中银期货
BOCI FUTURES

能源月报

2023 年 2 月 28 日

中银期货能源研究

陆 茗

投资咨询号：Z0018560

从业资格号：F3082639

联系方式：13774281500

原油内外差异，高硫显著走强

摘要

◆ 原油

2 月原油价格宽幅波动，需求情绪起到主导作用，供给侧则继续下方支撑为主，国际宏观构成一定波动传导。2 月上旬原油价格回升，或因俄罗斯宣布 3 月减产 50 万桶/日，叠加土耳其地震短线影响。其后国际冬季需求表现相对疲软，拜登再释放 SPR，加之美联储加息预期升温，对于外盘油价构成一定压力。国内需求向好预期则较为稳固，支撑内盘 SC 油价走势回温，但仓单压力仍存。

对于今年一季度原油价格预期整体中性，预估内盘 SC 原油均价在 550-600 元/桶区间；预估 Brent 原油均价在 85-90 美元/桶区间。

◆ 燃料油

2 月高低硫燃料油绝对价格跟随成本端宽幅波动，低硫燃基本面格局相对稳固，高硫燃短期供应收紧造成市场大幅波动，月差结构扭转，高低硫价差大幅回调。

对于今年一季度高低硫燃料油的绝对价格预期分化，FU 高硫燃料油均价或处 2500-3000 元/吨区间，LU 低硫燃料油均价或处 3800-4300 元/吨区间。从相对价格而言，今年一季度高低硫价差均价或处 1000-1500 元/吨区间。

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，美联储货币政策

本报告仅代表研究员个人观点，并不代表中银期货及其联营机构的观点。
中银研究可在中银期货网站上（www.bocifco.com）下载。

一、原油

1.1 行情回顾·2 月原油内外盘走势差异化

2 月原油价格宽幅波动，需求情绪起到主导作用，供给侧则继续下方支撑为主，国际宏观构成一定波动传导。2 月上旬原油价格回升，或因俄罗斯宣布 3 月减产 50 万桶/日，叠加土耳其地震短线影响。其后国际冬季需求表现相对疲软，拜登再释放 SPR，加之美联储加息预期升温，对于外盘油价构成一定压力。国内需求向好预期则较为稳固，支撑内盘 SC 油价走势回温，但仓单压力仍存。

截至 2023 年 2 月 27 日，内盘 SC 原油期货主力合约收报 547.9 元/桶，当月以来累计涨幅 1.37%，日均价格 549.3 元/桶。外盘 Brent 原油期货主力合约收报 82.85 美元/桶，当月累计跌幅 3.13%，日均价格 83.43 美元/桶；外盘 WTI 原油期货主力合约收报 76.45 美元/桶，当月累计跌幅 3.26%，日均价格 76.85 美元/桶。

图表 1：SC 价格走势

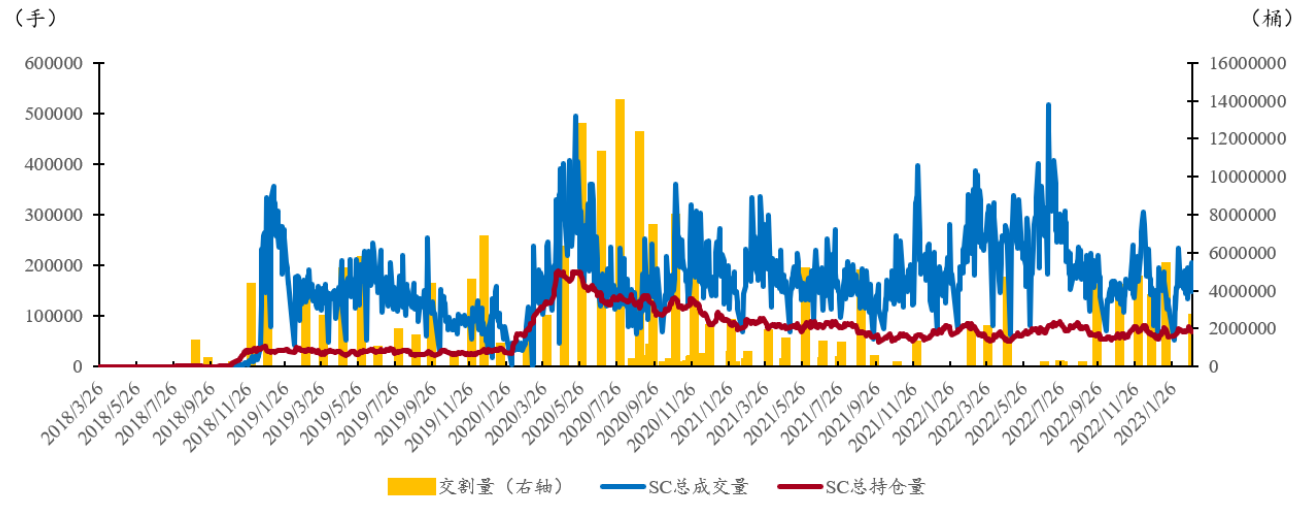
资料来源： Wind；中银期货

1.2 运行情况

从运行情况来看，截至 2023 年 2 月 27 日，2 月 SC 原油期货主力合约成交量最高达 15.72 万手，日均成交量为 12.03 万手，环比增长 13.19%；2 月 SC 主力合约持仓量最高达 3.90 万手，日均持仓量为 2.82 万手，环比下滑 7.45%。

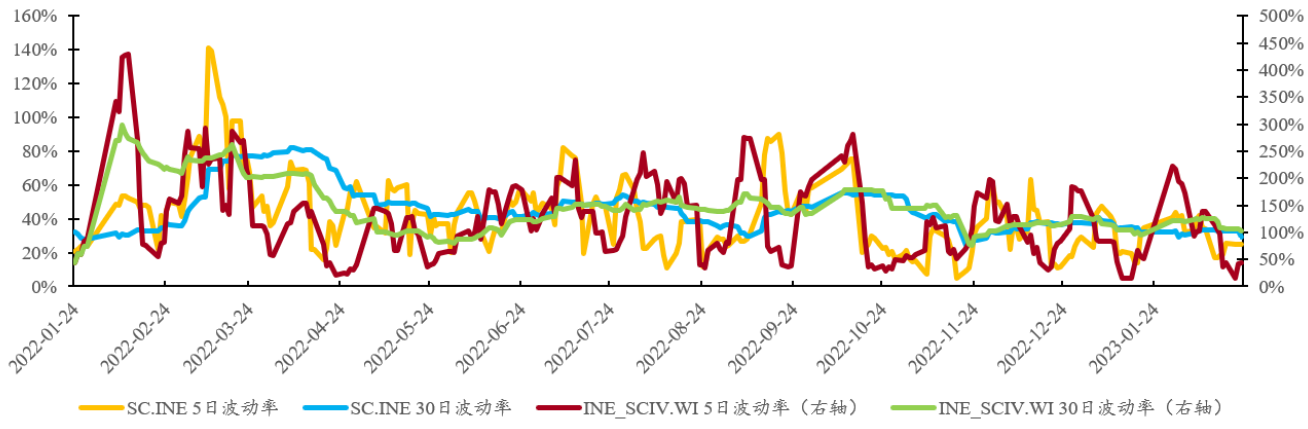
交割方面，SC 2303 交割量为 528.2 万桶。SC 仓单库存方面，2 月 14 日 SC 中石化日照出库 3000 桶上扎库姆原油，目前仓单库存在 1016.3 万桶的相对高位，对于 SC 近月盘面仍构成一定压力，建议关注后续仓单出入库情况。

图表 2：SC 市场运行情况



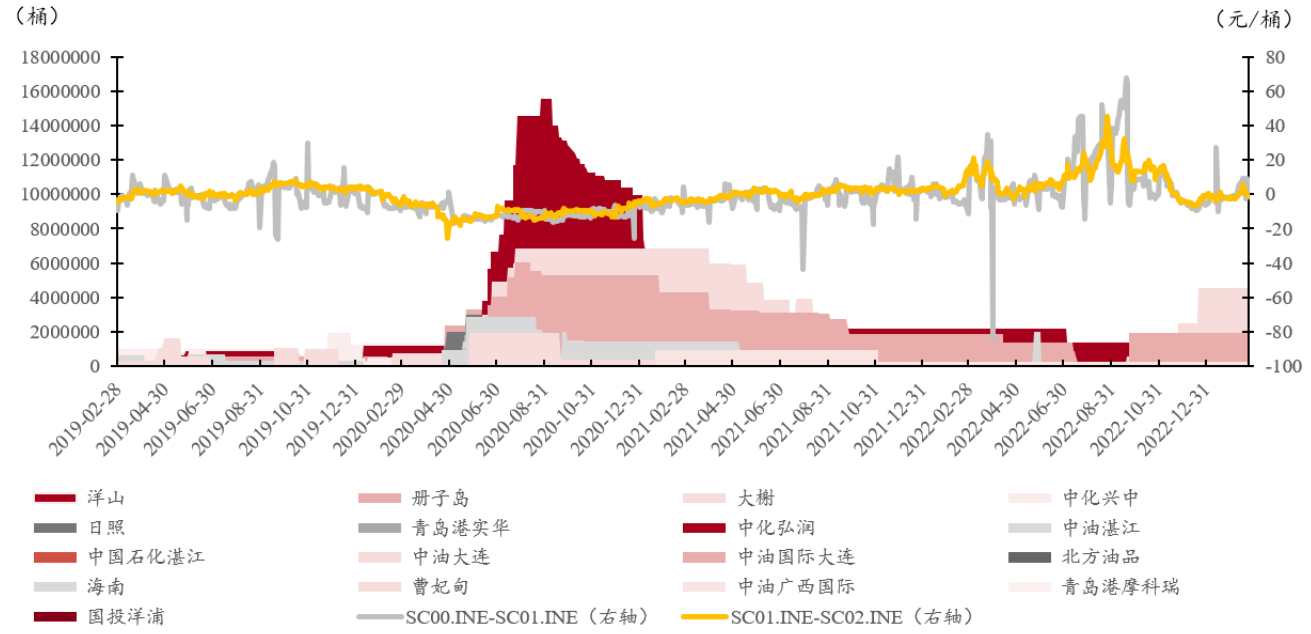
资料来源： Wind；中银期货

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 国内需求向好趋势稳固

我国已度过本轮疫情高峰期，社会流动性逐步修复，国内外出行往来显著增长，包括整体成品油及航空煤油在内的下游需求或出现反弹。

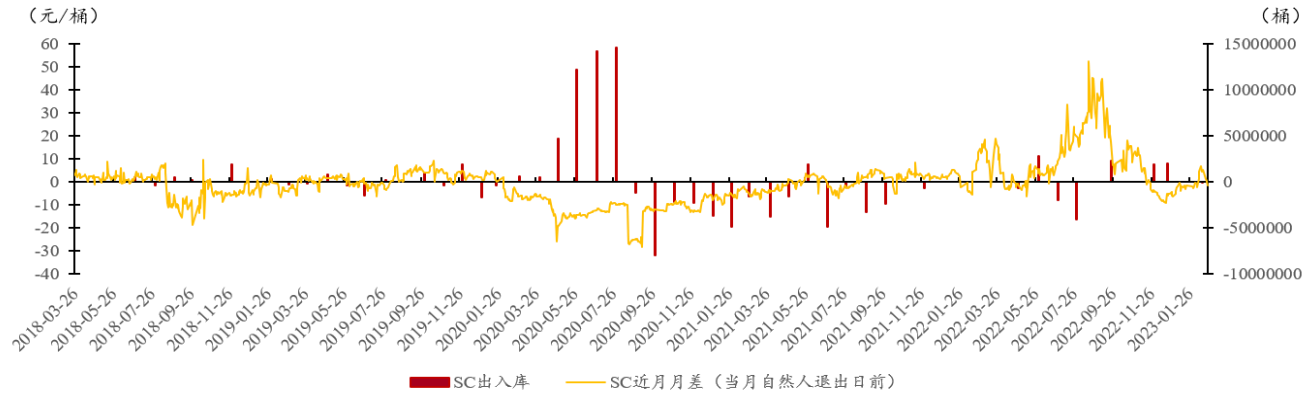
2 月 6 日起，全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务试点恢复，首日出入境达 67.6 万人次，创疫情以来新高，较政策实施前日均增长 124.2%，恢复至疫情前的 36.6%，出境游市场正式进入重启阶段。内地民航方面，自 1 月 7 日至 2 月 15 日，民航运输旅客 5523 万人次，日均客运量 138 万人次，同比去年春运增长 39%，约恢复至 2019 年疫情前水平的 76%。

此外，国家政策导向亦利好国内原油需求修复。2023 年前两批次原油非国营贸易进口允许量合计下发 13182 万吨，年内第一批成品油出口配额下发 1899 万吨，同比上涨 46.08%，其中四大主营炼厂配额共计 1706 万吨，同比上涨 48.74%。我国加大原油进口并提升炼厂开工率的导向较为清晰，将在一定程度上提振市

场需求情绪。2 月主营炼厂开工率呈上升走势，常减压产能利用率至 77.30%。

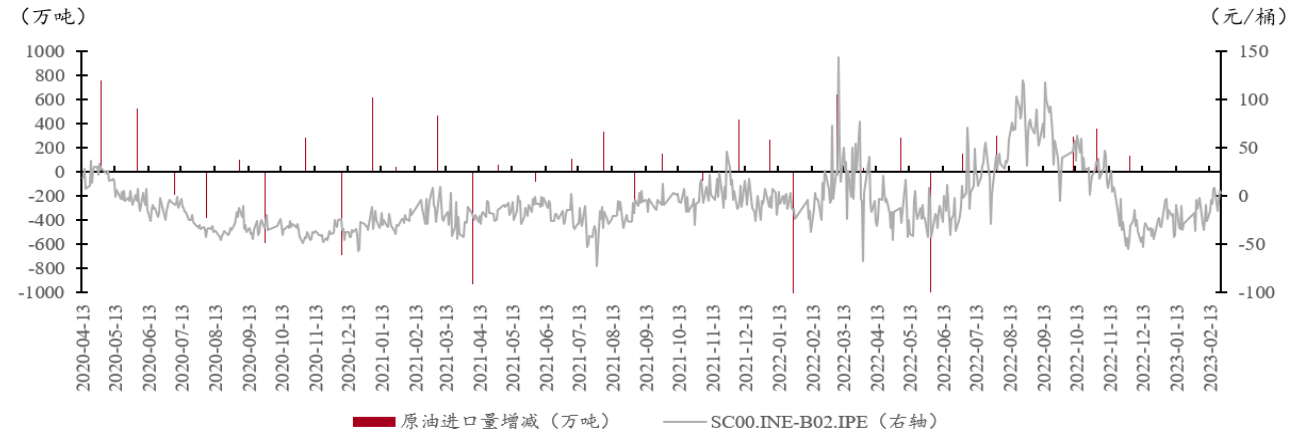
从中长期角度而言，国内疫情形势趋缓，叠加政策导向利好，我国原油需求向好趋势较为稳固，预计我国一季度原油进口量及需求存在增长空间，为内盘 SC 原油期货价格提供有力支撑。在国内需求情绪的提振作用之下，2 月内盘 SC 原油期货主力-次主力月差转为 Backwardation 结构，基本在 5 元/桶以内，目前在平水附近徘徊。从内外盘价差来看，SC-Brent 04-JUN 延续内盘贴水结构但一度收窄至-1.5 美元/桶附近。考虑到俄乌问题短期之内较难根本性解决，俄罗斯乌拉尔原油现货存在低价吸引力，相对高价的中东油种或偏向于入库。近期 SC 仓单库存预计延续高压状态，SC 近月盘面仍将承受一定压力，预计内外盘价差继续以内盘贴水结构为主，建议关注后续入库情况。

图表 5：SC 近月月差（自然人退出日前）- SC 仓单出入库



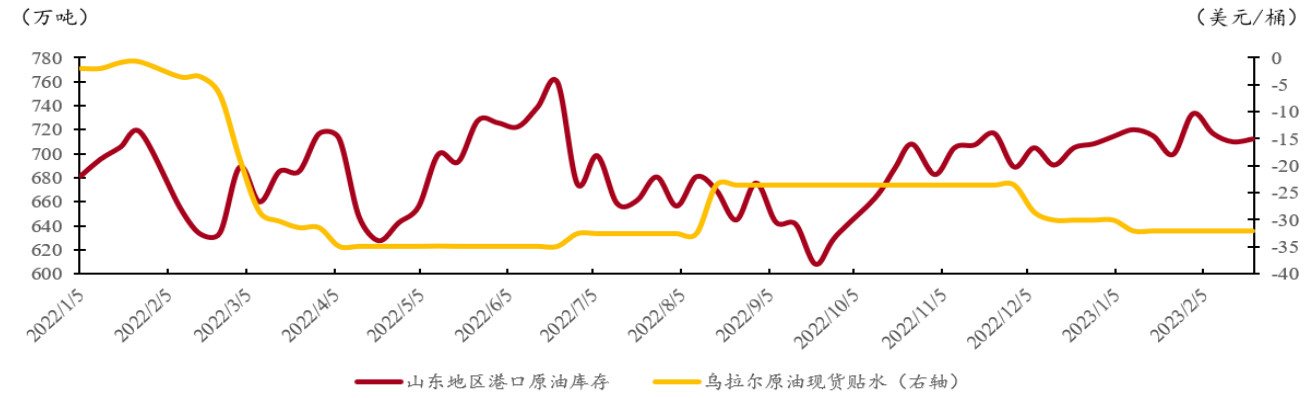
资料来源： Wind；中银期货

图表 6：SC 内外盘价差（SC00-B02）-国内原油进口量



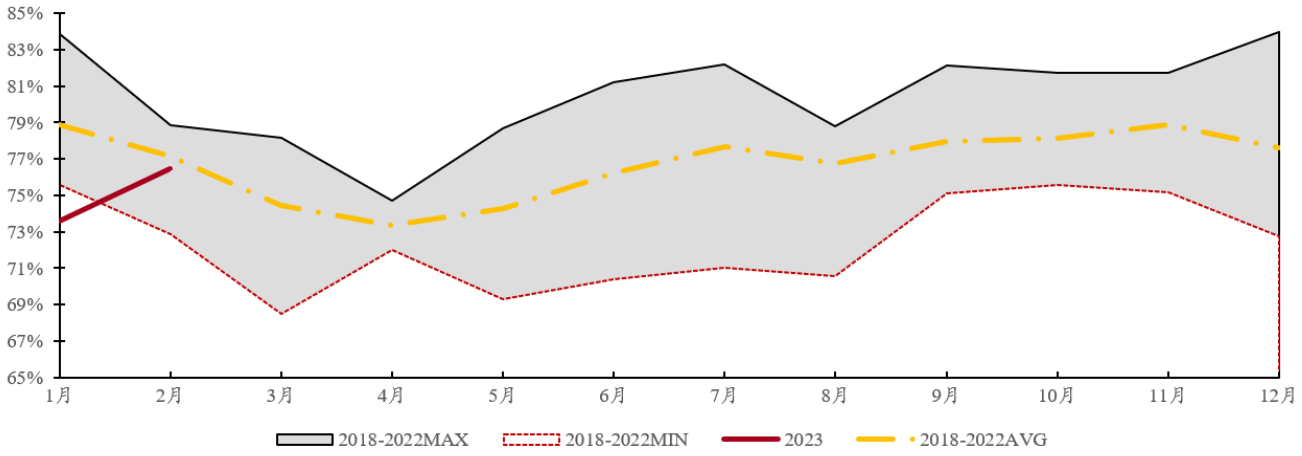
资料来源： Wind；中银期货

图表 7：我国港口原油库存



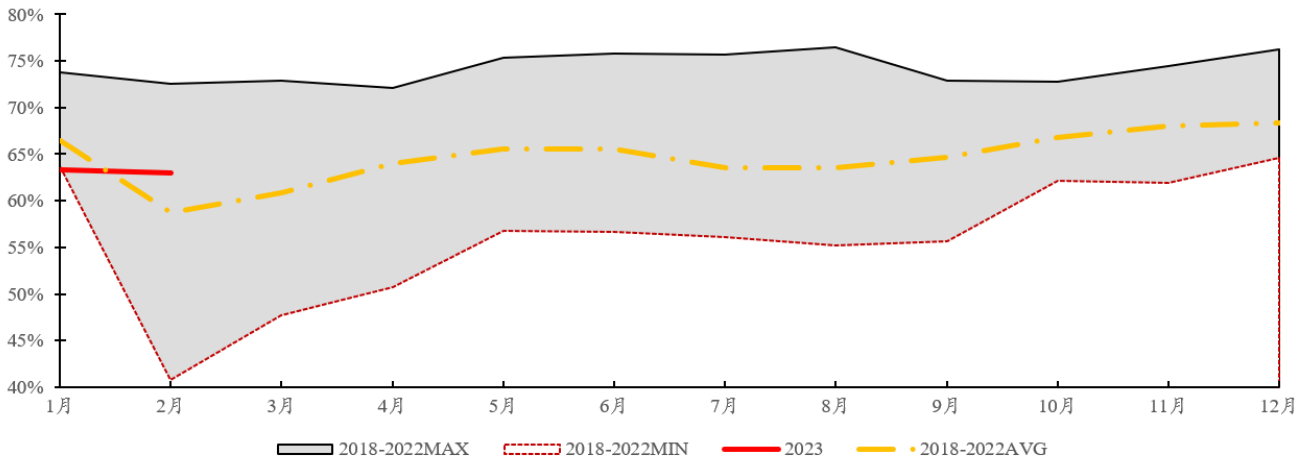
资料来源： Refinitiv；隆众资讯；中银期货

图表 8：主营炼厂开工率



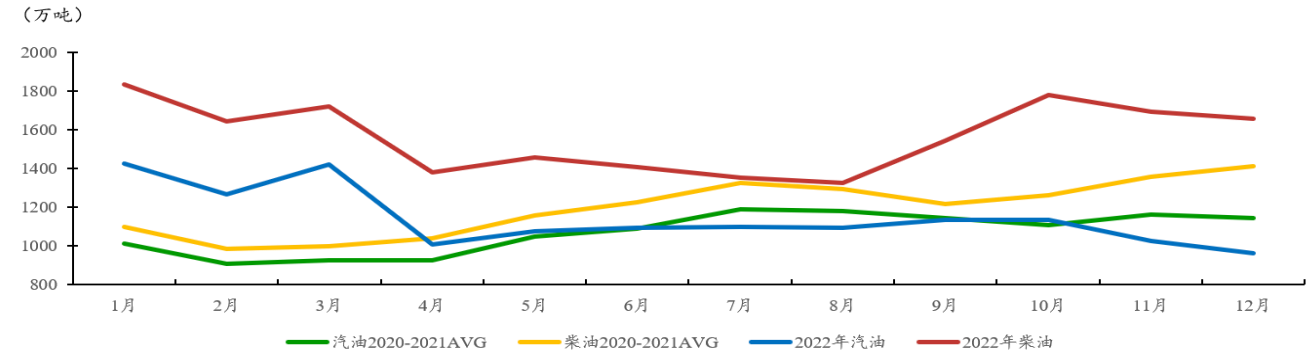
资料来源： 隆众资讯；中银期货

图表 9：山东地炼开工率



资料来源： 隆众资讯；中银期货

图表 10：汽柴油表观消费量



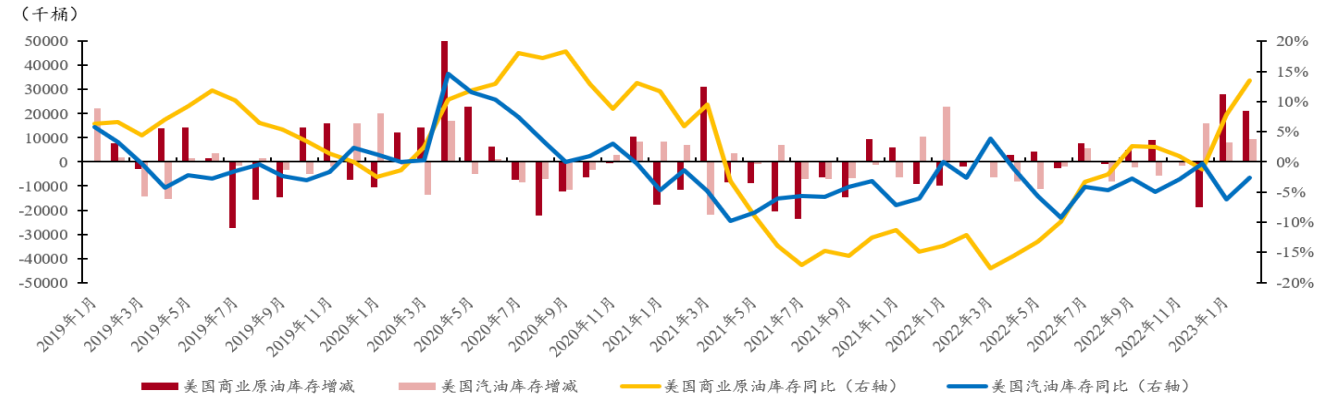
资料来源： 隆众资讯；中银期货

1.4 国际需求存在短期压力

国际冬季需求表现相对疲软，对于外盘油价构成持续压力，为 WTI 及 Brent 油价 2 月走势偏弱的影响因素之一。从实际需求角度来看，今年冷冬预期未能兑现，美国终端消费表现相对疲软，2022 年底 EIA 汽油需求创五年同期最低值，2 月汽油需求均值在 937 万桶/日左右，同比增长 1.17%。

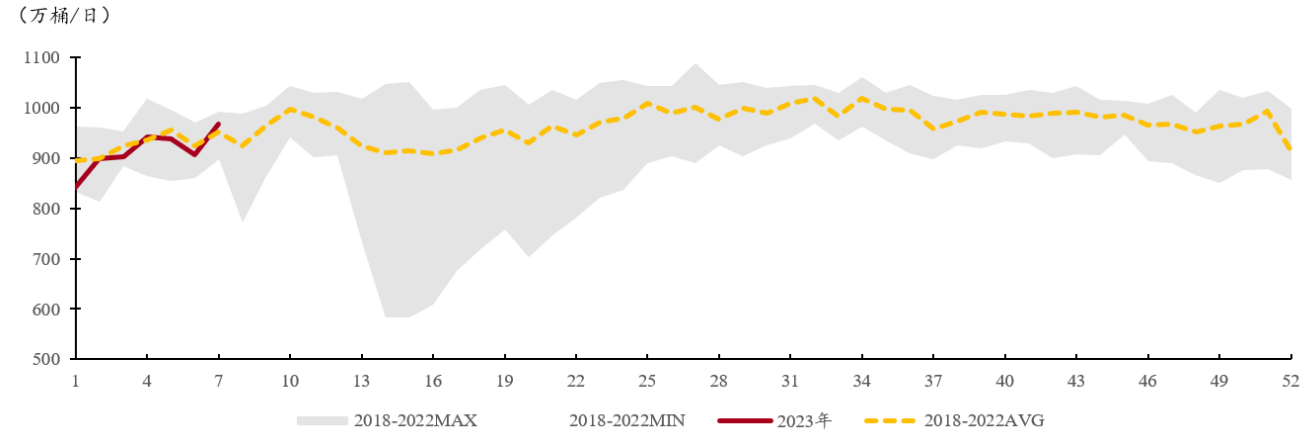
同时，2 月 EIA 原油及成品油继续以全口径累库为主，从一定程度上反映了终端消费表现相对疲软。从商业油品库存来看，截至 2 月 17 日当周，EIA 原油库存录得 4.79 亿桶；当周 EIA 汽油库存减少 185.6 万桶；当周 EIA 精炼油库存增加 269.8 万桶。当周美国柴油库存升至 2022 年 1 月 28 日以来最高。

图表 11：美国 EIA 商业原油库存+汽油库存



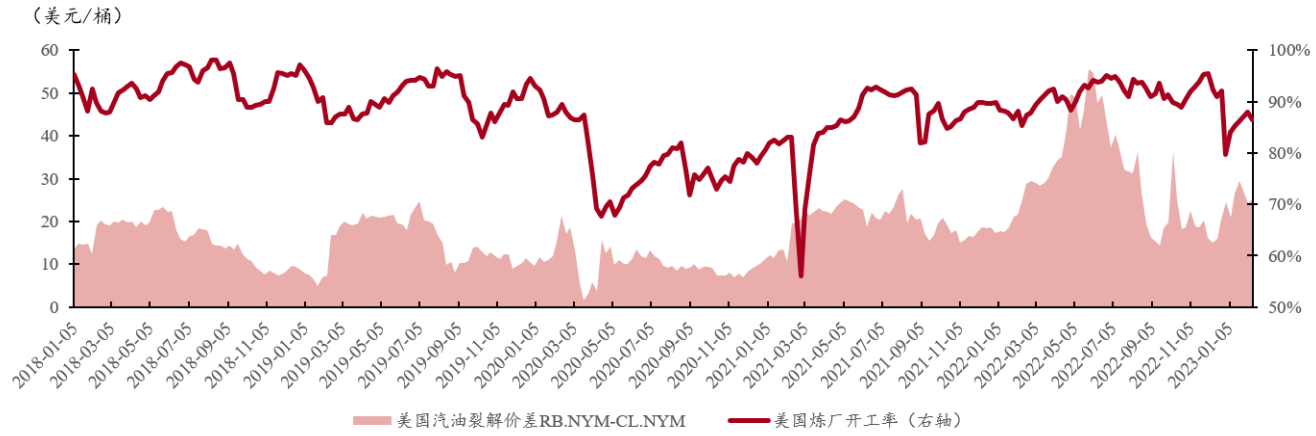
资料来源：EIA；中银期货

图表 12：美国汽油需求量



资料来源： EIA；中银期货

图表 13：美国炼厂开工率-汽油裂解价差



资料来源： Wind；中银期货

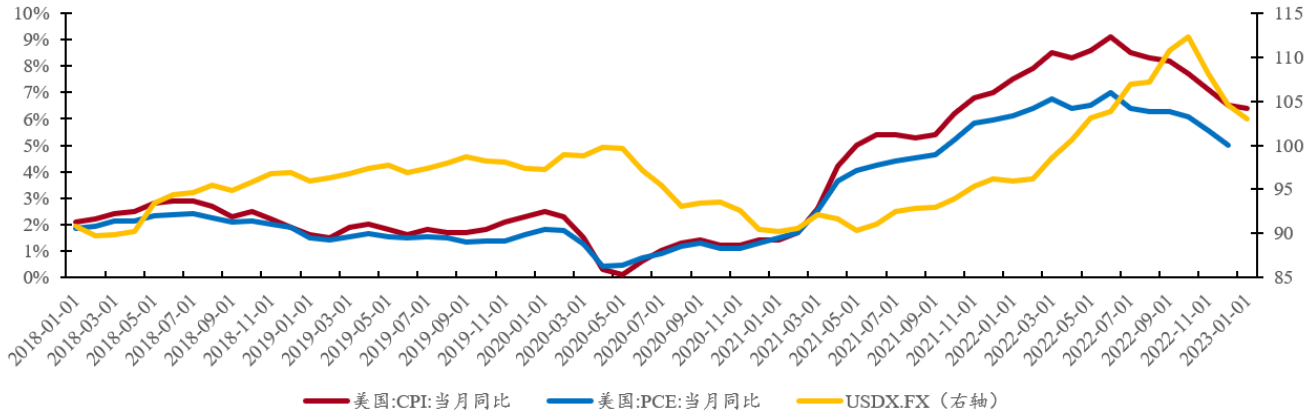
1.5 国际宏观情绪波动

2 月国际宏观出现一定情绪波动，美联储 2 月 FOMC 最新决议，加息 25 个基点，目前联邦利率目标区间在 4.50%-4.75%，基本符合市场预期。

美国经济数据表现较好，1 月季调后非农就业人口增加 51.7 万人，为 2022 年 7 月以来最大增幅；美国 1 月失业率录得 3.4%，触及 53 年低点。市场对于美联储将继续收紧流动性的预期显著升温。

从美国通胀角度来看，据美国劳工部数据，美国 1 月未季调 CPI 年率录得 6.4%，为连续第 7 个月下降，创 2021 年 10 月以来最小增幅，原预期 6.2%，前值 6.5%；美国 1 月季调后 CPI 月率录得 0.5%，创 2022 年 6 月以来最大增幅，原预期 0.5%，前值-0.1%。美国 1 月 CPI 同比超预期但增速放缓，环比符合预期但增幅上行，数据指向性不甚明确。整体而言，美国通胀压力仍存，美联储货币政策预计以软着陆为导向，市场流动性或进一步收紧但加息幅度较小，目前而言年内降息的可能性较低，目前美元指数反弹至 105 点位以上，建议持续关注国际金融市场波动风险。

图表 14：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（USDX）



资料来源： Wind；中银期货

图表 15：美国 WTI 原油期货主力合约价格-美元指数（USDX）

资料来源： Wind；中银期货

拜登政府于 2 月 13 日宣布，再释放 2600 万桶战略石油储备，预计将在 4 月至 6 月之间交付，对于国际油价构成一定短线利空影响，但考虑到释放量较小，预计作用相对有限。据 EIA 数据，截至 2 月 6 日当周，美国战略石油储备（SPR）库存在 3.716 亿桶，为近 40 年以来最低水平。为应对高通胀压力，美国方面此前已多次释放 SPR 以遏制油价过快上行，但其释放量未能改变原油市场整体供应偏紧格局，故影响均偏短期。

而从美国自身原油产量来看，基本维持在 1230 万桶/日附近。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，故预计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。

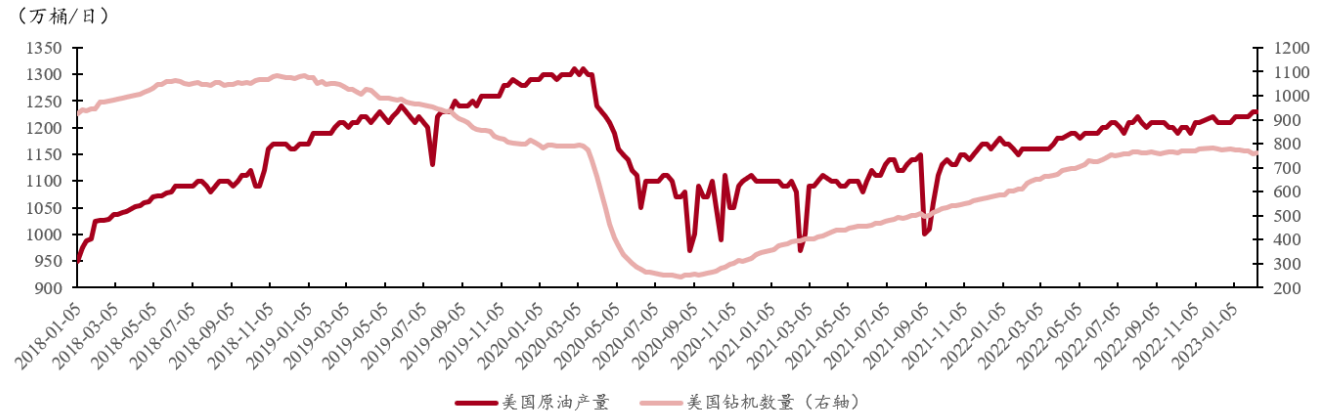
在需求端冬季终端消费相对疲软，供给侧美国释放 SPR 短线影响以及国际宏观情绪波动的综合影响下，美国 WTI 原油价格走势偏弱。从月差结构来看，WTI 近月月差 2 月维持微幅 Contango 结构，Brent 近月月差则呈微幅 Backwardation 结构。截至 2023 年 2 月 27 日，Brent 月差当月日度均值为 0.30 美元/桶；WTI 月差当月日均为-0.23 美元/桶。从跨区价差来看，Brent-WTI 价差反弹至 6.5 美元/桶以上，Brent 升水结构较为稳固，预计短期之内延续相对高位。

图表 16：美国释放节点表

宣布时点	美国SPR释放量	盟国SPR释放量	SPR释放总量
2021年11月	5000万桶	日本420万桶	约6000万桶
		印度500万桶	
		英国150万桶	
2022年3月初	3000万桶	3000万桶	6000万桶
2022年4月初	1.8亿桶	0.6亿桶	2.4亿桶
2023年2月中	2600万桶	/	2600万桶

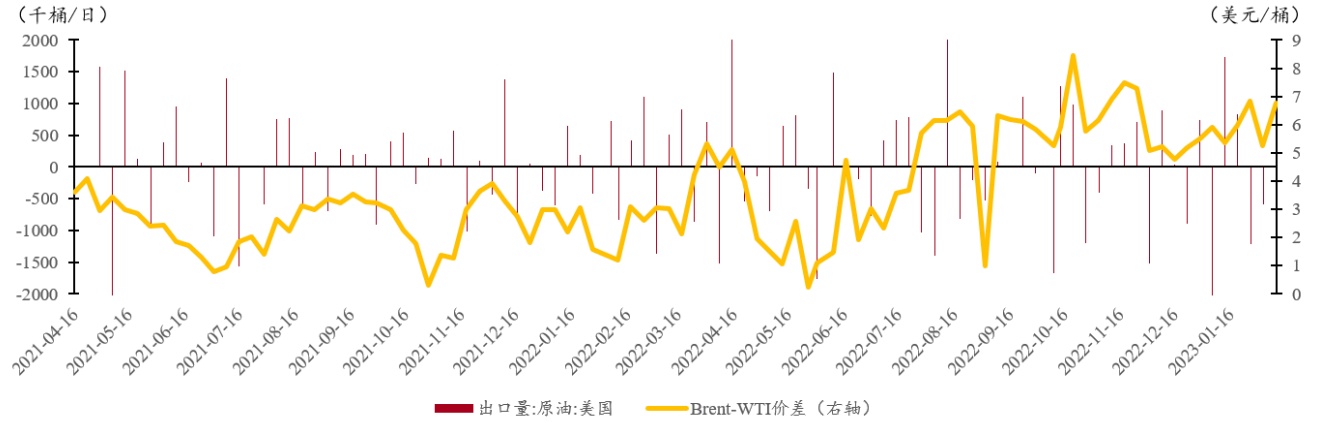
资料来源： Wind；中银期货

图表 17：美国原油产量-钻机数量



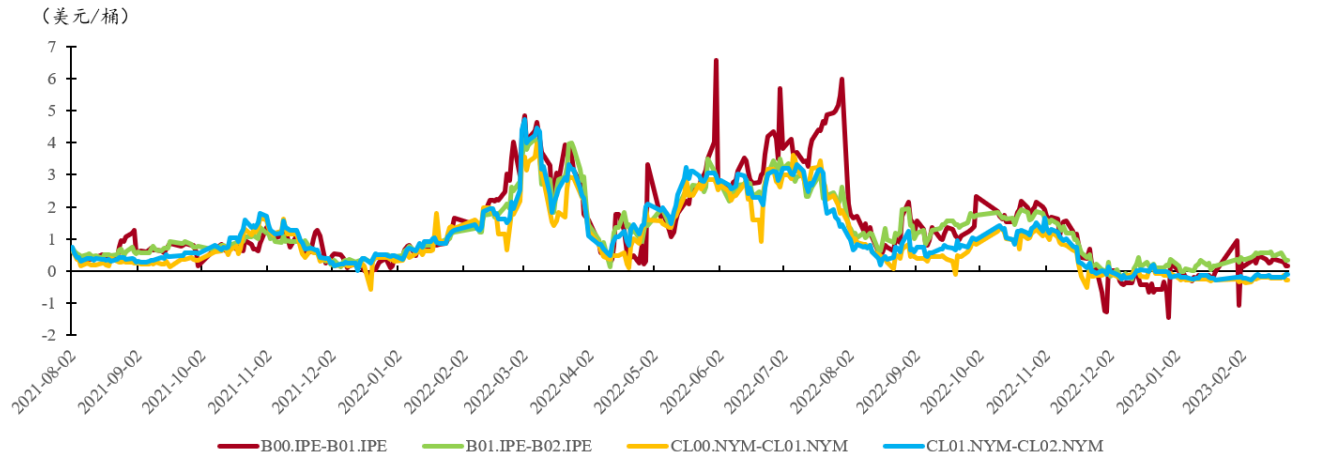
资料来源： Wind；中银期货

图表 18：Brent-WTI 价差-美国原油出口量



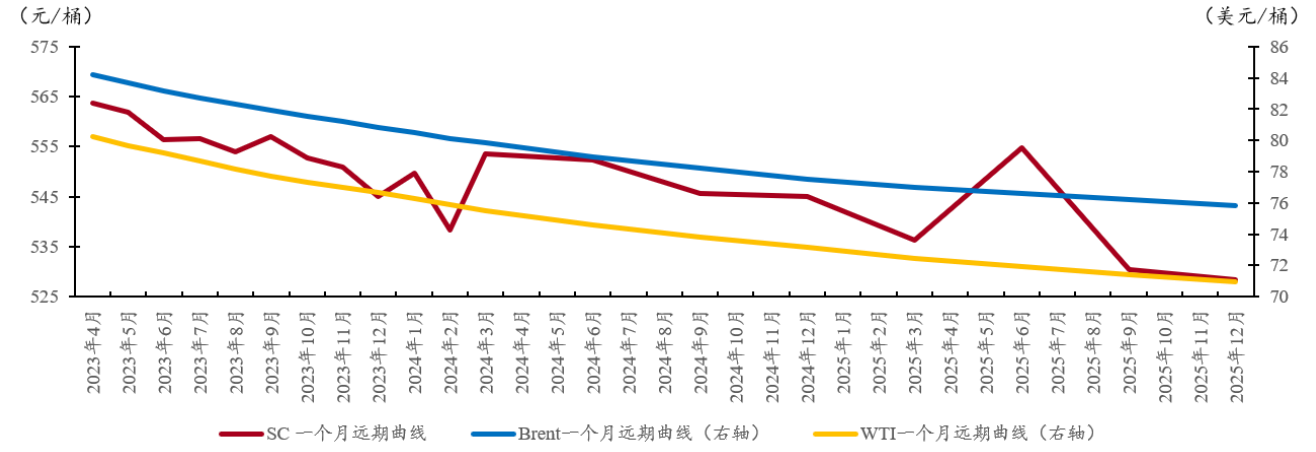
资料来源： EIA；Wind；中银期货

图表 19：Brent + WTI 近月月差



资料来源： Wind；中银期货

图表 20：SC + Brent + WTI 远期曲线



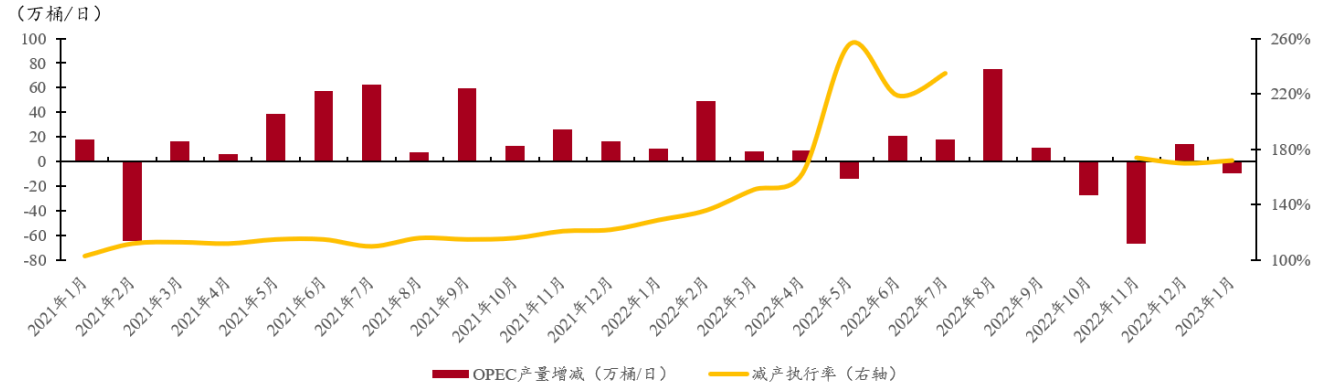
资料来源： Wind；中银期货

1.6 供给侧相对持稳

OPEC+ 2 月会议决议维持 200 万桶/日的减产规模不变，或为观望欧盟对俄石油限价的实际影响，以及我国调整防疫政策等市场波动因素。OPEC+未超预期减产对于市场信心构成一定扰动，但实际支撑作用仍存。下一次 OPEC+部长级会议将于今年 6 月 4 日举行；下一次 OPEC+联合部长级监督委员会（JMMC）将于今年 4 月举行。而从实际产量来看，OPEC 1 月原油产量环比下滑 4.9 万桶至 2888 万桶/日，其中沙特产量减少 15.6 万桶/日至 1031.9 万桶/日。

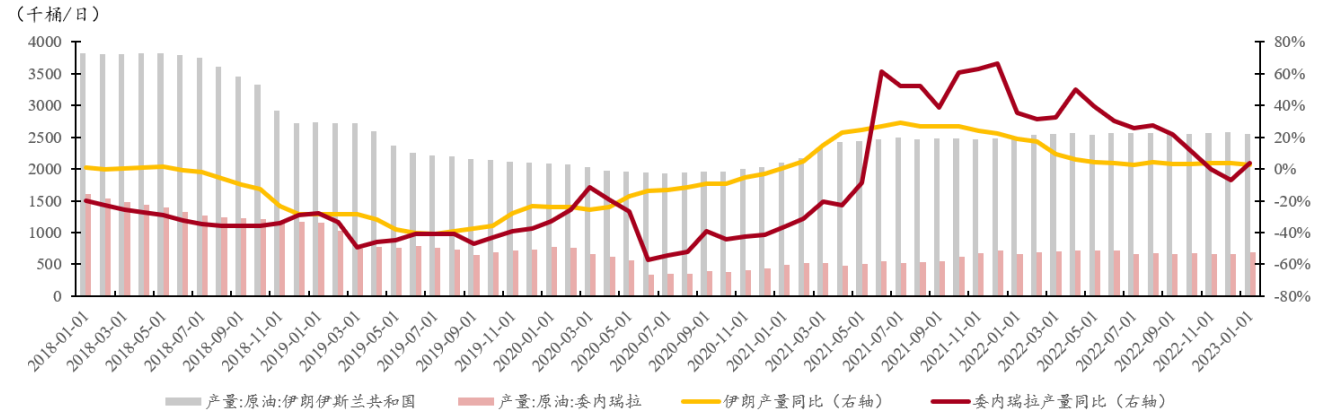
中东方面态度较为明确，从财政收入及政治立场等多维度进行考量，以维持油价的相对高位及市场稳定为主导逻辑，其产量政策及实际产量或延续偏紧，预计继续起到核心支撑作用。此外，伊朗与俄罗斯在俄乌问题上存在加强合作迹象，而与美国之间的伊核协议谈判已再度陷入僵局，预计短期之内已较难取得突破性进展。

图表 21：OPEC 原油产量-减产执行率



资料来源： 金联创；中银期货

图表 22：伊朗+委内瑞拉原油产量



资料来源： Wind；中银期货

1.7 俄乌局势继续胶着

俄乌局势 2 月延续胶着状态，乌克兰国家战时状态自 2023 年 2 月 19 日延长至 2023 年 5 月 20 日。目前俄乌局势尚未出现实质性进展，俄罗斯与西方各国之间的博弈预计长期持续，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。

从制裁角度来看，欧盟委员会于 2 月 15 日提出对俄罗斯第十轮制裁提案，计划实施价值超过 110 亿欧元的对俄出口禁令，包括电子设备、专用车辆、机

器零件、卡车和喷气发动机备件等。此外，欧盟对俄罗斯成品油的海运禁令于今年 2 月 5 日生效，设定俄罗斯柴油出口限价在 100 美元/桶，燃料油出口限价在 45 美元/桶。其后俄罗斯宣布 3 月原油减产 50 万桶/日作为反制措施，从供给侧为油价构成有力下方支撑作用。

1.8 突发事件·土耳其地震

土耳其于 2 月 6 日发生强震，当日北京时间 09:17 及 18:24 各发生两次 7.8 级地震。土耳其官员表示，当地 Ceyhan Port 的工作人员居所遭损毁，导致港口运行暂停。该港口涉及 Baku-Tbilisi-Ceyhan(BTC)输油管道线及 Kirkuk-Ceyhan 输油管道线，其中 BTC 原油出口量预估约 66.5 万桶/日水平，Kirkuk-Ceyhan 原油出口量预估约 39.5 万桶/日水平。Ceyhan 港口短暂停运对于当地原油出口构成一定短期影响，从供给侧短线利好油价，但由于重启较快故其作用相对有限。

1.9 后市展望

2 月原油价格宽幅波动，需求情绪起到主导作用，供给侧继续以下方支撑为主，国际宏观面则构成一定波动传导。俄乌局势仍未出现实质性进展，西方国家预计继续加码对俄制裁，OPEC+则预计延续偏紧产量政策以维持油价相对高位，近期原油价格或以宽幅波动格局为主，市场主要矛盾在于内外需求差异。

国内而言，新冠疫情已逐步趋缓，社会流动性修复，包括整体成品油及航空煤油在内的下游需求或出现反弹。此外，国家政策导向亦利好国内原油需求修复，原油进口及成品油出口配额加量下发，我国提升炼厂开工率的导向较为清晰。故我国原油需求向好趋势相对稳固，预计我国原油进口量及需求均存在增长空间，将为内盘 SC 原油期货价格提供有力支撑。但从库存角度来看，俄乌局势短期之内较难根本性解决，俄罗斯乌拉尔原油现货存在低价吸引力，相对高价的中东油种或偏向于入库。近期 SC 仓单库存预计延续高压状态，SC 近月盘面仍将承受一定压力，预计内外盘价差 SC-Brent 继续以内盘贴水结构为主，

内盘 SC 近月月差预计在平水附近，建议关注后续入库情况。

国际而言，冬季终端消费表现仍较为疲软，美国原油及成品油继续全口径累库，需求情绪偏弱将导致外盘油价存在持续的上方压力。从国际宏观面角度来看，美国通胀压力未完全缓解，美联储货币政策预计以软着陆为导向，市场流动性或进一步收紧但加息幅度较小，年内降息的可能性较低，美元指数较前期反弹，建议持续关注国际金融市场波动风险。

对于今年一季度原油价格预期整体中性，全球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，但需警惕各类市场潜在风险点，不排除短期回调可能。预估内盘 SC 原油均价在 600-650 元/桶区间；预估 Brent 原油均价在 85-90 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 550-600 元/桶区间；Brent 原油价格或短暂下探至 80-85 美元/桶区间，但预计后续估值回归。

二、燃料油

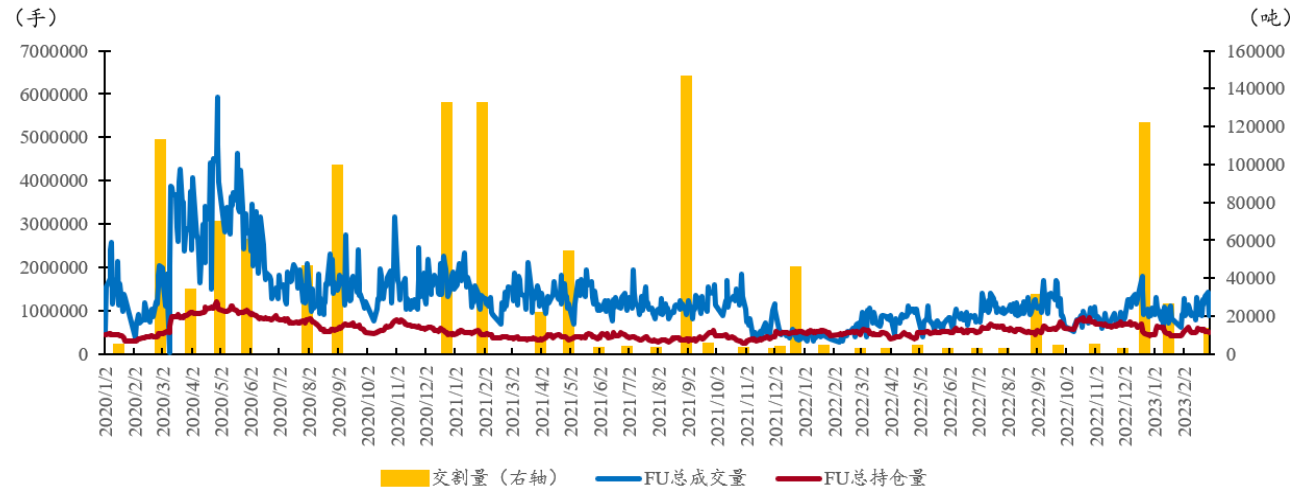
2.1 行情回顾·高硫燃走势偏强

2月高低硫燃料油价格走势出现分化，低硫燃相对持稳，高硫燃显著走强。截至2023年2月27日，内盘高硫燃料油FU期货主力合约收报2889元/吨，当月累计涨幅5.90%，日均价格2788元/吨。内盘低硫燃料油LU期货主力合约收报3951元/吨，当月累计跌幅5.68%，日均价格4093元/吨。

从运行情况来看，2月高硫燃料油FU期货主力合约成交量最高达132.72万手，日均成交量为101.32万手，环比增长13.91%；2月FU主力合约持仓量最高达46.24万手，日均持仓量为39.13万手，环比下滑5.75%。交割方面，FU 2303交割量为11240吨。出入库方面，FU洋山石油2月累计出库23300吨。

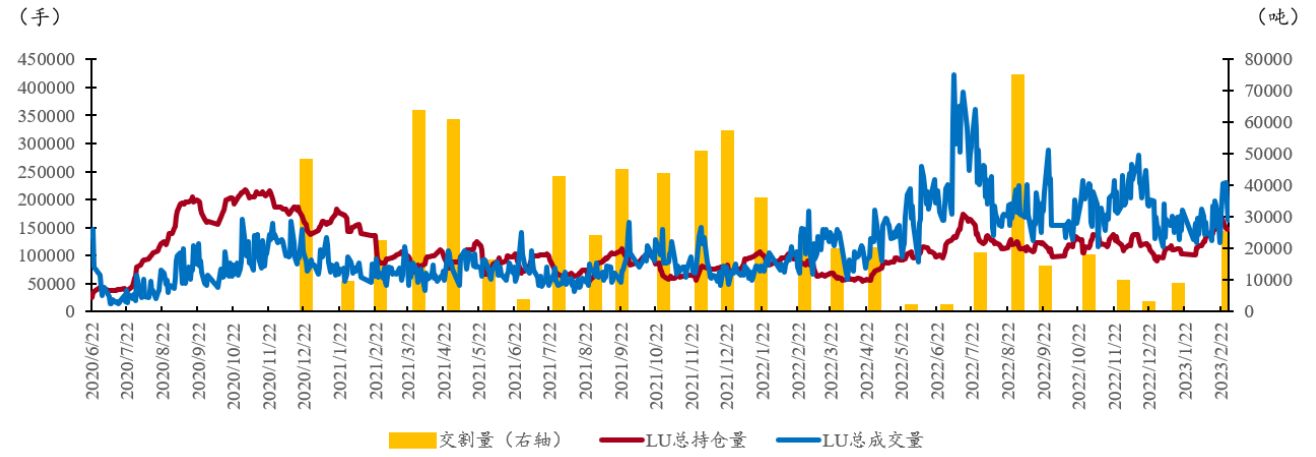
2月低硫燃料油LU期货主力合约成交量最高达14.18万手，日均成交量为9.56万手，环比增长13.54%；2月LU主力合约持仓量最高达8.41万手，日均持仓量为4.89万手，环比大幅增长84.49%。交割方面，LU 2303交割量为23680吨。出入库方面，2月22日LU中化兴中入库19980吨。

图表1:高硫燃料油FU合约市场运行情况



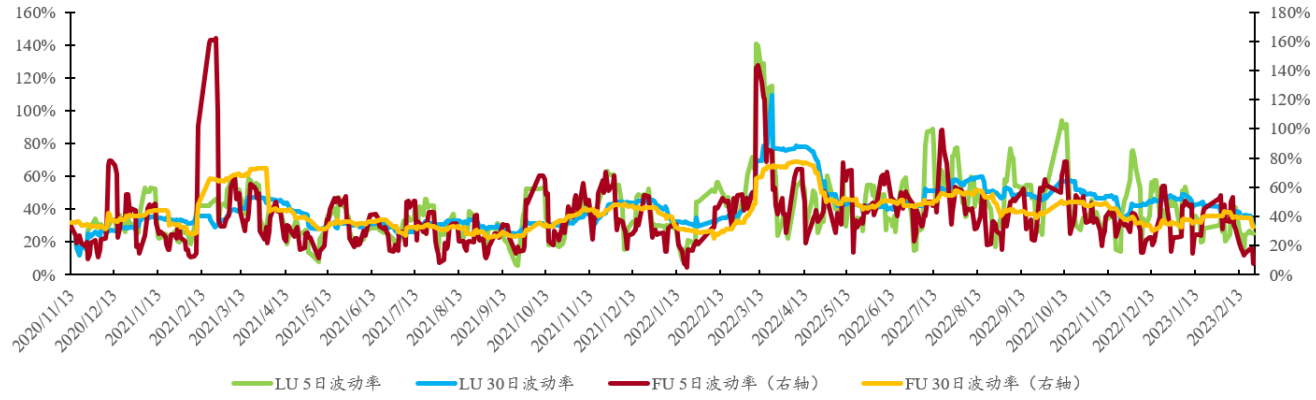
资料来源： Wind；中银期货

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

图表 4：高硫燃料油 FU + 低硫燃料油 LU 仓单出入库情况

日期	FU 仓库	出入库（吨）	FU 出入库	日期	LU 仓库	出入库（吨）	LU 出入库
20230201	洋山石油	-5000	出	20230222	中化兴中	19980	入
20230210	洋山石油	-6840	出				
20230215	洋山石油	-4000	出				
20230217	洋山石油	-7460	出				

资料来源： SHFE；INE；中银期货

2.2 国内低硫燃市场持稳

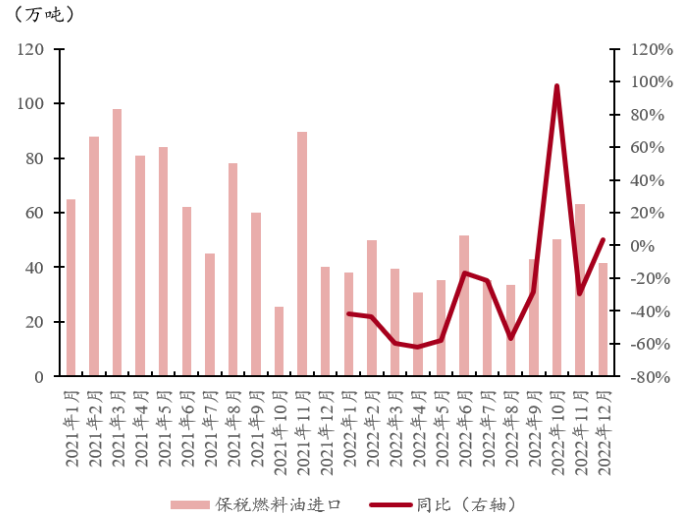
2 月国内低硫燃料油市场供应整体持稳，俄乌局势升级以来新加坡货源紧缺加之船燃价格高企等因素导致我国低硫燃进口量维持低位，保税船加油进口资源依存度下滑，国产资源占比显著提升。去年以来，为了弥补进口量下滑所带来的需求缺口，我国加大低硫燃出口配额下发量以抬高国内保税低硫燃产量。

商务部于 1 月下发 2023 年我国第一批低硫燃料油出口配额，共计 800 万吨，同比 2022 年第一批低硫燃出口配额增长 23.08%。其中，中石化 429 万吨，同比上涨 49%；中石油 302 万吨，同比上涨 12%；中海油 62 万吨，同比上涨 24%；中化 3 万吨，浙石化 4 万吨。我国低硫燃出口配额的加量下发将支撑国内保税低硫燃产量的持稳小幅增长态势，2 月低硫燃内外盘价差 LU-VLSFO 05-APR 自 20 美元/吨收窄至 10 美元/吨以下。但相对新加坡而言，国内低硫燃市场预计延续偏紧格局，内盘升水格局仍较为稳固，预计内外盘价差下方支撑较强。

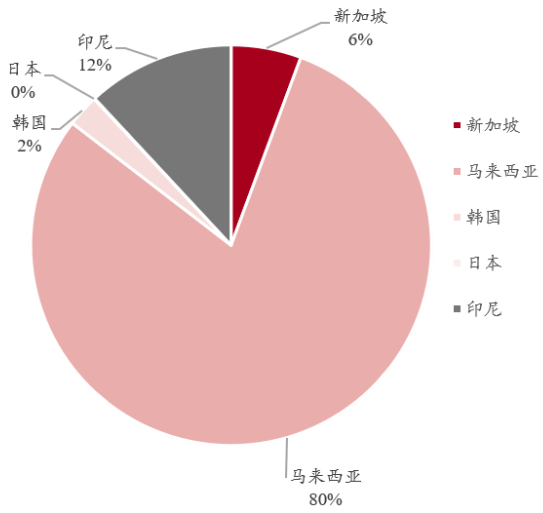
同时，我国船加油市场亦稳步发展。去年保税船加油总量为 2020 万吨，月均船加油量为 168 万吨，其中低硫燃料油占比约 88%，高硫燃料油占比约 5.8%，MGO 占比约 6.2%。预计今年一季度船加油量相对平稳，油种占比亦较为稳固。

我国低硫燃市场供需偏紧格局继续为内盘 LU 构成有力支撑作用，内盘低硫燃料油 LU 主力-次主力月差维持 Backwardation 结构，2 月日均价差约 32 元/吨。考虑到俄乌局势所导致的新加坡市场供需结构变化在短期之内较难根本性扭转，预计我国低硫燃进口量维持相对低位，国内保税低硫燃产量将继续以稳步小幅增长态势为主，但我国低硫燃市场供应与往年同期相比偏紧的问题难以彻底扭转，预计 LU 月差 Backwardation 结构较为稳固。

图表 5：中国保税低硫燃进口量



图表 6：中国燃料油进口来源国



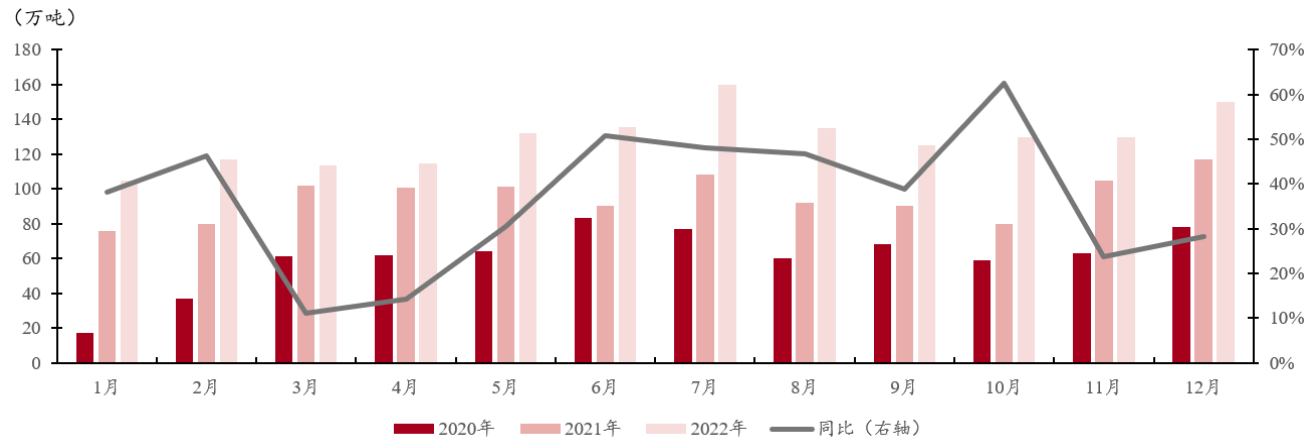
资料来源：浙油中心；彭博；中银期货

图表 7：中国保税低硫燃出口配额

低硫燃出口企业	2020配额总量	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	2023第一批配额	2023第一批同比	2023配额总量
中石油	295	338	203	116	90	132	160	541	302	49%	302
中石化	429	696	384	181	137	119	0	821	429	12%	429
中海油	86	95	50	25	20	21	15	131	62	24%	62
中化	90	9	3	1	1	1	0	6	3	0%	3
浙石化	100	1	10	2	2	2	0	16	4	-60%	4
总计	1000	1139	650	325	250	275	175	1675	800	23%	800

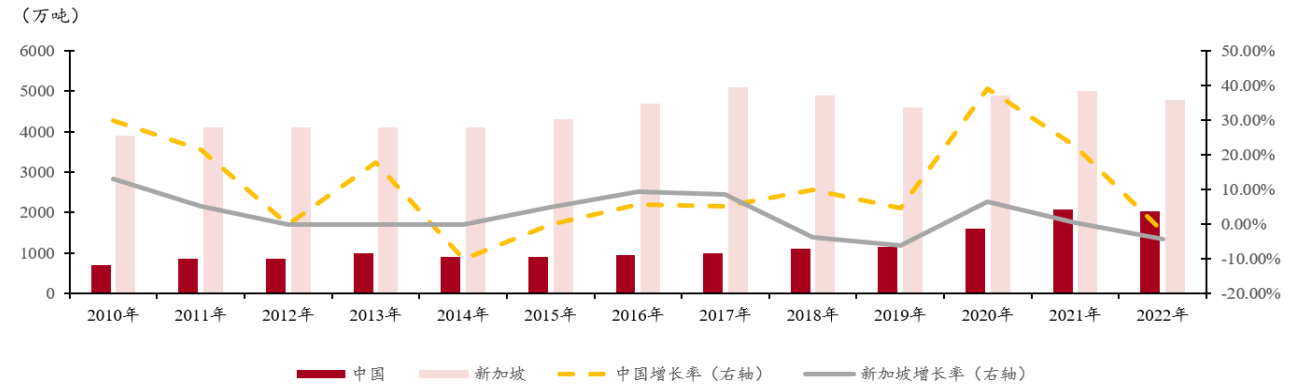
资料来源：商务部；中银期货

图表 8：中国保税低硫燃产量



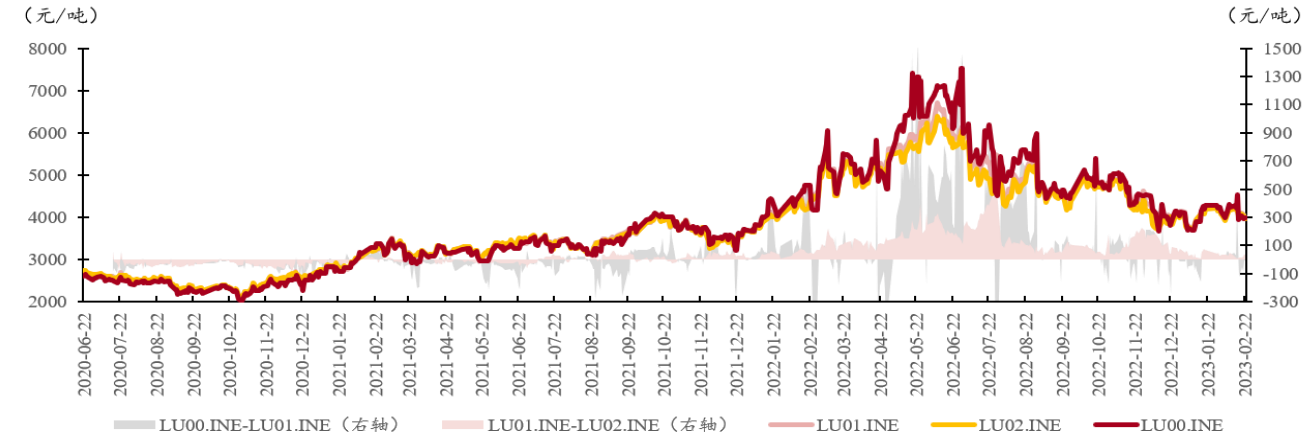
资料来源：隆众资讯；中银期货

图表 9：中国保税船加油量



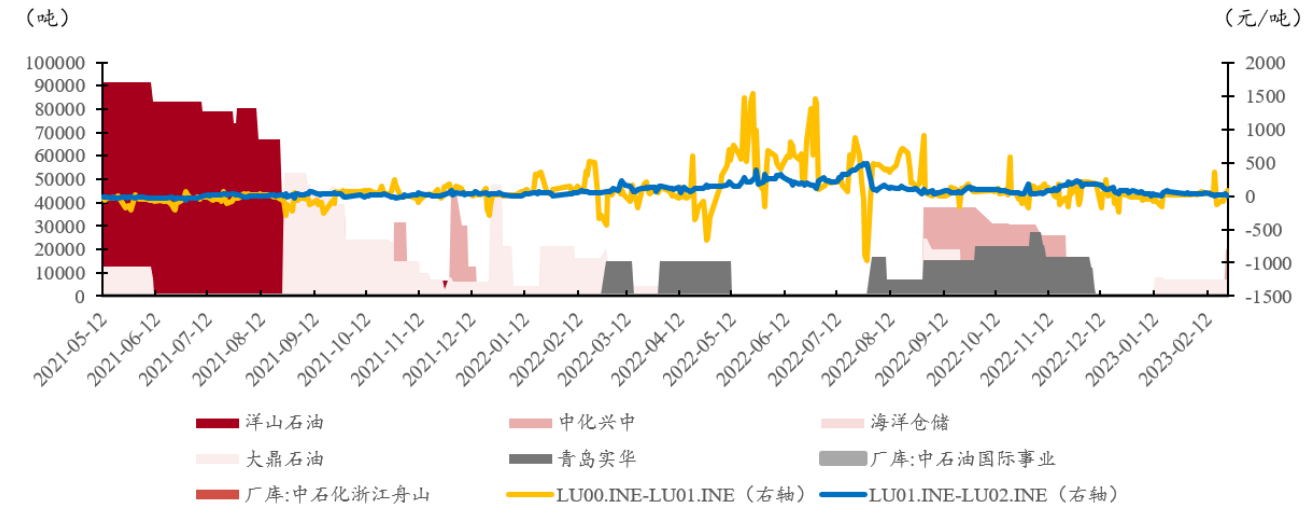
资料来源：隆众资讯；中银期货

图表 10：低硫燃 LU 近月月差



资料来源： Wind；中银期货

图表 11：国内 LU 仓单



资料来源：INE；中银期货

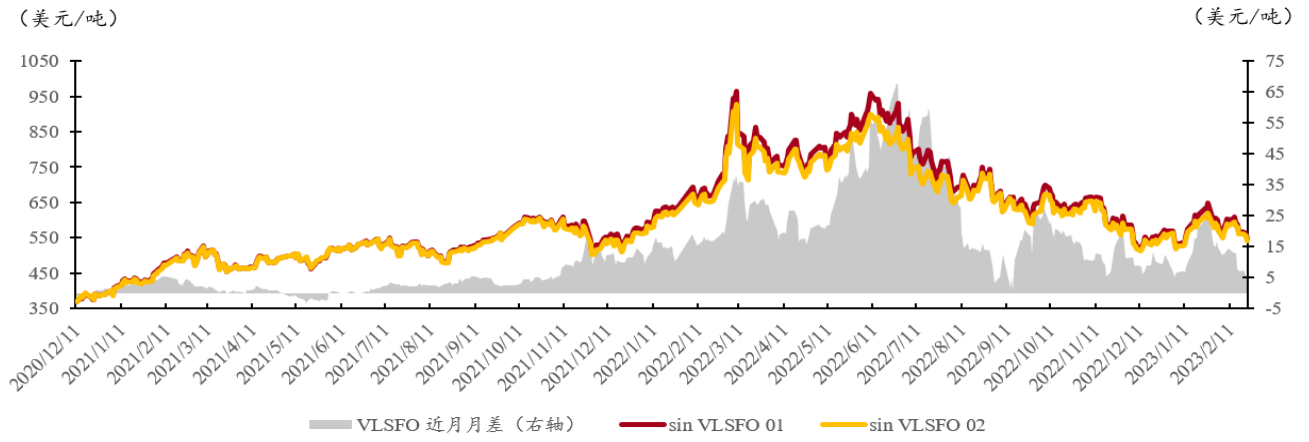
2.3 新加坡低硫燃供应偏宽

近期新加坡低硫燃料油市场需求回温，据新加坡海事港务局（MPA）数据，2023 年 1 月新加坡船用油销量为 437.69 万吨，同比增长 8.52%。其中，低硫燃料油销量为 280.13 万吨，同比增长 9.38%，占比回升至 64.00%；高硫燃料油销量为 122.61 万吨，同比增长 9.24%，占比 28.01%。从供给侧角度而言，新加坡燃料油供应与前期相比仍偏宽松，主要由于船货流入量处于相对高位，当月亚洲地区的西区燃料油流入量约 330 万吨；中东燃料油流入量大幅增长至 230 万吨左右，导致外盘低硫燃月差有所收窄。

外盘低硫燃 VLSFO 近月月差虽较前期高位回落，但 Backwardation 结构较为稳固，2 月日均月差为 11.24 美元/吨。从裂解价差来看，2 月新加坡 VLSFO-Brent 基本在 5-10 美元/桶区间，当月日均价差为 8.9 美元/桶。从库存水平来看，今年以来新加坡燃料油库存周均为 2109 万桶，2022 年新加坡燃料油库存周均 2090 万桶；2021 年周均库存 2250 万桶；2020 年周均库存 2380 万桶。

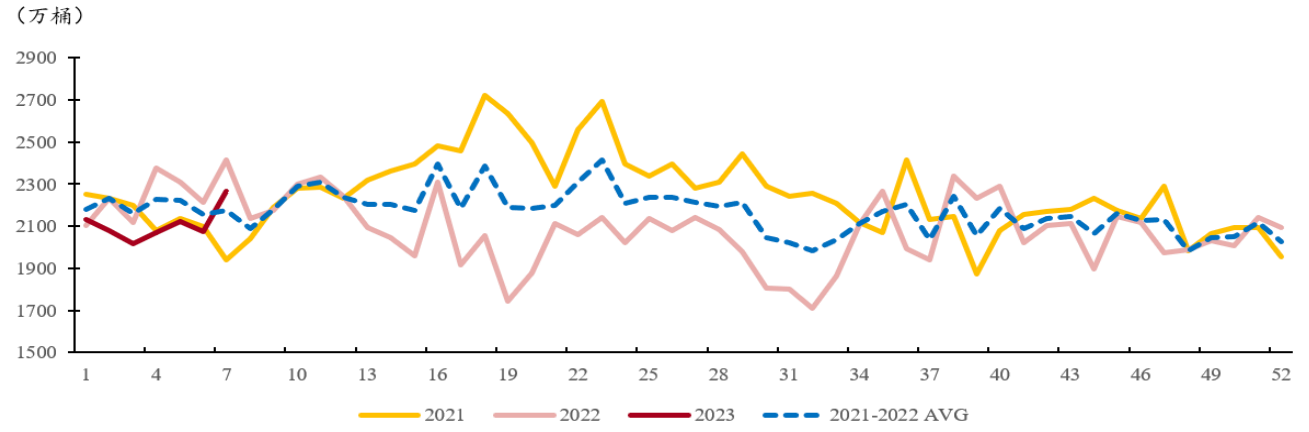
柴油方面，商务部于 1 月下发 2023 年我国第一批成品油出口配额，共计 1899 万吨，同比上涨 46.08%。其中，中石油 596 万吨，同比上涨 41.57%；中石化 741 万吨，同比上涨 71.39%；中海油 176 万吨，同比上涨 49.15%；中化 193 万吨，同比上涨 9.04%；中航油 6 万吨，同比上涨 50%；浙石化 167 万吨，同比上涨 24.63%；中国兵器 20 万吨，同比上涨 33.33%。成品油出口配额的加量下发或有利于抬升我国主营炼厂开工率，从而对内盘 SC 构成一定利好作用。对于新加坡市场而言，中国柴油出口配额增加或在一定程度上缓解外盘供应紧缺情况从而施压柴油价格，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。2 月新加坡柴油裂解价差 SGO-Brent 由 25 美元/桶附近回调至 20 美元/桶附近；当月低硫燃-柴油价差 5GO APR 在-200 美元/吨附近宽幅波动。

图表 12：新加坡 VLSFO 低硫燃月差



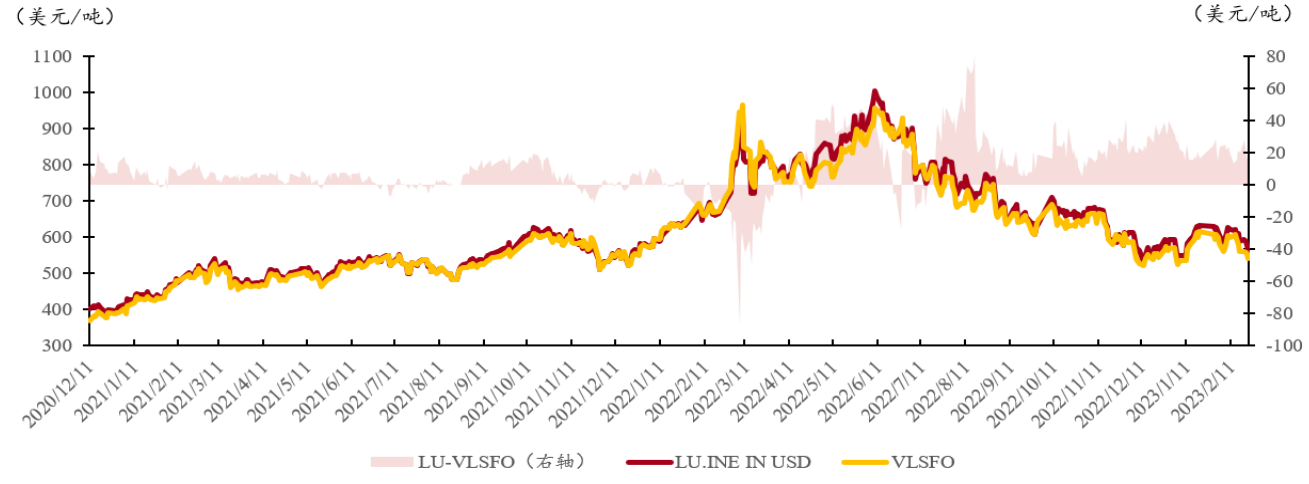
资料来源：普氏；中银期货

图表 13：新加坡燃料油库存



资料来源：ESG；中银期货

图表 14：上海 LU-新加坡 VLSFO 内外盘价差



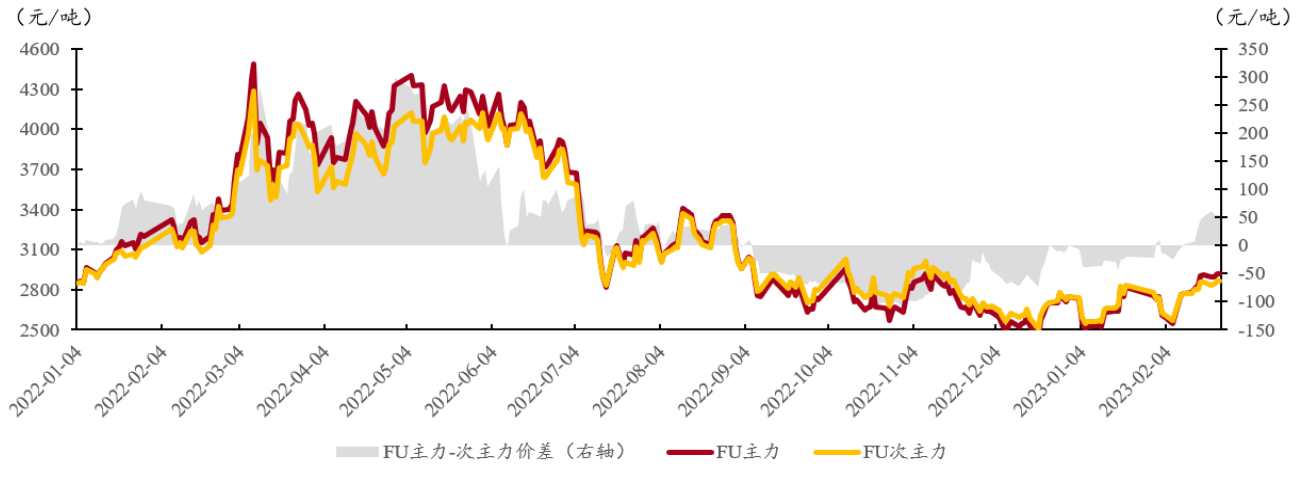
资料来源：普氏；Wind；中银期货

2.4 高硫燃短期供应收紧

2 月高硫燃料油市场出现较大波动，主要因素在于供给侧。欧盟对俄罗斯成品油海运禁令及限价已于 2 月 5 日生效，其中燃料油限价为 45 美元/桶，加之邮轮运力短缺，据 Refinitiv 数据，俄罗斯 2 月 1 日至 12 日的燃油出口下降了约 10%。俄罗斯高硫燃出口短期受阻或导致新加坡地区高硫燃供应较前期收紧，外盘高硫燃 S380 4-8 月差反弹至 10 美元/吨左右，内盘 FU 5-9 月差随之一度走阔至 60 元/吨以上。从中东地区库存水平来看，截至 2023 年 2 月 13 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 815.8 万桶，为 1 月 13 日当周以来最低水平。但其后富查伊拉燃料油库存骤增至 1231.4 万桶，或因俄罗斯及科威特燃料油流入量增长。从中长期角度而言，考虑到俄乌局势仍陷僵局，俄罗斯高硫燃预计仍以中东及新加坡为主要出口目的地，建议持续关注新加坡高硫燃船货供应情况，不排除后续 S380 4-8 月差及 FU 5-9 月差逐步修复可能。仓单库存方面，继 1 月高硫燃料油 FU 出库近 11 万吨之后，2 月 FU 继续出库 2.33 万吨，目前 FU 仓单库存约 3.52 万吨。

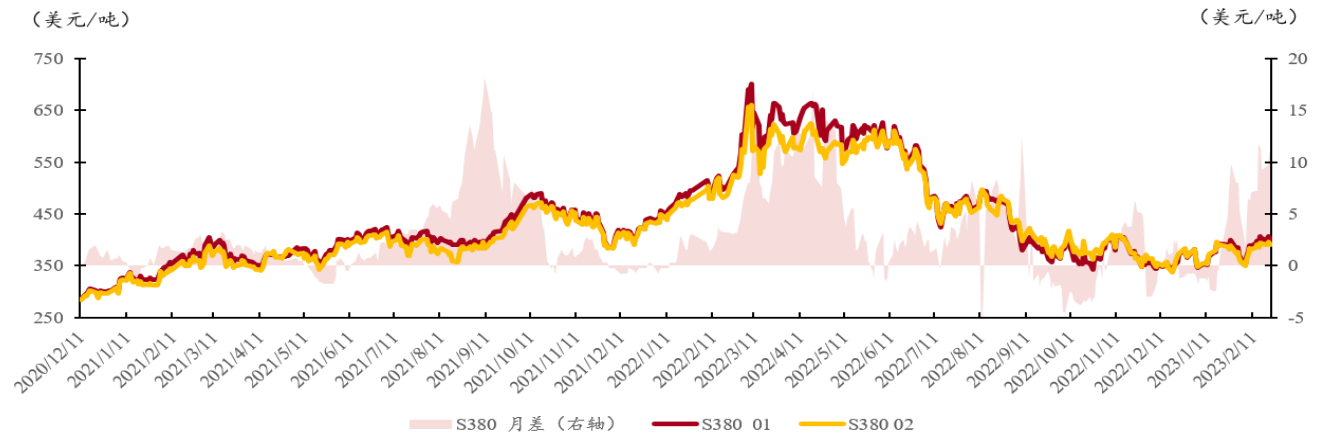
从需求侧来看，中东及南亚地区处于冬季电力需求淡季。2022 年俄乌局势升级后，高低硫燃料油贸易格局重塑，高低硫价差突破至新高位区间运行，高硫燃的经济性相对提升，故其船燃需求占比略有抬升。但由于 IMO 新政后高硫燃市场体量大幅萎缩，船用油需求小幅上行的利好作用相对有限。

图表 15：内盘 FU 高硫燃主力-次主力月差



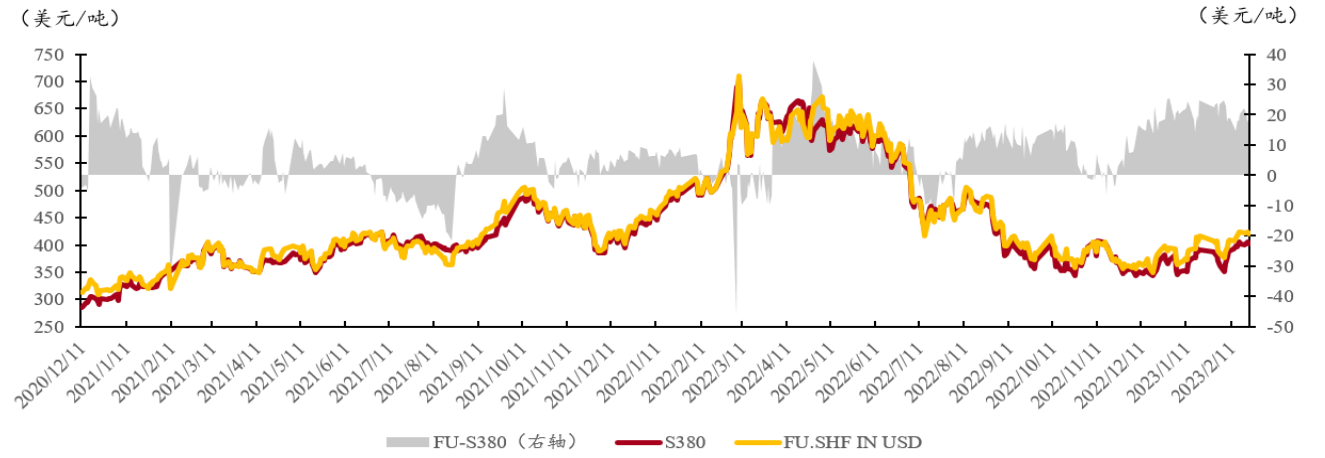
资料来源：Wind；中银期货

图表 16：新加坡 S380 高硫燃月差



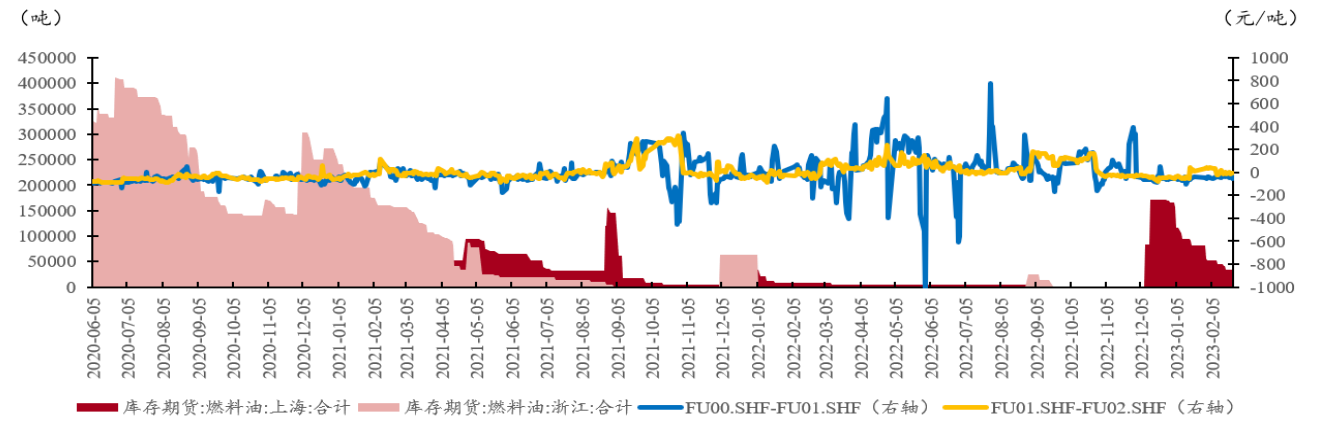
资料来源：普氏；中银期货

图表 17：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 18：国内 FU 仓单



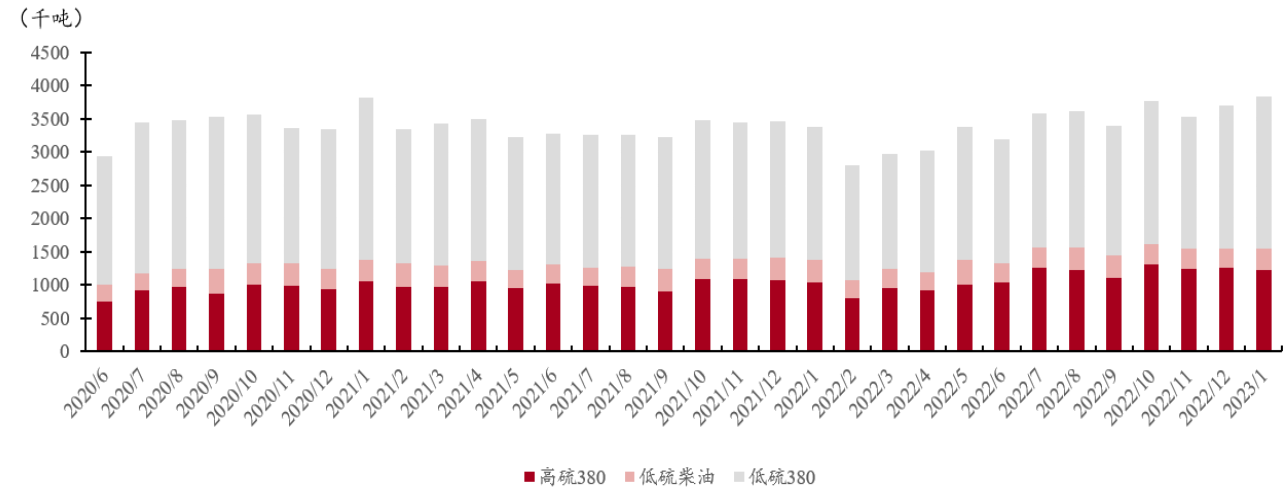
资料来源：INE；中银期货

2.5 高低硫价差大幅波动

去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，高低硫价差区间抬升至 1000 元/吨以上。

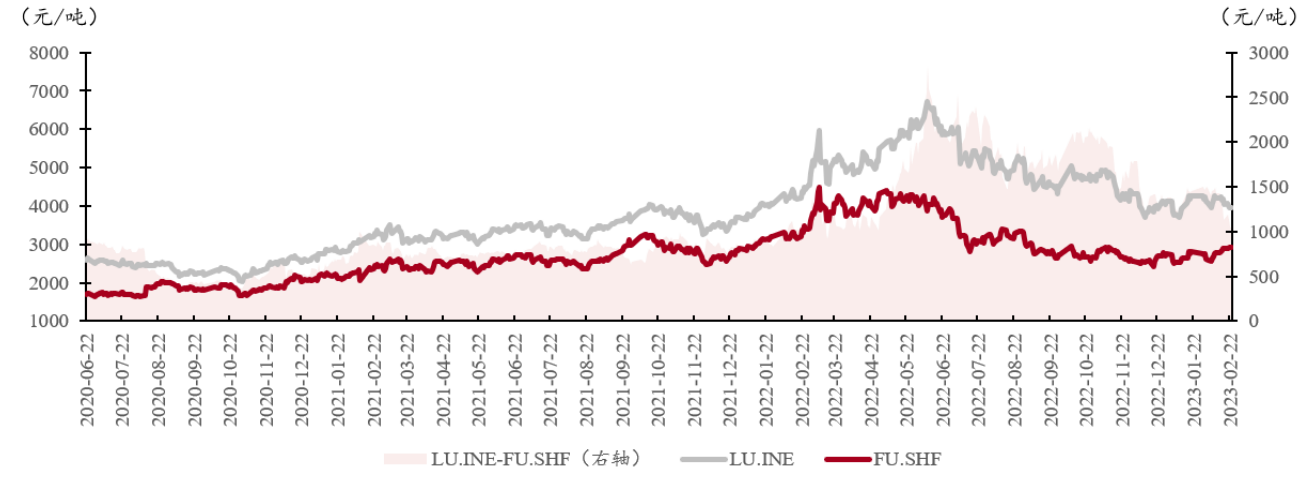
2 月高低硫价差波动较大，与前期高位相比整体偏弱。2 月下旬新加坡高硫燃供应短期收紧，导致内外盘高硫燃明显走强，内盘 LU-FU 05 价差一度下探至 1000 元/吨以下，目前回升至 1050 元/吨附近；外盘 Hi-5 APR 一度回落至 145 美元/吨附近，至 2022 年 5 月上旬以来低位，目前回升至 160 美元/吨以上。但考虑到俄乌局势未出现实质性进展，高低硫燃料油供应强弱格局较难根本性扭转，短期之内高低硫价差预计与前期高位相比以偏弱走势为主，但存在向上修复可能。

图 19：新加坡不同油品船加油量



资料来源： 彭博；中银期货

图表 20：内盘 LU-FU 高低硫价差



资料来源： Wind；中银期货

图表 21：新加坡 Hi-5 DEC 高低硫价差

资料来源： 普氏；中银期货

2.6 后市展望

2 月高低硫燃料油绝对价格跟随成本端宽幅波动，低硫燃基本面格局相对稳固，高硫燃短期供应收紧造成市场波动，导致高低硫价差显著收窄。

高硫燃方面，新加坡地区船货供应短期收紧，或受欧盟对俄罗斯成品油海

运禁令及限价正式生效，俄罗斯高硫燃出口短期受阻或导致新加坡地区高硫燃供应较前期收紧，预计近期外盘 S380 4-8 月差及内盘 FU 5-9 月差走势偏强，高硫燃内外盘价差 FU-S380 05-APR 持稳为主。而从中长期角度而言，考虑到俄乌局势仍陷僵局，俄罗斯高硫燃预计仍以中东及新加坡为主要出口目的地，建议持续关注新加坡高硫燃船货供应情况，不排除后续 S380 4-8 月差及 FU 5-9 月差逐步修复可能。

低硫燃方面，新加坡地区供应与前期相比处于偏宽松状态，主要由于西区套利船货处于相对高位,船用油消费较为平稳。我国船加油市场继续稳步发展，预计今年一季度船加油需求持稳为主。从供给侧来看，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，商务部加量下发低硫燃出口配额以抬升国产资源产量，从而在一定程度上弥补供应缺口。考虑到俄乌局势所导致的新加坡市场供需结构变化在短期之内较难根本性扭转，预计我国保税低硫燃产量将继续以小幅增长态势为主，保税船加油进口资源依存度将逐步下滑。但我国低硫燃市场供应与往年同期相比偏紧的问题难以彻底扭转，预计 LU 主力-次主力月差 Backwardation 结构较为稳固。同时相对于新加坡而言，国内低硫燃市场预计延续偏紧格局，内盘升水格局仍较为稳固，内外盘价差下方支撑较强。

从相对走势而言，近期高低硫价差与前期高位相比进一步下探，主要原因在于新加坡高硫燃供应短期收紧，导致内外盘高硫燃明显走强。但考虑到俄乌局势未出现实质性进展，高低硫燃料油供应强弱格局较难根本性扭转，短期之内高低硫价差预计与前期高位相比以偏弱走势为主，但存在向上修复可能。

对于今年一季度高低硫燃料油的绝对价格预期分化,FU 高硫燃料油均价或处 2500-3000 元/吨区间，LU 低硫燃料油均价或处 3800-4300 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，今年一季度高低硫价差均价或处 1000-1500 元/吨区间。

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