

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 暖心服务 | 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】

高硫现货贴水回落至0值以下水平，现货窗口成交价格低位。亚洲市场近端高硫供应充裕维持，新加坡高硫路上库存和浮仓高位。中期供应缺口仍存，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，短期内关注俄乌冲突缓和进程。墨西哥高硫主要供应炼厂二次产能逐步完善，对外高硫出口回落。需求端，高硫季节性发电需求逐步启动，埃及已陆续发布高硫招标以用于发电，伊朗和沙特发电需求均开始提升。

低硫燃料油现货震荡，但低硫供应持续回升且下游需求仍较疲弱。南苏丹对外低硫原料供应逐步回归，一船60万桶预期于5月下旬到达新马地区。Al-Zour低硫出口回升至炼厂正常运行时期高位。尼日利亚低硫出口随着三家炼厂开工的回升而持续增长，同时Dangote催化裂化装置进入检修期，低硫产量预期进一步增长。中国市场低硫配额暂时充裕同时下游需求疲弱，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：： FU正套9-1持有。LU6-8反套逢高入场。

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

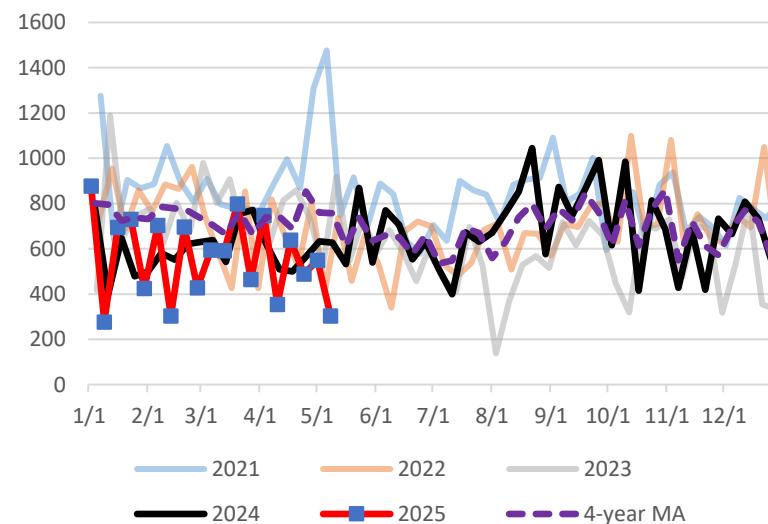
1. 俄乌局势及欧美制裁仍不明朗，炼厂春季季节性检修



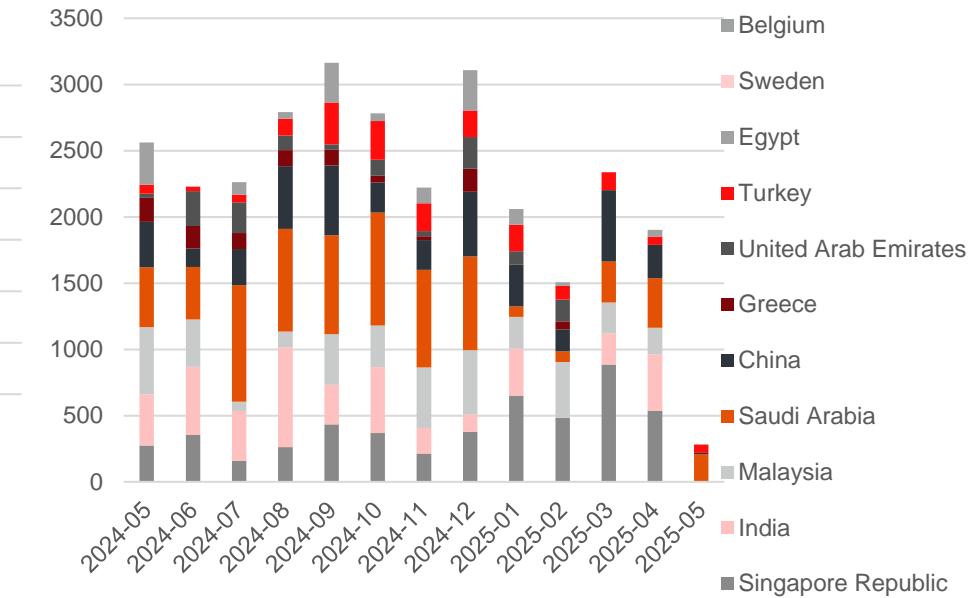
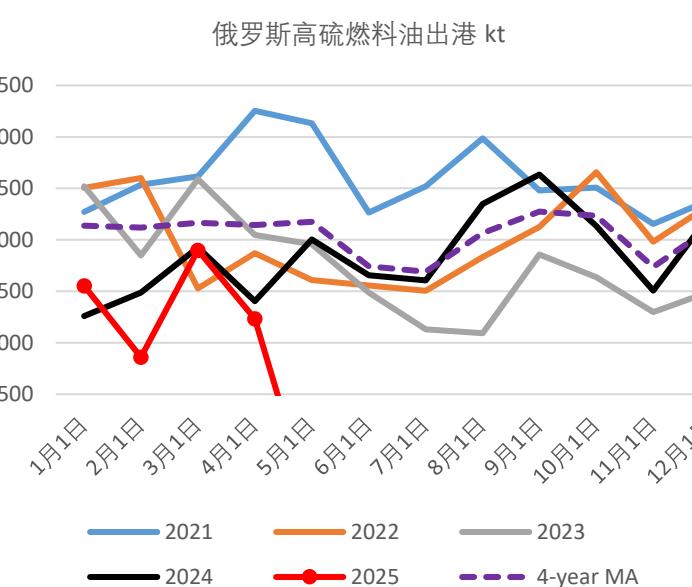
- **美国制裁无松动迹象，英国制裁预期：**英国将对俄罗斯所谓影子舰队的多达 100 艘油轮实施制裁，寻求在乌克兰战争中对莫斯科施加更大压力及维护欧洲海域基础设施
- **俄罗斯部分炼厂进入春季检修同时部分炼厂停工延长，**4月离线初级炼油能力较本月之前的计划上调了三分之一，达到 284 万公吨。3月闲置产能为379万吨。Komsomolsk, Ufaneftekhim和Krasnodar炼油厂的停工时间延长，以及Ryazan炼油厂在 2 月份遭受乌克兰无人机袭击而延长维护时间，闲置炼油产能较原计划有所增加。
- **Tuapse出口环比下行：**路透周一市场消息，5 月份俄罗斯从黑海港口Tuapse出口的石油产品数量预计将下降至 81万吨，较 4 月份计划的 86.4万吨日出口量下降 9.3%。其中燃料油减少10%至19.5万吨
- **物流监测端，**5月8日当周出口月30万吨，环比下行25万吨，5月当前主要出口流往沙特方向，少许流往中国。

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



俄罗斯高硫燃料油出港 kt



2. Olmeca炼厂开工回升，墨西哥炼厂二次装置运行顺利



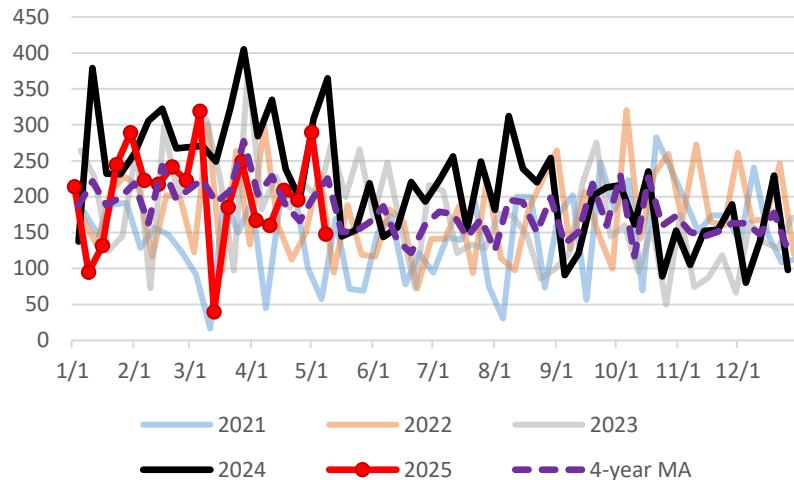
- 墨西哥Olmeca炼厂3月加工量上行至10.3万桶/日，2月仅0.7万桶/日。4月29日墨西哥总统克劳迪娅·谢因鲍姆周二表示，墨西哥新建的奥尔梅卡炼油厂Olmeca已准备好恢复生产，并否认催化裂化装置遭到破坏导致暂时停产。
- Olmeca于4月出口了两批ULSD产品也体现了其二次装置的顺利运营。该炼厂仍然缺乏将成品运输至全国各地的管道或铁路线等基础设施，导致了产出低硫柴油的出口。1) 4月8日，该炼厂首次向美国出口超低硫柴油ULSD，“Torm singapore”号轮船接连停靠美国两个港口，于4月8日抵达佛罗里达州的卡纳维拉尔港交付4.4万桶ULSD，4月9日启航往波多黎各交付了26万桶ULSD。2) 4月中旬，悬挂意大利国旗的“Valleblu”号油轮也在Dos Bocas港装载了超低硫柴油。

其他炼厂运营状态更新至3月

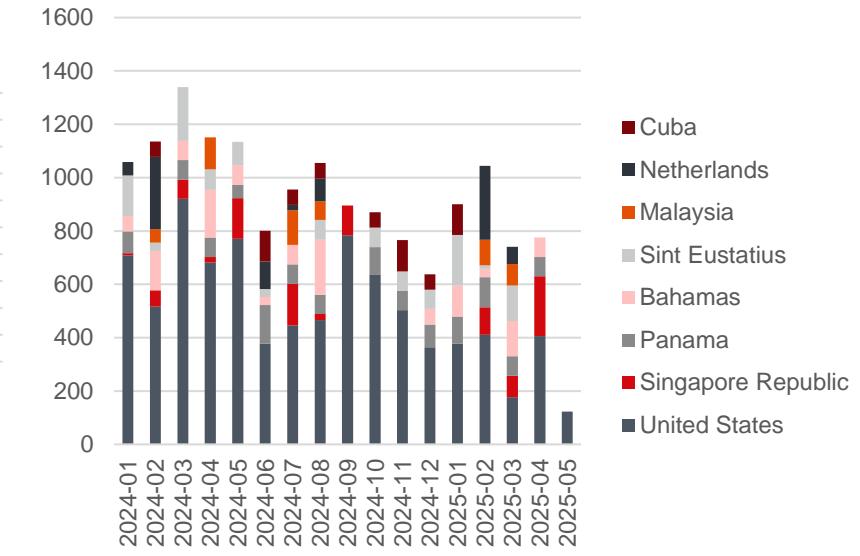
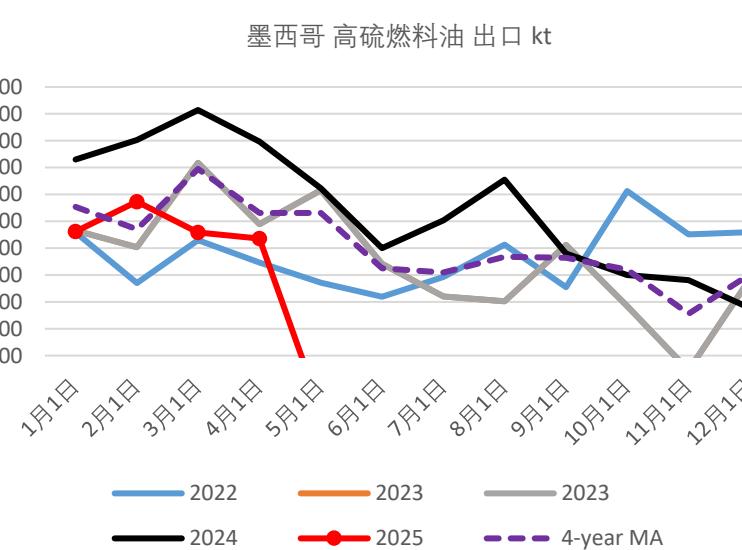
- 1) Tula3月加工量上行35%至23.3万桶/日，其焦化装置将于今年正式投产。若Coker完全投产，预期处理约10万桶/日（47万吨）残渣油，原料供应来自于Tula和Salamanca炼厂。Salina Cmuz焦化装置预期26年投产，处理约7.5万桶/日残渣油。2) Salamanca炼厂，3月任何维持低开工50%，受炼厂硫酸泄露的影响。1月30日6万桶/日CDU停产。

2. Olmeca炼厂开工回升，墨西哥炼厂二次装置运行顺利

墨西哥 高硫燃料油出口 kt



墨西哥 高硫燃料油 出口 kt

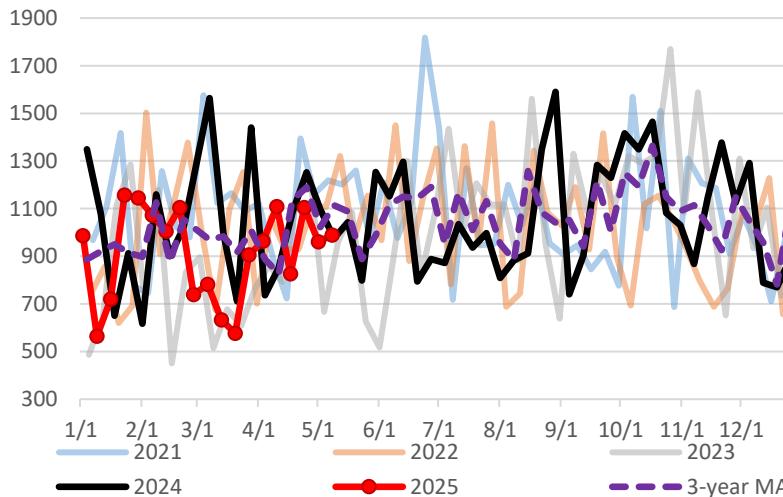


3. 伊朗制裁持续加码，中东发电需求分流

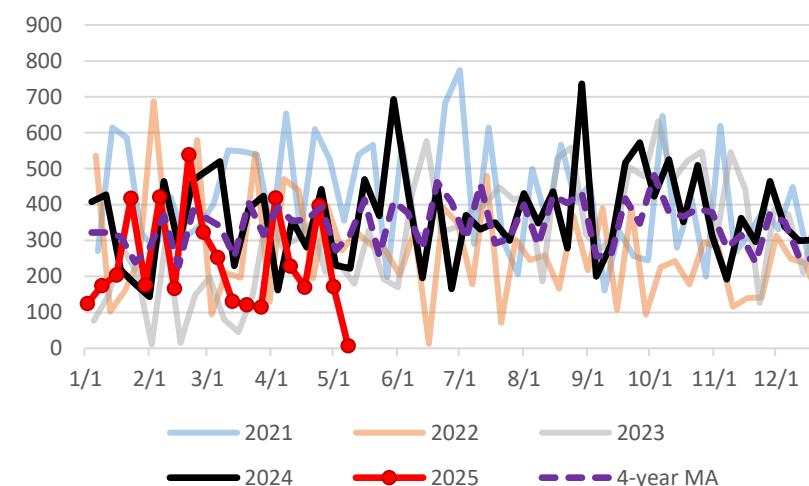
- 4月以来美国对伊朗制裁进程：1) 5月8日，美国政府以购买伊朗石油为由对第三家中国独立炼油厂，以及港口码头运营商实施制裁。2) 4月16日，美国新增制裁针对伊朗“影子船队”关联公司和船只，其中包括对中国小型独立炼油厂实施制裁。指称该炼油厂参与购买价值超过10亿美元的伊朗原油。这是目前为止遭特朗普政府制裁的第二家中国地炼。2) 4月10日，新增制裁继续针对伊朗石油网络，包括阿联酋航运巨头贾格温德·辛格·布拉尔及其控制的近30艘油轮，以及中国舟山广厦能源集团等实体。
- 沙特及伊朗夏季发电需求预期分流对外供应。1) 由于布什尔核电站持续关闭（3月中旬至2025年第二季度末）导致发电量减少，以及降雨不足导致水电发电量较低，伊朗的HSFO需求预期提振；2) 沙特大炼厂检修如期进行，PetroRabigh于4月15日开始对所有运营设施和生产装置进行维护，产能40万桶/日，公司于4月13日在沙特股市交易所的一份声明中表示，检修将需要大约60天。
- 物流监测端，中东当周出口稳定96万吨，4月周均出口约100万吨。伊拉克高位出口弥补伊朗供应缺口。

3. 伊朗制裁持续加码，中东发电需求分流

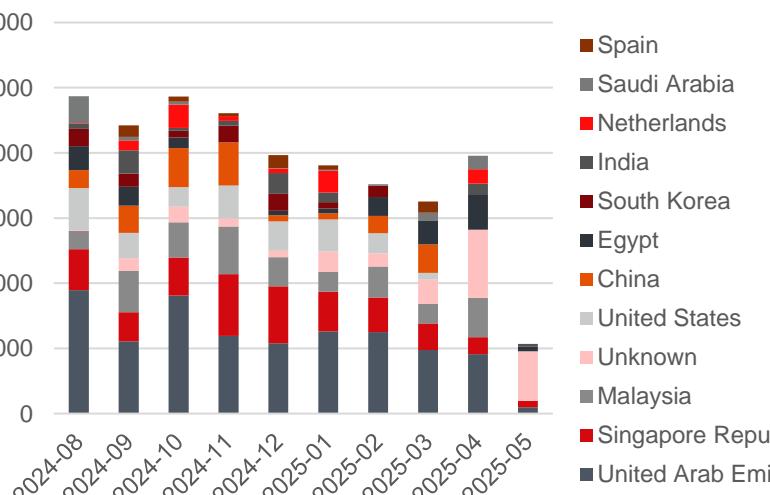
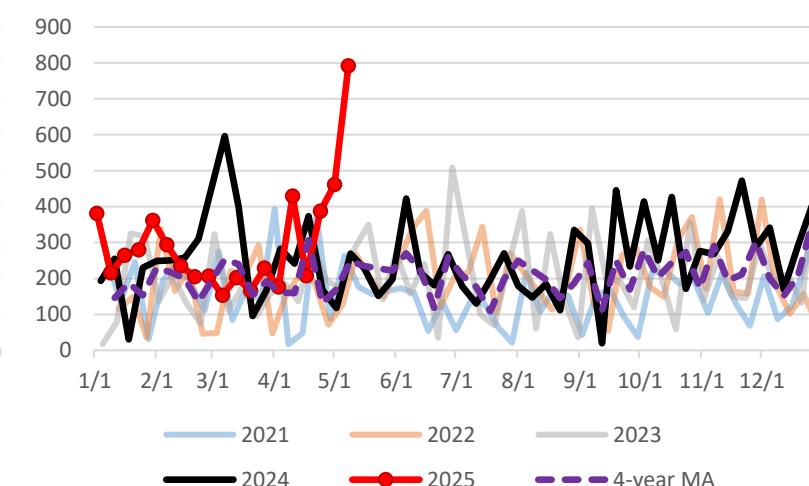
中东高硫燃料油出港 kt



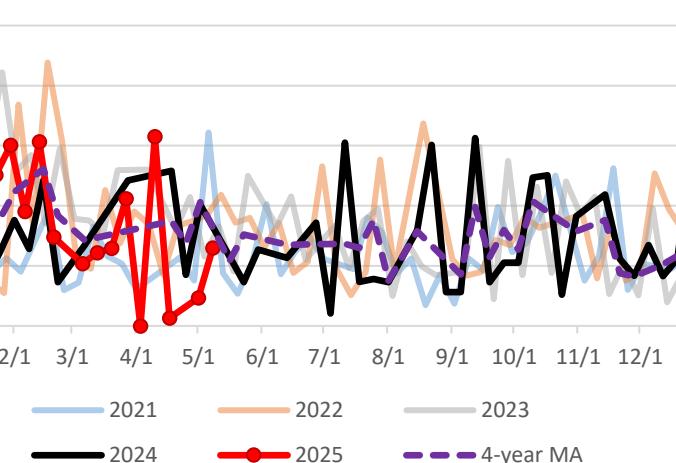
伊朗 出口 kt



伊拉克高硫燃料油 出口 kt

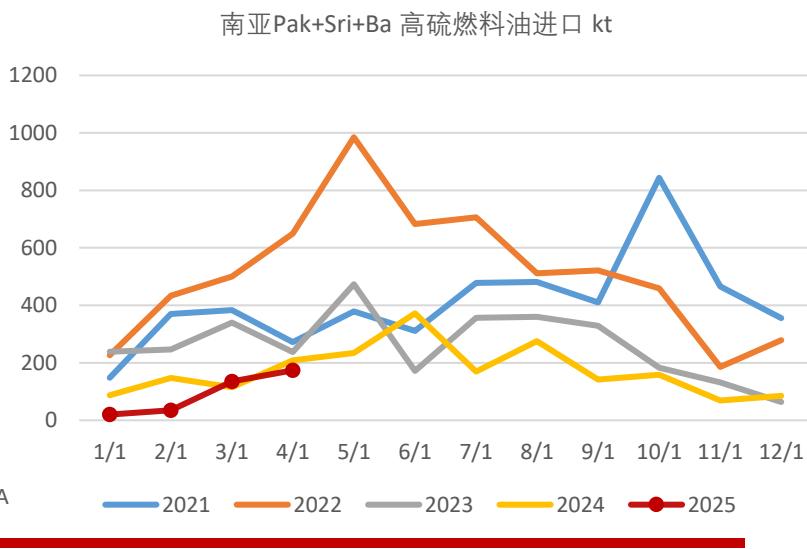
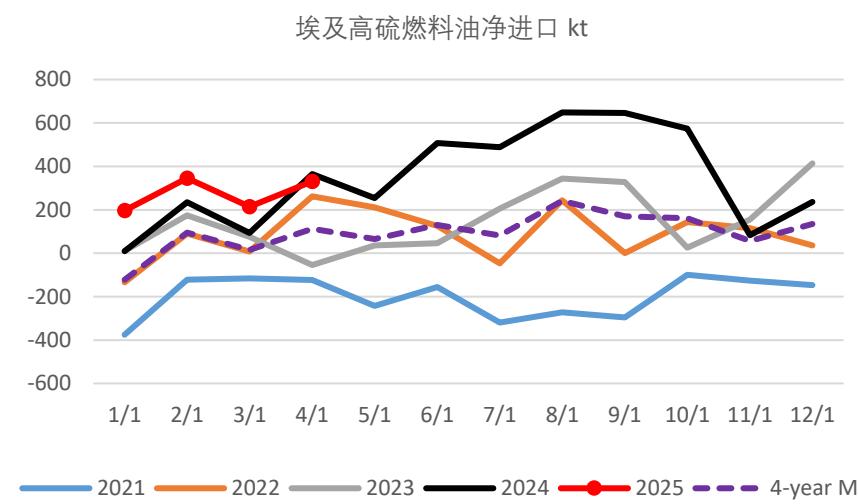
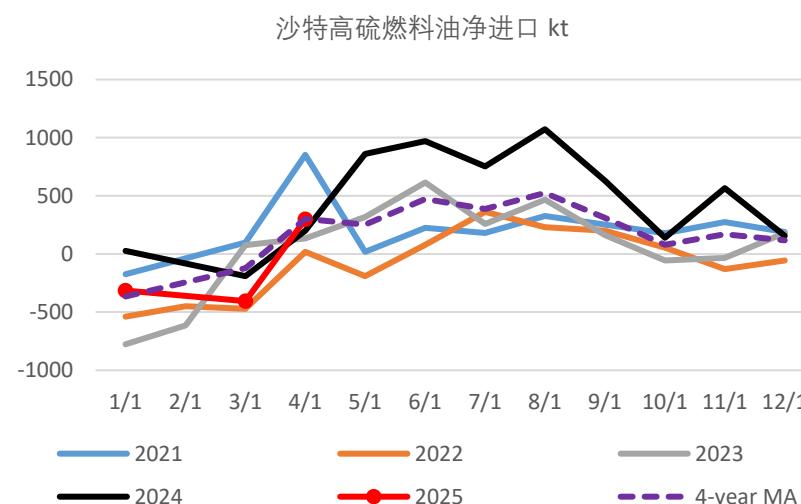


沙特HS 出口 kt



4. 二三季度进入高硫发电需求旺季

- 埃及夏季发电需求支撑。**埃及近期高硫燃料油发电采购招标报价高位。FGE消息，埃及EGPC公司采购五六月HSFO 200kbd，较去年同期增长65kbd。当前地中海地区高硫发电经济性仍好于天然气。物流监测端，4月高硫进口约36万吨，环比+11万吨，与去年同期持平。
- 南亚发电需求增长在二季度夏季，**孟加拉国高硫进口季节性增长，4月高硫进口约17万吨，环比+3万吨。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。
- 中东高硫燃料油发电需求提前增长，**沙特炼厂PetroRabigh如期检修，伊朗新能源发电缺口需燃料油替代。物流监测端，沙特4月高硫进口约67万吨，环比+43万吨，净进口约30万吨，同比去年+10万吨。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。



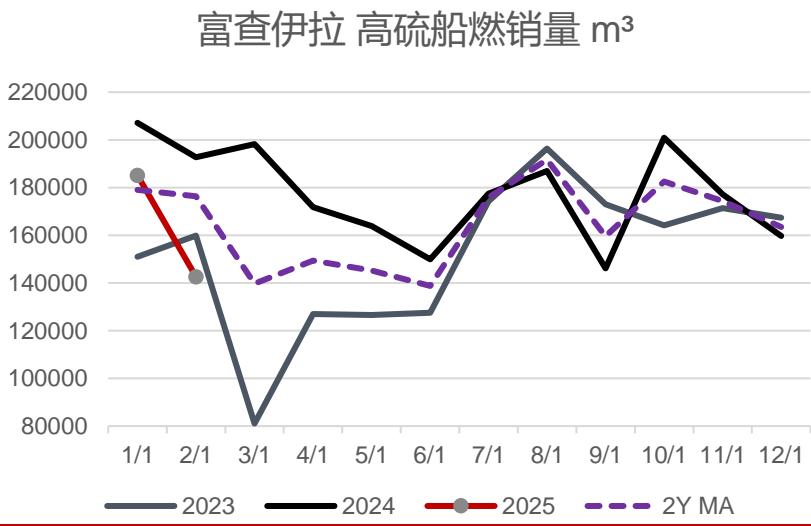
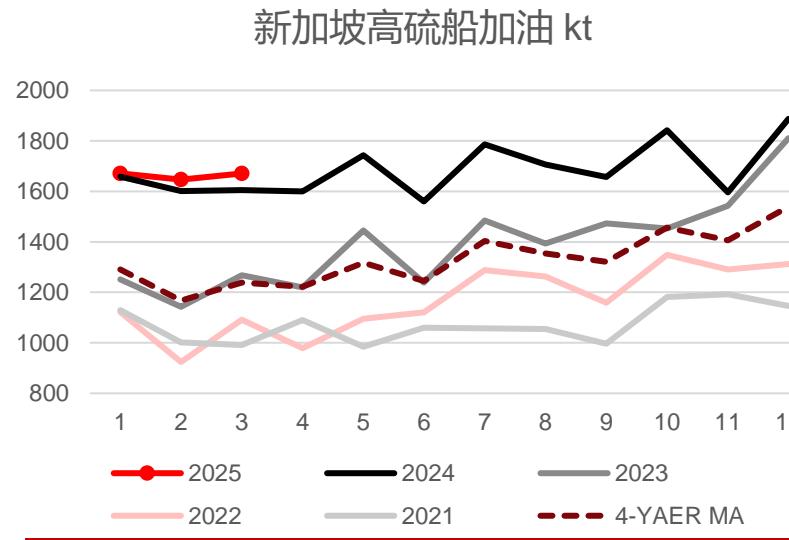
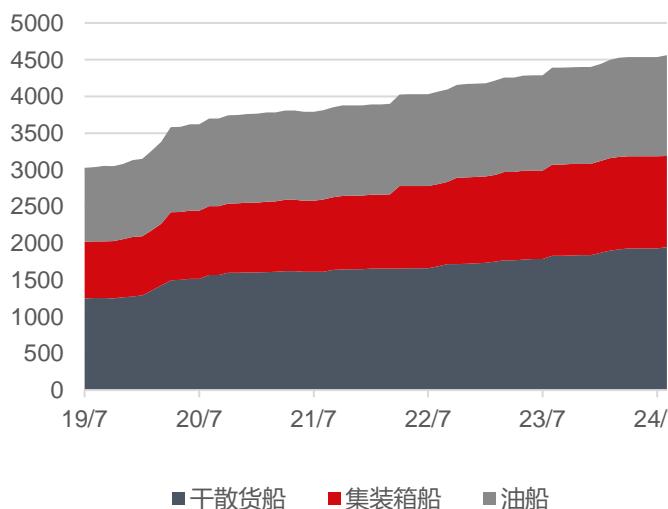
5. 中国炼厂近期采购意愿或下行；印度和UAE进料需求增长



- **国外制裁：**1) 伊朗：美国对伊朗石油网络制裁持续。5月8日，美国政府以购买伊朗石油为由对第三家中国独立炼油厂，以及港口码头运营商实施制裁。4月16日，对中国小型独立炼油厂山东胜星化工实施制裁。指称该炼油厂参与购买价值超过10亿美元的伊朗原油。这是目前为止遭特朗普政府制裁的第二家中国地炼。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。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。
- 物流监测端，中国高硫燃料油4月截至20日进口约51吨，预期4月总进口与5月保持差不多水平约100万吨，一半来自俄罗斯一半来自中东。
- 印度5月进料需求回升，Reliance 's Jamnagar DTA炼厂及其二次装置检修回归。阿联酋Ruwais炼厂近期进料需求约25-50 kb/d，主要用于二次进料加工。

6. 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

- 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3月高硫船燃加注167万吨，环比+2.4万吨 (+1.5%)，同比+4.1%。高硫船燃占比维持37.4%左右高位。23年占比32.2%。24年占比36.6%。
- 富查伊拉港的3月船用燃料销售量总计达 639,811 立方米 (约 63.4 万公吨)，环比2月份高出15.5%，创下七个月新高。380cst 高硫船用燃料的销量较 2 月份增长 17.9%，达到约 16.8 万 立方米，高硫燃料油的市场份额稳定在 26%。



南苏丹原料供应回升

- 5月6日，**苏丹港口遭无人机第三次袭击后起火**，此港口是南苏丹原油15万桶/日的唯一出口路线。南苏丹Dar Blend原油是泛新加坡地区低硫原料之一，市场情绪推升低硫价格。
- 但随即，**5月8日Senning发布新Dar Blend招标**，出售6月6-7日装载的Dar原油60万桶，侧面体现当前南苏丹原油出口情况稳定。

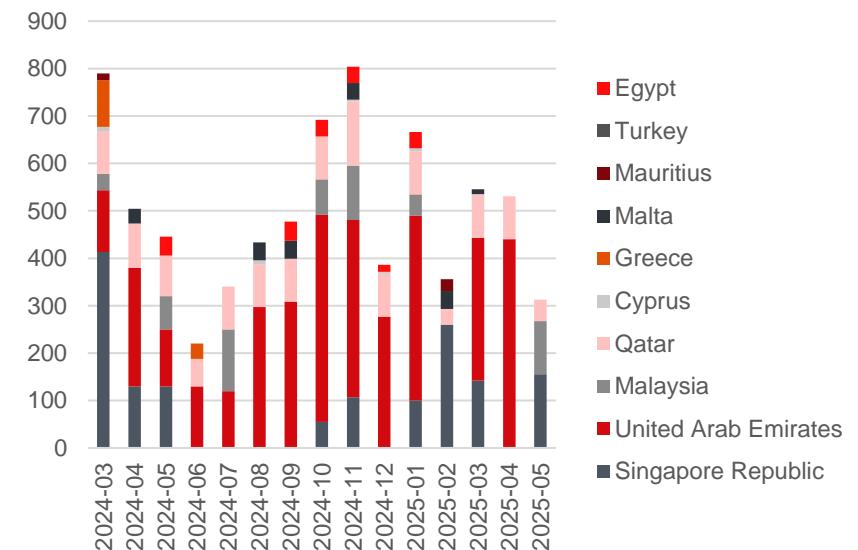
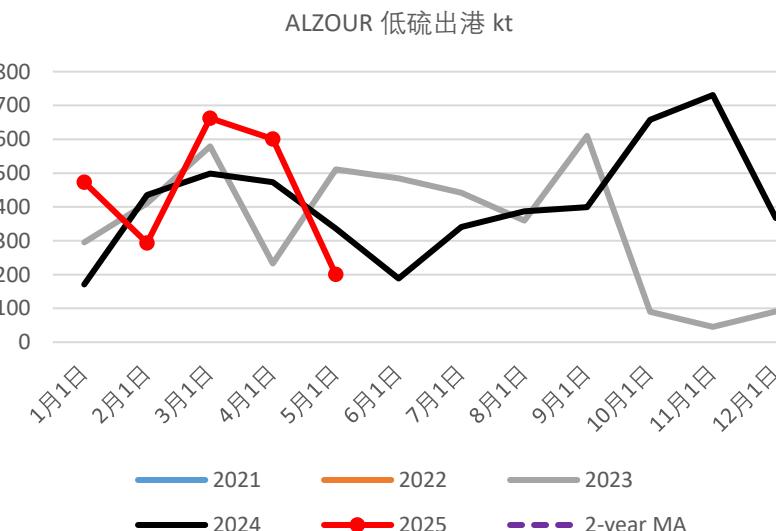
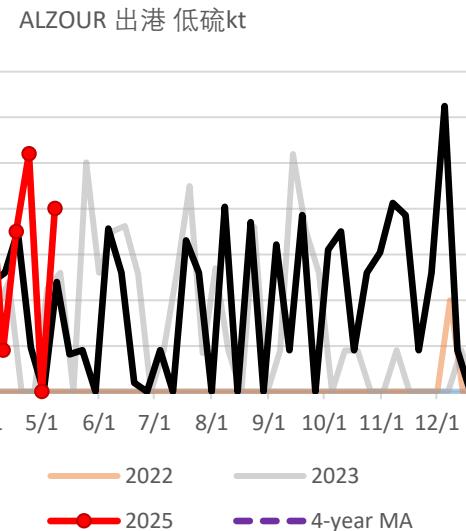
Senning近期的前两次招标：

- 1) 出售60万桶 Dar Blend 给 Vitol，于5月7-8号装载。当前物流监测往新马方向，预期5月下旬到达。
- 2) 出售南苏丹原油给BB，于5月14-15号装载。
- 今年一季度以来，随着管道修复，南苏丹Dar Blend原油出口开始回升。24年2月由于管道破裂，南苏丹原油出口一直处于停滞状态

8. 低硫燃料油

中东 Al-Zour 炼厂出口高位维持，往泛新加坡供应环比增长

- Al-Zour 3月4月出口维持在60万吨以上高位，5月当前出口约20万吨，其中15万吨往泛新加披方向，截至当前暂无往阿联酋的低硫原料出口，卡塔尔的9万吨长约分流仍然存在
- 中东低硫5月截至9日出口约31.5万吨，其中大部分都流往新马地区，约27万吨
- 后期继续关注南苏丹低硫重质原油Dar Blend供应的回归情况。南苏丹当前已有3次对外招标出售低硫原料。



9. 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3次低硫燃料油出售招标：

1) 4月14日发布招标出售8至8.8万吨RCO (类似于燃料油的常压渣油)，于4月24至26日装载。2) 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。3) 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。

■ 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。

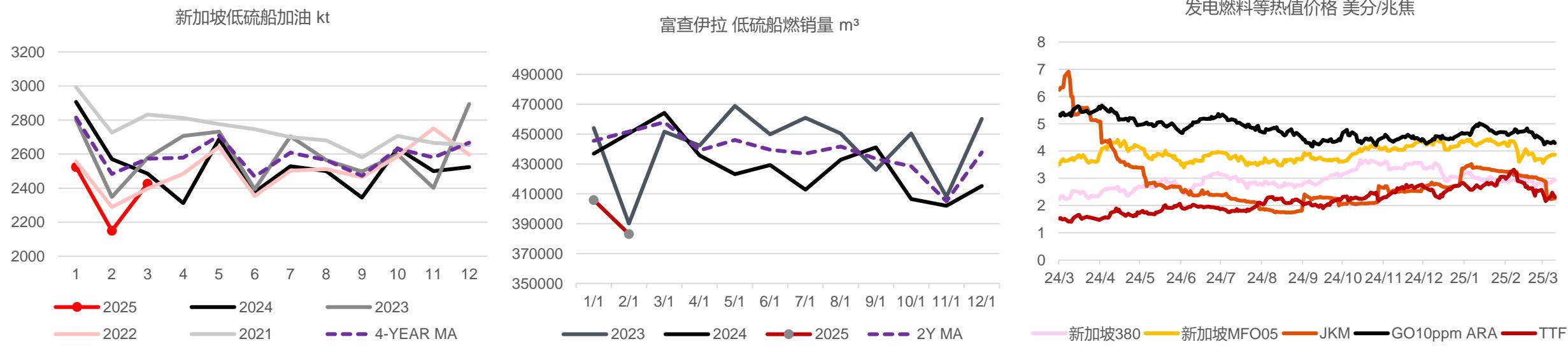
■ 2) Harcourt炼厂当前开工80%，作为一家简单型炼厂，炼厂产品将主要是燃料油并有多余产量用于出口 (约11万吨/月燃料油)。前一周出售燃料油量约3万吨，当前正通过非正式招标出售柴油约6万吨。



10. 低硫燃料油

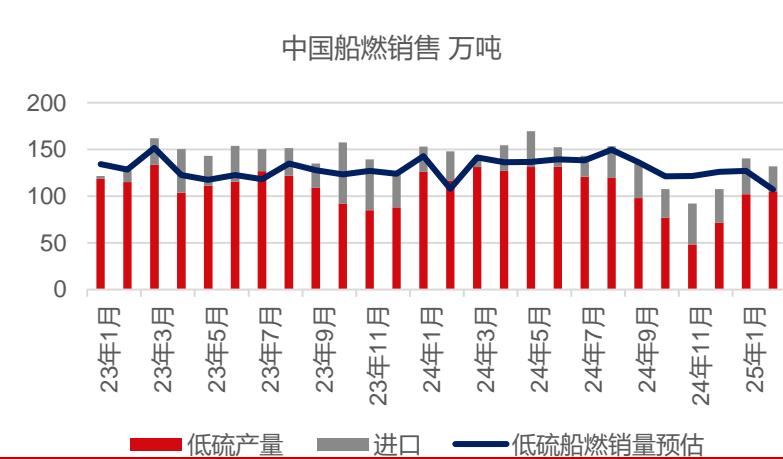
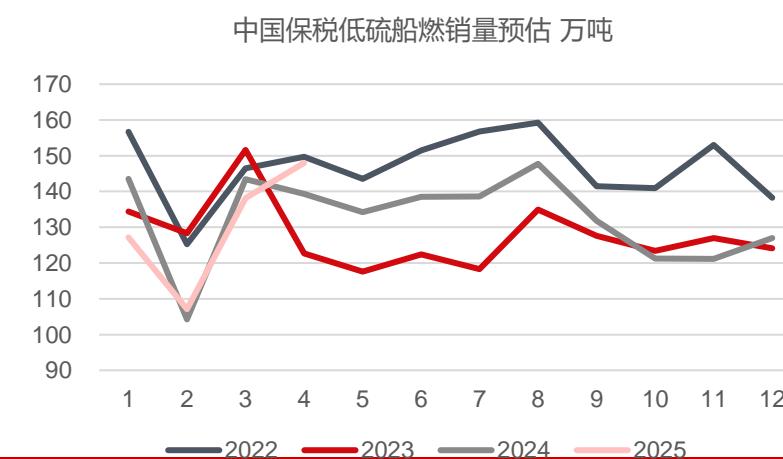
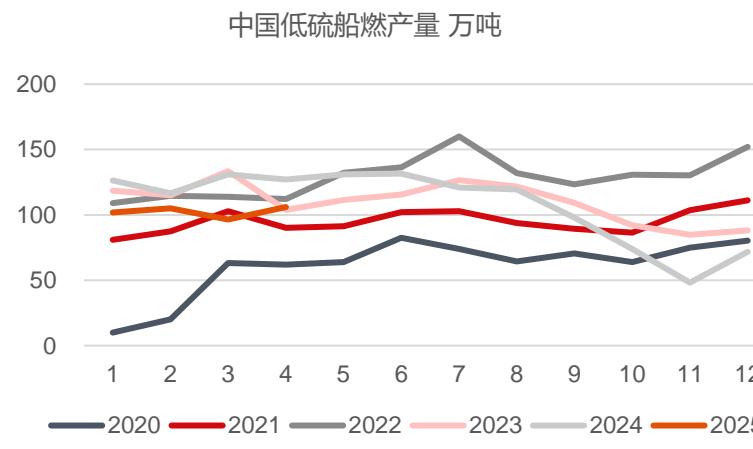
需求 无具体驱动，船燃需求稳定，发电经济性不及天然气

- 新加坡3月低硫船燃加注回升，242.6万吨，环比+27.6万吨（12.8%），同比-6.0万吨（-2.4%），占总船燃加注54%，占比边际下行。24年低硫船燃加注占比55%，23年60%，22年63%。
- 富查伊拉3月低硫船燃加注（包括低硫燃料油和船用柴油）47.2万立方米，环比+14.6%，占总船燃加注74%
- 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



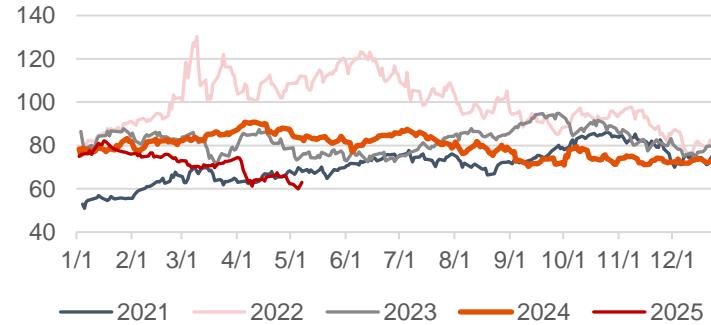
中国低硫市场：中国保税低硫产量稳定在100万吨左右水平

- 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4月国内炼厂保税低硫船燃产量约106万吨，环比+9.5万吨(+9.8%)。锦西石化检修，中石油总产量下滑。中石化炼厂产量高位维持。舟山石化产量新高，中捷高产维持，惠州炼厂月内检修，中海油总产量环比上行。
- 隆众，2025年5月低硫燃料油排产计划较4月小幅缩减。其中，中石化计划产量在56万吨左右，中石油产量38万吨左右，中海油产量11万吨左右，其他炼厂暂无生产计划，预计整体产量在100万吨出头。预计5月国内低硫燃料油总产量将较4月小幅下滑。

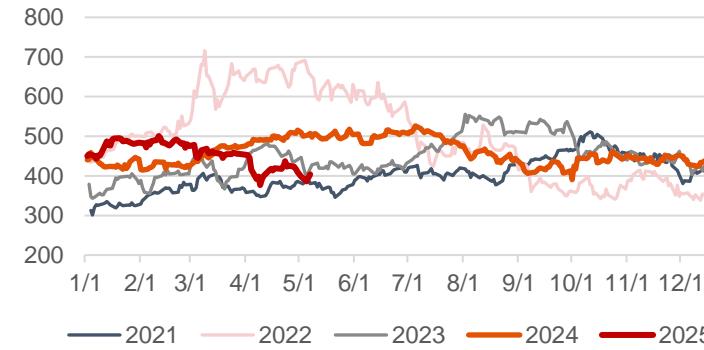


第一章 综合分析与交易策略	2
第二章 核心逻辑分析	4
第三章 周度数据追踪	9

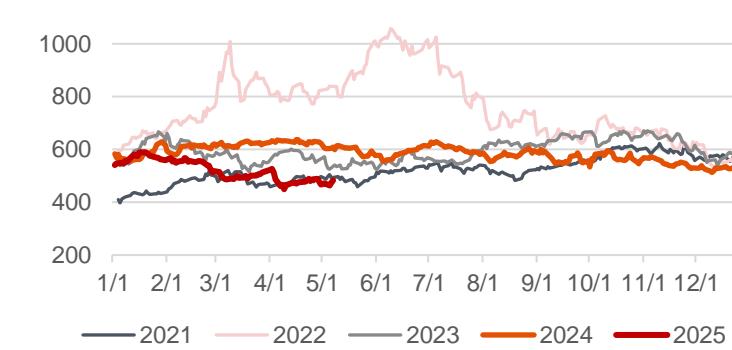
Brent首行



HSFO380

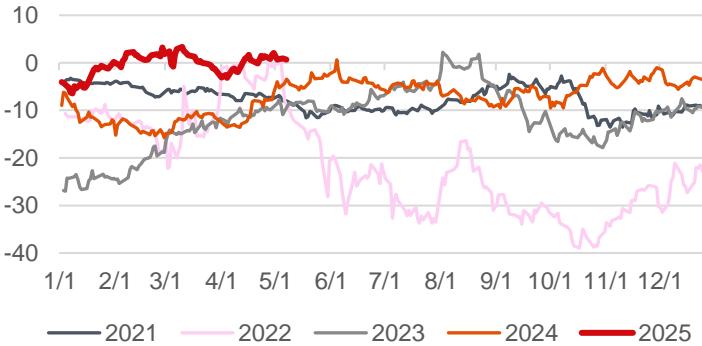


LSFO

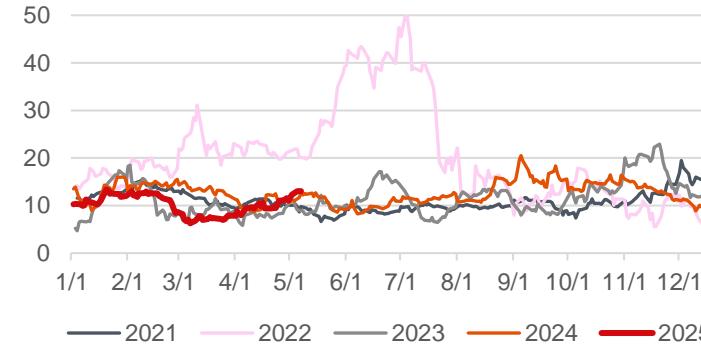


新加坡油品裂解价差

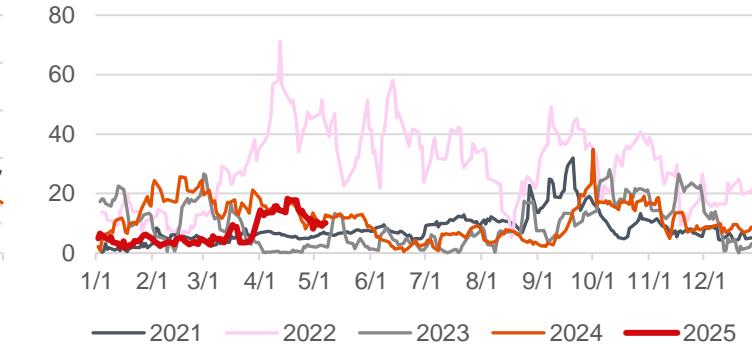
HSFO380-Brent



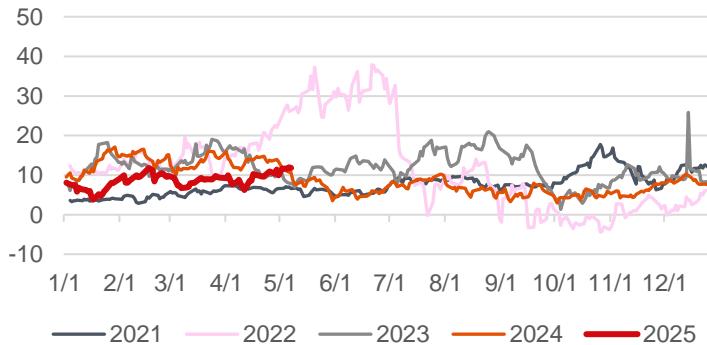
LSFO-Brent



HSFO180-HSFO380



92#-Brent



Gasoil-Brent

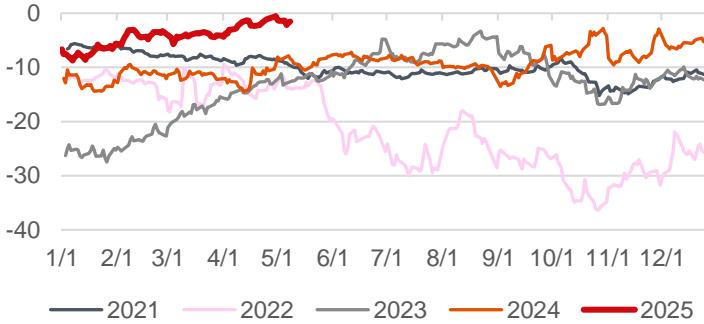


MOPJ-Brent



高硫燃料油跨区跨期价差

ARA Brent Crack 首行



380 Suz Arb — 380 Afra Arb



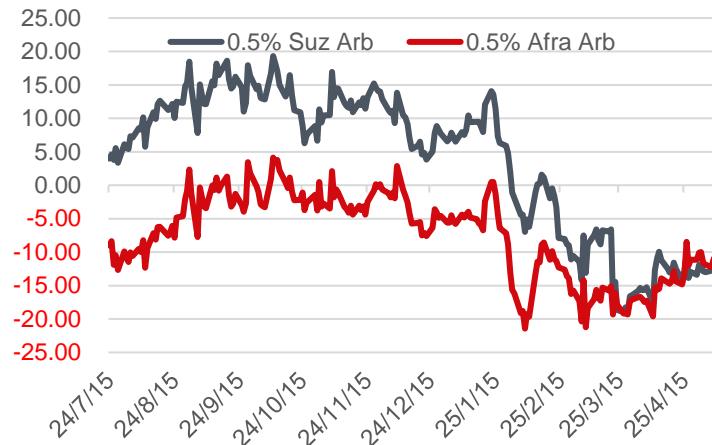
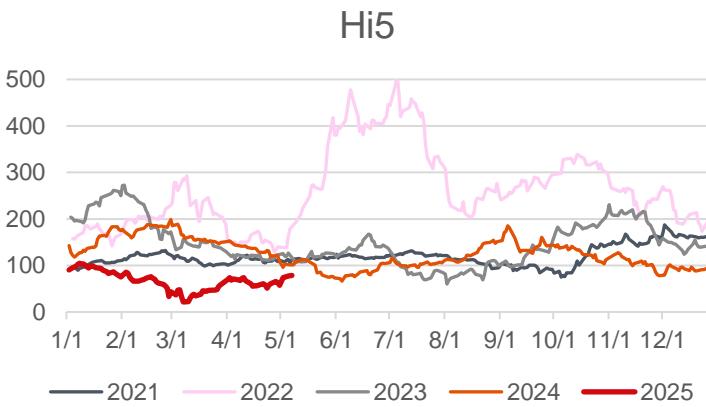
新加坡高硫 M1-M2



HSFO380现货贴水



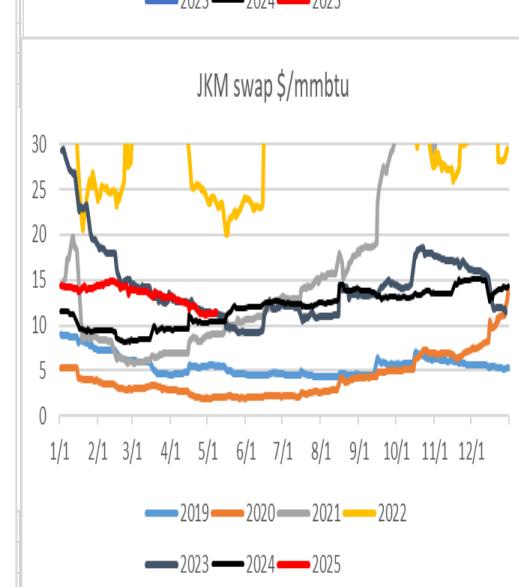
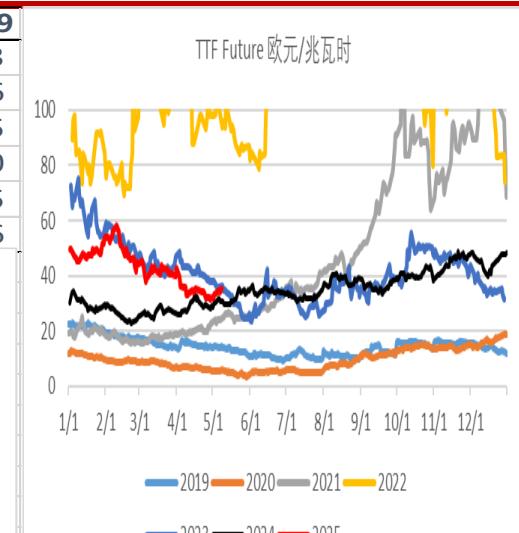
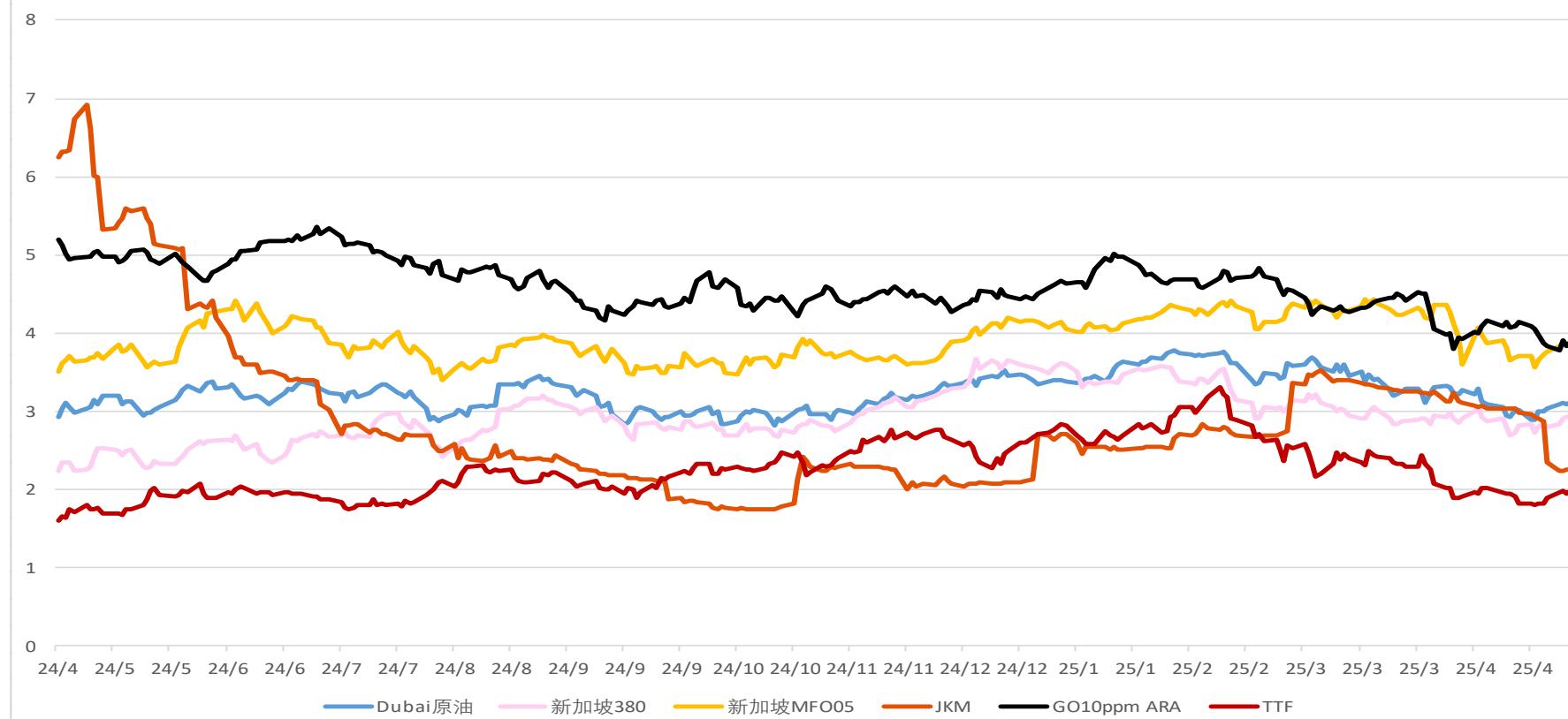
低硫燃料油跨区跨品种价差



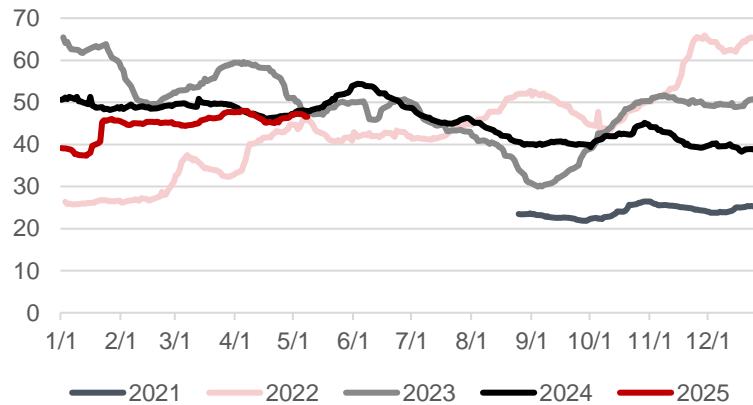
天然气燃料油比价

等热值价格 (美分/兆焦)	2025/5/8	2025/5/1	W/W	W%	M/M	Y/Y	2025/4/10	2024/5/9
新加坡380	2.94	2.83	0.11	3.77%	0.08	0.41	2.86	2.53
新加坡180	2.96	2.88	0.08	2.85%	-0.04	0.30	3.00	2.66
新加坡0.5%	3.87	3.73	0.14	3.86%	-0.07	0.12	3.94	3.75
日韩天然气JKM	2.26	2.88	-0.62	-21.40%	-0.86	-3.73	3.13	6.00
GO10ppm ARA	3.90	3.86	0.04	1.02%	-0.04	-1.15	3.94	5.05
TTF	2.00	1.83	0.17	9.44%	0.10	0.24	1.90	1.76

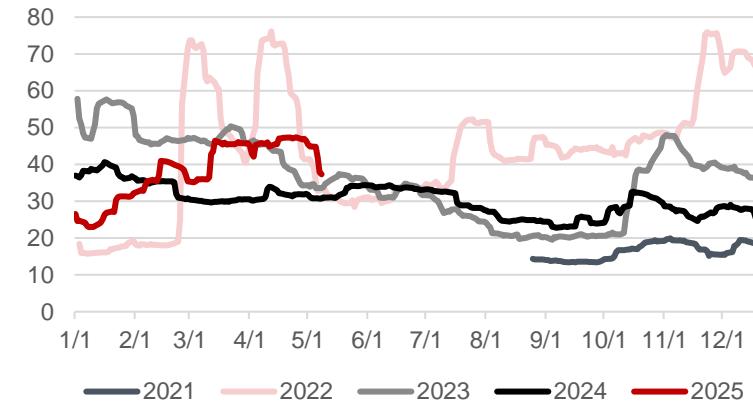
发电燃料等热值价格 美分/兆焦



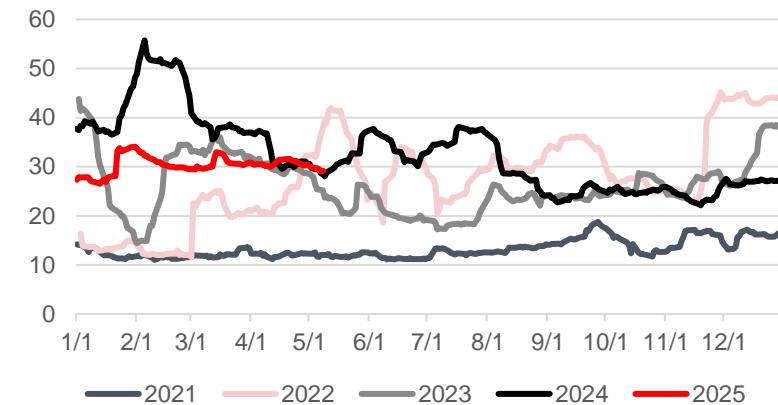
俄罗斯 to 新加坡 Afra Dirty



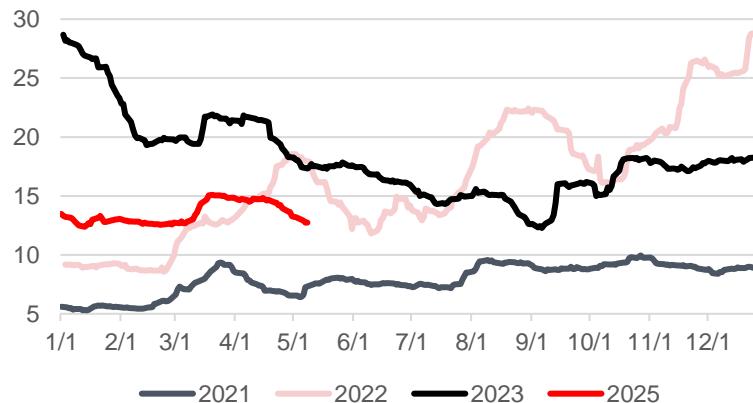
俄罗斯 to 新加坡 Suz Dirty



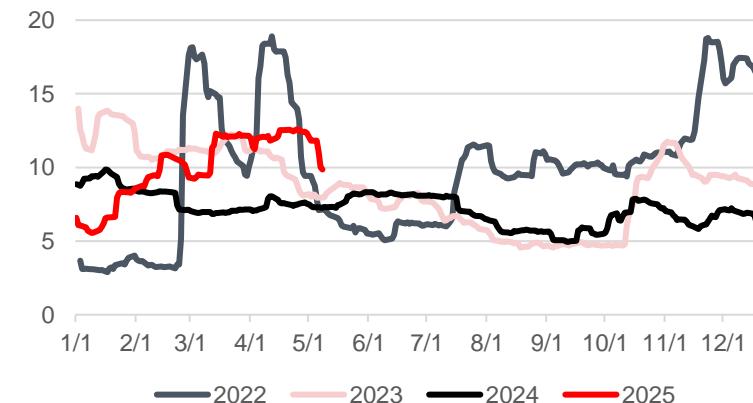
鹿特丹 to 新加坡 VLCC Dirty



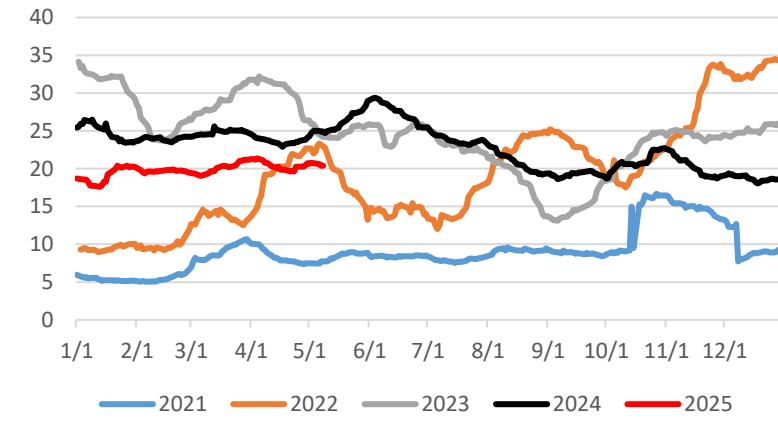
印尼 to 日本 Dirty



俄罗斯 to 地中海 Dirty

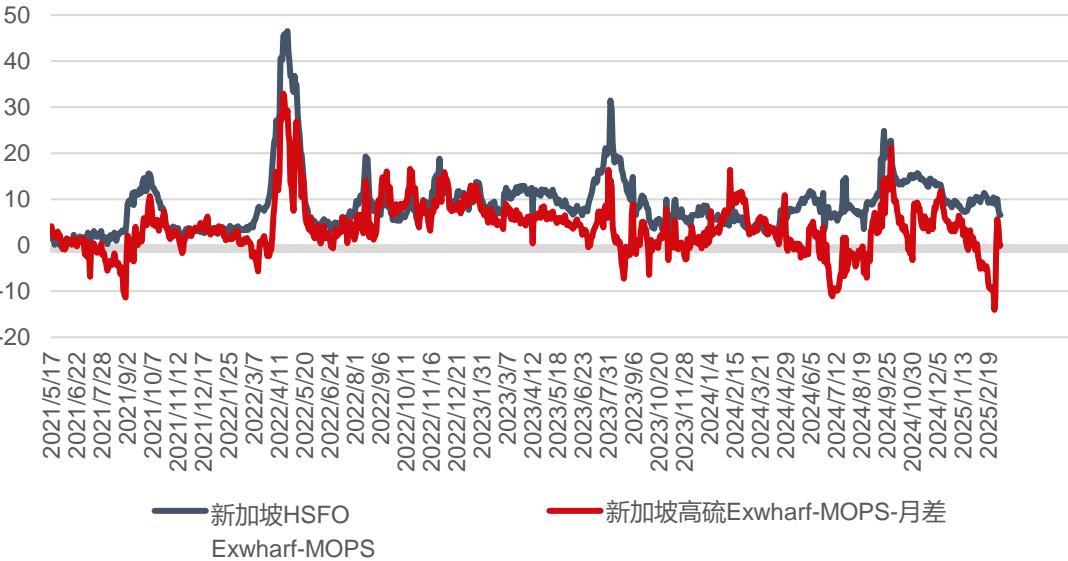


科威特 to 新加坡 Dirty

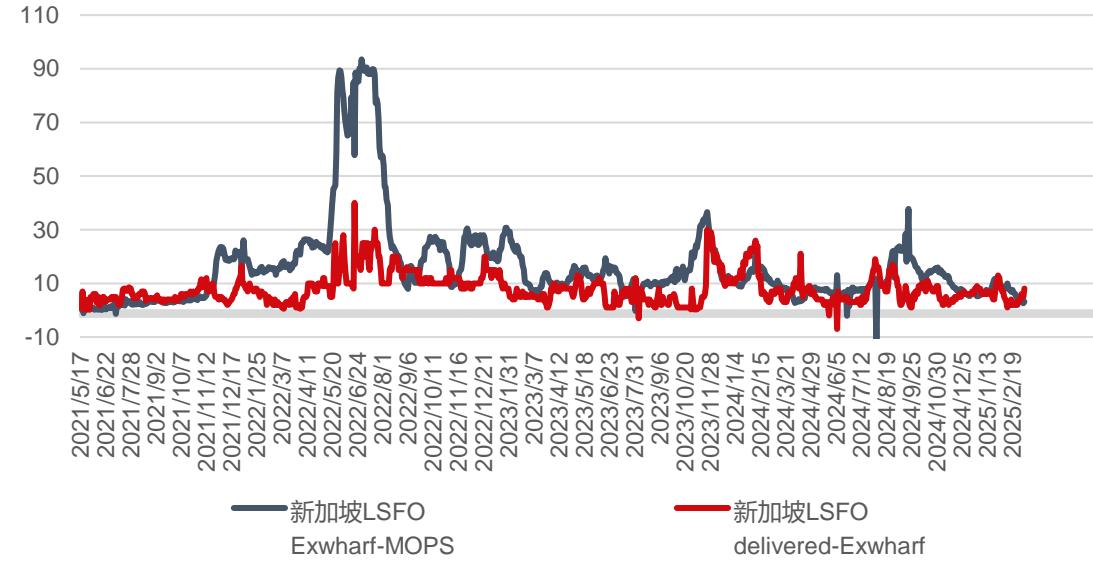


新加坡加注价差

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

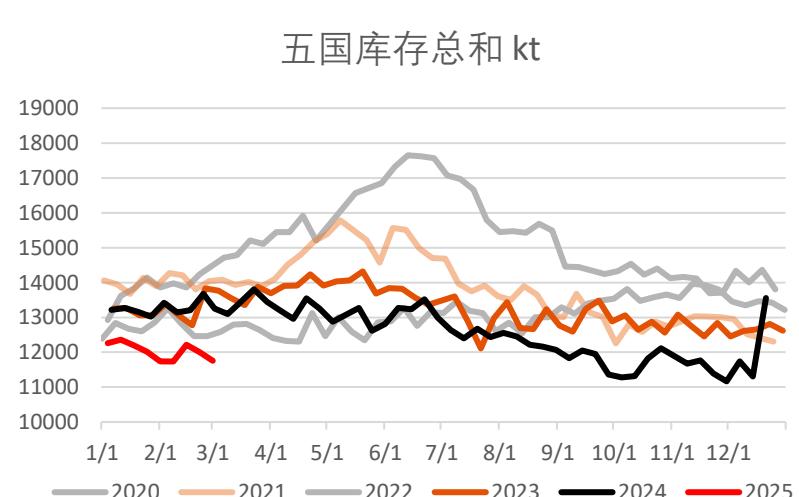
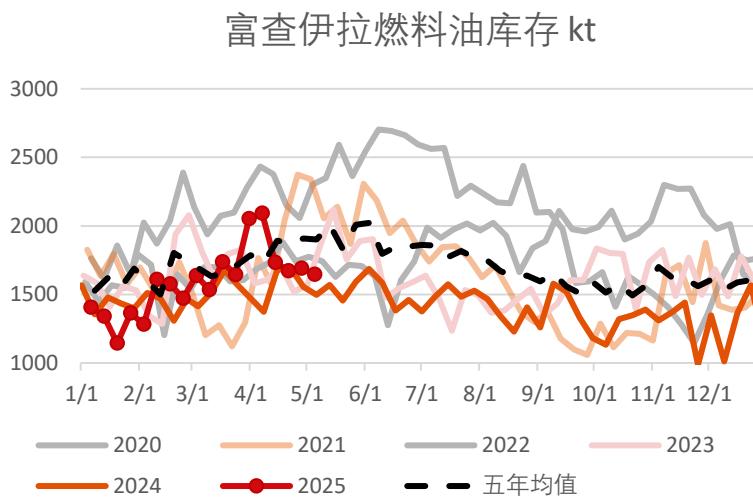
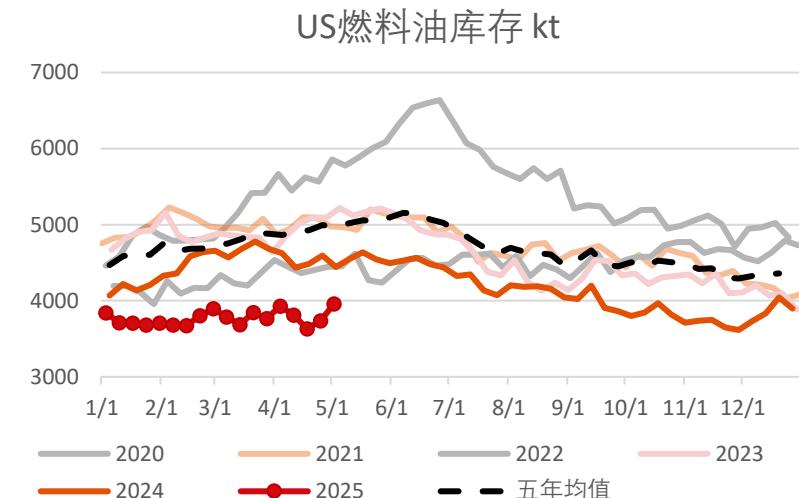
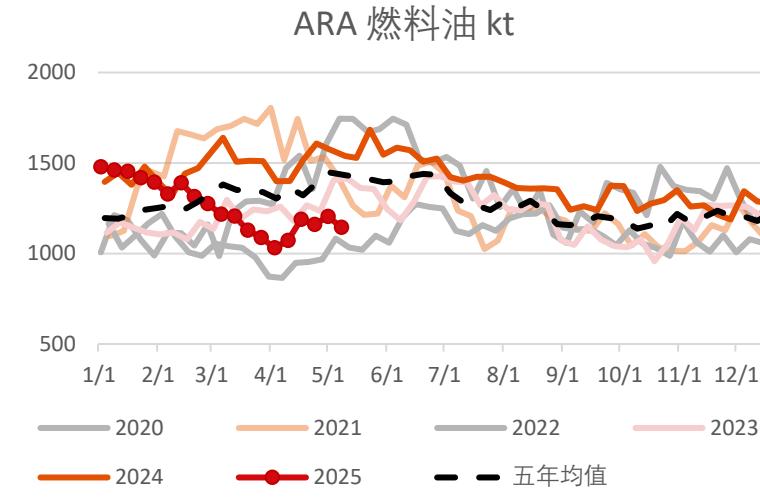
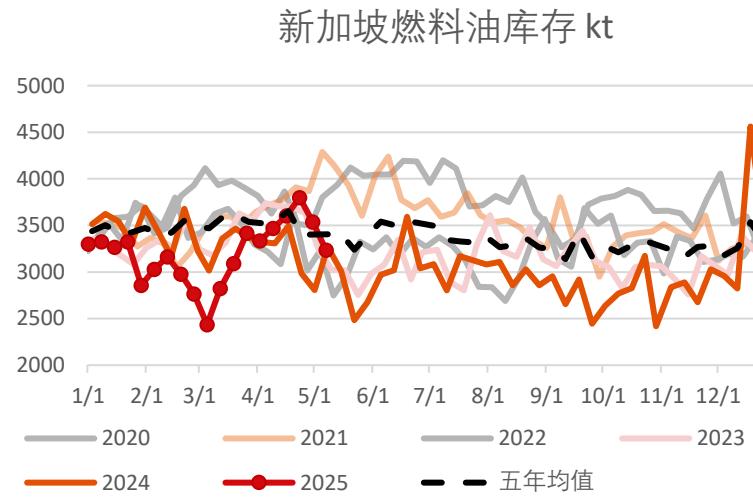
库存结构



库存 (KT)	本周	上周	上上周	上上上周	月	年	W/W		M/M		Y/Y	
	2025/5/7	2025/4/30	2025/4/23	2025/4/16	2025/3/19	2024/5/8						
新加坡在岸 - 周三	3235.12	3539.21	3799.37	3604.25	3089.45	3268.19	-304.09	-8.59%	145.67	4.72%	-33.07	-1.01%
	2025/5/8	2025/5/1	2025/4/24	2025/4/17	2025/4/10	2024/5/10						
ARA - 周四	1145	1205	1161	1189	1072	1539	-60	-4.98%	73.00	6.81%	-394.00	-25.60%
	2025/5/5	2025/4/28	2025/4/21	2025/4/14	2025/4/7	2024/5/6						
富查伊拉 - 周一	1647.56	1691.02	1672.91	1732.60	2092.13	1496.85	-43.46	-2.57%	-444.57	-21.25%	150.71	10.07%
	2025/5/2	2025/4/25	2025/4/18	2025/4/11	2025/4/4	2024/5/3						
美国 - 周五	3959.06	3736.06	3631.18	3813.23	3928.03	4443.15	222.99	5.97%	31.02	0.79%	-484.09	-10.90%
	2025/5/3	2025/4/26	2025/4/19	2025/4/12	2025/4/5	2024/5/4						
日本 - 周六	2469.96	2431.98	2423.65	2396.31	2327.71	2497.16	37.97	1.56%	142.24	6.11%	-27.21	-1.09%
五地总和	12456.69	12603.28	12688.11	12735.39	12509.32	13244.35	-146.59	-1.16%	-52.63	-0.42%	-787.67	-5.95%

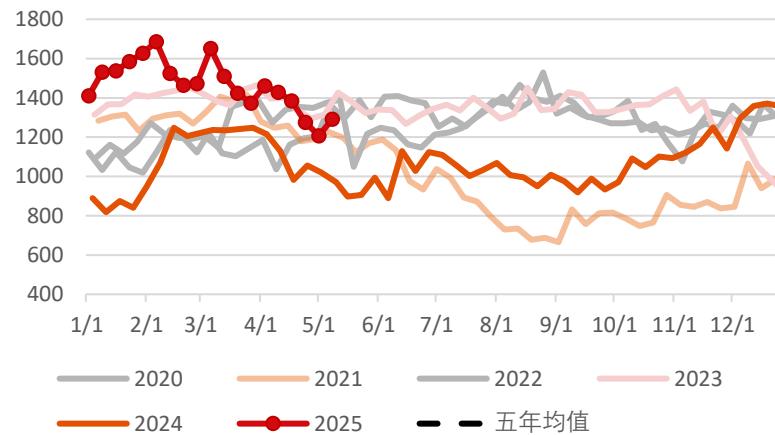
- **现货库存:** 新加坡燃料油在岸库存环比-8.5%至323.5万吨。新加坡中质库存+2.0%，轻质库存+1.6%。ARA地区燃料油库存环比-5.0%，柴油库存-0.6%，汽油+7.0%。美湾地区燃料油库存环比+6.0%。中东地区燃料油库存环比-2.6%。日本燃料油高硫燃料油+0.0%，低硫燃料油+3.9%，日本燃料油总库存+1.6%。

燃料油库存结构

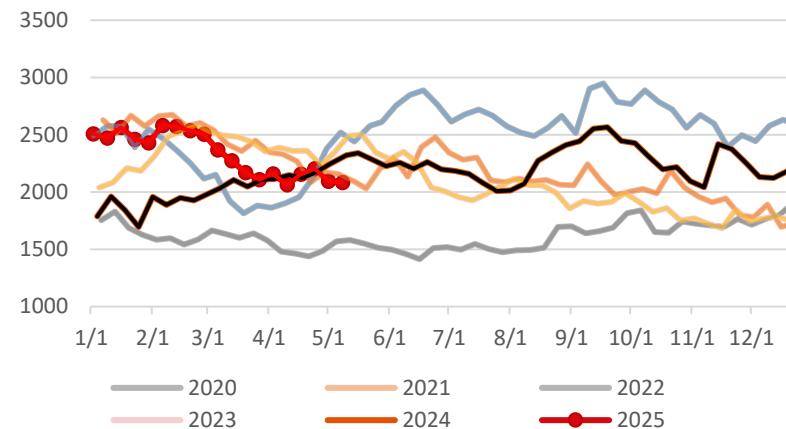


西北欧库存结构

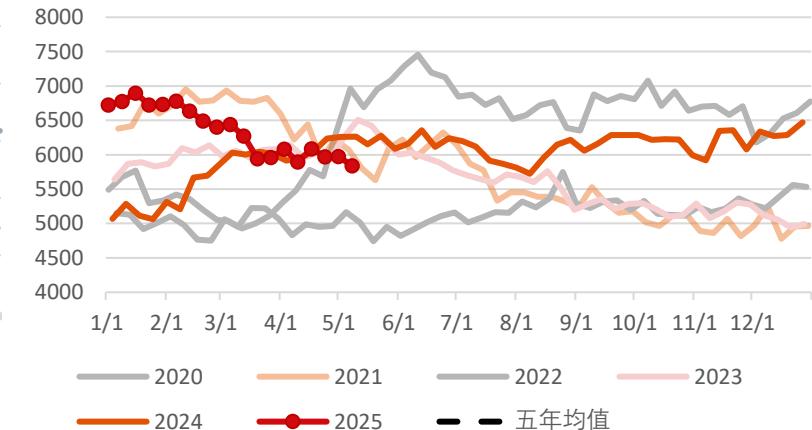
ARA汽油库存 kt



ARA柴油库存 kt

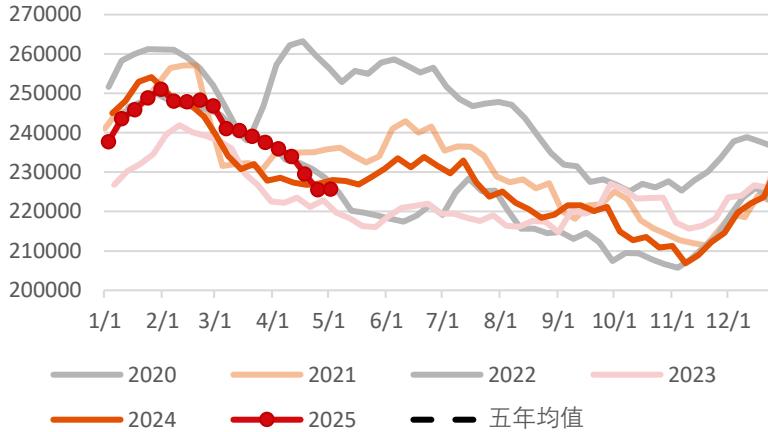


ARA成品油 kt

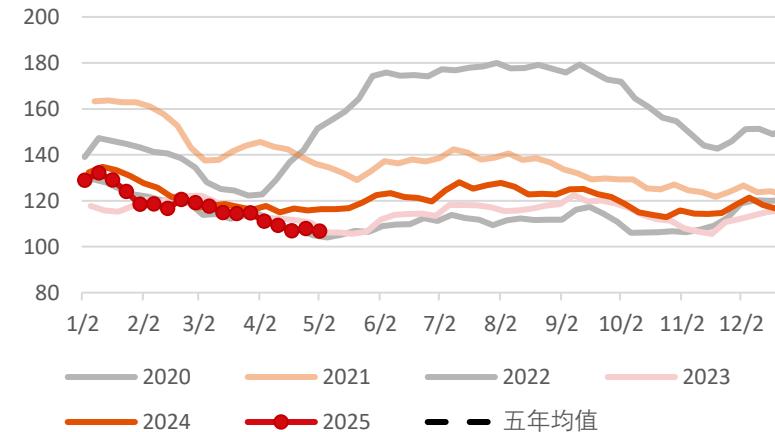


美湾库存结构

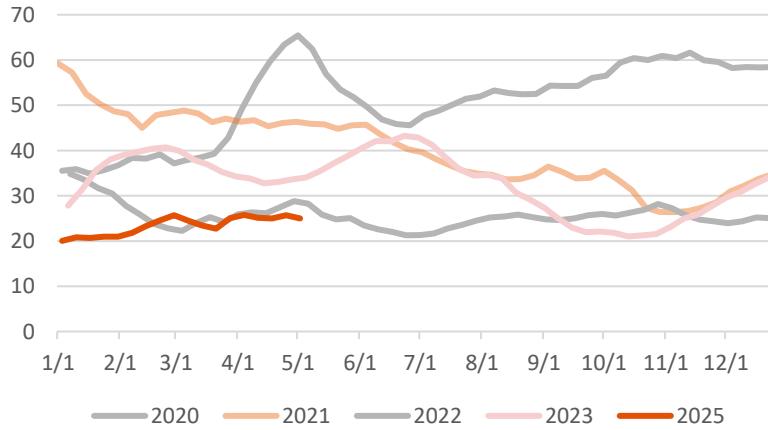
US汽油 KBB



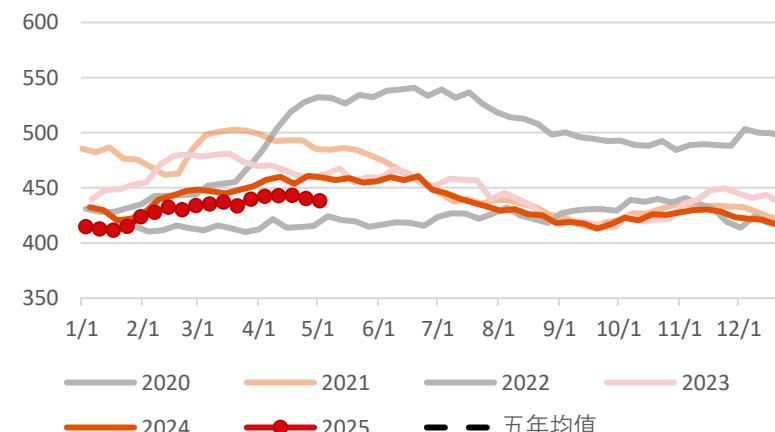
US柴油 mbbl



Cushing原油 mbbl

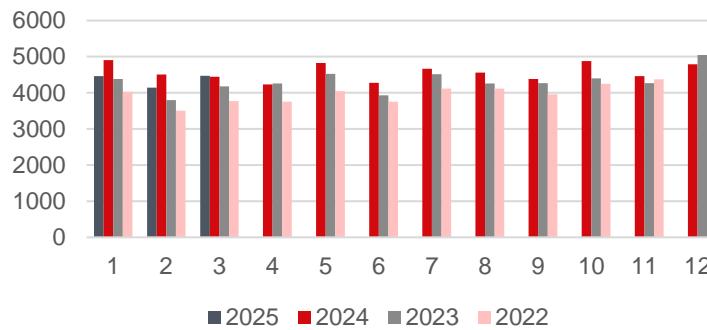


US商业原油 mbbl

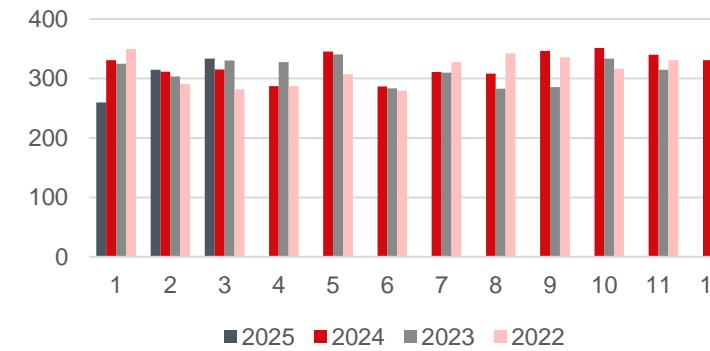


- 3月新加坡船燃销售数据公布，新加坡船燃销量446.9万吨，环比+32.4万吨（+7.8%），同比+2.4万吨（+0.5%）。其中，高硫船燃销量167.0万吨，环比+2.4（+1.5%），同比+6.5（+4.1%），占总船燃37.4%；低硫船燃销量242.6万吨，环比+12.8%，同比-2.4%。

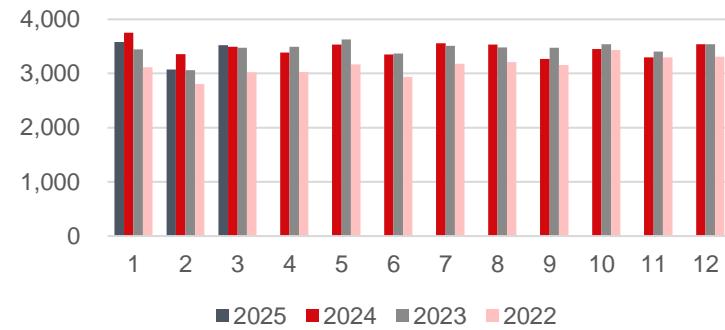
新加坡船加油 KT



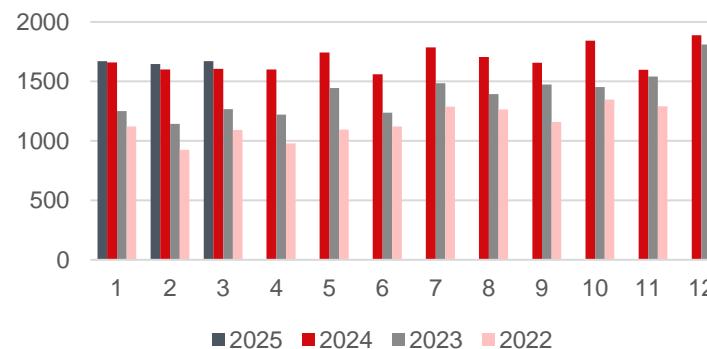
MGO



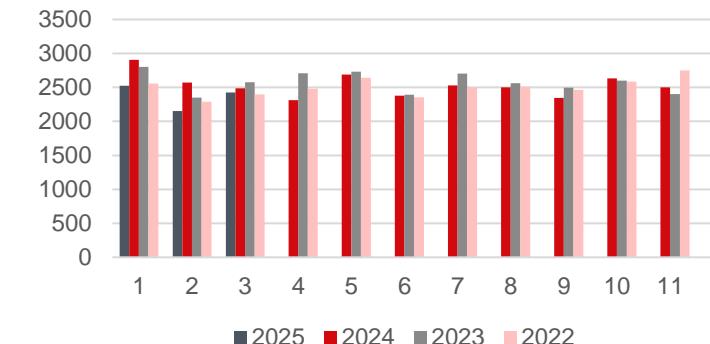
新加坡抵港加油船舶数量 艘



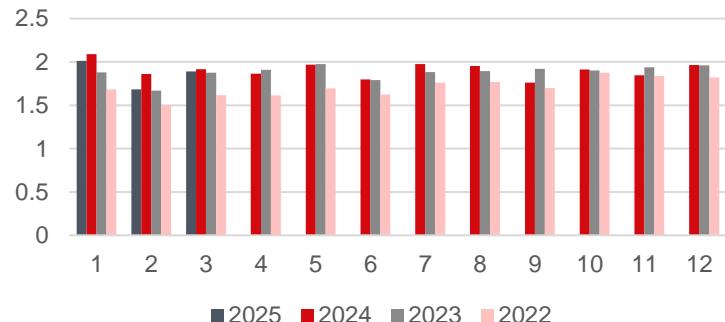
HSFO



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。



银河期货

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