

## 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 .....	9
第三部分 后市展望及策略推荐 .....	12
免责声明 .....	13

# 高低硫近端聚焦供应矛盾

## 第一部分 前言概要

### 【行情回顾】

2 月高硫燃料油市场主驱动仍为地缘动荡下的供应担忧，两个主要供应地俄罗斯与伊朗局势均存在不确定性。炼厂计划外停产叠加冬季港口恶劣天气，俄罗斯整体对外供应量减少。而中东作为燃料油及其原料的主要供应地，美伊地缘冲突扰动使市场对燃料油供应担忧的敏感性更高。2 月上旬，PetroChina 于新加坡现货窗口积极高价采购 HSFO380，近 10 笔成交，成交价格贴水在 9 至 16 美金/吨，明显推涨高硫燃料油现货价格

2 月低硫燃料油市场供应压力环比下行，裂解估值在下旬逐步修复。Dangote 炼厂汽油装置回归后，低硫出口供应环比下行。加坡市场低硫供应压力环比 1 月减轻，但后续仍有大量中东货到港，且 2 月 Dar 预期流向仍主要为新加坡，同时仍需注意 Dangote 炼厂装置情况。

### 【市场展望】

高硫燃料油裂解受到市场需求抬升及地缘供应担忧的支撑而上行至同期高位，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。低硫燃料油供应充裕维持，关注寒潮背景下相较于天然气的经济性暂无强支撑出现。地缘仍为最主要利多驱动，关注成本端风险。

### 【策略推荐】

1. 单边：强势震荡，关注地缘风险。
2. 套利：高低硫价格区间波动。FU59 正套逢低入场。BU-LU 价差逢低布多。高硫裂解高位震荡。
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

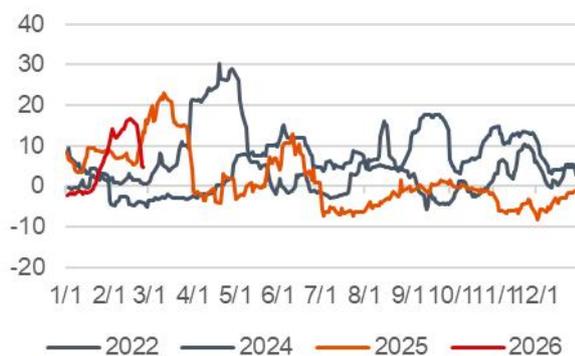
## 第二部分 基本面情况

### 一、行情回顾

2 月高硫燃料油市场主驱动仍为地缘动荡下的供应担忧，两个主要供应地俄罗斯与伊朗局势均存在不确定性。2 月美国斡旋的和平谈判无果后俄罗斯能源设施受袭量又开始明显增长，炼厂计划外停产叠加冬季港口恶劣天气，俄罗斯整体对外供应量减少。而中东作为燃料油及其原料的主要供应地，美伊地缘冲突扰动使市场对燃料油供应担忧的敏感性更高。同时 2 月上旬，PetroChina 于新加坡现货窗口积极高价采购 HSFO380，近 10 笔成交，成交价格贴水在 9 至 16 美金/吨，明显推涨高硫燃料油现货价格，侧面体现出委油受制后，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。

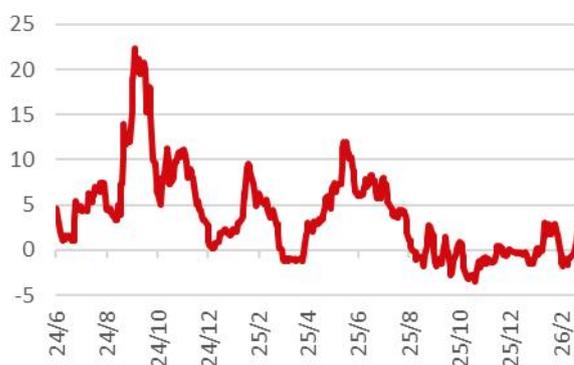
2 月低硫燃料油市场供应压力环比下行，裂解估值在下旬逐步修复。Dangote 炼厂汽油装置回归后，低硫出口供应环比下行，同时存在被西方分流情况。Dar 重质低硫原油 1 月和 2 月总招标量供应增长，主要仍往泛新加坡方向出口，1 月一半货物分流至印度。新加坡市场低硫供应压力环比 1 月减轻，但后续仍有大量中东货到港，且 2 月 Dar 预期流向仍主要为新加坡，同时仍需注意 Dangote 炼厂装置情况。

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

### 炼厂受袭停产增多叠加港口恶劣天气，俄罗斯 2 月高硫出口供应环比下行。

2 月乌克兰对俄罗斯能源设施打击增多，四家重要炼厂及一出口港口受袭。美国斡旋的和平谈判迄今未能取得实质性成果，乌克兰恢复了对俄罗斯能源基础设施的袭击。

2 月 11 日，Volgograd 炼厂受袭发生火灾后暂停了石油加工。消息人士称，工厂产能的 40% 的关键设备——原油蒸馏装置 CDU-1 遭到损坏。CDU-1 的产能约为每天 18,600 公吨（14 万桶/日）。2024 年，伏尔加格勒炼油厂加工了 1350 万吨石油，约占俄罗斯炼油厂总加工量的 5%。它生产了 600 万吨柴油、190 万吨汽油和 70 万吨燃料油。2 月 12 日，Ukhta 炼厂受袭发生火灾。2 月 17 日，Ilsky 炼厂受袭发生火灾，当地政府补充说，一个储存石油产品的储罐遭到损坏。伊尔斯基炼油厂曾多次遭到乌克兰无人机袭击。该炼油厂日产能约为 13.8 万桶。目前尚不清楚其运营是否因最近的袭击而中断。2 月 18 日，Afipsky 炼厂受乌克兰无人机碎片影响引发火灾，暂无损失报告。该炼油厂主要面向出口。2024 年，该炼油厂加工了 720 万吨原油（日均 14.4 万桶）。2 月 15 日，黑海港口 Taman 受袭，去年约有 416 万吨石油产品经由 Taman 港运输。

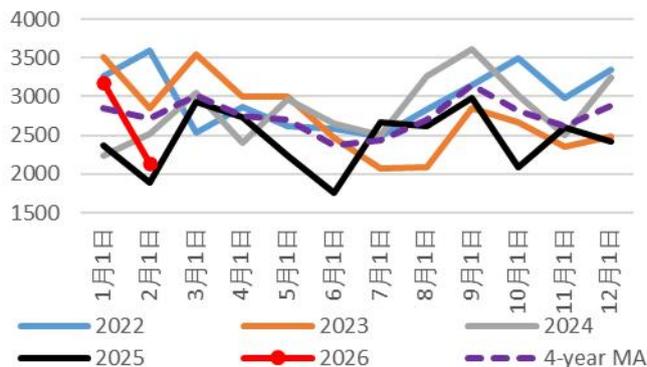
欧美对俄罗斯油品油轮持续加码。2 月 24 日，英国对俄罗斯近 300 个目标实施制裁，其中包括俄罗斯石油管道运输公司(Transneft)。英国称这是自俄乌战争以来规模最大的制裁措施。Transneft 是全球最大的管道运输企业之一，负责运输俄罗斯 80% 以上的出口原油。制裁该公司的目的是进一步削减莫斯科的能源收入。制裁还包括 48 艘油轮。

物流监测端，2 月截至 24 日俄罗斯高硫出口约 214 万吨，日均约 9 万吨，环比 1 月出口水平减少 5 万吨/日（-36%）。LSEG 的数据显示，由于炼油厂计划外停产和主要港口恶劣天气导致燃料装载量下降，预计俄罗斯 2 月份海上石油产品出口量将比上月下降 10%。1 月份俄罗斯港口石油产品出口总量为 912 万吨。

燃料油 3 月报

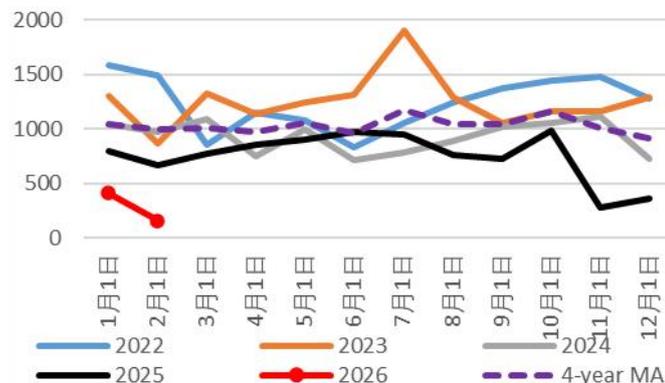
2026 年 2 月 27 日

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

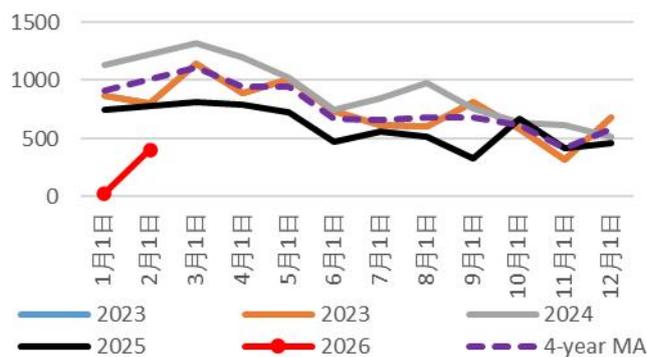


数据来源：银河期货

**墨西哥 315 kb/d Tula 炼厂和 340 kb/d Olmeca 炼厂逐步提高其二次精炼装置的利用率，HSFO 产量及出口下降。**

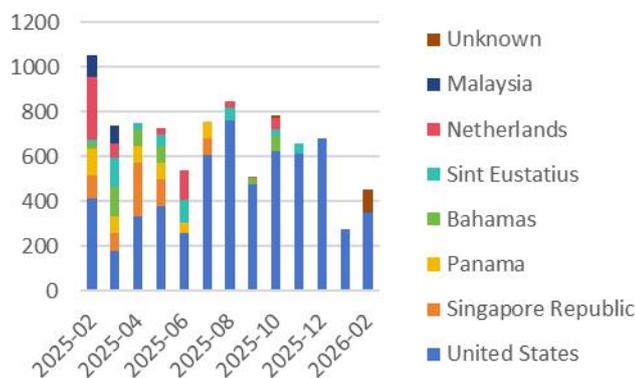
物流监测端，2 月墨西哥高硫出口约 40 万吨，与 25 年四季度维持在相同出口水平，仍处要流往美国地区。1 月墨西哥高硫出口历史低位 3 万吨。26 年随着 Olmeca 炼厂全厂高负荷运行及 Tula 新焦化装置逐步稳定运行，高硫出口将边际下行。

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



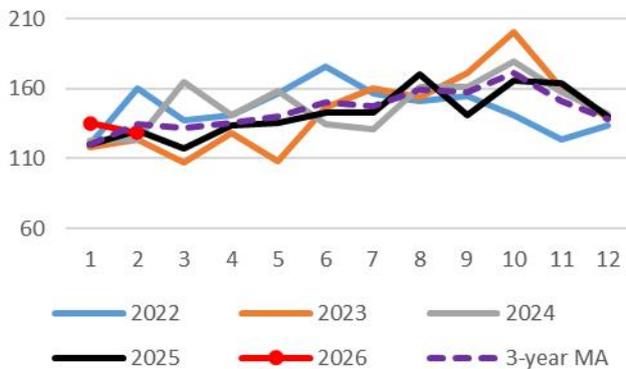
数据来源：银河期货

**伊朗局势动荡，持续关注油田供应及霍尔木兹海峡运输风险，市场担忧情绪持续。**

燃料油物流监测端，物流监测端，中东及具体伊朗高硫出口基本稳定，减少幅度不大。2 月截至 24 日中东高硫出口约 300 万吨，日均约 13 万吨，较 1 月减少 0.5 万吨/日 (-5%)，与去年 2 月出口水平相当 (-1%)。伊朗出口 3 万吨/日，环比-0.6 万吨 (-17%)。

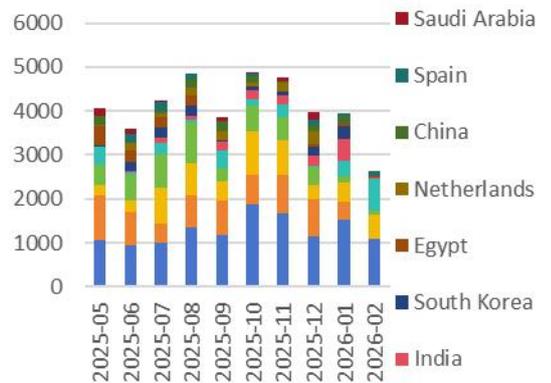
**高硫燃料油东西价差走扩至 22 年以来最高位，预期仍维持高位震荡。** 委内瑞拉在年初经历美国禁运导致库存濒临爆仓后，已恢复从阿穆艾和卡东炼油厂出口高硫燃料油，主要流往和滞留在大西洋盆地，而不再流往亚洲，支撑东西价差走亏。墨西哥高硫可能替代委内瑞拉流往亚洲。但 315 kb/d Tula 和 340 kb/d Olmeca 其二次精炼装置开工率已逐步稳定提升，高硫产量及出口下降。同时市场仍持续担忧两个主要供应地伊朗和俄罗斯高硫及重油出口。

图 7：中东高硫燃料油出港 单位：千吨/日



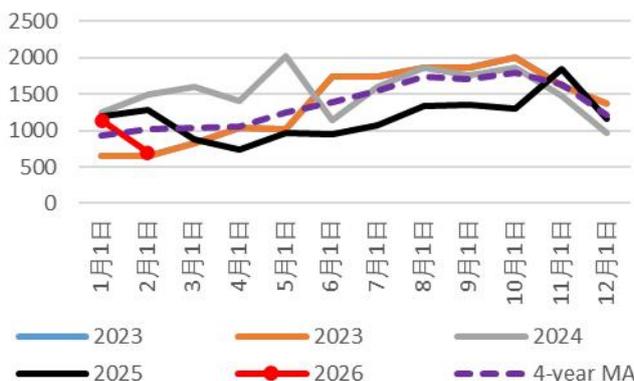
数据来源：银河期货

图 8：中东高硫燃料油流向 单位：千吨



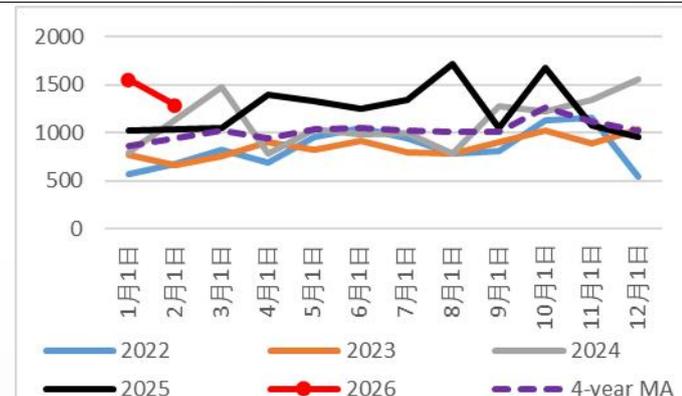
数据来源：银河期货

图 9：伊朗高硫燃料油出港 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

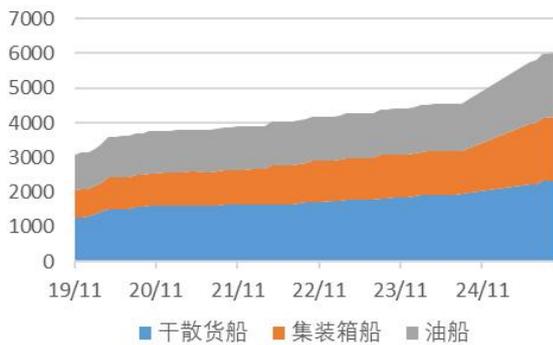
**高硫船燃需求支撑稳定，边际增量来自脱硫塔船舶数量的稳定增长。**

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，12 月高硫船用燃料销量 19.9 万立方，环比+1.3 万立方 (+7%)，同比+3.9 万立方 (+2.5%)。高硫船燃消费占比 33%，较 11 月增长 1 个百分点，25 年高硫燃料油加注占比 30%，24 年占比 28%。

图 15: 脱硫塔安装进度

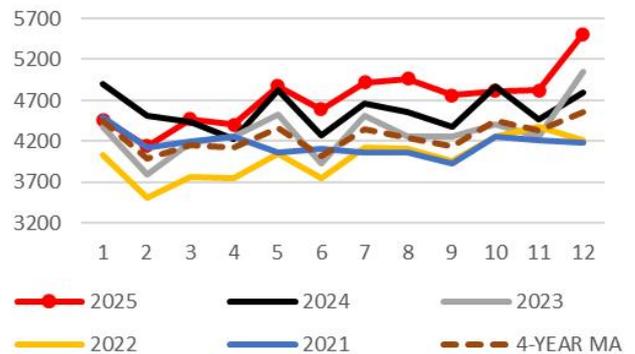
单位: 艘



数据来源: 银河期货

图 16: 新加坡高硫船燃加注

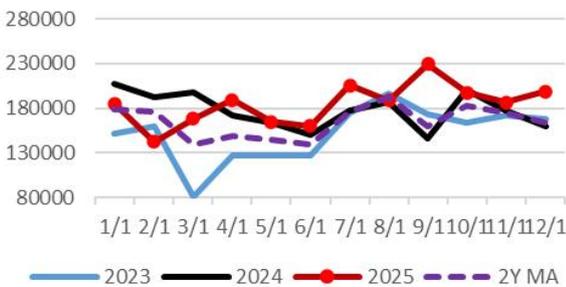
单位: 千吨



数据来源: 银河期货

图 17: 富查伊拉高硫船燃加注

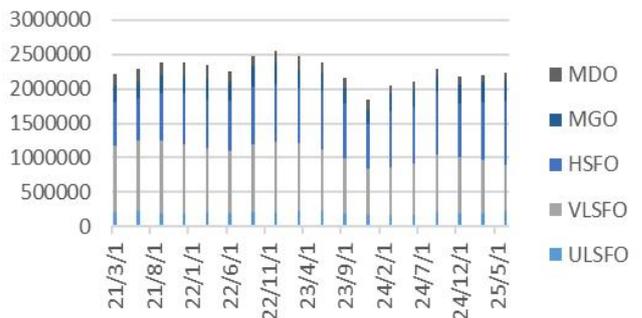
单位: 立方米



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

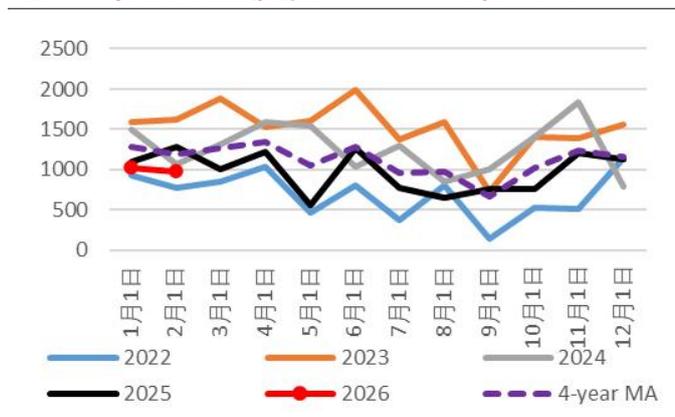
**高硫进料需求环比小幅上行，中石油窗口积极采购抬升高硫成本。**

2 月上旬，PetroChina 于新加坡现货窗口积极高价采购 HSFO380，近 10 笔成交，成交价格贴水在 9 至 16 美金/吨。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。

物流监测端，2 月前两周高硫到港高位，周均在 48 万吨水平，较 1 月周均增长约 30 万吨，主要仍来自俄罗斯及马来地区。

图 15: 中国高硫燃料油到港

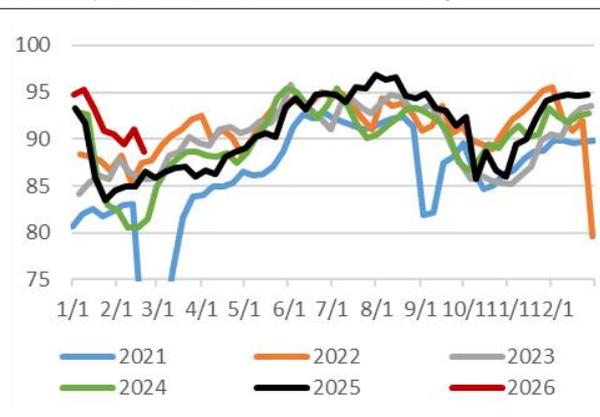
单位: 千吨



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**

**Dangote 炼厂汽油装置 2 月中旬检修回归，低硫产量及出口预期环比下行。**

Dangote 炼厂 20.4 万桶/日 RFCC 装置于 12 月 8 日开始停产检修，期间回归时间由 1 月底推迟至 2 月中旬。2 月 12 日，IIR 新闻消息，Dangote 炼厂 CDU 及汽油装置全面回归。

物流监测端，2 月截至 24 日，Dangote 出口低硫 17 万吨，预期出口总量环比 1 月小幅下行，往新加坡出口预期稳定在 10 万吨以上水平。1 月处于汽油装置检修期，出口量高位 36 万吨，其中 15 万吨流往新加坡。

### **Al-Zour 炼厂运营状态稳定，低硫出口高位维持。**

物流监测端，2 月前两周周均出口 23 万吨，1 月周均出口 25 万吨。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。1 月低硫燃料油出口约 115 万吨，达到历史高位；往泛新加坡出口也达到历史新高约 69 万吨，25 年全年月度出口在 0~25 万吨间波动。

### **南苏丹能源设施供应逐步回归。**

南苏丹 Dar 原油出口招标量环比增长，出口逐步恢复

2 月及 3 月装载的 Dar Blend 原油增长至 120 万桶，较 12 月及 1 月 60 万桶增长。

印度开始进口及分流 Dar 原油。Dar Blend 原油于 2 月 2 日左右到达印度 Sikka 港，约 60 万桶，Sikka 港主要服务于印度 Reliance 日产 140 万桶的 Jamnagar 炼油厂，同时也服务于国有的 BPCL 日产 15.6 万桶 Bina 炼油厂。为避免违反对俄罗斯原油的产品禁令，Reliance 及其他印度国有炼油企业更多地转向从其他地区获取炼厂原料以满足现货需求。

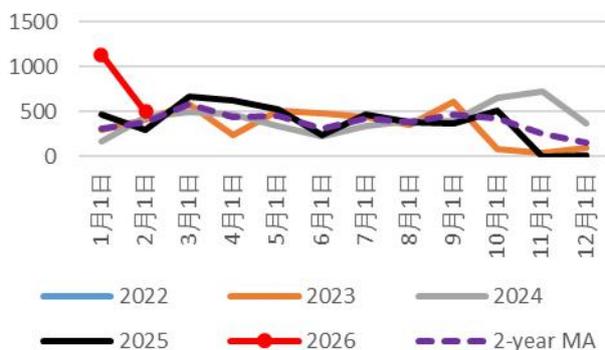
物流监测端，2 月截至 23 日出口约 26 万吨，主要仍流往马来西亚地区，1 月出口约 17 万吨，其中约 8 万吨流往印度，剩余的都流往泛新加坡地区。

### **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%。

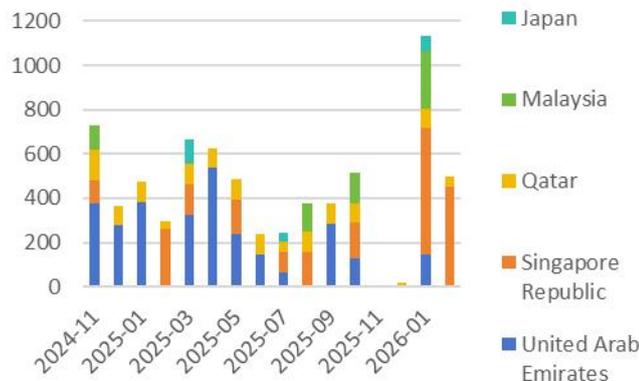
富查伊拉石油工业区 (FOIZ) 数据，12 月份低硫船燃加注 36.1 万立方米，环比-0.2%，低硫船燃加注占比 60%，环比减少 2 个百分点。

图 19: Al-Zour 低硫燃料油出口 单位: 千吨



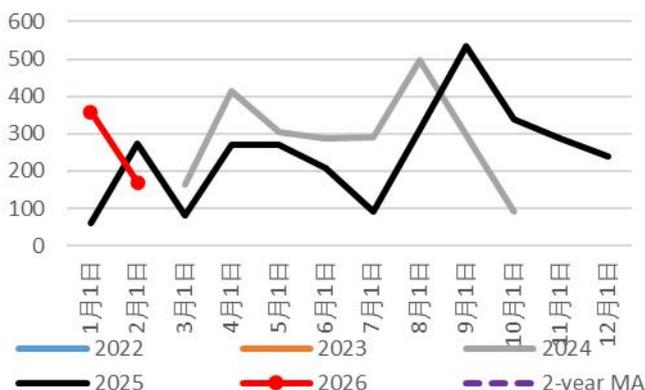
数据来源: 银河期货

图 20: Al-zour 低硫燃料油出港目的地 单位: 千吨



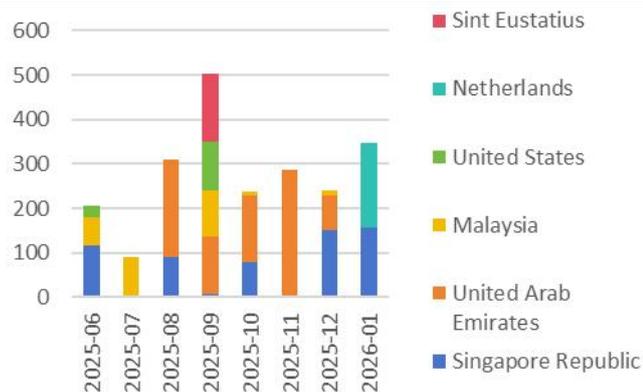
数据来源: 银河期货

图 21: Dangote 低硫燃料油出港 单位: 千吨



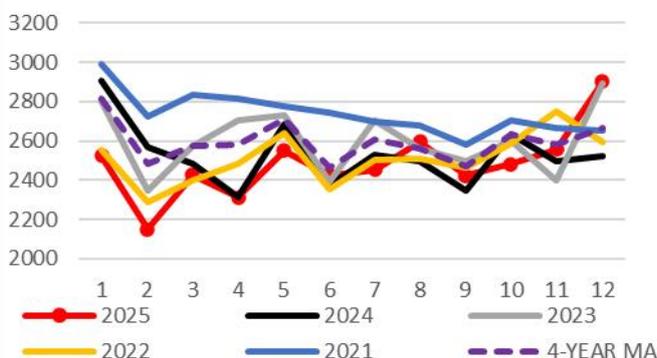
数据来源: 银河期货

图 22: Dangote 出港目的地 单位: 千吨



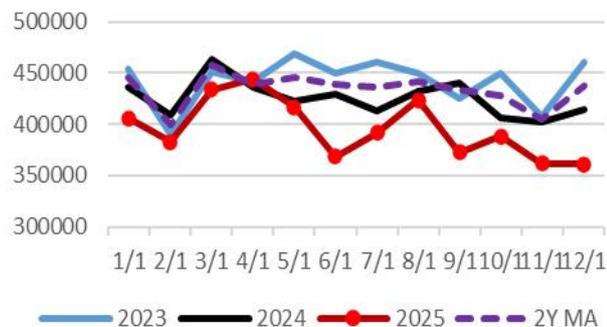
数据来源: 银河期货

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

地缘及宏观扰动未完全平息背景下，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始终存在。炼厂计划外停产叠加冬季港口恶劣天气，俄罗斯整体对外供应量减少。而中东作为燃料油及其原料的主要供应地，美伊地缘冲突扰动使市场对燃料油供应担忧的敏感性更高。需求端，进料需求仍有支撑，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，当前国营采购量上行侧面体现出其进料需求。临近 3 月关注沙特及埃及地区发电进口需求启动情况。

低硫近端供应压力环比下行。Dangote 炼厂汽油装置回归，低硫对外供应及出口预期减少，同时对外低硫物流存在被西方分流情况。苏丹 Dar 低硫重质原油出口恢复不及预期，往泛新加坡出口物流也存在被分流情况。中东 Al-Zour 炼厂在回归后对外低硫出口维持稳定高位。近端重点关注泛新加坡地区内供应及库存变化，国内炼厂配额生产及进口情况。

策略推荐：

1. 单边：强势震荡，FU2605 回调布多不追多。
2. 套利：高低硫价格区间波动。FU59 正套逢低入场。BU-LU 价差逢低布多。高硫裂解高位震荡。
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](http://www.yhqh.com.cn)

电话：400-886-7799