



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-07-29

PVC：反内卷情绪下反弹，弱基本面难言逆转

刘洁文

能化研究员

从业资格号：F03097315

交易咨询号：Z0020397

☎ 0755-23375134

✉ liujw@wkqh.cn

马桂炎（联系人）

能化研究员

从业资格号：F03136381

☎ 13923915659

✉ magy@wkqh.cn

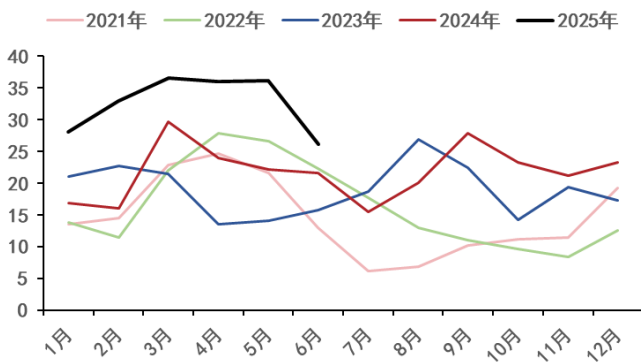
报告要点：

在反内卷情绪下，PVC 在近期大幅反弹，从基本面上看，近期仍然处于基本面转弱的节点。供需上目前供强需弱，且出口因印度雨季及前期对政策不确定的预期而下滑，目前进入累库周期，估值上烧碱及 PVC 均大幅反弹，而电石端回落，综合利润上升至年内最高水平，估值支撑较弱。目前主要交易反内卷带来的预期，待情绪消退后交易基本面则易跌难涨，因此需要观察中期反内卷政策进一步落地情况以及出口是否超预期，从而带动基本面实质性好转。

一、印度出口政策延期

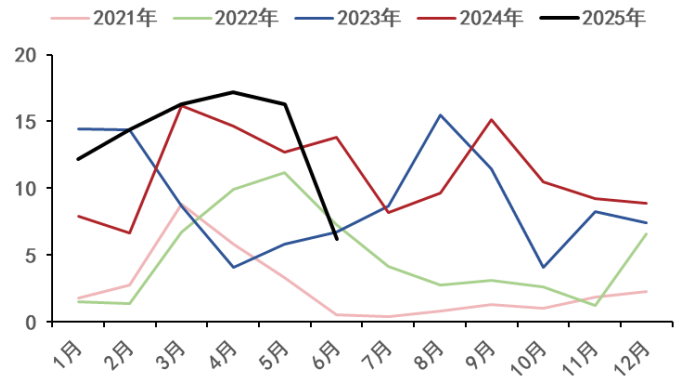
印度反倾销政策延期至 9 月 25 日公布，结合先前 BIS 政策延期，目前三季度印度对我国进口的利空政策均已延期，下半年较弱的出口增长预期在三季度得到极大的缓解，预期三季度仍然维持较好的增长速度，平衡表较前期进一步改善，累库压力下滑。但不可否认的是，三季度仍然是基本面转弱的节点，仅是边际上有所改善，叠加反内卷情绪，对前期超跌幅度进行一定程度的修复。六月整体出口数量环比五月大幅下滑，整体下滑接近 10 万吨，出口的减量几乎全由出口印度的减量贡献，6 月随着印度进入雨季，叠加对反倾销政策的不确定性，出口印度大幅缩量。后续在印度进口政策延期后，一旦雨季临近尾声，存在抢出口的可能性，届时需要观察出口实际能否缓解我国下半年的累库预期。

图 1：PVC 出口(万吨)



数据来源：钢联、五矿期货研究中心

图 2：PVC 出口印度(万吨)



数据来源：钢联、五矿期货研究中心

二、反内卷政策影响

近期工业和信息化部办公厅等部门关于开展石化化工行业老旧装置摸底评估通知出台，要求对化工行业超过 20 年的装置进行摸排调查，市场预期会对老旧装置产生设备更新和产能退出的影响。

对于上游电石端而言，于 2005 年以前投产但仍在运行的装置并不多，且期间存在装置更新和产能退出，目前我国电石产能 4121 万吨，按 63.7% 的开工率，闲置产能高达 1500 万吨左右，而 2005 年产能仅 894 万吨，其中在 2006 年发改委发布《关于加快电石行业结构调整有关意见的通知》后至 2010 年期间淘汰了 60% 的落后产能，因此最终剩余需要淘汰的产能并不多，难以改变行业过剩格局。

对于 PVC 行业自身而言，目前我国 PVC 行业运行 20 年以上的老装置共有 285 万吨，占我国 PVC 产能仅 10.2%，大多数处于运行状态，其中很多装置在后续进行过技改，实际上需要淘汰的产能较少。此外，目前我国长停装置产能接近 200 万吨，若 PVC 行业发生老装置出清，短期将会有向上的驱动，但修复的利润也将吸引老装置重启。

图 3：我国 PVC 行业运行超过 20 年装置（万吨/年）

省份	企业	产能	工艺	投产时间
天津市	天津大沽	22	乙烯法	2005年1月
天津市	乐金渤海	15	乙烯法	1999年10月
天津市	乐金渤海	13	乙烯法	2001年1月
天津市	乐金渤海	6	乙烯法	2003年1月
山西省	山西榆社	3	电石法	2002年10月
山西省	山西榆社	3	电石法	2003年1月
山西省	山西榆社	2	电石法	2004年1月
山西省	霍家工业	5	电石法	2004年1月
山西省	霍家工业	11	电石法	2005年1月
内蒙古自治区	内蒙君正	5	电石法	2004年10月
内蒙古自治区	内蒙三联	10	电石法	2003年1月
新疆维吾尔自治区	新疆中泰	1	电石法	2002年1月
新疆维吾尔自治区	新疆中泰	5	电石法	2003年1月
新疆维吾尔自治区	新疆中泰	4	电石法	2004年1月
新疆维吾尔自治区	新疆中泰	5	电石法	2005年1月
新疆维吾尔自治区	新疆天业	6	电石法	1996年6月
新疆维吾尔自治区	新疆天业	20	电石法	2004年1月
陕西省	陕西北元	5	电石法	2005年4月
宁夏回族自治区	宁夏金昱元	25	电石法	2000年1月
宁夏回族自治区	宁夏英力特	12	电石法	2005年5月
四川省	宜宾天原	1.5	电石法	1984年1月
四川省	宜宾天原	0.5	电石法	1987年1月
四川省	宜宾天原	8	电石法	1999年1月
四川省	宜宾天原	6	电石法	2001年10月
四川省	宜宾天原	4	电石法	2003年1月
四川省	四川金路	4	电石法	2002年1月
四川省	四川金路	6	电石法	2004年1月
四川省	乐山永祥	4	电石法	2004年6月
黑龙江省	黑龙江昊华	1	电石法	1989年1月
黑龙江省	黑龙江昊华	7	电石法	2001年1月
江苏省	苏州华苏	12	乙烯法	1999年9月
江苏省	苏州华苏	1	乙烯法	2004年1月
山东省	德州实华	10	电石法	2005年1月
山东省	阳煤恒通	4	乙烯法	2004年1月
山东省	阳煤恒通	4	乙烯法	2005年1月
湖南省	衡阳建滔	10	电石法	2003年7月
湖北省	湖北宜化	6	电石法	1993年1月
河南省	河南宇航	0.2	电石法	1971年10月
河南省	河南宇航	0.4	电石法	1990年1月
河南省	河南宇航	3.5	电石法	1996年1月
河南省	河南宇航	2	电石法	2000年1月
河南省	河南宇航	2	电石法	2003年6月
河南省	河南平煤神马	3	电石法	2003年1月
河南省	河南平煤神马	2	电石法	2005年1月
河南省	济源方升	5	电石法	2005年5月
合计		285.1	产能占比	10.2%

数据来源：五矿期货研究中心

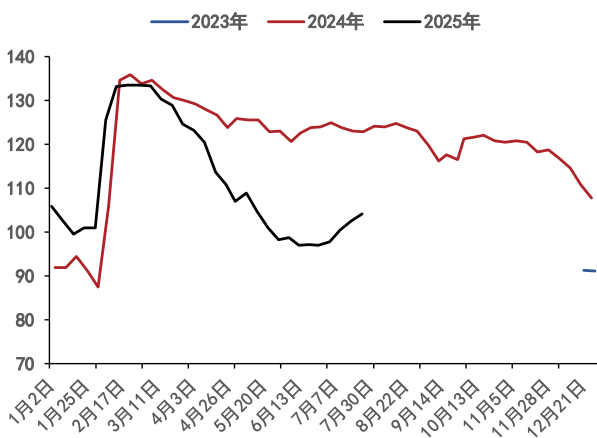
三、弱基本面下主要跟随情绪走强，中期需要观察出口及政策情况

短期：基本面依旧偏弱，供给端虽然检修有所增加，但是新装置如期投产，产量压力逐渐上升。需求端，国内开工偏淡，以消耗原料库为主，后续看库存下滑后补库的意愿；出口端政策上有所好转，后续观察雨季末期抢出口的需求。估值成本端，烧碱上涨、电石下跌的行情下，估值压力上升，利润已到达年内新高的水平，与基本面较为不匹配。近期盘面仍然顶着较弱的基本面，跟随反内卷情绪上涨。

中期：与上一次供给侧改革不同的是，本轮反内卷行情暂时未有较大规模的需求侧政策，尤其是对于化工品而言，大部分装置投产时间均比较晚，即使按照 20 年以上的维度出清，在没有较大需求刺激下仍然偏过剩，而 PVC 仍处于投产周期中，且地产端偏弱。因此在弱中期格局、弱基本面现实、高利润的条件下，反内卷情绪一旦消退，开始交易基本面后，PVC 易跌难涨，直至反内卷的预期成为现实，即开始出清 20 年以上的产能，才有望进一步反弹。

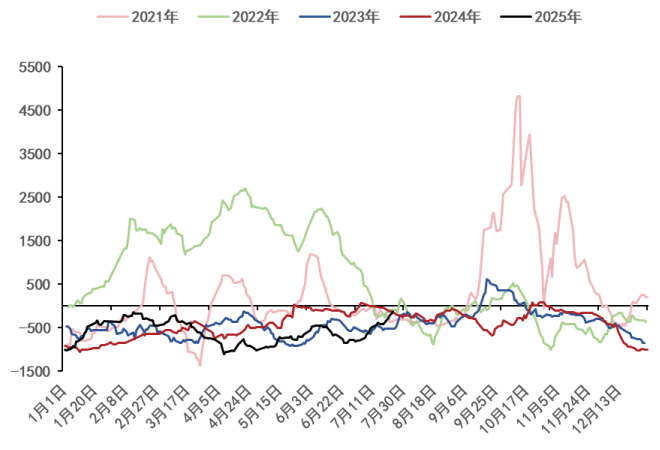
政策方面：目前印度方面的两个进口政策均已延期，观察淡季结束后，出口数量是否能超预期来逆转累库格局。反内卷方面，短期以预期和情绪的影响为主，情绪消退后需要观察化工装置摸底之后进一步的政策实施内容。

图 4：PVC 厂库+社库（万吨）



数据来源：钢联、五矿期货研究中心

图 5：山东外购电石氯碱一体化综合利润（元/吨）



数据来源：WIND、钢联、五矿期货研究中心

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16、18层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn