

背离的期现 试探的仓单

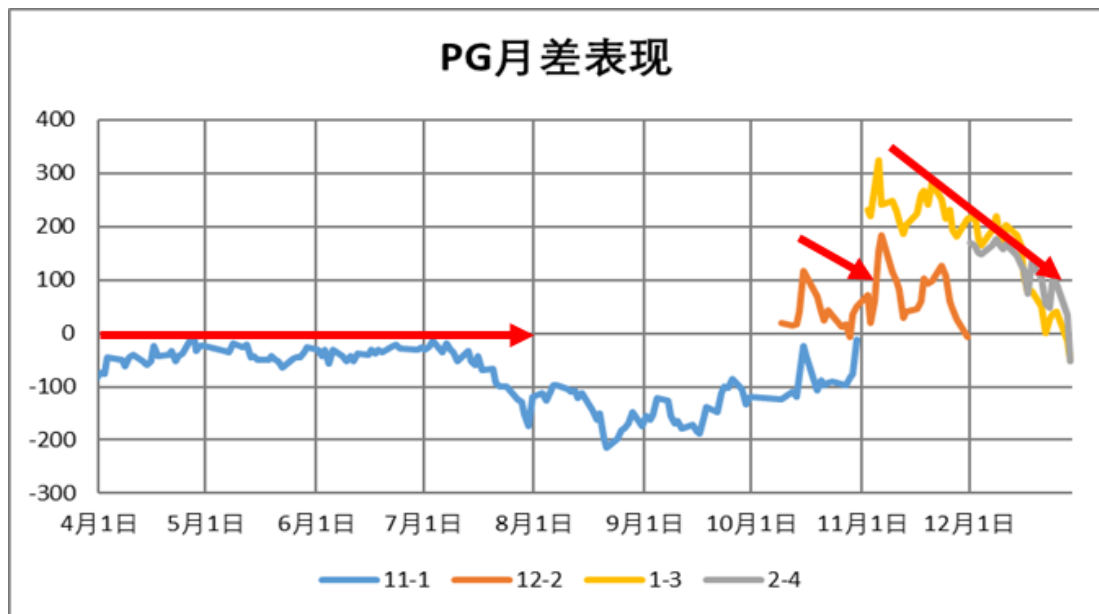
永安期货研究中心 能源团队

本文主要讲述两个问题，一个是现有交易规则下淡旺季之间 LPG 的定价模式分类，另一个是现有市场环境下 LPG 可能的运行模式。

在现有交易规则下 LPG 的定价存在两种模式，根据基差和季节性等因素的不同，LPG 盘面可能在两种模式之间进行切换，一种是普通商品的现货+预期变动定价模式，一种是配合外盘的预期倒推定价模式，乍一看都是预期定价，实则推演方向完全相反。

在第一种定价模式之下，LPG 期货接受的是基差的制约，为期货兜底的也是扣除现货处理成本和交易摩擦之后的现货价格，但是因为可供交割的现货是一个篮子而不是非 A 即 B，则对接货商的现货处理能力提出了更高的要求，换言之仓单交易摩擦较其他品种更大，所以体现出来的现象是到了旺季尤其旺季尾声，LPG 期货更容易走出弱势形态（盘面贴水、换月连续走反套、仓单流出缓慢），典型的如 2101 以后的合约。

图一：PG 旺季月差表现

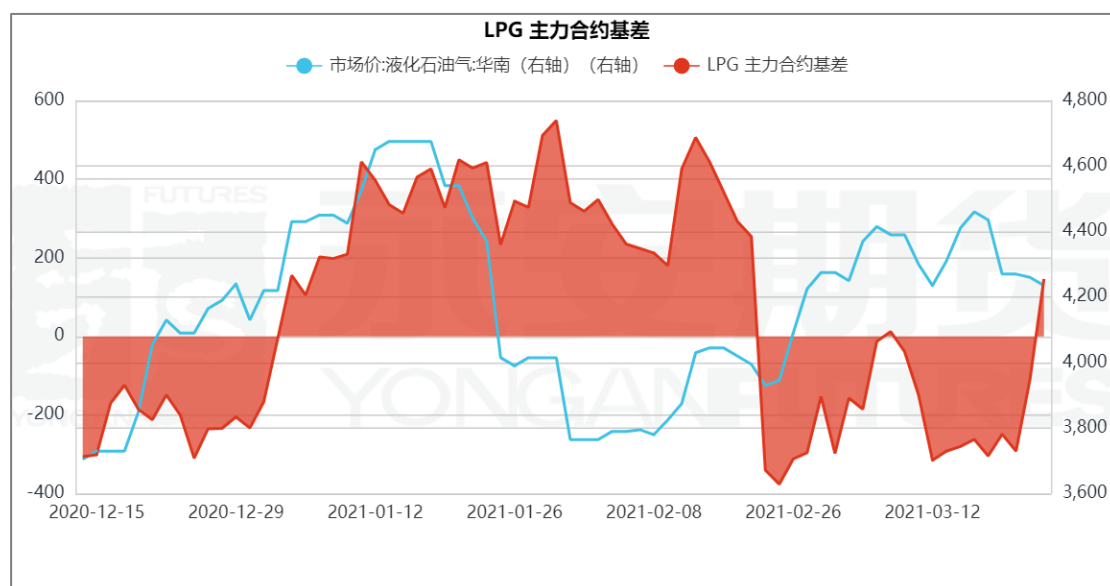


数据来源：Wind 永安期货研究中心

仓单注销月之前的基差就表现的十分明显，从 12 月份进入传统旺季开始，前面交易的价格预期确实随现货上涨开始不断兑现，现货上涨修复基差的同时仓单开始缓慢流出，直至盘面大幅贴水现货，年前下游补库的旺季也是仓单流出与

仓单回购最频繁的时期。

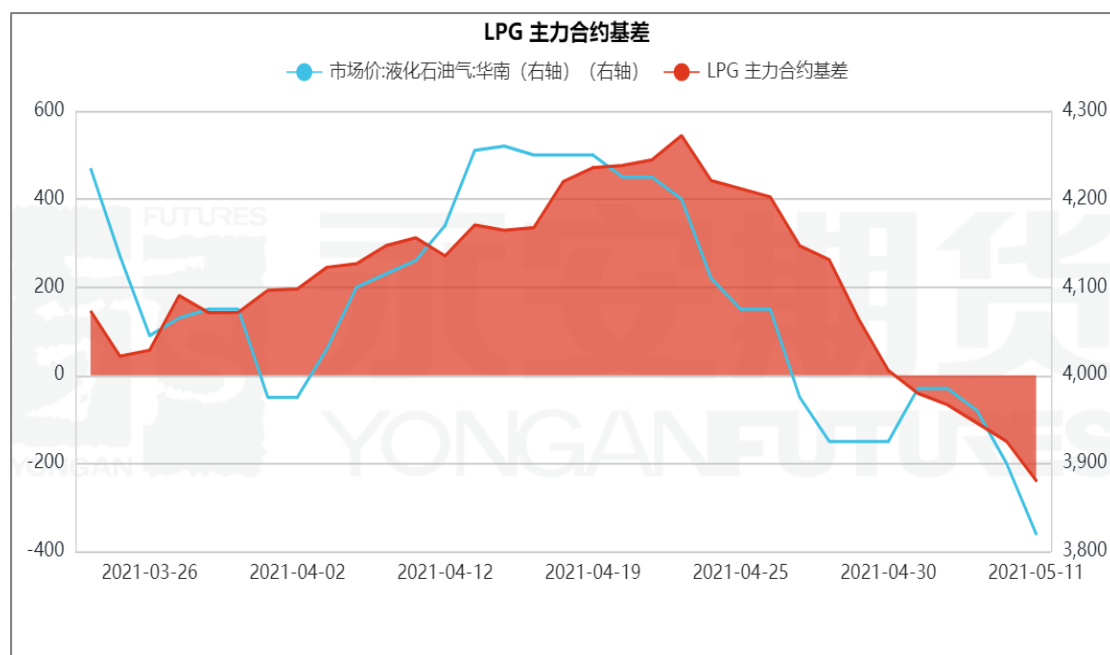
图二：PG 旺季基差表现



数据来源：Wind 永安期货研究中心

同理，节后的行情也是以此模式为核心逻辑进行定价。在旧仓单的问题解决之后，盘面持续贴水现货，交易不断走淡的季节性预期，同时在仓单缺位的前提下近月交割前不断走出正套修复基差。

图三：PG 淡季基差表现

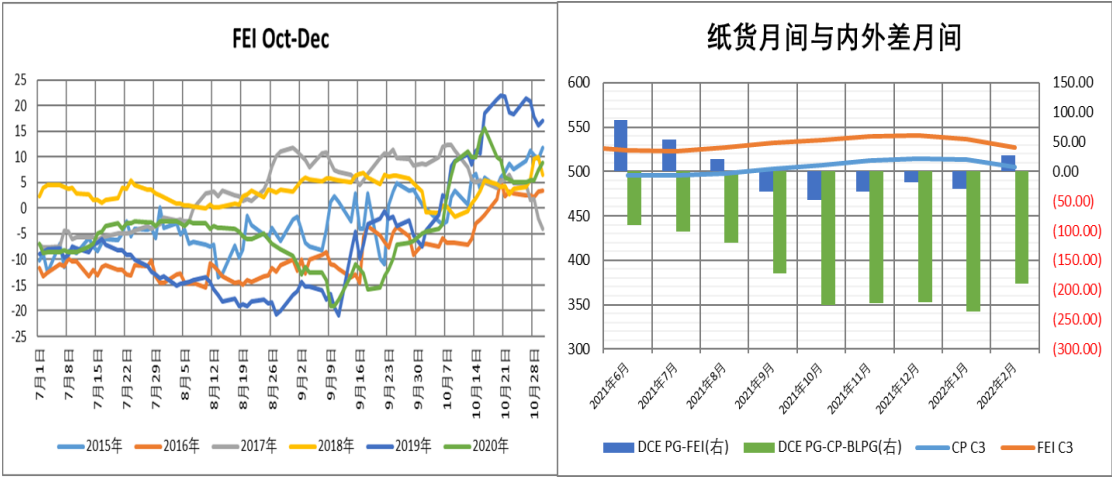


数据来源：Wind 永安期货研究中心

但近期的情况可能是反应定价模式在向另一种切换。

第二种定价模式就是预期定价未来再反推近月。在现行交易成本下，一个月的反套走满在 45 元左右，如果考虑仓单质押可能进一步减少到 40 元，相比于外盘的月差，内盘空间相对更加有限，在结构转换之前，外盘 contango 可以达到两个月 5%，甚至三个月 8%左右的升水，而内盘五个月的升水可能只有 5%，所以呈现出越远内盘越低估的状态，而我们知道影响国内市场价格的重要参数就是外盘购货成本，即所谓的“涨价看进口”。在这种情况下，为了修复远端进口大幅度的亏损需要远端旺季合约的相对高价，则反之拉动近月合约开始脱离现货上涨。

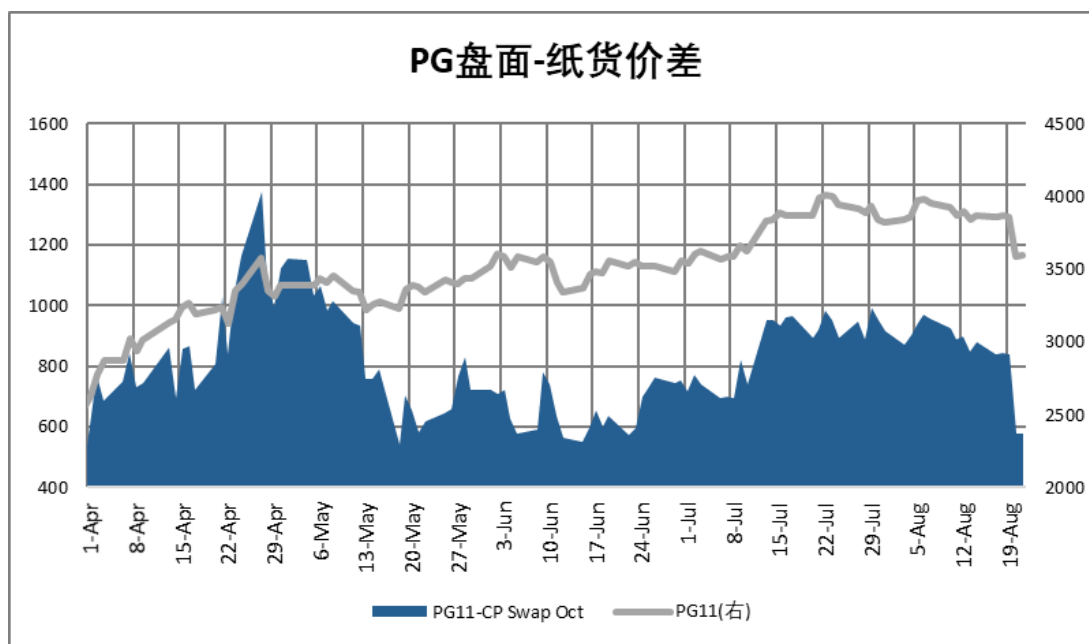
图四：PG 外盘月差与内外月间结构



数据来源：Curveseries 永安期货研究中心

那么这种情况可以通过交割进行修复吗？目前看答案可能是未必的。如果 2020 年的高升水还可以通过旺季合约做预期去解释的话，那么以目前的状况，淡季拉大升水就是对交割的考验，这也涉及到对于去年升水的理解。

图五：PG 旺季内外价差



数据来源：Curveseries 永安期货研究中心

回看去年的升水，其实对市场的不同参与主体，意味着不同的成本：对出仓单的厂库来讲，这种升水就是对仓储费和月差等机会成本的补偿，对合作套保出仓单的期现商来说，就是对支付厂库的利润的补偿和对仓单注销之前资金占用的补偿。

近期的盘面走势或许就是盘面拉升水强制积累仓单的过程，同时今天远端也开始跃跃欲试增仓上行，市场博弈的核心在于多少的基差时厂库真正愿意交付仓单，合作套保的期现商可以有利可图。而在此之前，月间结构很难变化，涨势也不一定会停歇。盘面多头本质上在引诱厂库贩卖到旺季之前的罐容。进一步推演，未来期货升水盘面的情况或许在旺季之前反复出现，同时可能伴随着仓单的不断增减与转手。

能源团队简介：

永安期货研究中心能源团队共有分析师3人，研究中心副经理金逸宁兼任团队负责人，团队成员邓震乾（燃料油、原油、沥青）、王强（LPG、沥青）。能源团队研究经验丰富，研究方法不断推陈出新，在扎根研究同时，深入产业贴合现货，充分利用了永安期货的自身资源和品牌优势，始终位列卖方研究头部团队。2019年团队获得上期所优秀能化产业服务团队、优秀分析师团队奖项。

免责条款：以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但公司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。且全部分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，客户应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我公司不承担任何责任。未经公司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我们均不承担任何责任。