



宏观与关税冲突扰动下，市场风险增加

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

投资逻辑

■ 市场分析

近期原油价格受到关税风波的影响大跌，虽然周三暂停关税的消息刺激下有触底反弹的迹象，但来自宏观面的风险并未消除。特朗普威胁如果达不成协议，将会恢复高关税，关税政策的不确定性依然对全球经济、贸易、投资前景产生冲击。在特朗普关税出炉后，主要机构均大幅下修全球石油需求增长，幅度在 20 至 50 万桶/日不等，这将进一步压低今年本就不高的石油消费，尤其是对巴西、印度、越南、印尼等新兴经济体的冲击将会较为明显，而石油消费主要来自这些国家，预计今年的石油消费同比增长不超过 50 万桶/日，供应增长将大幅超过需求。短期油价可能会在事件与消息的干扰下反复波动，建议保持谨慎。中期来看，石油平衡表将趋于过剩，即便宏观风险消退、油价反弹后依然会面临自身产业趋势的压制。

在原油以及相关能源品种当中，液化石油气受到关税的直接影响较为显著。随着美国对中国进口商品关税加征接连加码，我国实施对等的反制措施，4月4日对所有来自美国的进口商品加征 34%，后续保持跟美国加征比例一致，从 4月9日提升至 84%，4月11日调整到 125%（鉴于在目前关税水平下，美国输华商品已无市场接受可能性，如果美方后续对中国输美商品继续加征关税，中方将不予理会）。中美之间 LPG 贸易量占比较大，因此新的关税政策对市场将造成显著影响。具体来看，参考海关总署数据，2024 年中国液化石油气总进口量为 3575 万吨，自美国进口量为 1798 万吨，约占总量的 50.3%；其中，我国液化丙烷总进口量为 2924 万吨，其中自美国进口量达到 1732 万吨，约占总量的 59.2%。在特朗普政府执意加征关税、我国应对实施反制措施后，美国 LPG 对我国下游买家将不再具备经济性（参考前文成本估算）。因此，预计关税加征正式落地前后，我国对美的 LPG 进口量将迅速下滑，贸易商将转向中东等产地寻求替代货源。同时，中国可能通过与日本、韩国等现有美国 LPG 买家进行换货操作，从而在一定程度上填补美国货缺口。

对于 LPG 市场的影响，我们认为主要有：1) 我国将大幅削减对美国 LPG 的采购，从而转向中东等地货源寻找替代品，贸易格局的变化将导致美国与非美货源供需极不平衡（中东等非美货源紧张，美国货源宽松）；2) 随着原料成本增加，装置亏损将进一步扩大，预计部分企业选择检修停产，PDH 开工率或面临一定下行压力。目前 PDH 企业的原料大概能够维持到 5 月份，之后如果关税冲突未缓和，则行业负荷的下滑将逐步兑现（目前开工率在 65%，之后可能会降至 50%甚至以下）；3) 随着关税成本增加，

我国进口丙烷价格将受到支撑，但国内需求对高成本的丙烷接受度也有限。与此同时，由于近期国际油价大幅下跌，对国内成品油及醚后碳四市场形成拖累。此外，与外盘掉期不同，国内 PG 期货标的并非单纯的丙烷，因此碳四端的相对弱势也将对盘面形成一定牵制，上行驱动不足。

整体来看，在关税冲突的背景下，国内 LPG 市场面临原料供应收紧、进口成本提升的扰动，然而在利润低迷的背景下需求端同样受到压制，PDH 装置开工率的下滑预计到 5 月份影响逐渐显现。考虑到宏观与关税政策的不确定性尚未消退，盘面或受到反复扰动，建议保持谨慎。

■ 策略

单边：震荡；短期观望为主

跨品种：无

跨期：无

期现：无

期权：无

■ 风险

宏观政策、关税政策、港口装船延迟、炼厂装置检修超预期等

目录

投资逻辑 1

图表

图 1: LPG 主力合约价格 | 单位: 元/吨 4

图 2: PG 跨期价差 | 单位: 元/吨 4

图 3: PG 远期曲线 | 单位: 元/吨 4

图 4: PG 与 SC 价格走势对比 | 单位: 元/吨; 元/桶 4

图 5: PG 与 PP 价格走势对比 | 单位: 元/吨 4

图 6: LPG 基差 | 单位: 元/吨 4

图 7: 华南液化气现货价格 | 单位: 元/吨 5

图 8: 华东液化气现货价格 | 单位: 元/吨 5

图 9: 山东液化气现货价格 | 单位: 元/吨 5

图 10: 华北液化气现货价格 | 单位: 元/吨 5

图 11: CP 丙烷价格 | 单位: 美元/吨 5

图 12: CP 丁烷价格 | 单位: 美元/吨 5

图 13: FEI 丙烷掉期价格 | 单位: 美元/吨 6

图 14: FEI 丙烷掉期价格季节性 | 单位: 美元/吨 6

图 15: CP 丙烷掉期价格 | 单位: 美元/吨 6

图 16: CP 丙烷掉期价格 | 单位: 美元/吨 6

图 17: FEI 丙烷远期曲线 | 单位: 美元/吨 6

图 18: CP 丙烷远期曲线 | 单位: 美元/吨 6

图 19: LPG 华东码头库存 | 单位: 万吨 7

图 20: LPG 华南码头库存 | 单位: 万吨 7

图 21: 国内 PDH 装置利润 | 单位: 元/吨 7

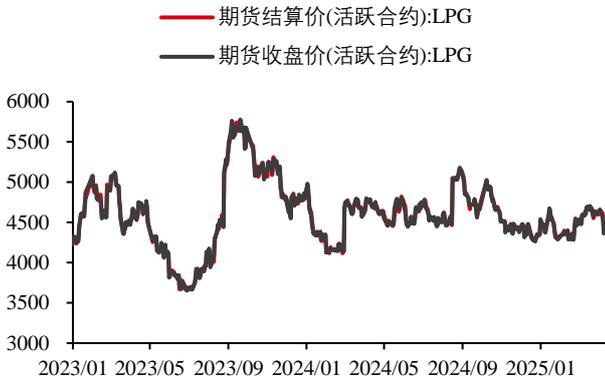
图 22: 国内 PDH 装置开工率 | 单位: % 7

图 23: 国内 MTBE 装置开工率 | 单位: % 7

图 24: 国内烷基化装置开工率 | 单位: 无 7

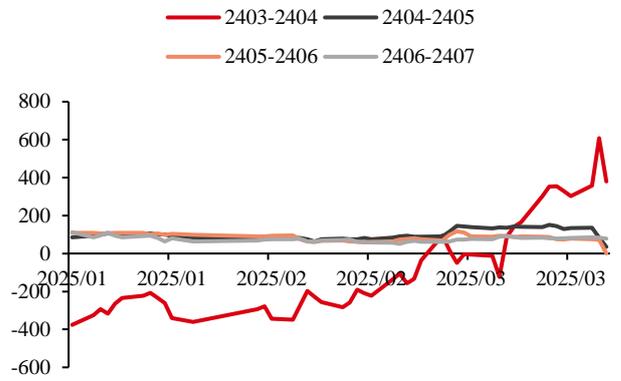
(Wind 与彭博数据图表未更新到最新日期, 我们会尽快回复)

图 1: LPG 主力合约价格 | 单位: 元/吨



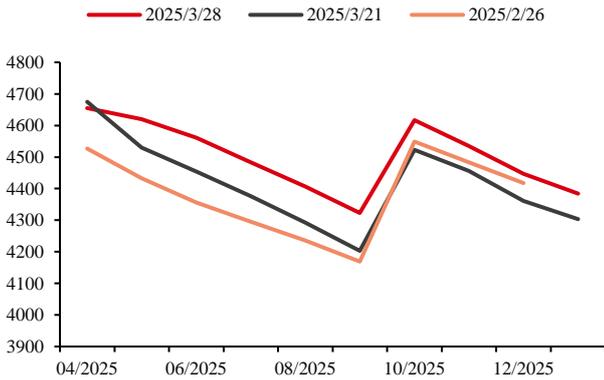
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: PG 跨期价差 | 单位: 元/吨



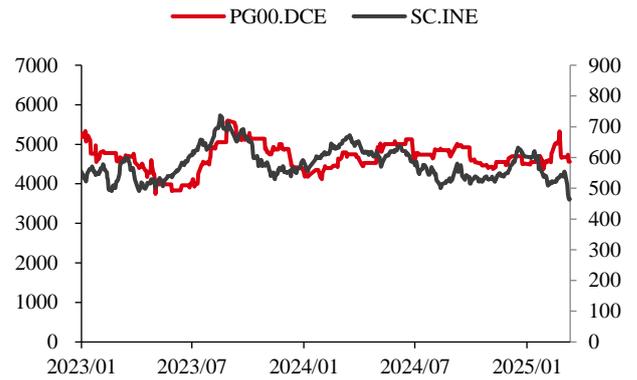
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: PG 远期曲线 | 单位: 元/吨



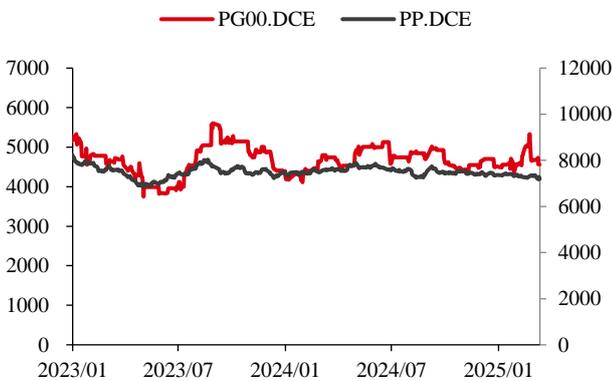
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: PG 与 SC 价格走势对比 | 单位: 元/吨; 元/桶



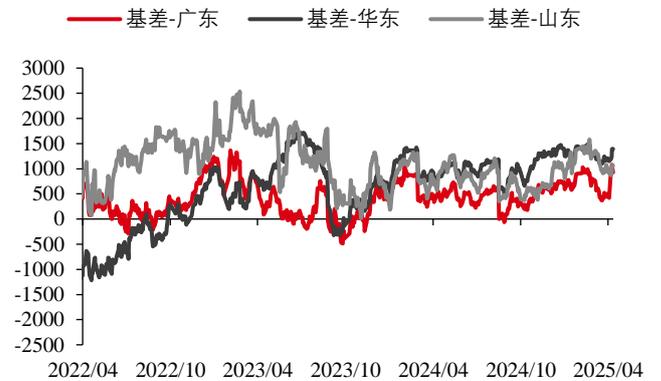
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: PG 与 PP 价格走势对比 | 单位: 元/吨



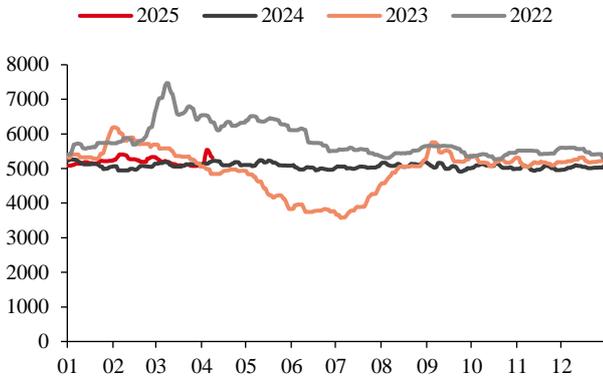
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: LPG 基差 | 单位: 元/吨



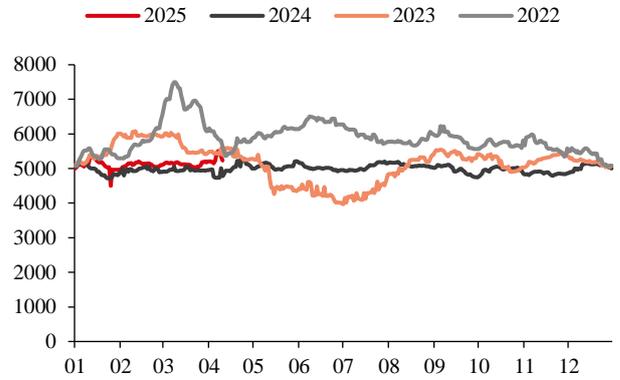
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 华南液化气现货价格 | 单位: 元/吨



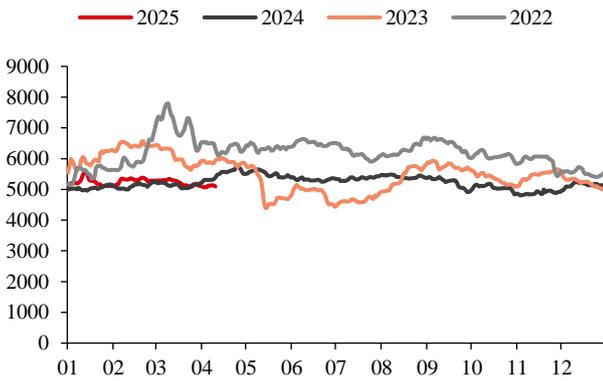
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 华东液化气现货价格 | 单位: 元/吨



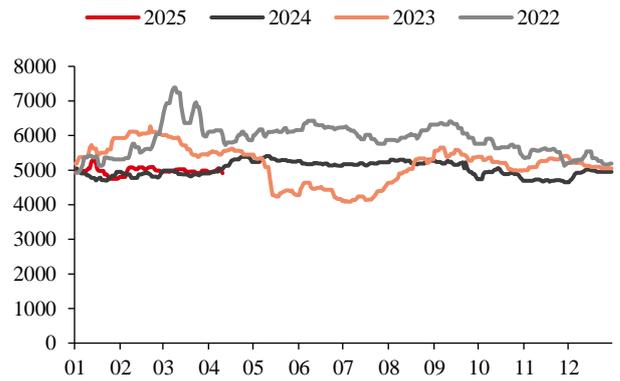
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 山东液化气现货价格 | 单位: 元/吨



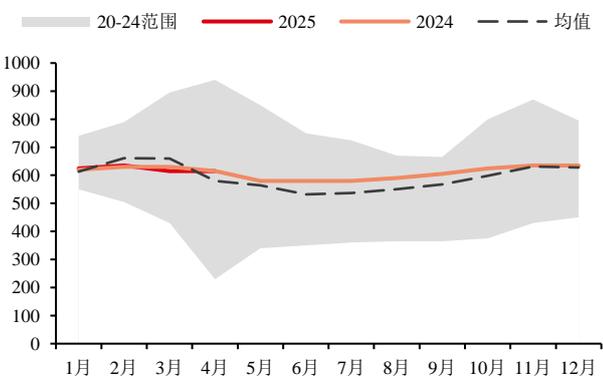
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 华北液化气现货价格 | 单位: 元/吨



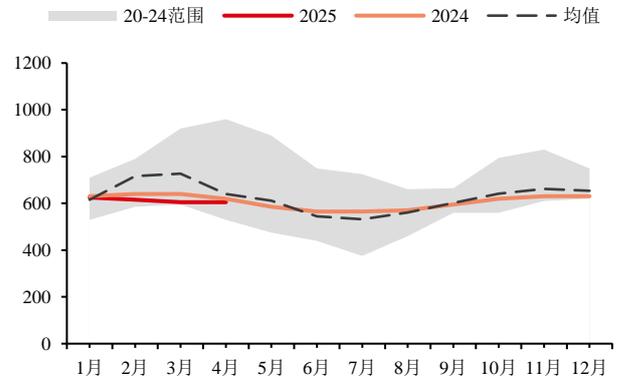
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: CP 丙烷价格 | 单位: 美元/吨



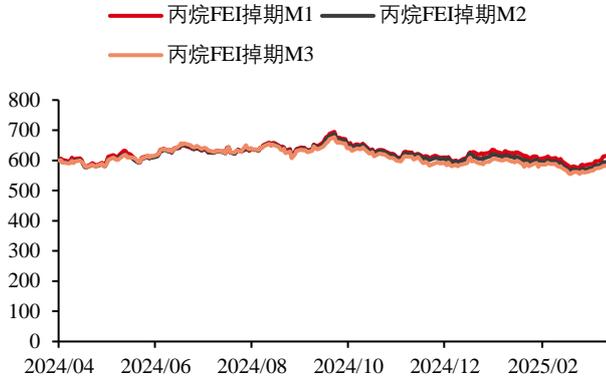
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: CP 丁烷价格 | 单位: 美元/吨



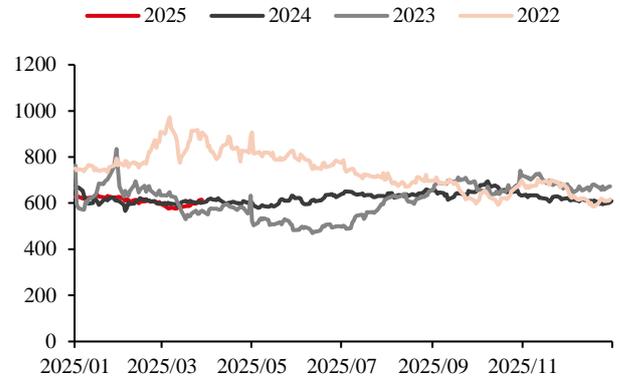
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: FEI 丙烷掉期价格 | 单位: 美元/吨



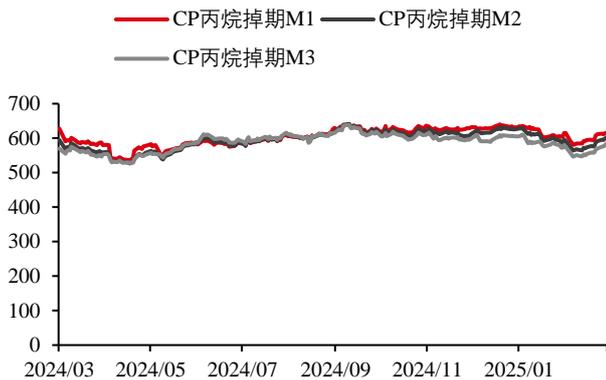
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 14: FEI 丙烷掉期价格季节性 | 单位: 美元/吨



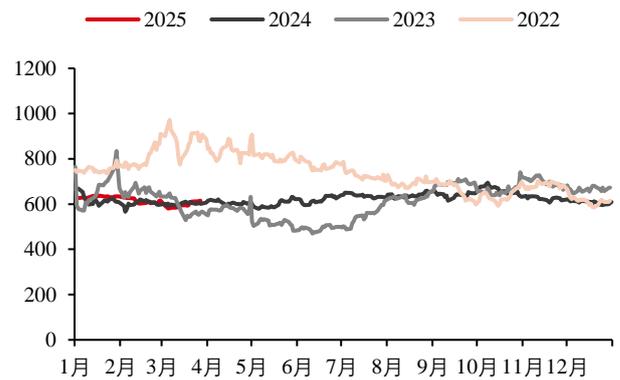
数据来源: Platts Bloomberg 华泰期货研究院

图 15: CP 丙烷掉期价格 | 单位: 美元/吨



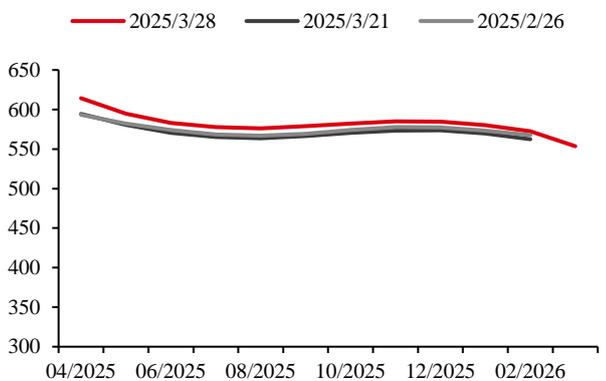
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 16: CP 丙烷掉期价格 | 单位: 美元/吨



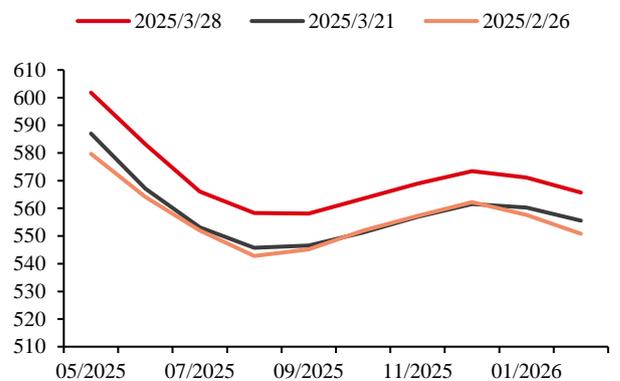
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 17: FEI 丙烷远期曲线 | 单位: 美元/吨



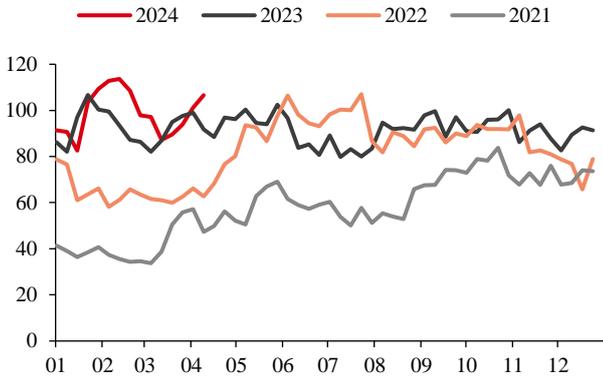
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 18: CP 丙烷远期曲线 | 单位: 美元/吨



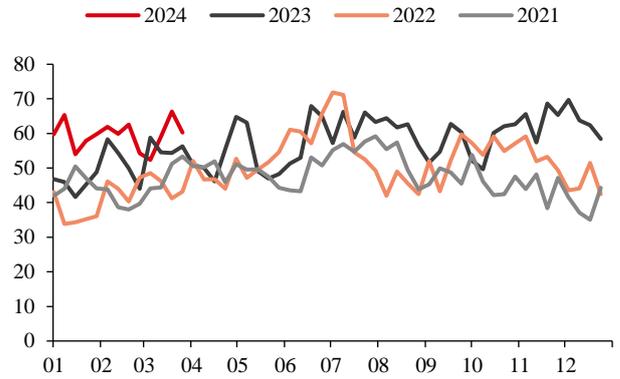
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 19: LPG 华东码头库存 | 单位: 万吨



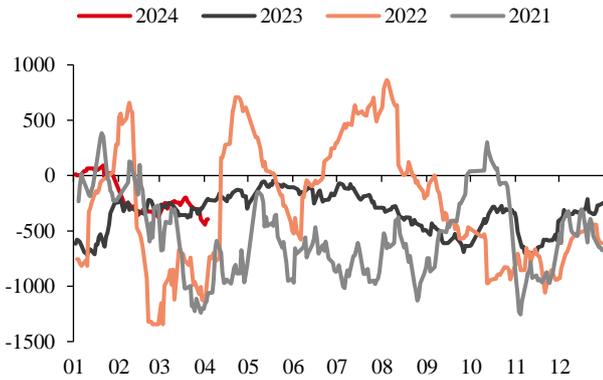
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 20: LPG 华南码头库存 | 单位: 万吨



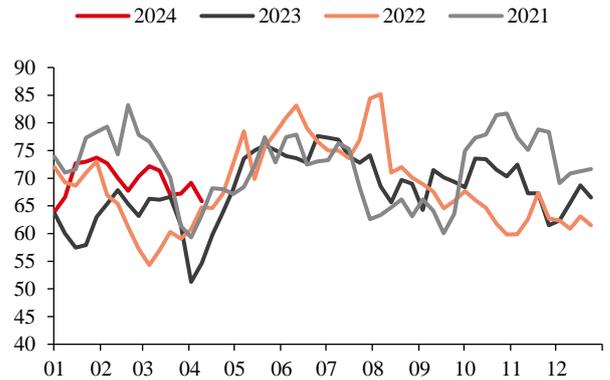
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 21: 国内 PDH 装置利润 | 单位: 元/吨



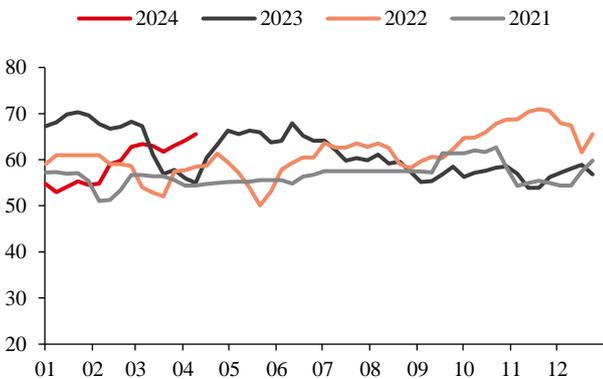
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 22: 国内 PDH 装置开工率 | 单位: %



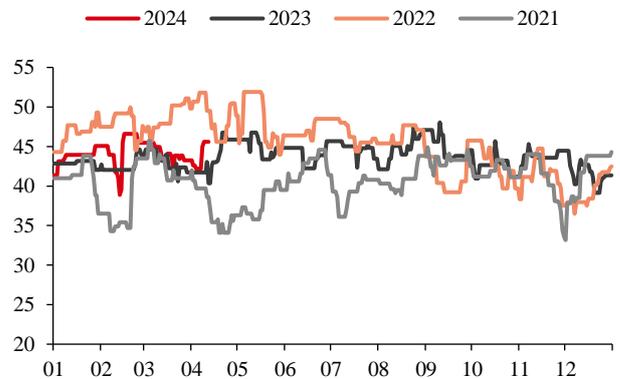
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 23: 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 24: 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

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