

供应利好不断 需求预期太满

傅博

· 从业资格编号 F3071993

· 投资咨询编号 Z0015291

内容提要

全球棉花供应充足，库存消费比连续两个市场年度维持在 80% 以上的高位。2020/21 年度多个主产国棉花产量下降，而且市场对于需求前景保持乐观预期，全球棉花供应过剩局面有所改善。ICE 价格震荡上涨，已经一定程度上反映乐观预期。

国内棉花产量稳定，进口增加，总供应增加。内需强劲，但是外贸需求恢复缓慢，而且美对新疆棉花的限令将对需求构成潜在风险。短期，新棉成本对价格构成支撑，中期来看，主要关注需求的恢复情况。

2021 年棉花维持震荡上涨的判断，但是由于市场已经计入乐观预期，且内外棉价差较大，预计国内走势弱于美棉。

操作建议

建议中期背靠 13500 一线做多 CF109。

风险提示

- 1、疫情持续时间超预期
- 2、经济恢复不及预期
- 3、纺织品需求结构性变化
- 4、国际贸易摩擦



一、核心逻辑

1、全球棉花供需形势分析

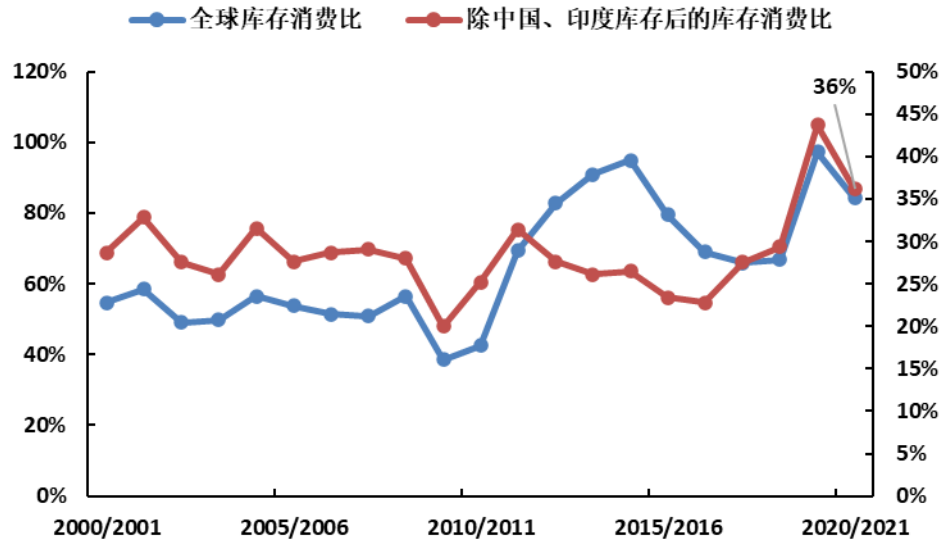
根据美国农业部（USDA）和国际棉花咨询委员会（ICAC）的最新预估，2020/21年度全球棉花供应仍然非常充足，全球棉花库存消费比维持在84%以上，仍然是历史高位。上一次库存消费比如此之高还是2014/15年度，当时主要受到中国收储的影响。最近两个市场年度虽然印度CCI也进行了大规模的收储，但是剔除中国和印度的库存后，全球的库存消费比仍然是2000年以来高位，高出历史均值近9%，反映全球棉花的库存压力仍然较大。

图 1：全球棉花平衡表（千吨）

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (5月预测)	2020/21 (12月预测)	同比
产量							
印度	587.9	631.4	561.7	642.3	620.5	642.3	0%
中国	495.3	598.7	604.2	593.3	577	598.7	1%
美国	373.8	455.5	399.9	433.6	424.6	347.3	-20%
巴西	152.8	200.7	283	300	261.3	261.3	-13%
巴基斯坦	167.6	178.5	165.5	135	137.2	98	-27%
乌兹别克	81.1	84	71.3	76.2	74	76.2	0%
土耳其	69.7	87.1	81.6	75.1	79.5	61	-19%
其他	394.3	462.8	416.1	403.8	415.9	395.3	-2%
合计	2322.5	2698.7	2583.3	2659.3	2590	2480.1	-7%
消费							
中国	838.2	892.7	860	718.5	827.4	827.4	15%
印度	530.2	525.8	522	435.5	511.7	522.5	20%
巴基斯坦	224.3	237.3	233	200.3	228.6	217.7	9%
孟加拉国	148.1	163.3	156.8	141.5	152.4	158.9	12%
土耳其	142.6	162.2	150.2	143.7	152.4	152.4	6%
越南	117.6	143.7	152.4	137.2	148.1	148.1	8%
巴西	43.5	54.4	61	65.3	69.7	68.6	5%
其他	484.8	493.8	481	383.9	445.4	421.8	10%
合计	2529.3	2673.2	2616.4	2225.9	2535.7	2517.4	13%
进口							
中国	109.6	124.3	209.9	155.4	206.8	217.7	40%
孟加拉国	148.1	165.5	152.4	152.4	152.4	150.2	-1%
越南	119.7	152.4	151.1	141.1	151.3	148.1	5%
土耳其	80.1	87.6	76.2	101.7	80.6	95.8	-6%
巴基斯坦	53.3	74	62.1	86.5	102.3	102.3	18%
印尼	73.8	76.6	66.4	54.7	66.4	61	12%
印度	59.6	36.5	39.2	49.6	23.9	21.8	-56%
其他	176.7	179.8	164.1	133.5	149	142.9	7%
合计	820.9	896.7	921.4	874.9	932.7	939.8	7%
出口							
美国	324.8	354.5	323	338.1	348.4	326.6	-3%
巴西	60.7	90.9	131	194.6	196	217.7	12%
印度	99.1	112.8	76.4	69.7	98	108.9	56%
澳大利亚	22.1	23.4	29.5	29.6	21.8	30.5	3%
希腊	81.2	85.2	79.1	31.9	28.3	28.3	-11%
贝宁	18	23.3	30.3	26.1	28.3	29.4	13%
科特迪瓦	13.6	13.5	19.5	13.6	20.7	20.7	52%
其他	209.1	204.5	217.6	188.6	181.9	178.7	-5%
合计	828.6	908.1	906.4	892.2	923.4	940.8	5%
期末库存							
中国	999.8	827.2	776.6	803.4	742.9	789.8	-2%
印度	171.6	200.9	22.8	389.4	429.2	422	8%
巴西	150.9	188.5	266.8	313.6	296.2	292.3	-7%
美国	59.9	91.4	105.6	157.9	167.6	124.1	-21%
巴基斯坦	50.4	61.6	54.3	73.8	67.5	54.8	-26%
孟加拉国	35.5	40.4	38.8	52.6	46.8	46.8	-11%
土耳其	33.3	38.7	35.8	60.2	50.5	54.8	-9%
其他	245.7	313.5	266.9	313.8	364.1	338.7	8%
合计	1747.1	1762.2	1567.6	2164.7	2164.8	2123.3	-2%

资料来源：USDA，金信期货研究院

图 2: 全球棉花库存消费比

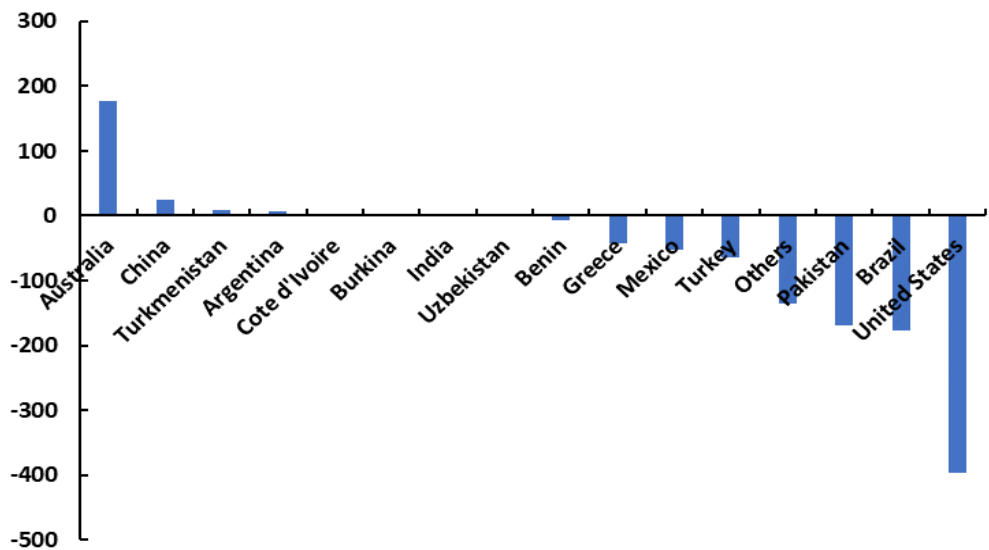


资料来源: USDA, 金信期货研究院

全球棉花产量: 四年低位, 多个主产国减产

根据美国农业部 (USDA) 的预估, 2020/21 年度全球棉花产量为 1.139 亿包, 较 5 月份的初步预估下调 4%, 比 2019/20 年度少 7%, 为四年低位。美国、巴西、巴基斯坦、土耳其和西非的棉花产量出现较大幅度的同比降幅, 是导致全球棉花产量下降的主要原因, 其中美国棉花产量较 4 年均值下降 16%, 巴基斯坦的棉花产量较 4 年均值下降 39%, 土耳其的棉花产量较 4 年均值下降 22%, 全球主要棉花生产国中仅中国和澳大利亚的棉花产量出现同比增长。

图 3: 全球棉花主产国产量同比变化 (万吨)



资料来源: USDA, 金信期货研究院

全球棉花需求：恢复性增长，仍比疫情前低

根据美国农业部（USDA）的预估，2020/21 年度全球棉花消费量为 1.1563 亿包，较 5 月份的初步预估下调 1%，比 2019/20 年度的消费量增 13%，但是仍然比新冠疫情前的三个市场年度的均值少 3.65%。美国农业部预估只有孟加拉国、越南和巴西的棉花消费将高于疫情前，中国、印度和巴基斯坦的棉花消费量虽然出现恢复性增长，但是相比疫情前还是略有下降。

全球棉花贸易：美、印、巴西竞争出口，中国、巴基斯坦增加进口

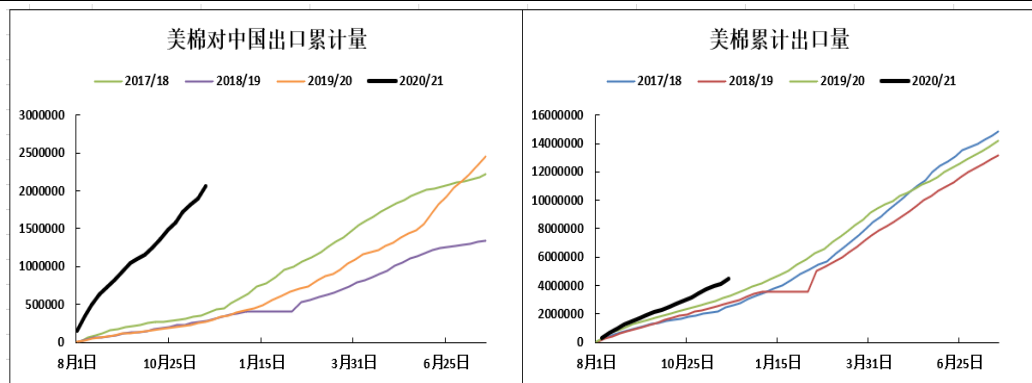
由于天气、虫灾以及疫情的影响，全球棉花供需分配更加错乱，美国农业部预计 2020/21 年度全球的棉花贸易量将出现明显增长，不仅较 2019/20 年度增长 7%，而且相比疫情前也是增加的。进口端，同比增幅最大的是中国，主要和中美第一阶段贸易协议有关，另外巴基斯坦由于国内大幅减产，将增加进口。出口端，美国、印度和巴西的出口竞争加剧，美棉出口受中国需求推动，巴西的棉花出口受货币贬值推动，印度的棉花出口主要受到库存压力和低价推动。

影响国际棉价的因素

美国：美棉出口情况将影响 ICE 棉花价格

ICE 棉花的走势很大程度上受美棉的供需情况影响。今年夏季美国遭遇了创记录的热带风暴和飓风，市场对于美棉减产的预期推动 ICE 棉花 7 月份以来持续上涨，美国农业部在 12 月报告中把美棉 2020/21 年度产量下调至 1595 万包，美棉 2020/21 年度的产量基本确定，接下来美棉将主要关注出口情况。根据 USDA 的出口销售报告显示，截至 12 月 3 日，2020/21 年度累计出口陆地棉 445.5 万包，较去年同期增 35.6%，延续本年度以来的强劲出口势头，主要受中国买盘推动，截至 12 月 3 日，本年度美棉对中国的销售量为 205.9 万包，已经接近往年全年的销售量。未来几个月，随着国内 89.4 万吨的配额的发放，预计中国对美棉的进口量将继续增加，后期美棉出口仍有上调可能，即美棉库存可能将再次下调，这对 ICE 棉花价格构成支撑。不过，由于优质美棉数量明显减少，且美棉价格明显高于巴西棉和印度棉，性价比下降也可能导致其他国家的美棉的进口下降。

图 4：美棉出口情况（包）



资料来源：USDA，金信期货研究院

印度：产量可能下调，支撑 ICE 棉花价格

印度对国际棉价的影响主要在供应端，一方面，创历史记录的高库存可能导致印度明年继续维持低价出口的政策，当国际棉花需求和市场情绪相对悲观的时候，印度棉对国际棉价的冲击会加大。另一方面，由于今年 8-10 月，古吉拉特邦、中央邦和马哈拉施特拉邦的降雨远超历史均值，影响到了印度棉花的产量和质量，印度棉花协会（CAI）最近将印度棉花产量下调到 3560 万包，低于之前的预估 3700 万包，也比去年的产量 3600 万包低。未来几个月 USDA 有下调印度棉花产量的可能，将对 ICE 棉花价格构成支撑。

巴西：种植面积下降，产量可能继续下调

由于主产州马托格罗索干旱导致棉花播种延迟，加上种植谷物的收益好于棉花，市场预计巴西 2020/21 年度的棉花种植面积将进一步下降，从而导致巴西棉花产量继续减少。不过，由于大豆也同样遭遇了播种延迟，可能导致部分大豆面积转种棉花，所以棉花的最终种植面积要到 1 月份才能确定。

消费：关注现实和预期的差异

目前市场预期明年 2 季度之后，疫苗将在全球范围内大规模应用，从而会令全球经济回到正常的轨道上来，棉花的需求也会随着出现恢复和好转。但是具体情况如何，和疫苗大规模应用的时间和效果，以及和全球经济的真实表现有关，还存在很大的不确定性，另外，疫情对全球纺织行业和对人类的纺织服装消费习惯的影响也需要时间来反映，所以，最终全球棉花消费的真实情况和预期之间很可能存在很大的差异，这将对全球棉花价格造成巨大影响。

2、国内棉花供需形势分析

根据农业农村部的预估，2020/21 年度国内的棉花库存消费比为 89.5%，和 2017/18，2018/19 年度相近，总体来看仍然是较为充足的。

图 4：中国棉花供需平衡表

CASDE	17/18年	18/19年	19/20年 (12月估计)	20/21年 (12月预测)
期初库存(万吨)	875	743	721	736
产量(万吨)	589	604	580	585
进口量(万吨)	132	203	160	200
新增总供给(万吨)	721	807	740	785
国内消费量(万吨)	849	824	723	800
出口量(万吨)	4	5	3	5
总消费量(万吨)	853	829	726	805
期末库存(万吨)	743	721	736	716
库存消费比	87.10%	86.97%	101.38%	88.94%

资料来源：农业农村部，金信期货研究院

产量和新棉收购：根据国家棉花市场监测系统的数据，今年全国的植棉面积较上一年下降约 4.7%，长江流域和黄河流域的植棉面积继续下降，分别下降 13.2%和 23.9%，西北内陆地区的植棉面积变化不大，特别是新疆地区。单产方面，全国平均单产同比增 6.9%，今年黄河流域和西北内陆地区的棉花生长期的天气条件均不错，使得这两个地区的今年的单产分别同比上升了 4.1%和 5.7%，长江流域则因为生长期降雨较往年偏多，导致棉花产量和质量均出现大幅下降。总的来看，今年全国棉花产量预计同比增 1.8%，将达到 595 万吨。

图 5：2020 年中国棉花产量预测表

地区	面积			单产			总产量		
	2020	2019	同比	2020	2019	同比	2020	2019	同比
全国	4568.2	4794.3	-4.7%	130.2	121.9	6.9%	595.0	584.3	1.8%
黄河流域	600.3	691.9	-13.2%	76.3	73.3	4.1%	45.8	50.7	-9.7%
山东省	257.8	302.1	-14.6%	76.5	73.2	4.5%	19.7	22.1	-10.8%
河南省	59.4	62.6	-5.2%	56.7	56.5	0.5%	3.4	3.5	-4.7%
河北省	231.8	265.4	-12.7%	80.0	75.4	6.2%	18.5	20.0	-7.3%
陕西省	15.7	18.4	-14.6%	80.1	79.7	0.6%	1.3	1.5	-14.2%
山西省	14.2	16.7	-14.7%	78.6	78.3	0.4%	1.1	1.3	-14.4%
天津市	21.4	26.7	-19.8%	82.0	84.6	-3.0%	1.8	2.3	-22.2%
长江流域	368.6	490.6	-24.9%	50.8	62.1	-18.2%	18.7	30.5	-38.5%
湖北省	132.0	181.8	-27.4%	42.7	55.7	-23.3%	5.6	10.1	-44.3%
安徽省	103.1	142.1	-27.4%	49.0	58.2	-15.8%	5.1	8.3	-38.9%
江苏省	18.2	32.4	-43.8%	66.0	75.0	-11.9%	1.2	2.4	-50.5%
湖南省	66.9	82.5	-18.9%	60.1	64.5	-6.7%	4.0	5.3	-24.3%
江西省	48.5	51.8	-6.4%	58.0	83.5	-30.5%	2.8	4.3	-35.0%
西北内陆	3563.9	3568.1	-0.1%	148.3	140.3	5.7%	528.5	500.7	5.6%
甘肃省	31.3	36.8	-14.8%	110.4	87.9	25.6%	3.5	3.2	7.0%
新疆自治区	3532.6	3531.3	0.0%	148.6	140.9	5.5%	525.1	497.4	5.6%
其它	35.4	43.7	-19.1%	55.2	57.3	-3.8%	2.0	2.5	-22.2%

资料来源：国家棉花市场监测系统，金信期货研究院

截至 2020 年 12 月 11 日，全国新棉采摘进度为 99.8%，其中新疆采摘基本结束；全国累计交售籽棉折皮棉 576.6 万吨，其中新疆交售 523.2 万吨；全国累计加工皮棉 460.3 万吨，其中新疆加工 419 万吨；累计销售皮棉 165.9 万吨，其中新疆销售 140.8 万吨。截至 2020 年 12 月 11 日，全国累计皮棉检验量达到 377.26 万吨，其中新疆皮棉公检量达到 370.75 万吨。

今年的新棉收购价较去年明显上升，尤其是国庆节后的两周左右，新疆籽棉收购均价一度超过 7 元/斤，其中南疆手摘棉收购价一度超过 8 元/斤。据了解，今年北疆的新棉的平均成本可能将超过 14500 元/吨，南疆的新棉平均成本将超过 15100 元/吨。高企的新棉成本是国内棉价短期重要支撑之一。

进口：按照日历年度来看，1-10 月份，我国共进口棉花 161 万吨，比去年同期多进口 2 万吨，其中 1-7 月份进口量同比减少了 30 万吨，但是 8-10 月份的进口量同比增加

32万吨。按照市场年度计算,2019/20年度(2019年9月-2020年8月)的实际进口量为146万吨,低于农业农村部160万吨的预估。2020/21年度的前两个月进口量为41.84万吨,同比增15.62万吨,同比增幅59.6%。本年度进口大幅增长,一方面和中美第一阶段贸易协议有关,今年的9、10两个月从美国进口棉花27.71万吨,占比66.22%,去年同期从美国进口量仅为2.53万吨。另一方面则受人民币升值和内外棉价差扩大影响,今年滑准税下的进口利润都是历史同期的较好水平,这推动了进口量的增加。预计2020/21年度的棉花进口量将超过200万吨,甚至有可能达到220万吨以上。

内销:1-10月份,国内服装零售额累计值为6642.1亿元,去年同期为7675.2亿元,同比减少13.46%,2-7月份受疫情影响国内的服装零售额出现了连续6个月的同比下降,8月以后国内服装零售额同比转正,新的市场年度的9月和10月份的服装零售额同比增幅分别达到5.27%和10.36%。由于不确定9、10月份的增长是基于什么原因,暂时还不好判断2020/21年度国内的服装零售会比疫情前的年度增长多少,不过,基于国家鼓励内需,预计2020/21年度国内的服装零售额将达8600亿元,比2018/19年度增长5.3%左右。

外贸出口:由于今年的纺织品出口中涉及防疫物品,很多防疫物品不是棉制品,所以只以服装类出口作为棉纺织用品出口的参考指标。1-11月份,服装及衣着附件的出口累计为1235.7亿美元,去年同期为1376.1亿美元,同比减少10.3%。新的市场年度的9-11月,服装及衣着附件的出口额累计为409.58亿美元,去年同期为395.81美元,同比增长3.7%,不过由于今年9-11月人民币兑美元相比去年9-11月升值5%,如果剔除美元贬值因素的话,9-11月的服装及衣着附件的出口额同比仍然下滑1.4%,反映出外贸需求仍然没有恢复到疫情前的水平。

另外,12月初,美国海关与边境保护局(CBP)宣布对产量占全中国三分之一的新疆棉花生产巨头——新疆生产建设兵团颁布“禁令”,禁止从这家企业进口棉花及棉纺织品。如果欧洲等其他地区跟进这个禁令的话,将对国内棉花消费构成重大影响。

库存:截至8月底,国内棉花商业库存245万吨,同比少7.09万吨,国内棉花工业库存60.56万吨,同比少8.17万吨。另外,考虑到轮入的37.18万吨棉花,2019/20年度国内的棉花期末库存实际比2018/19年度增加约21.92万吨。

截至10月底,国内棉花商业库存319.2万吨,工业库存72.12万吨,今年新棉的加工进度较快,预计到2020年年底,棉花商业库存将超过去年同期。但是由于成本偏高,且新棉质量普遍不如去年,高质量棉花偏紧,导致旧仓单大量注销,所以仓单和有效预报低于去年同期,截至12月11日,仓单+有效预报共计11120张,相当于44.48万吨,低于去年同期的27534张(110.136万吨)。

收抛储:今年年内国家各进行了一次棉花的收抛储政策。2019年12月-2020年3月国家公布了50万吨疆棉的收储政策、最终成交37.18万吨。2020年7-9月国家进行了一次50万吨储备棉的轮出,最终成交49.97万吨,此次储备棉轮出主要有2大特

点，一是设置了“熔断机制”，当国内市场棉花现货价格指数低于 11500 元/吨时，下一个工作日起暂停交易，当国内市场棉花现货价格指数连续三个工作日超过 11500 元/吨时，下一个工作日重新启动交易。另外，细则中还表示，未来将根据储备棉实际轮出情况和棉花市场供需情况，国家有关部门择机安排轮入。所以，预计今年开始，国家将根据棉花市场的实际供需情况，进行储备棉的轮换调控，即新棉集中上市时进行轮入，需求旺季时进行适当的轮出。

通过对产量、进口、库存等各项数据的梳理，我们认为 2019/20 年度国内棉花库存将同比增加 22 万吨左右，即 2020/21 年度的期初库存将达到 743 万吨。2020/21 年度的棉花产量同比增 10.7 万吨，进口将大增 74 万吨，达到 220 万吨，年度新增供应同比增加 84.7 万吨。消费端的情况比较复杂，要看疫情的发展，以及中美关系的走向（美最终是否会对新疆棉花产品进行制裁以及相应的影响），初步预估如下，内销有望和 2017/18 年度持平，而外贸对棉花的需求可能仍会比 2018/19 年度下降，乐观预期下降约 3.5% 左右，2020/21 年度棉花总消费量预估为 816.5 万吨。这样，2020/21 年度棉花期末库存 736.5 万吨，库存消费比 89.65%，和 2017/18，2018/19 年度接近。

图 9：中国棉花供需平衡表推演

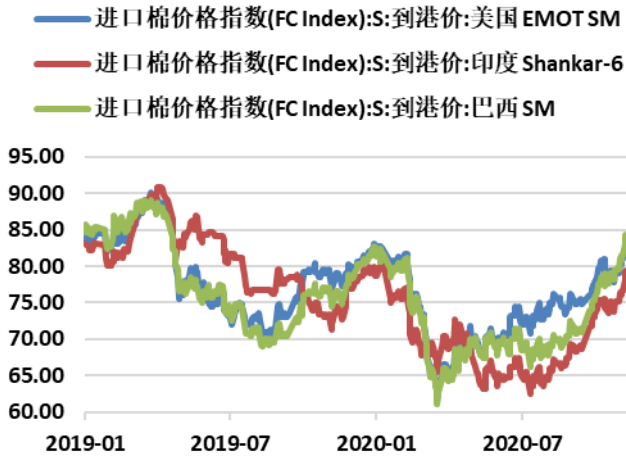
	17/18年	18/19年	19/20年	20/21年
	CASDE	CASDE	金信期货	金信期货
期初库存（万吨）	875	743	721	743
产量（万吨）	589	604	584.3	595
进口量（万吨）	132	203	146	220
新增总供给（万吨）	721	807	730.3	815
国内消费量（万吨）	849	824	705.3	816.5
出口量（万吨）	4	5	3	5
总消费量（万吨）	853	829	708.3	821.5
期末库存（万吨）	743	721	743	736.5
库存消费比	87.10%	86.97%	104.90%	89.65%

资料来源：农业农村部，金信期货研究院

二、基础数据图解

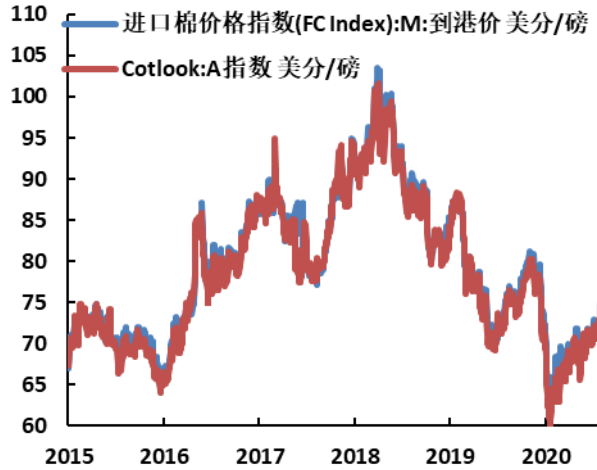
1、进口棉价格

图 10: 美国、印度、巴西价格指数 (美元/吨)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

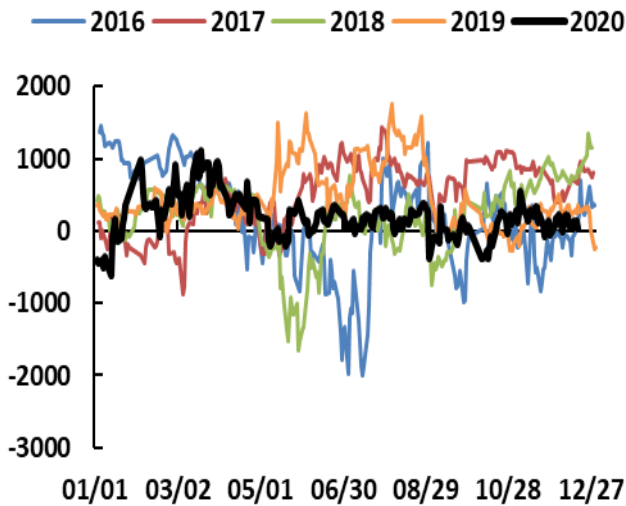
图 11: 进口棉到港价指数 (美元/吨)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

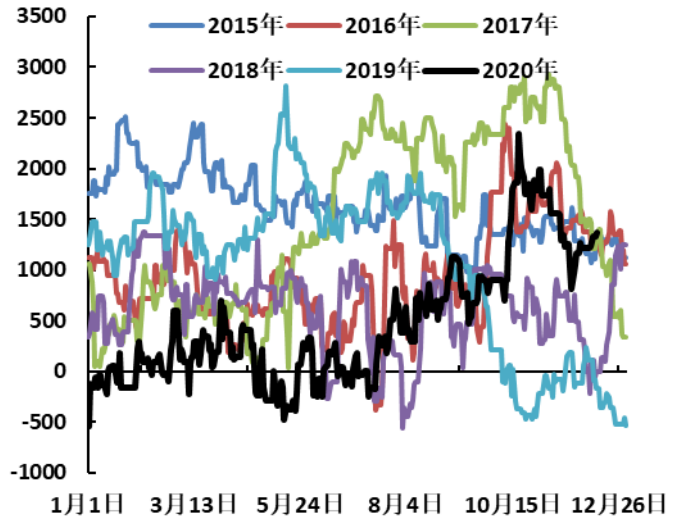
2、棉花基差中性

图 12: 新疆棉花基差 (元/吨)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

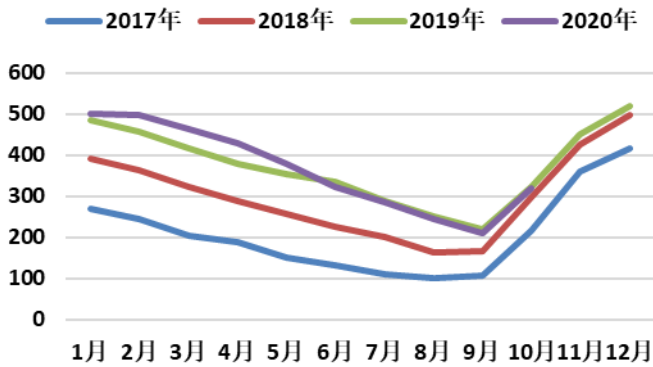
图 13: 新疆棉-美棉价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

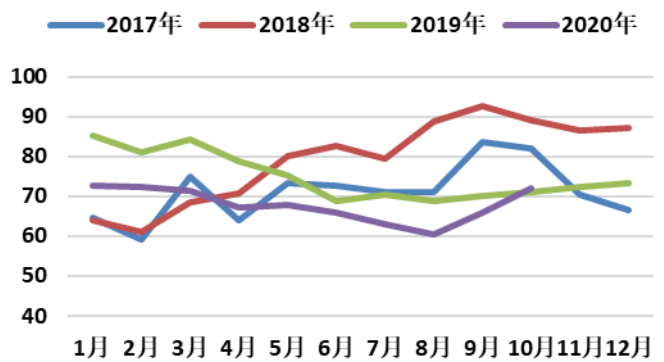
3、库存数据

图 14: 棉花商业库存 (万吨)



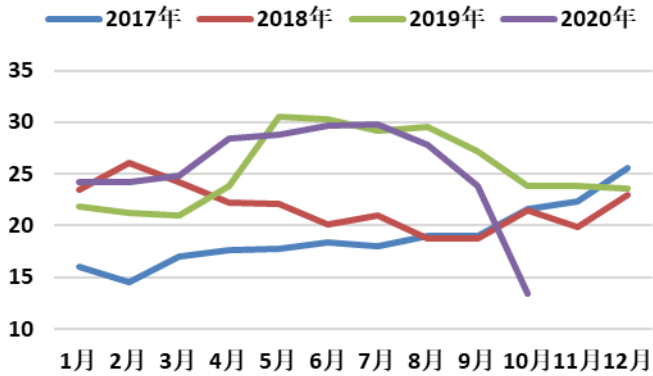
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 15: 棉花工业库存 (万吨)



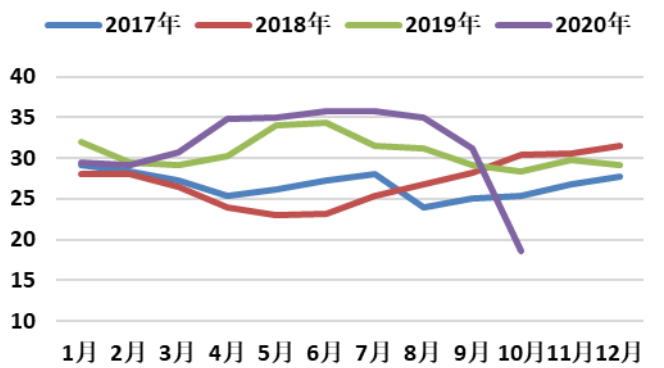
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 16: 纱线库存 (万吨)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

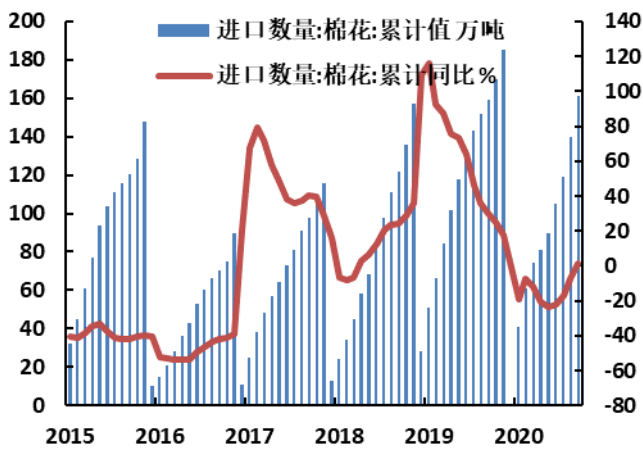
图 17: 坯布库存 (万吨)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

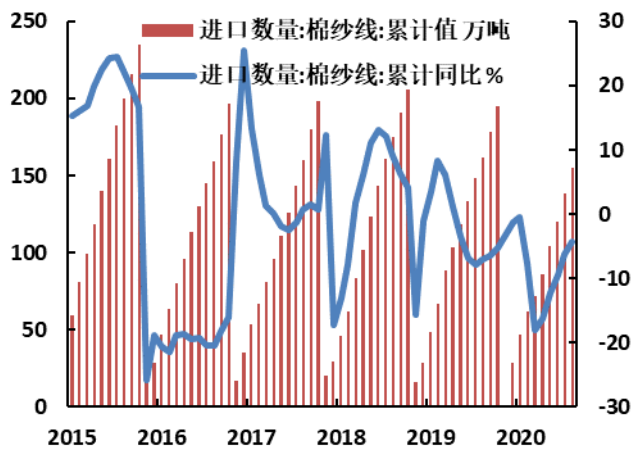
4、棉花和棉纱进口量

图 18: 棉花进口量及同比 (万吨, %)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 19: 棉纱进口量及同比 (万吨, %)

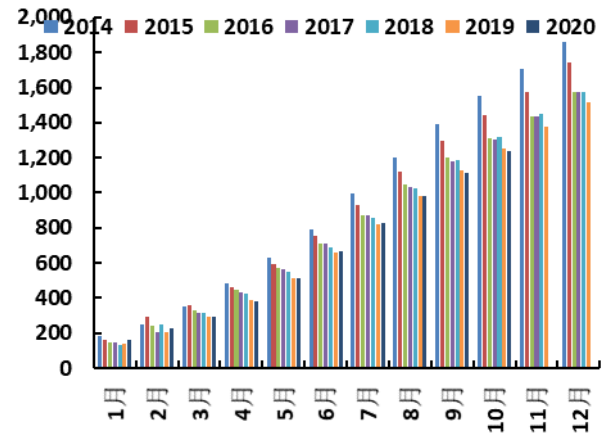
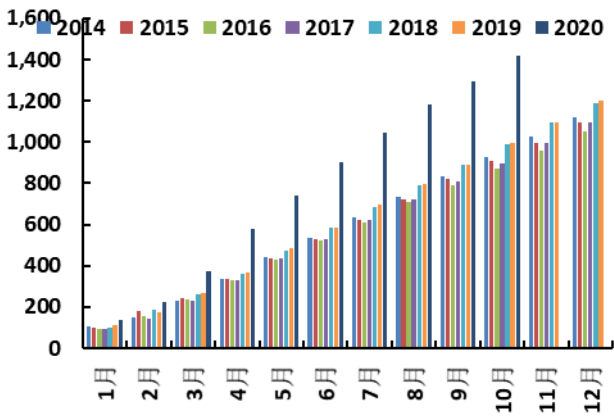


资料来源: Wind, 金信期货研究院

5、纺织品服装出口及纺织品 PMI

图 20: 纺织纱线织物及制品出口金额 (万美元)

图 21: 服装及衣着附件出口金额 (万美元)

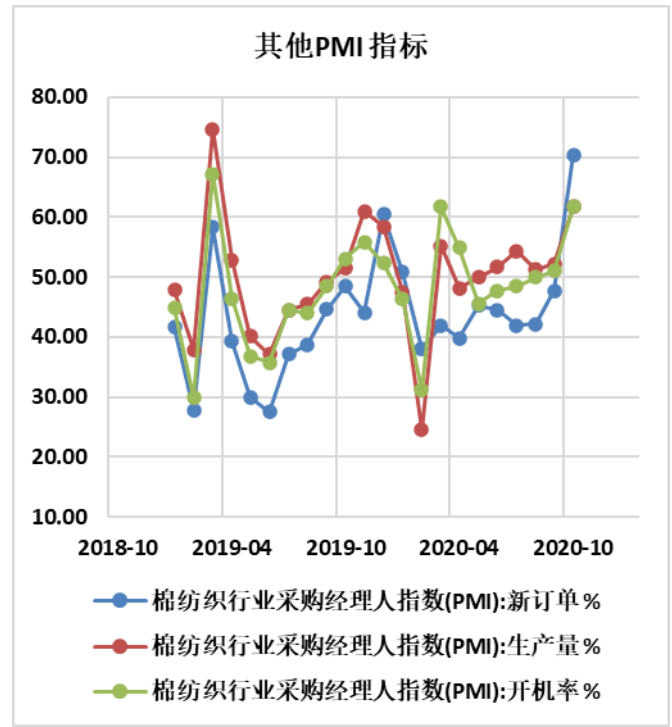
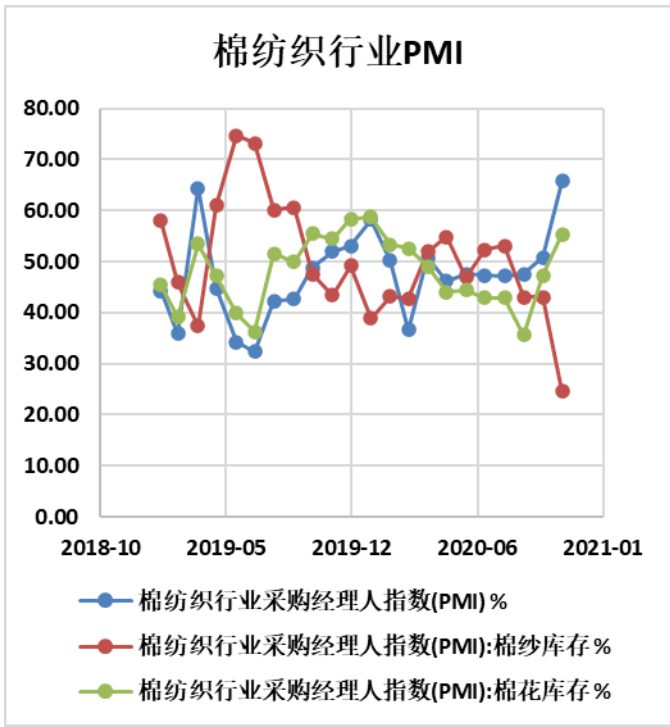


资料来源: Wind, 金信期货研究院

资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 22: 棉纺织行业 PMI

图 23: 其他 PMI 指标



资料来源: Wind, 金信期货研究院

资料来源: Wind, 金信期货研究院

三、综合分析和交易策略

全球棉花供应充足,库存消费比连续两个市场年度维持在 80%以上的高位。2020/21 年度多个主产国棉花产量下降,而且市场对于需求前景保持乐观预期,全球棉花供应过剩局面有所改善。ICE 价格震荡上涨,已经一定程度上反映乐观预期。

国内棉花产量稳定,进口增加,总供应增加。内需强劲,但是外贸需求恢复缓慢,而且美对新疆棉花的限令将对需求构成潜在风险。短期,新棉成本对价格构成支撑,中期来看,主要关注需求的恢复情况。

2021 年棉花维持震荡上涨的判断,但是由于市场已经计入乐观预期,且内外棉价差较大,预计国内走势弱于美棉。

操作上,建议背靠 13500 一线做多 CF109。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。
3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。
4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！