政策先行 现实在下

月报

-----2025 年 PVC10 月报

2025 年 10 月 30 日

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776 号

能源化工研究组

陆哲远 首席分析师

从业/投资咨询证号：F3021654/Z0013532

安然 高级分析师

从业/投资咨询证号：F3059693/Z0017288

初 审 ：闫 丰 F0251054/Z0001643

复 审 ：杜 贤 利 F03095127/Z0017391

终 审 ：夏 雨 辰 F3031745/Z0014542

电话：0551-62839752

Email:tzzx@haqh.com

网址：www.haqh.com

展望与投资策略：

10中旬开始PVC期货连续下跌创造年内新低，随后煤炭整体水位上移，宏观会议下整体节点平稳过渡，但从上游厂商及中下游接货意愿来看，整体预期不高。月末附近开始观察到低价去库边际效应有所重归视野，但再度转弱可能性较大。

产业链库存短暂的低价去库效应回归，绝对新低阶段下库存压力有所缓解，但延续性已经出现松动。出口端也存在一定的反复现象，海外反倾销税等环节边际影响出口节奏，美联储月底降息幅度与国内重要会议成为重点关注的宏观路径。海内外定价权品种与内地品种近期出现较大分化，PVC金九银十需求端基本落空，低价去库存连续性需要继续观察，在没有发生足够大的转折前PVC整体偏弱思路看待。

策略：前期01阶段高点区域套保商普遍参与，近期兑现后行情有所反弹。目前整体行情观察确认探底迹象尚为探明，低价去库库存边际效应消失，石化行业工作方案政策支撑力度尚可，但逻辑偏长，内需弱势品种PVC反弹后持续性不强，等待供需演变下的库存拐点。

华安期货温馨提示：

“期”待诚信

“货”真价实

一、反内卷带来的升与落

从2021年10月PVC历史新高见顶来算，距离PVC在底部低位徘徊已经接近4年，V行情整体沉闷而低迷。老生常谈的问题，低需求跟随地产的弱化延续，高库存虽然相对去年有所降低但依然无法逆转局势。

存在阶段性的检修，但开工率的变化幅度已经不能引导盘面预期，整体上下限都已经较为固定，并没有超预期的表现。PVC近几年来成为机构习惯性空配的品种已经成为行业中的一种共识。

图1：国内PVC期现变动



数据来源：Ifind、华安期货研究院

图2：反内卷的升与落



数据来源：通达信、华安期货研究院

随着7月内反内卷的提出，整体在宏观和预期上给予长期低价高产能品种一注强心剂，以多晶硅、焦煤、玻璃、纯碱为首的主要品种带动黑色系+工业底部反弹，PVC也顺势享受到了一波久违的多头行情。09合约从低位的4900左右的位置反弹最高至5391的高点。但是好景不长，从9月末至10月综合来看无论是单独的V价格还是化工板块的指数，都难以表明实际价格有在政策因素的基础上更进一步的动力。

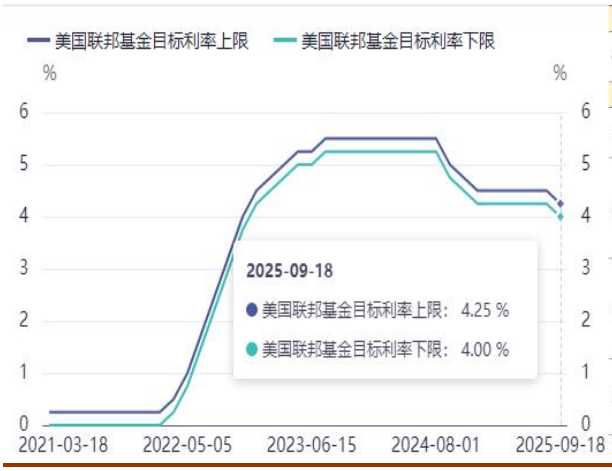
特别是化工板块，整体从高位回落的幅度较为明显。

能化系中，烧碱、纯碱、甲醇、塑料、苯乙烯、乙二醇、PVC 等等，都是前几年石化产能大扩张，导致产能过剩的行业，从本轮政策支持力度来说，最直接收益的煤炭行业的上涨间接支撑了 PVC 的价格底线,但 PVC 自身的基本面演绎以及印度为主导的出口政策的不确定性,也进一步反向加剧了套保盘和前期多方止盈盘的压制程度。反内卷带来的升与落，贯穿近三个月 PVC 的表现。

二、宏观因素概览

美联储降息周期开启 中国反内卷持续加码

图3：美联储利率结构&中国Q3经济数据



	单位：%	较上季变化	25Q3	25Q2	25Q1	24Q4	24Q3	24Q2	24Q1	23Q4	23Q3
GDP	实际同比	-0.4	4.8	5.2	5.4	5.4	4.6	4.7	5.3	5.3	5.0
	名义同比	-0.2	3.7	3.9	4.6	4.6	4.1	4.0	4.2	4.4	4.1
	单位：%	较上月变化	25-09	25-08	25-07	25-06	25-05	25-04	25-03	25-02	24-12
生产	工业增加值当月同比	1.3	6.5	5.2	5.7	6.8	5.8	6.1	7.7	5.9	6.2
	服务业生产指数当月同比	0.0	5.6	5.6	5.8	6.0	6.2	6.0	6.3	5.6	6.5
投资	固定资产投资当月同比	0.0	-7.1	-7.1	-5.3	-0.1	2.7	3.5	4.3	4.1	2.2
	制造业	-0.6	-1.9	-1.3	-0.3	5.1	7.8	8.2	9.2	9.0	8.3
	基建(不含电力)	1.2	-4.6	-5.9	-5.1	2.0	5.1	5.8	5.9	5.6	6.3
	地产	-1.8	-21.3	-19.5	-17.0	-12.9	-12.0	-11.3	-10.0	-9.8	-13.3
消费	社零当月同比	-0.4	3.0	3.4	3.7	4.8	6.4	5.1	5.9	4.0	3.7
	商品零售	-0.3	3.3	3.6	4.0	5.3	6.5	5.1	5.9	3.9	3.9
	餐饮收入	-1.2	0.9	2.1	1.1	0.9	5.9	5.2	5.6	4.3	2.7
	除汽车外	-0.5	3.2	3.7	4.3	4.8	7.0	5.6	6.0	4.8	4.2
地产	销售面积当月同比	-0.9	-11.9	-11.0	-8.4	-6.6	-4.6	-2.9	-1.6	-5.5	0.4
	新开工当月同比	4.8	-15.0	-19.8	-15.2	-9.5	-18.7	-22.3	-18.7	-29.9	-16.9
	竣工当月同比	21.7	0.4	-21.3	-29.4	-2.2	-19.1	-28.2	-11.7	-15.7	-26.0
就业	城镇调查失业率	-0.1	5.2	5.3	5.2	5.0	5.0	5.1	5.2	5.4	5.1

数据来源：IFIND、华安期货研究院

聚焦美国政策背景与降息动因，具体如下：

1、经济放缓压力：美国最新 GDP 增速放缓，核心通胀居高不下，消费信心指数跌至五年新低，企业投资与出口持续疲软；

2、地缘政治与贸易风险：中东冲突导致油价波动，叠加特朗普关税政策对企业供应链的冲击，加剧经济不确定性；

3、政治压力与市场预期：特朗普政府施压美联储加快降息步伐，以缓解融资成本并提振股市，市场预期 25 年内降息 3 次。

中国央行货币+财政政策主要推动因素：

1、内需不足与通缩隐忧：国内 CPI 负反馈，工业品价格（PPI）持续承压，居民消费与投资意愿低迷，亟需降低融资成本刺激需求。

2、逆周期调节加码：为实现全年经济增长目标，央行通过降准、调降逆回购利率及 LPR，释放流动性并强化政策利率传导。

3、房地产与地方债务风险：通过下调 5 年期 LPR 减轻房贷压力，同时配合地方债务化解政策，稳定金融系统。

从结果看，Q3 经济整体表现算是预期内的下半区，也就是偏弱的状态，主要矛盾依然集中在受到地产拖累的投资和相对乏力的消费内需上。恰逢十五五规划出台的，相关数据有望对新一轮政策的方向提供一些指引。

从 7 月初提出的“反内卷”政策来看，前期“内耗式”发展模式，会削弱我国产业在全球价值链中的竞争力，与高质量发展目标明显背离。而这一问题的根源主要来自需求与供给两端的双重压力。

首先，在需求端方面，内需不足的问题持续存在，消费与投资对工业品的拉动作用偏弱。

其次，在供给端方面重复建设问题突出，地方政府的同质化投资行为加剧了部分行业的产能过剩，而企业为争夺市场份额展开的内卷式降价竞争，进一步压低了产品价格，使得价格回升面临巨大压力。

这种供需失衡与无序竞争的叠加，不仅制约了企业盈利能力的提升，也阻碍了产业向高质量发展阶段的转型。

图4：对比15年供给侧改革

维度	2015年供给侧改革	2025年“反内卷”政策	核心差异
核心矛盾	传统行业绝对过剩(钢铁、煤炭产能利用率<60%)	结构性过剩(低端过剩与高端不足并存)	前者解决“生存问题”，后者解决“发展质量问题”
针对行业	上游原材料(钢铁、煤炭、水泥)	中下游新兴制造(光伏、新能源车、锂电池)	上游国企为主 → 下游民企为主
政策目标	去产能、去库存、降杠杆	防低价竞争、促技术升级、破地方保护	从“休克疗法”转向“动态优化”
执行手段	行政主导(强制关停、指标置换)	市场化+法制化(行业自律、碳排放双控、公平竞争)	避免“一刀切”，注重长效机制

数据来源：IFIND；华安期货研究院

从上一轮改革与这次对比来看，此次涉及行业范围不同：重点涵盖了新能源汽车、光伏、锂电等代表新质生产力的新兴产业。另外外部环境更为复杂：外部关税政策存在较大不确定性。同时在地产上存在周期背景不同：上下行周期显著差异。

最后是政策目标存在差异：侧重于创建全国统一大市场，依法依规治理企业无序竞争，推进点行业产能治理，全面提升我国产业在全球的竞争力。

从 10 月结尾来看，不同层级的反内卷相关政策文件也在不断推出，对各行各业的引导和路径指明逐渐明细，也为反内卷政策的中长期延续性奠定了基础。

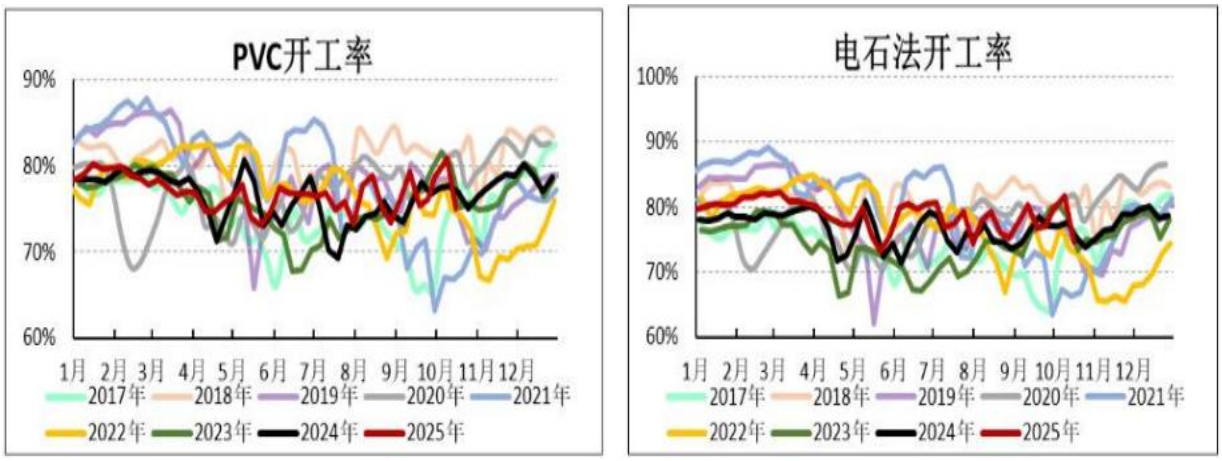
三、PVC供需分析

电石法老旧产能占比较低 供应压力阶段性下降

PVC从25年初延续到Q3结束的供应节奏始终不温不火，年内检修低谷维持在74%附近就未能继续下降，检修高峰过后至9月初的78%附近，力度和开工降低幅度基本与去年保持一致，横向对比近5年属于中等水平开工。虽然数据上来看中规中矩，目前市场格局下必须出现强有力的供应局面变化，才能成为改变行情的突破点。按照往年经验对比当开工率跌至72%以下时，边际效应会比较明显的传导至PVC价格中，从最新数据来看上游开工负荷在10月下旬继续下降至73.74%。10月中下

旬检修损失量较大，个别企业如君正蒙西，鲁泰等装置重启时间较原计划延迟2-3天左右，导致近期负荷创新低。但从盘面以及贸易商交易感官上看对行情决定性权重在降低。

图4：PVC开工率



数据来源：钢联；华安期货研究院

图5：PVC后续检修计划

后期计划检修企业				
华北	山西瑞恒（一厂）	电石法	20	计划9月30日-10月4日停车检修
华北	山东鲁泰	电石法	36	计划10月10日开始检修一周
华北	山东信发（老厂）	电石法	75	计划10月中旬开始轮修
西北	内蒙君正（蒙西厂区）	电石法	38	计划10月10日-10月20日检修
华南	广东东曹	乙烯法	22	计划10月10日检修5天
西北	新疆中泰（托克逊厂区）	电石法	20	计划10月16日-10月22日停车检修
西北	阿拉尔青松化工	电石法	12	10月有检修计划
西北	内蒙亿利	电石法	25	10月有检修计划
东北	航锦科技	电石法	6	计划10月20日检修10天
西北	新疆天业	电石法	80	10月份部分厂区有检修计划
总计			334	

数据来源：钢联；华安期货研究院

图6：PVC老旧产能占比

类型	区域	省份	企业名称	工艺路线	企业性质	投产时间	产能（万吨）	技改/投产备注
超20年装置	华东	山东省	中国石油化工股份有限公司齐鲁分公司	乙烯法	国企	May-96	24	已技改
	华东	江苏省	苏州华苏塑料有限公司	乙烯法	外企	Sep-99	12	已停产
	华北	天津市	天津乐金渤海化学有限公司	乙烯法	外企	Oct-99	15	VCM已技改，PVC年底迁建技改
	西北	宁夏回族自	宁夏英力特化工股份有限公司	电石法	国企	Jan-00	30	已技改：2024年
	华中	河南省	昊华宇航化工有限责任公司	电石法	国企	Jan-00	6	已技改
	西南	四川省	四川省金路树脂有限公司	电石法	民企	Jun-00	2	已技改：2006年
	西南	四川省	四川省金路树脂有限公司	电石法	民企	Jan-01	2	已技改：2007年
	华北	天津市	天津乐金渤海化学有限公司	乙烯法	外企	Jan-01	13	VCM已技改，PVC年底迁建技改
	华东	山东省	中国石油化工股份有限公司齐鲁分公司	乙烯法	国企	Dec-19	12	已技改
	西南	四川省	四川金路树脂有限公司	电石法	民企	Jan-02	6	已技改：2006年
	华北	山西省	山西榆社化工股份有限公司	电石法	民企	Oct-02	4	已技改：2019年
	西北	内蒙古自治	内蒙古三联化工股份有限公司	电石法	民企	Jan-03	10	即将搬迁升级：2025年
	华东	浙江省	台塑工业（宁波）有限公司	乙烯法	外企	Jan-03	40	待确认
	华北	天津市	天津乐金渤海化学有限公司	乙烯法	外企	Jan-03	6	VCM已技改，PVC年底迁建技改
	华北	山西省	山西榆社化工股份有限公司	电石法	民企	Jan-03	3	已技改：2019年
	西北	内蒙古自治	内蒙古三联化工股份有限公司	电石法	民企	Jan-03	10	即将搬迁升级：2025年
	华中	河南省	昊华宇航化工有限责任公司	电石法	国企	Jun-03	2	已技改
	西南	四川省	四川省金路树脂有限公司	电石法	民企	Jan-04	6	已技改：2006年

数据来源：钢联；华安期货研究院

再叠加三季度PVC行业整体产能投放力较大，主要约有140万吨的新增产能落地。随着9-10月新增万华化学新增产能50万吨以及大沽40万吨的量产，供应量总

产能开始再一次攀升。这不仅仅影响到目前的产业趋势，很有可能延续到Q4甚至26年上半年。

那么V产能端的老旧产能占比与整体煤炭端的未来预期有多大是个关键。实际上氯碱产业中，V的老旧电石产能并没有特别夸张。截止2025年目前运行时间超过20年的PVC粉装置大约有218万吨仅仅占目前总产能的7.63%，其中这部分装置中有35万吨装置目前处于长期停车状态。

另外装置运行年限在20年以内的PVC粉装置中有160万吨处于长期停车状态，这是由于近4年的长期下跌后部分装置长期利润损失，企业选择关停，这部分装置在后期PVC利润恢复的情况下存在有复产的可能性。

从目前工信部等五部委对于石化化工老旧装置评估的通知来看，对PVC行业基本面的影响相对有限。主要体现在以下四个方面。

1.即使认定为老旧装置，目前工信部等五部委通知中的意见也仅为更新改造。

2.PVC装置中符合老旧装置的企业仅有218万吨，而且有35万吨停车状态，实际运行的20年以上的装置在183万吨。这对于接近3000W吨总产能的行业来说，即使全部置换关停，也只有一个短暂的情绪影响而大于实质

3.老旧装置的认定过程中或存在一定的争议，企业对长时间运行的装置在不断的升级改造，最后的评估产能要通过官方公布。

4.运行时间在20年以内的长期停车装置有160万吨，如果PVC利润恢复，存在有复产的可能。

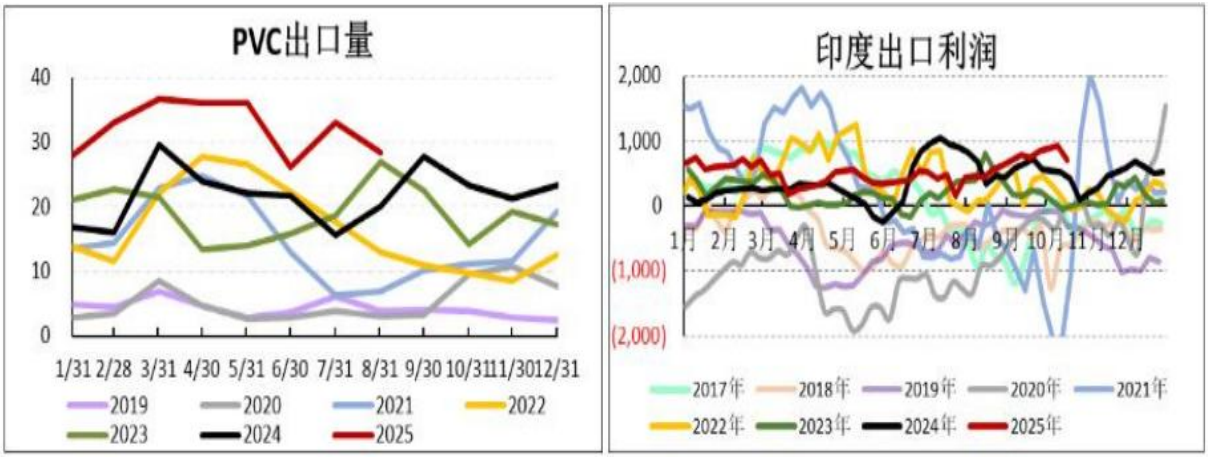
从本年度产能释放节奏：“前缓后急”特征显著上半年缓慢释放新增产能仅占全年计划（220-300万吨）的26.7%，实际投产规模较小。原计划项目如福建万华（50万吨）、天津渤化（40万吨）均推迟至下半年9-10月投产。

抢出口与阶段性转淡并存 Q4印度出口政策落地

首先从宏观格局来看,印度为代表的新兴市场国家以及美国进入了潜在的降息资本开支周期，从工程机械、钢材等全球销售及我国出口数据都可以看出，海外新兴国家对于相关工业产品的需求出现了明显放大。化工中许多基础材料的出口近期也开始出现明显增长，如聚乙烯、聚丙烯、PVC等。

7月印度相关部门发布最新要求：进口到印度的PVC树脂必须获得BIS认证延长到25年12月：印度商工部发布公告称，应印度国内企业Chemplast Cuddalore Vinyls Limited、DCM Shriram Limited以及DCW Limited提交的申请，对原产于或进口自中国大陆、印度尼西亚、日本、韩国、台湾地区、泰国以及美国的聚氯乙烯悬浮树脂（PVC Suspension Resins）启动反倾销调查继续推迟。叠加前期的BIS政策延长到12月，足以反应我国对印出口仍处于重要地位。

图7：PVC出口量及出口利润



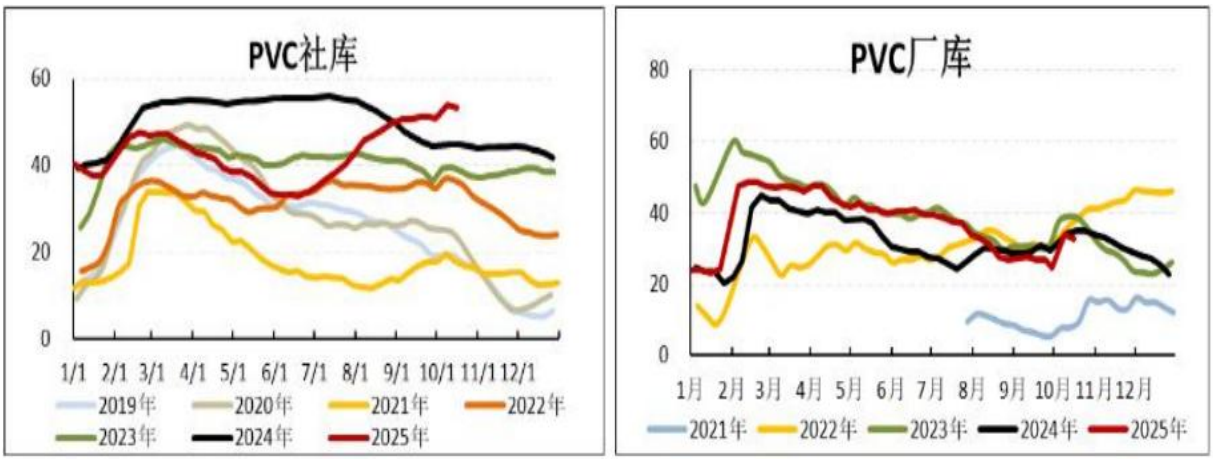
数据来源：钢联；华安期货研究院

台塑近日公布的2025年11月美金报盘再度下调。新报价较前次全线下调20美元/吨，目前FOB台湾报600美元/吨，CIF中国报650美元/吨，CIF印度报700美元/吨。内贸价格平稳较低，出口端政策性因素短期抢出口行为后有所滑落，2025年内周均值水平(3万)，10月内4周均值2.96万。出口接单量电石法和乙烯法比例约为1:2左右。印度BIS政策落地时间推迟，但近期签单波动受外部影响较多，整体维持。

印度反倾销终裁于8月14日发布公示，对华征收税率高于预期并大幅高于日、韩以及美国，但未正式执行。最终结果预计在年末或将落地，印度对台塑征收反倾税47，对中国为122-232。国内出口主力企业大沽为122 ，海湾为134 ，其余电石法主力为140。BIS政策延迟6个月，也将于2025年12月24日执行。年末印度方面出口政策落地较多，出口抢单与转淡并存。年内对对中东，南亚，非洲，中亚等地区出口大增或对冲部分往印度损失量。

低价去库效应需观察

图8：社会库存与厂库



数据来源：钢联；华安期货研究院

今年以来前半段周期内，PVC连续低价的传导体现在社会库存上就是较为轻盈的去库。社会库存呈现“先累库后去库、总量承压但阶段性改善”的特征。但从7月起进入累库周期，一直延续到10月上旬，整合累库现象明显，回归历史高位。下游需求恢复较慢（硬制品订单较差、软制品也是较为分化）、出口阶段性转弱（7-8月有所波动），社会库存社会库存迎来小幅去化，但本周看来力度放缓。钢联数据显示华东原样本库48.24万吨，较上一期减少0.76%，同比增加19.38%。华南样本库存4.68万吨，较上一期减少1.68%，同比增加14.99%。但库存绝对值仍超45万吨，反映区域需求恢复有限。华南地区库存压力相对较小，但同比也处于历史高位。

但从9月至10月上旬这一阶段，PVC甚至不断呈现低价累库，贸易商心态谨慎接货，实际再传导到下游终端又显示不畅。这就造成目前社库累库去库周期较慢，上游厂库下降的明显背离现象。从社会库存角度来说一直是困扰PVC行情正向发展的瓶颈，边际改善信号需要持续观察。

四、11月市场展望

中旬开始PVC期货连续下跌创造年内新低，随后煤炭整体水位上移，宏观会议下整体节点平稳过渡，但从上游厂商及中下游接货意愿来看，整体预期不高。月末附近开始观察到低价去库边际效应有所重归视野，但再度转弱可能性较大。

产业链库存短暂的低价去库效应回归，绝对新低阶段下库存压力有所缓解，但延续性已经出现松动。出口端也存在一定的反复现象，海外反倾销税等环节边际影响出口节奏，美联储月底降息幅度与国内重要会议成为重点关注的宏观路径。海内外定价权品种与内地品种近期出现较大分化，PVC金九银十需求端基本落空，低价去库存连续性需要继续观察，在没有发生足够大的转折前PVC整体偏弱思路看待。

策略：前期01阶段高点区域套保商普遍参与，近期兑现后行情有所反弹。目前整体行情观察确认探底迹象尚为探明，低价去库库存边际效应消失，石化行业工作方案政策支撑力度尚可，但逻辑偏长，内需弱势品种PVC反弹后持续性不强，等待供需演变下的库存拐点。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货研究院力求准确可靠，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。