

踏雪寻梅

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

回顾 2024 年，聚烯烃期价整体呈区间震荡格局，以年初价格为基准，上边界为+6%附近，下边界为-4%附近。其波动节奏基本与我们期间发布的季度报告预判一致。展望 2025 年，我们认为聚烯烃 2025 年价格中枢或小幅下移，但不过度悲观：宏观端中美角力仍将扰动；供给端压力仍有，25 年产能预计存 10%以上增长；需求端消费存边际改善预期，国内政策或仍有支撑；出口端人民币汇率或有贬值对冲，或有支撑。整体：踏（关税+新产能）之雪，寻（消费回升+出口放量）之梅。

能化研究团队

研究员：

桂晨曦
从业资格号：F3023159
投资咨询号：Z0013315

黄谦
从业资格号：F3063512
投资咨询号：Z0014611

杨家明
从业资格号：F3046931
投资咨询号：Z0015448

杨晓宇
从业资格号：F03086737
投资咨询号：Z0020561

摘要：

2024 年回顾：区间波动，中枢稳定

回顾 2024 年，聚烯烃期价整体呈区间震荡格局，具有以下特点：1. 原油多数时间仍主导价格波动趋势；2. 宏观端政策预期存阶段性刺激；3. 价格中枢基本保持稳定。波动节奏基本与我们期间发布的季度报告预判一致。

我们认为 2025 年聚烯烃价格中枢或小幅下移，宏观影响下存脉冲式涨跌波动。

宏观端上，中美政策角力或致 2025 年价格脉冲式波动

美国仍是聚烯烃下游塑料制品重要出口目的国，目前美国大选已尘埃落定，特朗普当选美国总统，2025 年关注对华关税加征政策节点，对比 18 年贸易战，本轮加征关税影响程度或更显著。但同时国内政策对冲或仍有支撑，关注消费与反制。

供给端 25 年新产能压力偏大，聚乙烯增速边际提高，价格中枢或小幅下移

2025 年聚烯烃新产能压力仍大，主要压力在于宝丰、裕龙 2024 年部分投产后的产能释放，以及惠州美孚、多个中石化技改装置的新增预期。其中聚乙烯 2025 年预期产能增速较 2024 年提升较多。但高检修或仍将有所平衡。

需求端已有边际改善，汇率走弱仍将带动聚烯烃出口

在 10-11 月国内政策频出的影响下，10 月社会消费品零售改善明显。叠加聚烯烃出口在汇率走弱下的支撑，相比于 2024 年前三季度的 2%-4%表观需求增速，我们认为 2025 年在 2024 年偏低基数与政策影响下或存 5%-6%增速可能。

策略推荐：L 价格中枢或下移至 7950，PP 价格中枢或下移至 7350

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。

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作参考之用，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

摘要：1

一、 2024 年回顾：区间波动，中枢稳定4

(一) 原油多数时间仍主导价格波动趋势4

(二) 宏观端政策预期存阶段性脉冲刺激5

(三) 聚烯烃价格中枢基本保持稳定6

(四) 2025 年：价格中枢或较 2024 年小幅下移，宏观端中美政策博弈或有较强扰动7

二、 宏观端上，中美政策角力或致 2025 年价格脉冲式波动7

(一) 美国仍是聚烯烃下游塑料制品重要出口目的国7

(二) 2025 年中美政策角力或较为明显8

(三) 关注特朗普对于关税加征政策节点9

(四) 对比 18 年贸易战，本轮加征关税影响程度或更显著9

(五) 国内政策对冲或仍有支撑，25 年关注消费与反制10

三、 供给端 25 年新产能压力偏大，聚乙烯增速边际提高11

(一) 整体去看，2025 年聚烯烃新产能压力大11

(二) 现有炼厂 2024 年检修高位运行，PE/PP 有所分化12

(三) 油制利润或稳中小幅下移，MTO、PDH 利润仍偏承压13

四、 需求端四季度边际改善，25 年增速存提升预期15

(一) 下游开工缓慢回升15

(二) 国内政策存一定带动，内需提振仍存预期16

五、 库存已有去化，进出口关注汇率影响17

(一) 国内上中游库存四季度去化，PE 更为明显17

(二) 2025 年特朗普上台后，汇率变化仍将影响聚烯烃进出口格局18

六、 总结：踏雪寻梅，聚烯烃 2025 年中枢下移但不过度悲观20

免责声明22

表目录

图表 1: 相比于年初价格波动情况（原油右轴）	4
图表 2: 5-6 月、10-11 月聚烯烃单日涨跌与原油低相关度	5
图表 3: 5 月以来油价主跌浪波动幅度仍低	5
图表 4: 月均价与年均价差异有限	6
图表 5: PE 价格波动相对分散	7
图表 6: PP 价格波动更集中	7
图表 7: 塑料制品出口地区情况	8
图表 8: 2018 年美国加征关税主要大类	10
图表 9: 60%关税对我国出口影响测算	10
图表 10: 2018 年 4-10 月丙烷价格大幅上行	11
图表 11: L-P 价差（此图为 P-L）与丙烷价格大幅波动区间基本一致	11
图表 12: PE2025 年新增产能压力较大	12
图表 13: PP 四季度存较多新增投产	12
图表 14: PE 二、四季度偏高检修	13
图表 15: PP 二季度以来检修持续偏高位	13
图表 16: PE 产量较 23 年有减	13
图表 17: PP 产量仍偏增长	13
图表 18: 油制利润四季度修复	14
图表 19: MTO 利润延续低位	14
图表 20: PDH 制利润延续低位	14
图表 21: 乙烷制利润延续偏高运行	14
图表 22: PE 农膜开工率	15
图表 23: PE 包装膜开工率	15
图表 24: PP 塑编开工率	15
图表 25: PP 注塑开工率	15
图表 26: 社会消费品零售总额 10 月抬升明显	17
图表 27: 社会消费品零售总额当月同比	17
图表 28: 快递量	17
图表 29: 汽车销量	17
图表 30: PE 两油库存仍偏高位	18
图表 31: PE 贸易商库存缓慢去化	18
图表 32: PP 两油库存偏累	18
图表 33: PP 贸易商库存仍需时间消化	18
图表 34: PE 进口三季度抬升明显	19
图表 35: PE 出口 8 月回升	19
图表 36: PP 进口仍偏减量	19
图表 37: PP 出口 8 月放量	19

一、2024 年回顾：区间波动，中枢稳定

回顾 2024 年，聚烯烃期价整体呈区间震荡格局，以年初价格为基准，上边界为+6%附近，下边界为-4%附近。基本与我们 2023 年末发布的《宏观与产能阶段性主导，聚烯烃注重波动节奏——2024 年度策略报告》中观点一致。

其中，价格上行区间为 3-7 月，我们于 3 月 24 日发布了《原料端支撑叠加宏观改善预期 二季度聚烯烃中枢或小幅上移——二季度策略报告》，随后行情基本印证报告观点。

价格下行区间为 7-9 月，我们于 6 月 19 日发布了《新增供给、海外宏观与地产改善程度或是下半年关注重点，聚烯烃谨慎承压——半年度策略报告》，亦对于随后的回落行情有前瞻预判。

图表 1：相比于年初价格波动情况（原油右轴）



资料来源：wind、中信期货研究所

2024 年，聚烯烃的价格波动呈现出以下特点：

（一）原油多数时间仍主导价格波动趋势

对比上图我们可以看出，在 1-4 月、7-10 月区间内，聚烯烃价格与原油保持较高相关度，原油价格很大程度上仍主导着聚烯烃价格的波动中枢。

其中，1-4 月期间，原油价格在俄乌、巴以、红海等地缘冲突事件扰动下，韧性较强，同时期内俄罗斯产量环比下降，沙特亦同步完成减产，叠加市场对于二季度旺季需求预期，油价中枢缓慢抬升至 82 美元附近，对于聚烯烃存成本端支撑。

但同时期内，聚烯烃需求端支撑力度较为有限，2024 年春节后，下

游节后开工提升缓慢，较 2023 年同期均有偏低现象。偏弱的需求端支撑力度导致聚烯烃跟涨原油幅度偏弱，相比于原油在该时期内近 20% 的涨幅，聚烯烃仅有约 4%。

7-10 月区间，油价走弱明显，聚烯烃在宏观端交易偏兑现的情况下跟跌明显，见底时间也与油价基本一致。

（二）宏观端政策预期存阶段性脉冲刺激

在 5-6 月、10-11 月区间内，我们看到聚烯烃价格与油价出现了阶段性的反向波动，持续时间较短，但差异性较大：

从 4 月 30 日起，至 5 月 31 日，聚烯烃涨幅约 4%，贡献 2024 年最为明显的一波上涨，而同期原油价格下跌近 14%。

10 月初-11 月区间内，聚烯烃价格波动幅度为+7%，其上涨先于原油。

而如果观察 5-6 月、10-11 月内的单日波动情况，将原油价格跌幅较大的几个交易日抽离出来，以供需相对更加承压的 PP 为例，其带动性十分有限：

10 月 28 日，原油-6%，PP-0.98%；9 月 3 日，原油-4.86%，PP-1.61%；10 月 8 日，原油-4.63%，PP-0.84%；10 月 15 日，原油-4.14%，PP-0.19%；6 月 3 日，原油-3.99%，PP-0.47%；9 月 10 日，原油-3.69%，PP +0.23%。

若将 PP 与原油对应时间内的单日涨跌幅进行拟合，也可看出相关度偏低：

这种阶段性的差异性背后的核心影响因素便是宏观预期端的支撑阶段性偏强：

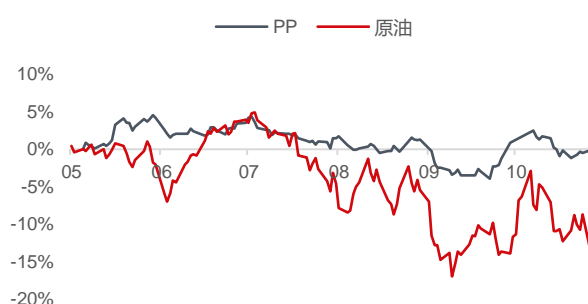
其中，5-6 月间，宏观端支撑主要源于：1. 地产端的放松消息刺激；2. 特别国债的发行消息刺激。3. 海外降息预期。其中地产端政策宽松主

图表 2：5-6 月、10-11 月聚烯烃单日涨跌与原油低相关度



资料来源：wind、中信期货研究所

图表 3：5 月以来油价主跌浪波动幅度仍低



资料来源：wind、中信期货研究所

要落在四个重点方向：首付比突破历史下限；取消全国房贷利率政策下限；设立保障性住房再贷款；二线城市集中取消限购。

而 10-11 月期间，则更多来自于资本市场乐观情绪的传导：伴随着证券市场的大幅上扬，资金风险偏好提升明显，我们看到商品市场亦受到明显带动，聚烯烃作为与宏观与消费关联度较高的品种亦受到资金关注。

因此，在 5-6 月、10-11 月区间内，聚烯烃价格与油价“脱敏”现象明显，背后实质是国内市场自生逻辑的影响占据主导作用。但就 2024 年的情况去看，这一主导作用持续时间相对不长，情绪与资金风偏主导的价格上涨过程亦均为脉冲式。

（三）聚烯烃价格中枢基本保持稳定

从价格波动中枢的角度去看，2024 年聚烯烃价格中枢与 2023 年差距不大，基本保持相对稳定：

2024 年 1-11 月 LLDPE 均价 8274，2023 年 LLDPE 均价 8099。

2024 年 1-11 月 PP 均价 7545，2023 年 PP 均价 7525。

而从月度均价与年度均价的差异性上看，4-7 月月均价较年均价存明显上扬，一季度与 9 月则较年均价偏弱。

整体去看，聚烯烃价格波动有限，这也与其自身品种特性（下游涉及行业广泛、用量大、需求偏刚性、供需矛盾多数时间不显著）有关。

图表 4：月均价与年均价差异有限

	PE 月均价	相比于年均价	PP 月均价	相比于年均价
1 月	8167	-1.3%	7391	-2.0%
2 月	8178	-1.2%	7412	-1.8%
3 月	8224	-0.6%	7503	-0.6%
4 月	8393	1.4%	7594	0.7%
5 月	8548	3.3%	7700	2.1%
6 月	8541	3.2%	7710	2.2%
7 月	8400	1.5%	7682	1.8%
8 月	8146	-1.5%	7568	0.3%
9 月	7962	-3.8%	7360	-2.5%
10 月	8174	-1.2%	7532	-0.2%
11 月	8207	-0.8%	7456	-1.2%
年均价（截至 11 月 12 日）	8274		7545	

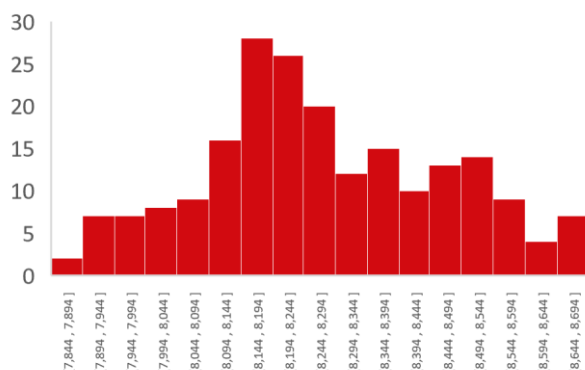
资料来源：中信期货研究所

同时，将 1-11 月价格分布作图如下，以 50 为一个区间去看，PP 显示出更明显的正态分布特征，LLDPE 的正态分布则相对不显著，对于价格分布的分析有助于产业上下游判断合适的入场套保时机。

整体去看，在 2024 年，PP 较 LLDPE 更适合进行买/卖套保操作。在

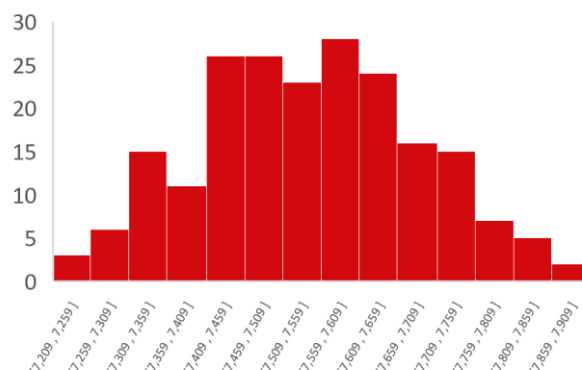
7750 以上以及 7350 以下的收盘价次数均较少，对应时间点进行卖出/买入套保操作具有较高的可操作性。我们认为随着 2025 年新产能上线与或有的海外宏观压力，此类正态分布中心对称轴仍有下移可能。

图表 5：PE 价格波动相对分散



资料来源：wind、中信期货研究所

图表 6：PP 价格波动更集中



资料来源：wind、中信期货研究所

（四）2025 年：价格中枢或较 2024 年小幅下移，宏观端中美政策博弈或有较强扰动

对于 2025 年，我们认为塑化品中枢或小幅下移。主要逻辑如下：

供给端压力仍有，25 年聚烯烃新产能预计仍有 10%以上增长。

需求端观察特朗普关税加征节奏，目前预计 3 月后出口阶段性承压，届时叠加渐入淡季且 05 合约逐步交易现实，3-5 月间压力或更为明显。但考虑人民币汇率或有贬值对冲，聚烯烃原料出口或有一定支撑。25 年下半年关注点更多在国内对冲政策落地效果上。

从影响程度上，我们排序如下：中美政策角力 > 新产能 > 国内需求 > 进出口格局变化。本文后续内容即以以上顺序展开。

二、宏观端上，中美政策角力或致 2025 年价格脉冲式波动

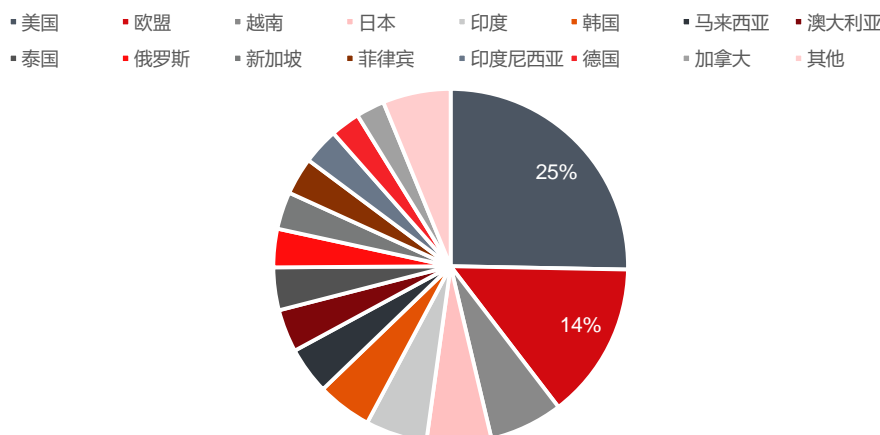
（一）美国仍是聚烯烃下游塑料制品重要出口目的国

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%。

以地区划分，东南亚地区越南、马来西亚、泰国、新加坡等 7 国合计占比约 25.4%，略超美国占比。

但整体去看，若美国对华商品征收 60%以上关税，仍将影响我国出口量。

图表 7：塑料制品出口地区情况



资料来源：海关总署、中信期货研究所

（二）2025 年中美政策角力或较为明显

目前美国大选已尘埃落定，特朗普当选美国总统，但后续仍有多项政府换届议程：2024 年 11—12 月，特朗普会逐步提名内阁人选，选定执政团队，各项政策思路与执行尺度将有更多观察窗口。2025 年 1 月，美国将举行新任总统的就职典礼，典礼上的就职演讲可能包含关键性的政策承诺，通常具备一定的政策优先级与紧迫性。在此之后，一系列政策可能以总统行政令的方式密集落地，预计 3 月附近或是重要时间窗口。

考虑目前共和党在参议院、众议院均赢得多数党地位，且联邦最高法院中亦是保守派大法官占多数，因此特朗普政策推行阻力或十分有限。目前去看，其减税等强刺激政策或较为顺利落地，且对华鹰派态度或更为明显。

与此同时，国内端 2025 年一方面仍有政策出台落地，另一方面对于美对华政策的反制措施亦仍有推出预期。

在这样的大背景下，2025 年中美角力将会是扰动市场的重要影响因素，将通过以下三个角度传导致聚烯烃价格：

1. 影响资本市场情绪→影响资本市场风险偏好→影响包括聚烯烃在内的大宗商品估值；
2. 影响国内出口→影响聚烯烃下游企业需求；
3. 影响原料端原油/丙烷价格波动→影响炼厂利润→影响炼厂开工→影响聚烯烃上游供给。

同时，由于中美政策在市场理解上或为对向而行，因此或对市场情绪存脉冲式影响。我们梳理如下：

（三）关注特朗普对于关税加征政策节点

总体去看，目前市场理解中较为确定性的有以下三点：

1. 取消中国的最惠国待遇（该观点已经写入共和党党纲）。
2. 提议对来自中国的进口商品的关税提高到 60%，将对来自世界其他地区的进口商品的关税提高到 20%。
3. 建议对来自威胁放弃美元作为首选国际货币的国家的进口商品征收 100%的关税。

从流程上看，特朗普若要对华加征关税，可以通过三种方式：

最快的方式为引用《国际紧急经济权力法》（IEEPA）对华加征关税，由于不需要调查也不需要国会批准，IEEPA 的权力可以在任何时候被总统援引，并在短时间内迅速落地。例如在 2019 年 5 月 30 日，特朗普宣布将利用 IEEPA 对所有从墨西哥进口的商品征收并逐步提高 5%的关税，直到“墨西哥采取有效行动缓解非法移民危机”，并计划于 2019 年 6 月 10 日落地（但后续暂停实施）。

相对折中的方式为通过 301 调查等方式加征关税，这一方式同样不需要国会批准，但需要经过调查与听证等程序，通常需要半年左右的时间，例如在第一届任期内，特朗普主要通过 301 调查的方式对华加征关税，自 2017 年 8 月发起调查，到 2018 年 3 月后陆续发布加征关税的商品清单，用时约半年。

最慢的方式为取消对华最惠国待遇，这一举措需国会批准，流程最为繁琐，且能够加征的税率也有上限，根据美国海关数据，美国非最惠国关税平均税率为 42%。通过不同的方式加征关税，落地时间或有较大区别，明年二季度或是关税是否落地的关键观察时点。

（四）对比 18 年贸易战，本轮加征关税影响程度或更显著

2018 年中美贸易战中，特朗普政府加征关税重点在通信、电子、机械设备、汽车、家具、塑料制品等劳动密集型产品：

对于当时加征关税的 2500 亿美元以 HS 二级分类进行拆分，塑料及其制品占比位于第七位：

而在随后的 2019 年，我国塑料制品对美出口同比降幅达到 11.91%。

考虑本轮加征关税力度较 2018 年有较大增强：1. 加征关税从 2018 年的 25%上升到目前宣称的 60%；2. 本轮对于转口贸易以及海外工厂贸易或有针对性措施。

图表 8：2018 年美国加征关税主要大类

2018 年美国加征关税主要大类	占比
电话通信设备	9.78%
计算机自动数据处理等设备零附件	6 %
车辆及零附件	5.670%
家具	4.28%
坐具及零件	4%
自动数据处理设备、数据记录机器等	3.96%
塑料及制品	3.44%
钢铁制品	3.38%
皮革制	3%
其他	56.49%

资料来源：United States Census Bureau、中信期货研究所

图表 9：60%关税对我国出口影响测算

情景	关键假设	拖累我国对美出口同比	拖累我国整体出口同比
悲观	25%、15%和 0%三种关税税率对应商品的下降速率完全保持上一轮贸易摩擦的情况	-19%	-2.8%
中性	25%关税对应商品下降速率减半、15%关税对应商品下降速率减 20%、未涉及关税商品下降速率保持上一轮贸易摩擦的情况	-16%	-2.3%
乐观	25%、15%和 0%三种关税税率对应商品的下降速率均减半	-10%	-1.4%

资料来源：中信证券研究所

因此若关税于明年落地，塑料制品对美出口端在 2025-2026 年或仍将承压。

（五）国内政策对冲或仍有支撑，25 年关注消费与反制

国内政策对冲主要包含两方面：1. 消费刺激预期；2. 关税反制。

政策预期在 2024 年 5 月、10 月均被反复交易，我们认为明年为了对冲海外端影响，国内政策端仍有较大出台动力。

其中消费品以旧换新是当前扩大内需政策的重要抓手，明年有望进一步延续并且扩大品种和规模。此前发布会明确“加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模”。2024 年 7 月财政部宣布从 1 万亿元特别国债资金中拨出 3000 亿元用作“两新”政策的支持，其中约有 1500 亿元用于支持消费品以旧换新，目前政策效果已经呈现在 9 月社零数据的显著改善和 10 月汽车家电销售的持续上涨中。

我们预计，后续伴随补贴资金逐渐使用到位，该政策有望在 2025 年得以延续，且补贴范围可能会扩张。若明年仍有 1500 亿元消费品以旧换新补贴政策的接续，叠加今年未使用完毕的部分资金，估算对 2025

年社零增长的拉动作用约为 3 个百分点。

关税反制方面，18 年贸易战，对于美国丙烷关税提升为手段之一，18 年在加征 25%美国丙烷关税前后，国内丙烷价格明显上涨，间接抬升 PP 价格。对应时间点虽有原油价格承压，但观察 L-P 价差波动可以明显看出支撑性。

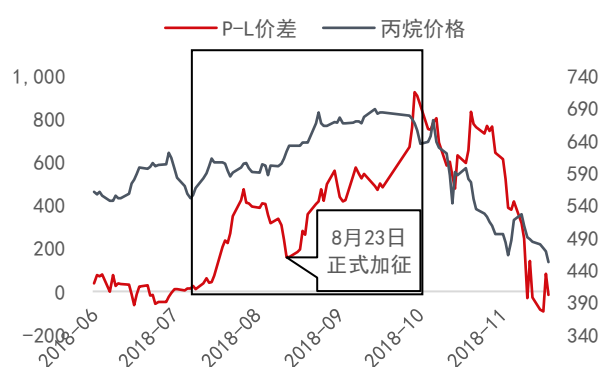
考虑目前国内 PDH 装置存量较大，在 PP 产能中多为边际存在，因此此次若再度加征关税，对于 PP 提振效果或较 2018 年更为明显。

图表 10：2018 年 4-10 月丙烷价格大幅上行



资料来源：wind、中信期货研究所

图表 11：L-P 价差（此图为 P-L）与丙烷价格大幅波动区间基本一致



资料来源：wind、中信期货研究所

三、供给端 25 年新产能压力偏大，聚乙烯增速边际提高

（一）整体去看，2025 年聚烯烃新产能压力大

2024 年 1-11 月，PE 新增投产 105 万吨，其中宝丰能源于 3 月投产 25 万吨，中石化英力士 10-11 月投产 80 万吨，实际投产相比于年初预计投产大幅减少，总产能约 3300 万吨，实际产能增速仅有 3.3%。

2024 年 1-11 月，PP 新增投产 280 万吨，其中广东石化 1 月投产 20 万吨，惠州立拓 3 月投产 15 万吨，中景石化 5 月投产 60 万吨，泉州国亨 5 月投产 45 万吨，安徽天大 5 月投产 15 万吨，金能科技 5-6 月投产 90 万吨，中石化英力士 11 月投产 35 万吨。总产能达约 4286 万吨，实际产能增速 6.5%。

但裕龙石化与宁夏宝丰在 2024 年 11-12 月仍存一定上线预期，因此 2024 年实际产能增速仍将在：PE：3.3%-8%；PP：6.5%-10%之间浮动。但对于现货端的影响则更多在 2025 年一二季度体现。

2025 年聚烯烃新产能压力仍大，主要压力在于宝丰、裕龙 2024 年部分投产后的产能释放，以及惠州美孚、多个中石化技改装置的新增预

期。

目前（2024 年 11 月），宝丰与裕龙新装置已有部分出料，但产能距完全释放尚远，实质性的压力更多仍将在 2025 年一二季度释放。叠加惠州美孚在明年上半年的上线预期，2025 年 1-6 月的产量或将较 2024 年有较大幅度增加。

图表 12：PE2025 年新增产能压力较大

企业	HDPE	FDPE	LLDPE	LDPE	时间
万华化学				25	25 年一季度
山东新时代	25	45			25 年一季度
内蒙宝丰		110			25 年一季度
裕龙石化	45	50		20	25 年 7 月前
美孚惠州			123	50	LL25 年一季度，LD25 年二季度
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

资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 13：PP 四季度存较多新增投产

装置		产能	时间
镇海炼化	油制	50	2025 年 1 月
美孚惠州	油制	95	2025 年一季度
裕龙石化	油制	40	2025 年一季度
		40	2025 年二季度
内蒙宝丰	煤制	50	2025 年二季度
		50	2025 年二季度
北方华锦	油制	100	2025 年二季度
大榭石化	油制	90	2025 年三季度
华亭煤业	煤制	20	2025 年四季度
东华能源	PDH 制	40	2025 年四季度
齐鲁石化	油制	25	2025 年四季度

资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

（二） 现有炼厂 2024 年检修高位运行，PE/PP 有所分化

2024 年，聚烯烃产量有所分化，1-10 月，PE 产量约 2305 万吨，较去年同期 2315 万吨偏少 10 万吨，减量 0.4%。PP 产量约 2851 万吨，较去年同期 2647 万吨增多 200 万吨，增量 7.5%。

分月去看，PE 产量增速：1 月：4%，2 月：8%；3 月：3.5%；4 月：-6%；5 月：-4%；6 月：-2%；7 月：0；8 月：1.3%；9 月：-2.24%；10 月：-5.43%。

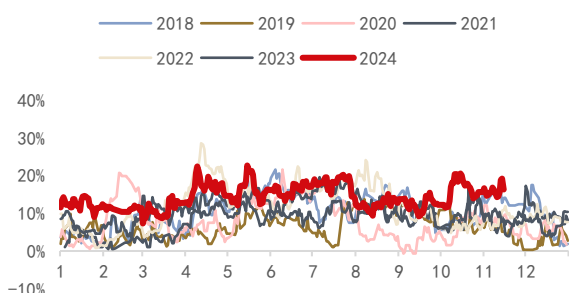
PP 产量增速：1 月：9%；2 月：15%；3 月：4%；4 月：8.6%；5 月：9%；6 月：7%；7 月：7.6%；8 月：5.6%；9 月：7%；10 月：3.67%。

三四季度的偏高检修，对于产能增长有限的 PE 来说影响更为明确，9 月与 10 月的产量出现明显下行，也导致 11 月其价格表现偏强运行，现货偏紧逻辑被交易。

整体去看，2024 年 1-10 月，PE 产能利用率约为 83%，较 2023 年下行 3%；PP 产能利用率 79%，与 2023 年较为接近。

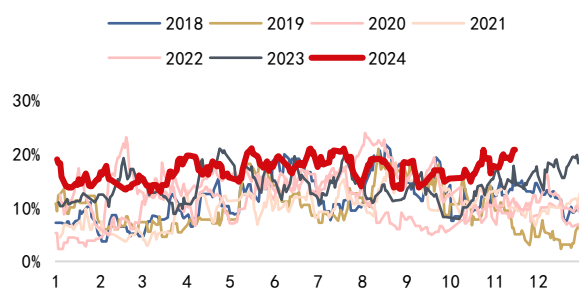
考虑部分 2024 年延后产能将于 2025 年释放，2025 年聚烯烃产能利用率或仍有一定下行预期。

图表 14：PE 二、四季度偏高检修



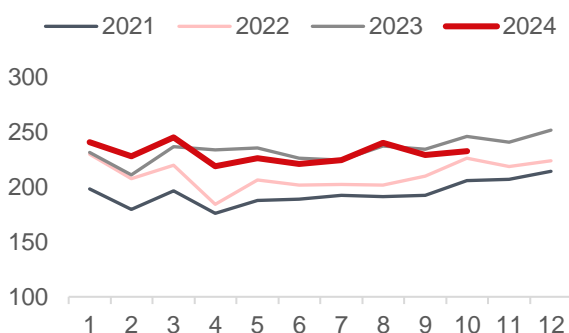
资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 15：PP 二季度以来检修持续偏高位



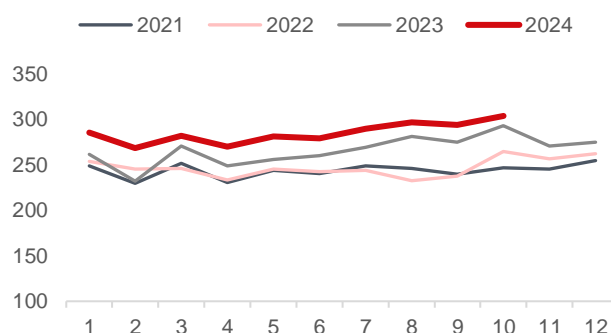
资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 16：PE 产量较 23 年有减



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 17：PP 产量仍偏增长



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

（三）油制利润或稳中小幅下移，MTO、PDH 利润仍偏承压

1. 油制利润或稳中小幅下移：

2024 年，油制聚烯烃利润单独测算在 4 月、8 月相对承压，其余月份表现稳中偏好，其中 PE 由于产能实际释放有限，产量较去年有减影响，利润较 PP 更优，其中四季度随着特朗普当选，油价偏弱运行，而塑料自身检修偏高，因此价格偏强，直接导致利润明显修复。

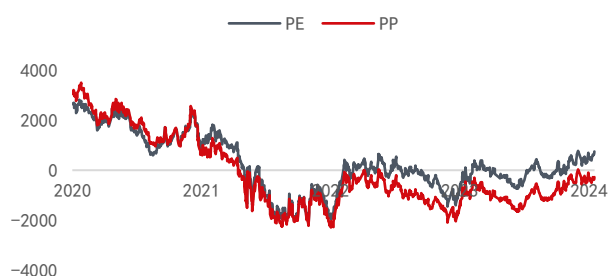
2025 年，仍有多套油制装置上马，裕龙、惠州美孚仍将限制聚烯烃装置利润上边界。但同时，国内成品油需求达峰预期，叠加特朗普上台后增产页岩油的可能，油价存一定承压可能：

1) 供应总量宽松，风险在于地缘问题。非 OPEC+ 产能仍处于投放周期中，特朗普回归或推动远端美国产量边际增长；OPEC+ 剩余产能总量充足，市场份额下跌至除疫情期间外的历史新低，平衡价格与份额的难度与日俱增，后期有恢复份额的诉求；供应端主要的风险点在于中东地缘冲突的演绎，伊朗及部分中东国家供应面临一定下滑风险。（2）需求增速放缓，发展中国家是主要增量来源。发达经济体需求过去 20 年一直

处于平台期，明年工业用油需求或边际修复，但难有趋势性增长；中国石油需求增长在清洁能源加速渗透下超预期放缓，其余 OECD 国家石油需求整体维持较高增速，但难以完全对冲中国需求增长放缓的影响。（3）宏观风险仍需高度警惕。随着降息及财政刺激的推进，宏观周期有望逐步转向上，但过程仍将受到地缘问题、贸易纠纷等事件扰动。

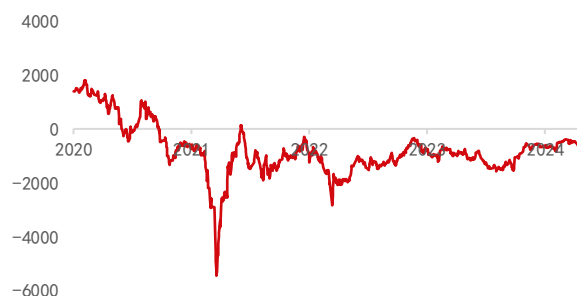
我们认为油制利润在 2025 年或稳中小幅下移。

图表 18：油制利润四季度修复



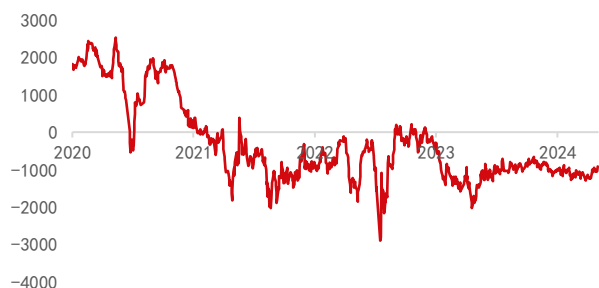
资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 19：MTO 利润延续低位



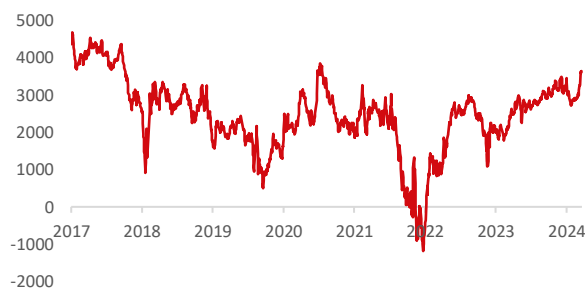
资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 20：PDH 制利润延续低位



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 21：乙烷制利润延续偏高运行



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

2. 煤制装置方面：

我们认为 CTO 利润或延续良好，MTO 仍偏承压：

煤炭供需基本面宽松仍将延续，关键在于新的价格均衡如何形成。自 2021 年煤价高位下跌以来，经历了国内增产保供、海外能源危机、新能源高速发展、用电结构变化，在当下的管理目标和市场结构下，煤炭价格下方成本支撑已经清晰，上方波动高度有限，中长期区间运行为主。对于 2025 年，预计煤炭基本面仍以宽松为主，价格中枢将再度下降，内贸、进口长协如何签约和天气表现是关注重点。

低位偏稳的煤价下，CTO 装置利润或将延续目前良好状态。但 MTO 或仍偏承压。

3. 气制装置方面：

PDH 延续承压，乙烷制仍有较强竞争力：

PDH 装置在 2025 年仍存一定压力，巨正源、东华、新浦仍存 PDH 投产，且国内仍有一定可能对于美进口丙烷加征关税，尽管目前远月丙烷价格偏低运行，但加工费后续或仍偏走低。

乙烷制装置高利润或将延续，目前运输仍是瓶颈，考虑主要运输船只 VLEC 船在 2026-2027 年间才有大量下水，因此现有乙烷制产能仍将在 2025 年间保持较强竞争优势。

整体去看，2025 年，在聚烯烃产能中，MTO 与 PDH 的边际位置或仍将延续。

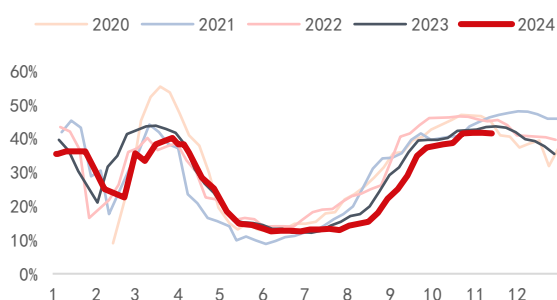
四、需求端已有边际改善

（一）下游开工缓慢回升

从下游需求上看，四季度国内需求抬升偏缓慢：

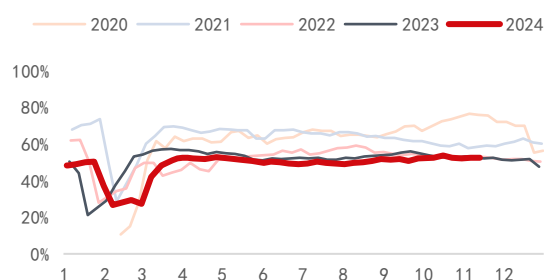
表观消费量上，1-10 月 PE 表观消费量 3028 万吨，较 23 年同期增 1.6%；1-10 月 PP 表观消费量 2630 万吨，较 23 年同期增 2.8%。

图表 22：PE 农膜开工率



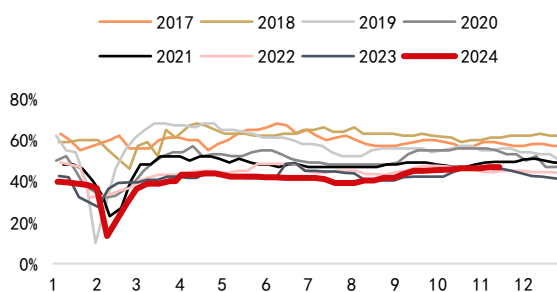
资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 23：PE 包装膜开工率



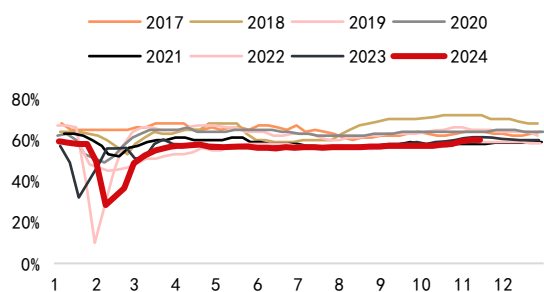
资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 24：PP 塑编开工率



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 25：PP 注塑开工率



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

而具体分月去看，PE 表观消费同比增速分别为：1 月：6.8%；2 月：

3%；3月：5.7%；4月：-0.3%；5月：-3%；6月：-3%；7月：8%；8月：0.6%；9月：-4.7%。

PP 分月表观消费同比增速分别为：1 月：3%；2 月：5%；3 月：-0.2%；4 月：2.2%；5 月：4.8%；6 月：3.8%；7 月：5%；8 月：0%；9 月：2.81%。

从 1-10 月累计表观消费量上看，聚烯烃消费回升仍偏缓慢，下游需求仍偏疲软，而从分月情况看，PE 在 5-6 月期间随价格上行，需求存较为明显抑制，在此区间，PP 则表现为增速放缓。背后反映的仍是下游需求对于价格存较高敏感度。

下游开工方面，整体仍偏疲软，其中 PE 农膜方面，9-10 月淡旺季切换速度仍偏缓慢，开工仍偏往年同期低位，下游工厂采购心态仍为谨慎；

PE 包装膜方面，观察十一前开工情况，节前三周工厂开工率 51.74%，低于 23 年同期的 55.41%与 22 年同期的 53.85%，较 21 年之前的 60%左右亦有明显差距；节前二周工厂开工率 50.81%，亦显著低于 23 年同期的 55.96%与 22 年同期的 54.7%。

PP 塑编则略有好转，十一节前三周开工率 45.1%，较 23 年同期 42.3%开工率存小幅抬升，略低于 22 年同期 46.5%开工；节前二周开工率 45.1%，亦高于 23 年同期，略低于 22 年 47.5%开工。

整体内需仍呈现出缓慢修复的态势。

（二）国内政策存一定带动，内需提振仍存预期

在 10-11 月国内政策再度频出的影响下，10 月社会消费品零售改善明显：

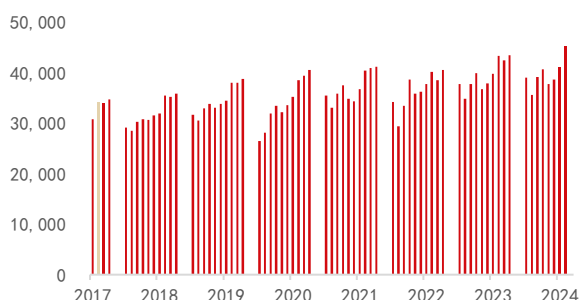
10 月份，社会消费品零售总额 45396 亿元，同比增长 4.8%，增速比上月加快 1.6 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 40944 亿元，增长 4.9%。1—10 月份，社会消费品零售总额 398960 亿元，同比增长 3.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额 359039 亿元，增长 3.9%。

按经营单位所在地分，10 月份，城镇消费品零售额 39255 亿元，同比增长 4.7%；乡村消费品零售额 6141 亿元，增长 4.9%。1—10 月份，城镇消费品零售额 345124 亿元，增长 3.4%；乡村消费品零售额 53836 亿元，增长 4.4%。按消费类型分，10 月份，商品零售额 40444 亿元，同比增长 5.0%；餐饮收入 4952 亿元，增长 3.2%。1—10 月份，商品零售额 354593 亿元，增长 3.2%；餐饮收入 44367 亿元，增长 5.9%。

1—10 月份，全国网上零售额 123632 亿元，同比增长 8.8%。其中，

实物商品网上零售额 103330 亿元，增长 8.3%，占社会消费品零售总额的比重为 25.9%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 17.7%、4.7%、7.7%。

图表 26：社会消费品零售总额 10 月抬升明显



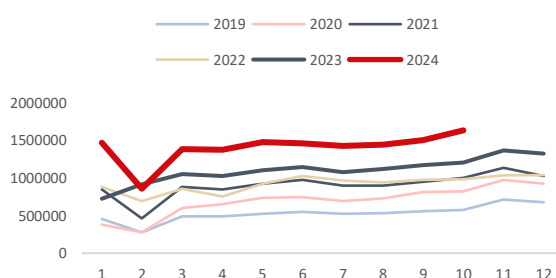
图表 27：社会消费品零售总额当月同比



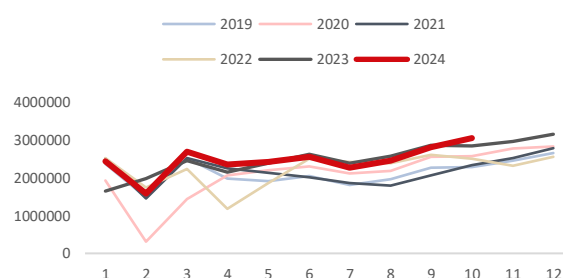
资料来源：wind、中信期货研究所

资料来源：wind、中信期货研究所

图表 28：快递量



图表 29：汽车销量



资料来源：国家统计局、中信期货研究所

资料来源：wind、中信期货研究所

国内内需的改善我们认为对于后续聚烯烃需求仍存一定提振作用，关注以下两类政策的效果：

1. 存量房贷下调对于居民消费的改善效果。商业银行将存量房贷利率降至新发房贷利率附近，平均降幅在 0.5 个百分点左右。这部分的存量房贷利率下调，可以实质性缓解一部分还贷者的资金压力，资金从还贷转向自用，可以有效提振消费意愿。
2. 消费券的发放。今年三季度以北京为代表的城市消费券发放对于消费需求的拉动仍较为明显。四季度上海等地亦有发放消费券。

五、库存已有去化，进出口关注汇率影响

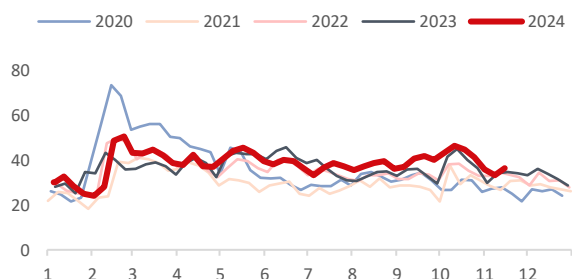
（一）国内上中游库存四季度去化，PE 更为明显

四季度上游高检修影响下，供给端减量明显。叠加汇率走弱，聚烯烃进口利润明显收缩，进口亦有缩量。

在以上二者共同作用下，我们看到四季度库存端去化明显。其中 PE 贸易商库存去化速度为近五年最快，目前已从 2023、2022 年同期高位回

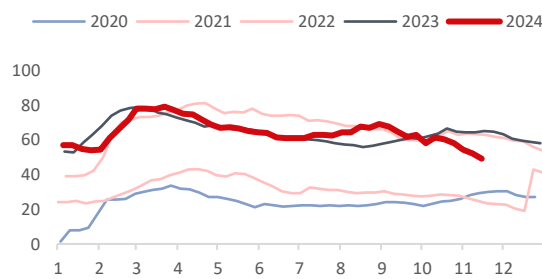
落至近五年中位数值，库存压力减轻明显。

图表 30：PE 两油库存仍偏高位



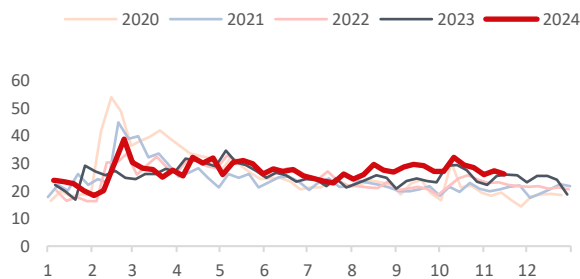
资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 31：PE 贸易商库存缓慢去化



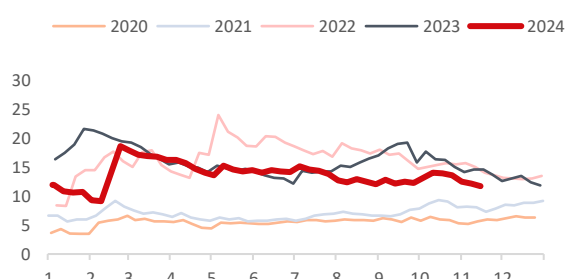
资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 32：PP 两油库存偏累



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 33：PP 贸易商库存仍需时间消化



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

库存端后续存两类变化可能：

1. 若裕龙、宝丰新产能于 24 年底前上线，叠加检修回归，则上游库存或转累，且下游拿货心态或转为谨慎，中游库存亦有累积可能。
2. 若裕龙、宝丰新产能延续延后，则中游库存或仍偏缓慢去化，但考虑上游检修逐步回归，去化速度或放缓明显。

考虑 2025 年聚烯烃新产能增速仍在 10%以上，而终端需求端改善后对于国内表需的提振或在 4%-5%，我们认为 2025 年库存仍存累积预期，关注春节前后库存同比变化情况。

（二）2025 年特朗普上台后，汇率变化仍将影响聚烯烃进出口格局

观察 2024 年聚烯烃进出口量变化，我们可以看出以下两点特点：

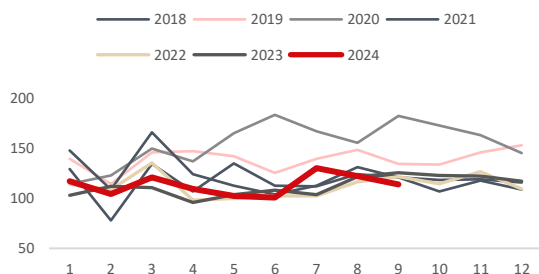
1. 进口端 7 月均有小幅抬升，主因 5、6 月采购到港

将进口增速分月去看，PE 上：1 月：13.7%；2 月：-7%；3 月：9%；4 月：14%；5 月：-1%；6 月：-6.6%；7 月：25%；8 月：0.3%；9 月：-9.3%。

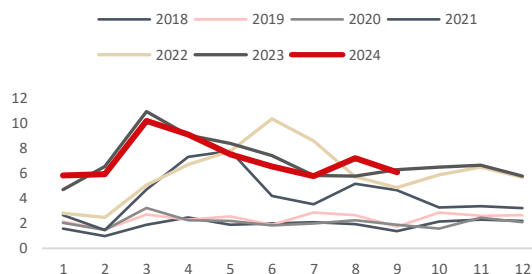
PP 上：1 月：-13%；2 月：-40%；3 月：-9%；4 月：9%；5 月：-3.8%；6 月：-9.6%；7 月：0.6%；8 月：-11%；9 月：-11%。

进口端增速在 7 月均出现了较为明显的抬升，其中 PE 更为明显，PP

图表 34： PE 进口三季度抬升明显



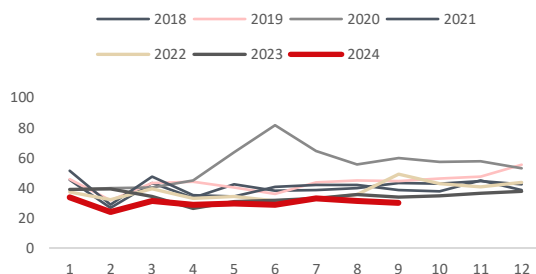
图表 35： PE 出口 8 月回升



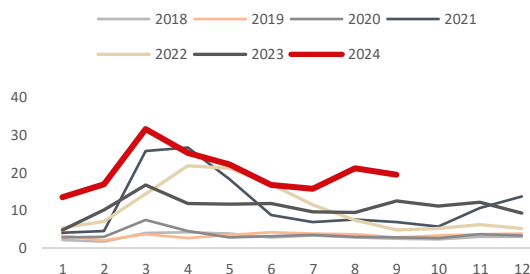
资料来源：wind、中信期货研究所

资料来源：wind、中信期货研究所

图表 36： PP 进口仍偏减量



图表 37： PP 出口 8 月放量



资料来源：wind、中信期货研究所

资料来源：wind、中信期货研究所

则在 7 月较前后两月形成同比正增长。背后驱动主要为二季度国内价格大幅上行阶段，部分贸易商卖期货盘面，买海外料对冲操作导致的 1.5-2 月后的进口到港。

2. 出口端 8 月均有明显放量，主因国内价格连续下跌

聚烯烃出口端关注度近年持续抬升，尤其是 PP。今年 1-9 月 PE 出口共计 63.8 万吨，与去年基本持平；PP 出口共计 181 万吨，较去年同期 85 万吨增 90%。

其中，8 月出口均有较为亮眼增速，PE8 月出口增速约 24%；PP8 月出口增速约 183%。核心驱动仍是国内价格在 8 月期间的大幅下行带来的出口意愿抬升。

总结以上情况：首先，7 月进口放量，是由于此前 5、6 月国内价格偏高带来的滞后性的进口到港；其次，8 月出口放量，是由于 8 月国内价格的大幅下挫。

我们可以看出国内价格相比海外比价以及国内盘面的主导逻辑对于进出口具有十分重要的前瞻意义：

当国内期货盘面交易主导逻辑是偏乐观的国内宏观时，会导致国内

价格相比海外走强，进而驱动国内贸易商进行卖期货盘面并买海外货物的贸易行为，这一行为会给盘面首先带来压力并进而影响 1.5-2 个月后的进口到港，对于现货端产生滞后性的影响

当国内期货盘面主导逻辑是原料端或自身基本面时，进出口会按照较为平均的均值情况进行运行，即部分炼厂或贸易商主动进行的内外正常贸易。

当国内期货盘面主导逻辑为偏悲观的预期时，会驱动国内价格相比海外走弱，进而推动出口端的抬升，考虑出口相比进口没有滞后性，因此这一抬升会更多反映在当月。

考虑到在特朗普确认当选后，到 11 月中旬，人民币汇率已有较为明显走弱，从 7 附近走弱至 7.23，走弱的人民币汇率将通过两方面影响聚烯烃进出口：1. 影响贸易商利润，进口利润承压，出口利润抬升，这一路径将直接减少聚烯烃进口量并抬升聚烯烃出口量。2. 影响下游制品出口，人民币汇率走弱的背后反映的是对于美国加征关税的对冲预期，考虑对冲效果或不完全，因此下游制品出口或仍将存减量可能，下游制品出口减量会压制聚烯烃国内价格，下行的国内价格会反向提升聚烯烃原料出口竞争力，这一路径为间接路径。

考虑明年汇率在下半年特朗普关税落地后，存较大走弱预期，因此明年下半年进口抑制、出口放量现象或更为明显。

六、 总结：踏雪寻梅，聚烯烃 2025 年中枢下移但不过度悲观

踏（关税+新产能）之雪，寻（消费回升+出口放量）之梅。

我们认为聚烯烃 2025 年价格中枢或小幅下移，但不过度悲观：

1. 宏观端中美政策角力仍有较大影响：

目前特朗普已确认当选，其关税威胁在 2025 年存较强落地预期，考虑目前美国仍是我国塑料制品出口重要目的国，因此仍将致我国塑料制品出口减量，对比 2018 年 25%关税后，在 2019 年出现的 11.9% 的出口减量，此轮关税若提升至 60% 以上，在 2025 年的出口减量效果或更为显著。

但国内仍存政策对冲，主要包含两方面：1. 消费政策刺激；2. 贸易反制。

其中消费政策刺激仍有较强预期，我们认为为了对冲关税影响，国内存把一部分政策后移至明年二季度释放可能，而此前被市场认为略低

于预期的消费或为届时的重头戏。考虑 10 月社会消费零售数据已有明显转暖信号，我们认为消费端的提振在 2025 年仍可保持乐观。

贸易反制则着重关注对自美国进口丙烷与聚乙烯的关税加征可能。类比 2018-2019 年，反制措施仍有可能支撑国内价格。

2. 供给端上压力仍存，但检修仍有平衡可能：

供给端上，明年新产能压力仍较 2024 年边际增强，其中 PE 更为明显，新产能增速预期将在 10%以上。但检修或仍将平衡产能压力，我们看到在 2024 年四季度，高检修下库存去化对于聚烯烃价格已有明显支撑，因此我们更倾向于认为 2025 年价格有中枢小幅下移后的再平衡过程。

3. 需求端上内需仍有改善预期，出口端宜保持乐观：

聚烯烃需求 2024 年改善仍偏缓慢，下游开工在前三季度均处于相对低位，但我们看到十月消费数据已有明显提振，以及四季度地产端的企稳边际改善，或仍将逐步反映到聚烯烃需求上，叠加前文所述的国内政策预期，我们对于 2025 年需求不悲观，相比于 2024 年前三季度的 2%-4% 表观需求增速，我们认为 2025 年在 2024 年偏低基数影响下或存 5%-6% 增速可能。

同时出口端我们保持乐观，考虑人民币汇率潜在的走弱可能，以及国内价格中枢下移的预期，聚烯烃出口或仍将保持较快增长。

整体去看，我们认为 2025 年聚烯烃在新产能与特朗普关税影响下，价格中枢或小幅下移，是为“踏雪”；但国内政策对冲带来的消费提振、贸易反制与汇率走弱后的出口增长，仍将对聚烯烃价格提供支撑，是为“寻梅”，价格波动上更多或表现为中枢下移后的脉冲式上下波动。

参考区间上，L 价格中枢或下移至 7950，区间看 7700-8250，PP 价格中枢或下移至 7350，区间看 7000-7550。

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权人的书面许可，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。

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>