脉冲式行情偶发 复苏式行情延后

2024 年度报

2024 年 12 月 1 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

陆哲远 首席分析师

从业/投资咨询证号：

F3021654/Z0013532

初审:李伟

F0283072/2001038

复审：夏雨辰

F3031745/20014542

终审：闫丰

F0251054/20001643

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：

1、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，25年供应结合政策因素存在一定投放预期差，西北市场开工率决定市场复苏底部。

2、脉冲式行情节点来看：PVC行情目前处于政策底的第一只脚走出来，市场底仍需检验。25年明牌上看内需依然偏弱，虽然出口基本盘还在，但或将受到印度未来的政策等不确定性的影响。其次供应段随着检修季逐步结束，将进入平稳阶段，除非发生超预期供应端利好，否则在此局面下很难给出很好的利润。

3、对此，值得期待的点在于接下来货币政策配合后续财政政策组合发力，给予地产行业价格拐点信号的出现，首先带动地产链品种市场预期回暖；PVC毕竟经历了3-4年时间的低位盘整，低估值状态下，类似24年上下半年两次脉冲式的行情依然可能在25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。

另一方面，资金持续性的近远月合约反套行为依然有效，这一点或将压制行情的高度，而真正的行业复苏式行情买点延后。

投资策略：

策略：首先反套方面的多远月空近月反套可持续，其次注意关键内需地产信号节点出现前后，站上重要均线位置的短平快多头脉冲行情。

研究报告全部内容不代表协会观点仅供交流使用，不构成投资观点

目录

脉冲式行情偶发 复苏式行情延后 1
一、2024 年 PVC 行情复盘 3
二、国内政策共识重新凝聚 海外扰动仍将存在 5
2.1 国际宏观导向 5
2.2 国内宏观导向 6
三、基本面积弱难反 复苏周期继续拉长 7
3.1 PVC 供需展望 7
3.2 Contango 结构下反套行为持续 11
四、2025 年 PVC 策略 12

图表目录

图1:国内PVC期现价格走势回顾 3
图2:股期市场化工板块联动 4
图3：年内两拨脉冲行情 4
图4：美国CPI同比&美联储利率 5
图5：政策传导的路径和预期 6
图6： PVC后期检修计划 7
图7：PVC开工率&电石法利润 8
图8：24年PVC出口数据&PVC出口利润 9
图9：社会库存季节图&西北厂库库存 10
图10：PVC下游综合开工&管材开工率 11
图11:PVC月间差的反套&合约价差 12

研究报告全部内容不代表协会观点 仅供交流使用，不构成投资观点

一、2024年PVC行情复盘

在当前时间点再看2024年PVC市场，依然是步履蹒跚的一年。从2021年10月PVC历史新高见顶来算，距离PVC在绝对低位价格徘徊已经3年，回首年初因为延续了较为低迷的行情，市场整体给予PVC24年依然较为悲观的预期。概因PVC国内需求结构挂钩房地产竣工，24年相对压力依然较大，受制于22-23年新开工面积大幅下降，2024年竣工面积将继续承压，PVC需求端修复依然存在较多阻碍，高企的社会库存预计需要年度为单位继续降库修复，高库存现状也成为阻碍PVC反弹的重要因素。

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全年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4月份之前，整体行情确实如市场预期所言波澜不惊，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，开工率的变化短暂的引导盘面预期，但整体上下限都已经较为固定。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

从4月底到5月下旬，PVC意料之外又情理之中的走出了一波较为凌厉的多头行情。一方面由于整体化工板块都有所动作，资金也顺势做出了一波高切低的涨轮动行情；另一方面，上半年地产相关政策频出，部分政策力度超出市场预期，也给予PVC这种地产强相关品种的远期合约预期进一步加强。

进一步从大宗商品内部看，化工产业链分布较广涉及品种众多。而同在煤化工链条上的尿素甲醇从4月开始均有不错的多头表现，这一现象在4月下旬开始加速。

尿素09合约4月-5月累计上涨接近10%，甲醇09合约4月至5月中旬累计上涨6%。跟PVC同属塑料线条的PP、PE，在4-5月份表现较为克制，均在3%左右。

研究报告仅供交流使用，不构成投资观点

如果跳出商品市场层面去观察，可以发现从4月下旬开始，整个期货市场的化工板块起爆点与股票市场的化工板块近乎同一时间发动。二者虽然是不同市场间的不同标的，但是存在一定资金联动性。

除此之外，以铜铝为代表的金属价格持续在高位震荡，年内持续表现出强预期的盘面，给予大宗市场较强的信心，宏观环境也让资金从高切低提供了基础。PVC作为长期被多头忽视的品种，又在基本面偏弱的情况下，09 合约恰巧在合适的时间点发动了一波行情。

图2：股期市场化工板块联动



数据来源：文华财经、华安期货研究院

5 月开始各大城市接连颁布住房限购政策，全面取消住房限购措施，降低房贷利率。合适的政策预期下，又伴随着 5 月产业链供应端边际好转，资金高切低逻辑下发动了 PVC 的地产链后端补涨行情也是情理之中。

图3：年内两拨脉冲行情



数据来源：文华财经、华安期货研究院

好景不长，上半年一波脉冲多头行情之后，6 月开始整体市场并未出现需求超预期承接，从暑期到传统金九银十观察，市场需求低迷，供应端下限给出，出口也

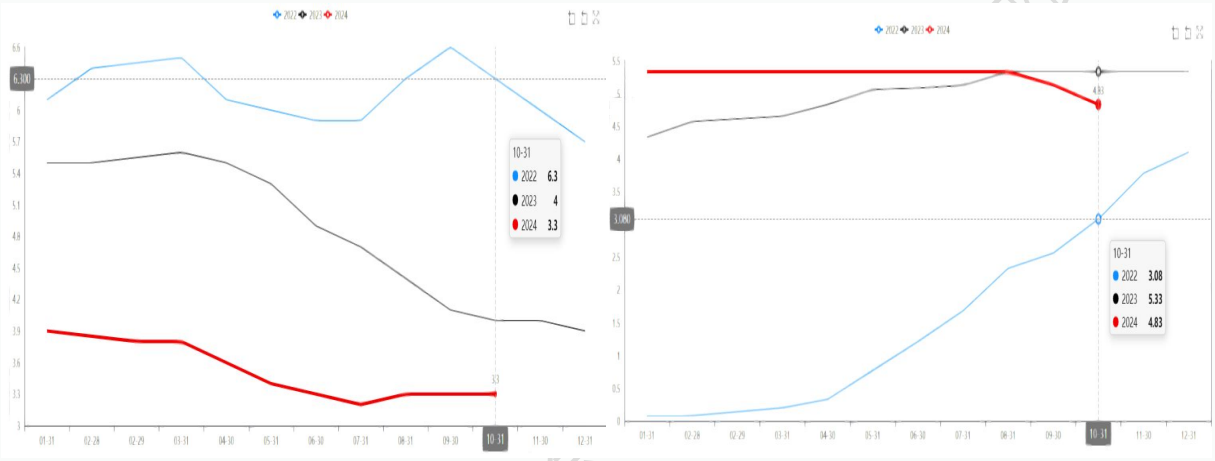
受到印度相关政策摇摆导致节奏被打乱。在此局面下，PVC 短期补涨幅度较大多头根基不稳，伴随而来的是长达 4 个月之久的单边下跌。直到 9 月底，国内重大宏观政策颁布，整体商品特别是以地产链为首的品种短期内再次形成脉冲行情，PVC 也顺势形成年内第二次短暂多头行情,但随着后续政策空窗期叠加自身基本面变化不大，整体价格重心再度下沉。截止 11 月底，PVC 主力合约再度逼近年内低点。

二、国内政策共识重新凝聚 海外扰动仍将存在

2.1 国际宏观导向

美联储降息周期开启 川普执政加强美元周期

图4：美国CPI同比&美联储利率



数据来源：同花顺、华安期货研究院

美元作为全世界最大的储备货币，需要美国维持非常强大的贸易逆差，从而源源不断将美元从美国本土，输送的全世界。 美国如果要维护自己全球最大储备货币地位，就一定要维持强大的逆差。但长期的逆差，一定会带来很多问题。比如本土制造业的萎缩，蓝领工人生活水平下降等等。

因此川普在关税与贸易保护与制造业回流美国这两项措施上，都将会降低美国的逆差。一旦美国的逆差降低了，美元的流动性就会变得比之前更加紧张，那么美元就会变得更贵。除此之外，川普的政策还包含着对中小企业的大规模减税，放松对于金融的监管等等。这些都有利于美国国内美元的流通，以及美元从全球大的回流，从而推动美国的通胀。预计美联储的降息幅度和力度，也会进一步推迟。最终就形成目前的局面：

美债收益率高企，美元指数新高。资金其实已经在不断的回流美国，从而给新兴市场的外汇带来一定的压力。

当然，市场在前几年年经受长时间的高利率环境影响，虽然未来降息力度推迟但终究是开启了降息周期，随着后续流动性拐点来临，商品价格或将迎来宏观面的喘息机会。当然，不同品种之间也会有各自的基本面问题要应对。要注意的

研究报告全部内容仅供协会投资观点

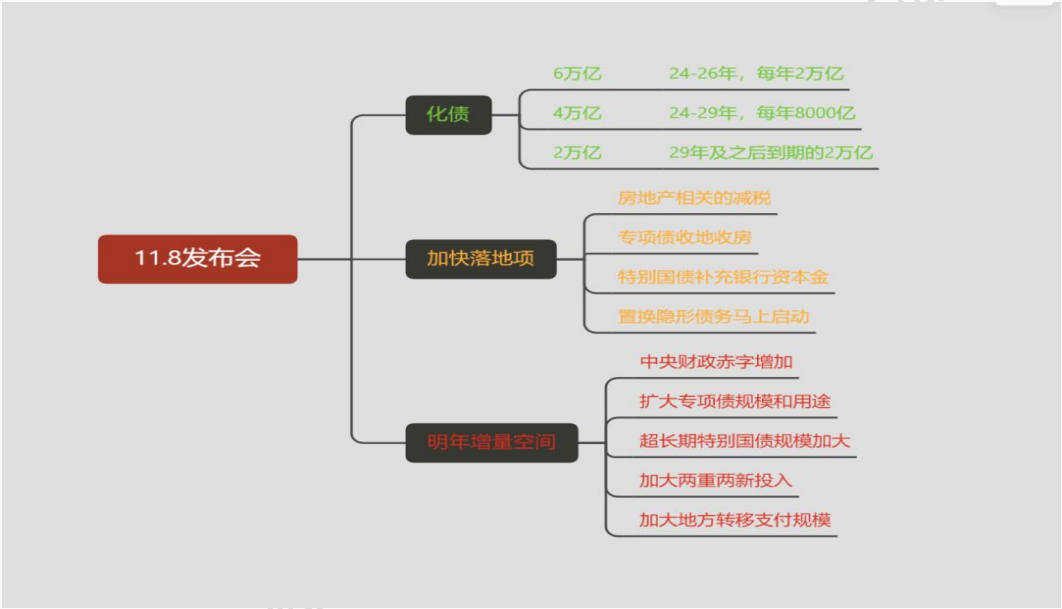
是在当前的氛围下超跌反弹并不意味着反转，美债相对高利率的环境依然在H1延续，目前的利率水平对2025年Q1-Q2还会持续加深影响，所以并不能形成放手去做的多头思维，但是局部结构性机会依然存在。

2.2 国内宏观导向

信心共识重聚 房价和社融信号仍需观察

化债部分，人大核准6万亿，三年内用完。已经在进行的每年八千亿将持续五年，这部分是4万亿。原来棚改这块有2万亿在29年之后陆续到期，也计入。所以这次化债的口径是6+4+2。蓝部长在发布会上明确：2028年之前，地方需消化的隐性债务总额从14.3万亿元大幅降至2.3万亿元。

图5：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，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，或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，预计后续政治局会议和中央经济工作会议将带来更多的信心凝聚与共识确认。

三、基本面积弱难反 复苏周期继续拉长

3.1 PVC供需展望

年内供应上下限明确 Q4部分投产开车延迟

从当下时间点来看，全年检修节奏与去年类似，整体开工负荷率的峰值为80.5%，低位的话在73%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年属于偏低开工。虽然数据上来看检修力度在近几年可以算得上较大，但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70%以下时，边际效应会比较明显的传导至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。

而从年内检修的计划和节奏来看，大的路径已经定调了年内的供应上下限，供应开工高点大概在81%左右，低点则在73%附近。随着近两年行业运行情况不佳以及突发情况，PVC行业陆续有新增停车的企业，例如齐鲁石化以及内蒙亿利等。截至11月，国内PVC停车企业已经达到十家以上，涉及产能在310万吨左右。而Q4检修企业比较值得关注的是河北聚隆乙烯法40万吨PVC装置预计9月20日停车，检修一个月。

图6：PVC后期检修计划

地区	生产企业名称	工艺	年产能;万吨	关停原因	装置关停时间	装置重启时间
华北	聚隆化工	电石法	12	检修	2024年4月25日检修	计划11月恢复
华北	内蒙亿利	电石法	50	检修	2024年5月15日检修	恢复时间未定
华北	聚隆化工	乙烯法	40	检修	2024年9月15日检修	计划11月恢复
西北	陕西金泰	电石法	30	检修	2024年10月15日轮修	计划45天左右
华北	信发(老厂一期)	电石法	50	检修	2024年11月1日轮修	计划15天左右

数据来源：卓创，华安期货研究院

后期的PVC企业检修计划。11月份来看，仍有部分PVC企业存在检修计划，10月份大约有3家左右，涉及产能相对Q2-Q3降低。而从目前数据观察到，Q4末尾整体开工率供应端存小幅上行空间，当前开工近80%，在低位价格出现较大供应端压力。

往往年内在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。23年产能新增镇洋发展，在24年6.17日乙烯基新材料(PVC)项目已通过72小时性能考核，并顺利转入正式生产阶段。而24年Q4新投产计划仅青岛海湾20万吨乙烯法和陕西金泰30万吨电石法（无汞）年底投产，也存在较大可能后延至25年。全年有效新增产能基本为镇洋发展和陕西金泰60万吨新投产能。

即使24年国内停车、降负荷以及检修装置较多，一度压制了整体开工，但相对较为分散，因此开工同比有所提升。截止11月平均产能利用率约为78.64%，相比去年上半年的74.22%，增加4.42%，在产能基数过大情况下，国内PVC产量同比仍有增长。目前来看在PVC产能全面释放的情况下，前期PVC停车装置的恢复以及

研究报告全部内容不代表 供交流使用，不构成投资观点

检修装置减少，PVC企业开工率陆续提升，国内PVC产量有再次提升预期。

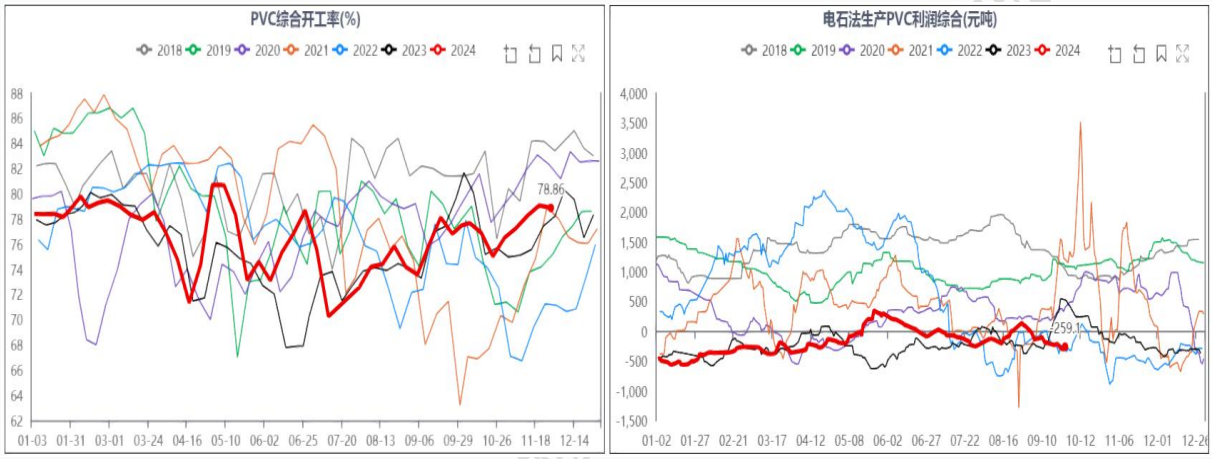
行业特性与成本结构决定了目前的产业不振之下，整体开工依然偏高：

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。

图7：PVC开工率&电石法利润



数据来源：钢联；华安期货研究院

3、环保政策：严格的环保政策使得新建电石法PVC装置的审批难度增加，这限制了行业内的进一步扩张，但也导致现有企业更加依赖现有的生产能力。

目前类似22年10月与11月之间的节奏，上游能否超预期缩减供应决定了行情底部位置与反弹力度。

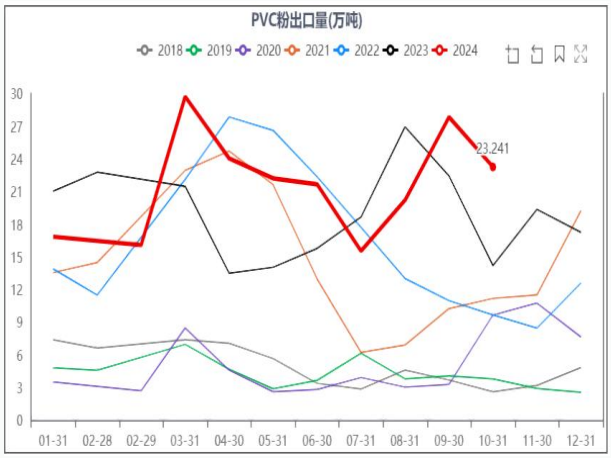
PVC出口黄金时代或将远去 不确定性增加

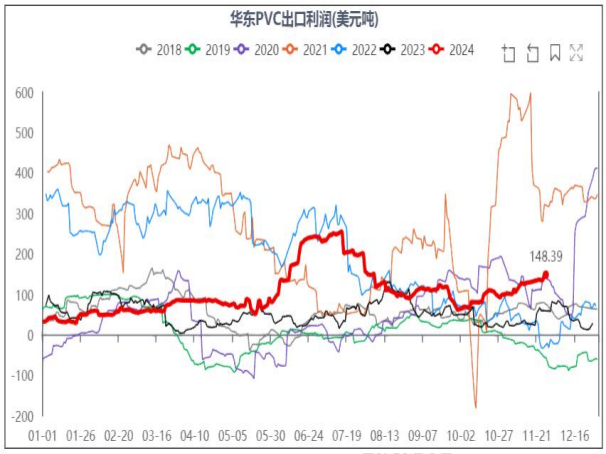
首先从大趋势来看,印度为代表的新兴市场国家以及美国进入了降息资本开支周期，从工程机械、钢材等全球销售及我国出口数据都可以看出，海外新兴国家对于相关工业产品的需求出现了明显放大。化工中许多基础材料的出口近两年也开始出现明显增长，如聚乙烯、聚丙烯、PVC 等。

24 年 4 月，印度相关部门发布最新要求：所有进口到印度的 PVC 树脂必须获得 BIS 认证，且又在 3 月底追加了审查：印度商工部发布公告称，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启动反倾销调查。

研究报告全部内容不表明投资观点

图8：24年PVC出口数据&PVC出口利润





数据来源：钢联；华安期货研究院

24年来看，印标仍然是最重要的出口目的地。23年整体出口已经超预期，年内出口放量发生在6月。从今年节奏来看，较为类似22年的出口节奏，上半年就呈现出较为猛烈的放量，同比超出总体量级也是再度超出市场预期。当然，我们分析这也有前期不少出海厂家为了赶在9月BIS截止日之前走货的原因。2024年1-7月，我国PVC累计出口量占产量比重为10.8%，其中出口至印度的PVC量占我国PVC出口总量的比重提升至54.7%，占产量比重为5.9%。

展望未来的出口，从目前形势来看出口的黄金时代或将面临不确定性与挑战。

1、8.23日印度宣布延迟BIS认证时间至24年12月，届时究竟有多少家企业获得认证目前仍不明朗。印度BIS认证排队时间较长，预计还会有相当一部分厂家未能在及时完成认证。

2、对比去年出口同期，24上半年出口爆量，从近期来看出口海运费持续高位，叠加受BIS与反倾销法案影响印度方面出口询单并未继续放量。23年全年度的超预期建立在下半年发力的基础上，24年H2出口干扰因素较多，从需求季节性角度看，9-10月为印度需求旺季，11-12月需求偏中性。2024年10月PVC出口总量为24.18万吨左右，环比月下降15.57%，其中PVC粉料和PVC糊树脂出口情况有所不同。PVC粉料来看，2024年10月份中国PVC粉出口量有所减少，主要由于国际市场供应充足以及国际需求下降等因素所致，远期随着印度新增产能的投放，反倾销政策的不确定性，出口市场面临较高的挑战，造成部分不确定性或将干扰出口实际量向下，整体24年度出口可面临先高后低，预估与23年持平，25年不确定性进一步加大。

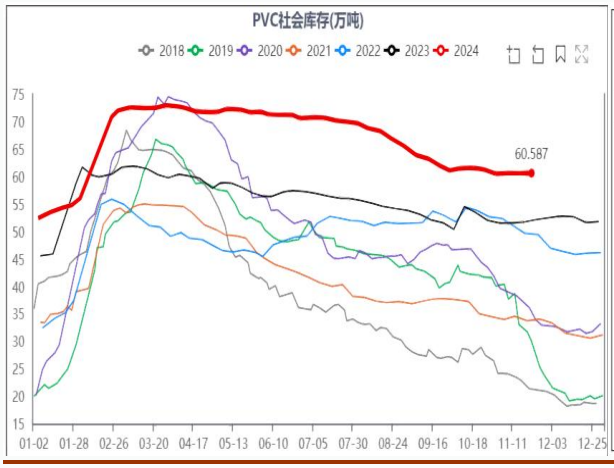
社会库存改善缺乏驱动力

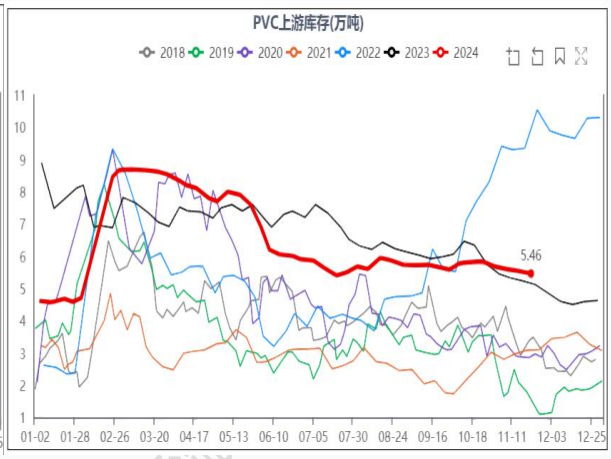
纵观 2024 全年，PVC 产业链库存始终相对以往年份偏高，整体累库趋势明显，难以消化。这直接导致了利润传导不畅，市场走势艰辛。地产的持续下滑叠加阶段性西北开工率提升，PVC 呈现上游和终端的双重压力格局，体现在库存上即为持续累库。

研究报告全部内容不代表协会观点仅供交流用，不构成

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。在观察整个 H1 都出现需求承接不及预期的情况，但上游顺应检修季之下去库力度尚可。截至 11 月底，PVC 社会库存 60.58 万吨，较去年底增加 8.4 万吨，创历史新高；生产企业厂内库存 5.46 万吨，较去年底略增 0.46 万吨。

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

Q3开始，社会库存转折点出现在8月份印度宣布BIS推迟认证前后，社会库存以及生产企业库存双双下降，主因近期国内出口放量，考虑临时反倾销税以及船期，近期出口进行集中出口交付，出口交付量保持增长17%，但PVC行业库存依旧处于历史高位。从社会库存角度来说一直是困扰PVC行情正向发展的瓶颈，今年观察社会库存消化的难点在于下游基本停止了常规备货，大部分加工型企业都是随用随拿的生产模式，整体局面缺乏驱动力。

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，2024 年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。

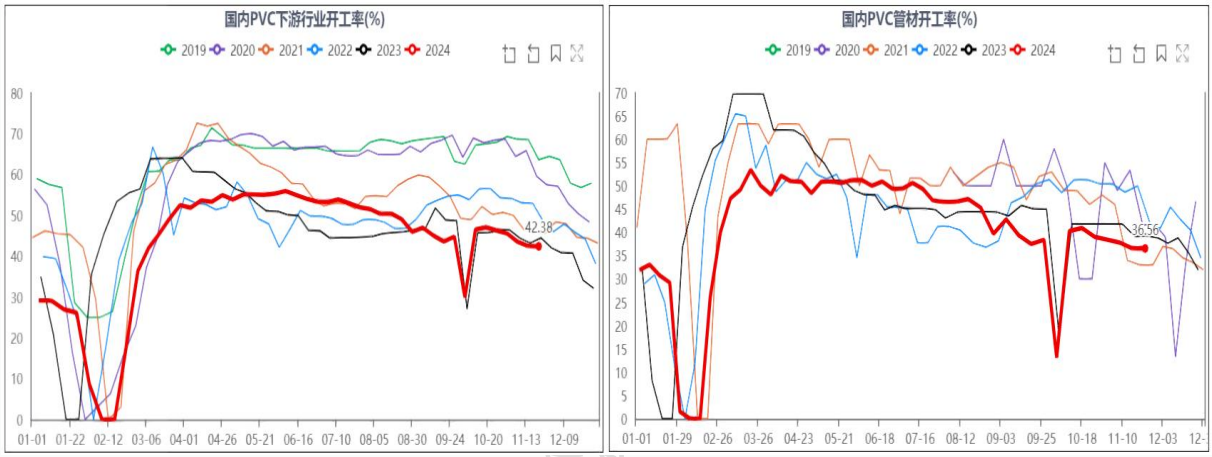
PVC经历了2年多的低迷后，在交易型配置上市场多以空头配置为主看待，可以说反弹沽空的空配成为市场大多数共识。在24年有多头资金尝试在检修季以及政策导向的下游开工提升背景下对09合约进行一波多头突破行情，但在未能有效站稳后行情进一步向下恶化，反映出的是目前PVC的真实困境，全产业链利润稀薄甚至亏损严重。而上游未能做出突破性的减产之前，地产行业也表现偏弱，下游开工虽然在5-6月政策刺激下超预期提升，但环比与同比的回暖持续性存疑，叠加7-8月份华东华南一带雨季来临，在7月已经显示出一定疲态。而从10月的政策短暂驱动后观察来看，11月地产端需求存在不确定性，微观端下游开工无明确改善，下游偏弱运行。

研究报告全部内容不代表协会观点仅供交流

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，下游制品企业多有降负生产动态。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10：PVC下游综合开工&管材开工率



数据来源：Ifind；华安期货研究院

截至11月底，下游平均开工率43%附近徘徊，短期内处于近几年同期低位，仅略高于2021年。2024年1-10月累计产量1941.92万吨，同比增加52.86万吨，幅度2.80%。整体需求表现不及预期，下游现实未有明显好转表现，更多的是节点备货的阶段性修复。PVC局面逆转需要熬过一次漫长的去库存过程以及上游的部分产能出清。

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。

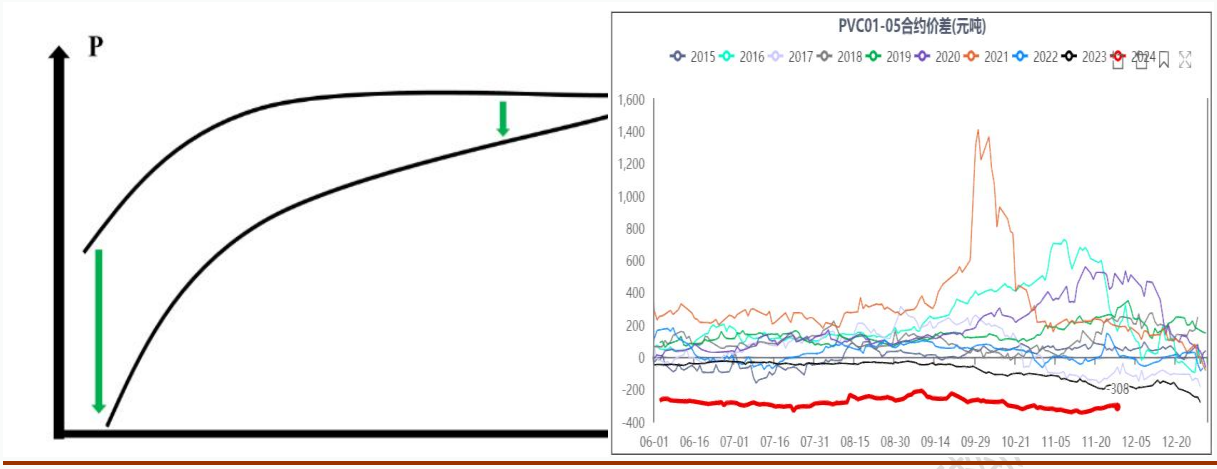
目前市场上大部分套利都在加深V品种月间差的反套行为，卖出近月的合约同时买进远月的合约，卖出的近月合约大幅度下跌而远月合约小幅下跌，而这种情况一般是现货价格支撑不住，导致近月价格的跌幅远比远月价格更大，这个是Contango结构下反套走向盈利的逻辑，并且胜率有一定保证。

24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。在交易所临时增加交割库容后，胀库问题稍有缓解。而1-5月差偏强，

研究报告全部内容不代表协会观点

市场深度介入反套行为持续。

图11：PVC月间差的反套&合约价差



数据来源：钢联；华安期货研究院

四、2025年PVC策略

PVC从目前的泥沼脱身而出是2025年行业努力的方向，从宏观路径以及自身基本面来看上方依然存在不确定性与压力。

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，25年供应结合政策因素存在一定投放预期差，西北市场开工率决定市场复苏底部。

脉冲式行情节点来看：PVC行情目前处于政策底的第一只脚走出来，市场底仍需检验。25年明牌上看内需依然偏弱，虽然出口基本盘还在，但或将受到印度未来的政策等不确定性的影响。其次供应段随着检修季逐步结束，将进入平稳阶段，除非发生超预期供应端利好，否则在此局面下很难给出很好的利润。

对此，值得期待的点在于接下来货币政策配合后续财政政策组合发力，给予地产行业价格拐点信号的出现，首先带动地产链品种市场预期回暖；PVC毕竟经历了3-4年时间的低位盘整，低估值状态下，类似24年上下半年两次脉冲式的行情依然可能在25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。

另一方面，资金持续性的近远月合约反套行为依然有效，这一点或将压制行情的高度，而真正的行业复苏式行情买点延后。

策略：首先反套方面的多远月空近月反套可持续，其次注意关键内需地产信号节点出现前后，站上重要均线位置的短平快多头脉冲行情。

研究报告全部内容不代表本公司观点仅供交流使用，不构

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。

研究报告全部内容不代表协会观点 仅供交流使用，不构成投资观点