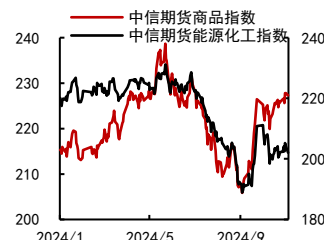


需求延续弱势，产能面临清出

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

预期层面，重点关注国内政策、中美关系、全球贸易摩擦等对市场情绪的扰动。基本面来看，2025 年 PVC 价格重心或低于 2024 年，压力来自供需过剩以及成本重心下移。节奏或先弱后强，一是 2025H1 PVC 产能集中投放，且下游处于主动去库周期，PVC 显性库存去化难度增大；二是 H2 国内地产修复情况或好于 H1，海外经济也有望进入上行通道，需求改善将推动 PVC 价格重心上移。



摘要

2024 年回顾——预期反复&现实疲软，价格先扬后抑

2024 年 1-4 月 PVC 区间震荡，弱现实与强预期博弈。5 月国内降首付、降房贷利率等地产政策发力，市场风险偏好改善，PVC 价格从 5900 拉涨至 6664 元/吨。5 月下旬至 9 月中旬，517 地产政策效果有限（地产销售未有好转）、国内政策保守、海外衰退预期发酵，加之 PVC 行业去产能任务艰巨，盘面价格重心由 6664 元/吨走弱至 5159 元/吨。9 月下旬至 10 月，PVC 盘面宽幅震荡，国庆节前支撑来自国内政策预期改善，美国经济预期由衰退修正为软着陆；节后压力为政策力度不及市场预期，PVC 基本面延续疲软。

2025 年展望——需求延续弱势，产能面临清出

国内宏观视角，政策力度加大，预期博弈增强。2024 年 9 月国内政策拐点确认，财政货币逆周期调节力度加强。展望 2025 年，国内有充足的政策工具和资源，以应对地方债务风险、内需孱弱、出口下行等压力。从地产来看，居民对房企信心偏弱以及未来收入预期偏差，地产走出周期底部的时间较长。地产量价企稳前，预计政策将持续推进。下半年房地产修复情况将好于上半年，预计新开工降幅将收窄至-10%左右，受新开工下行指引，竣工同比降幅或超 20%。从基建来看，“中央加杠杆、地方去杠杆”的趋势仍将持续，2025 年基建增速或高于 2024 年，节奏或为前高后低。

需求视角，内需亮点不足（同比+2%），下游主动去库意愿偏强，出口增速将回落。中观层面，地产对 PVC 仍为拖累，新开工拖累减缓，但竣工明显下行；近年基建发力集中在数字经济、人工智能等新基建领域，涉及 PVC 的传统基建项目受益有限；2025 年消费补贴将延续，家电、汽车等大件商品消费持续回暖，非补贴商品消费的消费意

能化研究团队

研究员：

桂晨曦

从业资格号 F3023159

投资咨询号 Z0013632

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

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。

愿大概率不佳。微观层面，下游成品与原料库存同比均偏高，预计 2025H1 下游仍处于主动去库的周期，能否进入被动去库取决于房地产修复情况。若 H2 房价能够企稳回升，地产、消费相关行业的需求均有望加速修复。出口层面，中国 PVC 粉料出口增速或回落至 5%，地板出口呈现负增长，主要原因一是外部财政刺激渐收紧，全球补库斜率或放缓，外需存在走弱风险；二是全球贸易保护主义兴起，贸易摩擦将加剧。重点关注印度 BIS 认证、反倾销，中美关税对中国 PVC 粉料及制品出口节奏的扰动。

供应视角，2025 年 PVC 规划投产的产能共计 170 万吨，产能增速 5.8%。上半年投产约 130 万，05 合约产能扩张压力相对较大。2023-2024 年低利润仅压制 PVC 的供应弹性，尚未能促使装置大量清出。类似 2014-2015 年地产修复前，PVC 行业将经历利润压缩-库存去化-产能清出的过程。

成本视角，电石价格重心波动不大，烧碱现货或偏强运行，PVC 成本重心将走低，关注节奏变化。煤炭行业总供需矛盾相对缓和，结构性问题及阶段性需求释放对价格的影响更大，预计 2025 年煤价波动或以季节性为主，价格重心下移至 800-850 元/吨。对于电石，2025 年下游投产较多，电石利润或小幅修复，电石价格重心波动不大，扰动来自煤矿安检、缺电限产、上下游检修与投产等因素。对于烧碱，供需同增，价格重心或上移。2025 年烧碱规划产能 241 万吨，产能增速提升至 4.9%，但受制于装置建设进度等问题，实际兑现或为 3%。需求层面，氧化铝产能增速高达 11.7%，非铝下游温和改善，海外氧化铝待投产较多将推动烧碱出口正增长。

总结，预期博弈方面，2025 年重点关注国内政策、中美关系、全球贸易摩擦等。若市场风险偏好发生明显变化，短期 PVC 价格波动将放大。基本面定价来看，内需无亮点，出口增速回落，供应延续扩张，2025 年 PVC 供需仍承压，价格重心或低于 2024 年（1-10 月均价 5627 元/吨）。价格表现或先弱后强，原因为 1）2025 H1 PVC 产能集中投放，且下游处于主动去库周期，PVC 显性库存去化难度增大，行业面临持续亏损，关注低利润能否引导企业减产；2）H2 国内地产修复情况或好于 H1，海外经济也有望进入上行通道，需求改善或推动 PVC 价格重心上移。

风险提示：（1）宏观预期变化、需求弹性；（2）上游供应扰动；（3）能源价格波动

目 录

摘要

一、 2024 年回顾——预期反复&现实疲软，价格先扬后抑	6
二、 2025 年 PVC 供需展望——需求待修复，供应低速扩张	7
（一）宏观中观——地产复苏尚需等待，关税制约中国出口，预期扰动市场情绪.....	7
（二）内需——需求无亮点，下游主动去库	10
（三）净出口——粉料出口增速或回落，贸易摩擦影响 PVC 地板销售	12
（四）供应——产能出清路漫漫，低利润将延续	14
三、 成本分析——煤价回落&烧碱偏强，氯碱综合成本偏下移	16
（一）兰炭——煤价重心下移，兰炭价格跟随	16
（二）电石——供需过剩，利润难趋势性修复	17
（三）烧碱——供需同增，现货重心或抬升	18
四、 观点总结	19
免责声明	21

图表目录

图表 1: PVC 价格与基差 单位: 元/吨.....	7
图表 2: PVC 总库存 单位: 万吨.....	7
图表 3: 山东外购电石氯碱综合利润 单位: 元/吨.....	7
图表 4: PVC 平均开工率 单位: %.....	7
图表 5: 地产新开工、施工与竣工 单位: %.....	8
图表 6: 30 大中城市:商品房成交面积:当周值 单位: 万平方米.....	8
图表 7: 房企资金来源 单位: %.....	8
图表 8: 新开工对竣工领先性 单位: %.....	8
图表 9: 新开工及投资增速 单位: %.....	9
图表 10: 销售面积 (左轴) 与二手房价 (右轴) 单位: %.....	9
图表 11: 狭义基础设施建设投资 单位: %.....	9
图表 12: 财政资金与基建投资 单位: %.....	9
图表 13: 美国 GDP 增速 单位: %.....	10
图表 14: 不同情形下的中美贸易关税 单位: %.....	10
图表 15: PVC 表需及表需同比 单位: %.....	11
图表 16: 新开工、竣工与 PVC 表需累计同比 单位: %.....	11
图表 17: 下游开工 单位: %.....	11
图表 18: 管材开工 单位: %.....	11
图表 19: PVC 出口量 (中国) 单位: 万吨.....	13
图表 20: 印度 PVC 进口量 单位: 万吨.....	13
图表 21: 印度政府支出-当月及同比 单位: %.....	13
图表 22: 2024 年 1-9 月中国 PVC 出口结构 单位: %.....	13
图表 23: 美国:批发商:木材及其他建材:零售额、库存同比 单位: %.....	14
图表 24: PVC 地板出口量 单位: 万吨.....	14
图表 25: 2018-2023 年美国贸易制裁措施.....	14
图表 26: PVC 地板出口流向变化 单位: %.....	14
图表 27: PVC 平均开工率 单位: %.....	15
图表 28: PVC 平均开工率 单位: %.....	15
图表 29: PVC 总库存 单位: 万吨.....	15
图表 30: PVC 社会库存 单位: 万吨.....	15
图表 31: 山东外购电石氯碱综合利润 单位: 元/吨.....	15
图表 32: 西北一体化氯碱综合利润 (自备电石) 单位: 元/吨.....	15
图表 33: 乙烯法利润 (东北亚乙烯) 单位: 元/吨.....	15
图表 34: 2025 年 PVC 计划投产 单位: 万吨.....	15
图表 35: 2025 年 PVC 供需平衡表 单位: 万吨.....	16
图表 36: 环渤海港口总库存 单位: 万吨.....	17
图表 37: 二十五省电厂库存合计 单位: 万吨.....	17
图表 38: 煤炭与兰炭价格 单位: 元/吨.....	17
图表 39: 兰炭利润 单位: 元/吨.....	17
图表 40: 电石开工 单位: 万吨、%.....	18
图表 41: 电石利润 单位: 元/吨.....	18

中信期货研究|2025 年度策略报告（PVC）

图表 42：2025 年电石规划投产 单位：万吨.....	18
图表 43：2025 年 BDO 规划投产 单位：万吨.....	18
图表 44：烧碱产能及增速 单位：%.....	19
图表 45：烧碱产能及增速 单位：%.....	19
图表 46：氧化铝运行产能 单位：万吨.....	19
图表 47：零售额:服装鞋帽、针、纺织品类:当月值 单位：亿元.....	19
图表 48：国内氧化铝新建产能 单位：万吨.....	19

一、2024 年回顾——预期反复&现实疲软，价格先扬后抑

2024 年 1-4 月 PVC 区间震荡，弱现实与强预期博弈。5 月国内降首付、降房贷利率等地产政策发力，市场风险偏好改善，PVC 价格从 5900 拉涨至 6664 元/吨。5 月下旬至 9 月中旬，市场情绪转为悲观，主要原因是 517 地产政策效果有限（地产销售未有好转）、国内政策保守以及海外衰退预期发酵。情绪悲观叠加 PVC 行业去产能任务艰巨，盘面价格重心由 6664 元/吨走弱至 5159 元/吨。9 月下旬至 10 月，PVC 盘面宽幅震荡，国庆节前支撑来自国内政策预期改善，美国经济预期由衰退修正为软着陆；节后压力为政策力度不及市场预期，PVC 基本面延续疲软。具体分析来看：

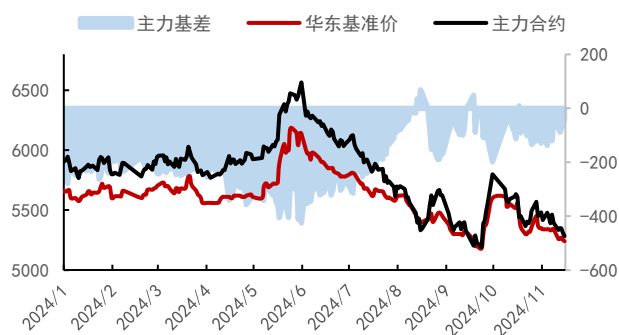
1-4 月 PVC 盘面在 5750-6050 元/吨区间震荡，上行支撑为宏观乐观预期、PVC 出口改善；下行压力来自行业高供应、高库存。1 月 PVC 处于 5750-6000 元/吨震荡区间，压力为美联储降息预期频频延后，推动为 PVC 出口放量以及国内降息传闻。2 月春节前后，盘面先涨后跌，整体波动较大，主要是节前国内需求预期乐观，但节后 PVC 累库幅度过高。3 月两会政策预期以及旺季需求预期偏强、台塑提高 PVC 出口报价、05 合约存交割库容不足风险等因素共同推动下，PVC 盘面反弹至 6000 元/吨以上。盘面大幅升水，加之可交割货源增多，多头结束软逼仓，盘面快速走弱。4 月 PVC 处于磨底阶段，基本面利多驱动不足，盘面估值偏低，上下行空间均有限。

5 月 PVC 价格重心快速上移至 6664 元/吨，推动来自宏观预期改善，表现为 1) 国内社融降幅超预期，政策发力可能性增强；2) 超长期特别国债提振市场信心；3) 地产政策力度超预期；4) 节能降碳行动助推高能耗品种看涨情绪。预期炒作结束后，PVC 定价回归疲软的基本面，盘面急转直下。

6 月至 9 月中旬 PVC 持续下跌，价格重心由 6664 元/吨下移至 5159 元/吨，跌幅达 22.6%。流畅下行的主要压力在于 1) 国内的政策定调较为保守，海外经济预期由软着陆转向衰退，市场情绪悲观；2) 夏季电力扰动未兑现，Q3 煤价、电石价格偏弱运行，叠加 8-9 月烧碱涨价，PVC 综合成本重心下移；3) 8 月底印度 BIS 将公布是否延期，在此之前印度买盘谨慎，中国出口表现疲软；4) 9 月国内需求未表现出旺季，下游开工维稳，以消化成品库存为主；5) 短周期检修高峰结束，PVC 产量呈提升趋势，供应压力无法缓解。

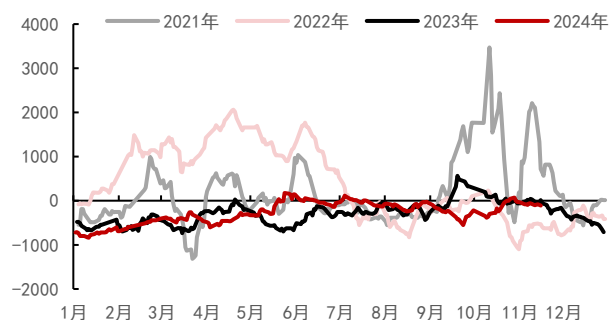
9 月下旬至 10 月，PVC 盘面宽幅震荡（5100-5900 元/吨），国庆节前反弹的驱动来自国内政策预期改善，美国经济预期由衰退修正为软着陆；回落压力为政策力度不及市场预期以及 PVC 基本面延续疲软。

图表 1：PVC 价格与基差 单位：元/吨



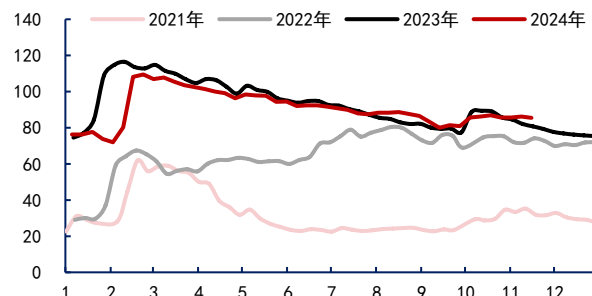
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 3：山东外购电石氯碱综合利润 单位：元/吨



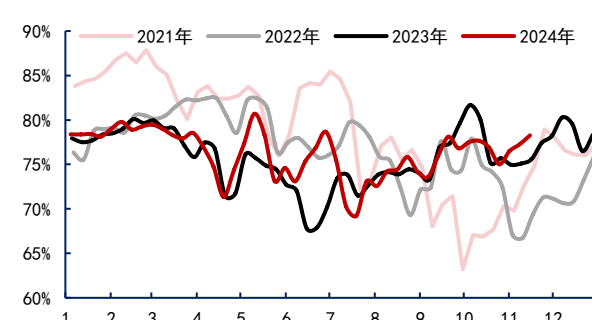
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 2：PVC 总库存 单位：万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 4：PVC 平均开工率 单位：%



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

二、2025 年 PVC 供需展望——需求待修复，供应低速扩张

（一）宏观中观——地产复苏尚需等待，关税制约中国出口，预期扰动市场情绪

相比于此前政策层更多强调固本培元、发展与安全平衡等思路，2024 年 9 月国内政策思路发生明显转变，加大了财政货币逆周期调节力度，打出了有效投资、扩大内需、兜底民生、稳定地产、提振股市等一系列增量政策组合拳。由此，政策拐点已确认。

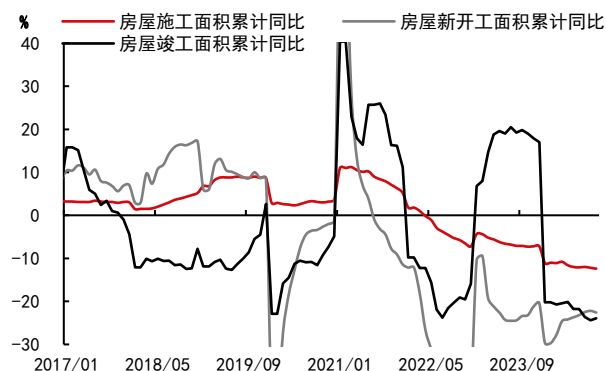
展望 2025 年，国内有充足的政策工具和资源，以应对地方债务风险、内需孱弱、出口下行等压力。从政策思路来看，预计首先通过一系列针对性的风险化解措施，迅速切断债务-价格的负循环；接着，借助更大力度的财政刺激（如，

提升赤字率、专项债额度扩张等)，助力中国经济各领域实现资产负债表的修复，对冲海外潜在的加征关税风险；最终，依托持续且连贯的结构性改革措施，实现中国经济的高质量发展。

地产方面，“止跌回稳”目标下，2024Q4 政策处于密集出台和落实的窗口期。926 新政过后，地产销售呈现改善迹象。根据住建部，10 月全国二手房网签成交量同比增长 8.9%，环比增长 4.5%。成交回暖推动价格相关指标修复，一线城市二手房价格指数 18 个月以来首次环比上涨。不过，政策刺激降温后，11 月 30 大中城市商品房成交环比转弱；房屋挂牌量也居高不下，反映出居民对房价下跌的预期尚未扭转。

2025 年地产量价企稳前，预计政策将持续推进；地产销售、新开工降幅将收窄，竣工下滑幅度有可能高于新开工。市场传导链条为，政策发力推动二手房成交量，进而促使二手房成交价企稳，最终带动新房市场改善。鉴于居民对房企信心偏弱以及未来收入预期偏差，地产走出周期底部的时间偏长，下半年房地产修复情况将好于上半年。从投资链条来看，预计新开工将延续下滑态势，降幅有望收窄至-10%左右，主要原因为 1)“严控增量”约束下，土地成交缩量趋势或难扭转；2)未来销售好转、房企现金流改善，房企新开工的能力将提升。受新开工下行指引，2025 年竣工下滑速率或加快，全年降幅或超 20%。

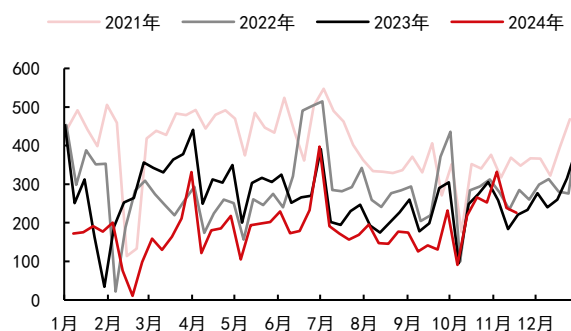
图表 5：地产新开工、施工与竣工 单位：%



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

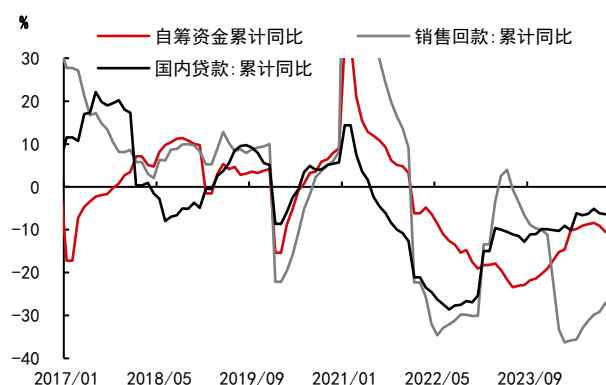
图表 7：房企资金来源 单位：%

图表 6：30 大中城市：商品房成交面积：当周值 单位：万平方米



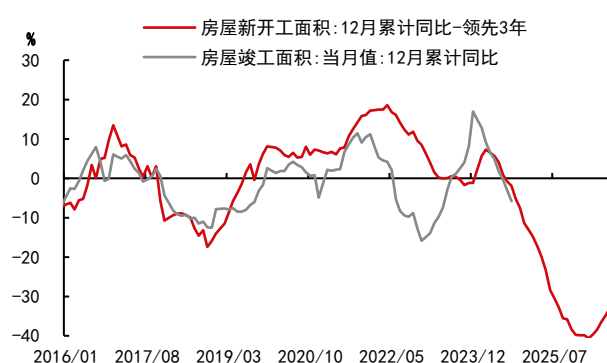
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 8：新开工对竣工领先性 单位：%



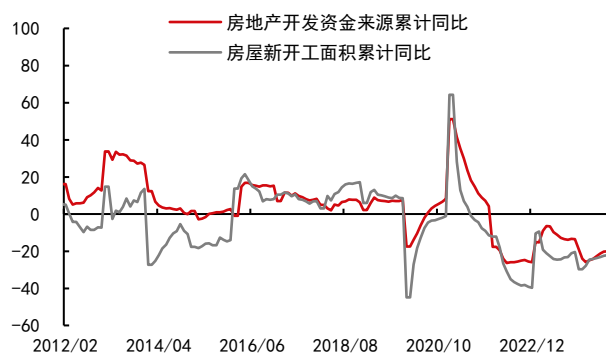
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 9: 新开工及投资增速 单位: %



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 10: 销售面积 (左轴) 与二手房价 (右轴) 单位: %



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 11: 狭义基础设施建设投资 单位: %



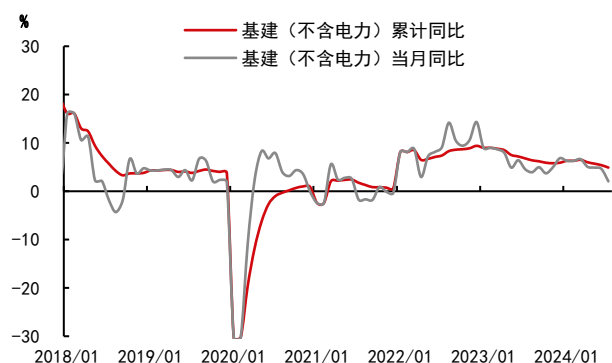
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 12: 财政资金与基建投资 单位: %

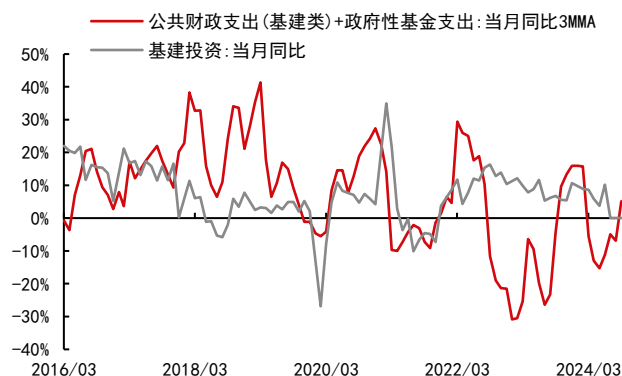
基建投资方面,“中央加杠杆、地方去杠杆”的趋势仍将持续,2025 年基建增速或高于 2024 年,节奏或为前高后低。2024 年地方隐性债务增长放缓、土地出让收入下滑制约基建实物工作量形成,中央开始主动加杠杆支撑固定投资增长。9 月政治局会议明确提出加大财政货币逆周期调节力度,更好发挥政府投资带动作用,展现加强宏观调控的清晰立场。财政部 10 月 12 日新闻发布会表述,2024 年有 2.3 万亿元专项债在四季度使用,7000 亿元用于“两重”建设的特别国债在陆续下达使用,发改委也将提前下达明年的 1000 亿元中央预算内投资额度。预计 2024Q4-2025Q1 基建领域将集中迎来较大规模的增量资金,推动基建投资增速“开门红”。不过,2025 年初投资相关资金集中落地后,增量财政政策可能会向民生消费领域倾斜,后续基建投资增速可能回落。

图表 11: 狭义基础设施建设投资 单位: %

图表 12: 财政资金与基建投资 单位: %



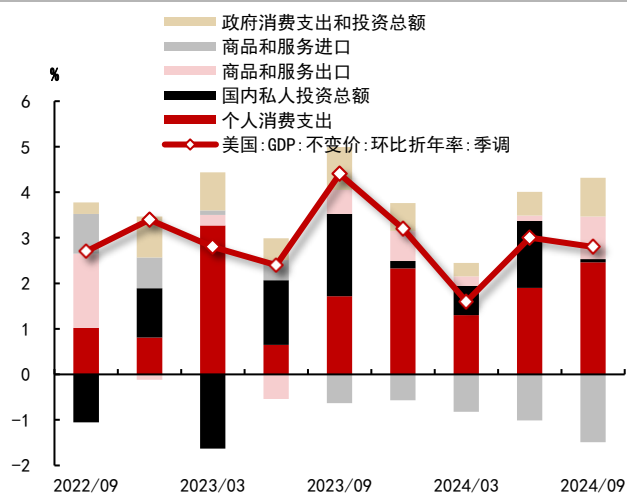
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

海外层面, 美国经济软着陆, 中美贸易摩擦将加剧。美国金融条件和信贷条件偏松, 伴随降息周期开启, 经济下行风险在可控范围内, 美国经济软着陆概率较高。美国大选落下帷幕, 特朗普成功当选, 其对华限制政策主要是贸易封锁、投资限制、产业链脱钩。在竞选中, 特朗普主张将各美国所有进口关税普遍提高 10%-20%, 其中, 对中国加征收至少 60% 的关税; 共和党 2024 年党纲也提出取消中国最惠国待遇, 逐步停止必需品进口。我国 PVC 地板出口流向美国的占比约 43%, PVC 软制品也会出口美国, 若 2025H2 关税政策落地, PVC 制品出口将遇阻。

图表 13: 美国 GDP 增速 单位: %



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 14: 不同情形下的中美贸易关税 单位: %

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%
中观	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

(二) 内需——需求无亮点, 下游主动去库

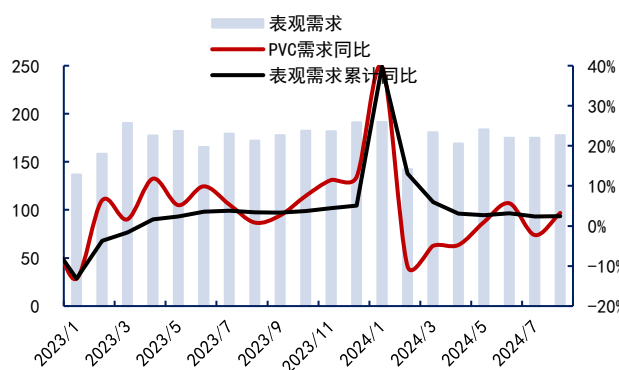
2024 年 1-9 月 PVC 表需累计同比 1.6%，内需表现无亮点，主要是国内地产仍在探底、化债拖累基建项目、居民消费动能不足。

2025 年 PVC 内需亮点不足，下半年需求增长斜率可能提升。我们从中观与微观两个视角看待 PVC 需求，经济温和修复的假设下，表需同比增速或仅 2%，具体表现为：

中观层面，地产对 PVC 仍为拖累，基建托底作用有限，消费呈现弱修复，预计 PVC 内需同比温和扩张（增速同比+2%）。首先是地产，2025 年新开工将延续走弱态势，降幅较 2024 年收窄，PVC 管材相关需求下行放缓；受新开工指引，竣工下滑速率将加快，对 PVC 型材、线管、墙板等需求的拖累较为明显，总体而言，地产难以贡献 PVC 需求增量。其次为基建，近几年基建发力集中在数字经济、人工智能、新能源等新基建领域，涉及 PVC 的传统基建项目受益有限。最后来看消费，2025 年消费补贴将延续，居民大件商品消费持续回暖；不过，居民收入修复缓慢，对非补贴商品消费的消费意愿大概率不佳。

微观层面，H1 下游处于主动去库周期，被动去库或在 H2。截止 2024 年 10 月，下游成品与原料库存同比均偏高，部分行业主动去库意愿较强，预计 2025H1 下游仍处于主动去库的周期，能否进入被动去库取决于房地产修复情况。若 H2 房价能够企稳回升，房企资金改善、居民财富效应显现，地产、消费相关行业的下游需求均有望加速修复。

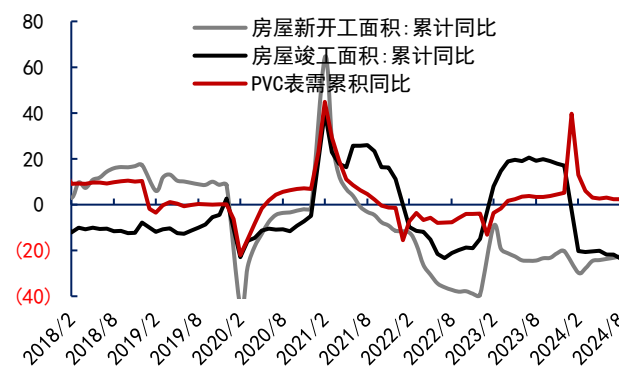
图表 15: PVC 表需及表需同比 单位: %



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

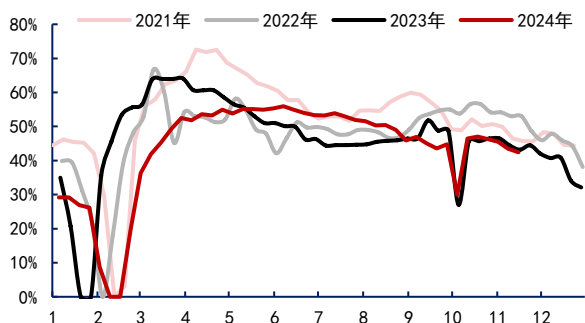
图表 17: 下游开工 单位: %

图表 16: 新开工、竣工与 PVC 表需累计同比 单位: %

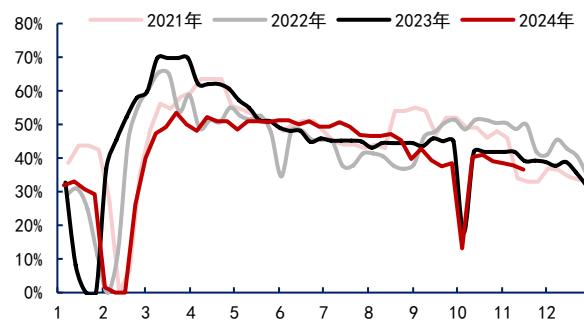


资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 18: 管材开工 单位: %



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

（三）净出口——粉料出口增速或回落，贸易摩擦影响 PVC 地板销售

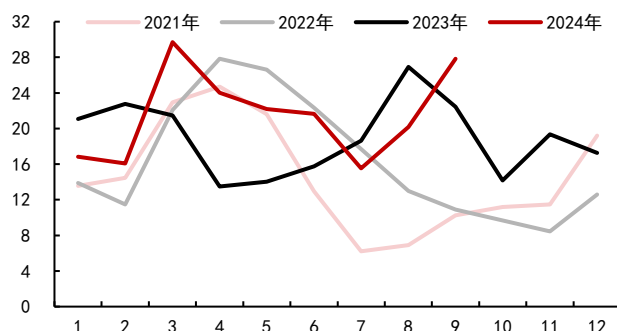
2024 年 1-9 月中国 PVC 粉出口 194 万吨，同比+9.8%。出口流向主要为印度（53.9%）、越南（6.5%）、泰国（3.4%）等，1-8 月流向印度和越南的 PVC 粉料同比分别增长 14.7%、56.0%。

2025 年中国 PVC 粉料出口增速或回落至 5%，主要原因一是外部财政刺激渐收紧，外需存在走弱风险；二是全球贸易保护主义兴起，贸易摩擦将加剧。我们以印度为锚点，分析未来中国出口的机遇与挑战。

宏观层面，印度经济增速放缓，PVC 需求弹性降低，预计 2025 年印度 PVC 进口增速 5%。莫迪执政思路基于“莫迪经济学”，包括“印度制造”、百万亿卢比基建计划等政策，顺利推行以上政策需要大量财政支出和高度政府配合。政府配合方面，印人党席位不足一半，意味着莫迪执政将受制于其政治盟友。财政方面，缩减赤字是莫迪政府的目标之一，7 月 23 日政府提交的首次中央财政预算案将 2024/2025 财年的财政赤字目标定为 4.9%，此前 4 月提交的临时预算为 5.1%。展望 2025 年，印度经济增速将放缓，由 24-25 财年的 7%降至 25-26 财年的 6.5%，PVC 需求的弹性亦降低。

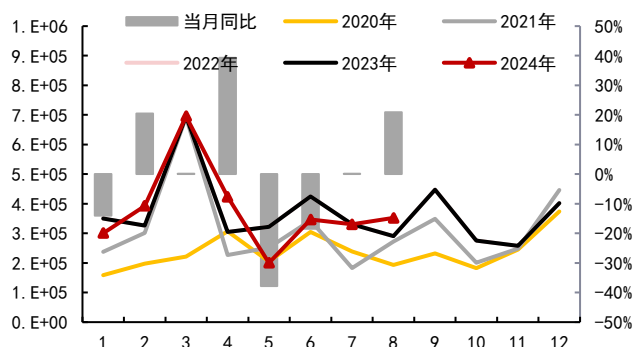
微观层面，印度 BIS 认证、反倾销将扰动中国 PVC 出口节奏。为保护本土企业发展，印度提出 PVC 反倾销以及 BIS 认证。反倾销方面，2024 年 11 月印度反倾销初步落地，中国关税暂定 82-167 美元/吨，高于大部分日本（54-147 美元/吨）、韩国（0-161 美元/吨）、台湾（25-163 美元/吨）和泰国（54-184 美元/吨）PVC 出口企业。若反倾销终审落地时，中国反倾销税率仍高于其他区域，中国 PVC 面临失去低价出口优势的风险。BIS 认证方面，中国暂未有企业获得 BIS 认证，全球获得认证的工厂仅 9 家。考虑 2026 年印度信实 150 万产能投产之前印度 PVC 仍面临巨大供应缺口，BIS 落地时间有可能再次推迟至 2025-2026 年。

图表 19: PVC 出口量 (中国) 单位: 万吨



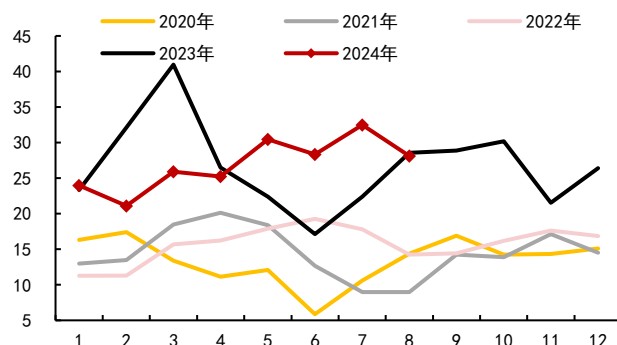
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 21: 印度政府支出-当月及同比 单位: %



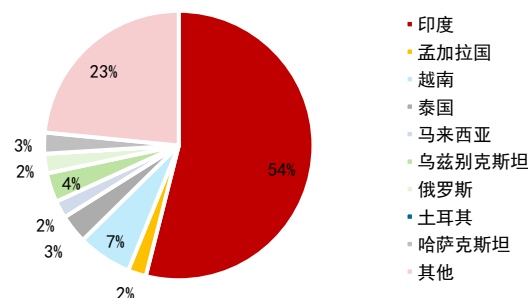
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 20: 印度 PVC 进口量 单位: 万吨



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 22: 2024 年 1-9 月中国 PVC 出口结构 单位: %



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

2024 年海外主动补库、美国批发商抢出口等因素带动了地板出口改善, 1-9 月中国 PVC 地板出口 315 万吨, 同比增长 4.8%。

2025 年 PVC 地板出口面临走弱风险, 压力来自全球补库斜率可能放缓、海外加征高额关税。分别来看:

美国主动补库近尾声, 一方面 9 月美国批发商木材及其他建材库存同比 1.2%, 已连续 7 个月回升, 且斜率出现放缓; 另一方面, 美国制造业 PMI 连续 7 个月处于荣枯线以下, 10 月数据明显走弱。预计 2025 年美国将经历被动补库和主动去库阶段, PVC 外需支撑减弱。

近年中美贸易摩擦不断, 2018-2023 年中国对美国的 PVC 地板出口份额由 60.9%下降至 43.0%, 2025 年仍将延续下降趋势。2025 年特朗普加征关税大概率将采取“边加关税边谈判”的方式, 关税税率或会呈现阶梯式的上升。结合外需和关税变化, 在乐观、中性、悲观估计下, 2025 年 PVC 地板出口增速分别可能会下降-3%、-6%和-10%左右。

图表 23：美国：批发商：木材及其他建材：零售额、库存同比 单位：%



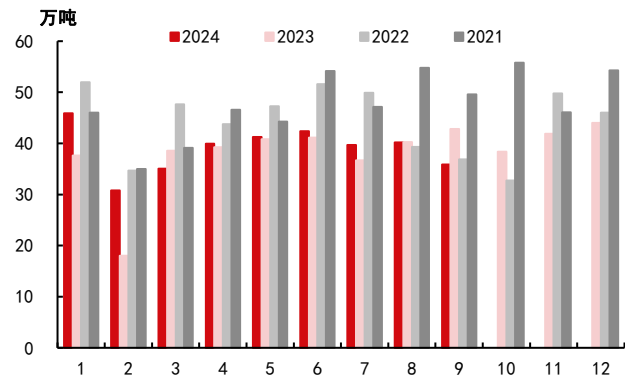
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 25：2018–2023 年美国贸易制裁措施

时间	贸易制裁
2018 年 9 月	美国对包括 PVC 铺地制品在内的约 2000 亿美元的中国进口商品加征 10%关税
2019 年 5 月	美国该部分进口商品关税由 10%提高到 25%
2019 年 11 月	美国贸易办公室发表声明，包括 PVC 地板在内的多个行业暂时取消加征关税
2020 年 8 月	美国再次声明，对 PVC 地板恢复加征 25%关税
2023 年 2 月	美国对产自越南的 PVC 地板开展原料溯源，要求使用非新疆 PVC 料

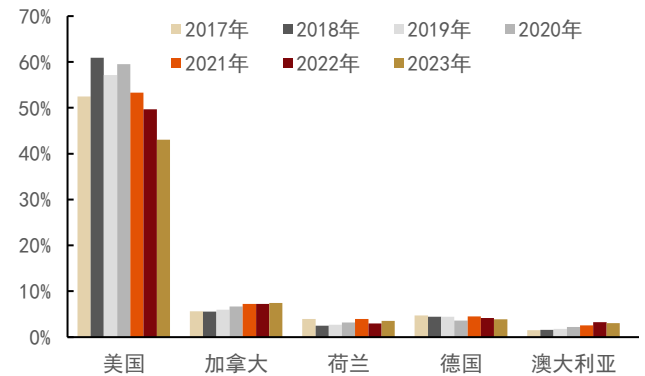
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 24：PVC 地板出口量 单位：万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 26：PVC 地板出口流向变化 单位：%



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

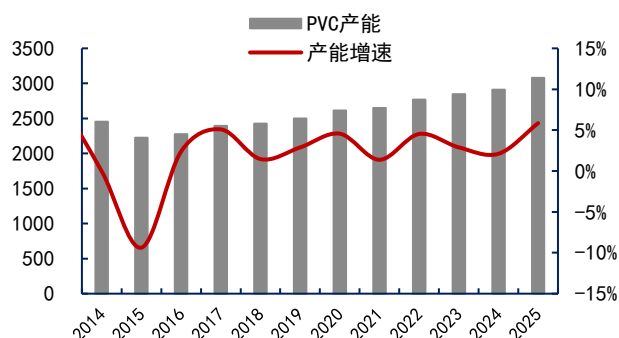
（四）供应——产能出清路漫漫，低利润将延续

2024 年 PVC 产能增速仅 2.1%，新增投产包括镇洋发展、陕西金泰一期各 30 万吨 PVC。1–8 月产量 1948 万吨，同比+2.8%。

2025 年规划投产的产能共计 170 万吨，产能增速 5.8%。上半年投产约 130 万，05 合约产能扩张压力相对较大。

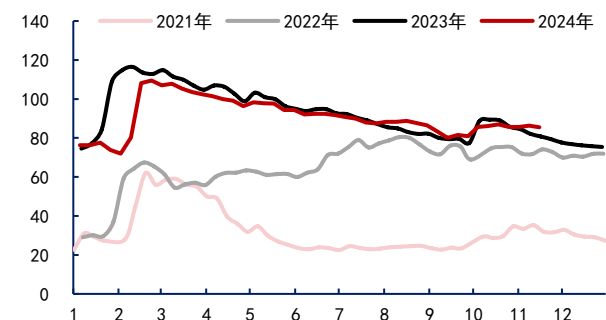
行业产能仍过剩，低利润压制供应弹性。2024 年山东氯碱综合利润[-1000, 0]元/吨，长期处于中性偏低水平；西北一体化装置利润[0, 700]元/吨，也是近几年低位区间；西北外购电石的氯碱装置、乙烯法 PVC 虽然盈利，但盈利能力已大幅降低。不过，低利润仅压制 PVC 的供应弹性，尚未能促使装置大量清出。类似 2014–2015 年地产修复前，PVC 行业将经历利润压缩–库存去化–产能清出的过程。

图表 27: PVC 产能及对应增速 单位: %



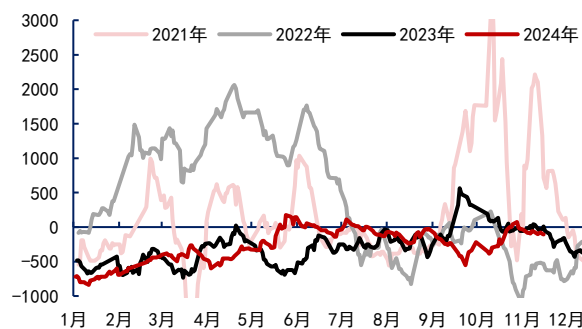
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 29: PVC 总库存 单位: 万吨



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 31: 山东外购电石氯碱综合利润 单位: 元/吨

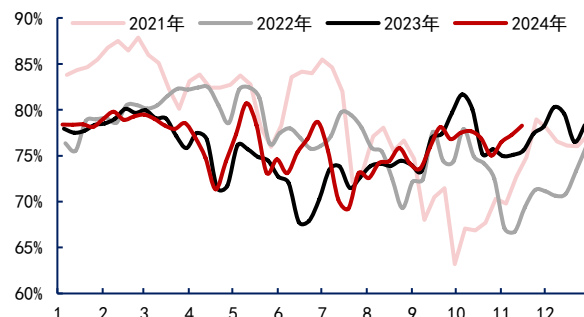


资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 33: 乙烯法利润 (东北亚乙烯) 单位: 元/吨

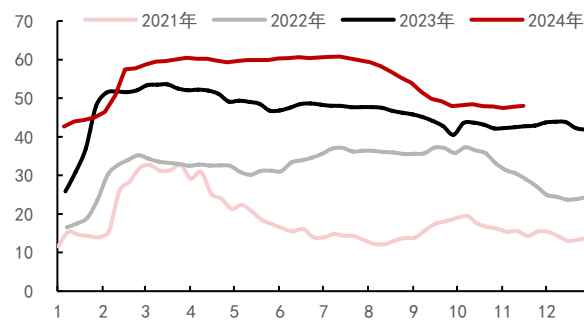


图表 28: PVC 平均开工率 单位: %



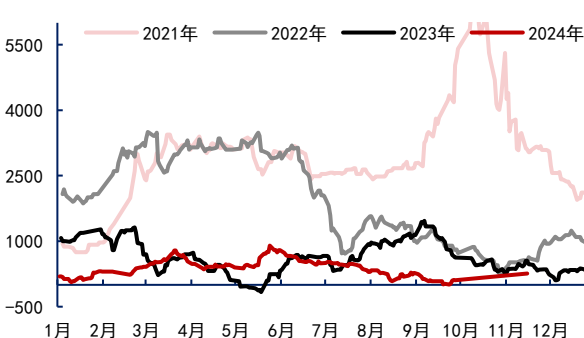
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 30: PVC 社会库存 单位: 万吨



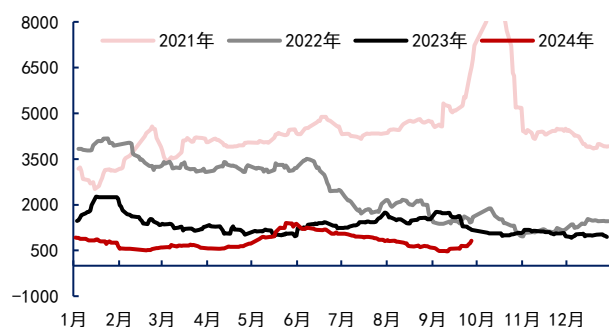
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 32: 西北一体化氯碱综合利润 (自备电石) 单位: 元/吨



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 34: 2025 年 PVC 计划投产 单位: 万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

区域	企业名称	工艺	产能	投产进度
陕西	陕西金泰二期	电石法	30	一期已投，二期待投
浙江	新浦化学	乙烯法	30	2024 年底/2025 年初
甘肃	甘肃耀望	电石法（无汞）	30	2025Q1
福建	福建万华二期	乙烯法	40	2025 年 3 月
天津	天津大沽二期	乙烯法	40	2025Q4
总计			170	

资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 35：2025 年 PVC 供需平衡表 单位：万吨

	一季度	二季度	三季度	四季度	上半年	下半年	全年	增速
国内产量	601	599	601	639	1200	1240	2440	4%
进口	6	6	6	6	12	12	24	-2%
出口	70	68	64	63	138	127	265	5%
净进口	(64)	(62)	(58)	(57)	(126)	(115)	(241)	5%
全部供应	537	537	543	582	1074	1125	2199	3%
表观需求	512	535	550	573	1046	1123	2169	2%
库存变化	25.2	2.3	-6.9	9.1	27.5	2.1	29.7	

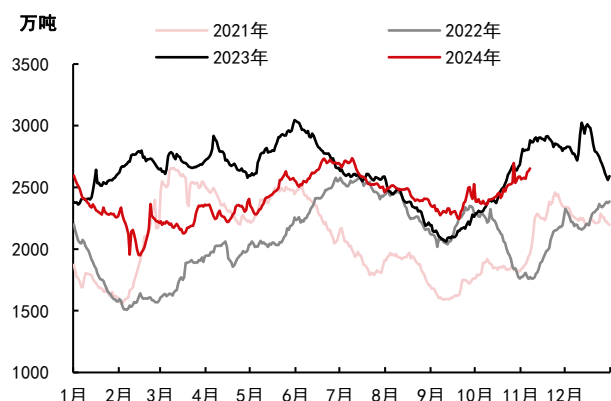
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

三、成本分析——煤价回落&烧碱偏强，氯碱综合成本偏下移

（一）兰炭——煤价重心下移，兰炭价格跟随

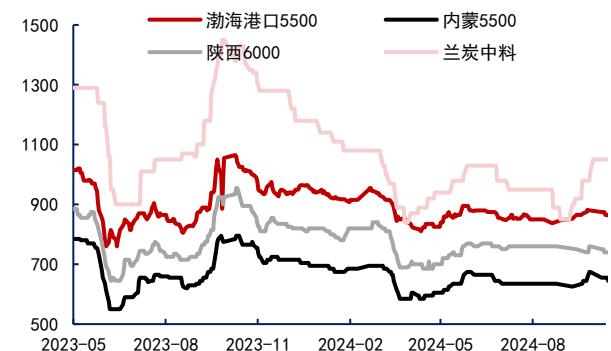
煤炭行业总供需矛盾相对缓和，结构性问题及阶段性需求释放对价格的影响更大，预计 2025 年煤价波动或以季节性为主，价格重心下移至 800-850 元/吨。虽然煤炭产业呈现供过于求态势、社会库存处于较高水平，但是煤价的下行并不顺畅，主要是因为行业内暗含的多重复杂问题。在坑口环节，煤矿普遍长协、市场煤相机供应。受近年来隐性库存消化、地销能力增强等因素影响，坑口市场明显抗跌能力更强。在进口市场，2024 年进口长协合同锁定大量货源，进口煤大量冲击沿海市场。低价进口煤冲击港口市场的背景下，国内工业需求放缓使得坑口-港口长期处于倒挂状态，贸易商发运积极性减弱。多重因素共同作用，港口市场在弱需求状态下未能顺畅下跌。展望 2025 年，上述影响因素仍存在，煤价重心难以大幅走低，或小幅下移至 800-850 元/吨。兰炭产能过剩，利润修复空间受限，兰炭价格以跟随煤价波动为主。

图表 36: 环渤海港口总库存 单位: 万吨



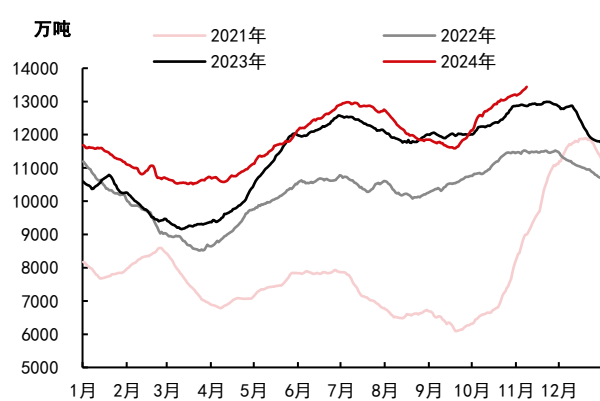
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 38: 煤炭与兰炭价格 单位: 元/吨



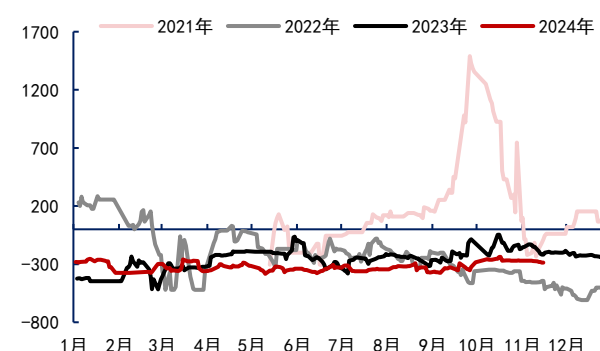
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 37: 二十五省电厂库存合计 单位: 万吨



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 39: 兰炭利润 单位: 元/吨



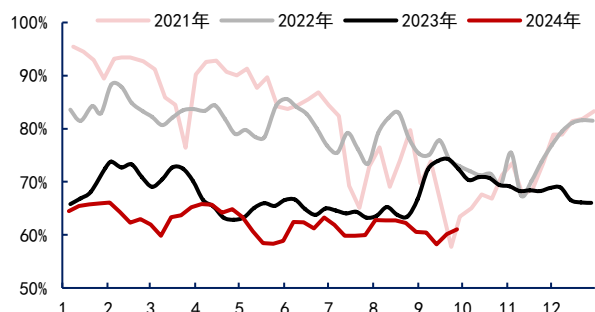
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

(二) 电石——供需过剩，利润难趋势性修复

电石供需过剩难逆转，利润承压为常态。我们观察到，近年电石供需持续过剩，利润波动收窄至 $[-700, 0]$ 元/吨。若非限电、大型装置投产等冲击，电石利润将难出现趋势性变化，盈利也难以突破上限 0 元/吨（利润修复刺激产量提升），下限-700 元/吨（亏损导致装置停产）。

2025 年成本支撑走弱，利润或小幅修复，电石价格重心波动不大，价格扰动来自煤矿安检、缺电限产、上下游检修与投产等因素。从新增产能来看，2025 年电石计划投产 141.8 万吨，产能增速约 3%；电石法 PVC、炔醛法 BDO 新增产能分别为 60、145.2 万吨。近年电石与 BDO 近年投产进度偏慢，延期投产装置较多。乐观预估，若上下游全部顺利投产，电石供需分别增加 141.8、246.7 万吨，供需缺口扩大，电石利润有望修复。不过，2024 年电石行业的产能利用率仅 64%，利润修复空间偏谨慎。从存量装置来看，未来电石法 PVC 成本仍将高于乙烯法，电石法 PVC 产能清出压力不减，难以提振电石需求。

图表 40：电石开工 单位：万吨、%



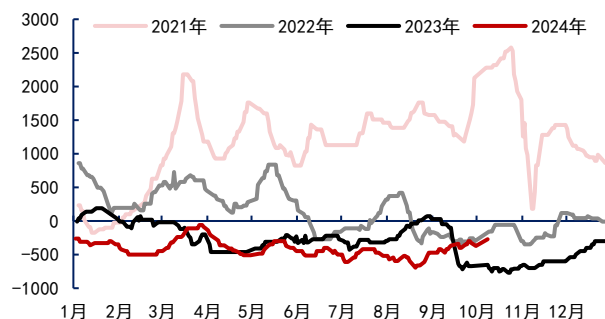
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 42：2025 年电石规划投产 单位：万吨

区域	企业名称	产能	投产进度
陕西	甘肃鸿丰	15.0	2025 年
内蒙	内蒙东源	16.0	2025 年
内蒙	内蒙三联	32.4	2025 年
吉林	双辽天威	30.0	2025 年
内蒙	乌海广锦	48.4	2025H2
总和		141.8	

资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 41：电石利润 单位：元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 43：2025 年 BD0 规划投产 单位：万吨

区域	企业名称	产能	投产进度
新疆	美克五期	10.0	2025Q1
湖北	华鲁恒升	20.0	2025Q1
陕西	山西同德	24.0	2025Q1
内蒙	乌海广锦	30.0	2025H2
宁夏	宁夏冠能一期	30.0	2025 年
新疆	中泰金晖一期	31.2	2025 年
总和		145.2	

资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

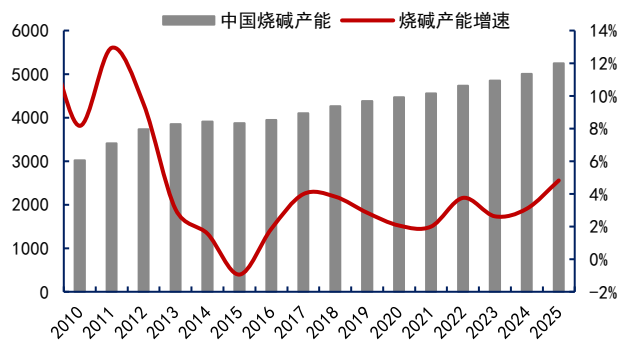
（三）烧碱——供需同增，现货重心或抬升

2024 年 1-9 月烧碱产量同比+5.3%，2025 年供应延续高增长。截止 2024 年 10 月，烧碱投产 150 万吨，产能增速 3.1%。2025 年烧碱规划产能 241 万吨，产能增速提升至 4.9%。由于装置建设、地方政策等各方面因素，烧碱实际落地产能远小于规划产能，2025 年实际投产或仅 156 万吨。从存量装置来看，未来产量仍将提升，一是行业处于盈利状态，存量装置将延续高开工，二是部分 2024 年投产装置（如金泰、东南电化）运行负荷偏低，产量尚未释放。

内需温和改善，出口维持增长。外需层面，海外经济增速整体变化不大，加之氧化铝待投产项目较多，烧碱出口有望维持正增长。内需层面，氧化铝将提供需求增量，非铝下游温和改善。国内氧化铝 2024 年仅投产 160 万吨新产能，2025 年规划产能提升至 1230 万吨。若年内氧化铝产能全部释放，且使用进口矿作为原料，烧碱需求将新增 4.5 万吨/月。非铝下游涉及众多领域，以纺织服装为例。若 2025 年房价逐步止跌企稳，财富效应减弱对居民消费意愿的拖累将得到缓解。不过，居民收入修复可能偏慢，2025 年居民对纺织服装类商品的消费

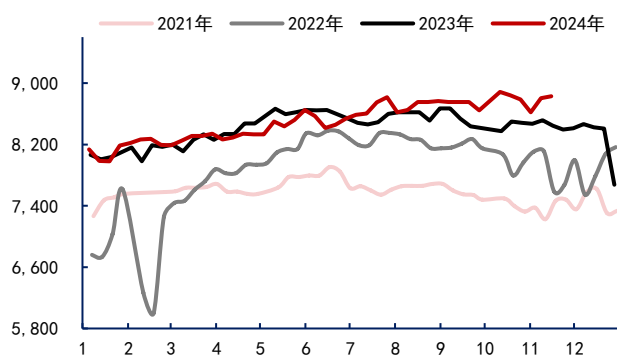
大概率呈现弱修复态势。

图表 44：烧碱产能及增速 单位：%



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 46：氧化铝运行产能 单位：万吨



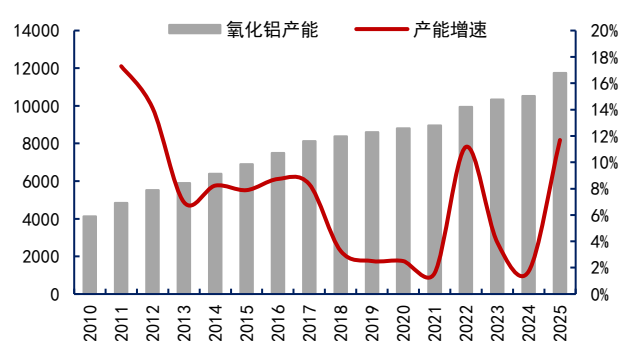
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 48：国内氧化铝新建产能 单位：万吨

	24.11	24.12	25.01	25.02	25.03	25.04	25.05	25.06	25.07	25.08	25.09	25.10	25.11	25.12	合计
沾化置换	100	-50	100		-50		100	50	-50						200
华昇二期			100			100									200
创源新材					100										100
鲁北海生									50						50
文丰新材						120	120			120		120			480
九龙万博												100			100
广投临港														100	100
合计	100	-50	200	0	50	220	220	50	0	120	0	220	0	100	1230

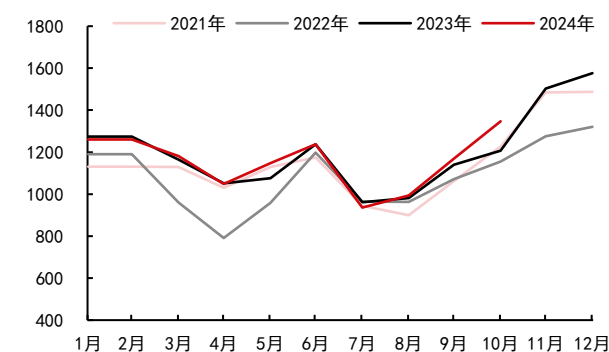
资料来源：百川盈孚 SMM 阿拉丁 中信期货研究所

图表 45：烧碱产能及增速 单位：%



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 47：零售额:服装鞋帽、针、纺织品类:当月值 单位：亿元



资料来源：Wind 百川 隆众 中信期货研究所

四、观点总结

预期博弈方面，2025 年重点关注国内政策、中美关系、全球贸易摩擦等。若市场风险偏好发生明显变化，短期 PVC 价格波动将放大。

基本面定价来看，内需无亮点，出口增速回落，供应延续扩张，2025 年 PVC 供需仍承压，价格重心或低于 2024 年（1-10 月均价 5627 元/吨）。价格表现或先弱后强，原因为 1）2025H1 PVC 产能集中投放，且下游处于主动去库周期，PVC 显性库存去化难度增大，行业面临持续亏损，关注低利润能否引导企业减产；2）H2 国内地产修复情况或好于 H1，海外经济也有望进入上行通道，需求改善或推动 PVC 价格重心上移。

风险提示：（1）宏观预期变化、需求弹性；（2）上游供应扰动；（3）能源价格波动。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）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>