

制裁趋严背景下，做空高低硫 LU 2504-FU 2505价差

总结

制裁趋严，高硫燃料油供需收紧：1月7日山东港加强对涉及制裁船舶靠港的管理，有关船舶或将禁止停靠山东港口（如青岛烟台及日照等）。1月10日美国财政部OFAC办公室出台对俄罗斯石油产品生产及出口的制裁措施，宣布大规模制裁相关企业及船舶。由于俄罗斯是目前全球最大的高硫燃料油生产及出口国，美国制裁将影响高硫高硫燃料油的出口及物流情况。高硫燃料油受到相关事件冲击再次走强。目前中国地区到岸重油贴水仍维持高位，强势的重油贴水将支撑高硫燃料油裂解价差。同时由于大量船舶被OFAC列入黑名单，俄罗斯产品的出口将产生运力不足的现象，出口量被动减少。

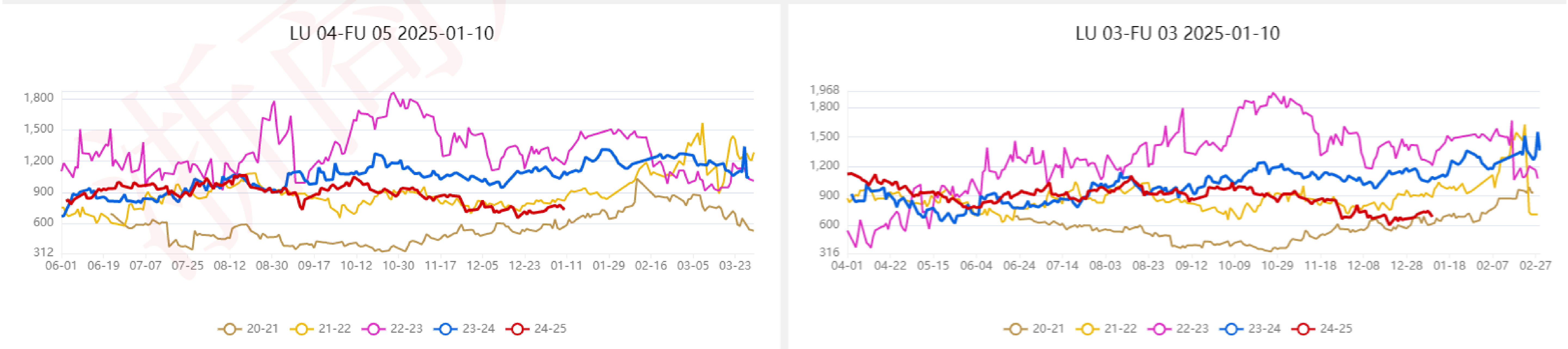
低硫燃料油一季度供需宽松：1. 中国已下发2025年首批燃料油出口配额800万吨，符合市场预期。预计中国一季度低硫燃料油产量环比四季度回升60万吨/月，增幅100%；2. 科威特国内燃油发电需求淡季，出口维持高位。同时苏丹Dar原油预计恢复生产，科威特低硫燃料油有望转向新加坡出口，新加坡低硫燃料油供应边际有增量；3. 亚洲进入春节假期，船燃需求迎来季节性淡季。整体来看2025年一季度预期供应大幅回升，船燃需求迎来淡季，后期低硫燃料油供需边际宽松。

综合来看，整体高低硫燃料油价格强弱为：高硫燃料油强于低硫燃料油。同时我们注意到美国对俄罗斯制裁也有一定时间节点，2月27日后禁止禁止向俄罗斯联邦境内的人员提供美国石油服务以及3月12日美国将停止授权逐与俄罗斯能源相关的交易。在上述时间节点之前，预计俄罗斯石油产品生产及出口仍有一定空间，高硫燃料油或将存在抢出口的现象。因此我们建议可以做多远月FU2505合约（主力合约FU2503），做空低硫燃料油主力合约。

操作建议：做空LU2504-FU2505价差，入场点位720-730元/吨，止盈点位500元/吨左右，止损点位820元/吨。

风险提示：美国放松制裁措施。

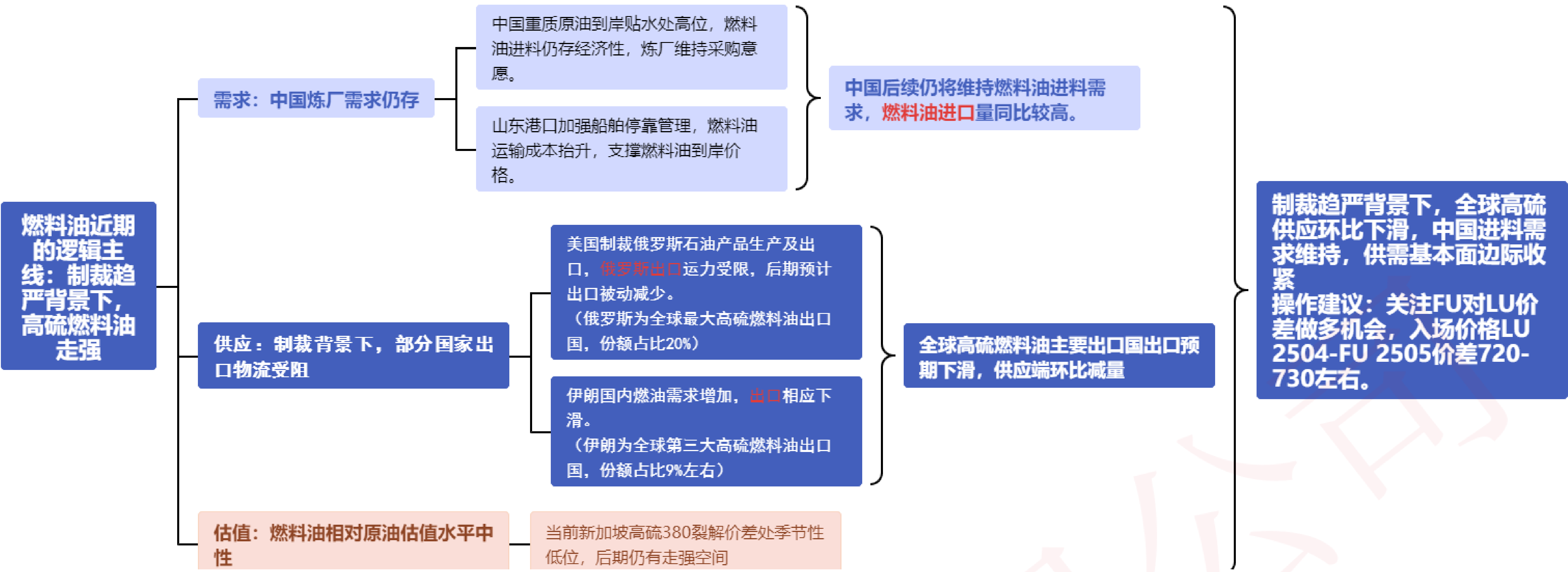
浙商期货有限公司
洪晓强（Z0016767）
皇甫镛（Z0021796）
2025年1月13日



燃料油近期主线逻辑

制裁趋严背景下，高硫燃料油

制裁趋严背景下，高硫燃料油走强 2025-01-13



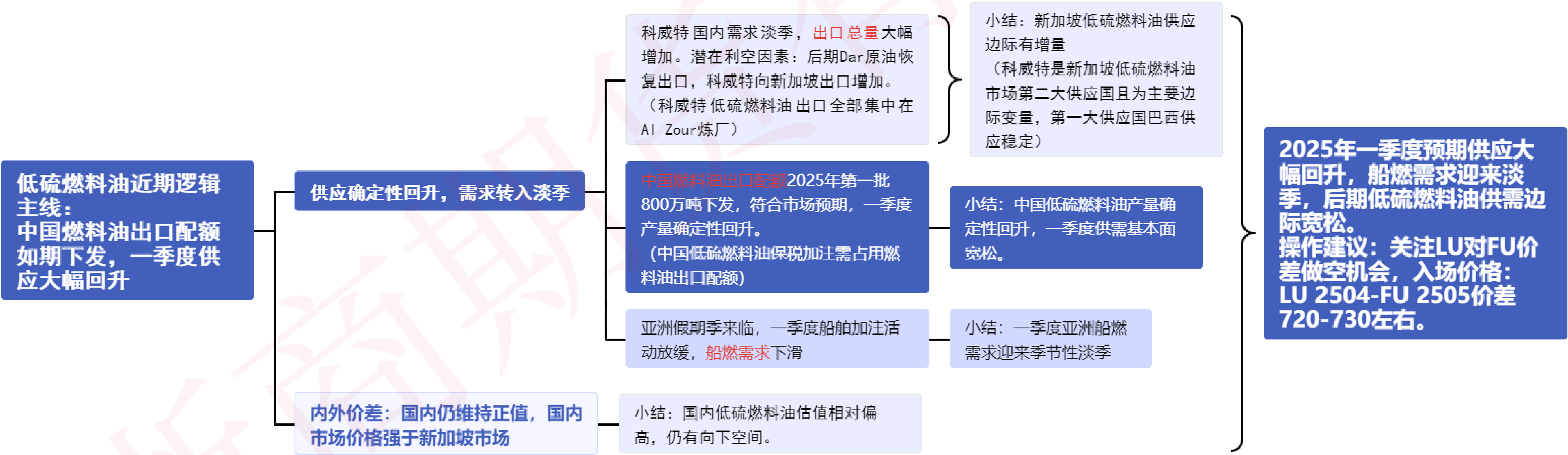
逻辑跟踪

2025-01-13

【重要新闻】1月10日美国财政部OFAC办公室发布对俄罗斯石油产品生产及出口制裁措施

中国燃料油出口配额如期下

中国燃料油出口配额如期下发，一季度供应大幅回升 2025-01-10



逻辑跟踪

2025-01-10

2024-12-27

【重要数据】2024年12月份国内炼厂保税用低硫船燃产量71.7万吨，产量环比增加23.50万吨，涨幅48.76%。

美国强化制裁，高硫燃料油出口供应下滑

美国对俄罗斯运输船队制裁

【重要新闻】1月10日美国财政部OFAC宣布对从事俄罗斯石油生产和出口的公司和船只实施全面的新制裁。制裁包括183艘船舶，其中143艘是油轮。这是自2022年俄乌冲突以来针对俄罗斯航运市场最大规模的制裁措施。

俄罗斯为全球最大的高硫燃料油出口国，占全球出口量的20%左右。此次涉及制裁的俄罗斯Surgutneftegas公司，其下属Kirishi炼厂为俄罗斯燃料油产量最大的炼厂，产量约为50万吨/月，占比约为15%左右。

美国制裁



美国制裁俄罗斯相关时间节点

重要时间节点1：2025年2月27日

美国财政部根据第14071号行政命令发布了一项新的决定，禁止向俄罗斯联邦境内的人员提供美国石油服务，从而切断俄罗斯获得与开采和生产原油及其他石油产品相关的美国服务的渠道。禁令于2025年2月27日美国东部标准时间上午12点01分开始生效。

原文：Treasury, in consultation with the Department of State, issued a new determination pursuant to E.O. 14071 prohibiting the provision of U.S. petroleum services to persons located in the Russian Federation, cutting off Russia's access to U.S. services related to the extraction and production of crude oil and other petroleum products. The prohibition takes effect beginning at 12:01 a.m. eastern standard time on February 27, 2025.

【E.O. 14071】2022年4月6日由美国总统签署行政令14071号，禁止向俄罗斯新投资及提供特定服务。

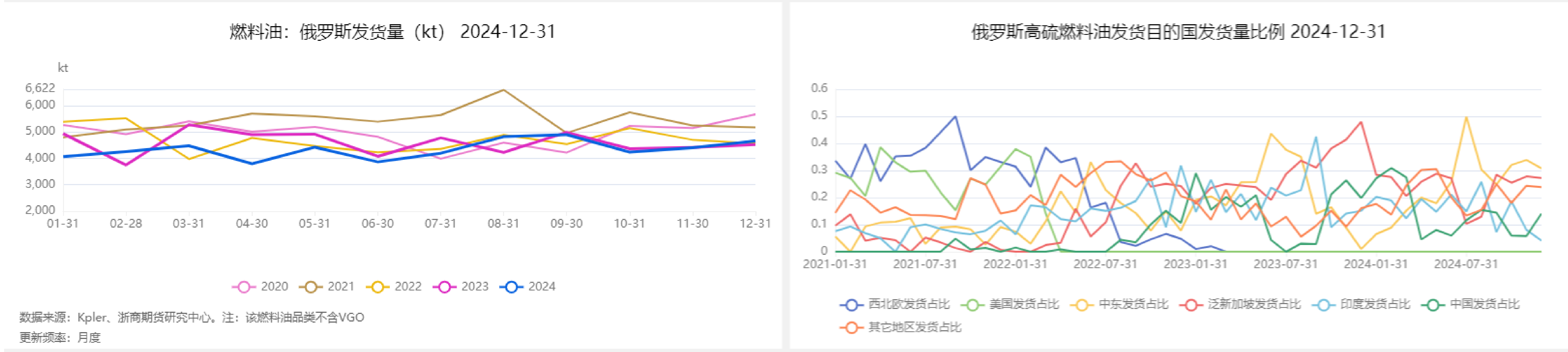
重要时间节点2：2025年3月12日

根据一般许可证8L，美国将授权逐步减少与俄罗斯能源相关的交易，截止时间为美国东部夏令时间2025年3月12日上午12点01分。

原文：Additionally, Treasury issued amended General License 8L, which authorizes certain wind-down transactions related to energy through 12:01 a.m. eastern daylight time, March 12, 2025. The narrowing authorization for transactions related to Russian energy further reduces Russia's ability to leverage this sector and fund its war machine.

【GENERAL LICENSE NO. 8L】经美国财政部OFAC2025年1月10日重新修订，规定了与俄罗斯贸易的交易实体范围及解释了能源相关的定义。

美国强化制裁，高硫燃料油出口供应下滑



2024年10月起美国开始制裁伊朗等国石油产品出口

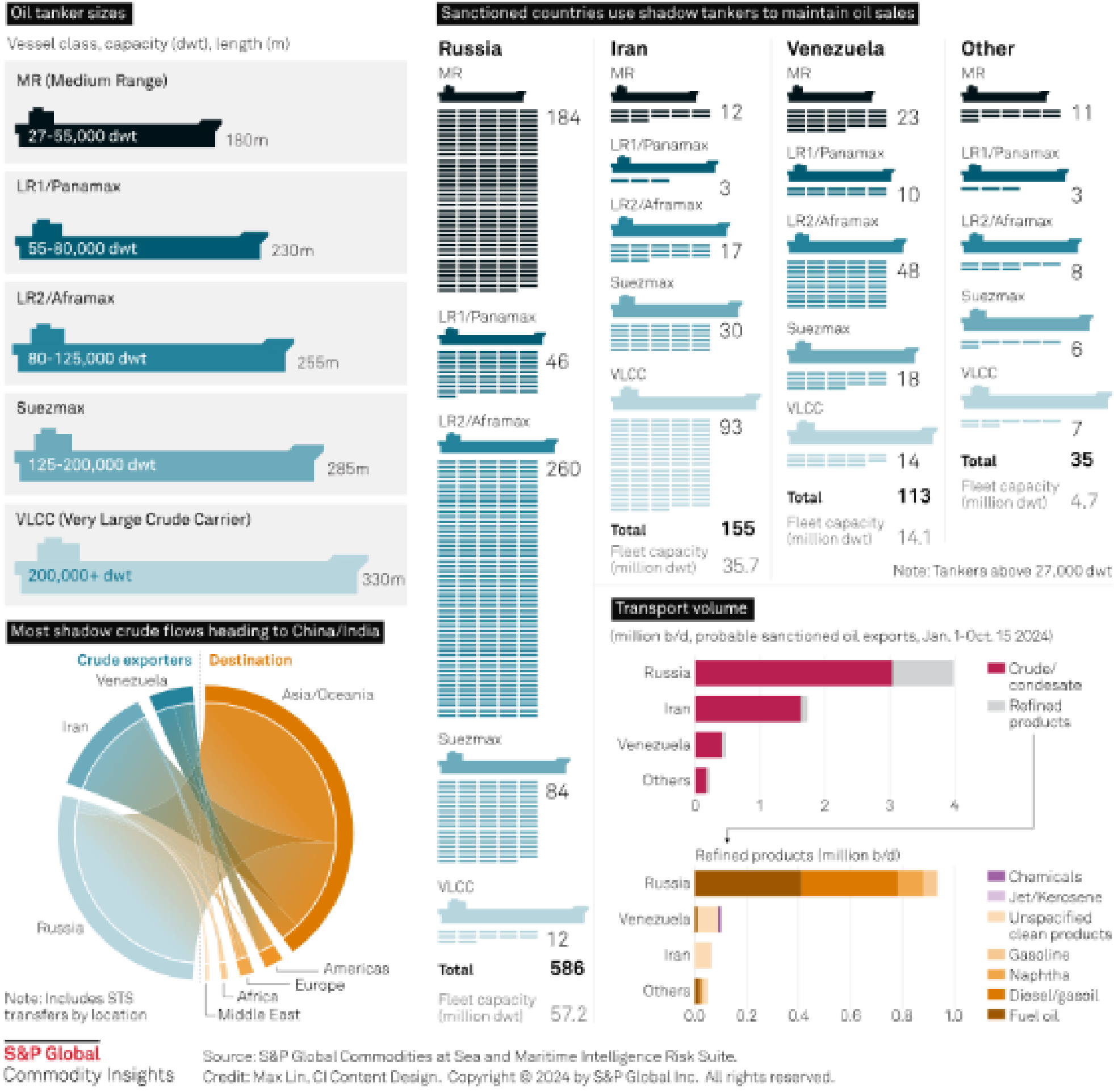
- 2024年10月11日美国财政部将其对伊朗的制裁扩大至石油和石化行业，并将更多船舶和实体列入制裁名单。本次制裁是美国政府首次依据《停止庇护伊朗石油法案》（Stop Harboring Iranian Petroleum Act）行使权力，该法案旨在对伊朗石油产品出口采取制裁行动。
- 2024年12月3日，美国再次对参与伊朗石油贸易网络的实体及船只发起制裁。美国财政部官网显示，由于涉及伊朗石油运输，外国资产控制办公室（OFAC）最新已将14家实体及21艘船只列入OFAC的特别指定国民（SDN）名单。
- 2024年12月19日美国将参与伊朗石油和石化产品贸易的8个实体和9艘船舶列入SDN清单，其中财政部指定4个实体和3艘船舶，国务院指定4个实体和6艘船舶，指控理由为前述实体和船舶经常使用混淆和欺骗方法掩盖贸易，对海运业构成重大威胁。

美国强化制裁，高硫燃料油出口供应下滑

影子船队 Shadow Fleets

Shadow fleets: The covert armada defying oil sanctions

A covert armada of tankers has emerged to keep the world's oil flowing from sanctioned states. Partnering with opaque operators chasing risk premiums, Russia, Iran, and Venezuela have created a hidden shipping network transforming global trade flows.



影子船队（Shadow Fleet）指的是那些不属于传统船队，但在某些情况下被用于运输受制裁的石油和其他商品的船舶。这些船只通常关闭海上跟踪识别系统，使用模拟的虚假船名，频繁更换船旗或船名，使得它们的行踪难以追踪，因此被称为“影子”船队。根据不完全统计显示，目前涉及伊朗石油产品运输的影子船队共有155艘。涉及俄罗斯石油产品运输的影子船队共有586艘。涉及委内瑞拉石油产品运输的影子船队共有113艘。

据初步统计，目前2024年10-12月三次OFAC总计制裁船舶46艘，其中涉及伊朗石油产品相关船舶37艘，约占其影子船队数量的24%。2025年1月OFAC制裁涉及俄罗斯船舶共计183艘，约占其影子船队数量的31%。据Kpler对此次2025年1月10日最新制裁俄罗斯原油油轮的整理，这些新受制裁的油轮去年运输超过5.3亿桶的俄罗斯原油出口，约占俄罗斯海运原油出口总量的42%。其中约3亿桶被运往中国，约占中国海运进口俄罗斯原油的61%。其余大部分出口到印度，占印度进口俄罗斯原油总量的近三分之一。

	A	B	D	E
1	10月美国制裁			
2	Name	Ship type	货物类型	往来港口
3	Bendigo	VLCC	原油DPP	EOPL—中国青岛黄岛
4	Carnatic	VLCC	原油DPP	EOPL—中国岚桥日照烟台
5	Salvia	VLCC	原油DPP	EOPL—中国日照青岛黄岛烟台
6	Luna Prime	VLCC	原油DPP	EOPL—中国大连烟台日照
7	Goodwin	VLCC	原油DPP	EOPL—中国日照大连天津青岛黄岛
8	Anhona	MR	汽油柴油	Taman/Malta—FOTT
9	Wen Yao	VLCC	原油DPP	EOPL—中国岚桥烟台大连
10	Elza	MR	石脑油	巴基斯坦Karachi—Jebel Ali
11	Spirit of Casper	Suezmax	原油DPP	EOPL—中国烟台天津青岛黄岛
12	Crystal Rose	VLCC	原油DPP	EOPL—中国舟山营口日照
13	Dimitra li	VLCC	原油DPP	EOPL—中国大连烟台
14	Tyche I	afamax	DPP	EOPL/Kalamata—JPUT
15	Cross Ocean	afamax	原油DPP	俄罗斯—印度Paradip/中国东营
16	Satina	MR	HSFO	Iran—马来Westport/FOTT
17	Aventus I	suezmax	原油DPP	EOPL—中国烟台天津青岛黄岛
18	Davina	VLCC	原油DPP	EOPL—中国烟台大连营口/FO
19	12月3日美国制裁			
20	Name	Ship type	货物类型	往来港口
21	Jaya	VLCC	Arab Crude HSFO	Juaymah (沙特) FOTT(阿联酋)-中国
22	Phonix	VLCC	Iran	伊朗Kharg Island—中国烟台
23	Bertha	VLGC	LPG	Iran—中国广州龙口乍浦福州
24	Olive	MR	ULSD	俄罗斯Tuapse/Primorsk—Tema/土
25	Yuri	VLCC	Crude	EOPL—中国烟台日照
26	Min Hang	Suezmax/LR3	Urals/ESPO/Iran	Kozmino/Ust Luga/EOPL—印度/中国
27	Elva	VLCC	Iran	EOPL—中国烟台日照岚桥
28	Ceres I	VLCC	Iran/Venezuela Crude	EOPL
29	Vanity	VLCC	Iran	EOPL—中国青岛日照大连
30	Lady Lucy	Handy/MR1	HSSRFO	伊拉克Khor Al Zubair Port-阿联酋F
31	Vesna	Aframax/LR2	ESPO	俄罗斯Kozmino—大连东营惠州
32	Ft Island	VLCC		EPOL-Pelepas Light.
33	Masal	Suezmax/LR3	Iran	Kharg Island—EOPL
34	Black Panther	MR	Naphtha	巴基斯坦Karachi Keamari—阿联酋
35	Lioness	MR	Naphtha	巴基斯坦Karachi Keamari—阿联酋
36	Veronica Iii	VLCC	Venezuela Crude	EOPL/ Port of Jose—中国
37	Fiona Ii	VLCC	Iran	EOPL—中国青岛黄泽
38	Merope	Aframax/LR2	ESPO HSFO	俄罗斯Taman/Kozmino—中国新加坡
39	Rio Napo	MR	Naphtha	Sohar/Khor Al Zubair Port-FOTT
40	Lara Ii	Short Sea Tankers	HSSRFO	Khor Al Zubair Port-FOTT
41	Tonil	Panamax/LR1	Naphtha	巴基斯坦Karachi Keamari—阿联酋
42	12月19日美国制裁			
43	Name	Ship type	货物类型	往来港口
44	Ms Enola	VLCC	Iran	EOPL
45	Ms Angia	VLCC	Iran	EOPL
46	Ms Melenia	VLCC	DPP(Venezuela)	Bullenbay
47	Avital	VLCC	Iran	EOPL
48	Eliza II	VLCC	Iran	EOPL-China
49	Progress V	VLCC	Iran	EOPL-China
50	Scorpius	VLCC	Iran	EOPL-China
51	Tasca	VLCC	Iran	EOPL
52	Vigor	VLCC	Iran	EOPL-China
53				
54				
98				
99				
100				
101				
102				
103				
104				
105				

燃料油_伊拉克发货 (kt) 2025-01-31



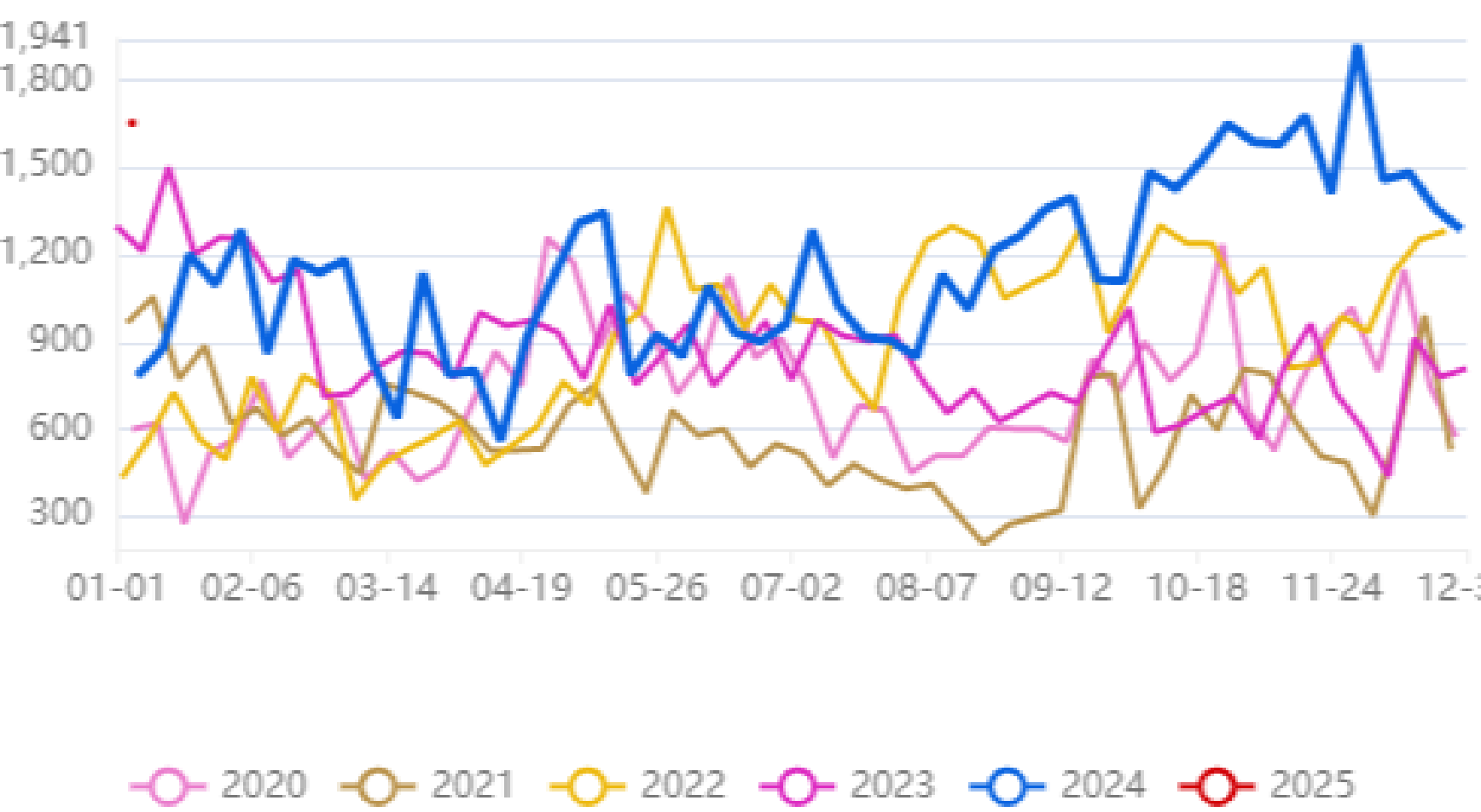
注：该发货数据为燃料油Fuel oils

燃料油_伊朗发货 (kt) 2025-01-31



注：该发货数据为燃料油Fuel oils

中东燃料油浮仓 (kt) 2025-01-05



美国强化制裁，高硫燃料油出口供应下滑

2025年制裁影响中东出口分析

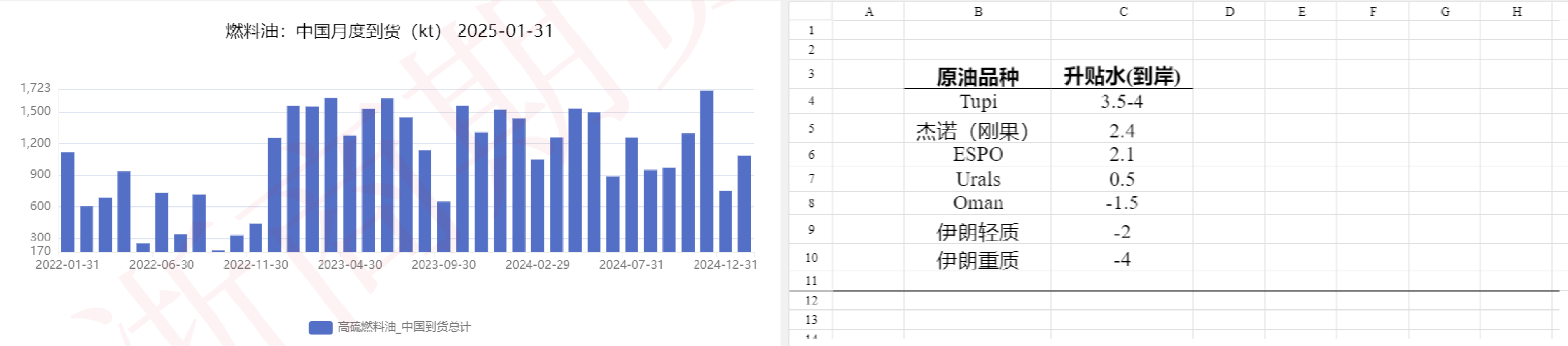
2024年10月美国政府总计制裁了16艘有关船只，其中VLCC船9艘占比56.25%，而在12月3日的制裁中，美国政府总计制裁了16艘有关船只，其中VLCC船9艘占比下降至42.3%，MR型船及其他类型油轮占比上升。美国所针对的VLCC船舶制裁主要是针对在EOPL地区STS转运以及后续的运输。而MR型油轮更适合短途运输，如在中东地区之间运输。随着2025年美国新政府的上台预计制裁措施将进一步严格。

2024年12月3日根据相关报道显示由于燃料油储罐超载，伊拉克巴士拉炼厂于11月30日暂停运营。近期暂无船只抵达伊拉克科祖拜尔港口装载燃料油出口。巴士拉炼厂燃料油产量在260kb/d，约120万吨/月。同时有关媒体报道了伊拉克出口的部分燃料油来源于其他国家。在美国12月的首次制裁中我们也发现了新增了对Lady Lucy船的制裁措施。该船舶主要来往于伊拉克科祖拜尔港口和阿联酋富查伊拉港口之间，负责伊拉克燃料油的对外出口。结合伊拉克巴士拉炼厂燃料油库存满库的报道，我们认为在美国的制裁措施下伊拉克的燃料油出口也受到了相应的影响。预计一季度出口量在160万吨/月，环比较四季度减少20万吨/月。

2024年四季度伊朗国内遭遇严寒及天然气产量不足等因素影响，国内用电需求出现较大规模缺口。根据相关数据显示，2024年8月至12月伊朗燃料油月均产量约为205万吨（7200万升/日），比去年同期高出约450万升/日（12.8万吨/月）或7%。截止12月20日，伊朗燃料油发电消费量约为68万吨/月（2400万升/天）。后续若持续存在国内用电缺口，伊朗政府将计划提升燃料油发电消费量至113万吨/月（4000万升/天），国内需求提升将严重影响伊朗燃料油出口，后续2025年二季度国内需求走弱但预期制裁升级，预计整体出口将减少45万吨/月。

综上所述，伊朗国内需求环比提升叠加出口制裁措施升级，我们认为后续伊朗及伊拉克出口减少在60-70万吨/月。2024年伊朗及伊拉克月均出口量在270万吨左右，上述出口减量约占出口总量的1/4。

中国重油到岸贴水高位，燃料油进料需求仍有支撑



中国重油到岸贴水高位，燃料油进料需求仍有支撑

山东港口加强船舶停靠管理

- 2025年1月7日山东港口集团发布了一份通知，禁止港口允许美国财政部OFAC办公室指定名单上的油轮停靠、卸载或使用船舶服务。禁令生效的港口包括中国东海岸的青岛、日照和烟台，这些港口是中国独立地方炼油商(teapots)的主要原油进口来源。这些炼厂是伊朗原油的主要买家，美国指定船只的禁令可能会减少地方炼厂的廉价原油供应。
- 【OFAC】美国财政部海外资产控制办公室(The Office of Foreign Assets Control, OFAC)以一种积极的域外方法实施制裁，其特点是采用严格的责任框架--无论意图如何，违反行为都会发生。这使外国资产管制处有别于英国海外资产监督局、欧盟和联合国等执法机构，后者倾向于在管辖权范围内运作，通常不那么强硬。海外资产控制办公室的触角延伸到任何与美国有关联的全球交易，其措施严格，处罚力度大，与更本地化、更分散的同行相比，突出了其主导作用。

山东港口加强管理通知

山东省港口集团有限公司

关于加强涉及制裁船舶靠港管理的通知

各相关单位：

当前，美国财政部外国资产控制办公室(Office of Foreign Assets Control,简称OFAC)已对多家航运公司及船舶实施了制裁。为确保港口运营合规，避免潜在的法律风险和经济损失，现将加强涉及美国制裁船舶靠港管理的通知如下：

一、制裁船舶管理范围

(一) 已被美国OFAC列入制裁名单的相关航运公司及船舶实体。具体制裁名单可通过美国财政部官方网站(<https://home.treasury.gov/>) 进行关注及查询。

1.实时制裁信息查询。通过美国财政部官方网站中Recent Actions(近期操作通知) 关注实时发布的相关制裁信息，网址：<https://ofac.treasury.gov/recent-actions>。

2.单船制裁信息查询。通过美国财政部官方网站中Sanctions List Search(制裁名单搜索)进行英文船名或IMO号对相关制裁船舶进行搜索查询，确认是否是被制裁船舶，网址：<https://sanctionssearch.ofac.treas.gov/>。

低硫燃料油一季度供需宽松

中国低硫燃料油产量大幅回升

- 2024年12月国产低硫船燃产量71.7万吨，环比增加23.50万吨，涨幅48.76%。2024年中国低硫产量为1296万吨，整体配额完成率99.68%。
- 国内已下发2025年第一批燃料油出口配额800万吨。2025年1月，新一轮出口配额下发后，预计国内低硫燃料油总产量将较12月环比大幅增长。预计整体产量在115-120万吨左右。
- 目前已下发2025年首批燃料油出口配额共计800万吨，与2024年首批数量持平。2025年一季度出口配额暂无限制，国产低硫燃料油产量将大幅攀升，预计较2024年四季度月均65万吨环比增加50万吨/月。同时由于一季度受假期因素影响为传统船燃需求淡季，国内需求环比走弱10万吨/月。预计2025年一季度中国低硫燃料油市场将处于供需宽松格局。

	A	B	C	D	E	F	G	H
1	中国炼厂低硫燃料油产量及出口配额使用情况（万吨）							
16	2024年	中石油	中石化	中海油	中化	浙石化	合计	备注
17	1月	54	58.8	13	0.5	0	126.3	
18	2月	51	53	12.5	0	0	116.5	
19	3月	65	55	11	0	0	131	
20	4月	56	58	13	0	0	127	
21	5月	54.03	64	13	0	0	131.03	
22	6月	60	59.6	12	0	0	131.6	
23	7月	58.4	54.6	8	0	0	121	
24	8月	44	66.5	9	0	0	119.5	
25	9月	32	60	6	0	0	98	
26	10月	24	44	4	0	2	74	
27	11月	20	23.2	5	0	0	48.2	
28	12月	41.9	19.3	10.5	0	0	71.7	
29	24年总计	560.33	616	117	0.5	2	1295.83	
30	24年第一批	341	383	68	2	6	800	1月3日下
31	24年第二批	175	186	36	1	2	400	5月7日下
32	24年第三批	44	47	9	0	0	100	9月20日下
33	当前配额总计	560	616	113	3	8	1300	
34	配额完成度	100.06%	100.00%	103.54%	16.67%	25.00%	99.68%	
35								
36								
37								
38								
39								
40								
41								
42								
43								
44								

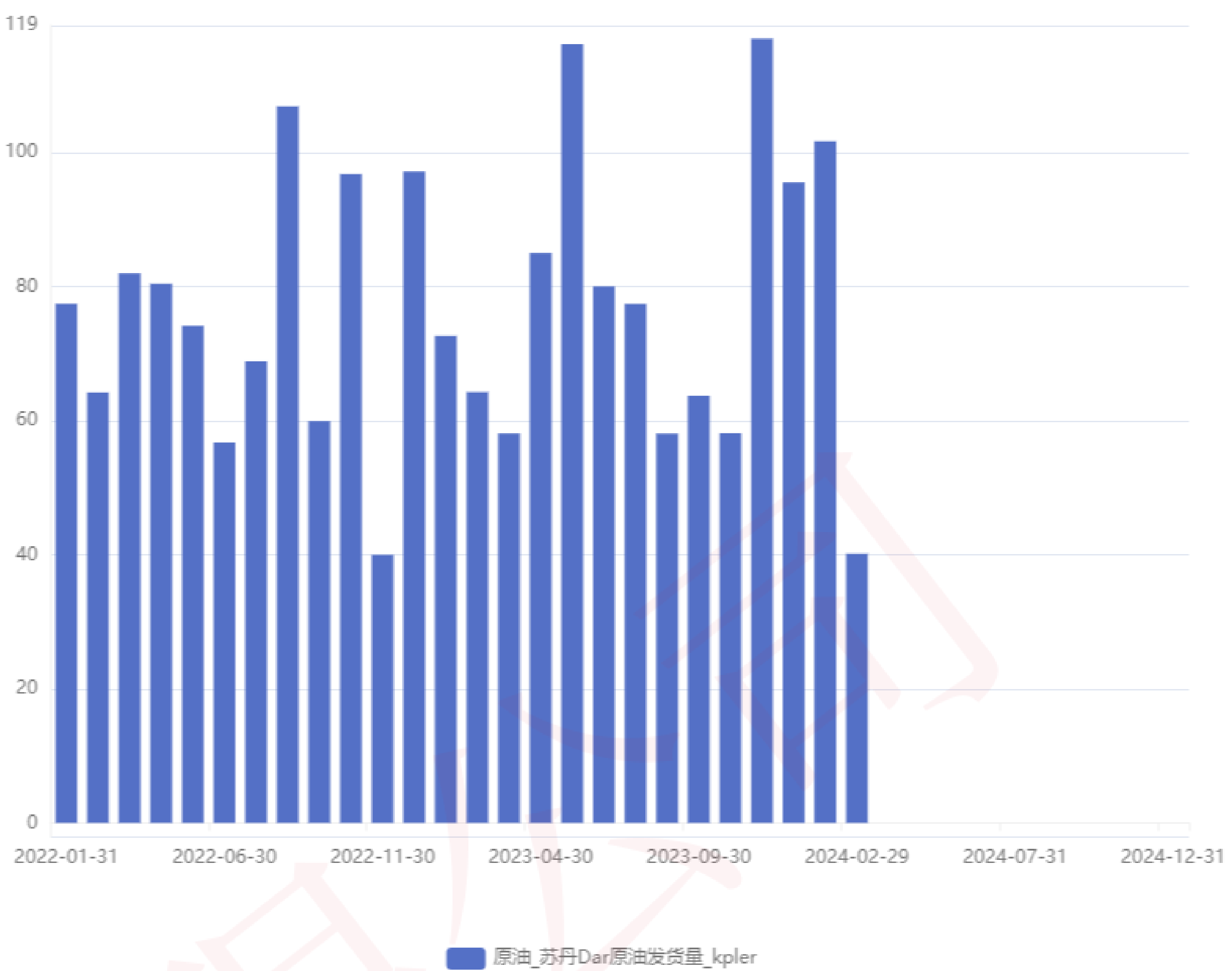
低硫燃料油一季度供需宽松

Dar 原油预期恢复供应

【重要新闻】南苏丹石油部长表示将于1月8日恢复Dar原油生产。主要的承包商CNPC、Sinopec及Petronas已签署发表安全声明。目前根据Kpler的数据显示，1月苏丹Dar Blend原油仍未恢复出口。

Dar Blend属于重质甜油是生产低硫燃料油的良好原料。2024年2月南苏丹Bar Blend原油运输管道发生破裂，对外出口暂停至今。此前Bar Blend原油出口主要目的地为阿联酋富查伊拉及马来西亚等地。其中由于Dar原油供应不足，阿联酋富查伊拉Fort Energy炼厂开工率仅有50%。2024年富查伊拉低硫燃料油市场每月基本从科威特Al Zour炼厂进口2船30万吨现货。若后续Bar Blend原油恢复供应，富查伊拉有望减少从科威特Al Zour炼厂采购数量，科威特低硫燃料油将流入新加坡地区。预计新加坡市场低硫燃料油供应将增加1船15万吨左右。

原油：苏丹Dar原油发货量 (kb/d) 2024-12-31



免责声明

免责声明

本报告的版权归“浙商期货有限公司”所有，未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用，未经授权的转载本公司不承担任何责任。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“浙商期货有限公司”。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记，本公司保留一切权利。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。