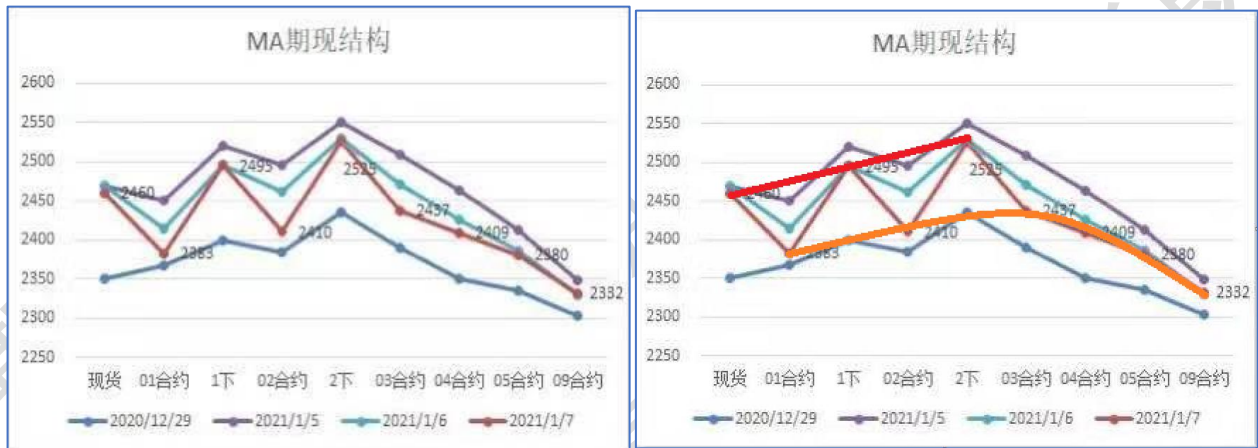


## 甲醇期货纸货价格劈叉的交易机会与逻辑

南华期货：戴一帆  
投资咨询证：Z0015428

正如许多朋友所关心的，近日甲醇呈现出了一个比较奇异的期限结构。（如下图左一所示，图片来自前程石化）尤其近几个交易日纸货与期货盘面分离越来越大，给不少投资者带来了较大的困扰，其中有什么驱动吗？为什么现货价格这么坚挺的情况下甲醇期货盘面还能继续下行？以及其中存在套利机会吗？在充分理解这个问题之前，我们先需要明白期货与纸货交割标的之间的区别，纸货的交割品必须是进口货源，且交割区域限定在太仓。但期货的交割标的更宽，国内境外货源只要符合品质要求，均可交割，且区域大的多，交割库所在之处，均可交割。判定期货的价格锚定地区的方式其实与格雷欣法则类似，何处交割成本最低，在交割品质要求范围内更“劣”，即为盘面所交易的锚定物。



对于目前纸货期货出现的劈叉问题，如果我们要用一句话来概括的话，即“二者交易的已经不再对应一个标的物”。如上右图所示，红线是纸货价格，价格对应的是港口进口货价格，而橙线期货盘面则是对应内地仓单，价格明显相对纸货低上很多。回顾整个2020年，我们可以发现全国甲醇绝对价格比较低，且运费也相对往年更低，区域运费大多时间都处于低于甲醇各地区交割库间的升贴水而大于区域间价差的这种状态。因此，在这种情况下，内地企业不会出仓单，因为出了仓单贴水太大还不如直接卖现货，就算被迫出仓单，也会选择把货拉去沿海注册，因为去沿海的运费小于交割库的贴水，当然我们知道20年太仓库存太高即使运过去了也无法注册仓单，但这不是本文的重点，重要的是这个价差关系，在这个情况下，整个20年内地出仓单极少，只有四季度大化出了少量的仓单，而最高峰内地的仓单加总占比也没有超过总仓单的10%，因此在整个20年的大多时候，整个甲醇期货盘面的定价区域一直稳定的锚定着沿海地区，也就是纸货与盘面交易标的至少在区域上是一致的。但是这个格局在近期慢慢发生了变化，主要原因是西北延长中煤、神华榆林和鄂能化（近期）的集中投产，短期的产能集中释放，使得西北报价存在明显的承压预期，同时由于河北疫情等因素，导致西北货源存在一定的转单，使得内地货源相对偏弱。而目前进口长约报价加点8.5%，且外盘报价与东南亚、欧美溢价持续走高，在这种情况下，港口价格是难以大幅下跌的，这在纸货上则会表现的尤为明显，1-3月是进口缩量期，港口低流动性下如果运输出现一些问题，纸货空头是存在较大的被挤仓风险的，1月8日作为1月上纸货的最后交易日，基差明显走强可能就是非常明显的表现了。港口内地一强一弱之下就使得之前的价差格局发生了变化，使得河南、山东、河北等中间贸易区域至华东的价差已经大于运费

南华期货股份有限公司

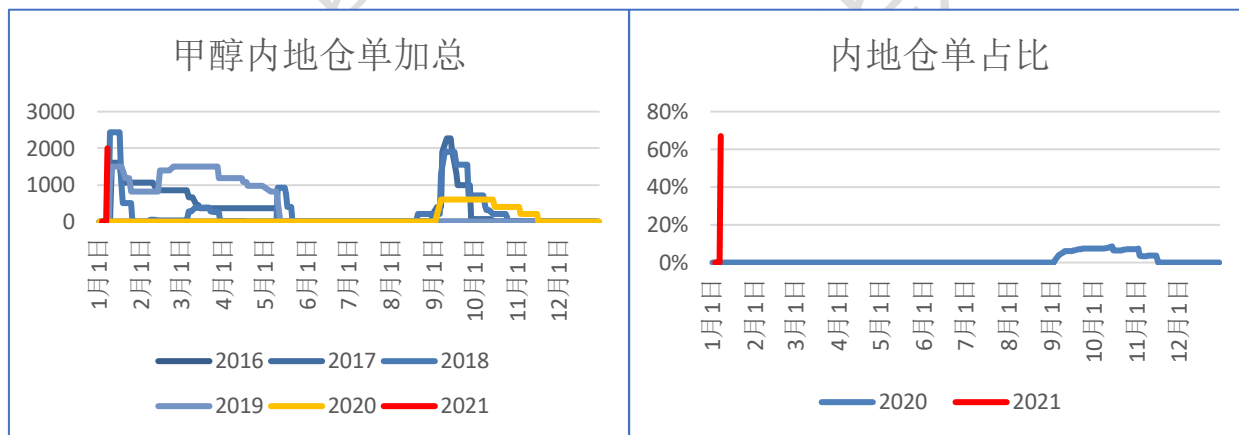
浙江省杭州市西湖大道193号定安名都3楼 邮编 310002

Nanhua Futures Co., Ltd.

3F of Ding'anmingdu Building, 193 West Lake Av., Hangzhou 310002, China

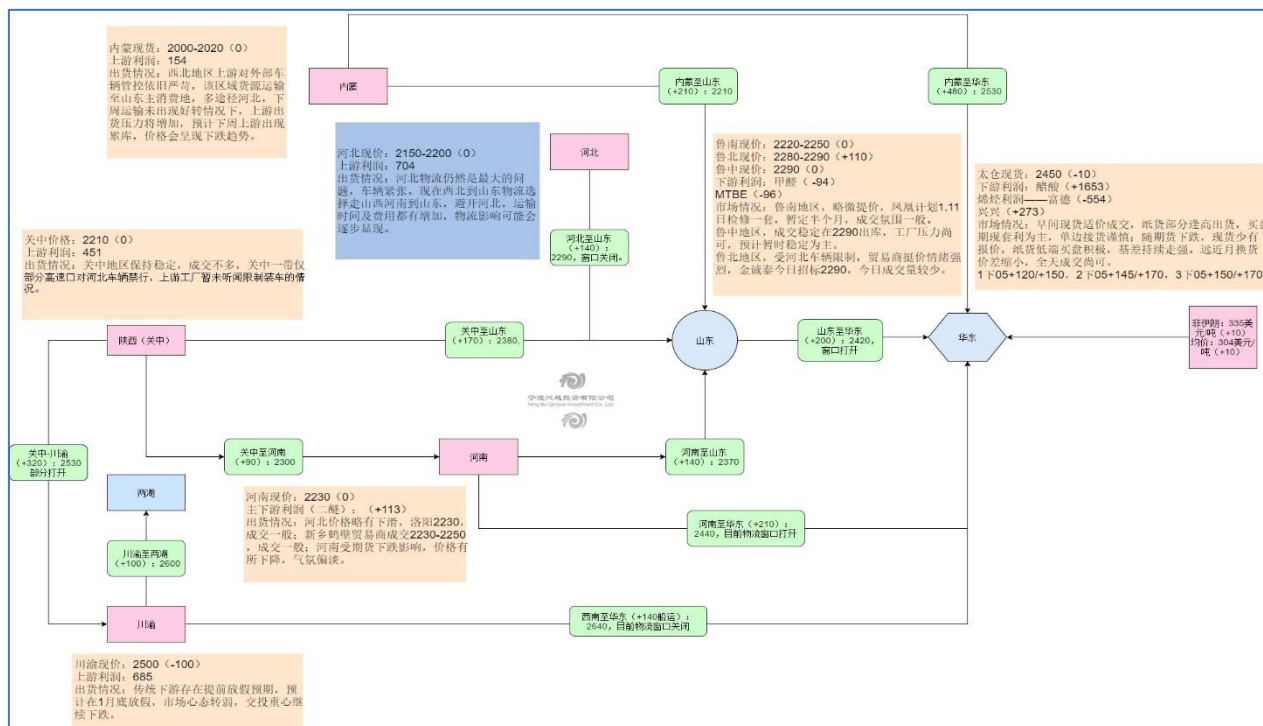
Hotline: 400 8888 910 www.nanhua.net

与交割库升贴水。区域价差大于升贴水带来的一个直接结果就是内地企业有了本地出仓单的驱动，因此我们最近不断看到河南大化、定州天鹭、凤凰要出仓单的传闻，而目前港口的仓单量并不大，也就是意味着整体甲醇期货盘面价格的交易区域在往内地转移，即我们之前所说的，期货盘面与纸货交易的已经不再是同一种标的。

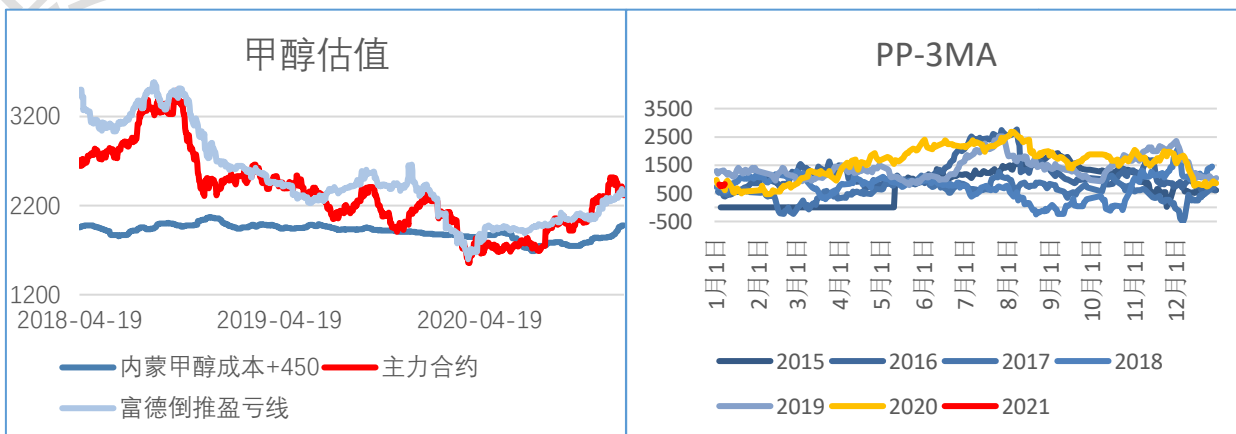


那么看到这里一定有朋友会问，虽然仓单出在内地，但是内地与华东的物流窗口是打开的，多头接到内地仓单直接拉到港口不就可以了吗，为什么会因为仓单出在内地而使得盘面承压呢？从常规经验来看，多头接到内地仓单理论上会有三种处理方式，第一种是直接在当地销售处理，但是这个需要在当地拥有一定的贸易渠道，很多内地的销售格局是被内地厂家垄断的，简而言之，大多数华东的贸易商在内地市场是不具备货物销售能力的，即第一种方式行不通。第二种就是拉到港口销售，但是实际中提仓单的难度远比想象中的大得多，其中会存在很多的实际操作问题，沿海的大型烯烃厂或许有能力避免这些问题，但是大多贸易商并没有能力避免（这部分内容文中并不方便明说，想了解的朋友可以与我私下交流），同时物流端也会存在一定的风险，比如像近期出现的河北省物流封闭等情况。第三种方式就是将仓单折价再返售给厂家，这个也是当下最主流最常见的操作方式。因此我们在对上述三种方式一一分析后发现，基本可以发现只要接到内地仓单的结果≈折价回售，因此只要内地出具仓单，盘面多头就会出现比较明显的接货担忧情绪，这也是目前盘面交易锚地转移到内地之后期货盘面与纸货出现明显劈叉的核心原因。（对于上文中区域价差与运费看不明白的可以参考下方甲醇跨地区价差与运费示意图，图片来自宁波沁越）

那么对于这种情况，有潜在的套利机会吗？有，但是只针对特定的企业，要求与内地企业拥有较好的关系，且同时自身具有进口货源库存的企业。比如我们上文提及的大型烯烃工厂，他们具有一定产业优势可以顺利的将内地仓单拉至华东，同时他们自身又拥有进口长约，自身工厂拥有一定的进口货源库存。那么在这种情况下，可以执行的一个操作就是，比如去接盘面 2102 的仓单，然后将仓单拉至华东己方工厂仓库供生产使用，然后将自身工厂里的部分进口长约货源去作卖空 2 月下纸货交割，这样在剔除一定的运输与交割成本后就可以赚取剩余的 2 月期货盘面与 2 月下纸货的价差。但是这样也存在一定的风险，套利的货量一定不能太大，如果转移了太多工厂库存，一旦后期运输出现风险，导致影响了工厂的生产那一定是大大的得不偿失。也因为这个原因的存在，烯烃厂去套利的体量并不足以扭转这个价差，纸货与盘面的劈叉短期仍可能继续走阔。



最后简单陈述一下对纯盘面交易的一些看法和建议, 对于绝对价格, 我对于甲醇的看法总体更偏弱一些, 但是对于绝对价格我并没有那么坚定, 正如前辈们反复提及的, 期货供需如航船, 宏观如流水, 现在经济复苏周期的基调目前来看仍然可持续, 且目前供需面上确实存在一定的出口支撑, 逆流交易难度太大, 下方可能看到的空间也并没有多大。因此当下我仍然不太建议去单边交易甲醇, 单边确定性不强且不确定性较大, 我个人只是甲醇更偏空配, 而非看跌, 从下方的甲醇估值图我们可以非常明显的看出, MT0 利润对甲醇的压力能力极强, 因此甲醇如果要上涨, 一定需要聚烯烃端给出空间, 那么想来如果需要做多, 大概率做多聚烯烃的性价比会是更高的。



最近一直在和不少圈内的朋友们交流, 如果是多头, 交流中与我反复提及的最多的核心逻辑一定是进口成本高, 但是这篇文章写到这, 核心想说明的意义也是盘面交易的已经不再是港口与进口成本, 因此个人认为这种做多的逻辑并不是那么站得住脚。目前盘面大家主要交易的是 05 合约, 目前进口缩量预期在 1-3

**南华期货股份有限公司**

浙江省杭州市西湖大道193号定安名都3楼 邮编 310002

**Nanhua Futures Co., Ltd.**

3F of Ding'anmingdu Building, 193 West Lake Av., Hangzhou 310002, China

Hotline: 400 8888 910 [www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)



月，西南气头缩量期结束也在 2-3 月附近，西北投产压力全面兑现期在 2 月，也就是目前我们可以看到的所有供给端利多将在 3 月份左右结束。而需求端的利多，比如大家报以极高预期的常州富德三月的投产，虽然近期造势较大，但个人认为在目前的 MT0 利润之下兑现难度极大，这套装置当初停车就是因为利润问题，我们认为大概率其不会选择在一个复产即亏钱的时间点重启，如果真的预期落空是不是可能存在 MT0 利润的预期差行情？虽然从目前的 PP-3MA 价差看，当下的位置并没有显得特别极端，但是这是一个比较动态的问题，沿海 MT0 利润的实际压缩情况还需要考虑乙二醇、丁二烯等价格情况，今年的乙二醇比起往年是低了许多的，因此同样的 PP-3MA 价差带来的支撑是不可同日而语的，虽然富德与兴兴近期都有 EG 部分转产 E0 的操作，但是总体利润仍然较差。且 12 月之后丁二烯价格下跌已经超过了 25%，南京承志的利润压力也在加大，富德、诚志在 21 年均有检修计划，如果 PP-3MA 价差继续压缩，是不是会带来提前检修的可能？因此综合考虑我们仍然认为 05 合约 PP-3MA（PE-3MA 也可考虑，PE 产能压力相对 PP 更小）头寸的做阔仍然是当下最值得关注的头寸，属于下方有一定边际且可以值得等待驱动的头寸，日内波动也不小，属于无论短期反复刷单（700-900 范围内）或者长线持有都适合交易的头寸。头寸风险点在于近期甲醇的出口支撑，与春节前聚烯烃下游终端的弱势，但是总体逻辑在长周期上是持续成立的，如果有压缩至 500 附近的机会，考虑适当加仓。且近期聚酯终端需求反馈较好，可以适当买入一些 EG 对冲 MT0 利润压缩的风险。期货投资有风险，总体仍需把握好交易时机与仓位。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。

**南华期货股份有限公司**

浙江省杭州市西湖大道193号定安名都3楼 邮编 310002

**Nanhua Futures Co., Ltd.**

3F of Ding'anmingdu Building, 193 West Lake Av., Hangzhou 310002, China

Hotline: 400 8888 910 [www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网

**南华期货股份有限公司**

浙江省杭州市西湖大道193号定安名都3楼 邮编 310002

**Nanhua Futures Co., Ltd.**

3F of Ding'anmingdu Building, 193 West Lake Av., Hangzhou 310002, China

Hotline: **400 8888 910** [www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)