关注复苏预期兑现

我们认为在来年影响大宗商品的核心因素，仍然在美元走势以及国家货币政策上，而配合技术面，我们认为来年出现调整大于继续上涨的可能性。

2009 年对全球商品市场来说，是通缩与通胀交替的一年。

纵观 09 年原油及化工品市场走势，我们认为在年初首先是对于过度下跌的修正过程，以及对金融危机利空因素的集中消化，由此这种修正使原油及下游化工品价格从过于低估的价格洼地止跌，并回归基本面。

在这以后，随着各国争相发行货币以稳定市场，提高市场流动性，商品市场得到充裕资金的推动，通货膨胀的预期再度加强，推动价格急速攀升，后期的上涨已经和基本面关系脱离，使商品再度偏离其基本面。

我们认为目前原油及下游化工品价格正处在一种修正——过度修正的状态。在来年甚至更长的时间里，美元汇率的走势和国家货币政策所引起的资金流动性必然还将成为影响大宗商品市场的重要因素。

相关报告：

《原油市场综述及后市研判》

杨　宇　分析师
028-86269395
成都倍特期货经纪有限公司

研发中心

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，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。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

关注复苏预期兑现

第一部分 2009 年行情回顾

2009 年，商品对于去年在 08 年 10 月以来的金融风暴打击下惊魂未定的投资者来说无疑是上演了大变脸的行情。以商品的龙头原油为例，年初随着金融危机加剧，由于避险情绪影响，美元暴涨，以美元计价的原油指数延续去年的恐慌性下跌，年初一度逼近 40 美元大关，然而这也是最后一波下跌，恐慌性下跌的同时也消化了所有利空，此期间协调供需关系的欧佩克组织连续削减原油供应量，原油开始止跌企稳。后期随着原油下游商品需求拉动，原油本身供求关系的改善，以及对过度下跌的修正，从春季开始，加上美元开始进行了一轮调整，以美元计价的原油展开了一轮凌厉的 B 浪反弹热潮，10 月底达到了我们半年报中的第一目标位黄金分割位置 81 美元附近后，开始维持宽幅震荡状态，并一直维持至今。

图一　美国原油指数

资料来源：文华财经

第二部分 本轮反弹原因解析

我们将在下文中详细分析本轮原油反弹缘由：

1. 供需——欧佩克调节作用

2008 年 10 月 24 日石油输出国组织在奥地利首都维也纳举行特别会议，会后宣布自今年 11 月 1 日起日减产原油 150 万桶，以阻止油价进一步下跌。这也是欧佩克近两年来的首次减产。然而此决议公布后，油价不涨反跌，接近新低。其

原因是由于经济危机需求大大缩减，而同时，市场对于欧佩克减产早有预期，利多兑现反而成为利空。

2008 年 12 月 17 日欧佩克鉴于原油下跌幅度过度，石油输出国组织(欧佩克)秘书长巴德里 17 日在阿尔及利亚西部城市奥兰向新闻界发表讲话表示，欧佩克成员国决定从 2009 年 1 月 1 日起削减原油日产量 220 万桶。成为历史上欧佩克决定的最大减产量。

两次减产幅度均惊人，但市场在减产的消息影响下反而继续下挫，接近新低。其原因是欧佩克成员国并未严格执行减产力度。在这以后，随着欧佩克减产执行逐步落实到位，油价逐步稳定，在下半年的时间里，欧佩克产量基本维持稳定，原油价格处于高位宽幅震荡。

表一　2009 年原油供需平衡表

Table 31: Summarized supply/demand balance for 2009, mb/d

	2008	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	2009
(a) World Oil Demand	**85.71**	**84.02**	**83.08**	**84.67**	**85.46**	**84.31**
Non-OPEC Supply	50.45	50.95	50.54	50.75	51.21	50.86
OPEC NGLs and non-conventionals	4.32	4.59	4.64	4.88	5.02	4.78
(b) Total Supply excluding OPEC Crude	**54.77**	**55.54**	**55.18**	**55.63**	**56.22**	**55.65**
Difference (a-b)	**30.93**	**28.48**	**27.90**	**29.04**	**29.24**	**28.67**
OPEC crude oil production	31.21	28.46	28.49	28.86		
Balance	0.27	-0.02	0.59	-0.18		

资料　来源：欧佩克 11 月月报

08 年二、三季度，欧佩克供应过剩幅度分别为 0.95 百万桶/天和 0.65 百万桶/天，而在 11 月 1 日欧佩克减产后，四季度的供应开始有缺口达到 0.04 百万桶/天。表一是 09 年度欧佩克季度原油供需平衡表，从表中可以看出，09 年 1 季度的供应缺口达到 0.02 百万桶/天。供求关系的转变使油价逐步在 08 年底止跌，后期开始逐步反弹。3 季度又出现 0.18 百万桶/天的供应缺口，使油价维持高位震荡阶段，总的来说，08-09 年度欧佩克的减产起到了稳定油价的作用。

2.　美元因素

下图是美元指数图，从上图看出，美元从2008年底开始，其指数连续几次90附近关口均受阻，并在3月开始，连续下滑，并在接下来的接近一年时间里形成一波延续的调整走势。这一因素导致以美元计价的商品价格得到强力支撑，加剧了商品市场反弹的幅度和力度。

图二 美元指数日线图

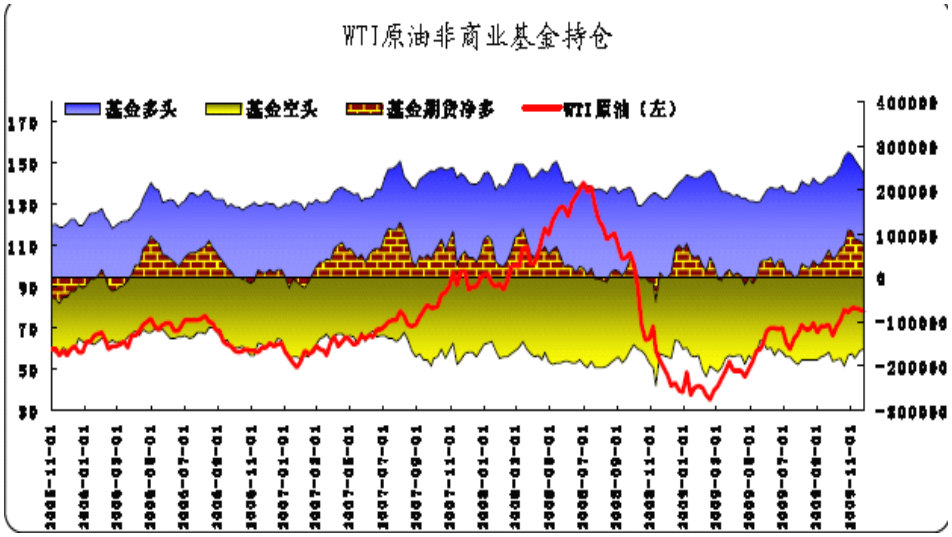
资料来源：文华财经

3. 经济利好数据的逐步出现

08 年经济危机以来，美国政府公布经济刺激计划，并维持联邦基金利率进入零时代，众多利好因素的刺激下，国内外利好数据纷纷显现，从基本面支持了原油价格的连续拉升。近期，美国劳工部 12 月 4 日公布，美国 11 月非农就业人数仅减少 1.1 万，远好于预期的减少 12.5 万，创 2007 年 12 月以来最强劲表现；同时，11 月失业率降至 10.0%，预期为 10.2%。以美国为代表的发达国家经济复苏预期越来越强。西方国家乐观经济数据出现得越来越多的同时。发展中国家的经济形势依然对良好的市场预期形成支撑。

4. **美国原油基金推动**

图三 美国基金原油持仓



资料来源：CFTC

上图是美国 CFTC 公布的原油期货非商业基金持仓与原油价格对比图。从图中可以看出，基金在 2008 年底开始平空翻多，在 11 月底开始翻成大幅净多，在

一定程度上也阻止了原油价格的进一步下滑，原油价格在 2009 年企稳走高，并持续反弹，基金功不可没。截至 10 月，基金增持原油净多持仓至 10 万手以上，达到经济危机以前的高度，10 月后开始有部分获利回吐，但仍然维持大量净多持仓，后期基金持仓方向变动仍然是主导原油方向的重要因素。

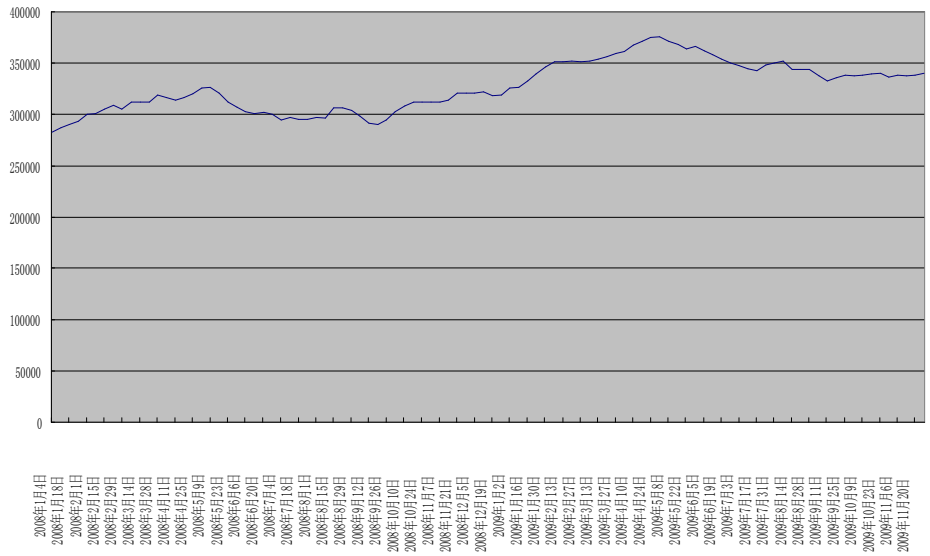
综上所述，我们认为推动 2009 年包括原油在内的大宗商品价格上扬的因素，部分已经与基本面失去关联，而其核心要素在于宏观层面，特别是美元走势和美联储货币政策还将在来年起到决定性的作用。

第三部分 2010 年行情展望

纵观 09 年原油及化工品市场走势，我们认为在年初首先是对于过度下跌的修正过程，以及对金融危机利空因素的集中消化，由此这种修正将使原油及下游化工品价格从过于低估的价格洼地止跌，并回归当前的基本面。在这以后，当商品市场牛市气氛再度到来，推动价格急速攀升，必将达到一个价格的过度修正过程，使商品再度偏离其基本面。我们认为目前原油价格正处在一种修正——过度修正的状态。在整个危机和世界经济在相当一段时间内无法恢复增长的局面下，这样的过度修正必将再度回归基本面。

1. 库存情况

图四 2008-2009 美国原油库存周度变化



资料来源：EIA，倍特期货

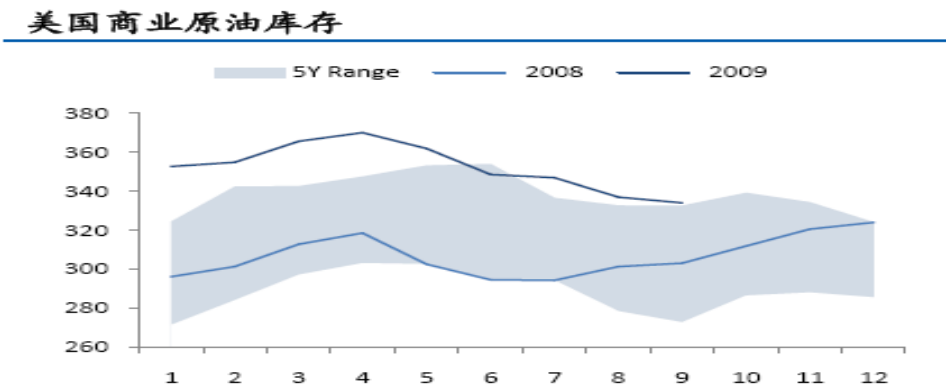
上图是自 2008 年初以来，美国石油协会（EIA）公布的每周美国原油库存情况，图中可以看出，从 08 年到目前，基本维持缓慢提高的趋势，4 月底的时候达到了 19 年以来的新高，随着冬季需求的来临，原油库存在缓慢降低，但最近几周都呈现缓慢上扬的态势，预计周期性需求已经达到高峰，后期季节性需求在年初衰减，库存上升周期到来。12 月欧佩克组织第 155 次部长级会议即将召开，

从目前舆论氛围看，欧佩克继续维持当前减产配额的可能性极大，如果欧佩克维持目前减产配额，对来年原油的影响实际上是中性偏空的。

2. 季节性供需情况

我们来看看传统的原油季节性供需情况。从下图中，我们可以更加详细的了解到原油的季节性需求走势，第 1-4 月是年末旺季结束的淡季，这一阶段通常是价格回跌，库存升高，从 5 月开始到盛夏是夏季汽油需求高峰期和飓风多发期，由于需求的拉动以及飓风造成供应的暂时中断，导致原油价格在这一阶段相对坚挺，库存下降。在这以后有一段时间处于旺季之间的淡季，进入 11 月以后，又有传统的冬季取暖油需求支撑，原油达到另一个需求高峰，价格也相对较高。因此价格相对较弱。

图五 美国商业库存



资料来源：EIA

我们下面来看看 2010 年的供需情况：

表二 2010 年原油供需平衡表

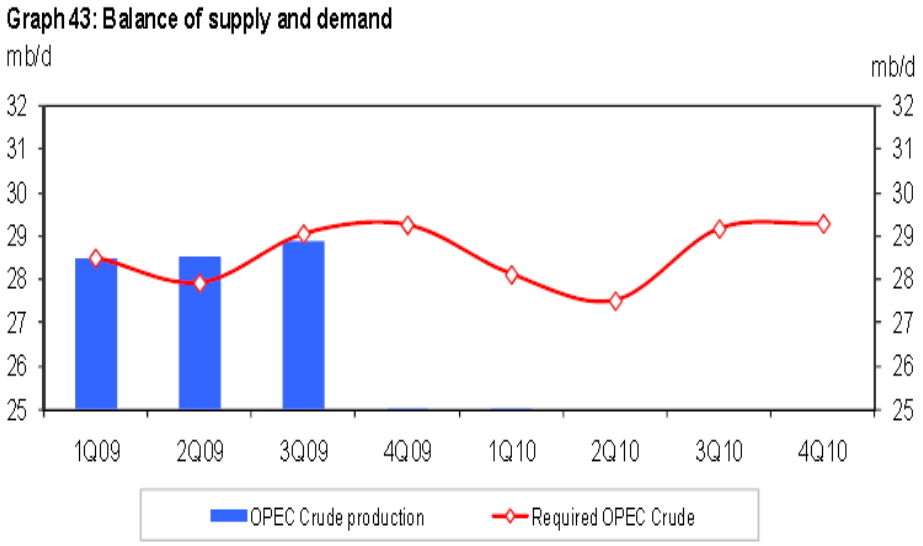
Table 32: Summarized supply/demand balance for 2010, mb/d

	2009	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2010
(a) World Oil Demand	84.31	84.52	83.71	85.55	86.46	85.07
Non-OPEC Supply	50.86	51.32	50.94	51.00	51.64	51.23
OPEC NGLs and non-conventionals	4.78	5.10	5.27	5.40	5.55	5.33
(b) Total Supply excluding OPEC Crude	55.65	56.42	56.21	56.40	57.19	56.56
Difference (a-b)	28.67	28.10	27.50	29.15	29.27	28.51

资料来源：欧佩克 11 月月报

表二是 2010 年原油供需平衡表，从表中可以看出 09 年度世界对欧佩克石油需求平均在 28.67 百万桶/天，而从截至到目前的 09 年欧佩克产量来看，这个幅度平均在 28.6 百万桶/天，基本上属于供需平衡。

图六 原油供需平衡图



资料来源：欧佩克 11 月月报

从季节上需求变化来说，传统的季节性需求淡季，即 2010 年一二季度需求将持续走低，这一阶段欧佩克如果维持目前产量，没有减产措施的话，则 2010 年前两个季度供应盈余将达到 0.5 百万桶/天和 1.1 百万桶/天。欧佩克的产量仍然是调节供需的重要因素，因此，如果欧佩克维持产量不变，这个阶段的原油供应将会轻微过剩。

从上图中，我们可以更加详细的了解到原油的季节性需求走势，整体来看，在 08 年-09 年经济危机打击下，由于原油需求不济，目前库存显示有大量积压的现象，整体库存高于以往，达到 19 年以来的库存高点。2010 年这些库存还将继续压制原油价格的上行。

3. 监管因素

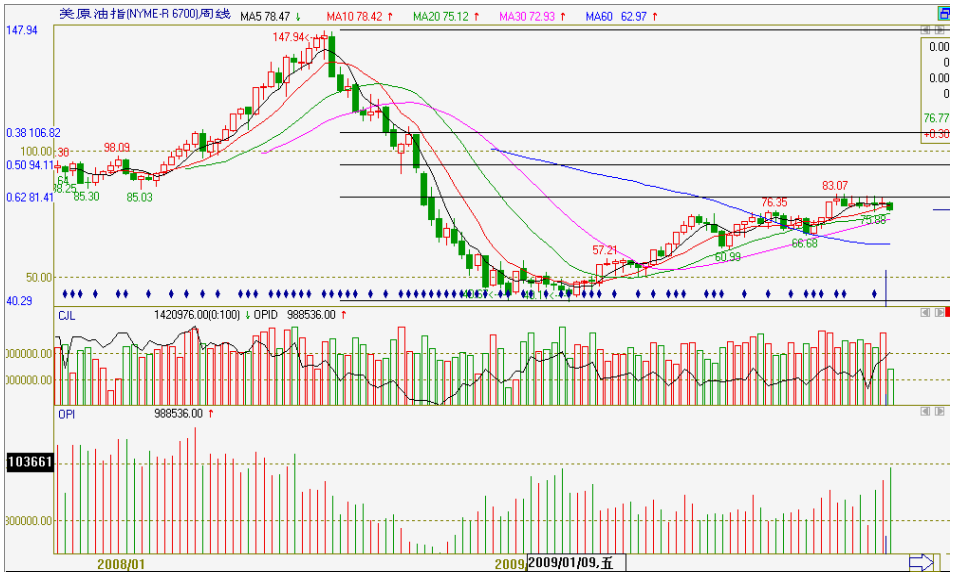
为了抑制原油期货市场过度投机操作而导致油价剧烈波动，美国总统奥巴马和商品期货交易委员会（CFTC）正极力推进对能源期货市场的投机活动施加限制，可能在年内出台限制油气期货投机炒作的立法，这将成为抑制油价上涨的一个关键因素。这也是场外投机资金不敢深度介入原油的重要原因。

4. 技术面

对于反弹幅度的假设

从技术面看，原油价格走势符合我们在 08 年年报中所表述的艾略特波浪理论，从 08 年 7 月开始为大 A 浪下跌，而目前，我们可以认为 08 年底完成了 A 浪下跌，从 09 年初开始了 B 浪反弹，10 月底达到黄金分割位 0.382 的幅度，目前仍然处在 B 浪反弹中。

图七 美国原油指数周线

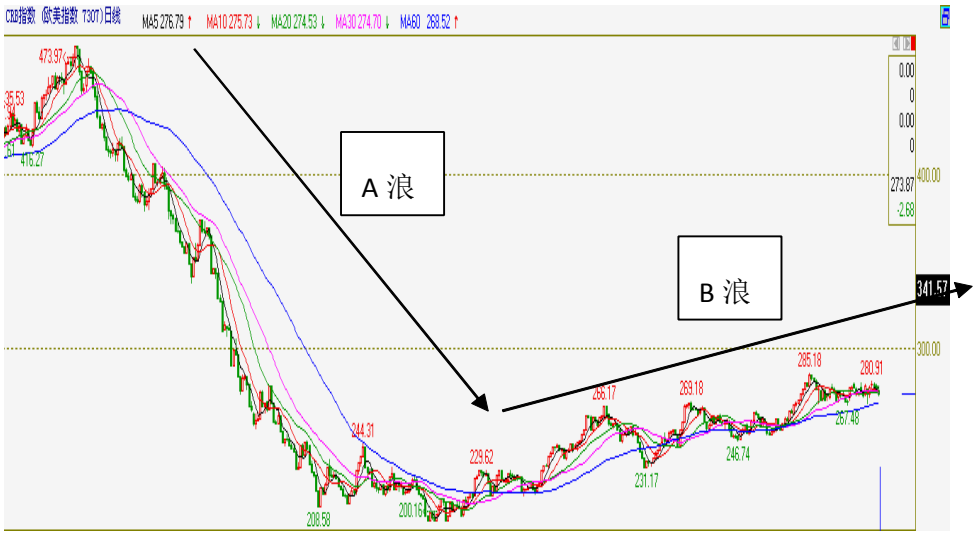


资料来源：文华财经

从技术上来看，原油的周 K 线图已经连续 6 周打出上影线，预示上冲乏力，我们认为来年上升的空间已经比较有限，可关注技术压力位 81 美元和 94 美元。而来年在这一压力带下方运行的可能性较大。

CRB 指数的波浪分析及对比

图八 CRB 指数日线图分析



资料来源：文华财经

CRB 指数作为美国重要的商品指数，其权重最大的就是原油，我们将在下文对其浪形做一个简要的分析，以窥测来年原油的走势。从图中我们可以看出，自 08 年 7 月金融危机爆发以来，到目前为止 09 年底的行情中，其技术面基本符合波浪理论中的大 A 浪调整和大 B 浪反弹，理论上后期还存在大 C 浪下跌，关键在于 B 浪是否已经完结。

我们从细节上来看，本轮 B 浪上涨又应该分为 abc 浪，我们认为目前处在 C 浪中的第五浪上，虽然后期仍然有上升的空间，但预计高度已经比较有限，也就是说从形态上，B 浪很快接近完结。

图九 CRB 指数日线图分析 2

资料来源：文华财经

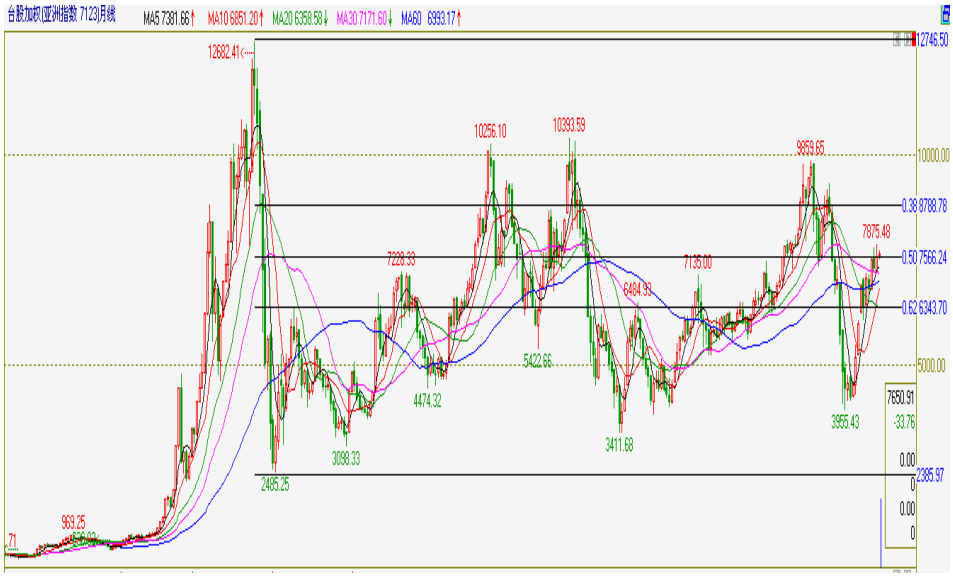
另外，根据美国百年来的股市和期货历史统计，牛市持续的时间平均为熊市时间的 2 倍多，从时间范围来看，上轮下跌时间约为半年，本轮上涨接近一年时间，时间上也比较符合。从高度上来看，其高度接近 0.382 附近，然而在货币供应充足的市场，这个幅度可能向上抬升，后期目标可能会指向 300 附近。

最后我们再回顾一下日经指数在 1989 年下跌和 90 年代台股加权指数暴跌后股指的后期演化，我们看到日经指数和台股加权在暴跌后均反弹触及至 0.382 位置，但后期都出现延续下调，其中日经指数表现更为弱势，跌破原先的低点，而台股加权基本上属于二次探底，并没有下破前一波的新低。我们认为本次商品市场的大幅回调后期的演化也可以参照这两次走势，但这次的情况比较特殊，其回调幅度明显更加深一些，09 年国家货币政策或许在一段时间内仍将支撑推动商品价格，但我们预计 2010 年调整的可能性仍然比较大。

图十 1989 年以来的日经指数月线图

资料来源：文华财经

图十一 1990 年以来的台股加权指数月线图



资料来源：文华财经

5. 美元因素

美国劳工部 12 月 4 日公布，美国 11 月非农就业人数仅减少 1.1 万，远好于预期的减少 12.5 万，创 2007 年 12 月以来最强劲表现；同时，11 月失业率降至 10.0%，预期为 10.2%。数据公布过后，12 月 4 日美元兑各主要货币均大幅走高。其中美元兑欧元涨幅超过 200 点，美元指数当天更是实现今年 6 月 5 日以来最大单日涨幅。

瑞穗实业银行(Mizuho Corporate bank)驻纽约汇市交易部门副总裁 Fabian Eliasson 表示："就业市场复苏是经济复苏拼图中的最后一块，之后我们就能放心的说经济全面复苏了，所以这令市场猜测美联储升息可能来得比预期早，这帮助推动美元走高。"苏格兰皇家银行(RBS)首席国际策略师 Alan Ruskin 表示，非农就业报告表现十分强劲，这提升了投资者有关美国经济复苏正在加速的预期。Ruskin 认为，该数据令美联储升息的时间至少提前了"一个月"。他预计，美联储可能在明年下半年升息。

图十二 美元指数日线图分析

资料来源：文华财经

我们来看看美元指数技术图形的波浪分析，美元指数自 2008 年 3 月至本年度 3 月的 90 附近高点的上涨具有完整的 5 浪特征，紧接为三浪下跌，后续应继续发展为 5 浪特征的上涨。特别是第 3 浪下跌形态接近于终结倾斜三角形，并持续延长，09 年 12 月对其下降图实现形成了突破，技术上基本标志下跌形态的完结，中期的反转可能就在眼前。如果说这一假设得以实现，则在 2010 年的相当一段时间内，后期商品的上行必将受到强劲美元的压制。

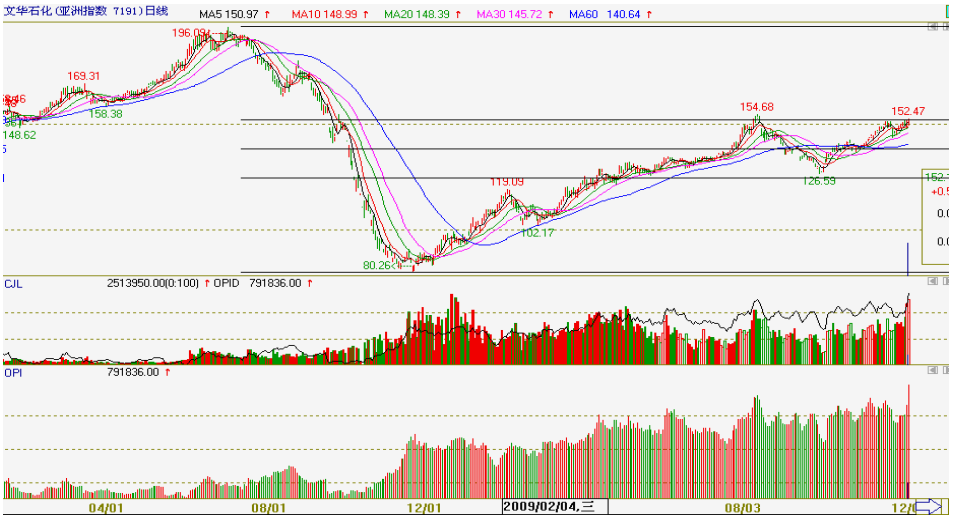
综上所述，虽然国内外经济持续向好带来的需求预期，量化宽松货币政策带来通胀预期。可是一旦经济数据不及预期，世界各国开始逐步酝酿宽松货币政策的退出。美元复苏可能会成为来年行情的关键，因此 2010 年以原油为代表的商品出现调整的可能性仍然大于继续上涨的可能性。

第四部分 国内下游化工品情况简述

整个下游石油化工品种，国内的燃料油、PTA、塑料、PVC 在 09 年均有比较突出的表现，在国内经济刺激计划影响下，从 08 年底就开始领先于原油展开

了反弹，在 09 年内国家货币政策宽松，资金流动性充裕的情况下，上半年反弹开始加剧，下半年处于宽幅震荡状态，虽然节奏不相同，但是最终反弹幅度除塑料外，几乎都达到一致，都超过了下跌以来的 0.618 黄金分割位，从年初算来，基本都超过最低点的 2 倍以上。我们可以从文华推出的石化指数来了解，石化指数是四个石化品种价格的加权平均值，我们可以看到整体的情况。

图十三 文华石化指数



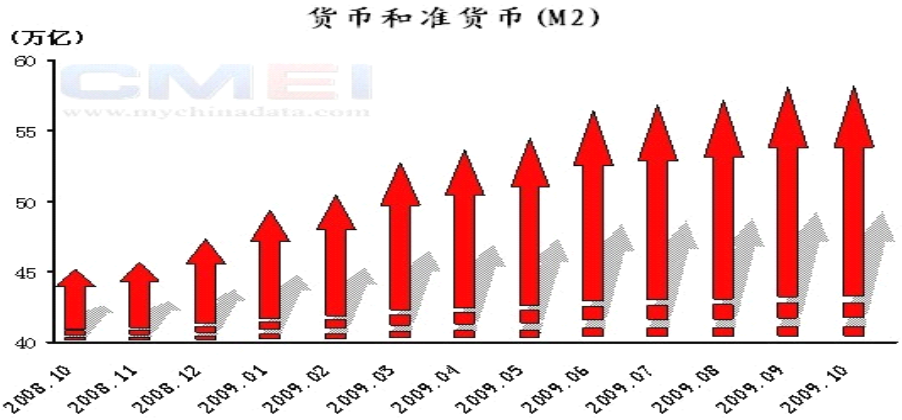
资料来源：文华财经

整体来说，2009 年国内原油下游上半年加速上涨，后半年高位宽幅震荡。反弹幅度整体已经接近或超过 0.618 的黄金分割位。在下文我们将简述本年度对各品种的核心影响因素。

我们先来看看影响这几个品种价格走势的共同因素：

1. 宏观货币政策

图十四 2008.10-2009.10 月度国内货币和准货币量变化



资料来源：《中国经济景气月报》

中国人民银行 11 月 11 日发布的数据显示，2009 年 10 月末，广义货币供应量(M2)余额为 58.62 万亿元，同比增长 29.42%，增幅比上年末高 11.60 个百分点，比上月末高 0.12 个百分点。狭义货币供应量(M1)余额为 20.75 万亿元，同比增长 32.03%，比上月末高 2.53 个百分点。流通中现金(M0)余额为 3.57 万亿元，同比增长 14.09%；1-10 月净投放现金 1511 亿元，同比多投放 314 亿元。从上图我们可以看出，货币供应量和本年度大宗商品的上涨有极强的正相关关系，从 08 年 12 月开始货币供应量开始大幅增加，国内商品特别是能源化工品价格急速抬升，而下半年过后，货币供应的增幅减少。于此同时，国内商品的价格同样开始高位宽幅震荡。

从 08-09 年的情况来看，随着经济全球化速度加快，我们认为来年以及以后相当一段时间里，石油化工品价格波动的关键已经不在于商品基本面，而是在于宏观层面上的经济复苏的情况，特别是整个市场资金流动性挂钩的货币政策。

2. 国家经济刺激计划

自去年四季度我国实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策以来，中央加大了政府公共投资力度。国家发展和改革委员会数据显示， 4 万亿元投资中，中央投资总额为１１８００亿元。

经济刺激计划拉动了固定资产投资增长，固定资产投资项目资本金比例下调促进房地产行业好转。

3. 石化产业调整和振兴规划

国家正式出台《石化产业调整和振兴规划》。规划中要求石化行业产量要保持稳步增长。到 2011 年，原油加工量达到 40500 万吨，成品油、乙烯产量分别达到 24750 万吨、1550 万吨。今后三年停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石等煤化工项目，原则上不再安排新的煤化工试点项目。

《轻工业调整和振兴规划》也同时推出。规划要求：塑料成型装备重点发展全闭环伺服驱动、电磁感应加热和多层共挤技术的挤出设备。采取产学研结合模式，支持农用新型塑料材料等关键技术、设备的创新与产业化。建立重点行业公共技术创新服务平台，建立粮油、电池、皮革行业国家工程技术研究中心，建立造纸、发酵、酿酒、制糖及皮革技术创新联盟。支持塑料行业绿色塑料建材、多功能宽幅农膜生产技术升级。

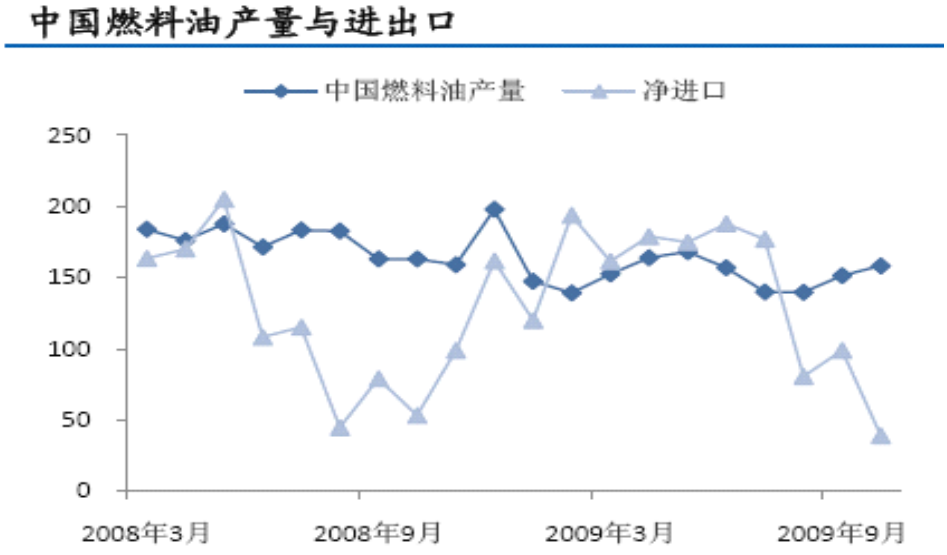
近日在国务院发布的《关于抑制部分过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》中指出，当前不少领域产能过剩、重复建设问题仍很突出，有的甚至还在加剧。《意见》为六大行业制定了政策导向。下一阶段，将进一步提高钢铁、水泥、平板玻璃、传统煤化工等产业的能源消耗、环境保护、资源综合利用等方面的准入门槛。其中对煤化工做出，今后三年停止审批单纯扩大产能

的焦炭、电石项目；禁止建设不符相关标准的焦化、电石项目；今后三年原则上不再安排新的现代煤化工试点项目。

燃料油基本面情况

供需情况

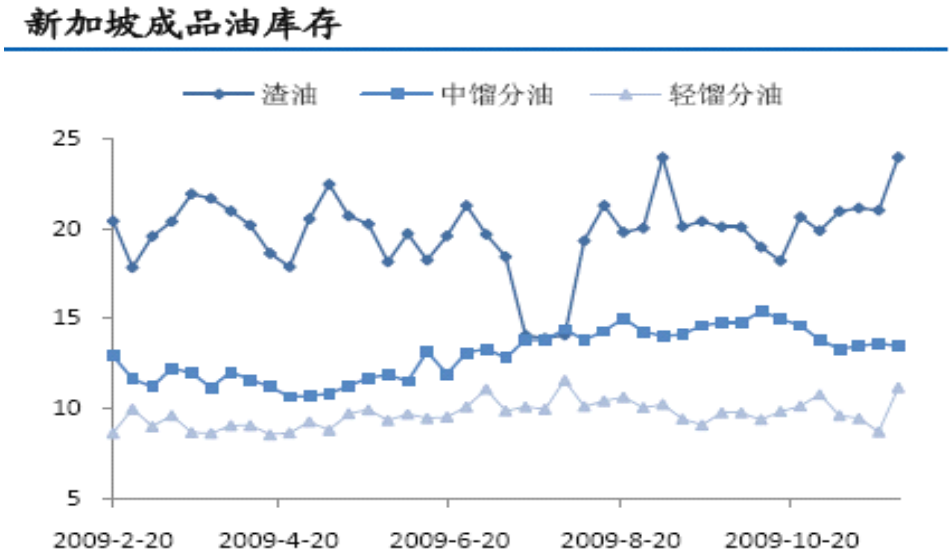
图十五 2008 年-2009 年中国燃料油产量与进口



资料来源：Wind

自 2008 年开始，中国燃料油净进口连续下滑，10 月进口量更是跌至近一年的低位。由于需求的萎靡，国内燃料油进口价差持续下滑。

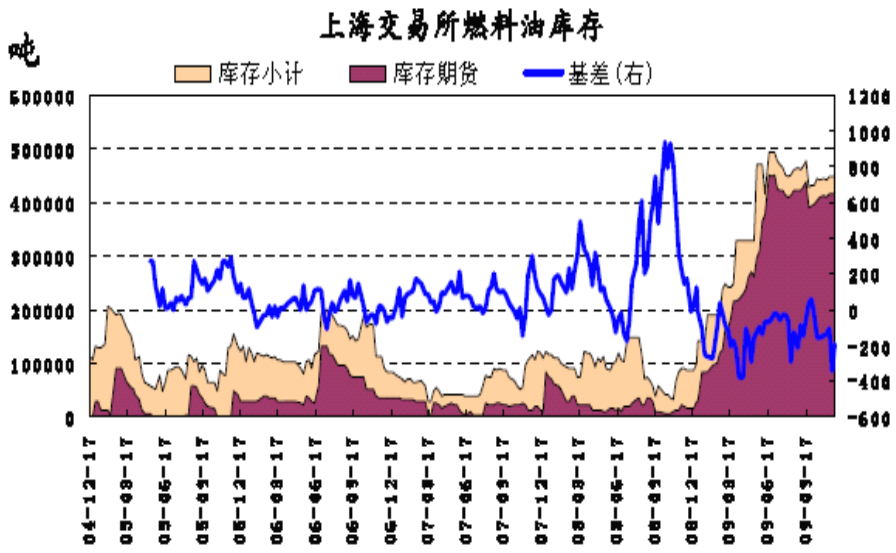
图十六 2009 年 2 月以来的新加坡成品油库存变化图



资料来源：Wind

受供应高企及需求有限打压，市场面依然疲软。12 月份来自西方的燃料油套利船货供应稳定，基本与 11 月水平持平，导致在来自中国方面需求疲软情况下，亚洲燃料油市场供应过剩。新加坡企发局公布的油品库存数据显示，截至 11 月 25 日，新加坡燃料油库存暴增至 2397.9 万桶，环比上涨 5290.3 万桶，超越 2009 年 9 月 2 日统计到的 2395.1 万桶，创下历史新高。

图十七 上海交易所燃料油库存变化图



资料来源：上海期货交易所

从国内的库存来看，自 08 年底开始，燃油期货库存大量增加，不断创出历史新高，6 月后维持在 40 万吨附近。在来年的时间里，如何消化这些库存将成为推动燃油价格上涨的重要力量。

上调电价对燃油的影响

国家发展和改革委员会 11 月 19 日宣布，自本月 20 日起全国非居民电价每千瓦时平均提高 2. 8 分钱，陕西等 10 个省区市燃煤机组标杆上网电价适当提高，浙江等 7 个省区市适当下调。上网电价调整主要是针对燃煤发电企业，燃油和燃气发电企业没有任何调整，因此，集中于广东地区的燃机电厂以及当地燃料油市场并未获得利好。

作为高耗能行业，工业或制造业承受电价上调的压力较大，尤其是重工业领域运营成本将上涨。当前，国内经济正处于复苏阶段，不少地方的高耗能业在金融危机期间或明或暗都得到了电价优惠，因此新电价政策对这些行业影响不会很大。

随着高耗能行业经营成本增加，众多用电企业加强落实节能降耗等环保措施，促进产业结构优化配路和过剩产能的调整，从而降低对燃料油消费量和转向

利用廉价的替代能源。而燃料油是化工行业的燃料和重要原料，上调电价间接加剧了燃料油市场萎缩的进程。燃油发电厂需求大幅缩水，导致燃料油消费在电力行业比重降低。目前，交通运输领域已然成为燃料油市场的主力，占燃料油需求的四分之一强，特别是因水上运输的发展而对燃料油的需求有所增长；化工、建材以及钢铁等领域因其快速发展、替代燃料增长的局限性等方面的原因，燃料油需求在短期内仍将保持稳定。

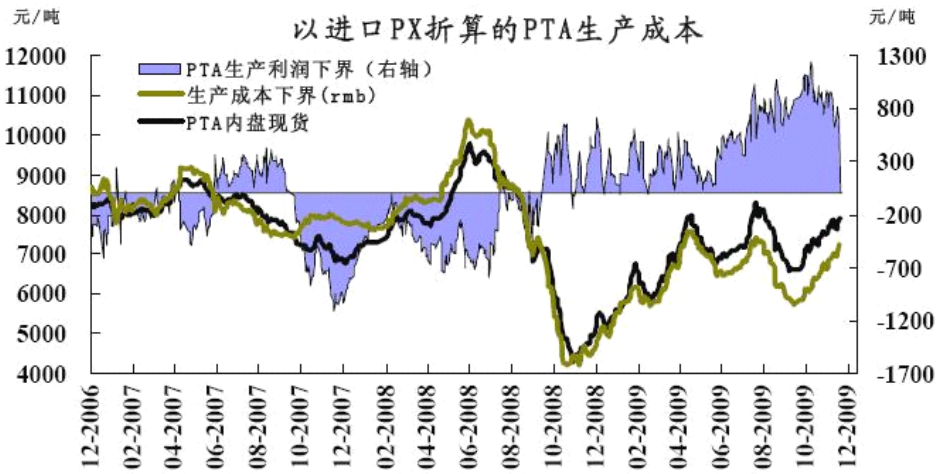
综上所述，2010 年，由于供需情况仍然不乐观，燃油在国内和新加坡库存压力仍将是压制价格大幅走高的重要因素，另外一方面，燃油发电厂需求缩水对燃油消费也是一项较大打击。

PTA 基本面情况

06 年以来亚洲地区特别是中国 PTA 产能迅速扩张，06-07 年两年期间中国 PTA 新增产能 540 万吨左右，但配套设施 PX 装置却没有跟上，宏观上造成 PX 产能的供应缺口。另外，08 年下半年至今，由于油品需求低迷，直接抑制了炼厂的开工率，从而导致作为副产品 PX 供应减少。另外，同期芳烃类产品苯的价格持续低迷也打压了一部分购买 MX 生产 PX 的工厂开工积极性，从而导致亚洲市场 PX 供应紧张。当然，春节后芳烃苯已经开始追随 PX 走势开始反弹。

今年年后随着原油逐渐回升，PX 价格也在成本的支持下逐渐回升， 后期随着 PX 供应缓和，PTA 价格也开始宽幅震荡走高的走势。09 年市场预计将有284 万吨左右的 PX 产能投产，从而部分缓解 PX 产能不足的局面。装置方面，中海油惠州 80 万吨 PX 装置 6 月中旬顺利投产后，6 月 22 日福佳大化 70 万吨装置也正式投产运营。福建炼化 70 万吨/年装置 7 月中也将开车，上海石化 60 万吨/年装置也将在 9-10 月投产，中国石油在乌鲁木齐的芳烃装置 100 万吨也计划年底投产，使 PTA 原料后市预期增加，使得市场对后市心态趋于谨慎。

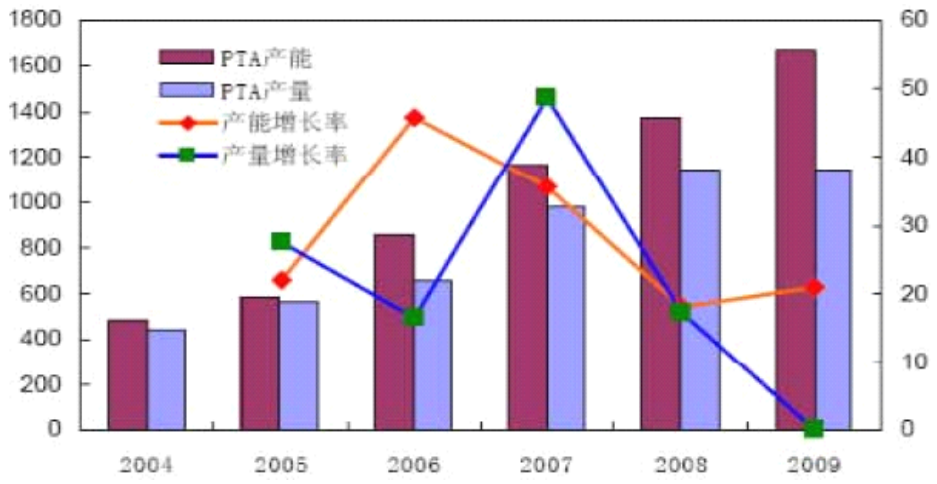
图十八 2006.12-2009.12 以进口 PX 折算 PTA 生产成本变化图



资料来源：中国化纤信息网

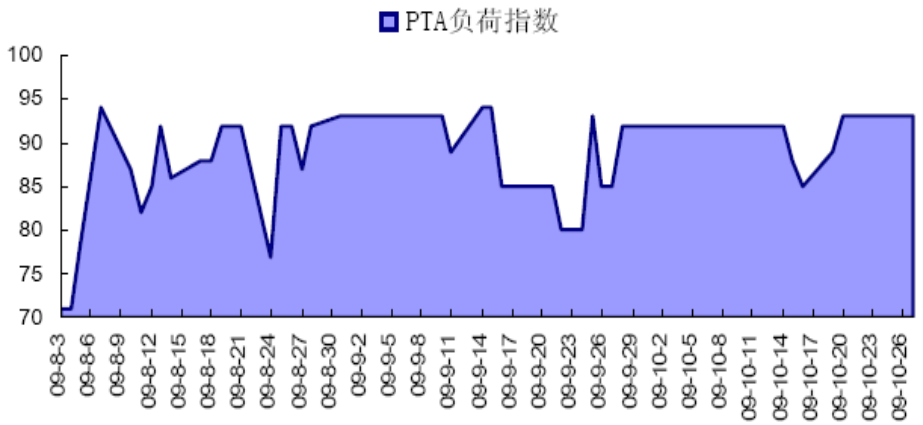
另外一方面，如图所示，在 09 年下半年的时间里，由于原料供应缓和，PX 价格下跌，PTA 厂商积累了丰厚的利润，在丰厚的生产利润驱动下，PTA 厂家生产积极性高涨，当前国内工厂平均负荷维持在 90%以上的高水平，同时 09 年国内已有逸盛石化 150 万吨产能投产运营，重庆蓬威石化年产能为 90 万吨的新 PTA 装置试车成功，当前工厂已经生产出合格的优等品。新东方希望新增的 90 万吨/年的装置也已正式投入运营。09 年国内可能还有佳龙、仪化、汉邦三套装置 200 万吨产能陆续投产，国内 PTA 供应过剩格局有望延续。同时三菱印度公司 90 万产能有望 5 月投产，因此 PTA 后期供应有增加趋势。在持续高负荷的开工率以及新装置投放的背景下，PTA 的供应量将稳步增加，将给市场带来一定的冲击。如下图所示，PTA 产能增长迅速，产能随着开工率提高，也将达到历史新高。

图十九 2004-2009 PTA 产能产量变化



资料来源：中国化纤信息网

图二十 09 年下半年 PTA 工厂负荷指数

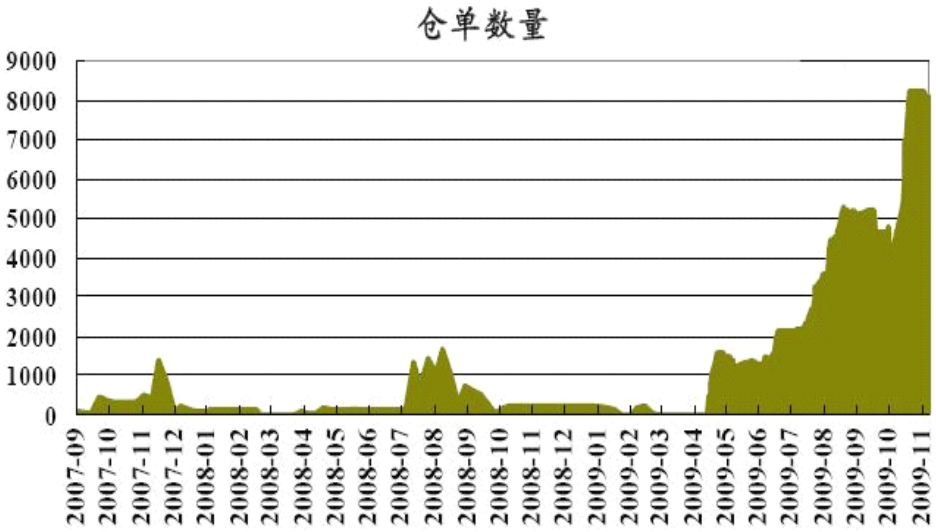


资料来源：中国化纤信息网

LLDPE 基本面情况

2009，石化产业振兴规划出台，消息的出台在短期内提振了市场信心，而石化厂家定价政策方面，2009 年，虽然塑料需求维持清淡局面，但价格维持上涨，而且库存偏低在一定程度上支撑了现货价格，但整体供需基本面并不支撑价格上涨，而石化厂家定价政策在一定程度上给予期价指引。

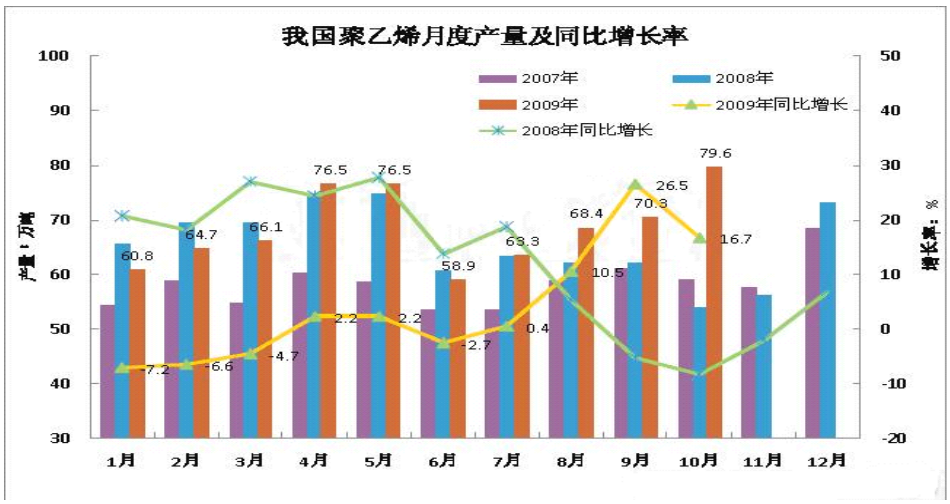
图二十一 2007-2009 年 LLDPE 仓单数量



资料来源：大连商品交易所

从仓单来看，09 年持续增加的仓单压力仍然是需求清淡的重要体现。面对来年国内新产能陆续投放市场及明年东盟零关税，供应充足，国内 LLDPE 价格还将受到巨大上行压力。

图二十二 我国聚乙烯月度产量及同比增长率



资料来源：中国石油化工协会

图二十二是 2007-2009 年聚乙烯塑料月度产量及同比增长率，年初的时候，在需求疲弱压制下，市场消化前期库存，产量比 08 年有所下降，4 月以后同比产量比 2008 年有较大提升，特别是接近年底。

石化厂家定价政策的标准很大程度上参考原油价格，我们关注一下厂家上半年的几次政策，基本上都是在原油的指引下完成，但是总的标准也是跟涨不跟跌。因此，在需求基本面没有完全改观的情况下，我们还需密切关注石化厂家的定价政策给市场投资者心理带来的影响。

PVC 基本面情况

调升电价的影响

根据相关信息，新一轮电力调价将涉及发电企业的上网电价和电网企业的终端销售电价，其中终端电价的上调幅度为每千瓦时 2.8 分，超出市场预期。对于国内主流的电石法 PVC 装置来说，此次电价上调将增加 PVC 生产成本 180 元/吨左右。无疑将抬高 PVC 价格底部，为其提供了成本支撑。

反倾销政策的影响

始于 2003 年为期五年的反倾销在今年是进入了键时期，之前市场上对国家今年是否能继续实施反倾销的讨论的声音就不断。9 月 28 日最终尘埃落定，商务部公布了反倾销最终裁定，自 2009 年 9 月 29 日起，继续对原产于美、韩、日、俄和台湾地区的进口聚氯乙烯实施反倾销措施，实施期限为五年。这则消息的公布为我们国家氯碱行业的稳定发展也起到了很大的作用。也给未来 PVC 走势奠定了良好的基础。

国家化工产业政策的影响

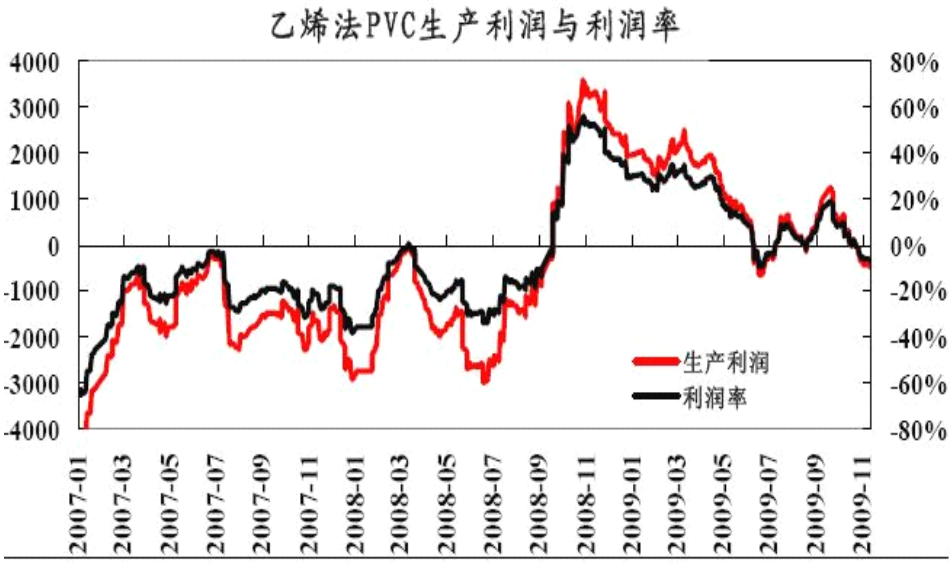
近日在国务院发布的《关于抑制部分过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》中指出，当前不少领域产能过剩、重复建设问题仍很突出，有的甚至还在加剧。《意见》为六大行业制定了政策导向。下一阶段，将进一步提高钢铁、水泥、平板玻璃、传统煤化工等产业的能源消耗、环境保护、资源综合利用等方面的准入门槛。其中对煤化工做出，今后三年停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石项目；禁止建设不符相关标准的焦化、电石项目；今后三年原则上不再安排新的现代煤化工试点项目。这一消息时机是对 PVC 行业的利好。

总之，石化产业与轻工业振兴规划为 PVC 相关企业改善经营条件，稳定外需六项措施，三次调高出口退税率等国家政策都为来年 PVC 需求提供增长动力。

供需情况

2009 年，虽然 PVC 价格探底回升。但仍旧缺乏主动性的推动上行。对于生产商来讲，虽然盈利已经非常微薄，但仍需要持续生产。

图二十三 乙烯法 PVC 生产利润与利润率



资料来源：中国氯碱协会

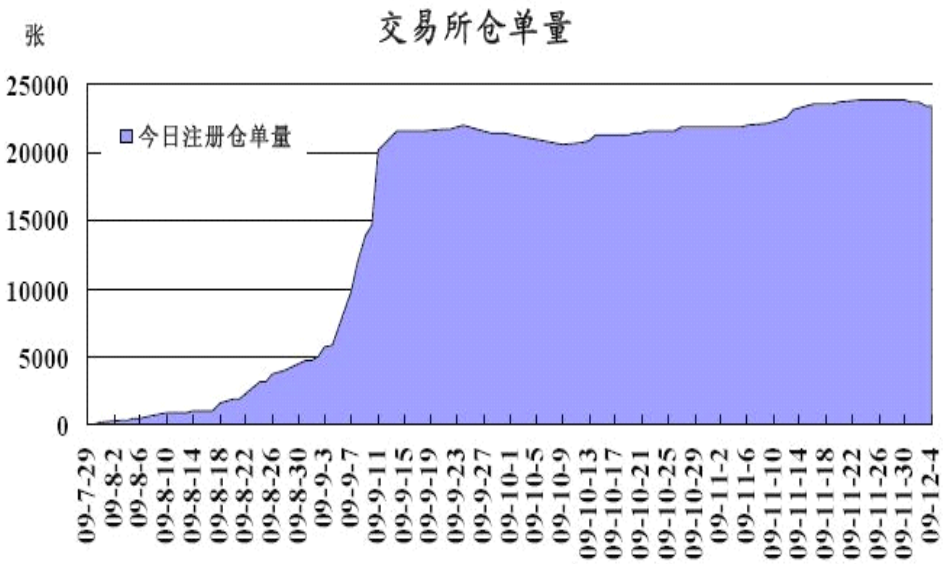
一方面，由于原油的大幅反弹，其下游外盘乙烯的稳定上扬也推升了乙烯法成本的上升。其生产利润在年底再次处于亏损的边缘。也为 PVC 提供极强的成本支撑。

图二十四 电石法 PVC 生产利润与利润率

资料来源：中国氯碱协会

另外一方面，调高油价和电价对国内主流电石法生产的 PVC 成本也起到直接提升的作用，相比乙烯法而言，电石法企业开始占据优势。

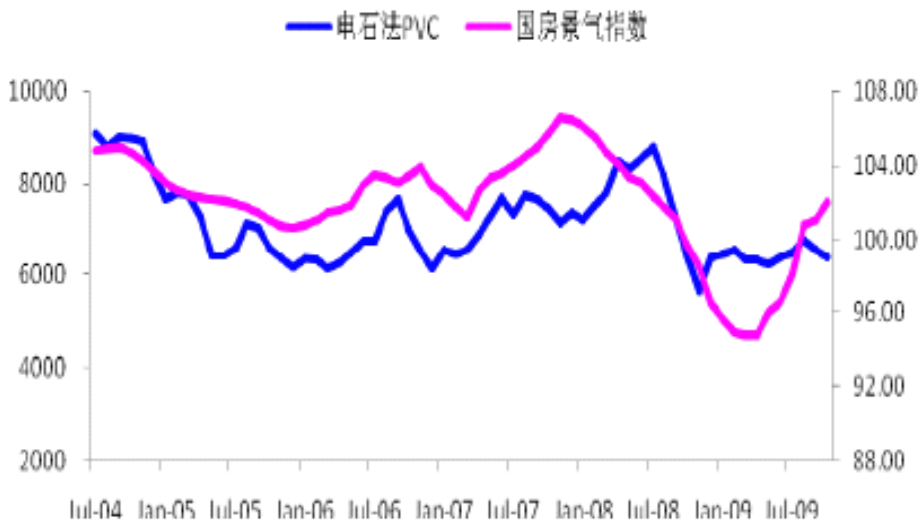
图二十五 交易所 PVC 仓单量



资料来源：大连商品交易所

从大商所积累的 PVC 期货仓单来说，产能过剩仍然是这个品种在很长一段时间内存在的，需求不足仍然是一个主要压制 PVC 价格上行的因素。

图二十六 房景气指数与 PVC 价格变化



资料来源：国家统计局，卓创咨询

从图上可以看出，由于 PVC 的主要用途集中于房地产行业，PVC 价格和房地产景气程度密切相关，后期 PVC 需求的关键，仍在于我国房地产的景气程度，来年需要密切关注国家宏观政策对房地产的影响。

原油与国内化工品价格联动探讨

从 2008 年 11 月底起，原油下游品种例如 PTA 和塑料开始领先反弹，同时，燃料油开始明显滞跌，国内的春季行情开始影响原油下游商品走势。12 月燃料油也在国内征收燃油税的支持下也开始了一波大幅上涨行情，而在此期间原油仍然在震荡寻底的过程中。

我们认为从整个产业链的价格传递来说，这种情况的出现，上游原料价格和塑料产生了较大的背离，例如 2 月 19 日原油仍然在新低附近，以燃料油为例，国内燃油价格反弹幅度已经超过 50%，而 PTA 和塑料同样幅度已经大幅偏离。

而同样的情况曾经发生在 2008 年 6-7 月，期间以 PTA，塑料为代表的原油下游品种，价格已经开始领先下跌，即使油价仍然在创新高的阶段。由于价格传导的滞后性，这又形成了偏离。

我们认为，本次下游品种价格集体反弹首先是由于国内政策对石化行业的扶持和传统春季备货行情所致，下游的需求已经明显转好，价格得到提升，但由于价格传导的滞后性，原材料原油的价格仍然极度衰弱，这样一来上下游价格就形成较大偏离，但作为一个产业链内部的所有品种，由于价格传递，其价格之间有联动性，形成偏离后，必然会有纠正的过程，在 3 月-6 月的时间段里，下游品种的上涨幅度明显弱于原油反弹力度，这正是对前期偏离的一种修正，由此我们预计在国内下游品种弱于原油的情况可能将出现。

第五部分 观点和操作策略

从 08-09 年的情况来看，随着经济全球化速度加快，我们认为来年以及以后相当一段时间里，石油化工品价格波动的关键已经不在于商品基本面，而是在于宏观层面上的经济复苏的情况，特别是整个市场资金流动性挂钩的货币政策。

近期中央经济会议上再次强调还将维持适当宽松的货币政策，这一观点仍然非常明确，这将在一段时间内继续支撑国内商品价格。虽然全球经济复苏预期日渐明确，但是复苏很可能是一个漫长的过程。但是由于前期经济复苏远好于预期，市场对经济数据有着良好的预期，而数据一旦不及预期，市场往往出现过度反应。我们从基本面和技术面分析认为 2010 年，以原油代表的商品在一段时间内上方的空间已经比较有限，高点可能位于黄金分割位置 81 美元及半分位 94 美元。整体而言，国内化工品的反弹幅度已经远远超越原油，我们预计 2010 年以原油为代表的石化品种可能会出现一波中线调整。