

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

基本面弱勢維持，地緣仍為主要利多驅動

第一部分 前言概要

【行情回顧】

高硫燃料油 1 月上旬價格跟隨原油成本上行，高硫裂解維持-10 至-7 美金/桶環比低位，同比中位，体现出其在一季度高庫存弱需求的弱季節性基本現狀。1 月下旬，伊朗地緣局勢及俄羅斯制裁加劇，地緣動蕩及關稅威脅均可能導致大量燃料油滯留在供應地，市場利多情緒增長。

低硫燃料油 1 月整體跟隨原油成本波動，自身供應增長同時需求無驅動。Al-Zour 產能回歸後低硫生產及出口達到歷史新高。Dangote 煉廠汽油裝置 1 月整月處於檢修狀態，低硫出口也相應增長，新加坡低硫庫存累積。裂解維持在 3 至 5 美金/桶，同比極低位震蕩；貼水環比上月上行約 2 美金/噸但也處於同期最低位水平。

【市場展望】

高硫燃料油裂解受到市場需求抬升及地緣供應擔憂的支撐而上行至同期高位，但一季度高庫存弱需求基本現狀仍存，重點關注伊朗及俄羅斯主要供應地區近端的物流變化情況。低硫燃料油供應充裕維持，關注寒潮背景下相較於天然氣的经济性暫無強支撐出現。地緣仍為最主要利多驅動，關注成本端風險。

【策略推薦】

1. 单边：強勢震蕩，關注地緣風險。
2. 套利：FU59 正套逢低入場。BU-FU 價差逢高做縮。BU-LU 價差逢高做縮。高硫裂解高位震蕩，低硫裂解偏低位震蕩。
3. 期權：無。

交易諮詢業務資格：

證監許可[2011]1428 號

研究員：吳曉蓉

郵箱：

wuxiaorong_qh@chinastock.com.cn

期貨從業資格證號：F03108405

投資諮詢資格證號：Z002153

作者承諾

本人具有中國期貨業協會授予的期貨從業資格證書，本人承諾以勤勉的職業態度，獨立、客觀地出具本報告。作者保證報告所採用的數據均來自合規渠道，分析邏輯均基於本人的職業理解，通過合理判斷得出結論，本報告清晰準確地反映了本人的研究觀點。本報告所載的全部內容只提供給客戶做參考之用，並不構成對客戶的投資建議。



銀河期貨

第二部分 基本面情况

一、行情回顾

高硫燃料油现实供需在 1 月弱势维持，1 月上旬价格跟随原油成本上行，高硫裂解维持 -10 至 -7 美金/桶环比低位，同比中位，体现出其在一季度高库存弱需求的弱季节性基本面现状。1 月下旬，伊朗地缘局势及俄罗斯制裁加剧，地缘动荡及关税威胁均可能导致大量燃料油滞留在供应地，市场利多情绪增长。同时近端新加坡现货市场窗口出现高硫燃料油 380 高价成交，燃料油现货价格及基差上涨迅速，裂解持续上行至 3 美金/桶高位。

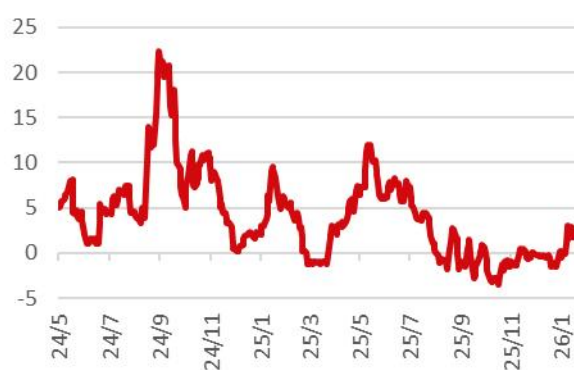
低硫燃料油 1 月整体跟随原油成本波动，自身供应增长同时需求无驱动。Al-Zour 炼厂产能在 1 月回归，低硫燃料油生产及出口上涨至历史新高，同时往泛新加坡出口也随之涨至新高。Dangote 炼厂汽油装置 1 月整月处于检修状态，低硫出口也相应增长，新加坡低硫库存累积。低硫裂解维持在 3 至 5 美金/桶，同比极低位震荡；低硫贴水环比上月上行约 2 美金/吨但也处于同期最低位水平。

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

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

俄乌持续叠加关税预期，短期内供应利多情绪仍存。

1 月前两周原油加工量环比下行，同比中位。俄罗斯 1 月前两周的原油加工量平均约为 530 万桶/日，较 12 月 18 日至 24 日的平均水平低约 27.5 万桶/日，2020 至 2025 年 1 月期间，俄罗斯原油加工量平均为 560 万桶/日。

当前能源设施受袭及恢复情况：

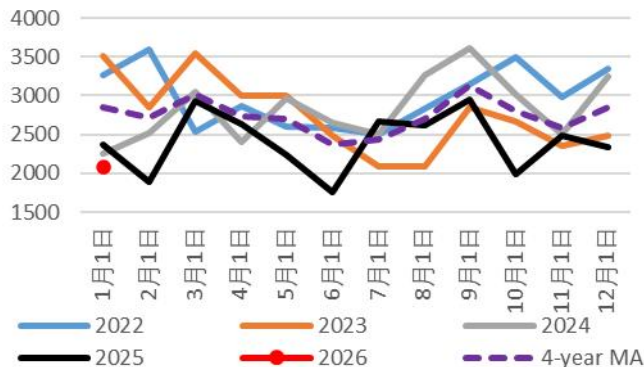
停产炼厂：Tuapse 炼油厂 24 万桶/日，于 12 月 31 日遭袭后停产，FGE 预期 Tuapse 炼厂 1 月下半月恢复生产，但也有市场消息称其 2 月底才会恢复运营；Novoshakhtinsk 炼油厂 11 万桶/日，于 12 月 25 日遭袭后停产；Volgograd 炼油厂在 12 月圣诞周末遭遇袭击，导致日处理能力骤降约四分之一，降至 20 万桶/日；Il'sky 炼油厂于 1 月 1 日遭遇事故，日处理能力骤减一半，降至约 6.5 万桶。1 月 21 日，乌克兰无人机袭击黑海港口的 Taman 塔曼涅夫特加斯石油终端，火灾已于 22 日上午被扑灭。该港口处理石油、液化石油气、谷物、化肥及其他货物。港口上次遭到袭击是在去年 12 月。

恢复炼厂：Ryazan 炼油厂在 12 月下旬恢复运营后，日均加工量接近 18 万桶；Yaroslavl 炼油厂（又称 Yanos）则将日加工量提升近 9 万桶，达到 29 万桶。

欧美制裁持续，影子船队进一步受限及关税威胁使市场时刻担忧燃料油的滞留问题。1 月 7 日，特朗普批准推进《2025 年制裁俄罗斯法案》，并非正式签署成法，法案核心是对“明知仍采购俄能源”的国家实施 500%+ 全品类对美出口关税（二级制裁），触发条件为总统认定俄存在四类“不良行为”。1 月 15 日，欧盟网站公布的消息显示，自 2 月 1 日起，欧盟将把俄罗斯石油的价格上限从每桶 47.60 美元下调至 44.10 美元。在此价格上限之上的俄罗斯石油，欧盟企业将不得参与其运输及提供相关服务。欧盟对俄罗斯石油的价格上限最初于 2022 年 12 月设定为 60 美元，但在 2025 年 9 月 3 日降至 47.60 美元。

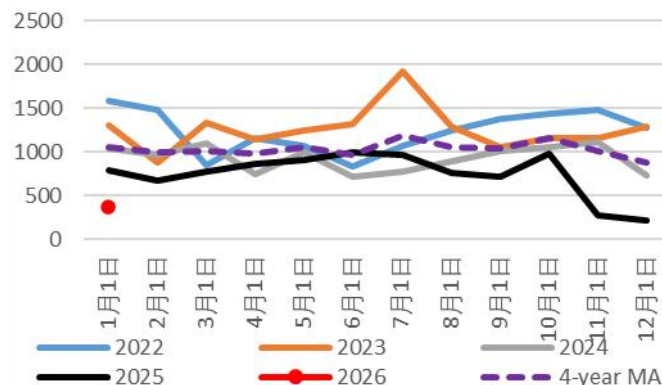
物流监测端，1 月 22 日当周高硫燃料油出口 77 万吨，环比增长 11 万吨。EA 口径，1 月份新加坡燃油流入量预期高位维持，将有约 380 万桶燃油到港，其中来自俄罗斯黑海的高硫燃料油 HSFO 供应维持在 180 万桶高位。

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

墨西哥近端高硫出口减少，预期 2 月低位维持。

物流监测端，1 月以来墨西哥高硫出口低位维持，1 月截至 22 日共出口约 18 万吨，前两个月出口水平维持在约 40 多万吨每月。26 年随着 Olmeca 炼厂全厂高负荷运行及 Tula 新焦化装置逐步稳定运行，高硫出口将边际下行。

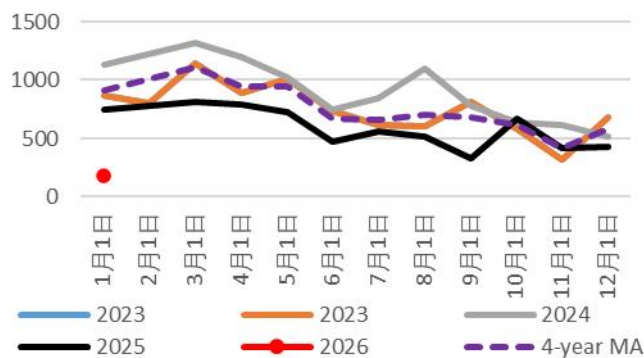
1 月 26 日，Olmeca 炼厂焦化装置、催化装置和加氢脱硫装置因电力故障而停止运营

Pemex 加工量上行，该国的七家炼油厂 12 月日消耗 135 万桶石油量增长至 11 年来最高水平。

12 月 17 日消息，Dos Bocas 炼厂近期开工率接近 87%，是自 2022 年开始运营以来的最高水平。12 月 11 日消息，Dos Bocas 炼厂近期产能提升至 30 万桶/日，其规划产能为 34 万桶/日。中期高硫出口边际下行：26 年，Olmeca 炼厂高负荷运行，Tula 新焦化装置逐步稳定运行（渣油加工能力为 47 万吨/月），Salina Cruz 炼厂焦化装置预期投产（渣油加工能力为 35 万吨/月）。

图 7: 墨西哥高硫燃料油出港

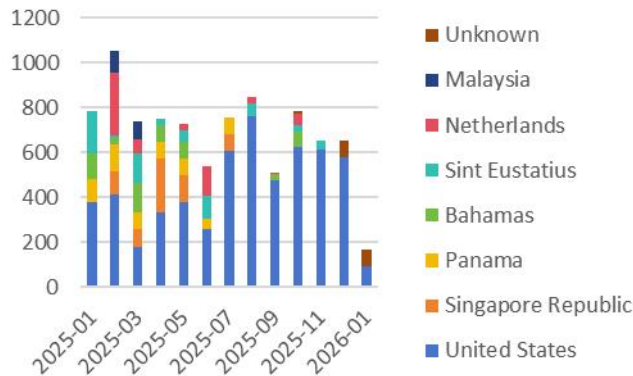
单位: 千吨



数据来源: 银河期货

图 8: 墨西哥高硫燃料油流向

单位: 千吨



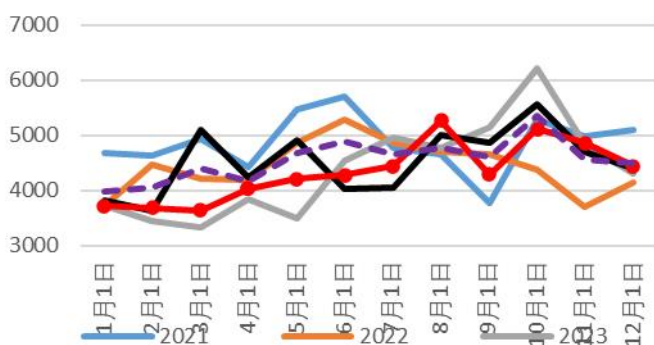
数据来源: 银河期货

伊朗局势动荡, 产量及出口干扰需持续关注。

伊朗局势动荡, 后续具体关注油田供应及霍尔木兹海峡运输风险。1 月 28 日, 特朗普喊话考虑对伊朗发动重大打击, 伊朗回应伊朗对任何美国打击的回应将是立即的、全面的且前所未有的。伊朗局势动荡加剧, 高硫燃料油供应担忧情绪加剧。1 月 23 日美国宣布对与伊朗相关实体及油轮实施新一轮制裁, 且将对所有与伊朗进行贸易往来国家加征 25% 关税。地缘动荡及关税威胁均可能导致大量燃料油滞留在供应地, 市场利多情绪增长。

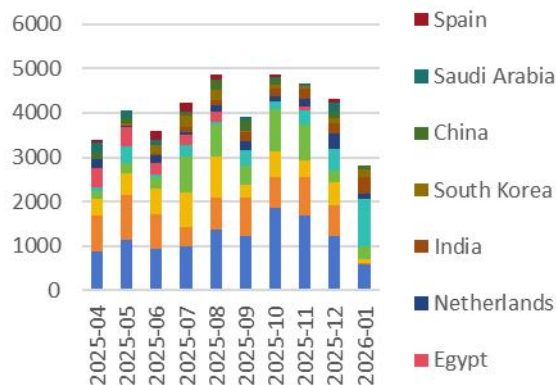
燃料油物流监测端, 1 月 22 日当周伊朗出口环比回升 14 万吨至 25 万吨左右, 12 月周均出口为 26 万吨。伊朗 12 月高硫燃料油出口 112 万吨, 环比 11 月下行约 72 万吨 (-39%), 25 年月均出口为 117 万吨。中东 12 月高硫燃料油出口约 407 万吨, 环比 11 月下行月 85 万吨 (-17%)。

图 7：中东高硫燃料油出港 单位：千吨/日



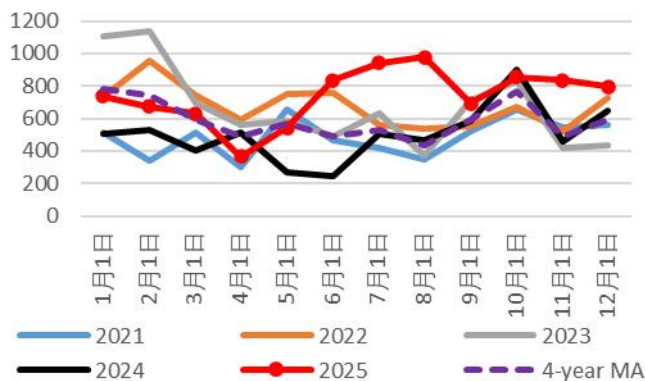
数据来源：银河期货

图 8：中东高硫燃料油流向 单位：千吨



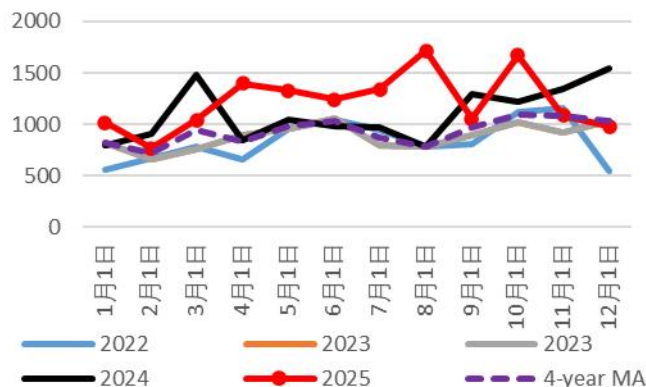
数据来源：银河期货

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

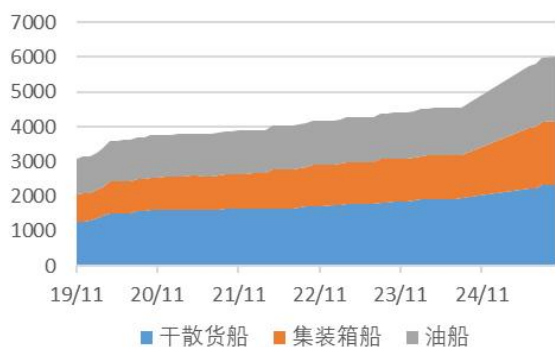
高硫船燃需求支撑稳定，边际增量来自脱硫塔船舶数量的稳定增长。

新加坡 25 年 12 月高硫船燃加注 550.9 万吨，环比+68.8 万吨 (+14%)，同比 +71.9 万吨 (+15%)，占总船燃加注 38.8%，环比增长 0.9 个百分点。2025 年新加坡高硫船燃总加注量 2208.6 万吨，较 24 年增长 184.2 万吨 (+9%)，占总船燃加注增长 2.1 个百分点至 38.9%。高硫船燃消费占比延续边际增长趋势。

富查伊拉石油工业区 (FOIZ) 数据，11 月高硫船用燃料销量 18.6 万立方，环比-1.1 万立方 (-5.7%)，同比+0.9 万立方 (+5.1%)。高硫船燃消费占比 32%，较 10 月增长 1 个百分点。

图 15: 脱硫塔安装进度

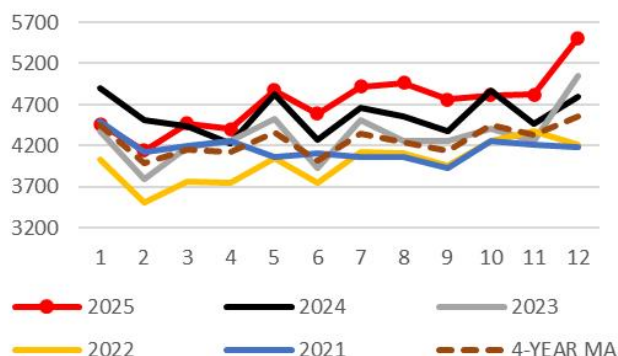
单位: 艘



数据来源: 银河期货

图 16: 新加坡高硫船燃加注

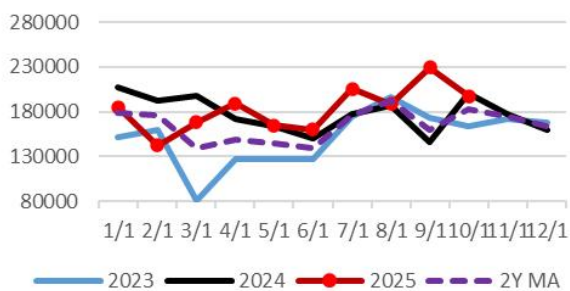
单位: 千吨



数据来源: 银河期货

图 17: 富查伊拉高硫船燃加注

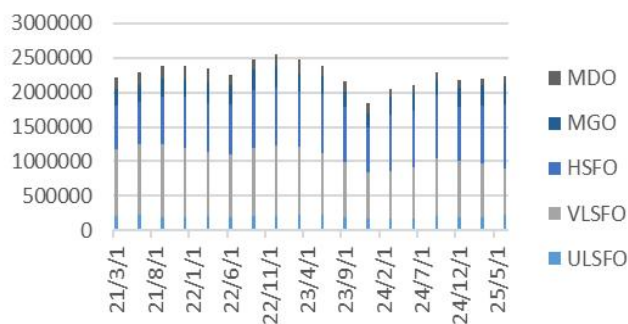
单位: 立方米



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

委油受制后,市场预期中国地炼或进口伊朗和俄罗斯原油及燃料油作为替代,或将 RSFO 与低品种重质高硫油混合作为炼厂进料。但在年初原油配额充裕,高硫燃料油进料经济性一般情况下,进料支撑预期不强。

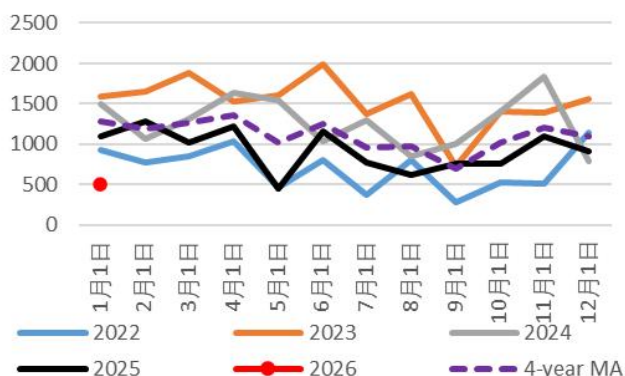
26 年两批原油配额下发。2026 年非国营原油贸易第二批进口允许量在 12 月末下发,第一批、第二批累计下发 12906.6 万吨,占 2025 年全年进口允许总量的 65%,其中裕龙石化较 2025 年全年增加了 200 万吨,其他企业前两批累计进口允许量为 2025 年的 70%左右,预期第三批配额在今年二三季度下发。

物流监测端，1 月截至 22 日高硫燃料油共到港约 51 万吨，主要来自俄罗斯、马来和委内；预期 1 月到港整体与 12 月维持同一水平。12 月中国高硫燃料油到港约 91 万吨，环比 11 月减少约 22 万吨 (-19%)，25 年高硫燃料油月均到港为 93 万吨。

冲突及制裁持续。俄罗斯方面，特朗普于 2026 年 1 月 7 日批准推进《2025 年制裁俄罗斯法案》，并非正式签署成法；法案核心是对“明知仍采购俄能源”的国家实施 500%+ 全品类对美出口关税。伊朗局势动荡，1 月 12 日，特朗普，任何与伊朗开展业务的国家都将被征收 25% 关税。1 月 15 日，美国财政部新增对伊朗制裁，涉及伊朗石油和石化产品出口相关领域。

图 15: 中国高硫燃料油到港

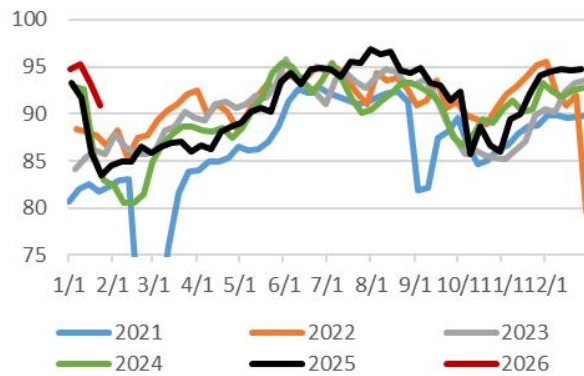
单位: 千吨



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

四、低硫燃料油

尼日利亚 Dangote 炼厂 RFCC 装置回归延期，低硫供应高位维持。

Dangote 炼厂 20.4 万桶/日 RFCC 装置检修回归延期至 2 月 10 日，原计划于 1 月 26 日回归，该装置于 12 月 8 日开始检修。

检修期间 Dangote 多次发布出售低硫直馏燃料油招标，一月装载的招标一批，出售低硫直馏燃料油 LSSR13 万吨，于 1 月 18 日至 20 日在 Lekki 装载。二月装载的招标一批，出售低硫直馏燃料油 LSSR8.5 万吨，于 2 月 27 日至 29 日在 Lekki 装载。

物流监测端，1 月截至 22 日共出口约 36 万吨，环比 12 月整月出口增长 20 万吨，较 25 年四季度出口水平明显上行。

欧美等地区分流出现，物流监测有 19 万吨低硫流往荷兰方向；FGE 口径，一船 13.8 万吨流往法国；一船 13 万吨 LSSRFO 低硫超标由美国炼厂购入。

中东 Al-Zour 炼厂低硫供应出口高位回归。

FGE1 月 19 日消息显示，科威特的 Al-Zour 炼油厂在经历长时间非计划停产后已全面恢复生产，使得科威特 1 月份 VLSFO 出口量达到每日约 120-130 千桶。彭博 1 月 8 日消息，Al-Zour 重启了去年年底因技术问题而关闭的第三座原油蒸馏装置。意味着该工厂的三个原油装置 CDU 现已全部投入运营。

物流监测端，1 月截至 22 日低硫燃料油出口约 72 万吨，达到历史高位；往泛新加坡出口也达到历史新高约 48 万吨，25 年全年月度出口在 0~25 万吨间波动。12 月出口 1.6 万吨至卡塔尔填补长约需求，11 月无出口。11 月是自 Al-Zour 投产以来第一个无低硫供应出口的月份。自 10 月下旬起无低硫出口供应，受到地区内炼厂计划外停产影响。

南苏丹能源设施供应逐步回归。

Dar 原油销售出口逐步恢复。1 月 8 日发布第一批 2 月份装载的低硫重质原油，Senning 招标出售 60 万桶 Dar Blend 原油，2 月 5 至 6 日装载。前两月每月也都仅一批货物装载。12 月 17 日发布 1 月装载招标，60 万桶 Dar Blend 原油，1 月 14 至 15 日装载。11 月 11 日发布 12 月装载招标，60 万桶，12 月 7 至 8 日装载，是自 5 月南苏丹稳定流出低硫重质原油以来最低的月度装载量，除 5 月有超量的 5 批招标发布外，其余月份月均招标量在 2 至 3 批，量级约在 160 至 180 万桶/月。

12 月 11 日，南苏丹、苏丹政府、RFS 达成三方协议，南苏丹人民国防军 (SSPDF) 接管赫格利格油田的主要安全控制权，成为 "中立保护者"。技术团队开始评估设备状况，计划逐步恢复油田部分产能。此为能源战争重要节点，预示南苏丹能源供应不再被动受到苏丹内战的影响，而可以相对主动地保护和供应自己的能源，后期低硫原油供应预期趋于稳定。

物流监测端，1 月 Dar Blend 原油预期总出口 4 万桶/日，较 12 月继续环比下行。5 至 11 月 Dar Blend 原油出口在 9 万桶/日左右，12 月下滑至 7.5 万桶/日，后期预期逐步恢复回归。

泛新加坡地区，各炼厂新增和重启产能落地和回归。

印尼 Balikpapan 炼厂 RFCC 新增与 CDU 扩建落地，预期后期 VLSFO 产量增减互抵。1 月 12 日，印度总统为印尼 Balikpapan 炼厂改造升级项目举行了落成典礼。升级后，该炼厂 CDU 产能由 26 万桶/日提升至 36 万桶/日，成为印尼最大的炼油厂。升级项目第一阶段扩 CDU IV 产能 20 万桶/日至 30 万桶/日，升级项目第二阶段，新增 3 万桶/日的重整装置、4 万桶/日的汽油加氢脱硫装置、10 万桶/日的柴油加氢装置和 9 万桶/日的 RFCC 装置。新建的 RFCC 装置，9 万桶/日，25 年 11 月 10 日初始运行，11 月 17 日达到最低产能水平，装置预期维持低负荷运行直至 26 年年中满负荷上线，EA 口径，LSFO 产量预期减少至 1-1.5 万桶/日。

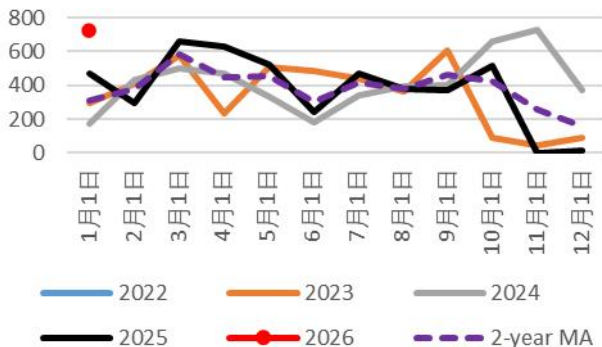
马来西亚 Pengerang 的两套 RFCC (共 14 万桶/日) 装置重启。EA 口径消息，一套 RFCC 装置上周已恢复运营，另一套 RFCC 预计将于 12 月底前重启。市场新闻消息，RFCC 第一套装置于上周 12 月 5 日已回归，第二套于 12 月 10 日回归。其余 Ulsan, Nghi, Son, Dalin 炼厂二次装置预期也将陆续重启，成品油增加，低硫减少。

低硫需求无具体驱动，船燃需求稳定，欧美寒潮背景下低硫燃料油发电经济性仍不及天然气，暂无强替代需求。

新加坡 12 月低硫船燃加注 290.2 万吨，环比+6.1 万吨 (+2.4%)，同比+37.9 万吨 (+15.0%)，船燃加注占比 52.7%，较上月下行 0.4 个百分点。2025 年全年低硫船燃加注量 2980.5 万吨，较 24 年减少 56.3 万吨 (-1.9%)，船燃加注占比下行 2.8 个百分点至 52.5%。24 年低硫船燃加注占比 55%，23 年 60%，22 年 63%。

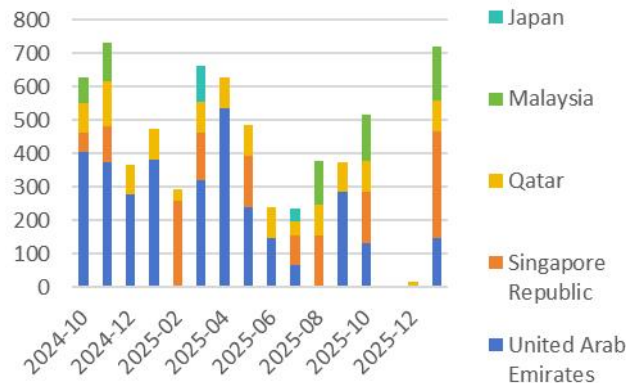
富查伊拉石油工业区 (FOIZ) 数据, 11 月份低硫船燃加注 36.2 万立方米, 环比-6%, 低硫船燃加注占比 62%, 环比持平。

图 19: Al-Zour 低硫燃料油出口 单位: 千吨



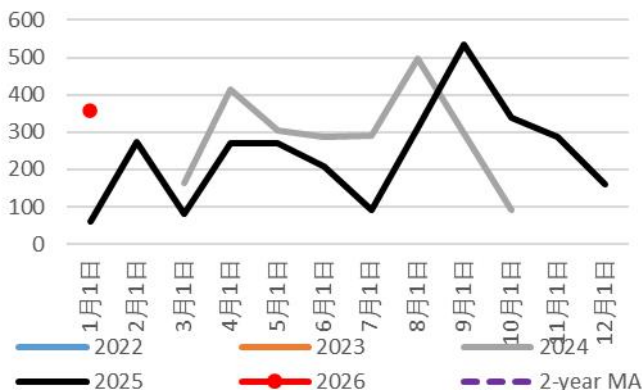
数据来源: 银河期货

图 20: Al-zour 低硫燃料油出港目的地 单位: 千吨



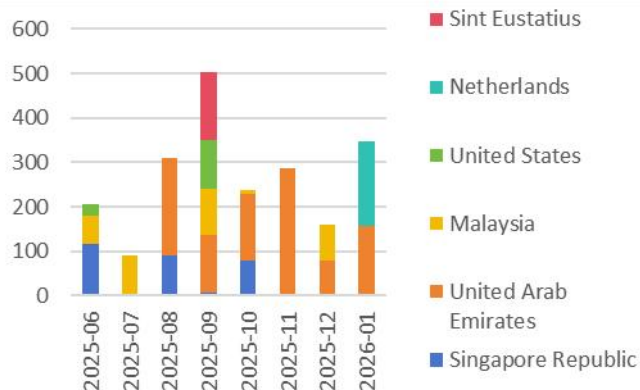
数据来源: 银河期货

图 21: Dangote 低硫燃料油出港 单位: 千吨



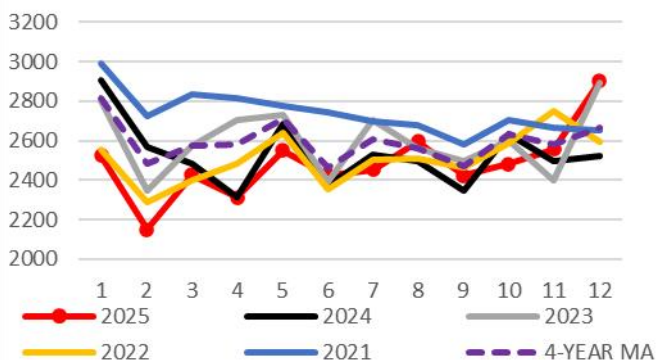
数据来源: 银河期货

图 22: Dangote 出港目的地 单位: 千吨



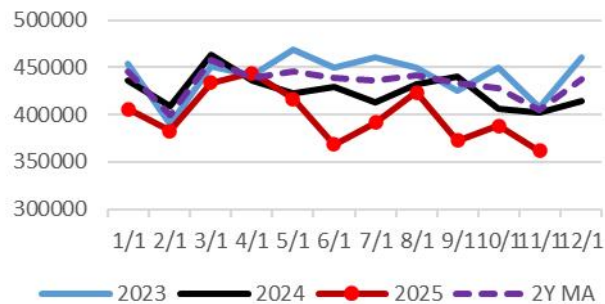
数据来源: 银河期货

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

高硫现货贴水继续上行，新加坡陆上库存当周环比去库明显。短期燃油出口和生产预计持续受到地缘及宏观战略的扰动，燃油单边波动加剧。主要燃油供应地-俄罗斯与伊朗当前均存在燃油出口限制及担忧。估值上看，高硫燃料油裂解较上周上行约 2 美金/桶，受到市场需求抬升及地缘供应担忧的支撑，但一季度高库存弱需求基本面现状仍存，重点关注伊朗及俄罗斯主要供应地区近端的物流变化情况，地缘仍为最主要利多驱动。俄罗斯近端物流供应暂时维持稳定。中东伊朗燃油明面出口自 25 年“极限施压”起就处于低位状态，物流观测上具体量级下滑空间不大。需求端，委油受制后，市场预期中国地炼或进口伊朗和俄罗斯原油及燃料油作为替代，或将 RSFO 与低品种重质高硫油混合作为炼厂进料，但年初原油配额充裕，高硫进料经济性一般，支撑不强。

低硫近端供应出口增量明显。Dangote 炼厂汽油装置检修延迟回归，期间内低硫供应高位维持。科威特 Al-Zour 炼油厂在经历长时间非计划停产后全面恢复生产，1 月份对外低硫出口达到历史新高，往泛新加坡方向出口也达新高。南苏丹接管赫格利格油田的主要安全控制权，能源供应预期逐步恢复，Senning2 月新低硫原油招标发布。

策略推荐：

1. 单边：强势震荡，关注地缘风险。
2. 套利：FU59 正套逢低入场。BU-FU 价差逢高做缩。BU-LU 价差逢高做缩。高硫裂解高位震荡，低硫裂解偏低位震荡。
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