



华鑫期货研究所 | 能源化工研究

地缘动荡依旧，原油震荡偏强

化工板块的结构性分化与跨品种套利机会

数据截止日：2026年10月16日 报告日期：2026年10月19日

★ 华鑫期货研究



核心观点

地缘冲突进入“僵持期”而非“结束期”，原油的供给拐点已现、但基本面与价格的拐点均未出现，油价重心抬升、波动率维持高位，我们对四季度原油维持“震荡偏强”判断。成本端的刚性抬升向化工品传导，但传导路径并不顺畅——下游聚酯、织造环节在旺季不旺的背景下已出现明显的“负反馈”，化工板块因此呈现“成本支撑”与“需求抑制”的双向拉扯，走势或弱于原油本身。

在此背景下，化工板块内部的强弱分化比板块整体方向更重要。我们认为：芳烃链（PX→PTA→涤纶短纤）的新增产能更少，受负反馈相对较少对原油成本的传导更直接，走势将强于乙二醇、甲醇等煤化工品种。策略上，“多芳烃链、空乙二醇/甲醇”的跨品种套利，是当前对单边行情不确定情况下性价比优于单边做多的表达方式。

主要观点一览：

- 原油（震荡偏强）：供给恢复分化（原油/凝析油已恢复至战前约90%，石脑油约三分之二，LNG仅20%），伊朗出口塌陷至5-10万桶/日，成本端“安全垫”变薄，四季度油价偏强运行、但上方受制于需求走弱，我们认判定原油中枢缓步抬升。
- 化工整体：成本推升+需求负反馈并存。聚酯综合负荷74.1%、织造开机56.89%，均显著低于往年同期；下游对高价原料接受度有限，“银十”需求成色不足。
- 芳烃链（中性震荡）：PXN 378美元/吨、PTA现货加工费461元/吨、日度加工费525元/吨，加工费区间中性，做多做空性价比不高，产业链利润仍在，PX维持低库存，10月PTA因原料问题开工环比转弱（负荷70.9%，同比-3.5个百分点）。
- 乙二醇（中性震荡）：油制装置复产+四季度新装置投产压力，国内负荷升至79.2%-80%高位，华东主港库存13万吨且小幅累积，煤制成本下移削弱成本支撑，且僵尸产能存复产预期，煤制利润高企。
- 甲醇（中性震荡）：伊朗供应收缩与港口低库存（30.44万吨）是长期支撑，但本周累库5.62万吨、MTO开工降至64.41%、传统下游加权开工46.49%，需求端负反馈已先于供应端发力。



- 苯乙烯（中性震荡）：苯乙烯开工处于低位，同期港口与工厂库存同样较低，利润亏损引导厂家降负较多，但下游需求维持韧性，关注在10000元关口是否存在支撑，成本跟随原油，仍然以回调思路对待。
- 策略：① 多PX/PTA、空乙二醇（TA-EG 价差做扩）；② 原油单边多头需以防风险方式参与（期权或轻仓，或购买石化股）。

一、地缘动荡依旧：原油的“供给拐点”与“价格拐点”之辨

1.1 三阶段路径：恐慌—缓和—僵持

9月以来，原油走出典型的地缘驱动三段式行情。第一阶段（9月上旬至中旬），军事冲突升级叠加管道关闭，供应恐慌将布伦特主力推升至接近110美元/桶，WTI突破105美元/桶，国内能化品种在节后出现集体补涨，纯苯、PTA期货一度涨停。第二阶段（9月中旬至下旬），谈判信号释放，地缘溢价快速回吐，油价回落至95美元附近。第三阶段（9月下旬至今），双方在核心议题上分歧固化、谈判陷入僵局，油价进入高位横盘阶段，但重心较冲突前明显抬升。

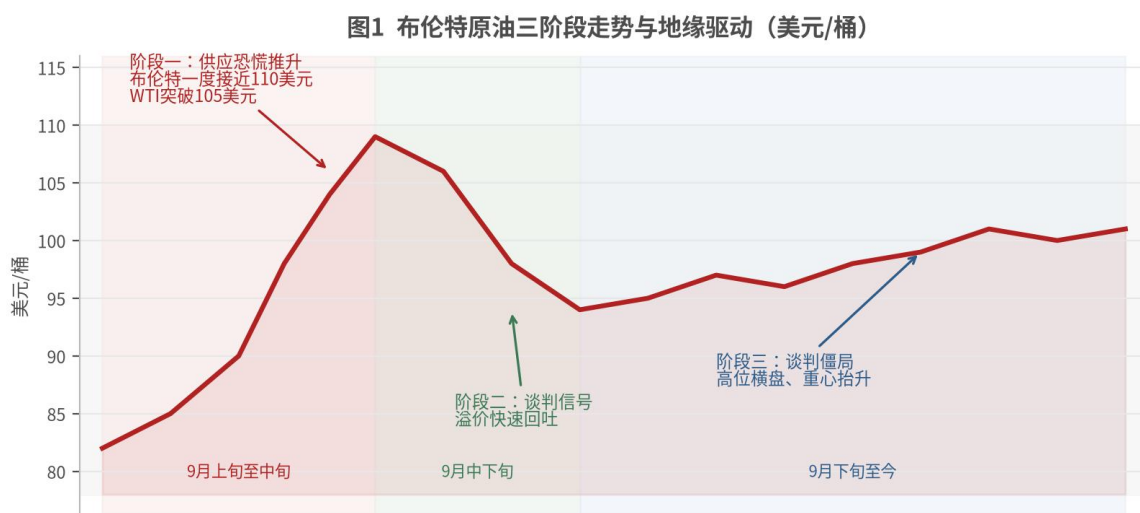


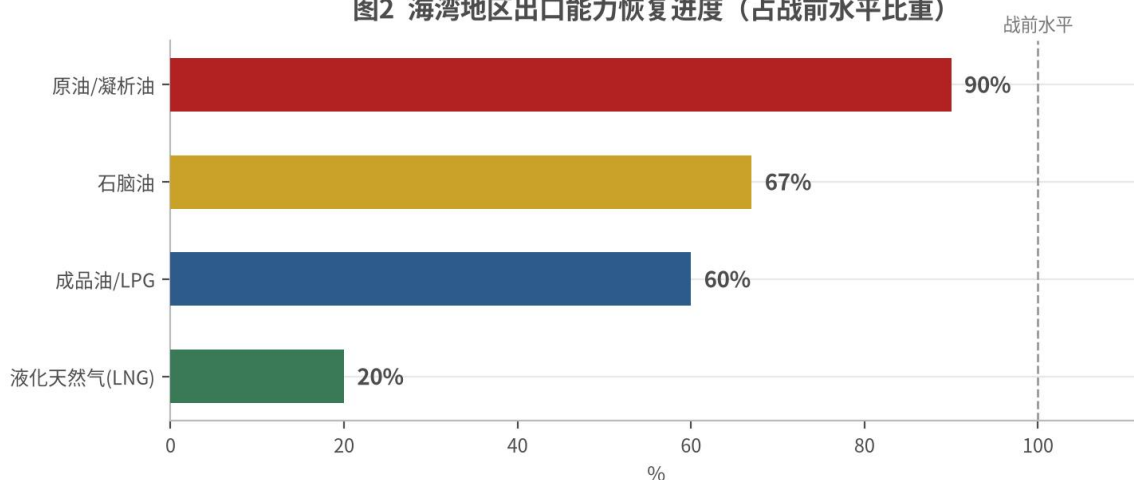
图1 布伦特原油三阶段走势与地缘驱动（路径示意图）

1.2 供给恢复的结构性分化，是“偏强”的根基

市场此前普遍预期“冲突缓和→供应回归→油价回落”，但实际恢复进度呈现显著的结构性分化：原油与凝析油已恢复至战前约90%，石脑油约三分之二，而成品油与LPG约60%、液化天然气仅20%。这意味着：中重质原油的供应基本回归，但轻质组分与化工原料的缺口仍然存在，石脑油—化工链条的成本抬升幅度大于原油本身。



图2 海湾地区出口能力恢复进度（占战前水平比重）

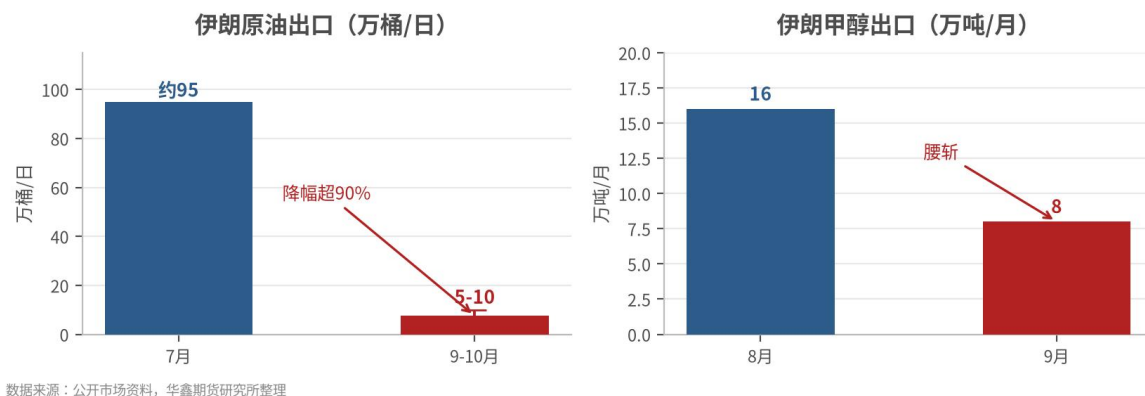


数据来源：公开市场资料（截至2026年10月上旬），华鑫期货研究所整理

图2 海湾地区出口能力恢复进度（占战前水平比重）

更关键的是伊朗的“恢复滞后”。伊朗原油出口已从7月的接近100万桶/日降至目前的5-10万桶/日，甲醇出口从8月的16万吨降至9月的8万吨，降幅超过90%与50%。伊朗是中东化工品出口的关键节点：中国甲醇进口的60%-70%来自伊朗，伊朗供应的持续缺失，使甲醇的“供应故事”难以证伪。

图3 伊朗原油与甲醇出口的双重收缩



数据来源：公开市场资料，华鑫期货研究所整理

图3 伊朗原油与甲醇出口的双重收缩

1.3 判断：供给拐点已现，价格拐点未现

我们认为需要区分三个层次：一是供给拐点——已经出现，海湾出口能力正在恢复；二是基本面拐点——尚未出现，因为恢复是“不均衡”的，且欧洲多国战略储备释放极不积极（德国1500万桶未动用、法国库存接近满仓），市场的“远期安全垫”反而变薄；三是价格拐点——更未出现，原油期货升贴水维持高位、运费偏高、现货紧张，成本居高难下。



因此，我们对四季度原油维持“震荡偏强”的判断：下方由成本与地缘风险溢价支撑，上方受制于全球需求走弱与OPEC+的潜在增产，整体呈现“重心上移+高波动”特征。这一判断对化工品意味着——成本端不会塌陷，但成本推动的上涨弹性正在衰减，板块内部的分化将取代普涨。

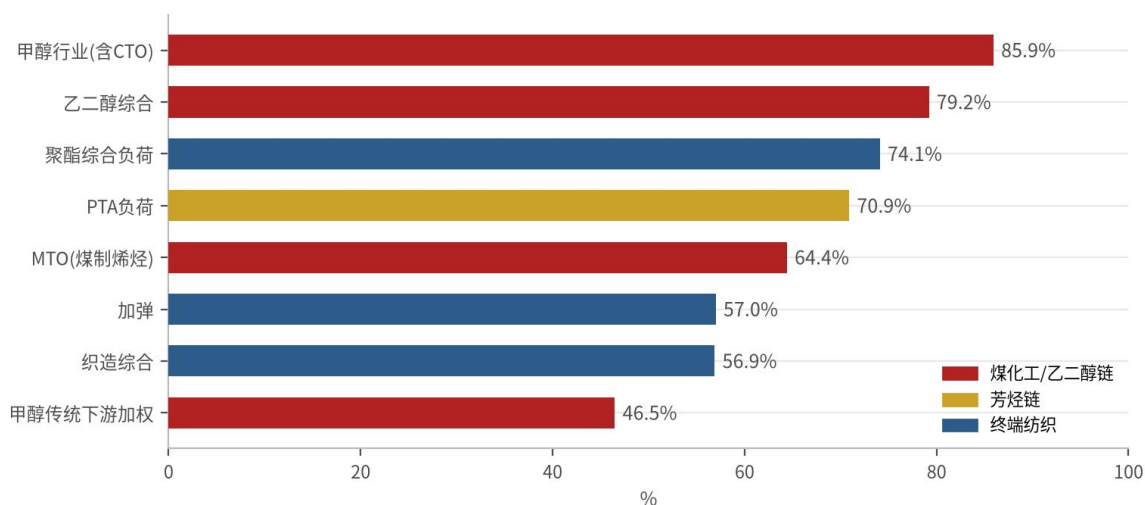
二、化工板块的负反馈：成本推升如何变成了需求抑制

2.1 负反馈的形成路径

原油上涨向化工品的传导遵循“成本推升→产品跟涨→下游利润压缩→开工与采购下滑→需求负反馈→价格回落”的链条。当前我们正处在链条的中后段：成本推升已经完成，但下游的承受能力已经接近极限。

具体表现有三：其一，聚酯综合负荷74.1%、聚酯工厂开工70.97%，同比低约18个百分点，织造综合开机率仅56.89%，加弹57%、印染69%，终端纺织新增订单不足，“银十”明显低于预期；其二，下游企业普遍仍有低价原料库存可用，对高价原料的接受度有限，采购以刚需为主，追涨意愿弱；其三，甲醇传统下游加权开工降至46.49%（环比-2.05个百分点），MTO开工降至64.41%，鲁南一套烯烃装置停车、南京MTO装置计划10月下旬停车，需求侧的负反馈已从“预期”变为“现实”。

图4 化工产业链各环节开工率对比（%）



数据来源：金联创、卓创、机构周报（截至2026年10月16日），华鑫期货研究所整理

图4 化工产业链各环节开工率对比

2.2 库存：累库开始，但绝对水平仍低



库存是当前多空分歧的核心。一方面，随着检修装置复产、负荷提升，累库已经启动：PTA库存升至303.7万吨（周环比+14.7万吨）、甲醇港口库存30.44万吨（累库5.62万吨）、乙二醇华东主港13万吨（小幅+1万吨）。另一方面，绝对库存水平仍处于近五个月低位，仓单注册量接近历史低点，近月偏紧的格局并未根本改变。与之形成对比的是，涤纶长丝库存降至17.1天（-2.3天），终端在降价中完成了被动去库。

图5 芳烃链加工费仍处于偏高位置，估值修复空间有限

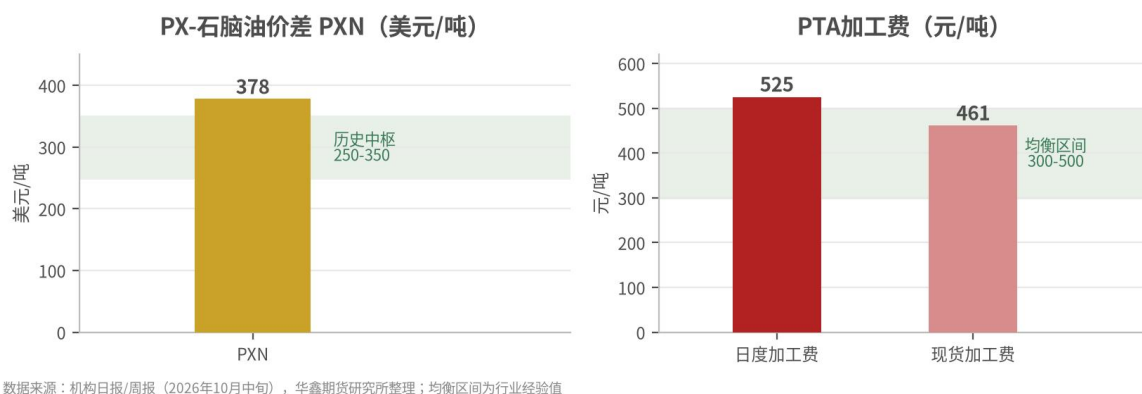


图5 主要品种库存周度变化：芳烃链累库、终端去库

累库的“方向”决定了价格的“上沿”，库存的“绝对水平”决定了价格的“下沿”。这正是我们认为化工品将“高位震荡、内部分化、难以趋势性下跌”的原因。

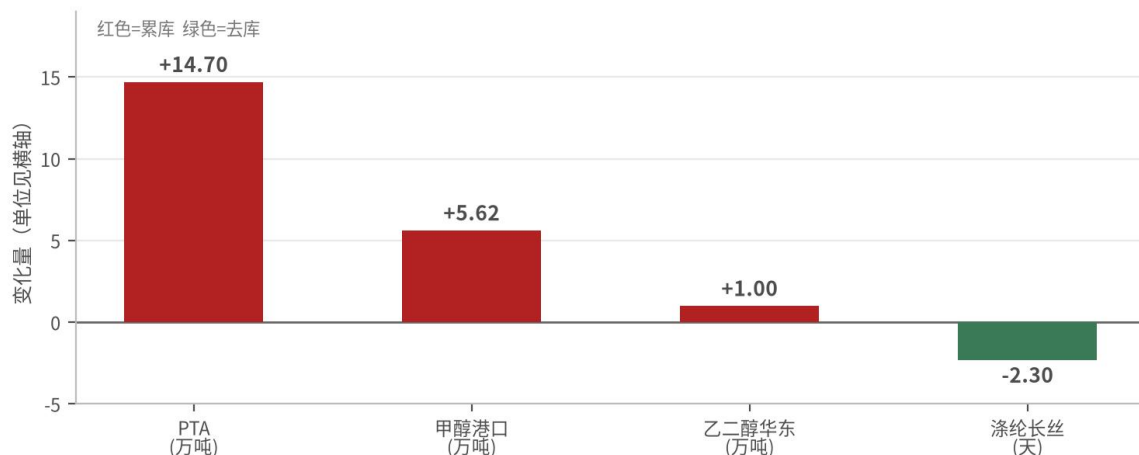
三、板块内部强弱分化与跨品种套利

3.1 强弱排序框架

我们以“供应收缩弹性”与“成本传导/库存弹性”两个维度构建配置矩阵。芳烃链（PX、PTA、短纤）处于“双高”象限：原料PX低库存、装置检修集中、进口依存度高且来源集中，供应弹性低；同时芳烃直接挂钩石脑油与原油，成本传导路径最短。乙二醇处于“成本传导弱、供应弹性大”的象限：油制装置复产、煤制装置提负、四季度新产能投放，供应端压力持续。甲醇则处于“供应收缩强、成本传导弱”的象限：伊朗供应收缩提供向上弹性，但需求端（MTO与传统下游）的负反馈使其反弹高度受限。



图6 主要品种库存周度变化：芳烃链累库、终端去库



数据来源：Wind、卓创资讯、金联创（2026年10月上旬至中旬），华鑫期货研究所整理

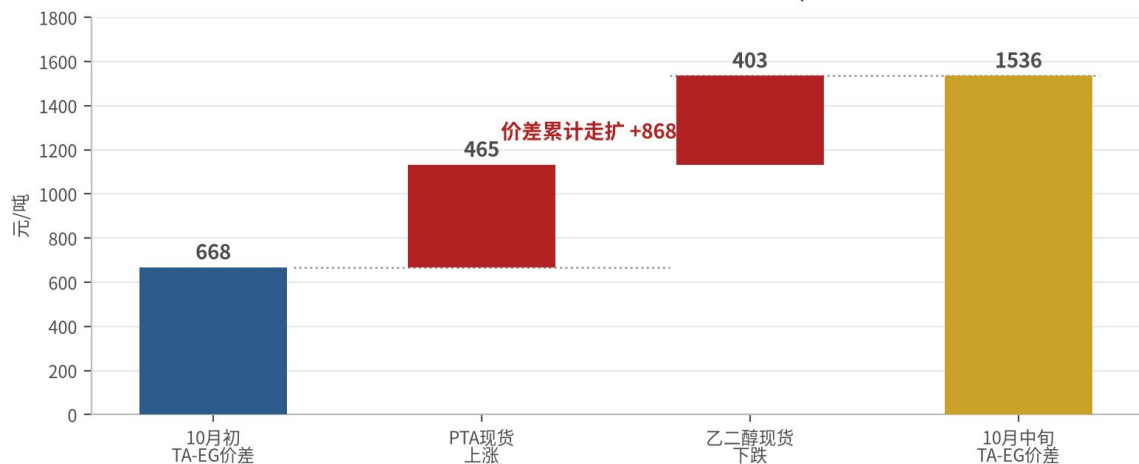
图6 化工品强弱配置矩阵（研究框架，定性打分）

3.2 芳烃链为何强于乙二醇与甲醇

第一，供应弹性的差异。PX与PTA在四季度处于检修与降负周期：10月PTA负荷70.9%，同比低3.5个百分点，嘉兴石化150万吨10月6日停车、独山能源4期300万吨10月初停车、嘉通能源300万吨9月底重启但月中仍有检修计划；PTA周度产量虽回升至138.7万吨，但增量有限。乙二醇相反：国内综合开工已升至79.2%（部分口径80%），煤化工检修结束后集中提负，叠加四季度新装置投产，供应弹性显著更大。

第二，加工利润的差异。PX-石脑油价差（PXN）378美元/吨，处于历史中枢（250-350美元/吨）上方；PTA现货加工费461元/吨、日度加工费525元/吨，处于均衡区间中性。

图7 TA-EG 现货价差走扩路径拆解（元/吨）



注：PTA取2026/10/10现货7660元/吨、10/3为7195元/吨；乙二醇取10/9现货6124元/吨、按周环比-403元/吨倒推期初。数据来源：Wind、卓创，华鑫期货研究所测算



图7 芳烃链加工费仍处于偏高位置

第三，库存与基差的差异。PTA现货基差一度升水TA2701合约640元/吨，虽已从高位回落252元/吨，但绝对水平仍高，反映近月现货偏紧；乙二醇华东主港累库，基差迅速收敛。高基差+低库存的组合，使TA在回调中具备更强的抗跌性。

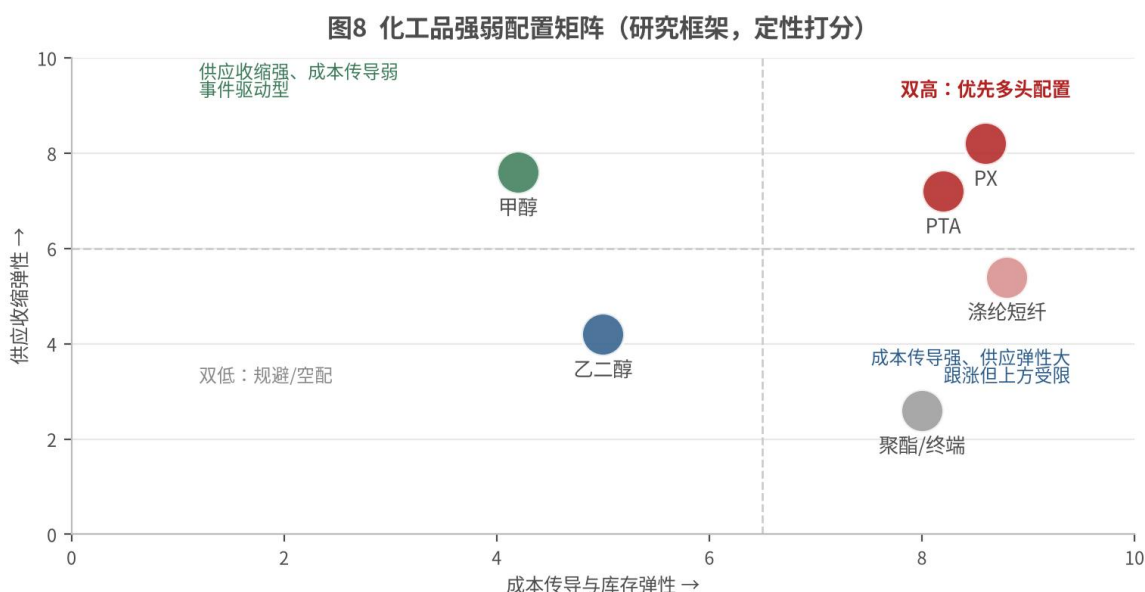


图8 TA-EG 现货价差走扩路径拆解

四、细分品种基本面逐个梳理

4.1 PX：低库存 + 检修集中，芳烃链的“锚”

PX是芳烃链的定价锚。当前PXN价差378美元/吨，处于历史中枢上方，反映PX自身供需并不宽松。支撑因素包括：一是国内PX负荷虽有提升，但10月PTA工厂因原料问题开工环比转弱，说明PX的现货偏紧已经形成对下游的实质约束；二是PX库存维持低位，聚酯链的补库需求在价格回调时容易被触发；三是地缘冲突导致石脑油供应恢复仅约三分之二，调油与化工争夺轻质组分的格局延续，PX的原料端成本刚性最强。

风险点在于：PXN 378美元/吨的估值已不便宜，若原油回落，PX的利润压缩空间大于成本下降空间，PX可能成为芳烃链中“跌得最快”的一环。因此我们更推荐通过PTA表达多头，而非直接做多PX。



4.2 PTA：低库存 + 高基差 + 加工费修复，多头性价比最高的表达

PTA是当前化工板块中基本面较为健康的品种之一。供应端，10月PTA负荷70.9%（同比-3.5个百分点），嘉兴石化150万吨10月6日停车，独山能源4期300万吨10月初停车，英力士125万吨短停后恢复，供给增量有限；需求端，聚酯负荷74.1%虽同比大幅偏低，但环比小幅回升（+0.3个百分点），刚需仍在。库存端，PTA社会库存303.7万吨（+14.7万吨），已从去库转为累库，但绝对水平不高。

估值端，PTA现货加工费461元/吨、日度加工费525元/吨，均处于均衡区间（300-500元/吨）上沿，说明PTA工厂的利润状况良好，具备扩产动力；但同时也意味着加工费进一步扩张的空间有限。现货基差升水TA2701 640元/吨，虽较高点回落252元/吨，但高基差仍对近月形成支撑，同时也抑制了下游的接货积极性。

综合看，PTA的上行由成本（PX/原油）驱动、下行由高基差与累库抑制，价格宽幅震荡、重心上移。策略上“逢回调做多TA2601”、“TA加工费逢高做缩”是较为稳健的两条路径。

4.3 涤纶短纤：产业链最末端，弹性最大也最脆弱

短纤处于“PTA/MEG→聚酯切片/短纤→纱线/织造”链条的末端，其价格弹性最大，但对终端需求的敏感度也最高。当前短纤的支撑在于：一是自身负荷与库存不高，前期减产较为充分，供应压力小于长丝；二是原料PTA偏强，成本传导的直接性强于乙二醇；三是从长周期看，短纤现货价格处于近一年高位区间，趋势上仍偏强整理。

制约在于终端：织造综合开机率56.89%、加弹57%、印染69%，新增订单不足，纱厂对高价短纤的接受度下降，短纤现金流被压缩。因此短纤更适合作为“多配的卫星仓位”或“多PF空TA”的加工费头寸，而非重仓单边。

4.4 乙二醇：供应弹性大压制价格走势

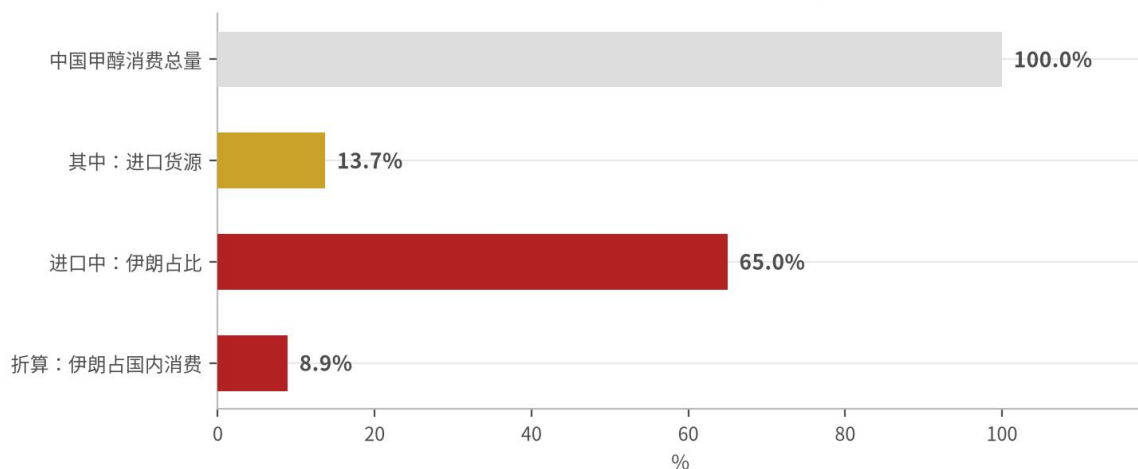
乙二醇是当前化工板块中基本面最弱的品种，逻辑可以概括为“三增一弱”：一是国产供应增——煤化工检修结束后集中复产，油制装置明显改善，国内综合开工率升至79.2%（部分口径80%）高位；二是新产能增——四季度仍有新装置投产压力；三是进口预期增——中东虽仅个别



装置运行、地缘反复导致进口偏低，但一旦局势缓和，进口回补的弹性很大；四是需求弱——聚酯负荷同比低约18个百分点，旺季即将结束，弱需求延续。

库存上，华东主港库存13万吨，周环比+1万吨，累库趋势初现。估值上，煤制利润尚可，成本支撑弱于油制品种，价格下行时缺乏刚性托底。因此我们将乙二醇列为“空配”首选，作为多芳烃链的对冲腿。

图9 甲醇的伊朗供应敞口：进口依赖 13%-14%，其中伊朗占 60%-70%



数据来源：海关总署、公开市场资料，华鑫期货研究所整理

图9 甲醇的伊朗供应敞口：进口依赖13%-14%，其中伊朗占60%-70%

4.5 甲醇：“弱预期强现实”推进，需求负反馈已先至

甲醇是本周最值得警惕的品种：MA2701单周下跌4.37%，MA2611下跌12.23%，近月跌幅远大于远月。但我们认为看多的理由依然充分：一是伊朗敞口大，中国甲醇进口占消费13%-14%，其中60%-70%来自伊朗，伊朗甲醇出口已从8月的16万吨降至9月的8万吨，10月进口量预计环比进一步下滑；二是港口库存绝对水平仍低（30.44万吨），可流通货源偏紧；三是四季度伊朗冬季天然气保民生，工业用气受限，海外装置开工率仅53.7%，供应端的故事难以证伪；四是国内开工85.93%已处高位，进一步提升空间有限。库存方面：港口累库5.62万吨，MTO开工降至64.41%（环比大幅下滑），鲁南烯烃装置停车、南京MTO计划10月下旬停车，下游需求快速收缩，淡季特征明显；期货2701合约贴水现货偏高，基差修复以期货下跌的方式完成。

甲醇我们维持短期有支撑，中期偏弱的态度。策略上不追空、不追多，以近强远弱对待，等待地缘或伊朗冬季限气的新驱动。



五、策略建议、风险提示

5.1 策略及优先级

表1 策略优先级与风控要点

策略	推荐度	核心逻辑	操作与风控要点
TA-EG 价差做扩	★★★★	供应弹性与库存结构的差异最清晰	价差回撤200-300元/吨 时分批介入
乙二醇卖看涨	★★★	复产+新产能+累库，上方空间有限	原油价格波动
原油单边多	★★★	油价中枢稳步上行	回调做多为主，控制仓位

5.2 风险提示

- 地缘风险反转：若美伊达成阶段性协议、霍尔木兹海峡通航恢复，原油地缘溢价将快速回吐，全部化工品面临系统性下跌，芳烃链因涨幅较大可能回撤更快。
- 需求超预期走弱：若聚酯减产幅度扩大、终端订单持续缺失，负反馈将从“抑制上涨”演变为“驱动下跌”，届时低库存的托底作用将失效。
- 宏观与政策风险：美联储加息预期反复、国内出口订单波动、以及品种交割规则与仓单变化带来的近月扰动。
- 策略执行风险：跨品种套利存在两腿流动性与保证金不同步的问题，极端行情下价差可能短期偏离基本面，需严格执行止损纪律。



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。

陈张晴

期货从业资格：F03133806

交易咨询资格：Z0024295

邮箱：chenzq@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



、高效



仅供内部交流参考

12

