

能源月报

2022年1月28日

中银期货研究部

谷 霄

投资咨询号：Z0017009

从业资格号：F03091985

联系方式：021-60816204

联系人 陆 茗

从业资格号：F3082639

联系方式：021-61088093

原油逐波起，燃油乘东风

摘要

◆ 要闻

上海期货交易所党委委员、副总经理陆丰当选“2021沪上金融行业领军人物”。

◆ 原油

1月原油价格整体走势偏强，需求侧情绪自前期Omicron变异毒株扰动中逐步修复，而供给侧后续增产空间或有限的市场预期有所升温，叠加地缘政治及突发事件因素，内盘SC油价突破前高站上545元/桶，外盘Brent油价则创逾七年新高。

春节假期期间，综合考虑基本面因素及地缘政治局势，油价或仍以偏强走势为主，建议关注OPEC+2月部长级会议最新产量政策，若其维持或缩减现有增产幅度，油价存进一步上行空间。此外，若乌克兰局势继续升温甚至战争爆发，或驱动油价大幅上行，需防范市场波动风险。

◆ 燃料油

1月燃料油市场仍呈差异化格局，整体而言低硫燃走势偏强、高硫燃走势偏弱。春节假期期间，高低硫燃料油绝对价格预计跟随成本端走势，相对走势则延续低硫燃偏强格局，高低硫价差则预计以震荡走势为主，维持800元/吨以上的相对高位，建议防范市场大幅波动风险。

风险提示：

地缘政治，疫情形势，OPEC+加大增产，伊朗问题

顺颂壬寅年新春快乐！

一、原油

1.1 行情回顾

1月原油价格强势上行，截至2022年1月25日，内盘SC原油期货主力合约收报533.8元/桶，开年以来累计涨幅6.97%。外盘Brent原油期货主力合约收报87.17美元/桶，一度触及90美元大关，本月累计涨幅11.84%；外盘WTI原油期货主力合约收报84.08美元/桶，本月累计涨幅11.44%。

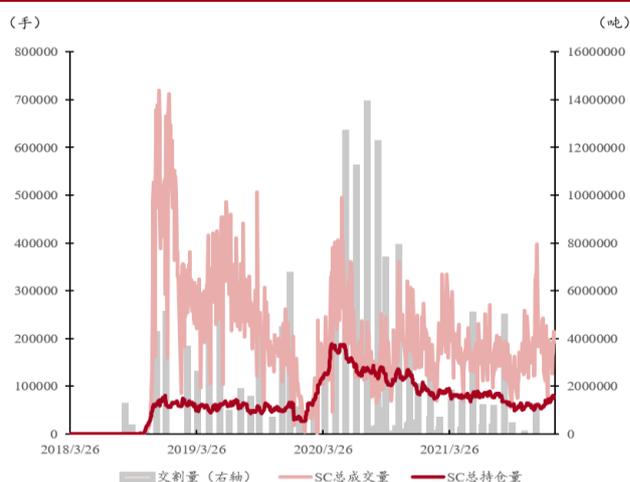
从运行情况来看，1月SC原油期货主力合约成交量最高达161671手，日均成交量为129622手，环比增长8.95%；1月SC主力合约持仓量最高达56034手，日均持仓量为40170手，环比增长33.85%；1月SC总沉淀资金日均约为38亿元，环比增长34.25%。交割方面，本月SC2202无实物交割，SC连续两个月无交割。

SC原油期货上市至今，平均日内振幅为3.18；截至1月25日当周，SC主力合约平均日内振幅为2.90，位于历史振幅的51.60%分位。2018年以来，Brent主力合约平均日内振幅为3.27；WTI主力合约平均日内振幅为3.81。上市以来，SC原油期货与Brent原油期货收盘价相关性为97.33%，与WTI原油期货收盘价相关性为96.85%。

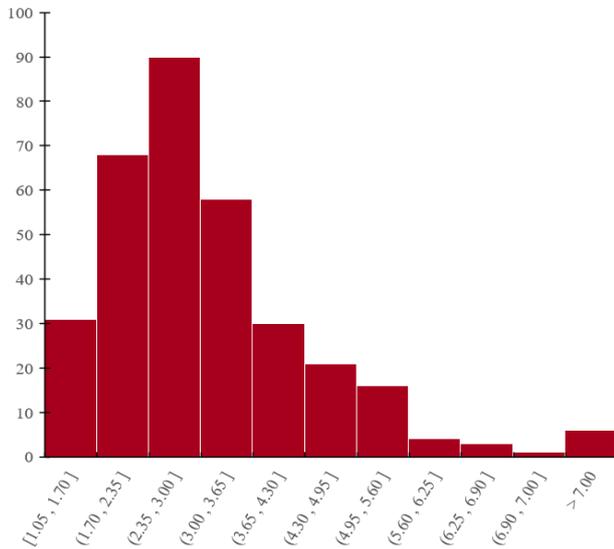
图表 1: SC 价格走势



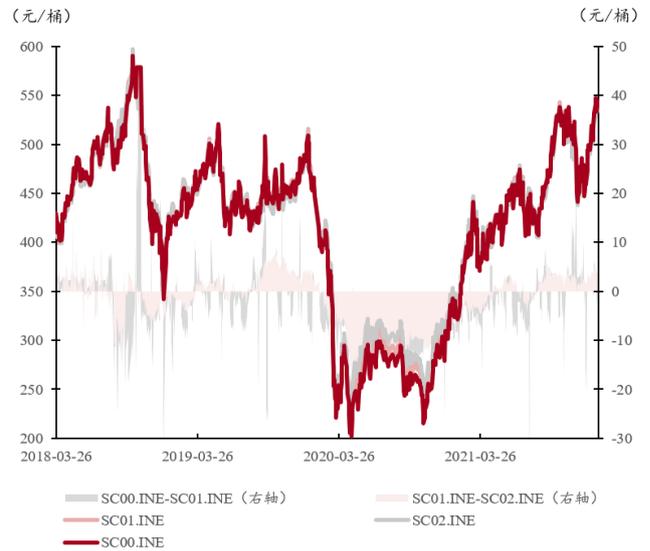
图表 2: SC 市场运行情况



图表 3: SC 日内振幅

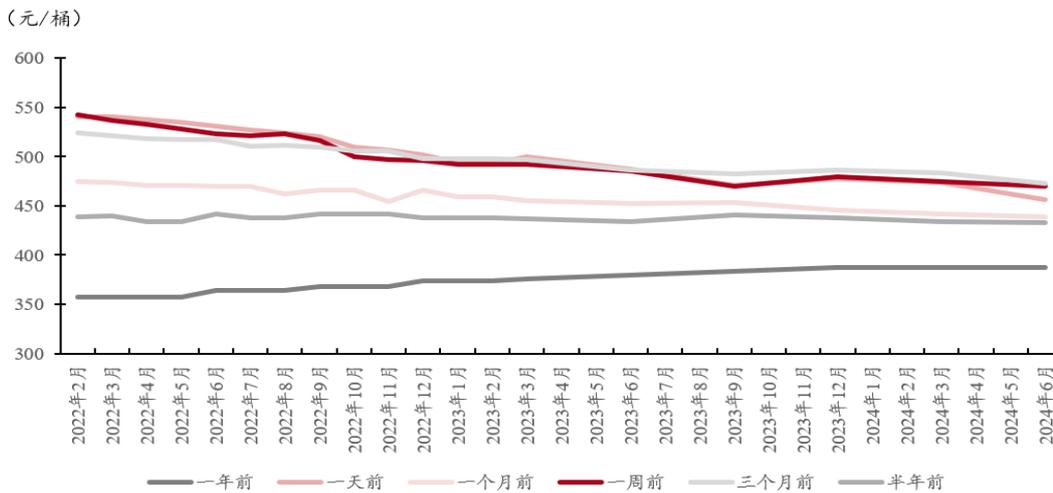


图表 4: SC 主力-次主力月差



资料来源: Wind; 中银期货

图表 5: SC 远期曲线



资料来源: Wind; 中银期货

1.2 国际层面

1.2.1 宏观面

美联储 1 月继续维持流动性宽松的货币政策, 但市场加息预期明显升温。

美联储于 1 月初公布 2021 年 12 月 FOMC 会议纪要, 将加快削减美国国债和机

构抵押贷款支持证券（MBS）购买规模，且预计于 2022 年 3 月结束。此外，美联储或考虑提前上调联邦基金利率，其鹰派论调令市场提前加息预期显著升温。

美国通胀压力继续高企，美国 12 月季调 CPI 同比上涨 7%，续创 1982 年 6 月以来新高，原预期 7%，前值 6.8%。而据美联储主席鲍威尔 1 月中旬表态，其对美国经济预期仍相对乐观，认为供应链瓶颈可很快得到解决，且未宣布加快政策调整步伐，故市场情绪有所提振，对于股市及大宗商品构成一定利好作用，为 1 月 11 日 WTI 原油价格主力合约拉涨近 4% 的影响因素之一。由于市场对于美国通胀高企已有预期，加之美联储主席鲍威尔表态，美元指数于 1 月中旬跌破 95 关口，为去年 11 月 15 日来首次，或为油价提供一定支撑。但 1 月下旬由于地缘政治因素，市场投资情绪出现较大波动，叠加美联储进一步释放流动性收紧信号，美元指数重回 96 点位。

据美国劳工部数据，2021 年 12 月美国非农部门新增 19.9 万个就业岗位，低于市场预期的 42.2 万个；2021 年全年则增加了 640 万个就业岗位。美国 12 月失业率环比下降 0.3 个百分点至 3.9%，低于原预期 4.1%，为连续第 6 个月下降，是自新冠疫情暴发以来首次降至 4% 以下，但仍高于 2020 年 2 月前的 3.5%。12 月美国失业人数减少 48.3 万人至 630 万人，高于疫情前的 570 万人。

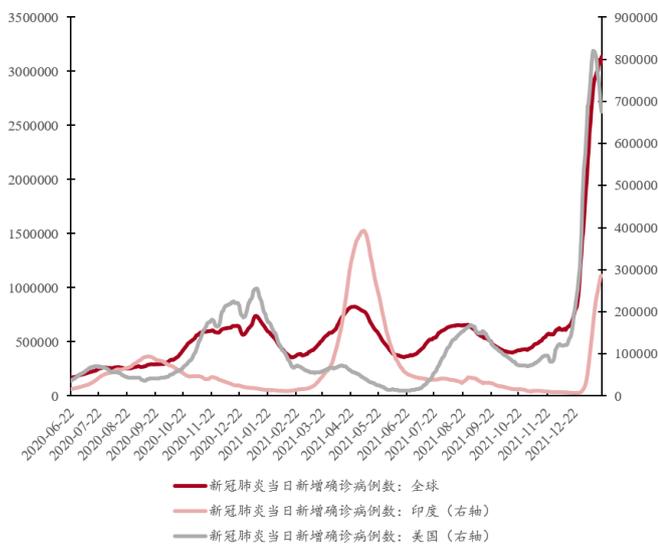
图表 6：美元指数



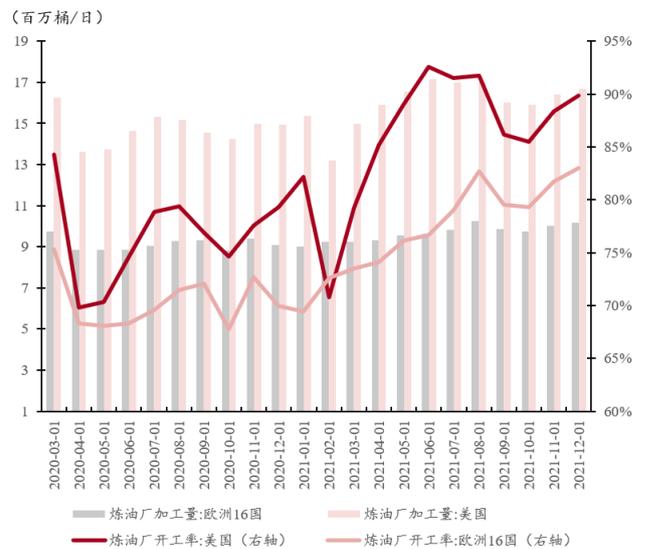
1.2.2 需求侧

1月原油需求端表现整体平稳，从疫情角度来看，欧美等国疫情形势较为严峻，但全球趋势仍可控。随着变异毒株 Omicron 的快速传播，欧美等国疫情形势显著趋紧。其中美国1月3日单日新增新冠确诊病例突破100万；法国单日新增新冠确诊病例则连续突破30万。此外，塞浦路斯疑似发现新毒株 Deltacron，即 Delta 与 Omicron 的重组新冠毒株，需进一步观察研究。目前来看，Omicron 传染力或强于 Delta，但致死率相对较低，故市场情绪渐归平稳，若后续欧美疫情逐步趋稳，油价或仍存一定上修空间。

图表 7：全球疫情情况



图表 8：美国炼厂开工率



资料来源：Wind；中银期货

1.2.3 供给侧

1月原油供应端整体继续持稳，为油价提供一定支撑。OPEC+延续现行产量政策且市场担忧情绪有所升温，美国原油产量未现大幅反弹，伊核协议谈判尚未取得突破性进展。

OPEC+方面，1月4日OPEC+部长级会议决定2月维持当前产量政策不变，即40万桶/日的每月增产幅度。目前市场对于OPEC+后续增产空间或相对有限的预期显著升温，OPEC+12月执行率高达127%。其中OPEC12月产量为2780万桶/日，环比小幅增长8.3万桶/日，未达计划值，与疫情前水平相比或余约400万桶/日的空间。而俄罗斯产油巨头亦于去年底表示其产量已接近满负荷且闲置产能趋紧，2021年11月俄罗斯原油产量为4463.7万吨，环比下跌2.66%，与2019年其产量峰值相比尚余约60万桶/日的空间。

此外，利比亚最大油田Sharara1月因不可抗力停产，加之连接东部Samah、Duhra油田与该国的最大出口港西德拉石油港的主要管道将关闭以进行维护，利比亚原油产量下滑幅度或超过50万桶/日。2021年利比亚产量基本在115万桶/日左右，利比亚石油部长表示，主要输油管道维修工作完成后产量将恢复至90万桶/日。利比亚国家石油公司(National Oil Corp)于1月16日表示，利比亚石油产量已回升至120万桶/日，故影响作用相对短期。

美国方面，据EIA数据，截至1月24日当周，美国国内原油产量为1160万桶/日，距离2021年产量峰值水平1180万桶/日存在20万桶/日差距。考虑到2020年负油价后资本支出偏谨慎，加之美国产业政策倾向于新能源领域，预计美国页岩油产量无法实现大幅增长。OPEC预计2022年美国原油产量将增至1182万桶/日。

伊朗方面，伊核协议第八轮会谈于2021年12月27日举行，2022年1月8日伊朗副外长兼伊核问题首席谈判代表巴盖里表示，谈判分歧正在减少。俄罗斯总统普京于1月中旬在莫斯科与伊朗总统莱西举行会谈，其中伊核协议或为重要议题之一。而随着油价强势上行，美国或考虑推动伊核协议谈判进程以短期施压油价。彭博社于1月下旬援引中国海关数据，中国12月自伊朗进口190万桶原油，为一年来首次公开披露该数据。

1.2.4 地缘政治

1月地缘政治问题继续对国际油价构成扰动，一则哈萨克斯坦国内局势动

荡一度对原油供应造成影响；二则中东地缘局势再度升温；三则东欧战云密布。

1月初，由于哈萨克斯坦西部扎瑙岑和阿克套市反对天然气价格上涨，该国爆发大规模抗议活动，包括武装分子袭击国家机构，其后政府宣布全国实行紧急状态。由于示威活动中工人阻断运输，雪佛龙（Chevron）持股50%的合资石油公司TCO决定暂时调整哈萨克斯坦最大油田Tengiz的产量。哈萨克斯坦产量水平约为160万桶/日，其中TCO产量约70万桶/日，故其供应受损在一定程度上为油价构成短期利好作用。其后独联体集体安全条约组织（集安组织）维和部队迅速控制局面，哈萨克斯坦局势现已趋稳。1月9日Chevron表示，TCO正逐步恢复产量，所有生产设施继续运营，故预计此次哈萨克斯坦局势动荡的影响相对有限。

1月下旬，也门胡塞武装袭击阿联酋首都阿布扎比后，阿布扎比石油公司仓库附近3辆油罐车发生爆炸，导致3人死亡、6人受伤。18日沙特领导的多国联军对也门首都萨那发动多次空袭，造成至少12人死亡、12人受伤。中东地缘局势显著升温，目前尚未对原油供应产生实质性影响，需关注其后续发展态势。

开年以来，乌克兰局势持续升温，俄罗斯与美国之间争端加剧，欧洲地缘局势日趋严峻。美国90吨军事援助物资已于1月21日运抵乌克兰，其后于23日下令撤离乌克兰使馆人员家属，英国则于24日开始撤离乌克兰使馆工作人员。俄罗斯克林姆林宫发言人德米特里·佩斯科夫表示，乌克兰军队在顿巴斯地区接触线大规模集结表明，乌克兰准备发动袭击。美国国防部发言人约翰·柯比同日表示，目前有约8500名美军处于“高度戒备”状态，以便在必要时部署到欧洲。东欧局势趋紧对全球市场投资情绪构成显著扰动，亦将对原油供需两侧造成较大影响，若后续乌克兰危机继续恶化甚至战争爆发，或驱动油价大幅上行，建议密切关注乌克兰局势发展态势。

从能源角度而言，北溪二号项目运营受阻或支撑欧洲天然气价格维持相对高位。德国国防部长兰布雷希特于1月13日表示，北溪二号项目不应卷入地缘政治冲突，其后德国外交部于14日宣布，德国外交部长贝尔伯克将于17日至18日出访乌克兰和俄罗斯，旨在通过法国、德国、俄罗斯、乌克兰四国峰会进

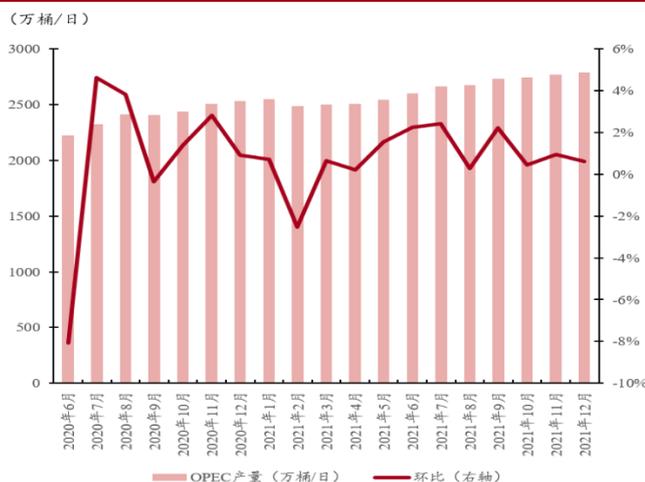
行斡旋调解。短期之内欧洲地缘政治局势预计维持高压状态，叠加北京冬奥会开幕在即，预计一季度欧亚天然气价格维持相对高位。若地缘局势继续升温，LNG 价格再现大幅拉涨或为油价构成短期利好作用，考虑到天然气市场整体偏区域化，其对油价的支撑作用或相对有限，需持续关注天然气价格走势对油价的后续实际影响作用。

ICE 荷兰 TTF 天然气 3 月合约价格现处 90 欧元/兆瓦时附近；日韩 LNG 到岸价 1 月均价在 26 元/百万英热单位，与前期相比有所回调；美湾地区 1 月 LNG 价格冲高回落，NYMEX Henry Hub 天然气期货主力合约目前在 3.8 美元/百万英热单位左右，即 2021 年中价格水平。

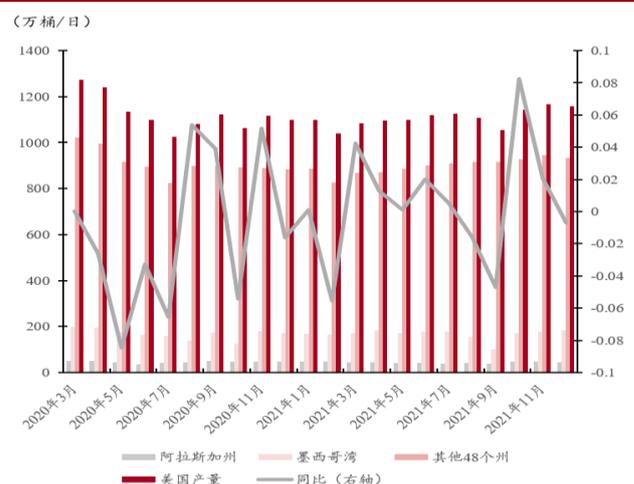
1.2.5 突发事件

当地时间 1 月 18 日晚，土耳其卡赫拉曼马拉什省帕扎尔哲克县一处石油管线发生不明原因爆炸，导致卡赫拉曼马拉什和加济安泰普两省间交通中断。卡赫拉曼马拉什省省长乔世昆表示，管线石油运输已被切断，灭火工作及时展开。伊拉克石油部 19 日发表声明称，因爆炸中断的连接伊拉克北部基尔库克与土耳其杰伊汉港的输油管道目前已恢复运作，不会影响该国石油出口量。该事件或对油价构成一定短线利好作用，但影响相对有限。

图表 9: OPEC 原油产量



图表 10: 美国原油产量



资料来源：金联创；隆众资讯；中银期货

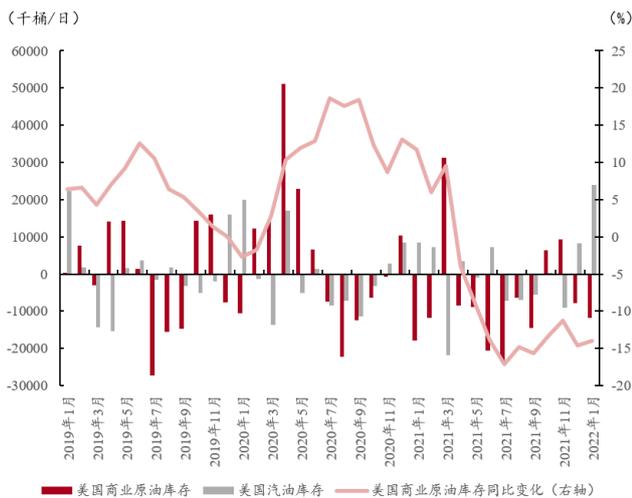
1.2.6 美国库存

1月API及EIA原油库存整体呈去库态势，成品油库存整体呈累库态势，但未对油价构成显著扰动。

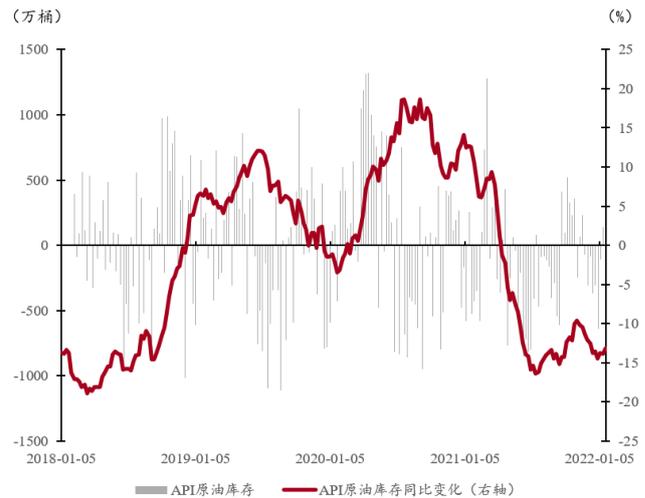
截至1月21日当周，EIA原油库存增加237.7万桶至4.162亿桶，原预期减少约72.8万桶；当周库欣原油库存减少180万桶。当周EIA汽油库存增加130万桶至2.479亿桶，原预期增加250万桶；当周EIA包括柴油和取暖油的馏分油库存减少280万桶至1.252亿桶，原预期减少约130万桶。

截至1月21日当周，API原油库存减少87.2万桶，原预期减少40万桶，前值减少140.4万桶；当周库欣原油库存减少103.9万桶，前值减少149.6万桶，当周API汽油库存增加243万桶，原预期增加236.7万桶，前值增加346.3万桶；当周API精炼油库存减少223.9万桶，原预期减少130万桶，前值减少117.9万桶。

图表 11：美国 EIA 原油库存



图表 12：美国 API 原油库存



资料来源：Wind；中银期货

1.3 国内层面

1.3.1 宏观面

中国人民银行于1月17日开展7000亿元中期借贷便利(MLF)操作和1000亿元公开市场逆回购操作,MLF及公开市场逆回购操作的中标利率均下降10个基点,分别为2.85%及2.10%。央行宽货币政策导向已较为明确,若后续宽信用实际落地或为我国大宗商品相关行业的流动性环境构成一定利好因素,建议持续关注国内宏观政策指引。

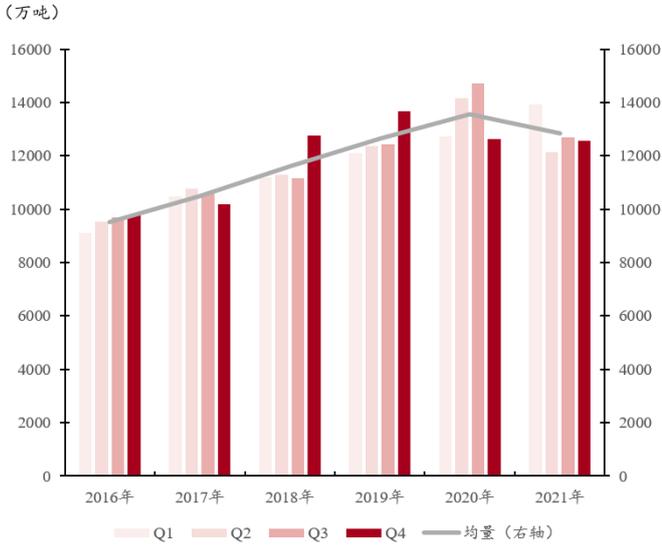
1.3.2 需求侧

国内疫情形势表现相对平稳,加强免疫接种工作的全面开展对于防控疫情起到利好作用,经济复苏整体强劲。据国家卫健委数据,截至1月25日,全国31个省(自治区、直辖市)和新疆生产建设兵团累计报告接种新冠病毒疫苗297864.6万剂次。

从我国原油进口量情况来看,据国家统计局数据,国内2021年1-12月全年原油进口量为51297.8万吨,约为985万桶/日,同比下降5.4%,为2001年以来首次,或因国家核查进口配额以及地炼配额趋紧等政策因素影响;其中12月进口原油4614万吨,约为1077万桶/日,环比增长10.4%,同比增长19.9%,为去年4月以来首次。

从我国原油加工量情况来看,据国家统计局数据,国内2021年1-12月全年原油加工量为70355万吨,同比增长4.3%,比2019年同期增长7.4%,两年平均增长3.6%;其中12月加工原油5873万吨,同比下降2.1%,上月为增长2.2%,比2019年同期下降0.1%,两年平均下降0.1%,日均加工189.5万吨。

图表 13: 国内原油进口量

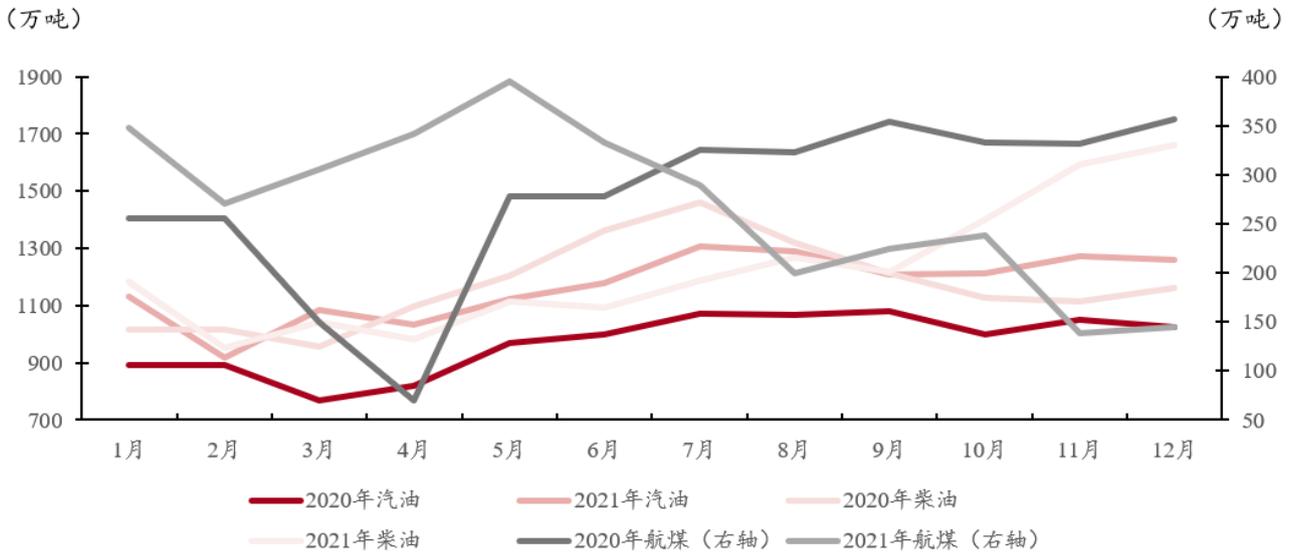


图表 14: 主营炼厂+山东地炼开工率



资料来源: Wind; 中银期货

图表 15: 汽柴油表观消费量



资料来源: Wind; 中银期货

1.3.3 供给侧

国内原油生产基本平稳, 1-12 月份, 生产原油 19898 万吨, 比 2020 年增长 2.4%, 比 2019 年增长 4.0%, 两年平均增长 2.0%; 其中 12 月生产原油 1647

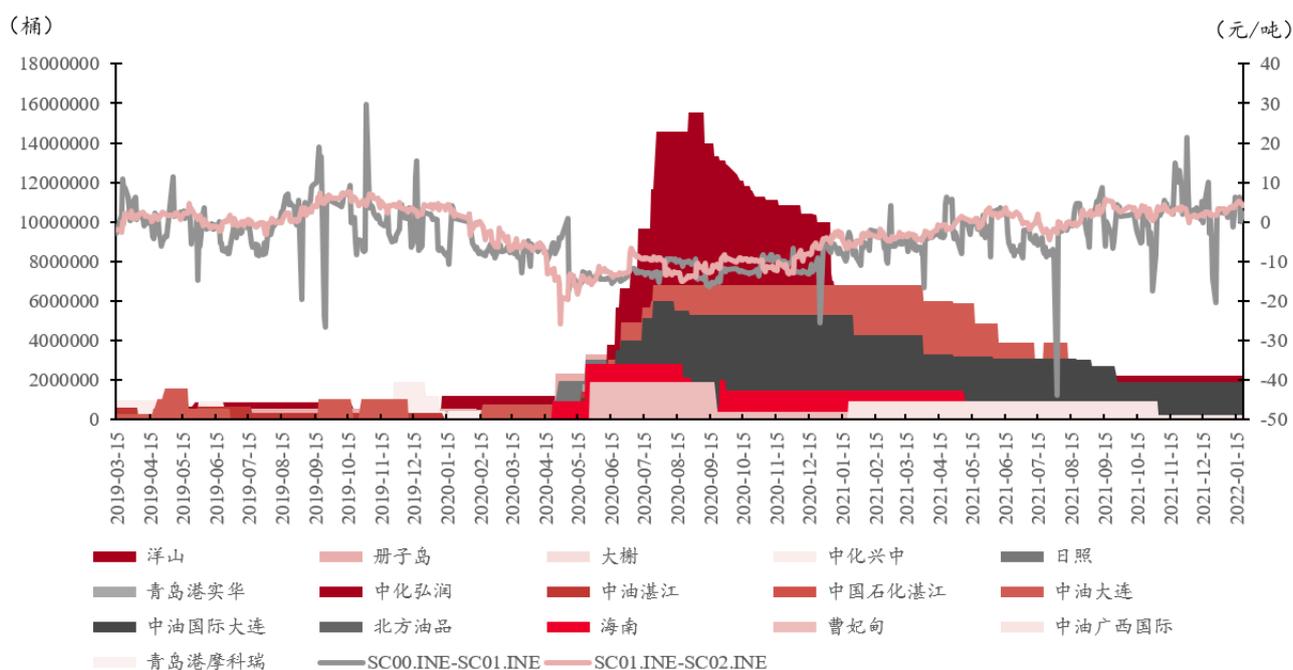
万吨,同比增长 1.7%,增速比上月放缓 1.0 个百分点,比 2019 年同期增长 2.6%,两年平均增长 1.3%,日均产量 53.1 万吨。

另中国海油于 1 月 9 日宣布,我国最大海上油田——渤海油田,2021 年原油产量达到 3013.2 万吨,成为我国第一大原油生产基地,原油增量约占全国增量的近 50%。中国海油 2021 年国内生产原油 4864 万吨,同比增长 323 万吨,增量占国内原油总增量的 80%左右。

1.3.4 国内库存

12 月国内 SC 仓单库存无出入库,当前 SC 仓单库存共 6287000 桶,整体维持相对低位。从我国港口原油商业库存来看,整体延续去库态势,其中山东地区库存已降至今年新低位。

图表 16: 国内 SC 仓单库存



资料来源: INE; 中银期货

1.4 市场政策导向

1.4.1 上期所副总经理陆丰当选“2022 沪上金融家领军人物”

1月9日，连续第11年举办的金融界年度盛典“沪上金融家”评选结果揭晓，23位上海金融英才分获“2021 沪上金融行业领军人物”“2021 沪上金融行业创新人物”两大奖项。上海期货交易所党委委员、副总经理陆丰当选“2021 沪上金融行业领军人物”。

1.4.2 2021 年上海国际金融中心建设十大事件

新华社中国经济信息社发布“2021 年上海国际金融中心建设十大事件”，上海原油期货名列其中。上海国际能源交易中心（INE）于2021年6月21日推出原油期货，成为我国首批以人民币计价并向境外投资者全面开放的期权品种。原油期货自上市以来总体运行平稳，经济功能初步发挥，境外投资者积极参与。

1.5 后市展望

目前原油价格整体走势偏强，一方面需求侧情绪自前期 Omicron 变异毒株扰动中逐步修复，另一方面供给侧后续增产空间或有限的市场预期有所升温，叠加地缘政治及突发事件因素，内盘 SC 油价突破前高站上 545 元/桶，外盘 Brent 油价则创七年新高。

国内宏观面来看，央行宽货币政策导向已较为明确，若后续宽信用实际落地或为我国大宗商品相关行业的流动性环境构成一定利好因素，建议持续关注国内宏观政策指引。国际宏观面来看，美国通胀压力持续高企，美联储加息预期构建已久，故预计后续市场反应或偏短期。

基本面来看，近期需求端表现相对持稳，前期 Omicron 变异毒株对油价构成较大扰动，但目前而言其对终端需求的实际影响程度或弱于预期，故市场情绪已逐步企稳修复，若后续欧美疫情趋稳，油价或仍存一定上行空间。供应端

则扰动频生，一方面 OPEC+ 12 月产量未达计划值，市场对于其后续增产空间有限的预期显著升温，为油价构成支撑作用。目前来看，OPEC+ 或余约 500 万桶/日产能，从国家财政收入等层面考虑，预计 OPEC+ 后续产量政策以稳固油价为主。另一方面，土耳其-伊拉克输油管道突发爆炸，导致石油运输中断数小时，为油价构成短期利好，但由于恢复较为及时，其影响较为有限。整体而言，供应端预计持稳偏紧运行，但需警惕高油价之下主要石油需求国或考虑再度释放 SPR 或推进伊核协议谈判，届时或存短线回调风险。

地缘政治来看，目前哈萨克斯坦国内局势已趋于平稳，预计影响相对有限；利比亚方面，总统大选推迟，政治局势仍较为复杂，或存潜在隐患；乌克兰方面，地缘局势持续升温，对于全球市场投资情绪以及原油供需两侧均或构成显著影响，若后续乌克兰危机继续恶化，或对油价构成利好作用，建议持续关注。

对于今年一季度原油价格的预期与 2021 年报保持一致，整体中性偏强但不排除大幅回调可能，预估内盘 SC 原油均价在 490-540 元/桶区间；预估 Brent 原油均价在 78-83 美元/桶区间。若美联储收紧流动性环境、疫情再现反复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 440-490 元/桶区间；Brent 原油价格或短暂下探至 73-78 美元/桶区间，但预计后续估值回归。

春节假期期间，综合考虑基本面因素及地缘政治局势，油价或仍以偏强走势为主，建议关注 OPEC+ 2 月部长级会议最新产量政策，若其维持或缩减现有增产幅度，油价存进一步上行空间。此外，若乌克兰局势继续升温甚至战争爆发，或驱动油价大幅上行，需防范市场波动风险。

二、燃料油

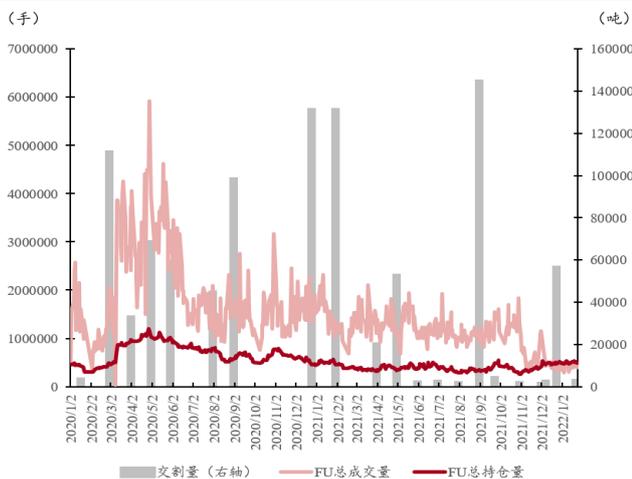
2.1 行情回顾

1月高低硫燃料油价格整体跟随成本端价格呈上行态势，截至2022年1月25日，内盘高硫燃料油FU期货主力合约收报3109元/吨，开年以来累计涨幅7.50%。内盘低硫燃料油LU期货主力合约收报3979元/吨，开年以来累计涨幅7.48%。

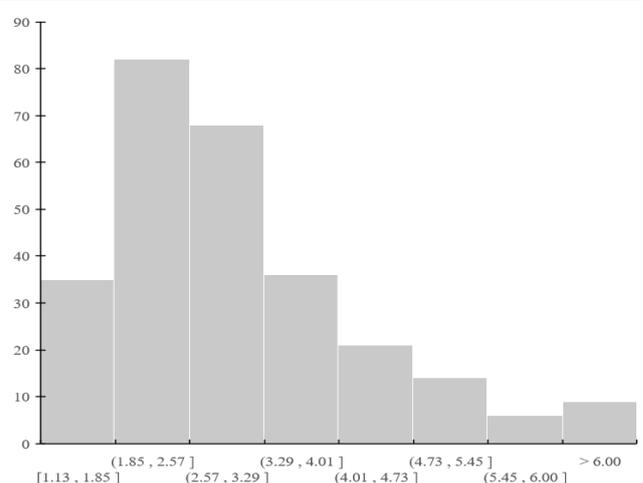
从运行情况来看，1月高硫燃料油FU期货主力合约成交量最高达416819手，日均成交量为336115手，环比减少18.36%；1月FU主力合约持仓量最高达413098手，日均持仓量为378649手，环比增长27.66%；1月FU总沉淀资金日均约为15.0亿元，环比增长17.22%。交割方面，本月FU 2202交割量为1960吨，期转现量为0。

1月低硫燃料油LU期货主力合约成交量最高达57554手，日均成交量为46245手，环比增长3.18%；1月LU主力合约持仓量最高达64572手，日均持仓量为57910手，环比增长108.76%；1月LU总沉淀资金日均约为3.7亿元，环比增长37.70%。交割方面，本月LU 2202交割量为34400吨，期转现量为0。

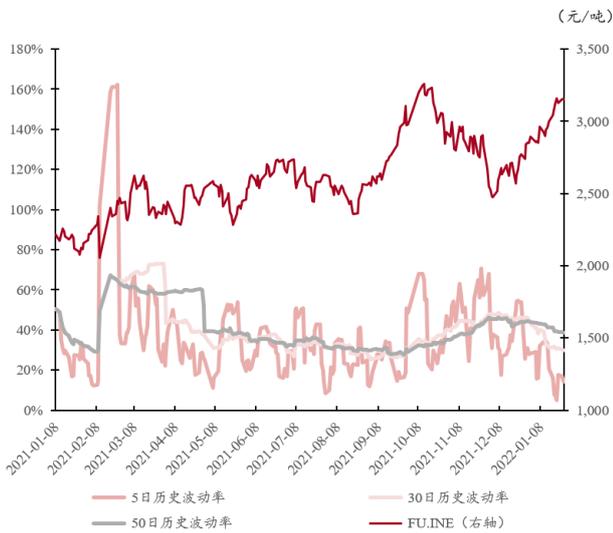
图表 1: 高硫燃料油FU 合约市场运行情况



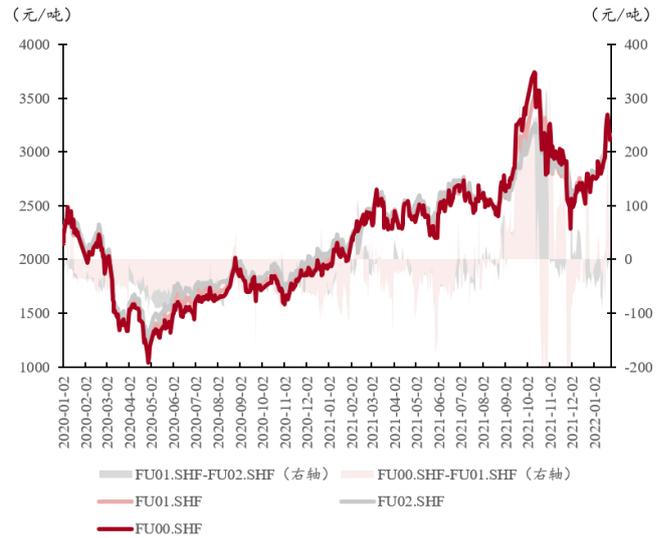
图表 2: 高硫燃料油FU 合约日内振幅



图表 3: 高硫燃FU 合约历史波动率

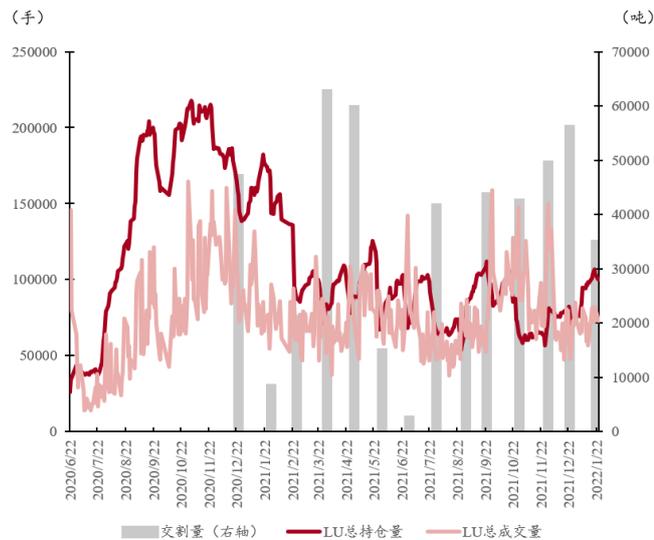


图表 4: FU 近月月差

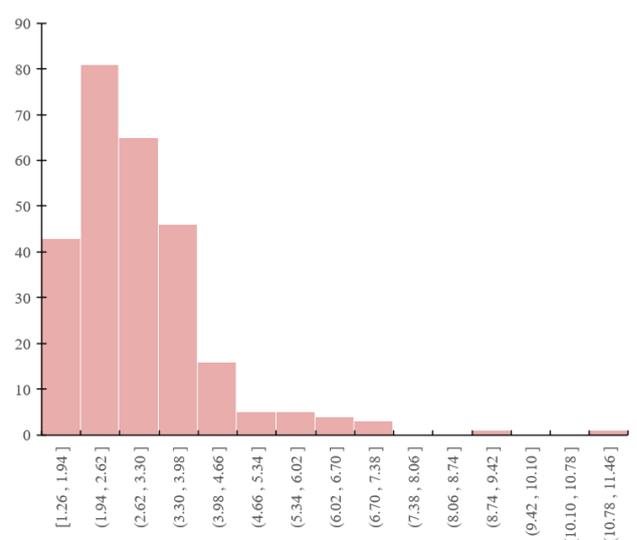


资料来源: Wind; 中银期货

图表 5: 低硫燃料油 LU 合约市场运行情况

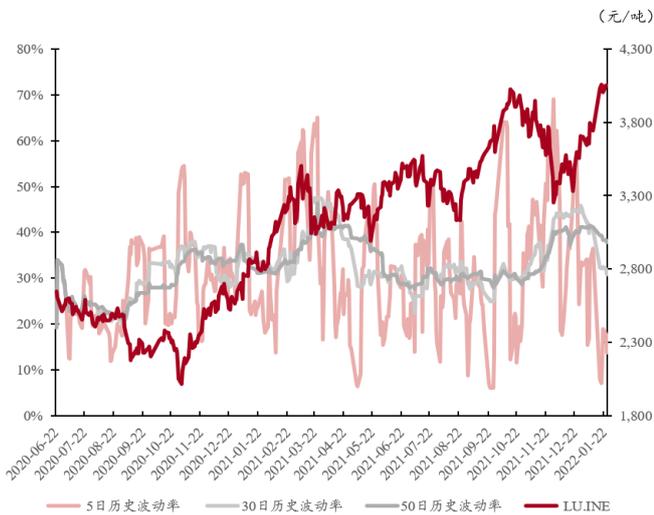


图表 6: 低硫燃料油 LU 合约日内振幅

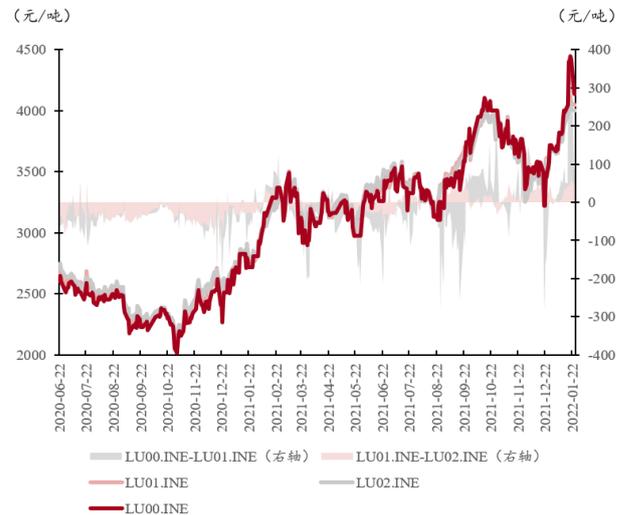


资料来源: Wind; 中银期货

图表 7: 低硫燃 LU 合约历史波动率



图表 8: LU 近月月差



资料来源: Wind; 中银期货

2.2 基本面

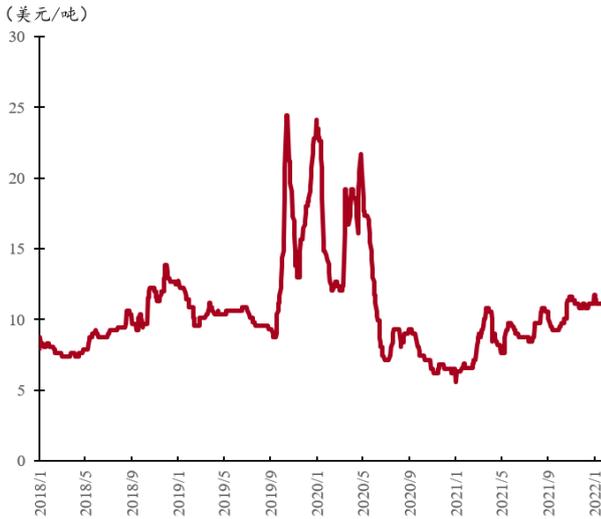
2.2.1 需求侧

从航运市场来看,据新加坡海事港务局(MPA)数据,2021年新加坡船用油销量上升至四年高点4999万吨,比2020年增加0.3%。其中2021年新加坡高硫燃料油销量1289万吨,比2020年增长22%,低硫燃料油销量3695万吨,比2020年下降6%。12月新加坡船用油销量继续下滑至三个月低点417.78万吨。其中高硫燃销量为114.62万吨,占比27.44%;低硫燃销量为265.23万吨,占比63.49%。低硫燃料油的终端船燃需求量虽较为平淡,但在LNG价格相对高位的情况下北亚电力需求仍起到支撑作用,预计延续偏强格局。高硫燃料油方面,由于中东及南亚地区的发电需求正处淡季,其走势持稳偏弱。据印度石油规划和分析机构数据,2021年12月印度燃料油消费量较上月上升7.32%,至542000吨。

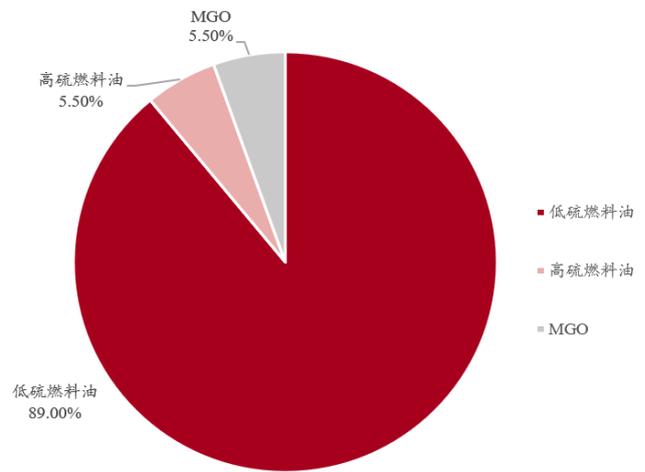
从月差结构来看,高硫燃内盘FU 5-9价差于1月下旬大幅走阔至80元/吨以上,1月月均价差约25元/吨,FU2205走势明显偏强,或因在库仓单量与前期相比偏少。外盘S380近月月差于1月下旬转为微幅Backwardation结构,

1 月月均价差为 0.39 美元/吨。低硫燃内盘 LU 4-5 价差延续 Backwardation 结构，1 月月均价差在 23 元/吨附近；外盘 VLSFO 同期月差则继续走强至 14 美元/吨附近的相对高位。

图表 9：燃料油运费

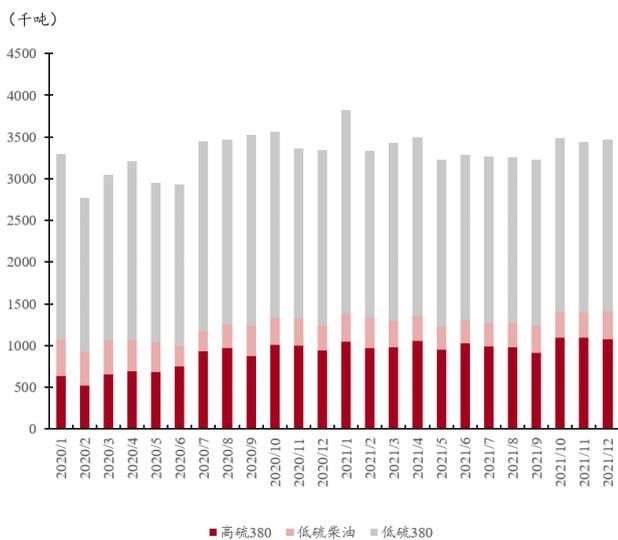


图表 10：2021 年 1-12 月中国保税船用油消费品种



资料来源：彭博；隆众资讯；中银期货

图表 11：新加坡不同油品船加油量



图表 12：高低硫价差



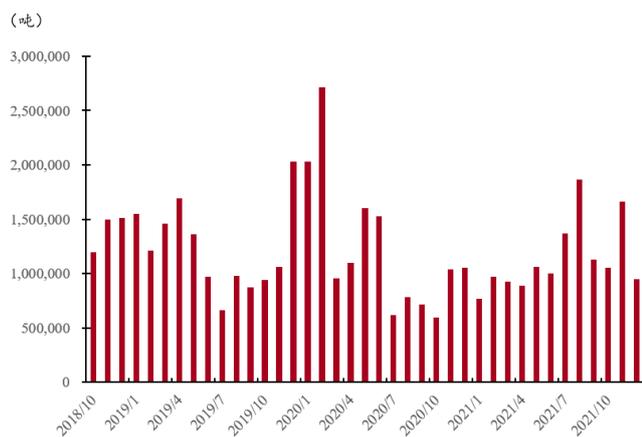
资料来源：彭博；中银期货

2.2.2 供给侧

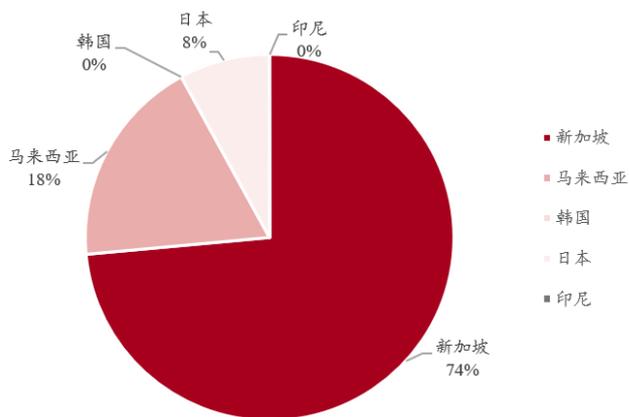
从供应角度来看，1月欧洲燃料油供需结构较前期而言有所趋宽，亚太区流入量或略有增长导致供应在一定程度上放宽。截至1月20日当周，阿姆斯特丹-鹿特丹-安特卫普（ARA）炼油和储存中心的燃料油库存录得110万吨，环比前周增加6.8万吨，增幅7%，但比五年同期平均水平下降20%。据市场人士预计，2月份新加坡低硫燃料油套利量或约200万吨，略低于1月份的220万吨。

1月柴油价格走势偏强，从新加坡市场来看，外盘柴油裂解价差SGO-Brent月中逼近15美元/桶；低硫燃-柴油价差5GO MAR 1月基本在-100至-110美元/吨区间，月末突破-115美元/吨，创2021年10月中旬以来高位。1月低硫燃裂解价差亦表现强势，外盘VLSFO-Brent价差一度逼近16美元/桶，内盘LU-SC 04主力价差则走阔至100元/桶附近。

图表 13: 2021 年 1-12 月中国燃料油进口量



图表 14: 2021 年 1-12 月中国燃料油进口来源



资料来源：彭博；中银期货

2.2.3 库存

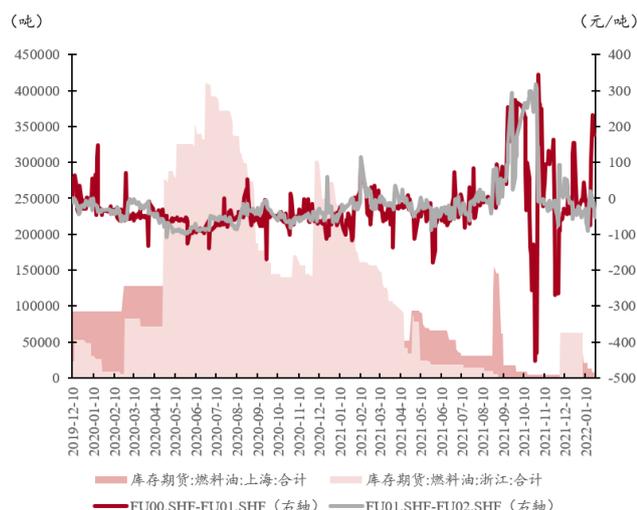
国内来看，1月高低硫燃料油仓单水平较12月而言均有所下滑，其中FU在库仓单回落至历史低位。高硫燃料油方面，当前FU仓单库存共7860吨高硫

燃料油，处年内低位水平。低硫燃料油方面，当前 LU 仓单库存共 36130 吨低硫燃料油，整体处于相对低位。

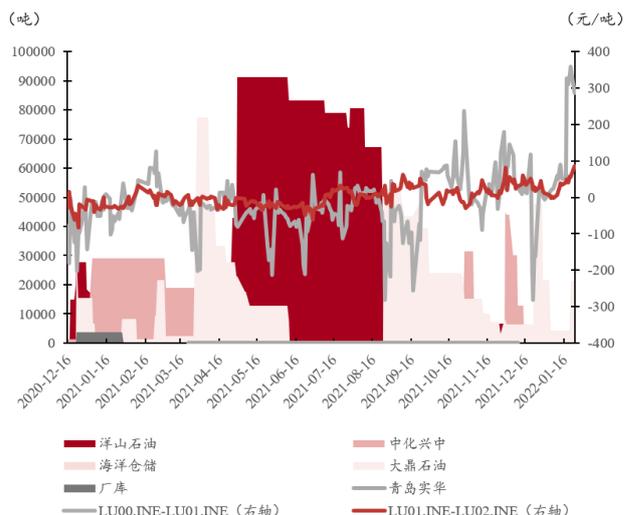
据新加坡企业发展局（ESG）数据，截至 1 月 19 日当周，新加坡包括燃料油及低硫含蜡残油在内的残渣燃料油(沥青除外)库存减少 114.1 万桶（18 万吨），至两周低点 2119.9 万桶（330 万吨），同比减少 4%且低于 2021 年周均 2248 万桶。2021 年新加坡燃料油库存平均每周 2250 万桶，而 2020 年平均每周 2380 万桶。当周包括石脑油、汽油、重整油在内的轻质馏分油库存减少 11.8 万桶，至两周低点 1353.4 万桶。当周中质馏分油库存攀升 135.5 万桶，至逾两个月高位 852.5 万桶。

当周新加坡燃料油净进口量环比下降 60%至三周低位 31.2 万吨，且低于 2021 年周均 66 万吨；其中最大净进口来自马来西亚 18.8 万吨，其次阿联酋 10.7 万吨，丹麦 4.9 万吨及印尼 3.3 万吨。当周新加坡燃料油最大净出口目的地为孟加拉国 5.1 万吨，其次为菲律宾 4.5 万吨及印度 4 万吨。

图表 15: 国内 FU 仓单



图表 16: 国内 LU 仓单



资料来源：INE；中银期货

图表 17: FU 出入库记录

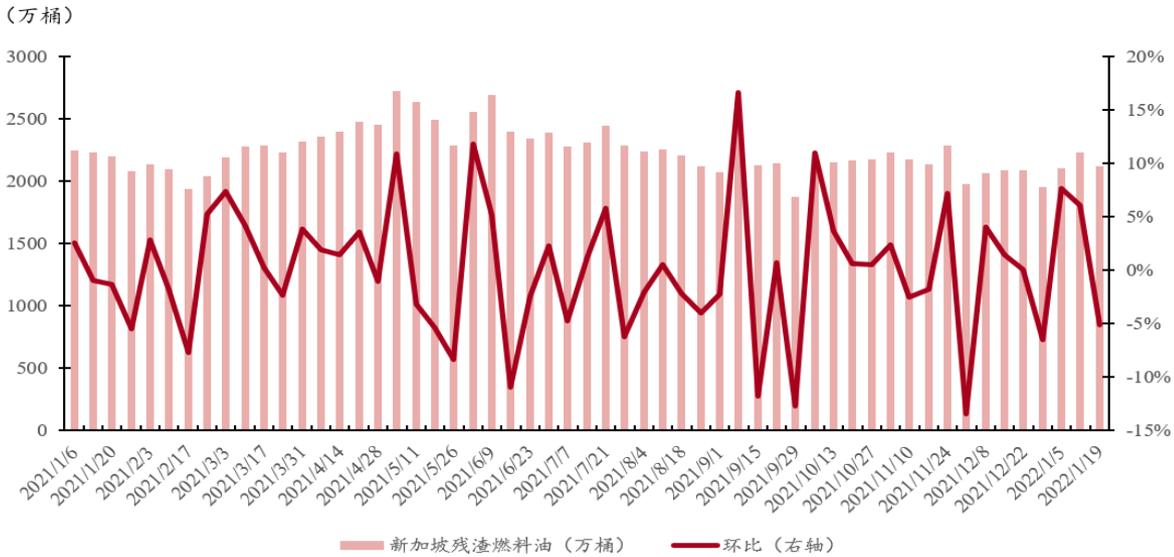
日期	FU 仓库	出入库 (吨)	FU 出入库
20220106	中化兴中	-63360	出
20220107	洋山石油	-14000	出
20220113	洋山石油	-8000	出
20220120	洋山石油	-4950	出

图表 18: LU 出入库记录

日期	LU 仓库	出入库 (吨)	LU 出入库
20220105	大鼎石油	-17440	出
20220121	中化兴中	14690	入
20220121	大鼎石油	17300	入

资料来源: INE; 中银期货

图表 19: 新加坡燃料油库存



资料来源: ESG; 中银期货

2.3 市场政策导向

2.3.1 LU 自然人退出日修订征求意见稿

上海国际能源交易中心 (INE) 于 1 月 14 日发布《上海国际能源交易中心风险控制管理细则 (修订版)》(征求意见稿), 其中低硫燃 LU 合约自然人退出日将延后三天, 由原本的最后交易日前 8 天自然人退出改为最后交易日前 5

天自然人退出。此举或旨在提升市场活跃度，并与 INE 其他品种合约规则统一，修订版具体实施时间待交易所进一步公布，建议关注。

2.3.2 低硫燃出口配额

商务部下发中国低硫燃料油 2022 年第一批出口配额共计 650 万吨，其中中石化 384 万吨，中石油 203 万吨，中海油 50 万吨，中化工 3 万吨，浙石化 10 万吨。相比 2021 年低硫燃料油第一批出口配额 500 万吨增加 150 万吨，同比增长 30%。我国保税船燃市场近年来不断发展，产量稳步提升，该批次配额下发或使我国低硫燃供应较前期趋宽，从而施压内盘 LU 价格。低硫燃内外盘价差 LU-VLSFO 04-MAR 于 1 月中旬转为内盘贴水结构，现在平水附近徘徊，建议关注其后续走势。

2.3.3 成品油出口配额

商务部下发 2022 年我国第一批成品油出口配额，共计 1300 万吨，同比下降 56%。其中，成品油一般贸易方式出口配额为 1079 万吨，成品油加工贸易出口配额为 221 万吨。其中，中石化及中石油一般贸易出口配额仍占主导地位，分别为 271 万吨及 371 万吨。浙江石化和中国兵器集团则仍为一般贸易方式出口。

据海关总署数据，2021 年全年成品油出口量为 6030.5 万吨，同比 2020 年 6180.5 万吨减少 2.4%，为 2015 年首次减少，或因我国收紧成品油出口配额；其中 12 月成品油出口量为 322.6 万吨，同比减少 45%。

2.3.4 成品油进口配额

商务部下发 2022 年我国第一批成品油进口配额，汽、柴、煤空汽油、航空煤油的进口主体集中在央企，进口总量分别为 70 万吨、75 万吨、1 万吨、20 万吨。石脑油、蜡油的进口主体则包括央企及 5 家地方企业，进口允许总量分别

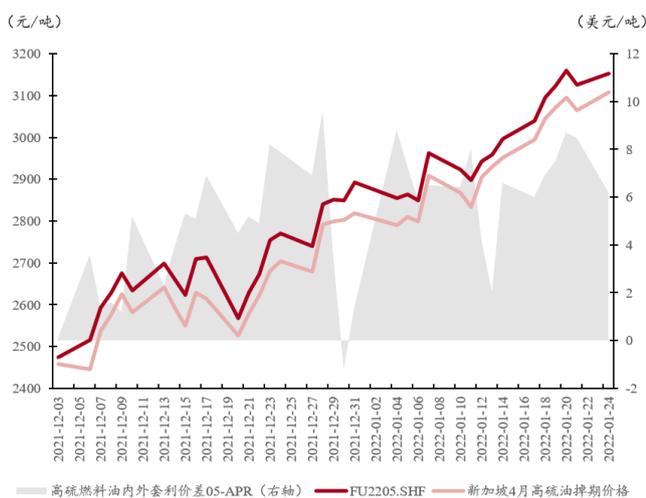
为 1009 万吨、90 万吨。

据海关总署数据，2021 年全年成品油进口量为 2712.3 万吨，同比 2020 年 2826.5 万吨减少 4%；其中 12 月成品油进口量为 220.6 万吨。

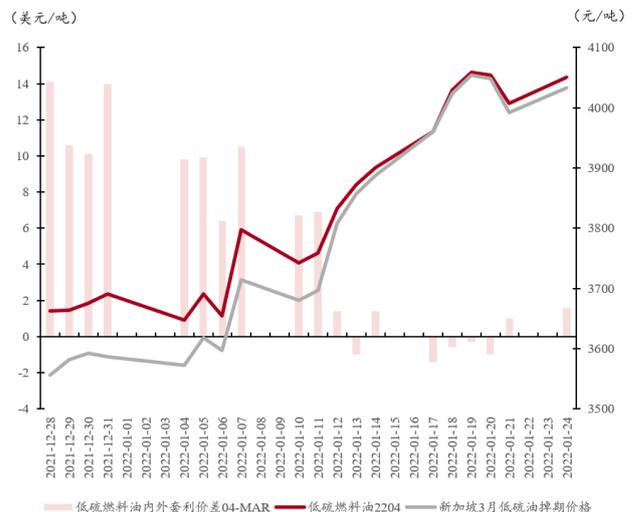
2.3.5 上海国际航行船舶保税油加注管理办法

上海市人民政府常务会议于 1 月 10 日召开，会议原则同意《上海市国际航行船舶保税油加注管理办法》。2021 年上海保税船燃加注量超过 350 万吨，同比增加 28.20%，创历史新高。上海市于 2021 年 12 月获国际航行船舶保税加油许可权，此次《上海市国际航行船舶保税油加注管理办法》出台，将填补上海保税油加注企业政策空白，支持符合条件的企业申请上海区域国际航行船舶保税燃料油牌照。

图表 20：上海 FU-新加坡 S380 内外盘价差



图表 21：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 后市展望

当前燃料油绝对价格跟随成本端走势，低硫燃 LU 主力合约价格站上 4000 元/吨关口，高硫燃 FU 主力合约价格则突破 3000 元/吨。从自身基本面而言，

燃料油市场延续差异化格局，低硫燃走势继续偏强，高硫燃走势则相对较弱。从供应端角度来看，亚太区套利船货流入量或相对持稳；国内而言，我国年内首批次低硫燃出口配额的下发或在一定程度上缓解供应紧张局面。从需求端角度来看，节假日期间航运需求略显寡淡，但 LNG 价格高企所带来的日韩电力替代需求仍为低硫燃构成支撑作用。而高硫燃方面，则继续受困于中东及南亚地区冬季消费淡季，预计一季度维持偏弱走势。从内外盘价差而言，低硫燃 LU-VLSFO 04-MAR 现处内盘微幅升水结构，预计短期之内维持在水平附近。从高低硫价差而言，内盘 LU-FU 05 价差 1 月基本在 850-900 元/吨区间的相对高位，1 月下旬收窄至 800 元/吨附近；外盘 Hi-5 APR 则基本在 135-140 美元/吨附近，1 月下旬收窄至 130 美元/吨附近。可关注春节假期后的亚太区航运需求表现，预计低硫燃终端需求节后有所回温，高低硫价差或存一定回升空间。

对于明年一季度高低硫燃料油的价格预期有所上调，其绝对价格跟随成本端走势，结合其自身基本面预期，一季度燃料油价格预计延续差异化格局，FU 高硫燃料油均价或处 2600-3000 元/吨区间，LU 低硫燃料油均价或处 3600-4000 元/吨区间。从相对价格走势而言，一季度高低硫价差预计继续维持高位，均价或处 700-900 元/吨区间。

春节假期期间，高低硫燃料油绝对价格预计跟随成本端走势，相对走势则延续低硫燃偏强格局，高低硫价差则预计以震荡走势为主，维持 800 元/吨以上的相对高位，建议防范市场大幅波动风险。

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