



让衍生品
成为新的生产力

Make derivatives
the new productivity

中辉期货研究院
投资咨询业务资格：
证监许可[2015]75号

能源及化工团队

郭建锋 Z0022887
李倩 F03134406

时间：2026年3月27日

地缘冲突加剧供给缩量预期，需求决定上行空间

摘要

一季度地缘扭转供需格局，PE及PP在成本抬升，国内外供给双减驱动下，价格呈现单边上涨，季度振幅超40%。

展望二季度，地缘冲突加剧供给缩量预期，需求决定上行空间。从供给端看，PP上半年暂无投产计划，PE年初投产的两套装置均产非标，剩余新装置集中于下半年投产，05合约不会面临新增扩能的冲击，预计供给端的核心变量依旧取决于进口缩量及存量装置检修。随着海峡封控时间的持续，地缘对聚烯烃的影响从前期的成本抬升，逐步转到供给减量兑现阶段。而当前价格的高度也对供给减量产生了一定的计价。我们认为在地缘扰动仍存叠加霍尔木兹海峡尚未解封的背景下，上游的持续减产对盘面价格底部具有支撑作用。由于本轮上涨过程的主要驱动力来自于成本端，下游产品价格普遍涨幅在20%左右，远低于原料端超30%的涨幅，利润开始明显压缩。二季度决定价格能否延续涨势的关键在于下游对价格的接受程度。考虑到聚烯烃终端产品普遍货值较低且应用范围更广，下游议价能力更低，预计价格承接力更强。而当前产业显性库存也已经降至同期低位，05合约供需预期向好。

操作建议：单边回调试多。L主连关注区间8000-10000元/吨，PP主连关注区间8000-10000元/吨。套利方面：5-9月间正套为主。

风险提示：1) 上行风险：霍尔木兹海峡持续封控，地缘冲突升级；2) 下行风险：霍尔木兹海峡全面解封。

目录

一、行情回顾：单边暴涨，结构扭转	3
二、地缘加剧供给缩量预期	5
2.1. 上半年几乎没有新产能释放	5
2.2. 原料紧缺导致供给持续收缩	6
2.3. 物流中断加剧进口缩量预期	8
2.4. 利润好转加剧出口放量预期	9
2.5. 下游跟涨不足，关注价格传导进度	10
2.6. 产业链显性库存去化	11
三、行情展望	12

一、行情回顾：单边暴涨，结构扭转

2026年一季度聚烯烃暴力拉升，波动率放大。塑料主力波动区间为6433-9523元/吨，振幅48%；PP主力波动区间为6309-9393元/吨，振幅41%。

单边角度看，重心快速上移。年初受成本支撑好转影响，延续去年年底反弹走势；随后石脑油消费税改革传闻叠加北美寒潮影响，盘面自底部累计上涨超10%。春节前夕，随着寒潮结束叠加地缘降温，终端制品企业陆续放假，盘面开始回吐溢价。节后归来，美伊冲突爆发，地缘冲突扭转供需格局，成本抬升叠加原料中断，导致供给端收缩力度持续加剧，PE及PP三周累计均涨超30%，单边价格创近3年历史新高。

期现角度看，1-2月基差持稳运行，塑料华北基差在-200左右的同期低位徘徊。战争爆发后，随着单边价格波动放大，基差波动率同样加剧，战争爆发初期，近月供需受到的冲击更大，基差一度走强至1076元/吨；战后第二周，随着终端需求负反馈的产生，基差快速走弱，3月20日最低跌至-728元/吨，给出无风险套利空间。库存与基差表现出一定的背离，价格向终端传导不畅。PP基差波动节奏与PE基本保持一致，不过库存去化力度更加显著，3月9日华北PP拉丝基差一度走强至1576元/吨，创历史新高。

跨品种角度看，检修节奏略有差异，LP05持续压缩。1-2月PE、PP产量累计同比分别为11.3%、4.9%，PP检修力度持续强于塑料。此外，单体美金价格也表现出较强的差异性，年初乙烯丙烯美金价格转为倒挂结构。PP受成本支撑影响，在烯烃链中表现出较强的韧性，1月初以来LP05价差自高点230元/吨一度回落至-353元/吨。

图 1：一季度PE行情走势



图 2：一季度年PP行情走势



资料来源：文华指数、中辉期货研究院

图 3: 塑料主力基差

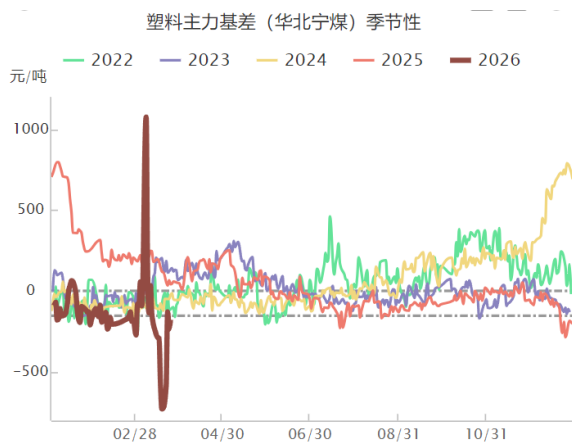
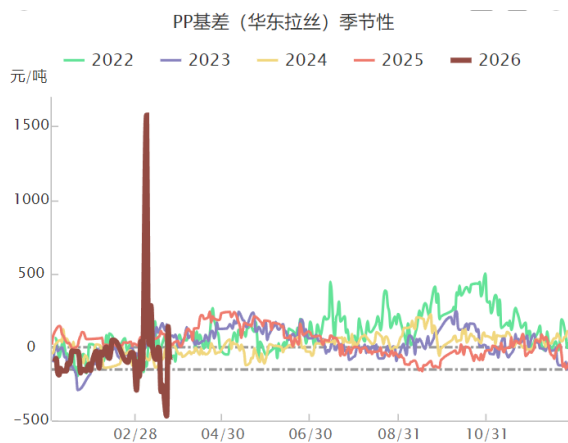


图 4: PP主力基差



资料来源: 钢联、iFind、中辉期货研究院

图 5: L5-9月差

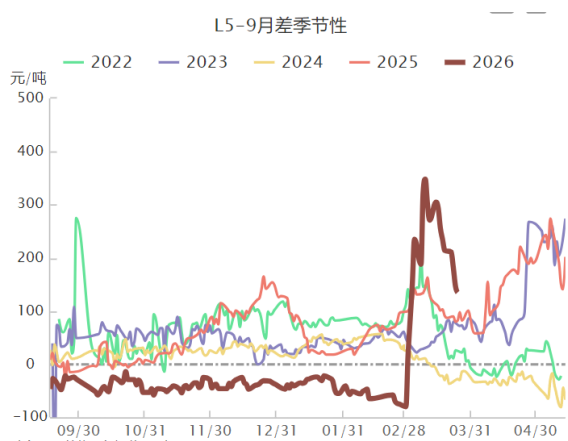
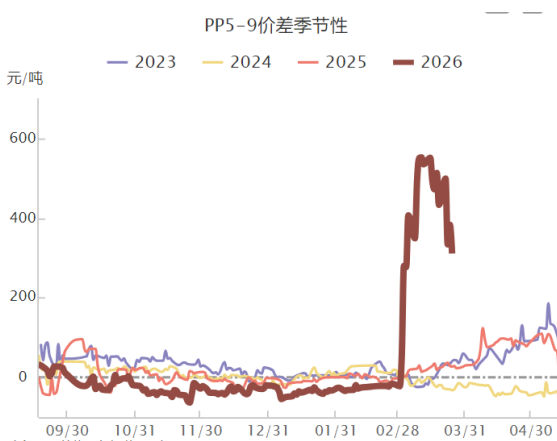


图 6: PP5-9月差



资料来源: 钢联、iFind、中辉期货研究院

图 7: LP价差

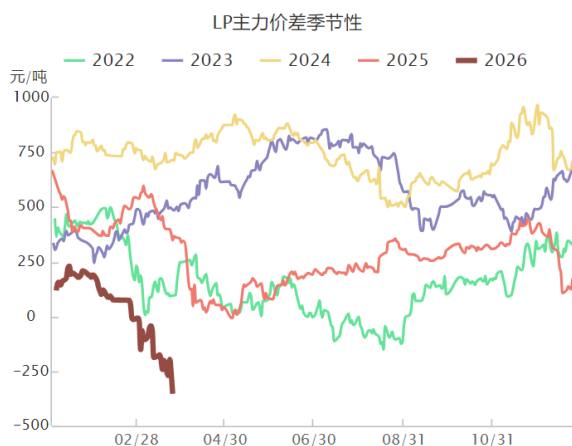
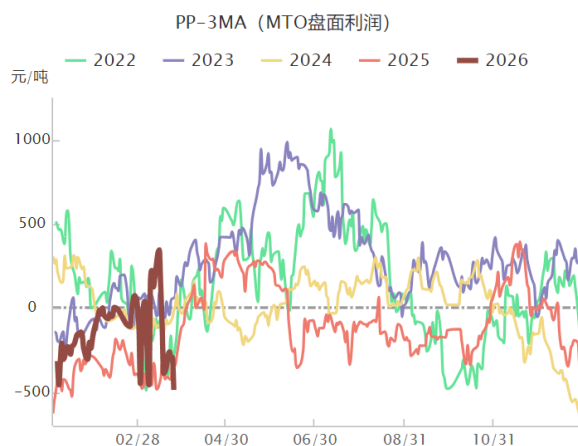


图 8: MTO价差



资料来源: 钢联、iFind、中辉期货研究院

二、地缘加剧供给缩量预期

本轮地缘冲突对聚烯烃的影响路径主要分为两方面：一是贸易端直接影响。2025年我国PE进口依赖度为29%，其中自波斯湾进口PE为638万吨，占表观需求量的比重为14%。二是原料端间接影响。塑料方面，油制占比66%，主要通过油制路线的外采石脑油的乙烯裂解降负荷传导，或者外采原油的一体化炼厂降负荷影响。PP方面，工艺路线更加多元化，油制占比55%，传导路径与塑料类似；此外，PDH和MTO产能合计占比22%，2025年原料端丙烷和甲醇自波斯湾占比分别为43%和70%，海峡封锁已经造成部分装置原料短缺。

2.1. 上半年几乎没有新产能释放

2026年PE计划新增产能645万吨（同比+15.7%）；PP计划新增产能505万吨（同比+10.3%），名义产能均维持高增速。从投产节奏上看，具有如下特征：一、05合约新增投产压力不高。PP无新增产能释放。PE则需要面临巴斯夫和裕龙两家企业的投产兑现压力。其中巴斯夫50万吨聚乙烯装置作为100万吨乙烯裂解装置的配套下游，已于2025年12月下旬一次性投料试车成功，当前主要产低压薄膜；裕龙石化30万吨LD装置于1月中旬投产兑现，当前处于停车状态。二、09合约重点关注华锦阿美投产进度。华锦阿美是中沙“一带一路”倡议的重要项目，该项目主要建设1500万吨/年炼油、165万吨/年的乙烯等32套生产装置及配套设，据市场最新消息显示，其中28套装置实现机械竣工。三、多数装置集中在四季度投产，01合约相对承压。主要新增产能来自中沙古雷乙烯项目，该项目规划建设年产150万吨乙烯装置及聚乙烯、聚碳酸酯等下游产品。截至25年11月，据漳州市发改委披露，项目建设总体进度已完成90.5%。综合来看，年初投产的两套PE装置均产非标，剩余新装置集中于下半年投产，05合约不会面临新增扩能的冲击，预计供给端依旧围绕着进口缩量及存量检修节奏交易为主。

图 9：2026年聚烯烃装置投产计划表

2026年聚烯烃装置投产计划表									
兑现合约	企业全称	工艺	FD	LL	HD	LD/EVA	PE	PP	投产时间
05	巴斯夫	油	50				50		2025年底
	裕龙石化	油				70	70		2025年底
09	镇海炼化	油						50	2026年中
	金诚石化	油		25	45		70	15	2026年6月
	华锦阿美	油	45		30+20		95	100	2026年8月
	中煤榆林	煤			30	25	55	45	2026年8月
01	塔里木石化	油	45+45				90	45	2026年9月
	浙石化三期	油				10+40	50		2026年9月
	中沙古雷	油	60		40		100	95	2026年10月
	宁夏宝丰四期	煤			25		25	50	2026年10月
	茂名石化	油	40				40		2025年11月
	利华益维远	PDH						20	2026年底
	浙江圆锦	油						60	2026年底
齐鲁石化	油						25	2026年底	
总计		54	285	25	190	145	645	505	

资料来源：钢联、网络公开资料整理、中辉期货研究院

2.2. 原料紧缺导致供给持续收缩

地缘对聚烯烃产业的间接传导主要通过原料端原油、石脑油、甲醇、丙烷等传导。截至3月24日，PE及PP产能利用率分别为76%、70%，均下滑至近五年同期最低位，原料紧张对供给收缩的影响力度正在逐步体现。从生产工艺看，无论塑料还是PP都兼具油煤气三重属性。中东油气资源丰富且主要出口流向亚洲地区。成本抬升叠加原料短缺正在通过以下三种工艺路线传导至国内供给端：

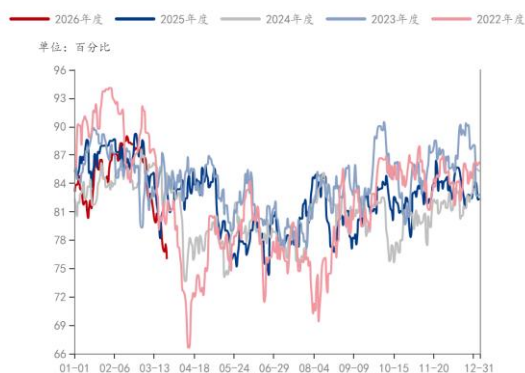
一、油制工艺。主要生产流程为“原油-石脑油-乙烯/丙烯-PE/PP”，我国贫油的资源属性决定了原油高度依赖进口，且部分炼厂的裂解装置直接外购石脑油作为原料。据钢联数据显示，2025年我国原油表观需求量为7.9亿吨，进口依赖度高达73%，其中自波斯湾七国（沙特、伊朗、伊拉克、阿联酋、阿曼、科威特及卡塔尔）进口量为2.5亿吨，占我国表需的比重为31%。我国石脑油表观需求量为9715万吨，进口依赖度高达17%，其中自波斯湾六国（阿联酋、卡塔尔、沙特、科威特、巴林及阿曼）进口量为786万吨，占表需比重为8%，剩余区域与原油类似，主要采购俄罗斯等地资源。3月以来受原油及石脑油短缺的影响，裂解装置降负不断扩大，进一步带动下游配套PE及PP多套装置开始检修，福建联合、中英石化等合计475万吨PE装置开始检修且多数重启时间尚未确定。

二、PDH工艺。主要生产流程为“丙烷-丙烯-PP”。当前我国PDH产能为945万吨，占国内总产能19%，作为专产丙烯或PP的装置对供给端的调节力度更高。2025年我国丙烷进口量为2857万吨，其中自波斯湾5国（沙特、卡塔尔、阿曼、科威特及沙特）进口量为1234万吨。年初以来由于外盘丙烷价格持续处于高位，国内PDH理论利润多数处于亏损状态，战争爆发前PDH制PP开工率已经降至60%左右的低位区间，战争爆发后，丙烷价格涨幅高于丙烯及PP，PDH利润亏损加剧，当前单吨理论利润亏损已逼近4000元，创历史低点。随着原料紧缺时间延长，预计PD装置开工率仍有进一步压缩空间。

三、MTO工艺。主要生产流程为“外采甲醇-乙烯/丙烯-PE/PP”，我国MTO装置主要分布在沿海区域，原料甲醇主要来自波斯湾地区的伊朗、沙特等。甲醇原料短缺加剧下游MTO装置检修预期，根据统计PE及PP的MTO制产能分别为30、170万吨，占总产能的比重均不足5%，影响相对较少。

图 10: PE产能利用率降至76%

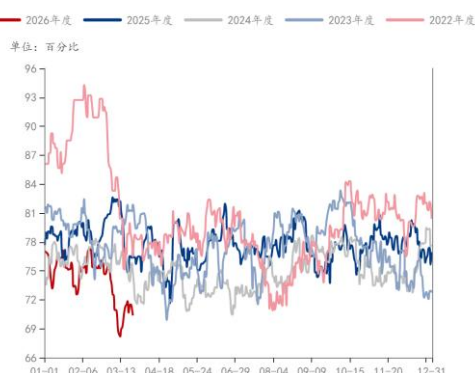
PE: 产能利用率: 中国 (日)



资料来源: 钢联、中辉期货研究院

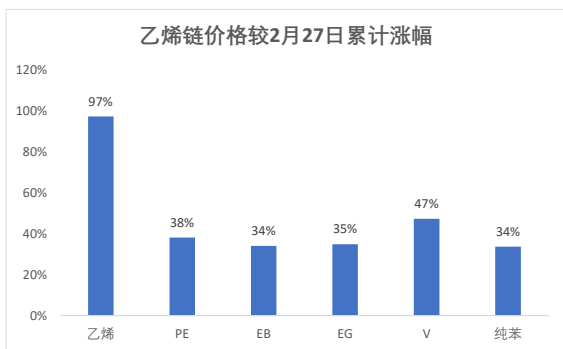
图 11: PP产能利用率降至70%

PP: 产能利用率: 中国 (日)



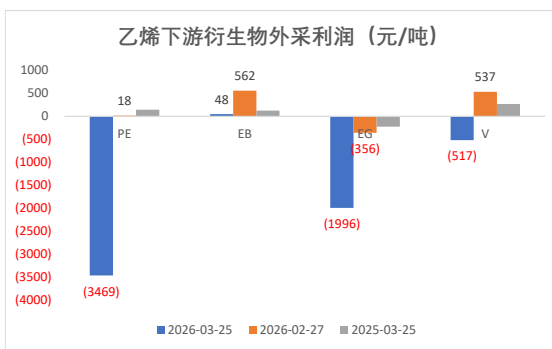
资料来源: 钢联、中辉期货研究院

图 12: 乙烯链美金价格较2月27日涨幅



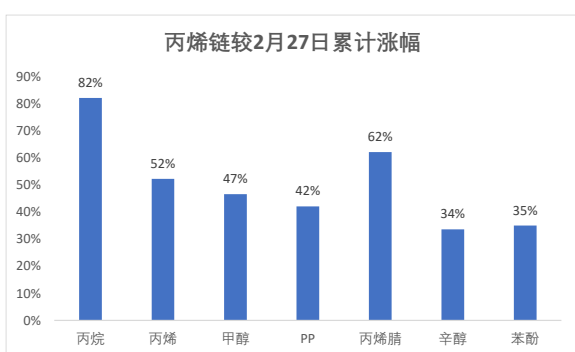
资料来源: 钢联、中辉期货研究院 (截至3月25日)

图 13: 塑料在乙烯下游产业链亏损严重



资料来源: 钢联、中辉期货研究院

图 14: 丙烯链价格较2月27日涨幅



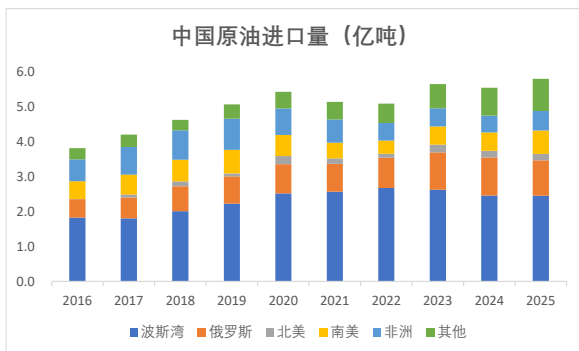
资料来源: 钢联、中辉期货研究院 (截至3月25日)

图 15: PDH制PP理论毛利 (元/吨)



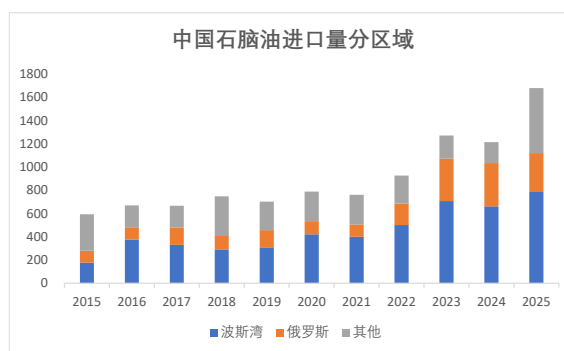
资料来源: 钢联、中辉期货研究院

图 16: 中国原油进口结构



资料来源: 钢联、中辉期货研究院

图 17: 中国石脑油进口量分区域



资料来源: 钢联、中辉期货研究院

2.3. 物流中断加剧进口缩量预期

波斯湾是我国PE主要进口来源地，地缘或加剧供给缩量预期。海关数据显示，2026年1-2月我国PE累计进口量为232万吨，同比下降8%，进口依存度维持在29%。分区域看，波斯湾五国（沙特、伊朗、阿联酋、卡塔尔及科威特）仍为主要进口来源，占比44%，占国内表需的比重约为13%；其次为美国、亚洲三国（韩国、新加坡及泰国），合计占比33%。2022-2025年国内净进口量维持在1250万吨左右，结构上略有调整，比如2025年受特朗普加征关税政策影响，中美贸易依赖度下降，自美国进口量同比锐减22%。与关税战可以通过贸易在平衡完成进口替代不同的是，随着本轮战争持续时间的延长，对化工产业链的冲击已经从前期的物流中断逐步转化为供给端的实质性缩量。展望后市，霍尔木兹海峡的控制时间仍为决定供给端的核心变量。据市场公开消息显示，虽然中东PE产能仅占全球总产能的14%，但是区域过剩量显著，以出口导向型为主，在全球PE海运贸易量中的占比高达29%。所以即使可以通过美国、东南亚等地寻求进口替代，预计也会对国内总进口量产生显著冲击。此外，从美金价格角度看，由于海外供给端受中东影响力度更深，东南亚及南亚乙烯更为紧缺，内外盘价差大幅压缩，LL、LD、HD进口窗口均处于关闭状态，外商报盘明显减少，国内转口行为开始大幅提升。

PP进口增速加速下滑，与波斯湾贸易往来相对有限。2026年1-2月PP累计进口量为50万吨，同比下降13%。其中波斯湾5国（阿联酋、沙特、伊朗、科威特及阿联酋）占比23%，主要进口地集中于周边东北亚及东盟地区。所以霍尔木兹海峡封锁对PP直接进口贸易冲击较小。

图 18: PE进口量 (万吨)

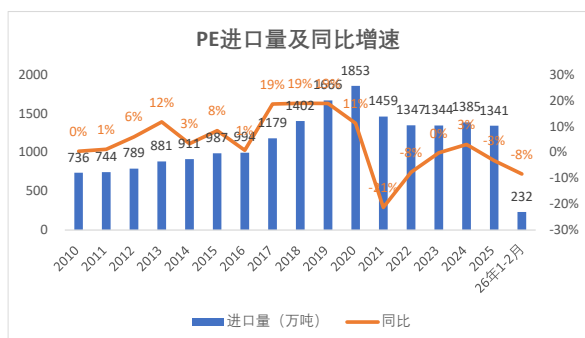
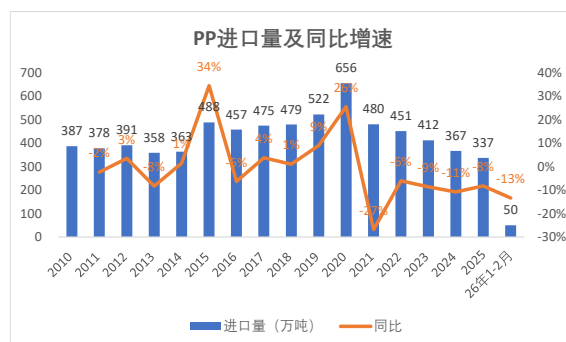


图 19: PP进口量 (万吨)



资料来源：钢联、中辉期货研究

资料来源：钢联、中辉期货研究院

图 20: PE分区域进口量

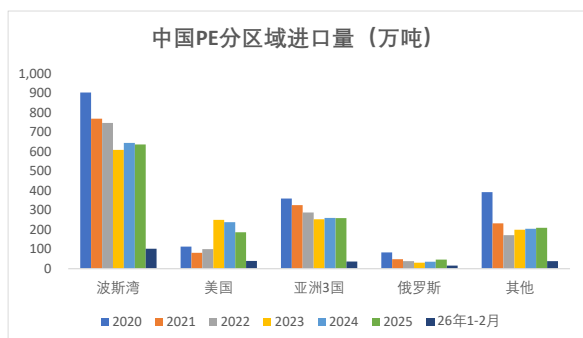
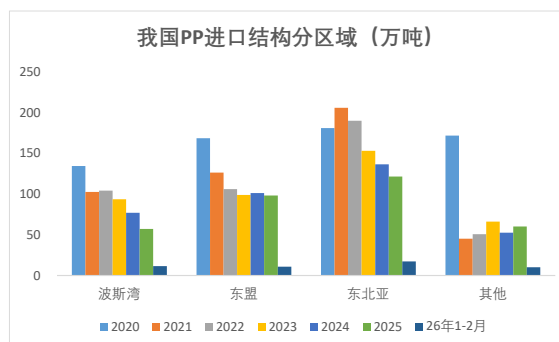


图 21: PP分区域进口结构



资料来源：钢联、中辉期货研究院

资料来源：钢联、中辉期货研究院

图 22: LLDPE进口毛利

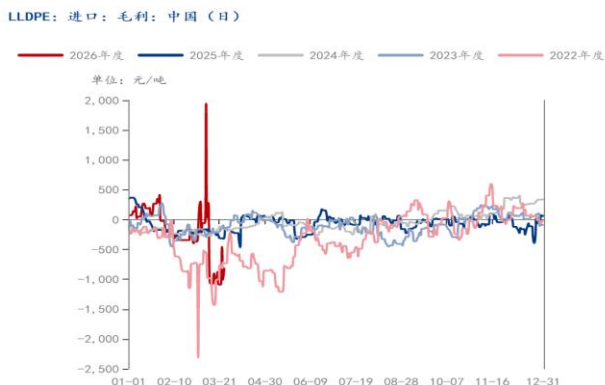
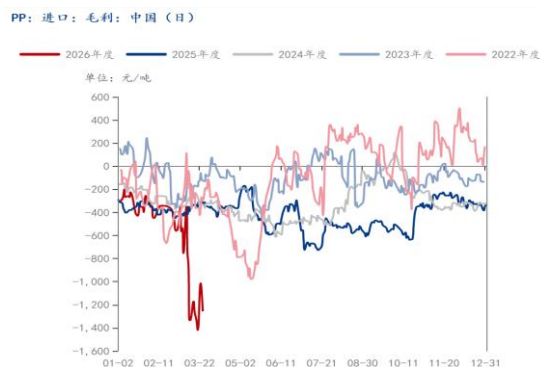


图 23: PP进口毛利



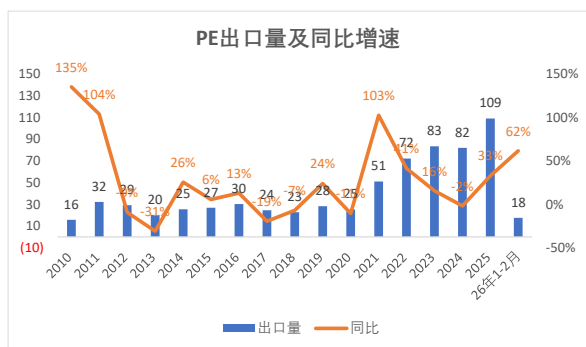
资料来源: 钢联、中辉期货研究院

2.4. 利润好转加剧出口放量预期

PE出口延续高增，地缘冲突或加剧中国出口优势。海关数据显示，2026年1-2月我国PE累计出口量为18万吨，增速达62%。虽然仅占国内表需的2%，但随着内外盘价格的持续压缩，出口空间有望加速打开。从全球贸易流向来看，中东及北美依赖低价的乙烷成本优势，成为全球主要的两个出口区域，随着油煤涨价，我国煤制工艺的聚乙烯成本优势有望凸显。

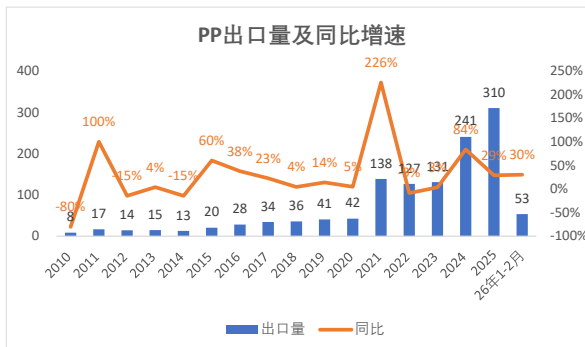
PP转为净出口结构，出口依赖度持续提升。海关数据显示，2026年1-2月我国PP累计出口量为53万吨，同比增速达28%。分区域看，PP出口辐射周边国家为主，东南亚、南亚及中亚贡献了60%的出口份额和74%的增量需求；其余地区如非洲、南美洲各占1成左右。后市来看，中东地区约占全球PP产能的10%左右，且以出口导向为主，随着中东物流受阻叠加日韩等亚洲裂解降负加剧，国内出口利润好转，截至3月27日，PP出口毛利提升至144美元/吨。预计3月后国内出口增速有望进一步扩大。

图 24: PE月度出口量



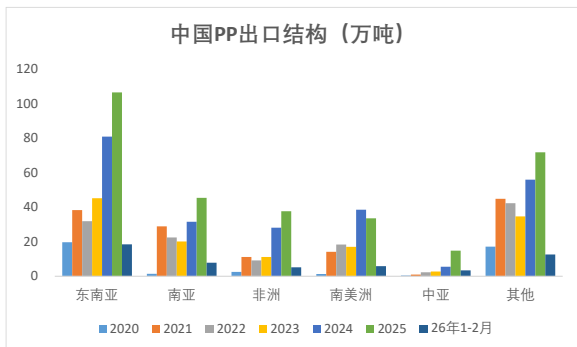
资料来源: 钢联、iFind、中辉期货研究院

图 25: 国内PP出口量



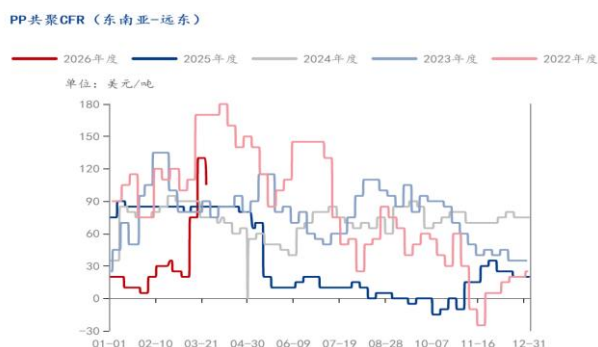
资料来源: 钢联、iFind、中辉期货研究院

图 26: 国内PP出口结构



资料来源: iFinD、中辉期货研究院

图 27: PP共聚GFR价差

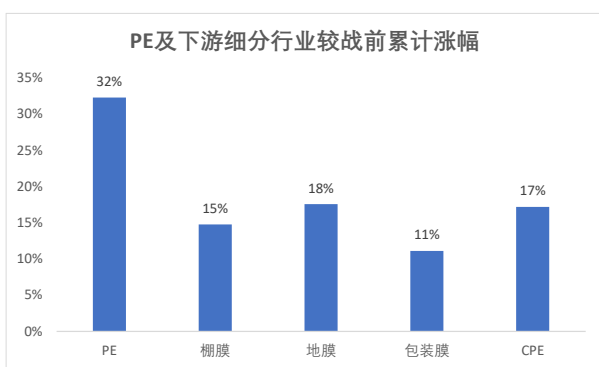


资料来源: 钢联、中辉期货研究院

2.5. 下游跟涨不足，关注价格传导进度

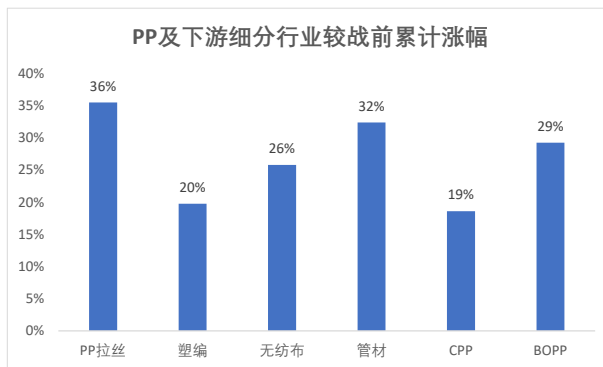
由于本轮地缘冲突对成本端的冲击更大，随着不同环节的供给缩量不断兑现，产业链价格涨幅不一。战争初期由于亚洲石脑油高度依赖中东进口，物流中断导致的阶段性供给短缺带动日本石脑油价格暴涨。随后，裂解装置开始负反馈，随着裂解降负荷范围不断扩大，东北亚乙烯价格最高涨至1450美元/吨。而终端调价频率较低且初期存在一定的负反馈情况。截至3月25日，PE及PP期现价格较美伊战争爆发前的2月27日累计涨幅均超过30%，但是下游价格普遍跟涨不足，PP下游传导力度相对顺畅，BOPP、PP管材等价格涨幅在30%左右，塑料细分下游对价格敏感度更高，普遍跟涨不足，棚膜、地膜、包装膜等累计涨幅不超过20%。据四联数据显示，当前下游综合利润普遍亏损加剧。展望第二季度，价格走势的关键在于终端需求能否形成正反馈。聚烯烃（PE、PP）终端产品货值较低、应用场景广泛，需求本身具备一定刚性，不易因成本上涨而迅速萎缩。若二季度终端制品价格能够逐步跟进上游成本涨幅，顺利将压力传导至消费端，则有望激发下游补库需求，形成“成本推动-价格传导-需求接受”的正向循环。

图 28: PE及细分下游较2月27日涨幅



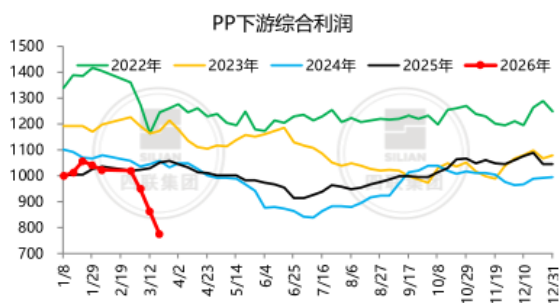
资料来源: 钢联、iFinD、中辉期货研究院

图 29: PP及细分下游较2月27日涨幅



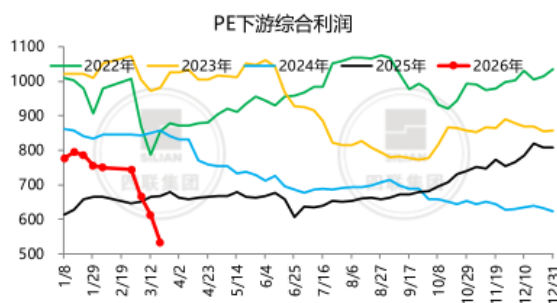
资料来源: 钢联、iFinD、中辉期货研究院

图 30: PE下游综合利润



资料来源: 四联、中辉期货研究院

图 31: PP下游综合利润

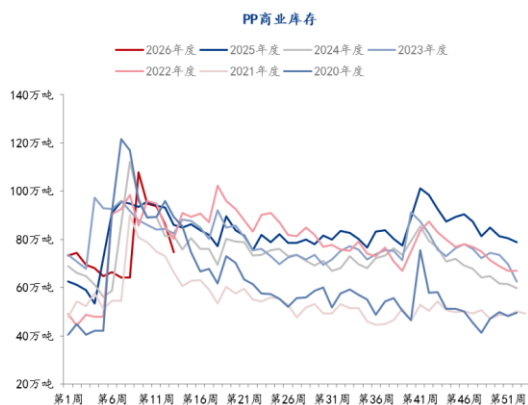


资料来源: 四联、中辉期货研究院

2.6. 产业链显性库存去化

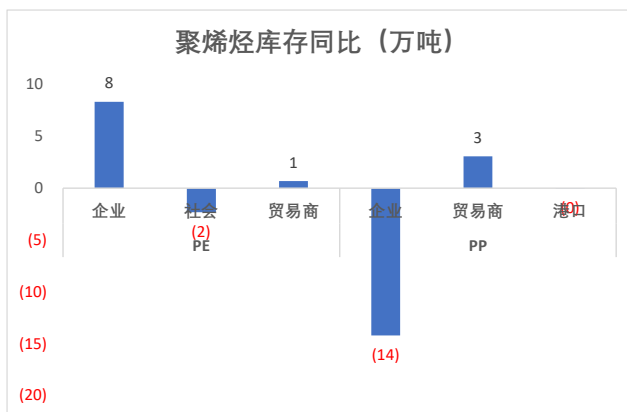
截至3月底, 聚烯烃市场呈现出PE库存持稳、PP库存加速去化的分化格局。PE方面, 本周最新商业总库存为125万吨, 较去年同期微增7万吨。结构上看, 1-2月企业处于检修淡季, 上游开工维持同期高位, 企业库存逆季节性累库, 社会库存季节性去化。分品种看, LD受伊朗冲击更高, 去库力度最强, LL自高位加速去化。PP方面, 去化力度表现更加强劲。本周最新商业总库存较美伊战争爆发前累计去库33万吨至75万吨, 当前已经降至近5年同期最低位, 月度去库幅度创历史记录, 基本面供需改善幅度显著。从结构上看, 1-2月PDH装置检修超预期带动上游企业库存加速去化; 期货价格上涨带动贸易投机需求增加, 贸易商库存自高位去化。

图 32: PP商业总库存



资料来源: 钢联、中辉期货研究院

图 33: 聚烯烃库存同比



资料来源: 钢联、中辉期货研究院

三、行情展望

展望二季度，地缘冲突加剧供给缩量预期，需求决定上行空间。从供给端看，PP上半年暂无投产计划，PE年初投产的两套装置均产非标，剩余新装置集中于下半年投产，05合约不会面临新增扩能的冲击，预计供给端的核心变量依旧取决于进口缩量及存量装置检修。随着海峡封控时间的持续，地缘对聚烯烃的影响从前期的成本抬升，逐步转到供给减量兑现阶段。而当前价格的高度也对供给减量产生了一定的计价。我们认为在地缘扰动仍存叠加霍尔木兹海峡尚未解封的背景下，上游的持续减产对盘面价格底部具有支撑作用。由于本轮上涨过程的主要驱动力来自于成本端，下游产品价格普遍涨幅在20%左右，远低于原料端超30%的涨幅，利润开始明显压缩。二季度决定价格能否延续涨势的关键在于下游对价格的接受程度。考虑到聚烯烃终端产品普遍货值较低且应用范围更广，下游议价能力更低，预计价格承接力更强。而当前产业显性库存也已经降至同期低位，05合约供需预期向好。

操作建议：单边回调试多。L主连关注区间8000-10000元/吨，PP主连关注区间8000-10000元/吨。套利方面：5-9月间正套为主。

风险提示：1) 上行风险：霍尔木兹海峡持续封控，地缘冲突升级；2) 下行风险：霍尔木兹海峡全面解封。

免责声明



本报告由中辉期货研究院编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！

中辉能源及化工团队

郭建锋	Z0022887
郭艳鹏	Z0021323
李倩	F03134406



中辉期货全国客服热线：400-006-6688