

中美关税阶段性缓和，内外盘定价逻辑分化



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级： 液化石油气：震荡
报告日期： 2025年5月14日

安紫薇 资深分析师（能源与碳中和）

从业资格号：F3020291

投资咨询号：Z0013475

Tel: 8621-63325888-1593

Email: ziwei.an@orientfutures.com

联系人：

欧阳瑞琳 高级分析师（液化石油气）

从业资格号：F03125150

Tel: 8621-63325888

Email: ruilin.ouyang@orientfutures.com

★中美关税缓和超预期，FEI/CP价差显著收窄

关税缓和和国际纸货价格产生了明显的影响，中国进口美国货可能性的提升支撑6月FEI纸货价格大幅上涨，同时此前CP价格来自中国寻求美国货替代来源的支撑预期部分消退下有所回落，FEI-CP价差走强，但并未走强至对等关税加征前水平，6月合约两者价差走强至-20美元/吨后上行乏力。

结合当前的LPG商品基本面以及宏观环境仍存在不确定性的整体情景，我们预计短期FEI向上和CP向下的进一步驱动相对有限，CP预计仍将较FEI表现偏强。

★C4需求疲弱叠加仓单压制下，关税缓和对内盘价格影响有限

相对于FEI受关税缓和消息提振的明显上涨，13日内盘PG并没有跟随整体能化板块上涨，PG2506合约反而大幅下挫，核心原因在于当前内盘主要受到现货疲弱以及仓单的压制，关税缓和带来的国内C3需求的潜在好转可能性并非当前盘面近月合约的核心锚定因素。

★投资建议

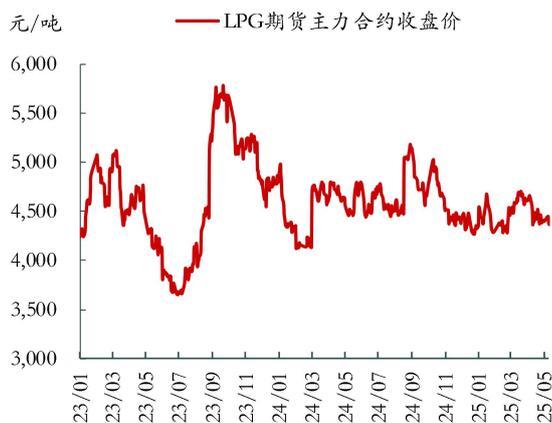
目前内外盘价格的核心锚定因素存在一定区别。短期来看，中美关税政策的进展变化将更多的反应在FEI、CP的价格表现上，内盘将更多受到C4需求的压制以及仓单博弈的影响。

内盘而言，国内LPG基本面偏弱的情景暂未出现边际好转的迹象。港口库存因美国货近期的集中到港处于高位、化工需求并未出现好转信号，同时春检即将结束国产供应预计将有增量，整体基本上暂时没有给到内盘价格向上的驱动因素，但从当前基差、内外估值以及厂库行为来看，06合约在4300元/吨左右存在较强支撑，预计价格将短期在4300-4500元/吨区间偏弱震荡。重点关注山东现货价格的变化情况。

★风险提示

宏观环境、油价剧烈波动。

主力合约行情走势图（LPG）



重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

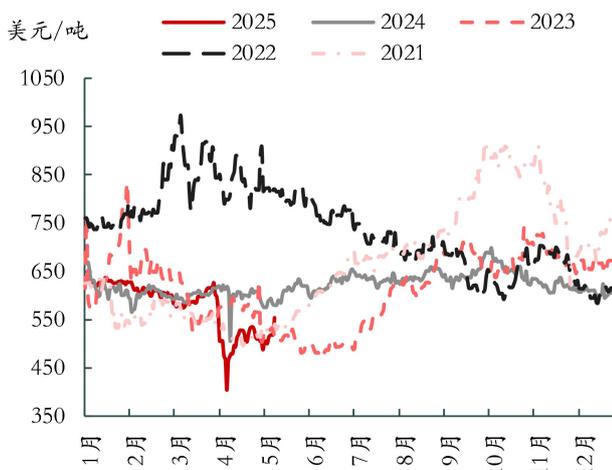
1、中美关税缓和超预期，FEI/CP 价差显著收窄

4月以来，中美关税政策的变化是影响国际价格的最主要的因素，三大国际价格均在中国宣布对美进行关税反制、“关税战”不断升级的过程中经历了约半个月的再定价及平衡过程，期间市场从初期的情绪预期和后期事实性的贸易流转换均对事件做出了明显的反应，价格的波动率明显放大。

由于中国2024年自美的LPG进口量已接近1800万吨（占全球LPG贸易量的10%以上）以及自4月4日国务院税则委员会宣布对美加征34%的关税开始5月中旬后到岸的美国货对于中国厂商来讲已无任何的经济性可言，叠加油系价格整体走弱的大背景，FEI在4月初出现大幅滑坡，5月FEI纸货价格一度下行至380美元/吨的低位。之后伴随价格下行至低位刺激出日韩及欧洲的采货需求后，市场氛围的好转带动FEI回暖。

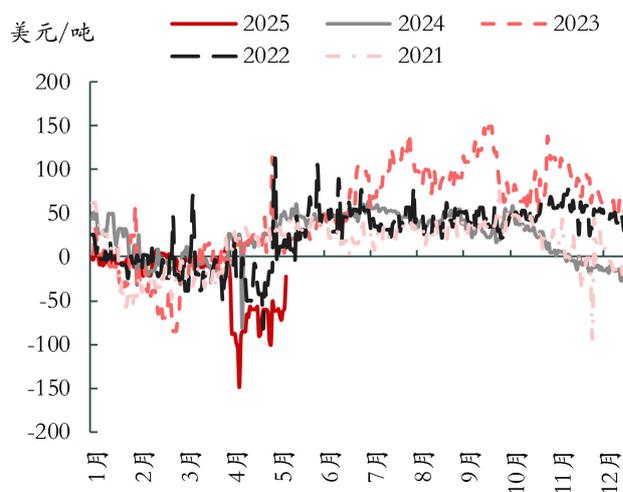
与此同时，国际贸易流也出现了明显的变化。由于美国货经济性不再，中国厂商转向中东等货源地寻找替代品，对CP价格形成了额外支撑，FEI-CP价差走弱，从月差走势、区域间价差和气油比来看CP均表现相对偏强。伴随市场氛围好转，日韩裂解买兴增加、贸易商向中国转卖5月中旬前到岸的美国货并补货的需求增加、以及印度事实上进行的将中东FOB货置换为美国CFR的换货交易支撑全球LPG贸易流重塑，可以明显从运费走势看出在经历了初期的负面冲击后，4月中旬开始运费已恢复至关税反制前水平并持稳，说明全球LPG贸易流阶段性完成变更，5月整体到岸需求暂未出现明显下挫。

图表1: FEI 首行价格季节性



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表2: FEI-CP 首行价差收窄



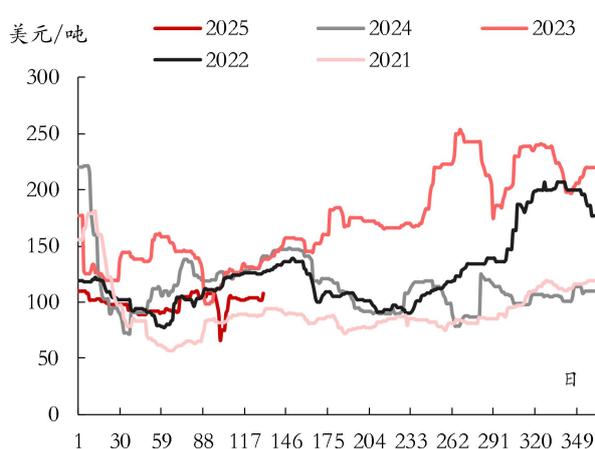
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 3: CP/Brent 气油比走强



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 4: 美湾-远东运费季节性



资料来源: 钢联, 东证衍生品研究院

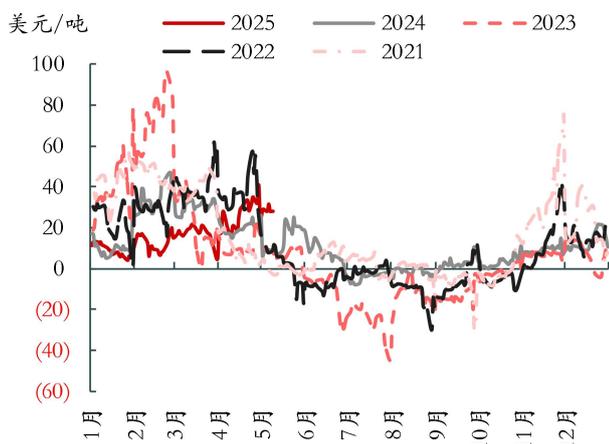
最近关税政策取得了新的进展，12日中美日内瓦经贸会谈联合声明发布，美方取消了共计91%的加征关税，中方相应取消了91%的反制关税；美方暂停实施24%的“对等关税”，中方也相应暂停实施24%的反制关税，90天内两国对等关税降至10%，这一关税缓和程度超出了市场预期。

就这两个交易日的市场反应来看，关税缓和对国际价格产生了明显的影响，但事件目前对于内盘价格的影响并不大，美国货进口可能性提升的逻辑并未支撑PG跟随能化板块整体走强，FEI、CP、PG价格的走势及支撑逻辑也出现分化。以下我们将分别就国际价格和内盘近期的演绎逻辑及短期展望进行展开。

首先对于国际市场而言，在声明发布后，中国进口美国货可能性的提升支撑6月FEI纸货价格大幅上涨，同时此前CP价格来自中国寻求美国货替代来源的支撑预期部分消退下有所回落，FEI-CP价差走强，但并未走强至对等关税加征前水平，6月合约两者价差走强至-20美元/吨后上行乏力。结合当前的LPG商品基本面以及宏观环境仍存在不确定性的整体情景，我们预计短期FEI向上和CP向下的进一步驱动相对有限，CP预计仍将较FEI表现偏强。

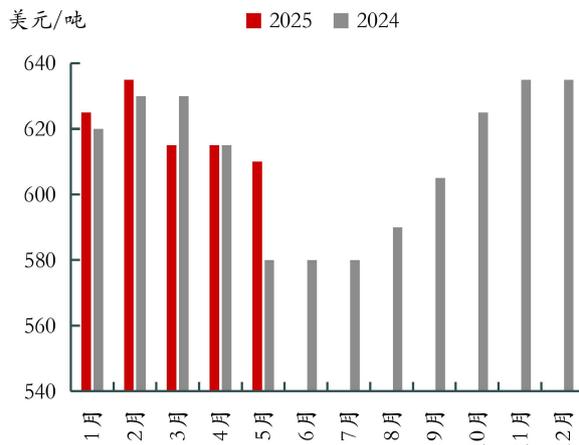
供应端来看，美国货当前供应整体充裕，年初至今的月度出口量除了2月受寒潮影响季节性走弱外基本稳定在580万吨/月的水平，同时美湾-远东货流运转也尚未出现太大的问题，因此市场上美国货的供应整体相对充裕。今年供应端比较大的问题在于中东货的供应偏紧，CP纸货近月月差的偏强表现、沙特CP丙烷官价的超预期出台均反映出地区丙烷供应的紧俏现状。中东的丙烷偏强除受中国采购增加的支撑外，沙特本土产能85万吨/年PDH装置Advanced Polyolefins自4月开始试运行导致沙特丙烷装船减少也是背后的重要支撑因素。因此，考虑到当前中美贸易局势并未彻底缓解以及中东本土基本面偏紧的情景下，预计CP价格短期偏强具备基本面支撑，中长期重点关注OPEC+加速增产的实际进展情况，若后续中东伴生气产量持续增长，则CP的支撑将有消退。

图表 5: CP 近月月差



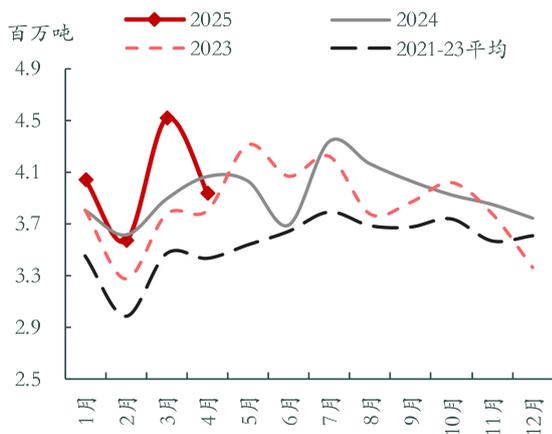
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 6: CP 丙烷官价



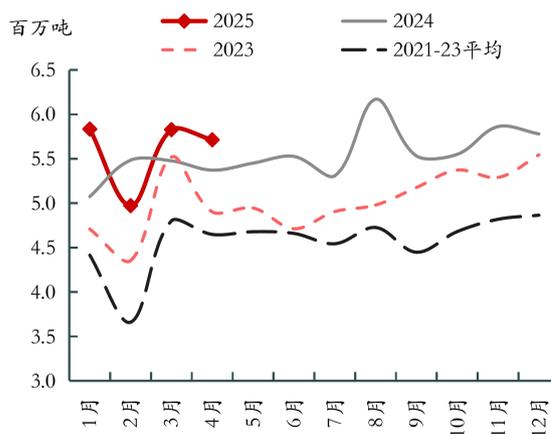
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 7: 中东 LPG 出口量季节性



资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院

图表 8: 美国 LPG 出口量季节性



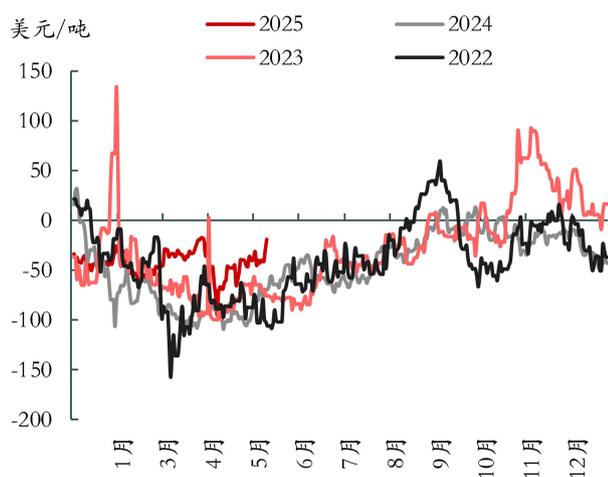
资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院

就需求端来看，燃烧需求预计将伴随气温回暖季节性走弱，而化工需求端更是缺乏亮点，整体表现偏弱，很难给到 FEI 继续上行的基本面支撑。中国对美 LPG 的关税反制无疑提高了国内厂商进口丙烷的成本，并给本就挣扎求存的 PDH 厂商带来了利润压力，4-5 月整体开车情况较我们此前季度观点的预测更为悲观，例如辽宁金发的提前检修以及多套装置因港口货供应紧张的降负运行，目前国内整体 PDH 开工率已下行至 57%，显著低于 3 月 70% 左右的水平，理论进料需求也连续两个月下降。根据当前的检修和开车计划，预计国内 PDH 开工率或已阶段性见底，6 月预计将回升至 60% 左右，在关税前景仍然存在不确定性的情景下，开工率进一步向上的空间相对有限，6 月国内的丙烷化工需求预计较 5 月基本持稳。受 FEI 价格大幅下挫的影响，4 月 FEI-MOPJ 价差一度下行至 -70 美元/吨，LPG 相对石脑油更具备裂解经济性下，日韩石化企业提高 LPG 裂解进料，

但近期伴随 FEI 回升价差走强，LPG 经济性不再预计会阶段性抑制这一部分的需求释放。

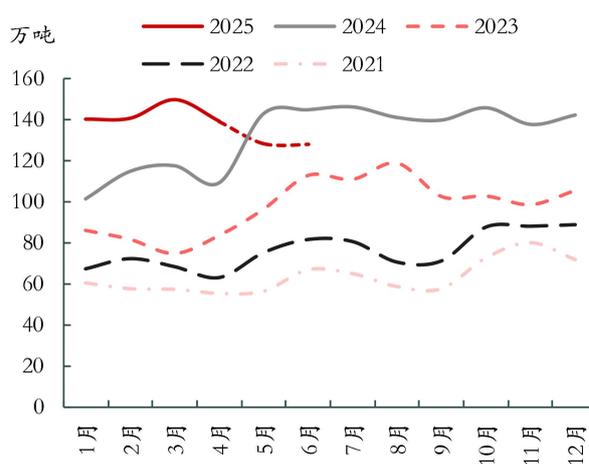
因此总体来看，目前本次关税的缓和更倾向于让市场提升了远月中国进口美国货的可能性预期，但从近期的商谈及经济性而言，当前的 FEI 价格暂未能给到中国厂商足够的动力采买美国货。此外，也需考虑到特朗普上一任期在关税问题上的“反复无常”，国内厂商后续针对美国货的采买行为是否也会考虑到这一问题而更加谨慎值得持续关注。

图表 9: FEI-MOPJ 首行价格季节性



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 10: PDH 装置理论进料需求



资料来源: 隆众资讯, 东证衍生品研究院

*理论进料需求=装置产能*月度开工率*单耗, 5-6 月为预测值

2、C4 需求疲弱叠加仓单压制下，关税缓和对内盘价格影响有限

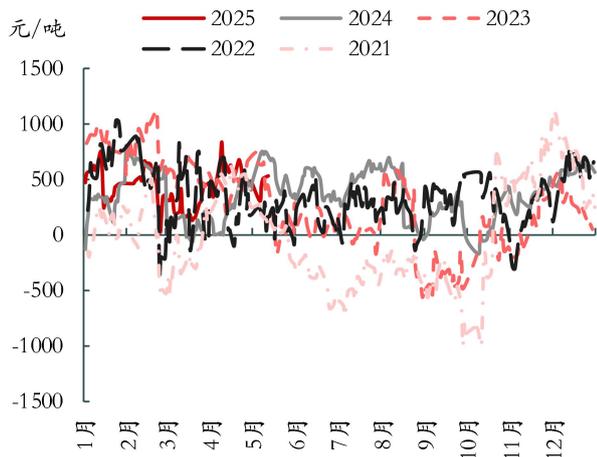
相对于 FEI 受关税缓和消息提振的明显上涨，13 日内盘 PG 并没有跟随整体能化板块上涨，PG2506 合约反而大幅下挫 1.54%，核心原因在于当前内盘主要受到现货疲弱以及仓单的压制，关税缓和带来的国内 C3 需求的潜在好转可能性并非当前盘面近月合约的核心锚定因素。

4 月以来，在国际原油价格下跌和关税政策的冲击下，国内醚后 C4 因需求疲软与民用气价格倒挂。需求端疲软的原因主要在于烷基化及 MTBE 深加工装置利润亏损严重，装置负荷下降，且调油需求萎缩。目前国内理论上的最便宜可交割品为华东的醚后 C4，考虑质量升贴水后折盘面 4600 元/吨的价格对近月合约形成压制。此外，季节性显著偏高的仓单也对盘面形成压制，但在昨日 06 合约跌破 4300 元/吨后，金能注销了 2005 手仓单，盘面下行的压力有所减轻，夜盘价格开始上行。

短期来看，目前国内 LPG 基本面偏弱的情景暂未出现边际好转的迹象。港口库存因美国货近期的集中到港处于高位，同时 C3、C4 化工需求并未出现好转信号，同时春检即将结束国产供应预计将有增量，整体基本上暂时没有给到内盘价格向上的驱动因素，但

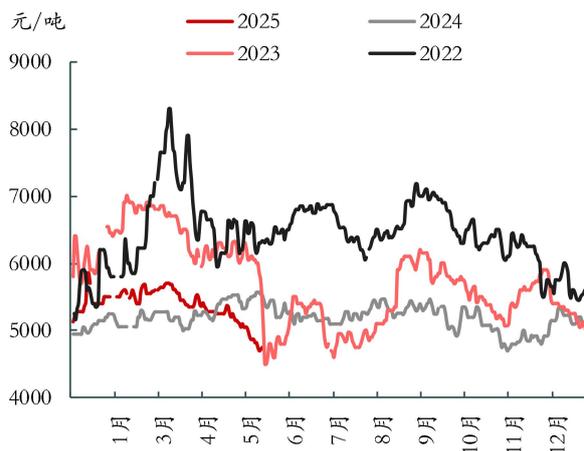
从当前基差、内外估值以及厂库行为来看，06 合约在 4300 元/吨左右存在较强支撑，预计价格将短期在 4300-4500 元/吨区间偏弱震荡。重点关注山东现货价格的变化情况。

图表 11: 山东民用气基差



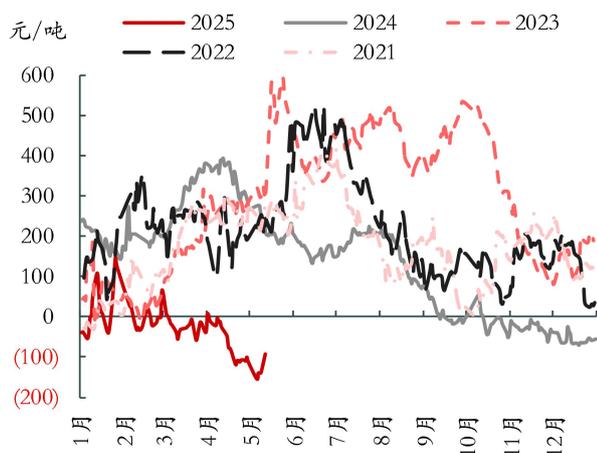
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 12: 醚后 C4 价格季节性



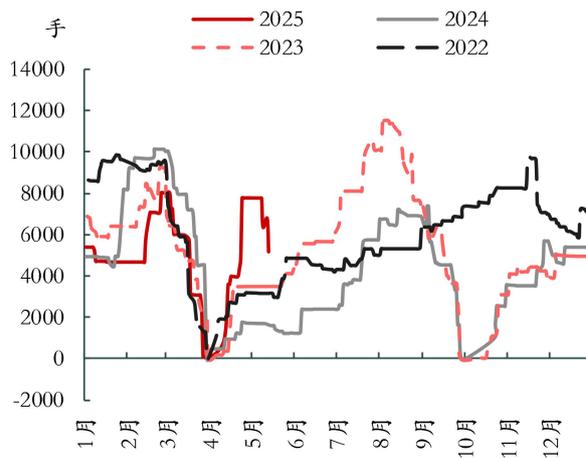
资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院

图表 13: MTBE 装置利润



资料来源: 隆众资讯, 东证衍生品研究院

图表 14: LPG 仓单数量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

3、总结及投资建议

整体来看，目前内外盘价格的核心锚定因素存在一定区别。短期来看，中美关税政策的进展变化将更多的反应在FEI、CP的价格表现上，内盘将更多受到C4需求的压制以及仓单博弈的影响。

国际价格方面，预计短期FEI向上和CP向下的进一步驱动相对有限，CP预计仍将较FEI表现偏强。原因在于FEI在基本上很难获得上行驱动，燃烧需求将季节性走弱的同时，化工需求端预计也难有增量；由于本土丙烷基本面的好转以及中美关税问题彻底缓和前，预计CP价格将有更为强劲的支持。

内盘方面，预计价格进一步向下的空间有限，06合约在4300元/吨具有较强支撑，但基本上向上突破的驱动也非常有限，短期或以偏弱震荡为主，重点关注国内下游化工需求以及山东现货价格的变化情况。

4、风险提示

宏观环境、油价剧烈波动。

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。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、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、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，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。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

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。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

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21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com