山重水复疑无路 柳暗花明又一村

2026 年度报

2025 年 12 月 16 日

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776号

陆哲远 首席分析师

从业/投资咨询证号：

F3021654/Z0013532

初 审：夏雨辰

F3031745/Z0014542

复 审：安 然

F03095127/Z0017391

终 审：闫 丰

F0251054/Z0001643

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

要点提示：

PVC从目前的泥沼脱身而出是2026年行业努力的方向，从宏观路径以及自身基本面来看依然存在不确定性与压力。但没有一个春天不会到来，26年的两个潜在改善点或将成为行业转折。

预期差来看：市场整体给予PVC预期较为悲观，PVC真正跨越过低谷区间仍需时间，26年供应结合当前极低的估值因素，一旦促成大规模春检的扩张，或将存在较大的预期差，西北市场降负荷率与减产力度决定市场估值复苏底部；

另一方面印度接连取消BIS认证与反倾销税后，26年延续承接国内PVC大额出口确定性增大。同时越南、中亚等新兴市场的强劲需求在未来3年内也是有所保证的。若出口增速在26年能维持在20%以上。一旦上述两点同时成立，对于明年PVC转向供需平衡的促进具有比较重要的意义。当然这一切的落脚点需要在05合约甚至09合约上去实现。

PVC毕竟经历了4年多时间的下降周期，在极度低估值状态下，起码类似24年上下半年两次脉冲式的行情依然可能在26年复刻，对于快速站上重要均线的脉冲式行情需要有足够的灵敏度。

行情展望：

策略：首先1-5月差考虑继续在目前价差情况下区间高抛低吸，其次注意关键减产/降负荷信号节点与出口增速维持共振出现前后，站上重要均线位置的修复估值行情。

目录

山重水复疑无路 柳暗花明又一村 1
一、2025 年 PVC 行情复盘 3
1.1 年末刷新历史新低 3
1.2 行情总结 4
2.1 国际宏观导向 5
2.2 国内宏观导向 5
三、深渊还是黎明前的黑暗 26 年或成转折点 7
3.1 PVC 供需展望 7
3.2 Contango 结构下反套行为持续 13
四、2026 年 PVC 策略 14

图表目录

图1:国内PVC期现价格走势回顾 3
图2: 美联储利率 &FOMC 预测利率 5
图3:政策传导的路径和预期 6
图4: PVC 整体开工率 & 电石法开工率 7
图5: PVC25年新增投产 8
图6: PVC25老旧产能 9
图7:PVC出口量分国别 10
图8:PVC出口量(万吨)& 出口印度利润 10
图9:社会库存季节图 & 西北厂库库存(万吨) 11
图10: PVC一体化综合利润 & 外采电石综合利润 12
图11: 地产开发投资完成额 & 地产竣工面积 12
图 12: PVC 下游管道开工&型材开工率（%） 13
图 13:PVC 注册仓单量 13

一、2025年PVC行情复盘

1.1 年末刷新历史新低

在当前时间点再看2025年PVC市场，从弱现实强预期的期待，到无奈接受年尾的历史新低现实，无疑对产业人来说是失望的一年。2021年10月PVC历史新高见顶来算，距离PVC在处于下降趋势通道已经4年有余，25年全年呈现“年初强预期但实际反应平淡—年中反内卷浪潮下的短暂喘息冲高—年末加速探底”的倒V走势。

强预期，指的是PVC经历漫长的调整，部分市场资金对于PVC品种的政策性反弹需求复苏韧性存在预期；弱现实，产业链利润环节的薄弱的叠加前期地产弱市与需求端的证伪，在累库后形成的持续低迷。可以看到在2-5月份的常规检修季节，整体行情不但没有反弹，甚至05合约从1-2月份的平台向下调整一路走低，V行情整体沉闷而低迷。老生常谈的问题，低需求，高库存，虽然存在阶段性的季节性检修，但开工率的常规性变化无法引导盘面预期，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期现价格走势回顾



数据来源：同花顺、华安期货研究院

第二阶段：6 月初之前 PVC 市场延续年初预期落空后的低迷走势，华东现货价格从 5200 元/吨的年初高点缓慢回落至 4600 元/吨，行业亏损面扩大至 60%，市场陷入“降价抢单—利润压缩—再降价”的内卷循环。6 月中下旬工信部联合石化联合会出台《氯碱行业反内卷专项调控政策》，直接催化了一轮阶段性反弹行情，反内卷政策落地，多维发力激活反弹行情：政策核心包含三方面具体措施：一是明确 2025-2026 年氯碱行业产能置换比例提升至 1.2:1，严禁未批先建项目，直接叫停了山东信发 25 万吨、河南联创 40 万吨等 3 个未合规重启的老项目；二是组织 15 家头部氯碱企业签订《限产保价倡议》，约定 6-8 月行业开工率降至 72%-75%，较前期下降 3-5 个百分点，其中新疆天业、君正集团等龙头企业率先将开工率从 85%降至 70%；三是阶段性上调 PVC 出口退税至 13%（原 10%），重点支持高附加值的 PVC 糊树脂、医用级树脂出口。政策出台后，市场情绪快速提振，贸易商开始主动

补库，下游管材企业因“买涨不买跌”心态备货量环比增加 40%，推动现货价格在 1 个月内完成 400 元/吨的反弹。

7 月中旬反内卷整体政策的出台，华东现货价格冲高至 5000 元/吨，较政策出台前涨幅达 8.7%，但因基本面支撑不足，反弹根基薄弱，需求疲软成“致命短板”：政策刺激的反弹未能持续，核心症结在于需求端仍未改善。7 月全国房屋新开工面积同比下降 21.3%，较 6 月降幅扩大 2.5 个百分点，竣工面积同比下降 18.1%，“保交楼”仅带动存量项目用货，新增需求几乎为零。下游制品企业开工率虽从 45%短暂回升至 55%，但多为阶段性补库。8 月后重回震荡回落通道，10 月末价格回落至 4550 元/吨，较反弹高点下跌 9%。此阶段行情呈现“政策刺激反弹—现实约束回落”的清晰脉络。

第三阶段：年末（11-12 月）多重利空叠加，价格创历史新低。

11 月后 PVC 市场进入“供需双弱+成本坍塌+外部利空”的三重压力期，价格加速突破前期支撑位，最终创下历史新低。11 月 PVC 主力合约最低触及 4416 元/吨，12 月 11 日收盘价进一步跌至 4276 元/吨，华东现货价格同步跌破 4350 元/吨，较 2015 年历史低点还低 600 元/吨左右。此阶段的核心驱动因素包括：

需求端进入传统淡季：北方地区 11 月后气温下降，建筑工地大面积停工，管材、型材需求几乎停滞，下游开工率降至 35%-40%的历史低位；南方地区虽未完全停工，但企业多以“小单按需采购”为主，市场缺乏备货动力，11 月表观消费量同比下降 8.2%。

成本端支撑彻底失效：原料价格同步坍塌，11 月电石价格跌至 2500 元/吨，较年初下跌 10%；东北亚乙烯价格跌至 730 美元/吨，同比下跌 15%；液氯价格更是跌至 25 元/吨，较年初跌幅达 83%，创历史新低。成本端的大幅下行让 PVC 失去“托底”力量，电石法 PVC 理论亏损扩大至 587 元/吨，乙烯法 PVC 首次出现 170 元/吨的亏损，企业陷入“生产亏损、停产亏更多”的困境。

市场情绪释放：高库存（12 月常规社会库存仍大于 45 万吨）和持续亏损导致市场信心下降，贸易商为回笼资金降价抛售，部分企业甚至以“贴水成本”价出货，形成“降价—抛售—库存增加—再降价”的恶性循环。

1.2 行情总结

全年行情核心总结是出于供需失衡主导的“预期与现实背离”。本质是间歇性“强政策预期”与“弱产业现实”的持续背离，而氯碱行业的“联产特性”和“结构性过剩”则放大了这一矛盾。

二、十五五规划与反内卷发力 海外降息稳步落地

2.1 国际宏观导向

美联储降息如期落地 预计明年分歧加剧下谨慎放缓

图2：美联储利率&FOMC预测利率



会议时间	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375
2026-01-28								24.40%	75.60%
2026-03-18							8.10%	41.50%	50.40%
2026-04-29						1.60%	14.70%	43.20%	40.50%
2026-06-17					0.80%	8.40%	29.60%	41.80%	19.40%
2026-07-29				0.20%	3.00%	14.50%	33.10%	35.30%	13.80%
2026-09-16			0.10%	1.10%	6.50%	20.20%	33.80%	28.80%	9.60%
2026-10-28			0.20%	1.90%	8.60%	22.30%	33.00%	25.80%	8.10%
2026-12-09			0.50%	2.90%	10.70%	23.90%	31.90%	23.10%	6.90%
2027-01-27			0.50%	2.90%	10.70%	23.90%	31.90%	23.10%	6.90%

数据来源：同花顺、华安期货研究院

2025年美联储货币政策完成“从暂停观望到连续宽松”的转向，全年累计降息75个基点，将联邦基金利率目标区间从年初的4.25%-4.50%降至年末的3.50%-3.75%，整体路径呈现“前稳后松、分歧加剧”的特征。

2025年连续三次降息后，从核心信号看，点阵图中值维持2026年仅1次25bp降息的预测（目标利率3.4%），与9月预测一致，但内部分歧进一步扩大——19名官员中7人主张全年维持利率不变、3人支持加息，仅4人预测两次降息，所谓“中值共识”极为脆弱。鲍威尔讲话明确通胀仍高于2%目标，强调商品通胀或于2026年一季度见顶（主要受关税一次性影响），政策声明新增“考虑进一步调整的幅度和时机”表述，该表述曾在2024年12月出现后引发半年暂停降息，暗示1月大概率暂停降息以观察数据。叠加鲍威尔任期至5月、热门候选人哈塞特虽提及“降息空间”但强调“需盯数据谨慎操作”，2026年降息或集中于年中后，全年降息次数大概率收窄至1次，且需等待就业疲软、核心PCE通胀明确跌破2.5%的信号。

2.2 国内宏观导向

信心共识重聚 十五五再起航

随着12月经济会议正式落地，本次经济工作会议作为“十四五”收官与“十五五”开局的承前启后会议，关注度极高，要点如下：

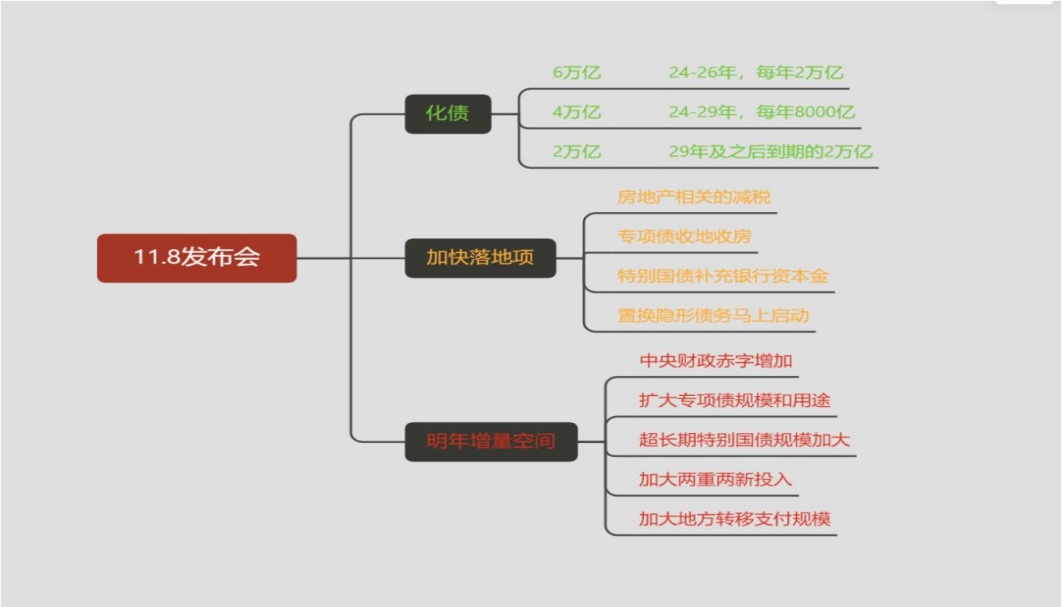
回顾与现状：“十四五”圆满收官，过去五年有效应对多重挑战；当前经济面临外部环境复杂、内部供强需弱、重点领域隐患多等转型问题，明确以“苦练内功”应对外部挑战，坚定长期向好信心。

宏观政策基调：坚持稳中求进，实施更积极有为的宏观政策。财政端保持必

要赤字与债务规模，优化支出结构并化解地方困难；货币端适度宽松，运用降准降息等工具支持内需与科创，稳人民币汇率。强化政策取向一致性评估，健全预期管理。

八大任务核心：①内需主导：提振消费专项行动 + 城乡增收，清理消费限制，推进城市更新；②创新驱动：建京津冀等三大科创中心，深化“人工智能 +”与产业链升级；③改革攻坚：整治内卷式竞争，深化国改与资本市场改革，推进中小金融机构提质；④对外开放：推进海南自贸港，鼓励服务出口；⑤区域联动：县城城镇化+乡村振兴，发展海洋经济；⑥双碳引领：重点行业降碳，建新型能源体系与碳市场；⑦民生保障：稳岗、优化教育与医药采购，稳生育；⑧风险底线：地产因城施策去库存、建“好房子”新模式，有序化债。

图3：政策传导的路径和预期



数据来源：人大会议整理、华安期货研究院

来年的财政发力方向，在去年的会议上也明确做出了解释。图中用红色标注，主要包括五点：一是积极利用可提升的赤字空间。二是扩大专项债券发行规模，拓宽投向领域，提高用作资本金的比例。三是继续发行超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设。四是加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模。五是加大中央对地方转移支付规模，加强对科技创新、民生等重点领域投入保障力度。

全国人大批准新增化债额度后，将支撑后续社融增速保持稳定，新增社融增速回升的拐点信号仍需等待。同时地产端价格的全面企稳还需要政策与时间的支持消纳，预计后续26年两会具体细则的公布将带来更多的信心凝聚与共识确认。

三、深渊还是黎明前的黑暗 26年或成转折点

3.1 PVC供需展望

25年投产高峰集中落地 26年新增规模放缓

从当下时间点来看，全年检修节奏并没有超预期的情况，整体开工负荷率的峰值为81.5%，低位在74%附近，力度和开工降低幅度略低于去年，横向对比近5年属于偏高开工。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68%以下时，边际效应会比较明显传导至PVC价格改善。显然今年低迷的市场，也未能等到深度有效的供给端效应。

图4：PVC整体开工率&电石法开工率



数据来源：钢联，华安期货研究院

行业特性与成本结构决定了目前的产业不振之下，整体开工依然偏高：

1、高固定成本

电石法PVC：国内大多数PVC生产企业采用电石法生产，这种方法的固定成本较高，一旦生产线启动，即使在亏损状态下，企业也需要维持一定的开工率以摊薄固定成本，避免更大的损失。

2、电力成本：西北地区是主要的PVC生产基地，这些地区的电力成本相对较低，尤其是内蒙古、新疆等地，拥有丰富的煤炭资源，这使得企业在一定程度上能够承受较低的市场价格。

更大的问题在于年内的新增投产落地，PVC年内在Q4季度年底的投产新装置真正达产普遍在下一个年份的H1。24年Q4新投产计划的陕西金泰30万吨电石法（无汞）年底投产，也顺延至25年。整体来看，25年国内PVC新增产能投产表现出“产能规模充裕、工艺结构优化、投产进程高效”的核心特征，全年计划新增产能达220万吨。从投产主体格局来看，行业呈现多元化布局特征，头部企业发挥引领作用推动产能扩张：新浦化学与福建万华各释放50万吨新增产能，二者并列为年度产能扩张的核心主体；渤海发展、金泰、海湾化学分别投放40万吨、30万吨、20万吨产能，甘肃耀望30万吨项目则形成补充，共同构成全年产能增量矩阵。

图5：PVC25年新增投产

企业名称	新增产能（万吨）	计划投产时间	产能工艺类型	实际投产/进展状态
新浦化学	50	-	乙烯法	已投产
海湾化学	20	8月	乙烯法	已投产
金泰	30	4月	电石法	已投产
渤海发展	40	9月	乙烯法	已投产
福建万华	50	8月	乙烯法	已投产
甘肃耀里	30	9月	电石法	试产当中

数据来源：钢联；华安期货研究院

在工艺结构层面，25年度新增产能在展现显著结构化升级特征的同时，其规模释放也使供应端压力进一步加剧，其中乙烯法工艺以绝对主导地位成为压力传导的核心来源。新浦化学、海湾化学、渤海发展、福建万华四家企业的乙烯法产能合计达160万吨，占全年新增总产能的72.7%，该类产能依托石化资源实现稳定供应，与电石法60万吨（占比27.3%）产能形成叠加效应，放大了市场供应端的压力。这一结构分布既反映政策对高能耗工艺的调控导向，也折射出新增产能集中释放下供应端的刚性压力。

三季度形成的集中投产高峰，短期内密集释放的产能对市场供应体系形成集中冲击。供应端压力将持续加码，使得国内PVC供应端的沉重压力进一步固化，供需失衡风险进一步凸显。但从26年的情况来看，V产业供应高峰已过，仅有浙江嘉化新建的30W吨产能计划在一季度量产，投产规模放缓。

图6：PVC老旧产能

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

如果从反内卷政策端出发去审视PVC供应，实际上氯碱产业中，V的老旧电石产能也并没有特别夸张。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。

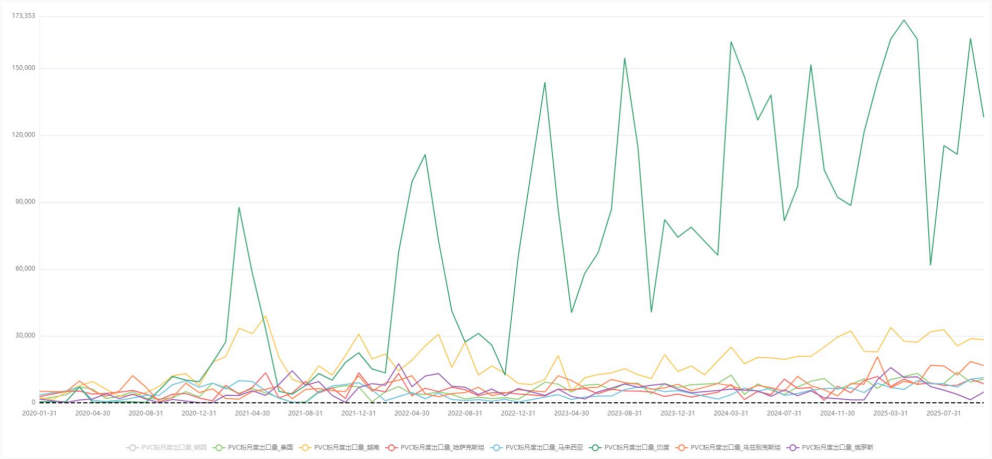
4. 运行时间在20年以内的长期停车装置有160万吨，如果PVC利润恢复，存在有复产的可能。

以上供应局面下直至年尾，面临PVC历史价格新低后全行业亏损之下市场开始认真考虑大规模降负荷和减产可能。但由于冬季温度较低，目前骤然降负容易引发设备问题。可以期待的是，若持续维持当前的低估值，预计26年春检规模非常值得期待，这也是促进明年供应端改善的最重要一点。

PVC出口同比增速再创历史新高 26年能否维持高增速成为关键

首先从大趋势来看,印度为代表的新兴市场国家以及美国进入了降息资本开支周期，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两年也开始出现明显增长，如聚乙烯、聚丙烯、PVC 等。

图7：PVC出口量分国别



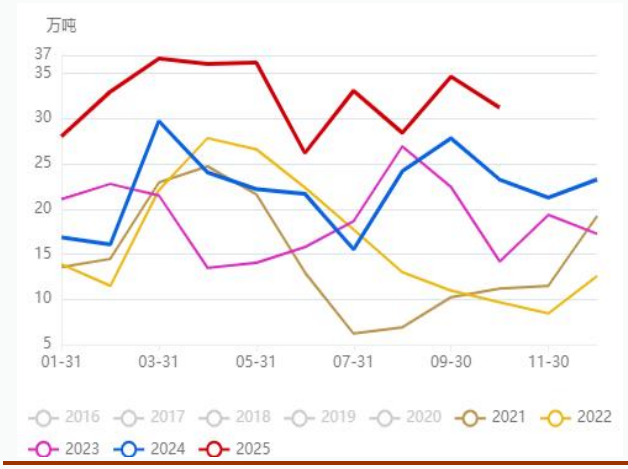
数据来源：海关总署；华安期货研究院

中国 PVC 粉出口量持续大幅增长,成为全球 PVC 贸易格局中最重要的核心成员之一。因价格优势、自身的产能转移需要以及印度、中亚、中东、东南亚及非洲等新兴市场的强劲需求，中国 PVC 粉出口自 2021 年以来持续快速增加，2025 年 1-10

月中国 PVC 粉出口量已达到去年全年的 121.57%。因印度阿达尼和信实项目因财务和技术等原因大概率延迟投产，26 年能否维持高增速成为产业中聚焦的关键点。

我国PVC纯粉出口前十目的地为：印度、越南、乌兹别克斯坦、阿联酋、泰国、尼日利亚、哈萨克斯坦、埃及、孟加拉国和俄罗斯。其中出口至印度和越南的PVC量占我国PVC出口总量的比重提升至接近60%，而总出口量预计占PVC全年产量比重为16%左右，愈发成为重要的过剩产能消纳渠道。

图8：PVC出口量（万吨）&出口印度利润





数据来源：海关总署；钢联；华安期货研究院

印度官方机构已于2025年11月12日宣布，立即废除2024年2月26日发布的关于聚氯乙烯（PVC）均聚物的进口政策通知（编号：S.O.920(E)）。此前要求进口PVC必须符合印度标准局（BIS）认证。此次废除决定由印度化学品与石化部门在征询印度标准局意见后作出，意味着针对进口PVC的BIS强制认证要求正式终止。同时，印度终结了拟针对中国大陆、印度尼西亚、日本、韩国、中国台湾地区、泰国和美国的聚氯乙烯悬浮树脂的反倾销措施。2025年8月14日，印度公布PVC进口反倾销税，8月17日起生效，但终裁三个后，印度财政部未采纳商工部的征税建议，未发布征税令，本案最终以不征税结案。

展望26年的出口，从目前形势来看出口的黄金时代延续对于明年的供需平衡的促进尤为关键。

1、印度正崛起为全球石化产业中心，进口替代能力持续增强。阿达尼集团消息显示，目前印度化学品销售额位居全球第六，石化产品需求预计未来15年将以8%的年均复合增长率扩张，产业总值已突破1800亿美元（2024年数据），同样位列全球第六。

2、近几年越南经济发展迅速，对机械、电子产品、钢材、纺织、化工塑料等品类的进口需求快速增长，成为世界经济增速环节的新锐增长地。其中预计2025年我国对越南PVC出口占PVC出口总量的9.3%，是仅次于印度的最大PVC流向地。全年可能达22-24万吨，为近年的最高水平。

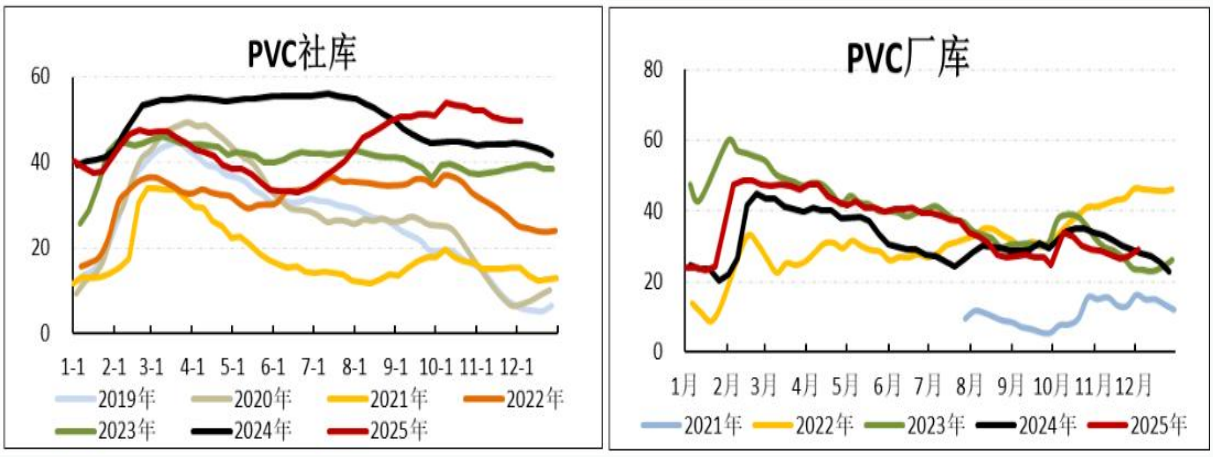
3、中亚地区PVC需求整体处于快速增长阶段，基建和住宅驱动是主要拉动力，预计未来5年对中亚PVC的需求保持二位数的速度，主要增长来自哈萨克斯坦和乌兹别克斯坦。预计2025-2030年中亚PVC总需求将保持年均10-20%左右的增速，由于该地区高度依赖进口，中国占比将不断扩大，预计2027对应中国出口空间约在30万吨左右，2029-2030年在50万吨以上，未来中亚将是我国PVC出口核心的增量市场之一。

社会库存先低后高 预期向现实的滑落

纵观 2025 全年，PVC 产业链社会库存呈现先低后高，低价去库效应在下半年逐步消失，年末累库趋势明显，难以消化。这直接导致了利润传导不畅，市场走势艰辛。而上游在面对年尾全行业亏损的情况下，厂库库存也隐隐有增加趋势，最终呈现上游和终端的双重压力格局，体现在库存上即为持续累库。

全年来看上游+中游在几个拿货节点透支出货力度后，整体都出现不同程度的累库情况，其中上游因为检修和推动出货等缘故相对表现较好。截至 12 月中旬，华东原样本库存 45.01 万吨，环比降 1.12%，同比增 11.08%。华南样本库存 4.59 万吨，环比增 1.10%，同比增 11.95%。样本总库存方面，华东及华南原样本总库存 49.60 万吨，环比降 0.92%，同比增 11.16%。

图9：社会库存季节图&西北厂库库存（万吨）



数据来源：钢联；华安期货研究院

需求复苏锚定地产端价格企稳

与 PVC 消耗联系最为紧要的行业依然是房地产行业，国内地产大周期走弱，宽信用政策并不能进行有效传导，房企融资改善-拿地意愿提升-开工与投资回暖的逻辑链条被破坏。

PVC经历了4年多的低迷后，在交易型配置上市场多以空头配置为主看待，可以说反弹沽空的空配成为市场大多数共识。反映出的是目前PVC的真实困境，全产业链进入亏损状态。而上游未能做出突破性的减产之前，地产行业也表现偏弱，1-10月份，房地产投资累计同比下跌13.9%，跌幅小幅扩大；新开工面积累计同比

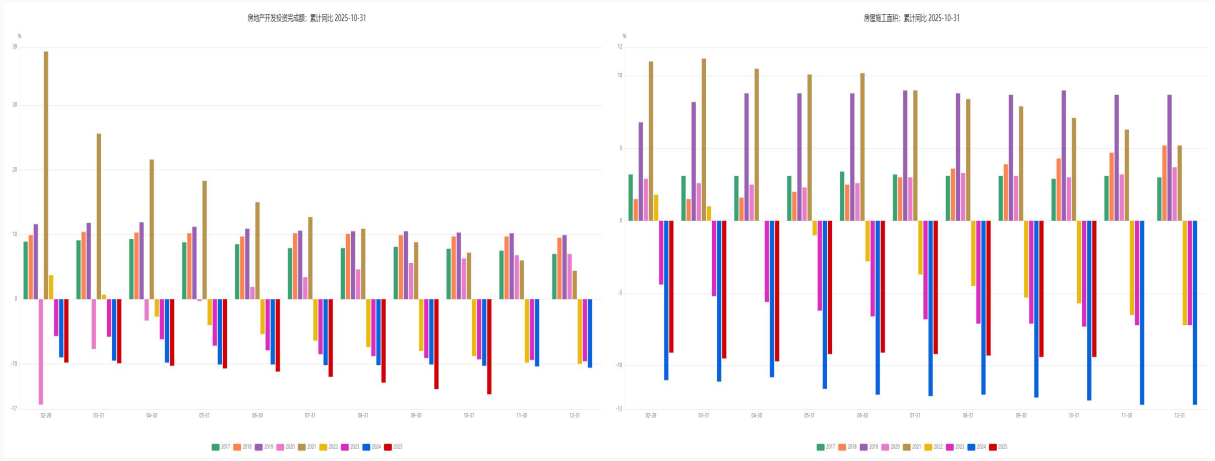
减少18.9%，投资信心尚未恢复，开工意愿不佳。1-10月份，房地产施工面积累计同比减少9.4%，竣工面积累计同比减少15.3%。资金压力下建设节奏放缓。1-10月份，房地产销售面积累计同比降5.5%。需求或仍较为疲软。地产端需求存在不确定性，微观端下游开工无明确改善，下游偏弱运行。随着年尾PVC价格打出历史新低后，前期尚有一定利润的内蒙一体化装置也需承受-200元左右的亏损，纵观整体全行业亏损已成定局。

图10：PVC一体化综合利润&外采电石综合利润



数据来源：钢联；华安期货研究院

图11：地产开发投资完成额&地产竣工面积



数据来源：钢联；华安期货研究院

这样一来更突出了目前的行业矛盾。地产的弱复苏叠加下游内生动能不足，PVC呈现上游和终端的双重压力格局，体现在库存上即为持续高库存，而目前的最直接的货币政策更多的是对资本市场以及居民地产端负债的流动性释放，后续产业链复苏路径预计还需财政政策组合落地，以及锚定地产端价格的企稳。

下游需求方面，年底为传统需求淡季，下游制品企业新接定单欠佳，PVC 市场价格波动趋窄，同时基本面并无明显利好下，采买情绪始终谨慎刚需为主，另外因竞争较大、盈利不佳，下游制品企业 25 年先于上游关停停产现象凸显。现期产能

利用率偏低，难给 PVC 有效支撑。需求端淡季反馈有限，加之年底企业接单考虑较多，下游制品企业原料库存相对充裕，整体仍波段式跟随 PVC 价格变动刚需补库为主。

图12：PVC下游管道开工&型材开工率（%）



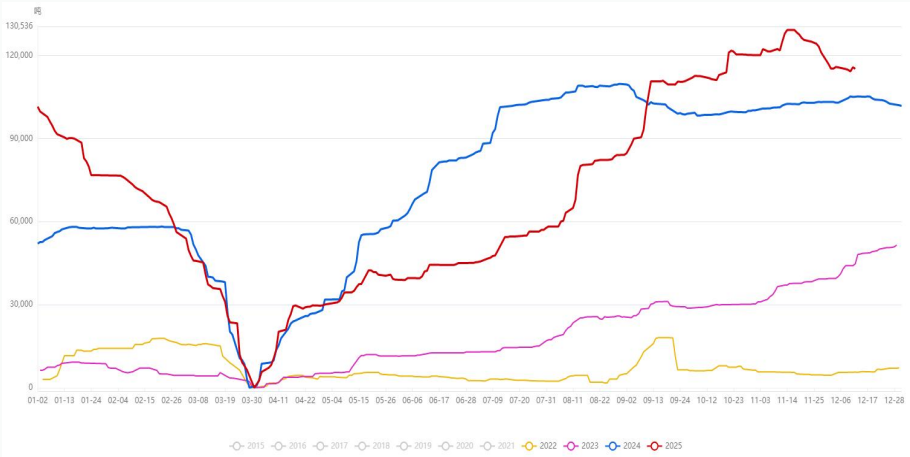
数据来源：隆众；华安期货研究院

3.2 Contango结构下反套行为持续

就PVC市场而言，已经长期处于Contango结构当中，这种结构下的市场也被称为“正向市场”。远期合约由于政策预期和实际基本面等因素，PVC远月合约一直强于近月合约，结合近年来几次行情发动我们也能观察到远月合约更具有爆发力。

目前市场上大部分套利都在加深V品种月间差的反套行为，卖出近月的合约同时买进远月的合约，卖出的近月合约大幅度下跌而远月合约小幅下跌，而这种情况一般是现货价格支撑不住，导致近月价格的跌幅远比远月价格更大，这个是Contango结构下反套走向盈利的逻辑，并且胜率有一定保证。

图13：PVC注册仓单量



数据来源：钢联；大商所；华安期货研究院

25年大的部分时间里都PVC维持深度负基差，期现套利导致注册仓单数量持续创历史新高。新产能投产放集中在下半年且三季度较多，主要影响01合约和05合

约，1-5区间震荡为主，庞大产能上2026上半年影响仍旧较大，当前行业亏损加大，01价格绝对低位，1-5月差考虑区间高抛低吸。

9月份开始注册仓单超去年同期，且后续持续新高。在交易所临时增加交割库容后，胀库问题稍有缓解。

四、2026年PVC策略

PVC从目前的泥沼脱身而出是2026年行业努力的方向，从宏观路径以及自身基本面来看依然存在不确定性与压力。但没有一个春天不会到来，26年的两个潜在改善点或将成为行业转折。

预期差来看：市场整体给予PVC预期较为悲观，PVC真正跨越过低谷区间仍需时间，26年供应结合当前极低的估值因素，一旦促成大规模春检的扩张，或将存在较大的预期差，西北市场降负荷率与减产力度决定市场估值复苏底部；

一方面印度接连取消BIS认证与反倾销税后，26年延续承接国内PVC大额出口确定性增大。同时越南、中亚等新兴市场的强劲需求在未来3年内也是有所保证的。若出口增速在26年能维持在20%以上。一旦上述两点同时成立，对于明年PVC转向供需平衡的促进具有比较重要的意义。当然这一切的落脚点需要在05合约甚至09合约上去实现。

PVC毕竟经历了4年多时间的下降周期，在极度低估值状态下，起码类似24年上下半年两次脉冲式的行情依然可能在26年复刻，对于快速站上重要均线的脉冲式行情需要有足够的灵敏度。

展望：首先1-5月差考虑继续在目前价差情况下区间高抛低吸，其次注意关键减产/降负荷信号节点与出口增速维持共振出现前后，站上重要均线位置的修复估值行情。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格。分析师声明：作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。本报告的信息来源于已公开信息，但我公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的信息、意见仅反映我公司于发布本报告当日的判断，我公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成投资、交易、法律、会计或税务的最终建议。我公司不以任何形式承诺交易收益或保证本金不受损失。任何主体因使用本报告内容所致的任何决策、损失与我公司、我公司员工或者关联机构无关。