

能源价格高波动暂未结束

## 甲醇 考虑构建看涨期权熊市价差策略

■ 海通期货 范臻

欧美国家加息及经济衰退预期有引发商品包括甲醇价格进一步下跌的可能。不过,经过一段时间的下跌,在预期好转的背景下,甲醇价格有望企稳反弹。操作上,可以考虑逢高选择近月合约,构建看涨期权熊市价差策略,并持有到期。



2019年12月上市至今,甲醇期权成交量逐步攀升,期权成交量占甲醇期货市场成交量的比例也明显提升。2022年上半年,甲醇期权累计成交超过1411万手,同比增长79.48%。仅6月,就成交285.9万手,同比增长141.31%。2022年上半年,甲醇期权成交量月均占比为8.42%,较2021年的4.72%抬升3.7个百分点。

截至2022年6月底,甲醇期权持仓量为16万手,同比增长16.70%。6月单月,主力合约日均持仓6.1万手。其中,看涨期权日均持仓3.6万手、看跌期权日均持仓2.5万手。此外,2022年上半年,持仓量PCRatio随标的价格波动较大,且二者呈明显正相关。7月20日,主力合约持仓量PCRatio约为0.39,处于相对低位。

2022年上半年,由于能化板块受宏观经济及地缘政治因素影响,市场总体出现较大波动,甲醇价格波动率也处于历史偏高水平。甲醇期权隐含波动率运行区间在2月俄乌冲突爆发后渐渐走高,此后逐步回落。此外,在长假到来前及标的价格出现较大波动时,期权隐含波动率存在明显跳升现象。7月20日,甲醇期权隐含波动率为37.39%,仍处于历史较高水平。

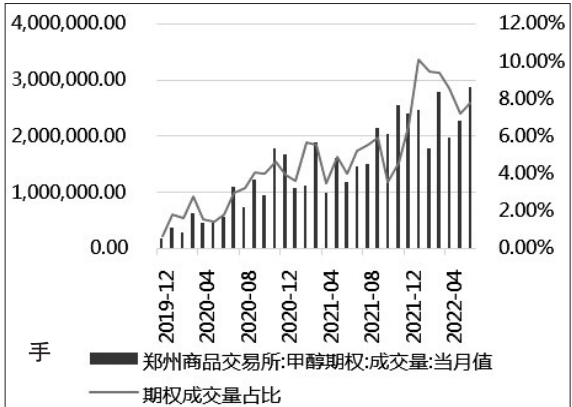


图1 甲醇期权成交情况

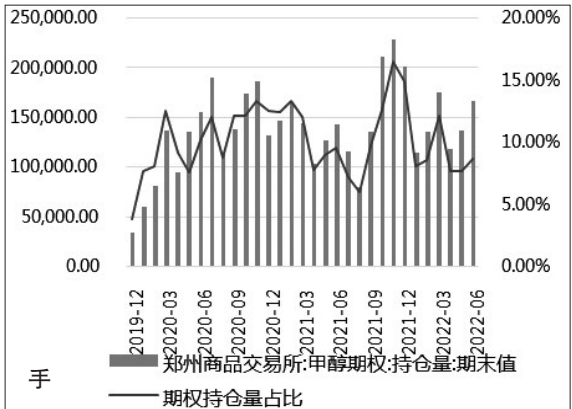


图2 甲醇期权持仓情况

## 供应情况

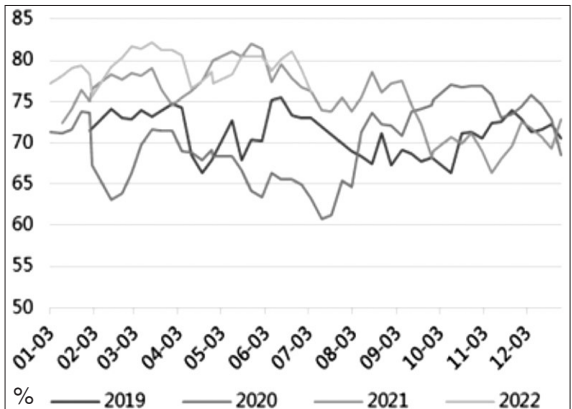
## 利润左右装置开工率

6月中旬以来,在甲醇价格下跌的同时煤炭价格相对稳定,煤制甲醇利润由正转负,且亏损程度加深。今年春检强度不及往年,以至于上半年甲醇总体供应维持较高水平。2022年1—6月,国内累计生产精甲醇4412.95万吨,较2021年同期增长3.84%。6月中旬起,盘面利润大幅缩水,进而影响7月甲醇装置开工率。数据显示,7月14日当周,甲醇装置周度开工率为76.06%,同比提升2.77个百分点,环比下滑3.64个百分点;周度产量为153.59万吨,同比增长2.98%,环比下降3.73%。

上游原料方面,在煤炭保供稳价背景下,煤炭供应长期势必稳定增长。但短期,由于煤炭双轨制的实行,

又适逢夏季用电高峰,煤制甲醇负利润若不能顺利传导至煤炭端,则甲醇生产亏损就可能进一步扩大。7月初,甲醇检修装置增多,多数计划7月中下旬重启,但具体情况要看利润变动。

新增产能方面,2021年年底,三套产能共计130万吨/年的甲醇装置投产,2022年稳定生产。除此之外,2022年预计新增产能400万余吨,增速较往年有所放缓。具体来说,上半年新增产能较少,大部分推迟到下半年投产。如果下半年新产能陆续释放,那么市场压力不容忽视。拉长时间看,在能耗双控背景下,甲醇产能扩张进入放缓周期,产能增速预计逐渐下降。

图3 全国甲醇装置开工情况  
进口到港量依然处于高位

2022年年初开始,甲醇价格内外倒挂,削弱了进口意愿。尤其自2月末俄乌冲突以来,欧洲甲醇价格大幅上涨,国际非伊朗货源倾向于发往欧洲,分流了我国的进口货源。根据海关总署的数据,2022年1—5月,国内累计进口甲醇439.7万吨,累计同比增长4.77%。各月中,除2月同比下降14.96%、3月同比下降0.09%外,1、4、5月均有增长,同比增速分别为11.76%、13.15%和10.23%。伊朗2月底限气结束,加上国际装置运行平稳,我国到港量开始增加。6—7月,进口货源到港量预计仍处于相对高位,而8月存在缩量预期。

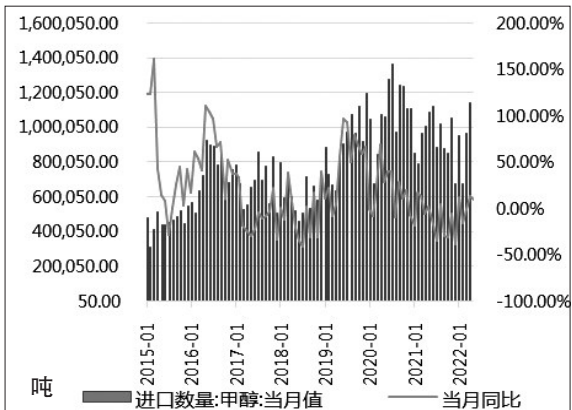


图4 甲醇进口情况

港口库存开始回流内地

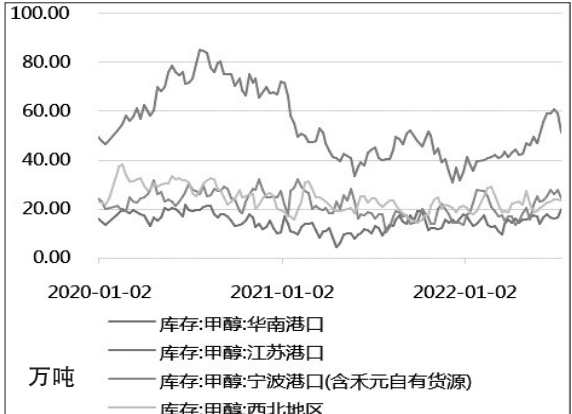


图5 为主要港口及产区甲醇库存情况

2022年1—5月,我国甲醇进口主要来源为阿曼131.2万吨、伊朗107.7万吨、沙特73.5万吨、阿联酋63.9万吨、新西兰51.8万吨。前四大进口来源均为中东国家,占国内全部进口量的78%。其余来源为南美的特立尼达和多巴哥、委内瑞拉,以及东南亚的马来西亚、文莱。

今年下半年,伊朗预计新增3套产能165万吨/年的

甲醇装置,其他装置检修计划偏少,总体供应预计难有明显缩量。

2022年5月后,海外货源集中到港,加上国内沿海外采甲醇装置开工率下滑,华东港口库存迅速累积。不过,6月底,港口货物开始倒流回内地,港口库存出现见顶回落迹象。截至7月13日,港口(华东、华南)库存总计为95.8吨,环比下降8.07%。其中,华东港口库存为75.9吨,环比下降13.17%。西北产区库存此前也出现小幅累库,但最近一周有所回落。截至7月中旬,西北库存共23.50万吨,环比下降2.85%,总体处于较低水平。目前,由于内地与港口差价进一步扩大,货源从港口向内地倒流的窗口打开,港口库存压力有望缓和。

## 需求情况

目前,制烯烃(MTO/MTP装置)是甲醇下游消费的最大领域,占甲醇下游消费量的半数以上。2022年上半年,甲醇下游制烯烃装置开工率较高,且检修较少,对甲醇消费形成支撑。近期,开工率表现不如之前。7月14日当周,制烯烃装置开工率为80.81%,环比下滑2.19个百分点。新增产能方面,6月,天津渤化产能180万吨/年的甲醇制烯烃装置试车成功,正常运行后一定程度上能够提振沿海甲醇需求。

甲醇传统下游包括甲醛、醋酸、二甲醚、MTBE、DMF等,各下游占甲醇消费量的比重都较小,且终端下游分散,即使单个领域存在增长潜力,其对甲醇的短期提振也有限。总体来说,传统下游2022年上半年开工率稳定,但除醋酸外,利润大多不理想。

甲醛主要应用于房地产、家具、建材等领域,其开工率自3月初旺季上升到30.14%的高点后逐步回落,7月14日当周为27.35%。受地产行业增速放缓影响,甲醛装置开工率上升空间有限。甲醛下游的BDO(1,4-丁二醇)是制造PBS/PBAT生物可降解塑料的原料,也可应用于纺织、工程塑料领域,是近年来较有发展前景的新兴下游。不过,目前BDO消费比重非常小,对甲醇消费的影响有限。

醋酸主要用于制备PTA、醋酸乙烯、醋酸乙酯等,终端较广泛,包括制备电缆原料、EVA、纺织产品等。其中,EVA胶膜是太阳能电池的主流封装材料,具有发展前景。2022年上半年,醋酸装置开工率先降后升,3月后逐步下滑,6月初见底回升。7月14日当周为92.62%。

其他传统下游,二甲醚主要应用于燃料领域,一般作为液化气的替代,总体产能过剩,部分过剩产能甚至面临淘汰风险。2022年上半年,二甲醚装置开工率同样没有太大起色,6月30日当周开工率为23.94%。MTBE主要用于调和汽油,以增加汽油的辛烷值。在环保政策趋严的背景下,未来需求难有明显增量。MTBE装置开工率6月中旬有所上升,7月14日当周为53.41%。DMF作为化学溶剂,下游分散,占甲醇消费量的比重较小,7月14日当周开工率为76.38%。

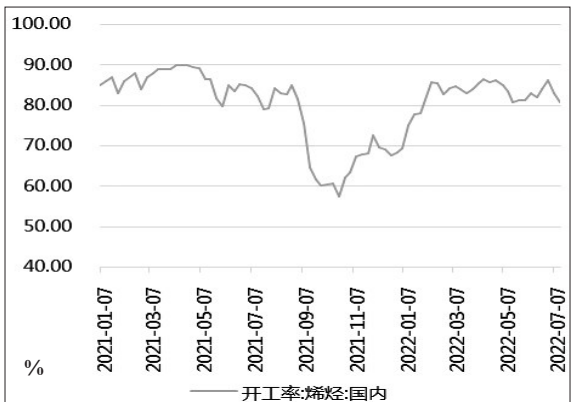


图6 甲醇制烯烃开工情况

“双碳”政策背景下,具有增长潜能的新兴下游除了用于制作PBS/PBAT生物可降解塑料的BDO之外,还包括甲醇燃料,可应用于氢燃料电池车的甲醇制氢、应用于半导体新能源行业的有机硅以及应用于新能源动力电池电解液溶剂的DMC(碳酸二甲酯)等。不过,新兴下游对于甲醇需求的量级短期难以达到烯烃的水平,

故其对甲醇价格的提振有限。

## 策略分析

2022年上半年,甲醇价格受到国际能源市场的带动一度出现比较强势的行情。国际能源市场的影响可以从成本和下游两个方面分析。一方面,煤炭和天然气作为甲醇生产的主要原料,从成本端对甲醇价格形成支撑。另一方面,甲醇主要下游产品烯烃也可以由以原油为原料的石脑油制成,国际原油价格上涨带动烯烃价格上行,其会进一步传导至甲醇市场。因此,在上半年国际经济和政治形势复杂的背景下,国际能源价格波动较大,外部因素取代基本面成为影响甲醇价格走势的主要因素。目前,国际能源价格走势存在很大不确定性,此前地缘冲突的影响远未消退,欧美国家对俄罗斯的制裁仍在持续,欧洲天然气供应紧张局面难以缓解,支撑外盘甲醇成本。此外,欧美国家通胀高企,美国6月CPI继续超预期上行,同比增速达到历史性的9.1%,市场普遍预计美联储加息斜率将进一步抬升,欧央行预计也将于本月开启加息进程,货币紧缩或加剧世界经济衰退风险,并进一步打压商品价格。原油方面,美国正积极与欧佩克寻求增产事宜,以应对美国通胀压力,结果也存在变数。

从甲醇自身来看,需求相对清淡,产能较为过剩,基本面偏弱的情况将持续一段时间,但存在国内经济好转、刺激政策落地提振下游需求的预期。生产方面,煤制甲醇利润缩水,部分装置检修,开工率下滑,但新增产能将陆续在下半年投放,总体产量预计很难出现明显下降。进口方面,海外装置预期稳定运行,下半年到港量预计持续高位。库存方面,港口和内地均有累库,而目前港口已有货物向内地回流,港口累库压力有一定缓解。需求方面,传统下游和烯烃需求都偏弱,但存在边际好转预期,且下半年将迎来金九银十消费旺季,甲醇需求有望阶段性回升。

总体来说,短期国际能源价格继续大幅上涨的可能性不大,且在高通胀压力下欧美国家加息及经济衰退预期有引发商品价格进一步下跌的可能,甲醇市场预计跟跌。不过,经过一段时间的下跌,在预期好转的背景下,甲醇价格有望企稳反弹。操作上,可以考虑逢高选择近月合约,构建看涨期权熊市价差策略,并持有到期。具体是卖出一手虚值看涨期权,到期时价格没有出现大幅反弹,且不超过行权价,就可以获取权利金收益。同时买入一手更加虚值的看涨期权,作为对于甲醇价格企稳后超预期大幅反弹或国际能源价格大幅上涨的防范,为最大潜在损失设置一个上限。

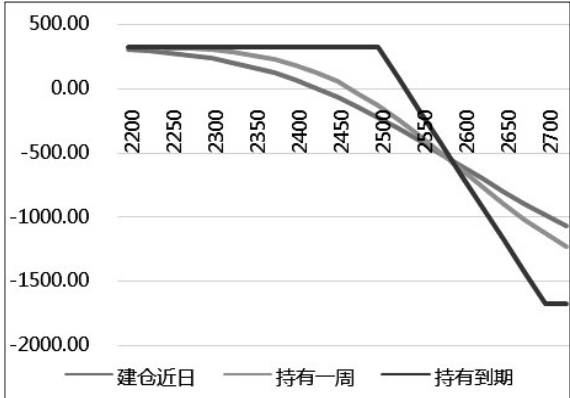


图7 甲醇期权策略收益曲线

例如,在MA209合约上构建策略,通过选择合适的行权价,在价格下跌及小幅上涨时获取收益,在价格超预期大幅上涨时损失有限。7月20日MA209合约收盘价为2435元/吨,选择卖出一手MA209C2500合约,当日成交均价为38元/吨,同时买入一手MA209C2700合约,当日成交均价为5.5元/吨,建仓每套策略收取权利金325元。在到期甲醇价格下跌或上涨不超过2500元/吨时,都可以获取收益,每套策略最大收益为325元。由于当前国际能源价格存在较大不确定性,如果甲醇价格超预期大幅上涨,那么损失也有上限,每套策略的最大损失为1675元。