



## 光期研究：地缘助推之下，能源品种后市怎么走？

### 光大期货研究所

#### 能化研究团队

研究总监：钟美燕

品种：原油、甲醇

分析师：杜冰沁

品种：原油、天然气、  
燃料油、沥青、  
航运

分析师：邱艺琳

品种：天然橡胶、20 号  
胶、PTA、MEG

撰写人：杜冰沁

撰写日期：

2023 年 10 月 27 日

期市有风险

入市需谨慎

- ◆ 自 10 月 7 日开始至今，持续升级的巴以冲突引起了全球范围的高度关注，我们复盘了一下本轮巴以冲突期间与前几次地缘政治风险事件中能源品种的变化，这一轮巴以冲突暂时未蔓延到中东其他产油国，也尚未对原油供应产生实质性中断影响，但市场持续担忧局势进一步升级的可能性。
- ◆ 当前原油市场的关注点主要在于伊朗的表态、委内瑞拉制裁放松，以及 OPEC 主要产油国的政策变化。对于今年剩余时间而言，地缘冲突的变化仍然是影响短期原油波动的最主要因素。如果巴以冲突没有进一步激化，油价的地缘风险溢价或将逐步回落，但在供需端的支撑之下大幅下行空间也较为有限，整体维持高位震荡的走势，预计价格重心或较三季度有所下滑。
- ◆ 以色列天然气出口主要至埃及和约旦，如果因巴以冲突导致以色列国内自身三大气田关闭，对于埃及影响较大。而埃及的 LNG 出口主要供应至欧洲，因此以色列天然气出口中断也会间接影响到欧洲天然气供应。从当下的欧洲天然气价格来看，供应脆弱和需求旺季是市场关注的两大主题。预计三季度 TTF 价格已基本筑底完成，四季度价格重心或将上移。
- ◆ 当前的地缘纷争本身对燃料油的基本面并没有显著影响，主要影响还是来自于原油的传导。我们认为短期 LU-FU 价差暂时维持偏强，但进一步上行空间有限，或将出现拐点，可适当考虑择机介入 LU-FU 空头。需要注意的是美国对委内瑞拉放松制裁而带来的潜在影响，委内瑞拉对美国重油供应增加可能会分流一部分对于高硫燃料油的进料需求。

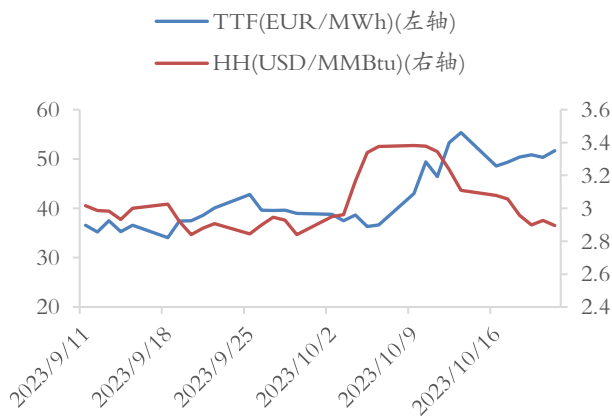
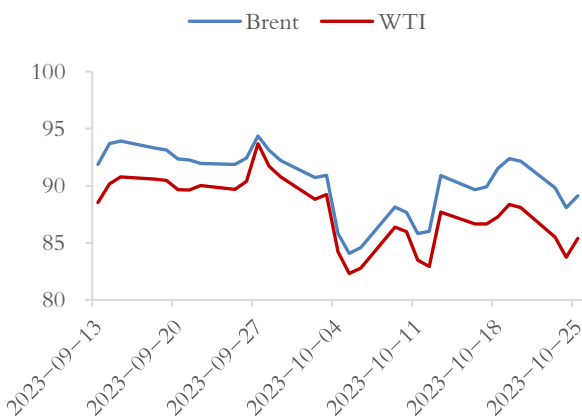
## 光期研究：地缘助推之下，能源品种后市怎么走？

10月以来，巴勒斯坦和以色列爆发新一轮军事冲突，中东地缘局势不断升级，推升包括油气在内的大多数能源品种波动加剧，本文探讨了在当前地缘政治风险助推之下对内、外盘一些主要能源品种的后市思考。

### 1、巴以冲突骤然升级，对能源市场的影响情绪大于实质

自10月7日开始至今，持续升级的巴以冲突引起了全球范围的高度关注，从原油市场来看，“十一”长假期间，已升至年内高位的国际油价遭遇大幅回调，但地缘风险溢价支撑油价企稳反弹，Brent和WTI区间最高涨幅分别超过9%和7%，波动率也大幅抬升；天然气市场反应更为明显，尤其是欧洲TTF价格区间最高涨幅超50%，美国HH气价区间最高涨幅也接近20%，均达到今年二季度以来的高位；而内盘能化品种之中距离原油最为接近的高、低硫燃料油和沥青也在节后补跌之后出现了不同程度的回升，但幅度均不及原油。

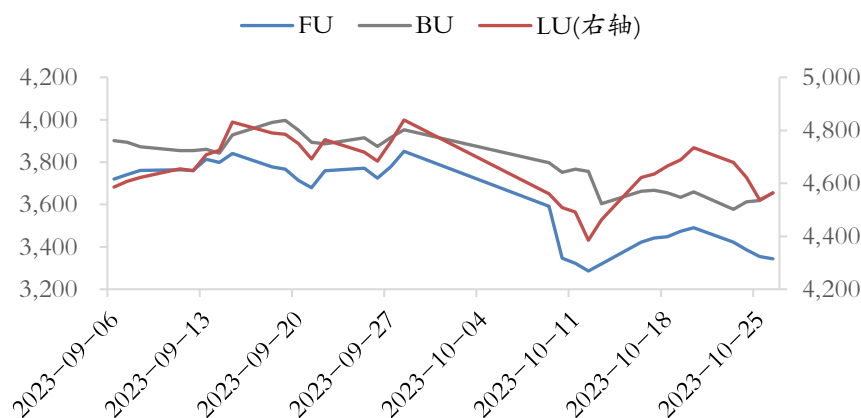
图表 1：近一月 Brent 和 WTI 走势（美元/桶）      图表 2：近一月 TTF 和 HH 走势



资料来源：Wind、光大期货研究所

资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 3：近一月 FU、LU 和 BU 走势（单位：元/吨）

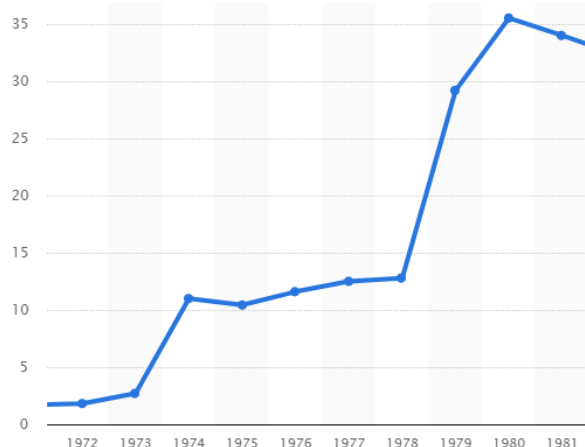


资料来源：Wind、光大期货研究所

我们复盘了一下本轮巴以冲突期间与前几次地缘政治风险事件中能源品种的变化，首先对于原油而言，这一次的巴以冲突让人最先回想到的无异于上个世纪 70 年代的第四次中东战争。1973 年，埃及和利比亚进攻以色列，开启第四次中东战争。为了抗议美国对以色列的支持，阿联酋宣布对美国禁运并减产 12%，其他阿拉伯 OPEC 国家也纷纷宣布对美国禁运并持续减产。禁运一直持续到 1974 年 3 月，OPEC 通过对西方进行“石油禁运”、投放大量廉价石油逼迫高成本产油国削减产量等措施造成石油短缺，造成第一次石油危机的爆发。在此期间，OPEC 日均产量由 3078 万桶下降至 2145 万桶，降幅达 30%；油价也从 2 美元/桶上涨至 12 美元/桶，上涨近 5 倍。

这一轮巴以冲突暂时未蔓延到中东其他产油国，尽管近日消息显示伊朗外长呼吁对以色列实施“石油禁运”，但 OPEC+ 没有计划召开特别会议和立即采取行动，并且美国等对于中东石油出口的依赖度也比之前大大下降，因此目前来看本轮巴以冲突再度引发新一轮中东国家“石油禁运”进而导致“石油危机”的可能性或相对偏低，国际原油价格的波动并不及上个世纪 70 年代的地缘冲突时期剧烈。

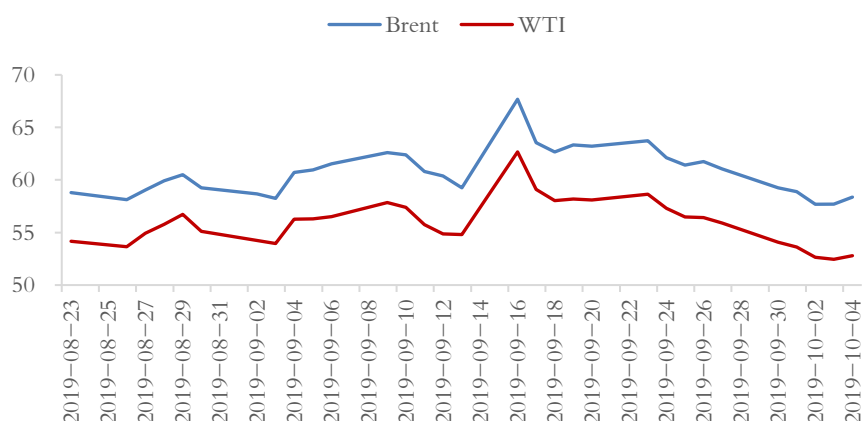
图表 4：两次石油危机期间石油价格波动（1972 年-1981 年）（单位：美元/桶）



资料来源：Statista、光大期货研究所

而 2019 年 9 月，沙特阿美石油公司旗下的两个石油设施 Abqaiq 和 Khurais 遭到无人机攻击，引发火灾，导致该公司削减约 570 万桶/日的产量，占沙特当时产量水平的一半，同时也占到全球供应量的 5%，对全球原油市场供应产生了实质性的扰动，国际油价大幅拉升，Brent 开盘一度上涨 19%，创下 1991 年至当时的最大日涨幅。但可以看到，这种涨势仅仅持续了一天，在随后几天国际油价逐步回落，在 9 月底基本回到事件发生前的水平。

图表 5：2019 年 9 月沙特石油设施遇袭期间 Brent 和 WTI 走势（单位：美元/桶）

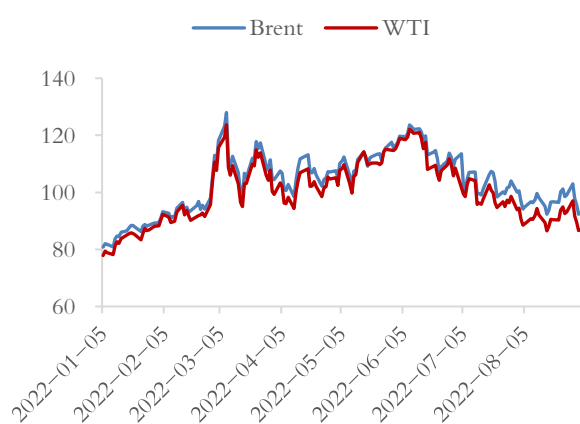


资料来源：Wind、光大期货研究所

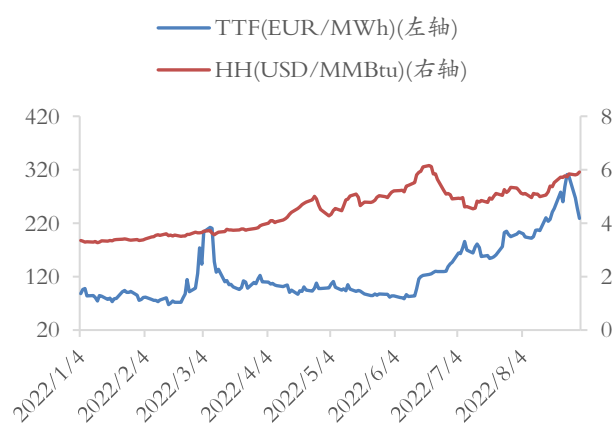
本次巴以冲突对原油的短期冲击尽管没有 2019 年沙特石油设施遇袭期间幅度大，但是目前来看持续时间显然要比当时久。回望 2019 年，虽然当时中东地缘局势持续紧张，但是沙特受损油田生产恢复速度整体快于预期，基本在当年 9 月底前就完全恢复了产量，同时沙特动用了国内战略储备和降低炼厂负荷等方式保障了石油出口，因此对于原油市场供应的扰动很快得到了解决。而这一次的地缘冲突虽然暂时还未对原油供应产生实质性中断影响，但市场持续担忧局势进一步升级的可能性，因此对油价的影响也并非脉冲式。这也反映了在去年的俄乌战争爆发之后，原油对于地缘政治风险的敏感度在不断上升。

2022 年的俄乌冲突使得上游能源产品在去年上半年出现大涨，全年波动率显著提升。一方面由于俄罗斯是全球重要的传统油气生产和出口国，冲突爆发前俄罗斯的原油产量占全球原油供应的 11% 左右；并且此前欧洲对于俄罗斯天然气依赖程度极高，过去几年间欧洲天然气进口量中约有 40% 来自俄罗斯。另一方面，更为重要的是，这一冲突的爆发并延续至今使得全球地缘局势、大国关系以及供应链和贸易流向发生了深刻的变化。

**图表 6：2022 年 1-8 月 Brent 和 WTI 走势（美元/桶）** **图表 7：2022 年 1-8 月 TTF 和 HH 走势**

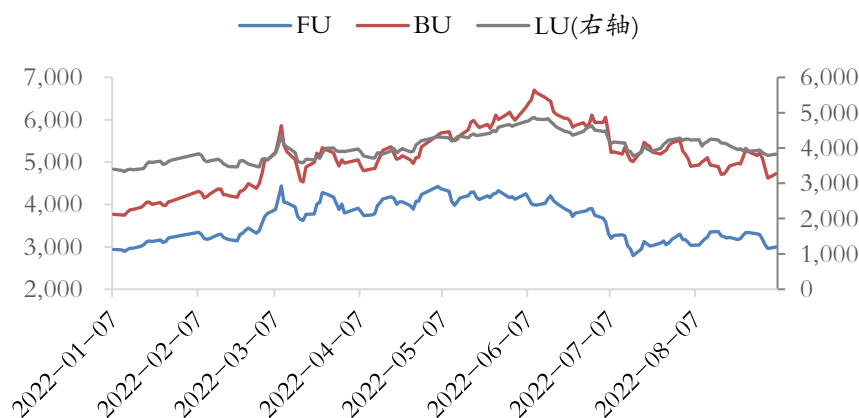


资料来源：Wind、光大期货研究所



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 8：2022 年 1-8 月 FU、LU 和 BU 走势（单位：元/吨）



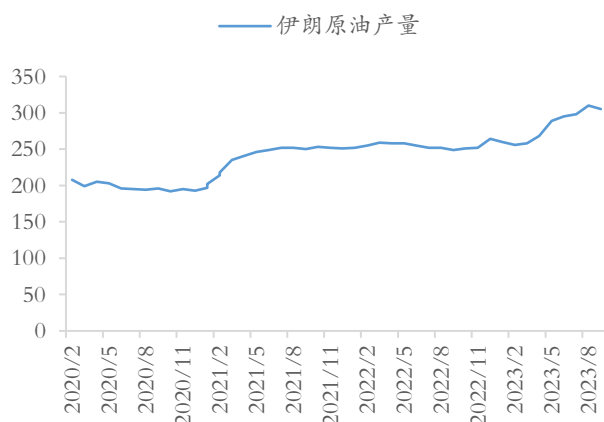
资料来源：Wind、光大期货研究所

## 2、地缘冲突助推之下，能源品种后市怎么走？

### （1）原油

我们前面提到，本次地缘冲突并未导致原油供应产生实质性中断，这主要是由于巴勒斯坦和以色列均位于中东，但并不是主要的产油国。此前市场的关注点主要在于伊朗，以色列的主要原油供应是通过土耳其杰伊汉港口运输的伊拉克和阿塞拜疆原油，伊朗并不是其主要来源国。但伊朗对以色列持续鹰派的态度或使得市场担忧巴以冲突局势升级的可能性，今年以来伊朗原油出口已经出现持续回升，目前出口水平接近 150 万桶/日，或显示美国对伊朗的制裁出现了一定程度的放松，如果伊朗被卷入冲突，那么美国对于伊朗的石油制裁政策或发生变化；更为重要的是，伊朗控制的霍尔木兹海峡是全球原油重要运输通道，沙特、阿联酋、伊朗和伊拉克等中东产油国的原油出口均依赖霍尔木兹海峡，如若伊朗对霍尔木兹海峡进行封锁，则将对于全球石油供应产生极大扰动。

图表 9：伊朗原油产量（单位：万桶/日）



图表 10：伊朗原油出口（单位：万桶/日）

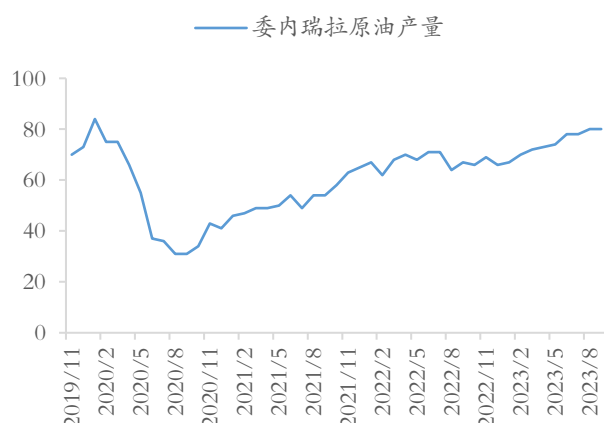


资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

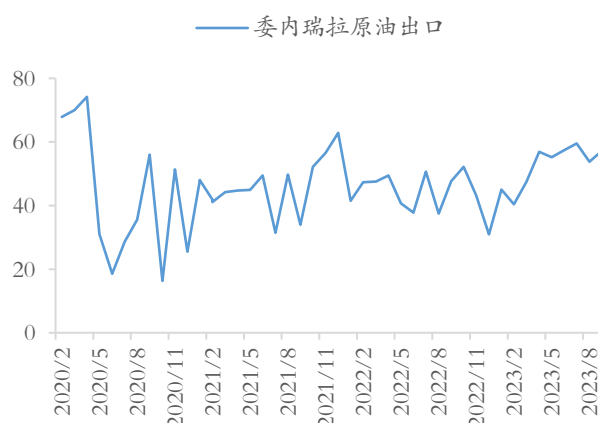
资料来源 Bloomberg、光大期货研究所

但从最新消息来看，哈马斯释放两名以色列人质之后，各方外交努力使得巴以冲突存在缓和的可能性，市场对于供应受到扰动的担忧有所放缓。市场关注的另一焦点在于委内瑞拉，美国已经开始放松对委内瑞拉石油、天然气和黄金生产的部分制裁，尽管短期委内瑞拉受限于技术等原因产量迅速恢复能力有限，但中长期来看其产量出口将逐渐增加，这也从侧面反映了美国在自身库存低位的背景之下，对于当前油价上涨对其国内通胀再度带来压力的担忧。

图表 11：委内瑞拉原油产量（单位：万桶/日）



图表 12：委内瑞拉原油出口（万桶/日）



资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

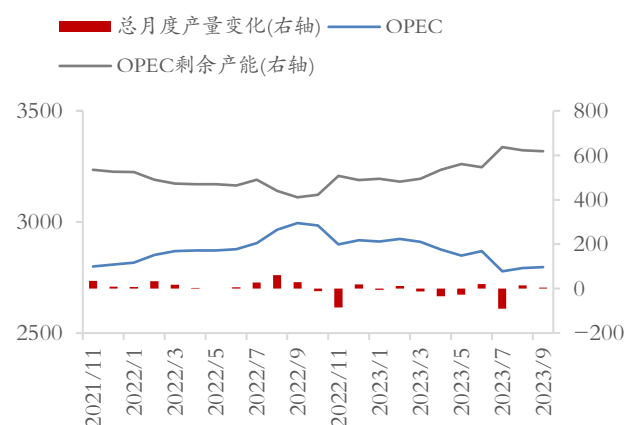
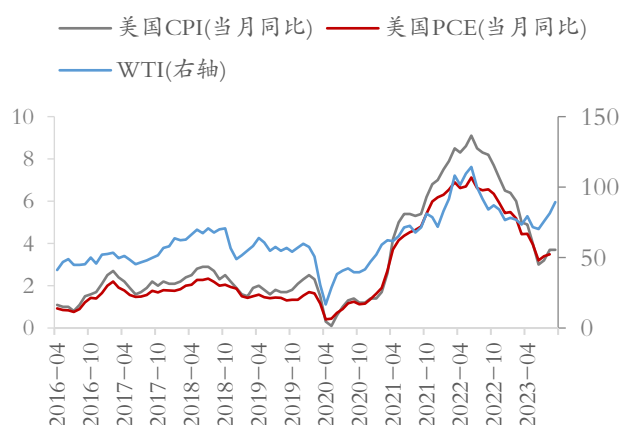
资料来源 Bloomberg、光大期货研究所



对于今年剩余时间而言，地缘冲突的变化仍然是影响短期原油波动的最主要因素，自今年 5 月以来全球原油供应端持续收紧，最新数据显示 8 月沙特原油出口量降至 558 万桶/日，环比减少 42.8 万桶，达到 28 个月来的最低水平，预计四季度全球原油市场供应将维持偏紧的状态。不过需要注意的是，在主动减产之下，沙特等 OPEC 成员国目前拥有较高的闲置产能，如果原油供应出现中断风险，不排除沙特重新提高产量以平衡全球石油供需的可能性。

图表 13：油价与美国通胀水平（美元/桶，%）

图表 14：OPEC 产量及剩余产能（万桶/日）



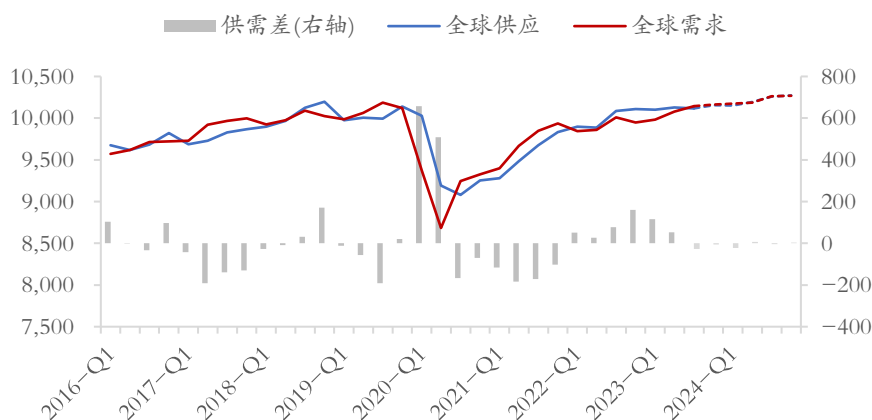
资料来源：Wind、光大期货研究所

资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

同时四季度即将迎来柴油和取暖油消费旺季，EIA 最新月报显示预计今年四季度全球石油将去库 5.75 万桶/日，尽管缺口小于三季度的 26.83 万桶/日，但整体仍呈现供需紧平衡的格局，我们预计在随后的时间，如果巴以冲突没有进一步激化，油价的地缘风险溢价或将逐步回落，但在供需端的支撑之下大幅下行空间也较为有限，整体维持高位震荡的走势，预计价格重心或较三季度有所下滑。



图表 15：全球液体供需平衡情况（单位：万桶/日）



资料来源：EIA、光大期货研究所

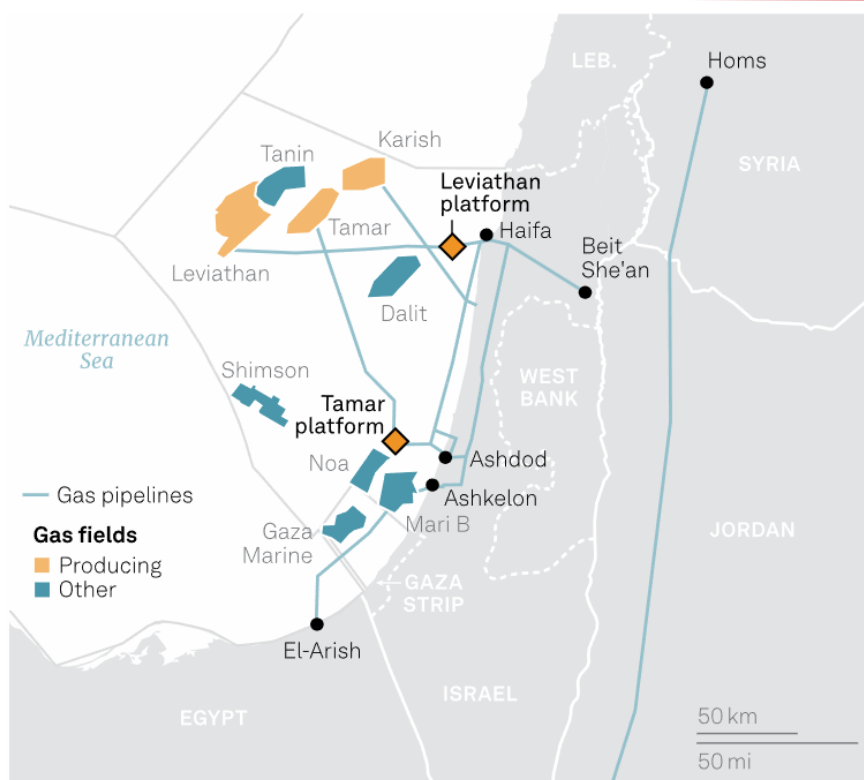
## （2）天然气

巴以冲突爆发之后，在以色列能源部的紧急指示下，Tamar 气田的运营商雪佛龙关闭了该平台的天然气生产。以色列是东地中海地区仅次于埃及的第二大天然气生产国，目前最主要的三大气田分别为 Tamar、Leviathan 和 Karish 气田，前两大气田由雪佛龙公司控股。以色列能源部数据显示，2023 年上半年，以色列天然气产量总计 123 亿方，有望在今年创下产量纪录；其中 Leviathan 气田上半年产量为 544 亿方，同期 Tamar 气田产量为 491 亿方，Karish 气田产量为 197 亿方。Karish 气田是以色列最新开始生产的气田，于去年 10 月启动，而 Leviathan 气田于 2019 年开始生产，Tamar 气田于 2013 年开始生产。

以色列天然气出口主要至埃及和约旦，2022 年以色列对埃及和约旦的出口量同比增长 29%，至 92 亿方，占到国内全年总产量的 42%。如果因巴以冲突导致以色列国内自身三大气田关闭，对于埃及影响较大。而埃及的 LNG 出口主要供应至欧洲，占欧洲 LNG 总供应量的 7.9%，因此以色列

列天然气出口中断也会间接影响到欧洲天然气供应。

图表 16：以色列气田和天然气管道分布

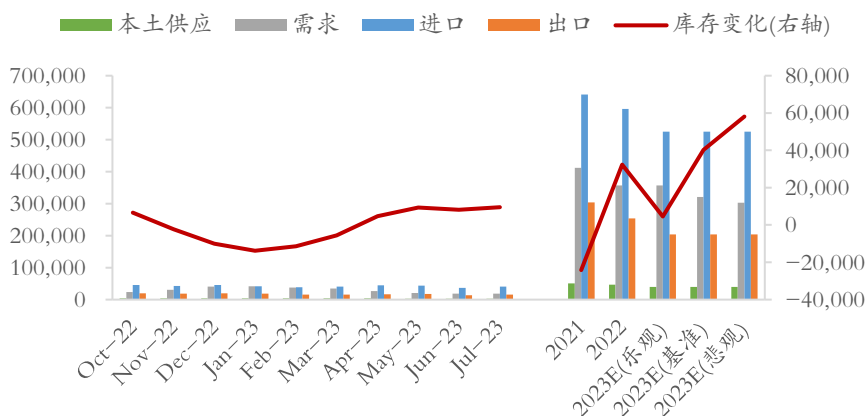


资料来源：S&P Global Commodity Insights、光大期货研究所

从当下的欧洲天然气价格来看，供应脆弱和需求旺季是市场关注的两大主题，今年8月以来澳大利亚 LNG 装置工人罢工已经对市场情绪产生了一定冲击，叠加挪威气田意外检修和荷兰格列宁根气田关闭等事件使得欧洲本土供应维持低位，巴以冲突之下，市场对于欧洲天然气供应脆弱性的担忧更进一步。进入四季度天然气的传统旺季，需求环比抬升是确定性事件，虽然据气候预测显示今年在厄尔尼诺影响之下部分地区暖冬可能性较大，但天气仍然是最大变量。从欧洲天然气市场结构来看，整体呈现较深的 Contango 结构，市场对于冬季预期较为乐观，我们认为三季度 TTF 价格已基本筑底完成，四季度价格重心或将上移，并且受地缘事件引发的供应扰动给价格

带来的波动也会放大。

图表 17：欧盟 27 国天然气供需平衡表预测（单位：百万立方米）



资料来源：Eurostat、光大期货研究所

### （3）燃料油

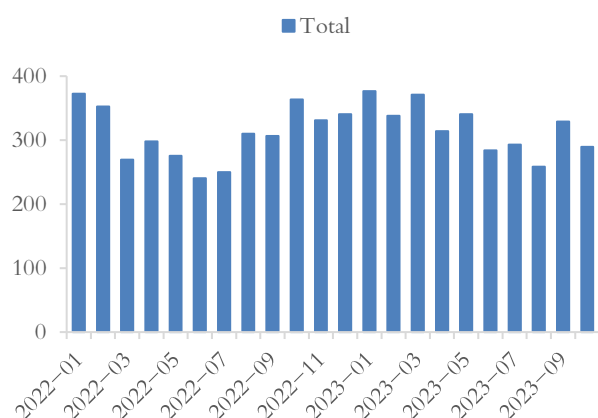
当前的地缘纷争本身对燃料油的基本面并没有显著影响，主要影响还是来自于原油的传导。因此近期燃料油的波动也不及俄乌冲突期间剧烈（俄罗斯也是高硫燃料油的主要供应国家）。这里可以看到的是，俄乌冲突爆发之后，俄罗斯燃料油的贸易流向发生改变，出口目的地从美国和欧洲转移到了亚洲，成为了亚洲燃料油供应需要关注的一个重要因素。

9 月开始俄罗斯对亚洲高硫发货量大幅回升，数据显示 9 月俄罗斯对新加坡的高硫出口量环比增长 60 万吨至 240 万吨左右。随着检修结束，俄罗斯燃料油发货量还有一定的上升预期。而随着中东夏季发电需求高峰的结束，沙特等国家运往亚洲的高硫货物也逐渐增加，船期数据显示 10 月中东高硫燃料油的发货量环比 9 月已经出现明显提升。

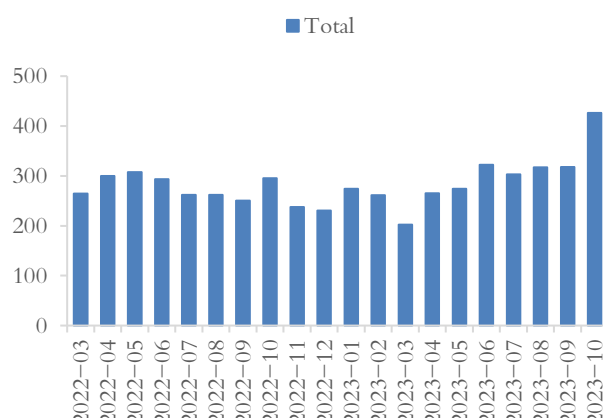
低硫的表现则由于科威特 10 月低硫发货量再度收紧相对偏强，这支撑 10 月以来 LU-FU 价

差回升至年内高位。但我们认为进入 11 月之后，随着美国炼厂检修季节结束，叠加当前高硫深加工的经济性，对于高硫的进口需求或将增加；而低硫方面，一是科威特的低发货量持续性存疑，另一方面近期低硫东西套利窗口在扩大，船期数据显示有几批船货已被预定运往新加坡。

图表 18：俄罗斯高硫发货量（单位：万吨）



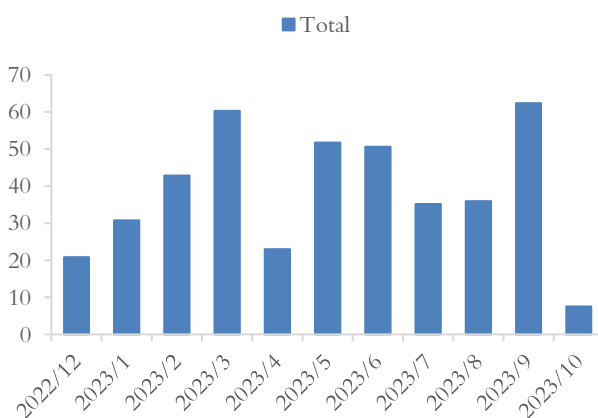
图表 19：沙特伊朗伊拉克高硫发货量（万吨）



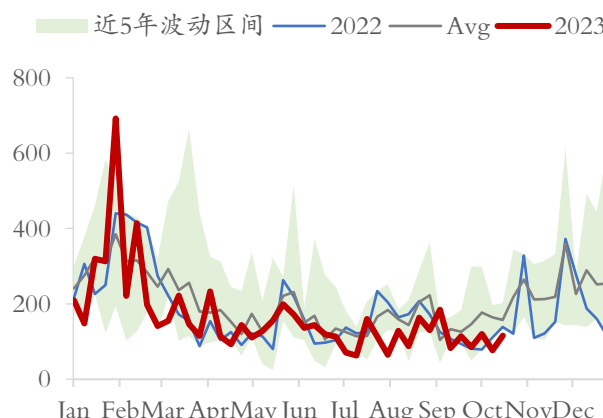
资料来源：Kpler、光大期货研究所

资料来源：Kpler、光大期货研究所

图表 20：科威特低硫发货量（单位：万吨）



图表 21：美国直馏燃料油进口（单位：千桶/日）



资料来源：Kpler、光大期货研究所

资料来源：EIA、光大期货研究所

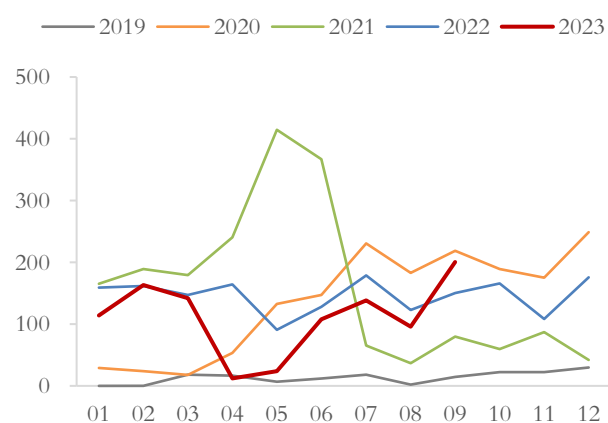
因此我们认为短期 LU-FU 价差暂时维持偏强，但进一步上行空间有限，或将出现拐点，可适当考虑择机介入 LU-FU 空头。需要注意的是美国对委内瑞拉放松制裁而带来的潜在影响，委

内瑞拉对美国重油供应增加可能会分流一部分对于高硫燃料油的进料需求。

#### (4) 沥青

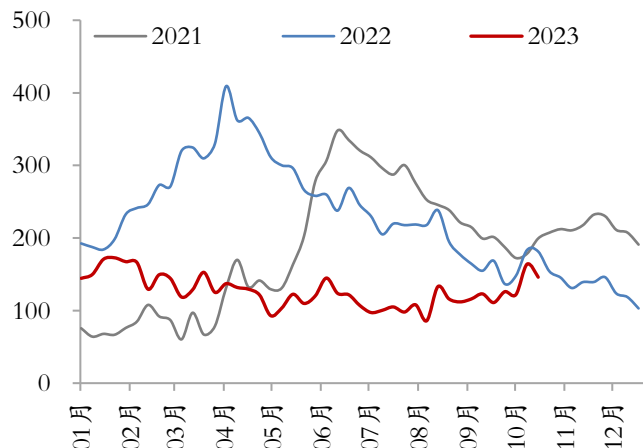
对于沥青而言，由地缘冲突延伸带来的影响主要也在于美国对委内瑞拉制裁的放松。从逻辑上来看，制裁放松之后，委内瑞拉对美国重油出口增加将挤压对中国的出口量，进而影响沥青的原料供应。但是需要注意的有两个方面，一是今年以来委内瑞拉原油已经有部分开始流向美国，主要是由于去年底美国向雪佛龙颁发了许可证允许其恢复在委内瑞拉的石油生产，数据显示今年前三季度委内瑞拉对美洲地区的石油出口比例上升了超过 20% 的水平；另一方面，委内瑞拉目前石油产量接近 80 万桶/日左右，由于自身技术和资金等因素的限制，委内瑞拉产量短期较难迅速提升，雪佛龙公司预计到 2024 年底前其在委内瑞拉的合资项目产量能够增加 7 万桶/日，对于沥青的实际影响可能更多是中期的。

图表 22：国内稀释沥青进口量（单位：万吨）



资料来源：iFind、光大期货研究所

图表 23：稀释沥青港口库存（单位：万吨）



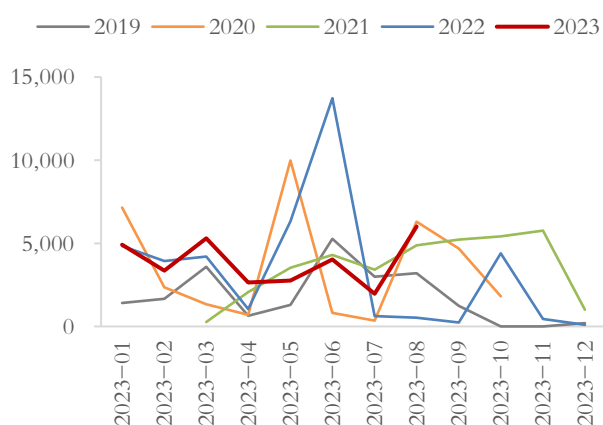
资料来源：Mysteel、光大期货研究所

另外近期基建方面财政再度发力，2023 年 10 月 24 日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议。中央财政将在今年四季

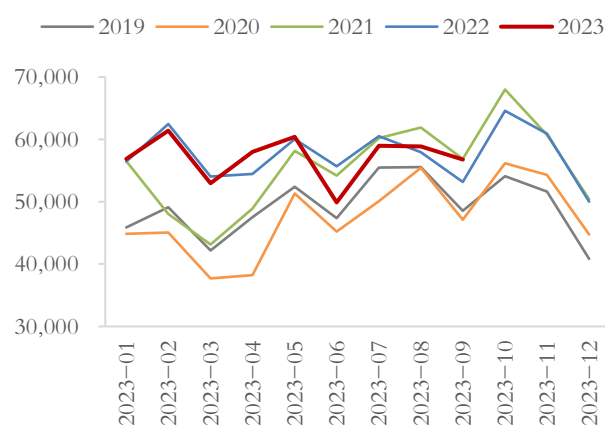
度增发 2023 年国债 10000 亿元，作为特别国债管理，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，整体提升我国抵御自然灾害的能力。此次增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方。今年拟安排使用 5000 亿元，结转明年使用 5000 亿元。增发后全国财政赤字将由 38800 亿元增加到 48800 亿元，预计赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。考虑到年底仅剩余 2 个月时间且冬季北方施工受限，预估形成实物工作量占比 30%，同时预计本次特别国债主要撬动的基建领域在水利设施等项目，因此对于四季度沥青需求而言我们认为整体并无太大实际利多。

本次人大常委会还决议延续授权国务院在当年新增地方政府债务限额（包括一般债务限额和专项债务限额）的 60% 以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额，授权期限为决定公布之日起至 2027 年 12 月 31 日。今年新增专项债额度为 3.8 万亿，如果按照 60% 的话，预计今年提前下达新增地方政府专项债额度最高为 2.28 万亿元，反映明年财政或仍将继续发力，有助于稳定基建投资。

**图表 24：地方政府新增专项债当月值（亿元）**



**图表 25：金融机构财政存款余额（亿元）**



资料来源：Wind、光大期货研究所

资料来源：Wind、光大期货研究所

近期沥青的盘面已经在一定程度上反映了市场对于委内重油分流沥青原料和财政刺激支撑基建投资乐观预期的情绪，我们认为在当前消息面的刺激以及刚需仍有支撑的背景之下，短期沥

青可能暂时维持偏强，但随着需求进入淡季，在冬储来临之前价格或将再度下跌，因此可考虑逢高布空主力合约 BU2401。



## 光期能化研究团队成员介绍

- **所长助理兼能化总监：钟美燕**

现任光大期货研究所所长助理兼能化总监，上海财经大学硕士，荣获 2019 年度、2021 年度、2022 年度上期能源“优秀分析师”，带领能源研究团队获得上期能源 2021 年、2022 年优秀产业服务团队奖，2022 年度期货日报最佳工业品分析师。十余年期货衍生品市场研究经验，服务于多家上市公司及国内知名企业，为其量身定制风险管理方案及投资策略。曾获郑商所高级分析师，并长期担任《第一财经》、《期货日报》等媒体特约评论员。2020 年能化团队主讲的“原油衍生品精品系列直播‘油’刃有余”入选中期协 2020 年期货投资者教育优秀案例。

期货从业资格号：F3045334；期货交易咨询资格号：Z0002410。

- **原油/燃料油/天然气/沥青/航运分析师：杜冰沁**

现任光大期货研究所原油、天然气、燃料油、沥青和航运分析师，美国威斯康星大学麦迪逊分校应用经济学硕士学位，山东大学金融学学士；荣获 2022 年度上海期货交易所优秀能化分析师奖，2022 年度期货日报最佳工业品分析师称号，所在团队获得上期能源 2021 年、2022 年优秀产业服务团队奖；扎根国内外能源行业研究，深入研究产业链上下游，关注行业热点事件，撰写多篇深度报告，获得客户高度认可。长期在《期货日报》、《第一财经》等国内主流财经媒体发表观点，并接受《央视财经》和《21 世纪经济报道》等媒体采访。

期货从业资格号：F3043760；期货交易咨询资格号：Z0015786。

- **天然橡胶/聚酯分析师：邱艺琳**

现任光大期货研究所橡胶、聚酯分析师，上海大学金融学硕士、金融学学士。主要从事天然橡胶、20 号胶、PTA、MEG 等期货品种的研究工作，擅长数据分析，逻辑能力较强。

期货从业资格号：F03107645。

## 联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号 6 楼、703 单元

公司电话：021-80212222

传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979

邮编：200127

## 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、可靠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，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。