聚焦实质供应 顶底格局形成

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

华安期货温馨提示：

“期”待诚信

“货”真价实

2025 年 8 月 7 日

要点提示：

1、反内卷催化后，情绪与现实面临转折点；

2、实际电石端供应影响有限，出口放缓，观察后续趋势可能；

3、PVC下有支撑上有封顶，节点机会或在三季度末；

影响总结：

V聚焦供应实质后可以发现老旧产能的去除只能形成PVC价格的托底，情绪上的影响大于实质。而近期明显的社库累库反弹，上游厂库下降的明显背离现象反推，套保商应该高位布局了一定的空单。8月需要注意反内卷后期市场的整体演绎，情绪过后，V产业趋势供给端实际受影响较小。名牌上看内需依然存在不确定性，或在8月逐步考验压力，出口依旧保持着最重要的消纳产能的渠道。观察上有封顶、下有支撑的震荡区间能否形成。

一、反内卷带来的新路径

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。

存在阶段性的上半年性检修，但开工率的变化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：黑色+化工系反弹



数据来源：通达信、华安期货研究院

但是随着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。从7月中旬到下旬，09合约从低位的4900左右的位置反弹最高至5391的高点。

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，反内卷带来的新路径引发本次行情。

随着 7 月底政治局会议的指示落地，对于“反内卷”的定调也以集中于光伏等重点行业为主的方向。PVC 跟随主要交易核心焦煤的回落而见顶再度下跌，那么反内卷路径的演绎对于 PVC 具体影响有多少，主要从宏观与供应聚焦两方面去考虑。

二、美联储降息周期临近 中国反内卷期待新演绎

图3：美联储利率结构预测

会议时间	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025-09-17										79.60%	20.40%
2025-10-29									60.40%	34.70%	4.90%
2025-12-10								48.10%	40.00%	10.90%	1.00%
2026-01-28							21.30%	44.50%	27.10%	6.50%	0.60%
2026-03-18						11.30%	33.60%	35.30%	16.20%	3.40%	0.30%
2026-04-29					3.30%	17.80%	34.00%	29.70%	12.50%	2.50%	0.20%
2026-06-17				1.90%	11.50%	27.00%	31.60%	19.90%	6.80%	1.20%	0.10%
2026-07-29			0.60%	5.10%	16.70%	28.50%	27.70%	15.60%	4.90%	0.80%	0.10%
2026-09-16		0.20%	2.20%	9.30%	21.00%	28.20%	23.30%	11.70%	3.40%	0.50%	

数据来源：IFIND、华安期货研究院

现在聚焦美国政策背景与降息动因，具体如下：

1、经济放缓压力：美国二季度 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：中东冲突升级推高油价，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、美国方面大幅下修非农就业数据，引发经济滞涨衰退的预期加大；

4、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经济，市场预期 9 月降息概率接近 80%。

中国央行降息动因：

1、内需不足与通缩隐忧：国内 CPI 连续负增长，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。

中美在 7 月底谈判后的宏观政策共振的核心在于通过降息对冲经济下行压力，但两国政策目标与工具存在差异：美联储侧重短期市场稳定与政治诉求，中国则聚焦结构性改革与内需提振。需关注美联储 9 月议息会议落地后的市场方向，以及国内政策传导效果是否超预期。

从7月提出的“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

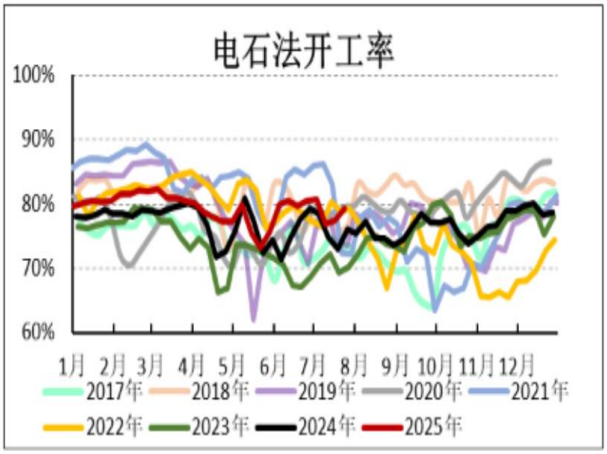
从上一轮改革与这次对比来看，此次涉及行业范围不同：重点涵盖了新能源汽车、光伏、锂电等代表新质生产力的新兴产业。另外外部环境更为复杂：外部关税政策存在较大不确定性。同时在地产上存在周期背景不同：上下行周期显著差异。

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。

三、聚焦供应实质 边际影响低于预期

电石法老旧产能占比较低 情绪影响大于实质

图4：PVC电石法开工率



数据来源：钢联；华安期货研究院

化工行业里大部分品种都在4年的下跌后呈现出低估值、低价格、低利润甚至负利润的格局。PVC的三低情况也延续了相当长时间，主要原因是高库存与高开工率的持续压制。反内卷的重点方向之一就是对于无序低价的整改，产能集中度较高的PVC重点关注方向应当在于老旧产能的去化和边际影响大小的界定。

从当下时间点来看，25年检修节奏与去年类似，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7月末的75.81%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，但这个改变供应的节点迟迟未能到位，直到7月初开启的反内卷政策，提供了一些可能的土壤和预期。

图5：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

那么V产能端的老旧产能占比与整体煤炭端的未来价格变动幅度是个关键。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5月30日目前运行时间超过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。

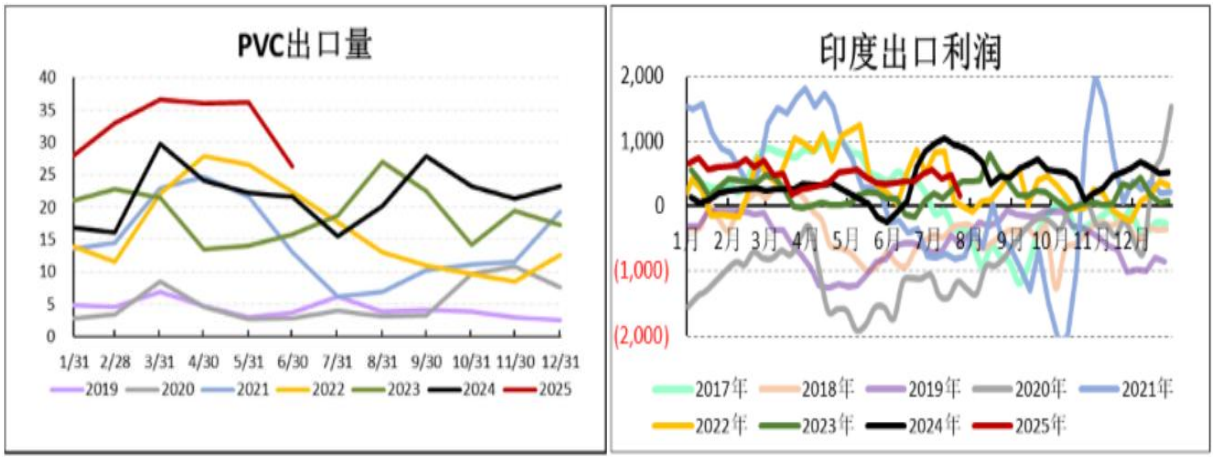
所以聚焦实质供应，整体V端可以改善的产能确实存在，这个窗口期与产能的影响不足以持续逆转行业现状，但可以提供情绪以及底部的支撑形成。毕竟经过4年的消化、目前V的价格和利润都属于绝对的低位区间。

从未来产能释放节奏："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）均推迟至下半年投产。

涨价后对V出口签单形成压力

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。

图6：PVC出口量及出口利润



数据来源：钢联；华安期货研究院

印标仍然是最重要的出口目的地，印度本土因其有限的PVC产能以及在未来鲜有扩产计划，严重依赖从海外进口PVC来满足国内的需求。而且25年的整体PVC出口量再度创造历史新高，成为了非常重要的消纳过剩产能和库存的渠道。

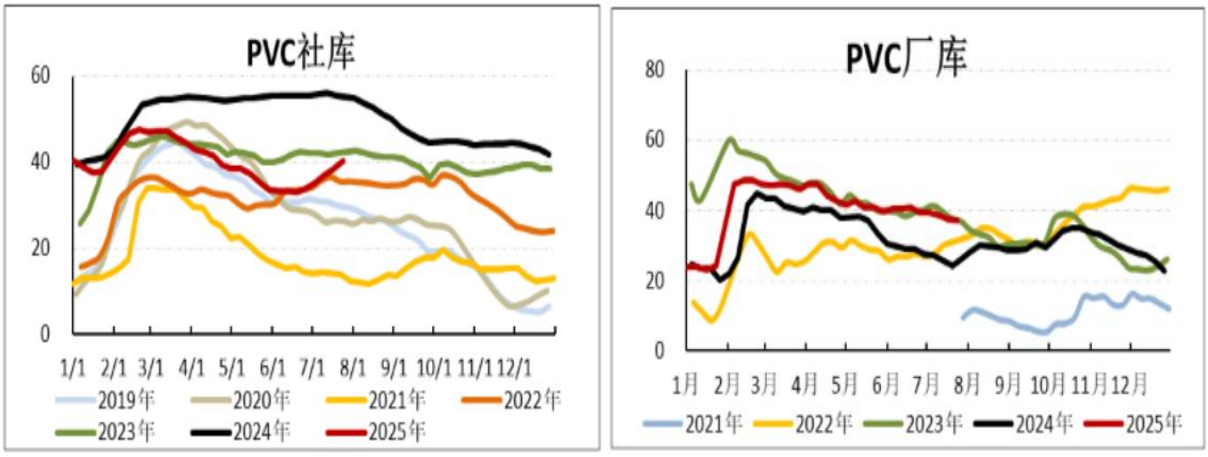
从近期的PVC价格的变动，若形成持续重心抬升趋势，是否会对出口签单形成压力是未来需要重点观察的重点。从目前的贸易商反馈来看，叠加7月台塑降低报价，整体价格重心上涨后确实存在一定出口量减少，所以V本身的上涨也处于矛盾与现实交织的因素当中。

厂库与社会库存背离 高价阻碍去库明显

在1-6月，PVC连续低价的优点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。3月起进入去库周期，3月第四周起，下游需求恢复（软制品订单较好）、出口分流（1-2月价格优势推动出口），社会库存（新样本）连续两周下降至81.98万吨（环比-0.29%），去库时间较2024年提前一周。其中，华东去库速度较快（如6月华东库存环比-0.68%），但库存绝对值仍超35万吨，反映区域需求恢复有限。华南地区库存压力相对较小，但同比降幅低于华东，需求受雨季影响更大。

图7：社会库存与厂库



数据来源：钢联；华安期货研究院

但从6月底至8月初这一阶段，PVC呈现出上游提价，贸易商心态谨慎接货到部分中间商追涨接货，但实际再传导到下游终端又显示不畅。这就造成了近期明显的社库累库反弹，上游厂库下降的明显背离现象。

这也反应了目前现实的矛盾与预期的改善之间存在需要消化的桎梏：从社会库存角度来说一直是困扰PVC行情正向发展的瓶颈，V若想摆脱行业现状需要持续的降库去库、但去库又依赖较低的价格去进行传导；一旦价格快速上涨，从终端的反馈来看则会引发中游的累库，传导机制的问题也形成了了PVC的顶。

四、反内卷影响总结

V聚焦供应实质后可以发现老旧产能的去除只能形成PVC价格的托底，情绪上的影响大于实质。而近期明显的社库累库反弹，上游厂库下降的明显背离现象反推，套保商应该高位布局了一定的空单。观察上有封顶、下有支撑的震荡区间能否形成。8月需要注意反内卷后期市场的整体演绎，情绪过后，V产业趋势供给端实际受影响较小。名牌上看内需依然存在不确定性，或在8月逐步考验压力，出口依旧保持着最重要的消纳产能的渠道。

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。