

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	错误! 未定义书签。
四、库存与估值	8
第三部分 后市展望及策略推荐	11
免责声明	12

高低硫价差关注低硫减产及高硫需求启动节奏

第一部分 前言概要

【行情回顾】

3 月受霍尔木兹海峡彻底封闭的影响，高低硫裂解及贴水均跃升至历史最高位后小幅回落，高硫裂解于 3 月中旬最高上行至约 27 美元/桶，较上一历史高位 25 年发电旺季时期 3 美元/桶增长明显；高硫新加坡现货基差也于 3 月中旬达到历史最高位约 72 美元/吨，较上一历史高位俄乌冲突爆发初期 30 美元/吨增长明显。低硫裂解与低硫新加坡现货贴水也于 3 月中下旬达到历史最高位水平。高硫 3 月整体市场行情弱于低硫，亚洲高硫供应端于 3 月中主要受到俄罗斯豁免油的补充，紧张情况稍有缓解，且近端高价开始压抑其炼厂进料需求。而低硫然燃料油 3 月国内外供应均呈现紧张状态。中东主要出口受阻，尼日利亚汽油产出增多低硫减量，国内也在原料担忧下减产重油。3 月下旬新加坡及舟山市场下游需求负反馈稍有出现，低硫贴水开始回落，但同比仍处于历史极高位水平。

【市场展望】

高硫逐步进入旺季基本面逻辑。3 月末俄罗斯能源设施受袭又开始频繁，美国豁免令于 4 月中上旬结束，关注近端炼厂加工量及出口物流。需求端，二季度南亚发电及中东和埃及发电囤货需求预期开始启动，关注天然气紧张格局下高硫燃料油的需求驱动节奏。低硫近端暂无具体供应变化，近端供应紧张预期维持，关注终端加注负反馈情况。

【策略推荐】

1. 单边：强势高位震荡。
2. 套利：FU7-9 正套机会关注。LU6-7 正套机会关注。LUFU 价差做缩机会关注低硫减产节奏及高硫旺季需求启动节奏。
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

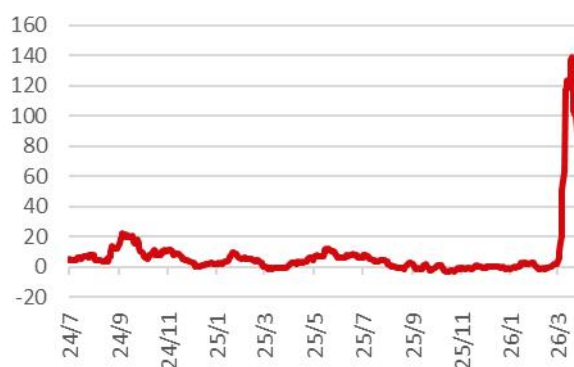
3 月受霍尔木兹海峡彻底封闭的影响，高低硫裂解及贴水均跃升至历史最高位后小幅回落，高硫裂解于 3 月中旬最高上行至约 27 美元/桶，较上一历史高位 25 年发电旺季时期 3 美元/桶增长明显；高硫新加坡现货基差也于 3 月中旬达到历史最高位约 72 美元/吨，较上一历史高位俄乌冲突爆发初期 30 美元/吨增长明显。低硫裂解与低硫新加坡现货贴水也于 3 月中下旬达到历史最高位水平。高硫 3 月整体市场行情弱于低硫，亚洲高硫供应端于 3 月中主要受到俄罗斯豁免油的补充，紧张情况稍有缓解，且近端高价开始压抑其炼厂进料需求，发电需求还未启动，整体高硫价格在急速上涨后有所小幅回落。而低硫然燃料油 3 月国内外供应均呈现紧张状态。中东 Al-Zour 及阿联酋供应受到霍尔木兹海峡近况影响已无法外供，Dangote 炼厂汽油装置运营稳定情况下对外低硫招标供应已趋于无；国内炼厂在原料紧缩背景下也开始考虑减产重油，保税低硫产量存在缩减预期。3 月下旬新加坡及舟山市场下游需求负反馈稍有出现，需求满溢情况下，低硫贴水开始回落，但同比仍处于历史极高位水平。

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、供需基本面分析

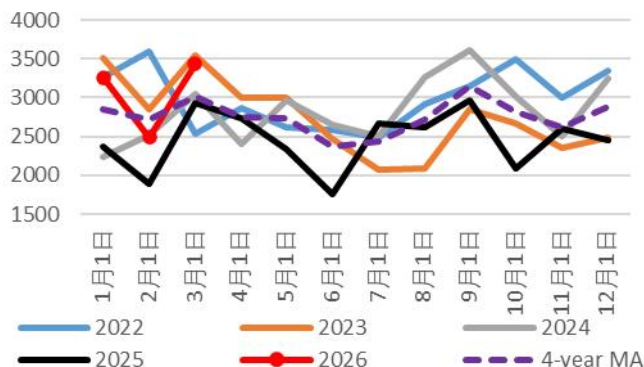
俄罗斯 3 月燃油出口环比回升，4 月关注能源设施受袭情况。

3 月俄罗斯前期受袭炼厂逐步恢复，原油加工量上行，同时俄罗斯油品受豁免令影响，出口需求阻力减小。但 3 月末受全球地缘紧张局势影响，波罗的海港口受袭再次加剧，关注 4 月具体恢复情况。

1) 彭博，3 月 5 日至 11 日期间，原油加工率平均为 532 万桶/日，环比提升 24 万桶/日，达到 1 月以来最高水平。2) 炼厂及港口逐步恢复，天气回暖：Tuapse 炼厂恢复生产，开工率提升至 14 万桶/日以上水平，设计产能约为 1200 万吨/年，或约 24 万桶/日，12 月 31 日因无人机袭击停产，于 3 月初恢复生产。Novorossiysk 港口恢复运营，周一受无人机袭击后暂停运营，当前观察到一艘油轮驶往装载柴油。2025 年经新罗西斯克港出口石油产品的总量接近 2000 万吨。Volgograd 和 Tuapse 等炼厂划外维护工作结束，产量预期增长。3) 泛新加坡中国等地区在失去中东供应担忧下预期增加俄罗斯燃料油购入：3 月 5 日，美国财政部发布了一项为期 30 天的豁免令，允许印度购买目前滞留在海上的俄罗斯石油。4) 天气回暖，恶劣天气影响逐步减小：2 月份波罗的海的严重霜冻和冰冻导致冰级油轮短缺，2 月中旬以来，非破冰级油轮已被禁止进入 Primorsk, Ust-Luga, Vysotsk 和 St. Petersburg 港，而 Ice1 和 Ice2 级船舶则在破冰船护航下获准进入。5) 3 月 27 日，乌克兰无人机周五再次袭击了俄罗斯波罗的海港口 Ust-Luga，此前周三的一次袭击引发的大火仍在燃烧，该港口的石油装载自周三以来一直处于停止状态。另一主要港口 Primorsk 在最近的袭击中也遭到破坏，不过该港口已于周四部分恢复了石油和燃料装载。

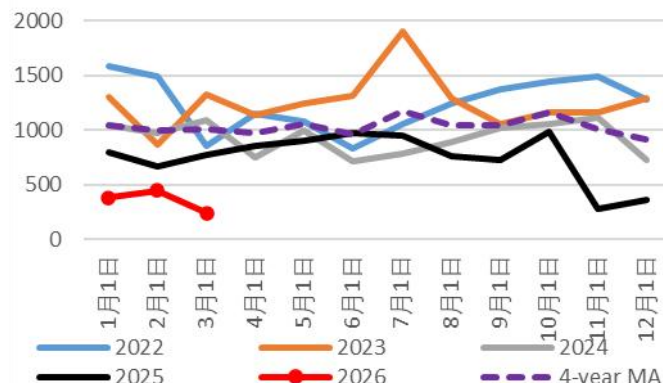
物流监测端，3 月截至 16 日共出口约 195 万吨，日均 12 万吨，环比 2 月增长 1.8 万吨 (+17%)，同比去年增长 2.7 万吨 (+28%)，受豁免影响，往印度出口迅速增长至 43 万吨，25 年 10 月以来俄往印度出口几乎为 0，往新加坡地区出口也小幅环比增长。

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

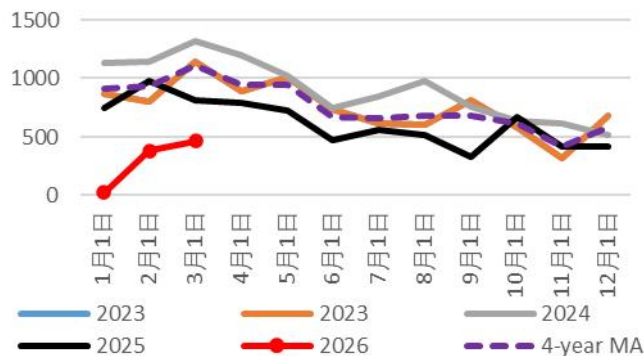
墨西哥近端出口增长，但总供应量有限。

物流监测端，3 月截至 16 日共出口高硫约 28 万吨，日均 17.4 万吨，环比 2 月回升 28%。3 月 6 日当周墨西哥高硫出口激增，当周出口约 21 万吨，超近几月月均出口的一半量水平，主要流往美国和荷兰地区

Olmece 炼厂火灾情况仍在衡量中：Olmece 炼厂 3 月 17 日发生火灾，火灾初期炼厂称对装置无影响，后称炼厂即将关闭，其中又人员受伤和丧生。

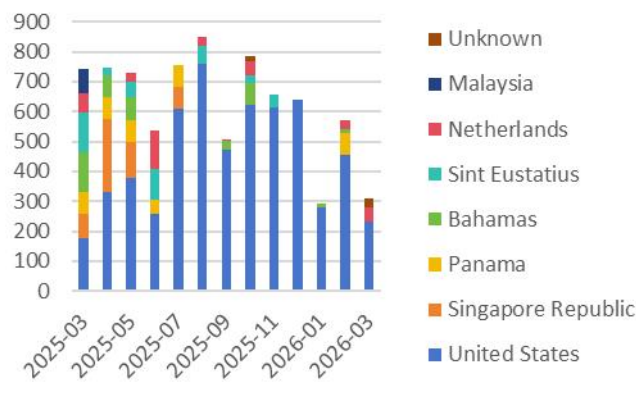
中东冲突加剧及全球市场供应担忧加剧背景下，墨西哥作为当前高硫燃料油主要资源国之一，出口量短期内上涨，但其总供应量在 Tula 及 Olmece 炼厂二次装置投产后缩减，产量有限。

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

美伊以冲突加剧，霍尔木兹海峡封闭，富查伊拉港口反复受袭，中东地区部分炼厂减产或完全关闭，中东出口下行。

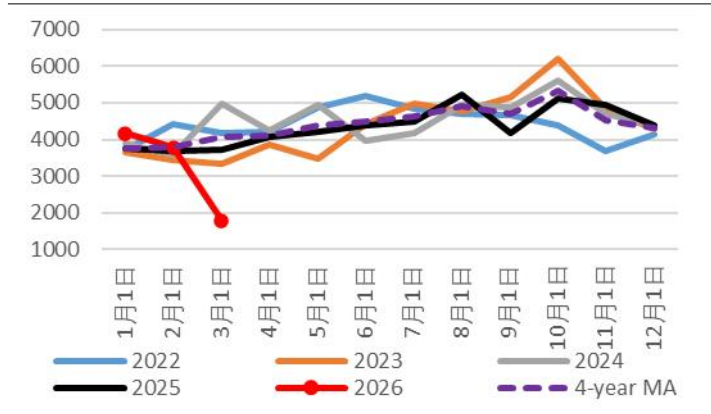
炼厂状态：Al-Zour 炼厂小幅减产，关闭减少其 5.1 万桶/日产能，总产能 61.5 万桶/日；Mina Abdulla 炼厂，完全停产，45.4 万桶/日产能全部关闭；Sitra, Bahrain 炼厂关闭减少其 17.3 万桶/日产能；Mesaieed, Qatar 炼厂完全停产；Ras Tanura 炼厂受袭后减产；Fujairah 炼厂完全关闭

物流监测数据端，中东高硫出口下行，3 月截至 16 日共出口约 102 万吨，日均 6.4 万吨，环比下行 61%，目的地未知。（但数据统计上存在上调预期，周度数据上 3 月 6 日周度出口由 45 上调至 90，伊朗由 4.5 上调至 18）。

Al-Zour 低硫燃料油出港持续但出口预期停滞，3 月以来两周出口均维持在 15 万吨以上水平，较为稳定，除 4 万吨卡塔尔长约外，其余目的地暂未知，由于 Al-Zour 炼厂位于科威特南部波斯湾沿岸，其出口百分百依赖霍尔木兹海峡，当前物流通道处于完全切断状态。

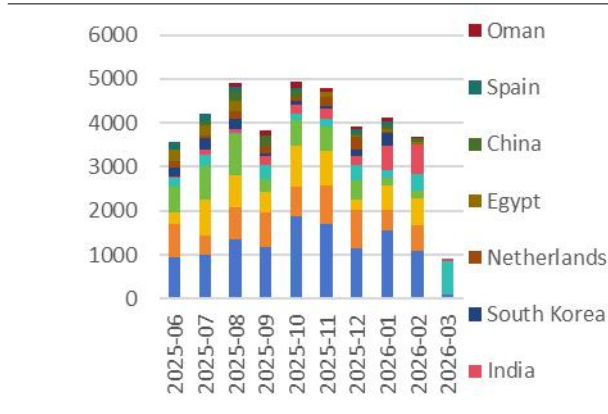
阿联酋富查伊拉港口受袭反复：3 月 17 日，富查伊拉港再度遇袭并暂停石油装载作业。3 月 14 日该港口遇袭并发生火灾后于 16 日恢复装载。

图 7：中东高硫燃料油出港 单位：千吨/日



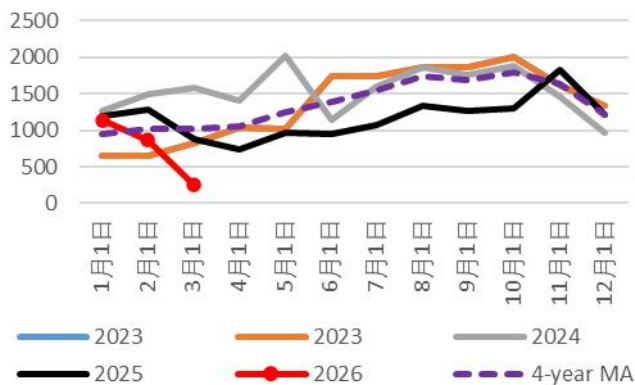
数据来源：银河期货

图 8：中东高硫燃料油流向 单位：千吨



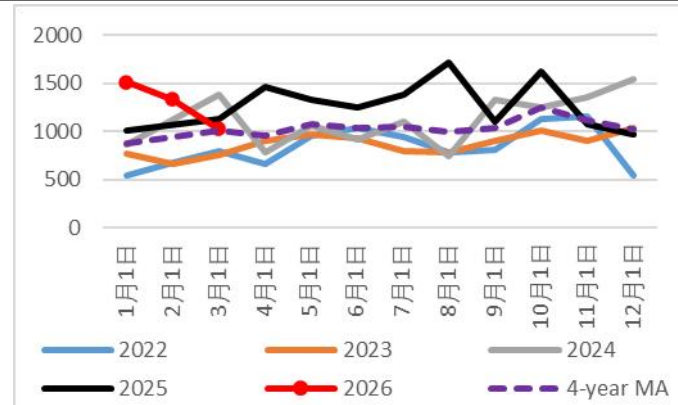
数据来源：银河期货

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

尼日利亚 Dangote 炼厂二次装置 2 月中旬检修回归后稳定运行，低硫产量及出口环比下行。

Dangote 成品油招标，侧面体现出当前二次装置运行顺利，成品产出增多：3 月 5 日，发布招标公告，出售 4.4 万吨航空燃油，于 3 月 20 日至 22 日装载；4 万吨柴油，于 3 月 15 日至 30 日装载。

低硫产量及出口仍存，但预期环比下行：1) Dangote 燃料油招标：招标出售 8 万吨低硫直馏燃料油和 5 万吨油浆，计划于 3 月 16 日至 18 日装载，3 月 2 日结束招标。3 月中旬新招标出售油浆无低硫直馏产品，侧面体现出 RFCC 装置持续稳定运行。2) 物流监测端，3 月暂无低硫燃料油出口，2 月往泛新加坡出口减少 7 万吨至 8 万吨。

南苏丹 Dar 原油出口逐步恢复，出口招标量环比增长。

近月 Dar Blend 原油招标出口逐步回升：3 月总装载量为 3 批 60 万桶，共 180 万桶，回升至去年正常装载水平；2 月 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。

新加坡近端库存高位，供应预期紧缩叠加需求增长，市场远期原料担忧仍存。

库存高位：根据新加坡企业发展局的数据，截至 3 月 11 日当周，燃料油库存连续 4 周攀升达到 2416 万桶（约合 380 万吨），四周内新高。

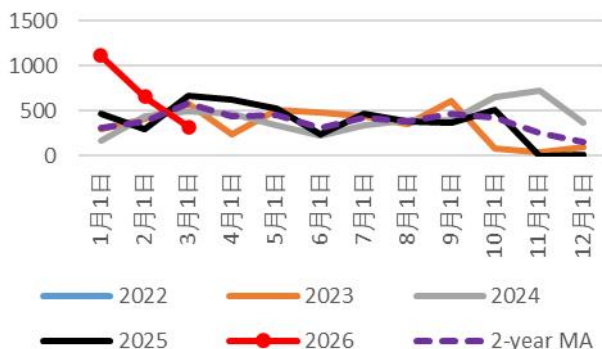
物流：新加坡到港增长，陆上储罐的燃油进口总量环比增长 47.5%，超过 130 万吨，其中大部分来自中东。科威特是本周进口商品的来源国，其次是巴林和沙特阿拉伯。2 月中东出口供应货物到港。陆上储罐的出口量也出现增长，较前一周翻了一番多，超过 50 万吨。中国是最大的出口目的地。

替代供应地寻找：1) 西方：运费高昂，套利窗口关闭；2) 美国墨西哥：供应量不足；3) 委内瑞拉：滞留西方；4) 俄罗斯：货源敏感，但若伊朗高硫燃料油供应减少，中国独立沥青生产商将增加从俄罗斯进口直馏燃料油；5) 其他买家正转向亚洲地区炼油商，不过受中东战争引发原油短缺影响，这些炼厂减产将导致供应量下降。

燃料油 4 月报

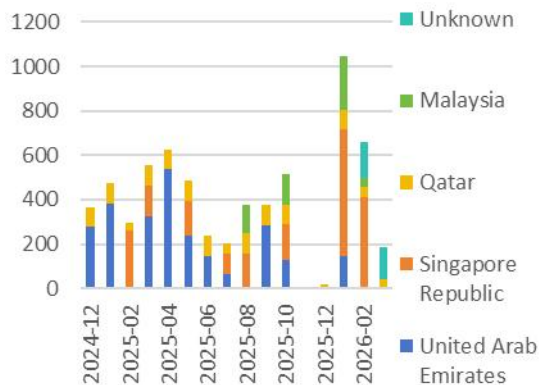
2026 年 3 月 30 日

图 19: Al-Zour 低硫燃料油出口 单位: 千吨



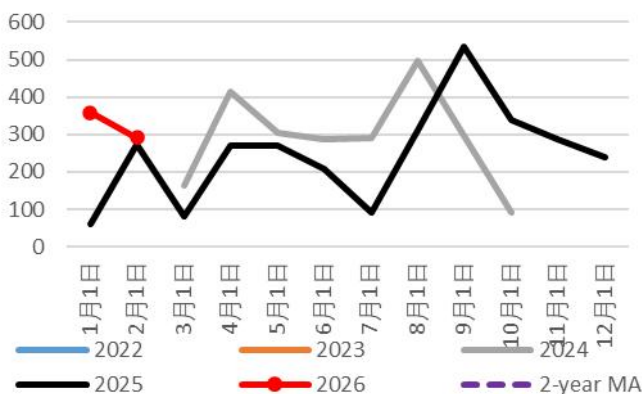
数据来源: 银河期货

图 20: Al-zour 低硫燃料油出港目的地 单位: 千吨



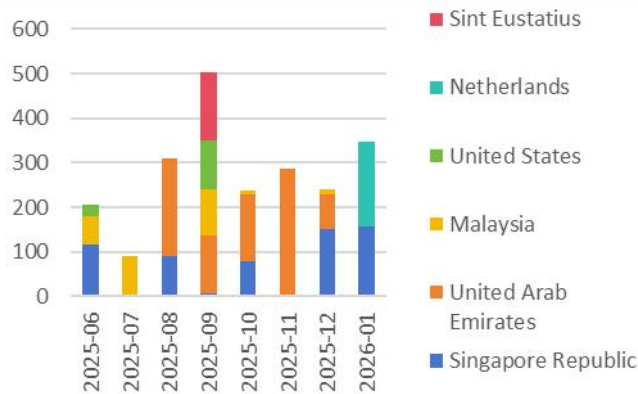
数据来源: 银河期货

图 21: Dangote 低硫燃料油出港 单位: 千吨



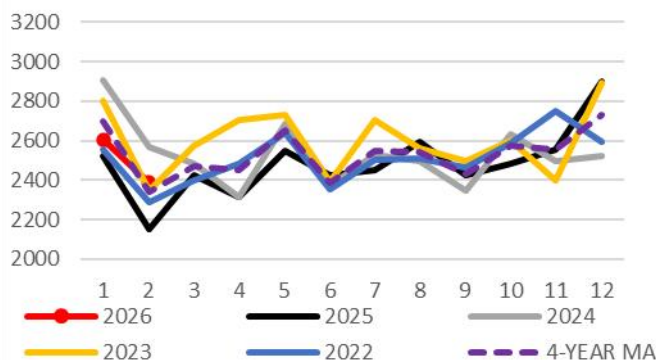
数据来源: 银河期货

图 22: Dangote 出港目的地 单位: 千吨



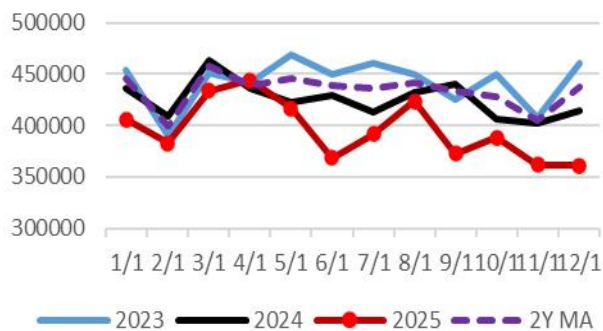
数据来源: 银河期货

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

中东冲突局势波动，油价波动风险增大。俄罗斯近期波罗的海主要港口受袭或影响近端油品装载出口，前期俄罗斯因豁免而存的增量影响被部分抵消。新加坡燃料油库存高位维持，连续第三周累库。俄罗斯豁免窗口时间内俄罗斯燃料油到港量增长。墨西哥出口也环比上行但增量有限，中东出口停滞。临近二季度关注南亚孟加拉国和巴基斯坦、沙特及埃及地区发电备货进口需求启动情况。富查伊拉港口受地缘反复影响情况下，其船舶加注需求或转移至新加坡地区，新加坡加注需求或预期增长。近端低硫供应紧缩，国内部分主营炼厂降负缩减低硫生产，国外市场 Al-Zour 炼厂近端开始降负且预期于 4 月进入检修，Dangote 炼厂汽油装置回归，低硫对外供应及出口减少。

策略推荐：

1. 单边：强势高位震荡。
2. 套利：FU7-9 正套机会关注。LU6-7 正套机会关注。LUFU 价差做缩机会关注。
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