

袁诗洋

研究员，期货执业证书编号F3040662

yuansy@dxqh.net

## 国储现底 需求下滑

### 郑棉开启筑底之路

#### 观点要点：

- 国储棉花处于去库存末期，预计当前国储棉花库存为 270 万吨左右，已经处于安全库存边界，市场预估 2019 年国储棉花继续轮出的概率较小。
- 受宏观经济影响，纺织端消费渐显疲软，订单量开始下滑，7-9 月份棉布单月产量为 2008 年金融危机以后的新低。在 2019 年一季度之前，纺织企业的原材料库存或依旧较为充足，采取随用随买的方式概率较大。
- 外棉方面，美棉受 2018 年上半年价格暴涨以及中美贸易战因素的影响，导致其出口订单大量取消，目前美棉出口量基本与去年持平。印度因受干旱天气影响，棉花产量略有下滑，但是 USDA 不断下调棉花全球消费量，在宏观消费的悲观预期下，印度与美国棉花的减产并不能提振整体棉花的价格。

## 国储现底 需求下滑 郑棉开启筑底之路

回顾 2018 年棉花市场行情，郑棉主力合约在 2018 年上半年一路飙升 19250 元/吨，最主要是受到国储棉花库存较低以及新疆产区受天气影响的炒作。之后新疆地区开始复种等措施抢救产量，使得棉花价格慢慢回落并且趋于平稳。叠加中美贸易战对中国纺织产业的影响，2018 年下半年棉花主力合约价格一路回落至 14335 元/吨。

### 一、行情回顾

#### 1、郑棉行情解析

第一阶段行情：2018 年 1-6 月，5 月中下旬，正值棉花播种时节，新疆地区连续多次遭遇罕见的大风降温天气，棉苗损失严重，当地棉农不得不多次复种，与此同时，5 月份 USDA 发布了全球棉花供需预估报告，报告下调了 2018/19 年度全球棉花的产量和期末库存，同时扩大了中国棉花产需缺口。国内外天气的炒作加之 USDA 报告利多的共振，5 月 16 日郑棉多头情绪被彻底点燃，大幅拉升，有效突破前期重要压力位 16000 点，下午开盘即封死在涨停板上，并一直持续至下午收盘。在资金的推动下，郑棉主力很快突破了 19000 点，现货市场成交也随之变得异常活跃，原本交易平淡的国储棉，连续 100%成交。

第二阶段行情：2018 年 6-12 月，6 月 2 日中储棉发布了抛储“限购令”，仅限纺织用棉企业参与竞拍，仅限本企业自用；其次，6 月 12 日国家发改委公布棉花进口滑准税配额数量为 80 万吨，全部为非国营贸易配额，继续为棉市降温；再次，6 月 15 日美国政府发布加征关税的商品清单，16 日凌晨国务院关税税则委员会发布相应的对美加征关税商品清单，美棉进口至国内需额外加征 25%关税，中美贸易战再次发酵。在国家层面“组合拳”外加中美贸易战的共同作用下，郑棉迅速回调至本轮上涨前的水平。之后国内主要机构对棉花产量的预估均有所提高，大大超出此前对棉花减产的预期，加之受中美贸易战阴霾的影响，下游的纺织服装出口直接受阻，郑棉进入长期弱势震荡下跌的阶段。

#### 2、美棉行情解析

美棉价格的整体走势与郑棉较为相似，上半年价格拉涨，下半年震荡下行。2018 年 5 月，热带风暴登陆美国东南棉区，引发市场对美棉产量的顾虑，因此美棉价格也随之上抬。下半年因为中美贸易战

的因素，大量美棉订单被迫取消，美棉价格中枢也一路下跌至 80 美分/磅左右。

图表 1：郑棉价格走势



来源：文化财经，东兴期货资产管理部

图表 2：美棉价格走势

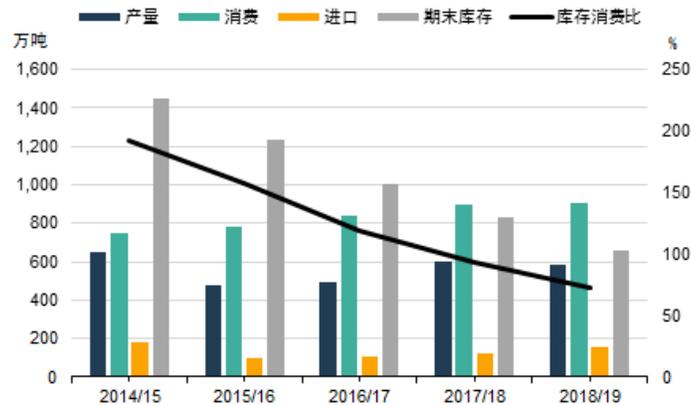


来源：文化财经，东兴期货资产管理部

## 二、棉花供应端分析

### 1. 中国市场

根据 12 月份的 USDA 报告显示，2018/19 年度全球较本年度有小幅的减产，至 2585.3 万吨。其中，中国减产 10.8 万吨；美国减产 50.8 万吨；巴基斯坦减产 17.4 万吨；印度减产 32.7 万吨。中国 2017/18 年度的产需缺口为 294 万吨，2018/19 年度的产需缺口为 315.7 万吨，同比扩大 7.4%。与此同时，下调产量 1.8%，至 587.9 万吨；上调消费量 1.2%，至 903.6 万吨；上调进口量 22.3%，至 152.4 万吨；下调期末库存 21.1%，至 73.17 万吨，当前国内棉花的供需缺口最主要还是依靠国储库存和外棉进口来弥补。

**图表 3：中国棉花供需表**


来源：USDA，东兴期货资产管理部

**1) 国储棉花轮出/轮入**

过往三年，中国棉花的供需缺口稳定在 300 万吨左右，主要依托庞大的国储库存量来弥补需求端的缺口。2018 年储备棉轮出始于 3 月 12 日，预计 8 月 31 日结束，后延长至 9 月 30 日。计划出库 431 万吨，累计出库成交 250.6 万吨，成交率为 58%。今年抛储结束后，储备棉库存为 279.1 万吨，低于 300 万吨的理论安全水平。市场普遍预估，2019 年国储棉花再度轮出的概率较小，一旦国储开始轮入棉花，届时将对棉花价格抬升提供强有力支撑。

**图表 4：国储棉花库存量**

收储	
时间	收储数量 (万吨)
2011. 9. 1-2012. 3. 31	313
2012. 9. 10-2013. 3. 29	662
2013. 9. 10-2014. 3. 31	630
抛储	
2012. 9. 3-2012. 9. 29	50
2013. 1. 14-2013. 7. 31	369
2013. 11. 28-2014. 8. 31	265
2015. 7. 10-2015. 8. 28	6
2016. 5. 3-2016. 9. 30	266
2017. 3. 6-2017. 9. 29	322
2018. 3. 12-2018. 9. 30	250

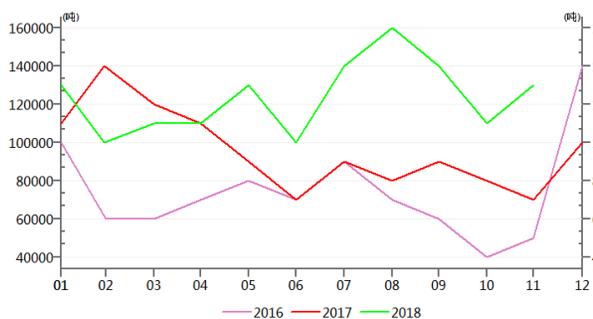
来源：Wind，东兴期货资产管理部

**2) 中国棉花进口配额**

截至 11 月底，当月进口棉花 13 万吨，2018（1-11 月份）年累积进

口棉花 136 万吨，较 2017 年同比增加 23.6%。进口棉花量的上升最要归功于两点，其一是 2018 年 6 月 12 日，国家发改委，为保障纺织企业用棉需要，经研究决定，今年发放一定数量的棉花关税配额外优惠关税税率进口配额（简称棉花进口滑准税配额）。本次棉花进口滑准税配额数量为 80 万吨，全部为非国营贸易配额。其二是 2018 年 12 月 22 日国务院关税税则委员会发布了《关于 2019 年进出口暂定税率等调整方案的通知》（以后简称“方案”），方案称“继续对配额外进口的一定数量棉花实施滑准税，并进行适当调整”。通过调整后的计算公式测试，新旧滑准税率相差约 0.8-1.8 个百分点，即新税率下进口成本节省 100-300 元/吨。

我们判断在相关政策以及国储棉花库存量较低的情况下，2019 年进口棉花数量或有望继续攀升，进而弥补中国棉花的供需缺口。

**图表 5：中国棉花进口数量**


来源：Wind，东兴期货资产管理部

**图表 6：中国棉花进口金额**


来源：Wind，东兴期货资产管理部

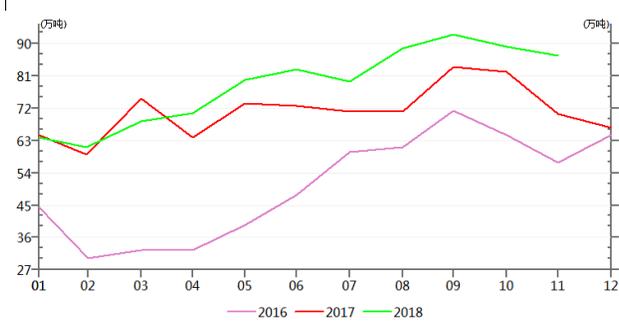
### 3) 中国库存

国内棉花的商业库存与工业库存目前均处于历史高位，截止 2018 年 11 月底，商业库存量为 426.3 万吨，较去年同期增加 18.7%；工业库存量为 86.65 万吨，较去年同期增加 29.8%。棉花库存的难以消化，一定程度上限制了棉价上涨的空间，商业库存偏高的主要原因是 2018 年上半年棉价受天气炒作因素上涨，贸易商热情高涨地开始囤积棉花，但当减产消息被证伪之后，囤积的棉花很难得到有效消化。工业库存偏高的原因是 2018 年下半年纺织产业的需求偏软，往年金九银十的热闹场景并没有出现，厂商在库存环境偏松的情况下，基本都采用随买随用的观望态势。虽然全球棉花产量并没有增产的预期，但是国内偏高的工商库存，国内棉花依旧缺少上涨的主动动力。

棉花工商库存之外，值得注意的是郑棉的仓单数量来在 2018 年来到了历史最高值，目前仓单数量为 1.5 张左右，折合约 60 万吨左右棉花。因为盘面显示郑棉为远月升水，这为跨月套利提供了一定空间，所以我们推断短期内郑棉仓单数量下降的概率较小，居高不下的仓单

数量也将成为 2019 年棉花价格抬升的一道屏障。

图表 7：中国棉花工业库存



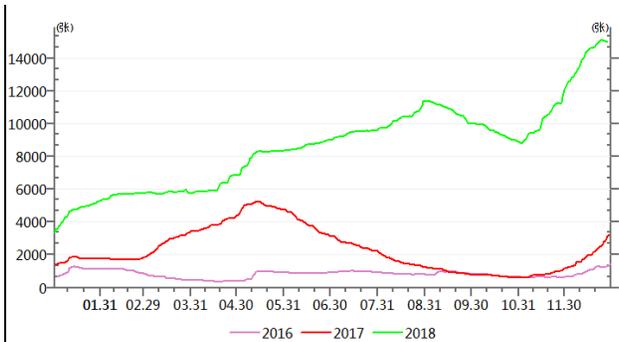
来源：Wind，东兴期货资产管理部

图表 8：中国棉花商业库存



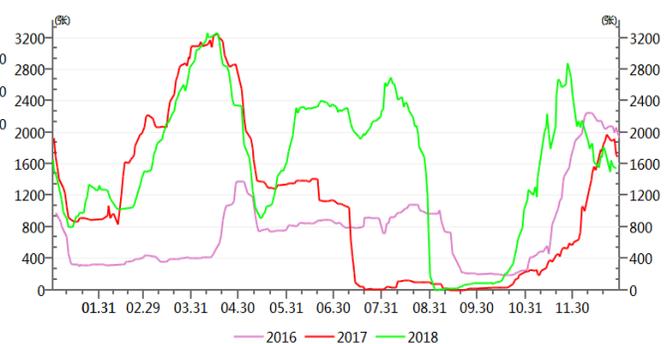
来源：Wind，东兴期货资产管理部

图表 9：郑棉仓单数量



来源：Wind，东兴期货资产管理部

图表 10：仓单有效预报



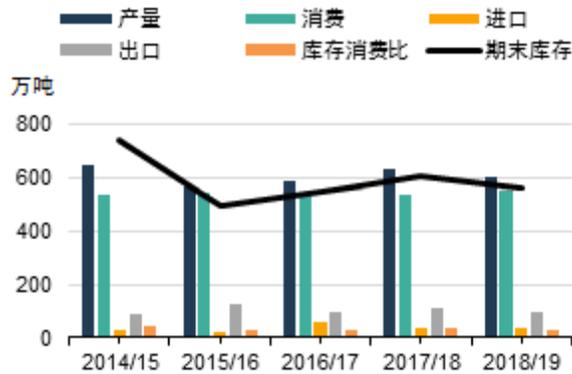
来源：Wind，东兴期货资产管理部

## 2. 国际市场

### 1) 印度

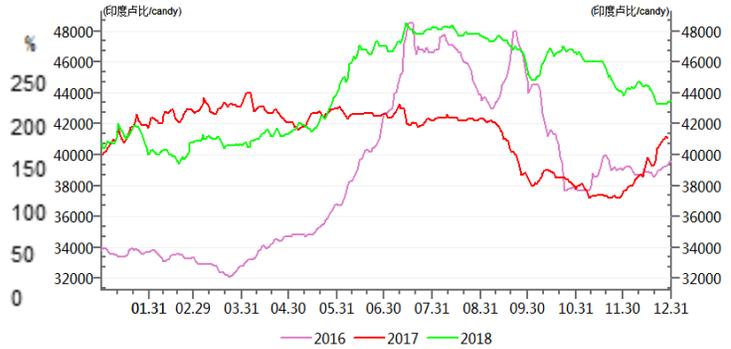
印度正在逐步成为世界棉花第一大生产国，根据 USDA 报告预估，其 2018/19 年度棉花总产量为 598.7 万吨，较上一年度减少 32.7 万吨。其减产的主要原因是印度棉花在收获期，遭遇天热干热的气候原因导致其棉花提前吐絮。印度的棉花减产以及 MSP 价格上调（25%左右），导致印度棉花价格走势相对偏强，一定程度上对低迷的全球棉价形成支撑。

图表 11: 印度棉花平衡供需表



来源: USDA, 东兴期货资产管理部

图表 12: 印度棉花 Shankar-6 现货价格



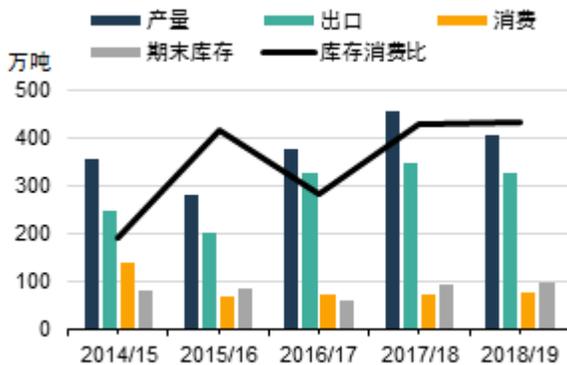
来源: Wind, 东兴期货资产管理部

## 2) 美国

美国作为全球第一大棉花出口国,其高品质棉花一直受到纺织产业的热捧。根据 USDA 报告预估,2018/19 年棉花产量为 404.7 万吨,较去年减少 51 万吨左右;美棉减产的主要原因是德州地区持续的高温干旱以及东南产区的飓风影响。

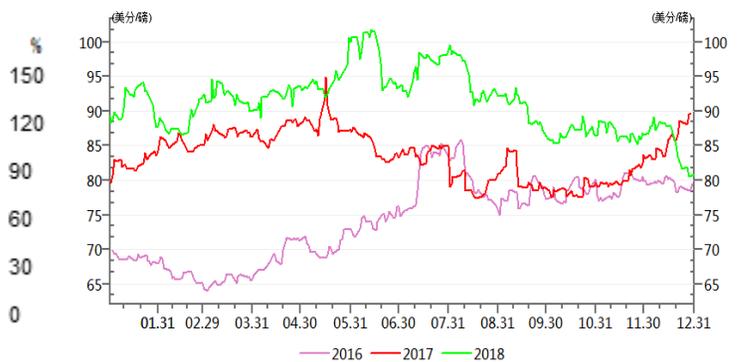
虽然美棉有减产预期,但是 2018 年 7 月 6 日,中国对美棉加征关税 25% 以来,美棉的出口进口明显放缓,在经济悲观的预期之下,USDA 不断下调全球棉花的消费量,美棉出口销售力度回暖的概率较小。

图表 13: 美国棉花平衡供需表

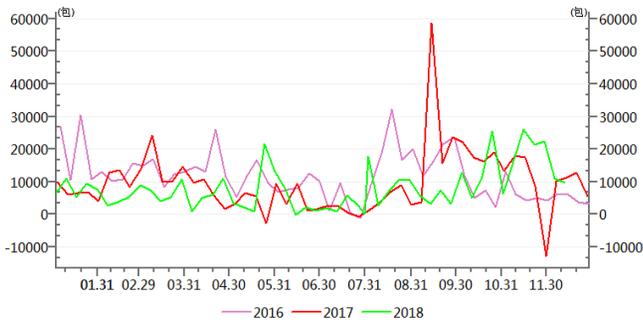


来源: USDA, 东兴期货资产管理部

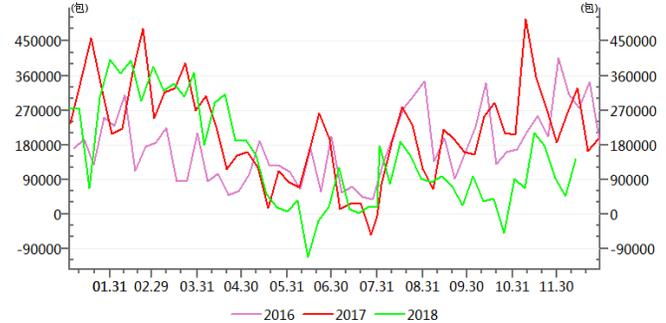
图表 14: CotlookA 价格指数



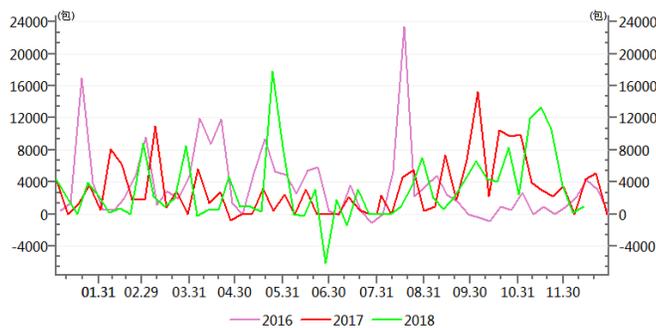
来源: Wind, 东兴期货资产管理部

**图表 15: 皮马棉当前年度净销售**


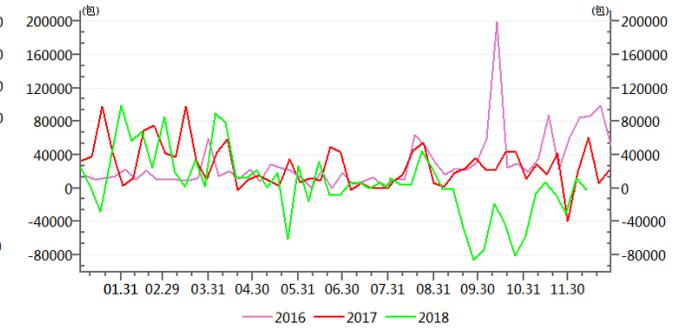
来源: USDA, 东兴期货资产管理部

**图表 16: 陆地棉当前年度净销售**


来源: USDA, 东兴期货资产管理部

**图表 17: 皮马棉当前年度净销售 (至中国)**


来源: USDA, 东兴期货资产管理部

**图表 18: 陆地棉当前年度净销售 (至中国)**


来源: USDA, 东兴期货资产管理部

### 三、棉花需求端分析

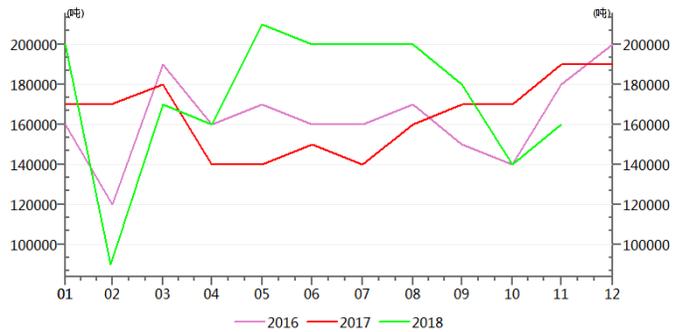
#### 1. 棉花下游

##### 1) 纱线

棉花下游的主要产品为纱线。截至 11 月底, 全国 11 月份纱线产量为 272.8 万吨, 同比减小 28.5%, 环比减少 3.9%; 累计纱线产量为 2599.2 万吨, 同比减少 21.6%; 2017 年全年纱线产量为 3691.7 万吨。

**图表 19: 全国纱线产量**

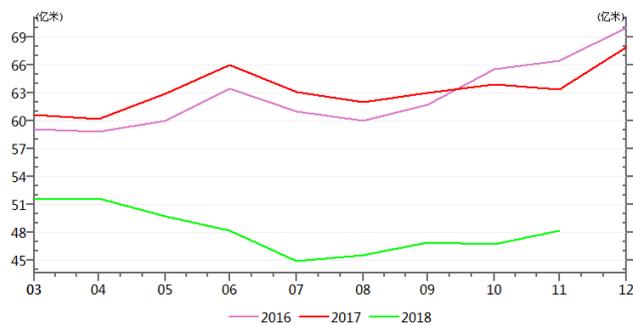

来源: Wind, 东兴期货资产管理部

**图表 20: 全国纱线进口数量**


来源: Wind, 东兴期货资产管理部

## 2) 坯布

坯布的产量也同样不容乐观,截至11月底,全国11月份坯布产量为47.3亿米,同比增加10.3%,环比减少9.7%;全国坯布累计产量为481.1亿米,同比减小23.7%,2017年全年纱线产量为695.6亿米。

**图表 21: 全国坯布产量**


来源: Wind, 东兴期货资产管理部

**图表 22: 全国坯布库存天数**


来源: Wind, 东兴期货资产管理部

## 3) 服装

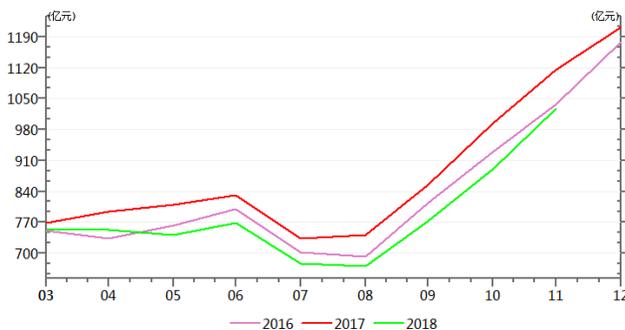
棉花的终端产品为服装。服装的消费分来国内消费和出口消费两大部分。截至11月底,全国11月份国内服装类零售额为1027.7亿元,同比减小7.8%,环比增加15.5%;服装类零售额累计为7054.1亿元,同比下降7.7%,2017年全年零售额为8851.1亿元。

截至11月底,全国11月份服装及衣着附件出口金额为127.4亿美元,同比减少2.9%,环比减少5.7%;前11个月出口金额累计为1454.4亿美元,同比增加0.82%,2017年全年服装及衣着附件出口金额为1581.1亿美元。

据中国海关总署最新统计数据显示，2018年11月，我国纺织品服装出口额为230.5亿美元，同比下降0.3%。其中，纺织品(包括纺织纱线、织物及制品)出口额为103.1亿美元，同比增长3.3%；服装出口127.4亿美元，同比下降35%。

2018年1-11月，我国纺织品服装累计出口额为2539.6亿美元，同比增长4.4%，其中纺织品累计出口额为1093亿美元，同比增长9.5%；服装累计出口额为1446.6亿美元，同比增长0.9%。

目前来看，棉花的下游需求正在慢慢放缓发展的脚步，纱线与坯布的产量都是过往三年的较低水平，库存也处于偏高位置。全国服装零售额也处于过往三年的较低水平，虽然全国服装及其衣着附件出口金额并未大幅下滑，但极有可能与美元的强势走势有关。我们预计2019年美元或存在回调走弱的概率，中美贸易战也并没有盖棺定论，棉花下游的疲软会在2019年进一步放大，届时国内棉花总需求量或下滑至820-850万吨/年左右。

**图表 23：全国服装类零售额（当月值）**


来源：Wind，东兴期货资产管理部

**图表 24：全服装及衣着附件出口金额（当月值）**


来源：Wind，东兴期货资产管理部

#### 四、行情展望

对于2019年的棉市而言，我们判断价格底部会逐渐形成，一旦底部价格确定，迎来的或许是缓慢的重心上移阶段。目前，国储棉花已经边临临界值，再次轮出棉花的概率不大，只是工业库存/商业库存以及郑棉仓单均处于历史高位，在2019年国内棉花种植面积基本维稳的条件下，我们需要纺织产业来慢慢消化目前的棉花库存总量。在宏观预期悲观以及中美贸易战没有完全结束的前提下，棉花库存的消化速度或是较为缓慢的，因此我们判断2019年棉价慢慢形成底部，随后呈现震荡偏强，价格中枢缓慢上移的一个过程。

关于策略方面，我们建议投资者在郑棉价格14500左右，采用低吸高抛策略；套利方面可以采取反套策略，因为国储棉花库存已经所剩不多。

---

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。