

2026 年下半年化工行业前瞻：景气温和修复，信用分化 延续（上篇）——行业景气度宏观分析

工商部 | 崔爱巧 张绮含

2026 年 9 月 24 日

摘要：

2026 年上半年，化工行业经历周期下行后迎来阶段性回暖，但复苏基础仍不稳固，整体处于“弱复苏、强分化”的格局之中。从景气周期看，行业已度过最差阶段，但供需再平衡尚未完成。价格端，化学原料和化学制品制造业工业生产者出厂价格指数（PPI）在长期负增长后于 2026 年 5 月转正，阶段性高点涨幅可观，但 6 月末环比回落，景气修复持续性有待验证。产能利用率从 2026 年一季度到二季度走低，反映出需求端改善不足对实际产出的压制。供给端，投资持续收缩，产能无序扩张态势得到遏制，叠加老旧产能出清，行业供给压力正在逐步减轻；库存周期方面，化工行业整体处于被动补库阶段。微观财务数据印证了上述判断：多数企业维持正向现金流，行业尚未出现系统性经营失血，但盈利修复缓慢；头部企业凭规模与融资优势率先修复，尾部企业则在现金成本以下持续亏损，信用分化加剧。预计 2026 年下半年，行业景气将延续修复，节奏在四季度有望加速；信用风险将延续“头部稳健、中部分化、尾部承压”的格局，尾部企业信用事件进入高发区间。行业景气度的根本性反转仍需供给收缩与需求回暖形成双向合力。

关键词：化工行业；结构性分化；产能出清；行业景气度；信用利差；信用分化

正文：

一、行业属性界定与逻辑解构

（一）行业分类与属性界定

1. 需求端属性

从需求驱动类型看，化工行业属于投资与消费双驱动行业。房地产、基建等投资端需求占比约 30%~40%，纺织服装、汽车、电子等消费端需求占比约 40%~50%，出口端占比约 15%~20%。双重驱动叠加使得化工行业需求与宏观经济周期高度关联，但其内部不同驱动因子的周期相位并不一致。

当前，化工行业处于传统领域需求萎缩与新兴领域需求扩张相互对冲的时期，总量增长承压但结构持续升级。

所谓传统需求萎缩，源于化工最大的下游房地产进入长周期下行通道。2026 年上半年，全国房地产开发投资 38,074 亿元，同比下降 18.0%，降幅较 1~5 月扩大 1.8 个百分点；房屋竣工面积 17,221 万平方米，同比下降 23.7%。受竣工端持续疲弱影响，PVC 下游管材、型材企业开工率仅 60%~65%，华东及华南样本仓库库存同比大幅积压。纺织服装方面，2026 年 1~6 月，化学纤维产量 4,204.6 万吨，同比仅增长 1.6%，6 月当月产量同比下降 3.8%；出口整体承压，对化纤原料的拉动有限。这些传统需求合计占化工消费的比重正逐年下降，且短期内难以逆转，对需求端构成持续拖累。

所谓新兴需求扩张，源于战略性新兴产业的加速崛起。2026 年上半年，新能源汽车市场渗透率达到 49.6%，在整体汽车市场承压背景下实现逆势增长；6 月单月零售渗透率达 62.8%，相当于每卖出 10 辆新车就有 6 辆以上是新能源汽车。新能源汽车对电池材料、轻量化塑料、特种橡胶形成持续增量需求。半导体国产化进程加速，带动电子化学品、特种气体等高附加值产品快速放量。AI 算力中心、数据中心等新型基础设施对高端制程化学品的需求呈现指数级增长。2025 年，化工新材料行业产值达 1.2 万亿元，较 2020 年增长 70%，产品自给率提升至 86.3%。新能源、半导体、生物制造等新兴领域的增量贡献持续扩大。

因此，化工行业需求并非单向度的总量扩张，而是在新旧动能转换中呈现结构性演进：旧需求萎缩与新需求扩张相互对冲，总量低速增长但高附加值品种占比持续提升，增长动能正从传统领域切换至新兴产业。

2. 供给端属性

化工行业兼具资本密集型与技术密集型双重属性，供给呈现明显的刚性特征。

从资本密集程度看，单套基础化工装置投资规模通常达数十亿至上百亿元，退出同样面临高昂成本。装置一旦投产，只要产品价格仍高于现金成本（即扣除折旧后的边际成本），企业即倾向于维持生产以摊薄固定支出。停产不仅导致当期收入归零，装置重启还需额外支付高昂的开车费用。这一成本结构决定了行业低谷期的供给收缩极为缓慢，产能过剩只能通过长期现金消耗实现出清。

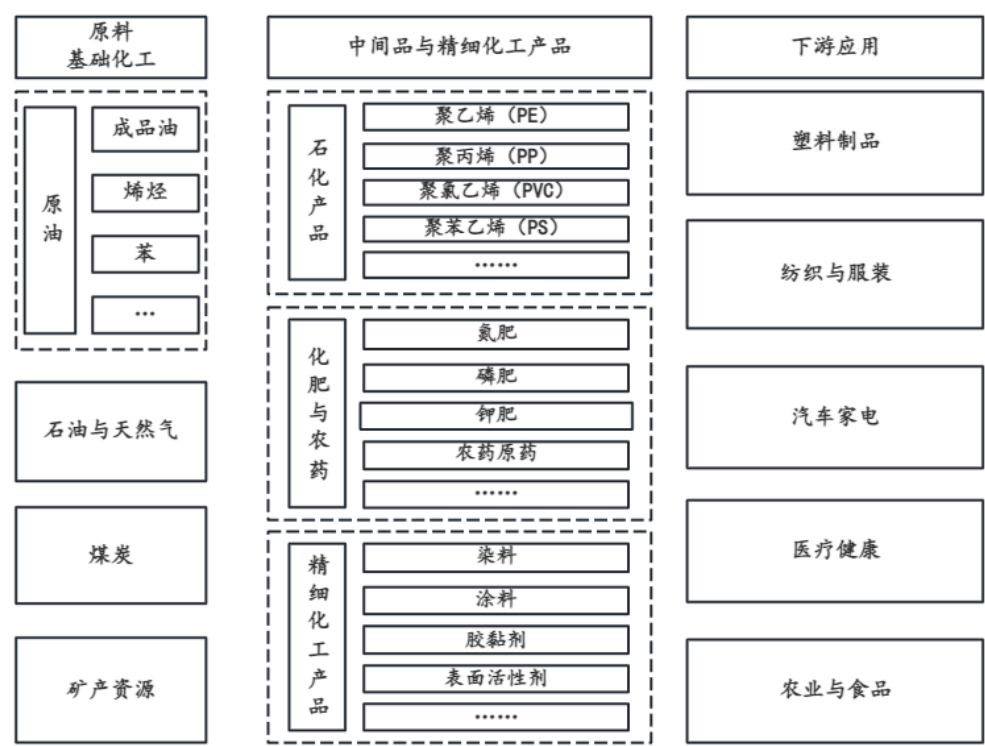
从技术密集程度看，化工生产涉及高温高压反应、精密过程控制及严格的本质安全要求，装置稳定运行不仅依赖于成熟技术路线，更依赖长期积累的工程经验与工艺。新型催化剂的研发周期通常长达 5~10 年，从实验室到工业化的放大过程存在较高的试错成本与技术不确定性，这意味着技术能力的形成是一个漫长积累的过程，能够在行业中持续扩产的通常是那些已经具备了技术积累的存量头部企业。因此，化工行业的扩产决策天然集中于少数大型企业，它们对行业景气度的判断、扩产的时间窗口选择往往趋同，多个大型项目同期推进，导致产能呈现集中释放态势。

在资本密集和技术密集双重属性下，景气上行阶段，留存企业集中决策扩产，但新建产能通常需要 3~5 年才能投产，导致大量产能在行业已进入下行周期时集中释放，加剧了供需错配和价格下行。本轮周期中，2020~2021 年，行业景气高位催生大规模资本开支，2023~2025 年产能集中释放，导致行业利润率被压缩至 4.1% 的历史低位。因此，化工行业供给呈现出供给刚性的特征：产能出清缓慢，景气反转往往需要经历漫长等待。

3. 产业链分析

化工行业处于产业链的中游制造环节，上游为原油、天然气、煤炭、原盐等基础原料供应商，下游对接房地产、基建、纺织、汽车、半导体等终端应用领域。作为连接上游资源与下游消费的枢纽，化工行业将初级能源转化为国民经济所需的基础材料与专用化学品，其议价能力和利润空间受上下游双重挤压，是产业链中承压最重的环节。

图 1 化工行业产业链情况



数据来源：公开资料、大公国际整理

上游通过资源供给与价格传导对中游形成成本约束。原油、天然气等能源品价格波动直接决定中游企业的成本曲线。我国原油对外依存度超过 70%，轻质原油进口占比不足 30%，制约了烯烃原料轻质化进程，上游资源端的供给刚性使中游企业在成本端缺乏议价能力。2026 年上半年，中东地缘冲突升级导致国际油价大幅上行，直接推高中游生产成本，但下游需求疲软使得成本难以有效传导，中游企业利润空间被显著压缩。与此同时，中游对纯度、工艺的高标准也在倒逼上游供给结构升级，精细化工和高端新材料领域对特种原料的需求正在推动上游从大宗资源供应向定制化、高纯度原料供应转型。

下游通过需求变化对中游构成市场验收机制。房地产竣工节奏决定 PVC、玻璃等产品需求；汽车产销量影响橡胶、塑料市场；半导体景气度牵引电子化学品市场空间。近年来，传统下游持续萎缩，而新兴领域需求快速扩张。下游需求结构的此消彼长正迫使中游企业从“通用品大规模生产”转向“专用品定制化供应”。

从议价能力看，产业链各环节利润分配很不均衡。上游资源端凭借资源禀赋与规模效应拥有较强议价权，在油价上行周期中利润增长显著；中游大宗品因产能过剩普

遍缺乏定价权，但二苯基甲烷二异氰酸酯（MDI）等寡头垄断品类基本可完全转嫁成本，高端精细化学品、化工新材料等领域也可凭借技术壁垒构筑一定议价优势，议价权因品类而异；下游对通用产品有较强议价能力，但对独家或高性能材料议价能力有限。

整体来看，化工行业作为中游制造环节，受上下游双重挤压的格局短期内难以改变，但在不同品类中，技术壁垒型企业相较于产能扩张型企业具有一定议价优势。为在产业链中获取竞争优势，化工行业企业需加快转型：由规模扩张模式转向技术驱动模式，从通用化学品供应商升级为专用材料供应商或一体化解决方案服务商。

4. 周期属性

化工行业具备强周期属性，周期波动由产能、需求、成本三大因素共同作用形成。

产能投放的节奏特征奠定了化工行业周期运行的基本规律：行业景气上行阶段，企业集中做出扩产决策，叠加项目建设存在时滞，新增产能集中落地的时点通常滞后于需求高点，造成供需错配。同时，落后产能出清存在明显滞后性，产能过剩局面只能依靠低效产能缓慢出清逐步改善，因此化工行业下行周期往往比上行周期持续更久。

下游需求的周期性变化进一步放大了行业波动。化工产品下游广泛对接房地产、基建、汽车等周期性行业，终端需求的扩张与收缩会快速反映到化工品的销量和价格上，调整速度显著快于供给端。一旦需求开始走弱，前期规划的产能仍会持续投产，供需矛盾在下行阶段进一步加剧。

成本端波动主要受原油价格带动，呈现阶段性脉冲特征。原油等能源原料价格大幅变动时，会直接带动化工生产成本变化，推动产品价格跟随波动。但如果终端需求偏弱，上游成本上涨很难向下传导，企业利润被持续挤压，陷入“高成本、弱需求”的困境，拉长行业底部出清进程。

产能、需求、成本三重因素叠加，共同构成了化工行业的完整波动周期：景气上行期，需求回暖带动供给持续扩张；景气下行期，需求收缩叠加新增产能持续投放；底部出清阶段，成本震荡与落后产能出清同步进行。行业景气度要实现实质性反转，必须同时具备供给收缩与需求回暖两个条件，否则将难以持续。在“过剩—出清—景气—扩产—再过剩”的循环中，每轮周期底部伴随一定低效产能淘汰，具备成本优势和技术壁垒的企业在行业分化中持续扩大市场份额，推动行业集中度提升和价值中枢波动上行。

（二）政策与外部环境扫描

2026 年上半年，化工行业政策以“节能降碳改造攻坚”、“老旧装置更新改造”和“零碳工厂建设”三条主线同步推进，推动产业转型升级；安全监管层面则以化工园区风险治理和企业安全生产优胜劣汰为两大抓手，筑牢行业安全底线。政策组合下，具备技术和成本优势的头部企业持续受益，缺乏改造能力和出口竞争力的尾部企业承压加重。一系列政策的落地，标志着化工行业转型升级已迈入精细化执行阶段。

宏观政策方面，2026 年政府工作报告提出完善绿色低碳发展政策体系，设立国家低碳转型基金，安排 2,000 亿元超长期特别国债专项用于推动设备更新，启动重点行业提质降本降碳行动，深入推进零碳园区和工厂建设。自 2026 年起启动零碳工厂遴选工作，到 2030 年逐步拓展至石化化工等行业领域。

产业政策方面，利好扶持与存量优化政策同步推进。利好方面，工业和信息化部等七部门联合印发《石化化工行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》（工信部联原〔2025〕195 号），提出 2025~2026 年石化化工行业增加值年均增长 5% 以上，经济效益企稳回升。约束方面，政策重点已从“控增量”转向“优存量”，通过改造升级存量资产、淘汰落后产能释放结构性红利。2026 年 3 月，工业和信息化部等七部门联合印发《加力推进石化化工行业老旧装置更新改造行动方案（2026—2029 年）》（工信部联原〔2026〕72 号），明确到 2029 年全面完成 2025 年已确定的老旧装置更新改造任务，在研究重大石化项目布局时优先支持炼油、乙烯、对二甲苯、二苯基甲烷二异氰酸酯、煤制甲醇老旧装置改造提升。地方层面，2026 年 5 月，浙江省人民政府办公厅印发《浙江省人民政府办公厅关于石化化工行业转型升级的实施意见（2026—2028 年）》，明确严控新增基础化工原料产能，上海市、四川省、湖南省等省市也相继出台或修订了化工园区认定管理细则。

环保政策方面，碳约束加速落地。2026 年 5 月，国家发展和改革委员会等五部门联合印发《关于开展重点行业节能降碳改造攻坚三年行动的通知》（发改环资〔2026〕698 号），以炼油、乙烯、合成氨、甲醇等 9 个高耗能行业为突破口实施全覆盖系统性节能降碳改造。2026 年 4 月，工业和信息化部等五部门印发《工业产品绿色设计指南（2026 年版）》，聚焦 11 个绿色设计重点方向，覆盖 15 个行业 126 个方案。2026 年 8 月，生态环境部在国务院新闻办公室新闻发布会上明确，全国碳排放权交易市场将在发电、钢铁、水泥、铝冶炼基础上进一步扩大到石化、化工等高排放行业，新增纳管单位约 1,290 家。排放水平高、能效偏低的企业将面临更大履约压力，技术先进、碳效率较高的企业则更容易形成成本优势。

安全监管方面，2026 年 1 月，应急管理部修订印发《化工园区安全风险排查治理导则》，明确化工园区每年开展一次安全风险等级自评，省级层面按不低于 30%比例抽查复核，每三年完成一轮全覆盖省级复核。检查表调整为“认定、选址及规划、园区内布局、准入和退出、配套功能设施、安全生产与应急一体化管理”等 6 大要素 36 项评估内容，将发生较大及以上生产安全事故、未配备双电源、专业监管人员配备不达标等作为直接判定为高安全风险等级（A 级）的特殊条款。2026 年 2 月，应急管理部召开全国危险化学品安全监管工作视频会议，部署聚焦化工园区整治提升和企业安全生产优胜劣汰；2026 年 5 月，应急管理部召开危险化学品重大危险源企业专项检查督导行动动员部署视频会议，持续强化安全监管。

进出口政策与国际贸易环境方面，2026 年 1 月，财政部明确自 2026 年 4 月 1 日起取消光伏、磷化工等产品出口退税，电池产品出口退税将在两年内分步取消。财政部表示，此举有利于促进资源高效利用、引导产业结构合理调整、综合整治“内卷式”竞争。国际贸易环境方面，贸易壁垒持续上升。2026 年 6 月 24 日，欧盟对原产于中国的 1,4-丁二醇作出反倾销肯定性终裁，中国企业被征收 105.6%至 113.7%的反倾销税；6 月 30 日，欧盟对原产于中国的聚醚多元醇发起反倾销调查；7 月 28 日，欧盟对华苯甲酸钠作出反倾销初裁，临时反倾销税率为 57.6%至 116.4%。多类精细化工品被纳入反倾销调查或征税范围，出口导向型化工企业的海外市场空间被压缩。

技术变革方面，政策层面对技术变革的引导主要体现在智能化与绿色化两个方向。老旧装置更新改造行动方案明确鼓励加快先进技术推广应用以及工业软件、工业控制系统更新替代；节能降碳改造攻坚三年行动要求推广高效催化裂化烟气轮机等工艺技术；《工业产品绿色设计指南（2026 年版）》从源头设计阶段推动全生命周期绿色转型。化工行业的技术变革以渐进式工艺改进为主，短期内出现颠覆性技术冲击行业格局的可能性较低，但人工智能辅助研发、连续化生产等新技术的渗透正在逐步改变行业的技术竞争态势。

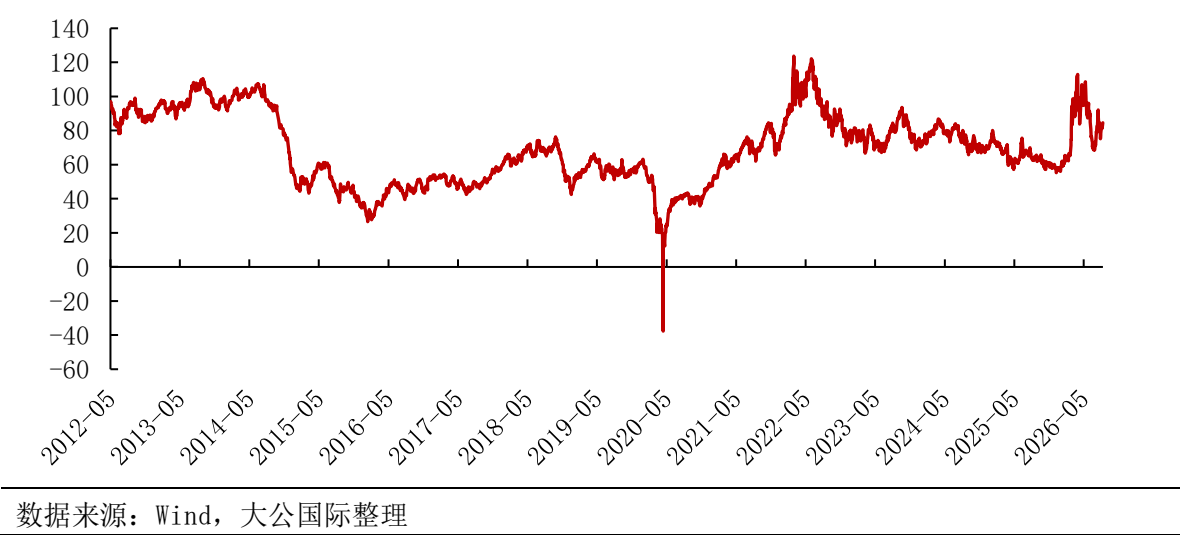
（三）景气驱动因子与传导路径分析

对于全球定价、原料对外依存度高、下游覆盖广泛的化工行业而言，终端需求的复苏节奏通常是行业景气度的核心驱动变量。

原油价格通过成本端直接传导至化工品价格。我国化工品基础原料（石脑油、乙烷、丙烷等）直接或间接来源于原油，油价变动传导至化工品价格通常需要 1~2 个月。2026 年上半年，中东地缘冲突导致 WTI 原油从年初约 57 美元/桶大幅上行，中国

化工产品价格指数随之同步攀升。

图 2 2012 年 5 月以来原油价格：WTI 波动情况（单位：美元/桶）



化工品价格上涨传导至企业盈利，取决于企业库存成本与产品售价的匹配节奏。当产品售价涨幅超过原料成本涨幅时，企业价差扩大，盈利改善。从油价上涨到化工品盈利改善的传导通常滞后 1 个季度左右。2026 年上半年，化学原料和化学制品制造业利润总额同比增长 67.8%，体现了这一传导的结果。

盈利改善进一步传导至开工率与产量，但这一环节存在分化。多数产品价格上涨后，企业提高开工率、增加产量。但部分工艺路线（如丙烷脱氢）因原料成本同步抬升反而被迫降负，反映出油价上涨对不同路线的差异化传导。

景气传导的终点是终端需求。若终端需求处于扩张周期，成本推升型涨价能够顺利向下游传导，形成“涨价—补库—盈利改善—扩产”的正向循环。若终端需求疲软，成本上涨被截留于中游，仅形成“涨价—利润短暂冲高—回落”的脉冲式行情，难以带动景气的持续回升。2026 年上半年，由于房地产、基建等主要下游仍处于疲软状态，化工品价格上涨未能传导至终端需求扩张，地缘局势缓和后化工品价格随之回落，盈利改善的持续性未能兑现。

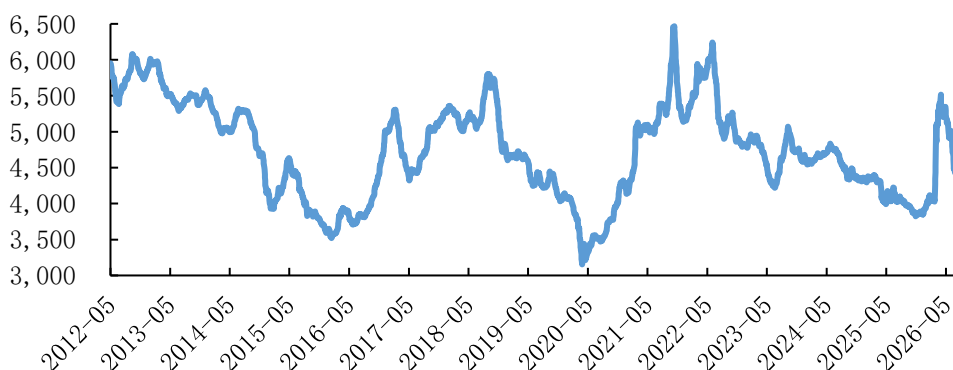
上述传导链条中，最关键的前瞻性变量是终端需求的复苏节奏。从化工品价格上涨到终端需求开始承接，理论上需要 2~3 个季度的传导时间，但 2026 年上半年的实际情况表明，若终端行业自身处于收缩通道，这一传导将无法完成。

二、行业景气度追踪与周期定位

（一）价格与毛利走势：景气度的直接体现

2026 年上半年，化工品价格呈现“先扬后抑”走势。中国化工产品价格指数(CCPI)从1月初约3,930点持续上行，4月7日触及5,515点的上半年高点；此后随中东地缘局势缓和、油价回落而进入震荡下行通道，6月下旬回落至4,666点附近。

图3 2012年5月以来中国化工产品价格指数



数据来源：Wind，大公国际整理

从 PPI 看，化学原料和化学制品制造业价格涨幅在 5 月冲至 12.7% 的高位后，6 月回落至 11.3%，环比由涨转降，降幅为 2.0 个百分点。化学纤维制造业价格环比也由涨转降，降幅为 0.8 个百分点。PPI 同比仍处正增长区间，但环比已出现拐点，反映成本推升型涨价的可持续性正在减弱。

结合成本端看利润空间变化。2026 年上半年，化学原料和化学制品制造业实现利润总额 2,880.9 亿元，同比增长 67.8%；化学纤维制造业利润总额 222.0 亿元，同比增长 102.0%。行业利润增速远超营收增速，表明价差显著扩大。但这一利润改善主要来自成本推升型涨价，即油价上涨推动产品价格上行，价差被动扩大。2026 年 6 月末，化工 CCPI-原料价差处于 2012 年以来 27% 分位数水平，意味着自 2012 年以来的所有月度价差数据中，有 27% 的时间价差低于当前水平，73% 的时间价差高于当前水平。换言之，当前化工行业的利润空间仍处于历史偏低区间。2025 年化工行业利润率属于底部；当前从该低位有所修复，但修复程度有限，价差尚未触及历史中位数（50% 分位），更未到达过热区间（通常 70% 分位以上）。后续价差能否进一步扩大，取决于终端需求能否承接价格上涨：若需求持续疲软，价差将随油价回落而再度收窄，行业利润将重

新承压。

（二）需求侧追踪：景气度的源头牵引

总量指标方面，2026 年上半年，化学原料和化学制品制造业营业收入同比增长 10.0%，增加值同比增长 5.0%，低于全部规模以上工业 5.4% 的增速中枢。但边际变化需警惕：6 月当月增加值同比下降 0.1%，为年内首次由正转负。出口交货值方面，2026 年上半年化工品累计出口金额同比增长 13.7%，但 5 月化学原料行业出口订单出现明显回落，外需边际走弱。综合判断，总量指标呈现“累计增速尚可、当月增速转负”的特征，需求总量处于扩张趋缓阶段，尚未进入收缩，但动能正在衰减。

终端指标方面，下游主要客户群景气状况分化明显。房地产行业仍处深度收缩通道，2026 年上半年，房地产开发投资、竣工面积、新开工面积均呈现两位数负增长，地产链化工品需求处于持续收缩状态。汽车行业产销量同比分别下降 4.0% 和 4.1%，但出口同比增长 65.3%，整体处于“内需收缩、外需支撑”的弱平稳状态。新能源汽车产销同比分别增长 6.7% 和 7.3%，处于扩张区间，但相对于过往增速明显放缓。纺织服装行业化学纤维产量同比增长 1.6%，但 6 月当月同比下降 3.8%，整体处于弱平稳向收缩过渡的阶段。半导体行业延续高景气度，处于扩张区间。综合终端指标，化工行业下游呈现“传统领域收缩、新兴领域扩张”的格局，扩张与收缩的力量相互对冲，总量层面承压。

前瞻指标方面，化学原料及化学制品行业采购经理指数（PMI）持续低于临界点，显示行业景气预期偏弱，企业对新订单的预期趋于保守；2026 年上半年，房地产新开工面积同比下降 23.4%，作为领先指标，预示未来半年至一年内地产链化工品需求将持续承压。出口订单受欧盟反倾销调查等贸易壁垒影响，新签订单增速边际放缓。

综合总量、终端、前瞻三类指标，化工行业需求端当前处于“总量增速趋缓、终端结构分化、前瞻多数承压”的阶段。2026 年上半年，总量指标累计增速尚可但 6 月当月已转负，终端指标传统领域收缩与新兴领域扩张并存，前瞻指标中 PMI 偏弱、地产领先指标持续为负。需求端的真正拐点，需等待化工行业 PMI 重返扩张区间、出口订单增速企稳回升以及房地产新开工面积降幅显著收窄等信号出现。

（三）供给侧追踪：产能与库存的博弈

产能利用率方面，2026 年一季度，化学原料和化学制品制造业产能利用率为 73.8%，二季度降至 69.4%，较上年同期下降 2.5 个百分点，产能利用率从一季度到二季度走

低，直接反映了需求端改善不足的问题，即使供给端新增产能投放放缓，需求疲弱仍会拉低实际产出水平。化学纤维制造业产能利用率 84.2%，显著高于行业均值。投资端，2026 年 1~6 月化学原料和化学制品制造业固定资产投资同比下降 6.5%，资本开支收缩趋势延续，表明本轮产能扩张已近尾声。但前期已批复项目仍处投产释放期，纯碱、聚烯烃等子行业新增产能持续释放，部分子行业供给宽松格局短期难改。

库存周期方面，化工行业整体处于被动补库阶段。从产成品存货看，化工制造业产成品存货自 2026 年初以来持续上行，2026 年 7 月化学原料和化学制品制造业规模以上工业企业产成品存货同比增长 6.4%。

进入/退出壁垒方面，产能退出信号正在增多但尚未形成系统性出清。2025 年化学原料和化学制品制造业亏损企业占比达 24.11%，2026 年上半年部分尾部企业已出现贷款逾期、债务违约等风险事件，低效产能退出进程持续推进。

综合产能利用率下行、库存被动回补、亏损企业仍处高位三个维度，化工行业当前处于“底部震荡、正在出清”的阶段。虽已度过景气最差的时期，但二季度产能利用率回落和 6 月 PPI 环比转降表明，景气回升的持续性仍有待需求端进一步确认。

图 4 2016 年以来中国工业生产者出厂价格指数（PPI）（上年同月=100）



报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的合法性、真实性、准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议或决策依据。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。