



【鑫期汇】能源化工品10月合约的“挤仓方程式”——地缘断供、低库存与需求负反馈的三重博弈、后续推演及风险提示

核心观点

1. 影响分层：按“与国际原油的传导关系”，本文跟踪的18个能化品种可清晰划分为三类——直接传导类（SC、FU、LU、BU、PG）、供应链传导类（MA、BZ、EB、EG、BR、PX、TA、PF、PP）与自主可控类（V、SA、SH、UR）。9月14日上午收盘，三类呈“齐涨—分化—普跌”的梯度分布，月差结构同步呈“深度倒挂—普遍倒挂—正向市场”的分层，为识别挤仓的传导半径提供了直接标尺。

2. 行情定性：本轮近月集体走强，本质并非全球原油短缺，而是“交割窗口”与“货源到位”的时间差被地缘扰动急剧放大；SC2610-2701月差由9月4日的81元/桶（结算价口径）走阔至9月14日上午收盘的221元/桶，7个交易日扩大172%。

3. 驱动之一（通道定价）：沙特输油管道遇袭关闭、霍尔木兹通行受限，定价锚由“供需平衡”转向“通道风险溢价”；SC2610折算约134.5美元/桶，较布伦特（约107.0美元/桶）升水约25.6%。

4. 驱动之二（库存低位）：可交割资源结构性偏低是挤仓的物质基础。SC仓单维持296.1万桶无增量，纯苯华东港口仅3.6万吨（-20%）、短纤权益库存6.33日（较8月末降17%）、合成橡胶厂内库存1.93万吨；低库存使供应扰动无法被吸收，只能以涨价强制出清需求。

5. 挤仓程度量化（本次新增）：以“10月合约持仓量÷交易所注册仓单（折合手数）”构建虚实盘比，衡量挤仓的“筹码/资源”之比。9月11日仓单口径下，沥青632.6倍、乙二醇257.3倍、烧碱180.0倍、甲醇70.1倍居前；高硫燃油、苯乙烯、纯苯因注册仓单降至零、“无货可交”，挤压风险最高；而PVC（1.4倍）、尿素（2.5倍）、聚丙烯（3.7倍）仓单“地板”厚实，不具备挤仓的物资条件。



6. 驱动之三（节前与升水）：双节备货叠加船期紧张，现货升水全线走高——乙二醇1043元/吨、液化气724元/吨、纯苯705元/吨；期货贴水现货使库存“被锁定待涨”，反向收紧可交割资源。

7. 反向约束：9月14日上午收盘原油涨11.37%、燃料油涨8.47%，而纯苯跌1.27%、苯乙烯跌0.87%、合成橡胶跌2.71%；挤仓压力沿供应链向下传导，却在成品端遭遇阻力，需求负反馈初现——原油反向波动与需求负反馈是最需警惕的两条回落路径。

8. 结论与策略边界：挤仓定价的是“时间差”而非“缺口”，通道恢复或备货结束后升水将迅速收敛；传导半径止于供应链传导类的成品端，未外溢至自主可控类。事件驱动型行情中，仓位管理与纪律约束的价值高于方向判断。

一、现象：期限结构由“温和升水”转为“极端倒挂”

10月合约的交割时点特殊：SC、FU、LU、BU的2610合约最后交易日均落在9月底，交割横跨国庆长假；多头须提前落实资金与仓储，空头若无法节前补足合规货源只能平仓离场——交割窗口的刚性构成挤仓温床。

SC原油七个交易日内由“温和升水”转为“极端倒挂”：9月4日近月对2701合约升水81.3元/桶，9月14日上午收盘扩至221.3元/桶（图1），同日SC2610涨11.37%、报902.0元/桶。分品种看（表1），油品链近月普遍升水，而PVC、纯碱、烧碱、尿素近月贴水、维持正向市场（图2），分化表明行情沿“供给可被地缘切断”的路径展开。



图1 SC原油期限结构：由“温和升水”演变为“极端倒挂”

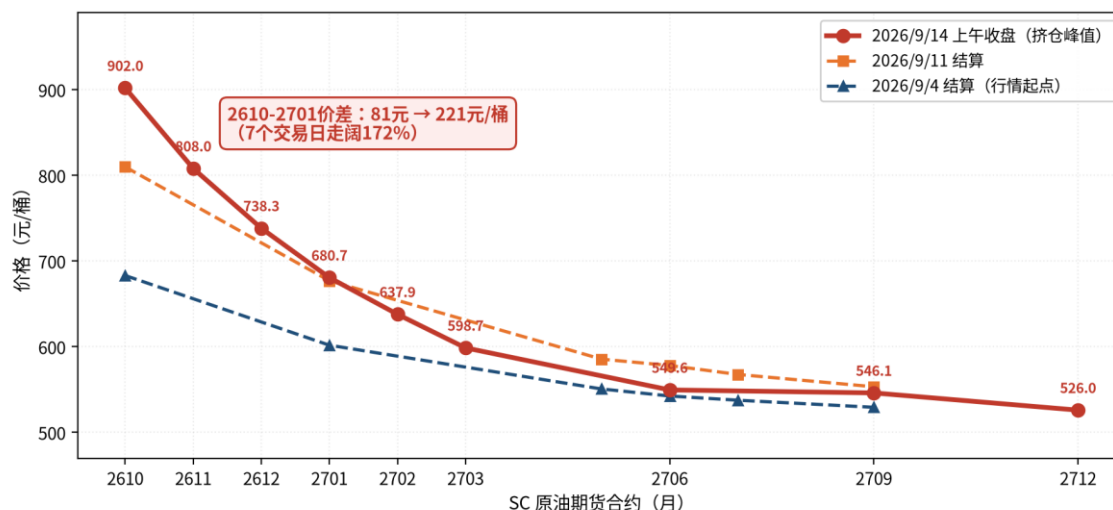


图1 SC原油期限结构：由“温和升水”演变为“极端倒挂”（数据：上海钢联、新浪财经）

品种 (单位)	10月 合约	当日涨跌	11月 合约	10月- 11月	升水幅 度	10月- 远月	10月持 仓
一、直接传导类：与国际原油直接挂钩 (SC、FU、LU、BU、PG)							
SC 原油 (元/桶)	902.0	+11.37%	808.0	+94.0	+11.6%	+221.3	30,319
FU 高硫燃油 (元/吨)	5060	+8.47%	4428	+632	+14.3%	+1034	27,839
LU 低硫燃油 (元/吨)	5684	+1.68%	5528	+156	+2.8%	+625	14,507
BU 沥青 (元/吨)	5605	+3.53%	5265	+340	+6.5%	+1134	172,704
PG 液化气 (元/吨)	7156	+2.20%	6886	+270	+3.9%	+876	95,516



二、供应链传导类：经中间环节间接挂钩（MA、BZ、EB、EG、BR、PX、TA、PF、PP）

MA 甲醇 (元/吨)	3462	+1.11%	3265	+197	+6.0%	+421	456,837
EG 乙二醇 (元/吨)	5877	-0.71%	5478	+399	+7.3%	+805	298,709
EB 苯乙烯 (元/吨)	10213	-0.87%	9927	+286	+2.9%	+767	245,641
BZ 纯苯 (元/吨)	9095	-1.27%	8759	+336	+3.8%	+854	23,039
BR 合成橡胶 (元/吨)	15280	-2.71%	15070	+210	+1.4%	+520	32,580
PX 对二甲苯 (元/吨)	9404	-0.70%	9350	+54	+0.6%	+388	10,213
TA PTA (元/吨)	6674	+1.55%	6556	+118	+1.8%	+326	226,861
PF 短纤 (元/吨)	8468	+0.74%	8320	+148	+1.8%	+378	44,506
PP 聚丙烯 (元/吨)	9696	+0.15%	9448	+248	+2.6%	+751	118,002

三、自主可控类：以煤 / 盐 / 天然气为原料、国内自给（V、SA、SH、UR）



V PVC (元/吨)	4862	-2.29%	4895	-33	-0.7%	-114	173,149
SA 纯碱 (元/吨)	981	-4.76%	986	-5	-0.5%	-41	34,972
SH 烧碱 (元/吨)	1867	-3.51%	1891	-24	-1.3%	-148	12,422
UR 尿素 (元/吨)	1722	0.00%	1794	-72	-4.0%	-82	23,299

表1 能化板块主要10月合约月差监测（按影响层级分组，2026/9/14 11:30 上午收盘） 数据来源：新浪财经行情、上海钢联。注：① “10月-11月” = 10月合约价 - 11月合约价；② “10月-远月” = 10月合约价 - 对应2701合约价；③ “10月持仓” 为10月合约持仓量（手）。

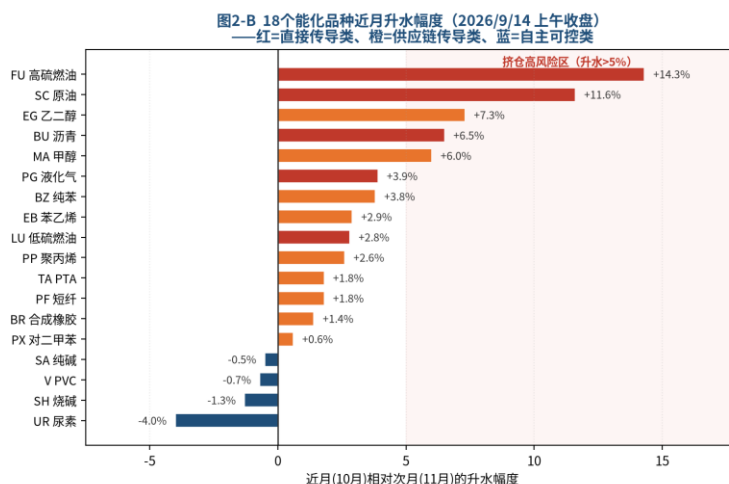
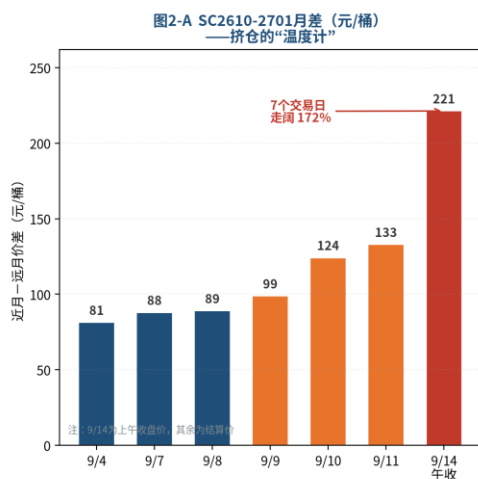


图2 左：SC2610-2701月差演变；右：18个品种近月相对次月升水幅度（2026/9/14 上午收盘），数据：上海钢联、新浪财经)

二、影响分层：三类商品的传导路径与定价逻辑

能化品种虽同属“油头”产业链，但对国际原油的价格敏感度差异极大。分类的核心标尺有两条：一是原料来源（是否以进口原油、石脑油为直接原料），二是定价权的归属（国内供给能否自主调节）。据此，可将本文跟踪的18个品种划分为三个层级（表2、图3）。

（一）直接传导类。指原料与国际原油直接挂钩、且进口依赖度高的品种，包括SC原油、FU高硫燃油、LU低硫燃油、BU沥青与PG液化气。其传导近乎“无摩擦”——原油价格变动通过裂解价差、加工利润与到岸成本即时映射到品种定价，传导系数接近1。9月14日上午收盘，该类品种全线大涨（+1.68%~+11.37%），近月对次月升水2.8%~14.3%、全线深度倒挂，是本轮挤仓的“震中”。

（二）供应链传导类。指经石脑油、乙烯、芳烃等中间环节间接挂钩原油的品种，包括MA甲醇、BZ纯苯、EB苯乙烯、EG乙二醇、BR合成橡胶、PX对二甲苯、TA PTA、PF短纤与PP聚丙烯。其传导存在时滞与衰减：原油端成本抬升须经中间品利润再分配才能抵达，且终端需求可对涨价形成抵制。9月14日该类整体滞涨甚至下跌（-2.71%~+1.55%），但月差仍普遍倒挂（+0.6%~+7.3%）——近月挤仓压力沿供应链向上传导，却在成品端遭遇阻力，这一“卡点”正是需求负反馈的传导界面。

（三）自主可控类。指以煤、原盐、天然气等国内资源为原料、国内自给率高的品种，包括PVC、纯碱、烧碱与尿素。其定价由国内供给（开工率、产能投放）、成本（煤价、电价）与内需主导，与国际原油基本“脱钩”，中东地缘冲突的影响主要停留在情绪层面。9月14日上午收盘该类品种普跌（-4.76%~0.00%），近月对次月贴水0.5%~4.0%、维持正向市场，与油品链条形成鲜明对照——这从反面印证了本轮行情“沿供给可被地缘切断的路径展开”的判断。

影响层级	代表品种（本文跟踪）	与国际原油的关系	传导路径与特征	9/14涨跌	近月月差结构
------	------------	----------	---------	--------	--------



一、直接 传导类 (5个)	SC、FU、LU 、BU、PG	直接挂钩： 进口原油 / 原料成本即 时映射	原油价格→裂解价差 、到岸成本→品种定 价；无摩擦、传导系 数≈1	+1.68% ~ +11.37%	深度倒挂 +2.8% ~ +14.3%
二、供应 链传导类 (9个)	MA、BZ、EB 、EG、BR、 PX、TA、PF 、PP	间接挂钩： 经石脑油 / 乙烯 / 芳烃 中间环节	原油→石脑油→中间 品→成品；有时滞、 逐级衰减，受需求负 反馈约束	-2.71% ~ +1.55%	普遍倒挂 +0.6% ~ +7.3%
三、自主 可控类 (4个)	V、SA、SH 、UR	基本脱钩： 以煤 / 盐 / 天然气为原 料，国内自 给	国内供给、煤价与内 需主导；地缘影响限 于情绪层面	-4.76% ~ 0.00%	正向市场 / 近平水 -4.0% ~ - 0.5%

表2 三类商品的影响分层与传导路径（2026/9/14 上午收盘） 来源：华鑫期货研究所。注：分类依据为原料来源与进口依赖度，同一品种因工艺路线差异可能存在跨类属性（如PP兼具油头与煤头）。

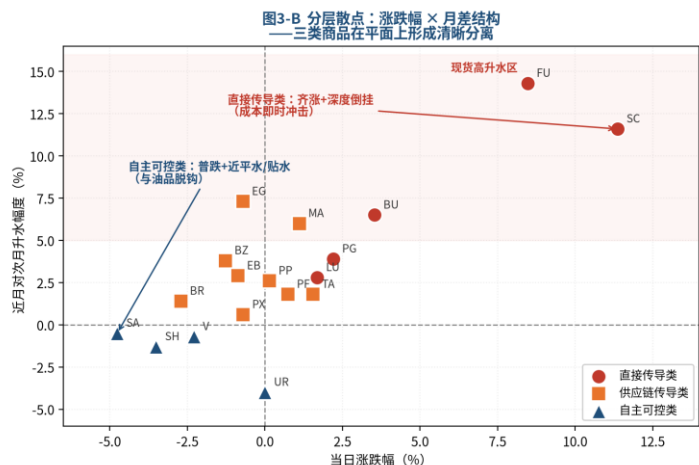
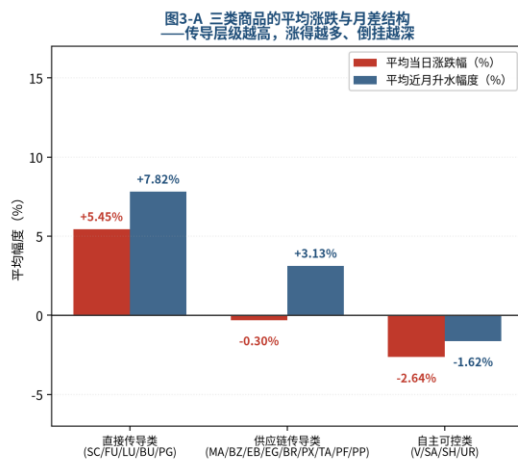




图3 三类商品的平均涨跌与月差结构（左） / 分层散点：涨跌幅×月差结构（右）（2026/9/14

上午收盘 数据：上海钢联、新浪财经)

三、成因之一：原油的“通道定价”

本轮原油上涨的核心变量不是需求，而是“通道是否畅通”。沙特东西输油管道遇袭关闭、霍尔木兹通行量降至约19艘/日（战前约130艘），定价锚由此从“供需平衡”切换至“通道风险溢价”，逻辑起点是“可得性”而非“总量”，持续性依赖通道修复节奏。

供应扰动亦不限于原油：伊朗甲醇装置与装船受地缘影响，MA2610上午收盘涨1.11%、升水6.0%；合成橡胶BR虽不直接进口原油，但其原料丁二烯随石脑油裂解链波动，BR2610当日下跌2.71%——上游成本抬升与下游需求疲弱在同一品种上形成对冲。更值得关注的是内外价差撕裂：SC2610折算约134.5美元/桶，而布伦特约107.0美元/桶，内盘升水约25.6%；链条为：通道中断→到岸货源锐减→可交割资源不足→近月向现货收敛→空头被迫回补。

四、成因之二：库存的结构性低位

挤仓的前提是“无货可交”，本次库存偏低在三个层次叠加，且均指向“可交割资源”：原油端，SC仓单连续多日维持296.1万桶无新增注册，中国原油港口库存降至2384万吨（-9.6万吨）；成品油端，舟山保税燃料油降至76万吨（-11.6%）；芳烃与聚酯端，纯苯华东仅3.6万吨（-20.0%）、乙二醇华东10.6万吨（9/14日度值，较9/11的11.7万吨再降1.1万吨）、甲醇港口55.1万吨（-14.8%）；PTA行业库存101.55万吨（较8月末小幅回落），聚酯与短纤厂内权益库存可用天数降至6.55日、6.33日（较8月末降17%）；合成橡胶厂内库存1.93万吨，周环比虽增4.3%，但较8月中旬的2.24万吨已去化约14%（图4）。

从期现定价机制看，低库存对应高便利收益（convenience yield）：持有现货的即时可得性价值上升，现货升水、期货贴水；此时供应扰动难以被库存缓冲，只能通过涨价强制出清边缘需求。反之库存回升，便利收益回落、升水收敛。



图3 能化产业链库存：油品、芳烃与聚酯原料同步去化，仅纯碱小幅累库

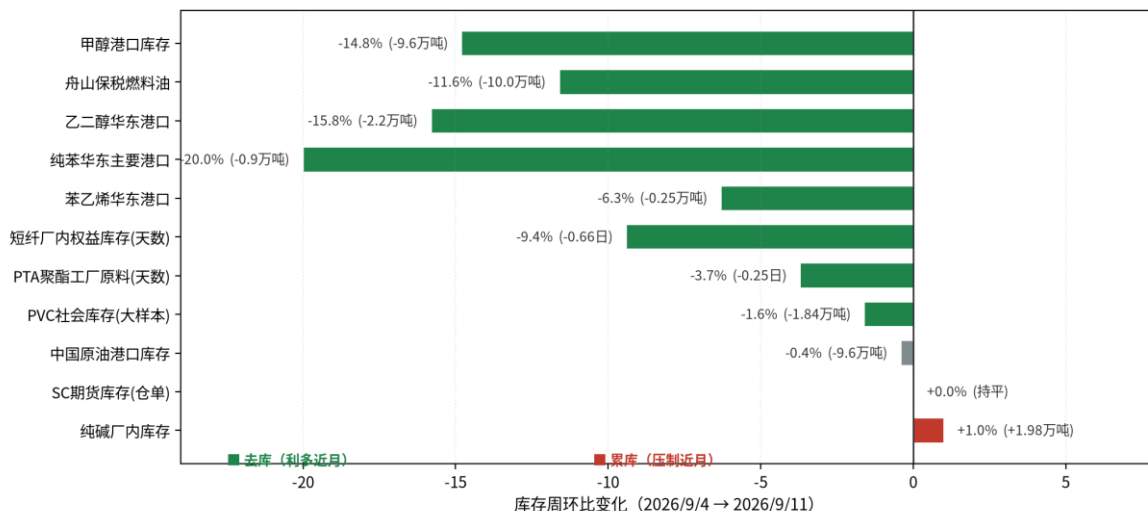


图4 能化产业链库存周环比变化（最新一期：2026/9/4→9/11 数据：上海钢联）

进一步地，可用“10月合约持仓量 ÷ 交易所注册仓单”构建虚实盘比，直接量化挤仓的“筹码 / 可交割资源”之比：比值越高，意味着以越少的可交割资源支撑越大的未平仓头寸，空头节前补货与交割的难度越大。为保证可比性，须将两类数据的单位统一为“手”——上期所、上期能源的仓单以吨（原油为桶）计量，需按合约交易单位折算（SC 1000桶/手，FU/LU/BU 10吨/手，BR 5吨/手）；大商所仓单以“手”计量、郑商所仓单以“张”计量（1张 = 1手），均可直接对应持仓手数（表3、图5）。

品种（影响层级）	10月持仓（手）	注册仓单（最新）	仓单折合手数	虚实盘比（持仓 ÷ 仓单）	挤仓程度
一、直接传导类：与国际原油直接挂钩（SC、FU、LU、BU、PG）					
SC 原油	30,319	2,961,000 桶	2,961	10.2×	中高
FU 高硫燃油	27,839	0 吨	0	—（无仓单）	极高
LU 低硫燃油	14,507	3,440 吨	344	42.2×	高



BU 沥青	172,704	2,730 吨	273	632.6×	极高
PG 液化气	95,516	5,213 手	5,213	18.3×	高
二、供应链传导类：经中间环节间接挂钩（MA、BZ、EB、EG、BR、PX、TA、PF、PP）					
MA 甲醇	456,837	6,520 张	6,520	70.1×	极高
EG 乙二醇	302,541	1,176 手	1,176	257.3×	极高
EB 苯乙烯	245,641	0 手	0	—（无仓单）	极高
BZ 纯苯	23,039	0 手	0	—（无仓单）	极高
BR 合成橡胶	32,580	3,980 吨	796	40.9×	高
PX 对二甲苯	10,213	1,000 张	1,000	10.2×	中高
TA PTA	226,861	13,435 张	13,435	16.9×	高
PF 短纤	44,506	2,000 张	2,000	22.3×	高
PP 聚丙烯	118,002	32,089 手	32,089	3.7×	低
三、自主可控类：以煤 / 盐 / 天然气为原料、国内自给（V、SA、SH、UR）					
V PVC	173,149	122,352 手	122,352	1.4×	低
SA 纯碱	34,972	2,212 张	2,212	15.8×	中高
SH 烧碱	12,422	69 张	69	180.0×	极高
UR 尿素	23,299	9,394 张	9,394	2.5×	低

表3 交易所注册仓单与虚实盘比（持仓为10月合约·9/14上午收盘；仓单为9/11最新一期） 数

数据来源：东方财富期货库存、金投网、新浪财经、上海钢联。注：①虚实盘比 = 10月合约持仓量

（手）÷注册仓单（折合手数），单位统一为“手”；②折算规则——上期所 / 上期能源仓单以

“吨、桶”计量，除以合约交易单位；大商所仓单以“手”计量、郑商所仓单以“张”计量（1



张 = 1手)，直接对应持仓手数；③高硫燃油、苯乙烯、纯苯当前注册仓单为零，比值不可计算，挤压风险视为最高。

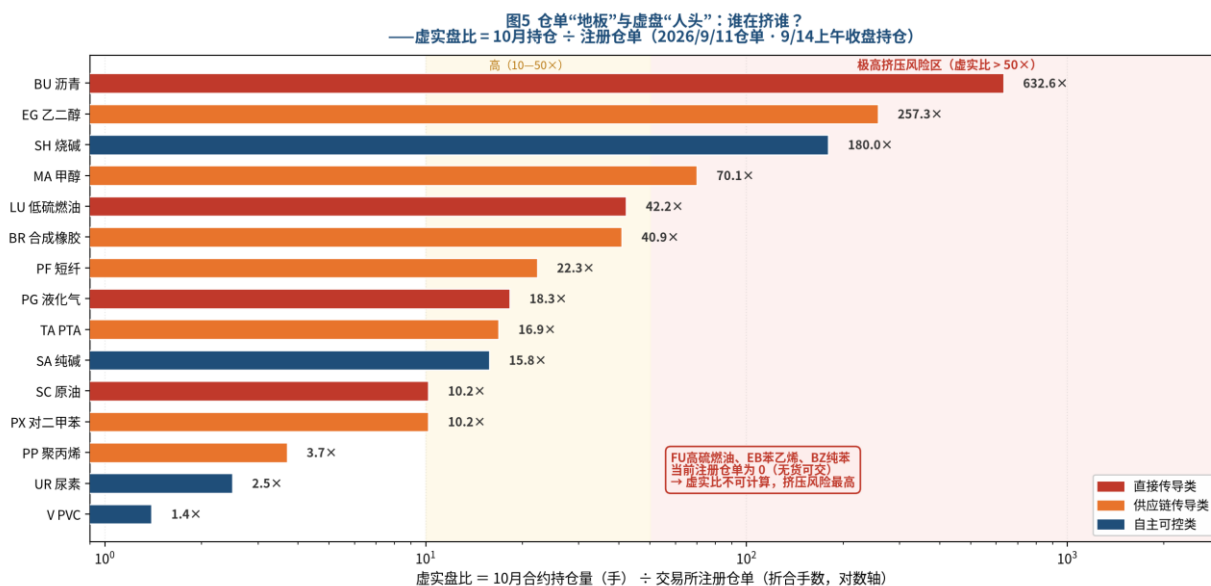


图5 交易所仓单与虚实盘比：仓位 / 仓单之比越高，则空头节前补货与交割的压力越大（

2026/9/11仓单 · 9/14上午收盘持仓 数据：东方财富期货库存、金投网）

虚实盘比给出的结论相当直白：沥青以632.6倍高居榜首——其注册仓单仅2,730吨（折273手），却对应172,704手未平仓头寸，空头几乎“无货可补”；乙二醇（257.3倍）、烧碱（180.0倍）、甲醇（70.1倍）紧随其后。与之对照，PVC虚实盘比仅1.4倍（仓单高达122,352手）、尿素2.5倍、聚丙烯3.7倍，仓单“地板”厚实，缺乏挤仓的物资条件。该排序与三类分层的“齐涨—分化—普跌”高度吻合——挤仓的剧烈程度，本质上取决于可交割资源的厚度。一处需要单独提示：烧碱虽属自主可控类、价格普跌，但因注册仓单仅69张，虚实盘比亦高达180倍——说明“价格脱钩”并不等于“仓单充裕”，两类风险须分开评估。

五、成因之三：节前备货与现货升水

双节（中秋9/25、国庆10/1）临近，下游须提前补库；节前备货与船期紧张叠加，率先在现货端表现为升水全面走高（表4）：乙二醇华东1043元/吨、液化气华南724元/吨、纯苯华东705元/吨、沥青山东295—415元/吨、甲醇太仓338元/吨、短纤江苏242元/吨（图6）。值得注意的



是，合成橡胶与烧碱的现货升水仅70元/吨、30元/吨，量级远低于油品链条，其“现货紧”更多源于国内供给节奏而非国际成本冲击。

现货升水的含义是“持有现货优于持有期货”。在期货贴水结构中，库存从“可交割货源”被吸引至“被持有待涨”状态，客观上收紧近月可交割资源，反向强化升水本身——这是本轮挤仓最典型的正反馈机制。

品种	现货价格	10月合约	现货升水	关键库存	周变化
纯苯 BZ	9800元/吨（华东，9/14）	9095	+705元/吨	华东主要港口 3.6万吨	-20.0%
乙二醇 EG	6920元/吨（华东，9/14）	5877	+1043元/吨	华东港口10.6万吨	-1.1万吨
短纤 PF	8710元/吨（江苏三房巷，9/14）	8468	+242元/吨	厂内权益库存 6.33日	降17%（较8月末）
PTA	6920元/吨（华东，9/14）	6674	+246元/吨	行业库存 101.55万吨	较8月末小幅回落
甲醇 MA	3780—3820元/吨（太仓，9/14）	3462	+338元/吨	港口库存55.1万吨	-14.8%



合成橡胶 BR	15350元/吨 (华东, 9/14)	15280	+70元/吨	厂内库存1.93万吨	+4.3% (周环比)
沥青 BU	5900—6020元/吨 (山东, 9/14)	5605	+295~415元/吨	—	—
烧碱 SH	1897元/吨 (32%液碱·沿海, 9/14)	1867	+30元/吨	液碱厂库50.0万吨	+1.1% (周环比)
液化气 PG	7880元/吨 (华南国产, 9/14)	7156	+724元/吨	—	—
燃料油 FU	698.25美元/吨 (新加坡高硫380)	5060	+378元/吨	舟山保税76万吨	-11.6%
原油 SC	布伦特 107.05美元/桶 (9/14)	902.0	+184元/桶	INE仓单296.1万桶	持平



表4 现货升水与库存监测（现货及库存为钢联口径，期货为9/14 上午收盘） 注：现货为市场价口径，与期货交割品在规格、地区与税负上存在差异；原油“现货升水”为SC2610相对布伦特折算价的升水，仅作参考

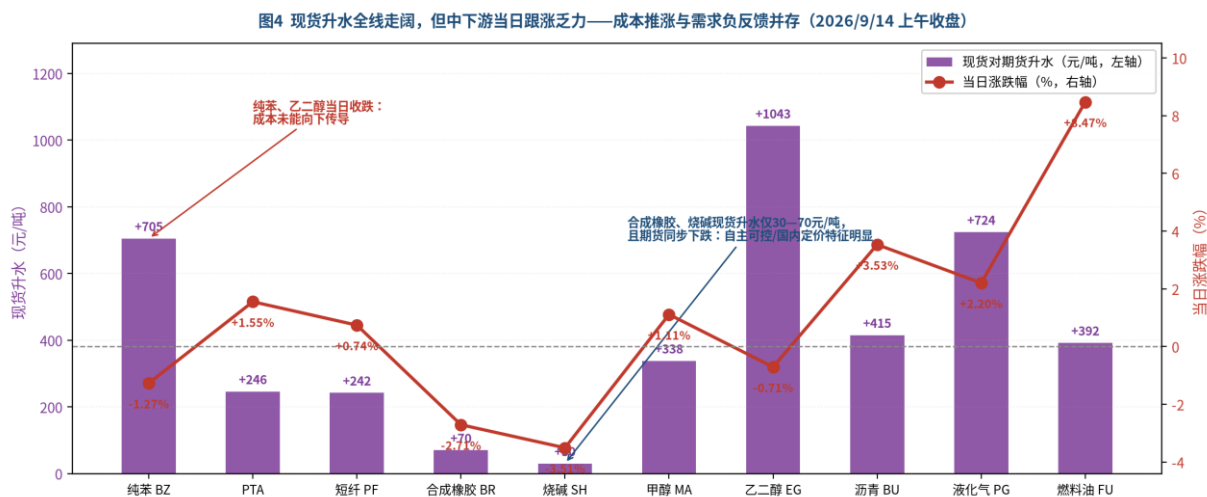


图6 现货升水全线走阔，但中下游当日跟涨乏力（2026/9/14 上午收盘 数据：上海钢联、新浪财经）

六、传导与分化：成本推涨与需求负反馈的博弈

理论上，原油上涨应沿“原油→石脑油→纯苯→苯乙烯 / PTA→聚酯”逐级传导，但9月14日上午收盘盘面给出不同答案（表5）：原油涨11.37%、燃料油涨8.47%，而纯苯跌1.27%、苯乙烯跌0.87%、乙二醇跌0.71%、合成橡胶跌2.71%，PTA与短纤涨幅亦显著落后于成本端。

这一“上游暴涨、中下游滞涨甚至下跌”的组合，是需求负反馈的早期信号，机理在于加工利润挤压：原料快涨而终端提价受阻时，中间环节利润被压缩，理性选择是降负荷、减采购，反向削弱原料需求，行情上方空间由此受限。

链条环节	代表品种	当日涨跌	现货升水	库存信号	环节状态判断
上游	SC 原油	+11.37%	+184元/桶	仓单持平	供给冲击定价，近月极端强势



中间	纯苯 BZ	-1.27%	+705元/吨	港口3.6万吨 (-20%)	现货紧、期货滞涨，基差走阔
中间	苯乙烯 EB	-0.87%	—	华东3.73万吨	成本未能传导，加工利润承压
中间	PTA	+1.55%	+246元/吨	行业101.55万吨	中性，跟随成本小幅上行
中间	乙二醇 EG	-0.71%	+1043元/吨	华东10.6万吨	需求偏弱，价格未跟涨
中间	合成橡胶 BR	-2.71%	+70元/吨	厂内1.93万吨 (周内累库)	丁二烯成本高企，成品滞跌转跌
终端	短纤 PF	+0.74%	+242元/吨	权益库存6.33日 (-17%)	主动去库，负反馈苗头
平行	PVC / 纯碱 / 烧碱	-2.29% / -4.76% / -3.51%	近月贴水	纯碱累库	与油品脱钩，正向市场

表5 “成本推涨与需求负反馈” 传导明细 (2026/9/14 上午收盘) 来源：华鑫期货研究所

七、机制总结：“正反馈闭环”与两条反向回路

将上述驱动整合，本轮挤仓的定价机制可概括为一个“正反馈闭环”与“两条反向回路”（图7）。闭环为：地缘断供、通道受阻→到岸货源锐减、可交割资源收紧→近月对远月升水走阔、月差陡峭化→现货升水扩大、便利收益上升→库存被“锁定”、可交割盘更紧→空头被迫回补→近月进一步上行，回到起点强化。

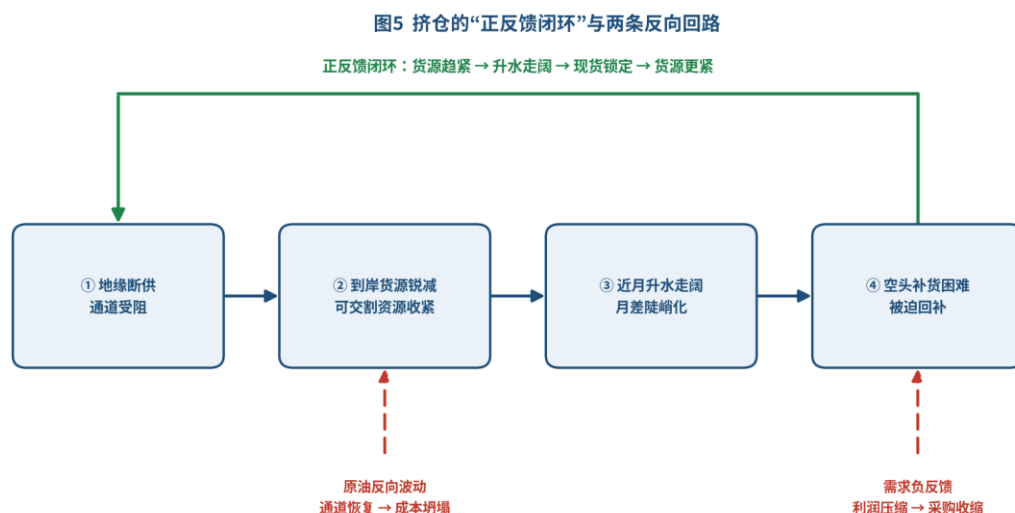


图7 挤仓的“正反馈闭环”与两条反向回路（机制示意 来源：华鑫期货研究所）

两条反向回路构成约束：一是原油反向波动（通道恢复或谈判破局→风险溢价回吐→成本坍塌）；二是需求负反馈（加工利润压缩→减产与采购收缩→原料需求转弱）。二者不终结闭环，但会削弱其强度、加快升水收敛（表6）。

风险因子	触发信号	传导路径	对近月影响	强度
原油反向波动	通道恢复 / 停火谈判破局	成本坍塌 → 升水收敛	大幅回落	高
需求负反馈	聚酯、烯烃减产兑现	采购收缩 → 原料滞涨	上涨受限、补跌	中高
仓单补充 / 注册回升	可交割资源增加	虚实盘比回落 → 挤仓降温	近月升水收敛	中高
交割制度调整	交易所提保证金 / 扩限仓	多头成本上升	挤仓降温	中



内外价差 回归	进口套利窗口 打开	货源补充 → 可交 割回升	升水收敛	中
长假流动 性风险	外盘波动 / 持 仓衰减	跳空与波动放大	双向放大	高

表6 挤仓风险因子与传导路径矩阵 来源：华鑫期货研究所

八、后市展望：三情景推演

情景一：通道继续受阻（主观概率约45%）。通行量维持低位、沙特管道修复缓慢，挤仓延续，SC2610继续新高，近远月价差继续扩大；但须以事件推进为持有依据，警惕消息反转即回吐。

情景二：高位宽幅震荡（约35%）。通行量低位恢复、谈判未破局，油价高位震荡，价格反复，月差小幅收敛；此情景下中下游补涨与修复机会相对更大。

情景三：阶段性缓和（约20%）。伊朗—阿曼航线协议落地、停火实质化，风险溢价快速回吐，SC2610或回落至700元/桶附近、月差压缩至50元/桶以内；叠加下游负反馈，近月跌幅将大于远月（表7）。

情景	触发条件	近月（ SC2610）	月差变化	链条传导	策略参考
通道继续 受阻 (约45%)	通行量维持低位 沙特管道修复缓慢	继续新高	继续扩大	近月强、中 下游继续滞 涨	近月多单持有 , 以事件推进为 依据



高位宽幅 震荡 (约35%)	通行量低位恢复 , 谈判未破局	高位震荡	小幅收敛	成本回落, 利润修复	关注月差均值 回归, 逢急涨减仓近 月
阶段性缓和 (约20%)	伊朗—阿曼航线 协议落地、 停火实质化	快速回落	持续收敛	负反馈放大 跌幅	防范近月补跌 , 关注月差反套

表7 后市情景推演（概率为基于公开信息的分析判断） 来源：华鑫期货研究所

九、结语：定价“时间差”，而非“缺口”

本轮挤仓的本质不是全球原油短缺，而是“交割时点”与“货源到位”的时间差——10月合约必须在国庆前完成交割接货，而地缘扰动恰好卡住这段窗口。这决定了行情属性：若为“缺口”，价格将系统性上移；若为“时间差”，则通道恢复或备货结束后升水将迅速收敛。本次新增的三类分层与虚实盘比提供了两把尺子：前者给出“方向坐标”——涨势自直接传导类起始，在供应链传导类的成品端受阻（纯苯、苯乙烯、乙二醇、合成橡胶滞涨或下跌），至自主可控类已完全脱钩（PVC、纯碱、烧碱、尿素普跌并维持正向市场）；后者给出“强度刻度”——沥青（632.6倍）、乙二醇（257.3倍）、甲醇（70.1倍）的仓单“地板”最薄，近月挤压最剧；高硫燃油、苯乙烯、纯苯则因“零仓单”而风险最高。对交易者而言，最重要的不是方向而是属性——仓位管理与纪律约束，才是决定结果的关键变量。

十、风险提示

第一，原油反向波动风险。本轮上涨由事件驱动，消息面反转可能引发单日大幅回吐（9月11日夜国际油价曾跳水逾3%）；近月合约杠杆高、临近交割流动性衰减快，回撤幅度可能远超预期。



第二，下游需求下降的负反馈。聚酯、烯烃环节利润持续压缩将倒逼减产，原料采购随之收缩，形成“成本越高、需求越弱”的逆向传导，这一点在纯苯、苯乙烯、乙二醇、合成橡胶的滞涨或下跌中已有体现。

第三，分类属性漂移风险。部分品种因工艺路线差异兼具跨类属性（如PP兼具油头与煤头，PVC存在乙烯法产能），当原料比价变化时其“影响层级”可能阶段性漂移，据此构建的对冲与套利组合需动态校准。

第四，仓单数据口径风险。虚实盘比所用的仓单为交易所注册仓单最新一期（9/11），其变动受注销、注册、交割月规则影响，个别品种（如高硫燃油、苯乙烯、纯苯）注册量已降至零，比值在极低分母下会被显著放大，须结合可交割资源、现货升水与合约规则综合判断，不宜单指标外推。

第五，交割与流动性风险。2610合约临近交割，长假期间外盘仍在交易，须承担跳空风险；交易所亦可能提高保证金、扩大限仓；内盘大幅升水外盘，若进口套利窗口打开或交割货源补充，价差回归同样剧烈。本文数据来自上海钢联及公开行情，现货与期货交割品存在差异，不构成投资建议，入市须谨慎。



注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对于依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究 创造价值”的理念，深谙“见微知著 臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

章致海

期货从业资格：F03117293

投资咨询资格：Z0019353

邮箱：zhangzh@shhxqh.com

华鑫期货有限公司

地址：上海市徐汇区云锦路277号9F、10F（电梯楼层10F、11F）

邮编：200000

电话：400-186-882



华鑫期货



华鑫研究

