

高硫现货疲弱，低硫中期供应压力仍存

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】

托克继续大量低价购入高硫，高硫现货贴水持续下行。乌克兰对俄罗斯能源设施轰炸持续，但欧美制裁后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，26年新一批原油配额预期于11月提前下发，燃油进料需求预期环比减弱。

低硫燃料油现货贴水受供应收紧影响小幅回升。Al-Zour炼厂渣油脱硫装置计划外停产叠加后续检修，短期内存在低硫供应缺口。Dangote炼厂预期于12月初轻度检修初级加工装置或带来低硫减产但12月末RFCC装置检修，预期低硫产出大幅回升。四季度主营调整部分低硫配额至成品油端，配额同比收紧，中石化和中石油低硫预期产量平稳维持，中海油配额紧张。船燃需求平稳无具体驱动。

【策略】

单边：震荡偏空，短期观望。

套利：FU1-5反套止盈。LU01-FU01价差做扩空间有限。

期权：观望。(观点仅供参考，不作为买卖依据)

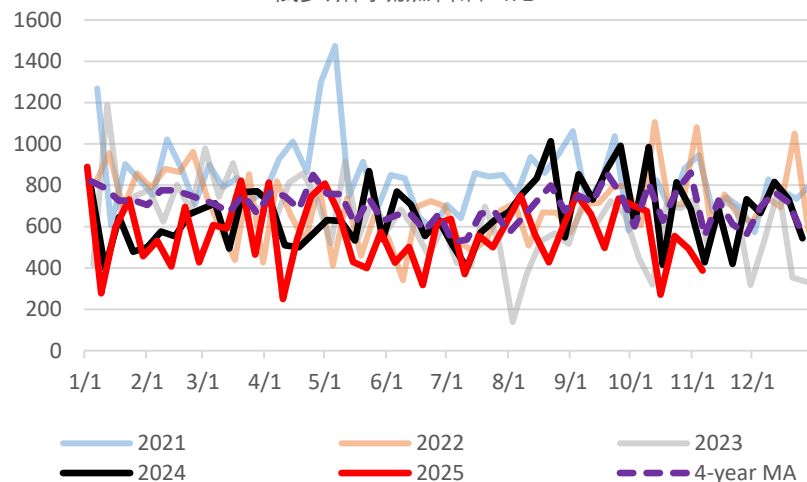
第一章	综合分析 with 交易策略	2
第二章	核心逻辑分析	4
第三章	周度数据追踪	9

俄罗斯能源设施受袭持续，10月出口回落

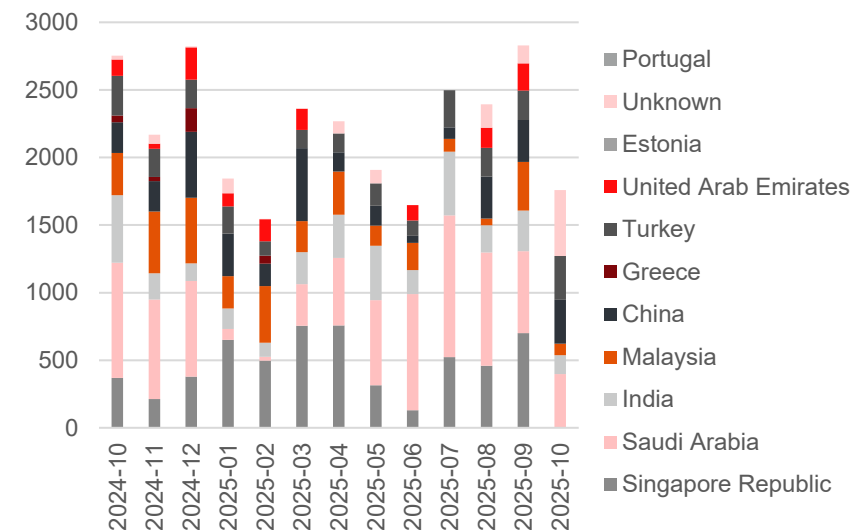
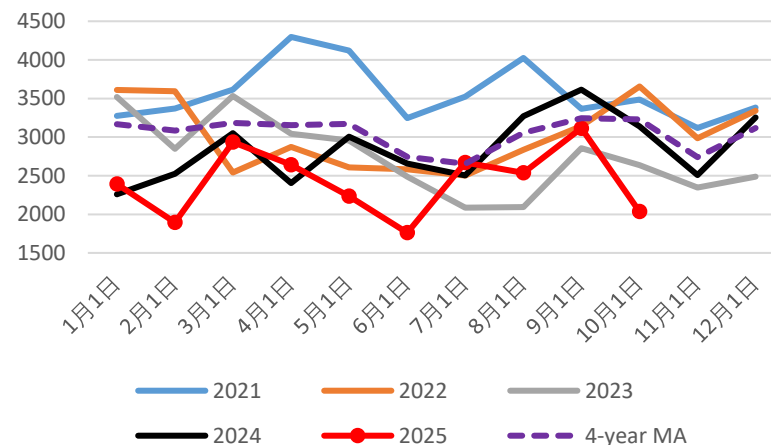
- **欧美制裁持续：**1) 11月6日市场消息，Gunvor撤回了对俄罗斯卢克石油公司的收购要约，原因是美国品牌公司将其定性为“克里姆林宫的傀儡”。2) 10月22日，美国财政部制裁俄罗斯国有石油巨头Rosneft和卢克石油公司及这两家公司在俄的一系列子公司，所有由这两家公司直接或间接拥有50%或以上股权的实体均被冻结。根据市场机构估计，这两家公司合计占该国原油出口总量的近一半，今年上半年约为每天220万桶；3) 10月23日，欧盟批准第19轮对俄制裁，包括液化气进口禁令以及对俄罗斯外交官的旅行限制，并将俄罗斯“影子舰队”中的117艘船只列入名单，主要为油轮，累计船只数量达到558艘。
- **11月初俄罗斯大型出口港口及主要炼厂接连受到无人机袭击：**1) 11月2日，无人机袭击俄罗斯黑海港口Tuapse，一艘油轮受损，装载设施受损，Tuapse炼厂于11月2日停止接收石油。2) 11月3日，无人机袭击Norsi炼厂，该炼厂日产能34万桶，炼厂附近发生火灾，暂无具体受损细节。3) 11月6日，Volgograd炼厂无人机袭击后停止运营。66.7万桶/日的CDU-5和1.1万吨/日的加氢裂化装置受损。4) 10月受袭炼厂广泛，包括Ryazan（8万桶/日产能的CDU-4装置受损），Novokuibyshevsk（CDU-11和CDU-9装置停产），Ufaneftekhim炼厂（63万桶/日的CDU-4装置停产），Kirishi炼油厂（产能环比减少约5万桶/日）。
- **物流监测端，**1) 燃料油出口下行，关注后续物流上修变化，10月高硫燃料油当前统计总出口约204万吨，环比-110万吨（-35%），回落至6月受袭严重时水平。2) 路透口径，俄罗斯黑海港口Tuapse 11月份的石油产品出口量预计将增至 89.5 万吨，比 10 月份计划的 88.8 万吨日增4.1%。其中燃料油11月出口增长3万吨（+12.7%）至36万吨。

高硫燃料油 供应-俄罗斯

俄罗斯高硫燃料油出港 kt



俄罗斯高硫燃料油出港 kt



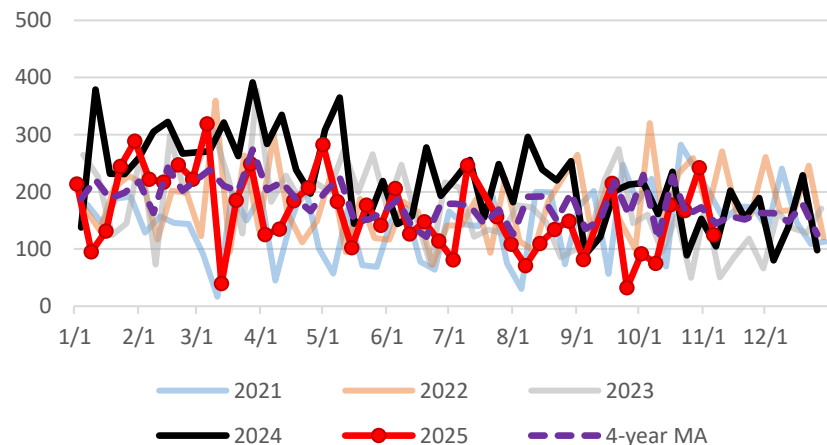
近端Olmeca炼厂炼能变化频繁，各炼厂新二次装置陆续投产

- **Tula焦化投产，原油加工量明显上行：**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，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70万吨，弥补9月供应缺口，两月月均出口供应维持在50万吨正常出口量级水平。**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。

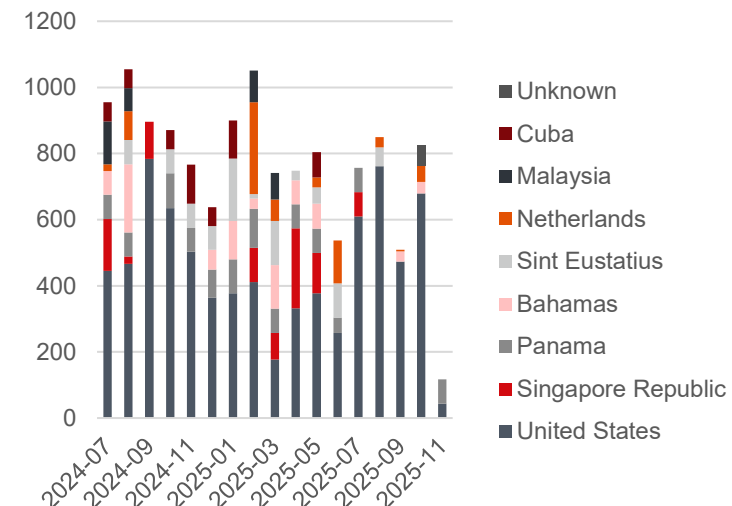
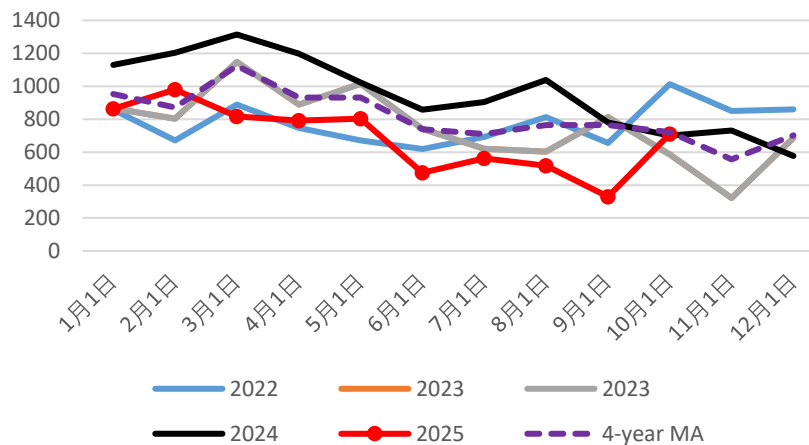
高硫燃料油 供应-墨西哥

近端Olmeca炼厂炼能变化频繁，各炼厂新二次装置陆续投产

墨西哥 高硫燃料油出口 kt



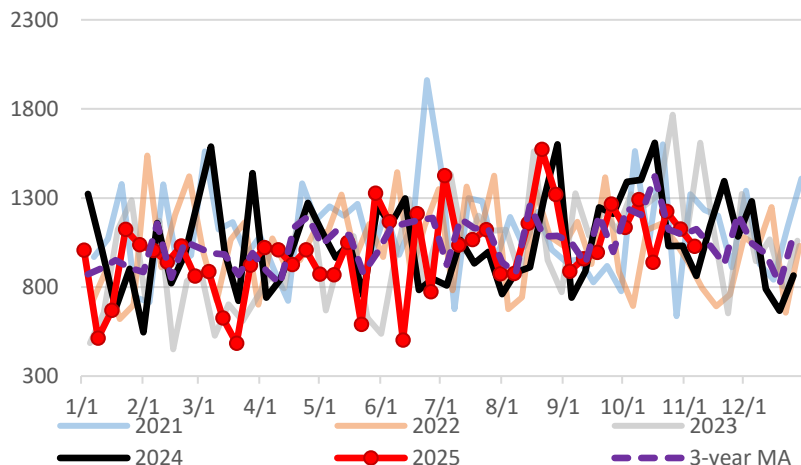
墨西哥 高硫燃料油 出口 kt



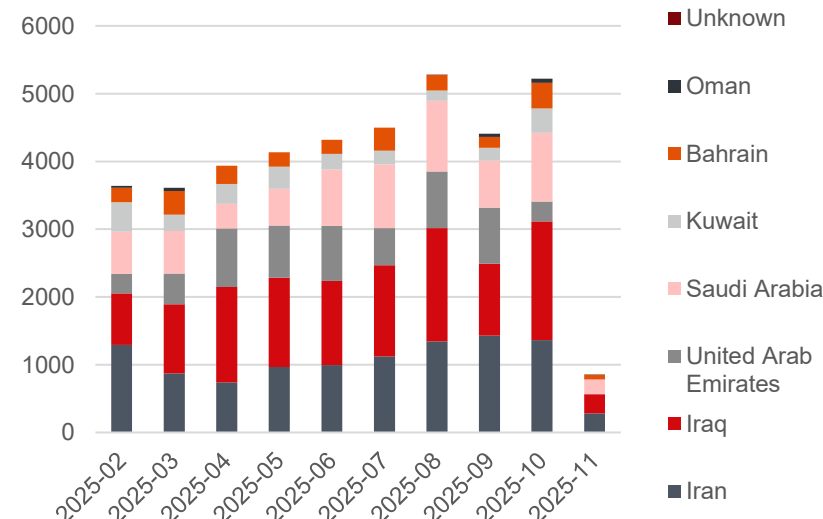
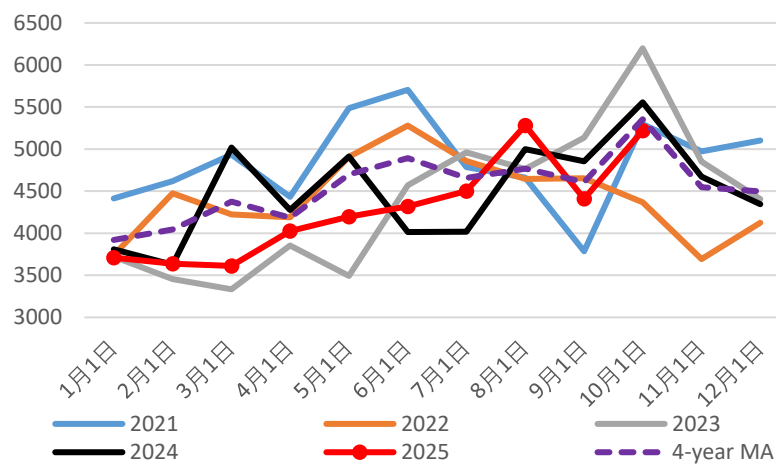
美国对伊朗制裁持续；需求消退后出口回升

- 物流监测端，10月高硫共出口约522万吨，上行至今年第二高位，环比+81万吨（+18%），同比-34万吨（-6%）。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528万吨。其中富查伊拉因自身高硫短缺，10月出口量下行。
- 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。

中东高硫燃料油出港 kt



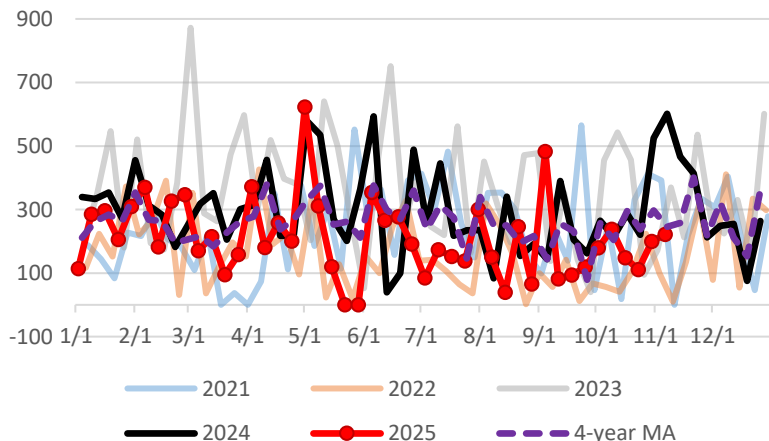
中东高硫燃料油出港 kt



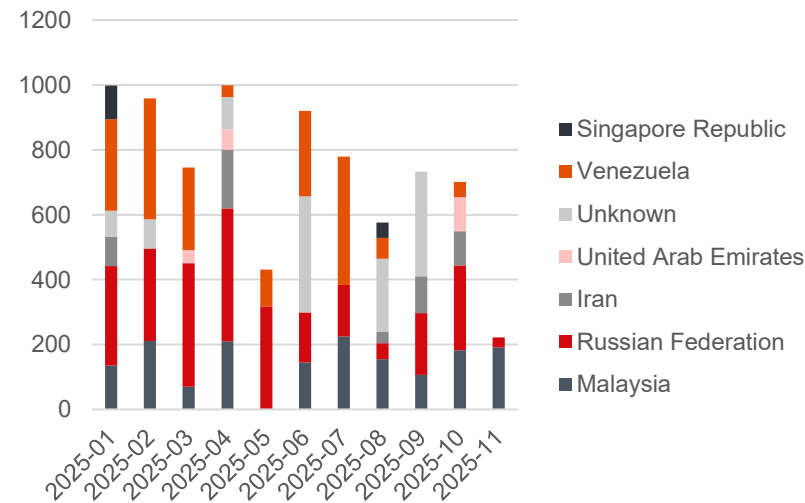
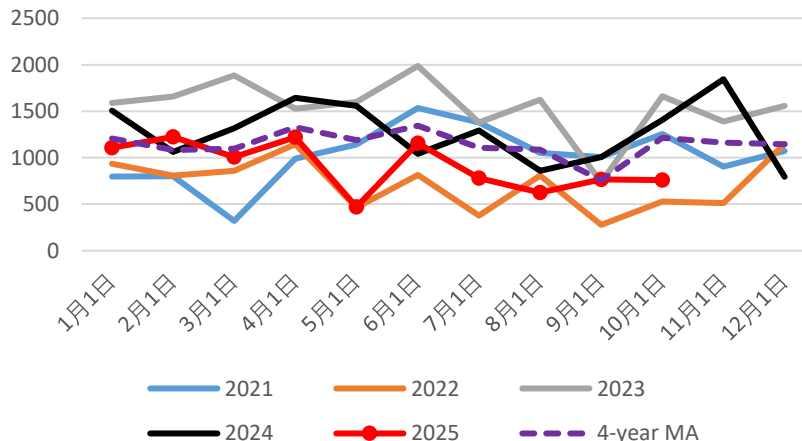
原油配额下发预期提前，高硫进料支撑减弱

- **国外冲突及制裁加剧：俄罗斯：**1) 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。2) 10月16日，英国制裁中国炼油商裕龙，石油销售商变得谨慎。**伊朗：**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：**市场消息，2026年第一批原油配额预期于25年11月中旬下发，发放比例预期不及去年量。2024年11月底发放了第一批2025年配额，给予12家独立炼油厂584万吨的进口配额。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。
- **物流检测端，10月高硫到港约76万吨，环比9月持平，同比去年同期-65万吨（-46%），处于25年下半年进口均值水平，四季度原油配额缺口背景下实际物流到港量增长并不明显。**

中国高硫到港 kt

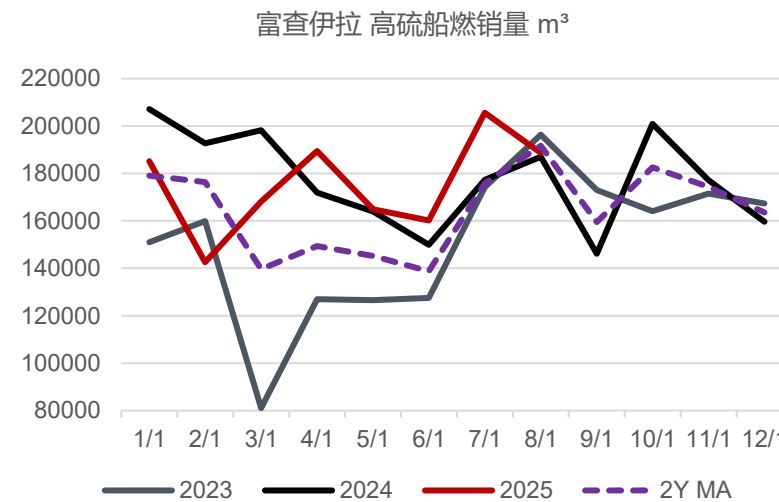
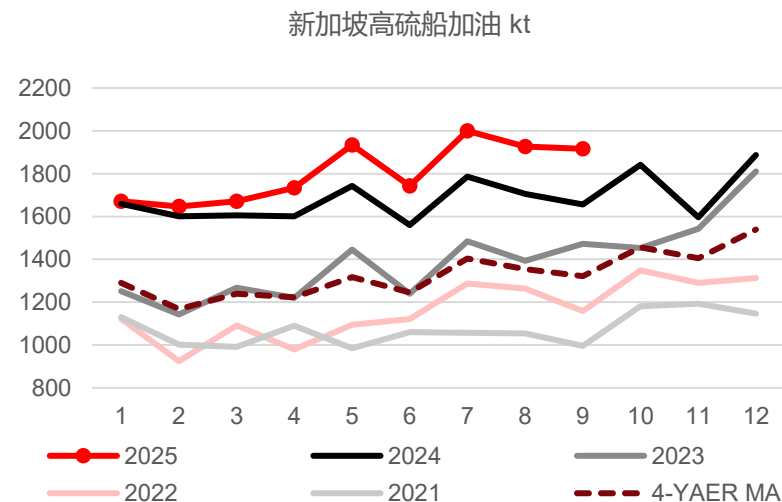
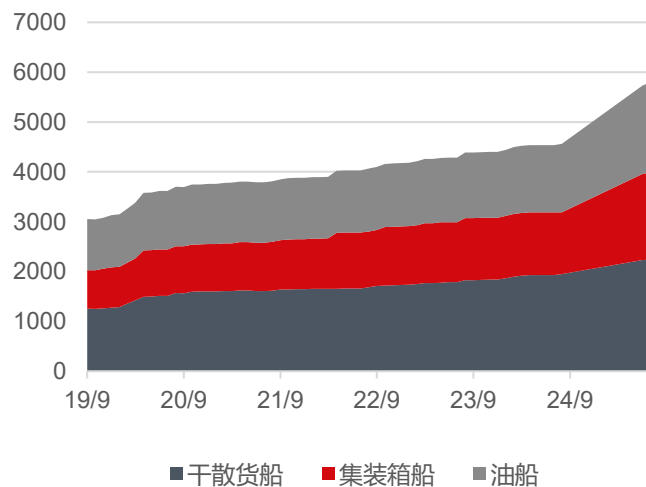


中国高硫到港 kt



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

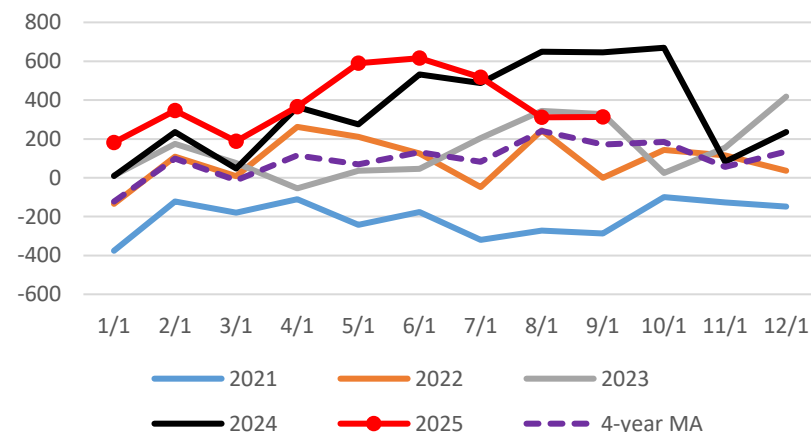
- DNV数据截至25年9月中旬，安装脱硫塔船舶总量为6919艘，较7月新增210艘，较去年6月新增1313艘，23年月均增幅为19.75艘，22年月均增幅为27.67艘。
- 新加坡25年9月高硫船燃加注191.6万吨，环比10.5万吨（-0.5%），同比+26.0万吨（+15.7%），占总船燃加注40.2%，高硫船燃消费占比延续边际增长趋势，处于同比高位水平。
- 富查伊拉石油工业区 (FOIZ) 数据，9月高硫船用燃料销量23.0万立方，环比+4.1万立方（+22%），同比+8.4万立方（+57%）。高硫船燃消费占比36%，环比增长7个百分点，同比去年增长12个百分点。高硫销量及占比创历史新高。



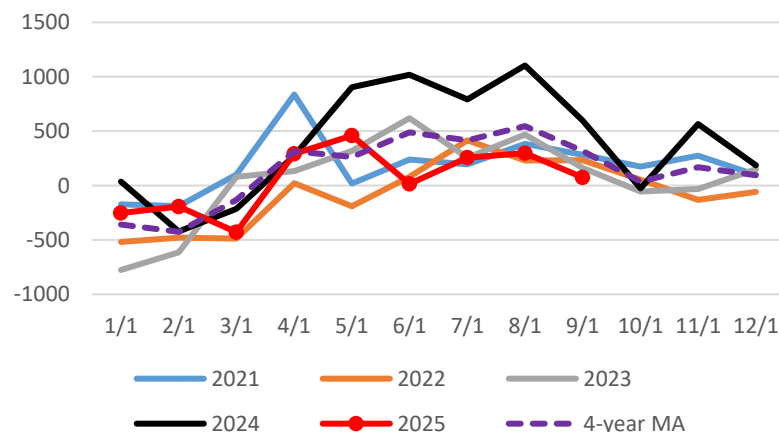
高硫发电需求彻底消退

- **埃及发电需求消退：** 1) 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。2) **燃料油物流，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。3) **天然气：** 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。

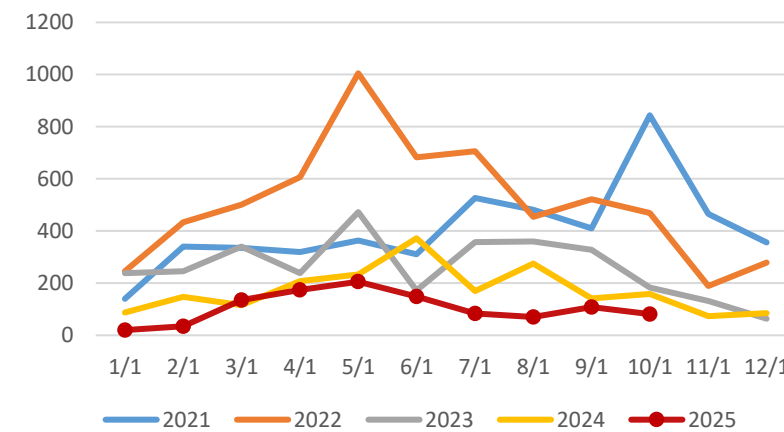
埃及高硫燃料油净进口 kt



沙特高硫燃料油净进口 kt



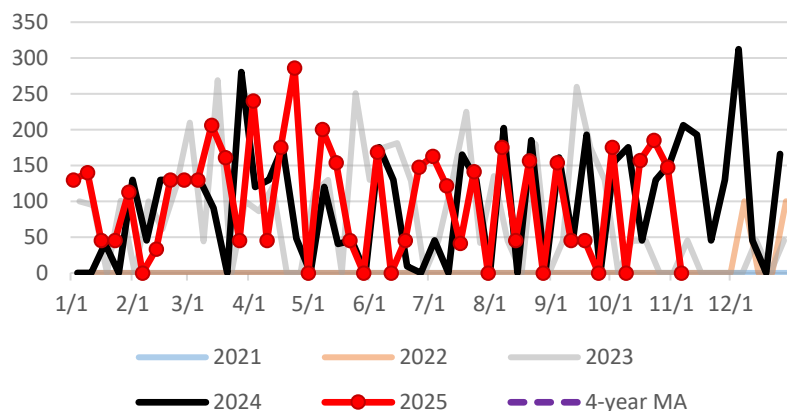
南亚三国 高硫燃料油进口 kt



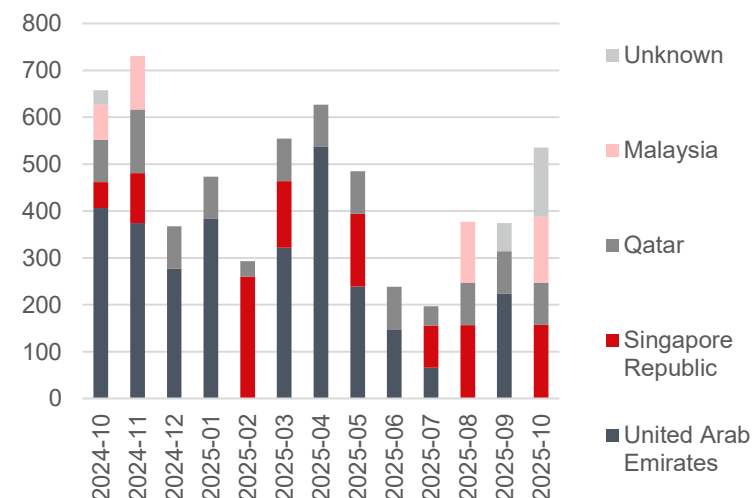
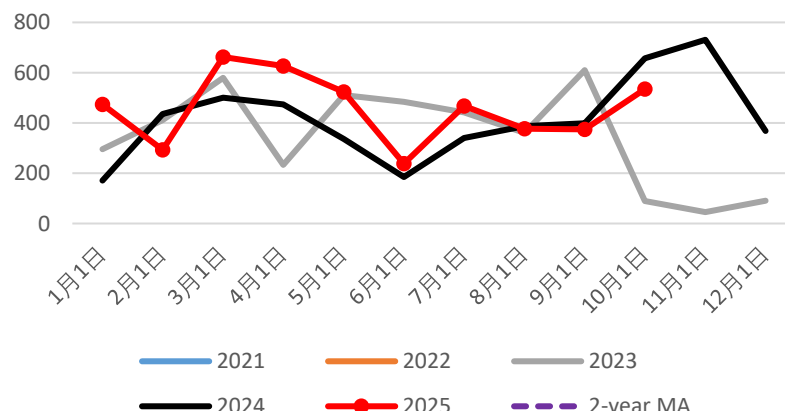
中东 Al-Zour炼厂计划外停工，短期供应缺口出现，关注后期炼厂装置回归情况

- 10月21日火灾后，1) Al-Zour炼厂CDU-1 (20.5万桶/日)，ARDS-1的Train1和Train2 (共11万桶/日)，ARDS-1的Train1和Train2 (共11万桶/日) 均计划外关闭至11月7日。2) 同时ARDS-3 (11万桶/日) 预期于10月26日至12月6日计划检修，10月26日至11月14日检修Train1 (5.5万桶/日)，11月7日至12月6日检修Train2 (5.5万桶/日)
- 3.十月发布两批重质原料招标：1) 10月20日，招标出售80万桶重质原料，10月23-26日装载；2) 10月26日，招标出售80万桶重质原料，11月4-5日装载。
- 物流监测端，11月6日当周无低硫燃料油出口，预期受到地区内炼厂计划外停产影响，日常周均低硫出口约10-12万吨。10月低硫出口较前两月上行，10月低硫共出口约54万吨，环比9月总出口+16万吨 (+43%)，同时往泛新加坡出口量也达到自23年7月以来的最高点，30万吨，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。

ALZOUR 出港 低硫kt



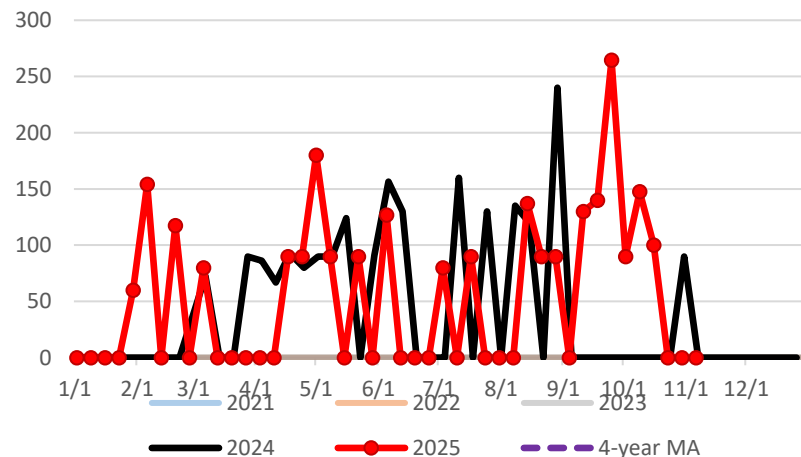
ALZOUR 低硫出港 kt



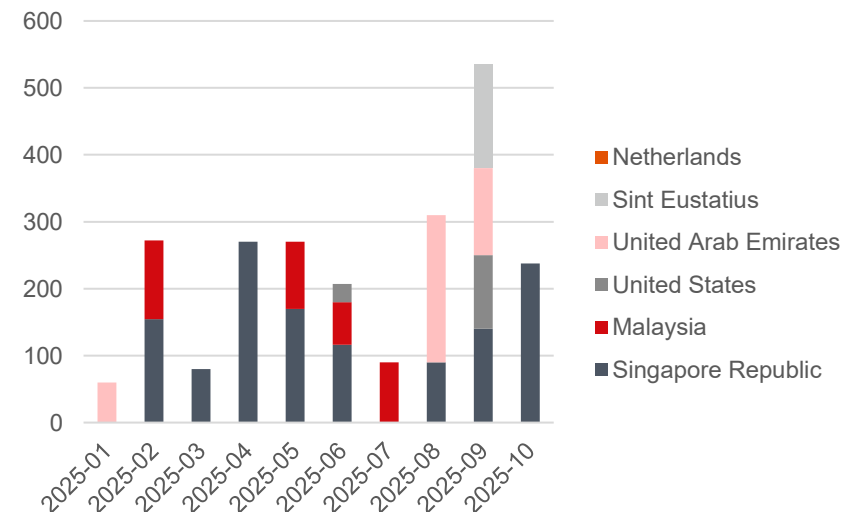
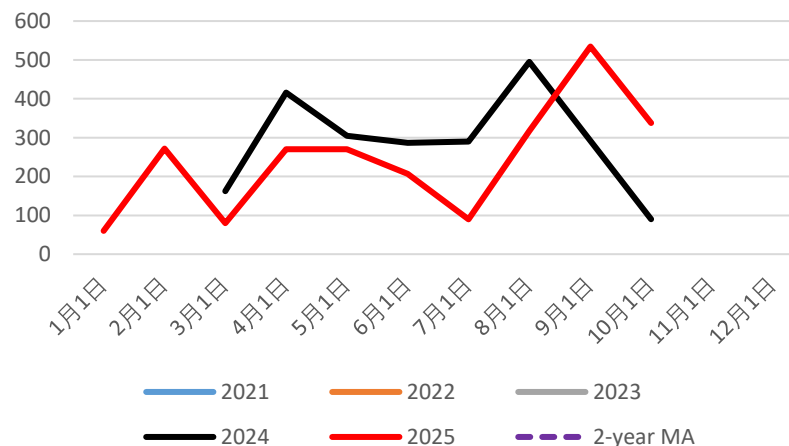
尼日利亚 Dangote炼厂装置轮换检修，关注后续低硫物流及招标情况

- **初级装置短期轻度检修预期低硫影响量级不大：**Dangote炼厂预期对65万桶/日CDU装置进行为期14天的轻度维护和检查停工，计划于12月5日开始，12月18日结束。
- **汽油装置当前低负荷运行，计划12月开始检修：**RFCC装置（20.4万桶/日）于10月19日恢复生产后保持60%开工率运行。计划于12月13日开始进行为期50天的检修，预期于26年1月31日完成。
- **物流监测端，10月共出口34万吨低硫燃料油，环比-20万吨（-37%），较9月完全停产时下行，回归至8月相同出口水平。**
- **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。

Dangote 低硫燃料油出港 kt



Dangote 低硫出港 kt



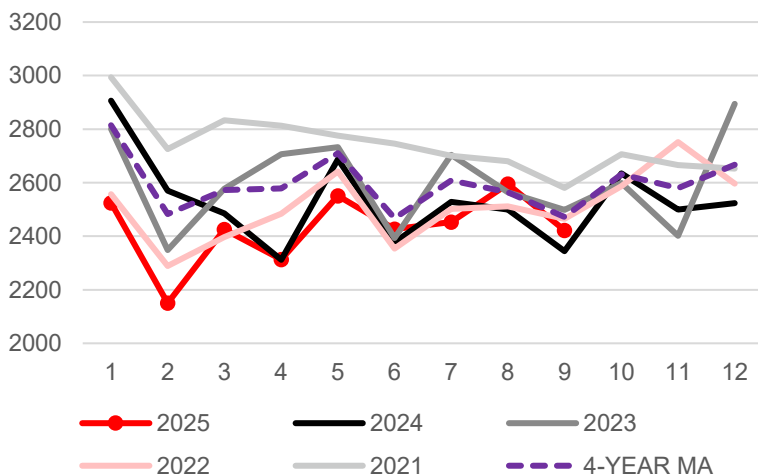
南苏丹 阿联酋对苏丹贸易禁令下，低硫物流格局改变

- **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：**1) 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。2) 物流监测端，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。
- **近期招标情况：**
 - 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。**

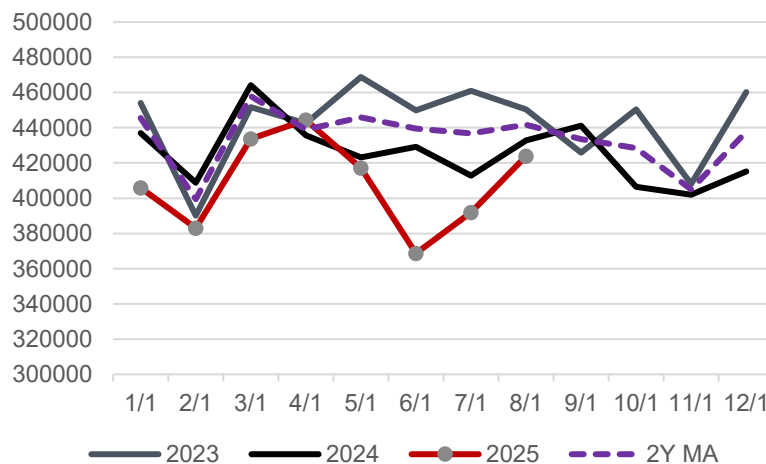
需求 无具体驱动，船燃需求稳定，发电经济性不及天然气

- 新加坡9月低硫船燃加注环比下行，242.2万吨，环比-17.3万吨（-6.7%），同比+7.8万吨（+3.3%），船燃加注占比50.8%，较上月下行1.43个百分点，较去年下行2.6个百分点。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。
- FGE，ECA影响下 意大利船燃中 MGO占比上行16个百分点至39%，甚于61%为燃料油。VLSFO仍被销售给穿越地中海的船只，这些船只一旦离开ECA区域 就会切换燃料。HSFO也继续出售。当前ULSFO产量与销量预期较少。

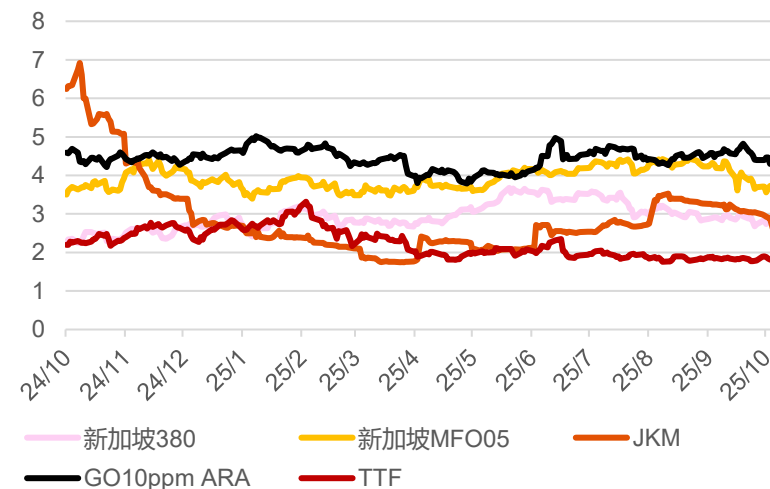
新加坡低硫船加油 kt



富查伊拉 低硫船燃销量 m³



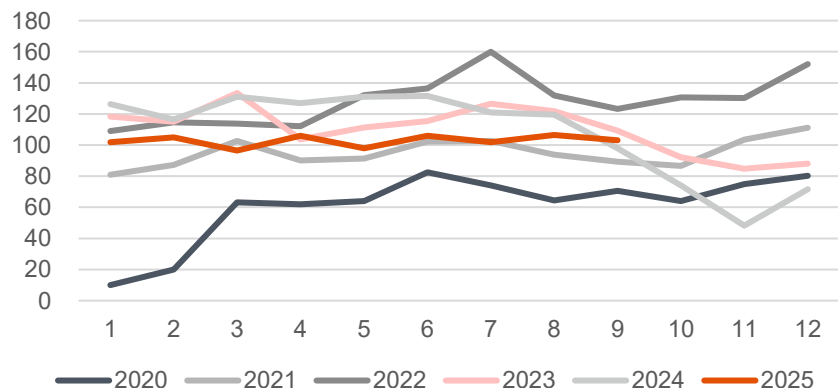
发电燃料等热值价格 美分/兆焦



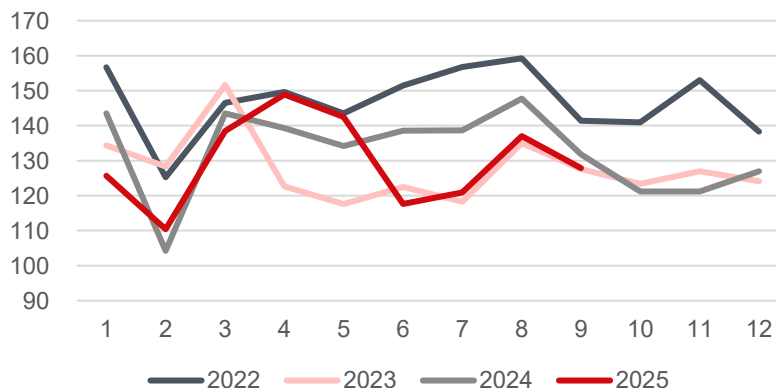
中国低硫市场：四季度保税低硫出口配额量收紧

- 全年两次配额调整后，当前25年保税低硫出口配额为1268.5万吨，较24年1300万吨小幅减少。截至9月配额使用率约73%，叠加MGO产量后，预期四季度剩余低硫配额量偏紧但仍够用。其中中石化配额量仍较充裕，中石油预期正好平衡，中海油偏紧预期下调低硫产量。
- 25年9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。
- 与制裁相关的保税低硫产能：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。

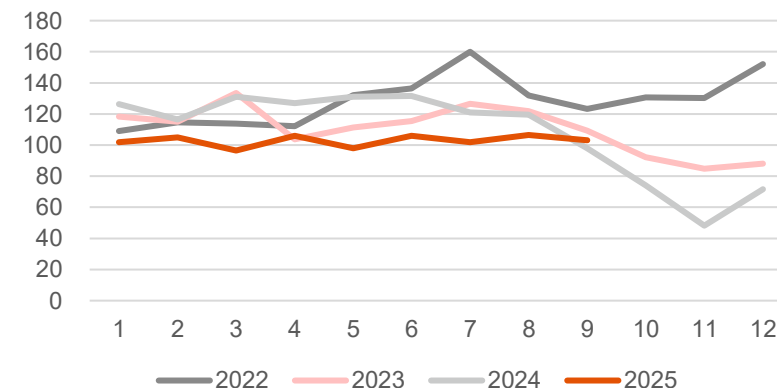
中国低硫船燃产量 万吨



中国保税低硫船燃销量预估 万吨



中国低硫船燃销量预估 万吨



第一章 综合分析与交易策略

2

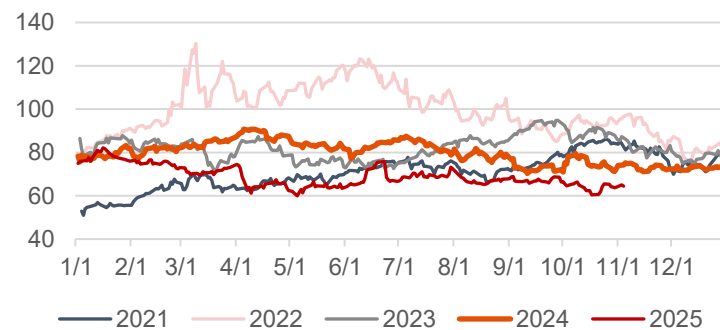
第二章 核心逻辑分析

4

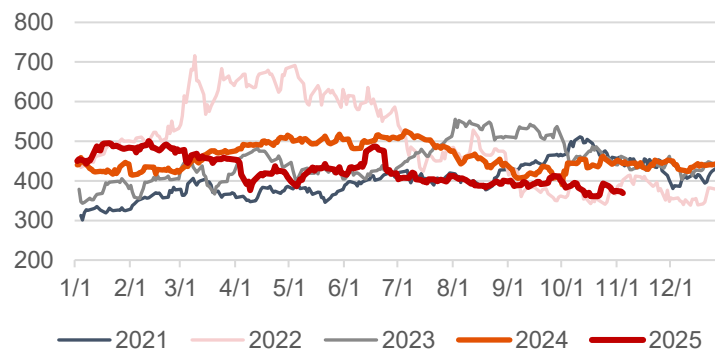
第三章 周度数据追踪

9

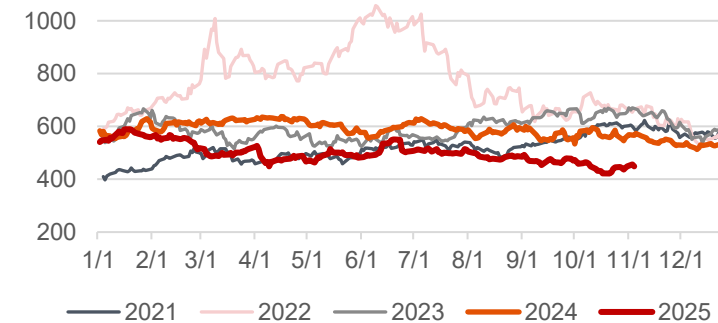
Brent首行



HSFO380

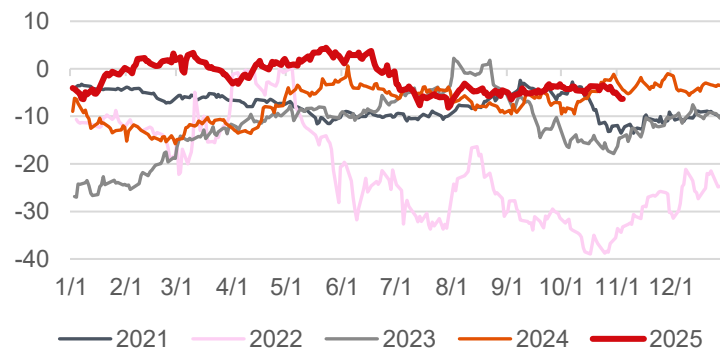


LSFO

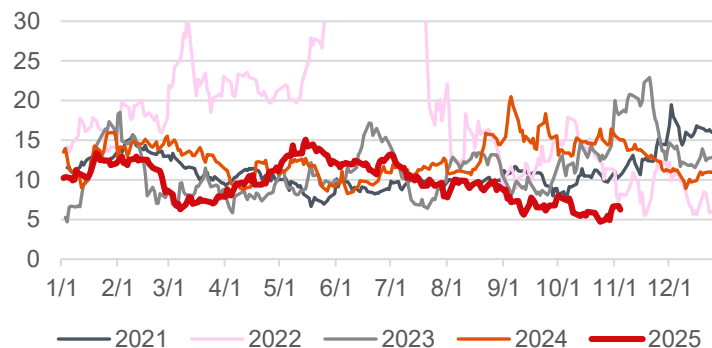


新加坡油品裂解价差

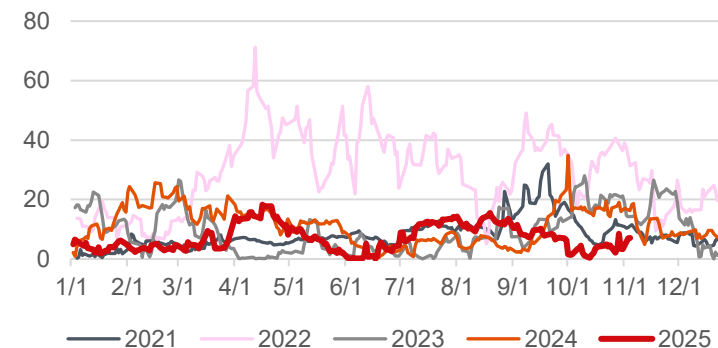
HSFO380-Brent



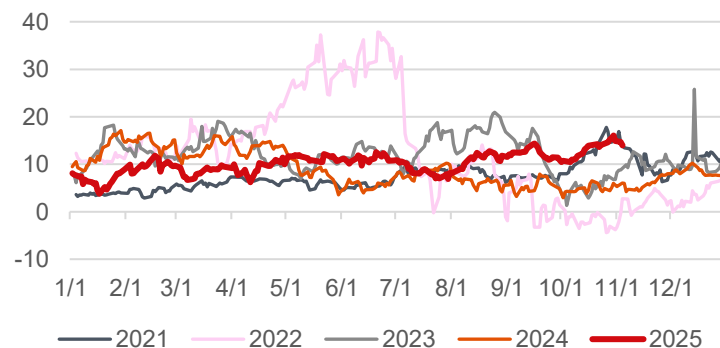
LSFO-Brent



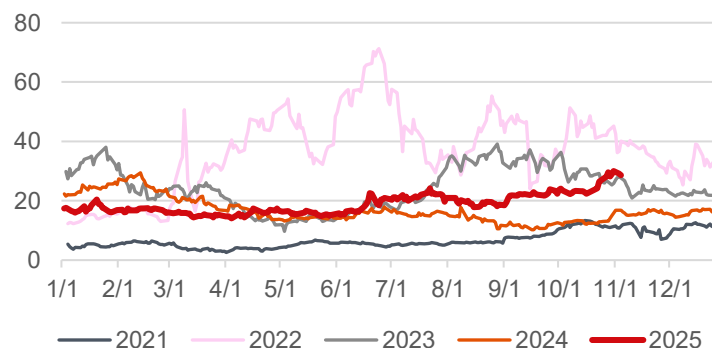
HSFO180-HSFO380



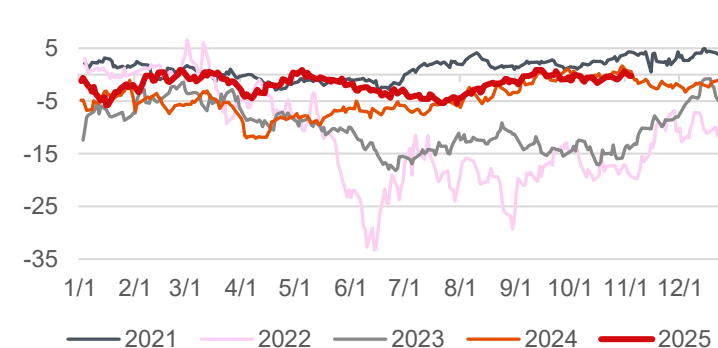
92#-Brent



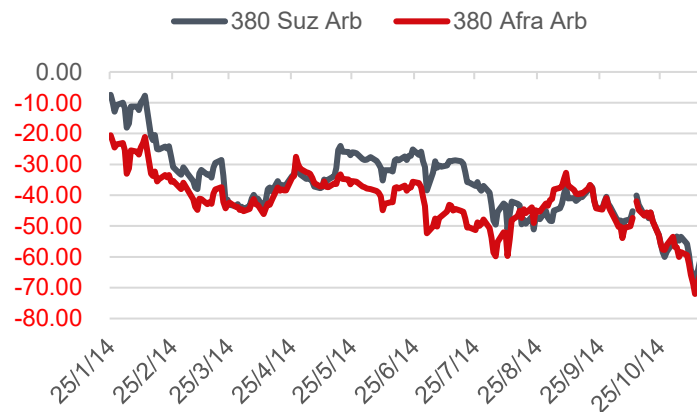
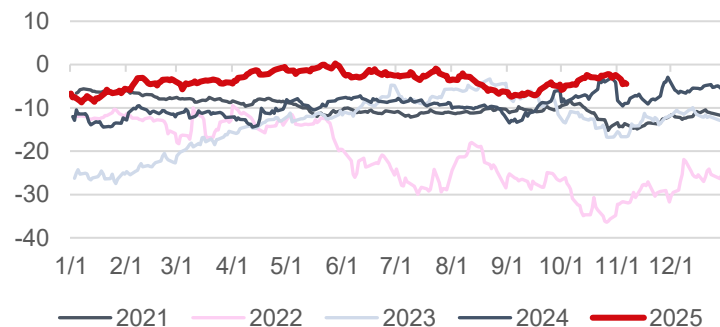
Gasoil-Brent



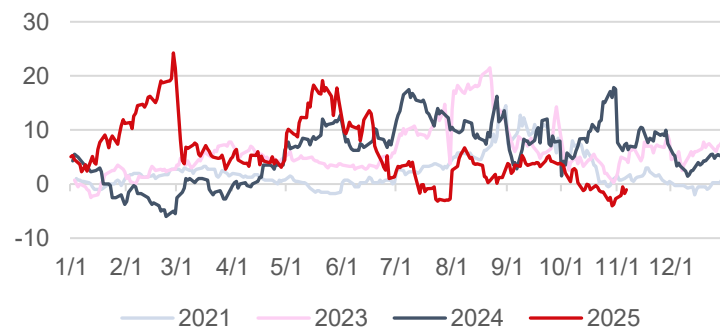
MOPJ-Brent



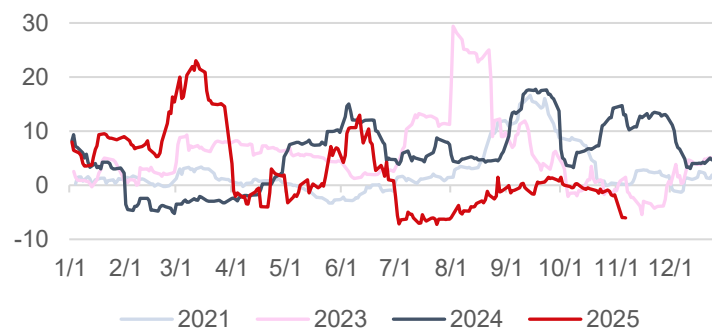
ARA Brent Crack 首行



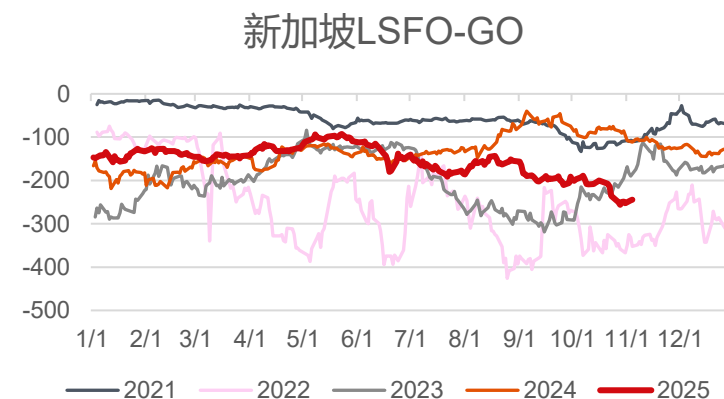
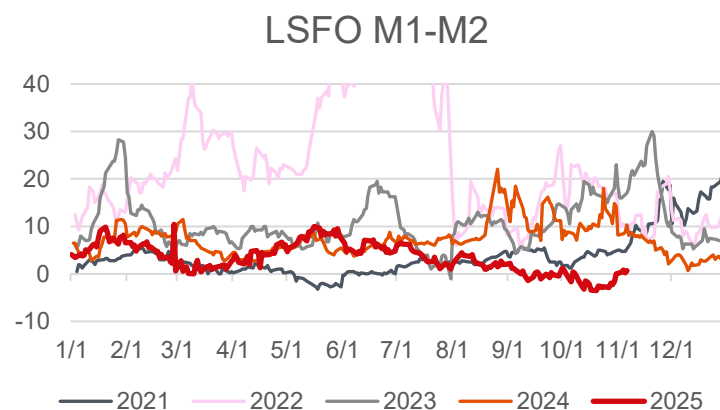
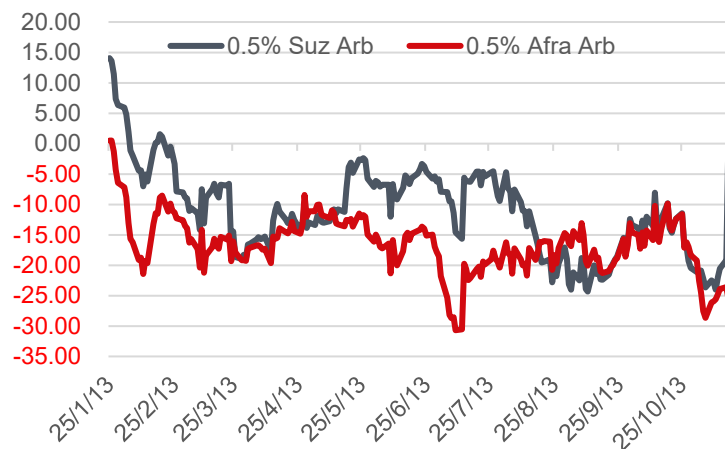
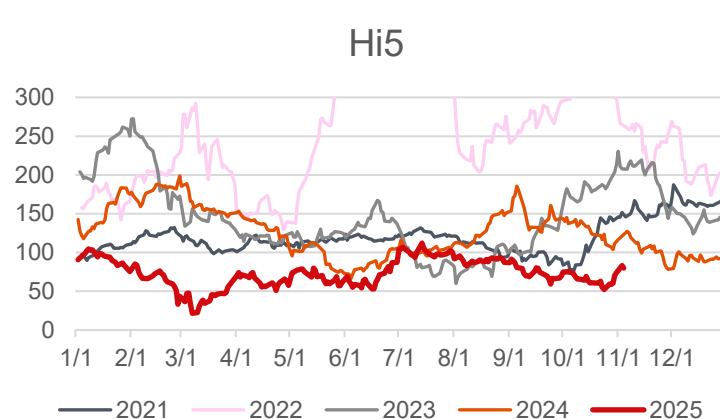
新加坡高硫 M1-M2



HSFO380现货贴水



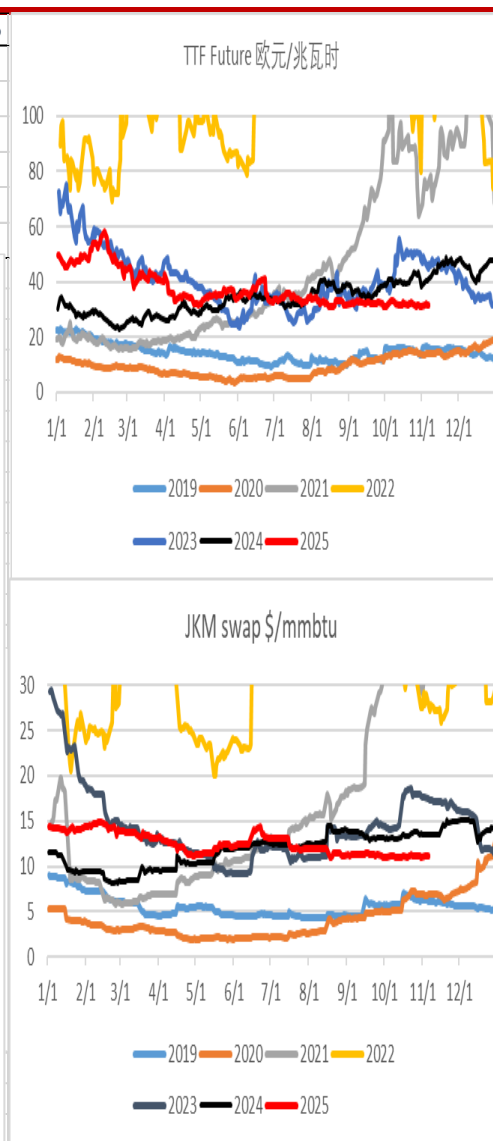
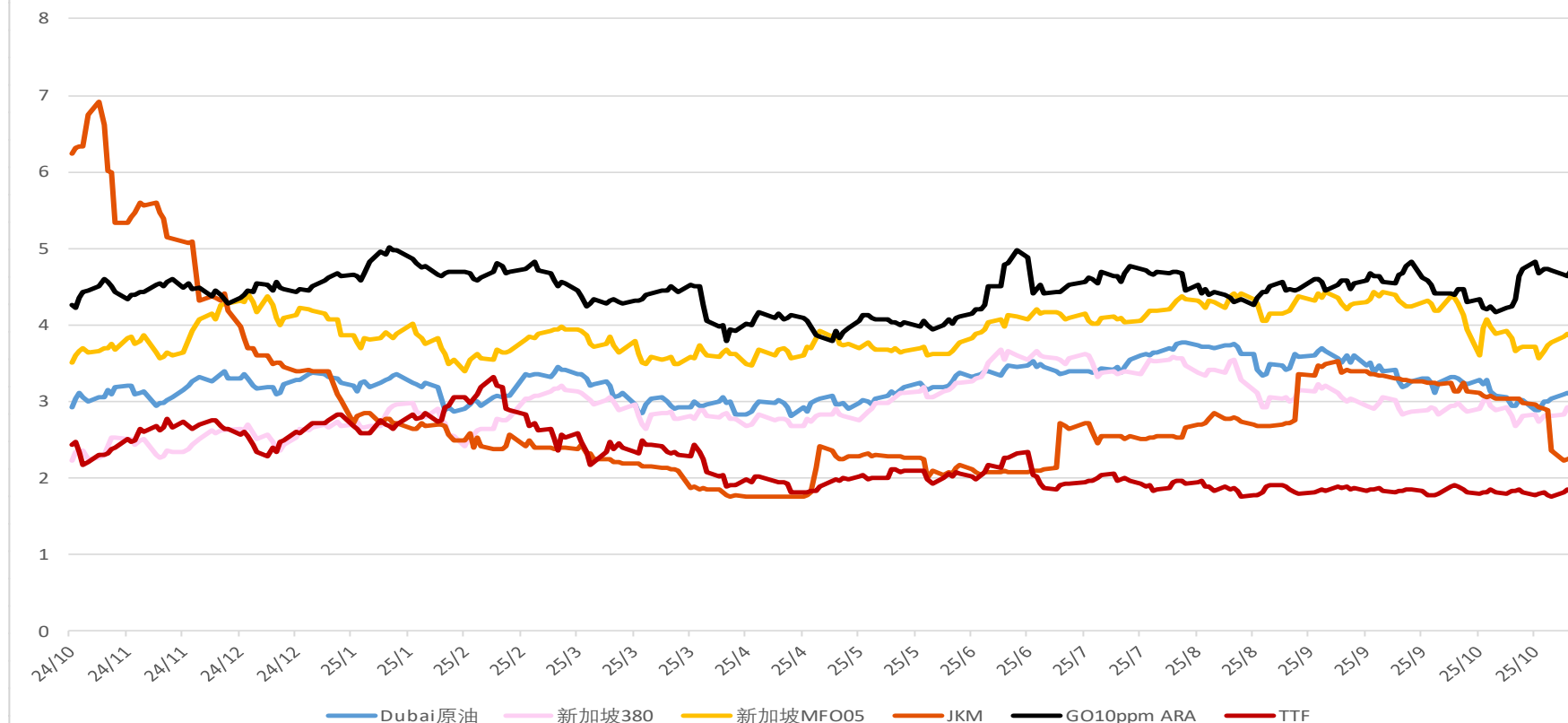
低硫燃料油跨区跨品种价差



天然气燃料油比价

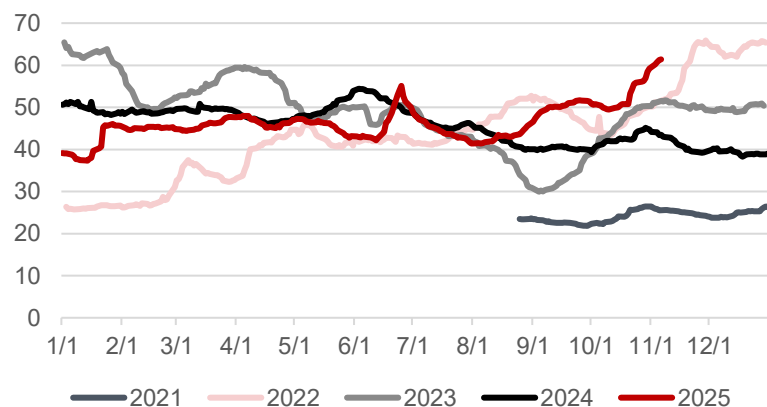
等热值价格 (美分/兆焦)	2025/11/5	2025/10/30	W/W	W%	M/M	Y/Y	2025/10/8	2024/11/6
新加坡380	2.92	2.83	0.09	3.17%	-0.05	0.50	2.98	2.42
新加坡180	2.94	2.88	0.06	2.09%	-0.19	0.36	3.12	2.58
新加坡0.5%	3.85	3.73	0.13	3.38%	-0.42	0.16	4.27	3.70
日韩天然气JKM	2.26	2.88	-0.62	-21.46%	-0.86	-3.74	3.13	6.01
GO10ppm ARA	4.72	4.74	-0.02	-0.43%	0.26	0.16	4.46	4.56
TTF	1.80	1.77	0.03	1.96%	-0.07	-0.51	1.88	2.32

发电燃料等热值价格 美分/兆焦

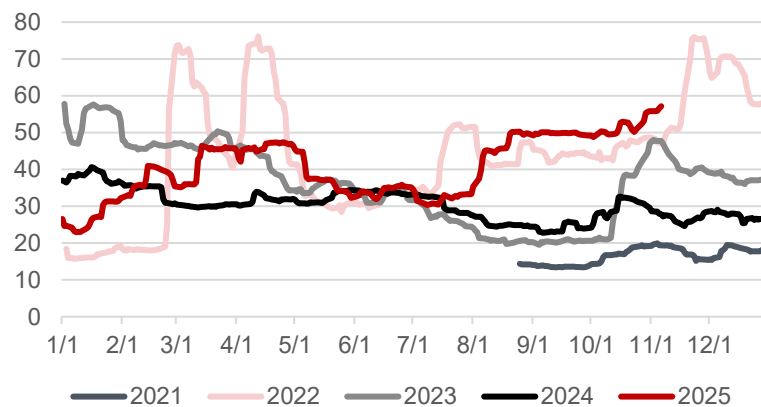


跨区运费参考

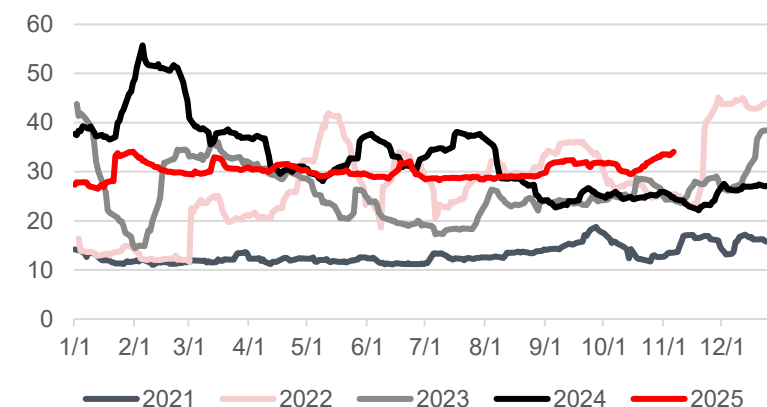
俄罗斯 to 新加坡 Afra Dirty



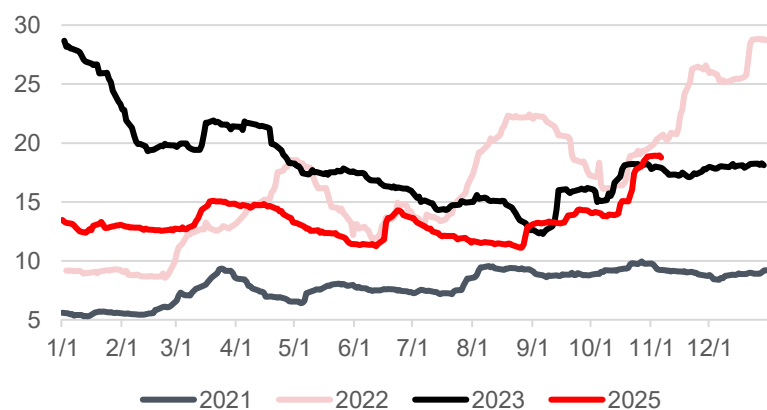
俄罗斯 to 新加坡 Suz Dirty



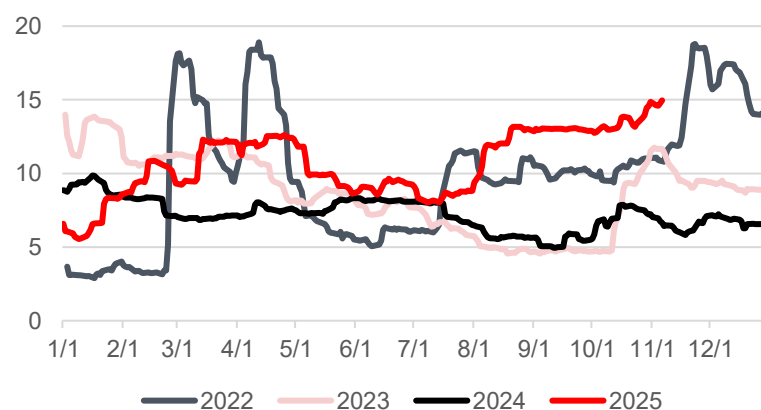
鹿特丹 to 新加坡 VLCC Dirty



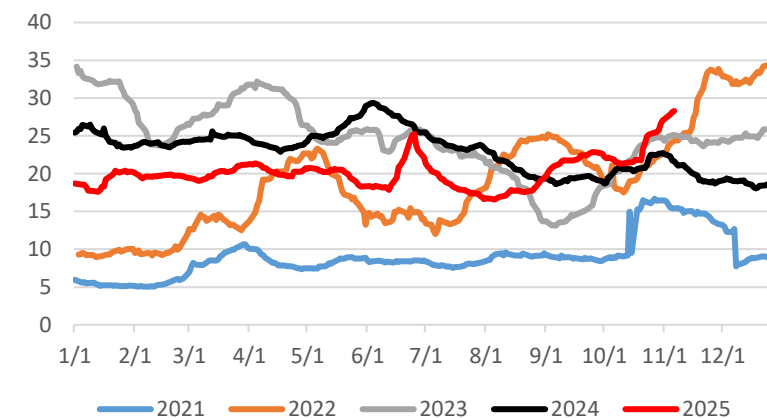
印尼 to 日本 Dirty

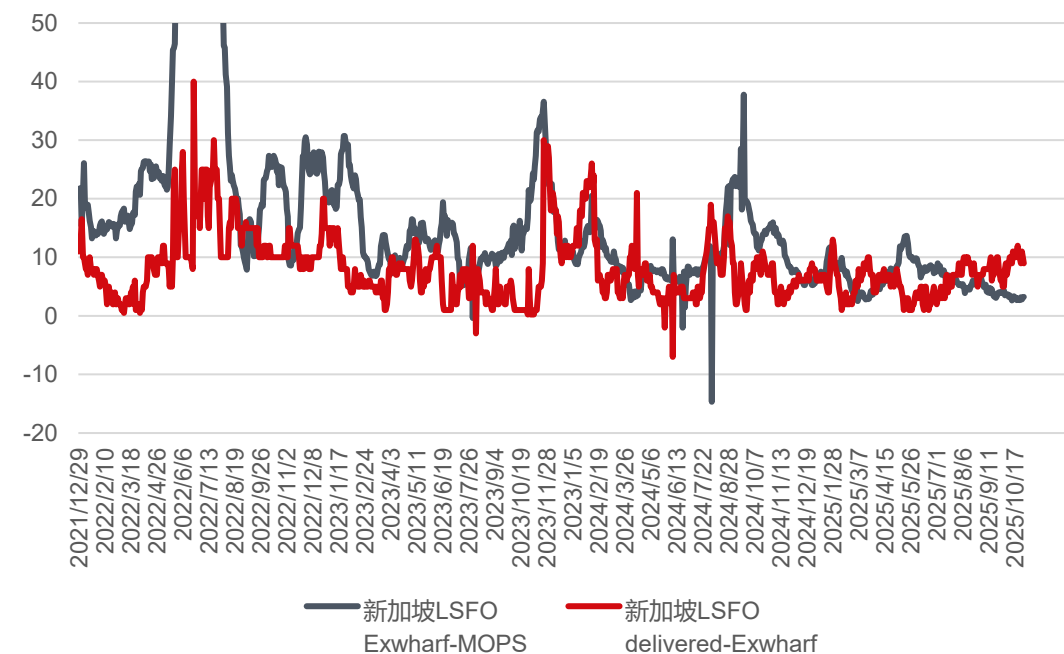
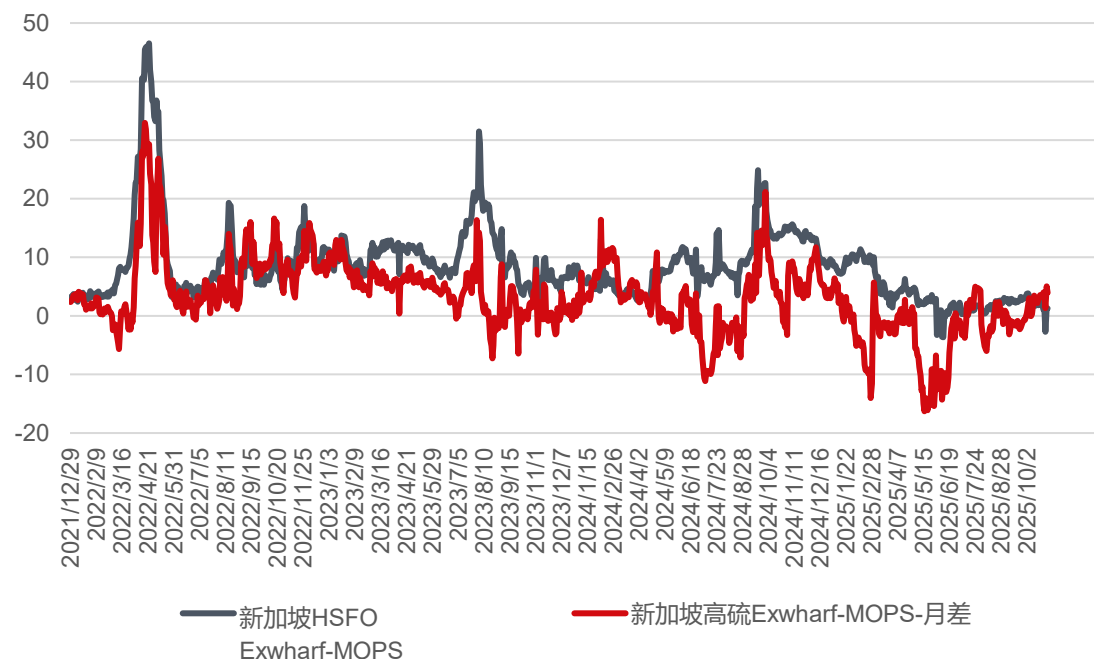


俄罗斯 to 地中海 Dirty



科威特 to 新加坡 Dirty

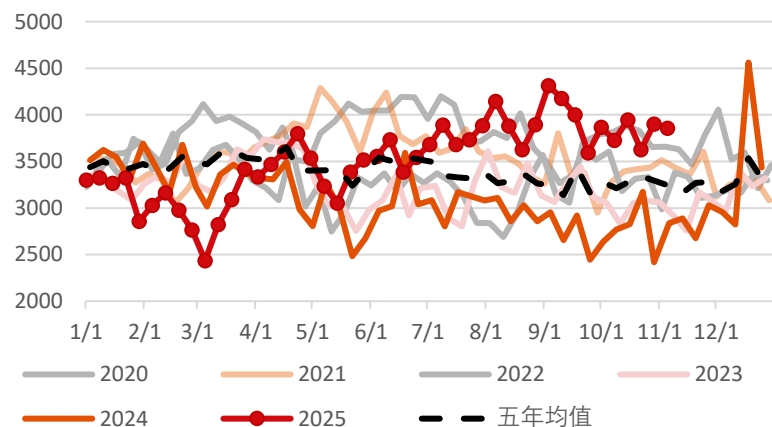




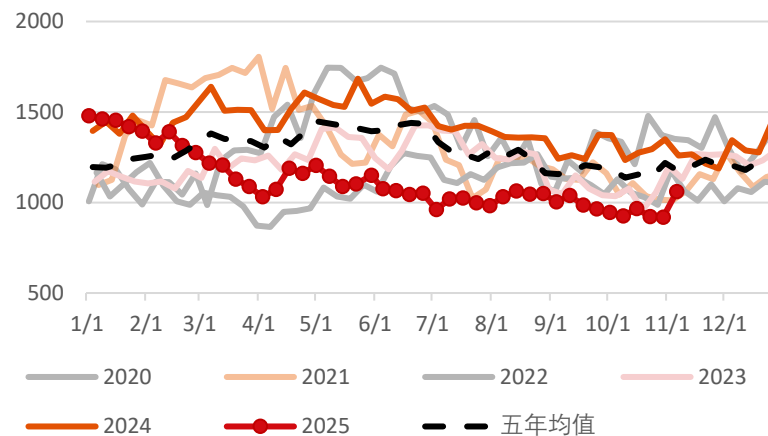
- MOPS代表未来15-30天内装船的FOB价格，数量为2万-4万吨
- Ex-wharf代表未来3-15天内码头交货价格，数量为3000-6000吨
- Delivered代表未来5-10天交付的加注价格，数量为500-1500吨

燃料油库存结构

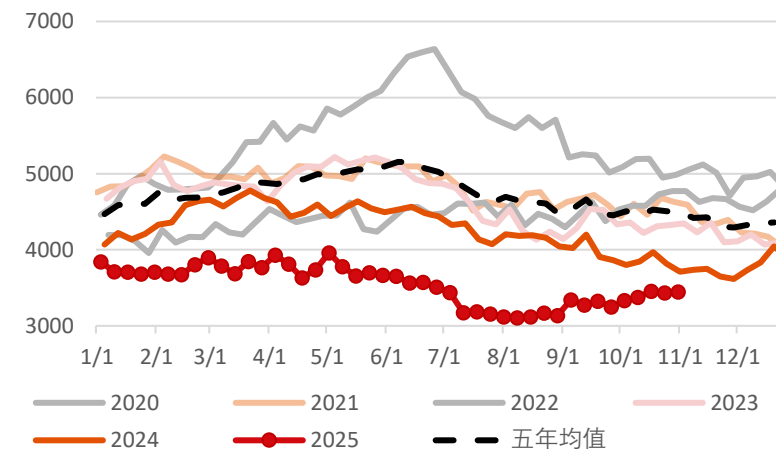
新加坡燃料油库存 kt



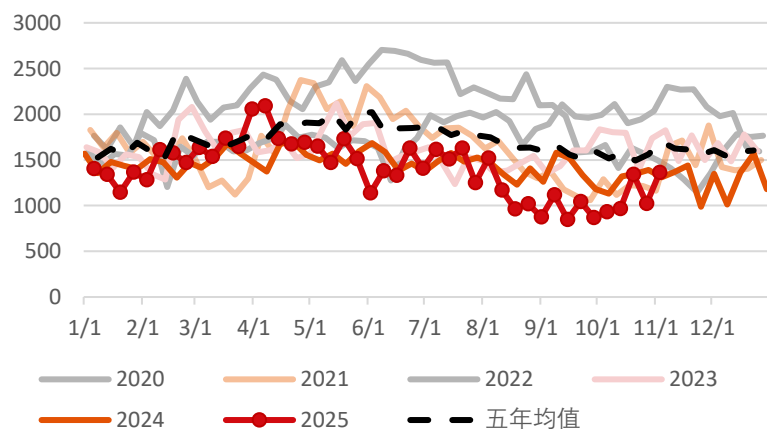
ARA 燃料油 kt



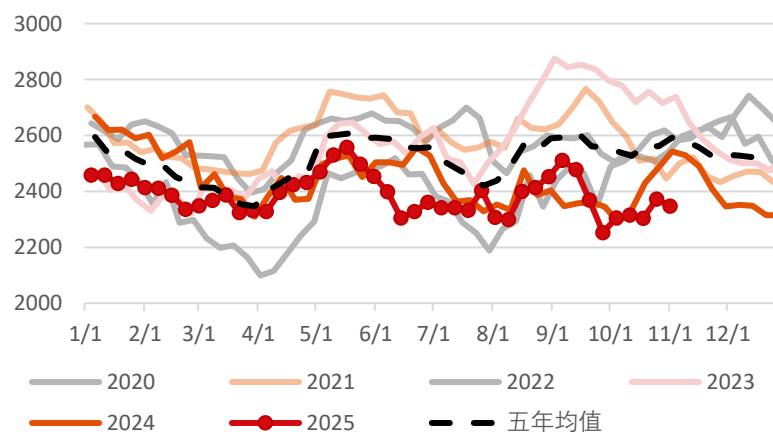
US燃料油库存 kt



富查伊拉燃料油库存 kt

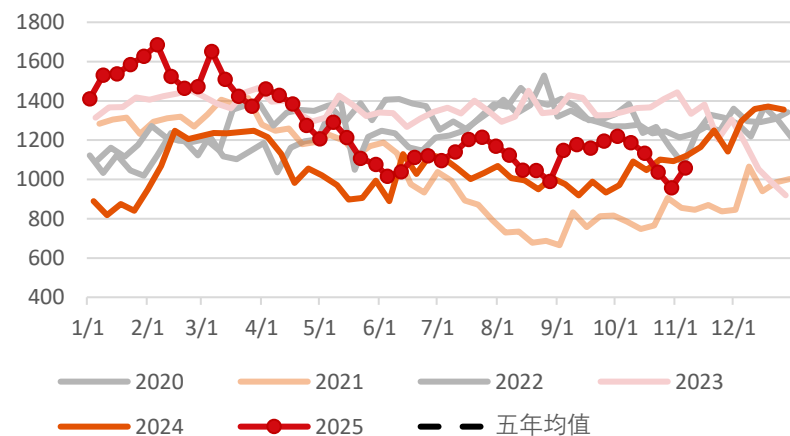


日本燃料油库存 kt

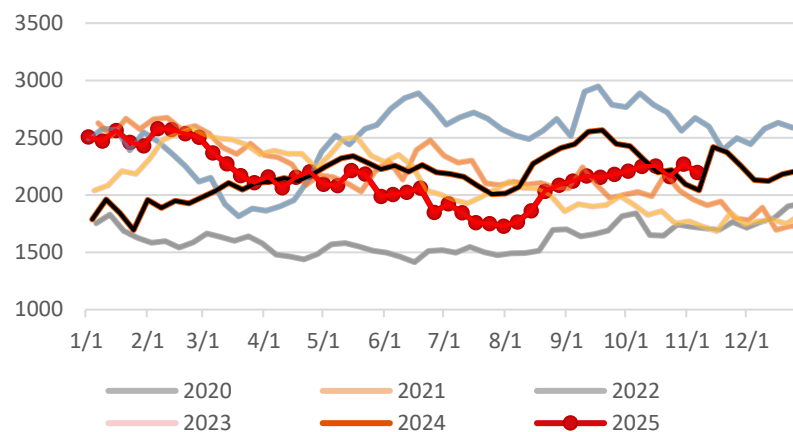


西北欧库存结构

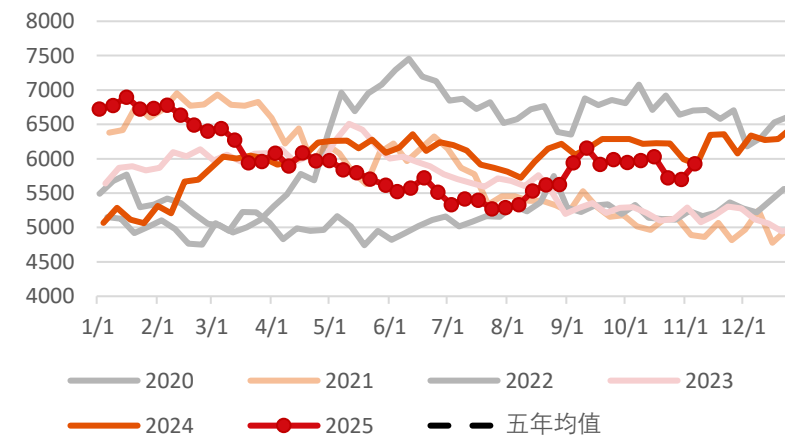
ARA汽油库存 kt



ARA柴油库存 kt

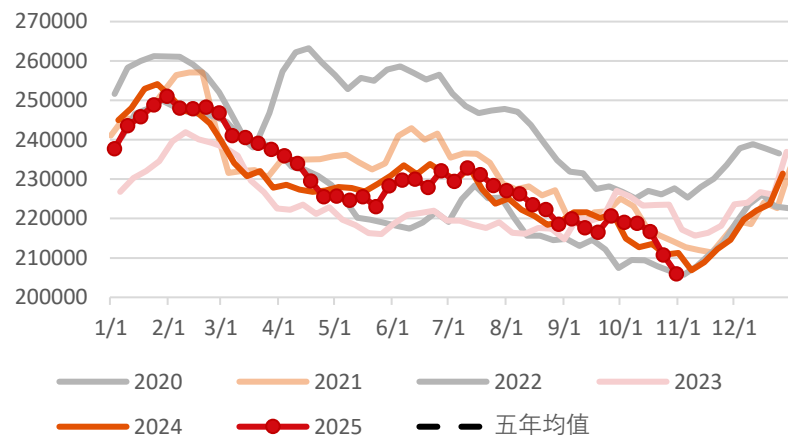


ARA成品油 kt

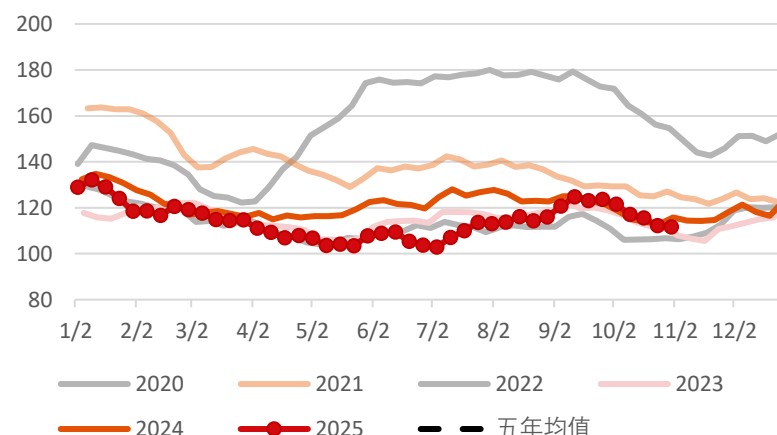


美湾库存结构

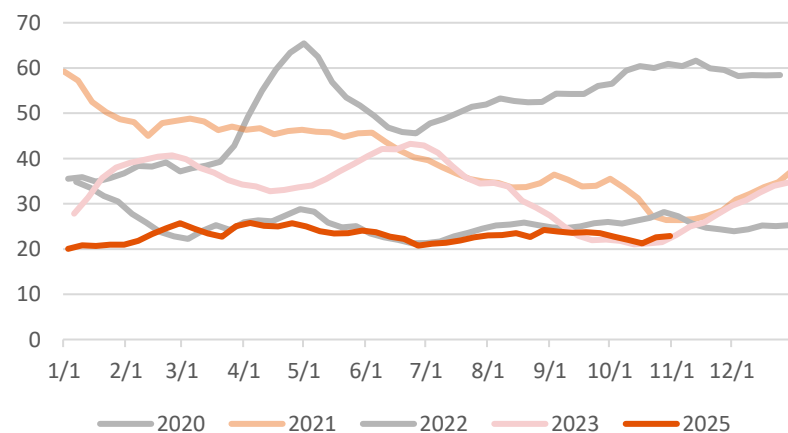
US汽油 KBBL



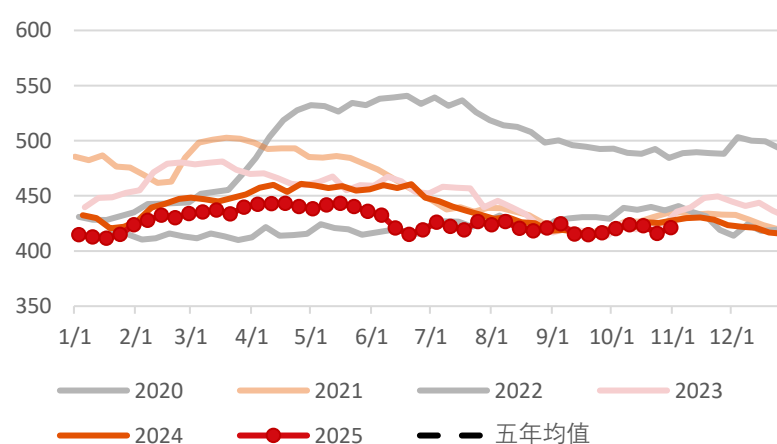
US柴油 mbbl



Cushing原油 mbbl

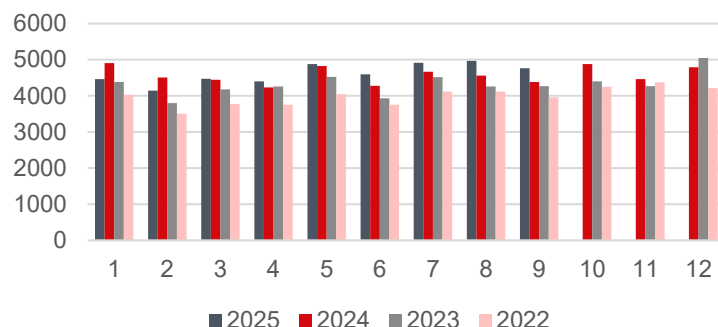


US商业原油 mbbl

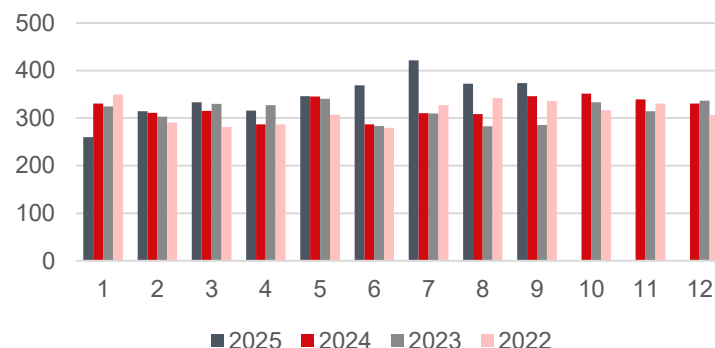


- 新加坡9月船燃加注共476.5万吨，环比-20.0万吨（-4.0%），同比+38.0万吨（+8.7%）。其中，高硫船燃加注191.6万吨，环比-1.0万吨（-0.5%），同比+26.0万吨（+15.7%），高硫船燃加注占比40.2%，环比增加1.4个百分点。低硫船燃加注242.2万吨，环比-17.3万吨（-6.7%），同比+7.8万吨（+3.3%），低硫船燃加注占比50.8%，环比减少1.4个百分点。

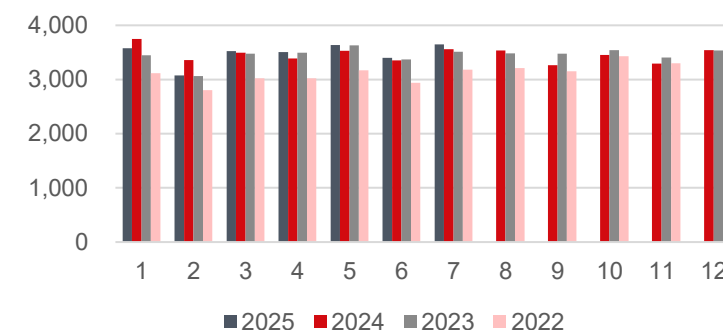
新加坡船加油 KT



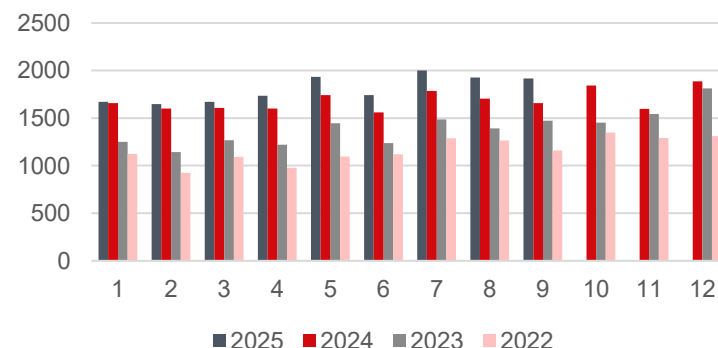
MGO



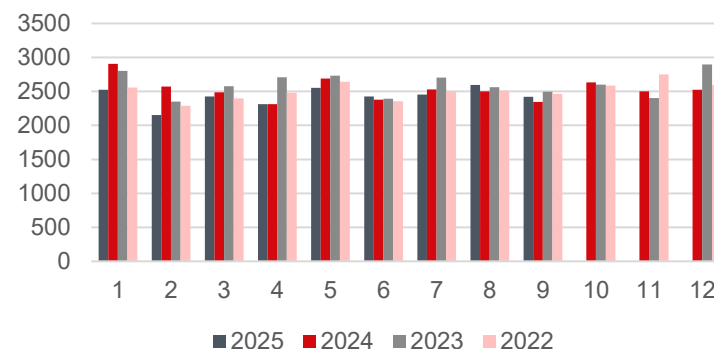
新加坡抵港加油船舶数量 艘



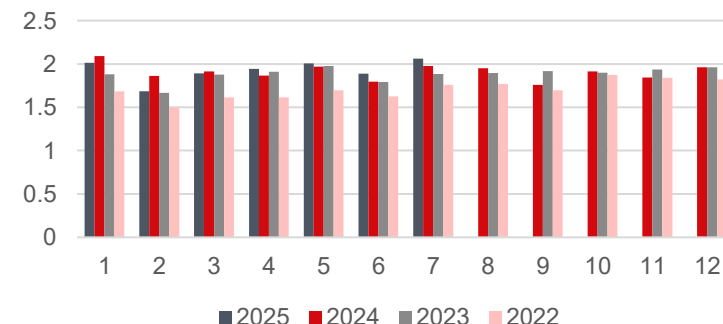
HSFO



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