



刘学

期货执业证书编号 F3030835

liuxue@dxqh.net

隆众建信甲醇策略会会议纪要

核心观点:

1. 原油会有 3 个百万桶量级的变量影响原油供给端; 需求增速稳定, 需求结构分化; 1 季度需求季节性低点, 上半年大概率累库存; 原油前低后高, Brent 均值 60-70 美元/桶。PTA : PX 对 PTA 在成本端的支撑逐渐减弱; PTA 行业利润继续提高, 加工差有望保持在 800-1000 元/吨; 消费品增速将放缓, 难以维持高景气度; PTA 先抑后扬, 价指重心低于 2018 年。波动区间 5200-6300 元/吨。天然橡胶: 供应牛市, 预计供应增速 7%; 需求增速下降至 2.9%; 供需格局有望在 2021 年转变; 沪胶价格区间为 10000-15000 元/吨, 低点出现在 3 季度。纸浆: 国内木浆港口库存和纸品存货高位; 国内木浆需求疲软, 需求季节性规律弱化; 漂针浆进口增速低位; 价格区间为 5400 元/吨到 6000 元/吨。
2. 甲醇受到各个国家资源的不同而呈现产销分离的状态。主要出口区域是在中东、南美洲、东南亚和美国。主要消费国集中在西北欧、中国和美国。2018 年甲醇进口量 750 万吨, 较 17 年缩小 65 万吨。
3. 2018 年我国甲醇出口 32 万吨, 大幅增加 20 万吨, 增幅 150% 多。今年甲醇出口量增加的原因在于人民币贬值, 导致周围小国家的需求与我国甲醇价格打开了一个套利窗口。
4. MTO 对原料的承受能力作为甲醇价格上限, 国内甲醇生产成本决定了国内甲醇价格下限。
5. 目前从短期来看, 中美贸易战对市场影响是不大的, 但是宏观事件往往会在金融市场波动比较大, 而甲醇期货在化工品期货中比较活跃, 不排除受到很大的波动。而且华东现货价格比较高, 通过华东现货传导到内地去, 甲醇的进口会受到外盘报价和汇率的影响。中美贸易摩擦对甲醇的影响主要会体现在汇率上。美国制裁伊朗和中美贸易摩擦对甲醇的影响主要通过原油下游聚烯烃和油品的价格波动来实现。
6. 2019 年中国依然是最重要的甲醇进口国, 国际市场依然产销分离。贸易促进了调度的流动。沿海市场依然需要调度的补给。综合来看, 甲醇贸易和需求方面仍在一个上升期, 增速有所放缓。而甲醇市场规模不断扩大, 国内供需方面仍有望保持相对平稳的格局。
7. 2018 年甲醇制烯烃占甲醇消耗量一半以上, 很大意义上来讲几乎可以左右甲醇价格。它对甲醇的单耗在正常核算成本是以 3 来计算。
8. 2018 年中国外采型甲醇制烯烃企业利润堪忧。其中 2018 年山东 MTO 企业利润平均-100 元/吨, 华东 MTO 企业利润-1113.5 元/吨。自供型烯烃工厂的利润还是比较丰厚的, 因为它从煤制开始核算。成本较低。
9. 全球乙烯、丙烯产业供应方竞争明显。MTO/CTO 是高油价下的产物, 受油价及中国甲醇价格操控明显。油价决定的烯烃的价格, 也会导致 MTO/CTO 的投产率。
10. 中国烯烃产业供给结构主要增长点在 MTO 及 CTO。后期煤制烯烃在利润以及终端需求等方面将继续承压, 产能增速恐难再创历史新高。在新上甲醇制烯烃的项目上, 机遇与风险并存。原料来源相互之间存在较强的采购渠道及物流运输的竞争。

建信期货：能化策略报告——柳暗花明又一村

2018年原油是“冲高回落，波动率加剧”走势，全年可分为六段行情。年初油价延续17年以来的上涨，布伦特首次突破70美元，从1月-2月初布伦特原油涨幅6%左右。背后主要推动因素：1.美元指数下行至90以下。2.伊朗示威游行，市场担心可能对生产端形成影响。但2月初美国出现股灾，风险蔓延至商品市场，原油期货遭遇抛售，布伦特在6个交易日下跌10%以上，这也是国际油价在年内的首次暴跌。之后到5月中旬，市场主要交易逻辑回到了中东的地缘政治上。4月初叙利亚发生了疑似化武袭击事件，当时特朗普表示将决定美国是否出兵叙利亚。接着伴随美军战机，原油单边拉涨。5月开始伊朗也成为焦点。伴随美国推出伊核协议并正式从11月制裁伊朗，油价进一步上涨，布伦特也是在年中首次突破了80美元。直到5月中旬OPEC放松减产的消息被释放出来，整个油价震荡下跌。5月中旬至8月中旬布伦特区间跌幅10%左右。此后从8月中旬至10月初国际油价迎来年内最后一波上涨，主要因素是11月初美国正式对伊朗实行制裁。伊朗在供给端的话语权远大于叙利亚，油价也是单边拉涨，10月3日布伦特达到85美元，是17年11月以来的高点，同期WTI站上76美元高点。此后在正式开始制裁之前，美国放出了一些豁免，这些豁免远超市场预期，油价开始断崖式下跌。从10月初至年底国际油价跌幅40%。从全年来看，布伦特跌幅20%，WTI跌幅25%左右。19年年初油价又有10%的反弹，这背后主要包括OPEC更严格地执行限产，沙特减少1月的出口。

2018年上半年，OPEC 12国减产执行率始终维持高位（150%以上），全球OECD原油库存降至5年均值以下，OPEC超额减产75万桶/天，是油价推涨的因素。放松减产使2018年下半年去库放缓，下半年减产执行率跳崖式下跌（降至120%左右，降幅40%）。5-10月，OPEC剔除掉减产的伊朗和委内瑞拉，再加上俄罗斯，它们增产的量是190万桶/天，其中沙特和俄罗斯就贡献了百万级日量增产。当时市场普遍观点认为OPEC剩余产能不大，要释放出来很困难，但这些国家用事实证伪。尽管伊朗和委内瑞拉产能有所衰减，算在内全球增产也是在150万桶以上，整个供给端压力非常明显。为了弥补供给端的增产，OPEC在18年底开了最新的减产会议，整个会议有两个需要关注的点：1.减产产量：OPEC减产80万桶/日，非OPEC减产40万桶/日。2.减产参照产量：2018年10月产量。可以看到OPEC国家为了在减产的同时又不至于损失太多的市场份额，它们通常在减产之前会进行增产。16、18年两次OPEC在减产会议召开前半年，产量上行趋势十分明显。16年增产34万桶/日，18年同期增产80万桶/日。以沙特举例，在16年底沙特产量在1060万桶/日，减产后依然有1010万桶/日配额。沙特执行情况非常好，直到去年下半年开始产量快速增长，在新一轮减产后沙特配额为1020万桶/日，高于上一次。所以OPEC的减产往往先通过一个增产抵消产量，有效力会比较小一些，整个OPEC的减产更像一个数字游戏。虽然沙特今年1月出口量削减，但通过船运数据跟踪，沙特出口季节性是非常明显的。1季度通常是出口的低点，700万桶出口量和18年1月出口量是比较持平的，所以整个出口的减少影响比较有限，短期来说政策的效力我们认为比较弱。更值得关注的是今年4月OPEC将决定是否延续减产，这将成为供给端第一个百万桶量级的变量。

委内瑞拉产量逐步衰减，18年前10个月产量衰减了46万桶/日，比17年同期扩大了11万桶/日。2019年认为委内瑞拉产量衰减的力度有所减少。从17年开始委内瑞拉原油出口逐月下降直到去年年中开始触底反弹。去年11月委内瑞拉环比出口量增速在20万桶/日，其中主要增量都是出往中国。出口端保持稳定甚至开始反弹。委内瑞拉轻质稀释油的进口量从去年9月开始触底回升。委内瑞拉生产重油，需要和这种轻质油调和才能更好地适用于炼化和出口。轻质油进口触底回升同样也是我们认为19年委内瑞拉原油产量江苏缩小的因素。这种衰减我们认为大概率会缩小至20万桶/日左右。安哥拉2018年产量同样是衰减的，去年年中（6/7月）整个减产执行率接近400%。去年7月底道达尔船投产，11.5万桶/日的产能也使得安哥拉产量开始恢复，减产执行率如约下降，降至300%以下。19年1月道达尔另一艘11.5万桶/日的船投产。这两艘船的投产使得安哥拉油田的衰减被比较好地对冲。认为整个安哥拉的产能衰减在外来是会逐步去化的，整个减产执行率可恢复到100%这样一个水平。

去年从美国开始说制裁伊朗之后，油价就发生了剧烈的波动。事实上12-15年美国 and 欧盟就对伊朗实施过一轮联合制裁。伊核问题最早可以追溯到上世纪50年代，但是西方和伊朗合作开发了一些核技术和核设施。70年代末，美国和伊朗断交，伊朗和西方的关系彻底陷入了冰点，这时候伊朗手里的这些核技术对西方来说变成了非常敏感的问题。奥巴马上台后首先和伊朗会谈，希望以和平的方式解决这个问题，但最后并没有奏效。2011年底奥巴马签署总统令将从12年6月起对伊朗中央银行、能源设施进行一些制裁，欧盟也随后加入到制裁当中。可以看到11年开

始伊朗原油产量下降非常迅速。这个制裁直到 15 年伊核协议通过，伊朗以放弃核试验以得来全球对其制裁的结束。此后伊朗产量才有所恢复。直到特朗普上台后对伊核协议不满，主要是由于伊朗协议并没有对 10 年到期后伊朗的核试验进行制约。特朗普告知如果西方世界没有给出一个很好的修改版本，美国就要退出伊核协议，重新制裁伊朗。去年 5 月 9 日，美国正式退出伊核协议，并从 11 月起正式开始制裁伊朗。对比一下这两次全球对伊朗的支撑，可以看到在 2012 年美国给出的这半年缓冲期里面，产油国为了对冲伊朗产量的下降，也是纷纷增产。全球当时产量的增速大概在 90 万桶/日。18 年情况也类似，产油国通过增产填补伊朗少的份额。只不过 18 年增产更加坚定了。增产在 150 万桶/日，比起 12 年同期增加 60 万桶/日，这也是油价下行的推动因素。除了增产的力度大以外，美国的豁免力度也是远超市场预期。就在正式制裁的 11 月初，美国宣布包括中国、中国台湾以及印度意大利等国家和地区获得 180 天原油制裁的豁免。零封伊朗出口的高调姿态以及最终豁免接近 120 万桶/日的结果，也是导致美国油价断崖式下跌。除了台湾地区 and 希腊，对于伊朗原油进口比较少（都在 10 万桶/日以内），剩下的这 6 个国家和地区就是伊朗在 18 年前 6 大原油出口国。这 8 个国家和地区 18 年前 10 月进口量是占到伊朗全部出口量 85% 以上。所以强烈的制裁姿态和最终大规模豁免也是导致了油价的下行。印度和中国是伊朗最大的原油从出口国，18 年前 10 月这两国原油进口量占伊朗总出口 60% 以上，印度在美国官方豁免前的 10 月，就官方透露将于 11 月订购 10 万桶/日的伊朗油。在美国豁免政策出来后，可以看到印度豁免的 30 万桶/日的量与其采购量可以对应。2 月印度对伊朗的采购量同样是维持在 900 万桶。因此印度这边对于美国的豁免执行非常严格，它的进口量会保持在 30 万桶/日。中国此前是伊朗原油最大的出口目的地。12 月彭博数据统计，中国对伊朗原油的进口量从之前的 60 万桶/日左右降到了 5 万桶/日左右，这个降幅非常大，但根据海关公布的数据显示，进口量为 36 万桶/日左右。彭博和海关数据差距较大，其他咨询公司对于伊朗进口量的统计也是有一些分歧。认为原因在于伊朗此前为了规避美国制裁，关闭了船上的信号，市场上存在一些预期差，这也是导致未来油价剧烈波动的一个原因。按照海关数据，中国伊朗进口量对于美国的豁免配额也是非常接近的。所以中国和印度这两大伊朗原油贸易伙伴对于豁免的执行力度都是非常好的。19 年豁免结束前，预计中国和印度这两大伊朗出口国对于伊朗原油的进口维持在 18 年 50% 的水平。土耳其美国给它的配额是 6 万桶/天，认为土耳其应该会超过这个配额主要是两个原因：1. 土耳其对伊朗原油的依赖程度是非常高的，在去年上半年它对伊朗的进口量达到 80% 以上，从 7 月开始占比骤降（美国宣布制裁伊朗），直到去年底进口量占比依然在 30% 左右。如果严格执行配额，会对土耳其炼厂的原料造成比较大的影响。2. 在之前沙特记着遇害事件中，土耳其也是完全把握了事件的走向，也释放了一些不利沙特和美国的消息。这也是我们认为土耳其会超额进口的原因。韩国虽然美国给到它 20 万桶/日的伊朗的配额，但根据统计在 18 年 7 月后韩国已经完全停止了对伊朗原油的进口。据报道 2 月韩国对伊朗原油进口依然是 0，短期内对于伊朗原油的进口预计不会恢复。伴随着今年 5 月 180 天豁免到期，美国会不会延续豁免将成为影响 2019 年供给端第二个百万桶量级变量。

美国原油 2018 年产量增速创了新高。把美国原油拆分成常规和页岩油进行对比，可以看到从 07 年初到现在常规产量基本没有变化，增量完全来源于页岩油。截至 2018 年 12 月，页岩油产量突破 700 万桶/日，占全美原油产量比例超过 70%，其中 Permian 盆地产量接近 400 万桶/日。由于原油产量增速过快，管道已经成为制约美国产量增长的最大障碍。2018 年 4 月起，由于管道运力出现瓶颈，大量原油胀库，原油不得不通过成本更高的铁路或是公路进行运输。现阶段美国原油产量的释放速度不 Permian 产区管道外运能力基本同步。美国原油产量增速在 2019 年上半年将逐步趋缓，整个管道运力基本没有投放，预计产量将保持在 1200 万桶/日左右。2019 年 7 月起，大量管道将集中投入使用，美国原油产量或将加速上行，到时候对 WTI 形成冲击。EIA 对美国产量的预期一般较为保守，预计 19 年产量 1206 万桶/日，增速 120 万桶/日。7 大盆地的库存井 2018 年增加 13%，Permian 库存井增幅接近 70%，美国增产潜力巨大，2019 年制约产量的仍然在管道端。美国页岩油增产是供给端第三个百万桶量级的变量，相对来说比较确定的变量。美国原油出口效率仍有提升空间，去年 2 月才完成了第一个深水港的改造，装一艘船的效率会从 4 天缩短到 1 天，成本也将下降。2019 年 Permian 产区的管道主要通往德州 CorpusChristi。2020 年后，美国原油出口能力将再上一个台阶。由于中美贸易前景的不确定性，我国自 18 年 8 月起停止进口美国原油。联合石化在 10 月恢复美国原油进口，但进口量依旧较低，美国对中国的出口量需要通过其他亚太国家和欧洲进行弥补，会出现轻质原油出口流向改变的一些情况。

2018 年加拿大原油产量再创新高，NEB (National Energy Board) 预计全年产量增幅有望达 7.5%。加拿大目前

面临和美国类似的情况，即管道运输能力制约产量增长的空间。2018年以前，加拿大 WCS 与 WTI Cushing 价差基本维持在 10-15 美元/桶，伴随加拿大产量逐步释放，加拿大西部地区管道运力逐渐达到瓶颈。西部地区产量大约在 456 万桶/日，同期西部管道运输力大约 336 万桶/日，运力缺口接近百万/日。在管道运输无法满足外运需求后，铁路成为运输原油的主要形式，2018 年 1-11 月，加拿大通过铁路运输出口至美国的日均原油量提高近十万桶。加拿大西部主要有 9 座炼厂，日均加工能力为 74.9 万桶。加拿大西部地区规划建设中的管道主要有 3 条，但由于环保组织的压力，管道投产进度一再推迟。如果顺利今年也只是一根管道投产，其他两根管道大概率在 20 年后投产。为了解决贴水问题，加拿大从 19 年 1 月开始减产，减产的量为 32.5 万桶/日，这个减产会直到加拿大西部地区库存恢复到均值之后，减产会收敛到 9.5 万桶/日。根据判断，加拿大减产大概率在二季度初有所收窄。巴西 2018 年产量增速不及预期，1-9 月巴西原油产量同比下降 5.2 万桶/日，有一个 20 万桶/日的缺口。2019 年巴西有 3 条 FPSO 项目投产，预计产量增幅在 30 万桶/日左右，巴西衰减有望好转。墨西哥国家石油公司 Pemex 统计，2018 年前 10 个月墨西哥原油同比下降 5.6%，其中重质原油保持稳定，墨西哥轻质以及超轻产量降幅更是达到 14.8%。19 年墨西哥国家石油公司会去进口一些超轻油，与重油进行调和。Pemex 预计 2019 年墨西哥产量将达到 183 万桶/日，和 18 年持平，产量衰减有所减缓。

需求方面，全球原油需求有所放缓，主要是由于贸易摩擦所导致。3 大机构对 2019 年全球原油需求预计基本相近，全球原油需求量维持在 100 千桶/日，其中 EIA 较为乐观，预测为 101.5 千桶/日，而 opec 最为悲观。即便是最为乐观的 EIA，也是数次下调了需求预期，主要原因还是在于中美贸易。去年 4 月 EIA 预计 19 年全球需求增速 1.85%，在中美贸易战爆发之后整个需求增速是不断被下修的。到去年 11 月增速已经降到了 1.45%。0.6% 的增速大概对应 60 万桶/日的需求量的下调。需求季节性还是前低后高的走势。今年四个季度总需求是会逐渐好转的。总需求虽然比较稳定，但需求的结构有个分化。由于美国页岩油的不断生产和出口，导致目前全球轻质油是比较过剩的。虽然美国 Y 区的炼厂在 16、17 年经历过改造，但根据船运等数据跟踪，目前美国对于轻质油的吸收已达到顶峰。未来美国增产的这部分油全部都会用于出口。这些出口的轻质油会对汽油石脑油供给压力比较大。其次，包括巴西、墨西哥会从美国进口汽油，18 年这两个国家也是有一些炼厂投产，美国的进口量会被它们国内的产量替代。因此，美国的原油和汽油出口会受到一定压制。在其他地方情况也类似。可以看到从去年下半年起汽油的裂解价差就单边走低。柴油情况截然相反。由于 IMO 的推动，整个行业还是会选择低硫柴油为主。馏分油、柴油的裂解价差从去年下半年开始单边走高。这种交叉型走势认为在 19 年会延续。之前说的两点推动因素依旧存在，其次 19 年亚太地区大量民营炼化设施开始逐步投产。它们的产成品结构同样会更加偏重汽油，对柴油的产量可能相对比较少，可能进一步加剧汽油的过剩。19 年汽油需求走弱，柴油需求走强。库存方面，去年库存逐步降低，但终端成品油库存从去年 5 月起开始掉头增长。18 年成品油相对比较弱势一点。

基于 opec, EIA, IEA10 月平衡表进行调整；加拿大 1 季度减产 32.5 万桶/日，2 季度起减产幅度收窄为 9.5 万桶/日；美国原油产量增速上调 30 万桶/日，根据 Permian 产区原油管道的投放情况，主要集中在下半年；下半年根据伊朗豁免是否解除以及 OPEC+ 减产政策是否取消做出 4 种假设：假设 1（最乐观）：OPEC+ 减产延续至年底；伊朗 Q3 开始结束豁免，出口量再下降 50 万桶/日。假设 2：在假设 1 的基础上，OPEC 与非 OPEC 于 2019 年下半年起停止减产。假设 3：在假设 1 的基础上，美国仍延续对伊朗的制裁豁免。假设 4（最悲观）：在假设 1 的基础上，OPEC 于非 OPEC 于 2019 年下半年起停止减产，且美国仍延续对伊朗的制裁豁免。在没有突发性供给中断的情况下，预计 Brent 均价在 60-70 美元/桶。由于上半年大概率延续累库存趋势，油价压力依旧较大，1 季度需求季节性低点，可考虑反弹做空的策略。4 月若 OPEC+ 延续减产，叠加需求逐步回暖，下半年油价有望进一步上行，可关注油价单边做多的机会。下半年美国 Permian 地区管输瓶颈逐步缓解，美国供给戒将进一步放量，对 WTI 形成压制，关注 Brent-WTI 价差扩大的机会。成品油方面，明年柴强汽弱格局大概率延续，建议关注两者价差扩大的套利机会。

中海油：新经济形势下的甲醇贸易格局

目前我国处于工业化后期向后工业化过渡期转型阶段，已经到达了新经济发展阶段。目前中国服务业比重只有 50%，需要不断提升。甲醇贸易也将显现出一个新形态。我国宏观面近两年变化不会太大，供给侧改革和去产能的政策仍将延续，因此传统煤化工产能淘汰性竞争仍将存在。进入 2019 年以来市场的交易逻辑和去年相似，股票依然在底部盘旋，这个底是十分脆弱的。债市收益持续下跌，降准后更是火上浇油。商品市场在去年 11 月以来一路下跌，

本来开始技术性反弹了，但是在 12 月 EPI 数据公布后，又增加了一个向下的动力。目前股市、债市、商品市场交易逻辑都是一致的，就是预期经济不好，短期内不会有明显改善。最近唯一好的就是汇率的走势。

2018 年甲醇进口量 750 万吨，较 17 年缩小 65 万吨。整体一年波动较往年更为剧烈，这是由于产品的交易、金融属性增强所决定的。而且不同区域、市场间货物价格运动速率是不同的，使得贸易商、套利者在不同形态的市场中获得套利的机会，也增加了甲醇商品的可玩性。甲醇受到各个国家资源的不同而呈现产销分离的状态。主要出口区域是在中东、南美洲、东南亚和美国。主要消费国集中在西北欧、中国和美国。形成这样的路线主要是由于资源属性生产成本的不同。北美、南美、中东主要通过天然气生产甲醇，中国的资源属性决定其大多以煤炭为原料。原料构成的差异造成中国制甲醇成本高于国外。中国天然气制甲醇成本是美国的两倍。中国煤制成本会稍微低一点，主要是由于中国煤炭资源比较丰富，天然气资源较少。登记的时候由于政府政策的制约，很多天然气制甲醇厂甚至开不起来，远远增加了一些成本。未来全球新增的产能都是低成本甲醇。对于中国来说中东北美的甲醇加上运费和关税，依然对比西北的气制甲醇有优势。下游客户在实际操作中会更喜欢天然气制的甲醇。全球国际甲醇总产能约 13500 万吨，约有 60%集中于中国市场。中国是最大的生产和消费市场。40%的量多集中中东、美洲及东南亚。2018 全球产能增速 5%，2019 年预计有 3.79%的增速。未来的新产能主要集中在中东和北美地区。2019 中东产能预计增加 70 万吨，北美预计增加 266 万吨，整体有 336 万吨产能的预计增加值。预计目前至 2020 年，东北亚地区仍将继续扮演全球甲醇最大需求地的角色，未来中东和南北美洲的甲醇将主要流向东北亚。届时，中东出口至东北亚的甲醇将增至 900 万吨，南北美洲出口至东北亚的甲醇总计将突破 1000 万吨。伊朗和美国是主要的甲醇产能增加地，而中国是主要的甲醇产能消费地。中国每月甲醇进口量约为 40-80 万吨，2017 年相对 2016 年下降主要由于外围大量检修，船运管制等。2018 年进口又少了一点，只有 750 万吨，其中 12 月进口量高于 11 月主要由于 11 月长江封航了，11 月到货的只能到 12 月卸货。从进口量来看，伊朗、新西兰、南美洲、沙特到港量显著增加。在去年 12 月智利货源首次抵达了中国。在今年 1 月，受到部分国外长约取消的影响，可售现货大量增多，预计 1 月进口量在 80 万吨左右，处于区间上沿。

2018 年我国甲醇出口 32 万吨，大幅增加 20 万吨，增幅 150%多。2014-2018 年，平均出口量是 26 万吨，因数据非常小，波动非常大。今年甲醇出口量增加的原因在于人民币贬值，导致周围小国家的需求与我国甲醇价格打开了一个套利窗口。同时，受到印尼当地生物柴油掺烧比例持续放大的支持，三套甲醇装置在 8-10 月集中检修，带来一个供应缺口，这个缺口使我们出口价较往年多有增加。贸易商发现美金甲醇价格偏高，只能通过这个方式减少亏损。2004-2017 年间，甲醇进口依存度先下降再上升再持续下降的过程，这和甲醇制烯烃有很大的关系。在 09 年后中国对于甲醇的进口依存度逐年下降。但是 13 年之后，由于港口外购制烯烃的投产，造成了港口甲醇需求增加，于是进口量再次提升，这时进口依存度大概在 15%左右。虽然这个数值不高，但是实际贸易上，港口甲醇来回可能会有一个很大的交易乘数，这就会使它价格的权值变得非常高，使得港口甲醇的价格具有很强的引导性，从而去影响期货的价格，两者之间相关性较强。内地甲醇数量多，但和期货相关性不强。进口量虽然不多，但对国内港口甲醇和期货的影响都是比较大的。在 2013 年和 2017 年甲醇上行的驱动因素中也有国外装置集中检修，导致国外和国内甲醇倒挂的情况发生。我国最大的甲醇进口国是伊朗。伊朗的装置动态和美伊关系对国内港口甲醇的价格都有不小的影响。在 12 年美国制裁伊朗时，中国从伊朗进口的甲醇量缩减，国内进口量大幅下降。所以伊朗进口量不仅与装置有关，也与地缘政治相关。长期来看需要关注中国对进口伊朗原油和石化的态度和美国制裁伊朗的力度。

受到资源限制，我国甲醇以煤制甲醇为主，下游则集中在经济发展比较迅速的沿海地区，形成一个产销分离的状况。此前沿海甲醇除了进口货源为主，也有西北货为代表涌入港口进行统收。但是随着西北 CTO/MTO 的发展，西北当地消费量增长明显，外销量急剧萎缩。所以 2018 年下半年套利窗口几乎是关闭的。后期我国甲醇产能和需求仍有一定的增长空间，未来甲醇产能集中度仍将继续上升，而且多是配套下游装置的。因此我国甲醇供需过剩的局面在未来仍会继续存在的。

下游情况中，传统下游像甲醛、二甲醚是过剩的，还是要集中淘汰落后产能。而甲醇制芳烃，甲醇制汽油都会受到环保成本的限制导致开工率到不了很高。所以整体需求还是体现在 CTO/MTO 中。目前 CTO/MTO 已经占了一半的量了，其余还有 MTBE、醋酸等。MTO 对原料的承受能力作为甲醇价格上限，国内甲醇生产成本决定了国内甲醇价格下限。甲醇消费区域主要在西北欧、美国、中国。相比美国和中国，西北欧国家国内没有甲醇厂，需要全部靠进口来

补给，其下游需要也比较稳定。美国随着国内产能提升，进口量逐年递减，挤出的南美进口量转移至中国和西北欧。中国近几年进口量持续增加至 2017 年稳定，2016 年达到 880 万吨的历史最高水平；2017 小幅降至 830 万吨；2018 预计 750 万吨。北美地区仍以甲醛、醋酸消耗为主，其中甲醛部分占比 3 成附近，醋酸消费占比 2 成左右，其他的包括甲醇燃料等需求。西北欧市场约 5 成需求为甲醛需求，其次为 MTBE 需求。东南亚地区同北美相似，约有 3 成的甲醛消费及 2 成的醋酸消费。中国从 2015 年起就已经超越美国成为全球第一大进口国。

关于中美贸易战，我国最大进口国是伊朗，其次新西兰和东南亚。在需求持续增加和套利窗口打开后，美国货源流入中国，但货量非常小，只有 5-27 万吨之间。到 2020 年美国将有 10 套新建甲醇装置投产，设计产能约有 2000 万吨。若顺利，到 2019 年，美国将成为一个完全甲醇净出口国。届时出口至我国的货量大约在 500 万吨。虽然目前中美贸易战对我国甲醇进口影响有限，但后期产能这么大，会影响外围价格，从而影响我国整个甲醇价格的格局。接下来谈间接影响。目前我国甲醇最大的用途是 MT0，制造出来的烯烃料主要以低端料为主，暂时还不能代替进口的高端料。2017 年进口聚乙烯 1180 万吨，进口依存度高达 46%。虽然从美国的聚乙烯进口不足 60 万吨，但是未来两年内美国将有一个以页岩气为原料的聚乙烯新增产能的投产，预计美国进口聚乙烯将达到 200 万吨。从下游分析，可以间接影响我国甲醇行业的格局。目前从短期来看，中美贸易战对市场影响是不大的，但是宏观事件往往会在金融市场波动比较大，而甲醇期货在化工品期货中比较活跃，不排除受到很大的波动。而且华东现货价格比较高，通过华东现货传导到内地去，甲醇的进口会受到外盘报价和汇率的影响。中美贸易摩擦对甲醇的影响主要会体现在汇率上。美国制裁伊朗和中美贸易摩擦对甲醇的影响主要通过原油下游聚烯烃和油品的价格波动来实现。我国对聚乙烯进口依赖度高，同时原油价格也是能源价格的锚。每一个宏观事件都息息相关，美伊矛盾和中美摩擦对甲醇的影响可以通过三者的关系来实现。矛盾增大最直接的影响是原油价格抬升和人民币汇率贬值。近期人民币涨势比较好，说明中美贸易摩擦已经到了一个比较缓和的阶段，接下来发展或是一个我们都能接受的走势。

中国原油期货上市，有利于中国和亚太地区原油价格体系的建立，从而间接影响甲醇的市场价格。2018 年贸易冲突持续了大半年，但是进出口数据并没受到太大影响。这是因为贸易商贸易抢跑所导致的，整一年数据并不是太差。进入 2019 年，随着中美贸易战达成谈判的预期越来越被市场所接受，贸易行为会逐渐回归正常，这个时候之前贸易冲突抢跑所产生的滞后的影响会慢慢体现出来。目前市场已经接受中国经济在放缓的形势，也意味着中国对国外商品需求的减弱，这个对于进口是合理的。而全球经济也进入了可能的放缓阶段，这代表对中国商品外部的需求力量也是在减弱。2019 年贸易部分对于中国经济的拖后腿效应也会更加明显。贸易对于实体经济影响也会促使中国出台更多刺激经济的措施，以实现逆周期的调节。而这些维稳增长的措施会受到一些资本市场的欢迎。从产业大视角来说，受到国际需求下降，生产调度成本上升的诸多因素的影响，东部地区产业会出现一个逐步向中西部转移的趋势，这种趋势不仅带动了中西部经济的发展，也促进了区域经济的协调发展，也为新经济的发展带来更有利的支撑。

总结一下，2019 年中国依然是最重要的甲醇进口国，国际市场依然产销分离。贸易促进了调度的流动。沿海市场依然需要调度的补给。综合来看，甲醇贸易和需求方面仍在一个上升期，增速有所放缓。而甲醇市场规模不断扩大，国内供需方面仍有望保持相对平稳的格局。

隆众资讯：煤、甲醇制烯烃产业发展解析

甲醇制烯烃以及芳烃是甲醇产业链里单耗最高下游产品，其中，2018 年甲醇制烯烃占甲醇消耗量一半以上，很大意义上来讲几乎可以左右甲醇价格。它对甲醇的单耗在正常核算成本是以 3 来计算，但实际上大唐烯烃消耗比例能达到 3.7，低比例工厂的为 2.6/2.7。各大烯烃工厂用甲醇的比例是不同的，所以我们采取了市场相对比较认可的 3 的比例。从 MTP 产业来看，14/15 年大量烯烃厂投产，山东地区投产了比较多的 MTP/MT0 工厂，而且大部分进行外采。所以生产丙烯山东地区的工厂这几年利润萎缩得比较明显。从甲醇其他产业来看，对甲醇的消耗比例过不了 1，在 0.5/0.6/0.8 左右，除了兴起没几年的甲醇汽油。现在各大省份对于甲醇汽油没有特别支持的政策和文件，各省开发的甲醇汽油型号也不同。

去年甲醇上半年震荡向上，下半年震荡下跌，几乎和原油一致出现了过山车似的行情。最高限的时候烯烃工厂出现了很多炒作性的信息。因为现在烯烃工厂对于整个甲醇产业来说消耗比例比较大，所以在甲醇上冲价格比较高的时候，随便蹦出一个烯烃工厂可能减产的消息，市场就得动 20-30。在甲醇价格持续下跌后，我们更多聊的就是

成本。各大工艺也开始关注，比如说固定床和流化床，是不是必须用动力煤，煤渣能不能用，包括不同都市的对标。可以认为甲醇价格的上下限一个是取决于烯烃工厂的承受能力，一个是取决于甲醇生产企业的成本。实际上18年甲醇跌倒低谷时，也没有大范围破了甲醇生产成本。可能在固定床必须选择动力煤已经到了成本线甚至往下一点，大概一吨亏损100-200，但是其他流化床包括焦炉气生产甲醇成本线还暂时没到。尤其焦炉气在前几年一直被用作废气，甚至甲醇这种产品在焦化企业来说是副产品并不是主产。所以说这种生产成本就相对偏低。去年尽管价格在下半年出现了大幅度下跌，也并没有全线破除到成本线那一块。从甲醇价格的特点来看，分短线和长线。短线是供需面。供应情况除非出现了春检、秋检，大范围的检修可能在出现的前期（前1-2周）价格出现反映。除此以外，一套烯烃厂突发性的停车和重启，市场价格能出现一定的波动。如果是预期性出现停车或重启，可能在停车或重启的时间阶段上对市场没有什么影响。相反在重启或停车前两周或后两周，可能造成价格波动。

从全国甲醇产能分布来看，大部分集中在西北地区，也就是我们平时所说的主产区。主产区大部分甲醇的应用是在烯烃上。在烯烃第一套装置没有投产前，大部分货是进行外销的，外销基本上集中在华北、华中、华东地区。后来随着烯烃工厂的投建，烯烃工厂主要投建是距离水、煤比较近，主产区甲醇进行外销的量明显下降。但是在整个甲醇产业来说，主产区的量还是非常高的，影响力还是比较大的。只要套利窗口打开的地方，货源都能销过去。比如说长青，前期库存一直保持很低的水平，实际上它大部分库转移到了武汉备用库，还有一部分转移到华东。实际上它有的时候主要对标的区域是河南、山东，最近也是和山东套利窗口打开了，之前有很长一段时间关中和山东的套利窗口是关闭的。所以不能说它的释放区域是山东，只能说某个时间段货源是过得去的。国际市场上大部分供应集中在北美、中东和中国。中东供应是全球东西半球供应的调节窗口，这几年中国供应量持续增长的幅度还是比较明显的。相比之下其他区域的增长幅度就不是太明显。从近几年国际甲醇需求来看，也能够看出从10-20年，国际甲醇需求市场中，亚洲产能占据75%。而中国产能占亚洲的79%。全球的甲醇看亚洲，亚洲的甲醇看中国。中国的甲醇有一半用量是在烯烃上。甲醇产业供大于求的格局已经很多年了，但从金融危机之后甲醇每年还是会出现比较多的装置投产。19-20年中国预计投产的甲醇装置基本上配套下游，若不配套下游，也是在原有的甲醇装置下进行扩产。14-16年基本上是甲醇烯烃投产增速最快的三年，17/18年投产的量明显萎缩。从中国甲醇制烯烃产业来看，还是以西北及华东大区为主，其中西北大区产能占61.7%。投建多集中在原料资源丰富或水资源丰富地区。19年甲醇制烯烃投产多集中在二季度上半月，4/5月左右。未来甲醇至烯烃投产速度放缓，但依然是在高油价下的新兴产业。

生产成本和利润需要分类型。2018年中国外采型甲醇制烯烃企业利润堪忧。其中2018年山东MTO企业利润平均-100元/吨，华东MTO企业利润-1113.5元/吨。自供型烯烃工厂的利润还是比较丰厚的，因为它从煤制开始核算。成本较低。从烯烃工厂大部分都是生产聚烯烃。聚烯烃的成本是分几种原料，原料不同，生产成本的均线不同。煤制聚乙烯企业生产成本位于4大原料生最低，而甲醇制聚乙烯生产成本位于最高值，无可比性。尽管如此，2018年煤制生产成本也位于近4年高值。目前烯烃工厂还有其他产品在生产，比如乙二醇、EVA、环氧乙烷等。19年乙烯制乙二醇利润较甲醇制乙二醇利润更好，但好的幅度也是相对比较有限。乙烯制环氧乙烷较甲醇制也稍微更好，高400左右。实际上在考虑单体利润时也会考虑综合利润，运输也是甲醇产业中不可忽视的一部分。国际上运输主要是船用，国内主要是汽运+船用和直接汽运。国内运输来看到港口比较集中的是山东港，包括天津港、武汉、重庆、关中。

全球乙烯、丙烯产业供应方竞争明显。MTO/CTO是高油价下的产物，受油价及中国甲醇价格操控明显。油价决定的烯烃的价格，也会导致MTO/CTO的投产率。PDH因丙烷供给充足、价格低廉而具有较强的成本竞争力，增长相对明显。乙烷裂解受原油影响较小，生产工艺路线具有较高收率。中国烯烃产业供给结构主要增长点在于MTO及CTO。中国近几年增长比例较大的范畴为MTO/CTO/PDH。中国煤制烯烃投产速度放缓。市场大量投资甲醇的热情不减，甲醇制烯烃产业的出现，根本上解决了甲醇市场过往及未来的出路。成为近几年甲醇产业增速的最大推动者。国际原油价格的波动是一把双刃剑，原油上涨价格过快势必导致烯烃上涨，烯烃价格上涨可能刺激烯烃产业的投产。加速投产后烯烃上涨受到了阻力。受阻后利润变薄，利润薄后就又循环过来。相反，如果原油价格下跌较快也是一样的。后期煤制烯烃在利润以及终端需求等方面将继续承压，产能增速恐难再创历史新高。在新上甲醇制烯烃的项目上，机遇与风险并存。原料来源相互之间存在较强的采购渠道及物流运输的竞争。

免责声明:本报告中的信息均来源于已公开的资料,我对这些信息的准确性及完整性不作任何保证,不保证该信息未经任何更新,也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发,需注明出处为“东兴期货研发中心”,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。