

长江专题：

PVC 到底了吗？

产业服务总部

能化产业服务中心

2024-09-09

报告要点：

6月以来PVC价格持续下挫，PVC期货加权价格从最高价6601跌至5293，跌幅达到19.82%。主要是受到海内外宏观预期转弱，转入弱现实弱预期交易。目前价格距离期货价格历史最低点仅870元/吨，折16.44%，PVC价格逼近历史低点。绝对价格已经回落到低位，PVC到底了吗？是否还有继续下跌的空间？

地产下行拖累，内需持续疲弱，高库存持续压制，基本面弱现实状态延续。目前的核心矛盾在于地产拖累下需求不足，产能过剩，中长期的改善仍旧依赖于上游减产或需求的实质性恢复。而上游能出清的装置基本已经被淘汰，目前利润下主动大面积减产的可能性较小，后期检修回归产量存上升预期。整体地产下行周期下，出口若只是回归常量，仍难托底市场，PVC行业利润或还有收缩空间，筑底过程预计漫长。

当下绝对价格已回落至低位，内需淡季转换、印度有补库需求，但供应有回升预期。此外，近期盘面主要是宏观预期主导，预期更偏悲观，近日衰退预期有增强，8月公布的中美PMI均偏弱，制造业压力较大。目前对联储降息幅度有分歧，但预计9月25基点的调整概率或更大，但如果经济数据不好，降息提振或有限。国内则更关注金融风险化解，政策不宜过分乐观，温和的政策或难带来内需的改善。总的来说，感觉目前看不到特别强的上行驱动，需求不足、产能过剩下，价格下行方向可能性要更高。议息会议前后市场变数或较大，中秋假期空头有止盈需求，或带来阶段性企稳反弹，操作上依旧建议持反弹空思路。

公司资质

长江期货股份有限公司投资咨询

业务资格：鄂证监期货字[2014]1号

研究员

 **曹雪梅**

✧ 从业证号：F3051631

✧ 投资咨询编号：Z0015756

☎：(027) 65777102

✉：caoxm2@cjsc.com.cn

后市的关注点依旧在于，成本端、供给端、出口端和宏观面。成本端关注煤油价格重心，供给端关注价格走跌下开工负荷问题，出口端重点关注印度方向签单情况，宏观面关注国内外海内外宏观数据、政策及预期变化。

一、PVC 价格跌至历史低位

PVC 期货 2009 年上市，2010 年受节能减排政策、电石供应紧张影响，PVC 价格上涨。2010-2015 年行业快速扩张，价格重心下移，包括中泰、北元等电石法产能投产，欧债危机、地产调控等导致需求不足，2015 年价格打到历史低点。2016-2017 年，供给侧改革和环保政策等约束供给，地产需求回暖，带动 PVC 行业重心上移，随后受原油暴跌影响大幅下挫，宜化安全事故带动 PVC 再次上涨。2018-2019 年，整体维持供需平衡，PVC 价格区间震荡。2020 年新冠疫情，PVC 先抑后扬，疫后恢复，重心有所上移。2021 年能耗双控，成本大幅上移，创下 13000 多的历史新高。能耗双控放松后，煤炭-电石暴跌，PVC 快速回落。2022-2023 年，俄乌冲突带来阶段性上涨，整体在海外加息、国内经济受地产拖累的背景下，PVC 供需宽松价格下行。

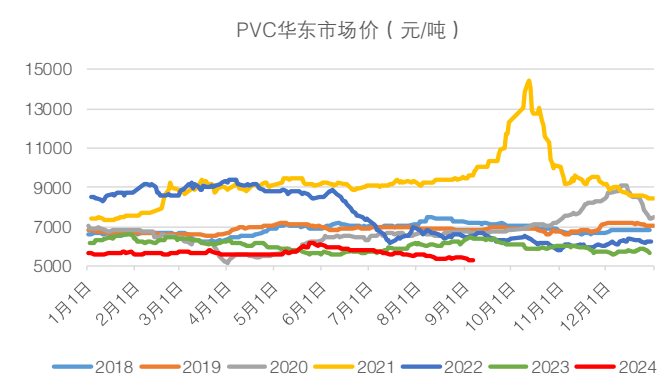
图1：PVC 加权月线



资料来源：博易大师，长江期货

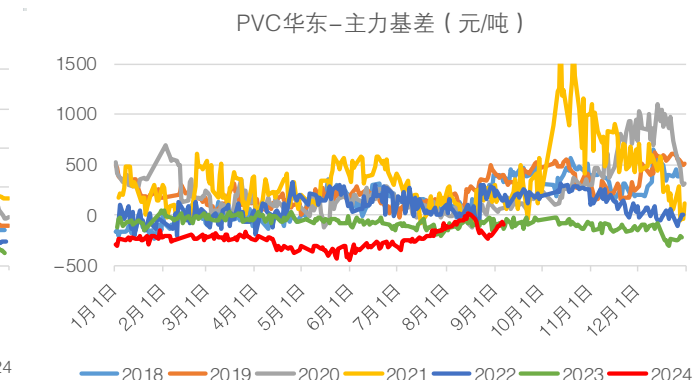
2024 年 PVC 供需宽松，出口边际支撑，高库存承压。1-4 月低位震荡，5 月受“5.17 地产新政”等宏观面刺激，预期偏好走强，PVC 低位拉涨，基差走弱。6 月开始宏观预期转弱，PVC 价格持续下挫，PVC 期货加权价格从最高价 6601 跌至 5293，跌幅达到 19.82 %。主要是受到海外宏观预期转弱，国内政策定力强，对全球经济预期转弱，盘面转入弱现实弱预期交易。目前价格距离期货价格历史最低点仅 870 元/吨，折 16.44%，后面是否还有继续下跌的空间？PVC 底部到了吗？

图 2: PVC 华东市场价



资料来源: IFIND, 长江期货

图 3: PVC 主力基差



资料来源: IFIND, 长江期货

图4 : PVC 加权日线



资料来源: 博易大师, 长江期货

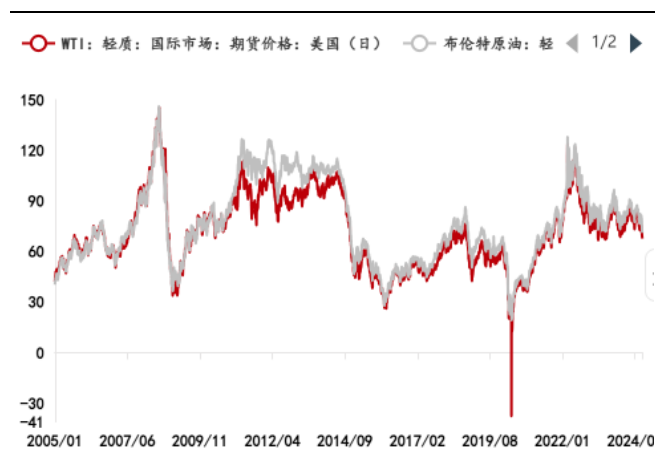
二、PVC 后市关注点

1、能源价格

能源价格重心是影响能化产业产品成本重心的关键。原油主要受到三大因素的影响，宏观、减产、地缘。宏观方面，全球经济依然下行趋势，美国就业人口创新低，中国需求被质疑，市场缺乏信心，需求前景非常不确定。减产政策依然是最强大的驱动，特朗普偏向于支持传统油气，哈里斯支持新旧能源并举，拜登偏向于反对传统能源，

大选后美国或有增产可能。OPEC+内部本就矛盾重重，减产协议本就岌岌可危，美国如果快速增产有可能打破平衡。沙特可能需要油价跌至极低，才可能推动新一轮减产。在 OPEC+ 没有新的进一步加深减产的政策出台的前提下，原油偏空看待。地缘冲突加剧利多原油，巴以、伊以、黎以冲突不断，停火和不停火反复横跳，使得其对原油长期的影响钝化，但仍易影响日线级别的行情。总的来看，需求前景担忧，欧佩克无法控制非欧佩克国家的供应增长，油价存有走弱预期。若供给侧出现干扰，油价或存反弹空间，继续关注 OPEC+ 政策、地缘冲突、美元货币政策等。油价跌下来之后很多能源会切换到油，需求不足，煤炭供需偏宽松，中枢下移，煤也可能继续下跌。

图 5: 油价



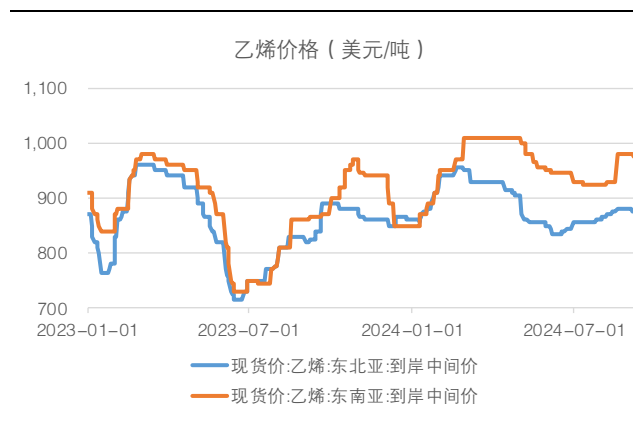
资料来源：钢联，长江期货

图 6: 煤价



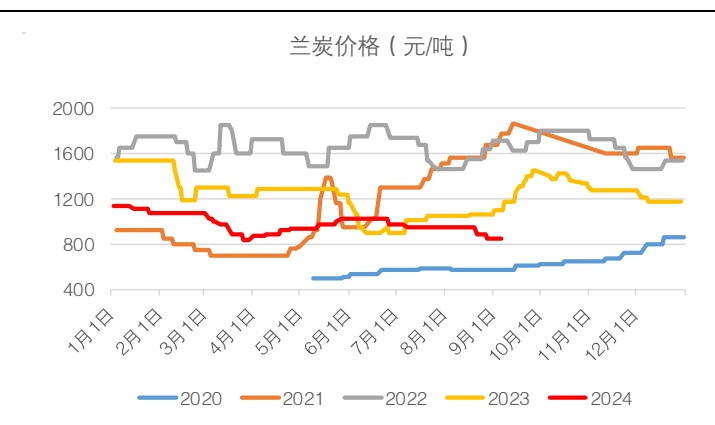
资料来源：钢联，长江期货

图 7: 乙烯价格



资料来源：IFIND，长江期货

图 8: 兰炭价格



资料来源：IFIND，长江期货

2、上游开工

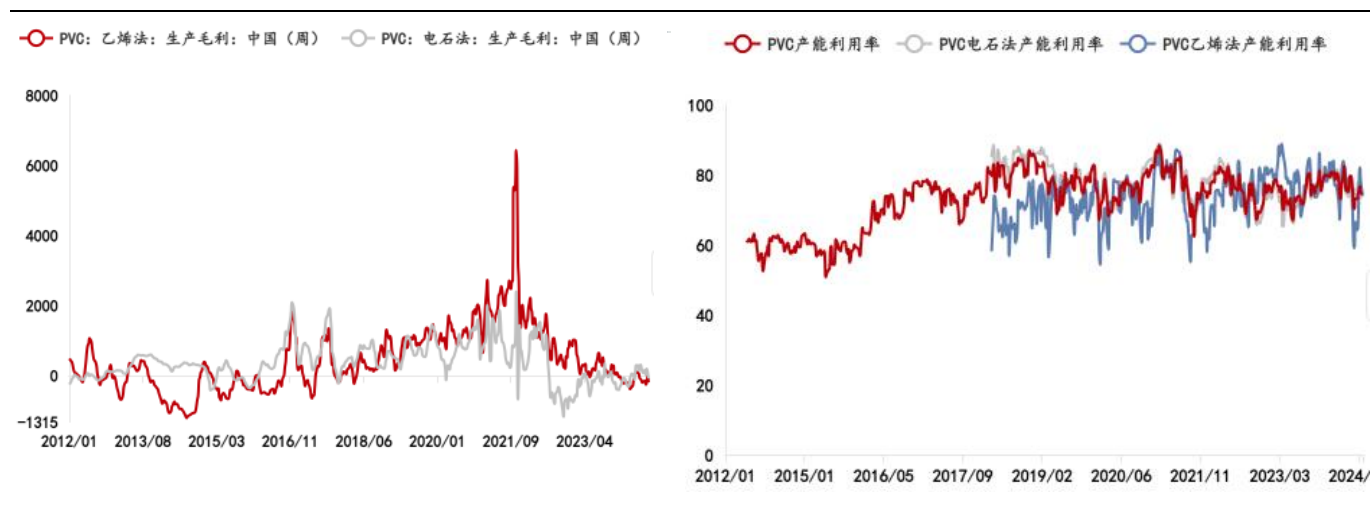
2024 年来电石法随着原料成本走跌，电石法成本同比降低，电石法利润略有修复，乙烯法利润略有走低。截止 9 月 5 日，PVC 电石法企业平均成本在 5281.43 元/吨，环比上涨 76.59 元/吨；平均毛利在-71 元/吨，环比减少 179 元/吨，同比减少 76 元/吨。乙烯法企业平均成本在 5885.53 元/吨，环比上涨 66.92 元/吨；平均毛利在-181 元/吨，环比减少 188 元/吨，同比减少 708 元/吨。但是对比历史利润低点，目前利润水平仍在有继续压缩空间。从氯碱综合利润看，烧碱仍有不错盈利，目前综合利润尚可，并且前几年企业普遍盈利较好。

2024 年一季度开工较为平稳，二季度以来开工受检修影响大。1-8 月产量预估在 1546.13 万吨，同比增加 3.87%。截至 9 月 5 日，PVC 周度产能利用率在 74.68%，环比减少 0.14%，同比增加 0.49%。目前 PVC 产能利用率处中位水平，利润低位，部分装置保持低负荷运行。从存量产能来看，大部分低效产能已经退出市场，国有企业由于肩负着社会责任，并且前几年盈利很好，现在不轻易停产。近期部分企业检修增多，开工率下降，产能并没有下降，产业很难快速完成产能去化。后期计划检修偏少，整体供应将维持继续回归的预期，关注低利润上下游降负荷情况。新增产能方面，产能低速扩张，上半年镇洋发展 30 万吨 3 月底量产，陕西金泰一期 30 万吨 5 月成功投产，6 月对外销售。2024 年内计划还有陕西金泰 30 万吨，甘肃鸿丰 30 万，关注是否影响 01 合约。

库存高企，去库之路漫长。截至 9 月 5 日，PVC 第三方库存在 9 月 5 日国内 PVC 社会库存（21 家样本）量环比减少 4.35%至 51.64 万吨，同比增加 14.49%；全样本生产企业库存环比减少 1.15 万吨在 31.7 万吨。社会库存达到历史同期绝对高点，上游企业保持预售，库存压力同比减轻，总库存维持近些年高点。

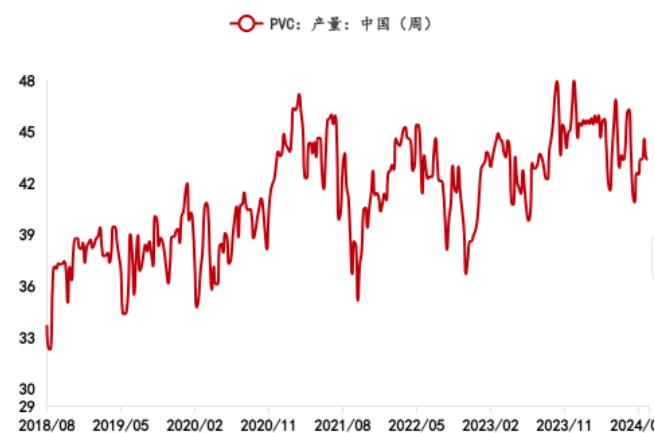
图 9: PVC 毛利

图 10: PVC 开工



资料来源：钢联，长江期货

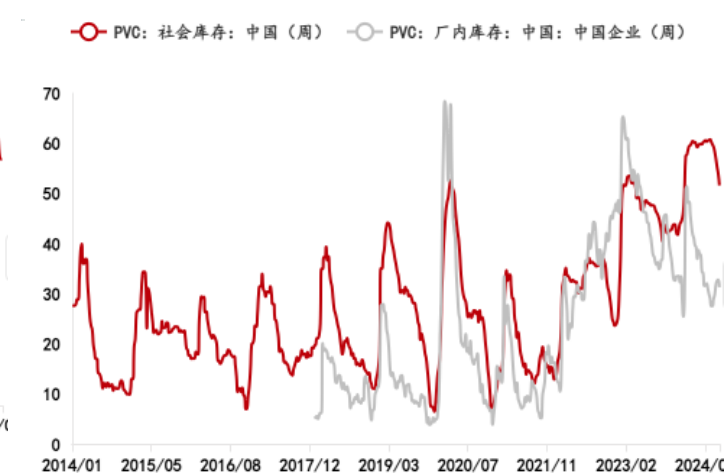
图 11: PVC 产量



资料来源：钢联，长江期货

资料来源：钢联，长江期货

图 12: PVC 库存



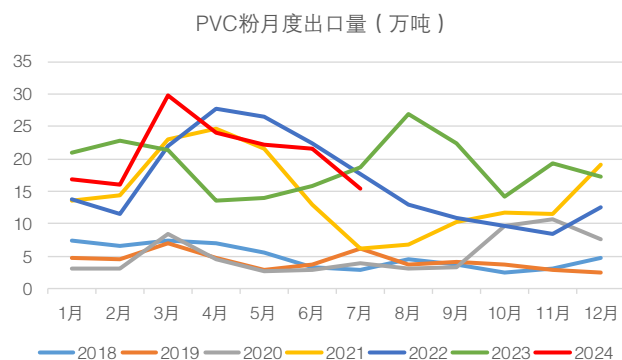
资料来源：钢联，长江期货

3、出口情况

内需始终疲软的背景下，出口是重要的边际变量。2023 年累计出口 227 万吨，2024 年 1-7 月 PVC 粉出口同比走强，累计出口量 146.01 万吨，同比增加 18.77 万吨，增幅为 15.75%。其中出口至印度的数量为 79.93 万吨，占总出口 54.74%。印度经济高速发展，自身 PVC 产能仅有约 165 万吨，产量基本维持 145 万吨左右。对外需求缺口 300 多万吨，其中近三分之一进口来源于我国。7 月以来，受到全球海运费用持续上升，对 BIS 认证问题的担忧，加上印度需求淡季，国内出口受阻。

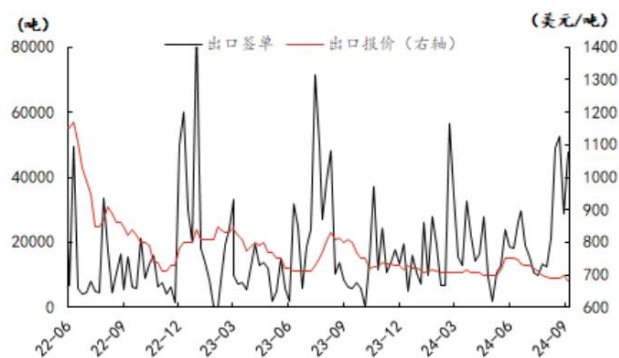
8 月中下旬出口较好，一是目前海运费已经有所下降，二是九月中旬雨季结束印度需求或有好转，三是 BIS 认证市场普遍预期延长执行。8 月 23 日已公布 BIS 认证延期至 2024 年 12 月 24 日。但 8 月底台塑报价走跌，加上再提反倾销税，出口周环比有所降温。上周低价成交又有所好转，截至 9 月 5 日，当周 PVC 样本生产企业出口周度签单在 4.78 万吨，同比增加 533%；出口集中交付，环比增加 76.67% 在 4.24 万吨，累计待交付量环比增加 4.80% 在 11.78 万吨。出口仍存在以价换量，继续关注签单情况。对出口来看，出口量总体占比偏小，出口小幅放量也只能是提供边际支撑，带来阶段性反弹，对中长期的供需平衡改变很难。

图 13: PVC 月出口量



资料来源：隆众，长江期货

图 14: PVC 出口签单



资料来源：隆众，长江期货

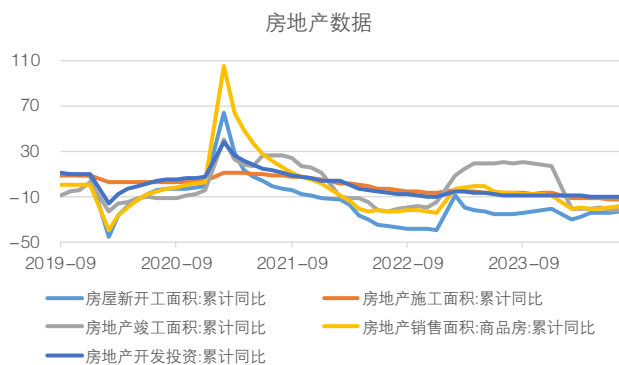
4、宏观层面

海外方面，目前对海外经济有衰退的担忧，最近市场对美国经济的敏感也越来越高。9 月 6 日晚美国非农数据出炉。失业率回落至 4.2%，前值 4.3%，符合预期，但仍旧触发萨姆法则。8 月非农就业人数新增 14.2 万人，前值 11.4 万人，不及预期；同时 6 月份非农新增就业人数从 17.9 万人修正至 11.8 万人，7 月份非农新增就业人数从 11.4 万人修正至 8.9 万人，6 月和 7 月新增就业人数合计较修正前低 8.6 万人；表明劳动力市场比预期疲软。数据喜忧参半，但目前市场信心比较脆弱，市场会比较容易悲观，不容易乐观。风险资产大都下跌，市场风险偏好较弱。目前对联储降息幅度有分歧，预计 9 月 25 基点的调整概率或更大。如果经济数据不好，降息提振或有限。本周关注 8 月的通胀数据。

国内来看，目前不管从体感还是数据来看，消费者信心和对未来房价的预期暂未有方向性改变，地产数据表现依旧持续疲弱，仍面临在建面积收缩、新开工难以补位、竣工陨落、地产销售未见底、投资提振效果一般等困局。地产实质拖累是现实存在的，防风险去地产化，复苏之路艰难。密切关注宏观数据和政策动向，以及市场情绪的变化。对政策仍存有预期，主要是基于完成 5% 的 GDP 目标，迫切需要更有力度的政策措施出台；海外也将逐步步入降息周期，国内迎来更加宽松的政策环境的条件也更加成熟。对国内市场而言，降息为国内货币政策打开空间，如果届时宽松力度强于美联储，将为市场带来更大的提振空间；若宽松力度持平或有限，将难以改变国内震荡筑底

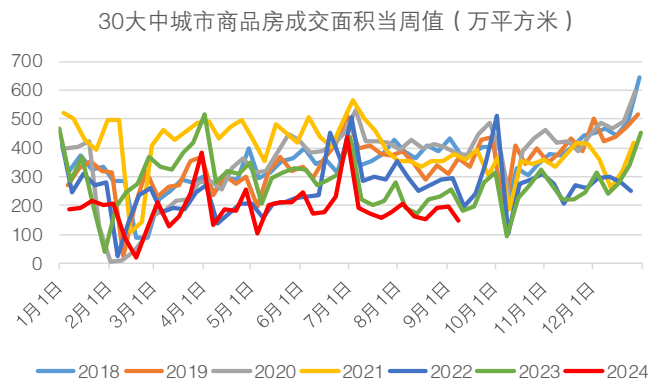
格局。宏观预期存有修复的可能，但仍不能对期望过高，一方面海内外降息速度不确定，另外国内更关注金融风险化解，政策不宜过分乐观，而温和的政策或难带来内需的改善。

图 15: 房地产数据



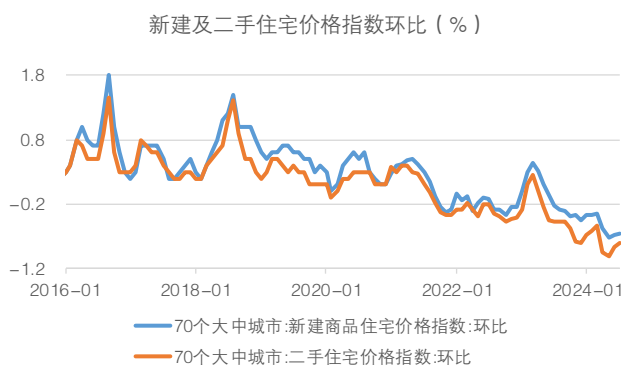
资料来源：IFIND，长江期货

图 16: 商品房成交



资料来源：IFIND，长江期货

图 17: 住宅价格指数



资料来源：IFIND，长江期货

图 18: 消费者信心指数



资料来源：IFIND，长江期货

关于宏观经济，长江证券首席经济学家伍戈博士 2024 年 9 月 8 日最新观点：

“【预见经济：玖月】

逆水行舟，犹豫若何。

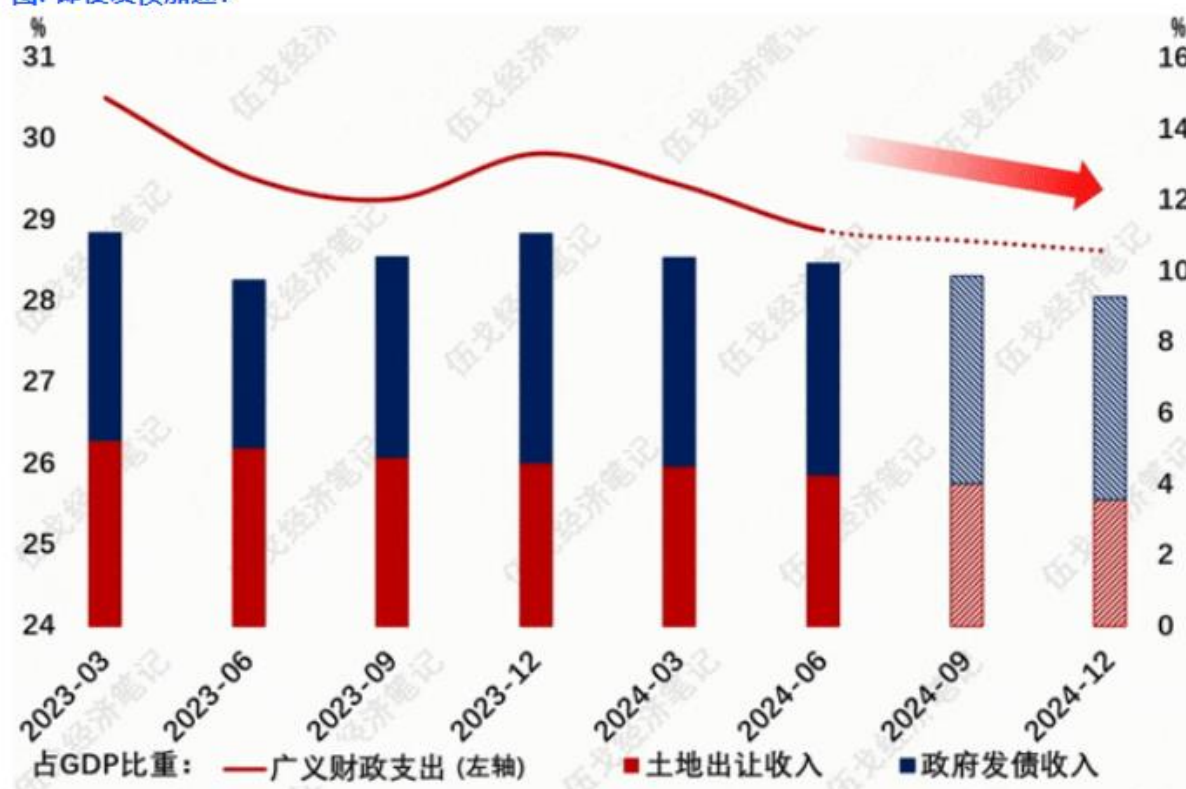
内需方面，房地产“量价齐跌”仍在加速，“金九银十”旺季面临挑战。房企流动性指标继续恶化，净资产显著负增长。调查失业率的抬升幅度接近历史同期最大值。餐饮等消费环比已降至历史同期最低。制造业 PMI 生产项已降至有记录以来（除 2008 年）最低。石油沥青、水泥等开工率加速下降，基建投资仍有趋弱可能。

海外方面，尽管对联储降息幅度有分歧，但 25 基点“小步快跑”的调整概率更大。近期人民币升值，但幅度不及美元贬值、及东南亚货币对美元升值幅度，汇率压力仍有释放过程。我国新出口订单虽稳定在季节性水平，但全球制造业已加快回落。海外对我出口启动反倾销等调查显著增多，FDI 降幅创有数据以来最大值。

价格方面，历次联储降息的初期，国际大宗商品往往紧跟全球基本面趋缓。国内地产对工业品价格的拖累进一步凸显。专项债对投资的拉动趋弱且滞后，PPI 仍将明显下行。极端天气之下蔬菜等价格环比升至历史同期最高，但对 CPI 的支撑不可持续。货币等前瞻指标预示，GDP 平减指数等整体价格水平仍将显著负增长。

政策方面，房地产或仍以落实国企“收储”、项目融资白名单等存量消化举措为主。“统筹好风险化解和稳定发展”要求下，化债成为日益重要的财政考量，专项债的用途也相应开始分流。“存贷款利率进一步下行还面临一定的约束”等表态明确，居民提前还款依然突出。需求和物价预期偏弱格局之下，货币显著收缩仍将延续。”

图. 即便发债加速？



来源：WIND，笔者测算

注：支出、发债收入剔除用于化债部分。

资料来源：伍戈经济笔记公众号

从上文可以看到，整体预期仍旧偏向于悲观。

三、对于后市看法

地产下行拖累，内需持续疲弱，高库存持续压制，基本面弱现实状态延续。目前的核心矛盾在于地产拖累下需求不足，产能过剩，中长期的改善仍旧依赖于上游减产或需求的实质性恢复。而上游能出清的装置基本已经被淘汰，目前利润下主动大面积减产的可能性较小，后期检修回归产量存上升预期。整体地产下行周期下，出口若只是回归常量，仍难托底市场，PVC 行业利润或还有收缩空间，筑底过程预计漫长。

当下绝对价格已回落至低位，内需淡季转换、印度有补库需求，但供应有回升预期。此外，近期盘面主要是宏观预期主导，预期更偏悲观，近日衰退预期有增强，8 月公布的中美 PMI 均偏弱，制造业压力较大，制造业趋势与商品高度相关。目前对联储降息幅度有分歧，但预计 9 月 25 基点的调整概率或更大，但如果经济数据不好，降息提振或有限。国内则更关注金融风险化解，政策不宜过分乐观，温和的政策或难带来内需的改善。总的来说，感觉目前看不到特别强的上行驱动，需求不足、产能过剩下，价格下行方向可能性要更高。议息会议市场变数或较大，中秋假期空头有止盈需求，或带来阶段性企稳反弹，操作上依旧建议持反弹空思路。

后市的关注点依旧在于，成本端、供给端、出口端和宏观面。成本端关注煤油价格重心，供给端关注价格走跌下开工负荷问题，出口端重点关注印度方向签单情况，宏观面关注国内外海内外宏观数据、政策及预期变化。

风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

免责声明

长江期货股份有限公司拥有交易咨询资格。长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此作的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

武汉总部

地址：武汉市江汉区淮海路 88 号 13、14 层

邮编：430000

电话：(027) 65777137

网址：<http://www.cjfc.com.cn>