



LPG 期货上市满月：结局会美丽，过程或曲折

走势评级：

LPG：看涨

报告日期：

2020 年 5 月 7 日

★长期供需基本面向好，市场交易 11 月旺季预期不变

11 月之后国内 LPG 供需基本面向好，需求环比增速将高于供给，供需格局整体上偏紧。此外考虑油价中枢的影响，我们认为在低油价环境下首行合约的绝对价格区间或与 2016 年接近，油价中枢如有抬升将打开绝对价格的预期空间。

★近期现货步入淡季，基差被动走弱或成短期压制因素

从 5 月起 LPG 需求步入传统淡季，预计现货价格仍有下行空间。尽管市场主要在交易 11 月的旺季预期看似和未来几个月的淡季没有直接关系，但短期内现货价格走弱将导致基差被动走弱，或将成为期价短期回调的潜在风险。

★投资建议

在产业套保玩家暂时没有入场的情况下，短期内市场仍将以交易 11 月旺季价格预期为主，直到产业套保玩家开始入场改变交易逻辑。在旺季预期下，市场维持做多 PG 的长期乐观情绪，通过综合评估绝对价格和基差水平，在逢低做多与高位短期回调之间不断反复。由于产业套保玩家的暂时缺位，目前指望通过期现套利、内外套利、石脑油液化气相对价格等方式来评估 11 期价是否合理在短期内恐怕不可行。对 PG2011 合理价格的预期是市场交易的关键，历史价格规律可以说是现在为数不多可用的定价的锚。如果期价高到夸张导致产业玩家发现非常舒服的套保入场点，或者随着时间临近存在实际的套保需求，预计市场交易逻辑会发生改变，届时期现套利、内外套利、石脑油液化气相对价格等逻辑将重新回归。

我们预计后续市场将在 11 月是 LPG 旺季需求的长期乐观预期与 5 月消费淡季现货价格惨淡的短期弱势现实之间不断博弈，短期内 LPG 首行合约将是宽幅震荡。由于 11 月是 LPG 消费旺季我们维持长期看多 PG2011 的观点，建议投资者耐心等待后择机做多。

★风险提示

原油减产执行率不及预期，海外疫情二次爆发，SC 疲软导致市场做多 PG 的热情比我们预期得更高。

金晓

首席分析师(能源化工)

从业资格号：F3005393

投资咨询号：Z00112069

Tel: 8621-63325888-2483

Email: xiao.jin@orientfutures.com

联系人：

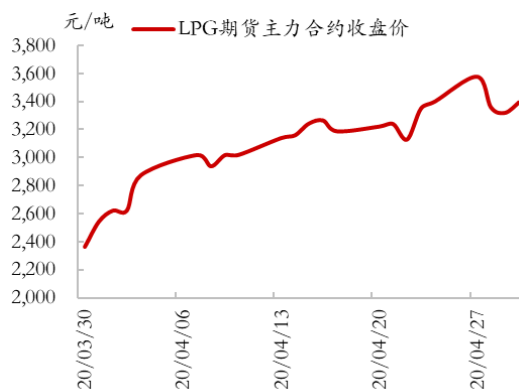
分析师(原油/LPG/LNG)

赵琳菲

从业资格号：F3062856

Tel: 8621-63325888-2147

Email: linfei.zhao@orientfutures.com

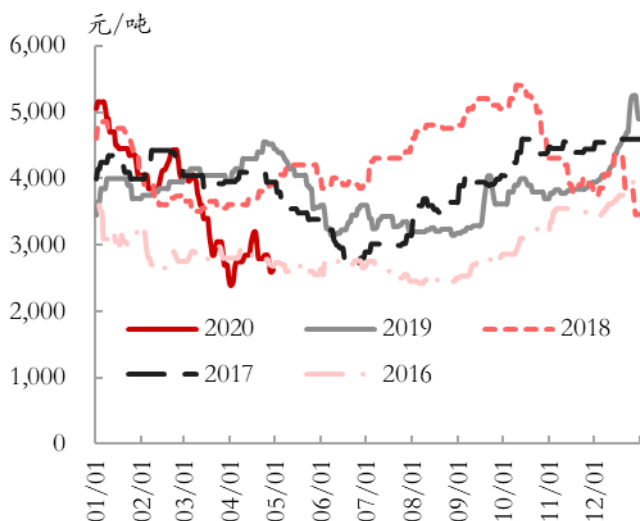


1、LPG 期货上市满月，乐观预期推动涨势

LPG 期货上市满月，涨势恢弘。在挂牌第一个交易日大跌之后，PG 走出了一波大涨行情，首行合约 LPG2011 从 2318 元/吨的低位一路上扬，触及 3659 元/吨的高点。尽管 4 月最后的几个交易日有所回调，但不改上市首月涨势恢弘的整体基调。

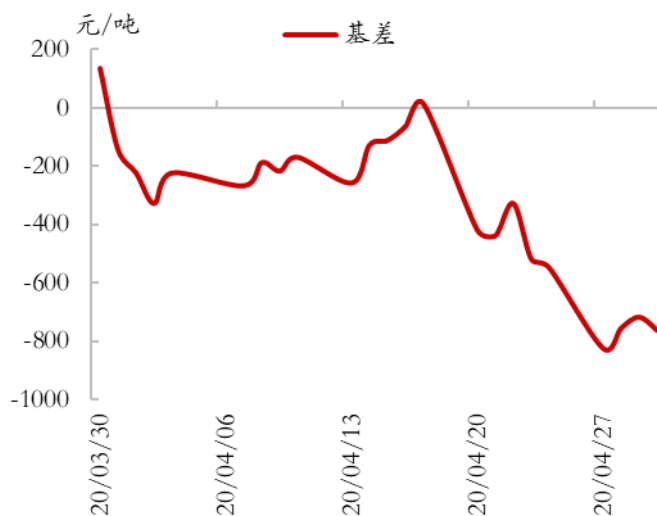
LPG 期货上市首月大涨主要由市场对 11 月是 LPG 消费旺季的长期乐观情绪推动。PG2011 挂牌首日大跌一方面是远期曲线从挂牌时的 Flat 结构转变为预期中的 Contango 结构对近端造成的压力，另一方面当时打得正酣的石油价格战让油价跌在谷底，不可避免地压制了 LPG 的绝对价格。进入 4 月以后国内外市场环境逐步稳定，市场更加关注到 11 月是 LPG 旺季需求这个长线逻辑：(1) 华南燃料气现货价格在淡季前走出小阳春。4 月本身连着清明节和五一节两个节日，LPG 燃料气存在补库需求。另外 4 月中旬在“熔喷布”炒作行情下，通过“聚丙烯-丙烯-丙烷-液化气”的传导，现货价格还出现过一波短暂的脉冲式行情。(2) 5 月国际 CP 价格大幅上行抬升了进口气成本，夯实了对现货价格的支撑。由于新冠疫情的影响，印度在 3 月底宣布了为中低收入家庭免费提供液化气的计划，4 月印度 LPG 消费需求飙升 21%，支撑了 5 月 CP 纸货价格一路走强。最终公布的 5 月丙烷 CP 价格为 340 美元/吨，大涨 110 美元/吨，丁烷 CP 价格 340 美元/吨，大涨 100 美元/吨。(3) OPEC+会议达成了历史性减产协议，预计从 5 月开始联合减产，国际油价将筑底回升。尽管 PG 有时候与油价背离不一定跟跌，但一个有望稳定下来的油价环境对 PG 总是百利无害。(4) 在前面三点共同构成的稳定市场环境下，由于 LPG 消费具有明显的季节性，11 月作为旺季现货价格往往比淡季高，PG2011 较现货升水的想象空间是 LPG 期货上市以来驱动价格一路走高的重要因素。

图表 1：广州 LPG 燃料气市场价



资料来源：Wind

图表 2：LPG 基差



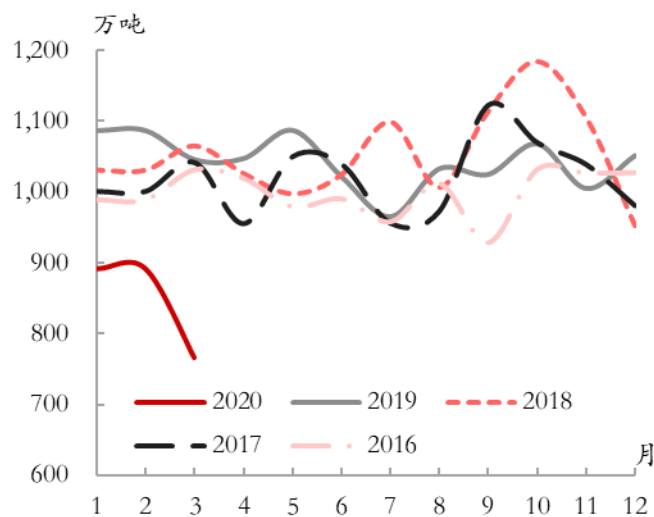
资料来源：Wind

2、长期供需基本面向好，市场交易 11 月旺季预期不变

11 月之后国内 LPG 供需基本面向好，需求环比增速将高于供给。在需求端，消费量占比最大的 LPG 燃料气随着天气转冷步入传统旺季。深加工方面在 C3 路线上今年预计仍有 100 多万吨的 PDH 装置投产来带动对进口丙烷的需求；在 C4 路线上如果疫情影响在下半年完全消退，汽油消费的恢复将带动 MTBE 和烷基化装置开工率回升至历史平均水平，约有 20pcts 的空间。相比长期需求端的多点开花，供给端增速恐怕难以追上。下半年将有中科炼化、中化泉州、洛阳石化等炼油项目投产，预计 2020 年国内炼能净增 2450 万吨/年至 9.05 亿吨/年，增速仅有 3% 左右。国内仍有大量缺口要依赖进口气来补足，进口依赖度居高难下，因此长期来看 11 月以后供需格局整体上偏紧。

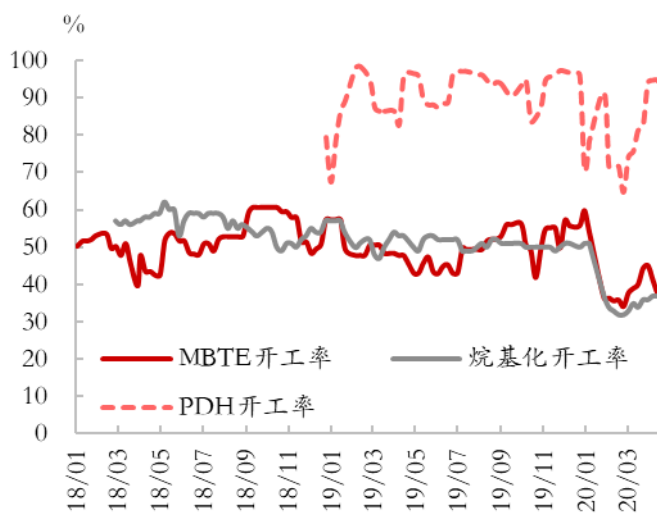
在国内供需基本面支撑 11 月消费旺季的预期之外再考虑油价中枢的影响，我们认为在低油价环境下首行合约的绝对价格区间或与 2016 年接近，油价中枢如有抬升将打开绝对价格的预期空间。LPG 燃料气的现货价格波动幅度很大，但 LPG 燃料气现货价格与布伦特油价的比值的波动要规律得多。正常情况下 11 月 LPG 燃料气现货价格对布伦特油价的比值大致在 60-80 倍的区间波动。2020 年由于新冠疫情这个外部冲击，原油需求在封城封国中断崖式下跌而 LPG 需求影响比较有限，同一产业链上需求变动的不对等性造成 LPG 对布伦特油价的比值相比历史水平大幅偏高。不过考虑到 11 月离现在还很远，预计到时候将把新冠疫情的冲击消化完，我们认为历史规律大概率会发挥作用，那么在低油价环境下 LPG 现货价格将与 2016 年的情况比较类似。从期价表现上来看，当 PG2011 触及 3600 元/吨以上时出现了明显的回调，这个位置差不多是 2016 年油价中枢在 45-50 美元/桶时 LPG 燃料气在旺季初期的现货价格。如果市场预期油价中枢出现明显的抬升（比如上涨到四五十美元/吨），PG2011 绝对价格的预期空间还将进一步打开。

图表 3：国内汽油表观消费量



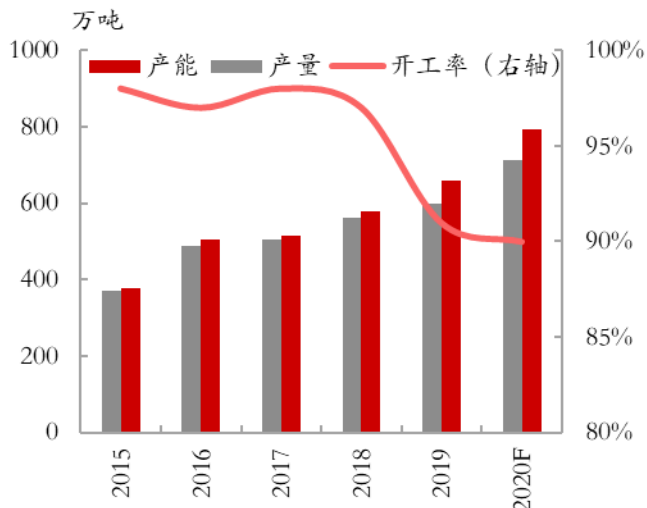
资料来源：Wind

图表 4：LPG 深加工装置开工率



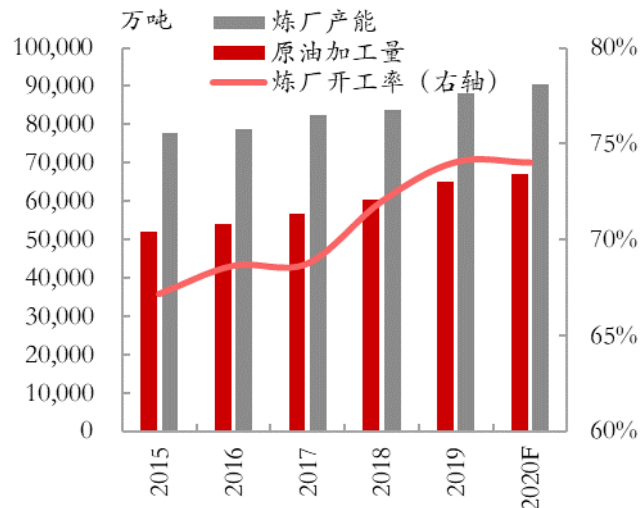
资料来源：隆众资讯

图表 5: 国内 PDH 装置扩能测算



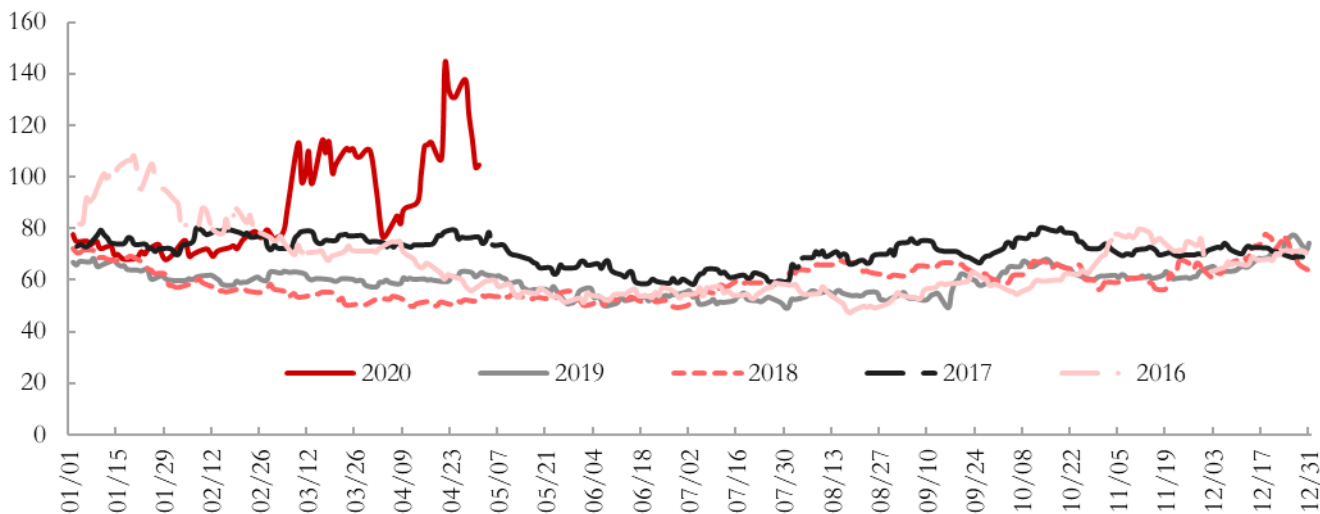
资料来源: 隆众资讯, 东证衍生品研究院

图表 6: 国内炼厂扩能测算



资料来源: Wind, 中石化经济技术研究院, 东证衍生品研究院

图表 7: LPG 燃料气现货价格与布伦特油价的比值



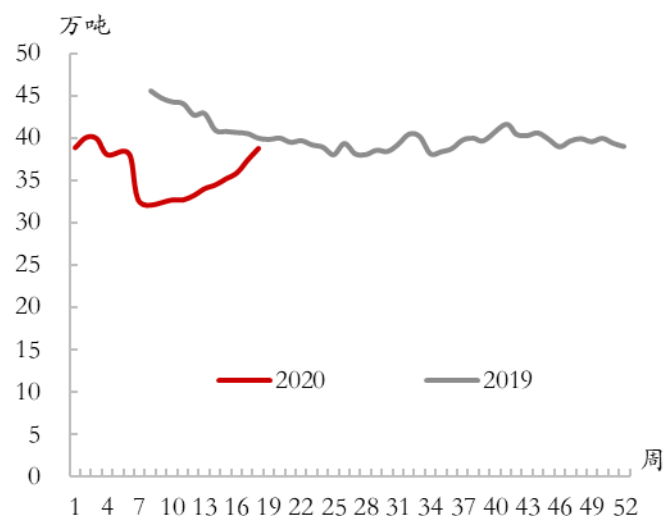
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

3、近期现货步入淡季，基差被动走弱或成短期压制因素

从 5 月起 LPG 需求步入传统淡季，预计现货价格仍有下行空间。在燃烧需求上，国内疫情形势缓解以后餐饮报复性消费没有发生，营业门店增长率和账单量增长率仍没有恢复到疫情前的水平。考虑到以上大数据是基于 POS 系统所产生，而 POS 系统主要覆盖大中

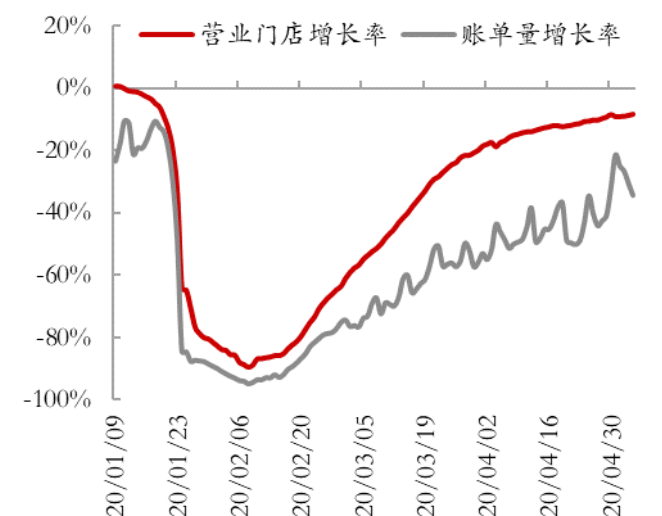
型连锁餐饮门店，因此我们认为没被 POS 覆盖但却大量消费液化气的那些街边小饭店恢复情况预计目前显示出来的数据更差。在近期深加工需求没有大变化的情况下，指望餐饮领域的燃料气消费来支撑“淡季不淡”的想象空间恐怕不行。在供给端，随着炼厂检修完毕，近期 LPG 国产量仍在继续提升，5 月上旬进口气到港量也处于较高水平。尽管 5 月 CP 价格大涨对华南燃料气现货价格给予了一定的支撑，但随着漫长的淡季开启，现货价格将易跌难涨。考虑 2016 年低油价环境中的历史价格走势和未来几个月的 CP 纸货价格，我们预计全年燃料气现货价格低点有可能在 2600-2700 元/吨左右。

图表 8：国内 LPG 周度产量



资料来源：隆众资讯

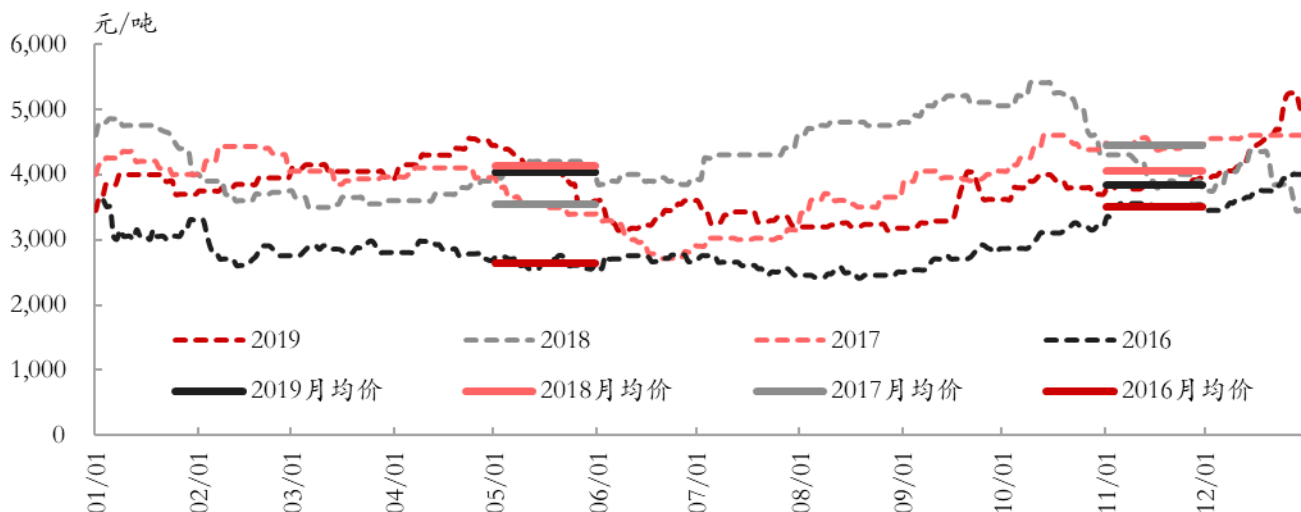
图表 9：国内餐饮行业营业门店及账单数趋势



资料来源：哗啦啦全国餐饮行业实时动态，注：反映每日营业门店及账单数对比 2020 年 1 月 1 日的涨跌情况。

尽管市场主要在交易 11 月的旺季预期看似和未来几个月的淡季没有直接关系，但短期内现货价格走弱将导致基差被动走弱，或将成为期价短期回调的潜在风险。因为基差不可能无限走弱下去，如果参考历史上 5 月和 11 月的 LPG 燃料气现货价差可以发现，价差最大时也就是 1000 元/吨左右。如果基差弱得离谱，产业空头可以伺机而入逆转市场生态。因此基差被动走弱或将成为期价持续上涨的潜在压制因素。

图表 10: 5 月和 11 月的 LPG 燃料气现货价差



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

4、投资建议

在产业套保玩家暂时没有入场的情况下,短期内市场仍将以交易 11 月旺季价格预期为主,直到产业套保玩家开始入场改变交易逻辑。在旺季预期下,市场维持做多 PG 的长期乐观情绪,通过综合评估绝对价格和基差水平,在逢低做多与高位短期回调之间不断反复。由于产业套保玩家的暂时缺位,目前指望通过期现套利、内外套利、石脑油液化气相对价格等方式来评估 11 期价是否合理在短期内恐怕不可行。对 PG2011 合理价格的预期是市场交易的关键,历史价格规律可以说是现在为数不多可用的定价的锚。如果期价高到夸张导致产业玩家发现非常舒服的套保入场点,或者随着时间临近存在实际的套保需求,预计市场交易逻辑会发生改变,届时期现套利、内外套利、石脑油液化气相对价格等逻辑将重新回归。

我们预计后续市场将在 11 月是 LPG 旺季需求的长期乐观预期与 5 月消费淡季现货价格惨淡的短期弱势现实之间不断博弈,短期内 LPG 首行合约将是宽幅震荡。由于 11 月是 LPG 消费旺季我们维持长期看多 PG2011 的观点,建议投资者耐心等待后择机做多。

5、风险提示

原油减产执行率不及预期,海外疫情二次爆发,SC 疲软导致市场做多 PG 的热情比我们预期得更高。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 23 亿元人民币，员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

金晓、赵琳菲

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼22楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com