

国信期货 2025 年投资策略报告

聚烯烃

聚烯烃投产周期下的再平衡

2024 年 11 月 25 日

主要结论

回顾 2024 年，聚烯烃市场价格波动区间继续缩窄，塑料、PP 期货指数在 5 月底创下年内高点 8753、7925，而在 9 月中旬分别创下年内低点 7809、7190。

供应方面：国内扩张周期尚未结束，2025 年 PE、PP 计划新增产能 545 万吨、610 万吨，预计分别增长 16.4%、14.4%，上半年集中投产压力较大，但产能利用率趋势性下降有助于缓解产量过快增长的压力。2025 年海外 PE、PP 计划新增产能 630 万吨、417 万吨，长期看 PE 进口替代空间较大，但面临北美、中东等低成本地区的竞争压力，而 PP 生产商积极开拓海外市场，2025 年有望实现净出口国的跨越。

需求方面：2025 年美联储降息次数削减，海外经济增速有放缓风险，塑料制品出口增速预期回落，关注海外补库及关税政策。国内消费透支及出口预期下滑，2025 年预计汽车及家电产销增速放缓，但鉴于政策端仍有刺激空间，内需市场有望起到托底支撑，关注房地产市场演变。

价差结构：投产周期差异是 L/P 价差波动的主要驱动因素。2022 年起 PP 产能增速持续高于 PE，L/P 价差呈现同步扩大趋势，但 2025 年 PE 计划产能增速高于 PP，届时价差存在阶段性收窄可能。另外，随着行业产能逐步过剩，PP 生产利润被大幅压缩，中长期看 PP-3*MA 价差维持逢高做缩思路。

总结及建议：全球投产周期尚未结束，2025 年聚烯烃供应压力不减，而需求端国内有政策托底支撑，但出口面临海外经济增速下滑及加征关税等不利因素，基本面供需整体偏承压，市场波动区间可能加大。

风险：关税政策、投产进度、原油价格。

分析师：贺维

从业资格号：F3071451

投资咨询号：Z0011679

电话：0755-82130614

邮箱：15098@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、2024 年行情回顾

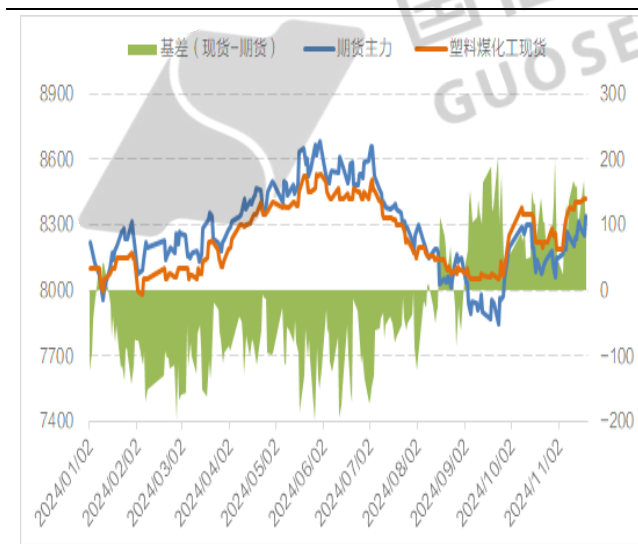
回顾 2024 年，聚烯烃市场价格波动区间继续缩窄，塑料、PP 期货指数在 5 月底创下年内高点 8753、7925，而在 9 月中旬分别创下年内低点 7809、7190。

第一阶段：1-6 月震荡稳步上涨。年初石化因假期明显累库，市场供需矛盾加大，1 月上旬期货盘面快速调整，但随后市场 V 型反弹抹平跌幅。2-3 月基本面陷入僵持拉锯，市场缺乏有效驱动指引，盘面转入窄幅区间震荡。4-5 月受装置检修、油价走强及宏观预期轮动提振，聚烯烃开启震荡上行趋势，塑料、PP 文华指数于 5 月底分别创下 8753、7925 的年内高点。不过，随着宏观情绪退潮，市场重新交易现实供需，6 月聚烯烃市场转入震荡调整，期现价格小幅回落。

第二阶段：7 月-9 月中旬单边大幅下跌。7 月原油价格高位回落，商品市场情绪降温，叠加下游正处季节性淡季，石化库存去化缓慢，供应压力预期累积，聚烯烃市场大幅下跌。8 月海外股市大跌，市场恐慌情绪蔓延，加之国内经济数据欠佳，商品空头氛围主导，且自身基本面偏弱，聚烯烃市场延续下跌趋势。9 月上半月受原油价格大跌冲击，叠加宏观情绪偏空，商品市场完全空头主导，聚烯烃盘面快速杀跌，主力 2501 合约创下年内新低。9 月下半月油价止跌反弹，市场情绪有所好转，且美联储超预期降息 50 个基点，聚烯烃企稳转入低位整理，但因市场预期仍然偏弱，远期合约贴水暂未得到修复。

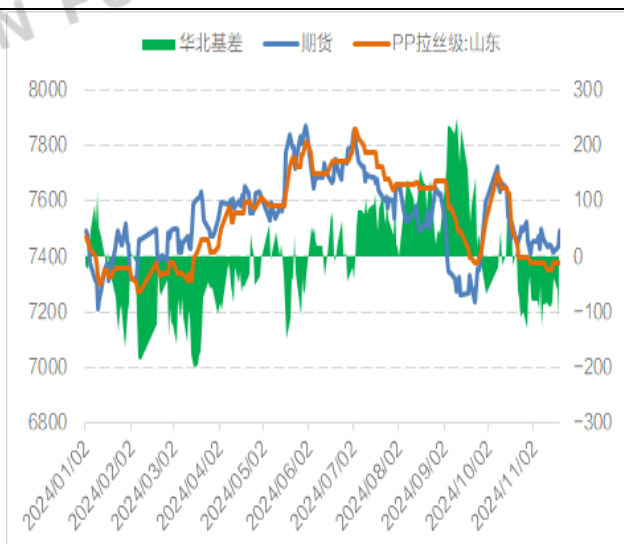
第三阶段：9 月下旬至今震荡分化。9 月底国内政策组合拳出台，市场情绪极限反转，股市及商品价格连续快速拉升，10 月 8 日聚烯烃大幅跳空高开，但随后市场转入调整，10 月底基本回吐前期涨幅。11 月份，PP 在 7400-7550 窄幅区间震荡，而塑料在强基差推动下震荡上涨并突破 10 月 8 日的高点。

图 1：PE 期现走势



数据来源：WIND 国信期货

图 2：PP 期现走势



数据来源：WIND 国信期货

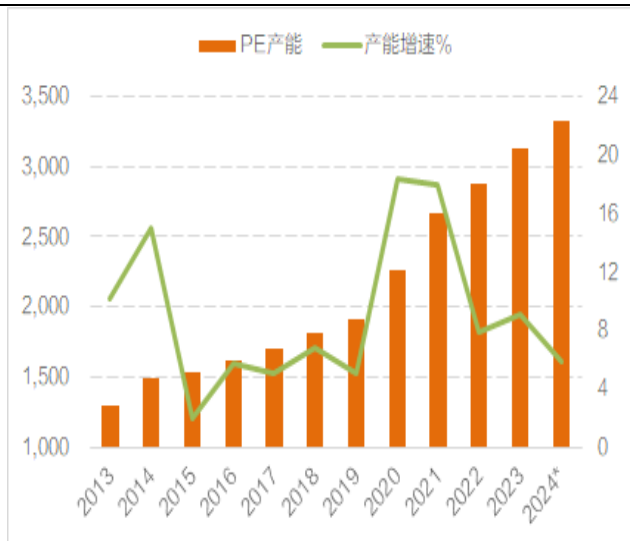
二、2025 年市场供应分析

2.1 国内投产周期尚未结束

近年来，国内大型石化项目陆续投产，聚烯烃市场步入快速扩张周期，行业产能规模显著增长。截止 11 月底，2024 年国内 PE、PP 已顺利投产 160 万吨、360 万吨新装置，预计年底 PE、PP 总产能将达到 3316

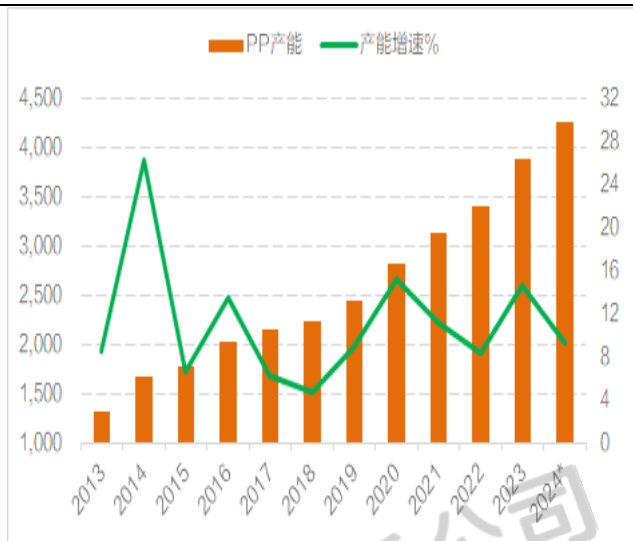
万吨、4249 万吨，同比分别增长 5.9%、9.3%。产量方面，1-10 月 PE、PP 累计产量分别为 2249.6 万吨、2862.8 万吨，同比增长-0.1%、7.6%。

图 3：PE 产能及增速（万吨）



数据来源：WIND 国信期货

图 4：PP 产能及增速（万吨）



数据来源：WIND 国信期货

目前国内扩张周期尚未结束，2025 年 PE、PP 计划新增产能 545 万吨、610 万吨，预计分别增长 16.4%、14.4%，增速较 2024 年有所加快。从投产节奏看，裕隆石化一期、金诚石化、利华化学计划今年底或明年 1 季度投产，美孚惠州、镇海炼化及惠州力拓 2# 预计 2 季度开车，下半年主要是裕隆石化二期、东华能源茂名及浙江圆锦。不过，近年聚烯烃行业利润被大幅压缩，尤其油制及 PDH 现金流持续欠佳，新产能投放受到外部约束，部分装置投产时间被迫推迟，新增产能仍在较大不确定性。

表 1：2025 年国内投产计划（万吨）

企业	LLDPE	HDPE	LDPE	PP	投产时间	原料
裕隆石化一期	50	30		110	2025 年 Q1	油
金诚石化	40	30			2025 年 Q1	油
利华益维远化学				20	2024 年 Q1	丙烷
埃克森美孚惠州	120		50	95	2025 年 Q2	油
镇海炼化				50	2025 年 Q2	油
惠州力拓 2#				15	2025 年 Q2	外采丙烯
裕隆石化二期	50	45	20	80	2025 年 Q3	油
内蒙古宝丰	110			100	2025 年 Q4	煤炭
东华能源茂名				80	2025 年 Q4	丙烷
浙江圆锦新材料				60	2025 年 Q4	丙烷
合计	370	105	70	610		

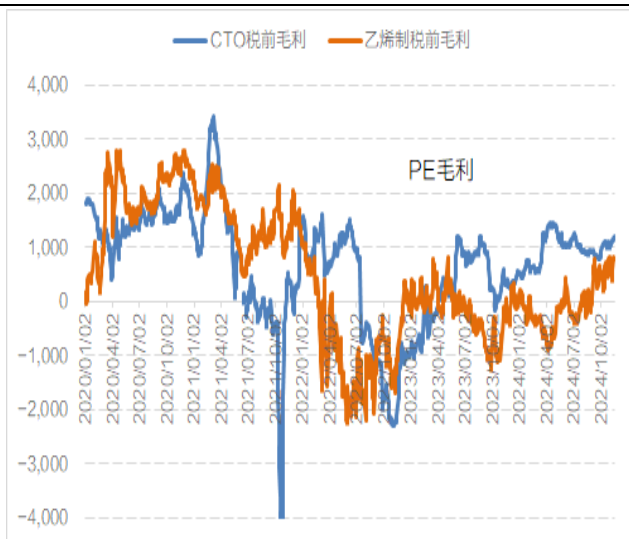
数据来源：卓创，国信期货

2.2 产能利用率趋势性下降

2022 年 3 月俄乌冲突爆发，全球油气及煤炭价格大涨，化工品生产成本急剧抬升，聚烯烃行业利润快速缩水陷入大幅度亏损。2023 年起全球能源价格回落，化工品成本高位下滑，石化企业现金流明显改善，

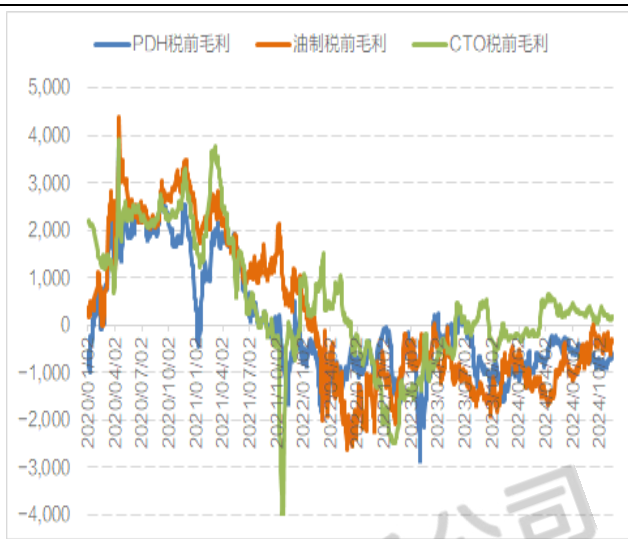
尤其今年下半年原油重心显著下移，PE 油制企业利润大幅扩张，但 PP 因自身价格偏弱导致油制及 PDH 工艺仍然处于亏损状态。

图 5: PE 生产利润 (元/吨)



数据来源: wind, 国信期货

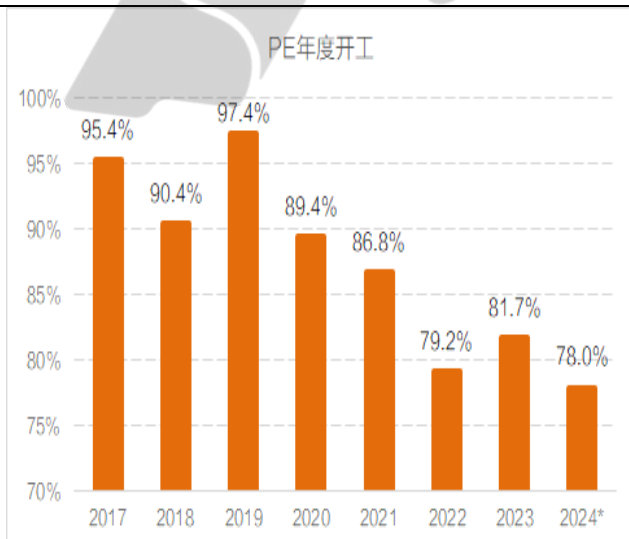
图 6: PP 生产利润 (元/吨)



数据来源: wind, 国信期货

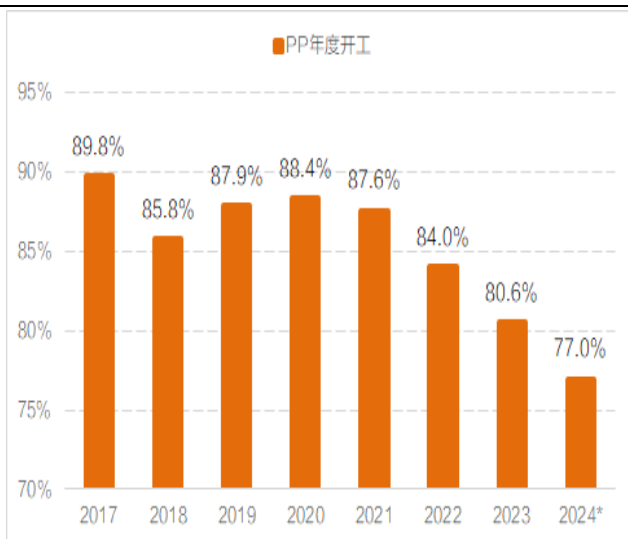
2020 年以来，国内开启持续扩能周期，聚烯烃产能过剩压力日渐增加，尤其近年利润被大幅压缩后，装置运行稳定性明显下降，非计划内及意外停车时有发生，行业产能利用率出现断崖式下滑。据卓创资讯统计，2024 年 1-10 月国内 PE、PP 装置月均开工率分别为 78.0%、77.0%，较去年分别下降 3.7 个、3.6 个百分点。展望 2025 年，聚烯烃仍处于扩能周期中，市场供求失速矛盾预期加重，行业生产利润难以扩张，产能利用率趋势性下降有助于缓解产量过快增长的压力。

图 7: PE 年度开工 (%)



数据来源: wind, 国信期货

图 8: PP 年度开工 (%)



数据来源: wind, 国信期货

2.3 PE 进口替代竞争加大，PP 出口实现跨越增长

因资金短缺及配套设施建设缓慢影响，海外新产能投放时间多有延迟，今年 PE、PP 分别新增产能 115 万吨、153 万吨。据资讯机构统计，2025 年海外扩能节奏有所加快，PE、PP 计划新增产能分别为 630 万吨、

417 万吨。从分布来看，新增产能集中在印度、俄罗斯、伊朗、沙特、阿联酋及哈萨克斯坦等国，但由于受到西方国家经济制裁，俄罗斯及伊朗在建设资金、技术及销售方面均受到影响，其装置投产进度存在较大不确定性。

表 2：海外投产计划（万吨）

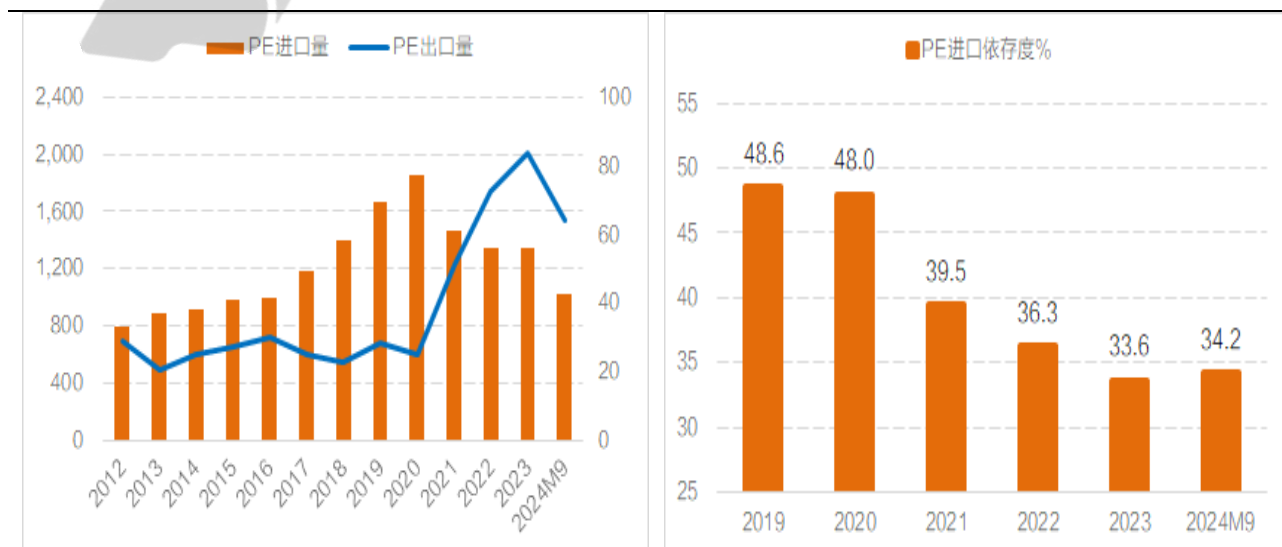
企业	LLDPE	HDPE	LDPE	PP	投产时间
印度 HPCL1#	42			60	2025 年 Q1
UZBEK				72	2025 年 Q1
俄罗斯 Baltic	150				2025 年 Q3
沙特 APC				80	2025 年 Q3
伊朗 SINA		30		50	2025 年 Q3
印度石油				45	2025 年
印度 GAIL				50	2025 年
伊朗 Petro		30			2025 年
捷克 ORLEN		58			2025 年 Q4
印度 HPCL2#	50			60	2025 年 Q4
阿联酋 BOR	140				2025 年 Q4
哈萨克斯坦 KLPE	65	65			2025 年 Q4
合计	447	183		417	

数据来源：卓创，国信期货

海关数据，1-9 月 PE 累计进口 1019.3 万吨，同比增长 3.7%，PE 累计出口 63.9 万吨，同比下降 1.1%，PE 累计净进口 955.4 万吨，同比增长 4.1%。近年国内 PE 产能持续扩张，产量亦跟随稳步增长，2021 年起进口量呈现趋势性下滑，进口依存度逐年降低。今年前 9 月，国内检修集中导致产量微降，进口同比略有增长，但中长期来看，随着国内新产能不断释放，PE 进口替代仍有较大空间，预计 2025 年进口依存度将有望下降至 30% 左右。

图 9：PE 累计进、出口（万吨）

图 10：PE 进口依存度



数据来源：WIND 国信期货

数据来源：WIND 国信期货

近年 PE 进口结构变化较大，美国进口货源占比显著提升。数据显示，1-9 月 PE 累计进口 189.0 万吨，同比增长 8.5%，其中 LLDPE、HDPE、LDPE 分别进口 86.0 万吨、65.9 万吨、37.1 万吨，同比分别增长-6.5%、

37.2%、8.3%。从比例来看，2019年起美国PE进口占比逐年提升，2023年更是大幅跃升至18.6%，今年1-9月进口占比在18.5%。美国页岩气大规模开采带来丰富的轻烃资源，但乙烷因存储及运输条件苛刻直接贸易量有限，当地石化巨头多将其转化为乙烯及下游衍生物。在上述背景下，近年美国PE产能持续增长，本土增量需求却难以消化，但凭借其低廉的原料成本，美国PE产品在全球出口市场具有较强的竞争优势。因此，虽然国内PE进口替代空间较大，但生产商也面临着来自北美、中东等低成本原料地区的远洋货源竞争压力。

图 11：美亚乙烯价格（美元/吨）

图 12：PE 美国进口量及占比（万吨）



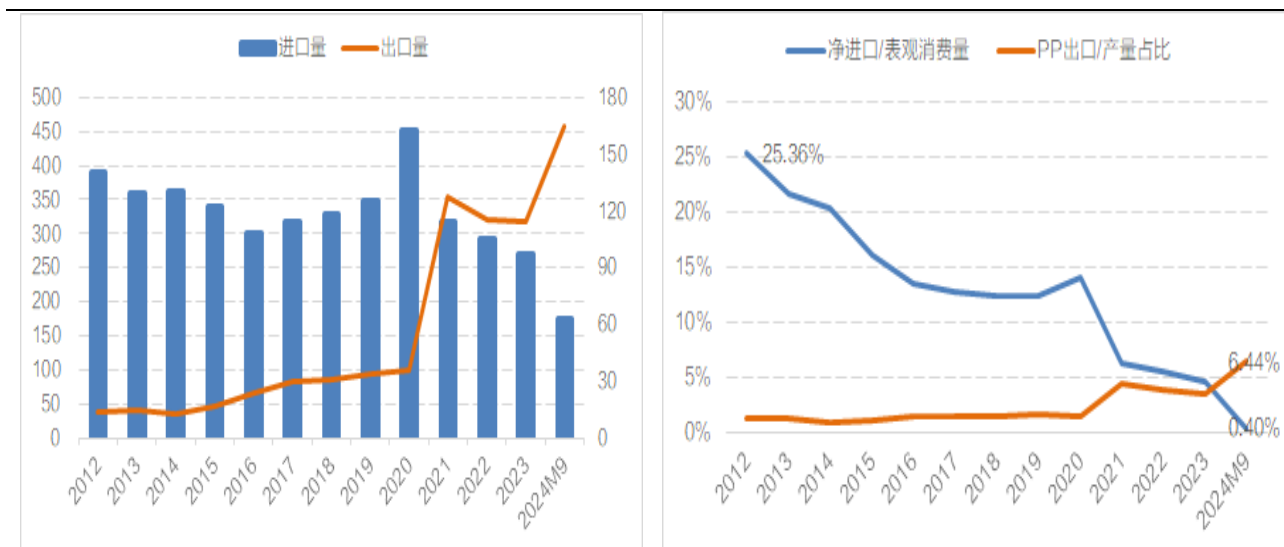
数据来源：WIND 国信期货

数据来源：WIND 国信期货

海关数据，1-9 月初级形状 PP 累计进口 175.0 万吨，同比下降 13.3%，累计出口 164.8 万吨，同比增长 91.2%，累计净进口 10.2 万吨，同比下降 91.1%。近年来，国内 PP 产能快速扩张，产量自给率大幅提升，PP 进口货源被显著压缩，而迫于日渐凸显的产能过剩压力，国内生产商开始积极开拓海外市场。今年 1-9 月份，出口/产量占比则大幅提升至 6.44%（2023 年为 3.6%），而 PP 净进口/表观消费占比降至 0.4%（2023 年为 4.6%）。

图 13：PP 累计进、出口（万吨）

图 14：PP 进口依存度



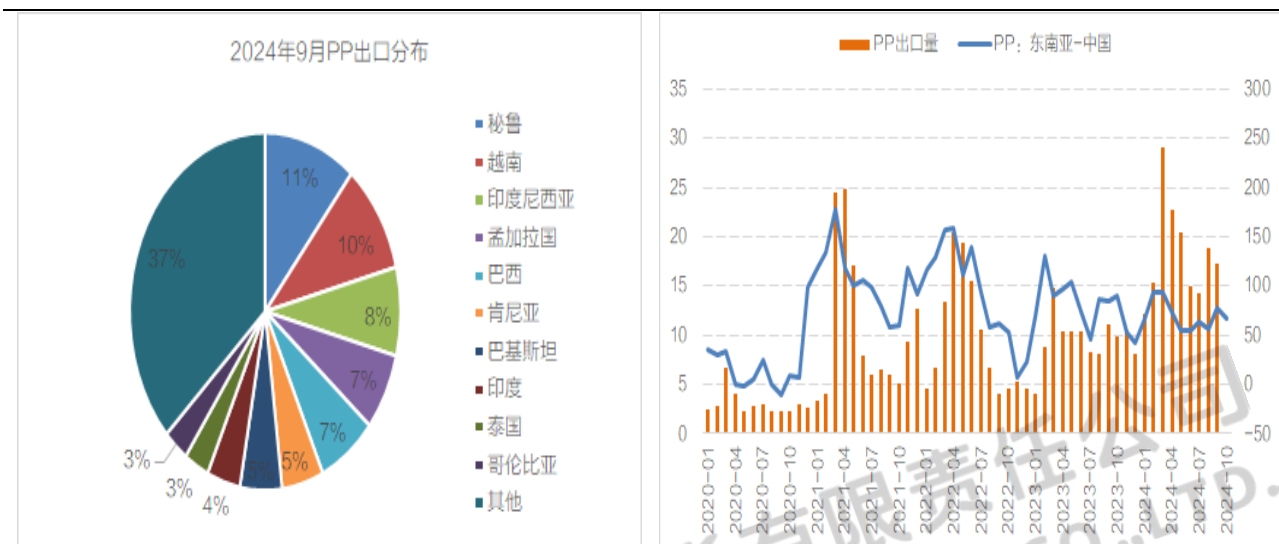
数据来源：WIND 国信期货

数据来源：WIND 国信期货

PP 出口分布集中在东南亚、南美、南亚及非洲等地区，主要包括秘鲁、越南、印度尼西亚、孟加拉国、巴西等国。上述国家主要是近年国际制造业转移的主要承接地，同时地区经济的发展也带动了当地制品需求的增长。从全球贸易流向来看，中东、日韩、新加坡及北美是主要净出口区，东南亚、南亚、非洲及南美是主要净进口区。随着国内 PP 产能矛盾加重，开拓海外市场成为缓解压力的主要渠道，未来 PP 出口仍有较大增长空间，预计 2025 年将实现净出口国的跨越。

15: PP 出口分布

图 16: PP 东南亚/中国价差与出口



数据来源: WIND 国信期货

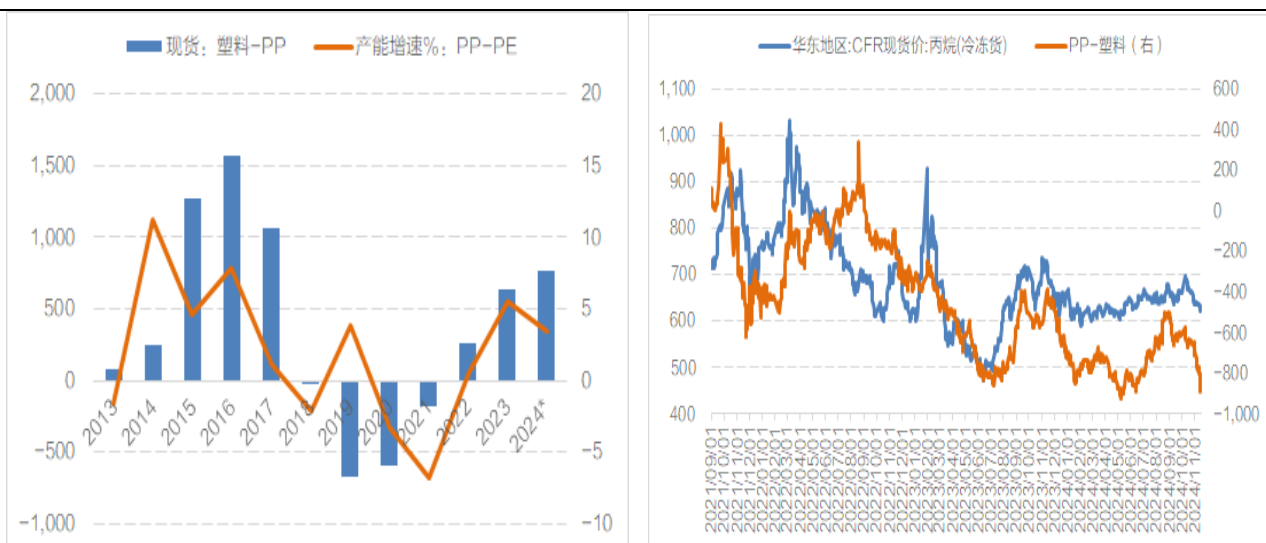
数据来源: WIND 国信期货

2.4 L/P 价差周期性波动

投产周期差异是 L/P 价差波动的主要驱动因素。2022 年起 PP 产能增速持续高于 PE，L/P 价差呈现同步扩大趋势，今年前 11 月华东现货价差达到 760 元/吨，但 2025 年 PE 计划产能增速高于 PP，届时价差存在阶段性收窄可能。此外，成本也是影响 L/P 价差的重要因素。目前 PP 生产工艺多数处于亏损，尤其是 PDH 因原料进口且产品单一，该类装置运行稳定性较差。从数据来看，P/L 价差与华东丙烷美金价格走势相关性较高。

图 17: L/P 价差与产能增速

图 18: L/P 价差与甲醇价格



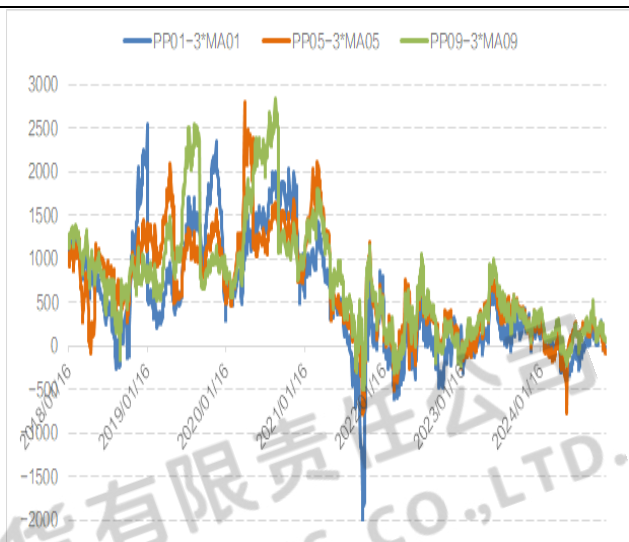
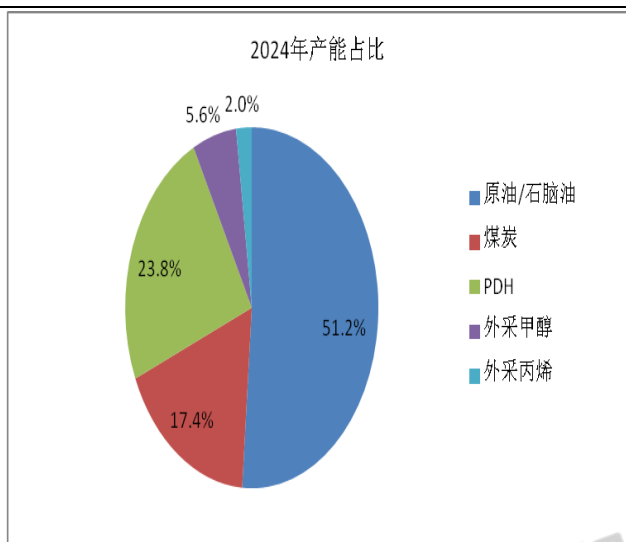
数据来源: wind, 国信期货

数据来源: wind, 国信期货

近年国内 PP 新增产能以原油及丙烷原料为主, 煤化工项目受环保审批影响增量有限, 预计 2024 年油头、煤炭、PDH、外采甲醇、外采丙烯装置产能占比分别为 51.2%、17.4%、23.8%、5.6%、2.0%。随着行业产能逐步过剩, PP 生产利润被大幅压缩, 而 2022 年起 PP-3*MA 价差波动区间基本处于-500 到 1000, 但价差高点有逐年下移的趋势, 中长期看 PP-3*MA 价差维持逢高做缩思路。

图 19: PP 按原料产能分布

图 20: PP-3*MA 价差



数据来源: wind, 国信期货

数据来源: wind, 国信期货

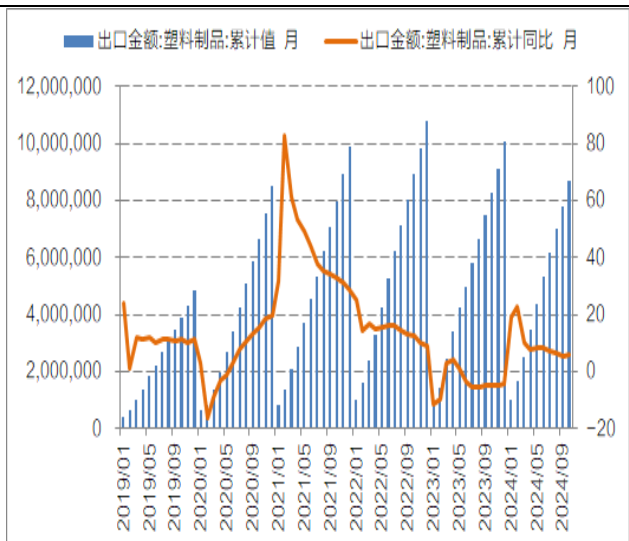
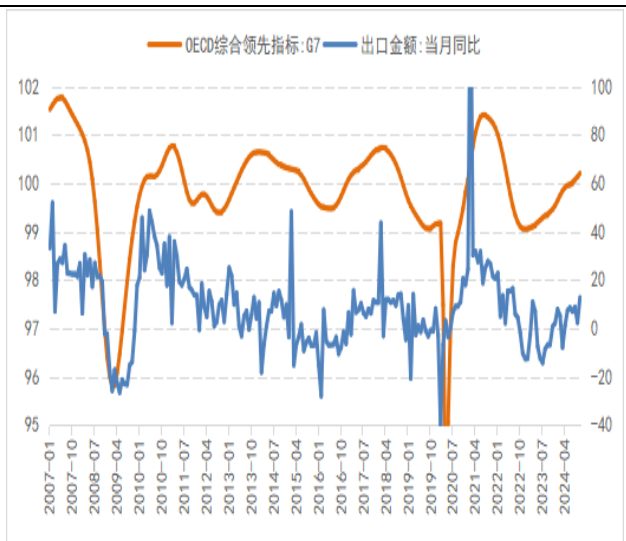
三、2025 年市场需求分析

3.1 制品出口关注海外补库及关税政策

2024 年欧美经济表现强劲, 通胀水平伴随能源价格回落持续放缓, 海外机构预测美国、欧元区经济增长分别 2.8%、0.8%, 高于去年 2023 年的 2.5%、0.4%。海外需求的韧性也带动国内塑料制品出口复苏, 1-10 月制品累计出口金额 865.9 亿美元, 同比增长 5.8%。

图 21: OECD 领先指标与国内出口增速

图 22: 塑料制品出口 (万美元)



数据来源: WIND 国信期货

数据来源: WIND 国信期货

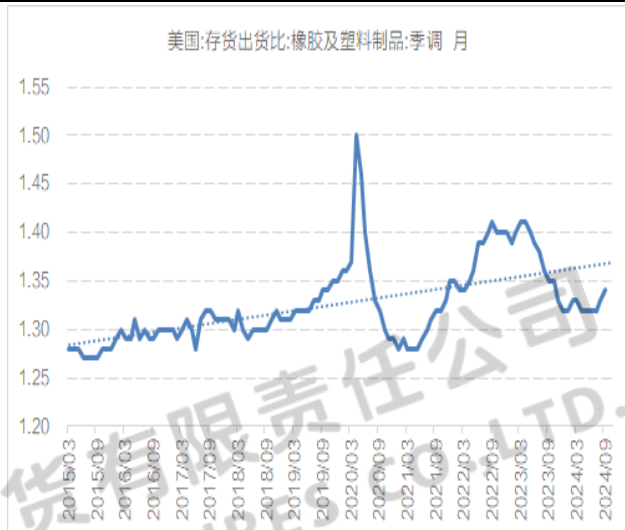
伴随通胀水平持续回落, 2024 年欧美央行先后启动降息周期, 美联储分别于 9 月、11 月下调联邦基准利率 50 个基点、25 个基点。不过, 特朗普赢得美国总统大选, 市场担心其关税政策可能抬升通胀, 且美联储主席表示当前经济良好不会急于降息, 市场最新预测 2025 年降息次数将由 4 次削减为 2 次, 年底利率水平在 3.75%-4.0%。展望 2025 年, 海外经济增速有放缓风险, 塑料制品出口增速预期回落, 关注海外市场补库及特朗普关税政策上。

图 23: 市场预测美联储利率

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
18/12/2024			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	58.7%	41.3%
29/01/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.6%	53.5%	29.0%
19/03/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.5%	39.1%	38.8%	11.6%
07/05/2025	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	19.3%	39.0%	30.5%	8.0%
18/06/2025	0.0%	0.0%	1.6%	11.0%	28.9%	34.9%	19.6%	4.1%
30/07/2025	0.0%	0.4%	4.1%	15.8%	30.5%	30.7%	15.4%	3.0%
17/09/2025	0.1%	1.3%	7.0%	19.5%	30.5%	26.9%	12.3%	2.3%
29/10/2025	0.3%	2.2%	8.9%	21.1%	30.0%	24.7%	10.8%	1.9%
10/12/2025	0.5%	2.8%	10.0%	21.9%	29.5%	23.5%	10.0%	1.8%

数据来源: wind, 国信期货

图 24: 美国橡塑制品存货出货比

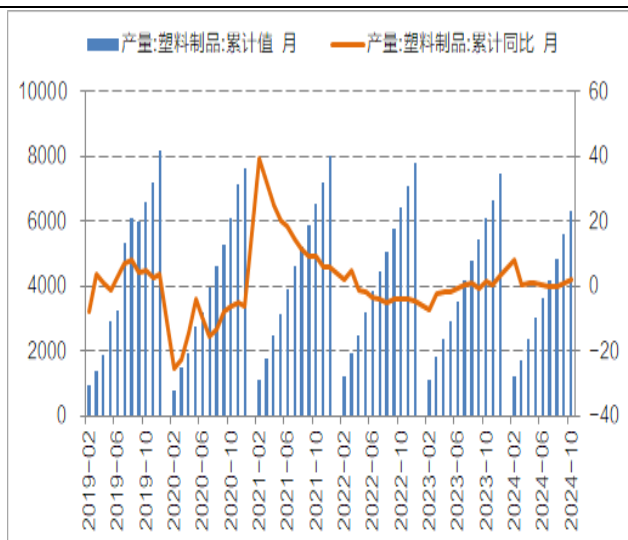


数据来源: wind, 国信期货

3.2 货币及财政政策托底国内需求

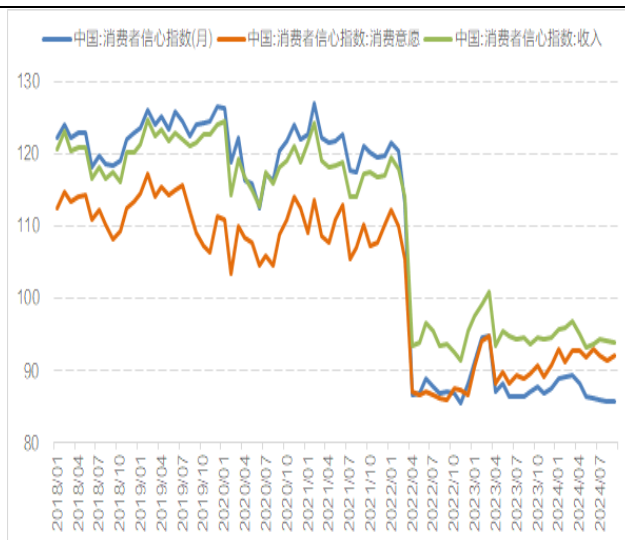
近年国内经济增速放缓, 尤其是房地产市场持续深度调整, 新开工及销售面积大幅下降, 导致建筑材料及装修耗材减少, 相关塑料制品需求也受到较大拖累。统计局数据, 1-10 月塑料制品累计产量为 6297.1 万吨, 同比增长 1.8%。

图 25: 塑料制品产量及增速 (万吨)



数据来源: wind, 国信期货

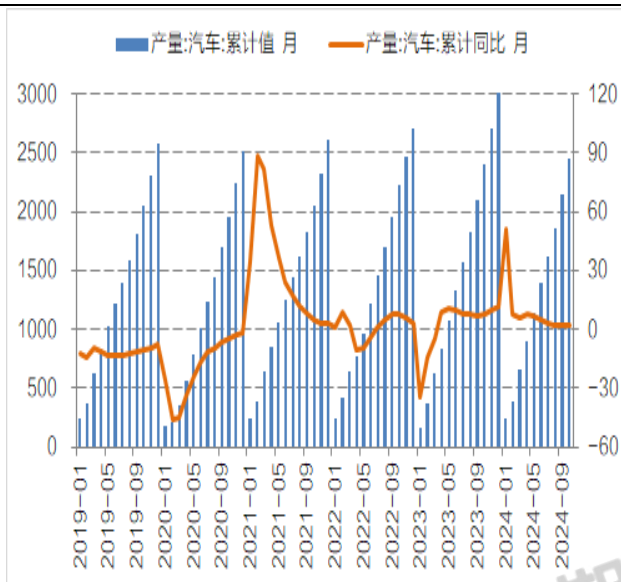
图 26: 消费者信心指数



数据来源: wind, 国信期货

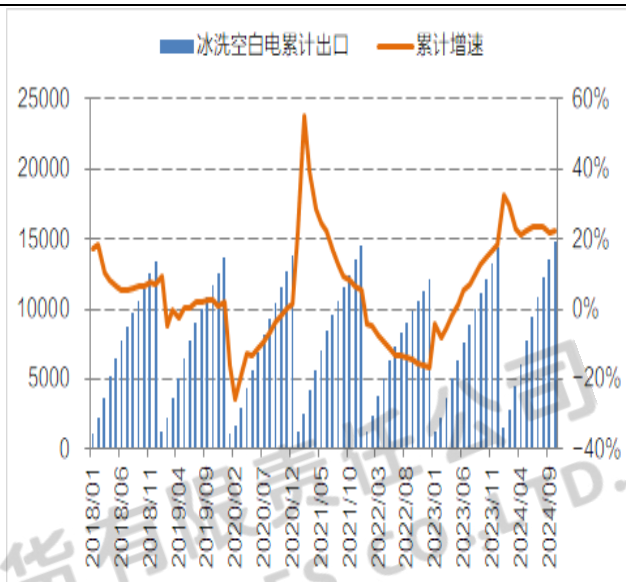
今年家电、汽车出口市场表现强劲。产量方面,1-10月汽车、三大白电产量分别为2446.6万辆、40554.0万台,同比增长1.9%、8.9%。出口来看,1-10月汽车、三大白电出口分别为485.5万辆、14806.0万台,同比增长23.8%、22.5%。汽车行业主要靠新能源车产销的强劲增长拉动,而家电行业增长则受国内家电补贴政策及出口的高增长支撑。不过,国内消费存在透支需求的风险,而出口也面临加征关税等不利因素,预计2025年新能源汽车及家电产销增速将放缓。

图 27: 汽车产量 (万辆)



数据来源: WIND 国信期货

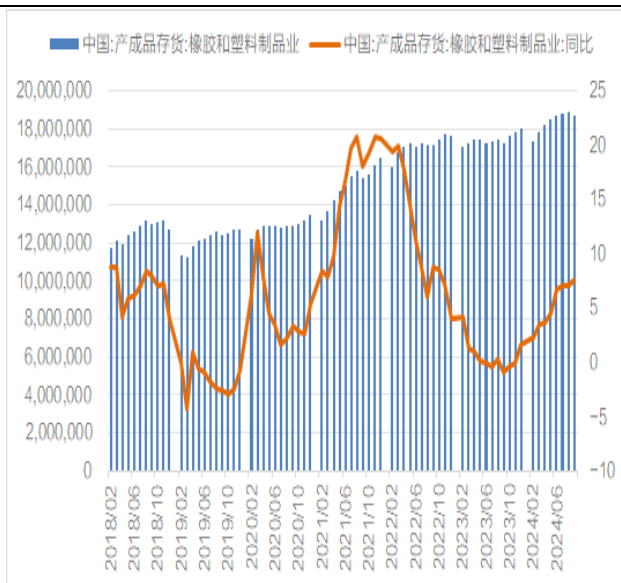
图 28: 白电出口及增速 (万台)



数据来源: WIND 国信期货

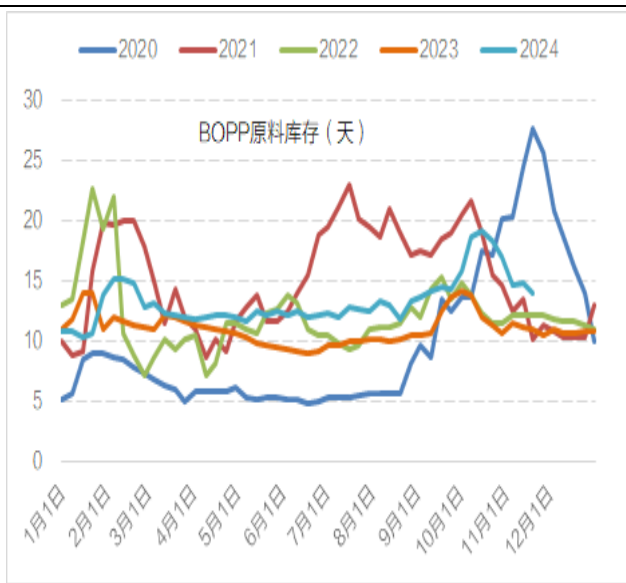
2023 年下半年塑料制品行业经历短暂去库,2024 年行业产成品库存重新转入累库,10 月底库存货值为 1874.5 亿元,同比增长 7.5%,库存货值处于历史最高水平。在成品库存高企背景下,下游工厂多根据订单按需采购,日常原料维持偏低库存,仅在长假期间有适当备货。展望 2025 年,国内宏观预期偏利好,货币与财政政策有望继续发力,内需市场有望起到托底作用,关注房地产行业的演变。

图 29: 塑料制品产成品库存同比



数据来源: wind, 国信期货

图 30: BOPP 原料库存 (天)

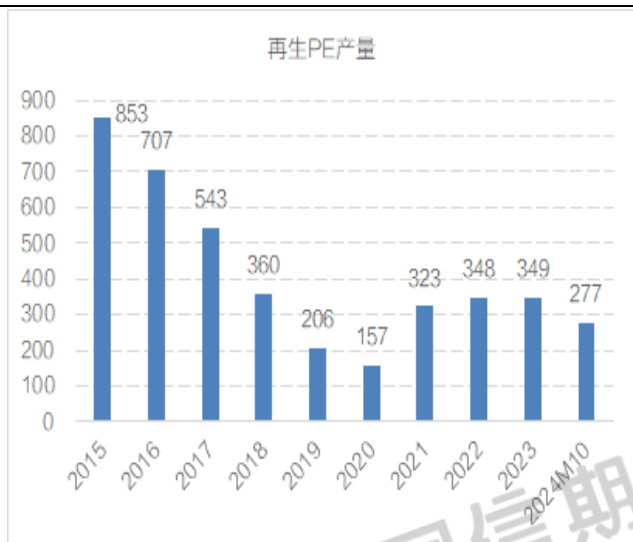


数据来源: wind, 国信期货

3.3 再生料需求替代规模有限

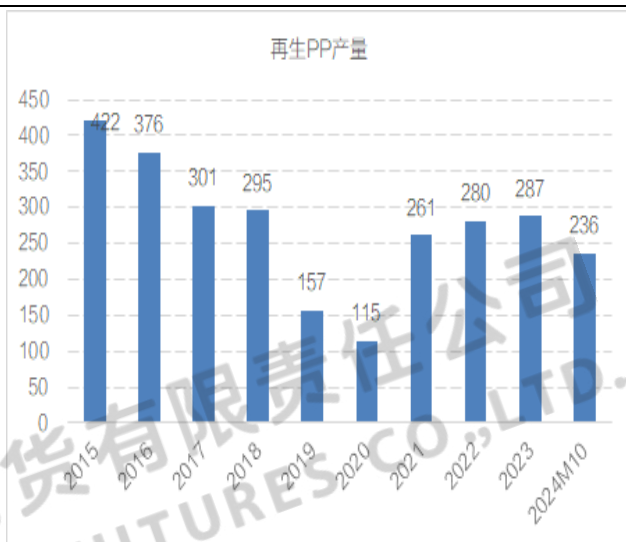
2022-2023 年国内再生料生产大致稳定，今年 1-10 月再生 PE、再生 PP 累计产量分别为 276.5 万吨、235.7 万吨，同比下降 5.9%、0.2%。近年再生 PE、PP 料价格持续低位运行，与新料价差保持在 1600-2400 元/吨的较高水平，而一般新旧料的合理价差区间在 1000-1500 元/吨。在目前价差水平下，再生料具有较明显的价格优势，在一些偏低端的应用领域，厂家可能更倾向于选择再生料来降低生产成本。目前来看，由于再生料仍有需求场景，而新旧料价差受新料成本约束仍然偏高，再生料产量预计稳中下降为主，短期内新料难有大规模的需求替代。

图 31：再生 PE 年度产量



数据来源：wind，国信期货

图 32：再生 PP 年度产量



数据来源：wind，国信期货

四、2025 年市场展望

供应方面：国内扩张周期尚未结束，2025 年 PE、PP 计划新增产能 545 万吨、610 万吨，预计分别增长 16.4%、14.4%，上半年集中投产压力较大，但产能利用率趋势性下降有助于缓解产量过快增长的压力。2025 年海外 PE、PP 计划新增产能 630 万吨、417 万吨，长期看 PE 进口替代空间较大，但面临北美、中东等低成本地区的竞争压力，而 PP 生产商积极开拓海外市场，2025 年有望实现净出口国的跨越。

需求方面：2025 年美联储降息次数削减，海外经济增速有放缓风险，塑料制品出口增速预期回落，关注海外补库及关税政策。国内消费透支及出口预期下滑，2025 年预计汽车及家电产销增速放缓，但鉴于政策端仍有刺激空间，内需市场有望起到托底支撑，关注房地产市场演变。

价差结构：投产周期差异是 L/P 价差波动的主要驱动因素。2022 年起 PP 产能增速持续高于 PE，L/P 价差呈现同步扩大趋势，但 2025 年 PE 计划产能增速高于 PP，届时价差存在阶段性收窄可能。另外，随着行业产能逐步过剩，PP 生产利润被大幅压缩，中长期看 PP-3*MA 价差维持逢高做缩思路。

总结及建议：全球投产周期尚未结束，2025 年聚烯烃供应压力不减，而需求端国内有政策托底支撑，但出口面临海外经济增速下滑及加征关税等不利因素，基本面供需整体偏承压，市场波动区间可能加大。

风险：关税政策、投产进度、原油价格。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。