

年度报告：2019 年 12 月 31 日

## 宽松是常态，500 不是梦

## 动力煤产业链研究

### 主要观点：

国际层面，伴随着贸易摩擦带来的负面效应，目前主要经济体均表现出经济增长放缓的迹象，未来全球主要经济体仍面临下行压力。2020 年美国大概率温和走弱，欧洲经济前景低迷，美强欧弱局面或将延续。

国内层面，在稳增长的目标下，明年宏观经济整体将稳步运行，但下行压力将不容忽视。更大的不确定性依然来自外部，复杂的国际形势将会影响国内经济企稳和回升的节奏。

供给方面，生产稳步增长，进口增速放缓。供给侧改革接近尾声，行业投资快速增长，优质产能有序释放，全国总产能稳中有升；但是，预计 2020 年进口煤利润会出现收缩，同时在进口平控目标下，进口煤增速将会放缓。

需求方面，稳中或有小幅增长。火电耗煤在 2019 年底基数下仍有望实现微增，建材行业基本维持稳定、但是，在宏观经济不够景气的背景下，增长存在一定不确定性。

库存方面，下游已完成补库，上游煤炭企业已经进入补库阶段，坑口煤价面临向下调整的压力，煤价将寻求新的平衡点。

运输方面，浩吉铁路通车助力铁路直达发力，下水煤需求或承压，叠加铁水联运运力充裕，北方港发运资源将重新分配。

从价格角度看，国外煤价大幅下跌，进口利润高企倒逼港口煤价下行，并进一步带动全国煤炭价格回落。

总体来看，宏观经济承压，需求增长乏力，供应持续改善，行业已经适应供给后周期，动力煤上游利润将逐渐回落煤炭价格大概率保持弱势下行。

我们认为，2020 年动力煤价格将进一步下行，投资应以空头思路应对，550 元/吨以上进入沽空区间，570 元/吨以上则已具有较高安全边际。对于套期保值客户，2020 年主要策略是逢高进行卖出套保。

**不确定性风险：**宏观经济增速放缓，进口煤政策，环保政策。

分析师：江露

邮箱：jianglu@csc.com.cn

电话：023-81157296

期货投资咨询从业证书号：Z0012916

研究助理：张维鑫

邮箱：zhangweixin@csc.com.cn

电话：023-81157296

期货从业资格号：F3044739

发布日期：2019 年 12 月 31 日

## 目 录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 一、行情回顾.....                     | 4  |
| 二、宏观经济形势与政策分析.....              | 5  |
| （一）国际宏观.....                    | 5  |
| 1.1 全球经济承压 货币政策持续宽松.....        | 5  |
| 1.2 美国经济平稳运行 经济动能逐渐减弱.....      | 6  |
| 1.3 欧元区政局动荡 经济或延续疲软.....        | 8  |
| 1.4 美联储表态偏鸽 欧央行或持续宽松.....       | 9  |
| （二）国内宏观.....                    | 11 |
| 2.1 经济下行压力不减，外需接棒施压.....        | 11 |
| 2.2 积极的财政政策侧重提质增效和结构调整.....     | 13 |
| 2.3 定调稳健，货币“边际宽松”方向不变.....      | 14 |
| 2.4 利率保持低位运行，定向调整为主.....        | 16 |
| 2.5 外汇储备平稳，汇率有韧性.....           | 17 |
| 三、行业基本面分析.....                  | 19 |
| （一）全国供需形势分析.....                | 19 |
| 1.1 煤企效益持续向好，煤矿生产稳步增加.....      | 19 |
| 1.2 进口利润收敛，2020 年进口增速或放缓.....   | 20 |
| 1.3 经济下滑叠加电力结构转型，火电增速料继续下行..... | 21 |
| 1.4 房地产回落压力加大，建材需求以稳为主.....     | 22 |
| 1.5 行业已进入补库阶段，新的价格平衡点正在形成.....  | 23 |
| （二）市场与结构分析.....                 | 24 |
| 2.1 国际煤价先一步下跌，国内煤价下行趋势仍将延续..... | 24 |
| 2.2 行业新变化，北方港口发运将重分配，且总体承压..... | 24 |
| 2.3 下水煤需求走弱，海运景气度持续低位.....      | 27 |
| （三）煤炭及下游相关政策分析.....             | 27 |
| 3.1 小型煤矿清退，影响有限.....            | 27 |
| 3.2 煤电去产能，影响“微不足道”.....         | 28 |
| 3.3 煤电联动机制取消，长期来看利空煤价.....      | 28 |
| 四、行情展望与投资策略.....                | 29 |

## 图表目录

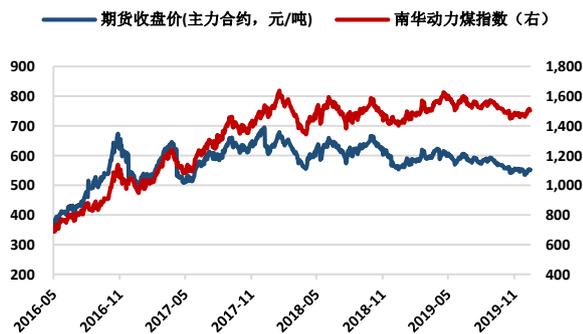
|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 1: 动力煤期货主力合约和走势 (元/吨) .....        | 4  |
| 图 2: 秦皇岛 5500 动力煤价格指数 (元/吨) .....    | 4  |
| 图 3: 全球 GDP 实际增速及预测 (%) .....        | 5  |
| 图 4: 摩根大通全球采购经理人指数 .....             | 5  |
| 图 5: 经合组织综合领先指标 .....                | 5  |
| 图 6: 经合组织商业及消费者信心指数 .....            | 5  |
| 图 7: 美国国内生产总值及其增速 (%) .....          | 6  |
| 图 8: 美国新增非农就业人数 (万人) 及失业率 (%) .....  | 6  |
| 图 9: 美国非农企业薪酬 (美元) 及工作时长 (小时) .....  | 6  |
| 图 10: 美国非农职位空缺数 (千人) .....           | 6  |
| 图 11: 美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数 .....   | 7  |
| 图 12: 美国物价指数变动情况 (%) .....           | 7  |
| 图 13: 美国国际贸易及其增速 (%) .....           | 7  |
| 图 14: 美国国内消费及其增速 (%) .....           | 7  |
| 图 15: 欧元区和欧盟 GDP 及其增速 (%) .....      | 8  |
| 图 16: 欧元区和欧盟区工业生产指数增速变化 (%) .....    | 8  |
| 图 17: 欧元区采购经理人指数 .....               | 8  |
| 图 18: 欧盟和欧元区制造业产能利用率 (%) .....       | 8  |
| 图 19: 欧盟 28 国失业人数及失业率 (%) .....      | 9  |
| 图 20: 欧盟及欧元区核心 CPI (%) .....         | 9  |
| 图 21: 美国基准利率及债券收益率 (%) .....         | 10 |
| 图 22: 英国及欧元区利率 (%) .....             | 10 |
| 图 23: 中国国内生产总值 (万亿) 及其增速 (%) .....   | 11 |
| 图 24: 中国固定资产投资 (万亿) 及其增速 (%) .....   | 11 |
| 图 25: 中国消费品零售总额 (万亿) 及其增速 (%) .....  | 11 |
| 图 26: 中国进出口贸易额 (万亿澳元) 及其增速 (%) ..... | 11 |
| 图 27: 中国固定资产投资 (亿元) 增速 (%) .....     | 12 |
| 图 28: 中国制造业投资增速 (%) .....            | 12 |
| 图 29: 中国工业增加值同比增速 (%) .....          | 13 |
| 图 30: 中国制造业 PMI 指数 .....             | 13 |
| 图 31: 中国公共财政收入和支出 (万亿) 及增速 (%) ..... | 14 |
| 图 32: 中国税收收入和企业所得税收入累计增速 (%) .....   | 14 |
| 图 33: 中国货币供应增速及剪刀差变动 (%) .....       | 15 |
| 图 34: 中国人民银行现金净投放 (亿元) .....         | 15 |
| 图 35: 中国社会融资规模(万亿) 及新增信贷占比 (%) ..... | 15 |
| 图 36: 中国新增人民币存贷款 (亿元) .....          | 15 |
| 图 37: 中国人民银行存款准备金率 (%) .....         | 16 |
| 图 38: 上海银行间同业拆放利率 (SHIBOR) (%) ..... | 16 |
| 图 39: 城镇居民人均收入和消费支出实际增速 (%) .....    | 16 |

|  |    |
|--|----|
| 图 40: 中国物价变动情况 (%) .....               | 16 |
| 图 41: 中国外汇储备变动情况 (万亿元) .....           | 17 |
| 图 42: 美元和欧元兑人民币汇率中间价.....              | 17 |
| 图 43: 煤炭行业企业效益指标 .....                 | 19 |
| 图 44: 煤炭行业固定资产投资及其增速.....              | 19 |
| 图 45: 中国原煤产量及其增速 .....                 | 20 |
| 图 46: 三大产煤大省原煤产量 .....                 | 20 |
| 图 47: 中国煤及褐煤进出口量 .....                 | 20 |
| 图 48: 中国进口煤构成及变化 .....                 | 20 |
| 图 49: 主要进口煤来源国进口量 (万吨) .....           | 21 |
| 图 50: 煤炭进口价格 (元/吨) .....               | 21 |
| 图 51: 全社会和工业用电量及其增速 .....              | 21 |
| 图 52: 发电总量和火力发电量及其增速.....              | 21 |
| 图 53: 电力行业动力煤消耗量及其增速.....              | 22 |
| 图 54: 总发电量中水电与火电的累计占比.....             | 22 |
| 图 55: 电力行业新增发电设备 (万千瓦) .....           | 22 |
| 图 56: 历年 1-11 月电力设备平均利用时长变化 (小时) ..... | 22 |
| 图 57: 水泥和平板玻璃生产增速 (%) .....            | 23 |
| 图 58: 房屋投资、新开工、施工面积增速 (%) .....        | 23 |
| 图 59: 国有重点煤矿企业库存量 (万吨) .....           | 23 |
| 图 60: 两大煤矿煤炭库存量 (万吨) .....             | 23 |
| 图 61: 重要港口煤炭库存量 (万吨) .....             | 24 |
| 图 62: 重点电厂直供煤炭库存量 (万吨) .....           | 24 |
| 图 63: 国际四大港口动力煤价格指数 (元/吨) .....        | 24 |
| 图 64: 主产地主流热值煤炭坑口价 (元/吨) .....         | 24 |
| 图 65: 全国铁路煤炭运输情况 .....                 | 25 |
| 图 66: 全国煤炭铁路日均装车情况 .....               | 25 |
| 图 67: 两大煤企煤炭日均装车量 .....                | 25 |
| 图 68: 大秦铁路煤炭运量及其增速 .....               | 25 |
| 图 69: 秦皇岛煤炭调入量 .....                   | 26 |
| 图 70: 皇岛煤炭吞吐量 .....                    | 26 |
| 图 71: 曹妃低港煤炭调入量 .....                  | 26 |
| 图 72: 曹妃甸港煤炭吞吐量 .....                  | 26 |
| 图 73: 重点港口煤炭运量 .....                   | 26 |
| 图 74: 环渤海港口货船比 .....                   | 26 |
| 图 75: 皇岛港至沿海各港口海运费 .....               | 27 |
| 图 76: 港口煤运价及国内综合运价指数.....              | 27 |

## 一、行情回顾

2019 年，动力煤整体处于弱势缓跌的状态。从主力合约看，年初最低跌至 555 元/吨的低位，随后在榆林矿难事故后，一路上涨，最高涨至 620 元/吨以上，随后则开启长周期的跌势，最低跌至 533 元/吨。现货方面，可以看到 CCI5500 价格指数的高点一次比一次低，并在 11 月份跌破前期低点。

图 1：动力煤期货主力合约和走势（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 2：秦皇岛 5500 动力煤价格指数（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

整体而言，随着煤炭去产能任务接近尾声，优质产能不断释放，加之进口煤大幅增加，下游需求增长放缓，动力煤供需已由前期的紧平衡向平衡偏松演化，动力煤价格呈现出震荡中枢不断下移的特点，价格中枢正在回归理性区间。

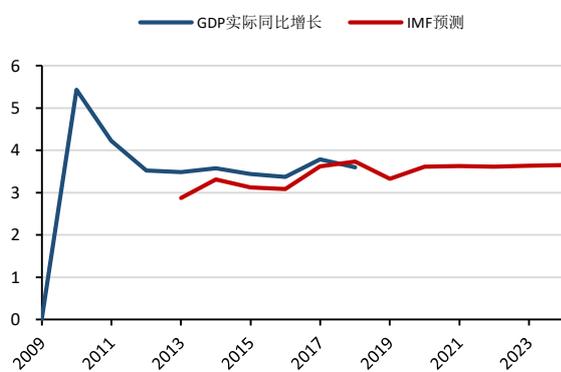
## 二、宏观经济形势与政策分析

### （一）国际宏观

#### 1.1 全球经济承压 货币政策持续宽松

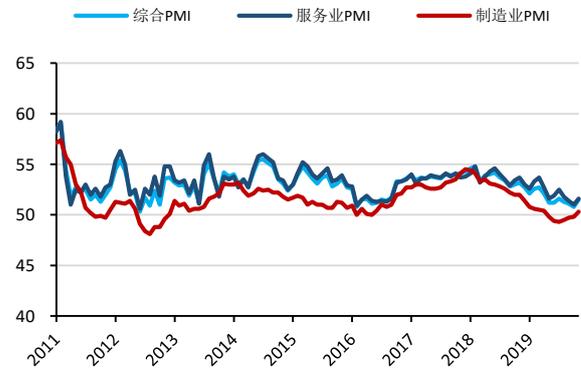
2019 年来全球经济下行压力愈发凸显，贸易摩擦反复，全球产业链逐渐割裂，全球主要经济体均出现下行趋势。IMF 年内多次下调全球经济增速预期，IMF 在最近的报告中预计发达经济体今明两年经济增速均放缓至 1.7%，新兴市场和发展中经济体今明两年经济增速分别放缓至 3.9% 和 4.6%，而全球经济增速预期为 3%，相比于 1 月下调 0.5 个百分点。

图 3：全球 GDP 实际增速及预测 (%)



数据来源：Wind, IMF, 中信建投期货

图 4：摩根大通全球采购经理人指数



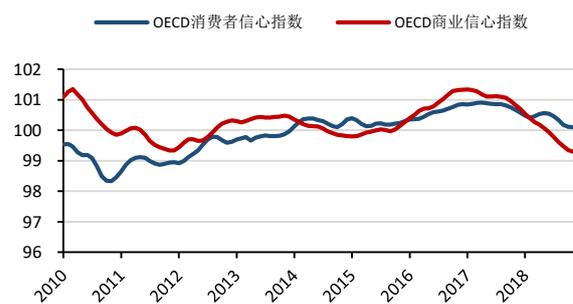
数据来源：Wind, 中信建投期货

图 5：经合组织综合领先指标



数据来源：Wind, 中信建投期货

图 6：经合组织商业及消费者信心指数



数据来源：Wind, 中信建投期货

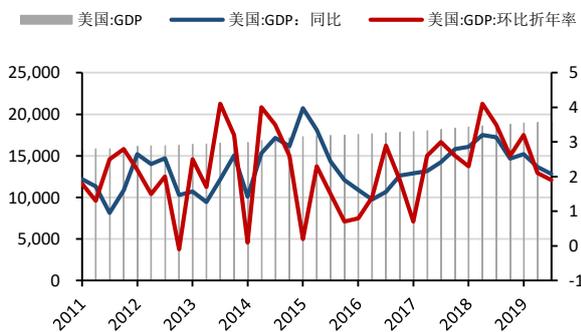
2019 年以来，全球经济整体承压运行，市场景气程度较 2018 年进一步下滑，同时商业信心低迷。摩根大通全球 PMI 指数显示，2019 年以来，综合 PMI 指数、服务业 PMI 指数和制造业 PMI 指数上半年延续 2018 年下行之势，而下半年在全球降息浪潮开启后，市场预期有一定好转。其中，制造业 PMI 表现最差，且在 2019 年 5 月跌破枯荣线，7 月跌至年内最低值 49.3，较 2018 年年初下降 5.1，直到 11 月才重回枯荣线上方，整个经济预期较为悲观。在这样的背景下，商业信心和消费者信心指数均有所下滑，且商业信心指数的下降速度快于消费者信心指数。

## 1.2 美国经济平稳运行 经济动能逐渐减弱

美国经济分析局公布的统计数据显示，2019 年美国第三季度 GDP（不变价）达到 19.12 万亿美元，同比增长 2.08%，增速较 2018 年同期下滑 1.05 个百分点，环比增 1.9%，经济下行压力有所显现。

美国经济当前运行形势基本平稳，不过预期指标与滞后指标存有一定分歧。目前美国消费者预期与企业预期持续走低，但就业市场强劲，薪资温和增长。美国经济的主要拉动力为消费和投资，消费决定经济长期趋势，而投资决定经济的边际波动，下面我们将主要围绕这两部分展开。

图 7：美国国内生产总值及其增速（%）



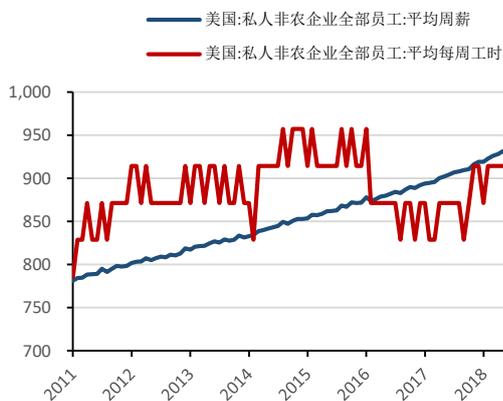
数据来源：Wind，中信建投期货

图 8：美国新增非农就业人数（万人）及失业率（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 9：美国非农企业薪酬（美元）及工作时长（小时）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 10：美国非农职位空缺数（千人）



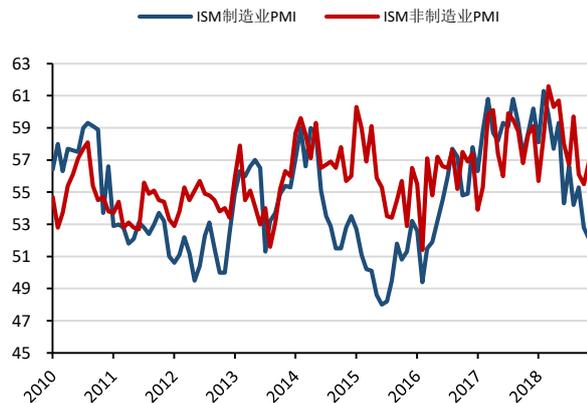
数据来源：Wind，中信建投期货

全球经济放缓的大背景下，美国消费者信心指数和企业预期持续降低，但就业及消费数据强劲，具体来看，制造业 PMI 持续回落，并在 2019 年 8 月跌破枯荣线，而密歇根消费者信心指数更是在 8 月跌至近三年来的最低水平，但零售销售同比增速则呈上涨趋势，失业率低于自然失业率，维持在 60 年代以来低位。

2019 年美国失业率下行速率放缓，同时时薪位于高位并温和增长，劳动力市场存有张力，根据 NBER 的定义，当前经济处于金融危机以来的晚周期阶段。2019 年 11 月新增非农就业人数为 26.6 万人，较同期大幅增长 35 个百分点，失业率进一步降低至 3.5%；2019 年 11 月美国非农企业员工平均周薪 973.18 美元，较 2018 年同

期增加 29.59 美元；职位空缺延续回落态势，2019 年 9 月经季节性调整后的职位空缺数达到 702.4 万人，而 2018 年 9 月为 739.2 万人；11 月份美国非农企业员工平均每周工作时长为 34.4 小时，与 2018 年同期持平，平均每周工时继续保持在 34.4—34.6 小时区间。

图 11：美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数



数据来源：Wind，中信建投期货

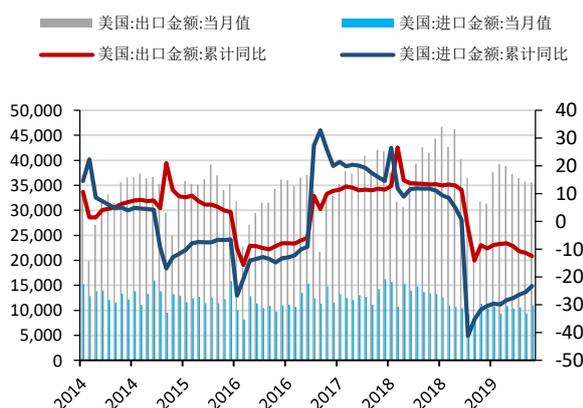
图 12：美国物价指数变动情况（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

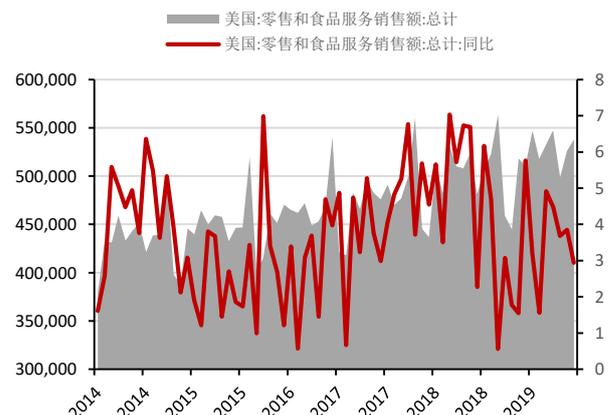
美联储制定货币政策的核心依据是核心 PCE，从 2018 年 10 月起该项指标已持续低于目标值 2%。其中商品价格指数已落入通缩区间，具体来看，耐用品价格指数增长长期保持在零以下，而 2019 年 11 月非耐用品价格指数更是较 2018 年同期下降了 0.3%，拖累整个商品价格指数走低。服务业价格指数同比降幅低于商品价格指数，其中金融服务价格是服务价格降低的主要原因。

图 13：美国国际贸易及其增速（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 14：美国国内消费及其增速（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

贸易摩擦也逐渐显现其后果，2019 年美国耐用品订单大幅回落，进出口对 GDP 形成拖累。2019 年 1-10 月美国耐用品订单同比中枢为-0.56%。2019 年 5 月以来美国库存总额同步大幅下滑，与美国宣布上调对华商品关税时点吻合。美国外贸及消费增速均出现不同程度的下滑，净出口对 GDP 环比增速为负向拉动。美国经济分析局最新的统计数据显示，2019 年 11 月份美国出口和进口同比减少 12.50% 和 23.30%，增速较 2018 年同期降低 25.4 和 28.3 个百分点，贸易摩擦对美国进出口影响巨大，其中对进口的影响更加明显。

### 1.3 欧元区政局动荡 经济或延续疲软

欧元区内部矛盾仍未解决，约翰逊在大选中获压倒性胜利，英国脱欧前景仍存不确定性，欧元区经济整体承压。

图 15：欧元区和欧盟 GDP 及其增速 (%)



数据来源：Wind，中信建投期货

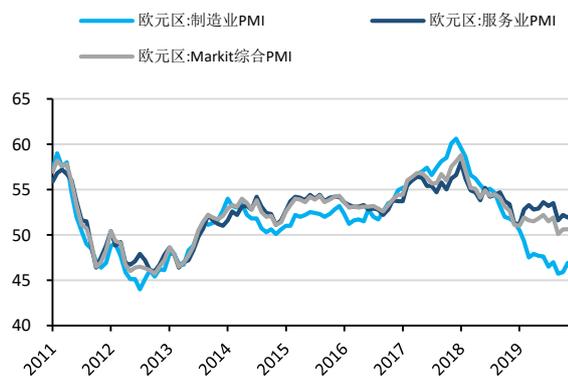
图 16：欧元区和欧盟区工业生产指数增速变化 (%)



数据来源：Wind，中信建投期货

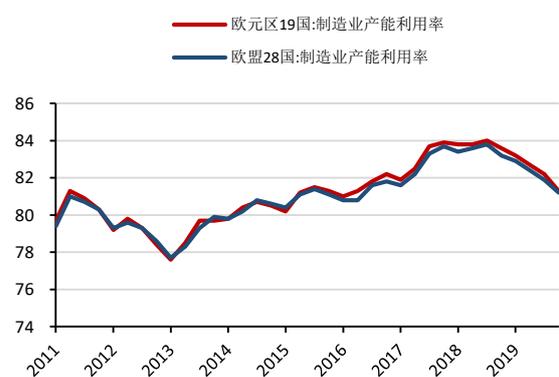
欧盟统计局最新统计数据显示，2019 年第三季度，欧元区国内生产总值（季调、不变价）达到 2.68 万亿欧元，同比增长 1.5%，增速较 2018 年同期基本持平；欧盟 28 国国内生产总值（季调、不变价）达到 3.69 万亿欧元，同比增长 1.7%，增速较 2018 年同期低 0.2 个百分点。英国仍存无协议脱欧风险，同时欧元区国家与欧盟关于预算赤字存有争端，欧洲经济前景难言乐观。

图 17：欧元区采购经理人指数



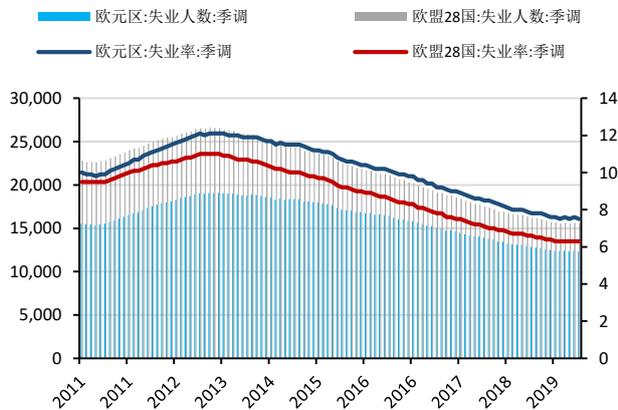
数据来源：Wind，中信建投期货

图 18：欧盟和欧元区制造业产能利用率 (%)



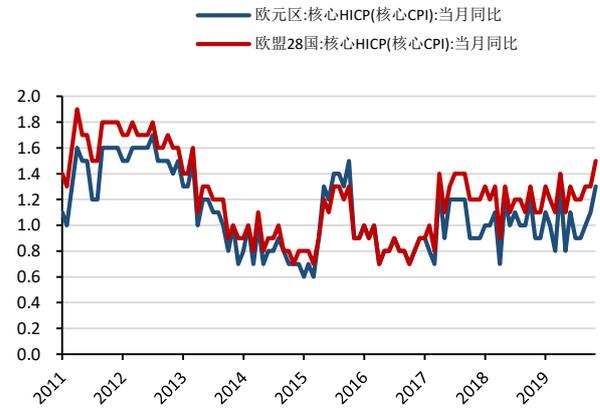
数据来源：Wind，中信建投期货

图 19: 欧盟 28 国失业人数及失业率 (%)



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 20: 欧盟及欧元区核心 CPI (%)



数据来源: Wind, 中信建投期货

从采购经理人指数角度看，虽欧元区服务业景气程度有所回升，但制造业前景低迷，经济整体承压。统计机构最新的统计数据显示，2019 年 12 月欧元区 Markit 综合、制造业和服务业 PMI 指数分别报 50.6、45.9 和 52.4，其中欧元区 Markit 综合及制造业 PMI 较 2018 年同期下降 0.5 和 5.5，其中制造业 PMI 持续 11 个月运行在枯荣线下方，但服务业 PMI 较前期上升 1.2。

工业生产、制造业及服务业扩张速度不断放缓，也佐证了欧洲经济下行趋或将持续。欧盟统计局最新统计数据显示，2019 年 10 月份，欧元区 19 国和欧盟 28 国工业生产指数同比下降 2.2% 和 1.7%，增速较 2018 年同期分别低 3.3 及 3 个百分点，且增速延续下行态势；此外 2019 年以来，制造业产能利用率持续降低，2019 年第三季度欧元区 19 国和欧盟 28 国制造业产能利用率分别达到 81.3% 和 81.2%，均较 2018 年同期分别下降 2.3 和 2 个百分点。制造业下滑一方面是由于全球经济放缓，出口疲软，另一方面是欧洲政局存有一定不确定性，金融条件偏紧。

虽然经济增长面临困难，但欧洲就业市场有一定韧性，失业人数不断降低。欧盟统计局最新的统计数据显示，2019 年 12 月份欧盟 28 国失业人数为 1558.3 万人，较 2018 年同期减少 93.9 万人；失业率已经降至 6.3%，较 2018 年同期低 0.4 个百分点。

欧盟就业形势在不断改善，失业人数也持续性减少，但商品需求不强，经济缺乏内在动力，通胀在 1% 上下波动。欧盟统计局最新统计数据显示，2019 年 11 月欧元区和欧盟经过季节性调整后的核心 CPI 同比增长 1% 和 1.3%，增速分别较 2018 年同期下降 0.1，上升 0.4 个百分点。

## 1.4 美联储表态偏鸽 欧央行或持续宽松

目前美国经济面临诸多不确定性，通胀承压，2019 年内已经实施了三次降息，开始了被动扩表，并在四季度后进入货币政策观察期，观测和讨论明年的降息节奏。美联储主席鲍威尔表明了对经济增长的乐观态度，但同时强调了通胀不达预期的不利影响，美联储将致力于实现 2% 的通胀目标。点阵图偏鸽，长期联邦基金利率的预期维持在 2.5%，到 2020 年的点阵图仍显示利率低于该水平。这意味着，通过点阵图反映出的共识是一段时间内将保持宽松政策。总的来看，美国制造业和经济整体景气程度较低，商品价格缺乏基层上涨动力，同时耐用品订单呈负增长，需求收缩，商品通胀短期内难以改善。此外，贸易摩擦拖累企业投资，抑制资本品价格，2020 年美联储仍存较大降息操作空间。

图 21：美国基准利率及债券收益率（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 22：英国及欧元区利率（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

欧洲方面，由于欧元区经济下行压力仍大，欧央行或持续宽松，QE 有望扩大规模，但利率政策的空间相对有限。12 月欧央行决定，维持当前的低利率水平不变，同时债券购买将持续进行，释放流动性。欧洲央行行长拉加德表示，在长时间内需要宽松立场；如有所需，欧洲央行将调整所有工具；将紧密监测通胀水平。在 9 月 12 日的议息会议上，又进一步下调第三轮 TLTRO 的利率，由此前的“上限为平均主要再融资利率(MRO rate)+10BP，下限为平均 depo rate+10BP”，下调为“上限为平均 MRO rate，下限为平均 depo rate”。

小结：伴随着贸易摩擦带来的负面效应，目前主要经济体均表现出经济增长放缓的迹象，未来全球主要经济体仍面临下行压力。2019 年美国经济增长放缓，呈温和扩张态势，2020 年美国大概率温和走弱，货币政策空间充裕，降息概率较大。欧洲经济前景低迷，且政局或持续动荡，为经济带来负面影响，美强欧弱局面或将延续。

## (二) 国内宏观

### 2.1 经济下行压力不减，外需接棒施压

2019 年，受中美贸易摩擦和世界经济低迷的影响，国内宏观经济延续 2018 年以来较大的下行压力。国家统计局数据显示，2019 年第一、第二和第三季度国内生产总值（GDP）同比增长 6.4%、6.2%、6.0%，增速较去年同期低 0.5、0.5 和 0.4pct，其中第三季度 GDP 增速创 1990 年以来最低水平。但总体来说，经济运行总体平稳，结构性调整稳步推进。2019 年 1-11 月，固定资产投资完成额 53.4 万亿元，同比增长 5.2%，而社会消费品零售总额为 37.3 万亿元，同比增长 8.0%，出口 2.276 万亿美元，同比回落 0.3%。今年消费增速延续下降态势但依然维持高位，投资走低速度有所放缓，而出口增速低迷，对经济的拉动不断减弱，主要原因是国际市场需求乏力和贸易环境恶化导致。

图 23：中国国内生产总值（万亿）及其增速（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 24：中国固定资产投资（万亿）及其增速（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 25：中国消费品零售总额（万亿）及其增速（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

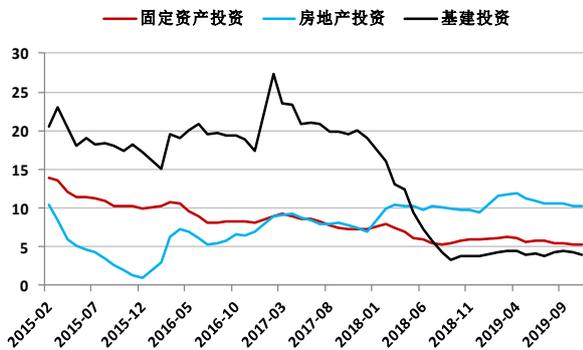
图 26：中国进出口贸易额（万亿澳元）及其增速（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

分析宏观经济在一定时期内运行状况好坏离不开拉动 GDP 增长的三驾“马车”——投资、消费和出口，三驾“马车”的比重亦是经济结构的反映。当前阶段，我国正从投资拉动型增长转向国内消费拉动型经济，但投资仍然是经济增长的最大拉动力量，其次则为消费，最后才是出口。

图 27：中国固定资产投资（亿元）增速（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 28：中国制造业投资增速（%）



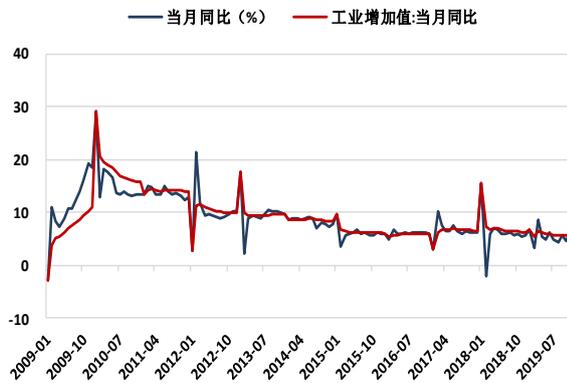
数据来源：Wind，中信建投期货

固定资产投资按细分项目来看，可被拆分为房地产投资、基建投资和制造业投资三方面。2019 年，房地产方面，从“全国严控”到“因城施策”的政策过渡中，“房住不炒”的社会共识深入人心，但在对住房的刚需和销售较为景气的背景下，投资仍然维持着较高增速。前 4 个月受到土地购置费延迟支付的影响，房地产开发投资增速连续上升至 11.9%，而后随着土地购置费增速进一步回落，房地产投资小幅回落至 1-11 月的 10.2%，而结构上，建安增速和土地购置费增速自 2018 年走向基本相反后分化已逐渐缩小，预计土地购置费将在明年年中见底，叠加 2019 年新开工面积高位增长有望支撑明年增速，因此我们分析，明年房地产投资增速具有韧性。基建方面，增速较 2018 年年末投资有所改善，今年基建投资（不含电力）增速自 1-2 月的 4.3% 小幅回落至 1-11 月的 4.0%，预计明年将继续受到地方政府专项债改革的带动和项目审批步伐加快的影响，基建投资增速将企稳。制造业方面，2019 年相比去年出现较大滑坡，1-11 月增速下滑 7pcts 至 2.5%，主要原因是内外需求疲软、工业品出厂价格（PPI）降幅扩大和工业企业利润增速连续负增长。但在国家政策推动和制造业技术转型升级等背景下，高技术制造业、战略性新兴产业和装备制造业利润增速加快，有望持续带动制造业发展。总体来看，房地产投资韧性较强，在基建和制造业投资回暖带动下，2020 年总的固定资产投资有望企稳。

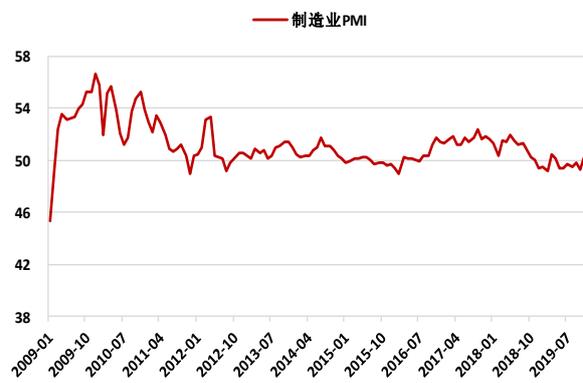
消费方面，受经济下行、居民消费价格涨幅扩大的影响，增速延续下降态势。国家统计局数据显示，2019 年 1-11 月份，中国全社会消费品零售总额同比仅增长 8.0%，增速较 2017 年同期低 1.1pcts。特别注意的是，2019 年 4 月、10 月消费增速仅 7.2%，为 1999 年以来最低值。细分看，1—11 月城镇消费增速降低 1pcts 至 7.9%，乡村消费增速降低 1.2pcts 至 9.0%，同时城乡收入差距不断缩小。2020 年，经济下行和居民消费价格水平的上升仍是影响消费的主要不利因素，推涨物价水平的猪肉价格短期内难以回落，通过加大进口和国内多项政策改善供不应求的现状仍需时间，但是，今年以来国家开始推行大规模的减税降费政策抵消通过增加居民收入对冲消费增速下行的部分压力。因此对于 2020 年，我们认为总体消费增速将延续 2019 年放缓趋势。

出口方面，受限于中美贸易摩擦和全球经济下行风险两大因素，今年我国对外贸易明显下滑，成为经济增长最大拖累。海关总署统计数据显示，2019 年 1-11 月份，中国进出口贸易总额达到 4.14 万亿美元，同比增长 -2.2%，增速较 2018 年下滑近 18.8pcts。分出口和进口来看，出口增速为 -0.3%，进口增速为 -4.5%，进口受影响程度高于出口。需要注意的是，2018 年 11 月进出口增速均出现断崖式下跌后，除了 2019 年第一季度进出口有所反弹，对外贸易增速低迷的态势延续至 2019 年。同时，在制造业 PMI 分项指标中，出口新订单指数自去年 6 月份以来一直处于 50 荣枯线下方，在今年 2 月触底 45.2，至 10-11 月震荡回升至 47 和 48.8。我们分析，该指数揭示了市场对出口增速改善的潜在预期。并且，12 月中美经贸高级别团队在多番磋商后达成第一阶段文本协议共识，国际贸易环境和市场悲观情绪有所改善，加之我国不断提高对外开放水平、深入推进“一带一路”

建设的政策指导、和不断优化贸易结构，尽管 2020 年将继续面临全球经济增速下行风险，和国际关系日益增加的不确定性，但我们预计对外贸易增速大概率将得到改善。

**图 29：中国工业增加值同比增长（%）**


数据来源：Wind，中信建投期货

**图 30：中国制造业 PMI 指数**


数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年，在内外因素叠加的背景下，国内经济增长速度下行压力不减，工业增加值同比增长重心下移，制造业 PMI 在荣枯线附近徘徊。2019 年 1-11 月，中国工业增加值累计同比增长 5.6%，较去年同期降低 0.7pct，1-3 月反弹后保持向下趋势。从制造业 PMI 看，我国制造业从 2018 年 12 月起在荣枯线窄幅游移，数据显示，尽管受全球经济下行市场悲观情绪影响，但 PMI 较欧美地区更有韧性。截至 11 月，PMI 重回扩张区间，经济回暖的概率进一步增大。

整体来看，房地产投资存较大韧性，但基建增速支撑乏力，投资增速持续下降；消费则由于经济下行、物价上涨，增速进一步放缓；出口方面，中美贸易摩擦在第四季度得到缓和，出口增速才从低迷中有所回暖。因此，2019 年中国经济面临较大挑战，经济小幅回落至 6% 的增速。

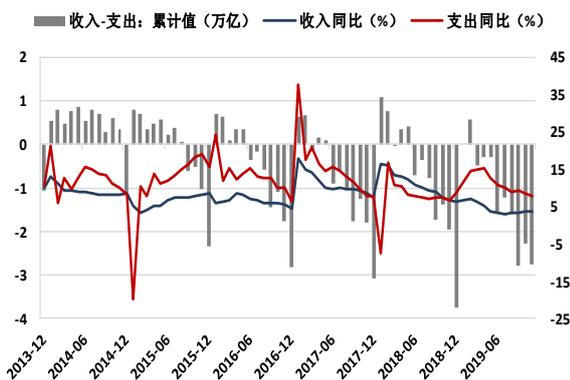
2020 年，总的投资增速有望企稳，出口增速较有可能得到改善，但消费大概率延续弱势，因此，宏观经济面临下行压力不减，需谨慎乐观。

## 2.2 积极的财政政策侧重提质增效和结构调整

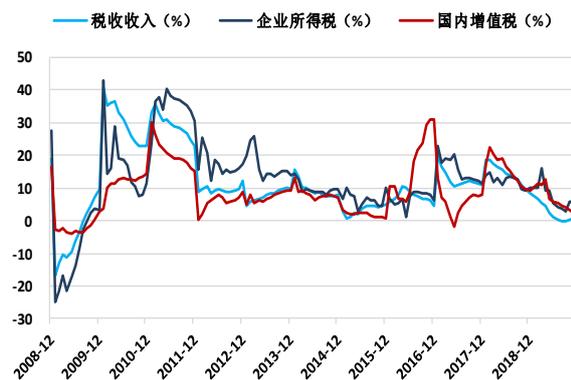
2019 年财政政策继续作为经济调控的主要手段，政府通过深化自 2018 年以来的大规模减税降费来积极实施财政政策。深化力度空前，具体措施包括出台规模超过 2 万亿元、占 GDP 比重超 2% 的减税降费政策，持续推动资金流向制造业等实体经济领域，尽管规模较去年有所减小，但前期政策叠加今年深化累计效应持续发挥作用。

受财政政策调整的影响，2019 年财政收入下行与支出增速上升。财政部公布的统计数据显示，2019 年 1-11 月份全国公共财政支出累计达成 206,463 亿元，增速从年初开始持续回落，但较 2018 年同期回升 0.9pcts。重点支出预算执行良好，其他增加主要在教育、社会保障和就业、节能环保、城乡社区事务方面，1-11 月同比分别增长 4.5%、-6.4%、1.4%、6.1% 和 5.2%，此外，尽管科学技术支出下滑 6.4pcts，但仍旧保持 8.9% 的较高速增长。全国公共财政收入 178,967 亿元，较去年同期同比增长 3.87pcts。其中非税收入同比大幅增长 25.4%，税收收入同比增长 25.4%，主要税种收入通过特定国有金融机构和国企上缴利润，以及多种渠道盘活国有资源资产等方式增加非税收入。

2020 年，国内经济形势下行压力不减，政府明确将继续实施积极的财政政策，主要关注赤字率和地方债发行情况。12 月份的中央紧急工作会议指出，积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。财政部在 2019 年底提前下达了 2020 年部分新增专项债额度 1 万亿，较 2019 年增加了 1900 亿，作为基建资金的重要来源，基建投资作为 2020 年经济增长的重要力量，叠加减轻企业增值税支出提振经济效益和市场活力，预计将增强经济增长后劲，部分对冲 2020 年宏观经济下行压力。

**图 31：中国公共财政收入和支出（万亿）及增速（%）**


数据来源：Wind，中信建投期货

**图 32：中国税收收入和企业所得税收入累计增速（%）**


数据来源：Wind，中信建投期货

### 2.3 定调稳健，货币“边际宽松”方向不变

2019 年初，在人民币贬值压力显著降低和近两年金融去杠杆取得明显效果的背景下，央行在工作会议上提出保持“市场利率水平合理稳定”的政策目标。第一季度延续去年宽信用导向，金融条件和融资环境改善取得成效后，第二季度宽信用政策回归常态，央行在第三季度货币执行报告中坚持“常态货币政策”立场，总体来看，2019 年央行通过综合使用新的货币政策工具和多次降准向市场投放流动性，在逆周期调节中同时实现稳健、灵活两大政策特点。

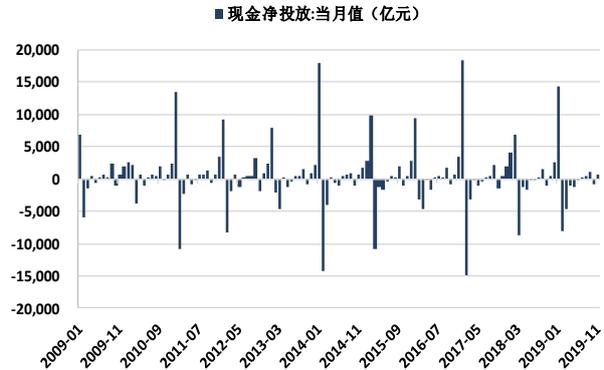
2019 年，融资形势有所改善。人民银行统计数据显示，截至 2019 年 11 月，狭义货币供应量 M1 同比增长 3.5%，较 2018 年同期增长 2pcts，结束自 2016 年中以来回落态势；广义货币供应量 M2 同比增长 8.2%，增速较 2018 年同期高 0.2pcts，增速低位运行。M1 和 M2 增速剪刀差从去年较低水平 -6.5% 缩窄至 -4.7%，表明在积极的财政政策和稳健的货币政策实施下，企业融资压力有所减小。

图 33：中国货币供应增速及剪刀差变动（%）



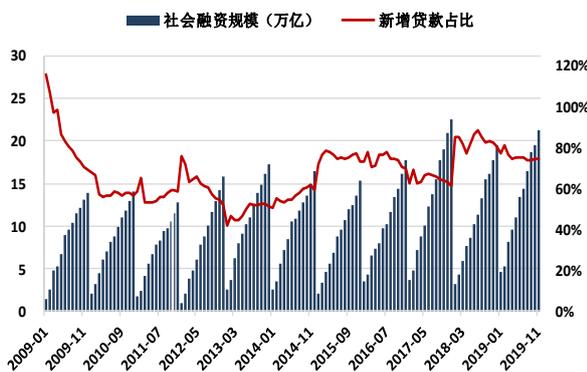
数据来源：Wind，中信建投期货

图 34：中国人民银行现金净投放（亿元）



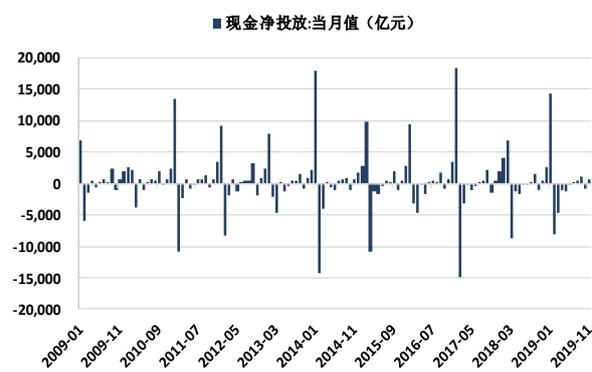
数据来源：Wind，中信建投期货

图 35：中国社会融资规模(万亿)及新增信贷占比（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 36：中国新增人民币存贷款（亿元）



数据来源：Wind，中信建投期货

当前中国经济增长处于稳中放缓的阶段，稳健的货币政策或将成为常态。在货币供应小幅回升的背景下，人民银行向市场净投放资金的力度有所回升。人民银行统计数据显示，2019 年 1-11 月，人民银行向市场净投放现金合计 765 亿元，相比于 2017 年同期净回笼 82 亿元有所增加，创 2016 年后新高。

从融资需求来看，2019 年社会融资规模增速持续走弱，表外转表内导致人民币贷款逆势增长。人民银行统计数据显示，2019 年 1-11 月，社会融资规模达到 21.23 万亿元，较 2018 年同期多 3.43 万亿元，增长幅度达 19.27%。结构上看，表外融资持续收缩，委托贷款、信托贷款、为贴现银行承兑汇票相较去年同期均有所下降，但银行信贷的支持力度增强，企业债券、地方政府专项债券及非金融企业境内股票余额均保持较高增速。

2019 年 1-11 月，新增人民币贷款 15.81 万亿元，同比增长 7.21%，但增速较 2018 年同期下降 3.9cts。由于新增信贷增速放缓，使得新增信贷在社会融资中的占比有所回落，2019 年 11 月为 74.45%，较 2018 年同期下落进 8 个百分点。

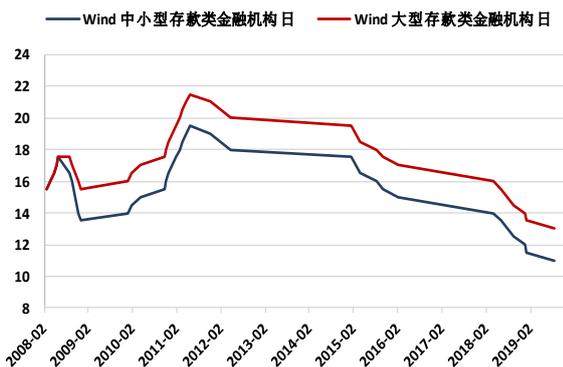
2019 年前 11 个月新增人民币贷款中，短期贷款及票据融资增加 5.15 万亿元，中长期贷款增加 10.45 万亿元。从结构上看，其中居民户中长期贷款新增量较去年同期上升 7%，侧面表明了房地产行业的韧性，对实体经济发放的人民币贷款余额同比增长 12.5%，占同期社会融资规模存量的 68%，银行信贷的支持力度有所加强，而表外融资，包括委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票呈现持续收缩态势。

在 2019 年 12 月中央经济工作会议中指出，2020 年在实施稳健的货币政策基础上，将灵活适度，保持流动性合理充裕，深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。同时，平衡调控通胀和稳增长的关系，强化逆周期调节，不断推动利率市场化改革，强化 MLF 定价基准地位和防范化解金融风险。因此，我们分析认为，明年的货币政策将保持“边际宽松”方面。

## 2.4 利率保持低位运行，定向调整为主

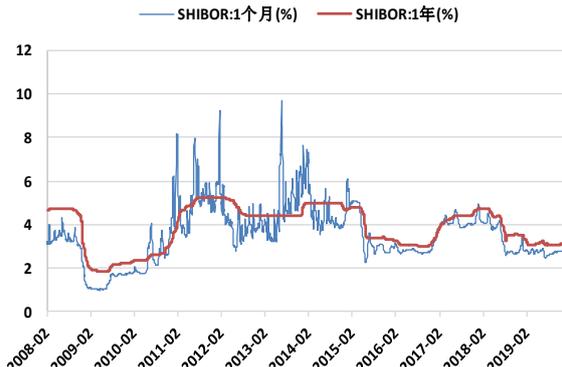
2019 年，货币市场利率中枢维持低位，波动性加剧。Wind 统计数据显示，截至 2019 年 12 月 27 日，上海银行间同业拆放利率(SHIBOR)1 个月和 1 年期分别报 2.991% 和 3.105%，分别较 2018 年底低 0.241 和 0.412pcts，整体回落至 2016 年第一季度的水平。利率波动性加大体现在 2019 年隔夜 Shibor 的方差为 0.23，较 2018 年的 0.06 大幅上升，主要原因是中小银行风险引发波动。2019 年，央行分别于 1 月、5 月和 9 月共进行三次降准，大型机构存款准备金率降至 13.0%，中小结构降至 11.0%，已处于 2008 年金融危机以来的最低水平，累计释放资金约 2.68 万亿元，市场流动性已经达到相对充裕的状态。

图 37：中国人民银行存款准备金率（%）



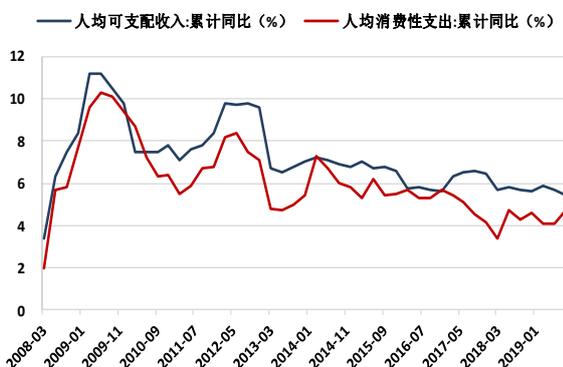
数据来源：Wind，中信建投期货

图 38：上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 39：城镇居民人均收入和消费支出实际增速（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 40：中国物价变动情况（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年，全球降息潮来临，国内货币政策操作空间较有所拓宽，流动保持合理充裕。央行通过多次降准向市场释放流动性，以及通过 LPR 报价改革来疏通货币政策传导渠道，推进利率市场化改革，下调 MLF 和逆回

购利率带动银行贷款利率下行。

据国家统计局数据，2019 年前三季度，居民可支配收入同比增长 5.4%，较去年同期下降 0.3pct，延续自 2018 年以来的回升态势。而人均消费支出则同比增长 4.7%，较去年同期上升 0.4pct，延续自 2018 年触底反弹后的平稳趋势。尽管收入、消费增长乏力，但由于非洲猪瘟严重影响国内猪肉供应推高食品价格，导致 2019 年消费者物价指数同比连续 3 个月冲高，11 月 CPI 指数自 2012 年 2 月以来首次“破 4”。但剔除食品和能源的核心 CPI 全年持续下滑。同时，今年以来，受到内外需疲软影响，PPI 逐步回落，可见通货紧缩压力进一步加大。预计在 2020 年，猪肉价格短期内不会回落到猪瘟前水平，因此我们预计 CPI 回到正常水平仍需要一定时间。此外 PPI 将继续受到全球经济下行影响承压，但年底中美经贸关系缓和迹象或将让 PPI 下方空间有限。

美国方面，2019 年美联储降息三次，美国联邦基金利率已经降至 1.50%-1.75% 区间。11 月非农数据公布前，市场仍预计 2020 年美联储有一次降息，但非农数据公布后，黄金短线跳水，美股期指集体拉升，但非农数据公布利好，12 月美联储按下暂停降息键。根据 12 月利率决议后鲍威尔的发言，唯有经济前景出现“重大”变化才会进一步降息，因此市场普遍认为下一次降息或在 2021 年发生，人民币利率面临的压力或将有所回升。

## 2.5 外汇储备平稳，汇率有韧性

2019 年，受全球经济增长、货币政策预期、贸易局势等因素的影响，在岸、离岸人民币于 8 月双双破 7，突破市场重要心理关口，外汇储备规模小幅上升。2018 年 3 月中美摩擦升级打断自 2017 年来人民币的稳步升值步伐后，美元兑人民币从 6.2822 的低位一路攀升至 7.0884，回到 2008 年的高位水平。外汇储备方面，外汇管理局统计数据，11 月中国外汇储备为 3.0956 万亿美元，较年初上升 229 亿美元，升幅 0.7%，总体相对稳定，主要国家债券价格有所下跌、汇率折算和资产价格变化是影响今年规模变化的主要原因。

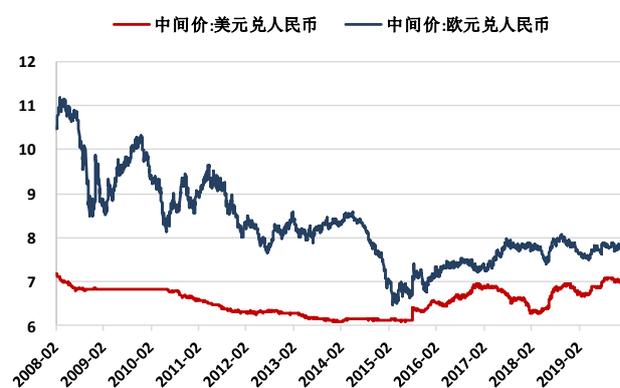
2020 年预计人民币维稳为主，贬值空间不大。虽然进入“衰退时”顺差收窄阶段，叠加随着美联储对利率“三连降”的暂停，人民币进一步贬值的压力有所增加，但在欧日实施负利率且中国推进金融对外开放的前提下，外来资金会进一步加大对我国资本市场配置，为人民币汇率带来韧性。但需要注意的是，若现阶段中美贸易摩擦掉头转向恶化，人民币汇率仍将面临较大贬值风险。

图 41：中国外汇储备变动情况（万亿美元）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 42：美元和欧元兑人民币汇率中间价



数据来源：Wind，中信建投期货

小结：2020 年，在全球经济疲弱的背景下，预计国内宏观经济压力仍存，但 2020 年作为未来十年重要的开端之年，也是“十三五”规划的收官之年、实现“全面小康”和“三大攻坚战”的攻坚之年，结合国内相对宽松的货币政策和积极的财政政策，经济下行压力有望得到缓解，外需受到国际贸易形势冲击的边际影响正在逐渐减弱，明年或有一定好转。制造业 PMI 的企稳也给宏观经济预期带来一定的信心。总体上看，在稳增长的目标下，明年宏观经济整体将稳步运行，下行压力将减小。更大的不确定性依然来自外部，复杂的国际形势将会影响国内经济企稳和回升的节奏。

### 三、行业基本面分析

#### (一) 全国供需形势分析

##### 1.1 煤企效益持续向好，煤矿生产稳步增加

2019 年，尽管煤炭价格稳中偏弱，但整体仍处于高位运行，煤炭企业经营效益持续改善。销售利润率缺乏数据，从今昨两年价格数据对比可以推测，该数据应该是稳中小幅下滑，但整体仍显著好于供给侧改革前。资产负债率方面，据国家统计局数据，2019 年 10 月，煤炭企业资产负债率 64.41%，较 2018 年底降低 1.25pcts，为 2014 年二度以来的最低值，与 2014 年年初持平。

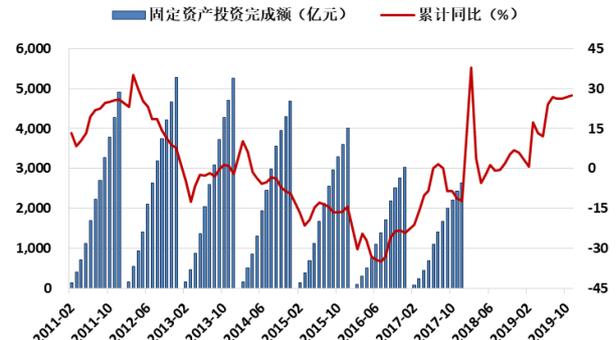
随着煤炭企业经营效益显著改善，煤炭行业固定资产投资持续增长。2019 年 1-11 月，煤炭行业固定资产投资同比大幅增长 27.3%。2013-2017 年，煤炭行业投资连续 5 年下滑，2018 年再次实现正增长，2019 年的投资增速已高于 2010-2011 年。去产能方面，我国已经提前完成“十三五”去产能目标，累计退出落后产能 8.1 亿吨。尽管今后还有 30 万吨以小产能煤矿需要继续清理，但节奏应该不会太快，且排除掉僵尸煤矿和整合煤矿之后，真实削减的产能相对有限。此外，进入供给侧改革后周期时代，煤炭优质产能的释放力度也在不断加大。

图 43：煤炭行业企业效益指标



数据来源：Wind，中信建投期货

图 44：煤炭行业固定资产投资及其增速

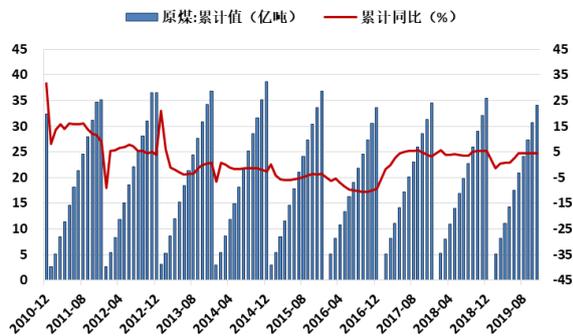


数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年，煤炭生产继续保持较高增速。1-11 月，全国原煤产量 34.07 亿吨，同比增加 4.5%。具体来看，国内三大煤炭产区中，山西原煤产量 8.88 亿吨，同比增长 7.3%；内蒙原煤产量 9.44 亿吨，同比增加 9.4%；榆林地区尽管受年初矿难影响大面积停产，但后半程发力，前 11 个月产煤 5.7 亿吨，同比增加 0.4%。若按照下半年的产量的计算，榆林地区 2020 年煤炭产量有望增加 15% 以上，增加近 1 亿吨，带动全国煤炭产量增长 2.64%。

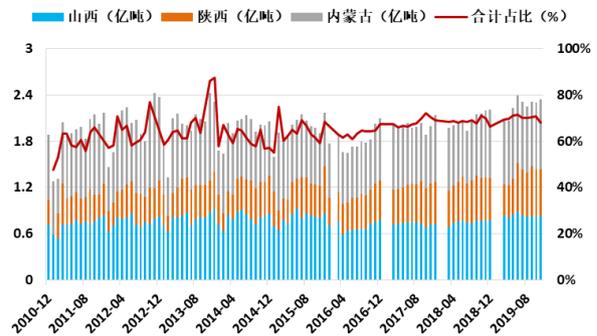
我们认为，2020 年煤炭生产和供应还将继续稳步增长。一方面，当前煤炭行业利润高企，存量合规大型煤企扩产意愿强烈。另一方面，优质产能释放仍在稳步推进。据不完全统计，今年国家发改委、能源局批复煤矿项目共计产能 1.895 亿吨。在在产产能积极生产、新项目持续投资的背景下，煤炭生产将延续稳步增长的势头。

图 45：中国原煤产量及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 46：三大产煤大省原煤产量

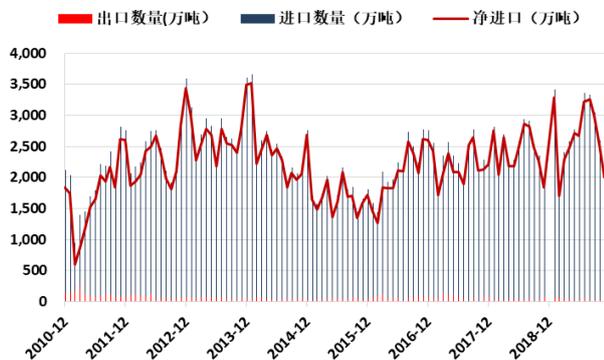


数据来源：Wind，中信建投期货

## 1.2 进口利润收敛，2020 年进口增速或放缓

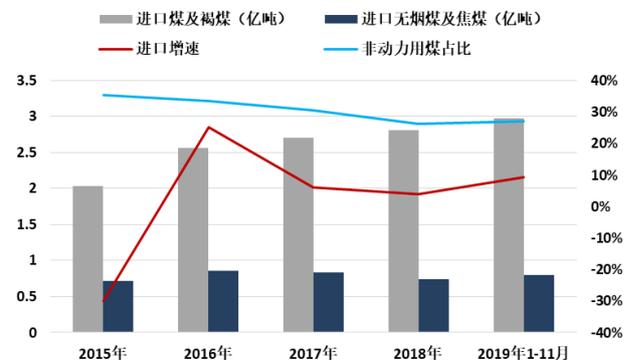
由于我国华东华南地区煤炭对外依存度较高，加之进口煤存在显著的价格优势，2019 年我国进口煤及褐煤同比大幅增加，未能实现“平控”。2018 年底，国家进行进口调控，大幅控制进口煤数量，致使大量煤炭推迟到 1 月份，故 2019 年 1 月进口煤大幅增加至 3350 万吨，1-11 月合计进口 2.97 亿吨，增长 9.3%。尽管增速较三季度末有所放缓，但仍显著高于过去两年。进口煤中，无烟煤及焦煤的占比较去年小幅上升 0.6pct，但仍低于 2015-2017 年。

图 47：中国煤及褐煤进出口量



数据来源：Wind，中信建投期货

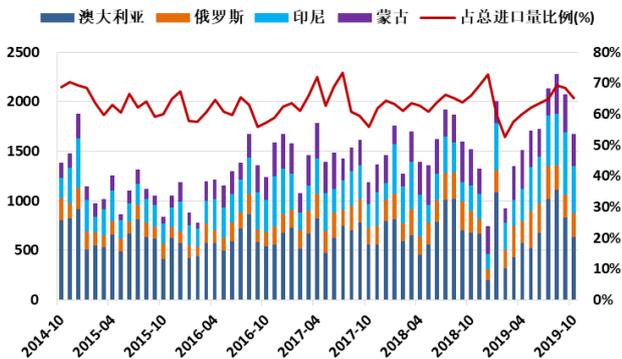
图 48：中国进口煤构成及变化



数据来源：Wind，中信建投期货

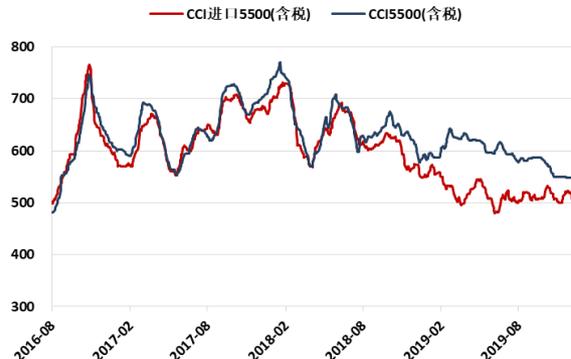
从进口来源看，我国进口煤集中度较高。印尼、澳大利亚、俄罗斯和蒙古煤炭占据我国进口的 60% 以上，较去年有所上升。从价格对比看，2019 年国内外煤价差先扩大，后收敛。价差扩大的原因在于国外煤炭市场化程度更高，在需求走弱的背景下价格快速下跌，而国内煤炭在供给侧改革结束后，并未出现显著的过剩，加上年初榆林煤矿事故导致生产受限，国内煤炭价格相对坚挺。但是，由于我国每年进口大量煤炭，内外市场难以长期背离，于是从二季度开始，国内煤炭价格开启跌势，内外价差逐步收敛。

图 49：主要进口煤来源国进口量（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 50：煤炭进口价格（元/吨）



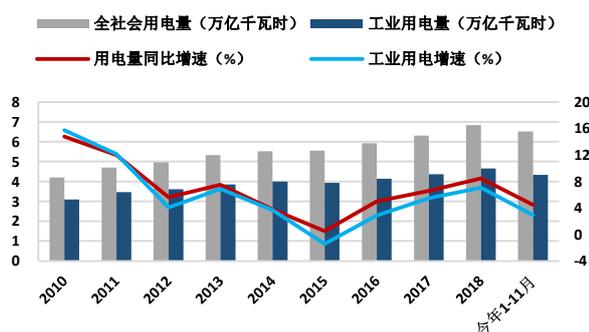
数据来源：Wind，中信建投期货

2020 年，我国进口煤增速可能显著放缓，进口量维持稳中有升，原因包括三点：一是进口煤价格仍低于国内煤价，在利润驱使下，进口煤在国内市场具有较强竞争力；二是我国东南沿海地区煤炭消费对外依存度超过 20%，短期内难以改变；三是沿海地区坚持煤炭减量消费政策，内地特高压输电发展等因素，沿海地区煤炭消费增长有限。此外，从过去两年看，我国进口煤平控政策执行并不严，在平控让位于保供的权衡下，其对进口煤的限制作用大大降低。总而言之，2020 年进口煤仍将是我国煤炭供应的重要补充，大概率实现基本稳定，甚至小幅增长。

### 1.3 经济下滑叠加电力结构转型，火电增速料继续下行

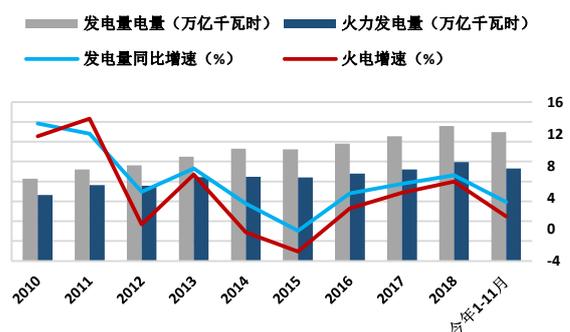
2019 年，经济面临较大下行压力，叠加气温“冬暖夏凉”的影响，全国用电增速明显下滑。2019 年 1-11 月，全社会用电量同比增长 4.46%，增速较去年下降逾 4pcts，其中工业用电同比仅增长 2.9%，增速较去年下降 4.19pcts，全社会用电量增速下滑的主因是工业用电的低增长。

图 51：全社会和工业用电量及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

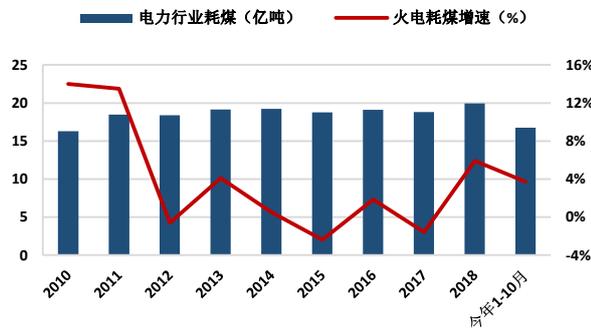
图 52：发电总量和火力发电量及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

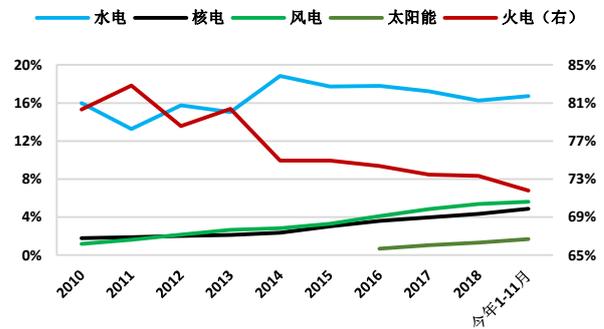
1-10 月，电力行业耗煤 19.92 亿吨，同比增加 3.71%，增速较去年下滑逾 2 个百分点。电力行业耗煤增速高于发电量增速的原因可能包括：火电低增速主要由其他热能发电减少所致，比如天然气发电；煤炭价格下降，电厂使用优质煤炭增多；统计口径差异。从各能源发电占比看，火力发电占比连续五年下降，已降至 73.32%，包括水电、核电、风电和太阳能发电在内的新能源发电占比均有不同程度的上升。

图 53：电力行业动力煤消耗量及其增速



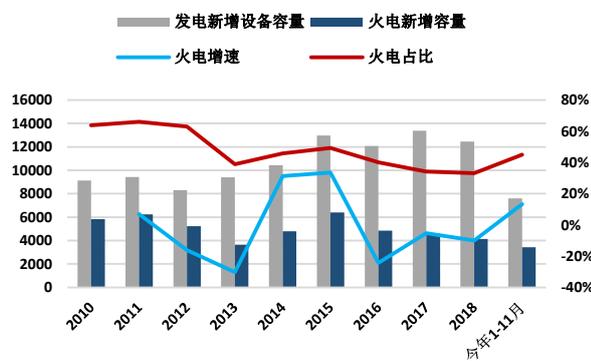
数据来源：Wind，中信建投期货

图 54：总发电量中水电与火电的累计占比



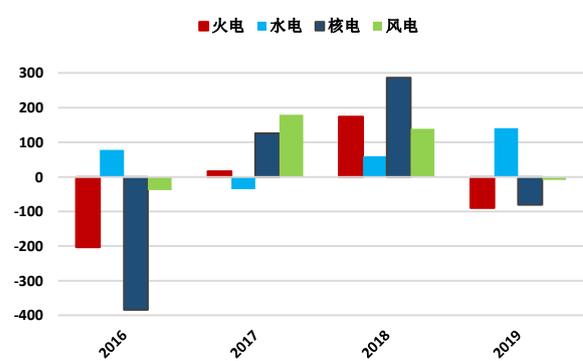
数据来源：Wind，中信建投期货

图 55：电力行业新增发电设备（万千瓦）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 56：历年 1-11 月电力设备平均利用时长变化（小时）



数据来源：Wind，中信建投期货

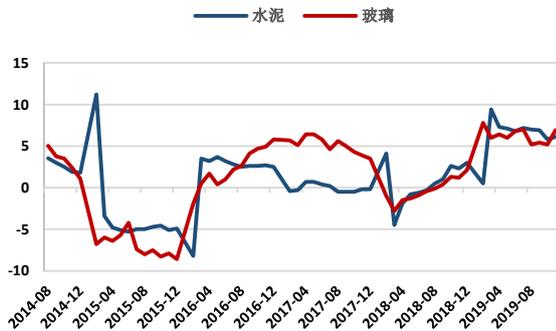
从新装机发电设备看，今年 1-11 月，火电新增装机占比较去年有所回升，主要系水电、太阳能等新能源发电新增装机大幅减少。水电新增装机从去年同期的 7.13GW 降至 3.38GW，太阳能发电从 38.22GW 降至 17.96GW。近两年，水电设备投产量均不大，预计明年将是水电投产大年，且今年放松核电，预计未来 1-2 年亦是核电投产大年。从设备利用效率看，今年 1-11 月水电设备利用小时数上升，增幅 4.2%，与今年水电增长 5.4% 的情况一致。

随着水电、核电、风电、光伏发电等的快速发展，火电受替代效应影响较大。结合欧美发达地区已将煤电退出提上日程，我国后期火电发展的支持力度同样可能减小，未来新增发电装机仍以非火电为主。考虑到基数原因，我们认为 2020 年火电增速将大致与 2019 年相当，维持低增长。

## 1.4 房地产回落压力加大，建材需求以稳为主

2019 年 1-11 月，水泥产量同比增长 6.1%，远高于去年同期，玻璃产量同比增加 6.9%，亦远高于同期。我们认为，去年至今年房屋新开工一直保持较高速增长，房屋施工面积同比增加了 8.7%，对水泥的需求旺盛。此外，随着在建面积的持续增加，建筑业对玻璃的预期需求逐步兑现，因此，今年前 11 个月水泥和玻璃生产实现了较高增长。

图 57: 水泥和平板玻璃生产增速 (%)



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 58: 房屋投资、新开工、施工面积增速 (%)



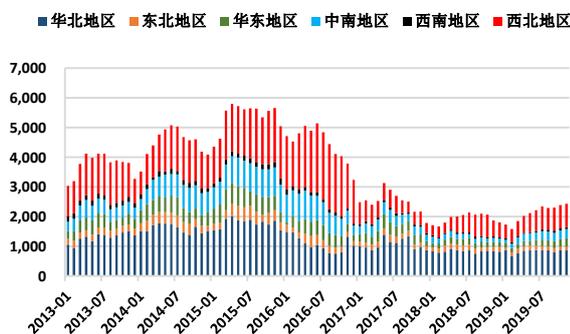
数据来源: Wind, 中信建投期货

由于基建基本以稳定托底为主, 后期影响建材需求的主要因素仍是房地产行业。当前, 房地产行业仍是开工高增长, 竣工负增长, 在建面积持续上升。但是, 房地产业也出现的新的变化, 包括新开工增速缓慢回落, 竣工降幅逐渐收窄。我们判断, 随着房地产景气度逐渐回落, 新开工增速料将继续下滑, 而随着时间推移, 前期开工项目将进入竣工期, 竣工增速有望回正。在低开工、高竣工的推断下, 水泥和玻璃需求增长料将放缓。除房地产外, 2020 年汽车行业在低基数基础上, 降幅将显著缩小, 对玻璃需求的拖累将会减弱。总体而言, 2020 年水泥和玻璃的需求以稳为主, 玻璃略强于水泥。

## 1.5 行业已进入补库阶段, 新的价格平衡点正在形成

煤炭行业库存整体处于回升趋势。截至 12 月中旬, 重要港口库存合计达到 5670 万吨, 较去年同期增加近 70 万吨; 11 月底重点电厂库存达到 9697 万吨, 同比增加 292 万吨; 11 月中旬, 重点煤矿库存回升至 1692 万吨, 同比增加 513 万吨。从目前坑口、港口和下游的库存变化看, 坑口上升、港口消化、下游高库。上中下游库存走势的分化实际上反映了行业的新变化。其一, 煤炭运输通道改变, 下水煤增长放缓; 其二, 坑口价格相对港口价格坚挺, 发运成本倒挂下, 贸易商积极性减弱。我们认为, 产地库存已经进入回升阶段, 坑口煤价的支撑将走弱, 2020 年跌幅或将大于港口煤价, 从而修复铁水发运倒挂的现象。

图 59: 国有重点煤矿企业库存量 (万吨)



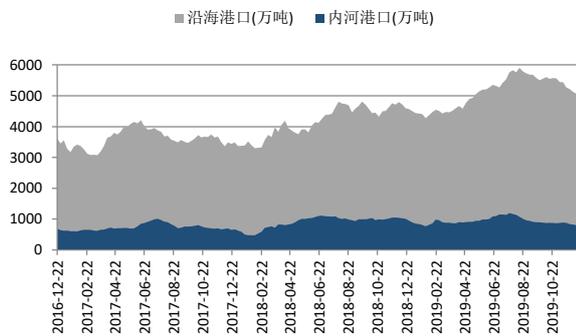
数据来源: Wind, 中信建投期货

图 60: 两大煤矿煤炭库存量 (万吨)



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 61：重要港口煤炭库存量（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 62：重点电厂直供煤炭库存量（万吨）



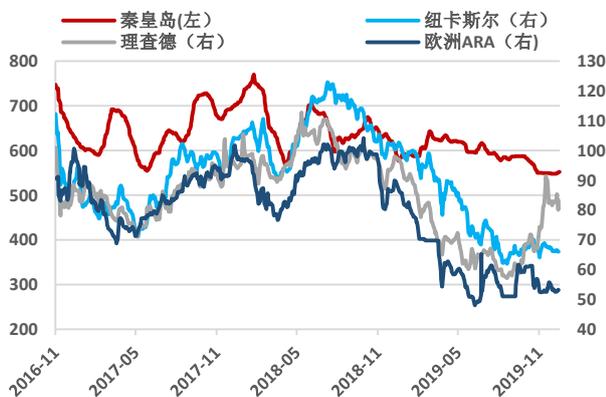
数据来源：Wind，中信建投期货

## （二）市场与结构分析

### 2.1 国际煤价先一步下跌，国内煤价下行趋势仍将延续

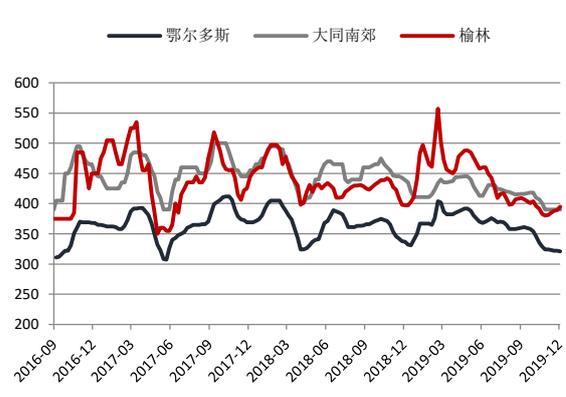
2019 年上半年，国外煤价大幅下挫，但下半年出现企稳反弹的迹象。理查德港煤价自 9 月中旬以来反弹约 40%，已接近年初的价格水平，但纽卡斯尔和欧洲 ARA 港并未跟随上涨，反弹幅度低于 10%。国内煤价则整体呈现弱势下行的态势。截至 2019 年 12 月下旬，秦皇岛港口煤价下跌约 5.64%，坑口煤价下跌 1.99%-7.14% 不等。我们认为，国际煤价大幅下跌，国内供给侧改革的影响日益减弱，煤炭价格下行趋势仍将继续。

图 63：国际四大港口动力煤价格指数（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 64：主产地主流热值煤炭坑口价（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

### 2.2 行业新变化，北方港口发运将重分配，且总体承压

市场发生的新的变化包括铁路直达的发展、下水煤通道变化和沿海电煤需求的下滑。上述变化将导致北方港口发运量增长放缓，并且加剧各个港口对有限资源的争夺，使得港口发运将重新分配。

2019 年 1-11 月，铁路煤炭运输量保持正增长，但增速放缓，主要原因是终端需求下滑。数据显示，1-10 月全国铁路煤炭发运量 20.3 亿吨，同比增加 3.05%，增速较去年同期下降 7 个百分点。2019 年 9 月 28 日，浩吉铁路正式开通运营，未来，随着发运量的上升，将极大的缓解华中地区的煤炭紧张状况。同时，两湖及江西地区受浩吉铁路开通的影响，将减少江海联运煤的需求，长江口对环渤海港口煤炭的拉运需求也就会同比减弱。

图 65：全国铁路煤炭运输情况



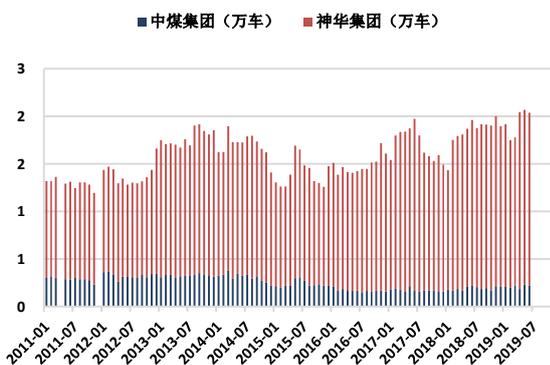
数据来源：Wind，中信建投期货

图 66：全国煤炭铁路日均装车情况



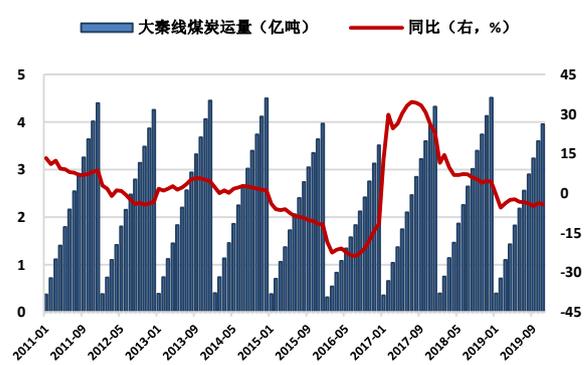
数据来源：Wind，中信建投期货

图 67：两大煤企煤炭日均装车量



数据来源：Wind，中信建投期货

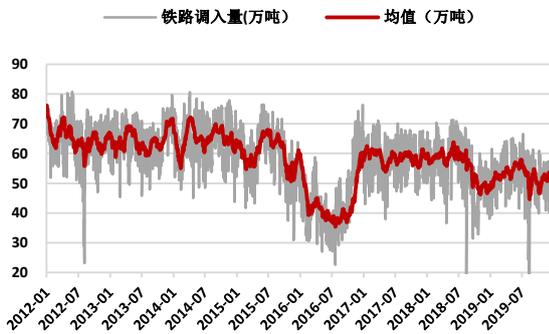
图 68：大秦铁路煤炭运量及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

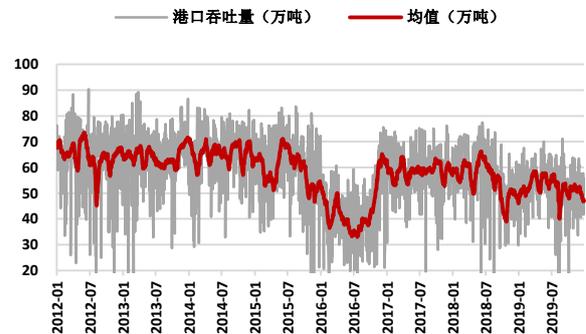
下水煤方面，主要下水煤通道之一的大秦线 1-11 月仅发运 3.96 亿吨，同比减少 4.15%，去年同期为增加 4.78%。今年以来，秦皇岛港和曹妃甸港的煤炭调入量分别下滑 4.74% 和 10.43%，吞吐量分别下滑 4.96% 和 4.52%，秦皇岛货船比也长期处于高位。但是，从整个北方港口来看，北方七港合计发运煤炭同比增加 5.48%。出现差异的原因主要是唐呼线和瓦日线的分流。有关数据显示，上述两条运煤通道运输能力较 2018 年提升了 8000 万吨，至 11 月份，两条线路运煤量分别增长了 50% 和 68%。此外，港口煤价发运倒挂也是影响大秦线发运量的重要因素之一。

图 69：秦皇岛煤炭调入量



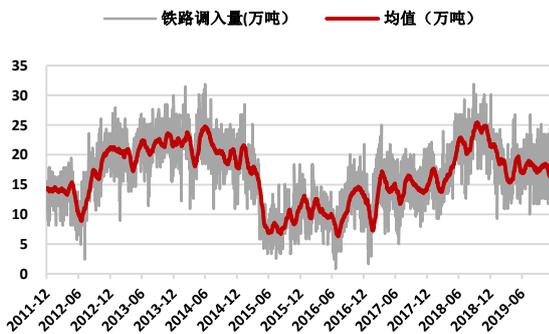
数据来源：Wind，中信建投期货

图 70：皇岛煤炭吞吐量



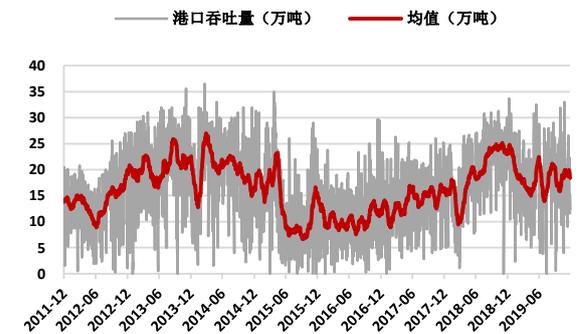
数据来源：Wind，中信建投期货

图 71：曹妃低港煤炭调入量



数据来源：Wind，中信建投期货

图 72：曹妃甸港煤炭吞吐量



数据来源：Wind，中信建投期货

图 73：重点港口煤炭运量



数据来源：Wind，中信建投期货

图 74：环渤海港口货船比



数据来源：CCTD，中信建投期货

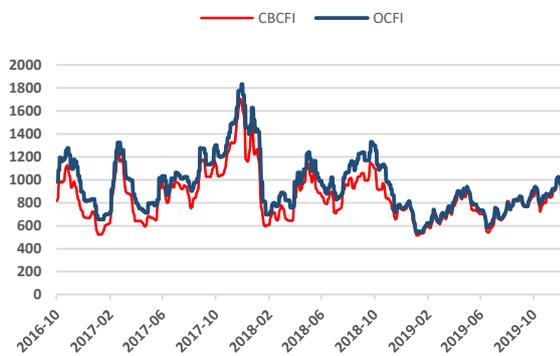
东南沿海市场方面，外来电和煤炭减量消费使其对煤炭需求的减少是大势所趋。2019 年，东南沿海地区电煤需求增速显著放缓。我们用发电量数据间接推测煤炭需求。首先，沿海六省用电量同比增加 5.67%，低于全国增速。其次，沿海六省发电量同比仅增加 3.15%，其中火力发电仅增加 0.67%，苏浙沪三省市甚至减少 2.2%。从发电数据推测，2019 年沿海电煤需求应该是基本与 2018 年持平。除此之外，1-11 月进口煤同比增加 1600 万吨，亦进一步对北煤需求构成压力。

从上述数据对比发现，煤炭运输与消费存在一个矛盾，即北方港口发运同比增加和进口煤大赴增加 VS 东南沿海火力发电的低增长，就东南沿海地区而言，存在供过于求的现象。我们分析认为，实际中供给大于求的部分是由长江等逆流而上发运至华中地区。如果按照这种假设，那么随着浩吉线通车、进口煤管控不及预期、以及华东煤炭消费继续减量，北方港口发运量的增长将会进一步放缓。

### 2.3 下水煤需求走弱，海运景气度持续低位

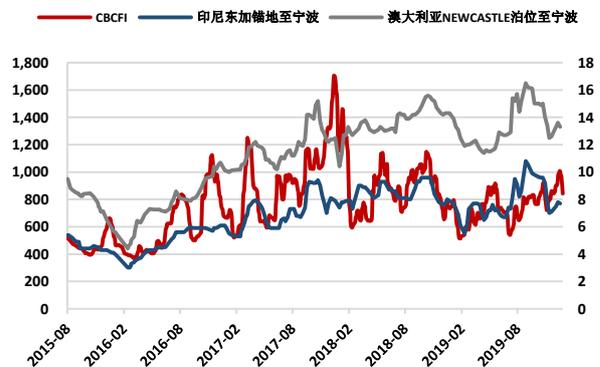
下水煤需求降低，煤炭运价整体在低位运行，其波动主要与油价运行相关。而跨国运输方面，由于进口煤需求旺盛，运价走势强于国内运输。我们分析认为，在需求增长乏力的背景下，2020 年运价仍然不会有较大波动。

图 75：青岛港至沿海各港口海运费



数据来源：Wind，中信建投期货

图 76：港口煤运价及国内综合运价指数



数据来源：Wind，中信建投期货

## （三）煤炭及下游相关政策分析

### 3.1 小型煤矿清退，影响有限

2019 年三季度，六部门联合印发《30 万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》，提出，通过三年时间，力争到 2021 年底全国 30 万吨/年以下（不含 30 万吨/年）煤矿数量减少至 800 处以内，华北、西北地区（不含南疆）30 万吨/年以下煤矿基本退出，其他地区 30 万吨/年以下煤矿数量原则上比 2018 年底减少 50% 以上。从 2019 年清退情况看，实际减少的在产产能非常有限。

山西省发布《关于推进煤矿减量重组的实施意见》指出，两年内 60 万吨/年以下(不含 60 万吨/年)煤矿实施减量重组,到期仍未重组的,省人民政府根据发展需要有序纳入去产能规划。力争 2020 年底前 60 万吨/年以下煤矿全部退出。据相关数据显示，2019、2020 年减量重组煤矿共 101 处，年产能 4298 万吨。其中，在减量重组的 101 处煤矿中，生产无烟煤矿山 32 处，年产能 1383 万吨。生产烟煤矿山 69 处，年产能 2915 万吨；处于正常生产的煤矿 50 处，年产能 2175 万吨，其中，生产无烟煤矿山 25 处，年产能 1078 万吨；生产烟煤矿山 25 处，年产能 1097 万吨。由此可见，该措施对动力煤的供应影响亦非常有限。

从产业整合和利益权衡的角度估计，大量小型煤矿将以升级改造、合并整合、产能置换等方式退出，对总产能的影响有限。此外，随着煤炭生产向大型化、集约化，煤矿生产将更具稳定性，同时减少煤价的异常波动。

### 3.2 煤电去产能，影响“微不足道”

2019 年，国家能源局下达煤电行业去产能任务目标，淘汰近 9GW 落后产能。尽管从长期趋势看，煤电在电力能源供应中的比重必将逐渐降低，但短期内可能性不大。从 2018 年数据看，我国火电装机约占总装机量的 64.4%，发电量所占比例更高，加之新能源发电在稳定性上仍有所不足，煤电在中周期内仍然拥有无可替代的低位。从 2019 年的目标看，相对于总装机超过 1140GW 的火电来说，9GW 实在“微不足道”。从另一个角度看，火电设备平均利用率大约只有 50%，在未来很长一段时间内，削减装机量都不会对火电生产造成较大影响，也就不会给电煤的需求带来不利影响。

### 3.3 煤电联动机制取消，长期来看利空煤价

自供给侧改革以来，煤炭企业利润回升，而煤电企业则陷入大规模亏损。取消煤电联动机制后，煤电交易市场，价格改为浮动机制，在原则上继续降低工商业用电成本的背景下，煤电企业收益端将进一步承压。同时，在市场化后，煤电竞争加剧，低成本煤电在竞争中占据优势，高成本煤电将逐渐退出市场，这也将提高煤电企业成本管控意识。因此，从长周期看，电力的市场化将使得煤电行业利润趋薄，从而抗拒高价煤炭，并进而倒逼煤炭企业让利，降低煤价。

## 四、行情展望与投资策略

国际层面，伴随着贸易摩擦带来的负面效应，目前主要经济体均表现出经济增长放缓的迹象，未来全球主要经济体仍面临下行压力。2019 年美国经济增长放缓，呈温和扩张态势，2020 年美国经济增长大概率温和走弱，货币政策空间充裕，降低概率较大。欧洲经济前景低迷，且政局或持续动荡，为经济带来负面影响，美强欧弱局面或将延续。

国内层面，2020 年，在全球经济疲弱的背景下，预计国内宏观经济压力仍存，但 2020 年作为未来十年重要的开端之年，也是“十三五”规划的收官之年、实现“全面小康”和“三大攻坚战”的攻坚之年，结合国内相对宽松的货币政策和积极的财政政策，经济下行压力有望得到缓解，外需受到国际贸易形势冲击的边际影响正在逐渐减弱，明年或有一定好转。制造业 PMI 的企稳也给宏观经济预期带来一定的信心。总体上看，在稳增长的目标下，明年宏观经济整体将稳步运行，但下行压力仍不容忽视。更大的不确定性依然来自外部，复杂的国际形势将会影响国内经济企稳和回升的节奏

供给方面，生产稳步增长，进口增速放缓。供给侧改革接近尾声，行业投资快速增长，优质产能有序释放，全国总产能稳中有升；但是，预计 2020 年进口煤利润会出现收缩，同时在进口平控目标下，进口煤增速将会放缓。

需求方面，稳中或有小幅增长。火电耗煤在 2019 年低基数下仍有望实现微增，建材行业基本维持稳定、但是，在宏观经济不够景气的背景下，增长存在一定不确定性。

库存方面，下游已完成补库，上游煤炭企业已经进入补库阶段，坑口煤价面临向下调整的压力，煤价将寻求新的平衡点。

运输方面，浩吉铁路通车助力铁路直达发力，下水煤需求或承压，叠加铁水联运运力充裕，北方港发运资源将重新分配。

从价格角度看，国外煤价大幅下跌，进口利润高企倒逼港口煤价下行，并进一步带动全国煤炭价格回落。

总体来看，宏观经济承压，供应持续改善，行业已经适应新周期，动力煤上游利润将逐渐回落，煤炭价格大概率保持弱势下行。

我们认为，2020 年动力煤价格将进一步下行，投资应以空头思路应对，550 元/吨以上进入沽空区间，570 元/吨以上则具有极高安全边际。对于套期保值客户，2020 年主要策略是逢高进行卖出套保。

### 不确定性风险：

宏观经济形势，进口煤政策

## 联系我们

### 中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路107号皇冠大厦11楼

电话：023-86769605

### 上海分公司

地址：上海市自贸试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 8 楼 10-11 单元

电话：021-68765927

### 湖南分公司

地址：长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903 号

电话：0731-82681681

### 南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼-3404

室电话：0791-82082701

### 河北分公司

地址：廊坊市广阳区吉祥小区 20-11 号门市一至三层、20-1-12 号门市第三层

电话：0316-2326908

### 漳州营业部

地址：漳州市龙文区万达写字楼 B 座 1203

电话：0596-6161566

### 合肥营业部

地址：安徽省合肥市马鞍山路 130 号万达广场 6 号楼 1903-1905 室

电话：0551-62876855

### 西安营业部

地址：陕西省西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层 6G

电话：029-89384301

### 北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室

电话：010-85282866

### 宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街 180 号国际金融中心 1809-1810

电话：0574-89071687

### 北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街 6 号中电信息大厦 9 层 912

电话：010-82129971

### 太原营业部

地址：山西省太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室

电话：0351-8366898

### 北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路 8 号和乔大厦 A 座向东 20 米

电话：010-85951101

### 济南分公司

地址：济南市历下区泺源大街 150 号中信广场 A 座六层 611、613 室

电话：0531-85180636

### 大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座大连期货大厦 2901、2904、2905、2906 室

电话：0411-84806305

### 河南分公司

地址：郑州市金水区未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 室

电话：0371-65612356

### 广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路 410 号时代地产中心 20 层自编 2004-05 房

电话：020-28325302

### 重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路 5 号扬子江商务小区 4 幢 24-1

电话：023-88502030

### 成都营业部

地址：成都武侯区科华北路 62 号力宝大厦南楼 1802、1803

电话：028-62818708

### 深圳分公司

地址：深圳福田区车公庙 NEO 大厦 A 栋 11 楼 I 单元

电话：0755-33378736

### 杭州分公司

地址：杭州市江干区国际时代广场 3 号楼 702 室

电话：0571-28056982

### 上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路 2899 号 1 幢 1601 室

电话：021-33973869

### 武汉营业部

地址：武汉市江汉区香港路 193 号中华城 A 写字楼 13 层 1301-06、07 号

电话：027-59909521

### 南京营业部

地址：南京市玄武区黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1 座、D2 座

电话：025-86951881

### 广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰广场 B 座 1406

电话：020-22922100

### 上海浦东营业部

地址：上海浦东新区世纪大道 1777 号 3 楼 F1 室

电话：021-68597013

## 重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)