

单边不确定性较大 气强油弱或延续

2022年9月15日 星期四

兴证期货·研发中心

能源化工研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

王其强

从业资格编号：F03087180

投资咨询编号：Z0016577

联系人

王其强

电话：0591-38117680

邮箱：

wangqq@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

中长期宏观及金融属性压制原油价格，使得LPG存在一定压力，而欧洲即将进入冬季供暖，天然气供应紧张忧虑将攀升，气荒如果爆发对LPG将有明显支撑。因此油气比较来看，气强油弱的格局或将延续。从LPG单边来看，下方存在一定支撑，一方面传统需求旺季即将来临，需求存在恢复预期对LPG存在一定支撑，另一方面当前仓单比较低仍是有利多头的重要因素。当然不能忽视现在内外价差较大有利内外套，进口量攀升及内外套利操作施压盘面。总之，我们认为单边存在较大不确定性，欧洲天气紧张情况是影响后期价格的重要变量，但气强油弱格局较为确定。

● 风险提示

原油超预期波动；交割异动。

报告目录

一. 油气逻辑有所不同.....	3
1. 宏观及金融属性中长期压制原油.....	3
2. 欧洲冬季供暖天然气紧缺忧虑仍存.....	3
二. 国内传统需求旺季将开启.....	4
1. 国内将进入季节性需求旺季.....	4
2. 化工需求弱复苏.....	4
三. 供应相对充裕.....	5
1. 国内炼厂开工相对高位 液化气产量高位.....	5
2. 进口窗口打开 进口量或有所攀升.....	6
四. 仓单量依然偏低.....	7
五. 结论：单边不确定性较大 气强油弱或延续.....	7

图表目录

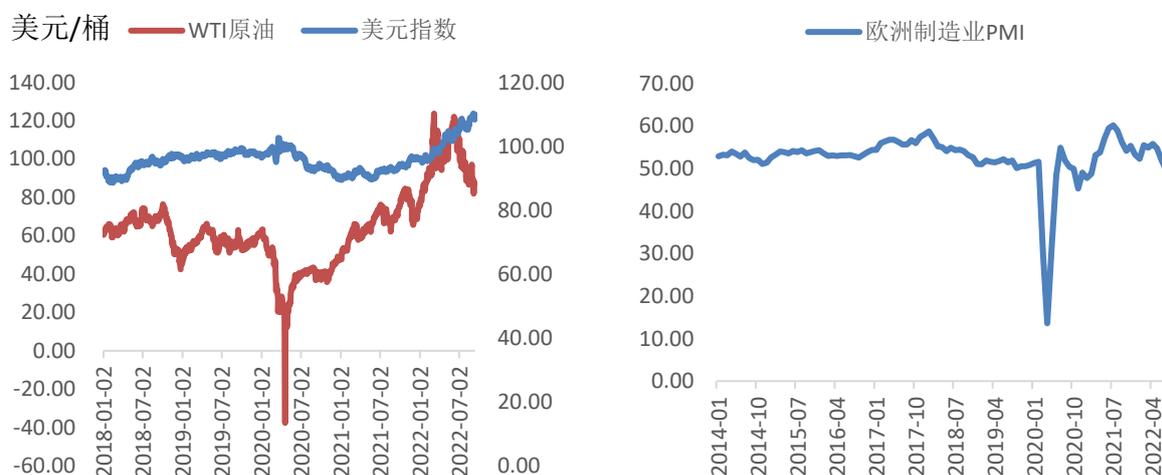
图表 1: 原油与美元指数及欧洲制造业 PMI.....	3
图表 2: 英国天然气价格.....	3
图表 3: 华南现货价格季节性.....	4
图表 4: 丙烷下游装置开工率.....	5
图表 5: 液化气产量及炼厂负荷.....	5
图表 6: 丙烷进口量.....	6
图表 7: 丙烷进口量.....	6
图表 8: LPG 仓单.....	7

一. 油气逻辑有所不同

1. 宏观及金融属性中长期压制原油

美国 8 月 CPI 超预期，强加息周期及衰退预期中长期施压油价。美国 8 月 CPI 为 8.3%，超市场预期的 8.1%，美国通胀居高不下，使得市场对美联储激进加息的预期不断攀升，9 月美联储加息 75BP 基本已无悬念，超预期通胀数据公布后，9 月加息 100BP 可能性也在攀升，强势美指压制原油价格。此外，在强加息背景下，市场对全球经济下滑忧虑不断攀升，特别是欧洲，制造业 PMI 已经连续两个月低于荣估值，在能源危机下，欧洲衰退风险不断攀升。全球经济下行忧虑下，原油需求端有所承压。

图表 1: 原油与美元指数及欧洲制造业 PMI

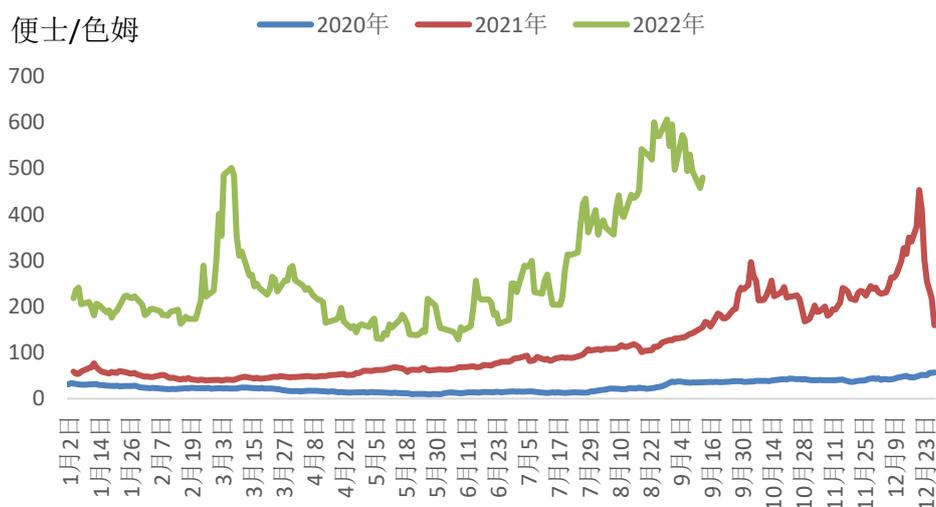


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 欧洲冬季供暖天然气紧缺忧虑仍存

欧洲冬季为本年 10 月底到次年 3 月，欧洲的取暖方式一直以天然气供暖为主，欧洲天然气主要依赖俄罗斯，俄乌冲突以来导致欧洲天然气处于较为紧张格局。随着欧洲冬季临近，且俄罗斯无限期停止北溪 1 号对欧洲供气，四季度欧洲天然气紧张忧虑加剧，欧洲天然气价格不断攀升。一方面因为俄乌冲突导致欧洲天然气紧缺；另一方面欧洲天然气价格飙涨，使得天然气供暖失去经济性。在此格局下，液化气存在一定替代天然气需求，对液化气存在一定支撑。

图表 2: 英国天然气价格



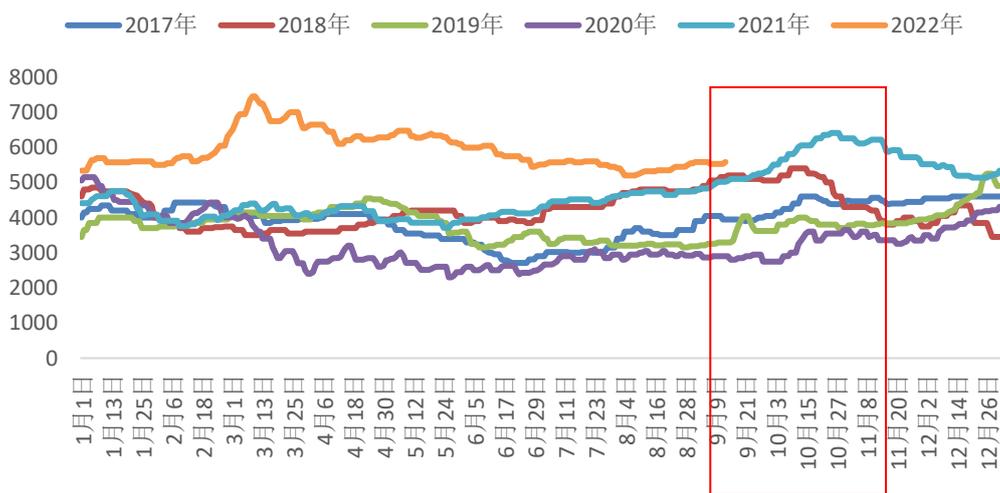
数据来源：Wind，兴证期货研发部

二. 国内传统需求旺季将开启

1. 国内将进入季节性需求旺季

国内液化气需求存在明显季节性，通常 10 月现货开启涨价。通常而言每年的 10-12 月液化石油气价格出现阶段性高点，主要缘于国内进入冬季，气温下降，LPG 需求攀升，因此液化气存在明显的需求季节性。从季节性角度来看，液化石油气价格存在一定支撑。

图表 3：华南现货价格季节性

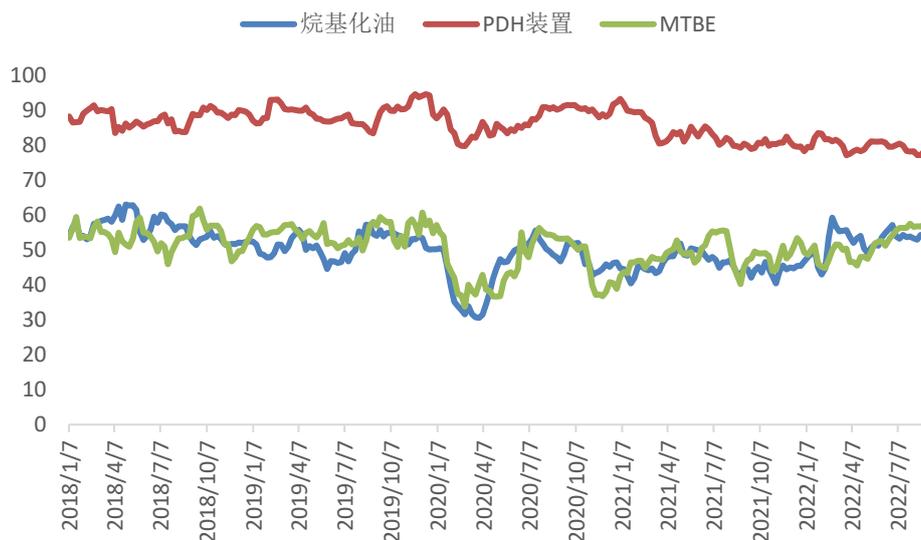


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 化工需求弱复苏

PDH 装置利润有所修复，装置负荷存在修复预期。随着 PDH 装置的投产以及丙烷价格走高，今年 PDH 装置亏损明显，一直处于亏损 1000 元/吨以上。近期随着聚丙烯价格修复，PDH 利润有所修复，考虑氢气副产品价值，部分 PDH 装置可以实现盈利，装置负荷存在修复预期。MTBE 及烷基化装置整体开工率变化不大。总体而言，PDH 新增产能仍在路上，PDH 利润修复力度或受限制，液化石油气的化工需求处于弱修复状态。

图表 4：丙烷下游装置开工率



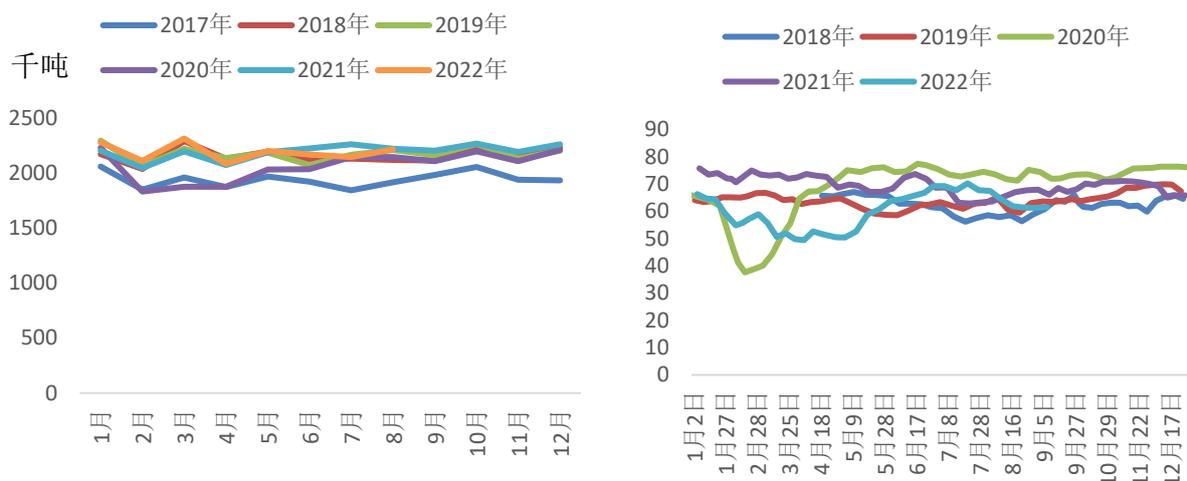
数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

三. 供应相对充裕

1. 国内炼厂开工相对高位 液化气产量高位

国内炼厂开工相对高位，国内液化气产量高位。8 月国内液化气产量 221.4 万吨，环比增加 7 万吨，产量小幅增加。从国内炼厂开工率来看，山东地炼开工率维持 60%以上，近期开工率较为稳定。总体国内液化气产量供应较为稳定。

图表 5：液化气产量及炼厂负荷

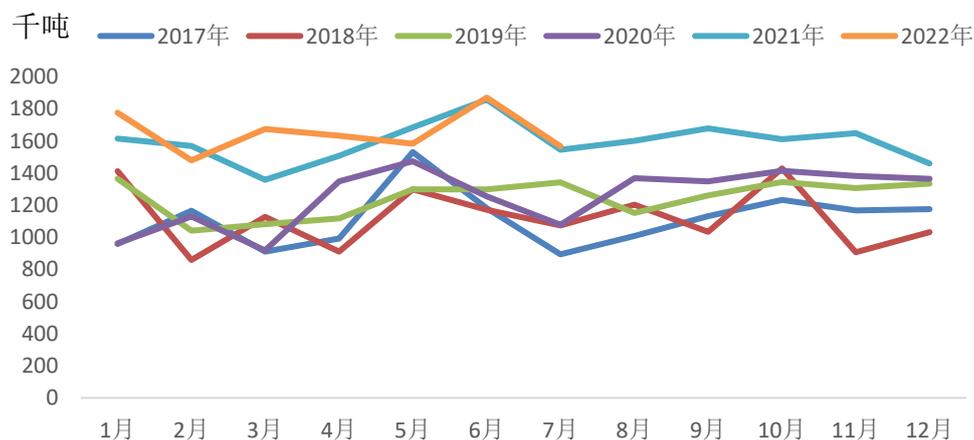


数据来源：Wind，卓创资讯，兴证期货研发部

2. 进口窗口打开 进口量或有所攀升

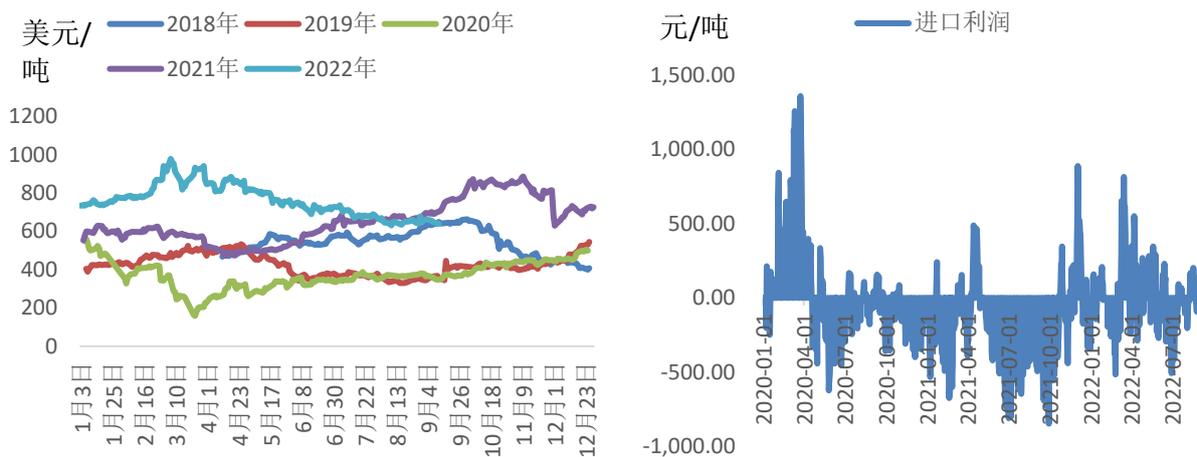
丙烷进口量处于高位。今年 1-7 月丙烷进口量 1159.7 万吨，同比增加 4%，丙烷进口量处于高位，主要缘于国内 PDH 新增产能释放，不过整体 PDH 装置利润被压缩明显，PDH 装置负荷偏低，高丙烷进口量也对国内市场形成较大压力。从内外价差看，近期内外价差有所扩大，进口利润攀升至 200 元/吨左右，价差有利于贸易商开展内外套利，进口量或将攀升。

图表 6：丙烷进口量



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图表 7：CP 价格及进口利润



数据来源：卓创资讯，Wind，兴证期货研发部

四. 仓单量依然偏低

目前仓单量较低，仍有挤仓忧虑。目前 LPG 仓单量为 6471 张，且部分仓单已经被厂库回购，截止 2022 年 9 月 14 日 PG2210 合约持仓量 52902 手，总体仓单量依然偏低，一旦宏观环境偏暖，油价企稳下，在需求旺季预期背景下，就有挤仓的忧虑。当然目前内外价差有利于厂库参与内外套注册仓单。

图表 8：LPG 仓单



数据来源：Wind，兴证期货研发部

五. 结论：单边不确定性较大 气强油弱或延续

从上述分析来看，中长期宏观及金融属性压制原油价格，使得 LPG 存在一定压力，而欧洲即将进入冬季供暖，天然气供应紧张忧虑将攀升，气荒如果爆发对 LPG 将有明显支撑。因此油气比较来看，气强油弱的格局或将延续。从 LPG 单边来看，下方存在一定支撑，一方面传统需

求旺季即将来临，需求存在恢复预期对 LPG 存在一定支撑，另一方面当前仓单比较低仍是有利多头的重要因素。当然不能忽视现在内外价差较大有利内外套，进口量攀升及内外套利操作施压盘面。总之，我们认为单边存在较大不确定性，欧洲天气紧张情况是影响后期价格的重要变量，但气强油弱格局较为确定。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。