看,中小银行股权拍卖所遭遇的“寒冬”,是过去粗放式发展模式所积累风险的集中释放,破局的关键不在于等待市场回暖,而在于通过实质性的风险出清、治理重构和机制创新,重新对中小银行股权赋予投资价值。

多笔股权拍卖流拍

近期,多笔巨额银行股权经历多次拍卖折价后,仍无人问津。证券时报记者从阿里司法拍卖平台上看到,广东华兴银行等多家银行的多笔价值亿元以上的股权再度挂出,但因多次流拍最终进入变卖程序。

面对非上市银行股权拍卖的冷清行情,有标的受托方尝试以低价引流方式“搞促销”。比如,阿里司法拍卖平台挂出一笔10万股北京农商行股权,起拍价仅为188元,对应该银行最新净资产价值即高达83.7万元。

去年10月,江西宝申所持有的上述股权曾公开挂出,第一轮拍卖底价为2.418亿元,但无人参与竞拍;第二轮降为1.93亿元,仍未寻得买家,最终遭遇流拍。早在2021年7月至8月期间,江西宝申所持九江银行的数笔股权(挂牌底价合计超亿元)被法院强制拍卖后未获成功,随后在上述二次拍卖后撤回拍卖。

除了九江银行,同样经历数次拍卖的还有上海升龙投资集团所持有的广东华兴银行数笔股权。其中,今年2月有一笔9000万股股份也是无人出价而结束拍卖,直至近期再度挂出。

事实上,在司法拍卖的中小银行股权中,遭遇流拍的窘境时有发生。今年1月,中融新大集团有限公司持有的山西银行约4.16亿股股权,挂牌底价为4.17亿元,流拍;2月,天津市润生塑胶制品有限公司持有的廊坊银行共3060万股股份,打折至7463万元,在二拍阶段仍无法成交。

“188元10万股”

同样是银行股权拍卖,由于市场整体成交量低,部分被拍卖资产的受托方则尝试采用“低价引流”手段进行操作。证券时报记者在阿里资产拍卖平台看到,有多笔北京农商行股权正在或即将拍卖,其中一笔10万股股权起拍价仅为188元。不过,该笔股权的保证金为2万元,加价幅度为最低2000元。受托方有关人员向媒体解释称,设置188元的起拍价是为了吸引客户参与,最终成交价肯定不止188元。

截至3月8日,上述股权拍卖已有21人报名参与,将近750人设置提醒,并引来超4700次围观。3月5日,北京农商行另一笔拍卖底价为1888元的10万股股份,已于当日经过70次加价,最终以38.88万元成交。

拍卖公告显示,截至2025年9月末,北京农商行每股净资产为8.37元。对比2024年,该行股权价值实现增长,2024年年末每股净资产为7.49元。另据北京农商行去年6月实施的2024年度分红派息数据,该行每股现金分红0.14元(含税),以10万股计算,去年仅分红就可获1.4万元的税前收入。

非上市银行股权流动性遇冷

纵观股权频遭拍卖的中小银行,非上市银行在拍卖市场的流动性显然较差,难以通过拍卖成交。以阿里法拍平台为例,据证券时报记者不完全统计,截至2025年末,银行股权拍卖达2700场次,其中650场次的结果为成交,其余2050场次均以无人出价而流拍。

也就是说,2025年该平台的银行股权司法拍卖有超75%的挂牌标的难以完成交易,这一比例相比往年有明显的提升。从成交标的的所属地域来看,呈现南热北冷的局面——经济发达地区如珠三角、长三角的成交情况,相对好于中西部、华北、东北地区。

根据国家金融监管总局披露的数据,2025年末,我国商业银行净息差进一步收窄至1.42%,较2024年四季度末下降了10个基点,同时不良贷款率同比持平至1.50%。分机构类型来看,城商行不良贷款率增幅相对较高,增加了0.06个百分点。

财通证券分析师孙彬彬团队指出,中小银行首先面临的是内控合规和违规经营问题的风险,也可能在股权架构中存在股东和实控人的风险问题。另外,在经济恢复进程中,新旧动能转换,中小银行展业风险上升;同时,在低利率大环境下,息差收窄导致盈利能力下滑,也影响到相关银行的资本充足率和偿付能力。

“短期内,中小银行股权拍卖市场将继续冷场,且可能呈现‘折价加深、交易缩量’的特征。”中国企业资本联盟副理事长柏文喜认为,从行业发展规律来看,中小银行股权拍卖所遭遇的“寒冬”,是过去粗放式发展模式所积累风险的集中释放,破局的关键不在于等待市场回暖,而在于通过实质性的风险出清、治理重构和机制创新,重新对中小银行股权赋予投资价值。

证券时报记者 谢超群