

危与机并存，二季度谨慎对待

报告要点

本篇报告对二季度塑料、PP 基本面与宏观扰动因素进行展望。

摘要

（一）一季度回顾：中枢下移，表现分化

25 年一季度，聚烯烃价格中枢明显下移，PE 季度均价 7860，较 2024 年均价 8289 下行 6%；PP 季度均价 7378，较 2024 年均价 7540 下行 2.2%。

（二）宏观端二季度仍需关注关税扰动

一季度美方已两次加征关税，中方亦已在能源、农产品等领域采取反制措施。由于我国塑料制品产业利润已承压，对于关税转嫁能力弱，因此制品出口需求或仍将收缩。但若二季度争端升级，我国对美乙丙烷加征报复性关税，则期价或有提振。因此关税敏感节点附近多空或均需谨慎。

（三）供给端二季度关注新产能与检修提升程度

一季度新产能上，PE 方面，万华化学 25 万吨 LDPE 已投，宝丰 55 万吨三线已在试车，山东新时代产能预期三月中下旬上线，埃克森美孚惠州 73 万吨已投。PP 方面，新产能存延期情况，镇海延后至 5 月出料，美孚与中景预期二季度出料。整体供给压力二季度仍偏提升，但仍需关注 4-7 月间检修季对于供需平衡影响程度。

（四）需求端二季度内外或存差异

内需方面，3 月 16 日，《提振消费专项行动方案》正式发布，聚烯烃国内需求二季度或有小幅改善。外需方面仍偏承压，3 月 4 日美再次加征关税影响在二季度或更为显著。

（五）危与机并存，注重节奏

展望二季度，我们认为危与机并存，从聚烯烃自身基本面看其价格中枢仍有小幅下移预期，但或有的报复性关税、消费刺激政策仍存致价格阶段性脉冲上行可能。在重要时间节点（如关税消息密集期）附近谨慎观望，重视价格波动节奏或是应对二季度或有变化的良好方法。

风险因素：1) 中美关税博弈；2) 原油价格大幅波动；3) 汇率波动

能源化工组：

研究员：

陈子昂

从业资格号：F03108012

投资咨询号：Z0021454

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目录

一、 25 年一季度回顾	4
（一） 聚烯烃价格中枢下移	4
（二） PE 与 PP 强弱分化	4
（三） 波动与原油相关度较低	5
二、 宏观端二季度仍需关注关税扰动	6
（一） 目前中美关税博弈进展	6
（二） 我国塑料制品产业利润已承压，对于关税转嫁能力弱	7
（三） 若我国后续对美乙丙烷加征报复性关税，则期价或有提振	7
（四） 上下游企业在关税节点附近或仍需谨慎	7
三、 供给端二季度关注新产能与检修减量程度	8
（一） 一月产量延续高增	8
（二） 二季度仍有新产能上线预期	9
（三） 炼厂利润分化	9
（四） 二季度检修情况或为关注重点	10
四、 需求端二季度内外或有差异	11
（一） 内需或有小幅改善	11
（二） 外需或仍受关税扰动	12
五、 库存关注去化速度，进出口或有平衡	13
六、 总结：危与机并存，二季度谨慎对待	14

图表目录

图表 1: 聚烯烃价格波动情况	4
图表 2: L-P 价差	5
图表 3: L-EB 价差	5
图表 4: 近六月 PE 与油价波动相关度低	5
图表 5: PP 与油价相关度中期亦偏低	5
图表 6: 塑料制品出口地区情况	6
图表 7: 国内 PDH 占比持续提升	7
图表 8: 近三年 PDH 装置投产数量偏多	7
图表 9: PE 产量 1 月同比增 15.7%	8
图表 10: PP 产量 1 月同比增 14.4%	8
图表 11: PE 产能利用率同比 24 年偏高	8
图表 12: PP 产能利用率 3 月提升	8
图表 13: 一季度 PE 新产能上线较多	9
图表 14: 二季度 PP 压力边际提升	9
图表 15: PE 油制毛利 3 月修复	10
图表 16: PP 油制毛利仍偏低	10
图表 17: MTO 利润仍偏承压	10
图表 18: PDH 利润关注关税扰动	10
图表 19: PE 农膜开工	11
图表 20: PE 包装膜开工	11
图表 21: PP 塑编开工	11
图表 22: PP 注塑开工	11
图表 23: 25 年前两月我国进出口增速回落	12
图表 24: 前两月对多数贸易伙伴出口增速回落	12
图表 25: PE 炼厂库存	13
图表 26: PP 炼厂库存	13
图表 27: PE 贸易商库存	13
图表 28: PP 贸易商库存	13

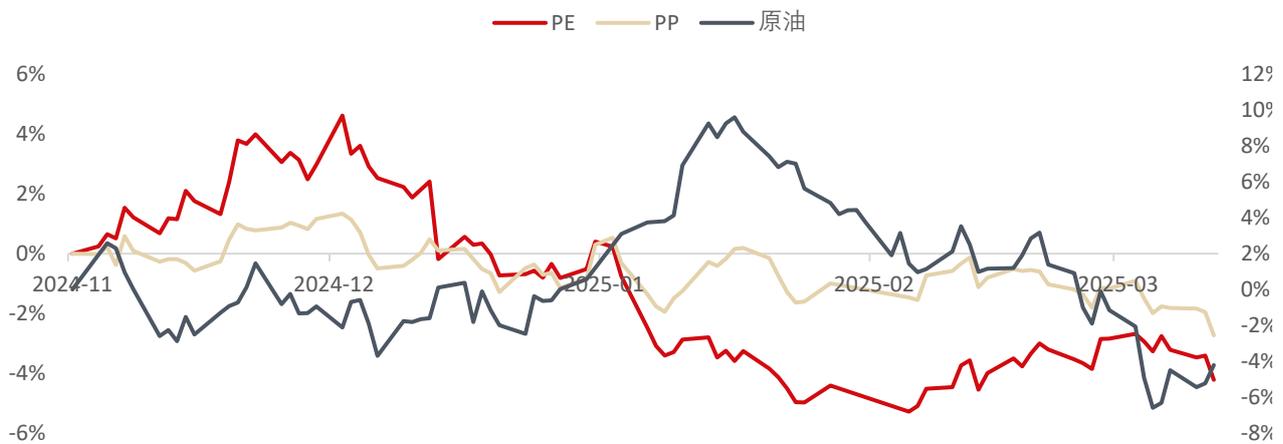
一、25 年一季度回顾

（一）聚烯烃价格中枢下移

25 年一季度，聚烯烃价格中枢明显下移，PE 季度均价 7860，较 2024 年均价 8289 下行 6%；PP 季度均价 7378，较 2024 年均价 7540 下行 2.2%。

期价中枢下移基本印证我们在 2024 年 11 月发布的《踏雪寻梅——聚烯烃 2025 年度策略报告》中观点。

图表1：聚烯烃价格波动情况



资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）PE 与 PP 强弱分化

而对于一季度价格变化进行分析，我们亦可以发现在波动节奏上，PE 与 PP 存在一定差异，其中反映了二者供需、对于原料端敏感程度、资金博弈上的不同：

1. PE 在 24 年 12 月换月后价格持续走弱，明显弱于 PP

24 年 11-12 月间，PE 期价受强现货支撑，大幅走强，在 2501 合约上表现更为明显。彼时盘面主要矛盾在于塑料的强现实与弱预期，对于后续新产能上线带来的供给增量下的价格承压导致“现货-01 合约-05 合约”之间存在明显的强度递减。

这种强弱差异在 12 月中旬主力合约换月至 05 合约后，成为后续价格回落的主要驱动，即现货端的支撑在换月后交易价值衰减，而新产能预期则明显拖累远期合约价格。

因此我们看到 1 月间，虽有原油价格的大幅走强，但 PE 期价弱势明显，连续下跌，跌幅超 5%。

2. 1 月 PE 在套利交易中偏空配，PP 偏多配，亦导致二者强弱差异

1 月除了上述的现实-预期切换导致的 PE 价格弱势外，套利交易的存在亦助力了 PE 的偏弱运行：部分套利资金基于远期的“油转化”趋势，乙烯增产力度会大于丙烯增产，因此乙丙烯间价差从远期视角存明显走缩可能，因此以 PE 与 PP 为抓手在盘面持空 L 多 PP 仓位，PE 在这一情境下为空配品种，而 PP 为多配。

同时，基于纯苯的供需偏好，部分套利资金亦交易纯苯-乙烯间的强弱关系，以 PE 与 EB 为抓手，在盘

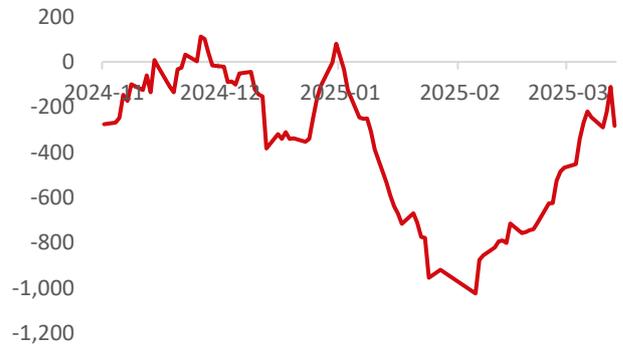
面持空 L 多 EB 仓位，PE 在这一情境下亦为空配品种。

图表2：L-P 价差



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表3：L-EB 价差



资料来源：Wind 中信期货研究所

在同时被两类套利交易空配的情况下，PE 1 月持续弱势。

而与此同时，PP 则表现抗跌。从套利角度亦可部分解释：在上述 L-P 价差做缩交易中，PP 为多配；同时，由于 1 月存在的甲醇价格大幅上行，部分资金博弈兴兴富德停产带来的 MTO 利润修复，在盘面用多 PP 空 MA 表达，这一交易中，PP 亦为多配。

在以上两个套利交易中同时被多配，是 PP 价格在 1-2 月表现较为有韧性的部分原因。

（三）波动与原油相关度较低

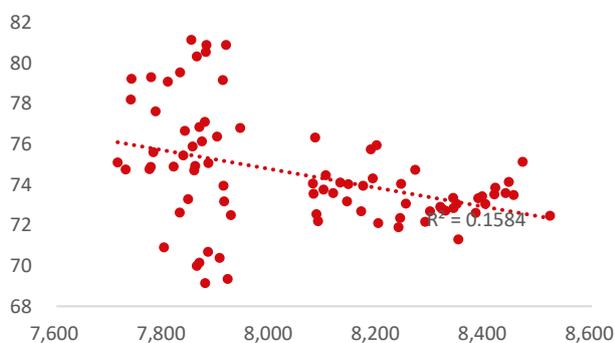
一季度原油价格宽幅波动，特朗普上台前大幅拉涨，后随 OPEC+ 增产以及俄乌缓和，大幅回落。

而在此期间，聚烯烃价格与原油相关度偏低，但 PE 与 PP 仍有分化。

详细去看，24 年 11 月-25 年 3 月期间，PE 与原油相关指数 R^2 为 0.158；25 年 1 月-25 年 3 月期间，PE 与原油相关指数 R^2 为 0.01。

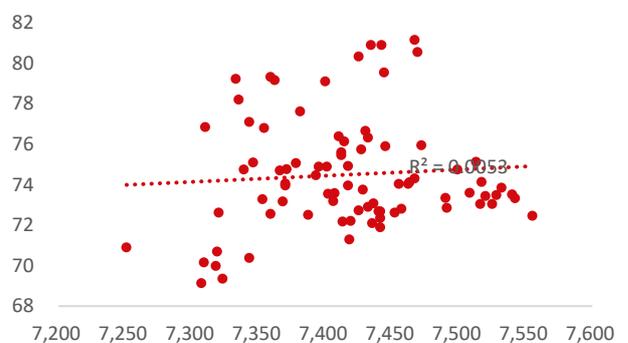
与之对比，24 年 11 月-25 年 3 月期间，PP 与原油相关指数 R^2 为 0.005；25 年 1 月-25 年 3 月期间，PP 与原油相关指数 R^2 为 0.43。

图表4：近六月 PE 与油价波动相关度低



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5：PP 与油价相关度中期亦偏低



资料来源：Wind 中信期货研究所

其中 PE 相关度明显更低，有以下几层原因：

1. PE 基本面矛盾在这一阶段仍偏主导盘面，其交易节奏与原油涨跌错位明显，即在 24 年末，高检修期间价格表征弱勢油价不足，而 25 年初，承压预期下远期价格又难以反映油价回升提振。

2. 一季度油制产能检修本身偏低，同时由于强势甲醇，MTO 更偏边际，亦导致价格中对于油价波动反馈力度有限。

二、宏观端二季度仍需关注关税扰动

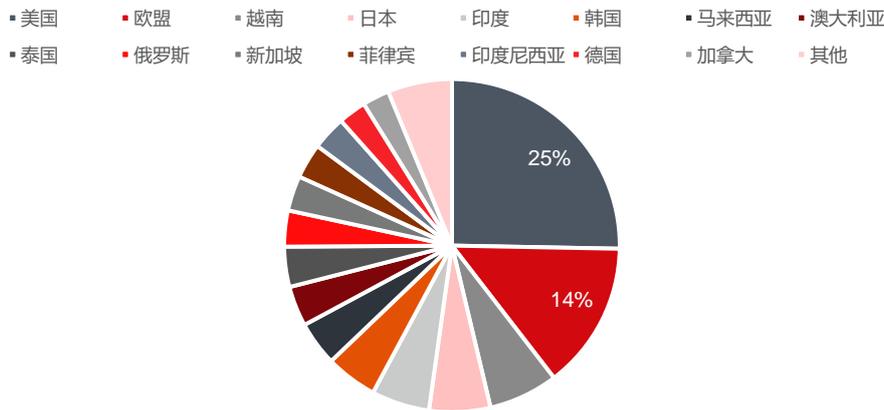
（一）目前中美关税博弈进展

美国政府于 2020 年 3 月 3 日颁布行政令，继 2 月 4 日实施首轮 10% 惩罚性关税后，自 3 月 4 日起对约 2000 亿美元中国商品追加 10% 的特别关税。经测算，两阶段关税调整落地后，美国对中国输美商品的平均适用关税税率将攀升至 38.3%，接近历史峰值水平。

从产业影响维度分析，纺织服装、家具制造、玩具生产等劳动密集型产业首当其冲，面临以下几方面压力：其一，行业出口依存度较高（平均外销比例超 60%）；其二，对美出口市场集中度显著（占行业出口总量 25%-50%）；其三，行业利润率相对薄弱（普遍低于 15%）。这三大特征叠加将导致上述行业在关税传导机制下面临成本转嫁能力不足、订单转移风险加剧等系统性冲击。

同时，4 月 1 日即将公布的《美国优先贸易政策》评估报告具有重要政策指向意义。该报告的发布标志着特朗普政府对华贸易政策框架基本成形，后续中美经贸磋商可能进入以“竞争性关税”与“产业补贴限制”为核心诉求的实质性博弈阶段。

图表6：塑料制品出口地区情况



资料来源：Wind 中信期货研究所

中国政府方面，于 2025 年 3 月 3 日启动第二轮对美贸易反制措施，针对原产于美国的农产品及工业品实施差异化关税调整。根据税委会 2025 年第 3 号公告，本轮加征清单分为两个税级：战略农产品（鸡肉、小麦、玉米、棉花）适用 15% 附加关税，民生消费品（高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品、水果、蔬菜及乳制品）适用 10% 附加关税，覆盖商品总值占中国自美进口总额的 13.6%（其中 15% 税级商品占 2.1%，10% 税级商品占 11.5%）。

相较于首轮反制（2025 年 2 月 4 日实施的针对能源及工业品措施，包含煤炭、液化天然气 15% 关税及原油、农业机械、大排量汽车和皮卡 10% 关税，覆盖 8.5% 进口份额），关税打击范围扩大 5.1%，形成阶梯

式反制策略。

（二）我国塑料制品产业利润已承压，对于关税转嫁能力弱

我国聚烯烃下游塑料制品产业目前利润已偏承压，中枢利润率约在 7% 附近，在美关税压制下，低利润率产业难以通过让利缓解关税冲击，因此受影响程度或更为明显。

根据海关总署数据，我国塑料制品出口主要目的地集中在欧美和东南亚地区，其中美国仍为最大出口目的国，在整体塑料制品出口量中占比约 25%。

因此塑料制品出口或仍将受美后续关税影响。

（三）若我国后续对美乙丙烷加征报复性关税，则期价或有提振

目前我国对美两轮报复性关税中，并未涉及乙丙烷，但鉴于 2018 年曾对美丙烷加征报复性关税，因此仍不排除若美措施进一步升级，后续我国加征可能性。

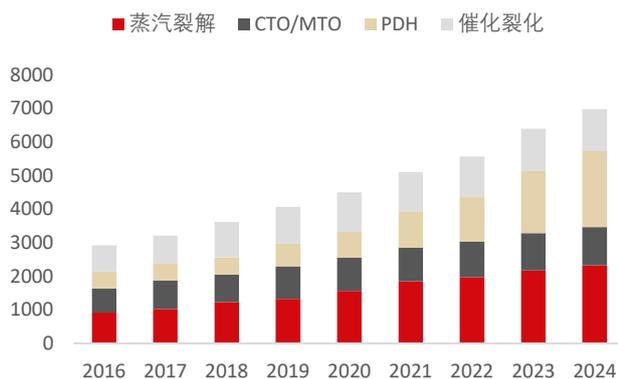
而丙烷作为 PDH 装置核心原料，其价格波动直接影响丙烯生产成本。假设对美丙烷加征 25% 关税，实际到厂成本将较中东货源价差大幅扩大。这将迫使 PDH 装置运营企业面临两个选择：成本转嫁或降低开工。

但考虑目前 PP 下游制品企业利润已承压，且开工已处于近五年偏低位，因此 PDH 企业向下游转移成本能力明显偏弱，因此或将不得不采用降低开工的方式规避部分原料价格上涨压力。

考虑目前我国 PP 产能中，PDH 占比已有大幅提升，因此若此次加征关税，对于 PP 提振力度或将较 2018 年明显增强。

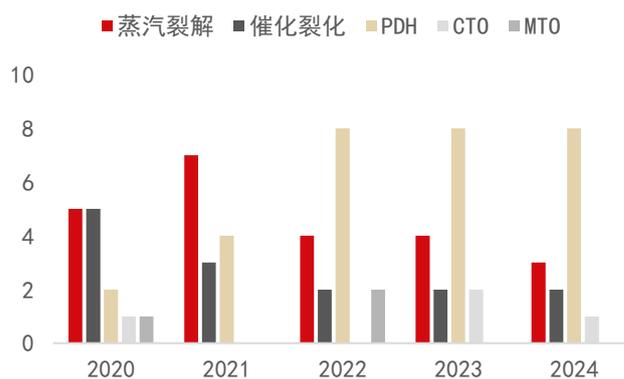
乙烷方面，目前我国乙烷制乙烯产能仍偏少，产能占比约 10%，且这类装置利润良好，因此受影响程度或弱于丙烷端。

图表7：国内 PDH 占比持续提升



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表8：近三年 PDH 装置投产数量偏多



资料来源：Wind 中信期货研究所

（四）上下游企业在关税节点附近或仍需谨慎

目前聚烯烃自身基本面承压，考虑远期供应仍偏充足，上游炼厂多逢高卖出套保，下游企业多维持偏低原料库存。

但若以上乙丙烷报复性关税加征，则上下游企业或将面临聚烯烃价格上行带来的风险（上游炼厂套保单或亏损，下游企业面临原料价格上行带来的利润压缩）。

因此我们认为，在关税节点附近，上下游企业亦谨慎（上游炼厂减少套保空单量，下游企业宜酌情提升原料库存）。

考虑目前中美关税博弈类似“美方先出牌，中方后出牌”模式，因此在看到美国进一步关税措施后，或为上述关键节点。

三、供给端二季度关注新产能与检修减量程度

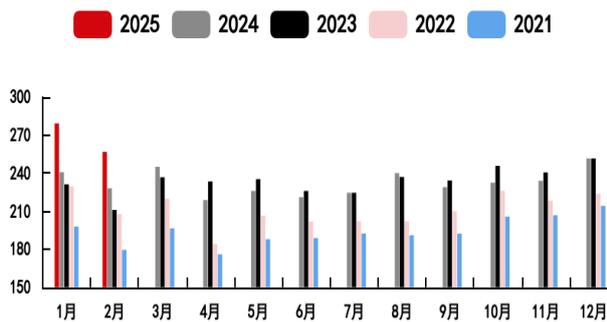
（一）一月产量延续高增

随着国内新装置产能释放，聚烯烃 1-2 月产量提升明显。

其中，PE1 月产量 279 万吨，为历史新高，较 24 年同期 241 万吨增 15.7%，较 23 年同期 231 万吨增 20.7%。环比去看，PE1 月产量较 24 年 12 月 252 万吨增 10.7%。

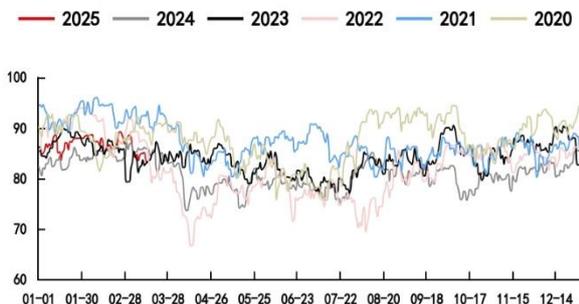
PP1 月产量 326 万吨，亦为历史新高，较 24 年同期 285 万吨增 14.4%，较 23 年同期 261 万吨增 24.9%。环比去看，PP1 月产量较 24 年 12 月 308 万吨增 5.8%。

图表9：PE 产量 1 月同比增 15.7%



资料来源：Wind 中信期货研究所

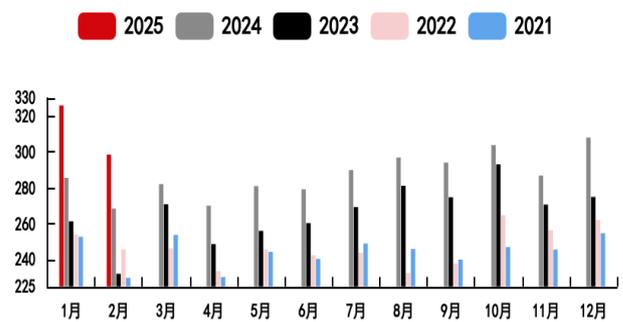
图表11：PE 产能利用率同比 24 年偏高



资料来源：Wind 中信期货研究所

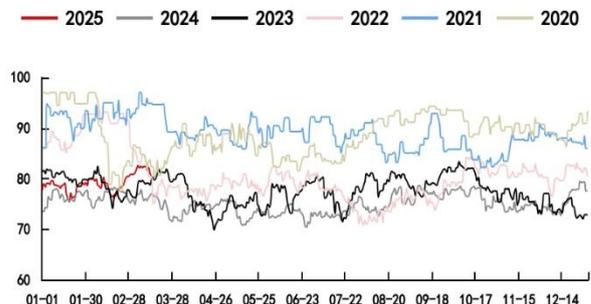
1 月聚烯烃产量偏高主要源于两方面原因：一是聚烯烃新产能释放，以 PE 为例，裕龙石化 130 万吨装置与内蒙宝丰 110 万吨装置在 24 年末上线后，25 年 1 月产能释放较为充分，致产量增长；二是 25 年 1 月，聚烯烃整体产能利用率较 24 年 1 月偏高。

图表10：PP 产量 1 月同比增 14.4%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表12：PP 产能利用率 3 月提升



资料来源：Wind 中信期货研究所

具体去看，1月PE产能利用率约为86.7%；PP产能利用率约为78.3%。对比24年同期，PE产能利用率提升3.54%；PP产能利用率提升2.09%。

新产能的释放以及偏高水平的产能利用率，直接导致1月产量提升明显。

2月产量则较有所减量，检修小幅提升以及2月生产天数偏少为主要原因。PE方面，中安联合、天津石化检修超过一周；PP方面，宁波富德、中安联合、广东石化2月检修时间偏长。

（二）二季度仍有新产能上线预期

一季度新产能上，PE方面，万华化学25万吨LDPE已投，宝丰55万吨三线已在试车，山东新时代产能预期三月中下旬上线，埃克森美孚惠州73万吨已投。

PP方面，新产能存延期情况，镇海延后至5月出料，美孚与中景预期二季度出料。

图表13：一季度PE新产能上线较多

装置	HDPE	FDPE	LLDPE	LDPE	时间
万华化学				25	已投
山东新时代	25	45			25年3月
内蒙宝丰		110			试车
裕龙石化	45	50		20	25年7月前
美孚惠州			123	50	已投73
吉林石化	40				25年二季度
浙石化				30	25年四季度
巴斯夫广东	50				25年四季度
中石油广西	30	40			25年四季度

图表14：二季度PP压力边际提升

装置	产能	时间		
镇海炼化	油制	PP	50	25年5月
美孚惠州	油制	PP	95	25年二季度4季度
裕龙石化	油制	PP	40	25年二季度
			40	25年二季度
中景石化	PDH制	PP	150	25年二季度
内蒙宝丰	煤制	PP	50	试车
			50	25年二季度
利华益	PDH制	PP	20	25年三季度
大榭石化	油制	PP	90	25年三季度
华亭煤业	煤制	PP	20	25年四季度

资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

从新产能角度看，一季度PE压力较PP为大，但后随二季度中景150万吨、镇海50万吨、美孚惠州48万吨PP投产，PP压力在二季度或边际提升。

我们认为新产能上线仍是25年压制聚烯烃价格上边界的主要矛盾。

（三）炼厂利润分化

一季度炼厂利润有所分化，整体表现为油头修复，CTO偏高，MTO承压，气头偏稳。

分开去看：

油头方面，随油价一季度宽幅波动，油头炼厂利润亦有波动，1月利润下行后，2、3月修复明显。但考虑油价短期跌幅偏大，且后续新产能仍将压制聚烯烃炼厂利润，因此我们认为二季度油头利润或稳中有降。

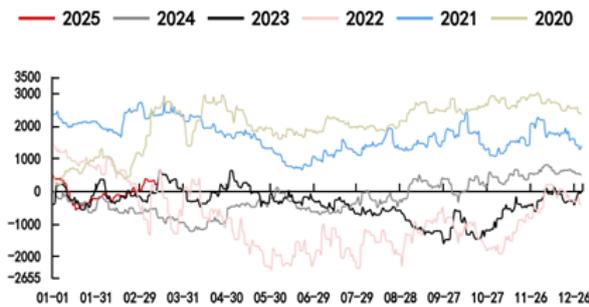
煤头方面，CTO与MTO差异明显，由于国内煤炭价格一季度持续偏弱运行，CTO装置利润良好。目前产地大部分煤矿正常生产销售，个别煤矿因安检等原因停产，市场煤供应整体基本稳定。多数煤矿跌幅放缓，煤价暂有企稳。考虑二季度逐步进入夏季，电厂煤耗或有提升，目前偏弱煤价或有修复，CTO利润或有小幅下行预期。

MTO一季度承压明显，由于一季度伊朗甲醇装置受天然气限气影响批量停产，国内甲醇价格受提振偏强运行，MTO利润大幅下修，兴兴、富德分别于1月、2月停车至3月。两套装置停车期间MTO利润有短

暂修复，但随其开回，利润再度承压。对于二季度，考虑伊朗甲醇装置3月中旬后逐步开回，甲醇价格远月存回落预期，MTO利润或有小幅修复。

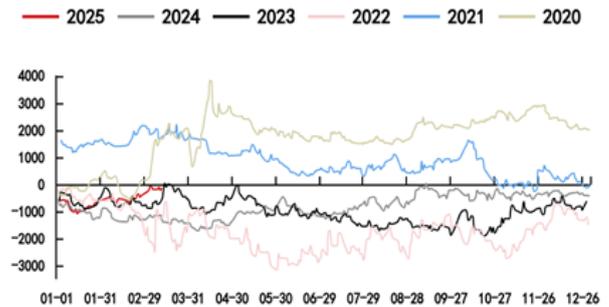
气头方面，一季度变化有限，但正如上文中关税部分所述，若后续中美关税争端升级，乙丙烷仍将为国内加征报复性关税的或有选择，若这一加征关税事件发生，气头利润或将明显承压。

图表15: PE 油制毛利 3月修复



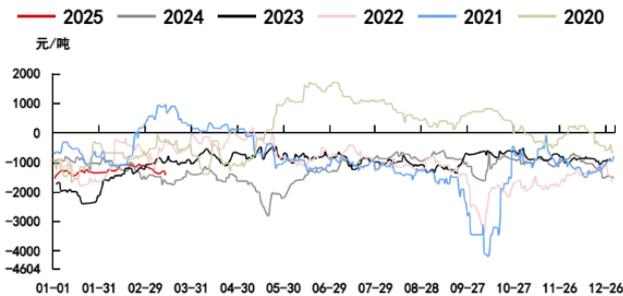
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表16: PP 油制毛利仍偏低



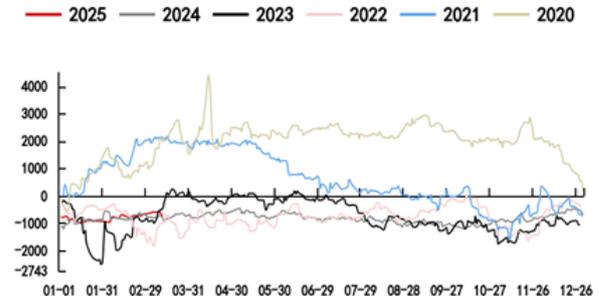
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表17: MTO 利润仍偏承压



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表18: PDH 利润关注关税扰动



资料来源: Wind 中信期货研究所

整体去看，我们认为在新产能压力二季度仍有提升、逐步进入夏季原料端或有提振的预期下，炼厂利润或仍有走低预期，但正如上文关税部分所述，我们仍需提醒或有的乙丙烷报复性关税可能，在此种情形下，我们将看到气头利润大幅压缩，与油头煤头利润的修复。

（四）二季度检修情况或为关注重点

4-7月常为聚烯烃上游炼厂检修季。24年PE 4-7月间检修率21.76%，显著高于24年全年开工率均值19%；PP 4-7月间检修率25.5%，亦高于24年全年开工率均值24.9%。

考虑24年末，居高不下的PE炼厂检修对于PE标品支撑明显，我们认为二季度尤其是4月仍需关注检修变化对于PE现货价格的或有提振。

目前PE基差仍保持在200以上，近期货价回落后，现货支撑已有边际增强。目前偏弱期价主要反映着新时代与宝丰出料预期。但我们仍需注意，若此两套装置投产时间有变或出合格品进度慢于预期，则随4月检修抬升，目前强基差下，对于逐步走入交割的05合约，期价仍存向现货回归可能。

因此 4 月的检修情况对于 PE05 合约价格波动或仍有重要影响。

此外，若从年度视角着眼，聚烯烃自身供需格局仍偏承压下，仍有通过提升检修，减少炼厂产量，平衡新产能投放动力，因此二季度传统检修季下，炼厂检修抬升节奏或仍将对于聚烯烃价格表现节奏产生扰动：

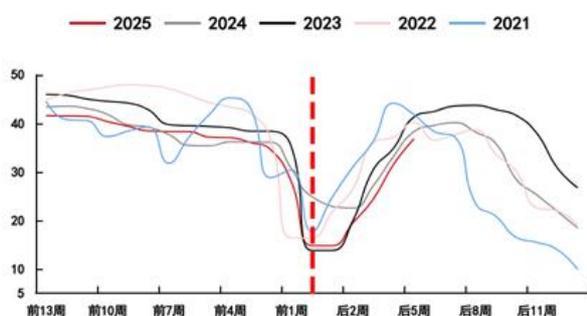
即：若检修低于预期→市场交易现实供给压力→价格承压→倒逼检修提升→价格平衡。

四、需求端二季度内外或有差异

（一）内需或有小幅改善

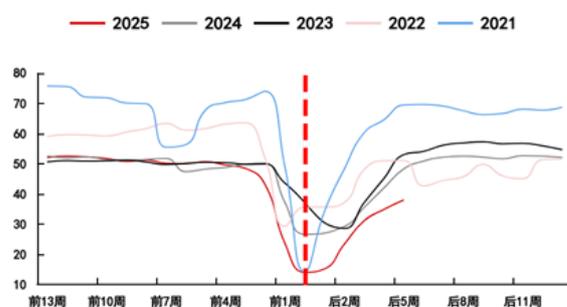
内需方面，一季度节后下游开工回归速度仍偏缓慢。

图表19：PE 农膜开工



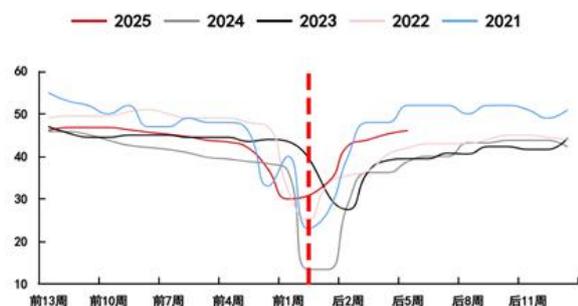
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表20：PE 包装膜开工



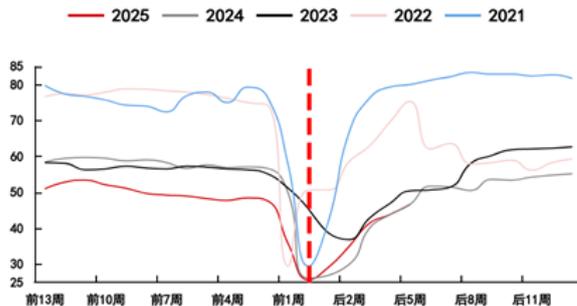
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表21：PP 塑编开工



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表22：PP 注塑开工



资料来源：Wind 中信期货研究所

具体去看：

PE 方面：2025 年农膜节后第五周开工 36.84%。较 2024 年开工率 38.33%低 1.49%，较 2023 年开工率低 4.51%；包装膜节后第五周开工 38.04%。较 2024 年开工率 48.33%低 10.29%，较 2023 年开工率低 15%；中空节后第五周开工 28.53%。较 2024 年开工率 35.74%低 7.21%，较 2023 年开工率低 3.71%；管材节后第五周开工 24.5%。较 2024 年开工率 36%低 11.5%，较 2023 年开工率低 7.5%。

PP 方面：塑编节后第五周开工 46.1%。较 2024 年开工率 38.8%高 7.3%，较 2023 年开工率高 6.52%；

注塑节后第五周开工 46.67%。较 2024 年开工率持平，较 2023 年开工率低 3.09%；BOPP 节后第五周开工 61.45%。较 2024 年开工率 64.25%低 2.8%，较 2023 年开工率低 1.41%；管材节后第五周开工 36.17%。较 2024 年开工率 46.17%低 10%，较 2023 年开工率低 13.94%。

整体开工偏低的回归速度反映下游需求仍偏一般。

但国内消费刺激政策或有小幅提振：3 月 16 日，《提振消费专项行动方案》正式发布，标志着我国消费政策的全面性升级与创新。方案部署了 8 方面 30 项重点任务，重点在以下六个方面：

- 1) 多渠道促进居民增收是大力提振消费的首要任务，解决“能不能”消费的问题；
- 2) 全方位增强消费能力保障，消除“想不想”消费的问题；
- 3) 持续用力推动房地产市场止跌回稳，更好满足居民住房消费需求，呵护居民资产负债表修复；
- 4) 延续对消费供给侧优化的重视，开展服务消费提质惠民行动与消费品质提升行动；
- 5) 优化消费环境，减少消费限制，进一步释放消费潜力；
- 6) 财政、金融政策与促消费协同发力，构建更有利于促消费的政策体系。

我们认为方案后续或仍有细节政策跟进，或仍能带动二季度国内聚烯烃需求小幅修复。

（二）外需或仍受关税扰动

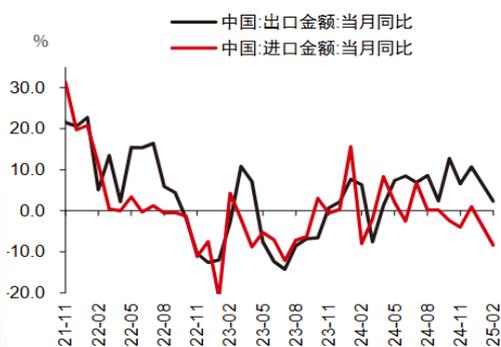
外需方面，一季度表现偏承压，二季度或仍将受关税扰动：

2025 年 1-2 月，中国出口金额(美元口径)同比上升 2.3%(Wind 一致预期为上升 5.1%)，2024 年 12 月同比上升 10.7%；1-2 月进口金额(美元口径)同比下降 8.4%(Wind 一致预期为同比上升 1.3%)。

整体去看，受美国加征关税以及海外补库力度减弱影响，今年 1-2 月出口增速低于市场预期，劳动密集型产品出口增速下滑较多。

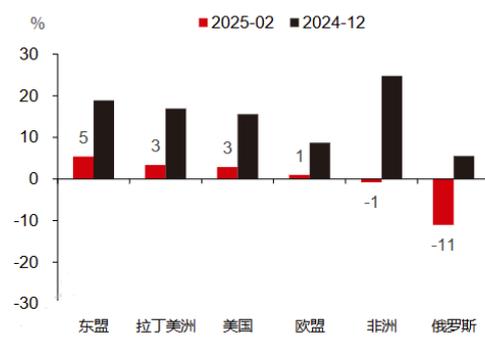
2025 年 1-2 月中国出口增速为 2.3%，较去年 12 月增速下降 8.4%。今年 1-2 月出口表现弱于季节性水平，今年前两月出口金额环比去年 12 月高出 60.9%，而过去五年(不包含 2020 年)前两月出口金额环比上一年 12 月平均高出 66.2%。出口表现低于预期首先与美国对我国加征关税相关。2025 年 2 月 4 日，美国对中国加征的第一轮 10%关税已经开始落地生效。高频数据显示，自关税生效以来，中国出口集装箱运价指数综合指数周环比均为负数。

图表23：25 年前两月我国进出口增速回落



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表24：前两月对多数贸易伙伴出口增速回落



资料来源：Wind 中信期货研究所

截至 2 月 28 日，今年 2 月中国出口集装箱运价指数综合指数月环比增速较前值下降 16.6%，可能反映出口链景气在关税影响下边际有所回落。美国的主动补库在 2024 年年末之前可能已经结束，进入到 2025 年之后美国的库存回补力度会较 2024 年减弱。

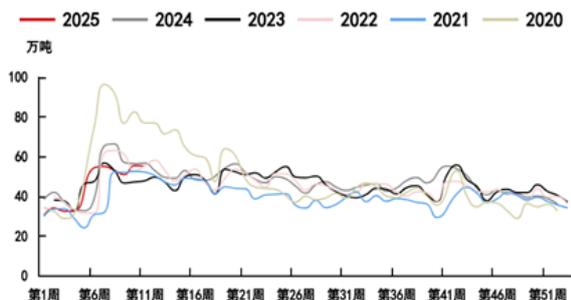
因此外需端上，聚烯烃下游制成品仍存一定承压预期。

五、库存关注去化速度，进出口或有平衡

库存端上，短期压力仍有所提升，周度数据去看，PE 上游库存偏稳，报 55.26 万吨，环比变化-0.32 万吨，较 24 年同期持平，较 23 年同期仍偏高；PE 中游库存偏累，样本统计口径 53410 吨，环比变化 7580 吨，目前库存水平处于近年同期高位；PP 上游库存偏稳，报 69.61 万吨，环比变化-1.23 万吨，库存水平处于近年同期中性水平；PP 贸易商库存样本统计口径 16.88 万吨，环比变化-0.72 万吨。

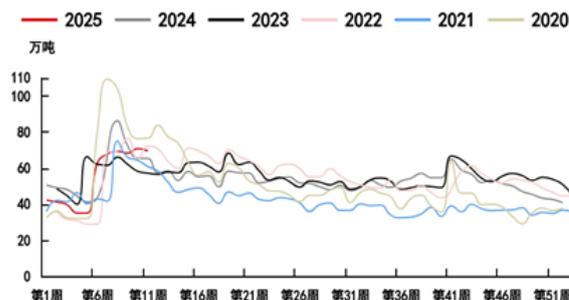
整体库存端仍存一定压力，且我们认为在后续二季度新产能仍有上线、下游需求缓慢修复预期下，库存去化速度仍是关注重点。

图表25：PE 炼厂库存



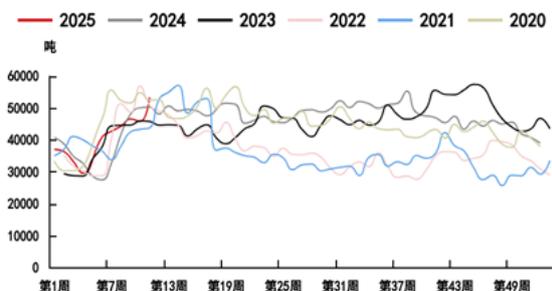
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表26：PP 炼厂库存



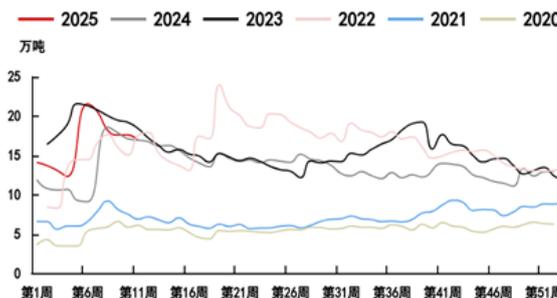
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表27：PE 贸易商库存



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表28：PP 贸易商库存



资料来源：Wind 中信期货研究所

进出口方面，一季度 PE 进口量受此前 24 年四季度现货偏强影响有所提升，1-2 月进口量较去年同期增 15%。目前国内 PE、PP 期货盘面计价进口窗口均偏关闭，PE 现货亦已有所回落。我们认为 24 年聚烯烃出口大幅放量，进口进一步缩量的情况在 25 年二季度仍将出现。

考虑目前 PE 进口依赖度仍有超 20%，PP 进口依赖度虽下滑但仍在 6%-8%附近，因此进口端的进一步缩

量仍将一定程度平衡供需格局。此外聚烯烃自身原料出口端的放量亦可形成对于制品需求的补充。

六、总结：危与机并存，二季度谨慎对待

整体去看，我们认为二季度聚烯烃危与机并存，多空均需谨慎，预判节奏仍是关键：

1. 危：新产能、关税压制制品出口等压力

新产能上，聚烯烃仍面临着较多投放，PE 宝丰 55 万吨三线试车，山东新时代产能预期三月中下旬上线，埃克森美孚惠州 73 万吨已投，产能仍在释放。PP 方面，镇海 50 万吨预期 5 月出料，美孚 48 万吨与中景 150 万吨预期二季度出料。

关税方面，下游制品出口仍存承压预期，目前 1-2 月出口增速已低于预期，3 月 4 日美国再度加征的 10% 关税影响在二季度或更加显著。

因此，新产能与下游制品出口需求的减弱仍将压制聚烯烃期价。

2. 机：或有的对乙丙烷加征报复性关税、国内消费刺激政策

目前我国对美两轮报复性关税中，并未涉及乙丙烷，但鉴于 2018 年曾对美丙烷加征报复性关税，因此仍不排除若美措施进一步升级，后续我国加征可能性。考虑目前 PDH 装置在 PP 产能中占比已大幅提升，影响程度将较 2018 年大幅增强。

国内消费政策后续仍有出台预期，3 月 16 日，《提振消费专项行动方案》已发布，标志着我国消费政策的全面性升级与创新。

3. 多空均需谨慎，预判节奏或是关键

展望二季度，我们认为危与机并存，从聚烯烃自身基本面看其价格中枢仍有小幅下移预期，但或有的报复性关税、消费刺激政策仍存致价格阶段性脉冲上行可能。

将多方面因素全盘考虑，在重要时间节点（如关税消息密集期）附近谨慎观望，重视价格波动节奏，或是应对二季度或有变化的良好方法。

参考区间上，我们给出以下两类情况：

若并未对乙丙烷加征报复性关税：L 区间暂看 7600-7950；PP 区间暂看 7100-7350；

若对乙丙烷加征报复性关税：L 区间看 7700-8050；PP 区间看 7250-7600

风险提示：

多头风险：油价回调，政策效果不及预期，海外政治风险；

空头风险：油价上行，政策刺激需求复苏超预期。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：<http://www.citicsf.com>