

VLCC 日租金接近 8 万美元，后续市场怎么走？

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

本文剖析了近期 VLCC 日租金近期上涨至 8 万美元的原因，主要包括需求走强、套利空间、发运结构和贸易格局重塑，并认为在欧盟对俄罗斯禁运后市场运输结构更利好 VLCC，在供应受限背景下市场运费整体维持强势，我们认为日租金有望达到 10 万美元/天以上，地缘政治风险和供应端扰动变化仍值得持续关注。

摘要：

1. VLCC 运费三季度以来快速上行，目前日租金接近 8 万美元。今年以来全球油轮运价指数持续上行，BDTI 指数基本达到 2005-2008 年整体水平。俄乌冲突以来，苏伊士型和阿芙拉型船舶运费率先发力，三季度以来，由于中东原油出口持续增加和美国释放 SPR（“战略石油储备”），全球油轮航运市场的上行驱动力重回大船 VLCC。10 月 21 日，VLCC 船舶日租金接近 8 万美元，较 6 月末上升近 3 倍，船东经营效益整体改善，运费处于高位。四季度我们认为供应端偏紧情况下，原油价格整体偏强。

2. VLCC 运费上行主要受到以下几个因素驱动：一是全球原油海运量整体复苏，改善市场各船型基本面；二是全球原油跨区套利窗口打开，推动全球运量提升；三是贸易格局重构，中东、美国发运量走强，VLCC 船舶利用率上升。当前俄罗斯原油向西北欧发运量出现较快下行，在持续向印度和远东地区转移。欧洲则通过增加中东、美国、西非和南美等地原油来满足自身需求。全球航运市场运距整体拉升，缓解了先前航运市场运力过剩的局面。

3. 欧盟对俄罗斯海运原油进口禁令生效后，VLCC 市场运费有望继续走强。原油供应端更利好长航线发运。12 月 5 日欧盟对俄罗斯原油海运出口禁令生效后，俄罗斯原油出口量预计将有所下滑，需求缺口仍将由中东、美国乃至巴西、伊朗和委内瑞拉等国补充，从结构性来看更加利好 VLCC。供应端增量主要依靠美国，美国发运运距的增长较中东发运显著提升。OPEC+减产计划具体落地情况仍有待观察，美国后续增产对市场的影响至关重要，同时美国 SPR 的释放节奏和是否颁布出口禁令等都会对市场带来影响。**航运市场整体供给增加缺乏弹性。**由于今年四季度及明年油轮船队供应增速维持低位，叠加绿色环保公约影响船舶航速，市场实际供应可能下滑。**当前市场情绪偏强，船东挺价意愿较高，未来预计 VLCC 运费整体易涨难跌，有望达到日租金 10 万美元/天以上的高运费水平。**

风险因素：地缘政治冲突加剧、美国是否颁布出口禁令、极端天气

能源与碳中和团队

研究员：
朱子悦
从业资格号 F03090679
投资咨询号 Z0016871

油气航运专题报告

【中信期货航运】集散寒气象，油气旺季可期——2022 年四季度策略报告

【中信期货航运】供需节奏错配，LNG 运费强势运行——专题报告 20220915

【中信期货航运】欧盟航运保险制裁对油品运输影响分析——专题报告 20220801

【中信期货工业（航运）】舍近求远、涟漪效应：全球原油海运贸易流向变化及后续运费走势浅析——专题报告 20220531

【中信期货工业（航运）】欧盟禁运俄罗斯原油，船舶运力够用吗？——专题报告 20220506

【中信期货工业（航运）】俄罗斯原油从远东中转的持仓成本增加经济性浅析——专题报告 20220330

目 录

摘要:	1
一、 VLCC 运费再度上行, 接近 8 万美元	3
1、VLCC 运费走强, 日租金突破前期高点	3
2、四季度原油需求和价格相对偏强	4
二、 VLCC 运费连续上行的原因	4
1、海运发运需求整体走强	4
2、跨区套利空间支撑运费上行	5
3、俄罗斯原油发运量向亚洲转移	5
4、三季度原油海运贸易格局有利于 VLCC 长航线	6
三、 VLCC 运费仍有上行空间	7
1、供应整体偏紧, 2023 年实际运力供应可能下滑	7
2、VLCC 租约数量整体增加, 船舶周转偏紧	7
3、储油运力环比反弹, 船舶航速连续回升	8
4、原油供应主导权变化更利好 VLCC	8
免责声明	10

图表 目录

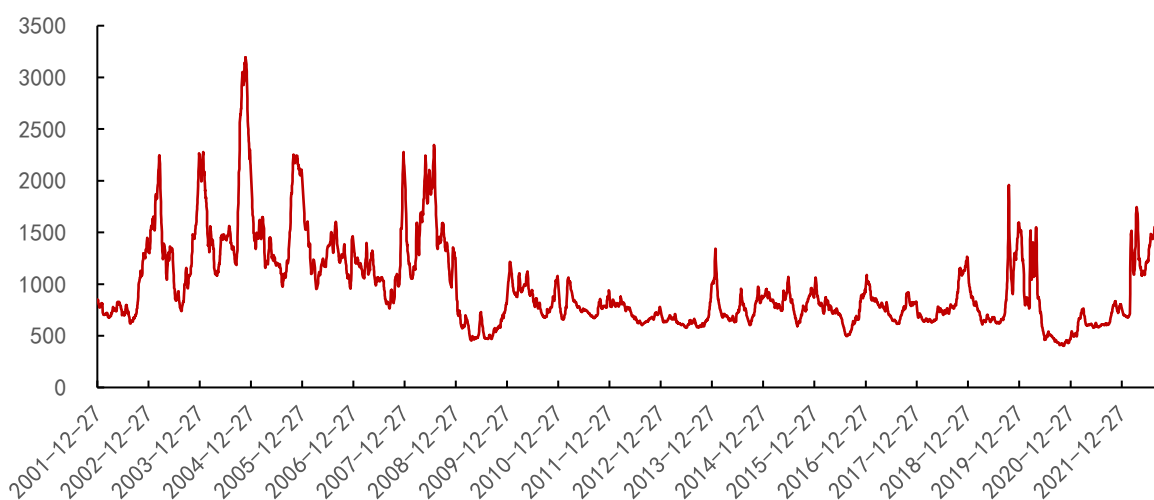
图表 1: BDTI 指数走势	3
图表 2: 典型油轮日租金水平走势	4
图表 3: 中东发运 VLCC 运费走势	4
图表 4: 2021 年以来全球原油海运发运量	5
图表 5: 2022 年中东、美国和俄罗斯原油发运增速	5
图表 6: SC-WTI 价差走势季节性	5
图表 7: WTI-BRENT 价差走势季节性	5
图表 8: 俄罗斯原油发运目的地分布	6
图表 9: 9 月全球原油海运贸易流向同比变化	7
图表 10: 中东地区 VLCC 数量与租金关系对比	8
图表 11: VLCC 航速季节性	8
图表 12: 油轮船队储油规模	8
图表 13: VLCC 租约数量与船舶日租金对比	9

一、VLCC 日租金再度上行，近日接近 8 万美元

1、VLCC 运费持续走强，日租金突破前期高点

今年以来全球油轮运价指数持续上行。全球油轮运费指数波罗的海原油运价指数（BDTI）今年以来在俄乌冲突背景下实现快速回升，均值达到 1244 点，接近 2005-2008 年的超级牛市水平。二季度以来，BDTI 的均值均超过 1200 点，景气程度维持时间长于 2018 年-2020 年短暂的事件驱动带来的运价上行。

图表 1：BDTI 指数走势

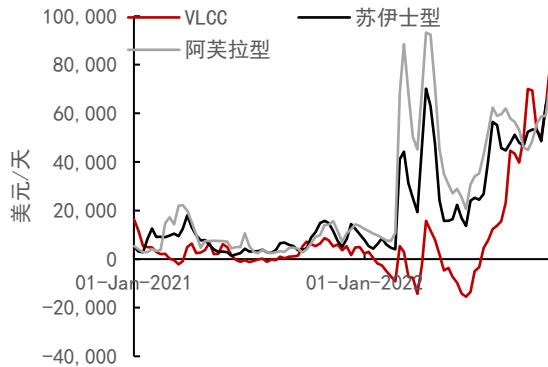


资料来源：Wind 中信期货研究所

大小油轮运费上涨形成接力态势，VLCC 三季度以来重新引领市场增长。原油油轮运费上行过程中，我们看到中小船型率先发力，而 VLCC 运费在三季度以来持续上涨，形成接力态势。我国原油海运需求占比超过 20%，且对 VLCC 船舶依赖度较高，因此今年我国原油运输需求与全球节奏形成差异，是造成大小船型运费倒挂的主要原因。二季度，我国部分城市的疫情防控措施影响了国内油品消费需求。同时，当时我国进口俄罗斯原油数量较高，对原有的 VLCC 航线形成一定替代，使得苏伊士型和阿芙拉型运费总体跑赢 VLCC 市场。

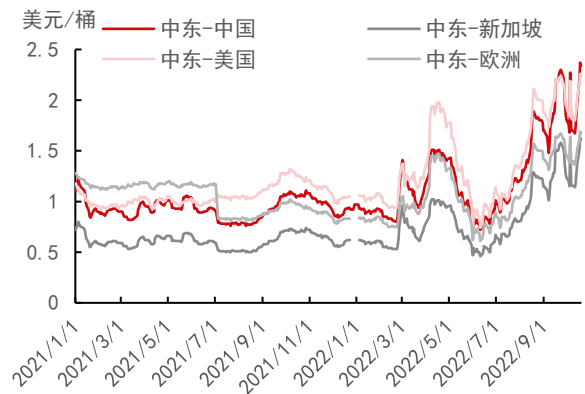
近期 VLCC 日租金接近 8 万美元，船东收益显著改善。2022 年三季度以来，VLCC 日租金水平连续上升，10 月 21 日未安装脱硫塔的船舶日租金达 7.9 万美元/天，市场景气水平处于高位。以中东-中国的单桶运费来看，上涨至 2.4 美元/桶，突破 7 月和 8 月的高点。相比 2 万多美元日租金的保本常态，当前市场景气度居于高位，船东经营效益维持高景气。

图表 2：典型油轮日租金水平走势



资料来源： 克拉克森 中信期货研究所

图表 3：中东发运 VLCC 运费走势



资料来源： 路透 中信期货研究所

2、四季度原油需求和价格相对偏强

今年四季度，我们预计全球原油价格预计维持相对偏强格局。从需求端来看，我们认为下行幅度相对有限。由于欧洲天然气价格高企，原油成为各种能源之中单位热值最低的品种，需求相对有一定韧性。海外经济受到美国加息、通胀影响，衰退压力加大，欧洲能源危机影响背景下需求相对偏弱。中国经济处于弱复苏通道，工业需求有望小幅反弹，成品油出口配额下发对市场需求带来支撑，预计能同步增加原油和成品油进口量超 50 万桶/日。

全球原油供应相对偏紧。从供应端来看，全球原油供应受到多重因素扰动。OPEC+表明将对生产配额进行 200 万桶/日的减产，而实际产量下降将在 100 万桶/日左右。近日拜登政府宣布 11 月仍将进一步释放 1000 万桶 SPR（战略石油储备），同时在明年才会补充战略石油库存，将对 OPEC+的减产形成有力对冲，因此整体利好长航线发运量。同时，油价偏强背景下巴西等地也将增加出口，利好 VLCC 发运。伊朗和委内瑞拉能否回归供应市场尚不确定。后续美国增产节奏和是否会发布出口禁令值得持续关注。

二、三季度以来 VLCC 运费上行的原因

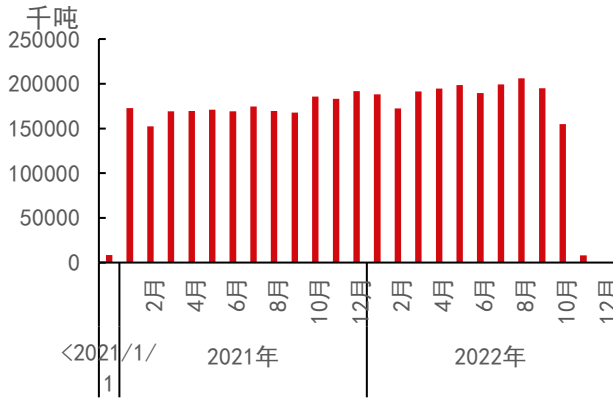
1、海运发运需求整体走强

今年以来原油海运发运量整体回升。经过 2020 年下半年以来疫情导致的原油运输需求低位徘徊，以及持续消化 2020 年上半年集中储油后的库存，今年全球原油需求和运输量整体较去年出现了明显回升。前 9 月，全球原油海运发运量接近 2019 年疫情前的水平，较 2021 年市场需求整体反弹近 10%。

三大发运地区对船型运费上行的结构性影响不同。全球原油发运地中，中东、美国和俄罗斯三大区域的原油海运发运量占比超 60%，是影响全球原

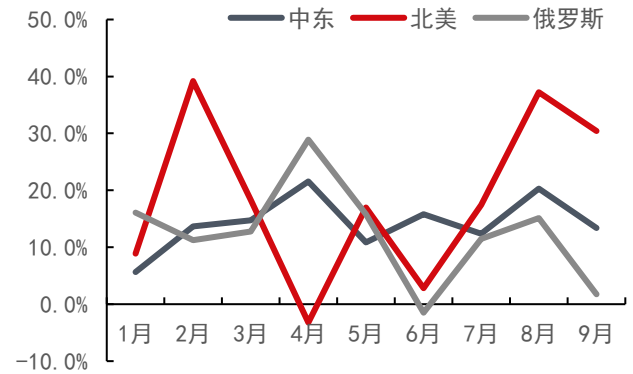
油海运量的主要变量。从船型来看，中东、美国发运更为利好 VLCC 船，而俄罗斯受到港口基础设施能力限制，以阿芙拉型和苏伊士型发运为主。

图表 4：2021 年以来全球原油海运发运量



资料来源：路透 中信期货研究所

图表 5：2022 年中东、美国和俄罗斯原油发运增速

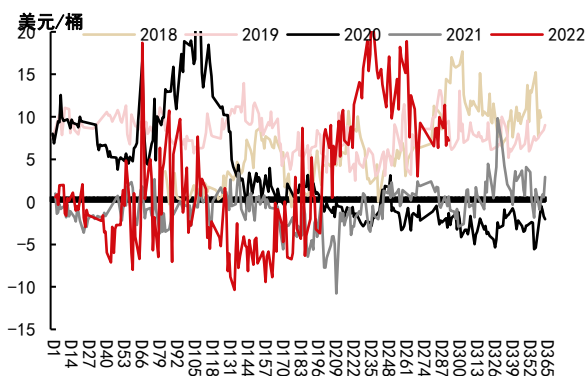


资料来源：路透 中信期货研究所

2、跨区套利空间支撑运费上行

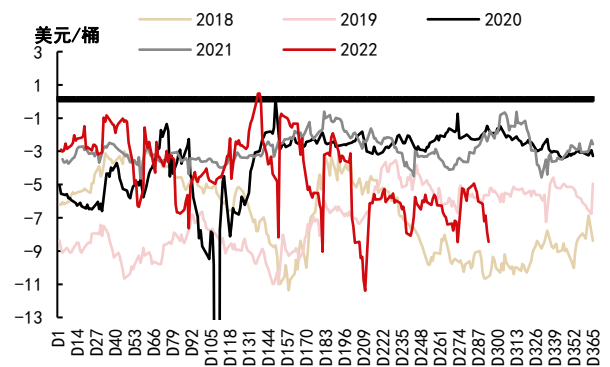
三季度以来我国期货市场原油价格走强带动市场套利空间上行。三季度以来，我国原油期货价格 SC 较 Brent 和 WTI 价格均给出升水，价差幅度较大支撑了跨区套利空间，带动运费上行。而布伦特原油价格较 WTI 的升水也推动美国原油向欧洲运输。

图表 6：SC-WTI 价差走势季节性



资料来源：中信期货研究所

图表 7：WTI-Brent 价差走势季节性



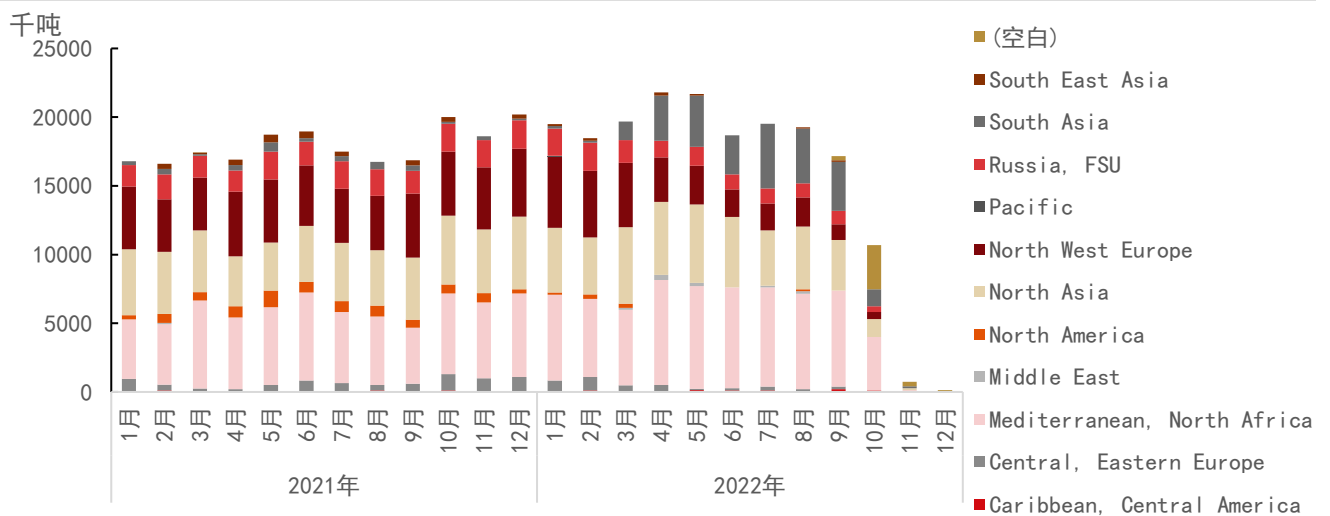
资料来源：路透 中信期货研究所

3、俄罗斯原油持续向亚洲转移

俄罗斯向印度运量增加抵消了向西北欧减量。俄罗斯原油海运发运量在今年二季度达到峰值，每月出口量超过 2150 万吨。三季度海运出口量小幅下

降，每月出口约 1950 万吨左右，较去年同期基本持平。俄罗斯向西北欧地区发运的海运量已显著下滑，从 2 月份的接近 400 万吨下降至第三季度的 200 万吨以下，每月下降约 200 万吨。而 4 月以来，俄罗斯发往印度地区的原油运量达到 300 万吨/月以上，2021 年该航线运量非常小，因此印度有力承接了俄罗斯的原油出口。俄罗斯发往地中海地区的原油量总量未出现减量，其中罗马尼亚、保加利亚和土耳其承接了大量进口。法国南部、希腊和意大利的进口量并未出现明显减量。俄罗斯向亚洲地区发运量基本持平。按照欧盟第六轮制裁规定，今年 12 月 5 日开始欧盟 27 国将禁止进口俄罗斯的海运原油进口，俄罗斯的出口减量仍有一定空间。

图表 8：俄罗斯原油发运目的地分布

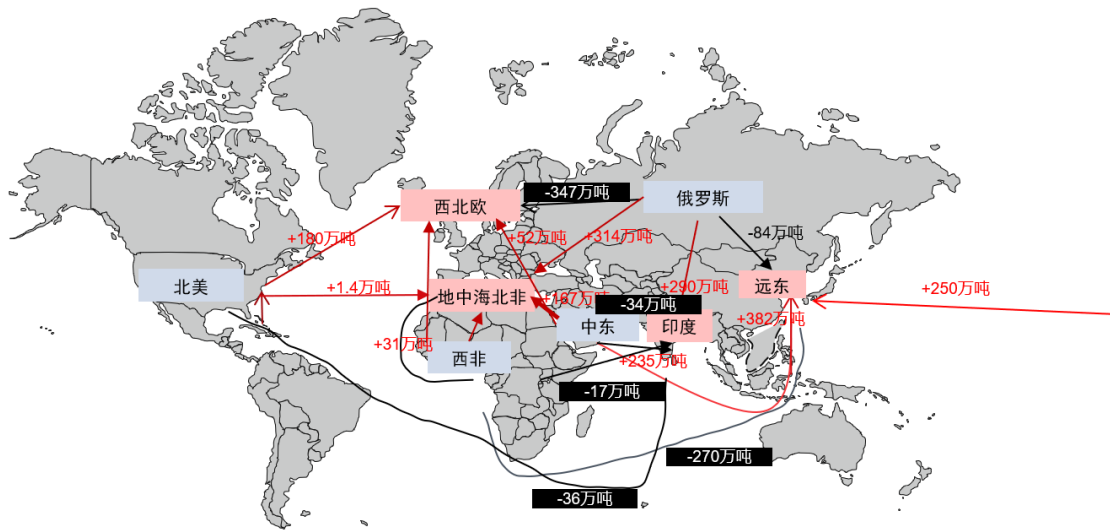


资料来源：路透 中信期货研究所

4、三季度原油海运贸易格局有利于长航线 VLCC 运输

美国长航线发运量增加，助力 VLCC 运费上行。得益于美国 SPR 释放和中东地区出口走强，三季度以来中东-远东和美国-远东的长航线运量同比增长，持续提振了 VLCC 的船舶利用率，运费实现了连续上行。美国至远东的航行距离较中东发运增长接近一倍，支撑市场的船舶利用率继续上行。

图表 9: 9 月全球原油海运贸易流向同比变化



资料来源: 路透 中信期货研究所

三、VLCC 运费仍有上行空间

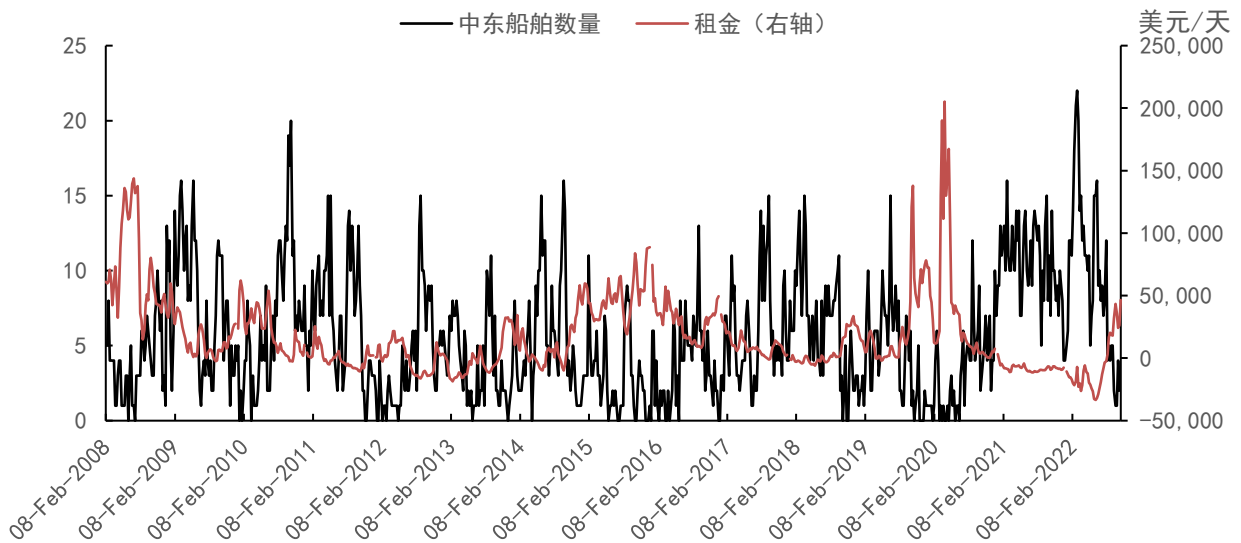
1、供应整体偏紧，2023 年实际运力供应可能下滑

低船舶订单叠加绿色公约要求，运力供应持续紧张。当前 VLCC 船队规模手持订单占船队规模比例仍处低位，仅为 4% 左右，为近 20 年以来最低水平。由于船台紧张，到 2025 年之前运力增速均在 2% 以下。叠加 2023 年 EEXI 和 CII 公约生效，船舶航速将进一步下行。同时，部分船舶为了适应明年绿色公约的要求，可能提前做检修和改装。因此，到 2023 年底之前实际运力供应（以吨海里计量）将下滑。

2、VLCC 租约数量整体增加，船舶周转偏紧

近期中东地区船舶短缺。通过回顾全球 VLCC 船舶的区域分布情况与船舶日租金走势，我们认为当中东地区 VLCC 船舶偏多时，往往代表市场运力宽松。而近期中东地区船舶数量降至 10 艘以下，船舶航速整体提升，表明发运地船舶较为短缺，对船舶租金带来较强支撑。同时参考 VLCC 日租金的绝对水平，体现出船舶利用率已经达到较高位置，后续供应增加较为困难，必须支付较高运费。

图表 10: 中东地区 VLCC 数量与租金关系对比

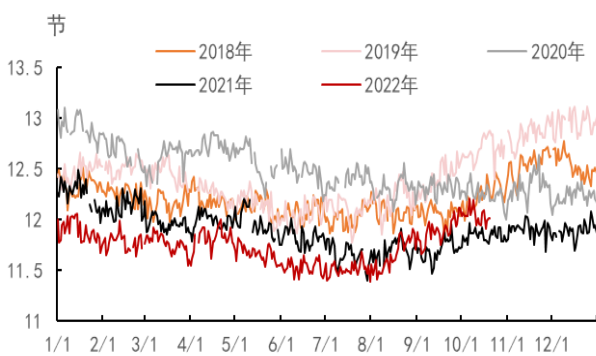


资料来源: 路透 中信期货研究所

3、储油运力环比反弹，船舶航速连续回升

7 月以来船舶航速明显反弹。10 月 21 日当周，全球用于储油的油轮船队规模达到 83 艘，占运力规模比例达到 3.64%，海上浮舱量达到 1.03 亿桶，环比 10 月上旬小幅反弹。从船舶航速来看，VLCC 从 7 月以来持续加速，当前航速整体高于 2021 年，在油价偏高背景下反映出船舶利用率整体偏高，船东信心偏强。

图表 11: VLCC 航速季节性



资料来源: 路透 中信期货研究所

图表 12: 油轮船队储油规模



资料来源: 路透 中信期货研究所

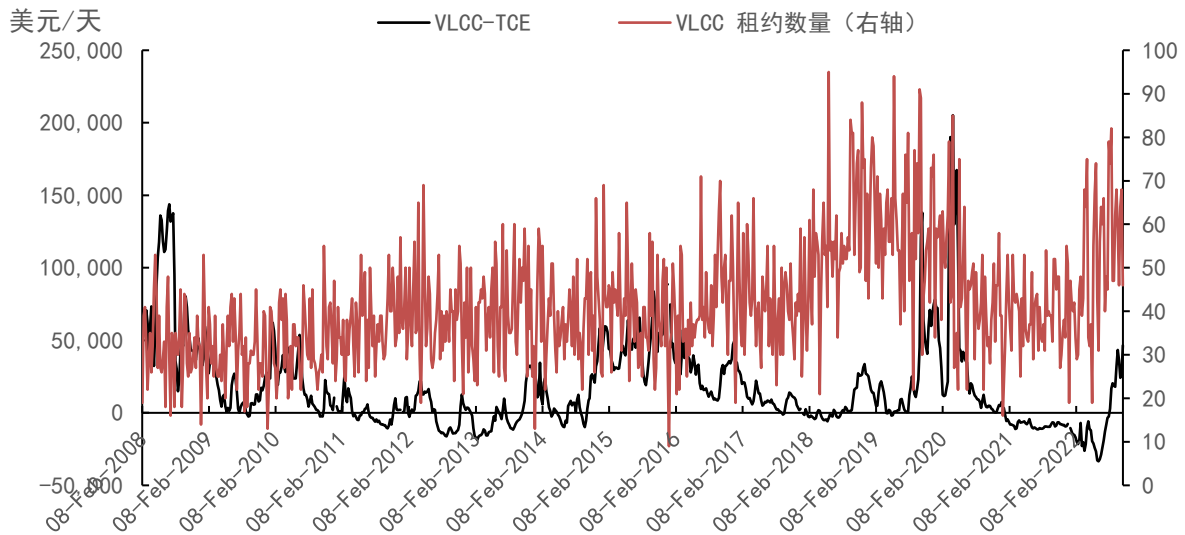
4、原油供应主导权变化更利好 VLCC

俄罗斯发运更多支撑中小型船舶运距拉升和运费上行。欧盟对俄罗斯的

原油进口禁令生效后，俄罗斯运量预计会出现进一步的下行，同时将被迫继续向亚洲等地转移。由于陆上石油生产和运输能力无法快速调整，仍需苏伊士型和阿芙拉型等中小船型进行较长航线运输运往东方，全球平均运距仍将持续拉升。

中东、美国等地对 VLCC 市场形成有力支撑。欧盟的制裁禁令生效后，俄罗斯原油出口量预计将下降。俄罗斯供应的缺口仍将由中东、美国、巴西乃至伊朗、委内瑞拉和非洲等国补充，这些国家和地区的出口以 VLCC 为主。同时，美洲的原油供应国到亚洲的运距较中东的发运总体继续拉长，对 VLCC 运费形成支撑。回顾船舶租约与日租金的关系，当 VLCC 船舶租约数量增加时将推动 VLCC 运费进一步上行。

图表 13: VLCC 租约数量与船舶日租金对比



资料来源：路透 中信期货研究所

因此，在冬季旺季到来之时，中国成品油出口增加叠加北半球取暖需求，四季度原油海运需求仍有支撑。叠加供应端持续偏紧，原油运费占原油价格比例不足 3%，市场对运费上行的接纳度较高。我们认为 VLCC 运费仍有望继续上行，达到 10 万美元/天以上的高位。OPEC+减产的实际实施情况仍有待观察，出口或仍有望维持三季度以来高位。美国供应的变化对原油海运市场影响将进一步增加，建议关注欧盟对俄罗斯原油出口制裁能否如期生效，航运保险制裁具体影响幅度，同时建议关注美国 SPR 释放情况、增产节奏以及是否会出台油品出口禁令。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826