# 文件帖 2026-10-28 07:19

来源：刨米机AI精选 | 先知股票数据源

--- 法债风波还是欧债危机2.0？20261027.pdf ---
法债风波还是欧债危机2.0？
全文总结
这是华泰证券固定收益团队负责大类资产配置的研究员陶冶的电话会汇报，围绕近期海外债市波动、尤其是法债利率大幅上行背后的逻辑，以及是否会引发"欧债危机2.0"做出系统回应。
核心结论是：当前法债市场风波扩散演变为欧债危机的概率相对较低。
具体分为以下几个部分。
一、风波与危机的区别，以及法债市场的关注度为何上升
风波与危机的区别不仅在于冲击烈度，更在于影响渠道和方式。风波更多指单一资产、单一市场的大幅波动及其引发的市场反馈，包括最近科技股的调整；而欧债危机是更典型的主权信用风险所引发的、对金融市场和基本面的全面冲击。
今年以来海外利率普遍大幅上行。往大了说，这可能是2008年金融危机以来整个利率趋势的扭转，甚至可能是上世纪80年代之后大缓和环境及全球化环境逆转之下，利率趋势触底回升。今年日债利率大幅上升，投资者对美债利率更熟悉，但法国其实是今年利率上行的最大经济体：今年以来法债利率累计上行超过150个BP，尤其7月份之后上行幅度明显加快，7月后就有接近140个BP。即便10月初以来美债10年期利率从5.3左右降到5左右，法国利率仍在继续上升，反映法国问题的特殊性。
法德利差成为市场关注的核心指标。10年期法债利差最近突破170个BP，距离欧债危机时的高点只剩不到20个BP。之所以受关注，要从欧债危机说起：当时主要被风险传染的是"欧洲五国"、尤其南欧国家，其中意大利作为南欧最大经济体是代表，所以意大利和德国利差被作为衡量欧元区主权债务风险的代理指标；该指标明显扩大，说明南欧国家偿债压力上升、欧洲主权债务风险上升，进而引发欧元对美元贬值。如今法国相对德国的利差已超过意德利差，市场因而把法德利差作为观察下一轮是否会引发欧债危机的重要代理指标。
法国正经历典型的股债汇三杀。法国股市8月份以来明显回调，跌幅明显大于全球市场，今年以来收益率已经转负，在全球多数市场取得正收益的背景下相当扎眼，尤其在发达市场中。股债汇三杀通常更多出现在新兴市场，说明资金在系统性抛弃该国别相关资产品种；但近年发达国家也多次上演，比如2025年4月美国宣布对等关税后，一到两周内美股、美债、美元都出现不同程度下跌；更早是2022年9月英国首相特拉斯宣布迷你预算，财政赤字增加超市场预期，出现股债汇同步下跌。在发达国家债务率明显上行的背景下，这种情况发生频率可能越来越高。

二、法国自身面临的压力：财政、社会、政治与持有人结构
股市估值已明显下跌。法国股市估值现在大概只有15、16倍，近十年分位数已跌到35%左右，比绝大多数主流市场的估值分位都更低。
社会问题在加剧。9月份以来法国多地爆发抗议游行并引发骚乱，很多店铺遭遇打砸抢。表面看与大量吸纳合法及非法移民等社会问题有关，美国总统特朗普及相关右翼人士也把骚乱很大程度归结为移民政策，但背后更多凸显的是生活成本压力之下，居民改善生活质量、提升社会保障的诉求，与政府债务压力之间的更深层次矛盾。这场骚乱最早爆

发于9月17日，法国高中生和教职工上街游行，核心原因是教职工人数不足、教育经费问题，学校设施未得到修缮（如下雨天教学楼到处漏水），引发社会不满；这背后是教育经费不足，而教育经费不足背后是政府债务压力带来的连带影响。从统计看，法国居民实际可支配总收入和购买力同比在今年明显转负，这与成本端油价等上升关系密切。2026年10月法国政治民意调查显示，当前法国居民最大的问题集中在购买力困难、社会保障制度等。

财政压力突出。政府赤字率最近维持在5%以上，公共债务率（政府杠杆率）接近120%。跟美国对比更能有深刻体会：美国赤字率与法国差不多、甚至稍高（接近6%），政府杠杆率也在110多、接近120，两国债务率、财政赤字率比较相近。区别核心在于经济增长：美国基本面要强劲得多，最新一个季度美国名义GDP同比达6.3%，法国只有1.9%左右。美国经济基本面基本能支撑其庞大债务，加上产业优势（AI、科技等）以及美元全球储备货币地位，面对同样的债务压力显得更加游刃有余。如果说美国财政长期可能不可持续、但中期无忧，那么法国的债务风险近期出现了比较快速的上升。

财政整固空间非常有限。财政整固无非增收、减支。收入端，法国是典型高税收高福利国家，整体税负占GDP比例已位于OECD国家前列，税收加强制性社保占GDP比重超过43%，在OECD国家中仅次于丹麦（OECD平均约34%，美国约25%）。进一步加税空间非常有限，甚至可能将税率推向拉弗曲线右侧——即更高税率可能对经济活动产生较强压制和抑制作用，使税基减少，若税基减少幅度更大，整体税收甚至还会减少。支出端，法国财政支出刚性较强，财政支出占GDP接近60%，其中养老、教育、医疗社保等刚性支出占GDP约40%，很难削减、阻力非常大；而且从游行中选民反映看，教育、养老保障等支出在选民眼里甚至处于不足状态，更别说削减，必然引发强烈社会反应。往未来看，还有一块成本在逐渐上升，即债务付息压力：目前整体付息压力不算太大，但随着很多低息债务到期后需要展期和置换，利息支出成本可能持续且明显上升，压力只会加剧、难以减少。

政治上严重碎片化。这导致2027年法国财政预算案迟迟难以落地。法国国民议会中各党派分布上，除极右翼政党国民联盟占21%席位外，从马克龙所在的复兴党一路往下到地平线党等大大小小七个政党，占比都在5%~15%之间。这种碎片化局面使党派之间很难形成完整共识：中右翼政党（如复兴党）侧重压缩公共支出、改革社保，左翼政党更多主张对富人和大企业征税（如遗产税），右翼国民联盟更强调削减移民、欧盟缴纳等行政支出。大家并非对财政压力熟视无睹，而是政见不同、想做的事情千差万别。所以在议会中经常出现的情况是：同一方案的反对派力量很多、很容易形成多数，而支持方很难达到多数，方案处于非常难产的状态。2026年法国财政预算最终是通过宪法第49条第3款强行推动通过的；但如果现任政府继续通过第49条第3款通过，目前看又很有可能触发不信任案，一旦触发就可能引发政府倒台，财政分歧会进一步上升为政府存续的危机。政治碎片化使法国所有财政相关法案都处于"反对易、共识难"的状态。

法债海外投资占比相对较高，且近年非法国国内投资人占比呈上升趋势，国际资金配置一旦出现变化，就会对法债市场形成边际压力。对比意大利，法国本土投资者占比比意大利本土投资者低得多，来自美国、日本和其他境外国家投资的占比相对更高。而境外投资者近年对法债态度比较谨慎：以日本为例，日元套期交易是全球最主要的资本流动方向，日本投资者此前持有相当规模法债（2020年疫情初期可能约1000亿欧元），目前已持续下跌到不足500亿欧元。若日本这些资金持续撤出、回流日本本土市场，法债在需求端可能面临更多扰动。

三、法债与欧债危机之间的距离

法国所面临的压力与主权信用风险之间仍有距离。复盘上一轮欧债危机的演变路径：首先以希腊为代表的南欧国家出现主权债务风险，进一步引发公共债务资产缩水、欧洲地区银行部门资产负债表恶化；银行资产负债表恶化、流动性收缩后，进一步通过信贷等渠道向实体经济传导，引发经济衰退；经济基本面衰退后，债务相对负担进一步加剧，进入恶性循环。

四、结论：演变为欧债危机的概率相对较低，理由有四

1. 法国自身基本面和处境仍明显好于上一轮欧债危机时期的南欧国家。目前法国经常账户处于基本平衡状态，而欧债危机期间意大利、希腊等处于经常账户赤字状态（若经常账户赤字，由于贸易需要，美元、资金等会有明显外流压力）；法国居民储蓄率处于相对较高水平，贷款率也比较低。所以法国虽近期压力较大，但爆发主权债务危机的风险仍不太高，明显低于上一轮危机中的主要南欧国家。

2. 欧元区整体财政风险相对可控。遭遇上一轮欧债危机后，欧洲主要经济体债务率整体呈偏改善趋势，持续大幅上升的基本上只有法国。上一轮危机主要关注的意大利，其政府债务率在危机后基本维持不变、没有进一步上升；德国、葡萄牙等政府杠杆率甚至比欧债危机期间下降不少。法国是基本唯一一个还在快速增加的经济体，其风险具有特殊性，在欧洲地区并不具备普遍性。

3. 欧元区主权债务市场压力相对有限，没有出现明显的跨国传染迹象。以欧债危机峰值和当前法德利差对比，法德利差确实已接近欧债危机峰值；但其他主要经济体，无论上一轮压力较大的葡萄牙、西班牙、意大利，还是基本面相对稳健的比利时等，距离欧债危机峰值仍有明显距离。欧元区主权债系统性压力指数（欧央行编制）仍处于历史低位附近，甚至没有超过2025年的高点。同时，欧元区整体基本面比较具备韧性：一方面受益于全球制造业复苏、包括AI资本开支的外溢（欧元区对AI相关产业直接暴露不算太大，但至少受外溢正面带动）；另一方面2024年和2025年欧央行进行了较大量的连续降息，利率大幅下行也对基本面产生一定支撑。全球来看欧洲经济并不算特别强，但至少是"比较有韧性、并不弱"的状态，如失业率无论欧元区还是英国等，仍处于历史偏低位，远低于欧债危机期间水平。相对有韧性的基本面有助于支撑财政收入和政府偿债能力，整体降低经济衰退与主权债务风险形成负反馈的可能性。

4. 主要经济体和银行的信用风险状态上，压力以结构性特征为主，且银行体系明显强化。2025年以来，法国、比利时等经济体遭遇一定信用评级下调或展望转向负面，但与此同时意大利、西班牙、葡萄牙这些国家评级在过去一年多反而有所改善。银行体系非常关键，因为银行承压和金融中介功能受损是上一轮欧债危机负面影响放大的重要原因之一；目前欧洲银行体系无论盈利能力还是资本实力都明显强化：欧元区银行整体盈利能力处于近20年高位，普通股一级资本充足率（CET1）从2015年约13.5上升到2025年约16，风险吸收能力明显增强。所以虽然法国主权CDS最近明显上升，但法国巴黎银行的CDS上升幅度更加克制、甚至小于法国主权CDS上升幅度。银行体系处于相对稳健、风险吸纳能力较强的状态，不会扮演风险或危机放大器。

五、危机应对工具：三道防线

经历欧债危机、2020年全球疫情流动性冲击，以及2023年瑞士信贷破产后，欧洲及欧元区的央行救助工具箱明显丰富和完善，充足的工具储备有助于阻断主权债务风险的扩散。目前欧

元区主要有三道防线：

TPI（传导保护工具）：针对非资本因素引发的无序利差扩大，定向购买成员国国债。该工具于2022年设立，当时意德利差有一波明显上行，设立一定程度上也是为了后续欧央行缩表作为流动性应急储备。工具设立后，意德利差有一波明显收窄。
OMT（直接货币交易工具）：欧央行在成员国进入符合要求的救助项目、接受严格政治条件之后，直接购买短期国债，修复货币政策传导。与TPI相比，OMT更注重短期货币市场和短期国债市场的稳定。
ESM（欧洲稳定机制）：不是简单工具，而是欧元区成员国共同设立的救助机构，职能范围更广泛，为遭遇严重融资困难的成员国提供贷款、预防性信用额度以及债券市场全面支持。
六、市场定价、参与机会与风险信号
法债市场已计入较多信用风险溢价。将欧洲主要国家政府债务率与10年期国债利率做散点对比，法国国债利率相对其政府债务率明显偏高估，大概高估60个BP。这种高估中确实反映了一些合理性因素，如财政整固受阻、政治碎片化等问题并不会直接体现在政府债务率中，所以相对于法国政府债务率水平，其国债利率更高有一定合理性，但高出这么多，已比较充分地增加了风险定价。若后续财政预算案能顺利通过、或大不确定性落地，可适度关注法国股债的修复性机会。时间点上，最好等到明年4月到5月法国大选正式结束、新政府上台后，看其财政上会推出什么举措、能否赢得市场信心，确认后再参与；国内也有法国相关的公募基金产品方便参与。同时要继续关注后续政治局势、大选进展以及尾部风险可能性。
尾部风险情形下，若主权债务风险持续升级，可能看到欧洲高债务国家国债利差同步走阔，并通过银行资产减值、融资成本上升、信贷收缩等方式向金融体系和实体经济传导，对欧洲金融市场和经济增长造成较大冲击。
核心关注三个指标：第一，法德利差是否进一步高速扩张，目前在170个BP左右，若进一步上升突破200甚至300个BP，就可能进入无序上升状态，是重要风险信号；第二，利差扩大有没有明显向其他国家传染，如果没有传染，更多只是法国市场自身的问题；第三，利差扩大有没有向金融体系传染，比如法国及欧洲其他银行CDS也大幅向上，说明风险正向银行体系传导，可能引发更多金融市场和基本面冲击。在这些信号没有出现之前，仍认为大风险是低概率的，或者说偏较尾部风险情形。
重要事件是明年法国总统大选前后，需关注政治格局变化、财政政策调整是否引发新一轮风险定价，成为法债风险集中释放的窗口。届时不仅要关注债券市场和财政压力，还要关注如果目前支持率领先的极右翼领导人玛丽娜·勒庞上台后，法国在欧盟或整个欧洲扮演的角色是否调整——按其之前政见会减少对欧洲或欧盟机构的相关支持，这可能对法国与欧盟的关系甚至欧盟本身的未来产生扰动，是否再次引发风险溢价抬升。
资产配置角度：法债风险短期冲击主要在欧洲市场，目前欧洲股市出现一定程度承压，法国股市相对德国等出现更多溢价，欧元相对美元也有相应状态。若极端情形下爆发欧债危机2.0，大类资产将进入集中的避险需求和降息预期主导的市场环境，避险资金可能流向德国国债、美国国债以及美元和日元等品种；若危机引发全球性冲击并导致美联储也转向降息，则会限制美元走强幅度，对黄金和美债更为友好。整体上这种情形概率不高，核心关注指标仍是上述三个：法德利差是否进一步走阔、利差走阔是否向他国传导、主权信用压力是否影响银行信用状态。
会议实录：
各位领导下午好，我是华泰证券固定收益团队负责大类资产配置的研究员陶冶。今天主要汇报一下最近这段时间海外债市的波动，尤其是法债利率大幅上行背后所反映的逻辑，以及对于是否会引发欧债危机2.0做一个比较系统的回应。

首先，关于"风波"和"危机"，它们的区别到底在哪里？我们觉得这绝不仅仅是指冲击的烈度，更多是影响渠道和方式。在我们的理解中，风波更多是指单一资产、单一市场的大幅波动，以及所引发的一些市场反馈，包括最近科技股的调整；而欧债危机是更典型的主权信用风险所引发的、对金融市场和基本面产生的全面冲击。

今年以来海外利率普遍大幅上行，往大了说，这可能是2008年金融危机以来整个利率趋势的扭转；再往大了说，这甚至可能是上世纪80年代之后大缓和环境以及全球化环境逆转之下，利率趋势触底回升。今年大家也看到不少头条新闻，比如日债利率大幅上升。大家可能更多投资者对美债利率更加熟悉，不过法国其实是今年利率上行的最大经济体：今年以来整个法债利率累计上行了超过150个BP，尤其是7月份之后上行幅度明显加快，7月份之后就有接近140个BP。所以哪怕10月初以来我们看到美债10年期利率从5.3左右降到5左右，但法国的利率仍然在继续上升。这里边也反映了法国的问题具有它的特殊性。

在这样的过程之中，有一个指标也引发了市场的关注，就是法国和德国的利差。一般来说，我们是看10年期法债和德债的利差，最近也突破了170个BP，距离欧债危机时的高点只剩下不到20个BP。那么为什么法债的利差受到这么大的关注？这还要从欧债危机当时的情况说起。欧债危机期间，主要被风险传染的国家是所谓的"欧洲五国"，尤其是南欧的一些国家，其中意大利作为南欧最大经济体也是代表，所以意大利和德国的利差就被作为衡量欧元区主权债务风险的代理指标。如果这个指标明显扩大，说明这些南欧国家可能有偿债压力，那么欧洲主权债务风险上升，这个时候自然会引发比如欧元对美元的贬值。所以它是被市场认为欧洲主权债务的暴风眼。那么现在，法国相对德国的利差已经超过了意德利差，所以市场也把法德利差作为观察下一轮是不是会引发欧债危机的重要代理指标。

而同时，法国市场在经历着比较典型的股债汇三杀。法国股市8月份以来出现了明显回调，当然整体全球市场也有一定调整，但法国股市下跌幅度明显大于全球市场幅度；而且法国今年以来的收益率已经转负，在全球多数市场还是取得正收益的背景下还是比较扎眼的，尤其是在发达市场之中。法国这种股债汇三杀的情况，过去我们经常说更多是在新兴市场容易出现，因为股债汇三杀说明资金在系统性地抛弃这个国别相关的资产品种；当然在近年的发达国家之中也有过多次上演，比如最近一次可能是在2025年4月份，美国宣布对等关税之后，我们观察到在一到两周时间内，美股、美债、美元都出现了不同层次的下跌；更早一点可能是在2022年9月份，英国当时的首相特拉斯宣布了一个迷你预算，其中财政赤字增加超过市场预期，又出现了一度的股债汇同步下跌的情况。我们觉得，在当前发达国家债务率明显上行的背景下，这种情况可能发生的频率会越来越高。

那么对于法国股市而言，它现在估值也已经明显下跌，法国股市估值现在大概只有15、16倍左右，近十年的分位数已经跌到35%左右的水平，比绝大多数主流市场的估值分位都更低。

而且，除了资本市场的表现承压之外，最近法国的社会问题也在加剧，也引发了多方关注。比如9月份以来，法国多地爆发了抗议游行，并引发进一步骚乱，很多店铺都遭遇了骚乱人群的打砸抢。这些打砸抢的背后，表面上可能和一些大量吸纳移民（不管合法还是非法）等等进一步的社会问题有关，包括像美国总统特朗普、一些相关右翼人士，也把这种骚乱活动很大程度归结为移民政策。但其实我们去看它背后，更多凸显的应该是生活成本压力之下，居民改善生活质量、提升社会保障的诉求，和政府债务压力之间更深层次的矛盾。

比如这场骚乱最早

爆发于9月17日，法国高中教职工和学生上街去游行，背后核心的原因是教职工人数不足，而且有教育经费的问题；另外学校的一些相关设施没有得到相应修缮，比如下雨天教学楼里到处在漏水等等，引发了社会不满。这其实是教育经费不足的问题，背后当然是政府债务压力所带来的一些连带影响。而且从统计数据上来看，法国居民实际可支配总收入和购买力同比在今年明显转负，这当然和成本端油价等等的上升有比较密切的关系。而在最新的2026年10月份，法国政治的民意调查也显示，目前法国居民最大的问题集中在购买力方面的困难，包括社会保障制度等等。

而更要命的是，法国政府确实财政压力非常大。因为刚才说过的，一些成本上升问题其实不仅是在法国，在欧洲很多地方都普遍存在，但法国目前在财政上的压力更加突出。比如法国政府赤字率最近维持在5%以上，公共债务率或者说政府杠杆率在接近120%的水平。当然直接说这些数字，感受上可能没有这么明显，但如果我们跟美国做一个对比，可能就能有更深刻的体会。因为美国的赤字率其实跟法国差不多，或者说美国稍微高一点，在接近6左右的水平，而美国政府的杠杆率也是在110多、接近120这样的状态。所以法国和美国来看，它们的债务率、财政赤字率等等是比较相近的。但区别点核心在于两国的经济增长上面，美国的基本面要强劲得多：比如美国的名义GDP同比增速最新一个季度能达到6.3%，而法国相对来说只有1.9%左右，这之中的差距是非常大的。也就是说，美国的经济基本面还是基本上能够支撑它这样庞大的债务；再加上美国在产业上的优势——AI、科技等等领域，以及美元这种全球储备货币的地位——都使得面对同样的债务压力，美国会显得更加游刃有余。所以如果说美国的财政是长期可能不可持续、但实际上中期无忧，那法国的债务风险近期是出现了比较快速的上升。

而且更进一步来说，法国政府的腾挪空间非常有限，或者说它的财政整固空间非常有限。要去做财政整固，无非就是增加收入、减少支出。法国大家都知道，属于典型的高税收高福利国家。在收入端，法国的整体税负占GDP的比例已经位于OECD所有国家前列，大概是税收加上强制性的社保占GDP的比重已经超过了43%，在所有OECD国家中仅次于丹麦；这些OECD国家平均水平大概在34%，比较低的像美国只有25%左右，而法国高达43%。所以进一步加税的空间非常有限，甚至进一步加税之后可能会导致税率进入拉弗曲线的右侧——所谓拉弗曲线，是经济学上对合理税率水平的估计反应，如果进入曲线右侧之后，意味着更高的税率可能会对经济活动产生比较强的压制和抑制作用，从而使税基减少；因此税率哪怕提升了，如果税基减少幅度更大，整体的税收甚至还会进一步减少。所以从这些角度来看，法国财政增收的空间非常有限。在支出端，法国财政支出的刚性也比较强，整体法国财政支出占GDP有接近60%这样的水平，其中养老、教育、医疗社保这些刚性支出占GDP有40%左右，而这样的支出很难削减、阻力非常大。就像我们刚才说的，其实在游行之中也有很多选民反映，法国在教育、养老保障等等方面的支出在选民眼里甚至处于不足的状态，那更别说你要去削减这方面支出了，肯定会引发非常大的社会反应。而且往未来看，还有一块成本也在逐渐上升，就是法国的债务付息压力。目前整体法国债务付息压力并不算太大，但随着很多低息债务到期之后需要展期和置换，往后看利息支出的成本可能会有持续而且比较明显的上升，这个时候压力只会加剧，很难去减少。

而且，法国当下还面临着一个迫切的问题，而且很难解决，就是政治上的严重碎片化，也是

这种碎片化导致2027年的法国财政预算案迟迟难以落地。我们可以简单去看法国国民议会中各个党派的分布：除了国民联盟这个极右翼政党占据国民议会中21%的席位之外，其他从马克龙所在的复兴党一路往下，到像地平线党这样的一些政党，大大小小七个政党在议会中的占比都是在5%~15%之间。这种碎片化的局面就使得党派之间很难形成一个比较完整的共识。虽然从整
体上来看，一般这种中右翼政党，比如像复兴党，可能侧重于在财政方面去压缩公共支出、改革社保；而左翼政党更多主张对富人和大企业去征税，比如遗产税等等；右翼的国民联盟更强调削

减对移民、对欧盟缴纳等等一些行政支出。就是说大家都有一些想法，不是对财政压力熟视无睹，但是大家政见不同，想做的事情可能有千差万别。所以在法国整个议会之中，我们经常看
到的一个情况就是：反对派、同一个方案的反对派力量会有很多，很容易形成多数；但是
一套方案的支持数量或者人数很难达到多数，所以是处于一个非常难产的状态。那么国民
议会，或者说下一任的政策支持和参议院，目前也可能处于一定的政见分裂。像2026年，法国的财政预算最终是通过宪法第49条第3款强行推动通过的；但如果现任政府继续通过第49条第3款去通过，目前来看又很有可能会触发不信任案，而一旦触发不信任案，就有可能引发政府的倒台，财政的分歧会进一步上升为政府存续的危机。所以政治上的碎片化，使得法国所有财政相关
的法案都处于一个"反对易、共识难"的状态。
还有一点对法国债市不太友好的，就是法债的海外投资占比相对比较高，而且在近年来这些非法国国内投资人占比呈上升趋势
，所以国际资金配置一旦出现相应变化，就会对法债市
场形成边际压力。作为对比，把意大利和法国放在一起看，可以发现法国本土投资者占比比意大利本土投资者占比要低得多，而且来自美国、日本和其他境外国家投资的占比相对来说也要更高。而境外投资者近年来对法债态度还是比较谨慎的。以日本为例，因为日元的套期交易是全
球最主要的资本流动方向，日本投资者之前也持有相当规模的法债，在2020年疫情初期的
时候可能就有1000亿欧元左右，但目前已经持续下跌到不足500亿欧元这样的状态。如果
像日本这些资金持续撤出，包括回流日本本土市场，那么意味着法债在需求端可能会更多面临扰动。
以上就是我们主要去解释和理解的——法债市场为什么会有这么多波动，包括它本身财政的压力、政治碎片化的问题，以及一些持有者结构所反映的需求端脆弱性。当然，法国所面临的压力和后面我们要说的所谓欧债危机、或者说主权信用风险之间，仍然有一定的距离。
包括我们去复盘上一轮欧债危机的时候，它的整个演变路径：首先是以希腊为代表的一些南欧
国家的主权债务风险，这种主权债务风险进一步引发了公共债务资产的缩水，以及整个欧
洲地区银行部门资产负债表的恶化；银行资产负债表恶化、流动性收缩之后，进一步会向
实体经济、尤其是通过信贷等等去传导，引发经济衰退；经济基本面衰退之后，债务的相
对负担压力其实是在进一步加剧，就进入了这种恶性循环的状态。
那我们首先说结论：现在这种法债市场风波真的扩散演变成欧债危机的概率，相对来说

还是比较低的。有几个理由。
首先，法国自身的基本面和它的处境状态。虽然债务率比较高，但法国的一些基本面状态仍然明显好于上一轮欧债危机时期主要的一些南欧国家。我们从几个角度去看：一个是经常账户的赤字率，目前法国经常账户属于一个基本平衡的状态，而在欧债危机期间，意大利、希

腊等等国家处于经常账户赤字的状态，经常账户赤字意味着由于贸易的需要，美元、资金等等会有明显的外流压力，这方面法国还可以；而且现在整个居民的储蓄率，法国居民储蓄率位于相对比较高的水平，贷款率也是比较低的。所以从法国本身的基本面上来看，虽然最近压力比较大，但爆发主权债务危机的风险还是没有太高，尤其是明显低于上一轮危机中这些主要南欧国家。这是第一点。
第二个，我们要聊的是欧元区整体的财政风险还是相对可控的。
遭遇上一轮欧债危机
之后，其实欧洲主要经济体的债务率整体呈一个偏改善的趋势，持续大幅上升的基本上只有法国。像上一轮欧债危机主要关注的经济体意大利，它的政府债务率在欧债危机之后基本维持不变，没有再进一步往上走；另外有一些经济体，比如像德国、像葡萄牙，可能比欧债危机期间政府杠杆率还下降了不少。法国是基本上唯一一个还在快速增加的经济体，所以法国本身的风
险是具有特殊性的，在欧洲地区并不具备普遍性。
另外，从欧元区主权债务市场来看，压力也是相对有限的，法债市场的风险没有出现
明显的跨国传染迹象。比如我们拿欧债危机时候的峰值和现在法国和德国的利差来看，确实法德利差已经接近欧债危机时候的峰值；但是其他一些主要经济体，不管是上一轮欧债危机期间压力比较大的葡萄牙、西班牙、意大利等等，还是说基本面相对比较稳健的比利时等等，距离欧债危机的峰值还有非常明显的距离。所以整个主权债市场的压力仍然相对有限。像欧元区主权债系统性压力指数（欧央行所编制）这个指标，仍然是处于一个历史低位水平附近，甚至没
有超过2025年当时的高点。所以整体的主权债市场压力目前还是相对比较低的。而且欧元区
整体的基本面，我们觉得目前来看应该也是比较具备韧性的
。欧元区的基本面状况，我们从
两方面去理解：第一方面，欧元区本身是受益于全球制造业复苏，包括像AI资本开支的一些外溢——当然欧元区本身对于AI相关产业的直接暴露并不算太大，但至少还是受到一些外溢的正面影响带动，整个全球制造业都在复苏，欧元区也不例外；第二，2024年和2025年，欧央行毕竟还是进行了比较大量的连续降息，利率的大幅下行也对基本面产生一定的支撑作用。所以全球来看，欧洲经济并不算特别强，但至少是一个比较有韧性、并不弱的状态。比如从失业率上来看，无论是欧元区也好，还是包括像英国这些经济体也好，失业率水平仍然位于一个历史偏低位状态，也远远低于欧债危机期间的水平。所以我们认为，相对有韧性的基本面有助于支撑财政收入和
政府的偿债能力，整体上会降低经济衰退和主权债务风险形成负反馈的可能性。
另外一个，从主要经济体和银行的信用风险状态上来看，一方面，主权信用的压力以结构性特征为主：2025年以来，确实像法国、包括比利时等等一些经济体遭遇了一定的信用评级下调，或者说展望转向负面；但与此同时，意大利、西班牙、葡萄牙这些国家评级反而在过去一年多的时间里有所改善。主权信用的压力更多是结构性的。第二，欧洲的银行体系也非常关

键，因为就像我们刚才说的，银行体系承压和金融中介功能的受损，是上一轮欧债危机中整个负面影响放大的重要原因之一。那目前来看，欧洲银行体系不管是从盈利能力上来看，还是从资本

实力上来看，明显是有所强化的：像欧元区银行整体盈利能力目前处于近20年来高位；普通股一级资本充足率（CET1）的充足率从2015年大概13.5已经上升到2025年的16左右，风险吸收和吸纳能力明显是增强的。所以我们会看到，虽然法国主权的CDS最近出现了明显上升，但其实法
国巴黎银行的CDS上升幅度是更加克制的，比法国主权CDS上升幅度甚至要更小。所以银行
体系目前是处于一个相对比较稳健、风险吸纳能力比较强的状态，它也不会扮演风险或者危机放大器的角色。
最后要聊的，实际上就是危机的一些应对工具。经历了欧债危机冲击，包括2020年全球疫情带来的流动性冲击，以及2023年瑞士信贷破产之后，其实整个欧洲、包括欧元区的央行救济救助工具箱有了一个非常明显的丰富和完善，这种充足的工具储备也有助于阻断主权债务风险
的扩散。目前欧元区主要有三道防线：
第一个是TPI，也就是传导保护工具，它针对的是非资本因素引发的无序的利差扩大，定向去购买成员国的国债。TPI这个工具设立主要是2022年，当时意德利差有一波明显上行之后，欧央行设立了相关工具。当然这个工具也有一定的目的，是为了后续欧央行缩表作为一个流动性应急的储备。这个工具设立之后，我们也明显看到意大利相对德国的利差有一波比较明显的收窄。
第二个是OMT，也被称为直接货币交易工具
，主要是欧央行在成员国进入符合要求的救助
项目、接受严格政治条件之后，直接去购买短期国债，修复整个货币政策传导。相对来说和TPI相比，OMT更加注重于短期货币市场和一些短期国债市场的稳定。
第三个是欧洲稳定机制ESM，它不是一个简单的工具，而是欧元区成员国共同设立的救助机构，它的职能范围会更加广泛，为遭遇严重融资困难的成员国提供贷款、预防性信用额度，和债券市场的全面支持。
所以在这种丰富工具的情况下，即使我们觉得法国出现了一定的债务危机风险，也能得到比较好的防范和阻断，使得不会扩散成整个欧元区的信用风险。
所以总结来看，我们认为现在法国确实在面临着高债务、高赤字，以及财政整固受阻
等等问题的压力，而且这些问题短期内很难看到一个比较好的解法，所以法债的风险溢价
可能比较长的时间维持在一个比较高的水平。但是欧洲整体的状况仍然显著好于欧债危机
期间，而且从应对冲击的工具上来说也是更加完备，发生欧债危机2.0的概率或者可能性目
前来看是相对比较低的。

但是从市场定价来看，法国债市其实已经计入了较多的信用风险溢价
。比如我们把欧洲
主要的一些国家它的政府债务率和10年期国债利率放在一张图里去做散点对比，可以明显看到法国国债利率相对于它的政府债务率水平有一个比较明显的偏高估状态，大概高估了60个
BP。当然我们觉得这个高估中确实也反映了一些合理性因素，比如财政整固受阻和政治碎片化的一些问题并不会直接体现在政府债务率之中，所以相对于法国本身的政府债务率水平，它国债利率更高一点是有一定合理性的；但高出这么多，我们觉得至少已经比较充分地增加了一定的风险定价。所以如果后续财政预算案能够比较顺利地通过，或者说大的不确定性落地之后，
我们觉得可以适度关注法国股债的修复性机会。
当然时间点上，最好等到明年4月份到5月份，法国大选正式结束、新政府上来，看一看在财

政上到底会推出什么样的举措、能不能去赢得市场信心，确认到这一点之后，我们觉得是有一些参与机会的，包括其实国内也有法国相关的一些公募基金产品，方便去进行参与。另外当然也要继续去关注后面整个政治局势、大选的进展，以及尾部风险的可能性。
在尾部风险情形之下，如果主权债务风险持续升级，那么我们可能会看到欧洲高债务
国家国债利差的同步走阔，并通过银行资产减值、融资成本上升以及信贷收缩等等方式向
金融体系和实体经济去传导，对欧洲金融市场以及经济增长造成较大的冲击。所以从关注指标上来看，我们现在核心盯的是这么几个：一个就是法德利差是不是在进一步高速扩张的过程之中
，目前是在170个BP左右，如果进一步上升突破200甚至到300个BP，就
可能进入一个无序上升的状态，是重要的风险信号；第二个就是这种利差扩大有没有明显向
其他国家去传染，如果没有出现传染，可能更多就是法国市场的问题；第三点就是这种利差扩
大有没有向金融体系去传染，比如对银行的信用能力产生一个冲击，如果看到法国的一些银行，包括其他的欧洲银行CDS信用违约互换也出现大幅向上，说明风险正在向银行体系去传导，那么就可能引发更多的金融市场和基本面的冲击。在这些信号都没有看到之前，我们还是认为这个大风险是比较低概率的，或者说偏较尾部风险情形。
那么重要的事件，显然就是明年的法国总统大选前后
，关注政治格局变化、包括财政政
策调整，是否会引发新一轮的风险定价，以及成为法债风险集中释放的窗口。而届时可能需要关注的不仅仅是债券市场或者说财政的压力，包括说如果现在支持率比较领先的玛丽娜·勒庞，也就是极右翼的领导人上台之后，对于法国在欧盟或者整个欧洲扮演的角色是不是会有一定调整——因为按照她之前的一些政见，会减少对于欧洲或者整个欧盟机构的相关支持——那么对于法国和欧盟的关系、甚至欧盟本身的未来都会产生一定的扰动，是不是会再次引发风险溢价的抬升。

对资产配置来说，法债风险短期冲击主要还是一些欧洲市场，目前我们看到整个欧洲股市出现了一定程度的承压，当然法国股市相对德国等等出现了更多的溢价，然后欧元相对美元也出现这样一些状态。那如果极端情形之下出现了欧债危机2.0的爆发，我们觉得大类资产将进入一个集中的避险需求和降息预期主导的市场环境，那么就可能真的要去跟欧债危机当时的情况去做对比了。我们认为全球的避险资金可能会流向一些避险资产，包括德国国债、美国国债，以
及美元和日元这样的一些品种。当然如果危机引发了全球性冲击，并且导致美联储也转向降息，那么这个时候可能就会限制美元走强的幅度，对于黄金和美债可能会更为友好。当然这个我们更多讨论的是尾部风险的情形，整体上来说概率不高，核心关注的指标：一个就是法德利差会不会进一步走阔，第二个是这个利差走阔是不是向其他国家去传导，第三个就是主权信用的压力、或者说国债市场的压力会不会影响银行的信用状态。核心关注的是这三个指标，我们最后
总结强调一下。
以上就是我今天汇报的所有内容，感谢各位领导参会，谢谢。

--- 迷雾未散，港股将何去何从？20261027.pdf ---
迷雾未散，港股将何去何从？
全文总结
本次电话会围绕港股后市走向展开推演，核心观点是：港股当前并不是一个特别好的增配时间节点，下行风险仍然存在，而反弹的因素并不充足；即便有反弹，也更多是基于短期

资金流的空头回补行为。具体分为以下几个部分。
一、海外两大变量：AI财报季与中选地缘
AI定价偏苛刻。市场对AI的整体看法还是偏向苛刻的，因为可预期的是，未来每一次企业出业绩的时候，市场都会考虑或顾虑远期投资回报的问题。
中选是重要变量。当前还有一个比较重要的变量，就是市场也在考虑美国中选的问题。如果民主党横扫了两院，那么理论上AI的一些政策和监管等等都会发生变化，不论对AI产业节奏、对AI企业盈利，还是对美国经济增长的贡献，都会产生相应的负面影响。这件事情也成为最近市场开始逐步去做定价的方向，我们看到市场对于两院横扫的概率预期越发上升。如果10月中选结果真是这样，那么对于AI产业节奏或者企业未来盈利层面的预期，可能还会有相应的负向影响。这是海外一个很重要的定价节奏变动。
地缘判断偏谨慎。这是偏老生常谈、反复扰动市场的问题，阶段性就有升温信号。对美伊冲突也好，对全球地缘的看法也好，实际上还是保持原来的看法，也就是偏谨慎态度。所谓谨慎，就是认为美伊问题是一个中长期的问题，全球地缘问题也是一个中长期的问题，不是短期能够解决的。第二，特朗普在中选前和中选后，地缘会不会发生新的变化，是有可能的。从中选结果看，可能并不会影响他在地缘层面上的决策，甚至有可能在中选后还会发生地缘升级的可能性。市场对此有不同看法，我们对此偏谨慎一些，认为他还是可能会想各种方法去做一些扰动地缘的策略；即便他有可能中选并不会赢，甚至民主党横扫两院的情况下，地缘层面上他可能还是会做一些不一样的文章，这有可能超市场预期。所以这种风险准备还是要做的——不确定它会不会升级，也就不能想当然地认为中选之后地缘就会熄火或降级，不一定。
现阶段市场定价还不够充分。虽然看到油价在飙升、全球资金也在采取相应避险策略，但实际上并没有到一个关键的时间节点，让大家确信所有事情、所有风险都已经完全排尽，然后等待反弹，还不是这个时候。这两个主要逻辑链条里都发生着相应的变动，甚至可能这种变动在一周之内、两周之内就可能会发生一些反转，所以还是要谨慎观察。

其他市场变动。最近海外其他市场也发生了比较多的变动，比如欧洲的债券问题，甚至全球权益市场里也出现了明显的高波（动）情况。这些也会短期影响市场的风险偏好、产生短期担忧，但更主要的是刚才讲的那两个核心问题，因为它们涉及对美债美股、全球资金层面的定价节奏。市场短期内已经交易出来的结果是：美债收益率下行，美股似乎也在震荡整理的过程之中，这是短期层面上大家定价以上交替做出的选择。
二、海外风险与港股的关系
海外的这些问题还没理清，所以全球投资者对全球配置来讲还是偏防御属性多一些。而港股在全球投资者心中的定位，现在是不具备防御色彩的。这是一个比较重要的点。也就是说，大家可能期待的所谓跷跷板效应是没有的。从全球资金的偏好上讲，现阶段的重点可能就不在港股这边，这是一个比较客观的情况。
三、港股自身的情况与预期
恒科已跌回924的位置，很多股票也都跌穿了924的位置。首先，924只是一个心理上的安全位，不是一个基于基本面的安全位，理论上它是可以被击穿的。
基本面担心。跌穿一方面要看国内宏观环境、经济稳定、消费的情况与彼时相比如何，答案比较明确——现在的消费或者内需的改善还是需要一段时间的，这也引发了对港股基本面的担心。港股至少在投资者视角里，还是被定调为一个消费股，即便看到恒科有一些新的股票纳入指数，但整体权重不高，所以恒科指数还是以偏消费为主的。既然是消

费这个情况，大家对于恒科企业盈利的好转或者韧性还是打个问号的。所以从基本面、EPS层面看，似乎也没有看到一个反转预期。
政策端没有明确预期。国内可能相对有共识，并没有预计会有明确的政策。
综上，现阶段港股上行动能不足：无论是海外的风险对分子端的传导，还是国内基本面、分子端的改善预期，综合来看，港股现阶段上行动能是不足的。所以最开始讲的下行风险还是存在的，上行动能略有缺乏。
四、配置思路：偏防御
整体偏防御为主的思路。这也有季节性效应：在Q4这个时间节点，一般十一、十二月份红利的相对胜率也还不错。现阶段整体波动还是存在的，海外的反弹因素也不是很明朗，所以短期还是偏向防御一些，配置一些作为低波的红利类都是可以的。
短期弹性方向。最近美债收益率略有下行，但这不是最基本面，更多是交易层面上的。理论上对于美债收益率敏感性品种是略有好处，所以短期大家可能也会把一些关注点放在创新化（原文）层面上，但这些更多偏向战术性配置。

AI的反弹结构与共振效应。大家也会关注AI的反弹结构和共振效应能不能在港股上体现。港股AI的权重从中下游占比多一些。从未来市场看，我们自己觉得海外AI中下游运行还是不错的，因为有基本面支撑、叙事也还在红利的好转预期之中。相对来讲，港股的中下游还是受到一些基本面因素影响，它的共振效应可能需要时间成本，反弹幅度和力
度（也会受影响）。另外AI硬件层面上，如果未来美股AI科技要反弹，硬件层面上也是会做反弹的，所以港股有个别AI硬件也可以去做一些相应共振的节奏去看。但这些的前提都是海外风险因素能不能阶段性降波——无论是资源层面还是中选、政治层面对产业影响的预期等等，这些是短期之内的主要关注点。
资金面状态。我们了解的海外资金在过去确实经历了比较大幅的去杠杆，慢压（原文）也到了一个阶段。现阶段更偏向一个多空博弈的状态，大家也看不清：有人觉得可以做反弹，有人觉得今年到这个时间节点行情差不多了。所以好消息是还是有资金在（做多），但坏消息是风险和持续性的问题还是存在的，没有一个短期能够彻底扭转的预期。
五、总结
核心点就是：港股下行风险还是存在的，向上动能还是不足的。现阶段恒科回到924的
位置，我们认为这可能还是存在下行的可能性，也就是说它的安全性不够充足。第二，从
配置层面上，我们整体的思路还是偏防御一些。
会议实录：
本次会议主要针对当前这些"迷雾"，也就是潜在的变动和可能发展的方向，跟大家做一些推演，同时也涉及对港股接下来的一些看法。
从核心观点上讲，说实话，我现在认为港股并不是一个特别好的增配时间节点，也就是
说它的下行风险还是存在的，但是它反弹的因素并不足够、或者不够充分。那么即便有反
弹，我们自己也认为这是基于短期资金流的一些空头回补行为，这样去理解。所以这个定
调层面上就解释了我们对未来一段时间之内港股的看法。这个时间节点里面，我们至少先看到10月份中选前后这个位置。
那么我分开去讲一些事情。首先，这周我们会关注到一些很明确的变量，就是在AI财报层面上。我的想法是，市场对于AI的整体看法还是偏向于比较苛刻的
，因为可预期的是，你在未
来每一次企业出业绩的时候，市场都会考虑或者顾虑远期投资回报的问题。
当然当前还有一个比较重要的变量，就是市场也在考虑所谓美国中选的问题。如果中选所

谓的民主党横扫了两院，那么理论上AI的一些政策和监管等等都会发生变化，那么不论是
对AI产业节奏上，还是对AI企业盈利层面上，还是对AI对美国经济增长贡献层面上，都会

产生相应的负面影响。这件事情也成为最近市场开始逐步去做定价的方向。我们看到了市场对于两院横扫的概率预期是越发上升的。所以按照这样的预期，如果10月中选结果真的出来是这样子的话，那么实际上我们讲，对于AI产业节奏层面上，或者是企业未来盈利层面上的预期，可能还会有相应的负向影响。这是海外一个很重要的定价节奏变动。
那么第二个，就是偏老生常谈一些的，我们自己看到每一个问题反复地去扰动市场，阶段性地就有升温的信号。我们自己其实对美伊的冲突也好，或者是对全球地缘的看法，实际上还是保持原来的看法，也就是偏谨慎态度。所谓谨慎，就是我们认为美伊的问题是一个中长期的问
题，全球的地缘问题也是一个中长期的问题，它不是短期能够解决的。
这是第一个。第二
个是特朗普在中选前和中选后，地缘会不会发生新的变化，我觉得是有可能的。从我的视角上来讲，中选的结果可能对特朗普来讲并不会影响他在地缘层面上的决策，有可能会在中选后
还会发生地缘升级的可能性
。这个市场是有不同看法的，我是对此偏谨慎一些的。我认为他还
是可能会想各种方法去做一些扰动地缘的策略。那么即便他有可能中选并不会赢的情况下，甚至民主党横扫两院的情况下，地缘层面上他可能还是会做一些不一样的文章，这个有可能是超市场预期的。所以这种风险准备我们还是要做的，就是我们不确定它会不会去升级，所以我们也不能想当然地认为中选之后地缘就会熄火、或者会降级，我觉得也不一定。所以这是第二个风险项。
刚才一个讲的是所谓AI叠加了中选，民主党横扫之后，对于整体市场、对于AI中长期的定价节奏、产业层面上的影响，这是一个；第二个呢，就是地缘层面上，特朗普在中选前后可能对于地缘还是会采取偏紧张的这种动作。
这是两个比较重要的风险因素，现在主要去影响海外的定价节奏。那么我们看这两个因素，
现阶段市场的定价还不够充分
，就是虽然我们看到油价在飙升，然后全球的资金也在采取相应
避险的策略等等，但实际上，我们讲也并没有到一个关键的时间节点里面，大家确信所有的事情、所有的风险都已经完全排尽了，然后就等待反弹，还不是这个时候。我们讲这两个主要的逻辑链条里面都发生着相应的变动，甚至可能这种变动就是在一周之内、两周之内就可能会发生一些反转的，所以这件事情还是要做谨慎观察的。
那么另外，最近海外的一些其他市场也发生了比较多的变动，比如说欧洲的债券问题，甚至全球的权益市场里面也出现了明显的高波（动）的情况。我们觉得这些也会短期影响市场的一些风险偏好，产生短期的担忧；但更主要的就是我刚才讲的那两个核心的问题，因为这涉及到对美债、美股、全球资金层面的定价节奏。我们自己看到，市场其实短期内已经交易出来的，就是我们看到了美债收益率下行，然后美股似乎也在一个震荡整理的过程之中，所以这是短期层面上大家去定价以上交替做出的选择。

那么这些东西到底跟港股有什么关系？其实很明确，就是海外的这些东西还没理清，所以全球投资者对于全球的配置来讲的话，还是偏防御属性多一些。那么港股在全球投资者心
中的定位，现在具备防御色彩是不具备的，这是一个比较重要的点。也就是说，大家可能期
待的所谓的跷跷板效应是没有的。
这是我们看海外的风险。那么从全球资金的偏好上来讲的
话，可能现阶段的重点就不在港股这面，这是一个比较客观的情况。

那么第二个，就是我们自己看港股现在自身的情况和预期怎么样。我们看到以恒科为例的话，已经跌回到924的位置，很多股票也都跌穿了924的位置。
这个是什么意思？首先我自
己觉得，924它只是一个心理上的安全位，它不是一个基于基本面的安全位，也就理论上它
是可以被击穿的。那么这个跌穿，当然一方面要看国内的宏观环境、经济稳定、消费的情况和彼时相比如何，那我们自己很显然内心的答案是比较明确的——现在的消费或者是内需的改善
还是需要一段时间的。那么这也引发了对港股基本面的这些担心。我们自己看到，港股至少在投资者视角里面，还是被定调为一个消费股
，即便我们看到了像恒科有一些新的股票纳入
进指数，但整体权重不高，所以恒科的这个指数还是以偏消费为主的。那么既然是消费这个情况，大家对于恒科企业盈利的好转或者韧性还是打个问号的。所以这个时候，我们讲基于基本面、就EPS的层面情况上，似乎也没有看到一个反转预期。另外呢，政策端，国内的可能我们自己也是相对有共识的，并没有预计会有明确的政策。
所以基于以上，我们从不论海外的风险对分子端的传导，还是国内基本面、分子端的改
善预期等等，综合来看，现阶段港股的上行动能是不足的。
所以我们讲最开始讲的下行风
险还是存在的，上行的动能略有缺乏，是这个意思。
那么最后，就涉及到配置的想法了。港股现阶段，我们自己还是偏向防御为主的思路去做。那么这个防御性的思路，往年其实也是有季节性效应的，就是在Q4的这个时间节点里面，一般我们自己看，十一、十二月份红利的相对胜率也还不错。那么现阶段，我们自己看，既然整体的波动还是在的，海外的这些反弹的因素也不是很明朗，我觉得短期之内还是偏向防御一些，配置一些作为低波的红利类的都是可以的。那么短期呢，如果是关注稍微弹性一点的，我们可以看到最近美债收益率略有下行，但这不是最基本面，更多是交易层面上的，那么理论上对于美债收益率敏感性品种是略有好处吧。所以对于市场来讲的话，短期大家可能也会把一些关注点放在创新化层面上，但我们讲这些可能只是偏向战术性的配置。
另外大家也会关注，对于AI的反弹结构和共振效应能不能在港股上体现。我觉得，港股的
AI从权重上来看的话，中下游占的权重多一些
。那么从未来市场里面呢，我自己觉得，海外
的AI中下游运行还是不错的，因为有基本面的支撑，叙事也还在红利的好转预期之中。那么相对来讲，港股的中下游还是受到一些基本面因素影响，它这个共振效应可能是需要时间成本的，就

是它的这个反弹幅度和力度可能（也会受影响）。另外，AI的硬件层面上，我觉得如果在未来
美股的科技、AI科技要反弹，硬件层面上也是会做反弹的
。所以港股有个别的AI的硬件，也
可以去做一些相应共振的节奏去看。但是这些的前提，都是在于我们讲海外的风险因素能不能够阶段性地降波。那我们看到的这个宏观因素，不论是资源层面上的还是中选、政治层面对产业影响预期等等，这些东西是短期之内的主要关注点。
那么从资金面上呢，我们了解的海外资金在过去当中确实经历了比较大幅的去杠杆，慢压也
到了一个阶段了。现阶段更偏向是一个多空博弈的状态
，就是大家也看不清：有的人觉得是可
以做反弹，有的人觉得今年到这个时间节点里面可能行情差不多了。所以我们讲，好消息是还是有资金在做多，但也有坏消息，是风险和这个持续的问题还是存在的，没有一个短期能够彻底扭转的预期。基本上是这个情况。
最后简单总结一下，核心的点就是：港股我们觉得下行风险还是存在的，往上动能还是

不足的。那么现阶段恒科是一个回到924的位置上，我们自己觉得这可能还是存在下行的可
能性的，也就是说它的安全性不够充足。那么第二个，就是从配置层面上，我们整体的思
路还是偏防御一些。
基本上就是今天想跟大家分享的内容。如果大家有不同的想法，或者是对一些相关的问题感
兴趣的话，也欢迎随时和我们进行交流，感谢大家，我们周后再见。

--- 策略 - 如何应对输入性风险？20261027.pdf ---
全文总结
本次为西部证券策略首席曹柳龙汇报的最新策略周观点，主题为如何应对超预期多重输入
性风险。主要内容分为以下要点：
一、核心结论
中长期来看，对A股一定要积极乐观。因为本轮牛市背后的核心驱动力是人民币升值
带来的财富跨境回流——回流A股、回流中国。所以在人民币升值趋势彻底反转之前，
对A股依然中长期积极乐观。
短期来看，如果全球油价和VLCC船运价格没有明显回落，或者说美伊冲突没有解决，
那么11月初美国中期选举前后（即11月3号前后），美国要么美股、要么美债可能遭
遇流动性冲击。所以短期即便市场有可能反弹，依然要继续配置低位的（地产、消
费）防冲击，直到海外输入性风险充分释放完成。
预计11月份输入性风险可能会集中释放，然后11月底12月初，财政大礼包或者说更加
积极的财政政策会落地。一旦财政大礼包落地，过去两年的科技牛市（科技硬件牛
市）就会切换到未来很长时间、可能超过未来两年的消费核心资产牛市——从牛市
1.0切换到牛市2.0，而牛市的根基是人民币升值驱动财富跨境回流中国。
二、本轮A股调整的三个外部原因
本轮A股调整不是内部原因，而是外部原因导致的，主要有三个外部原因：一是美联储
加息可能导致的欧债或法债危机；二是美国AI投资失败可能导致的金融动荡；三是美
债高利率这把"达摩克利斯之剑"。
国内政策已经密集出台四类政策，可以比较好地对冲这种多重超预期的输入性风险。
但即便有对冲，对于这种风险依然要谨慎。所以即便短期有反弹，也继续建议趁着
反弹继续布局低位的地产和消费防冲击；直到11月美国中期选举前后流动性冲击充分
释放以后，中长期可以布局地产、消费、港股互联网、黄金有色等顺周期资产。
三、三个输入性风险的具体分析
第一，欧债或法债危机。复盘近几十年，在美联储降息周期过程中突然加息，基本上
都会爆发流动性冲击，类似特征在过去几十年只有两次：一次是现在，另一次是97年4
月——97年4月美联储在降息周期中突然加息，导致97年7月亚洲金融风暴；这一次是

美联储在降息周期中、9月中旬突然加息，有可能导致法债甚至欧债出现系统性风
险。

为什么会出现系统性风险？因为当前法国和97年的亚洲金融条件非常类似，有三个相
同点：一是外在压力巨大；二是货币政策缺乏独立性；三是美联储加息导致金融环境
收紧。在这三个约束下，当前美联储加息有可能引发法债甚至欧债危机，而这种巨大的流动性冲击，可能导致不只是外围调整，内部也可能受到冲击。
第二，美国AI投资失败可能引致金融动荡。1月20号，原央行行长周小川明确表示，
要对AI投资失败以及可能引致的（金融）通道展开研究并做好预案。
判断：AI很有可能引领人类科技的未来，AI是人类的未来，但这并不意味着美国的AI投资一定会成功。因为万亿级别的AI资本开支缺乏赚钱能力，赚到的钱可能都不足以覆盖前期成本，最终会导致美国AI投资失败。
为什么美国AI投资很难赚到钱？主要有两种赚钱路径，但基本都走不通了：
路径一，美国AI企业卖API，通过API的垄断高价获取超额利润，用超额利润覆盖前期资本开支。但现在由于中国的高性价比模型把整个API价格打下来了，美国AI公司无法通过售卖垄断高价API赚取超额利润，赚钱能力被削弱。
路径二，用美国AI改造全球制造业，通过制造业效率提升来赚取效率提升的利润。但现在全球制造业工业体系主要集中在中国，基于国家安全、数据安全考虑，很难想象用美国AI来重塑中国的供应链，并让美国AI公司在这个过程中赚大钱。
为什么长逻辑不行、短期可能发生系统性风险？因为这种长逻辑的本质是美国AI大的资本开支最后赚不到钱，大的投入却赚不到钱，其实就是一个"雷曼式"（庞氏/泡沫式）的东西。这也就意味着一旦资本开支放缓，或者一旦美债利率持续高位（二次冲击）AI估值，这种（泡沫）就有可能破裂。
上上周、上周的周报中明确提示：11月3号美国中期选举，特朗普极有可能失去
众议院，成为"跛脚政府"。而跛脚政府会遭遇两个后果：一是AI资本开支会放缓；二是美伊战争很难结束，霍尔木兹海峡持续封锁，高油价、美债高利率会约束美国AI估值。
所以美国AI投资长期没有赚钱能力，短期则是资本开支放缓以及美债利率高位，可能导致美国AI投资这种"内卷式困境"、出现失败的可能性，由此可能引发全球金融动荡。
第三，美债高利率。

为什么美债利率高位？因为美伊战争美国没有搞定伊朗、搞不定伊朗，使得全球投资者对美元和美债的信任降低，全球投资者开始从美元、从美债撤离，导致美债需求回落。但美债供给端，美国财政部发了大量美债，供给继续扩张，需求回落，就会导致美债价格快速回落、美债利率攀升。简单来说，就是美军搞不定伊朗，导致当前美元信用出现问题，美债利率飙升。
为什么美债高利率最后一定会发展成系统性风险？因为只要美国搞不定伊朗，或者说全球油价和VLCC船运价格没有明显回落，中期选举前后美国就会进退维
谷、进退两难：
情况一：如果共和党失去众议院控制权，特朗普政府成为跛脚政府，其AI

资本开支必然放缓。AI资本开支放缓，美国经济可能衰退。这种衰退可能缓解当前美债高利率的风险，但会导致美国AI、美股可能遭遇暴跌。也就是说，在这种情况下，美股可能出现风险，美债不一定出现风险。
情况二：万一特朗普政府同时控制参众两院，意味着美国AI资本开支会继续维持高位。AI资本开支维持高位意味着美股可能不会出现系统性风险，但AI企业债的供给会增加，而美债供给现在也在增加。由于美军搞不定伊朗，美债需求在回落。供给增加、需求回落，意味着美债价格会暴跌，美债利率可能失控。
也就是说：如果中期选举特朗普输掉众议院，可能美股要崩；如果万一特朗普中期选举参众两院都赢了，那美债要崩。这就是第三个输入性风险。
如何应对这些输入性风险？我们国家已经出台了密集的相关的流动性政策。
四、最终配置建议
核心结论：现在市场可能会反弹，但这种反弹过程中没有必要过于兴奋，我们可以借
着这波反弹继续布局低位的地产和消费防冲击。直到11月份海外流动性冲击充分释
放以后，再去布局顺周期：
（顺周期）地产股：我们认为有两到三倍空间；
港股互联网：一到两倍空间；
黄金有色：百分之七八十的空间；
整个泛消费板块：至少有百分之五六十的空间。

会议实录
各位投资朋友早上好，西部策略首席曹柳龙和大家汇报一下我们最新的策略周观点，如何应对超预期多重输入性风险。
我们先讲一下核心结论。中长期来看，对A股一定要积极乐观。为什么呢？因为本轮牛
市背后的核心驱动力，是人民币升值带来的财富跨境回流——回流A股、回流中国。所以
在人民币升值趋势彻底反转之前，我们对A股依然中长期积极乐观。
但短期来看，我们一直强调，如果全球油价和VLCC船运价格没有明显回落，或者换句
话说，如果美伊冲突没有解决，那么11月初美国中期选举前后，也就是说11月3号前后，
美国要么美股、要么美债可能遭遇流动性冲击。所以短期即便市场有可能反弹，我们依然
要继续配置低位的（地产、消费）防冲击，直到海外输入性风险充分释放完成以后。我们觉
得11月份输入性风险可能会集中释放，然后11月底12月初，那个时候财政大礼包或者说更
加积极的财政政策会落地。那一旦财政大礼包落地，过去两年的科技牛市、科技硬件牛
市，就会切换到未来很长时间的、可能超过未来两年的消费核心资产牛市——从牛市1.0切
换到牛市2.0，而牛市的根基是人民币升值驱动财富跨境回流中国。
我们有五个点做个汇报。
第一个点，本轮A股调整不是内部原因，是外部原因导致的。
主要有三个外部原因：一

是美联储加息可能导致的欧债或者法债危机；二是美国AI投资失败可能导致的金融动荡；
三是美债高利率（这把达摩克利斯之剑）。
那么我们国内政策已经密集出台了四类政策，我们认为可以比较好地对冲这种多重超
预期的输入性风险。但我们认为，即便有对冲，对于这种风险依然要谨慎。
所以即便短期
有反弹，我们也继续建议趁着反弹继续布局低位的地产和消费防冲击
，直到11月美国中期选
举前后流动性冲击充分释放以后，中长期可以布局地产、消费、港股互联网、黄金有色等顺
周期资产。
接下来我结合PPT做一个简单的展开汇报。
6月底以来的市场调整，其实主要有三个原因所驱动。第一个原因，就是美联储加息导致的美债或者法债、欧债或法债危机；第二个，就是美国AI投资失败可能导致的金融动荡；
第三个，就是我们之前一直讲的美债高利率，它是达摩克利斯之剑。
在美债高利率这个前提下，我们认为要么是美股，要么是美债。
在11月份，如果美国
一旦没有搞定伊朗的话，要么美股、要么美债可能就会遭遇系统性风险。

具体来说，三个输入性风险，第一个就是欧债或者说法债危机。
我们可以复盘最近几十
年，在美联储降息周期的过程中突然加息，基本上都会爆发流动性冲击。
其实类似特征在
过去几十年当中只有两次：一次是现在，另一次是97年的4月份——97年4月份，美联储在降
息周期过程当中突然加息，这就导致97年7月份的亚洲金融风暴。那么这一次，是美联储在
降息周期过程中，9月中旬突然加息，有可能导致法债甚至欧债出现系统性风险。
那为什么会出现这种系统性风险呢？因为当前法国和97年的亚洲，它的金融条件非常类
似，主要有三个相同点：第一个相同点，就是外在压力巨大；第二个相同点，就是货币政
策缺乏独立性；第三个相同点，就是美联储加息导致金融环境收紧。
所以在这三个约束
下，当前美联储加息就有可能引发法债甚至欧债危机。而这种巨大的流动性冲击，可能导
致不只是外围调整，内部也可能受到冲击。
第二个，美国AI投资失败，也有可能引致金融动荡。1月20号，原央行行长周小川明
确表示，要对AI投资失败以及可能引致的（金融）通道展开研究并做好预案。
那为什么我们觉得AI投资可能失败呢？我们的一个判断是：AI很有可能引领人类科技
的未来，AI是人类的未来，但这并不意味着美国的AI投资一定会成功。
那为什么我们觉得
美国AI投资可能会失败呢？因为万亿级别的AI资本开支缺乏赚钱能力，它赚到的钱可能都不

足以覆盖前期成本，最终会导致美国AI投资失败。
为什么我们觉得美国AI投资很难赚到钱呢？因为美国AI投资想赚到钱主要有两种方
法，但这两条路径其实基本上都走不通了。
第一种路径，就是美国AI企业去卖API，通过API的垄断高价获取超额利润，然后这个
超额利润可以覆盖之前的资本开支。但现在由于中国的高性价比模型把整个API价格打下来
了，所以美国的AI公司没有办法通过售卖垄断高价的API去赚取超额利润，它的赚钱能力
就被削弱了。
第二种赚钱的路径，就是用美国的AI去改造全球制造业，然后通过制造业效率提升，
来赚取效率提升的利润。但是现在全球制造业工业体系主要集中在中国，所以基于国家安
全、数据安全这样的思考，我们很难想象用美国的AI来重塑中国的供应链，并且让美国的
AI公司在这个过程中去赚取大钱，这是很难的。所以这就是潜在的风险。
那为什么我们认为这种长逻辑不行、短期可能会发生系统性风险呢？因为这种长逻辑
的本质，是美国AI大的资本开支最后赚不到钱——大的投入，但最后赚不到钱，其实就是
一个"雷曼式"的东西。那这也就意味着，一旦资本开支开始放缓，或者说一旦美债利率持
续高位（二次冲击）AI的估值，这种（泡沫）就有可能破裂。

而我们在上上周、上周的周报当中，其实就明确提示：11月3号美国中期选举，特朗普
极有可能会失去众议院，成为跛脚政府。而跛脚政府会遭遇两个后果：一个后果是AI资本
开支会放缓；另外一个后果，就是美伊战争很难结束，霍尔木兹海峡持续封锁，那高油
价、美债高利率会约束美国AI的估值。
所以我们认为，美国AI投资长期没有赚钱能力，短期则是资本开支放缓，以及美债利
率高位，可能导致美国AI投资这种"内卷式困境"、出现失败的可能性，由此可能会引发全
球金融动荡。这是第二个输入性风险。
那么第三个输入性风险是什么呢？就是美债高利率。这里面我们要解释一下为什么美
债利率高位？因为美伊战争，美国没有搞定伊朗、搞不定伊朗。
这就使得全球投资者对于
美元和美债的信任降低，那全球投资者开始从美元、从美债撤离，这就导致美债的需求回
落。但美债的供给，美国财政部发了大量的美债，美债的供给继续扩张，需求回落，那这
就会导致美债价格快速回落、美债利率攀升。这就是美债高利率背后的原因。简单来说，
就是美军搞不定伊朗，导致当前美元信用出现了问题，美债利率飙升。

那为什么我们觉得美债高利率最后一定会发展成系统性风险呢？因为只要美国搞不定
伊朗，或者说全球油价和VLCC船运价格没有明显回落，美国没有办法搞定伊朗的话，那么
中期选举前后，美国就会进退维谷、进退两难。为什么呢？
情况一：如果特朗普政府、共和党失去众议院的控制权，那么特朗普政府会成为跛脚
政府，那他的AI资本开支必然会放缓。AI资本开支放缓，美国经济可能会衰退。这种衰退
可能会缓解当前美债高利率的风险，但这种衰退会导致美国AI、美股可能遭遇暴跌。也就
是说，在这个假设下，美股可能会出现风险，美债不一定出现风险。
但第二种情况，万一特朗普政府同时控制参众两院，那这也就意味着美国AI资本开支
会继续维持在高位。AI资本开支维持在高位，意味着美股可能不会出现系统性风险，但AI
企业债的供给会增加，而美债的供给现在也在增加。但由于美军搞不定伊朗，所以美债的
需求在回落。那供给增加、需求回落意味着什么？意味着美债价格会暴跌，美债利率可能
就会失控。
也就是说，如果中期选举特朗普输掉众议院，那可能美股要崩；然后如果假设万一特
朗普中期选举参众两院都赢了，那美债要崩。所以这就是第三个输入性风险。
那如何应对这些输入性风险呢？我们国家其实已经出台了密集的相关的流动性政策，
这些政策大家看一下就可以了，这里面就不做赘述。

最后就是我们的核心结论：现在市场可能会反弹，但这种反弹的过程中，我们没有必
要过于兴奋，我们可以借着这波反弹继续布局低位的地产和消费防冲击。
然后直到11月份
海外这种流动性冲击充分释放以后，我们那个时候再去布局顺周期：
地产股，我们认为有两到三倍空间；
港股互联网，一到两倍空间；
黄金有色，百分之七八十的空间；
整个泛消费板块，至少有百分之五六十的空间。
以上就是我们本周汇报的主要内容，谢谢各位领导，汇报完毕。

--- 2026-2027年厄尔尼诺：价格传导与产业影响20261026.pdf ---
全文总结
一、会议主题与背景
本次电话会主题是2026—2027年厄尔尼诺对CPI的传导及其产业影响。九、十月份，国家气候中心以及国际相关组织都确定，今年9月正式形成了一次东部型的超强厄尔尼诺事件。所谓东部型，就是越靠近东太平洋；历史上还有中部型的说法，按历史经验，东部型厄尔尼诺事件的强度通常比中部型更高，但也不绝对。本次是继1982—1983年、1997—1998年和2015—2016
年之后，历史上第四次超强厄尔尼诺。
会议主要从三个方面展开：一是探究厄尔尼诺对CPI的

影响；二是选取几个产业链，谈对主要产业链的影响；三是说明目前的投资机会。

二、厄尔尼诺对CPI的影响（历史复盘）

团队选取了从1997—1998年至今共9次比较完整的厄尔尼诺事件（其中既有比较中性的，也有比较超强的），比较它们在海温峰值前后各12个月的同比均值，发现：9次完整事件中有8次，食品CPI的变化幅度大于总CPI的变化幅度；具体看，有5次食品CPI和总CPI同比走势全都是正的，另有4次有正有负。

以最近的2015—2016年超强厄尔尼诺的价格变化为例：2016年初，寒潮导致蔬菜供应偏紧，推高当期食品价格，到2016年2月鲜菜价格同比上涨30.6%，是当月食品涨价的重要来源，同期食品CPI和总CPI分别增长7.3%和2.3%；随着2016年上半年气温回升、供应逐渐恢复，4—6月价格有所回落。全年看，2016年食品价格上涨4.6%，对全年总CPI上涨贡献约0.9个百分点。

三、厄尔尼诺影响CPI的三条路径

第一是食品供给路径，即极端天气沿着生产环节的价格传导：最开始是鲜菜、鲜果采收受阻，到货减少，零售价格反应较快，所以鲜果鲜菜零售价格面临上涨压力；紧接着是粮油原料，减产之后企业可以先用原有库存（国家也有库存），采购成本随补货成本增加而增加，相对鲜菜鲜果会慢一点；第三是饲料成本，不仅要涨价，后面还要经历养殖过程、出栏等一系列环节，才会传导至肉类价格，通常需要较长时间。

第二是运输流通路径，主要分两块：一是直接成本，极端天气影响导致道路积水或交通中断，生鲜到货延迟，批发商可能从其他产区补货，新增的运输距离抬高采购成本；二是间接成本，高温高湿会增加鲜菜鲜果的腐烂，相关企业或经营者需要增加冷藏、分拣、保鲜的投入以减少流通过程中的损耗，单位销售量对应的费用也有所增加。

第三是能源成本路径，制冷用电增加和购电价格上涨共同加重食品企业的电费负担：一方面加工、冷藏、转运需要更多制冷，即使购电价格固定不变，电费也会随用电量增加而增加；另一方面可能面临供电偏紧或市场竞价上涨的问题，如果采用现货或浮动价格结算，企业还要承担更高的购电费用。

四、本轮厄尔尼诺对CPI的影响预测

9次事件中有8次是在当年的11—12月达峰，其中2004年这一次是在9月份相对较早达峰。考虑到经济、政策形势对库存、需求的影响以及天气差异可能影响价格传导，报告分了乐观、基准和悲观三种情形（乐观对应涨价压力较小，悲观对应涨价压力较大），并保留了历史上厄尔尼诺对CPI影响有涨有跌的情况。基准采用9次历史事件相对季节性参考的累计价格偏离的均值，乐观情景采用下四分位数，悲观情景采用上四分位数。

基准情景下：厄尔尼诺对2026年全年食品CPI的额外贡献约为0.2个百分点，对总CPI的贡献约为0.03个百分点；对2027年食品CPI的贡献约为2.51个百分点，对总CPI的贡献约为0.43个百分点。悲观情景下：对2026年食品CPI的额外贡献是0.4个百分点，对2026年总CPI的贡献是0.07个百分点；对2027年食品CPI的贡献是4.88个百分点，对总CPI的贡献是0.83个百分点。如果考虑悲观情形，整个影响相对来说是比较大的。

当然这只是时间问题，因为今年只有4个月，后面还是会依据本轮天气的强度和持续时间的变化做一些修正。

五、对主要产业链的影响

厄尔尼诺的影响主要集中在两块：一是对原料成本的影响，二是对生产运能的影响。具体看，粮油、橡胶及金属原料的生产和交付首先受产区天气影响，然后才传导到下游的食品、轮胎及装备制造企业；另外高温不仅增加制冷用电，也会影响流域来水，进而影响水电出力，包括煤电、储能等。

农业生产和下游加工方面：国家气候中心9月30日预计10月份湖北东部、江西西北部、湖南大部等地降水偏多5—8成，很多地区正值秋收秋种季节。10月份黄淮海冬小麦和长江流域冬油菜正处于播种期；黄淮海夏玉米、东北春玉米、大豆、长江中下游一季稻、江南双季晚稻，以及新疆棉花、新疆和内蒙古甜菜正处于收获期。具体来看：玉米国内消费预测有所下调，主要是

因为10月中下旬产区天气有利于成熟收获，至少没有损害；国产大豆减产会增加食品加工用豆成本，结合国际大豆产量下降、种植成本上升及国际价格上涨，共同推高新季收购报价，国产大豆减产直接影响集中在食品加工用豆上；国外方面，东南亚部分农产品产区面临高温少雨，降雨少、气温高可能减少后续棕榈油产出。不过从4月开始棕榈油库存有所回升，马来西亚库存在4月至今持续增加，8月底达到282.45万吨，价格也环比上涨。棕榈油主要有两个用途：一是糕点、方便面等食品加工企业在配方中允许使用部分棕榈油，因为棕榈油价格相对豆油、菜籽油偏低，可以减少用油支出；二是日化企业，像肥皂、洗涤用品中的皂粒、脂肪酸、脂肪醇等，都是由棕榈油或棕榈仁油等原料加工而成，如果棕榈油价格上涨，对这类企业的加工利润会有所影响。糖

方面，去年糖价有所回落，但今年一些国际组织预测，受印度、泰国等产区干旱以及巴西甘蔗用途政策调整影响，未来国际糖价有所上调，目前国内价格预测是5500~6000元每吨；如果厄尔尼诺期间糖价上涨，糖果和烘焙类企业的原料费用也会增加。
天然橡胶和轮胎制造方面：目前天然橡胶价格已经上涨，如果产区少雨，会进一步加重轮胎企业的采购压力——因为橡胶如果持续缺水，会影响胶树生长和产胶，受旱可能导致供应减少，而东南亚产区按厄尔尼诺影响来看是少雨的。但轮胎报9月1日报道称，虽然供给端成本因厄尔尼诺等原因上升、轮胎成本上升，但也预测今年轮胎终端需求还是偏弱，终端需求偏弱会限制或削弱一部分供给成本上升的提价需求，所以整体很可能是缓和上升，下游加工企业利润也会面临一定压力。
金属矿产和冶炼加工方面，以铜为例：铜矿面临的天气风险有两块，一是用水，铜在选矿时需要依赖周围稳定供水来保证矿石处理；二是运输，如果铜矿所在地区有沿海强降雨，会限制道路或港口作业、导致中断，往外运输延迟、供应减少。不过现在有海水利用技术，可以缓解矿区因极端天气缺水的问题，但对相关企业也增加了两块成本：一是淡化，二是海水管道输水的费用。从全球供需看，国际铜研究组织预测精炼铜产量还会继续增长，主要因为铜矿供应从今年4月开始有所改善，同时湿法冶炼、再生冶炼产能扩大也带动产能增加。所以这些矿区天气虽然受厄尔尼诺影响，但仅仅是拖累交付运输的过程，对供给影响不是特别大。报告中还有对
电解铝及其他品种的分析，此处不展开。
电力供需和生产用能方面：高温的影响主要两块，一是居民及工商业负荷端用电量增加，量增加后会面临一些临时性需求增加，需要面临高峰电量或持续电量的临时性需求；二是制冷设备运行时间延长，负荷端增加叠加时间延长，对企业来说，即使按照相同的电价购电，其整个电费支出也会增加。
会议实录：
本次会议主要讲2026—2027年厄尔尼诺对于CPI的传导及其产业影响。这确实是一个比较热的话题：九月份、十月份，不管是国家气候中心，还是国际的一些组织，都确定今年9月正式形成了一次东部型的超强厄尔尼诺事件。什么是东部型呢？其实越靠近东太平洋，就是东部。当然平时还有一个说法叫中部型，就是按照历史的经验来看，东部型的厄尔尼诺事件通常比中部型的强度会更高一点，但也不绝对；当然这次肯定是一次超强。这也是继1982—1983年、1997—
1998年和2015—2016年之后，历史上第四次超强厄尔尼诺。
本次电话会主要想从以下几个方面展开：第一，先探究厄尔尼诺对CPI的影响；第二，选取几个产业链，谈一下对主要产业链的影响；第三，说一下目前的投资机会。

首先看第一个，对CPI的影响。我们选了从1997—1998年至今一共9次比较完整的厄尔尼诺事件，其中有一些比较中性的，也有一些比较超强的厄尔尼诺现象。我们一共比较了它们在海温峰值前后各12个月的同比均值，发现这9次完整事件中，有8次食品CPI的变化幅度是大于总CPI
的变化幅度的。具体来看，有5次不管是食品CPI还是总CPI，同比走势全都是正的；还有4次有正有负。
以我们最近的2015—2016年这次超强厄尔尼诺的价格变化来看：为什么2016年初整个蔬菜供

应偏紧？是因为2016年初有一个寒潮，整个寒潮使蔬菜供应偏紧，供应紧了，就推高了当期食品的价格。所以到了2016年2月份，鲜菜价格同比就上涨了30.6%，这也是当月食品涨价的一个重要来源，这也就推高了同期不管是食品CPI还是总CPI，都有一个大幅的增长，分别增长了——食品CPI是7.3%，对总CPI是推高了2.3%。但是随着2016年上半年气温的回升，供应逐渐恢复之后，4—6月份的价格就有所回落了。放回整个全年来看，2016年食品价格上涨是4.6%，对全年总
CPI的上涨贡献了约0.9个百分点。
我们做了9次这样的历史分析之后，也得到了厄尔尼诺对CPI影响的三条路径，主要是通过食品供给、运输流通和能源成本这三条路径。
首先看第一条，食品供应层面，即极端天气沿着生产环节的价格传导。最开始肯定是鲜菜、鲜果采收受阻，导致供应的到货减少，零售价格反应比较快，也就是说在食品供应层面，我们认为鲜菜鲜果的零售价格相对来说是面临上涨压力的。紧接着是粮油的原料，它减产之后，企业其实是可以先用原有的一些库存的，因为包括我们国家也会有一些库存，整个的采购成本会随着后面补货成本的增加而增加，相对鲜菜鲜果会慢一点。第三个就是饲料的成本，饲料的成本肯定是要涨价的，后面还要面临在养殖的过程中，包括未来的出栏等等这一系列环节之后，才会传导至整个肉类的价格，通常是需要一个较长的时间。这是第一条路径。
第二条路径是运输流通，也主要分了两块。第一个就是如果一些极端天气的影响导致道路积水，或者是一些极端灾害发生了一些交通中断的情况，它就会使生鲜到货有所延迟，那么整个批发商就可能会从其他产区进行补货，新增的运输距离抬高了整个采购的成本，就是路上的直接成本会有所增加。第二块就是间接成本，高温高湿会增加鲜菜鲜果的腐烂，对于相关的一些企业或者经营者来说，需要增加冷藏、分拣或者说保鲜的一些投入，从而减少流通过程中的损耗，相对来说，整个单位销售量对应的费用也是有所增加的。这是第二条路径，运输流通方面。那么第三条就是能源成本，我们认为制冷用电的增加和购电价格的上涨，共同加重了食品企业的电费负担。一方面，在加工、冷藏和转运方面，可能需要更多的制冷，即使是购电价格固定不变，电费

也会随着用电量的增加而增加；但是我们现在又面临可能供电偏紧，或者是市场竞价上涨的问题，如果采用现货或者浮动价格结算的话，对企业来说，还会承担一个更高的购电费用的问题。所以我们认为厄尔尼诺对CPI的影响路径，主要是刚刚讲的食品供给、运输流通和能源成本。
对于本轮厄尔尼诺对CPI的影响，我们也选用了1997年到现在一共9次厄尔尼诺事件做了一个分析。其中我们也发现，这9次事件中有8次是在当年的11—12月份达峰的，其中有一次是2004年，是在9月份相对来说会早一点进行达峰的。考虑到可能有一些经济或者政策形势的影响，对于库存、需求，还有一些天气的差异，可能会影响价格的传导。所以本报告也分了乐观、基准和悲观三种情形。这里的乐观和悲观，是针对食品价格的压力而言：乐观对应着涨价的压力较小，悲观对应着涨价的压力较大。因为历史上厄尔尼诺对CPI的影响有涨有跌，我们都把它保留了下来。我们的基准采用的是9次历史事件相对于季节性参考的累计价格偏离的均值，乐观情景采用的是下四分位数，悲观情景采用的是上四分位数。
经过一系列的预测，我们发现：在基准情景下，厄尔尼诺对2026年全年食品CPI的额外
贡献约为0.2个百分点，对总CPI的贡献约为0.03个百分点；对2027年食品CPI的贡献约为
2.51个百分点，对总CPI的贡献约为0.43个百分点。当然，如果在悲观情景之下，厄尔尼
诺对食品CPI在2026年的额外贡献是0.4个百分点，对2026年总CPI的贡献是0.07个百分
点；对2027年食品CPI的贡献是4.88个百分点，对总CPI的贡献是0.83个百分点。如果考
虑悲观情景，整个影响相对来说是比较大的问题。当然这只是时间问题，因为现在今年只有4个月，后面可能还是会依据本轮天气的强度和持续时间的变化做一些修正。
讲完对CPI的传导之后，我们再来看一下本轮厄尔尼诺对一些主要产业链的影响。我们认为

本轮的影响主要集中在两块：一块是对原料成本的影响，第二块是对生产运能的影响。
具体来看，粮油、橡胶及金属原料这样一些生产和交付，首先受到产区天气的影响，然后才会传导到对下游的食品、轮胎及装备制造企业的影响。另外，高温不仅要增加制冷用电，也包括对流域来水的影响，会影响水电出力，包括煤电、储能等等都会受到影响。
具体看第一块，对农业生产和下游加工的影响。国家气候中心9月30号也预计，10月份湖北东部、江西西北部、湖南大部等地降水偏多5~8成，而很多地区正值秋收秋种的季节。因为现在是10月份，我们也做了一些主要作物的播种、生长和收获的分析，发现黄淮海的冬小麦和长江流域的冬油菜正处于播种期；黄淮海的夏玉米、东北的春玉米、大豆、长江中下游的一
季稻、江南的双季晚稻，以及新疆的棉花、新疆和内蒙古的甜菜，目前正处于收获期。
具体举几个例子。国内玉米的消费预测有所下调，主要原因是对于玉米产区来说，10月中下旬的天气是有利于成熟收获的，所以玉米其实受影响——我觉得是利好的，或者说至少是没有损害的。国产大豆主要是减产会增加食品加工用豆的成本；结合国际上来说，大豆产量的下

降、种植成本的上升，以及国际价格的上涨，共同推高了新季的收购报价。当然，国产大豆减产现在直接影响主要集中在我们食品加工用豆上面。从国外来看，东南亚的部分农产品产区面临高温少雨的天气，降雨少、气温高，可能减少后续棕榈油的产出。当然我们也发现，从4月开始整个棕榈油的库存是有所回升的，马来西亚的库存从4月份到现在持续增加，8月底达到了282.45万吨，而且价格也是环比上涨的。棕榈油主要是两个用途：一个是很多糕点、方便面等食品加工企业在配方的时候允许使用部分棕榈油，因为棕榈油价格相对于豆油、菜籽油是偏低的，用油的支出可以有所减少；另外一块就是对于日化企业来说，像肥皂、洗涤用品这些，里面的一些皂粒、脂肪酸或者脂肪醇等等，都是由棕榈油或者棕榈仁油等原料加工而成的，如果棕榈油价格上涨，对这类企业的加工利润是有所影响的。
另外举一个糖的例子。去年整个糖的价格是有所回落的，但今年一些国际组织也预测，包括印度、泰国等产区的干旱，以及巴西甘蔗用途的政策做了调整，所以预测未来糖的国际价格是有所上调的，目前国内的价格预测是5500~6000元每吨。如果我们厄尔尼诺期间糖的价格上涨之后，那对于糖果和烘焙类企业的原料费用也会有所增加。这主要是食品加工方面。
第二，从天然橡胶或者说轮胎制造这个层面，目前整个天然橡胶的价格已经上涨了，而且如果产区少雨的话，会进一步加重轮胎企业的采购压力。为什么说少雨会加重采购压力呢？因为像橡胶，如果持续缺水，会影响胶树的生长和产胶，会因为受旱而导致供应可能减少，而东南亚产区按厄尔尼诺的影响来看是少雨的。但是轮胎报9月1号也报道，虽然供给端的轮胎成本会因为厄尔尼诺，当然也有其他原因，导致供应成本上升、轮胎成本上升，但他们也预测今年轮胎的终端需求还是偏弱的，终端需求偏弱也会限制、或者削弱一部分供给成本上升的提价需求。但整体上很可能是一个缓和上升，那么对于下游加工的这类企业，利润也会面临一定的压力。这主要是通过食品加工和一些轮胎能源方面的影响。
第二块，我们看一下对一些金属矿产和冶炼加工的影响，主要以铜为例。为什么以铜为例呢？铜矿面临的天气风险有两块：一个是它要用水，第二块是运输用水。主要是因为铜在选矿的时候，需要依赖周围稳定的供水，因为需要靠持续的水来保证矿石的处理；第二块就是运输方面，如果铜矿所在的地区有强降雨，就会限制道路或港口作业发生中断，导致往外运输的时候延迟，供应就会减少。但是现在为什么相对来说不用那么担心？是因为现在还有一项技术叫海水利用，海水利用可以缓解一些矿区因极端天气缺水的问题，但对于相关企业也增加了两块成本：一个是淡化，另一个是海水管道输水的费用。从目前全球供需来看，国际铜研究组织预测精炼铜的产量还是会继续增长的，这个增长主要是因为铜矿的供应从今年4月份开始有所改善，同时一些技术，像湿法冶炼、再生冶炼的产能也扩大了，带动了产能的增加。所以这些矿区的天气虽然

受到厄尔尼诺的影响，但也仅仅是把交付、运输的过程进行了一些拖累，对于整个供给影
响不是特别大。这是我们对于铜的一些分析。当然报告里还有一些对于电解铝及其他品种的分

析，此处就不展开。
第三块，主要来看一下厄尔尼诺对于整个电力的供需和生产用能的供需的影响。就跟我们最初讲的一样，肯定是跟高温相关，主要两块：一块是增加了居民以及整个工商业供电的数量和时间方面，数量上就是因为高温，居民和工商业的整个负荷端量是增加的，量增加之后，就面临一些临时性的需求增加，所以就需要面临一些高峰电量，或者持续电量的临时性需求也会有所增加；第二块就是一些制冷设备，运行时间会延长。一个是我们说负荷端量的增加，一个是时间的延长，对企业来说，就算是按照相同的电价购电，它整个电费支出也会增加。

--- 策略对话行业-化工20261026.pdf ---
策略对话行业——化工
分点总结
一、本轮行情性质：油价行情为主，成品油行情受益有限
在地缘冲突之下，国际油价保持高位，国内炼化行业景气周期相对比较具有确定性。
本轮国内行情基本上反映在原油行情上居多，成品油行情对国内的受益程度相对有限。原因一是国内成品油市场相对封闭，出口成品油到海外需要配额，造成国内成品油企业并不能完全享受到价差扩大；二是运费上升明显，中东到中国港口的运费已接近25~30美元/桶，加上运费后，国内汽油、柴油的价差并没有新加坡价差计算得那么大，所以国内成品油出口受益程度有限。
真正会受益于成品油价差扩大的，是在海外有炼厂布局的企业，像恒力石化这类相对更
多一些。而国内炼化企业更多还是要在原油成本提升与产品价格的价差之间做跟踪，关注国内产品价格及价差变化。
最近市场交易较多的是上游资源品，主要在原油收益相关标的里寻找，像中石油、中石化、中海油相对而言资源属性更强。
二、炼化企业供给冲击与盈利判断
国内民营大炼化企业的重心更多在化工品层面。在设计当初，产能规划基本以化工品为主，汽柴油及航煤的收率占炼油产能大概30%~50%，大部分产品要转化成化工品。
三桶油出于企业社会责任及对汽柴油保供等因素，它们的炼化产能下游大部分是汽柴油。这主要取决于不同市场主体在不同市场、不同盈利定位上的分工，也有社会责任因素。
民营炼化做化工品，可以不用考虑汽柴油的分销，这是其弱项，因而把更多注意力放在下游化工品上，这也是其强项。像涤纶长丝产业链，从PTA到长丝，基本上以专业化的涤纶长丝产业企业为主，尤其像荣盛石化、恒力石化、东方盛虹等，它们在长丝上的布局都很大。很难评判具体应多生产化工品还是多生产汽柴油，没有完全固定的定位。像最近的行情，海外炼厂里生产化工品的盈利可能没有汽柴油高，以汽柴油为主的企业收益可能更好。
目前国内民营大炼化更多还是要看化工品的价格和需求影响。产品价格方面，由于下游需求因素影响，当前整体开工率不高，供给有点被按住；需求也还在波动、略不景气的中间状态，所以短期对民营大炼化企业稍微棘手。

积极方面：一是整个产业链库存处于较低位置，各家企业上下游都倾向于在高油价下采用低库存应对。如果后续需求有所恢复、地缘政策有所缓解、地缘冲突有所缓解，会带来一波原油价格回调，可能看到需求趋出。此时产业链库存处于低位、成本也有点回落，产业链会倾向于补库存，企业下游需求会处于非常景气的阶段。大致认为后续能看到一个供需改善的状况，价
差也能长期扩大，所以后续还是相对乐观。短期更多需要跟踪化工品价格的价差及下游需求的边际变化。
若地缘溢价后续回落、油价从高位回落，同时油轮运力仍保持紧张、产品库存偏低，炼化行业盈利还是取决于整个报零品（成品油）价格的复苏。国内汽柴油价差相对稳定，并没有
像海外价差拉得那么大，这与国内汽柴油价格比较平稳、定价机制比较明确有关。炼化企业盈利

可能更多盯在化工品上，对民营炼化企业来说更多还是要看下游需求变化。因为供给相对稳定、甚至有点被按住，需求就变成一个非常大的变量。未来行情可能主要还是要通过需求来主动，原油价格下跌可能对走势更为理想。如果地缘冲突影响减弱、国内实际到港价格处于合理水平，随着全球经济迈向相对改善，下游需求转好会带来汽柴油价差扩大，这对炼化企业比较友好。民营大炼化企业更多需要关注需求变动。

三、化工板块内部景气分化与机会挑选

化工品对应整个社会衣食住行各种各样的需求，上下游链条很长。最上游资源开采（三桶油）最近市场交易比较追捧，原因一是油价处于高位，对具有上游油气资源的企业是利好；二是这些企业具有红利属性，目前股息率仍属非常不错的位置，大概有4~5个点的股息率，分红比例也比较高——像中海油有明确的分红比例规划，中石油虽未明确，但实际分红比例也在50个点往上。这决定了它们在配置方向上的合理性。三是在当前市场行情下，如果没有价格一直到一个高位、持续时间有点超大家预期，很多人会把上游油气资源作为防御性非常好的板块去配置，对冲地缘带来的原油价格不确定性。

对于中游炼化企业，主要看下游需求。对于更偏下游的化学制品或精细化工行业，更多还是要跟着它们各自的下游需求。如果下游需求相对偏紧，可能就是跟当前经济相关性不那么大的、或者跟当前油价相关程度不大的子行业，最近走得相对不错。比如聚乳酸产业，最近相对比较强势，因为供给相对有增量但增量不大，需求随着三级打面（结合产业背景指相关下游）等发展增速较快，供需推进带来关注度。对偏下游的精细化工行业及下游制品行业，必须单个子行业做具体分析，看行业供需有没有变化，这更取决于子行业的贝塔。

四、欧洲产能出清对中国企业的影响

高能源成本对欧洲化工及制造业带来较大负面影响。俄乌冲突从2022年到现在已过去4年。冲突之前，欧洲天然气供应很大程度上依赖俄罗斯管道天然气，成本应该是低于1元人民币/立方米。到2024—2025年，天然气价格较冲突当时已有明显回落。当时最高时，欧洲天然气价格可能是美国天然气价格的6倍左右，相当于比国内天然气价格持平甚至更高，这还是均价，瞬时价格会更高。

2022年，由于欧盟对俄罗斯的制裁，以及俄罗斯与德国之间的北溪1和北溪2两条管道被炸，俄罗斯出口天然气大幅削减，只有少量天然气通过乌克兰管道、土耳其管道迂回输送。2022年以后，欧洲新建了很多LNG接收站，通过美国、中东的天然气，以液化天然气方式经船运运输后再气化、入管网，供应到欧洲用户，这中间成本上升非常明显。俄乌冲突之前，整个欧洲天然气成本可能还是美国天然气成本的3~4倍，能源成本一直偏高。

冲突之后，天然气价格持续上升。因为冲突后，霍尔木兹海峡受影响很大，像卡塔尔天然气储量、产量在全球扮演重要角色，其天然气液化工厂被炸毁；另外霍尔木兹海峡封锁之后，天然气没法通过LNG运输经过。这造成整个欧洲天然气今年的储量，从最近5年情况看处于低位。同时，欧洲天然气价格淡季不淡——夏季本是天然气价格淡季，但夏季价格还在上涨。随着取暖季到来，欧洲价格可能还会存在一定向上压力，因为短期供给没法明确解决，所以欧洲能源成本上升非常明显。

欧洲化工企业仍会持续出清。按照欧洲化工联合会统计报告，欧洲大概在2022年到2025年关停了接近9%的化工产能。第二，整个欧洲停产产能里面，2025年的关停产能可能是2022年的接近6倍，即产能关停不是一个减速过程，而是一个加速过程，这与能源成本持续高涨有很大关系。第三，欧洲对化工行业新的资本开支，很多企业也不太愿意做。一个很明显的案例是巴斯夫，巴斯夫在中国湛江投建一个大型一体化基地，这个规划很大程度上一方面来自全球供给因素，另一方面其实际进程加速，与欧洲面临的能源成本高企有很大关系。第四，关停产能中，特别是石化产能、炼化产能的关停，很大程度上是一体化基地的关停。一体化基地关停不仅影响炼油产品，还会影响一系列以炼油产品为上游的化工品，对下游精细化工品产生影响。所以欧洲在能源成本下面临非常大的压力。

对中国的影响：第一，对炼化肯定是利好。全球炼化产能，这几年新增产能在2026年有一个增加，2027年以后增量边际上减少。国内新增炼化产能相对已经（受限），2026年（相关）炼化项目投产之后、（如）盛虹等大型炼化项目投产之后，国内炼化产能增量应该比较有限。所以

整个炼化行业格局应该是向好的。第二，对精细化工同样是利好。欧洲可能更多倾向于保留一些价值相对较高、对能源成本不那么敏感的品种；但对一些竞争比较激烈、对成本要求比较高的品种，会受很大影响，这也会给国内下游精细化工品带来利好。总体认为欧洲这一块对国内化工行业景气度会带来一定提升。

出口方面：国内单纯以基础化工品形式出口，相对来讲应还会逐步减少。一是从出口退税角度，更多倾向于鼓励制品类出口，尽量减少原材料出口，从碳排放、碳成本角度，大进大出对国内制造业并没有太大好处；二是退税角度还是要鼓励下游更高附加值的行业和产业发展，所以对下游精细化工品、下游制品都会带来一定机会。定价权方面，国内定价在很大程度上仍取决于产品供需，对很多大宗商品而言取决于整个行业供需情况；对附加值相对较高的品种，国内还需要有一定提升阶段，因为很多高附加值品种、精细化品种仍需要一个进口替代、市场份额提升的过程。从中长期角度，肯定对国内化工企业会带来机会。

五、炼化行业未来发展趋势：油品分化与新材料

汽柴油减油增化（减油增化应为"减油增化"），主要在国内三桶油，因素是跟国内汽柴油逐步达峰有一定关系。国内汽柴油达峰符合国家战略政策，碳中和也提出了很多要求，2030达峰是硬性要求。另一方面，从国家战略看，新能源汽车在乘用车上渗透率已比较高，单月渗透率已经到了60%；当然存量市场还有很多油车，但汽油需求达峰可能在2025年左右就已达到峰值。柴油车方面，LNG汽车也在快速推广，会取代一定柴油重卡的份额；今年也看到很多新能源重卡在兴起，这些都会带来汽柴油的达峰。

汽柴油达峰之后，对三桶油而言，因为它们的炼化结构中很大程度上还是以汽柴油为主，考虑到对民生的保护问题，如果要减油增化，可能还是会做一些结构调整。所以减油增化在未来几年可能还是一个大的方向。

国内炼化企业也在做一系列改造或资本开支，会根据不同情况、结合市场情况做一些调整，整体趋势肯定往这个方向。

在新兴需求应对上做了很多工作。比如POE等品种，2022年基本没有（国内）生产，这些依赖进口；同时光伏行业、光伏胶膜等行业对POE、EVA需求都很旺盛。国内在短短三四年已实现技术开拓，并开始逐步做进口替代，国内市场空间在扩大。未来国内炼化企业肯定会越来越偏向于一些新型材料或附加值相对比较高的品种。如果回头看海外大的炼化企业，像埃克森美孚、壳牌、BP这些大型石化公司，包括韩国SK、日韩的一些企业，从产品发展路径看都是差不多的路径：前期可能炼油占比高，慢慢转向附加值更高的品种，所以国内企业可能还是往这个方向走。

未来值得看的方向：一是看行业周期、产能周期及未来需求，这能测算出利润角度，因为结构调整需要逐步变化的过程，没有这么快。传统产品、一些大的品类能不能带来利润贡献需要先看。二是看新产品能不能带来增量，新品增长往往是进口替代品种，对企业而言是全新增量，体现成长性；同时也要看下游需求有没有带来新的发展，比如2022年光伏、新能源带来的材料发展，以及最近科技行业带来的一些材料发展，这些可能都是未来的增长点。

六、行业周期与拐点判断

景气位置：对上游资源开采企业而言，现在景气度相对比较高，因为油价处于高位。对炼化企业而言，现在还是处于周期偏底部或偏中间、中低的位置。市场喜欢用乙烯周期来描述炼化行业。用乙烯价差看原油价格，按近5年或近10年价格看，整个价差应该还在偏底部位置。如果把运费上升考虑进去——以往一桶原油运费可能1~3美元，现在一下上升到三十几美元，对利润、价格影响是不可忽略的成本增加项，考虑进去后目前乙烯与原油的价差可能还要更低。所以从这角度看，整个炼化景气度并没有在非常高的位置。

未来变化：一是要看需求变化；二是可以找一些细分子行业，看景气度或需求上有没有积极因素。比如偏PDH、轻烃裂解这些子行业，目前价格不在高位，海外天然气价格可能还在中低位（如美国天然气低位，中国可能不在低位），这些子行业价差有可能扩大，景气度处于不错阶段。对传统的炼化、汽柴油、乙烯周期项目，未来要看乙烯周期能不能从低点往回走，这肯定也是逐渐变化的过程。目前下游企业基本处于去库阶段，需求在高油价压制下，包括海外需求也受美债利率、法国国债利率高位压制，压制需求情况下下游生产也并不大，倾向于去库。

一旦经济复苏、原油价格回调，从下游对整个炼化行业会看到积极变化。如果需求回升、下游库存又在低位，就很容易形成共振——补库加上下游消费复苏叠加，很容易看到一波供需错配（原文"供需难望"应为供需错配），有可能会看到一个相对比较大的行情，这中间需要一点时间等待。
拐点相关：像涤纶长丝等，景气度在今年从初步数据看并不差、非常不错，短期走得弱一些的因素还是在于整体需求在9月份可能没有表现特别强劲，经济因油价高企被压制。如果后续需求有支撑，肯定能看到非常好的改善。拐点肯定是越来越临近：一是海外产业在出清，二是整个产业链库存应该在逐步去化。现在需要等待的还是需求复苏。供给端，国内供给因反内卷被压制，海外欧洲的供给在出清，这样供需格局应该可以稳住；海外如美国做资本开支需要一定时间。所以可以看到几个周期相对比较向好的情况。
拐点判断需要时间验证，盈利周期如果出现拐点，后面可能就滑向盈利周期的反转。
市场很多人关注2027、2028年的乙烯周期反转，理解乙烯周期不仅仅理解为乙烯周期，对我们而言可能会变成炼化甚至整个化工景气的一个（反转），时间维度可能会稍长一点，但积极因素要看到。

子行业看法：像涤纶长丝、氨纶这些行业，景气度相对来讲还是不错的，已经看到一些积极因素，短期因高油价压制大家还有担忧，但如果有积极因素、油价有所回落，这些行业会看到明显的修复。像PDH，景气度相对处在比较高的位置；煤化工目前也还是处于一个比较不错的阶段，因为煤炭价格也处于高位、价格也有上涨，但景气度还是比较好的阶段。部分品种还需等待需求复苏。精细化工可能周期上要比炼化、比大石化品种更靠谱一些。这些都是可以看到一些积极变化的，所以中长期认为化工行业总有高低起伏的周期，总会慢慢（改善）。
会议实录：
在地缘冲突之下，国际油价保持高位，国内炼化行业景气周期还是相对比较具有确定性的。
接下来我们开始本次对话。
问：关于本轮行情，究竟是油价行情还是成品油行情？
感谢王老师的介绍。我非常荣幸能够受到策略组的邀请，一起向大家汇报一下我们对于化工行业和油价的一些看法。
我觉得这一轮行情，国内这波行情其实基本上还是反映在原油的行情上居多一点。成品油行情方面，因为成品油这边对国内而言，受益程度相对来讲也挺有限。一方面，国内成品油市场相对是一个封闭的市场，国内出口成品油到海外是需要有配额，这就造成国内的成品油企业并不能够完全享受到这一波价差扩大。另外一块，我觉得很重要的一点，其实是运费上升。像现在VLCC（超大型油轮）从中东到中国港口的运费基本上已经接近25~30美金每桶的运费价格水平，如果加上这样一个运费，国内汽油、柴油的价差其实并没有（那么大），就是如果把这个国内的柴油再出口出去，它对应的价差并没有新加坡价差计算得这么大。这样的话，对国内而言，我们的成品油出口受益程度也是相对有限的。
那么在中间，真正会受益于成品油这样一个价差、价差扩大的企业，就可能是在海外有炼厂布局的，像恒力石化这类相对来说更多一些。国内这些炼化企业相对来讲，更多还是要在原油成本提升跟产品价格这样一个价差之间，大家要去做一个跟踪，所以大家可能在这上面会更多地关注国内这样一个产品的价格以及价差。那最近，其实大家交易比较多的是上游的资源品，主要是在原油的收益相关标的里面去寻找一些标的，像中石油、中石化以及中海油，相对来讲资源属性更强一些。
问：关于炼化材料，后续来看应该怎么判断炼化材料的供给冲击？供给方面的冲击还
是存在的吗？

炼化这个阶段我这么理解。第一，现在大家可能更关注的是，对于国内炼化、民营大炼化这些企业而言，它们其实更多的重心还是在化工品层面。在设计当初，它们的产能设计规划上面，基本上是以化工品为主，汽柴油还有航煤整个收率占它的炼油产能可能就是在30个点到50个点之

间，这样的话，它大部分产品是要转化成化工品。
那么国内像三桶油，出于企业的社会责任等原因，以及对汽柴油的保供等因素，它们的炼化产能的下游大部分是汽柴油。这中间主要是我理解属于不同的市场主体，在不同的市场、不同的盈利顶（定位）上面做定位所决定的，当然也有社会责任的因素在里面。对于国内这些民营大炼化，它们去做化工品，肯定是因为它可以不用去考虑汽柴油的分销，这是它的一个弱项，它会更多地把注意力放在下游化工品上面，同时下游化工品对它们也是强项。
因为像涤纶长丝这个产业链，从PTA再到长丝这一方，基本上是以专业的这样一些涤纶长丝的产业企业为主，尤其像荣盛石化、恒力石化、东方盛虹、恒力石化（等），它们其实很大程度上在长丝的布局都是非常大的，所以它们就选择了这样一个东西。我们很难去讲、很难去评判具体应该是多生产化工品好，还是多生产汽柴油好，这个其实没有一个完全的定位。你像最近的行情来说，在海外炼厂里面，可能生产化工品的盈利相对来讲没有汽柴油这么高，那可能以汽柴油为主的一些简单型的炼厂，收益可能还会更好一些。
所以目前来看，国内这些炼化企业，更多的可能就是民营大炼化这边，更多的还是要看化工品的一个价格、一个需求带来的影响。那么目前来讲，产品价格可能相对来讲，由于下游需求的一些因素影响，目前整体开工率不高，供给是会有点被按住；但需求也在一个稍微还在波动的中间、稍微不太景气的中间。所以对短期来讲，对民营大炼化企业稍微棘手。但我们要看到一些积极的方面：第一，现在相对而言，整个产业链库存还是处于一个较低的位置，各家企业上下游都倾向于在这样一个高油价下采用低库存应对高油价带来的冲击。那么如果后续需求有所恢复、地缘政策有所缓解、地缘冲突有所缓解，那肯定会带来一波原油价格的回避（回调），那么可能看到需求的恢复。这个时候，产业剩下的库存就在一个低位，然后大家的成本也有点回落，那可能产业链会倾向于（补）库存，这样的话，相对来讲把这些企业下游的需求就会处于一个非常景气的阶段，然后库存也处于低位。我们大致还是认为，后续可能会看到一个供需改善的状况，这样的话价差也可能能够长期地扩大。所以我们相对来讲看后续还是非常乐观，在短期的话，我们更多的是需要去跟踪化工品产品价格的价差，以及下游需求的一些边际变化情况。大致会是这些。
问：如果地缘溢价后续出现回落，油价从高位回落，同时油轮运力可能还是保持紧
张，产品库存还是比较偏低，那么炼化整个行业的盈利会怎么走？

炼化，我是理解炼化的盈利还是取决于整个报零品（成品油）价格的复苏。因为国内炼化，汽柴油价格相对来讲还是非常稳定，汽柴油的价差相对来说是非常稳定的，并没有一个价差像海外这样极高、极大的拉大，这也跟我们国内的汽柴油有一定的（关系），相对来讲价格比较平稳、定价机制也比较明确，有一定关系。那么主要可能炼化企业的盈利，可能会盯在化工品上面会更多一些。这样的话，对民营炼化这些企业来讲，就可能更多的还是要看下游需求的变化。因为供给相对来讲比较稳定，甚至来讲，这个供给目前可能是有点被按住，然后需求就变成一个非常大的变量。所以我理解未来的行情，可能主要还是要通过需求来主导。
那这样的话，原油价格的下跌，可能是对这样一个走势会更为理想——原油价格如果有回落，那就代表大家对未来地缘冲突的影响会出现一个减弱的方面；如果国内实际的到港价格处在一个合理的价格水平，那可能很多下游企业、化工型企业，一个随着地缘冲突的消失，可能全球经济也会迈向一个相对来讲趋向恢复的阶段。那可能就会看到大家对于需求的一个恢复，下游需求转好的话，就会带来汽柴油价差的扩大，这样对炼化企业相对来讲是比较友好的一个场景。我们认为可能还是要具体对于炼化这些企业，民营大炼化这些企业，可能更多的是需要关注需求的变动。这是我大致的观点。
问：关于化工整个板块，内部来看各个板块景气程度为什么会出现分化？从整体板块
来看，怎么样来挑选其中的机会？
其实就是整个化工品，因为我们对应的是整个社会各种各样的需求，衣食住行各种各样的需求，其实化工上下游的板块，大家划分，因为链条也很长，比如像最开始的名额（资源）开采。我们当时提到，就是三桶油，相对来讲大家最近交易是比较追捧的，因为第一，油价在一个高位，对于这些具有上游油气资源的企业肯定是利好，这是第一方面；第二方面，对于这些企业，

它们还是具有一定的红利属性，像三桶油，目前的分红比、股息率的情况来看，其实还是属于非常不错的一个位置，可能还是有一个4~5个点的股息率，分红比例相对来讲也都还是比较高——像中海油有明确的分红比例规划，中石油虽然没有明确，但实际上分红比例还是投（提）到50个点往上。这些就决定了它们在配置方向上面，其实还是有一定的合理性。第三，对于当前这种市场行情下，如果没有价格一直到一个高位、而且持续的时间有点超大家预期，那很多人可能还是会把上游油气资源作为一个防御性非常好的板块去做一个配置，对冲地缘带来的原油价格的不确定性，所以在这个上面会做一些对冲。

那么对于中游炼化企业，其实刚才我已经强调，持（看）的是需求，我们就看下游需求。那么对于更偏下游的一些化学制品、或者偏下游的精细化工行业，我觉得更多的还是要跟着它们的下游需求。如果它们下游需求相对来讲还是一个处于相对比较紧的状态，它可能就是跟现在的经济相关性并不那么大、或者跟当前油价相关程度不大的一些子行业，其实最近走得相对来讲还是

不错的。比如大家所关注的聚乳酸产业，最近相对来讲还是比较强势，因为供给相对来说比较有增量但增量不大，然后需求随着三级打面（结合产业指相关下游）等一系列的发展，增速还比较快，这些都会带来供需的推进，那么大家还是会有一定的关注度。那对偏下游的精细化工行业、还有下游的制品行业，其实大家必须要单个的子行业去做一个具体的分析，看这个行业的供需和有没有变化，这个可能是会更取决于子行业的一个贝塔。

问：关于欧洲产能的问题。欧洲现在由于比较高的能源成本，导致了一些关停，投资
也出现了一些萎缩。欧洲产能的出清，会不会给中国企业带来份额、出口，或者定价权方
面的提升呢？

欧洲的话，这个高能源成本是对于欧洲的化工行业、对于欧洲制造业都带来比较大的负面影响。俄乌冲突从2022年到现在已经过去4年时间。在俄乌冲突之前，整个欧洲的天然气供应很大程度上是依赖于俄罗斯的管道天然气，欧洲整个天然气的成本应该是低于1块人民币/立方米，当时价格换算过来（是这样）。那么到了2024—2025年，其实天然气价格较俄乌冲突当时发生的天然气价格已经有明显回落。当时最高的时候，整个欧洲的天然气价格是美国天然气价格的6倍左右，相当于跟国内天然气价格持平，甚至还更高，这个还是均价，还不是瞬时价格，瞬时价格会更高一些。

2022年，由于欧盟对俄罗斯的制裁，以及俄罗斯跟德国之间的北溪1和北溪2两条管道被炸之后，整个俄罗斯出口天然气就很大程度上极大地削减，只有少量天然气通过乌克兰的管路、通过土耳其的管道迂回地输送。到2022年以后，整个欧洲采取了新建很多LNG接收站，通过美国、中东的天然气，相当于通过液化天然气的方式，通过船运运输之后，然后再气化，再到管网，再供应到欧洲用户，这中间带来的成本上升是非常明显的。在俄乌冲突之前，整个欧洲天然气成本可能还是美国天然气成本的3~4倍，这样就造成整个欧洲能源成本一直是偏高的。那么冲突之后，整个天然气价格是持续上升。因为冲突之后，霍尔木兹海峡这边受了影响，很大一部分的、像卡塔尔的天然气——卡塔尔天然气储量和产量在全球扮演非常重要角色——它的天然气液化工厂被炸毁；另外一块，就是霍尔木兹海峡封锁之后，天然气没有办法从霍尔木兹海峡运输LNG经过。所以这就造成整个欧洲天然气今年的储量，从最近5年的情况来看处于一个低位，同比应该处于一个低位。同时，第二，欧洲天然气价格在淡季不淡，因为夏季是天然气价格的淡季，但它的夏季天然气价格还在上涨中间。那么随着取暖季的到来，我们理解欧洲这些价格可能还是会存在一定的（向上）压力，因为短期供给没有办法明确解决，所以欧洲能源成本上升应该是非常明显的。

所以欧洲很多化工企业还是依然会存在（关停的情况）。如果按照欧洲化工联合会这样一个统计、有一个报告其实也写了，欧洲大概在2022年到2025年关停了接近9%的化工产能。然后第二，整个欧洲关停产能里面，2025年的关停产能可能是2022年的接近6倍，即它这个产能关停并不是一个减速的过程，而是一个加速的过程，这个我认为是跟能源成本的持续高涨有很大关系。第三，整个欧洲现在对化工行业新的资本开支，很多企业也不太愿意去做，这中间有一个很明显

的案例就是巴斯夫。巴斯夫在中国湛江投建一个大型一体化基地，这中间的规划很大程度上一方面来自全球供给因素，另外一个其实际进程其实是加速的，这也与欧洲面临的能源成本高企还是有很多关系。那么第四点，整个关停产能中间，特别是像石化产能、炼化产能的关停，很大程度上它是一体化基地的关停。这一体化基地的关停，会不仅仅影响炼油产品，还会影响以炼油产品为上游的一系列化工品，对下游精细化工品产生影响。所以欧洲在能源成本下面临一个非常大的压力。

这对国内的影响，我认为第一点，对于炼化，这肯定是一个利好。全球炼化产能这几年新增产能在2026年有一个增加，2027年以后应该是意味着这个增量是边际上减少。第一，国内新增的炼化产能相对来讲，在2026年（相关）炼化项目投产之后，国内炼化产能增量应该比较有限。第二，整个炼化行业的格局应该是向好的。那么第二，对于精细化工而言，这同样是一个（利好）。欧洲可能更多的还是倾向于保持一些价值相对比较高、对能源成本没有那么敏感的品种，可能还能留住；但对一些相对来讲竞争比较激烈、对成本要求比较高的一些品种，我认为是会受很大影响的，所以这块也对国内一些下游的精细化工品会带来一些利好。所以这两个方面，我总体认为欧洲这一块对于国内这样一个化工行业景气度会带来一定的提升。

那么出口上面，国内还是要取决于（情况），单纯以（基础）化工产品的形式出口到（海外），我认为相对来讲应该还会逐步地减少。因为第一，国内可能从出口退税的角度来看，更多的也是倾向于鼓励制品类的出口，而要减少、尽可能减少原材料的出口，这我理解也相对比较合理，因为从碳排放的角度、碳成本的角度，大进大出对国内的制造业并没有太大的好处。第二个从退税的角度，其实还是要鼓励下游一些更高附加值的一些行业和产业的发展。所以这块的话，我认为对于出口来讲，对于下游的精细化工品、也会对下游制品带来一定的机会。那么定价权这一块，国内相对而言，国内定价在很大程度上还是首先会看这个产品的供需，对于很多大宗的一些商品而言，可能要取决于整个行业的供需情况；对于附加值相对比较高的品种，国内这一块可能还需要有一定的提升阶段，因为我们的很多高附加值品种、或者很多精细化的品种，我们还是需要有一个过程去做一些进口替代，做一些市场份额的提升。所以从中长期的角度，肯定对国内化工企业会带来一些机会。

问：关于炼化行业的未来发展趋势，一个大的趋势是减油增化，还有发展新材料。您觉得这个未来发展趋势里面，哪些是产业的趋势，哪些方面是已经能够兑现的呢？

汽柴油减油增化的话，其实主要的还是在于国内的三桶油，它们提出了减油增化，因为这块主要因素是跟国内汽柴油逐步达峰有一定关系。国内汽柴油达峰，我认为也是一个非常符合国家战略政策的（方向），因为国内对碳中和也提出了很多要求，2030达峰是硬性要求；另外一方面，从我们国家的（能源）战略上也可以看出来，像新能源汽车在乘用车上面，渗透率已经比较高了，单月的渗透率已经到了60%。当然存量市场还有很多油车，但汽油的达峰可能在2025年左右，我认为已经达到一个峰值了。那柴油车，一方面LNG汽车也在快速推广，这个上面也会取代一定的柴油重卡的份额；另外一块，今年我们看到很多新能源重卡也在兴起。所以这些都会带来汽柴油的达峰。

在汽柴油达峰之后，对三桶油而言，因为它们的炼化结构很大程度上还是以汽柴油为主，考虑到对民生的保护问题，那么如果要减油增化，它们可能还是会想着要去做一些结构调整，所以减油增化，我认为在未来几年可能还是会是一个方向、大的方向。这中间，可能国内的这些炼化企业也在做一系列改造或资本开支，会根据不同情况、结合市场情况做一些调整，整体趋势肯定是往这个方向。

那么另外一方面我们要看到，国内这些炼化企业，不仅仅是国企，也有民企，在应对一些新兴需求上面，其实还是做了很多工作的。比如像POE这些品种，在2022年可能大家基本没有（生产），这些依赖进口；同时对于光伏行业、光伏胶膜这些行业，对于POE、EVA这些需求都很旺盛。国内可能在短短三四年时间，其实已经实现了一个技术的开拓，也在很大程度上开始逐步地做进口替代。国内企业的这种市场空间其实是在扩大的。所以未来的一些方向，肯定国内这些炼化企业还是会越来越偏向于一些材料、新型材料，或者是一些附加值相对比较高的品种。如果我

们回头去看海外的这些大的炼化企业，像埃克森美孚、壳牌、BP，或者是这些大型石化公司，包括韩国的SK、包括日韩的一些企业，从产品发展路径来看，其实基本上都还是一个差不多的路径，就是前期可能炼油占比较高，慢慢慢慢转向附加值更高的一些品种，所以国内这些企业可能还是往这个方向去走。
那么国内未来值得去看的一些方向，一个我觉得还是看这些行业的周期、产能周期，包括未来的需求，这些能够测算出利润的角度，因为这个是中短期的。结构调整是需要一个逐步变化的过程，结构调整没有这么快。这中间可能就是要先看这些传统的产品、包括一些大的品类能不能带来利润的贡献。第二个方面，可能还是要看新产品能不能带来一些增量。那么新产品的增长，往往是一些进口替代的品种，它的增量对现在来讲，对于企业而言是一个全新的增量，它体现出来（的是）企业的一些成长性。同时也要看到下游需求上面有没有带来一些新的发展，比如说像2022年光伏、新能源也带来了这些材料的一些发展；包括最近科技行业也带来一些材料的发展，这些可能都是未来的一个增长点。所以这上面可能就是两个方面都需要去关注。
问：关于行业周期还有行业拐点的问题。化工这个行业、石化这个行业，您觉得现在的景气度处于一个周期的什么位置？未来如果出现行业拐点、产能方面的拐点的话，应该通过什么样的指标或者数据来确认这个拐点？
对这个问题我是这样理解。第一，对于原油开采的企业而言，现在肯定是景气度相对比较高的，因为油价处于高位的话，原油开采的企业肯定是在一个景气相对比较好的阶段。对炼化企业而言，现在我认为还是处于一个周期偏底部、或者偏中间的一个位置，中低的一个位置。因为其实大家很喜欢用乙烯周期来描述这样一个炼化行业。对于乙烯，我们用乙烯价差去（比）原油的价格来看的话，其实这个价差可能按照近5年或近10年的价格来看，整个价差应该还是在一个偏底部的位置。如果要把运费的上升考虑进去——因为运费以往可能就是一桶原油运费一个美金、三个美金这种，现在一下上升到三十几个美金，这中间对于利润、对于价格的影响是不可忽略的一个成本增加项——如果把这个考虑进去，目前乙烯与原油的价差可能还会更低一些。所以从这个角度来看，其实整个炼化的景气度并没有在一个非常高的位置。
那么这中间，我理解未来的变化在哪里？第一还是要看到需求的变化；另外一个还是我们可以去找一些细分的子行业，看目前这些子行业的景气度、或者需求上面有没有一些积极的变化。这中间我认为，第一，比如像偏PDH、轻烃裂解这些行业，目前价格不在高位，可能海外的像天然气价格可能还在一个相对中低位的位置，比如美国天然气处在中低位，当然中国的可能不在一个低位，那这些子行业它的价差有可能是扩大的，这些景气度我觉得是一个不错的阶段。那么第二，比如对于传统的炼化、汽柴油，它的乙烯周期项目，目前可能还是未来要看乙烯周期能不能从低点往回走。这我认为其实肯定也是在一个逐渐变化的阶段，目前来讲，下游的企业基本处于一个去库的阶段，然后需求又在高油价的压制下，包括海外需求也在美债利率、或者（其他）利率——包括法国国债利率其实都在一个比较高的位置——这些都会压制需求。压制需求的情况下，其实下游的生产也并不大，倾向于一个去库的阶段。
如果一旦后面经济有所复苏、原油价格也有所回调，那这样可能从下游对整个炼化行业，我认为未来会看到一些积极变化的因素。就是如果需求回升、下游库存又在一个低位，这样就很容易有一个共振，即补库跟下游消费的复苏叠加，就很容易看到一波供需错配。这样的话，很有可能会看到一个相对来讲比较大的行情，这中间可能需要点时间的等待。

拐点的话，现在可能还是需要（观察），像涤纶长丝这些，其实景气度就在今年，从初步数据情况看并不差、非常不错。短期走得会弱一些的因素，我理解还是在于整体的需求在9月份可能没有表现得特别强劲，经济因油价高企而被压制住。如果后续需求有支撑，那肯定是我们会看到一个非常好的改善。这中间拐点肯定是越来越临近，因为第一，海外的产业是在出清的；第二，整个产业链的库存应该是在逐步去化的。现在我们需要等待的一个东西，我理解可能还是需求的一个复苏。这相当于你供给，其实包括国内的供给端是被反内卷压制，海外的欧洲的供给端是在出清的，这样的话供需格局应该可以稳住。那么海外，比如在欧洲以外的地方，比如去美国

做资本开支，它需要一定时间。这中间其实可以看到几个周期相对来讲是比较向好的情况，这中间就是要持续（观察）变化，可能更多的就是大家要看到一个需求的改善。所以这中间，我理解拐点应该是在临近，但这个需要时间等待。盈利周期如果出现拐点，那可能后面就滑向一个盈利周期的反转。所以大家其实还是有很多人在关注2027、2028年的乙烯周期的反转，我理解乙烯周期其实大家不仅仅理解成乙烯周期，对我们而言，可能会变成一个炼化、甚至整个化工景气的一个（反转），所以这个时间维度可能会稍微长一点，但积极的因素我们要看到。这大致是我们对一些（问题）的看法。

那么对于一些子行业，未来我们还是理解，比如像涤纶长丝、氨纶这些行业，其实景气度相对来讲，我认为还是不错的，已经看到一些积极的因素。短期是因为高油价的压制，大家可能还是有担忧，但有积极的因素在里面，如果油价有所回落，这些行业我认为还是会看到明显的修复。那么像PDH刚才有提到过，景气度相对处在比较高的位置；煤化工的话，现在来讲也还是处在一个比较不错的阶段，因为煤炭价格也处于高位、价格也有上涨，但它的景气度还是处在一个比较好的阶段。那么可能有一些还是要等待需求的复苏。下一个精细化工呢，可能就是要看周期，可能要比炼化、比大石化的品种要更靠谱一些。但这些都是可以看到有一些积极的变化，所以我认为中长期可能还是会——化工行业总有高高低低（的周期），总会慢慢（改善）。