

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	9
四、库存与估值	14
第三部分 后市展望及策略推荐	17
免责声明	18

供应变量带来机遇

第一部分 前言概要

【行情回顾】

2025 年高硫燃料油呈现上半年强下半年弱的分化走势。上半年持续强势，其利多支撑由供应转向需求。一季度，俄罗斯、伊朗和墨西哥等主要高硫供应地区都存在自身的供应缺口。二季度亚洲价格高位吸引套利物流增加，供应回升但夏季旺季发电需求开始强势启动。下半年亚洲高硫燃料油市场价格开始持续受到高库存的压制。

2025 年低硫燃料油市场主要受到几个供应地区能源设施变化的影响，无大矛盾驱动，整体市场价格偏弱势震荡，波动率较往年下行。主要问题集中在 Dangote 炼厂 RFCC 不断调试，马来西亚 Rapid 炼厂 RFCC 检修回归延迟，南苏丹低硫重质原油出口受苏丹内战扰动，Al-Zour 炼厂偶尔部分装置技术性停产。

【市场展望】

2026 年高硫燃料油，主要关注俄乌冲突和欧美制裁结束后的高硫燃料油全球供应物流重塑，高硫对外供应总量整体上行，但往亚洲供应量随着欧美制裁的放松而被逐步分流。重点关注二季度，亚洲高硫被分流后出现短暂缺口叠加中东旺季发电开始备货，或短期内强势支撑亚洲高硫价格上行。2026 年低硫燃料油，供应仍关注各地装置变动。

【策略推荐】

- 1.单边：26 年 2 月前低硫过剩压力存在，关注反弹空机会。高硫重点关注俄乌进展。
- 2.套利：FU5-9 正套机会关注。
- 3.期权：无。

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，并不构成对客户的投资建议。



银河期货

第二部分 基本面情况

一、行情回顾

2025 年高硫燃料油呈现上半年强下半年弱的分化走势。

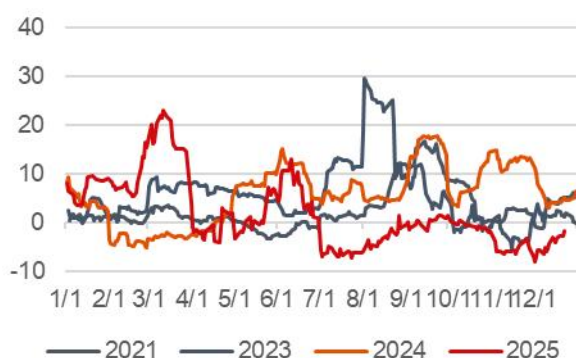
高硫燃料油市场在 25 年上半年持续强势，其利多支撑由供应转向需求。一季度，高硫燃料油主要受供应端的支撑，俄罗斯、伊朗和墨西哥等主要高硫供应地区都存在自身的供应问题。俄罗斯在年初受美国制裁后，与乌克兰的冲突也持续紧张，受乌轰炸而受损的炼厂在二三月集中停产。墨西哥炼厂年初受装置运行不稳定及原料质量等问题，对外高硫出口低位维持。2 月起美国开始对伊朗“极限”施压制裁，直接影响到其对外出口物流。高硫现货贴水一度上涨至 20 美元/吨以上高位，裂解自 2 月起维持在 0 值以上高位震荡。二季度高硫价格高位吸引套利物流增加，供应回升但夏季旺季发电需求开始强势启动。埃及 4 月起大量发布招标采购高硫燃料油用于发电，沙特 4 月大炼厂检修及伊朗核电发电延迟回归背景下，中东开始进口高硫备货夏季发电需求。伊以冲突加剧后，现货窗口端高硫卖家减少同时开始出现高价成交，推升高硫现货贴水至 5 美金/吨以上水平，高硫裂解也持续上行至 4 美金/桶左右历史高位水平。下半年亚洲高硫燃料油市场开始持续受到高库存的压制。三季度供应回升同时需求开始走弱。Opec 增产背景下高硫重质原料预期回升，俄罗斯炼厂受袭程度加深后高硫燃油作为炼厂原料出口反而开始有所增长。需求端，25 年埃及和中东发电需求提前启动后回落也提前且迅速，新加坡高硫现货贴水自 7 月初跌至 0 值以下水平后持续下行，裂解也从迅速从高位下跌至 -5 美金/桶左右，处于同期中位水平。四季度高硫进料需求在中国税改及原油配额不足预期背景下带来短暂且有限的小幅支撑，整体高硫价格仍受到供应充裕的压制，高硫现货贴水维持在 -5 美金/吨低位震荡，裂解在供应充裕的需求淡季持续下行至 -10 美金/桶左右低位震荡。

2025 年低硫燃料油市场主要受到几个供应地区能源设施变化的影响，无大矛盾驱动，整体市场价格偏弱势震荡，波动率较往年下行。

供应端的主要问题集中在尼日利亚 Dangote 炼厂 RFCC 装置不断调试，马来西亚 Rapid 炼厂 RFCC 装置检修回归延迟，南苏丹低硫重质原油出口受苏丹内战扰动，Al-Zour 炼厂偶尔部分装置技术性停产。几地供应问题间歇性出现，带来市场扰动。低硫需求无明显矛盾驱动，各主要加注港口低硫船燃加注量稳定且市场份额随着脱硫塔数量的增长而边际下滑。

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 3：新加坡高低硫价差

单位：美元/吨



数据来源：银河期货，隆众

图 2：新加坡低硫现货贴水

单位：美元/吨



数据来源：银河期货，隆众

图 4：新加坡 LSFO-GO

单位：美元/吨



数据来源：银河期货，隆众

图 5：高硫燃料油裂解 单位：美元/桶



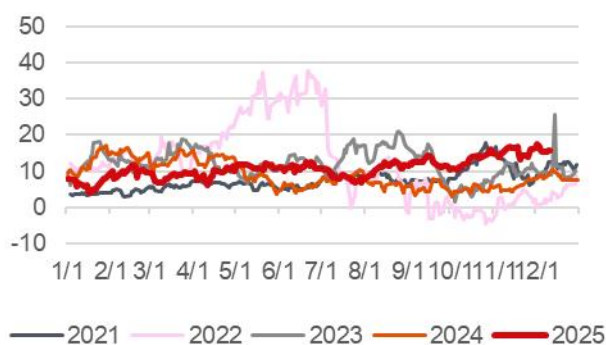
数据来源：银河期货，隆众

图 6：低硫燃料油裂解 单位：美元/桶



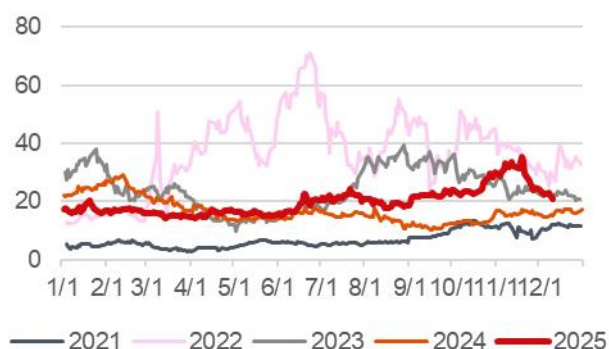
数据来源：银河期货，钢联

图 7：92 号汽油裂解 单位：美元/桶



数据来源：银河期货，隆众

图 8：10ppm 柴油裂解 单位：美元/桶



数据来源：银河期货，钢联

二、高硫供应

俄罗斯 25 年高硫燃料油供应的主要影响因素在于地缘，持续加码的欧美制裁及乌克兰的间歇性轰炸在年内不断扰动俄罗斯地区对外的高硫燃料油供应。

25 年美国对俄主要制裁两次。25 年 1 月美国进一步制裁俄罗斯石油出口，扩大了对俄罗斯油轮船只的制裁范围，油轮运力收紧；25 年 10 月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，进一步限制俄油对外供应。

25 年欧盟对俄有两轮制裁加码。5 月 20 日，欧盟通过了对俄的第 17 轮制裁方案，对俄的“影子船队”及石油生产贸易限制进一步严苛，主要针对俄罗斯的“影子舰队”油轮，其运营商以及俄罗斯主要的石油生产商。7 月 18 日，欧盟批准了对俄的第 18 轮制裁方案，包括修订后的石油价格上限、新的银行限制和对俄罗斯石油制成燃料的限制。

乌克兰对俄罗斯的能源设施袭击两次，持续时间较长范围较广。25 年第一次轰炸始于 1 月末持续至四月中旬，其中包括 Tuapse、Ryazan、Volgograd 等大炼厂均反复多次受到轰炸，直接影响到了燃料油的产能及出口量。三四月份期间的俄乌停火协议及美俄谈判都未有直接具体的落实结果，轰炸持续且美国制裁也暂无缓和。25 年第二次轰炸始于 8 月初持续至 12 月，期间重要出口港口 Novorossiysk 和 Tuapse，和大型炼厂 Volgograd、Ryazan、Ust-Luga 等均受到反复袭击，严重影响到俄罗斯能源产能及出口。

俄罗斯能源受袭初期及恢复末期，高硫供应及出口会因炼厂加工量减少而下行，而在地区内多数炼厂连带二次加工装置全厂停摆的深度受袭阶段，高硫作为炼厂原料其产出和出口反而开始上行。25 年 3 月及 9 月是俄罗斯地区炼厂受袭最严重时期也是全年高硫燃料油出口水平最高的两个月，3 月出口 294 万吨，9 月出口 295 万吨，25 年月均出口约 240 万吨。

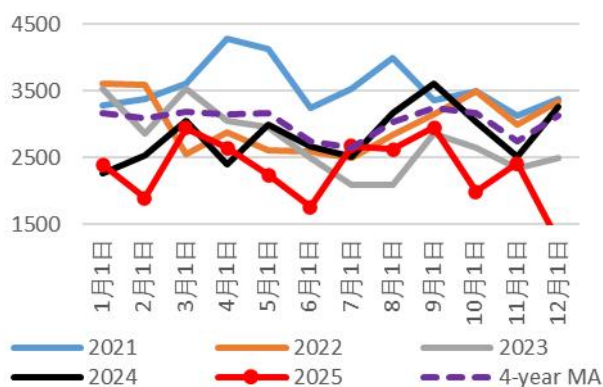
26 年俄罗斯高硫供应主要矛盾仍集中在地缘，若俄乌局势僵持且欧美制裁无放松迹象，持续谈判无明确落地期间，预期高硫维持当前出口水平无大变动。若 26 年俄乌局势开始明确缓和，俄罗斯高硫对外供应总量预期整体上行，但往亚洲供应量预期随着欧美制裁的逐步放松而被分流。

俄罗斯往欧美的总供应水平大概在 220 万吨，往美国的出口在 22 年 4 月起就已彻底归零，而往欧洲的供应随着制裁的加码逐步减少至 23 年归零。22 年俄乌冲突爆发前，俄罗斯是美国高硫燃料油和欧洲成品油的最主要供应地之一，俄罗斯在被制裁，出口往美国的月均高硫供应量在 90 至 130 万吨区间，占俄罗斯对外供应总量的 25%至 30%，美国高硫进口量中来自俄罗斯的高硫在 21 年占约 50%水平。

欧美制裁放松背景下，自 22 年起被迫流往亚洲的高硫增量预期逐步回归至欧美物流线，美国回归节奏参考 22 年制裁时的断流节奏，预期快于欧洲地区。欧洲对于俄罗斯油品的回归预期分区域和产品质量阶段性地实现部分回归。总结来看，俄乌局势缓和初期，市场主要矛盾开始于高硫市场总供应即时增长压抑高硫原料市场价格，后随着亚洲方向部分高硫物流回归至欧美市场，亚洲市场即期供应减少带来短期的高硫缺口，抬升亚洲高硫市场价格，推升东西价差，直至新的高硫供应格局随着俄乌问题和欧美制裁的逐步结束而逐步稳定。

图 7：俄罗斯高硫燃料油出港

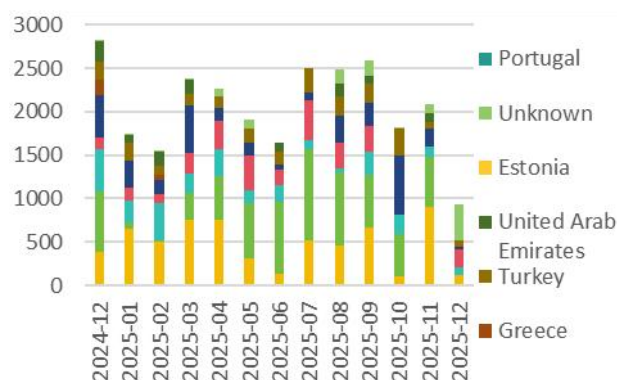
单位：千吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 8：俄罗斯高硫流向

单位：千吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

墨西哥 25 年高硫供应主要受到 Olmeca 炼厂产能频繁变化的扰动，同时 Olmeca 和 Tula 炼厂二次装置的逐步投产也边际削弱高硫产出。

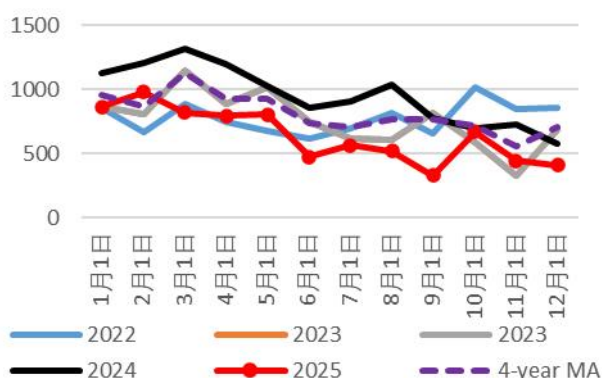
墨西哥 Olmeca 炼厂于 23 年底投产，24 年一次装置稳定运行下高硫产量和出口提升，25 年其焦化及汽油装置逐步投产但处于运行极不稳定状态，常导致整个炼厂的关停或产能大幅下调。25 年初始 Olmeca 炼厂产能低位运行下，一季度高硫出口稳定在月均 85 至 90 万吨水平；二季度该炼厂二次装置提负并开始尝试出口 ULSD，高硫产出及出口边际小幅下行至月均 80 万吨水平；三季度 Olmeca 因电力及技术问题频繁停产，同时 Tula 炼厂新一套焦化装置正式投产，高硫对外出口在 9 月下行至历史新低约 33 万吨，较 Olmeca 炼厂投产初期供应下行约 100 万吨，较 25 年年初高硫供应下行约 50 万吨。（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）。)

Olmecca 炼厂产能已在 25 年年末回升至 30 万桶/日；Tula 炼厂年末维持 20 万桶/日左右 (65%) 加工量, 估计其新投产焦化装置并未完全顺利运行。26 年计划投产有 Salina Cmuz 炼厂的一套焦化装置，渣油加工能力为 7.5 万桶/天（35 万吨/月）。

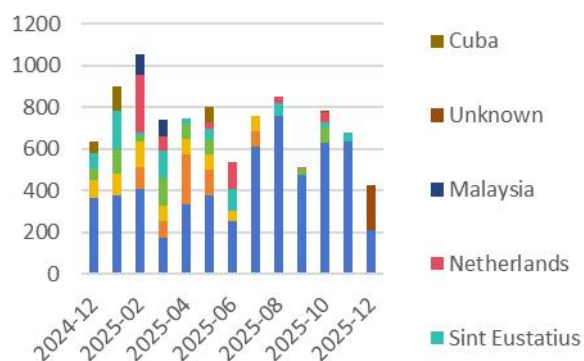
26 年 Olmecca 炼厂高负荷运行，Tula 新焦化装置逐步稳定运行，同时新二次炼能缓慢投产的预期下，预计墨西哥高硫出口下行至 50 万吨/月以下水平并仍有继续边际下行空间。

图 7：墨西哥高硫燃料油出港 单位：千吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 8：墨西哥高硫燃料油流向 单位：千吨



数据来源：银河期货，百川盈孚 I

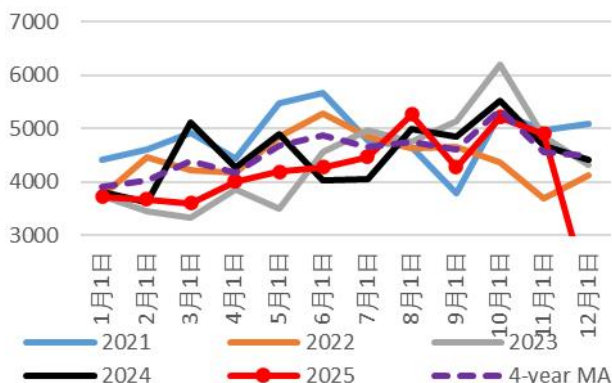
中东 25 年高硫供应主要矛盾集中于地缘及地区内发电需求。

自年初开始的美国对伊朗的持续制裁及年中爆发的伊以冲突，大幅抑制了伊朗在今天的对外高硫供应，

2 月初美国表示将恢复对伊朗的“极限施压”，打击其石油运输网络，同期伊朗冬季“发电厂燃料短缺”，发电燃料分流。二季度美国制裁及伊以冲突加剧期间，伊朗对外高硫出口量下行至 88 万吨月均水平，较往年同期供应下行约 33%。美国制裁行政命令持续发布，打击伊朗石油运输和采购网络，其中中国作为伊朗油的主要进口需求国，其主要进口码头及炼厂也陆续受到制裁影响。三季度仍然是中东发电需求旺季叠加伊以冲突后美国制裁的持续影响，中东整体对外高硫出口仍受限，四季度随着发电需求的消退及当前主要大炼厂负荷提升而回升至往年正常出港供应水平。

图 7：中东高硫燃料油出港

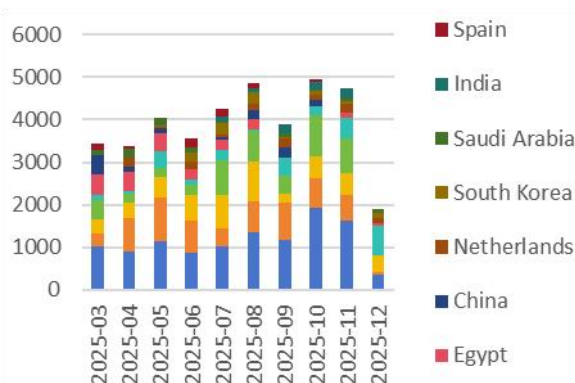
单位：千吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 8：中东高硫燃料流向

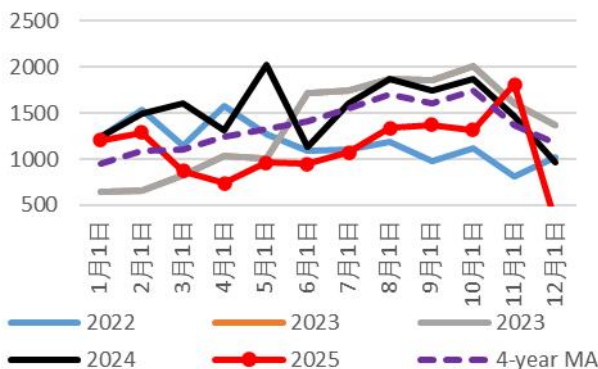
单位：千吨



数据来源：银河期货，百川盈孚 I

图 9：伊朗高硫燃料油出港

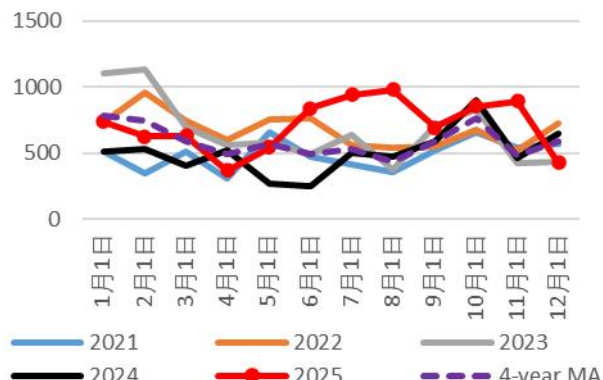
单位：千吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 10：沙特高硫燃料油出港

单位：千吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

三、高硫需求

高硫船燃需求支撑稳定，各港口船燃销量占比继续边际增长，边际增量来自脱硫塔船舶数量的稳定增长。

23 年年底起的红海停运，进一步间接催化高硫船燃市场结构的增长。24 年至 25 年绕航持续，航运燃油成本大增，高硫燃油经济性进一步凸显，部分老旧船舶推迟低硫燃油转换计划，同时全球船舶脱硫塔安装量进一步增长。

2025 年全球船舶脱硫塔安装量进一步加速增长，强化了高硫船燃的使用基础。截至 25 年 8 月，24 至 25 年全球脱硫塔安装年度增长量为 1467 艘，增速为 27%，而 22 年至 24 年之间，年均全球船舶脱硫塔安装增长量仅为约 270 艘，增速为 5%。

新加坡 25 年船燃加注总量较 24 年基本持平，其中高硫船燃销量边际上行而低硫边际下

行，同时 LNG 船燃加注占比继续提升。24 至 25 两年船燃加注量较红海停运前存在约 30 万吨的明显增量。

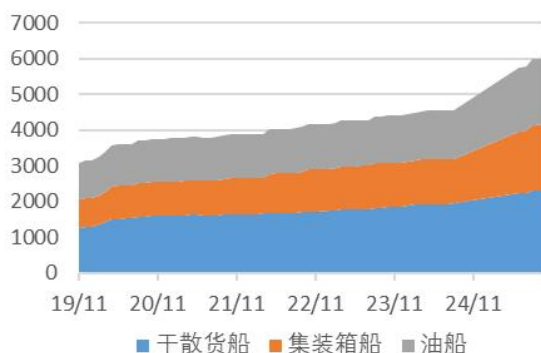
新加坡 2025 年截至 10 月船燃月均销量为 464 万吨/月，高硫船燃月均销量 181 万吨/月，低硫船燃销量 243 万吨/月。25 年总船燃月均销量较 24 年船燃月均小幅增长 6.3 万吨 (+1.4%)，其中高硫增长 46 万吨/月 (+34%)，低硫减少 9.6 万吨/月 (-4%)；25 年总船燃月均销量较红海停运前增长约 39 万吨(+9%)，其中高硫月均加注量增长 46 万吨(+34%)，低硫月均加注量减少 14 万吨 (-5%)。

富查伊拉 2025 年截至 10 月船燃月均销量为 62.7 万立方米，其中高硫占比 29%，低硫占比 64%。25 年高硫船燃月均销量较 24 年增长 3%，消费结构占比增长约 2 个百分点；低硫船燃月均销量较 24 年减少 5%，消费结构占比减少约 2 个百分点。

2025 年 11 月加沙停火预期下，胡塞武装袭击开始减少，部分船公司在 12 月开始测试红海航线安全性，26 年着重关注船行情大规模复航可能性及节奏，若 26 年中旬地缘无明显加剧局势，船公司逐步按计划开始复航，则全球船燃加注量预期整体减少，回吐前期绕航涨幅，但高硫船燃消费结构在已有脱硫塔船舶增量背景下维持当前占比但后期增速预期放缓。

图 15：脱硫塔安装进度

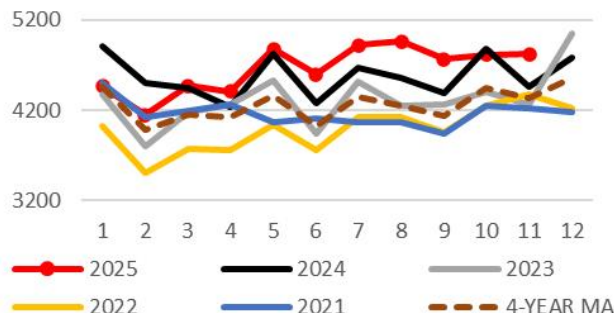
单位：艘



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 16：新加坡高硫船燃加注

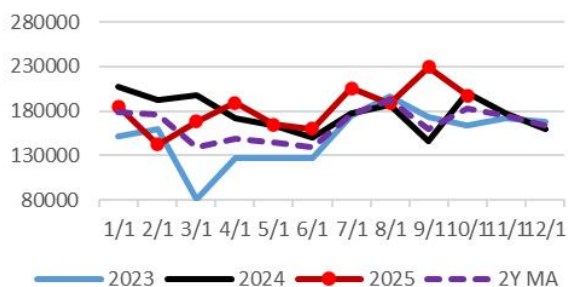
单位：千吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 17：富查伊拉高硫船燃加注

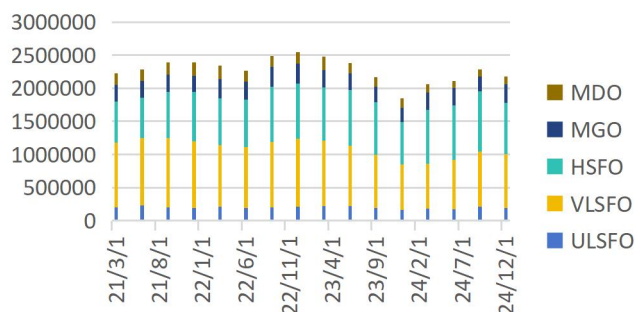
单位：立方米



数据来源：银河期货，钢联

图 18：鹿特丹船燃加注

单位：吨



数据来源：银河期货，钢联

上半年中国进料需求主要受到国内政策和国外制裁两方限制，采购意愿下降，整体高硫进料到港水平下行；而下半年山东燃料油进口退税试点叠加四季度原油配额缺口，支撑高硫进料需求小幅上行。

国内限制：1) 25 年 1 月 5 日，山东港口集团禁止受美国制裁的油轮停靠其位于中国东部省份的港口。2) 25 年年初，燃料油关税上调（1%上行至 3%）及消费税成本增加（全额退税改为 50%-60%退税）直接影响燃料油进口成本。5 月山东部分地区炼厂试点上调燃料油消费税抵扣比例，地方炼厂成本压力小幅缓解。

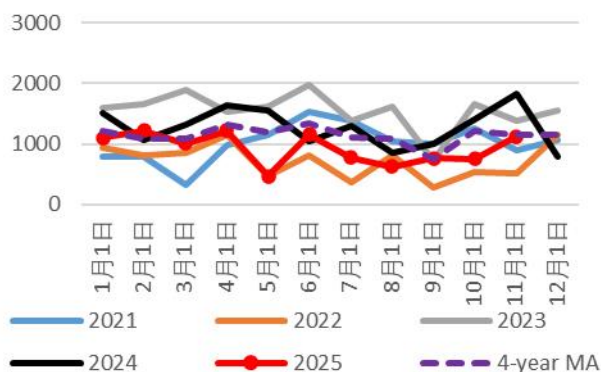
国外制裁，俄罗斯方面，美国对俄制裁加码同时欧盟及英国对俄制裁条例中也开始将中国能源企业纳入制裁范围，其中包括对裕龙石化和辽阳石化等主要进口俄油炼厂的全面制裁。

伊朗方面，美国对中伊能源合作进行“全链条打击”特征，2025 年累计制裁 47 家中国实体，和 12 艘中国控制船舶，包括地炼（4 家）、码头仓储（7 家）、航运（15 家）、物流检验代理（6 家）和贸易公司（15 家）。中国进口俄伊能源面临成本上升和供应链调整压力。

26 年无新的重大地缘局势变化下，中国高硫进料需求预期仍将维持在 100 万吨/月左右水平。进料需求的主要影响因素仍在于其经济性，俄罗斯高硫直馏市场价格相对低位、高硫裂解偏弱叠加国内退税政策支持背景下，国内炼厂仍有意愿进口高硫作为进料已弥补原油配额的不足。

图 15：中国高硫燃料油到港

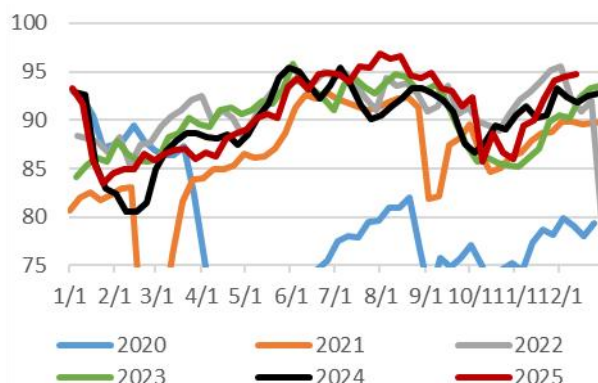
单位：千吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 16：美国炼厂开工率

单位：%



数据来源：银河期货，百川盈孚

25 年高硫夏季发电需求在地缘及地区能源危机下提前超预期增长，但回落也快于往年。

埃及地区，25 年高硫夏季发电需求高位维持，长期天然气缺口问题叠加年中伊以冲突下以色列天然气供应临时中断，燃料油作为发电替代燃料在埃及需求增长。

1) 天然气临时及长期缺口问题：以色列是埃及天然气进口的主要来源国，进口量占埃及天然气进口总量的 40%至 60%，约占其消费量的 15%至 20%。年中伊以冲突背景下，以色列天然气供应中断，高硫燃料油即期替代增量约为 7 万桶/日（33 万吨/月）。长期来看，埃及缺乏新投产气田，地区内天然气产量不断下行，在今年下行至九年内最低水平。为解决近两年天然气供不应求及轮流停电问题，埃及截至二季度末就已采购约 225 万吨液化天然气，相当于去年总购买量的 90%，估计整个 25 年埃及最多已购买 160 批天然气。

2) 燃料油采购及物流：埃及自二季度开始大量招标采购燃料油，4 至 8 月月均招标量达到约 100 万吨，较去年招标增长约 30%，夏季发电需求旺季期间，路透评估埃及日均消耗 4 万吨燃料油用于发电。物流端，二季度为埃及燃油进口需求最高峰，三季度开始明显下行。埃及高硫燃料油净进口于 5 月达到年内最高位约 60 万吨，旺季月均燃油进口约 56 万吨，高于去年同期约 30%，于采购增幅相对应。受地缘冲突等因素驱动，今年燃油进口需求较去年提前约一季度，三季度埃及高温时期 25 年高硫需求开始缓速下滑。

3) 基础设施受限：在天然气供应源稳定且经济性好于燃油情况下，埃及仍更倾向于使用天然气发电。埃及燃油燃料替代性发电需求从去年兴起，相较于长期使用的天然气，仍缺乏足够基础设施来接收和储存大量燃油货物，如何把握燃油进口和交货时机成为地区较为棘手

的问题。8 月在以色列天然气供应源稳定后，埃及逐步取消了近一半原定于 8 月交货的燃油订单，也有部分货物交货时间被重新安排。

中东 25 年高硫发电需求备货如预期提前但需求水平低于去年。

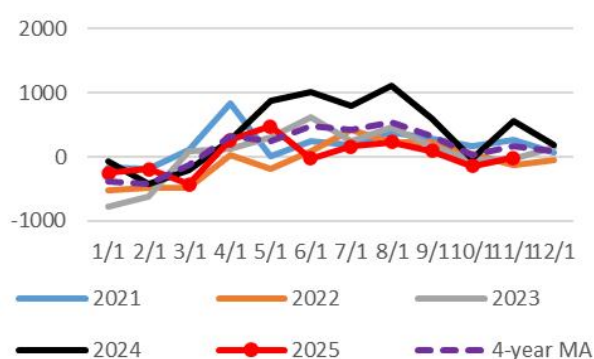
前期燃料供应缺口来源于沙特大炼厂 PetroRabigh4 月检修和伊朗新能源发电设置延迟回归。伊朗布什尔核电站原计划于 25 年二季度末回归但二季度存在受以色列和美国袭击的风险，核电需求部分被燃油替代。

沙特大炼厂 PetroRabigh4 月 15 日开始检修 60 天后于 6 月中旬回归，前期的供应缺口带来了更多的高硫净进口。中东高硫净进口量在二季度初就开始大幅上行，在 5 月达到年内最高位。5 月沙特高硫燃料油净进口约 52 万吨,环比+17 万吨(+47%),同比-34 万吨(-39%),较前 4 年平均+27 万吨 (+108%)。沙特二季度从俄罗斯持续大量进口高硫燃料油，月均在 55 万吨以上水平。

长期来看，沙特燃油发电需求预期继续边际下行。沙特计划关停装机容量超过 30 吉瓦的大型石油火力发电厂并部署油改气项目及可再生能源计划。ACWA 电力公司的创始人表示，沙特已制定明确的战略，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 15：沙特高硫燃料油净进口

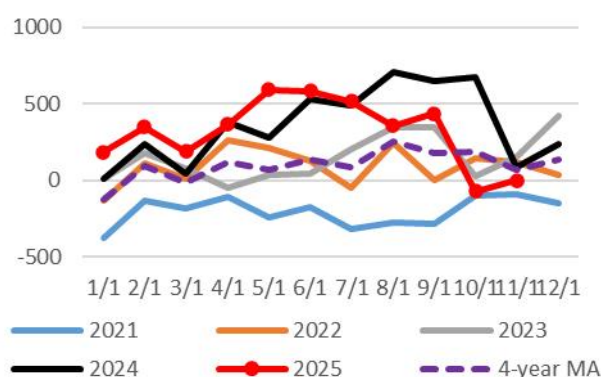
单位：千吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 16：埃及高硫燃料油净进口

单位：千吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

四、低硫燃料油

25 年南苏丹低硫重质原油出口开始恢复但仍频繁受到苏丹内战的扰动。

苏丹内战冲突持续，对关键能源基础设施的打击和控制也直接影响到苏丹和南苏丹的对外原油供应。近两年，其对于关键能源基础设施的打击包括：2024 年 2 月间接导致南苏丹主要原油出口管道 Petrodar 在苏丹境内发生破裂，导致南苏丹约 70% 的石油出口中断，南苏丹停止对外 Dar Blend 低硫原油出口。今年 5 月初南苏丹刚恢复 Dar Blend 原油出口之际，苏丹港受到 RSF 无人机袭击，导致港口于 5 月 12 日宣布全部出口暂停。内战持续背景下，8 月 21 日富查伊拉港务局发布正式公告，明确禁止载有苏丹货物的船只停靠其港口或锚地区域，将禁令落实到具体操作层面。此举也与阿联酋政府持续支持 RSF 有关。南苏丹通过苏丹港出口的低硫原油，受此影响被迫改道新加坡和马来西亚，航程增加运输成本增加。12 月 8 日，RSF 正式控制赫格利格油田后又控制了部分连接南苏丹的输油管道区域，油田停止生产，所有工作人员撤离至南苏丹。赫格利格原油通常与 Unity 油田原油混合形成 Nile Blend（尼罗河混合原油）进行出口。

内战冲突背景下，南苏丹在暂停了近 10 个月于今年 4 月，随着 Petrodar 管道的恢复，逐步开始重新招标出售 Dar Blend 低硫重质原油，出口供应主要流向富查伊拉、新加坡和马来西亚。5 月装载量达到 300 万桶，日均出口约 10 万桶，几乎回升至 24 年年初南苏丹管道破坏前水平。后续由于 RSF 对于各基础能源设施的扰动，三四季度南苏丹对外低硫原油出口招标水平限制在 120 至 180 万桶波动，且由于富查伊拉的停靠禁令，8 月起大量低硫重质原料全部改到泛新加坡地区，10 月左右南苏丹逐渐适应出口新路线后，开始规划通过马来西亚炼厂中转，产出 VLSFO 后再回流至富查伊拉地区。苏丹内战激化后，12 月南苏丹原油招标装载仅有一船，12 月 11 日南苏丹成功取得赫格利格油田的主要安全控制权，油田相关设备开始计划逐步恢复，12 月下旬，南苏丹又开始招标出售 1 月份装载的 Dar Blend 原油。

2026 年南苏丹低硫重质原油供应预期仍继续受到苏丹内战的扰动，但在形势没有剧烈升级情况下，其对外出口预期维持在稳定的每个月三至四批招标供应且全部流往泛新加坡地区。同时南苏丹 12 月赫格利格油田三方协议的顺利达成，也使其从被动受影响方逐渐拥有可以控制自身资源产出和出口顺畅性的权力，总供应出口受苏丹内战干扰程度预期在 26 年环比减弱。

科威特低硫燃油供应受 Al-Zour 炼厂装置产能变化影响，对泛新加坡地区供应量受阿联酋分流变化影响。

Al-Zour 炼厂 25 年已处于完全投产且可以维持运营稳定状态，所以低硫出口供应在 25 年整体较为稳定，维持在月均出口 45 万吨左右水平，除今年年末炼厂大幅停产带来出口物流端的明显下行。

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，只剩一个原油加工装置运行，两套渣油脱硫装置也受到影响持续延迟回归。11 月科威特低硫出口物流下行至 0，也是自 23 年 Al-Zour 炼厂投产以来第一次整个月无任何低硫供应出口。

科威特往泛新加坡地区低硫物流回升但仍受扰动。

24 年年初 Petrodar 管道破裂后，阿联酋从科威特地区寻求替代性低硫重质原料，往泛新加坡地区的供应受到分流，24 年下半年科威特往泛新加坡低硫供应趋于 0。25 年随着管道供应回归，2 月中旬起开始出现往泛新加坡地区的低硫供应物流，之后稳定维持在月均 15 万吨左右出口水平但仍明显少于 Al-Zour 投产中期。8 月后阿联酋与苏丹矛盾升级，科威特低硫出口再次被分流。

阿联酋逐步适应新低硫供应格局，苏丹低硫原油改道泛新加坡地区后，由泛新加坡地区炼厂加工成低硫燃料油再回流至富查伊拉。预期 26 年阿联酋低硫来源增长，同时南苏丹在苏丹内战进程中逐步中立且开始掌握部分对能源基础设施的控制权，对 Al-Zour 往泛新加坡地区的出口干预开始减少。Al-Zour 在 25 年年末炼厂装置回归稳定后，总出口供应回升，往泛新加坡出口回升。

25 年低硫出口供应受到 Dangote 炼厂 RFCC 装置频繁停运的扰动，Harcourt 及 Warri 炼厂年内完全运营时间也较短。

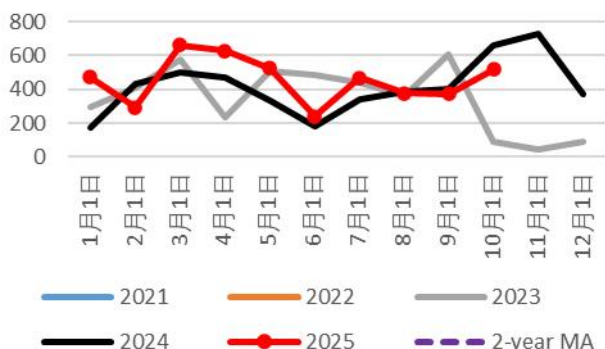
Dangote 炼厂汽油装置全年共公开停运 7 次，每次停运时长在半个月至一个月间，停运期间 Dangote 炼厂低硫出口及招标增长明显。25 年 Dangote 炼厂低硫燃料油出港月均 24 万吨，较 24 年汽油装置未投产前的有出口月份的月均值下行。

汽油装置检修预期于 26 年 1 月末回归，炼厂预期其回归后运营状态开始保持稳定，低硫产出开始减少；Dangote 炼厂连带二次装置高负荷运营同时 Harcourt 和 Warri 炼厂正常水平运营预期下，26 年尼日利亚月均低硫出口预计维持在 20 至 30 万吨水平，预计全部流往泛新加坡地区。

Dangote 炼厂年末发消息称有在三年内由 65 万桶/日扩产至 140 万桶/日的投资计划，26 年需密切关注其投资和扩产进展，若 26 年开始进行一级设施投产，则低硫产出仍有继续增长预期。

图 19: Al-Zour 低硫燃料油出口

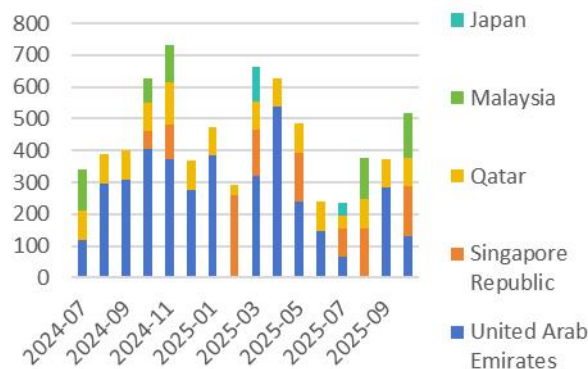
单位: 千吨



数据来源: 银河期货, 百川盈孚

图 20: Al-zour 低硫燃料油出港目的地

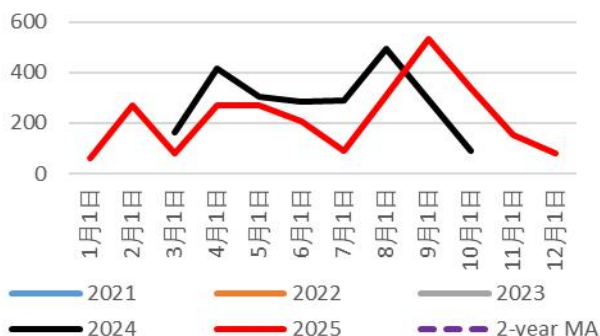
单位: 千吨



数据来源: 银河期货, 百川盈孚

图 21: Dangote 低硫燃料油出港

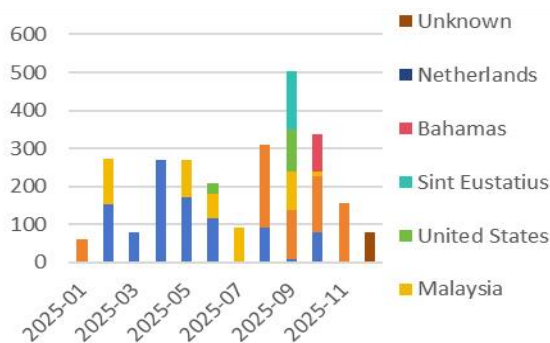
单位: 千吨



数据来源: 银河期货, 百川盈孚

图 22: Dangote 出港目的地

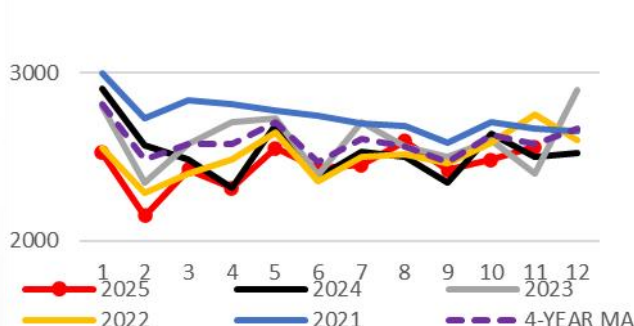
单位: 千吨



数据来源: 银河期货, 百川盈孚

图 23: 新加坡低硫船燃加注

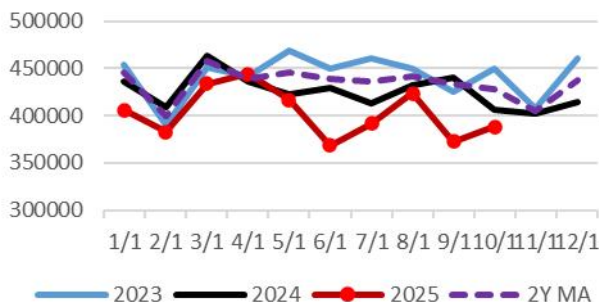
单位: 立方米



数据来源: 银河期货, mpa

图 24: 富查伊拉低硫船燃加注

单位: 吨



数据来源: 银河期货, 路透

第三部分 后市展望及策略推荐

2026 年高硫燃料油，供应端，主要关注俄乌冲突和欧美制裁结束后的高硫燃料油全球供应物流重塑，高硫对外供应总量整体上行，但往亚洲供应量随着欧美制裁的放松而被逐步分流。需求端，夏季旺季发电需求逻辑依旧，中东油转气，埃及寻求 LNG 来源，需求边际缓慢下行。重点关注二季度，亚洲高硫被分流后出现短暂缺口叠加中东旺季发电开始备货，或短期内强势支撑亚洲高硫价格上行。

2026 年低硫燃料油，供应关注各地装置变动：1) 南苏丹开始拥有中立能源权力，总供应出口受苏丹内战干扰程度预期在 26 年环比减弱；2) Al-Zour 炼厂运营回归稳定，总出口供应回升，往泛新加坡出口回升；3) Dangote 炼厂汽油装置 26 年 1 月回归，叠加 Harcourt 和 Warri 正常运营，26 年月均低硫出口预计维持在 20 至 30 万吨水平，全部流往泛新加坡地区；4) 中国市场，26 年月均产量仍维持在 100 万吨左右水平。需求端，船燃需求平稳无具体驱动，发电经济性不佳。

策略推荐：

1. 单边：26 年 2 月前低硫过剩压力存在，关注反弹空机会。高硫重点关注俄乌进展
2. 套利：FU5-9 正套机会关注。
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 / 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