

基本面与宏观作用下的宽幅震荡

浙商期货研究中心化工组

从基本面来看，近期甲醇毫无疑问是走弱的。

动力煤终于在千呼万唤中下跌。经过一轮流畅宣泄之后，北方港 5500 大卡动力煤价格从 10 月末高于 1600 元/吨的高点下跌至当前 1300 元/吨左右的水平，回落近 20%；鄂尔多斯 5500 大卡坑口价的跌幅也类似。在大多数动力煤电厂长协保供的前提下，市场流通货源少，盘子小自然波动也大。

这一波调整主要是因为需求走弱，市场情绪冷却。经过前期的补库，终端电厂库存来到高位，购买意愿减弱；同时 11 月份整体气温暖和，电厂日耗并不高。另一方面非电需求也在同步萎缩。虽然前期港口调入量受限，库存在低位，但供需边际宽松，煤价失去支撑，以较大幅度回调。但临近限价区间之后，煤价是否还能继续下跌？冬季是耗煤旺季，现在又迎来寒潮，全国大范围降温，日耗上行，电厂实际负荷和持续时间还有待观察，但补库节奏或维持相对平稳。此外，煤的热值结构问题仍一直为人诟病。由于新核增产能多为低热值，因此电厂的实际库存水平与历年相比需要打一定折扣。整体而言，对下方空间维持相对谨慎。

与预料不同的是，煤价并没有成为当前交易的逻辑。盘面反映不大，西北地区的现货价格也并没有下跌。这一方面是因为当前甲醇的估值并不高，在上游利润亏损的条件下边际改善也并不是不可以。另一方面，目前的产销处于一个相对稳态，平衡可能并没有这么快打破。

随着煤价下跌，生产利润虽然仍处于历史低位，但目前已修复至盈亏平衡附近。然而，给出的这些许空间并没有较强的支撑。

首先，内地的投产和库存压力在缓慢累积。目前宁夏鲲鹏 60 万吨装置已在试车中，宝丰三期 240 万吨装置预计将在 12 月投产，巨大的产能压力始终悬挂在内地之上。同时，内地库存也在持续积累，从 10 月前 40 万吨以下的水平逐步累积到当前 55 万吨左右。结合历年来看，进入 11 月后往往是去库阶段，直至春节期间的季节性累库。但当前库存已在相当高位，生产端开工率不低，且煤制装置出于避免低温损坏考虑往往不会在冬季停车，因此在当前产销下后续并不存在去库预期。此外，考虑到今年春节较早，企业或较往年有更强烈的排库需求。其次，这一轮利润修复并没有下游需求的支撑。下游需求改善自然可以给出上游生产利润，但当前甲醇的下游开工和利润并没有改善；相反，整体需求并不佳。

虽然如此，港口依然偏紧的格局依然是主要利多。近来缓慢爬升的港口库存，由于天气影响卸货受阻，在上周突然被打断，重新回到年内低点。基差也一直在高位盘整，现货价格相对稳定。流动货源的紧张引得不少关于挤仓的担忧。

但就在进入交割月前一个月内，仍存在不少变数。随着盛虹炼化装置逐步投产并产出乙、丙烯，MTO 端的产能受到挤出，斯尔邦的停车预期终将落地；宁波富德的检修计划一直悬而未决；浙江兴兴何时复产尚无音讯，且明年上半年又有轻烃利用装置（即乙烯裂解装置）预计投产，届时 MTO 端的压力将进一步增加。港口需求的进一步萎缩有助于缓解当前

紧张局面，甲醇估值也必然会承压。

基本面虽并非乐观，但近期频发的宏观政策却对盘面有明显提振，一定程度也造成了盘面的激烈震荡。前期疫情政策的调整便引发了商品市场的一大波反弹。上周央行宣布于 12 月 5 日起降准 0.25%，本周对房地产股权融资方面调整优化，即所谓的“第三支箭”，都推涨了乐观的市场情绪和市场预期，甲醇顺势冲高。从月间结构上来看，则表现为远月偏强，15 价差收窄。这些宏观因素的介入，毫无疑问改变了交易节奏并增大了难度。

宏观美则美矣，但商品终将走向交割。目前港口博弈尚未定论，内地和港口逆向而行，而两地间的套利窗口又被运费所吞噬，维持相当高的价差水平。在基本面边际走弱的当下，矛盾并未消除。另一方面，宏观利好不断，短期内需求虽难见到实质性改善，但带来的情绪利好对商品估值有一定提升，再加上港口基差仍然较高，向上的空间依然存在。（本文内容及建议仅供参考，不构成实质性入市依据）