



让衍生品
成为新的生产力

Make derivatives
the new productivity

中辉期货研究院
投资咨询业务资格：
证监许可[2015]75号

作者：能源及化工团队

郭建锋 F03126846
何 慧 Z0011420
郭艳鹏 Z0021323
李 倩 F03134406

时间：2025年3月30日

检修缓解短期压力，需求主导长期趋势

摘要

2025年一季度，PVC延续高开工，出口亮眼表现难敌内需弱势，库存高位去化。盘面继续弱势探底，重心小幅下移，刷新前期低点。从利润端看，煤炭下移叠加烧碱坚挺，一体化利润较去年同期边际修复。资金层面，空配属性不改。

展望二季度，装置检修缓解短期供给压力，但弱需求抑制反弹空间。**供给端**，一季度PVC产量累计同比+3.2%，开工同比偏高。从利润端看，动力煤价格暂未见到止跌企稳迹象，烧碱价格依旧坚挺。估值偏中性，暂难给到较强的上行驱动，关注烧碱、电石及煤炭价格走势。不过4-5月属于常规春季检修旺季，叠加新产能投产延期，预计产量呈现季节性下滑。**需求端**，1-2月表消累计同比为-5.8%，创2022年2月以来新低。从开工与竣工的拟合数据来看，二季度竣工面积同比跌幅有望继续收窄。但中长期来看，未来2-3年竣工面积仍处于持续下跌周期，尚难见到止跌企稳迹象。地产端的弱势，使得管材、型材开工率持续下移。印度BIS确认延期至25年6月执行，二季度出口仍有利多支撑。库存方面，目前社会库存已降至近三年同期最低位，且近两周库存加速去化，二季度在出口和检修的带动下，预计库存延续去化。

整体来看，2025年二季度PVC基本面存边际改善预期，绝对位置偏低，上行弹性高于下跌弹性。长期来看，地产下行周期，盘面空配属性不改，价格或先扬后抑。节奏上：1) 4-5月，关注春季检修以及出口窗口期对基本面的改善力度，如果库存能够延续去化，盘面或能有所反弹。2) 长期来看，地产弱势叠加投产大年，盘面反弹高度有限，半年线附近逢高布局空单。

操作建议：低位宽幅震荡，春检期间回调低多，半年线附近可布局空单。V2505关注区间【4900，5300】，V2509关注区间【5050，5500】。

风险提示：上行风险：宏观政策超预期，成本支撑好转。下跌风险：出口走弱，成本坍塌。

目录

第一章 行情回顾	3
第二章 供应端：投产放缓，开工居高难下	3
2.1. 投产放缓，扩能压力转移至09合约	3
2.2. 成本自上而下坍塌，利润修复下带动PVC高开工	4
2.3. 盘面维持升水结构，出口带动库存去化	5
第三章 需求端：内需承压，外需持续性有待观察	7
3.1. 国内宏观环境偏宽松	7
3.2. 地产数据仍显疲弱，硬质品需求弱势不改	8
3.3. 出口略超预期，持续性有待观察	10
第四章 行情展望	11

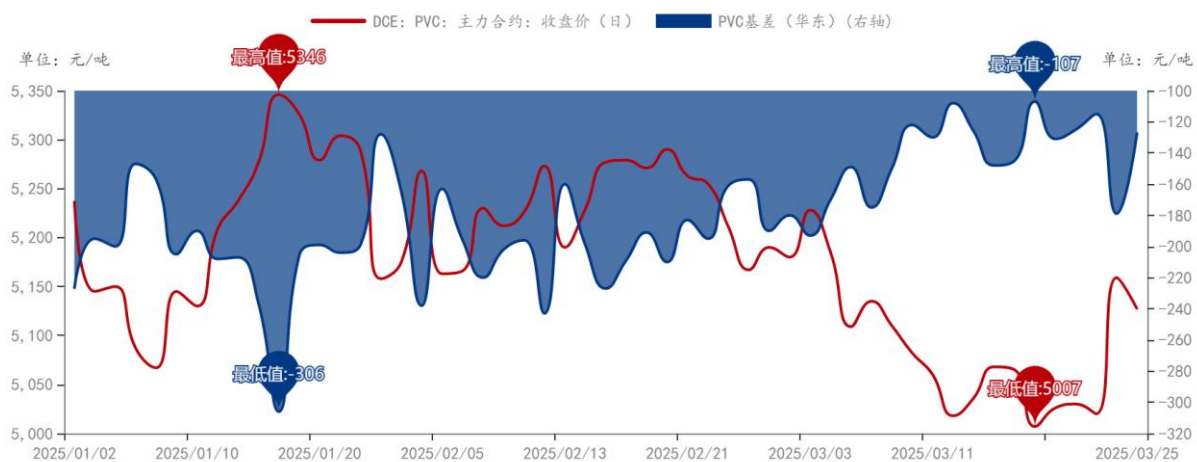
第一章 行情回顾

2025年一季度PVC盘面价格整体弱势探底，低位震荡。主力合约V2505收盘价波动区间【5007，5346】。

第一阶段（1月8日-2月20日）：节前市场避险情绪加剧，空单减仓反弹。一季度面临春节，基本面整体呈现季节性累库。节后归来，出口支撑下，上中游库存有效去化，盘面低位反弹。

第二阶段（2月21日-3月19日）：市场交易美国衰退，商品普遍承压。基本面方面，3月装置检修力度较小，春季检修节奏后移，供给端承压运行。成本方面，动力煤价格下跌，烧碱价格表现坚挺，成本支撑不足，期现共振下跌，基差走强。

图 1：2025年一季度PVC主力收盘价走势图



资料来源：钢联、中辉期货研究院

第二章 供应端：投产放缓，开工居高难下

2.1. 投产放缓，扩能压力转移至09合约

2025年PVC计划新增240万吨新装置，如果能全部投产，国内总产能将突破3000万吨大关，产能增速将达到8.7%，创近5年最高增速。从落地情况看，实际投产进度慢于预期，一季度国内仅有新浦化学25万吨装置落地投产，原计划投产的新浦化学25万吨及青岛海湾20万吨装置预计延期投产。考虑到新装置从投产到产能全部释放存在爬坡期，预计扩能压力逐步转移至09合约。

图 2： 2025年PVC装置已投产及计划投产情况

2025年国内PVC投产计划					
企业名称	产能	装置工艺	拟投时间	省份	原料来源
新浦化学	50	乙烯法	2025Q1已投产25万吨	江苏	自产乙烯
青岛海湾	20	乙烯法	2025Q1	山东	外购乙烯
嘉化能源	30	乙烯法	2025H1	浙江	外购乙烯
万华福建	40	乙烯法	2025H1	福建	自产乙烯
渤化发展	40	乙烯法	2025H2	天津	--
陕西金泰	30	电石法	2025	陕西	自产电石
甘肃耀望	30	电石法	2025	甘肃	自产电石
总计	240				

资料来源： 隆众资讯，中辉期货研究院

2.2.成本自上而下坍塌，利润修复带动PVC高开工

截至3月21日，PVC累计产量为564万吨，累计同比+3.2%。相较于供需偏弱的基本面格局，目前的开工率明显偏高。一方面是原料端电石、动力煤价格重心下移，自备电石法利润修复。截至3月38日，PVC、电石、兰炭、动力煤周度市场价同比分别为-12.1%、-6.7%、-19.8%、-19.9%。PVC价格跌幅大于电石价格跌幅，但小于兰炭和动力煤价格的跌幅。所以从生产利润来看，外采电石法、乙烯法利润亏损扩大，但自备电石法利润边际修复。开工与利润变动节奏基本保持一致，年初以来，电石法开工率明显强于乙烯法开工率。另一方面，“以碱补氯”趋势难改，氯碱综合利润好转。2024年4季度开始，液碱价格重心显著抬升，虽然春节过后，由于上游企业库存显著累库，现货价格高位下滑，但绝对位置仍偏高，氯碱一体化利润较去年同期显著修复，压制企业降负动力。

展望二季度，动力煤价格暂未见到止跌企稳迹象，烧碱价格依旧坚挺。从利润端看，估值偏中性，暂难给到较强的上行驱动，关注烧碱、电石及煤炭价格走势。不过4-5月属于常规春季检修旺季，预计产量呈现季节性下滑。

图 3： PVC周度产量（万吨）

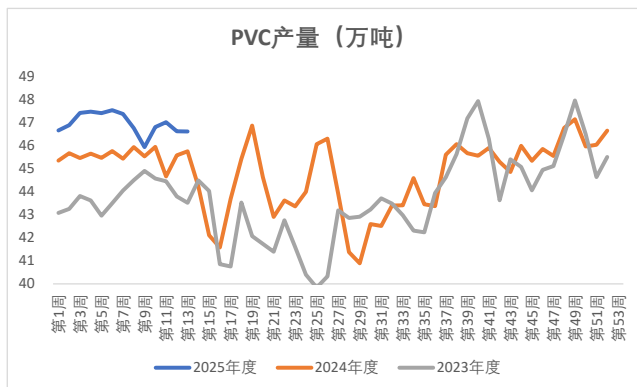
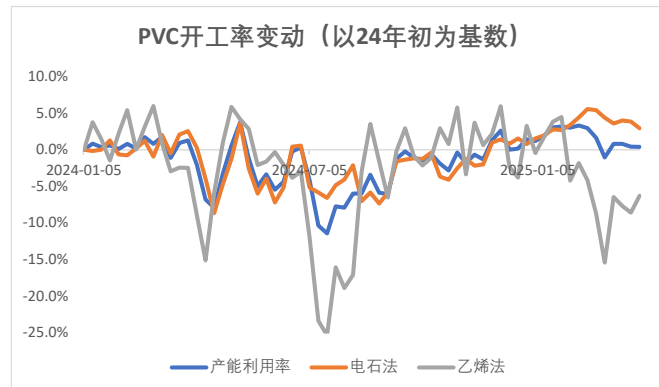


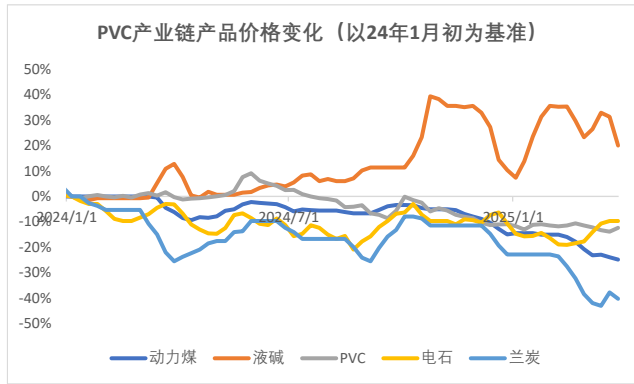
图 4： PVC产能利用率变动（电石法开工率偏高）



资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院（注：9月为预测值）

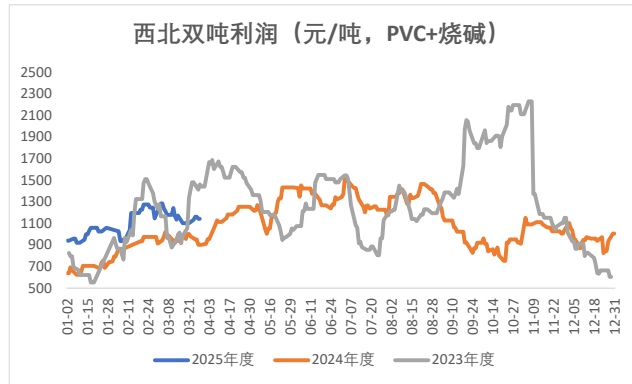
资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

图 5: 烧碱价格坚挺, 动力煤价格持续下移



资料来源: 钢联数据, 中辉期货研究院

图 6: 西北双吨利润



资料来源: 钢联数据, 中辉期货研究院

图 7: 4-5月春季检修旺季

装置检修

企业名称	工艺	产能 万吨	备注	装置变动	恢复计划	检修天数	日检修损失量/吨
河北龙鹤	电石法	40	有计划复产				
泰山盐化	电石法	10	停车	2022年9月29日	待定		300
衡阳建滔	电石法	22	2025年剔除样本				660
山东东岳	电石法	13	停车	2023年3月25日	待定		390
乌海化工	电石法	40	停车	2023年7月23日	待定		1200
甘肃新融	电石法	20	停车	2023年7月12日	待定		600
沧州聚隆	乙烯法	40	停车	2024年9月20日	待定		1200
沧州聚隆	乙烯法	12	停车	春节期间停车	待定		360
苏州华苏	乙烯法	13	春节期间停车	2025年1月27日	2025年3月24日		390
钦州华谊	乙烯法	40	2月年度检修	2025年2月10日	待定		1200
甘肃银光	电石法	13	临时停车	2025年3月11日	2025年3月18日		390
盐湖镁业	乙烯法	30	临时停车	2025年3月8日			900
渤化发展	乙烯法	80	3月底4月初计划轮休				2400
宜宾天原	电石法	40	检修	2025年3月23日	2025年3月30日		1200
四川金路	电石法	30	检修	2025年4月7日	2025年4月10日		900
安徽华塑	电石法	62	4-5月年度大修				1860
天辰化工	电石法	45	4-5月检修				1350
陕西金泰	电石法	30	老厂区检修15天				900
宁夏金昱元	电石法	70	4月中旬检修				2100
湖北宜化	电石法	11					330
新疆中泰	电石法	55	圣雄厂区检修				1650
新疆宜化	电石法	30	4-5月检修				900
陕西北元	电石法		待定				
合计							

资料来源: 钢联数据, 中辉期货研究院

2.3.盘面维持升水结构, 出口带动库存去化

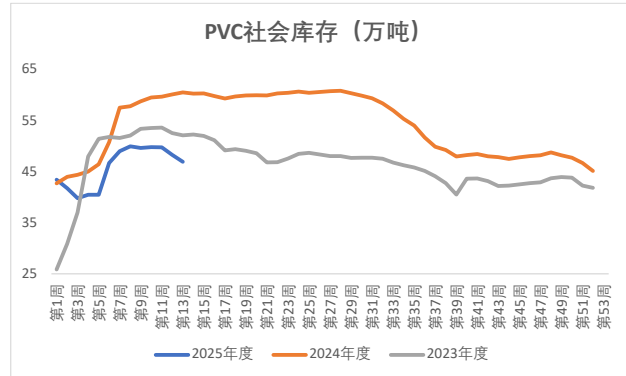
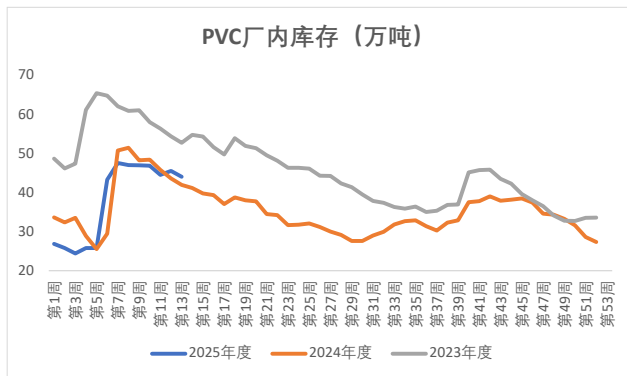
2025年社会库存压力有所缓解。节前由于出口端的好转, 社会库存出现反季节性去化。春节之后, 假期累库幅度基本符合季节性特征, 节后第四周社会库存出现去库拐点(23年及24年节后第八周才出现去库拐点)。且近两周去库斜率略有加快, 目前已降至近三年同期最低水平。主要原因在于1-2月出口显著好转, 大超市场预期。企业库存方

面，由于3月春季检修略有延迟，目前企业库存为44万吨，同比处于近三年中性水平。
二季度在出口和检修的带动下，预计去库延续去化。

目前PVC盘面仍维持升水结构，4月之后，仓单开始重新注册，由于中长期基本面偏弱，交割库成为供需的蓄水池，低基差下企业套保动力加强，抑制盘面反弹空间。

图 8: PVC企业库存 (万吨)

图9: 2025年PVC社会库存压力有所缓解

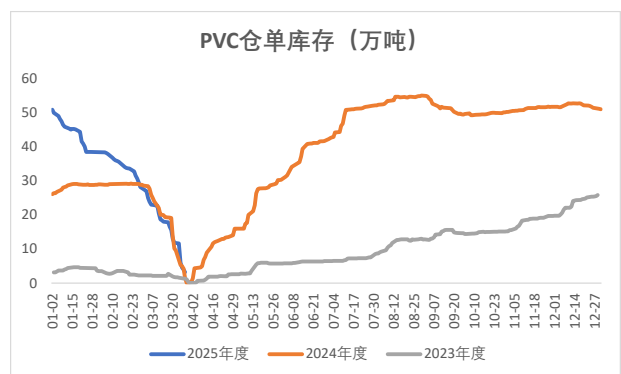
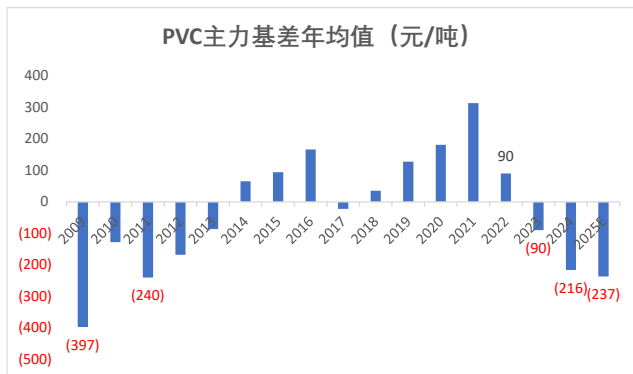


资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

图 10: 2023年以来PVC盘面维持升水结构

图 11: PVC仓单自2023年5月显著增加



资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

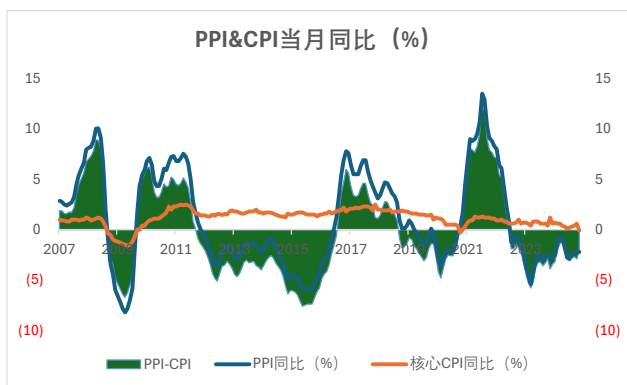
第三章 需求端：内需承压，外需持续性有待观察

3.1. 国内宏观环境偏宽松

2025年2月PPI同比-2.2%，连续29个月处于负值区间；CPI同比-0.7%，核心CPI同比-0.1%，为2021年2月以来首次转负，整体仍有通缩压力。利率总体保持稳定，LPR自24年10月保持按兵不动。3月以来，央行在公开场合4次提及：“择机降准降息”，关注二季度货币政策变动。

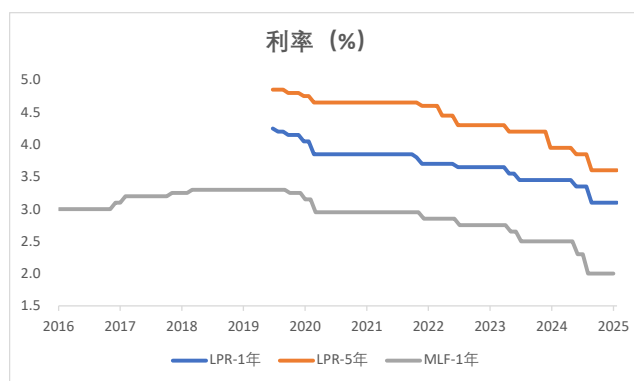
从企业利润看，2025年1-2月工业企业利润总额累计同比-0.3%，降幅继续收窄；其中制造业利润总额累计同比+4.8%，继2024年8月以来首次转正，企业利润整体边际修复。但2月制造业PMI为50.1，持续处于荣枯线附近，制造业投资信心依旧不足。2025年1-2月信贷累计同比-3.6%，仍处于负值区间，不过较2024年全年降幅显著收窄，关注后续改善的可持续性。

图 12: PPI&CPI



资料来源：iFinD、中辉期货研究院

图 13: 国内利率 (%)



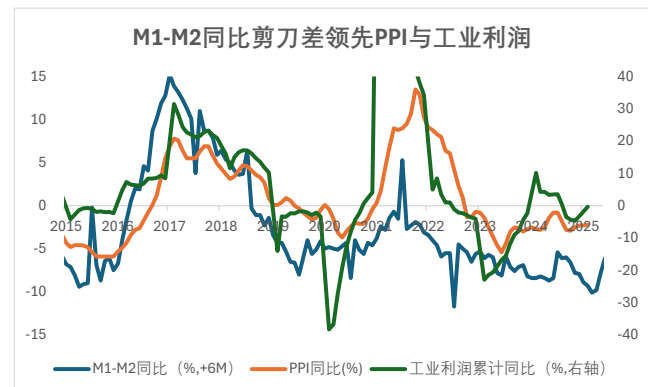
资料来源：iFinD、中辉期货研究院

图 14: 工业企业利润边际修复



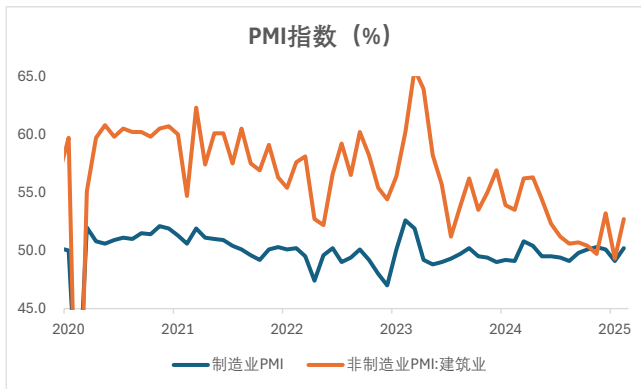
资料来源：iFinD、中辉期货研究院

图 15: M1-M2同比剪刀差领先PPI与工业企业利润



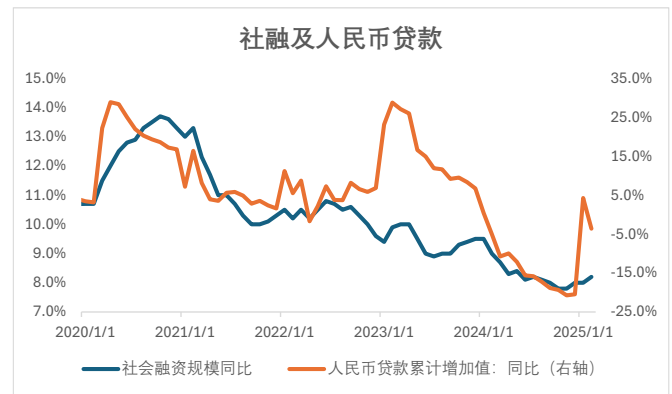
资料来源：iFinD、中辉期货研究院

图 16: PMI



资料来源: iFind、中辉期货研究院

图 17: 2025年1-2月新增信贷降幅收窄



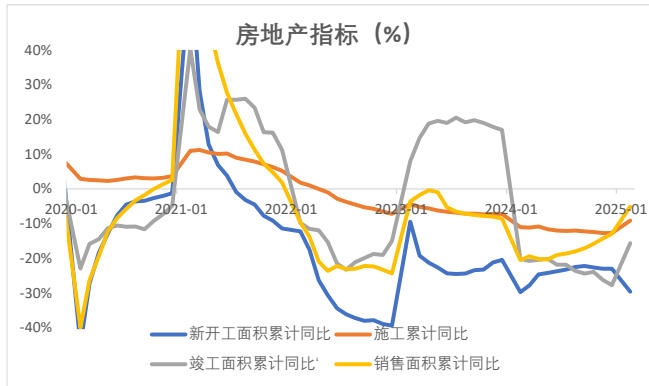
资料来源: iFind、中辉期货研究院

3.2. 地产数据仍显疲弱，硬质品需求弱勢不改

2025年1-2月房地产新开工/施工/竣工/商品房销售面积累计同比-29.6%/-9.1%/-15.6%/-5.1%。新开工面积跌幅继续扩大，竣工及消费面积边际好转。根据房地产新开工面积与竣工面积的时间差，预计2025年二季度竣工面积同比跌幅有望继续收窄，但从中长期来看，未来2-3年竣工面积仍处于持续下跌周期，尚难见到止跌企稳迹象。从价格来看，2024年政治局会议强调要促进房地产市场止跌企稳，2025年2月70大中城市新建商品住宅价格指数当月同比-5.2%，连续4个月降幅收窄，距离止跌企稳尚有一定的时间。总体来看，2025年房地产量价均处于继续调整周期，从政策到实物端的改善尚需时间验证。

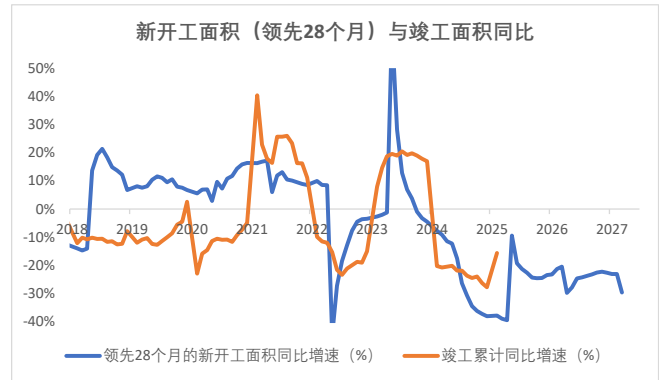
2025年1-2月PVC表观消费量累计同比为-5.8%，创2022年2月以来新低。受房地产需求低迷影响，管材、型材等地产相关板块开工率依旧偏弱。据最新数据，PVC下游制品、管材、型材、薄膜开工率分别为49%、48%、43%、71%，其中下游制品、管材、型材开工率均处于近3年最低水平，薄膜则处于近3年中性水平，成为拉动PVC内需消费的核心项。但是薄膜仅占PVC终端需求的10.5%，对整体内需的拉动比较有限。展望后市，预计地产需求未被逆转前，管材、型材等硬质品开工率或继续下行。但绝对位置偏低，二季度在竣工端修复预期下，进一步下跌空间有限。

图 18: 房地产指标



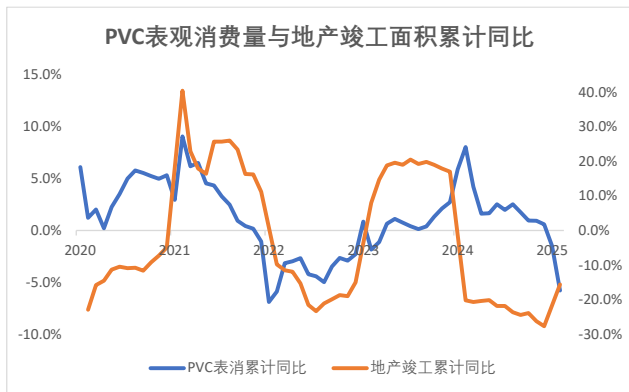
资料来源：iFinD、中辉期货研究院

图 19: 未来2-3年竣工面积仍处于持续下跌周期



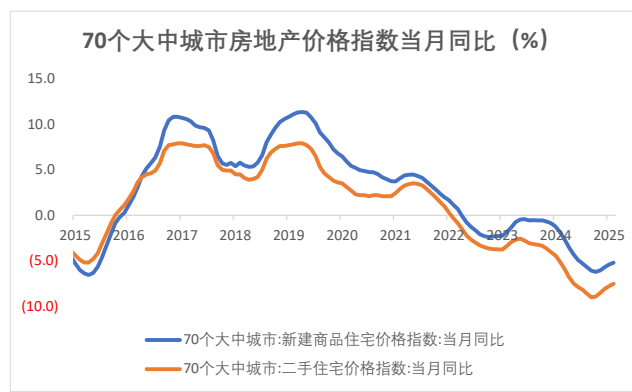
资料来源：iFinD、中辉期货研究院

图 20: PVC表观消费量与地产竣工面积累计同比



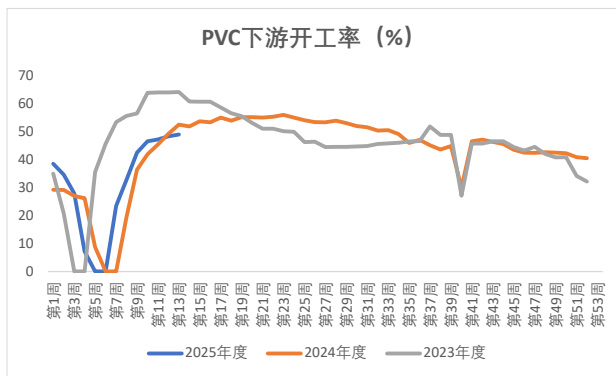
资料来源：iFinD、中辉期货研究院

图 21: 70大中城市房地产价格指数当月同比 (%)



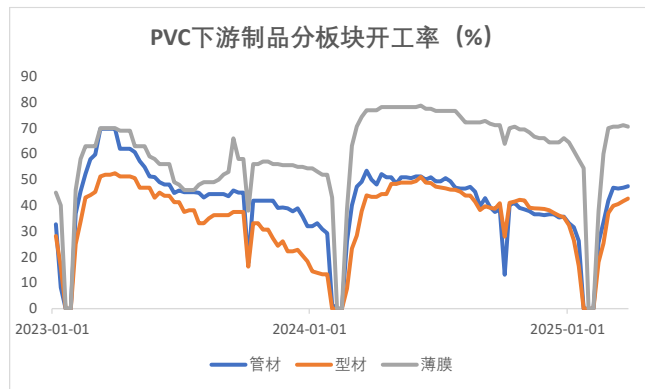
资料来源：iFinD、中辉期货研究院

图 22: PVC下游开工率 (%)



资料来源：钢联数据、中辉期货研究院

图 23: PVC下游分板块开工率 (%)



资料来源：钢联数据、中辉期货研究院

3.3. 出口略超预期，持续性有待观察

2025年1-2月国内PVC出口累计值为61万吨，累计同比+85.4%，显著超出市场预期。分出口国家看，印度、乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦分别累计同比+83.2%、108.2%、202.3%，贡献了主要增量。侧面印证，供给过剩和绝对价格低位下，国内出口动力和竞争力提升。但远水解不了近渴，出口的好转难以抵消内需的弱势。展望后市，PVC出口的可持续性成为影响盘面走势的重要变量之一。二季度来看，BIS认证延期至6月24日执行，4-5月出口仍有支撑。

图 24：我国PVC月度出口量（万吨）

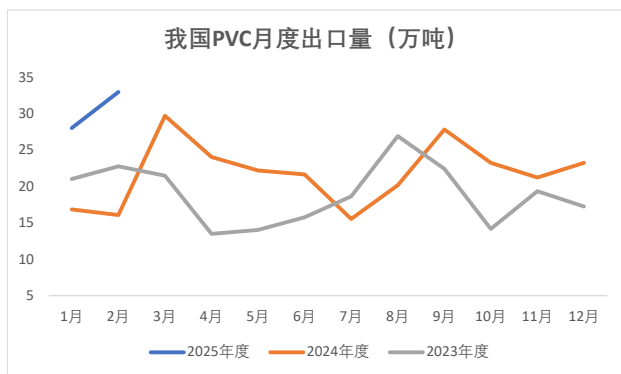
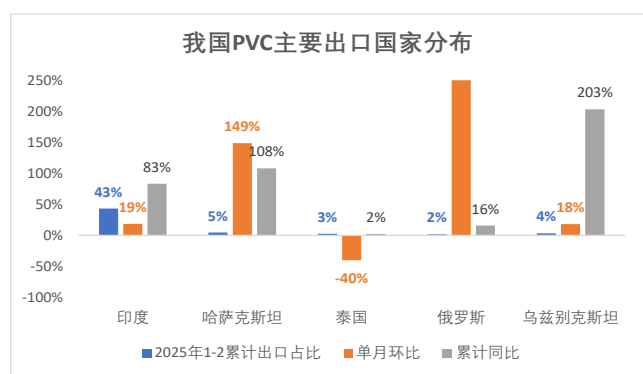


图 25：我国PVC主要出口国家分布



资料来源：iFind，钢联数据，中辉期货研究院

资料来源：iFind，钢联数据，中辉期货研究院

第四章 行情展望

2025年一季度，PVC延续高开工，出口亮眼表现难敌内需弱势，库存高位去化。盘面继续弱势探底，重心小幅下移，刷新前期低点。从利润端看，煤炭下移叠加烧碱坚挺，一体化利润较去年同期边际修复。资金层面，空配属性不改。

展望二季度，装置检修缓解短期供给压力，但弱需求抑制反弹空间。**供给端**，一季度PVC产量累计同比+3.2%，开工同比偏高。从利润端看，动力煤价格暂未见到止跌企稳迹象，烧碱价格依旧坚挺。估值偏中性，暂难给到较强的上行驱动，关注烧碱、电石及煤炭价格走势。不过4-5月属于常规春季检修旺季，叠加新产能投产延期，预计产量呈现季节性下滑。**需求端**，1-2月表消累计同比为-5.8%，创2022年2月以来新低。从开工与竣工的拟合数据来看，二季度竣工面积同比跌幅有望继续收窄。但中长期来看，未来2-3年竣工面积仍处于持续下跌周期，尚难见到止跌企稳迹象。地产端的弱势，使得管材、型材开工率持续下移。印度BIS确认延期至25年6月执行，二季度出口仍有利多支撑。库存方面，目前社会库存已降至近三年同期最低位，且近两周库存加速去化，二季度在出口和检修的带动下，预计库存延续去化。

整体来看，2025年二季度PVC基本面存边际改善预期，绝对位置偏低，上行弹性高于下跌弹性。长期来看，地产下行周期，盘面空配属性不改，价格或先扬后抑。节奏上：1) 4-5月，关注春季检修以及出口窗口期对基本面的改善力度，如果库存能够延续去化，盘面或能有所反弹。2) 长期来看，地产弱势叠加投产大年，盘面反弹高度有限，半年线附近逢高布局空单。

操作建议：低位宽幅震荡，春检期间回调低多，半年线附近可布局空单。V2505关注区间【4900，5300】，V2509关注区间【5050，5500】。

风险提示

上行风险：宏观政策超预期，电石价格显著上涨。

下跌风险：出口走弱，成本坍塌。

图 26: PVC供需平衡表

2025PVC月度供需平衡表												
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
产能(万吨)	2757	2782	2782	2827	2827	2827	2897	2897	2897	2897	2897	2897
新浦化学	25		25									
青岛海湾			20									
嘉化能源						30						
万华福建						40						
渤化发展												40
陕西金泰												30
甘肃耀望												30
产能利用率	82%	81%	81%	78%	79%	76%	76%	75%	78%	78%	77%	79%
2024月产量(万吨)	201	189	201	184	198	193	186	194	194	202	197	205
2025月产量(万吨)	210	188	210	199	207	194	206	203	205	211	200	214
进口量(万吨)	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
出口量(万吨)	28	33	36	33	33	32	29	32	32	28	29	30
表观消费量(万吨)	184	157	177	168	177	164	178	173	174	185	174	186
产量累计同比	4.1%	1.7%	2.7%	3.9%	4.1%	3.5%	4.5%	4.5%	4.6%	4.6%	4.4%	4.3%
表费累计同比	-1.7%	-5.8%	-3.4%	-1.9%	-1.7%	-2.2%	-1.4%	-1.4%	-0.8%	-0.4%	-0.5%	-0.4%
期末社库环比(万吨)	-4.6	9.1	-2.7	-3.5	-4.6	-1.2	-0.8	-1.6	-2.0	-2.1	-4.2	-2.1
期末厂库环比(万吨)	-1.6	21.1	-2.9	-6.0	-4.2	-1.0	-0.5	-0.7	-2.8	5.2	-2.9	-1.6

资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

免责声明



本报告由中辉期货研究院编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！

中辉能源及化工团队

郭建锋	F03126846
何 慧	Z0011420
郭艳鹏	Z0021323
李 倩	F03134406



中辉期货全国客服热线：400-006-6688