

## 能源月报

2022年10月31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

## 原油低位回升，燃油分化显著

## 摘要

## ◆ 原油

10月原油价格整体抬升，OPEC+大幅度减产再度推涨市场供应偏紧预期，加之俄乌局势延续高压状态，继续为油价高位起到核心支撑作用。全球经济预期悲观情绪以及美国释放石油战略储备虽构成一定利空扰动，但影响作用偏短期且相对有限。

对于今年四季度原油价格预期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

10月高低硫燃料油强弱分化显著，低硫燃供应与往年同期相比偏紧，年前采购需求及北亚电力替代需求预期亦起到一定利好作用，LU 主力-次主力月差 Backwardation 结构较为稳固。

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，新加坡高硫燃供应延续宽松装填，加之中东及南亚高温电力需求逐步消退，预计四季度高硫燃走势以偏弱为主。由于高低硫二者强弱分明，高低硫价差高位运行，不排除后续仍存走阔空间，建议持续关注。

## 风险提示：

俄乌局势，疫情形势，OPEC+快速增产，伊朗问题，经济衰退预期，高油价负反馈效应

## 一、原油

### 1.1 行情回顾 • 10 月油价整体回升

10 月原油价格整体抬升，OPEC+大幅度减产再度推涨市场供应偏紧预期，加之俄乌局势延续高压状态，继续为油价高位起到核心支撑作用。全球经济预期悲观情绪以及美国释放石油战略储备虽构成一定利空扰动，但影响作用偏短期且相对有限。

截至 2022 年 10 月 28 日，内盘 SC 原油期货主力合约收报 684.6 元/桶，当月以来累计涨幅 7.91%，日均价格 678.58 元/桶。外盘 Brent 原油期货主力合约收报 94.73 美元/桶，当月累计涨幅 10.70%，日均价格 93.34 美元/桶；外盘 WTI 原油期货主力合约收报 88.60 美元/桶，当月累计涨幅 11.11%，日均价格 86.67 美元/桶。

图表 1：SC 价格走势



资料来源：Wind；中银期货

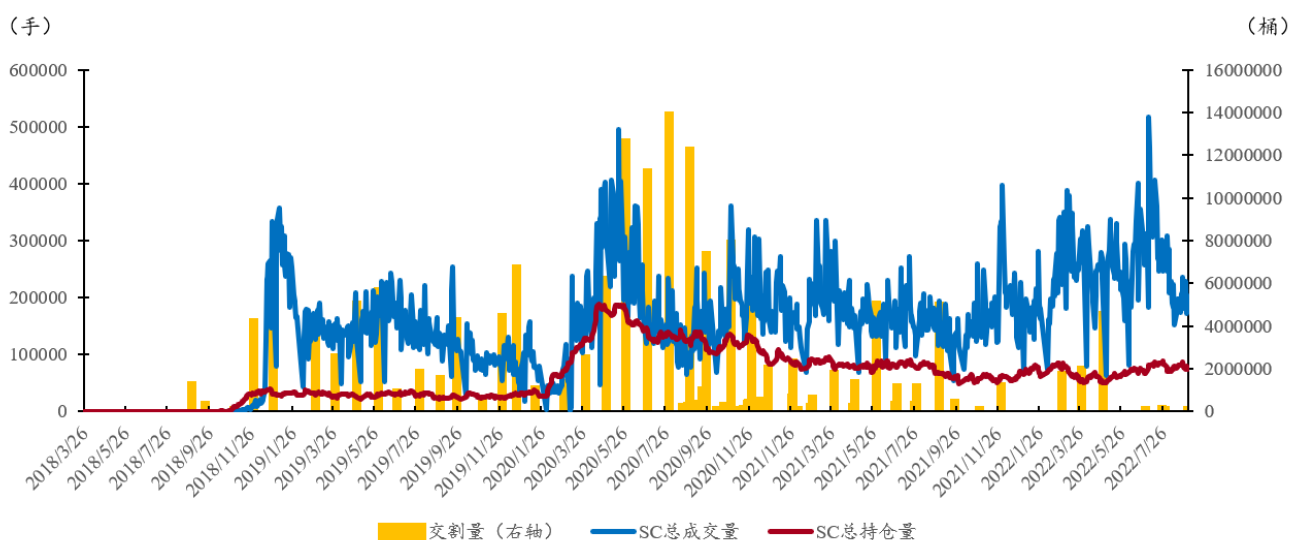
### 1.2 运行情况

从运行情况来看，截至 2022 年 10 月 28 日，10 月 SC 原油期货主力合约成交量最高达 15.08 万手，日均成交量为 10.85 万手，环比下滑 21.46%；10 月 SC

主力合约持仓量最高达 3.37 万手,日均持仓量为 2.75 万手,环比减少 12.97%。  
8 月 SC 总沉淀资金日均为 53.52 亿元,环比减少 2.53%。

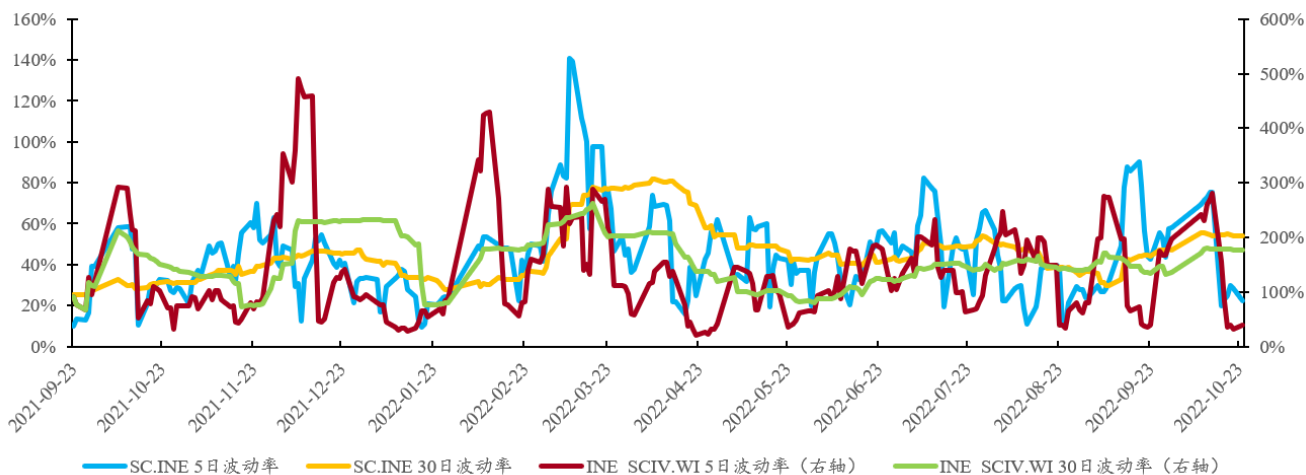
交割方面,SC 2209 交割量为 3.9 万桶。SC 仓单库存方面,8 月 SC 无出入库记录,仓单库存维持在 197 万桶低位,对于 SC 近月盘面构成一定利好因素,建议关注后续仓单出入库情况。

图表 2: SC 市场运行情况



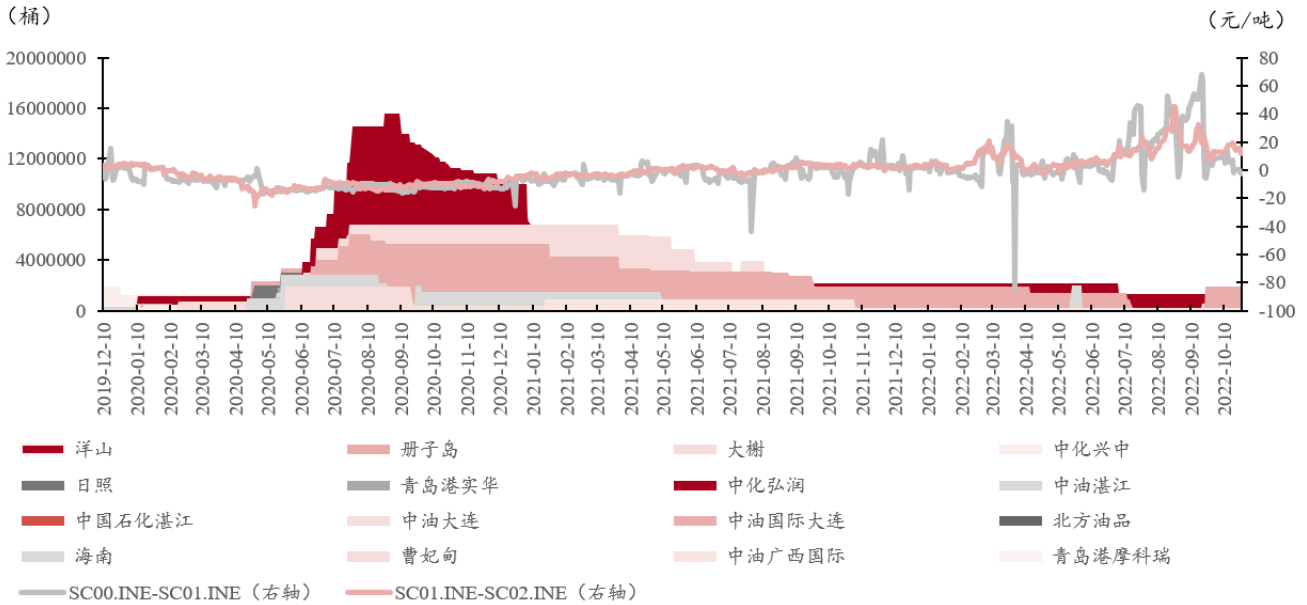
资料来源: Wind; 中银期货

图表 3: SC 期货+期权波动率



资料来源: Wind; 中银期货

图表 4: 国内 SC 仓单库存



资料来源: INE; 中银期货

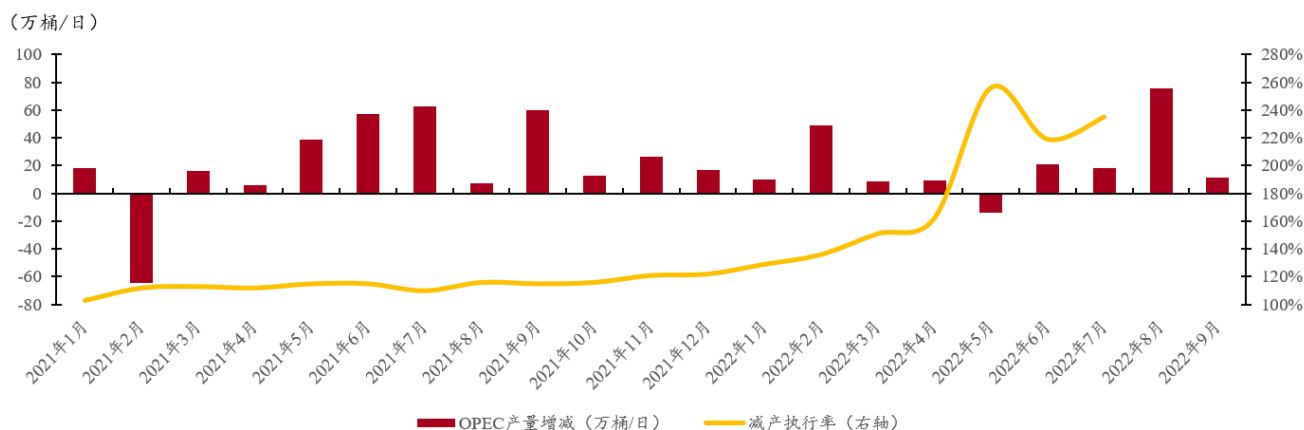
### 1.3 OPEC+减产有力支撑油价

10月上旬油价冲高主要因素在于OPEC+加大减产规模,联合部长级监督委员会(JMMC)会议于10月5日最新决议,11-12月石油产量配额均减少200万桶/日,其中沙特产量目标调整至约1050万桶/日,超预期减产大幅推涨油价,外盘Brent主力合约一度逼近100美元关口。此外,OPEC+成员同意将合作协议延长至2023年底,下一次会议将在12月4日举行,后续JMMC会议或调整为每两个月一次,部长级会议为每六个月一次。而从实际产量来看,OPEC9月产量增加14.6万桶至2976.7万桶/日,基本符合此前10万桶/日的增产计划,预计后续四季度产量将回落。值得一提的是,欧盟于6日批准对俄罗斯的第八轮制裁,包括自12月5日起对俄罗斯原油设定价格上限并禁止海运进口,自明年2月5日起禁运俄罗斯成品油等,若叠加OPEC+12月会议超预期减产,或再度推涨市场供应偏紧预期。

目前中东态度较为明确,从财政收入及政治立场等多维度进行考量,以维

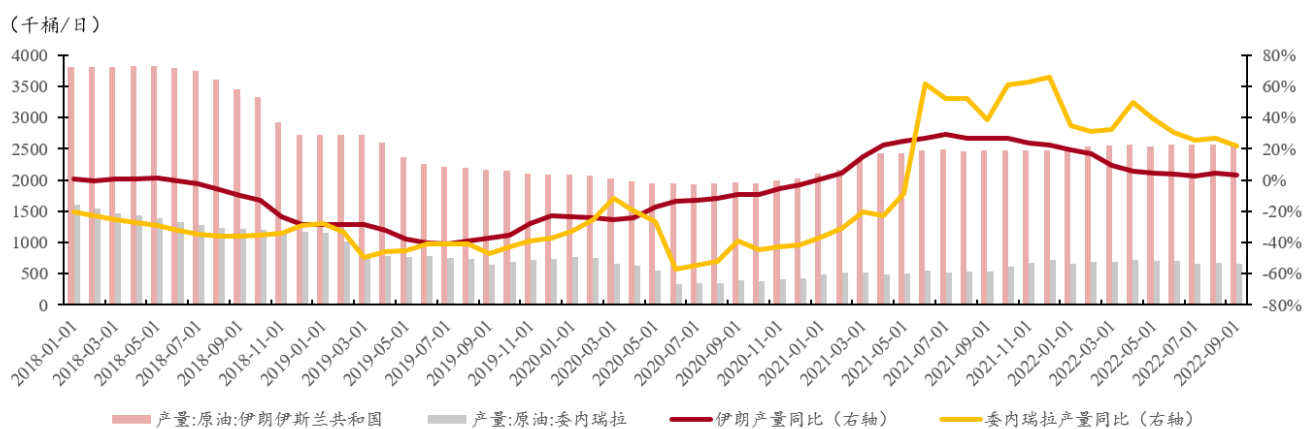
持油价的相对高位及市场稳定为主导逻辑，其产量政策及实际产量或延续偏紧，预计继续起到核心支撑作用。尼日利亚部长表示，OPEC+希望油价维持在90美元/桶左右。值得一提的是，近期伊朗态度出现转向，OPEC+将于12月会议审议伊朗要求加入JMMC的提案。此外，伊朗与俄罗斯在俄乌问题上存在加强合作迹象，而与美国之间的伊核协议谈判已再度陷入僵局，预计短期之内已较难取得突破性进展。

图表 5: OPEC 原油产量-减产执行率



资料来源：金联创；中银期货

图表 6: 伊朗+委内瑞拉原油产量



资料来源：Wind；中银期货

#### 1.4 俄乌局势存升级可能

俄乌局势 10 月再现趋紧迹象，俄罗斯总统普京于 10 月 4 日签署接收顿涅茨克、卢甘斯克、扎波罗热、赫尔松四个地区加入俄罗斯的联邦宪法法律，此前已签署局部动员令。俄罗斯克里米亚大桥于 10 月 8 日爆炸起火，一度导致交通中断，乌克兰国防部同日证实该事件。其后俄罗斯使用高精度武器对乌克兰军事指挥、通信和能源基础设施进行打击，乌克兰多地发生爆炸。俄罗斯于 10 月中旬在白俄西部布列斯特等地布兵，首批次近 9000 人联合部队已进驻白俄边境，19 日普京宣布赫尔松州、扎波罗热州、卢甘斯克人民共和国和顿涅茨克人民共和国进入战时状态。俄罗斯对乌克兰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，将继续为油价相对高位提供支撑作用，警惕俄罗斯战术核武器等舆论因素造成的市场短线波动可能。

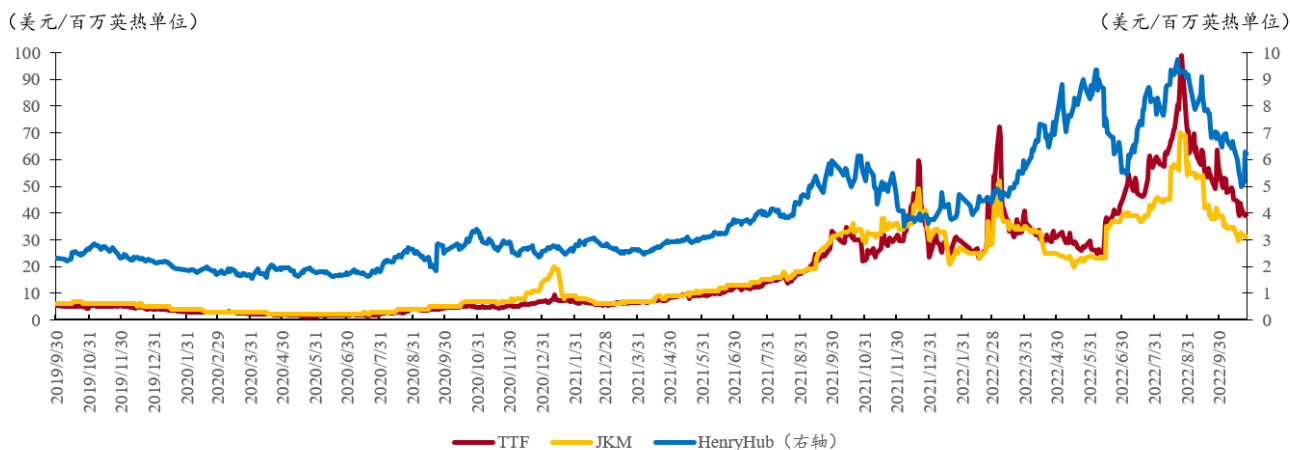
天然气方面，10 月全球天然气价格出现较大跌幅，欧洲 ICE TTF 天然气期货近月合约自前期高位 350 欧元/兆瓦时回落至 150 欧元/兆瓦时以下，折合约 40 美元/百万英热单位；美国 NYMEX Henry Hub 天然气期货近月合约自前期高位 10 美元/百万英热单位回落至 5 美元/百万英热单位以下。从亚太地区来看，LNG 日韩到岸价自 8 月高位 70 美元/百万英热单位回落至 30 美元/百万英热单位。现货方面，欧美天然气出现负价格引发市场广泛关注。其中美国得克萨斯州二叠纪盆地瓦哈枢纽（Waha Hub）天然气现货于 10 月 24 日盘中跌至负值-2 美元/百万英热单位，或因管道输送能力不足以及储罐设施缺乏，导致现货挤压且无法燃烧处理。ICE TTF Next Hour 现货则于 2022 年 10 月 24 日跌至负值-15.78 欧元/兆瓦时，创历史新低，但该合约价格仅反映部分现货交易情况，或因欧洲天然气库容量有限导致部分现货短期挤压。

由于俄罗斯天然气输入量下滑，欧洲各国被迫高价采购美国等地天然气，提前储气以应对冬季用气需求，据欧洲天然气基础设施公司（GIE）10 月 26 日数据，欧洲天然气库存占比达 93.93%，已超往年同期储气均值水平。欧洲天然气剩余库容空间有限，加之今年暖冬预期有所升温，市场对于天然气供应紧缺的担忧情绪在一定程度上缓解，从而导致欧洲天然气价格出现大幅回调。但整



体而言，目前天然气价格与往年同期相比仍处高位，俄罗斯与欧美博弈仍将延续，不排除气价冲高可能，需警惕可能的波动传导。

图表 7：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

### 1.5 国际宏观利空风险仍存

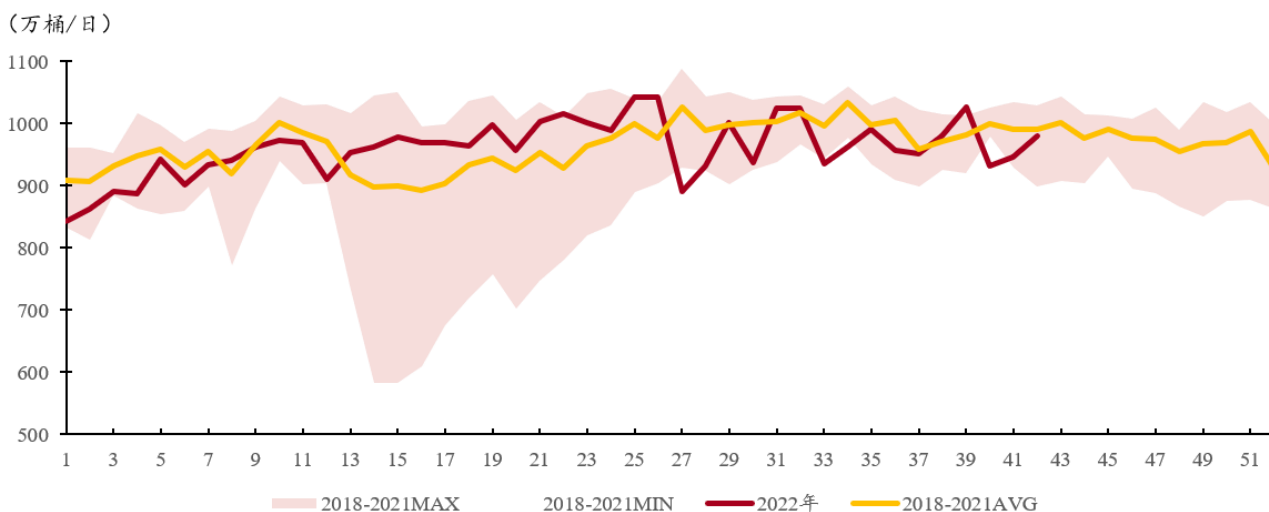
10 月国际宏观因素继续对油价构成利空扰动，美国方面仍从宏观、需求、供应等多层面施压油价。

IMF 发布《世界经济展望报告》，维持其对 2022 年全球经济增速 3.2% 的预期，但将 2023 年增速预期再下调 0.2 个百分点至 2.7%，并称有 25% 的可能性降至 2% 以下。此外，OPEC 月报将 2022 年全球原油需求增速预期下调 46 万桶/日至 264 万桶/日，将 2023 年全球原油需求增速预期下调 36 万桶/日至 234 万桶/日。全球经济悲观预期有所升温，对于市场需求情绪构成一定压力，导致 10 月中旬国际油价自高位出现一定回调。

从实际终端需求角度来看，今年以来，原油价格攀高推涨美国汽柴油价格，对于前期夏季需求构成一定负反馈效应，EIA 汽油需求一度跌破往年同期低位。但值得一提的是，部分市场分析人士已对于 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。目前整体需求处于均值区间之内，美国 10 月

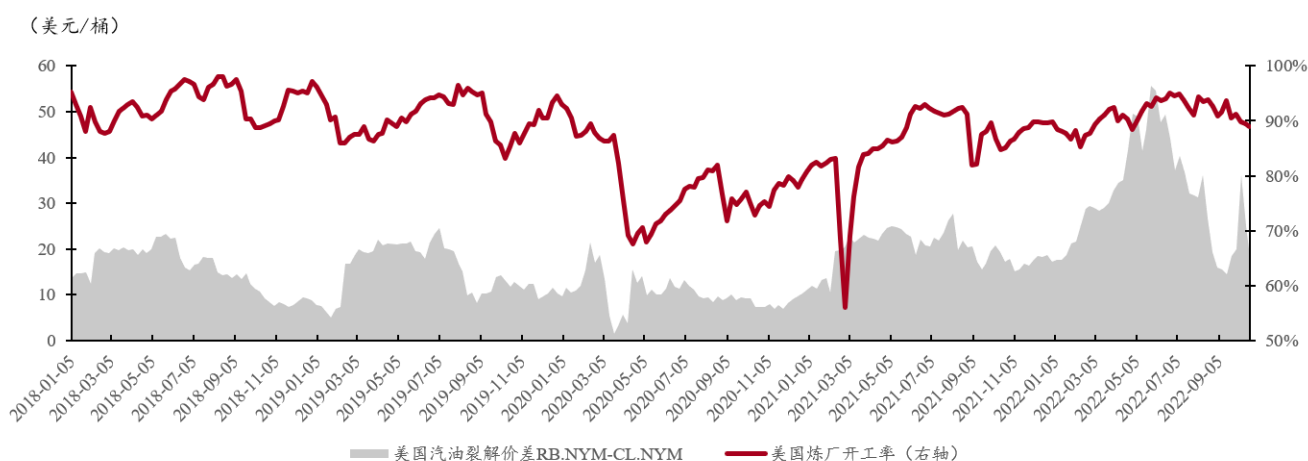
汽油需求均值在 953.09 万桶/日左右，与去年同期相比下滑 4.31%。

图表 8：美国汽油需求量



资料来源：EIA；中银期货

图表 9：美国炼厂开工率-汽油裂解价差



资料来源：Wind；中银期货

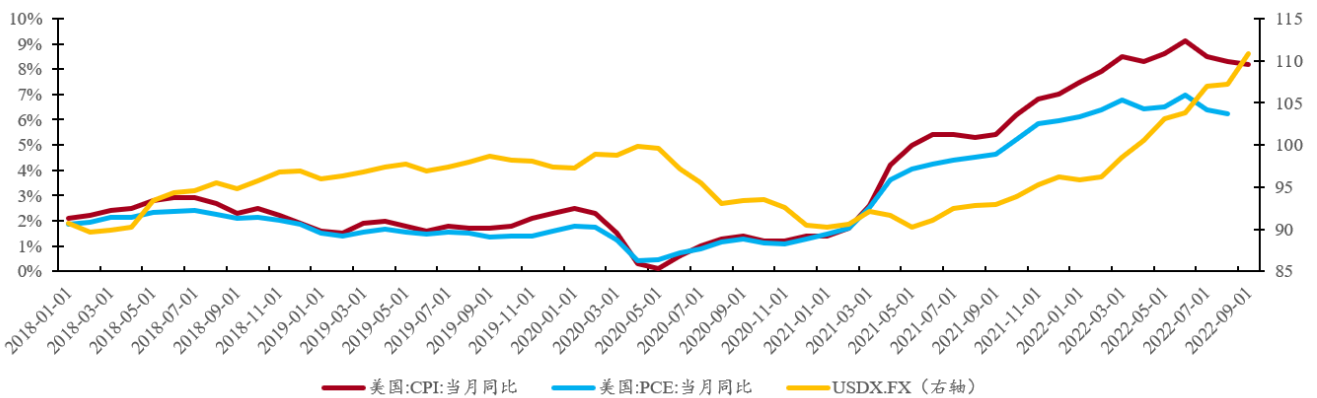
而从欧美通胀角度来看，据美国劳工部数据，美国 9 月 CPI 同比上涨 8.2%，原预期 8.1%，前值 8.3%；其中美国 7 月能源 CPI 同比增长 19.8%，前值增长 23.8%。美国三季度实际 GDP 年化季环比初值为 2.6%，原预期 2.3%，进一步支



撑美联储 11 月加息预期。美国通胀压力居高不下，美联储后续或进一步加快收紧流动性，美元指数基本在 110 点位附近，建议警惕可能的短期利空扰动。

从终端消费价格来看，据美国汽车协会（AAA）数据，美国汽油平均价格于 9 月中旬自前期高点 5 美元/加仑回落至 3.5 美元/加仑附近，为今年 3 月以来最低值。但随着 OPEC+ 减产推涨国际油价，美国汽油零售价格出现反弹，10 月中旬已较低点上涨约 6%。拜登政府前期多手段持续施压油价虽取得一定成效，但当前通胀及终端能源价格水平与往年相比仍处高位，深层次危机未得到根本性解决。

图表 10：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（USD）



资料来源：Wind；中银期货

图表 11：美国 WTI 原油期货主力合约价格-美元指数（USD）

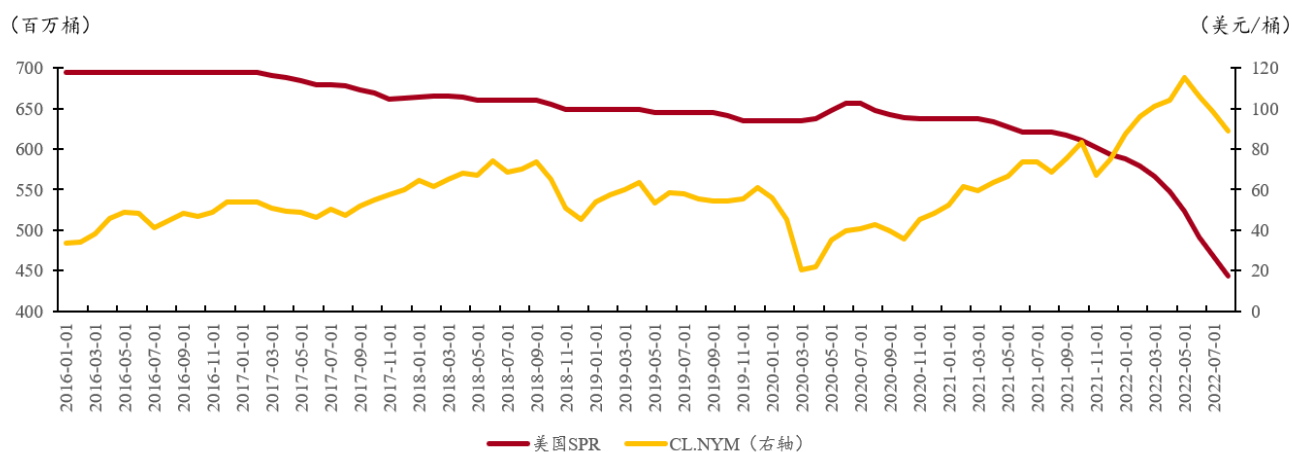


资料来源：Wind；中银期货

美国中期选举在即，拜登政府急需遏制油价上行，多次施压 OPEC+增产但未果。沙特外交部于 10 月 13 日证实，美国政府曾要求沙特等主要产油国将今年 11 月大幅减产计划推迟一个月，但沙特方面予以拒绝。其后拜登宣布计划释放此前 1.8 亿桶战略石油储备（SPR）中的最后 1500 万桶，且如有必要可能考虑今年冬季增加释放量。据 EIA 数据，截至 10 月 21 日当周，美国 SPR 库存减少 341.7 万桶至 4.071 亿桶，降幅 0.84%，至 1984 年 5 月 25 日当周以来最低水平，已连续第 59 周去库，预计后续将进一步去库。此外，美国计划以至多 67-72 美元/桶的价格回购原油以补充储备。

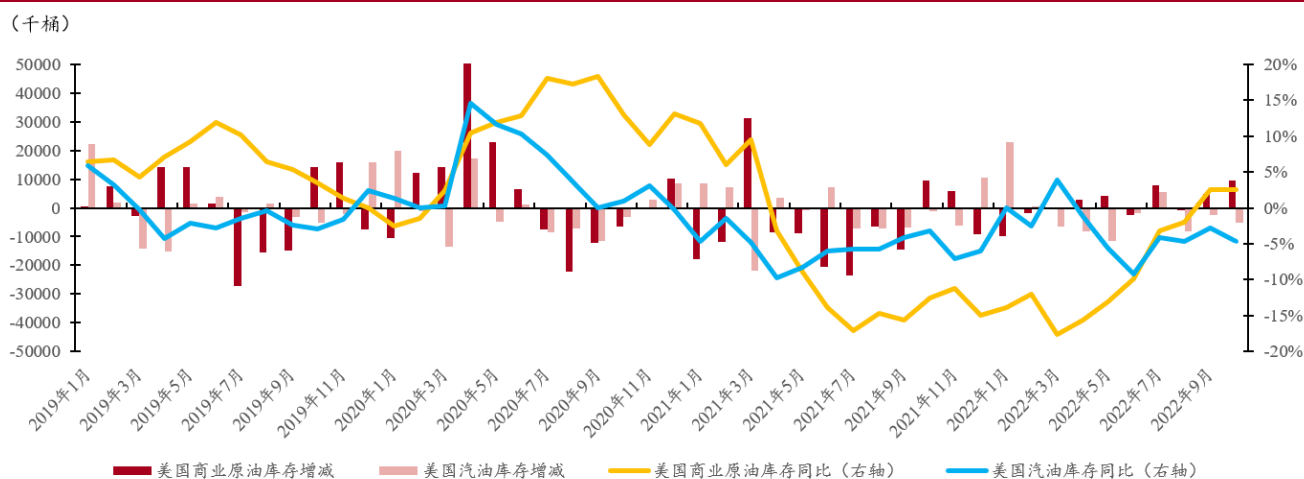
从商业油品库存来看，当周 EIA 原油库存录得 4.4 亿桶；当周 EIA 汽油库存减少 147.8 万桶，原预期减少 80.5 万桶，前值减少 11.4 万桶；当周 EIA 精炼油库存增加 17 万桶，原预期减少 113.8 万桶，前值增加 12.4 万桶。目前美国与中东方面态度明确反向，建议警惕美国后续反制措施。

图表 12：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 13：美国 EIA 商业原油库存+汽油库存

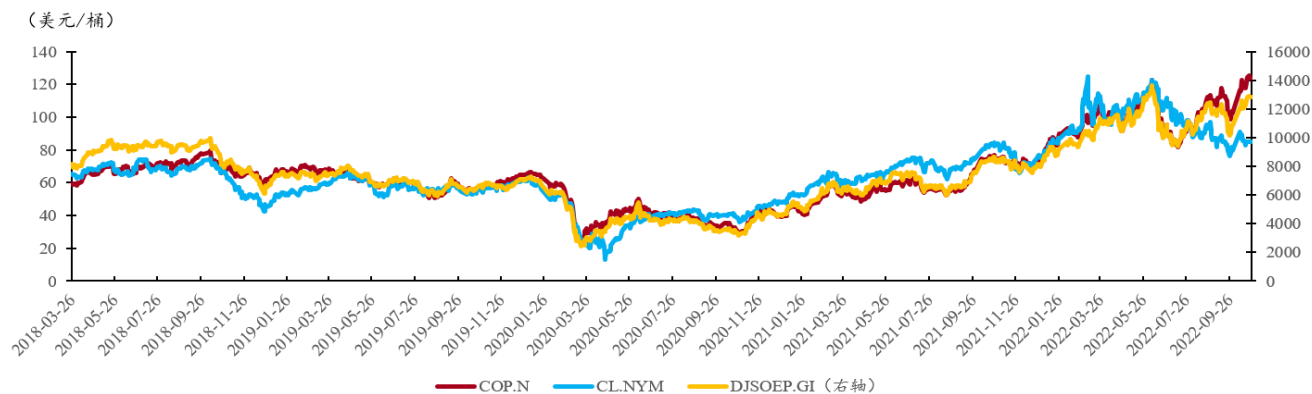


资料来源：EIA；中银期货

而从美国自身原油产量来看，基本维持在 1200 万桶/日附近，自年内高点 1220 万桶/日回落。而考虑到 2020 年负油价导致上游资本支出收缩，相比长期投资股东更偏好现金流，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，故今年以来美国原油产量仅持稳小幅增长，短期之内大幅提升产量的可能性较小。

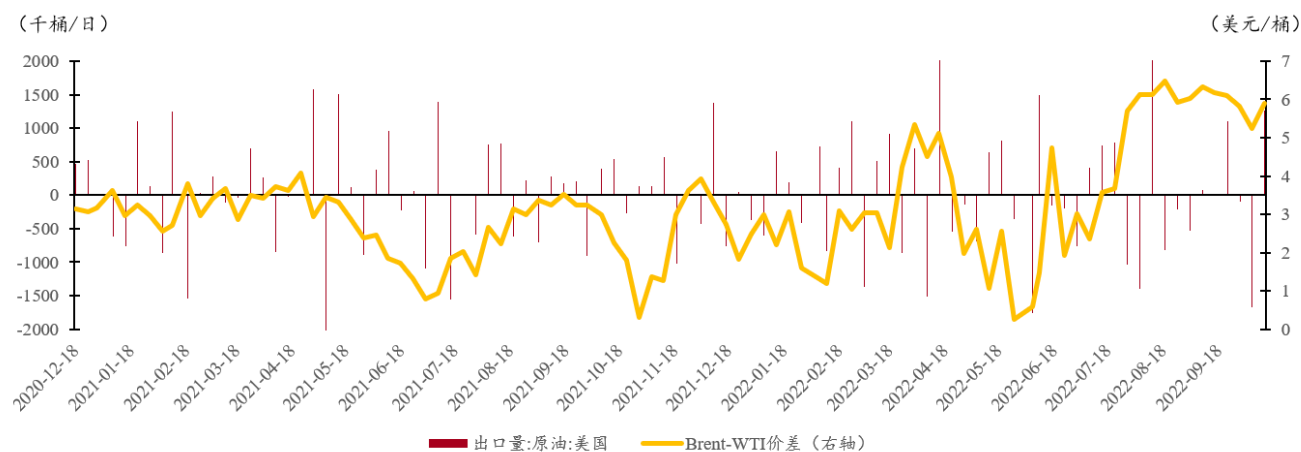
由于宏观层面的持续压力，美国 WTI 油价走势明显偏弱，Brent-WTI 价差维持高位运行，10 月二者价差一度突破 8 美元/桶，当月日均价差为 6.75 美元/桶，预计近期继续以偏强走势为主。而由于跨区价差持续高位，美国原油出口量于 10 月 21 日当周再创历史新高 512.9 万桶/日。从月差结构来看，10 月外盘 Brent 原油期货及 WTI 原油期货近月月差继续维持 Backwardation 结构，较前期低位略有回温。截至 2022 年 10 月 26 日，Brent 月差当月日度均值为 1.78 美元/桶；WTI 月差当月日均为 1.08 美元/桶。

图表 14: 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



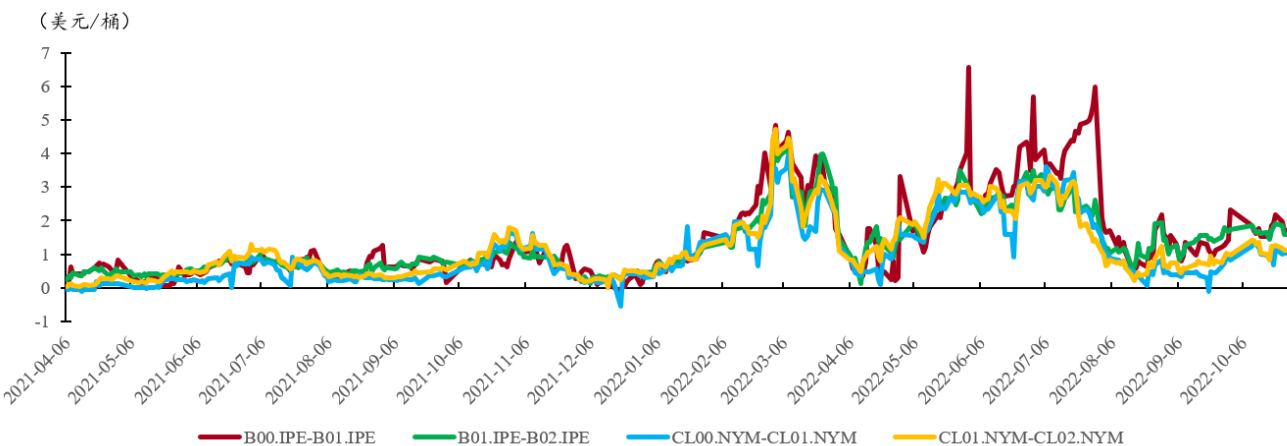
资料来源: Wind; 中银期货

图表 15: Brent-WTI 价差-美国原油出口量



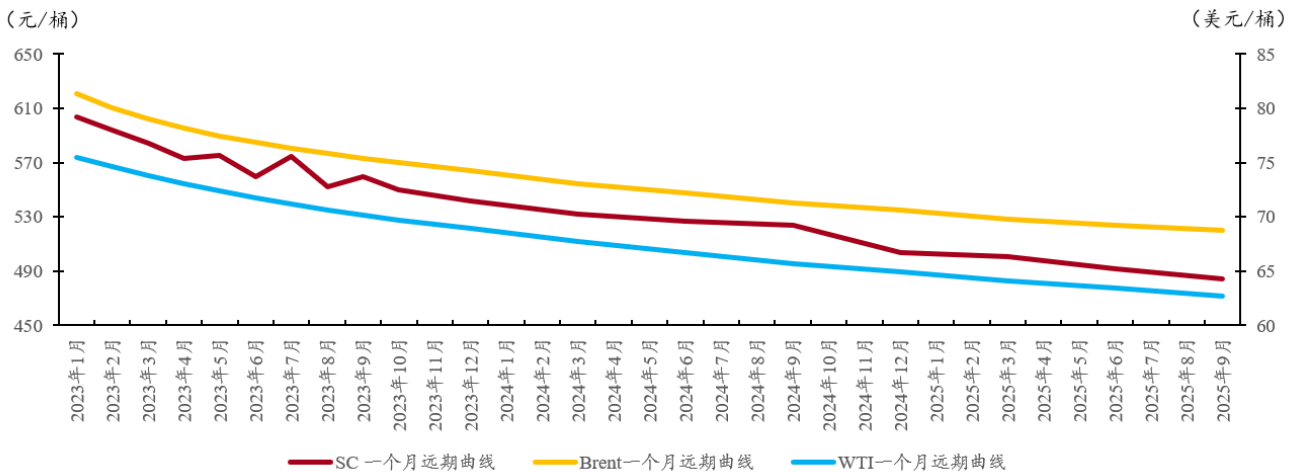
资料来源: EIA; Wind; 中银期货

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

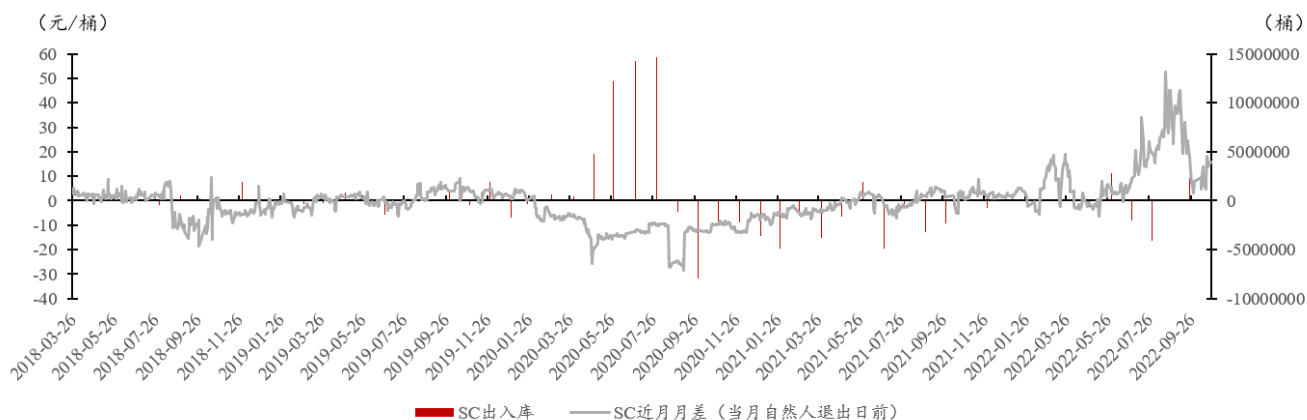
### 1.6 国内 SC 近月月差 Back 结构稳固

10月国内疫情形势仍存反复,上海长宁区等地出现社会面感染者,但封控措施未大范围重启,故对于终端需求实际影响相对有限。从我国原油进口量情况来看,据国家统计局数据,9月原油进口降幅收窄,进口原油4024.17万吨,同比下降2.0%,上月为下降9.4%;1-9月份,进口原油37044.71万吨,同比下降4.34%。从我国原油加工量情况来看,据国家统计局数据,9月原油加工量由降转升,加工原油5681万吨,同比增长1.9%,前月下降6.5%,日均加工189.4万吨。1-9月份,加工原油49726万吨,同比下降5.1%。

9月原油价格出现较大幅度回调,加之前期我国港口原油库存整体去库至低位,故当月原油进口速度出现一定回升。我国2022年第五批次1325万吨成品油出口配额已下发,年内配额总量达到3725万吨,或促进四季度我国主营炼厂开工率的抬升,从而利好原油进口需求。商务部已下发2022年第三批原油非国营贸易进口配额,共计289万吨。叠加前两批16172万吨允许量,2022年原油进口配额总量共16461万吨,同比去年前三批总量上涨1.45%。预计四季度我国原油进口量及需求存在增长空间,或为内盘SC构成一定支撑作用。

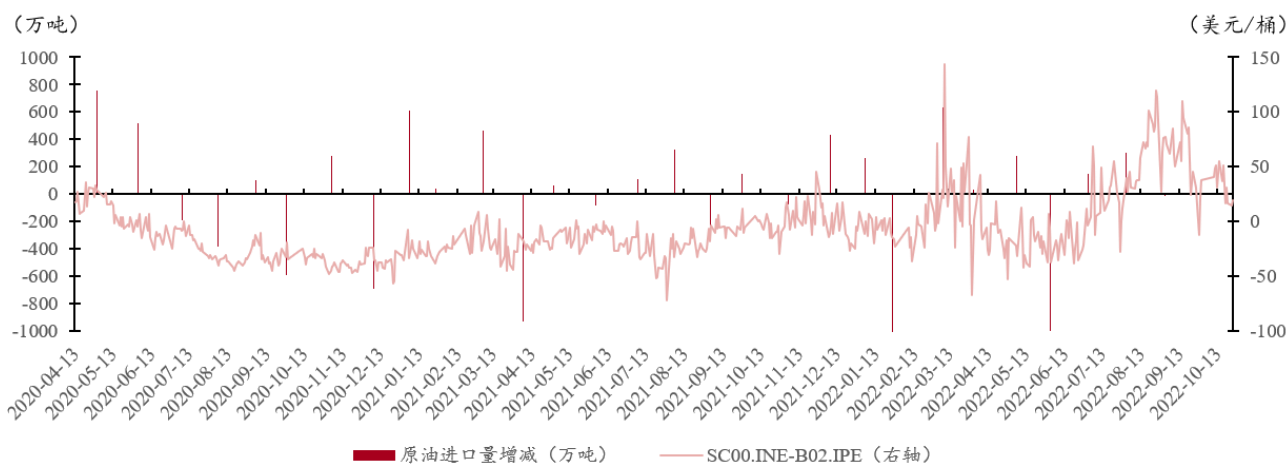
从月差结构来看，截至 2022 年 10 月 27 日，10 月内盘 SC 原油期货主力-次主力月差当月日均收窄至 15 元/桶附近，但 Backwardation 结构仍较为稳固。从内外盘价差来看，SC-Brent 11-1 价差收窄至平水附近徘徊，一则或因近期人民币-美元汇率波动较大；二则，9 月下旬 SC 入库抬高库存仓单量至 425.1 万桶，或对 SC 近月盘面构成一定压力，预计短期之内内外盘价差以内盘小幅升水结构为主。

图表 18: SC 近月月差 (自然人退出日前)-国内原油加工量



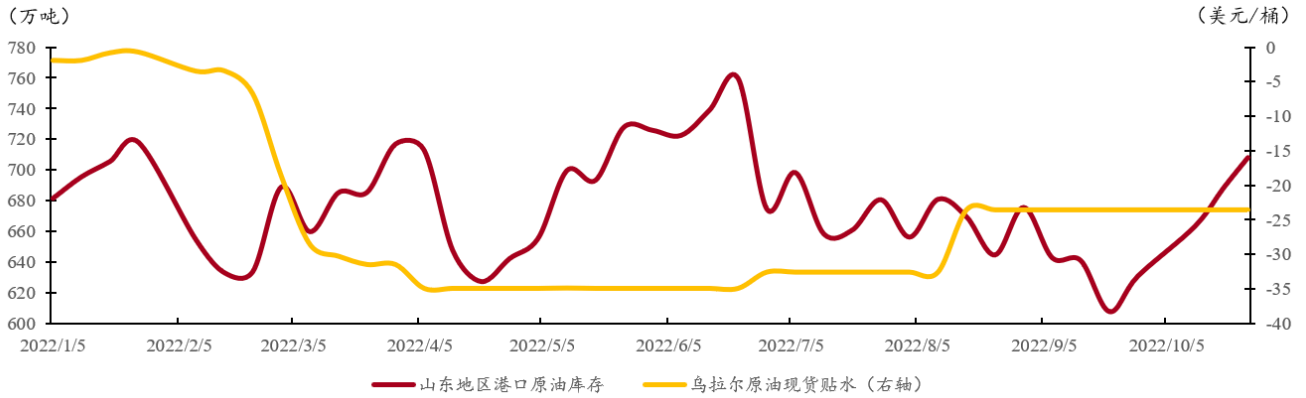
资料来源: Wind; 中银期货

图表 19: SC 内外盘价差 (SC00-B02)-国内原油进口量



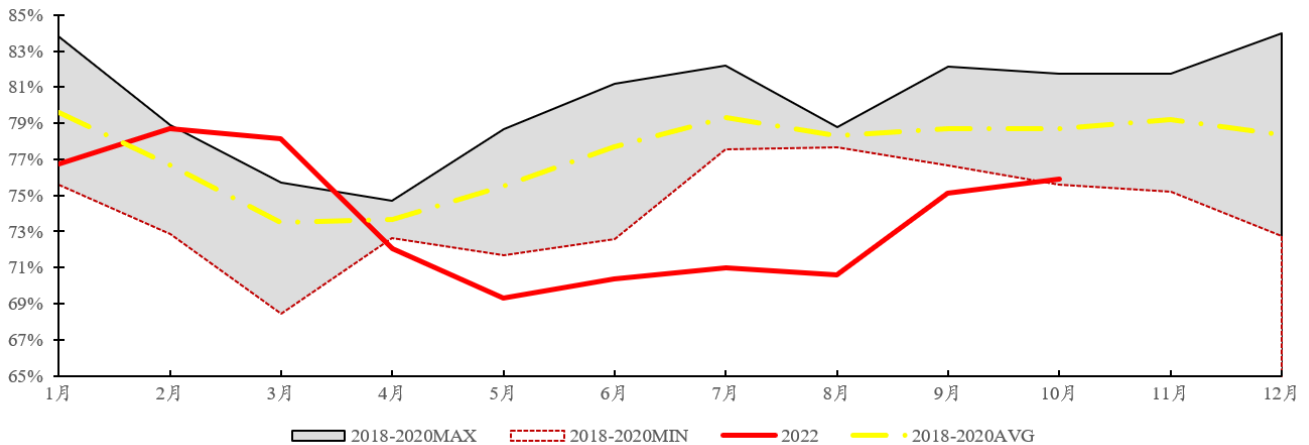
资料来源: Wind; 中银期货

图表 20: 我国港口原油库存



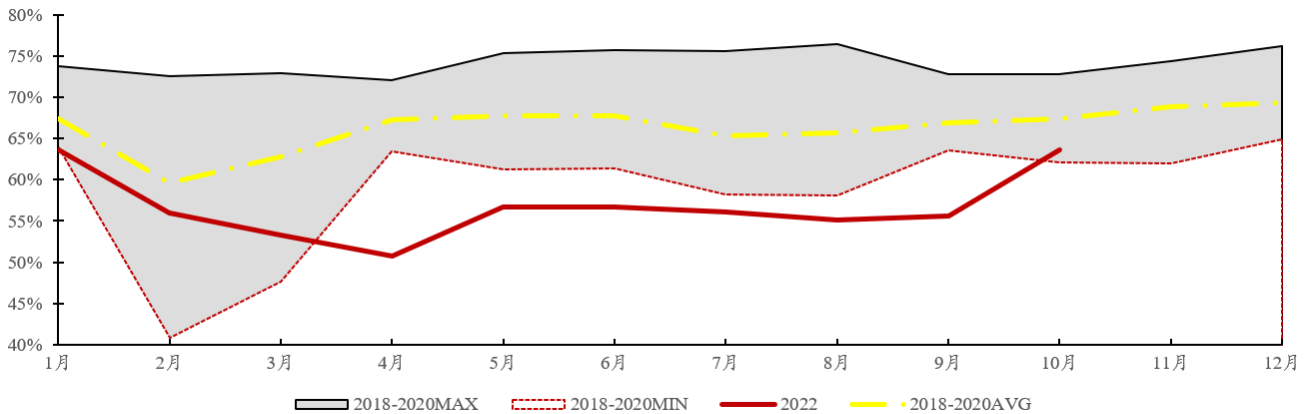
资料来源: Refinitiv; 隆众资讯; 中银期货

图表 21: 主营炼厂开工率



资料来源: 隆众资讯; 中银期货

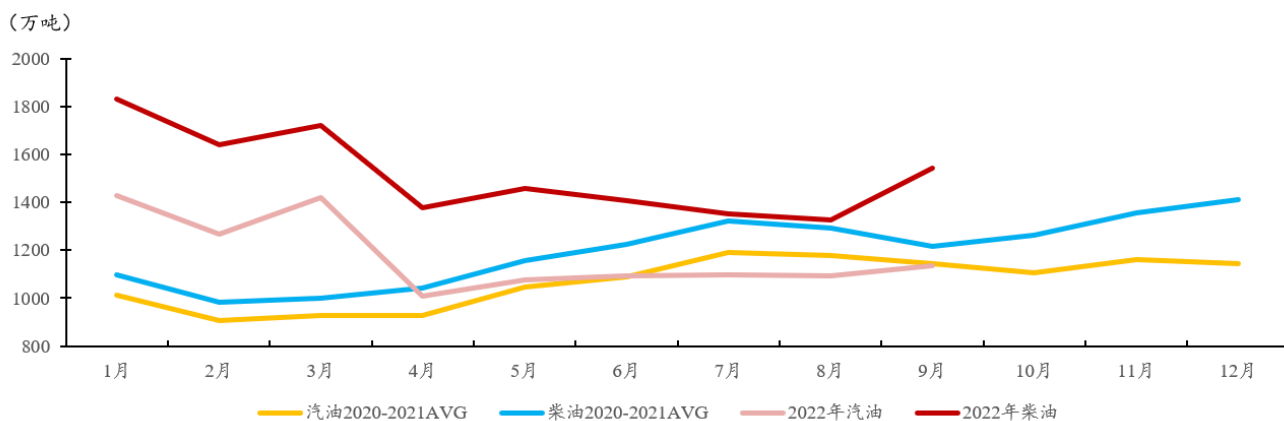
图表 22: 山东地炼开工率



资料来源: 隆众资讯; 中银期货



图表 23：汽柴油表观消费量



资料来源：隆众资讯；中银期货

### 1.7 后市展望

10月原油价格整体抬升，OPEC+大幅度减产再度推涨市场供应偏紧预期，加之俄乌局势延续高压状态，继续为油价高位起到核心支撑作用。全球经济预期悲观情绪以及美国释放石油战略储备虽构成一定利空扰动，但影响作用偏短期且相对有限。预计近期油价继续以高位宽幅波动格局为主，但需警惕各类市场波动风险。

目前市场供应偏紧起到核心支撑作用，11及12月均计划减产200万桶/日，预计其产量政策及实际产量将继续持稳偏紧。OPEC+下一次会议将于12月召开，考虑到欧盟对俄罗斯原油设定价格上限并禁止海运进口的制裁将于12月5日生效，若OPEC+再度超预期减产，或显著推涨市场供应偏紧预期，不排除油价存在冲高可能。此外，伊朗要求加入OPEC+联合部长级监督委员会(JMMC)，且与俄罗斯方面存在加强合作迹象，目前伊核协议谈判再度陷入停滞，短期内达成最终协议的可能性较低，美伊关系或延续僵局。而从美国自身原油产量来看，2020年负油价导致上游资本支出收缩，相比长期投资股东更偏好现金流，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，故短期之内较难大幅提升产量。

从地缘政治来看，目前俄乌局势延续高压，且俄罗斯与欧美之间将长期博弈，故预计为油价高位起到持续支撑作用。建议警惕俄乌局势升级可能，若后续态势显著趋紧，不排除油价短线冲高可能性。而从需求角度来看，虽则全球经济悲观预期在一定程度上对国际油价构成短期利空扰动，但整体需求表现仍较为稳固。国内来看，成品油出口配额超量下发，四季度主营炼厂开工率或有所抬升，从而对内盘 SC 油价构成一定利好作用，SC 近月月差或延续 Backwardation 结构。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。整体而言，原油市场预计维持偏紧供需结构，油价高位的下方支撑力度延续强劲，但建议警惕各类潜在风险点，从国际宏观面角度而言，美国中期选举将于 11 月举行，美联储前期多次大幅度加息但未根本性扭转通胀高压局面，同时美元持续走强造成汇率大幅波动，多国央行采取措施进行干预。建议关注美国选举结果以及美联储 11 月利率决议，若继续收紧市场流动性，或对油价构成短期利空扰动，需警惕金融市场情绪波动传导。而在美国宏观压力的持续施压之下，Brent-WTI 价差或继续高位运行。

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。

## 二、燃料油

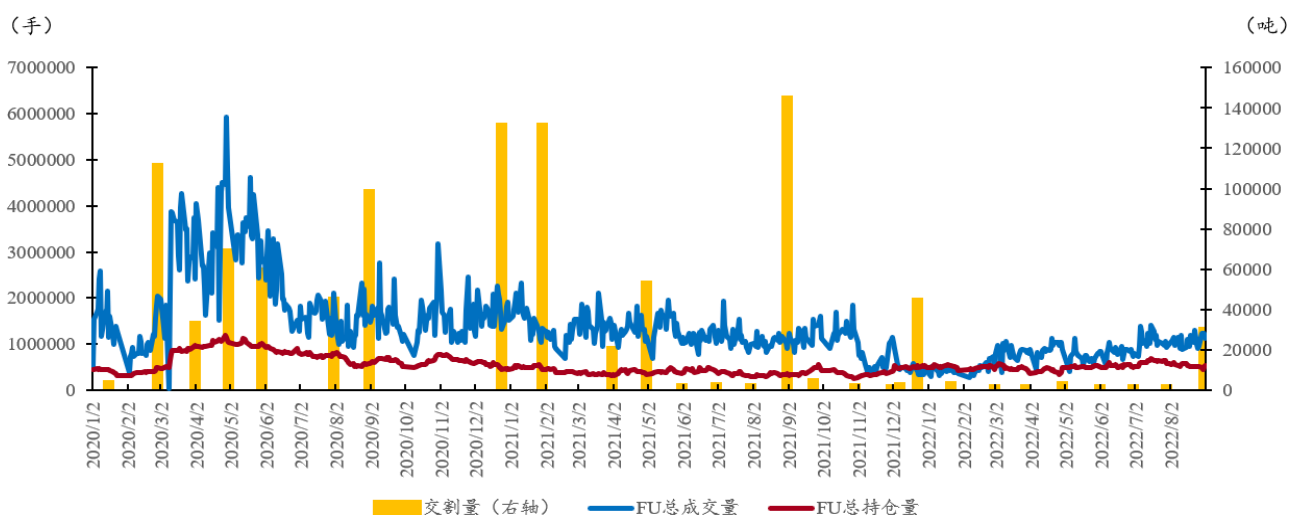
### 2.1 行情回顾·高低硫走势分化

8月高低硫燃料油价格整体宽幅波动，截至2022年10月28日，内盘高硫燃料油FU期货主力合约收报2673元/吨，当月累计跌幅1.98%，日均价格2715元/吨。内盘低硫燃料油LU期货主力合约收报4754元/吨，当月累计涨幅5.41%，日均价格4785元/吨。

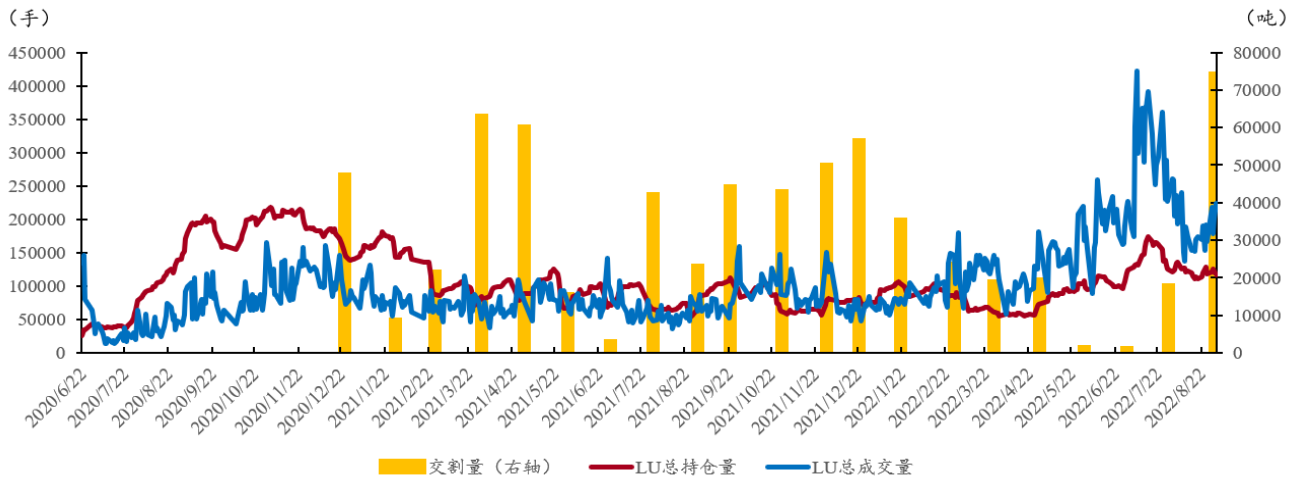
从运行情况来看，10月高硫燃料油FU期货主力合约成交量最高达92.92万手，日均成交量为69.93万手，环比下滑39.19%；10月FU主力合约持仓量最高达57.49万手，日均持仓量为50.90万手，环比增长18.57%；8月FU总沉淀资金日均约为17.33亿元，环比减少10.47%。交割方面，FU 2209交割量为28760吨。出入库方面，FU 10月无记录。

10月低硫燃料油LU期货主力合约成交量最高达16.77万手，日均成交量为12.30万手，环比增长42.41%；10月LU主力合约持仓量最高达7.83万手，日均持仓量为5.77万手，环比增长171.63%；8月LU总沉淀资金日均约为6.15亿元，环比减少22.00%。交割方面，LU 2209交割量为73330吨。出入库方面，10月10日LU中化兴中出库7000吨；20日LU中化兴中出库400吨。

图表 1:高硫燃料油FU 合约市场运行情况

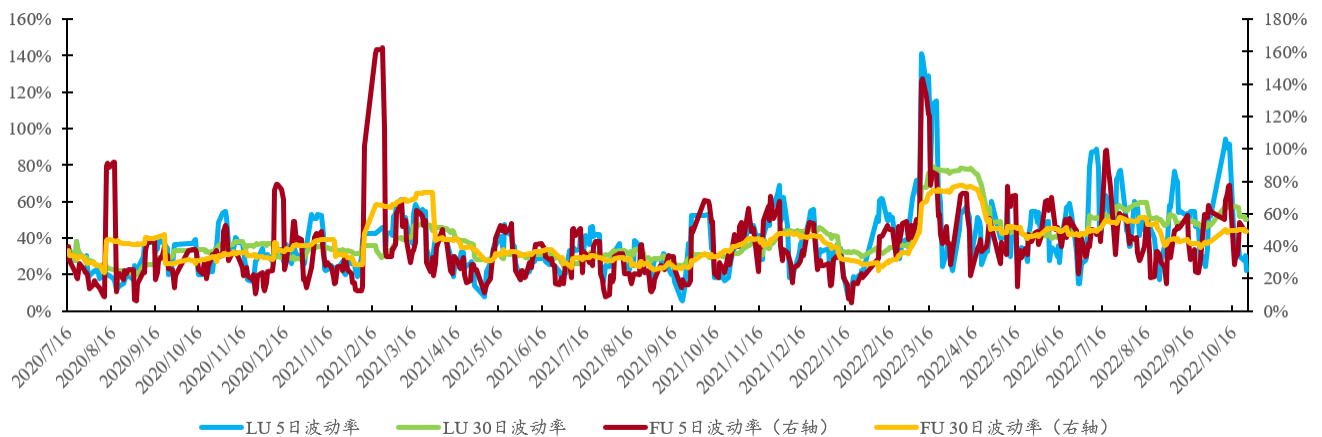


图表 2: 低硫燃料油 LU 合约市场运行情况



资料来源: Wind; 中银期货

图表 3: 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

## 2.2 国内低硫燃持稳偏紧

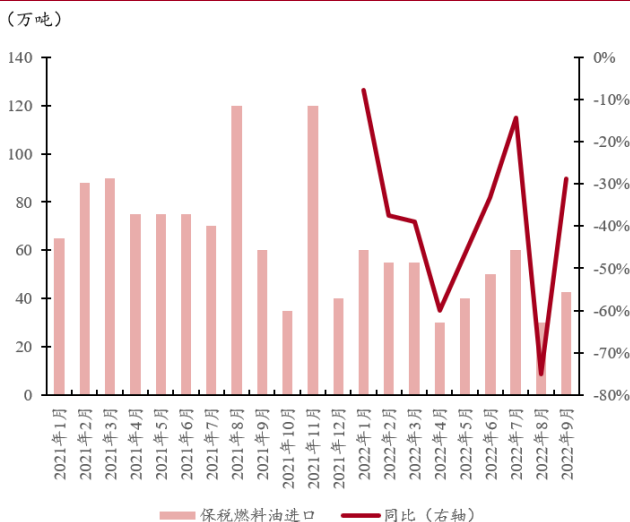
10月国内低硫燃料油市场供应整体偏紧,俄乌局势升级以来新加坡货源紧缺加之船燃价格高企等因素导致我国低硫燃进口量维持低位,1-9月份保税燃料油进口量约423万吨,同比下跌逾40%;其中9月保税船燃进口量为42.79万吨,同比下降25.94%。今年以来,为了弥补进口量下滑所带来的需求缺口,我国加大低硫燃出口配额下发量以抬高国内保税低硫燃产量。截至目前,我国低硫燃出口配额年内总量达1675万吨,与去年1139万吨配额总量相比大幅增

长 47%。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。

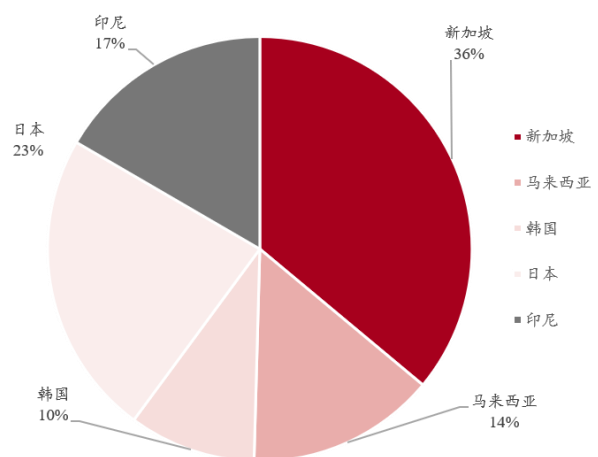
但由于部分炼厂的前三批次低硫燃出口配额使用殆尽，8-9 月我国低硫燃产量出现下滑，其中 8 月产量约 135 万吨，9 月产量约 125.1 万吨，导致国内供应有所趋紧。而随着商务部于 9 月接连下发 2022 年第四、五批低硫船燃出口配额共计 450 万吨，其中中石油 292 万吨、中石化 119 万吨、中海油 36 万吨、中化 1 万吨、浙石化 2 万吨，预计国内低硫燃供应紧缺情况将有所缓解，但与往年同期相比仍呈偏紧格局。内盘低硫燃料油 LU 主力-次主力月差维持 Backwardation 结构但较前期高位回调，10 月日均价差在 75.5 元/吨。

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。1-9 月保税船加油量为 1530 万吨，同比下降 1.70%，月均船加油量为 170 万吨，其中低硫燃料油占比约 87%，同比下滑约 1%；其中 9 月保税船加油量为 163 万吨，环比下滑 10.93%，或受当月低硫燃产量下滑的影响。从国内船加油企业市场份额角度来看，2022 年 1-9 月中石化浙江舟山占比约 45%，同比增长约 2%；中国船舶燃料占比约 36%，较去年同期下滑 5%。

图表 4：中国保税低硫燃进口量



图表 5：中国燃料油进口来源国

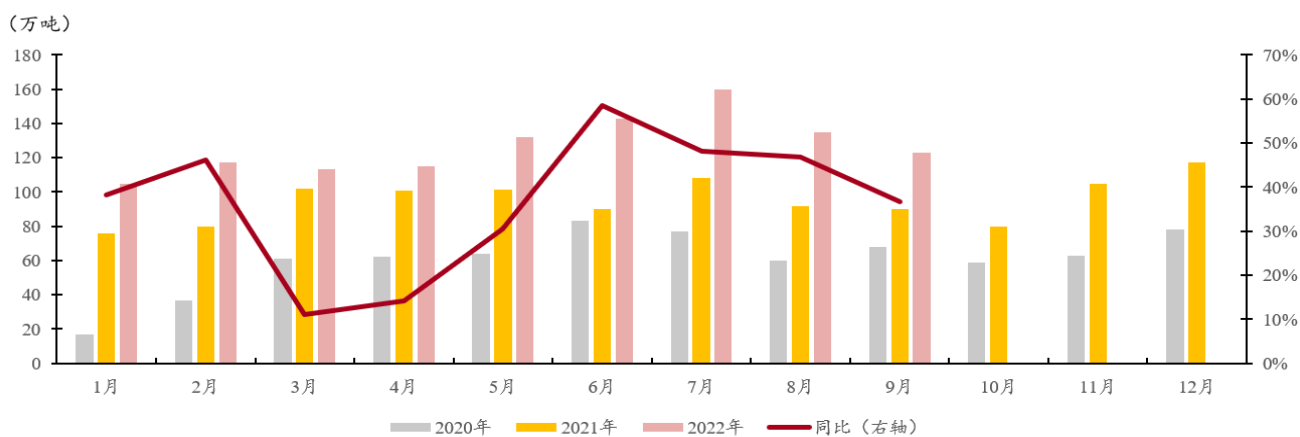


图表 6: 中国保税低硫燃出口配额

低硫燃出口企业	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第五批配额	2022配额总量
中石油	295	149	73	83	33	338	203	116	90	132	160	541
中石化	429	240	205	193	58	696	384	181	137	119	0	821
中海油	86	40	22	24	9	95	50	25	20	21	15	131
中化	90	32	0	0	-23	9	3	1	1	1	0	6
浙石化	100	39	0	0	-38	1	10	2	2	2	0	16
总计	1000	500	300	300	100 (-61)	1139	650	325	250	275	175	1675

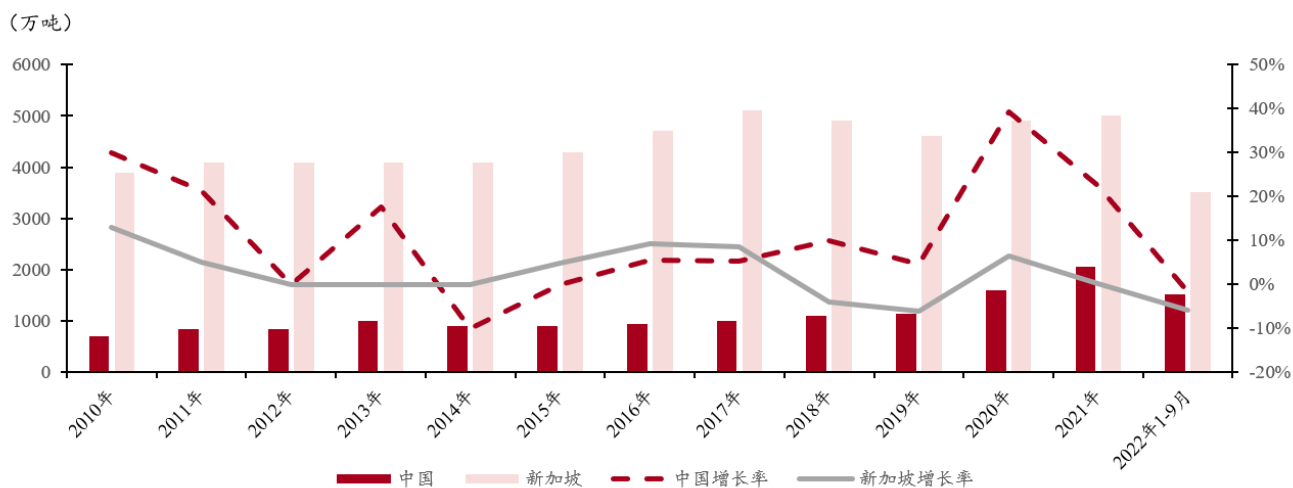
资料来源: 商务部; 中银期货

图表 7: 中国保税低硫燃产量



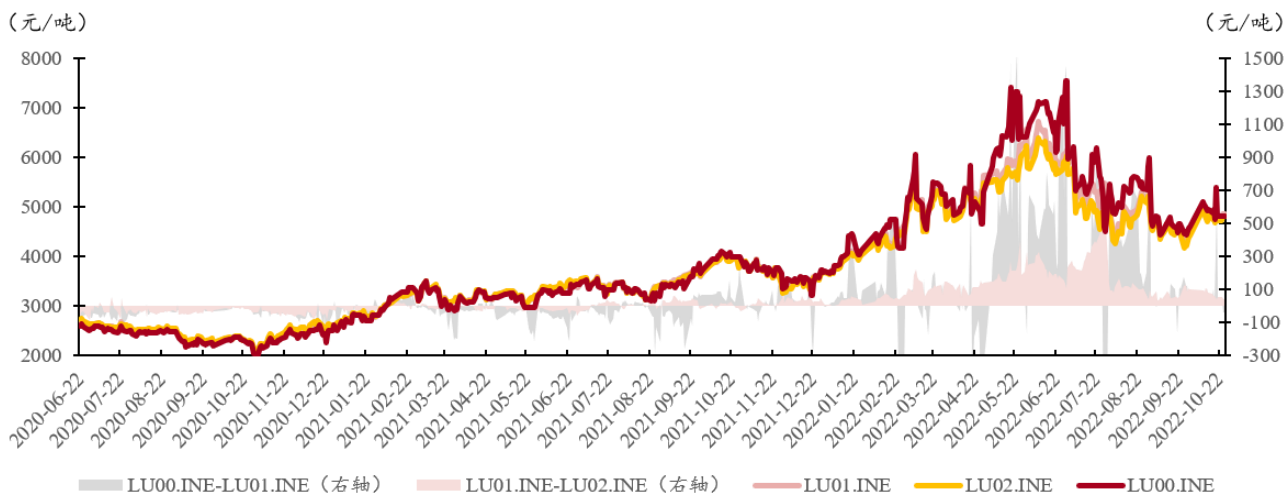
资料来源: 隆众资讯; 中银期货

图表 8: 中国保税船加油量



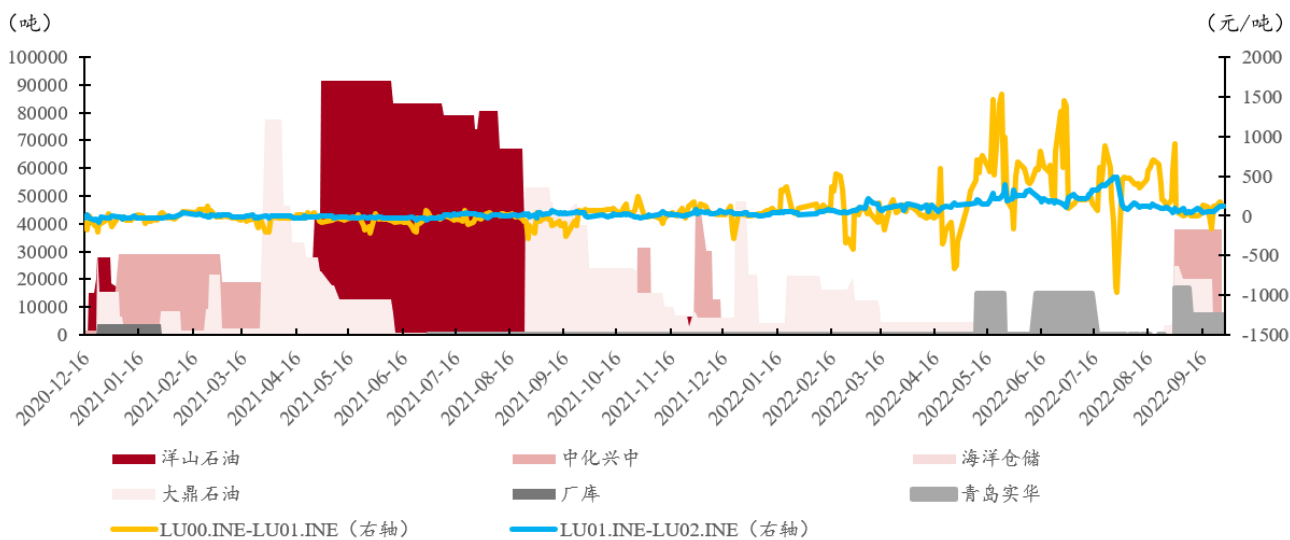
资料来源: 隆众资讯; 中银期货

图表 9：低硫燃 LU 近月月差



资料来源：Wind；中银期货

图表 10：国内 LU 仓单



资料来源：INE；中银期货



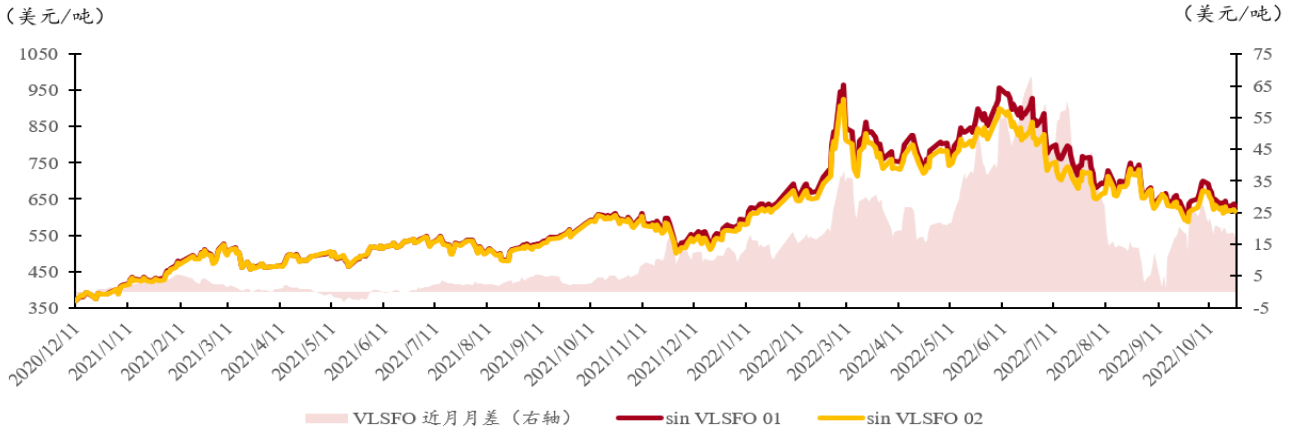
### 2.3 成品油出口配额加量下发

10月新加坡低硫燃料油市场整体平稳，供应紧缺情况虽较前期有所缓解，但与往年同期相比仍偏紧。从需求角度而言，据新加坡海事港务局(MPA)数据，2022年9月新加坡船用油销量为396.8万吨，虽环比下滑但略高于去年同期水平。考虑到年前采购需求的增长以及北亚冬季电力替代需求预期，预计四季度新加坡低硫燃需求将有所抬升。外盘低硫燃VLSFO近月月差Backwardation结构较为稳固，10月日均月差为20.8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，当月日均价差为12.02美元/吨。从库存水平来看，10月新加坡燃料油库存季度周均为2132万桶，今年以来新加坡燃料油库存周均2010万桶；2021年周均库存2250万桶；2020年周均库存2380万桶。

10月新加坡柴油价格整体偏强，或因欧洲地区冬季需求增长预期。当月新加坡柴油裂解价差SGO-Brent反弹至40美元/桶左右，低硫燃-柴油价差5GOSEP在-270至-320美元/吨区间。从供应角度来看，我国商务部于9月下旬下发2022年第五批成品油出口配额，共计1325万吨，其中中石油335万吨、中石化650万吨、中海油117万吨，中化114万吨，中航油2万吨、浙石化97万吨、中国兵器集团10万吨。由于第五批出口配额数量较大，考虑到目前的运营形势，四季度出口单位可根据国内外市场情况进行安排，未完成的数量或可延至明年一季度使用。目前2022年成品油出口配额总量达3725万吨，基本持平于去年3761万吨配额量。成品油出口配额的加量下发或有利于抬升我国主营炼厂开工率，从而对内盘SC构成一定利好作用。对于新加坡市场而言，中国柴油出口配额增加或在一定程度上缓解外盘供应紧缺情况从而施压柴油价格，但考虑到国内汽柴油保供需求，预计短期之内实际柴油出口量不会出现大幅增长，故对于新加坡柴油影响暂时有限。

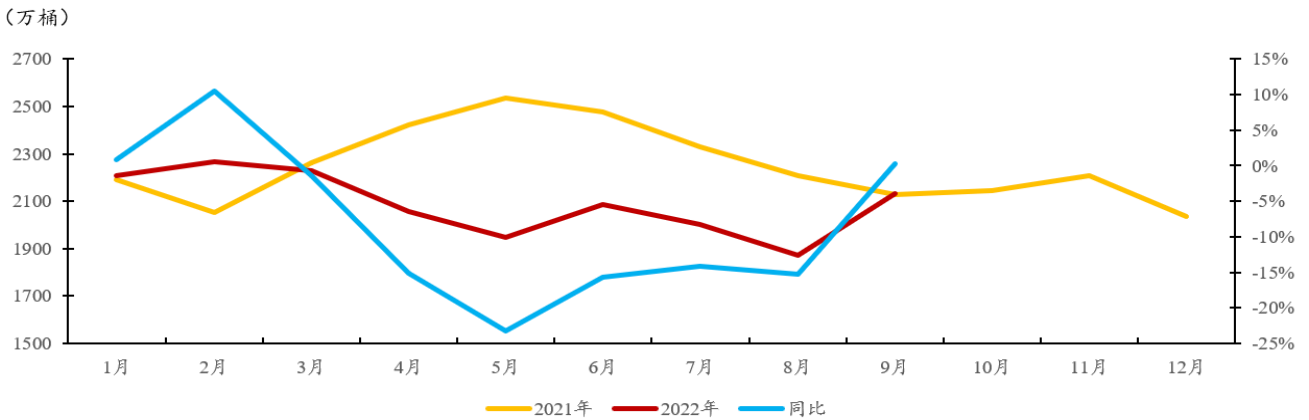
整体而言，10月国内低硫燃延续供需偏紧格局，而新加坡低硫燃市场相对持稳，内外盘价差维持内盘升水结构且相对平稳，LU-VLSFO 01-DEC当月日均在24.3美元/吨，套利空间尚未打开。

图表 11: 新加坡 VLSFO 低硫燃月差



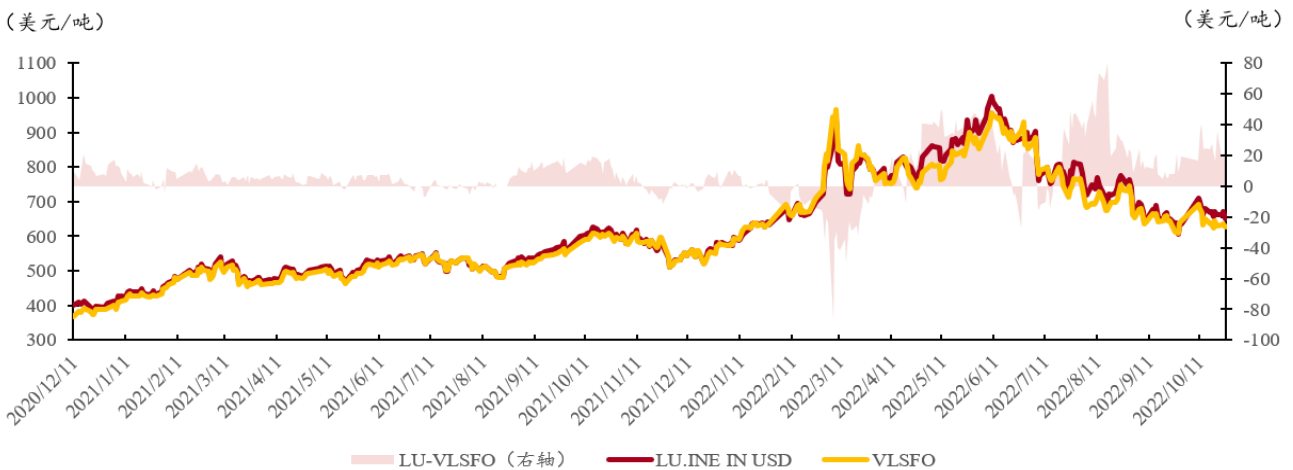
资料来源: 普氏; 中银期货

图表 12: 新加坡燃料油库存



资料来源: ESG; 中银期货

图表 13: 上海 LU-新加坡 VLSFO 内外盘价差



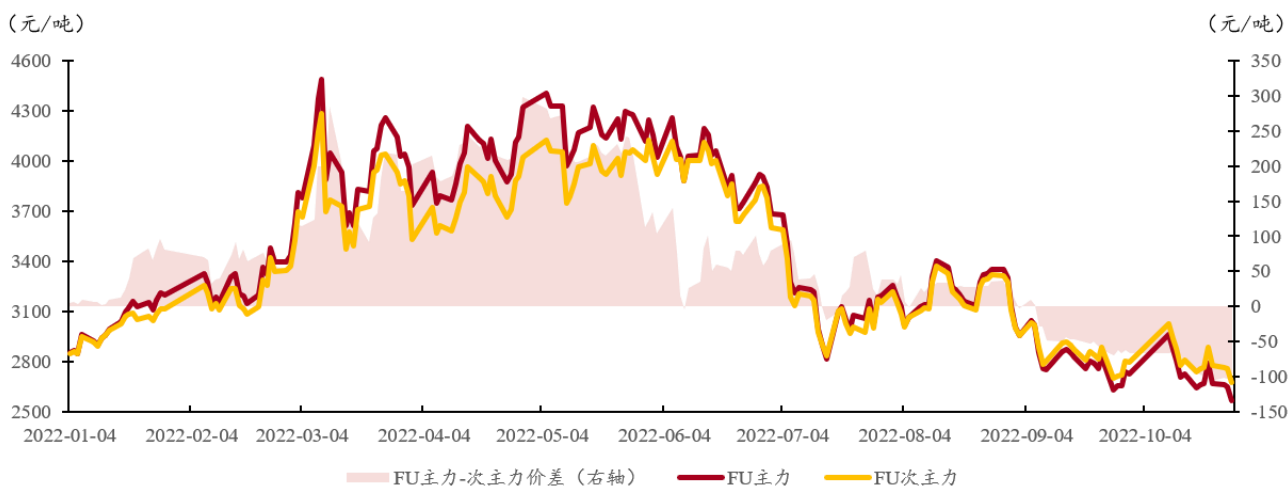
资料来源: 普氏; Wind; 中银期货

## 2.4 高硫燃延续偏弱格局

10月高硫燃料油延续供需双弱格局，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，其燃料油库存水平高于去年同期。截至10月10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1340.2万桶，环比增长6%，同比增长63.92%，至2021年6月份以来最高位。从需求侧来看，随着中东及南亚地区高温逐步消退，四季度高硫燃电力需求趋弱，预计近期高硫燃整体延续偏弱格局。

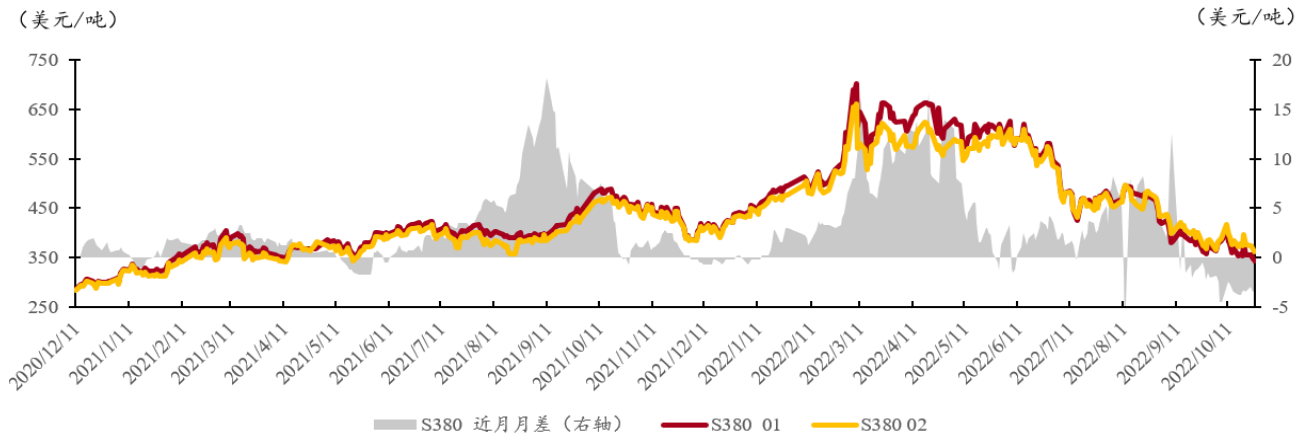
从月差结构而言，10月高硫燃料油内盘FU 1-5价差呈Contango结构，外盘S380近远月月差亦转为近月贴水结构，从基本面因素考量，预计四季度FU主力-次主力月差以偏弱走势为主。

图表 14：内盘FU高硫燃主力-次主力月差



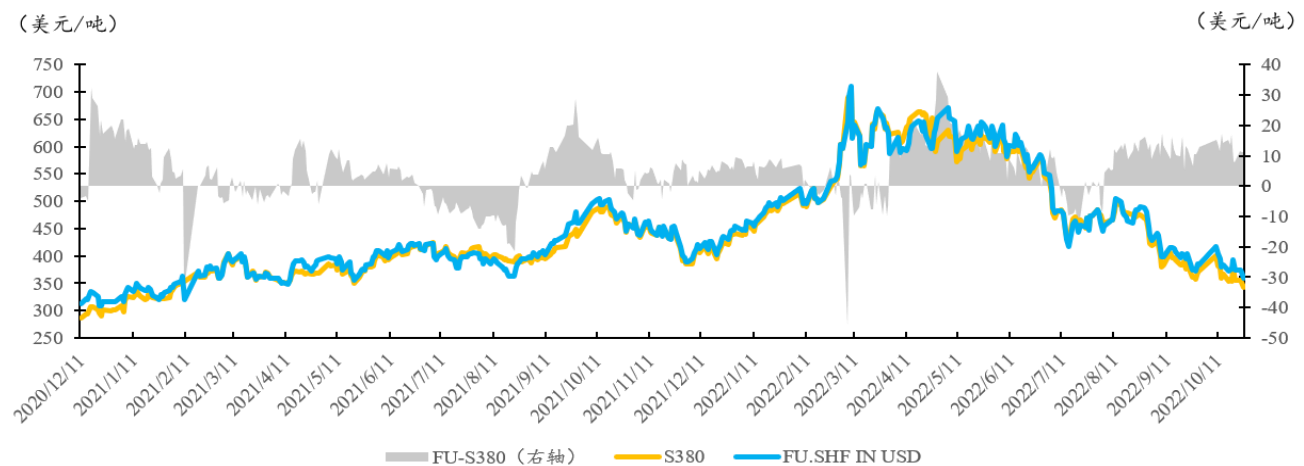
资料来源：Wind；中银期货

图表 15: 新加坡 S380 高硫燃月差



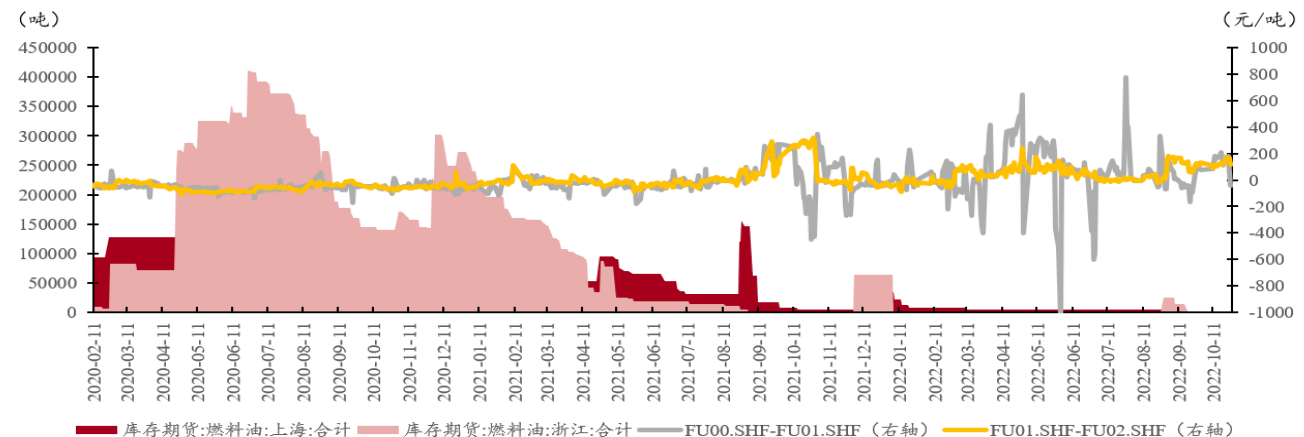
资料来源: 普氏; 中银期货

图表 16: 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 17: 国内 FU 仓单



资料来源: INE; 中银期货

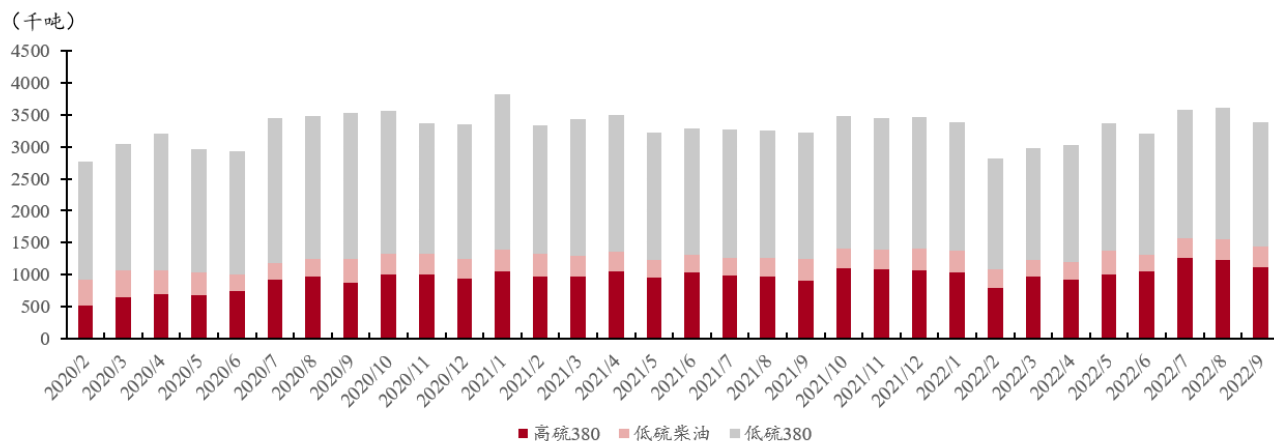
## 2.5 高低硫价差显著走阔

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/吨基础区间运行状态。

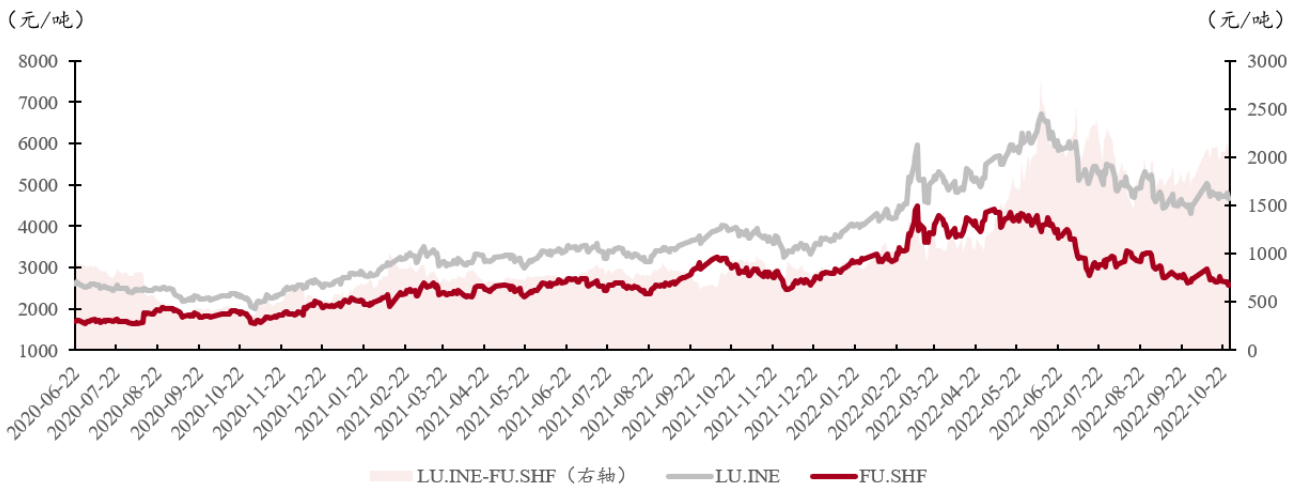
10 月高低硫价差显著走阔，内盘 LU-FU 01 价差自 9 月下旬 1700 元/吨走强至 2100 元/吨以上高位，外盘 Hi-5 DEC 走强至 280 美元/吨以上。一方面低硫燃走势整体持稳偏强，另一方面或因高硫燃需求季节性趋弱。考虑到高低硫燃料油供应强弱格局短期之内较难根本性扭转，且四季度二者需求表现预期分化，预计高低硫价差维持高位运行状态且走势偏强。

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 9 月新加坡高硫燃销量为 111.55 万吨,同比大幅增长 11.97%,占比处 28.11%高位;低硫燃销量为 247.36 万吨,同比下降 4.15%,占比为 62.34%。

图 18: 新加坡不同油品船加油量

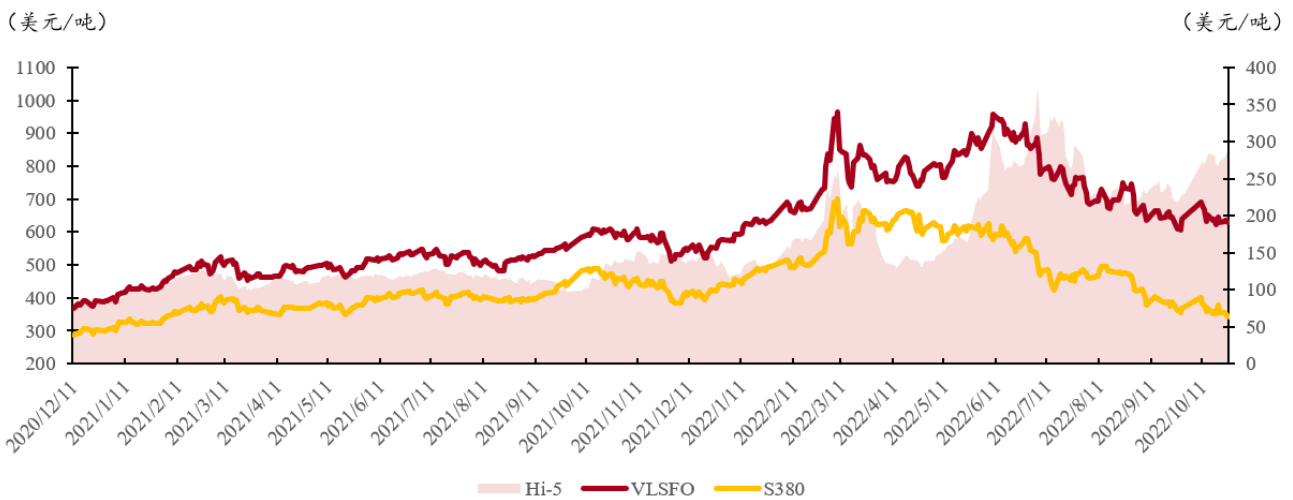


图表 19: 内盘 LU-FU 高低硫价差



资料来源: Wind; 中银期货

图表 20: 新加坡 Hi-5 DEC 高低硫价差



资料来源: 普氏; 中银期货

## 2.6 市场政策导向

### 2.6.1 华南中石油国际事业完成首单保税燃料油加注

华南中石油国际事业有限公司于今年 8 月 23 日获广州市商务局颁发国际航行船舶保税加油牌照, 9 月顺利完成首单保税燃料油加注, 标志着中石油开



拓中国华南保税燃料油市场的开端。据市场消息，中石油燃料油广州公司正积极筹备并推进保税燃料油工作，预计近期也将完成首单加注。二者预计调动中石油华南市场约 300 万吨/年的低硫燃料油资源，为国际航线船舶提供质高价优的船用燃料油。

## 2.7 后市展望

10 月燃料油绝对价格跟随成本端走势整体抬升，自身基本面格局均较为稳固，高低硫燃料油强弱差异显著。

低硫燃方面，我国船加油市场整体发展平稳，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、五批次出口配额的下发或短期支撑产量小幅回升，但难改整体供应偏紧格局，LU 主力-次主力月差预计以 Backwardation 结构为主。

从新加坡市场而言，新加坡低硫燃供应紧缺虽较前期明显缓解，但与往年同期相比整体供需结构仍偏紧，预计外盘 VLSFO 近月月差以 Backwardation 结构为主。一则，俄乌局势不排除再度升级可能，俄罗斯与西方之间将继续多维度博弈，且欧洲冬季柴油需求可能增长，或从替代供应角度收紧燃料油供应，西区套利船货流入量降低将导致新加坡地区低硫燃供应有所趋紧。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，成品油出口配额的加量下发或在一定程度上缓解外盘供应紧缺情况从而施压柴油价格，但考虑到国内汽柴油保供需求，预计短期之内实际柴油出口量不会出现大幅增长，故对于新加坡柴油影响暂时有限。从跨区价差来看，低硫燃内外盘价差 LU-VLSFO 目前呈内盘升水结构且较为平稳，预计短期之内持稳为主，但若我国柴油出口全面放开，不排除低硫燃内外盘价差走阔可能。

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



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