



东兴期货
DONGXING FUTURES

年度报告

期货研究报告

2017 年 12 月

棉花

研发中心

袁诗洋

研究员，期货执业证书编号F3040662

yuansy@dxqh.net

郑棉寻求新突破

外棉走高存风险

观点要点：

- 郑棉 2017 年期货价格走势相对平稳，当前依旧面临着国储巨大库存以及新棉滞销的局面。2017 年新棉上市，但是市场反应冷淡，主要因为目前下游纺织企业库存充足，接货欲望不够强烈。但是国储棉花将在 2018 年继续轮出，预计将轮出 300 万吨国储棉，届时将迎来国储库存拐点，郑棉或迎来价格新突破。
- 美棉期货价格因为 17 年末签约出口率抬升而大幅上涨，一度逼近 2017 年度最高价格。但考虑到美棉在 17/18 年产量将大幅提升，在棉花消费大国需求稳定增加的情况下，势必会在年末积累一定的库存，届时美棉是否依旧能走高存在一定风险。同时，美棉未加价合约的数量来迎历年新高，也增加了美棉走势的不确定性。
- 印度作为当今第一大棉花生产国，虽然受到害虫影响，16/17 年度产量将有所下调，但因为其种植面积不断增长，故害虫影响并没有想象中那么剧烈，我们预计不会给世界棉花的产量带来格局性的变动。但因为其籽棉收购价格的提升以及政治因素的影响，印棉的走势也存在一定风险。
- 中国目前是棉花第二大生产大国以及第一大消费大国，所以郑棉与外棉的联系将更加紧密，随着中国国储去库存的政策以及进口棉花配额数量的明确，郑棉期货的价格中枢将可能有所回弹，有机会迎来新突破。

郑棉寻求新突破 外棉走高存风险

回顾 2017 年棉花市场行情，郑棉主力合约在 14500 元/吨至 16500 元/吨之间震荡，最主要受到国储抛储、供需基本面以及天气情况等因素的影响。相对于郑棉的走势平稳，受到市场的干预较小。美棉则起伏较大，美棉主力合约在 2017 年 5 月中旬一度飙升至 87.18 美分/磅，之后又迅速跌破 70 美分/磅支撑位，美棉的起伏最主要归结于棉花的出口情况转好以及飓风天气的炒作。

一、行情回顾

1、郑棉行情解析

第一阶段行情：2017 年 3 月，由于当时企业库存量较低，大家都在翘首等待国储棉的轮出，纺织企业的接货热情也给市场形成了一个支撑，期货价格一度达到 16500 元/吨。但是随着抛储的不断进行，热情也随之递减，竞拍价格也慢慢回归理性，期货价格也因此回落至 14800 元/吨左右。

第二阶段行情：2017 年 5 月，因受美棉签约情况良好、未点价合约数量的上升的因素影响，郑棉价格也随着美棉的上涨而水涨船高。之后美国市场开始慢慢回归冷静，价格也慢慢回落，郑棉价格也随之慢慢回调。

第三阶段行情：2017 年 9 月，国储棉花轮出时间较预计增加一个月，但在增加的这一个月时间，只允许棉纺织企业参与竞拍储备棉。因此，郑棉期货价格也因为受到国储竞拍的局限性而涨高；之后因为新棉即将上市以及宽裕的库存量，郑棉价格也慢慢趋于平静。

2、美棉行情解析

第一阶段行情：2017 年 5 月，美棉因受签约出口良好以及未点价合约数量的上升等因素的影响而大幅上涨，主力合约一度上涨至 87.18 美分/磅，但随着 17/18 年棉花产量预增以及美元指数走强的因素影响，美棉期货价格也迅速下降至 66.15 美分/磅。

第二阶段行情：2017 年 9 月，因受飓风哈维和艾玛的影响，市场预估 17/18 年棉花产量将下调，美棉期货价格则随之涨高至 75.75 美分/磅。但之后经统计，棉花产量并没有因此大幅下调，USDA 反而相应调高了预计棉花产量，美棉期货价格也随之回落，趋于平静。

第三阶段行情：2017 年 11 月，美棉上市，其签约出口力度好于往年，导致美棉期货价格也随之上扬，截止 2017 年年底，美棉期货价格依旧保持上涨趋势。

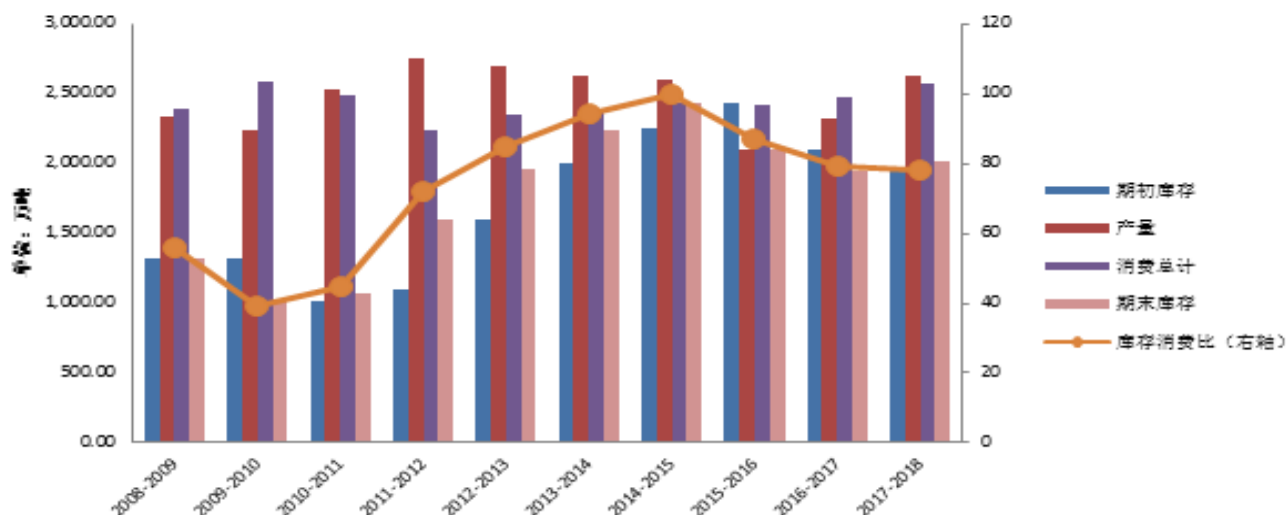
二、基本面分析

1、全球

根据 USDA 报告统计,16/17 年棉花全球产量为 2,319.8 万吨(较 15/16 年增加 10.8%),其增产量主要来自于美国(较去年增产 33.2%)以及印度(较去年增产 4.2%)。但因为全球目前处于去库存的背景下,全球棉花总供应量下降至 5,214.8 万吨(较去年下降 1.3%)。虽然棉花总需求来到了过往四年的最高值(3,309 万吨),因为全球充足的库存,供大于需的局面依旧很难改变。

根据 USDA 报告预测,17/18 年棉花全球产量将达到 2,644.2 万吨(较 16/17 年增加 13.9%),消费量 2,569.4 万吨(较 16/17 年增加 3.8%),期末库存 2,011.3 万吨(较 16/17 年增加 3.1%)。全球产量的大幅增加主要归功于各国收获面积的增加(其中美国收获面积增加 21%,印度收获面积增加 12%,巴基斯坦收获面积增加 17%;单产相对平稳)。全球棉花消费量的增加主要集中于中国(较 16/17 年增加 32.6 万吨)与印度(较 16/17 年增加 16.3 万吨)。全球的期末库存的增加主要来自于印度(较 16/17 年增加 44.6 万吨)和美国(较 16/17 年增加 66.4 万吨)的期末库存增加;中国目前处于棉花抛储阶段,因此中国的期末库存下降至 859.4 万吨(较 16/17 年减少 190.4 万吨)

图表 3: 世界棉花平衡供需表



来源: Wind, 东兴期货研发中心

2、中国

根据美国 USDA 报告预估，中国棉花产量在 17/18 年将达到 533.4 万吨（较 16/17 年增加 7.7%），消费量 838.4 万吨（较 16/17 年增加 2.7%），期末库存 859.4 万吨（较 16/17 年减少 18.5%），库存消费比为 102%（较 16/17 年下降 27%）。中国棉花的供需缺口在近三年都处于产量不及销量的阶段，最近 3 年供需缺口一直维持在 300 万吨左右，缺口主要依靠库存和进口棉花来弥补。中国在 16/17 年总共轮出 322.5 万吨棉花，进口棉花达到 109.5 万吨，两者合计 432 万吨，足以弥补供需缺口端的 300 多万吨棉花缺口。因此 16/17 年的棉花期货价格走势还是相对平稳，走势波动主要与炒作因素有关，实则中国棉花基本面并没有发生实质改变。去库存依旧是郑棉 17 年度的主基调，也同时局限了郑棉价格的波动，使得其期货价格走势相对独立，免除了外围因素的影响。

1) 国储棉花轮出

截止 17 年 9 月底，国储轮出棉花共 322.26 万吨（较去年增加 21%），成交率达到 73.63%，均价为 14,754 元/吨（较去年增加 11%）。根据国家发展改革委、财政部公告 2016 年第 9 号有关安排，考虑到国储棉花依旧足够，2017 年新棉上市期间暂定不安排轮入，18 年储备轮出将于明年 3 月 12 号开始，预计在 8 月底结束，每日挂牌销售数量按 3 万吨安排。届时，2018 年预估将有 300 万吨储备棉轮出，在不安排新棉轮入得情况下，国储棉花库存量将下降至 330 万吨左右（逼近国储库存临界值），国储棉花库存消费比也会因此将下降至 40% 左右，棉花期货价格也或许会迎来上涨契机。

2) 中国棉花进口配额

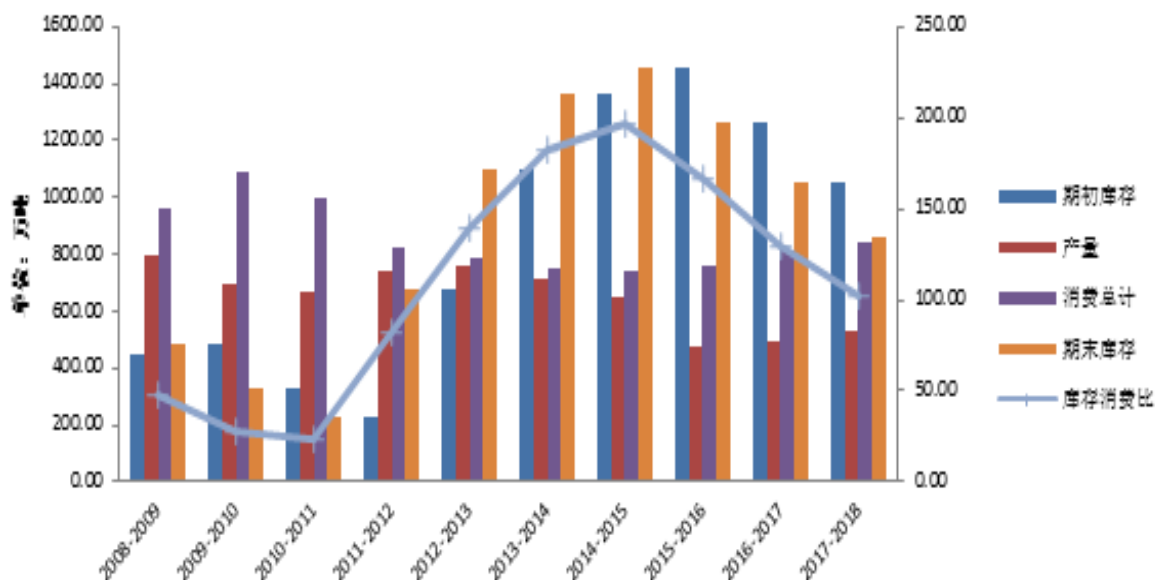
根据美国 USDA 报告预测，16/17 年中国进口棉花数量将达到 109.5 万吨，其中 2017 年 1 月至 10 月，中国累计进口棉花达到 97.8 万吨（美棉进口 45.8 万吨，澳棉进口 23.4 万吨）。由此可见，中国的进口棉花主要为高品质的美棉和澳棉来弥补高等棉花的市场缺口。因为中国采取进口配额的方式限制进口棉花的流入数量（2018 年进口配额为 89.4 万吨），所以中国在全球棉市贸易中的参与度有限，可以估计 2018 年总进口棉花数量将继续维持在 90-110 万吨之间，其中多数的进口棉花预估依旧是来自美国和澳洲的高品质棉花。反观国内，高品质棉花基本均来自新疆（新疆种植条件较为优越），2017 年新疆棉花的生产呈现单产增、质量升的局面，根据国家统计局统计，新疆棉花产量在 2016/17 年有望达到 408.2 万吨，较去年增加 13.6%。新疆棉花的增产在一定程度上能缓解国内对高品质棉花的紧俏需求。但是总体来看，随着国储库存的不断减少，其中的高品质棉花数量势必也越来越少，中国依旧难以摆脱对高品质外棉的依赖，所以我们推断无论是国储棉花还是下游纺织企业，依旧对外棉持有较高的接货热情。

3) 中国库存

中国现在拥有巨大国储棉库存,势必采取去库存的方式来减轻库存压力和调节国内供需平衡。由图表 4 可知,自 14/15 年之后,中国库存消费比(由 196%下降至 102%)与期末库存(由 1457.0 万吨下降至 859.4 万吨)一直持续下降,逐步实现了去库存的目标。虽然期末库存在近三年持续下降,但由图表 7 和图表 8 可知,中国商业库存与工业库存并没有持续下降,反之 17 年的工业/商业库存均高于近三年的均值。特别是工业库存,其库存量是近 3 年来最高的(除开 2 月份)。按往年来讲,贸易商或是下游纺织企业不太愿意积累库存,基本保持即买即用的节奏。但如今下游纺织企业的棉花库存提升至 20 天以上,这一现象也能说明下游纺织企业的销售正在慢慢回暖,这也给郑棉注入了新活力。

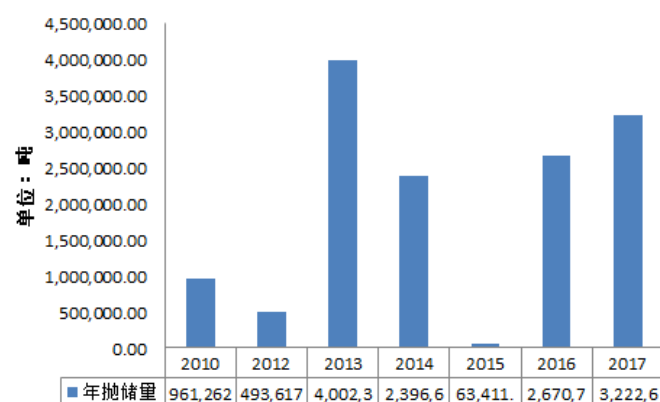
根据 USDA 对中国 17/18 年棉花销量的预测(838.4 万吨),考虑到预计棉花的产量(533.4 万吨)以及 16/17 年的期末库存(1054.2 万吨);中国棉花在 17/18 年的总供应量(1698.7 万吨)依旧大于需求量(839.3 万吨),但随着国储库存的不断减少、对高品质棉花的接货热情依旧高昂和下游企业的销售慢慢回暖,我们推断郑棉在 2017/18 年度可能迎来新转机,市场活跃度会慢慢回升,价格中枢随之上调。

图表 4: 中国棉花平衡供需表



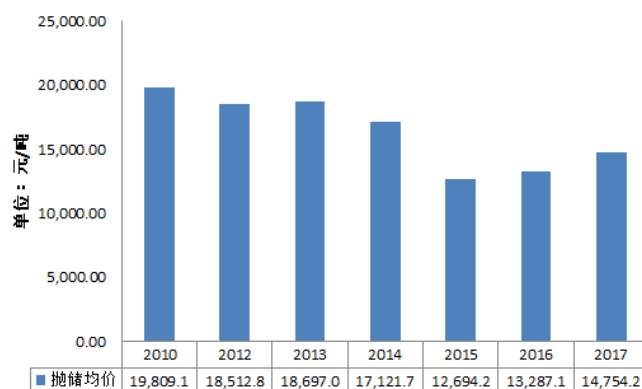
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 5：中国棉花抛储量



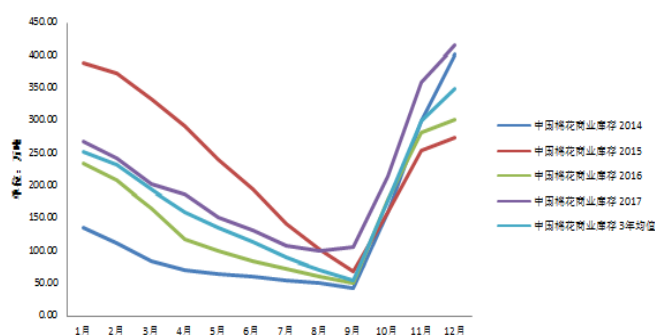
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 1：棉花抛储均价



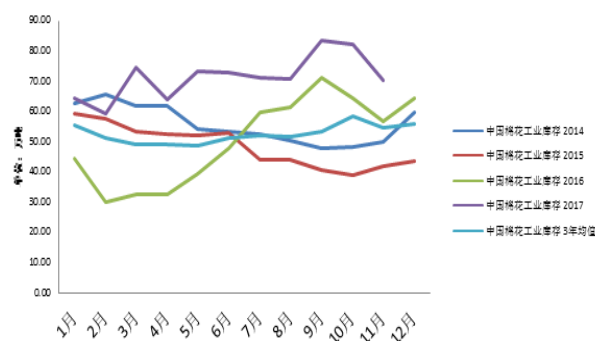
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 7：中国商业库存



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 8：中国工业库存



来源：Wind，东兴期货研发中心

3、美国

美国作为全球最大的棉花出口国，USDA 预测在 17/18 年棉花出口量将下降至 322.2 万吨（较 16/17 年略微下降 0.8%）。造成出口量略微下降的主要原因是美国棉花产量端处于大丰收的阶段，但是全球棉花销量的增速并没有赶上全球棉花产量的增速，美国在 17/18 年的棉花收获面积将达到 4,616 千公顷（较 16/17 上涨 21%）以及棉花预计单产的提升（达到历史高点 1,011 公斤/公顷）将导致棉花产量上涨至 466.7 万吨（较 16/17 年上涨 23%）。美棉 17/18 年的期末库存也会因此上调，达到 126.3 万吨，库存消费比也将上升至 32%。面对着库存量的累计，因为美棉的本国消费量不会存在太大变数（基本稳定在 70 万吨左右），仅仅依靠出口来未来消化库存为美棉带来了一定风险。

1) 美棉销量出口

截止 2017 年 12 月 7 号，美国 17/18 年陆地棉签约量达到 228.9 万吨，完成本年度预测的 73%，较去年同期增长了 33%。美棉出口喜人的原

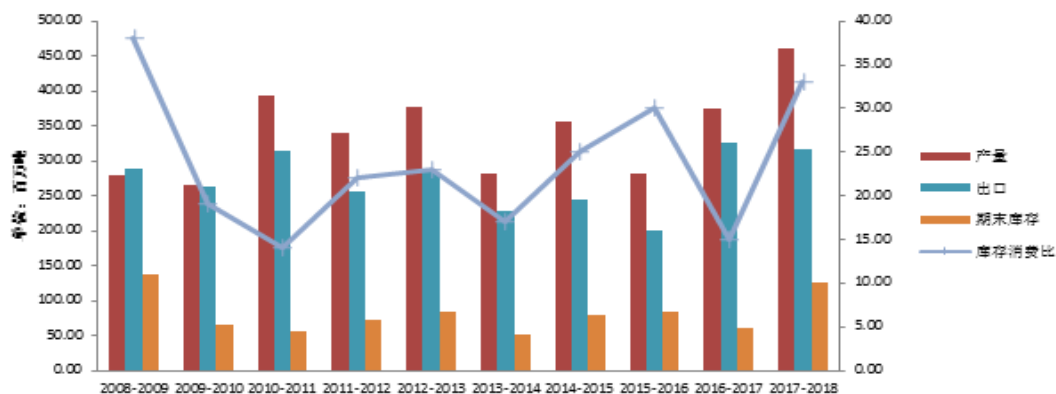
因主要是相对于另一个出口大国印度，其价格一直持有优势；另外一个原因是出于巴基斯坦与印度存在政治方面的因素，作为棉花消费大国的巴基斯坦，它去年同比减少进口印棉约 30 万吨，巴基斯坦也一跃成为美棉签约占比的第一名。

美棉销售出口签约率不断走强，但值得关注的是其装船进度仅为 19%，低于 5 年平均值 21%，这也引发了外界对于其质量的担忧。

2) 美棉未点价合约

美棉期货价格的波动与其未点价合约数量也有一定的联系。2017 年 5 月，美棉因未点价合约数量较多以及出口利好的局面导致期货价格大幅上扬。根据 CFTC 统计，截止 2017 年 12 月 15 号，美棉 3 月、5 月以及 7 月的未点价合约数量均多于往年的同期数量，其中 5 月与 7 月是中国国内新棉下市，依靠国储棉花来补给的时间段，但是国储棉花的品质不一定及的上美棉，所以对于高品质棉花的需求届时可能依旧会依赖进口美棉来弥补，届时需提防逼仓戏码的再次上演。

图表 9 美国供需平衡表



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 10： 美国陆地棉出口量

	陆地棉装运总量	目前装运量	装运量占年度出口比例	目前签约量	签约量占年度出口比例
5 年平均	245.9	51.6	21%	151.3	62%
2012/13	269.1	58.9	22%	177.3	66%
2013/14	217.2	50.5	23%	143.7	66%
2014/15	238.9	38.4	16%	156	65%
2015/16	191	41.5	22%	107.7	56%
2016/17	313.5	68.8	22%	171.7	55%
2017/18	311.6	59	19%	228.9	73%

来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 11：美棉未点价合约数量统计

	2017/12/15	2016/12/16	2015/12/18	2014/12/12	2013/12/14
3 月合约	55139	43007	27832	17734	23019
5 月合约	30931	22932	13930	11763	12104
7 月合约	31917	19499	14124	10931	13734

来源：CFTC，东兴期货研发中心

4、印度

印度作为全球第一大棉花生产国，同时也是棉花主力生产国。根据 USDA 预测，17/18 年印度的棉花产生量会大于其消费量，所以届时印棉可能面临与美棉相似的问题，即如何消除多余的库存。

1) 政策改动

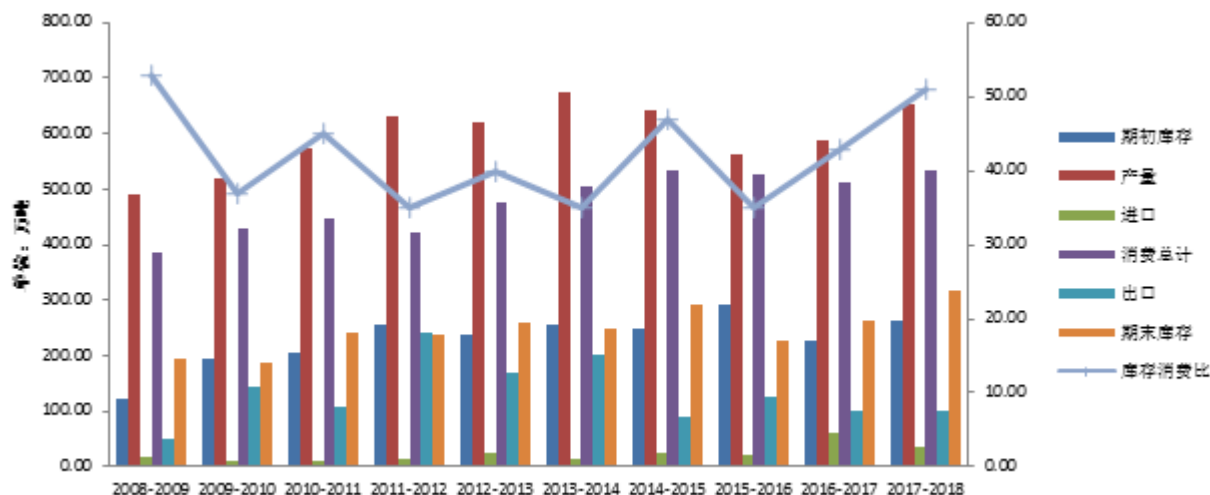
印度政府宣布将 17/18 年度标准级籽棉最低收购价格（MSP）及长绒棉分别上调 5.4% 和 3.8%，这一政策的颁布导致印度当地种植热情高涨，直接反映在印度棉花预计收获面积上（如图表 13），17/18 年收获面积将达到 12,200 千公顷（较 16/17 年上升 12.4%）。与此同时，棉花产量也预计会涨到 653.2 万吨，印度的棉花也会达到供大于需的阶段。

但是这一政策也会对印度市场带来一定的冲击，首先是印度的出口市场竞争力会下降，美棉、澳棉和西非棉很有可能瓜分印度棉的市场份额；在全球棉花库存基本充足的条件下，去印度棉的趋势将更加明显。其二，印度棉的期末库存在 17/18 年将可能达到 318.3 万吨（近 10 年的最高值），在销量较为稳定以及出口量可能下降的条件下，释放库存压力也可能因此延期。因此印度棉花在全球的重要性可能会有所下降，其他棉花生产国可能会渔翁得利。

2) 产量下降

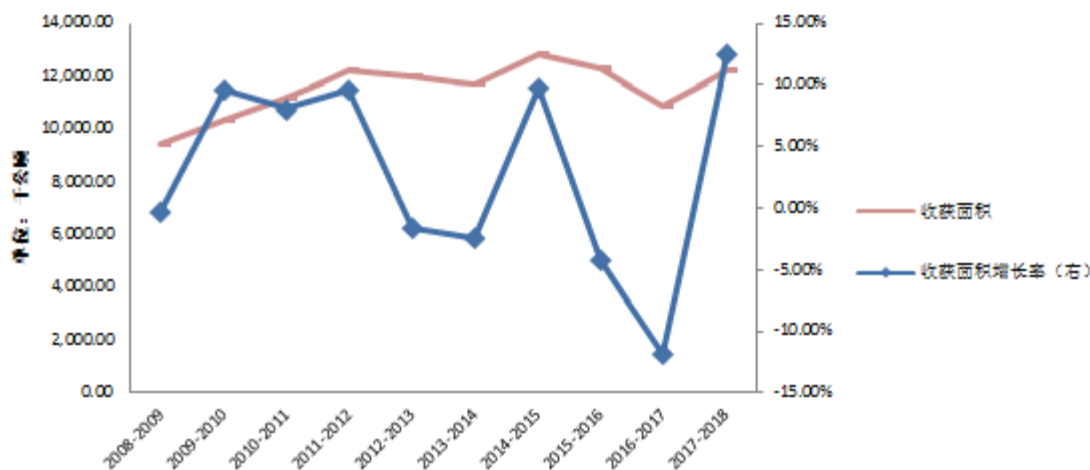
印度棉花协会 11 月的最新预测，印度棉花因为受到棉铃虫虫害影响，印度方面已经将 16/17 年度产量预测下调至 637.5 万吨，较之前下降 42.5 万吨。但因为印度棉花的种植面积较 16/17 年增加了 19%，故 17/18 年的产量依旧会保持 11% 的增长，库存消费比也因此继续增加 7%。在棉花主力消费国没有大幅增加消费量的情况下，印度棉花因为害虫而减产不会实际改变当前格局，反之印棉产量增加，加剧其库存的累积量，这也为印棉的走势蒙上了一层阴影。

图表 12：印度棉花平衡供需表



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 13：印度棉花收获面积



来源：Wind，东兴期货研发中心

三、棉花行情展望

2017/18 年度，世界棉花将面临产量增产的局面，供大于需的大局面依旧不会改变。供给端的增量将会对棉花出口大国造成一定压力（例如美国和印度），但考虑到全球棉花需求端也在回暖走强阶段，产量增加量不会造成全球库存的过多累积。我们预计未来整体棉花期货价格走势还是相对平稳，美棉可能维持在 65-85 美分/磅的区间震荡，郑棉则在 15,000 元/吨获得强力支撑。

美棉在 2017 年年末因为其出口签约率不断走高导致期货价格不断上扬，但考虑到其预计产量增加较多，后续的棉花出口签约率需要密切关注，一旦签约率走低，棉花增产量不能得到有效消化，势必会造成期末库存的累积。届时美棉是否依旧能继续走强存在一定风险。其次需要关注的是美棉的未点价合约数量，当前未点价合约数量来到过往四年的最高值，需要警惕再次发生逼仓戏码上演。

印棉同美棉一样，都会面临产量剧增的局面。在确定籽棉的收购价格将上调的情况下，需要时刻留意印度当地纺织企业的接货热情。因为印棉的出口价格相对于美棉而言不存在价格优势，外加巴基斯坦又因为政治因素减少了印棉的进口量，这些外在的政策以及政治因素都增加了印棉走势的不确定性。

郑棉在 16/17 年的期货价格走势相对独立，主要是因为国储库存量比较巨大外加进口配额政策的影响导致郑棉的市场活跃度相对较低。但随着国储的不断轮出以及国内对高品质棉花的需求不断加强的条件下，我们相信郑棉与外棉的关联将更加紧密，郑棉期货的价格中枢将可能有所回弹，或许迎来新突破。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。