

原油专题

2025 年 1 月 15 日

研究员：童川

期货从业证号：

F3071222

投资咨询证号：

Z0017010

联系方式：

✉: tongchuan_qh

@chinastock.com.cn

俄油受制裁对 SC 原油估值的影响

第一部分 摘要

1 月 10 日，美国对俄罗斯开启新一轮的制裁，原油价格大幅上涨。本周初，Brent2503 合约最高涨至 81.68 美金/桶，随后回落至 80 美金/桶附近；国内 SC 合约持续上行，截止 1 月 15 日收盘，SC 主力 2503 合约收盘在 626.7 元/桶，较周一收盘价上涨 11.6 元/桶，表现相对强于外盘，SC-Brent 价差走阔。

我们认为，美国对俄油的制裁导致敏感油供应出现损失，俄油主要买家印度、中国转向采购中东原油等替代品，导致合规油供需收紧，中东基准价 Dubai 月差大幅冲高。同时美国对俄罗斯油轮的制裁，以及中东原油发运需求提升，共同推高了中东-中国油轮运费。基于 SC 合约的交割规则，相同月份 SC 合约较 Brent、Dubai Swap 等合约更接近现货，更能反映原油近端供需矛盾，因此 SC 内外价差在外盘月差走强、运费大幅上涨的带动下表现偏强。

展望后市，俄油供应损失或将维持，1 季度 OPEC+ 维持减产，伊朗同样处于被制裁的状态，中东地区供应增量有限，Dubai 市场预计维持供需偏紧的格局。当前 Dubai 月差处于中高水平，随着现货供需矛盾的演绎波动弹性较大，近月内外价差短期或将维持高位，需持续关注俄油贸易格局的变化。

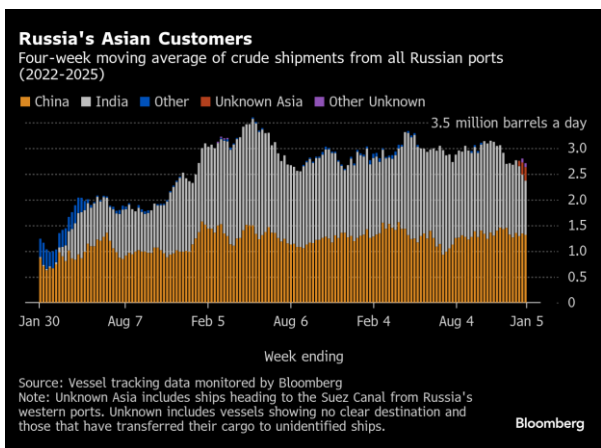
第二部分 正文

一、对俄油制裁导致中东原油月差、油轮运费大幅走强

船期数据显示,本轮制裁前,俄罗斯原油海运出口量基本维持在 300~350 万桶/日区间,印度和中国是俄油两大主要的买家,中国通过海运进口俄油数量在 140 万桶/日左右,印度通过海运进口俄油数量达到 180 万桶/日左右,1 月 10 日美国的制裁方案公布后,中国和印度的俄油采购均受到不同程度的影响。

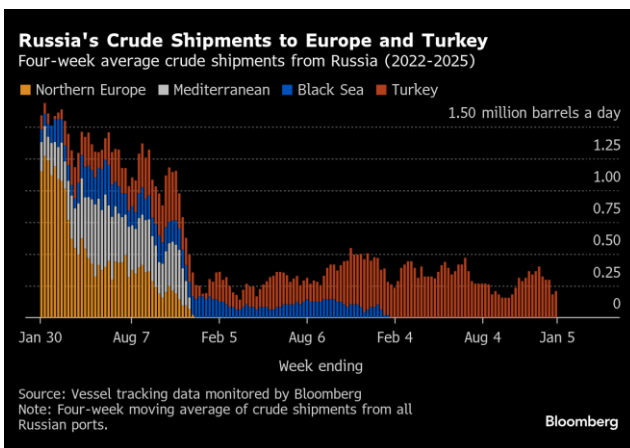
据彭博报道,截止 1 月 15 日,五艘原计划发往中国,总共载有接近 400 万桶俄罗斯石油的油轮,在周五遭到美国制裁后,目前正停泊在中国东部海域。周一,一位印度高级官员也表示,被(美国)制裁的船只将不被允许卸货。但 1 月 10 日之前租用的船只除外,前提是它们在 3 月 12 日之前卸货。

图 1: 俄罗斯原油出口亚洲国家分布 单位: 百万桶/日



数据来源: 彭博

图 2: 俄罗斯原油出口欧洲国家分布 单位: 百万桶/日



数据来源: 彭博

月差方面,俄油在市场的供应损失已经出现,中国和印度买家转向中东、北美等其他市场寻找替代品级,在此影响下,中东原油基准价 Dubai 月差大幅走强, Dubai 掉期首行-三行价差从 1 月 9 日的 1.6 美金/桶上涨至 1 月 14 日的 3.7 美金/桶上方,涨幅超 100%,刷新 2023 年 9 月以来高点。

运费方面,本轮制裁使得美国和欧洲制裁的油轮总数较去年 12 月底的水平几乎翻番,在油轮运力下降、中东石油出口需求增长的情况下,部分航线油轮运费大涨。中东-中国 VLCC 航线,即 TD3C 运费由 1 月 9 日的 11.5 美金/吨上涨至 1 月 14 日的 15.7 美金/桶,涨幅超过 37%,TD3C 航线日收益(TCE)由 1 月 9 日的 2.2 万美金上涨至 1 月 14 日的接近 5 万美金,涨幅超过 100%。

图 3: Dubai Swap 首行-三行价差

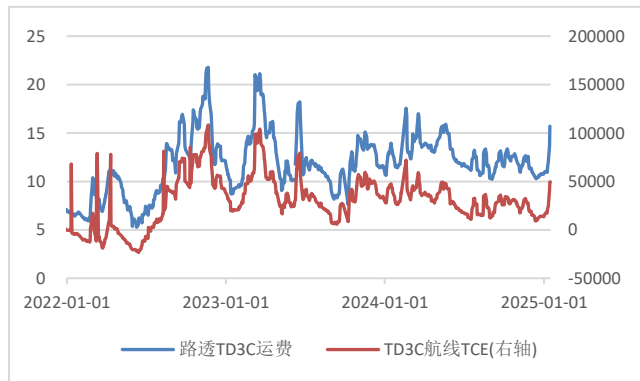
单位: 美金/桶



数据来源: 路透

图 4: TD3C 航线运费与 TCE

单位: 美金/吨, 美金



数据来源: 路透, 彭博

二、SC 合约估值探讨

SC 合约的主要交割品为中东中质含硫原油, 通常以 SC 原油与 Dubai Swap 价差来表征内盘与外盘的相对强弱。本轮制裁方案公布后, SC 价格相对强于外盘, SC2503 -Dubai Swap 2503 价差由 1 月 9 日收盘的 4.5 美金/桶上涨至 1 月 14 日收盘的 6.2 美金/桶, 在 1 月 15 日早盘一度升至 7 美金/桶以上。

我们认为相同月份的 SC 合约与 Dubai Swap 合约的价差主要受到原油月差结构、运费、国内外最优交割品的品质差以及交割固定成本的影响。

月差结构方面, 根据 SC 合约的交割规则, SC2503 合约于 3 月的前五个交易日进行交割, 这意味着该合约代表 2 月底之前中国到岸货物的价格, 而中东现货市场通常交易 2 个月后装船的合同, Dubai Swap2503 合约被作为 3 月份装船货物的基准价, 实际抵达中国还需在 1 个月之后。因此, SC 合约较同月份的 Dubai Swap 合约代表的价格更加贴近现货, 在俄油被制裁导致原油近端 back 结构大幅加深的状态下, SC 合约价格理应表现更为强势, Dubai 月差的走强对 SC 近月合约内外价差走阔有明显的支撑。

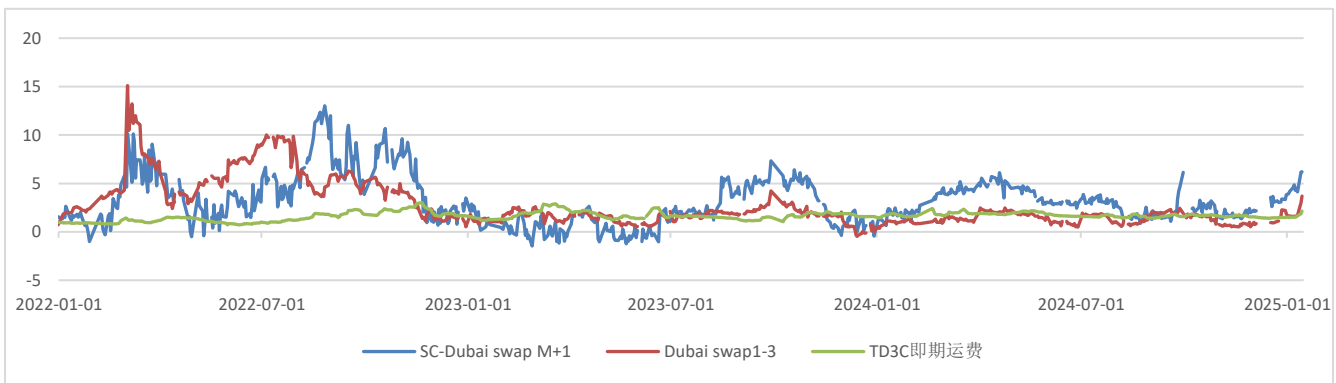
运费方面, 1 月 14 日, TD3C 运费较 1 月 9 日上涨 4.2 美金/吨, 折合 0.58 美金/吨, 尽管在内外价差的贡献幅度不如月差, 但涨幅也同样可观。

除此之外, 考虑到近期中东格局相对稳定, 俄油被制裁后对轻、中质原油均有影响, 可交割油种的品质差波动有限, 同时交割固定成本也未出现明显的变化。

综上, 我们认为近期 SC-Dubai 掉期的价差扩大, 主要受到 Dubai 近月月差迅速走强、中东-中国油轮运费上涨影响, 其背后的原因则是俄油被制裁后导致中东一揽子油品需求上升, 供需阶段性偏紧。

图 5: SC -Dubai swap (M+1)价差与相关影响参数

单位: 美金/桶

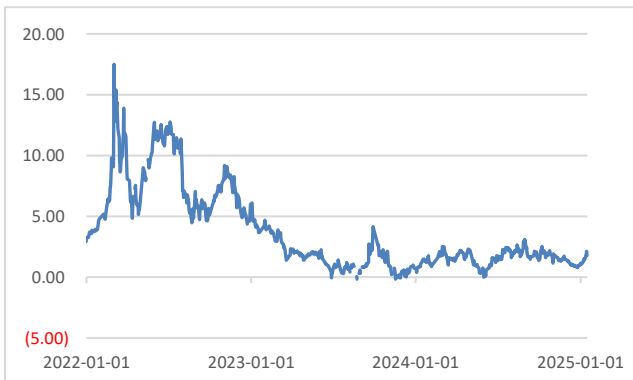


数据来源: 路透, 彭博

进一步考虑 SC 与 Brent 价差, 只需引入 Brent-Dubai Swap 价差即 EFS 进行观察, 当前 EFS 首行合约即 Brent2503-Dubai Swap2503 合约价差近期同样走强, Brent 表现略强于 Dubai Swap, SC-Brent 价差较 SC-Dubai Swap 价差略偏弱, 但近几日 EFS 在 2 美金/桶附近窄幅波动, 未表现出明显趋势, 对 SC-Brent 价差的影响尚不显著。

图 6: EFS 首行

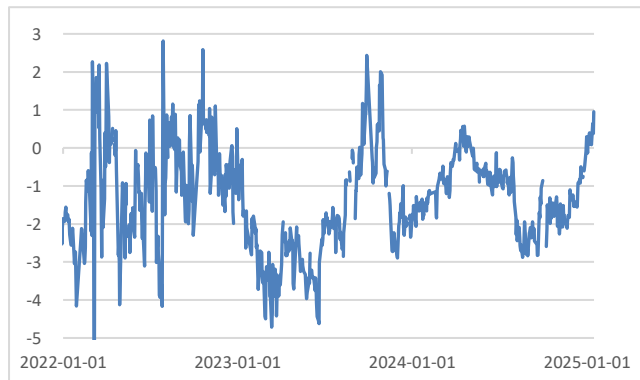
单位: 美金/桶



数据来源: 路透

图 7: SC M+4 月交割利润 (Dubai 基准)

单位: 美金/桶



数据来源: 路透, 彭博

展望后市, 俄油制裁的影响仍存, 市场需要时间重塑贸易流, 特朗普上台后也会带来新的不确定性, 短期俄油供应损失或将维持。1 季度 OPEC+维持减产, 伊朗同样处于被制裁的状态, 中东地区供应增量有限, Dubai 市场预计维持供需偏紧的格局。回顾历史行情, Dubai Swap 首行-三行的月差在 2022 年 3 月份一度接近 15 美金/桶, 但彼时更多是由于市场对于俄罗斯供应损失的不确定交易出的极端行情。2022 年 2 季度, 该价差较长时间维持在 10 美金/桶, 此后随着俄油贸易的重塑, 大部分时间处于 5 美金/桶以下运行。因此, 我们认为当前 Dubai 月差处于中高水平, 随着现货供需矛盾的演绎波动弹性较大, 近月内外价差短期或将维持高位, 需持续关注俄油贸易格局的变化。从远月估值来看, SC 远月合约卖交割窗口接近开启, 估值回归中性, 远月内外价差走阔空间有限, 但需注意运费波动的影响。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，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

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799