

争渡，争渡，上下不知归路

今年甲醇行情整体呈现出节奏快、波动大的特点，行情难以捉摸。节前，由于货源缺乏以及下游补货需求，甚至出现了一波软逼仓行情，虽然成交量不大，但甲醇仍顶着较高的价格和较大的悬念进入了国庆假期。节假日后第一天，现货仍然延续着火热情绪，但隔天便冷却大半，跌幅几近一个跌停板。开盘后甲醇同大多数化工品一样高开低走，回吐了节前的涨幅。但从7月份的最低点来看，甲醇的表现是偏强的。一方面这与甲醇的基本面横向比较好有关，另一方面则受动力煤价格的推动。

贯穿全年的一个交易逻辑是动力煤。高企的煤价不仅吞噬了产业链利润，也使得成本这一因素变得格外重要。而当煤价扮演的角色越来越关键时，不仅给甲醇研究带来了动力煤自身供需节奏的干扰，对政策风险的敞口，也给市场注入新的资金。甲醇研究和交易的逻辑维度也随之增加。

动力煤的最大下游为发电，其定价受到指导，相对独立于市场；而在非电需求中建材、取暖、冶金等也占了相当部分的比例，化工品的定价权并不大。因此，化工品在市场博弈中是弱势的一方。此外，动力煤市场的节奏和甲醇供需的节奏也往往是不同步的。

从上半年的情况来看，煤价自3月高点回落，但随着夏季电厂补库需求的增加，保供力度增强，鄂尔多斯Q5500动力煤价格从5月上旬开始一路上升，并在6月中下旬维持在1000元/吨左右的高点。在成本端推动下，甲醇价格也一路上涨。但在7、8月的全国大范围高温、电厂高日耗下，煤价却一直处在下行通道中。直到秋季来临，电厂冬储力度又一次加大，煤价开始新一轮上行通道。此前，市场亦有声音认为随着气温下降，秋季将是动力煤淡季，价格或承受一定的压力。到目前为主，动力煤库存已经攀升至历年较高位置，市场亦有部分看跌声音出现。

成本端价格的剧烈波动已经明显干扰了甲醇的运行节奏。从操作层面上来看，自然希望看到甲醇能够与动力煤脱锚，减少影响因素，但在全球能源逻辑尚未结束、国内供给端改革的大环境下，成本端或仍然是重要逻辑。此外，从历年比较来看甲醇的煤制利润处在不断压缩之中，这也与供应端不断扩产有关。

借此延伸到当前交易的另一主要逻辑，即供应端的投产。甲醇供需整体处于平衡偏宽松的格局，但倘若预期装置能够顺利投产的话，那么短期内地会承受较大的压力。当前孝义鑫东亨、久泰新材料已经投产，其带来的产量压力正在逐渐释放。倘若后续宁夏鲲鹏、宝丰三期能够按计划投产，那么西北地区的确会处于供过于求的局面。但在当前持续亏损的格局下，甲醇价格会有多大的向下空间还不可知。一方面这或许可以测试出生产企业的承受能力，另一方面从估值修复的角度来看，利润空间要么从煤价下跌获得，要么从其他企业停车中获得。

港口方面同时受到低库存和MTO利润严重亏损的挤压。

库存结构的反转颇具戏剧性。在8月份时，高进口带来的高库存对港口价格造成了巨大的压力，库存一度累积到历年中高位水平，当时无不表现出担忧之情。而后来由于运力受限，伊朗装置大面积停车，进口量逐渐萎缩。加之在刚需消耗之下，港口库存便开始断崖式去化，去库幅度之大、速度之快历年未见。到现在为止已是除13年之外的最低水平，港口货源紧张，基差随之走强到接近400，月差结构也大幅反转。

另一方面是MTO装置的情况。MTO利润一直都是市场关注的焦点，吸引着从业者的视线。MTO利润近乎全年都在亏损，尤其是富德和兴兴这两套下游产品相对单一的装置，市场上的风声也不断。在进入9、10月份之后，随着有较多的装置因为利润原因出现了降负、停车，需求量出现了大幅下降，但这并未反映在库存水平上。一方面是近期港口卸货受到了天气的影响，另一方面提货量维持在较高水平。因此，回归到正常节奏之后，后续港口

库存大概率是积累的，但可能幅度并不会太大。

就传统需求而言，在经济发展放缓的大环境之下表现得尚可。由于有大型装置的投产，甲醛的需求量好于去年。上半年演绎的调油逻辑对 MTBE 产量也有持续助力，在内外套利窗口打开、出口无配额限制且无消费税，出口量屡创新高，2022 年 1-9 月累计出口 122.85 万吨，较去年同期增加 121.05 万吨，涨幅 7078.95%。BDO 作为具有增长潜力的一各下游，开工率都维持在高位；醋酸供应相对紧平衡，企业开工率并不低。由于政策对混掺的限制，二甲醚的需求量并不好。整体而言，传统下游的需求好于去年同期。

展望后市，西北地区新增产能还在释放，压力在积累，后续尚有宁夏鲲鹏和宝丰三期两套大产能装置待投放。虽然生产端的负反馈抵消了部分压力，但在更多装置或因利润、或因供煤不足停产之前，煤制端产量仍是边际大幅增加的。随着冬季来临，天然气生产装置将陆续开始限气，损失产能也有一定规模。考虑进各变量之后，四季度的产量仍预期是过剩的。进口来看，11 月或难放量。虽然伊朗装置已大多回归，但当前装船量并没有明显提高，同时对伊朗天然气供应的担忧也不断。需求端来看，MTO 负荷已处于低位，下游产品需求不如人意，在利润持续亏损之下后续改善空间还有待观察。落地到库存上来看，四季度累库格局是可期待的，但港口和内地或有一定程度的分化。（本文内容及建议仅供参考，不构成实质性入市依据）

浙商期货研究中心化工组