



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-12-01

徐绍祖
能化分析师
从业资格号: F03115061
交易咨询号: Z0022675
☎ 0755-23982459
✉ xushaozu@wkqh.cn

聚烯烃：聚乙烯能否上演 2020 年 3 月的急跌行情？

报告要点：

近期，由于聚乙烯价格大幅下滑甚至跌破长期盘整区间，不禁让人联想起 2020 年 3 月的急跌行情，市场存在疑问，聚乙烯能否上演 2020 年 3 月的急跌行情？

本文综合对比宏观及基本面信息后，得出 2020 年的行情是全球需求由于疫情爆发瞬间“冰封”+ 原油成本坍塌（沙特与俄罗斯价格战，WTI 原油跌至负值），形成了“需求崩溃”与“成本崩溃”的双杀，这是一种宏观系统性风险驱动的单边策略。而当前市场的核心矛盾是“高库存”与“弱现实”下的结构性矛盾，在低估值背景下单边做空聚乙烯性价比已不高。两者在驱动逻辑、市场环境和行情烈度上均有天壤之别。

因此结合基本面及季节性因素建议参与 LL2601-2605 反套策略，收益将主要来源于近远月合约的相对强弱变化。

1. 从期现结构看

2025 年 PE 期现结构已由水平转为 Backwardation（Back），通常反映的是远月压力更大，但市场对远期抱有修复预期。在这种结构下，近月更容易阴跌或滞涨，但极少出现因近月带动而引发的整体性崩盘。崩盘通常发生在 Contango（远月升水）结构下，因远月预期坍塌导致全线溃败。因此单边做空聚乙烯近月合约存在较大风险

2. 从成本与估值看

聚乙烯估值相对原油已处于低位，油制利润被压缩，煤制利润转负。低估值是安全垫，不是下跌的驱动。除非成本端（原油）再次出现类似 2020 年的坍塌，否则 PE 价格向下的空间会受到成本支撑的限制。当前原油市场由于 OPEC+ 目前已经没有出现价格战的任何迹象，因此不具备此种条件。

3. 从供给与库存看

高库存是核心矛盾的结果，但高检修正在缓解当期供应压力，库存已开始去化。纵观历史，高库存背景下的反套是经典策略。但高库存通过检修去化，意味着供应端在做主动调整，这缓冲了价格暴跌的压力。2020 年则是被动累库，供需失衡极其严重。2026 年聚乙烯投产计划显示，总体增速与 2025 年相当，但完全集中在下半年，2605 合约的供应端出现了前所未有的利多因素。

4. 从价差季节性看

2024 年 LL 标品高检修导致了“逆季节性正套”（即 1-5 价差走强）。这意味着当前市场的核心矛盾（检修）与常规季节性（需求旺季）出现了背离。对 LL2601-2605 的启示：在检修季结束后，若库存去化不及预期，近月 2501 合约的压力将远大于远月 2505。这为反套（空近月，多远月）提供了逻辑，但演绎方式更可能是近月阴跌或涨幅远小于远月，而非 2020 年式的全线暴跌。

图 1：PE 期现结构

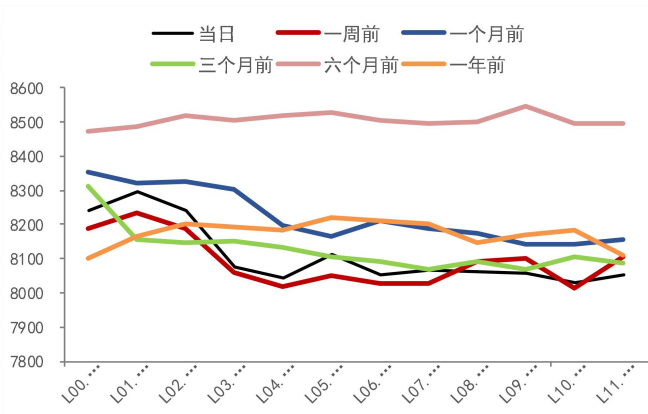
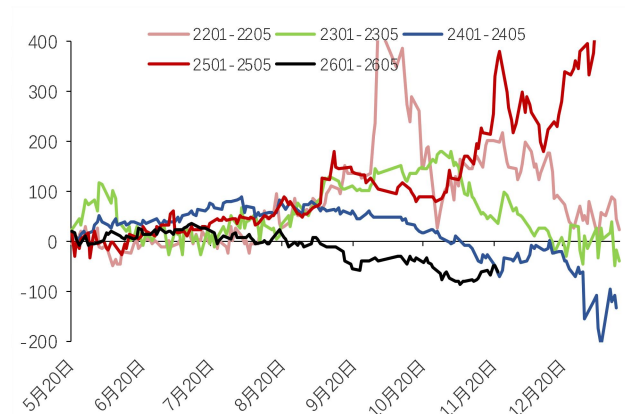
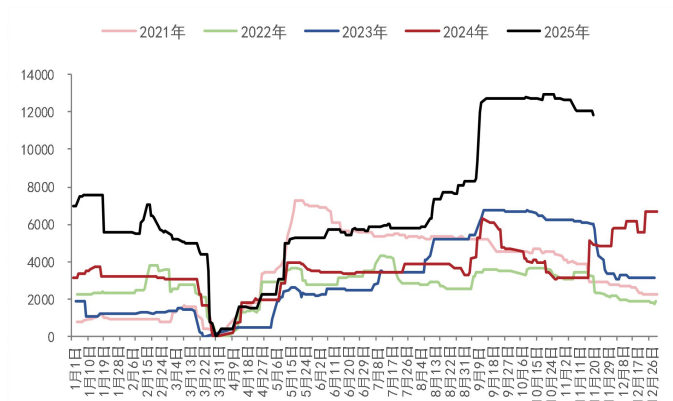


图 2：LL1-5 价差（元/吨）



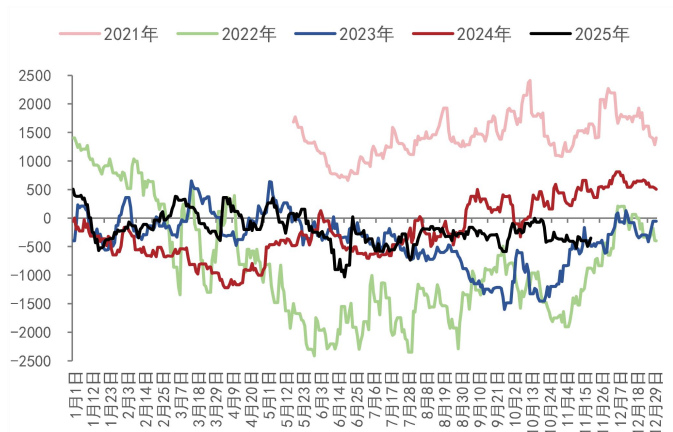
数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图 3：PE 活跃合约注册仓单量（手）



数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图 5：PE 油制利润（元/吨）

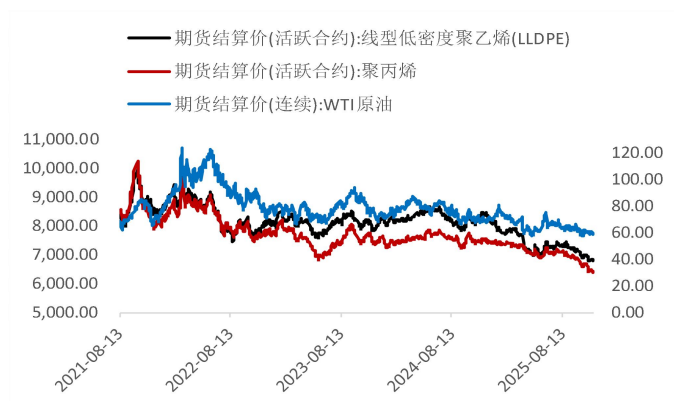


数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图 7：PE 产能（万吨，%）

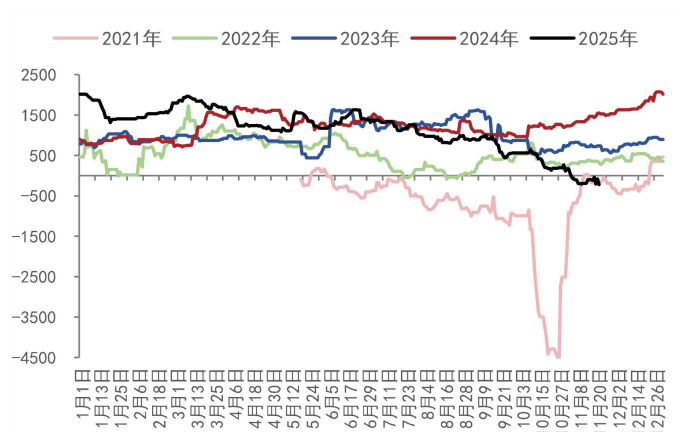
数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图 4：PE&PP 与原油比价（元/吨）



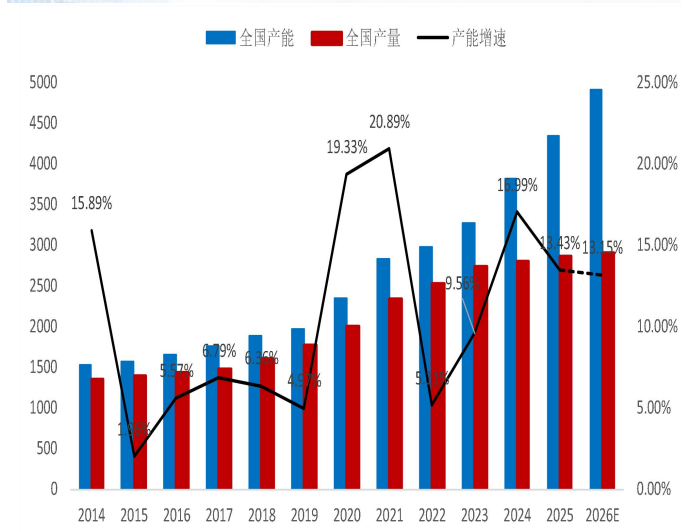
数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图 6：PE 煤制利润（元/吨）



数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

表 1：PE 投产计划表



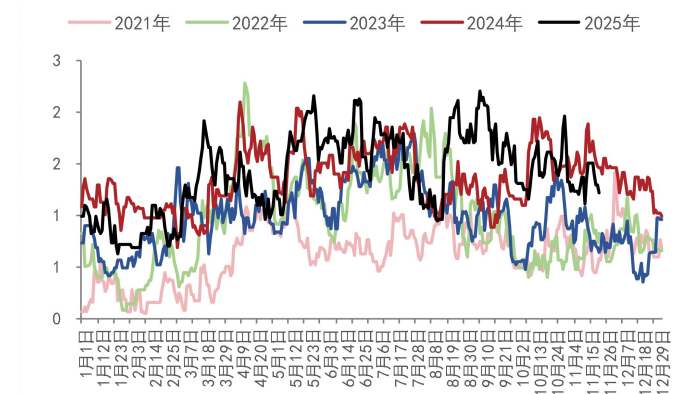
数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图 8: PE 检修减损量 (万吨/日)

2025年国内聚乙烯投产计划				
万华化学二期	LDPE轻控制	25	2025年1月	1月23日投产
内蒙宝丰煤基2#	FDPE煤制	55	2025年2月	2月11日投产
内蒙宝丰煤基3#	FDPE煤制	55	2025年3月	已投产
惠州埃克森美孚1#	LLDPE轻控制	73	2025年4月	已投产
惠州埃克森美孚2#	LLDPE轻控制	50	2025年5月	已投产
裕龙石化	LDPE乙炼制	45	2025年6月	已投产
山东金城石化	HDPE轻控制	25	2025年8月	已投产
山东金城石化	FDPE轻控制	45	2025年8月	已投产
吉林石化升级项目	LDPE油制	40	2025年8月	已投产
惠州埃克森美孚3#	HDPE轻控制	50	2025年9月	已投产
广西钦州石化120万吨乙烯	油制烯烃	40	2025年11月	已投产
广西钦州石化120万吨乙烯	油制烯烃	30	2025年11月	已投产
浙石化	LDPE油制	30	2025年12月	
已投产		533	未投产	30
2026年国内聚乙烯投产计划				
山东金城石化 (山东时代高分子)	油制烯烃	25	2026年年中	LLDPE
山东金城石化 (山东时代高分子)	油制烯烃	45	2026年年中	HDPE
浙江石化二期	油制烯烃	30	2026年9月	LDPE/EVA
浙江石化三期	油制烯烃	40	2026年9月	LDPE
华锦阿美精细化工项目	油制烯烃	45	2026年8-9月	FDPE
华锦阿美精细化工项目	油制烯烃	30	2026年8-9月	HDPE
华锦阿美精细化工项目	油制烯烃	20	2026年8-9月	HDPE
中石油独山子二期120万吨/年乙烯项目	乙烷裂解	45	2026年6月底中交, 9月底投产	FDPE
中石油独山子二期120万吨/年乙烯项目	乙烷裂解	45	2026年6月底中交, 9月底投产	FDPE
中煤榆林二期	煤制烯烃	30	2026年8月底	HDPE
中沙古雷石化二期	油制烯烃	40	2026年10月	HDPE
中沙古雷石化二期	油制烯烃	60	2026年10月	MLLDPE
茂名石化二期	油制烯烃	40	2026年11月	FDPE 2#
宁夏宝丰四期	煤制烯烃	25	2026年1季度	FDPE
已投产		0	未投产	520

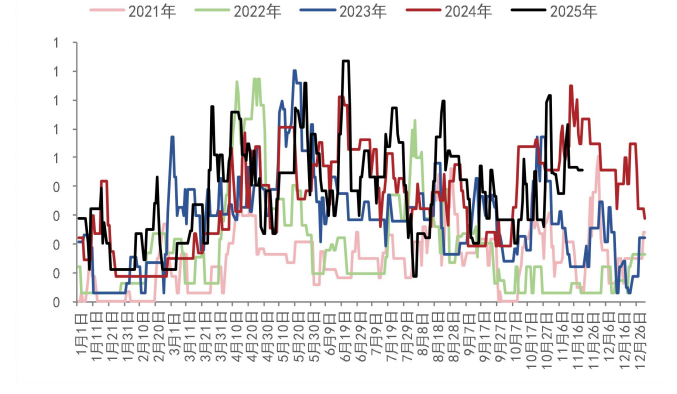
数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图 9: LLDPE 标品检修减损量 (万吨/日)



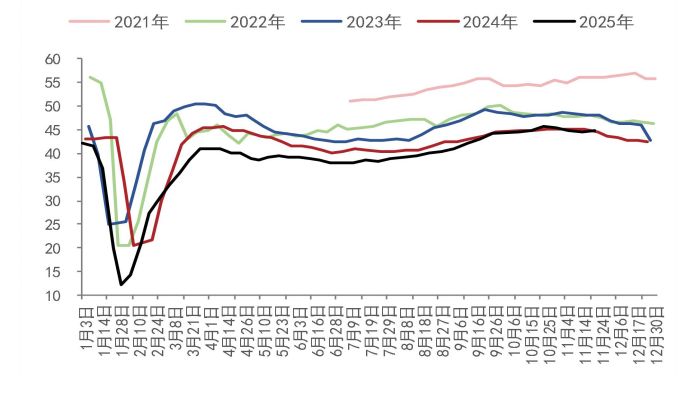
数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图 10: PE 下游总开工率 (%)

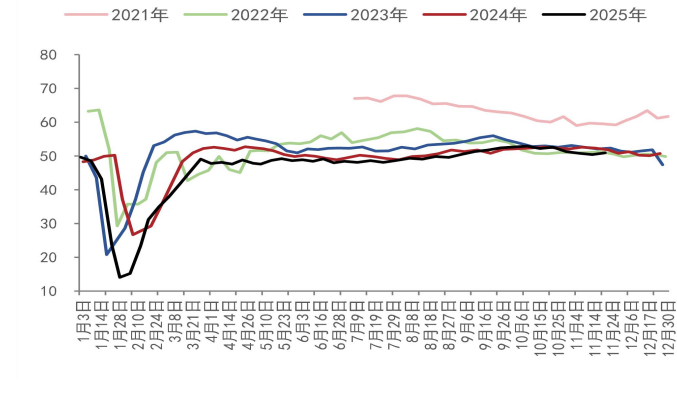


数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图 11: PE 下游包装膜开工率 (%)

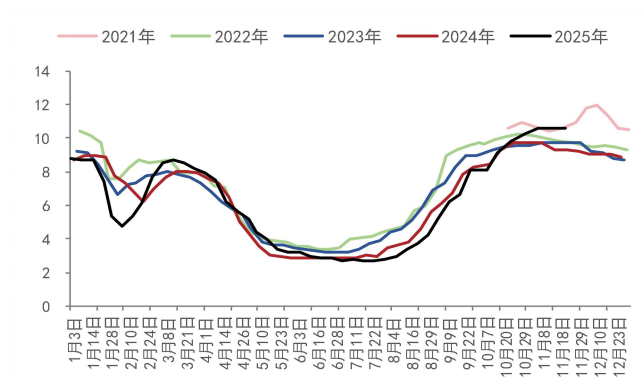


数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心



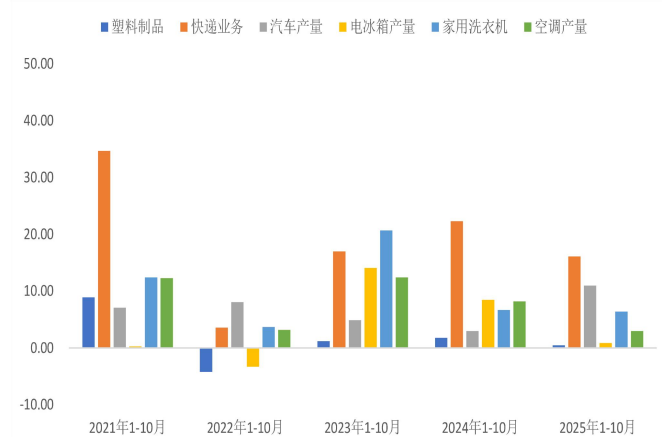
数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图 12：PE 下游农膜订单天数（天）



数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图 13：PE 下游行业累计同比（%）



数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

策略展望与风险提示

策略展望：

做空 LL2601、做多 LL2605 反套策略盈利路径更或将来自于：

近月 LL2601 受高库存和弱现实压制，表现疲软。远月 LL2605 受成本支撑、产能投放空窗期和预期改善支撑，再叠加季节性因素，三个有效因子支撑，走出反套行情概率较高。

行情演绎模式：更大概率是温和的、结构性的价差收敛，而非伴随绝对价格急跌的“瀑布式”行情。

风险提示：

检修超预期延长：若检修持续至 01 合约交割前，将缓解近月供应压力，不利于反套。

原油暴涨：若地缘政治等因素引发原油价格大幅上涨，将从成本端推动 PE 整体估值修复，近月可能因贴水而反弹更猛，反套策略将面临亏损。

政策强刺激：若出台超预期的经济刺激政策，扭转远期需求预期，可能推动价差走向正套（多远月、空近月）。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn