2025 年报

乘风破浪会有时，直挂云帆济沧海

——2025 年石油化工市场展望

2024 年 12 月 4 日

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776

能源化工研究组

安然　　高级分析师

从业/投资咨询证号：

F3059693/Z0017288

电话：0551-62839752

Email:tzzx@haqh.com

网址：www.haqh.com

华安期货温馨提示：

“期”待诚信

“货”真价实

初 审 ： 陆 哲 远

F0283072 /Z0010384

复 审 ： 夏 雨 辰

F3031745/Z0014542

终 审 ： 闫 丰

F0251054/Z0001643

要点提示：

1. 特朗普经济学压力下全球经济面临挑战，美国能源政策放宽开采限制以及25年国际油市面临过剩压力。
2. 需求刺激政策持续，预计聚烯烃偏强震荡。

市场展望与投资策略：

关注重点：特朗普经济学压力下全球经济面临挑战，美国能源政策放宽开采限制以及25年国际油市面临过剩压力。预计国际油市以偏弱为主。

上游增产压力犹在，市场竞争加剧。但需求刺激政策持续，25年经济展望偏强，消化存量库存为主，预计聚烯烃偏强震荡。

投资策略：经济刺激持续，建议偏强思路对待，仅供参考。

目录

一、行情回顾 3
二、宏观分析 4
2.1 特朗普经济学引领资本市场走势 4
2.2 预期向好，国内金融市场情绪高涨 5
三、国际油市展望 6
3.1 美原油产量预计超预期 6
3.2 坚定不移朝着“双碳”目标迈进 7
四、聚烯烃价格走势展望 9
4.1 新增产能持续，地区博弈加剧 9
4.2 出口或将成为打开缺口的重要环节 9
4.3 参与者日趋成熟，季节性规律失准 10
五、市场展望与投资策略 10
投资策略：经济刺激持续，建议偏强思路对待，仅供参考。 11

图表目录

图表 1：2024 年聚乙烯价格走势图 3
图表 2：美国国债规模 5
图表 3:FEDWATCH TOOL 5
图表 4：上证指数走势图 6
图表 5：欧元兑美元汇率 6
图表 6：全球原油产能分布 7
图表 7：近一年国际油价走势图 7
图表 8：全美商业原油库存（百万桶） 8
图表 9：全美汽油库存(百万桶） 8
图表 10：下半年聚乙烯装置投产进度 9
图表 11：PP 产能增长图 9
图表 12：聚乙烯季节规律图 10
图表 13：聚丙烯季节规律图 10

一、行情回顾

聚烯烃全年走势平稳，供需矛盾不大。一季度宏观市场情绪一般不过化工品成本支撑明显，聚烯烃区间震荡为主，旺季不旺对于市场预期产生打压。4-5 月炼厂大面积超预期检修，现货市场挺价以及宏观经济数据转暖支撑，聚烯烃持续走强。然而进入 6 月淡季，一方面季节性因素打压聚烯烃价格，另一方面宏观数据转弱且政策刺激预期落空造成市场情绪回落，聚烯烃偏弱震荡。

下半年以来的宏观环境转好，特别是 924 会议政策超预期发布后，市场信心大幅提振。同时中东冲突带来国际油价的成本支撑。考虑到下半年旺季不旺的可能性，上游 PP 和 LL 部分装置延续检修，供给持续出现缺口，市场去库顺利，现货价格持续坚挺。

四季度聚烯烃虽然供应压力逐渐增大，山东裕龙一体化装置开车，但是下游承接良好，贸易商预售订单较多，厂家去库顺利。与此同时下游家电需求超预期回暖，下游工厂开工率继续提升，聚烯烃呈现震荡偏强态势。

图表 1：2024 年聚乙烯价格走势图



数据来源：华安期货研究院，文华财经

二、宏观分析

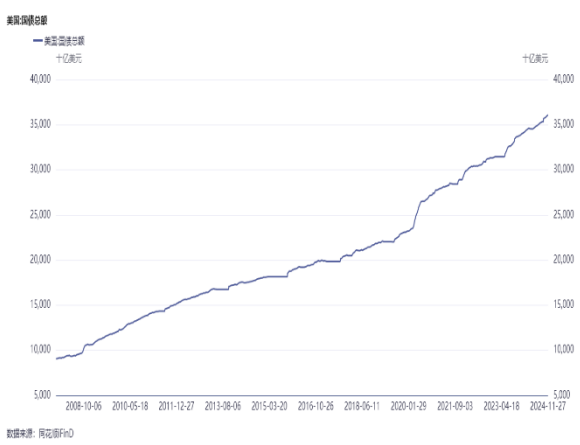
2.1 特朗普经济学引领资本市场走势

随着美国大选的尘埃落定，特朗普确认赢得美国总统选举。首先特朗普本次上台与上一次不同点在于：1，美国政治分歧比上一次更剧烈，国际形势也非常复杂；2，当下美国面临高通胀低增长的压力，特朗普的施政空间非常小。特朗普带领的共和党虽然赢下了参众两院，但是美国国内针对他的政治压力非常强大，民主党的官员与 MAGA 派的矛盾日渐深厚，特朗普上台后主要精力会放在清算之前的旧账上；在拜登与特朗普交接的权力真空期，拜登政府不会将黎以冲突和解的功劳让给特朗普。其次美国国内面临巨大的通胀压力，由于新冠疫情期前美国大量放水刺激经济，同时债务压力导致美政府不停增发新债，通货膨胀压力高企。旧金山联储发布的研究就显示，美国劳动力市场紧张仍在加剧通胀压力，工资螺旋通胀仍未解除的情况下，预计美国仍需要维持高利率水平预防二次通胀的压力。

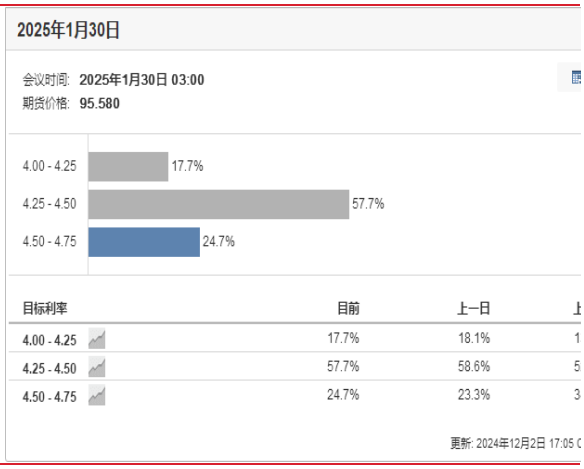
近日美联储主席鲍威尔表示，经济未传递出任何需要急于降低利率的信号，较好的经济状况使美联储有能力在做决策时谨慎行事，如果经济数据允许，缓慢进行降息将是明智之举。当前市场主流观点集中在美联储将于 25 年一季度停止降息的举措。如果特朗普开始对全球征收大量关税的话，预计美国通胀压力会飞速增长，进口关税的增加表面上是保护国内商品生产，打压海外商品的竞争力，实际上是特朗普决定对国内大幅降税后，联邦政府财政紧张的一种补充，实际上提高了美国公民的生活成本。

同时我们也注意到，未来三年美债到期规模达到 17 万亿美元，美国政府只能大量借新债还旧债，而债券收益率在过去三年也大幅飙升，如果不维持高利率美债将不会对投资者具备较强的吸引力。

图表 2：美国国债规模



图表 3：FEDWATCH TOOL



数据来源：华安期货研究院,CME

2.2 预期向好，国内金融市场情绪高涨

“924”国新办新闻发布会和“926”政治局会议推出重磅政策后，投资者信心显著提振。不论 A 股市场还是商品市场都出现重要转折，一方面美联储 9 月开启降息周期，全球均面临增长压力，美林时钟正式进入复苏周期，市场风险偏好回暖；另一方面金融市场情绪回升可以有效增强政策效果的乘数效应，恰逢 A 股估值较全球主要经济体而言偏低，具有极强的配置价值，国内金融市场情绪日趋高涨。

当前受全球经济低迷影响以及国际局势的不稳定性，国内经济面临增长压力，今年前三季度规模以上工业利润增速不及预期，据摩根斯坦利统计，国内上市企业收益已经连续 13 个季度收益未达预期，当然当前盈利状况已经充分反映在股价中，2025 年有望成为触底反弹的一年。一方面国内“新三样”锂电池、新能源汽车、光伏组件出口继续在全球保持领先优势，另一方面特朗普上台后国际局势或将缓和，虽然关税纷争依然存在，但是冲突的烈度会有效降低，同时原材料供应链的中断风险大幅降低。此外对于中国拥有庞大市场的国家来说，以“市场换市场”的对等贸易会在未来的国际竞争中保持优势。

同时我们也要看到，随着特朗普赢得总统选举后，日元以及欧元都出现不同程度的贬值。欧元兑美元 11 月下跌约 3.8%，探向 1 美元的关键平价水准，主要受美国当选总统特朗普提出的贸易关税、欧元区经济疲软以及俄乌冲突升级的影响，如果欧元进一步下跌，中国、韩国和瑞士等贸易敏感型国家可能会允许其货币兑美元贬值，以便与欧元区出口产品进行竞争。

图表 4：上证指数走势图



图表 5：欧元兑美元汇率



数据来源：华安期货研究院，文化财经

三、国际油市展望

3.1 美原油产量预计超预期

特朗普将于 1 月 20 日上任美国总统，此前他经常在集会上呼吁加大钻探，预计将加大对美国石油和天然气生产的支持。拜登任期内新许可证的不确定性将成为过去，因为石油和天然气公司将开展更多勘探活动，以维持创纪录的原油和天然气产量水平。根据美国能源情报署（EIA）的数据，美国是世界上最大的石油生产国，其原油产量占世界总量的 22%。同时特朗普还宣布对伊朗及委内瑞拉加大制裁，选择长期推动美国对伊朗等国采取更强硬政策的美国参议员卢比奥担任新政府的国务卿，过度制裁会引发产油国间的地缘动荡。

2025 年全球原油过剩压力较大。首先在特朗普第一次执政期间推动产量增长的许多独立生产商被收购或合并为更大的实体，这些实体控制了资本支出，提高了股东回报。石油业这两年迎来了数宗大型并购案，先锋自然资源公司被埃克森美孚收购，Endeavor Energy Resources 被 Diamondback 收购，CrownRock 被西方石油收购。这些收购的结果远超市场预期带来了丰厚的收益，刺激不管独立炼油商还是石化巨头加大原油开采力度。首先按 2023 年原油开采成本仅人工成本出现了小幅上涨，其它如钢材、柴油等原料成本出现大幅下滑；再者由于技术的进步减少了作业的时间，相同产量所需要的钻机与钻井平台减少；最后如果特朗普降低企业所得税，下调联邦土地油气特许权使用费以及加快管道港口码头配套基础设施建设的话，预计美国页岩油开采的盈亏平衡油价从当前的 66 美金/桶下调至 60 美金/桶，增

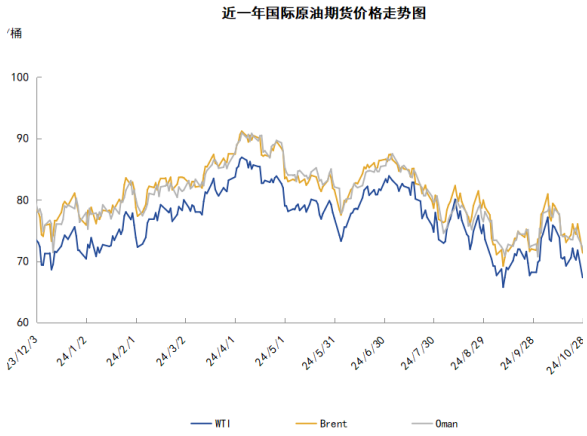
加了开采商的抵御油价风险的能力。

与此同时我们也注意到其它国家的油气增产也在持续，明年非 OPEC 产油国将增加 150 万桶/日的供应，主要来自美国、加拿大、圭亚那和阿根廷，超过了全球石油需求增加。国际能源署（IEA）警告称，全球的供应过剩将达到 100 万桶/天。

图表 6：全球原油产能分布

	Country	Oil production 2021 (bbl/day)[1]	Oil production per capita 2017 (bbl/day/million people)[6]
1	United States	11,184,870	35,922
2	Russia	10,111,830	73,292
3	Saudi Arabia (OPEC)	9,313,145	324,866
4	Canada	4,459,455	100,931
5	Iraq (OPEC)	4,084,822	119,664
6	China	3,987,677	2,836
7	United Arab Emirates (OPEC)	3,091,481	335,103
8	Brazil	2,905,121	12,113
9	Iran (OPEC)	2,546,336	-
10	Kuwait (OPEC)	2,527,106	721,575
11	Norway	1,775,813	313,661
12	Kazakhstan	1,764,463	88,686
13	Mexico	1,734,495	17,142
14	Nigeria (OPEC)	1,540,991	10,752
15	Qatar	1,303,685	500,000

图表 7：近一年国际油价走势图



数据来源：华安期货研究院；CME

OPEC 连续第四个月下调了今年和明年的石油需求增长预测，主要由于亚洲和非洲的石油消费量低于预期。当前在在沙特阿拉伯的带领下，OPEC 及其盟友已两次推迟增产计划。按最新计划，明年初开始将有温和的月度产量增加。据 OPEC 统计 2024 年全球石油消费量将增加 180 万桶/日，这比之前预测低了 10.7 万桶/日。除非全球经济持续复苏，需求增长超出预期，否则全球原油过剩问题会日趋严重。

3.2 坚定不移朝着“双碳”目标迈进

新时代十年来，我国碳排放强度累计下降超过 35%，扭转了二氧化碳排放快速增长的态势；同时以年均 3%的能源消费增速支撑了年均超过 6%的经济增长。我国在 2020 年已经超额完成第一阶段国家自主贡献承诺，二氧化碳排放强度比 2005 年下降 48.4%。

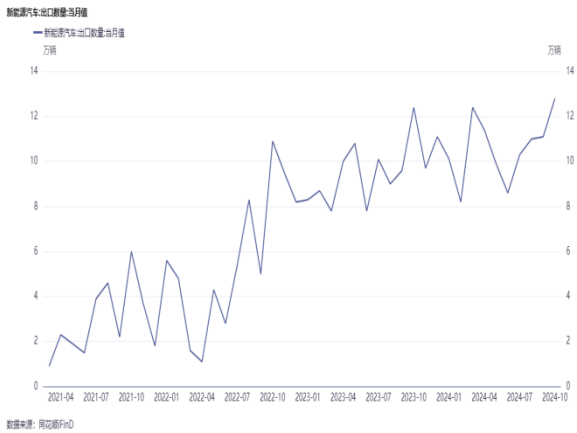
但是国际形势发生了较大变化，一方面特朗普上台，一向反对气候公约的政治主张表明美国极有可能退出拜登政府 2021 年重新加入的《巴黎条约》，这种只看重眼前利益不对未来负责的战略必将导致美国新能源技术的全面落后；另一方面欧洲正面临俄乌战争的压力，随着西欧各国对乌克兰的援助逐步加大，放弃俄罗斯能源带来极大的能源缺口，乌克兰近期明确表示不会与俄罗斯续签在 2024 年年底到期的天然气过境运输协议。欧洲统计局数据显示，今年 1—8 月，法国、匈牙利和西班牙是俄罗斯天然气主要欧盟买家，对三国出口几乎占俄罗斯天然气出口总额一半，

这些能源缺口依靠新能源难以补充，所以欧洲也在逐渐放弃碳排放要求，在社会经济利益受损面前，欧洲多国政府也选择放弃碳中和的目标。

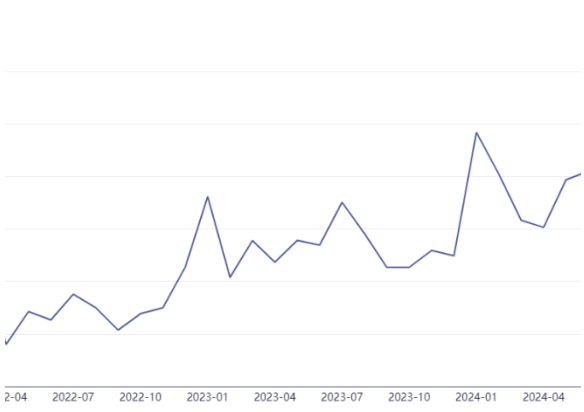
在各国放弃碳中和战略的背景下，中国毅然决然的坚持碳中和战略，展现了负责任大国的形象。首先全球变暖会使全球降水量重新分配、冰川和冻土消融、海平面上升等，不仅危害自然生态系统的平衡，还影响人类健康甚至威胁人类的生存。坚持环保是人类历史的潮流，是不可逆转的趋势，这个旗帜如果欧美不抗起来，那就由中国来举起，中国的碳中和发展是为了全人类，会得到广大有识之士的认同。其次中国在工业化的道路上已经走得很远，在新能源的技术上已经突破欧美国家的封锁实现了反超，我国推动全球光伏发电项目平均度电成本累计下降超过 80%，光伏产品覆盖全球 200 多个国家和地区，为全球贡献了 80%以上的光伏组件，不仅丰富了全球供给，也为全球绿色能源转型做出了突出贡献；我国的新能源汽车物美价廉，2024 年 1-10 月上海外港口岸出口汽车超百万辆，电动汽车同比增 65%；2023 年中国电池出货量全球市占率提升至 74%，动力电池出货量连续 7 年居全球首位。在碳中和战略下，出口“新三样”正快速帮助中国完成产液升级，技术上弯道超车。最后碳排放权是发展权，发展中国家发展工业化的前提就是“排碳”，是在牺牲环境，土地，资源以及劳动力代价下完成对工业的哺育。但是气候问题刻不容缓，碳排放一旦成为国际社会的共识，必将成为发达国家锁死发展中国家的堂堂正正的阳谋，中国需要及早入局，才能掌握主动权。

碳中和对于能源价格的扰动不仅仅在于对于化石能源的需求减少上面，更多反映在上游资本开支减少而需求并未减弱的供需错配上，对于油价的影响长期偏空，短期偏多。

图表 8：新能源汽车出口（万辆）



图表 9：光伏组件出口量（个）



数据来源：华安期货研究院，同花顺

总而言之，特朗普经济学压力下全球经济面临挑战，美国能源政策放宽开采限制以及 25 年国际油市面临过剩压力。预计国际油市以偏弱为主。

四、聚烯烃价格走势展望

4.1 新增产能持续，地区博弈加剧

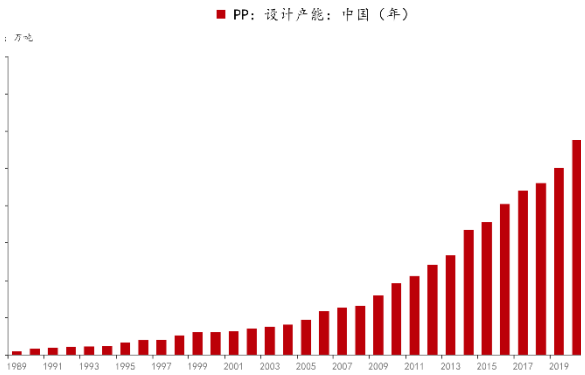
华北地区近几年 PE 产能迅速扩张，2023 年产能持续扩张至 386 万吨，2024 年下半年产能扩张达到高峰，其中扩能装置主要集中于山东地区，其次是天津地区。四季度国内装置计划性检修较少，检修损失量减少，整体供应较充足。23 年一季度海南炼化、广东石化、山东劲海化工三家企业投产，涉及总产能 220 万吨，地域分布主要集中在华南、华北地区。

华北地区是中国 PE 最大的调入区域，主要是由西北、东北区调入，经过 2023-2024 年扩能，华北地区产能扩张迅速，调入资源与当地资源竞争进一步加剧。

图表 10：下半年聚乙烯装置投产进度

生产企业	地点	产能	计划投产时
天津中石化	天津英力士	80万吨/年	24年10月
裕龙石化	山东烟台	185万吨/年	24年12月
万华化学	山东烟台	25万吨/年	24年11-12月
华泰盛富	浙江宁波	40万吨/年	24年11月
中国石化大路煤制烯烃项目	内蒙古鄂尔多斯	34万吨/年	24年底
内蒙古宝丰	内蒙古鄂尔多斯	150万吨/年	24年底
山东新时代高分子材料	山东淄博	70万吨/年	24年底
合计		584万吨/年	

图表 11：PP 产能增长图



数据来源：华安期货投资研究院；金联创

4.2 出口或将成为打开缺口的重要环节

近几年聚乙烯行业产能持续扩张，市场供应压力增大，同时下游需求增长不及预期，产品库存压力下，企业通过检修等调节供需平衡；二是成本利润影响，原材料及能源等成本波动压缩利润空间，企业通过检修降负减少亏损；三是技术设备因素，新装置需调试磨合，老旧装置易故障，增加了检修需求；四是政策环保压力。

我国聚烯烃产能仍处在高度增长期，西北地区产能占比较大，投产较早，产品成熟度高，但未来沿海投产的不断增长也将使国内市场趋于饱和，未来国内企业尤其是与中亚占据便利铁路运输的西北地区出口将长期被看好。2024 年 1-9 月份中国出口到中亚的聚乙烯同比 2023 年 1-9 月份增长 11%，聚丙烯同比增长 28%，聚烯

烃合计同比增长 23%。

4.3 参与者日趋成熟，季节性规律失准

聚烯烃品种（聚乙烯、聚丙烯）因为上市年代久远，参与者日趋成熟，产业对于期货套期保值有丰富的经验与理解，市场定价非常公允，日常波动较小。同时这些年化工企业大规模扩产，生产经营压力大，下游需求稳定，品种供需矛盾有限，行情波动一般。随着各大交易所新品种陆续上市，聚烯烃作为老品种，产业外关注度不高也很正常。

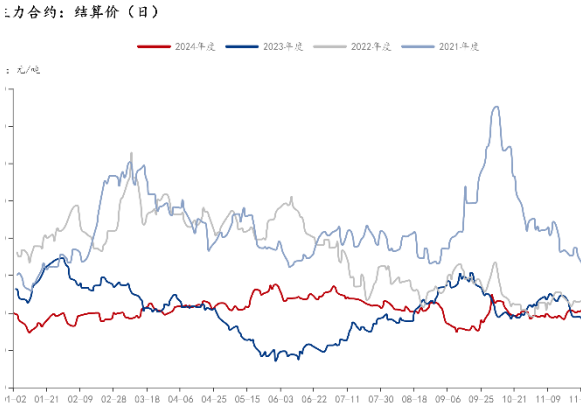
在这样的背景下，聚烯烃季节性规律失准的情况时有发生。作为企业套保来说，产品的季节性规律是现货企业采购以及囤积现货重要的参考依据。但是近些年来，随着宏观环境的重大转变，季节性规律越来越失去往日的准确性。以聚乙烯为例，每年的 5-6 月都是塑料价格的年内低点，考虑到需求进入淡季以及检修季尚未到来，是每年现货企业囤货或者预售的重要时间窗口。2022 年这一规律被打破，现货价格在 6 月下跌后，7-8 月依然持续下跌趋势，给企业造成大量损失。同样今年 11 月塑料价格在宏观预期向好的提振下传统淡季持续上涨，也让许多套保的贸易商节奏被打乱。关于季节性规律的灵活运用将成为后期贸易商、现货企业需要注意的重点。

图表 12：聚乙烯季节规律图

年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	1
14	0.63%	1.64%	0.04%	1.35%	2.69%	4.62%	5.24%	4.79%	3.40%	0.84%	13.69%	0
15	1.97%	12.64%	1.46%	6.05%	9%	4.21%	10.34%	4.18%	4.90%	2.20%	11.42%	7
16	4.24%	4.93%	5.36%	0.29%	3.70%	11.90%	2.78%	2.61%	0.23%	10.63%	6.88%	5
17	5.10%	6.32%	4.42%	5.51%	3.10%	1.70%	5.14%	4.59%	7.65%	0.16%	1.78%	4
18	1.95%	2.57%	3.85%	0.16%	1.97%	0.76%	1.73%	1.23%	1.39%	5.57%	7.61%	2
19	2.81%	2.11%	5.1%	0.79%	5.28%	1.82%	3.55%	6.52%	4.9%	1.76%	0.55%	0
20	2.05%	0.59%	19.21%	10.79%	2.98%	3.85%	1.31%	5.68%	3.96%	1.65%	7.82%	3
21	3.64%	11.59%	3.29%	4.99%	6.03%	4.48%	1.22%	1.58%	19.18%	10.66%	3.52%	0
22	3.26%	6.49%	4.14%	4.23%	0.34%	5.63%	3.53%	5.14%	5.43%	8.43%	5.47%	0
23	3.6%	1.48%	2.21%	2.35%	4.42%	2.78%	3.98%	1.49%	1.64%	0.29%	2.81%	4

注释：红色表示上涨，绿色表示下跌

图表 13：聚丙烯季节规律图



数据来源：华安期货研究院，钢联数据

五、市场展望与投资策略

关注重点：特朗普经济学压力下全球经济面临挑战，美国能源政策放宽开采限制以及 25 年国际油市面临过剩压力。预计国际油市以偏弱为主。

上游增产压力犹在，市场竞争加剧。但需求刺激政策持续，25 年经济展望偏强，消化存量库存为主，预计聚烯烃偏强震荡。

投资策略：经济刺激持续，建议偏强思路对待，仅供参考。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。