

原油牛气辞旧迎新，气势能否贯穿全年

摘要：

行情回顾： 2019 年国际原油价格整体呈现震荡走势。10 月起，中美贸易局势得到进展、英国脱欧局势明朗和全球降息潮效果显现，市场对原油需求疲软的悲观情绪得到改善，叠加 12 月 OPEC+ 深化减产油价强势反弹。燃料油方面，随着 IMO2020 新规即将执行，导致高硫燃料油需求断崖，价格大幅下跌，低硫燃料油需求猛增，价格上涨明显。

宏观环境： 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。国内宏观经济压力仍存，但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，2020 年或有一定好转。

供需关系： OPEC 意外深化减产将抵消明年巴西、挪威、加拿大等非 OPEC 国家的原油增产，加上美国页岩业资金枯竭导致原油产量增速放缓，自 4 月起 OPEC 大概率将继续通过控制产量达到油市供需平衡和提振油价的目的。需求端，中美两大原油消费国对原油需求将继续增速，同时预计 2020 年全球石油需求增速较 2019 年将得到改善，加之美元走势偏弱的预期，因此我们预期 2020 年原油价格底部坐稳，支撑较强。叠加贸易局势缓和提振市场对全球原油需求前景的情绪，预计 2020 年供过于求的情况将在第一季度得到进一步改善。预计明年原油供应过剩将得到改善的预期有望实现。燃料油方面，高硫燃料油大概率会在 2020 年上半年出现供应过剩的局面，下半年随着夏季发电和逐渐成熟的脱硫塔安装等需求，供需情况或有一定好转；因新加坡提前储备低硫组分低硫燃料油暂时供应较为充足，供应得到缓解，低硫燃料油需求方面无需担忧。

总结： 预计 2020 年原油市场基本面将有所好转，整体重心上移概率较大，且 WTI 在 50-55 美元/桶区间有强支撑，向上有望突破 2019 年高点。路径上来看，OPEC 加大减产力度后油价维持强势，但如果随着时间推向 2020 年 3 月，其没有延长减产的措施的话，油价很可能承压回落，随后可能再度进入震荡走势。

不确定风险： OPEC+ 减产决议、OPEC 成员国及其盟国减产执行情况、中东地缘政治局势、中美贸易摩擦再度加剧等

原油产业链年度报告

作者姓名： 李彦杰

邮箱：LIYanjie@csc.com.cn

期货从业资格号：F3005100

期货投资咨询从业证书号：Z0010942

研究助理： 陈欣念

邮箱：Chenxinnian@csc.com.cn

期货从业资格号：F3069774

研究助理： 刘书源

邮箱：liushuyuan@csc.com.cn

期货从业资格号：F3066303

电话：023-81157285

发布日期：2019 年 12 月 31 日

目 录

一、2019 年行情回顾	4
二、价格影响因素分析	5
1. 宏观经济分析	5
1.1 国际宏观	5
1.1.1 全球经济承压 货币政策持续宽松	5
1.1.2 美国经济平稳运行 经济动能逐渐减弱	6
1.1.3 欧元区政局动荡 经济或延续疲软	7
1.1.4 美联储表态偏鸽 欧央行或持续宽松	9
1.1.5 国际宏观小结	10
1.2 国内宏观	10
1.2.1 经济下行压力不减，外需接棒施压	10
1.2.2 积极的财政政策侧重提质增效和结构调整	12
1.2.3 定调稳健，货币“边际宽松”方向不变	13
1.2.4 利率保持低位运行，定向调整为主	14
1.2.5 外汇储备平稳，汇率有韧性	15
1.2.6 国内宏观小结	16
2. 原油价格走势	16
2.1 原油供给	16
2.1.1 OPEC 产量及减产计划	17
2.1.2 美国产量	19
2.1.3 俄罗斯与加拿大产量	20
2.1.4 供给小结	20
2.2 原油需求	21
2.2.1 美国原油需求及库存	21
2.2.2 中国需求	22
2.2.3 需求小结	23
2.3 美元走势	23
2.4 地缘政治	24
3. 燃料油价格走势	25
2.1 燃料油供给	25
2.2 燃料油需求	25
2.3 燃料油价格	26
三、小结及行情展望	26
3.1 小结	27
3.2 行情展望	27
3.3 套保建议	27

图表目录

图 1: WTI 原油期货一年走势	4
图 2: INE 原油期货一年走势	4
图 3: 2019 年燃料油主力合约走势（单位：元/吨）	4
图 4: 燃料油 05 合约（单位：元/吨）	4
图 5: 全球 GDP 实际增速及预测	5
图 6: 摩根大通全球采购经理人指数	5
图 7: 经合组织综合领先指标	5
图 8: 经合组织商业及消费者信心指数	5
图 9: 美国国内生产总值及其增速	6
图 10: 美国新增非农就业人数及失业率	6
图 11: 美国非农企业薪酬及工作时长	6
图 12: 美国非农职位空缺数	6
图 13: 美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数	7
图 14: 美国物价指数变动情况	7
图 15: 美国国际贸易及其增速	7
图 16: 美国国内消费及其增速	7
图 17: 欧元区和欧盟 GDP（不变价、季调）及其增速	8
图 18: 欧元区和欧盟区工业生产指数增速变化	8
图 19: 欧元区采购经理人指数	8
图 20: 欧盟和欧元区制造业产能利用率	8
图 21: 欧盟 28 国失业人数及失业率	8
图 22: 欧盟及欧元区核心 CPI	8
图 23: 美国基准利率及债券收益率	9
图 24: 英国及欧元区利率	9
图 25: 中国国内生产总值及其增速	10
图 26: 中国固定资产投资及其增速	10
图 27: 中国社会消费品零售总额及其增速	10
图 28: 中国进出口贸易额及其增速	10
图 29: 中国固定资产投资增速	11
图 30: 中国制造业投资增速	11
图 31: 中国工业增加值同比增速	12
图 32: 中国制造业 PMI 指数	12
图 33: 中国公共财政收入和支出及其增速	13
图 34: 中国税收收入和企业所得税收入累计增速	13
图 35: 中国货币供应增速及剪刀差变动	13
图 36: 中国人民银行现金净投放	13
图 37: 中国社会融资规模及新增信贷占比	14

图 38: 中国新增人民币存贷款.....	14
图 39: 中国人民银行存款准备金率.....	15
图 40: 上海银行间同业拆放利率 (SHIBOR)	15
图 41: 城镇居民人均可支配收入和消费性支出实际增速.....	15
图 42: 中国物价变动情况.....	15
图 43: 中国外汇储备变动情况.....	16
图 44: 美元和欧元兑人民币汇率中间价.....	16
图 45: 全球原油产量 (单位: 百万桶/日)	17
图 46: OPEC 产量 (千桶/日)	18
图 47: OPEC 成员国产量 (千桶/日)	18
图 47: DOE 产量 (千桶/日)	19
图 48: 美国油井钻机数量 (座)	19
图 49: 俄罗斯原油产量 (千桶/日)	20
图 50: 俄罗斯管道出口原油 (千桶/日)	20
图 51: 加拿大原油产量 (千桶/日)	20
图 52: 加拿大原油出口 (千桶/日)	20
图 53: 世界原油需求量 (百万桶/日)	21
图 65: 美国炼油厂产能利用率 (%)	22
图 66: 美国原油需求 (万桶/日)	22
图 67: EIA 原油库存 (千桶) 和 API 原油库存 (万桶)	22
图 68: 库欣商业原油库存 (千桶)	22
图 65: 中国原油净进口 (千桶/日)	23
图 66: 中国原油表观消费量 (百万桶/日)	23
图 65: 美元指数与 WTI 价格 (美元/桶)	24
图 66: 美联储利率 (%) 与 WTI 价格 (美元/桶)	24
图 67: 美元指数与 WTI 价格 (2015 年-2019 年)	24
图 68: 波罗的海干散货指数(BDI).....	25
图 69: 新加坡燃料油销售量 (千吨)	25
图 70: 进口高硫燃料油 380 华南地区价格 (元/吨)	26
图 71: 新加坡高硫燃料油 380 价格 (美元/吨)	26
图 72: 新加坡现货价: 0.5%低硫燃料油 (美元/吨)	26
表 1: OPCE 产量 (千桶/日) (7-11 月).....	17
表 2: OPCE 产量 (千桶/日) (1-6 月).....	18
表 3: OPCE 历届大会对 WTI 油价的影响 (美元/桶)	19
表 4: 全球原油需求增速预期 (万桶/日)	21
表 5: 美联储历次加息、降息阶段原油价格变化.....	24

一、2019 年行情回顾

2019 年国际原油价格整体呈现震荡走势，但可分为三个阶段：去年末油价触底反弹后一路上扬至第二季度达到年内最高位，冲高后回落半个月下跌 20%后震荡运行至第三季度，最后第四季度震荡上行。具体来看，1-4 月供应面趋紧和地缘政治风险共同推动油价单边上涨，涨幅高达 50%，主要受到 OPEC+新一轮 120 万桶/日减产开启、俄罗斯管道污染、美国宣布对委内瑞拉实施制裁、美国伊朗对峙升级和利比亚国内战乱局势加剧的影响。5-10 月多空对峙，尽管 6 月 OPEC+延长减产利好油价、地缘政治风险发酵，但受到中美贸易摩擦加剧导致市场对经济前景悲观情绪加剧、美国原油产量不断创新高，市场对供应过剩的担忧不断对油价施压。10 月开始，贸易局势得到进展、英国脱欧局势明朗，市场对原油需求疲软的悲观情绪得到改善，叠加 12 月 OPEC+深化减产油价得到有力提振。

图 1：WTI 原油期货一年走势



数据来源：Wind，中信建投期货

图 2：INE 原油期货一年走势



数据来源：Wind，中信建投期货

图 3：2019 年燃料油主力合约走势（单位：元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 4：燃料油 05 合约（单位：元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

二、价格影响因素分析

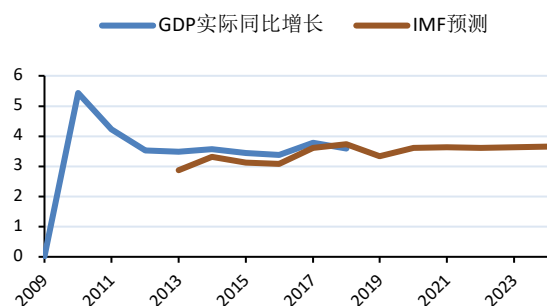
1. 宏观经济分析

1.1 国际宏观

1.1.1 全球经济承压 货币政策持续宽松

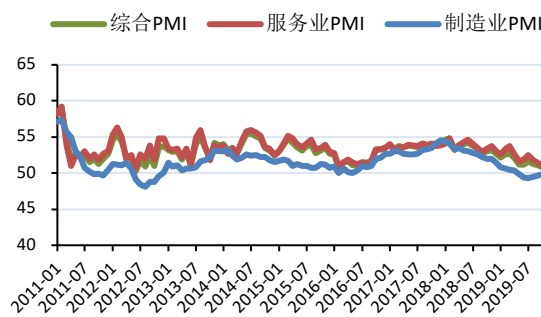
2019 年来全球经济下行压力愈发凸显，贸易摩擦反复，全球产业链逐渐割裂，全球主要经济体均出现下行趋势。IMF 年内多次下调全球经济增长预期，IMF 在最近的报告中预计发达经济体今明两年经济增长均放缓至 1.7%，新兴市场和发展中经济体今明两年经济增长分别放缓至 3.9% 和 4.6%，而全球经济增长预期为 3%，相比于 1 月下调 0.5 个百分点。

图 5：全球 GDP 实际增速及预测



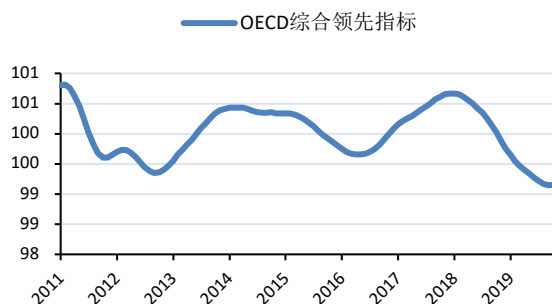
数据来源：Wind, IMF, 中信建投期货

图 6：摩根大通全球采购经理人指数



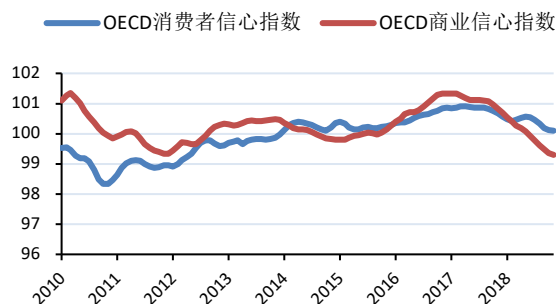
数据来源：Wind, 中信建投期货

图 7：经合组织综合领先指标



数据来源：Wind, 中信建投期货

图 8：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

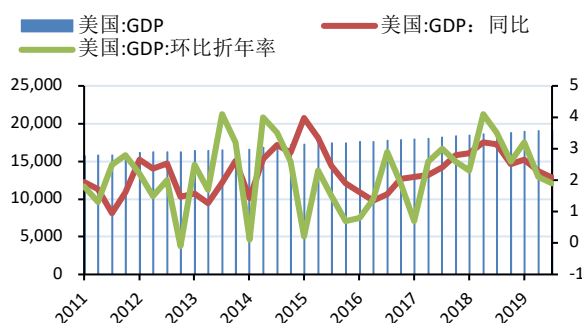
者信心指数。

1.1.2 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。

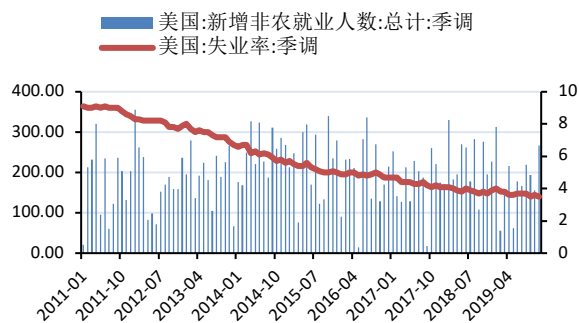
美国经济当前运行形势基本平稳，不过预期指标与滞后指标存有一定分歧。目前美国消费者预期与企业预期持续走低，但就业市场强劲，薪资温和增长。美国经济的主要拉动力为消费和投资，消费决定经济长期趋势，而投资决定经济的边际波动，下面我们将主要围绕这两部分展开。

图 9：美国国内生产总值及其增速



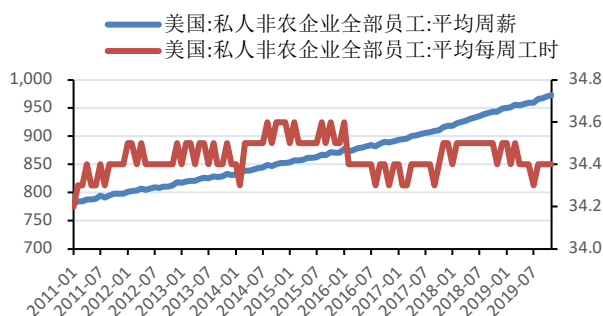
数据来源：Wind，中信建投期货

图 10：美国新增非农就业人数及失业率



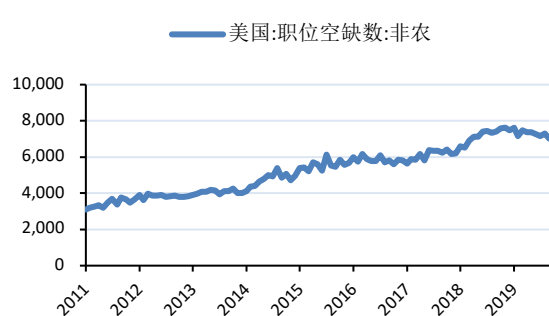
数据来源：Wind，中信建投期货

图 11：美国非农企业薪酬及工作时长



数据来源：Wind，中信建投期货

图 12：美国非农职位空缺数



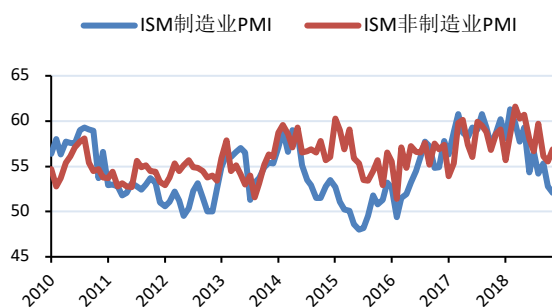
数据来源：Wind，中信建投期货

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

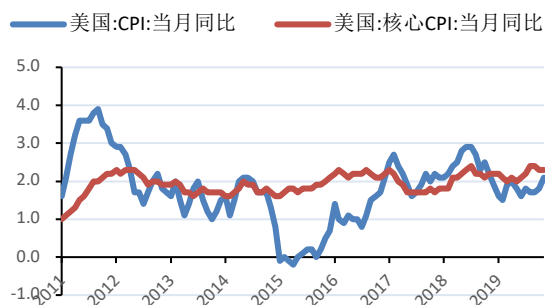
均每周工时继续保持在 34.4—34.6 小时区间。

图 13: 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

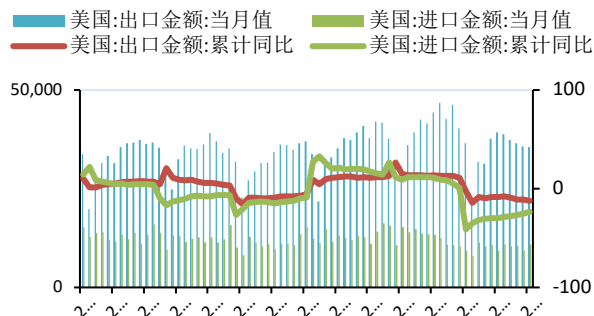
图 14: 美国物价指数变动情况



数据来源: Wind, 中信建投期货

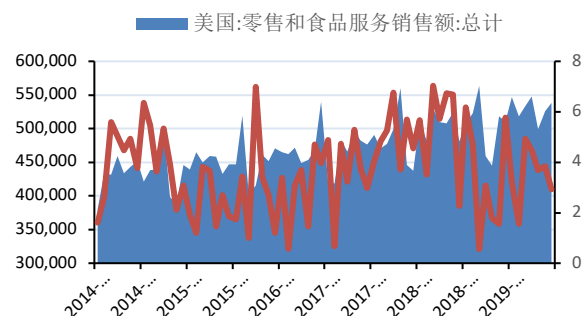
美联储制定货币政策的核心依据是核心 PCE，从 2018 年 10 月起该项指标已持续低于目标值 2%。其中商品价格指数已落入通缩区间，具体来看，耐用品价格指数增长长期保持在零以下，而 2019 年 11 月非耐用品价格指数更是较 2018 年同期下降了 0.3%，拖累整个商品价格指数走低。服务业价格指数同比降幅低于商品价格指数，其中金融服务价格是服务价格降低的主要原因。

图 15: 美国国际贸易及其增速



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 16: 美国国内消费及其增速



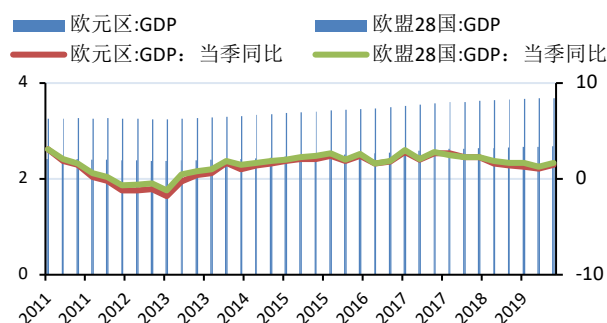
数据来源: Wind, 中信建投期货

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。

1.1.3 欧元区政局动荡 经济或延续疲软

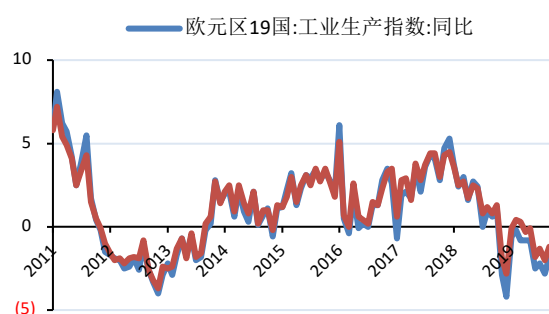
欧元区内部矛盾仍未解决，约翰逊在大选中获压倒性胜利，英国脱欧前景仍存不确定性，欧元区经济整体承压。

图 17：欧元区和欧盟 GDP（不变价、季调）及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

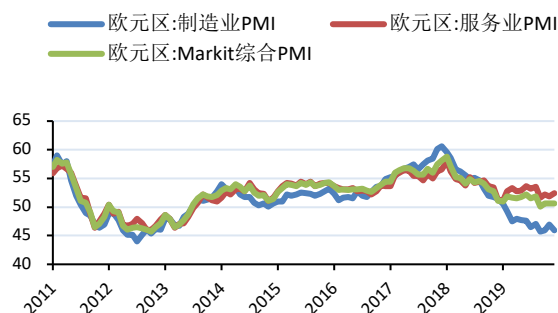
图 18：欧元区和欧盟区工业生产指数增速变化



数据来源：Wind，中信建投期货

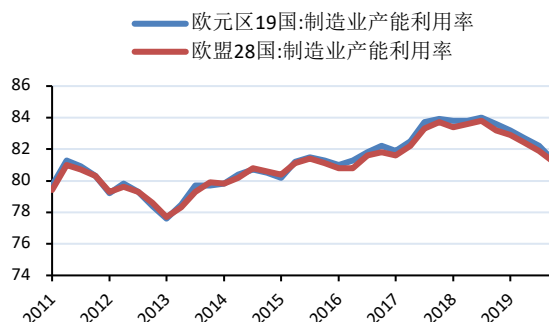
欧盟统计局最新统计数据显示，2019 年第三季度，欧元区国内生产总值（季调、不变价）达到 2.68 万亿欧元，同比增长 1.5%，增速较 2018 年同期基本持平；欧盟 28 国国内生产总值（季调、不变价）达到 3.69 万亿欧元，同比增长 1.7%，增速较 2018 年同期低 0.2 个百分点。英国仍存无协议脱欧风险，同时欧元区国家与欧盟关于预算赤字存有争端，欧洲经济前景难言乐观。

图 19：欧元区采购经理人指数



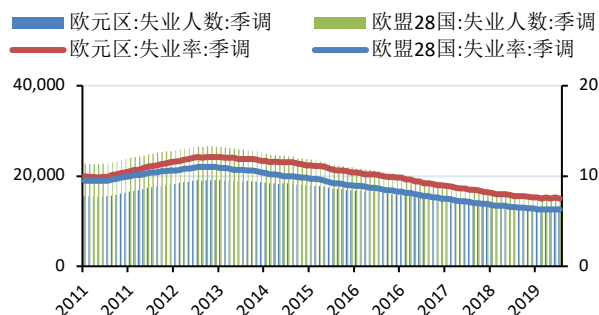
数据来源：Wind，中信建投期货

图 20：欧盟和欧元区制造业产能利用率



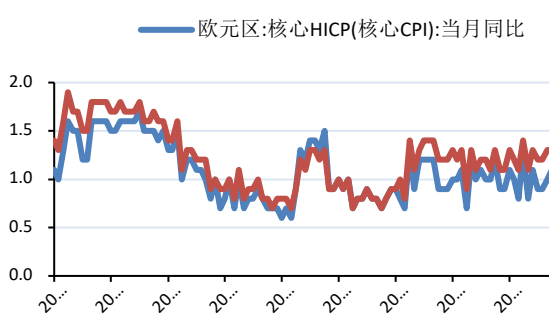
数据来源：Wind，中信建投期货

图 21：欧盟 28 国失业人数及失业率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 22：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。

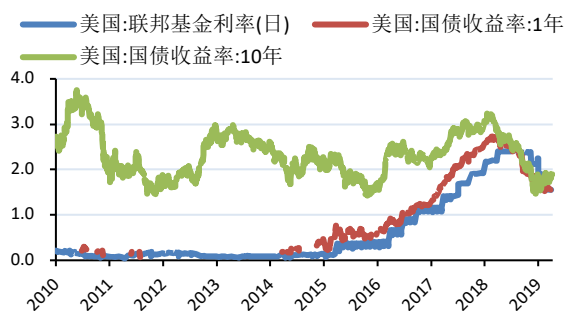
虽然经济增长面临困难, 但欧洲就业市场有一定韧性, 失业人数不断降低。欧盟统计局最新的统计数据显示, 2019 年 12 月份欧盟 28 国失业人数为 1558.3 万人, 较 2018 年同期减少 93.9 万人; 失业率已经降至 6.3%, 较 2018 年同期低 0.4 个百分点。

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。

1.1.4 美联储表态偏鸽 欧央行或持续宽松

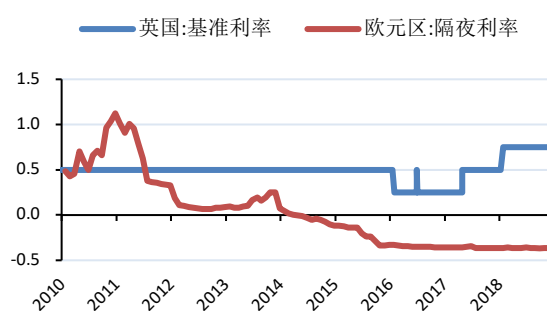
目前美国经济面临诸多不确定性, 通胀承压, 2019 年内已经实施了三次降息, 开始了被动扩表, 并在四季度后进入货币政策观察期, 观测和讨论明年的降息节奏。美联储主席鲍威尔表明了对经济增长的乐观态度, 但同时强调了通胀不达预期的不利影响, 美联储将致力于实现 2% 的通胀目标。点阵图偏鸽, 长期联邦基金利率的预期维持在 2.5%, 到 2020 年的点阵图仍显示利率低于该水平。这意味着, 通过点阵图反映出的共识是一段时间内将保持宽松政策。总的来看, 美国制造业和经济整体景气程度较低, 商品价格缺乏基层上涨动力, 同时耐用品订单呈负增长, 需求收缩, 商品通胀短期内难以改善。此外, 贸易摩擦拖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

图 23: 美国基准利率及债券收益率



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 24: 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”。

1.1.5 国际宏观小结

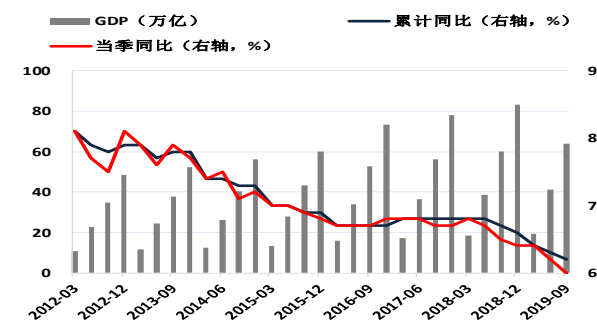
伴随着贸易摩擦带来的负面效应, 目前主要经济体均表现出经济增长放缓的迹象, 未来全球主要经济体仍面临下行压力。2019 年美国经济增长放缓, 呈温和扩张态势, 2020 年美国经济增长大概率温和走弱, 货币政策空间充裕, 降低概率较大。欧洲经济前景低迷, 且政局或持续动荡, 为经济带来负面影响, 美强欧弱局面或将延续。

1.2 国内宏观

1.2.1 经济下行压力不减, 外需接棒施压

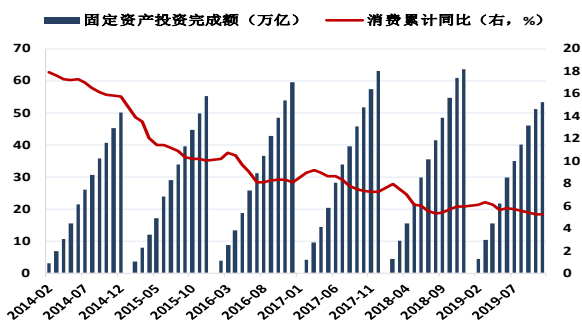
2019 年, 受中美贸易摩擦和世界经济低迷的影响, 国内宏观经济延续 2018 年以来较大的下行压力。国家统计局数据显示, 2019 年第一、第二和第三季度国内生产总值 (GDP) 同比增长 6.4%、6.2%、6.0%, 增速较去年同期低 0.5、0.5 和 0.4pct, 其中第三季度 GDP 增速创 1990 年以来最低水平。但总体来说, 经济运行总体平稳, 结构性调整稳步推进。2019 年 1-11 月, 固定资产投资完成额 53.4 万亿元, 同比增长 5.2%, 而社会消费品零售总额为 37.3 万亿元, 同比增长 8.0%, 出口 2.276 万亿美元, 同比回落 0.3%。今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 25: 中国国内生产总值及其增速



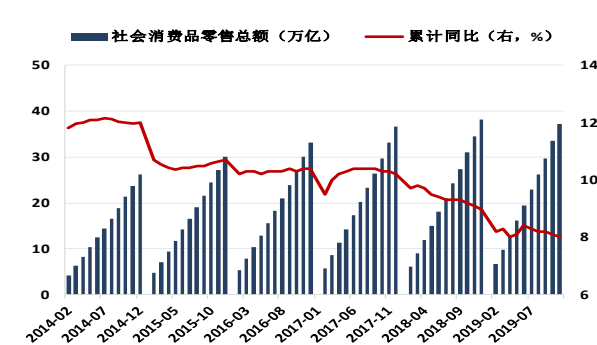
数据来源: Wind, 中信建投期货

图 26: 中国固定资产投资及其增速



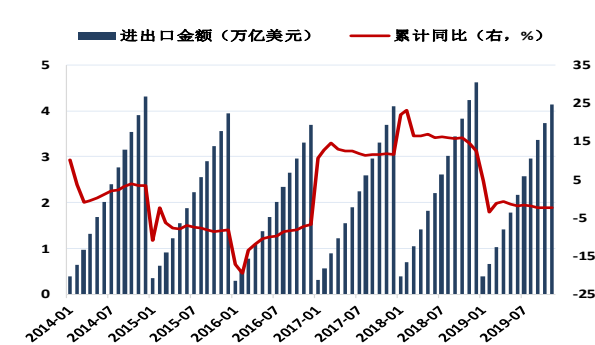
数据来源: Wind, 中信建投期货

图 27: 中国社会消费品零售总额及其增速



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 28: 中国进出口贸易额及其增速

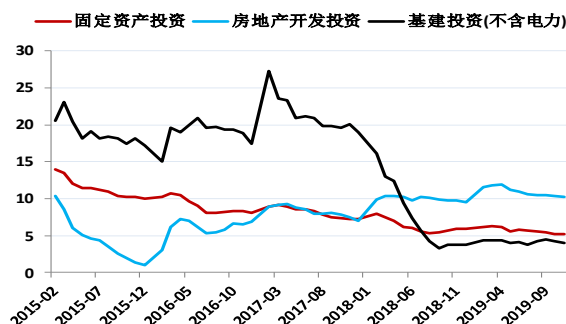


数据来源: Wind, 中信建投期货

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

架“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 29：中国固定资产投资增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 30：中国制造业投资增速



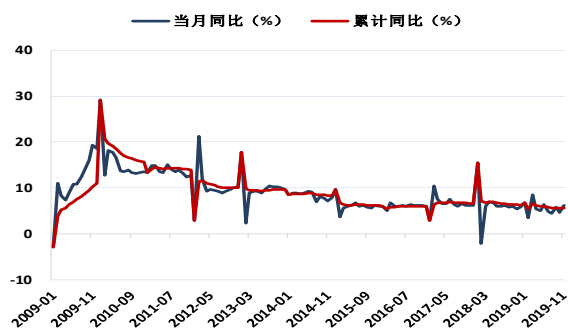
数据来源：Wind，中信建投期货

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7ppts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1.1ppts。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1ppts至7.9%，乡村消费增速降低1.2ppts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18.8ppts。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 31：中国工业增加值同比增速


数据来源：Wind，中信建投期货

图 32：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，工业增加值同比增速重心下移，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。

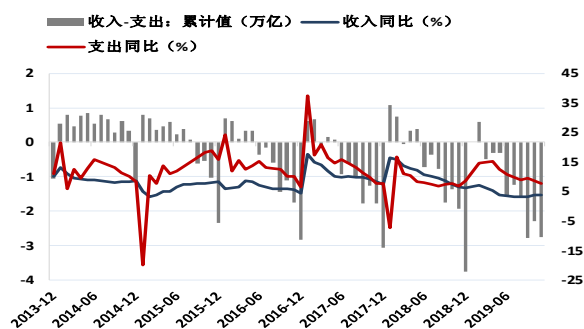
1.2.2 积极的财政政策侧重提质增效和结构调整

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0.5%，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。

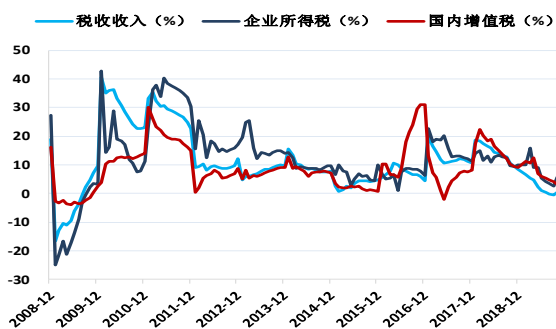
2020 年，国内经济形势下行压力不减，政府明确将继续实施积极的财政政策，主要关注赤字率和地方债发行情况。12 月份的中央紧急工作会议指出，积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。财政部在 2019 年底提前下达了 2020 年部分新增专项债额度 1 万亿，较 2019 年增加了 1900 亿，作为基建资金的重要来源，基建投资作为 2020 年经济增长的重要力量，叠加减轻企业增值税支出提振经济效益和市场活力，预计将增强经济增长后劲，部分对冲 2020 年宏观经济下行压力。

图 33：中国公共财政收入和支出及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 34：中国税收收入和企业所得税收入累计增速



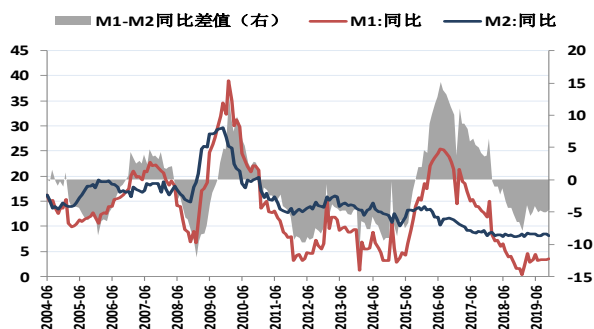
数据来源：Wind，中信建投期货

1.2.3 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。

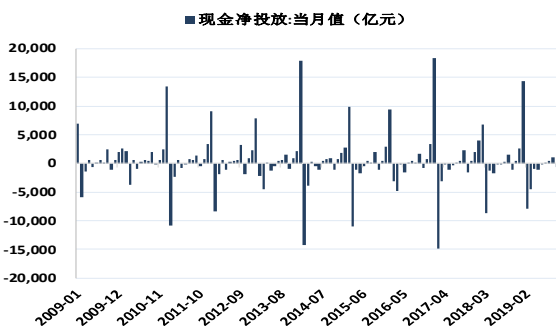
2019 年，融资形势有所改善。人民银行统计数据显示，截至 2019 年 11 月，狭义货币供应量 M1 同比增长 3.5%，较 2018 年同期增长 2pcts，结束自 2016 年中以来回落态势；广义货币供应量 M2 同比增长 8.2%，增速较 2018 年同期高 0.2pcts，增速低位运行。M1 和 M2 增速剪刀差从去年较低水平 -6.5% 缩窄至 -4.7%，表明在积极的财政政策和稳健的货币政策实施下，企业融资压力有所减小。

图 35：中国货币供应增速及剪刀差变动



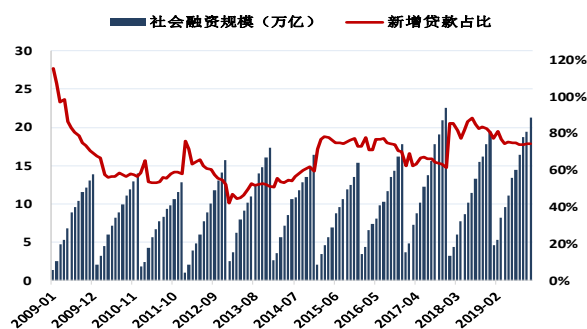
数据来源：Wind，中信建投期货

图 36：中国人民银行现金净投放



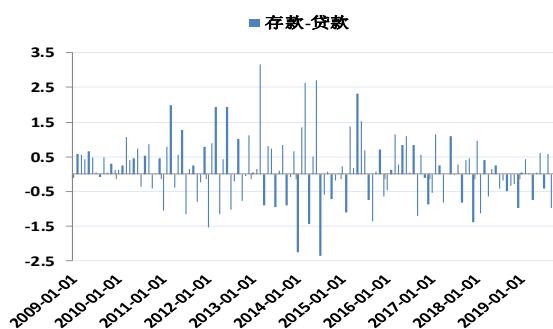
数据来源：Wind，中信建投期货

图 37：中国社会融资规模及新增信贷占比



数据来源：Wind，中信建投期货

图 38：中国新增人民币存贷款



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 年同期下落近 8 个百分点。

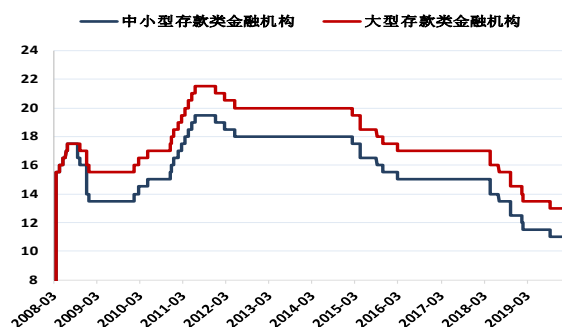
2019 年前 11 个月新增人民币贷款中，短期贷款及票据融资增加 5.15 万亿元，中长期贷款增加 10.45 万亿元。从结构上看，其中居民户中长期贷款新增量较去年同期上升 7%，侧面表明了房地产行业的韧性，对实体经济发放的人民币贷款余额同比增长 12.5%，占同期社会融资规模存量的 68%，银行信贷的支持力度有所加强，而表外融资，包括委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票呈现持续收缩态势。

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。

1.2.4 利率保持低位运行，定向调整为主

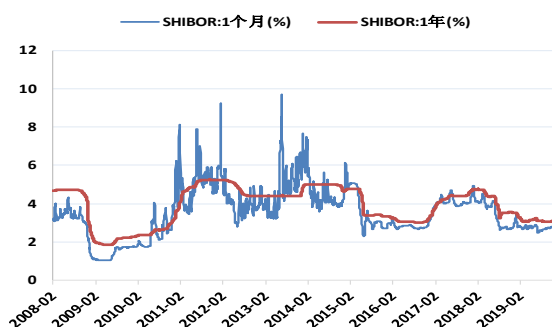
2019 年，货币市场利率中枢维持低位，波动性加剧。Wind 统计数据显示，截至 2019 年 12 月 27 日，上海银行间同业拆放利率 (SHIBOR) 1 个月和 1 年期分别报 2.991% 和 3.105%，分别较 2018 年底低 0.241 和 0.412pts，整体回落至 2016 年第一季度的水平。利率波动性加大体现在 2019 年隔夜 Shibor 的方差为 0.23，较 2018 年的 0.06 大幅上升，主要原因是中小银行风险引发波动。2019 年，央行分别于 1 月、5 月和 9 月共进行三次降准，大型机构存款准备金率降至 13.0%，中小结构降至 11.0%，已处于 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 39：中国人民银行存款准备金率



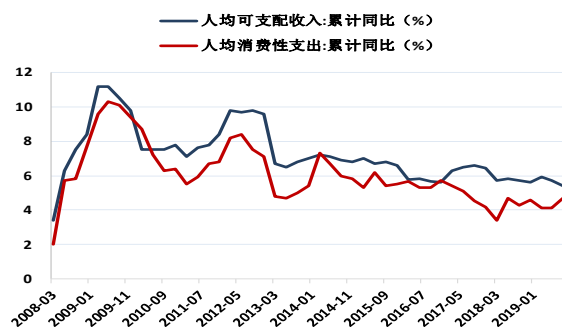
数据来源：Wind，中信建投期货

图 40：上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）



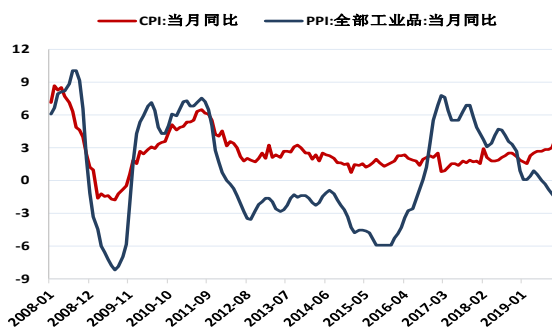
数据来源：Wind，中信建投期货

图 41：城镇居民人均可支配收入和消费性支出实际增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 42：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。

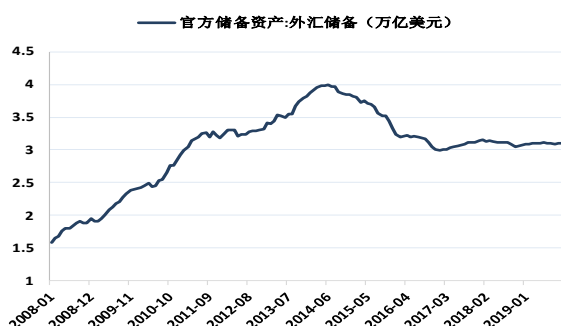
1.2.5 外汇储备平稳，汇率有韧性

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显示，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 43：中国外汇储备变动情况



数据来源：Wind，中信建投期货

图 44：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

1.2.6 国内宏观小结

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 10 年稳增长的目标下，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。

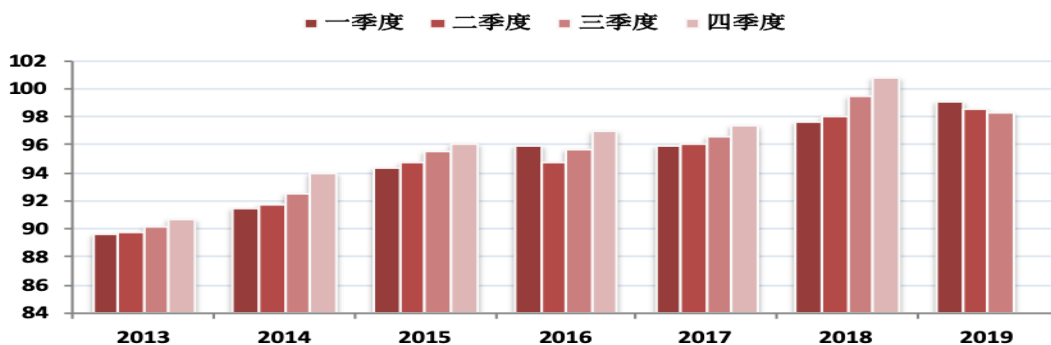
2. 原油价格走势

2.1 原油供给

2020 年全球原油供应将窄幅波动。2019 年全球原油供应逐步下降，上半年主要由于 OPEC+ 开始实行 2018 年 12 月减产 120 万桶/日协议和委内瑞拉、伊朗受到美国制裁，原油市场供应端趋紧。6 月 OPEC+ 大会决定保持 120 万桶/日的减产幅度，但延长协议期限至 2020 年 3 月，Wind 统计数据显示，截止 2019 年 3 季度，OPEC 原油产量为 2939 万桶/日，较去年同期下降 8.04%，而非 OPEC 国家同比增加 2.0% 至 6889 万桶/日，其中美国、加拿大、巴西和中国同比分别增加 8.4%、5.15%、17.03% 和 3.08%。OPEC 与非 OPEC 原油产量合计 9828 万桶/天，与去年同期相比减少 116 万桶/天。展望 2020 年，IEA 在 12 月的原油市场报告中将非 OPEC 国家产量增速下调 20 万桶/日至 210 万桶/日，但考虑到 OPEC 自 2020 年第一季度深化减产 90 万桶/日，在有效执行减产的情况下，

我们预估 2020 年第一季度全球原油供给增量在 120 万桶/日左右。

图 45：全球原油产量（单位：百万桶/日）



数据来源：Wind，中信建投期货

2.1.1 OPEC 产量及减产计划

2020 年 OPEC 原油供应有望稳中有落。随着减产提振油价的逐渐达成，2019 年 7 月的半年度会议上，因为世界主要石油出产国（OPEC）担心全球需求增长前景减弱及美国页岩油产量不断上升，决定维持 120 万桶/日的减产幅度，并延长减产期限至 2020 年 3 月。其中，沙特阿拉伯、安哥拉、伊朗、委内瑞拉全年产量下降显著，而尼日利亚和利比亚由于有减产豁免，原油产量不降反升。OPEC 最新数据显示，2019 年 11 月，OPEC 原油产量为 2955.1 万桶/天，与去年同期相比下降 27.6 万桶/日。但在 2020 年，OPEC+ 决定在 2019 年 7 月的基础上深化减产 50 万桶/日，其中 OPEC 承担三分之二，并且在达到 100% 执行力度下，沙特自愿额外减产 40 万桶/日稳定油市供需平衡，提振油价支持沙特阿美上市。但由于减产协议只覆盖至第一季度，因此后期 OPEC 成员国是否仍将自愿维持减产幅度仍存不确定性。

表 1：OPEC 产量（千桶/日）（7-11 月）

	产量目标	7 月产量	8 月产量	9 月产量	10 月产量	11 月产量
阿尔及利亚	1039	1016	1027	1018	1019	1027
安哥拉	1673	1394	1395	1411	1356	1284
厄瓜多尔	522	537	535	547	448	530
加蓬	193	-	-	-	-	-
伊朗	3797	2194	2218	2159	2146	2102
伊拉克	4351	4779	4736	4724	4690	4639
科威特	2707	2653	2670	2660	2674	2705
利比亚	-	1056	1078	1164	1167	1188
尼日利亚	-	1866	1780	1859	1811	1798
沙特阿拉伯	10058	9805	9687	8564	9890	9850
阿联酋	2874	3085	3074	3082	3106	3102
委内瑞拉	1972	712	755	644	687	697
OPEC		-2818	-2896	-4184	-2977	-3057

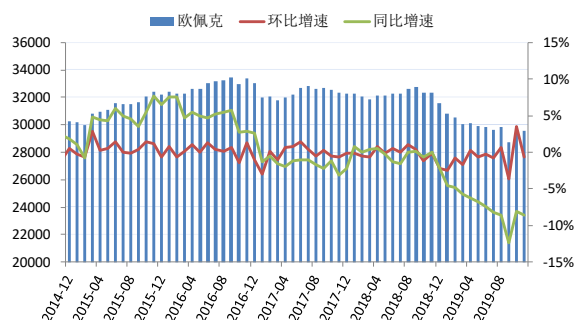
数据来源：Wind，中信建投期货

表 2：OPEC 产量（千桶/日）（1-6 月）

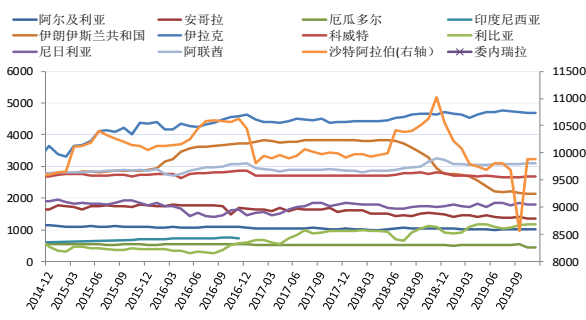
	产量目标	1 月产量	2 月产量	3 月产量	4 月产量	5 月产量	6 月产量
阿尔及利亚	1039	1041	1026	1018	1013	1029	1005
安哥拉	1673	1416	1457	1454	1413	1471	1418
厄瓜多尔	522	515	522	524	528	529	528
加蓬	193	-	-	-	-	-	-
伊朗	3797	2754	2743	2698	2554	2370	2225
伊拉克	4351	4669	4633	4522	4630	4724	4718
科威特	2707	2710	2709	2709	2697	2710	2690
利比亚	-	895	906	1098	1176	1174	1113
尼日利亚	-	1792	1741	1733	1819	1733	1855
沙特阿拉伯	10058	10213	10087	9794	9742	9690	9813
阿联酋	2874	3078	3072	3059	3060	3061	3083
委内瑞拉	1972	1106	1008	732	768	741	734
OPEC		-1491	-1736	-2483	-2588	-2668	-2779

数据来源：Wind，中信建投期货

通过观察历届 OPEC 会议决议和 WTI 价格走势的关系我们发现，OPEC 大会如果没有达成收缩产量的协议，未来 3 到 6 个月时间里原油价格大概率下跌，而在达成减产协议的情况下，油价上涨概率明显增加。根据 2019 年 12 月召开的第 177 届 OPEC 大会结果，我们预计油价第一季度上涨概率较大，而后续走势仍将考虑 2020 年 3 月 5-6 日会议评估和决议结果。于此同时，EIA、IEA 和 OPEC 三大机构预测明年全球对 OPEC 原油需求将难以超过 11 月份 OPEC 产量，分别为 2930、2890 和 2950 万桶/日，同时市场份额也将有所下降。

图 46：OPEC 产量（千桶/日）


数据来源：Wind，中信建投期货

图 47：OPEC 成员国产量（千桶/日）


数据来源：Wind，中信建投期货

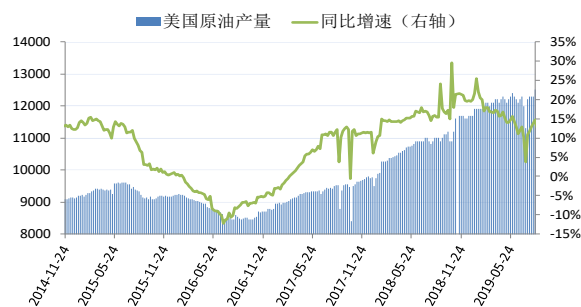
表 3：OPEC 历届大会对 WTI 油价的影响（美元/桶）

	时间	会议结果	当日 收盘价	1 周后 涨跌幅	1 个月后 涨跌幅	3 个月后 涨跌幅	6 个月后 涨跌幅
第 166 届	2014 年 11 月 27 日	维持原油产量目标不变	65.99	-0.55%	-18.53%	-24.96%	-12.64%
第 167 届	2015 年 6 月 5 日	维持原油产量目标不变	58.88	2.63%	-10.53%	-22.27%	-38.62%
第 168 届	2015 年 12 月 4 日	宣布解除产能上限	40.14	-11.93%	-8.12%	-9.49%	21.77%
第 169 届	2016 年 6 月 2 日	没有达成任何冻产协议	49.05	5.06%	0.47%	-9.89%	5.36%
第 170 届	2016 年 9 月 28 日	（临时会议）	-	-	-	-	-
第 171 届	2016 年 11 月 28 日	达成八年来首份减产协议	46.9	10.19%	14.41%	15.14%	6.59%
第 172 届	2017 年 5 月 25 日	延长减产协议 9 个月	48.71	-1.40%	-10.72%	-1.75%	21.06%
第 173 届	2017 年 11 月 30 日	延长减产协议 9 个月	57.42	-0.89%	4.30%	7.19%	18.83%
第 174 届	2018 年 6 月 22 日	增产 70 万桶/日	69.28	7.17%	1.17%	8.93%	-24.75%
第 175 届	2018 年 12 月 6 日	减产 120 万桶/日	51.71	2.20%	13.79%	19.34%	5.94%
第 176 届	2019 年 7 月 1 日	维持原油产量目标不变	56.17	-0.36%	-6.00%	3.85%	?
第 177 届	2019 年 12 月 5 日	减产 50 万桶/日	61.14	1.34%	?	?	?

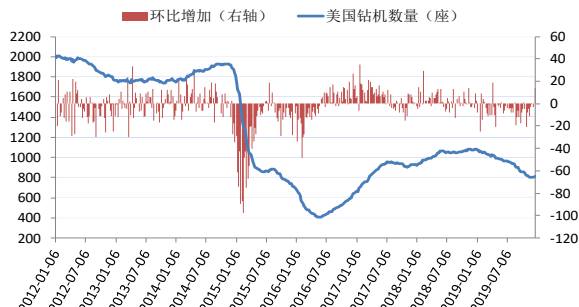
数据来源：Wind，中信建投期货

2.1.2 美国产量

美国页岩油产量增幅将受到行业债务高企的限制。自美国页岩业革命以来，国内原油产量攀升，不断朝能源独立目标迈进，重塑国际原油市场格局。美国能源信息署(EIA)最新数据显示，截至 12 月 13 日，美国国内原油产量 1280 万桶/天，同比增长 10.3%，产量仍处于新高水平，但较 2018 年增速明显放慢；同时，美国油服公司贝克休斯最新公布数据显示，截至 12 月 20 日当周，美国石油活跃钻井数为 813 座，相较去年同期大幅减少 267 座，生产效率不断提高。但在 2019 年 10 月，由于巨额债务资金到期，导致美国页岩行业资金管道接近枯竭，全年近三十家钻探公司破产，预计 2020 年页岩油资本开支较 2019 年将有所下降，产量增速将继续放缓，同时页岩油行业的整合、收购浪潮将在 2020 年持续下去。据 EIA 预测，明年美国原油产量达到 1320 万桶/日，较今年上升 90 万桶/日，上涨 6.8%，主要因为钻井数量连年下降，并且下降趋势将持续到 2020 年，因此预计 2020 年日产量增速将低于 2019 年的 130 万桶和 2018 年的 160 万桶。整体来看，我们认为在全球经济增速放缓的背景下，2020 年页岩油供应增速放缓将对油价起到一定支撑。

图 47：DOE 产量（千桶/日）


数据来源：Wind，中信建投期货

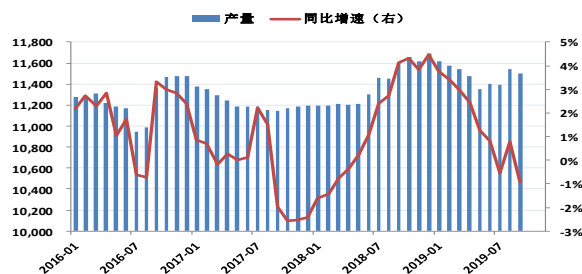
图 48：美国油井钻机数量（座）


数据来源：Wind，中信建投期货

2.1.3 俄罗斯与加拿大产量

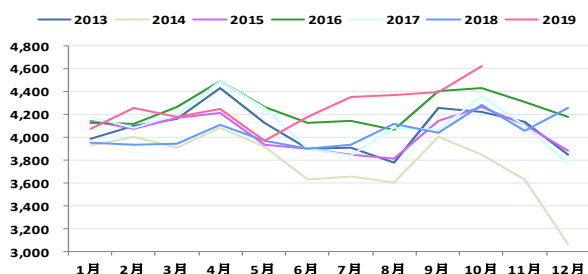
2019 年俄罗斯与加拿大原油供应小幅增加，预计 2020 年原油产量将继续上升。俄罗斯能源部数据显示，11 月原油产量 1124.4 万桶/日，同比下降 1.2%，环比持平；2019 年 10 月份，其管道出口原油达 462.9 万桶/天，相较 2018 年同期增加 34 万桶/天。此前，俄罗斯能源部长 Novak 表示，预计俄罗斯 2020 年石油产量为 5.55-5.65 亿吨，同时按照减产协议，凝析油将排除在减产配额之外，俄罗斯 2020 年起原油产量配额为 1118 万桶/日，较 11 月份产量仍有 77 万桶上浮空间。加拿大方面，Wind 统计数据显示，2019 年 9 月加拿大石油产量为 549.3 万桶/天，同比增长 5.15%。对 2020 年，尽管加拿大国内原油需求在萎缩，但 EIA 在 12 月月报中预测明年加拿大原油产量将增加 2%，由非开采油砂开发将继续引领加拿大的原油产量增长。综合来看，2020 年俄罗斯与加拿大原油增产无法对油价形成利好。

图 49：俄罗斯原油产量（千桶/日）



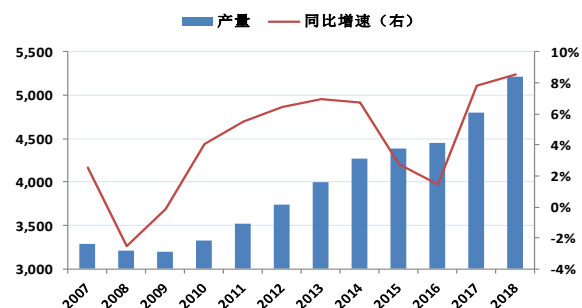
数据来源：Wind，中信建投期货

图 50：俄罗斯管道出口原油（千桶/日）



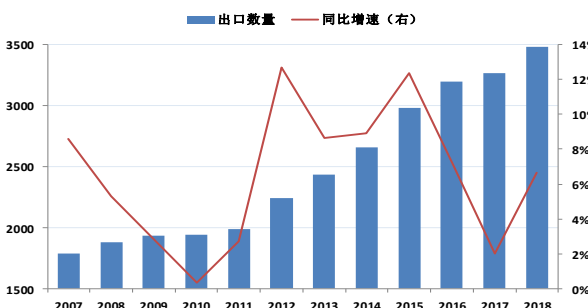
数据来源：Wind，中信建投期货

图 51：加拿大原油产量（千桶/日）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 52：加拿大原油出口（千桶/日）



数据来源：Wind，中信建投期货

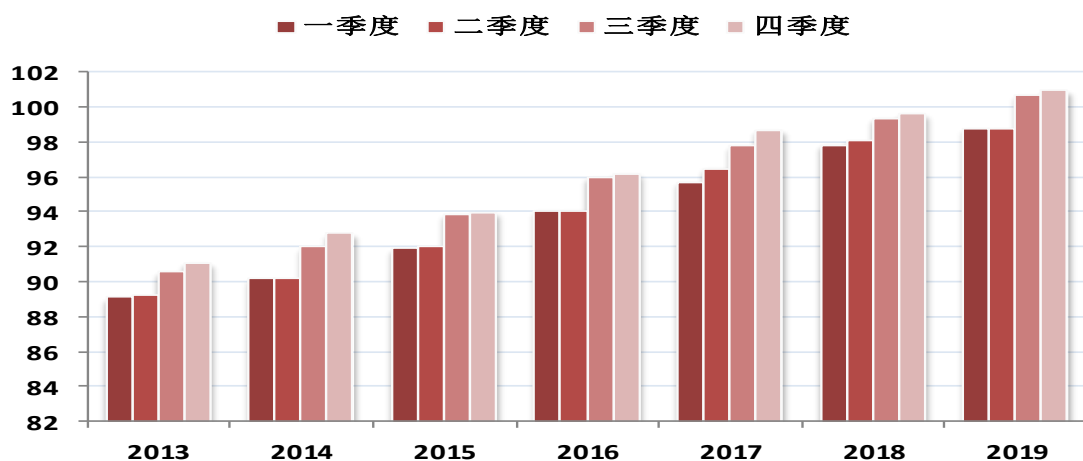
2.1.4 供给小结

OPEC 达成十年最大减产提振油价已卓有成效，同时美国页岩油因资金链断裂导致产量放缓对油价下方形成一定支撑，但由于 2019 年 12 月 OPEC 会议决议将凝析油被排除在减产配额之外、非 OPEC 产量增速强劲，或对此 OPEC 十年最大减产的效果有所削弱。综合来看，随着预计 2020 年第一季度供给增速将在 OPEC 成员国及其盟国的减产协议执行下将有所抵消美国、俄罗斯、加拿大、巴西及挪威等国家产油增幅带给油价的压力。尽管自 4 月起 OPEC 成员国暂未做出具体决定，但我们预计在考虑到原油需求增速放缓而非 OPEC 国家不断增产的情况下，2020 年 3 月 OPEC 召开的原油会议大概率将延长减产。此外，据 EIA 和 IEA 在 12 月公布，预测 2020 年原油供应为 10229 万桶/日和 10130 万桶/日。

2.2 原油需求

2019 年，中美贸易摩擦和英国脱欧一拖再拖的背景下，投资者对全球经济需求增速的担忧成为长期笼罩在原油市场上方的阴霾，受悲观情绪影响，EIA、IEA 和 OPEC 三大机构对 2019 年、2020 年的原油需求增速预期频频下调。据统计，EIA 下调 2019 年需求增速 10 次、2020 年 8 次；IEA 和 OPEC 变动次数不多，同时每次变动均在下调预期，其中欧洲地区的经济疲软拖累原油需求增速较为明显。但随着中美经贸代表磋商进展和英国脱欧事件逐渐明朗，三大机构在年末均定调 2020 年原油需求增速将好于 2019 年。

图 53：世界原油需求量（百万桶/日）



数据来源：Wind，中信建投期货

表 4：全球原油需求增速预期（万桶/日）

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
EIA	2019年	154	149	145	140	138	122	107	100	89	84	75	75
	较前值变化	2	-5	-4	-5	-2	-12	-15	-7	-11	-5	-9	0
	2020年	153	148	146	145	153	142	140	143	140	130	137	142
	较前值变化	1	-5	-2	-1	8	-11	-2	3	-3	-10	7	5
IEA	2019年	140	140	140	140	131	120	120	110	110	100	100	100
	较前值变化	0	0	0	0	-9	-10	0	-10	0	-10	0	0
	2020年	-	-	-	-	140	140	140	130	130	120	120	120
	较前值变化	-	-	-	-	0	0	0	-10	0	-10	0	0
OPEC	2019年	129	124	124	121	121	114	114	110	102	98	98	98
	较前值变化	0	-50	0	-3	0	-7	0	-4	-8	-4	0	0
	2020年	-	-	-	-	-	-	114	114	108	108	108	108
	较前值变化	-	-	-	-	-	-	0	0	-6	0	0	0

数据来源：Wind，中信建投期货

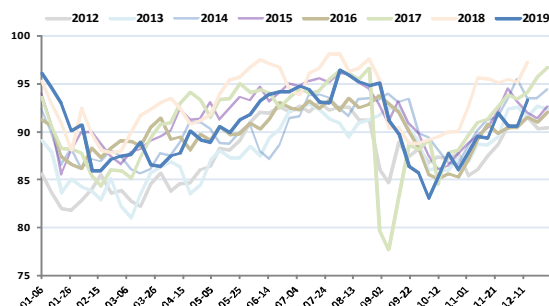
2.2.1 美国原油需求及库存

2019 年美国原油需求增速受中美贸易摩擦拖累不及去年。通常来看，经济增速和原油需求保持较高相关性，2019 年美国商务部数据显示，美国 GDP 从第一季度 3.1% 下滑至第三季度的 1.8%，前三季度 GDP 实际同比增长 2.3%，较去年同期下滑 1.9 个百分点。与此同时，2019 年美国成品油消费同比也出现回落。EIA 数据显示，截至 2019 年 12 月 20 日当周，美国成品油四周需求总量平均每天 2063.95 万桶，比去年同期低 2.7%。

展望 2020 年，EIA 预计美国石油需求为 2075 万桶/日，原油日均需求增幅为 17 万桶，与 2019 年增幅高出 9 万，可见尽管美国在 2020 年将继续面临增速下行压力，原油需求增速得到改善，因此我们预计美国原油需求为油价带来一定支撑。

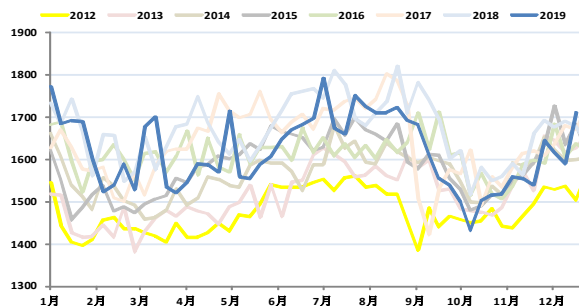
库存方面，2019 年上半年，美国原油市场在产量增长但净进口趋平的背景下不断累库，三季度进入季节性旺季，库存开启一路走低；四季度随着消费需求回落炼厂进入检修，库存开始触底回升。EIA 数据显示，截止 12 月 13 日当周，美国商业原油库存为 4.41 亿桶，环比前一周下降 547 万桶，降幅创 15 周以来新低，较 9 月低点仍大幅增加 2423.7 万桶。美国石油协会公布的原油库存（API）为 4.66 亿桶，相较 9 月低点同样减少了 2618 万桶。总体来看，美国 EIA 和 API 原油库存分别比 5 年均值低 526 万桶和 316 万桶。预计后市美国原油需求与出口增加在一定程度上抵消部分原油产量增幅，预计 2020 年美国原油库存将有所回升。

图 65：美国炼油厂产能利用率（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 66：美国原油需求（万桶/日）



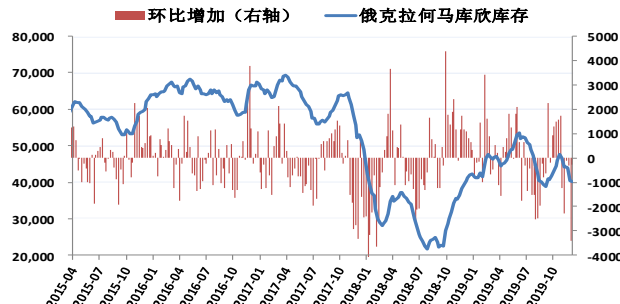
数据来源：Wind，中信建投期货

图 67：EIA 原油库存（千桶）和 API 原油库存（万桶）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 68：库欣商业原油库存（千桶）

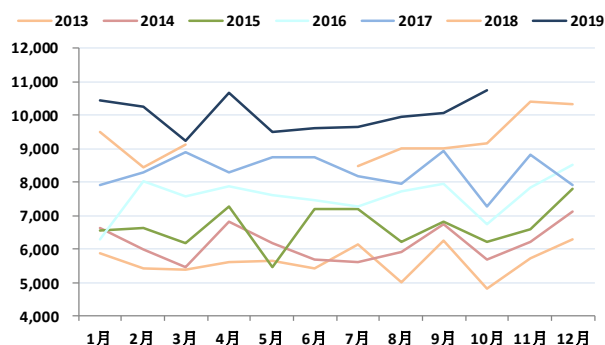


数据来源：Wind，中信建投期货

2.2.2 中国需求

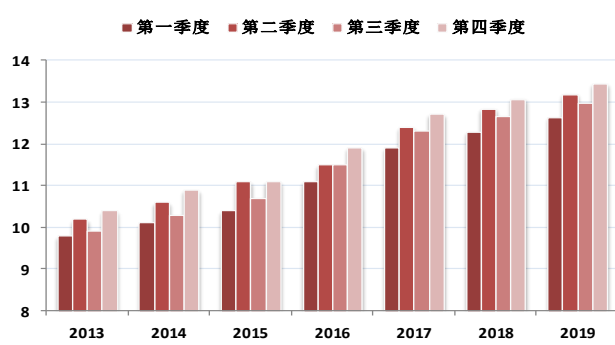
中国是仅次于美国的全球第二大原油消费国和第一大原油进口国，2019 年原油进口和消费量继续稳步增长。OPEC 数据显示，2019 年 10 月我国原油净进口量 1074.6 万桶/日，同比增加 159.8 万桶/日，增幅 17.5%。Wind 数据显示，2019 年前三季度，我国原油累积消费 5.73 亿吨，与 2018 年同期相比增加 4099 万吨，增幅 7.15% 高于 2018 年增幅 5.38%。展望 2020 年，在国际贸易局势缓和但国内宏观经济下行风险不减的背景下，叠加汽车销售继续下滑，预期国内成品油消费边际或将放缓，而中国原油需求增长大概率将同步趋缓。

图 65：中国原油净进口（千桶/日）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 66：中国原油表观消费量（百万桶/日）



数据来源：Wind，中信建投期货

2.2.3 需求小结

预计 2020 年中美两大原油消费国需求将继续增长，同时 2020 年全球需求增速较 2019 年也将有所改善。此外，据最新数据显示，EIA 预计 2020 年全球原油需求增速为 142 万桶/日，IEA 预计 2020 年全球石油需求增速为 120 万桶/日，OPEC 预计 2019 年全球石油需求增长预期为 108 万桶/日。综合来看，2020 年原油需求有望对国际油价提供一定支撑。

2.3 美元走势

2019 年，美国 4 个月内连续三次降息，共下降 75 个基点，经济存在下行风险。但对于第三次的 10 月降息决议，美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，此次降息并非量化宽松，仅仅是中期调整，他重申通货膨胀率是 2%，在任何加息措施之前需要看到通胀大幅上升。随着经济活动的改善和 11 月非农数据远超预期，12 月货币政策会议美联储按下降息的暂停键，公布将维持联邦基金利率目标区间在 1.50-1.75% 不变，同时维持超额利率 1.55% 和贴现利率在 2.25% 不变。

2020 年，短期内经济温和增长和就业市场持续靓丽大幅降低降息概率，但长期上仍存在通胀压力增大和就业市场表现转向的风险。具体来看，贸易局势缓和将消除部分经济前景的担忧，通胀将维持温和增长；就业方面需要关注韧性背后存在的结构性风险，尽管 2019 年失业率创下 50 年新低、11 月非农好于预期，但 ADP 数据反映私企就业仍有压力，且美国薪资增幅明显放慢、低薪行业积聚支撑就业的结构失衡可能会影响未来就业增长的预期。据芝加哥商业交易所(CME)“美联储观察工具”显示，预测 2020 年 1 月维持当前利率的概率为 91.4%，降息 25 基点概率为 6.5%，加息 25 基点的概率为 2.1%。结合前文分析，我们分析短期内避险情绪回落将提振美元，长期上美元或略微下滑。

整体来看，美元指数和 WTI 价格有此消彼长的负相关走势。而美元指数作为常用的衡量美元强弱的指标，美元走弱的预期将进一步为原油价格下方支撑。

图 65：美元指数与 WTI 价格（美元/桶）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 66：美联储利率（%）与 WTI 价格（美元/桶）



数据来源：Wind，中信建投期货

表 5：美联储历次加息、降息阶段原油价格变化

加息			降息		
时期	历时	WTI 涨跌幅	时期	历时	WTI 涨跌幅
1983.3-1984.8	1 年 4 个月	0.2%	1984.9-1986.8	1 年 11 个月	-48.4%
1988.3-1989.5	1 年 2 个月	17.9%	1989.6-1992.9	3 年 3 个月	6.4%
1994.2-1995.2	2 年	18.5%	1995.7-1998.11	2 年 4 个月	-28.3%
1999.6-2000.5	11 个月	54.1%	2001.1-2003.6	2 年 5 个月	7.0%
2004.6-2006.6	1 年	-3.2%	2007.9-2008.12	1 年 3 个月	1.5%
2015.12-2018.12	3 年	-2.7%	2019.7 至 2019.12	5 个月	8.92%

数据来源：Wind，中信建投期货

图 67：美元指数与 WTI 价格（2015 年-2019 年）



数据来源：Wind，中信建投期货

2.4 地缘政治

2019 年，中东地区在经济发展和地缘政治等方面多次成为市场焦点。经济方面，中东地区主动进军能源以外的其他市场，但前期仍主要通过出售原油实现国内经济转型，年初五个海湾阿拉伯经济体加入摩根、沙特阿美 4 月首次发行 120 亿美元国际债券和成功 IPO。而地缘政治方面，中东地区乱局继续升温，波斯湾一带硝烟

四起，危机接连不断，包括霍尔木兹海峡油轮数次遇袭、伊朗击落美国无人侦察机、沙特油田遇袭等等。具体来看，美伊关系紧张达到近年来的新高度。2019年5月美国对伊朗实施“极限制裁”，全面封杀伊朗石油出口同时惩戒继续与伊有贸易、投资、工程承包往来的外国企业和投资者。但伊拉克态度强硬，迅速采取反制措施。此外，阿尔及利亚、安哥拉、伊拉克、黎巴嫩、伊朗国内局势动荡，先后发生大规模民众示威游行，共计造成死伤上万。其中政府腐败、服务不力、失业率高企、物价上涨是爆发游行的主要原因。

经过9月沙特遇袭这一油市最大“黑天鹅”事件后，中东地区的地缘政治不确定性日益增加，并将延续至2020年。同时，我们预计中东地区局势紧张带来的风险溢价将在2020年继续对油价形成一定支撑。

3. 燃料油价格走势

2019年，燃料油价格呈现“前强后弱”的走势，3月以前，由于原油大幅拉涨，燃料油延续向上的趋势；受IMO限硫令的影响，5月以后则开始震荡下跌，并且跌到全年最低点，1714元/吨；整个12月受到OPEC减产的影响，原油顺势大幅上涨，同时空头平仓获利也带动燃料油走强，燃料油价格一度升至2200元/吨。

这里再次简单介绍一下IMO限硫令，国际海事组织（IMO）在2016年10月正式通过的船用燃油硫含量上限规定。自2020年1月1日起，在全球海域范围航行船舶（如未安装符合要求的脱硫设备）所使用燃油的硫含量必须控制在0.5%以内（此前的标准则为3.5%）。

3.1 燃料油供给

2019年以来，原油进料轻质化以及炼厂装置升级共同推动新加坡燃料油供应同比下降。2019年底随着IMO新规即将执行，低硫燃料油需求迅猛，炼厂提前储备低硫燃料油，直到12月，新加坡地区供应的低硫燃料油明显偏多，同时我们预计2020年国内低硫供应较为充足，此前消息称中石化中石油分别布局了10家和9家炼厂，1000万吨和400万吨的产能。此外，高硫燃料油因为后期需求的崩塌而出现一定量的过剩，IMO新规后如何处理过剩的高硫燃料油仍需要根据市场的选择，大概率还是炼厂消耗或脱硫塔使用为主。

3.2 燃料油需求

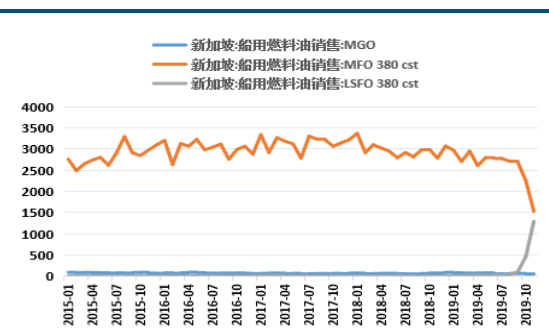
今年BDI指数基本下滑到2018年金融危机时的水平，且新加坡船燃销量明显低于去年同期，也是近四年来低位，主要受中美贸易摩擦导致全球航运行业不景气，船燃需求整体下滑。

图1：波罗的海干散货指数(BDI)



数据来源：Wind，中信建投期货

图2：新加坡燃料油销售量（千吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

受 IMO2020 新规影响，高硫船燃需求将逐步减少，但部分船东通过加装脱硫装置从而规避处罚，市场预计到 IMO2020 生效之际全球脱硫塔对高硫燃料油需求的保留量在 52 万桶/天，同时市场 20%左右的船东通过作弊行为也会继续使用高硫燃料油。综合来看，按照目前 350 万桶/天的燃料油需求来看，扣除违规保留 70 万桶/天以及脱硫塔保留 52 万桶/天的船用燃料油需求，预计 228 万桶/天的高硫油消费将被合规低硫燃料取代。2020 年全球船燃消费结构大概率是低硫、MGO 和高硫为主，然而 2020 年高硫需求仍然可观，主要由以下三个主要需求端：炼厂内部消耗（延迟焦化、高硫渣油脱硫）；脱硫塔的使用量增加（一旦等到脱硫塔安装技术成熟后）；中东炼厂发电原料（夏季炼厂发电量增加，中东地区制冷需求旺季）。

3.3 燃料油价格

国内高硫燃料油进口价格和新加坡高硫燃料油价格分别在 2019 年纷纷大幅跳水，主要还是由于 IMO 限硫令影响，虽然在 2019 年 12 月受到原油价格上涨的影响，有所反弹，但反弹高度有限。而低硫燃料油受 IMO 影响，价格直线上升，高低硫价差一度扩大到历史高位。

图 70：进口高硫燃料油 380 华南地区价格（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 71：新加坡高硫燃料油 380 价格（美元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 72：新加坡现货价：0.5%低硫燃料油（美元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

三、小结及行情展望

1. 小结

原油：

OPEC 意外深化减产将抵消明年巴西、挪威、加拿大等非 OPEC 国家的原油增产，加上美国页岩业资金枯竭导致原油产量增速放缓，明年原油供应过剩将得到改善的预期有望实现，叠加贸易局势缓和提振市场对全球原油需求前景的情绪，预计 2020 年供过于求的情况将在第一季度得到进一步改善。自 4 月起原油供应情况还将受到 3 月 OPEC 会议决定和 OPEC 成员国及其盟国实际产量的影响，结合中东地区多国经济转型的目标及财政收入来源的实际情况，我们分析 OPEC 大概率将继续通过控制产量达到油市供需平衡和提振油价的目的。需求端，中美两大原油消费国对原油需求将继续增速，同时预计 2020 年全球石油需求增速较 2019 年将得到改善，加之美元走势偏弱的预期，因此我们预期 2020 年原油价格底部坐稳，支撑较强。

燃料油：

受 IMO 新规影响，2020 年船燃格局从高硫燃料油需求一家独大转变成低硫燃料油、MGO 和高硫燃料油三足鼎立。低硫方面，当前新加坡市场低硫油的强劲需求继续推涨低硫燃料油价格，且有消息表明新加坡已经提前储备一定量的低硫燃料油。国内市场方面，虽然中石油中石化已经提前布局 1400 万吨的低硫产能，但如果出口退税政策无法尽快落地，那 2020 年国内低硫燃料油市场可能会面临暂时供应紧张的局面。高硫方面，2020 年上半年，我们预计高硫燃料油供应过剩幅度较大（船商遵循规定和 IMO 严格执行的情况下），但炼厂可以从原本的高硫原油进料向低硫原油进行转换，通过升级二次循环装置（渣油脱硫、延迟焦化）将高硫渣油转化为附加值更高的产品（低硫和 MGO）。到了下半年，随着夏季发电量大和炼厂检修并直接生产低硫为主，高硫需求相对乐观和供应可能稍微偏紧，外加如果下半年高硫需求端的脱硫塔技术安装成熟，船东对高硫燃油需求仍会有一定的恢复。

2. 行情展望

综合来看，预计 2020 年原油市场基本面将有所好转，整体重心上移概率较大，且 WTI 在 50-55 美元/桶区间有强支撑，向上有望突破 2019 年高点。路径上来看，OPEC 加大减产力度后油价维持强势，但如果随着时间推向 2020 年 3 月，其没有延长减产的措施的话，油价很可能承压回落，随后可能再度进入震荡走势。燃料油方面，对于高硫燃料油期货，2020 年我们保守看好下半年价格；对于低硫燃料油期货，受需求扩大影响，全年保守看多；明年低硫燃料油国内上市，可以关注高低硫燃料油套利情况。

3 套保建议

对于炼厂来说，价格在支撑区间或靠近支撑区间可以尝试适当加大买入保值的数量，以在较低价格锁定采购成本。而如果有较大库存的情况下，需要警惕一季度末减产协议没有延长的情况下的市场风险。

另外，关注中美贸易摩擦发展情况，目前相对缓和之后，人名币亦有一定回暖，但是，中长期双方关系不确定性依然很大、贸易摩擦将反复是我们一直以来的观点，在此预期下，人名币面临再度贬值的风险，对于炼厂来说，可以买入 INE 期货对冲掉部分汇率风险。

联系我们

天然橡胶年报

中信建投期货总部

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街11-B，名义层11-A，8-B4, C
电话：023-86769605

中信建投期货有限公司上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 8 楼 10-11 单元
电话：021-68765927

中信建投期货有限公司湖南分公司

地址：长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903
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：0791-82082702

中信建投期货有限公司深圳分公司

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦 11I
电话：0755-33378759

漳州营业部

地址：漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场 A2 地块 9 幢 1203 号
电话：0596-6161588

西安营业部

地址：西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层北侧 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

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 9 层 912
电话：010-82129971

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（阳光城·央座）1306/07 室
电话：027-59909521

中信建投期货有限公司杭州分公司

地址：杭州市上城区庆春路 137 号华都大厦 811、812 室
电话：0571-28056983

太原营业部

地址：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 17 幢一层 A113 房间
电话：010-85951101

上海浦东营业部

地址：上海自由贸易试验区世纪大道 1777 号 3 楼 F1 室
电话：021-68597013

中信建投期货有限公司济南分公司

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

中信建投期货有限公司大连分公司

地址：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：0411-84806316

中信建投期货有限公司河南分公司

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 房
电话：0371-65612397

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：020-28325286

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：023-88502020

成都营业部

地址：成都市武侯区科华北路 62 号（力宝大厦）1 栋 2 单元 18 层 2、3 号
电话：028-62818701

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路 2899 甲号 1 幢 1601 室
电话：021-64040178

南京营业部

地址：南京市黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1、D2 座
电话：025-86951881

中信建投期货有限公司宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街 180 号国际金融服务中心 1809-1810 室
电话：0574-89071681

合肥营业部

地址：合肥市包河区马鞍山路 130 号万达广场 C 区 6 幢 1903、1904、1905 室
电话：0551-2889767

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰大厦 B 座 1406
电话：020-22922102

中信建投期货有限公司河北分公司

地址：廊坊市广阳道吉祥小区 20-11 号门市一至三层、20-1-12 号门市第三层
电话：0316-2326908

重要声明

天然橡胶年报

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