

## PVC：东方欲晓 砥砺前行

研究总监：钟美燕 / 研究员：彭海波

### 年报摘要：

#### ● 2024 年行情回顾

2024 年，PVC 在经历近两年的低位震荡后，虽数次出现反弹行情，但整体弱势格局难以扭转。年底价格持续下行，接近 2020 年的最低水平。年初至 4 月中旬，PVC 现货价格、利润、基差均处于相对低位，基本面驱动虽不强，但未出现明显矛盾，库存水平符合季节性变化。受此影响，期货价格呈现窄幅震荡走势。4 月 30 日中共中央政治局会议召开后，5 月密集出台刺激政策，市场情绪转强，PVC 价格迎来一轮快速上涨。但 5 月 31 日国家统计局发布的 PMI 数据跌至荣枯线以下，同时 PVC 社会库存持续高位，导致市场预期被证伪，估值迅速回落。7-8 月炼厂集中检修，开工率一度降至约 70%，供应有所收缩。然而，需求仍处于传统淡季，且受印度 BIS 认证影响，出口量下降，叠加社会库存高企，下游采购意愿偏低，市场整体疲弱。8 月 23 日印度 BIS 认证延期，市场预期出口量将增加，推动期货价格短暂反弹，但基本面弱势未改，下游因价格上涨反而更加谨慎，价格再次承压下行。9 月 24 日国新办发布会一度提振市场看涨情绪，但在基本面持续偏弱的背景下，PVC 价格短暂上涨后再次转为阴跌，临近年底 PVC 价格突破前期低点，市场信心进一步受挫。

#### ● 2025 年市场分析逻辑

展望 2025 年，PVC 供需形势或将进一步承压。从供给端来看，新增产能计划较 2024 年有所增加，预计将有 180 万吨/年的新增产能释放，同比增速达到 6.3%。在氯碱行业利润尚可的背景下，企业开工率大概率将保持较高水平，国内 PVC 供应较 2024 年将继续增长。与此同时，由于产能扩张速度较快，国内市场供给过剩的问题



可能进一步加剧。特别是在高开工率的驱动下，企业产量预计将维持在历史高位，这无疑会给库存带来更大的压力。

进出口方面，由于国内产能持续扩张，进口量预计会持续缩减。出口方面，由于印度政策的变化，预计 2025 年 PVC 净出口量较去年将有较大幅度减少。这意味着出口端对国内库存的缓解作用将显著减弱，进一步加剧供给过剩的局面。

在需求端，2025 年房地产市场政策预计将继续以“去库存”和“稳市场”为主要目标，新开工项目可能继续受到限制。在存量消化的过程中，房地产竣工端对 PVC 的拉动作用将明显减弱。因此，2025 年国内 PVC 实际需求预计将呈现小幅下降态势。

综合来看，2025 年 PVC 市场将面临供给增加和需求下降的双重压力，库存积累的风险大幅上升。价格下行压力仍然较大，预计 PVC 期货价格震荡偏弱运行

#### ● 风险提示

印度出口政策变动、装置投产计划不及预期、政策超预期

## 一、2024 年聚烯烃走势主要影响因素分析

图表：PVC 行情走势及主要影响因素



资料来源：iFind、光大期货研究所

2024 年，PVC 在经历近两年的低位震荡后，虽数次出现反弹行情，但整体弱势格局难以扭转。年底价格持续下行，接近 2020 年的最低水平。年初至 4 月中旬，PVC 现货价格、利润、基差均处于相对低位，基本面驱动虽不强，但未出现明显矛盾，库存水平符合季节性变化。受此影响，期货价格呈现窄幅震荡走势。4 月 30 日中共中央政治局会议召后，5 月密集出台刺激政策，市场情绪转强，PVC 价格迎来一轮快速上涨。但 5 月 31 日国家统计局发布的 PMI 数据跌至荣枯线以下，同时 PVC 社会库存持续高位，导致市场预期被证伪，估值迅速回落。7-8 月炼厂集中检修，开工率一度降至约 70%，供应有所收缩。然而，需求仍处于传统淡季，且受印度 BIS 认证影响，出口量下降，叠加社会库存高企，下游采购意愿偏低，市场整体疲弱。8 月 23 日印度 BIS 认证延期，市场预期出口量将增加，推动期货价格短暂反弹，但基本面弱势未改，下游因价格上涨反而更加谨慎，价格再次承压下行。9 月 24 日国新办发布会一度提振市场看涨情绪，但在基本面持续偏弱的背景下，PVC 价格短暂上涨后再次转为阴跌，临近年底 PVC 价格突破前期低点，市场信心进一步受挫。

二、PVC 供应分析

2020 年至 2023 年，PVC 行业经历了产能快速扩张阶段，年均同比增速明显加快。到 2023 年底，PVC 有效产能达到 2762 万吨/年，行业整体供应能力显著提升。然而，随着市场需求增长乏力及行业政策趋严，2024 年 PVC 新增投产规模有所放缓，仅新增产能 90 万吨，同比增速为 3.3%，明显低于前几年。增速放缓的原因主要有两方面。一是市场景气度的下降。近年来，受国内经济结构调整及房地产市场低迷影响，下游需求增速持续放缓，PVC 行业面临库存高企、利润压缩等压力，企业扩产意愿减弱。二是行业政策的限制。国家对高耗能行业的监管力度持续加强，地方政府对新建项目审批趋严，部分项目推迟或调整建设计划。此外，“双碳”目标下，行业整体更加注重节能降耗和绿色发展，也对产能扩张产生一定抑制作用。从新增产能结构来看，近年新增装置以乙烯法为主。这种工艺的特点是对环境影响较小，同时对原料依赖度低，符合政策导向和市场需求。相比传统的电石法，乙烯法 PVC 的生产工艺更清洁，未来有望成为行业发展的主流方向。

展望 2025 年，PVC 行预计投产计划较多，计划新增产能达 180 万吨，届时全国总产能将突破 3000 万吨/年，达到 3032 万吨/年，同比增速为 6.3%。这种快速扩张也可能导致供应过剩问题进一步加剧，行业利润或将继续承压，市场竞争将更加激烈。

图表：2024 年 PVC 投产计划（万吨/年）

企业	装置类型	产能	投产时间
宁波镇洋	乙烯法	30	2024 年 3 月
陕西金泰	电石	30	2024 年 6 月
陕西金泰	电石	30	2024 年 7 月
总计	--	90	--

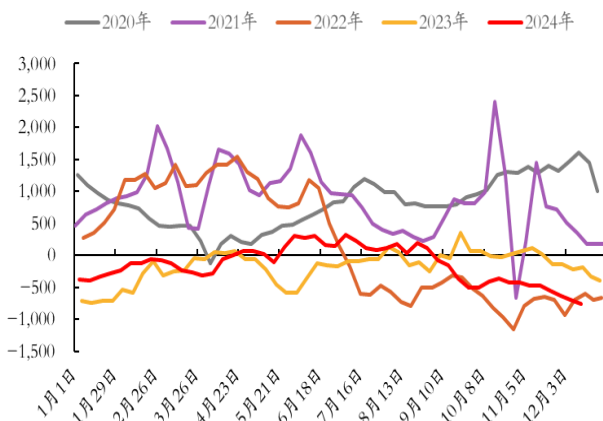
资料来源：隆众咨询、光大期货研究所

图表：2025 年 PVC 投产计划（万吨/年）

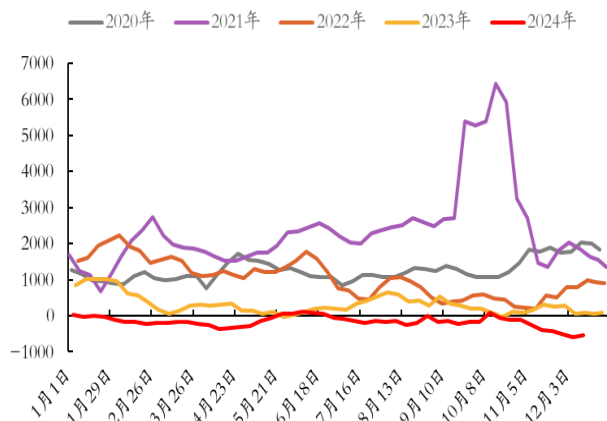
企业	装置类型	产能	投产时间
青岛海湾	乙烯法	50	25 年一季度
新浦化学	乙烯法	40	2025 年 5 月
天津渤化	乙烯法	40	2025 年 5 月
万华化学	乙烯法	30	2025 年 8 月
嘉佳兴成	乙烯法	20	2025 年 12 月
总计	--	180	--

资料来源：隆众咨询、光大期货研究所

图表：电石法毛利（元/吨）

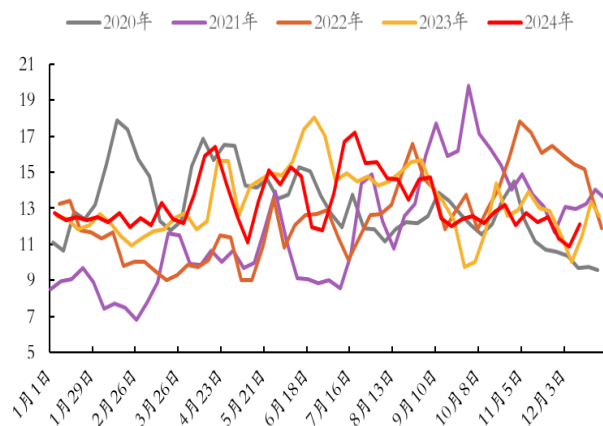


图表：乙烯法毛利（元/吨）

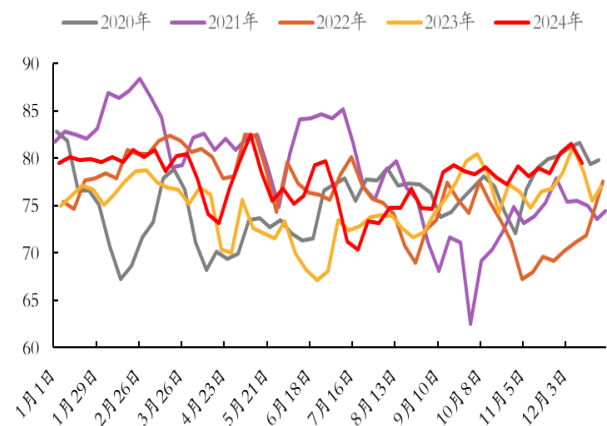


资料来源：钢联、光大期货研究所

图表：检修损失量（万吨）



图表：产能利用率（%）



资料来源：钢联、光大期货研究所

2024 年，PVC 价格持续走低，导致生产利润大部分时间处于亏损状态，接近近 5 年的最低水平。然而，与市场预期不同，这种亏损局面并未引发大面积的装置检修和开工率下调，PVC 产量反而维持在近 5 年的高位水平。这种高开工率与低利润并存的现象在逻辑上似乎矛盾，但背后反映的是氯碱行业特有的产业结构及运作模式。

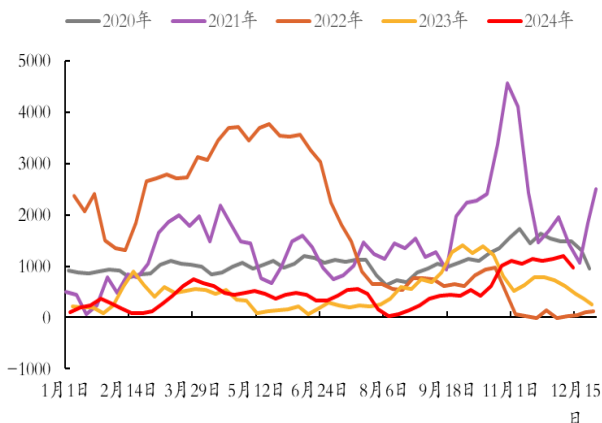
首先，PVC 高产量是导致利润低迷的重要原因之一。随着近几年产能的持续扩张，市场供需矛盾加剧，而需求端的疲软未能有效消化新增产能，导致 PVC 价格持续承压。然而，这并未促使企业主动减产，关键在于氯碱行业的特殊性。炼厂通常以氯碱平衡为核心运行模式，特别是那些配备一体化装置的企业，PVC 和烧碱是伴生关系。

在这种产业结构下，氯碱综合利润成为影响企业开工率的核心指标。即使 PVC 单项产品处于亏损状态，只要烧碱价格较高且整体综合利润为正，炼厂依然有动力维持高负荷运行。2024 年，

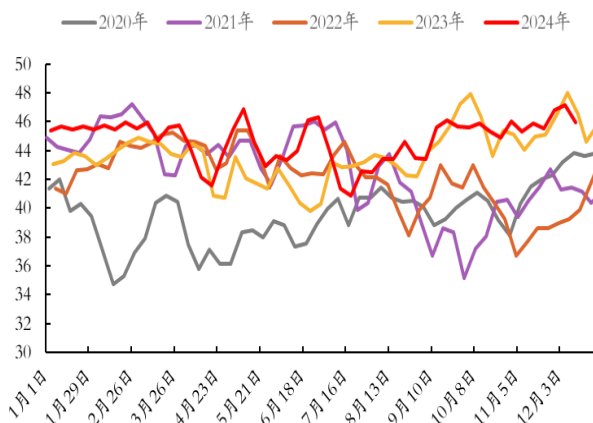


由于烧碱价格在一定程度上对冲了 PVC 亏损，炼厂的氯碱综合利润表现尚可，支撑了行业高开工率的局面。

图表：山东氯碱毛利（元/吨）



图表：PVC 产量（万吨）

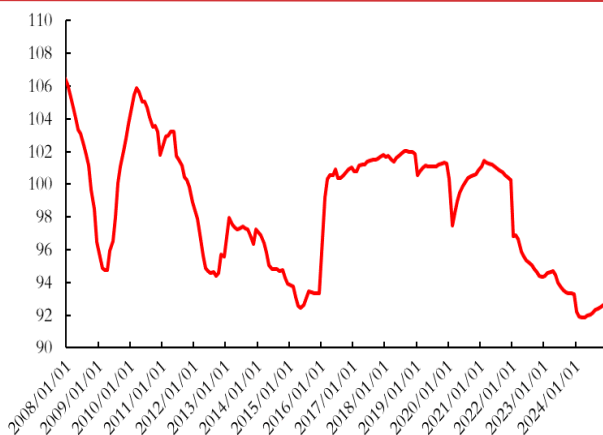


资料来源：钢联、光大期货研究所

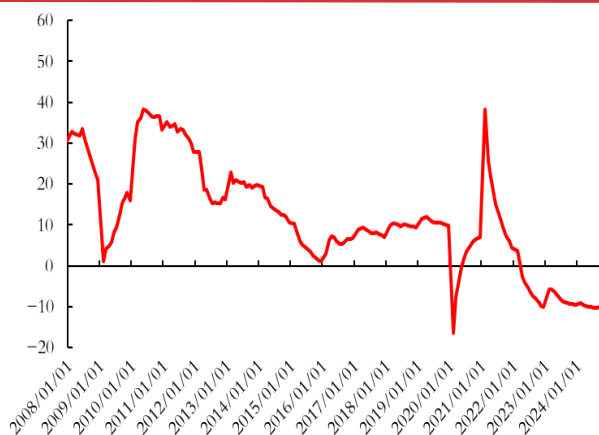
展望 2025 年，炼厂的氯碱综合利润预计仍将保持在盈利状态。这种情况下，炼厂维持较高的开工率和产量将成为大概率事件。特别是配备一体化装置的企业，只要烧碱等副产品保持一定的盈利能力，即使 PVC 单项利润有限甚至亏损，炼厂依然有动力维持高负荷运行，从而保证整体的盈利水平。叠加新产能的陆续投放，预计 PVC 供给压力会进一步增加。

### 三、PVC 需求分析

图表：国房景气指数（2012 年=100）



图表：房地产投资累计同比（%）



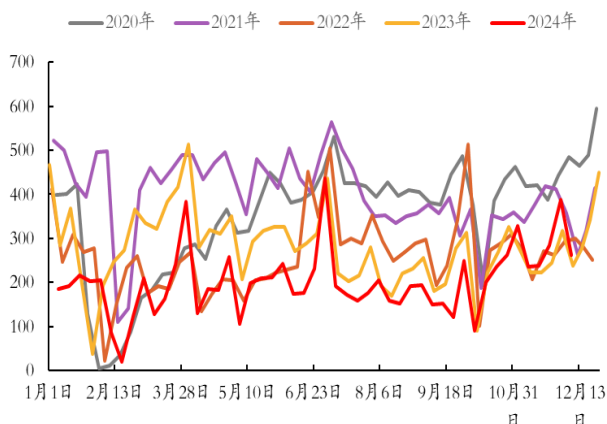
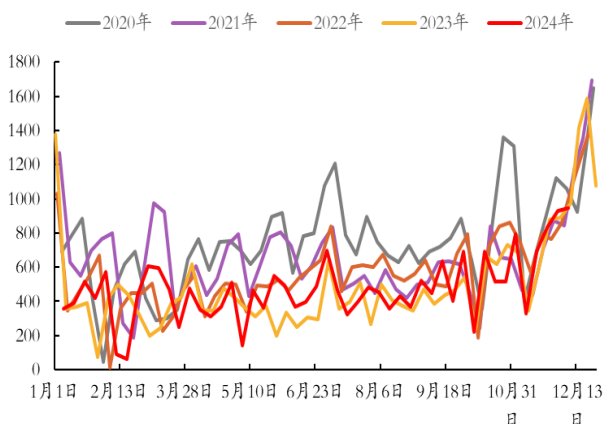
资料来源：iFind、光大期货研究所

从 2022 年到 2024 年，中国房地产市场政策经历了显著的转变，从此前的相对紧缩逐步过渡到更为宽松的支持性和激励性政策。这一政策变化是为了适应市场供求关系的动态调整，解决房地

产行业面临的长期性矛盾，同时促进房地产市场的平稳健康发展。在此期间，国家陆续出台了一系列宽松措施，包括优化购房资格限制、降低首付比例、下调贷款利率，以及针对刚需和改善型住房需求提供更有力的支持。此外，地方政府也因城施策，通过松绑限购限贷、发放购房补贴等措施，进一步推动市场活跃度的提升。

图表：成交土地数量（宗）

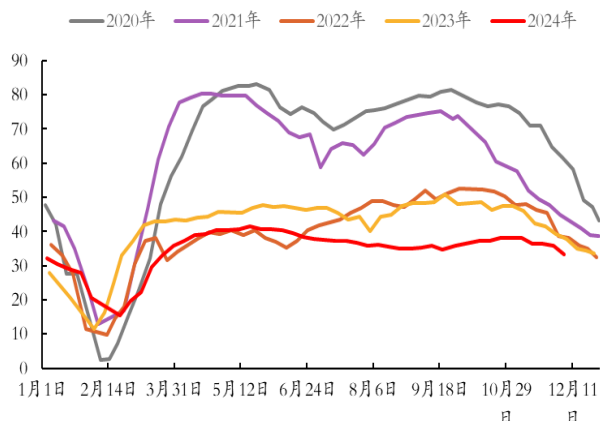
图表：30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



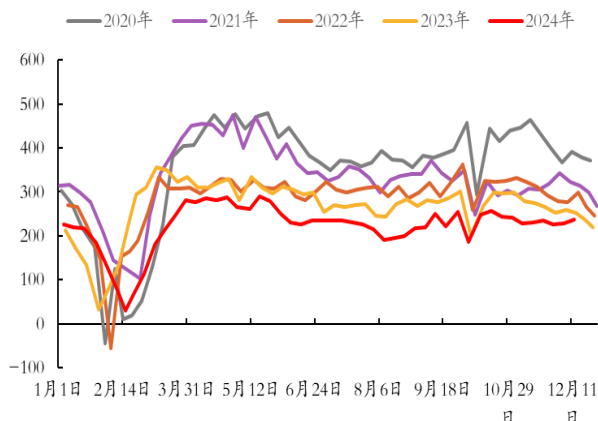
资料来源：iFind、光大期货研究所

受这些政策影响，2024 年下半年房地产市场出现了一定的企稳迹象，相关指标如国防景气指数开始逐步回升。但需要注意的是，尽管市场情绪有所改善，房地产投资依旧处于负增长状态，显示出行业复苏的基础仍然较为脆弱。这种现象背后有多重原因，既与房地产行业积压的库存有关，也与政策的具体实施方向密切相关。近年来，政策重心逐渐从单纯刺激投资建设转向以“去库存”为导向，更多强调优化供给结构、合理控制新增供应，从而缓解高库存对市场的长期压制。这种策略虽然在一定程度上降低了新项目的投资热情，但对化解存量问题、稳定市场价格起到了积极作用。

图表：水泥发运率（%）



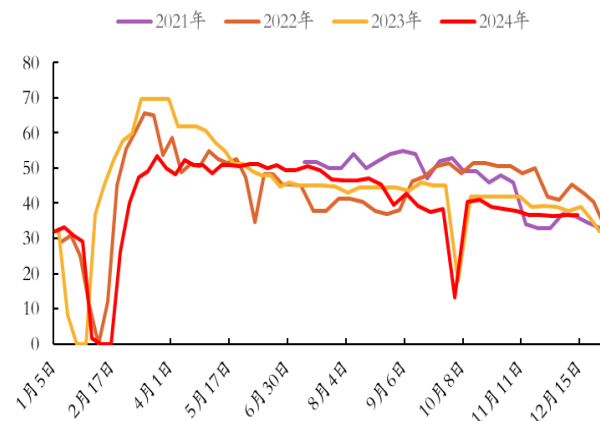
图表：螺纹钢表观消费量（万吨）



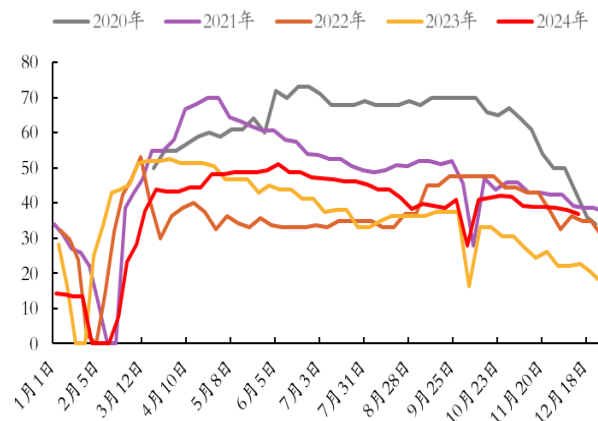
资料来源：iFind、光大期货研究所

为了更全面地观察房地产施工情况，我们可以通过分析水泥发运率和螺纹钢表观消费量这两个关键指标来把握行业动态。这两项数据密切关联于房地产施工的活跃度，能够从侧面反映施工端的实际运行情况。今年以来，这两项指标均呈现出较大幅度的同比下降，进一步印证了房地产施工端的疲软态势。

图表：管材开工率（%）



图表：型材开工率（%）



资料来源：iFind、光大期货研究所

房地产施工端的疲软，通过产业链的传导效应，对与房地产后周期产品产生了明显影响。PVC 作为典型的房地产后周期需求品，其主要应用集中在管材、门窗型材、电缆护套等领域，与房地产施工的竣工环节需求密切相关。施工端活跃度的下降直接延缓了竣工项目的数量，从而导致对 PVC 需求的压制。

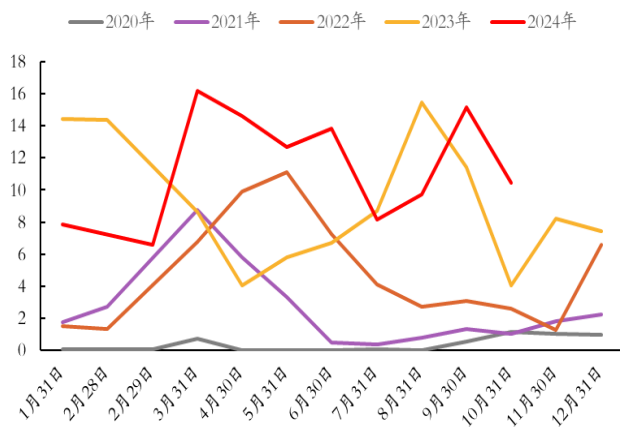
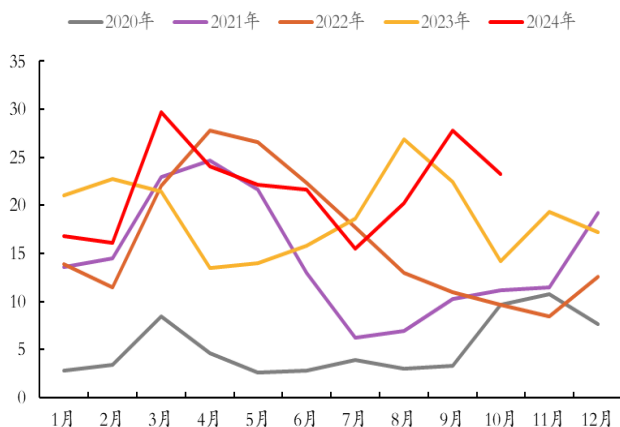
展望 2025 年，虽然自 2024 年 9 月 24 日以来，国内出台了多项房地产支持政策，但政策的重点更多是放在降低库存、保障年底企业回款以及促进二手房成交方面，而并非刺激房地产开发和



新增项目。这一政策导向明确体现了政府对房地产市场调控的目标，即避免资金重新过度流入房地产开发，从而形成新的泡沫风险。因此，当前政策更多以“去库存”和“稳市场”为主基调，而非单纯追求市场扩张。这种导向也对房地产施工和竣工活动产生了深远影响。从政策内容来看，控制房地产供应是明确的主线，这意味着未来新开工项目的数量将受到更严格的调控。在去库存为核心目标的背景下，开发商在竣工和施工端的活动更多是围绕存量项目展开，而非新增项目的开发。这种“存量消化”模式虽然有助于市场的健康调整，但也显著压缩了对建筑材料和后周期产品的新增需求空间。预计 2025 年 PVC 国内需求进一步下降的可能性较大。

图表：PVC 出口量（万吨）

图表：PVC 出口印度量（万吨）



资料来源：iFind、光大期货研究所

国内需求疲软的情况下，出口成为消化国内 PVC 过剩产能的重要途径。近年来，印度逐渐成为我国 PVC 出口的最大市场，占我国 PVC 出口总量的接近 50%。这一高依赖度使得印度市场对我国 PVC 行业的重要性愈发突出。

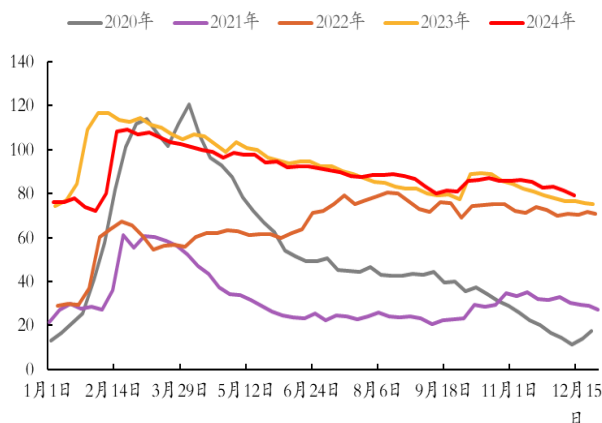
然而 2024 年，印度宣布计划将 PVC 纳入 BIS 认证清单，这一政策对中国 PVC 出口的影响尤为显著。BIS 认证要求严格，需要符合印度标准局制定的产品质量和生产管理规范，这对我国大多数 PVC 生产企业提出了较高的技术门槛。企业不仅需要对生产流程进行调整，还可能面临认证周期长、成本高等挑战。对部分中小企业而言，这可能直接影响其出口能力。此外，印度当局还对中国 PVC 产品采取了反倾销制裁措施，以保护本国相关产业。这种双重限制进一步加剧了我国 PVC 出口的不确定性。

预计 2025 年，随着 BIS 认证在 2024 年底生效，我国对印度的 PVC 出口将出现一定的缩量。出口受阻的主要原因在于认证生效后，未能完成 BIS 认证的企业将无法继续对印度出口，而反倾销

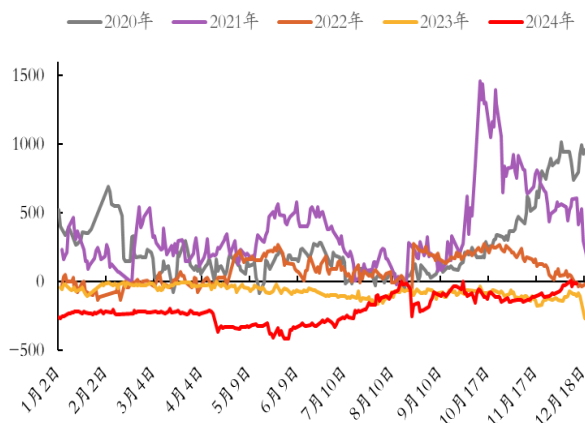
税的存在也使得价格优势受到削弱。此外，印度近年来逐步增加本国 PVC 产能，并对本土企业提供支持政策，这使得我国 PVC 出口在印度市场的竞争力进一步下降。

#### 四、PVC 库存分析

图表：PVC 总库存（万吨）

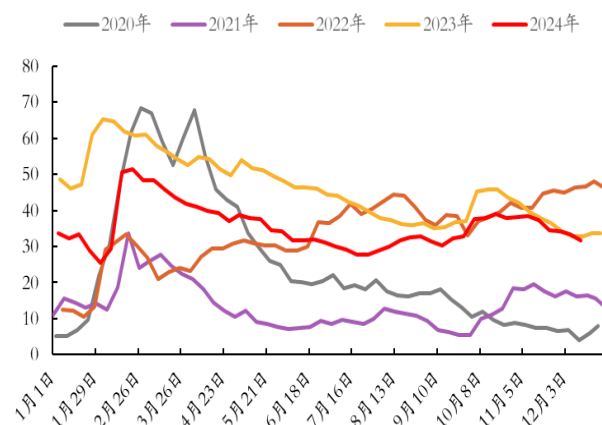


图表：PVC 基差（元/吨）

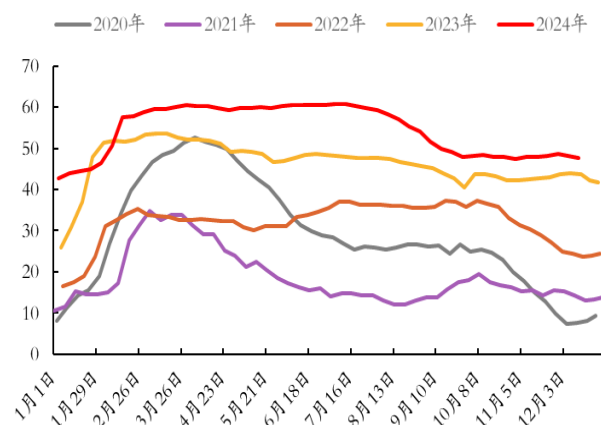


资料来源：钢联、光大期货研究所

图表：PVC 企业库存（万吨）



图表：PVC 社会库存（万吨）



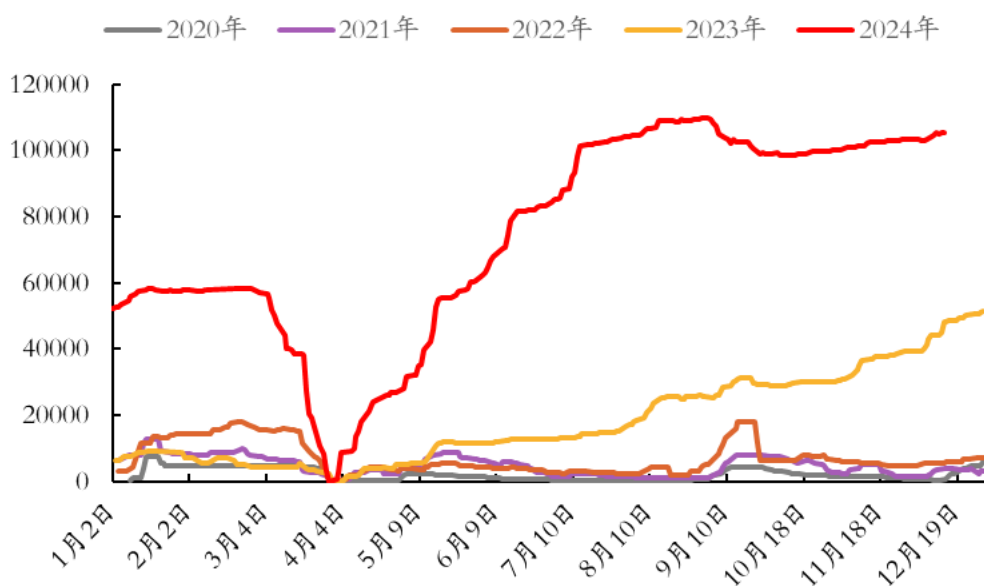
资料来源：钢联、光大期货研究所

在 2024 年，PVC 市场整体呈现出供需松平衡的状态。虽然总库存维持在相对高位，但其波动基本符合季节性变化，与去年相比有小幅增长。从库存结构来看，企业库存逐渐向社会库存转移，这一现象的背后主要受到基差驱动的套利操作影响。具体来说，2024 年 9 月之前，PVC 市场基差始终处于近 5 年来的最低水平，导致市场套利需求显著增加。这种套利行为推动企业库存同比下降，而社会库存则相应上升。进入 9 月份后，基差逐步走强，市场套利空间被压缩，库存流

向开始发生逆转。企业库存累积压力增加，而社会库存则快速下降。到年底，企业库存已经基本与去年同期持平，社会库存与去年的差距也显著缩小至低位。

展望 2025 年，随着主力合约切换至 V2505，基差可能再次打开套利空间，对库存结构产生持续影响。预计市场仓单数量仍将维持在较高水平，套利操作将推动企业库存重新向社会库存转移。然而，在供应逐步增加且需求端走弱的背景下，总库存水平可能面临进一步上升的压力。

图表：PVC 仓单数量（手）



资料来源：iFind、光大期货研究所

## 五、PVC 供需平衡表及后市展望

图表：PVC 供需平衡表（万吨）

年	2022	同比	2023	同比	2024E	同比	2025E	同比
产能	2642	2.1%	2762	4.54%	2852	3.3%	3032	6.3%
产量	2197	-1%	2283	3.9%	2340	2.5%	2425	3.6%
进口	36.2	-	36.2	-	22.4	-	15	-
出口	196.6		227.3		248.2		150	
表需	2036	-2.3%	2092	2.7%	2114	1.1%	2290	8.3%
实际需求	1993	-4.4%	2088	4.8%	2111	1.11%	2100	-0.5%
供需差	43	-	4	-	3	-	190	-

2024 年，PVC 行业呈现供需放缓的趋势，供给与需求增速均较前几年有所降低，基本面保持相对平衡，但库存压力依然存在。全年总库存虽然仅有小幅增加，但高库存叠加需求端增速放缓，使得市场情绪整体偏弱。此外，由于基差驱动的套利交易活跃，大量仓单被注册，进一步加剧了价格的下行压力。这种供需双弱、库存高企的局面，使得 PVC 价格全年承压，市场表现缺乏明显亮点。

展望 2025 年，PVC 供需形势或将进一步承压。从供给端来看，新增产能计划较 2024 年有所增加，预计将有 180 万吨/年的新增产能释放，同比增速达到 6.3%。在氯碱行业利润尚可的背景下，企业开工率大概率将保持较高水平，国内 PVC 供应较 2024 年将继续增长。与此同时，由于产能扩张速度较快，国内市场供给过剩的问题可能进一步加剧。特别是在高开工率的驱动下，企业产量预计将维持在历史高位，这无疑会给库存带来更大的压力。

进出口方面，由于国内产能持续扩张，进口量预计会持续缩减。出口方面，由于印度政策的变化，预计 2025 年 PVC 净出口量较去年将有较大幅度减少。这意味着出口端对国内库存的缓解作用将显著减弱，进一步加剧供给过剩的局面。

在需求端，2025 年房地产市场政策预计将继续以“去库存”和“稳市场”为主要目标，新开工项目可能继续受到限制。在存量消化的过程中，房地产竣工端对 PVC 的拉动作用将明显减弱。因此，2025 年国内 PVC 实际需求预计将呈现小幅下降态势。

综合来看，2025 年 PVC 市场将面临供给增加和需求下降的双重压力，库存积累的风险大幅上升。价格下行压力仍然较大，预计 PVC 期货价格震荡偏弱运行。