

燃料油：2024 年度策略报告

——待时而动

高级研究员：杜冰沁

年报摘要：

● 2023 年行情回顾

2023 年上半年，由于供应充足、需求疲软，高、低硫燃料油价格整体呈现震荡偏弱的走势，年中随着 OPEC+ 主动减产，以及地缘政治事件等因素驱动国际油价上涨，高、低硫燃料油价格重心也跟随上扬，其中高硫受到自身基本面的支撑涨幅更为明显。而四季度，随着原油大幅下挫，高、低硫燃料油也分别共振下跌。从波动区间来看，2023 年至今高硫燃料油波动整体高于低硫，裂解价差表现也要强于低硫，主要源于高、低硫市场供需结构的差异。

● 2024 年市场分析逻辑

预计 2024 年一季度在 OPEC+ 持续减产的支撑以及美国原油产量增速放缓的背景之下，原油市场整体供应依然偏紧。随着交通出行需求的不断修复，以及欧洲等发达经济体的衰退风险，预计明年原油端需求的增量依然来自于发展中国家的工业需求。从全球原油的供需平衡表来看，EIA 对于明年四个季度的供需平衡预测分别为 -12.72 万桶/日、15.92 万桶/日、16.11 万桶/日和 27.38 万桶/日，整体呈现供需小幅宽松的格局，这对于高、低硫燃料油来说也意味着成本端可能缺乏趋势性的指引。

从明年来看，预计俄罗斯仍将维持稳定的高硫燃料油出口，不过在炼厂装置逐步升级的背景之下，炼厂对于高硫燃料油的深加工能力将不断提升，因此预计俄罗斯的高硫发货量不会有显著的边际增量。在明年一季度 OPEC+ 维持减产的背景之下，重质油偏紧的格局依然延续，预

计中东地区中、重质油的产量和出口将维持偏低水平，在一定程度上对于高硫燃料油的产出形成抑制。今年 12 月，科威特 Al-Zour 炼厂的第三个 CDU 装置已投入运营，预计明年全年如若 Al-Zour 炼厂能够保持装置平稳运行，亚洲低硫燃料油市场的供应将维持充裕。而随着明年全球加氢脱硫装置产能的进一步增加，低硫供应还有进一步增加的空间。

今年以来，国内地炼进口高硫直馏燃料油作为炼厂进料替代成为高硫燃料油重要的需求增长点，目前燃料油已经几乎成为地炼的常态化原料之一。在当前全球炼厂进料轻质化的背景之下，包括美国、印度在内的海外炼厂对于高硫燃料油的二次装置进料也保持增长态势。但在美国对委内瑞拉制裁放松之后，委内瑞拉对美国重油出口增加或将挤压一部分美国对于高硫直馏燃料油的需求。在今年沙特主动额外减产的背景之下，其国内原油产量减少也在一定程度上使得原油直烧发电的部分转向了燃料油发电，明年如若沙特的额外减产仍然持续的话，对于高硫的夏季发电需求则有一定的支撑。船燃方面，随着脱硫塔安装数量的增加，预计高硫船燃的消费量还有进一步增长的空间。

整体来看，明年供应方面高、低硫燃料油都面临一定的增量空间，需求方面航运需求和发电需求预计保持平稳，而高硫燃料油的炼厂进料需求预计将成为市场的新亮点。我们预计从 2024 年来看，FU 和 LU 绝对价格波动区间预计分别在 2800–3800 元/吨和 3500–4500 元/吨，需要把握基本面节奏变化带来的结构性供需错配的机会。

● 风险提示

油价出现大幅波动

一、2023 年燃料油价格走势主要影响因素分析

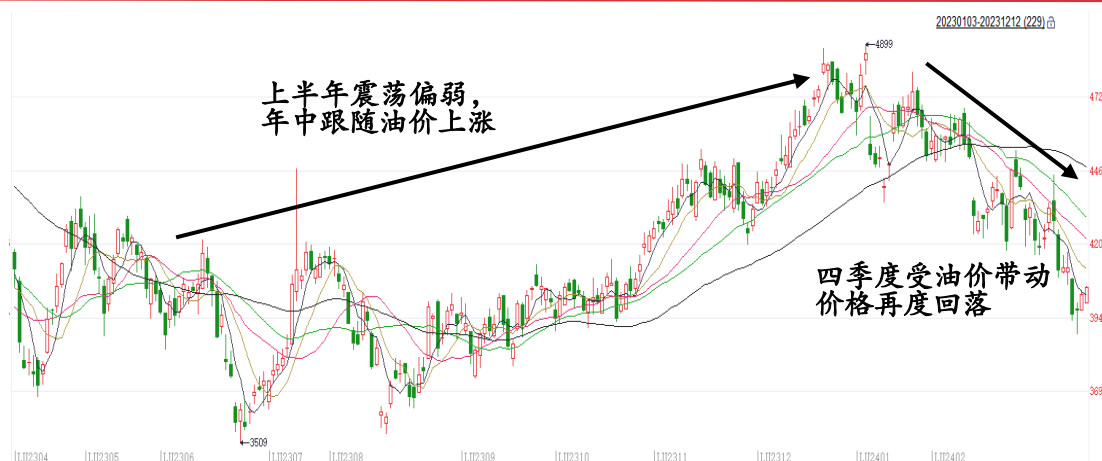
2023 年上半年，由于供应充足、需求疲软，高、低硫燃料油价格整体呈现震荡偏弱的走势，上半年 FU 和 LU 主力合约分别最低探至 2479 元/吨和 3509 元/吨。年中随着 OPEC+ 主动减产，以及地缘政治事件等因素驱动国际油价上涨，高、低硫燃料油价格重心也跟随上扬，至三季度末 FU 主力合约最高涨至 3892 元/吨，LU 主力合约最高涨至 4899 元/吨，其中高硫受到自身基本面的支撑涨幅更为明显。而四季度，随着原油大幅下挫，高、低硫燃料油也分别共振下跌。从波动区间来看，2023 年至今高硫燃料油波动整体高于低硫，裂解价差表现也要强于低硫，主要源于高、低硫市场供需结构的差异。

图表 1：2023 年燃料油（FU）指数 K 线走势图（单位：元/吨）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 2：2023 年低硫燃料油（LU）指数 K 线走势图（单位：元/吨）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

今年高硫燃料油市场依然受到来自俄罗斯和中东供应增量的影响，整体供应较为充裕，这种供应端的压力在年初表现尤为明显，在俄罗斯发货量受国内炼厂检修影响减少之后，高硫市场的供应压力得到有效缓解，同时上半年国内稀释沥青通关受阻使得炼厂对于高硫燃料油的装置替代进料需求大幅提升，而亚洲低硫燃料油市场在科威特炼厂产能释放和终端航运需求不温不火的背景之下表现平淡，因此内、外盘高低硫价差在今年前三个季度基本呈现持续收窄的状态，LU-FU 价差从年初超过 1600 元/吨收敛至 8 月份接近 400 元/吨。

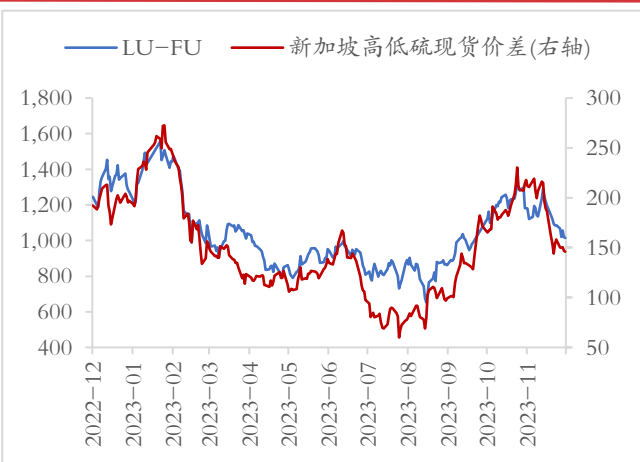
随着中东夏季发电需求高峰的结束和俄罗斯炼厂结束检修，中东和俄罗斯的高硫发货量再度增加，科威特炼厂发货收紧则给低硫市场带来阶段性收紧，因此 9 月之后看到 LU-FU 价差迅速回升至超过 1300 元/吨。接近年底，原油进口配额偏紧，炼厂高硫进料需求再度爆发式增长，燃料油进口配额基本提前消耗完毕，商务部增发 300 万吨燃料油进口配额，支撑高硫燃料油市场结构走强，在此基础之上高低硫价差再度回落。

图表 3：高、低硫现货价格走势（美元/吨）



资料来源：金联创、光大期货研究所

图表 4：高低硫价差走势（元、美元/吨）



资料来源：iFinD、金联创、光大期货研究所

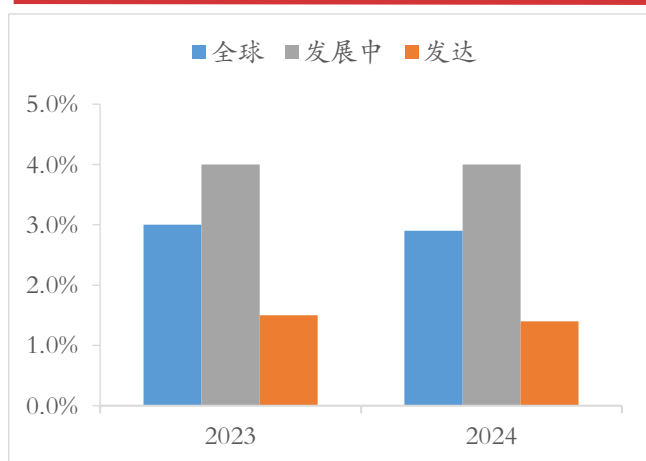
二、2024 年国内外燃料油市场基本面分析

1、原油：供需整体宽松

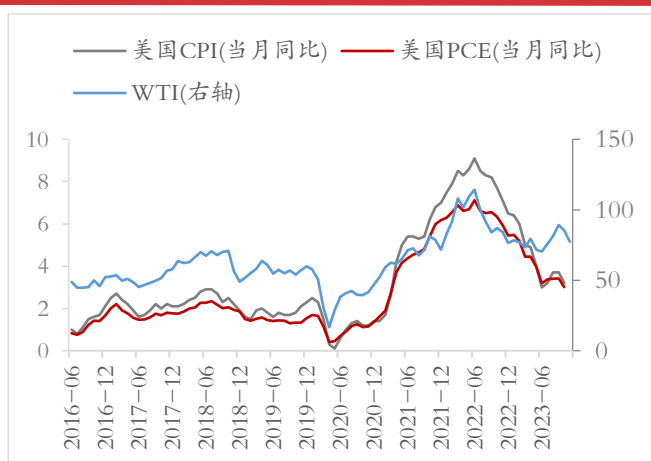
2022 年美联储开启新一轮加息周期，工业和消费需求受到全面抑制，今年上半年消费需求有所修复，下半年工业需求也开始企稳，显示美国经济仍存一定韧性。同时今年上半年美国通胀水平也开始逐步下降，今年 6 月美联储首次暂停加息。在最新的 12 月 FOMC 会议上，美联储

与预期一致继续停止加息，维持基准利率在 5.25%–5.5%，点阵图暗示本轮加息周期已结束。美联储对于当前的通胀改善感到满意，同时大幅下调明年通胀预期，并且预计明年或有三次降息，整体释放“鸽”派信号，这表明美联储的目标从抗通胀转变为抗通胀+支撑美国经济“软着陆”，对于原油而言明年来自宏观方面的压力将整体减轻。

基于对地缘经济碎片化的担忧日益增加，IMF 预测全球经济增长将从 2022 年的 3.5% 放缓至 2023 年的 3.0% 和 2024 年的 2.9%，远低于过去近 20 年 3.8% 的平均水平。预计发达经济体 GDP 增速将从 2022 年的 2.6% 放缓至 2023 年的 1.5% 和 2024 年的 1.4%；新兴市场和发展中经济体的 GDP 增速预计将保持不变，2023 年和 2024 年均为 4.0%。而全球通胀预计将稳步下降，从 2022 年的 8.7% 降至 2023 年的 6.9%，2024 年降至 5.8%。在地缘局势紧张、全球经济弱增长的背景下，石油需求依然面临较大压力。

图表 5：IMF 全球 GDP 预测（单位：%）


资料来源：IMF、光大期货研究所

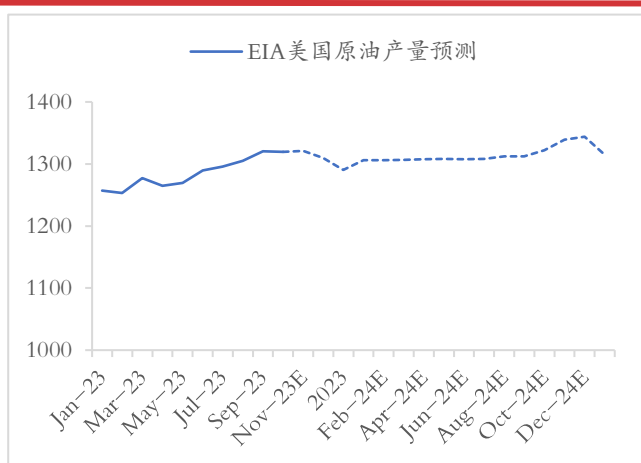
图表 6：油价与美国通胀水平（单位：美元/桶，%）


资料来源：iFinD、光大期货研究所

今年 11 月 30 日，OPEC+ 在会议上达成新的减产协议，成员国在同意 2024 年第一季度额外减产 100 万桶/日，因此预计 2024 年一季度在 OPEC+ 持续减产的支撑之下，原油市场整体供应依然偏紧。不过需要注意的是，虽然成员国达成了原则性协议，但其中非洲三国的目标产量基本接近于当前产量，对于减产效果无实质性影响，而基于其他国家的实际情况，预计本轮深化减产的实际幅度远低于 100 万桶/日。此外，尽管沙特表示不排除一季度之后延续减产，但是其他成员国是否能够履行自愿减产存在一定不确定性。因此我们认为，虽然以沙特为首的 OPEC+ 对于高油价有较强的诉求，但是其减产的执行力度和对于原油价格的托底支撑作用在明年是否

能依然有效尚且存疑。IEA 预计 OPEC+ 2024 年的原油产量将同比增加 30 万桶/日，而今年的原油产量则比 2022 年同比下滑 60 万桶/日。美国方面，今年美国页岩油增产幅度超出预期，EIA 数据显示今年 1-10 月美国原油产量平均约为 1283 万桶/日，最高维持在 1320 万桶/日的水平，但有一部分原因是 EIA 的统计口径发生变化，另一部分是由于钻井效率的提高。随着库存井的消耗和资本开支的增幅放缓，预计明年美国原油产量增速或将放缓。EIA 预计 2024 年美国原油产量将同比增加 25 万桶/日。此外，俄罗斯在俄乌冲突爆发至今原油贸易流向已经发生了转变，从出口至欧美转至中国印度等发展中国家，其实际海运出口量并无显著差异；而尽管美国对于伊朗和委内瑞拉的制裁有所放松，但受限于产量瓶颈，二者的供应增幅也相对有限。

图表 7: IEA OPEC+原油产量预测 (万桶/日) 图表 8: EIA 美国原油产量预测 (万桶/日)

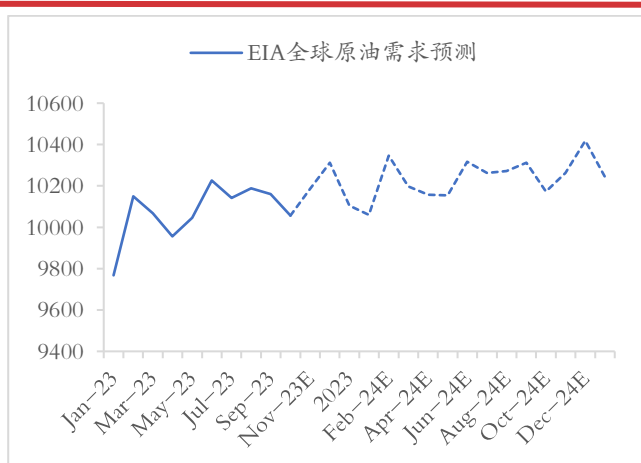
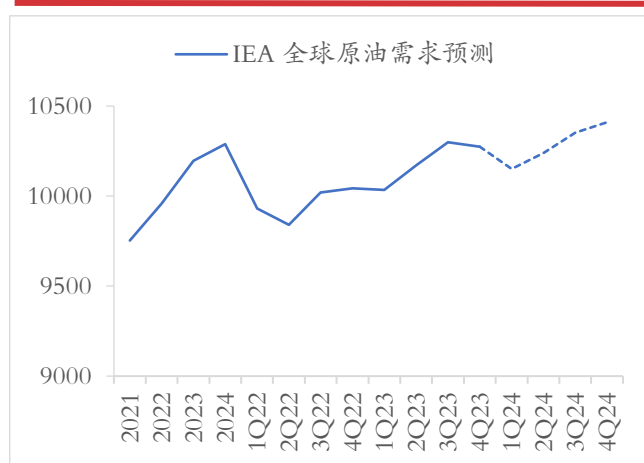


资料来源: IEA、光大期货研究所

资料来源: EIA、光大期货研究所

图表 9: IEA 全球原油需求预测 (万桶/日)

图表 10: EIA 全球原油需求预测 (万桶/日)

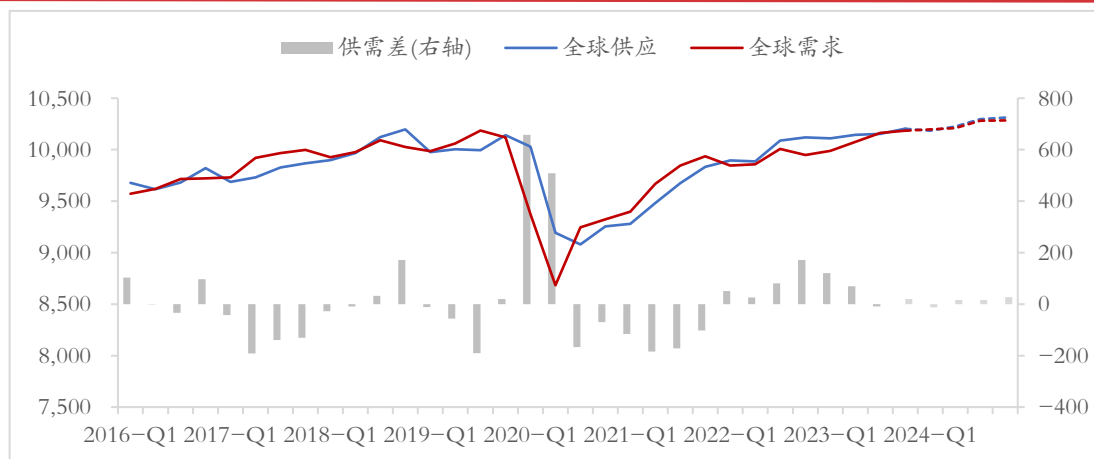


资料来源: IEA、光大期货研究所

资料来源: EIA、光大期货研究所

随着交通出行需求的不断修复，以及欧洲等发达经济体的衰退风险，预计明年原油端需求的增量依然来自于发展中国家的工业需求。EIA 对 2024 年全球石油需求增速预估为 139 万桶/日；OPEC 预计 2024 年全球石油需求将同比增长 224 万桶/日；IEA 预计 2024 年全球石油需求增速为 93 万桶/日，认为美国与欧洲等主要经济体的石油需求均出现负增长。从全球原油的供需平衡表来看，明年一季度在 OPEC 减产的支撑之下整体供需依然偏紧。EIA 对于明年四个季度的供需平衡预测分别为-12.72 万桶/日、15.92 万桶/日、16.11 万桶/日和 27.38 万桶/日，整体呈现供需小幅宽松的格局，这对于高、低硫燃料油来说也意味着成本端可能缺乏趋势性的指引。

图表 11：全球液体供需平衡情况（单位：万桶/日）



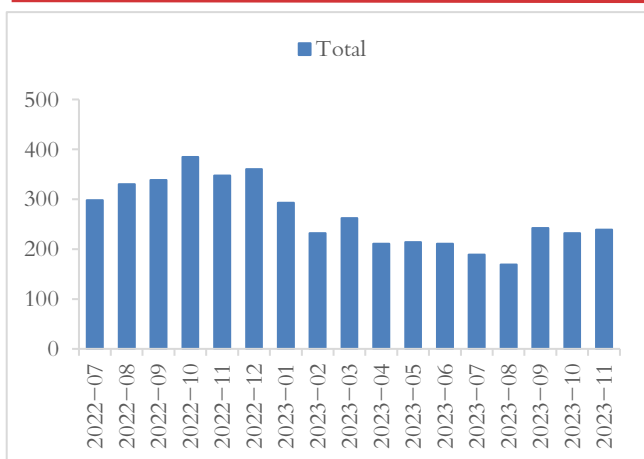
资料来源：EIA、光大期货研究所

2、供应：仍有增量空间

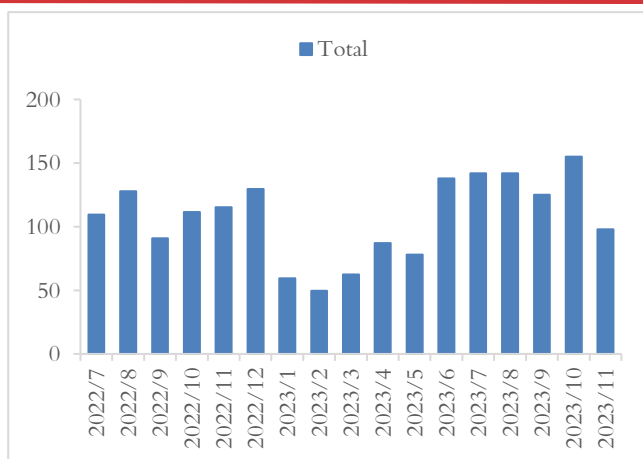
自 2022 年末以来，俄罗斯的高硫发货量已经成为亚洲高硫燃料油市场供应的重要来源之一。在今年 9-10 月俄罗斯炼厂检修高峰期结束之后，其高硫发货量逐渐恢复。从明年来看，预计俄罗斯仍将维持稳定的高硫燃料油出口，不过在炼厂装置逐步升级的背景之下，炼厂对于高硫燃料油的深加工能力将不断提升，因此预计俄罗斯的高硫发货量不会有显著的边际增量。IEA 预计 2024 年俄罗斯炼厂开工率约为 670 万桶/日，同比今年增加 10 万桶/日，需要关注其炼厂检修季节给高硫出口带来的间断扰动。中东的高硫燃料油供应也是亚洲高硫市场的重要组成部分，在明年一季度 OPEC+ 维持减产的背景之下，重质油偏紧的格局依然延续，预计中东地区中、重质油的产量和出口将维持偏低水平，在一定程度上对于高硫燃料油的产出形成抑制。一季度结束

后，如若 OPEC+ 停止减产计划并逐渐增产，则高硫供应有一定增长空间。需要注意的是，来自伊朗的燃料油发货量在今年也显著提升，而伊朗本身不受 OPEC+ 减产协议制约，因此明年需要关注伊朗高硫燃料油的出口情况。

图表 12：俄罗斯高硫发货量（单位：万吨/月） 图表 13：伊朗高硫发货量（单位：万吨/月）

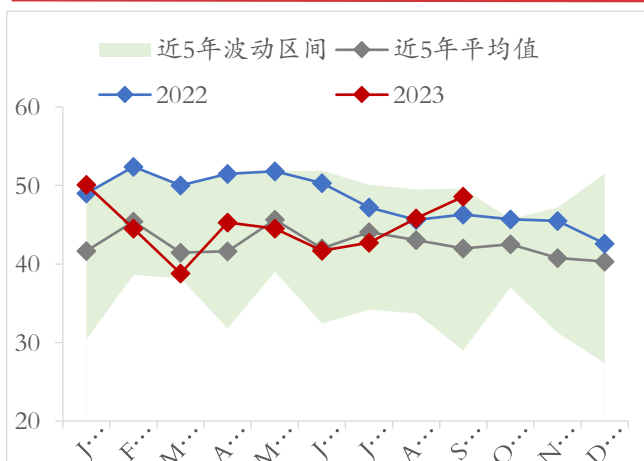


资料来源：Kpler、光大期货研究所



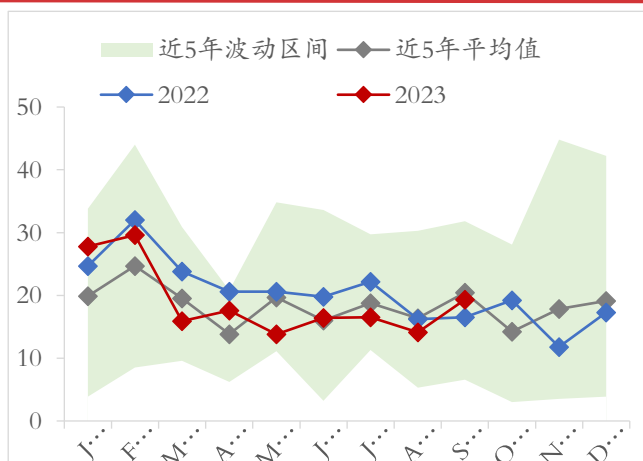
资料来源：Kpler、光大期货研究所

图表 14：沙特燃料油产量（单位：万桶/日）



资料来源：JODI、光大期货研究所

图表 15：沙特燃料油出口量（单位：万桶/日）

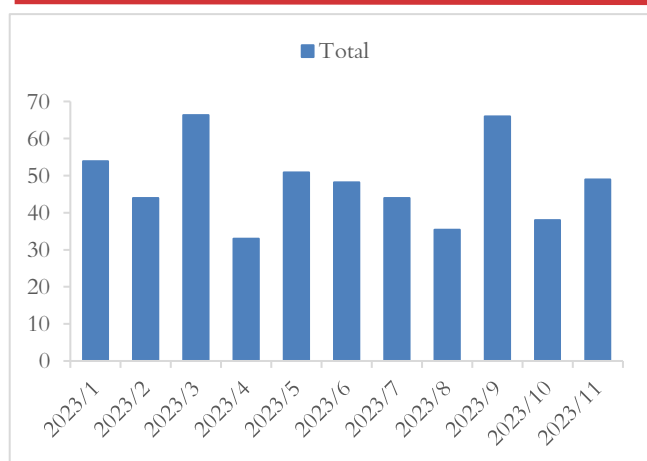


资料来源：JODI、光大期货研究所

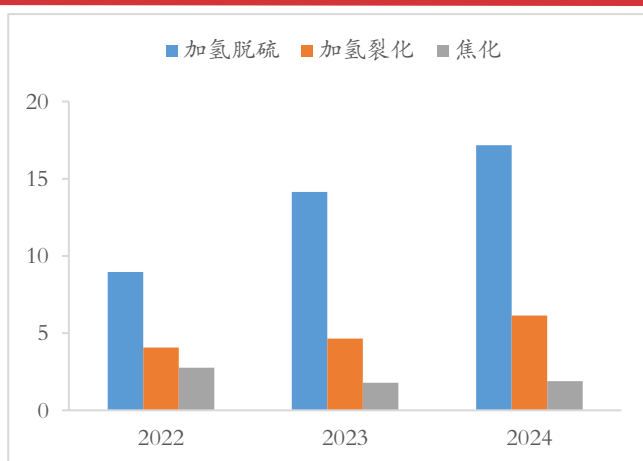
去年 11 月科威特 Al-Zour 炼厂的第一套低硫生产装置投产之后，科威特开始对亚洲市场逐步出口低硫燃料油，成为亚洲低硫燃料油市场今年最显著的供应增量，今年其装置的几番关停或故障也成为影响亚洲低硫市场结构的主要因素之一。今年 12 月，科威特综合石油工业公司表示 Al-Zour 炼厂的第三个 CDU 装置现已投入运营，在满负荷运行状态之下，炼油能力将从 41 万桶/日增至 61.5 万桶/日，其中三分之二的低硫产能（约 700 万吨/年）计划用于出口。因此预

计明年全年，如若 Al-Zour 炼厂能够保持装置平稳运行，亚洲低硫燃料油市场的供应将维持充裕。而随着明年全球加氢脱硫装置产能的进一步增加（17.16 万桶/日），低硫供应还有进一步增加的空间。

图表 16：科威特低硫发货量（单位：万吨/月） 图表 17：全球新增加氢产能（单位：万桶/日）

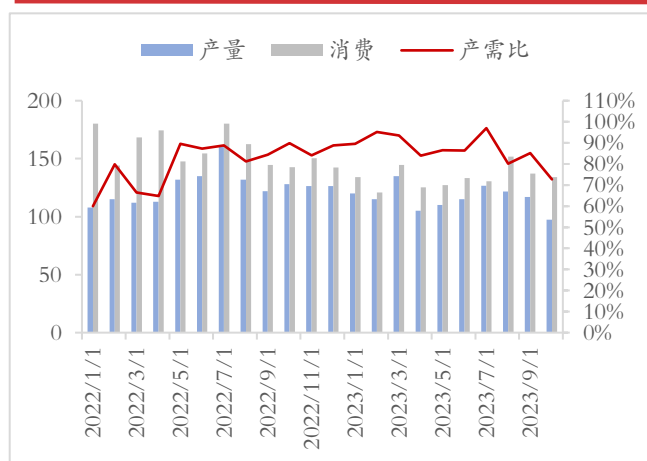


资料来源：Kpler、光大期货研究所

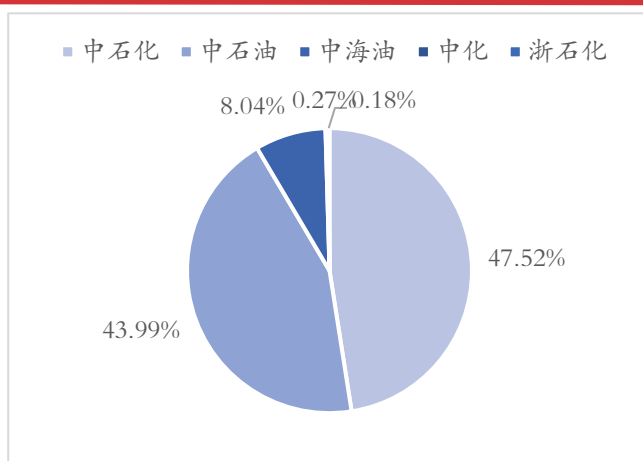


资料来源：EA、光大期货研究所

图表 18：国内低硫保税船燃产需（单位：万吨） 图表 19：2023 年国内低硫燃料油生产分布



资料来源：金联创、光大期货研究所



资料来源：金联创、光大期货研究所

国内方面，今年整体保税低硫燃料油的产量不及往年，一是由于生产低硫的效益欠佳，炼厂生产积极性不高；二是接近年底燃料油出口配额紧张成为制约低硫燃料油生产的重要因素。截至目前，国内低硫燃料油出口配额使用率已近 92%，其中中石油集团配额紧缺问题最为突出。因此尽管我国主营炼厂的低硫油产能超过 3000 万吨/年，但实际产量依然受到利润、配额等各种因素的影响。

此外，2022 年海外汽柴油裂解价差高企，低硫燃料油和柴油同为中间馏分油组分，在柴油裂解利润更高的情况之下，炼厂更愿意将调油组分从低硫燃料油转移到利润更高的柴油调和池，导致低硫调和原料（VGO、LCO 等）供不应求。因此也需要注意在汽柴油裂解利润高企的情况之下，对于低硫燃料油供应的分流作用。

3、需求：高硫绽放亮点

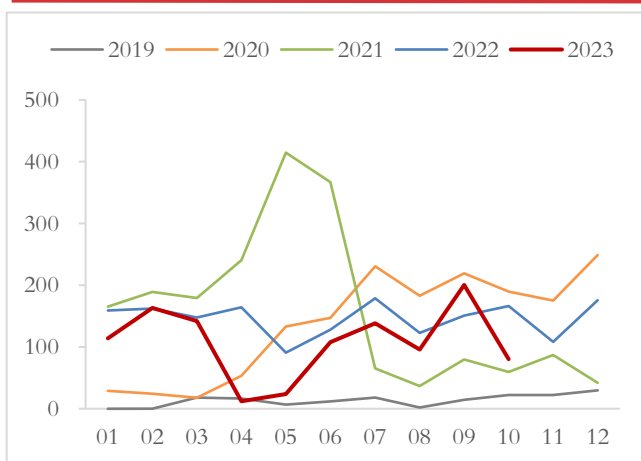
今年以来，国内地炼进口高硫直馏燃料油作为炼厂进料替代成为高硫燃料油重要的需求增长点。首先，今年整体高硫燃料油裂解利润偏低，作为炼厂装置进料进行二次加工经济性较好；其次，上半年国内稀释沥青通关受阻，下半年受到一部分美国对委内瑞拉制裁放松影响，稀释沥青进口不稳，炼厂亟需进口替代原料进行补充；最后，接近年底，国内地炼原油进口配额紧张，这也促使炼厂加快了对于高硫燃料油的进口，目前燃料油已经几乎成为地炼的常态化原料之一。

三季度以来，燃料油作为炼厂一次装置的替代进料进口量显著增加，据海关数据统计，10 月我国共进口燃料油 267.64 万吨，环比增加 61.95%，同比增加 85.28%；2023 年 1-10 月我国共进口燃料油 2257.62 万吨，同比大增 139.77%。据金联创进口船期数据统计，11 月山东、天津港口地炼及贸易商进口原料油船货到港量约为 951.8 万吨，较上月下降 8.38%。其中，进口原油到港 637.42 万吨，较上月大跌 29.33%，为年内新低；稀释沥青到港 176.8 万吨，环比上月大涨 116.03%；原料用燃料油到港 137.55 万吨，环比上月大涨 149.86%。据了解今年 1620 万吨燃料油进口配额已提前消耗完毕，11 月 27 日，商务部最新公告显示，增发 2023 年成品油（燃料油）非国营贸易进口允许量 300 万吨，为近年来燃料油进口配额首次增加。临近年末，地方炼厂进口原油配额余量已不足，新追加的 300 万吨燃料油进口配额作为原料的重要补充，支撑本月山东港口直馏燃料油进口量大幅走高。12 月来看，在原油进口配额紧张的背景之下，高硫直馏燃料油的进口需求仍将保持高位，继续支撑高硫市场结构走强。

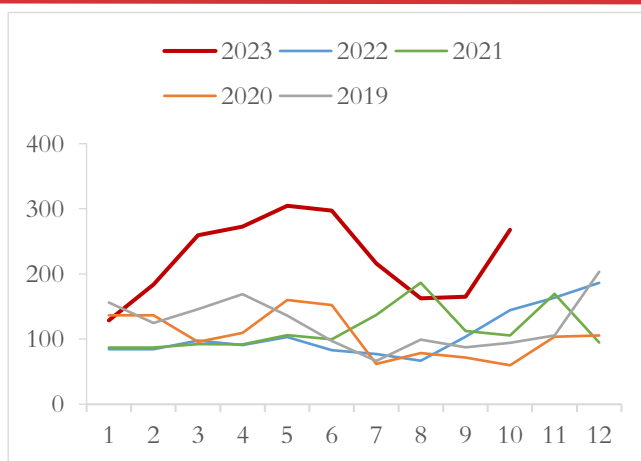
此外，在当前全球炼厂进料轻质化的背景之下，包括美国、印度在内的海外炼厂对于高硫燃料油的二次装置进料也保持增长态势。但在美国对委内瑞拉制裁放松（暂停期 6 个月）之后，委内瑞拉对美国重油出口增加或将挤压一部分美国对于高硫直馏燃料油的需求。需要注意的有两个方面，一是今年以来委内瑞拉原油已经有部分开始流向美国，主要是由于去年底美国向雪

佛龙颁发了许可证允许其恢复在委内瑞拉的石油生产，数据显示今年前三季度委内瑞拉对美洲地区的石油出口比例上升了超过 20% 的水平；另一方面，委内瑞拉目前石油产量接近 80 万桶/日左右，由于自身技术和资金等因素的限制，委内瑞拉产量短期较难迅速提升，雪佛龙公司预计到 2024 年底其在委内瑞拉的合资项目产量能够增加 7 万桶/日，其实际影响和 6 个月时间到期之后的变化还有待观察。

图表 20：国内稀释沥青进口量（单位：万吨） 图表 21：国内燃料油进口量（单位：万吨）

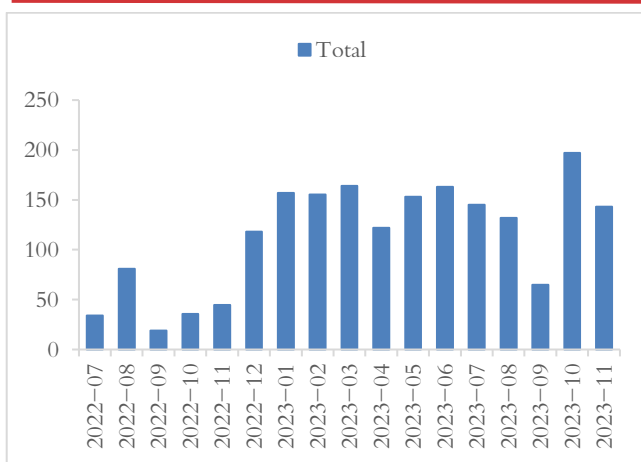


资料来源：iFinD、光大期货研究所



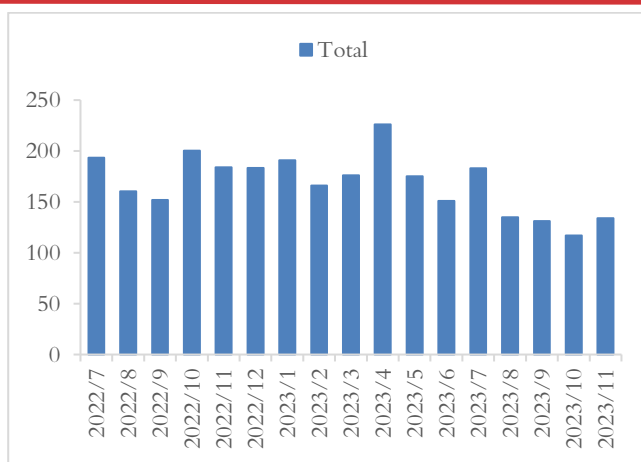
资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 22：中国高硫进口量（单位：万吨）



资料来源：Kpler、光大期货研究所

图表 23：美国高硫进口量（单位：万吨）

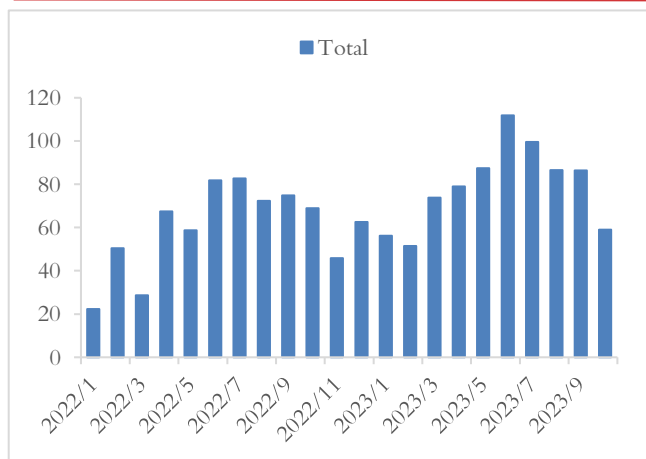


资料来源：Kpler、光大期货研究所

今年夏季中东和南亚地区的高硫发电需求由于气温不及往年同期水平，因此实际消费量表现一般。但值得注意的是，在今年沙特主动额外减产的背景之下，其国内原油产量减少也在一定程度上使得原油直烧发电的部分转向了燃料油发电，因此可以看到今年夏季沙特高硫燃料油

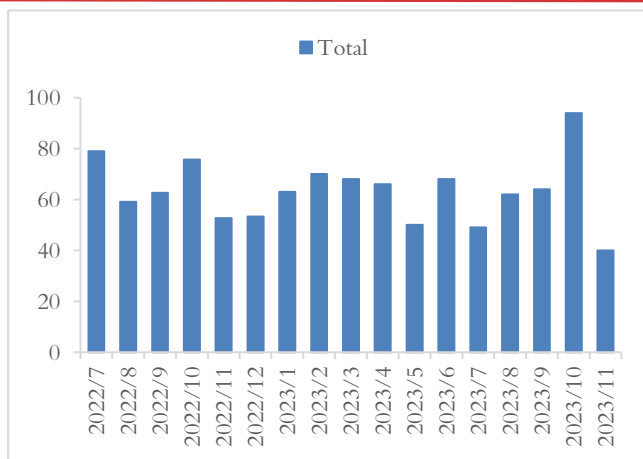
的进口量同比要显著高于往年水平。明年如若沙特的额外减产仍然持续的话，对于高硫的夏季发电需求则有一定的支撑。

图表 24：沙特高硫进口量（单位：万吨）



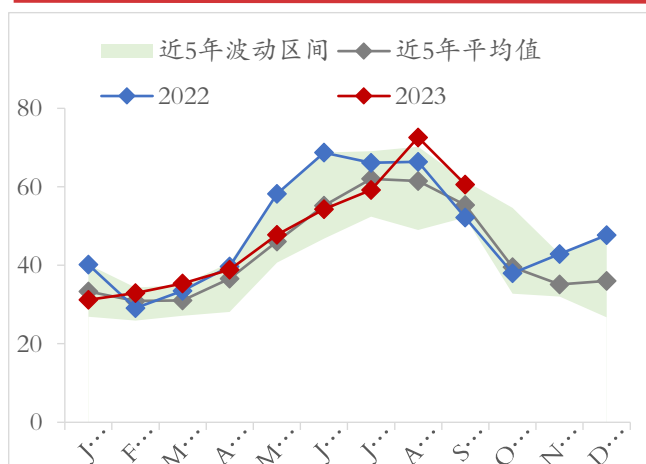
资料来源：Kpler、光大期货研究所

图表 25：印度高硫进口量（单位：万吨）



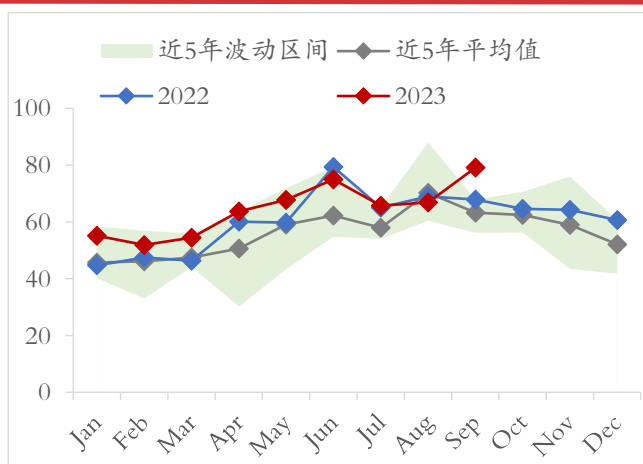
资料来源：Kpler、光大期货研究所

图表 26：沙特原油直烧发电量（万桶/日）



资料来源：JODI、光大期货研究所

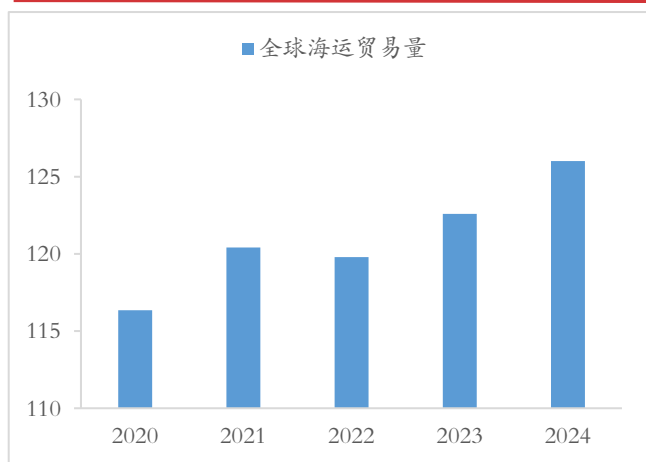
图表 27：沙特燃料油需求量（万桶/日）



资料来源：JODI、光大期货研究所

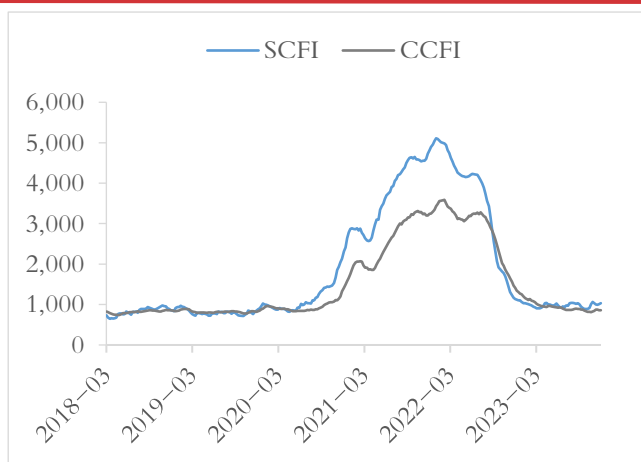
2023 年全球海运需求小幅上涨，干散货贸易量显著回暖，集装箱贸易量受制于欧洲经济深陷衰退区间依然表现疲软。据克拉克森数据显示，明年全球海运贸易量预计继续上涨 2.8% 至 126 亿吨，但是在运价低迷、环保新规等因素的影响之下，船东偏向于低速航行，对燃料油的实际需求提振相对有限。

图表 28：全球海运贸易量（单位：亿吨）



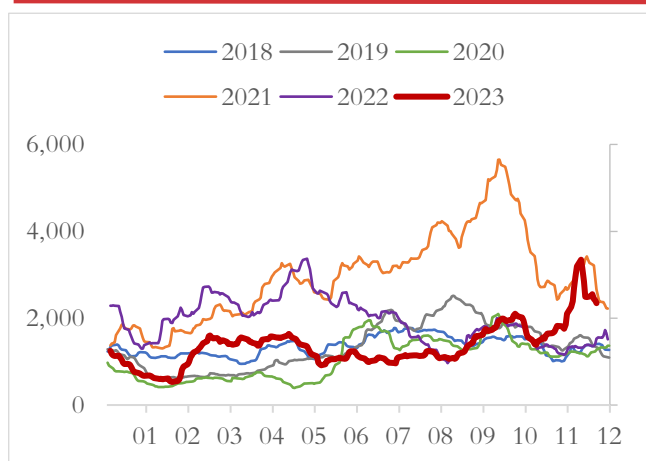
资料来源：Clarksons、光大期货研究所

图表 29：CCFI 和 SCFI



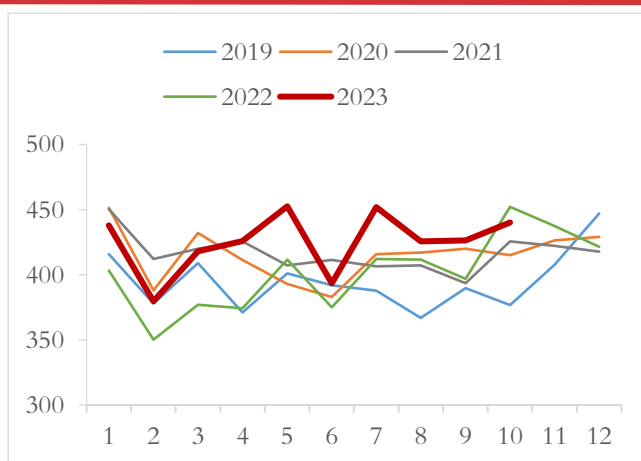
资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 30：BDI 季节性走势



资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 31：新加坡船燃销量（单位：万吨）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

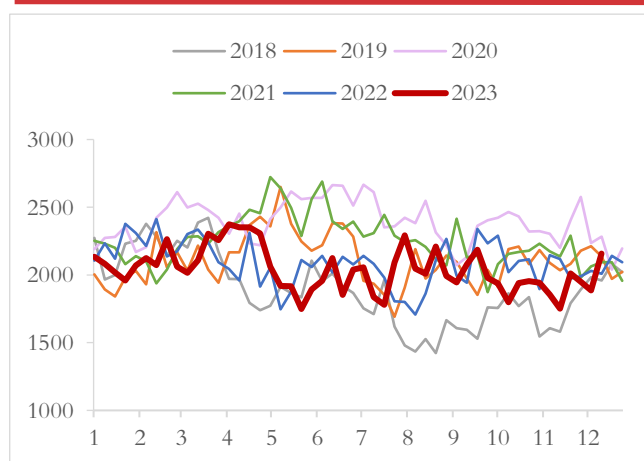
从新加坡船用燃料油销量来看，近几年来受限硫令、疫情和地缘政治紧张等因素影响，新加坡船用燃料油销量中规中矩。今年受年初贸易活动回升带动，终端需求逐步上升；同时，由于国内低硫船燃供应紧张，舟山港低硫燃料油加注价格长时间高于新加坡，新加坡船加油价格的绝对优势吸引了更多的船舶来新加坡加油。此外，市场上安装脱硫塔的船舶数量仍在增加，航运市场对高硫船用燃料油的需求增长明显。多重因素支撑新加坡船用燃料油销量大幅增长。据新加坡海事及港务管理局数据显示，2023 年 1-9 月新加坡船用燃料油总销量为 3810.64 万吨，同比增长 8.72%。11、12 月为航运市场的传统旺季，为应对年底的圣诞及新年假期，船东们多将加快整体的运输进度，或将提振船用燃料油的加注需求，预计 2023 年新加坡船用燃料油全年销

量将超过 5000 万吨的水平。而随着脱硫塔安装数量的增加，预计高硫船燃的消费量还有进一步增长的空间。

4、库存：浮仓显著下降

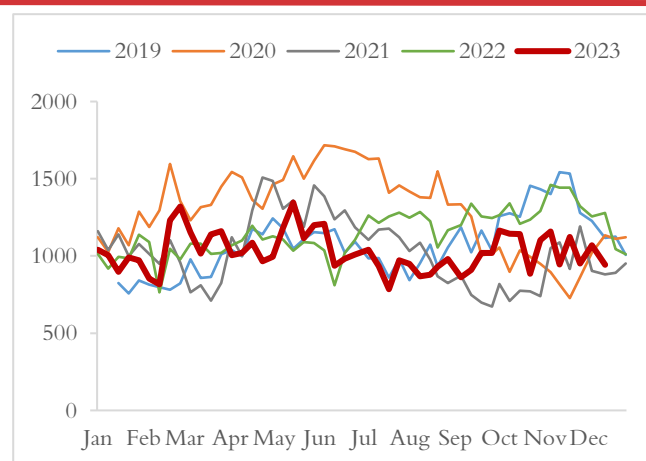
经过一年的消化，全球高、低硫海上浮仓库存水平显著下降，而三大港口陆上库存则保持平稳，整体压力并不明显。截至 12 月 5 日当周，新加坡燃料油库存录得 2156.7 万桶，环比前一周增加 271.9 万桶（14.43%）；富查伊拉燃料油库存录得 943.4 万桶，环比前一周减少 125.3 万桶（11.72%）；ARA 地区燃料油库存录得 120.5 万吨，环比前一周减少 5.1 万吨（4.06%）。

图表 32：新加坡燃料油库存（单位：万桶）



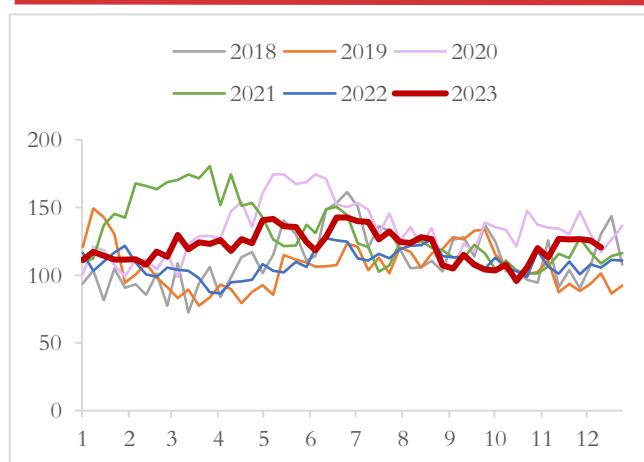
资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

图表 33：富查伊拉燃料油库存（单位：万桶）



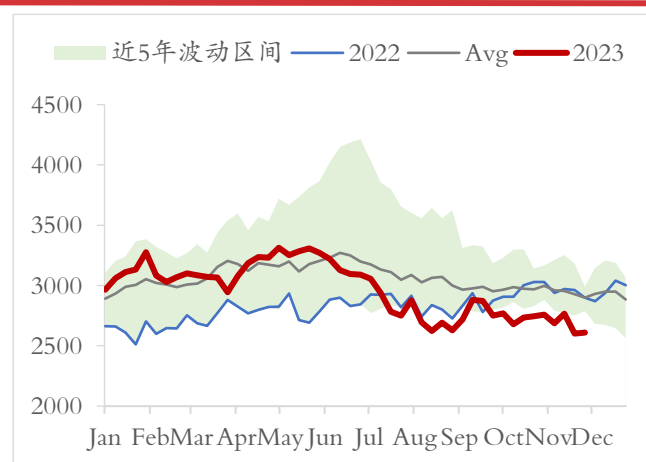
资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

图表 34：ARA 燃料油库存（单位：万吨）



资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

图表 35：美国燃料油库存（单位：万桶）



资料来源：EIA、光大期货研究所

5、总结与展望

2023 年上半年，由于供应充足、需求疲软，高、低硫燃料油价格整体呈现震荡偏弱的走势，年中随着 OPEC+主动减产，以及地缘政治事件等因素驱动国际油价上涨，高、低硫燃料油价格重心也跟随上扬，其中高硫受到自身基本面的支撑涨幅更为明显。而四季度，随着原油大幅下挫，高、低硫燃料油也分别共振下跌。从波动区间来看，2023 年至今高硫燃料油波动整体高于低硫，裂解价差表现也要强于低硫，主要源于高、低硫市场供需结构的差异。

基于对地缘经济碎片化的担忧日益增加，IMF 预测全球经济增长将从 2022 年的 3.5%放缓至 2023 年的 3.0%和 2024 年的 2.9%，远低于过去近 20 年 3.8%的平均水平。预计 2024 年一季度在 OPEC+持续减产的支撑以及美国原油产量增速放缓的背景之下，原油市场整体供应依然偏紧。随着交通出行需求的不断修复，以及欧洲等发达经济体的衰退风险，预计明年原油端需求的增量依然来自于发展中国家的工业需求。从全球原油的供需平衡表来看，EIA 对于明年四个季度的供需平衡预测分别为-12.72 万桶/日、15.92 万桶/日、16.11 万桶/日和 27.38 万桶/日，整体呈现供需小幅宽松的格局，这对于高、低硫燃料油来说也意味着成本端可能缺乏趋势性的指引。

从明年来看，预计俄罗斯仍将维持稳定的高硫燃料油出口，不过在炼厂装置逐步升级的背景之下，炼厂对于高硫燃料油的深加工能力将不断提升，因此预计俄罗斯的高硫发货量不会有显著的边际增量。在明年一季度 OPEC+维持减产的背景之下，重质油偏紧的格局依然延续，预计中东地区中、重质油的产量和出口将维持偏低水平，在一定程度上对于高硫燃料油的产出形成抑制。今年 12 月，科威特 Al-Zour 炼厂的第三个 CDU 装置已投入运营，预计明年全年如若 Al-Zour 炼厂能够保持装置平稳运行，亚洲低硫燃料油市场的供应将维持充裕。而随着明年全球加氢脱硫装置产能的进一步增加，低硫供应还有进一步增加的空间。国内方面，尽管我国主营炼厂的低硫油产能超过 3000 万吨/年，但实际产量依然受到利润、配额等各种因素的影响。此外，也需要注意在汽柴油裂解利润高企的情况之下，对于低硫燃料油供应的分流作用。

今年以来，国内地炼进口高硫直馏燃料油作为炼厂进料替代成为高硫燃料油重要的需求增长点。首先，今年整体高硫燃料油裂解利润偏低，作为炼厂装置进料进行二次加工经济性较好；其次，上半年国内稀释沥青通关受阻，下半年受到一部分美国对委内瑞拉制裁放松影响，稀释沥青进口不稳，炼厂亟需进口替代原料进行补充；最后，接近年底，国内地炼原油进口配额紧

张，这也促使炼厂加快了对于高硫燃料油的进口，目前燃料油已经几乎成为地炼的常态化原料之一。在当前全球炼厂进料轻质化的背景之下，包括美国、印度在内的海外炼厂对于高硫燃料油的二次装置进料也保持增长态势。但在美国对委内瑞拉制裁放松之后，委内瑞拉对美国重油出口增加或将挤压一部分美国对于高硫直馏燃料油的需求。在今年沙特主动额外减产的背景之下，其国内原油产量减少也在一定程度上使得原油直烧发电的部分转向了燃料油发电，明年如若沙特的额外减产仍然持续的话，对于高硫的夏季发电需求则有一定的支撑。船燃方面，预计明年全球海运贸易量预计继续上涨 2.8%至 126 亿吨，但是对燃料油的实际需求提振相对有限。随着脱硫塔安装数量的增加，预计高硫船燃的消费量还有进一步增长的空间。

整体来看，明年供应方面高、低硫燃料油都面临一定的增量空间，需求方面航运需求和发电需求预计保持平稳，而高硫燃料油的炼厂进料需求预计将成为市场的新亮点。我们预计从 2024 年来看，FU 和 LU 绝对价格波动区间预计分别在 2800–3800 元/吨和 3500–4500 元/吨，需要把握基本面节奏变化带来的结构性供需错配的机会。

光期能化研究团队成员介绍

- **所长助理兼能化总监：钟美燕**

现任光大期货研究所所长助理兼能化总监，上海财经大学硕士，荣获 2019 年度、2021 年度、2022 年度上期能源“优秀分析师”，带领能源研究团队获得上期能源 2021 年、2022 年优秀产业服务团队奖，2022 年度期货日报最佳工业品分析师。十余年期货衍生品市场研究经验，服务于多家上市公司及国内知名企业，为其量身定制风险管理方案及投资策略。曾获郑商所高级分析师，并长期担任《第一财经》、《期货日报》等媒体特约评论员。2020 年能化团队主讲的“原油衍生品精品系列直播‘油’刃有余”入选中期协 2020 年期货投资者教育优秀案例。

期货从业资格号：F3045334；期货交易咨询资格号：Z0002410。

- **原油/燃料油/天然气/沥青/航运分析师：杜冰沁**

现任光大期货研究所原油、天然气、燃料油、沥青和航运分析师，美国威斯康星大学麦迪逊分校应用经济学硕士学位，山东大学金融学学士；荣获 2022 年度上海期货交易所优秀能化分析师奖，2022 年度期货日报最佳工业品分析师称号，所在团队获得上期能源 2021 年、2022 年优秀产业服务团队奖；扎根国内外能源行业研究，深入研究产业链上下游，关注行业热点事件，撰写多篇深度报告，获得客户高度认可。长期在《期货日报》、《第一财经》等国内主流财经媒体发表观点，并接受《央视财经》和《21 世纪经济报道》等媒体采访。

期货从业资格号：F3043760；期货交易咨询资格号：Z0015786。

- **天然橡胶/聚酯分析师：邱艺琳**

现任光大期货研究所橡胶、聚酯分析师，上海大学金融学硕士、金融学学士。主要从事天然橡胶、20 号胶、PTA、MEG 等期货品种的研究工作，擅长数据分析，逻辑能力较强。

期货从业资格号：F03107645。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号 6 楼、703 单元

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。