

## 甲醇四季度行情复盘

2018年10月31日

徐林

能源化工研究员

投资咨询资格编号: Z0012867

电话: 0571-28132528

邮箱: xulin@cindasc.com

韩冰冰

能源化工研究员

执业编号: F3047762

电话: 150 8869 8635

邮箱: hbb360@163.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市文晖路108号浙江出版物资  
大厦1125室、1127室、12楼和16楼

全国统一服务电话:

4006-728-728

信达期货网址: [www.cindaqh.com](http://www.cindaqh.com)

### 复盘总结:

1. 甲醇四季度行情主要交易现货偏紧逻辑为主, 提前交易强预期逻辑为辅, 前者比后者行情走势更流利, 通过基差变化可以对行情交易的逻辑进行识别。
2. 有两种情形适合入场; 第一种是驱动向上(去库预期)+安全边际(期货贴水或平水+内外价差偏低+产业利润无矛盾); 第二种是时间节点在交割月前一个月左右+库存低(即使累库预期也无碍)+安全边际(期货贴水或平水+内外价差偏小+产业利润无矛盾)
3. 可以通过内外价差判断国内现货价格的估值情况, 通过价差判断期货价格的估值水平。
4. 内外价差和产业利润分配情况是影响甲醇行情流利程度的的关键指标, 也是限制甲醇高度的“风筝线”。
5. 不能仅以深度贴水和低库存作为做多的依据, 甲醇四季度顶部一般表现为深贴水和低库存。

(具体内容请您查阅“盘面总结”部分)

## 一、专题目的：以史为鉴，笃定远方

图：甲醇主力合约走势

单位：元/吨



资料来源：信达期货研发中心，文华财经

甲醇的行情波动很大，具有较强的季节性，一般四季度表现最为强势，但这段行情在越来越被提前透支，整体四季度的行情变得扑朔迷离。在今年10月份，甲醇将自己自身的波动大特性表现淋漓尽致，有涨停也有跌停，往上突破了前期高点，往下跌出震荡区间，行情节奏很难把握。价格的宽幅波动，代表多空双方观点分歧很大，矛盾的焦点在于四季度的供需偏紧格局能不能如期上演，但影响甲醇供需的因素错综复杂，仁者见仁智者见智，都有证明自己观点的证据却又都难说清。如果暂时还看不透未来，那么不如转身，去看看过去，一起回探往年四季度行情的特点，也许会给我们带来启发。

## 二、复盘跟踪指标的选取说明

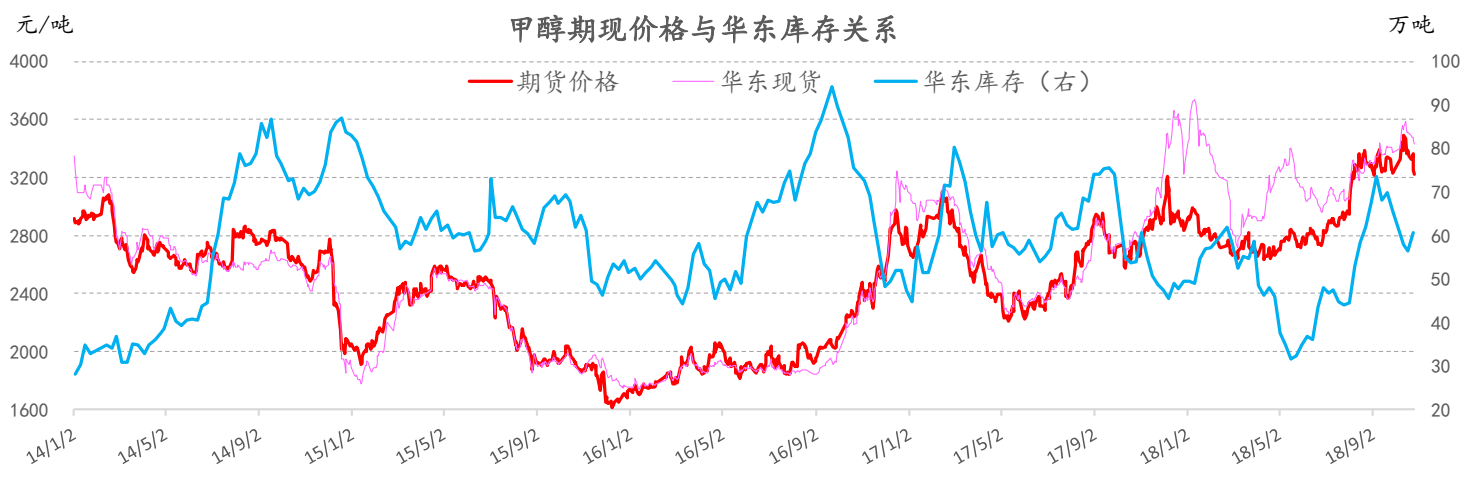
本研究专题主要从基本面跟踪的指标进行复盘，通过将期货主力和跟踪指数进行关联，最后遴选出四个与行情走势相关性较大，且对价格的影响具有明显逻辑的指标，下面逐一阐述。

### 港口库存

港口库存是反应甲醇供需结果最直观也是最重要的指标，库存和价格有着较强反向相关性。甲醇本身是一种液体化工品，其运输和存储都有着严格的限制，库存数据监控较为容易。库存有着明显的季节性规律，因此甲醇的行情也有着较强的季节性。关于库存可以从两个维度分析：库存方向和库存的绝对量，库存方向的意义要大于库存的绝对量，而库存绝对量的高低影响的是价格的弹性。

港口库存可以分为：华东港口库存和华南港口库存，其中华东港口库存一般是指江苏和浙江固定库区库存情况，华东甲醇来源可分为内地货源和进口货源。由于华东的价格和盘面价格联动性最大，因此华东库存是影响行情的关键；而由广东和福建组成的华南港口库存的甲醇来源则比较单一，一般是进口货源，可以当做观察海外甲醇市场的窗口。

图：甲醇期现价格和华东库存关系



资料来源：信达期货研发中心

## 基差

基差是现货和期货的连接纽带，也是现实与预期的距离。关于甲醇的基差，根据现货选取的不同，重点关注两个基差：内地盘面最低基差和港口基差。内地作为甲醇的主产区，一方面可以将货运到华东直接销售，也可以将甲醇注册成仓单抛在盘面，但由于价格的仓储成本很高，一般在临近交割月才能看到仓单数量，因此可以通过观察内地盘面最低价对企业抛盘面意愿进行判断。就以往交割数量而言，港口交割货源多些，港口基差更具有意义。

图：甲醇期货主力价格与基差关系



资料来源：信达期货研发中心

## 内外价差

近年来，我国甲醇的进口依存度一直维持在15%左右，看起来并不是很高。但是港口地区的进口依存度却不断提升，去年占比超过了60%，对华东地区甲醇价格的影响显而易见，并且华东价格和期货盘面的相关性最高，因此进口货源的动态需要重点跟踪。最简单的跟踪方法就是比较国内价格和进口价格情况，判断进口货源的流入驱动和阻力，结合其他因素估算进口量对港口供应变化的影响。

图：甲醇期货主力价格与基差关系



资料来源：信达期货研发中心

## 烯烃利润

烯烃作为甲醇是最大下游，是影响甲醇需求的关键，尤其外采甲醇制烯烃，其装置一停一开都对甲醇行情造成明显的影响。华东地区甲醇制烯烃企业一般是外采甲醇，并且外采量很大，具有很强的议价能力，但近年来下游成品利润被逐年压缩，对成本端原料甲醇的价格越来越敏感。一旦烯烃工厂整体利润陷入亏损中，在消耗甲醇备货后，一般会拒绝高价甲醇，使用降负或停车倒闭价格降价，因此烯烃利润情况，将决定甲醇的顶部空间。

图：甲醇制烯烃利润与甲醇期货价格关系

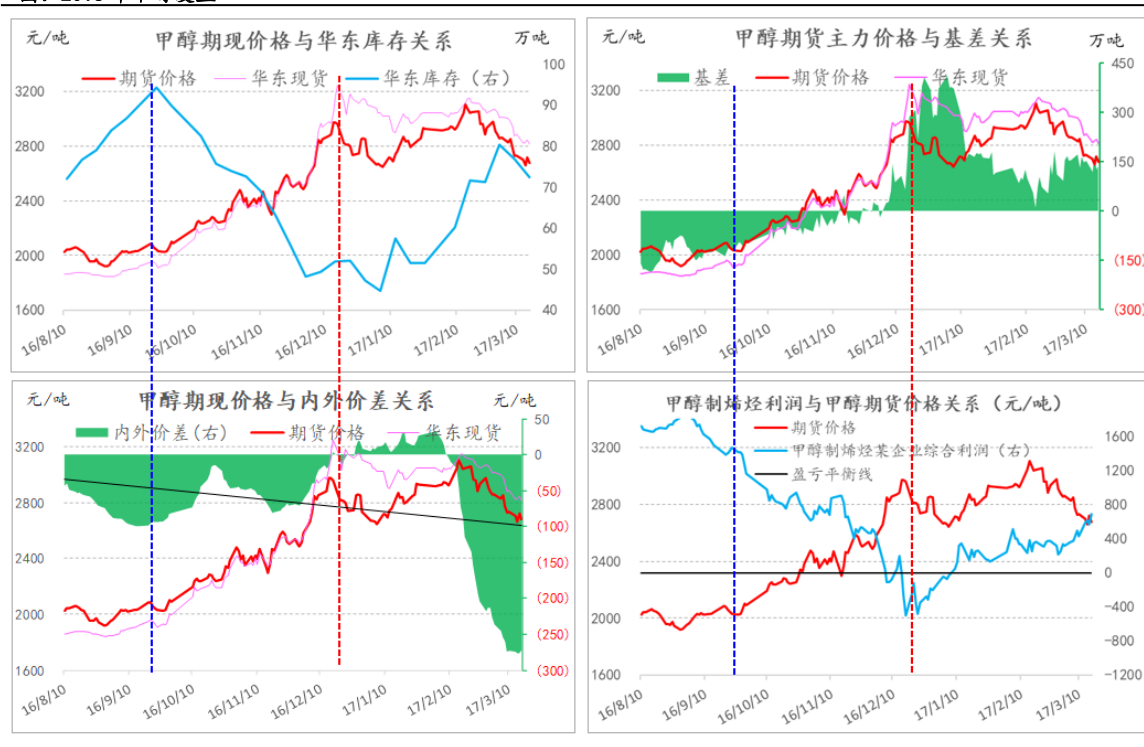


资料来源：信达期货研发中心

### 三、逐年复盘（16年、17年和18年8-10月）

#### 2016年复盘

图：2016年甲醇复盘



资料来源：信达期货研发中心

通过观察随着价格抬升，跟踪的指标发生的具体变化，可以发现：

#### (1) 行情启动时期（图中蓝色虚线标注）：

库存在高位，需要说明的是该库存绝对量远高于14年和16年的库存水平，直观感觉是不利于做多的。

期货是升水的，市场为未来的预期是较为看好的，提前把预期兑现的盘面，直观感觉是不利于做多的。

内外价差偏低，国内价格低于进口价格，进口货源的流入阻力大，利多。

产业利润方面，烯烃盈利较好，其实当时甲醇的利润刚从亏损中转正，利于甲醇的上行。

总结来看，行情启动初期虽然内外价差和产业利润矛盾给予了做多的安全边际，但库存和基差是不利于布局多单的，行情较难把握。



## (2) 行情启动以后（蓝色虚线和红色虚线的中间部分）：

库存从历史高位进入到去库时期。前文说到，库存方向的意义要大于库存的绝对量，此时去库方向得到了实际验证，是支撑做多的积极信号。

期货由升水逐渐的向平水转化，然后是期货深度贴水，说明市场交易逻辑在发生改变，由初期的交易预期的好，变为交易现货的偏紧（结合库存），现货带着期货上行。利多。

内外价差局部由低走高，但后期处在较低的状态中，说明国内价格还是处在偏低水平，进口货源的流入仍然具有一定的阻力，进口方面的供应增加有望处在合理水平。利多。

产业利润分配无矛盾，甲醇的上行侵占了下游烯烃工厂的利润，但烯烃工厂的盈利水平尚可，整体上产业利润分配处在健康的状态中。利多。

总结来看，此时主要指标是偏向多头的，各方面均给予了安全边际。

## (3) 行情结束（图中红色虚线标注）：

库存低位维持，此时库存降到了低位水平，直观感觉是利于做多的，还是需要注意库存方向的意义要大于库存的绝对量，从季节性的角度来说，后期甲醇是累库季节。

期货深度贴水，直观感受是利于做多，期货的深贴水给予做多的安全边际，但是需要注意期货一直跟着现货上行，造成期货深度贴水，如果现货后期上行乏力，能维持高位震荡，期货在基差的保护下，临近交割月会上行回归。但如果是现货是下行的，而且是高位快速下行，将导致期现同时大跌，只不过现货跌的更多罢了。可以看出，后期期货的走势如何，取决于现货方向，结合后期甲醇是累库季节就能知道现货大概方向了。

内外价差在零附近，意味国内外价格持平了（一般国内价格会稍微偏低），相当于内外的套利窗口打开了，此时进口货源的流入驱动，贸易商在进口上有图可图，整体上将有着供应增加的可能。

产业矛盾大，在甲醇的大幅上行以后，烯烃的利润受到很大打压，整体处在亏损状态，采购甲醇的意愿不强，需求端有收缩。

整体来看，在行情尾端低库存和深贴水给予做多的安全边际，但是此时这两个指标是失效的。内外价差和产业矛盾分别从供需两个方向解决现货偏紧的矛盾，上行行情走向结束。

对于16年行情情况总结如下：（红色为利多，蓝色为利空）

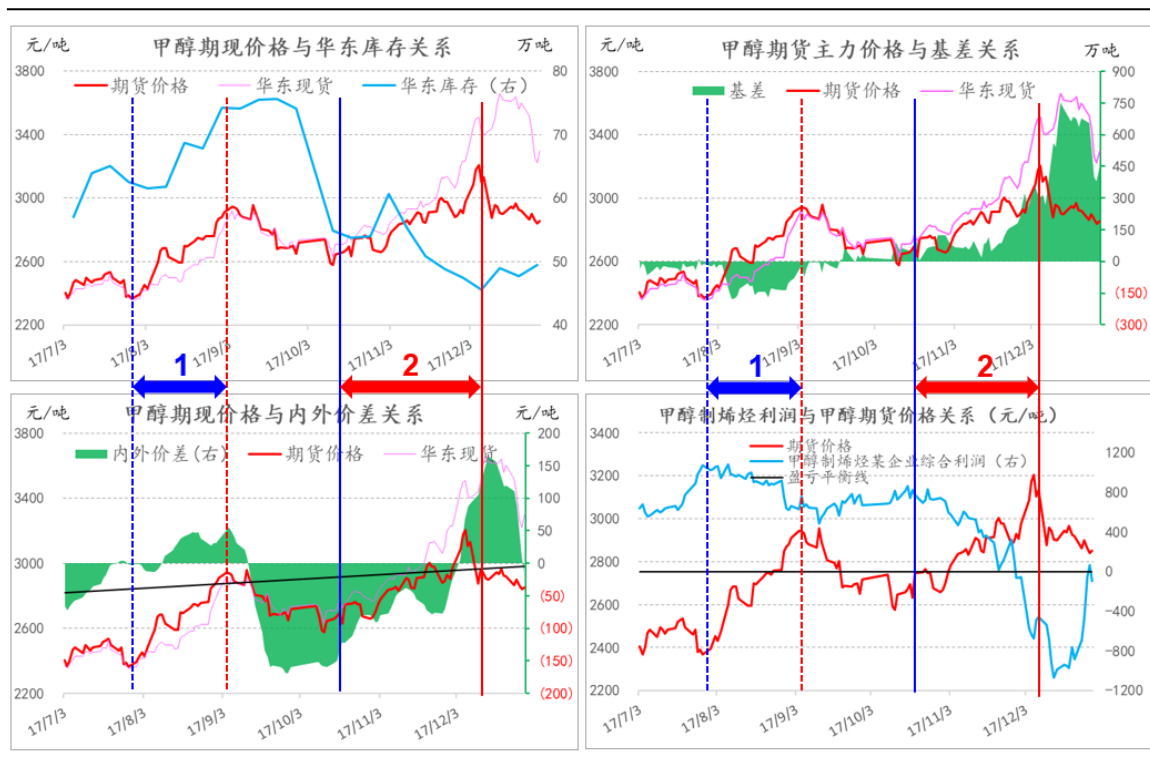
行情初期：高库存+期货升水+国内贴水+产业利润无矛盾

行情启动后：去库顺畅+期货转为平水+国内仍然贴水+产业无矛盾

行情结束：库存低位维持+期货深度贴水+国内略微升水+产业矛盾明显

## 2017 年复盘

图：2017 年甲醇复盘



资料来源：信达期货研发中心

2017 年行情和 16 年行情最大区别在于，17 年四季度的上行行情分为两段进行，中间有一波有很大回撤。通过分析我们认为 17 年第一波行情是体现兑现预期的行情，第二波行情是现货偏紧的行情。首先对两段上行行情分析。

### 第一波行情分析：

(1) 行情启动时期（图中蓝色虚线标注）：

库存在低位，明显偏低 16 年同期水平，但后面有着累库的预期。从安全边际上此时利于做多，从驱动而言是不利于做多的。

期货是平水左右，基差对多空操作影响为中性。

内外价差持平，影响为中性。

产业利润方面，烯烃盈利较好，无利润矛盾。



本轮行情启动初期似乎并没有并没有太多利好支撑，仅仅是库存低位，而且是面临累库预期的，但需要注意本轮行情启动的时间是8月初，距离09合约交割一个月前。本轮行情告诉我们交割月面前库存水平是第一位的，累库预期的实现是需要时间的，对于甲醇这样液体化工品而言，本身运输就具有不便，补库所需的时间更久些，累库的预期很难在一个月对现实造成打压。

(2) 行情启动以后（蓝色虚线和红色虚线的中间部分）：

库存小幅降低后开始兑现累库，利空。

期货由逐渐转为升水并维持。期货的升水很明显的透漏本轮行情在透支四季度行情，利空。

内外价差由低走高，说明国内价格偏低与进口价格，进口货源的流入仍然具有一定的驱动，进口方面的供应将会增加。利空。

产业利润分配无矛盾，烯烃虽然被部分压缩，但依然盈利尚可，说明本轮行情的下游也是处在上行当中的，可能整个商品的气氛较好。利多。

总结来看，随着价格上行，各指标均出现利空信号，这种行情受到牵制极大，不具有较好的交易性。

(3) 行情结束（图中红色虚线标注）：

库存高位维持，前期利空兑现。

期货升水，体现兑现预期。利空。

内外价差偏高，进口货源流入。利空。

产业利润分配无矛盾，烯烃继续被压缩，但整体尚可。利多。

**对于17年第1波预期总结如下：（红色为利多，蓝色为利空，黑色中性）**

行情初期：库存偏低（有累库预期）+期货轻微贴水+国内平水海外+产业利润无矛盾

行情启动后：持续累库+期货轻微升水+国内略升水海外+产业利润无矛盾

行情结束：库存高位+期货升水+国内升水海外+产业利润无矛盾

**对于第2波行情分析：（蓝色实线和红色实线之间的行情）**

库存，基差，内外价差以及产业利润矛盾在随着行情变化基本上16年四季度行情几乎完全相似，这里不再赘述，大家也可以仔细对比，其中的变化情况。

**对于17年第2波行情总结如下：（红色为利多，蓝色为利空，黑色中性）**

行情初期：高位去库趋势形成+期货平水+国内明显贴水海外+产业利润尚可

行情启动后：持续去库+期货贴水加大+国内贴水海外缩小+产业利润矛盾出现

行情结束：库存低位维持+期货深度贴水+国内升水海外+产业利润矛盾突出

对于中间的大幅回撤部分，期现价格基本上从高点回到了8月初的起涨附近

跌势启动：库存在年内高位维持，期货与现货平水附近，国内价格偏高，产业利润无矛盾；

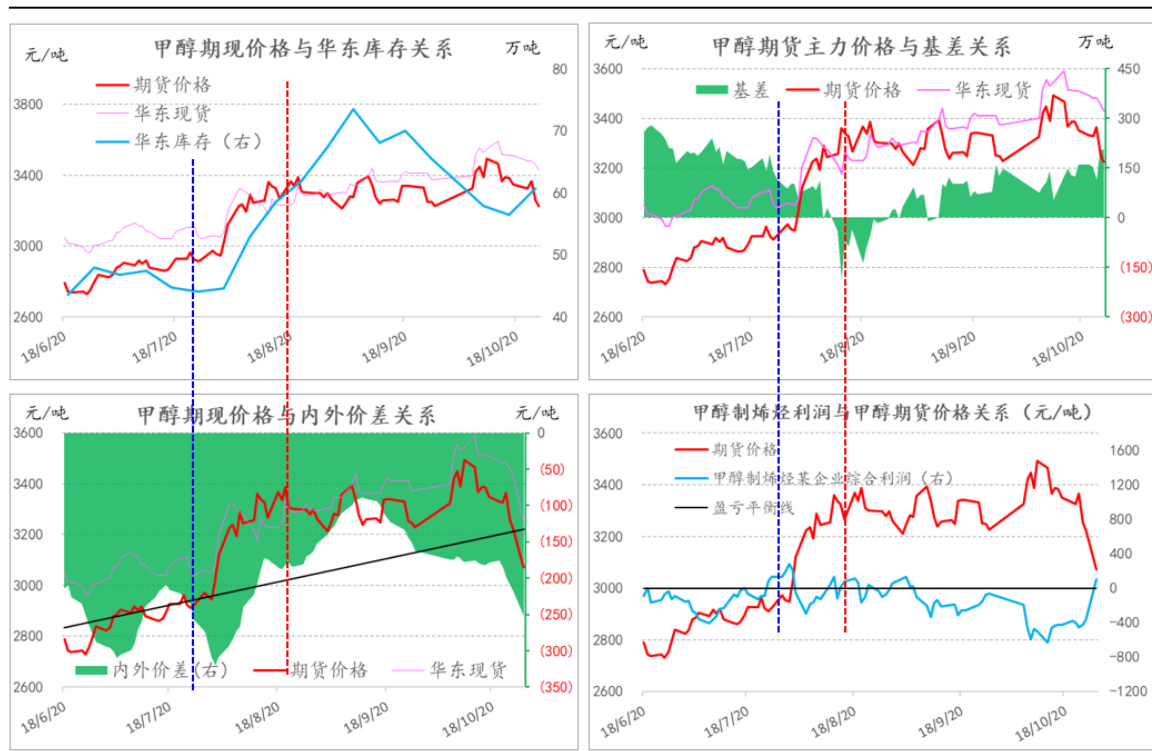
跌势中期：库存高位开始走低，期货略微贴水现货，国内价格走向偏低，产业利润无矛盾；

跌势结束：库存去库到中间水平，期货贴水现货维持，国内价格明显偏低，产业利润无矛盾；

仅从跟踪的指标来看，本轮大跌的主要原因在于国内价格对比海外价格有些过高，当国内价格走向明显偏低后，开始止跌。止跌后首先是现货价格的止稳上行，然后是库存继续降低，之后开启上行行情。

## 2018年8-10月复盘

图：2018年（7-10月）甲醇复盘



资料来源：信达期货研发中心

2018年2季度以来,甲醇面临最大问题是库存因进口偏低的原因一直处在累库不及预期的状态下,从2017年的第1波行情中,我们得出在在交割月面前库存是第一位的,如果库存处在低位,即使有累库预期,一般也能走出一波上行行情,这个观点在今年的4月份和8月份也得到了验证。

在今年8月份的上行行情中,跟踪指标的变化和17年的预期先行行情(第1波行情)有着很大的一致性,最明显的标志为当期货价格上行以后,期货由贴水转为升水的状态,属于抢跑预期的行情。之后在强预期和现实的累库下,行情位置高位震荡。

与2017类似,在预期行情结束以后,近期甲醇短期内大幅下行。下行的主要原因下游甲醇制烯烃企业持续处在亏损状态中,拒绝甲醇高价。浙江兴兴停车,河南中原乙烯公布停车计划,其他外采型工厂降低生产负荷,在利空的集中打压下,甲醇急跌下行。然后由于乙烯价格大幅度走低,兴兴有外采乙烯制下游产品的行动,对甲醇的需求希望彻底破灭,甲醇及其相关产品乙二醇、环氧乙烷等纷纷大跌。

本次的大跌祸起于烯烃因利润不佳导致的停车倒闭甲醇降价,大跌过后烯烃的利润得到了部分修复,但是下游产品丙烯、环氧乙烷、乙二醇目前暂时未见止稳迹象,需要时间修复,因此烯烃的开车估计需要时间。下游相关产品止稳时,空头的支撑将削弱,空单止盈;多单想入场者等甲醇现货有上扬迹象和库存去库进场最为稳健。

## 四、复盘总结

1. 甲醇四季度行情可以分为交易强预期和交易现货偏紧的行情,可以通过基差变化对行情交易逻辑进行识别。具体为:交易强预期的上行行情,行情启动上行后,期货一般由贴水或平水变为升水并逐渐加大;而交易现货紧张的行情,期货由平水变为贴水,并逐渐加大。具体到交易上而言,交易预期的行情多发生交割月前一个月附近且具有低库存的支撑,整体行情走势很快,较难把握。交易现货偏紧的行情,一般在基差、库存、内外价差和产业利润上都具有安全边际,整体行情走势较为顺利。交易现货偏紧的逻辑需要关注现货成交及库存等情况,此时一般现货拉着期货上行,如果现货成交持续疲软,期货则上行乏力。

2. 有两种情形适合入场;第一种是驱动向上(去库预期)+安全边际(期货贴水或平水+内外价差偏低+产业利润无矛盾);第二种是时间节点在交割月+库存低(此时的累库预期很难在短期内兑现)+安全边际(期货贴水或平水&内外价差偏小&产业利润无矛盾)

3. 可以通过内外价差判断国内现货价格的估值情况，通过价差判断期货价格的估值水平。一般国内价格比进口价格略低一些，如国内价格明显高于进口价格，一般说明国内价格偏高，市场表现过于亢奋；反之，如国内价格显著低于进口价格，一般说明国内价格偏低，市场过于悲观。而基差则是结合历史同期的情况，判别期货价格的估值情况。具体到交易而言，如国内价格显著低于国外价格，为做多提供安全边际；如国外价格高于国内价格，此时需要注意防范进口流入导致供应增加的风险。

4. 内外价差和产业利润分配情况是影响甲醇行情流利程度的的关键指标。具体而言，若内外价差偏低，即国内价格偏低，进口货源流入意愿不强，供应端对上行的压力小，利于上行；若产业利润分配较为健康，下游盈利较好，对价格的上行有接受空间，需求端能够得到维持，则利于上行。反之，若国内价格偏高，将面临进口货源流入的压力；若下游利润持续处在亏损的状态，则有降负拒价的可能，需求端支撑薄弱。

5. 不能仅以深度贴水和低库存作为做多的依据。复盘以往甲醇在高位时相关指标的表现可知，期货都是深度贴水的，并且库存一般是年内最低位置，由此可见以二者作为入场做多依据是很不合理的。需要配合内外价、产业利润矛盾，以及后续的库存可能变化情况综合考量。

## 公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本5亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 [www.cindaqh.com](http://www.cindaqh.com) 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。

公司总部设在杭州，下设21家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建6家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、温州、宁波、绍兴、临安、萧山、余杭15家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

## 雄厚金融央企背景

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司是经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，将原中国信达资产管理公司整体改制而成立，注册资本362.57亿元人民币。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于1999年4月19日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资100亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010年6月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012年4月，首家引进战略投资者，注册资本365.57亿元人民币。2013年12月12日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

### 信达资产拥有全牌照金融服务平台





## 全国分支机构

- 金华分公司 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 (咨询电话: 0579-82300876)
- 台州分公司 台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室 (咨询电话: 0576-82921160)
- 深圳分公司 深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A (咨询电话: 0755-83739066)
- 苏州分公司 苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室 (咨询电话: 0512-62732060)
- 四川分公司 成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号 (咨询电话: 028-85597078)
- 福建分公司 厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元 (咨询电话: 0592-5150160)
- 北京营业部 北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室 (咨询电话: 010-64101771)
- 上海营业部 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 (咨询电话: 021-58307723)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 (咨询电话: 020-89814589)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 (咨询电话: 024-31061955)
- 哈尔滨营业部 黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号 (咨询电话: 0451-87222486)
- 石家庄营业部 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 (咨询电话: 0311-89691960)
- 大连营业部 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 2408 房间  
(咨询电话: 0411-84807776)
- 乐清营业部 温州市乐清市双雁路 432 号七楼 (咨询电话: 0577-27868777)
- 富阳营业部 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 (咨询电话: 0571-23255888)
- 温州营业部 浙江省温州市鹿城区锦绣路 1067 号置信中心 1 幢 616 室 (咨询电话: 0577-88128810)
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室 (咨询电话: 0574-28839988)
- 绍兴营业部 绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403 (咨询电话: 0575-88122652)
- 临安营业部 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 (咨询电话: 0571-63708180)
- 萧山营业部 浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室 (咨询电话: 0571-82752636)
- 余杭营业部 浙江省杭州市余杭区南苑街道永安大厦 1702-2 室 (咨询电话: 0571-88797516)



## 重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，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情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。

## 重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，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情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。