

以逸待劳，后发先至

——2012 资本大弈局系列之军争篇·化工

核心内容

商品大弈局时代来临

全球总需求水平依然低迷、欧盟债务危机仍在发酵，全球流动性状况的预期明显变化，2011年大宗商品价格的大幅下跌预示着多年牛市的终结，大宗商品市场进入了大弈局的时代。

一季度难走强，二季度有望形成年内低点

2012年全球宏观经济有望呈现“NIKE”走势，化工品有望跟随整个商品市场呈现出先抑后扬的走势，二季度形成年内低点的概率较大。

原油供需呈现出前松后紧的格局，价格重心将保持在100美元上方；橡胶下行空间有限，维持缓慢上涨的概率较大；基本化工品受制于产能过剩及下游消费低迷的影响，原油上涨对其推动作用有限，2012年全年仍以震荡为主，难有趋势性行情。关注一季度下跌过程中PVC、甲醇成本支撑作用的发挥，及二季度PX对PTA走势的推动作用。

✉: dept_paqhyjs@pingan.com.cn
研究所 化工研究小组

✍: 牟宏博（化工研究）
☎:86-755-82532648
✉: mouhongbo698@pingan.com.cn

✍: 孙帆（量化研究）
☎:86-755-82732231
✉: sunfan011@pingan.com.cn

《资本大弈局》系列序言

2011 年是继 2008 年次债危机以来全球资本市场最为关键的一年，经过前期超发货币刺激，全球经济出现了短暂的恢复，但积重难返的发达经济体事隔三年后又再度爆发主权债务危机，二次探底风险的预期大大强化。9 月以来，金融市场遭受新一轮抛售巨浪，“熊来了”的声音愈加响亮。

年底临近，盘点兔年展望龙年，在当前日益复杂的宏观趋势、政策变幻、市场动荡的背景下，平安期货研究所推出“资本大弈局”系列报告，紧扣当前“大变革”的市场主线，试图从多市场、多品种的角度深度剖析：已运行了近十年的超级牛市现已触及最关键时点，且无论是全球经济结构、商业周期，还是资产价格的盛衰、商品板块轮动等均已到了变局的临界点。

在这样的背景下，沿用以往的思维专注于基本面的研究或许已经无法把握市场的节奏。我们需要关注全球视野、关注经济周期、关注全球经济格局、关注大类资产价格波动；同时还要关注产业的兴衰、产业的轮动及供需层面对相关行业或品种的影响，才能对当前整个资本市场的重大变局有所认知。

基于这种想法，本系列报告以全球经济及商品结构周期为背景，在宏观视野下推开资本大场景的画面，深入探索历史上多轮资产价格牛熊周期的成因、变迁、事件等。同时，以重点产业或品种为主题切入，通过回溯历史牛熊周期痕迹，或结构对比，或事件分析，或背景论证，试图探索在当前资本大弈局影响下金融市场的牛熊变幻，进而辨清资产价格演绎的主脉络。

资本大弈局系列之化工篇《以逸待劳，后发先至》将为您揭示在全球大宗商品大弈局背景下，原油及化工品期货的价格变动规律。

摘 要

商品大弈局时代来临。全球总需求水平依然低迷、欧盟债务危机仍在发酵，全球流动性状况的预期明显变化，2011年大宗商品的大幅下跌很可能预示着多年牛市的终结，大宗商品市场进入了大弈局的时代。

一季度难走强，二季度有望形成年内低点。2012年全球宏观经济有望呈现“NIKE”走势，一季度整个经济仍将处于下滑态势，三、四月份意大利有大量债务集中到期，再加上大宗商品自高位以来的调整并无任何结束的迹象，因而化工品在一季度前并不存在走强的可能。

百元油价将成常态。需求决定原油长期价格走势，2012年原油供需呈现前松后紧格局。在不出现风险事件的前提下，上半年原油将在90-105美元间区间震荡，而下半年有望稳定在110美元上下，全年均价保持在100美元之上。而欧债问题及地缘政治危机的非常规爆发，将是影响2012年原油价格的最大不确定性因素。

橡胶下行空间有限，缓步上涨可期。虽然2012年橡胶需求增速出现下降，但供需缺口仍存，合成胶对目前天然橡胶的价格构成了较强的支撑。经过前期大幅下跌后，目前的价格已经接近底部区域，未来进一步向下的空间并不大。预计2012年的走势以震荡向上为主，反弹高点看到35000元/吨一线。

PTA暴利时代终结，PX有望引领产业链行情。PTA与上游PX产能扩张的不匹配将会使2012年PX对PTA构成较强的成本支撑。PTA价格有望在2012年一季度形成年内低点，低点位置在7400元/吨以上，二季度受经济回升及PX价格上涨的推动作用，走出一轮上涨行情，三四季度受新增产能投产的影响呈现出高位震荡的走势。

LLDPE向上机会大于向下风险。目前塑料指数报价在9500元附近，从绝对价格上来讲，处于近几年来价格运行的相对低位。我们认为2012年塑料向上的机会大于向下的风险，价格重心有望重回11000元附近。

PVC上行无力，下有支撑，难有作为。即需求的不振及国家对房地产调控政策的持续使得PVC价格并不具备上涨动能，而逐年上升的刚性成本也封锁了PVC下行的空间，这使得PVC在2012年更多的是跟随宏观面的变化，窄幅波动。

甲醇成本助推价格中枢上移。一季度甲醇价格难以有较大突破，需求疲软将引导期价以弱势整理为主。7至10月份，国内外甲醇生产装置计划内或者意外停车检修较为集中，同时甲醇下游产品二甲醚、甲醛等纷纷进入消费旺季，甲醇价格往往快速攀升。

目 录

《资本大弈局》系列序言.....	2
摘 要	3
化工品内弱外强，与原油分道扬镳.....	5
商品大弈局时代来临.....	6
一、全景扫描：牛市征程受阻，商品价格高位回落	6
二、暴跌根源：多因素引发共振效应，需求下滑为根本原因	7
三、未来走向：2012 年商品价格前低后高.....	8
百元油价将成常态.....	9
一、量化研究显示需求决定原油长期价格走势	9
二、2012 年市场前松后紧，全年供需基本平衡.....	11
三、周期分析显示原油难有趋势性行情	13
四、地缘政治是影响 2012 年原油价格的最大不确定性因素	14
本是同根生，结“果”各不同.....	15
一、橡胶：下行空间有限，缓步上涨可期	15
二、PTA：暴利时代终结，PX 将引领产业链行情.....	19
三、LLDPE：塑料向上机会大于向下风险	23
四、PVC：上行无力，下有支撑，2012 难有作为.....	25
五、甲醇：成本助推价格中枢上移	27
冬季蛰伏，静候春风.....	30
一、一季度难走强，二季度有望形成年内低点	30
二、策略：以逸待劳，后发先至	30
图 表	32

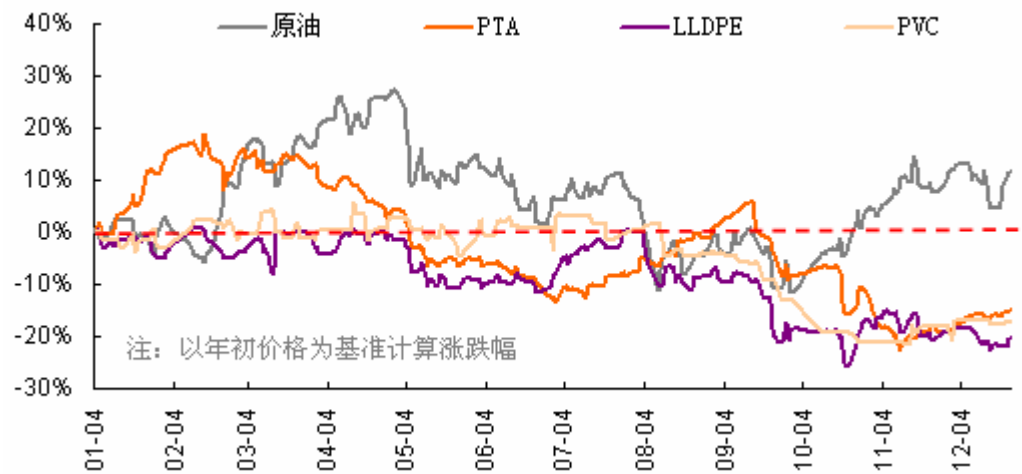
题记：军争之难者，以迂为直，以患为利。后人发，先人至。
——《孙子兵法·军争篇》

化工品内弱外强，与原油分道扬镳

2011年，是充满困惑与饱受洗礼的一年。这一年，商品市场大多品种创出历史新高，随后又大幅下挫；这一年，化工品与原油走势分道扬镳，成本支撑不在；这一年，原油在商品市场一片跌声中稳站百元，而LLDPE、PVC等品种却创出了近20多月来的新低。这一年，甲醇上市了，短短2个月价格跌幅超过15%……

如果说以铜、橡胶为首的大宗商品的大幅下挫是对前几年价格大幅上涨修正的话，那么LLDPE、PVC这些品种前几年并未出现大幅上涨，缘何要受其拖累？如果说欧债危机是本轮商品下跌罪魁祸首的话，缘何原油能免受其害？

图1-1:化工品与原油相背离的走势暗示着全球大宗商品进入了大弈局的时代 [2011年]



资料来源:wind、平安期货研究所

我们越来越清醒的认识到，目前市场处于一个前所未有的大弈局当中，单纯从宏观面，品种的基本面已经很难解释上面提到的众多困惑与矛盾，也很难把握未来商品价格的走势规律。因而要预判2012年化工品的走势，我们必须要将化工品放在整个商品市场大弈局的背景下来分析，要分析这个大弈局的成因及未来趋势，要分析未来化工品源头原油的走势情况，分析化工品各自的基本面情况，最后综合考虑各方面的因素才能得出较为可靠的结论，本篇报告的成文也基于此。

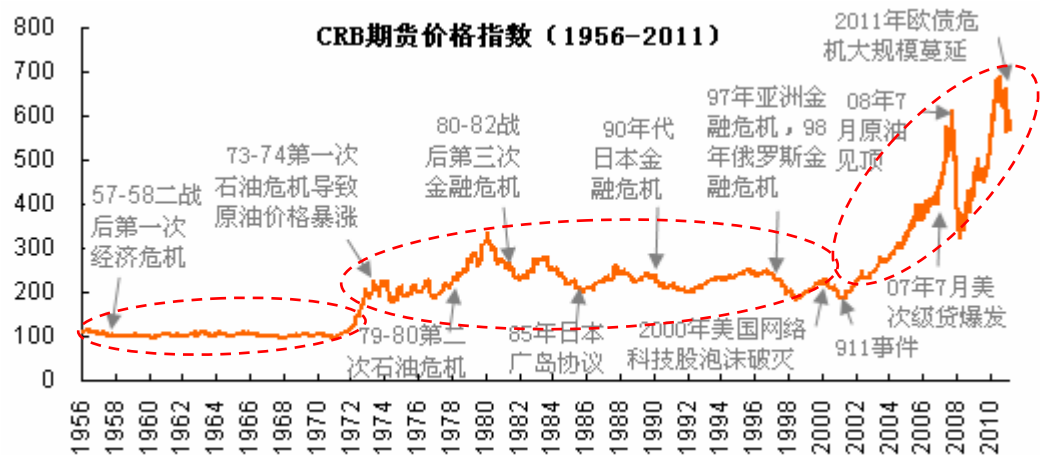
商品大弈局时代来临

一、全景扫描：牛市征程遇阻，商品价格高位回落

1、远观：数十年商品牛市气壮山河

通过回顾过去六十余年间 CRB 指数的变化，可以更清楚地帮我们把握全球大宗商品价格的运行脉络。如图 2-1，全球大宗商品价格运行轨迹可以划分为三个阶段。第一阶段，20 世纪 70 年代之前，大宗商品价格长期运行在一个相对平缓的区间。剔除战争及严重自然灾害对市场造成的冲击，价格运行处于相对低位，波动幅度非常窄，小于当时价格水平的 20%。第二阶段，20 世纪 70 年代至 2001 年，石油危机爆发和黄金非货币化后，大宗商品价格波动幅度显著提升。第三阶段，2002 年至今，在宽松货币政策提供的充裕流动性支撑下，大宗商品迎来了一轮波澜壮阔的牛市。大宗商品价格不仅在绝对涨幅上突破了历史高点，达到第一阶段价格水平的 500% 附近，其价格波动幅度也较之以往大幅扩大。仅仅在 2008~2011 年之间，价格波动的幅度就已达到了过去 30 年长期波幅的两倍。

图2-1:1956-2011商品期货价格指数历史走势



资料来源: wind、平安期货研究所

2、近看：“拐点”隐现，商品价格出现深幅调整

2011 年 4 月以来，CRB 指数出现了大幅下跌。从 4 月 20 日最高点 691.09 到目前，下跌幅度已经超过 20%。本轮大宗商品的下跌是一次普遍性的下跌，并且呈现出一定的先后次序。最先下跌的是基本工业金属，其后是原油，接着是农产品，最后是贵金属。伦铜最高点为 2011 年 2 月 14 日，原油期货从 2011 年 5 月 2 日的高点开始下跌，农产品的高点在 2011 年 8 月底，贵金属的高点出现在 2011 年 9 月初，整体的价格下跌格局是“基本金属-CRB 指数-原油-农产品和贵金属”。

图2-2:2011年4月以来CRB指数大幅下跌

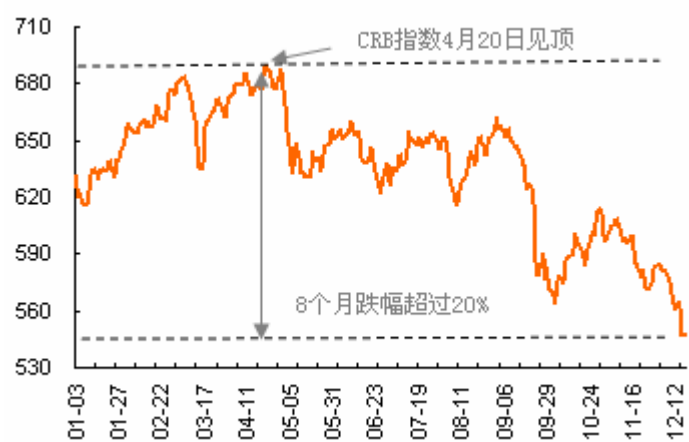
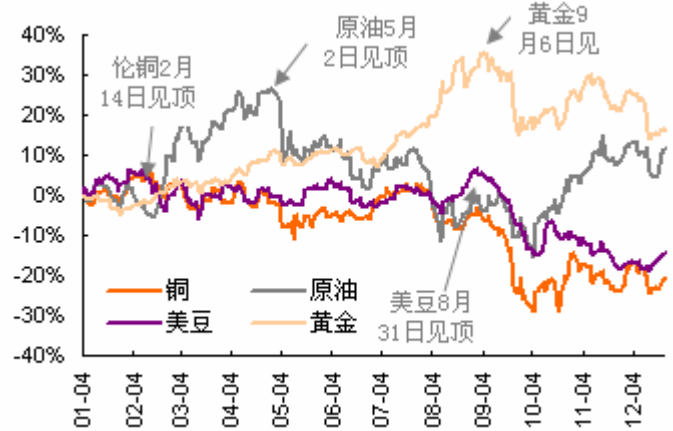


图2-3:本轮大宗商品下跌呈现先后次序（以2011年初为基准）



资料来源:wind、平安期货研究所

二、暴跌根源：多因素引发共振效应，需求下滑为根本原因

本次大宗商品价格的快速下跌，与 2008 年美国次贷危机集中爆发时相似，都是一次普遍性的下跌，基本金属、能源、农产品和贵金属价格的下跌只有先后区别，而无涨跌互现的结构性特征。我们认为，本轮大宗商品价格的下跌是基本面因素、流动性因素以及利空事件等多重负面因素叠加所引发的“共振效应”。

首先，全球经济总需求不足是大宗商品价格暴跌的最基本根源。全球经济增长中枢下移的“新常态”仍将持续。美国金融危机的爆发、升级和深化，是康德拉基耶夫长波周期从繁荣走向衰退和萧条的大拐点，全球经济将不可避免地要走入一个总量边际递减的过程，也就是一个增长中枢下移的过程。在后危机时代，美国、欧洲、日本等发达经济的经济增长幅度将大大低于过去几轮经济衰退后的复苏程度。虽然，新兴经济体贡献更大的增长动力，但是在通胀、财政和结构等因素的约束下，新兴经济体对全球总需求的边际拉动将日益弱化。

其次，流动性预期的逆转是大宗商品价格加速大幅下跌的导火索。随着美国主权信用评级被降低，美国长期国债的需求出现新的不确定性，美联储第三轮量化宽松政策的市场预期不断被强化，但是，9 月份美联储并没有如市场预期出台第三轮量化宽松货币政策，美联储仅将量化宽松政策转变为“扭转”政策，采用长周期的国债来替换短周期的国债，以此来压低国债收益率。美联储的“扭转”政策说明了美联储已经开始其资产负债表整固，未来实行新一轮的量化宽松的可能性在降低，使得市场对流动性的预期进一步走向悲观。

最后，债务危机带来了全球金融市场的巨大不确定性。2011 年是全球经济的债务年，欧洲和美国相继陷入主权债务危机的泥潭，不仅给美欧两个经济体造成巨大的冲击，而且给全球经济和国际金融市场带来了实质的不稳定性，全球经济复苏和金融稳定面临新的风险。特别是美国被降低主权信用评级、希腊债务违约风险上升以及意大利债务问题等引发了市场对债务问题的更进一步的担忧。

三、未来走向：2012 年商品价格前低后高

从未来趋势看，全球总需求水平依然低迷、欧盟债务危机仍在发酵，全球流动性状况的预期明显变化，因而我们认为，2011 年大宗商品的大幅下跌很可能预示着多年牛市的终结，大宗商品在未来几年将很难再创新高。商品市场进入了大奔局的时代。

我们认为短期内大宗商品仍将维持弱势整理的格局，中期内大宗商品价格的金融属性将有一定程度的弱化，继续向实体经济回归，这个趋势或将持续到 2012 年一季度甚至年中。如果全球经济再出现相对较大的风险因素，或金融风险的相互共振，那么大宗商品存在暴跌的可能性。2012 年下半年受全球经济逐步复苏，以及大宗商品价格大幅下挫后自我修复的预期，商品市场有可能迎来反弹。综合来看，随着大宗商品大奔局时代的到来，影响大宗商品价格走势的因素将会更为复杂，投资者的信心起伏也会加大，这都将使得大宗商品价格在 2012 年很可能大幅波动。在这样的背景下，化工品也将更多的跟随整个大宗商品的走势而波动。

百元油价将成常态

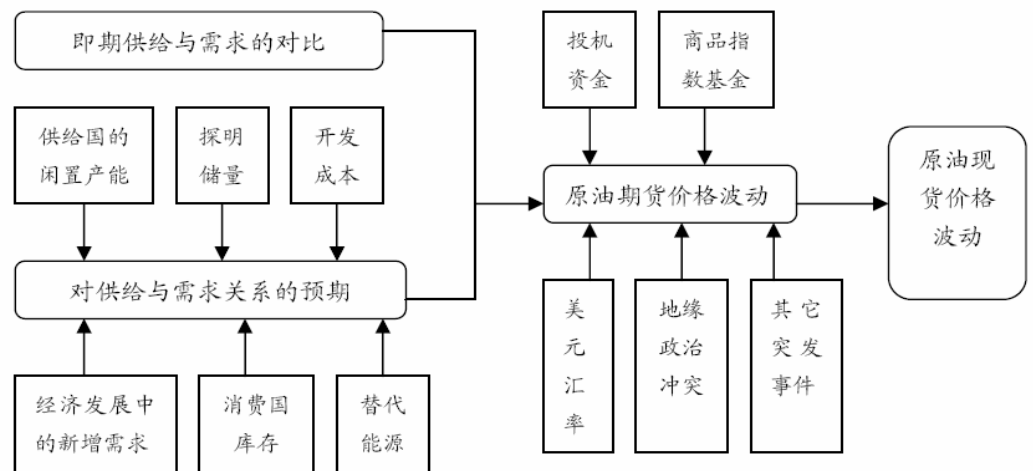
一、量化研究显示需求决定原油长期价格走势

1、国际原油价格形成机制

国际市场原油现货间的交易，价格并不是由买卖双方根据供求关系直接决定，更多的时候只是确定某种计价公式，而这种计价公式中的基准价格一般与石油期货市场的价格直接或间接相连。具体的就是，国际市场原油贸易大多以各主要地区的基准油为定价参考，以基准油在交货或提单日前后某一段时间的现货交易或期货交易价格加上升帖水作为原油贸易的最终结算价格。

正因为国际油价的波动兼有商品市场和金融市场的双重特征，因此影响国际油价的因素很多。但根本上还是即期供需关系加上远期供求预期，并考虑计价货币美元的汇率影响，经由市场资金博弈形成。

图3-1:国际原油价格形成机制



资料来源:平安期货研究所

2、需求对原油价格影响强于美元及流动性

由原油价格形成机制可知，供求关系、美元、流动性等成为主导原油价格走势的主要因素。本节我们试图通过量化分析方法，来探究不同因素对原油价格的影响程度。

我们对影响国际油价的几大因素量化分析的结果显示：（1）需求对石油的价值影响极为显著，且影响作用大于美元。需求可由工业产值指标来体现，因此，工业产值是影响油价的重要因素；（2）美元标价石油价格，对油价影响是显著的，但影响作用

并不大; (3) 长期看, 流动性并不是石油长期价格的显著因素, 而很可能是油价泡沫形成的驱动因素之一。

图3-2:油价与工业生产指数走势对照

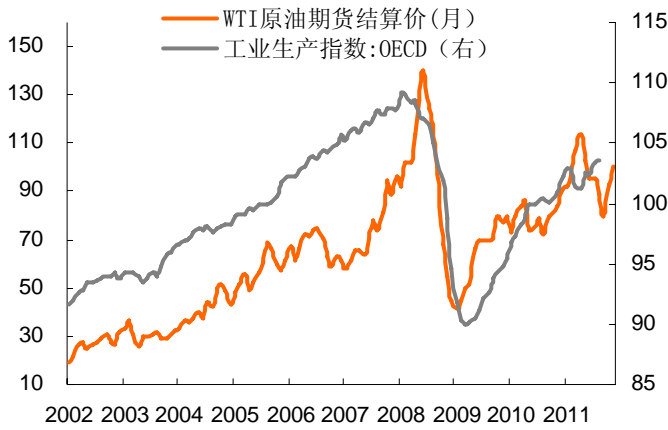
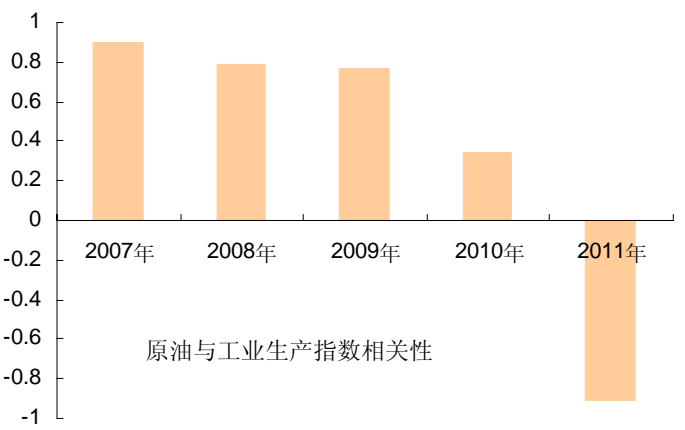


图3-3:原油与工业生产指数相关性



资料来源:wind、平安期货研究所

图3-4:油价与美元指数

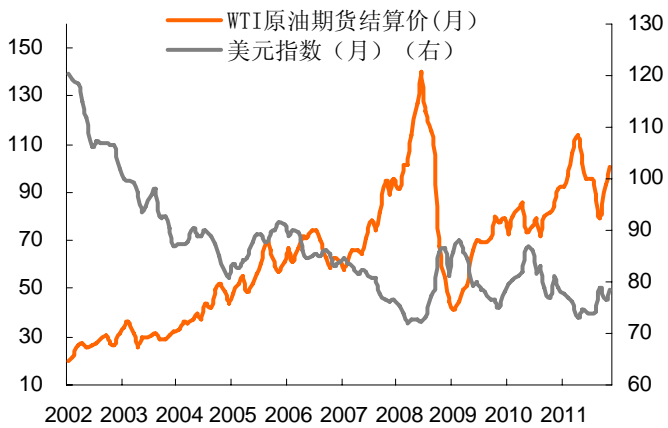
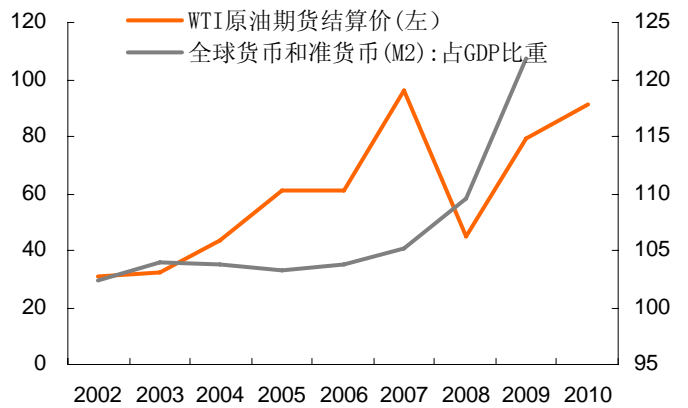


图3-5:油价与流动性



资料来源:wind、平安期货研究所

图3-6:主要因素的回归方差分析(以最小值为基数)

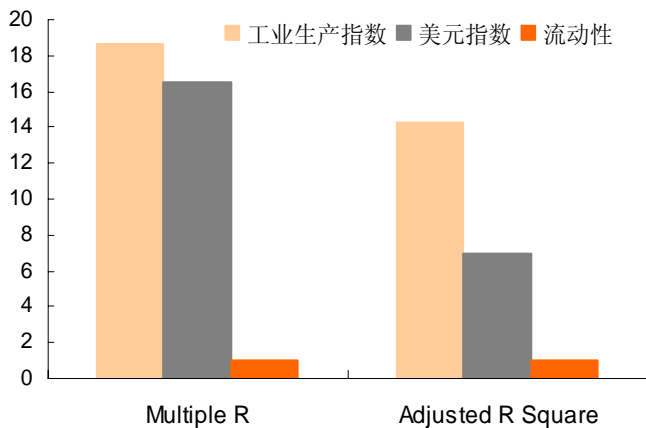
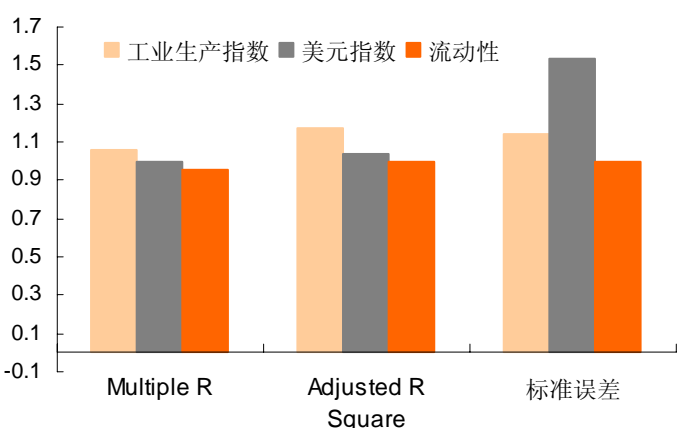


图3-7:主要因素的回归统计(以最小值为基数)



资料来源:平安期货研究所

因而在接下来的篇幅，我们将更多的分析未来原油供需层面的变化，以期能够较为准确的把握来年原油的价格运行情况。

二、2012 年市场前松后紧，全年供需基本平衡

通过前面的分析我们知道，供需是影响原油长期价格最为重要的因素。从以往长期来看，原油供需处于大致平衡状态，因为 OPEC 组织会根据需求量的变化适时调节原油的产量。因此供需层面影响原油价格的因素就归结为对新增需求量与新增供应量的研究。如果某一个阶段新增需求量超过了供应量的增长，那么原油在这个阶段价格保持强势的概率要大得多。

1、需求：以中国为代表的新兴市场将继续充当需求量增加的驱动力

原油的需求量与经济所处发展阶段密不可分。从 80 年代以来，除美国外，西方主要工业化国家的原油需求增长基本停滞，部分国家甚至通过发展替代能源、调整产业结构和实行技术进步而使国内原油消费量略有下降。但是，从 1990 年代中期开始，以金砖四国为代表的新兴经济体的原油消费量持续攀升，且从 2000 年以后，以沙特、伊朗为代表的产油国的原油消费量也不断增长。从总量上看，目前中国和印度的原油消费量还相对比较小。考虑到以中国、印度为代表的发展中国家将在未来十到二十年里完成城市化、工业化的重要进程，这些国家未来的原油需求将持续快速增长，消费总量增长的潜力很大。以中国为例，其在近 7 年全球原油的新增消费量中占到了 36%，远高于美国等发达国家。

图3-8:2010年中美印在全球石油消费量占比

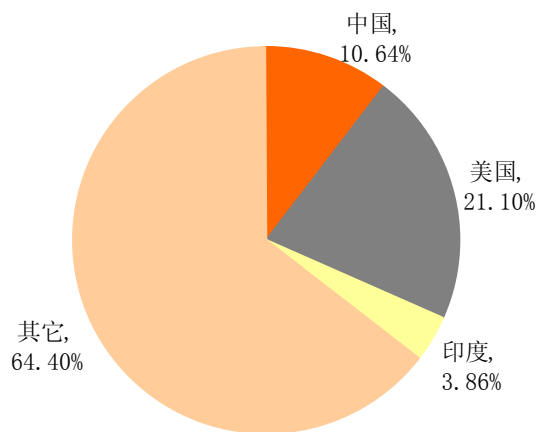
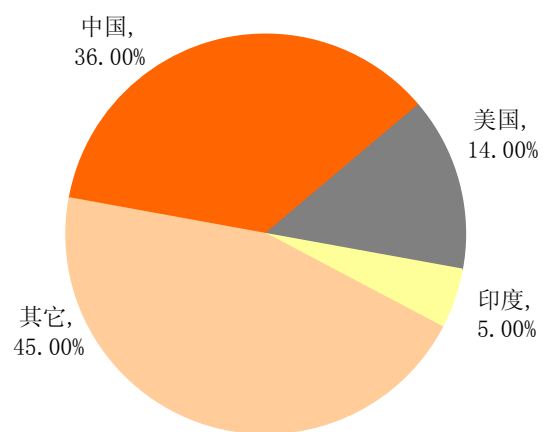


图3-9:近7年中美印在全球石油新增消费量中占比



资料来源:平安期货研究所

对于 2012 年原油需求的新增量，我们认为：以中国为首的新兴经济体将继续充当全球需求增长的主要驱动力。而以美国为首的发达国家对原油的需求继 2011 年出现下滑后，预计在明年维持微量下降、基本持平的态势。我们预计，2011 年全球石油需求量将增加约 100 万桶/天，2012 年将增加 130 万桶/天左右，需求增幅较之前预测有所降低，主因是欧美经济增长不容乐观，发展中国家受此影响经济增长也出现放缓。

图3-10:原油需求量绝对值

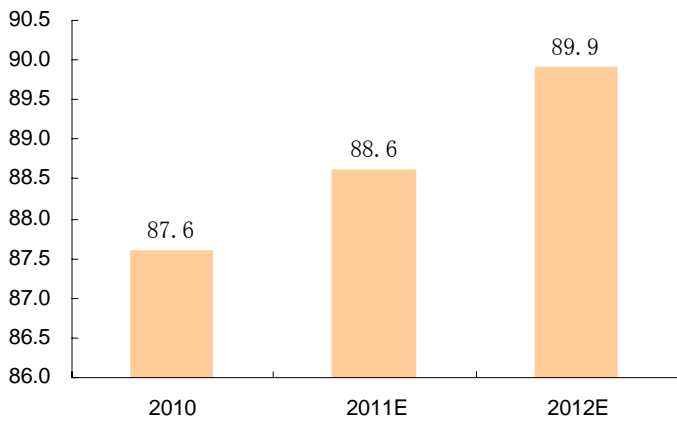
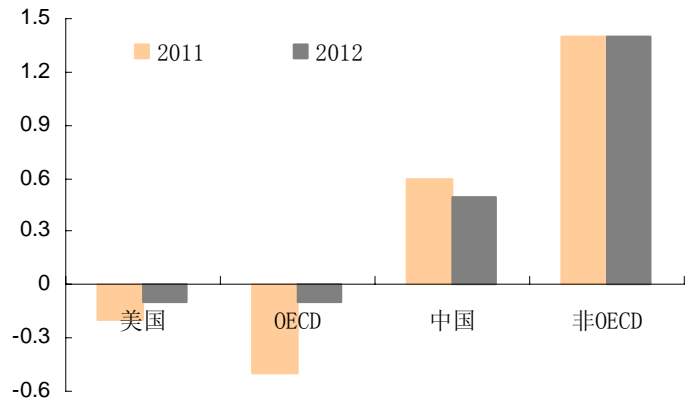


图3-11:不同国家未来原油需求年度增减值(相对上一年)



资料来源:国际能源署、平安期货研究所

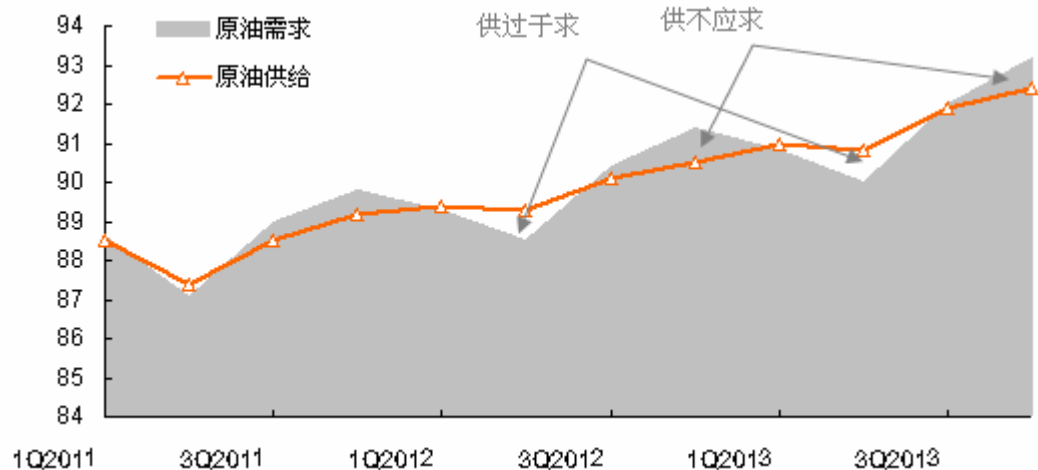
2、供应：伊朗核问题成为供应方面最大的不确定性

在石油消费需求不断攀升的同时，石油供给能力却没有明显增加。近年来，全球油气新发现规模缩小，全球原油的供给弹性趋弱。在缺乏突破性技术的情况下，我们预期 2012 年的石油的开发和生产成本仍将保持上升的态势（远期价格将持续上升）。

伊朗核问题是明年原油供应方面最大的不确定性。最近国际原子能机构发布了报告，认为伊朗“在研发核武器领域的所有关键领域都有所动作”，伊朗核问题再次升温。虽然国际原子能机构理事会会议通过了“伊朗核问题六方”共同提出的决议草案，强调通过对话在机构框架内寻求伊朗核问题的解决。但随着美国和北约在伊拉克和利比亚战事的胜利，不排除跟伊朗发生战争的可能性。如果波斯湾发生战争的话，这个影响将远远超过利比亚战事，伊朗目前的原油产量在 3.6 百万桶每天，一旦中断的话，全球将失去所有的原油剩余产能，原油价格将出现巨大的上涨。

3、2012 年原油全年供需基本平衡

图3-12:2012年市场前松后紧



资料来源:国际能源署、平安期货研究所

2012 年上半年，受益于利比亚的复产以及非欧佩克国家干扰供应的临时因素的消失，原油在供应上将出现较快增长，并将超过上半年需求的增长；下半年，受全球经济及中国经济回升影响，对原油的需求将逐步回升，市场将再次趋紧。整体来看，利比亚的复产，伊拉克、安哥拉的增产以及非 OPEC 国家供应的上升，刚好可以满足经济预期下调后的 2012 年全球需求的增长，2012 年全年原油供需将维持基本平衡。原油基本面前松后紧的格局将会使价格在上半年出现年内低点，这与我们前面对大宗商品价格运行趋势的判断相一致。

表 3-1:全球原油供需平衡表

mb/d	2010				2011E				2012E				全年变化					
	1Q	2Q	3Q	4QE	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2010	2011E	2012E	2010	2011	2012
美国	19.2	19.4	19.9	19.6	19.2	19.2	19.4	19.4	19.1	19.2	19.5	19.5	19.5	19.3	19.2	0.5	-0.2	0
OECD 需求	45.9	45.3	46.6	46.7	46.3	44.7	45.8	46.2	46	44.8	46	46.4	46.2	45.7	45.6	0.7	-0.4	-0.1
中国	9.1	9.6	9.4	10	9.8	10.1	9.9	11	11	11.2	11.1	11.6	9.5	10.1	10.6	1	0.6	0.6
非 OECD 需求	40.6	41.1	41.8	42.5	42.3	42.4	43.2	45.3	44.8	45.2	46	46.8	41.5	42.9	44.3	2.1	1.4	1.4
总需求	86.5	86.3	88.4	89.3	88.6	87.1	89	91.4	90.8	90	92	93.2	87.6	88.6	89.9	2.8	1	1.3
OECD 供应量	19.1	18.8	18.5	19.2	19	18.5	18.3	18.8	19	19.1	18.7	19	18.8	18.7	18.8	0	-0.1	0.2
非 OECD 供应量	29.6	29.7	29.9	30	30.1	29.6	29.9	30	30.6	30.5	30.7	30.3	29.8	29.9	30.2	0.8	0.1	0.3
非 OPEC 供应量	52.2	52.5	52.6	53.1	52.8	52.2	52.5	53.2	53.5	53.9	54	53.7	52.5	52.6	53.3	1	0.1	0.7
OPEC 供应量	34.4	34.5	35.1	35.1	35.8	35.2	36	37.3	37.4	36.9	37.9	38.7	34.8	35.8	36.6	0.8	1	0.8
总供应	86.6	87.1	87.7	88.3	88.5	87.4	88.5	90.5	91	90.8	91.9	92.4	87.3	88.4	89.8	1.9	1.1	1.4
库存变化	0.1	0.7	-0.7	-1	0	0.3	-0.5	-0.9	0.2	0.8	-0.2	-0.8	-0.3	-0.2	-0.1	-0.9	0.1	0.1

资料来源:国际能源署、平安期货研究所

三、周期分析显示原油难有趋势性行情

1、原油维持长期上行态势，但近年较难出现历史大顶大底

从超长期的历史趋势上观察，原油在 70 年代至 00 年代初，一直位处稳定的波动区间之中，近十年突破区间藩篱后形成长期上行通道，目前上行态势尚未有改变迹象。不过，顶底周期循环规律显示，大顶大底的周期拐点暂已过去，近 2 年难以再现历史性的价格拐点。2012 年的价格运行或将呈现区间波动的走势，难有趋势性行情。

2、一季度具备反弹回升动力，料其涨幅有限或在年终回落

细细分析原油近十年来的价格走势，目前似运行在第五浪的上升结构中，且低点循环周期拐点已现并形成短期底部，2012 年一季度具备反弹回升的动力，如果有突发性的地缘政治或供需紧张条件刺激，不排除再创新高的可能。不过结合疲弱的经济层面来看，未来消费的持续低迷或将制约原油的涨势，大宗商品的整体弱势也将重压原油，因此一二季度的反弹力度应是有限，就全年而言，方向并不明朗，或将呈现反复波动的走势，年终不排除回落可能。

图3-13:原油指数对数图(1974-2011)

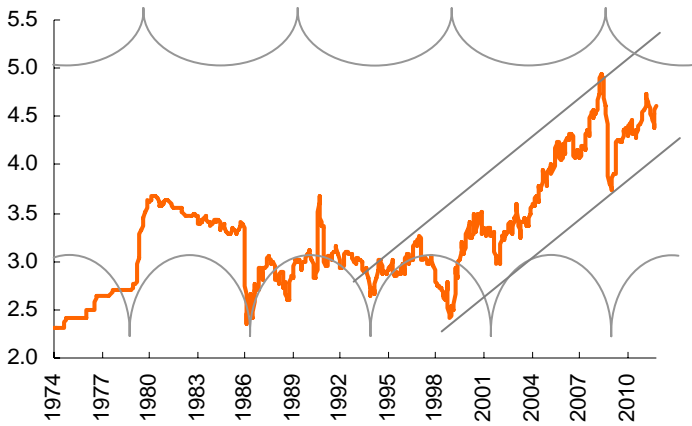
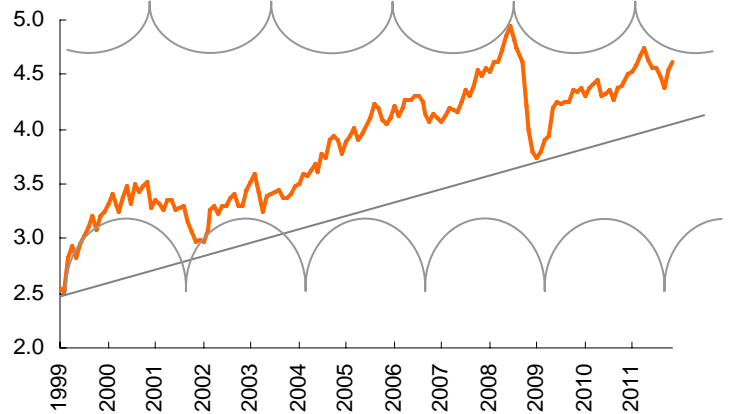


图3-14:原油指数对数图(1999-2011)

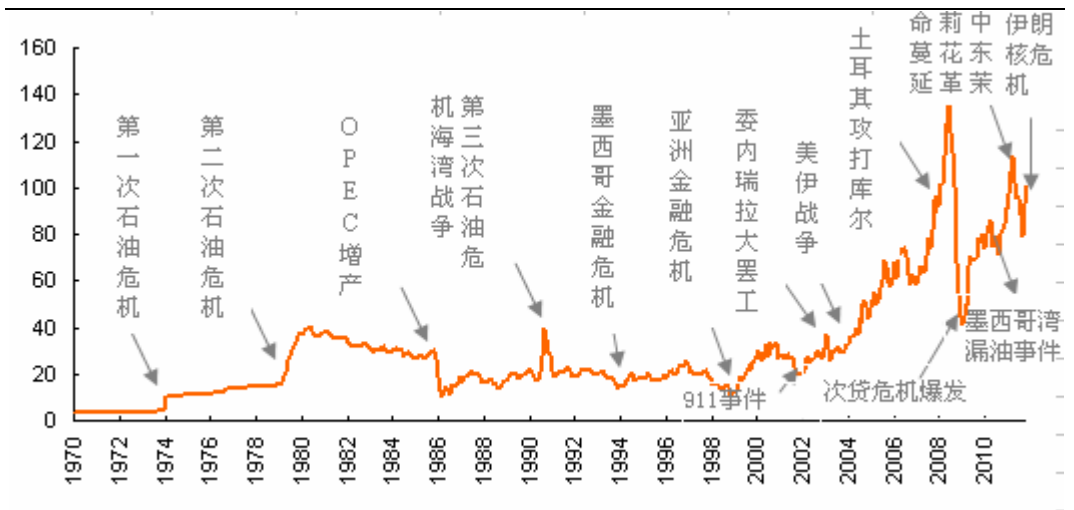


资料来源:平安期货研究所

四、地缘政治是影响2012年原油价格的重大不确定性因素

通过前面的分析,我们知道需求决定了原油长期的价格走势,2012年原油的需求量并不会低于2011年,因而我们仍然看好2012年原油的走势,坚定认为2012年百元油价将成为常态。鉴于欧债危机可能在明年上半年再次集中爆发,以及原油自身供需所体现出来前松后紧的格局,我们相对看好下半年原油价格的表现。我们认为,在不出现风险事件的前提下,上半年原油将在90-105美元区间震荡,而下半年有望稳定在110美元上下,全年均价保持在100美元之上。而欧债问题及地缘政治危机的非常规爆发,将是影响2012年原油价格的重大不确定性因素。

图3-15:地缘危机在很大程度上左右国际油价走势



资料来源:wind、平安期货研究所

本是同根生，结“果”各不同

一、橡胶：下行空间有限，缓步上涨可期

2011年天然橡胶期货呈现出先扬后抑的走势，年初延续了自2010年7月以来的涨势，最高曾达到43293元/吨，随后价格急剧回落，截止到2011年12月20日，天然橡胶期货指数报24986元/吨，全年跌幅超过-30%。

图4-1:近年来天然橡胶期货价格走势

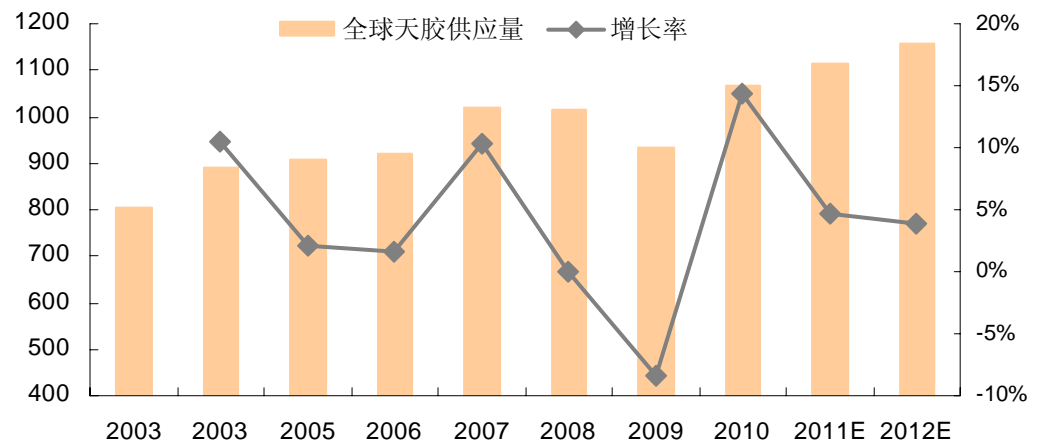
[2010-2011年]



资料来源:wind、平安期货研究所

1、供给增长缓慢，季节性因素明显

图4-2:全球橡胶产量增长缓慢



资料来源:wind、平安期货研究所

从供给面来看，根据天然橡胶生产国联合会 ANRPC 的预测，2012 年天然橡胶生产量将在 2011 年预测值 1006 万吨的基础上增长 2.4%，到 1030 万吨。由于供给增加缓慢，2012 年的天然橡胶市场仍然会存在 40-50 万吨的需求缺口。

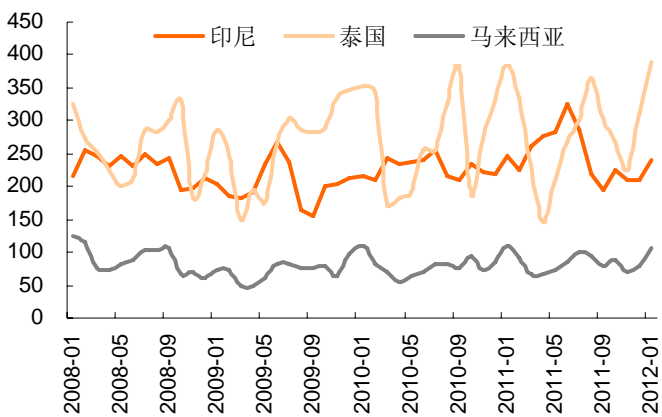
表 4-1:天然橡胶停割期主要集中在 1-3 月份

		月份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
泰国	北部		■	■										■
	东部		■	■										
	南部				■	■								
印尼	赤道北				■	■								
	赤道南								■	■	■			
马来	西部				■	■								
	南部				■	■								
越南	东南部		■	■										
	中部		■	■										
中国	海南		■	■										
	云南		■	■										

资料来源:平安期货研究所

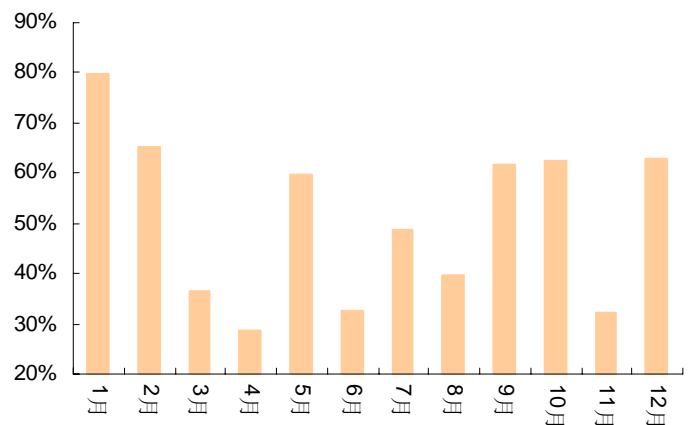
天然橡胶供给的周期性主要来源于橡胶树的开割及停割导致供给量的变化，天然橡胶的割胶时节根据种植区域维度的不同有所差异。以主产地区东南亚为例，虽然气候湿热，胶树一年四季都能割胶，但产量在一年中有周期性的波动变化。1 月底 2 月初越南、泰国北部进入停割期，2 月中旬泰国南部、马来半岛、印尼的赤道以北地区，主要是棉兰一带进入停割期。印尼的赤道以南地区主要是巨港地区，停割期从 9 月底开始，10 月、11 月停割。在主产国未变及技术没有大的革新的前提下，季节性仍将影响天然橡胶供给的变化。

图4-3:主要国天然橡胶月度产量



资料来源:wind、平安期货研究所

图4-4:橡胶价格月度上涨概率图（1997-2011年）



橡胶每年从 3、4 月份开始，新胶开始交割，天然橡胶的供给开始增加，这时候价格会从年初的高点回落。而 5 月出现的交割低谷又会使使得橡胶价格小幅回升。6、7 月份是割胶的旺季，此时橡胶供大于求，价格出现下跌，从 8 月份开始到 10 月份，各产

胶国陆续出现台风或热带风暴、持续的雨天、干旱都会降低天然橡胶产量而使胶价上涨。11月份发生自然灾害的可能性逐渐降低，橡胶生产正常，价格又会出现一定幅度的回落。而到了12月份，特别是来年的1月、2月和3月，天然橡胶逐渐停止了交割，下游厂家需要补充库存以满足停割期间的生产需要，导致天然橡胶价格出现上涨行情。

2、需求放缓已成定局

需求面方面，全球经济滑坡将影响到汽车和轮胎产量，进而影响到天然橡胶消费量。根据金融危机以来的经验，中国汽车产量的增量是全球汽车产量的主要拉动力量。而目前我国汽车产量增速快速下滑，已经接近零增长。因此我们预测2012年全球汽车产量在2011年预测产量7600万辆的基础上可能有3%-4%的微弱增长，至7800-7900万辆左右。根据往年的数据，每辆汽车约对应0.137吨天然橡胶的消耗量。因此这样一个汽车销量约对应着1070-1080万吨的天然橡胶需求量。

图4-5:全球天然橡胶消费放缓

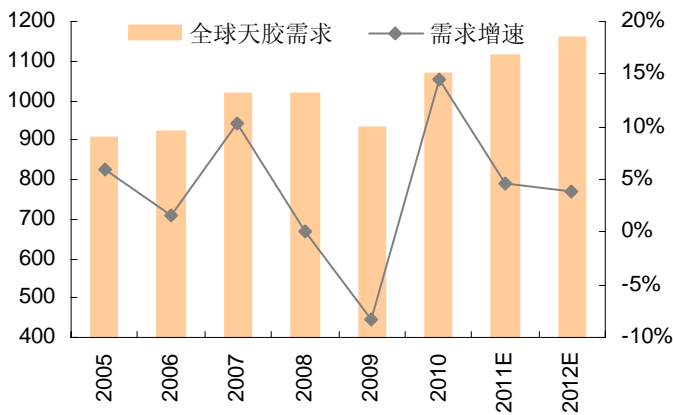
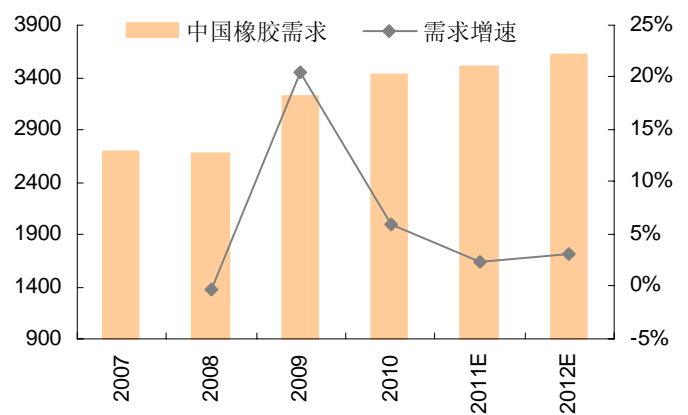


图4-6:中国对橡胶需求增速放缓



资料来源:wind、平安期货研究所

图4-7:我国汽车产量及增速变动 [2010 -2011年]

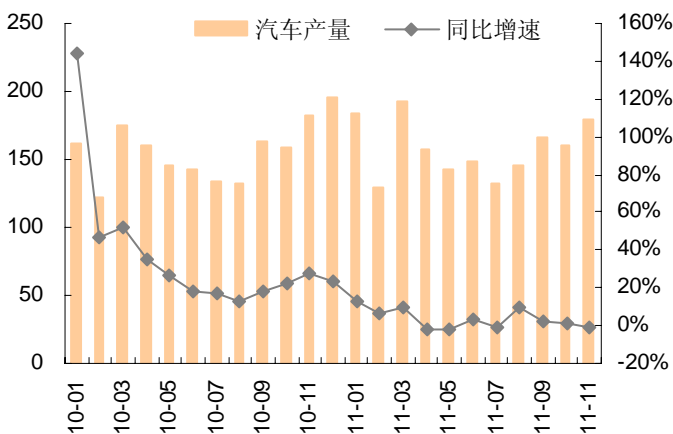
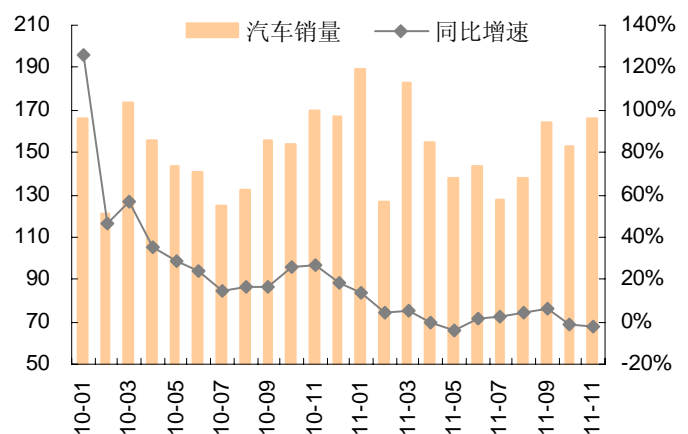


图4-8:我国汽车销量及增速变动 [2010 -2011年]



资料来源:wind、平安期货研究所

3、橡胶库存处于相对高位

目前作为第一消费国的中国拥有庞大的天然橡胶库存量，在消费不旺的背景下，库存不去，天然橡胶熊市格局将难以终结。2011年1-10月份我国天然橡胶进口量增长率11.30%，而下游主要产品—轮胎产量仅增长了5.12%。特别是8-10月份，天然橡胶价格下挫，饱受天然橡胶高价之苦的中国企业在胶价到底的错误预期下，大量进口天然橡胶，8-10月份的天橡胶进口量同比增长29.4%，而同期的轮胎产量仅同比增长了11.48%，天然橡胶进口量的增长速度超过了国内下游产品的消费速度，导致国内形成了庞大的天然橡胶库存。

图4-9:天然橡胶进口量及增速变动（万吨，%）

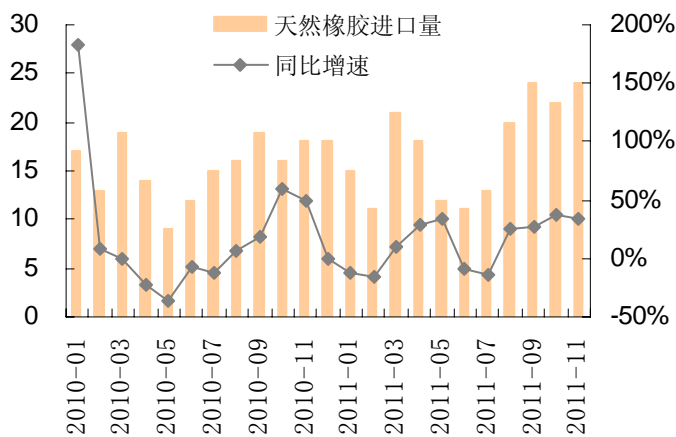
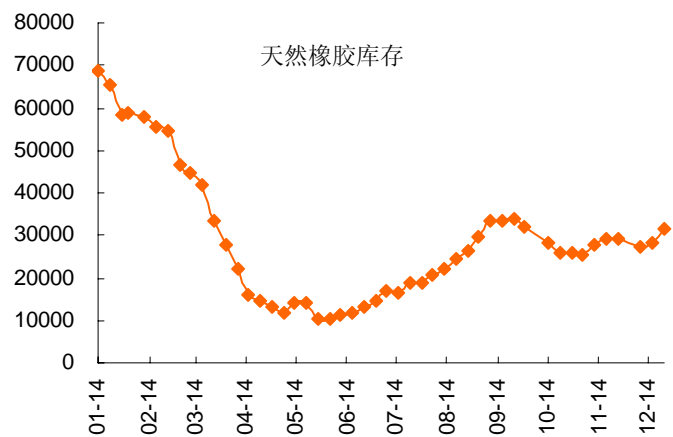


图4-10:天然橡胶库存

[2011年]



资料来源:wind、平安期货研究所

当前国内的天然橡胶库存由以下三个部分组成：第一，上期所的显性库存；第二，海南、云南两大垦区；第三，青岛保税区天然橡胶隐形库存。从 ANRPC 提供的中国月期末库存数据来看，自从7月达到最低值7.61万吨，之后中国天然橡胶月期末库存一路上扬，至11月份已经达到29.5万吨之多。同时，三季度以来，国内青岛保税库天胶库存也出现了持续增长。据相关统计，至11月初，保税区橡胶库存合计达19.26万吨，其中天胶12.9万吨，复合胶3.84万吨，合成胶2.52万吨，目前保税区已无库可容纳新货，库存消化缓慢，在整体资金面尚未得到实质缓解以及外围环境不佳、下游订单稀少的情况下，下游接货意愿明显不足。

4、合成胶对天胶价格构成较强支撑

从替代品的角度来说，顺丁橡胶和天然橡胶具有一定的替代性。当一种原料价格远远超过另外一种时，轮胎厂商可以转向使用比较便宜的另一种原料。历史上由于天然橡胶综合性能优于顺丁橡胶，所以天胶价格对于顺丁价格一直有着1000-3000元/吨的差价。而近期由于天然橡胶价格狂跌，导致最近两个月来天胶价格已经落在顺丁橡胶之下。由于石油原料价格的支撑，顺丁橡胶价格大幅向下的可能性并不大。因此顺丁橡胶价格也将对天胶价格形成重要支撑。

图4-11:天然橡胶与顺丁橡胶价格走势

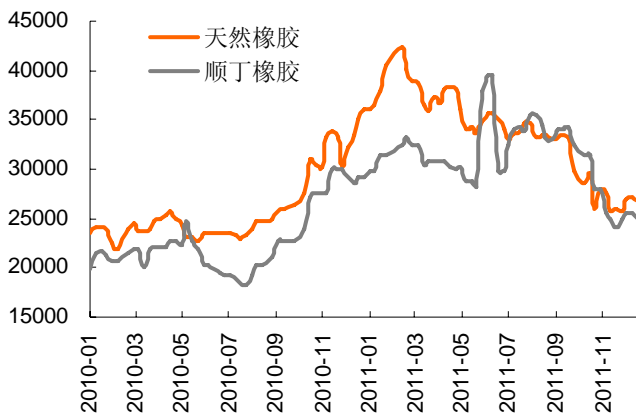
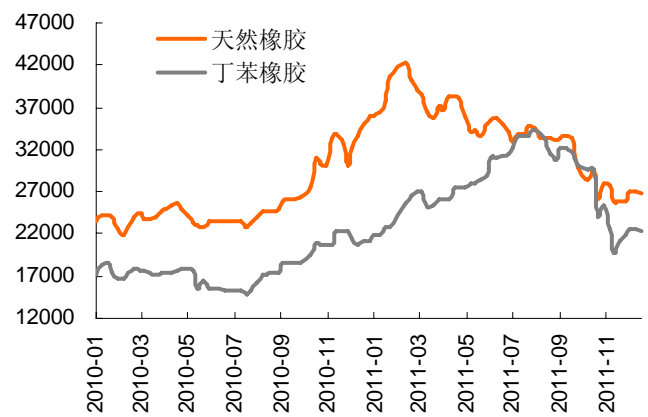


图4-12:天然橡胶与丁苯橡胶价格走势



资料来源:wind、平安期货研究所

5、天胶：2012 年震荡上涨成为主基调

虽然2012年橡胶需求增速出现下降，但供需缺口仍存，未来几年仍将保持这种格局，这决定了橡胶价格重心在未来几年仍会缓慢攀升。就目前的价格而言，天然橡胶已经接近合成胶的价格，在原油不发生大幅下跌的假设下，合成胶对目前天然橡胶的价格构成了较强的支撑。再者，天然橡胶期货价格从43000元/吨上方跌至目前的25000元/吨附近，市场之前累积的风险已经得到大幅释放。因而我们对2012年天然橡胶的走势维持较为乐观的看法，并认为目前的价格已经接近底部区域，未来进一步向下的空间并不大。后期一旦欧债危机有所缓和、美国经济数据有所转好、各国政策的松动成为现实，那么季节性主产国政策调控造成的供需局面改善动能将得以放大，促发天然橡胶价格上涨。我们预计 2012年的走势以震荡向上为主，天然橡胶有望重新站上 35000元/吨的关口。

二、PTA：暴利时代终结，PX 将引领产业链行情

图4-13:近2年PTA期货价格走势



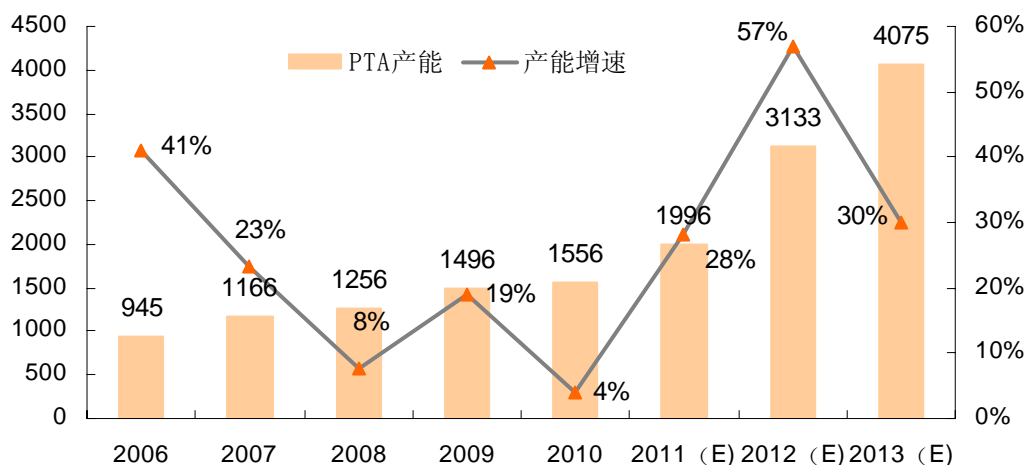
资料来源:wind、平安期货研究所

在高棉价及上游PX价格大涨双重影响下，PTA从2010年下半年开始走出了一轮波澜壮阔的牛市行情，从最低7000元附近最高涨至12400元附近，涨幅超过70%，这轮上涨一直延续到2011年2月份。随后受棉花价格急速回落及下游聚酯行业景气度下降的影响，PTA价格直线下降。下跌过程虽有反弹，但都难以持续。8月份后受美国信用评级及欧债危机等宏观面恶化影响，PTA期货价格再次出现了大幅下跌。截止到2011年12月20日，PTA期货指数报8235，全年跌幅达-20.04%。

1、2012年PTA行业迎来扩产期

受益于国内内需的逐步启动，近年来纺织服装行业景气度大幅提升，整个聚酯产业链成本传导顺利，PTA生产企业的利润大多时候可以保持在每吨千元之上。资本逐利的本性使得自2009年下半年开始PTA迎来了新一轮的扩产潮。经过2-3年的建设期，PTA新增的产能于2011-2013年开始在市场集中释放。

图4-14:2011年开始PTA新增产能开始集中释放



资料来源:中国化纤网、平安期货研究所

据统计，2011年共有450万吨的PTA新增产能投放市场，增幅高达29%，其中包括江阴汉邦60万吨/年PTA新装置于1月15日开车运行；逸盛大连7月完成70万吨/年去瓶颈扩容；逸盛宁波200万吨/年PTA新装置6月投产；江苏三房巷120万吨/年装置9月间投产60万吨/年，10月另一套60万吨/年投产。2012年PTA计划新增产能将超过1100万吨，实际投放量将达到580万吨，届时行业的总产能将超过3000万吨；2013年产能将提升至4000万吨。

表4-2:2012年PTA新增产能计划表

公司名称	新增产能	投产期
BP 珠海 (扩建)	30	2012. Q1
浙江远东	120	2012. Q2
桐昆	150	2012. Q2
恒力化纤	200	2012. Q3
翔鹭 2 期	300	2012. Q4
逸盛石化	200	2012. Q4

资料来源:中国化纤网、平安期货研究所

2、PX 偏紧格局将继续支撑 PTA 价格

2012 年，面对大量 PTA 新装置的投产，PX 的产能扩张却进入了低谷期，无论是国内还是亚洲其他地区的新增产能都十分有限。从目前情况来看，明年我国只有 145 万吨 PX 新增产能投产，并不能满足 2012 年期间 580 万吨 PTA 新增产能的需求（相当于 383 万吨 PX 需求，生产 1 吨 PTA 需消耗 0.66 吨 PX）。这将导致 2012 年 PX 进口依存度再度上升，使得目前已经偏紧的 PX 供应情况更加紧缺，产业链利润向上游集中，PTA 企业相对 PX 企业的议价能力或将下降。而 PTA 企业在新装置投产之前的备货可能会再度引发 PX 市场供应紧张，届时 PTA 市场或将上演成本推动型上涨行情。

图4-15:PX在未来进口依存度将上升

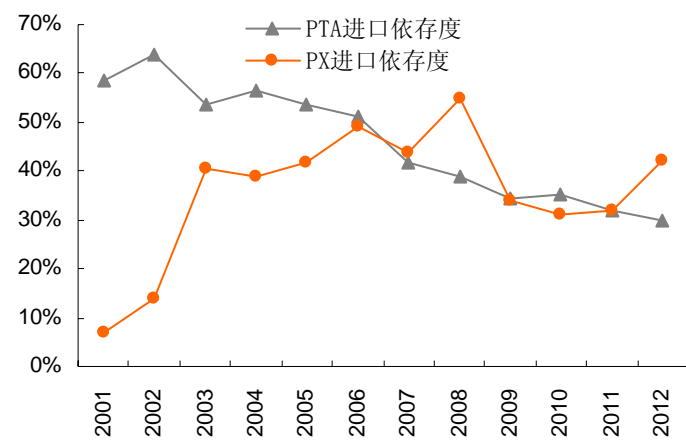
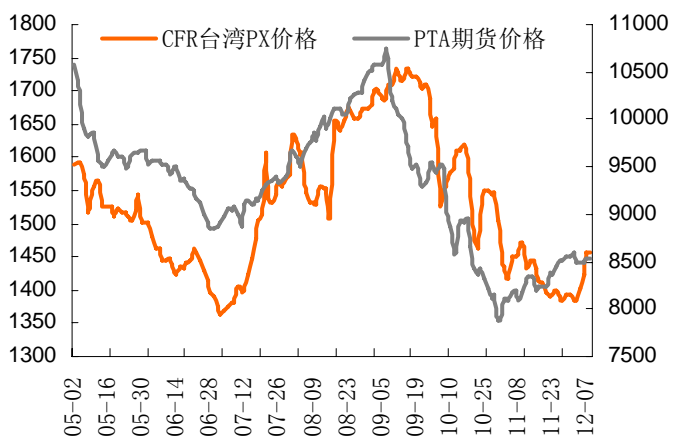


图4-16:PX价格对PTA走势具有明显的引领作用 [2011年]



资料来源:平安期货研究所

3、聚酯需求稳步抬升

2011 年，我国新投产、扩产及老装置改扩建聚酯共计 24 套，合计产能 437 万吨；另外，有两套老旧聚酯装置废弃，共计 25 万吨装置，实际新增产能 412 万吨。截至 2011 年年底，国内大聚酯总产能将达到 3200 万吨，较 2010 年年底 2788 万吨增长 14.8%。

受棉花种植成本推动，及 2011 年棉花种植面积减少的影响，2012 年棉花价格震荡上涨的概率较大。聚酯作为棉花的替代品，在棉花价格趋势往上时，需求将会有明显的增加。预计 2012 年新增的聚酯装置有望达到 600-700 万吨，涵盖聚酯长丝、短纤、瓶片、薄膜等各个聚酯领域，产能增幅估计在 18-22%之间。当然，由于行业运行环境的变化和以及宏观政策的影响，实际的投产状况可能存在变数。从目前预报的装置来看，一季度新投产装置有 160 万吨左右，第二季度投产预期有 345 万吨左右。

4、纺织服装业的冬天即将过去

2011 年，在原材料价格快速回落、生产成本持续上升、出口形势不佳等多重因素叠加作用下，纺织服装业景气持续下滑，无论从成本端、需求端还是宏观环境，都在往不利于行业的方向发展，我们认为，用行业入冬来形容这种较为极端的情况并不为过。纺织服装业的低迷使得 PTA 市场供需面的矛盾尤为突出，上游成本难以向下传导。

图4-17:纺织及服装出口增速受欧美需求影响显著放缓

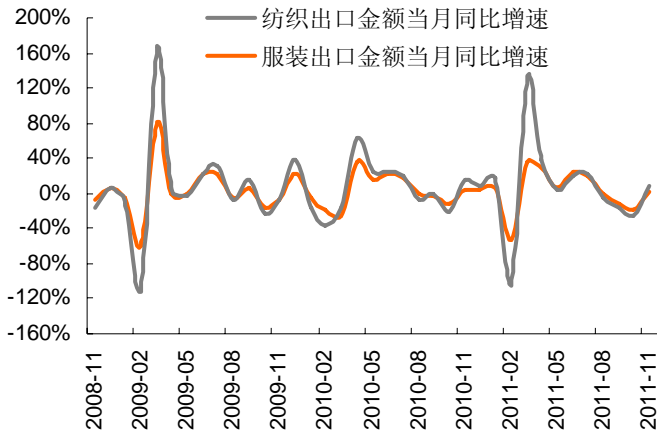


图4-18:纺织品CRB现货指数



资料来源:wind、平安期货研究所

站在目前时点,我们认为纺织服装业的这轮寒冬有望在2012年上半年结束,从下半年开始有望迎来一个复苏的春天。一是成本端将会得到明显改善。我们判断,2011年原材料价格暴涨暴跌的历史已经成为过去,2012年棉花等原材料价格将呈现底部震荡的走势,这对于行业顺利完成去库存,生产经营等活动步入正轨将起到积极作用;二是需求端将会重新企稳。原材料成本的下降有助于缓和终端服装定价过高对于需求的抑制作用,未来终端价格有望调整,而以量补价的形式更有利于行业下游需求量的改善。三是未来宏观环境及货币政策趋于宽松。近期物价的回落及存准率的下调都在释放一个积极信号,即2012年宏观环境趋于宽松,经济形势的好转及信贷环境的改善有助于加速行业的复苏进程。

5、PTA：暴利时代终结，价格有望先抑后扬

图4-19:PX、PTA、PET产能变化及预测

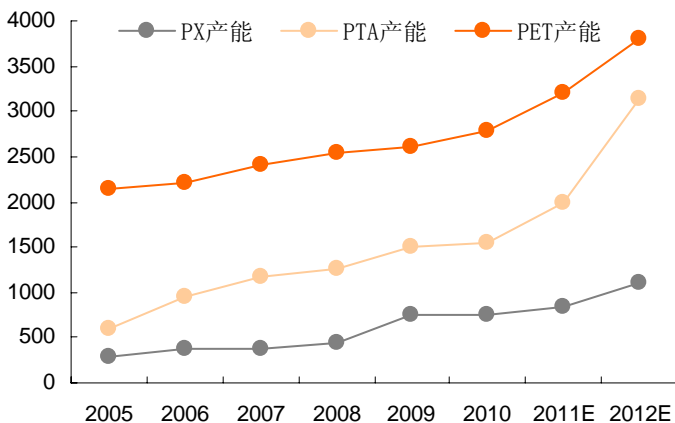
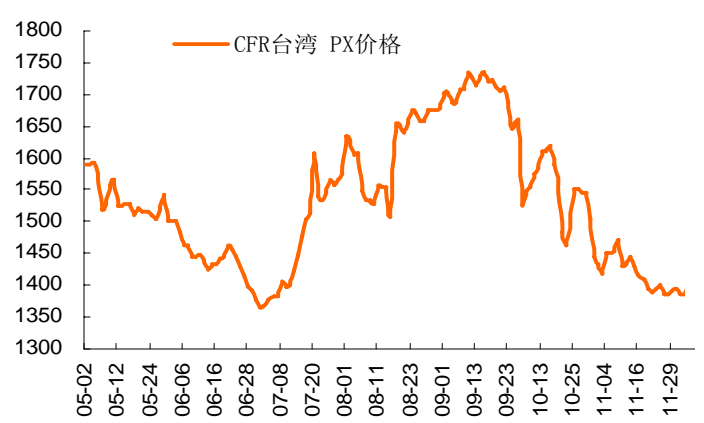


图4-20:PX价格走势

[2011年]



资料来源:wind、平安期货研究所

通过前面我们对PTA整个产业链(PX-PTA-聚酯-纺织服装)的介绍,我们认为:PTA与上游PX产能扩张的不匹配将会使2012年PX价格保持在较高的位置,从而对PTA

构成较强的成本支撑。然而由于下游聚酯行业的需求增速小于 PTA 的产能增速，且终端纺织行业易于受人民币升值、经济复苏、出口政策等众多不确定性因素的影响，PTA 很难完全将 PX 价格的上涨向下传导，由此会导致 PTA 行业的利润会被进一步压缩，以往行业暴利的时代或将终结。

展望未来 PTA 价格运行,我们认为: PTA 价格有望在 2012 年一季度形成年内低点,二季度受经济回升及 PX 价格上涨的推动作用,走出一轮上涨行情,三四季度受新增产能投产的影响呈现出高位震荡的走势。如果目前公布的新增产能投产较原有计划推迟的话,则会使 PTA 在二季度的上涨行情在时间及空间上得到延伸。具体点位上,我们认为:当前整个聚酯产业链的利润已经处于较低位置,(当前 PX 利润空间在 200 美元左右,PTA 基本处于盈亏平衡线上),考虑到极端情况 PX 利润空间全部被侵蚀,PTA 价格也就是在目前的水平下降 130 美元,即到达 7400 元/吨,价格进一步向下的可能性并不大,除非国际原油价格出现大幅度回落,而这与前面我们对原油价格的预期相悖。因此,我们预期 2012 年一季度 PTA 期货价格震荡探底的低点应该在 7400 元/吨以上,而新增产能的大幅释放使得 2012 年 PTA 全年价格高点很难突破 2011 年高点,我们倾向于 2012 年 PTA 价格重心维持在 10000 元/吨附近。

三、LLDPE: 塑料向上机会大于向下风险

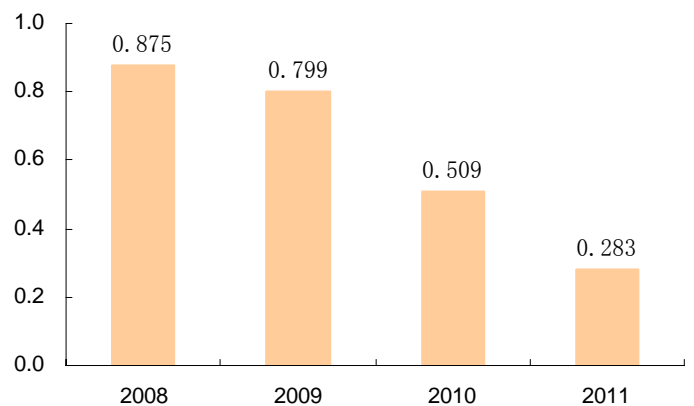
1、原油引导作用减弱

从产业链角度来讲,LLDPE 较 PTA、PVC 等化工期货距原油端近,且原油到乙烯单体的成本传导也较为顺畅,因而 LLDPE 与原油走势本应有较大的趋同性,2008、2009 年两者价格的相关性都较高。但自从 2010 年开始,二者走势已经表现出了较大的不一致性,2011 年二者走势已经不具联动性。以往隔夜原油出现大幅上涨或者下跌的话,第二日 LLDPE 便会在开盘时对原油的表现作出反应,这一现象在 2011 年很少出现。

图4-21:2011年LLDPE期货与WTI原油走势对比图



图4-22:LLDPE期货与原油期货走势相关性



资料来源:wind、平安期货研究所

究其原因，我们认为 2011 年宏观面主导了整个商品期货的行情，再者 LLDPE 自身供需矛盾突出，库存高企，使得 LLDPE 的价格在很大程度上受到了下游需求的影响，上游原油对其成本的支撑力度大大减弱。

2、供需矛盾略微好转，但仍处于去库存化阶段

2011 年塑料并未出现传统金九银十的旺季行情，一方面受宏观面利空事件影响，另一方面塑料自身的库存压力较前几年明显增大。虽然目前较低的价格会使一些生产厂家降低开工率，但供需矛盾依旧突出，行业仍处于去库存化阶段。目前注册仓单仍高达 3 万手，2011 年最高时注册仓单超过了 5 万手，折合现货 25 万吨，而 2010 年同期也才 1.5 万手。

对塑料而言，2011 年的注册仓单急速上升，一方面是产量过剩的原因，另一方面是部分企业在期货市场上融资所致。由于年初以来货币政策的持续收紧，一些企业资金链出现紧张，他们自身并不从事化工品生产与贸易，却利用自身在银行的信用凭证从国外进口 LLDPE，然后迅速在国内市场上低价抛售从而实现变现。巨量的注册仓单成为压制 LLDPE 价格的很重要的因素。可以看出，与 HDPE、LDPE 的价格相比，LLDPE 价格明显偏离正常价差。

图4-23:LLDPE仓单压力依旧沉重

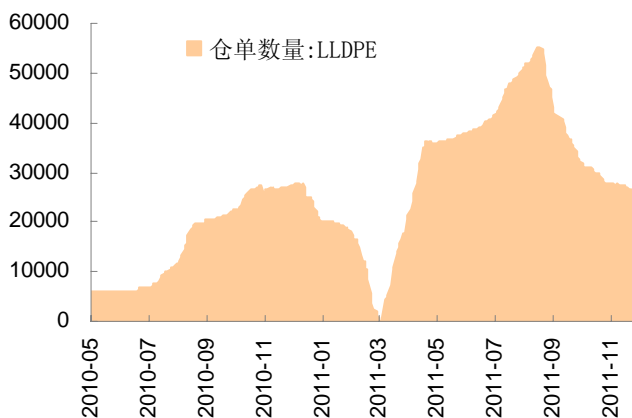
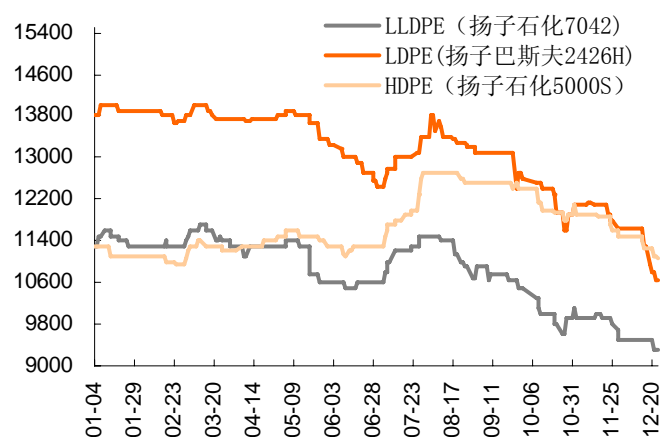


图4-24:LLDPE、LDPE、HDPE走势对比图 [2011年]



资料来源:wind、平安期货研究所

3、价格处于相对低位，重心有望重回 11000 附近

从塑料上游产品的裂解价差来看，石脑油与原油价差处于较低水平，而乙烯与石脑油价差处于相对合理水平，这说明上游原油价格的上涨并未及时传递到石脑油上，而乙烯价格的走高已经对原油的上涨有所反应，可见乙烯要较石脑油对原油的价格变化更为敏感。

目前塑料指数报价在 9500 元附近，从绝对价格上来讲，处于近几年来价格运行的相对低位。我们前面对 2012 年原油价格的观点是稳中有涨，原油价格维持在 100 美元上方将成常态。因而对于 2012 年塑料的走势，我们认为其向上的机会大于向下的风险，塑料价格重心有望重回 11000 元附近。

图4-25:石脑油与原油价差

[2011年]

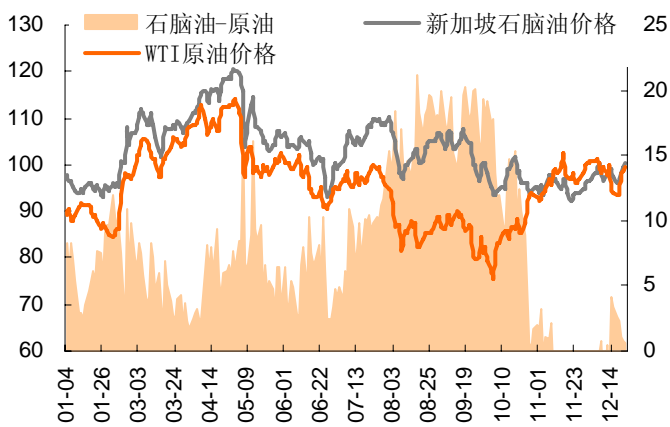
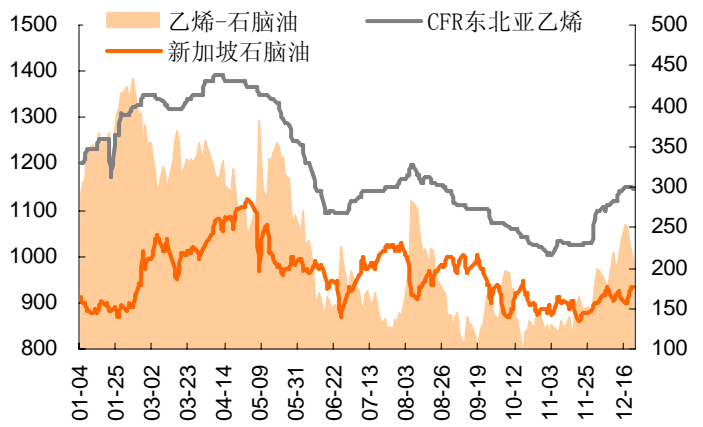


图4-26:乙烯与石脑油价差

[2011年]



资料来源:wind、平安期货研究所

四、PVC: 上行无力，下有支撑，2012 难有作为

市场对 2012 年 PVC 基本面的看法较为一致，即：供应过剩、需求不振，成本上升。似乎近几年来，PVC 的基本面都可以用以上几个词来概括。

1、原材料成本持续上涨已成定局

在 PVC 的成本构成中，电力成本一向是最重要的成本因素。前段时间国家发改委宣布上调了销售电价和上网电价，其中销售电价全国平均每千瓦时上调 0.03 元，上网电价对煤电企业是每千瓦时 0.026 元，所有发电企业平均起来是 0.025 元。这使得不具有自备电厂的 PVC 生产企业生产成本大增。同时，PVC 的生产原料电石属于高耗能、高污染型行业，国家每年开展的节能减排也加重了电石企业的运营成本，这都使得 PVC 行业原材料价格的持续上升已经无法避免。

图4-27:电石成本构成

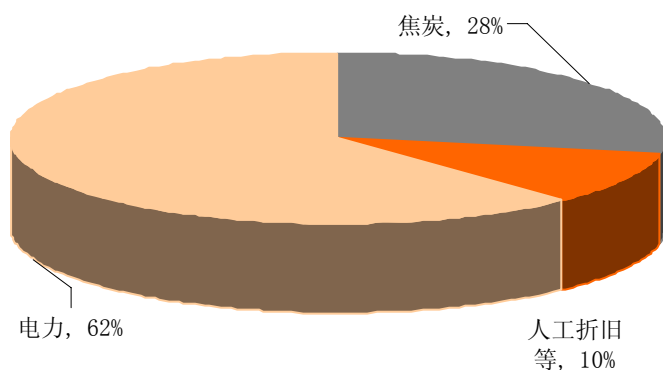
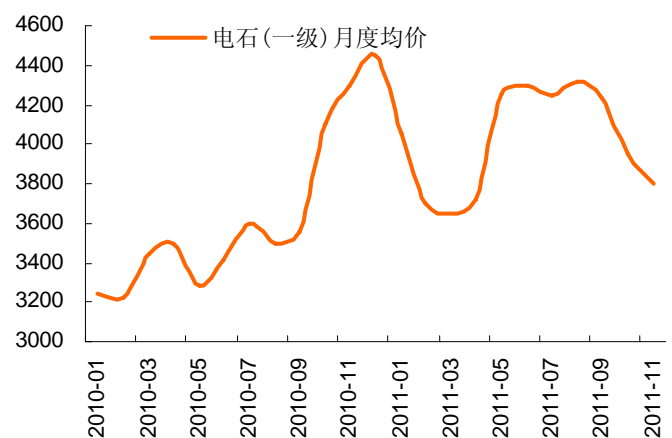


图4-28:2011年电石价格较2010年出现明显上升



资料来源:wind、平安期货研究所

2、供需矛盾依旧突出，保障房难以带动下游需求

2011 年下半年以来，我国 PVC 新增产能继续释放。据英国泰可荣全球化学有限公司统计，2011 年，中国 PVC 产能将达到 2200 万吨，较 2010 年增加 19%，新增的这部分产能大都集中在下半年释放，国内 PVC 产能过剩局面加剧。

产能过剩导致了氯碱行业开工率一直不高。数据显示，PVC 连续 4 年开工率在 60% 以下，2011 年预计在 55% 左右；烧碱连续 4 年开工率在 80% 以下。今年以来，受下游需求稳定、局部地区限电、日本地震、出口量价齐升等因素影响，我国烧碱市场价格创新高。与之相反，PVC 下游需求并无亮点出现。而烧碱装置的开工率随烧碱价格上升而不断提高，液氯供应充裕，氯碱平衡使得企业在追求烧碱高利润的同时，生产了大量的 PVC，因而只有在市场上低价出手才能保证生产的持续性。这使得 PVC 今年以来的供需矛盾特别突出，虽然电石仍处高位，但其成本支撑已经难以发挥作用。

图4-29:烧碱价格处于相对高位

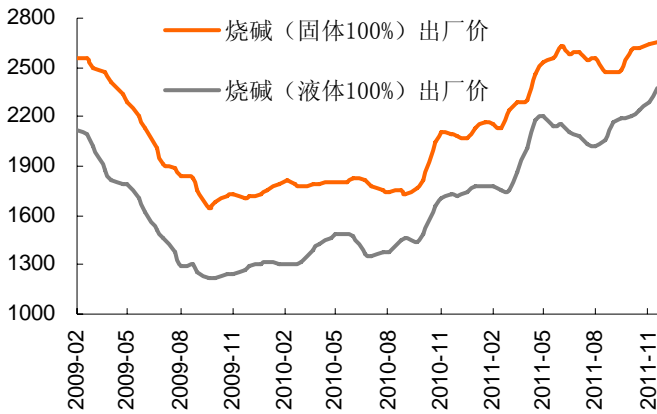
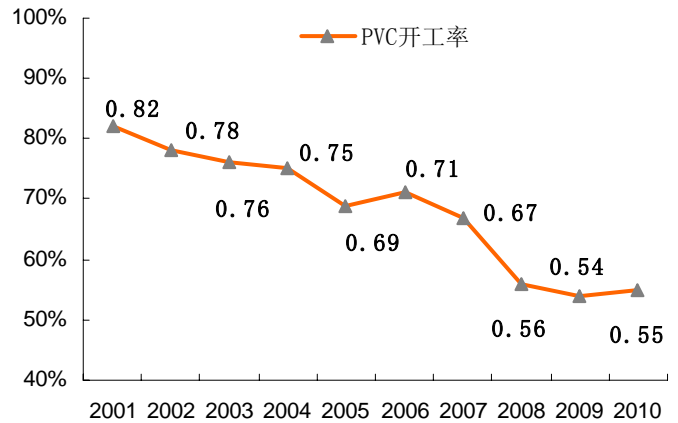


图4-30:PVC行业开工率连年下降



资料来源:wind、平安期货研究所

房地产行业占到 PVC 下游需求总量的 65% 左右，近期国内房地产行业在政府的主动调控之下减速势头明显。2011 年 1—11 月全国房地产开发投资 5.55 万亿元，同比增长 29.9%，增速较去年同期回落 6.6 个百分点，PVC 需求增速将会继续受到抑制。虽然 2011 年国家建成了 1000 万套保障房，2012 年计划在建 500 万套，但这些都难以从根本上改变供需过剩的矛盾。国家对房地产调控的决心坚定，出台的政策严厉而有力，这使得在未来几年内 PVC 的消费都难以有明显的改善。

3、2012 年 PVC 上下两难

目前 PVC 价格受需求影响已跌破外购电石企业成本线，暂无下跌空间。华东地区 PVC 价格已跌至 6800 元/吨，西北地区 PVC 价格比华东地区低约 400 元/吨，目前成交价在 6400 元/吨。根据我们测算，华东和中部地区外购电石生产 PVC 的企业仅生产成本就已达到 6800 元/吨，扣除各项费用后实际处于亏损状态。一体化企业视其一体化程度基本处于盈亏平衡的边缘，四季度整个 PVC 行业基本不能盈利。我们判断 PVC 价格已经基本见底，未来在大幅下跌的可能较小。

对于 2012 年 PVC 的运行，我们认为可以描述为上下两难，即需求的不振及国家对房地产调控政策的持续使得 PVC 价格并不具备上涨动能，而逐年上升的刚性成本也封锁了 PVC 下行的空间，这使得 PVC 在 2012 年更多的是跟随宏观面的变化，窄幅波动。

五、甲醇：成本助推价格中枢上移

1、甲醇期货生不逢时，价格连创新低

甲醇期货于 2011 年 10 月 28 日上市，当天主力合约 1203 创出 3200 元/吨的最高价，随后受欧债危机等一系列宏观性利空事件影响，价格一路走低，截止 2011 年 12 月 20 日，甲醇 1203 合约报价 2677 元/吨，上市以来跌幅超过-16%。

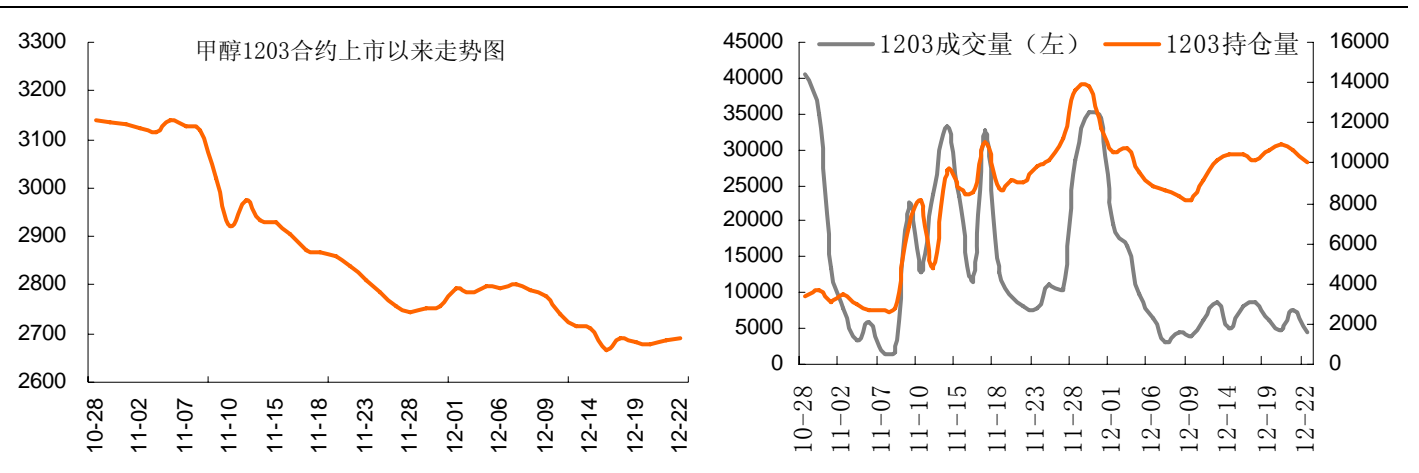
从甲醇期货的成交与持仓来看，上市当天创出 4.37 万手的最大成交量，随后有一段时间每天也能保持 2-3 万手的成交量，12 月以来受行情窄幅波动，成交量下降到 1 万手以下，而甲醇期货的持仓量从上市之初到现在，呈现出稳步攀升的走势，目前甲醇每天的持仓量能保持到 1.5 万手之上，显示出已经有部分产业客户进入期货市场。从多空持仓来看，多空双方持仓集中度基本均等。我们认为，甲醇期货不断提升的持仓量及多空基本均衡的持仓结构，预示着未来甲醇期货有望成为郑商所继白糖、棉花、PTA 后的活跃品种，这也将更有利于提升产业客户的参与热情。

图4-31:甲醇上市以来价格连续走低

[2011年]

图4-32:甲醇主力合约持仓量较为稳定

[2011年]



资料来源:wind、平安期货研究所

2、产能过剩严重、需求难以大规模启动

甲醇行业在 2006 年之后开始了大跃进式的发展，2010 年末产能规模达 4000 万吨，行业整体开工率不足 50%，尽管如此，仍有大量的煤制甲醇项目在建，未来形势更加严峻。目前来看，甲醇行业存在的主要问题有三：一是产能严重过剩，2006 年基于醇醚燃料的美好前景及大规模的投资冲动，煤化工项目遍地开花，2008 年后原油价格大幅下跌，以原油为假想成本的煤化工陷入整体亏损地步。二是国外低成本甲醇的冲击，中东地区甲醇成本仅 1000 元人民币，加上运费抵达中国港口不过 1500 元/吨，

而国内煤头甲醇成本都在 2000 元以上。三是下游需求难以大规模启动。传统需求领域如甲醛、醋酸、乙二醇等需求较为稳定，但寄予厚望的醇醚燃料由于种种原因却难以大规模启动，需求疲软是甲醇行业低迷最主要的因素。

表 4-3:甲醇供需平衡表

	产能	产量	进口量	表观消费量	产能增长率	消费增长率	开工率
2006	1365	745.8	112.7	839.5	52.86%	26.01%	54.6%
2007	1697	1012.6	84.5	1040.8	24.32%	23.98%	59.7%
2008	2338	1109.9	143.4	1216.5	37.77%	16.88%	47.5%
2009	2717	1123	529	1650.4	14.6%	35.7%	41.3%
2010	3756.5	1575.3	519	2093	38.26%	26.8%	41.9%
2011E	4800	2083	560	2640	27.78%	26.13%	43.4%

资料来源:百川资讯、平安期货研究所

3、成本重心抬升，对价格形成有效支撑

甲醇的生产工艺分三种，即煤制、天然气制、焦炉气制，目前国内以煤化工路线主导，国际上以天然气工艺主导，焦炉气制法已经逐步被淘汰，被应用的并不多。我们将甲醇上游的原料与甲醇价格做相关性统计发现，动力煤与甲醇的价格相关性最高，其相关系数为0.622，呈中度相关。天然气与甲醇的价格相关性很弱，其一是因为用天然气制甲醇所占比例不高，其二则是由于天然气价格没有完全市场化。长期以来，国内的天然气定价机制基本以成本定价，但具体操作起来，又变成了上中游国家定价，下游地方定价，造成其价格并不能反映市场的供求关系。焦炭与甲醇的价格相关性也比较低，相关系数为0.489，这主要是因为采用焦炉煤气制甲醇的比例较低。

国内甲醇行业对上游煤炭行业博弈能力较低，煤炭高企价格只能被动接受，但对下游行业有较强定价权，可以通过价格上涨转嫁煤炭上涨成本。国际油价的持续上升将带动天然气比价的上升，使得原来在世界甲醇生产能力中占主要地位，拥有较多高成本装置的北美和其他一些发达国家将减产，关闭部分甲醇装置，甚至退出甲醇生产，对进口价格形成一定支撑。煤炭及天然气等能源未来价格的稳步上涨，将在一定程度对甲醇价格形成有效支撑。

图4-33:2011年动力煤价格较2010年大幅上涨 [2010-2011年]



图4-34:原油天然气比价持续上升 [2010-2011年]



资料来源:wind、平安期货研究所

4、以往季节性规律明显，三季度易形成价格高点

从甲醇现货市场价格运行的历史规律来看，有较明显的季节性特点：春节备货行情、节后回归需求。展望2012年，甲醇有望走出先抑后扬的行情。一季度甲醇价格难以有较大突破，需求疲软将引导期价以弱势整理为主，目前来看，甲醇期价下跌空间有限，2600元/吨受到较强支撑。春季过后，传统下游刚需影响将带动甲醇价格上扬，期价有望跟涨。7至10月份，国内外甲醇生产装置计划内或者意外停车检修较为集中，同时甲醇下游产品二甲醚、甲醛等纷纷进入消费旺季，甲醇价格往往快速攀升。12月至次年3月，由于下游的醋酸、甲醛均处于生产消费淡季，甲醇价格见顶回落。2012年，随着市场对甲醇期货品种的认知度及参与度提高，市场的活跃度及持仓量都有望更进一步。

冬季蛰伏，静候春风

一、一季度难走强，二季度有望形成年内低点

经济下滑导致大宗商品价格下跌已经由先前的预期逐渐演变成事实，不断公布的经济数据引发大宗商品价格的下跌再次强化了人们这一认识。整个商品市场处于大奔局的时代，2012 年全球宏观经济有望呈现“NIKE”的走势，一季度整个经济仍将处于下滑态势，再者三、四月份意大利有大量的债务集中到期，不排除届时欧债问题再次得到炒作，再加上大宗商品自高位以来的调整并无任何结束的迹象，因而我们认为化工品在一季度前并不存在走强的可能。

若一季度商品价格能够再次大幅调整，这将有利于在二季度形成年内低点，从而在下半年迎来较好的操作机会。一是因为中国经济有望在明年三、四季度见底回升，而资本市场表现往往会稍微提前实体经济；二是商品价格在一季度再次惯性下跌后，将存在较强的反弹动能；三是欧债危机在明年下半年，影响将会显著减小。

因而我们对 2012 年化工品价格维持前低后高的观点。建议在一季度保持偏空的思路，而下半年保持适当偏多的思路操作。我们认为：欧债危机再次爆发的时间及力度将会影响化工品价格下跌的空间及低点形成的时间，而化工品下跌的空间将会影响到三四季度反弹的力度，一二季度下跌的越多，三四季度反弹力度越大。

二、策略：以逸待劳，后发先至

鉴于不同化工品的基本面存在差异，下面我们分别给出对其在 2012 年价格走势的判断：

1、原油：百元油价将成常态。需求决定原油长期价格走势，2012 年原油供需呈现前松后紧格局。在不出现风险事件的前提下，上半年原油将在 90-105 美元区间震荡，而下半年有望稳定在 110 美元上下，全年均价保持在 100 美元之上。而欧债问题及地缘政治危机的非常规爆发，将是影响 2012 年原油价格的最大不确定性因素。

2、橡胶：下行空间有限，缓步上涨可期。虽然 2012 年橡胶需求增速出现下降，但供需缺口仍存，合成胶对目前天然橡胶的价格构成了较强的支撑。经过前期大幅下跌后，目前的价格已经接近底部区域，未来进一步向下的空间并不大。预计 2012 年的走势以震荡向上为主，反弹高点看到 35000 元/吨一线。

3、PTA：暴利时代终结，PX 有望引领产业链行情。PTA 与上游 PX 产能扩张的不匹配将会使 2012 年 PX 对 PTA 构成较强的成本支撑。PTA 价格有望在 2012 年一季度形成

年内低点,低点位置在 7400 元/吨以上,二季度受经济回升及 PX 价格上涨的推动作用,走出一轮上涨行情,三四季度受新增产能投产的影响呈现出高位震荡的走势。新增产能的大幅释放使得 2012 年 PTA 全年价格高点很难突破 2011 年高点,我们倾向于 2012 年 PTA 价格重心维持在 10000 元/吨附近。

4、LLDPE: 价格处于相对低位,重心有望重回 11000 附近。目前塑料指数报价在 9500 元附近,从绝对价格上来讲,处于近年来的价格运行的相对低位。我们认为 2012 年塑料向上的机会大于向下的风险,价格重心有望重回 11000 元附近。

5、PVC: 上下两难。即需求的不振及国家对房地产调控政策的持续使得 PVC 价格并不具备上涨动能,而逐年上升的刚性成本也封锁了 PVC 下行的空间,这使得 PVC 在 2012 年更多的是跟随宏观面的变化,窄幅波动。

6. 甲醇: 三季度易形成价格高点。一季度甲醇价格难以有较大突破,需求疲软将引导期价以弱势整理为主。7 至 10 月份,国内外甲醇生产装置计划内或者意外停车检修较为集中,同时甲醇下游产品二甲醚、甲醛等纷纷进入消费旺季,甲醇价格往往快速攀升。12 月至次年 3 月,由于下游的醋酸、甲醛均处于生产消费淡季,甲醇价格见顶回落。

风险提示:

若欧盟债务危机演化至欧元区的解体,或中国经济增速出现超预期下滑(GDP 降至 8%以下),这都将加深化工品期货下跌的空间,改变 2012 年全年运行节奏;若美伊战争爆发,或美国再次推出 QE3,则会提升报告中我们对原油上行高度及化工反弹高度的判断。

图 表

图 1-1: 化工品与原油相背离的走势暗示着全球大宗商品进入了大弈局的时代	5
图 2-1: 1956-2011 商品期货价格指数历史走势	6
图 2-2: 2011 年 4 月以来 CRB 指数大幅下跌	7
图 2-3: 本轮大宗商品下跌呈现出一定的先后次序 (以年初为基准)	7
图 3-1: 国际原油价格形成机制	9
图 3-2: 油价与工业生产指数走势对照	10
图 3-3: 原油与工业生产指数相关性	10
图 3-4: 油价与美元指数	10
图 3-5: 油价与流动性	10
图 3-6: 主要因素的回归方差分析 (以最小值为基数)	10
图 3-7: 主要因素的回归统计 (以最小值为基数)	10
图 3-8: 2010 年中美印在全球石油消费量占比	11
图 3-9: 近 7 年中美印在全球石油新增消费量中占比	11
图 3-10: 原油需求量绝对值	12
图 3-11: 不同国家未来原油需求年度增减值 (相对上一年)	12
图 3-12: 2012 年市场前松后紧	12
图 3-13: 原油指数对数图 (1974-2011)	14
图 3-14: 原油指数对数图 (1999-2011)	14
图 3-15: 地缘危机在很大程度上左右国际油价走势	14
图 4-1: 近年来天然橡胶期货价格走势	15
图 4-2: 全球橡胶产量增长缓慢	15
图 4-3: 主要国天然橡胶月度产量	16
图 4-4: 橡胶价格月度上涨概率图 (1997-2011 年)	16
图 4-5: 全球天然橡胶消费放缓	17
图 4-6: 中国对橡胶需求增速放缓	17
图 4-7: 我国汽车产量及增速变动	17
图 4-8: 我国汽车销量及增速变动	17
图 4-9: 天然橡胶进口量及增速变动 (万吨, %)	18
图 4-10: 天然橡胶库存	18
图 4-11: 天然橡胶与顺丁橡胶价格走势	19
图 4-12: 天然橡胶与丁苯橡胶价格走势	19
图 4-13: 近 2 年 PTA 期货价格走势	19
图 4-14: 2011 年开始 PTA 新增产能开始集中释放	20
图 4-15: PX 在未来进口依存度将上升	21
图 4-16: PX 价格对 PTA 走势具有明显的引领作用	21
图 4-17: 纺织及服装出口增速受欧美需求影响显著放缓	22
图 4-18: 纺织品 CRB 现货指数	22

图 4-19: PX、PTA、PET 产能变化及预测.....	22
图 4-20: PX 价格走势	22
图 4-21: 2011 年 LLDPE 期货与 WTI 原油走势对比图.....	23
图 4-22: LLDPE 期货与原油期货走势相关性.....	23
图 4-23: LLDPE 仓单压力依旧沉重	24
图 4-24: LLDPE、LDPE、HDPE 走势对比图.....	24
图 4-25: 石脑油与原油价差	25
图 4-26: 乙烯与石脑油价差	25
图 4-27: 电石成本构成.....	25
图 4-28: 2011 年电石价格较 2010 年出现明显上升.....	25
图 4-29: 烧碱价格处于相对高位	26
图 4-30: PVC 行业开工率连年下降	26
图 4-31: 甲醇上市以来价格连续走低	27
图 4-32: 甲醇主力合约持仓量较为稳定	27
图 4-33: 2011 年动力煤价格较 2010 年大幅上涨.....	28
图 4-34: 原油天然气比价持续上升显示出天然气价格低估	28
表 3-1: 全球原油供需平衡表	13
表 4-1: 天然橡胶停割期主要集中在 1-3 月份	16
表 4-2: 2012 年 PTA 新增产能计划表.....	20
表 4-3: 甲醇供需平衡表	28

平安期货研究所 2012《资本大弈局》系列年度报告

序号	篇名	品种	计划出版时间
1	资本大弈局·始计篇《变局已临，不可不察》	宏观	2011-12-27
2	资本大弈局·虚实篇《积重难返，避高趋下》	白糖	已出版
3	资本大弈局·兵势篇《因势而变，踏奏而舞》	农产品	已出版
4	资本大弈局·军争篇《以逸待劳，后发先至》	化工	已出版
5	资本大弈局·军形篇《守则有余，攻则不足》	豆类	2011-12-28
6	资本大弈局·九变篇《绝地不留，临机应变》	金属	2011-12-30
7	资本大弈局·谋攻篇《上下同欲，终而复始》	股指	2012-1-15

平安期货价值观

一、新平安，新战略，新团队

2011年，勇于创新、追求卓越的平安期货，在创立后的第15个年头，摒弃旧思维与旧标准，迎来涅槃新生的契机。

面对当今期货行业蕴藏的巨大潜力，平安期货果断调整经营思路，全面借助集团综合平台资源优势，加速发展壮大，展现出“新平安”的精神风貌；在运营层面，以前瞻性的战略眼光精准判断行业发展趋势，积极进行资本运营，并实施“差异化经营”的“新战略”；更自上至下地从决策经理层到一线服务队伍，都注入新的“血液”，通过团队建设与架构整合，以“新团队”代言企业的综合竞争力，锐意进取，铸就卓越！

二、经营理念

1、乘势：占据集团优势，顺应行业趋势

势，可遇不可求。平安期货有限公司，借助集团综合金融平台之强大优势，享保险、银行、信托、证券、期货、基金、资产管理等全方位的集团内部支持，更把握期货业创新业务突飞猛进的趋势，积极创先开展投资咨询业务，运筹帷幄，志在千里。

2、伐谋：以体系制胜，以全局制胜

凝聚产生力量。平安期货，发展研发、服务、IT三大体系，以六大团队搭建协同服务平台，更专为投资者量身打造三大研发产品线，创造、颠覆、再创造，蛹蜕蝶呈，步入至臻。

3、共赢：卓著服务，互利共赢

分享价值，才能永葆成长动力。平安期货，致力向市场提供最好的产品，向客户提供最好服务，向股东回报最好的业绩，肩负起中国平安创造价值、回馈社会之使命。

风险提示:

期货市场是一个风险无时不在的市场。您在进行交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券,期货交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨为发给平安期货有限公司(以下简称“平安期货”)的特定客户及其他专业人士。未经平安期货事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

平安期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的期货、期权和证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安期货有限公司的立场。

平安期货有限公司2011版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安期货有限公司

地址:深圳市福田区中心区福华三路88号时代财富大厦26楼

客服: 400 8888 933

电话: 0755-8378 8578

传真: 0755-8378 5241

邮编: 518031

网址: <http://futures.pingan.com>