

高硫预期乐观，低硫供应承压

研究员：吴晓蓉

期货从业证号：F03108405

投资咨询证号：Z0021537



银河期货暖❤️服务 | 未来可期
与您一起迎接未来
Futures - Future

第一章 综合分析与交易策略

2

第二章 核心逻辑分析

4

第三章 周度数据追踪

9

【综合分析】

在宏观市场波动和关税磋商的背景下，原油波动增大，燃料油单边价格当前主要受原油价格波动影响，预期后期波动幅度小于原油。新加坡高硫现货贴水本周维持在-2美金/吨低位震荡，现货窗口清淡无交易，亚洲市场近端高硫到港高位，前期亚洲高硫价格高位吸引套利物流增加，同时发电需求暂未完全启动，高硫燃料油现货市场价格及贴水受到近端供应充裕的压制，但中期基本面预期仍乐观，主要供应地区俄罗斯及中东当前出口仍然受到地缘及制裁的抑制，同时二三季度南亚与中东的发单需求仍对高硫燃料油市场存在支撑。低硫燃料油本周现货贴水受到现货成交支撑小幅上行，但供应持续回升且下游需求仍较疲弱。Al-Zour低硫出口回升至炼厂正常运行时期高位，且往新加坡出口量回升。尼日利亚低硫出口随着三家炼厂开工的回升而持续增长。中国市场低硫配额暂时充裕同时下游需求弱而稳定，配额的提前下发短期内对我国低硫供需平衡无大影响。

【策略】

单边：观望。

套利：FU7-9/FU9-1正套逢低入场。

期权：无(观点仅供参考，不作为买卖依据)

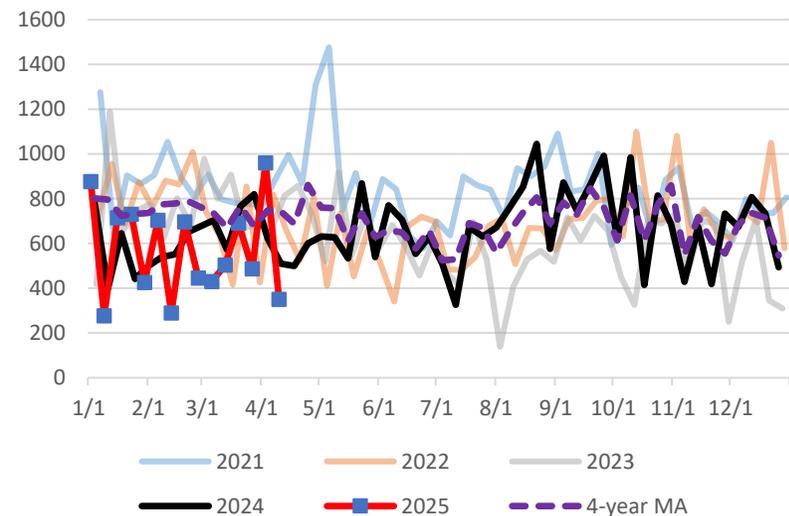
第一章	综合分析 with 交易策略	2
第二章	核心逻辑分析	4
第三章	周度数据追踪	9

1. 俄罗斯整体供应仍受俄乌局势及美国制裁影响

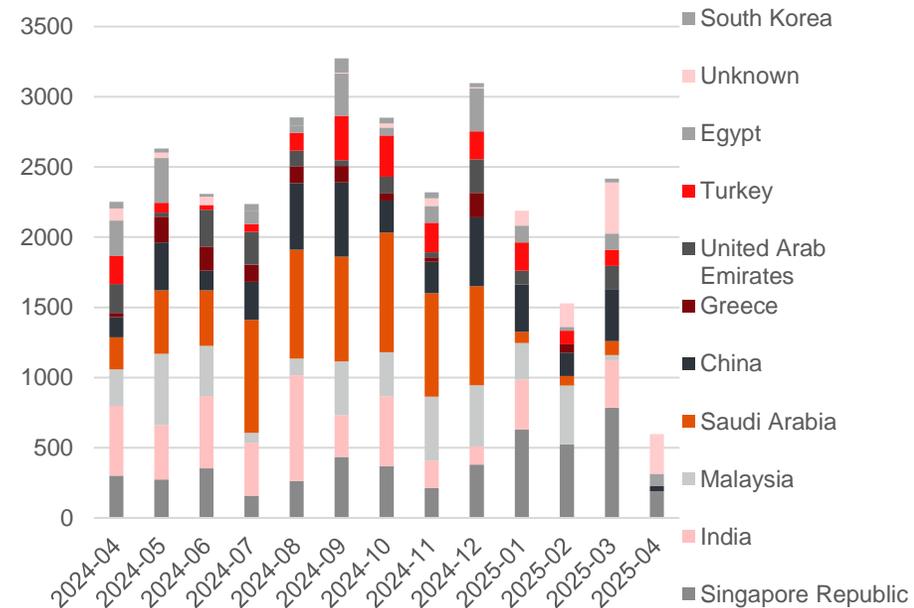
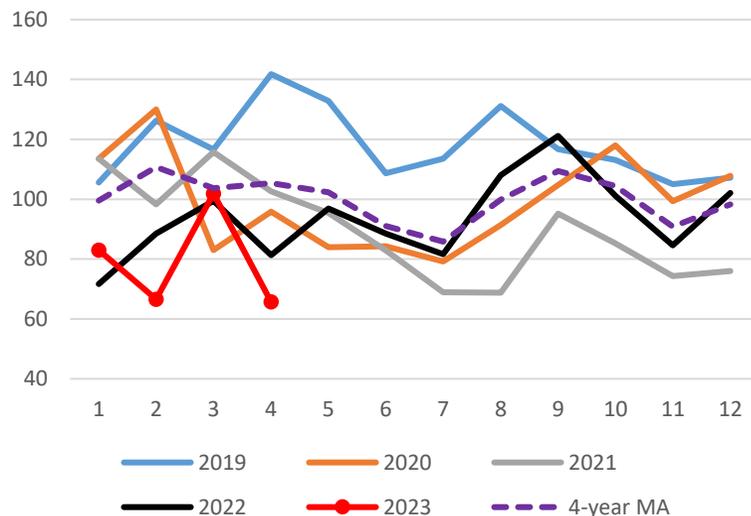
- **俄罗斯停工延长**，4月离线初级炼油能力较本月之前的计划上调了三分之一，达到 284 万吨。3月闲置产能为379万吨。由于Komsomolsk, Ufaneftekhim和Krasnodar炼油厂的停工时间延长，以及Ryazan炼油厂在2月份遭受乌克兰无人机袭击而延长维护时间，闲置炼油产能较原计划有所增加。
- **美国制裁持续**：1) 4月12日特朗普签署行政命令，将美对俄部分制裁措施延长一年。2) 3月30日，特朗普对普京涉乌言论令人“生气”或对俄油加征二级关税。
- **当周暂无乌克兰对俄罗斯能源设施轰炸消息，俄乌30天停火协议以来的轰炸事件总结**：1) 4月1日，乌克兰无人机袭击了位于乌克兰东南部俄罗斯控制的扎波罗热州部分地区以及俄罗斯南部别尔哥罗德地区的变电站。2) 3月28日，乌克兰无人机摧毁苏贾镇的一个天然气基础设施单位。3) 3月24日，乌克兰无人机被俄罗斯防空部队击落，坠毁在距离克鲁泡特金泵站约7公里、靠近高加索火车站的地方。4) 3月19日，乌克兰无人机袭击Krasnodar油库，致使火灾。
- **物流监测端**，4月10日当周俄罗斯高硫出港回落，出口约35万吨，环比下行约60万吨，一季度周度平均出口在54万吨左右。4月截至10日出口约66万吨，日均出口水平回落至2月低位水平。

1. 俄罗斯整体供应仍受俄乌局势及美国制裁影响

俄罗斯高硫燃料油出港 kt

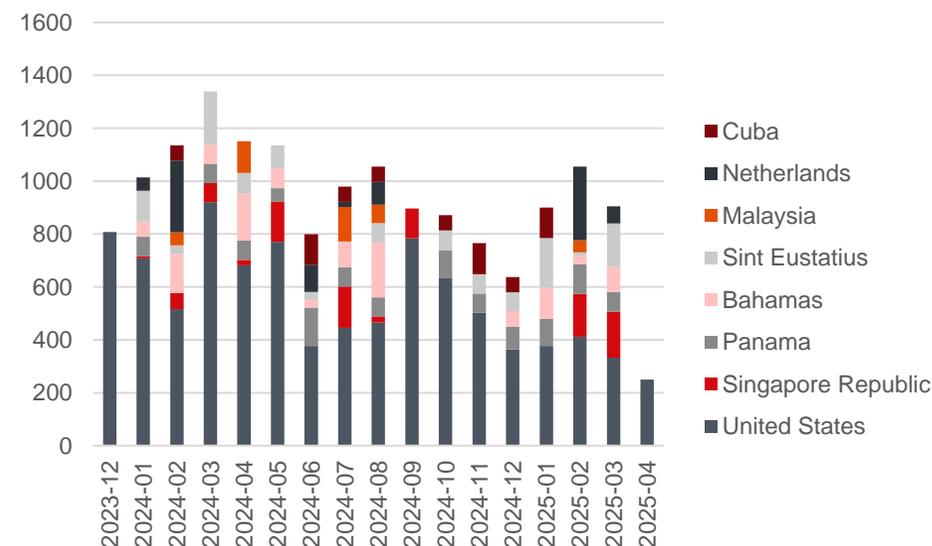
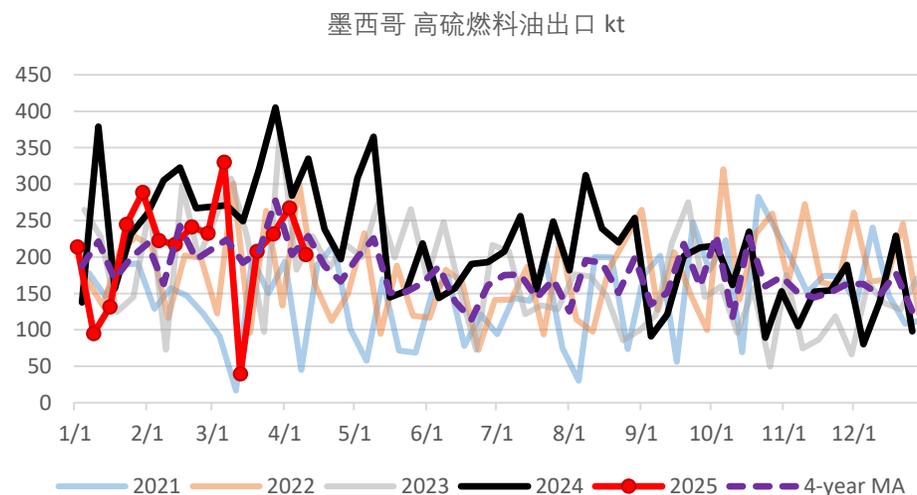


俄罗斯高硫出港 日均 kt



2. Olmeca炼厂开工回升，墨西哥炼厂二次装置逐步投产

- **Olmeca炼厂4月8日首次向美国出口超低硫柴油ULSD体现其炼厂产能运行的回升及二次装置的启动。** 数据显示，4.4万桶ULSD柴油于4月8日通过"Tom singapore"号轮船抵达佛罗里达州的卡纳维拉尔港。
- **其他炼厂运营状态更新至2月**
 - 1) Tula焦化装置将于今年正式投产。若Coker完全投产，预期处理约10万桶/日（47万吨）残渣油，原料供应来自于Tula和Salamanca炼厂。Salina Cmuz焦化装置预期26年投产，处理约7.5万桶/日残渣油。
 - 2) Salamanca炼厂，2月产能利用率51%，环比下行23%。1月30日6万桶/日CDU停产。Tula炼厂，2月2日一套16.5万桶/日装置停产。
- **物流监测端，4月截至10日，墨西哥高硫出口约25万吨，全部流往美国地区，日均出口环比一季度下行。**

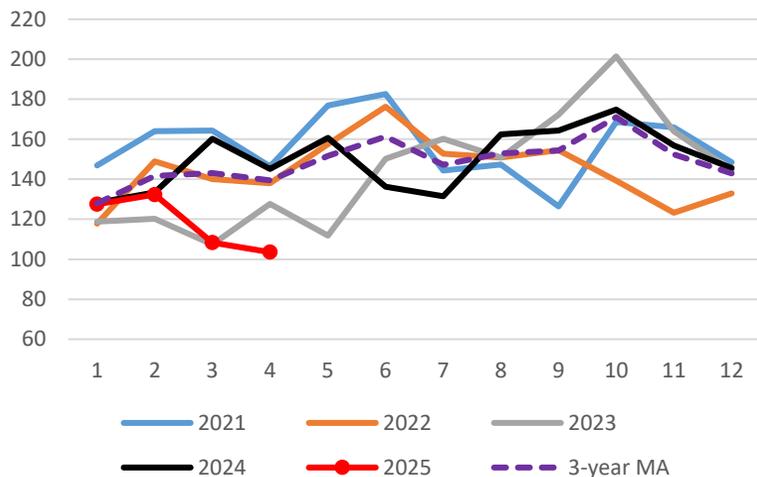


3. 伊朗制裁继续加码，中东供应持续受限

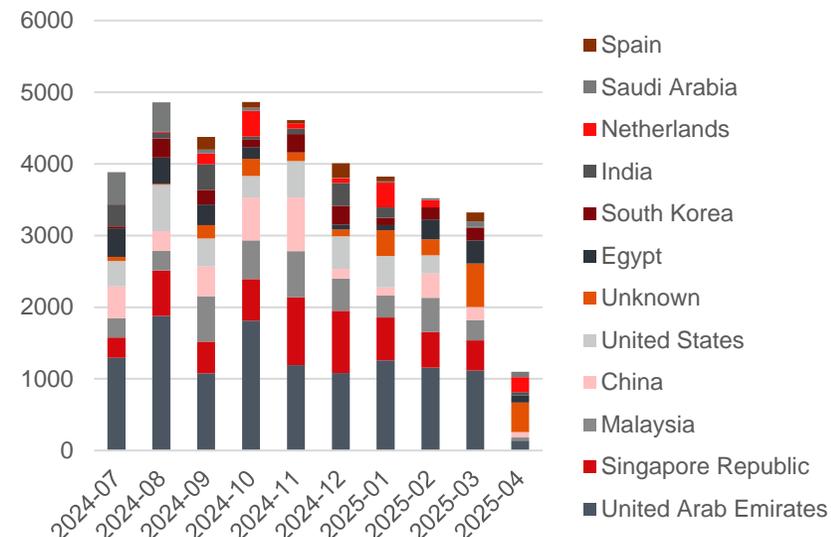
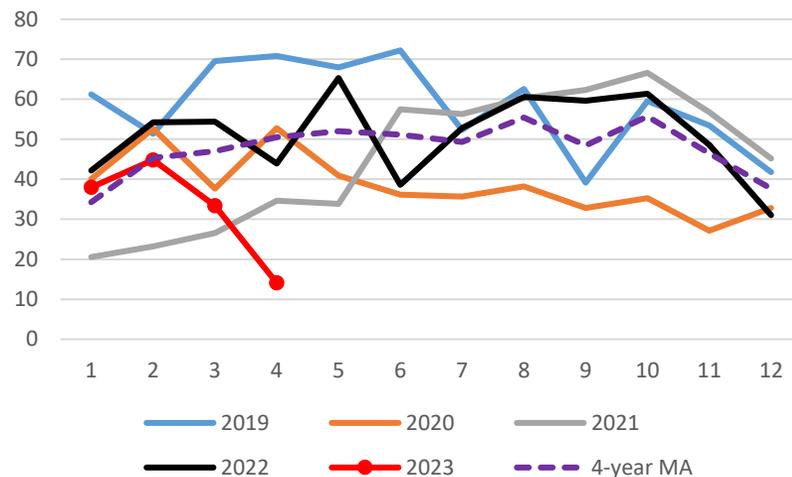
- **美国对伊朗制裁进程：**1) 4月10日，新增制裁继续针对伊朗石油网络，包括阿联酋航运巨头贾格温德·辛格·布拉尔及其控制的近30艘油轮，以及中国舟山广厦能源集团等实体。2) 3月30日，美国总统特朗普表示，如果伊朗未能与美国就核计划达成协议，将对伊朗实施轰炸”及征收二级关税。3) 3月20日新增制裁一家中国山东独立炼厂，一位有关炼厂人士和中国华瀛（惠州大亚湾）石化码头，8艘向中国运送伊朗石油的油轮。4) 3月13日新增制裁实体和一些悬挂香港国旗的船只。制裁措施冻结了指定实体的美国资产，并禁止美国人与它们进行任何交易。5) 2月24日美国财政部表示，将对30多名个人和数艘船只实施制裁，理由是他们“在伊朗石油相关产品的销售和运输中扮演中介角色”。6) 2月6日，美国对伊朗向中国运输石油的网络实施制裁。6) 2月4日，美国特朗普表示将恢复对伊朗的“极限施压”，并将其石油出口降至零。制裁覆盖到伊朗能源的各方面。
- **物流监测端，中东高硫出口低位维持，**主要减量仍在伊朗。4月截至11日中东高硫出口日均约10万吨/日，环比下行4%，同比去年下行约29%，一季度日均出口在约12万吨/日，同比去年同期下行约2万吨/日。暂无往新加坡地区出口。
- **后期关注沙特大炼厂检修预期及二季度发电需求备货预期下的高硫出口情况。**沙特一大炼厂Petro Rabigh预期于4月中旬开始全面检修，持续至6月，产能40万桶/日

3. 伊朗制裁继续加码，中东供应持续受限

中东高硫出港 日均 kt

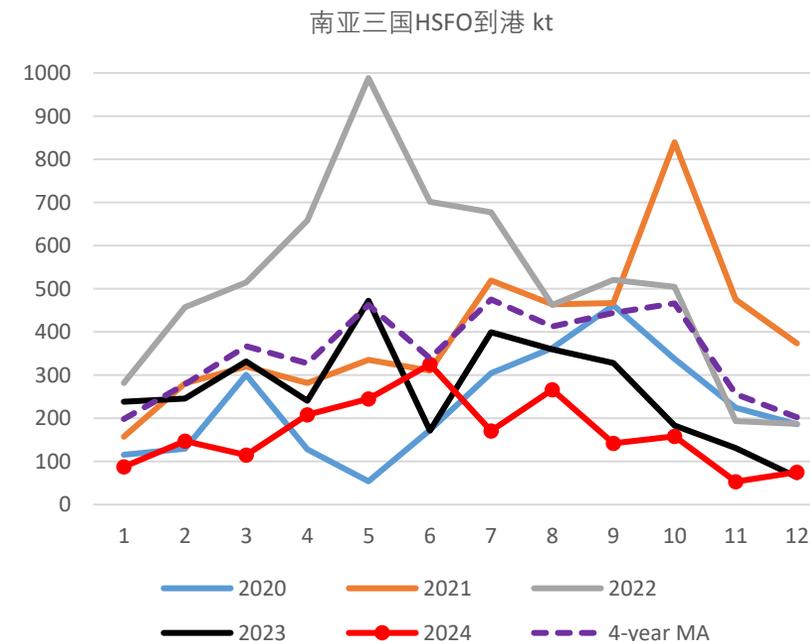
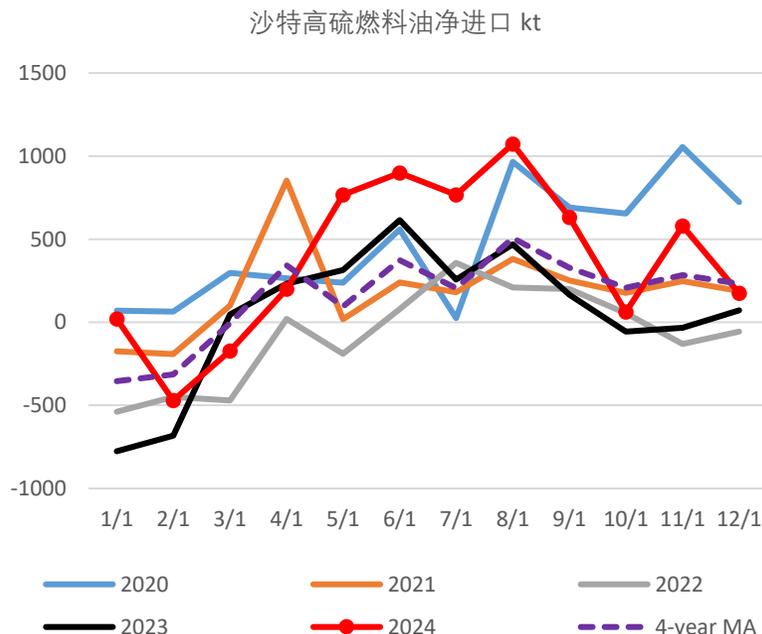
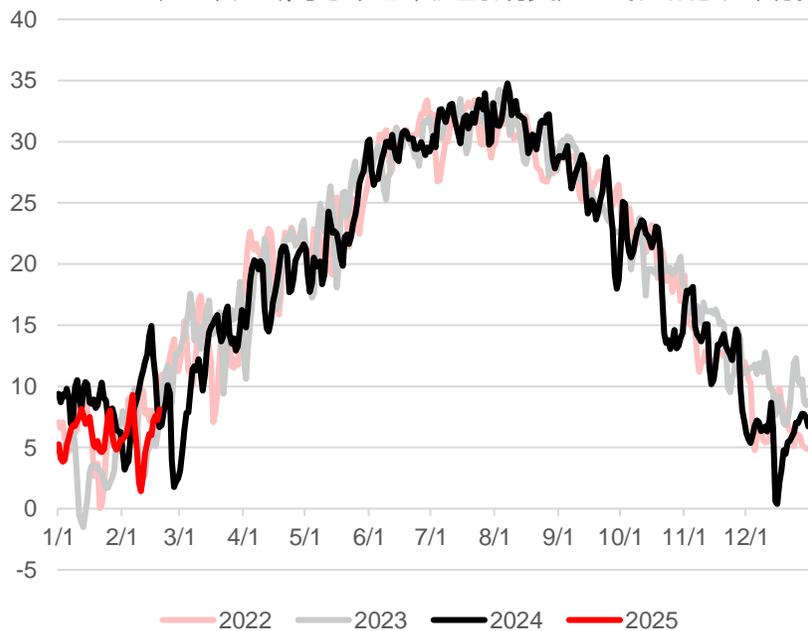


伊朗 高硫出口 日均 kt



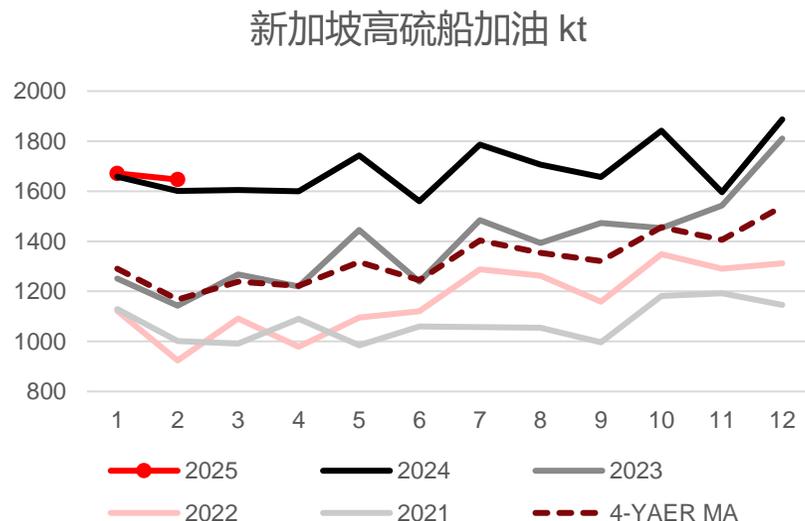
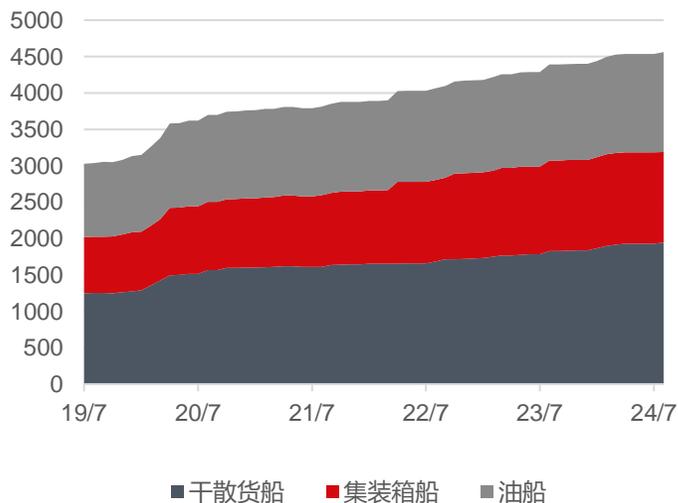
4. 二季度即将迎来高硫发电需求旺季

- **南亚发电需求增长在二季度夏季**，关注巴基斯坦发电燃料油燃油切换天然气和煤炭的进度。南亚二季度正常发电进口需求维持在25-35万吨/月。
- **中东发电需求在三季度夏季**，但或存在沙特炼厂二季度检修背景下提前备货的情况。24年沙特大炼厂检修背景下，沙特高硫燃料油最高净进口需求达到120万吨/月峰值，正常季节性发电净进口需求约在60-80万吨/月。
- 夏季，除了传统发电需求地区中东及南亚外，**埃及**也因地区内天然气的长期缺乏问题，需要使用高硫燃料油替代。其天然气供应缺口属于是缺乏新投产气田的长期问题，难以在25年完全解决。



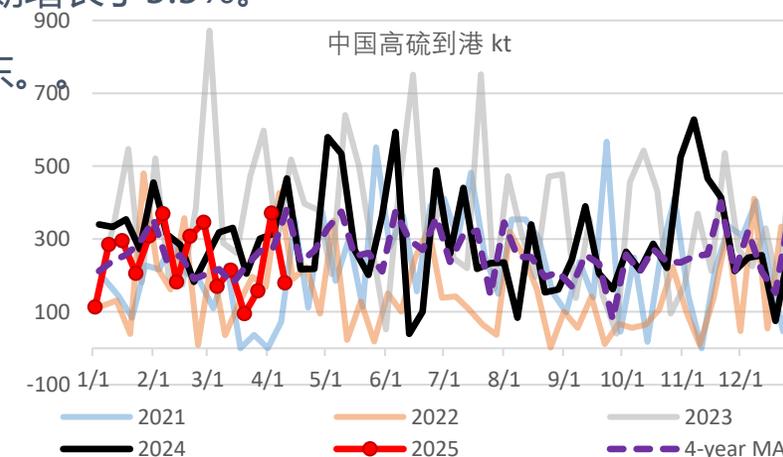
5. 高硫船燃需求支撑稳定，边际增量来自脱硫塔船舶数量的稳定增长 银河期货

- DNV数据截至8月，24年新增安装脱硫塔船舶月均增幅为24.1艘，23年月均增幅为19.75艘，22年月均增幅为27.67艘。近月数据暂未更新。
- 新加坡25年2月高硫船燃加注占比达到自IMO2020以来的新高39.7%，环比上行2.3个百分点，同比上行4.2个百分点。24年高硫船燃加注占比36.9%。23年占比32.2%。2月高硫船燃加注，164.7万吨，环比-2.5万吨 (-1.5%)，同比+4.6万吨 (+2.8%)。
- 富查伊拉25年2月高硫船燃加注14.2万立方米，环比-4.2 (-23%)，占总船燃加注26%。迪拜的一位贸易消息人士称，部分需求被转移到该地区的其他港口，包括科尔费坎和杰贝阿里，在某些情况下，这些港口提供的价格更具竞争力。



6. 美国进一步制裁下，炼厂预期近期采购意愿或下行

- **国外制裁：**1) 伊朗：美国对伊朗石油网络制裁继续加码，既3月20日后，4月10日新增对中国舟山广厦能源集团和黄泽山码头的制裁；3月20日制裁一家中国山东独立炼厂及一位有关炼厂人士，中国华瀛（惠州大亚湾）石化码头，8艘向中国运送伊朗石油的油轮。2) 俄罗斯：美国对俄罗斯制裁措施延续。1月10日，美国宣布对俄罗斯两家石油公司和油轮宣布制裁，制裁包括183艘船只，其中143艘是油轮。新一轮制裁将导致运输能力收紧，物流成本上升，预期推高进料成本
- **国内限制：**1) 俄罗斯油轮制裁暂无进展，但仍陆续有俄罗斯油轮靠港卸货。船舶跟踪数据显示，一艘载有俄罗斯原油的油轮上周在中国一个港口卸货，这艘油轮由三艘受到美国制裁的小型油轮转运；2) 燃料油关税（1%上行至3%）及消费税成本（全额退税改为50%-80%退税）仍直接影响燃料油进口成本，压抑燃料油进料需求。
- 海关数据显示，2025年前两个月，中国燃料油进口量较去年同期增长6.8%，原因是贸易商争相交付在进口税增加和退税减少之前预订的货物。1月和2月的进口总量为384万公吨，约合413,300桶/日，比去年同期增长了5.5%。
- 物流监测端，中国高硫燃料油4月截至10日进口约18万吨，一半来自俄罗斯一半来自中东。

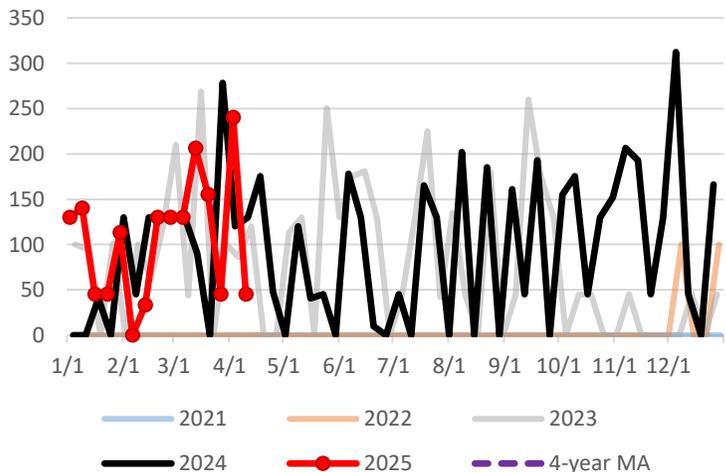


7.低硫燃料油

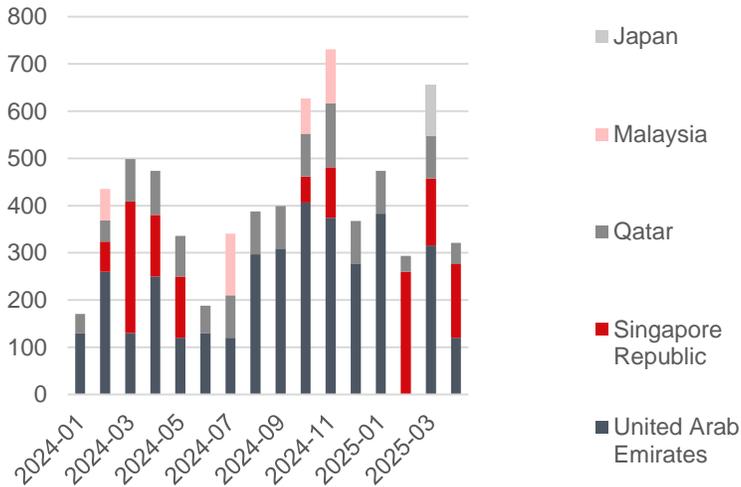
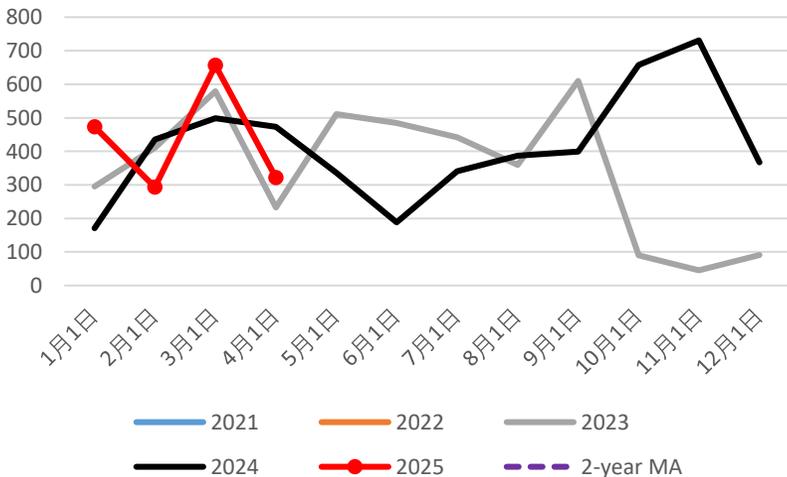
中东低硫出口增长，往泛新加坡地区出口回升

- Al-Zour炼厂4月截至10日已出口32万吨，其中往泛新加坡地区出口约16万吨，较3月出口增长。中东3月低硫出口继续上修10万吨至76万吨高位，其中有14万吨流往新加坡地区，低硫出口量级回升至Al-zour炼厂开工高位时期。
- 隆众消息，科威特AlZour炼油厂最近通过招标销售了另一批4月份装船的超低硫燃料油。根据贸易数据来源，这批13万吨的燃料油预计将在4月15日至4月16日之间装船。
- 阿联酋低硫当前分流仍持续，后期关注南苏丹低硫重质原油Dar Blend供应的回归情况。

ALZOUR 出港 低硫kt



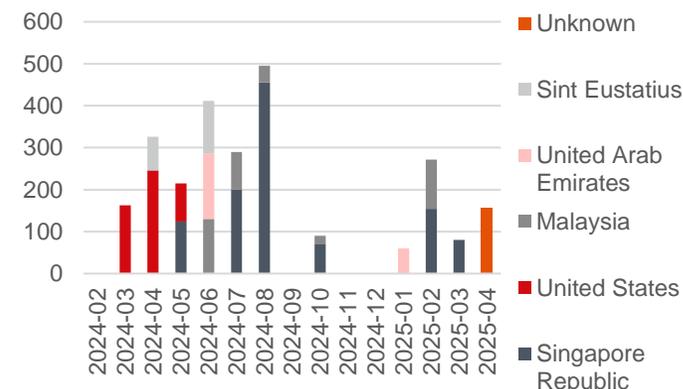
ALZOUR 低硫出港截至4.10 kt



8.低硫燃料油

尼日利亚 炼厂产能回升，低硫高位出港预期维持

- **Dangote炼厂近端低硫供应充裕，RFCC装置6月维护后更添增量。**尼日利亚Dangote炼厂4月发布2次低硫燃料油出售招标：
1) 4月3日，尼日利亚Dangote招标出售低硫燃料油LSSR和油浆Slurry，共13万吨，于4月17至19日在Dangote装载。2) 4月初，尼日利亚Dangote招标出售燃料油Fuel Oil，共13万吨，于4月10至12日在Dangote装载。
- Dangote日产量为 65 万桶。汽油出口供应的增长预期威胁到欧洲汽油市场使其地区内的FCC产能削减，额外提升低硫残渣油的供应。（总29.4万桶/日，45%）
- **Warri和Harcourt炼厂重新开始运营：**两炼厂在24年年末启动，25年年初由于原料配额和火灾问题停运。
- 1) Warri炼厂（12.5万桶/日），仍处于检修状态但以20-25%开工率运营，当前主要产出柴油和燃料油。
- 2) Harcourt炼厂当前开工80%，作为一家简单型炼厂，炼厂产品将主要是燃料油并有多余产量用于出口（约11万吨/月燃料油）。前一周出售燃料油量约3万吨，当前正通过非正式招标出售柴油约6万吨。

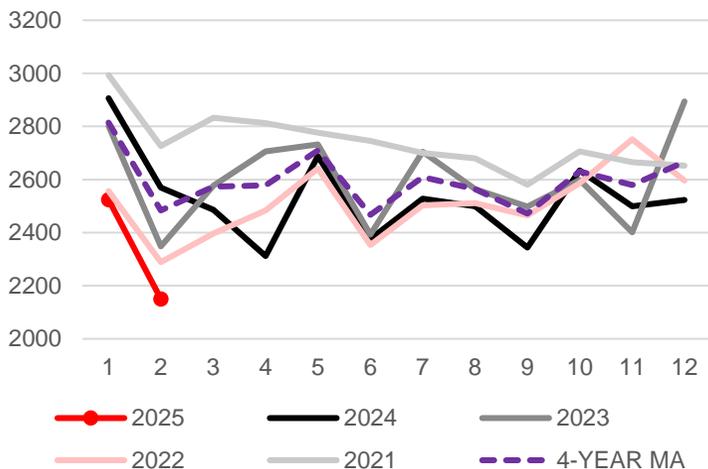


9.低硫燃料油

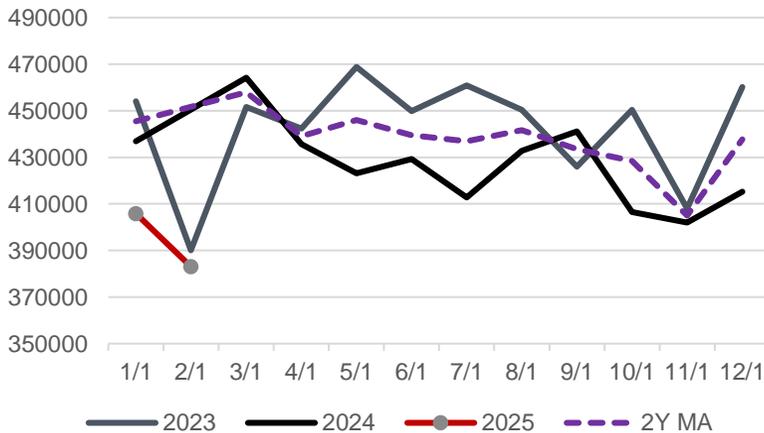
需求 无具体驱动，船燃需求稳定，发电经济性不及天然气

- 2月新加坡船燃销量主要减量在低硫燃料油，2月低硫船燃加注共215.0万吨，环比-37.4万吨 (-14.8%)，同比-42.0万吨 (-16.3%)，占总船燃加注51.9%，达到IMO2020以来的占比新低。24年低硫船燃加注占比55%，23年60%，22年63%。
- 富查伊拉2月低硫船燃加注38.3万立方米，环比-2.3 (-6%)，同比-2.6 (-6%)，占总船燃加注69%，24年低硫船燃加注占比67%
- FGE，欧洲ECA新政于5月开始实行，低硫燃料油需求预期减少，MGO替代

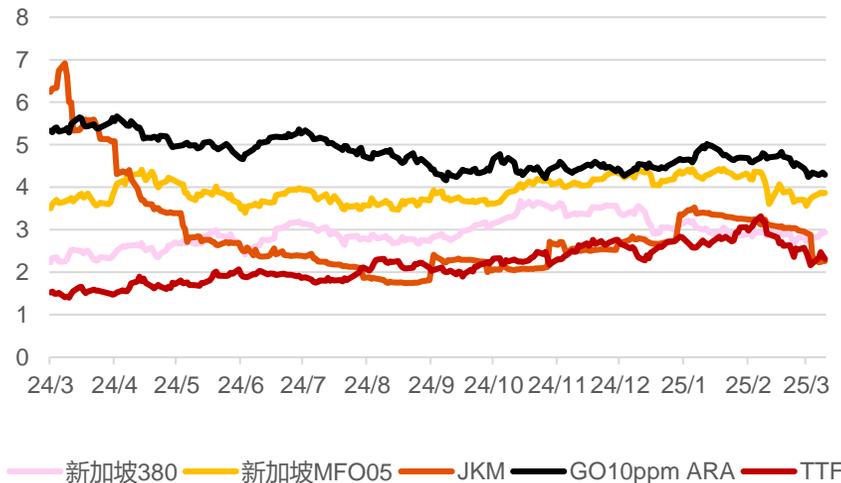
新加坡低硫船加油 kt



富查伊拉 低硫船燃销量 m³



发电燃料等热值价格 美分/兆焦

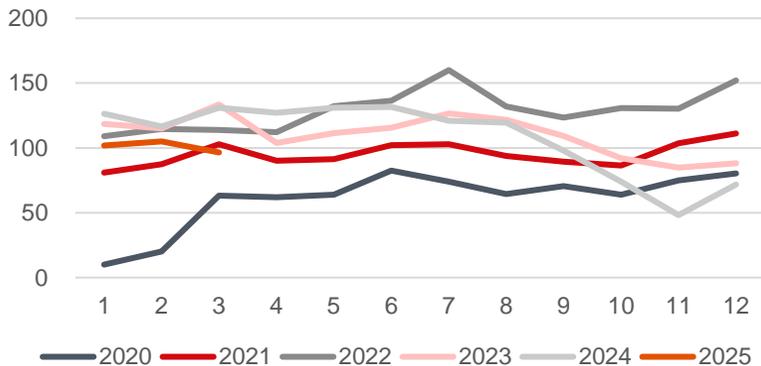


10.低硫燃料油

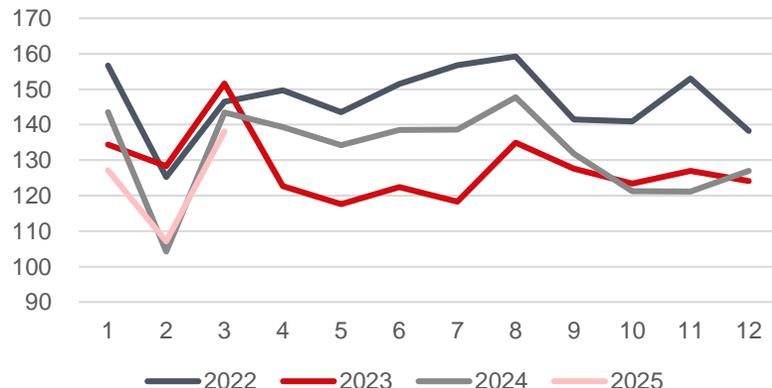
中国低硫市场：中国保税低硫出口配额提前且增量下发

- 4-5月锦西炼厂预期全厂检修，24年该炼厂月均产量约在6.25万吨，占国内总低硫产量的约6%。
- 中国3月28日发放了第二批低硫燃料油或船用燃油出口配额，总量为 520 万吨，比去年增加 120 万吨。当前低硫配额暂时充裕同时下游需求弱而稳定，配额的提前下发短期内对我国低硫供需平衡无大影响。
- 25年3月国内炼厂保税低硫船燃产量约97万吨，环比-8.5万吨 (-8.1%)。3月低硫产量继续少于排产，焦化利润仍较低硫有优势，部分炼厂生产低硫积极性不高。中石油产量回升，中石化产量走跌，中海油维稳，中化及地方炼厂本月未生产低硫。
- 隆众，4月各集团排产计划较3月小幅增加。其中，中石化计划产量在46万吨左右，中石油产量37万吨左右，中海油产量17-18万吨，其他炼厂暂无生产计划，预计整体产量在100万吨出头。预计4月国内低硫燃料油总产量将较3月小幅增长。

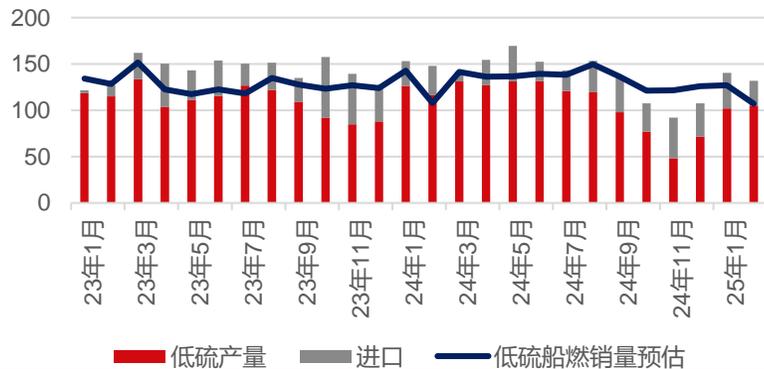
中国低硫船燃产量 万吨



中国保税低硫船燃销量预估 万吨



中国船燃销售 万吨

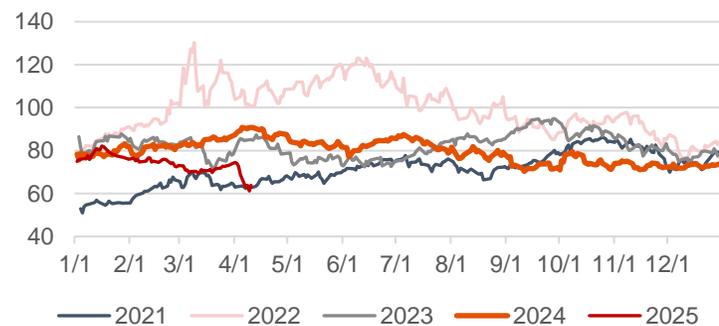


第一章 综合分析 with 交易策略 2

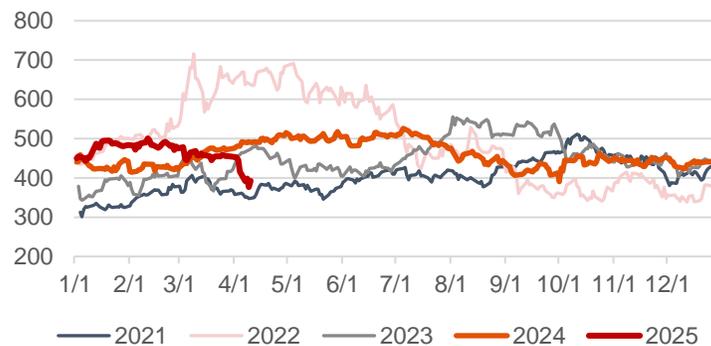
第二章 核心逻辑分析 4

第三章 周度数据追踪 9

Brent首行



HSFO380



LSFO

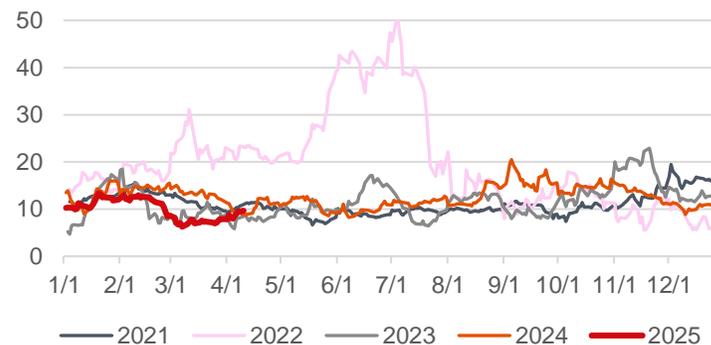


新加坡油品裂解价差

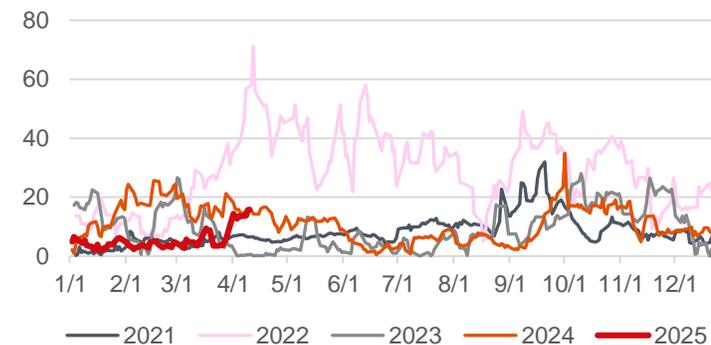
HSFO380-Brent



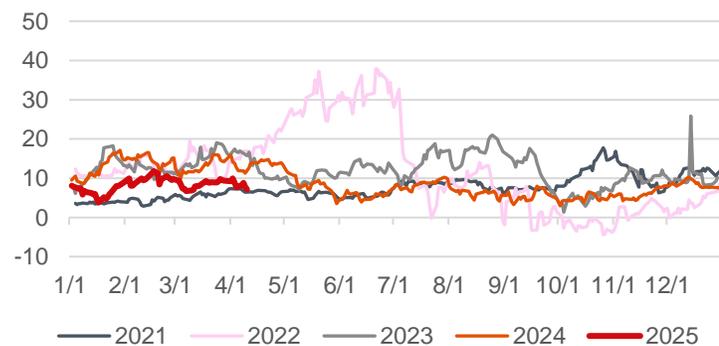
LSFO-Brent



HSFO180-HSFO380



92#-Brent



Gasoil-Brent



MOPJ-Brent



高硫燃料油跨区跨期价差

ARA Brent Crack 首行



380 Suz Arb 380 Afra Arb



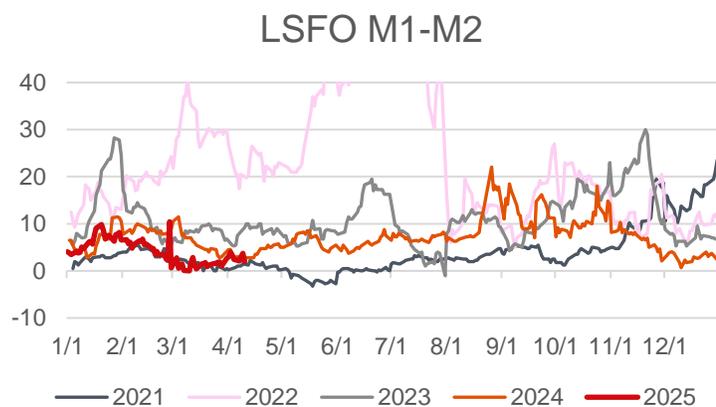
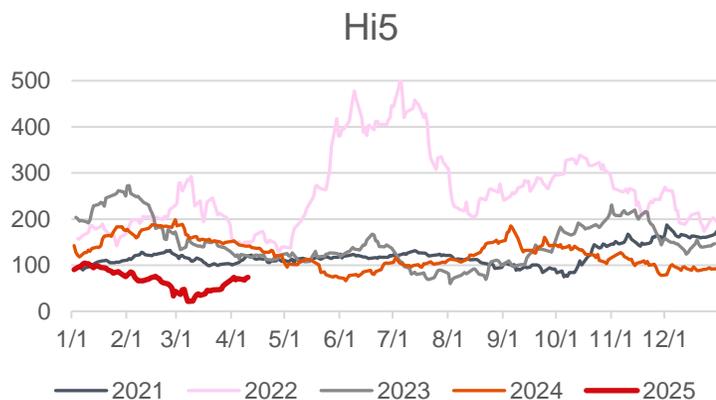
新加坡高硫 M1-M2



HSFO380现货贴水



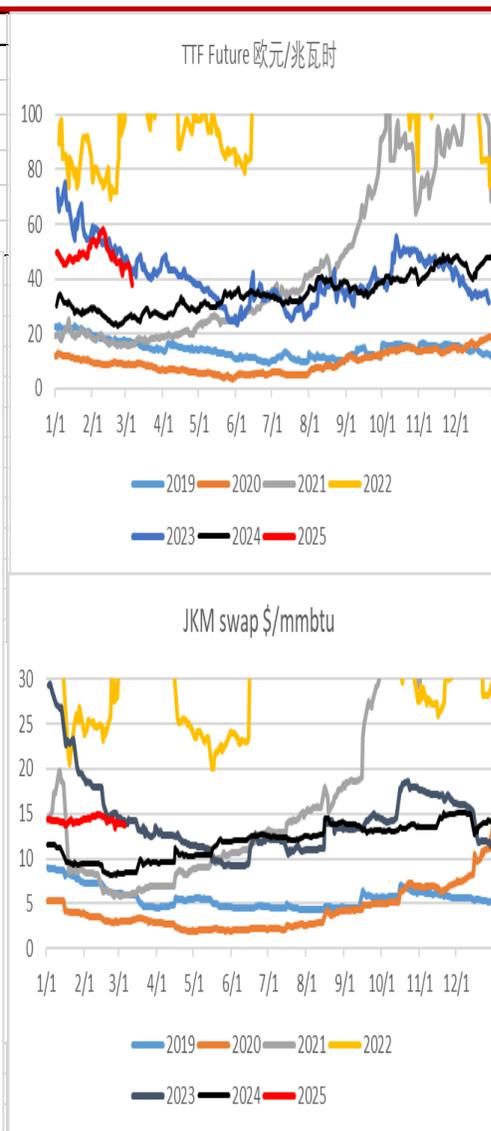
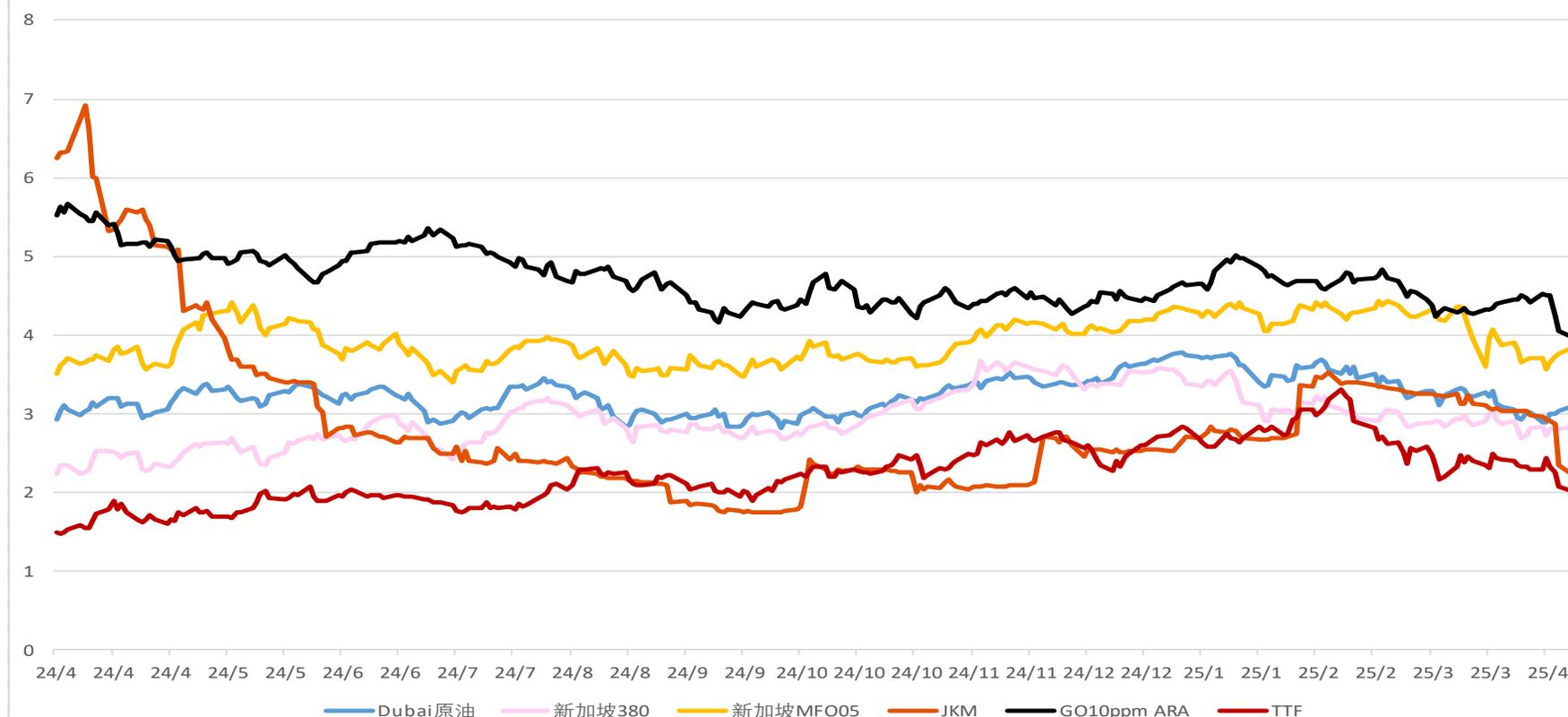
低硫燃料油跨区跨品种价差



天然气燃料油比价

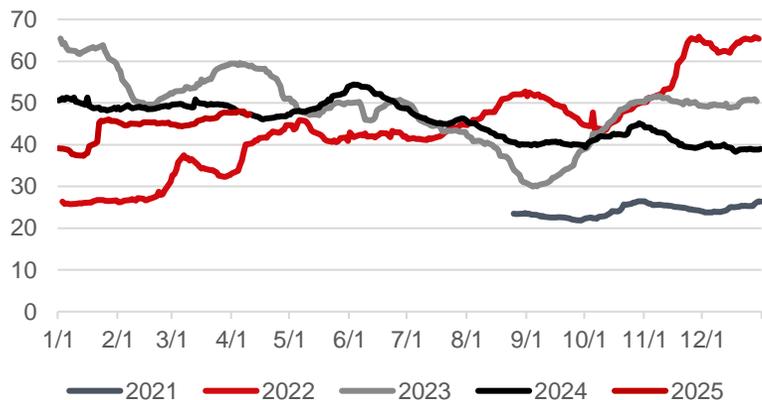
等热值价格 (美分/兆焦)	2025/4/10	2025/4/3	W/W	W%	M/M	Y/Y	2025/3/13	2024/4/11
新加坡380	2.94	2.83	0.11	3.77%	0.03	0.52	2.91	2.42
新加坡180	2.96	2.88	0.08	2.85%	-0.10	0.38	3.06	2.58
新加坡0.5%	3.87	3.73	0.14	3.86%	-0.26	0.17	4.13	3.70
日韩天然气JKM	2.26	2.88	-0.62	-21.40%	-0.98	-3.74	3.24	6.01
GO10ppm ARA	3.94	4.25	-0.31	-7.25%	-0.35	-1.50	4.29	5.45
TTF	1.90	2.25	-0.34	-15.35%	-0.56	0.27	2.46	1.63

发电燃料等热值价格 美分/兆焦

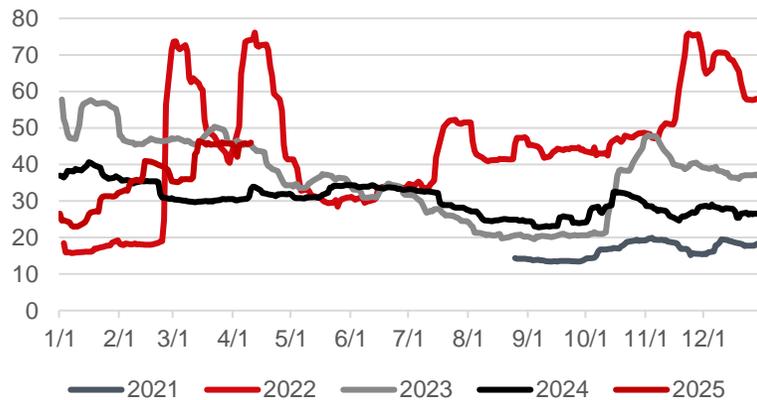


跨区运费参考

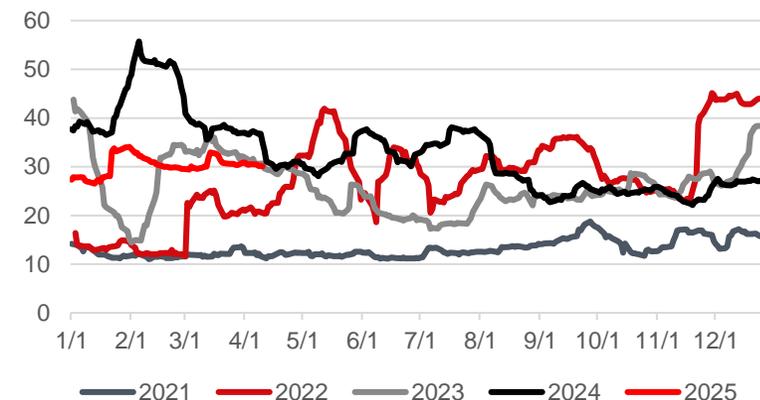
俄罗斯 to 新加坡 Afra Dirty



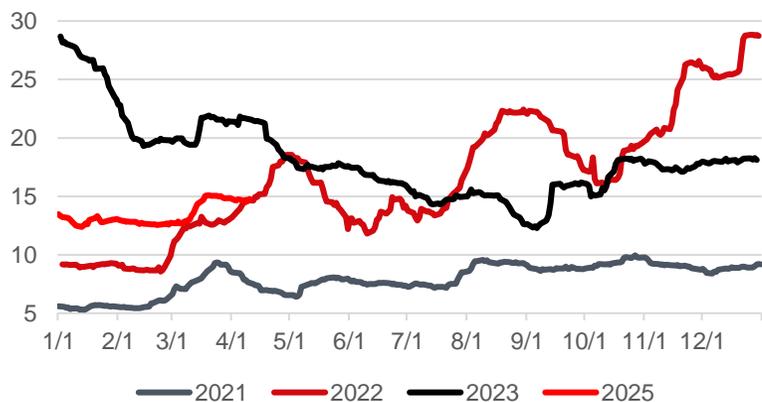
俄罗斯 to 新加坡 Suz Dirty



鹿特丹 to 新加坡 VLCC Dirty



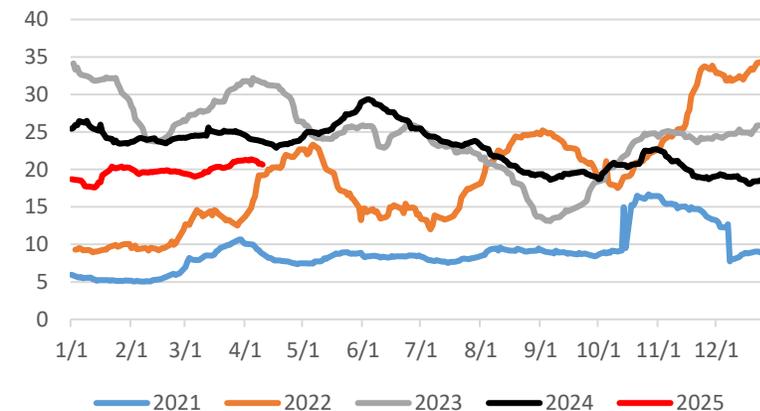
印尼 to 日本 Dirty



俄罗斯 to 地中海 Dirty



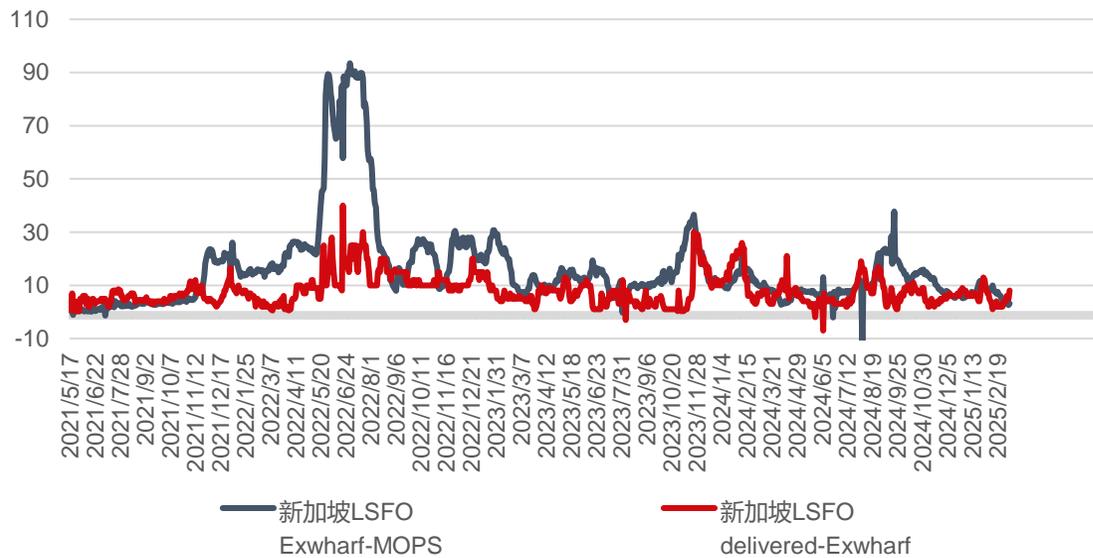
科威特 to 新加坡 Dirty



新加坡高硫加注价差



新加坡低硫加注价差



- MOPS代表未来15-30天内装船的FOB价格，数量为2万-4万吨
- Ex-wharf代表未来3-15天内码头交货价格，数量为3000-6000吨
- Delivered代表未来5-10天交付的加注价格，数量为500-1500吨

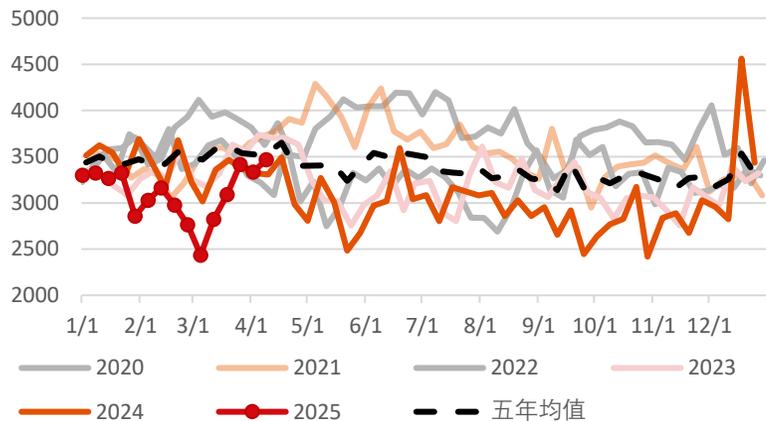
库存结构

库存 (KT)	本周	上周	上上周	上上上周	月	年	W/W		M/M		Y/Y	
新加坡在岸 - 周三	2025/4/9 3467.87	2025/4/2 3334.17	2025/3/26 3418.58	2025/3/19 3089.45	2025/2/19 2978.11	2024/4/10 3307.72	133.70	4.01%	489.76	16.45%	160.16	4.84%
ARA - 周四	2025/4/10 1072	2025/4/3 1031	2025/3/27 1088	2025/3/20 1128	2025/3/13 1206	2024/4/11 1401	41	3.98%	-134.00	-11.11%	-329.00	-23.48%
富查伊拉 - 周一	2025/4/7 2092.13	2025/3/31 2053.86	2025/3/24 1644.09	2025/3/17 1738.43	2025/3/10 1535.75	2024/4/8 1372.76	38.27	1.86%	556.38	36.23%	719.37	52.40%
美国 - 周五	2025/4/4 3928.03	2025/3/28 3764.72	2025/3/21 3847.09	2025/3/14 3685.98	2025/3/7 3786.30	2024/4/5 4623.62	163.31	4.34%	141.73	3.74%	-695.59	-15.04%
日本 - 周六	2025/3/29 2330.59	2025/3/22 2324.53	2025/3/15 2386.86	2025/3/8 2367.96	2025/3/1 2348.62	2024/3/30 2308.78	6.06	0.26%	-18.03	-0.77%	21.81	0.94%
五地总和	12890.63	12508.29	12384.62	12009.82	11854.78	13013.88	382.34	3.06%	1035.84	8.74%	-123.25	-0.95%

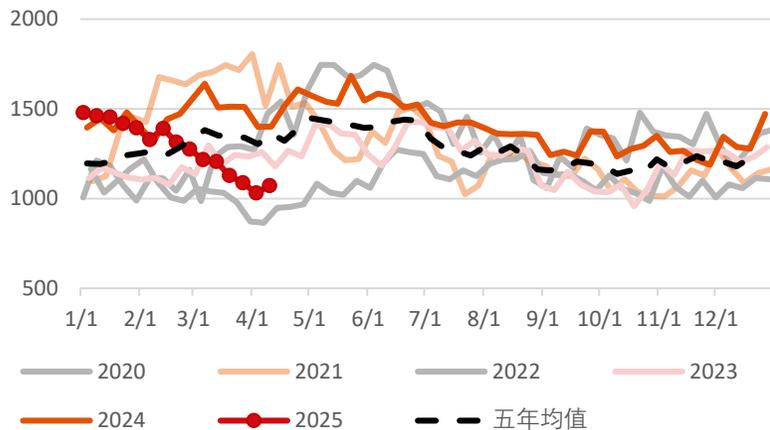
- **现货库存:** 新加坡燃料油在岸库存环比+4.0%至346.8万吨。新加坡中质库存+1.8%，轻质库存+1.8%。ARA地区燃料油库存环比+4.0%，柴油库存-4.4%，汽油-2.2%。美湾地区燃料油库存环比+4.3%。中东地区燃料油库存环比+1.9%。日本燃料油库存暂无更新。

燃料油库存结构

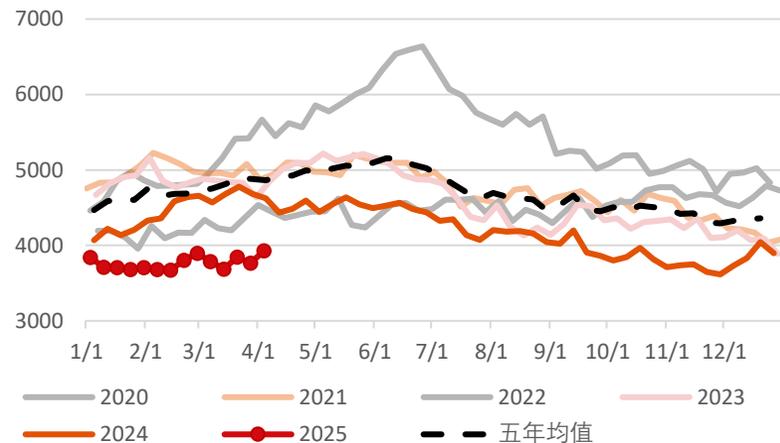
新加坡燃料油库存 kt



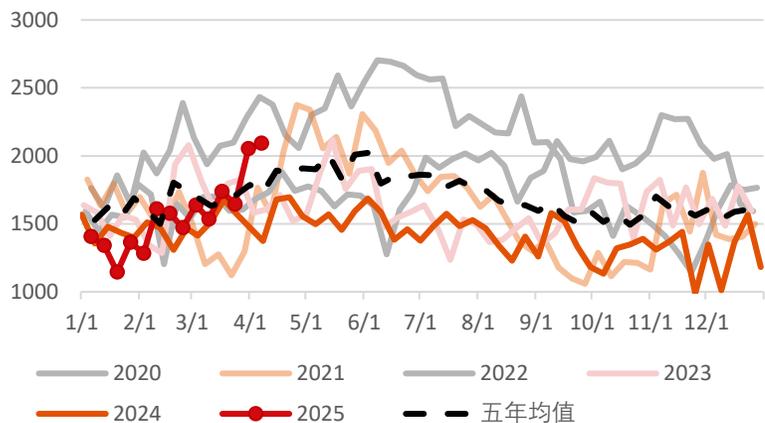
ARA 燃料油 kt



US燃料油库存 kt



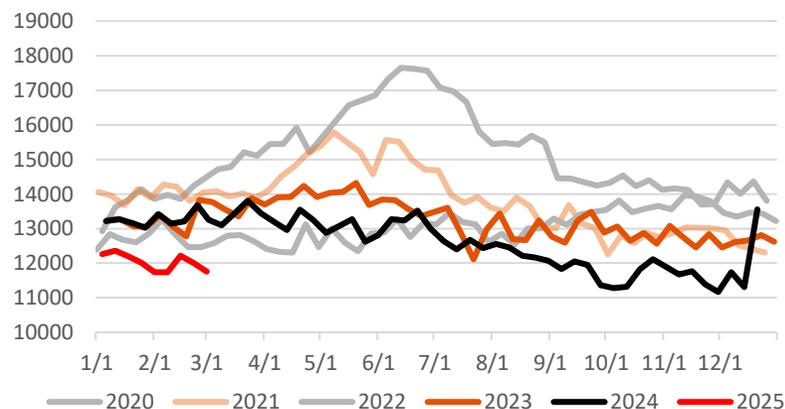
富查伊拉燃料油库存 kt



日本燃料油库存 kt

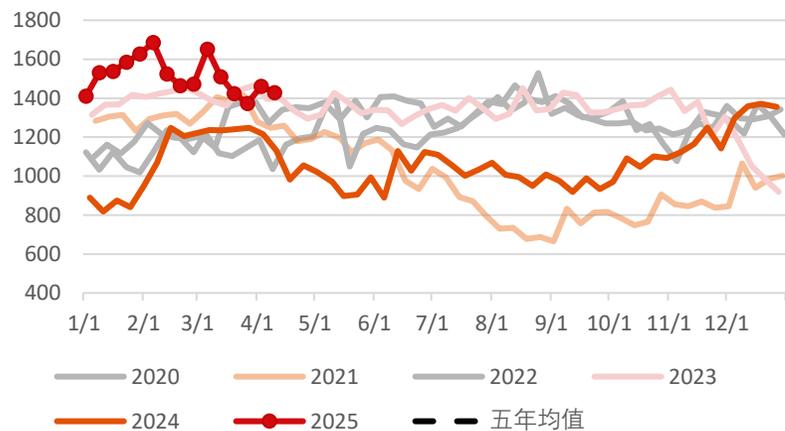


五国库存总和 kt

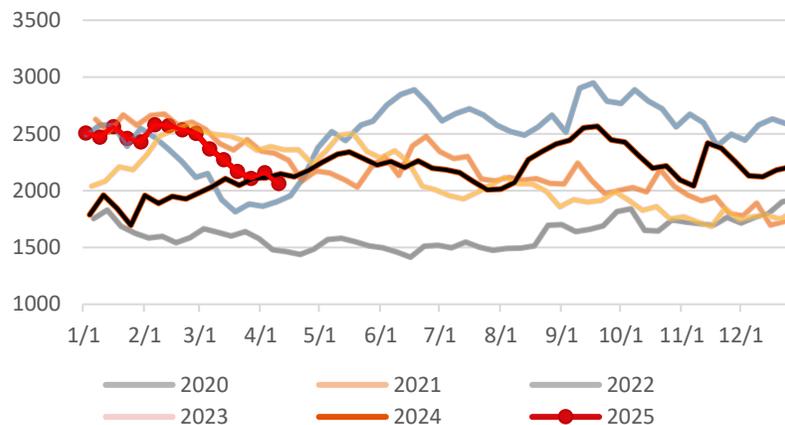


西北欧库存结构

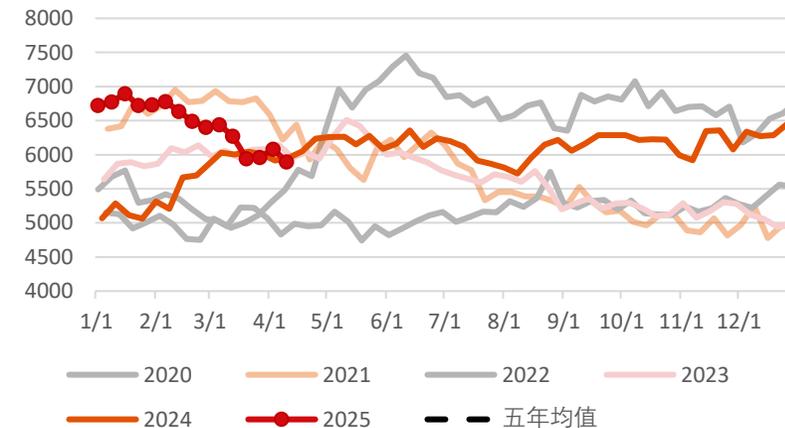
ARA汽油库存 kt



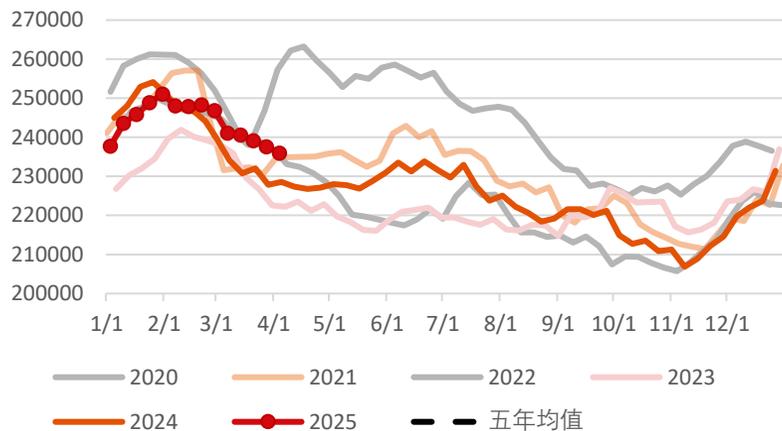
ARA柴油库存 kt



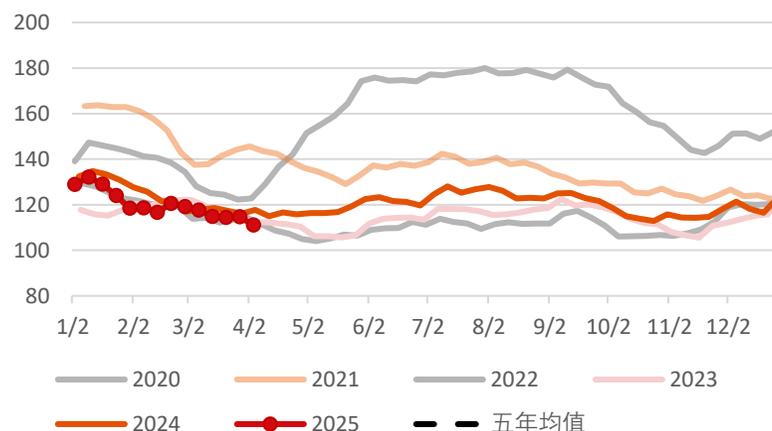
ARA成品油 kt



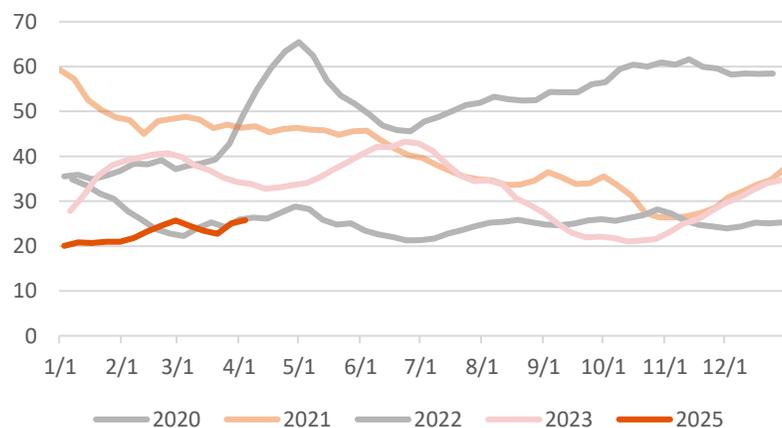
US汽油 KBBL



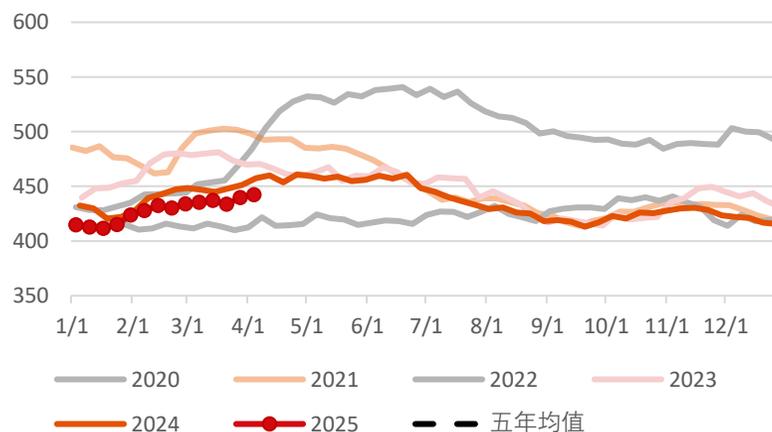
US柴油 mbbl



Cushing原油 mbbl

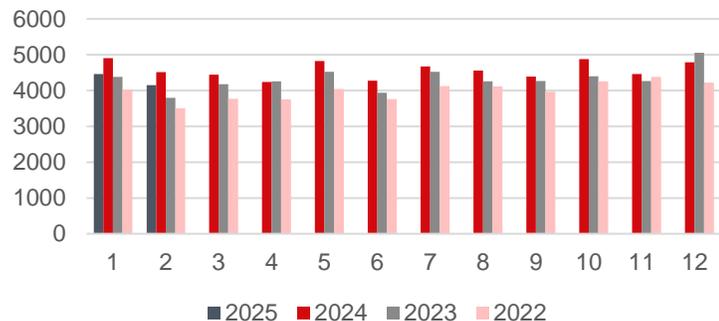


US商业原油 mbbl

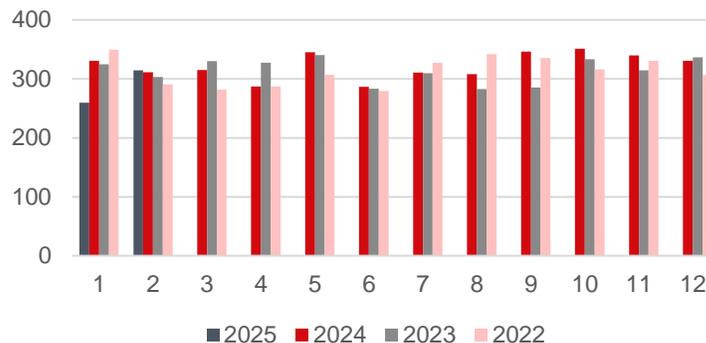


- 2月新加坡船燃销售数据公布，新加坡船燃销量414.5万吨，环比-31.7万吨 (-7.1%)，同比-36.4万吨 (-8.1%)。其中，高硫船燃销量164.7万吨，环比-2.5 (-1.5%)，同比+4.6 (+2.8%)，占总船燃39.7%；低硫船燃销量215.0万吨，环比-14.8%，同比-16.3%。

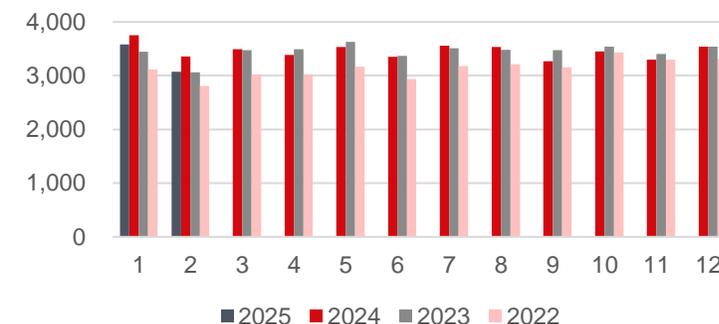
新加坡船加油 KT



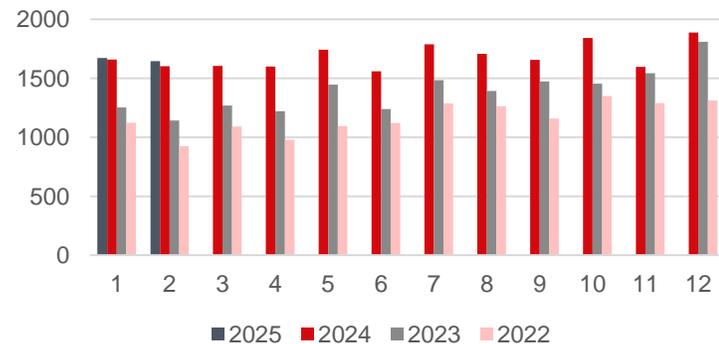
MGO



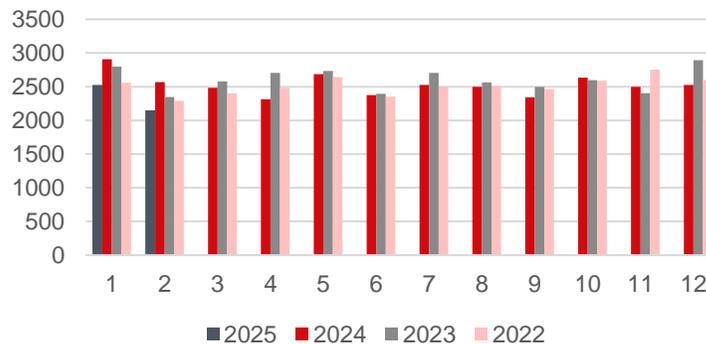
新加坡抵港加油船舶数量 艘



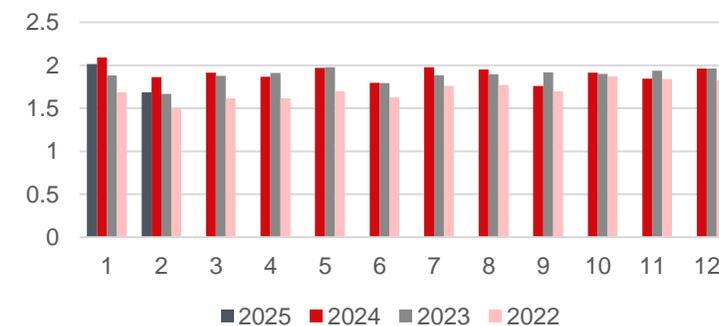
HSFO



LSFO



新加坡抵港加油船舶总吨 亿吨



■ 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。



联系人：吴晓蓉

从业资格号：F03108405

投资咨询从业证书号：Z0021537

电话：021-68789000

手机：131 2205 5859 (同微信)

电邮：wuxiaorong_qh@chinastock.com.cn

上海市虹口区东大名路501号上海白玉兰广场28层

28th Floor, No.501 DongDaMing Road, Sinar Mas Plaza, Hongkou District, Shanghai, China

全国统一客服热线：400-886-7799

公司网址：www.yhqh.com.cn

致謝



银河期货微信公众号



下载银河期货APP
