

能源季报

2022年9月30日

中银期货研究部

谷霄

投资咨询号：Z0017009

从业资格号：F03091985

联系方式：021-60816204

联络人：陆茗

从业资格号：F3082639

联系方式：021-61088093

板荡方识诚臣志，岁寒可知青松姿

摘要

◆ 原油

三季度原油价格整体重心下移但下方支撑较强，多方博弈对油价持续构成扰动，美国方面出于政治因素考量多维度倾向于施压油价，而俄乌僵局叠加 OPEC+强硬表态继续为油价起到核心支撑作用。

对于今年四季度原油价格预期与年中报告维持一致，整体中性偏强但不排除小幅回调可能，预估内盘 SC 原油均价在 680-730 元/桶区间；预估 Brent 原油均价在 95-100 美元/桶区间。

◆ 燃料油

三季度高低硫燃料油整体供给偏宽，低硫燃方面，套利船货流入量增长预期主导新加坡市场，国内新批次低硫燃出口配额下发施压内盘，内外盘价差收窄至平水附近。四季度，LU 均价或处 4700-5200 元/吨区间。

高硫燃方面，俄乌冲突导致俄罗斯燃料油出口目的地由美国转向中东及新加坡地区，新加坡高硫燃延续供应偏宽格局。随着中东及南亚高温电力需求消退，四季度高硫燃走势或偏弱为主，FU 均价或处 2300-2800 元/吨区间。

高低硫二者强弱格局短期之内较难扭转，四季度高低硫价差 LU-FU 01 均价或处 1500-2000 元/吨区间且走势偏强。

风险提示：

俄乌局势，疫情形势，OPEC+增产，伊朗问题，国际经济衰退预期

礼颂国庆，共谱华章！

目录

原油.....	1
1.1 行情回顾·三季度油价高位宽幅波动.....	1
1.2 运行情况.....	2
1.3 美国通胀困局难解，持续施压终端价格.....	4
1.4 美伊重启核谈判，短暂松动后再陷僵局.....	7
1.5 美国放宽对委制裁，效果有限且生变数.....	8
1.6 美国原油产量难有大幅提升，SPR 释放收效甚微.....	9
1.7 美国施压 OPEC+增产，然中东态度强硬.....	12
1.8 俄乌局势仍陷僵局，各方多领域博弈.....	14
1.9 伊拉克内乱短期扰动，台海局势高度紧张.....	15
1.10 国内疫情频现反复，原油加工同比低位.....	16
1.11 SC 仓单去库至低位，内盘近月显著走强.....	18
1.12 后市展望.....	20
燃料油.....	22
2.1 行情回顾·三季度燃料油整体重心下移.....	22
2.2 运行情况.....	23
2.3 国内低硫燃供应偏紧，船加油稳步发展.....	25
2.4 新加坡低硫燃供应趋宽，内外套利空间.....	28
2.5 高硫燃供应宽松，高温需求趋弱.....	31
2.6 高低硫强弱新平衡，价差区间运行.....	34
2.7 新加坡船燃污染事件频发.....	35
2.8 市场政策导向.....	36
2.8.1 FU 及 BU 月均结算价发布.....	36
2.8.2 浙油仓单于上期所挂牌交易上线.....	36
2.8.3 中石油上港、上海富远获上海保税船加油牌照.....	37
2.9 后市展望.....	39

原油

1.1 行情回顾·三季度油价高位宽幅波动

三季度原油价格整体重心下移但下方支撑较强，多方博弈对油价持续构成扰动，美国方面出于政治因素考量多维度倾向于施压油价，而俄乌僵局叠加 OPEC+ 强硬表态继续为油价起到核心支撑作用。

截至 2022 年 9 月 28 日，内盘 SC 原油期货主力合约收报 608.5 元/桶，当季以来累计跌幅 15.56%，日均价格 678.0 元/桶。外盘 Brent 原油期货主力合约收报 84.43 美元/桶，当季累计跌幅 22.68%，日均价格 97.25 美元/桶；外盘 WTI 原油期货主力合约收报 77.96 美元/桶，当季累计跌幅 26.46%，日均价格 91.80 美元/桶。

图表 1：SC 价格走势



资料来源：Wind；中银期货

图表 2: Brent 价格走势



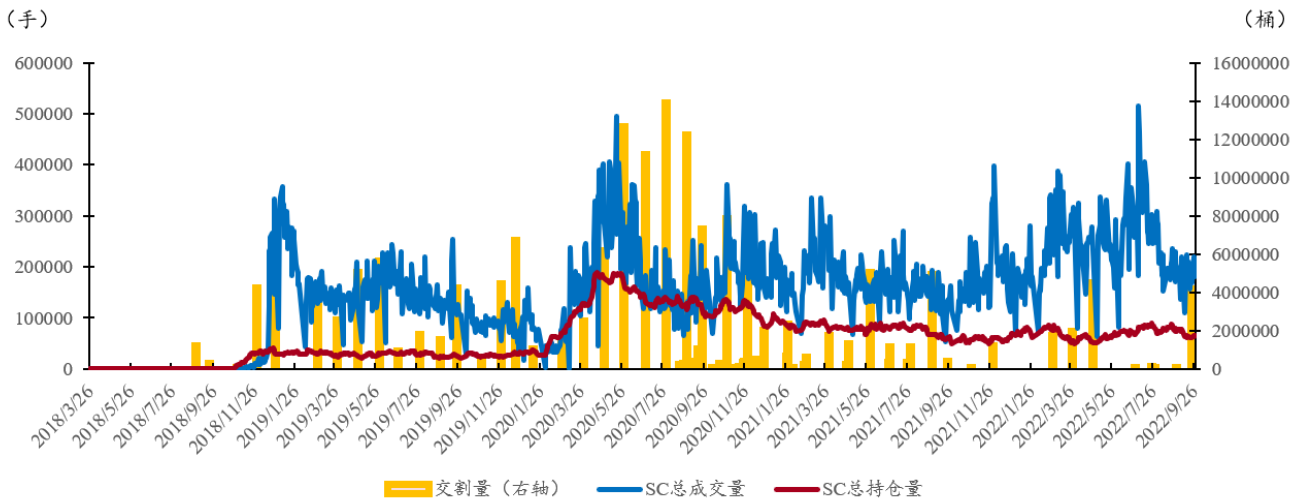
资料来源: Wind; 中银期货

1.2 运行情况

从运行情况来看,截至 2022 年 9 月 28 日,三季度 SC 原油期货主力合约成交量最高达 37.78 万手,日均成交量为 17.68 万手,环比下滑 6.45%;三季度 SC 主力合约持仓量最高达 5.43 万手,日均持仓量为 3.55 万手,环比增加 21.09%。三季度 SC 总沉淀资金日均为 51.53 亿元,环比增加 14.88%。

交割方面,SC 2208 交割量为 11.3 万桶;SC 2209 交割量为 3.9 万桶;SC 2210 交割量为 414.9 万桶。SC 仓单库存方面,7 月大量出库 411.3 万桶后,8 月 SC 无出入库记录,仓单库存维持在 197 万桶低位,对于 SC 近月盘面构成一定利好因素,其后 9 月 SC 入库 228.1 万桶。

图表 3: SC 市场运行情况



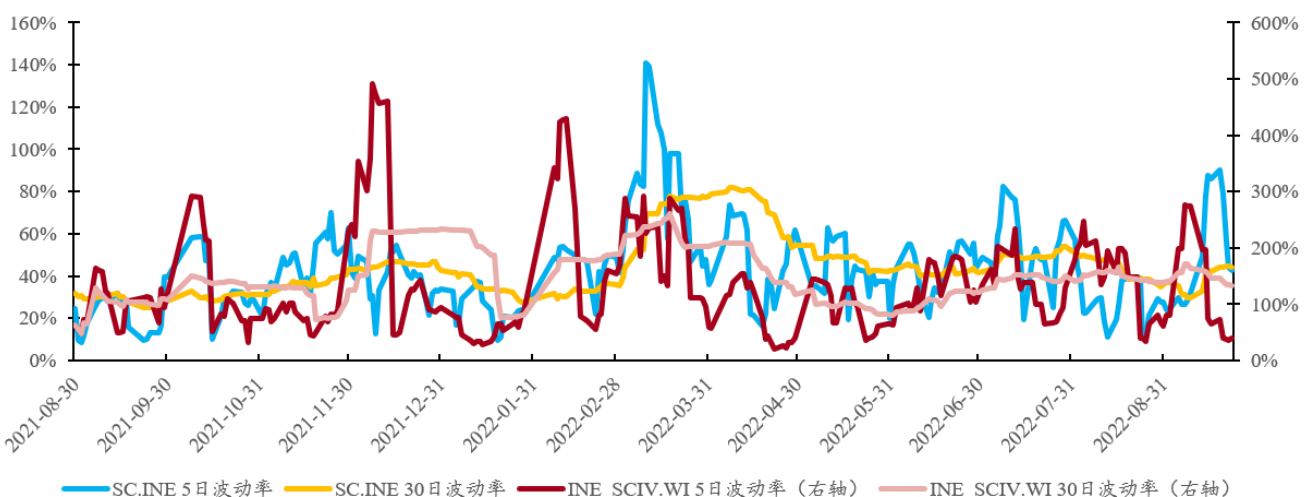
资料来源: Wind; 中银期货

图表 4: SC 交割及出入库情况表

月份	SC净出入库量 (万桶)	SC到期合约	交割量 (万桶)
2022年7月	- 411.3	SC 2208	11.3
2022年8月	0	SC 2209	3.9
2022年9月	+ 228.1	SC 2210	414.9

资料来源: INE; 中银期货

图表 5: SC 期货+期权波动率



资料来源: Wind; 中银期货

1.3 美国通胀困局难解，持续施压终端价格

今年俄乌局势升级以来，能源价格上行至高位，进一步推涨欧美通胀压力。美国通胀持续过热对拜登政府执政及中期选举造成较大负面影响，8月拜登中期选举连任支持率民调已创历史新低，白宫方面强调将解决通胀及高成本问题。故美国从宏观、需求、供应等多维度多手段施压油价，对原油价格构成较大利空扰动。

今年以来，美国通胀压力居高不下，其中能源价格高企为主要因素之一。据美国劳工部数据，美国6月CPI同比增长9.1%，创1981年底以来最高水平，其中美国6月能源CPI同比增长41.6%。美国通胀破9导致其经济前景悲观情绪显著升温，美国经济分析局(Bureau of Economic Analysis)于7月底发布数据，继美国第一季度GDP录得-1.6%后，美国二季度实际GDP年化季率初值录得-0.9%，为连续第二个季度负增长，符合“技术性衰退”定义。

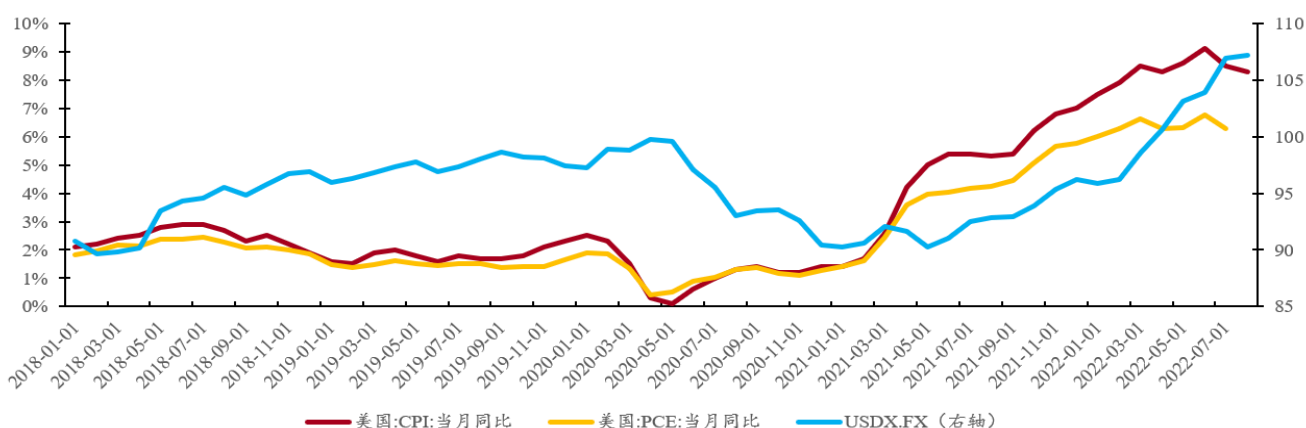
为遏制通胀继续攀高，美联储连续大幅度加息以收紧货币流动性。今年上半年，美联储三次加息共150个基点；三季度两次加息，7月加息75个基点，9月加息再次加息75个基点，目前联邦基金利率目标区间为3.00%至3.25%，为2008年以来最高水平。美联储持续收紧货币流动性大幅推涨美元指数，9月突破111点位，创2002年中以来最高值。而随着美联储加快收紧流动性步伐，美国通胀较前期高位出现一定回落，美国7月CPI同比上涨8.5%，其中美国7月能源CPI同比增长32.9%；美国8月CPI同比增长8.3%，原预期8.1%。但当前通胀水平与往年同期相比仍处高位，深层困局仍存。美联储主席鲍威尔于8月下旬杰克逊霍尔年会上发表讲话，暗示以经济增长放缓换取通胀降温的决心，预计后续大概率继续提高联邦基金利率。而持续加息则将导致美国政府债务面临巨大压力，故美联储货币政策或存两难困局。

图表 6: 美联储 2022 年加息步伐

美联储FOMC会议日期	加息幅度	联邦基金基准利率目标区间
3月15日-16日	加息25基点	0.23%-0.50%
5月3日-4日	加息50基点	0.75%-1.0%
6月14日-15日	加息75基点	1.50%-1.75%
7月26日-27日	加息75基点	2.25%-2.50%
9月20日-21日	加息75基点	3.00%-3.25%

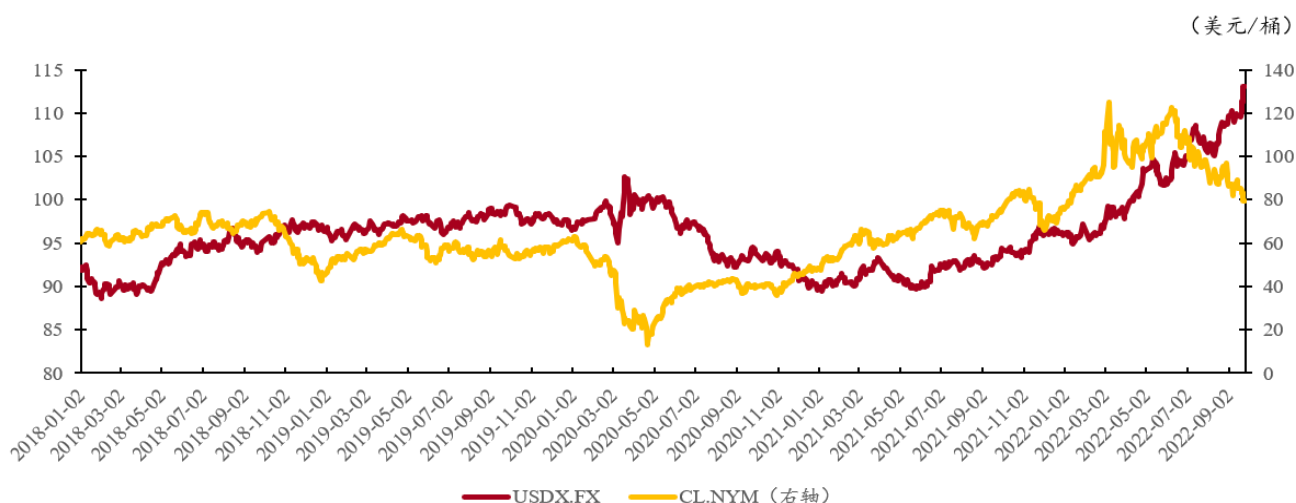
资料来源: 中银期货

图表 7: 美国消费者物价指数 (CPI) -个人消费支出物价指数 (PCE) -美元指数 (USDX)



资料来源: Wind; 中银期货

图表 8: 美国 WTI 原油期货主力合约价格-美元指数 (USDX)

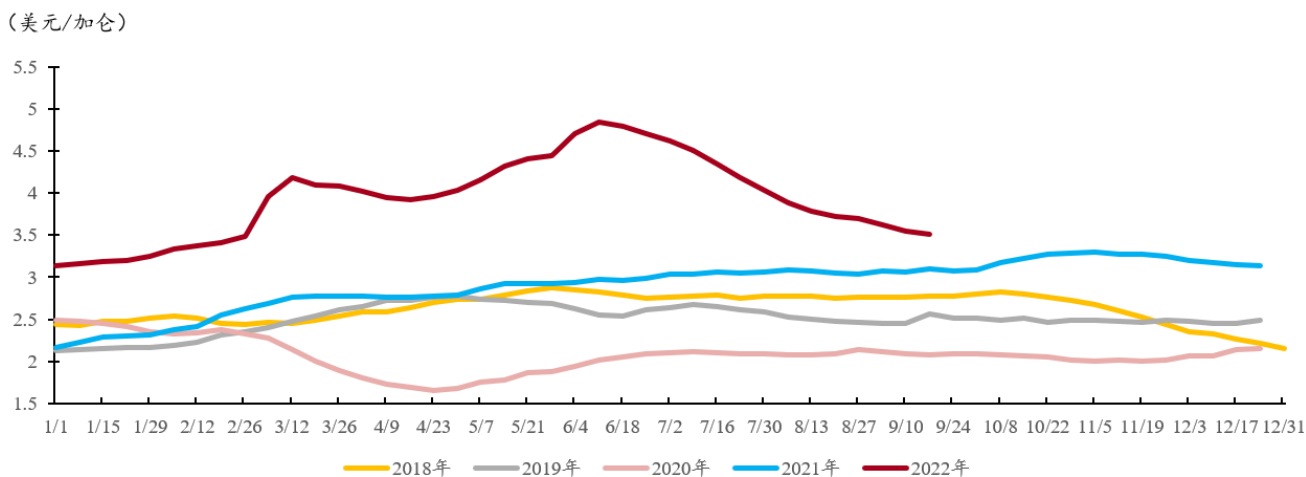


资料来源: Wind; 中银期货

原油价格攀高大幅推涨美国汽柴油价格，从终端消费价格来看，据美国汽车协会（AAA）数据，全美汽油平均零售价格于6月达到历史新高5.014美元。汽柴油价格攀高对于终端消费构成负反馈效应，夏季需求旺季未兑现对于市场需求情绪构成一定扰动。据EIA数据，美国7月汽油需求均值在940万桶/日左右，与去年同期相比下滑8.52%，且一度跌破2020年同期需求。但值得一提的是，部分市场分析人士对于EIA数据提出一定质疑，认为其需求数据或配合政府当局施压油价。其后8月5日当周EIA汽油库存录得2021年10月15日当周以来最大降幅，且EIA车用汽油总产量引伸需求环比大幅增长86.77万桶至1024.83万桶/日，终端需求数据回暖在一定程度上企稳情绪。从当前商业油品库存来看，截至9月23日当周，EIA原油库存录得4.31亿桶；当周EIA汽油库存减少242.2万桶，原预期增加70.9万桶，前值增加157万桶；当周EIA精炼油库存减少289.1万桶，原预期减少6.9万桶，前值增加123万桶。

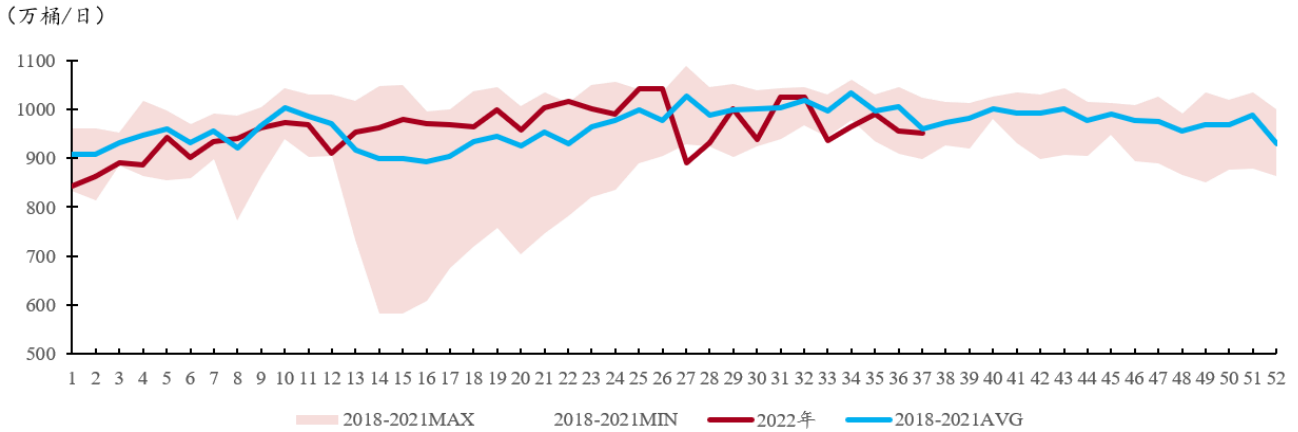
拜登政府多手段持续施压油价取得一定成效，美国汽油平均价格已于9月中跌至3.71美元/加仑关口，较前期高点大幅回落逾35%。但当前通胀及终端能源价格水平与往年相比仍处高位，深层次危机并未得到根本性解决。

图表 9：美国汽油零售价格



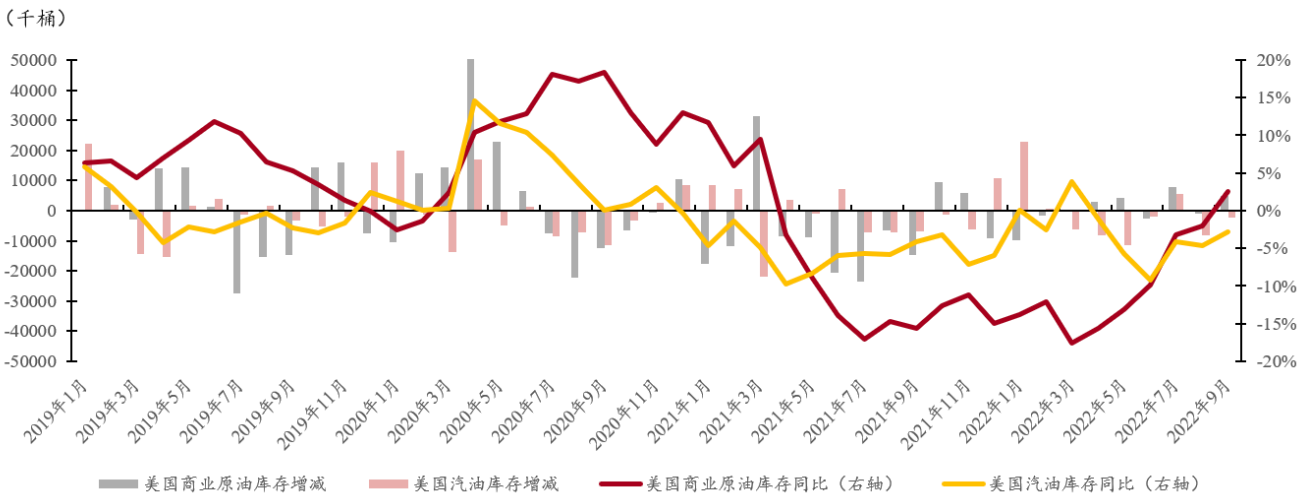
资料来源：EIA；中银期货

图表 10: 美国汽油需求量



资料来源: EIA; 中银期货

图表 11: 美国EIA 商业原油库存+汽油库存



资料来源: EIA; 中银期货

1.4 美伊重启核谈判，短暂松动后再陷僵局

美国三季度推进伊核协议谈判以释放伊朗库存及产量，从而短期打压原油价格，虽对油价构成一定扰动，但随着谈判再度陷入僵局，影响逐步消退。

拜登于7月14日访问以色列，双方就伊核问题进行了讨论，美方向伊朗提

出了愿意重返伊核协议的有关条件。新一轮谈判于8月4日在奥地利维也纳重启，美国白宫当日表示，伊朗核谈判已经基本完成，敦促伊朗方面加快谈判。欧盟方面于8日表示，欧盟已向各方提交“最终文本”。俄罗斯代表于15日表示，伊核协议各方或最早于下周达成最终协议。伊核协议谈判出现松动导致油价8月中旬出现显著回调，但其后美伊双方分歧未决，谈判始终未能取得突破性进展，市场情绪逐步企稳后拉动油价回升，目前谈判仍未达成最终协议。

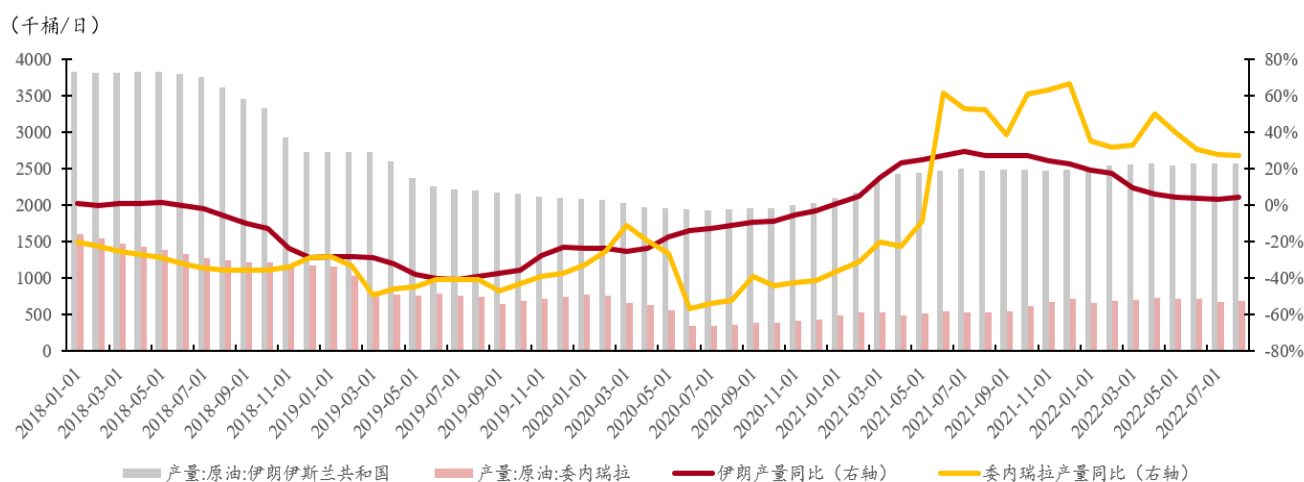
伊朗强硬派当政，在与西方各国进行磋商的同时，亦与俄罗斯方面开展合作。俄罗斯总统普京于7月19日与伊朗领导人举行会晤，其后伊朗国家石油公司(NIOC)宣布与俄罗斯天然气工业股份公司(Gazprom)签署400亿美元油气田开发合作谅解备忘录，为伊朗有史以来签署的最大外国投资协议。俄罗斯方面将帮助伊朗开发基什和北帕尔斯的天然气田以及6处油田，并将参与建成液化天然气项目和建设天然气出口管道。从伊朗与俄罗斯在能源领域展开合作的态度来看，美伊关系或仍陷僵局，预计伊核协议谈判困局难解，短期之内或较难得出结果，建议持续关注后续进程，警惕潜在短期利空风险。若美国放宽对伊朗石油出口制裁，一方面伊朗库存短期倾销或对现货市场构成一定冲击；另一方面，伊朗产量尚余约110万桶/日提升空间，二者完全释放将对欧洲及日韩市场供给端构成一定冲击，继而对Brent原油价格造成利空影响，其近月月差及Brent-WTI价差或收窄可能。但鉴于伊朗产量全市场占比偏小，预计油价后续估值回归。

1.5 美国放宽对委制裁，效果有限且生变数

美国于5月放宽对委内瑞拉石油的制裁以缓解欧洲能源紧缺危机，美国政府授权美国以及欧洲石油公司重新启动在委内瑞拉的业务，委方以石油出口偿付债务及逾期红利。6月委内瑞拉两年来首次向欧洲出口原油。然而，委内瑞拉国家石油公司(PDVSA)于8月12日宣布暂停向欧洲输送原油，以达成新的石油交易协议，即要求意大利和西班牙为其提供燃料以换取石油，而非此前的纯“石油偿债”模式。委内瑞拉此举或短期加剧欧洲能源紧缺，从而对Brent原

油价格构成一定利好作用，但考虑到其委内瑞拉当前产量约 70 万桶/日，提产空间或较小加之现货实际出口仍存，故对于油价的影响作用或相对有限，建议关注后续进程。

图表 12: 伊朗+委内瑞拉原油产量



资料来源: OPEC; 中银期货

1.6 美国原油产量难有大幅提升, SPR 释放收效甚微

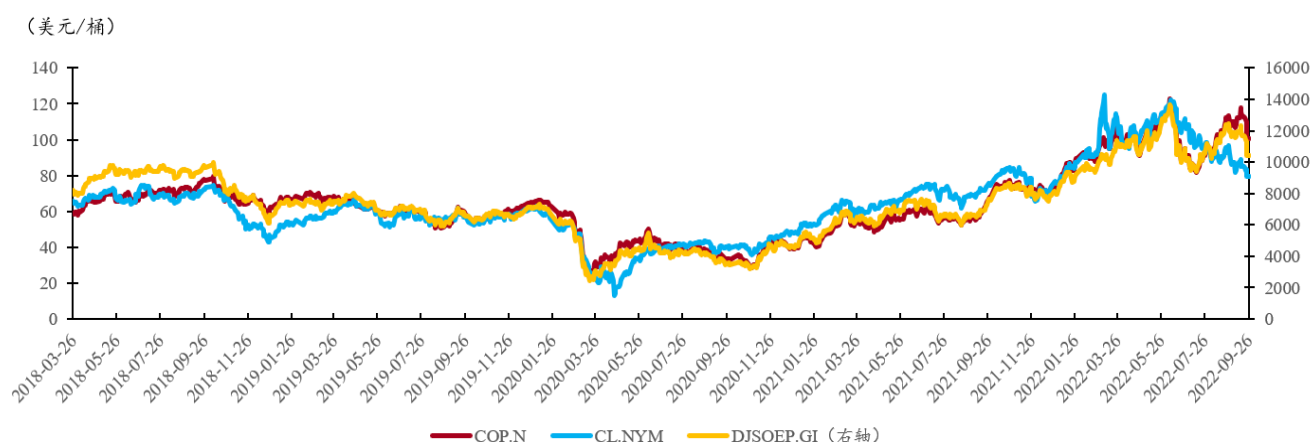
三季度美国原油产量维持在 1200 万桶/日以上, 其中 8 月产量自 1220 万桶/日高点回落至 1200 万桶/日, 或因壳牌墨西哥湾 Fourchon 增压站发生泄漏, 被迫关闭 Mars 及 Amberjack 管道, 同时停止其墨西哥湾 Mars、Ursa 和 Olympus 深水平台的石油生产。三平台产量合计最高约 41 万桶/日, 故其影响作用偏短期。当前美国原油产量与疫情前水平存在约 60-70 万桶/日差距, 但 2020 年负油价导致上游资本支出收缩, 相比长期投资更偏好现金流, 加之拜登政府鼓励新能源政策, 加大油井及炼厂产能开发的可能性较小, 故预计美国原油产量仅持稳小幅增长。

除自身原油产量难有大幅提升外, 美国释放石油战略储备 (SPR) 亦收效甚微。美国白宫于 7 月宣布将在现有实际释放量 1.25 亿桶的基础上, 加码以 100

万桶/日的速度释放共 2000 万桶 SPR。此前，美国于今年 3 月宣布释放 3000 万桶，4 月宣布释放约 1.8 亿桶，但均不足以撼动当前供应格局。IEA 负责人于 8 月表示，此前的 SPR 释放计划于今年 11 月到期后，如有必要仍可继续释放，但预计整体利空影响仍偏短期。据 EIA 数据，截至 9 月 23 日当周，美国 SPR 库存减少 457.5 万桶至 4.226 亿桶，至 1984 年 7 月 27 日当周以来最低水平，已连续第 55 周下降，预计美国 SPR 后续将进一步去库。

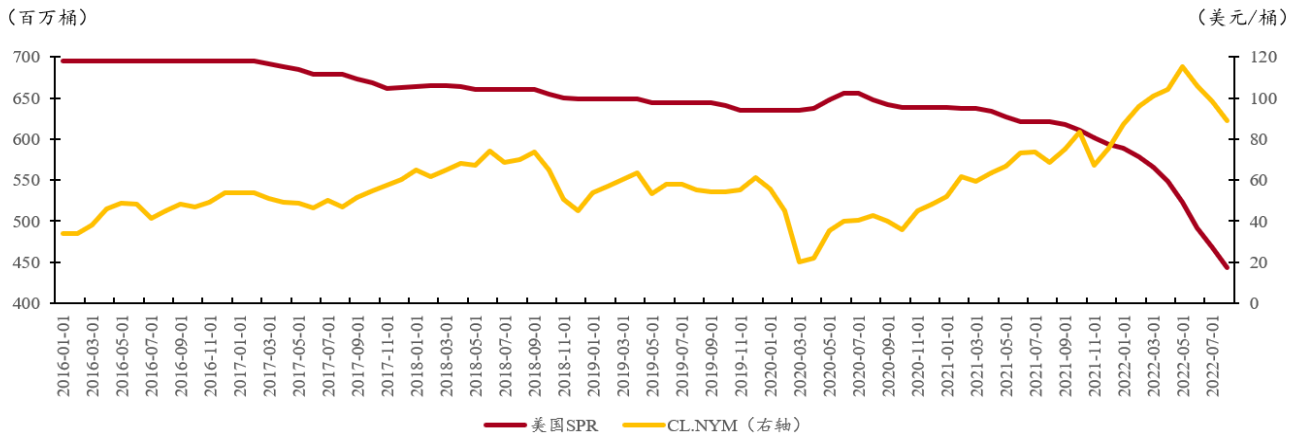
在美国方面的持续施压之下，美国 WTI 油价走势明显偏弱，三季度 Brent-WTI 价差走阔至高位，当季日均价差为 5.43 美元/桶，最高值达 7.98 美元/桶。跨期套利窗口打开后，在利润驱动下美国原油或出口至欧洲地区，导致美国国内供应实际增量小于预期。据 EIA 数据，截至 8 月 12 日当周，美国原油出口增长至历史高位 500 万桶/日。预计四季度 Brent-WTI 价差继续以偏强走势为主，但若伊核协议谈判达成最终协议，Brent 所受压力或更大，跨区价差存收窄可能。从月差结构亦可看出，三季度外盘 Brent 原油期货及 WTI 原油期货近月月差虽继续维持 Backwardation 结构，但较前期而言显著走弱。截至 2022 年 9 月 27 日，Brent 月差当季日度均值为 2.26 美元/桶；WTI 月差当季日均为 1.30 美元/桶且一度趋于平水。

图表 13: 美国石油公司股价-美国 WTI 原油期货价格-美国石油开发与生产



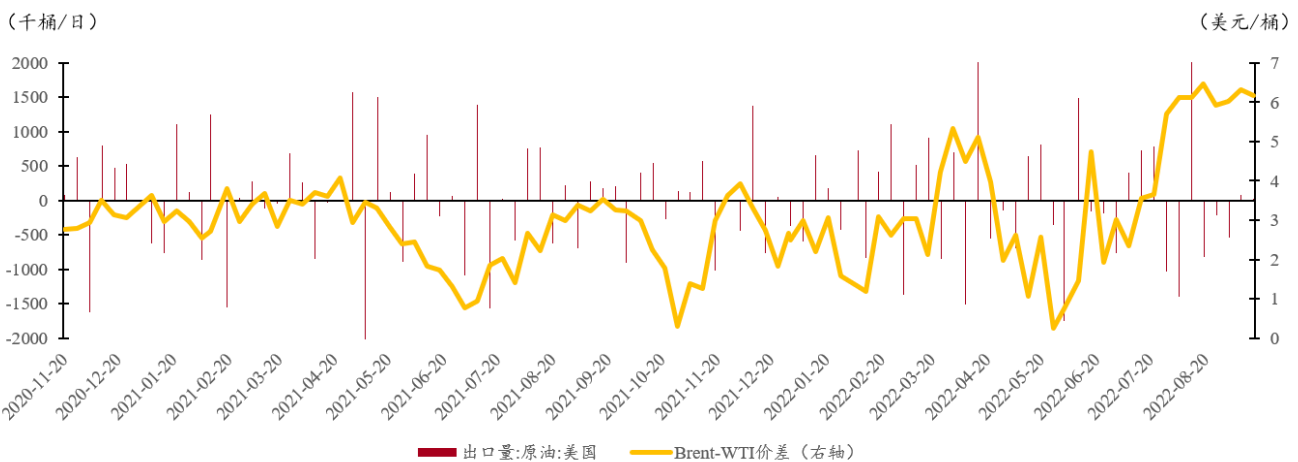
资料来源: Wind; 中银期货

图表 14: 美国 SPR 库存-美国 WTI 原油期货价格



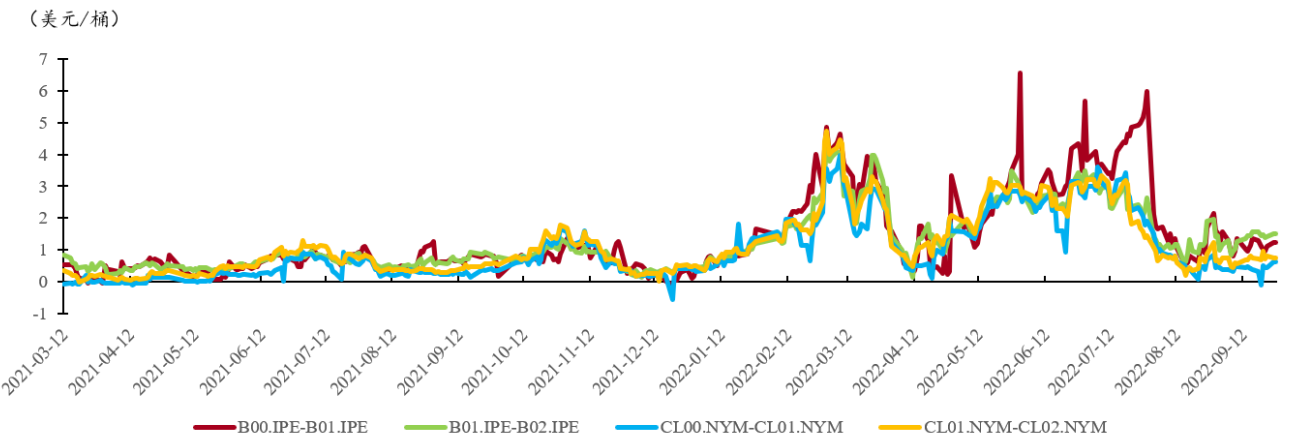
资料来源: Wind; 中银期货

图表 15: Brent-WTI 价差-美国原油出口量



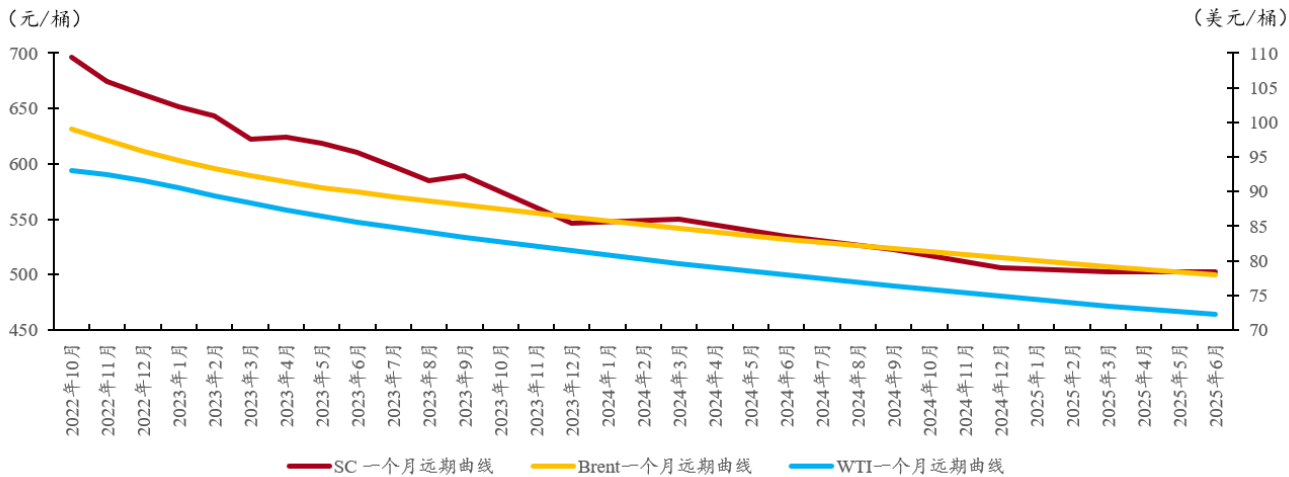
资料来源: EIA; Wind; 中银期货

图表 16: Brent + WTI 近月月差



资料来源: Wind; 中银期货

图表 17: SC + Brent + WTI 远期曲线



资料来源: Wind; 中银期货

1.7 美国施压 OPEC+增产, 然中东态度强硬

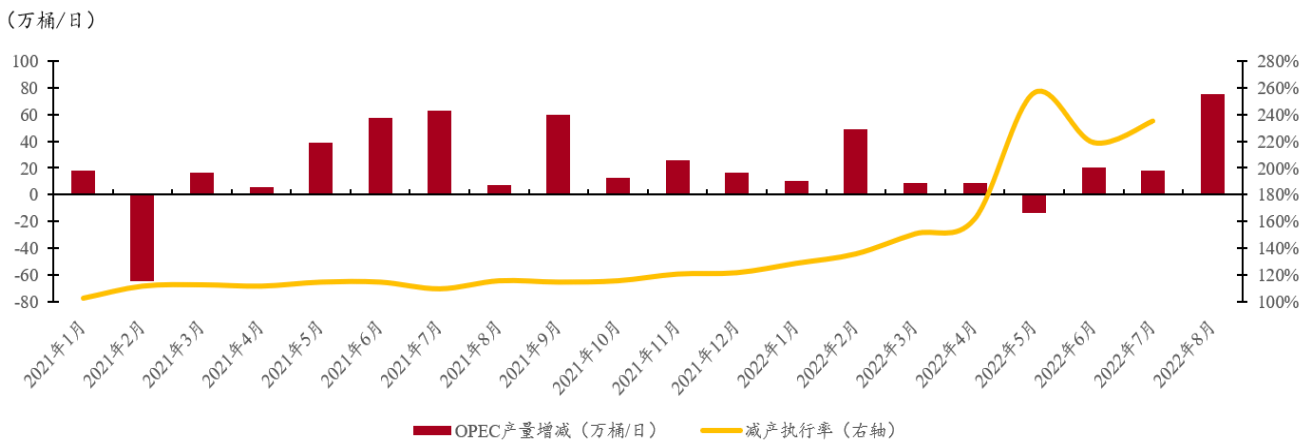
OPEC+产量政策始终受到较大外部压力, 由于美国通胀压力持续高企, 拜登政府多次要求 OPEC+加大增产规模以遏制过高的终端汽油价格, 包括拜登中东之行等。但从财政收入及政治立场等因素进行考量, 中东倾向于维持油价的相对高位水平, 其产量政策及实际产量持稳为主。

拜登于7月中旬访问沙特阿拉伯, 但二者未能就原油大幅增产达成一致, 此行成果不及预期。OPEC+8月JMMC会议决定9月仅计划增产10万桶/日, 反映了其对于美方态度的强硬。而在美国持续施压之下, 国际油价较前期高位逐步回调, 其后沙特方面于8月下旬表示, 目前期货市场与基本面愈发脱节, 或迫使OPEC+采取行动。OPEC+9月JMMC会议决定10月计划减产10万桶/日, 虽然减产规模较小, 但反映了其稳固市场当前供需结构的态度。而从实际产量角度来看, OPEC7月产量增加16.2万桶至2884万桶/日, 远低于计划值64.8万桶/日。据IEA数据, OPEC7月减产执行率攀升至546%, 该数据或偏高估, 实际减产执行率预估在235%左右。OPEC8月产量增加61.8万桶/日至2965.1万桶/日。综合考虑其财政收入和市场份额等利益导向, 以及维护OPEC+组织框架

的政治立场等因素，OPEC+后续或继续以维持当前供需格局为主导方向，预计其产量政策及实际增产幅度持稳为主，为油价起到核心支撑逻辑。

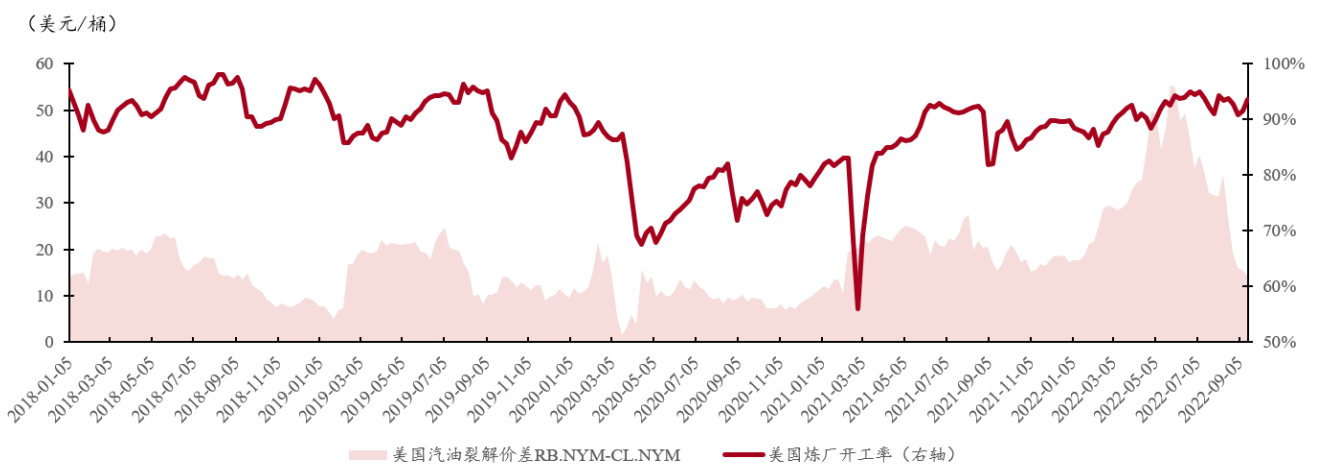
而从抑制终端价格的根本上来看，美国政策导向鼓励新能源，炼厂产能扩充受限，而据EIA数据，截至9月16日当周，美国精炼厂设备利用率为93.6%，炼厂提产空间或已极其有限，终端供应整体紧缺，导致美国汽柴油价格屡创历史新高，故仅仅依靠施压成本端价格或难以解决终端消费价格高企这一问题。

图表 18: OPEC 原油产量-减产执行率



资料来源：OPEC；中银期货

图表 19: 美国炼厂开工率-汽油裂解价差



资料来源：Wind；中银期货

1.8 俄乌局势仍陷僵局，各方多领域博弈

三季度俄乌局势仍未出现决定性进展，俄罗斯哈尔科夫之战失利后，扎波罗热州、赫尔松州、卢甘斯克人民共和国及顿涅茨克人民共和国于9月23日至27日举行加入俄罗斯联邦的公投，普京签署局部动员令。俄罗斯对乌军事行动或进一步升级，其与西方各国之间的博弈预计长期持续。

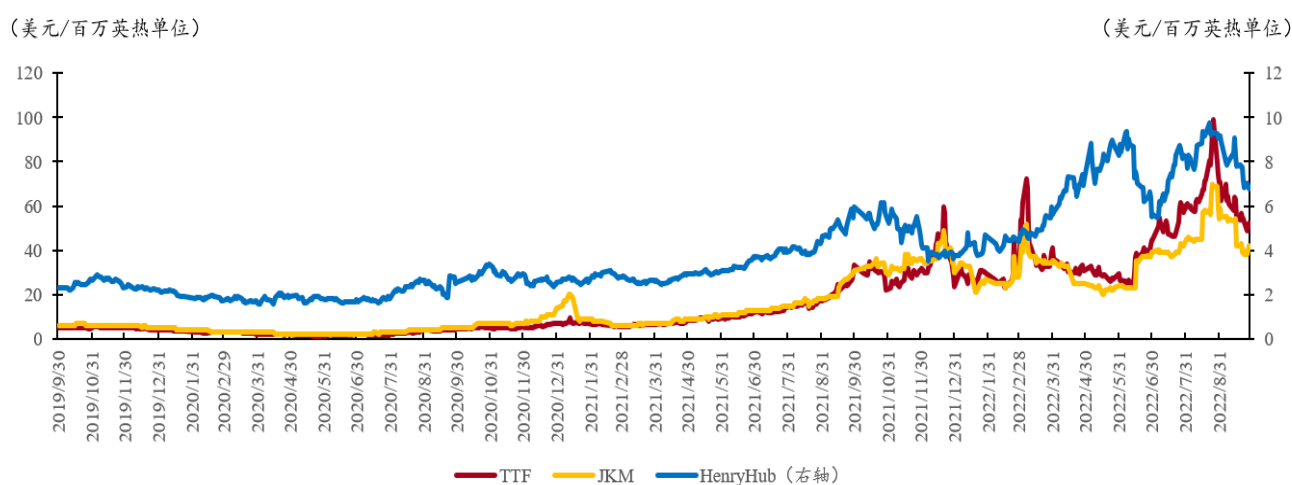
七国集团（G7）于6月提出对俄罗斯石油价格设置上限以减少俄罗斯石油出口收入，9月初G7内部达成协议，与此前欧盟对俄罗斯石油进口禁令实施时间一致，即今年12月5日对原油实施禁运及限价，明年2月5日对成品油实施禁运及限价。考虑到中印等主要石油需求国未加入，以及俄罗斯方面将采取反制措施，预计实施难度较大。

而俄罗斯方面亦进行多类反制措施，一则俄罗斯主要部委、央行以及石油生产商计划于10月在全国性平台上推出石油交易，将吸引外国合作伙伴积极参与，以期在2023年3月至7月之间达到较高交易量，从而建立新石油定价基准。目前俄罗斯建立新石油基准的提议仍处于早期阶段，政府尚未确定是否需要为此建立额外的法律框架，建议持续关注。二则，俄罗斯天然气工业股份公司于8月下旬宣布北溪天然气管道将自8月31日起停工三天以做日常维护，后于9月初发布公告，因部分机组漏油，北溪管道天然气运输已完全停止，且暂无重启时间计划。北溪管道停输大幅推涨天然气价格，欧洲ICE TTF天然气期货09合约22日盘中暴涨20%至300欧元/兆瓦时附近，目前11月合约在200欧元/兆瓦时以上，折合约60美元/百万英热单位；美国NYMEX Henry Hub天然气期货近月合约一度上涨6.9%至9.982美元/百万英热单位的14年高位。从亚太地区来看，LNG日韩到岸价于8月底冲高至70美元/百万英热单位，目前在40美元/百万英热单位左右。

俄罗斯北溪天然气管道运营商Nord Stream AG于9月下旬发表声明称，其管道系统三条支线遭受破坏，或因人为因素导致四处泄漏点。美俄之间就这一事件展开交锋，俄方要求全面调查。一方面，北溪管道受损将导致欧洲天然

气的冬季供应情况极度严峻，或需寻求美国出口；另一方面，俄罗斯天然气输出受阻将有损其能源出口收入。目前来看，管道短期之内修复重启的难度较大，或导致欧洲天然气价格持续高位，或从替代角度对原油价格构成一定利好，其作用虽预计相对有限，但仍需警惕可能的短期波动传导。

图表 20: 日韩 JKM 天然气价格 + ICE TTF 天然气价格 + NYMEX Henry Hub 天然气价格



资料来源: Refinitiv; 中银期货

1.9 伊拉克内乱短期扰动，台海局势高度紧张

8月下旬，伊拉克国内局势出现混乱，美国驻伊拉克巴格达大使馆附近29日晚遭火箭弹袭击。目前伊拉克原油产量约在450万桶/日左右，故伊拉克内乱一度导致市场供应趋紧预期升温从而推涨国际油价。但其后伊拉克决定取消全国宵禁，总统提出提前举行选举，总理亦表示若局势持续将辞去职务，整体事态有所缓和导致市场情绪降温。中东地缘局势升温将从供应端对市场情绪构成显著扰动，故建议持续关注伊拉克后续发展态势。

8月台海局势高度紧张，美国众议院议长佩洛西于8月2日晚窜访中国台湾地区，中方对此强烈谴责并坚决反对。其后中国石油、中国石化、中国铝业、中国人寿、上海石化五家公司将申请从纽约证券交易所“自愿退市”其美国存

托股票（ADS）。目前来看，台海发生实际冲突可能性较低，但若局势升级，从供给侧来看，一则中国原油进口依存度高达 73%，国内原油生产占比供应较低，故沿海地区封锁影响较小；二则海运中断或导致中国转而大量采购俄罗斯原油，故台海局势升级对国内原油供应影响或较为有限。而从需求侧来看，若发生实质性冲突，区域封锁及运输中断或对于市场需求情绪造成较大冲击，从而短期施压内盘油价。但考虑到航空煤油需求可能增长等因素，实际需求受损程度或不及预期，油价后续或存反弹可能。建议持续关注台海局势，警惕潜在大幅波动风险。

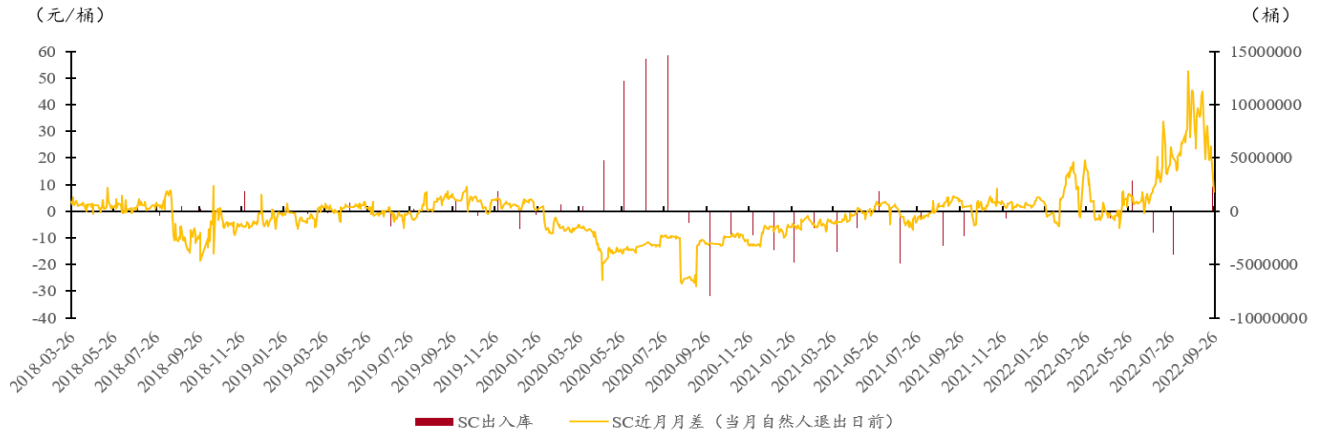
1.10 国内疫情频现反复，原油加工同比低位

三季度，国内疫情形势频现反复，7 月上海市 KTV 聚集活动导致大范围感染并传播，上海地区疫情再度趋紧一度导致国内大宗市场情绪出现波动，但封控措施未重启，故影响相对有限。其后，海南新一轮疫情累计报告阳性感染者破万；上海梅陇再现本土确诊病例；成都、贵州等多地疫情形势趋紧而实行临时管控措施。预计我国延续新冠肺炎动态清零方针，对于终端需求构成一定潜在压力。

三季度我国原油加工量继续同比下滑，据国家统计局数据，1-8 月份，加工原油 43489 万吨，同比下降 6.3%。今年以来原油价格攀高，成品油零售限价加之成品油出口配额收缩，炼厂利润在一定程度上受到挤压，故国内主营炼厂及山东地方炼厂开工率均处于历史低位水平。9 月主营开工率有所抬升，或因进入成品油“金九银十”传统旺季，但考虑到疫情防控等因素，国内成品油需求或不及往年。

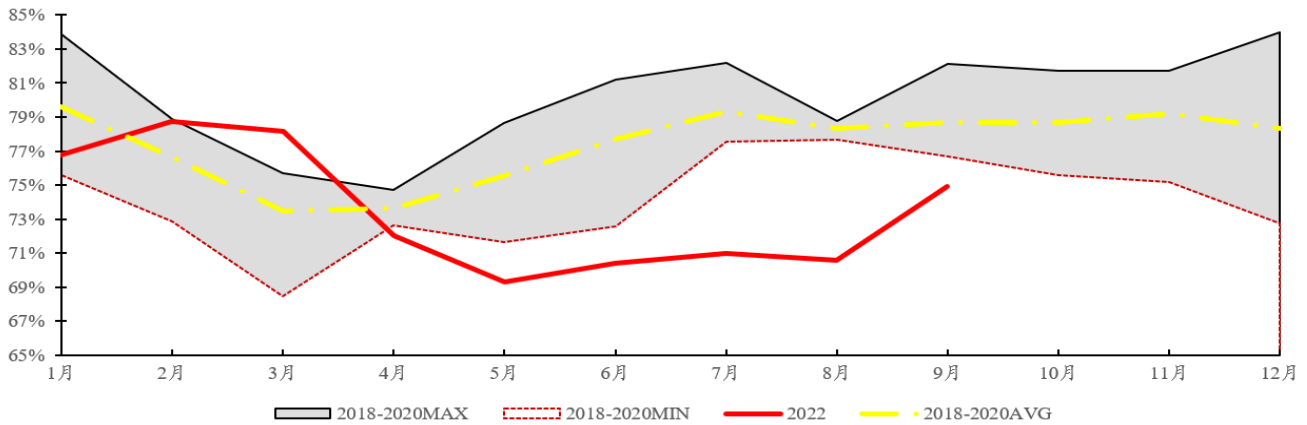
从成品油对外出口角度而言，商务部于 9 月中旬下发第四批成品油出口配额共计 150 万吨，今年前四批次成品油出口配额总量为 2400 万吨，将较去年三批次出口配额总量 3761 万吨下降 36.18%。建议关注后续配额情况，若下发第五批次且配额量较高，或导致四季度我国主营炼厂开工率大幅抬升，国内原油加工量亦将显著回暖。

图表 21: SC 近月月差 (自然人退出日前) -SC 仓单出入库情况



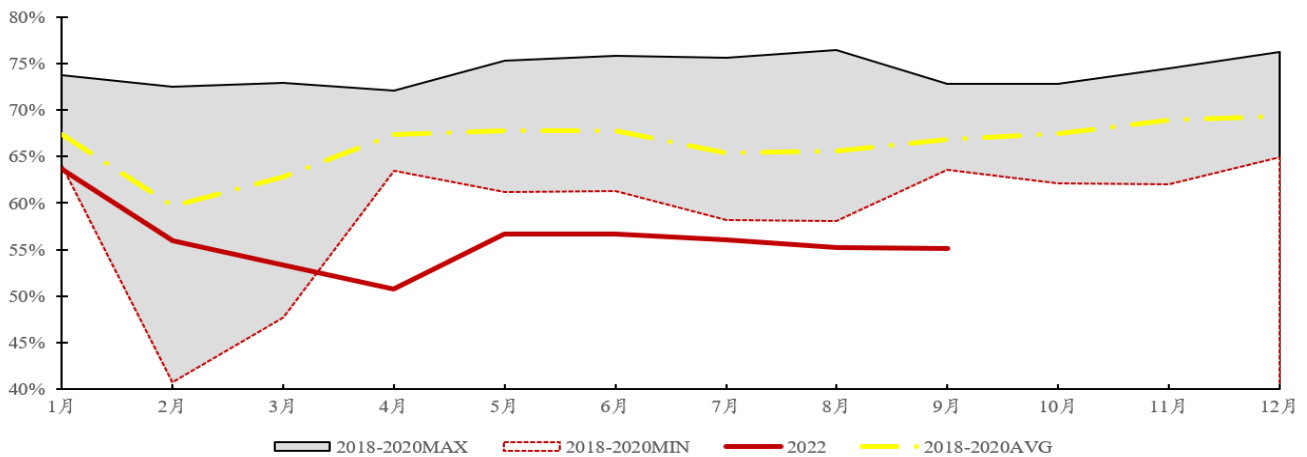
资料来源: INE; Wind; 中银期货

图表 22: 主营炼厂开工率



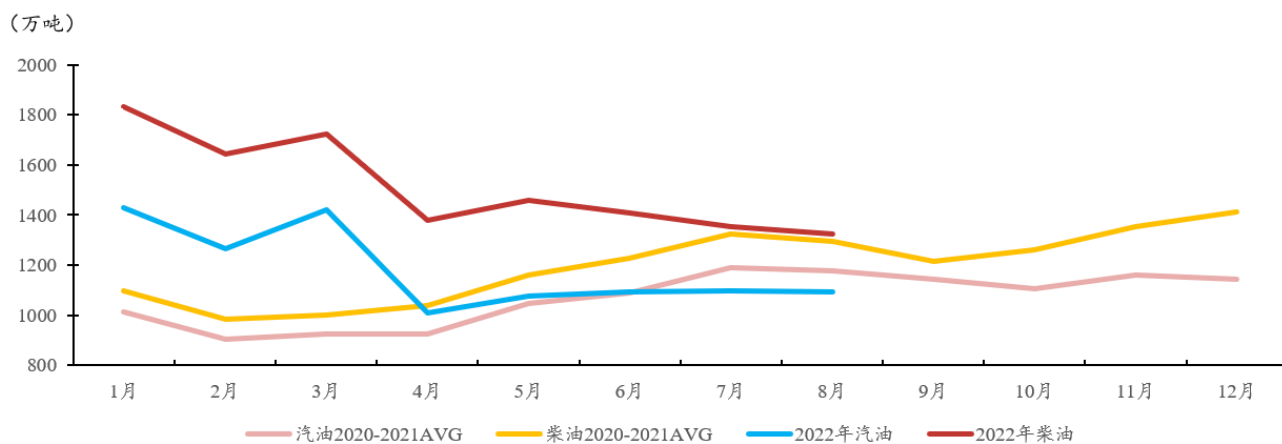
资料来源: 隆众资讯; 中银期货

图表 23: 山东地炼开工率



资料来源: 隆众资讯; 中银期货

图表 24：汽柴油表观消费量



资料来源：国家统计局；中银期货

1.11 SC 仓单去库至低位，内盘近月显著走强

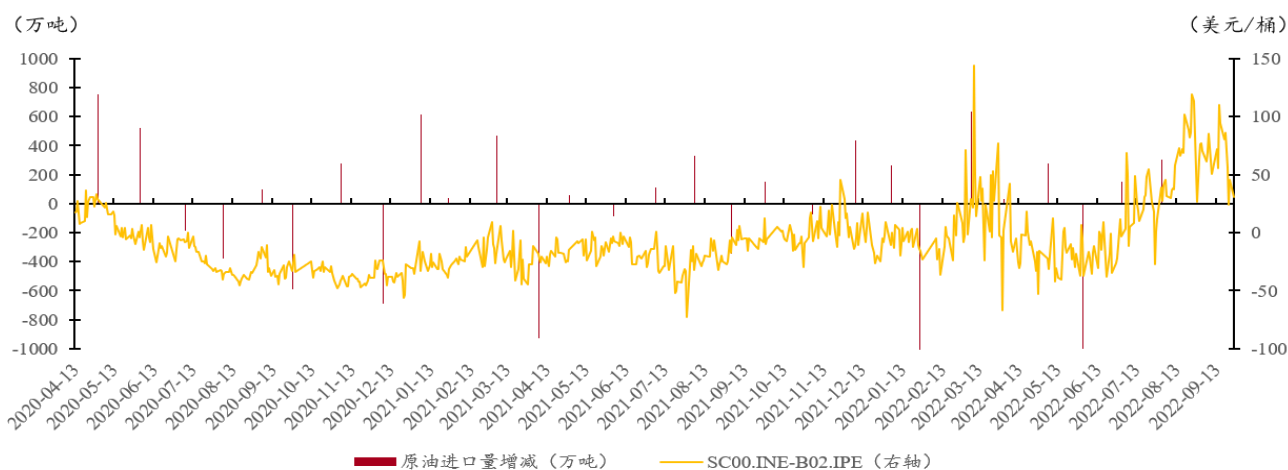
三季度，我国原油进口逐步趋缓，据国家统计局数据，1-8 月份，进口原油 33018 万吨，同比下降 4.7%。前期俄乌局势升级后受西方制裁影响，俄罗斯原油现货显著贴水，吸引中国买家大量采购，故国内港口原油有所累库，二季度山东地区库存至去年 9 月以来新高，故三季度原油进口量下滑或为消化库存。此外，目前俄罗斯原油现货贴水较前期相比已有所收窄，且三季度原油价格较前期高位重心下移，俄罗斯乌拉尔原油低价的相对吸引力或在一定程度上趋弱，故进口速度有所放缓。从我国港口原油库存来看，三季度整体去库至历史低位。若四季度超预期下发成品油出口配额，我国原油进口量存反弹可能性。

从月差结构来看，三季度 SC 近月盘面明显走势偏强，近月月差走强至历史高位，SC 当季日均近月月差达 25.89 元/桶，其中 SC 2209 自然人退出日 SC 9-10 月差大幅走阔至 52.5 元/桶；SC 2210 自然人退出日 SC 10-11 月差盘中走阔至 60 元/桶以上。一则，从现货角度而言，SC 2209 反映 8 月船货到岸价，故三季度运费高位或推涨近月价格。二则，8 月现货则基于 6 月期货盘面定价，正处油价相对高位，故 SC 2209 走势偏强。三则，SC 7 月大量出库 411.3 万桶

导致仓单库存低位，对 SC 近月盘面构成持续利好作用。

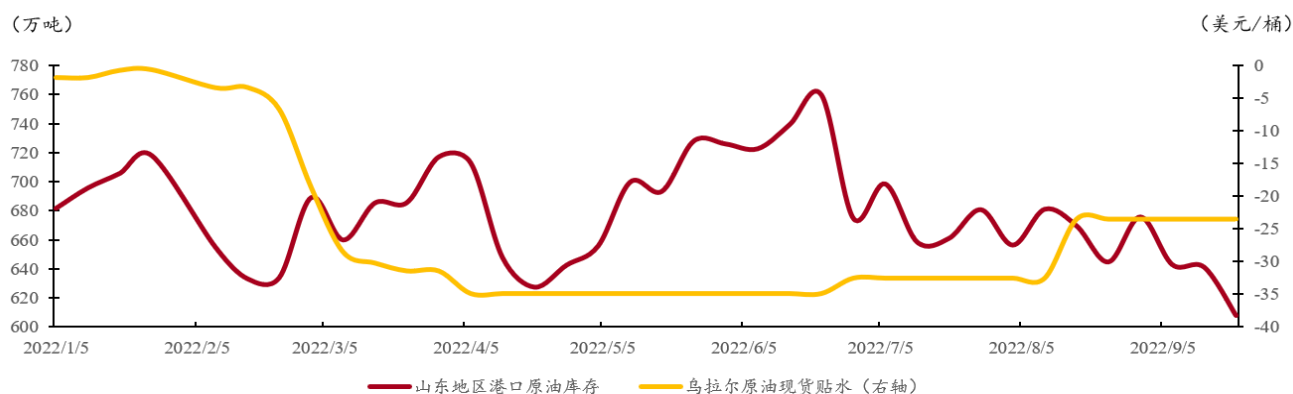
从内外盘价差来看，三季度内外强弱差异显著。7 月上半旬基本呈内盘贴水结构，其后内盘 SC 仓单去库推涨近月价格，加之外盘油价被持续打压，SC-Brent 08-10 转为外盘贴水结构。SC 仓单库存维持低位对内盘近月构成显著利好作用，加之外盘油价受国际宏观压力较大而走势继续偏弱，SC-Brent 09-11 价差及 10-12 价差一度走阔至 15 美元/桶附近高位。四季度而言，若成品油出口配额超预期下发，或对内盘 SC 构成一定利好，但考虑到 SC 可交割油种新增巴士拉中油将于 11 月正式生效，建议关注后续实际入库情况，SC-Brent 内外盘价差较前期而言或走势偏弱。

图表 25: SC 内外盘价差 (SC00-B02) -国内原油进口量



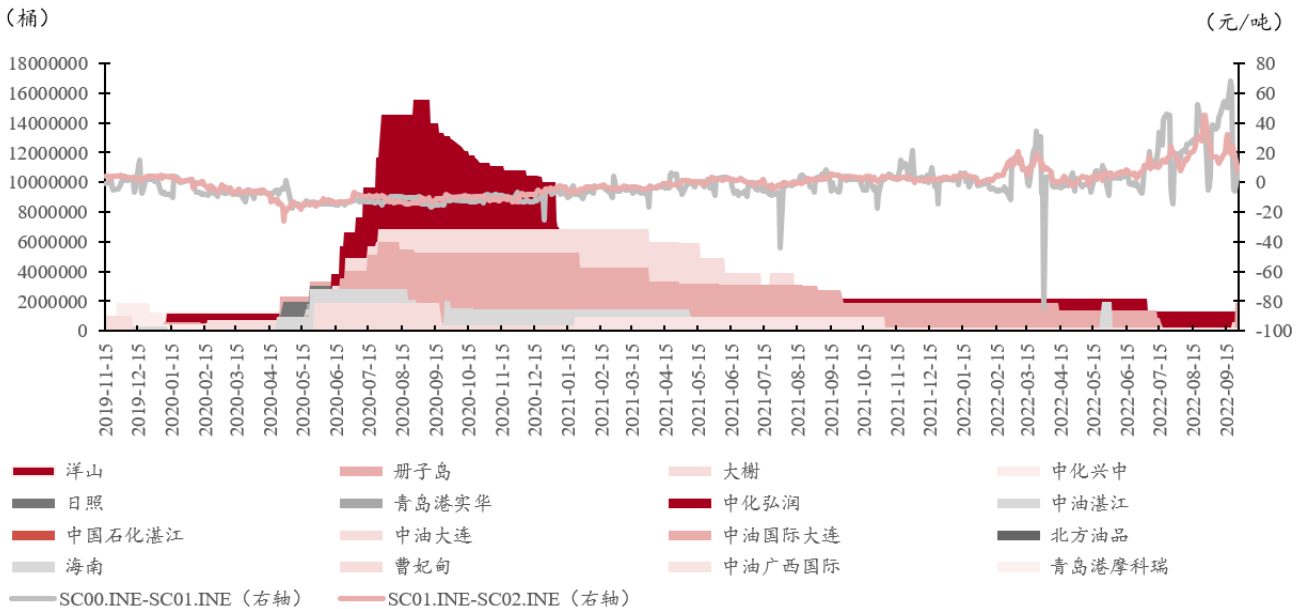
资料来源: Wind; 中银期货

图表 26: 我国港口原油库存-俄罗斯乌拉尔原油现货贴水



资料来源: Refinitiv; 隆众资讯; 中银期货

图表 27：国内 SC 仓单库存



资料来源：INE；中银期货

1.12 后市展望

三季度原油价格整体重心下移但下方支撑较强，多方博弈对国际油价构成较大压力，OPEC+及俄乌局势僵局则为油价起到下方支撑作用，预计四季度油价以高位宽幅波动格局为主。

从国际角度而言，美国方面在政治因素考量下多维度施压油价。一则从宏观面来看，美国通胀压力持续高企，美联储连续大幅度加息但仍未能从根本上扭转高通胀，且利率上行带来国债违约等潜在风险点，美国货币政策面临困局，预计整体流动性收紧导向将延续。二则从需求侧来看，美国夏季需求旺季终端需求数据不及预期，或在一定程度上施压市场需求情绪，但其数据可能具有一定倾向性。三则从供应侧来看，一方面美国自身原油产量维持在 1200 万桶/日以上，考虑到美国能源政策导向以及上游页岩油商现金流偏好，预计提产空间有限。另一方面，美国持续释放 SPR 以打压油价，但其释放量不足以撼动市场

格局，故预计作用相对有限。四则从地缘政治来看，美国推进伊核协议谈判并放宽对委内瑞拉制裁，但美伊分歧较为显著，短期之内达成最终协议的可能性较低，美委关系亦未完全明朗。此外，美国频繁施压 OPEC+ 加大增产规模，但中东方面态度较为强硬，其出于财政收入及政治立场等因素的考量而明显倾向于维持油价的相对高位水平，预计其产量政策及实际产量继续以稳定市场为主要逻辑。加之俄乌局势短期之内无法根本性解决，四季度原油供应预计持稳偏紧，继续为油价起到核心支撑作用，Brent 近月月差或以 Backwardation 结构为主，WTI 近月月差或延续偏弱走势。

从国内基本面角度而言，前期原油大量进口需要消化，疫情频现反复或对四季度终端需求构成一定压力，但预计维持相对平稳。而若下游出口政策有所放宽，或有利于我国主营及地炼开工率抬升，为国内原油需求构成有力支撑作用，故建议关注我国成品油出口配额及低硫燃出口配额政策。从 SC 盘面角度而言，考虑到可交割油种限制，预计仓单库存整体维持相对低位，SC 近月月差或延续 Backwardation 结构。此外，四季度跨区走势差异或仍较为显著，美国中期选举等因素将持续施压外盘油价，Brent-WTI 价差或继续高位运行。内外盘价差而言，若成品油出口配额超预期下发，或对内盘 SC 构成一定利好，但考虑到 SC 可交割油种新增巴士拉中油将于 11 月正式生效，建议关注后续实际入库情况，SC-Brent 内外盘价差较前期而言或走势偏弱。

对于今年四季度原油价格预期整体中性偏强，油价下方支撑力度预计较强，但各类潜在风险点较多，故不排除小幅回调可能。预估内盘 SC 原油均价在 680-730 元/桶区间；预估 Brent 原油均价在 95-100 美元/桶区间。若地缘矛盾解决、疫情显著趋紧或伊核协议谈判取得突破性进展，SC 原油价格或短暂下探至 630-680 元/桶区间；Brent 原油价格或短暂下探至 90-95 美元/桶区间，但预计后续估值回归。

燃料油

2.1 行情回顾·三季度燃料油整体重心下移

三季度高低硫燃料油价格整体重心下移，供应趋宽为市场主要逻辑。截至2022年9月28日，内盘高硫燃料油FU期货主力合约收报3682元/吨，当季累计跌幅31.02%，日均价格3089元/吨。内盘低硫燃料油LU期货主力合约收报4315元/吨，当季累计跌幅28.57%，日均价格5027元/吨。

图表 1：高硫燃料油FU 合约价格走势



资料来源：Wind；中银期货

图表 2：低硫燃料油LU 合约价格走势



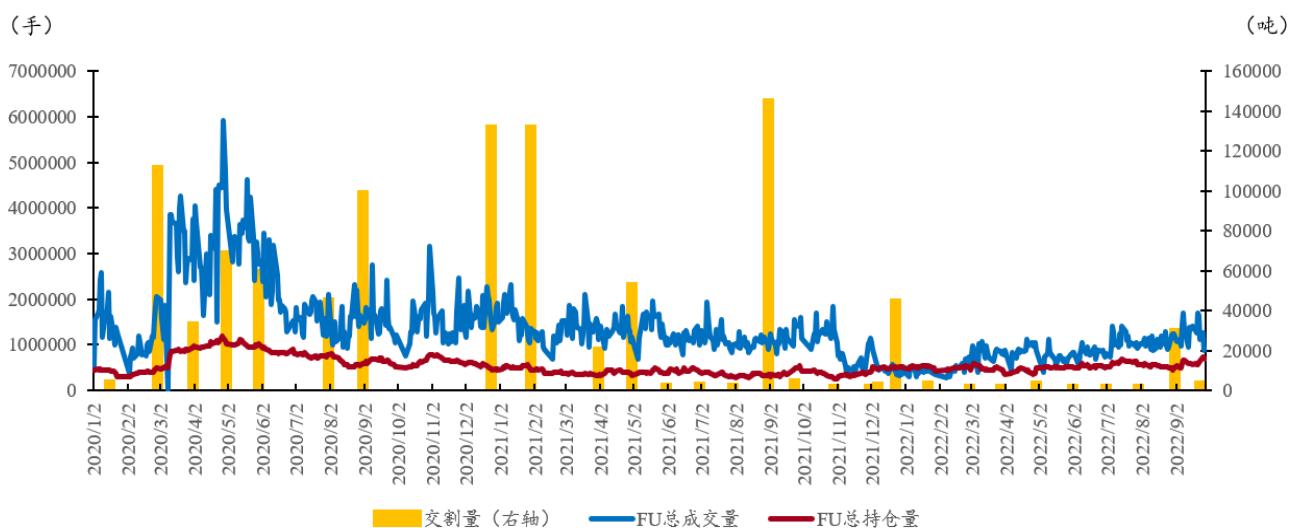
资料来源：Wind；中银期货

2.2 运行情况

从运行情况来看,三季度高硫燃料油FU期货主力合约成交量最高达164.52万手,日均成交量为97.56万手,环比增长36.09%;三季度FU主力合约持仓量最高达56.85万手,日均持仓量为34.95万手,环比增长0.01%;三季度FU总沉淀资金日均约为17.77亿元,环比减少9.90%。

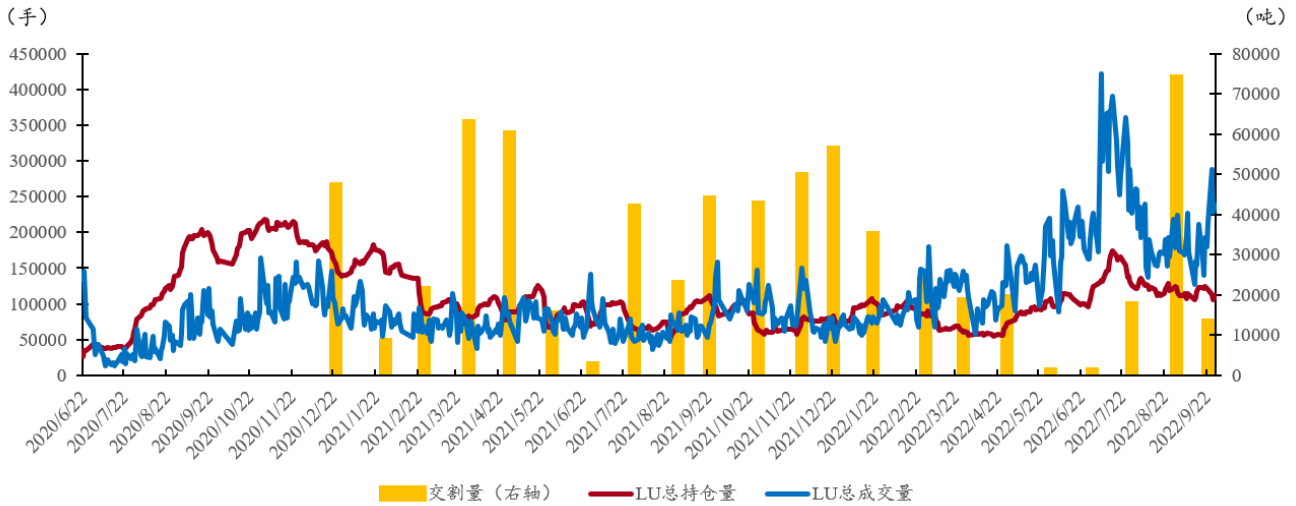
三季度低硫燃料油LU期货主力合约成交量最高达30.00万手,日均成交量为13.00万手,环比增长68.66%;三季度LU主力合约持仓量最高达7.54万手,日均持仓量为3.85万手,环比增长47.58%;三季度LU总沉淀资金日均约为6.47亿元,环比增加28.87%。

图表 3: 高硫燃料油FU 合约市场运行情况



资料来源: Wind; 中银期货

图表 4：低硫燃料油 LU 合约市场运行情况



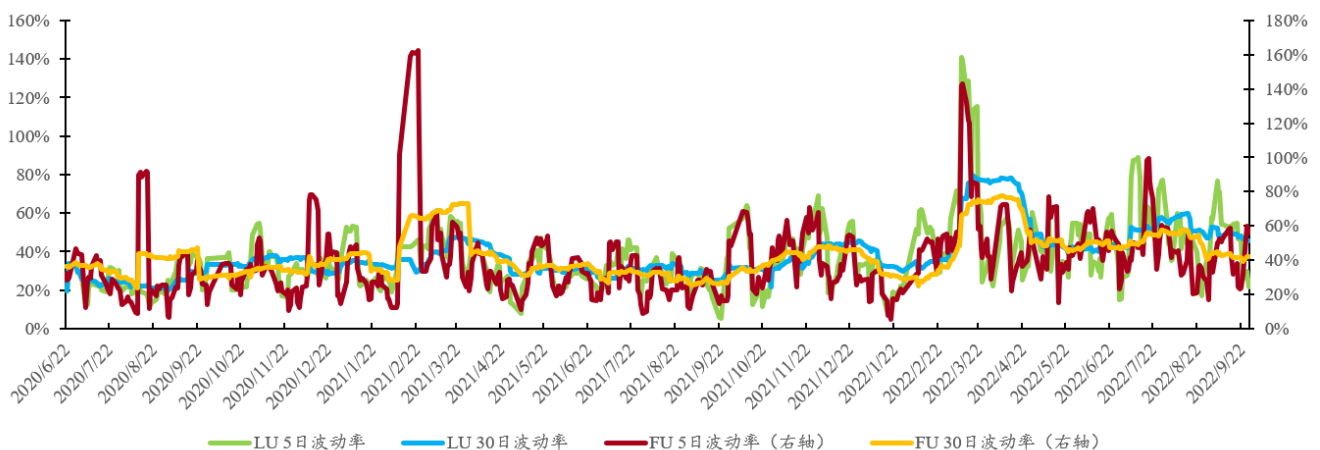
资料来源：Wind；中银期货

图表 5：FU + LU 交割及出入库情况表

月份	FU净出入库量 (吨)	FU到期合约	FU交割量 (吨)	月份	LU净出入库量 (吨)	LU到期合约	LU交割量 (吨)
2022年7月	0	FU 2208	30	2022年7月	- 370	LU 2208	17000
2022年8月	+ 24900	FU 2209	28760	2022年8月	+ 77970	LU 2209	73330
2022年9月	- 14000	FU 2210	2090	2022年9月	- 9630	LU 2210	12710

资料来源：INE；中银期货

图表 6：高硫燃料油 FU 合约 + 低硫燃料油 LU 合约波动率



资料来源：Wind；中银期货

2.3 国内低硫燃供应偏紧，船加油稳步发展

三季度国内低硫燃料油市场供应整体偏紧，俄乌局势升级以来新加坡货源紧缺加之船燃价格高企等因素导致我国低硫燃进口量维持低位，1-8 月份保税燃料油进口量约 380 万吨，同比下跌逾 40%；其中 8 月保税船燃进口量为 33.49 万吨，同比大幅下降 57.24%。

为了弥补进口量下滑所带来的需求缺口，我国加大低硫燃出口配额下发量以抬高国内保税低硫燃产量。截至目前，我国低硫燃出口配额年内总量达 1500 万吨，与去年 1139 万吨配额总量相比增长 31.69%。具体来看，商务部于 7 月上旬下发 2022 年第三批低硫燃料油出口配额，共计 250 万吨。其中，中石化 137 万吨，中石油 90 万吨，中海油 20 万吨，中化 1 万吨，浙石化 2 万吨。9 月上旬下发我国 2022 年第四批低硫燃料油出口配额共计 275 万吨，其中中石化 119 万吨，中石油 132 万吨，中海油 21 万吨，中化 1 万吨，浙石化 2 万吨。

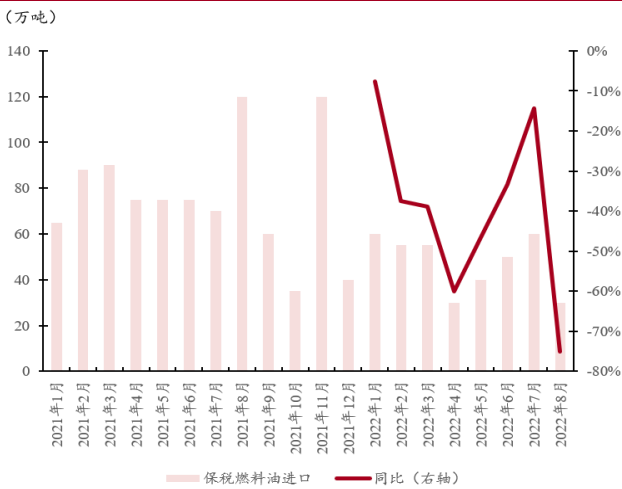
低硫燃出口配额量增长促进了我国保税低硫燃产量的抬升，2022 年 1-9 月我国保税低硫燃产量约 1136.8 万吨，同比增长 35%；其中 7 月保税低硫燃产量约 160 万吨，较 5 月环比增长 7.86%，同比大幅增长 48.15%，首次实现自给自足。而由于部分炼厂的低硫燃出口配额使用殆尽，8-9 月我国低硫燃产量出现下滑，导致国内供应有所趋紧，为 LU 2209 偏强走势提供基本面支撑。

在保税低硫燃产量增长的同时，我国船加油市场亦稳步发展。1-8 月保税船加油量为 1367 万吨，同比下降 0.94%，月均船加油量为 170.88 万吨，其中低硫燃料油占比约 88%，高硫燃料油消费量占比约 6%；8 月保税船加油量为 183 万吨，环比增长 1.39%。从国内船加油企业市场份额角度来看，2022 年 1-7 月中石化浙江舟山占比约 45%，与 2021 年同期基本持平；中国船舶燃料占比约 36%，较去年同期下滑 5%。

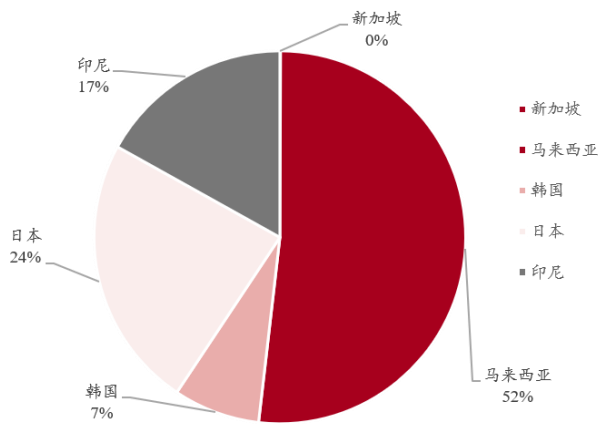
三季度国内保税低硫燃市场供需偏紧格局为内盘 LU 月差结构提供有力支撑，LU 主力-次主力月差基本维持 Backwardation 结构，且近月月差 8 月末一

度逼近 700 元/吨的极值水平，季度日均价差在 241 元/吨。除基本面因素影响以外，LU 仓单库存处低位或对近月盘面构成一定利好因素，7 月 LU 仓单一度归零。后因内外盘套利窗口打开，LU 大量入库施压盘面，加之新加坡低硫燃供应趋宽，9 月 LU 主力-次主力月差均值回归至 100 元/吨以下。

图表 7：中国保税低硫燃进口量



图表 8：中国燃料油进口来源国



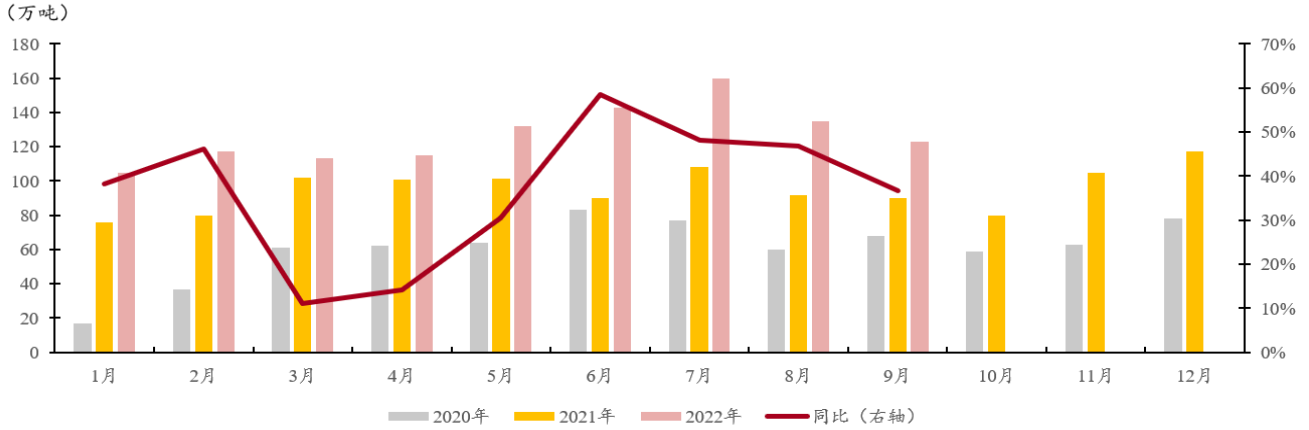
资料来源：浙油中心；彭博；中银期货

图表 9：中国保税低硫燃出口配额

出口企业	2020配额	2021首批配额	2021首批追加	2021第二批配额	2021第三批配额	2021配额总量	2022第一批配额	2022第二批配额	2022第三批配额	2022第四批配额	2022配额总量
中石油	295	149	73	83	33	338	203	116	90	132	541
中石化	429	240	205	193	58	696	384	181	137	119	821
中海油	86	40	22	24	9	95	50	25	20	21	116
中化	90	32	0	0	-23	9	3	1	1	1	6
浙石化	100	39	0	0	-38	1	10	2	2	2	16
总计	1000	500	300	300	100 (-61)	1139	650	325	250	275	1500

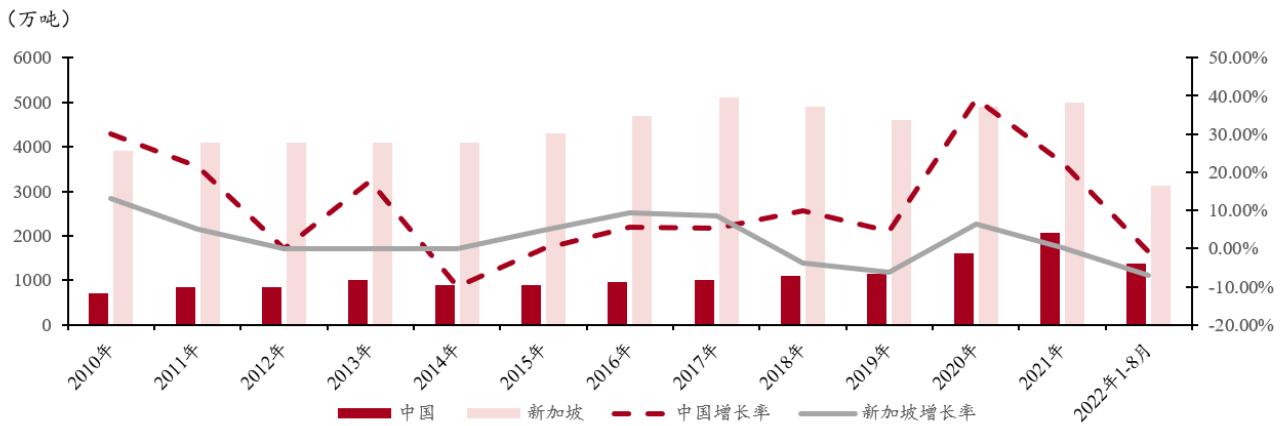
资料来源：商务部；中银期货

图表 10: 中国保税低硫燃产量



资料来源: 隆众资讯; 中银期货

图表 11: 中国保税船加油量



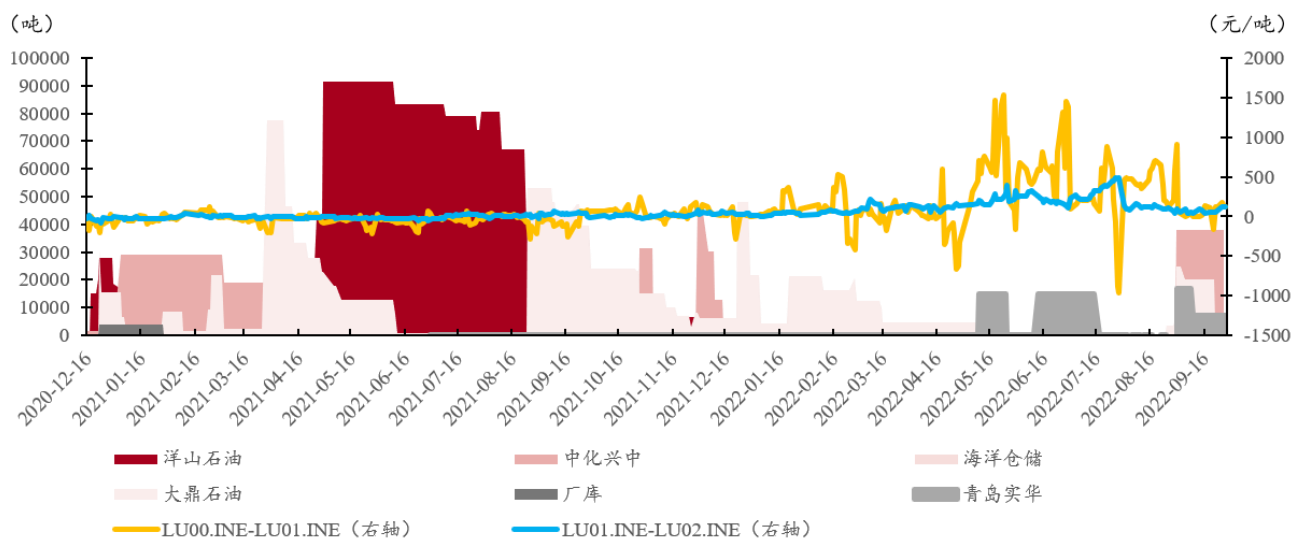
资料来源: 隆众资讯; 中银期货

图表 12: 低硫燃 LU 近月月差



资料来源: Wind; 中银期货

图表 13: 国内 LU 仓单



资料来源: INE; 中银期货

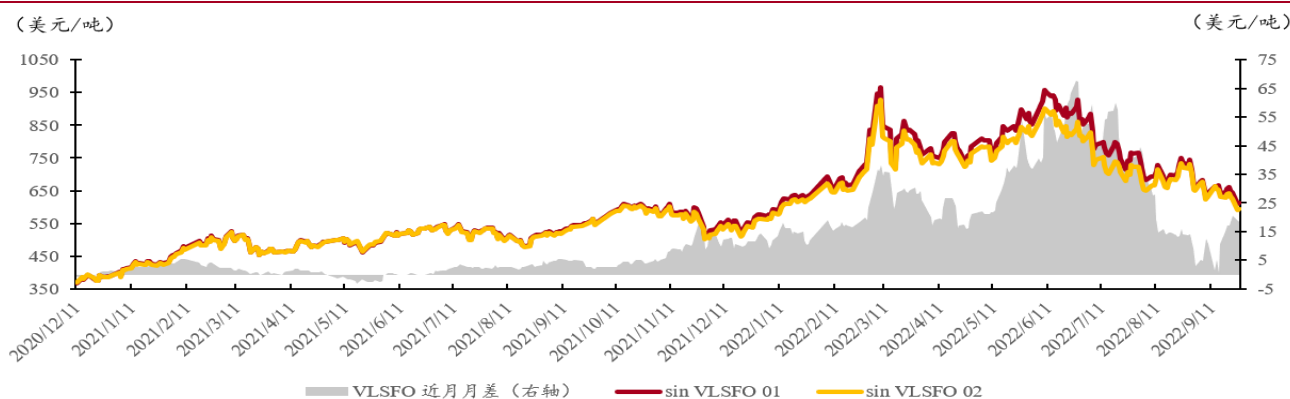
2.4 新加坡低硫燃供应趋宽，内外套利空间

三季度新加坡低硫燃料油市场供应紧缺情况有所缓解，套利船货流入量增长预期升温施压新加坡低硫燃价格，内外盘走势差异导致 8 月跨区套利空间打开。从欧洲地区来看，三季度欧洲燃料油供需结构有所趋宽，阿姆斯特丹-鹿特丹-安特卫普 (ARA) 地区燃料油库存维持在 110 万吨以上，西区套利船货流入量较前期增长。从中东地区来看，科威特 Al-Zour 炼油厂新投产，产量水平约在 61.5 万桶/日，其首批货物装运出口导致新加坡地区低硫燃供应紧张局面显著缓解，外盘 VLSFO 近月月差承压下挫，自前期高位 60 美元/吨回落至 15 美元/吨附近，但与往年同期相比仍处相对高位，三季度日均月差为 27.84 美元/吨。从裂解价差来看，新加坡 VLSFO-Brent 自前期高位 30 美元/桶走弱至 10 美元/桶附近，三季度日均价差为 16.57 美元/吨。从库存水平来看，三季度新加坡燃料油库存季度周均为 2002 万桶，环比二季度下滑 1.57%，同比去年三季度减少 9.56%。今年以来新加坡燃料油库存周均 2087 万桶；2021 年周均库存 2250 万桶；2020 年周均库存 2380 万桶。

三季度柴油价格出现较大波动，但新加坡低硫燃市场情绪由进口量增长主导，故柴油的替代影响相对有限，二者走势分化较为明显。前期我国连续下发两批次成品油出口配额共计 950 万吨，8 月柴油出口计划量约为 103.6 万吨，环比 7 月增长 17.7%，或在一定程度上缓解新加坡柴油市场供应紧缺问题，故 7 月外盘柴油裂解价差 SGO-Brent 由 65 美元/桶附近高位一度回落至 30 美元/桶左右。但配额总量有限故作用偏短期，其后裂解价差企稳反弹至 50 美元/桶以上，8 月底低硫燃-柴油价差 5G0 SEP 一度走阔至-350 至-400 美元/吨区间。9 月中旬，商务部下发第四批成品油出口配额共计 150 万吨，再次对外盘柴油价格构成短期压力，裂解价差重回 30 美元/桶附近。目前年内成品油出口配额总量为 2400 万吨，较去年出口配额总量 3761 万吨下降 36.18%，建议关注后续配额情况，若商务部下发第五批次且配额量较大，或显著抬升我国主营炼厂开工率，并持续施压外盘柴油价格，建议持续关注。

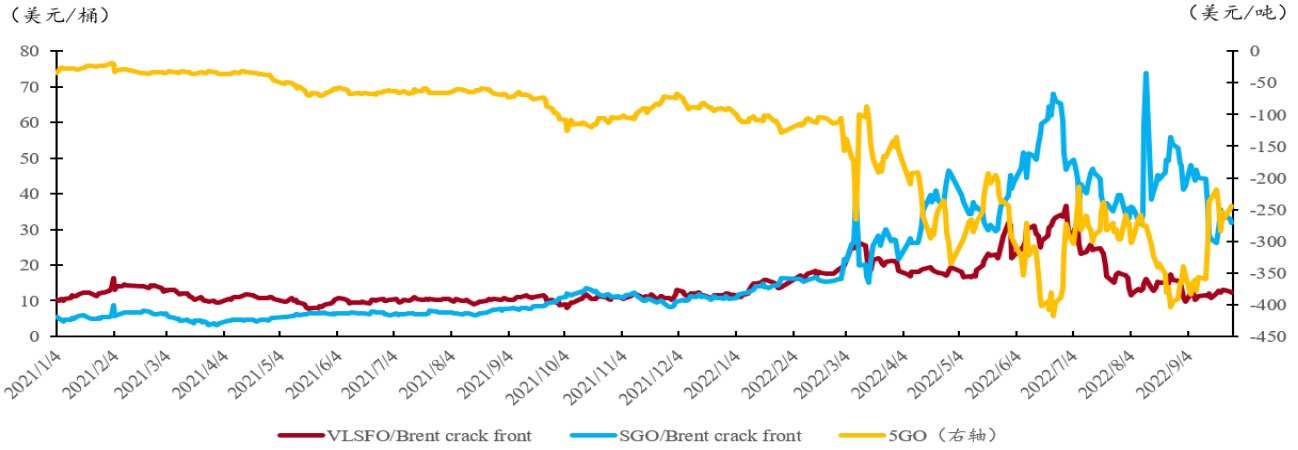
整体而言，三季度国内低硫燃延续供需偏紧格局，而新加坡低硫燃市场由供应趋宽逻辑主导，二者基本面强弱差异显著，加之内盘仓单低位推高近月，导致低硫燃内外盘价差维持内盘升水结构且显著走阔，8 月 LU-VLSFO 09-AUG 呈内盘升水结构且大幅走阔至 80 美元/吨附近，跨区套利空间打开导致当月 LU 入库量大增。其后商务部下发年内第四批低硫燃料油出口配额 275 万吨，或使我国保税低硫燃产量维持高位，从而对于内盘 LU 价格构成一定短期压力，内外盘价差承压回调，LU-VLSFO 11-OCT 价差转为内盘贴水结构。但若四季度无新增低硫燃出口配额，后续国内供应或整体收紧，不排除内外盘价差反弹可能。

图表 14：新加坡 VLSFO 低硫燃月差



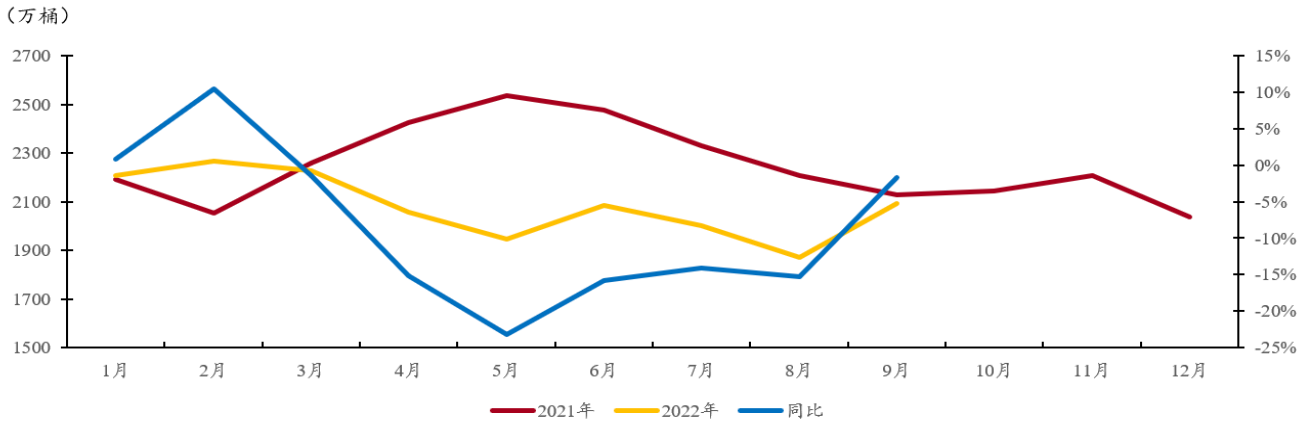
资料来源：普氏；中银期货

图表 15: 新加坡 VLSFO-Brent 低硫燃裂解价差 + SGO-Brent 柴油裂解价差 + 5GO 低硫燃-柴油价差



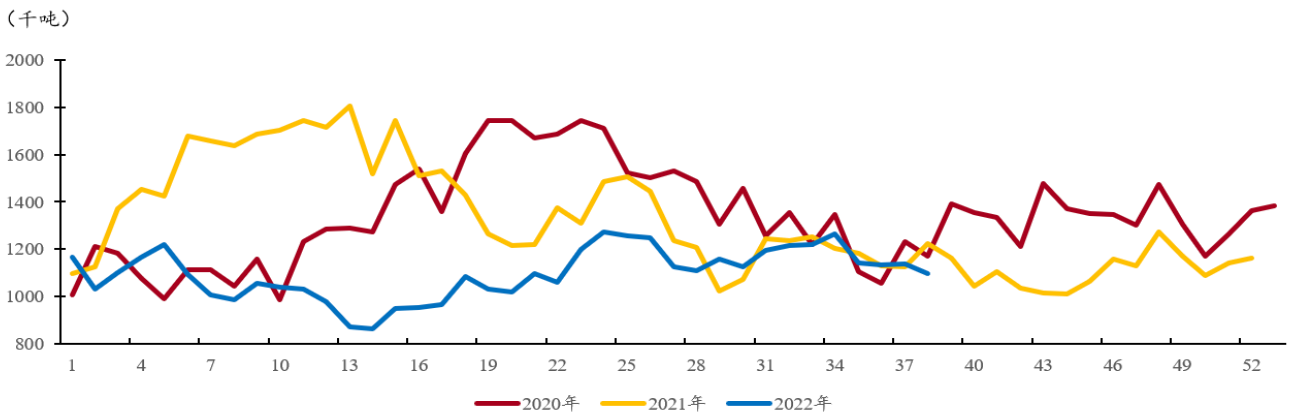
资料来源: 普氏; 中银期货

图表 16: 新加坡燃料油库存



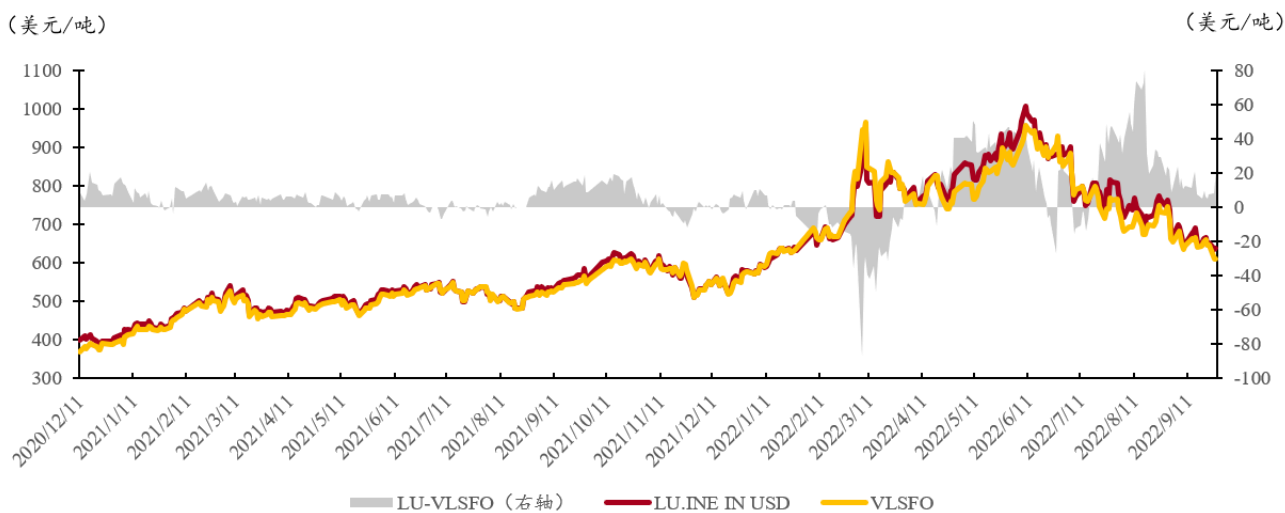
资料来源: ESG; 中银期货

图表 17: ARA 地区燃料油库存



资料来源: Refinitiv; 中银期货

图表 18：上海 LU-新加坡 VLSFO 内外盘价差



资料来源：普氏；Wind；中银期货

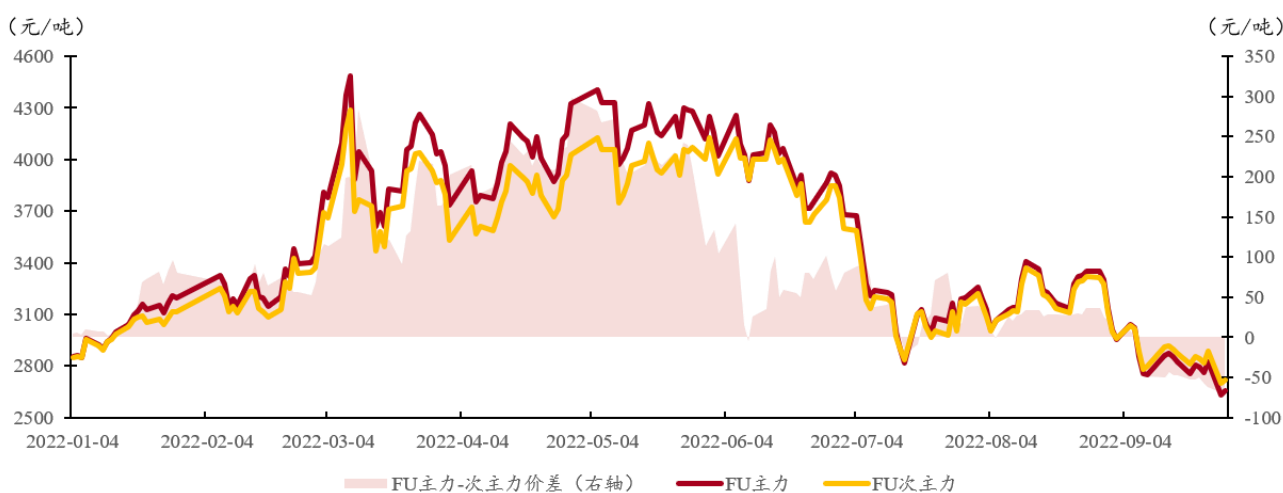
2.5 高硫燃供应宽松，高温需求趋弱

三季度高硫燃料油呈供需双弱格局，从供给侧来看，欧美制裁导致俄罗斯燃料油出口转向为新加坡地区高硫燃供应趋宽的主要原因。俄乌局势升级以来，原本出口至美国的俄罗斯燃料油被迫转向中东及新加坡地区，导致中东燃料油供应较为充足，加之7月富查伊拉枢纽因暴雨洪水而一度停摆造成短期库存积压，三季度中东燃料油库存水平高于去年同期。截至9月12日当周，阿联酋富查伊拉工业区包括发电燃料油和船用燃料油在内的燃料油库存录得1339.6万桶，至2021年6月7日以来最高水平，环比增长12%，同比增长53.57%。故三季度虽为高温发电旺季，但中东对于新加坡高硫燃的采购需求未见明显起色，加之俄罗斯燃料油亦部分流入亚太，供应偏宽逻辑主导高硫燃市场。随着中东及南亚地区高温逐步消退，高硫燃电力需求亦将趋弱，预计四季度高硫燃整体延续偏弱格局。

从月差结构而言，7月高硫燃料油内盘FU 9-1价差呈V字型走势，8月价差逐步走强，或因FU 2209临近到期而库存仓单3860吨处历史低位，进而对近

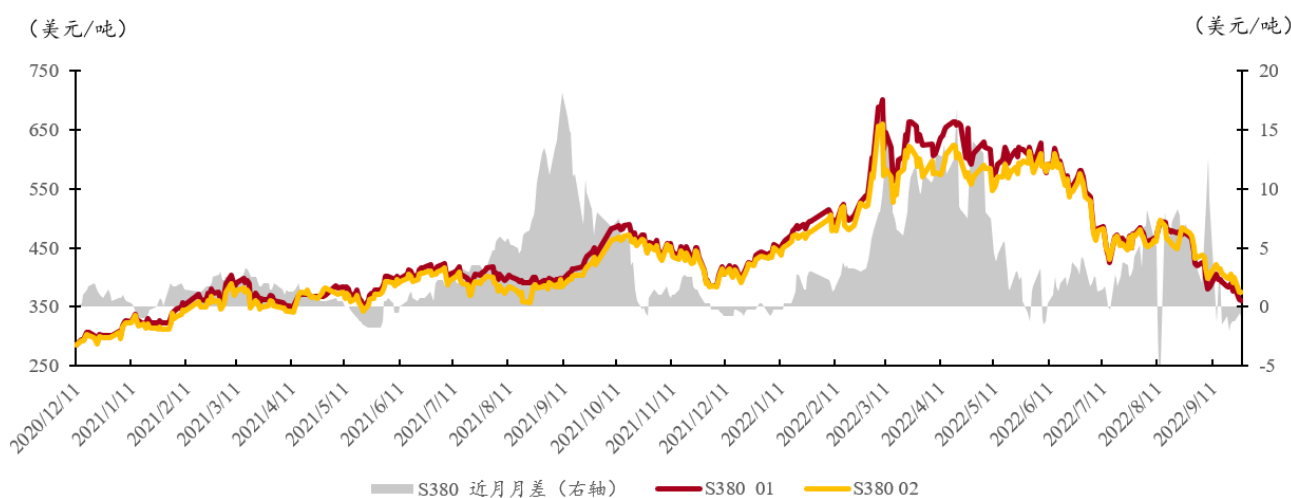
月盘面构成一定利好作用；外盘高硫燃料油 S380 近月月差 7-8 月基本维持小幅 Backwardation 结构。9 月内盘 FU 1-5 价差呈 Contango 结构，外盘 S380 近远月月差亦转为近月贴水结构，从基本面因素考量，预计四季度 FU 主力-次主力月差以偏弱走势为主。

图表 19：内盘 FU 高硫燃主力-次主力月差



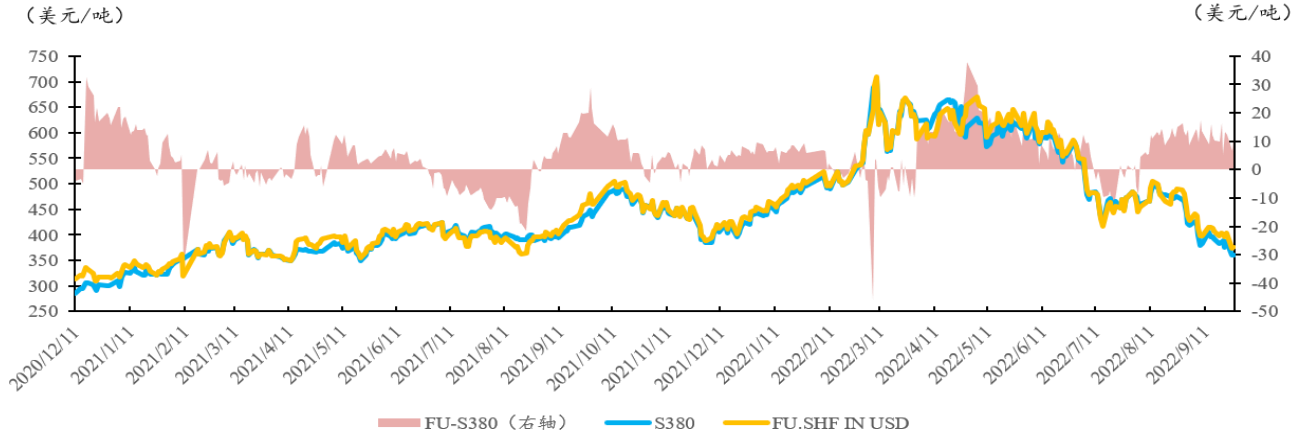
资料来源：Wind；中银期货

图表 20：新加坡 S380 高硫燃月差



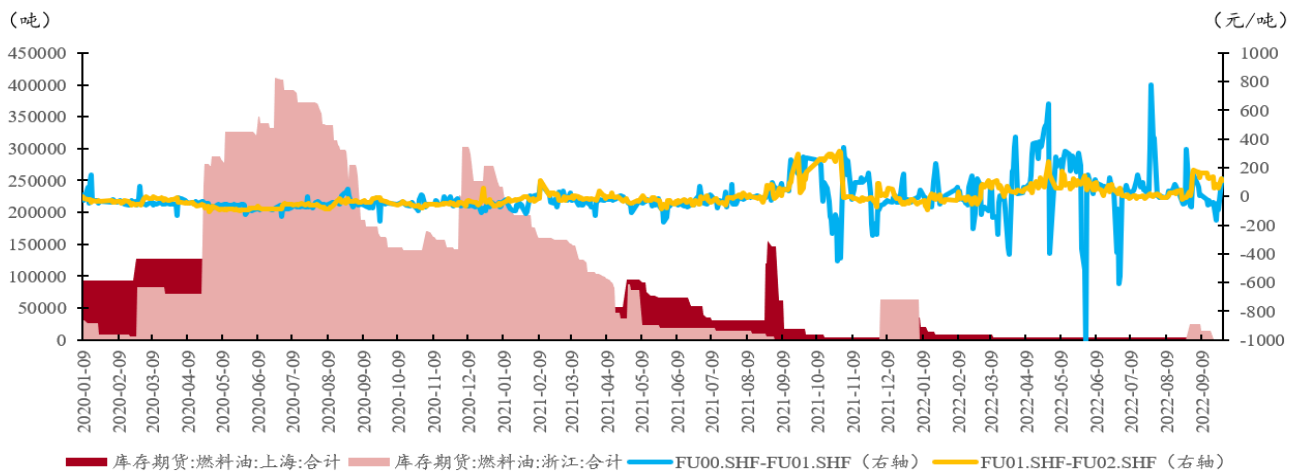
资料来源：普氏；中银期货

图表 21: 上海FU-新加坡 S380 内外盘价差



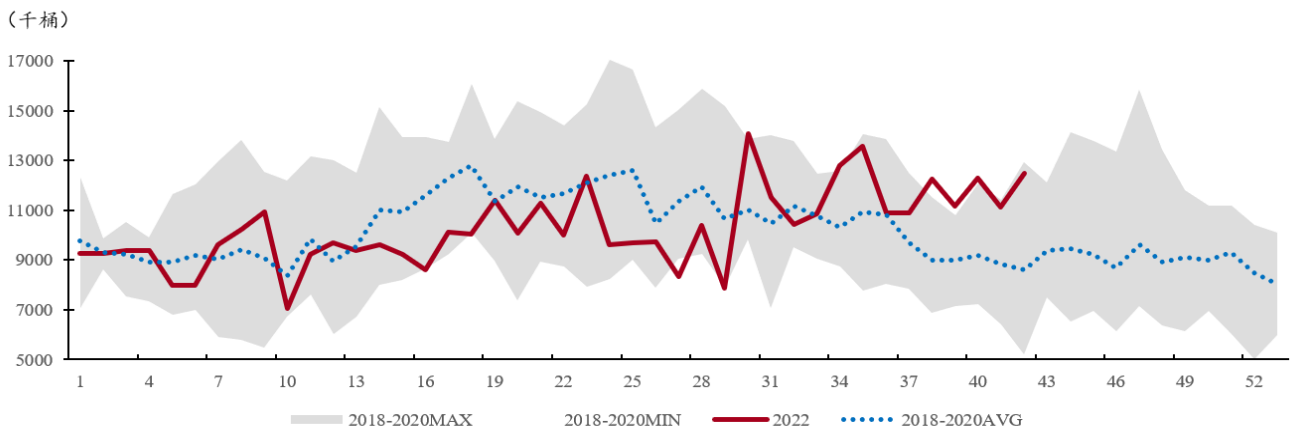
资料来源: 普氏; Wind; 中银期货

图表 22: 国内FU仓单



资料来源: INE; 中银期货

图表 23: 中东地区燃料油库存



资料来源: Refinitiv; 中银期货

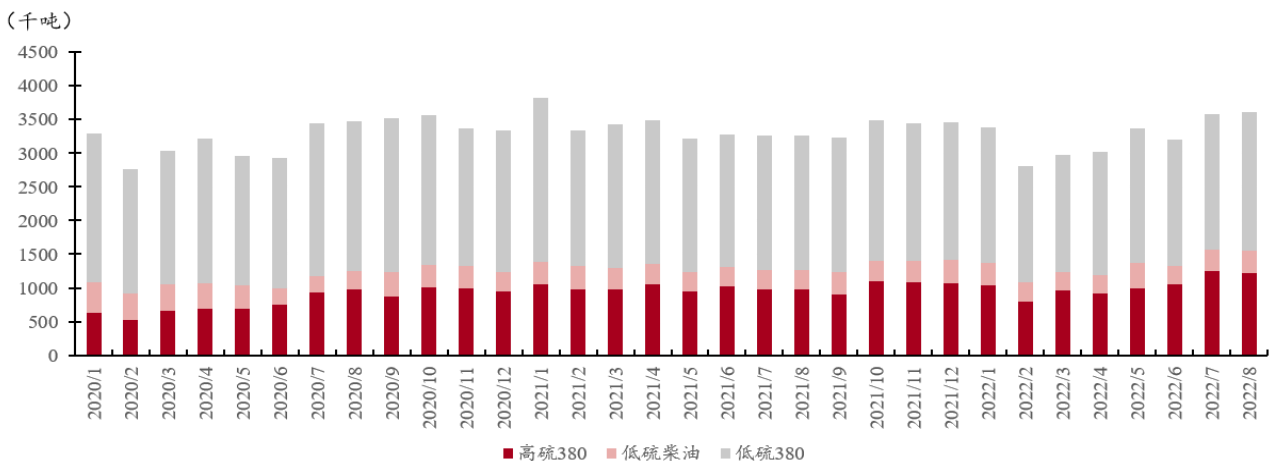
2.6 高低硫强弱新平衡，价差区间运行

今年俄乌局势升级以来，全球燃料油市场贸易流向发生转变，高低硫燃料油均以供应逻辑为主导，二者强弱差异逐步形成新平衡格局。高低硫价差此前以 600-800 元/吨为合理区间，而随着俄乌冲突后低硫燃供应偏紧及高硫燃供应偏宽格局固化，目前高低硫价差已进入 1500-2000 元/吨区间运行状态。

三季度高低硫价差较前期高点回落，或因低硫燃供应紧缺情况有所缓解导致低硫燃走势趋弱，但整体价差水平与往年同期相比仍处高位。7-8 月内盘 LU-FU 09 价差及 9 月 LU-FU 01 价差季度日均为 1933 元/吨，外盘 Hi-5 同期价差季度日均为 260 美元/吨。考虑到高低硫燃料油供应强弱格局短期之内较难根本性扭转，且四季度二者需求表现预期分化，预计高低硫价差后续存在走阔空间，内盘 LU-FU 01 价差或在 1500-2000 元/吨区间波动且走势偏强。

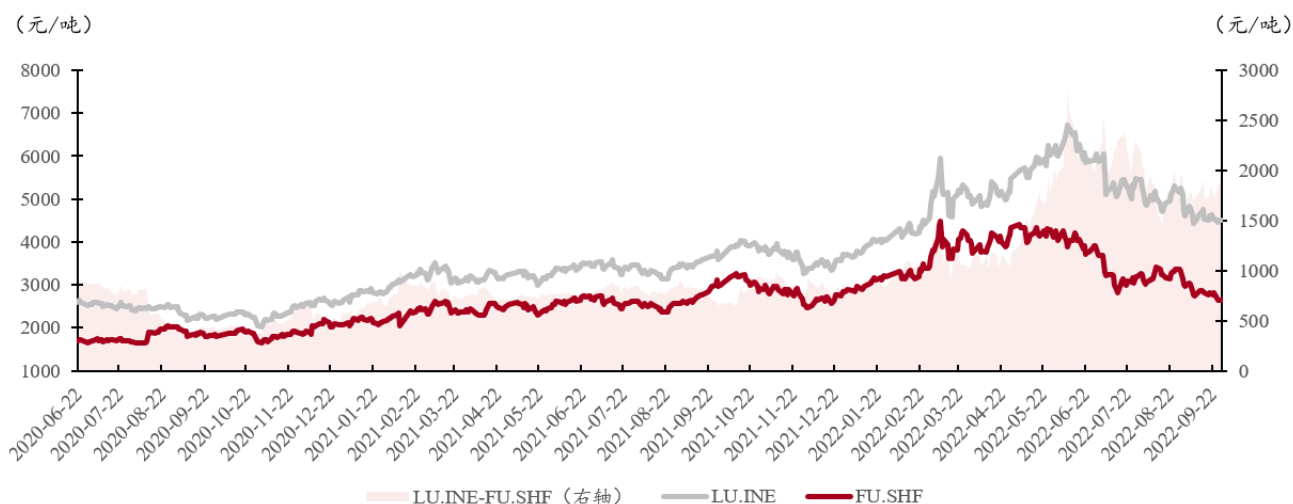
高低硫价差显著走阔且维持高位运行在一定程度上导致高硫船燃经济成本更低，即价差高于船舶安装脱硫塔成本，从而导致部分低硫船燃需求转向高硫船燃。据新加坡海事港务局（MPA）数据，2022 年 7-8 月新加坡船用油销量为 823.7 万吨，与去年基本持平。其中 7 月高硫燃销量为 126.7 万吨，同比大幅增长 19.87%，占比增长至 30.76%，创 IMO 2020 新政实施以来最高占比；低硫燃销量为 250.6 万吨，同比下降 7.20%，占比下滑至 60.80%。

图表 24：新加坡不同油品船加油量



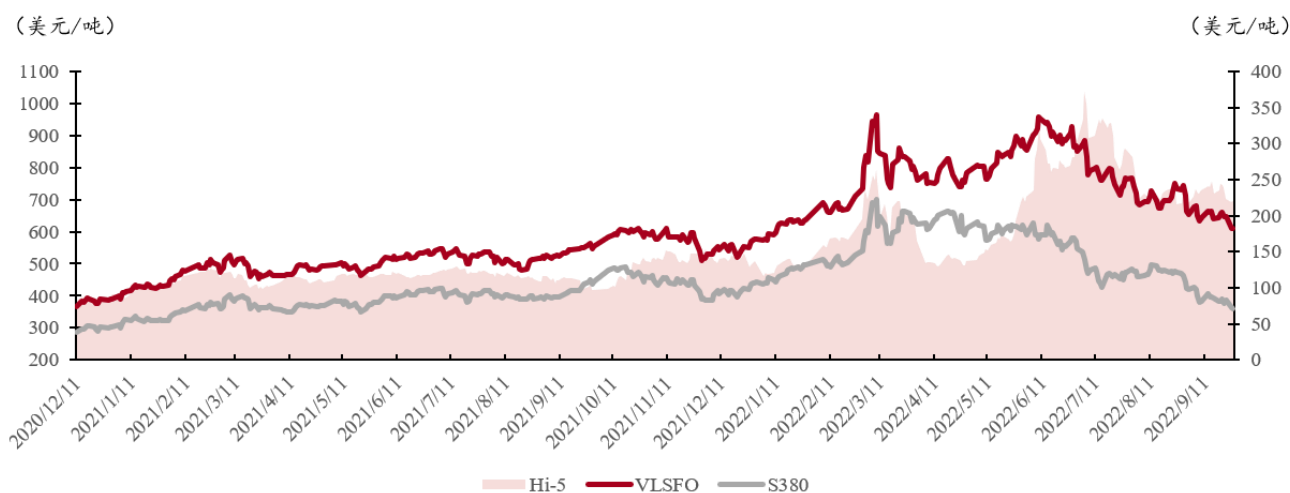
资料来源：彭博；中银期货

图表 25: 内盘 LU-FU 01 高低硫价差



资料来源: Wind; 中银期货

图表 26: 新加坡 Hi-5 DEC 高低硫价差



资料来源: 普氏; 中银期货

2.7 新加坡船燃污染事件频发

新加坡海事及港务管理局 (MPA) 于 8 月 3 日发布通告, 已完成 2022 年 3 月港口船用燃料污染事件的调查。嘉能可故意向船舶供应受污染船用燃料, 在

知晓其燃油样本中的 COC 浓度高达 2000ppm 至 15000ppm 的情况下，仍在 3 月 22 日至 4 月 1 日期间继续向新加坡港 24 艘船只供应，其中至少 3 艘船只报告燃油泵和发动机出现问题。故自 8 月 18 日起，嘉能可供应商执照被暂停两个月。而另一家涉事公司中石油国际在收到燃油测试结果后立即停止受污染燃料的交付，故未对其采取惩罚措施。MPA 将与航运业合作加强燃料质量检查，并已将 COC 纳入燃油质量检验系统（BQIS）和燃油质量检查（IBQC）。

此外，全球测试公司 Intertek Lintec 于 7 月发布警报称，新加坡船加油 VLSFO 燃油样本中，燃油闪点均在 51 至 57° C 之间，低于 ISO 8217 规定最低温度 60° C，或使船舶处于不适航状态。今年以来，新加坡船燃污染事件频发，而我国船加油品质则较为稳定，且检测体制较为完善，建议持续关注高低硫燃料油质量标准问题。

2.8 市场政策导向

2.8.1 FU 及 BU 月均结算价发布

上海期货交易所于 2022 年 9 月 8 日起发布燃料油和石油沥青期货合约月均结算价，其中 FU 自然月份合约为当前自然月之后第二个至第七个自然月对应交割月份合约；BU 自然月份合约为当前自然月之后第一个至第六个自然月对应交割月份合约。FU 及 BU 活跃月份合约为持仓量最大的合约，若该合约不包含在上述六个自然月份合约中，则补充发布。FU 及 BU 月均结算价将于每日收盘后，通过交易所网站发布，建议关注。

2.8.2 浙油仓单于上期所挂牌交易上线

在前期上期综合业务平台浙油中心报价专区的基础上，上海期货交易所和浙油中心于 8 月 31 日共同上线了“浙油仓单在上期所挂牌”业务，实现了浙油中心的柴油、汽油、燃料油、沥青、天然橡胶以及原油品种的完税非标仓单和

保税非标仓单在上期综合业务平台的挂牌业务。据浙油中心介绍，具体业务模式为浙油中心将仓单挂牌信息推送至上期综合业务平台“浙油专区”，所有交易、结算、交收环节均在浙油中心完成。

同时，上期所与浙油中心举行了“能化品种‘期货稳价订单’合作协议”的签约仪式；上期所、浙油中心与中储临港、中化兴中等期货交割仓库签署了“长三角‘期货交割仓库共享’合作协议”。

2.8.3 中石油上港、上海富远获上海保税船加油牌照

中石油上港能源有限公司、上海富远燃料油有限责任公司于8月23日成为首批次国际航行船舶保税油加注上海地方牌照企业。上海富远目标为实现100万吨/年的保税油加注量，预计带来35亿元/年的商品销售额。

洋山特殊综合保税区高质量发展推进大会明确，将在2025年前实现300万吨保税油、500万立方米保税LNG加注量、100亿元保税物资供应量。据悉3家企业后续将申请国际航行船舶保税油加注上海牌照，宝武集团旗下宝物资源有限公司在洋山特殊综保区设立上海宝长燃能源发展有限公司，计划逐步投入运营加油船10余艘，目标实现70万吨/年的保税油加注量，24亿元/年的商品销售额。厦门象屿集团在洋山特殊综保区设立象屿石油（上海）有限责任公司，目标实现70万吨/年的保税油加注量，24亿元/年的商品销售额。上海新高盈能源科技股份有限公司在洋山特殊综保区设立上海油哪儿能源有限公司，目标实现50万吨/年的保税油加注量。

图表 27：中国船加油企业牌照

	企业名称	牌照类型
1	中国船舶燃料有限责任公司	全国牌照
2	中石化浙江舟山石油有限公司	
3	中石化中海船舶燃料供应有限公司	
4	中石化长江燃料有限公司	
5	深圳光汇石油集团股份有限公司	
6	浙江浙石油海洋燃料有限公司	舟山牌照
7	浙江海港国际贸易有限公司	
8	中油泰富船舶燃料有限公司	
9	信力石油（舟山）有限公司	
10	华信国际（舟山）石油有限公司	
11	舟山国家远洋渔业基地集团船舶燃料供应有限公司	
12	浙江自贸区中石油燃料油有限责任公司	
13	国油石化（舟山）有限公司	
14	中石油上港（舟山）能源有限公司	
15	浙江自贸区中石油国际事业有限公司	
16	托克能源（浙江）有限公司	深圳牌照
17	浙江神州能源有限公司	
18	深圳盐田港集团	
19	中石化中海深圳船舶燃料有限公司	
20	中海油销售深圳有限公司	广州牌照
21	广东省盐田港实华能源发展有限责任公司	
22	广州元亨仓储有限公司	
23	广州发展碧辟油品有限公司	
24	广州中石油燃料油有限责任公司	
25	中国石油国际事业华南公司	海南牌照
26	中石化燃料油（海南）有限公司	
27	中石化中海（洋浦）船舶燃料供应有限公司	上海牌照
28	中石油上港能源有限公司	
29	上海富远燃料油有限责任公司	

资料来源：中银期货

2.9 后市展望

三季度高低硫燃料油绝对价格整体重心下移，预计四季度燃料油市场继续以供给侧为主要逻辑，高低硫二者强弱差异格局相对稳固。

低硫燃方面，我国船加油市场发展平稳，预计四季度终端船燃需求持稳为主。供给侧来看，我国低硫燃进口量预计维持相对低位，国内保税低硫燃产量为弥补供应缺口已逐步增长至历史高点，年内第四批次出口配额的下发或短期支撑产量继续维持相对高位。但该批次配额量偏低，若四季度无新增配额，后续国内供应或整体收紧，低硫燃内外盘价差 LU-VLSFO 或存反弹空间，LU 主力-次主力月差预计以 Backwardation 结构为主。

从新加坡市场而言，套利船货流入量增长预期施压新加坡低硫燃价格自前期高位回调，但与往年同期相比整体供需结构仍偏紧，预计四季度低硫燃走势中性偏强，外盘 VLSFO 近月月差预计以 Backwardation 结构为主。一则，四季度俄乌局势或再度升级，俄罗斯与西方之间将继续多维度博弈，欧洲冬季能源紧缺问题严峻，燃料油供应或有所趋紧，西区套利船货流入量降低将导致新加坡地区低硫燃供应收紧。二则，四季度东北亚地区包括韩国、日本等国冬季电力需求或逐步增长，将从需求端为亚太低硫燃价格提供支撑作用。而从新加坡柴油价格角度来看，我国前四批次成品油出口配额总量与往年同期相比较低，导致新加坡地区柴油供应显著紧缺，但若后续商务部下发第五批次成品油出口配额且配额量较高，或导致我国主营炼厂开工率大幅抬升，并对外盘柴油价格构成较大压力，建议警惕潜在波动传导。

高硫燃方面，俄乌局势升级以来，原本出口至美国的俄罗斯燃料油转向中东及新加坡地区，中东燃料油供应充足且库存高于去年同期，预计供应偏宽逻辑继续主导新加坡高硫燃市场。加之四季度中东及南亚地区的高温电力需求逐步消退，高硫燃预计延续相对偏弱格局。从月差角度而言，内盘 FU 1-5 月差及外盘 S380 近月月差或以 Contango 结构为主。而由于高低硫二者供应强弱格局短期之内较难得到根本性扭转，且四季度需求表现预期分化，预计内盘高低硫

价差 LU-FU 01 及外盘 Hi-5 DEC 高位区间运行且走势偏强。

对于今年四季度高低硫燃料油的绝对价格预期有所分化，FU 高硫燃料油均价或处 2300-2800 元/吨区间，LU 低硫燃料油均价或处 4700-5200 元/吨区间。从相对价格而言，高低硫燃料油预计延续差异化格局，四季度高低硫价差均价或处 1500-2000 元/吨区间且走势偏强。

免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归我司所有，未获得我司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中银期货”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

我司可发出其他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应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中银期货，或任何其附属或联营公司的立场。我司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

中银期货版权所有。保留一切权利。

中银国际期货有限责任公司

中国上海浦东
世纪大道 1589 号
长泰国际金融大厦 901 室
邮编 200122
电话: 61088088
传真: 61088066
客服热线: 400 8208899

相关关联机构:

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200120
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

中银国际证券有限公司

中国香港
花园道 1 号
中银大厦 20 楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513