

LPG：需求发力推迟弱势主线，供给施压仍可期待

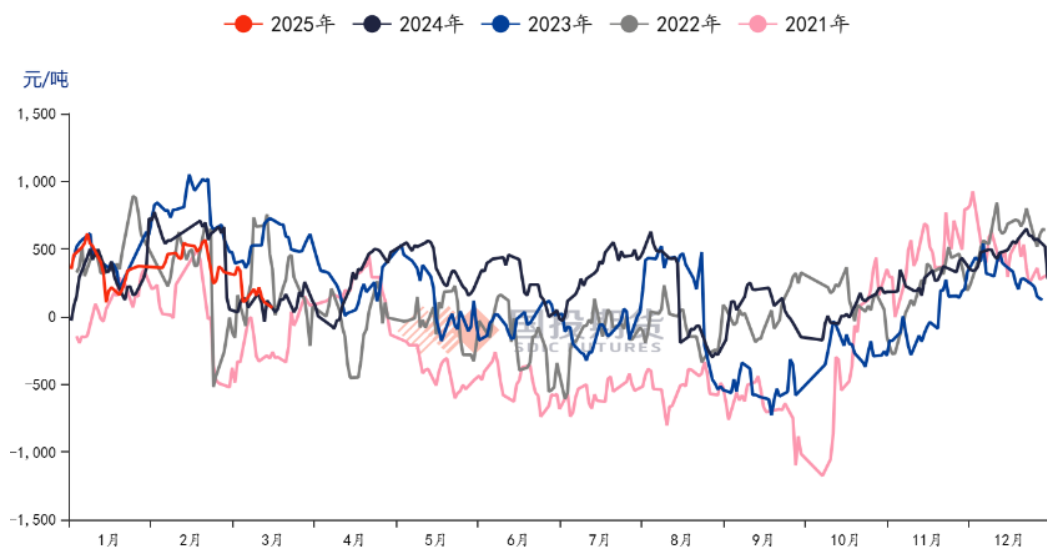
——李祖智 投资咨询号：Z0016599

国投期货研究院

2025 年 3 月 21 日

在此前的年报中，我们认为今年 LPG 市场的核心是供应面对较确定性的增长，而需求端相对承压，更具有弹性，因此全年来看价格有望逐步下移。进入一季度，在去年年末计价较多弱势预期所带来的偏高基差开始回落，而受制于仓单压力的 03 合约主力换月至 04 后，我们看到盘面近期较原油和现货端都较为强势，基差更是回落至历年来偏低水平。

图：PG 主连基差



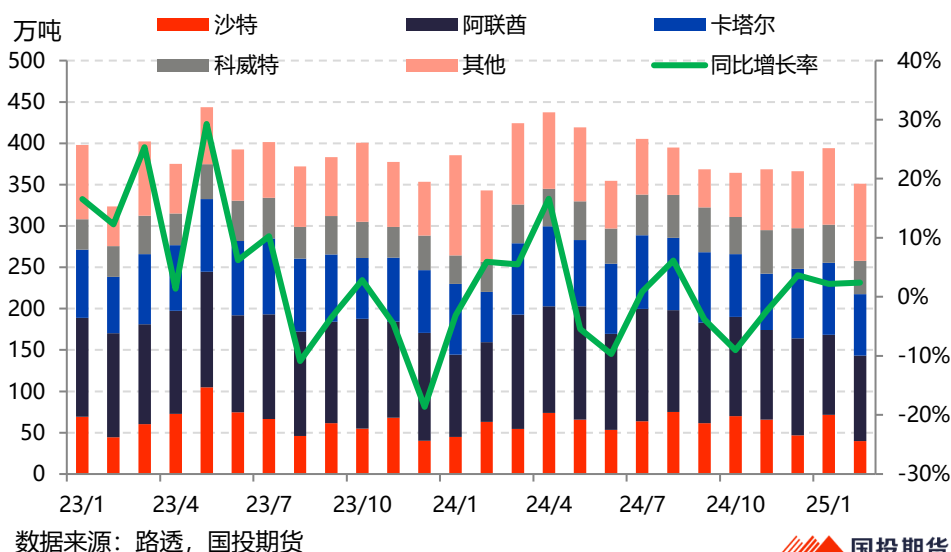
从 PG 自身基本面来看，25 年北美和中东仍有望在淡季逐步增加供给以施压全球市场。

中东方面，月度 CP 报价自 23 年 10 月至今，维持在 580-630 美元/吨的极窄区间之内。而在这一过程中，24 年中东总出口船期微增 0.18%，几乎未受到欧佩克影响。这一方面是伊朗出口仍在增长，另一方面则是南亚地区燃气消费发展，中东增加 NGL 分离，提高了 PG 商品率。那么在目前欧佩克计划 4 月增产的基调下，二季度中东供应量环比增加可能性依然不低。3 月 CP 在近 8 个月上调后首度下调，目前预期 4 月 CP 仍将下行，亚洲市场淡季内卖方压力或相对提升。

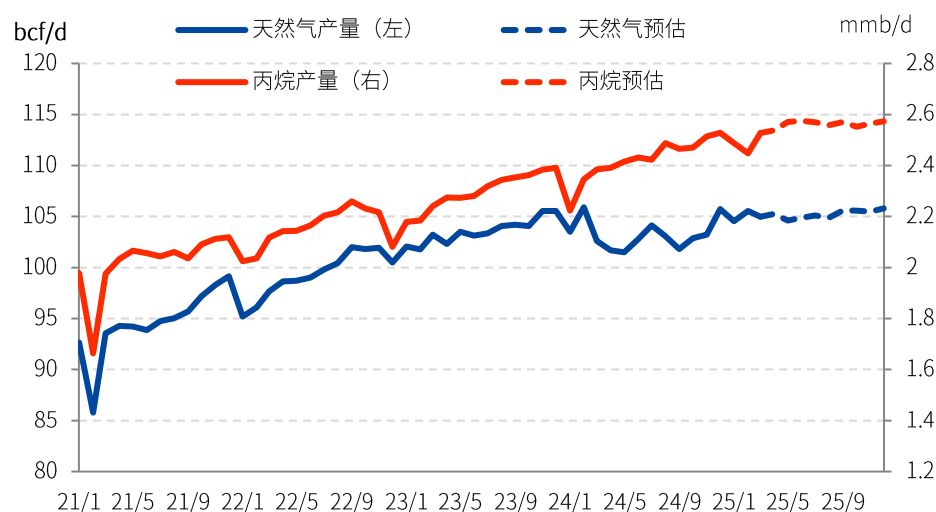
另一方面美国目前已扮演着日韩 90%以上，中国 50%的进口供应来源，今年美国市场的增供发力我们预期将在下半年更为明显。2024 年美天然气首度产量负增长，但由于伴生气比率较高和丙烷出口未达能力上限，因此尽管是副产品，其先于天然气走出过剩困境。2024 年美国丙烷产量增速 5.4%，出口增速则高达 10.8%。

目前随着快速去库，美天然气已站稳 4 美元/百万英热一线，高于边际生产成本；淡季内补库需求的增加，使得年内淡季时的此前的远月贴水开始收缩，HH 期货在 2025 年内的合约目前已保持远月升水结构，因此我们认为美国天然气产量上修可能性仍在强化，因此对其丙烷产量仍抱乐观态度。另一方面，距 EIA 周度数据，2025 年至今来平均丙烷出口量达 1832.4 千桶/日，考虑到丁烷出口量约在 500 千桶/日的水平波动，目前美国 LPG 出口规模已近 2.15 百万桶/日的产能上限，因此预计在年中扩建的 Energy Transfer 码头使其产能到 2.3 百万桶/日，会在下半年向国际市场传导美国过剩压力。因此总结来看，年内驱动供给宽松的可能性并未因近期原油或中东、北美市场的变化发生改变，后续关注欧佩克能否预期内增产以及下半年美国丙烷出口的继续放量。

图：中东出口船期

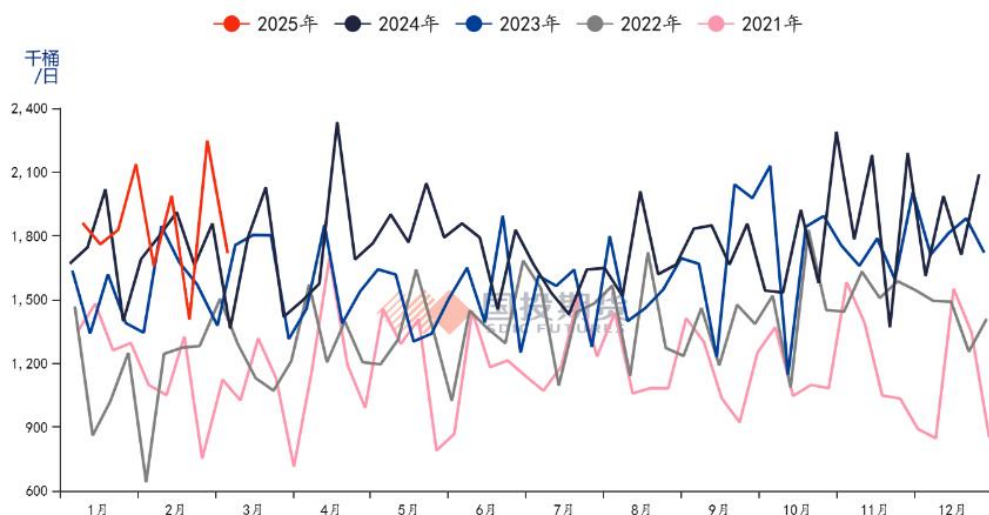


图：美国丙烷产量预估



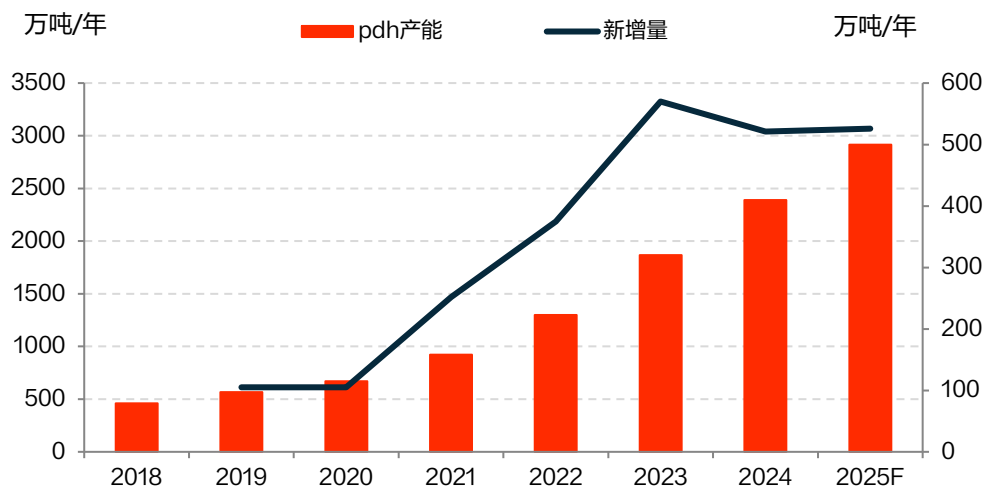
数据来源：EIA，国投期货

图：美国丙烷周度出口量



尽管外部供应压力预期并未改变，但我们也看到其上半年发力并不明显，1-2 月其出口量并未较此前环比明显增加，因此市场的利空压力更多存在于预期之上，买方情绪转弱或需要燃气淡季压力增强或原油外部压力的助推。自 2024 年开始，PDH 投产速度开始回落，而逐年开工率下降之下，该工艺也长期维持在各丙烯路线中毛利最低水平，成为了丙烯边际产能。今年我们预计投产新产能在 526 万吨/年，而开工率较 24 年的 67.9% 仍有下降空间。因此化工侧会出现在持续亏损-开工率下降-成本回落毛利修复-开工率回升的反复拉锯，而新产能的加入更使得这一周期的节奏会更加多变。

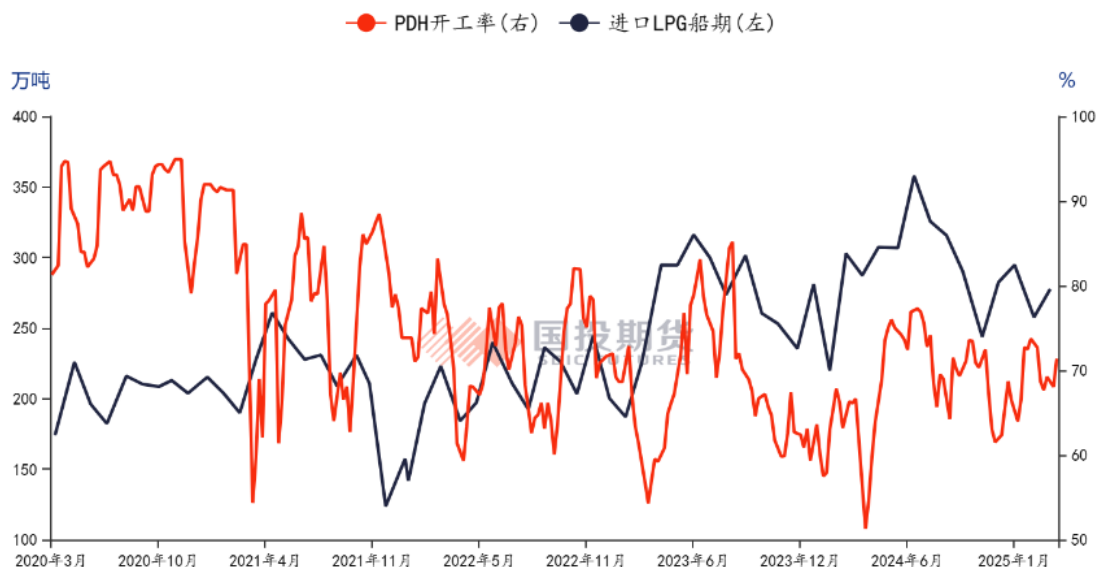
图：中国 PDH 产能



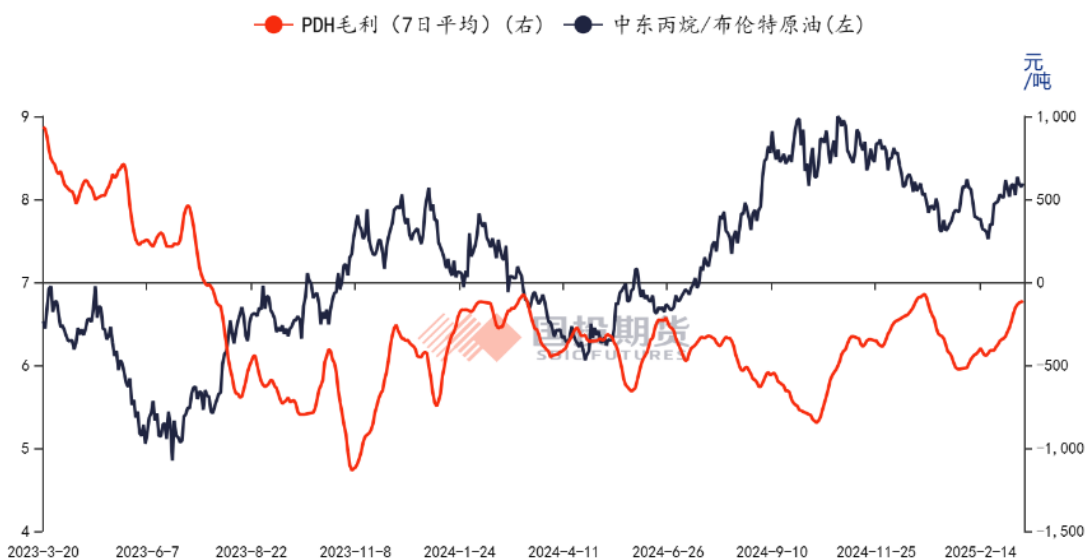
数据来源：卓创，国投期货

以 24 年末产能计算，以 70%左右开工率大约消费 156 万吨丙烷，占到了 24 年月均 243 万吨的丙烷进口量的 64%，因此我们可以看到，PG 进口量迅速上升的同时，与 PDH 开工率一致性越发增强，而国内燃气市场的低迷也使得进口商采购趋于谨慎，因此一季度国内进口量处于偏低水平。25 年初，原油受寒潮和制裁影响而快速走强，此时丙烷相对平稳而导致其对油比价有所回落，加之丙烯消费坚挺而使得 PDH 毛利逐步回升至偏高水平。但近期随着原油回落，丙烷对其比价已回到同期偏高位置，而丙烷-石脑油价差也存反弹迹象，部分 PDH 企业已安排 3 月末陆续进入检修，因此国内化工需求短期会迎来一个持续环比回落的情况。

图：长期来看进口量与 PDH 开工率同步率上升



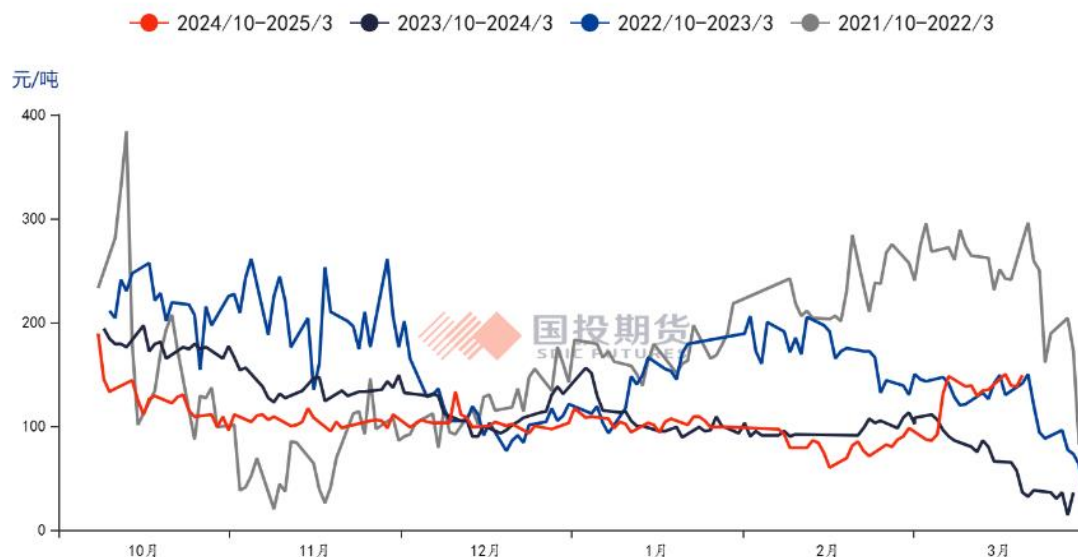
图：年初对原油比价的回落支撑了 PDH 毛利反弹



对于盘面，去年市场也有弱势预期，但入夏之后国内化工需求支撑和原油的强势缓解了现货下行压力，因此在 24 年淡季内盘面多次证伪淡季预期，远月贴水幅度收缩，月间结构趋平。今年来看，4 月初 PDH 检修计划会使得其开工率有所下降，此后化工需求恢复或需进口成本下行，而原油今年下行压力也大于 24 年，市场对于淡季不淡的信心相对偏弱，4-5 价差在近期较去年同期反向运行便显示了对当前“小阳春”的信心不足。由于炼厂检修带来的外放量收缩，目前燃气消费下滑并未导致炼厂气明显累库，国产气在 CP 下调后仍以高位震荡为主。由于过剩压力目前仍未出现，在国内因进口成本继续塌陷或炼厂外放回升，导

致过剩压力放大之前,市场下调驱动有限,盘面短期有正套空间,交易国产气强于海外市场,仓单折价收缩导致近月偏强的机会。进入二季度后,若中东和北美的增产开始落地,关注远月合约逢高布空的可能。

图：历年4-5价差变化



免责声明

本文由国投期货有限公司撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。

文章根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证文章所述信息的准确性和完整性。

本文不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。

国投期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。

对于本文所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本文版权仅为国投期货有限公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。

如引用发布,需注明出处为国投期货有限公司,且不得对本文进行有悖原意的引用、删节和修改。

国投安信期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。