



## 光期能化：LLDPE 强势上涨的背后——供需变局与策略应对

光大期货研究所

能化研究团队

研究总监：钟美燕

品种：原油

分析师：杜冰沁

品种：天然气、燃料油、  
沥青、航运

分析师：邱艺琳

品种：PTA、MEG、  
天然橡胶、  
20 号胶

分析师：彭海波

品种：甲醇、PE、  
PP、PVC

期市有风险

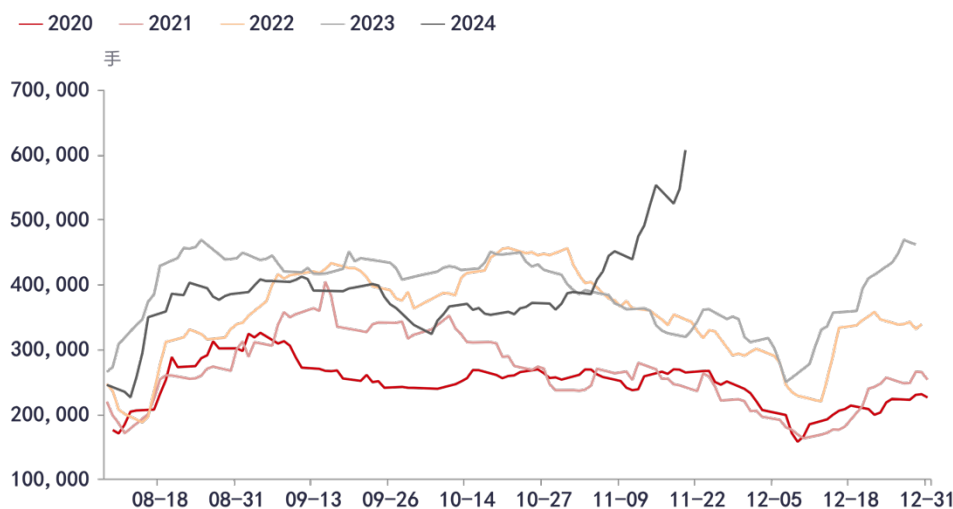
入市需谨慎

在商品期货市场中，LLDPE（线性低密度聚乙烯）素以产业链成熟、季节性规律强而著称。然而，近期其主力合约却打破常规，从 10 月 30 日至 11 月 15 日短短两周内，价格从 8,028 元/吨迅速上涨至 8,396 元/吨，涨幅达 4.58%；同期持仓量更是从 37 万手激增至 55.3 万手附近，创下近五年同期最高水平。如此剧烈的波动不仅引发了市场的热议，也给投资者带来了更多的不确定性。价格背后究竟隐藏着什么样的逻辑？这种上涨是阶段性的供需错配，还是结构性矛盾的体现？未来行情将如何演绎？针对这些问题，本文试图通过供需基本面、库存变化以及利润结构的多维度分析，探讨本轮行情上涨的深层次原因，并提出针对性的操作策略。

## 光期能化：LLDPE 强势上涨的背后——供需变局与策略应对

在商品期货市场中，LLDPE（线性低密度聚乙烯）素以产业链成熟、季节性规律强而著称。然而，近期其主力合约却打破常规，从10月30日至11月15日短短两周内，价格从8,028元/吨迅速上涨至8,396元/吨，涨幅达4.58%；同期持仓量更是从37万手激增至55.3万手附近，创下近五年同期最高水平。如此剧烈的波动不仅引发了市场的热议，也给投资者带来了更多的不确定性。价格背后究竟隐藏着什么样的逻辑？这种上涨是阶段性的供需错配，还是结构性矛盾的体现？未来行情将如何演绎？针对这些问题，本文试图通过供需基本面、库存变化以及利润结构的多维度分析，探讨本轮行情上涨的深层次原因，并提出针对性的操作策略。

图表 1：LLDPE 主力合约持仓

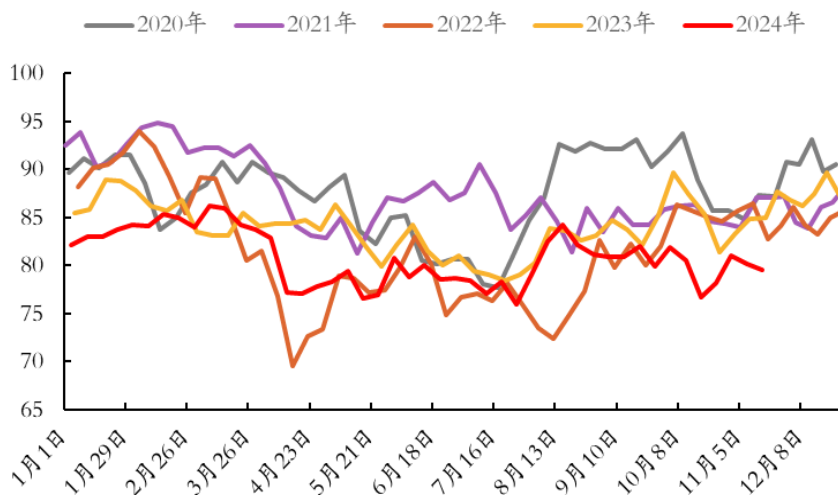


资料来源：iFind、光大期货研究所

## 一、供需分析：供给端的收缩与需求端的季节性回暖

供需关系一直是推动价格变化的核心变量。本轮 LLDPE 价格上涨首先源于供给端的大幅收缩，而需求端的季节性回暖则与之形成共振，为价格反弹提供了直接动力。

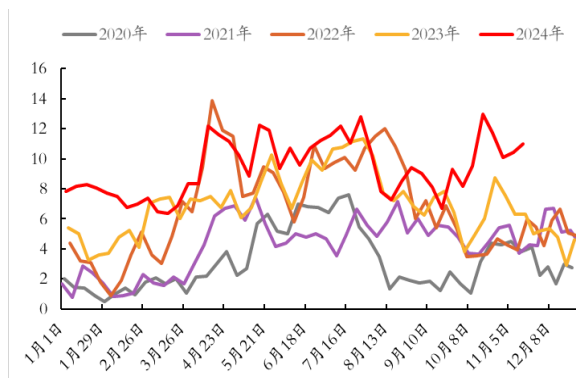
图表 2：PE 产能利用率（%）



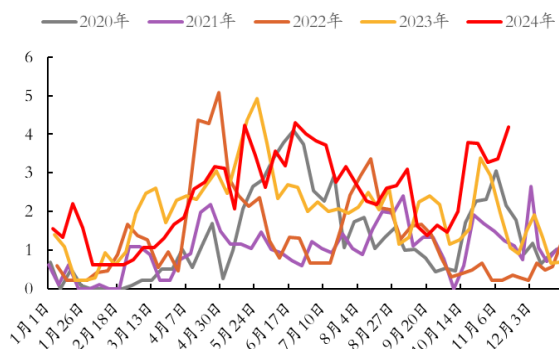
资料来源：钢联、光大期货研究所

从供给端看，2024 年 PE 装置的检修损失量达到 456 万吨，同比增幅 4.8%，已显著高于历史平均水平，导致 PE 整体产能利用率降至近五年的低位。这种供给端的紧张在 10 月至 11 月达到高峰，期间多套装置集中检修：福建联合 90 万吨/年的全密度装置、华泰盛富 40 万吨/年的全密度装置、中韩石化 30 万吨/年的装置相继停车，预计最早复产时间在 12 月中旬；齐鲁石化 25 万吨/年的装置则因检修至今复产时间不确定。此外，天津石化、广东石化及独山子石化等多套装置也因临时短停加剧了供给端的短期紧张局面。这种大范围的装置检修使 LLDPE 的供给损失远超五年同期，直接导致炼厂库存快速下降，市场可流通的标准品货源紧张。

图表 3: PE 检修损失量 (万吨)



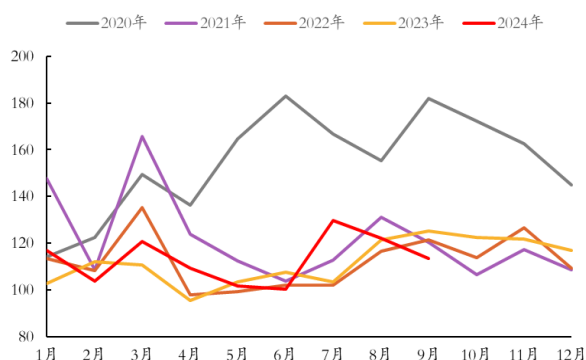
图表 4: LLDPE 检修损失量 (万吨)



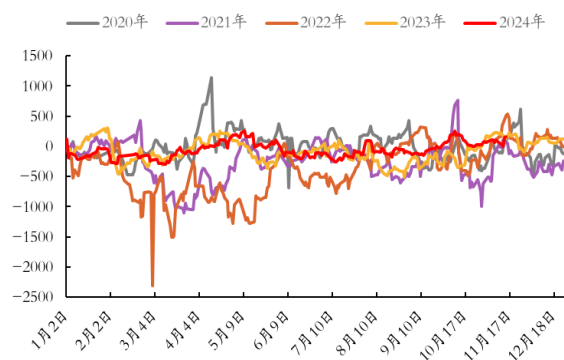
资料来源: 钢联、光大期货研究所

与此同时, 进口量的补充也未能有效缓解供给缺口。数据显示, 今年 1-9 月 PE 进口总量为 1019.33 万吨, 同比仅微增 3.7%, 整体水平仍处于近五年低位。具体到船期来看, 沙特 LLDPE 货源预计到港时间为 12 月 15 日。在当前 LLDPE 进口利润未出现显著改善的情况下, 短期内进口量大幅提升的概率不大, 难以有效缓解国内市场标品供应紧张的局面。

图表 5: PE 进口量 (万吨)



图表 6: LLDPE 进口毛利 (元/吨)



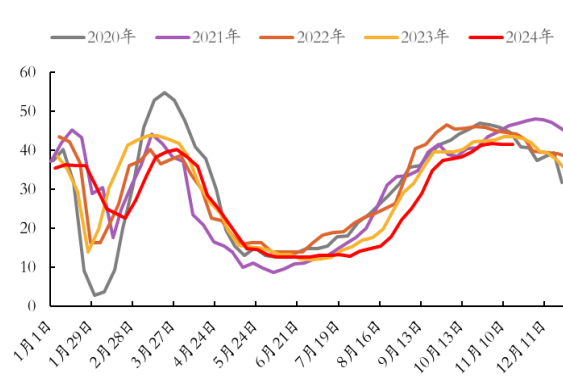
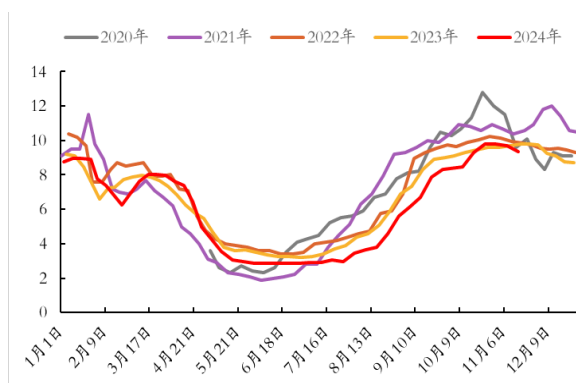
资料来源: 钢联、光大期货研究所

需求端的表现也为价格上涨提供了助力。作为 LLDPE 最重要的下游产品之一, 农膜的需求呈现明显的季节性规律。通常, 农膜的订单和开工率从每年 7 月中下旬逐步回升, 并在 11 月达到

高峰。今年虽因需求启动延后，但整体恢复趋势依然符合规律。然而，与往年相比，今年农膜需求的回升力度较弱，订单量与开工率均处于低于历史同期的水平，这表明季节性需求对市场的提振力度有所减弱。尽管如此，农膜需求的阶段性高峰叠加供给端的持续收缩，仍然在短期内为LLDPE价格的强势上涨提供了基础。

图表 7：农膜订单天数（天）

图表 8：农膜开工率（%）

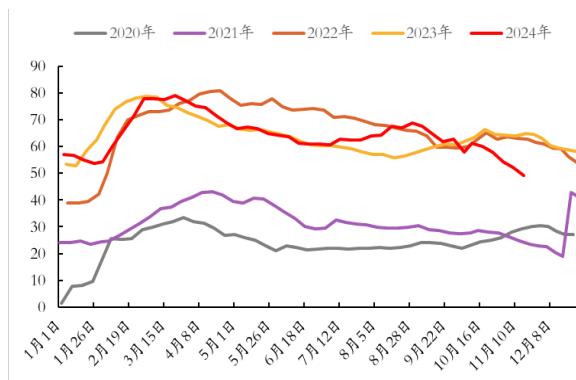


资料来源：钢联、光大期货研究所

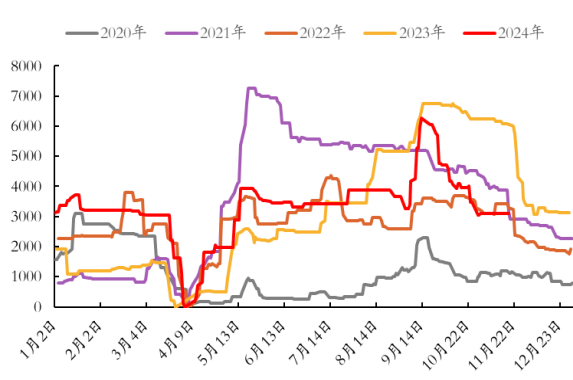
## 二、库存与利润：错配的背后是结构性矛盾

供需错配的影响在库存与利润的变化中体现得尤为明显。炼厂库存低位与社会库存的快速下降相互叠加，成为本轮行情的重要推动力。首先，从库存数据来看，社会库存与标准仓单库存近期均出现明显下降，这表明市场可流通的货源相对稀缺。然而，下游企业库存的变化却呈现出一定分化。数据显示，农膜原料库存同比略有增加，但增幅有限，而包装膜原料库存几乎没有变化。这种分化表明，库存的下降可能并非下游企业主动补库的结果。特别是对于农膜行业，由于其季节性需求已近高峰，进一步补库的意愿有限。反观包装膜行业，其终端需求的疲弱使其对原料的采购更为谨慎。这种库存上的分化不仅加剧了现货市场与期货市场的供需矛盾，也进一步推高了价格波动的幅度。

图表 9：社会库存（万吨）

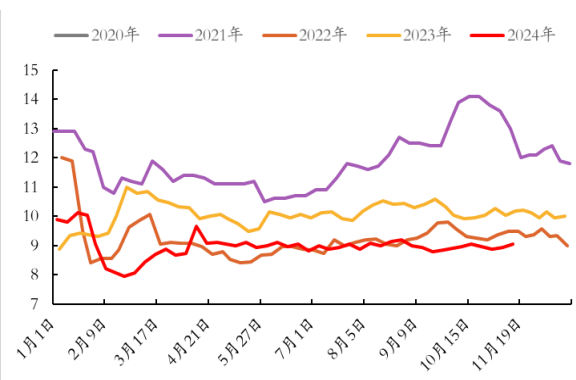


图表 10：仓单（手）

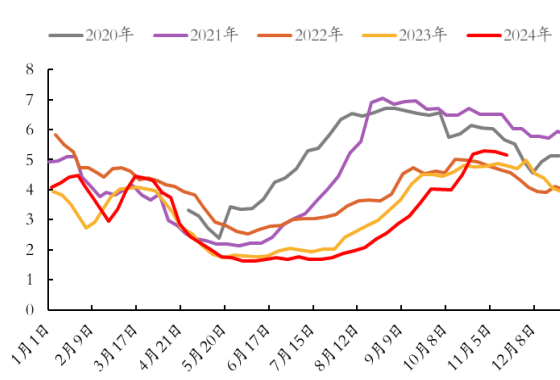


资料来源：钢联、大商所、光大期货研究所

图表 11：包装膜原料库存（万吨）



图表 12：农膜原料库存（万吨）

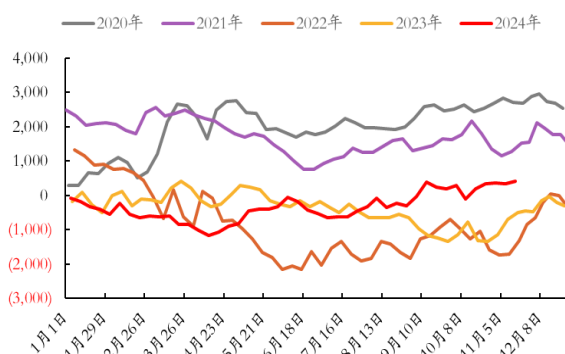


资料来源：钢联、光大期货研究所

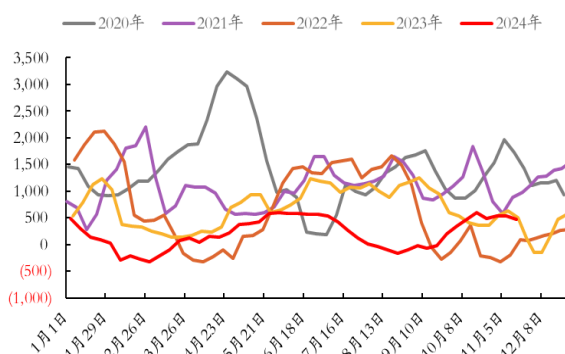
与此同时，利润的修复也为市场带来了新的变化。上半年，由于下游需求疲软，LLDPE 加工利润一度跌至近五年低位，炼厂为了降低库存压力而维持低开工率，供给弹性大幅下降。随着下半年需求的季节性恢复，炼厂库存降至全年最低水平，利润开始逐步修复。值得注意的是，本轮利润的回升主要依赖于供给侧的收缩，而非需求端的强劲表现。这种修复路径使得供给曲线的弹性进一步降低，市场对未来供给变化的敏感性明显提高。



图表 13：油制 LLDPE 毛利（元/吨）

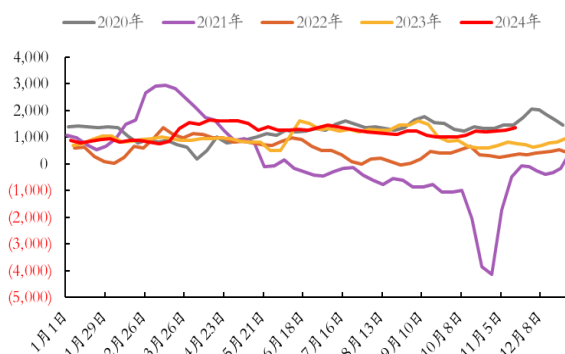


图表 14：乙烯制 LLDPE 毛利（元/吨）

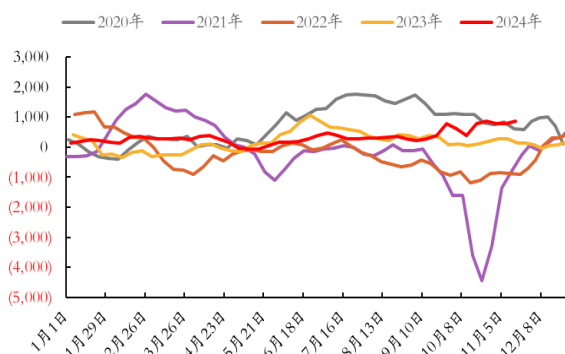


资料来源：钢联、光大期货研究所

图表 15：煤制 LLDPE 毛利（元/吨）



图表 16：甲醇 LLDPE 毛利（元/吨）



资料来源：钢联、光大期货研究所

### 三、多空逻辑与策略建议：机会与风险的博弈

展望未来，市场的多空分歧正在加剧。一方面，多头逻辑基于当前供给恢复的缓慢性以及库存的低位运行。短期内，市场可流通的标准品货源依然紧张，现货市场的采购需求可能进一步推动价格上行。同时，部分下游企业可能通过期货市场建立虚拟库存，这将直接刺激期货价格的上涨。另一方面，空头则将重点放在需求端的边际走弱与供给端的逐步复产上。随着农膜需求的季节性高峰逐步过去，需求端的提振作用将逐步减弱；而集中检修的装置预计将在 12 月中旬陆续

复产，这将缓解供给端的紧张局面。此外，目前 LLDPE 市场的基差和月差均处于高位，这种结构性矛盾也对价格进一步上行形成一定的压制。

图表 17：LLDPE 远期结构（元/吨）

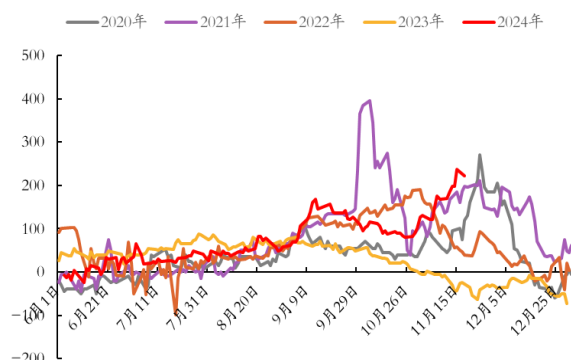


资料来源：iFind、光大期货研究所

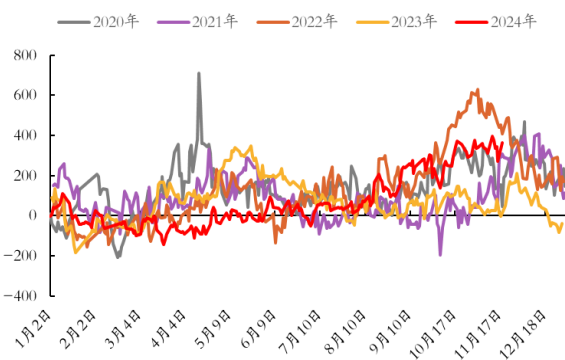
在操作策略上，投资者需根据市场的阶段性特征进行动态调整。首先，从月差交易的角度来看，目前 1-5 月差已达到极高水平，近月合约持仓显著增加，显示出风险的快速积聚。在这一背景下，单边追多或正套操作的风险较大，建议投资者避免在高位追涨，仅适合前期已有盈利的持仓继续持有，并且需注意风险管理。其次，从基差策略看，当前主力合约基差处于历史高位，四季度基差走弱的季节性概率较大，有利于开展买入套期保值操作，以锁定价格波动的潜在利润。



图表 18: LLDPE 期货 1-5 月差 (元/吨)



图表 19: LLDPE 基差 (元/吨)



资料来源: iFind、光大期货研究所

#### 四、总结

本轮 LLDPE 价格的强势上涨, 主要受到库存低位和供给弹性显著降低的双重推动。短期内, 供给恢复缓慢叠加季节性需求的支撑, 多头逻辑持续占据主导地位, 价格维持强势运行。然而, 从中长期来看, 随着需求高峰逐步回落以及检修装置的陆续复产, 市场可能面临一定的回调压力。不过, 这种调整风险已部分体现在期货远期结构之中。鉴于当前市场的紧张情况, 投资者需重点关注近端市场动态及供需平衡的边际变化, 谨慎评估潜在做空机会以规避风险。

### 光期能化研究团队成员介绍

- **所长助理兼能化总监：钟美燕**

现任光大期货研究所所长助理兼能化总监，上海财经大学硕士，荣获 2019 年度、2021 年度、2022 年度上期能源“优秀分析师”，带领能源研究团队获得上期能源 2021 年、2022 年优秀产业服务团队奖，2022、2023 年度期货日报最佳工业品分析师。十余年期货衍生品市场研究经验，服务于多家上市公司及国内知名企业，为其量身定制风险管理方案及投资策略。曾获郑商所高级分析师，并长期担任《第一财经》、《期货日报》等媒体特约评论员。2020 年能化团队主讲的“原油衍生品精品系列直播‘油’刃有余”入选中期协 2020 年期货投资者教育优秀案例。

期货从业资格号：F3045334；期货交易咨询资格号：Z0002410。

- **原油/燃料油/天然气/沥青/航运分析师：杜冰沁**

现任光大期货研究所原油、天然气、燃料油、沥青和航运分析师，美国威斯康星大学麦迪逊分校应用经济学硕士学位，山东大学金融学学士；荣获 2022 年度上海期货交易所优秀能化分析师奖，2022、2023 年度期货日报最佳工业品分析师称号，所在团队获得上期能源 2021 年、2022 年优秀产业服务团队奖；扎根国内外能源行业研究，深入研究产业链上下游，关注行业热点事件，撰写多篇深度报告，获得客户高度认可。长期在《期货日报》、《第一财经》等国内主流财经媒体发表观点，并接受《央视财经》和《21 世纪经济报道》等媒体采访。

期货从业资格号：F3043760；期货交易咨询资格号：Z0015786。

- **橡胶/聚酯分析师：邱艺琳**

现任光大期货研究所橡胶、聚酯分析师，上海大学金融学硕士、金融学学士。主要从事天然橡胶、20 号胶、PTA、MEG 等期货品种的研究工作，擅长数据分析，逻辑能力较强。

期货从业资格号：F03107645。

- **甲醇/PE/PP/PVC 分析师：彭海波**

中国石油大学（华东）工学硕士，中级经济师，主要从事甲醇、PE、PP、PVC 的研究工作，多年能化期现贸易工作，通过 CFA 三级考试，具备将金融理论与产业操作相结合的经验。

期货从业资格号：F03125423。

## 联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号 6 楼、703 单元

公司电话：021-80212222                      传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979                      邮编：200127

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。