



甲醇 2018 年年度报告

供需略微偏空 甲醇重心或将下移

甲醇年度报告

摘要:

- 欧美经济稳步复苏
 - 结构调整初显成效，中国经济企稳回升
 - 短期甲醇货源偏紧态势仍将持续
 - 春节前后，国内外停车装置将陆续重启
 - 国内外产能继续扩张，关注外盘对国内市场的冲击
 - 下游缺乏亮点，需求提升有限
 - 甲醇利润丰厚，下游利润薄弱，产业链利润或重新分配
- 虽然宏观环境对甲醇有一定的支撑作用，且需求也较为稳定，但由于供应端供应充裕，这对甲醇将形成明显压力。因此我们预计，2018 年甲醇重心将有所下移。

作者姓名：李彦杰，张远亮，伍阳

邮箱：LIYanjie@csc.com.cn

电话：023-81157340

期货投资咨询号：Z0010942

发布日期：2018 年 01 月 02 日

目 录

一、行情回顾	4
二、价格影响因素分析	4
1、宏观经济形势	4
1.1 国际宏观	4
1.1.1 全球经济上行提速，复苏进程仍有隐忧	4
1.1.2 美国经济持续强劲，驱动因素不断增强	6
1.1.3 欧洲经济复苏加速，物价低迷有待解决	8
1.1.4 美联储将引领全球收紧流动性	9
1.2 国内宏观	10
1.2.1 结构调整初显成效，中国经济企稳回升	10
1.2.2 积极的财政政策将更加侧重于“优化结构”	12
1.2.3 稳健中性的货币政策重在“防风险”	13
1.2.4 定向降准或成常态，加息或成最小选项	14
1.2.5 外汇储备重回增加，汇率有望维持稳定	15
2、煤价坚挺但短期支撑不强，天然气紧缺利多甲醇	16
3、国内外甲醇产能继续扩张，重点关注国外装置投产进展	17
4、甲醇供给增速下滑，烯烃稳居需求第一	18
4.1 国产增速小幅放缓，进口增速显著下降	18
4.2 烯烃带动甲醇需求增长有限	20
5、2018 年关注装置重启情况	22
6、季节性分析	22
7、甲醇企业利润丰厚，下游利润大幅压缩	24
8、价差分析	25
三、技术分析	26
四、总结及行情展望	26
1、总结	26
2、行情展望	27
3、套保建议	27

图 目 录

图 1：甲醇主力合约价格走势（日 K 线）	4
图 2：全球 GDP 实际增速及预测	5
图 3：全球采购经理人指数	5
图 4：经合组织综合领先指标	5
图 5：经合组织商业及消费者信心指数	5

图 6: 美国国内生产总值及其增速.....	6
图 7: 美国新增非农就业人数及失业率.....	6
图 8: 美国非农企业薪酬及工作时长.....	6
图 9: 美国非农职位空缺数.....	6
图 10: 美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数.....	7
图 11: 美国物价指数变动情况.....	7
图 12: 美国国际贸易及其增速.....	7
图 13: 美国国内消费及其增速.....	7
图 14: 欧元区和欧盟 GDP（不变价、季调）及其增速.....	8
图 15: 欧元区和欧盟区工业生产指数增速变化.....	8
图 16: 欧元区采购经理人指数.....	9
图 17: 欧盟和欧元区制造业产能利用率.....	9
图 18: 欧盟 28 国失业人数及失业率.....	9
图 19: 欧盟及欧元区核心 CPI.....	9
图 20: 美国基准利率及债券收益率.....	10
图 21: 英国及欧元区基准利率.....	10
图 22: 中国国内生产总值及其增速.....	11
图 23: 中国固定资产投资及其增速.....	11
图 24: 中国社会消费品零售总额及其增速.....	11
图 25: 中国进出口贸易额及其增速.....	11
图 26: 中国工业增加值同比增速.....	12
图 27: 中国制造业 PMI 指数.....	12
图 28: 中国公共财政收入和支出及其增速.....	13
图 29: 中国税收收入和企业所得税收入累计增速.....	13
图 30: 中国货币供应增速及剪刀差变动.....	13
图 31: 中国人民银行现金净投放.....	13
图 32: 中国社会融资规模及新增信贷占比.....	14
图 33: 中国新增人民币存贷款.....	14
图 34: 中国人民银行存款准备金率.....	15
图 35: 上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）.....	15
图 36: 人均可支配收入和消费性支出实际增速.....	15
图 37: 中国物价变动情况.....	15
图 38: 中国外汇储备变动情况.....	16
图 39: 美元和欧元兑人民币汇率中间价.....	16
图 40: 动力煤价格（元/吨）.....	16
图 41: 天然气价格（元/吨）.....	16
图 42: 各地区进口占比.....	18
图 43: 主要进口地区进口量变化情况（万吨）.....	18
图 44: 国内甲醇累计产量及增速.....	19
图 45: 国内甲醇月度产量（万吨）.....	19
图 46: 2017 年 1-10 月甲醇累计产量分布.....	19

图 47: 国内甲醇进口量及增速.....	19
图 48: 甲醇月度进口量 (万吨)	20
图 49: 国内外甲醇价差.....	20
图 50: 甲醇制烯烃不同工艺流程图.....	20
图 51: 乙烯、丙烯累计产量 (万吨)	20
图 52: 甲醛产量统计.....	21
图 53: 二甲醚产量统计.....	21
图 54: 醋酸产量统计.....	21
图 55: 2017 年甲醇下游需求消费占比.....	21
图 56: 江苏与宁波港口甲醇库存 (万吨)	22
图 57: 广东与福建地区甲醇库存 (万吨)	22
图 58: 甲醇期货价格季节性走势.....	22
图 59: 甲醇开工率.....	23
图 60: 烯烃装置的开工率 (%)	23
图 61: 甲醛装置的开工率 (%)	23
图 62: MTBE 装置开工率 (%)	24
图 63: 醋酸装置开工率 (%)	24
图 64: 山东煤制甲醇的利润 (元/吨)	24
图 65: 西南天然气制甲醇的利润 (元/吨)	24
图 66: 传统下游利润 (元/吨)	25
图 67: 丙烯及聚丙烯与 3 倍甲醇价差 (元/吨)	25
图 68: 甲醇主力基差 (元/吨)	25
图 69: PP 主力与 3 倍甲醇主力期价价差 (元/吨)	25
图 70: 甲醇主力合约价格走势 (周 K 线)	26

表 目 录

表 1: 2017 年国内装置投产情况.....	17
表 2: 2018 年国内装置投产情况.....	17
表 3: 2018 年国外装置投产情况.....	18
表 4: 2018 年国外装置运行情况.....	20

一、行情回顾

2017 年，甲醇期价先抑后扬。1-2 月中旬，由于下游备货以及市场整体氛围偏乐观，甲醇期价持续上行并创下近三个新高。2 月中旬-6 月底，在库存高位、烯烃行业集中检修、宏观悲观预期以及流动性收紧等多重压力下，甲醇走出了一波顺畅下跌行情，跌幅近 30%。6 月-9 月，由于国内产量增幅有限，进口大幅下降，甲醇库存已降低到最低位，同时，煤价上行导致成本抬升，叠加商品市场集体反弹，甲醇期价一改前期颓势，持续上涨近三个月，接近年初高点。9 月-10 月，国内新装置投产以及国外检修装置重启预期渐起，环保压力下下游需求提升有限，甲醇开始回调。10 月-12 月，取暖季焦化限产的严格执行和“煤改气”导致的天然气供给紧缩，使得焦炉气制甲醇，尤其是天然气制甲醇装置停车范围不断扩大，同时，国外检修装置延迟重启，导致国内甲醇供应持续偏紧，主力期价也刷新了年内高点，一度达 3268 元/吨。

图 1：甲醇主力合约价格走势（日 K 线）



数据来源：文华财经，中信建投期货

二、价格影响因素分析

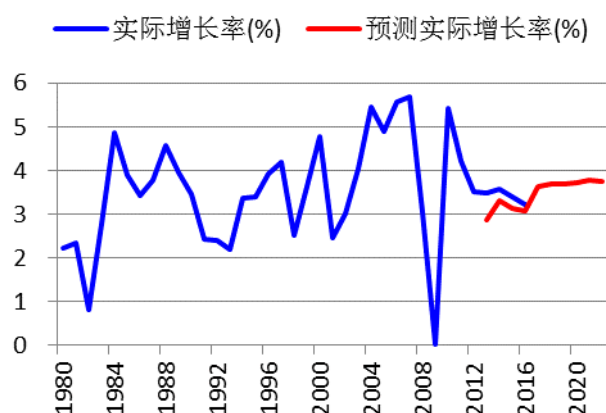
1、宏观经济形势

1.1 国际宏观

1.1.1 全球经济上行提速，复苏进程仍有隐忧

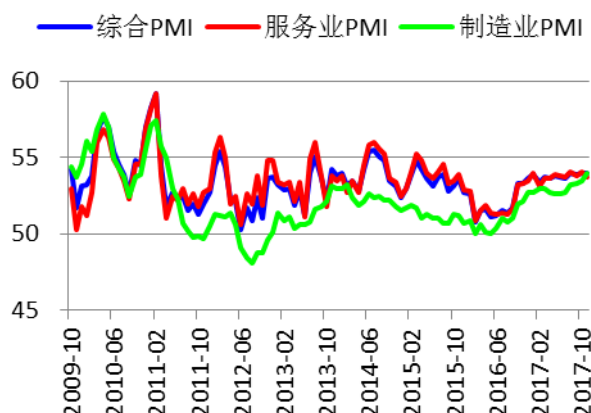
2016 年中期以来，全球经济进入缓慢的周期性复苏阶段，且在美国经济持续强劲、欧洲摆脱债务危机后逐步企稳回升以及中国经济依然强劲等因素驱动下，2017 年全球经济增长有所提速。IMF 在《世界经济展望(2017 年 10 月)——寻求可持续增长：短期复苏及长期挑战》中指出，全球经济活动的回升力度在继续增强，并基于部分发达经济体和新兴经济体强劲的增长势头，上调了 2017 年和 2018 年全球经济增速预测值至 3.6%和 3.7%，相比于 2017 年 4 月份的预测值均上调了 0.1 个百分点。

图 2：全球 GDP 实际增速及预测



数据来源：Wind, IMF, 中信建投期货

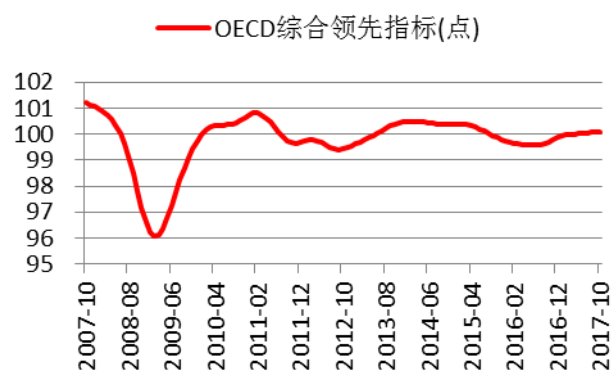
图 3：全球采购经理人指数



数据来源：Wind, 中信建投期货

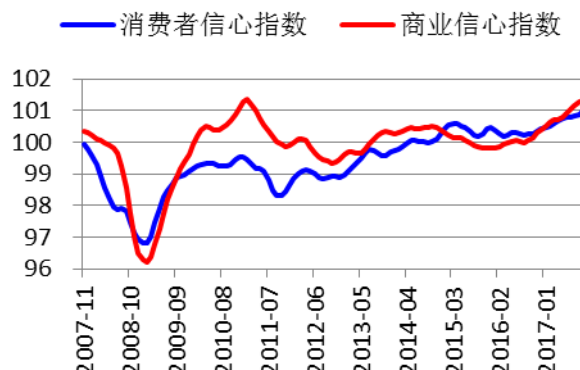
经历了 2013/14——2016 上半年的调整周期后，全球经济整体复苏步入正轨，经济开始扩张、市场景气程度不断提升、消费信心也不断增强。摩根大通全球 PMI 指数显示，2016 年下半年开始，综合 PMI 指数、服务业 PMI 指数和制造业 PMI 指数纷纷结束了下行趋势开始逐步上行，其中全球制造业 PMI 指数上升最快，从 2016 年最低时的 50% 水平快速升至 54%，表明全球制造业的扩张速度在加快，后期将有助于支撑全球经济的持续强劲复苏。全球制造业加快扩张背景下，消费信心也不断增强。经合组织统计数据显示，2017 年 11 月份，商业和消费者信心指数分别为 101.3041 点和 101.0464 点，分别较 2016 年同期高 1.0120 点和 0.7053 点，均呈现出持续上升的趋势，且商业信心指数上升速度明显快于消费者信心指数，表明企业对未来的经济形势表现出更为乐观的情绪。

图 4：经合组织综合领先指标



数据来源：Wind, 中信建投期货

图 5：经合组织商业及消费者信心指数



数据来源：Wind, 中信建投期货

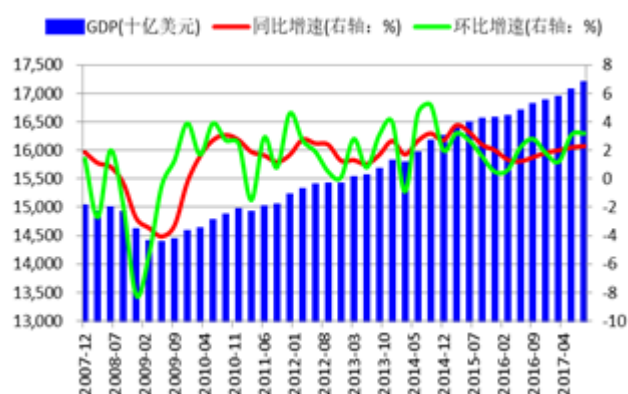
不过，全球经济在复苏过程中仍然面临诸多风险。大多数经济体通胀低迷、金融监管面临倒退可能性，全球金融市场紧缩的速度可能更快、力度可能更大，加上地缘政治及贸易保护主义抬头，这些单因素或多因素叠加将给中长期的全球经济增长带来冲击，甚至可能导致新兴经济体的经济动荡。从全球大宗商品角度看，除因欧美经济复苏及中国供给侧结构性改革等多重因素刺激下少数商品有所上扬外（部分中国特色商品突破 2012 年前后的高点），主要的全球大宗商品尤其是农产品依然处于历史底部附近，这表明全球通胀仍需要足够的时间才能回归至正常水平。从就业市场看，失业率因全球经济的复苏而持续下行，但工人工资并未随之明显改善，主要经济体工人工作时间未达到饱和状态。IMF 在最新的《世界经济展望》中指出，主要经济体工人工资恢复及增长非常缓慢，部分经济体工

资水平仍未恢复到金融危机前的水平，工人也渴望获得更长的工作时间，这一方面暗示着全球经济复苏具有脆弱性的一面，另一方面也表明全球经济在复苏进程中面临不确定性风险。

1.1.2 美国经济持续强劲，驱动因素不断增强

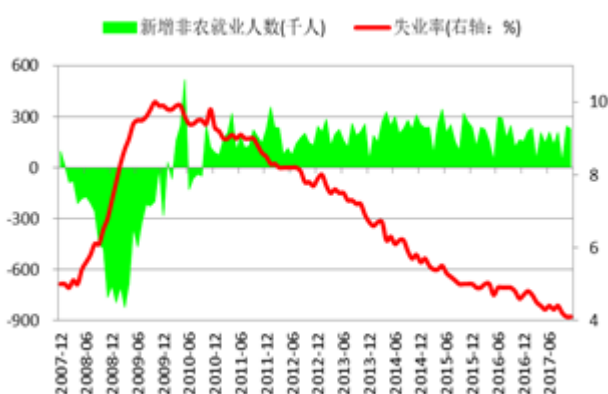
2017 年，美国经济延续着强劲的增长势头，就业市场持续性改善、制造业扩张不断加速，保持在合理区间的物价增长支撑了民众的消费信心，美国经济的驱动力也不断得到增强。

图 6：美国国内生产总值及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

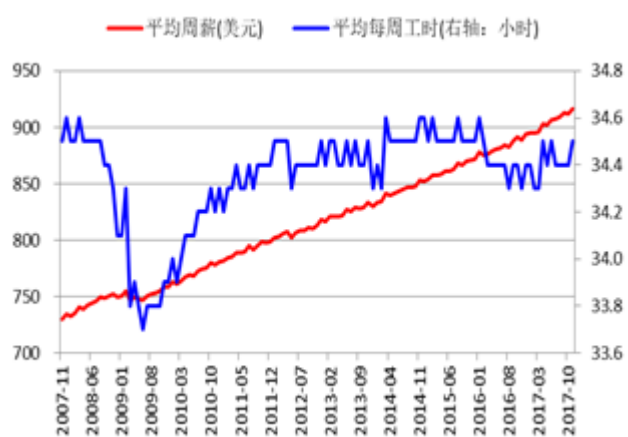
图 7：美国新增非农就业人数及失业率



数据来源：Wind，中信建投期货

美国经济分析局公布的统计数据显示，2017 年美国第三季度 GDP（不变价）达到 17.16 万亿美元，同比增长 2.30%，增速较 2016 年同期高 0.78 个百分点，延续着持续回升的态势，这已经是美国经济连续第 5 个季度同比增速加快。

图 8：美国非农企业薪酬及工作时长



数据来源：Wind，中信建投期货

图 9：美国非农职位空缺数

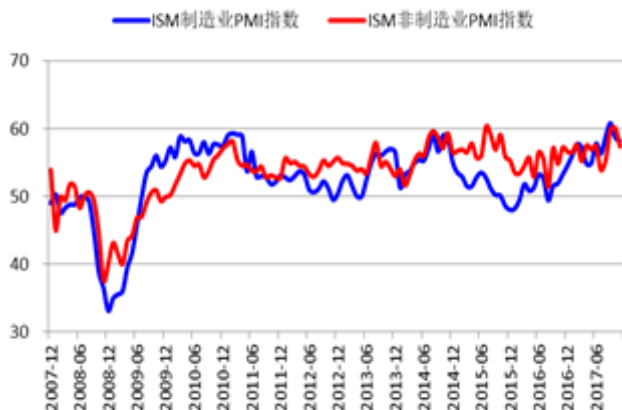


数据来源：Wind，中信建投期货

就业形势的持续改善印证了美国经济的强劲势头。美国劳工部最新统计数据显示，2017 年 11 月份新增非农就业人数达到 22.8 万人，继续保持稳定；经季节性调整后的失业率进一步降至 4.1%，相比于 2016 年同期低 0.5 个百分点。美国失业率的降低，伴随着薪资的增长和职位空缺数的增加，且非农企业员工工作时长保持在稳定区间，这意味着美国就业市场的改善具有长期持续性。美国劳工部公布的最新统计数据显示，2017 年 11 月份美国非农企业

员工平均周薪达到 915.98 美元，较 2016 年同期增加 27.27 美元，延续着持续增加的趋势；11 月份美国非农企业员工平均每周工作时长为 34.5 小时，较 2016 年同期仅增加 0.2 小时，平均每周工时继续保持在 34.2—34.6 小时区间；美联储关心的职位空缺数继续增加，10 月份经季节性调整后的职位空缺数达到 599.6 万人，较 2016 年同期多 40.9 万人。

图 10：美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数



数据来源：Wind，中信建投期货

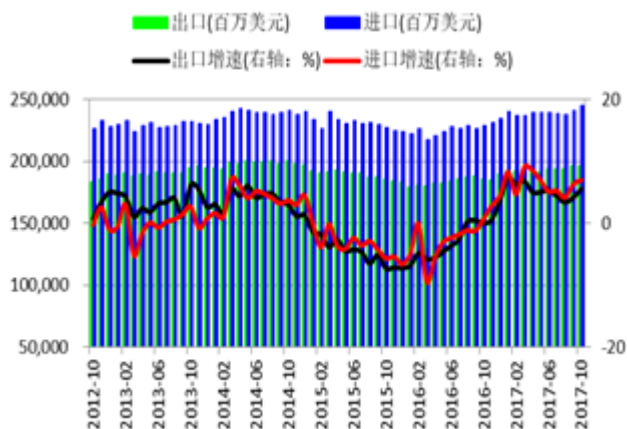
图 11：美国物价指数变动情况



数据来源：Wind，中信建投期货

制造业及非制造业扩张持续加速从另一个侧面反映出美国经济强劲增长的势头。美国供应管理协会公布的统计数据显示，2017 年 11 月份美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数分别报 58.2 和 57.4，较 2016 年分别高 5 和 0.2，且从 2016 年年初开始，美国制造业扩张提速明显快于非制造业，为美国经济持续强劲的增长奠定了坚实的基础。就业市场的持续改善及制造业和非制造业扩张不断提速背景下，美国物价水平保持着稳定。美国劳工部公布的统计数据显示，2017 年 11 月份美国经季节性调整后的核心 CPI 同比增长 1.7%，增速继续保持在 1.5—2.5 区间范围，这将有助于提升收入不断增加民众的消费需求。

图 12：美国国际贸易及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 13：美国国内消费及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

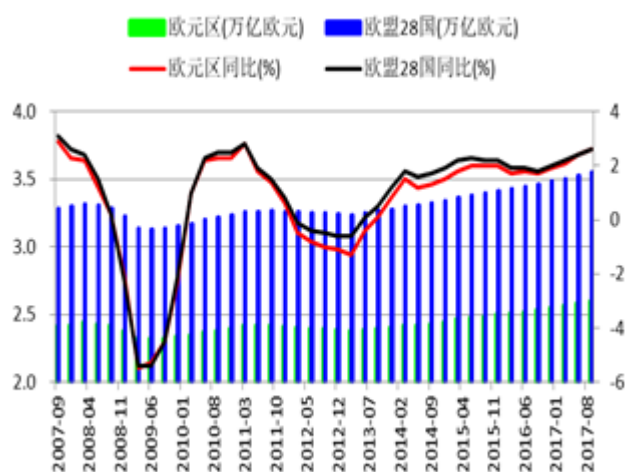
另外，美国外贸及消费增速经历短暂调整后重回升势，支撑美国经济驱动力不断增强。美国经济分析局最新的统计数据显示，2017 年 10 月份美国出口和进口同比增长 5.55% 和 6.98%，增速较 2016 年同期高 5.01 和 4.11 个百

分点，且为 8 月份以来连续第 2 个月加快；11 月份美国零售销售总额同比增长 6.29%，增速较 2016 年同期高 3.21 个百分点，增速延续着震荡回升的态势。

1.1.3 欧洲经济复苏加速，物价低迷有待解决

随着欧洲债务危机渐行渐远，欧洲央行的宽松货币政策驱动着欧洲经济复苏加速。欧盟统计局最新统计数据显示，2017 年第三季度，欧元区国内生产总值（季调、不变价）达到 2.59 万亿欧元，同比增长 2.6%，增速较 2016 年同期和 2017 年第一季度分别高 0.9 和 0.5 个百分点；欧盟 28 国国内生产总值（季调、不变价）达到 3.55 万亿欧元，同比增长 2.6%，增速较 2016 年同期和 2017 年第一季度分别高 0.8 和 0.4 个百分点。欧元区和欧盟经济增速均延续着持续回升的态势，且欧元区和欧盟 28 国 GDP 增速已经接近 2011 年水平，表明欧洲经济已经步入复苏加速的阶段。

图 14：欧元区和欧盟 GDP（不变价、季调）及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 15：欧元区和欧盟区工业生产指数增速变化



数据来源：Wind，中信建投期货

工业生产、制造业及服务业扩张加速不仅仅为欧洲经济复苏加速提供了佐证，也为欧洲经济后期的进一步复苏奠定坚实的基础。欧盟统计局最新统计数据显示，2017 年 10 月份，欧元区 19 国和欧盟 28 国工业生产指数同比增长 3.7% 和 4.2%，增速较 2016 年同期高 2.9 和 3.7 个百分点，且增速延续着震荡走高的态势；伴随着工业生产的加速，制造业产能利用率持续提高，2017 年第三季度欧元区 19 国和欧盟 28 国制造业产能利用率分别达到 83.6% 和 83.2%，较 2016 年同期高 1.6 和 1.4 个百分点。制造业产能利用率的持续提升也令欧盟统计局对未来的乐观预期持续增强，并预测 2017 年欧元区 19 国和欧盟 28 国制造业产能利用率进一步提升至 83.9% 和 83.8%，相比于第三季度提高 0.3 和 0.6 个百分点。

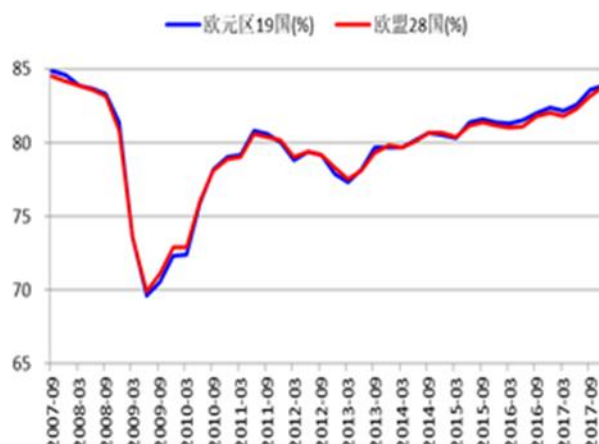
从采购经理人指数角度看，欧洲市场景气程度不断提升，制造业、非制造业扩张速度不断加快，尤其是制造业在 2016 年突破近三年的稳定扩张格局后，扩张速度快速超过非制造业，并突破金融危机前后水平。数据统计机构最新的统计数据显示，2017 年欧元区 Markit 综合、制造业和非制造业 PMI 指数分别报 58.0、60.6 和 56.5，分别较 2016 年同期高 4.1、6.9 和 2.7，且制造业 PMI 指数已经创历史新高。

图 16：欧元区采购经理人指数



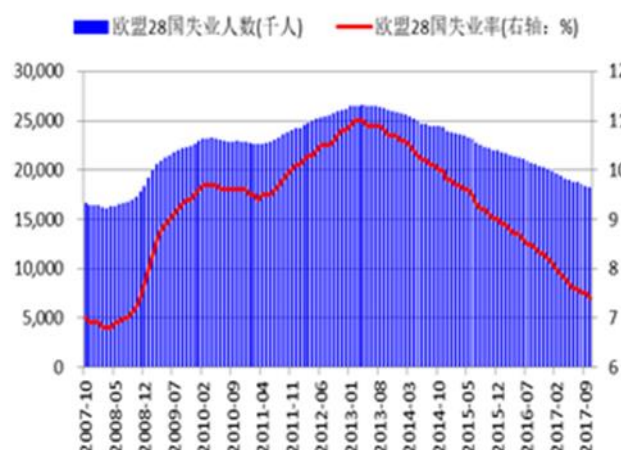
数据来源：Wind，中信建投期货

图 17：欧盟和欧元区制造业产能利用率



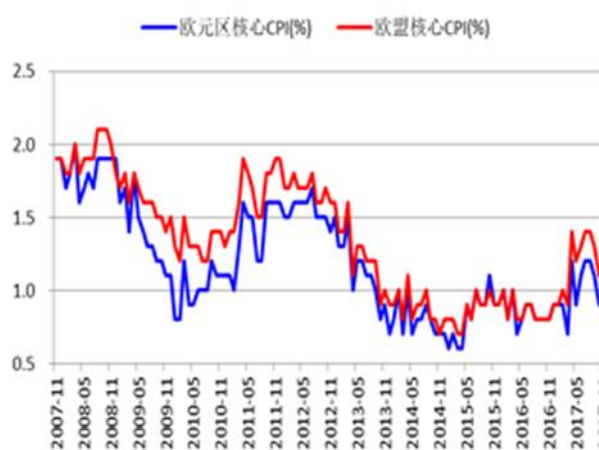
数据来源：Wind，中信建投期货

图 18：欧盟 28 国失业人数及失业率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 19：欧盟及欧元区核心 CPI



数据来源：Wind，中信建投期货

欧洲就业形势伴随着经济的复苏不断改善，这也从另一个侧面反映出欧洲经济不断向好。欧盟统计局最新的统计数据显示，2017 年 10 月份欧盟 28 国失业人数为 1824.3 万人，较 2016 年减少 207.4 万人；失业率已经降至 7.4%，较 2016 年低 0.9 个百分点。虽然欧盟就业形势在不断改善，失业人数也持续性减少，但失业率依然未能下降至金融危机前的水平之下，这也是欧洲经济进一步复苏的潜在隐忧。就业形势未恢复至金融危机前的水平，也拖累了消费热情的提升，令欧洲的物价水平持续低迷。欧盟统计局最新统计数据显示，2017 年 11 月欧元区和欧盟经过季节性调整后的核心 CPI 同比增长 0.9% 和 1.2%，增速分别较 2016 年高 0.1 和 0.4 个百分点，仍然徘徊于 1% 附近，未能摆脱长期低迷的状态。

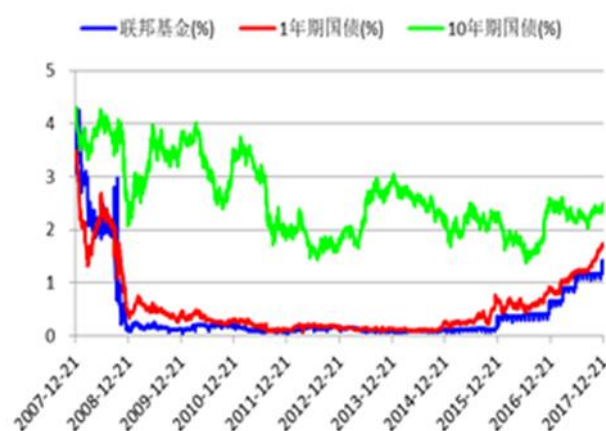
1.1.4 美联储将引领全球收紧流动性

在经济持续复苏及对未来良好的预期背景下，2015 年 12 月份，美联储宣布加息 25 个基点，这是美联储自 2006 年以来的首次加息。之后，美联储于 2016 年加息一次，并于 2017 年连续加息三次。截至 2017 年 12 月份，美联储已经加息至 1.25%—1.5%，表明美国已经正式进入加息的上行通道。由于当前美国经济持续强劲，且在美国制造业

和非制造业扩张持续增强背景下，后期经济有望继续保持强劲势头，加上民众收入的持续增长，将有助于增强美国民众的消费信心，进而支撑美国消费价格的走高。鉴于此，美联储采取进一步加息的概率较大，预计 2018 年美联储有望实现 2-4 次加息。

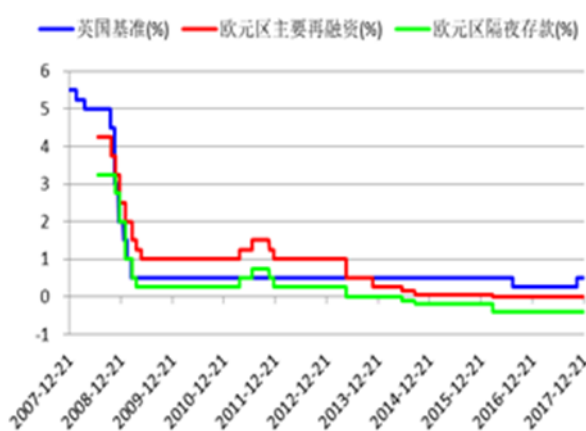
除美联储加息进入上行通道以外，美联储“缩表”行动已于 2017 年启动。2017 年 9 月 21 日凌晨 2:00，美联储宣布“缩表”以收紧货币政策。此次美联储逐步收缩资产负债表将以缓慢、渐进的方式进行，将给未来货币政策操作预留空间，“缩表”持续时间将长达 3-5 年时间。基于美国经济结束复苏后表现持续强劲，美联储在正式宣布“缩表”之前也与市场进行了充分的沟通，因此美联储在进行“缩表”过程中只要不超预期收紧流动性，预计整体对市场的冲击非常有限。

图 20：美国基准利率及债券收益率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 21：英国及欧元区基准利率



数据来源：Wind，中信建投期货

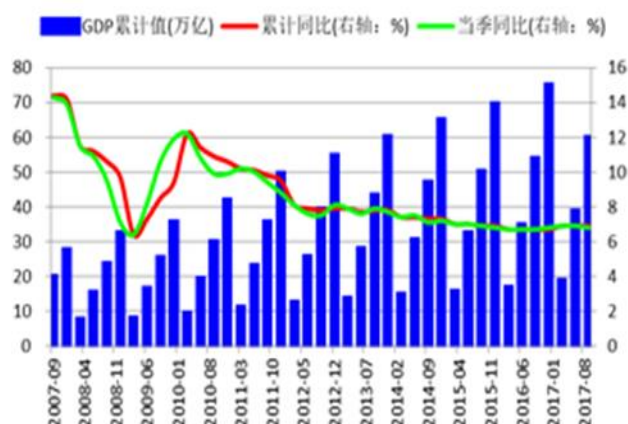
为推动欧洲经济早日实现复苏，欧洲央行于 2015 年推出“欧版 QE”，并延续至今。但在美联储进入加息通道、开始“缩表”以及欧洲经济持续复苏背景下，欧洲央行也于 2017 年 12 月份宣布紧随美联储步伐，于 2018 年开始，将月度资产购买规模缩减一半至 300 亿欧元，这是欧洲央行进行量化宽松政策以来，首次缩减向市场投放流动性的规模，一方面是对美联储收紧流动性的响应，另一方面也映射出对欧洲当前经济复苏的信心。不过，由于欧洲整体的就业形势依然未恢复到金融危机前的水平，欧洲央行追随美联储的道路将不平坦。

1.2 国内宏观

1.2.1 结构调整初显成效，中国经济企稳回升

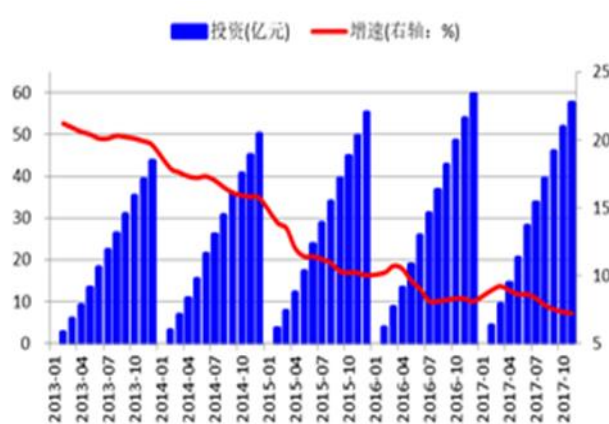
伴随着经济结构调整，经历了 2016 年的艰难筑底后，2017 年的中国经济呈现企稳回升的态势。国家统计局数据显示，2017 年第一、第二和第三季度国内生产总值（GDP）同比增长 6.9%、6.9%和 6.8%，增速分别较 2016 年同期高 0.2、0.2 和 0.1 个百分点。虽然 2017 年第三季度 GDP 增速较第二季度低 0.1 个百分点，但仍快于 2016 年同期水平，表明随着经济结构调整的效果开始显现，中国经济已经逐步摆脱颓势，进入缓慢的经济复苏阶段。

图 22：中国国内生产总值及其增速



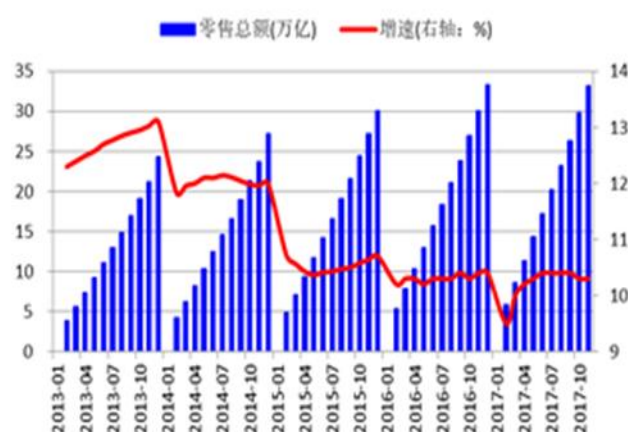
数据来源：Wind，中信建投期货

图 23：中国固定资产投资及其增速



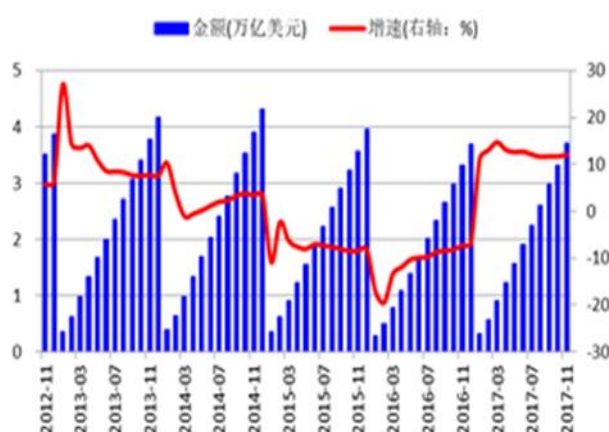
数据来源：Wind，中信建投期货

图 24：中国社会消费品零售总额及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 25：中国进出口贸易额及其增速



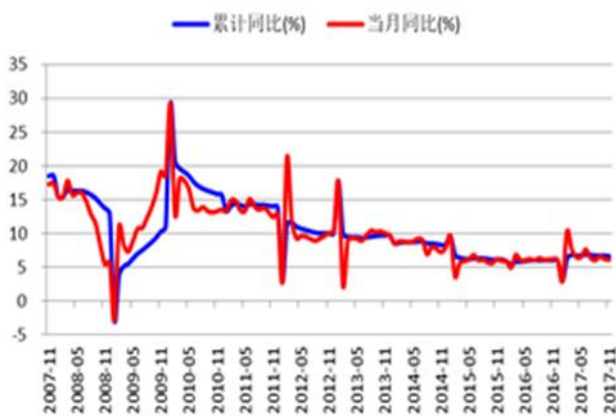
数据来源：Wind，中信建投期货

内外经济环境的改善及国内经济结构的调整升级，是驱动中国经济企稳回升的根源。从投资的角度看，伴随着持续的房地产调控和严控落后产能政策的执行，投资增速延续着持续性下滑的态势，这也进一步削弱了投资对经济的驱动效果。国家统计局数据显示，2017 年 1-11 月份，固定资产投资累计完成 57.51 万亿元，同比增长 7.2%，增速较 2016 年同期低 1.1 个百分点，延续着持续回落的趋势。但是，国内消费结构的升级令国内消费企稳回升，进而一定程度上抵消了投资驱动减弱给经济带来的冲击。国家统计局数据显示，2017 年 1-11 月份，中国全社会消费品零售总额累计达到 33.15 万亿元，同比增长 10.30%，增速较 2016 年同期低 0.1 个百分点，但已经较近十年来的最低增速回升 0.8 个百分点，且增速继续维持在 10% 以上。外部环境的持续改善及内部结构的调整促进了内外需求的增长，这也是驱动中国经济复苏的强劲动力。海关总署统计数据显示，2017 年 1-11 月份，中国进出口贸易总额达到 3.70 万亿美元，同比增长 12.00%，增速较 2016 年高 19.27 个百分点，且增速已经接近 2013 年年初水平，表明进出口贸易对经济的驱动力正在逐步增强。

工业及制造业的改善不但印证了经济的企稳回升，也为后期经济的复苏奠定了坚实的基础。国家统计局数据显示，2017 年 1-11 月份，中国工业增加值累计同比增长 6.6%，增速较 2016 年同期高 0.6 个百分点，且继续保持在 6.5% 以上，并接近 2015 年年初的最高水平；2017 年 11 月份，中国制造业 PMI 指数报 51.8%，较 2016 年同期高

0.1 个百分点，指数已经连续第 16 个月处于扩张区间，且呈现持续加快的趋势，表明制造业已经摆脱经济危机后长期持续的窘境，开始助推中国经济的复苏。

图 26：中国工业增加值同比增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 27：中国制造业 PMI 指数



数据来源：Wind，中信建投期货

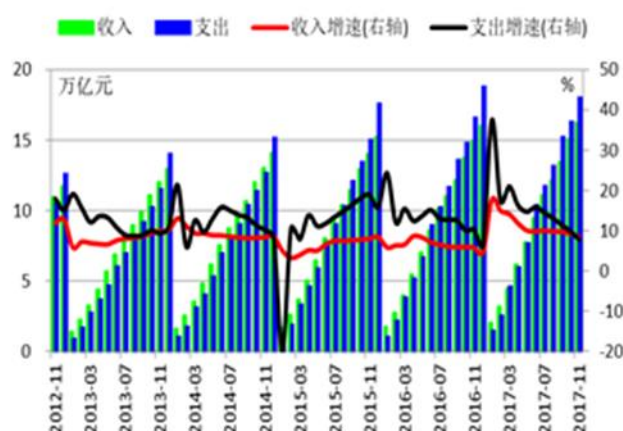
整体来看，随着经济结构调整的持续和升级，效果也逐步显现，叠加欧美经济的持续改善，未来驱动中国经济的“三驾马车”将出现主次轮换，外贸和消费将成为主要的驱动力，投资退居其后。因此，即使 2018 年国内房地产持续调控会进一步拖累投资，但消费的升级及内外需求的拉动将助推中国经济的进一步复苏，于是，中国经济在 2018 年继续保持 6.5% 以上的增速将成为大概率事件。

1.2.2 积极的财政政策将更加侧重于“优化结构”

2017 年，我国继续实施积极的财政政策，且在执行之初就强调了“更加积极有效”。全年在扩大减税效应、进一步清理不合理税费、适度增加支出及盘活存量资金方面取得了积极进展。但受制于严控地方债务风险及调整支出结构，财政支出增长进一步减速。财政部公布的统计数据显示，2017 年 1-11 月份，中国财政支出累计达到 17.96 万亿元，同比增长 7.8%，增速延续着从年初开始的持续回落态势，且相比于 2016 年同期要低 2.4 个百分点。财政支出增速下滑背景下，财政收入增速却有所加快，主要因供给侧改革扭转了的工业企业的盈利状态，令长期亏损的企业“扭亏为盈”。财政部统计数据显示，2017 年 1-11 月份，中国财政收入累计达到 16.17 万亿元，同比增长 8.4%，增速虽然也延续着年初开始的持续下滑趋势，但较 2016 年同期要高 2.7 个百分点。其中，1-11 月份税收收入和企业所得税收入同比增长 11.2% 和 12.0%，增速较 2016 年同期高 5.2% 和 4.3%。

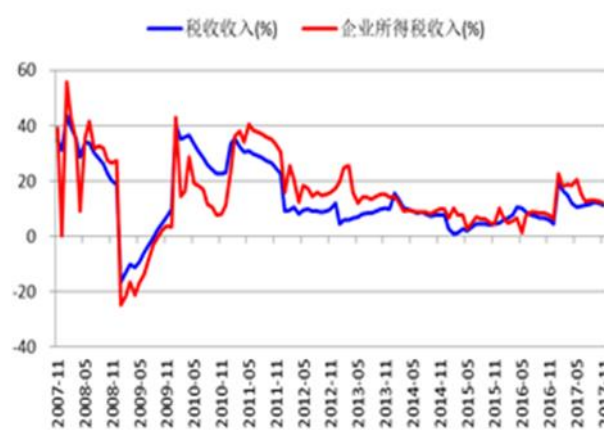
2017 年 12 月份举行的中央经济工作会议指出，2018 年我国将保持积极的财政政策取向不变，要调整优化财政支出结构，确保对重点领域和项目的支持力度，压缩一般性支出，切实加强地方政府债务管理。考虑到 2018 年政府将继续推进减税和清理不合理收费项目，以及供给侧结构性改革所带来的企业税费贡献减弱，2018 年财政收入方面将面临一定的压力，如果政府要确保整体赤字率稳定，即保证地方债务管理监管、精准扶贫、环境治理以及重点项目如一带一路建设方面支出的可持续性，进一步优化财政支出结构成为必然选择。因此，2018 年在积极财政政策取向不变背景下，优化结构成为重点，更加“激进”的积极模式将不复存在。

图 28：中国公共财政收入和支出及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 29：中国税收收入和企业所得税收入累计增速

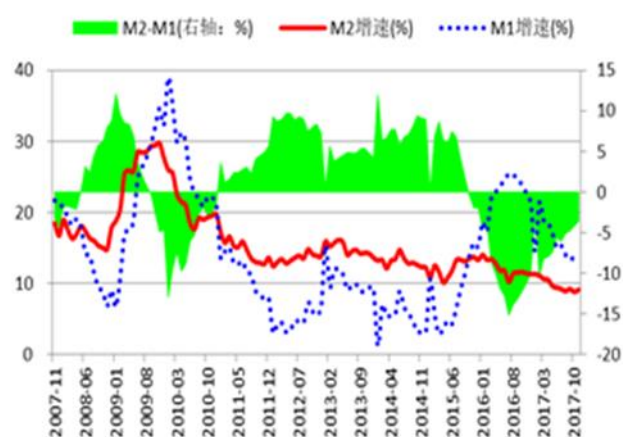


数据来源：Wind，中信建投期货

1.2.3 稳健中性的货币政策重在“防风险”

2017 年，我国继续实施稳健的货币政策，并强调了货币政策的稳健中性。从执行效果来看，通过各种政策组合方式和有效的节奏把控，维持了国内市场的紧平衡状态，稳步降低了货币供应增速，有效防范了金融市场系统性风险的发生。人民银行统计数据显示，2017 年 11 月份，狭义货币供应量 M1 同比增长 12.7%，增速较 2016 年同期低 10 个百分点，且延续着持续回落的态势；广义货币供应量 M2 同比增长 9.1%，增速较 2016 年同期低 2.3 个百分点，同样延续着持续回落的态势，且 M2 增速仍处于历史最低增速水平附近。由于当前我国货币存量已经处于全球最高水平，因此有效减缓增量的增长将有助于控制风险，这就意味着从长期趋势来看，货币供应增速将有进一步下滑的空间。货币供应增速持续回落背景下，人民银行向市场净投放资金的力度也有所减小。人民银行统计数据显示，2017 年 1-11 月份，人民银行向市场净投放现金合计 319 亿元，相比于 2016 年同期净投放 1687 亿元明显减少，这也是导致 2017 年市场流动性时常偏紧的因素之一。

图 30：中国货币供应增速及剪刀差变动



数据来源：Wind，中信建投期货

图 31：中国人民银行现金净投放

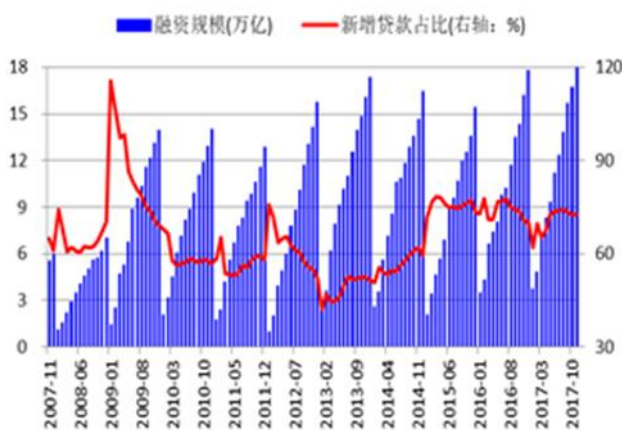


数据来源：Wind，中信建投期货

从融资需求来看，2017 年社会融资规模继续保持稳定增长，其中新增信贷需求旺盛。人民银行统计数据显示，2017 年 1-11 月份，社会融资规模达到 18.30 万亿元，较 2016 年同期多 2.11 万亿元，整体保持着稳定增长的态势；2017 年 1-11 月份，新增人民币贷款 12.94 万亿元，同比增长 11.48%，增速较 2016 年同期高 7.13 个百分点，显示

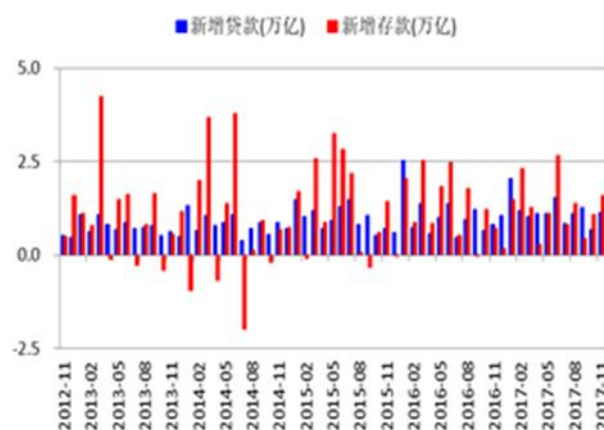
出新增信贷需求依然旺盛。正是由于新增信贷快速增长，使得新增信贷在社会融资中的占比有所提升，2017 年 11 月份达到 72.5%，较 2016 年同期高 1.8 个百分点。2017 年前 11 个月新增信贷中，居民新增贷款占比达到 52.56%，其中新增中长期人民币贷款占比为 38.56%，这实际上从一个侧面反映出旺盛的新增信贷需求有三分之一源自于居民的购房驱动，也意味着居民加杠杆仍在持续。

图 32：中国社会融资规模及新增信贷占比



数据来源：Wind，中信建投期货

图 33：中国新增人民币存贷款



数据来源：Wind，中信建投期货

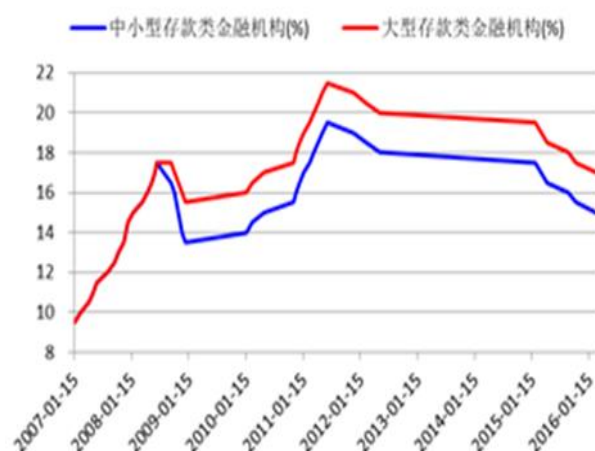
2017 年 12 月份的中央经济工作会议确定 2018 年继续实施稳健的货币政策，但指出稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门，并强调要守住不发生系统性金融风险的底线。对比政府定调 2017 年和 2018 年的货币政策基调可以发现，“管住货币供应总闸门”替代了“调节货币闸门”，这实际上表明，政府将更加注重降低货币供应增速，在“促增长”和“去杠杆”中寻求新的平衡，并在这一过程中有效防范系统性风险的发生。

1.2.4 定向降准或成常态，加息或成最小选项

2017 年，在人民银行有节奏的调控下，国内市场流动性呈现紧平衡状态，市场利率也整体走高。Wind 统计数据截至 2017 年 12 月 29 日，上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）1 个月和 1 年期分别报 4.9352% 和 4.7581%，分别较 2016 年年底高 1.6293 和 1.3853 个百分点，呈现出持续走高的态势，且已经恢复至 2015 年年初时的水平。市场利率持续走高也令市场流动性表现出过度偏紧，2017 年的市场已经显现，但 2018 年市场整体维持紧平衡预期背景下，通过“定向降准”的方式一定程度上缓解流动性就成为最大概率的选项，这种方式不会导致流动性泛滥，且有利于引导资金流向更需要的实体领域，促进经济结构调整和转型，因此“定向降准”在 2018 年就极有可能成为常态调节方式。

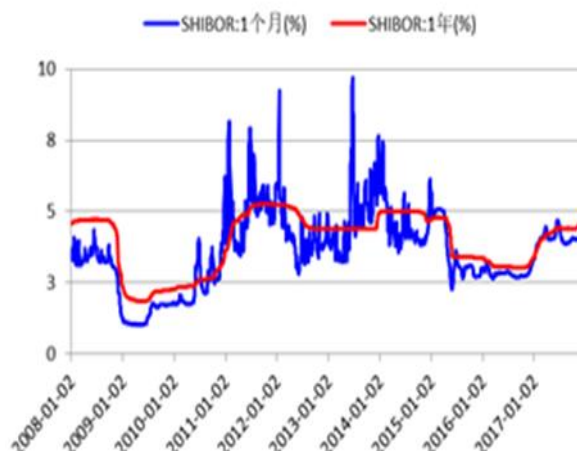
2015 年至 2017 年，美联储已经加息 5 次，进入实质性的加息通道，且美联储开始缩减资产负债表，欧洲央行也紧随其后，开始为后期的紧缩铺路。在此背景下，我国就陷入了是否加息的两难境地之中。一方面，在美国持续加息及缩减资产负债表背景下，不选择加息就意味着可能的资本加速外流，这势必对国内经济形成冲击；另一方面，选择加息，就会增加实体企业成本，进而对刚刚开始复苏的中国经济形成打击。另外，国内民众收入及消费支出的分配无法支撑物价持续走高，这就意味着加息极有可能对当前低速增长的物价形成冲击，严重情况下甚至可能导致通缩的出现。

图 34：中国人民银行存款准备金率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 35：上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）



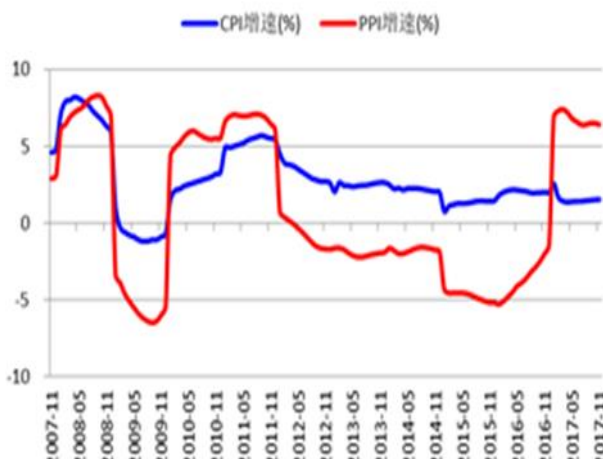
数据来源：Wind，中信建投期货

图 36：人均可支配收入和消费性支出实际增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 37：中国物价变动情况



数据来源：Wind，中信建投期货

统计局数据显示，2017 年前三季度中国城镇居民人均实际可支配收入累计同比增长 6.59%，增速较 2016 年同期高 0.9 个百分点，为 2012 年以来的首年整体回升；收入增速的回升并未有效支撑消费增速的回升，2017 年前三季度中国城镇居民实际消费支出累计同比增长 4.53%，增速较 2016 年同期低 0.76 个百分点，且延续着持续回落的态势。其中，居住性支出在居民消费支出中依然占到 21% 左右，这在一定程度上抑制了居民的其他消费，这就是国内物价水平无法快速走高的根本原因。在此背景下，再综合考虑到经济复苏的脆弱性，我们认为 2018 年紧随美国采取加息的策略将是最小选项。

1.2.5 外汇储备重回增加，汇率有望维持稳定

随着中国经济的逐步企稳及有节奏的调整并适度收紧流动性，市场预期逐步得到扭转，中国外汇储备也随之重新回到增加趋势。外汇管理局统计数据显示，2017 年 11 月份，中国外汇储备达到 3.12 万亿美元，较 2016 年同期增加 676.79 亿美元，延续着稳步回升的态势。外汇储备的回升，也助推人民币重回升值通道。外汇管理局数据显示，截至 2017 年 12 月 29 日，美元兑人民币汇率中间价报 6.5342，相比于 2016 年年底减少了 4028 个基点。

图 38：中国外汇储备变动情况



数据来源：Wind，中信建投期货

图 39：美元和欧元兑人民币汇率中间价



数据来源：Wind，中信建投期货

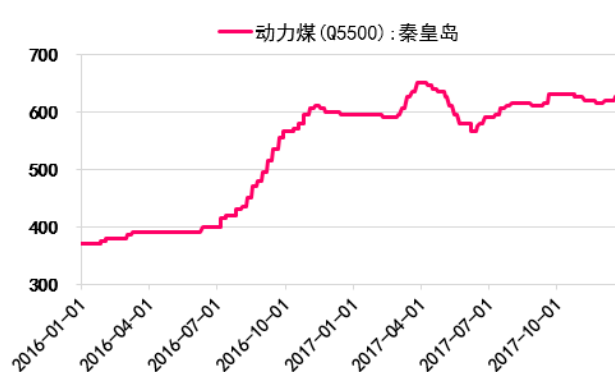
人民币汇率的稳定，减轻了资本外流所带来的压力，在 2018 年经济持续向好预期支撑下，叠加人民银行更加成熟调节手段，我们预计 2018 年人民币整体将继续维持稳定格局。

2、煤价坚挺但短期支撑不强，天然气紧缺利多甲醇

由于 276 个工作日生产的政策全面放开，煤炭产能不断释放，安全检查，地方矿减产，需求淡旺季交替等多重因素影响，2017 年动力煤价格波动较大，整体重心较前一年有所上移。2018 年，产能置换工作加速将增加煤炭供给，进口煤受政策调控预计缓慢增长。但是汽运改火运导致的运力不足可能使煤矿库存高企而阶段性减少生产，同时，2018 年国内经济继续保持向好趋势概率较大，有利于提振煤炭需求。整体来看，2018 年国内煤价将继续保持偏强走势。

2017 年前三季度，国内天然气价格整体较为平稳。四季度，由于国家推进“煤改气”政策，导致天然气供给不足，价格直线上行。因天然气紧缺，政府保民用限工用，导致天然气制甲醇装置停车范围逐渐由北方逐渐扩大至西南地区。随着取暖季逐渐结束，预计天然气供应紧缺状况会有一定改善，部分停产企业也计划于春节过后恢复生产。

图 40：动力煤价格（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 41：天然气价格（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

3、国内外甲醇产能继续扩张，重点关注国外装置投产进展

2017 年甲醇产能继续增加，但计划投产装置多有推迟。隆众数据显示，2017 年原计划投产的甲醇装置约 600 万吨，但截止 12 月实际投产的约 230 万吨。2018 年国内甲醇产能将继续保持高速增长，据公开信息整理，2018 年国内甲醇计划新增产能将超过 1000 万吨。但是煤制甲醇仍是主角，由于环保持续加码，推迟投产将成为常态。而且新增产能中有较大部分装置都有配套下游装置，国内净投放的甲醇产能并不会太大，预计 2018 年国内新增产能对市场压力比较有限。

表 1：2017 年国内装置投产情况

地区	企业	产能（万吨）	投产时间
山东	明水大化	60	2017 年 9 月
山东	新能凤凰	20	2017 年 9 月
山东	华鲁恒升	100	2017 年 10 月
青海	青海盐湖	20	2017 年 8 月
内蒙古	家景镁业	30	2017 年四季度
合计		230	

数据来源：资料整理，中信建投期货

表 2：2018 年国内装置投产情况

企业名称	生产工艺	产能（万吨）	预计投产	下游
安徽昊源	煤炭	80	原计划 2017 年，现预计推迟到 2018 年	配套烯烃
山东鲁西	煤炭	80	原计划 2017 年，现预计推迟到 2018 年	配套烯烃
山东瑞星	煤炭	50	原计划 2017 年，现预计推迟到 2018 年	
河北金石	煤炭	10	原计划 2017 年，现预计推迟到 2018 年	
晋煤华昱	煤炭	100	原计划 2017 年，现预计推迟到 2018 年	
龙煤天泰	煤炭	30	原计划 2017 年，现预计推迟到 2018 年	配套下游
宝泰隆	煤炭	30	2018 年	配套芳烃装置
内蒙古新奥	煤炭	60	2018 年 5 月	配套 20 万吨烯烃
延安能化	煤炭	180	2018 年 6 月	配套 90 万吨烯烃
山西焦化	煤炭	100	2018 年	配套 60 万吨烯烃
内蒙古国泰	煤炭	45	2018 年	配套 60 万吨烯烃
中安联合	煤炭	170	2018 年	配套 60 万吨烯烃
山东大泽	煤炭	30	2018 年	配套下游
吉林康乃尔	煤炭	20	2018 年	配套烯烃
山西建滔潞宝	焦炉气	30	2018 年	配套烯烃
合计		1015		

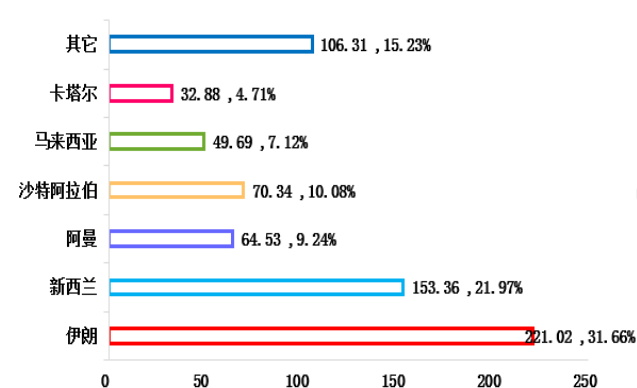
数据来源：资料整理，中信建投期货

虽然国内甲醇净投放产能不会太大，但国外将有大量产能计划在 2018 年投产。据公开信息整理，2018 年，国外将有超过 700 万吨的甲醇装置计划投产，这些产能未配备下游装置，其产品将增加甲醇净供给量。另外海关数据显示，2017 年 1-10 月，中国进口的主要地区为伊朗、新西兰、阿曼、沙特以及马来西亚等，从这五个国家进口量约占总进口总量的 80%，其中伊朗占比达 31.66%，并且近年来从伊朗进口的甲醇呈现逐年增长的态势。从装置投产计划来看，2017 年底到 2018 年，伊朗将有超过 550 万吨的装置投产，同时，中东地区天然气资源丰富，产品质量高。因此，2018 年伊朗货源可能对国内甲醇市场产生较大冲击。

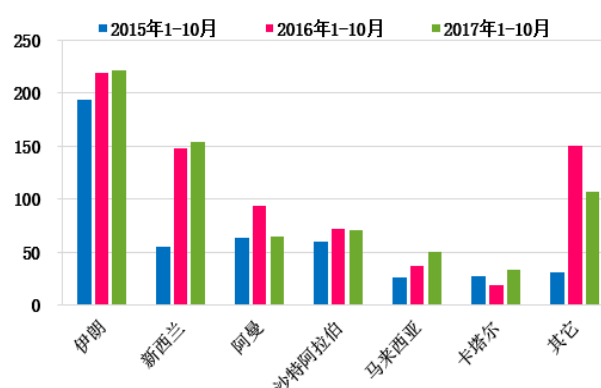
表 3：2018 年国外装置投产情况

地区	企业	产能（万吨）	预计投产
伊朗班达尔	Kaveh methanol co.	230	2017 年年初
德克萨斯州	OCI Natgasoline	175	2017 年下半年
伊朗阿萨鲁耶赫	marjan petrochemical co.	165	2017 年年初
伊朗	Busher	165	计划 17 年年底投产
合计		735	

数据来源：资料整理，中信建投期货

图 42：各地区进口占比


数据来源：Wind，中信建投期货

图 43：主要进口地区进口量变化情况（万吨）


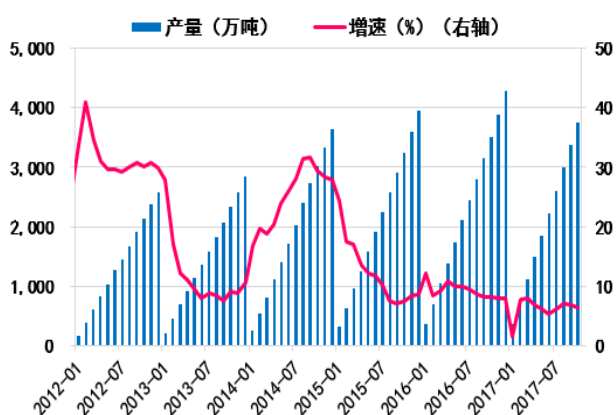
数据来源：Wind，中信建投期货

4、甲醇供给增速下滑，烯烃稳居需求第一

4.1 国产增速小幅放缓，进口增速显著下降

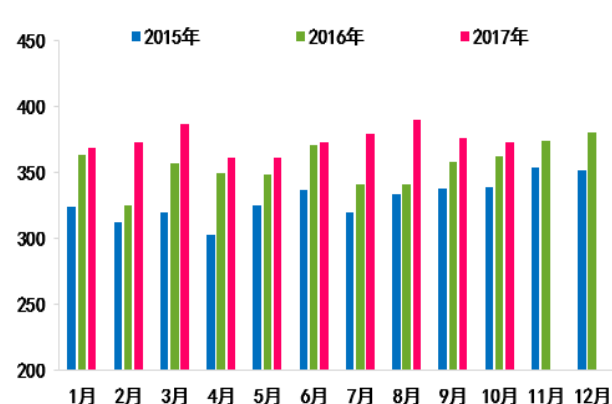
由于 2017 年甲醇新产能多在 9 月后开始陆续投产，新装置对全年产量贡献较小，导致国产甲醇增速同比放缓。2017 年 1-10 月，国内甲醇累计产量为 3744.3 万吨，同比增加 6.48%，较 2016 年同期下滑近 1.7 个百分点。由于取暖季的到来，加上环保压力使得焦化限产，同时煤改气政策导致天然气制甲醇装置停车不断扩大，国内甲醇开工率迅速下降，预计 2017 年全年产量增速将继续下滑。不过，由于较多企业计划春节过后恢复生产，因此，预计春节前甲醇产量增加有限，货源偏紧状态仍将持续一段时间。但春节后，尤其是取暖季结束后，在丰厚的利润驱使下，甲醇产量将逐渐提升，供应紧缺状态将得以改善，建议关注检修情况。

图 44：国内甲醇累计产量及增速



数据来源：Wind，中信建投期货

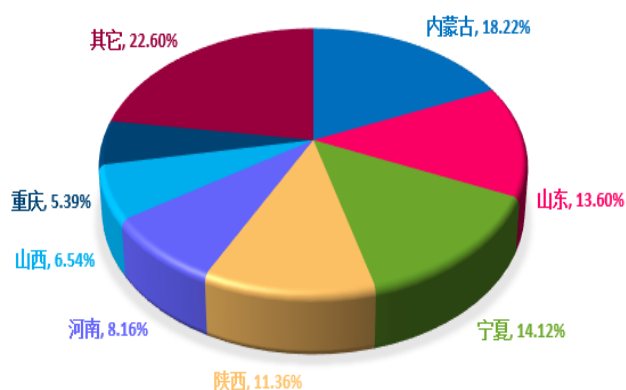
图 45：国内甲醇月度产量（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

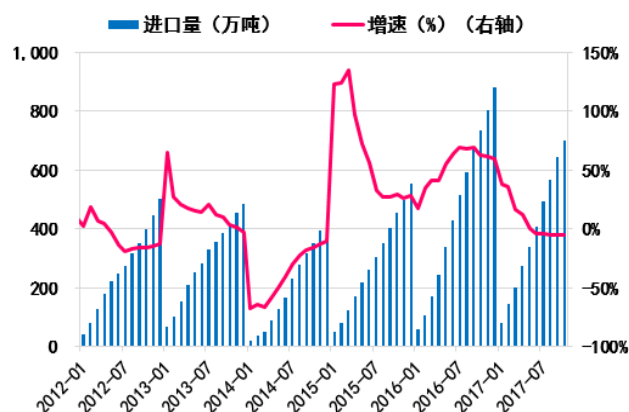
由于我国一次能源结构具有“富煤贫油少气”特征，缺少廉价的天然气资源，所以煤是作为我国生产甲醇的主要原料。同时，随着近年来煤化工的不断发展，甲醇产能逐渐向资源地集中，西北、华北等地是我国甲醇主要产能分布地区。因此，国内产量占比较大的省份也多集中在这些地区。据统计，2017 年 1-10 月，内蒙古、山东、宁夏、陕西、河南等地凭借其资源优势，成为我国甲醇产量排名前五的省份，其中排名前 4 的省份总产量就达到了全国的 57%。随着煤化工的继续发展，国内甲醇产能与产量将更加集中。

图 46：2017 年 1-10 月甲醇累计产量分布



数据来源：Wind，中信建投期货

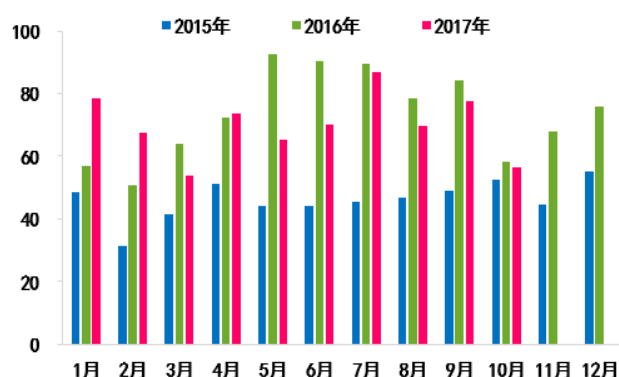
图 47：国内甲醇进口量及增速



数据来源：Wind，中信建投期货

2017 年国内甲醇进口下降明显，上半年主要由于行情不佳，下半年因国外检修较多。海关数据显示，2017 年 1-10 月累计进口量 699.2 万吨，同比下降 5.1%。综合来看，1-10 月，国内总供给（国产+进口）量 4443.5 万吨，同比仅增长 4.5%，较去年同期下降 10.3 个百分点，表明国内供应并未显著增加。截止 12 月下旬，国内外甲醇价差达到近几年高位，有利于刺激贸易商加大进口，同时，前期国外检修装置多恢复生产，仅少量装置运行负荷略低，预计国内进口将逐渐提升。

图 48：甲醇月度进口量（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 49：国内外甲醇价差



数据来源：Wind，中信建投期货

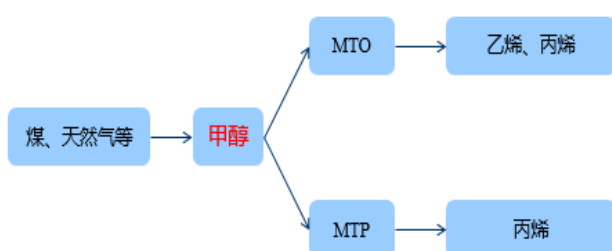
表 4：2018 年国外装置运行情况

企业	所在地	产能（万吨）	运行情况
Ar Razi	Al Jubail	485	装置运行不稳定，大多轮换检修
Kharg	Kharg Island	66	开工维持在 8 成
Methanex	特立尼达	265	目前装置稳定运行中，开工在 9 成附近
Fanavar PC	Bandar Imam	100	开工 8 成附近
Metor	委内瑞拉	232.5	开工在 9 成附近
Methanex	Chile	172	只有一套装置开工在 7-8 成

数据来源：卓创资讯，中信建投期货

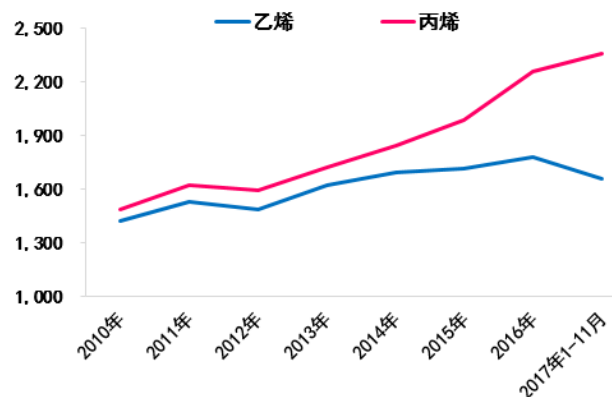
4.2 烯烃带动甲醇需求增长有限

图 50：甲醇制烯烃不同工艺流程图



数据来源：中信建投期货

图 51：乙烯、丙烯累计产量（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

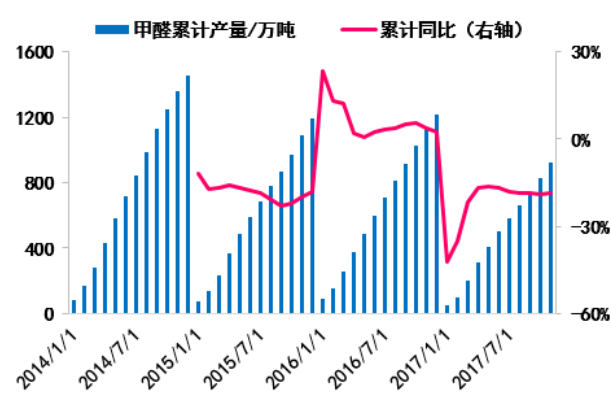
甲醇制烯烃主要有两种途径，分别是甲醇制烯烃（MTO，产品包括乙烯和丙烯）与甲醇制丙烯（MTP，产品只有丙烯）。近年来，在油制烯烃装置投产较少的情况下，乙烯和丙烯产量呈现稳定增长的态势，尤其是丙烯产量增长速度更快。据 wind 数据显示，2017 年 1-11 月，国内丙烯产量为 2354.95 万吨，已超过去年全年产量；前 11 个月，乙烯产量 1657.7 万吨，同比增长 1.78%。从甲醇产能扩张计划来看，2018 年仍有较多煤制（甲醇制）烯烃装置投产，但由于这些烯烃装置大多为“煤—甲醇—烯烃”一体装置，其产生的甲醇直接用于配套的烯烃装置，因

此，预计 2018 年乙烯与丙烯产量仍将继续增加，但若甲醇至烯烃环节的利润不严重低于直接销售甲醇的利润，则乙烯与丙烯产量增长对甲醇行情影响并不大，如果甲醇制烯烃严重亏损，则企业可能选择直接销售甲醇，那么对甲醇供给可能产生更大压力。

烯烃行业发展迅速，但传统行业表现不佳。2017 年，由于环保压力，甲醛产量下降明显。据卓创资讯统计，2017 年 1-11 月，国内甲醛累计产量为 919.58 万吨，同比下滑 18.47%，对甲醇需求减弱。由于环保压力将持续，以及房地产调控加码，预计 2018 年甲醛产量可能延续下滑趋势。同样，二甲醚对甲醇的需求也逐渐减少，主要由于二甲醚作为燃料并没有广泛普及，同时利润不断被压缩，以致其产量逐年减少。在国内煤炭“保价稳供”以及原油价格并不算太高的情况下，预计二甲醚 2018 年将继续处于低迷状态。相对较好的是醋酸行业，近几年醋酸产量整体略有增长，但醋酸行业体量偏小，其在甲醇下游需求里占比仅 6% 左右，因此，即使醋酸产量小幅增长，对甲醇需求带动并不会特别明显。其它传统下游行业也多缺乏亮点。

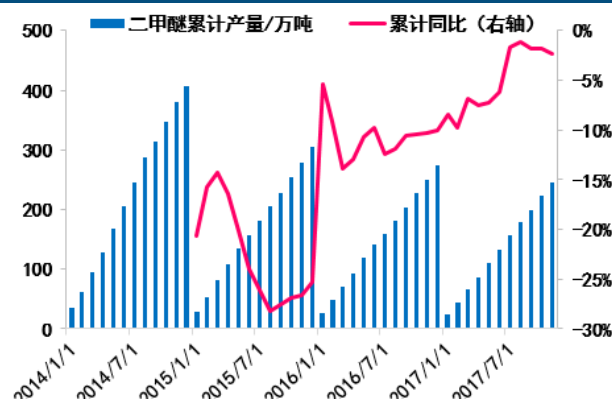
值得关注的是，12 月，工信部、发改委、科技部共同组织召开了甘肃省甲醇汽车试点工作验收会议，对甘肃省兰州市、平凉市甲醇汽车试点工作验收。专家组认为，兰州市和平凉市均完成了试点预定的目标和任务，建议通过验收。若甲醇汽车能得到推广，则甲醇需求将得到较大增长。但新产品往往需要较长时间推广，同时随着电动车发展越来越成熟，预计短期甲醇汽车对甲醇需求带动比较有限。

图 52：甲醛产量统计



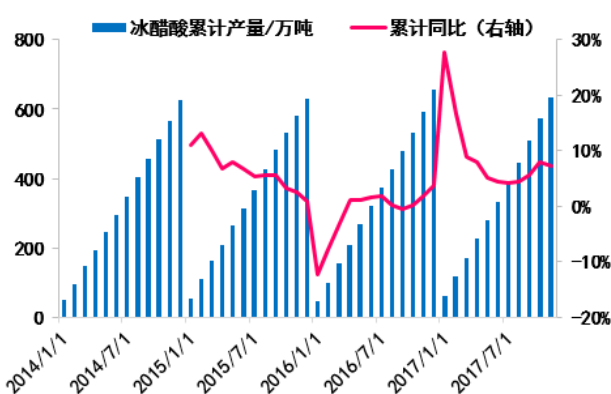
数据来源：卓创资讯，中信建投期货

图 53：二甲醚产量统计



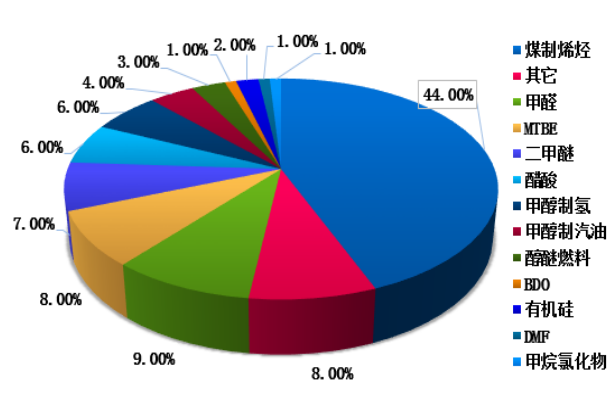
数据来源：卓创资讯，中信建投期货

图 54：醋酸产量统计



数据来源：卓创资讯，中信建投期货

图 55：2017 年甲醇下游需求消费占比

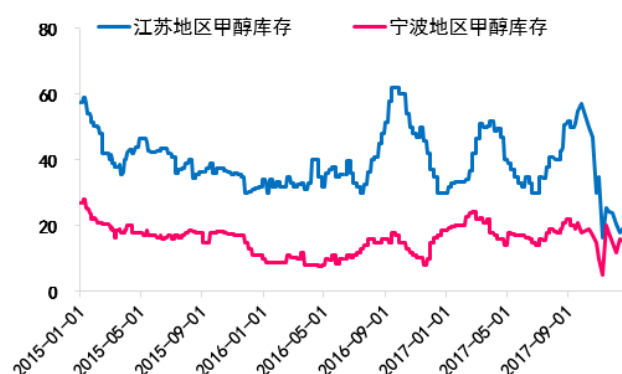


数据来源：卓创资讯，中信建投期货

5、2018 年关注装置重启情况

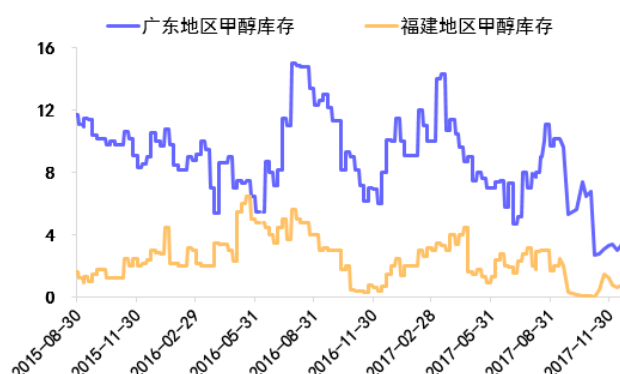
2017 年，国内库存变化大致分为两次累库存与两次去库存 4 个过程。一季度，甲醇装置开工高位，进口大幅增长，库存快速增加。自 3 月下旬开始，行情持续走弱，业者纷纷主动降库存。7 月前后，国内产量增幅有限，进口大幅下降，甲醇价格大幅反弹，市场主动补库存。四季度，国内外装置停车检修较多，国内供应持续偏紧，库存开启了被动下降的过程。短期受国内装置停车影响以及进口货源到港需要时间，低库存状态仍将维持。春节过后，尤其是取暖季结束以后，国内装置将陆续重启，国内产量将逐渐回升。国外装置恢复后，在较高进口利润刺激下，进口量也有望回升，届时库存或将再次开启被动增加的过程。

图 56：江苏与宁波港口甲醇库存（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

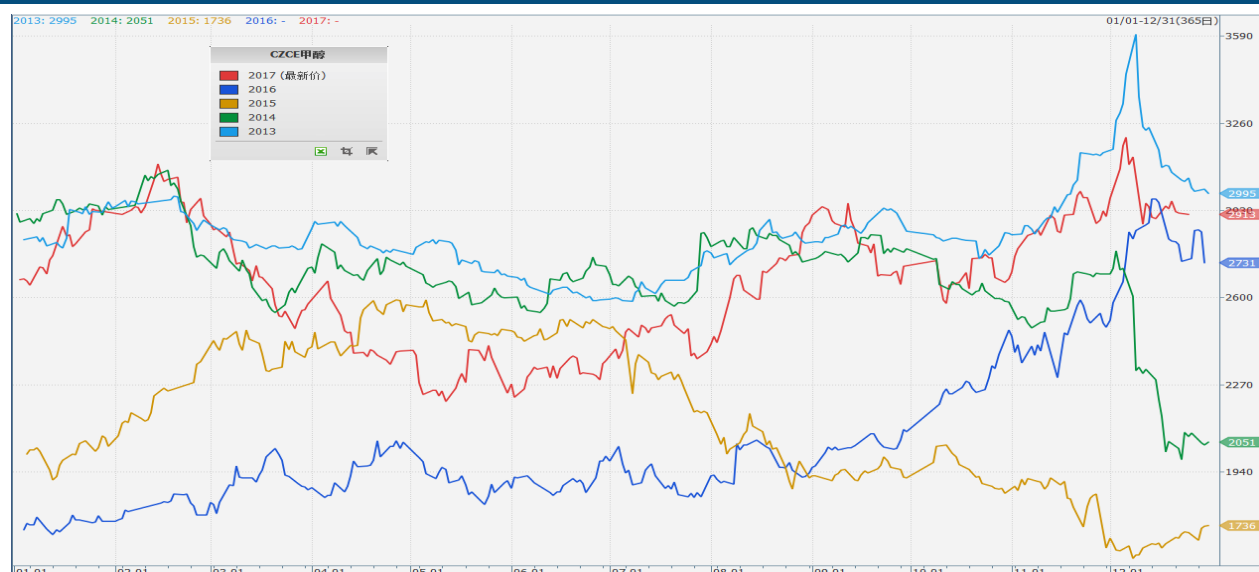
图 57：广东与福建地区甲醇库存（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

6、季节性分析

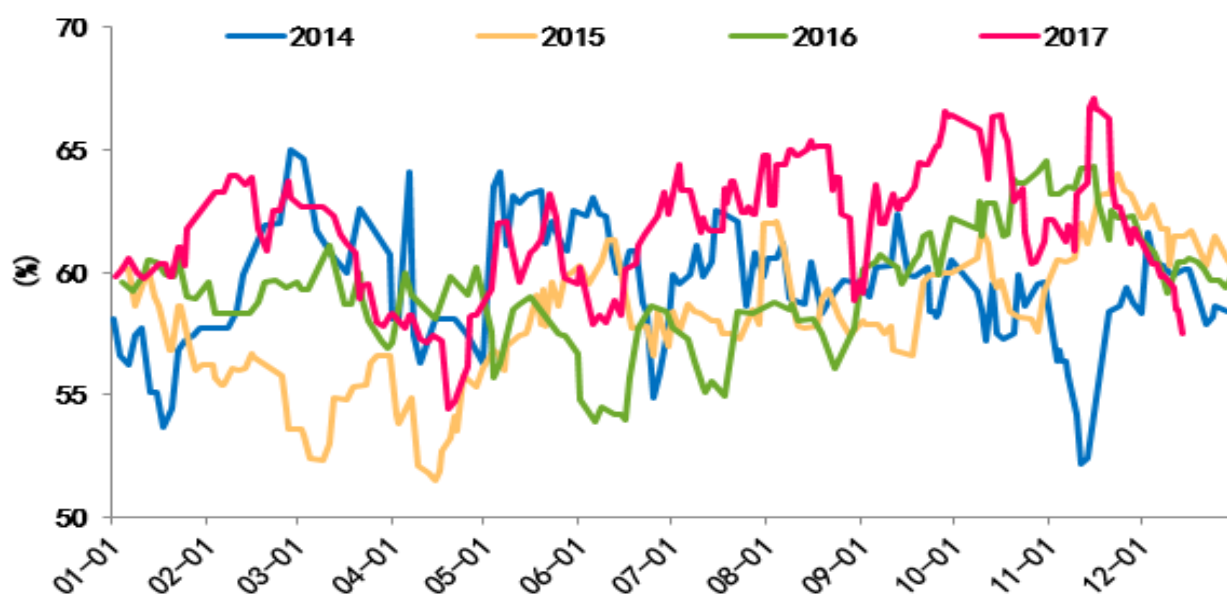
图 58：甲醇期货价格季节性走势



数据来源：Wind，中信建投期货

甲醇价格通常表现出以下季节性特征：年初价格承接上年年末走势，随着春节长假的临近，甲醇下游企业整体开工率下降，市场交易清淡，连续数月价格持续下跌或低位盘整。6 月份，随着下游甲醇制烯烃装置逐步复产，甲醇需求得到提振，甲醇价格多在此区间上探高点。7 至 11 月份，国内外甲醇生产装置计划内或者意外停车检修较为集中，同时市场基于对金九银十的传统消费旺季预期，加之甲醇下游产品二甲醚、甲醛等纷纷进入消费旺季，通常会表现出较强的做多情绪，价格往往快速攀升，多数在 9-11 月份创下年内高点，11 月份过后，进入冬季，需求趋于萎缩，出货压力较大，市场缺乏炒作题材，市场价格处于回落阶段。

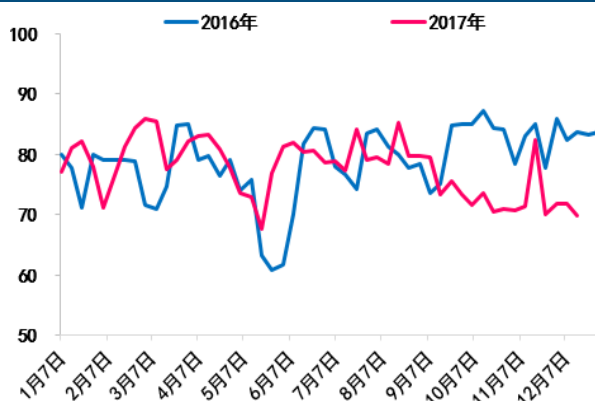
图 59：甲醇开工率



数据来源：Wind，中信建投期货

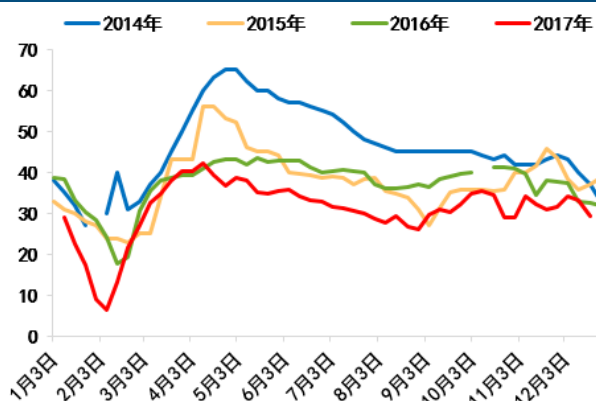
2017 年国内甲醇开工率维持在 61%-72% 之间，其中 1-4 月份，受下游交投清淡影响，开工率呈现下降的走势；5-11 月份，下游进入一个消费的旺季，甲醇开工率呈现一个上扬的走势；11 月份以后，部分装置进入检修加上环保限产等因素，开工率再次下降。

图 60：烯烃装置的开工率（%）



数据来源：卓创资讯，中信建投期货

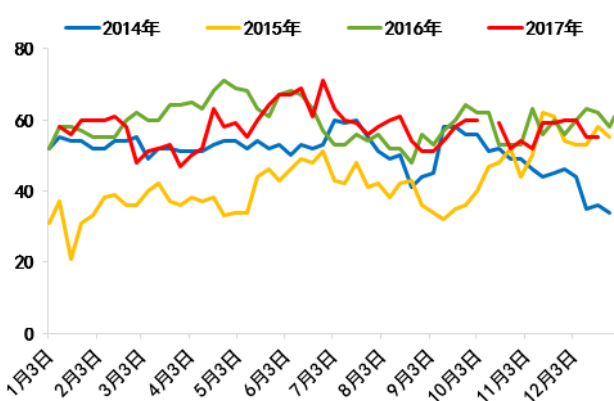
图 61：甲醛装置的开工率（%）



数据来源：卓创资讯，中信建投期货

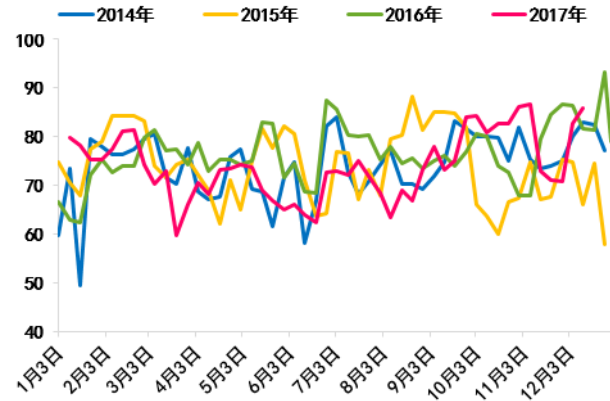
甲醇制烯烃和甲醛作为甲醇下游两大重要的消费，其开工季节性对甲醇价格具有重要的影响。2017 年上半年受装置检修影响，甲醇制烯烃开工率整体呈现下降的趋势，下半年随着消费旺季的到来，开工率逐步回升；甲醛在春节后，需求表现不佳，开工率快速回落，随着下游装饰行业回暖，开工率进入一个快速的回升，进入 5 月份，受北方麦收、南方中稻播种农忙，加之南方地区入夏潮湿多雨，下游甲醛需求进入淡季，开工率再次下降。

图 62：MTBE 装置开工率（%）



数据来源：卓创资讯，中信建投期货

图 63：醋酸装置开工率（%）



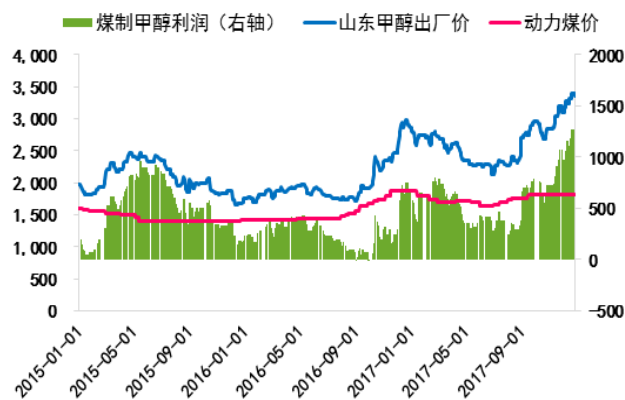
数据来源：卓创资讯，中信建投期货

2017 年传统下游需求整体表现稳定，但依然呈现出一定的季节变化规律。其中 MTBE 作为燃油调和剂近年来甲醇消费占比逐年减少，其中 1-5 月份，开工率呈现上升的走势，随后回落进入震荡走势；醋酸开工率全年维持震荡。

7、甲醇企业利润丰厚，下游利润大幅压缩

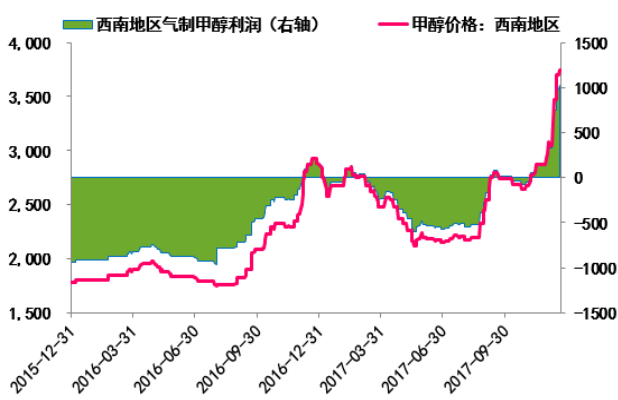
2017 年 2 月甲醇价格持续回落，煤制甲醇企业生产利润有所下降，西南一些天然气制甲醇的企业甚至出现亏损。但是自年中甲醇价格反弹，尤其是四季度甲醇价格不断创新高以来，企业利润均快速提高。截止 2017 年 12 月底，山东以及内蒙等地一些甲醇企业生产利润已经升至 1200 元/吨以上，处于近几年高位。虽然天然气制甲醇的利润也随着甲醇价格上涨而逐渐改善，但由于限气影响，企业不得不停车待生产。

图 64：山东煤制甲醇的利润（元/吨）



数据来源：隆众网，Wind，中信建投期货

图 65：西南天然气制甲醇的利润（元/吨）



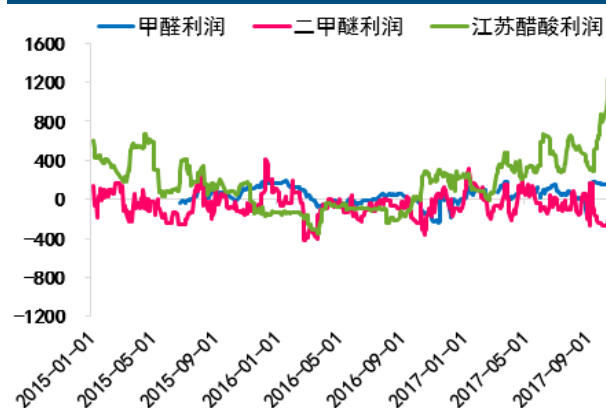
数据来源：隆众网，Wind，中信建投期货

不同于甲醇企业丰厚的利润，下游行业利润多因甲醇价格的持续走高而不断被压缩。据估算，2017 年底甲醛

行业由于甲醇的快速大涨而处于亏损边缘。部分二甲醚企业则全年一直处于盈亏附近，年底亏损不断扩大。作为甲醇最大下游，烯烃行业利润也因甲醇的迅速拉涨而快速下降，一般来说，生产 1 吨烯烃需要 3 吨甲醇，单看甲醇原料成本，烯烃行业已经出现亏损。醋酸行业有所不同，由于下游需求较好，而供给增量有限，醋酸行业利润较 2016 年大幅提升，目前一些企业利润高达 1400 元/吨左右。

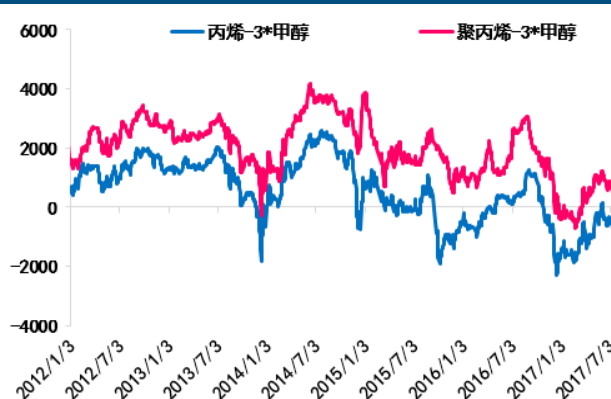
仅从利润角度来讲，甲醇丰厚的利润足以刺激煤制企业积极生产，供给将逐渐增加。另外，下游利润被挤压，抵触情况增加，将减少对甲醇的需求。为实现供需平衡，预计 2018 年甲醇产业链利润将进行再分配。

图 66：传统下游利润（元/吨）



数据来源：隆众网，Wind，中信建投期货

图 67：丙烯及聚丙烯与 3 倍甲醇价差（元/吨）

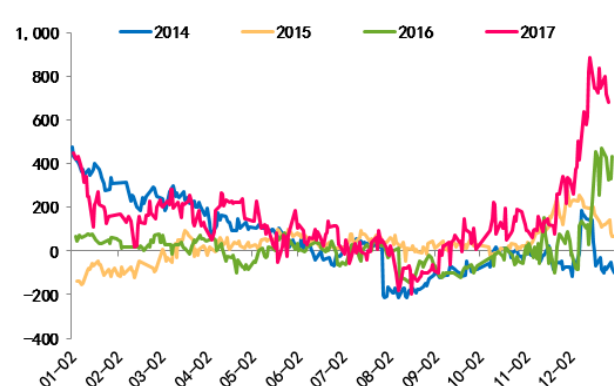


数据来源：Wind，中信建投期货

8、价差分析

通常甲醇主力基差在 1-8 月呈震荡缓慢走弱趋势，8 月前后将开始迅速走强，年末波动较大，多有走弱可能。2017 年，MA 主力期价与华东地区市场价的基差主要集中在 -200~880 元/吨之间，平均值约 138 元/吨，截止 12 月 22 日，MA 主力基差为 745 元/吨，远远高于均值并处于近几年高位。

图 68：甲醇主力基差（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 69：PP 主力与 3 倍甲醇主力期价价差（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

由于生产 1 吨烯烃（乙烯、丙烯）需要 3 吨甲醇，理论上 PP-3MA 反应了甲醇制 PP 过程中除原料（甲醇）成本以外的其它成本及利润情况。从统计数据来看，PP 与 3MA 价差多位于 500-2000 之间，但几乎每年都会出现一次价差快速缩小至 0 甚至以下水平的时候。当价差处于 0 附近时，表明甲醇制 PP 盘面利润降至 0 甚至出现亏损，

此后，两者价差无一例外都会反弹扩大。截止 12 月 22 日，PP 与 3MA 主力价差为 457 元/吨，处于历史相对低位。另外，PP 有望在 3-4 月旺季来临前走出一波上涨行情，而甲醇在春节后装置陆续重启，供应偏松状态会得到缓解，而下游利润不佳开工提升可能有限，从而导致甲醇价格可能逐渐回落，预计后期两者价差将会震荡扩大，目标看至前期高点 1100-1200 元/吨区间附近。

三、技术分析

从甲醇主力合约周线图看，2017 年甲醇价格整体处于上行通道内，同时均线向上排列，但从技术指标看，KDJ 指标死叉向下，同时 MACD 指标也拐头向下，短期价格面临回调。待价格反弹至 3000（整数关口）-3260（前高）区间附近可逢高布局空单。若价格直接向下突破 20 周均线支撑，则下方参考 60 周均线及通道线下轨支撑。预计期价主体运行在 2500-3000 区间，最高可能在 3200 附近，最低可下探至 2100 左右。

图 70：甲醇主力合约价格走势（周 K 线）



数据来源：博易大师，中信建投期货

四、总结及行情展望

1、总结

宏观层面，全球经济正处于上行提速阶段。2018 年的美国经济有望继续保持强劲增长势头，欧洲经济也有望继续稳步复苏，叠加中国经济结构调整后的经济企稳回升，全球主要经济体将迎来良好的发展势头，大宗商品整体将获得支撑。不过，随着美联储进入加息通道和开始缩减资产负债表，欧洲央行也为后期的紧缩铺路，这意味着主要经济体开始了紧缩的步伐，这势必引发其他经济体资金流向美国，对全球金融市场造成一定冲击，这也可能驱动全球商品波动加剧。

基本面，2018 年国内外停车装置将陆续重启，新产能继续扩张，供应有望逐渐宽松；需求总体平稳，但在利润不断被挤压的情况下，下游抵触情绪或将增加，从而减少甲醇需求。

2、行情展望

综上，虽然宏观环境对甲醇有一定的支撑作用，且需求也较为稳定，但由于供应端供应充裕，这对甲醇将形成明显压力。因此我们预计，2018 年甲醇重心将有所下移。

3、套保建议

上游及贸易商：可待基差走强或春节至取暖季结束前后，根据自身货源情况，在期货盘面建立部分空头头寸以锁定利润。

下游工厂：期价大幅贴水，可考虑建立少量虚拟库存，与上游相反，随着基差逐渐回归，或考虑逐渐减少虚拟库存，若行情大幅走弱，建议直接按需采购现货。

联系我们

中信建投期货总部

渝中区中山三路107号上站大楼平街11-B, 名义层11-A, 8-B4, 9-B、C

电话: 023-86769605

上海世纪大道营业部

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 8 楼 808-811 单元

电话: 021-68765927

长沙营业部

地址: 长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903 号

电话: 0731-82681681

南昌营业部

地址: 南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼 -3404 室

电话: 0791-82082701

廊坊营业部

地址: 河北省廊坊市广阳区金光道 66 号圣泰财富中心 1 号楼 4 层西侧 4010、4012、4013、4015、4017

电话: 0316-2326908

漳州营业部

地址: 漳州市龙文区万达写字楼 B 座 1203

电话: 0596-6161566

西安营业部

地址: 西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层北侧 6G

电话: 029-89384301

北京朝阳门北大街营业部

地址: 北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室

电话: 010-85282866

北京北三环西路营业部

地址: 北京市海淀区中关村南大街 6 号中电信息大厦 9 层 912

电话: 010-82129971

武汉营业部

地址: 武汉市武昌区中北路 108 号兴业银行大厦 3 楼 318 室

电话: 027-59909520

杭州营业部

地址: 杭州市上城区庆春路 137 号华都大厦 811 室

电话: 0571-28056982

南京营业部

地址: 南京市玄武区黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1 座、D2 座

电话: 025-86951881

济南营业部

地址: 济南市泺源大街 150 号中信广场 1018

电话: 0531-85180636

大连营业部

地址: 辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座大连期货大厦 2901、2904、2905、2906 室

电话: 0411-84806305

郑州营业部

地址: 郑州市金水区未来大道 69 号未来大厦 2205、2211 室

电话: 0371-65612356

广州东风中路营业部

地址: 广州市越秀区东风中路 410 号时代地产中心 20 层自编 2004-05 房

电话: 020-28325302

重庆龙山一路营业部

地址: 重庆市渝北区龙山街道龙山一路 5 号扬子江商务小区 4 幢 24-1

电话: 023-88502030

成都营业部

地址: 成都武侯区科华北路 62 号力宝大厦南楼 1802、1803

电话: 028-62818708

深圳营业部

地址: 深圳福田区车公庙 NEO 大厦 A 栋 11 楼 I 单元

电话: 0755-33378736

上海漕溪北路营业部

地址: 上海市徐汇区漕溪北路 331 号中金国际广场 A 座 9 层 B 室

电话: 021-33973869

宁波营业部

地址: 浙江省宁波市江东区朝晖路 17 号上海银行大厦 5-5、5-6 室

电话: 0574-89071687

合肥营业部

地址: 安徽省合肥市马鞍山路 130 号万达广场 6 号楼 1903、1904、1905 室

电话: 0551-62876855

太原营业部

地址: 山西省太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室

电话: 0351-8366898

广州黄埔大道营业部

地址: 广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰广场 B 座 13A06 单元

电话: 020-22922100

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。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标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com