



目 录

第一部分 前言概要	2
【行情回顾】	2
【市场展望】	2
【策略推荐】	2
第二部分 基本面情况	3
一、行情回顾.....	3
二、供应概况.....	5
三、需求概况.....	8
四、库存与估值.....	11
第三部分 后市展望及策略推荐	15
免责声明.....	16

高硫供需实际宽松，低硫供应压力小于预期

第一部分 前言概要

【行情回顾】

9 月高硫燃料油供需端均存在利多驱动，高硫裂解在当月稳步回升约 1.8 美金/桶至-3.2 美金/桶附近。供应端市场仍对俄罗斯燃料油出口损失存在担忧。需求端，中国地炼四季度原油配额预期不足同时燃油裂解下行加工经济性回升，国内进料需求开始回升。

9 月低硫燃料油偏弱震荡维持。尼日利亚 Dangote 炼厂 RFCC 装置于 8 月底再次故障停运，9 月低硫出售招标与出口物流也明显增长，低硫近端供应压力增长。中国第三批低硫配额下发至中石化，中石化及中石油四季度配额充裕，中海油稍有受限。

【市场展望】

俄罗斯轰炸背景下大部分炼厂修复也较及时，高硫燃料油具体出口物流偏稳定，同时新加坡及国内燃料油库存仍高企，进料需求的回升预期不足以很快消化现有累积库存，燃料油市场供需整体仍偏宽松。低硫四季度供应端压力小于预期，尼日利亚 RFCC 装置预期提前回归，中国低硫配额下发后部分炼厂供应仍受限。

【策略推荐】

- 1.单边：震荡。
- 2.套利：关注做扩 LU01-FU01 机会。
- 3.期权：卖 FU01 虚值看涨期权。

风险提示：原油价格波动、宏观政策因素扰动。

交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1428 号

研究员：吴晓蓉

邮 箱：

wuxiaorong_qh@chinastock.com.cn

期货从业资格证号：F03108405

投资咨询资格证号：Z002153

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。作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑均基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议。



银河期货

第二部分 基本面情况

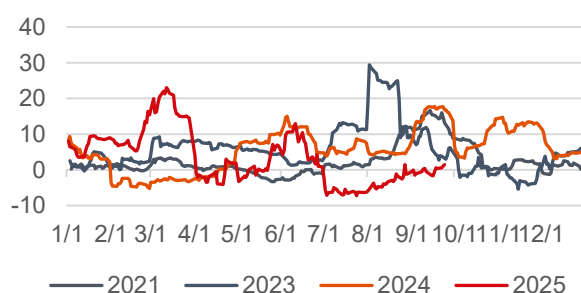
一、行情回顾

9 月高硫燃料油供需端均存在利多驱动，高硫裂解在当月稳步回升约 1.8 美金/桶至-3.2 美金/桶附近。供应端地缘扰动持续，俄罗斯能源设施受袭持续，市场仍对俄罗斯燃料油出口损失存在担忧。需求端，中国地炼四季度原油配额预期不足同时燃油裂解下行加工经济性回升，国内进料需求开始回升，9 月中下旬新加坡现货窗口开始有中国贸易商高价买货支撑现货窗口贴水上行至 0 值以上水平。但新加坡及国内燃料油库存仍高企，进料需求的回升预期不足以很快消化现有累积库存，燃料油市场供需整体仍偏宽松。

9 月低硫燃料油偏弱震荡维持。尼日利亚 Dangote 炼厂 RFCC 装置于 8 月底再次故障停运，9 月低硫出售招标与出口物流也明显增长，低硫近端供应压力增长。中东 Al-Zour 炼厂对外低硫出口在稳定运营下维持高位，但受到阿联酋再次分流的影响。南苏丹与阿联酋矛盾背景下，新加坡低硫燃油虽被分流，但来自南苏丹的低硫重质原料预期增长，整体低硫组分供应仍偏充裕。中国第三批低硫配额下发至中石化，中石化及中石油四季度配额充裕，中海油稍有受限

图 1：新加坡高硫现货贴水

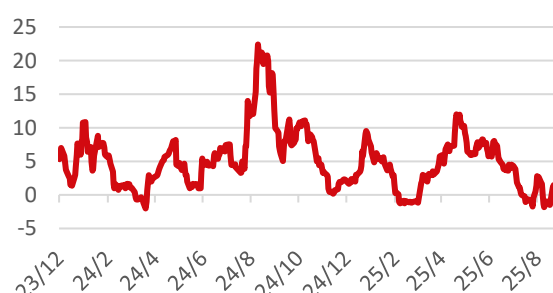
单位：美元/吨



数据来源：银河期货，彭博

图 2：新加坡低硫现货贴水

单位：美元/吨



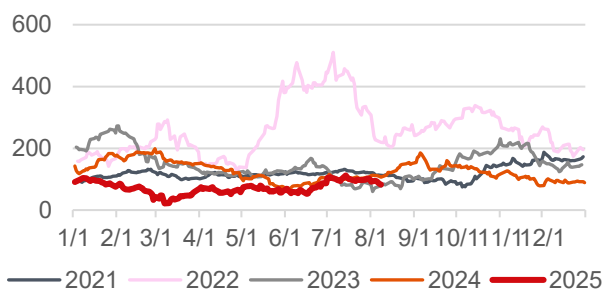
数据来源：银河期货，路透

燃料油 9 月报

2025 年 9 月 26 日

图 3：新加坡高低硫价差

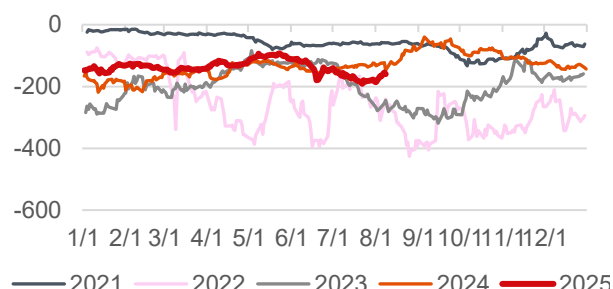
单位：美元/吨



数据来源：银河期货，路透

图 4：新加坡 LSFO-GO

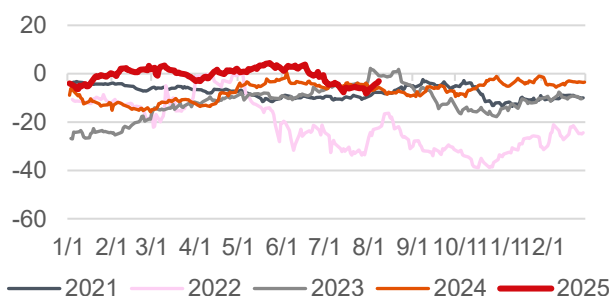
单位：美元/吨



数据来源：银河期货，路透

图 5：高硫燃料油裂解

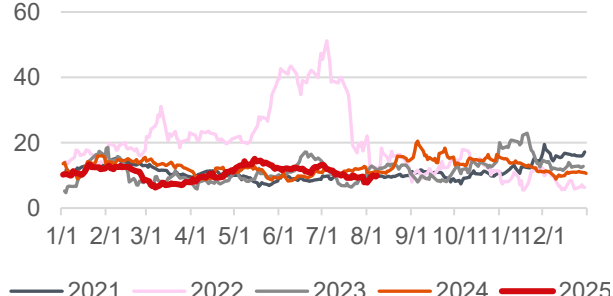
单位：美元/桶



数据来源：银河期货，路透

图 6：低硫燃料油裂解

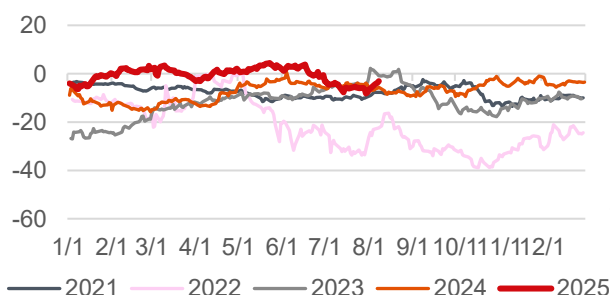
单位：美元/桶



数据来源：银河期货，路透

图 7：92 号汽油裂解

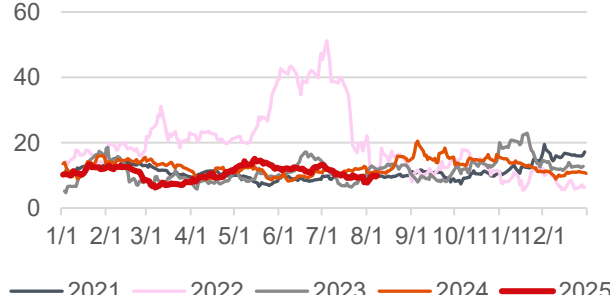
单位：美元/桶



数据来源：银河期货，路透

图 8：10ppm 柴油裂解

单位：美元/桶



数据来源：银河期货，路透

二、高硫供应

俄罗斯能源设施受袭持续，但回归恢复速度较快，燃料油出口供应不降反增。

9 月新受袭设施：1) Rayzan 炼厂 9 月 5 日再次受袭，关闭主要炼油装置 AT-6。2) 9 月 12 日，乌克兰无人机袭击俄罗斯主要石油港口 Primorsk，停泊该港口的一船舶着火。该港口主要装置油品为 Urals 原油和超低硫柴油 ULSD，是俄罗斯在波罗的海沿岸的主要石油装载码头的所在地。彭博，上个月该港口每天装载约 33 万桶柴油类燃料和约 115 万桶原油。3) 9 月 13 日，Kirishi 炼厂和 Novoil (Novoufimsky) 炼厂受袭，炼油厂继续正常运营，没有减少生产，也没有停工。4) 9 月 16 日和 24 日 Saratov 炼厂持续受袭，该炼厂附近发生了爆炸和火灾，不清楚损失的细节。之前于 8 月 10 日受袭。5) 9 月 18 日，Volgograd 炼油厂第三次受袭，原计划在 9 月中旬重启所有炼油业务。

能源设施恢复进度：1) 2) 9 月 24 日，俄罗斯 Novatek 诺瓦泰克公司在乌斯季卢加 Ust-Luga 综合设施发生火灾后重启了第二座凝析油处理加工装置，该装置在 8 月 24 日因无人机袭击而起火而受损。2) 9 月 16 日彭博，至少有两艘油轮在俄罗斯的 Primorsk 港口完成装载，表明波罗的海港口在上周五乌克兰对设施的无人机袭击后恢复了业务。3) Rayzan 炼厂 AVT-4 目前已修复完毕，日产 1.14 万吨（占该厂总产油量的 23%），已恢复运行。预计将在 9 月内恢复所有主要产能并全面恢复运营。4) 俄罗斯 Salavat 炼厂 9 月 19 日起开始检修暂停成品出售直至 10 月 15 日，该炼厂原先预计在 9 月初检修但推迟了，一个 CDU 于 9 月中旬开始检修。

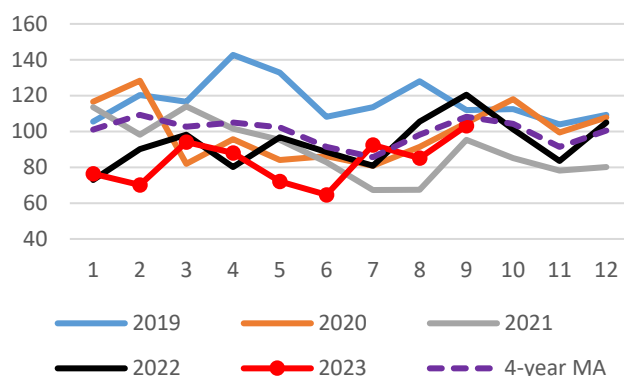
出口物流恢复及运输公司声明均侧面体现出当前俄罗斯产能和出口量实际受影响不大：

1) 路透，由于多家炼油厂完成计划维护，俄罗斯 8 月份海运石油产品出口量较 7 月份增长 8.9%，达到 944 万公吨。2) 9 月 11 日彭博监测，燃料油 9 月流量较上月激增 22%，达到每日 90.9 万桶，为 2022 年 2 月以来最高水平。大部分货物运往亚洲和非洲。3) 9 月 17 日，俄罗斯石油运输公司 (Transneft) 否认了有关近期可能大幅限制从生产商接收原油的报道，并称此类消息为“假消息”。

物流监测端，近端高硫出口物流未受到轰炸很大影响，日均出口量高于前两个月。8 月截至 18 日共出口约 196 万吨，日均出口约 10 万吨，较 8 月增长 1.8 万吨/日 (+21%)，主要流往泛新加坡地区，以及印度和沙特

图 9：俄罗斯高硫燃料油出港

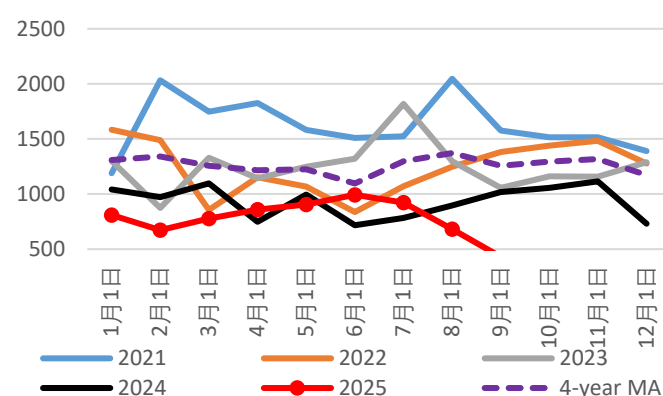
单位：千吨



数据来源：银河期货

图 10：俄罗斯 VGO 出港

单位：千吨



数据来源：银河期货

墨西哥高硫出口稳定低位，各炼厂新二次装置陆续投产。

Olmecca 炼厂近两月频繁调整检修，加工量上行，预期成品油产出增多，高硫产量逐步缩减。8 月 25 日因停电停止生产后，于 8 月 28 日恢复运营。该炼厂规划产能为 34 万桶/天，最近几个月在多次延迟后重新启动运营，产量有所增加。7 月份炼油厂的日加工量刚刚超过 15.6 万桶——其中，约有 5.72 万桶是汽油，而柴油的加工量则略低于 7.7 万桶。

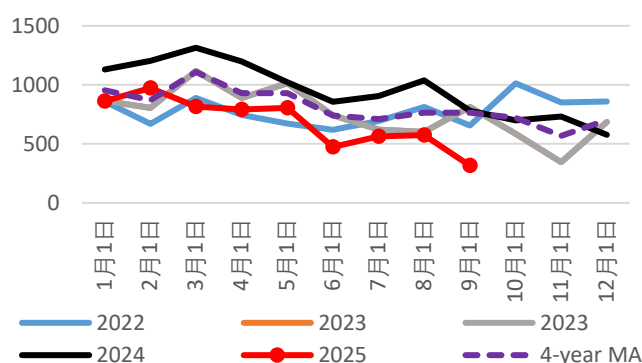
Tula 炼厂新焦化装置 8 月 7 日正式投产，进料设计使用来自 Tula 和 Salamanca 炼油厂的原料。该装置的渣油加工能力为 10 万桶/天 (47 万吨/月)。Tula 原油加工量从之前的 15 万桶/天提高到 17 万桶/天。

其他炼厂运营状态，Salina Cruz 6 月加工量小幅回升达到 3 个月高位，环比+34%至 19.9 万桶/日，但仍低于去年同期；Salamanca 炼厂自年初硫酸泄露事件后维持低位运行，环比+5.7%至 13 万桶/日。

物流监测端，9 月截至 18 日共出口约 32 万吨，日均出口约 1.8 万吨，与七八月高硫出口量维持在同低位水平，几乎全部流往美国。

图 7：墨西哥高硫燃料油出港

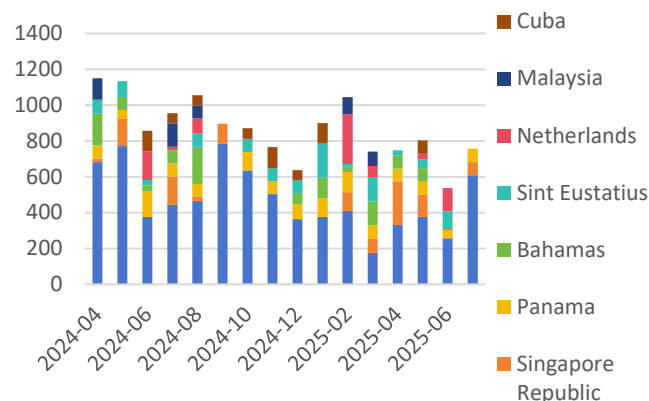
单位：千吨



数据来源：银河期货

图 8：墨西哥高硫燃料油流向

单位：千吨



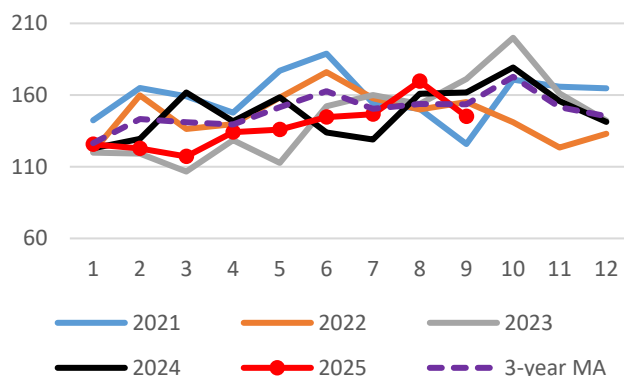
数据来源：银河期货

中东发电需求消退后出口回升，其中伊朗由于美国制裁明面物流依然低位。

伊朗制裁持续：1) 8 月 21 日，美国发布针对伊朗石油销售的最新一轮制裁，对伊朗经济极限施压。美国财政部外国资产控制办公室 OFAC 将 6 家中国企业和 4 艘关联船只列入 SDN 清单进行经济制裁，美方宣称这些实体在促进伊朗石油运输和销售方面发挥了作用。其中包括洋山申港国际石油储运有限公司和青岛港海业董家口码头。2) 7 月 30 日，美国对伊朗实施 2018 年以来最大规模制裁，涉及 50 多个实体和个人以及 50 多艘运油船和集装箱船。3) 7 月 3 日美国财政部新增对伊朗石油销售网络的制裁，包括对新实体和影子船队中原油船液散船的制裁。

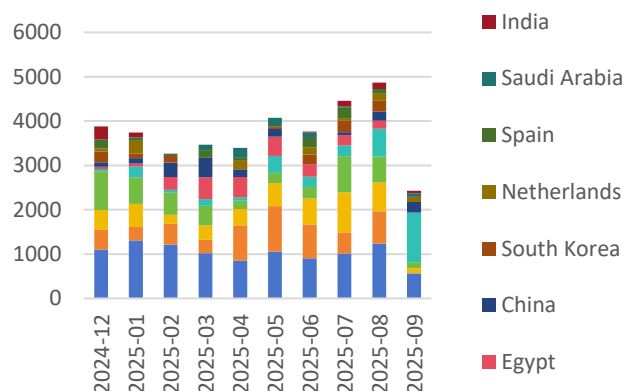
物流监测端，中东发电需求旺季消退后，高硫出口自 7 月开始回升，8 月高硫出口达到今年出口量最高位，526 万吨，环比+71 万吨 (+16%)，同比+27 万吨 (+5%)，其中伊朗出口低位维持，伊拉克和沙特出口回升，往新加坡供应较二季度回升。9 月截至当前，日均出口 14.5 万吨，与 7 月出口维持同水平。

图 7：中东高硫燃料油出港 单位：千吨/日



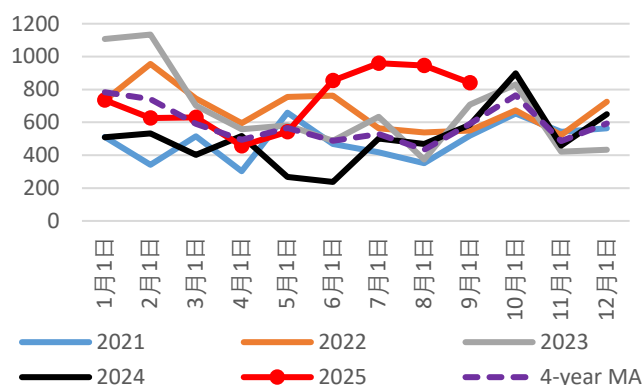
数据来源：银河期货

图 8：中东高硫燃料油流向 单位：千吨



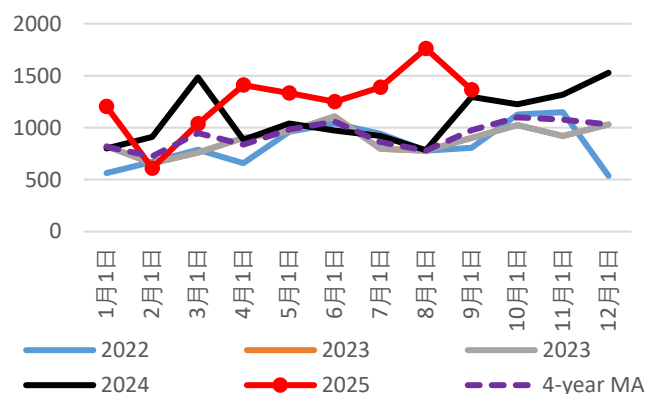
数据来源：银河期货

图 9：沙特高硫燃料油出港 单位：千吨



数据来源：银河期货

图 10：伊拉克高硫燃料油出港 单位：千吨



数据来源：银河期货

三、高硫需求

高硫船燃加注需求稳定支撑。

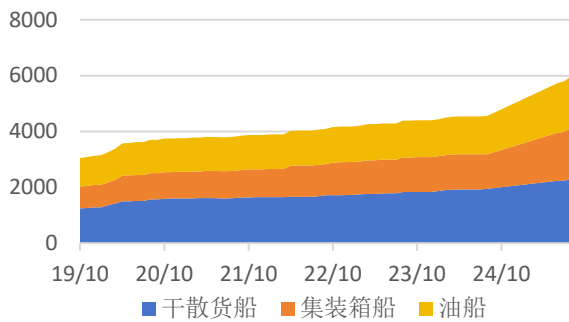
DNV 数据截至 25 年 9 月中旬，安装脱硫塔船舶总量为 6919 艘，较 7 月新增 210 艘，较去年 6 月新增 1313 艘，23 年月均增幅为 19.75 艘，22 年月均增幅为 27.67 艘。

新加坡 25 年 8 月高硫船燃加注 492.7 万吨，环比-7.3 万吨 (-3.7%)，同比+22.1 万吨 (+12.9%)，占总船燃加注 38.8%，高硫船燃销量及消费占比创历史新高后小幅回落，仍处于同比高位水平。

富查伊拉石油工业区 (FOIZ) 数据，8 月高硫船用燃料销量 18.9 万立方，环比-1.6 万立方 (-8%)，同比+0.2 万立方 (+0.9%)，销量在创下 18 个月新高后有所回落

图 15：脱硫塔安装进度

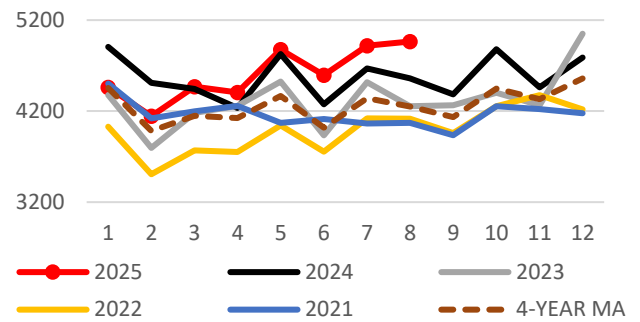
单位：艘



数据来源：银河期货

图 16：新加坡高硫船燃加注

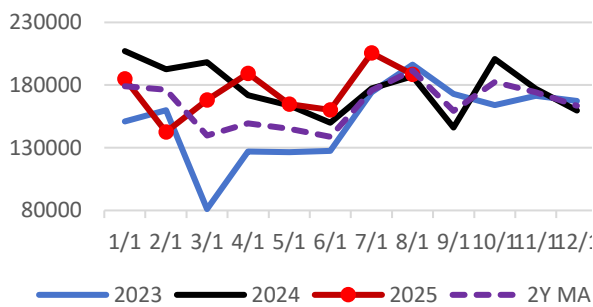
单位：千吨



数据来源：银河期货

图 17：富查伊拉高硫船燃加注

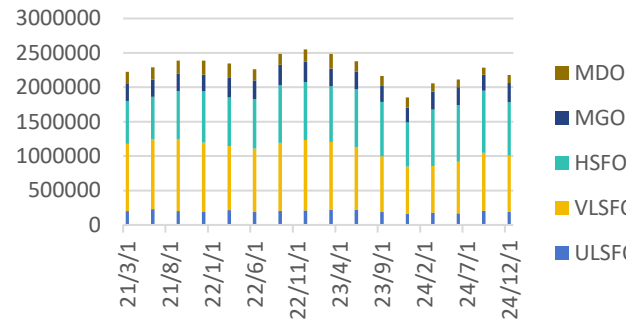
单位：立方米



数据来源：银河期货

图 18：鹿特丹船燃加注

单位：吨



数据来源：银河期货

高硫裂解下行及税改的成本低位背景下，进料需求小幅支撑。

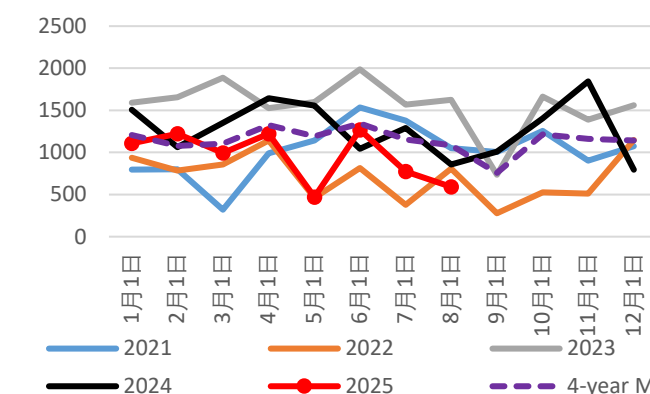
国外冲突及制裁持续：1) 俄罗斯：美国总统特朗普于当地时间 8 月 15 日与俄罗斯总统普京会晤后表示，暂无针对中国购买俄罗斯石油加征关税的计划。 2) 伊朗：8 月 21 日，美国发布针对伊朗石油销售的新一轮制裁，对伊朗经济极限施压。美国财政部外国资产控制办公室 OFAC 将 6 家中国企业和 4 艘关联船只列入 SDN 清单进行经济制裁，美方宣称这些实体在促进伊朗石油运输和销售方面发挥了作用。其中包括洋山申港国际石油储运有限公司。

物流监测端，高硫进料需求支撑暂无大利好，6 月在税改刺激下进口回升后，七八月进口需求仍无太大起色，低位维持。8 月高硫进口约 59 万吨，环比-18 万吨 (-24%)，同比-27 万吨 (-31%)，主要来自俄罗斯和马来。9 月截至 18 日高硫到港 24 万吨，预期 9 月进口需求仍不高。

国内市场消息人士称，因为消费税抵扣比例上调及近期高硫经济性好转，叠加四季度原油配额缺乏预期，地炼订货积极性提高。中国山东省政府试点提高部分独立炼油厂的燃料油进口退税额，燃料油消费税抵扣比例预期增加 25%，燃料油进料成本回落，此举刺激需求复苏。

图 15: 中国高硫燃料油到港

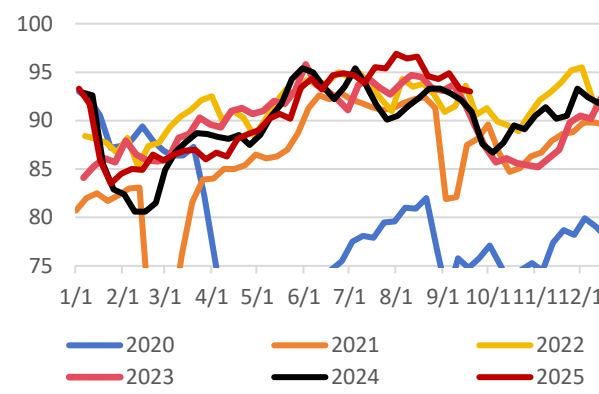
单位: 千吨



数据来源: 银河期货

图 16: 美国炼厂开工率

单位: %



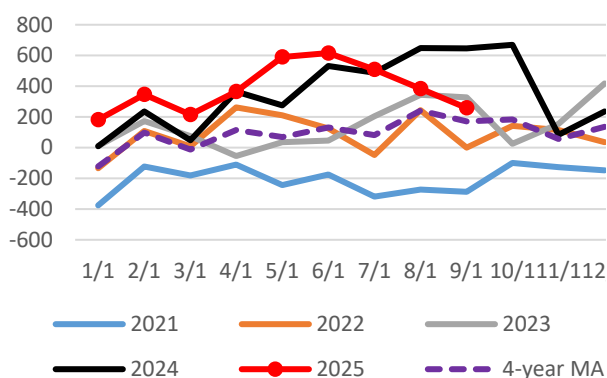
数据来源: 银河期货

高硫发电需求已然消退。

埃及发电需求已然消退。8 月 8 日彭博，埃及前期燃料油招标货物预期调整，公司取消了 6 月份公布的、原定本月交货的计划中约一半的订单。总计约 35 万吨（约 220 万桶）的七批燃油货船被取消。燃料油物流监测端，高硫进口及净进口量自 7 月开始回落，9 月净进口 26 万吨，环比下行 13 万吨 (-25%)，同比去年减少约 26 万吨 (-41%)，进口回落迅速。国内天然气缺口为中长期问题。标普数据显示，埃及今年已购买 225 万吨液化天然气，相当于其去年总购买量的近 90%。今年 2 月，埃及国内天然气产量跌至九年来的最低水平。埃及同意在 2026 年前购买最多 160 批液化天然气。

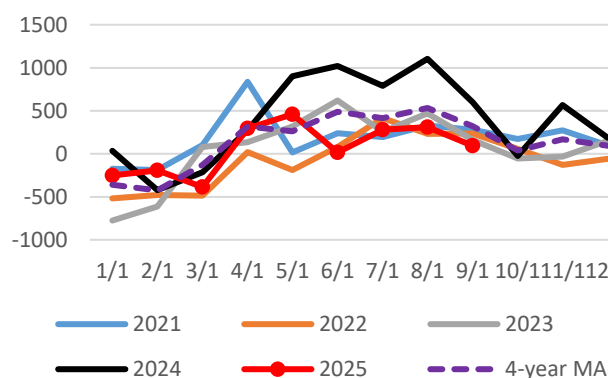
中东发电九月消退。沙特自 8 月起净进口量已回落至 0 值以下水平，体现出对外需求的完全消退。中东发电需求今年同去年一样于二季度提前启动但气温仍将在三季度达到夏季高温水平，参考去年经验高硫发电需求预期在三季度前期仍受支撑但不再有进一步增长。长期来看，沙特燃油发电需求也再边际下行。沙特阿拉伯计划关停装机容量超过 30 吉瓦的大型石油火力发电厂。ACWA 电力公司的创始人表示，沙特阿拉伯已制定明确的战略，以确保到 2030 年 50% 的能源来自可再生能源，其余 50% 来自天然气。

图 17：埃及高硫燃料油进口 单位：千吨



数据来源：银河期货

图 18：沙特高硫燃料油净进口 单位：千桶



数据来源：银河期货

四、低硫燃料油

尼日利亚 RFCC 装置运行仍不稳定，低硫出口招标持续发布，密切关注后续低硫出口物流与招标。

Dangote 炼厂 FCC 汽油装置运营仍不稳定，25 年以来已公开停运约 6 次。9 月下旬 Argus 称，Dangote 炼厂 RFCC 装置预期于两周内恢复满负荷运行，该装置于 9 月 2 日停运，于 9 月中旬恢复 45-50% 运行。另一消息称，当前装置仍处于完全停运状态，预期于 9 月 26-27 日恢复运行。之前的重启计划为 12 月 10 日。

Dangote9 月低硫燃料油招标数量增长，9 月装载共 52 万吨，10 月当前已发布的装载 13 万吨，体现 RFCC 装置停运下低硫供应的增长：1) 9 月 18 日，Dangote 新发布 13 万吨 LSSR 招标，于 10 月 6 至 8 日装载，招标 9 月 19 日关闭。2) Dangote 陆续发布 4 批 13 万吨 LSSR 招标，分别于 9 月 22 至 24 日、9 月 18 至 19 日、9 月 7 至 11 日和 9 月 4 至 6 日装载。

尼日利亚 Harcourt 炼厂连续两个月维持关闭状态：7 月 25 日普氏，由于资金短缺导致两个月前开始的维护作业延期完成，之前该炼厂于 5 月 24 日开始计划约 30 日的检修。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）。Warii 炼厂暂无原油配额。

物流监测端，9 月截至 18 日共出口低硫约 27 万吨，其中已明确目的地的 13 万吨流往泛新加坡地区。8 月低硫燃料油出口回升，共出口约 31 万吨，环比 7 月上行约 22 万吨。7 月共出口约 9 万吨低硫燃料油也全部流往新加坡地区。

中东 Al-Zour 炼厂稳定运营下低硫出口高位维持。物流监测端，9 月截至 18 日共出口约 24 万吨低硫，其中 15 万吨往阿联酋地区，估计为苏丹与阿联酋矛盾下阿联酋再次另寻低硫油来源，4.5 万吨往卡塔尔。8 月共出口低硫约 38 万吨，其中除了 9 万吨卡塔尔固定长约外，其余 29 万吨均流往泛新加坡地区。

南苏丹低硫重质原料回升稳定，与阿联酋矛盾持续下预期往泛新加坡出口进一步增长。

8 月 21 日消息，阿联酋禁止苏丹相关货物进入港口的措施正扰乱石油运输。往泛新加坡地区的低硫重质原料出口预期增长。载有 8 万吨达尔混合原油的苏伊士型油轮 Pola 自一周前抵达富查伊拉后一直无法卸货。据交易员称，该船由维多公司租用，可能改道新加坡。

Senning9 月暂无新招标发布 8 月发布 3 批 9 月装载的低硫重质原油，共 180 万桶：1) Senning8 月 7 日招标出售 9 月 7-8 日装载的 60 万桶 Dar Blend 原油；2) Senning8 月 15 日招标出售 9 月 14-15 日装载的 60 万桶 Dar Blend 原油；3) Senning8 月 21 日招标出售 9 月 21-22 日装载的 60 万桶 Dar Blend 原油。

低硫船燃需求稳定，无具体驱动。新加坡 8 月低硫船燃加注环比 7 月小幅增长，整体仍处于稳定区间。259 万吨，环比+14 万吨 (+5.8%)，同比+9.5 万吨 (+3.8%)，船燃加注占比较 7 月历史低位回升 2.4 个百分点至 52.3%。24 年低硫船燃加注占比 55%，23 年 60%，22 年 63%。富查伊拉石油工业区 (FOIZ) 数据，8 月份低硫船燃加注 46.2 万立方米，环比 +6%，低硫船燃加注占比 65%，环比增长 4 个百分点。

中国低硫市场，中国保税低硫产量稳定在 100 万吨左右水平。

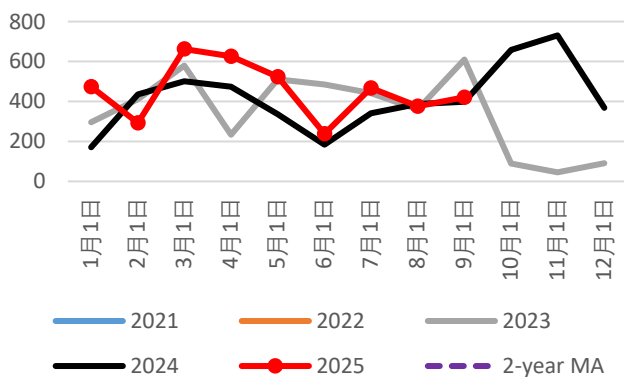
9 月 16 日第三批低硫船用燃料油配额下发 70 万吨，由中石化燃料油获得，2025 年共下发配额 1390 万吨，各炼厂调增后预期总配额约 1347 万吨，较去年总额增长约 47 万吨。当前配额使用率约 61%。

25 年 8 月国内炼厂保税低硫船燃产量 106.5 万吨，环比+4.6 万吨 (+4.5%)。其中中海油和中石化产量较排产减少，中石油实际产量与排产相符。中石油，高富和广西炼厂小幅提产，8 产量较 7 月增加。中石化，青岛和茂名高产维持，产量较 7 月变化不大。中化及地方炼厂仍未生产低硫。

隆众，年 9 月国内低硫燃料油总排产较 8 月实际产量预计窄幅增加。其中，中石化计划产量在 45 万吨左右，中石油计划产量 44 万吨左右，中海油计划产量 18.5 万吨，其他炼厂暂无生产计划，预计全国总产量在 107.5 万吨左右。

图 19: Al-Zour 低硫燃料油出口

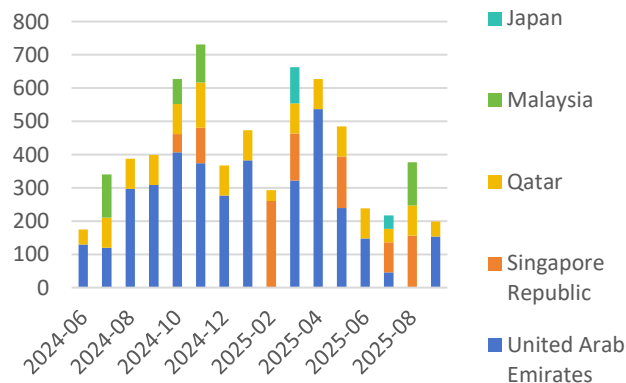
单位：千吨



数据来源：银河期货

图 20: Al-zour 低硫燃料油出港目的地

单位：千吨



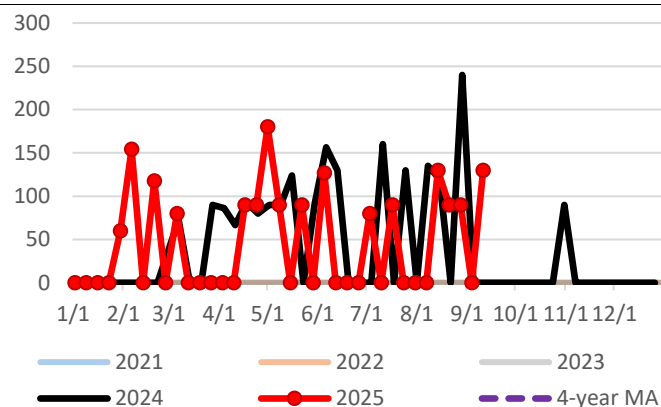
数据来源：银河期货

燃料油 9 月报

2025 年 9 月 26 日

图 21: Dangote 低硫燃料油出港

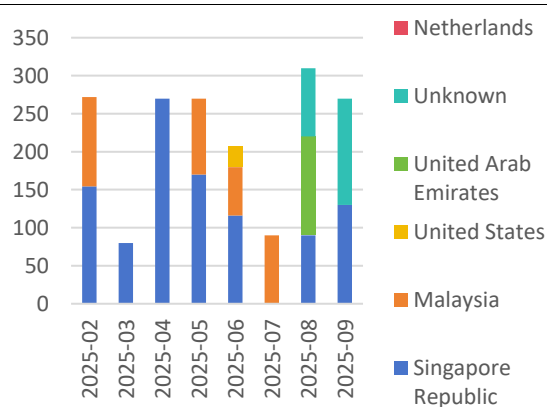
单位: 千吨



数据来源: 银河期货

图 22: Dangote 出港目的地

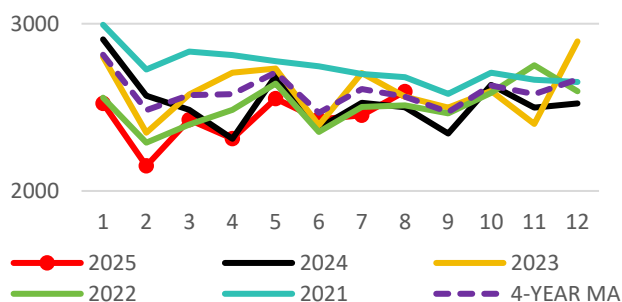
单位: 千吨



数据来源: 银河期货

图 23: 新加坡低硫船燃加注

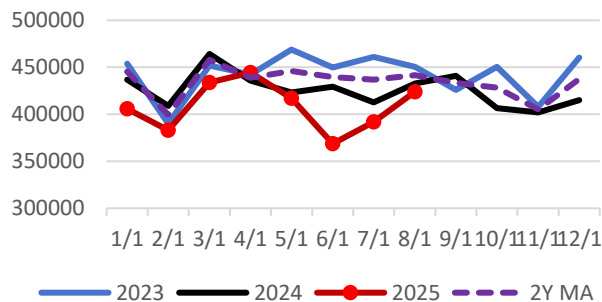
单位: 立方米



数据来源: 银河期货

图 24: 富查伊拉低硫船燃加注

单位: 吨



数据来源: 银河期货

第三部分 后市展望及策略推荐

俄罗斯能源设施受袭持续，但炼厂与各运输设施检修回归也较及时，Primorsk 港于上周五受袭后当前已恢复石油装载，梁赞及伏尔加格勒等大炼厂设施也处于陆续回归恢复状态，预期于 9 月下旬逐步回归。中东高硫出口随着发电需求消退有所回升，其中伊朗出口仍受限制。墨西哥高硫出口在 Olmeca 和 Tula 二次装置投产背景下持续回落。需求端，夏季发电需求彻底消退。高硫裂解下行及税改的低成本背景下，进料需求支撑仍不明显。高硫近端库存高位仍压抑市场价格。高硫近月关注新仓单生成及后续库存消化节奏。

低硫燃料油现货窗口成交价格低位，贴水继续回落。低硫供应持续回升且下游需求无具体驱动。南苏丹与阿联酋矛盾下低硫重质原料物流改道泛新加坡地区方向预期增长。尼日利亚 RFCC 装置运营仍不稳定，消息称近两周该装置回归，关注近端低硫出口持续。Al-Zour 炼厂运营稳定低硫高位出港维持。中国市场第三批低硫配额下发，整体市场供应较充裕。

策略推荐：

1. 单边：FU 主力短期偏强势震荡，LU 近月跟随原油区间震荡。
2. 套利：关注做扩 LU01-FU01 机会。
3. 期权：卖 FU01 虚值看涨期权。(以上观点仅供参考，不作为入市依据)

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。

联系方式

银河期货有限公司 / 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799