

如何有效地量化商品估值？--以甲醇为例的应用分析

文/邵亚男

在产业基本面的分析框架内，估值是极重要的研究维度。在市场上的报告中，“估值过高，价格存上边际”、“估值偏低，有向上修复预期”等字眼和词句，不绝于耳。那么，估值的高低，究竟如何衡量呢？高低的程度又能否有效量化和呈现呢？这是本文希望分享的内容。

【估值内涵与指标】

估值，意指对商品的价值判断，相应有个客观上判断标准的问题，毕竟主观的结论缺乏可比性、可讨论性。特别是投资意义上的估值，显然需要可量化的指标来支撑和论证策略。

对于大宗商品（期货）而言，较为合理的估值应涵盖两个部分，分别是**现货估值**、**期货估值**。其中，现货估值可以用“**现货利润率**”这一指标衡量，具体是指现货价格偏离生产成本的程度（**现货利润率=生产利润/现货价格**）；期货估值聚焦期货盘面价格，可以用“**期现偏离度**”这一指标来衡量，具体指期货主力合约价格偏离对应现货标的的价格的程度（**期现偏离度=（期货价格-现货价格）/现货价格**）。至于，综合估值，则可以用某种加权方式将现货与期货估值结果合并呈现。

考虑到数据的可获得性、稳定性与可比性，笔者引入**历史分位数**的方法将不同区间的结果赋值、加权，以作为对估值强弱的衡量。具体如表 1 所示，无论是现货估值还是期货估值，都最终呈现**【-3, +3】**

区间的 6 个等级，依次代表着从低估到高估的不同程度。

表 1 商品估值指标的加工

分位数区间			【0， 10%）	【10% ， 25%）	【25% ， 50%）	【50% ， 75%）	【75% ， 90%）	【90% ， 100】
赋值	现货 估值	现货利润率	-3	-2	-1	+1	+2	+3
	期货 估值	期货偏离度 （基差率的相反数）	-3	-2	-1	+1	+2	+3
	总估值=现货估值+期货估值		【-6， +6】					
	意义		低估-----高估					

估值属于相对静态的指标，表征的更多是安全边际。低估值不是上涨的动力，而是上涨的基础；反之亦然，高估值不是下跌的原因，更多成为下跌的基础。低估值的品种，叠加向上的驱动，适宜做多，高估值的品种，等向下的驱动出现做空合适。

【在甲醇品种上的应用】

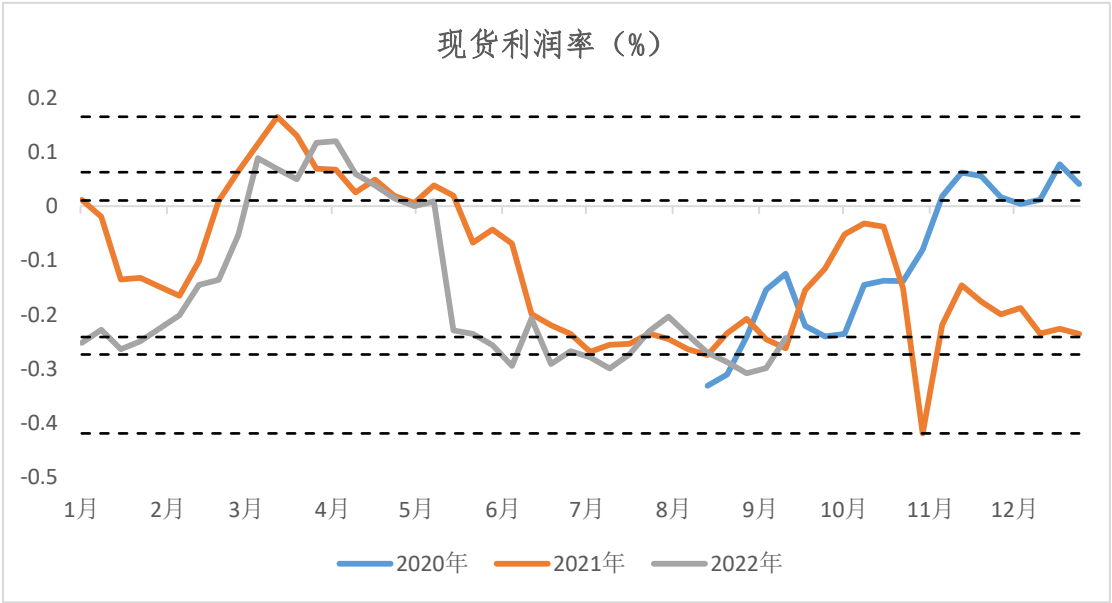
以化工品中的成熟期货-甲醇为例，本文进一步开展应用和例证分析。

如下图所示，对于近期的甲醇期现市场，截至 9 月 15 日，现货利润率为-24.3%，以 2020 年 8 月至今的维度拉长来看，该数值处于历史 10%-25%分位数区间，处于相对低估的阶段，赋值-2。另一方面，截至 9 月 21 日，期现偏离度录得-2.44%，以 2019 年至今的维度拉长来看，该数值处于历史 0-10%分位数区间，处于较严重的低估阶段，赋值-3。

从而，总估值录得-5,即 $(-2) + (-3)$ 。按照本文的估值体系，-5，属于较为严重的低估值状态，表明近期的甲醇具备较强的上涨基

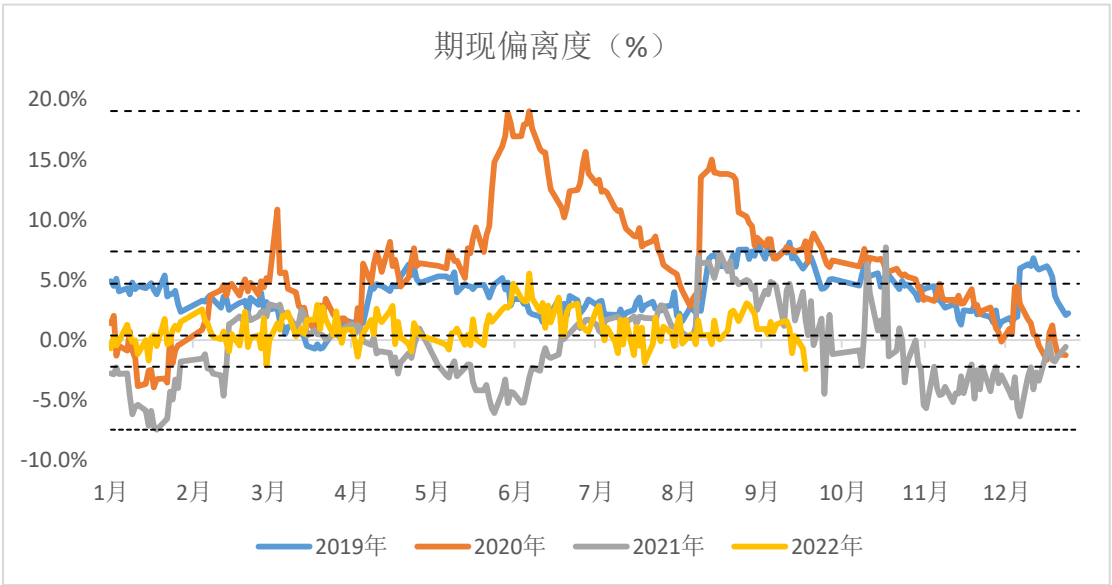
础。

图 1 甲醇现货估值偏低



数据来源：隆众资讯 中原期货

图 2 甲醇期货估值过低

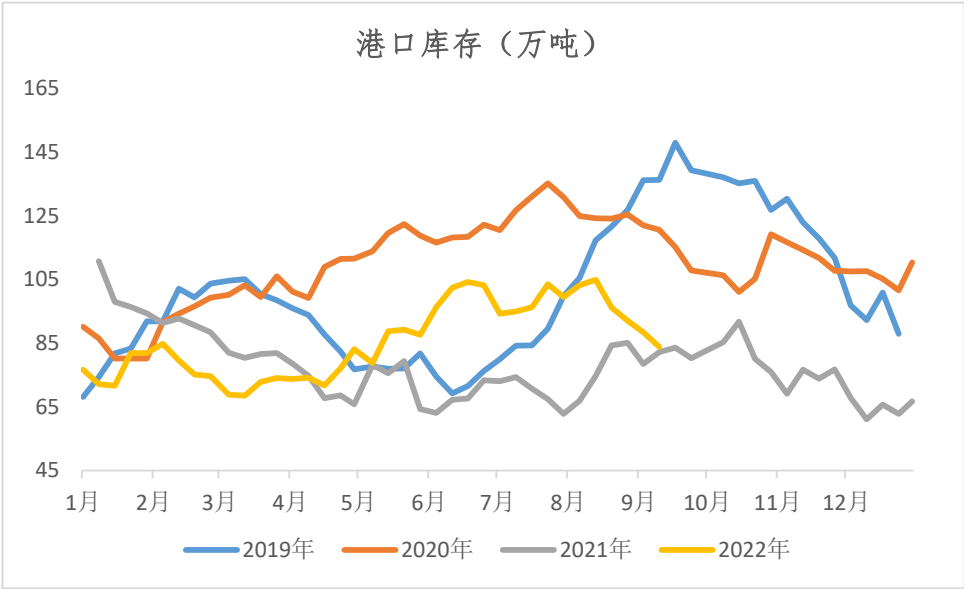


数据来源：WIND 中原期货

如果此时产业的驱动向上，宏观扰动不大，那么是可以考虑做多的。事实上，近期甲醇的产业格局为供需双增的局面，港口库存持续去化。后市而言，下游需求恢复和港口去库仍是短期市场驱动的主要

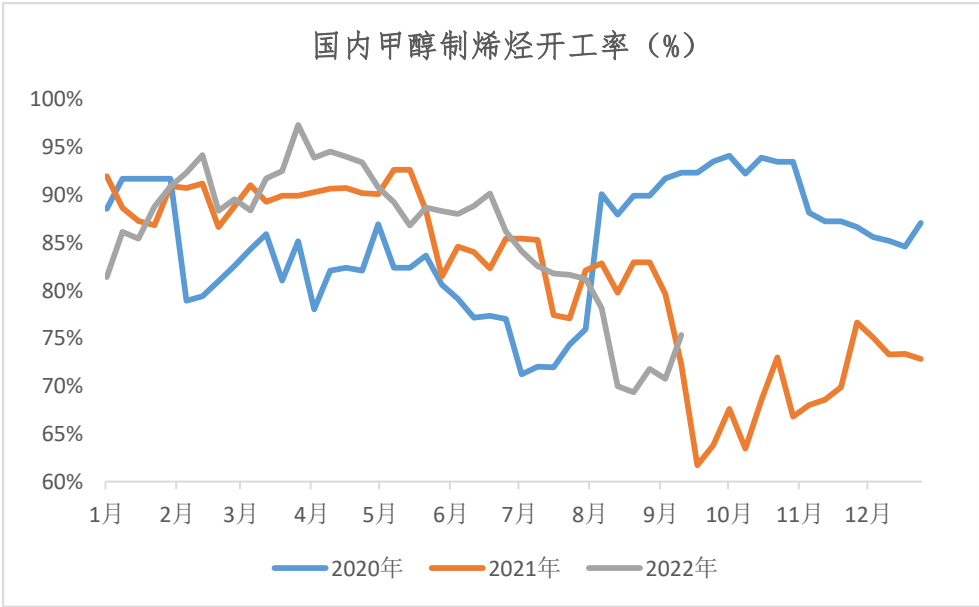
逻辑，特别是国庆长假即将到来，下游企业备货预期显著，运费也将因节假日调涨，从而盘面具备较好的向上产业驱动。

图 3 港口持续去库，反映供需向上驱动显著



数据来源：隆众资讯 中原期货

图 4 港口重要烯烃装置陆续开启，下游需求回暖

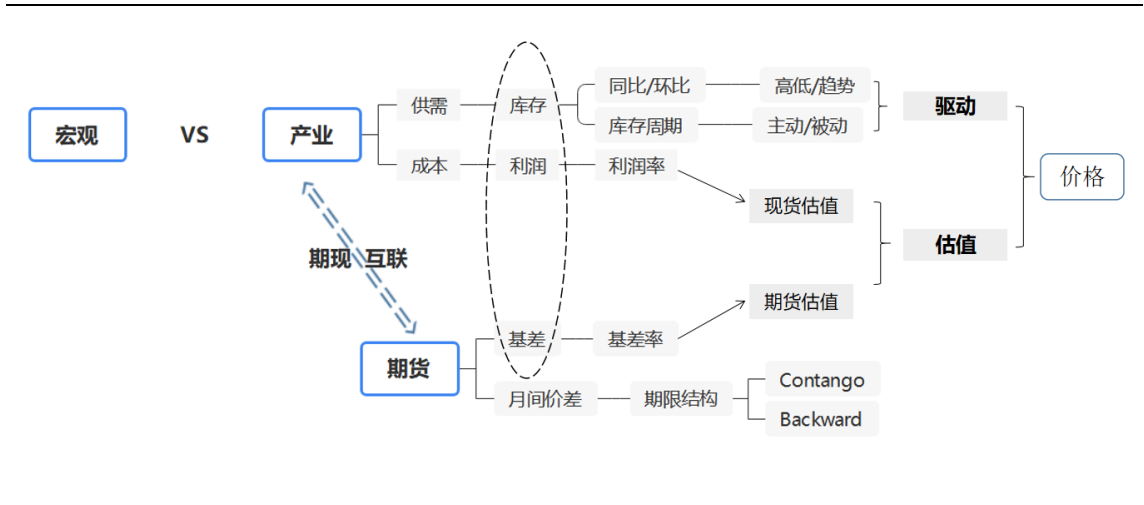


数据来源：隆众资讯 中原期货

最后，对产业的分析，应是放在宏观研究之后。上述估值和驱动的产业维度分析，都是在宏观经济边际影响不强的情况下，才更能对

价格做出指导。

图 5 化工品期货投研体系



来源：中原期货

那么，近期而言，宏观方面最受市场关注的当然是美联储 9 月的加息。截至 9 月 21 日，靴子落地，美联储如期加息 75BP 的情况未超市场预期，短期宏观利空出尽，后续宏观对甲醇这类化工品的影响在下次加息前，应不再是大的扰动和影响，这也保证了近期产业层面分析的有效性。事实上，在下次加息之前，两次加息的空档期，是可以有限考虑基本面良好或有所好转的品种，进行操作的。

【延伸拓展】

将估值指标量化，更为重要的意义，我们认为是为板块内的品种提供了一个统一的强弱关系逻辑，如能化板块、农产品板块和金属板块，都可以将板块中的各个品种，**基于估值赋值的逻辑，量化、直观地对比估值强弱**，助力分析板块内哪个期货品种更具备上涨或下跌基础，从而，可以对其重点关注。当然，还要结合驱动和波动率等指标。

日期：2022.09.22