

2019年12月

内外压力仍趋紧

顺势而为智者赢

——2019年宏观经济总结及2020年展望

新世纪期货研究院（投资咨询）
金融组

Tel: 0571-85100839

新世纪期货有限公司

地址：杭州市下城区万寿亭13号

邮编：310000

传真：0571-85058093

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

摘要：正如年初我们所预测的一样，2019年是一个动荡且不确定的年份。2019年的全球经济，从某种意义上来说，就是中美两国博弈和纠缠的最终结果体现。全球经济持续下滑，本质上也是中美经济走低所致。因此，本文主要围绕2019年中美经济的形势变化进行分析总结。2019年，美国通过连续降息手段来刺激经济，产生了一定效果，比如失业率有所缓和，房地产市场有所复苏，消费指数连续回暖，但制造业离复苏还有很长路要走，可以说，降息的刺激是短暂的，并没有实质性作用。中国2019年GDP年度指标将会如期完成，但也创下了近年来的增速新低。虽然这部分原因与GDP总量增大有关，但与内外部因素的影响有很大关系，如中美贸易战，还有国内的一些实体经济还没有转好等因素。从总体上来看，在“六稳”政策指引下，通过一系列的调控措施，总体向好趋势没有变，尽管有一些波动。

展望2020年，变数还没有消除，美国大选结果存在不确定性，中美贸易战虽然有了阶段性的成效，但中美之间“缠斗”的本质依然没有改变。对于我们，做好自己的事情最重要。“稳定”是主基调，房地产、外贸、金融、就业，都要稳。抓住趋势，抓住主流，顺势而为，顺势操作。随着金融市场的全面开放，带来机会的同时，也要防止金融市场出现法律法规漏洞而带来的风险。



Pressure is still tight, and the wise win

Abstract: As we predicted at the beginning of the year, 2019 is a turbulent and uncertain year. In a sense, the global economy in 2019 is the embodiment of the final result of the game and entanglement between China and the United States. The continuous decline of the global economy is essentially the result of the decline of the Chinese and American economies. Therefore, this paper mainly analyzes and summarizes the changes in the economic situation of China and the United States in 2019. In 2019, the U.S. economy was stimulated by means of continuous interest rate reduction, which has produced certain effects, such as the easing of unemployment, the recovery of real estate market, and the continuous recovery of consumer index. However, retail sales and manufacturing industry still have a long way to go from recovery. It can be said that the stimulus of interest rate reduction is short-lived and has no substantive effect. China's annual GDP target in 2019 will be completed as scheduled, but it has also set a new low growth rate in recent years. Although this part of the reason is related to the increase of GDP, the impact of internal and external factors has a lot to do with, such as the Sino-U.S. trade war, such as some domestic real economy has not improved. But on the whole, under the guidance of the "six stability" policy and through a series of measures, the overall good trend has not changed, although there are some fluctuations.

Looking forward to 2020, the variables have not been eliminated, the results of the U.S. general election are uncertain, and although the Sino-U.S. trade war has achieved periodic results, the essence of the "tangled struggle" between China and the United States remains unchanged. For us, it is most important to do our own things well. "Stability" is the main tone. Real estate, foreign trade, finance and employment should be stable. Grasp the trend, grasp the mainstream, follow the trend and operate accordingly. With the full opening of the financial market, we should not only bring opportunities, but also prevent the risks caused by the loopholes of laws and regulations in the financial market.

内外压力仍趋紧 顺势而为智者赢

——2019 年宏观经济总结及 2020 年展望

全球正处于百年未有之大变局，随着日益强大的中国砥砺前行，铸就了一幕又一幕人类经济史上的奇迹，并且以不及掩耳之势成为全球第二经济体，造成全球惊叹，从而美国对我国的打压遏制也不断升级。美对我国的打压遏制，不仅对我外贸、外资、金融市场产生直接冲击，也进一步加大对我国供应链、产业链、创新链的冲击。

2019 年，全球出现降息潮。2018 年美联储“缩表、加息”，2019 年是“扩表、降息”，宏观经济政策 180 度急转弯。目前美国几乎零利率，欧洲和日本是负利率。负利率叠加高杠杠，致使全球金融体系陷入剧烈动荡。一些新兴经济体如阿根廷、智利的金融经济受到严重冲击。在全球经济增长放缓之际，也是中国发展的大机遇。中国经济本身不存在下行问题，在政策保持定力、延续宽松、“宽财政+松货币+扩消费+促产业+改制度+稳就业”组合拳之下，中国的崛起值得期待。

一、外部经济环境明显趋紧

近几年来世界经济和贸易总体上延续复苏态势，但复苏动力弱化，增速同步放缓，全球经济还处于“迷茫期”。主要经济体近期短期经济景气指数持续下行，内生增长动力不足，货币政策开始转向。

自 2008 年金融危机以来，美国实施量化宽松大幅加杠杠，导致商业银行超额准备金过量，投资和消费对数量型操作已不敏感，透支了需求政策。虽然当前美国主要经济数据仍明显好于历次衰退前的水平，金融体系抗风险能力加强，短期内陷入衰退的概率较低；但非金融企业部门债务压力已达极限，中长期经济存巨大隐患，专家甚至预测美国最快可能在 2020 年底陷入衰退。

2019 年上半年美国的宏观经济出现下滑，下半年美联储担心美国经济采用降息的手段来刺激经济。通过连续 3 次的降息，11 月份有些指标才有所回暖，出现了乐观的劳动力市场、楼市、贸易及制造业数据，但有些指标仍令人担忧。

1、乐观的劳动力市场

12 月 6 日，美国公布 11 月非农就业数据，新增 26.6 万人，前值为 15.6 万人，预期值为 18.3 万人，大幅超出了市场预期。分行业看，医疗保健业、专业和技术服务业分别新增 4.5 万人和 3.1

万人；制造业新增就业 5.4 万人，其中汽车业新增就业 4.1 万人，主要受到汽车工人罢工结束的影响；采矿业和批发业的就业人数则出现减少。由非农数据看，市场大部分人认为目前美国经济景气度较高。但美国的老龄化程度在加大，这几年来就业人员与 65 岁以上人口的剪刀差越来越大，而这个失业率没有考虑到就业人口比例下降因素，所以失业率也不能完全能体现经济情况的好转。

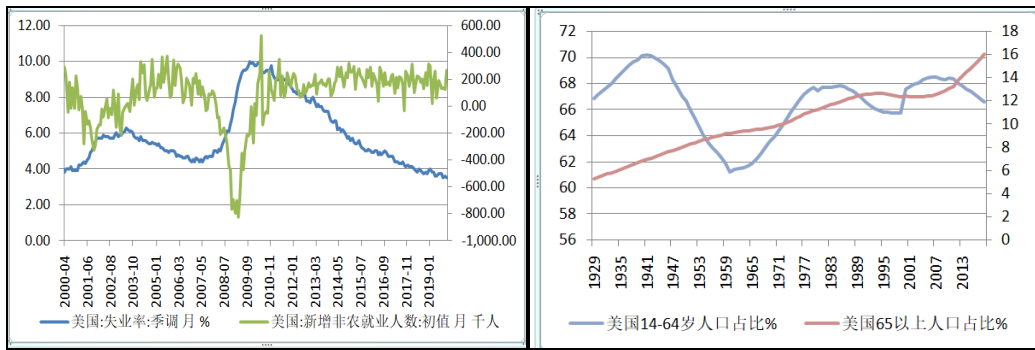


图 1 美国就业情况 (数据来源: wind 新世纪期货)

2、乐观的美国房地产数据

美联储今年连续三次降息，将抵押贷款利率从去年的多年高点拉低后，楼市重新获得动能。调查显示，12 月房屋营建商信心跳升至 1999 年 6 月以来最高水准。美国 11 月份新屋开工数和未来房屋营建许可数均升至逾 12 年高点，显示抵押贷款利率的下降继续提振楼市并支撑整体经济。对于该行业的各项数据重回金融危机前的繁荣，市场认为这预示美国房地产业正式复苏。

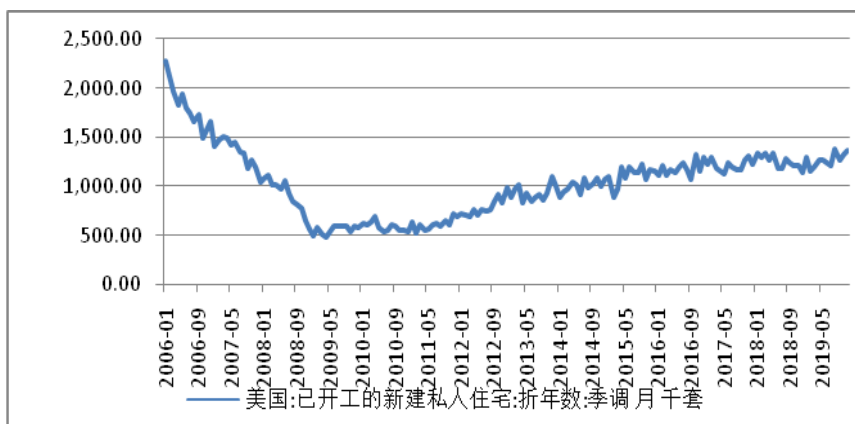


图 2 美国新屋开工数情况 (数据来源: wind 新世纪期货)

3、消费数据基本符合预期

11 月消费者物价指数环比上涨 0.3%，同比增长 2.1%。路透社调查的经济学家此前预计，11 月份 CPI 环比增长 0.2%，同比增长 2.0%。剔除波动性较大的食品和能源，核心 CPI 环比上涨 0.2%，

医疗保健、二手车和卡车、娱乐以及酒店和汽车旅馆的价格推动 CPI 上涨。11 月汽油价格上涨 1.1%，10 月增长 3.7%。食品价格小幅上涨 0.1%，连续第三个月上涨。该数据中未季调 CPI 年率略超预期，未季调核心 CPI 月率和年率基本符合预期，这可能也是美联储近期内不再降息的原因。

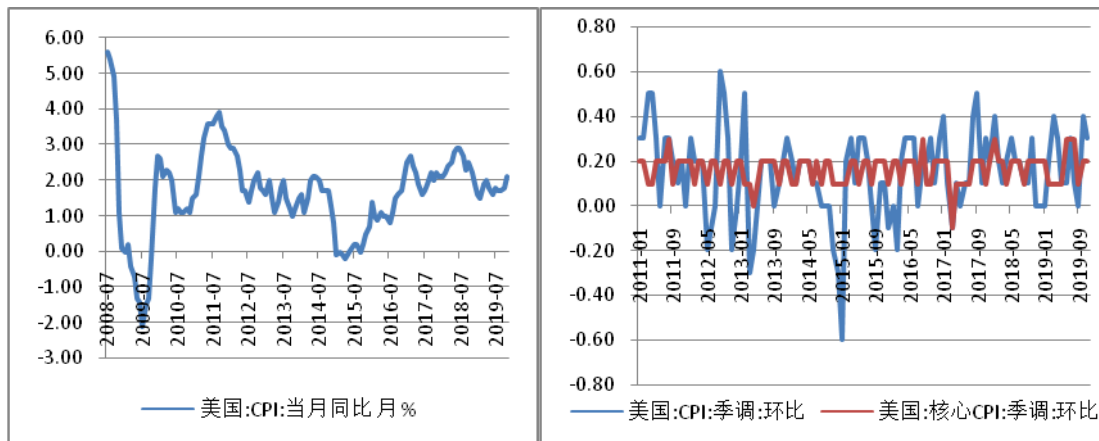


图 3 美国 CPI 情况 (数据来源: wind 新世纪期货)

4、美国 11 月零售销售远低于预期

由于美国民众削减开支，美国 11 月零售销售月率增长 0.2%，远低于预期 0.5%，10 月增长 0.4%，核心零售销售月率仅小幅增长 0.1%，亦远低于预期 0.4%。虽然美国今年假期相对去年少了 6 天，美国零售商需要在更短的时间内将商品卖出，这给零售商施加了压力，但 0.2% 的增速依旧让市场大跌眼镜。令人失望的数据再度引发对经济增长的担忧，经济学家或下调第四季度经济增速预期。

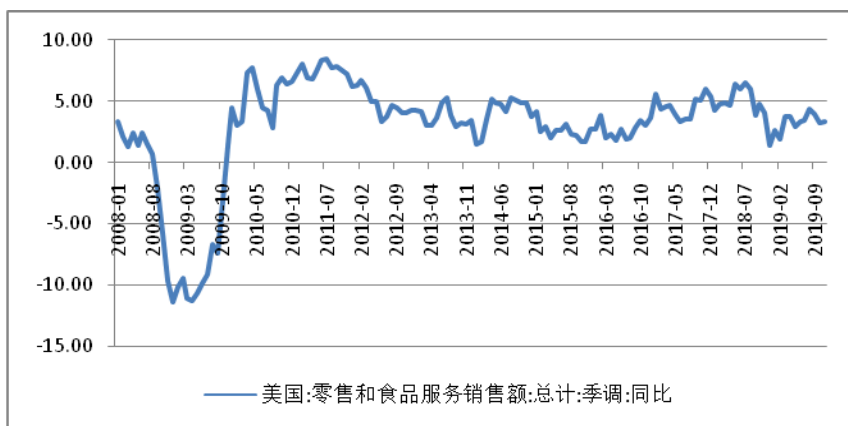


图 4 美国零售销售月率情况 (数据来源: wind 新世纪期货)

5、短期内美国制造业难以复苏

美国供应管理协会 (ISM) 最新公布的制造业数据意外不及预期，且该数据已经连续 4 个月位于荣枯线下，预计短期内美国制造业难以复苏。

ISM 报告数据显示，11 月美国制造业指数意外环比下滑 0.2 个百分点至 48.1%，低于市场预期值 49.2%。分项数据来看，当月新订单指数仅为 47.2%，较上月下降了 1.9 个百分点；库存指数环比下滑 3.4 个百分点至 45.5%，新出口订单数量也较 10 月下降 2.5 个百分点至 47.9%。

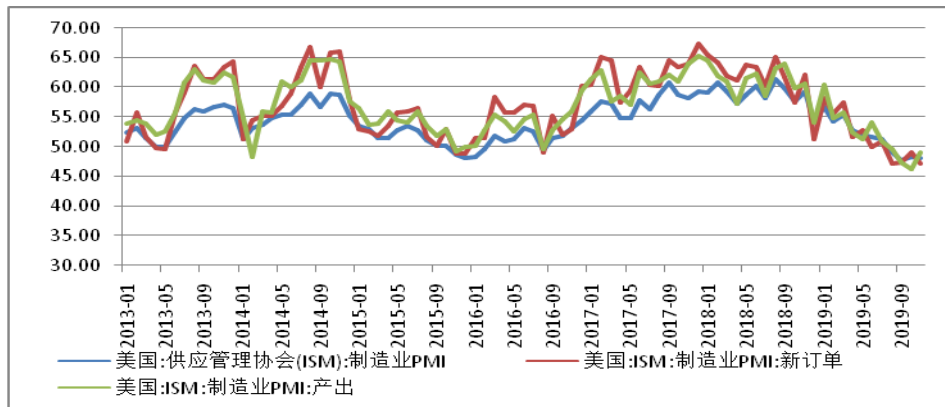


图 5 美国制造业数据情况 (数据来源: wind 新世纪期货)

6、美国经济令人担忧

美国 2019 年第一季度和第二季度经济增速环比分别为 3.1%和 2%。2019 年 7 月以来美国联邦储备委员会已连续三次降息，以防范贸易摩擦和全球经济增长放缓对美国经济的负面冲击。第三季度美国 GDP 按年率计算增长 2.1%，较初次估测值上调 0.2 个百分点。关于美国经济增速回暖，三次降息功劳很大。降息增强了货币流动性，为美国经济注入了“强心剂”。

由于降息刺激房地产的发展，也带动了一些就业，消费者物价指数的稳定，使美联储近期内取消加息的预期，但零售销售月率增长、制造业数据意外不及预期，并且降息的刺激是短暂的，并没有实质性作用，美国的经济还是令人担忧。市场预测美国今年 GDP 增速难以达到特朗普政府在年初承诺的 3%水平，可能在 2.2%至 2.4%之间。

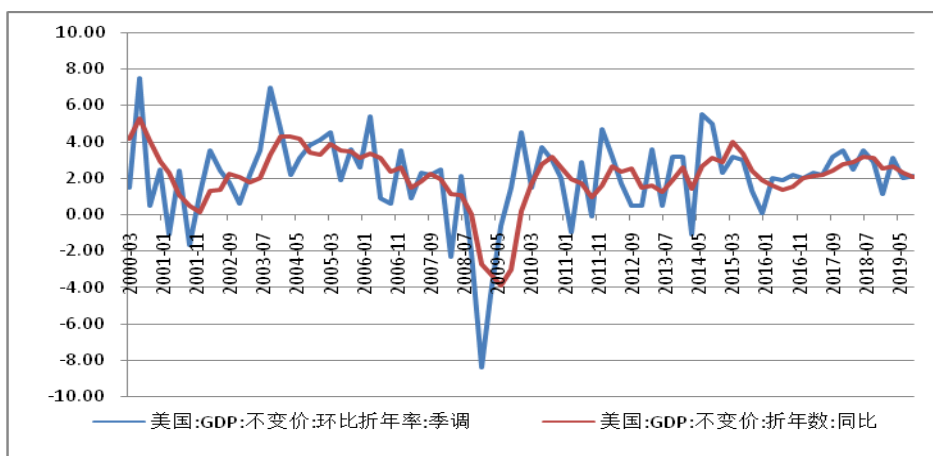


图 6 美国经济增长情况 (数据来源: wind 新世纪期货)

二、国内经济运行总体平稳

2019 年中国坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，持续深化供给侧结构性改革，加大逆周期调节力度，着力做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作，狠抓各项政策落实落地，国民经济运行总体平稳，经济结构持续优化，民生福祉不断改善。

1、GDP 保持在合理区间

众所周知，多年前，我国便已确立“2020 年国内生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番”的目标。从数据上看，2018 年中国 GDP 已经超过 90 万亿（后经济普查上修为 91.9 万亿），相较 2010 年的 41.2 万亿，在名义上早已经翻倍。不过，GDP 和居民收入翻番的目标，都是视实际增长而言。相较于名义增长，实际增长要排除通货膨胀的干扰。

就此而言，2020 年 GDP 相较 2010 年翻番，明年的经济增速至少还要保持在 6% 左右，这就意味着稳经济和稳增长的重要性。

初步核算，2019 年前三季度国内生产总值 697798 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.2%。分季度看，一季度增长 6.4%，二季度增长 6.2%，三季度增长 6.0%。分产业看，第一产业增加值 43005 亿元，增长 2.9%；第二产业增加值 277869 亿元，增长 5.6%；第三产业增加值 376925 亿元，增长 7.0%。

尽管外部环境比较严峻复杂，但国内有力的支撑因素比较多。经济保持平稳运行是有条件、有支撑的。核心指标看运行，中国经济保持在合理区间。

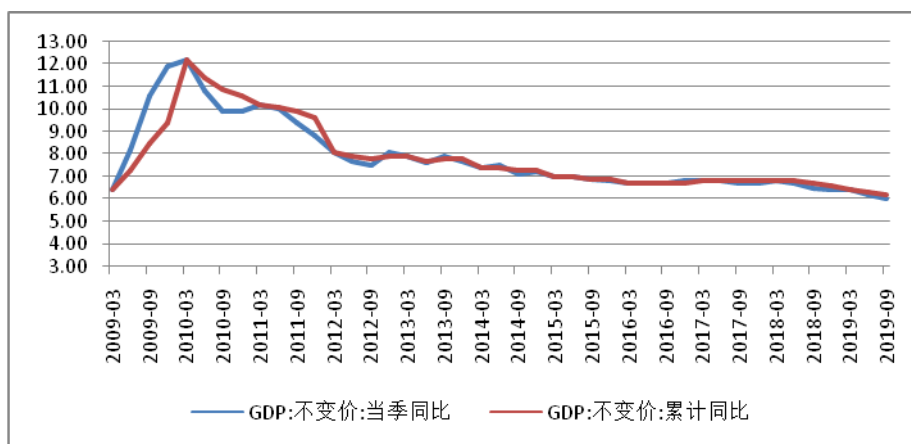


图 7 国内经济增长情况 (数据来源: wind 新世纪期货)

2、PMI 指数重回荣枯线以上

11 月份中国制造业和非制造业采购经理指数 (PMI)，11 月份制造业 PMI 为 50.2%，在连续 6 个月低于临界点后，再次回到扩张区间。非制造业商务活动指数为 54.4%，为 4 月份以来的高

点。

11 月份制造业 PMI 的主要特点：一是供需两端均有改善，生产指数和新订单指数为 52.6%和 51.3%，均为下半年以来的高点，其中新订单指数重回扩张区间。二是进出口有所好转，新出口订单指数和进口指数为 48.8%和 49.8%。三是大中小型企业景气普遍回升，大、中、小型企业 PMI 为 50.9%、49.5%和 49.4%，其中大型企业 PMI 再次回到扩张区间。从生产情况看，大、中、小型企业生产指数均高于上月，全部位于临界点之上。四是转型升级加快推进，从重点行业看，高技术制造业、装备制造业和消费品行业 PMI 分别为 51.7%、51.0%和 51.1%，均连续两个月上升。

11 月份 PMI 指数出现较为明显回升，重回荣枯线以上，表明经济运行开始显露由降转稳迹象；非制造业在供需回升带动下，企业信心有所增强，对未来市场预期趋于乐观。当前，仍然要着力扩大内需，继续加大相关政策的落实力度，不断巩固和加强经济回稳的态势。

制造业和非制造业 PMI 回升，表明四季度经济下行压力得到一定释放。但目前来看仍然存在需求走弱风险，PMI 回升势头是否能够延续仍需要观察。逆周期稳增长政策仍需要延续，重点降低制造企业经营成本，持续促进企业生产预期改善。

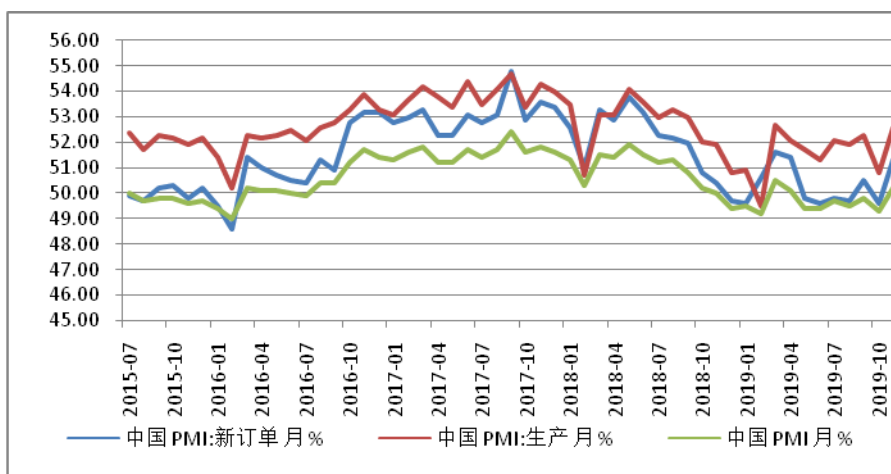


图 8 国内制造业情况 (数据来源: wind 新世纪期货)

3、PPI 同比降幅有所收窄

2019 年在中美贸易战下，经济出现下滑需求端疲软，全国工业生产者出厂价格 PPI 指数大幅下跌，10 月份出现最大跌幅 1.6%，11 月份同比下降 1.4%，环比下降 0.1%； 1—11 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降 0.3%，工业生产者购进价格下降 0.7%。11 月同比降幅有所收窄，说明经济有所企稳，制造业有望触底回升。

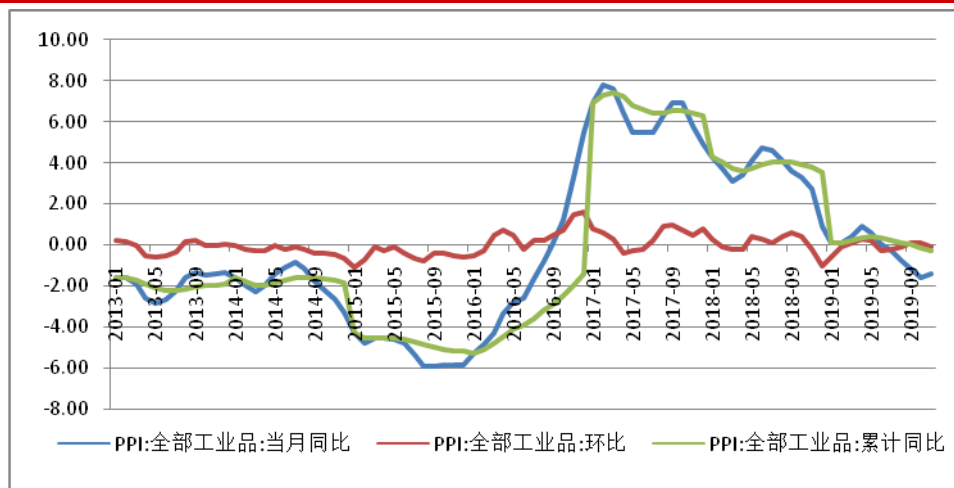


图9 国内 PPI 情况 (数据来源: wind 新世纪期货)

4、猪肉价格带动 CPI 上涨，核心 CPI 仍在可控区间

2019 年由于猪瘟的因素使生猪大幅减少，猪肉价格节节上涨，从而带动了其他肉类蛋类的价格高企，出现被动消费。2019 年 11 月份，全国居民消费价格同比上涨 4.5%。其中，城市上涨 4.2%，农村上涨 5.5%；食品价格上涨 19.1%，非食品价格上涨 1.0%；消费品价格上涨 6.5%，服务价格上涨 1.2%。1—11 月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨 2.8%。11 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.4%。

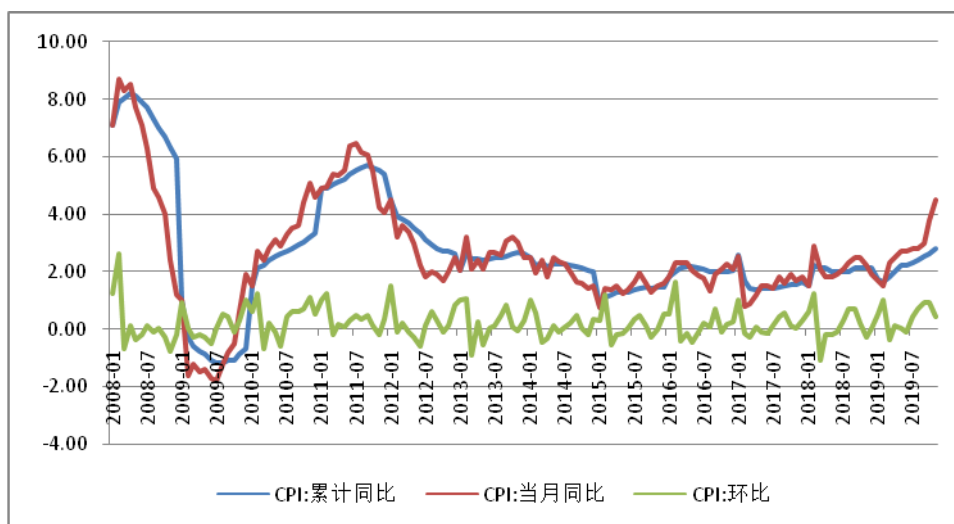


图10 国内 CPI 情况 (数据来源: wind 新世纪期货)

随着国家一系列恢复生猪生产政策和措施的落实，我国生猪存栏量和能繁殖母猪存栏量探底回升。虽然即将到来的“双节”对猪肉需求大增，但进入 2020 年 CPI 料将上涨乏力，预期 CPI 破 3%可能持续至 2020 年中。核心 CPI 在 2019 年稳中缓降，仍在可控区间，通胀压力不大。

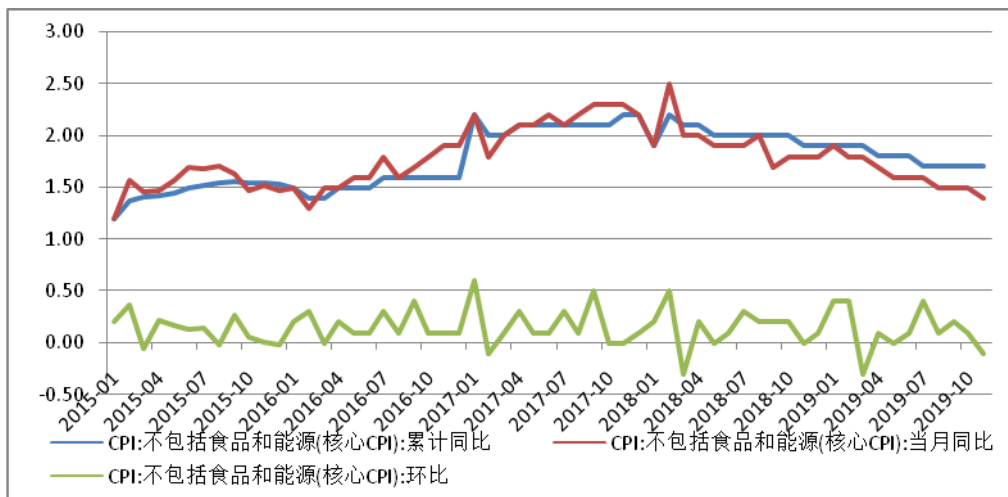


图 11 国内核心 CPI 情况 (数据来源: wind 新世纪期货)

5、规模以上工业增加值同比增长

2019 年 11 月份, 规模以上工业增加值同比实际增长 6.2% (以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率), 比 10 月份加快 1.5 个百分点。从环比看, 11 月份, 规模以上工业增加值比上月增长 0.78%。1—11 月份, 规模以上工业增加值同比增长 5.6%。



图 12 国内规模以上工业增加值情况 (数据来源: wind 新世纪期货)

6、外贸结构持续改善

据海关统计, 今年前 11 个月, 我国货物贸易进出口总值 28.5 万亿元, 比去年同期增长 2.4%。其中, 出口 15.55 万亿元, 增长 4.5%; 进口 12.95 万亿元, 与去年同期基本持平; 贸易顺差 2.6 万亿元, 扩大 34.9%。

从国外来看, 前 11 个月, 欧盟、东盟和美国是我国前三大贸易伙伴, 外贸总值分别增长 7.7%、12.7%和降低 11.1%, 对欧盟和东盟等主要市场进出口增长, 对“一带一路”沿线国家进出口增速

高于整体。前 11 个月，我国对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.35 万亿元，增长 9.9%，高出全国整体增速 7.5 个百分点，占我外贸总值的 29.3%。

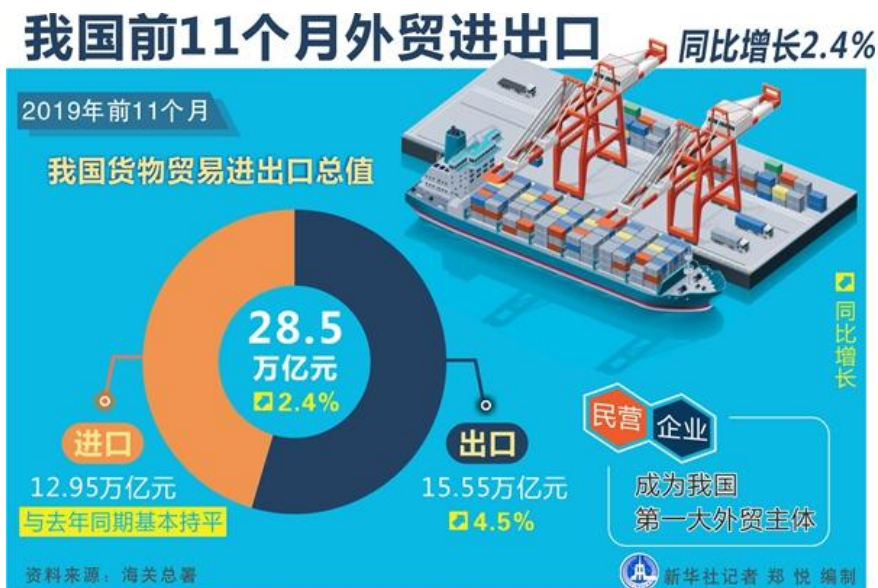


图 13 国内进出口情况

(图片来源：网络)

三、宏观政策刺激国内经济平稳发展

2019 年三季度 GDP 当季增速自 1992 年以来首度降至 6%，预计四季度 GDP 累计增速降至 6.1-6.2%，2020 年有可能要降至 5.8%左右。为了使得 2020 年的经济增速保持在 6%左右，必须实行政策保持定力、延续宽松、“宽财政+松货币+扩消费+促产业+改制度+稳就业”的组合拳。

1、央行保持稳健的货币政策，但可以适当降点息

12 月 1 日，中国人民银行行长易纲在《求是》杂志刊发题为《坚守币值稳定目标 实施稳健货币政策》的文章，给货币政策定调还是维持稳健的货币政策。

从中国实际出发，坚持货币政策保持币值稳定这一本质属性，为改革发展稳定营造适宜的货币金融环境，同时与其他政策形成有效配合，取得了重要的规律性认识。一是货币政策需要关注经济增长，又不能过度刺激经济增长。二是坚守币值稳定这个根本目标，同时中央银行也要强化金融稳定目标，把保持币值稳定和维护金融稳定更好地结合起来。三是货币政策不能单打独斗，需要与其他政策相互配合，“几家抬”形成合力。

今年以来，随着全球经济增速放缓，30 多个国家央行采取降息应对，美联储年内已降息三次，欧洲央行重启 QE。他们是在 1%往 0%、往负利率降，而我们基准利率 4%-5%，中小企业的利率在 6%-7%甚至 10%以上，影子银行出去的 15%、20%都有。在这个情况下，我国可以适当再降一点，

这跟美国人降到零利息、宽松货币是两码事。



图 14 国内货币增速情况 (数据来源: wind 新世纪期货)

2、长三角一体化顶层规划，目的是扩大内需引领区域大发展

12月1日,《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》这一顶层规划公布,让经济总量约占全国1/4这一区域未来的面貌更加清晰起来。未来,这里要成为——全国发展的强劲活跃增长极、高质量发展样板区、率先基本实现现代化引领区、区域一体化发展示范区和新时代改革开放新高地。

在当下的国际国内大环境中,长三角一体化上升为国家战略,就是要同“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等国家战略相互配合,完善中国改革开放空间布局,形成扩大内需的战略攻坚点。

“一极三区一高地”的战略定位中,“全国发展强劲活跃增长极”被放在首位,这也意味着长三角地区既要实现有速度的增长,又要实现有质量的发展,提升长三角参与全球资源配置和竞争能力,增强对全国经济发展的影响力和带动力。从大的空间尺度上看,长三角既要引领带动东部地区和长江经济带发展,又要依赖于其广阔的腹地实现自身发展。

3、房地产调控稳字当头，为经济增长提供韧性

今年以来,房地产市场的韧性让人印象深刻,全国共有30多个城市的楼市政策出现了不同程度的松动。第四季度在“住房不炒”和“一城一策”指导下,各地出台了一系列放松限购和放宽落户的利好政策。其中有一部分城市通过放松限购来调控楼市,而另一部分城市则通过人才政策去变相突破调控。从“房住不炒”到“不把房地产作为短期刺激经济的手段”,房地产调控仍是稳字当头。

未来政策或略有松动。12月中央政治局会议，并未提及房地产。每一次重要会议，是否提及房地产，历来都备受关注。因为相关提法的变化，向来被视为政策变动的信号。需要注意的是，在过往，凡是提及“房地产”之时，多半都是楼市出现过热或过冷之际。如果市场整体平稳，并未出现剧烈波动，那么未提及房地产也是正常现象。

换言之，政策更倾向于稳，而非变。边际宽松是有可能的，试探松绑也是有可能的，但大水漫灌式的大宽松，目前仍未看到任何迹象。

2020年房地产或继续处于漫长而缓慢的补库存阶段。考虑到经济增速放缓压力，金融条件不会明显收紧，房贷利率平稳，房地产销售额将延续3%至5%的增速，补库存阶段销售平稳对房地产投资增速形成支撑，房地产市场将继续呈现强韧，为经济增长提供韧性。

4、基础设施建设仍是投资主力军

今年初，习近平总书记在京津冀考察时强调，要立足于推进人流、物流、信息流等要素市场一体化，推动交通一体化。今年，随着大兴国际机场、京雄城际铁路北京段开通运营，京张高铁开始试运行，一张覆盖三地所有地级以上城市的综合立体交通网初步建成，京津冀交通一体化格局基本成型。

以大兴机场为圆心，一小时公路圈可以覆盖7000万人口；3小时高铁圈覆盖人口2.02亿人，辐射激活150平方公里的临空经济区。

2022年北京冬奥会重点建设工程——我国首条时速350公里的智能高铁——京张高铁日前开始全线试运行，为年底前开通运营作准备，届时乘高铁从北京到张家口冬奥会赛场的时间将缩短到1小时内，河北省所有地级市也全部实现通高铁，“轨道上的京津冀”基本形成。所以基础设施建设仍是投资主力军。

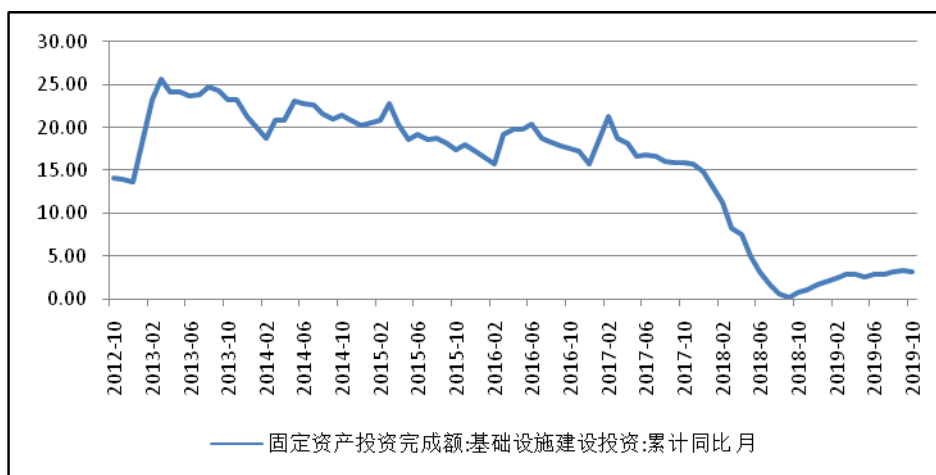


图 15 国内基础建设投资情况 (数据来源: wind 新世纪期货)

5、进一步完善促进就业举措，解决民生问题

就业是民生之本、财富之源。通过多方采取措施，今年我国就业形势总体平稳，全年城镇新增就业预期目标提前实现。但当前国内外风险挑战增多，稳就业压力加大。要更大力度实施就业优先政策，在积极扩内需、稳外贸带动就业扩大的基础上，进一步完善促进就业的举措。

在一系列就业政策推进落实下，促就业效果明显。但是，结构性失业问题依然存在，破解“有活没人干”和“有人没活干”之间矛盾的压力依然较大。在进一步完善促进就业举措方面，国务院常务会议提出了四个方面的工作要求，包括：各地要着眼稳就业大局，出台更多支持新增就业岗位的措施，抓紧清理取消不合理限制灵活就业的规定；加大力度援企稳岗；深入推进职业技能提升行动，加强职业培训基础能力建设；完善就业托底保障。

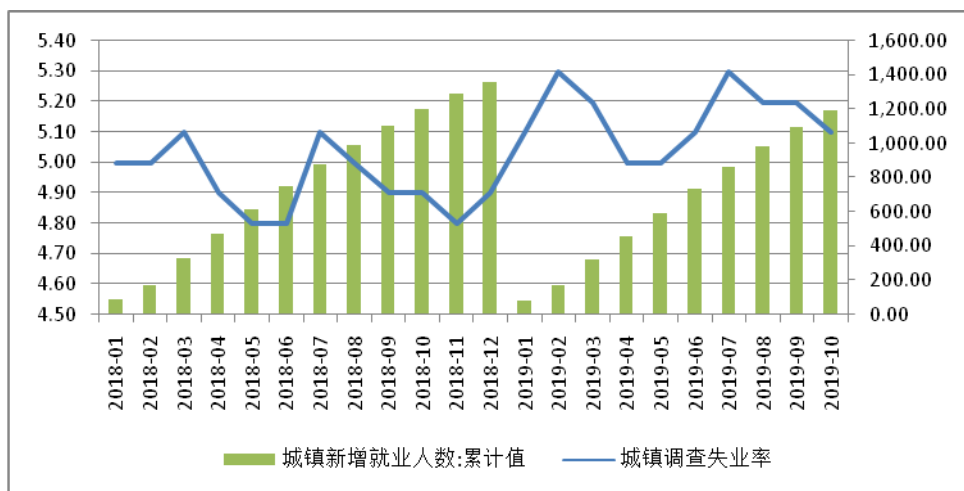


图 16 国内城镇就业情况 (数据来源: wind 新世纪期货)

四、2020 年展望

2020 年，国际环境相对于 2019 年来说会有所缓和。一方面，中美两国都不愿意看到贸易战带来两败俱伤的结果，谈判向好的方向发展；另一方面，美国将要大选，并且特朗普目前遭到民主党的弹劾。虽然在贸易战方面会有所缓和，但美国分裂中国的目的和手段不会停，如台海问题、香港问题、南海问题、新疆问题等；还有在高科技领域、金融领域等方面还将遭到制约和限制。随着金融市场的全面开放，带来机会的同时，也要防止金融市场出现法律法规漏洞而带来的风险。

美国经济的发展早就出现瓶颈，因为高收入国家老龄化加剧，弱化了科技创新速度和成果转化潜力，基础学科诺贝尔获得者平均年龄加速上升，使发达经济体技术进步放缓，生产效率提升乏力，导致长期的增速放缓。所以不管是谁当总统，都很难找到突破瓶颈的法子。

2020年，中国是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，我们要实现第一个百年奋斗目标。新的一年，国际环境不稳定不确定因素仍然较多，做好稳外贸工作依然十分重要。一方面，要千方百计提振内需，增强我国经济的韧性，为各项经济金融指标的稳定奠定坚实基础；另一方面，加快形成对外开放新局面，不断提升国内产品竞争力，积极优化贸易结构，开拓多元化外贸市场，提升抵御各种风险冲击的能力。

2020年，经济第一，稳字当头。这里的稳，是全方位的稳，从经济到就业，从金融到楼市，莫不如此。政策组合拳下，预计2020年二季度开始有望看到实质性回升，保持经济运行在合理区间。

有句话说得好，任尔东南西北风，我自岿然不动。在这个不确定的时代，变是绝对的，不变是相对的。以不变应万变，抓住机会，顺势而为，你就有机会获胜！做一个智者。

2019 年 12 月

中期趋向宽松

期价或先扬后抑

—2019 年螺纹行情回顾及 2020 年展望

新世纪期货研究院（投资咨询）
黑色组

Tel: 0571-85106702

新世纪期货有限公司

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310000

传真：0571-85106702

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

摘要

行情回顾：

2019 年我国钢材价格窄幅波动，整体先涨后跌，螺纹指数在 3600 元/吨附近上下四百点波动，波动幅度为历年最小。总体来看，价格重心逐步下移。

钢材供给：

经过钢铁行业供给侧改革，钢材产能结构得到优化，环保限产政策不再一刀切，今年国内钢材产量小幅增长。随着短流程的发展，未来废钢将成为调节供给的关键点。电弧炉的产量又根据当时利润水平自动调节，需要密切关注废钢供应情况。

下游需求：

经济面临下行压力较大，国家及时采取积极的稳增长、扩内需等举措，房地产行业或平稳发展，投资及新开工增速或继续放缓，基建投资将回升，但很能对冲地产投资下滑。

未来展望：

产能置换进入投产高峰期，明年粗钢产能仍将继续增加。地产投资转弱的局面下，预计 2020 年下半年钢价走势或将弱于上半年，全年螺纹期货主力合约或在 3100-3800 元区间波动，价格呈现前高后低走势。



一、行情回顾：

回顾 2019 年，经济增长相对稳定，钢铁产量和需求均保持了稳定增长，呈现出阶段性供需双旺格局。经过钢铁行业供给侧改革，钢材产能结构得到优化，环保限产政策不再一刀切，黑色整体重心有所下移。今年我国钢材价格窄幅波动，螺纹指数在 3600 元/吨附近上下四百点波动，总体重心低于上年。

第一阶段：1 月底，由于巴西淡水河谷发生矿坝决堤事故，刺激原料矿价大涨，进而带动整个黑色板块走高。年后由于需求还在冰点，累库速度又较快，基差收平引发做空盘介入，螺纹快速高位回调。2 月中下旬，伴随着元宵节后需求有所回暖，恢复速度已经开始加快且好于去年同期，环保检查趋严，对螺纹有一定程度的提振，螺纹开启振荡上涨走势。由于矿难这块影响还在评估中，铁矿处于盘整状态，螺纹产量高位，库存没有明显回落，钢价再次调整。

第二阶段：4 月初，随着矿难事故缺口确认，铁矿带动成材大幅上涨。4 月底，唐山地区传出环保限产消息，钢铁行业超低排放改造意见的出台再次点燃钢铁行业市场情绪。但四月份非采暖季限产力度有所放松，现货价格维持高位，钢厂开工意愿强烈，钢材产量高位持续增长，螺纹钢实际周产量继续创新高，供应压力加大，钢价回落。5 月上半月需求阶段性被压制，叠加贸易战利空打压；中旬出现阶段性需求爆好，同时原材料价格不断走强；下旬，钢材一直高供应格局，需求走弱，整个 5 月就在区间波动。6 月震荡盘整，随着唐山环保限产政策出炉，7 月比 6 月环保趋严是确定性事件，钢价强势上涨。

第三阶段：但随着环保的深入，唐山产量的下滑通过其它地区弥补，导致最后钢材五大品种产量增长超预期，需求淡季导致近两个月库存快速攀升，钢厂利润大幅收缩甚至电炉钢亏损，反映出当前供需失衡。7 月盘面高位盘整近一个月，随着唐山出台 8 月环保限产政策，市场在预期加码背景下反而环保政策边际宽松，部分钢厂高炉陆续复产，高炉产能利用率保持相对高位，加上宏观面利空打压，钢价跌破上升通道线。8 月底，唐山出台 9 月环保限产政策，结果显示比 8 月还宽松，叠加贸易战影响，钢价继续下一台阶。

第四阶段：9 月初，在市场极度悲观之时，现货开始止跌企稳，库存出现拐点，螺纹迎来 v 型反弹。70 周年大庆前环保加码，期现价格呈现一定程度反弹，但现货相对滞涨。在环保供应下降的预期下，9 月底螺纹产量不降反增，在预期和现实的揉搓下，进口资源冲击以及巨量交割，期价压制明显。10 月下旬期价回到 8 月底的平台，但没有跌破，一方面是因为 10 月 30 日唐山空气污染严重开启环保，另一方面今年 10 月就开始去库，库存已经降至历年低位，导致广州螺纹

缺货，现货大幅飙涨，令人措手不及。随之而来的是利润达到 1000 元/吨的水平，叠加部分基建项目调降资本金比例、以及 10 月地产数据超预期，螺纹 2001 合约站上 3570 元/吨 W 底的突破行情。



图 1：螺纹指数走势图

资料来源：新世纪期货、wind

二、螺纹钢市场分析

1) 供应方面：国内钢材产量小幅增长

环保限产及运输新政影响，对钢厂生产有阶段性扰动，进而影响钢价走势。在生产利润尚可的情况下，钢厂生产意愿较强，尤其 7 月唐山钢厂环保限产，但其它地区产量迅速增加，以及 11 月中旬，现货快速拉涨导致钢厂利润也是尤其丰厚，但利润的上涨，电弧炉的产量也是不断跟进，所以今年整体除了国庆 70 周年期间环保限产，产量大幅下滑外，其余时间都在高位。国家统计局数据显示：2019 年 11 月我国粗钢日均产量 267.6 万吨，11 月生铁日均产量 215.9 万吨，11 月钢材日均产量 346.7 万吨。2019 年 11 月我国生铁产量 6477 万吨，同比增长 2.1%；1-11 月生铁产量 73894 万吨，同比增长 5.1%。2019 年 11 月我国粗钢产量 8029 万吨，同比增长 4.0%；1-11 月粗钢产量 90418 万吨，同比增长 7.0%。2019 年 11 月我国钢材产量 10402 万吨，同比增长 10.4%；1-11 月钢材产量 110474 万吨，同比增长 10.0%。预计 2019 年全年生铁产量将达到 8 亿吨，粗钢产量 9.8 亿吨，同比增长约 7%，增长幅度基本符合预期。供给侧改革之后，生铁产能得到了有效遏制，产量小幅增长，产能置换进入投产高峰期，明年粗钢产能仍将继续增加。

炼铁方面，随着钢材利润回升，对原料端打压力度有所减弱。生铁和废钢价差上半年由于矿难因素，炼钢生铁比废钢成本高 400 元/吨，随着铁矿在 7 月高位大幅回落，生铁成本优势凸显，目前炼钢生铁比废钢成本低 203 元/吨。今年废钢整体进口到货量低位，需求高位，库存低位，供需整体紧平衡。同时，废钢的进口受国家政策影响，进口量显著下降，今年 1-10 月份废钢进口量同比下降 85.3%，废钢的自身供需面偏紧使得 7 月后在铁矿大跌的背景下依然坚挺。

电弧炉炼钢产量在总产量中占比逐渐提升，目前 13% 左右，随着短流程的发展，未来废钢将成为调节供给的关键点。对于生产钢材，无论长流程还是短流程炼钢，能有效提高钢材产量，并同时减少污染物排放，因此废钢是经济环保型原料。短流程炼钢主要原料为废钢，而长流程炼钢废钢添加比例也在大幅提升，一旦环保政策执行严格、部分高炉开工受限后，那么废钢在长流程生产中的应用大幅提升，添加一定比例的废钢使得产量有所提升。2017 年以前，长流程炼钢的废钢添加比例普遍较低，大概 10% 以下，目前达到 15% 左右，最高时达 30% 以上。

废钢每年以 1500 万吨左右增加，相当于替代铁矿石 2400 万吨左右。2018 年废钢消费量 2.15 亿吨，同比增 1700 万吨，预计 2019 年废钢消费量约 2.3 亿吨，同比增 1500 万吨。废钢产量峰值在 2022-2025 年，峰值量将超过 3.5 亿吨，届时，相当于替代铁矿石 5.6 亿吨左右，废钢产量的增加无疑对铁矿石有一定冲击。废钢供应依然偏紧，电炉钢成本或将是支撑钢价的重要因素。

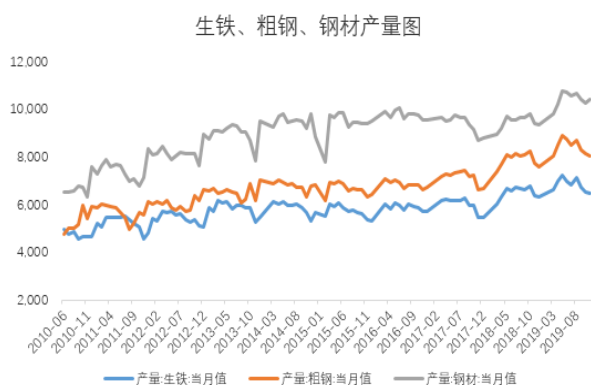


图 2：全国粗钢、生铁、钢材月产量图

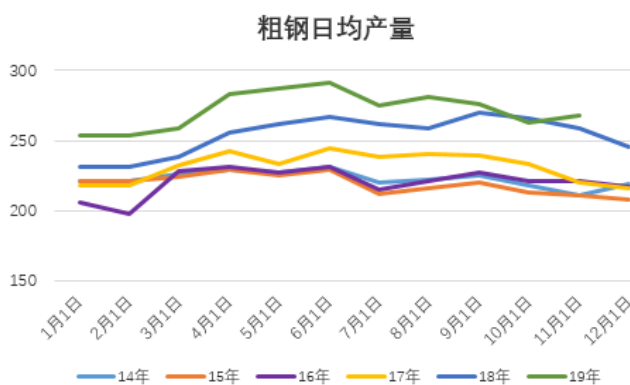


图 3：全国粗钢日均产量

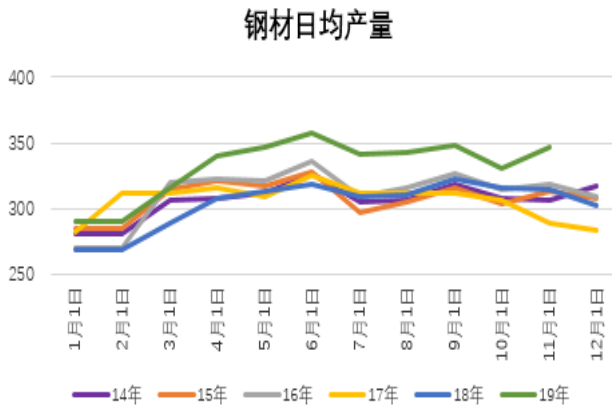


图 4：全国钢材日均产量

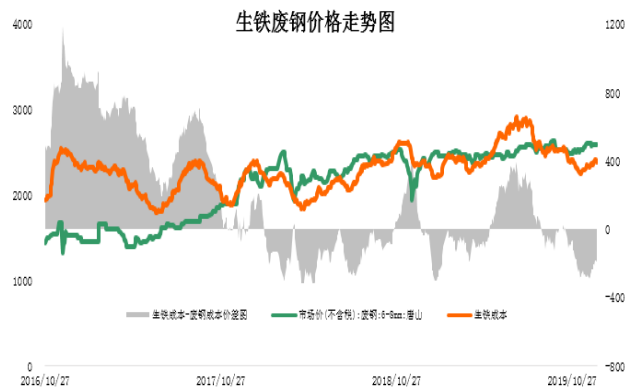


图 5：生铁废钢价格走势

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

今年总体来看，全国钢铁企业粗钢日均产量、非重点钢铁企业粗钢日均产量、五大品种钢材合计产量、以及螺纹周度产量都在高位，除了国庆 70 周年大庆环保高压下，产量数据大幅回落，其余阶段都在高位。与此对应的高炉开工率，几乎与 2018 水平持平，除了国庆特殊情况的大幅回落。

截至 11 月中旬，重点钢铁企业粗钢日均产量 199.62 万吨，较上一旬回升 0.88 万吨，非重点钢铁企业粗钢日均产量 65.37 万吨，较上一旬回落 0.24 万吨，小幅回落。主要是当时短流程处于亏损状态，生产意愿不强。11 月底螺纹钢价格大幅上涨，广州螺纹钢现货价格升至 5000 元/吨，钢铁企业吨钢毛利重回高位 1000 关口，电弧炉钢厂利润也不断上升，长流程在空气质量下降环保限产打压下，产量增幅有限。然而短流程不受环保影响，后续短流程产量回升或相对较为明显。

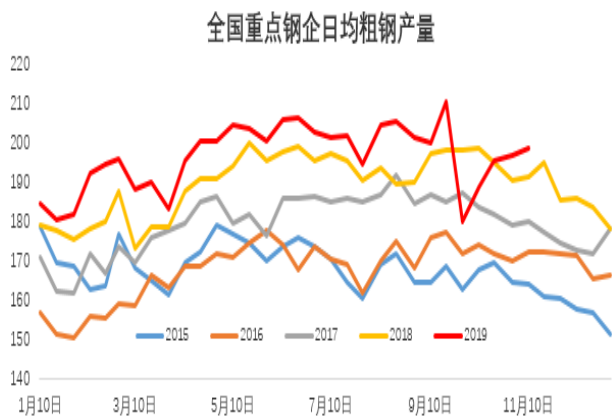


图 6：全国重点钢企粗钢日均产量走势

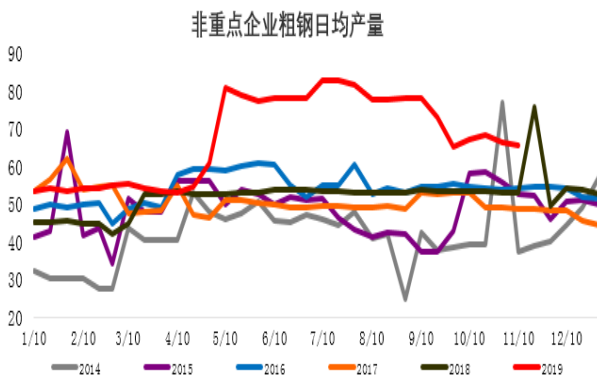


图 7：全国非重点钢企粗钢日均产量走势

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

截至 12 月 22 日，Mysteel 调研 247 家钢厂高炉开工率 77.82%，较上周持平，同比增 2.56%；

高炉炼铁产能利用率 79.23%，环比降 1.00%，同比增 1.47%；钢厂盈利率 88.26%，环比降 1.62%；日均铁水产量 221.55 万吨，环比降 2.8 万吨，同比增 4.11 万吨。Mysteel 调研全国 53 家独立电弧炉钢厂，平均开工率为 72.55%，较上周持平；产能利用率为 64.60%，较上周增 0.70%。全国 102 家电弧炉钢厂，平均开工率 75.54%，较上周持平；产能利用率 66.28%，较上周增 0.20%。五大品种合计产量减少 14.45 万吨 1034.77 万吨，主要钢厂螺纹周产量减少 8.49 万吨至 357.84 万吨，热卷检修结束产量恢复较快。

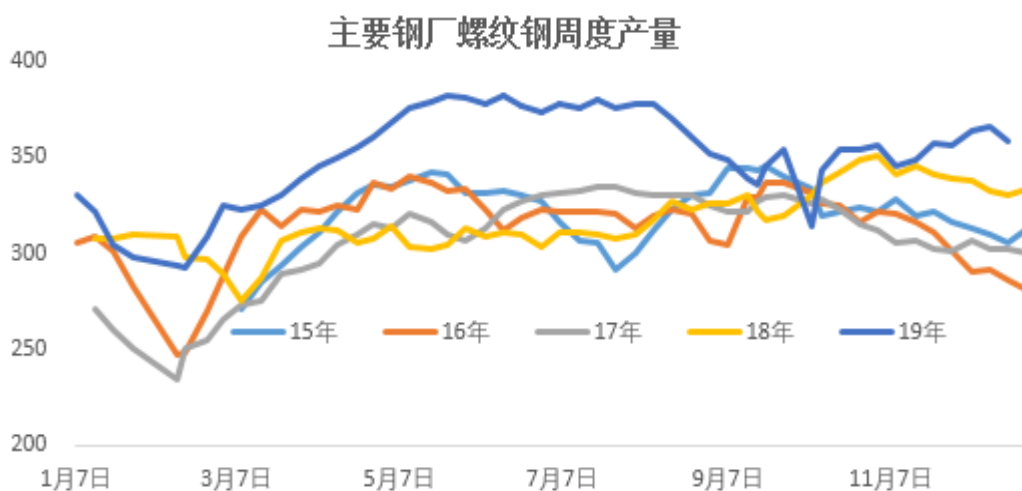
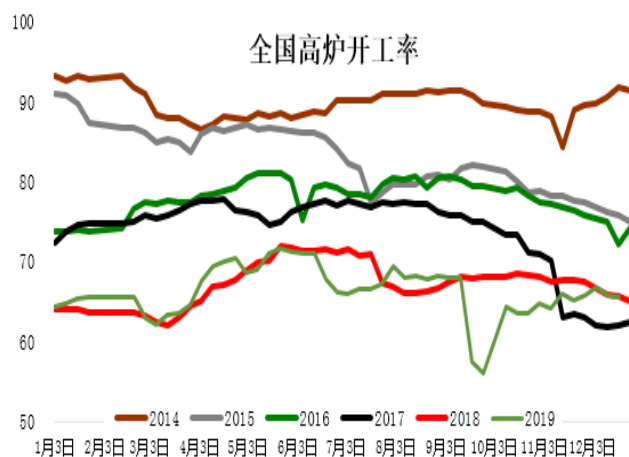


图 8：主要钢厂周度产量走势

资料来源：新世纪期货、wind 资讯



全国钢厂高炉开工率季节性对比图



图 10：唐山钢厂高炉开工率走势图

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

截止 12 月 22 日，唐山地区 138 座高炉中有 42 座检修（不含长期停产），检修高炉容积合计 34560m³；影响产量约 67.37 万吨，产能利用率 75.06%，较上周上升 1.23%，较上月同期上升

2.36%，较去年同期上升 0.95%。唐山地区高炉部分出现复产情况，产能利用率有所上升。近日唐山市决定，自 12 月 17 日 12 时起全市解除重污染天气 II 级应急响应。唐山要继续按照《12 月份唐山市大气污染防治强化管控方案》落实各项减排措施。唐山地区空气质量改善明显，从倒数第一爬到倒数第六，邯郸垫底，所以唐山在空气质量尚可背景下部分钢厂仍有复产计划。由此预计唐山高炉产能利用率小幅上升为主。当然环保与否，主要与当地天气挂钩。

地区	检修个数	高炉检修容积 (单位: m³)
市区	0	0
开平	1	550
古冶	0	0
丰南	14	12490
遵化	3	2400
丰润	3	2510
迁安	8	5710
迁西	3	1650
乐亭	1	1780
滦州	7	5810
滦南	1	580
曹妃甸	1	1080
玉田	0	0
合计	42	34560

图 11: 唐山样本钢厂高炉检修容积和检修个数

资料来源: 新世纪期货、wind 资讯

2) 需求方面

从宏观经济层面来看，今年以来整体经济面临下行压力较大，国家及时采取积极的稳增长、扩内需等举措，保证了经济平稳的发展态势，经济发展仍具有很强的韧性和潜力。同时钢铁行业稳步发展，钢铁需求依然较为旺盛。地产周期虽处于下行通道，但韧性将延续至 2020 年末，房地产投资增速的下行空间有限，整体或将平稳运行。2020 年我国钢材出口量将进一步回落，供需压力增加。据测算，2019 年粗钢表观消费同比增长 2.8%。

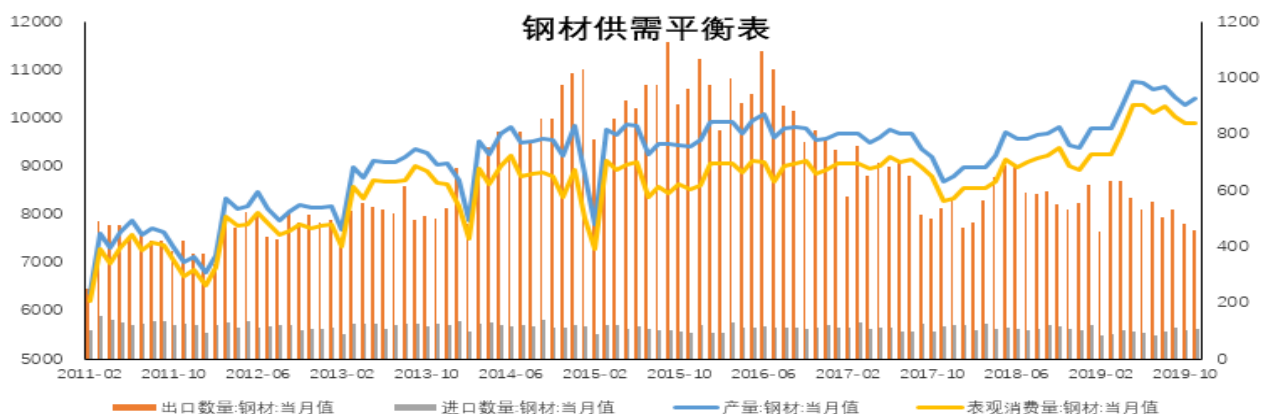


图 12: 粗钢年度表观消费量 (单位: 美元)

资料来源: 新世纪期货、wind 资讯

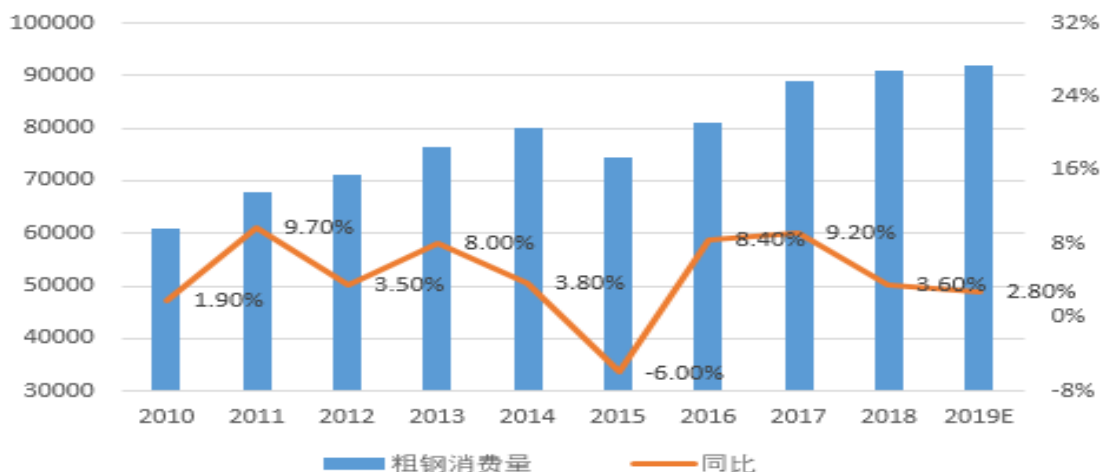


图 13: 粗钢年度表观消费量 (单位: 美元)

资料来源: 新世纪期货、wind 资讯

钢铁行业下游需求分布较为广泛，主要包括房地产、基建、机械、汽车、家电、造船等行业，其中，房地产、基建两个行业用钢占比较大，对于钢材消费的拉动作用具体分析如下：

2.1 房地产行业平稳发展、投资增速继续放缓

中长期指标看，利率环境边际改善，11 月五年期 LPR 下调，为明年带来宽松预期，货币政策逆周期调节力度或加大，但并不意味着货币政策基调出现调整和“大水漫灌”，也不意味着央行会立刻跟随外部市场作出趋同操作。2019 年 12 月中央经济工作会议针对房地产提到“因城施策”，这和 18 年中央经济会议中“因城施策，分类指导，夯实城市政府主体责任”相比，没有提到城市政府主体责任，给地方政府拥有更多权利提供了想象空间。但是政府在多次会议中强调房子是用来住的，不是用来炒的，并且在 12 月中央经济工作会议中提出稳地价，稳房价和稳预

期长效管理调控机制，说明地产中长期不会有明显的宽松调控，将维持稳健的走势。

由于年底赶工压力和商品房成交回暖，且土地购置费增速回升，投资增速下行斜率放缓，新开工由于去年高基数因素，同比增速窄幅震荡。房地产投资及新开工增速的变化，和螺纹价格运行节奏基本一致，预计 2020 年房地产投资及新开工增速或继续放缓。

(一) 百城土地市场热度较低

2019 年 1-11 月全国房地产开发企业土地购置面积为 21719 万平方米，累计同比下降 14.20%，降幅较 1-10 月收窄 2.1 个百分点。1-11 月土地成交价款为 1.20 万亿元，累计同比下降 13.00%，降幅较 1-10 月收窄 2.2 个百分点。2019 年 11 月土地购置面积为 3337 万平，环比增长 13.95%，同比下降 0.77%。11 月土地成交价款为 2038.83 亿元，环比上升 17.49%，同比下降 0.61%。11 月百城土地成交面积同比下滑 15%，总价同比上升 5%，住宅类土地溢价率为 8.2%，热度依然较低。土地市场的溢价率持续下行，优质土地仍会获得开发商的青睐；近几个月销售表现出较强韧性，去化加速，房企出于补库存的考虑获取土地；近期融资环境边际略有改善，后续土地市场或随之好转，但结构性分化仍将持续。



图 14: 房地产土地购置面积

资料来源: 新世纪期货、wind 资讯

(二) 开发投资、施工增速回落

2019 年 1-11 月全国房地产投资 121265 万平方米，同比增长 10.2 个百分点，增速较 1-10 月下降 0.1 个百分点，小幅回落。2019 年 1-11 月全国房屋施工面积为 87.48 亿平，同比增长 8.70%，增速较 1-10 月下降 0.3 个百分点。房地产投资继续维持高位或与高周转以及年末销售回暖，可能与加大推盘有关系。但我们发现开发投资缓步下行趋势，土地成交价款领先土地购置费 3-6 个月，今年上半年土地成交的低迷将继续影响投资，土地购置费对开发投资的支撑作用将

继续减弱。总得来说，土地购置费的进一步走弱和施工走弱仍将导致四季度投资仍将继续放缓。

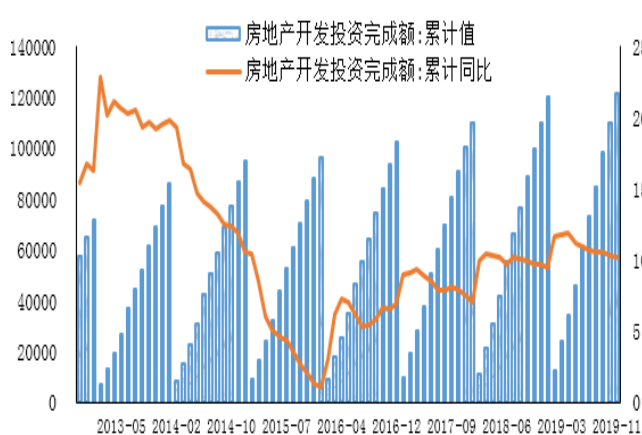


图 15: 房地产开发投资情况

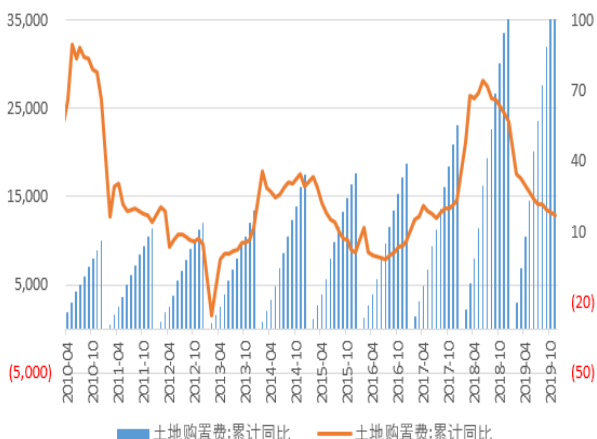


图 16: 土地购置费走势图

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

（三）新开工增速收窄，竣工持续改善

2019 年 1-11 月全国房屋新开工面积为 205194 万平方米，累计同比增长 8.60%，增速较 1-10 月下降 1.4 个百分点。其中住宅新开工面积为 15.14 亿平，累计同比增长 9.32%，增速较 1-10 月下降 1.2 个百分点。2018 年 11 月新开工面积单月同比增速达到 21.7%，累计同比增速 16.8%，处于近三年较高的水平。在基数效应下新开工增速收窄，竣工增速持续改善。1-11 月全国房屋竣工面积为 63846 万平方米，同比下降 4.50%，降幅较 1-10 月收窄 1.0 个百分点。历年四季度，竣工面积增速趋势性修复。

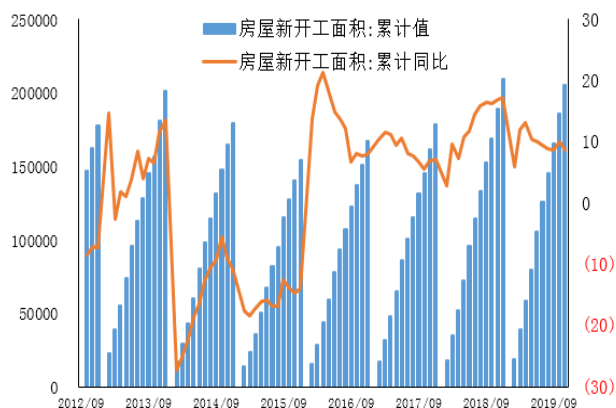


图 17: 房屋新开工面积

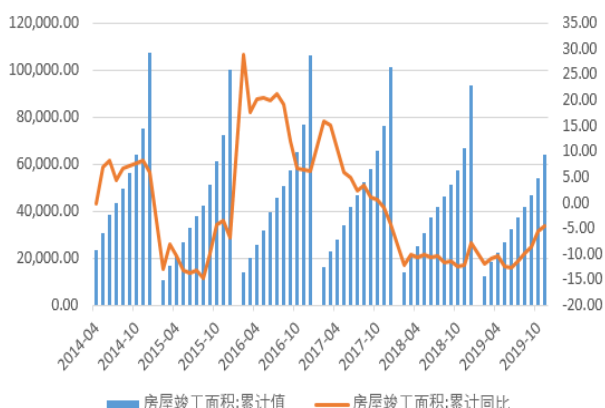


图 18: 房屋竣工面积

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

（四）房地产销售保持增长

2019 年 1-11 月全国商品房销售面积 148905 万平方米，累计增长 0.2%，自 10 月份销售增速

转正以来，已经连续五个月改善；单月值来看，11月销售面积单月同比增长1.1%。房企为加速现金回流加大了推盘销售力度，以价换量促回款；2019年下半年基数较低，随着逐步进入低基数区间，房企积极推盘抢收需求，四季度销售增速有望稳中有升。

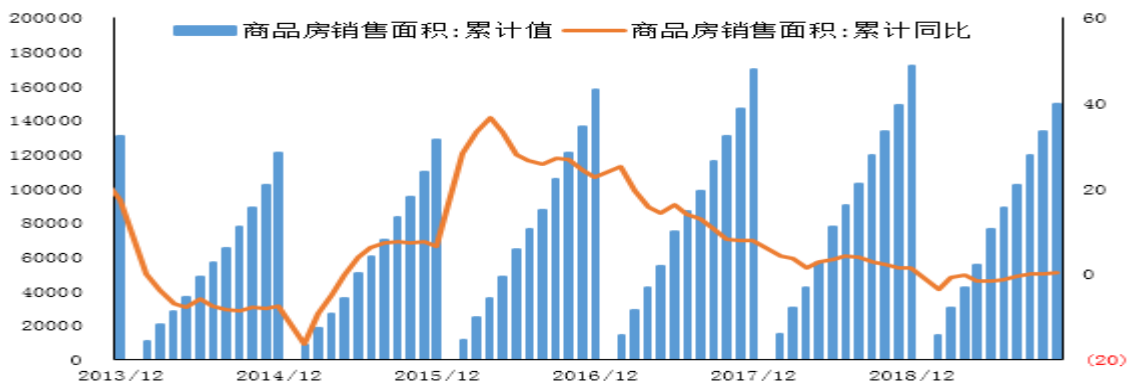


图 19: 房地产销售面积

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

（五）房企到位资金增速回落

2019年1-11月份，房地产开发企业到位资金160531亿元，同比增长7.0%，较上月持平；其中1-11月定金及预收款累计较2018年上升了10个百分点，较上月上升了0.6个百分点，国内贷款受融资端收紧的影响，从8月9.8%大幅回落到5.5%，个人按揭贷款增速同比较上个月回落了0.16%到13.9%。定金及预付款单月较2018年上升了15.4%，达到下半年最高的水平，定金及预付款在去年高基数基础下达到两位数的增长水平，个人按揭贷款在去年高基数依然保持韧性，近三个月一直不断扩张区间，说明房企年底回款需求。



图 20: 房地产开发资金来源累计同比

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

2.2 基建出现复苏态势，后期有望提高

基建行业一般对中国经济及钢材需求起“维稳”及“托底”的作用。2019年1-11月，城镇固定资产投资累计同比增长5.2%，较上期持平。2018年以来，受去杠杆政策等因素影响，我国基建投资显著放缓，2019年同比增速仅为5.9%，明显低于往年增速，基础设施建设投资出现缓慢复苏的态势。今年以来，专项债发行进度大幅加快，不断发挥地方债资金使用效益，稳投资稳经济，未来，地方债支持基建会进一步得到扩大和推广，尤其是有一定收益的专项债项目，这主要是因为地方债作为合法合规的举债方式，除了助推经济增长外，受到监管且更加透明化。

随着经济增长压力显现，逆周期调节政策将进一步向基建领域倾斜。从基建增速看，专项债补短板扩内需作用尚未明显显现，明年专项债额度有望进一步扩大。国家提前下达地方政府专项债额度、降低部分基础设施项目最低资本金比例等举措，将有力提振基建投资增速，加快补短板项目建设，基建投资对经济托底效应逐渐增强，预计明年基建增速将升至6%至8%左右。今年下半年以来，固定资产投资完成额同比下降明显。随着专项债额度提升、叠加补充资本金政策刺激，基建投资增速有望抬升。据测算，2019年基建行业用钢拉动钢材整体消费增长0.1个百分点，预计2020年拉动钢材消费增速将升至0.4%左右。

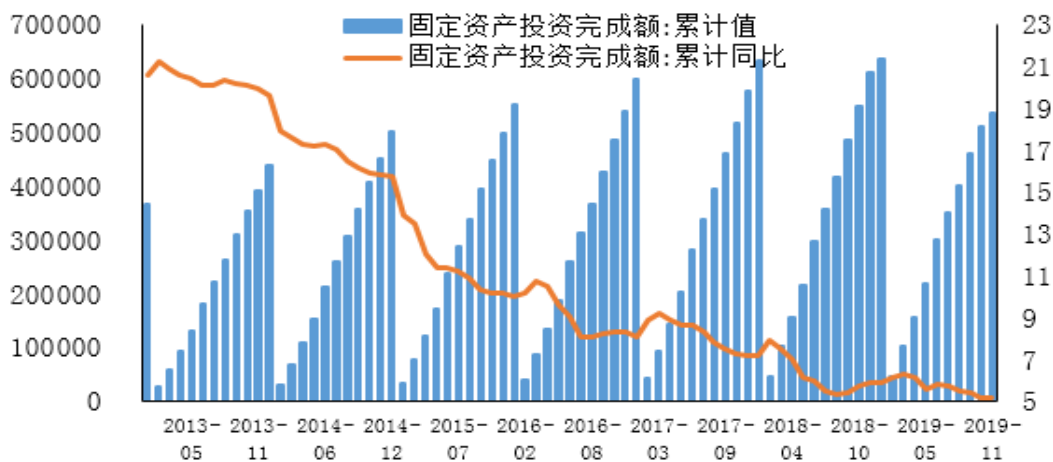


图 21: 固定资产投资情况

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

2.3 汽车行业有望扭转颓势，挖掘机、家电等仍较为低迷

2019年11月，汽车产销表现总体好于上月，产量增速明显高于销量。其中，商用车表现好于乘用车。乘用车依然下降，市场需求下滑态势没有明显改变。从具体数据来看，11月汽车产销259.3万辆和245.7万辆，环比增长13%和7.7%，产量同比增长3.8%，销量同比下降3.6%，降幅比上月继续收窄。1-11月，汽车产销2303.8万辆和2311万辆，同比下降9.0%和9.1%，产销

降幅比 1-10 月继续呈小幅收窄。相较此前的下滑态势，11 月的中国汽车市场产销同比跌幅有所收窄，但远未达到回暖这一程度。总的来看，汽车行业前三季度表现低迷，四季度逐步回暖，对热卷价格影响较为明显。

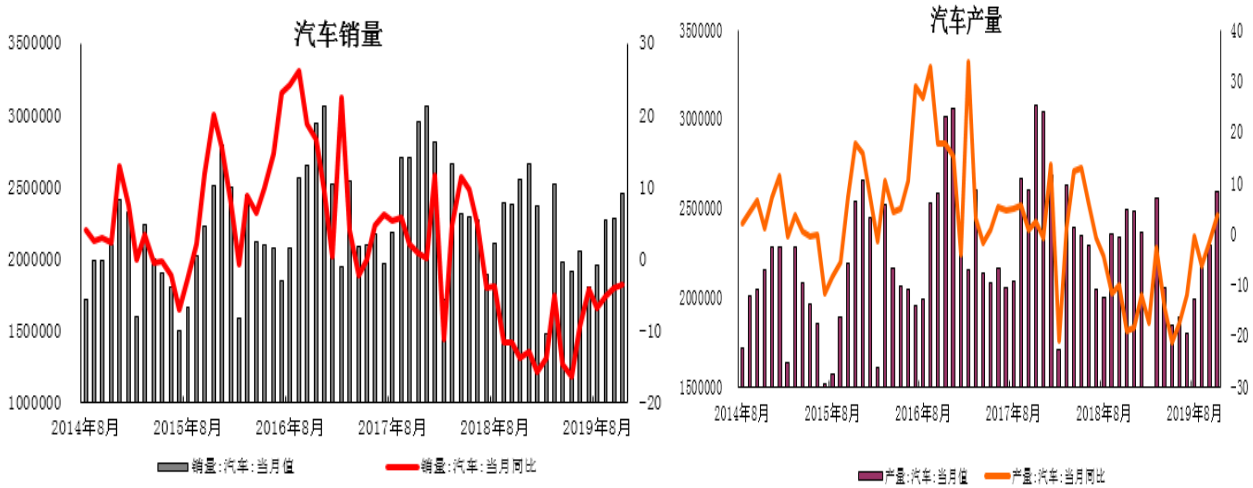


图 22：汽车产销走势图

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

国家统计局最新数据显示，11 月挖掘机产量 26180 台，同比增加 17%。金属切削机床产量 3.3 万台，同比下降 13.2%。11 月我国冰箱产量为 722.2 万台，同比增长 7.7%；1-11 月累计产量为 7657.4 万台，同比增长 4.0%。11 月我国空调产量为 1545.5 万台，同比增长 1.2%；1-11 月累计产量为 19956.1 万台，同比增长 5.8%。11 月我国洗衣机产量为 720.9 万台，同比增长 20.0%；1-11 月累计产量为 6710.0 万台，同比增长 10.1%。11 月我国彩电产量为 1977.1 万台，同比持平；1-11 月累计产量为 17570.1 万台，同比下降 2.8%。拖拉机需求有所好转，但挖掘机、家电等仍较为低迷。

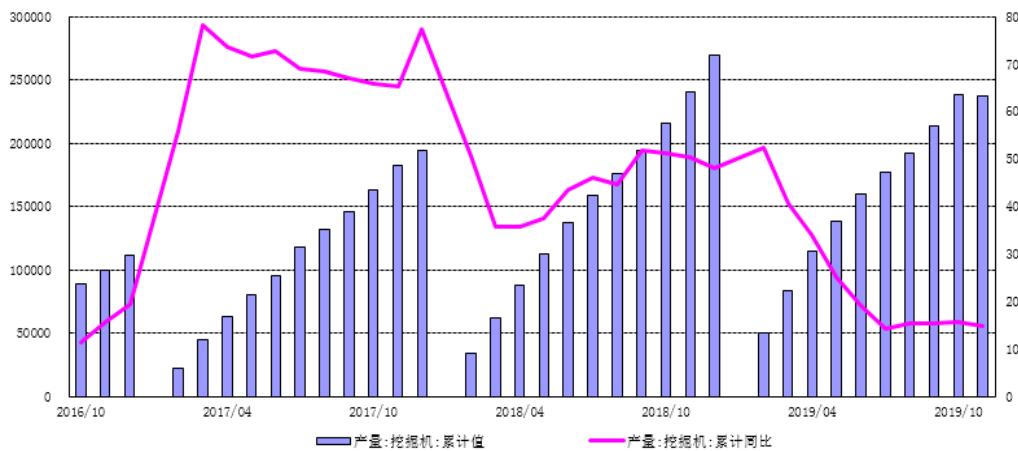


图 23：挖掘机产量走势图

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

指标	产量	同比增长/%
工业锅炉/蒸发量吨	35152.8	2.4
发动机/万千瓦	27627.5	14.6
金属切削机床/万台	3.3	-13.2
金属成形机床/万台	2.0	0.0
电梯、自动扶梯及升降机/万台	11.5	13.9
电动手提式工具/万台	1764.5	0.0
包装专用设备/万台	18455	-10.8
复印和胶板印纸设备/万台	44.50	-16.2
挖掘机/台	26180	17.0
水泥专用设备/吨	45024.1	10.7
金属冶炼设备/吨	63468.5	-28.0
饲料生产专用设备/吨	22038	15.7
大型拖拉机/台	4110	105.6
中型拖拉机/台	21393	13.8
小型拖拉机/台	3.5	20.7
大气污染防治设备/台（套）	37268	-0.4
工业机器人（套）	16080.0	4.3

图 24：2019 年 11 月各类机械设备产量

资料来源：新世纪期货、我的钢铁网

3) 库存低位、利润逐渐回落

2019 年国内钢价重心较 2018 年有所下移，与此同时，利润也逐渐回落，上半年利润甚至打到盈亏平衡点，下半年在南方缺货背景下短期的供需错配，利润一度回升至千元关口，随后也出现一定程度的回落。今年以来，上海螺纹钢现货价格基本处于 3600 到 4200 区间窄幅震荡，螺纹指数在 3200-4000 区间波动。

钢厂库存在经历年初和 6-8 月累库阶段，年初产量高位，库存也在高位，7 月唐山环保限产，但其它区域大幅增产，所以导致库存大幅回升，高于历年同期，价格也在 7 月出现大幅回落。行情演绎到一定阶段，大家期待的金九银十却旺季不旺，今年去库时间提前，随着库存下滑到一定阶段，钢价下跌空间也受到限制。南方出现阶段性供需错配，导致现货价格一路飙涨。所以物极必反，当大家沉浸在对金九银十的期待中，并没有如期而至，11 月的行情始料未及，但是纵观侧面指标一库存，一直处于去库状态，并处于历年新低，不难发现 10 月底跌破不了 8 月底，没有创下新低是有道理的，目前处于库存拐点期，但依然是低位。

截止 12 月 20 日，五种钢材总计社会库存同比减少 14.45 万吨至 357.84 万吨，35 城螺纹钢社

会库存上周环比增加 6.28 万吨 295.93 万吨；螺纹钢钢厂库存环比增加 3.87 万吨，处于累库阶段，符合市场预期。

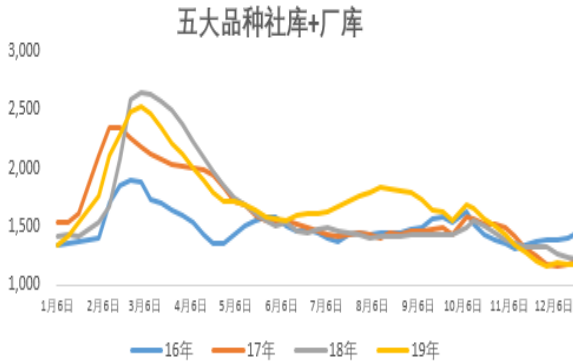


图 25：五大品种钢材社会+厂库走势图

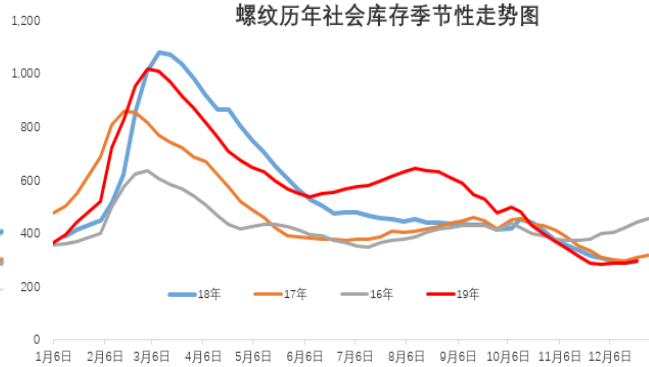


图 26：螺纹社会库存走势

数据来源：mysteel，新世纪期货

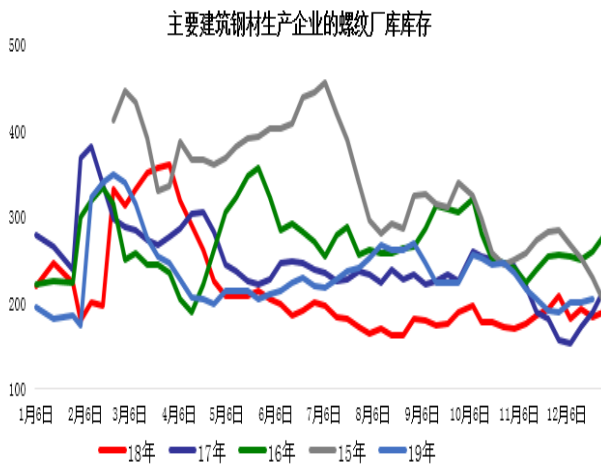


图 27：钢厂厂库库存走势图

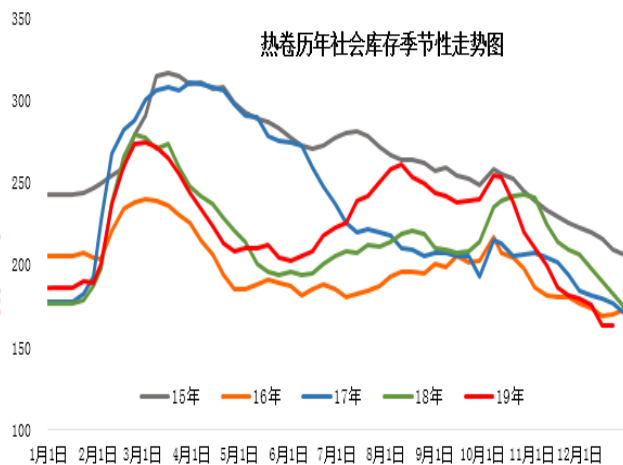


图 28：热卷社库库存走势

数据来源：mysteel，新世纪期货

利润：与 2017、2018 年超高利润相比，今年利润回落明显，已经接近 2016 年水平。今年上半年，铁矿石、废钢、炼焦煤等主要原料价格普遍上涨，持续高位运行，很大程度上侵蚀了成材利润，叠加环保成本、物流成本也有所上升，致使大部分企业效益同比有所下降。今年钢材市场的利润低点出现在 8 月初，只有 70 元/吨左右。下半年，随着原料价格的回落，以及钢材消费的韧性，南方区域阶段性供需错配，钢材利润得到极大修复。预计 2019 年螺纹钢平均利润将保持在 500 元/吨左右，热卷平均利润 350 元/吨左右。截止 12 月 22 日，随着利润自下而上传导，目前原料端铁矿、焦炭出现一定程度大涨，钢厂利润有所回落，现货利润小幅回落至 600，盘面利润 320 附近，近期现货回落的幅度相对大些，主要由于 11 月现货拉涨过快。

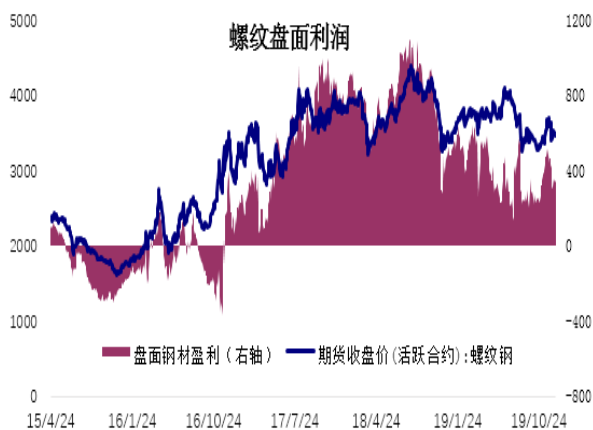


图 29：螺纹盘面利润



图 30：螺纹现货利润

数据来源：mysteel，新世纪期货

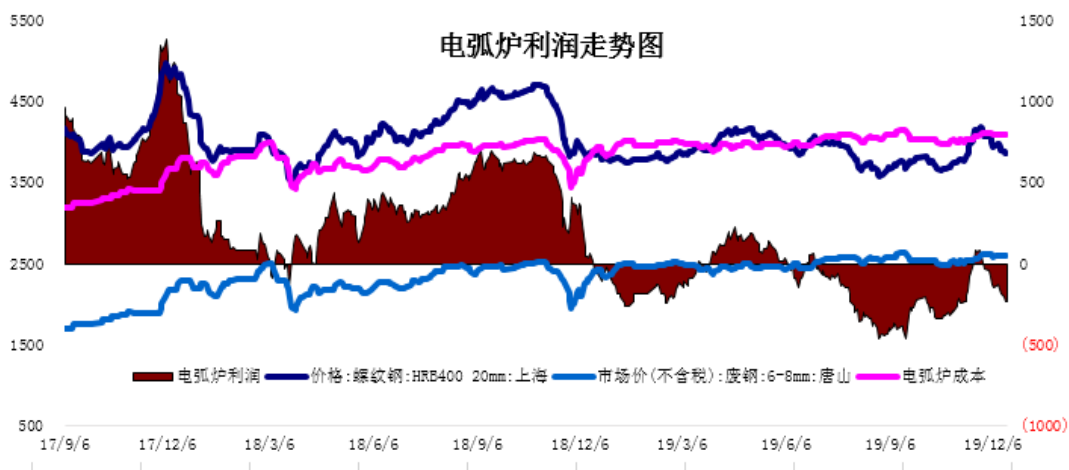


图 31：电弧炉利润走势图

数据来源：mysteel，新世纪期货

三、2020 年展望

展望 2020 年，在产能充裕的情况下，明年钢厂产能置换进入投产高峰期，粗钢产能仍将继续增加。产量释放情况取决于需求及成本，故国内钢材价格的主要驱动仍在于需求端。随着供给侧改革结束，环保限产政策不再一刀切，以及房地产投资、新开工增速或继续放缓等现实，基建的回升难以对冲地产投资下滑，钢材价格和行业盈利重心必将下移。在 2020 年下半年钢铁产能置换集中投放，地产投资转弱的局面下，预计 2020 年下半年钢价走势或将弱于上半年，全年价格呈现前高后低走势。预计 2020 年螺纹期货主力合约在 3100-3800 元区间波动。

2019 年 12 月

投产压力和需求增量 的博弈，上下收窄

——乙二醇 2019 年行情回顾及 2020 年展望

新世纪期货研究院（投资咨询）
化工组

Tel: 0571-85058093

新世纪期货有限公司

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310000

传真：0571-85058093

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

摘要：如果用一句话概括 2019 年的乙二醇首秀行情，跌过、疯狂过、这个时间刚刚好。上半年受到新装置投产压力的自上市之日起盘面持续下跌，下半年是在空头风险充分暴露之后的修复行情，整体来说就是绝对价格充分暴露风险后的修复。下半年在解决了上半年供应压力问题后，在未来预期和现实困境的博弈下走得比较纠结，呈现高位站不稳，低位跑得快的格局。

对于 2020 年的行情展望，我们认为仍然在投产周期语境里，乙二醇的向上空间不大，向下探底的品种，风险和季节性因素会使得行情跌宕起伏。首先 2005 合约在 2020 年一季度将呈现一个春节后下跌去库的先涨后跌，二季度是一个检修和新装置应产时间共振节点，整个上半年同比下跌。下半年博弈投产落实力度和出口需求的稳定性，上下空间大概率收窄。



一、行情回顾：投产装置延迟和需求持续性，去库时间拉长，价格回吐

乙二醇期货上市一年有余，上市第一天收盘价 5544 元/吨，截至 2019 年 12 月 20 日 2005 合约收盘价 4612 元/吨，2001 合约收盘价 4850 元/吨。乙二醇现货以华东为例，全年从 5060 元/吨上涨至 5390 元/吨。我们通过回顾复盘行情走势，乙二醇近一年经历了哪些重要时刻。行情如何不按剧本演绎，又在情理之中，当然你可以说市场永远是对的！

乙二醇上市之际在 2018 年 12 月中旬，当时整个化工弥漫着投产压力的空头排列，PTA、PP、PE 等在 2019 年都有较多投产装置，无一例外各自都面临着险峻的国内外供应增量压力。此外国际油价当时仍在下探，对化工来说更是雪上加霜。因此乙二醇自一上市，就面临大空头打压，成为整个化工商品里，较好的空头，一如当下的甲醇“地位”。这种空头空配的乙二醇格局，一直延续到 2019 年春节后累库的 2 月份，带着大库存下跌十分顺畅。当时乙二醇整体开工达到 75~8%，煤制企业生产开工率超过 80%，如此高的开工率在今年成为了绝唱。3 月小半旬，因为中美贸易缓和和对聚酯出口需求的提前释放、淡季后的恢复开工、以及供应压力缓解的情况下，出现了一定反弹，但是在市场一直认为是弱供需品种，任何反弹都是很好的做空机会，而此时聚酯利润方面，无论切片、长丝和短纤，无一例外出现了上半年利润峰值。

二季度的 4 月份开始了长达至今的港口去库，一季度末乙二醇哥哥节点纷纷暴露出极端风险信号，首先是上市以来持续下跌对一些较高生产成本的煤制生产企业来说，承担着较高压力。这批企业在 4 月份开始出现减产、检修、停产等消息。聚酯开工年后恢复到 92%，成为顶峰，聚酯利润也由峰位下降。其次中美谈判出现成熟的协议框架，但仍少不了尔虞我诈，风险性事件增加。第三国际油价开始出现拐头向下信号，随后也是一路震荡下跌。第四乙烯仍处下降通道中。这里面除了港口去库属于节后正常去库以外，其他都是偏弱的格局，也就是说乙二醇现实是 128 万吨港口大库存，高供应产量，新装置和进口增量等弱预期，对乙二醇盘面小形成鞭答。盘面主力合约跌至 4150 元/吨今年以及上市以来的最低位置，在这个位置也极大暴露了乙二醇空头风险，生产端在绝望中一贫如洗着观望，等待生发。由此乙二醇带着大库存大跌结束了二季度。

三季度是深跌后的乙二醇的爆发，偶遇的巧合加上完全风险过后的跌跌撞撞，乙二醇迎来了事业巅峰。一方面也是新装置迟迟不占位的反攻，另一方面在 7 月初盘面打到 4150 这个位置的时候，煤制生产企业已经因为部分亏损问题减产一段时间了，至 7 月乙二醇整体开工已经下降到 66% 左右，煤制开工率降到 50%，是市场的疯狂看不到此变化。进口量开始出现没有增加长约，聚酯被中美谈判波动影响后也开始恢复本真，市场预期旺季来临也在逐渐修正乙二醇的供需。对比价和估值驱动来说，乙二醇已经开始拐头向上了，至少是需要修复前期过多的投产压力预期。在中秋节后沙特工厂爆炸事件后，出现了极端拉锯。最高涨到 5365 元/吨，很好给一直做空的乙二醇空头上了一课，当时我们在 10 月份月报也做了详细分析。简单来说就是 7 月份的乙二醇港

口库存已经持续去到 90 万吨水平，平衡表收紧。绝对价格已经暴露出的绝大部分风险，继续做空违背趋势。暴涨和暴跌都是市场情绪反应，回归理性后，我们就需要关注那些异动因子和数据给出的信号。

四季度就是乙二醇的修复行情了，这是毫无疑问的。修复累库的预期，修复聚酯需求的持续性检验，修复新装置投产压力，修复前期的暴涨暴跌。首先由于市场对聚酯需求的持续性没有充分验证，反指标认为聚酯开工转淡季的趋势做了过分提前预估，造成了对港口累库预期时间点性相对提前。四季度的需求不止是乙二醇供需风险点，亦是整个化工品被忽视了的一大风险因子。因此近月的乙二醇在后期出现了超宽博弈区间，而在价格修复后的市场弱预期一直存在，这也使得乙二醇出现了近似洗澡蟹行情。



图 1. 乙二醇合约收盘价变化

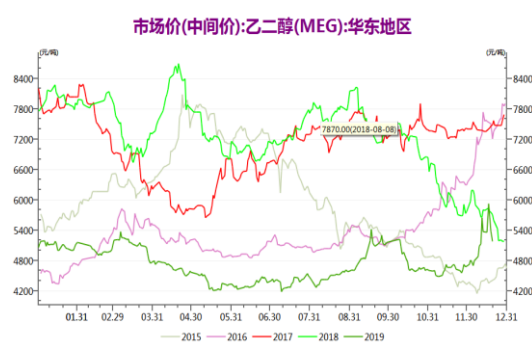


图 2. 乙二醇主流现货价格走势

数据来源: wind 资讯

二、价差利润：成本可压缩空间不大，期现联动决定短期行情上下位置

4600 以上的乙二醇对大多数煤制生产企业来说，生存希望较大，销售有微利，所以大多数的生产企业会提高生产积极性，毕竟乙二醇作为空头配置大半年，打到最低 4100 多，让绝大多数生产企业无法承受较长时间的损失，唯以停车告慰，但是自 7 月下旬开始，这一状况开始转变，转变从受到亏损的企业开始，因为停车损失，无法企及下游 8 月份开始补货的需求，乙二醇被打到成本以下后的反弹顺风顺水。目前这个 4600 的位置是一个上下游都可以接受的一个价格，往上或往下，取决于生产企业还是下游需求话语权的权责比重。因此短期看到已经不是成本端的压力去解决价格难题，而是从供需角度考虑，而价格也改变着供需，

期现的角度去理解行情和预判行情比较着眼于当下，也相对准确。回顾过往行情，也能窥见一二。随着产业参与度逐渐增强，期货发现价格的属性逐渐显露，产业套保、基差交易和点价等手段在期现市场逐渐活跃，可以看到类似纸货属性，二者逐渐共生。因此期货盘面对现货的影响会反作用于期货交易当中。



图 3. 乙二醇主流现货基差

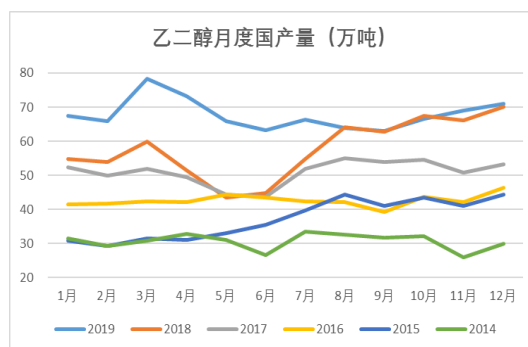


图 4. 乙二醇月度国产量

数据来源: wind 资讯, 卓创资讯, 新世纪期货

三、供需：先讲投产，后续需求，博弈见分晓

截至 2018 年底，中国 MEG 产能 1070.5 万吨/年，其中煤化工产能为 441 万吨/年，产能占比 42%。煤制 MEG 由于原料易得且成本低廉而发展迅速，产能快速扩张。随着煤制 MEG 生产工艺不断优化，装置运行稳定性和产品质量不断提升，在聚酯领域的应用更加广泛，煤制 MEG 将有非常广阔的市场前景。但是，煤制 MEG 前期成本投入过大，设备折旧费较高，而且工艺上存在一定缺陷，生产连续稳定性较差，开工率较低，加上产品质量尚无法完全满足聚酯生产的要求（紫外透光率纯度检测达标），目前尚不能完全取代乙烯法的市场地位。从目前公布的 MEG 新产能情况来看，除了恒力、浙江石化、盛虹、中国石化湛江及古雷项目乙烯法外，其余全部是煤制 MEG 项目，鉴于 2019 年各生产线路 MEG 出现全线亏损局面，预计这些规划中的新建装置存在推迟或不确定性。

未来要投产装置乙二醇				
2020				
地区	装置	产能 (万吨)	预计投产时间	工艺
华东	浙江石化	75	2020Q1	油制
华中	湖北三宁	60	2020Q1	煤制
西北	陕煤渭北	30	2020Q2	煤制
华南	中科	40	2020Q2	油制
华北	山西襄矿	20	2020Q3	煤制
华北	建元煤焦化	24	2020Q4	煤制
		249		

表 1.2020 年乙二醇国内新投产产能公布

资料来源: 资讯整理

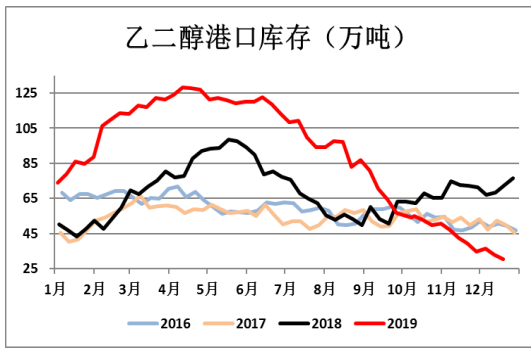


图 5. 乙二醇港口库存

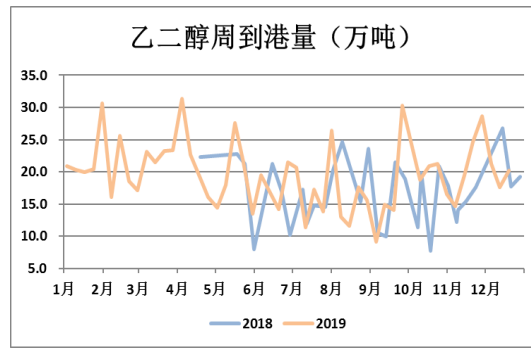


图 6. 乙二醇下周到港量统计

数据来源：卓创资讯，新世纪期货

当前，国内聚酯行业形成了以恒力、荣盛、桐昆、恒逸、盛虹、新凤鸣、三房巷和中国石化等 8 家企业（集团）为主导，若干中小型企业为补充的行业格局。未来 2~3 年，国内聚酯产业链的扩张表现为完善产业链并追求规模效应，从而增强综合竞争力和抗风险能力。荣盛、恒力和盛虹的重心都转向上游，从 PTA - 聚酯涤纶跨越至更为重资产大规模的炼化行业，意味着其短期内将没有余力大规模扩张聚酯行业。因此，未来几年真正聚焦于聚酯行业的仅有桐昆、新凤鸣和恒逸 3 家，其中，桐昆和新凤鸣本身就是行业的领先者，这 2 家企业一直坚守涤纶长丝主业做精做强，凭借成本优势在过去几年行业低谷期也实现了逆势扩张，逐步拉开了与竞争对手的规模差距，未来在继续扩建聚酯的同时还将向上游延伸实现原料配套。

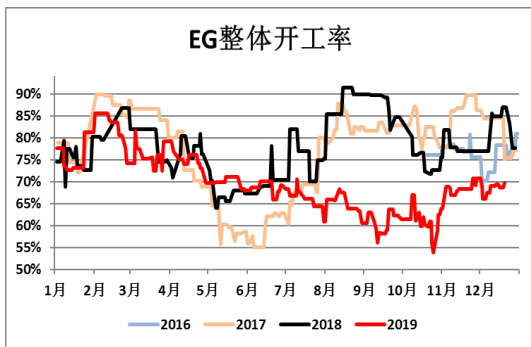


图 7. 乙二醇生产开工率统计

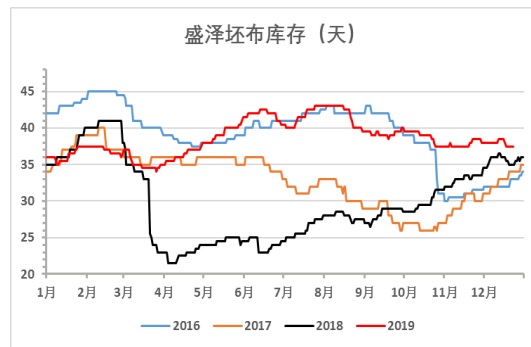


图 8. 织造坯布库存

数据来源：卓创资讯，新世纪期货

截至报告日期内，12 月 23 日乙二醇主要港口库存数据为 35.5 万吨，较上周四增加 5.3 万吨，较上一周增加 6.25 万吨，谨慎注意累库的时间已到来；下周到港量 20 万吨中性水平，不排除到港延迟预计下周乙二醇库存出现累库的概率增加。目前乙二醇整体开工率为 69.75%，煤制生产开工 72.38%，逐渐接近年初较高位置。虽然上游开工大幅提升后很难短时间降负荷，但是低库存和预期进口压力平稳情况下，下游聚酯开工仍维持较

高水平，此外油价的提振对盘面都有比较好的支撑力度。

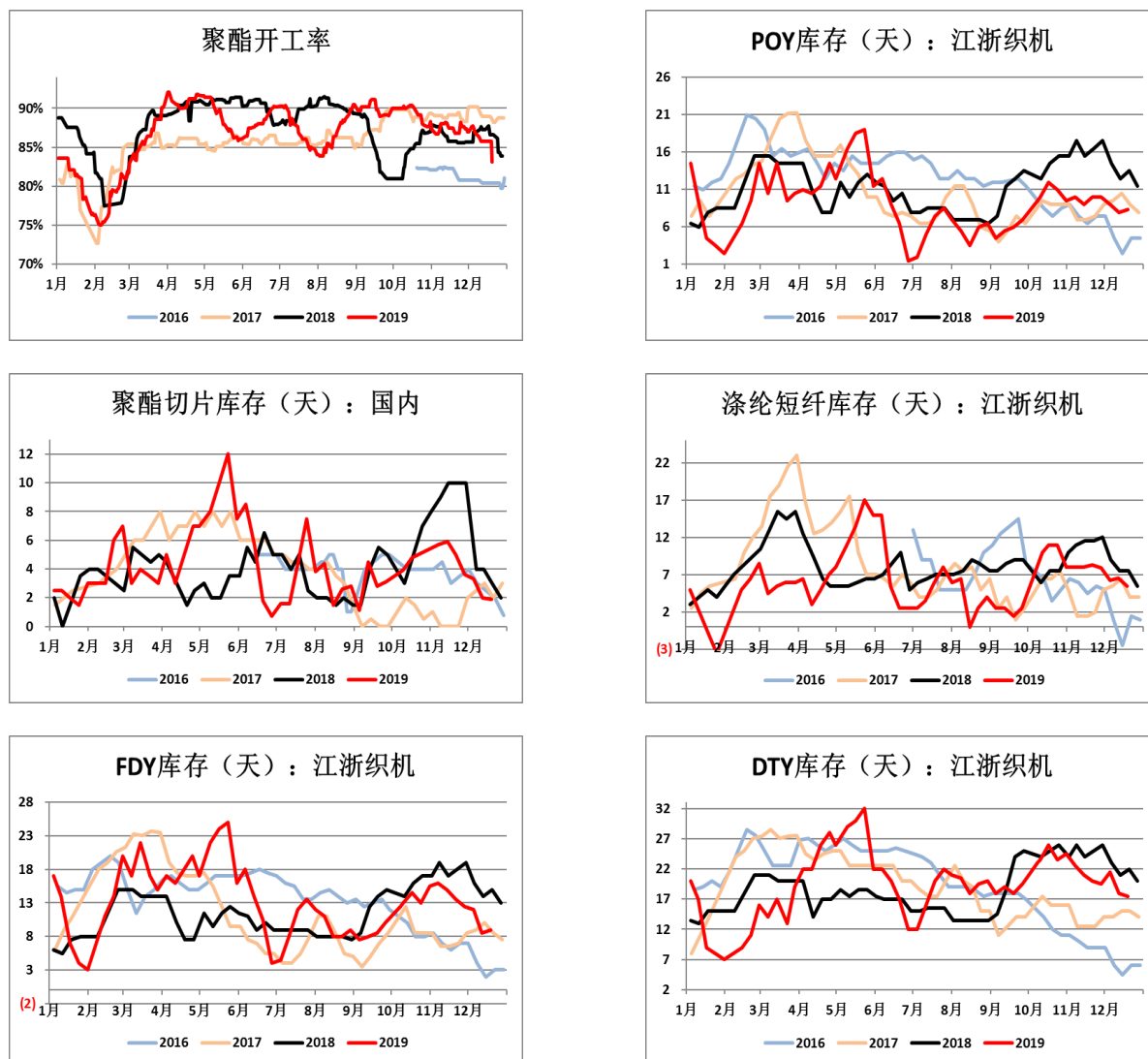


图 9. 聚酯开工及库存

数据来源: wind 资讯, 卓创资讯, 新世纪期货

四、2020 年行情展望: 新投产落实程度几何, 盘面见底就有多低

关于油价我们的观点比较模糊, 布伦特 60 美金附近徘徊, 美原油 57~58 美金这样一个位置, 看不到大的上涨或暴跌的驱动, 简单认为作为成本端另外也是因为乙二醇成本端更多的是依赖煤制成本底部空间, 尽管油制生产企业占到 60%, 但边际仍是主要考虑煤生产。因此这也是乙二醇不怎么提及油价的影响的主要原因。

当下近月合约主要受到强基差和低库存的摩擦, 而前期我们忽视了聚酯需求的韧性, 这一点在 11 月下旬

表现尤为突出。而新投产能的压力预期落实的情况被认为是 05 合约主要矛盾，当然也伴生着聚酯需求端表现情况。长期的价格底就要看投产压力到底给予市场多大反馈，激起多少浪花。

当下 2005 合约给出的 4600 元/吨，是一个比较适合煤制企业正常开工的一个市场价，也是一个下游相对容易接受的一个价位，因此整体就比较缺乏波动空间。但是从供需和成本驱动来说，2005 合约在上半年受到投产压预期的压力比较大，下半年行情更多博弈投产落实程度和需求支撑力度。

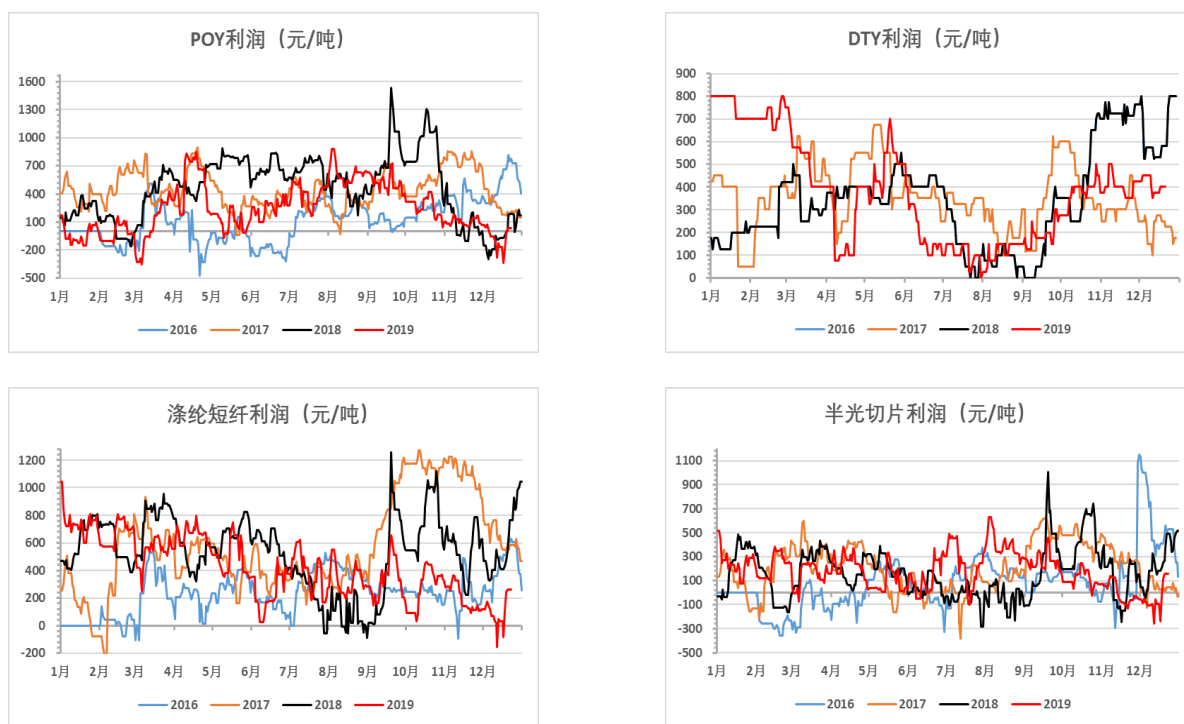


图 10. 聚酯利润

数据来源：wind 资讯，新世纪期货

2020 年策略建议：

一季度投产落实之际，更多的是 2019 年产能的滞后兑现，压力在近月比较明显，尤其临近时间点，盘面打压一番实属正常现象。因此我们建议 1 季度 2005 合约单边反弹空的策略。因为成本端和供需的驱动预期向下，短期近月受到库存炒作而波动的影响，也会对远月形成夹击。化工需求超预期的持续性以及宏观利好，投产周期下的化工呈现短强长弱的格局不变。

套利方面，PTA 的供需压力较乙二醇更加趋弱，因此建议二者价差逢高做空。期现逐渐适合转入反套领域。

市场如果认为经济下行仍需要更多时间，那么对于未来我们仍抱希望，下游资金有所宽裕的情况下，我们仍期待产业链的轮动行情。那么单边上涨大有可为。作为商品之王的原油，当下无论是地缘政治方面的风险溢

价，还是下游汽油库存偏低、美原油钻井平台数量的持续下降、叠加未来 OPEC 减产力度有望加强，原油的驱动在供需支撑下向上，化工也在回暖，整体受到产能投放周期的影响，反弹力度较弱。因此在宏观是水流的影响下，需要看到大的转变，套利的配置已经剔除了宏观影响，单边交易逻辑不突出，关注期现联动带来的顺势行情。

风险提示：到港量、煤企装置开工率、油价波动、中美谈判及宏观政策变动等不及预期。

2019 年 12 月

供应驱动接力需求， 油价结构变动且看 2020

——2019 年原油行情回顾及 2020 年展望

新世纪期货研究院（投资咨询）
化工组

Tel: 0571-85058093

新世纪期货有限公司

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310000

传真：0571-85058093

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

摘要：2019 年，随着欧佩克+各国开始减产支撑油价，原油市场不再是因竞争出现的供大于求的市场、或者是欧佩克一家独大的垄断市场，而是回归到供给限制的寡头市场关系。至 2019 年度 4 月末左右，原油运行至年度最高点，即美原油 66-68 美元附近，布油 75 美元附近。5 月份开始，当油价运行至高位，但原油需求端的指标之一，美国汽油与成品油库存反季节性增加；加上中美贸易谈判不顺利，美中贸易对峙影响世界经济等多重事件的发生和作用下，悲观的阴影笼罩市场。作为风险资产的领军者，原油率先出现恐慌性下跌。至此，原油需求端的故事也基本书写完毕。原油进入区间震荡行情。

12 月份开始，随着欧佩克会议确定深化减产至 2020 年三月，供应侧提供再一波短线行情。但是分析师认为，这次的行情较年初相比，驱动力大小、时长都较为不足，因此，只判断为能让原油底部略有抬升的短线行情，原油总体还是没有跳脱出区间震荡的行情。2020 年年度来看，随着各国或将开启的降息周期，一旦需求趋好，原油或迎来结构性转变。



一、2019 年度逻辑的转变

2019 年是原油结构性变动，然后又逐渐趋稳的一年，总体来看，原油本年度的行情较去年波动性有所下降。众所周知，去年原油的供需主要矛盾来自于供给端的剧变。在美国页岩油与中东各国的市场份额之争中，美国的页岩油开采技术在 WTI45 美元、布伦特 50 美元左右的超低位置坚持住了，以成本端的优势战胜了与欧佩克的市场之争。于是，18 年的份额之争以欧佩克各国的失败告终。

19 年初始，随着欧佩克+各国开始减产支撑油价，原油开始迅速拉升，回调至生产盈亏平衡线以上。随着欧佩克减产的开始，原油的供给端开始书写另一个故事。美国已经以实际行动表明，页岩油的生产技术，足以对任何点位油价有相当高的弹性，换言之，美国端原油生产极为稳定。因此，原油供给端对于油价的改变，自 19 年开始主要来自于欧佩克端的决策。年初开始，随着欧佩克+各国开始减产支撑油价，原油市场不再是因竞争出现的供大于求的市场、或者是欧佩克一家独大的垄断市场，而是回归到供给限制的寡头市场关系。至本年度 4 月末左右，原油运行至年度最高点，即美原油 66-68 美元附近，布油 75 美元附近。至此，供应端的故事书写完毕。

五月份开始，原油供应端的逻辑在盘面出尽，需求端逻辑主导价格走势。虽然 2019 年的需求预期悲观，但是在最初欧佩克大力减产的影响之下，需求端的影响并未体现。5 月份开始，当油价运行至高位，但原油需求端的指标之一，美国汽油与成品油库存反季节性增加；加上中美贸易谈判不顺利，美中贸易对峙影响世界经济等多重事件的发生和作用下，悲观的阴影笼罩市场。作为风险资产的领军者，原油率先出现恐慌性下跌，美油下跌至 51 美元附近、布油下跌至 60 美元附近，美油跌幅超过布油。至此，原油需求端的故事也基本书写完毕。原油进入区间震荡行情。除了 9 月份黑天鹅事件，沙特油田遭袭击引发市场大幅震荡之外，下半年原油基本没有出现超过区间的价格波动。

12 月份开始，随着欧佩克会议确定深化减产至明年三月，供应侧提供再一波短线行情。但是分析师认为，这次的行情较年初相比，驱动力大小、时长都较为不足，因此，只判断为能让原油底部略有抬升的短线行情，原油总体还是没有跳脱出区间震荡的行情。



图 1：SC 原油期货日线图

数据来源：文华财经，新世纪期货



图 2：WTI 原油日线图

数据来源：文华财经，新世纪期货

正如之前在报告中所提到，随着美原油生产的扩大，美国逐渐从一个原油进口国转化原油出口国家，换言之，本国的原油供应基本实现自我供给。而中东炼制的石油及石油产物主要销往欧洲与亚洲。因此，我们可以得出一个简单的结论，即欧佩克对于布伦特期货价格的影响大于对 WTI 价格的影响。按照上面所分析的年度原油价格驱动的不同，布伦特与美原油的价差也随之变动。年初开始欧佩克减产，布伦特-WTI 价差逐渐扩大，从 5 美元开始，逐渐拉大至将近 10 美元。而随着需求端逻辑开始运行，原油下跌，BW 价差又再度缩小。目前，二者价差维持在 5 至 6 美元左右。

内外盘的价差基本维持在较为稳定的水平，但下半年开始，随着中国停止进口伊朗原油、以

及 VLCC 运费上涨等消息或事件影响，内外盘价差有所扩大。

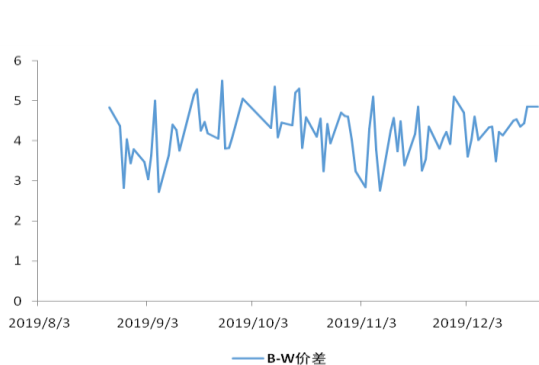


图 3: W-B 价差

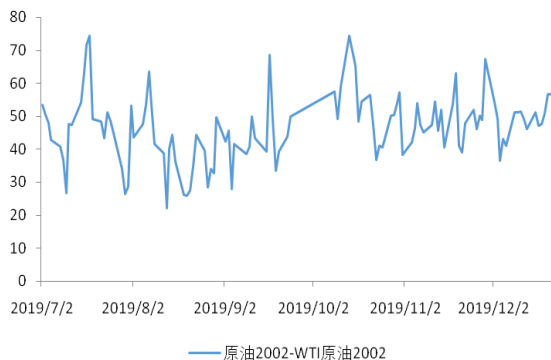


图 4: SC-WTI 价差（以当日汇率换算）

数据来源: wind, 新世纪期货

二、供应：减产驱动影响下滑，美原油扩大生产

欧佩克减产坚决

OPEC 方面，本年度减产一直是 OPEC 的主题。一直以来，OPEC 的减产执行情况还是相对比较到位。但是在减产的后期，我们发现，欧佩克内部的成员国、以及欧佩克+的成员国态度出现一些分化。简单来说，以沙特、俄罗斯为首的产油大国坚定执行减产，挺油价的态度十分坚决。而以伊拉克、科威特为代表的相对产量较小的国家，则出现了减产执行不到位、甚至有增产的迹象，这是由于其本国财政情况因减产有所恶化导致的。但总体来说，OPEC 主动减产的意愿还是较为强烈。

另外，支撑减产的另一大动因，则是来美国对伊朗和委内瑞拉的制裁，导致其进行的被动减产。今年三季度，美伊局势持续升温导致伊朗出口受限，影响全球原油供应。伊朗突破国际原子能机构规定的浓缩铀丰度 3.67%，伊核协议岌岌可危，而美国方面也对于伊朗加快铀浓缩活动作出强硬表态。6 月伊朗原油出口量在 24 万桶/日左右，不足去年高点的 1/10。8 月，美国称有望与伊朗开展谈判，但伊朗随后立刻发表立场，拒绝了美方的会谈。另外，美国收紧对委内瑞拉的制裁，很多国际买家已经停止采购该国原油。地缘政治风险所引起的被动减产，也进一步支撑油价。

除了伊朗与委内瑞拉的被动减产事件之外，本年度原油的最大“黑天鹅”事件无疑是沙特遇袭事件。阿比克 (abqaiq) 和胡拉伊 (khurais) 油田两大油田遇袭，摧毁了沙特近一半的原油生产，这一事件暴露了沙特能源基础设施的脆弱性，且凸显了全球原油供应的脆弱性。这一事件导致国际原油当周周一开盘暴涨，美油涨幅一度超 13%，布油涨幅超 17%，后小幅回落。

在本月的会议上，OPEC 达成了较为符合市场预期的结果。从 OPEC+会议结果来看，OPEC+决定自 2020 年 1 月 1 日起深化减产 50 万桶每日至 170 万桶每日。其中 OPEC 承担 37.2 万桶每日的深化减产额度，非 OPEC 成员国承担 13.1 万桶每日。此外，以沙特为首的少部分国家表示会在配额以外再减产 40 万桶每日，即总额度会达到 210 万桶每日。综合来看，会议结果是比较符合市场预期的，但只能判断为让原油底部略有抬升的短线行情，原油总体还是没有跳脱出区间震荡的行情。因为在全球原油需求悲观的大背景下，深化减产 50 万桶每日只能为油价提供更为坚实的支撑，并不能驱动油价重心大幅上移。根本供需没有发生变化。

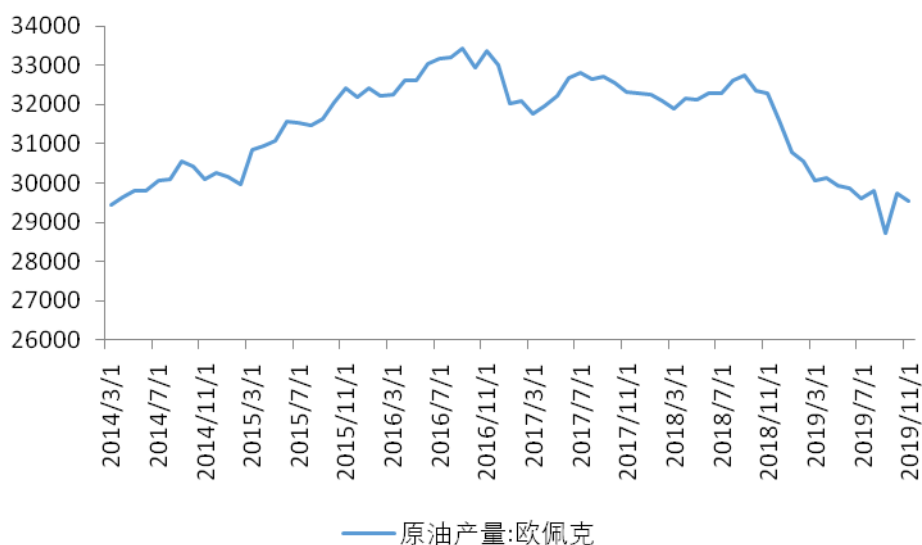


图 5：欧佩克产量

数据来源：wind，新世纪期货

美国原油生产高位企稳

根据美国本年度最后一个月的报告，美国原油产量四周估算日产出分别为 12900，12900，12800，12800 千桶。美国原油产量维持高位不减，产量的持续升高也给原油带来一定的压力。正如前面所说，美原油生产对于原油供应端的边际影响已经在减弱，因为美原油生产的韧性十足，油价的变动对其影响不大，所以美原油生产一直在稳定上行。

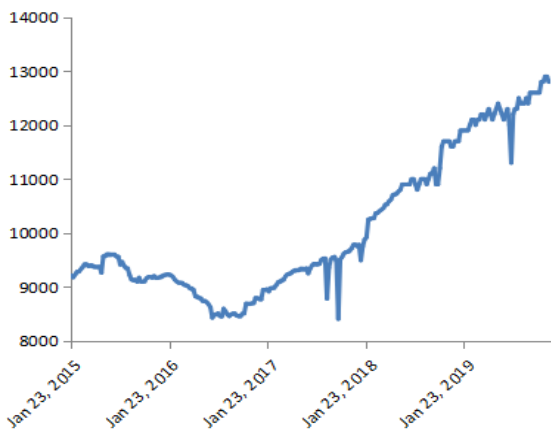


图 6：美国原油产量走势

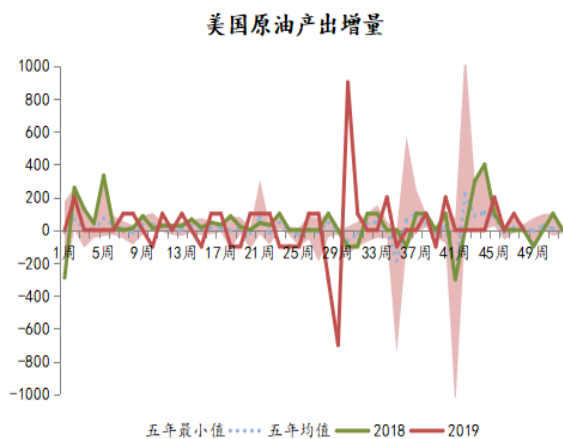


图 7：美国原油产量增速图

数据来源：EIA，新世纪期货

最近一周，石油钻井平台数量已连续 12 个月下降。但是本周美国能源公司石油钻井平台增量为 2018 年 2 月以来最多。通用电气公司的油田服务机构贝克休斯公布的数据显示，截止 12 月 20 日的一周，美国在线钻探油井数量 685 座，比前周增加 18 座。

美国钻机数量:原油

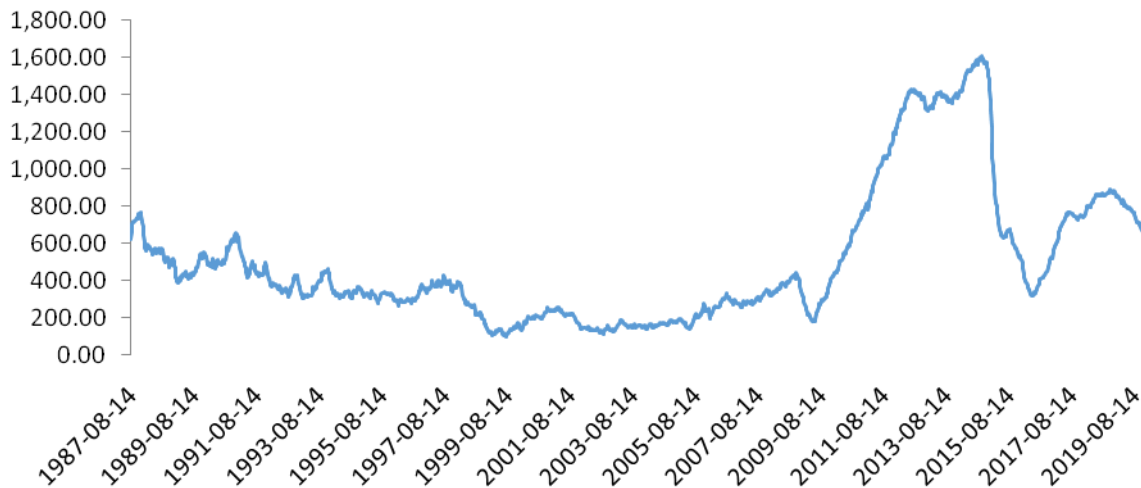


图 8：美国钻机数量

数据来源：WIND，新世纪期货

三、需求面分析：年度需求较弱，未来需求有望见好

2019 年度的需求概括来说就是预期悲观，不见好转，这一逻辑在四月末五月初的原油盘面得

以体现。随着欧佩克减产的利好在盘面出尽，原油交易者逐渐将目光放到了需求端的支撑上。根据 EIA 的周度报告，汽油库存、成品油库存反季节性增长，或降幅不大，反映了中美贸易谈判不顺利对于双边贸易的影响、以及全球经济下行的压力。原油，作为大宗商品之母，风险资产的锚，在五月份的大幅下行，无疑是反映了人们对于经济预期的调整。今年的需求悲观还体现在消费旺季消耗量不足往年的现状上，简单来说就是“旺季不旺”，七八月汽油消耗旺季、十一月开始冬季取暖需求旺季，库存下降不明显，需求端支撑不足。

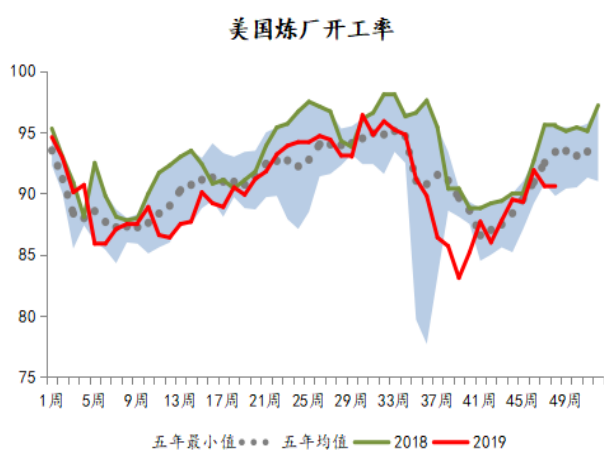


图 9：美国炼厂开工率

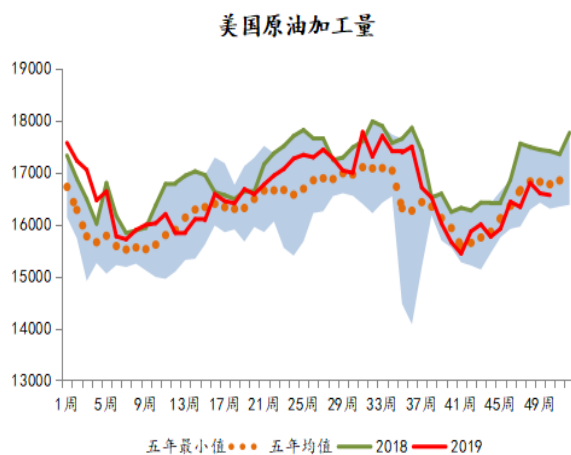


图 10：美国原油加工量

数据来源：EIA，新世纪期货

四、库存

库存方面，根据 EIA 数据，最新的美国原油库存量 4.46833 亿桶，比前一周下降 109 万桶；美国汽油库存总量 2.37297 亿桶，比前一周增长 253 万桶；馏分油库存量为 1.25096 亿桶，比前一周增长 151 万桶。本年年度来看，库存水平高于往年，原油库存比去年同期高 1.2%；比过去五年同期高 4%；汽油库存比去年同期高 3.1%；比过去五年同期高 5%；馏份油库存比去年同期高 4.3%，比过去五年同期低 7%。美国商业石油库存总量下降 92 万桶。

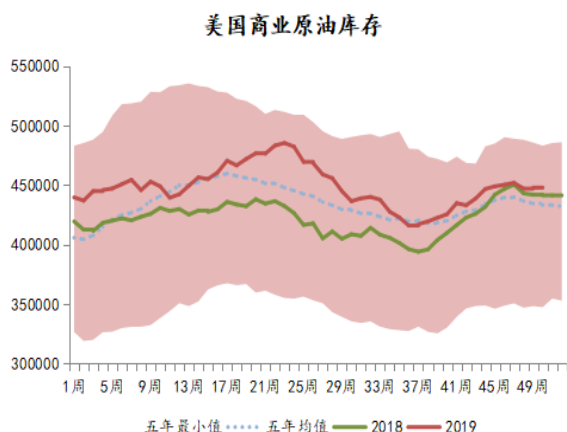


图 11: 美国商业原油库存

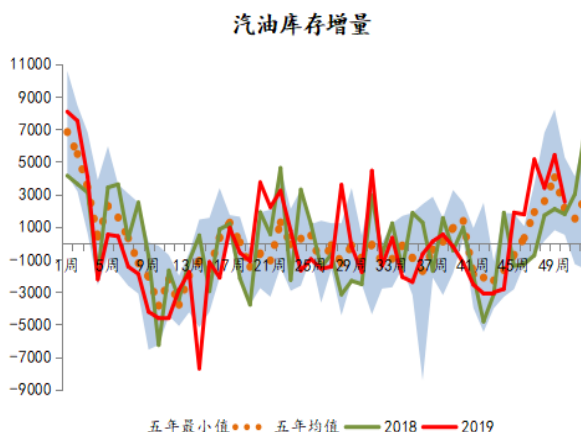


图 12: 美国汽油库存增量

数据来源: EIA, 新世纪期货

五、2020 年展望

原油方面，弱需求和高产能的基本面没有过大的变动，但从欧佩克会议的抉择来看，无疑欧佩克端正在试图改变高产能的格局。虽然各成员国支持减产，但到减产后期，无疑各方会选择令自身利润面积最大化的决策，而这一决策，并不一定是以支撑油价为优先。供给端来看，美原油产量高位企稳，预计未来有望在 1300 万桶左右坚持一段时间。OPEC 方面，为了稳定全球原油市场，虽然 12 月份的欧佩克会议短线利好油价，但驱动、时长都较之前不足，因此不足以作为一个中期驱动来看待。需求端迟迟未见好转迹象，因此目前行情供需面向下，油价将继续在短线跟随宏观层面的消息展开波动。近期原油运行缺乏指引，因此在欧佩克对于原油底部略有抬升之后，原油总体还要维持在一定区间，保持上下限明显的格局。三个月以内，未见显著结构性变化的情况下，布伦特 68 美元以上、美原油 62 美元以上是相对安全的长线空单进场机会。需求端来看，目前全球经济虽然不见好转，但是明年各国有望推行措施刺激经济。换言之，一旦经济见底回升，风险资产将要抬头。如果如果中美两国能够在明年年初达成一定的谈判进展，其市场的风险偏好还将进一步提升。因此，年度长线看多。

2019 年 12 月

油脂油料供需格局改善 油脂坚挺粕机会或更大

——2020 年油脂油料年报

新世纪期货研究院（投资咨询）

农产品组

Tel: 0571-85165192

摘要

国外市场:

2019/20 年度全球大豆供需格局将发生变化，美国大豆因中美贸易和天气因素减产一定，这将改变全球供应宽松的格局。东南亚棕榈油因天气问题减产或将持续到明年上半年，印尼和马来西亚出台政策刺激生物柴油消费与出口，主产国主动去棕榈油库存。

油脂:

国内因非洲猪瘟影响豆粕的需求，导致 2019 年下半年压榨量偏低，豆油的供给减少，库存偏低，或将持续到 2020 年 2 季度。东南亚棕榈油减产幅度，生物柴油需求预期都将提振国内油脂价格。

粕类:

国内生猪生产各项扶持政策效果明显，能繁母猪存栏已经开始见底回升，生猪生产积极势头明显，预计 2020 年 5、6 月份将是豆粕开始增长的供应期，看好二三季度需求，同时 2020 年若蛋禽复养情况很好，蛋禽需求也不会减少太多。

新世纪期货有限公司

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310000

传真：0571-85106702

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

一、油脂和粕行情回顾

油脂：2019 年油脂的走势整体可以分为两个阶段。在上半年里，油脂市场的基本面发生了诸多的变化，中美贸易关系的再度紧张，美国大豆种植进度的严重延误，马来西亚和印度尼西亚生物柴油的大力拓展，油脂虽然在春节前迎来了一小波反弹，但 3 月之后便重归不断下滑的趋势。下半年油脂出现暴涨行情。7-12 月间，因为非洲猪瘟导致国内豆粕需求减少，大豆的压榨量降低，豆油的供给减少，再加上四季度是油脂的需求旺季，豆油开始持续去库存。同时，8 月生物柴油利好重来，印尼内阁秘书办公室表示，为了增加棕榈油消费及减少能源进口，从 2020 年 1 月起，强制要求所有生物柴油的生物成分含量必须达到 30%，这将进一步减少市场供应棕榈油的数量，从而从供应面继续支持了棕榈油价格。到 10 月下旬，主产国马来西亚受天气影响可能进一步减产，马盘棕榈油价格屡创新高，在众多利多带动下国内油脂走出了千余点行情。

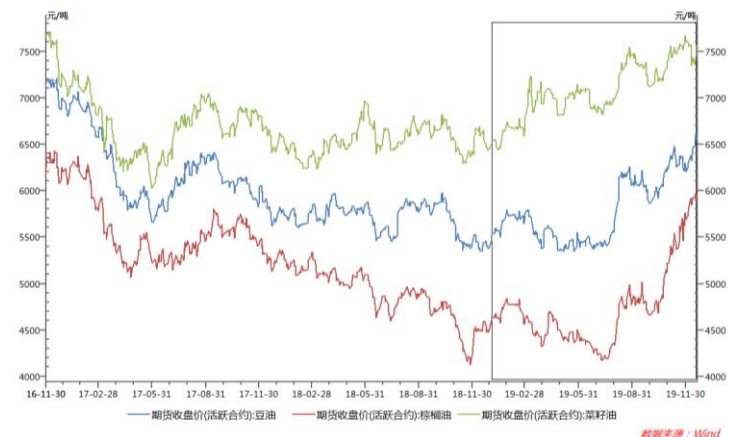


图 1 豆油、棕榈油、菜油期货价格走势

豆粕：2019 年 5 月份以前，原料大豆以及豆粕宽松预期施压价格。2018 年 12 月 G20 峰会之后，中美贸易态度缓和，并且中储粮公布了采购美豆的消息，原料端供应宽松预期增加，需求端由于非洲猪瘟疫情的扩大，生猪存栏大幅下滑，需求下滑担忧加重，但全球货币宽松预期增强，豆粕与杂粕价差缩小使得豆粕的替代需求提升，豆粕整体呈现震荡走势。5 月 10 日美国对中国部分商品提高关税，中美贸易摩擦升级；人民币持续贬值大豆进口成本提高；美豆播种因天气问题播种延迟，CBOT 大豆期价大幅上涨进一步带动进口南美大豆成本的提升；以及国内禽类饲料超预期的增长幅度等，在多重利多推动下，豆粕在一个月多点的时间上涨 500 点左右。6 月初至年底，在供给偏紧，需求比预期好，但非洲猪瘟持续不断以及中美贸易反反复复的背景下，呈豆粕现宽幅震荡走势。

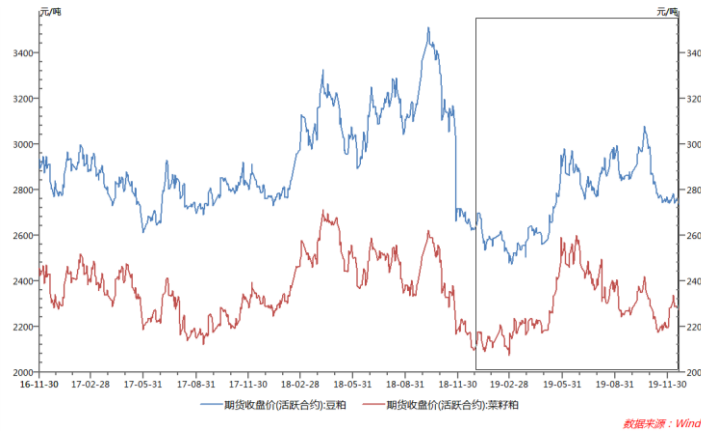


图2 豆粕、菜粕期货价格走势

二、2020 年全球大豆供给减少，库消比下滑，供应宽松格局得到改善

美国农业部的 12 月报告显示，2019/2020 年度全球大豆产量预计为 3.38 亿吨，而全球大豆需求增加 697 万吨至 3.52 亿吨，七年来首次产不足需。德国汉堡的行业刊物《油世界》也称，2019/20 年度全球大豆产量将出现四年来的首次大幅下滑。油世界预计全球大豆产量为 3.39 亿吨，比 2018/19 年度减少 1900 万吨。USDA 预计期末库存预计从上年度的 1.0980 亿吨下降至 9640 万吨，这使得库存消费比也从 31.98% 下降至 27.57%，供应宽松格局得到改善，不过世界大豆的库存仍处于偏高水平。其中全球大豆库存减少，主要受益于美国供应收缩，受中美贸易摩擦以及年初美豆因天气播种延迟影响，2019 年美豆种植面积和单产均大幅下滑，以至于美豆产量大幅下滑。

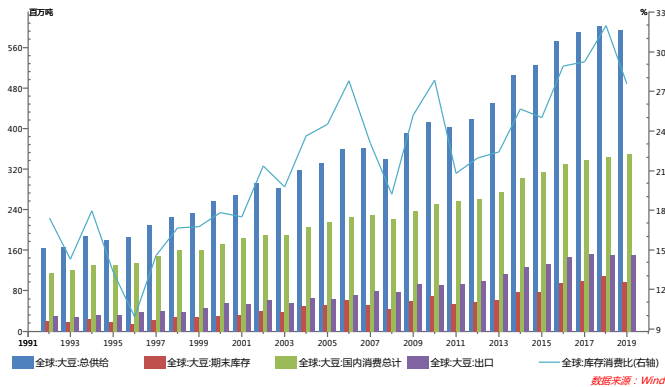


图3 全球大豆供需平衡表

1、美豆大幅减产，库消比连续 5 年上升后首次下降

2019 年美国大豆受中美贸易摩擦以及年初因天气播种延迟影响，种植面积和单产均大幅下滑，以至于美豆产量大幅下降，库存消费比大幅走低。美豆在春播种植初期经历了较强的降雨，这使得美国大豆种植进度严重滞后于历史平均水平，创下历史最低程度，再加上中美贸易摩擦，中国对美进口大豆加征 25% 关税之后，中国

对美进口大豆几乎处于停滞状态，美国农民种植大豆的预期也有所减少，最终导致 2019/20 年度美豆收获面积和单产双双下降。USDA12 月大豆供需报告显示，2019/20 年度美豆种植面积为 76.5 百万英亩，较 2018/19 年度减少 12 百万英亩；美豆单产为 46.9 蒲式耳/公顷，较 2018/19 年度减少 3.7 蒲式耳/公顷。USDA 供需报告还显示，2019/20 年度美豆产量为 9662 万吨，较上年度的 1.2052 亿吨下降 20%。一般 USDA12 月的报告主要是修正美国的产量，11 月 USDA 对美豆产量做出预估后，针对天气是否异常等因素在 12 月和 1 月做出进一步修正，目前未出现异常天气，美国的数据本次未作调整，因此，美豆 20%左右的减产基本确定。另外，美国私营分析机构 Informa 经济公司也称，2019 年美豆最终产量预计为 35.4 亿蒲式耳，这要低于美国农业部 12 月份的预测值 35.5 亿蒲式耳。USDA 数据显示，2019/20 年度期末库存为 1292 万吨，较上年度的 2485 万吨下降 48%，库存消费比也从 23.02%降至 11.84%，同时这也是自 2013/14 年后连续 5 年库消比上升后的首次下降，供需格局出现较大改善，美豆库存消费比快速下降也有利推动美豆价格重心上移。

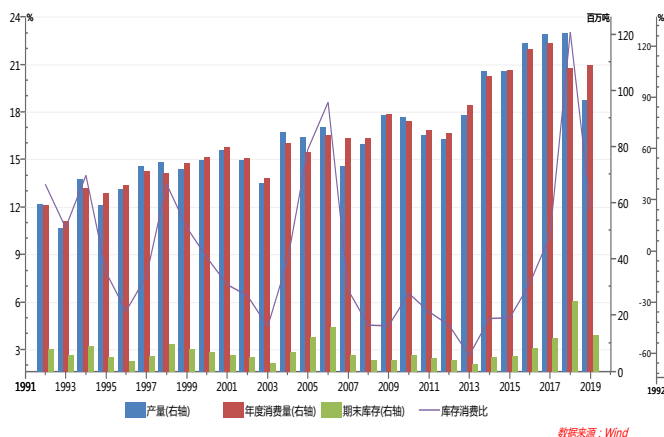


图 4 美国大豆供需平衡表

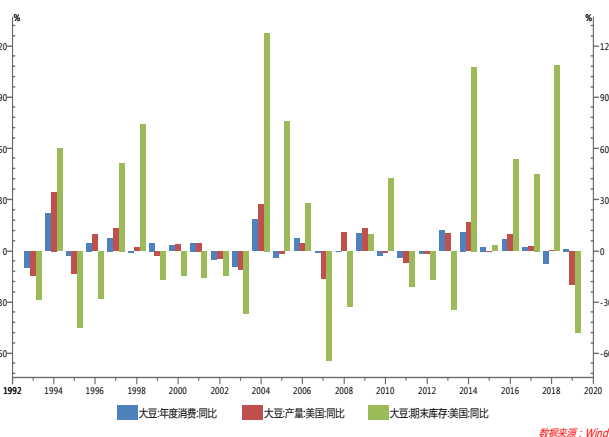


图 5 美豆产量、消费、库存同比图

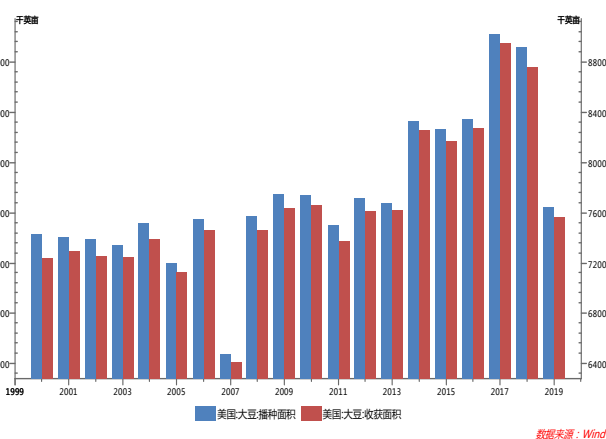


图 6 美豆播种面积和收获面积

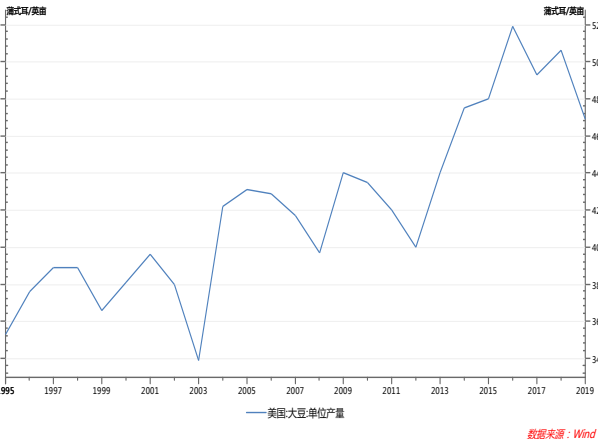


图 7 美豆单产

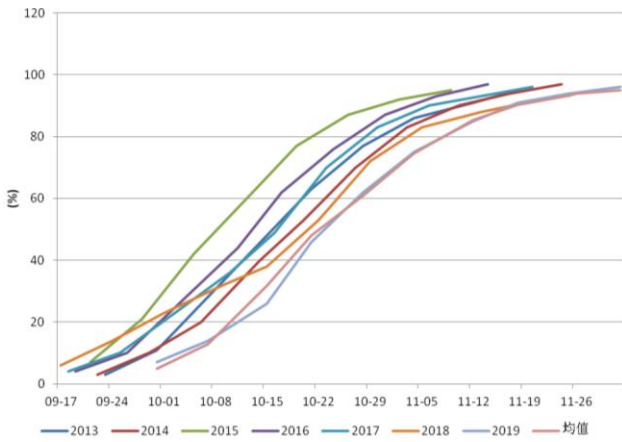


图8 美豆收割进度

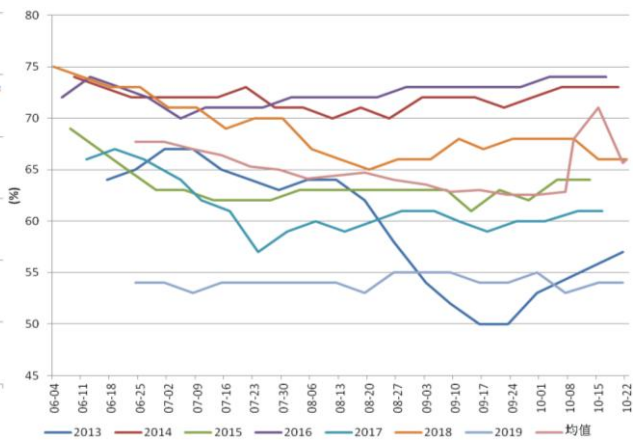


图9 美豆优良率

数据来源：wind

2、南美大豆库存消费比进一步下滑

12月USDA报告中，巴西和阿根廷的大豆产消数据与上月基本保持一致。11月USDA供需报告中小幅上调2019/20年度巴西大豆期初库存至2938万吨，产量较2018/19年度1.17亿吨增加5.13%至1.23亿吨，出口7600万吨，较2018/2019年度7486万吨增加114万吨，巴西目前已成为全球最大的大豆出口国。巴西期末库存3042万吨，较2018/2019年度7486万吨增加114万吨，巴西库存消费比维持在25%左右。USDA预计阿根廷2019/20年度期初库存2889万吨，产量下滑，较2018/19年度5530万吨减少4.2%至5300万吨，出口880万吨略减少30万吨，期末库存较2018/19年度2889万吨大幅下滑10.38%至2589万吨，使得库存消费比从51.09%减少到43.22%。整个南美2019/20年度大豆库存消费比从上一年的30.44%下滑至28.42%，处于历史中低水平，南美部分也略偏多。

播种进度方面，在大豆生长初期，巴西部分地区天气变化曾经不利于播种工作，但是目前播种工作已经追上正常进度，目前巴西2019/20年度大豆种植率为95%，符合平均水平。阿根廷农户已完成大豆播种61.3%，低于去年同期的68.8%，因部分地区缺乏降雨延误播种。

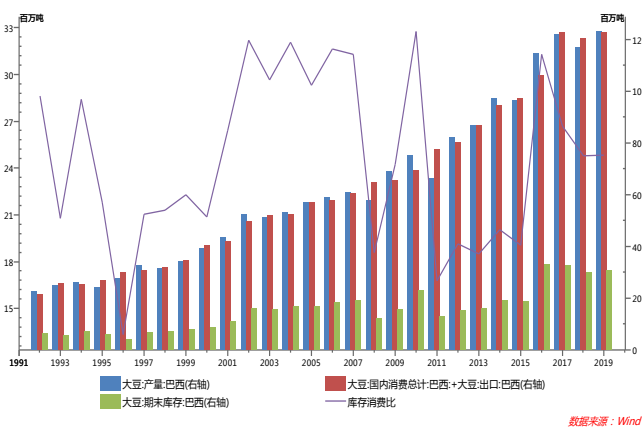


图10 巴西大豆供需平衡表

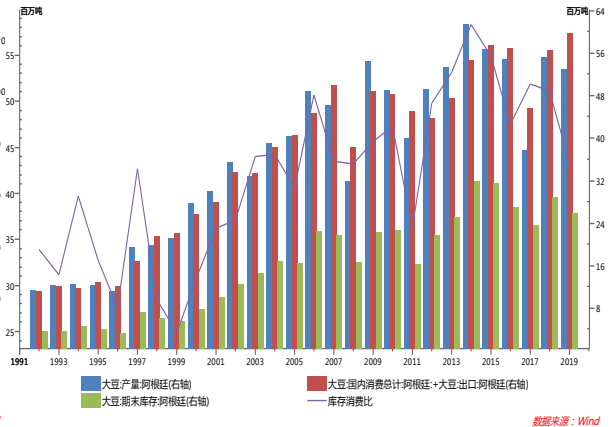


图11 阿根廷大豆供需平衡表

三、棕榈油供需分析

全球最大的木本植物油为棕榈油，由油棕树上的棕榈果压榨而成，棕榈油产量约占全球主要油脂产量的36%，其次是豆油、菜油、葵花籽油，分别占全球油脂产量的比重分别为29%、12%、10%，因此，研究油脂的供需情况重要是研究棕榈油和豆油的供需。

1、全球油脂产能放缓消费增加

USDA 数据显示，2019/20 年度全球油脂的产量与消费增速接近。全球 2019/20 年度油脂产量达到 2.07 亿吨，比 2018/19 年度的 2.03 亿吨增加 1.97%；消费量为 2.04 亿吨，比 2018/19 年度的 2 亿吨增加 2%；期末库存为 1921 万吨，比 2018/19 年度减少 8.96%；库消从 2018/19 年度的 7.37%降为 6.54%。全球产量及消费的增加主要是由棕榈油与豆油增产导致，具体来看，2019/20 年度棕榈油和豆油的产量分别增加 191 万吨和 102 万吨，比 2018/19 年度增加 2.58%及 1.83%，而棕榈油和豆油消费增加分别为 175 万吨和 157 万吨，较 2018/19 年度增加 2.41%及 2.84%，库存消费比的下滑是消费增加产量增幅放缓导致的库存减少共同的结果。

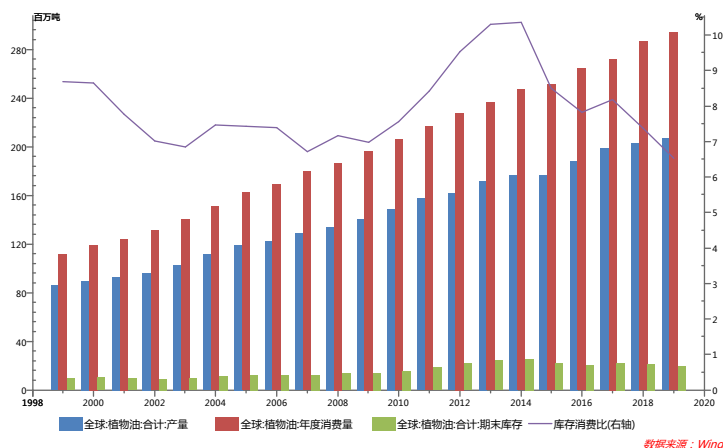


图 12 全球植物油供需平衡表

2、东南亚棕榈油库存消费比均出现下滑

棕榈油作为世界上产量和销量最大的植物油品种，马来西亚和印度尼西亚是全球棕榈油主要产区，这两个国家的棕榈油产量占全球的85%以上，东南亚棕榈油供需变化会影响全球油脂的基本面变化。2019年的厄尔尼诺导致全球棕榈油出现减产，且可能会持续到2020。供给减少，生物柴油消费预期增加，库存减少，使得2019年东南亚棕榈油库存消费比均出现下滑。USDA 数据显示，2019 年度两国总计年产量达到了 6400 多万吨，占全球总产量的 84.56%，其中，马来西亚整体棕榈油产量较去年增加 20 万吨，增幅为 0.96%，总产量达到了 2100 多万吨；印度尼西亚整体棕榈油产量较去年增加 150 万吨，增幅为 3.61%，总产量达到了 4300 多万吨。马来西亚印尼的消费增幅有限，分别为 2.47%和 2.93%。印度尼西亚棕榈油的库存减少幅度有限，为 5 万吨，减幅为 1.87%，而马来西亚的库存减少 38.5 万吨，减幅为 15.88%。最终马来西亚棕榈油的库存消费比从 11.28%下降

到 9.26%，印尼微降，从 6.41%降至 6.11%。

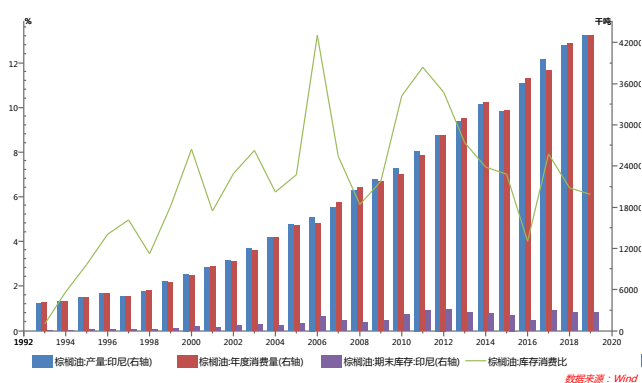


图 13 印尼棕榈油供需平衡表

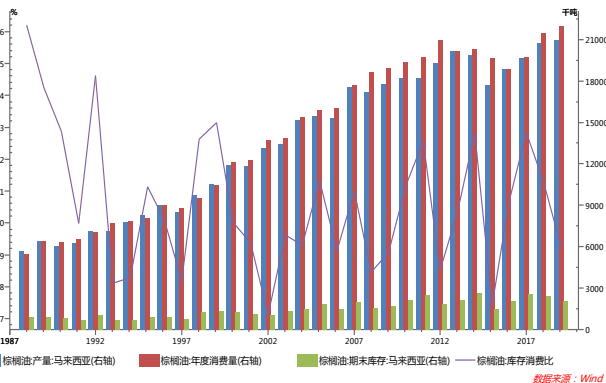


图 14 马来西亚棕榈油供需平衡表

3、东南亚棕榈油因天气减产，减产或将持续到 2020 上半年

通常，东南亚的棕榈油产量在 3 月进入季节性增长周期，旺季持续到 10 月份前后大约 11 月份进入季节性减产周期，往复循环。棕榈油的产量除了受劳动力缺乏、树龄结构、种植面积、肥料投入量等影响外，天气也是影响棕榈油产量的重要因素之一。2019 年春季马来西亚和印尼降水偏少，棕榈油产区干旱状况明显，加之夏季干旱持续，一些种植者为了节省成本减少了化肥的使用，直接影响了棕榈油单产水平，很可能使未来几年棕榈油的产量受到持续性的影响。

马来和印尼的棕榈油产量增速近两年来开始出现较为明显的下滑态势。特别是马来，自 2013 年以来，马来棕榈油产量一直维持在 2000 万吨以下的水平，并且其 FFB 单产显现出显著的下滑趋势。除了劳动力缺乏、重播不足导致的树林老化以及干旱之外，主要是因为肥料投入量较低。近年来，由于棕榈油价格长期陷入低，马来、印尼一些中小种植园开始被迫采取低肥料投入策略。有研究表明长期缺乏肥料投入对于油棕 FFB 单产的下降具有显著影响，而且这一影响是长期的，在停止施肥后 3 年影响逐渐体现，5 年后影响进一步加大。预计进入 2020 年施肥减少对于棕榈油产量拖累的影响逐渐增大。即便恢复施肥单产也无法在短期内迅速恢复，需要若干年的时间才能令单产逐渐恢复至与持续施肥相同的水平。

2019 年 7-9 月份马来西亚以及印尼都发生了较为严重的旱情。本轮厄尔尼诺始于 2018 年四季度，持续至 2019 年年中，棕榈油主产区印度尼西亚和马来西亚天气干旱，这可能导致棕果串成熟延迟，产量下滑。不过，值得注意的是，本轮厄尔尼诺强度低于 2015/2016 年度，这也意味着棕榈油减产幅度大概率小于上轮。最新 MPOB 报告显示，马来西亚 11 月棕榈油产量 153.8 万吨，月比降 14.4%。此前市场就预期受干旱天和化肥用量减少以及季节性减产因素影响，11 月棕榈油产量减产幅度将在 10%—13%。彭博社对交易商和种植园经理调查的中值显示，11 月份马来西亚毛棕榈油产量预计为 161 万吨，环比减少 11%。而实际上减产幅度达到了 14.4%，创下 6 月份以来的最低产量水平，也是 2016 年以来的最低同期产量水平。应该说，受各种不利影响造成减产已经得

到了验证，但具体减产的幅度仍有待市场验证。持续干旱通常会造成本果产量下降，并可能影响到未来 6-12 个月内收获的油棕果串的出油率，长期干旱的影响要到 2020 年上半年才能完全体现出来。另外，再叠加未来 2-3 个月东南亚棕榈油处于季节性减产周期，东南亚棕榈油产量还有可能进一步下滑，预计 2020 年上半年棕榈油产量都不会太乐观。

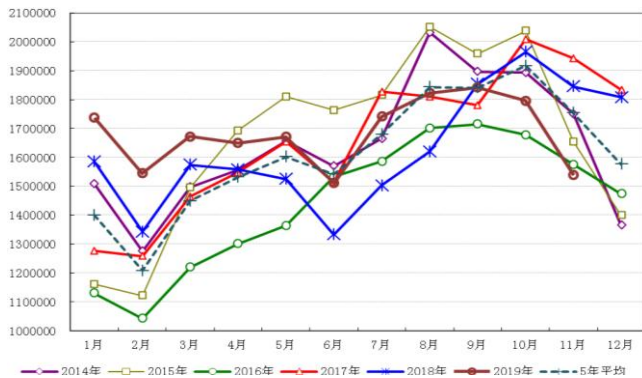


图 15 马来西亚棕油产量

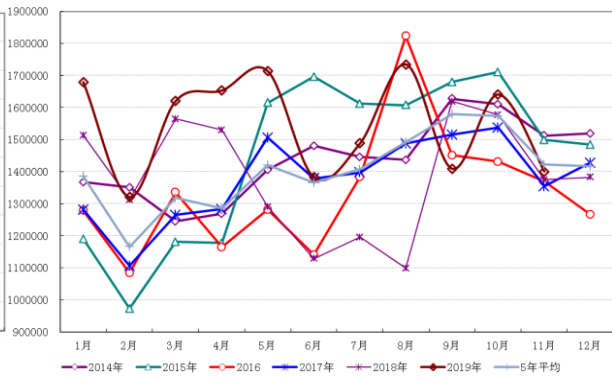


图 16 马来西亚马棕油出口

数据来源：MPOB

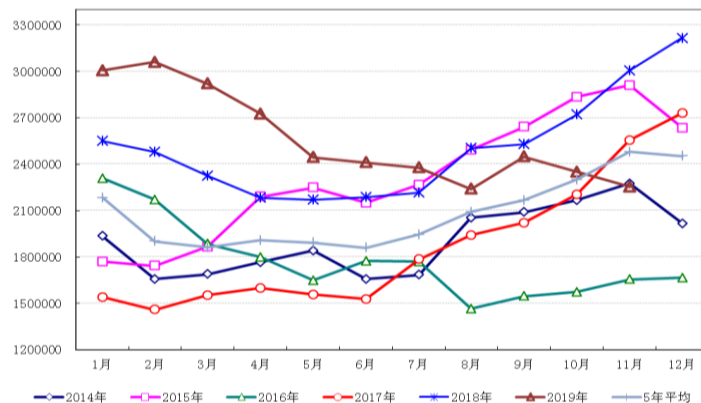


图 17 马来西亚马棕油库存

数据来源：MPOB

4、2020 年棕榈油需求或有亮点

在棕榈油的消费中，食用需求占 70%左右，而工业需求占比约 30%。食品需求主要关注印度和中国，非食品需求主要关注欧盟、美国、印尼。2020 年棕榈油需求量预计在工业及食用需求的共同推动下进一步走高。

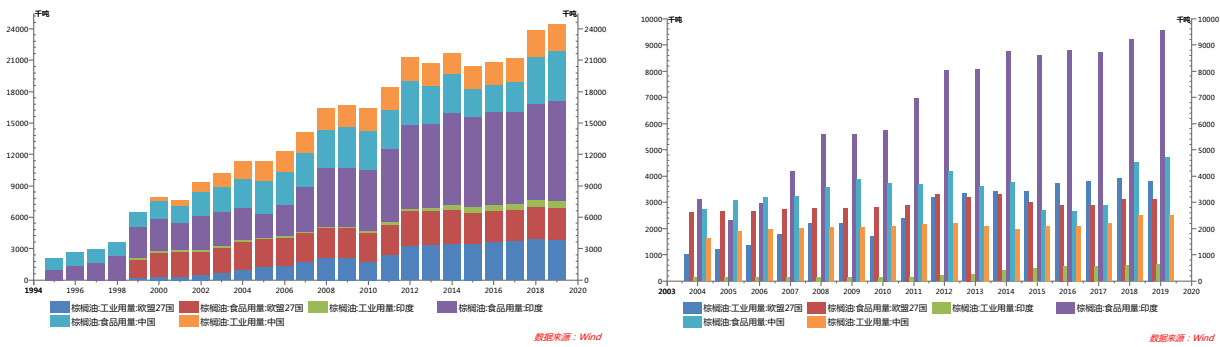


图 18 主要国家棕榈油食用和工业消费

(1) 2020 年棕榈油食用需求的增长预计仍主要由印度贡献

印度是世界头号食用油进口国，主要从印尼和马来西亚进口棕榈油。印度人口 13.5 亿左右，人口增长导致需求增加，国内产量不足无法满足日益增长的需求，再者印度灌溉率只有 37-40%，高度依赖天气，同时农业用地面积也在减少。这些因素导致了印度进口的食用油依存度特别高，目前食用油进口相当于国内需求的三分之二以上，而在二十年前这一比例只有三分之一。根据世界银行的预测，2020 年印度 GDP 增速将加快 0.1 个百分点至 7.4%。在人口红利、经济增长及可支配收入增加推动下，印度植物油消费量保持增加。印度人喜爱油炸食物，而棕榈油作为良好的煎炸用油，在该国的油脂消费中占比持续高于 40%，且有走高的趋势。因此，印度政府的价格和贸易政策很关键，印度提高植物油进口关税会对毛棕榈油、油精、棕榈油进口量有所影响。基于东盟自由贸易协定的规定，印度将马来西亚毛棕榈油进口关税从目前的 40% 下调到 37.5%，如果印度下调毛棕榈油进口税，印度明年棕榈油进口量有望继续上涨，即使在印尼加征棕榈油出口税的情况下，印度毛棕榈油的进口成本也要大幅低于毛豆油。

随着中国人均 GDP 增长以及城乡消费结构逐步稳定，植物油消费将主要依靠人口增长来带动，这意味着经济快速增长带来的油脂消费红利期的结束。棕榈油在中国家庭消费为主的刚性需求增长较为有限，不过在工业方面，我国工业用棕榈油有“工业味精”之称，应用较为广泛。棕榈油的工业消费包括两方面，一个是纯工业消费，第二就是生物柴油，其中生物柴油生产是棕榈油的重要工业应用领域，2019 年我国进口 PME 以及直接进口棕榈油用于生物柴油掺兑方面出现了较大的增长。据统计，进口结构的转换和生物柴油的增长，可能导致我国 2018/19 年度对马来西亚和印尼棕榈油的进口需求净增 150 万吨-160 万吨，相信未来工业应用是棕榈油的重要应用方向和增长点。

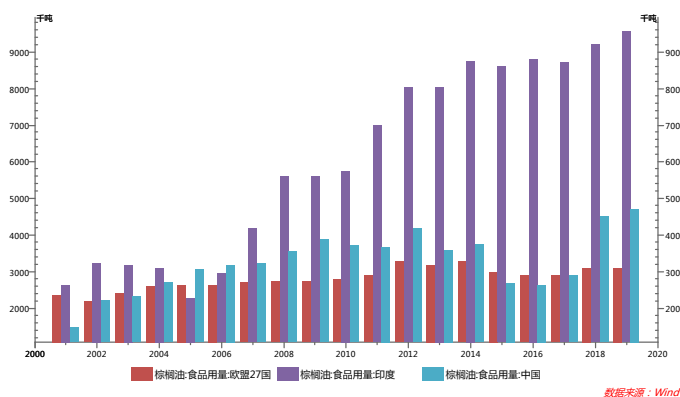


图 19 主要国家棕榈油食用消费

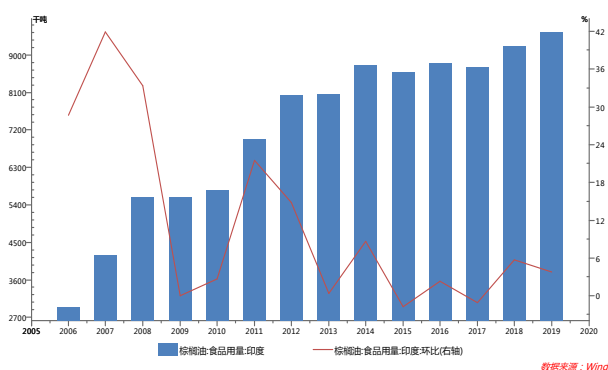


图 20 印度食用棕榈油消费量及变化率

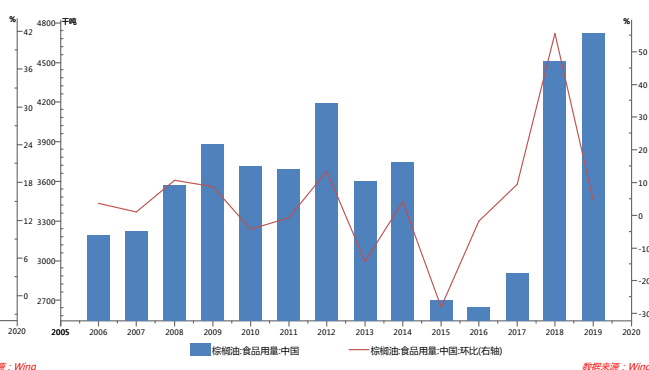


图 21 中国食用棕榈油消费量及变化

(2) 非食品需求主要取决生物柴油政策的执行力度

2020 年棕榈油需求或将受到生物柴油需求的刺激。作为世界领先的棕榈油生产国，印度尼西亚计划将于 2020 年开始实施 B30 计划，即在柴油中掺兑 30%的生物柴油，当前印尼实施 B20 计划，另外，印尼能源部研究与开发主管达丹·库斯迪亚纳表示，政府将在正式启动 B30 项目后开始准备研究含有 50%生物成分的燃料，即 B50。马来西亚官方表示，将从明年初开始分阶段实施 B20 计划。

印尼生物柴油内需增长提速。当前印尼的生物柴油以国内消费为主，前几年国内消费占总产量的比重一度高达 92%，近两年在对欧盟、中国出口增长的情况下降至 70%，印尼国内的生物柴油消费出现了增长。2015 年下半年，印尼政府实施生物柴油支持项目，利用棕榈油及其衍生物的出口税收设立基金，对生产商给予传统柴油与生物柴油的价差补贴。2016 年，印尼政府成功实施 B10 计划，将生物柴油掺混率从 2015 年的 3.2%提高到 10.2%，极大地促进了国内消费。2018 年 9 月，在经济下行及货币贬值的压力下，印尼将 B20 计划从公共运输行业向全国非公共运输行业推广。数据显示，B20 计划下的 2019 年印尼国内生柴消费预计在 66.4 亿升，算上出口产量在 80 亿升以上，对应棕榈油投料 750-800 万吨。2019 年 10 月，印尼能源与矿务部将 2020 年的生物柴油额度定在 95.9 亿升，较 2019 年的 66.3 亿升增加 45%。若 B30 计划全面执行，将带领印尼生柴产量奔向 100 亿升大关，预计将增加 200 万吨左右棕榈油需求。

在 B20 效果良好及欧盟出口再度受阻的背景下，印尼政府计划自 2020 年 1 月 1 日起实施 B30 计划，强制要求在柴油中掺混 30% 的棕榈油生物柴油，并提出 2020 年年底推行 B50 计划的畅想。2020 年全年印尼是否能顺利实施 B30 计划呢？首先，当印尼当前的库存水平能够满足需求。产能方面，随着生物柴油生产利润的减少和印尼 PME 对欧盟出口的受阻，这部分产能将转向闲置，正好用于满足 B30 计划需要扩大的生物柴油生产。而为保障印尼国内生物柴油强制掺混政策顺利实施的油棕产业基金的资金问题可能成为短板。虽然当前该基金仍有资金剩余保障运行，但 B30 计划一旦实施，印尼国内生柴用量将大幅增长，随着棕榈油价格的上涨，生物柴油与石化柴油之间的价差迅速拉大，叠加每月用量的明显增长，加速了油棕产业基金的资金流出。此外，若原油与植物油价差过低，那么每单位生物柴油的补贴额度将会增加，也会增加该基金的资金流出压力。若石化柴油价格维持不变，政府也不增加投入，则该基金的资金预计维持到 2020 年年中，要想全年顺利实施 B30 计划，存在一定风险，长期来看，该基金运行的持续性面临较大考验。

马来西亚生物柴油产量增速较快，但产能无法扩大，政府也出台了政策刺激生物柴油消费，当前马来西亚实施 B10 计划，国内年生柴消费在七八十万吨左右，若全面执行 B20 计划，国内生柴消费及棕榈油用量将翻一番，但还需看实际执行效果。2014 年，马来西亚政府在全国范围内推行 B5 计划，2015 年提高为 B7，2019 年再提高到 B10。在国内实施高补贴的情况下，马来西亚生物柴油生产利润良好，近几年生物柴油产量增速维持在 30% 的水平，不过现阶段马来生物柴油产能在 200 万吨，受限于产能压力，预计 2020 年生物柴油产量在 180 万吨，带来的棕榈油需求增量为 35 万吨。有消息称马来西亚政府拟于 2020 年年初提前实施 B20 计划，但如其国内产能无法扩大，则仅能改变生物柴油出口及内需结构，即提高内需、减少出口，对总体生物柴油产量的实质影响较小。

欧盟内需增长迟缓，贸易保护持续。欧盟制生物柴油的原料来源丰富，以菜籽油为主；其次是废弃食用油、棕榈油、豆油等，不过菜籽油制生物柴油成本高于棕榈油和豆油，为保护其生物柴油产业，长期以来，欧盟对阿根廷、美国及印度尼西亚设置了一定的关税壁垒。另外，欧盟拟对棕榈油基生物柴油实施禁令，将于 2030 年前逐步停用棕榈油制生物柴油，这将直接影响到用于生产生物柴油的 250 万吨棕榈油进口量，再加上 2019 年欧盟重新对印度尼西亚生物柴油征收反倾销税，近年来欧盟与印度尼西亚、马来西亚贸易纠纷不断。预估 2020 年欧盟生物柴油内需保持稳定，增量在 30 万吨。进口方面，因欧盟重新限制印度尼西亚及阿根廷进口，预估进口减量为 40 万吨。

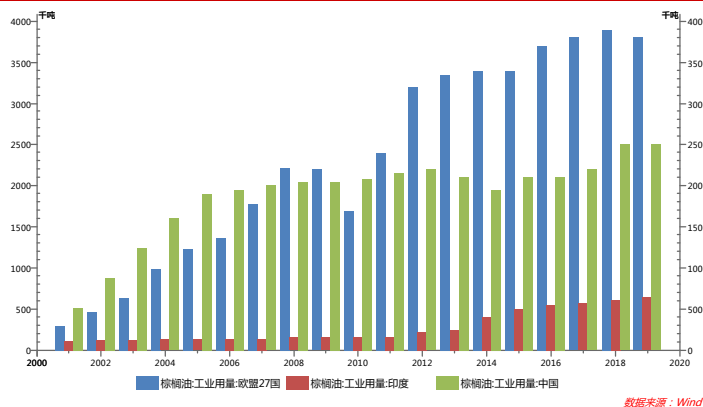


图 22 主要国家棕榈油工业消费

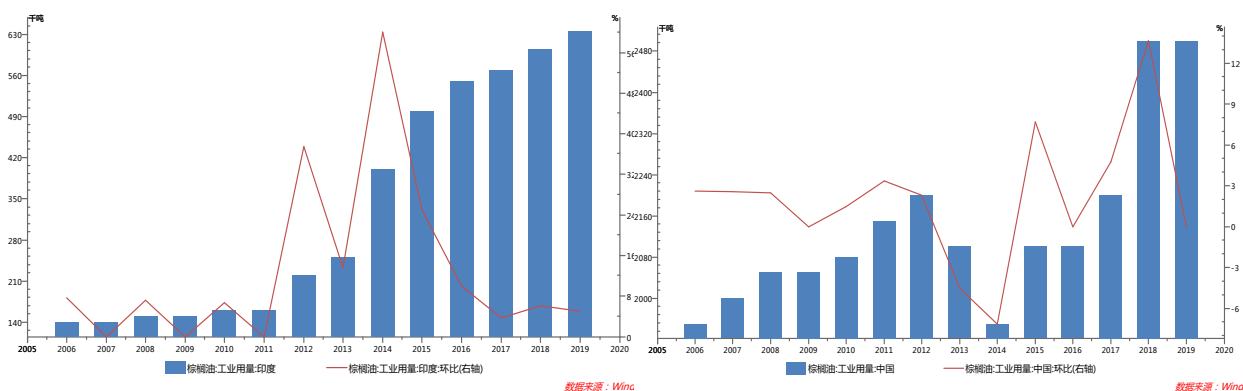


图 23 印度工业棕榈油消费量及变化率

图 24 中国工业棕榈油消费量及变化率

四、2020 年我国大豆进口和压榨有望增加

2018 年以来，因中美贸易摩擦，我国对美豆进口大幅减少后，市场预期的国内会缺豆也没有出现，我国对巴西阿根廷等国家的大豆进口替代了美豆。中美贸易谈判一直持续，结果反反复复未定，中美贸易谈判持续进行改变了全球大豆的贸易格局。中国是大豆进口国，大豆进口的依存度在 85%左右，主要进口美国、巴西和阿根廷的大豆。2018 年受中美贸易战影响，中国大豆整体进口量下跌，此外，中国国内发生非洲猪瘟，导致生猪存栏量下降，牲畜饲料需求下跌，对进口大豆需求减少。在大豆进口来源国方面，受中美贸易摩擦影响，我国增加了巴西阿根廷大豆的进口，减少对美豆大豆的进口，与此同时，我国还向“一带一路”沿线国家转移，同时减免对原产于孟加拉国、印度、老挝、韩国和斯里兰卡大豆进口关税。虽然美国和中国宣布达成第一阶段贸易协议，中国承诺采购更多美国农产品，这很可能让美国农户和谷物贸易感到宽心，但中国没给出采购美豆的硬承诺，在什么时间框架内采购多少还不确定。因此，即便中美达成贸易协议，一些失去的市场份额可能无法收回，因为巴西供应商已经与中国建立贸易关系。

海关数据显示，2018 年中国进口大豆出现下降趋势，进口数量为 8804 万吨，同比上年下降 7.85%。2019 年 1-11 月，中国大豆进口数量共计 7905 万吨。其中，2018 年，我国共进口巴西大豆 6650.48 万吨，涨幅超过

30%，占我国大豆进口总量的 75.1%，进口美国大豆 1664 万吨，同比下降 49%，占比 18.9 %。而在贸易摩擦之前，美国每年约有 62%的大豆出口到中国，占据 1/3 的中国大豆进口市场份额。2019 年前 10 个月，我国共进口大豆 7077 万吨，其中巴西大豆 4898.32 万吨，占我国前 10 个月大豆进口总量的 69.21%，而进口美国大豆 1129.75 万吨，仅占大豆进口总量的 15.96%。美国农业部在 2019 年 12 月份供需报告里预计 2019/20 年度(10 月至次年 9 月)中国大豆进口量预计为 8500 万吨，和上次预测值持平，同比提高 2.98%；2018/19 年度中国大豆进口量为 8254 万吨，同比减少 12.28%。

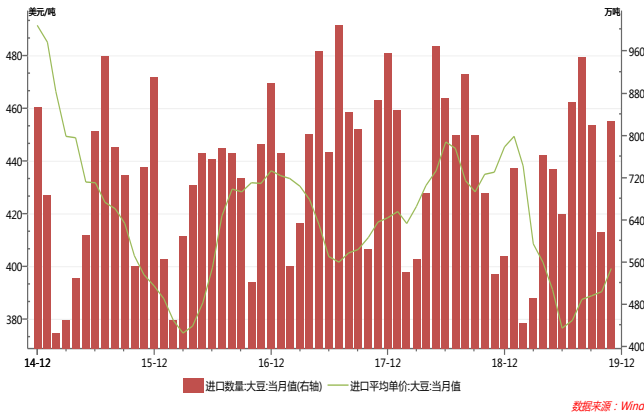


图 25 中国大豆月度进口量

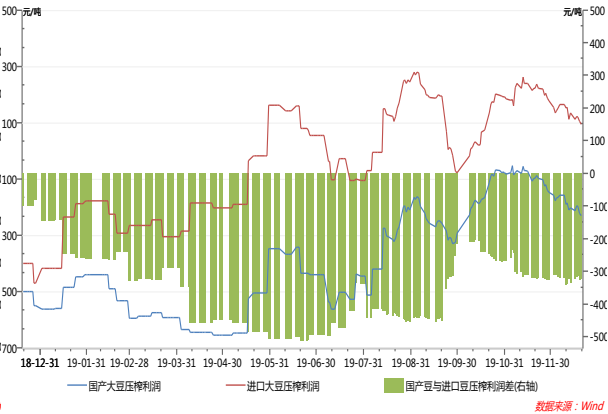


图 26 国产大豆与进口大豆压榨利润

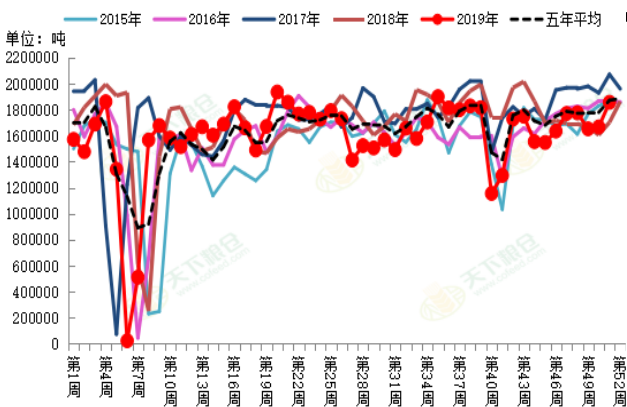


图 27 全国大豆压榨量周度趋势图

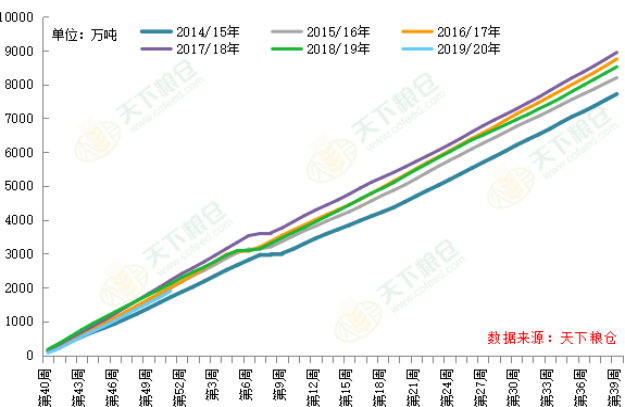


图 28 大豆压榨作物年度累计图

来源：天下粮仓

2018 年 8 月爆发非洲猪瘟以来，因没有相关疫苗，非洲猪瘟持续扩散，非洲猪瘟爆发至今使得生猪存栏量已下降 45%左右，本来市场预期非洲猪瘟导致 2019 年豆粕需求会非常差，但国内禽类水产饲料消费的增长超预期，使得 2019 年自然年度迄今，大豆的压榨仅降 5.94%。据 cofeed 数据统计显示，截至 2019 年 12 月 20 日，2018/19 大豆压榨年度（始于 2018. 10. 1），全国大豆压榨量为 85,697,515 吨，较 2017/18 年度的 89,333,400 吨减少 4,635,885 吨，降幅为 5.18%。2019/20 大豆压榨年度（始于 2019. 10. 1），全国大豆压榨量为 18,891,700 吨，较 2017/18 年度同期的 20,615,185 吨减少 1,723,485 吨，降幅为 8.36%。2019 年自然年度迄今，全国大

豆压榨量总计为 80,933,115 吨，较 2018 年度同期的 86,044,980 吨降 5,111,865 吨，降幅为 5.94%。

五、2020 年上半年油脂供应或趋紧

国内豆油供给趋紧，2020 年豆油库存或将前低后高。2019 年贸易摩擦持续，中国对美豆等农产品加征关税后大豆进口减少，特别是下半年，随着巴西大豆供应的减少，国内可供压榨大豆量逐渐不足。虽然本年度国内从美国进口了约 1000 万吨大豆，但这些大豆大多进入了国家储备库存，不在市场间流通，因此这造成了国内进口大豆库存的严重不足。再加上非洲猪瘟的爆发令国内生猪存栏大幅下滑，国内豆粕需求骤降，抑制油厂开机，豆油产量锐减，库存急剧放缓，有效地促进了豆油的去库存。据 cofeed 显示，截至 12 月 20 日，国内豆油商业库存总量 90.09 万吨，较上个月同期 111.33 万吨降 21.24 万吨，降幅为 19.08%，较去年同期的 165.5 万吨降 75.41 万吨降幅 45.56%，五年同期均值 122.52 万吨。目前国内还有 162.45 万吨的未执行合同待执行，预计后期豆油仍将会处于去库存的状态。棕榈油库存增加，但国内生物柴油需求增加，全国港口食用棕榈油库存总量 72.35 万吨，较上月同期的 65.68 万吨增 6.67 万吨，增幅 10.15%，较去年同期 44.82 增 27.53 万吨，增幅 61.4%，5 年平均库存为 54.63 万吨。国内主要港口工棕库存 14.39 万吨。

2020 年上半年，因能繁母猪供应不足，生猪存栏恢复缓慢，预计国内大豆压榨回升幅度有限，豆油减产幅度缩窄但仍处于产不足需状态，考虑到豆棕价差处于低位有利于豆油消费，豆油库后期还将继续下滑。不过，随着二季度豆粕需求的好转，届时大豆开机率或将提高，下半年豆油的库存或将增加。

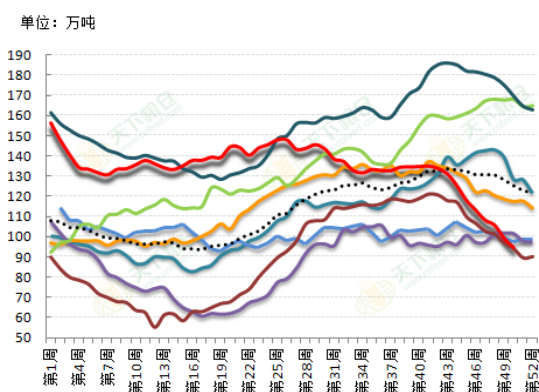


图 29 近几年国内豆油库存年度变化图

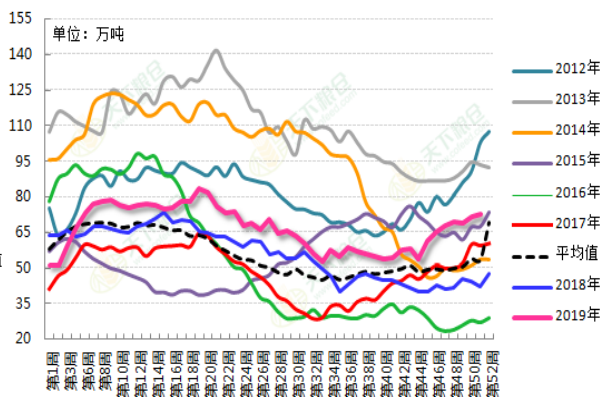


图 30 近几年国内棕榈油库存年度变化图

数据来源：天下粮仓

六、目前国内大豆和豆粕库存偏低

2019 年中美贸易摩擦的持续，下半年随着巴西大豆供应的减少，最终国内可供压榨大豆量逐渐不足。据 cofeed 数据显示，截止 12 月 20 日当周，全国油厂进口大豆总库存量 409.4 万吨，如加上全国主要港口贸易豆及可轮储进口豆，全国进口大豆库存将达到 516.8 万吨，较上周的 474.4 万增加 8.94%，但较去年同期 657.3 万吨减少 140.5 万吨，减幅为 21.38%。非洲猪瘟影响了豆粕的需求，但 2019 年禽类水产需求的增加超预期，

豆粕库存偏低。全国油厂豆粕总库存量 46.91 万吨；较去年同期的 107.23 万吨减少 60.32 万吨，下滑幅度达到 56.25%。全国油厂豆粕未执行合同量 298.73 万吨，较去年同期的 405.87 万吨减少 107.14 万吨，减少 26.4%。

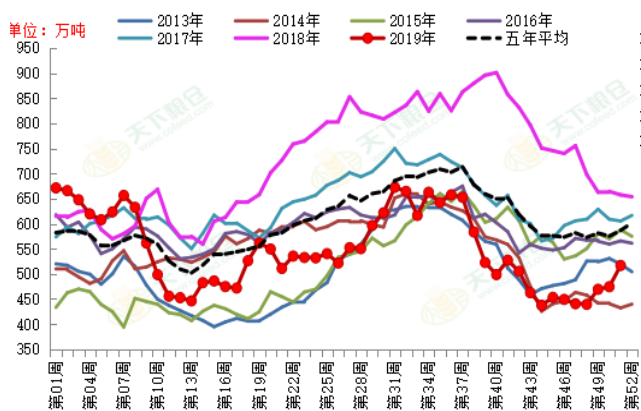


图 31 全国大豆结转库存量周度趋势图

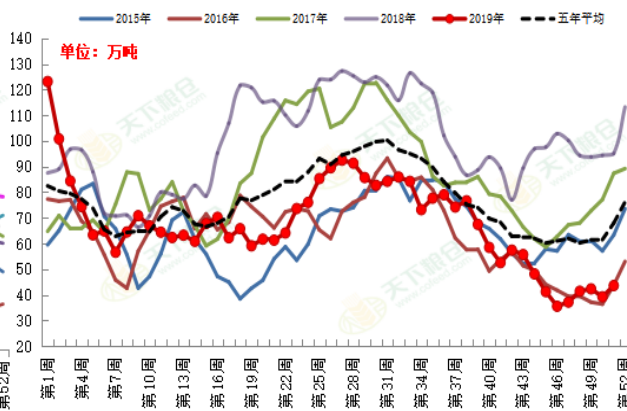


图 32 全国豆粕结转库存量周度趋势图

数据来源：天下粮仓

七、预期 2020 年二季度的豆粕需求向好

从 2018 年 8 月爆发非洲猪瘟到现在，我国 400 个监测县的生猪存栏量已经下降 45%左右。生猪存栏的下降使得猪肉价格飙升，行业的持续高盈利以及政府出台短期贴息、信贷担保、提供养殖用地等各项政策激励将促进补栏。中国也印发生猪生产恢复方案，确保 2020 年年底产能基本恢复到接近常年的水平，2021 年恢复正常。《方案》提出落实生猪规模化养殖场建设补助项目、加大农机购置补贴支持力度、保障养殖用地、落实财政支持项目和加大金融保险支持等 18 项重点任务。虽然短期仍难以扭转生猪存栏量较低的局面，但预计中长期生猪存栏量或将逐步改善，提高疫苗需求量。

当前，生猪生产各项扶持政策提振效果明显，养殖场户的生产积极性正在进一步提高，能繁母猪存栏量已经见底回升，生猪存栏量环比跌幅也有所缩窄。农业农村部的数据显示，截至 10 月底，能繁母猪存栏量环比增长 0.6%，生猪存栏量环比下滑 0.6%。此外，规模养猪场生产恢复较快，年出栏 5000 头以上的猪场，生猪存栏量和能繁母猪存栏量出现连续 3 个月的环比增长。根据猪周期理论，能繁母猪需要 4 个月才能生产仔猪，仔猪经过 2 个月成为小猪，再经过 4 个月成为肥猪，此时可以出栏。因此预计 2020 年 5、6 月份是主要饲料开始增长的供应期，二季度的饲料需求预期较强。同时，等这批生猪出栏后，猪肉价格还是比较难彻底跌下来，因为就靠这仅仅 10 个月，几乎不可能把这么大幅的屠宰量补回来，后期还要继续繁殖补栏，顺畅的话估计 1-2 年内才能补回来，后期粕的需求还会持续。

对于 2020 年 2 季度及以后的饲料需求，很大不确定性就是猪瘟会不会有第二轮的发酵，在北方地区有猪瘟继续肆虐，并且从很多调研机构得来的消息来看，发酵问题还是严重存在的。2018 年也是在 11、12 月猪瘟从北方开始向南方发酵，因此二轮复发后猪瘟会不会继续往南移，这也是一个非常大的不确定因素。另外，值得

庆幸的是，我国非洲猪瘟疫苗展积极。我国于 2019 年 1 月启动了非洲猪瘟病毒基因缺失活疫苗研发项目。仅用时 8 个月的时间，双基因缺失弱毒活疫苗完成了实验室安全评估与有效试验，突破了规模化生产技术瓶颈，已向农业农村部提出生物安全评价申请，有望进入临床试验阶段。

另外，2019 年因为非洲猪瘟的问题，豆粕的需求下降，但家禽的蛋鸡、肉鸡、水产大量增加，使饲料需求没有出现太大的下降。预计 2019-2020 年度，若禽类水产复养情况很好，蛋禽也不会减少太多，豆粕消费增幅 2%左右。

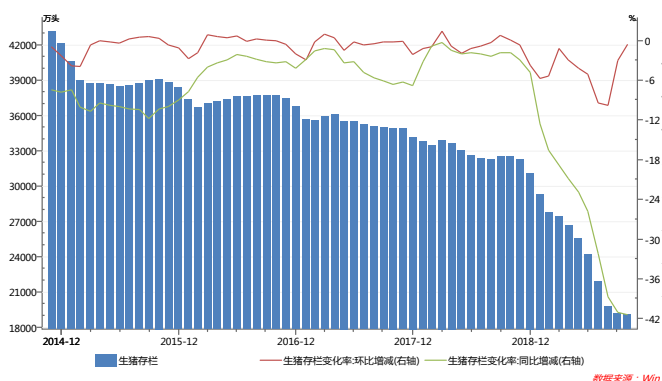


图 33 生猪存栏及变化率

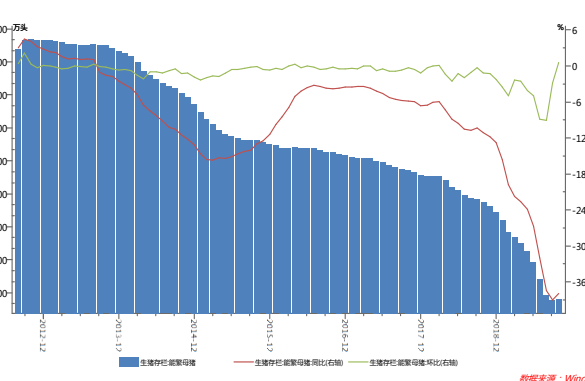


图 34 能繁衍母猪存栏及变化率

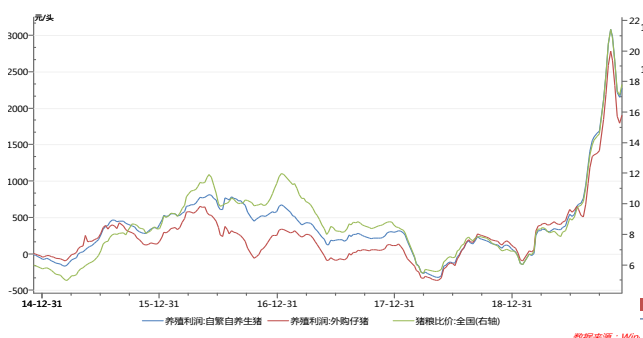


图 35 生猪养殖利润及猪粮比

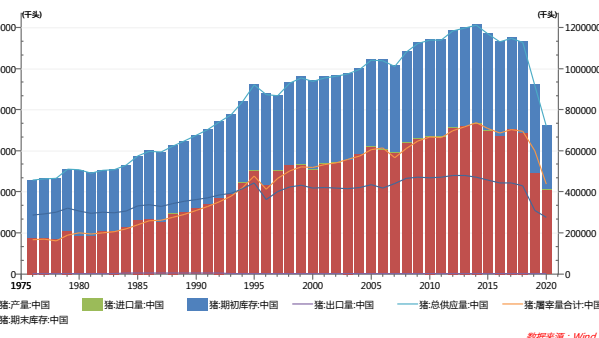


图 36 中国生猪供需平衡数据

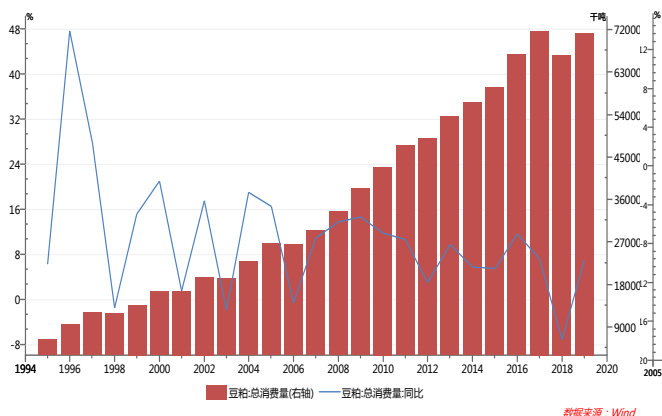


图 37 中国豆粕供需平衡表

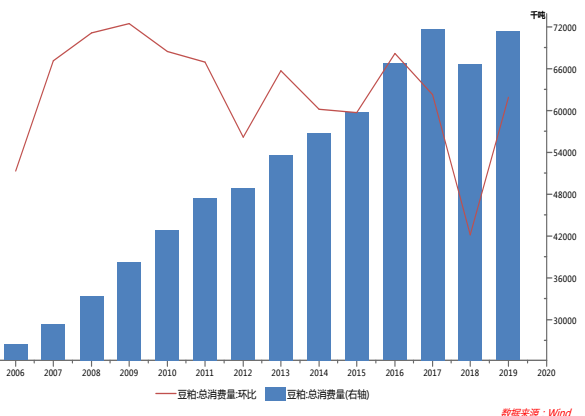


图 38 中国豆粕消费量走势图

八、油脂油料小结与展望

油脂小结与展望。美国大豆因中美贸易和天气因素减产已定，这将改变全球供应宽松的格局。东南亚棕榈油因天气问题减产或将持续到明年上半年，印尼和马来西亚出台政策刺激生物柴油消费与出口，主产国主动去棕榈油库存。国内因非洲猪瘟影响豆粕的需求，导致 2019 年下半年压榨量偏低，豆油的供给减少，库存偏低。因生猪存栏恢复缓慢，预计国内大豆压榨回升幅度有限，豆油减产幅度缩窄但仍处于产不足需状态，随着油脂去库存的推进，阶段性的供应偏紧或驱动油脂在明年 1-2 季度冲击年内高点。不过，随着二季度豆粕需求的好转，大豆开机率或将提高，下半年油脂的供应或将增加。风险点在于中美贸易谈判情况，东南亚棕榈油减产幅度，生物柴油的执行力度，大豆的压榨量等。

豆粕小结与展望。2019/20 年度，全球大豆供需格局将发生变化，由于美豆产量大幅缩减，全球市场进入去库存阶段，这对大豆市场形成长期利多。中美贸易第一阶段达成协议也将有利中国进口美豆，也会提振美豆价格。需求端来看，由于禽料的大幅增长，2019 年豆粕消费好于年初市场预期，2020 年若蛋禽复养情况很好，蛋禽也不会减少太多。国内生猪生产各项扶持政策效果明显，养殖场户的生产积极性正在进一步提高，能繁母猪存栏已经开始见底回升，生猪存栏量环比跌幅也有所缩窄。根据猪周期理论，预计 2020 年 5、6 月份是粕累开始增长的供应期，看好二三季度需求，风险点在于非洲猪瘟会不会二次复发以及复发的程度、中美贸易谈判后中国购买美豆的具体情况。

2019 年 12 月

利空压制连下数城

震荡蓄势以待来年

——2019 棉花期货回顾及 2020 展望

新世纪期货研究院（投资咨询）
农产品组

Tel: 0571-85058093

新世纪期货有限公司

地址: 杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编: 310000

传真: 0571-85058093

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

摘要

2019 年, 受中美经贸争端影响, 棉花期货整体走势低迷、欲扬乏力。终端消费不振施压于整条棉纺产业链, 市场长时间处在悲观中, 棉价也被压制到三年来的低点。

经历 6 个月下跌后, 棉价处在了价值洼地。随着成本支撑的体现, 期价开始触底反弹。

市场浮现出了一些利多因素, 但在空头氛围下, 缺乏炒作热情。市场还需要时间来恢复人气, 相信随着利多因素的累积和发酵, 目前这种偏弱格局有望得到改变。

展望 2020 年, 预计棉市仍会随着中美谈判的反复而出现起伏, 但最艰难的时段已经过去。棉市确实存在人心思涨, 有迹象显示一些资金已经率先在现货和期货市场布局, 同时棉企也不愿卖出手中高品质的棉花, 而是先制成仓单等待好的价格出现。有理由判断新的一年, 棉价将走出恢复性上涨行情。



一、走势回顾

2019年，郑棉总体处在弱势中，如下图：



图1 棉花期货价格

资料来源：文华财经、新世纪期货

由于2018年12月，美联储年内第四次加息落地，并且中美经贸问题一定程度上取得共识，市场悲观情绪有所缓和，郑棉也跟随大宗商品出现一波恢复性上扬，期价震荡走高，主力合约在4月中旬创出年内高点16225。

随着中美贸易争端激化，4月下旬开始，郑棉见顶回落，出现一波跳水行情，跌势延续到6月初，期价回到13000附近。

在6月份，关于产棉区低温的炒作对盘面产生一定支撑，7月初，期价也得以反弹到14000一线。

但总体来看，棉市始终没能摆脱中美贸易关系紧张的阴影。力度有限的反弹很快结束，此后期价随着谈判的反复呈现盘跌走势，交易中心不断下滑。

9月，新棉开始采摘并进入市场，由于籽棉价格在收购初期被压低，低成本的棉花现货被大量卖出套保于期货市场。这导致了郑棉出现又一轮下跌，9月底期价创出年内低点11970。

进入十月份后，籽棉收购价不断走高，这从成本上给郑棉以支持，中美谈判渐趋明朗也一定程度上消除了市场的不确定性。处于价值洼地的郑棉得到了抄底资金的关注，期价稳步上行的格局延续到年底。当然，由于下游消费不振，多方拉升显得有节制，涨幅也因此受限。

棉花价格主要受到供需矛盾、产业景气度、金融经济政策等多方因素影响，以下我们将围绕这些方面进行分析，以便对棉花未来的运行做一预测。

二、宏观经济面

国际货币基金组织再次下调了世界经济的增长预期，将2019年世界经济增速下调至3%，较今年7月份预测值下调0.2个百分点。这也是2008年金融危机爆发以来最低水平，贸易政策的不确定性是拖累全球经济增长的主要原因之一。

国家统计局数据显示，2019年11月，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.2%，1-11月制造业PMI指数均值为49.7%，处于枯荣线下方，较2018年下降1.2%，较2017年下降1.9%。

经济下滑的危险促使各国采取较为积极的刺激手段。

2019年12月美联储议息会议决定利率目标区间保持在1.5%-1.75%不变，美联储需要保持政策宽松来促使通胀达标，显示未来收紧货币的可能不大。不降息不代表不宽松，预计美联储用扩表替代降息来满足流动性需要。

12月10日至12日在北京举行的中央经济工作会议提出，明年继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策，从总量上看要适度增加支出规模，进一步实施减税降费，这可能导致明年的财政赤字率有所提高。预计2020年一季度可能会有集中的信用释放，采取增加PSL投放量的扩表行为，以此来对冲经济下行压力。

三、供需面

本年度全球棉花供需关系还是相对宽松，贸易保护主义盛行导致全球棉花消费下降。由下表我们可以看到，美国农业部在月度报告中不断调低产量和消费量，产消差在11月缩小到不足10万吨。

由于之前美农业部对几个主要产棉国的产量偏乐观，行业人士普遍预计未来还会有调整空间，不排除产消数据出现逆转，这将给盘面带来提振。

	月份	产量	消费量	期初库存	期末库存
美国农业部预测值	8月	2734.81	2679.51	1747.66	1795.12
	9月	2719.36	2650.56	1759.20	1823.43
	10月	2716.53	2647.72	1757.67	1822.12
	11月	2654.91	2645.11	1753.76	1759.20
	12月	2636.8	2618.6	1734.16	1750

表1 2019/20年度全球棉花产消(万吨)

资料来源：新世纪期货 美农业部

据国家棉花市场监测系统数据显示，2019/20年度中国棉花产量和消费量都有减少。产需缺口174.59万吨，较上年收窄13.74万吨，期末库存和库消比均下降。目前来看，供需关系还属平衡偏宽松状态。

年度	期初库存	产量	进口量	消费量	出口量	期末库存	库存消费比
2018/19	660.00	610.50	202.86	798.83	4.83	628.45	0.78
2019/20	628.45	584.30	156.66	758.89	2.92	575.33	0.76
同比	-4.78%	-4.29%	-22.77%	-5.00%	-39.52%	-8.45%	-3.42%

表2 2019年12月中国棉花产消存预测(单位:万吨)

资料来源：新世纪期货 国家棉花市场监测系统

2019年全国棉花种植面积5008.8万亩，比2018年减少22.8万亩。全国棉花单位面积产量117.6公斤/亩，比2018年减少3.7公斤/亩，下降3.1%。

截止12月20日，我国棉花累计加工441.27万吨，较上一周增加31.26万吨。新疆棉累计加工431.33万吨，其中地方累计加工272.62万吨，兵团加工158.72万吨，整体较上周增加30.07万吨；内地地产棉累计加工9.93万吨，较上周增加1.17万吨，加工进度正常。

国家棉花市场监测系统于11月中旬就全国范围棉花种植意向展开调查，调查显示：黄河流域意向植棉面积为634.8万亩，同比下降8.2%；长江中下游棉区意向植棉面积为394.7万亩，同比下降19.5%；西北内陆棉区意向植棉面积为3520.5万亩，同比下降1.3%，其中新疆意向植棉面积为3492.7万亩，同比下降1.1%。植棉意向下降的原因：今年棉价下跌，新疆籽棉收购价格5.41元/公斤，同比下降16.77%；此外2019年是新疆棉花目标价格实施“三年一定”的最后一

年，后期补贴政策不明朗。



图2 籽棉价格

资料来源：新世纪期货、华瑞信息

四、仓单与交储

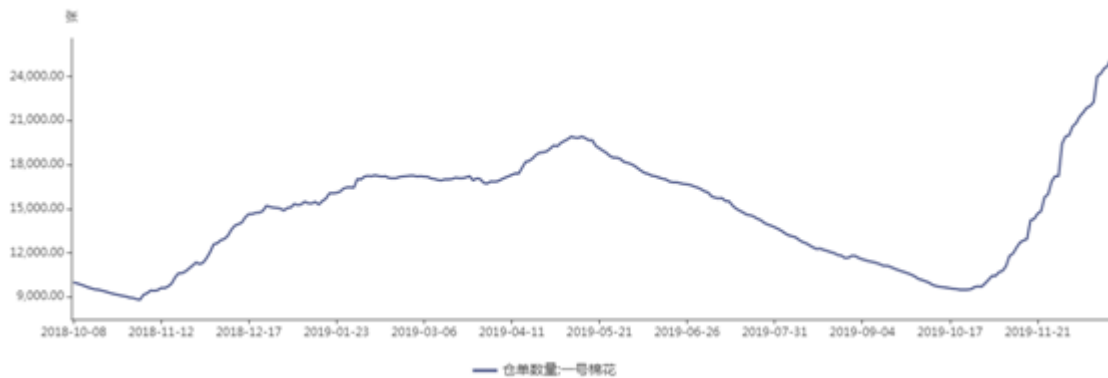


图3 交易所仓单

资料来源：新世纪期货、WIND

期货仓单达到高位，增长的势头还没有明显减弱，截止12月22日，郑棉期货仓单累计25256张，有效预报累计4315张，两者合计共29571张，折118.28万吨（其中包括陈棉仓单24.34万吨）。这成为压制盘面的直接因素。



图4 储备棉轮入数量与价格

资料来源：新世纪期货、华瑞信息

尽管收储价已经不低于期货价格了，但是棉企对交储兴趣不大，这可以从交储数量上反映出来，12月20日甚至出现零成交的情况。

今年的棉花品质不如往年，符合交割和交储的数量有限，这是理解这两张图的关键。棉企普遍采取的策略是，低品质皮棉顺价即销售，坚决不囤货；而对高品质皮棉则惜售、挺价情绪高。

棉企不愿意交储原因是不想放弃高品质棉花的控制权，大量制成仓单的原因在于他们认为郑棉还有上升空间，会有更理想的抛售价位出现。实际上，确实有证据表明主力资金在囤积棉花现货，一些库存棉花虽然货主显示不同，但都具有相同背景。

五、价格对比

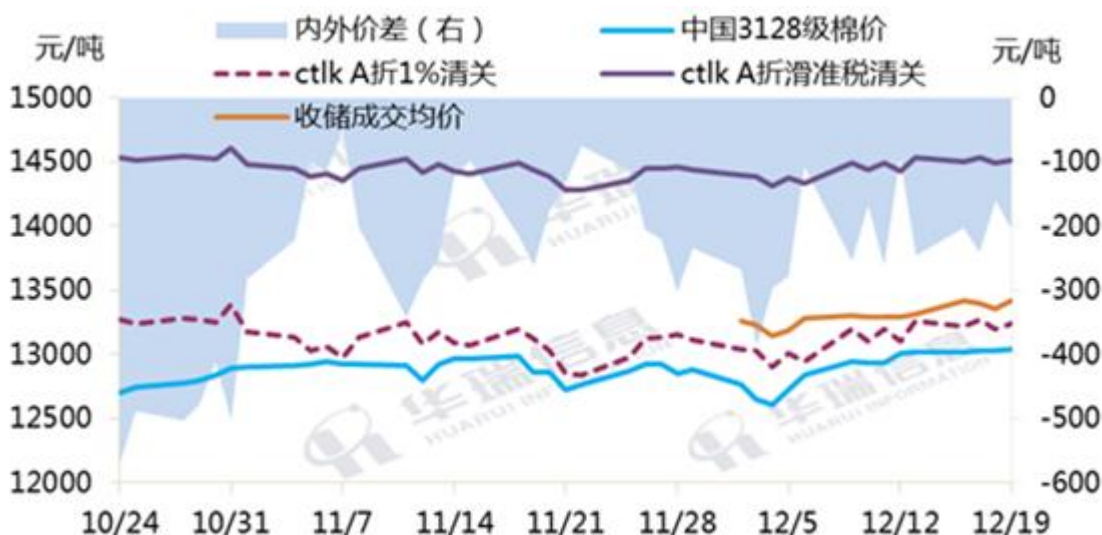


图5 内外棉价比较

资料来源：新世纪期货、华瑞信息

截至12月19日CotlookA指数至75.9美分/磅，折1%人民币清关裸价格在13244元/吨、折

滑准税 14518 元/吨净重，当前 1%与国产棉价差至 203 元/吨附近。近期美棉走势强于国内，使得内外现货价格差有所扩大。

与往年国产棉价格升水不同，今年外棉价格长时间高于国产棉，这种情况使得国内棉价缺乏下跌动力。



图 6 期现价格对比

资料来源：wind、新世纪期货

郑棉价格与现货指数纠缠在一起，成本支撑帮助期棉价格企稳反弹。

六、下游市场

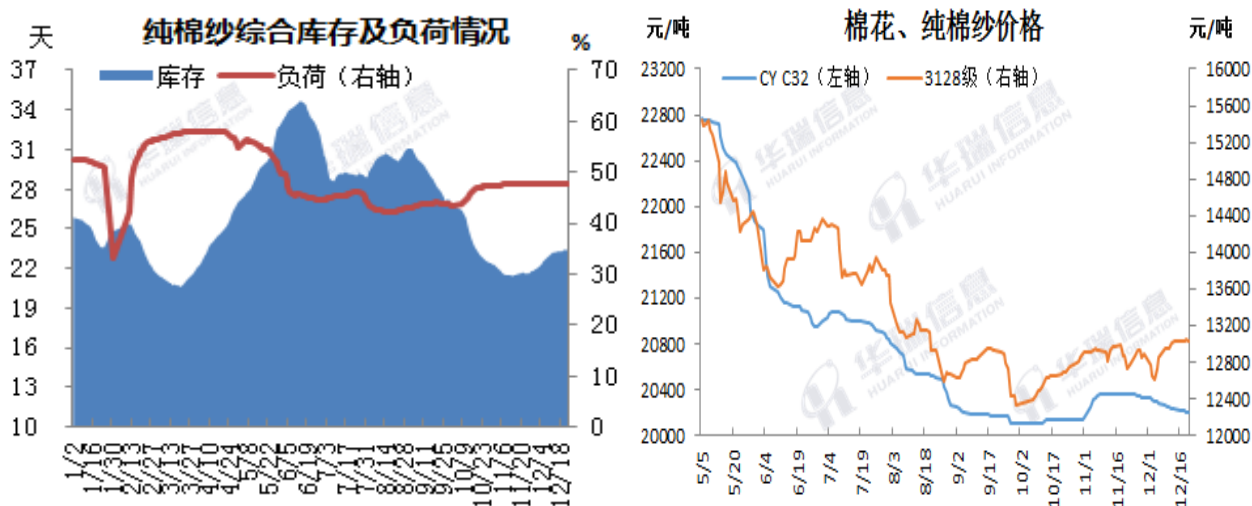


图 7 棉纱市场

资料来源：华瑞信息

棉纱市场整体交投变化不大，价格稳中有跌。目前除了精梳纱交投偏弱外，其余品种走货尚可。纺企库存水平普遍不高。下游大厂订单有所好转。尽管原料棉花价格开始走高，但棉纱价格依旧没有起色。长期的空头氛围下，随用随买、降低库存的保守策略成为市场各方的选择。

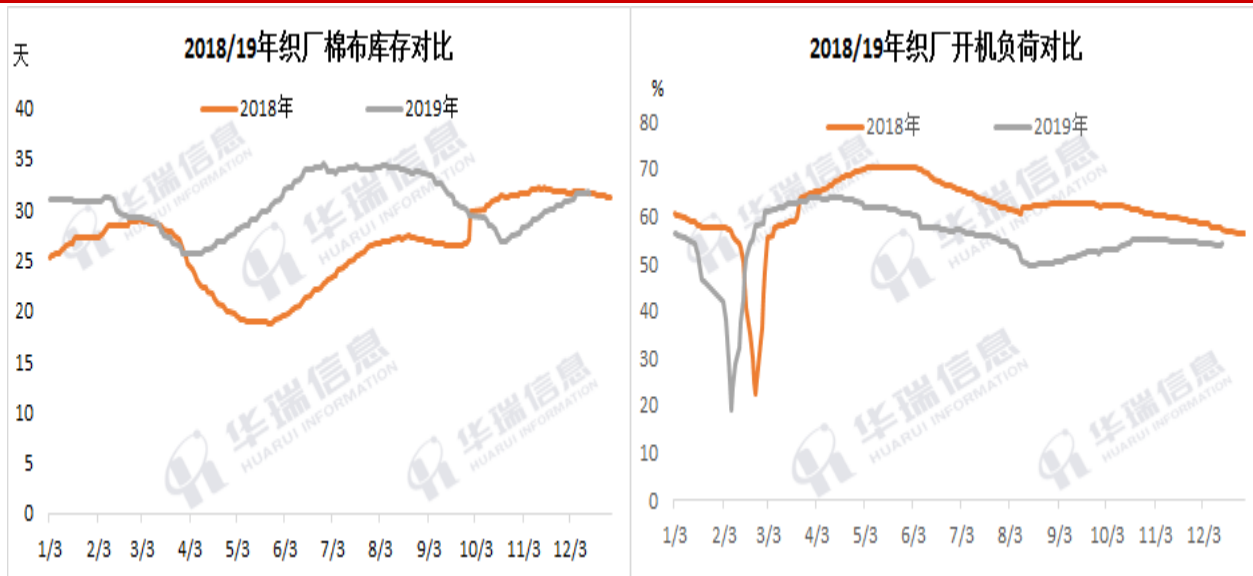


图 8 坯布市场

资料来源：华瑞信息

从织厂成品库存水平来看，2019年10月之后织厂库存水平低于2018年同期。原因是由于订单不佳，今年补库较往年迟，调查显示今年春节工厂停产放假的时间较去年有所延长；此外今年织厂开机水平较去年低。后市如果消费没有好转，则棉花和纱线库存可能会转化转为坯布库存。

七、替代品

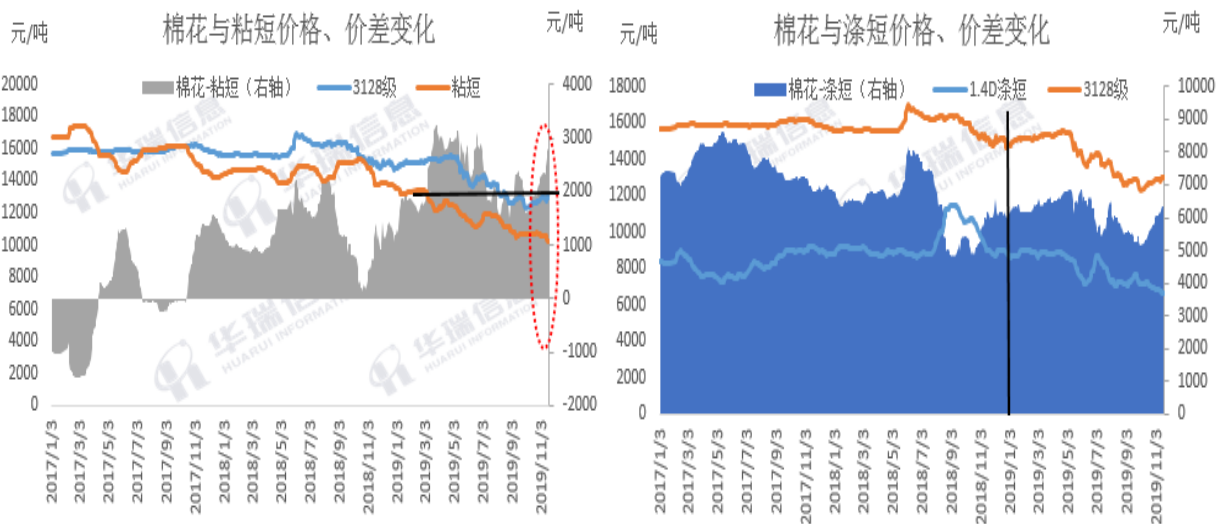


图 9

棉花与粘短、涤短价差

资料来源：华瑞信息

棉花与粘短价差较去年有所扩大，多数时段价差都在2000元/吨以上，而去年价差多数时段在1000-2000元/吨之间。棉花与涤短价差在5000-6000元/吨之间波动居多，而前两年价格多在

6000-7000 元/吨之间，从价差上来看今年并不支持涤短对棉花的替代。目前粘胶短纤签单不足，下游提货速度慢。人棉纱阴跌为主，纱厂为保持销售顺畅欠款发货。新疆地区局部超低价纱线对内地造成冲击。

替代效应不完全取决于价差，消费习惯、客户需求也会影响替代，总体看今年纱线板块混纺纱对纯棉纱挤占较去年有所增加。

八、盘面信号

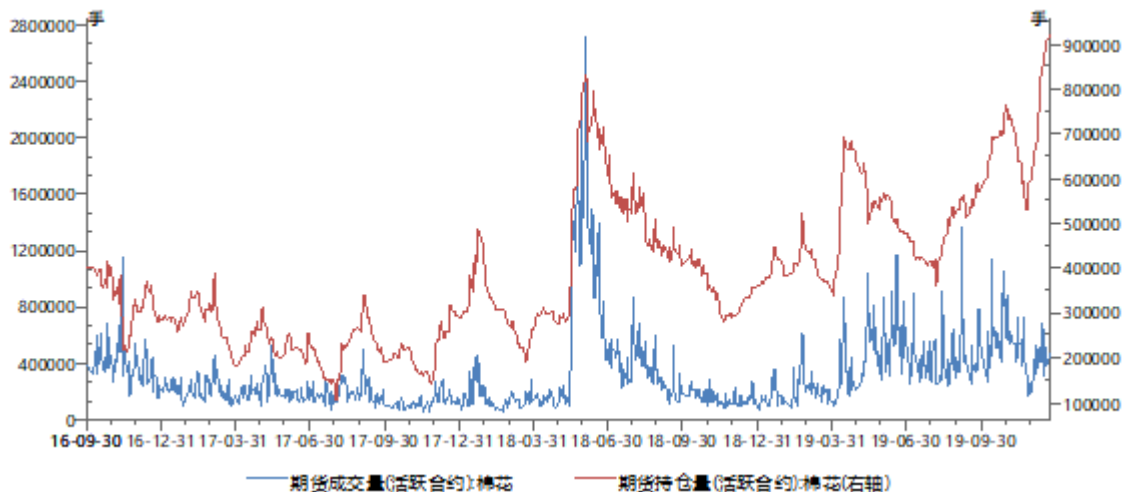


图 10 棉花主力合约量能

资料来源：wind、新世纪期货

主力合约成交量与大多数交易时段相比，明显活跃，持仓也处于高位，各合约总持仓已达历史次高点，活跃的量能通常会带动价格走高。

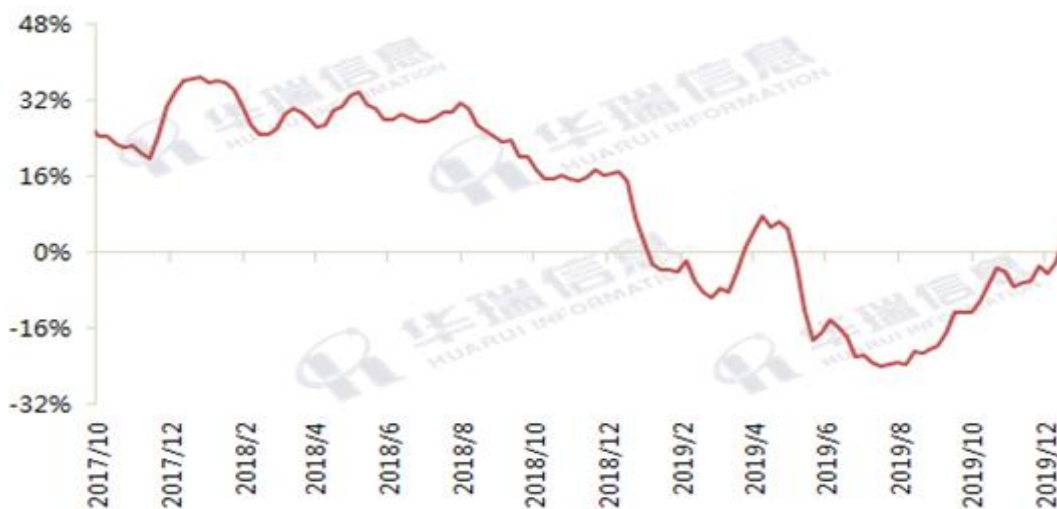


图 11 美棉基金持仓

资料来源：华瑞信息、新世纪期货

截至 2019 年 12 月 17 日，ICE 期棉基金净多头率升至 3.36%，完成了从净空到净多的转变。相对于保守的商业持仓，基金持仓对盘面有更强的引领能力，这是我们后市需要密切关注的。

九、2020 年展望

期棉价位目前处于较低水平，下方有成本支撑。迄今收储价格都在 13000 之上，品质好的新棉价格也超过 13000，而这个点位附近也是点价买盘的入场参考价。

这三个现货价决定了期价难以深跌，相反，上方具有更大想象空间。

随着技术指标持续走强，量能也呈现活跃态势，整体处于蓄势阶段，只是市场人气需要时间来修复。供应和消费两端都趋向明朗，需要密切关注主力资金的动向。操作上坚持空单减持、择机做多的策略。

免责声明：本报告的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中来源可靠性，但对这些信息的准确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，报告中的信息或意见以及所载的数据、工具及材料并不构成您所进行的期货交易买卖的绝对出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与新世纪期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表新世纪期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载信息、意见及分析论断只是反映新世纪期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为新世纪期货研究院（投资咨询），且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。