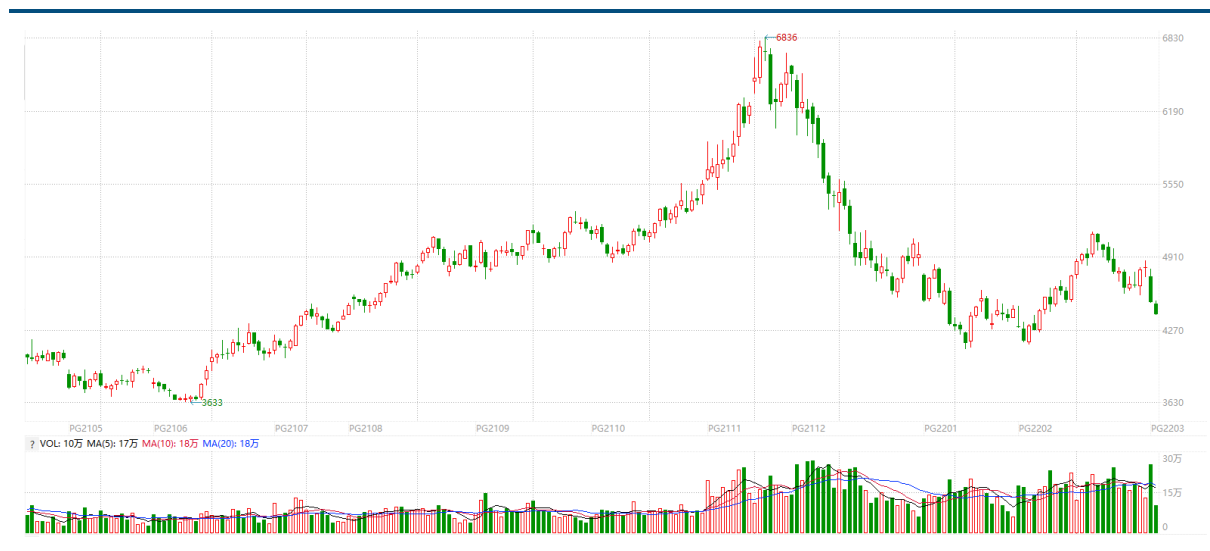


需求转弱叠加天量仓单压力，LPG 期货价格大幅下跌

中信建投期货 李彦杰、胡鹏

在需求预期转弱和天量仓单的利空影响下，近期LPG期货价格弱势运行，本周LPG2203合约两个交易日下跌近400元/吨，最大跌幅近10%，创下2022年以来的价格新低。展望后市，LPG价格走弱趋势已初步显现，预计短中期价格将偏弱运行为主。

图 1:LPG 期货主力合约日 K 图（单位：元/吨）



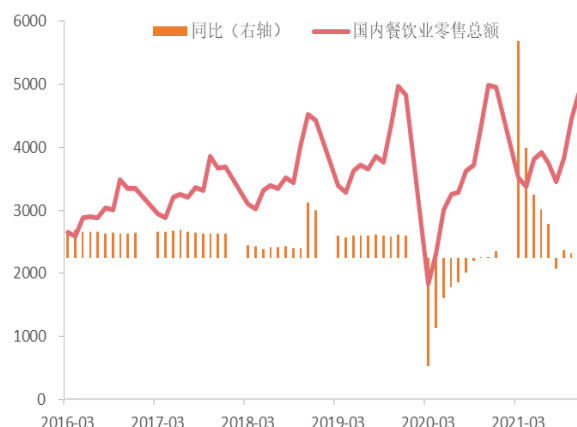
数据来源：Wind，中信建投期货

需求表现不及预期，LPG 期货价格反弹后下挫

在气温下降的利好带动下，上周LPG期货主力合约LPG2203短暂反弹，上周四2203合约从低点4489元/吨反弹至4748元/吨。但反弹仅仅持续1天，本周LPG期货主力合约价格大幅下跌，主要是受到需求表现不及预期和仓单压力的利空影响。从基本面分析，近期LPG供应基本持稳，国内产量变动不大，近一月周度商品量稳定在50万吨左右，上周商品量略增至52.29万吨；进口量也基本持稳，近一月周度进口量都在35万吨左右，处于较低水平。整体来看，当前LPG供应量偏中性。但近期LPG需求端整体表现弱势，远不及市场预期，对价格形成拖累。从燃料需求来看，近期燃料需求受到气温下降环比有所提升，但提升较为有限，而国内疫情管控致餐饮消费表现较差，对LPG的燃料需求形成拖累。从深加工需求来看，LPG下游MTBE开工率高于去年同期水平，但烷基化和PDH开工率明显低于去年同期水平。截至1月20日当周，烷基化周度开工率为41.74%，低于去年同期的46.00%；PDH周度开工率为74.58%，低于去年同期的91.08%。

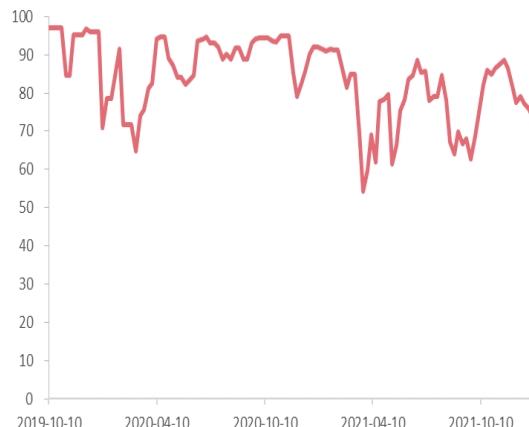
由于LPG需求和价格具有较强的季节性特征，此前市场对于冬季旺季的需求预期过分乐观，认为2021年LPG淡季价格不淡，则旺季价格走势有望更旺。但当前已临近春节，LPG传统旺季即将结束，LPG需求表现明显不及预期，且低于去年同期水平，对价格形成了明显的利空影响，带动期货盘面价格大跌。

图 2：国内餐饮业零售总额（单位：亿元）



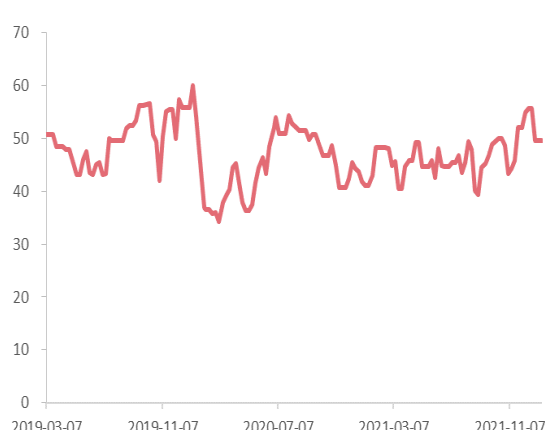
数据来源：Wind，中信建投期货

图 3：国内 PDH 开工率（单位：%）



数据来源：隆众资讯，中信建投期货

图 4：国内 MTBE 开工率（单位：%）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 5：国内烷基化开工率（单位：%）



数据来源：隆众资讯，中信建投期货

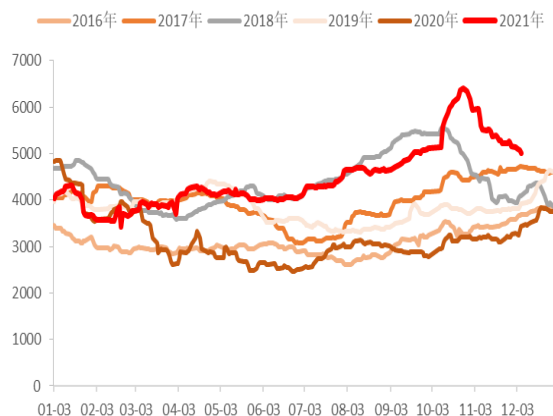
资金“抢跑”，LPG 期货价格大幅下跌

前文提到，LPG需求和价格波动具有明显的季节性特征：冬季气温偏低，LPG燃料需求增加，价格趋于上涨；夏季气温偏高，LPG燃料需求减少，价格趋于下跌。从历史走势可知，6-8月通常会出现LPG现货价格的阶段性低点，10-12月通常会出现现货价格的阶段性高点。这一现象产生的原因主要是LPG的燃料需求受气温影响较大。夏季气温较高，获得同等热量需要更少的LPG量；冬季气温较低，获取同等热量需要更多的LPG量。同时LPG的替代品价格同样具有明显的季节性，其价格的季节性波动对LPG产生联动影响。如LPG相关性较高的品种LNG价格季节性极强，夏季价格较低，冬季价格较高，其走势会对LPG价格形成影响。

受到燃料需求占比下降和成本端原油价格走势影响，2021年LPG价格走势呈现“淡季不淡、旺季不旺”的走势，但复盘可知，2021年LPG现货价格高点和低点较期货高点和低点出现更晚，资金在期货盘面进行“抢跑”的特征较为明显。在当前传统旺季即将结束的时间节点，市场对于春节后价格走势较为悲观，普

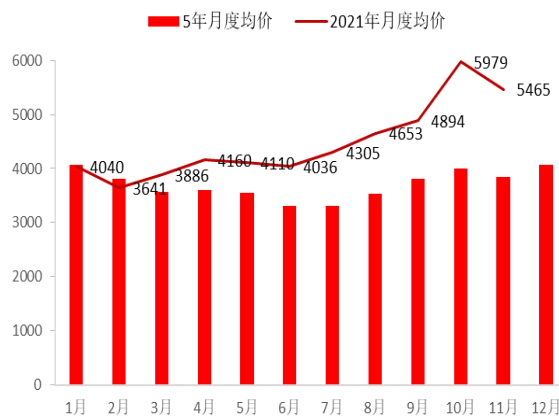
普遍认为LPG需求季节性走弱的概率较大。部分聪明的资金再度“抢跑”，在期货盘面提前做空，反应到盘面即表现为周一LPG期货增仓大跌。

图 6：LPG 全国现货均价（单位：元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 7：LPG 全国现货月度均价（单位：元/吨）



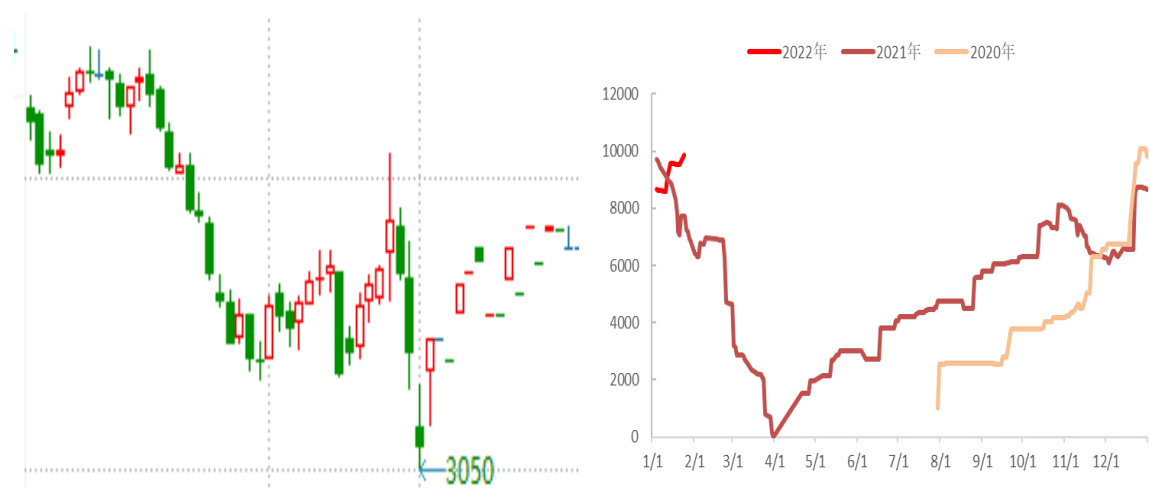
数据来源：Wind，中信建投期货

天量仓单压顶，LPG 期货压力重重

除需求端的拖累外，近期LPG期货价格走弱和天量仓单、仓单集中注销也密不可分。自2021年4月1日以来，大商所LPG注册仓单呈现明显增加，从0张增加至最新的9866张，距离2020年的最高点10075张也仅一步之遥。通过大商所公布的数据可知，2021年1-12月LPG共完成18146张仓单交割，即36.29万吨实物交割，而最新的LPG仓单数量已达到9866张，多头接货的能力远低于盘面注册仓单对应的货物数量，故仓单数量大增对盘面形成明显的压制。此外，由于大商所规定LPG仓单需要在每年的3月份集中进行注销，仓单注销前价格往往偏弱运行，如下图所示的LPG2103合约在2021年1月和2月都出现了显著的下行行情。当前已临近1月底，2月还有7天的春节假期，进入3月份交割前的交易日较少，天量仓单对盘面产生的压力较为集中，进一步对近月合约LPG2203产生了利空影响。

图 8：LPG2103 价格走势（单位：元/吨）

图 9：LPG 注册仓单数量（单位：张）



数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

下跌趋势初现，LPG 价格短中期不容乐观

综上，在当前需求弱势、天量仓单和需求预期转弱的多重利空影响下，近期LPG期货价格出现明显下跌，期货价格走势和此前我们在2021年12月7日发布的专题报告《LPG：短期仍有反弹动能，中期价格重心或将下移》的判断基本一致。展望后市，当前LPG主力合约已初步显现下跌趋势，预计在3月仓单注销前期货价格将偏弱运行，3月份仓单注销后四五月合约仓单压力较小，预计3月-4月期货价格或有小幅反弹，5-7月期货价格料将跟随现货价格弱势运行。建议短期投资者在春节前暂时观望，春节后可逢高沽空LPG2203合约，并严格设置止损；中期投资者可背靠压力位轻仓试空2205/2206合约，并严格设置止损。后期需警惕原油价格大幅上涨、PDH装置投产超预期带来的价格上涨风险。