



作者：煤化工组 夏聪聪

执业编号：F3012139（从业） Z0012870（投资咨询）

联系方式：010-68578010/xiacongcong@foundersc.com

成文时间：2020年7月21日星期二

甲醇：风萧萧兮易水寒 甲醇一去难复还

——2019 年甲醇市场回顾与 2020 年展望

方正中期期货研究院 夏聪聪

内容摘要

1、新增产能陆续释放：经历过 2014 年的大幅扩能之后，得益于部分煤制烯烃项目的稳步投产，近几年中国甲醇产能扩张步伐仍在继续，但由于行业盈利水平下降，扩张速度有所放缓。2019 年计划投产的产能共计 875 万吨，若能如期投产，则到 2019 年年底，我国甲醇产能将超过 9000 万吨。根据企业的实际投产进度，大连恒力、黑龙江宝泰隆、山西潞宝、心连心新疆、湖南盈德气体、兖矿榆林、内蒙荣信等装置已经陆续投产，增加产能合计为 560 万吨。2019 年年底仍有五套装置计划投产，供给产能为 315 万吨。受到多重因素的影响，实际投产时间或延迟。

2、进口量超预期增加：甲醇进口量从 2016 年开始下滑，2018 年甲醇进口大幅缩减，但从 2019 年甲醇进口量逐步恢复，并超过正常水平。1-9 月份国内甲醇累计进口 776.08 万吨，已经超过 2018 年全年甲醇进口量。全球甲醇生产装置运行较为稳定，货源供应充足，同时国外甲醇具有价格优势，进口套利窗口持续打开，使得国外甲醇源源不断流入国内沿海市场。我国甲醇进口量积极回升，超出市场预期。进口船货抵港无缩减迹象，甲醇高进口量将延续，使得国内供应更加充裕。后期伊朗、欧洲和中国等地均有新增装置投产，2019 年甲醇进口量将超过 900 万吨。

3、需求跟进力度不足：近年来煤制烯烃项目大量投产，拉动了我国甲醇市场的需求。另外，甲醇在制氢、醇基燃料等领域的需求也呈现增加趋势。因此，甲醇实际消耗量呈现逐年递增的趋势。从表观消费数据来看，甲醇消费季节性特征越来越不明显，呈现淡季不淡、旺季不旺的特点。预计 2019 年全年甲醇表观消费量在 6000 万吨附近，甲醇下游总体需求量仍在扩张，煤制烯烃仍然是最大增长点。但 2019 年甲醇产量及进口也大幅增加，需求增加不及供应增加，导致供需结构偏向宽松。

目录

第一部分 甲醇行情回顾.....	1
一、甲醇历史走势.....	1
二、2019 年走势	3
第二部分 价格波动分析.....	5
一、季节性特点.....	5
二、波动率分析.....	6
三、成交持仓变化.....	7
第三部分 宏观经济环境.....	7
一、经济或延续放缓趋势.....	7
二、美联储年内三度降息.....	8
三、中美贸易局势不稳定.....	9
第四部分 甲醇供给分析.....	9
一、煤炭价格重心下移.....	9
二、油价或呈下调趋势.....	10
三、现货市场跟随走低.....	12
四、装置运行负荷提升.....	13
五、新增产能陆续释放.....	14
六、进口量超预期增加.....	16
七、港口库存难以消化.....	17
第五部分 甲醇下游需求分析.....	18
一、出口市场难有起色.....	18
二、需求跟进力度不足.....	19
三、消费结构不断变化.....	19
四、烯烃仍是消费主力.....	21
五、传统需求不温不火.....	23
第六部分 供需平衡表.....	27
第七部分 技术分析.....	27
第八部分 行情展望.....	28
一、后期预判.....	28
二、期权策略.....	29
附：行业相关股票.....	38

第一部分 甲醇行情回顾

一、甲醇历史走势

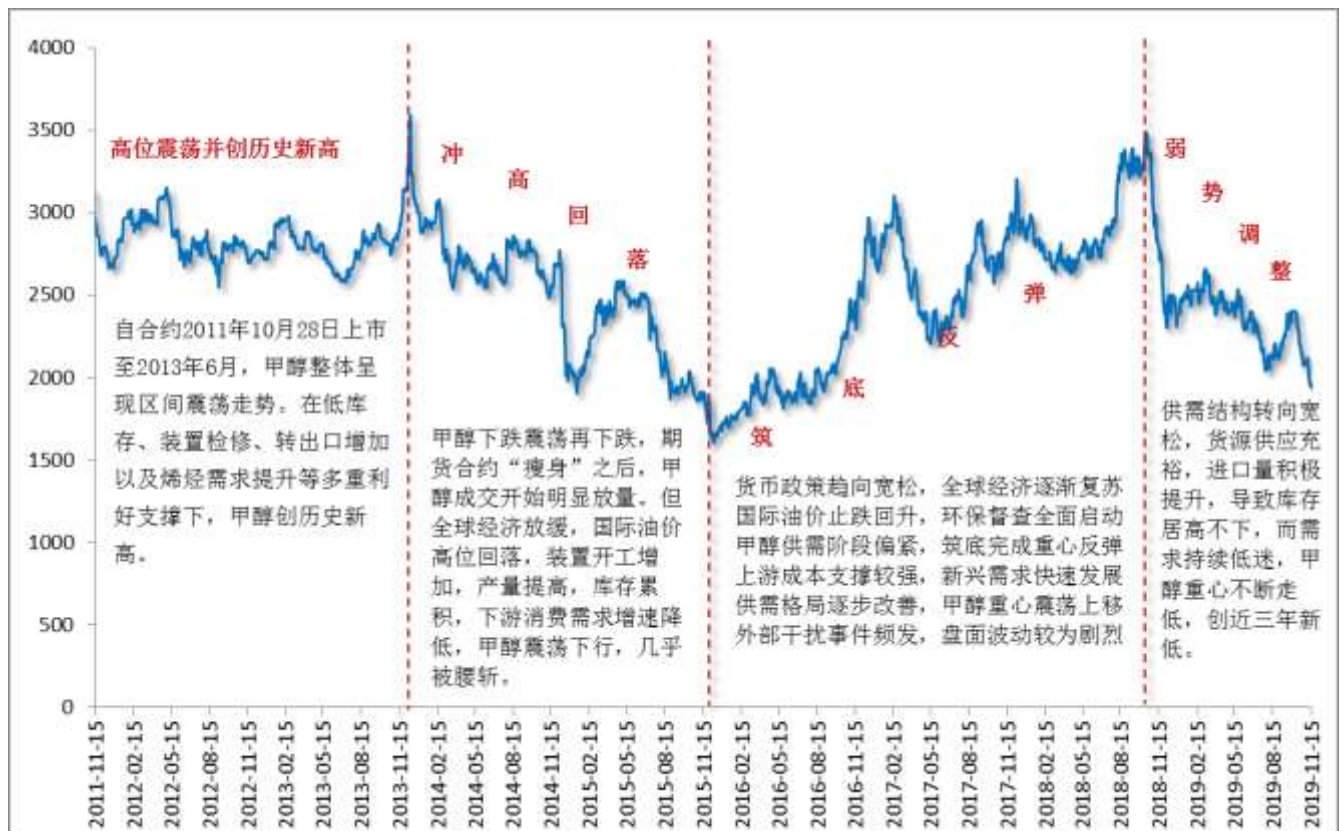


图 1-1 甲醇历史行情走势

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

第一阶段：高位震荡并创历史新高

2011年10月28日，甲醇期货在郑州商品交易所上市交易。自上市至2013年6月期间，甲醇走势整体呈现区间震荡，价格运行区间大约为2530-3150。甲醇上市挂牌基准价为3050元/吨，挂牌后因炒新资金追捧而出现冲高走势，走高至3198。上市初期，甲醇季节性走势明显，价格跟随需求淡、旺季变动。甲醇行业维持较低开工水平，消费结构逐步转变。传统下游领域稳定增长，但所占份额逐渐减少。新兴下游领域得到不断的拓展，份额逐渐增加。随着经济逐步复苏，在成本增加等因素影响下，甲醇价格整体处于相对较高位置，期价曾多次测试下方2530附近支撑，但未能向下突破。甲醇期货在2013年表现不平凡，经历了大起大落，先抑后扬，V型反转。上半年甲醇市场弱势下行，一直维持低迷态势，悲观气氛浓郁，6月份甲醇加速下跌。但在下半年甲醇迎来惊人逆转，从一度被市场冷落的“失宠儿”摇身变成市场的“明星”，燃烧了整个秋冬。由于外围大型甲醇生产装置纷纷检修，导致国际供应量大幅减少。在货源日趋紧张背景下，国内甲醇现货价格逐渐坚挺，期货价格在7月初触底反弹，震荡走强。随着10月需求旺季的来临，部分下游企业补货，库存压力缓解，厂家预售较好。进口货源偏少，出口增加，港口库存保持低位。加之

烯烃外采甲醇，主产区企业无库存压力，市场上涨势头迅猛，甲醇持续暴涨，向上突破，最高触及 3595，创历史新高。

第二阶段：冲高回落

甲醇暴涨之后，下游企业生产成本大幅增加，饱受成本之苦，对高价货源产生抵触情绪，采用降低运行负荷加以应对。甲醇上涨动能不断弱化，盘面存在调整需求。随着泡沫破裂甲醇迎来暴跌，急转而下，高位滑落。甲醇跌破 3000 大关口后，重心继续下滑。前期甲醇大涨，行业利润丰厚，导致甲醇产能扩增加速，2014 年、2015 年产能增速均超过 16%。国内甲醇生产装置开工率维持在六成以上，处于近几年来高位。而国内煤制烯烃项目规模较小，对甲醇需求不足。上游煤炭价格接近历史低位，成本支撑削弱。与此同时，宏观环境产生变数，全球经济放缓，利空大宗商品走势。由于甲醇期货 ME1501 合约多头不惜大量购入现货堆积在交割库，以挤占交割库份额，港口库存高达 100 万吨。国际油价瀑布式下滑成为压垮甲醇的最后一根稻草，甲醇崩盘，2014 年底跌破 2000 关口，2015 年年初进一步探底。由于市场对于下游新建甲醇制烯烃预期良好，甲醇出现回暖，但持续时间不长。郑商所修改部分商品交易规则，甲醇合约瘦身，市场成交明显放量。但伴随着股灾的到来，整个金融市场恐慌性下滑，避险情绪蔓延，甲醇难以独善其身，重心一路走低。国内经济下行，房地产衰落后没有内生增长动力，宏观预期不断恶化，需求不振，甲醇遭遇腰斩，跌落至 1590，创历史新低。

第三阶段：筑底反弹

投资过热导致产能投放加快，甲醇规模扩大。而经济转型导致需求放缓，甲醇供需失衡，下跌行情持续两年之久。进入 2016 年，国内相对宽松的流动性环境、供给侧结构性改革稳步推进、美联储加息预期推迟、部分商品供需关系偏紧以及资产荒下资金的追捧，成为国内商品期货不断走高的主要动力。2016 年开始甲醇产能投放明显放缓，增速下滑为 5.34%，供给压力有所缓解。甲醇期货价格逐渐止跌，筑底反弹，经过横盘整理，顺势而上，站上 3000 关口，并在 2017 年 2 月份达到上市初期价格水平，收复前几年跌势。虽然盘面多次回调，但整体呈现震荡上行走势，重心不断抬升。2018 年 8 月份，甲醇上破 3200 关口压力，10 月中旬继续攀升，创 2014 年以来新高。国际原油价格企稳回升，2018 年在供给关系改善的基础上，延续了过去的上涨势头，在年内不断创出新高。作为能源化工源头，油价强势反弹提振国内化工品种走强。在供给侧改革大背景下，煤炭去产能、保供应、稳价格成效明显，煤炭价格整体维持高位，成本端提供一定支撑。煤制烯烃新兴需求产能增加，进口货源数量下滑明显，国外市场走强带动沿海地区价格居高不下，供需格局逐步改善是推动甲醇价格走高的关键支撑。

第四阶段：弱势调整

甲醇价格居高不下，导致下游企业生产成本压力较大，对高价存在抵触心理。随着冬季来临，受到环保政策的影响，传统需求开工受限。沿海地区部分装置停车或降负运行，甲醇消费大幅缩减，盘面应声回落，进入调整期。2018年10月中旬甲醇触顶回落，重心步步下移。终端需求疲弱态势显现，市场看空预期放大，甲醇依次跌破3200、3000、2650重要支撑，不断向下突破，重心回踩2350附近支撑短暂整理。2019年年关下游企业适量补货带动下，甲醇止跌有所回升。在装置春季例行检修预期下，甲醇期价窄幅走高，但上行压力明显，未能突破2700关口。检修力度明显减弱，同时下游需求迟迟未能恢复，甲醇供需结构转向宽松，期价再次步入下行通道。甲醇进口量超出市场预期，国内货源供应充裕，导致港口库存不断累积。宏观经济下行压力加大，同时中美贸易摩擦使得市场避险情绪升温，整体大环境偏空。2019年液体化工库存普遍处于高位，高库存压力下，甲醇期价无力回暖。需求淡季影响因素加快甲醇的调整速度，直逼2000整数关口。现货价格跟随期货走低，生产企业利润被大幅挤压，产业链利润向下游转移，厂家出货情况下调报价后未有明显改观。高供应、高进口以及高库存共同作用下，甲醇成功向下突破2000点，并进一步向下寻找支撑，创近三年新低。基本面不改善，甲醇难回头。

二、2019年走势



图 1-2 2019 年甲醇走势

资料来源：文华财经、方正中期研究院整理

2019年甲醇走势与2018年形成明显对比，重心运行区间大幅下移，期价在1900-2700范围内波动。2019年甲醇行情走势较为清晰，1-2月份窄幅回升。3月份开始，期价承压走低，重心下滑，到7月底下滑至2000关口附近逐步止跌。甲醇从8月份企稳回升，但上涨空间不大。与2018年相似，从10月中旬甲醇再度掉

头向下，并不断向下突破。2019 年甲醇整体表现低迷，主要是受到自身供需结构变化的影响。2019 年元旦归来，甲醇出现小幅反弹。春节假期结束后，甲醇市场回暖，迎来一波上涨，攀升至震荡区间上沿。但终端需求恢复缓慢，甲醇反复测试 2600 压力位，但未能成功突破。进入 3 月份，市场存在装置检修预期，部分传统需求逐步恢复，甲醇窄幅上扬，最高攀升至 2694，创年内新高。随着甲醇价格走高，下游企业抵触情绪显现，市场参与者心态转弱。加之港口库存持续累积，甲醇未能上破 2700 整数关口，期价承压回落，重心一路下滑。二季度，甲醇低迷走势未改，重心进一步下滑。受到生产事故的影响，安全生产检查强化为市场再添一把火，市场情绪驱动作用较大。甲醇积极拉升，测试 2530 压力位。由于自身基本面偏弱，加之油价大跌拖累，甲醇承压回落。6 月初，甲醇主力合约跌破 2350 重要支撑位。进入季节性淡季，甲醇需求缩减，期价无力回暖。甲醇最低触及 2038。随着空头部分获利了结，甲醇逐步止跌，重心窄幅回升。需求淡季步入尾声叠加金九银十传统需求旺季预期，甲醇价格有所回暖，站稳 2200 关口。中秋假期受到突发事件的影响，国际油价大涨，甲醇积极跟涨。内地价格持续推涨，停车检修装置集中，持货商惯性拉高排货。但下游市场采购意向不高，且重要下游工厂库存处于高位，现货成交始终难以放量。金九银十效应大打折扣，需求不及预期。此外，甲醇进口量超出正常水平，沿海地区库容紧张，库存持续累积，达到近五年新高。市场利空因素占据上风，甲醇旺季不旺特征明显，期价开启新一轮调整。甲醇基本面疲弱，下跌领先于其他化工品，经过半个月调整几乎回吐前期涨幅。甲醇跌跌不休，在 2050 附近短暂徘徊后继续下滑，跌破 2000 关口支撑，创逾近三年新低。甲醇跌势不止，业者心态较为悲观，期价筑底尚未结束，仍存在下行风险。

第二部分 价格波动分析

一、季节性特点

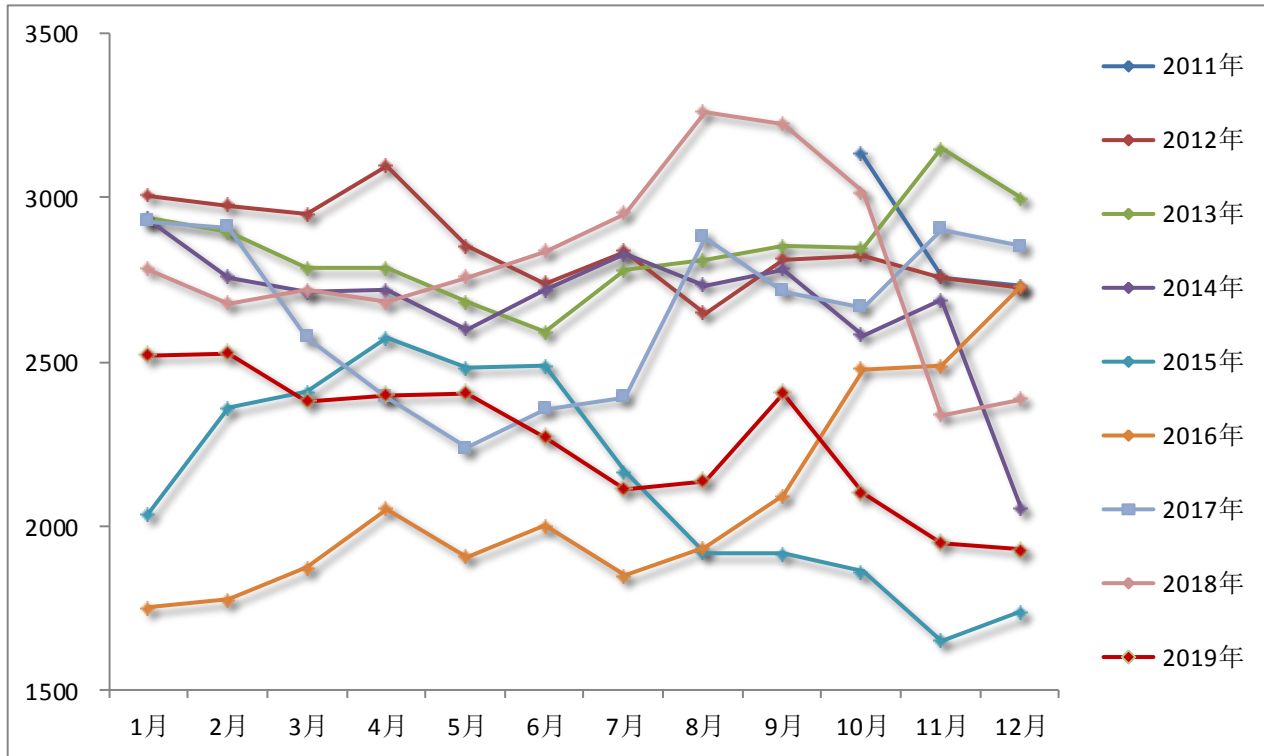


图 2-1 甲醇季节性走势

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

表 2-1 甲醇月度涨跌统计

时间	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2011年										-2.0	-12.2	-3.2
2012年	9.2	-0.7	-0.6	5.4	-8.2	-3.3	1.4	-6.1	6.0	0.8	-2.3	-0.7
2013年	7.7	-1.2	-3.6	-4.2	-2.9	-3.4	7.1	1.0	1.5	0.0	11.0	-5.0
2014年	-1.9	-6.4	-1.5	-0.1	-4.3	4.5	4.1	-2.5	1.6	-6.8	4.7	-23.2
2015年	0.3	15.3	2.1	7.0	-4.1	0.3	-13.3	-11.1	0.8	-5.2	-11.2	5.1
2016年	0.1	1.4	5.2	9.4	-6.8	4.8	-7.2	4.3	8.1	13.0	-0.1	8.4
2017年	7.3	-2.8	-11.5	-7.1	-6.6	5.3	1.4	20.6	-5.8	-2.3	8.9	-2.0
2018年	-2.4	-3.9	1.5	-1.1	3.1	3.0	3.9	10.6	-1.0	-7.0	-22.5	3.0
2019年	5.5	0.5	-6.0	-0.1	1.5	-5.3	-7.1	1.3	12.3	-12.1	-7.0	-1.3

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

甲醇作为基础性化工原料，消费呈现一定的季节性特点。所谓需求淡季，首先是年初春节期间，部分下游放假导致开工走低，其次是天气炎热的6-8月份，高温多雨的天气往往使得甲醇部分下游如甲醛行业等开工偏低。甲醇旺季和多数产品一样，自“金九银十”开始，下游开工回升，需求增长。另外，随着国

家取暖政策的调整，冬季醇基燃料市场潜力巨大，近年来北方地区 11 月至次年 3 月份甲醇的消耗量也在逐年增加。整体来看，旺季消费量约占全年的 60%，淡季消费量占全年的 40% 附近。

甲醇下游为甲醇制烯烃、醋酸、甲醛和二甲醚等工厂，虽然多数下游产品旺季多应该在每年的五、六月份和九月、十份，但近几年无论是原料甲醇还是下游产品多处于淡旺季淡化的阶段，即呈现淡季不淡、旺季不旺的状态，下游市场淡旺季区分愈加不明显。

二、波动率分析

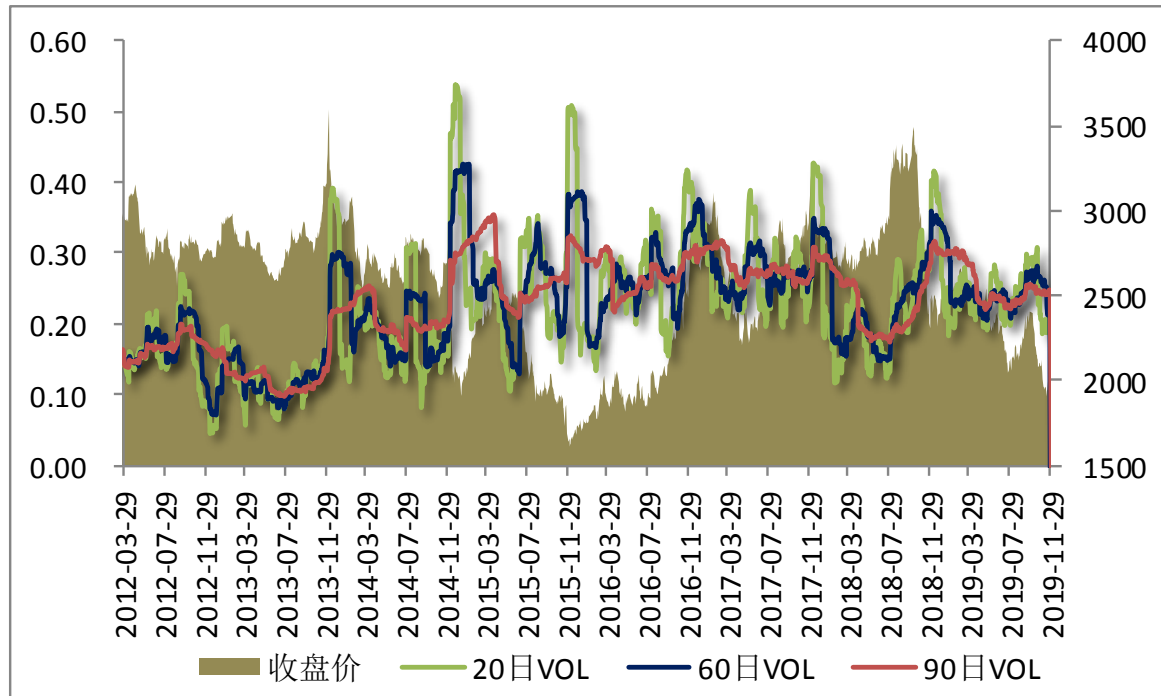


图 2-2 甲醇波动率

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

从 2011 年至 2019 年 11 月甲醇期货价格及其 20 日、60 日、90 日历史波动率情况来看，只有在经济形势发生巨大变化的时间节点，甲醇价格会出现急涨急跌，变化幅度往往在短短一个季度内超过 20%。此时的波动率也远高于正常水平，例如 2015 年的大跌 90 日历史波动率高达 35%，2018 年底甲醇大涨时期 90 日波动率一度达到 30% 以上。从 2011 年上市以来，除了甲醇急涨急跌行情外，期货价格多数处于区间震荡走势，波动幅度逐步收窄，波动率明显更为平稳，2019 年甲醇 90 日历史波动率基本维持在 25% 左右。

三、成交持仓变化

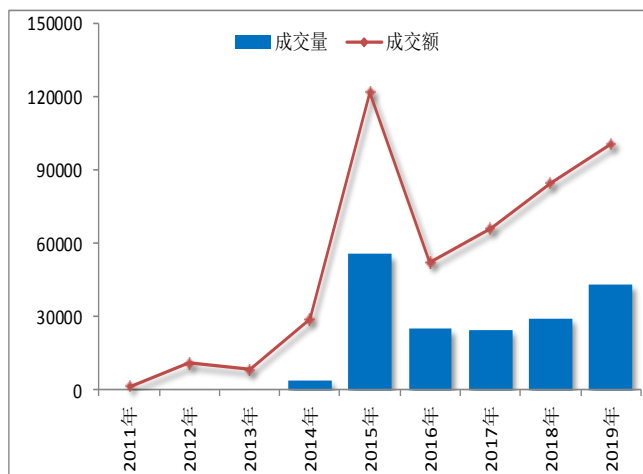


图 2-3 甲醇成交量、成交额

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

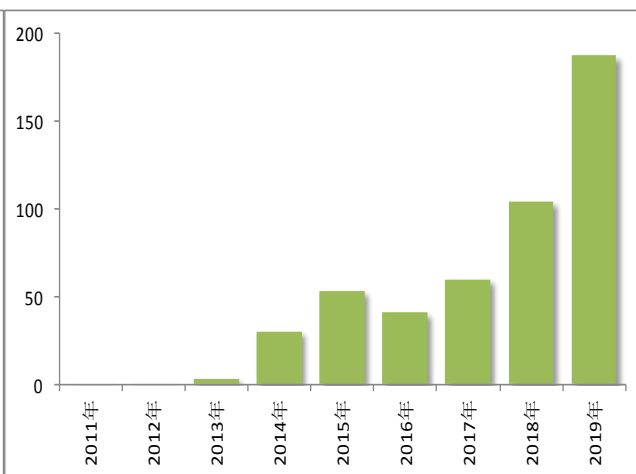


图 2-4 甲醇持仓量

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

截至 2019 年 12 月初，甲醇期货成交量为 43248.32 万手，成交额为 100501.85 亿元，持仓量为 187.49 万手。2015 年，甲醇成交量为 55691.87 万手，为上市交易以来最大成交规模。近几年，甲醇成交量变化不大，2019 年出现明显增加。而甲醇持仓量则从 2016 年呈现稳步回升趋势，且增速加快。

第三部分 宏观经济环境

一、经济或延续放缓趋势

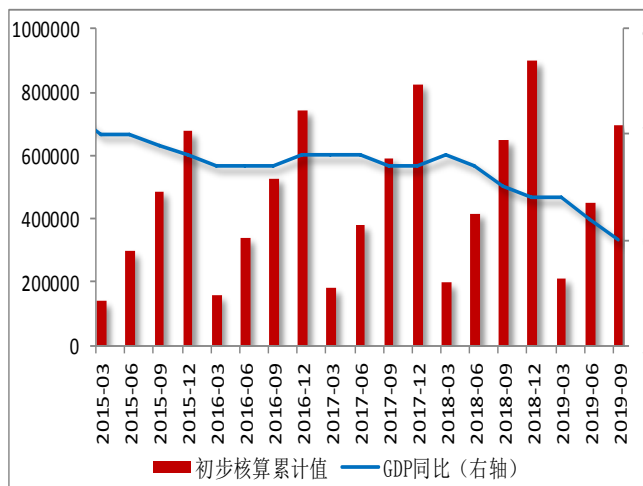


图 3-1 GDP 同比

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

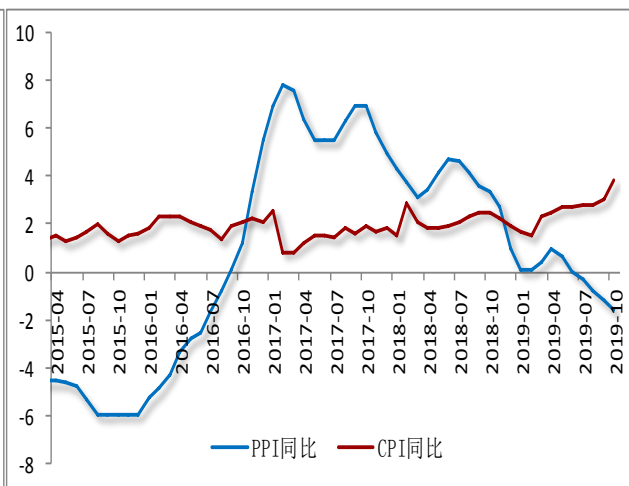


图 3-2 CPI 及 PPI 同比

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

前三季度，我国国内生产总值为 697798 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.2%，比上半年回落 0.1 个百分点，比上年同期回落 0.5 个百分点。其中，第一产业增加值 43005 亿元，同比增长 2.9%，比上年同期

回落 0.5 个百分点；第二产业增加值 277869 亿元，同比增长 5.6%，比上年同期回落 0.3 个百分点；第三产业增加值 376925 亿元，同比增长 7.0%，比上年同期回落 0.7 个百分点。

消费领域价格结构性上涨，前三季度，全国 CPI 上涨 2.5%，涨幅比去年同期扩大 0.4 个百分点，月度涨幅略有走高，非食品价格涨幅稳定。生产领域价格走势平稳，前三季度，全国 PPI 由去年同期上涨 4.0% 转为持平，月度涨跌窄幅波动，生产资料价格略有下降，生活资料价格略有上涨。国家统计局发布的数据显示，10 月份 CPI 和 PPI 有涨有跌，CPI 同比上涨 3.8%，涨幅有所扩大；PPI 同比下降 1.6%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点。10 月份 CPI 和 PPI 的“剪刀差”进一步扩大，CPI 的上行主要源于食品的推动，非食品贡献率继续下降。PPI 的下降，则反映出我国内需不足，经济下行压力依然较大。因此，下一步仍需加大逆周期调节力度，采取政策组合拳，共同推动中国经济行稳致远。

2019 年以来，国内外经济形势依然复杂严峻，世界经济和国际贸易增长都在放缓，外部不稳定不确定因素增多，部分指标增速有所回落。中央及时出台了一系列逆周期调节政策，从前三季度主要指标来看，我国经济保持总体平稳运行态势，产业结构持续优化升级。但也要看到，国内经济下行压力较大。下一步，要把稳增长、保持经济运行在合理区间放在更加突出的位置，进一步向改革开放创新要动力，从拓宽国内市场需求挖潜力，以改善民生为导向培育新的有效投资和消费需求，增强经济发展韧性，顶住经济下行压力，统筹做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定各项工作，促进经济持续健康发展。

二、美联储年内三度降息

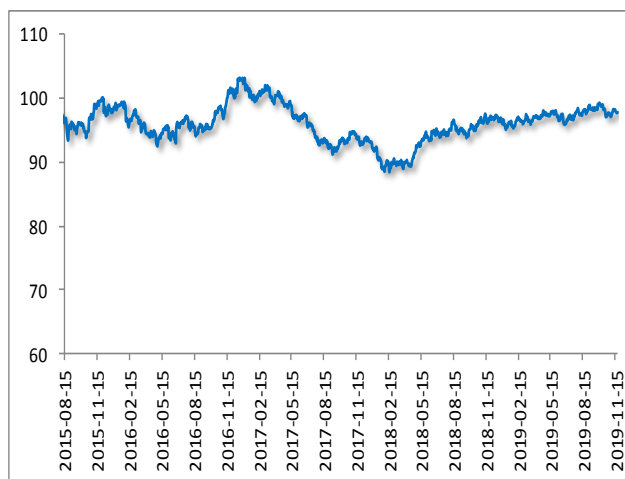


图 3-3 美元指数走势

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

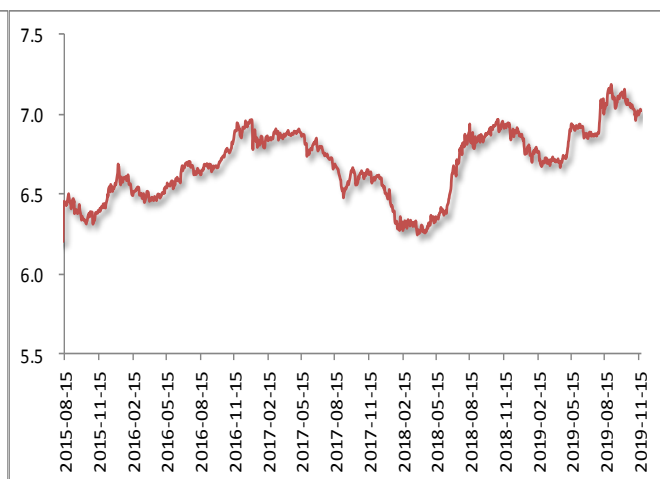


图 3-4 美元兑离岸人民币

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

2019 年 7 月 31 日，美联储宣布 2008 年 12 月以来的首次降息，将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点到 2% 至 2.25% 的水平。9 月 18 日，美联储再次宣布下调联邦基金利率 25 个基点到 1.75% 至 2% 的水平。10 月 31 日凌晨，美联储宣布将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点到 1.5% 至 1.75% 的水平。这是美联储今

年以来第三次降息，符合市场普遍预期。此次美联储声明删除了今年 6 月以来会后声明的说辞“为保持经济扩张而采取适当行动”，而是改为“在评估联邦基金利率目标区间的适宜路径时，美联储货币政策委员会将继续监控未来信息对经济前景的影响。”该关键措辞引发广泛关注，被市场视为美联储暗示可能暂停降息的信号，至少意味着下次会议美联储不会再宣布降息。美联储密切关注的全球经济增长放缓、贸易政策不确定性和低通胀三大风险已有改善迹象。只有未来对美国经济前景的评估出现实质性变化，美联储才会采取相应行动。

三、中美贸易局势不稳定

中美双方进行多次沟通交流，但贸易谈判局势仍存在不确定性。2019 年 9 月 12 日，商务部新闻发言人表示，中美双方经贸团队一直保持着有效的沟通，按照双方牵头人通话商定，双方工作层见面开展认真磋商，为下一步中美经贸高级别磋商做好充分准备。关于恢复自美国进口农产品，中方企业已经开始就采购美国农产品进行询价，大豆、猪肉都在询价范围内。9 月 25 日，美方公布了三份对中国加征关税商品的排除清单，涉及 400 多项商品。中方支持相关企业继续按照市场化原则和 WTO 规则，自美采购一定数量大豆、猪肉及制品等农产品，国务院关税税则委员会将继续对上述采购予以加征关税排除。10 月 12 日，特朗普在白宫表示，美中经贸磋商取得了实质性的第一阶段成果，美国将暂缓 15 号对华加征关税。11 月 7 日，商务部新闻发言人表示，如果中美双方达成第一阶段协议，应当根据协议内容，同步等比率取消已加征关税，这是达成协议的重要条件。中美双方进一步加征关税的可能性下降，但对经济的影响仍将持续发酵。

第四部分 甲醇供给分析

一、煤炭价格重心下移

目前，欧美、中东地区国家主要采用天然气为原料生产甲醇，该工艺具备投资低、无污染的优点，且无需过多考虑副产物销路。由于我国一次能源结构具有“富煤贫油少气”的特征，缺少廉价的天然气资源。同时随着石油资源紧缺、油价持续上涨，在大力发展煤炭洁净利用技术的背景下，当前并且今后较长一段时间内煤炭仍是我国甲醇生产最重要的原料。我国煤制甲醇产能约占甲醇总产能的 76%左右，天然气制甲醇产能约占 11%附近，焦炉气制甲醇产能约占 12%左右，其他原料产能大约为 1%，且煤制甲醇产能占比有逐步扩大趋势。在煤制甲醇的成本计算中，原料煤和燃料煤的成本约占甲醇总成本的 80%以上。因此，煤炭的价格波动对甲醇成本影响较大。

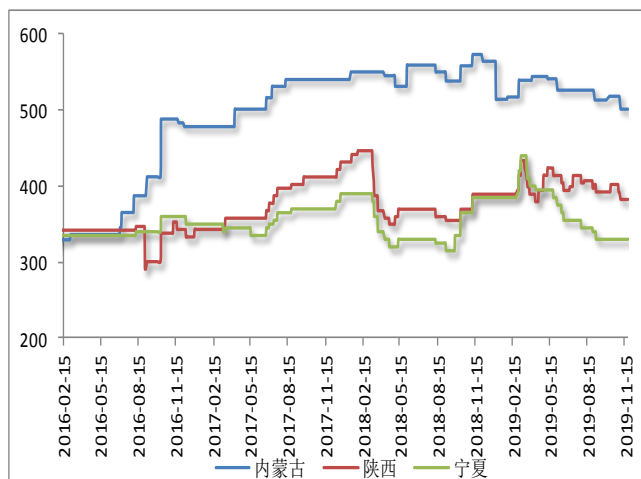


图 4-1 动力煤市场价(Q5500K)

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

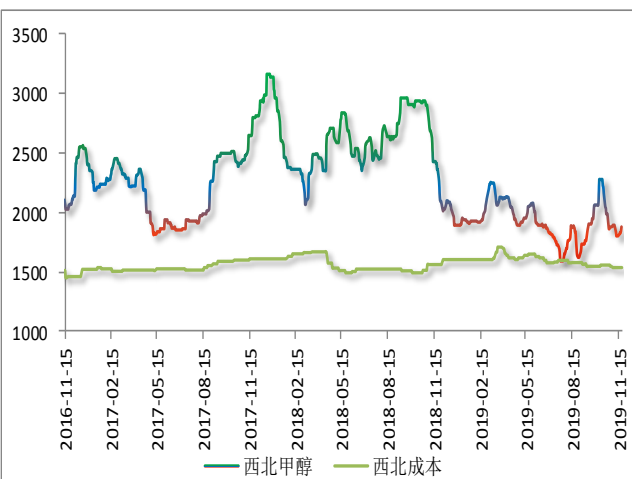


图 4-2 西北甲醇价格及成本

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

煤炭市场总体宽松，2019 年煤炭价格重心下移。国内煤炭市场总体弱势下行，动力煤市场表现不尽人意，价格持续震荡回落，呈现明显的旺季不旺市场特征。2019 年夏季，由于电厂处于库存高位、需求不振的局面，即使 8-9 月份遭遇了台风等一系列影响运输的不可抗力，下游用户依靠高位库存，依旧对环渤海港口煤炭保持刚性拉运，导致环渤海港口煤炭吞吐量持续低位。三季度，受电厂库存高位、进口煤继续涌入等因素影响，电厂拉运国内煤炭积极性不高。由于需求不强，沿海煤炭运输表现平平，到港船舶稀少，煤价低位徘徊。且进口煤大量涌入，下游用户压价采购表现突出，最终传递到终端煤价，使港口成交价在夏秋之际保持低位徘徊，水电、风电及核电的持续高增长对火电需求形成明显挤压。另外，由于动力煤市场的宽松预期较强，加之电厂库存仍处于高位，冬季取暖备煤对需求的拉动作用或不会很强劲。进入取暖季，电厂耗煤数量将大幅增加，沿海煤炭运输趋向繁忙，不排除煤炭市场有转好迹象。但由于供需宽松格局难以改变，动力煤价格基本上维持震荡调整。由于全球能源需求疲软和天然气价格下跌，煤炭市场总体供应宽松，走势将更加严峻，预计 2020 年煤炭市场前景将会呈现疲软状态，重心或进一步下探。

二、油价或呈下调趋势

表 4-1 甲醇与油价相关性

周期:2011/10/28-2019/11/15			
品种	INE 原油	布油	NYMEX 原油
甲醇	0.741	0.687	0.663

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

自甲醇合约 2011 年 10 月 28 日上市以来，与油价具有高度相关性。但由于近年甲醇价格波动幅度较大，导致与国际油价相关性有所降低。但从国内原油上市后的表现来看，甲醇与其相关性较强，相关系数达到 0.741。甲醇与布伦特原油以及美原油相关性较为接近，与布伦特原油略高一些，为 0.687。原油作为能源

化工的龙头，其价格波动会在一定程度上影响化工品的走势。但品种自身基本面存在差异，价格走势亦容易出现背离。

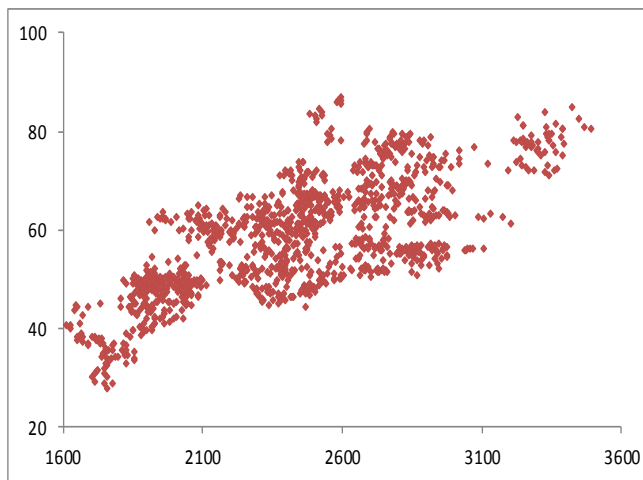


图 4-3 甲醇期价与布伦特原油相关性

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

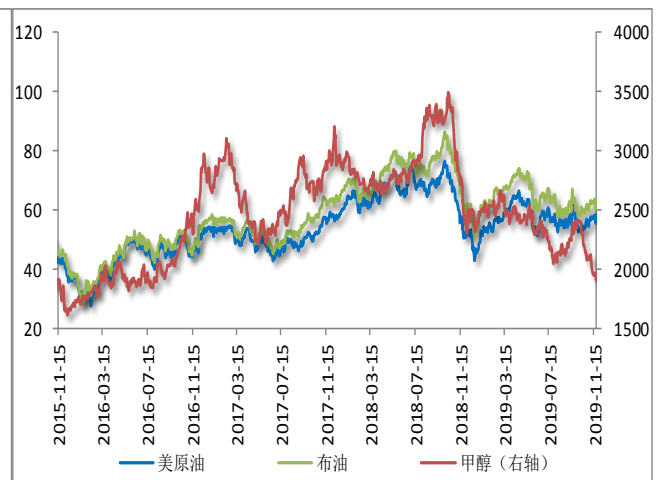


图 4-4 国际油价与甲醇期价走势

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

2019 年，原油价格基本在 45-65 美元/桶区间内波动，整体呈现先扬后抑走势。不断升级的全球贸易紧张局势，以及对石油需求增长的担忧，令油价难以大幅回升。2019 年延续了 2018 年经济增速放缓的形势，EIA、IEA 等机构报告纷纷下调需求增速预期，加之中美贸易局势打压消费情绪，使得需求端备受考验。全球经济增速放缓形式愈发加重，原油需求增速放缓，特别是欧洲地区国家及日本需求降幅较大，以中国为首的部分新兴国家需求依然保持强劲。受到 OPEC+ 坚定减产的良好支撑，以及伊朗因制裁影响供应加上沙特阿美遇袭后产能受损过半等因素影响，全球供应端短期出现下滑，使得原油供需两端基本平衡。但以美国为首的非 OPEC 国家供应继续增加，特别随着美国页岩油开采技术升级，成本降低，页岩油产量大幅增加，令美国石油产量连创新高。其他主要非 OPEC 产油国中，加拿大石油供应较去年再度增加，而墨西哥石油供应今年出现意外下滑。而在减产同盟国中，尽管俄罗斯也是减产国一员，不过其减产程度不稳定，整体供应小幅上涨。OPEC 减产幅度再度提升，数据显示 OPEC 减少的供应量基本抵消了非 OPEC 国家增加的供应量。到 2020 年，OPEC 大概率继续减产，但减产规模尚不确定，而以美国为首的增产国家产量或继续保持稳定，未来供应过剩局面或将再度来临。综合多空因素，油价在 2020 年有下调的趋势。

三、现货市场跟随走低

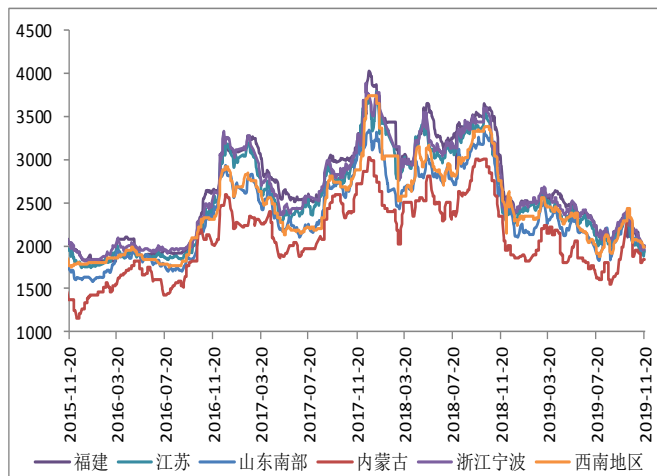


图 4-5 国内甲醇分区域市场价

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

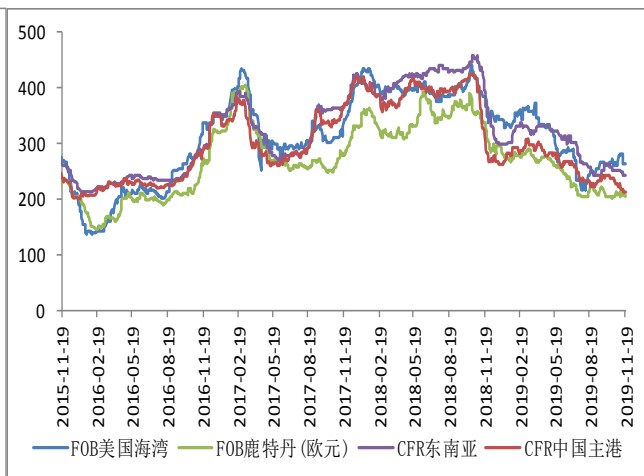


图 4-6 主要国际甲醇价格

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

国内甲醇现货市场与期货市场走势步伐基本一致，呈现先跌、后涨、再度下跌的走势，现货市场价格波动重心明显回落。甲醇现货市场上半年波动相对平稳，年初价格窄幅走低，随着装置春季例行检修启动，甲醇价格出现窄幅回升，但上涨空间有限。首先装置检修力度不及去年，产量损失量减少，同时下游需求迟迟未能恢复，甲醇供需结构趋向宽松。沿海地区尽管库存有所回落，但去库存效果不理想。沿海与内地价差扩大，套利窗口打开后，国产货源流向沿海市场。同时，进口货源也明显增加，甲醇货源供应充裕。而下游消费行业中，除了新兴需求行业外，传统需求行业开工普遍偏低，对甲醇消耗有限。进入二季度，乙烯等产品价格暴跌，业者心态不稳，市场抛售情绪明显。装置检修结束后，随着高温雨季的到来，甲醇传统需求进入淡季。下游市场买涨不买跌，延续刚需拿货，无备货意向。下游企业利润被挤压后，对高价货源存在抵触情绪，多消化固有库存为主。金九银十需求旺季预期下，甲醇价格止跌企稳，并窄幅推升。甲醇进口量持续回升，超过市场预期。而国内装置维持高负荷运行状态，甲醇货源供应稳步回升，现货价格持续贴水，市场预期整体偏空。由于利好支撑有限，甲醇期货价格高位回落，不断破位下行，业者看跌心态放大。居高不下的库存打压沿海市场，沿海地区甲醇走势更为疲弱，价格一度倒挂内地市场，甲醇供需矛盾一直未解决，市场价格持续调整。甲醇全年均呈现低迷走势，表现不乐观。

全球甲醇市场需求不济，外盘市场价格也陷入下跌趋势。从年初国际甲醇市场报价一路下行，欧美地区下跌幅度扩大。美国甲醇产量从2015年开始逐步提升，欧美甲醇价格崩盘式下跌，并跌落至低于我国甲醇市场价格。受到美国对于委内瑞拉制裁等影响，原来固定去往美国跨洲套利的南美洲货源理性缩减，选择亚洲区域套利。全球甲醇市场供应充裕，压力不减。大量货源流入国内市场，进一步印证了全球甲醇供需关系的恶化。无论是欧美地区还是中东等主产区多地需求难有提升，但甲醇生产装置多运行稳定，国外工

厂以及外商选择价格和需求相对稳固的区域套利，因此大量的转移货物来到中国等地区。韩国和东南亚等地需求市场难有利好提振，曾有韩国货源转卖到中国。外盘甲醇具有价格优势，从而导致我国甲醇进口量积极提升。2020 年随着伊朗和南美新装置的投产，甲醇供应将继续增加，需求提升难以抵消供应增量，全球甲醇仍有走低可能。

四、装置运行负荷提升

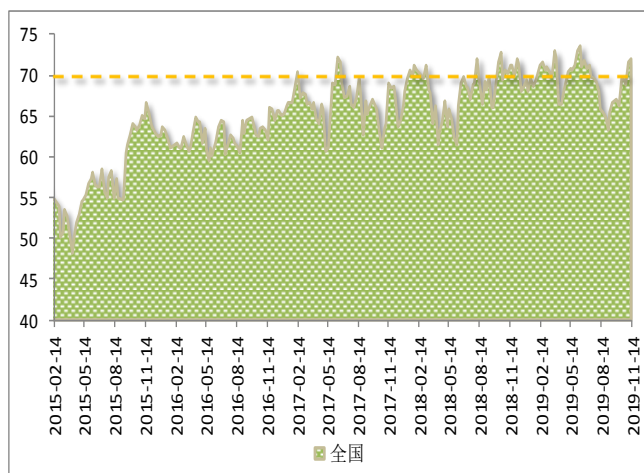


图 4-7 全国开工率

资料来源：卓创资讯、方正中期研究院整理

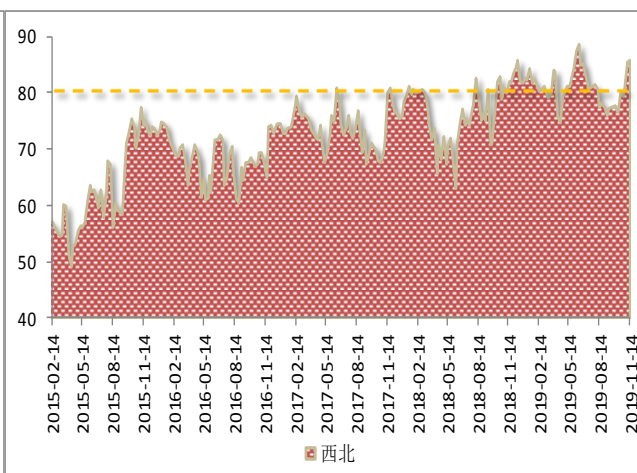


图 4-8 西北地区开工率

资料来源：卓创资讯、方正中期研究院整理

2019 年甲醇行业开工率有所提升，截至 11 月中旬，国内甲醇整体装置开工负荷为 72.14%，西北地区开工负荷为 85.84%。甲醇装置运行负荷回升，尤其是西北主产区，市场货源供应稳步增加。截至 11 月中旬，甲醇全国平均开工率为 69.45%，2018 年同期水平为 67.98%；西北地区平均开工率为 81.08%，而 2018 年同期开工水平仅有 75.79%。与 2018 相比，甲醇开工水平积极回升。甲醇生产装置一年一般存在两次集中检修，一是春季例行检修，二是装置入冬前检修。从甲醇的开工率可以看出来，4-5 月份开工水平出现明显回落，而另外一次明显下滑是在 8 月份开始，时间节点有所提前。3 月底 4 月初开始，企业陆续停车检修，开工率逐步走低，下滑至 66.51%，但高于去年同期水平。5 月份开始，装置检修接近尾声，甲醇开工率出现回升。多数西北厂家维持高负荷运行，最高达到 88.68%，为近几年最高水平。今年装置春季例行检修力度不及往年，无论是从检修装置的数量，还是检修时间来看，对甲醇产量的实际影响有所降低。虽然甲醇价格走低，使得厂家生产利润缩减，但企业生产积极性仍较高，尤其是存在配套下游的企业，西北主产区企业开工率基本维持在 80% 以上。8 月份内地部分装置停车检修，但由于检修期较短，对开工率影响不大。2016-2018 年冬季，受到天然气供应问题的影响，甲醇装置开工水平呈现下滑趋势。但 2019 年随着北方供暖季开始，目前气头企业只有青海中海、黑龙江大庆停车，其余装置多维持运行状态，超出市场预期。甲醇开工率持续回升，将加大供应端压力。

表 4-2 气头装置运行情况

厂家	产能	装置动态
青海盐湖	140	停车中，恢复时间待定
青海中浩	60	10 月 23 日开始停车，预计 2020 年 3 月恢复
青海桂鲁	80	7 月 5 日停车检修，恢复时间待定
巴州东辰	48	1 月 5 日附近停车
苏里格	33	6 月 18 日停车，恢复时间待定
内蒙古博源	100	11 月 19 日逐步停车，恢复时间待定
咸阳石油	10	10 月 30 日停车，恢复时间待定
大庆油田	20	11 月 2 日附近停车，预计 2020 年 3 月附近恢复

资料来源：卓创资讯、方正中期研究院整理

五、新增产能陆续释放

我国甲醇工业始于 20 世纪 50 年代,经过几十年的发展,甲醇行业进入 21 世纪后走上快速发展的轨道,回顾历年发展情况,2004 年中国甲醇生产能力仅七百多万吨;2006 年突破 1000 万吨,2007 年突破 2000 万吨;2010 年突破 3000 万吨,当年产能增幅较快,2010 年产能增长率在 35%以上,一些大型的甲醇制烯烃项目陆续投产崭露头角,如神华包头煤制油等。2012 年突破 5000 万吨,2014 年突破 6500 万吨,而从 2015 年起产能增速明显放缓,2016-2017 年虽略有反弹,但整体增速也限于 10%以内。经历过 2014 年的大幅扩能之后,得益于部分煤制烯烃项目的稳步投产,近几年中国甲醇产能扩张步伐仍在继续,但由于行业盈利水平下降,扩张速度有所放缓。截至 2018 年,我国甲醇市场生产规模突破 8400 万吨。

2019 年计划投产的产能共计 875 万吨,若能如期投产,则到 2019 年年底,我国甲醇产能将超过 9000 万吨。根据企业的实际投产进度,大连恒力、黑龙江宝泰隆、山西潞宝、心连心新疆、湖南盈德气体、兖矿榆林、内蒙荣信等装置已经陆续投产,增加产能合计为 560 万吨。2019 年年底仍有五套装置计划投产,供给产能为 315 万吨。受到多重因素的影响,实际投产时间或延迟。

表 4-3 2019 年新增产能统计

企业名称	原料	产能	投产时间
恒力石化	煤炭	50	2019 年 2 月
宝泰隆	煤炭	60	2019 年 5 月
山西潞宝	焦炉气	20	2019 年 6 月
中安联合	煤	180	2019 年 7 月
湖北盈德	煤	50	2019 年 8 月
心连心新疆	煤炭	15	2019 年 9 月
新泰正大	焦炉气	25	2019 年 9 月
荣信化工	煤制甲醇	90	2019 年 11 月
兖矿榆林	煤	70	2019 年 11 月
宁夏宝丰	煤	220	计划 2019 年底

济宁恒信高科	焦炉气	15	计划 2019 年底
安徽晋煤中能	煤	30	计划 2019 年底
晋煤华昱		30	计划 2019 年底
新绛中信	焦炉气	20	计划 2019 年年底

资料来源：方正中期研究院整理

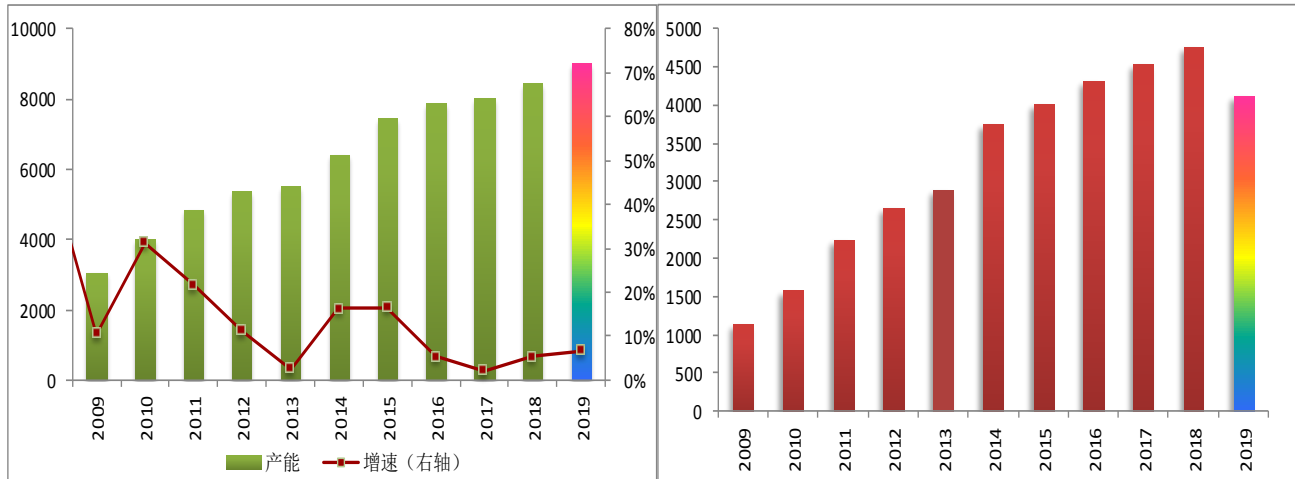


图 4-9 甲醇产能与增速

资料来源：Wind、卓创资讯、方正中期研究院整理

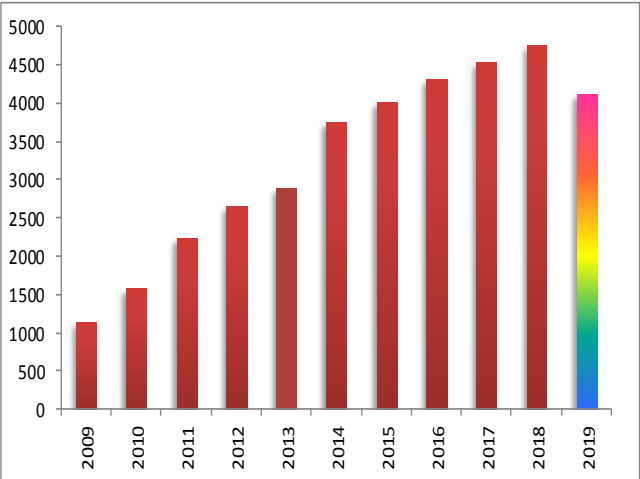


图 4-10 甲醇年度产量

资料来源：Wind、卓创资讯、方正中期研究院整理

1-10 月份，国内甲醇累计生产 4115.04 万吨，大幅高于 2018 年同期水平。2019 年新增产能陆续释放，加之装置开工维持高位，甲醇产量处于稳步增加趋势，整体货源供应较为充裕。2019 年甲醇供应端增加较为明显，生产企业库存也处于相对高位，这也是甲醇价格走弱的一个主导因素。四季度仍有装置计划投产，甲醇产量有望进一步提升。甲醇产能、产量同步提升，货源供给将维持偏松局面，预计到 2019 年年底产量将超过 5000 万吨。根据企业的投产计划，2020 年有 10 套装置计划投产，涉及产能 795 万吨，因此 2020 年甲醇市场将延续供应充裕状态。

表 4-4 2020 年计划投产产能统计

企业	工艺路线	产能	投产时间
瑞星集团	煤制	20	2020-05-01
榆林神华能源	煤制	180	2020-06-01
拜城众泰	焦炉气	20	2020-06-01
山西宏源煤焦化工	焦炉气	25	2020 年第二季度
神华榆林	煤炭	180	2020 年第二季度
河南心连心	煤炭	60	2020 年第三季度
内蒙古卓正	煤制	120	2020-10-01
龙煤天泰	煤制	30	2020-12-01
九江心连心	煤炭	60	2020 年下半年
内蒙图克化肥厂	煤炭	100	2020 年下半年

资料来源：方正中期研究院整理

六、进口量超预期增加

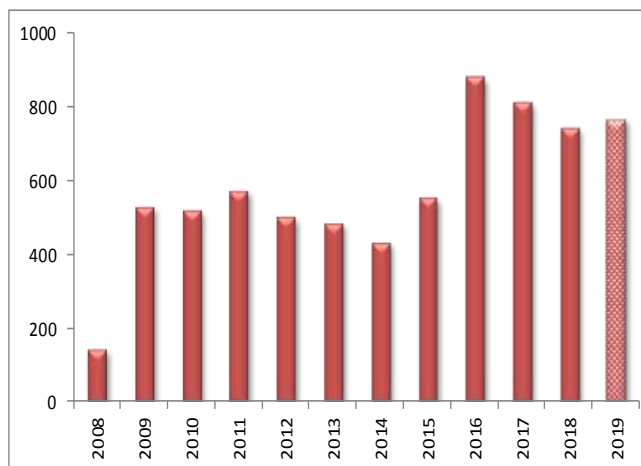


图 4-11 甲醇进口数量累计值

资料来源: Wind、方正中期研究院整理

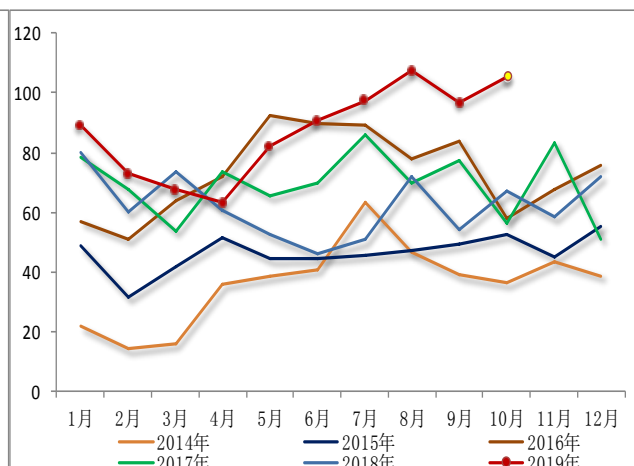


图 4-12 甲醇当月进口量

资料来源: Wind、方正中期研究院整理

2009年-2015年，我国甲醇进口量基本维持在500万吨左右水平。2015-2018年，甲醇年度进口量变动幅度较大，呈现倒“V”型走势。2016年我国甲醇进口总量为880.27万吨，创历史新高。甲醇进口量从2016年开始下滑，2018年甲醇进口大幅缩减，远不及市场预期，但从2019年甲醇进口量逐步恢复，并超过正常水平。1-9月份，国内甲醇累计进口776.08万吨，与2018年同期相比大幅增加40.17%，且已经超过2018年全年甲醇进口量，月均进口量为63.84万吨。从进口来源国看，我国甲醇进口依旧主要来自于中东地区，占比最大的是伊朗，其次是新西兰，再次是阿曼。全球甲醇生产装置运行较为稳定，货源供应充足，同时国外甲醇具有价格优势，进口套利窗口持续打开，使得国外甲醇源源不断流入国内沿海市场。全球甲醇供应过于充足，但需求不旺，供需关系进一步恶化。无论是欧美还是中东等地需求难有新增，多地甲醇装置稳定运行的情况下，国外工厂以及外商不得不选择价格和需求相对稳固的中国进行套利，导致我国甲醇进口量积极回升，超出市场预期。从月度进口量来看，1-4月份，甲醇进口市场走的是下滑路线，4月份甲醇进口回落至63.29万吨，但高于2018年同期水平5.01%。从5月份开始，甲醇进口量逐步恢复，稳步回升，8月份单月进口量超过100万吨，达到107.31万吨，为近五年单月进口量峰值。10月份甲醇进口量预估在105.34万吨，11月份在97万-99万吨附近。进口船货抵港无缩减迹象，甲醇高进口量将延续，导致国内供应更加充裕。后期伊朗、欧洲和中国等地均有新增装置投产，2019年甲醇进口量将超过900万吨，或接近1000万吨，创近十年新高。

七、港口库存难以消化

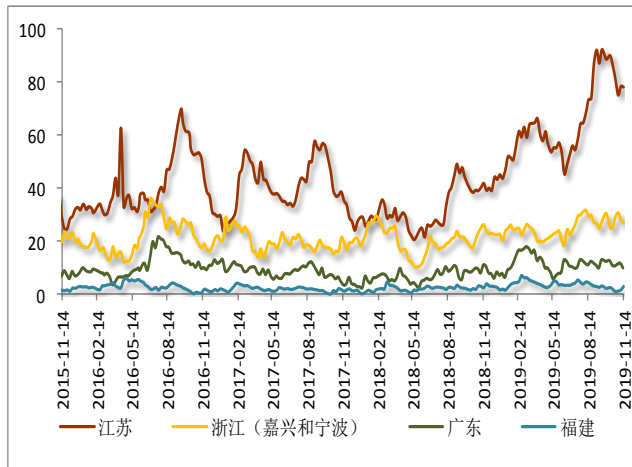


图 4-13 甲醇港口库存

资料来源：卓创资讯、方正中期研究院整理

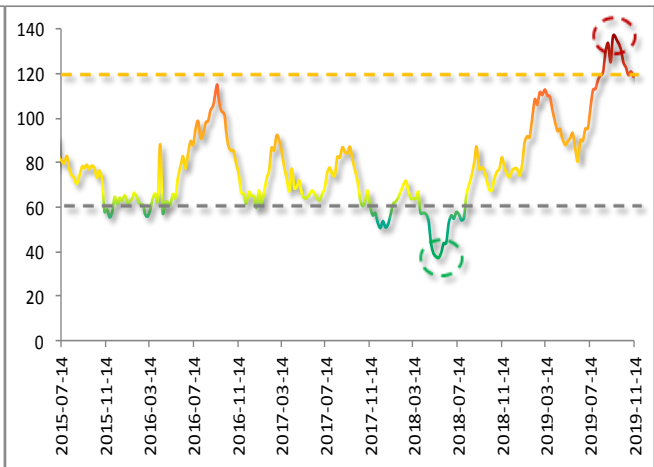


图 4-14 甲醇港口整体库存

资料来源：卓创资讯、方正中期研究院整理

高产量叠加高进口，2019 年甲醇港口库存居高不下，整体呈现“N”型变化态势。甲醇经历了先累库、后库存、再次累库的过程，港口库存从 2019 年开始持续回升，由年初的 74.56 万吨经过两个月时间增加至 3 月初的 113 万吨，增加了 38.44 万吨，增幅达到 51.56%，接近 2016 年 9 月份的峰值 115.16 万吨。甲醇库存累积主要受到季节性因素和春节假期下游企业停工放假的影响。下游市场需求表现低迷，加之安全生产检查，传统需求开工受限，导致甲醇港口库存居高不下，压力较大。从 3 月中旬开始，伴随着装置春季集中检修陆续启动，甲醇港口库存出现窄幅回落。但去库存效果不理想，消耗速度缓慢，到 6 月中旬回落至 80 万吨水平附近，几乎处于 2018 年库存最高位。国内货源供应增加，进口货源的流入，甲醇港口库存止跌回升，持续累积。金九银十效应大打折扣，甲醇需求迟迟未能发力，港口库存超过 130 万吨。9 月份最高上涨至 137.16 万吨，接近 140 万吨，甲醇港口库存创 2015 年以来新高。在传统需求旺季港口库存虽然有所回落，但仍在 120 万吨附近徘徊，港口库存处于偏高水平，大幅高于去年同期水平，压力依旧不减。从 11 下半月至 12 月初进口船货到港量在 51.6 万-52 万吨附近，11 月中下旬仍有 1 万吨进口船货去往北方区域套利。进口船货到港数量较多，甲醇进口居高不下，加之国内产量提升，库存难以快速下滑，压制甲醇走势。

第五部分 甲醇下游需求分析

一、出口市场难有起色

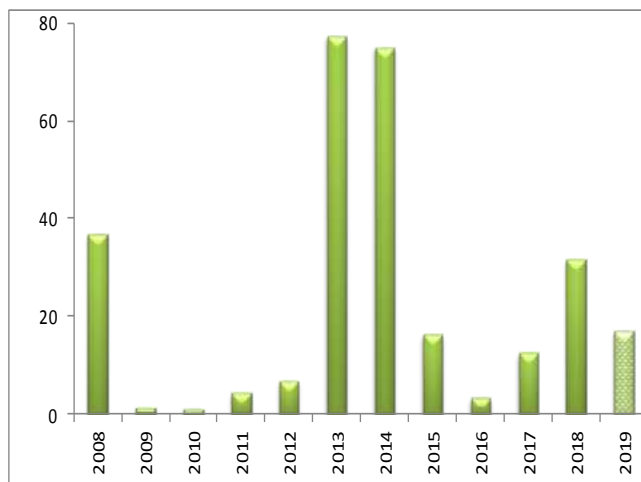


图 5-1 甲醇出口累计值

资料来源: Wind、方正中期研究院整理

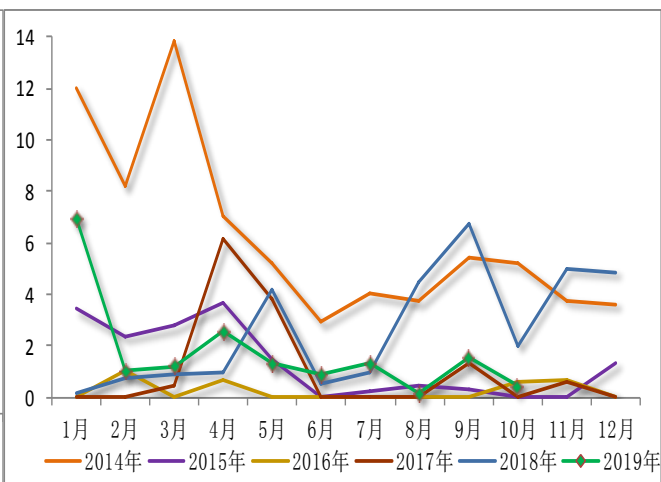


图 5-2 甲醇出口当月值

资料来源: Wind、方正中期研究院整理

我国是甲醇消费大国，出口市场规模不大，出口大多都是转出口，进口货源进入保税区或者保税仓库不报关，再发至国际其他市场。我国甲醇出口量一直不高，2013 达到 77.28 万吨，为近十年最高出口量。2013-2014 年转出口量大增，主要是受到高位的东南亚市场价格刺激。随着亚洲其他地区价格的回归，加之我国沿海地区甲醇制烯烃的蓬勃发展，甲醇出口量也再次回归至正常水平。2019 年 1-9 月，我国甲醇累计出口 16.65 万吨，平均月出口量为 1.85 万吨，与 2018 年同期的 19.72 万吨相比，缩减 3.07 万吨。其中，9 月份甲醇出口量为 1.49 万吨，10 月份出口量预估为 0.4 万吨。全球甲醇市场走势低迷，我国甲醇出口量难以提升。从当月进口量来看，1 月份甲醇出口为 6.93 万吨，但 2 月份出口量出现断崖式下跌，不足 1 万吨。套利窗口大部分时间处于关闭状态，甲醇出口难有起色。上半年甲醇出口表现尚可，但下半年逐步萎缩。我国甲醇出口至周边地区为主，从前三季度来看，我国甲醇出口量处于前五位的国家分别是印度尼西亚、越南、新加坡、香港以及马来西亚。印度尼西亚、马来西亚等地生物柴油需求处于相对稳定的发展阶段，我国一定量的甲醇发往印度尼西亚等地寻求套利。1-9 月份出口至印度尼西亚的甲醇量为 9.78 万吨，占总出口量的比例将近 50%。甲醇出口市场持续处于低迷状态，对需求难以形成有效提振，2019 年甲醇总出口量不及去年，2020 年将延续低出口趋势。

二、需求跟进力度不足

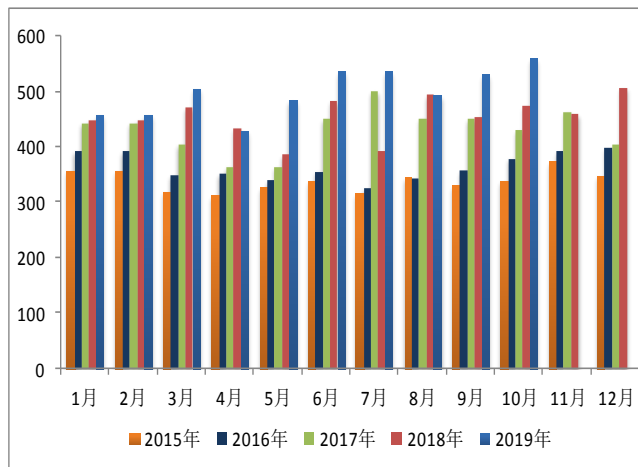


图 5-3 月度表观消费

资料来源: Wind、方正中期研究院整理

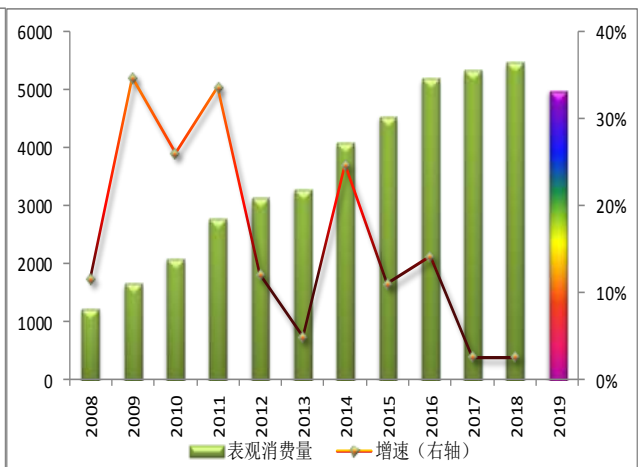


图 5-4 年度表观消费

资料来源: Wind、方正中期研究院整理

近年来煤制烯烃项目大量投产，拉动了我国甲醇市场的需求。另外，甲醇在制氢、醇基燃料等领域的需求也呈现增加趋势。因此，甲醇实际消耗量呈现逐年递增的趋势，不断创新高。2019年1-10月份，我国甲醇表观消费累计达4992.42万吨，与2018年同期的4498.63万吨相比，大幅增加10.98%。1-4月份，甲醇表观消费与2018年同期相比无明显变化，从5月份开始，甲醇表观消费明显增加，当月值基本维持在500万吨之上。从表观消费数据来看，甲醇消费季节性特征越来越不明显，呈现淡季不淡、旺季不旺的特点，尤其是6、7月份表观消费稳步回升。分季度看，甲醇一季度表观消费量约为1420.46万吨，二季度表观消费量约为1451.42万吨，三季度表观消费量约为1560.97万吨。随着进入季节性淡季，甲醇传统需求行业开工受限，刚性需求或有所下滑，四季度甲醇表观消费有望维持在1500万吨左右。预计2019年全年甲醇表观消费量在6000万吨附近，甲醇下游总体需求量仍在扩张，煤制烯烃是最大增长点。但2019年甲醇产量及进口也大幅增加，需求增加不及供应增加，导致供需结构偏向宽松。

三、消费结构不断变化

我国甲醇下游用途广泛，主要应用领域为能源以及化工品领域。而甲醇在化工品下游的需求又与各种工业生产紧密相关，如甲醛、醋酸等。甲醇的需求同样也受到汽车行业、耐用消费品、工业投资、环境与健康趋势以及新产品开发的影响。近几年来我国甲醇主要下游行业发展不一，可分为新兴下游与传统下游两部分。传统下游主要包含甲醛、二甲醚、MTBE、冰醋酸等，新兴下游主要包含MTP/MTO、甲醇燃料等。

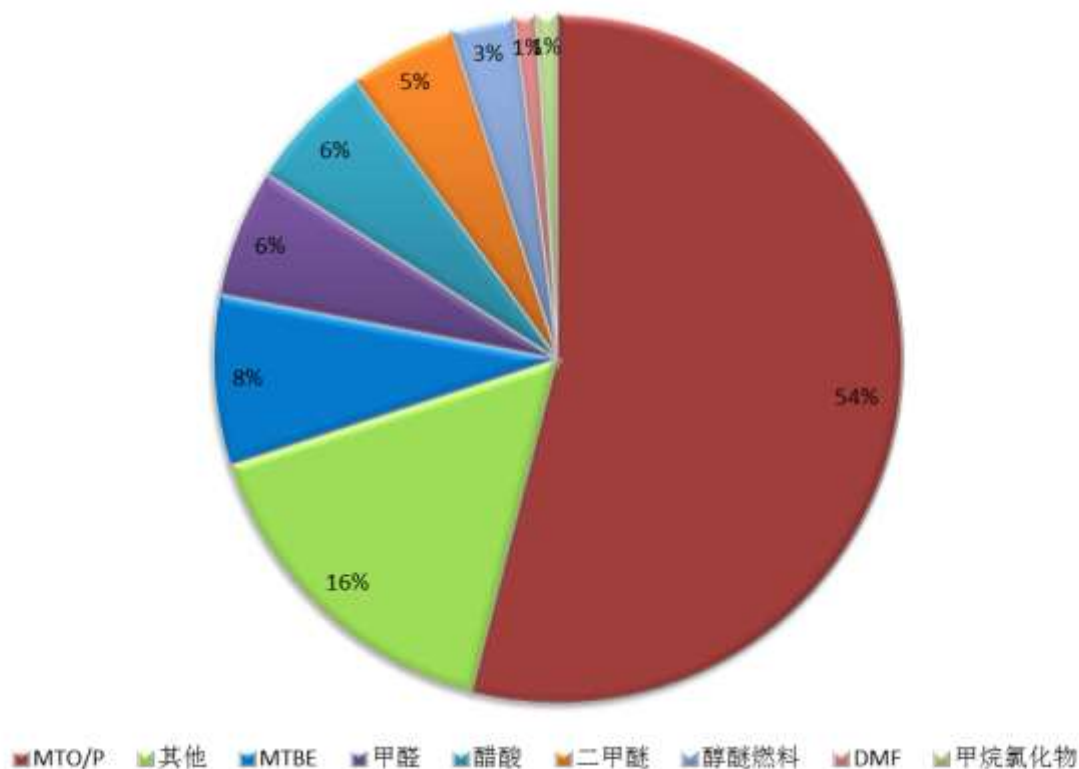


图 5-5 2019 年甲醇下游领域实际消费占比

资料来源：方正中期研究院整理

随着行业转型升级持续深入，甲醇下游市场消费结构也不断发生变化。近几年，我国甲醇及其下游格局变化主要受到国家政策以及高盈利刺激等方面的影响，尤其是大批 MT0 等装置陆续在西部地区新建及投产。煤制烯烃是在 2011 年才开始逐步成型，近几年对甲醇的需求增长速度惊人。2013 年之前，甲醇行业下游消费多依赖于甲醛、二甲醚、醋酸等传统行业拉动。而 2013 年以后，在新兴下游迅猛发展、传统下游竞争趋弱双向作用下，国内煤制烯烃在甲醇下游消费结构中一举抢占首位。CTO/MT0 对甲醇需求体量的增长作用明显大于其他下游，主要得益于 CTO/MT0 高于其他产品的单耗比例。自 2014 年起，甲醇新兴下游需求地位不断攀升，从而取代了 2013 年之前以甲醛为主的传统下游需求。2019 年，煤制烯烃行业仍然占据甲醇下游消费首位，占比达到 54% 左右。MTBE、甲醛、醋酸和二甲醚在甲醇下游消费中占比有所减弱，醇醚燃料、甲烷氯化物等行业对甲醇消耗量较低。从下游发展情况来看，甲醇消费结构较去年变化不大，传统下游产品鲜有新项目投产，而甲醇制烯烃增长趋势也明显放缓。甲醇传统下游行业发展有限，产能扩张速度缓慢。新型下游 MTP/MT0 经历了 2018 年的集中投产后，2019 年产能投放速度放缓。甲醇燃料是比较热门的话题，虽然在我国生产、应用有很好的基础，但在实际推广应用中还存在诸多问题。

四、烯烃仍是消费主力

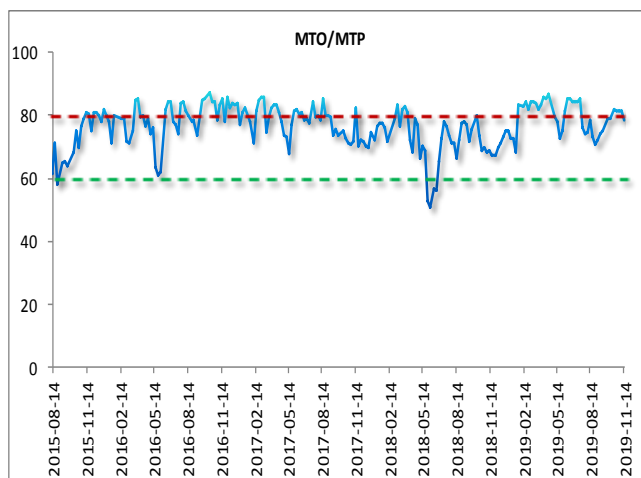


图 5-6 国内煤制烯烃开工

资料来源：卓创资讯、方正中期研究院整理

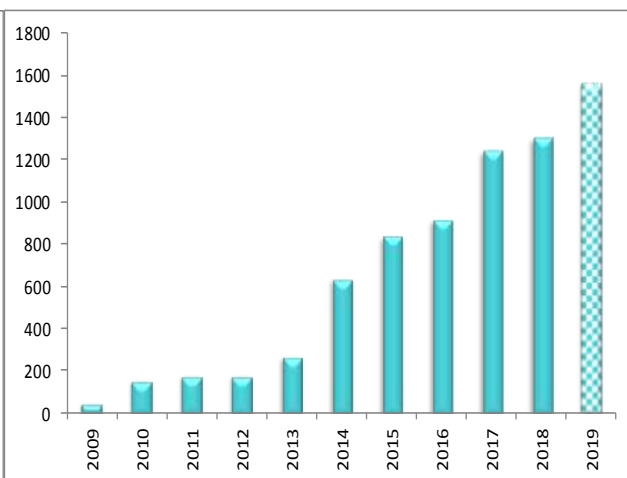


图 5-7 煤制烯烃产能

资料来源：中宇资讯、方正中期研究院整理

2010 年我国第一套 CT0 装置神华包头 60 万吨 CT0 项目投入商业化运营，标志着我国实现了煤基甲醇制烯烃技术工业化应用“零”的突破。2011 年中原乙烯 20 万吨 MT0 项目投产，成为我国第一套投入运行的商业化 MT0 装置。2014、2016 年我国煤制烯烃项目年内投放均突破 200 万吨，分别为 334 万吨、241 万吨；2015、2017 年年内新增量分别为 169 万吨、192 万吨。2014-2016 年是我国煤制烯烃项目的投产高峰期，煤制烯烃工艺技术迅速发展，甲醇成为用途广泛的基础有机化工原料，其能源属性进一步增强，带来了中国甲醇产业结构的深度调整，甲醇经济迅速崛起。截止到 2018 年，我国煤制烯烃装置的总规模达到 1302 万吨。从时间维度来看，2010-2013 年甲醇制烯烃装置处于投产初期，而 2014 年则是大型烯烃项目建设周期完成后的集中投产年，经历了 2014-2016 年集中投放过后，2017 年以来煤制烯烃新项目投放速度趋缓，且周期性亦有所拉长。

2019 年烯烃产能重新步入快速扩张期，意向新增产能众多，计划新增产能达 440 万吨，内蒙古久泰、南京诚志二期、宁夏宝丰、鲁西化工等装置均有投产预期。其中，内蒙古久泰 60 万吨、南京诚志二期诚志 60 万吨产能已经在上半年顺利投产，宁夏宝丰 60 万吨及中安联合 70 万吨装置也在三季度投产，新增产能合计为 260 万吨，截至 11 月份，煤制烯烃产能达到 1562 万吨。仍有 180 万吨产能在计划投产中，如能按期投产，到 2019 年年底，国内煤制烯烃产能有望超过 1700 万吨。煤（甲醇）制烯烃行业仍是甲醇需求增长的主要驱动力，但 2020 年甲醇下游新投产速度将有所放缓。

煤制烯烃装置开工水平变化存在一定的季节性，四、五月份企业进行装置春季检修，开工下滑较为明显。年初受到停工放假的影响，烯烃开工处于年内低位，不足 70%。8、9 月份开工也出现回落，主要是受到停车检修装置数量增加的影响。截至 2019 年 11 月中旬，煤制烯烃行业开工率为 78.10%，全年平均开工

率为 72.20%，2018 年同期平均开工为 72.20%。通过对比，可以发现 2019 年烯烃装置运行负荷较 2018 年有明显提升。2019 年煤制烯烃装置开工最高达到 86.45%，由于上游甲醇价格大幅回落，产业链利润向下转移，烯烃企业受到利润的驱动生产积极性较高。但烯烃新增产能较多，国内 PP 市场呈现出“先跌、后涨、然后窄幅震荡”的行情。全球聚烯烃产能投放速度加快，供应持续增加，而需求受到经济增速放缓、环保以及中美贸易摩擦影响，加剧悲观预期，使得聚烯烃价格持续回落。装置维持高负荷运行状态，新增产能陆续释放，烯烃供大于求的局面逐步显现。烯烃需求旺季，开工也处于高位，价格走势承压。2020 年，烯烃行业仍有大量新增产能投放，有利于刺激甲醇消费，需关注装置具体进度安排。

表 5-1 2019 计划新增装置统计

企业全称	工艺类型	产能	预计投产时间
久泰能源	MTO	60	已投产
南京诚志	MTO	60	已投产
中安联合煤化有限责任公司	SMT0	80	2019 年 8 月
宁夏宝丰能源有限公司	MTO	60	2019 年 8 月
吉林康乃尔化学工业有限公司	MTO	30	2019 年
山东鲁西化工集团股份有限公司	MTO	30	2019 年
青海大美煤业股份有限公司	DMTO	60	2019 年
安徽临涣焦化股份有限公司	MTO	60	2019 年

资料来源：方正中期研究院整理

表 5-2 2020 投产计划

企业名称	产能（万吨/年）	预计投产时间
贵州织金	60	2020 年
中沙合资	70	2020 年
同煤广发	60	2020 年
天津渤化永利	60	2020 年

资料来源：方正中期研究院整理

2019 年是甲醇燃料及甲醇汽车发展具有“里程碑”意义的一年，3 月 19 日，工业和信息化部、国家发展和改革委员会、科学技术部、公安部、生态环境部、交通运输部、国家卫生健康委员会、国家市场监督管理总局八部委发布工信部联节【2019】61 号《关于在部分地区开展甲醇汽车应用的指导意见》。这是在国家层面针对甲醇汽车及甲醇燃料出台的第一个政策性文件，政策指向明确，标志着我国甲醇燃料及甲醇汽车进入了一个全新的发展阶段。4 月 1 日国家标准化管理委员会下达《M100 车用甲醇燃料》国家标准计划；7 月 15 日下达《M100 车用甲醇燃料添加剂》国家标准计划；10 月 30 日下达《车用甲醇燃料作业安全规范》国家标准计划，甲醇作为车用燃料获得国家层面的认可。除此之外，甲醇燃料应用还可以拓展到工业锅炉、窑炉、民用灶具等领域，前景广阔。

数据显示，我国石油的对外依存度达到 70%，天然气的对外依存度达到 44.1%，均超过国际能源安全警戒线。我国相当一部分劣质煤炭，既不能发电，也不能作为燃料直接燃烧，但可以作为生产甲醇的原料。用甲醇做燃料，不仅可以大幅度降低石油和天然气对外进口的依赖，还能够创建一个新兴的甲醇燃料制备、储备、输配送、应用的新兴产业。甲醇燃料虽然在我国生产、应用有很好的基础，但在实际推广应用中还存在诸多问题。

五、传统需求不温不火

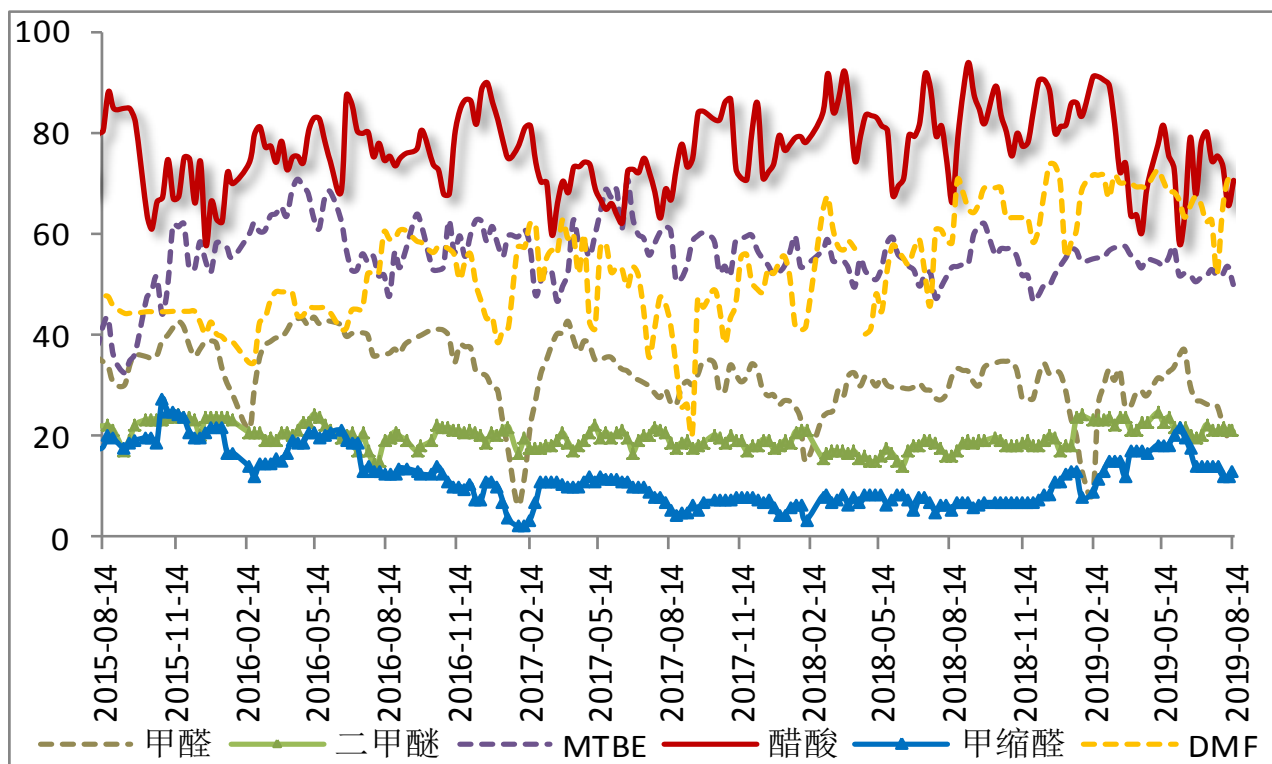


图 5-8 传统需求行业开工情况

资料来源：卓创资讯、方正中期研究院整理

2019 年甲醇传统下游行业发展有限，整体需求呈现不温不火态势。二甲醚、甲醛行业竞争比较激烈以及环保力度加强，部分甲醛企业关停或长时间检修，因此生产企业数量减少。MTBE 因炼厂扩能速度放缓，新增装置数量不多，较去年只增加 2 家。醋酸企业数量较去年新增 1 家，预计 2020 新投产三套装置，分别为陕西延长预计扩产 10 万吨，河南龙宇预计扩产 10 万吨，钦州华谊新增 50 万吨。

甲醇下游传统需求行业中醋酸开工较好，MDF 和 MTBE 开工尚可，而甲醛、二甲醚和甲缩醛长期维持低负荷运行状态。环保政策对传统需求行业影响较为明显，截至 2019 年 11 月中旬，醋酸开工率为 87.32%，DMF 开工率为 59.78%，MTBE 开工率为 57.78%，甲醛开工率为 25.66%，二甲醚开工率为 21.63%，甲缩醛开工为 14.04%。从全年平均来看，醋酸、DMF、MTBE、甲醛、二甲醚和甲缩醛开工分别为 76.90%、64.72%、54.60%、

26.24%、21.54%和14.39%。甲缩醛全年开工不到二成，甲醛和二甲醚生产装置运行负荷维持在二至三成，对甲醇难以形成有效提振。

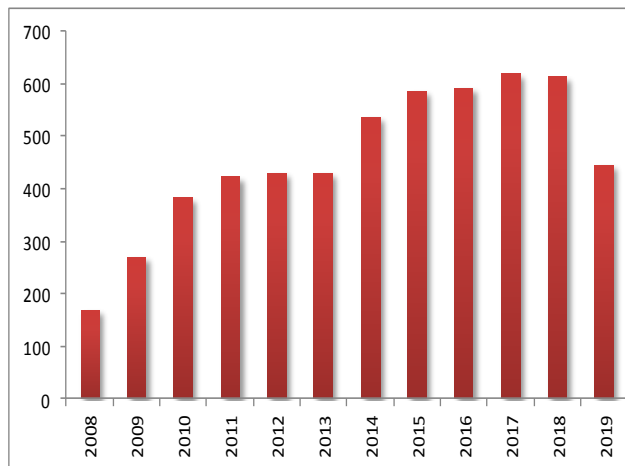


图 5-9 醋酸产量累计值

资料来源: Wind、方正中期研究院整理

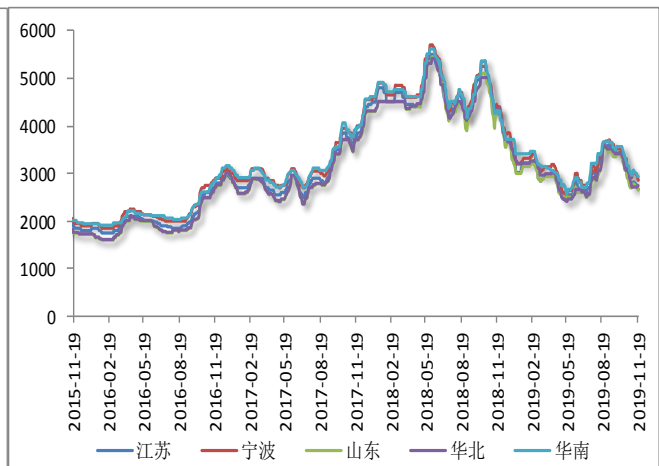


图 5-10 醋酸价格

资料来源: Wind、方正中期研究院整理

自2014年河南义马气化厂20万吨/年装置、中石化长城能源30万吨/年装置及兖矿扩增20万吨/年装置投产后，国内醋酸产能增长缓慢。至2016年河南永城龙宇装置试车成功正式投产，国内醋酸产能增长至865万。2017年醋酸未有新装置投产，2018年国内亦未有新装置投产，仅天津碱厂25万吨/年装置扩增至30万吨/年，河南龙宇40万吨/年装置扩增至50万吨/年。2019年新增恒力石化35万吨醋酸项目，也是今年唯一一处醋酸新增产能，我国醋酸产能达到915万吨。我国醋酸产能集中度高，华东地区占到了全国产能的63%、华中占比12%、其次分别是华北和西北。华东地区其中包括山东两大龙头企业，山东醋酸多供应醋酸酯类和醋酸酐等传统下游为主；江苏、安徽货源主流向PTA和出口国际市场。近年，我国醋酸产能增速明显放缓，且后期新增产能有限。2020年，有两家企业存在扩产计划，一套新增产能计划投产。

2019年醋酸市场脱离了2018年的辉煌走势，醋酸价格和利润逐渐回归理性，重心先扬后抑，基本维持在2018年价格的半数水平波动，全年价格最高值出现在8月份，较去年最高价下跌37%。1-10月份，醋酸累计生产446.70万吨，高于去年同期水平2.03%，平均月度产量为44.67万吨。一季度国内醋酸市场价格大幅下跌，国内外需求持续低迷导致醋酸价格一跌再跌，利润已经回归理性水平；二季度醋酸市场虽然经历检修加出口小幅回暖，但醋酸表现仍难坚挺；三季度醋酸市场经历了义马爆炸事故和供应方面集中故障，在供应端持续收紧指引下，醋酸价格大幅走高。醋酸市场整体表现低迷，安全生产事故频发，下游需求支撑力度不足，产能过剩情况依旧存在。后期醋酸新增产能不多，同时下游PTA行业需求不断增加，醋酸产能过剩状况或有所缓解。

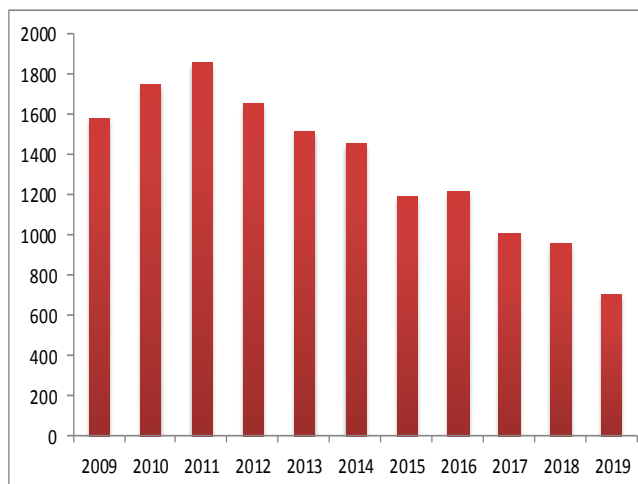


图 5-11 甲醛产量

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

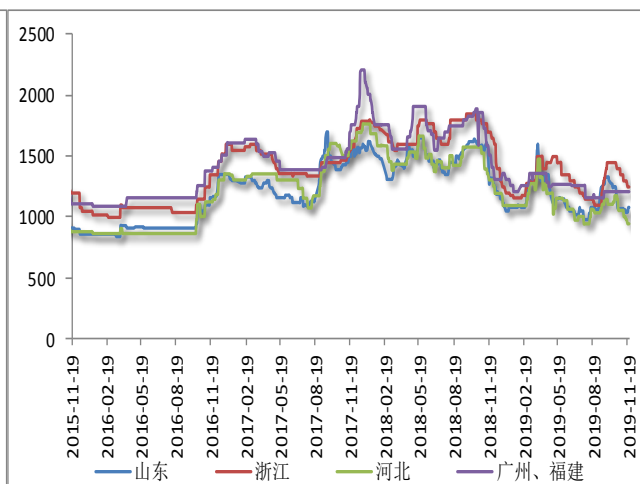


图 5-12 甲醛市场主流价

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

2019 年甲醛行业保持供需两弱的状态，受到安检等因素影响，国内化工部分行业停车现象较为普遍，甲醛下游需求不佳。此外，甲醛生产装置检修现象较多，开工持续处于低位，货源供应也相应缩减，且行业内暂无新增产能。1-10 月份，国内甲醛产量合计为 708.79 万吨，低于去年同期水平 9.75%，产量下滑明显。在需求相对偏弱的环境下，虽然部分生产企业通过停车检修、降低负荷等减少供应量，但难以阻挡甲醛价格的下跌，企业盈利情况不佳。甲醛主要下游板厂、油漆行业开工率远不及预期，各地相继出台安全检查、环境保护政策，导致甲醛下游市场开工不足，需求端受到明显影响，甲醛生产厂家出货压力较大。甲醛市场供需关系有所恶化，行业环境整体偏弱，市场价格震荡走低。受秋冬季节环保压力的影响，山东南部、中北部地区以及河北文安地区下游板厂开工负荷大幅降低，甲醛需求量下滑明显。综合而言，甲醛市场重心逐步下移。2020 年虽然企业无投产计划，但行业景气度不高，开工将延续低位，对甲醇消耗或有限。

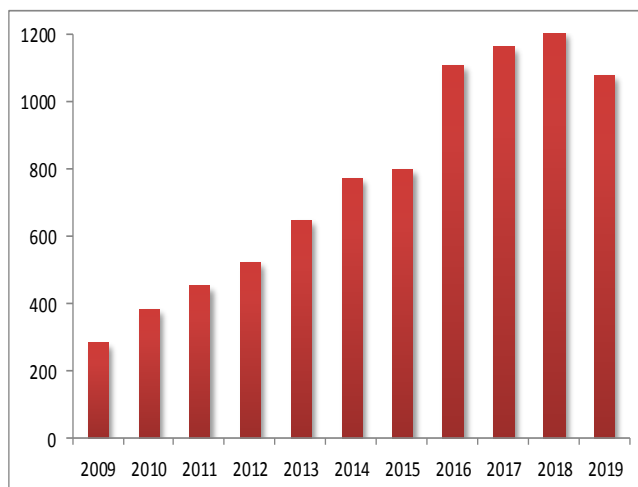


图 5-13 MTBE 产量

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

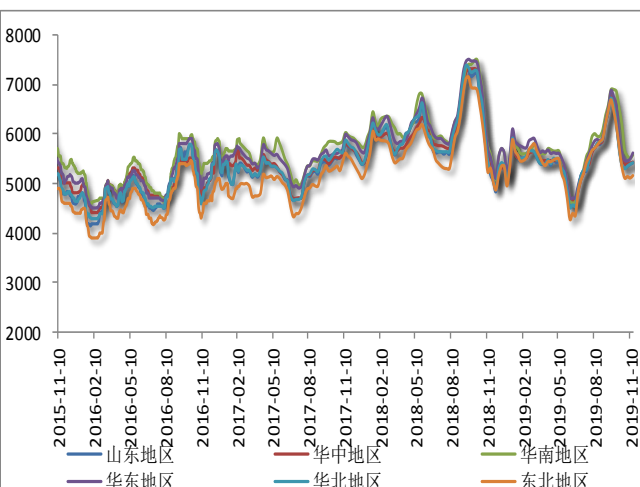


图 5-14 MTBE 市场价

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

MTBE 市场上半年表现平平，但在三季度开始出现明显拉涨，主要是受到供需结构好转的影响。随着 MTBE 价格上涨至相对高位，下游成本压力增加，中间商原料采购意向不断下降，MTBE 价格冲高回落。1-10 月份，MTBE 累计生产 1079.21 万吨，略高于去年同期水平 7.17%。上半年，MTBE 行情表现不佳，价格持续下滑，生产利润面临缩减，厂家竞争压力进一步加剧。进入 7 月份之后，主营单位汽油外采价格上涨明显，东北地区中石油汽油集采量也较为可观，同时 6-7 月份汽油出口量增加对于国内市场也产生一定利好，再加上夏季汽车空调用油增加，利好汽油消费，MTBE 需求明显好转。而同时市场货源供应不断收紧，MTBE 价格强势拉涨。进入 9 月份之后，汽油步入消费旺季，炼厂汽油订单增加，带动汽油原料的刚性需求也明显增量。MTBE 供应依旧紧张，再加上厂家存在预售订单，导致市场供应量不断收紧，MTBE 厂家出货顺畅，价格持续上涨。金九银十过后，国内汽油终端消费开始减弱，MTBE 行情回归平静。我国 MTBE 产能已经处于严重过剩状态，接近一半产能闲置，同时生产利润欠佳，后期企业计划投产不多。MTBE 对甲醇需求较为稳定，但难以大幅拉升。

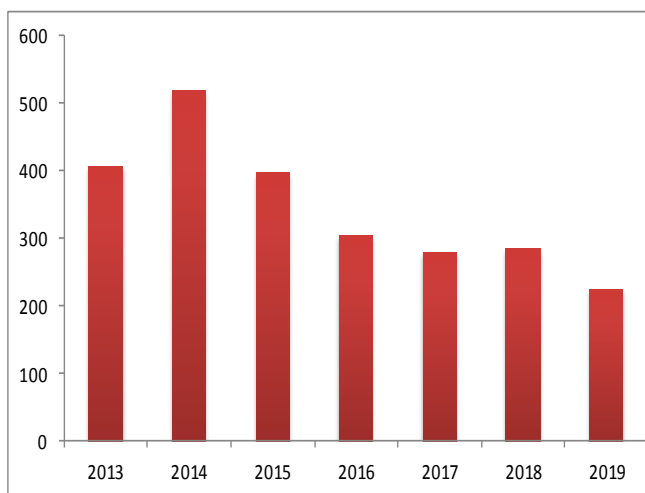


图 5-15 二甲醚产量

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

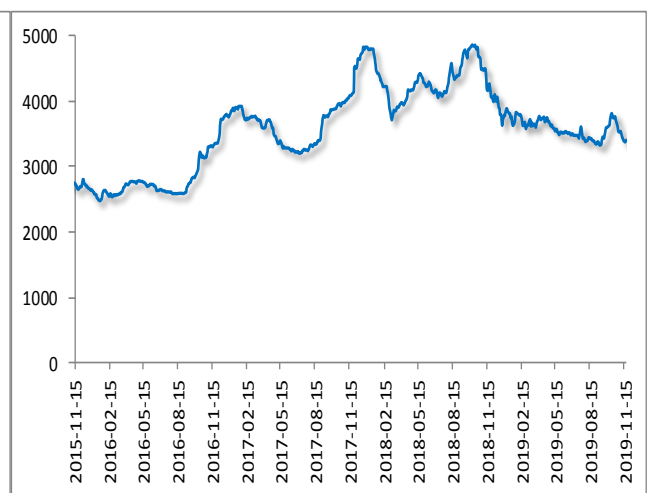


图 5-16 二甲醚市场价

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

2019 年二甲醚震荡走低，重心基本在 3300-3800 区间内波动，与去年相比价格明显回落。1-10 月份，二甲醚产量为 223.55 万吨，与 2018 年同期相比窄幅回落 4.25%。1-8 月份二甲醚价格不断松动，需求端低迷，国内生产企业利润大幅缩减并出现亏损，企业排货压力较大。5 月份开始，二甲醚步入需求淡季，价格进一步下滑。液化气市场持续低位盘整，气醚价差缩窄，终端掺混二甲醚积极性减弱，再加上城镇化进程及天然气进一步的普及，二甲醚需求面越发疲软。金九银十二二甲醚借机发力，沙特遇袭加剧原油供应趋紧预期，国际油价强势反弹，扭转了二甲醚持续下行的局面。七十年大庆国家相关部门对于安全环保问题要求进一步升级，多数企业开工受限，市场货源供应快速收紧，二甲醚企业开工水平明显回落，为价格上涨带来了支撑。受到买涨不买跌心态的影响，下游终端开始纷纷备货，二甲醚价格稳步回升。但利空因素逐

步充斥市场，玉皇、兰考汇通、义马开祥、山西金达及内蒙古盛德源货源不断投放市场，二甲醚市场供应表现过剩。二甲醚产业链条单一，气醚价差收窄引发下游观望，行业发展前景不乐观。

第六部分 供需平衡表

表 6-1 甲醇供需平衡表

年份	期初库存	产量	进口	出口	国内消费	期末库存	库存变化	库销比
2016 年	110.39	4313.57	880.67	3.35	5190.89	113.68	3.29	2.13%
2017 年	113.63	4528.79	813.35	12.67	5329.47	89.22	-24.41	2.13%
2018 年	89.22	4745.24	742.86	31.64	5456.46	108.27	5.78	1.58%
2019 年	108.27	5000.00	1030.00	18.00	6012.00	148.00	39.73	1.80%
2020 年	148.00	5400.00	900.00	20.00	6280.00	105.00	-43.00	2.36%

资料来源：方正中期研究院整理

2019 年甲醇供需关系较为脆弱，期货价格一路下行，创近三年新低。新增产能陆续投放，国内生产装置开工水平持续处于高位，导致产量明显增加。此外，国外甲醇市场货源供应充裕，同时具有价格优势，导致大量进口货源流向国内市场，甲醇进口量超预期增加。而下游市场需求表现平平，除了新兴需求烯烃表现尚可外，传统需求行业开工处于低位，环保政策对其影响较大，甲醇港口库存不断累积，居高不下。高产量、高进口、高库存，甲醇供需失衡。2020 年，仍有多套装置计划投产，而需求端增量不及供给端增量，国外货源仍将需求目标定位于国内市场，甲醇供需压力依旧较大，但整体来看或略强于 2019 年表现。

第七部分 技术分析



图 7-1 甲醇主连走势

资料来源：文华财经、方正中期研究院整理

甲醇期价在 2019 年进入下行通道，运行区间明显走低，重心不断向下突破，跌破 2000 整数大关，并创近三年新低。经过长达一年的调整期，甲醇市场继续杀跌动能削弱。随着沿海地区进入去库存阶段，甲醇震荡筑底，有望企稳。2019 年尾声，甲醇或延续低位盘整走势，期价在 1850-2100 区间内波动。进入 2020 年，甲醇有望迎来超跌反弹行情，但受制于偏弱的基本面，单边上涨空间有限，预计全年高点在 2530 附近。从技术上看，甲醇 2020 年表现依旧低迷，整体或呈现震荡走势，波动幅度收窄，上半年在春季检修配合下，期价或积极上探，下半年转弱，预计价格波动范围 1850-2530。

第八部分 行情展望

一、后期预判

2019 年甲醇期货运行区间明显下移，重心震荡走低，不断向下突破，跌破 2000 整数关口后进一步下探，并创近三年新低。国内经济下行压力加大，化工品尤其是液体化工表现普遍低迷，加之受到自身基本面的压制，甲醇跌势凶猛，重心基本在 1850-2700 区间内波动。国内甲醇现货市场价格不断松动，生产企业利润被挤压，产业链利润流向下游市场。甲醇生产装置运行平稳，开工率有所提升，产量增加，货源供应较为充裕。主产区企业库存水平偏高，报价逐步下调。2019 年计划投产的装置依旧较多，已经投产的产能超过 500 万吨。且 2020 年新增产能不减，随着新增产能的释放，甲醇供应端压力突显。甲醇产能、产量同步提升，货源供给将维持宽松局面。尽管下游市场需求增加，但跟进速度较为滞缓。甲醇传统下游行业发展有限，二甲醚、甲醛等行业常年维持低负荷运行状态，环保政策对其影响较大。新型需求煤制烯烃依然是甲醇需求的增长点，自 2017 年以来煤制烯烃新项目投放速度趋缓，且周期有所拉长。2019 年烯烃产能重新步入快速扩张期，意向新增产能众多。烯烃企业受到高利润的驱动生产积极性较高，开工率继续提升的空间有限，烯烃需求整体表现平稳。甲醇需求增量不敌供给增量，导致供需结构逐步走弱。全球甲醇产能继续扩张，供应增加较为明显。而未来较长时间内，我国将保持甲醇消费大国的地位，成为多国的出口目标市场。2019 年甲醇进口量积极回升，超出市场预期。全球甲醇生产装置运行较为稳定，货源供应充足。同时国外甲醇具有价格优势，套利窗口持续打开，国外甲醇源源不断流入，冲击国内甲醇市场。国内产量增加，进口货源不减，需求端未能发力，甲醇港口库存大幅累积。供需矛盾未解决，甲醇期价震荡筑底。随着沿海地区缓慢去库存启动，甲醇震荡筑底，重心有望企稳。2019 年最后一个月，甲醇或低位盘整。进入 2020 年，甲醇有望迎来超跌反弹行情，但受制于偏弱的基本面，单边上涨空间有限，预计全年高点在再 2530 附近。2020 年甲醇整体呈现震荡走势，波动幅度收窄，上半年在春季检修配合下，期价或积极上探，下半年转弱，预计价格波动范围 1850-2530。

二、期权策略

表 8-1 甲醇期权合约（征求意见稿）

合约标的物	甲醇期货合约
合约类型	看涨期权、看跌期权
交易单位	1 手甲醇期货合约
报价单位	元（人民币）/吨
最小变动价位	0.5 元/吨
涨跌停板幅度	与甲醇期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	标的期货合约中的连续两个近月，其后月份在标的期货合约结算后持仓量达到 10000 手（单边）之后的第二个交易日挂牌
交易时间	每周一至周五上午 9:00-11:30，下午 13:30-15:00，以及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第 3 个交易日，以及交易所规定的其他日期
到期日	同最后交易日
行权价格	以甲醇期货前一交易日结算价为基准，按行权价格间距挂出 6 个实值期权、1 个平值期权和 6 个虚值期权。行权价格 ≤ 2500 元/吨，行权价格间距为 25 元/吨； 2500 元/吨 $<$ 行权价格 ≤ 5000 元/吨，行权价格间距为 50 元/吨；行权价格 > 5000 元/吨，行权价格间距为 100 元/吨
行权方式	美式。买方可在到期日前任一交易日的交易时间提交行权申请；买方可在到期日 15:30 之前提交行权申请、放弃申请
交易代码	看涨期权：MA-合约月份-C-行权价格 看跌期权：MA-合约月份-P-行权价格
上市交易所	郑州商品交易所

资料来源：郑州商品交易所、方正中期研究院整理

（一）期权基本概念

期权又称为选择权，是一种衍生性金融工具。期权是一种能在未来特定时间以特定价格买进或卖出一定数量的标的资产的权利。期权买方在支付了权利金之后，获得了期权合约赋予的、在合约规定时间、按执行价格向期权卖方买进或卖出一定数量标的资产的权利。期权卖方在收取期权买方所支付的权利金之后，在合约规定时间，只要期权买方要求行使其权利，期权卖方必须无条件地履行期权合约规定的义务。

商品期权合约，是指期货交易场所统一制定的、规定买方有权在将来某一时间以特定价格买入或者卖出约定标的期货的标准化合约。商品期权合约条款包含交易必备的几个要点，包括交易单位、报价单位、最小变动价位、涨跌停板、合约月份、交易时间、最后交易日、交易代码、上市交易所。还包括期权组成特有的要素条款，包括合约标的物、合约类型、行权价格、行权方式。

（二）商品期权常见交易策略

1、看涨策略

看涨策略是预期标的物价格上涨时，使用的期权交易策略。主要包括买入看涨期权、卖出看跌期权、牛市看涨期权价差、牛市看跌期权价差四个策略。

（1）买入看涨期权

基本原理

买入看涨期权，买方向卖方支付一定数量的权利金，获得在未来某时间以行权价格购买标的物的权利。标的物价格上涨，期权买方可以行权或平仓，获得价格上涨的收益。

使用动机

当投资者预期标的物价格快速上涨，可以买入看涨期权。买入看涨期权而不买入标的物，目的是为了防范价格下跌，损失扩大。同时，用较少的资金获得价格上涨时更大的收益。

盈亏说明

对于看涨期权买方来说，理论上，当市场价格上涨时，潜在盈利无限，当市场价格下跌时，风险有限，最大亏损是支付的权利金。期权到期时盈亏平衡点等于行权价格加上买方买入期权时支付的权利金（不考虑交易成本）。

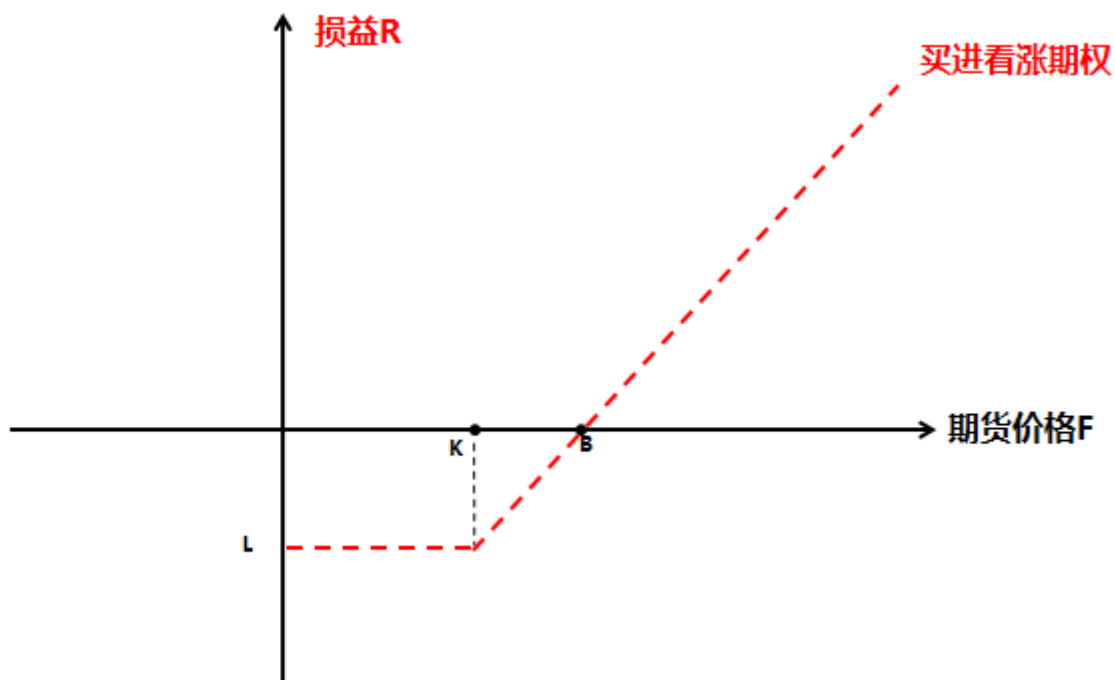


图 8-1 买入看涨期权到期盈亏

资料来源：方正中期研究院整理

(B:盈亏平衡点; K: 行权价; L: 最大亏损)

盈亏平衡点=行权价格+支付的权利金

期权到期时，市场价格上涨超过盈亏平衡点越多，期权买方的盈利越多。

（2）卖出看跌期权

基本原理

卖出看跌期权，卖方收取一定数量的权利金，买方行权时，卖方有履约的义务。如果看跌期权到期放弃，卖方获得全部权利金。

使用动机

卖出看跌期权使用动机，取决于投资者风险和收益策略的权衡。卖出看跌期权收取了权利金，当标的期货价格下跌，卖出看跌期权与买入标的期货合约的损失相同，但权利金收入可以弥补下跌产生的部分损失。当标的期货价格上涨，卖出看跌期权最大收益为权利金。买入标的期货、买入看涨期权的收益随价格上涨而增加。当投资者预期标的的价格不跌（上涨但幅度不大），卖出看跌期权较适宜。

盈亏说明

对于看跌期权卖方来说，当市场价格下跌时，看跌期权面临风险，而当市场价格上涨时，有可能获得全部权利金。

期权到期时盈亏平衡点等于行权价格减去卖出期权时收取的权利金。

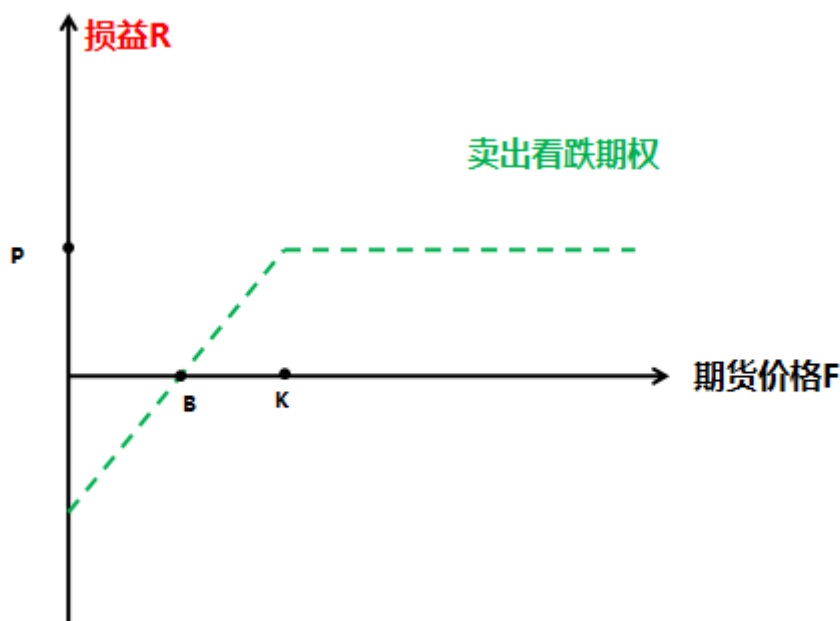


图 8-2 卖出看跌期权到期盈亏

资料来源：方正中期研究院整理

(B: 盈亏平衡点; K: 行权价; P: 最大盈利)

盈亏平衡点=行权价格-收取的权利金

期权到期时，标的物价格下跌超过盈亏平衡点越多，期权卖方的亏损越多。

（3）牛市看涨期权价差策略

基本原理

牛市看涨期权价差交易由买入一手平值或虚值的看涨期权和卖出一手虚值程度更深（行权价格更高）的看涨期权组成。由于买入看涨期权的权利金高于卖出看涨期权的权利金，所以投资者通常要净支出权利金。

使用动机

投资者预期市场价格上涨，但上涨幅度有限，或者投资者想减少买入看涨期权所支付的权利金成本，可使用牛市看涨期权价差策略。

盈亏说明

到期时，如果市场价格上涨后高于卖出看涨期权的行权价格，投资者可获得最大收益。

牛市看涨期权价差的最大收入是卖出看涨期权与买入看涨期权的行权价格之差，最大盈利是最大收入减去权利金净支出，最大风险是权利金净支出（不考虑交易成本）。

期权到期时的盈亏平衡点等于买入看涨期权的行权价格加上权利金净支出（不考虑交易成本）。

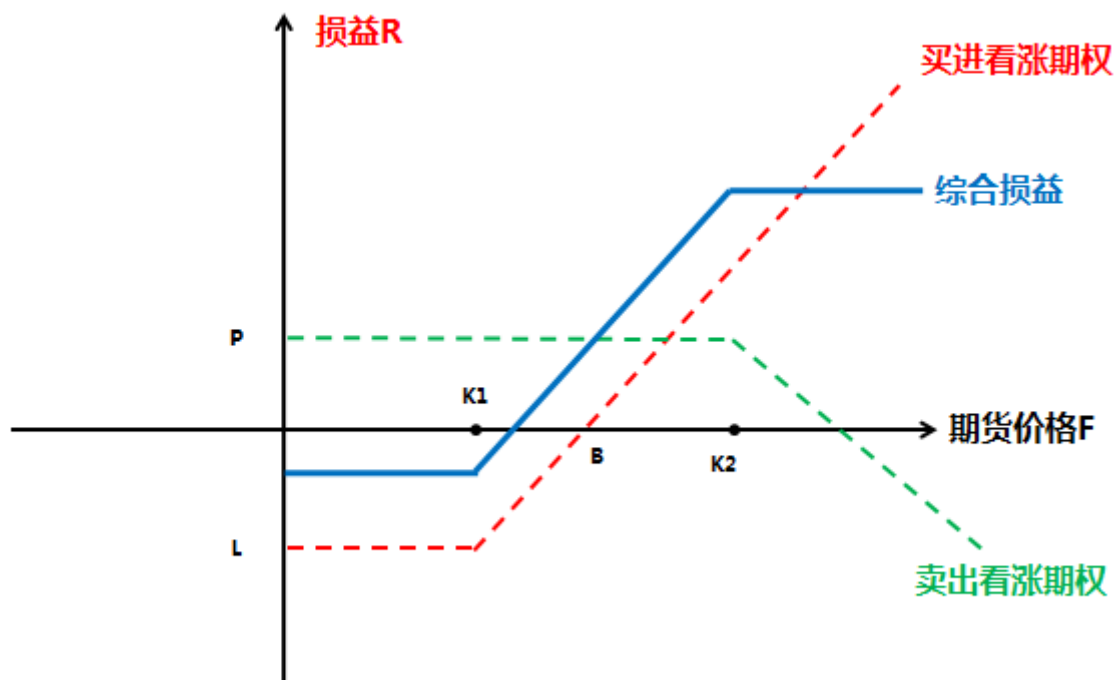


图 8-3 牛市看涨期权价差策略到期盈亏

资料来源：方正中期研究院整理

盈亏平衡点=买入看涨期权的行权价格+（买入看涨期权权利金-卖出看涨期权权利金）（不考虑交易成本）

（4）牛市看跌期权价差策略

基本原理

牛市看跌期权价差交易由卖出一手平值或虚值的看跌期权和买入一手虚值程度更深（行权价格更低）的看跌期权组成。

由于卖出看跌期权的权利金高于买入看跌期权的权利金，所以投资者通常会净收入权利金。

使用动机

投资者预期市场价格上涨，但上涨幅度有限，或者投资者不想承受卖出看跌期权的无限潜在风险，可使用牛市看跌期权价差策略。

盈亏说明

到期时，如果市场价格上涨后超过卖出看跌期权的行权价格，期权全部放弃，权利金的净收入（不考虑交易成本的情况下）为投资者可获得的最大收益。

牛市看跌期权价差策略最大盈利是权利金净收入（不考虑交易成本）。最大亏损是卖出看跌期权与买入看跌期权的行权价格之差，减去权利金收入。

期权到期时的盈亏平衡点等于卖出看跌期权的行权价格减去权利金净收入（不考虑交易成本的情况下）。

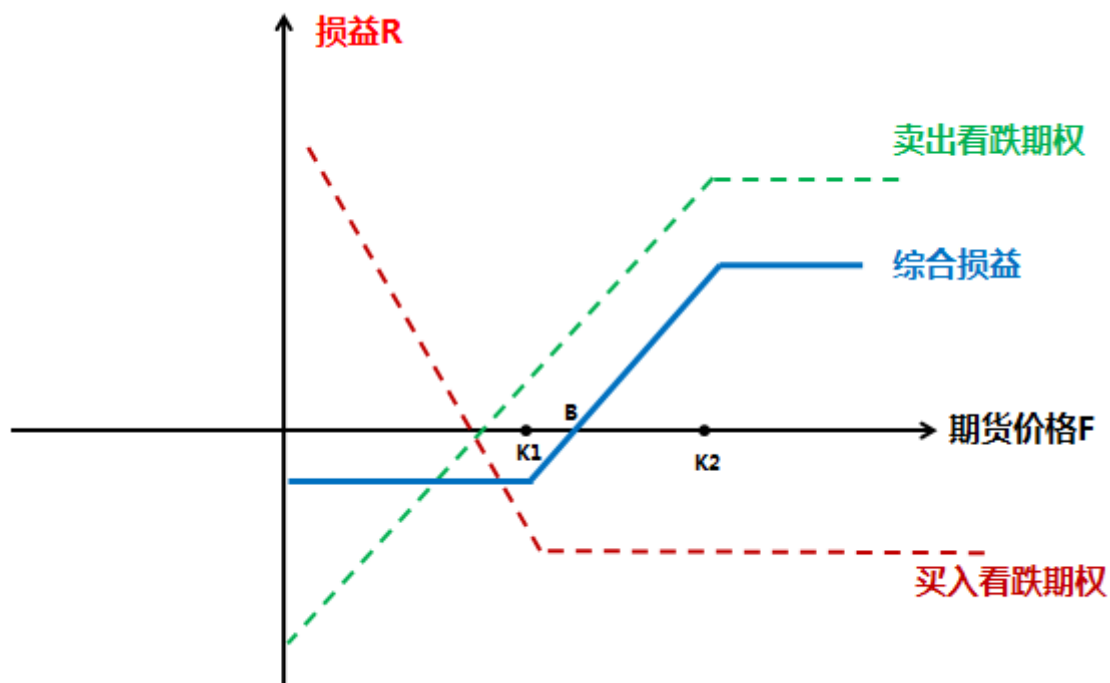


图 8-4 牛市看跌期权价差策略到期盈亏

资料来源：方正中期研究院整理

盈亏平衡点= 卖出看跌期权的行权价格-（卖出看跌期权权利金-买入看跌期权权利金）（不考虑交易成本）

2、看跌策略

看跌策略是预期标的物价格下跌时，使用的交易策略。主要包括买入看跌期权、卖出看涨期权、熊市看跌期权价差、熊市看涨期权价差四个策略。

（1）买入看跌期权

基本原理

买入看跌期权，买方向卖方支付一定数量的权利金，获得在未来某一时间以行权价格卖出标的物的权利。

标的物价格下跌，期权买方可以行权或平仓，获得价格下跌的收益。

使用动机

当投资者预期市场价格将下跌，可以买入看跌期权。买入看跌期权而不卖出标的物，目的是为了防止价格上涨，损失扩大。同时，用较少的资金获得价格下跌时更大的收益。

盈亏说明

对于看跌期权买方来说，理论上，当市场价格下跌时，潜在盈利巨大，当市场价格上涨时，风险有限，最大亏损是支付的权利金。

期权到期时的盈亏平衡点等于行权价格减去买方买入期权时支付的权利金（不考虑交易成本）。

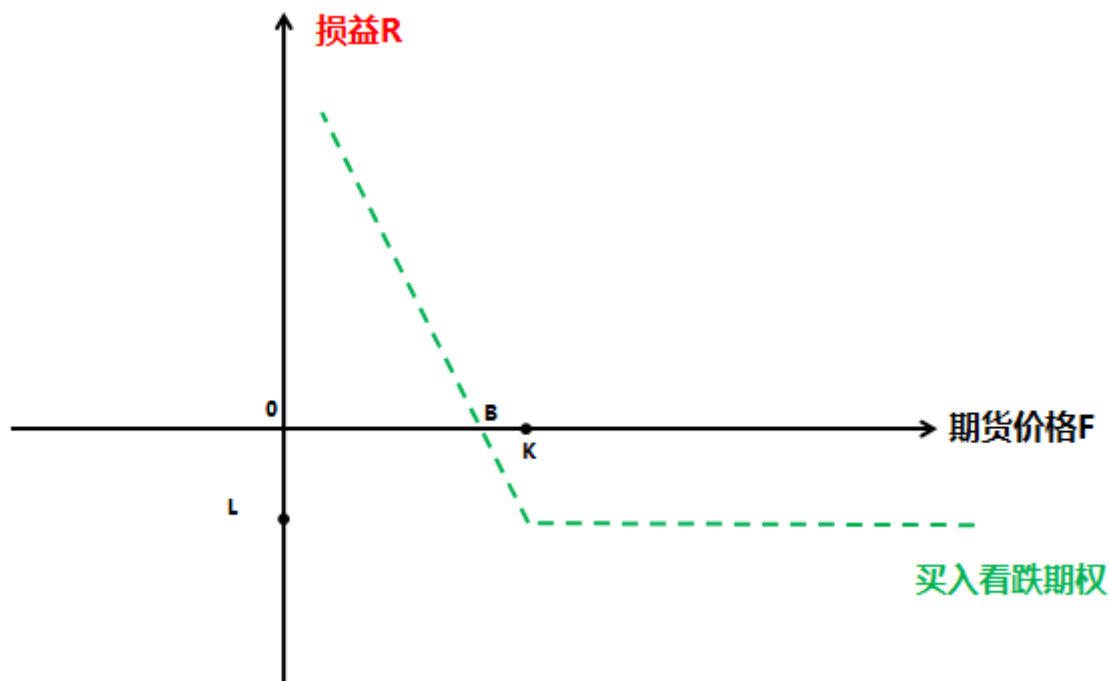


图 8-5 买入看跌期权到期盈亏

资料来源：方正中期研究院整理

(B:盈亏平衡点; K: 行权价; L: 最大亏损)

盈亏平衡点=行权价格-支付的权利金

期权到期时，市场价格下跌超过盈亏平衡点越多，期权买方的盈利越多。

(2) 卖出看涨期权

基本原理

卖出看涨期权，卖方收取一定数量的权利金，买方行权时，卖方有履约的义务。

如果看涨期权到期放弃，卖方获得全部权利金。

使用动机

卖出看涨期权使用动机，取决于投资者风险和收益的权衡。卖出看涨期权收取了权利金，当标的期货价格上涨，卖出看涨期权与卖出标的期货合约的损失相同，但权利金收入可以弥补上涨产生的部分损失。当标的期货价格下跌，卖出看涨期权最大收益为权利金。卖出标的期货、买入看跌期权的收益随价格下跌而增加。

当投资者预期标的物价格不涨（下跌但幅度不大），卖出看涨期权较适宜。

盈亏说明

对于看涨期权卖方来说，当市场价格上涨时，看涨期权面临风险，而当市场价格下跌时，有可能获得向买方收取的全部权利金。

期权到期时的盈亏平衡点等于行权价格加上卖出期权时收取的权利金。

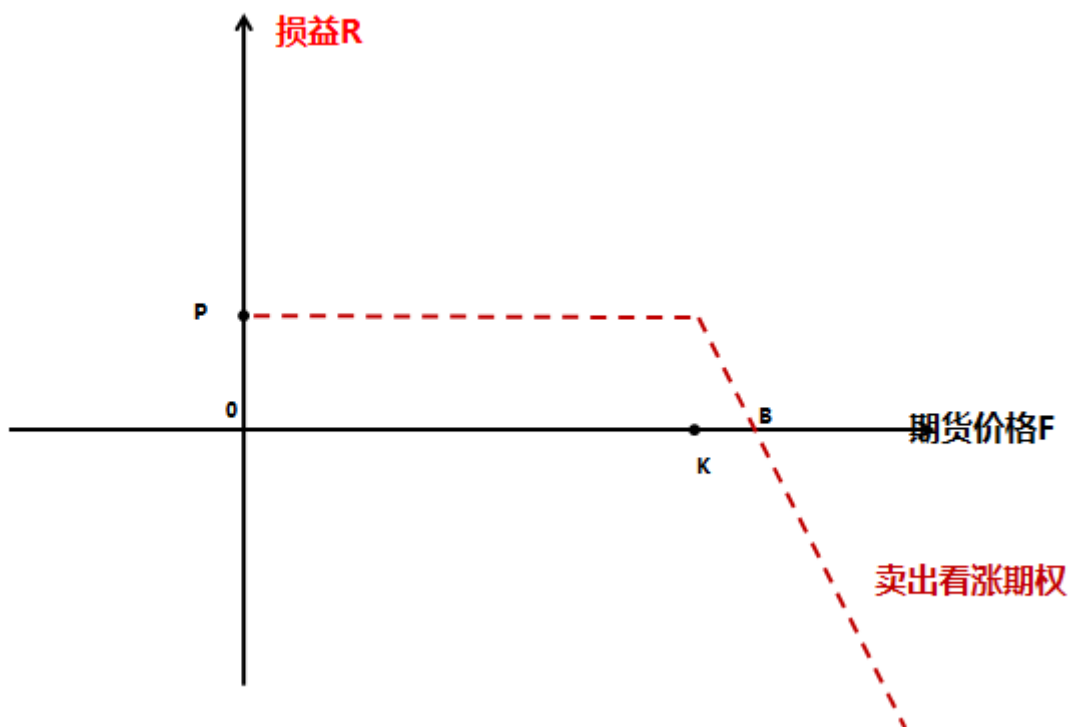


图 8-6 卖出看涨期权到期盈亏
资料来源：方正中期研究院整理

(B: 盈亏平衡点; K: 行权价; P: 最大盈利)

盈亏平衡点=行权价格+收取的权利金

期权到期时，市场价格上涨超过盈亏平衡点越多，期权卖方的亏损越多。

(3) 熊市看跌期权价差策略

基本原理

熊市看跌期权价差交易由买入一手平值或虚值（行权价高）的看跌期权和卖出一手虚值程度更深（行权价更低）的看跌期权组成。

由于买入看跌期权的权利金高于卖出看跌期权的权利金，所以投资者通常要净支出权利金。

使用动机

投资者预期市场价格下跌，但下跌的幅度有限，或者投资者想减少买入看跌期权所支付的权利金成本，可使用熊市看跌期权价差策略。

盈亏说明

到期时，如果市场价格下跌后低于卖出看跌期权的行权价格，投资者可获得最大收益。

熊市看跌期权价差策略最大收入是买入看跌期权与卖出看跌期权的行权价格之差，最大盈利是最大收入减去权利金净支出，最大风险是权利金净支出（不考虑交易成本）。

期权到期时的盈亏平衡点等于买入看跌期权的行权价格减去权利金净支出（不考虑交易成本的情况下）。

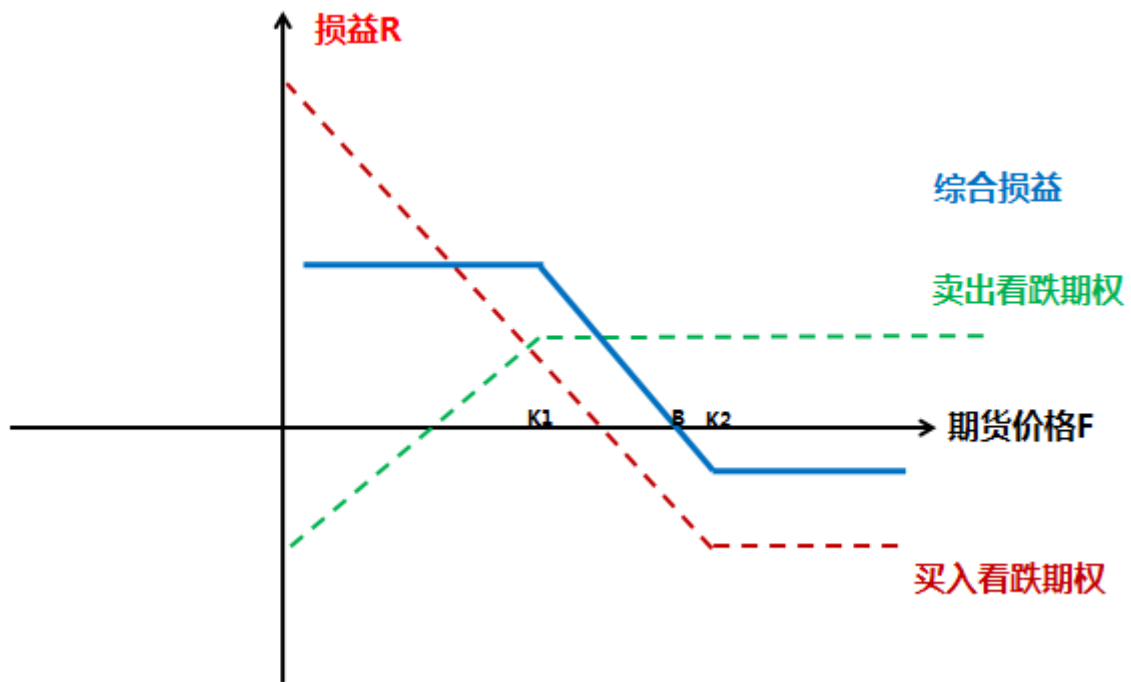


图 8-7 熊市看跌期权价差到期盈亏

资料来源：方正中期研究院整理

盈亏平衡点= 买入看跌期权的行权价格-（买入看跌期权权利金-卖出看跌期权权利金）（不考虑交易成本）

（4）熊市看涨期权价差策略

基本原理

熊市看涨期权价差交易由卖出一手平值或虚值（行权价格低）的看涨期权和买入一手虚值程度更深（行权价格更高）的看涨期权组成。

由于卖出看涨期权的权利金高于买入看涨期权的权利金，所以，投资者通常会净收入权利金。

使用动机

投资者预期市场价格下跌，但下跌幅度有限，或者投资者想减少卖出看涨期权的无限风险，可使用熊市看涨期权价差策略。

盈亏说明

到期时，如果市场价格下跌后低于卖出看涨期权的行权价格与权利金的净收入之差（不考虑交易成本的情况下），投资者可获得收益。

熊市看涨期权价差策略的最大收入是卖出看涨期权与买入看涨期权的权利金净收入（不考虑交易成本）。

期权到期时的盈亏平衡点等于卖出看涨期权的行权价格加上权利金净收入（不考虑交易成本）。

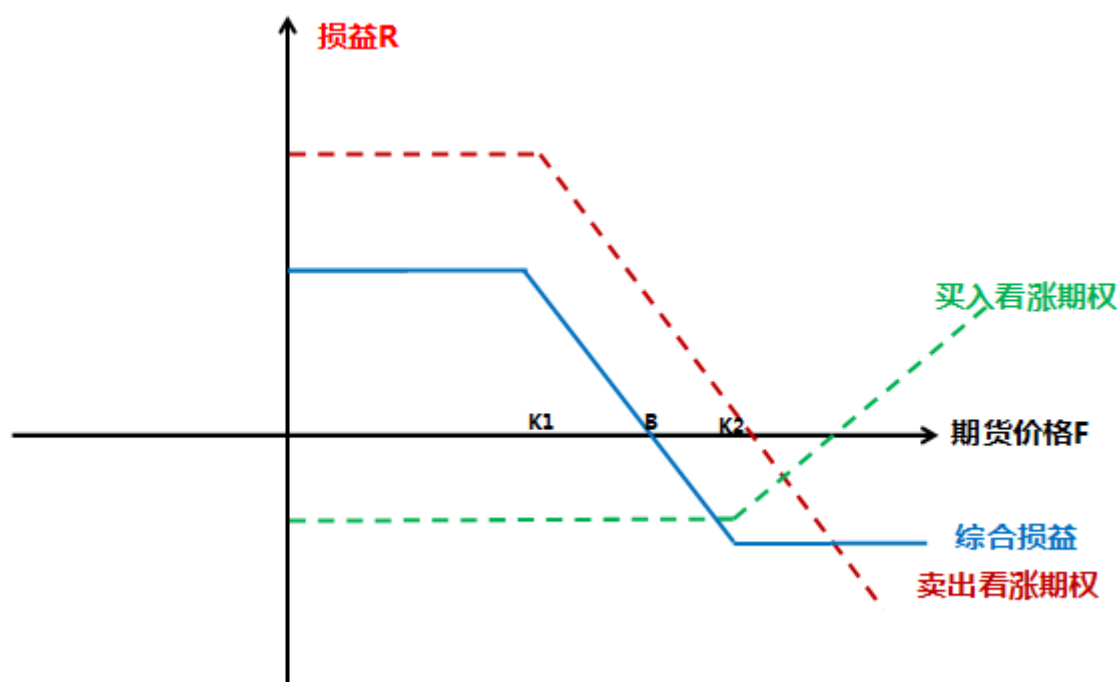


图 8-8 熊市看张期权价差到期盈亏

资料来源：方正中期研究院整理

盈亏平衡点=卖出看涨期权的行权价格+（卖出看涨期权权利金-买入看涨期权权利金）（不考虑交易成本）

附：行业相关股票

附表 1 上下游相关股票

证券代码	证券名称	相关产品	年度涨跌幅(%)	价格
600426	华鲁恒升	精甲醇	36.47	16.24
000792	*ST 盐湖	甲醇	25.93	8.79
600188	兖州煤业	醋酸及衍生品	21.89	9.17
600028	中国石化	甲醇	4.14	4.90
600803	新奥股份	甲醇	3.00	10.02
601898	中煤能源	甲醇	2.81	4.70
601088	中国神华	甲醇	0.39	17.26
000830	鲁西化工	聚丙烯	-0.92	9.33
002221	东华能源	MTBE	-1.41	7.91
000683	远兴能源	甲醇	-8.02	2.18
600256	广汇能源	甲醇	-11.39	3.24
600691	阳煤化工	甲醛	-18.03	2.00
601011	宝泰隆	丙烯	-22.91	4.24

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

行方正 以致远

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，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的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

联系方式:

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 楼

北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-85881117
