

# 聚烯烃宽幅震荡市

## ---2025年PP、LLDPE期货行情展望

张驰 投资咨询从业资格号:Z0011243

Zhangchi012462@gtjas.com

陈嘉昕 投资咨询从业资格号:Z0020481

chenjiaxin023887@gtjas.com

### 报告导读:

**我们的观点:** PP、PE 在 2025 年市场压力仍较大, 趋势震荡偏弱, 但在二季度或三季度减产集中期需要注意 2025 年可能出现的抢出口以及成本抬升因素, 整体看全年处于宽幅震荡市。

**我们的逻辑:** 1. 需求端: 特朗普上台后的全球贸易形式大概率更加严峻, 如果在此期间伴随财政收缩, 则塑料制品出口总体保持扩张的势头或将面临调整。虽然国内市场塑料制品终端需求整体保持稳定, 也要看到国内社会销售零售总额的增速逐步下滑。此外, 贸易战前可能会有抢出口需求。2. 供应端, 2025 年聚烯烃仍将有较多产能准备投产, 2025 年 PP 目前待投产装置产能近 720.5 万吨/年, 产能增幅 17%。2025 年 PE 潜在装置产能则达到 543 万吨/年, 产能增幅 16.8%, 同时 2024 年底投产的多套 PP、PE 装置合格品将会冲击 2025 年市场。开工方面, 在整体利润大概率偏低的大背景下, 2025 年预计检修仍偏高, 整体开工预计与 2024 年持平或略高。3. 近年来 PP、PE 下游产能扩张, 而国内需求无法消化, 使得中间制品普遍出现低开工、低利润、低备货意愿的情况, 对 PP、PE 支撑偏弱。4. 宏观方面, 国内将实行更加积极的宏观政策, 同时美联储降息幅度和降息节奏需要密切注意。

风险提示: 贸易战, 地缘政治变动, 美联储降息幅度和降息节奏。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 目录

1. 2024 年 PP、LLDPE 走势回顾 .....	3
2. 国内需求弱稳 需要注意外部抢出口 .....	4
2.1 内需稳定、外需要注意变化 .....	4
2.1.1 2024 年出口市场有好转 .....	4
2.2 国内市场需求仍将稳定 .....	6
2.3 苦的是加工制造环节 .....	8
2.3.1 PP 下游开工低、利润低、采购弱 .....	8
2.3.2 PE 下游供需同样错配 .....	11
2.4 “基差陷阱”仍将延续 .....	15
2.4.1 期货市场或成为高供应带来的库存压力的渠道 .....	15
2.4.2 贸易商的基差陷阱 .....	16
3. 供应端：2025 年新产能压力仍较大，关注投产节奏和超预期检修 .....	17
3.1 2025 年 PP、PE 新增产能压力均较大 .....	18
3.2 低利润的格局将限制开工的扩张 .....	19
3.3 2025 年 PE 进口量依赖度将进一步下滑，PP 出口或仍维持增长 .....	21
4. 结论与投资展望 .....	22

(正文)

## 1. 2024 年 PP、LLDPE 走势回顾

2024 年 PP、PE 走势略有差异，其中 PE 走势强于 PP，L-PP 价差震荡走扩。行情主要分为四个阶段。

第一阶段，1 月-3 月，PP、PE 整体处于持续震荡。PP 主力合约收盘价最高位在 7635 元/吨，收盘价最低位在 7209 元/吨。PE 主力合约收盘价最高位在 8355 元/吨，收盘价最低位在 7961 元/吨。一季度适逢春节假期，PP、PE 整体库存压力较大。节后市场大幅累库，库存明显高于往年同期水平，从数据上看，1 月 23 日 PP 总库存同比上升 22.3%，PE 总库存同比上升 10.4%。需求端，下游需求在春节后逐渐恢复，但订单相比往年同期偏弱，需求恢复不及预期。上、中游企业整体库存压力均较大，导致降库周期拉长。高库存情况下，PP、PE 价格波动有限，行情持续震荡。直到 3 月下旬，供应端开始大幅减产，才使得 PP、PE 行情在一季度末结束较长的震荡期，呈现向上突破走势。

第二阶段，4 月-5 月 PP、PE 震荡上行。PP 主力合约最高位涨至 7928 元/吨。PE 主力合约最高位涨至 8754 元/吨。从开工可以看到，PP4-5 月平均开工率 73.9%，较去年同期下滑近 1.1%。PE4-5 月平均开工率 78.3%，较去年同期下滑近 5.2%。4-5 月检修损失量同比上升均超过 20%。供应端持续收缩导致部分规格货源紧张，进而导致非标套利兴起，进一步促使市场供应偏紧。此外，宏观利好也进一步带动了市场走强。但从需求端来看，PP、PE 下游行业始终受利润偏低，订单偏弱影响，导致补库不具有持续性，难以对高价形成有力支撑。使得 5 月下旬开始，基差出现持续走弱的情况。

第三阶段，6 月-9 月中旬，PP、PE 震荡下行。供应端，前期检修装置逐渐复产，供应压力上升。需求端下游开工偏低，尤其 PE 下游需求处于农膜淡季，开工下滑明显。PP 制品企业在原本订单偏少的情况下，工厂开工率持续回落，多数行业进入淡季。叠加宏观情绪回落，PP、PE 开始震荡下行。

第四阶段，9 月下旬-至今。PP、PE 走势分化。9 月下旬，国内宏观政策利好不断出现，市场情绪回暖。聚烯烃市场震荡上行。10 月份后，两者走势分化。PP 下游工厂新订单未见改善，终端需求对高价难有持续支撑，走势震荡偏弱。PE 库存持续去化，部分货源偏紧导致基差维持强势格局，同时新投产装置的产量释放也较为缓慢，导致走势震荡偏强。

图 1: PP2024 年主力期货合约走势



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 2：PE2024 年主力期货合约走势



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

## 2. 国内需求弱稳 需要注意外部抢出口

### 2.1 内需稳定、外需要注意变化

国内终端需求相对稳定，未来主要变量在出口市场。近年来欧美国宽财政支撑国内出口市场，在发达国家普遍政府换届或政局不稳的情况下，未来国外市场紧缩财政或将是趋势，如果考虑外部贸易战风险加剧，则出口市场长期趋势压力更大，但是需要注意的是在贸易战正式出现前，市场或有一轮出口大幅上升的窗口期。

2024 年需求端最大的变量来自外需明显好于预期。欧美主要消费国普遍维持宽松的财政政策，导致 2024 年上半年国内出口持续向好，无论全局出口还是塑料制品出口都保持较好势头，当然由于海运成本的持续攀升，一定程度上对低价值产品出口形成压制，全年总量保持稳定增长。

在国内市场方面，虽然近年来中国经济遇到一些困难，但是 2024 年国内终端消费仍保持增长，需要注意的是国内消费增速在逐步下滑。从单项消费角度看，快递行业、家电方向、新能源汽车方向是目前需求端较为突出的产业方向。国内需求端的压力更多来自各个下游制品的高产能、低利润的格局，限制了市场扩张。2024 年聚烯烃各类制品开工率普遍不佳，订单偏弱、利润偏低、对聚烯烃采购积极性不高，这对聚烯烃市场形成一定压制。2025 年国内需求端的情况预计与 2024 年较为类似，总量虽增长，但是增速下滑。

#### 2.1.1 2024 年出口市场有好转

2023 年四季度开始，即使在高利率背景下，美国、欧盟等地区仍维持宽松财政政策，导致欧美需求保持稳定，这种情况延续到了 2024 年。2024 年 1-10 月美国贸易逆差持续扩张，9 月贸易逆差更是达到 837.9 亿美元，为 2022 年 5 月以来的最大单月贸易逆差。在欧盟方面，2024 年 1-10 月中欧平均贸易逆差持续扩张，10 月单月贸易逆差 330 亿美元也是 2022 年以来偏高贸易逆差。虽然欧美地区需求在宽松财政政策影响下，对我们需求在好转，但是需要看到全球贸易保护主义的盛行以及欧美高利率背景下持续宽松财政政策不可持续，未来对欧美贸易存在较大不确定性。同时，从以往情况看，贸易战前又会激发市场抢出口热情，从而导致 2025 年出口市场或有进一步扩张。

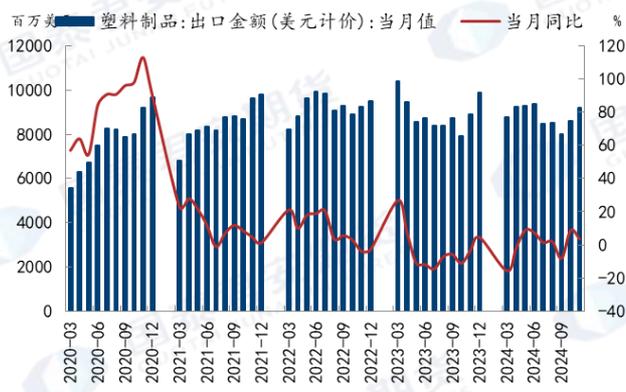
在塑料制品出口方面，截至 2024 年 1-10 月中国塑料制品出口额累计达 958.05 亿美元，累计同比上涨 5.6%，2023 年同期塑料制品出口则为下滑态势，2023 年塑料制品出口同比一度下滑至 -5%。

图 3: 中国塑料制品出口累计值及累计同比(百万美元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

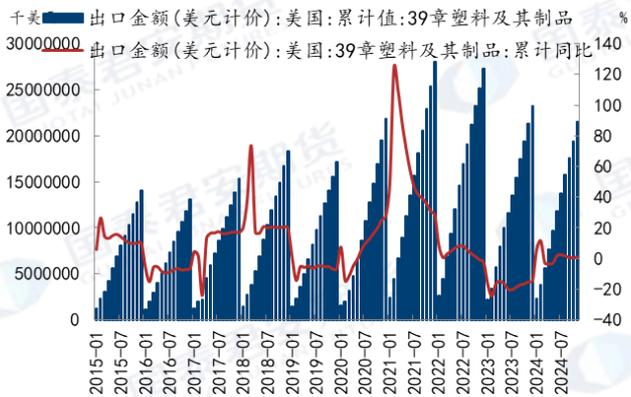
图 4: 塑料制品出口单月值及当月同比(百万美元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

从各国情况看, 中国塑料制品无论出口至发达国家还是发展中国家, 都在 2024 年出现了明显好转。以出口到美国及欧盟情况为例, 2024 年 1-10 月中国对美国塑料制品出口累计值为 194.3 亿美元, 同比上涨 0.53%。需要指出的是近一年来, 中国对美塑料制品出口增速在逐步提高, 2023 年对美出口塑料增速一度同比下滑近 20%。类似的情况也出现在中国塑料制品对欧盟出口上。2024 年 1-10 月中国对欧盟塑料制品出口同比上涨 10.84%, 而 2023 年同期则为同比下滑 12.17%。

图 5: 中国塑料制品出口累计值及累计同比: 美国(千美元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

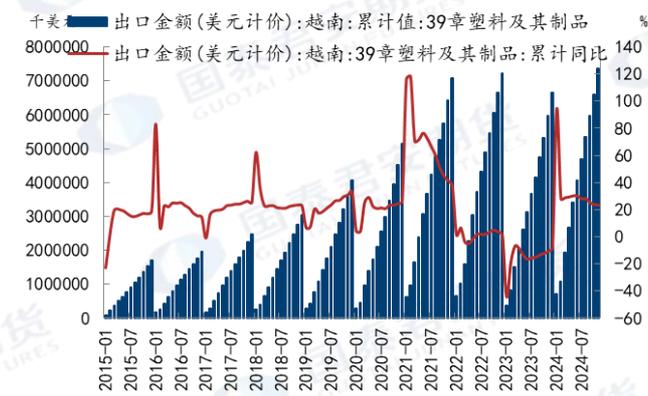
图 6: 中国塑料制品出口累计值及累计同比: 欧盟(千美元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

我国塑料制品对东南亚国家出口也出现明显好转, 其节奏基本与向发达国家节奏类似。截至 2024 年 10 月中国出口至越南塑料制品累计金额 66.08 亿美元, 累计同比上涨 24.13%。2024 年 10 月中国出口至马来西亚塑料制品累计金额 37.4 亿美元, 累计同比上涨 0.8%。

图 7：中国塑料制品出口累计值及累计同比：越南（千美元）



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 8：中国塑料制品出口累计值及累计同比：马来西亚（千美元）



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

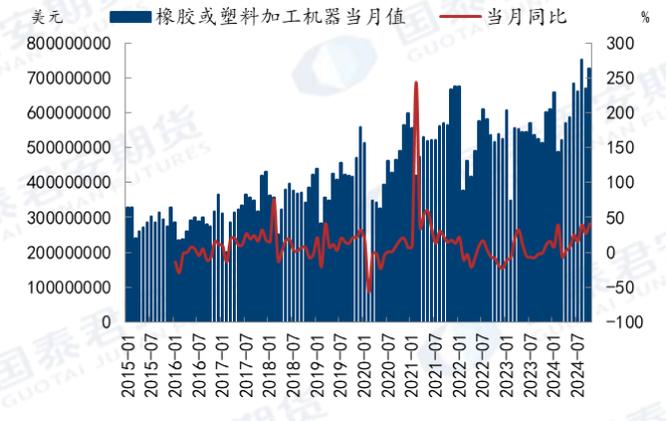
塑料制品出口的回暖并不是孤例，国内橡塑制品加工机械出口在 2024 年同样出现小幅回暖。截至 2024 年 10 月国内橡塑加工机器出口累计 63.1 亿美元，同比上涨近 19.18%。总体看 2024 年国内塑料制品出口呈现一定程度的回暖，我们认为这与 2024 年国外地区延续财政宽松有很大关系，但是要看到高利率背景下的财政宽松是难以持续的，因此虽然目前出口市场呈现回暖态势，未来潜在风险主要在贸易战以及财政宽松转向财政紧缩。

图 9：橡塑加工机器出口累计值及同比（美元）



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 10：橡塑加工机器出口单月值及同比（美元）



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

## 2.2 国内市场需求仍将稳定

在国外普遍面临高利率、财政扩张背景下，近年来中国市场仍处于低利率、紧财政窗口期。虽然国内固定资产投资类产业处于相对弱势格局，但是普通民用消费较 2023 年有增长，在这一背景下 2024 年国内市场消费仍保持稳定增长。尤其在 2024 年底政策端开始逐步转向宽财政、促消费，2025 年国内消费或进一步保持稳定。

PP、PE 广泛应用于人们生活的方方面面，普通商品包装消费、汽车、家电、快递等等各行各业。截至 2024 年 10 月国内社会消费品零售总额累计达到 442723 亿元，同比 2023 年上涨 3.5%，需要注意消费品零售总额增速出现明显放缓。其中实物商品网上零售额累计值达到 118059 亿元，较 2023 年同期增长 6.8%，高于全社会消费品零售额增速，网上商品零售与 PP、PE 的实际消费更为贴近。

图 11：中国社会消费品零售总额及同比（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

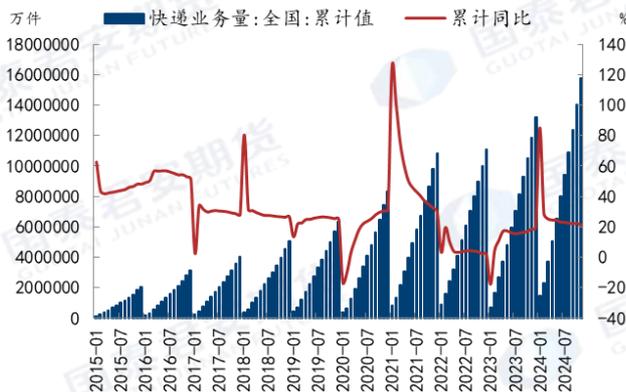
图 12：中国实物网上零售总额及同比（亿元）



资料来源：国泰君安期货研究

在快递方面，2024 年快递行业总业务量延续高速增长，2024 年 1-11 月中国快递业务量累计完成 1572.9 亿件，同比增加 21.4%，延续了 2022 年底以来的高增速态势。PP 和 PE 大量应用于快递行业的各类包装材料，如包装袋、胶带、缓冲袋等。

图 13：快递业务量：全国：累计值及同比



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

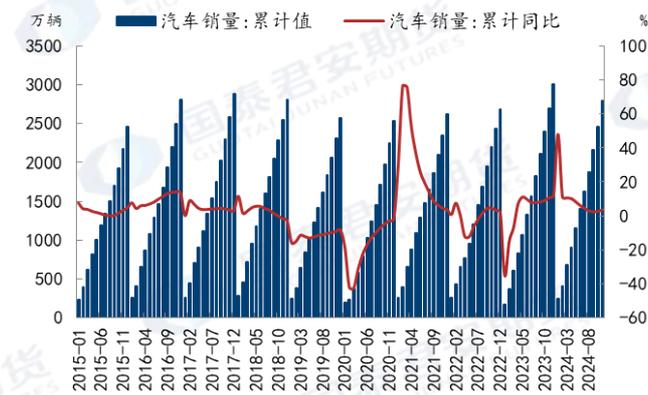
图 14：快递业务收入：全国：累计值及同比



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

国内消费的好转还表现在汽车消费方面，截至 2024 年 10 月，国内汽车销量达到 2794 万辆，同比上涨 3.7%，尤其是新能源汽车突飞猛进，截至 2024 年 10 月国内新能源汽车累计销量达到 11262000 辆，增速高达 35.62%。

图 15：中国汽车销量累计值及同比（万辆）



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 16：新能源汽车销量（辆）



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

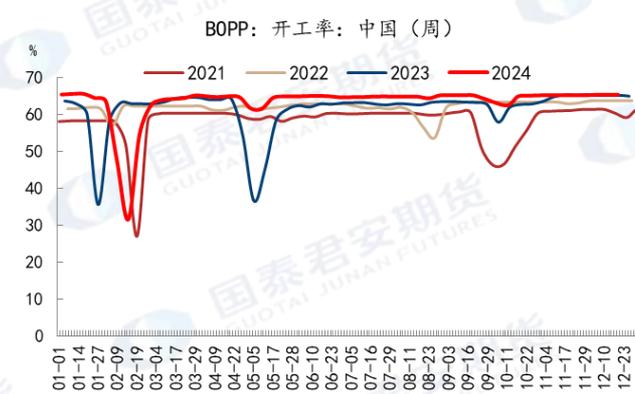
## 2.3 苦的是加工制造环节

PP 和 PE 的加工制造环节面临的是同样的问题：此前国内加工制造产能持续扩张，但是终端塑料制品需求虽然国内有所增长，但是国际市场出口压力较大，导致加工制造环节面临高产量、高库存、低利润格局，始终难以对 PP 和 PE 形成持续性支持。

### 2.3.1 PP 下游开工低、利润低、采购弱

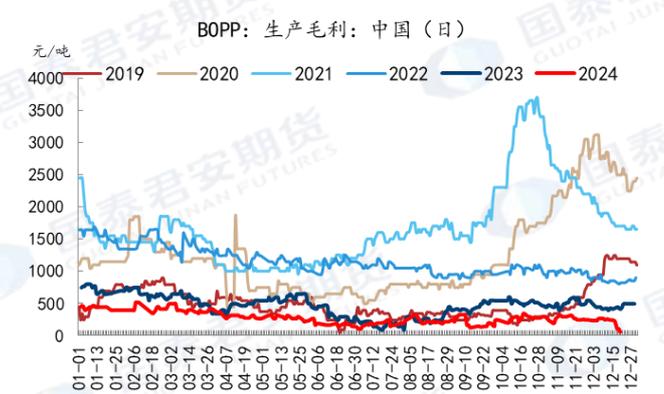
BOPP 的弱势拖累 PP，主要受到自身产能扩张、需求偏弱拖累，利润持续偏低、开工偏低、成品库存偏高，对 PP 采购持续偏弱。BOPP 今年弱于往年，导致 PP 刚需不振。2023 年 BOPP 产能大幅扩张，全年产能扩张 79.5 万吨，到 2023 年底扩产能增幅达到 12.4%，2024 年 BOPP 产能进一步扩张。BOPP 订单全年都处于历年同期最低位，开工也是明显弱于往年。即使在目前降低开工的情况下，BOPP 成品库存仍然处于历年偏高位置，BOPP 持续弱势，导致 BOPP 原材料采购也处于持续偏弱状态。

图 17：BOPP 厂家开工



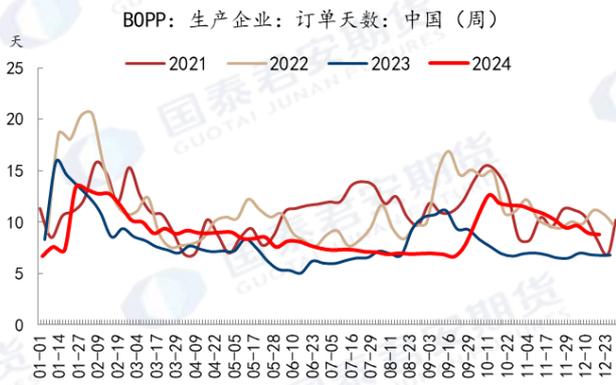
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 18：BOPP 利润偏低



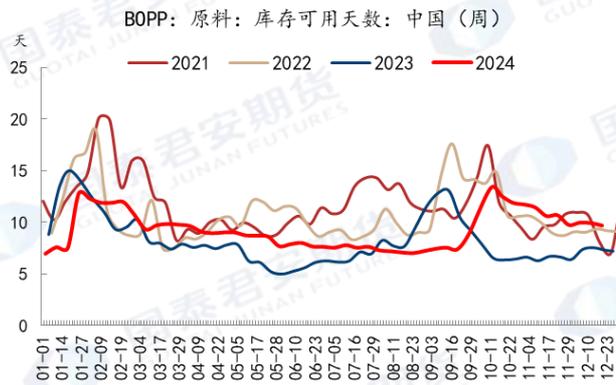
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 19: BOPP 订单天数偏低



资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货研究

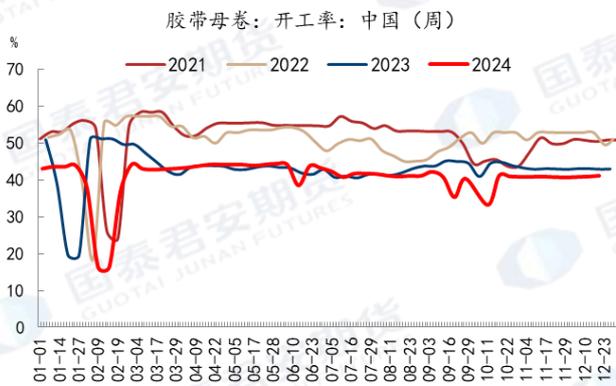
图 20: BOPP 原材料库存中性



资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货研究

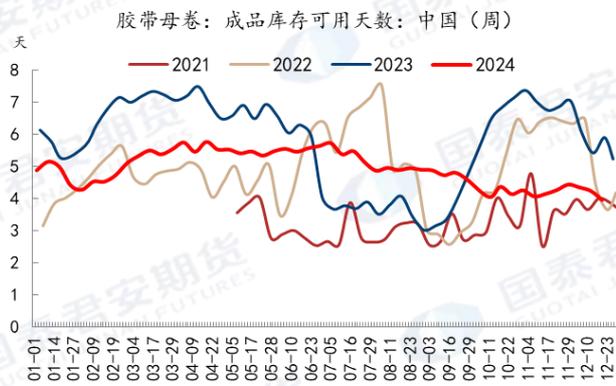
BOPP 之所以出现这种情况, 除了产能扩张因素, BOPP 的需求端胶带处于弱势也是重要因素。截至 12 月胶带母卷平均开工率仅有 40%, 较去年同期下滑 3%, 全年基本处于历年最低开工, 利润较往年同期大幅下滑。目前胶带环节毛利下滑至-110 元/吨, 由于 BOPP 胶带持续的弱势, 对 BOPP 的采购偏弱, 2024 年胶带环节储备的 BOPP 天数处于历年同期偏低位置。上述情况导致 BOPP 订单偏弱、开工偏弱、利润偏弱、库存高。所以 BOPP 对 PP 采购环节上持续偏弱。

图 21: 胶带母卷开工下滑



资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货研究

图 22: 胶带母卷库存可用天数中性



资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货研究

PP 另外一个重要下游塑编最近些年持续偏弱, 同样是因为此前产能扩张过快, 导致目前全行业低开工、低利润。2022-2023 年塑编行业持续维持低开工, 全行业全年开工率未超过 50%, 2023 年全年大部分时间开工率低于 2022 年, 2024 年截至 12 月平均开工基本与 2022 年持平。目前塑编产业成品库存较低, 原料采购不太积极。成品库存同比下滑, 环比下滑。由于塑编产业开工率以及订单状况较往年同期没有明显好转, 导致原材料采购普遍不积极, 价格低位愿意采购, 价格上涨采购谨慎, 市场基本处于躺平状态。

图 23：塑编开工率中性



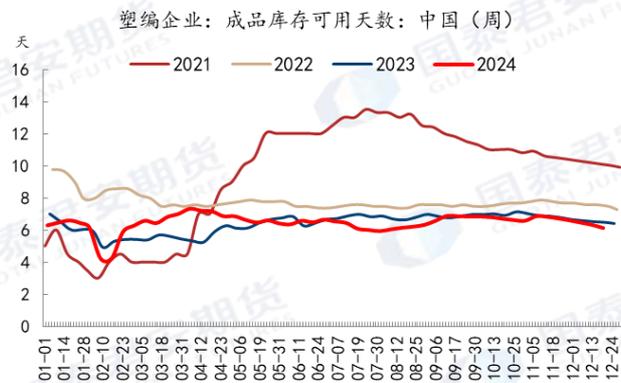
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 24：塑编订单天数处于低位



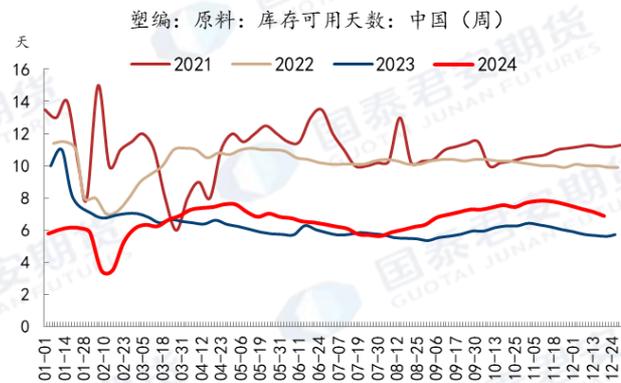
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 25：塑编成品库存不高



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

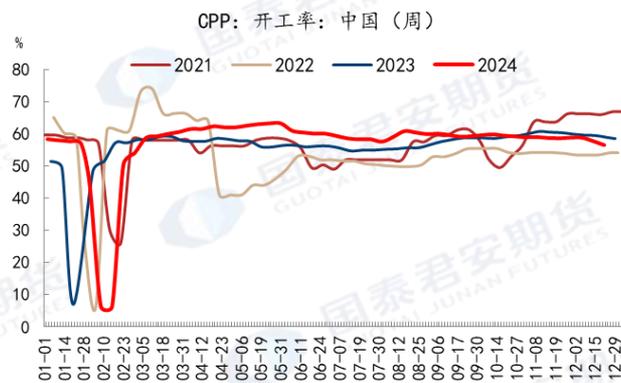
图 26：塑编原料库存低于往年同期



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

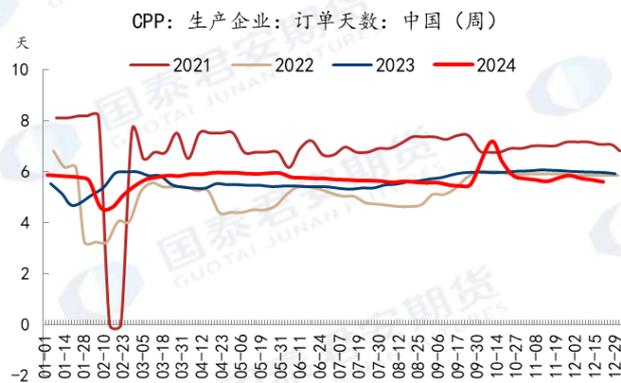
CPP 整体表现略好于 BOPP，皆因 CPP 市场并未出现大规模产能扩张，但市场基本格局不温不火。今年 CPP 整体开工中性，上半年开工率略高于 2023 年同期。由于高开工，CPP 库存压力偏大。CPP 环节对聚丙烯原材采购处于偏弱状态，整体采购跟 2023 年同期持平。预计这一情况在 2025 年变化不大。

图 27：CPP 开工率中性



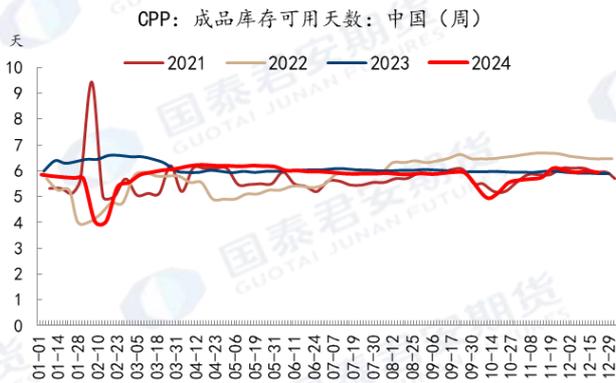
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 28：CPP 订单天略低于 2023 年同期



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 29: CPP 成品库存中性



资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货研究

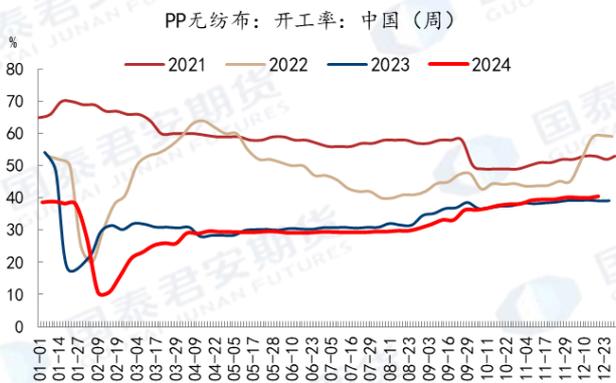
图 30: CPP 原材料库存中性



资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货研究

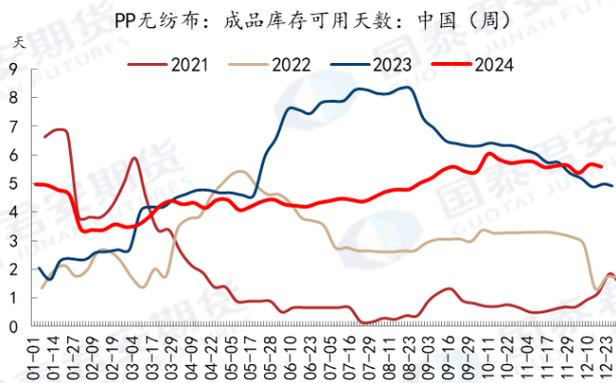
无纺布市场在 2024 年较为弱势, 大部分时间段开工率只能在 20%-30% 区间徘徊, 而 2022 年无纺布尚能维持 40%-60% 开工。2024 年下半年政策刺激后旺季需求抬升下, 开工率有一定幅度抬升。2023 年无纺布受到公共卫生事件缓解影响, 导致成品库存累积的幅度较大, 这种情况在 2024 年虽有一定缓解, 但成品库存可用天数仍处于较高位置。整体市场压力大, 对聚丙烯采购偏弱。

图 31: 无纺布开工率低位



资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货研究

图 32: 无纺布成品库存大幅累积



资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货研究

### 2.3.2 PE 下游供需同样错配

PE 下游情况与 PP 类似, 同样是 2020 年以后, PE 下游相关制造业产能大扩张, 但是到 2022 年需求开始收缩, 迫使 PE 下游产业链开工率被动持续收缩。PE 下游同样受累于高产能、低开工、低利润的格局, 需求一直难以扩张, 市场整体偏弱。在 2024 年 PE 仍将受到这一因素的困扰, 即: 中下游加工厂产能较大, 尚未出清, 但需求终端制品未能同步扩张, 加工环节进一步承压, 从而导致 PE 需求承压。

在 PE 下游需求中, 农膜需求一直比较稳定, 从中期趋势看, 未来农膜需求还有进一步扩张空间。因国内市场近年来在蔬菜种植面积和农作物种植面积方面一直稳中有升。

图 33：全国蔬菜播种面积



资料来源：国家统计局，国泰君安期货研究

图 34：全国粮食作物播种面积

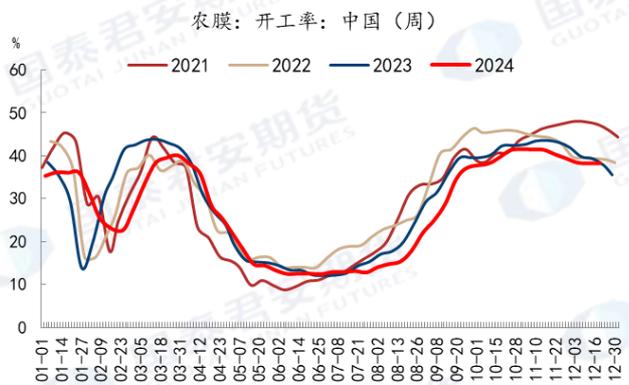


资料来源：国家统计局，国泰君安期货研究

农膜今年情况相对稳定，开工略低于往年，当然幅度不大。2024 年上半年农膜的开工旺季，无论是订单情况还是开工情况都较 2023 年有一定程度下滑，核心因素与其他加工品情况类似。2020 年开启的产业链下游产能大扩张使得农膜行业即使面对需求的扩张，仍然无法保持开工的进一步提高。

2024 年 2 月底-3 月底开工旺季，农膜平均开工率为 33.5%，2023 年同期则可以达到 41.5%。2024 年下半年农膜旺季开工已经明显低于往年，2024 年下半年农膜开工高峰仅为 41.5%，往年同期开工高位可达 48%，这类中间制造环节产能过剩是近年来开工偏低的重要原因。

图 35：农膜行业开工率稳定



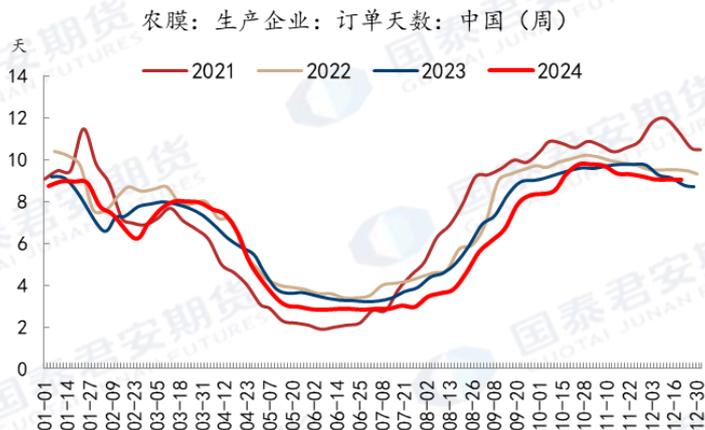
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 36：农膜原材料库存天数偏低



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

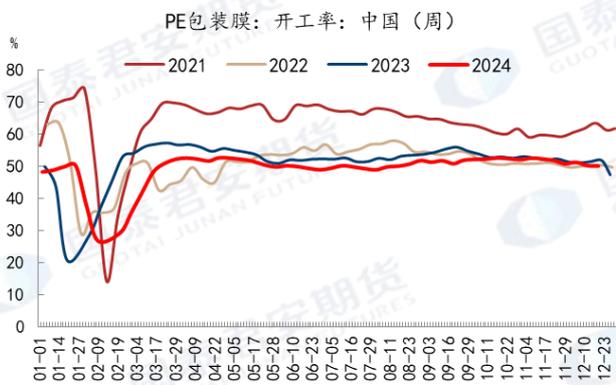
图 37：农膜行业订单天数弱于往年



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

包装膜 2024 年市场表现较 2023 年略有下滑。2024 年包装膜平均开工率为 48%，而 2023 年同期则为 49.8%。值得注意的是今年市场的订单结构继续延续了 2023 年的大厂订单相对较好，但是中小型作坊式厂家订单较差，所以虽然整体订单情况变化较大，但是内在结构差异非常大。小型厂家由于订单不佳，导致原材料采购也不积极，所以今年一直以来贸易商的成交压力非常大。大型厂家有厂家直供，而中小型厂家订单不佳、开工不佳，采购不积极，进而导致贸易商成交疲软。

图 38：包装膜开工与 2022 年基本持平



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

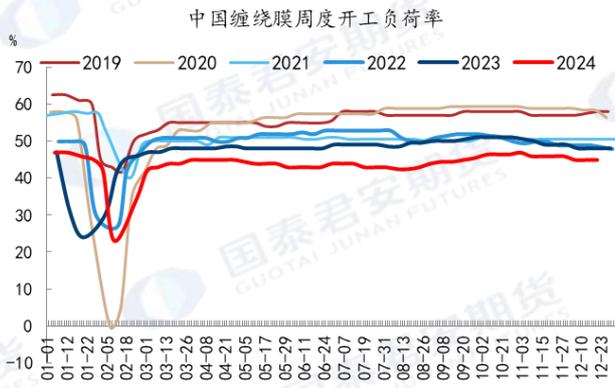
图 39：包装膜订单天数一般



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

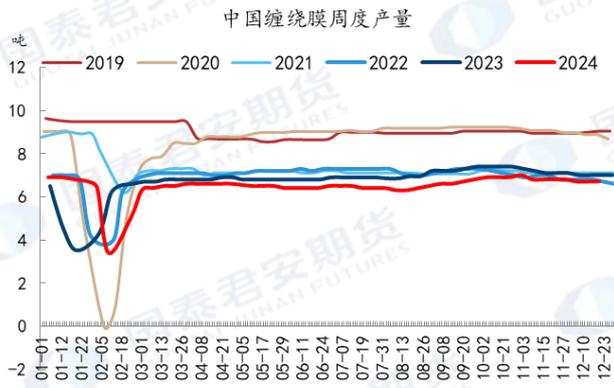
缠绕膜市场情况与其他膜类大同小异，订单不足、利润偏低、开工偏低，导致对 PE 采购不积极。今年缠绕膜厂家开工率都低于 50%，这在以前是非常少见的。2021 年前，缠绕膜行业大部分时间段开工率都会是 50%-60% 左右。开工低源自订单不足。同时 2020-2021 年行业产能的扩张，缠绕膜市场同样是一个门槛并不高的市场，下游过度投产的结果是全行业开工不足，所以今年全年缠绕膜厂家补库都不积极。

图 40：缠绕膜开工偏低



资料来源：卓创资讯，国泰君安期货研究

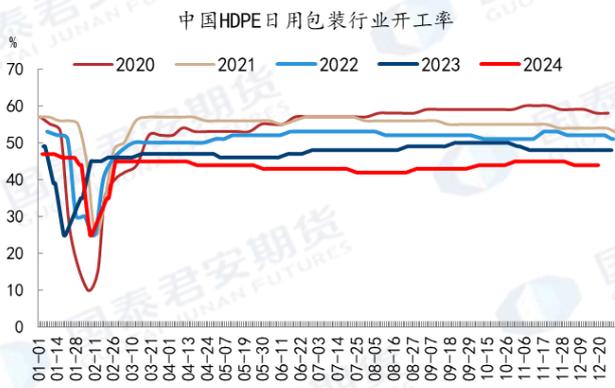
图 41：缠绕膜产量偏低



资料来源：卓创资讯，国泰君安期货研究

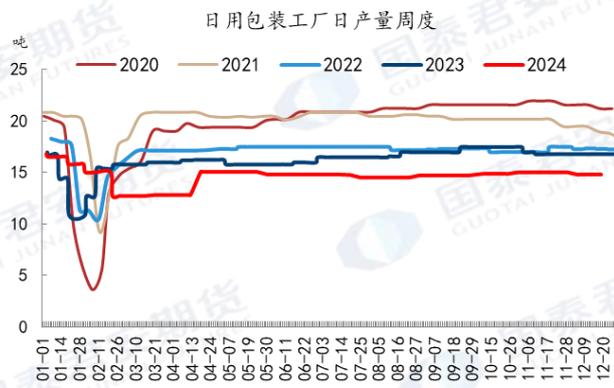
聚乙烯日用包装行业也较为弱势，拖累了今年 HDPE 的市场表现。2024 年开工未超过 50%，已经是自 2020 年以来连续 4 年下滑。类似情况在今年的 PE 下游加工环节较为普遍，终端需求弱势导致订单、开工、利润下滑，加工环节对 PE 采购偏弱。下游补库普遍较为谨慎，现货下跌情况下有部分补库意愿，价格反弹后补库会持续走弱。

图 42：日用包装行业开工偏低



资料来源：卓创资讯，国泰君安期货研究

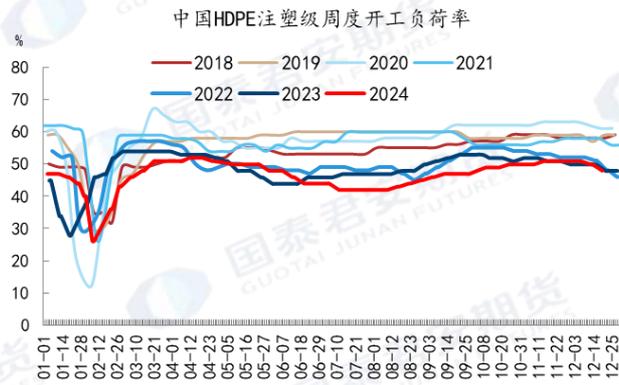
图 43：日用包装行业产量偏低



资料来源：卓创资讯，国泰君安期货研究

低压注塑产业同样维持低开工格局，全行业开工大部分时间维持在 50% 以下。2024 年 HDPE 是整个 PE 产品中最弱的，不仅仅是需求弱，价格也明显偏弱。

图 44：低压注塑开工率偏低



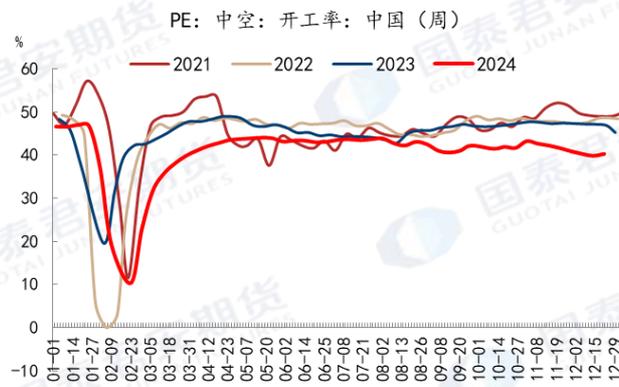
资料来源：卓创资讯，国泰君安期货研究

图 45：低压注塑日产量偏低



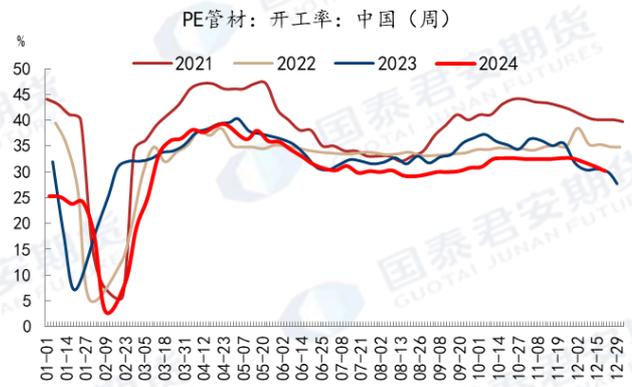
资料来源：卓创资讯，国泰君安期货研究

图 46：PE 中空行业开工偏低



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 47：PE 管材行业开工偏低



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

## 2.4 “基差陷阱”仍将延续

过去几年 PP、PE 产能大扩张，导致 PP、PE 基差持续偏弱。2024 年在供应端持续减产的背景下，PE 基差偏强，PP 基差未出现进一步崩塌，但是 2025 年如果潜在新增产能如期投产，则弱基差时代或将再次到来。届时无论是期现贸易还是空头套保，都需要对“基差陷阱”保持警惕。

高供应必然导致市场缺口较小，甚至过剩严重。期货市场近年来频繁交易政策端的乐观预期，导致基差持续走弱，使得市场出现买现货空期货的无风险套利窗口。当大量现货参与到这种无风险套利，发现现货仍然偏弱，期货市场继续交易乐观预期，基差并未立刻回归，期现双向受损，这种情况下期现套利商只能被迫承担虚盘套保损失以及走向交割。这种情况对基差贸易商而言是不利的，一方面降低了市场周转，另一方面能够交割的毕竟是少数参与者。2024 年上半年这种基差陷阱一度频繁出现，后期随着供应端大规模减产，库存偏低，才使得弱基差得以遏制。

### 2.4.1 期货市场或成为高供应带来的库存压力的渠道

2025 年初因产能扩大，全行业压力或较大，上游企业或将倾向积极向贸易商和终端厂家排货，而贸易商又被迫将上述压力向期货市场传导，期货市场仓单压力持续增加，最直接的反应就是基差持续走弱。类似的情况在 PVC 上正在上演，2024 年上半年以及 2023 年及以前的市场也频繁出现。

因供应端主动向下游压货，供应端库存下降，而产量抬升，并不是需求变的更好了，而是更多的库存转移到下游贸易商或加工厂。但是贸易商也并不要承担库存风险，所以近年来贸易商主要采取了两类措施：一方面加大对远期货源的超卖，一般都会采取较低的价格超卖远期货源，另一类就是加大期货的风险对冲力度。这两类策略都对市场形成了更大的下行压力。

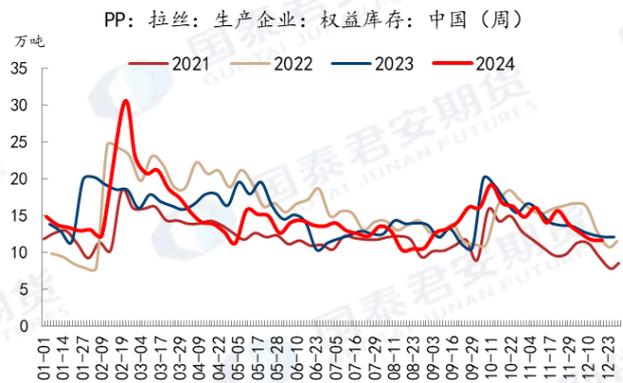
因此上游企业的降低库存风险策略反而加大了市场的下行驱动。值得注意的是 2023 年四季度供应端企业开始加大减产力度，这种减产一直延续到了 2024 年底，由于持续低产量使得 PP、PE 供应端和贸易端库存压力逐步下降，甚至在 2024 年下半年出现货源紧张的情况，这或许才是合理的应对措施。然而阶段性的减产并不是长久之计，2025 年仍将有新增产能投放市场，供应压力持续存在。

图 48：生产企业 PP 库存



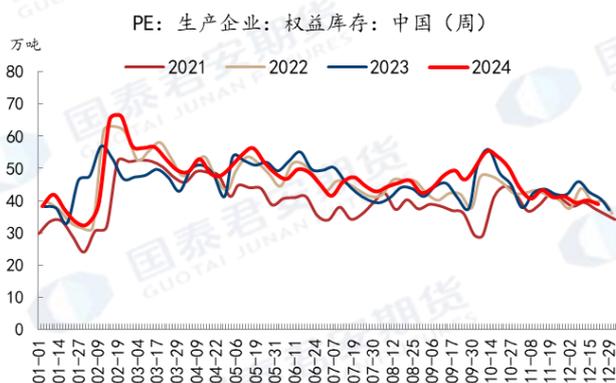
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 49：PP 拉丝库存



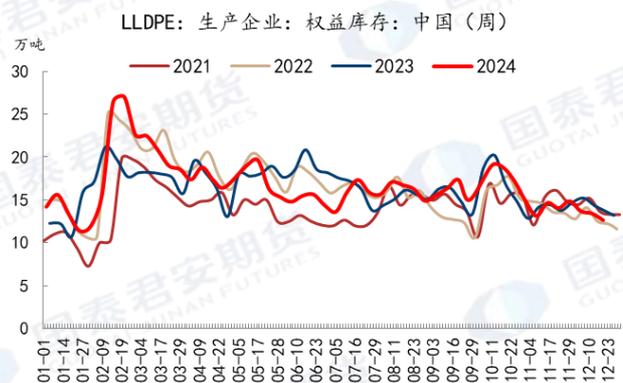
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 50：生产企业 PE 库存



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 51：LLDPE 生产企业库存



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

#### 2.4.2 贸易商的基差陷阱

基差走弱，甚至出现期货升水结构，使得持有现货并进行期货套保的贸易商陷入基差亏损格局，我们称这种情况为基差陷阱。虽然当前 PP、PE 并未出现升水结构，PE 甚至是贴水结构，但目前仍应该对未来的基差风险保持相当程度的警惕。

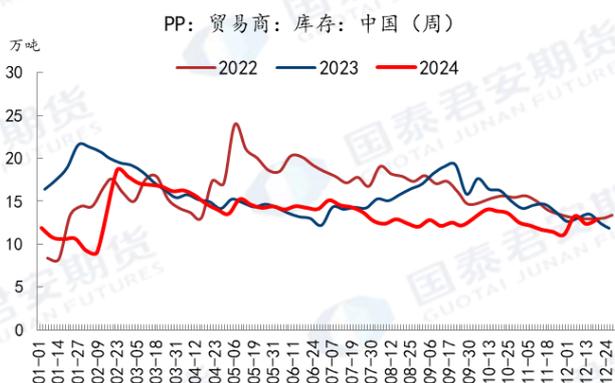
2024 年上半年尤其是在 4 月以前国内 PP 和 PE 基差持续偏弱，一度二者升水现货幅度接近 200 元/吨，市场面对的情况是现货成交持续疲软，上游要求的开单压力持续增加，期货市场居然给出无风险套利窗口，大量现

货商持有现货抛盘面，但是现货后期持续弱于期货，基差进一步走弱，迫使现货商只能最终进入交割，所以市场交割仓单量持续高位。

不过二季度、四季度 PP、PE 供应端持续减产，造成市场供应局部偏紧，有利于基差走强，市场基差压力有一定程度缓解。

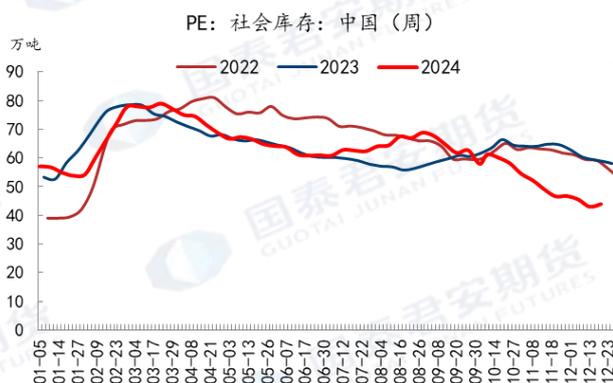
2025 年市场基差节奏仍有可能复制 2024 年的状况，一季度在高供应、弱需求的压力下基差偏弱，二季度、三季度市场减产因素带动基差偏强。如果 2025 年出现了原油的宏观风险事件，使得原油供应端出现意外收缩预期、出口端出现抢出口等因素也会带动上游库存下降，这些都是有利于基差走强的因素，需要密切注意。

图 52: PP 贸易商库存持续去库



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 53: PE 贸易商库存持续去库



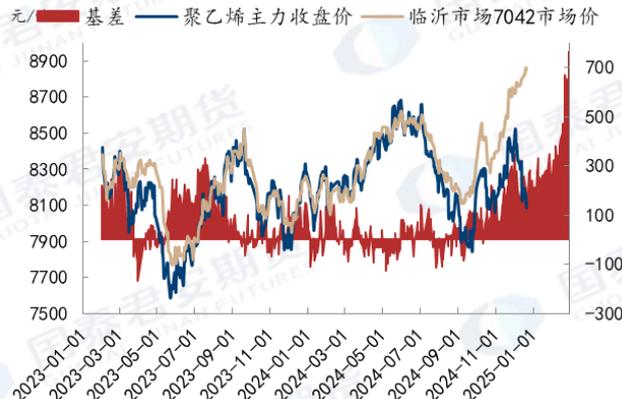
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 54: PP 基差



资料来源：隆众资讯，同花顺 iFind，国泰君安期货研究

图 55: PE 基差



资料来源：隆众资讯，同花顺 iFind，国泰君安期货研究

### 3. 供应端：2025 年新产能压力仍较大，关注投产节奏和超预期检修

在供应端，2025 年聚烯烃仍将有较多产能准备投产，预计 2024 年底投产的多套 PP、PE 装置合格品将会冲击 2025 年市场。在潜在产能方面，2025 年 PP 目前待投产装置产能近 720.5 万吨/年，产能增幅 17%。2025 年 PE 待投产装置产能则达到 543 万吨/年，产能增幅 16.8%。需要指出的是近年来聚烯烃装置投产普遍不稳定，在低利润冲击下投产节奏普遍较慢，因此上述潜在产能与 2025 年实际投产产能相比大概率偏高估。

在检修方面，由于全产业链利润偏低，导致自 2023 年四季度以来 PP、PE 供应端保持低开工，2024 年 PP 平均开工率较 2023 年低 3%，PE 平均开工率低 5%。在整体利润大概率偏低的大背景下，2025 年预计检修仍偏高，整体开工预计与 2024 年持平或略高。

从进出口市场来看，2025 年 PE 进口依赖度仍将进一步下滑，PP 进口维持低位。2024 年进口市场受海运费上涨影响，进口利润被压缩，尤其 PE 进口从 3 月开始持续环比下滑，导致 PP、PE 进口或难有明显增量。出口市场，PP 出口上升明显，但从量级上仍不及产能扩张的幅度。

### 3.1 2025 年 PP、PE 新增产能压力均较大

近几年是 PP 扩能高峰期，产能增速基本维持在两位数的较高水平。2024 年上半年投产较为集中，其中安徽天大、中景石化、惠州、泉州国亨、金能石化等陆续试车投产。不过，新装置试车后多数选择停车磨合，对市场形成的冲击较为有限。而自 6 月份开始一直到 10 月份，PP 扩能进入空档期，并未有新装置投产落地。11 月份后，聚丙烯再次迎来扩能高峰，但真正投产并形成稳定量产也要等到 2025 年。意味着今年实际落地产能非常有限，聚丙烯供应端压力尚未体现。

2025 年聚丙烯新增产能 720.5 万吨，产能增幅 17%，考虑到低利润的格局，投产节奏或仍慢于预期。

表 1：聚丙烯 2025 年新增产能 720.5 万吨

年份	区域	省份	企业全称	装置工艺	产能	投产时间
2025年	华南	广东	埃克森美孚(惠州)化工有限公司	油制	47.5	2025年1月
2025年	华南	广东	埃克森美孚(惠州)化工有限公司	油制	48	2025年1月
2025年	华北	山东	山东裕龙石化有限公司	油制	40	2025年4月
2025年	华北	山东	山东裕龙石化有限公司	油制	40	2025年4月
2025年	华北	内蒙古	内蒙古宝丰煤基新材料有限公司	煤制	100	2025年4-5月
2025年	东北	辽宁	北方华锦化学工业集团有限公司	油制	100	2025年6月
2025年	华东	浙江	中海石油宁波大榭石化有限公司 II 期	油制	90	2025年9月
2025年	西北	甘肃	华亭煤业集团有限责任公司	煤制	20	2025年12月
2025年	华北	山东	中国石化股份有限公司齐鲁分公司	油制	25	2025年12月
2025年	华东	浙江	中石化镇海炼化分公司 II 期	油制	50	2025年12月
2025年	华北	山东	利华益维远化学股份有限公司	PDH制	20	2025年12月
2025年	华南	广西	石油天然气股份有限公司广西石化分	油制	40	2025年12月
2025年	华南	广东	东华能源(茂名)有限公司	PDH制	40	2025年12月
2025年	华东	浙江	浙江圆锦新材料有限公司	PDH制	60	2025年12月
<b>总计</b>					<b>720.5</b>	

资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

2024 年聚乙烯新增投产 330 万吨，且主要集中在四季度，新装置投产初期，将通过低价来抢占市场。同时，由于真正投产并形成稳定量产需要时间，因此这部分压力会延续到 2025 年。2025 年聚乙烯 2025 年新增产能 543 万吨，产能增幅 16.8%，在一二季度投产规模较大，或将对 2025 年上半年的聚乙烯价格产生持续压力。

表 2：聚乙烯 2025 年新增产能 543 万吨，产能增幅 16.8%

2025年国内聚乙烯投产计划			
企业全称	装置类型	产能	投产时间
万华化学集团股份有限公司二期	LDPE	25	2025年1月
内蒙古宝丰煤基新材料有限公司	2#FDPE	55	2025年一季度
内蒙古宝丰煤基新材料有限公司	3#FDPE	55	2025年一季度
埃克森美孚(惠州)化工有限公司	LLDPE	73	2025年一季度
埃克森美孚(惠州)化工有限公司	LLDPE	50	2025年一季度
山东新时代高分子材料有限公司	HDPE	45	2025年一季度
山东新时代高分子材料有限公司	LLDPE	25	2025年一季度
中国石油天然气股份有限公司吉林石化分公司转型升级项目	HDPE	40	2025年二季度
埃克森美孚(惠州)化工有限公司	LDPE	50	2025年二季度
山东裕龙石化有限公司	2#HDPE	45	2025年7月
浙江石油化工有限公司三期	LDPE/EVA	30	2025年四季度
巴斯夫一体化基地(广东)有限公司	FDPE	50	2025年12月份
总计	--	543	--

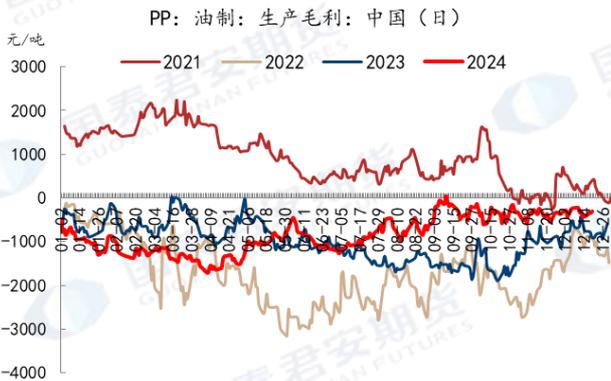
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

### 3.2 低利润的格局将限制开工的扩张

2024 年，聚烯烃利润持续处于亏损状态，这也导致了供应端的大幅减产，尤其对于 PP 而言，检修始终处于偏高位置，开工负荷低于 8 成。供应端的大幅检修限制了 PP、PE 的下跌空间。

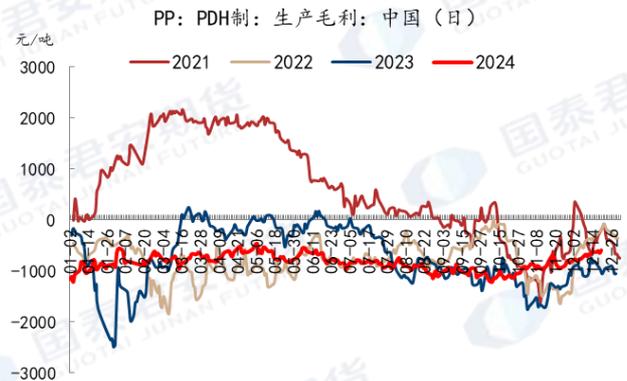
PP 利润在 1-8 月始终维持亏损，四季度利润出现环比修复，截止到 12 月 19 日，油制 PP 利润率为 -3.9%。PDH 制 PP 利润率仍为 -7.3%。

图 56：油制 PP 利润 2024 年始终维持亏损



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

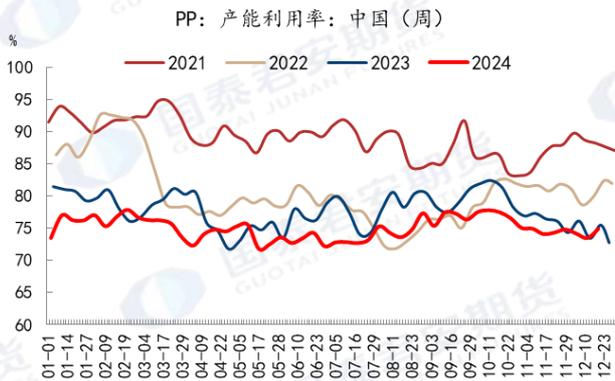
图 57：PDH 制 PP 利润持续亏损



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

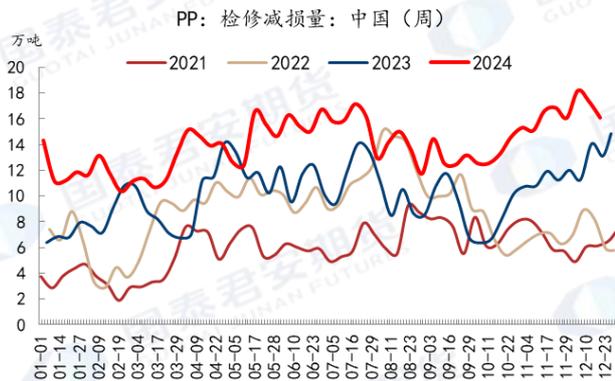
今年 PP 在产装置开工率一直维持低位，远远低于历史同期水平。PP 长期亏损，其中 PDH 亏损最为明显，PP 计划外检修明显增多，尤其是 PDH 装置停工较为普遍。2024 年 PP 开工率最低持续低于 80% 大关，平均开工为历史新低。主要是受需求疲弱影响，其次是新扩能装置增加，市场竞争加剧，导致生产商检修意愿增加。相较于三年波动区间来看，2024 年装置检修损失量大幅高于同期水平。

图 58：国内 PP 开工率偏低



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 59：国内 PP 检修损失量高位



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

PE 的开工状况略好于 PP，因要因为两者产能结构不同，PE 油制产能占比约 70%，煤制约 20%。PE 煤制利润状况较好，使得整体开具有较强刚性。截止到 12 月 19 日，油制 PE 利润率为 8%。煤制 PE 利润率仍为 26.4%。但整体看，相较于三年波动区间来看，2024 年装置检修损失量也大幅高于同期水平。

图 60：油制 PE 利润四季度环比改善



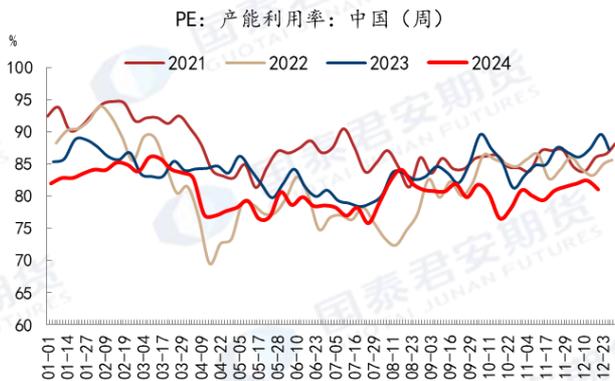
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 61：煤制 PE 利润状况较好



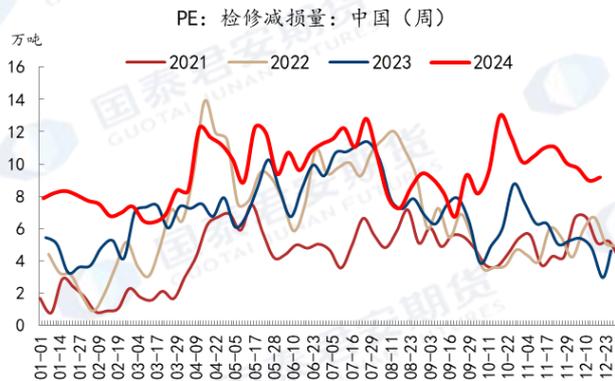
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 62：国内 PE 开工率偏低



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 63：国内 PE 检修损失量偏高



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

### 3.3 2025 年 PE 进口量依赖度将进一步下滑，PP 出口或仍维持增长

今年 PP 进口明显减少，出口则大幅增加。最新海关数据统计显示，2024 年 1—10 月 PP 累计进口量在 301.21 万吨，同比减少 10.88%；1—10 月 PP 累计出口量在 202.33 万吨，同比增加 84.36%。由于国内 PP 市场已经严重饱和，处于全球价格洼地，进口窗口逐渐关闭，部分低端货源出口窗口打开，使得今年 PP 进出口格局发生了明显变化。

与 PP 不同，PE 的进出口在 2024 年变化不大。2024 年 1-11 月 PE 累计进口量在 1258.05 万吨，同比增加 2.51%。2024 年 1-11 月 PE 累计出口量在 76.37 万吨，同比减少 1.89%。虽然进口套利空间从 10 之后显著扩张，但由于 11 月份大部分船期延误情况较为普遍，进口资源有所延后，因此进口增量不明显。

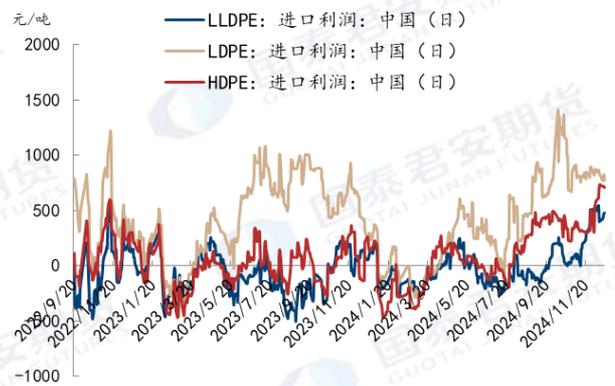
2025 年 PP 出口或仍有一定程度增长，而对 PE 而言，随着国内产能的扩张，进口量依赖度将进一步下滑。但地缘政治的变化，容易在 2025 年对 PE 进口产生较大扰动。

图 64：PP 进口利润在盈亏线以下



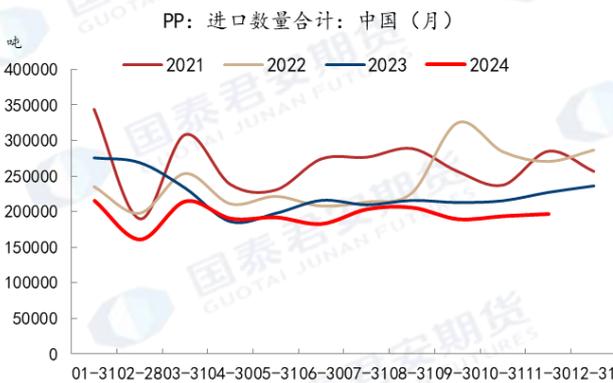
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 65：PE 进口窗口打开



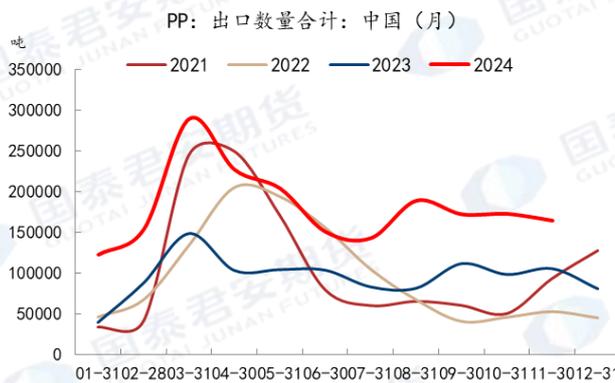
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 66：PP 进口数量处于低位



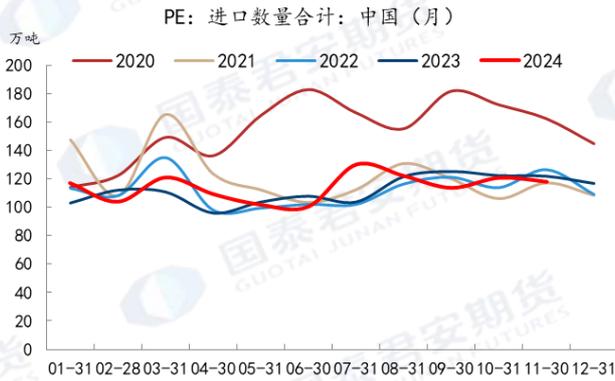
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 67：PP 出口数量增加明显



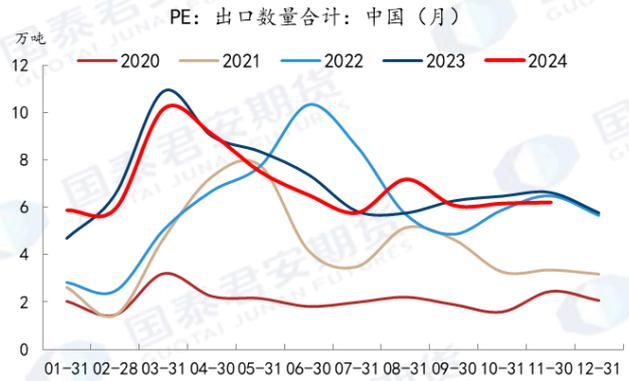
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 68：PE 进口数量变化不大



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 69：PE 出口数量变化不大



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

## 4. 结论与投资展望

PP、PE 在 2025 年市场压力仍较大，趋势震荡偏弱，但在二季度和三季度减产集中期需要注意 2025 年可能出现的抢出口以及成本抬升因素。

2025 年美国、欧洲降息是大概率事件，只是节奏有快有慢。如果降息节奏较慢，宏观表现偏向震荡偏弱。如果是无序快速降息，或是经济衰退重要信号，欧美财政可能会出现收缩。外部市场多年来的宽财政、高通胀是近年来出口市场的重要支撑。

在需求端，特朗普上台后的全球贸易形式大概率更加严峻，如果在此期间伴随财政收缩，则塑料制品出口总体保持扩张的势头或将面临调整。虽然国内市场塑料制品终端需求整体保持稳定，也要看到国内社会销售零售总额的增速逐步下滑。此外，贸易战前可能会有抢出口需求。

在供应端，2025 年聚烯烃仍将有较多产能准备投产，预计 2024 年底投产的多套 PP、PE 装置合格品将会冲击 2025 年市场。在新增产能方面，2025 年 PP 目前待投产装置产能近 720.5 万吨/年，产能增幅 17%。2025 年 PE 潜在装置产能则达到 543 万吨/年，产能增幅 16.8%。需要指出的是，近年来聚烯烃装置投产普遍不稳定，在低利润冲击下投产节奏普遍较慢，因此上述潜在产能与 2025 年实际投产产能相比大概率偏高估。在检修方面，由于全产业链利润偏低，导致自 2023 年四季度以来 PP、PE 供应端保持低开工，2024 年 PP 平均开工率较 2023 年低 3%，PE 平均开工率低 5%。在整体利润大概率偏低的大背景下，2025 年预计检修仍偏高，整体开工预计与 2024 年持平或略高。

在聚烯烃制品环节，由于过去几年的产能扩张，PP 下游普遍表现为低开工、低利润的格局。PE 下游制品方面截至 2024 年 11 月底缠绕膜产量同比下滑 6.5%，中空制品开工同比下滑 1.7%，日用包装袋开工同比下滑 10.5%。总体看由于 2020 年以来下游产能扩张，而国内需求无法消化，使得中间制品普遍维持低开工、低利润和低备货意愿。

2025 年聚烯烃整体仍处于宽幅震荡市。2025 年需要密切留意欧美财政状况以及降息节奏，快速降息、紧缩财政则利空，但 2025 年欧美财政、货币政策都存在较多不确定因素。贸易战的不确定导致 2025 年国外宏观通胀回落存在不确定性。海外不确定因素则会影响到出口，导致市场呈现宽幅震荡。