产业链低利润矛盾突出

甲醇 考虑构建看涨期权比例价差策略

■ 海通期货 范璐

甲醇产业链近期利润较低，呈现供需双弱状态。但从库存来看，供需均较弱背景下近期甲醇港口库存去库趋势明显，对甲醇价格有明显支撑作用。总体来说，甲醇产业链低利润的现状，使得上下游装置均有停工降负等待利润修复的动力。操作上，可以考虑构建看涨期权比例价差策略，持有策略到期可在适合的行情下获取收益。

A 供给情况

生产：产量有回升预期，成本端支撑较强

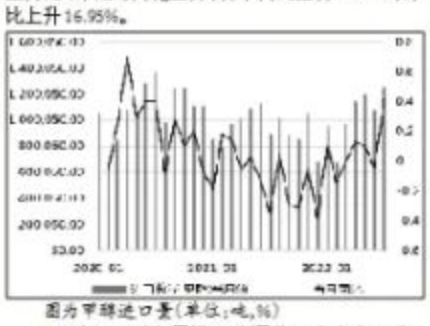
国内甲醇因装置利润问题检修较多，叠加前期西南地区限电，供应出现明显缩量。2022年1—8月，精甲醇产量累计5417.34万吨，较去年同期上涨1.83%；8月精甲醇产量环比下降4.08%，为638.64万吨。7月起国内煤制甲醇装置由于持续亏损，陆续开始降负运行或停车检修，甲醇开工率及周产量均明显下降；8月中旬，西南地区受极端高温干旱天气影响，电力供应紧张，四川省对工业用电进行限制，甲醇装置临时停车，进一步限制了甲醇产量的回升。数据显示，9月15日，甲醇周度开工率73.24%，同比下降1.3%，环比下降0.03%，当前开工率较6月底下滑前的高点回落近10个百分点；甲醇周产量147.90万吨，同比上升0.9%，环比下降0.04%，也同步出现明显下滑，近期小幅回升。不过从检修计划来看，9月计划恢复的装置较多，且高温限电预计持续时间不长，9月总体供应有回升预期。

图为甲醇月度产量（单位：元/吨，%）

成本方面，局部地区电力供应紧张，叠加煤炭产区疫情扰动，也在近期支撑甲醇成本端煤炭价格。虽然长期来看煤炭供应预计稳定增长，但此前由于夏季高温电力紧张，化工煤价格有所上行。根据国家统计局9月14日公布的生产资料价格数据，9月上旬化工煤有上涨趋势，无烟煤洗中块价格1842.10元/吨，较8月底上涨11.89%，显示煤制甲醇亏损压力依旧较大，当前煤制甲醇的亏损状况或继续影响甲醇装置开工，限制甲醇价格继续下行的空间。

进口：海外装置检修致到港缩量，短期回升幅度有限

甲醇价格内外倒挂持续，叠加前期伊朗装置出现停车检修，8、9月进口量回落。此前6、7月到港较多，根据海关总署数据，2022年1—7月甲醇累计进口量725.90万吨，累计同比上升8.01%；7月当月进口量125.18万吨，处于较高水平。由于前期海外装置运行平稳，到港较多，叠加去年同期基数较低，7月进口量同比、环比均大幅上升，其中同比上升41.33%，环比上升16.95%。



图为甲醇进口量（单位：吨，%）

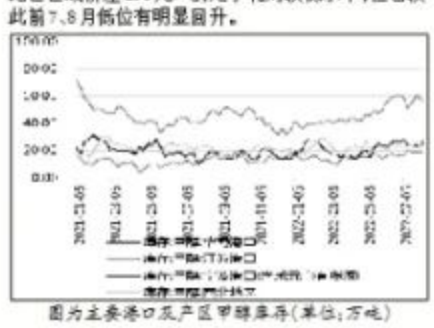
7月我国甲醇主要进口来源依旧为中东国家，此外来自南美地区特立尼达和多巴哥的进口量也有明显上升，其中阿曼57.83万吨、沙特17.30万吨、特立尼达和多巴哥14.23万吨、伊朗14.10万吨、阿联酋9.42万吨，占到全部进口量的90.17%。从环比进口量变动来看，7月各进口来源数量波动较大，自伊朗和阿联酋的进口量较6月分别下降49.47%和27.50%，其余自主要国家的进口量均有较大幅上升。

7月下旬伊朗部分装置因运输受限而停车，8月部分重启但低负荷运行，因此我国8、9月甲醇到港有缩量。伊朗装置8月初开始逐步重启，但仍受船运运力限制，部分装置低负荷运行，装船量也较少，预计后期到港将有所回升，但幅度有限。

库存：到港减少，港口库存压力缓解

到港量减少，港口库存出现回落，累库压力减轻。随着8月甲醇到港减少，甲醇港口库存下降，前期因下游MTO装置开工下滑、进口量高位造成的高库存压力有所缓解。截至9月15日当周，港口（华东、华南港口）库存总计83.8吨，环比下降5.27%，港口库存在8月下半月开始大幅去库，对甲醇价格也有所提振；其中华东港口总计库存72.3万吨，环比下降5.23%；华南港口总库存11.46万吨，环比下降5.52%。西北产区库存8月总体也呈现下滑趋势，9月随着供应恢复开始回升，9月15日当周库存共26.38万吨，环比上升7.02%。

甲醇内地与港口价差此前一度偏低，目前有回升趋势。此前港口高库存压力，压制港口甲醇价格，致港口—内地甲醇一度较低，甚至出现了港口倒流回内地现象。近期随着港口甲醇累库压力减轻，价差有明显回升趋势。9月16日，西北地区甲醇中间价为2485元/吨，华东地区甲醇中间价为2775元/吨，华南地区甲醇中间价为2745元/吨，华东港口—西北地区区域价差290元/吨，处于偏较低水平，但已较此前7、8月低位有明显回升。

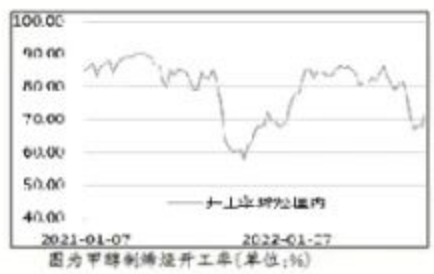


图为主要港口及产区甲醇库存（单位：万吨）

B 下游开工率

下游制烯烃方面，由于终端需求转弱产品价格持续走低，下游MTO装置利润大幅回落，开工率迅速走低。数据显示，9月15日当周开工率为72.93%，周环比回升5.14%，较8月初高位低10个百分点。然而受较强煤炭价格支撑和港口去库提振，甲醇价格近期有所回升，进一步压缩下游MTO利润。由于制烯烃是甲醇最大的下游，MTO装置面临亏损选择停车检修或降负运行，显示了产业链自身的调节作用，压制甲醇价格上行空间。从最新一期开工率看，MTO开工率开始回升，前期停工的部分MTO装置在9月有重启计划，如果按计划重启，将对甲醇需求恢复产生利好，需关注装置重启情况。

甲醇传统下游如甲醛、醋酸、二甲醚、MTBE、DMF等，当前开工均较弱，对甲醇需求没有明显拉动作用。其中，甲醛9月15日当周开工率为21.44%，环比小幅回升。醋酸下游较广泛，至9月15日当周开工率为90.87%，周环比上升5.08%。其他传统下游方面，二甲醚开工率9月略有回升，9月15日当周开工率为23.61%，周环比上升1.71%；MTBE开工率总体稳定，9月15日当周开工率为53.74%，周环比持平；8月DMF开工率总体下降较多，9月回升，9月15日当周开工率为65.63%，周环比持平。



图为甲醇制烯烃开工率（单位：%）

C 产业链前景

甲醇产业链近期利润较低，呈现供需双弱状态。国内供应方面，煤价坚挺致煤制甲醇亏损程度较高，甲醇装置开工低位，成本支撑较强。近期虽有甲醇装置开工恢复预期，且高温天气结束本可以缓解煤炭供应紧张，但西北煤炭产区疫情或进一步支撑煤价，限制甲醇开工回升幅度，预计国内供应偏弱局面仍持续。进口方面同样缩量，进口到港由于前期7、8月伊朗装置停工或低负荷运行，9、10月到港预计将有明显缩量，缓解此前的港口高库存压力。当前伊朗部分装置已重启，或有重启计划，但是船运运力问题短期难以缓解，预计后续几个月到港回升也有限。

需求方面整体也较差，下游制烯烃总体亏损，MTO装置停车检修较多，8月开工率大幅下滑，但由于同时甲醇价格受成本支撑有所反弹，MTO装置利润仍未明显修复，总体来说烯烃亏损现状限制甲醇上行空间。但从库存来看，供需均较弱背景下近期甲醇港口库存去库趋势明显，对甲醇价格有明显支撑作用。总体来说，甲醇产业链低利润的现状，使得上下游装置均有停工降负等待利润修复的动力。目前来看，甲醇进口到港减少致港口库存大幅下降，缓解了MTO装置停工造成的累库压力，对甲醇形成了较强的支撑，但甲醇价格回升也进一步加深了下游的亏损，后续需关注MTO装置开工的恢复情况。

D 期权策略

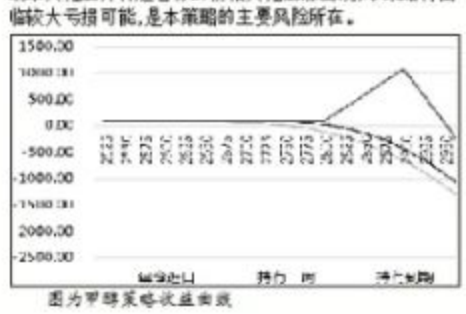
甲醇近期基本面呈现供需双弱局面，到港持续缩量，而下游MTO装置开工9月有恢复，叠加煤制甲醇成本短期难以下降支撑甲醇价格。如果认为甲醇近期在港口去库的基本面支撑下，还有小幅上升的空间而大幅上涨的可能性不大，但也不排除价格经历一段时间反弹后回落，可以考虑在当前的期权主力合约MA211合约上构建看涨期权比例价差策略，标的为MA211的期权合约的到期日为10月12日，持有策略到期可在适合的行情下获取收益。

构建看涨期权比例价差策略的具体操作为，买入一手低行权价的看涨期权，同时卖出几手高行权价的看涨期权，使得卖出看涨期权的权利金收入能够覆盖买入看涨期权的权利金支出。构建此策略后，如果短期甲醇价格结束反弹行情开始回落，可以提前平仓获取收益；如果持有到期时，标的甲醇期货合约价格下跌或上涨不超过买入看涨期权的较低行权价，可以获得权利金收益；如果到期价格小幅上涨至卖出看涨期权的较高行权价，则可以获得策略最大收益；但如果标的甲醇期货合约大幅上涨，策略收益逐渐减少，甚至产生亏损，且亏损会随着标的期货合约价格上升而迅速增加，因此需要在市场情况发生大幅变动可能导致甲醇大幅上涨时及时止损。

例如，如果以9月16日价格测算，当日MA211合约收盘价为2759元/吨。如果选择买入一手MA211C2800合约，9月16日成交均价为41.5元/吨，同时卖出三手MA211C2900合约，9月16日成交均价为16.5元/吨，建仓时每套策略可以收取权利金80元。如果建仓后不久标的价格下跌，低于买入和卖出看涨期权的行权价2800元/吨和2900元/吨，看涨期权的价值均下降，且随着标的下跌的幅度越大而越接近于归零，此时可以考虑提前平仓获取收益。此外，如果到期时标的价格下跌，低于下方行权价2800元/吨，期权价值均归零，也可以获得权利金收益80元/吨。

本策略的最大收益是到期时标的价格为2900元/吨时，此时买入的一手看涨期权收益为（2900-2800）×10-1000元，加上初始权利金收益80元/吨，每套策略最大收益为1080元。如果到期时标的价格上涨超过了上方2900元/吨的行权价，则虽然买入的一手看涨收益增加，但卖出的三手看涨期权开始出现亏损，且由于卖出和买入期权的比例是3:1，随着标的价格上升，亏损增加的速度大于收益增加的速度，最终在标的上涨到2954元/吨时达到盈亏平衡点。如果到期标的价格高于2954元/吨，本策略将产生亏损，且随着标的价格上升亏损无上限，因此需入场后关注市场情况，如果产生超预期的利多因素致甲醇价格大幅上升，应及时止损。

看涨期权比例价差策略的优势在于，标的在小幅上行时可以获得最大收益，而在下行时也可以不产生亏损，可以在认为标的没有大幅上涨动力，标的可能延续此前的上涨行情，又不能完全排除上涨行情结束标的出现回落的行情中使用。此外，由于策略未到期时，仅在价格回落至下方行权价以下时可以提前平仓获取收益，获取最大收益需持有到期，因此不适合选择距到期日较久的期权合约构建策略；同时由于策略买入看涨期权和卖出看涨期权的比例为1:n，总体可视为卖方策略，也需要考虑波动率方面的变动，如果波动率大幅上升，则对本策略不利，且如果波动率大幅上升伴随着标的价格大幅上涨出现，本策略将面临较大亏损可能，是本策略的主要风险所在。



图为甲醇策略收益曲线

海通期货

本报地址：郑州市郑东新区商都路100号建正东方中心D座8层 邮编：450000 传真：(0371)65613230 广告热线：(0371)65612750 发行热线：北京、天津(010)84448185 13910151609 上海、南京(021)61609867 13383818382 广州、深圳(0755)83552003 18665960385 杭州(0571)87042049 13858018640 郑州、重庆、济南(0371)65613818 13015520656 大连(0411)84807336 13555999376 主管单位：河南日报社 主办单位：河南日报报业集团有限公司 承印：江苏时报社有限公司 （郑京）工商广登登字(2019)001号 定价：1.60元/份