



**陈小林****化工品分析师****从业资格证： F0247440** 0516-83831107 chenxiaolin80@qq.com www.neweraqh.com.cn

中国矿业大学金融专业，擅长能源化工类品种研究，重视基本面与技术面分析的结合，对交易策略于整体交易系统的重要性有深刻认识及独到见解。

长期热点难现 年内弱势暂休

内容提要:

1. 产能充裕、供应充足，加之国内紧缩政策力度大、坚定而持续。两大利空在上半年完全淹没了原油、乙烯价格强势高企，以及其他短暂利多的支撑，形成了整体上易跌难涨、积弱难返的弱势行情。
2. 市场形势已经全然不同，调控力度渐入高峰、大宗商品弱势已久、全球经济复苏乏力、控制通胀政策趋向同步，这些都直接限制了下游需求的好转，加之资金、用电的短缺，市场环境已经大不如前。
3. 库存水平高企，将从整体上制约 LLDPE 旺季向上行走的高度。
4. 长期来看原油作为不可再生的重要能源，其具有天然的抗跌性，只要全球经济不步入萧条，就不可能过度看空。从中期来看，原油的产能受限，产油国的开采投入一直不足，也限制了中期的下跌空间。后市将对 PE 价格产生明显支撑。
5. 7-8 月份有限走强至 11800-12200 元上下，最多延伸至 9 月中旬，之后随着进口情况略有改善，旺季的结束以及年底资金面再度收紧，在整个供应充足的大背景下，价格有可能再度明显回落，最终以整理形态完成全年走势。

关键词：弱势 旺季 库存高企 油价支撑 震荡

第一部分 行情回顾

一、半年弱势行情再现

2011 年上半年塑料（LLDPE）期货经历了类似于 2010 年上半年的弱势下跌行情，截止 6 月 30 日，文华塑料指数自 1 月 6 日见到 12621 元/吨的年内高点之后，一路震荡下跌至 6 月 24 日的 10290 元/吨。

图 1-1. 文华塑料指数走势图



数据来源：文华财经

具体来看，由于临近春节，整个 1 月份现货市场表现较为平淡。下游农膜工厂纷纷停工、采购意向趋于停滞，导致塑料现货市场价格拉升无力。1 月国际原油持续升势没能推升连塑跟进上涨，月末油价持续下跌引发看涨预期出现松动，L1105 价格跌破 12000 元/吨重要支撑，达到 11500 元/吨的短期新低。春节过后，市场气氛较好，L1105 也稳步上扬至 12500 附近，但纵观整个 2 月，L1105 背离原油冲高回落，整体在 11500-12500 区间弱势振荡。3 月在巨大的仓单压力之下继续弱势下行、屡创新低。

4 月初，塑料主力合约换月移仓至 1109 合约，承接前期阴跌之势，之后期价在 11500 遭遇多头阻击，期价开始超跌反弹，由于缺乏现货价格跟进支撑，加之政策面压力持续紧缩，期价最终高位回落。在通胀以及需求下滑多空因素夹击下，期价涨跌两难，呈区间震荡整理之势。5 月份，恰逢自身的需求清淡期，原油自高位重挫，库存直线飙升，连塑呈现典型跌势，从月初的 11800 点附近跌至 10400 点附近，一个月跌幅达到 10% 以上，中间几乎没有反弹，成本支撑心理预期也消失殆尽。进入 6 月后，在油价继续下行、政策压力不减、商品普跌的压力之下，连塑继续弱势运行，但杀跌动能明显不足，盘面明显抗跌，维持在 10300-10800 的区间之内震荡，表现出一定的企稳迹象。

综合来看，虽然上半年市场因素错综复杂，但究其根本塑料的弱势主要来自于两个方面，内因是连塑的产能充裕、供应充足，外因是国内紧缩政策力度大、坚定而持续。以上两大利空完全的淹没了原油、乙烯价格强势高企，以及其他短暂利多的支撑，形成了整体上易跌难涨、积弱难返的极弱行情。

二、四大因素主导后期走势

纵观下半年的宏观经济和能化产业链，能够撼动当前连塑市场基础、影响其长期走势的潜在因素主要有如下几点：

首先，传统的季节性旺季能否如期到来、旺季究竟会有多“旺”？而这与当前下游薄膜生产企业预期、资金链状况息息相关，又直接关系到当下紧缩政策持续的时间、后续的力度以及会否出现松动的迹象。

其次，国内政策调控的后续力度、方式和节奏，从政策制定者的角度出发，在全球经济一体化的今天、对于仍然深深依赖国际贸易的中国来说，这些不仅取决于国内经济的形势、政策目标是否达到，还要更多的考虑国际经济形势及主要经济体的政策考量。

再次，原油作为产业链的开端，毕竟从长期支撑着乙烯及 LLDPE 的成本，尽管上半年塑料与原油及乙烯产生了非常明显的背离，但此种情况难以持续，价格倒挂的基本事实会严重影响到生产和供应，釜底抽薪的行情有可能在下半年发挥积极作用。

最后，外围经济体的实际表现。作为全球产业链的一环，PE 的供给与消费本身就是全球化的，若全球经济持续的复苏乏力，甚至发生难以想见的滑坡，无疑会深深的影响 LLDPE 的供求形势及价格，反之会提供久违的支撑与上行动力。

下面，我们就从国内国际经济形势及政策方向的把握、季节性需求的预判和原油的价格走向几个方面探讨下半年 LLDPE 的期现价格走势，并作出相应的操作建议。

第二部分 宏观经济

一、全球经济：结构性问题突出 深层次矛盾尖锐

自 08 年金融危机之后，对于今后若干年中国经济的长期走势、政策取向的是与非、发展的动力、环境和深层次问题皆充满了忧虑、争议甚至质疑与非议。今年以来各种大小、长短的问题集中涌现，矛盾纷繁复杂，包括通货膨胀、资产价格泡沫和房价，地方债和金融系统安全，人民币升值和以调高存款准备金为主的紧缩政策，电力紧张和节能降耗，甚至深层次的经济结构调整和增长方式转变，以及劳动力成本的长期上行压力和政治体制改革的迫切性等等。

国际方面情况更为复杂，欧元区债务危机阴霾不散，美国量化宽松效果甚微（无助就业、不振增长、反生通胀）。在自然灾害的冲击下，日本经济雪上加霜。主要新兴经济体也普遍被通胀困扰，进行了主动调整。

其中有些因素主导了中期的市场行情（一年之内），有些因素将长期影响经济增长的格局、质量与速度。在当前异常不稳定的全球经济环境下，任何潜在的不稳定因素都有可能通过金融市场被提前暴漏和放大，形成冲击市场的直接因素。限于篇幅，这里只考量与下半年经济形势密切相关的问题进行分析，但为了对经济形势有全面、准确的把握，有必要对经济演变的脉络进行简单的梳理，对事物的本质做出明确的判断。

图 2-1. 中国 CPI 年率 (%)



图 2-2. 美国季调后失业率 (%)

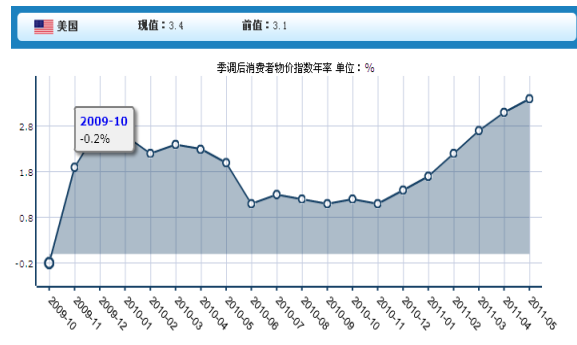


图 2-3. 美国季调后 CPI (%)

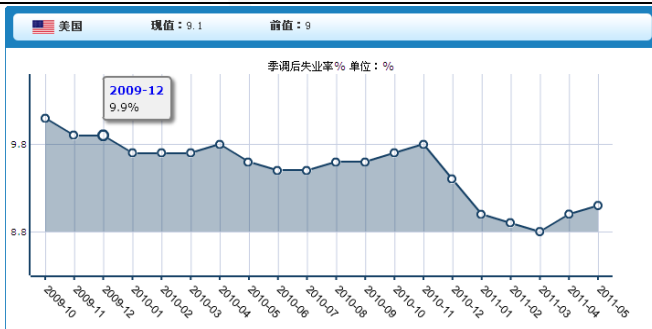
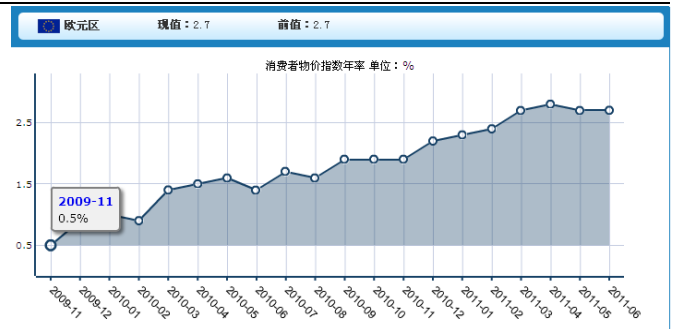


图 2-4. 欧元区 CPI 年率 (%)



上四图数据来源：汇通网

总体来看，无论国际国内都面临着极多潜在利空因素，没有摆脱历史遗留下来的诸多棘手问题，放在更长的经济周期上看，似乎面临第三次科技革命之后的低潮，经济增长缺少根本动力，进入了一个长期的以内在结构调整为主的艰难时期。

在这样的大背景下，目前最突出的问题当然是长期通胀趋势以及随之而来的紧缩政策。众所周知，通胀是一种复杂的经济现象，成因繁多、治理困难。从货币经济学的角度看，其根本上是一种货币现象。

以经济增长的长周期处于调整期的假设出发，进行简单的梳理我们会发现：长期经济增长乏力触发了原本不平衡的世界经济被迫调整——建立在高度杠杆化基础上的、虚假繁荣的借贷经济被刺破，美国房地产市场做为最薄弱的敏感环节首先爆发——金融危机蔓延全球、实体经济陷入调整、全球产业链及资金链被迫重组——恐慌和政治压力激发政府和央行过度救市、全球范围货币超发——超发货币因循着原有的、失衡的资金链条多数流向新兴经济体——伴随着资产价格泡沫，新兴市场在流动性刺激下短期需求集中爆发、发达经济体亦获得基础不牢的缓慢复苏——由于缺少长期的经济增长点和全球范围的产业升级空间，加之全球去杠杆化的中期趋势，在固有的基本未变的产经/贸易/利益格局下资金欲投无门，或者进入虚拟金融市场，或者重复建设——最终形成长期的、无法预知最终程度的“滞胀”——演变为美联储的 EQ1、EQ2 都没能有效提振经济增加就业，基本以失败告终，新兴市场集体陷入通胀压力、反压经济增长，欧元区主权债务、美国债务上限问题、国内地方债状况频出——外生动力的缺失反迫经济进行内部结构的调整与挖潜（国内国际两方面）、全球增长速度整体放慢。

综合来看，全球经济长期增长乏力可以预见，主要以进行长期的结构调整为主，直至新的长期经济增长点产生和产业升级浪潮到来之前，将明显呈现周期性的波动为主，期间随着市场信心的波动，未来两年的经济形势不至于陷入衰退，反而通胀的治理和结构性机会值得投资者关注。

二、国内政策：长期通胀预期不消 调控冰雪难融

基于以上分析，国内政策调控的当务之急是抑制长期通胀趋势及通胀预期，防范隐藏的金融风险。长期任务实际上是在外生经济增长动力不足和国际经济经济增长乏力的形势下，通过政策引导和深化改革，调整国内经济结构，挖掘经济关系和制度损失中的增长潜力。包括调整分配关系，优化消费、投资和出口的比例，深化体制改革、加强社会保障，继续推动以城镇化为动力的内部产业升级。在这些方面来看，潜力无疑是巨大的，关键的问题是从何着手、如何推进，政策的着力点在哪里，这些关系到经济发展的全局，也是理解政策如何转变的所在。

首先，资产价格的上涨和整体物价的推升，不仅影响到社会稳定、经济秩序，而且已经阻碍了长期经济的发展和金融系统的安全。特别是房地产价格的无序上涨，首先冲击的是银行信贷资产的安全，必须降温，使其进入健康发展的轨道；其次，高房价阻碍了正常的城镇化进程，解决的方式不是限制开发，而是改变开发的方式与结构，比如增加保障房的供给与比率；再次，货币因素必须用货币方式解决，虽然加息能够从需求和供给两方面给经济降温，但正如前面分析所言，在整体经济增长缺少动力、外围经济不稳的情况下，加

图 2-5. 中国 M1 和 M2 同比变化 (%)

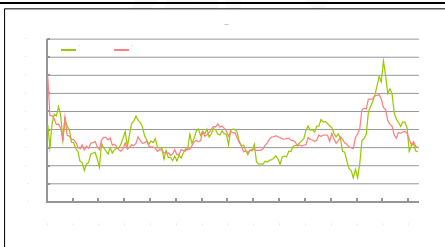
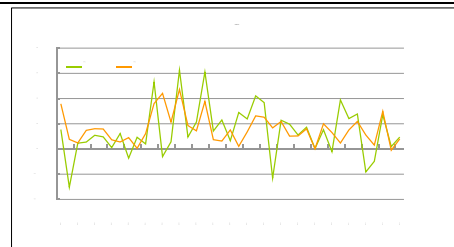


图 2-6. 中国 M1 和 M2 环比变化 (%)



数据来源：Wind

数据来源：Wind

息亦会进一步挫伤正常的消费和投资需求，这与调控的长期目标是相悖的，换言之现在寻求的是整顿秩序和引导需求取向，而非抑制增长。

其次，当前的通胀形势依然严峻，虽然美国量化宽松基本结束、全球主要经济体反通胀的观点逐渐统一，但是因为缺少消费的升级、面临杠杆的降低，滞留在经济体中的流动性一时之间很难找到好的出路，难保不再次进入基础原材料及金融资产领域兴风作浪，实体经济也面临重复投资的冲动，而此种情况的发展程度是难以预料的，所以整体而言，在没有看到实际效果之前政策很难转变，加上危机时过度释放流动性的前车之鉴，转变的过程也会相当谨慎和缓慢，

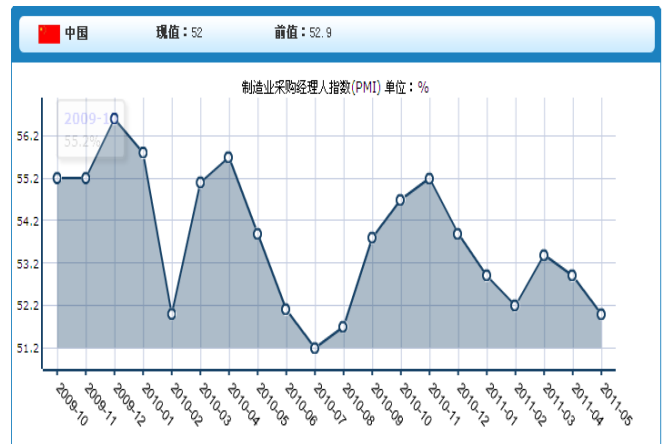
最后，从目前的经济形势来看，即使是现有的只提准不加息的货币政策，也已经对众多的行业及整体经济产生了明显的影响，力度似乎已经过大，使观察者产生了硬着陆的担忧，甚至产生了长期经济减速的忧虑，但至此影响的主要还是投资领域，消费方面影响较小，这也是政策所希望看到的。

图 2-7. 中国消费者信心指数



资料来源: 汇通网

图 2-8. 中国 PMI



资料来源: 汇通网

由此综合来看，预计下半年政策仍将以从紧为主，力度可能会稍有放松。将在一定程度上为商品市场及 LLDPE 从低位企稳提供一定动力，但作用可能主要来自于前期消化利空过程中的超跌反弹，而非实质性转暖。

第三部分 PE 供求形势 — 供应充足 需求不振

一、“历史不会简单重演”

我们会发现，2011 年上半年和 2010 年上半年的行情如出一辙，且有许多共同特点。比如高位油价并未提振 PE 市场，价格走势出现背离；再比如 3 月之后仓单快速蹿升，仓单库存一路攀升、屡创新高；又如 5 月之前价格依次震荡下跌，5 月份开始加速，6 月份震荡企稳。市场如此的相像，不仅让人想起一句市场谚语：“历史会重演”。

如果历史果真重演，想必随着季节性旺季的到来，面对历史新高的仓单，PE 价格将逆流而上走出一波波波澜壮阔的上升行情。但我们不要忘记另外一句老话“历史不会简单重演”。如今的形势已经今非昔比，经济背景也迥然不同。去年下半年的上升行情是由多重因素叠加推动的，包括意外的停车事故，下游季节性需求如常、乐观的心理预期，以及多头是市场氛围和屡创新高的大宗商品牛市。所有因素的叠加才铸就了 LLDPE 最终的跟涨和较弱的幅度，而最终带来的是更大的库存压力。

今天的市场形势已经全然不同，调控力度渐入高峰、大宗商品弱势已久、全球经济复苏乏力、控制通胀政策趋向同步，这些都直接限制了下游需求的好转，加之资金、用电的短缺，市场环境已经大不如前。

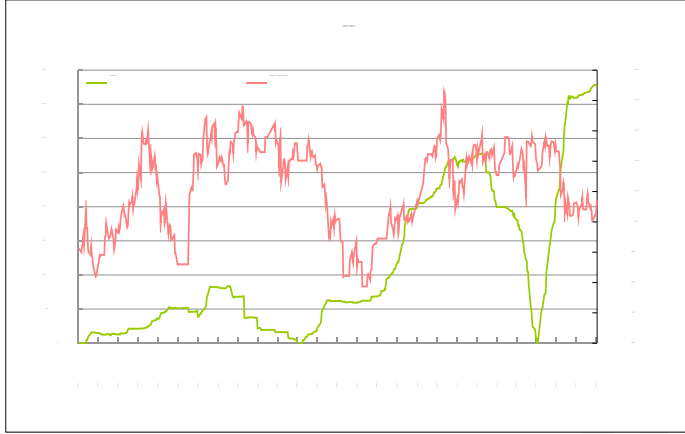
二、库存反复高企 彰显长期供应压力

去年冬天，连塑的交易所库存达到了接近 2.8 万张的高点，令相关各方热议，纷纷讨论 2 万张以上的库存将会对期价形成怎样的影响。时隔不久，如今交易所的期货库存再创新高，截止 6 月 30 日交易所仓单已经达到 37749 张，而且，目前还没有半点减缓迹象，有奔向 4 万张注册仓单的趋势。这相当于 20 万吨的 LLDPE，是一条生产线的年产能，库存压力之大可见一斑。而且，从注册仓单的地区分布情况来看，也较为均匀，明

库存大是一个普遍现象。

仓单大级别的增长，虽然有现货企业参与期货广度和深度宽展的原因，一部分原先的社会库存转化为了显性库存，但也体现出现货市场巨大的长期压力，而且今年仓单的增加与去年相比有一个显著的不同，就是仓单的巨幅增长发生在价格快速下跌的阶段，不同于去年发生于价格显著高企的下半年，表现出现货销售及其被动的一面。

图 3-1. 交易所仓单与期货价格走势对比



数据来源: Wind

虽然随着 2010 年新增装置达产，我国乙烯产量继续保持大幅增长。但未来两年中国新增乙烯产能并不多，根据石化协会的统计，中国在建及拟建的乙烯产能高达 1630 万吨，超过现有产能，但目前多数处于科研或规划阶段，还没有开工建设。2011 年我国新增乙烯装置只有抚顺石化 80 万吨，预计在年底投产，新增乙烯产能增长明显减少。2013 年前我国新投产的乙烯产能为 300 万吨，较现有产能增加 20.86%。

从进口方面，截止 5 月份累计进口初级形状聚乙烯 193209 吨，较去年同期 2296382 吨的进口量有较大幅度减少，降幅达 15.9%，但产量方面增加依旧迅猛，截止 5 月份，乙烯累计产量为 659.6145 万吨，较去年同期的 497.1155 万吨增长 21.54%。

图 3-2. 初级形状聚乙烯进口月度累计同比 (%)

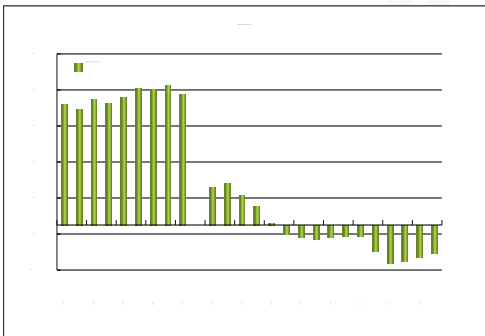
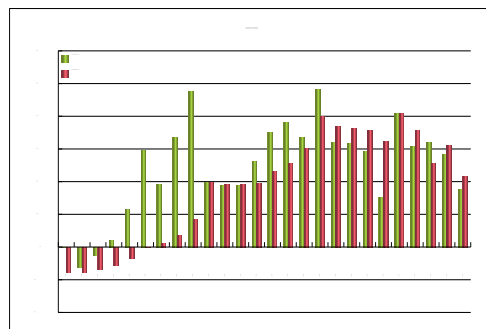


图 3-3. 乙烯产量月度累计同比 (%)



数据来源: Wind

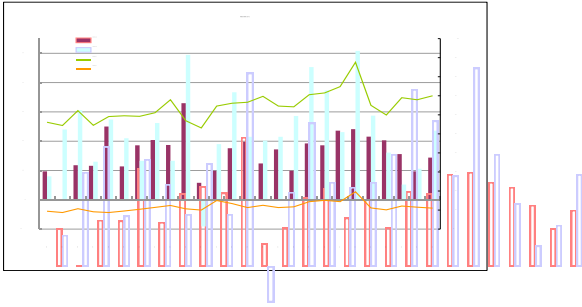
数据来源: Wind

在产能和产量双增长的情况下，预计 2011 年乙烯价格较难有大幅攀升，其价格若要实现上行更多的是依靠上游成本的推动而非下游需求的拉动。但 2011 不到 3%的产能增速已经大大低于 2010 年 10%的增速。

三、季节性需求较弱 难以支撑下半年价格大幅走高

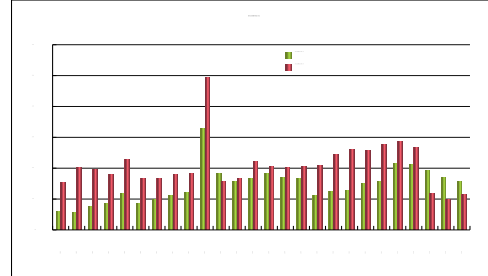
相对于供给来说,需求方面同样不容乐观,特别是今年的农膜生产旺季,难以重现往年行情。2011 年 1-5 月塑料薄膜累计产量为 328.7 万吨,同比增长 15.7%, 低于去年同期 18.2% 的增长; 农用薄膜累计产量为 53.2 万吨,同比增长 11.5%, 低于去年同期 20.4% 的增长。

图 3-4. 薄膜及农用薄膜月度产量



数据来源: Wind

图 3-5. 薄膜及农用薄膜月度产量累计同比 (%)



数据来源: Wind

今年 4 月份开始下游农膜制品厂逐渐走入了淡季,多数工厂停工影响需求。6 月中旬以前,因为北方麦收影响生产,棚膜生产都处于清淡局面,多数企业的开工率仅维持在 20% 左右,生产难以持续,今年农膜需求弱于去年同期。

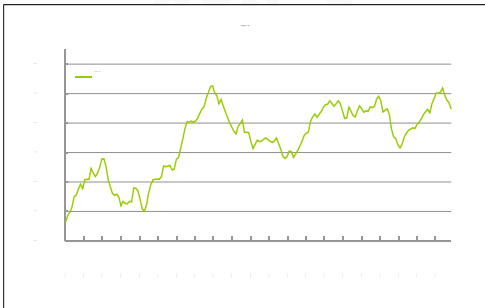
以动态的角度综合来看,今年乙烯产量迅猛增长而下游消费增长情况却不如往年,纵然聚乙烯和乙烯进口皆有减少,但供大于求的情况并没有显著改善,造成库存水平高企,将从整体上制约 LLDPE 旺季向上行走的高度。

第四部分 上游分析 — 成本支撑顽强

今年上半年油价上涨的因素主要有二:首先,中东和北非地区政局不稳,给油价带来地缘政治的“风险溢价”。其次,美元指数下跌的支撑。当地缘政治危机逐渐平静,淡出投资者视野,同时欧洲债务危机愈演愈烈,加之美国不利的经济数据打压,原油自高位开始回落,进入六月下旬,国际能源机构 23 日发表声明,在未来 30 天内将平均每天向市场投放 200 万桶原油,原油触及 90 元下方。

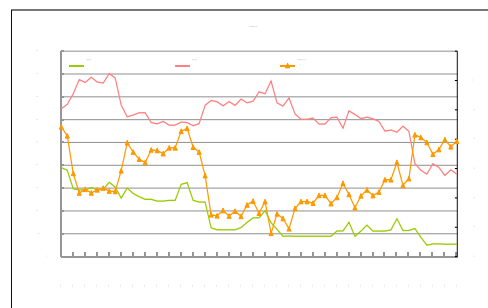
虽然油价近期走弱,但作为长期来看作为不可再生的基础能源,其具有天然的抗跌性,只要全球经济不步入萧条,就不可能过度看空。从中期来看,原油的产能受限,产油国的开采投入一直不足,也限制了中期的下跌空间。

图 4-1. EIA 原油库存 (千桶) 不包括战略储备



数据来源: Wind

图 4-2. WIT 非商业持仓 (张)



数据来源: Wind

就短期而言,美国即将进入夏季的用油高峰,原油库存有自高位回落的松动迹象,这也是国际能源署抛

出战略储备的原因之一。此外，从 WIT 原油的持仓方向上看，非商业头寸的净持仓一直为负值，去年 11 月中旬最低时为净空 31025 张，此后逐步减少，原油价格一路上行，且在进入 5 月后，随着油价的回落，净空大幅减少，也显示出主流机构有意改变持仓方向、不敢过度看空原油，寻找低点离场的动作明显。

我们预计，原油长期趋势依然向上，下半年原油价格依然偏强运行，80-85 美元/桶是当前市场环境下的坚强支撑，很难跌破。下半年运行的中心应该在 90 美元/桶一线，不排除在上 100-110 美元/桶区间内运行，会给 LLDPE 带来较强的成本支撑。

第五部分 结论与建议 — 区间震荡难免 适度相机参与

展望 2011 年后半期，下半年宏观经济政策将延续紧缩的主基调，但力度会有所收敛，将在一定程度上改善整体经济过度收缩的现状，并给商品及 LLDPE 期现货市场带来些许暖意，但此层面的支撑，或许更多的是来自心理层面，更多的是对先前高压下、利空出尽的显著反弹。

对于 LLDPE 来说作用可能相对较弱，受制于整体产能的制约以及现货市场的疲弱，上行的力度将比较有限，极有可能弱于主流品种，只要仓单不能有效减少上行的力度将会极大受限。

季节性的旺季毕竟发生于宏观利空消化之后，因此伴随着传统旺季的到来、原油下跌空间有限的支撑，LLDPE 正常会有明显的反弹行情，极有可能发生在 7-8 月份这段时间，若宏观环境及政策在此时间有明显改善，有可能力度会超出预期，但总体而言走势会比较反复，目前空间不宜看高，1 月份合约大致在 11800-12200 元上下。

从当前的情况来看，由于前期内外价格倒挂的情况随着乙烯价格的回落已有明显改善，进口货源或有利利润空间，将冲击国内市场，但由于前期库存已经消化到一定水平，进口上还存在一定的时滞，因此至年底之前，现货面上的改观应会较前期明显，然而潜在的威胁不容忽视。

图 5-1. LLDPE 走势预测图



数据来源：博弈大师

综合来看，7-8 月份有限走强至 11800-12200 元上下，最多延伸至 9 月中旬，之后随着进口情况略有改善，旺季的结束以及年底资金面再度收紧，在整个供应充足的大背景下，价格可能再度明显回落，但回落的空间不太可能达到前期低点，最终以整理形态完成全年走势，整理的重心估计发生在 11600 一线。更长的周期来看，弱势难以快速改变，还应视国际国内经济结构调整的效果而定。操作上，投机及买入套保者，建议在 1201 合约上 11000 一线适当建立多单，第一目标位 11800，第二目标位 12000，第三目标位 12200。鉴于走势将以震荡上行为主，建议逢低买入、不宜追高。9 月过后转化思路，具体视情况而定。对于卖出套保而言，此时不应再追加头寸，反向缩减原有空头实有必要，应耐心等待 9 月之后套保机会的到来。