

## 成本走弱叠加产能投放 烯烃系价格重心下移

### 观点概述

2024年烯烃系以聚烯烃为代表的化工品走势偏震荡,节奏大于趋势。进入2025年,在成本端原油平衡表累库叠加石脑油裂解价差震荡承压指引下,三烯及其下游化工品难有强势表现,其中聚烯烃在产能扩张背景下供需平衡表偏累库,价格重心或出现下移,适合单边做空或空配,尤其塑料2505合约期内现货估值高位+供需面临转弱节点+季节性累库,更适合利用远期曲线结构的变化去捕捉单边卖点,跨期方面也可以把握聚烯烃远期曲线远端未来转contango结构时5-9反套的机会。

### 策略推荐:

#### 1、单边做空或空配聚烯烃2505合约。

对于2505合约尤其是塑料2505合约,在现货估值偏高+明年大投产预期面临强弱转换节点+成本驱动大方向偏向下的组合下,长线一致性偏空看待。但考虑到成本端原油2025年3月前抵抗式下跌仍存反弹动能+目前05贴水太多,倾向等back结构逐步平坦化后右侧入场空单,当然符合条件左侧也可提前建仓。

back陡峭结构下左侧单边拐点进场条件:back主要通过远端合约不跟涨来加深+估值偏高+供需面临转弱节点+成本端原油可能出现走弱;

价格曲线右侧好的单边进场机会发生在可能转结构阶段:back结构平坦+通过绝对库存水平判断有转结构可能+远期曲线近端出现异动。

#### 2、跨期方面把握聚烯烃远期曲线远端未来转contango结构时5-9反套机会

2505合约期内,远期曲线远端可能从back转为contango,在转结构阶段跨期上操作05期现正套或5-9反套,时间点可能在春节前后,考虑到PP远期曲线更为平坦化,大概率会先看到PP的跨期策略机会。

### 风险关注

成本端油价上行以及石脑油裂解走强、新增产能投产不及预期。

研究员:章正泽

邮箱 zhangzz@ghlsqh.com.cn

TEL: 0571-85135825

从业资格号: F3085804

投资咨询资格号: Z0016442

2024年12月12日

## 一、 聚烯烃盘面运行逻辑回顾

2024 年聚烯烃盘面价格走势偏区间震荡，节奏大于趋势。具体去看盘面交易逻辑，基于聚烯烃的产业格局，盘面主要还是围绕成本驱动、供应（现实/预期）驱动展开交易，PP 由于自身需求受宏观影响较大，阶段性还会交易需求端预期逻辑。

从盘面交易逻辑出发，可以将 2024 年行情分为几个阶段。

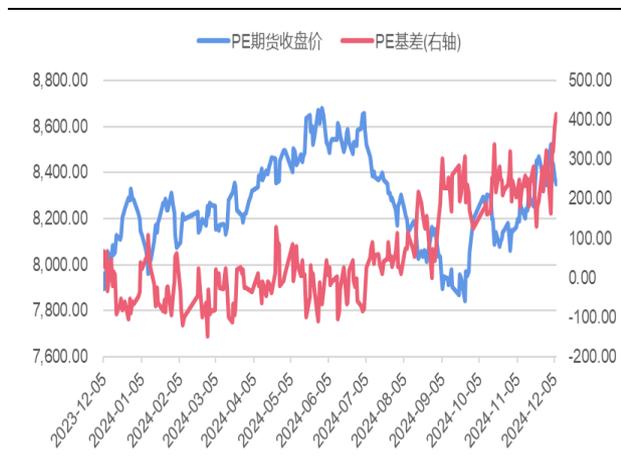
第一阶段：年初至 4 月中旬。聚烯烃盘面价格上涨的同时，基差整体表现弱于盘面，油制生产利润以及下游制品利润同步出现压缩，盘面的上行主要在交易成本推涨逻辑。

第二阶段：4 月中旬至 5 月底。聚烯烃盘面价格上行的同时，油制生产利润跟进走强，基差与下游制品利润出现压缩，盘面的上行主要在交易供应缩减的预期。

第三阶段：6 月初至 9 月下旬。聚烯烃盘面价格高位震荡后出现一轮回落的同时，基差、油制生产利润以及下游制品利润出现修复，盘面的下行主要在交易成本坍塌逻辑。

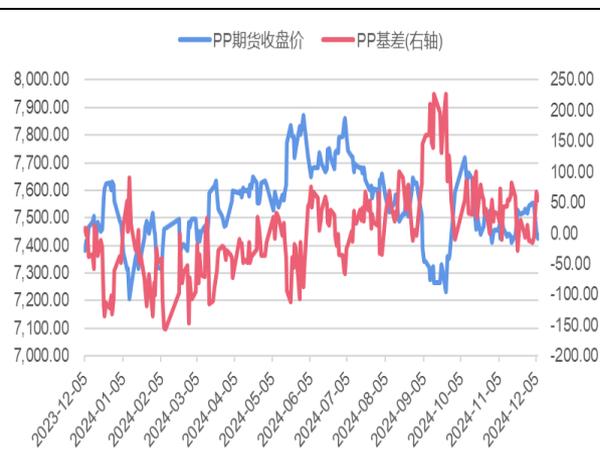
第四阶段：9 月底至当下。聚烯烃内部盘面交易逻辑出现分化。PE 端，盘面价格上涨的同时，基差与自身生产利润跟进走强，下游制品利润走弱，PE 盘面的上行主要在交易现实端供应紧缩逻辑；PP 端，盘面价格震荡企稳的节奏与下游制品利润较为匹配，而与基差、自身生产利润走势相反，PP 盘面主要在交易需求端预期的扰动。

图 1 PE 期货收盘价与基差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 2 PP 期货收盘价与基差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

**图 3 PE 期货收盘价与油制 PE 利润**


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

**图 4 PE 期货收盘价与缠绕膜利润**


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

**图 5 PP 期货收盘价与油制 PP 利润**


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

**图 6 PP 期货收盘价与 BOPP 利润**


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

## 二、 成本驱动端原油平衡表累库 石脑油裂解价差震荡承压

### （一） 2025 年平衡表累库带来原油一致性看空 但需注意节奏

成本端原油，市场基于明年平衡表累库预期，长线整体偏一致性看空，并且从节奏上看，大概率呈现前高后低状态。

平衡表累库预期主要来自供应的增长，供应的增长来自 OPEC+国家自 2025 年 4 月至 2026 年 9 月逐步削减额外自愿减产的 220 万桶/日产量+美国页岩油与凝析油产量抬升+其他非 OPEC+国家产量持续增长。当然供应端也存在出现收缩情况的可能，如美国对伊朗、委内瑞拉再次制裁可能带来二者石油出口减少，但考虑到 OPEC+可以迅速弥补二者缺口，且二者目前产量也未恢复到正常水平，制裁带来的减产产量级影响也无法达到 2018 年的水平，即使出现制裁对油价的利多影响也偏阶段性且力度受限。

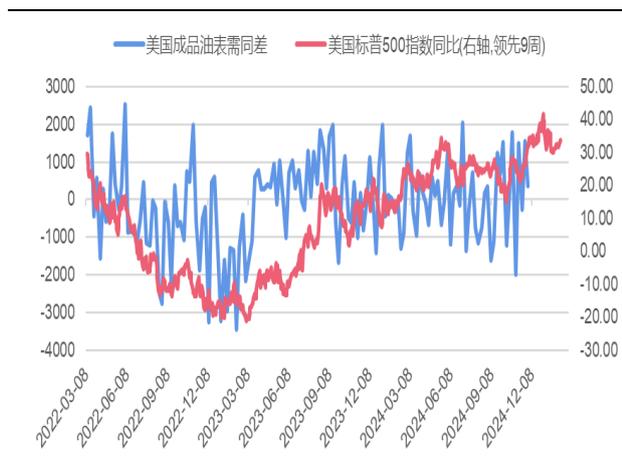
不过在油价一致性看空的状态下，节奏也很重要，考虑到目前油价下方面临页岩油完全成本支撑（WTI60-65），且2025年4月之前OPEC+尚未退出额外自愿减产，供应端逻辑对油价的持续扰动有限，在这一阶段油价可能会在需求端汽油裂解反弹的预期带动下出现反弹，价格更偏抵抗式下跌，需要关注领先指标对成品油超季节性需求的指引。不过在大方向看空下，即使出现反弹行情，也需要紧盯其他对汽油裂解更为高频的领先指标如新加坡复杂炼厂利润，一旦领先指标出现拐头向下，需要及时把握反弹行情结束的节奏。

图7 全球原油平衡表与近端月差



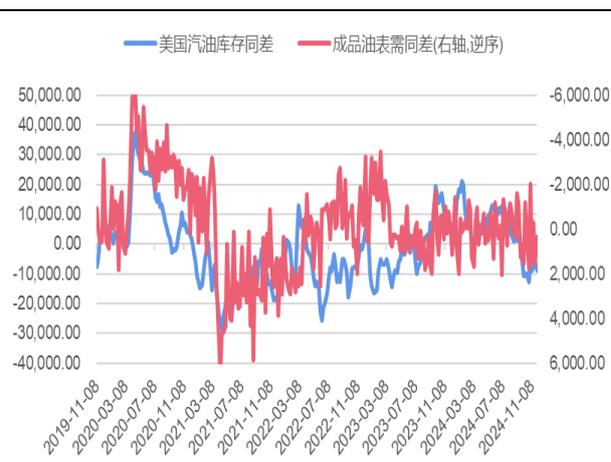
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图8 美国成品油超季节性需求



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图9 美国汽油库存同差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 10 美汽油裂解与 WTI



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 11 新加坡复杂炼厂利润



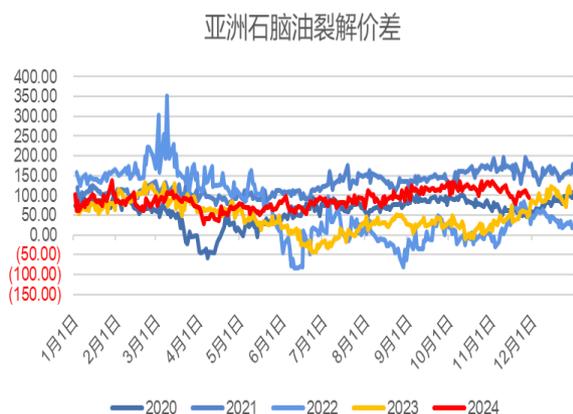
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

## (二) 2025 年石脑油裂解价差震荡承压 拖累三烯价格

石脑油作为原油和化工品的中间品，承接了原油波动向化工品传导的作用。所以石脑油裂解的判断就很重要，可以通过其判断原油的波动能否有效传导至石脑油下游的化工品，判断化工品相对原油的强弱，甚至直接判断化工品单边可能的走势。

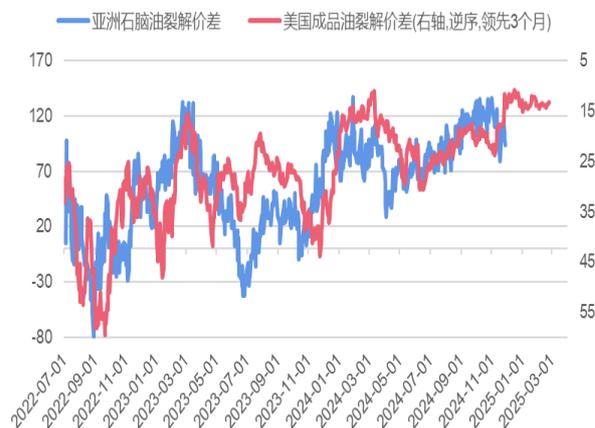
而石脑油作为炼厂副产品，当炼厂利润情况良好时，开工率抬升就会带来石脑油供应增加，从而压制石脑油裂解价差，所以对于石脑油裂解的研判就取决于对成品油裂解的研判。

图 12 亚洲石脑油裂解价差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 13 亚洲石脑油裂解价差与美成品油裂解价差

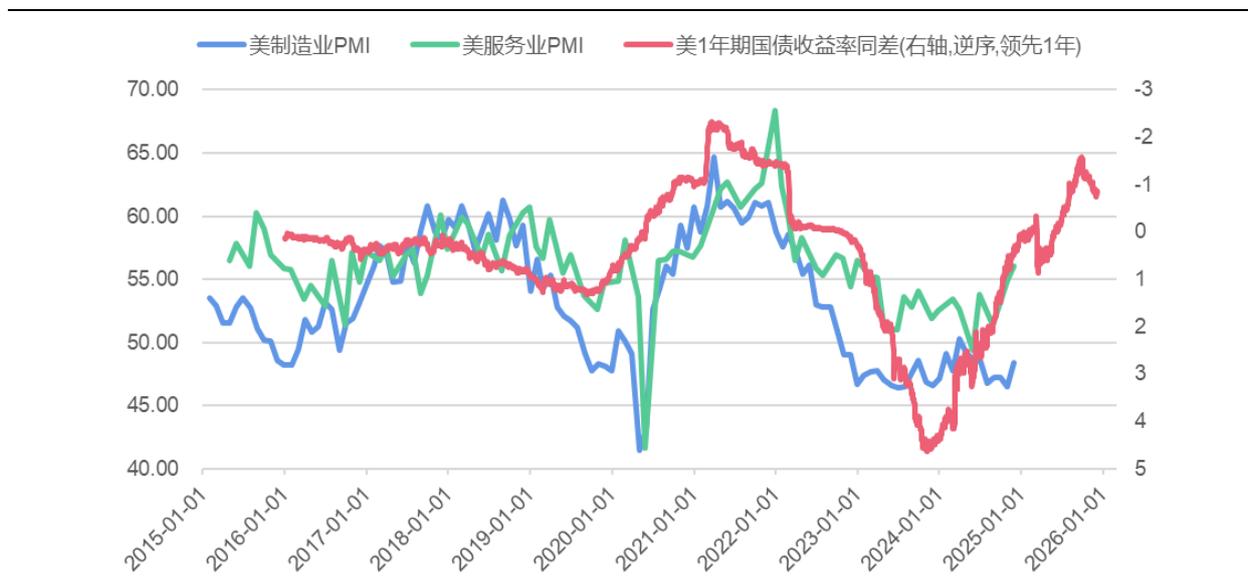


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

成品油需求端，美国仍处于降息周期，利率的下行对于制造业与服务行业仍将产生滞后利好，而服务业与制造业的修复往往伴随的是美国成品油需求如汽油的修复，成品油需求的修复又会对成品油裂解价差形成支撑。从美国 1 年期国债收益率同差的领先指引看，降息周期内对 2025 年美国成品油裂解价差有托底作用，只是考虑到美国炼能过剩，炼能淘汰周期内成品油裂解价差也没有大的修复动能，

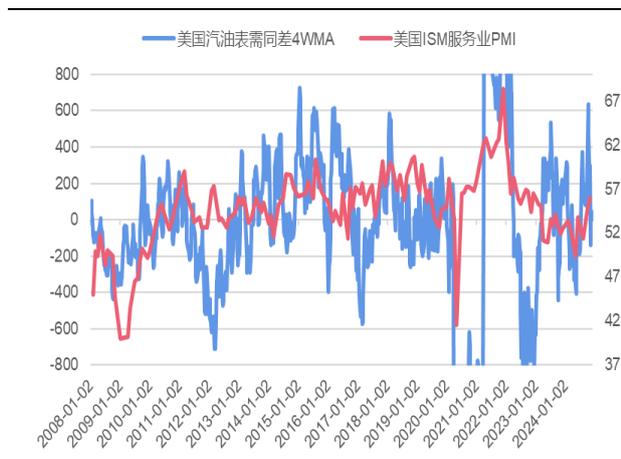
只存在小幅修复可能，相应的 2025 年亚洲石脑油裂解价差可能偏震荡承压。

图 14 美国服务业制造业 PMI



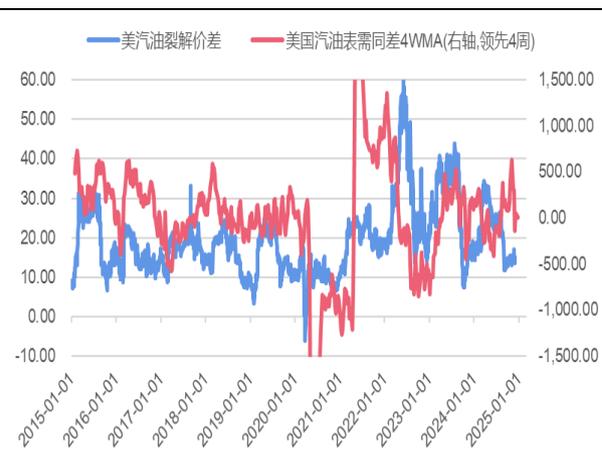
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 15 服务业 PMI 与汽油需求



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 16 汽油需求与汽油裂解价差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

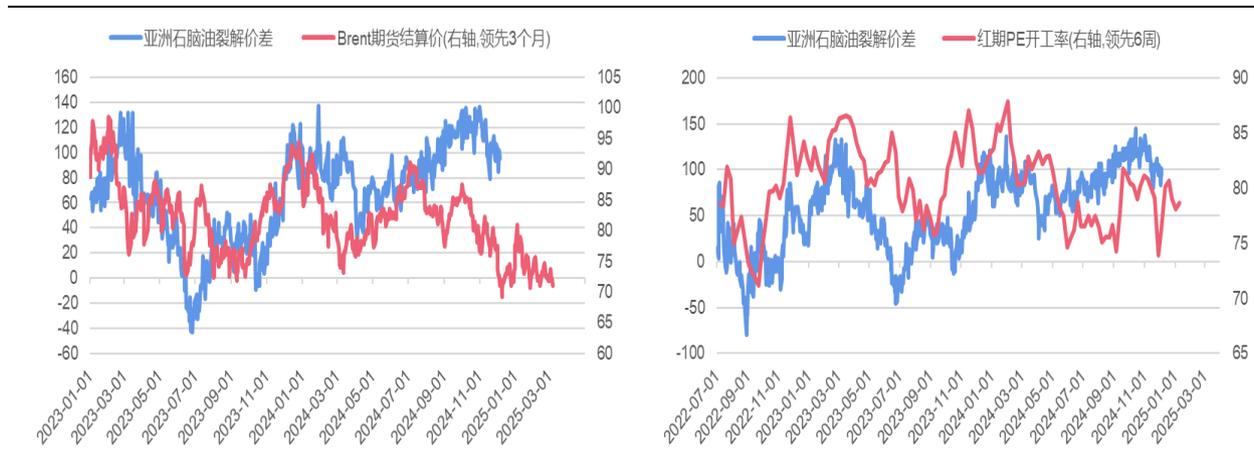
炼厂利润情况带来石脑油裂解价差变化更多从石脑油供应端进行影响，2025 年石脑油成本端与需求端对石脑油裂解价差的指引可能与供应端形成共振向下。

成本端。原油价格对石脑油裂解价差存在一定正向领先性，我们认为这一领先性的本质是当油价的波动仅仅由供应端驱动时，需求端下游成品油裂解价差可能会出现反向波动，从而带来油价对石脑油裂解的同向领先性。考虑到 2025 年油价走弱的大逻辑在于供应端，大概率将会看到在油价走弱的领先指引下石脑油裂解出现承压。

需求端。石脑油作为催化重整原料的需求更加内生性，对供需不构成实质影响，考虑石脑油需求

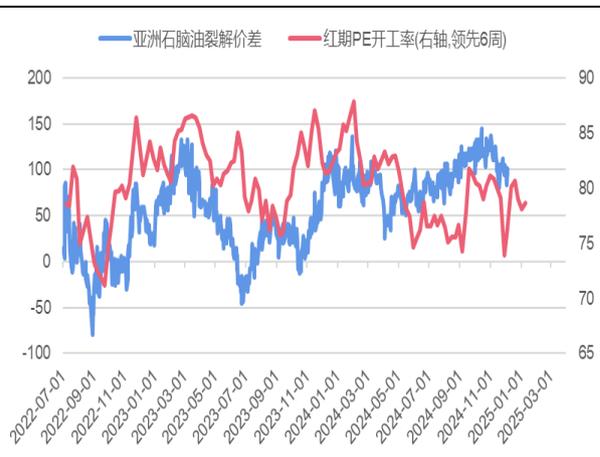
时更多考虑偏外生的裂解需求。而裂解需求下的三烯需求，乙烯中的 PE 占比最大，PE 开工率变化会从需求端对石脑油裂解产生影响，2025 年国内 PE 面临大量新增产能投放，处于产能扩张、行业洗牌格局下的 PE 需要维持低开工来淘汰落后产能，低开工将会拖累石脑油裂解价差。

图 17 亚洲石脑油裂解价差与油价



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

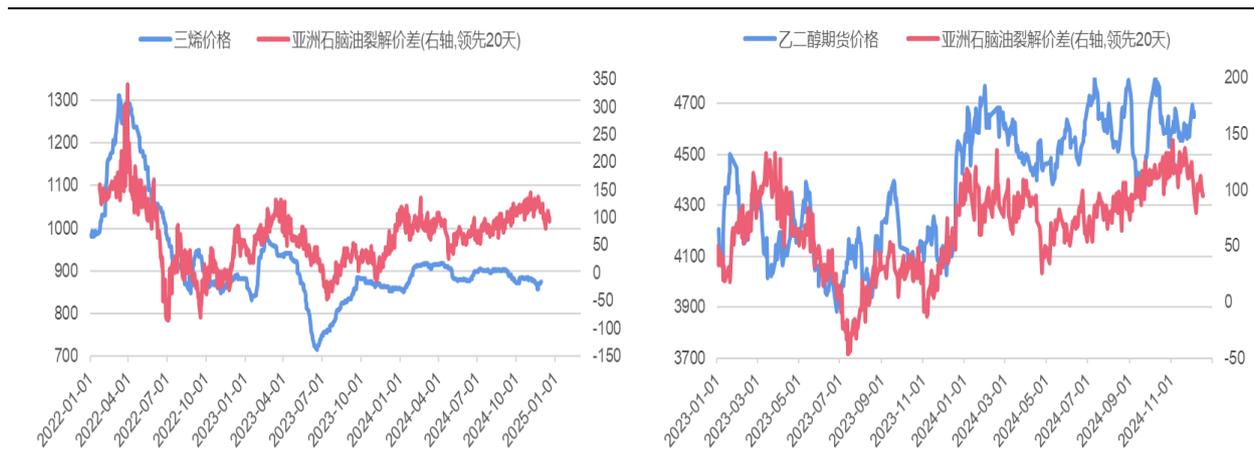
图 18 亚洲石脑油裂解价差与 PE 开工率



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

随着石脑油裂解的震荡承压，将从直接成本端拖累下游三烯价格，三烯价格走势整体跟随石脑油裂解价差，只是因为三烯及下游化工品自身供需强弱情况不同，走势相对石脑油裂解强弱也会有所分化，对于产能释放供需偏弱的聚烯烃来说自然表现更为弱势，而供需相对更好的乙二醇只是相对更为抗跌，但在成本端石脑油裂解震荡承压的背景下，也会加大其自身走出相对独立强势上涨行情的难度。

图 19 亚洲石脑油裂解价差与三烯价格



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 20 亚洲石脑油裂解价差与 EG 价格



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

### 三、 供需驱动端产能扩张背景下平衡表偏累库

#### (一) PP 仍处产能投放周期 PE 迎来产能投放大年

新增产能方面，2024 年聚烯烃内部产能投放节奏差异较大，PP 处于投产大年，新增产能在 475 万吨，而 PE 产能投放较少，剔除 EVA 后新增产能 310 万吨，且投产集中在 11 月之后。二者产能投放节奏差异带来了较好套利机会，L-PP 价差从 2023 年底开始整体出现走强。

进入 2025 年，PP 仍处产能投放周期，预计新增产能 535 万吨，而 PE 也将迎来产能投放大年，预计全年新增产能达到 585 万吨，剔除 EVA 后新增产能也达到 545 万吨。

从投产节奏上看。2025 年 PP 有将近一半新增产能在上半年投放，叠加 2024 年底新增产能更多作用在 2025 年上，PP2505 与 2509 均面临较大压力。2025 年 PE 投产节奏与 PP 类似，大部分产能也将集中在上半年释放，且叠加 2024 年底 PE 密集投放的新增产能滞后影响，2505 合约期内 PE 供应压力整体高于 PP，这也是为什么我们前期推荐在 2505 合约上多 L 空 PP 的原因。但是考虑到目前 L2505 合约贴水较多，且长周期上 PE 与 PP 的供应差并没有趋势性机会，所以对于在 2505 合约上多 L 空 PP 的策略下调推荐评级。

表 1 PP2024-2025 年新增产能

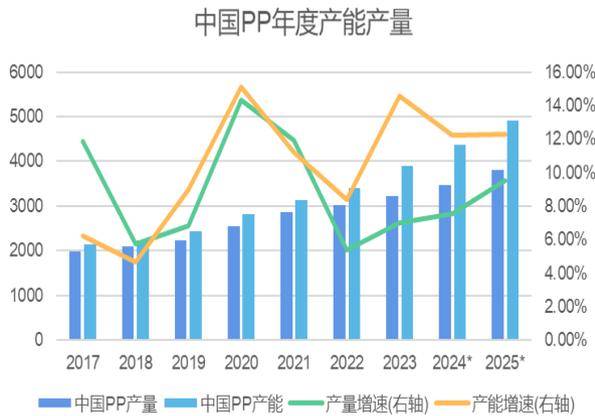
PP2024年新增产能					
石化名称	地点	产能	投产时间	工艺	装置动态
广东石化一期二线	广东揭阳	20	2024年1月	油制	12.30日产出合格品
惠州立拓新材料	广东惠州	30	2024年3月	外采丙烯	特种聚丙烯15+15
国乔石化	福建泉州	45	2024年4月	PDH	4月低负荷生产副牌，5月正式产拉丝后停车
安徽天大	安徽除州	15	2024年5月	外采丙烯	15粉+15粒，5月13日产粒料拉丝，7月停车
山东金能二期1线	山东青岛	45	2024年5月	PDH	
山东金能二期2线	山东青岛	45	2024年5月	PDH	
中景福建二期2线	福建福清	60	2024年6月	PDH	PDH装置24年3月开车;PP6月
天津南港	天津	35	2024年11月	油制	
内蒙宝丰	内蒙	50	2024年11月	CTO	
金诚石化	山东	30	2024年12月	油制	11月底开15万
山东裕龙	山东	100	2024年12月	油制	预计12月
<b>合计</b>		<b>475</b>			
PP2025年新增产能					
利华益维远	山东	20	2025年3月	PDH	20粒+20粉
内蒙宝丰2线	内蒙	50	2025年4月	CTO	
镇海炼化2期2线	浙江	50	2025年4月	油制	
<b>2505合约</b>		<b>120</b>			
内蒙宝丰3线	内蒙	50	2025年6月	CTO	
埃克森惠州1线	广东	47	2025年6月	油制	
埃克森惠州2线	广东	48	2025年6月	油制	
中海油大榭2线	浙江	45	2025年8月	油制	
中海油大榭3线	浙江	45	2025年8月	油制	
<b>2509合约</b>		<b>235</b>			
山东裕龙	山东	80	2025年10月	油制	
浙江圆锦	浙江	60	2025年12月	PDH	
广西石化	广西	40	2025年12月	油制	
<b>2601合约</b>		<b>180</b>			
<b>合计</b>		<b>535</b>			

数据来源：国海良时期货研究所、ifind

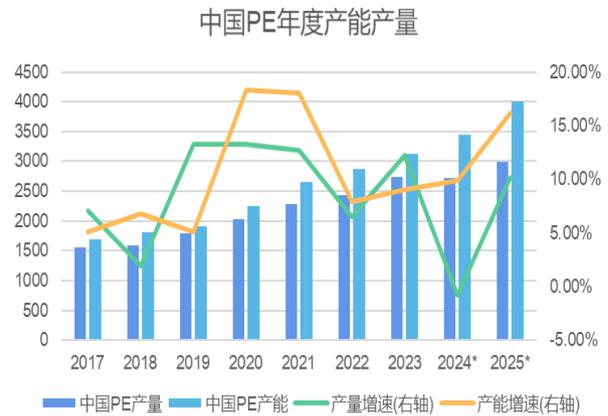
**表 2 PE2024-2025 年新增产能**

PE2024年新增产能										
石化名称	类型	全密度	LLDPE	HDPE	LDPE	EVA	总产能	投产时间	工艺	装置动态
宝丰三期二线	EVA					25	25	2024年3月	CTO	
江苏虹景1	EVA/LD				20		20	2024年10月	CTO	10月底开车后转产LD
天津南港	LL/HD		30	50			80	2024年11月	油制	双11出料
宝丰内蒙1线	全密度	55					55	2024年11月	CTO	已出单体,11月底开车
山东裕龙一期	全密度/HD	100		30			130	2024年12月	油制	12月先开全密度
万华二期	LD				25		25	2024年12月	轻烃	12月开车
<b>合计</b>		155	30	80	25	25	<b>335</b>			
<b>剔除EVA总产能</b>							<b>310</b>			
PE2025年新增产能										
金诚石化	LL/HD		25	45			70	2025年1月	油制	元旦后
江苏虹景2	EVA					20	20	2025年3月	CTO	
宝丰内蒙2线	全密度	55					55	2025年4月	CTO	
<b>2505合约</b>		55	25	45	0	20	<b>145</b>			
宝丰内蒙3线	全密度	55					55	2025年6月	CTO	
埃克森美孚惠州一期	LL		120				120	2025年6月	油制	裂解开车推迟至2季度
江苏虹景3	EVA					20	20	2025年6月	CTO	
吉林石化	HD/EVA			40			40	2025年6月	油制	
埃克森美孚惠州一期	LD				50		50	2025年7月	油制	
<b>2509合约</b>		55	120	40	50	20	<b>285</b>			
山东裕龙二期	HD			45			45	2025年10月		
浙石化2#	LD				40		40	2025年12月		
广西石化	全密度/HD	40		30			70	2025年12月		
<b>2601合约</b>		40	0	75	40	0	<b>155</b>			
<b>合计</b>		150	145	160	90	40	<b>585</b>			
<b>剔除EVA总产能</b>							<b>545</b>			

数据来源：国海良时期货研究所、ifind

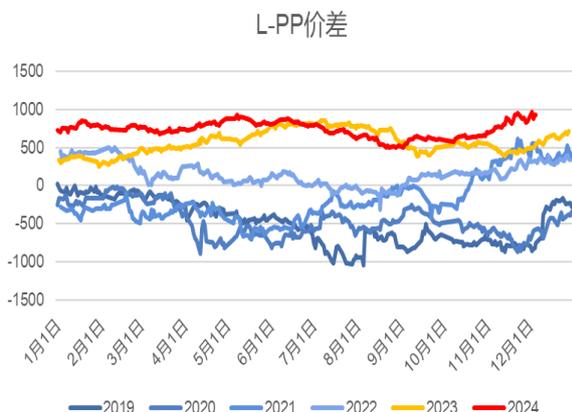
**图 21 中国 PP 年度产能产量**


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

**图 22 中国 PE 年度产能产量**


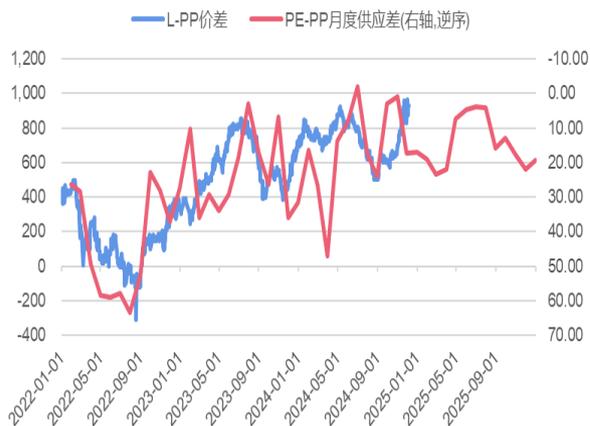
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 23 L-PP 价差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 24 L-PP 价差与 PE-PP 月度供应差

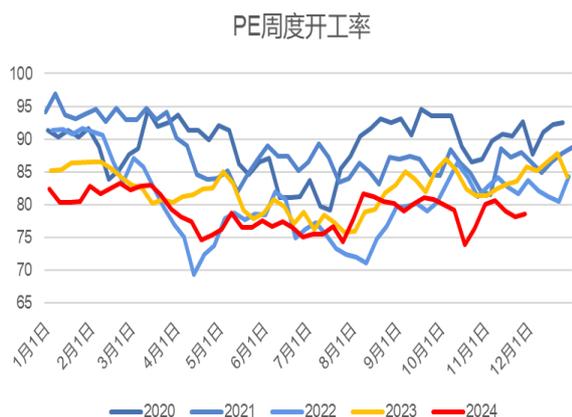


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

## (二) 产能扩张格局下需要存量装置低开工来完成行业优化

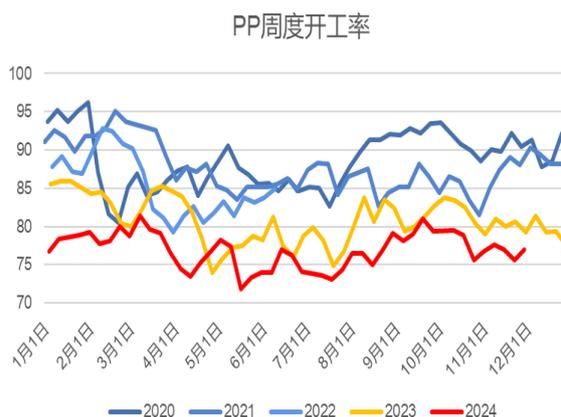
存量装置方面。聚烯烃近几年的低开工以及意外检修增多，整体是由于这两年生产端低利润导致。随着 2024 年年中开始聚烯烃油制生产利润迎来持续修复，在其领先指引下 2025 年偏油头的存量装置开工可能迎来抬升，但考虑聚烯烃仍处于产能扩张周期，即使油头推动下开工有所抬升，空间也有限，且产能扩张格局下大概率还需要供应端的低开工来完成行业优化。这部分优化大概率需要外采石脑油装置以及 PDH、MTO 装置来承担。

图 25 PE 开工率



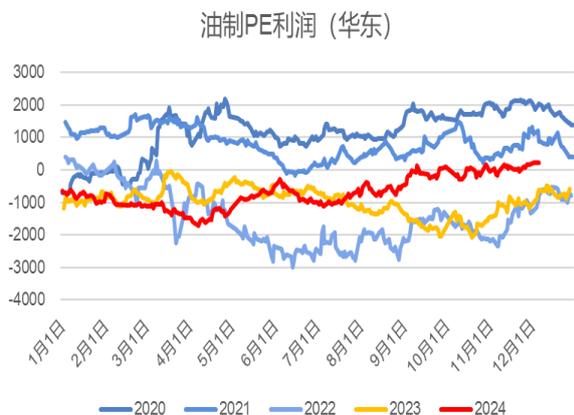
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 26 PP 开工率



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 27 油制 PE 利润



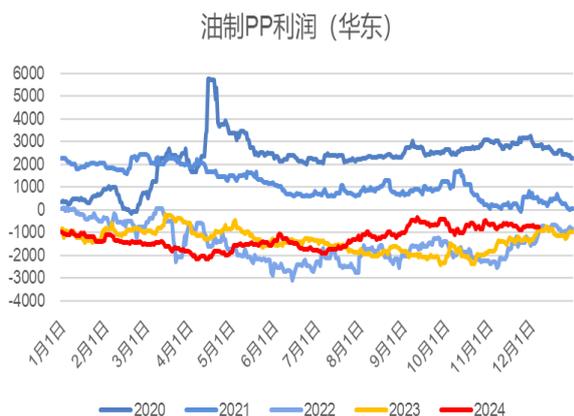
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 28 PE 开工率与油制利润



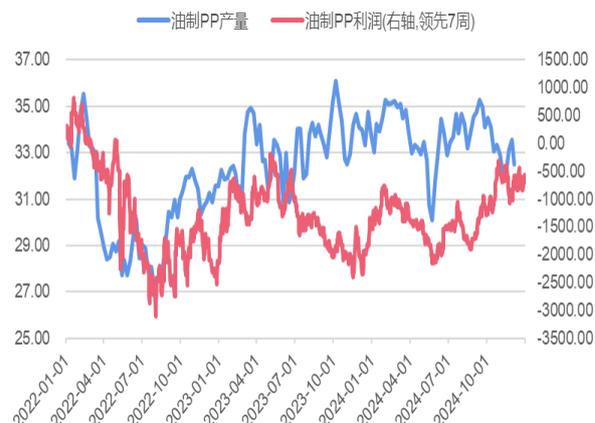
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 29 油制 PP 利润



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

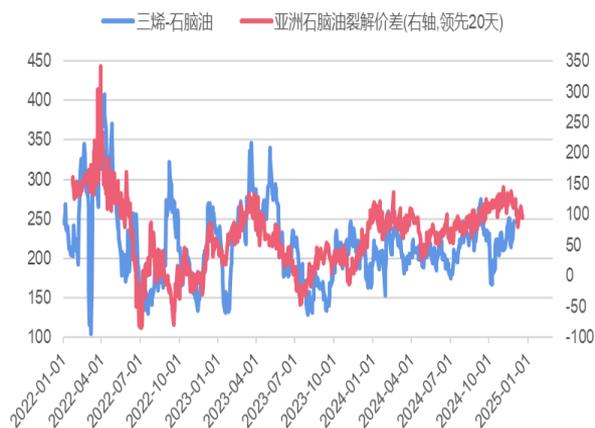
图 30 油制 PP 产量与油制利润



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

外采石脑油端。上文我们已经对 2025 年石脑油裂解价差走势做出研判，大概率处于承压状态。石脑油裂解的承压大概率带来整个石脑油下游化工相对石脑油估值的压缩，我们看到趋势层面石脑油裂解价差对三烯-石脑油裂解价差存在正向领先性，2025 年三烯-石脑油价差大概率也处于承压状态。随着三烯-石脑油价差的承压，石脑油裂解制乙烯端的开工率也会压缩。

图 31 三烯与石脑油价差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 32 三烯石脑油价差与乙烯开工率



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

PDH 及 MTO 端。二者作为目前成本利润端的边际调节装置，相较一体化装置来说产品更单一，对低利润的承受能力更差，在 2025 年仍处于产能扩张周期背景下，PDH 及 MTO 装置开工率大概率出现承压。

图 33 PDH 利润与开工率



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 34 MTO 利润与开工率



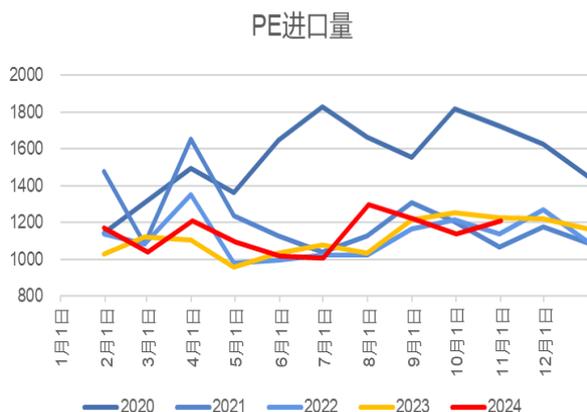
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

### (三) 国内产能投放格局下 需要减少进口增加出口平衡

进出口端。PE 方面，2024 年国内产量偏低且无大量新增产能实际投产，进口量相较 2023 年小幅抬升，但在产能投放的大背景下，仍处于历年同期低位。PP 方面，2024 年由于国内产能大投放，进口量已下滑至历年最低水平，进口依存度下降至 10%以内，且 PP 出口持续放量，成为贸易商以及部分上游企业的稳定业务之一，PP 出口量的绝对水平也不再完全取决于利润的绝对水平。

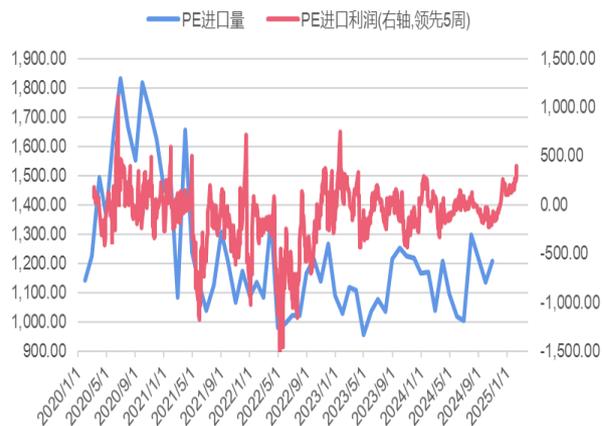
展望 2025 年，由于近两年国内聚烯烃处于产能扩张阶段，减少进口增加出口成为大趋势，PP 将继续维持这一趋势，而 PE 在 2025 年也将迎来新增产能大投放，进口依存度大概率将进一步压缩。

图 35 PE 进口量



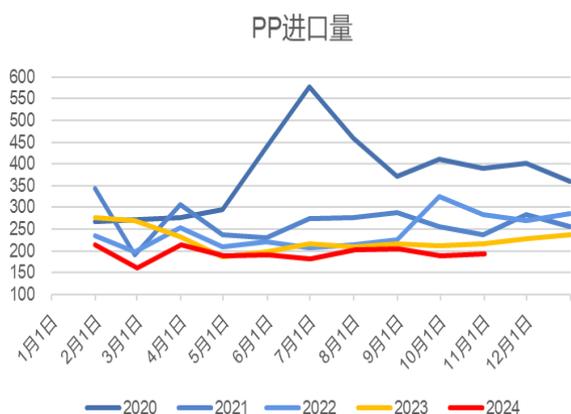
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 36 PE 进口量与进口利润



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 37 PP 进口量



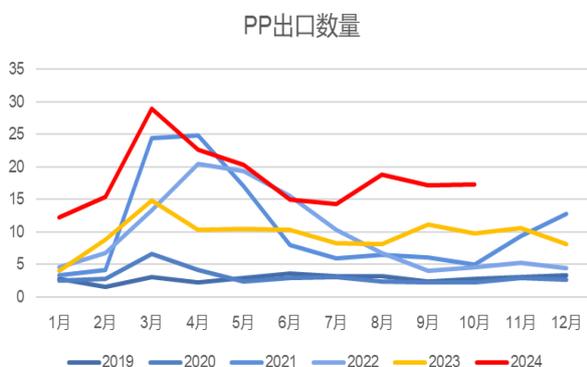
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 38 PP 进口量与进口利润



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 39 PP 出口量



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 40 PP 出口量与出口利润

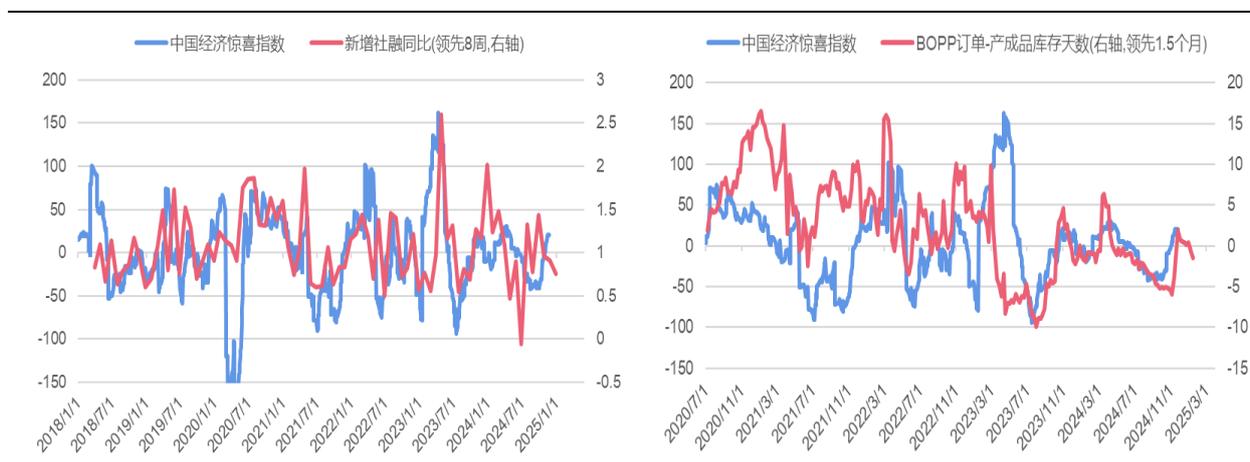


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

#### (四) 内需存改善预期 但仍需政策持续发力

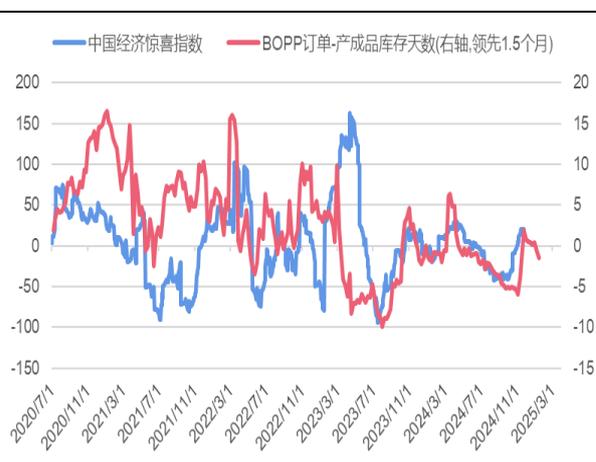
需求方面，内需有改善预期，但现实端尚未看到趋势改善迹象，还需政策持续发力。观察偏中观的中国经济惊喜指数，其主要统计中国各行业终端订单情况。在 9.26 新政出台后，10 月中国经济惊喜指数开始出现一轮走强，中国经济惊喜指数的走强往往表明中国经济正在好转，中国市场可能进入补库周期，补库周期内下游终端盈利能力增加，如 PP 下游终端 BOPP 利润会得到明显修复。但目前中国经济惊喜指数的走强尚不能确认为趋势性走强，领先指标方面，无论是宏观层面决定信贷周期扩张程度的新增社融同比，还是微观产业层面 PP 下游受宏观扰动较大、反应 BOPP 需求的 BOPP 订单和产成品库存天数差值，均未看到趋势走好信号，未来还需政策端持续发力。由于 PE 的需求更偏刚性，而 PP 的需求相对受到宏观扰动更大，从信贷脉冲增速对 PP 期货价格的大方向指引看也基本匹配我们刚刚提到的观点。

图 41 新增社融同比对经济惊喜指数的领先性



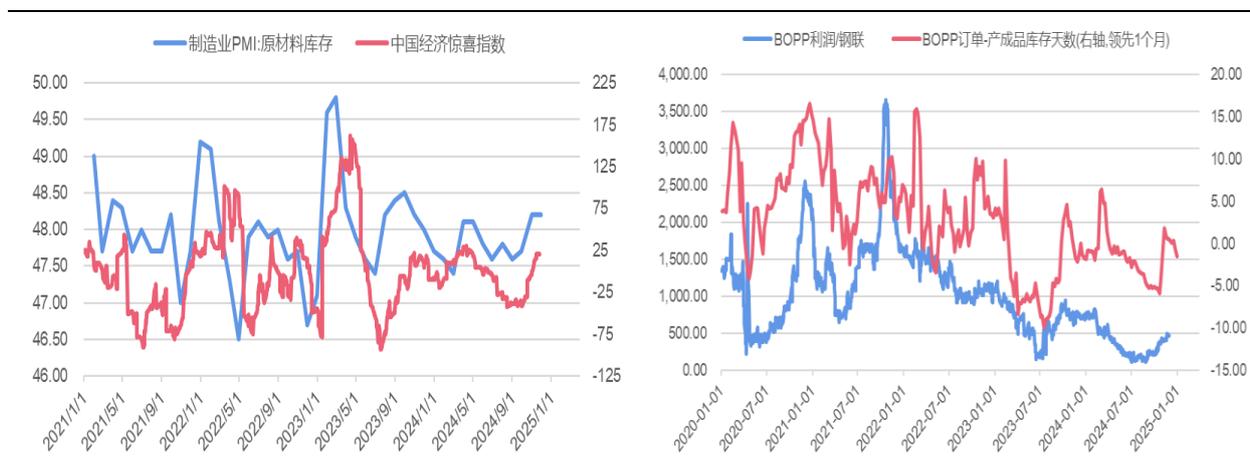
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 42 PP 终端需求对经济惊喜指数领先性



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 43 经济惊喜指数与制造业 PMI 原材料库存项



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 44 BOPP 订单与产成品库存天数差对利润领先性



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 45 信贷脉冲增速对 PP 期货价格的大方向指引

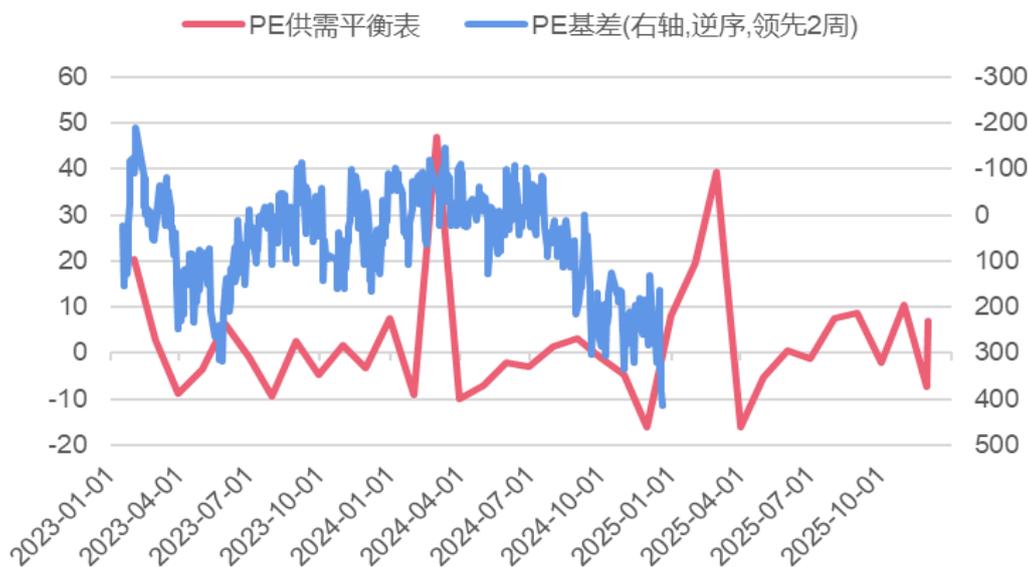


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

### (五) 2025 年聚烯烃平衡表偏累库 05 合约空配一致性较强

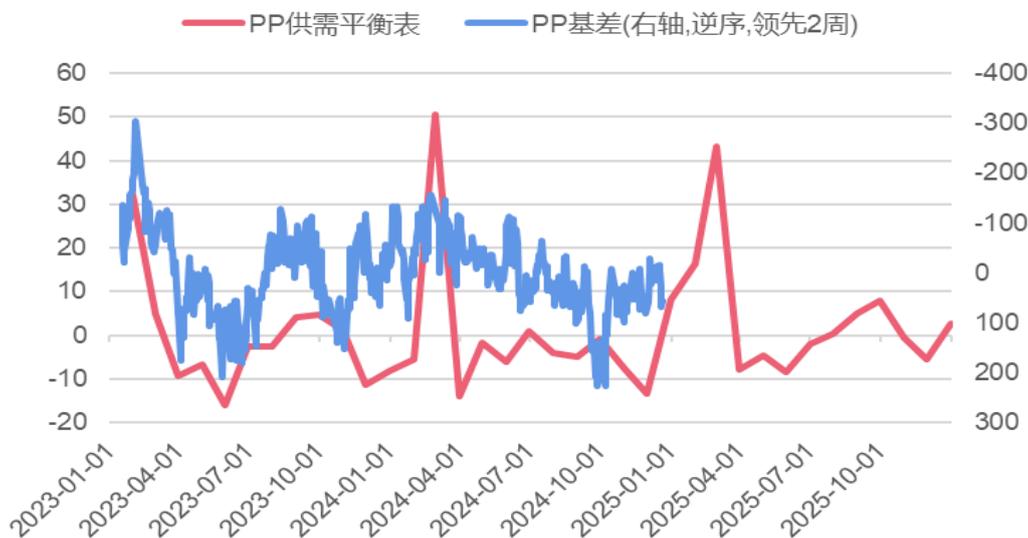
综合看 2025 年聚烯烃供需端，PE 与 PP 均进入产能扩张周期，高产能投放下需要存量装置维持低开工以及减少净进口来进行平衡，考虑到需求端尚未确认趋势转好，全年平衡表大概率偏累库。细分合约上，2505 合约期内新增产能供给压力较大，需求端虽有政策预期但尚未确认趋势改善，叠加季节性累库背景，供需驱动层面 05 合约偏空配。

图 46 PE 供需平衡表与基差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 47 PP 供需平衡表与基差

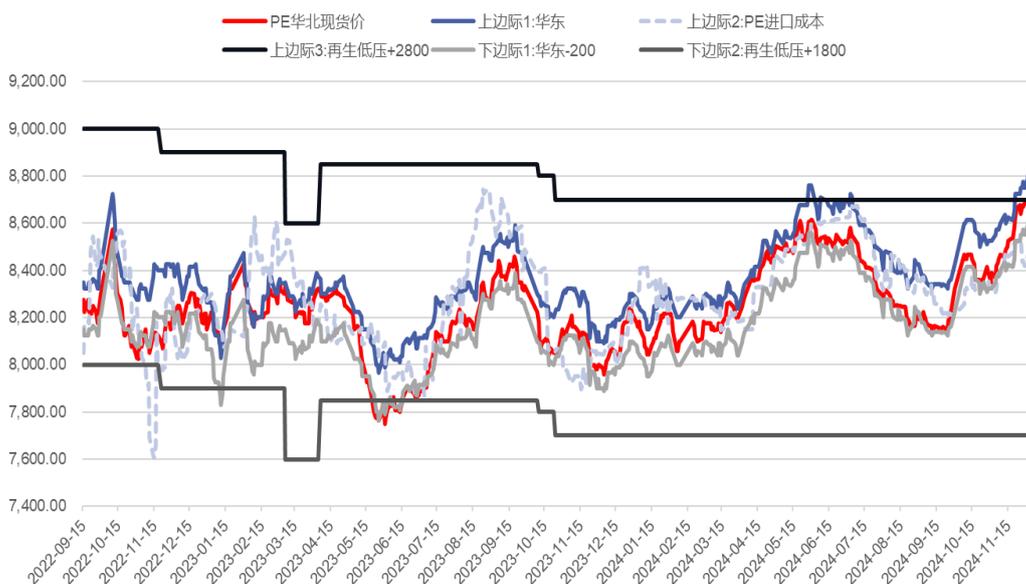


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

#### 四、 估值端塑料处于高估值 PP 上游丙烯估值中性偏高

塑料方面，华北现货价已经来到再生低压+2800 给到的价格上边际附近，估值高位，但在目前强现实格局下，现货价格估值水平处于高位也是合理的，只是需要注意，一旦未来现实转弱，高估值将会迎来修复，这也是市场空头动能之一。整体在强现实弱预期且面临强弱转换节点+估值偏高的背景下，市场投资者倾向去博弈强弱转换的价格拐点。

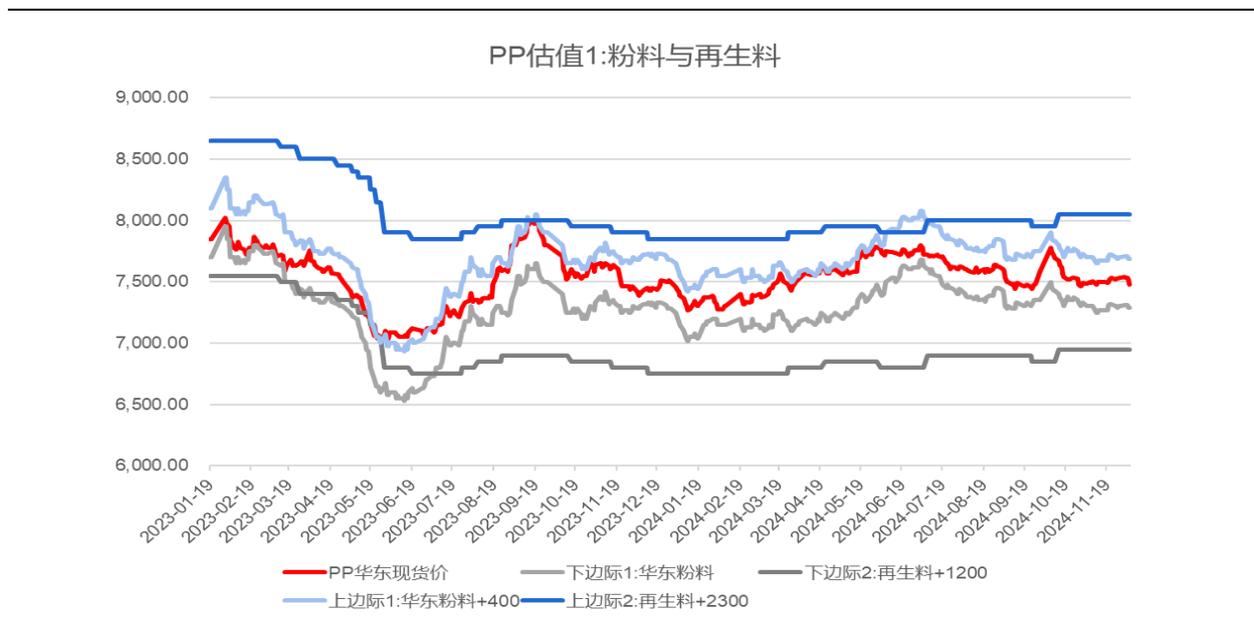
图 48 LLDPE 估值情况



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

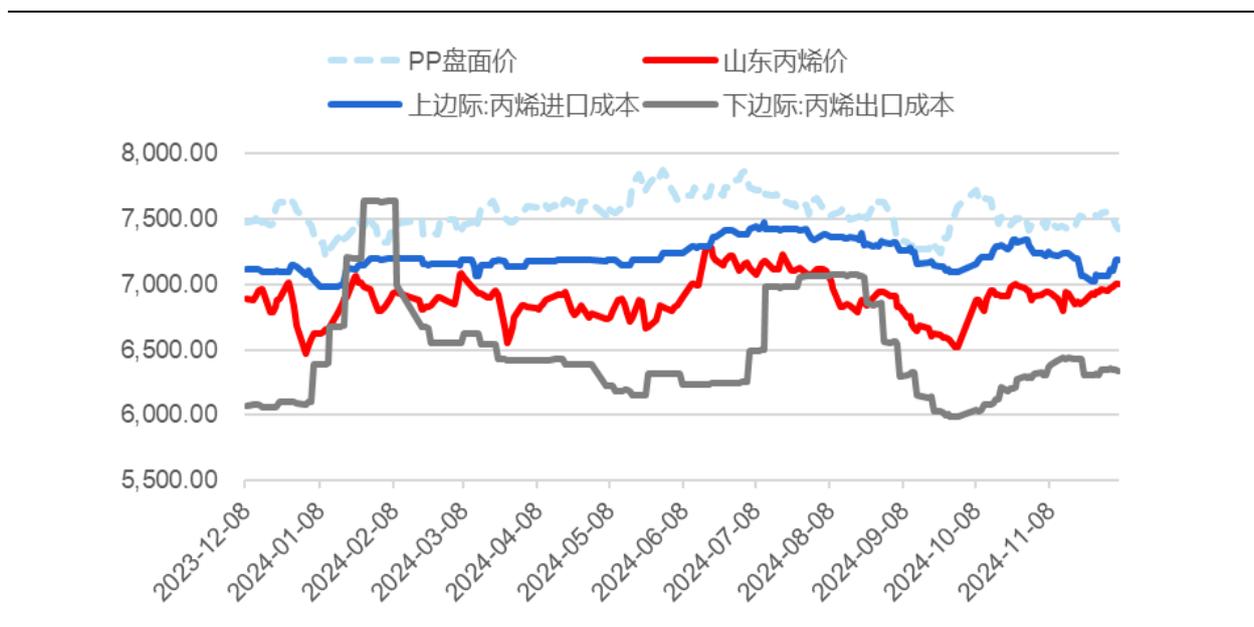
PP 方面，从粉料与再生料给到的 PP 估值体系看，目前 PP 估值偏中性，但从 PP 的直接上游丙烯来看，丙烯估值中性偏高，PP 与丙烯大趋势上价格走势节奏基本一致，丙烯的中性偏高估值需要引起重视。

图 49 PP 估值情况



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 50 丙烯估值情况



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

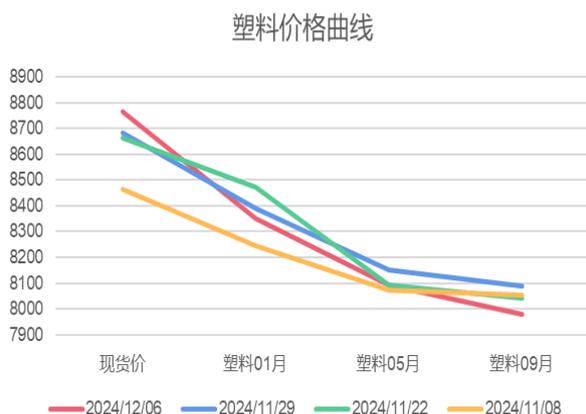
综合看，在现货估值偏高+明年大投产预期现货面临强弱转换节点+成本驱动大方向偏向下的组合下，市场对于 2505 合约，尤其是塑料 2505 合约，比较一致性偏空看待。

看空 2505 合约个人认为问题不大，虽然不排除新装置未来有投产不及预期的可能，但那是未来的事，可以先交易投产预期后再对投产不及预期做修正。不过具体到 05 空单的进场节奏上，虽然长线看空，但节奏也很重要，目前可能并不适合大仓位入场，尤其是塑料端。一方面成本端原油在明年 3 月前抵抗式下跌仍存反弹动能，另一方面目前塑料 05 贴水太多，在成本端没有给到盘面向下空间且盘面大贴水的情况下，个人更倾向于等 back 结构逐步平坦化后右侧入场空单。当然，如果考虑到目前塑料库存水平偏低，短期可能累不到接近转结构的绝对库存水平，如卓创口径的 90 万吨附近，那在 back 结构陡峭的时候也可以去尝试抓左侧拐点的机会，只是抓左侧拐点时需要小心只是操作的一个小波段而非趋势反转。

back 陡峭结构下，左侧拐点怎么做？从远期曲线结构的角度看，需要看到 back 结构加深的过程中，现货有些跟不动，back 的加深不是通过近端现货的拉涨来加深，而是通过远端合约不跟涨来加深，此时配合现货估值层面估值偏高+供需层面弱预期面临即将兑现节点+成本端原油可能出现走弱，可以去尝试操作左侧拐点。

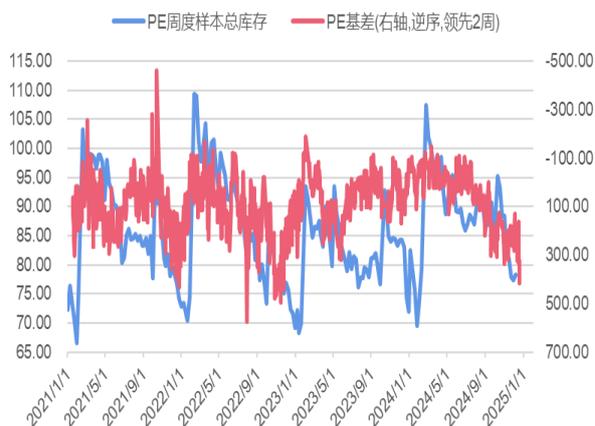
back 结构逐步平坦化后右侧如何入场空单？价格曲线右侧好的进场机会发生在可能转结构阶段：back 结构平坦+通过绝对库存水平判断有转结构可能+远期曲线近端出现异动。在准备转结构前，一般盘面会先交易一波利多预期拉动近端合约上涨，将近端合约突起，从而形成近端合约价格高于现货价以及远端合约价格，近端合约与现货先完成结构转换，从 back 转为 contango。然后随着时间推移，如果近端合约价格估值开始偏高，且通过领先指标观察上涨交易的利多预期无法证实甚至被证伪，近端合约大概率会迎来走弱，配合绝对库存水平偏高可能面临转结构节点，市场通常会通过近月盘面下跌更多来修弱基差、修远期曲线上近月的突起，在这个过程中远期曲线的远端也会逐步转为 contango 结构。具体到操作策略上，通过近月盘面下跌更多来修突起的阶段，就是单边把握预期证伪进场空单的机会，同时跨期上期现走正套、近远月走反套。

图 51 塑料价格曲线



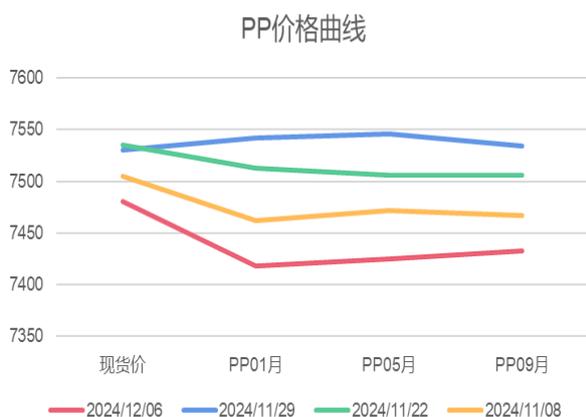
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 52 塑料库存与基差



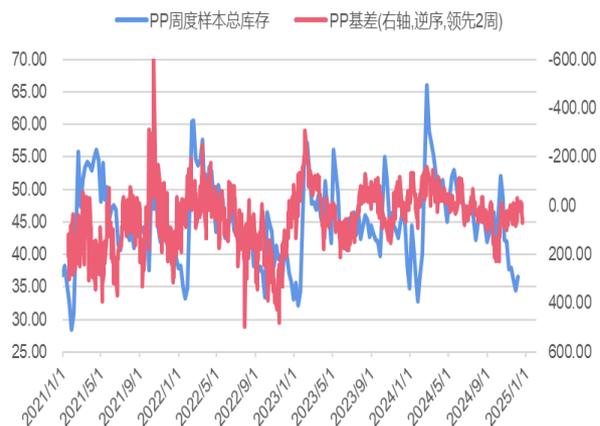
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 53 PP 价格曲线



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 54 PP 库存与基差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的数据,国海良时期货有限公司对这些公开数据获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限,本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场,如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论,未免发生疑问,所请谨慎参考。投资有风险,投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关,我公司不承担任何形式的损失。

本报告版权为我公司所有,未经我公司书面许可,不得以任何形式翻版、更改、复制发布,或投入商业使用。如引用请遵循原文本意,并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的,我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议,或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议,且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有期货交易咨询业务资格。