



市场驱动不足，盘面弱势震荡运行

研究院 能源组

研究员

潘翔

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号: F3023104

投资咨询号: Z0013188

康远宁

☎ 0755-23991175

✉ kangyuanning@htfc.com

从业资格号: F3049404

投资咨询号: Z0015842

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

原油价格弱势震荡运行，LPG 自身基本面缺乏亮点，市场驱动有限。

核心观点

■ 市场分析

油市在地缘与基本面因素偏空的驱动下表现较弱，但短期不确定性仍存。无论是俄乌冲突的谈判进展以及欧佩克的生产计划都未形成很明确的方向，消息面的扰动可能会造成市场反复上下震荡，建议保持谨慎。中期视角下，我们维持供过于求的平衡表判断，库存有望逐步从低位回升，油价中枢仍存在一定下行空间。

海外市场供应有所回落但幅度相对有限，与此同时下游燃烧与化工端需求增长动力不足，进口商对高价资源采购较为谨慎，因此 LPG 自身市场矛盾相对有限。此外，LPG 运费已跌至低位区间，亚太地区到岸成本的额外支撑因素消退。在原油端弱势运行的背景下，CP 与 FEI 掉期缺乏上行驱动。站在国内市场的角度，基本面同样缺乏亮点。尤其在 PDH 装置利润转负后，丙烷原料需求的增长动力将受到限制。

整体来看，当前 LPG 基本面表现一般，且原油价格转为震荡，市场缺乏明确的趋势指引。

■ 策略

单边中性，短期观望为主；上行驱动不足，但位置相对较低，预计短期向下空间有限，如果盘面持续回调可关注逢低多机会。

■ 风险

原油价格大幅下跌；化工端需求不及预期；燃烧端需求不及预期；炼厂外放商品量超预期；中东与北美出口超预期

目录

策略摘要	1
核心观点	1
原油：油价弱势运行，短期不确定性仍存.....	3
海外供应维持充裕，外盘价格弱势震荡运行.....	4
PDH 装置利润再度转负，国内需求增长受限	7

图表

图 1：全球原油卫星库存 单位：百万桶.....	3
图 2：国际原油基准价格 单位：美元/桶.....	3
图 3：WTI 原油月差 单位：美元/桶.....	4
图 4：BRENT 原油月差 单位：美元/桶	4
图 5：原油与美股走势 单位：美元/桶.....	4
图 6：原油与美元指数走势 单位：美元/桶.....	4
图 7：中东 LPG 发货量 单位：千吨/月.....	5
图 8：伊朗 LPG 发货量 单位：千吨/月.....	5
图 9：美国 LPG 发货量 单位：千吨/月.....	5
图 10：美国丙烷&丙烯库存 单位：千桶.....	5
图 11：CP 丙烷掉期首行价格 单位：美元/吨	6
图 12：FEI 丙烷掉期首行价格 单位：美元/吨	6
图 13：沙特丙烷官价 单位：美元/吨	6
图 14：沙特丁烷官价 单位：美元/吨	6
图 15：LPG 运费：美湾-远东 单位：美元/吨	6
图 16：LPG 运费：阿拉伯湾-远东 单位：美元/吨	6
图 17：LPG 华东码头库存 单位：万吨.....	7
图 18：LPG 华南码头库存 单位：万吨.....	7
图 19：国内 PDH 装置利润 单位：元/吨.....	7
图 20：国内 PDH 装置开工率 单位：%.....	7
图 21：国内 MTBE 装置开工率 单位：%.....	8
图 22：国内烷基化装置开工率 单位：无.....	8
图 23：华南 LPG 现货价格 单位：元/吨.....	8
图 24：华东 LPG 现货价格 单位：元/吨.....	8
图 25：DCE PG 主力合约价格 单位：元/吨.....	8
图 26：LPG 基差 单位：元/吨.....	8

原油：油价弱势运行，短期不确定性仍存

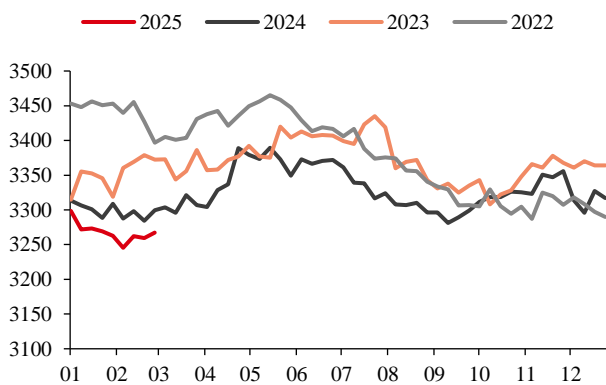
2 月份原油价格整体呈现弱势运行的格局，背后主要来自于地缘溢价的消退以及基本面边际转弱的预期。

具体来看，俄乌冲突缓和的谈判已经开启，俄美之间的沟通相对顺畅，市场开始交易部分美国放松制裁、俄罗斯石油供应回升的预期，带动油市的情绪溢价回撤。不过乌克兰对目前的停战条件难以接受，周末特朗普与泽连斯基的会谈中出现激烈争执，整体谈判进程达成的不确定性有所增加。

就原油自身基本面而言，随着炼厂检修量持续增加，需求走向淡季。与此同时，近期断供事件较少，反而供给恢复的情况较多，如哈萨克斯坦、巴西、库尔德等。在当前的供需环境下，全球原油库存出现从低位回升的迹象。如果未来供应恢复、需求弱势的预期持续兑现，原油市场格局将逐步从偏紧转向宽松。目前天平上的重要影响变量在欧佩克，联盟原计划在二季度逐步增长，但不排除油价下跌倒逼欧佩克延长限产的情况。

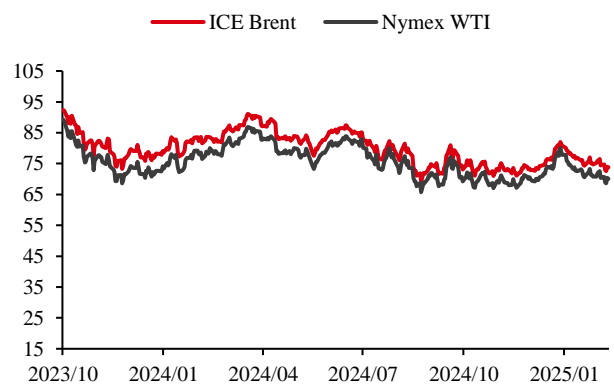
整体来看，油市在地缘与基本面因素偏空的驱动下表现较弱，但短期不确定性仍存。无论是俄乌冲突的谈判进展以及欧佩克的生产计划都未形成很明确的方向，消息面的扰动可能会造成市场反复上下震荡，建议保持谨慎。中期视角下，我们维持供过于求的平衡表判断，库存有望逐步从低位回升，油价中枢仍存在一定下行空间。

图 1：全球原油卫星库存 | 单位：百万桶



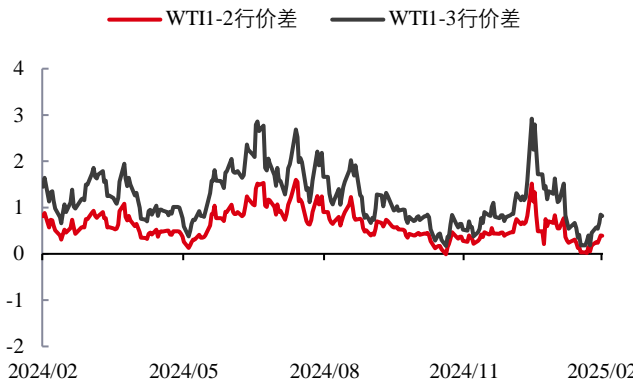
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 2：国际原油基准价格 | 单位：美元/桶



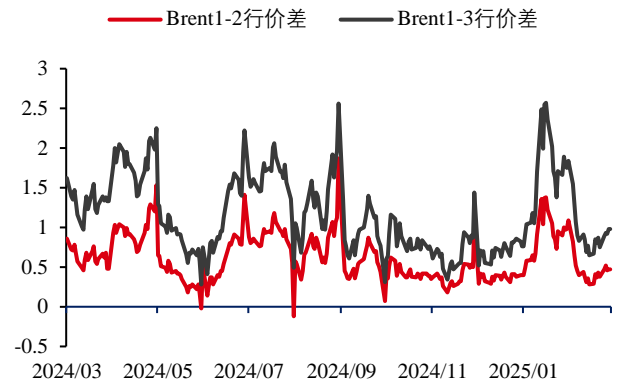
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: WTI 原油月差 | 单位: 美元/桶



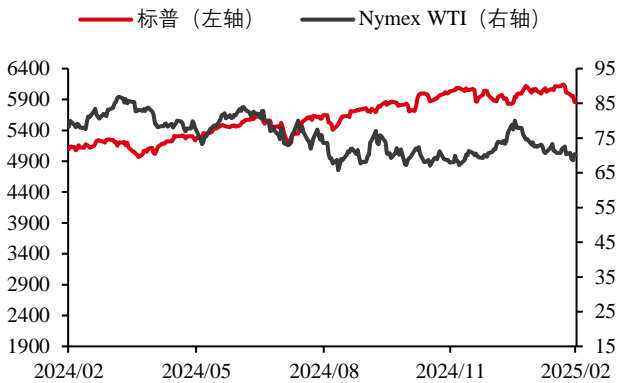
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: Brent 原油月差 | 单位: 美元/桶



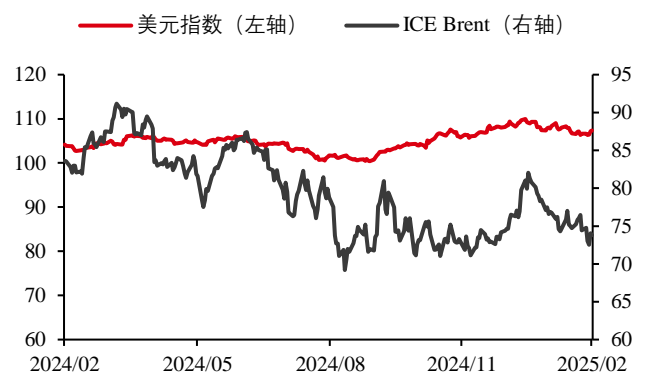
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: 原油与美股走势 | 单位: 美元/桶



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 6: 原油与美元指数走势 | 单位: 美元/桶



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

海外供应维持充裕，外盘价格弱势震荡运行

在原油价格中枢下滑的同时，外盘 LPG 市场同样弱势震荡运行。根据沙特最新出台的 3 月 CP 官价：丙烷 615 美元/吨，丁烷 605 美元/吨，二者均环比下跌 20 美元/吨。价格下调的背后，显现出 LPG 市场供需相对宽松的格局。

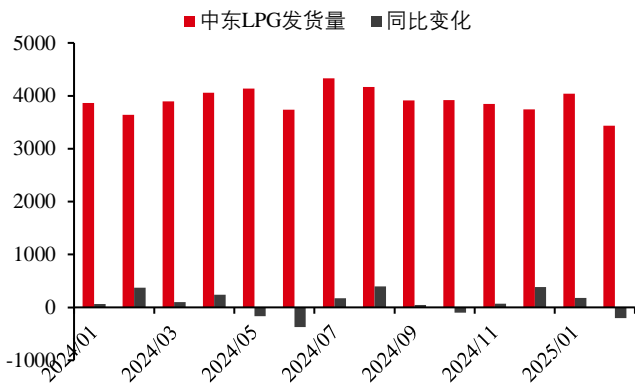
站在基本面的角度具体来看，中东与北美出口边际上有所回落，但未造成现货出现实质性的紧张局面。参考船期数据，2 月份中东 LPG 发货量预计在 344 万吨，环比 1 月份减少 61 万吨，同比下滑 20 万吨。由于欧佩克决定将增产计划推迟到 4 月份（可能会进一步推后），叠加季节性的检修，限制了中东供应提升的空间。伊朗方面，前期由于地缘冲突加剧、美国方面的制裁收紧、以及国内能源供应吃紧，伊朗包括 LPG 在内

的成品油出口出现下滑。参考船期数据，伊朗 2 月 LPG 发货量当前预计在 81 万吨，环比 1 月减少 26 万吨，同比去年下降 3 万吨。相较于原油与燃料油，伊朗 LPG 供应受到制裁的影响幅度有限。

美国方面，2 月份码头因大雾天气导致装卸作业阶段性暂停，LPG 装船量阶段性下滑，不过下旬装船作业陆续恢复，业者对供应担忧情绪缓解。参考船期数据，2 月美国发货量预计为 497 万吨，环比 1 月下降 86 万吨，同比去年减少 51 万吨。往前看，今年美国 NGL 和 LPG 产量有望保持增长趋势，且出口终端扩建项目投产后出口能力将进一步提升，北美将继续作为最重要的边际供应来源。

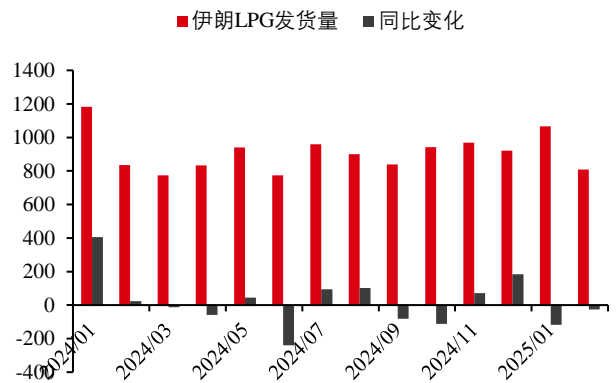
整体来看，海外市场供应有所回落但幅度相对有限，与此同时下游燃烧与化工端需求增长动力不足，进口商对高价资源采购较为谨慎，因此 LPG 自身市场矛盾相对有限。此外，LPG 运费已跌至低位区间，亚太地区到岸成本的额外支撑因素消退。在原油端弱势运行的背景下，CP 与 FEI 掉期缺乏上行驱动。

图 7：中东 LPG 发货量 | 单位：千吨/月



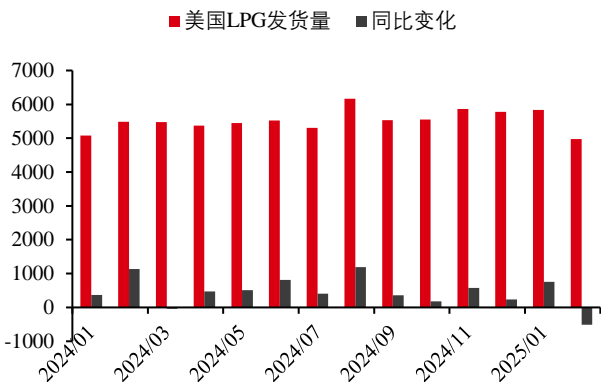
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 8：伊朗 LPG 发货量 | 单位：千吨/月



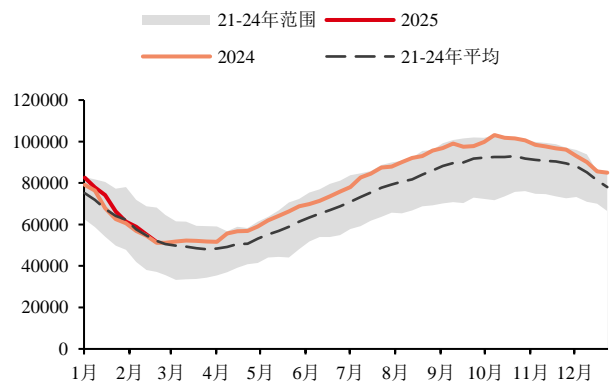
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 9：美国 LPG 发货量 | 单位：千吨/月



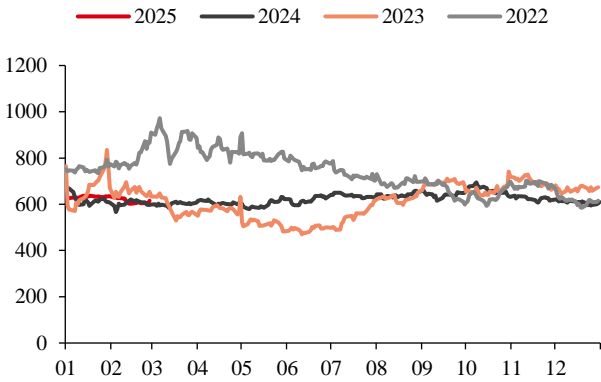
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 10：美国丙烷&丙烯库存 | 单位：千桶



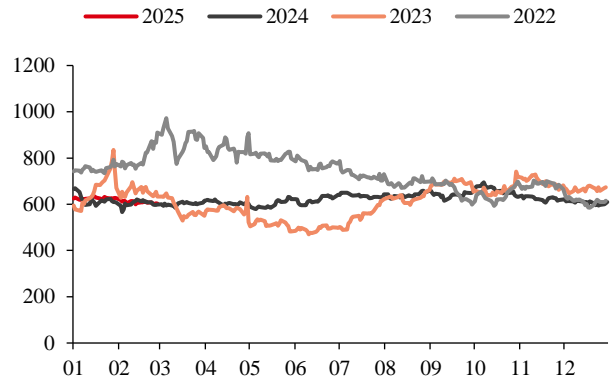
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 11: CP 丙烷掉期首行价格 | 单位: 美元/吨



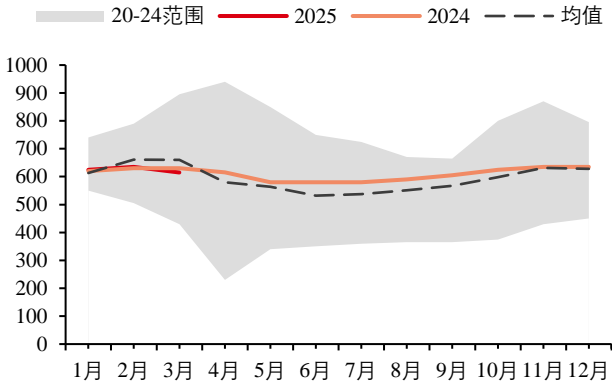
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: FEI 丙烷掉期首行价格 | 单位: 美元/吨



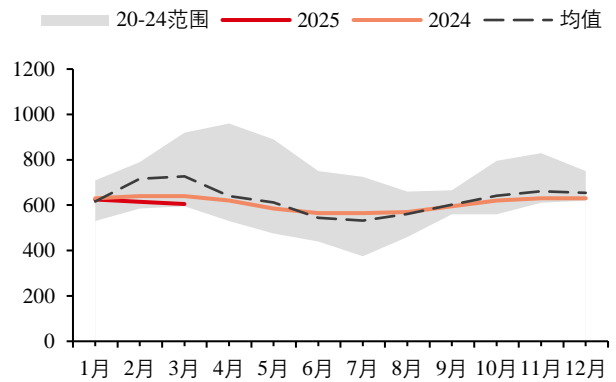
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 13: 沙特丙烷官价 | 单位: 美元/吨



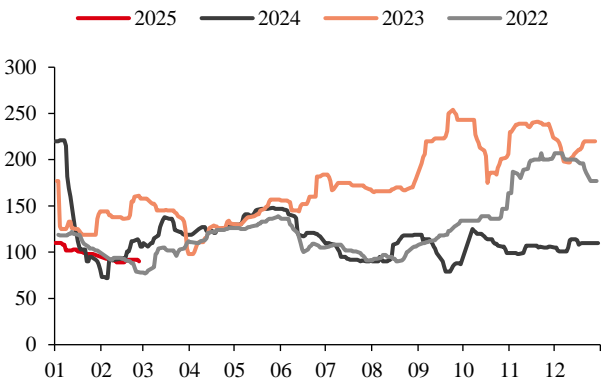
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 沙特丁烷官价 | 单位: 美元/吨



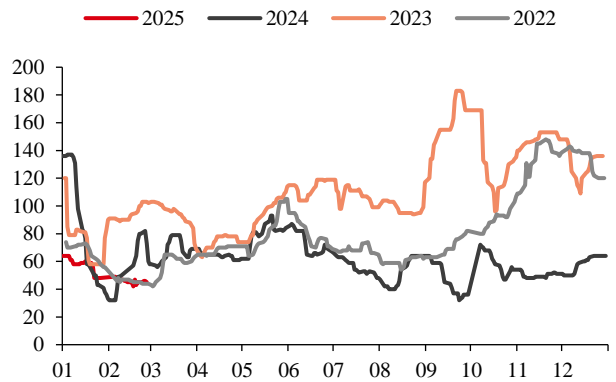
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: LPG 运费: 美湾-远东 | 单位: 美元/吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 16: LPG 运费: 阿拉伯湾-远东 | 单位: 美元/吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

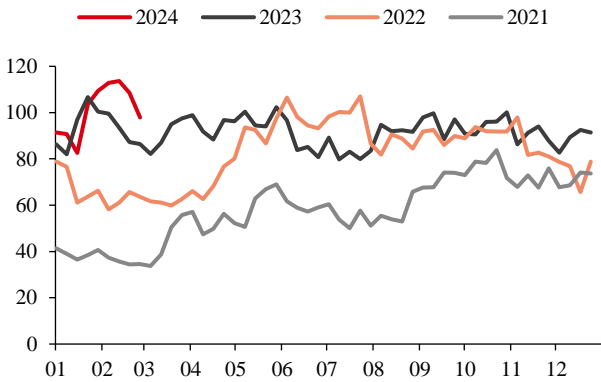
PDH 装置利润再度转负，国内需求增长受限

在国际市场震荡运行的背景下，国内市场基本面同样缺乏亮点，但也没有太大压力。

具体来看，近期国内炼厂装置陆续进入检修，LPG 商品量低位运行。与此同时，2 月份进口量有所回落。参考船期数据，我国 2 月 LPG 到港量预计为 250 万吨，环比 1 月减少 41 万吨，同比去年仍高出 50 万吨。

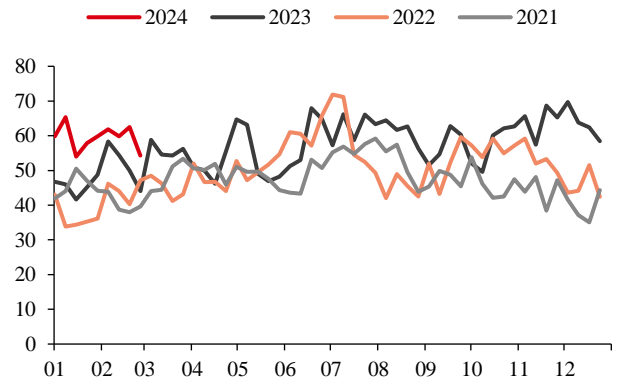
就需求而言，随着春节假期结束、国内气温回升，燃烧端 LPG 消费逐步降低。下周寒潮天气或对需求带来短期提振，但旺季向淡季转换的大趋势不会改变。化工原料气方面，随着原油价格回落，国内汽油市场整体偏弱，调油端利润与需求支撑有限。此外，随着新产能投放、下游产品需求乏力，PDH 装置利润已再度转为负值区间，行业开工率到 70-75%左右进一步向上的动力不足。前期集中检修的装置有望在 2、3 月份陆续开工，对国内丙烷原料消费形成提振，但来自利润端的抑制因素会持续存在。

图 17: LPG 华东码头库存 | 单位: 万吨



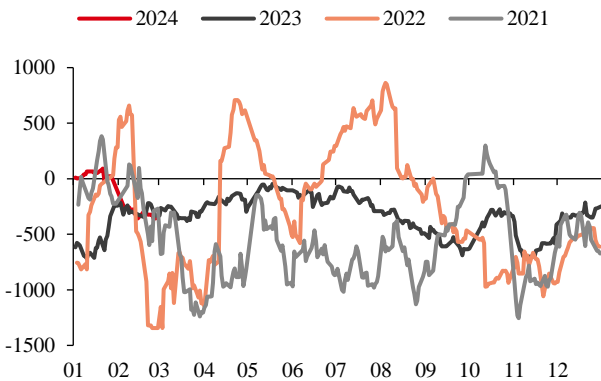
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 18: LPG 华南码头库存 | 单位: 万吨



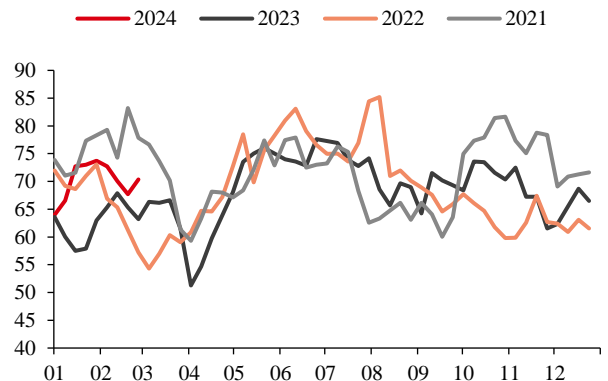
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 19: 国内 PDH 装置利润 | 单位: 元/吨



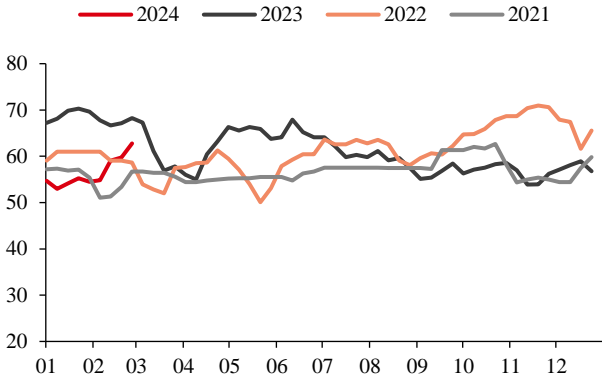
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 20: 国内 PDH 装置开工率 | 单位: %



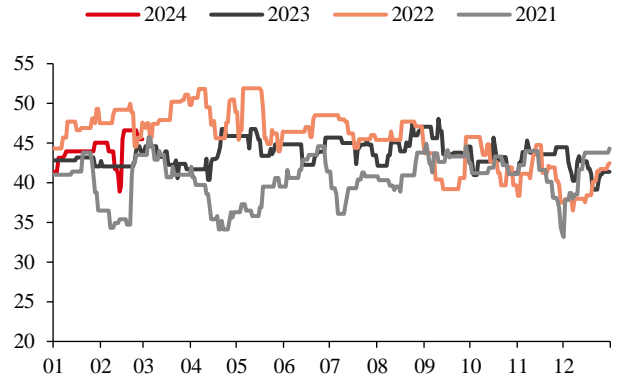
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 21: 国内 MTBE 装置开工率 | 单位: %



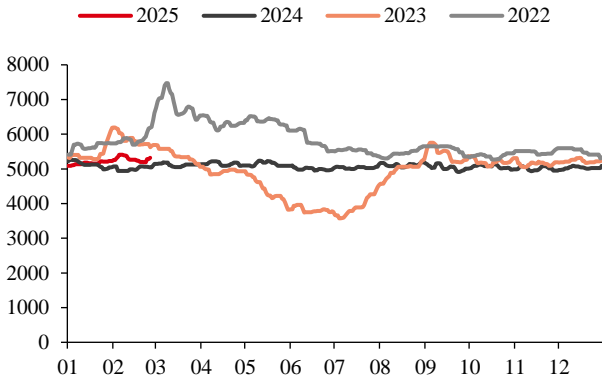
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 22: 国内烷基化装置开工率 | 单位: %



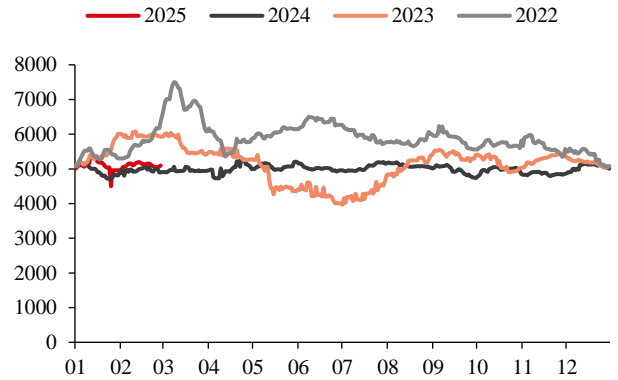
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 23: 华南 LPG 现货价格 | 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 24: 华东 LPG 现货价格 | 单位: 元/吨



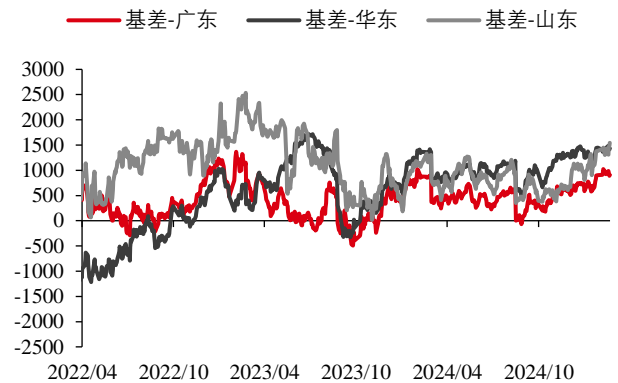
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 25: DCE PG 主力合约价格 | 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: LPG 基差 | 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com