【鑫期汇】能源化工周报 1031：沥青周涨 13.6%领跑、乙二醇港口逼空；低库存下基差修复主导，烧碱−5.3%成全周唯一趋势空头

报告期：2026 年 10 月 26 日—30 日 | 发布：10 月 31 日 | 价格口径：日盘收盘价对收盘价，周五夜盘单独标注

本周主线

+13.63%	+10.38%	+16.9%	−5.32%
沥青·周涨（全场最强）	乙二醇·周涨（华东主港库存历史低位）	燃料油·近远月价差率（Back 最陡）	烧碱·周跌（唯一趋势空头）

▪ **地缘二次定价，油价创阶段新高** 10 月 29 日伊朗革命卫队海军通报 3 艘油轮在霍尔木兹海峡南部触雷起火，胡塞武装同日袭击沙特拉斯塔努拉炼厂、拉比格炼厂及阿美设施；10 月 30 日布伦特 12 月合约收 117.64 美元（+2.40%）、创 4 月 29 日以来新高，1 月合约 113.43 美元，12 月−1 月价差扩至 4.21 美元，WTI 结算 104.12 美元（+2.08%）。美国副总统万斯致信伊朗最高国安委秘书雷扎伊、伊方未回应并坚持七项条件，“边打边谈”格局延续。

▪ **结构与上周完全反转：中下游补涨，原料端滞涨** 上周是“越靠近原料越强”（油品+4.29%、聚酯仅+0.71%）；本周 23 个品种 20 涨 3 跌，煤化工+5.75%、聚酯+5.34%、烯烃塑化+5.33%、油品+5.95%，而上海原油+2.41%、纯苯+0.69%、PX+3.11%明显滞涨。沥青+13.63%、乙二醇+10.38%、聚丙烯+8.36%、丙烯+8.22%、甲醇与聚乙烯+8.11%领跑；烧碱−5.32%、20 号胶−3.16%、天然橡胶−2.72%收跌。

▪ **极低库存下的基差修复是本周主线** 12 个库存样本 10 个去库（上周为 8 个样本 7 个累库）：纯苯江苏港口 2.7 万吨（−38.6%）、苯乙烯华东主港 2.47 万吨（−25.4%）、乙二醇华东主港 11.7 万吨（−13.3%）、聚丙烯商业库存−9.8%、纯碱厂库−6.5%、沥青厂库−6.3%；仅烧碱（+0.9%）与尿素（+3.5%）累库。沥青山东基差仍在 1,250 元以上、乙二醇现货对近月升水一度达 450 元——期货大涨的本质是对极低库存与深度贴水的修复，而非需求扩张。

▪ **烧碱是全周唯一趋势性空头** 供应端开工率回升 3.3 个百分点至 78.3%、液碱厂库 55.36 万吨高位累积，氧化铝采购压价，山东 32%液碱 560 元/吨、月内−15.5%；Contango（−9.6%）为全场最深。周五日盘+2.40%属超跌修复，夜盘再跌 1.74%，反弹未被资金确认。

▪ **周五夜盘：地缘篮子重启** 液化石油气+4.68%、甲醇+3.82%、聚丙烯+3.66%、丙烯+3.56%、聚乙烯+2.95%，再度聚集在“原油的影子”窄带里；乙二醇+0.57%、沥青+0.38%不跟（日盘已兑现），聚氯乙烯−0.06%、烧碱−1.74%逆势收跌。

▪ **资金面：外盘基金撤退，内盘席位双向减仓** CFTC 最新报告（10 月 27 日）显示 WTI 基金净多降至 31,128 手，连续第五周下降、较 9 月 22 日高点累计−69%；天然气基金净空扩至−206,317 手、创年内最深。国内方面，22 个能化品种中 19 个的前 20 席位净持仓较上周下降，多单合计−45.2 万手、空单合计−18.1 万手——价格上涨与资金撤退并存（详见第九部分）。

注：周涨跌幅按 10 月 30 日收盘对 10 月 23 日收盘计算；主力合约按成交与持仓双第一判定，本周低硫燃油（LU2612→2701）、短纤（PF2701→2612）、苯乙烯（EB2611→2612）、20 号胶（NR2612→2701）主力换月，换月品种周涨跌幅按新主力合约自身价格计算。周五夜盘涨跌幅 = 夜盘收盘价对 10 月 30 日日盘收盘价。库存为隆众、钢联等公开资讯口径，仅用于判断变化方向。

目 录

本周主线

一、价格总览：普涨，但结构由原料端切向中下游

二、原油：周初回落，周四—周五地缘二次定价

三、周五夜盘：地缘篮子与自身供需

四、期限结构：Back 普遍加深，烧碱贴水最深

五、库存：这次涨价伴随着去库

六、上下游价差：裂解修复，加工费仍被挤压

七、产业链内部：谁在跑赢自己的上下游

八、分板块复盘

九、资金面：外盘基金减多与国内席位双向减仓

十、下周关注（11 月 2 日—6 日）

一、价格总览：普涨，但结构由原料端切向中下游

23 个品种 20 涨 3 跌，涨幅超过 8%的六个品种——沥青、乙二醇、聚丙烯、丙烯、甲醇、聚乙烯——分属五个板块，说明这不是单一板块行情，而是“低库存品种的普遍重估”：这六个品种恰好是厂库、社会库存或港口库存去化最快、现货升水最深的品种。真正的分界不在产业链位置，而在库存与基差。

板块	品种	主力合约	10/23	10/30	周涨跌幅	周五日盘	周五夜盘
油品	石油沥青	BU2701	4,650	5,284	+13.63%	+3.41%	+0.38%
油品	液化石油气	PG2612	7,267	7,713	+6.14%	+0.63%	+4.68%
油品	燃料油	FU2701	5,139	5,396	+5.00%	−0.41%	+0.70%
油品	低硫燃油	LU2701	6,053	6,207	+2.54%	+1.99%	+1.18%
油品	上海原油	SC2612	724.9	742.4	+2.41%	+1.59%	+2.17%
烯烃塑化	聚丙烯	PP2701	9,628	10,433	+8.36%	+1.39%	+3.66%
烯烃塑化	聚乙烯	L2701	8,841	9,558	+8.11%	+2.08%	+2.95%
烯烃塑化	聚氯乙烯	V2701	5,115	5,290	+3.42%	−0.17%	−0.06%
烯烃塑化	苯乙烯	EB2612	10,258	10,404	+1.42%	+2.95%	+2.60%
芳烃	丙烯	PL2612	9,902	10,716	+8.22%	+1.84%	+3.56%
芳烃	对二甲苯	PX2612	9,576	9,874	+3.11%	+0.96%	+1.82%
芳烃	纯苯	BZ2612	9,109	9,172	+0.69%	+2.80%	+1.65%
聚酯	乙二醇	EG2701	4,885	5,392	+10.38%	+3.18%	+0.57%
聚酯	瓶片	PR2612	8,158	8,606	+5.49%	+1.53%	+2.46%
聚酯	短纤	PF2612	8,294	8,568	+3.30%	+0.37%	+1.68%
聚酯	PTA	TA2701	6,542	6,686	+2.20%	+0.57%	+2.00%
煤化工	甲醇	MA2701	3,219	3,480	+8.11%	+1.96%	+3.82%
煤化工	尿素	UR2701	1,679	1,736	+3.39%	+1.17%	0.00%
盐化工	纯碱	SA2701	963	966	+0.31%	−1.23%	+0.62%

盐化工	烧碱	SH2701	1,579	1,495	−5.32%	+2.40%	−1.74%
三大胶	合成橡胶	BR2612	16,185	17,245	+6.55%	+2.40%	−0.52%
三大胶	天然橡胶	RU2701	19,705	19,170	−2.72%	+0.08%	+0.47%
三大胶	20 号胶	NR2701	16,770	16,240	−3.16%	−0.18%	+0.49%

表 1　能化期货主力合约周度涨跌（板块内按周涨幅排序，元/吨，10 月 23 日→10 月 30 日收盘）　数据来源：华鑫期货研究所

数据来源：上期所、上海国际能源交易中心、郑商所、大商所日线（经新浪财经行情接口调取），华鑫期货研究所。上海原油单位为元/桶。周五日盘 = 10 月 30 日收盘对 10 月 29 日收盘；周五夜盘 = 10 月 30 日夜盘收盘对 10 月 30 日日盘收盘，尿素夜盘窄幅持平按 0.00%计。

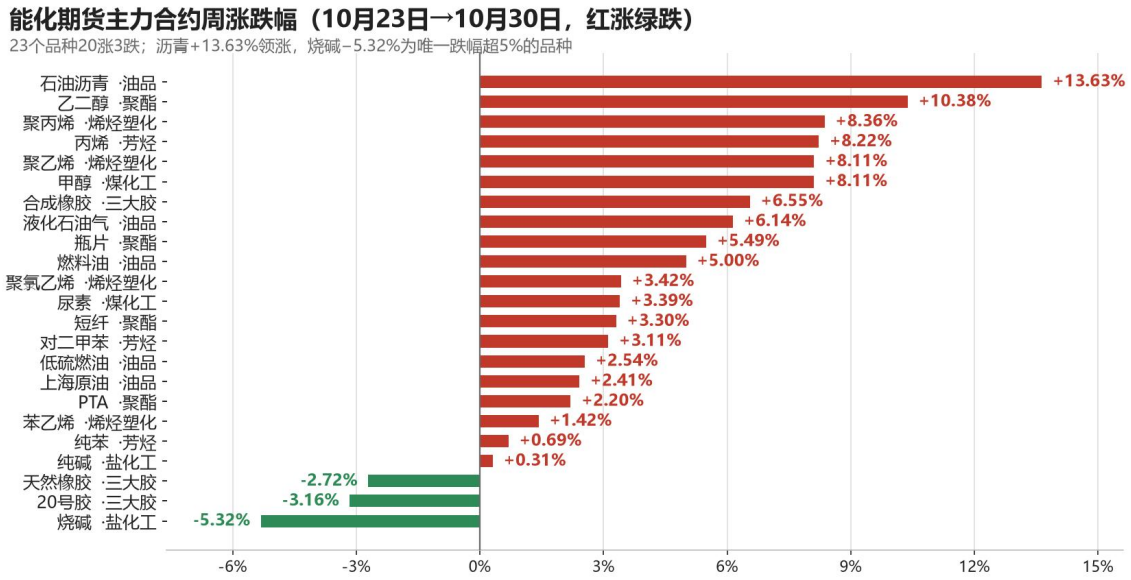


图 1　能化期货主力合约周涨跌幅（10 月 23 日—30 日，红涨绿跌）　数据来源：华鑫期货研究所

▪ **涨幅的分布印证“库存定价”**　涨幅前六名全部伴随明确的库存或基差证据（详见第五、六部分）；而涨幅垫底的纯碱（+0.31%）、纯苯（+0.69%）、苯乙烯（+1.42%）中，纯碱与苯乙烯恰是本周现货端最弱或下游利润最差的环节。价格没有普涨，而是向“谁最缺货”集中。

▪ **三大胶与盐化工是仅有的两个负号板块**　天然橡胶、20 号胶受旺产季供应释放与轮胎开工回落压制；烧碱则是独立的基本面空头（详见 8.6）。三个收跌品种与其余 20 个品种之间隔了超过 3 个百分点，市场并未笼统地“买化工”。

板块	品种数	周涨跌幅（等权）	涨/跌	最强品种	最弱品种	周五夜盘（等权）
油品	5	+5.95%	5/0	沥青 +13.63%	上海原油 +2.41%	+1.82%

煤化工	2	+5.75%	2/0	甲醇 +8.11%	尿素 +3.39%	+1.91%
聚酯	4	+5.34%	4/0	乙二醇 +10.38%	PTA +2.20%	+1.68%
烯烃塑化	4	+5.33%	4/0	聚丙烯 +8.36%	苯乙烯 +1.42%	+2.29%
芳烃	3	+4.01%	3/0	丙烯 +8.22%	纯苯 +0.69%	+2.34%
三大胶	3	+0.22%	1/2	合成橡胶 +6.55%	20 号胶 −3.16%	+0.15%
盐化工	2	−2.50%	1/1	纯碱 +0.31%	烧碱 −5.32%	−0.56%

表 2　七大板块等权涨幅与周五夜盘贡献　数据来源：华鑫期货研究所

注：等权涨幅为板块内品种周涨跌幅的算术平均；周五夜盘等权取板块内全部品种。四个板块的等权涨幅集中在+5.3%—+6.0%的窄带里，而原料端（上海原油+2.41%、纯苯+0.69%）明显滞涨——板块间差异小于板块内部分化，是“库存定价”的另一证据。

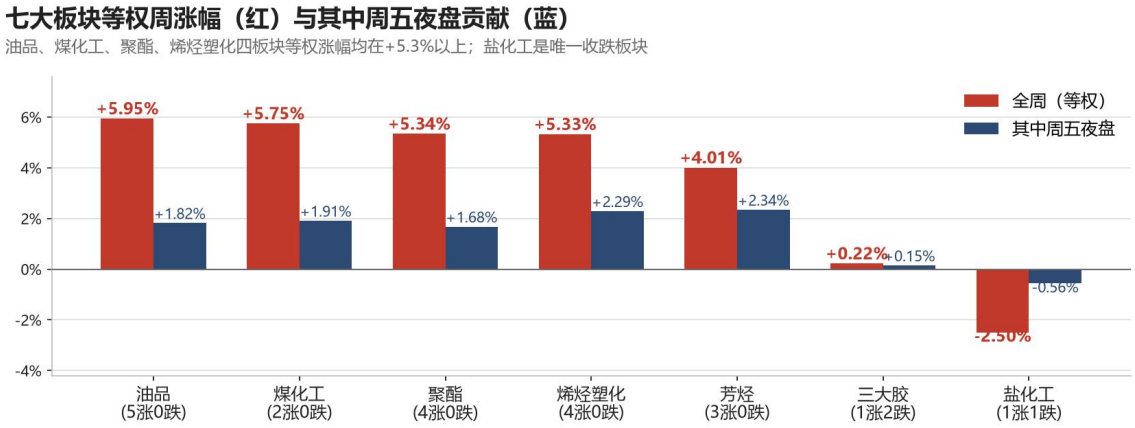


图 2　七大板块等权周涨幅（红）与其中周五夜盘贡献（蓝）　数据来源：华鑫期货研究所

二、原油：周初回落，周四—周五地缘二次定价

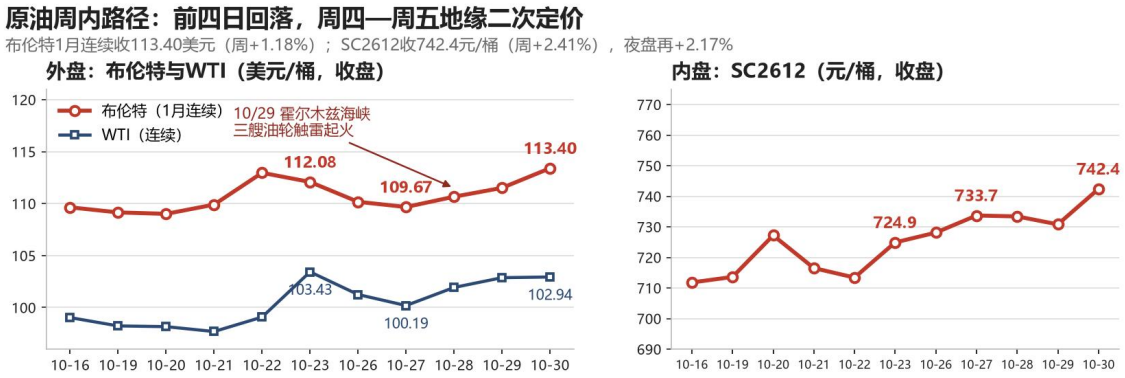


图 3　原油周内路径（10 月 16 日—30 日收盘）　数据来源：华鑫期货研究所

▪ **周内路径：先回落、后三连阳** 布伦特 1 月连续从 10 月 23 日 112.08 美元回落至 10 月 27 日的 109.67 美元（周内低点），随后三连阳至 10 月 30 日的 113.40 美元，全周+1.18%；WTI 全周基本收平（收盘 102.94 美元，12 月合约结算 104.12 美元）。周初的回落来自美伊接触消息与获利回吐：上周五一次性注入的地缘溢价需要消化，俄罗斯炼厂加工量回升至 400 万桶/日也压制了情绪。

▪ **周四—周五事件再起，且性质比上周更近一步** 10 月 29 日革命卫队通报 3 艘油轮在霍尔木兹海峡南部触雷起火（法新社口径为 4 艘），系本轮冲突以来首次确认的蛙人水雷攻击；同日胡塞武装以弹道导弹袭击拉斯塔努拉（日加工 55 万桶、沙特最大炼厂与出口终端）、拉比格与阿布盖格设施。10 月 30 日布伦特 11 月合约到期、12 月合约成为即月，收 117.64 美元（+2.40%）、盘中触及 118 美元。

▪ **12 月–1 月价差 4.21 美元是本周最重要的油市信号** 近月对远月的极端升水说明市场定价的是“未来数周的运输与装船风险”，而非长期断供——这与 2022 年 3 月式的供应危机有本质区别。海峡原油通行量已恢复至战前 92%，但成品油仅恢复 10%—54%，运输结构对高硫燃料油、沥青等重质品种的挤压远大于对原油本身。

▪ **对内盘的传导基本到位** SC2612 全周+2.41%、周五夜盘再+2.17%，跟涨充分；沥青裂解与燃料油裂解的大幅修复（见第六部分）说明本轮重质品种的强势并非单纯跟涨原油，而是运费、原料与库存的独立矛盾。

三、周五夜盘：地缘篮子与自身供需

品种	全周	周五夜盘	夜盘以外	夜盘贡献率	属性判定
石油沥青	+13.63	+0.38	+13.25	3%	趋势型（日盘完成）
乙二醇	+10.38	+0.57	+9.81	5%	趋势型（日盘完成）
聚丙烯	+8.36	+3.66	+4.70	44%	双驱动
丙烯	+8.22	+3.56	+4.66	43%	双驱动
甲醇	+8.11	+3.82	+4.29	47%	双驱动

聚乙烯	+8.11	+2.95	+5.16	36%	双驱动
合成橡胶	+6.55	−0.52	+7.07	—	趋势型（夜盘离场）
液化石油气	+6.14	+4.68	+1.46	76%	半脉冲
瓶片	+5.49	+2.46	+3.03	45%	双驱动
燃料油	+5.00	+0.70	+4.30	14%	趋势型
聚氯乙烯	+3.42	−0.06	+3.48	—	趋势型（夜盘离场）
尿素	+3.39	0.00	+3.39	0%	趋势型
短纤	+3.30	+1.68	+1.62	51%	双驱动
对二甲苯	+3.11	+1.82	+1.29	59%	双驱动
低硫燃油	+2.54	+1.18	+1.36	46%	双驱动
上海原油	+2.41	+2.17	+0.24	90%	半脉冲
PTA	+2.20	+2.00	+0.20	91%	半脉冲
苯乙烯	+1.42	+2.60	−1.18	183%	先跌后脉冲
纯苯	+0.69	+1.65	−0.96	239%	先跌后脉冲
纯碱	+0.31	+0.62	−0.31	200%	先跌后脉冲
天然橡胶	−2.72	+0.47	−3.19	—	趋势下跌（夜盘反弹）
20 号胶	−3.16	+0.49	−3.65	—	趋势下跌（夜盘反弹）
烧碱	−5.32	−1.74	−3.58	33%	趋势下跌

表 3　脉冲检验：全周涨幅中有多少是周五夜盘给的（%）　数据来源：华鑫期货研究所

注：夜盘以外 = 全周涨幅−周五夜盘涨幅；夜盘贡献率 = 夜盘涨幅÷全周涨幅。判定标准：贡献率<15%为趋势型、30%—60%为双驱动、60%—100%为半脉冲、>100%为先跌后脉冲；全周为负或贡献率为负时不判定。

▪ **第一套逻辑：买“原油的影子”，β再度一致**　液化石油气+4.68%、甲醇+3.82%、聚丙烯+3.66%、丙烯+3.56%、聚乙烯+2.95%，五品种落在 3%—4.7%窄带，与布伦特周五+2.40%同步放大。与上周相同，这类仓位交易的是同一笔宏观风险，若地缘降温，回吐也会同步。

▪ **第二套逻辑：日盘兑现、夜盘不追**　乙二醇（夜盘+0.57%）、沥青（+0.38%）两个全周涨幅最大的品种在夜盘几乎不动——它们的上涨由现货基差与库存驱动，产业逻辑资金不在夜里追高。聚氯乙烯−0.06%、烧碱−1.74%则直接拒绝跟涨。

▪ **本周不是脉冲行情** 上周夜盘贡献率超过 100%的品种多达 8 个，本周只有纯苯（239%）、纯碱（200%）、苯乙烯（183%）三个，且都属于“周内下跌、周五拉回”的修复型。沥青 3%、乙二醇 5%的贡献率说明涨幅在日盘就已完成——涨幅背后有产业资金，这是本周与上周最大的不同。

▪ **甲醇是双驱动中成色最高的品种** 日盘+1.96%叠加夜盘+3.82%，全周+8.11%；港口库存 35.38 万吨低位、伊朗装置大面积停车（Kaveh 加入停车、10 月装船量低）、江浙 MTO 全面停车但重启传闻未兑现，近月定价权在多头手中。风险同样明确：下周到港预计回升至 13.13 万吨，MTO 重启即是负反馈起点。

四、期限结构：Back 普遍加深，烧碱贴水最深

品种	合约对	近月	远月	价差（元）	价差率
燃料油	FU2701 / FU2705	5,396	4,614	+782	+16.9%
聚丙烯	PP2701 / PP2705	10,433	9,437	+996	+10.6%
甲醇	MA2701 / MA2705	3,480	3,161	+319	+10.1%
聚乙烯	L2701 / L2705	9,558	8,812	+746	+8.5%
石油沥青	BU2701 / BU2705	5,284	5,002	+282	+5.6%
乙二醇	EG2701 / EG2705	5,392	5,136	+256	+5.0%
丙烯	PL2612 / PL2701	10,716	10,259	+457	+4.5%
PTA	TA2701 / TA2705	6,686	6,404	+282	+4.4%
苯乙烯	EB2612 / EB2701	10,404	10,030	+374	+3.7%
低硫燃油	LU2701 / LU2702	6,207	6,011	+196	+3.3%
纯苯	BZ2612 / BZ2701	9,172	8,895	+277	+3.1%
对二甲苯	PX2612 / PX2701	9,874	9,586	+288	+3.0%
瓶片	PR2612 / PR2701	8,606	8,370	+236	+2.8%
液化石油气	PG2612 / PG2701	7,713	7,510	+203	+2.7%
短纤	PF2612 / PF2701	8,568	8,436	+132	+1.6%
合成橡胶	BR2612 / BR2701	17,245	17,025	+220	+1.3%
上海原油	SC2612 / SC2701	742.4	734.3	+8	+1.1%
天然橡胶	RU2701 / RU2705	19,170	19,185	-15	-0.1%

20 号胶	NR2701 / NR2705	16,240	16,345	-105	-0.6%
聚氯乙烯	V2701 / V2705	5,290	5,423	-133	-2.5%
尿素	UR2701 / UR2705	1,736	1,785	-49	-2.7%
纯碱	SA2701 / SA2705	966.0	1,016	-50	-4.9%
烧碱	SH2701 / SH2705	1,495	1,654	-159	-9.6%

表 4　相邻合约价差（10 月 30 日收盘，近月−远月）　数据来源：华鑫期货研究所

数据来源：各交易所 10 月 30 日收盘价，华鑫期货研究所。上海原油单位为元/桶。相邻合约跨度 1—4 个月不等，价差率不可跨品种比较绝对水平，仅用于判断方向与陡峭程度。

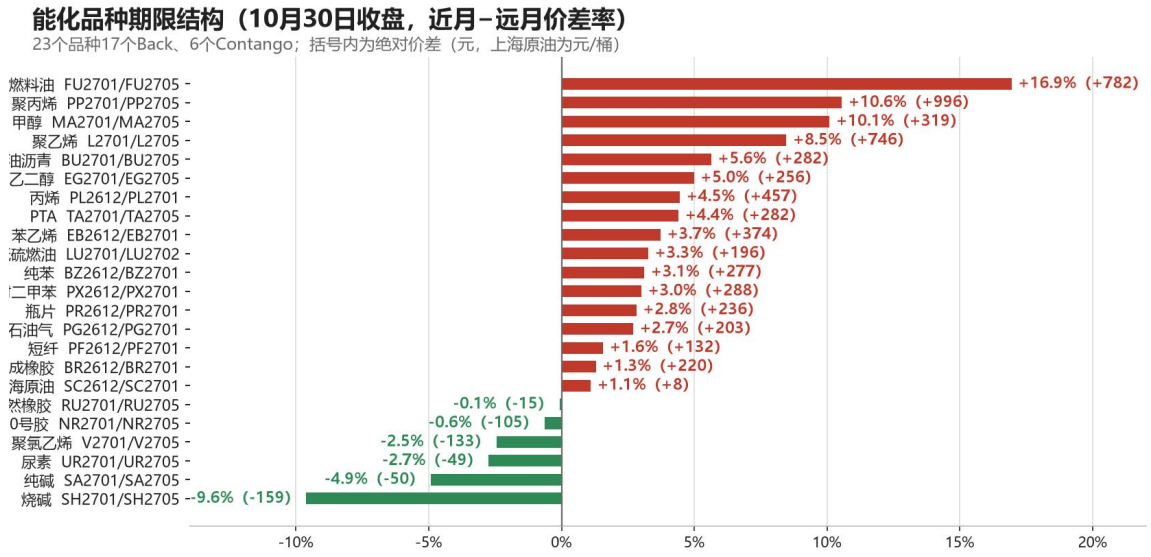


图 4　能化品种期限结构（10 月 30 日收盘，近月−远月价差率）　数据来源：华鑫期货研究所

▪ **17 个 Back、6 个 Contango，且 Back 普遍比上周更陡**　燃料油+15.8%→+16.9%、甲醇+9.6%→+10.1%、聚丙烯+9.8%→+10.6%。与上周“Back 陡峭但库存累积”的背离不同，本周的 Back 有去库配合，结构更扎实——这既是多头敢于持仓的理由，也是后续检验的关键：一旦库存回升，Back 收敛会先行于价格下跌。

▪ **燃料油+16.9%（+782 元）仍是全市场最陡的 Back**　俄罗斯 11—12 月高硫出口预计低于 350 万吨/月（缺口 100—150 万吨/月）、沙特 Ras Tanura 遇袭后装船存疑、海峡成品油通行量仅恢复 10%—54%、新加坡库存 1,868.3 万桶（周−0.93%）——高硫“易涨难跌”，但估值已不低，追涨的安全边际有限。

▪ **烧碱−9.6%（−159 元）是最深的 Contango**　供应回升、库存累积、氧化铝压价三者同向，正套与套保盘的抛压持续存在。Contango 结构下的反弹天然受限，与−5.32%的周跌幅互相印

证。尿素（−2.7%）、纯碱（−4.9%）、聚氯乙烯（−2.5%）同处 Contango 阵营，反弹均缺乏结构支持。

▪ **聚氯乙烯值得单独一提** 价格+3.42%、Contango、社会库存 101.8 万吨去化 2.4%、电石法利润−393 元（环比+99 元）——低开工（61.86%）与亏损修复支撑价格，但近月贴水说明市场不信供应紧张能持续，属“成本修复型反弹”而非趋势。

五、库存：这次涨价伴随着去库

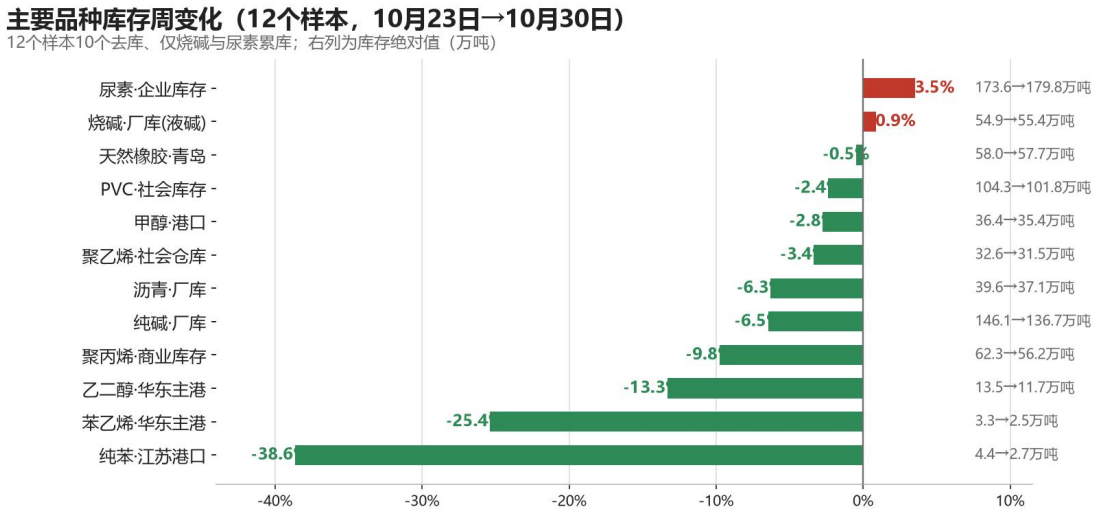


图 5 主要品种库存周变化（12 个样本，10 月 23 日→10 月 30 日） 数据来源：华鑫期货研究所

注：库存为隆众、钢联、卓创等公开资讯口径（纯苯为江苏港口、乙二醇与苯乙烯为华东主港、聚丙烯为商业库存、聚乙烯为社会样本仓库、纯碱与尿素为厂库、烧碱为液碱厂库、天然橡胶为青岛保税+一般贸易、沥青为厂库）。绝对值口径各家机构差异较大，请以变化方向为主。

▪ **12 个样本 10 个去库，与上周方向完全反转** 上周 8 个样本 7 个累库，是“成本推动、需求缺位”的证据；本周纯苯（−38.6%）、苯乙烯（−25.4%）、乙二醇（−13.3%）、聚丙烯（−9.8%）等港口与工厂库存同步去化，涨价第一次获得了库存端的配合。

▪ **但去库的成因必须拆开：供给收缩为主，需求扩张为虚** 纯苯、乙二醇、苯乙烯的港口去库主要来自进口到港收缩与装置检修（乙二醇开工 74.2%、环比−1.5pct；苯乙烯产能利用率 61.81%、浙石化 60 万吨与新阳 30 万吨停车）；沥青是原料断供的结果；聚丙烯商业库存

-9.8%中含检修缩量与刚需补库。需求端并未扩张：PTA 工厂库存+0.07 天，聚酯成品库存累积、织造开工下滑，下游平均开工仅 43.75%。

▪ **两个累库样本恰是本周最弱的方向信号** 尿素企业库存 179.76 万吨、年内新高、连续第五周累积，价格+3.39%完全由印度招标预期（预估最大 250 万吨）驱动；烧碱液碱厂库+0.9%叠加氧化铝压价，是-5.32%的基本面底座。库存与价格同向的两个品种，一个缺兑现、一个缺需求，均不宜追高。

▪ **低库存是缓冲垫，不是需求确认** 乙二醇华东主港 11.7 万吨、纯苯 2.7 万吨、沥青厂库同比-49%、稀释沥青港口库存约 7 万吨——极低库存放大了价格弹性，但 11 月供给回归是明确的：乙二醇 11 月到港预计 25—30 万吨（累库约 10 万吨）、沥青 11 月排产约 171 万吨（环比+7%）、烧碱 11 月 8 套检修装置（342 万吨/年）陆续重启。成色检验的时点在 11 月中旬。

六、上下游价差：裂解修复，加工费仍被挤压

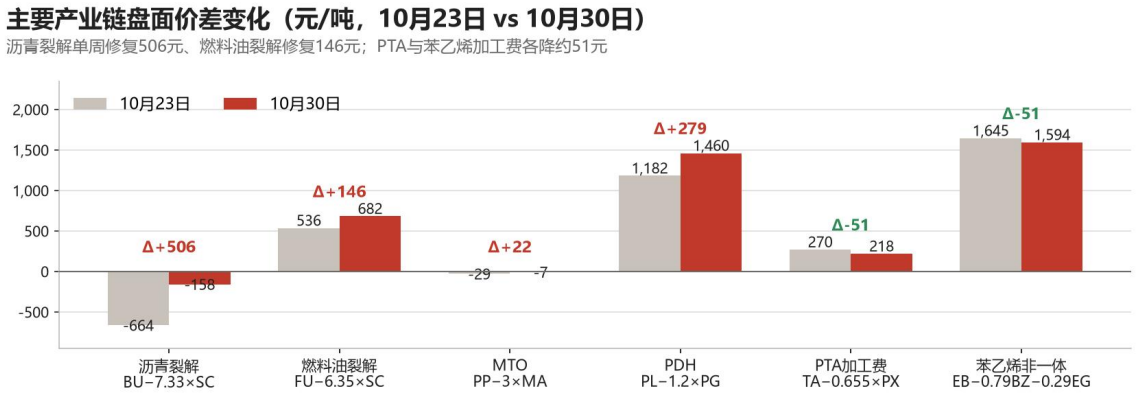


图 6 主要产业链盘面价差变化（10 月 23 日 vs 10 月 30 日，元/吨） 数据来源：华鑫期货研究所

注：价差为盘面收盘价估算，未计副产物、运费与装置负荷差异，仅反映方向与相对变化。沥青裂解 = BU-7.33×SC（1 吨沥青约 7.33 桶）；燃料油裂解 = FU-6.35×SC；MTO = PP-3×MA；PDH = PL-1.2×PG；PTA 加工费 = TA-0.655×PX；苯乙烯非一体 = EB-0.79×BZ-0.29×EG。

▪ **沥青裂解单周修复 506 元至-158 元，是全周最大的价差变化** BU 上涨 634 元而 SC 仅上涨 17.5 元——沥青的强势本质是期货向 1,250 元以上的现货基差收敛，而非单纯跟涨原油。低开工（26.14%）、原料断供（委内瑞拉重油到港中断）与厂库社库同比-49%/-69%共同构成修复的基础。

▪ **燃料油裂解修复 146 元至 682 元，PDH 走阔 279 元至 1,460 元** 两者分别对应高硫供应缺口与丙烷跟涨偏慢，是本周油品与烯烃端最实的价差改善。

▪ **化工链加工费没有改善** PTA 加工费−51 元至 219 元、苯乙烯非一体−51 元至 1,594 元、MTO 仅修复 22 元至−7 元。PX+3.11%而 PTA+2.20%、纯苯+0.69%而苯乙烯+1.42%——聚酯链与苯乙烯链的定价权仍卡在中游，终端没有接住原料涨价。

判断：本周利润的再分配发生在“上游原油→成品油端”，而非“原料→化工品”。成品油端的强势有低库存与运费支撑；化工品端的大涨是低库存下的估值修复。若 11 月供给回归兑现，化工品端的修复空间将先于油品端收窄。

七、产业链内部：谁在跑赢自己的上下游

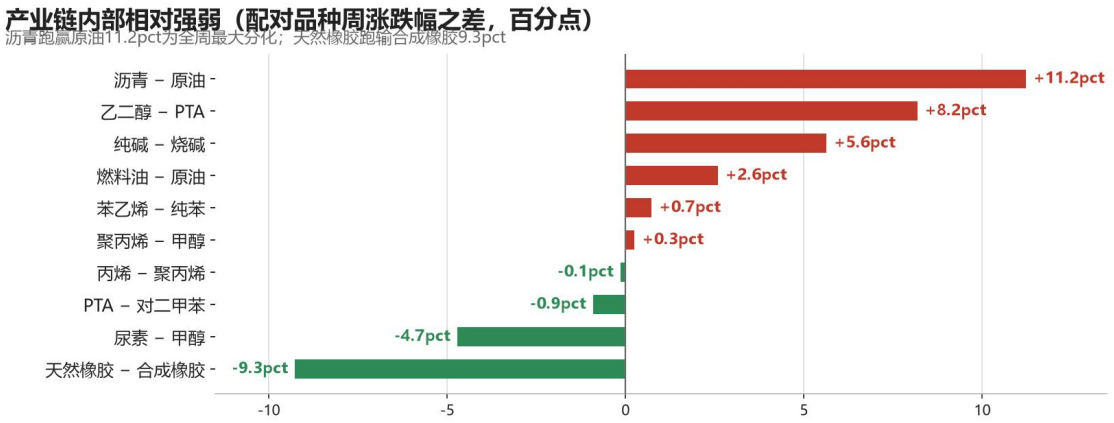


图 7 产业链内部相对强弱（配对品种主力合约周涨跌幅之差，百分点） 数据来源：华鑫期货研究所

▪ **沥青跑赢原油 11.2 个百分点，全周最大分化** 开工率 26.14%（同比低逾 10 个百分点）、1—8 月样本产量同比−33.4%、稀释沥青港口库存约 7 万吨——“想开也开不起来”的供给约束叠加厂库社库历史低位。但改性沥青开工仅 5.7%、北方施工进入收尾，需求端不支持趋势行情，11 月排产回升（+7%）是主要压制。

▪ **乙二醇跑赢 PTA 8.2 个百分点，聚酯链定价权短期在 EG** 同为聚酯原料，乙二醇港口 11.7 万吨历史低位、进口到港降至每周 4—6 万吨，而 PTA 开工 67.6%、现货充裕、加工费继续收缩。低库存品种对地缘与检修的弹性远大于供需宽松品种，这一分化在 11 月到港回升后预计收敛。

▪ **纯碱跑赢烧碱 5.6 个百分点，分化方向与上周一致** 纯碱厂库−6.5%、周产量 62.4 万吨（+2.9%）去化顺畅，烧碱厂库+0.9%、开工 78.3%回升，供应节奏相反。浮法玻璃开工 66.89%持平，纯碱需求端同样偏弱，其相对强势来自库存方向而非需求。

▪ **天然橡胶跑输合成橡胶 9.3 个百分点** 旺产季供应释放预期（泰国南部降雨减少、11 月旺产）叠加青岛库存 57.71 万吨去化放缓、全钢胎开工 59.1%、半钢胎 64.5%低位；合成橡胶受丁二烯（山东 14,750 元/吨，周+200）成本托底。RU−NR 与 RU−BR 的强弱格局短期难逆转。

八、分板块复盘

8.1 油品（+5.95%）：沥青一骑绝尘，裂解修复主导

▪ **沥青+13.63%领涨全场，持仓+57.4%为能化最高** 放量增仓上涨：10 月 29 日、30 日 BU2701 成交分别达 47.9 万手与 61.2 万手，两日增仓合计约 3.0 万手。三重驱动：委内瑞拉重油到港中断与马瑞原料受阻（原料硬约束）、厂库 37.1 万吨（−6.3%）与社库 40.6 万吨（−1.9%）双低、山东基差 1,250 元以上的深度现货升水。周五日盘+3.41%、夜盘仅+0.38%，涨势在日盘完成。

▪ **燃料油+5.00%，结构最陡但周五滞涨** 新加坡库存周−0.93%、俄罗斯与两伊出口缺口难以回补、沙特装船存疑；但周五日盘−0.41%、夜盘+0.70%，高位滞涨迹象出现，追多的性价比在下降。低硫燃油+2.54%，主力换月至 LU2701，11 月中西方套利船货到港压制上方空间。

▪ **液化石油气+6.14%，夜盘+4.68%为全场最强脉冲** 冬季燃烧需求与地缘运输风险共振，但主力 PG2612 持仓−8.6%，属减仓上涨，持续性存疑。上海原油+2.41%跟涨到位，SC2612 持仓−20.1%为移仓所致。

8.2 烯烃塑化（+5.33%）：低库存与减仓上涨

▪ **聚丙烯+8.36%、聚乙烯+8.11%，涨幅大但持仓降** PP 持仓−9.4%、V−7.0%，属空头回补主导的上涨；商业库存−9.8%、社库−3.4%提供配合，但下游平均开工仅 43.75%、BOPP 与 CPP 开工回落，高价对终端的抑制已经显现。Back（PP +10.6%、L +8.5%）若不能靠去库维持，多头移仓时面临收敛压力。

▪ **苯乙烯+1.42%涨幅垫底，但港口库存去化最猛** 华东主港 2.47 万吨（−25.4%）、华南 3.3 万吨（−23.3%），低库存支撑现货；产能利用率 61.81%低位、非一体装置利润 1,594 元（环比 −51 元）但仍处高位，开工回升即是压力。周五日盘+2.95%、夜盘+2.60%，属于补涨。

▪ **聚氯乙烯+3.42%，板块内最弱** Contango、下游开工 39.7%低位、乙烯法利润−787 元，成本修复型反弹，不建议追高。

8.3 芳烃（+4.01%）：丙烯强、纯苯弱

▪ **丙烯+8.22%、夜盘+3.56%** PDH 利润走阔至 1,460 元、山东丙烯现货紧张；但 PL2612 持仓−18.1%，减仓上涨，弹性来自低持仓品种的筹码结构，波动会大于基本面。

▪ **纯苯+0.69%是全场最“拧巴”的品种** 江苏港口 2.7 万吨历史极低、现货 10,465 元对期货升水约 1,300 元，但期货 10 月 29 日单日−3.02%、10 月 30 日+2.80%——下游（苯乙烯、苯酚、己内酰胺）利润承压降负，负反馈压制期货估值，现货紧张支撑近端，高低点落差近 600 元。石油苯开工 70.48%回升缓慢，短期维持高位宽幅震荡。

▪ **PX+3.11%随原油波动** 周产量 68.66 万吨（+1.21%）、开工 82.82%，供应充裕；PTA 开工降至 67.63%形成需求端拖累。

8.4 聚酯（+5.34%）：乙二醇独强，加工费继续收缩

▪ **乙二醇+10.38%，本周聚酯链的核心** 港口库存 11.7 万吨历史低位、到港每周 4—6 万吨（往年 12—15 万吨）、10 月 29 日现货逼空（近月升水一度 450 元）；持仓+27.1%为增仓上涨。但 11 月到港 25—30 万吨、累库约 10 万吨的预期明确，沙古雷 100 万吨新装置待投，反弹的持续性依赖地缘对发运的持续扰动。

▪ **PTA+2.20%，加工费降至 219 元** 开工 67.63%（−2.3pct）、周产量 129.17 万吨（−4.55 万吨），供应收缩支撑价格，但 PX 未让利、终端未启动，加工费仍被压缩。短纤+3.30%、瓶片+5.49%跟随成本，短纤主力换月至 PF2612。

▪ **终端的验证仍未到来** 织造开工下滑、聚酯成品库存累积，涤丝产销平淡。11 月中旬前的订单连续性是聚酯链反弹能否延续的胜负手。

8.5 煤化工（+5.75%）：甲醇产业与资金共振，尿素靠预期

▪ **甲醇+8.11%，本周产业逻辑最完整的品种** 港口库存 35.38 万吨（−2.75%）、内地工厂 32.5 万吨（−1.64 万吨）双去库、待发订单+3.67 万吨；伊朗装置大面积停车、10 月装船量低；太仓现货 3,915 元（−110）、对主力基差 535 元仍高。持仓−0.5%基本持平，价格上涨没有依赖增量资金，成色高于烯烃。风险：下周到港 13.13 万吨回升、江浙 MTO 重启（渤化、诚志、富德等集中停车中）即是负反馈开关。

▪ **尿素+3.39%，纯预期驱动** 企业库存 179.76 万吨年内新高、复合肥开工 25.90%低位、基差仅 9 元（期现贴平）；印度招标预期（预估 250 万吨）是唯一多头理由，9 月印标仅落实 41 万吨的教训在前。Contango（−2.7%）与持仓−7.5%均不支持趋势反转，追高风险大。

8.6 盐化工（−2.50%）：烧碱趋势下跌，纯碱横盘

▪ **烧碱−5.32%，全周唯一跌幅超 5%的品种** 四重压力：开工 78.3%（+3.3pct）回升、液碱厂库 55.36 万吨高位（同比+32%）、氧化铝企业下调采购价（氧化铝开工 82.95%但利润承压）、山东 32%液碱 560 元/吨（月内−15.5%）。周五日盘+2.40%为空头获利了结，夜盘−1.74%再创新低附近，Contango（−9.6%）下反弹受限。11 月 8 套装置检修（342 万吨/年）是供应端唯一的对冲变量。

▪ **纯碱+0.31%横盘** 厂库 136.65 万吨（−6.5%）去化顺畅、周产量 62.4 万吨（+2.9%），但浮法玻璃开工 66.89%持平、需求端无增量，Contango（−4.9%）未修复。与上周一样，烧碱与纯碱的驱动已完全脱钩，建议继续分开分析。

8.7 三大胶（+0.22%）：合成强、天然弱

▪ **合成橡胶+6.55%，成本与原料双重托底** 丁二烯山东 14,750 元/吨（周+200）、氧化脱氢毛利 1,060 元；但顺丁加工毛利−635 元、夜盘−0.52%、持仓−19.1%，涨势并未获得资金确认，上方受制于下游轮胎利润。

▪ **天然橡胶−2.72%、20 号胶−3.16%，旺产季压制** 泰国南部降雨减少、ANRPC 确认四季度产出修复；青岛库存 57.71 万吨去化放缓（−0.46%）、半钢胎 64.5%与全钢胎 59.1%开工低于

去年同期 6—8 个百分点。厄尔尼诺 11—12 月达峰的远期减产预期是下方的主要支撑，NR 仓单 5,644 吨历史低位限制深跌。RU−BR 强弱分化短期难逆。

九、资金面：外盘基金减多与国内席位双向减仓

9.1 CFTC：WTI 基金净多降至年内次低，天然气净空创年内最深

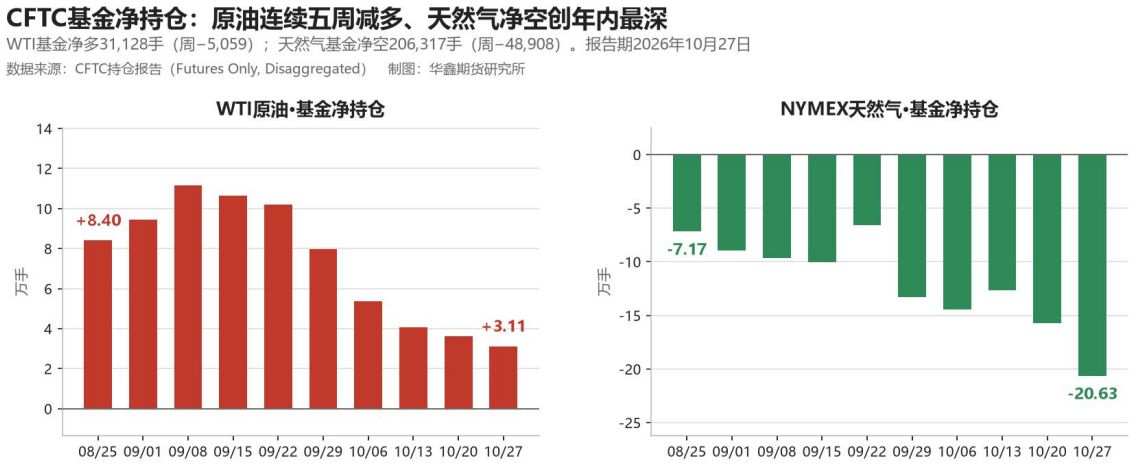


图 8 CFTC 管理基金净持仓（NYMEX，期货口径，最近 10 个报告周） 数据来源：CFTC，华鑫期货研究所

品种	报告期	基金多单	基金空单	基金净持仓	周变化	总持仓
WTI 原油	10/20	163,413	127,226	+36,187	—	1,835,144
WTI 原油	10/27	157,433	126,305	+31,128	−5,059	1,886,280
天然气	10/20	202,570	359,979	−157,409	—	1,710,685
天然气	10/27	198,900	405,217	−206,317	−48,908	1,681,043

表 5 CFTC 管理基金（Managed Money）持仓：NYMEX 原油与天然气（手） 数据来源：CFTC，华鑫期货研究所

注：为 CFTC 分持仓报告（Futures Only）中的管理基金口径，报告期为 10 月 27 日（周二持仓、周五发布）；周变化为 10 月 27 日相对 10 月 20 日。

▪ **WTI 基金净多连续第五周下降，已是年内次低** 10 月 27 日基金多单 157,433 手（周 −5,980）、空单 126,305 手（周−921），净多 31,128 手（−14.0%）；自 9 月 22 日高点 101,828 手起五周累计−70,700 手（−69.4%），仅高于 1 月 6 日的 24,528 手（年内最低）。同期 WTI 收盘几乎持平（103.43→102.94 美元）——地缘溢价由产业与掉期盘定价，管理基金并未追高，油价上方缺乏投机资金接力。

▪ **生产商与掉期在高位继续回补空头** 生产商净多增加 6,824 手至 366,392 手、掉期净空收窄 6,366 手至−469,360 手：产业套保盘在油价高位减空，与基金的减多互为对手盘。这种结构常见于“实货紧张驱动”的上涨，而非金融资金推动的趋势，行情的持续性地缘重于资金。

▪ **天然气净空创 2026 年内最深** 基金空单单周+45,238 手（+12.6%）、多单−3,670 手，净空扩大 48,908 手至−206,317 手，超过 10 月 20 日的−157,409 手成为年内最深；同期 NYMEX 天然气主力自 3.504 跌至 3.364 美元/百万英热（−4.0%）。空头押注产量高位与暖冬风险下的供应充裕；一旦气温偏冷兑现，空头回补将是反弹的主要弹性来源。

▪ **对内盘的含义** 原油系品种的强势没有外盘投机资金背书，属于“实货与地缘定价”而非“金融定价”。若地缘降温，基金减多的压力将直接传导至内盘的“原油影子”品种（见第三部分的夜盘篮子）。

9.2 国内：22 个品种 19 个净多下降，多头离场快于空头

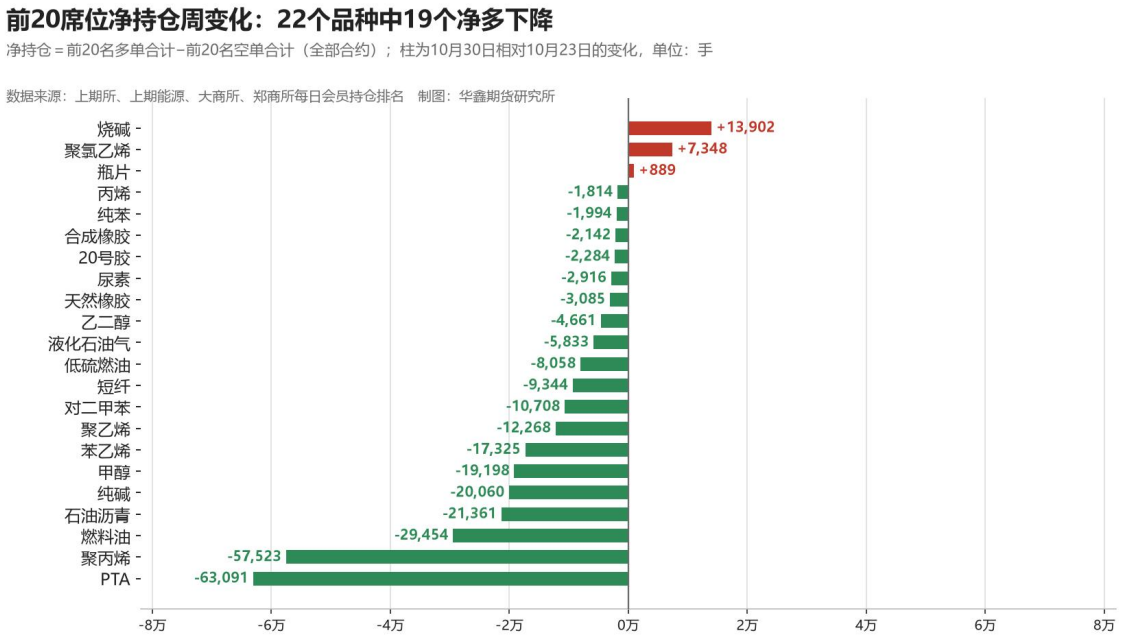


图 9 前 20 席位净持仓周变化（10 月 30 日较 10 月 23 日，全部合约，手） 数据来源：华鑫期货研究所

品种	前 20 多单	前 20 空单	净持仓	周变化	多单增减	空单增减	多空比
甲醇	1,226,176	1,129,681	+96,495	−19,198	−78,949	−59,751	1.09
PTA	1,360,981	1,323,394	+37,587	−63,091	−72,232	−9,141	1.03
聚乙烯	568,837	539,540	+29,297	−12,268	+33,602	+45,870	1.05
聚丙烯	713,496	685,611	+27,885	−57,523	−86,900	−29,377	1.04

石油沥青	352,348	331,495	+20,853	−21,361	+46,517	+67,878	1.06
乙二醇	469,425	452,332	+17,093	−4,661	+15,566	+20,227	1.04
苯乙烯	343,424	328,735	+14,689	−17,325	−27,506	−10,181	1.04
液化石油气	155,649	147,844	+7,805	−5,833	+15,546	+21,379	1.05
燃料油	245,560	243,930	+1,630	−29,454	−68,790	−39,336	1.01
瓶片	65,862	65,028	+834	+889	+2,797	+1,908	1.01
纯苯	21,319	21,486	−167	−1,994	+1,624	+3,618	0.99
丙烯	32,967	33,985	−1,018	−1,814	−2,778	−964	0.97
对二甲苯	174,802	178,125	−3,323	−10,708	−24,638	−13,930	0.98
合成橡胶	73,163	78,267	−5,104	−2,142	+8,021	+10,163	0.93
20 号胶	63,655	75,855	−12,200	−2,284	−16,340	−14,056	0.84
低硫燃油	69,481	82,163	−12,682	−8,058	−43,714	−35,656	0.85
短纤	222,465	235,419	−12,954	−9,344	−2,870	+6,474	0.94
天然橡胶	98,437	114,472	−16,035	−3,085	−5,163	−2,078	0.86
烧碱	286,062	310,753	−24,691	+13,902	−27,367	−41,269	0.92
聚氯乙烯	1,117,467	1,144,453	−26,986	+7,348	+6,702	−646	0.98
尿素	333,856	361,360	−27,504	−2,916	−17,715	−14,799	0.92
纯碱	1,114,206	1,287,176	−172,970	−20,060	−107,381	−87,321	0.87

表 6　能化品种前 20 名席位净持仓（全部合约，手，10 月 30 日）　数据来源：华鑫期货研究所

注：净持仓 = 该品种全部合约的前 20 名多单合计−前 20 名空单合计，各合约席位按会员合并后重新取前 20 名；多空比 = 前 20 名多单÷前 20 名空单。数据取自上期所、上期能源、大商所、郑商所每日会员持仓排名，其中上期所、上期能源、郑商所品种已与交易所官方数据逐项核对一致。上海原油（SC）的会员持仓排名由上期能源另行发布、无品种合计口径，本表暂未纳入。

▪ **净多 10 个、净空 12 个，板块整体仍是净空格局**　净多集中于煤化工与聚酯：甲醇+96,495 手、PTA+37,587 手、聚乙烯+29,297 手、聚丙烯+27,885 手、乙二醇+17,093 手；净空集中于盐化工与预期驱动品种：纯碱−172,970 手、尿素−27,504 手、聚氯乙烯−26,986 手、烧碱−24,691 手。22 个品种净持仓合计−61,466 手。

▪ **22 个品种 19 个净持仓下降，是本周最重要的资金信号**　前 20 席位多单合计−451,968 手、空单合计−180,988 手，净持仓合计−270,980 手；而 23 个品种等权周涨+3.98%。价格上涨与净多下降并存，说明本轮上涨不是新增多头推动，而是多头借基差修复离场、空头小幅减仓，涨幅由现货、地缘与库存定价。

▪ **沥青是席位分歧最大的品种** 价格+13.63%，前 20 多单+46,517 手、空单+67,878 手，净多反而收窄 21,361 手至+20,853 手——产业套保空头在高位进场，与低开工、低库存的多头逻辑对峙。“现货强、期货谨慎”的结构下，追多需警惕套保盘继续加码。

▪ **乙二醇的逼空没有席位背书** +10.38%的周涨幅中，前 20 多单+15,566 手、空单+20,227 手，净多不增反降 4,661 手至+17,093 手——涨幅来自现货逼空与极低库存，席位资金并未同步做多。11 月到港回升一旦兑现，获利盘撤离的空间很大。

▪ **烧碱与聚氯乙烯是仅有的净持仓回升品种** 烧碱净空收窄 13,902 手（空单−41,269 手、多单−27,367 手），对应−5.32%的跌幅，属空头获利离场；聚氯乙烯净空收窄 7,348 手。但两者净持仓仍为负值，反弹是空头回补性质，方向尚未反转。

十、下周关注（11 月 2 日—6 日）

▪ **地缘与油价是第一变量** 11 月 3 日美国中期选举投票，选举前后美伊走向（伊朗坚持七项条件、万斯信函未获回应）决定地缘溢价的方向；若海峡通行与直航恢复，夜盘篮子品种（液化石油气、甲醇、聚丙烯、丙烯、聚乙烯）回撤风险最大。布伦特近月对次月的极端升水结构是否收敛，是判断溢价性质的同步指标。

▪ **供给回归的验证窗口在 11 月中旬前** 乙二醇 11 月到港 25—30 万吨（累库约 10 万吨）、沙古雷 100 万吨新装置；沥青 11 月排产约 171 万吨（环比+7%）、东明等复产；烧碱 11 月检修 342 万吨/年的重启节奏；甲醇下周到港 13.13 万吨与 MTO 重启传闻。上述任一兑现，对应的强势品种 Back 将率先收敛。

▪ **需求端的三个确认点** ①聚酯负荷与涤丝产销能否企稳、订单能否延续至 11 月中旬；②轮胎开工（全钢 59.1%、半钢 64.5%）与终端补库是否落地；③复合肥开工（25.9%）与尿素冬储放量、印度招标（预估 250 万吨）是否公告。

▪ **宏观层面** 10 月官方制造业 PMI 为 49.3、较上月回落 0.8 个百分点，重回收缩区间（主因节前部分需求提前释放与国际环境复杂多变），能化需求端边际承压；统计局同时提示石油煤炭加工、化纤橡胶塑料等行业出厂价格指数仍处 60%以上高位，与本周能化涨价互为印证。美国 9 月 PCE 同比 3.6%、核心 PCE 3.1%，均高于 2%目标；美联储 10 月会议按兵不动，市场定价 12 月

加息 25 个基点的概率约八成，美元与利率对能化估值的压制仍在。中期选举后的贸易与地缘路径需重点关注。

▪ **风险提示** 上行：海峡通行再度恶化、沙特装船持续中断、美伊谈判破裂、检修超预期延长；下行：中期选举后地缘降温、油价回落带动篮子品种回吐，乙二醇与沥青供给回归兑现，聚酯终端订单断档，聚烯烃 Back 收敛引发多头踩踏，尿素库存继续创新高。

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，私自转载或者转发本文，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“知微见著,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。

章孜海

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：400-186-8822

华鑫期货

华鑫期评