



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	14
免责声明	15

高硫进料支撑，低硫供应压力缓解

第一部分 前言概要

【行情回顾】

高硫燃料油 10 月主要受到进料需求的支撑，高硫裂解维持在-4 至-3 美金/桶间稳定波动。高硫现货贴水维持-1 至 1 美金/吨同期中位水平震荡。四季度美国炼厂加工量回升同时中国独立炼厂原油配额趋于用尽，中美进料需求支撑高硫市场价格偏强运行。供应端，主要供应地 10 月出口均小幅回升。

低硫燃料油 10 月供应压力持续，打击低硫现货贴水较 9 月末下行约 2.8 美金至-2.6 美金/吨，低硫裂解也持续下行，较 9 月末下行约 2.9 美金至 4.7 美金/桶，处于同期低位水平。需求端无具体支撑。

【市场展望】

高硫燃料油关注制裁加强背景下俄罗斯具体供应出口情况，预期受影响程度较小。需求端原油配额年前提前批下发预期仍存，关注下发节奏及数量，进料需求驱动或受到打击。低硫燃料油，Al-Zour 炼厂 ARDS 装置检修带来短期的供应缺口驱动，Dangote 炼厂 RFCC 装置预期于 12 月再度进入检修预期推动低硫供应进一步充裕，关注后续炼厂装置回归和低硫具体出口数量变化情况。

【策略推荐】

- 1.单边：短期观望。
- 2.套利：FU1-5 价差反弹布空。低硫内外低位布多。
- 3.期权：无。

风险提示：制裁政策变化、原油配额下发节奏、低硫炼厂负荷变化。

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

高硫燃料油 10 月主要受到进料需求的支撑,高硫裂解维持在-4 至-3 美金/桶间稳定波动。四季度美国炼厂加工量回升同时中国独立炼厂原油配额趋于用尽,中美进料需求均支撑高硫市场价格偏强运行。供应端,主要供应地 10 月出口均小幅回升。俄罗斯炼厂持续受轰炸下,高硫作为初级原料出口反向增长。墨西哥 Olmeca 炼厂产能回归后出口于历史低位回归至日常区间水平。中东整体出口在发电需求消退下小幅回升。高硫现货贴水维持-1 至 1 美金/吨同期中位水平震荡。

低硫燃料油 10 月供应压力持续,打击低硫现货贴水较 9 月末下行约 2.8 美金至-2.6 美金/吨,低硫裂解也持续下行,较 9 月末下行约 2.9 美金至 4.7 美金/桶,处于同期低位水平。Dangote 炼厂汽油装置 8 月至 10 月检修期间产出及出口了大量低硫,大部分流往泛新加坡地区。马来当地炼厂 Prefchem 汽油装置也持续检修产出低硫直馏,使泛新加坡当地低硫燃料油供应压力增大。同时需求端无具体支撑。

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 11 月报

2025 年 10 月 31 日

图 3：新加坡高低硫价差

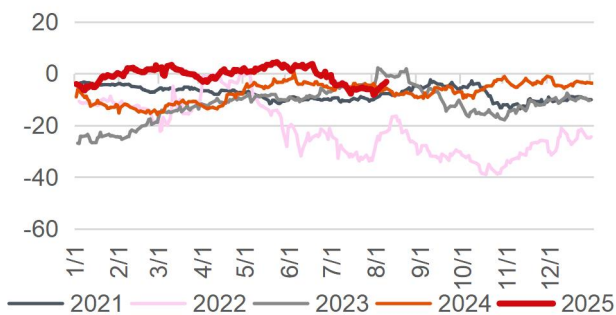
单位：美元/吨



数据来源：银河期货，路透

图 5：高硫燃料油裂解

单位：美元/桶



数据来源：银河期货，路透

图 7：92 号汽油裂解

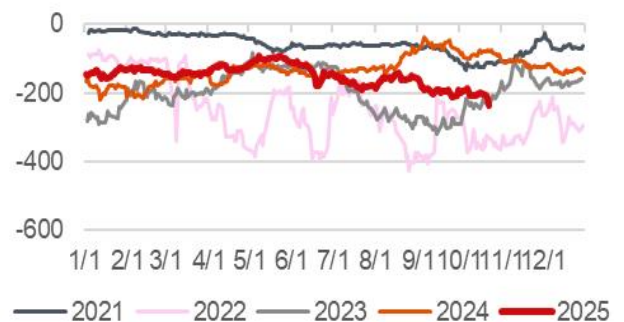
单位：美元/桶



数据来源：银河期货，路透

图 4：新加坡 LSFO-GO

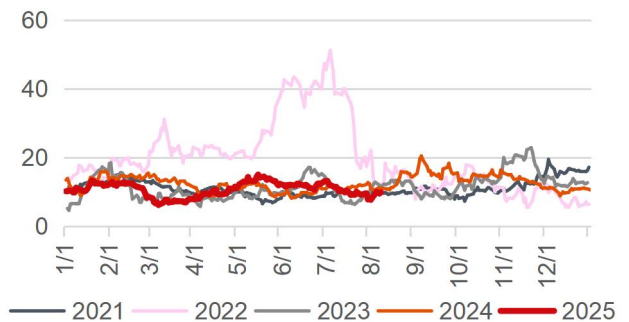
单位：美元/吨



数据来源：银河期货，路透

图 6：低硫燃料油裂解

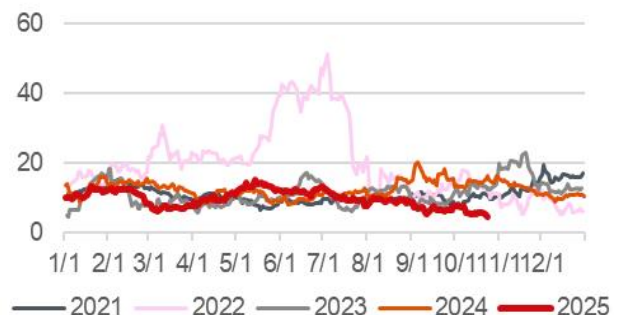
单位：美元/桶



数据来源：银河期货，路透

图 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，关注制裁后供应物流具体变化。

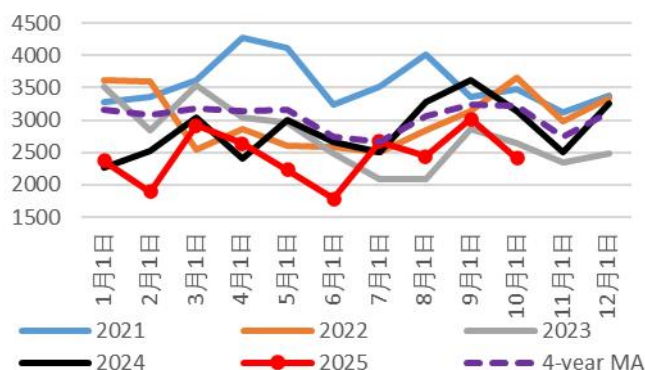
欧美制裁加剧。10 月 29 日，美国宣布对俄罗斯实施新一轮制裁，重点针对俄罗斯两大石油巨头——卢克石油公司与俄罗斯石油公司，及其 34 家子公司被列入制裁名单，涉及石油天然气勘探、开采与开发等业务。美国公民及企业被禁止与其进行交易，且其 50% 以上控股实体均自动受限。本轮制裁与英国 10 月 15 日、欧盟 10 月 23 日分别发布的制裁措施相呼应。10 月 23 日欧盟批准对俄罗斯第 19 轮制裁，其中包括液化气进口禁令、“影子舰队”名单扩增及对中国几家与俄相关实体制裁。

10 月能源设施受袭仍持续，以下为 10 月受袭炼厂及当前运行情况：1) 10 月 23 日夜，Ryazan 炼油厂受乌克兰无人机袭击后停止了主要原油蒸馏装置 CDU-4。该装置的年产能 400 万公吨，即每天 8 万桶，约占该工厂总产能的四分之一。该炼油厂 2024 年加工原油 1310 万吨，生产汽油 230 万吨、柴油 340 万吨、燃料油 420 万吨。2) 10 月 19 日，Novokuibyshevsk 炼油厂在遭到无人机袭击后于当日停止了初级原油加工，这是该炼油厂一个月内第二次遭到袭击。该炼油厂暂停了原油蒸馏装置 CDU-11 和 CDU-9。2024 年该炼油厂加工了 574 万吨原油，生产了 110 万吨汽油、164 万吨柴油和 127 万吨燃料油。3) 10 月 15 日，Ufaneftekhim 炼厂受袭后发生火灾，该炼油厂四个原油蒸馏装置中至少一个停止了原油加工，CDU4 产能约在 63 万桶/日。2024 年该炼油厂加工原油 580 万吨，生产汽油 120 万吨、柴油 210 万吨、燃料油 30 万吨。4) 10 月 4 日，Kirishi 炼油厂自 9 月 13 日后再次受袭发生火灾，加工量较 13 日前相比减少了近 5 万桶/日至约 33.5 万桶/日。

制裁前原料出口上行，关注制裁后具体市场买家态度及物流变化情况。在截至 10 月 19 日的四周内，俄罗斯海运原油出口量攀升至 29 个月新高，逼近 2022 年俄乌冲突爆发后的最高水平。截至 10 月 23 日，高硫燃料油周度出口物流仍较稳定，62 万吨，处于周均出口区间，关注制裁后续物流变化。燃料油 9 月出口达到今年史高，308 万吨，环比+68 万吨(+28%)，沙特需求消退后，往泛新加坡地区出口流量增长较明显。

图 9：俄罗斯高硫燃料油出港

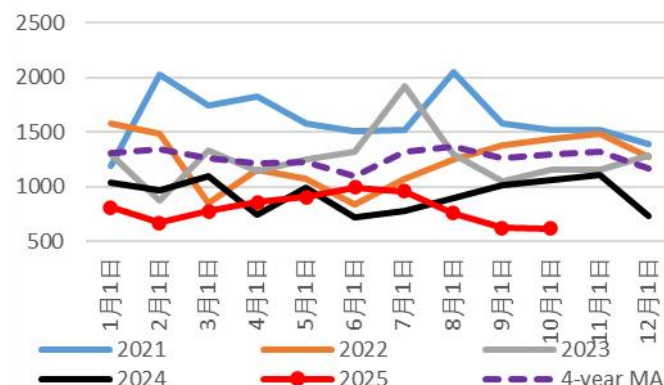
单位：千吨



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

墨西哥近端 Olmeca 炼厂炼能变化频繁，各炼厂新二次装置陆续投产。

Tula 炼厂焦化装置投产后燃料油产量下行。Tula 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）。FGE 表示，焦化装置投产后，燃料油产量占比下降至 11%，12 个月滚动平均值为 29%。

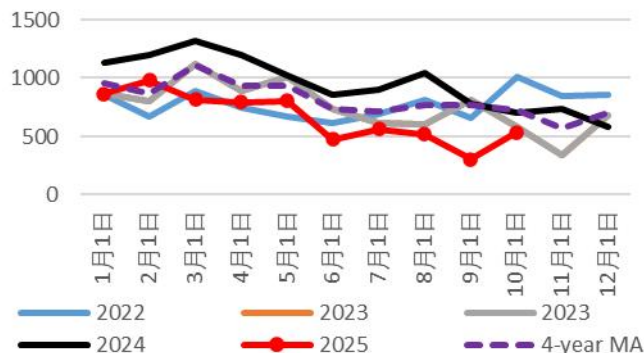
Olmeca 炼厂近两月频繁调整检修，后期预期成品油产出增多，高硫产量逐步缩减。8 月计划外停运，产能环比下行 15%至 13.3 万桶/日达到 3 个月低点。该炼厂规划产能为 34 万桶/天，最近几个月多次延迟和停产，加工量变化幅度大。7 月份炼油厂的日加工量 15.6 万桶，其中约有 5.72 万桶是汽油，7.7 万桶是柴油。

物流监测端，10 月高硫出口回升至 50 万吨左右稳定水平，仍主要流往美国。9 月高硫出口受 Tula 二次装置刚投产和 Olmeca 炼厂计划外停运影响进一步下行至史低 33 万吨。

其他炼厂运营状态更新至 8 月：1) Salina Cruz6 月加工量继续回升，达到 12 个月高点，环比+0.8%至 23.0 万桶/日，但仍低于去年同期；2) Salamanca 炼厂自年初硫酸泄露事件后维持低位运行，环比+2.1%至 13.4 万桶/日。

图 7：墨西哥高硫燃料油出港

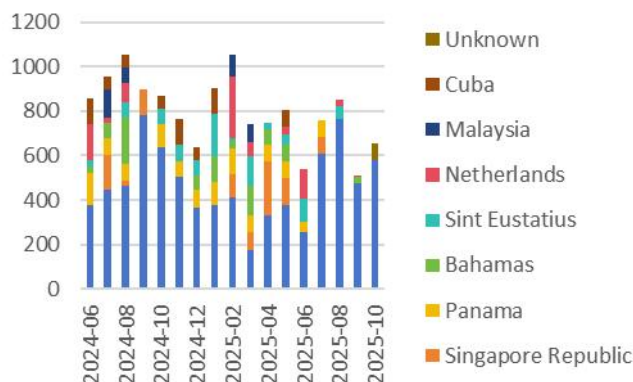
单位：千吨



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

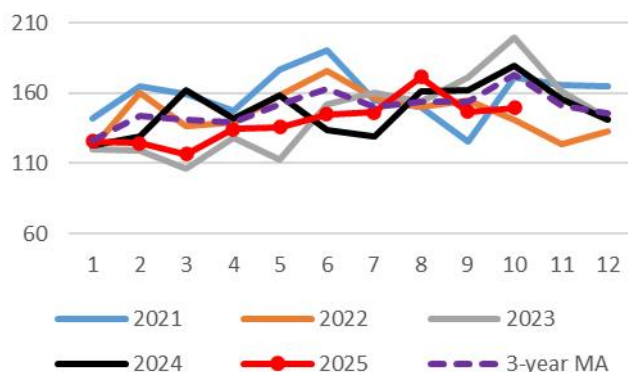
中东发电需求消退后出口小幅回升。

物流监测端，10 月截至 24 日，中东日均出口约 15 万吨，环比 9 月上行 2%，同比去年同期-17%，其中富查伊拉因自身高硫短缺 10 月出口量下行。中东发电需求旺季消退后，高硫出口自 7 月开始回升，在 8 月高硫出口达到今年出口量最高位后小幅回落。

伊朗制裁持续：1) 10 月 9 日美国财务部新增制裁日照实华码头公司和山东金诚石化集团，预期主要影响某国营部分沿江加工企业产能。2) 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。3) 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。4) 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。

图 7：中东高硫燃料油出港

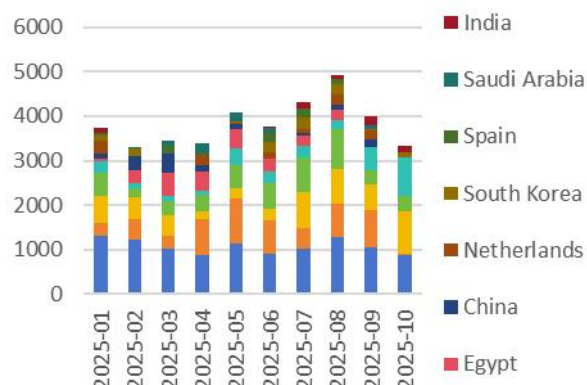
单位：千吨/日



数据来源：银河期货

图 8：中东高硫燃料油流向

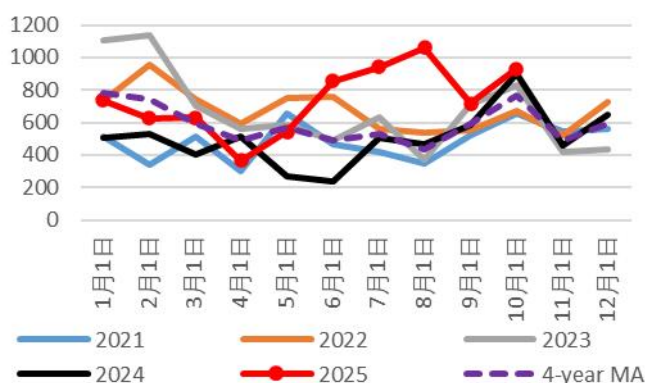
单位：千吨



数据来源：银河期货

图 9：沙特高硫燃料油出港

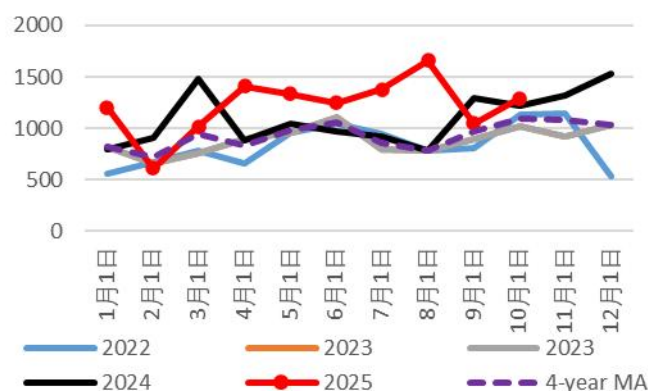
单位：千吨



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。

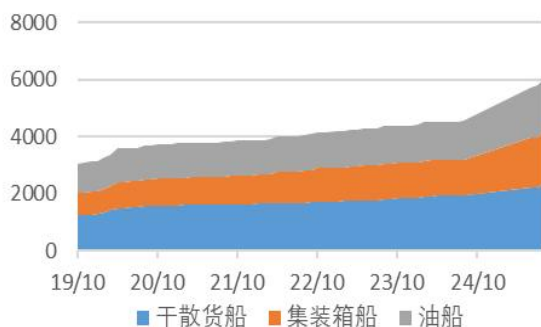
DNV 数据截至 25 年 9 月，安装脱硫塔船舶总量为 6919 艘，较 7 月新增 210 艘，较去年 6 月新增 1313 艘，23 年月均增幅为 19.75 艘，22 年月均增幅为 27.67 艘。

新加坡 25 年 9 月高硫船燃加注 191.6 万吨，环比 10.5 万吨 (-0.5%)，同比+26.0 万吨 (+15.7%)，占总船燃加注 40.2%，高硫船燃消费占比延续边际增长趋势，处于同比高位水平。

富查伊拉石油工业区 (FOIZ) 数据，9 月高硫船用燃料销量 23.0 万立方，环比+4.1 万立方 (+22%)，同比+8.4 万立方 (+57%)。高硫船燃消费占比 36%，环比增长 7 个百分点，同比去年增长 12 个百分点。高硫销量及占比创历史新高。

图 15: 脱硫塔安装进度

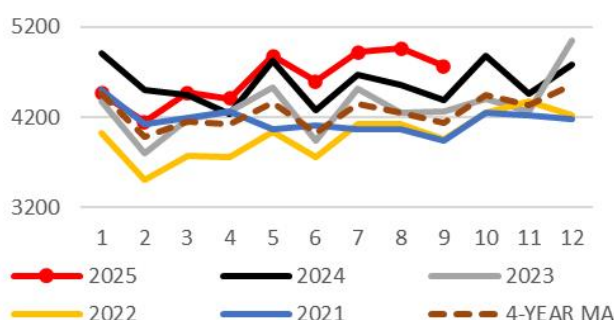
单位: 艘



数据来源: 银河期货

图 16: 新加坡高硫船燃加注

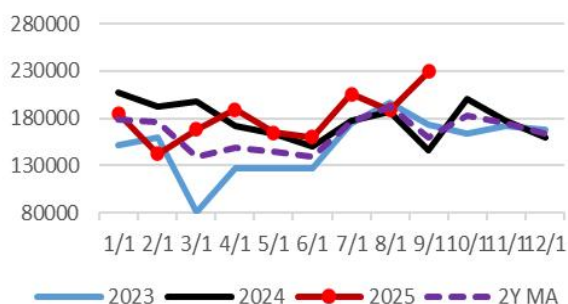
单位: 千吨



数据来源: 银河期货

图 17: 富查伊拉高硫船燃加注

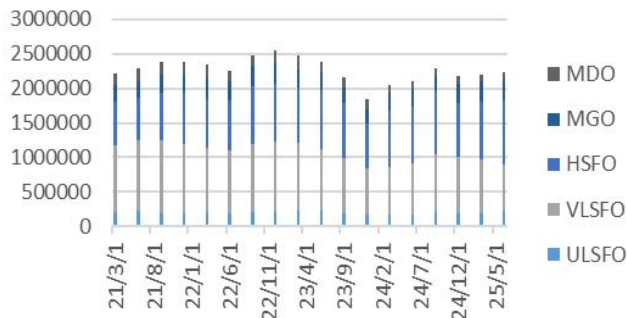
单位: 立方米



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

四季度原油配额缺口下燃料油进料需求短期有所支撑，关注后续原油配额补发节奏及制裁具体影响。

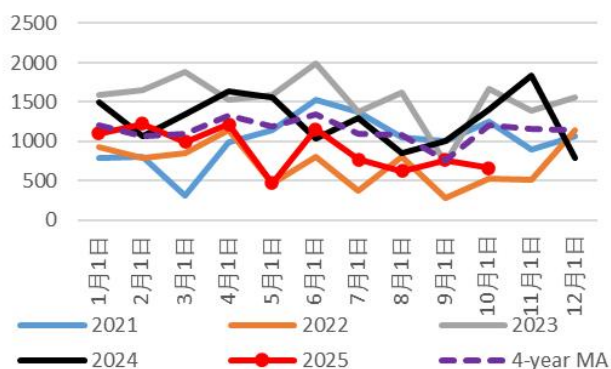
国外冲突及制裁继续加剧。10 月 23 日，欧盟制裁与俄罗斯石油贸易相关的四家中国石油实体，其中包括两家炼油厂、一家贸易公司和一家帮助石油和其他行业规避制裁的实体。10 月 16 日，英国制裁中国炼油商裕龙，石油销售商变得谨慎。10 月 9 日，美国财务部制裁日照实华码头公司和山东金诚石化集团，该码头承担着约 9% 的原油进口量，预期主要影响某国营部分沿江加工企业产能。

原油配额预期年前下发。市场新闻，2025 年前预期下发 26 年第一批原油进口配额，商务部公布 2026 年原油非国营贸易进口允许量总量、申请条件和申请程序，2026 年原油非国营贸易进口允许量为 25700 万吨，与 25 年总量一致。

最新海关数据显示，中国 9 月份燃料油进口量和船用燃油出口量激增。9 月份燃料油进口总量为 202 万公吨，约合每天 428,449 桶，较 8 月份增长 39%，较 2024 年 9 月份增长 1%。物流监测端，10 月截至 24 日共进口高硫约 67 万吨，日均 3.0 万吨，进口水平较季度回升。

图 15：中国高硫燃料油到港

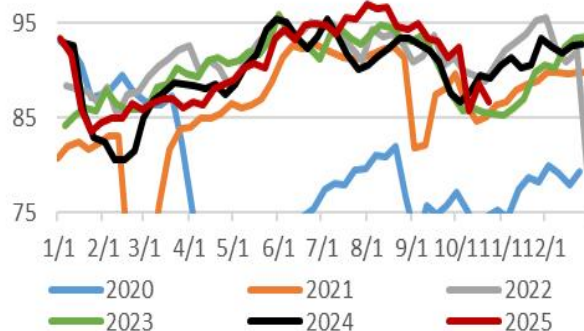
单位：千吨



数据来源：银河期货

图 16：美国炼厂开工率

单位：%



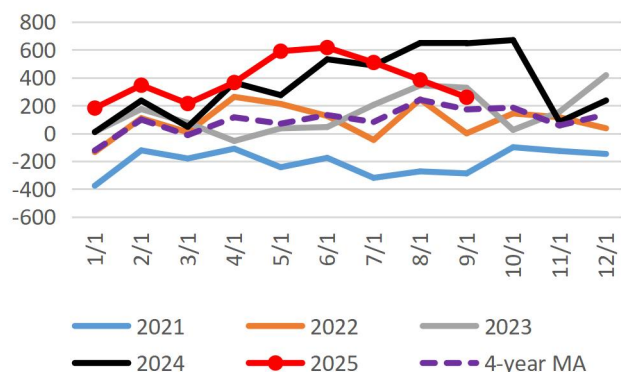
数据来源：银河期货

高硫发电需求彻底消退。

埃及发电需求消退在三季度后消退。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。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%。

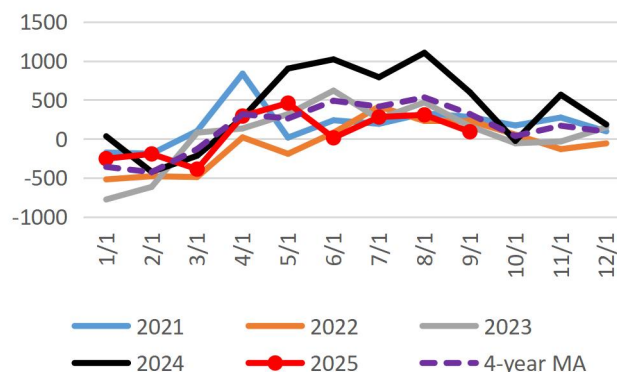
中东发电九月消退。沙特自 8 月起净进口量已回落至 0 值以下水平，体现出对外需求的完全消退。中东发电需求今年同去年一样于二季度提前启动于三季度夏季开始消退。长期来看，沙特燃油发电需求也再边际下行。沙特阿拉伯计划关停装机容量超过 30 吉瓦的大型石油火力发电厂。ACWA 电力公司的创始人表示，沙特阿拉伯已制定明确的战略，以确保到 2030 年 50% 的能源来自可再生能源，其余 50% 来自天然气。

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

阿联酋对苏丹贸易禁令下, 南苏丹低硫出口物流格局改变。

苏丹低硫原油改道泛新加坡地区, 泛新加坡地区炼厂加工成低硫燃料油再回流至富查伊拉。8 月下旬, 富查伊拉港务局禁止载有苏丹货物的船只停靠其港口或锚地区域, 此后南苏丹往阿联酋的 Dar Blend 原油均改道往新加坡和马来西亚。vortexa 数据显示在过去两个月中 Dar Blend 的货物仅运往三个目的地。他们是富查伊拉、新加坡和马来西亚富查伊拉每月接收一到两批货物。物流监测端, 截至 10 月 8 日, 富查伊拉 FOTT 码头约卸载来自马来西亚 ATB 码头的 15 万吨低硫燃料油 VLSFO。

南苏丹在与阿联酋矛盾后, 对外低硫招标量并未明显缩减。

Senning 公司 11 月、10 月与 9 月分别对外招标出售 120 万桶、120 万桶和 180 万桶 Dar Blend 原油, 较矛盾前无明显缩减:

1) 11 月装载 2 批 60 万桶 Dar Blend 原油: 10 月 9 日, Senning 招标出售 120 万桶 Dar Blend 原油, 其中 60 万桶于 11 月 9-10 日装载, 另 60 万桶于 11 月 17-18 日装载, 招标 10 月 10 日关闭。

2) 10 月装载 2 批 60 万桶 Dar Blend 原油: 9 月 5 日, Senning 招标出售 120 万桶 Dar Blend 原油, 60 万桶于 10 月 7-8 日装载, 招标 9 月 8 日关闭。9 月 19 日, Senning 招标出售 120 万桶 Dar Blend 原油, 60 万桶于 10 月 21-22 日装载, 招标 9 月 22 日关闭。

3) 9 月 Senning 招标出售 3 批 60 万桶 Dar Blend 原油, 监测物流分别分批流往马来西亚的 ATB、Pelepas 码头和新加坡的 Vopak Sebarok、Horizon 码头。

中东 Al-Zour 炼厂 预期明年检修，10 月整体运营及出口稳定。

10 月 27 日，科威特 Al-Zour 炼油厂产量降至产能的三分之一左右，当前只有一个原油加工装置在运行，两套渣油脱硫装置也受到影响，炼厂预计将于停产周内开始恢复正常运行，市场消息预期两个脱硫装置回归可能延期至 11 月和 12 月。关注后期具体物流出口量级变化，若两套渣油脱硫装置仍需半个月至一个月时间检修，将在短期内限制 Al-Zour 炼厂的低硫产量。

物流监测端，10 月低硫出口较前两月上行，10 月截至 24 日共出口约 40 万吨，环比 9 月总出口+3 万吨 (+8%)，同时往新加坡出口量也达到自 23 年 7 月以来的最高点，31 万吨，弥补上月因阿联酋分流产生的缺口。8 月末阿联酋与苏丹矛盾后，9 月再次出现明显往阿联酋低硫燃料油分流，10 月暂无往阿联酋新增物流。

市场消息，Al-Zour 炼厂 26 年检修计划推迟，从 26 年 2 月推迟至 26 年 11 月中旬，预期三个 CDU 轮换检修。Mina Abdullah 炼厂计划于 25 年 10 月检修，预期影响一半产能。

尼日利亚低硫出售招标于 RFCC 检修期间发布，关注装置回归后的低硫物流情况。

Dangote 汽油装置低负荷运行。IIR，汽油装置已于 10 月 19 日按计划恢复生产，开工率为 60%。预计该装置将保持该速率，直到 2025 年 12 月至 2026 年 1 月期间的计划检修完成，期间仍将会有低硫产出。

装置停运期间发布两批 10 月装载的 13 万吨低硫直馏 LSSR。10 月 16 日，招标出售 13 万吨 LSSR，10 月 26 日装载，招标 10 月 17 日关闭。9 月 18 日，招标出售 13 万吨 LSSR，10 月 6-8 日装载，招标 9 月 19 日关闭。

物流监测端，10 月截至 24 日共出口约 34 万吨低硫燃料油，较 9 月 RFCC 完全停产时小幅下行，关注 19 日装置恢复后低硫招标及出口情况。

尼日利亚去年末重启的两老炼厂暂无产出。Harcourt 炼厂连续两个月维持关闭状态。Warii 炼厂暂无原油配额。

中国低硫市场，四季度保税低硫产量预期小幅下行。

截至 9 月配额使用率约 69%，预期四季度中石化和中石油配额充裕，中海油配额紧张。

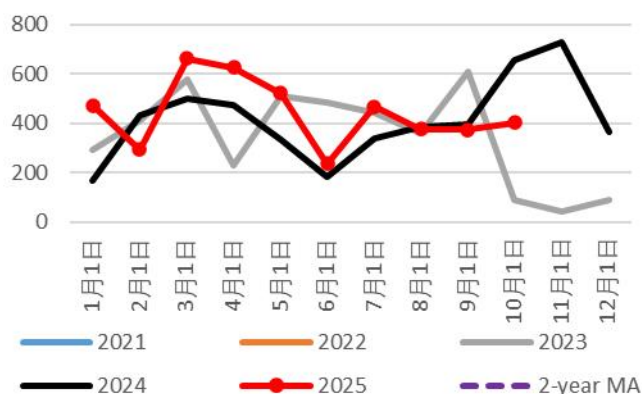
9 月 16 日第三批低硫船用燃料油配额下发 70 万吨，由中石化燃料油获得，2025 年共下发配额 1390 万吨，各炼厂调增后预期总配额约 1347 万吨，较去年总额增长约 47 万吨。

25 年 8 月国内炼厂保税低硫船燃产量 103.0 万吨，环比-3.5 万吨 (-3.3%)。各家实际产量均较上月小幅下行。中化及地方炼厂仍未生产低硫。

与制裁相关的报税低硫产能：1) 10 月 9 日美国财务部制裁日照实华码头后预期影响依赖通过管道从码头供应原油的部分炼厂产能，其中每月有稳定产出低硫且预期受降负影响的炼厂包括金陵石化（月均产量约 5 万吨）和安庆石化（月均产量约 1 万吨），关注后期其产出变化。2) 10 月 23 日，欧盟制裁与俄罗斯石油贸易相关的四家中国石油实体，其中有保税低硫产能的为辽阳石化，今年仅有两个月分别产出 1.5 和 2 万吨低硫燃油，预期对整体低硫产量影响不大。

图 19: Al-Zour 低硫燃料油出口

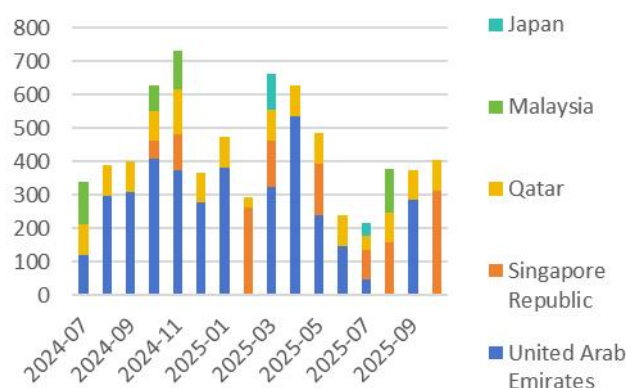
单位: 千吨



数据来源: 银河期货

图 20: Al-zour 低硫燃料油出港目的地

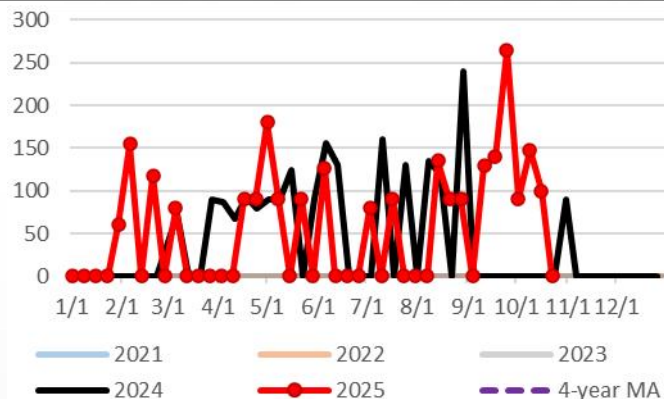
单位: 千吨



数据来源: 银河期货

图 21: Dangote 低硫燃料油出港

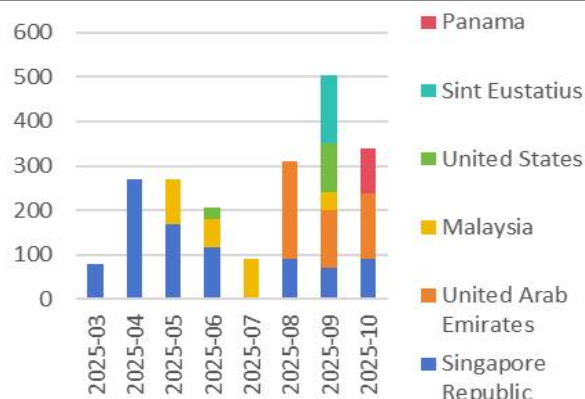
单位: 千吨



数据来源: 银河期货

图 22: Dangote 出港目的地

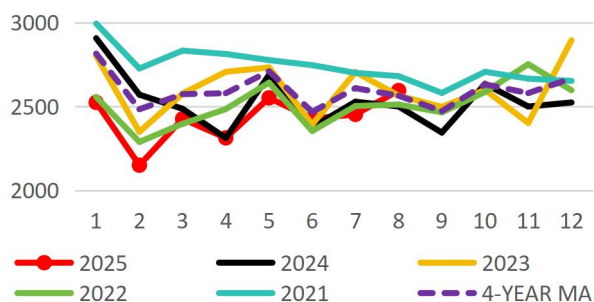
单位: 千吨



数据来源: 银河期货

图 23：新加坡低硫船燃加注

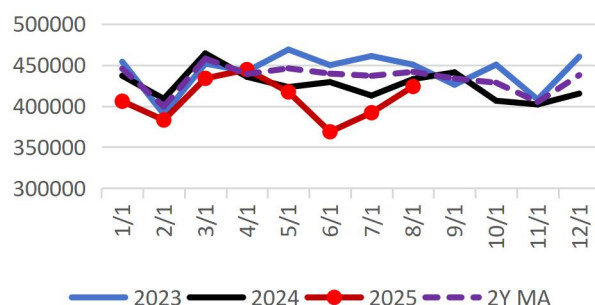
单位：立方米



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

乌克兰对俄罗斯能源设施轰炸持续，欧美对俄罗斯制裁加剧前原料出口上行，关注制裁后供应物流具体变化，高硫燃油近端出口物流仍较稳定。墨西哥 10 月高硫出口在 Olmeca 炼厂停运回归后回升至 50 万吨左右稳定水平。中东高硫出口随着发电需求消退有所回升。需求端，四季度原油配额缺口下燃料油进料需求短期有所支撑，关注后续原油配额补发节奏及制裁具体影响。

低硫燃料油现货贴水低位震荡。Al-Zour 炼厂低硫产能受停产影响，市场交易检修时长。欧盟对中国炼厂制裁更新，预期对国内低硫总供应影响较小。四季度中石化和中石油配额充裕但预期并不增产，中海油配额紧张，四季度国内保税低硫供应预期小幅下行。尼日利亚 RFCC 装置回归后低负荷运行，低硫持续产出，后续仍有检修停产预期。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。马来西亚炼厂 RFCC 装置检修持续低硫持续产出。船燃需求平稳无具体驱动。

策略推荐：

1. 单边：多单止盈，短期观望。
2. 套利：FU1-5 价差反弹布空。低硫内外低位布多。
3. 期权：无。(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