

## 油价上行趋势未改，高硫积弱难返



走势评级：原油:看涨/燃料油:震荡  
报告日期：2021年10月28日

### ★原油：供给弹性缺乏仍对油价构成支撑：

油价自8月下旬以来的上涨趋势在最近一周有所放缓，我们认为造成短期下跌的原因一方面是EIA库存数据不佳，另一方面与欧洲能源紧缺的担忧有所缓解有关。从替代需求角度来说，天然气价格维持高位可能使得工业领域的“气转油”增量需求持续。此外，主要经济体放松国际旅行政策落地有利于航煤消费的加速恢复，补齐疫情造成的需求缺口。下个月OPEC+会议结果仍然备受关注，近期主要成员国面对增加供给的诉求时均表现较为克制，今年以来油价的持续上涨并未刺激供给快速回升，一方面是OPEC+的有意限产，另一方面是对美国页岩油的资本支出不足。我们认为油价经过持续的上涨已经较为充分的计价未来能源紧缺的预期，短期市场情绪缓和以及获利了结的因素可能使得油价出现一定调整，但供给弹性的缺乏仍将油价形成较强的支撑，维持对油价震荡偏强的观点。

### ★高硫强势不再，低硫则相对稳定：

高低硫燃料油的首行价差则突破此前的震荡区间上沿至140美元/吨以上。这一轮高低硫价差大幅扩张的主要驱动在于高硫大幅转弱，而非低硫大幅走强，低硫的裂解价差只是稳中略升。船燃需求处于见顶回落过程中，作为全球第一大加注港新加坡3季度的船燃销量录得负增长，同比下降3.7%。需求不济，同时供应却在被动上升，主要受到汽油、柴油和航煤裂解利润回升，炼厂提升开工率所致。在此阶段，燃料油就是成品油的镜像，成品油利润越好，燃料油承受的供应压力就越大。我们预计4季度成品油的裂解价差将维持在相对高位，高低硫燃料油供应均有偏向宽松的压力，需求有季节性改善的动力，但是不可抱有太高的预期。因此，低硫裂解价差难以大幅走强，高低硫价差仍将更多受高硫估值驱动。

### ★风险提示：

页岩油大幅增产；伊核协议出现转机等。

金晓 首席分析师（能源化工）

从业资格号：F3005393

投资咨询号：Z0012069

Tel: 8621-63325888-2483

Email: xiao.jin@orientfutures.com

安紫薇 高级分析师（能源化工）

从业资格号：F3020291

投资咨询号：Z0013475

Tel: 8621-63325888-1593

Email: zimei.an@orientfutures.com

### 主力合约行情走势图（原油&燃料油）



### 相关报告

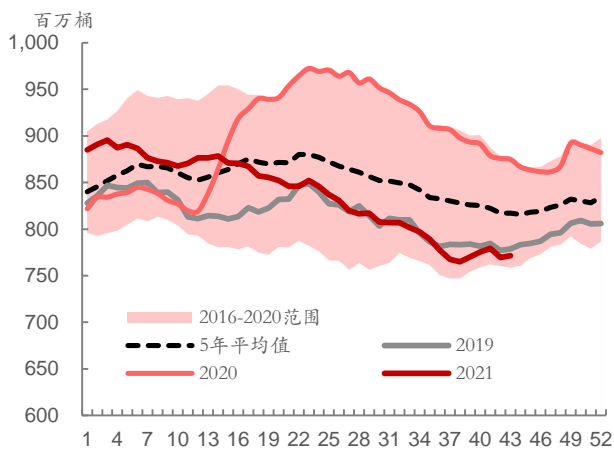
**重要事项：**本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。  
**有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。**

## 1、原油：供给弹性缺乏仍对油价构成支撑

油价最近一个交易日出现回调，自8月下旬以来的上涨趋势在最近一周有所放缓。我们认为造成短期下跌的原因一方面是EIA库存数据不佳，另一方面与欧洲能源紧缺的担忧有所缓解有关。EIA数据显示，10月22日当周商业原油库存增加超预期，汽油和精炼油库存小幅下降，造成原油与成品油库存分化的原因在于炼厂开工率维持偏低水平，另外由于BW价差收窄导致美国原油出口近期下滑，从而导致原油库存累积。从终端消费数据来看，美国原油产品消费量近期较9月的高点略有下降，低于2019年同期水平约2.5%。美国国内需求有季节性回落，但南美等地区疫情管控放松产生一定的成品油进口需求略有抵消，需求大体保持平稳。

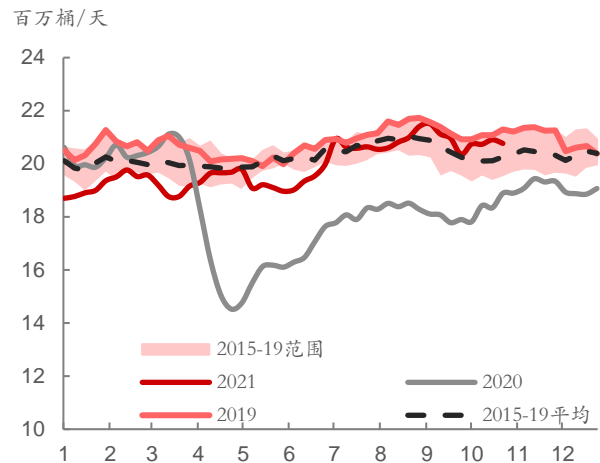
油价前期的上涨从需求角度受到的提振一方面来自于欧洲能源紧缺产生的“气转油”替代需求预期，另一方面来自于全球航煤需求进一步改善的预期。俄罗斯表示从11月初起对欧洲增加注气的消息伴随着天然气价格的回落一定程度上缓解了市场对于未来能源紧缺的担忧情绪。从替代需求角度来说，“气转油”在发电领域的替代规模相对有限，油电从过往来看并非全球主流的发电途径，全球仅有中东地区会较多的使用油电来弥补夏季用电高峰的电力缺口。8月以来部分工业用气的切换开始显现，对柴油、LPG等形成提振，各市场柴油裂解价差明显回升，天然气价格维持高位可能使得这部分增量需求持续。除替代需求外，主要经济体放松国际旅行政策落地有利于航煤消费的加速恢复，补齐疫情造成的需求缺口。美国总统拜登已签署命令，从11月8日起对大多数外国航空旅客实施新的疫苗要求，并解除对中国、印度和欧洲大部分地区的严格旅行限制。根据高频的全球航班数量测算，距离疫情前仍有约20%左右的缺口。

图表 1: EIA 美国商业原油及汽柴油库存



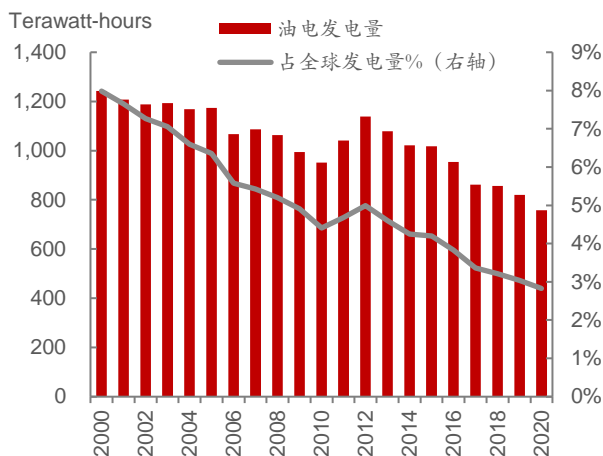
资料来源：EIA，东证衍生品研究院

图表 2: EIA 美国原油制品周度供应量



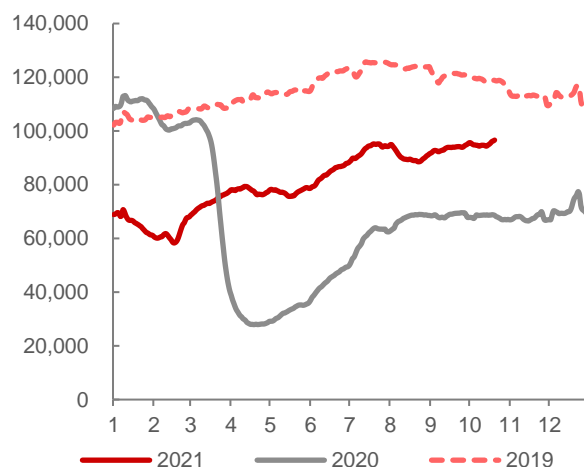
资料来源：EIA

图表 3: 全球油电发电量及占比



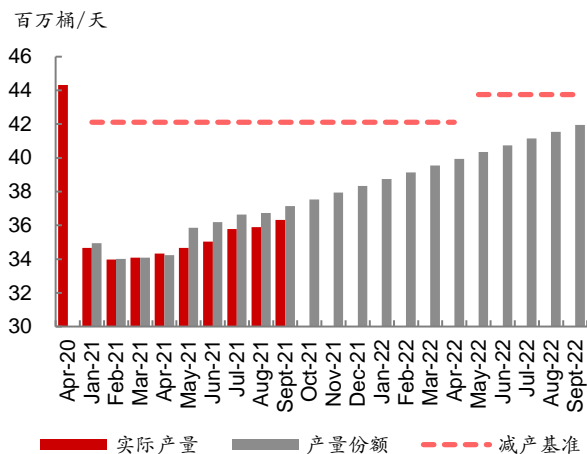
资料来源: BP, 东证衍生品研究院

图表 4: 全球商业航班数量



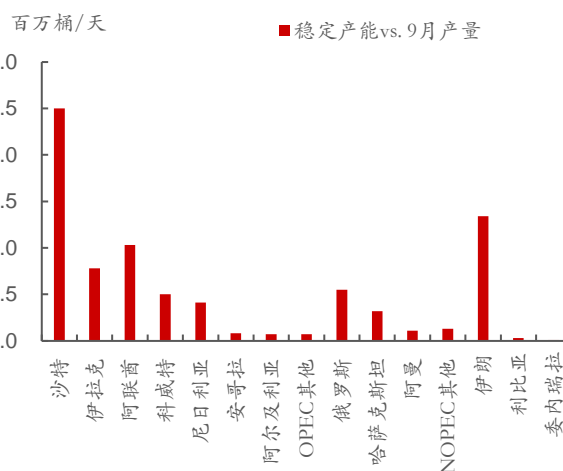
资料来源: Flightradar24

图表 5: OPEC+减产国实际产量 vs. 产量份额



资料来源: Refinitiv, 东证衍生品研究院

图表 6: OPEC+闲置产能规模



资料来源: IEA

我们认为仍对油价构成利多的一个核心因素在于供给弹性的缺乏, 市场等待 11 月 4 日 OPEC+会议结果落地。理论上原油市场目前仍然有闲置产能来满足需求增量, 这也是在此轮能源品价格上涨过程中, 油价涨幅远逊于其他产品的主要原因, 但闲置产能集中在 OPEC+手中, 因此 OPEC+接下来的增产节奏备受关注。不含伊朗产能在内, OPEC+约有 660 万桶/天的闲置产能规模, 部分国家长期资本支出不足可能使得实际能够释放的量小于这个数字。近期主要成员国面对增加供给的诉求时均表现较为克制, 俄罗斯能源部长表示希望 OPEC+在 11 月初的部长级会议上维持 40 万桶/天的增产幅度, 此前沙特能源部长表态当前全球能源危机并非由于原油短缺造成, 换言之增加原油供应不能解决目前的能源短缺。可能是出于中期度累库的担忧, OPEC+对于短期的供给紧张采取“按兵不动”的态度。今年以来油价的持续上涨并未刺激供给快速回升, 一方面是 OPEC+的有意限产, 另一方面是对美国页岩油的资本支出不足。

## 2、高硫强势不再，低硫则相对稳定

2021年10月28日，上海高硫燃料油期货主力合约一度跌停，高硫价格的下挫主要受到隔夜和今日亚洲盘交易时段国际油价大幅下跌的影响。高硫燃料油自身的基本面在9月中下旬就迎来了转折点。随着中东地区夏季用电高峰逐渐褪去，高硫的边际需求增量渐渐回落。截至10月28日，新加坡高硫180和380现货贴水分别由峰值水平的24.4和16.6美元/吨均滑落至0附近。此外，新加坡高硫180和380的首行月差均已经转成contango结构，以及新加坡高硫380的首行裂解价差也大幅下挫至-12.5美元/桶。高低硫燃料油的首行价差则突破此前的震荡区间上沿至140美元/吨以上。这一轮高低硫价差大幅扩张的主要驱动在于高硫大幅转弱，而非低硫大幅走强，低硫的裂解价差只是稳中略升。

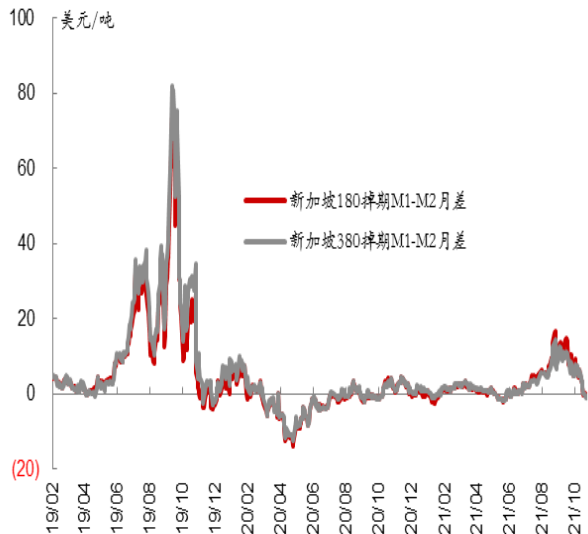
船燃需求处于见顶回落过程中，作为全球第一大加注港新加坡3季度的船燃销量录得负增长，同比下降3.7%。需求不济，同时供应却在被动上升，主要受到汽油、柴油和航煤裂解利润回升，炼厂提升开工率所致。在此阶段，燃料油就是成品油的镜像，成品油利润越好，燃料油承受的供应压力就越大。2021年1-3季度，俄罗斯燃料油出口量同比增加13%，较2019年同期也增长15%。欧洲和中东燃料油的供应也明显恢复。那么只要汽柴煤的利润仍维持在相对高位，那么燃料油依然将承受着供应端的边际压力。

图表7：高硫燃料油的现货升水



资料来源：Refinitiv

图表8：上海高硫燃料油首行月差



资料来源：Refinitiv

9月份以来，汽油、柴油和航煤呈现出同步复苏的节奏，而且裂解价差扩张的速度非常之快。裂解价差的上行既有需求回升的拉动，也有能源和原料成本上升的影响，包括电力和天然气价格飙升。根据IEA在最新一期OMR报告中的测算，当天然气价格处于30美元/MMBtu时，低硫和高硫原油的加工成本会分别增加3.5美元/桶和5.4美元/桶，这对于炼厂利润来说是很大一块的侵蚀，也会在一定程度上制约炼厂提升开工负荷。

那么接下来对于燃料油市场来说最为重要的无外乎是汽柴煤的高位裂解价差是否能够得到维持。尽管少数炼厂在新冠疫情中被迫关停，对于总量的影响并不是特别大，也就是说炼厂产能依然是足够的。炼厂有足够的产能应对需求的上升，意味着高位裂解利润往往难以持续，虽然不一定是很快就能下来。我们预计四季度成品油裂解价差仍维持在

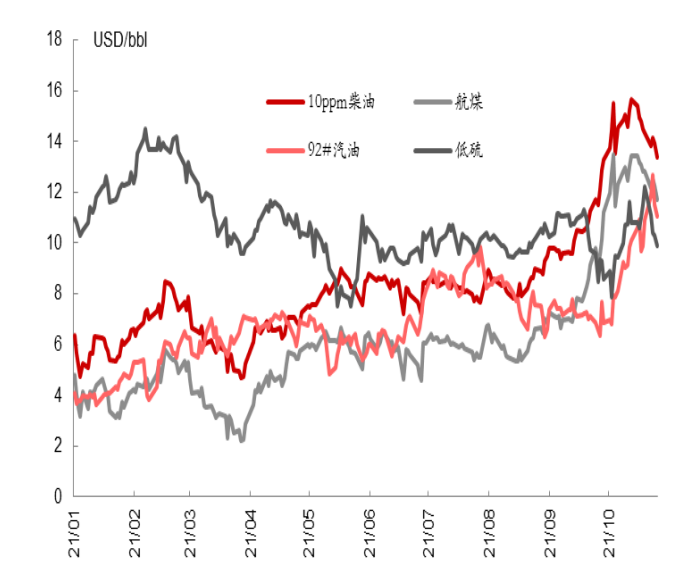
相对高位，因此燃料油的供应也将偏向宽松。四季度通常是船燃需求的旺季，因此需求有边际改善的动力，但是也不用指望会大幅走强。高硫市场的平衡需要给到负值足够深的裂解价差，炼厂增加高硫作为二次装置原料的需求。随着环保压力的增强，高硫燃料油作为原料受炼厂的青睐度预计将下降。

图表 9：新加坡高低硫燃料油首行价差



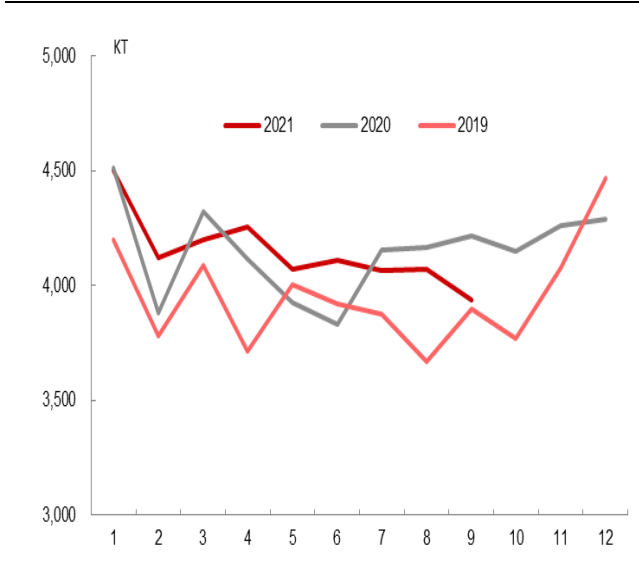
资料来源：Refinitiv

图表 10：新加坡成品油裂解价差首行



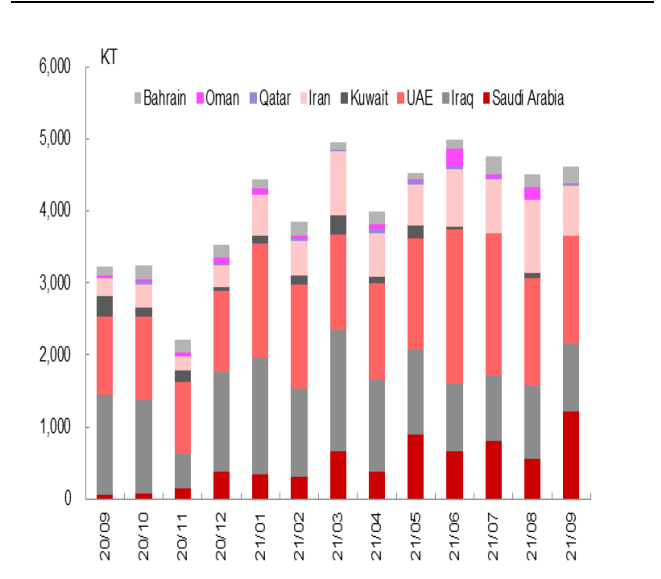
资料来源：Refinitiv

图表 11：新加坡船燃销量



资料来源：MPA

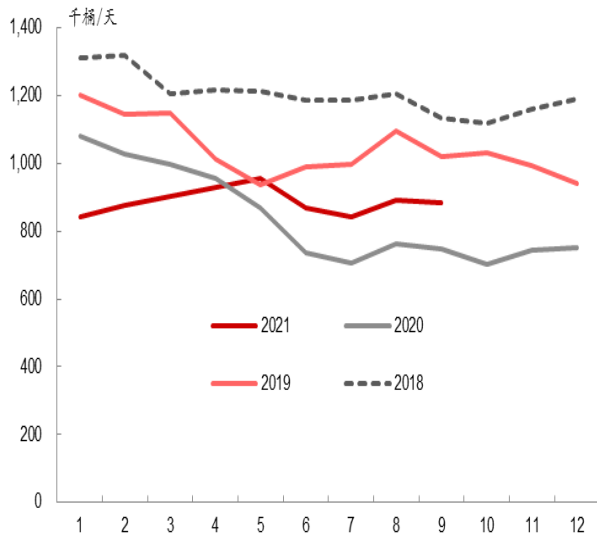
图表 12：中东燃料油供应量



资料来源：Refinitiv

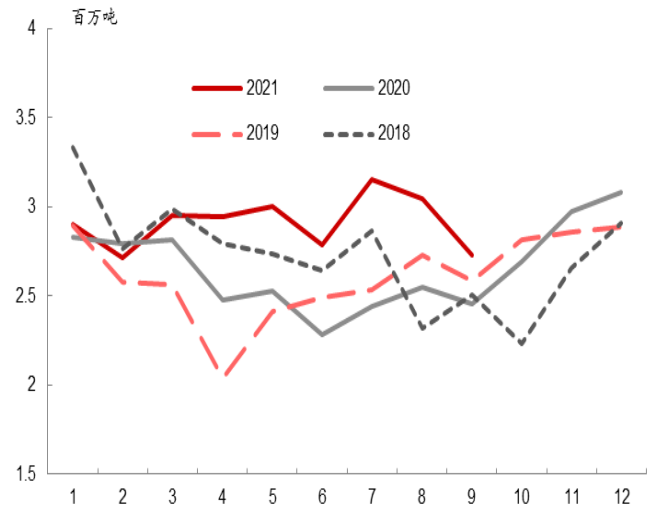


图表 13: 欧洲炼厂燃料油产量



资料来源: Refinitiv

图表 14: 俄罗斯燃料油出口量



资料来源: Refinitiv

### 3、投资建议

油价经过持续的上涨已经较为充分的计价未来能源紧缺的预期,短期市场情绪缓和以及获利了结的因素可能使得油价出现一定调整,但供给弹性的缺乏仍将对油价形成较强的支撑,我们维持对油价震荡偏强的观点。

在当前阶段,燃料油就是成品油的镜像,成品油利润越好,燃料油承受的供应压力就越大。我们预计4季度成品油的裂解价差将维持在相对高位,高低硫燃料油供应均有偏向宽松的压力,需求有季节性改善的动力,但是不可抱有太高的预期。因此,低硫裂解价差难以大幅走强,高低硫价差仍将更多受高硫估值驱动。

### 4、风险提示

页岩油大幅增产;伊核协议出现转机等。

**期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）**

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

**上海东证期货有限公司**

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 23 亿元人民币，员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。自 2008 年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术的两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

## 分析师承诺

### 金晓、安紫薇

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，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。本人不曾因，不因，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

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 22 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)