

目录

1 近期走势回顾.....	2
2 全球棉花供需情况.....	4
2.1 美国棉花供需情况.....	7
2.2 印度棉花供需情况.....	9
2.3 巴西棉花供需情况.....	12
2.4 巴基斯坦棉花供需情况.....	14
3 中国棉花供需情况.....	16
3.1 中国棉花社会库存&供应.....	18
3.2 中国棉花月度进口.....	20
3.3 中国棉花抛储情况.....	21
3.4 中国棉花月度消费情况.....	23
3.5 中国棉花月度供需.....	24
3.6 棉花价格&进口利润.....	24
3.7 棉花月间价差&期现基差.....	27
4 棉花产业链下游情况.....	29
4.1 纱线供需情况.....	29
4.2 坯布供需情况.....	35
4.3 服装供需情况.....	38
4.4 棉纱价格&价差利润.....	42
5 总结与展望.....	45
6 操作建议.....	46
7 附录.....	46



1 近期走势回顾

2019 年，内外棉花期货市场整体走势大致可以分为三个阶段，全年交易的重心围绕需求变化对于棉花价格可能产生的影响，供应端的变化相对较小，且矛盾点较需求端不够凸显，在全年交易的过程中炒作点相对较少，这与 2018 年炒作天气形成鲜明对比。需求在以往的分析中较难精确量化，因棉花只是众多纺织原料的一种，混纺比例的混乱导致较难对单一原料的消费进行精确计算，以往的分析中只能通过模糊的数据进行定性判断，故长期以来对需求一直有相对稳定的假设。而中美贸易摩擦作为贯穿 2019 年的重大事件，对于棉纺织行业的需求影响较为剧烈，这导致下游数据出现巨大变化，稳定假设被打破，各方产业多聚焦需求研究，最终市场观点较为一致的反映 2019 年纺织业出口与内销都有较大程度的下滑，奠定了全年熊市的大背景。

第一阶段：2019.1 至 2019.5

上一年度，棉花价格炒作天气拉升至 19000 元/吨附近，虽然最后大幅减产消息被证伪，但市场对于后市较为乐观（觉得还能继续炒），价格经过回落后资金开始抄底做多，逻辑为中国产不足需，国储库存日渐下降，以做多远月为主。另外此阶段中美贸易战尚未完全开启，市场对于后市难以形成准确预期，因刚经历过牛市所以心态和情绪较为乐观，价格由 14600 元/吨反弹至 16000 元/吨附近。

第二阶段：2019.5 至 2019.9

劳动节临近结束，特朗普推特操盘模式开启，也是从此阶段开始中美相关商品、股市和汇率等开始受到两国贸易关系变化的影响，一个固定的交易模式逐渐形成，既两国关系缓和→股市涨、人民币涨、饲料跌、棉花涨，反之股市跌、人民币跌、饲料涨、棉花跌，汇率变成判断棉花走势的领先指标。伴随着特朗普的不断操纵市场，大格局下是两国互相持续加征关税，内外棉花期货皆受重挫。

第三阶段：2019.9 至今

此阶段中国出口至美国的纺织品已经大部分被加征关税，两国关系的缓和与恶化只在日频上影响棉花价格，长期来看利空有出尽的可能。但下游受到持续 1 年多的利空影响，



市场情绪极度悲观且订单恢复速度缓慢，此阶段即使有收储等政策性的支撑也难以走出强势上涨的行情。另外在年末中美第一阶段磋商基本成型，最终的结果是美国维持对 2500 亿商品增收 25%关税，下调另外 1200 亿商品关税增收幅度至 7.5%，以期中国增加购买美国农产品，但显然这对于中国棉花市场并不是一个完全利多消息，上游增加供应，下游仍受制约，美棉大幅上涨之下郑棉显得较为疲弱，内外价差倒挂进一步拉大，预计短期倒挂较难恢复。

图 1 美国对中国商品关税增加情况（与期价走势较为一致）

日期（同批有修改的按最后修改日期为准）	征收金额	纺织品服装占比	征收关税	调整后
2018. 8. 23	500 亿	0	25%	25%
2019. 5. 10	2500 亿	13%	25%	25%
2019. 9. 1	1200 亿	73%	15%	7.50%
2019. 12. 15	1800 亿	14%	15%	0

数据来源：中国棉花信息网 金石期货研究所

图 2 郑棉指数



数据来源：文华财经 金石期货研究所

图表 3 美棉指数



数据来源：文华财经 金石期货研究所

2 全球棉花供需情况

全球棉花供需方面，2019/2020 年度是全球棉花库存消费比由降转升的一年，受制于全球棉花消费的下调，库销比由之前的 49.21% 上升至 49.3%，这在全球棉花去库的过程中稍显利空，消费受全球宏观经济形势转差以及中美两大经济体贸易摩擦升级影响。

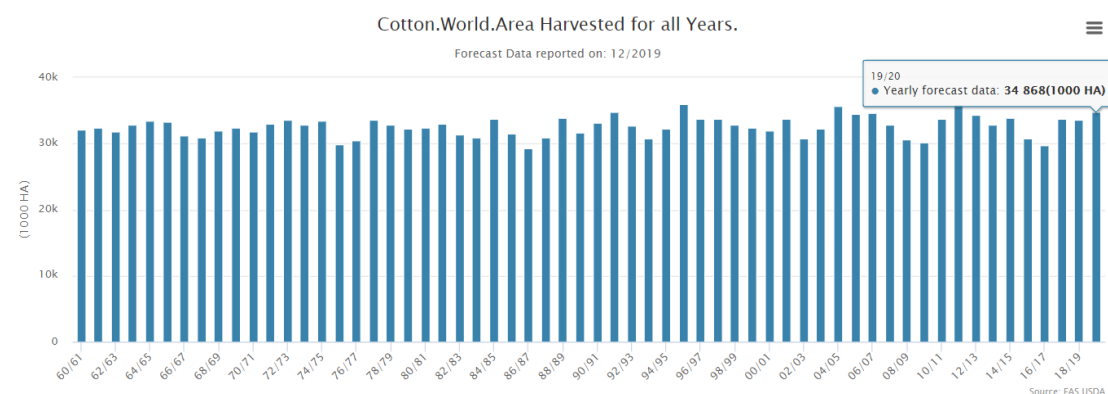
2019/2020 年度总种植面积较上两个年度有所提升，但总产量较 2018/2019 年度提升不大且低于 2017/2018 年度，受制于天气因素导致的单产下降，本年度单产预计为 756KG/HA，低于 2017/2018 年度的 799KG/HA。消费方面稳中略降，但下降幅度不及产量，库销比由 2018/2019 年的 49.3% 降低至目前的 48.78%，总的来看库销比维持缓慢下降的趋势，供需方面在较长一段时间将保持平衡略微偏紧的状态，数据上看中性偏多。

图 4 全球棉花供需平衡表

Cotton World as of December 2019							
Attribute	19/20 Dec'19	Change	19/20 Nov'19	18/19	17/18	16/17	15/16
Area Harvested (1000 HA)	34,868	-35(-.1%)	34,903	33,539	33,725	29,811	30,752
Beginning Stocks (1000 480 lb. Bales)	79,689	-864(-1.07%)	80,553	80,838	80,288	90,149	106,739
Production (1000 480 lb. Bales)	121,108	-831(-.68%)	121,939	118,097	123,782	106,677	96,163
Imports (1000 480 lb. Bales)	44,383	+350(+.79%)	44,033	42,503	41,160	37,697	35,444
Total Supply (1000 480 lb. Bales)	245,180	-1345(-.55%)	246,525	241,438	245,230	234,523	238,346
Exports (1000 480 lb. Bales)	44,398	+370(+.84%)	44,028	41,343	41,514	37,852	34,701
Use (1000 480 lb. Bales)	120,268	-1225(-1.01%)	121,493	120,289	122,761	116,177	113,232
Loss (1000 480 lb. Bales)	191	-11(-5.45%)	202	117	117	206	264
Total Dom. Cons. (1000 480 lb. Bales)	120,459	-1236(-1.02%)	121,695	120,406	122,878	116,383	113,496
Ending Stocks (1000 480 lb. Bales)	80,323	-479(-.59%)	80,802	79,689	80,838	80,288	90,149
Total Distribution (1000 480 lb. Bales)	245,180	-1345(-.55%)	246,525	241,438	245,230	234,523	238,346
Stock to Use % (PERCENT)	48.78	(-.08%)	48.82	49.30	49.21	52.13	60.94
Yield (KG/HA)	756	-5(-.66%)	761	767	799	779	681

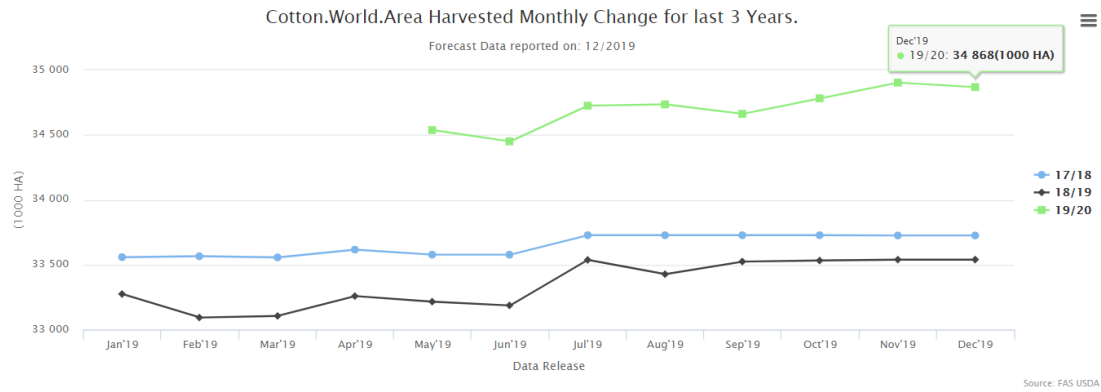
数据来源：USDA 金石期货研究所

图 5 全球棉花收获面积



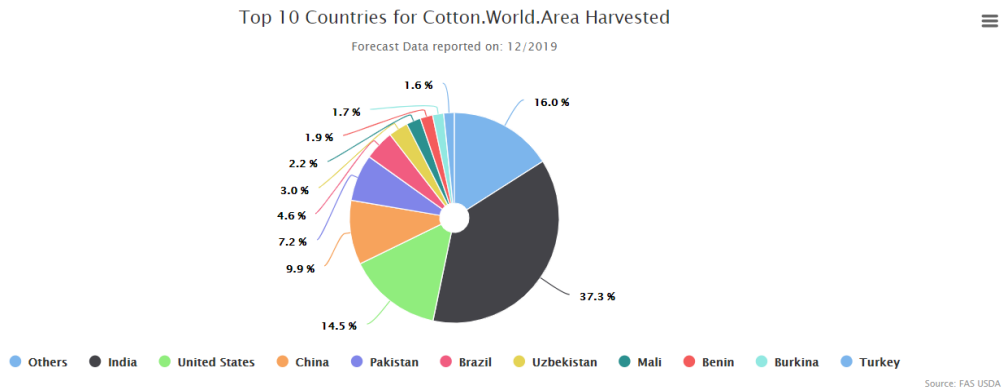
数据来源：USDA 金石期货研究所

图6 全球棉花收获面积近三年月度变化



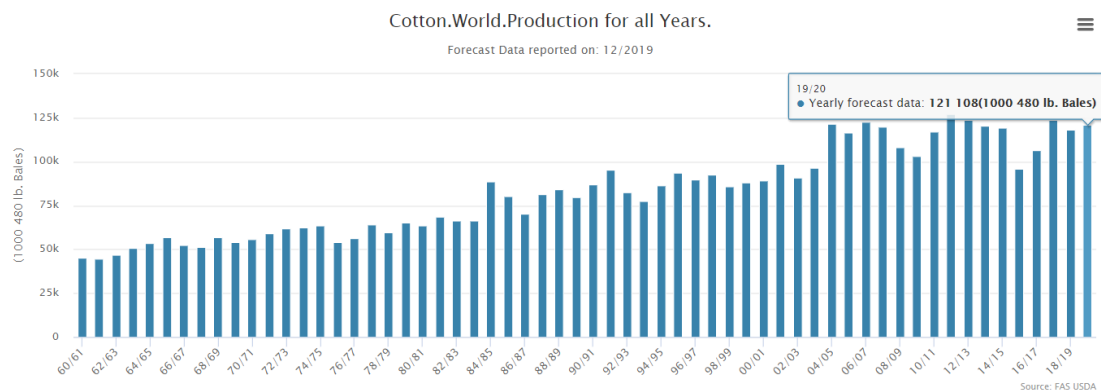
数据来源: USDA 金石期货研究所

图7 前十棉花主产国收获面积占比



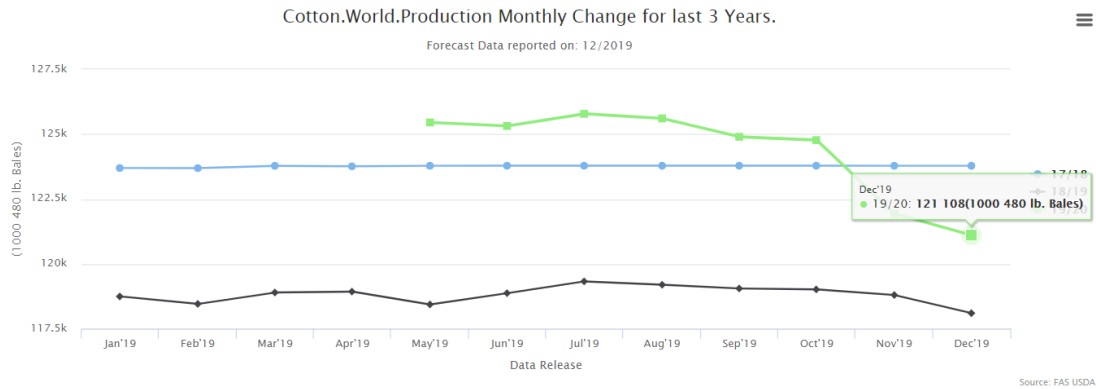
数据来源: USDA 金石期货研究所

图8 全球棉花产量



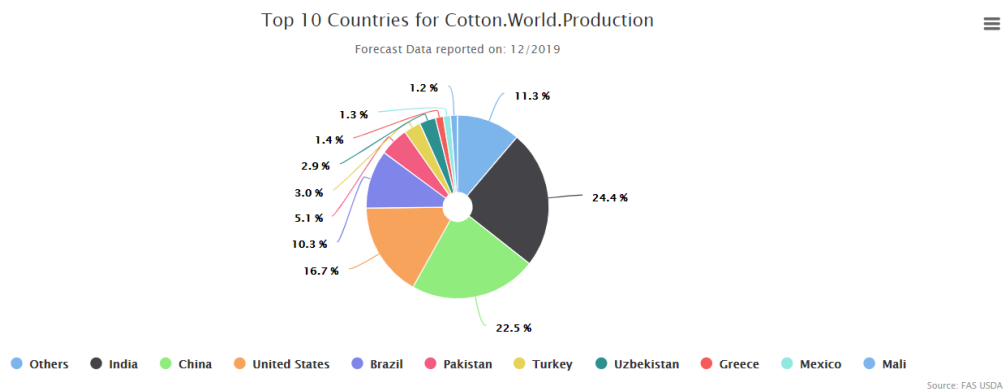
数据来源: USDA 金石期货研究所

图9 全球棉花近三年产量月度变化



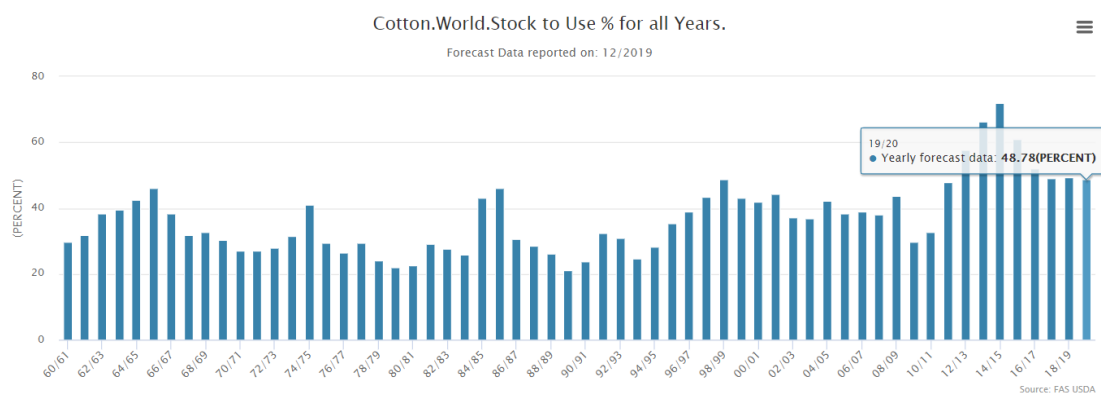
数据来源: USDA 金石期货研究所

图10 前十棉花主产国产量占比



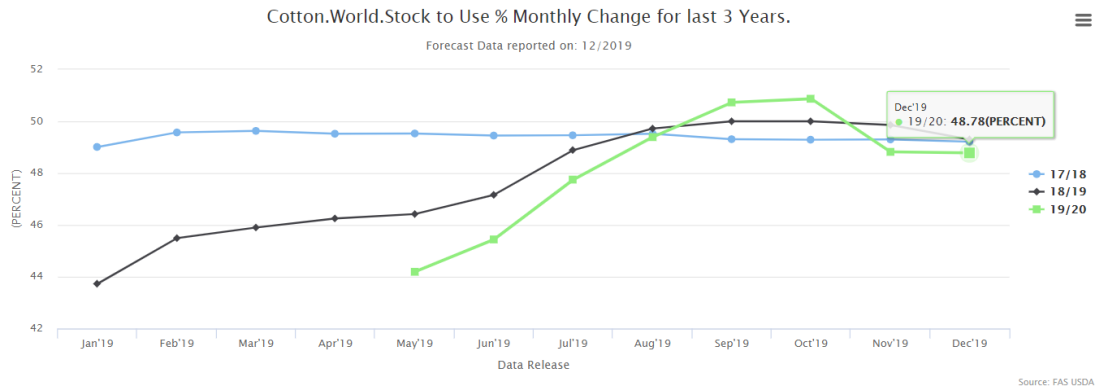
数据来源: USDA 金石期货研究所

图11 全球棉花库存消费比



数据来源: USDA 金石期货研究所

图 12 全球棉花近三年库存消费比月度变化



数据来源: USDA 金石期货研究所

2.1 美国棉花供需情况

美国方面, 2018/2019 年度棉花产需两降, 美国是主要的棉花出口国, 而中国以往年进口美棉约 50 万吨左右, 今年受制于中美互相征加额外关税, 美棉出口较去年下降 9.3%, 这是全年施压美棉价格的核心因素。

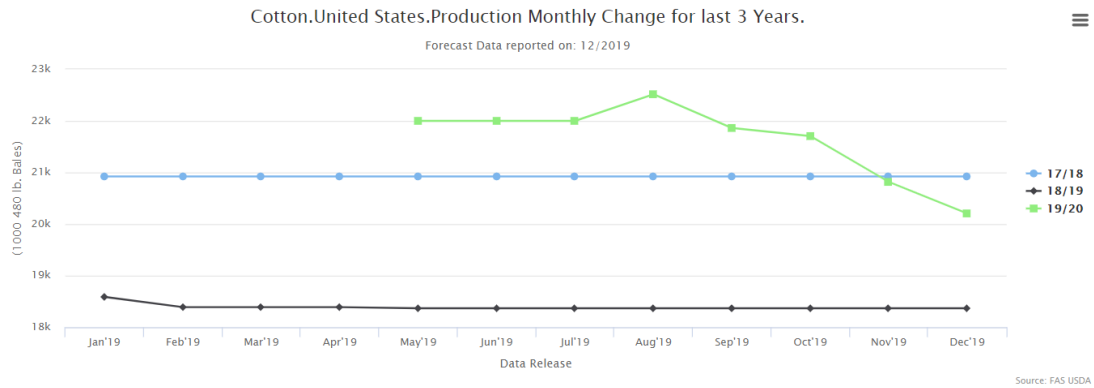
2019/2020 年度产量预期较上一年度小幅增加, 受益于收获面积的增加, 单产下降幅度不及收获面积增加, 产量增加预计 10%; 需求方面, 数据表示较为乐观, 出口预计较 2018/2019 年度增加 11.76%, 但由于需求增量低于产量增量, 库销比仍有一定增加, 期末库存量有所累积, 不过目前需求仍存在变数, 一旦中国恢复大量进口则美棉平衡表可能面临较大利好转变, 目前数据中性偏空。

图 13 美国棉花供需平衡表

Cotton United States as of December 2019							
Attribute	19/20 Dec'19	Change	19/20 Nov'19	18/19	17/18	16/17	15/16
Area Harvested (1000 HA)	5,062	-	5,062	4,130	4,492	3,848	3,268
Beginning Stocks (1000 480 lb. Bales)	4,850	-	4,850	4,200	2,750	3,800	3,650
Production (1000 480 lb. Bales)	20,206	-611(-2.94%)	20,817	18,367	20,923	17,170	12,888
Imports (1000 480 lb. Bales)	5	-	5	3	3	7	33
Total Supply (1000 480 lb. Bales)	25,061	-611(-2.38%)	25,672	22,570	23,676	20,977	16,571
Exports (1000 480 lb. Bales)	16,500	-	16,500	14,763	16,279	14,917	9,153
Use (1000 480 lb. Bales)	3,000	-	3,000	2,975	3,225	3,250	3,450
Loss (1000 480 lb. Bales)	61	-11(-15.28%)	72	-18	-28	60	168
Total Dom. Cons. (1000 480 lb. Bales)	3,061	-11(-.36%)	3,072	2,957	3,197	3,310	3,618
Ending Stocks (1000 480 lb. Bales)	5,500	-600(-9.84%)	6,100	4,850	4,200	2,750	3,800
Total Distribution (1000 480 lb. Bales)	25,061	-611(-2.38%)	25,672	22,570	23,676	20,977	16,571
Stock to Use % (PERCENT)	28.21	-3(-9.81%)	31.28	27.34	21.53	15.14	30.15
Yield (KG/HA)	869	-26(-2.91%)	895	968	1,014	972	859

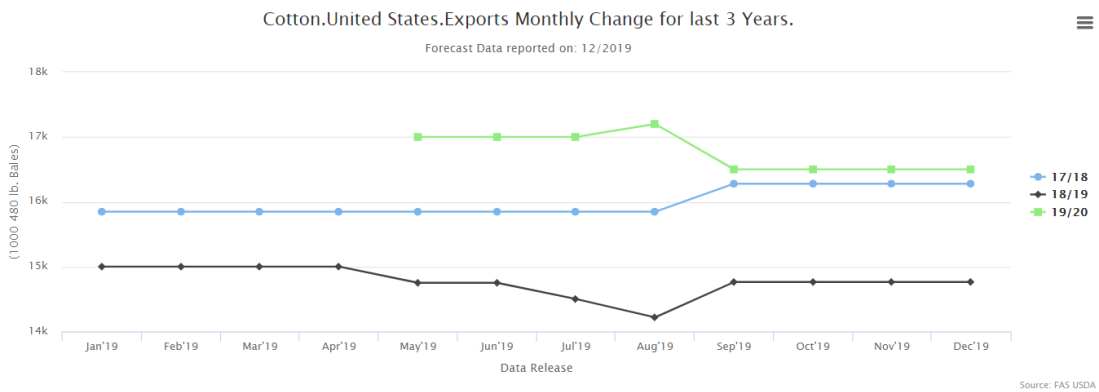
数据来源: USDA 金石期货研究所

图 14 美国近三年棉花产量月度变化



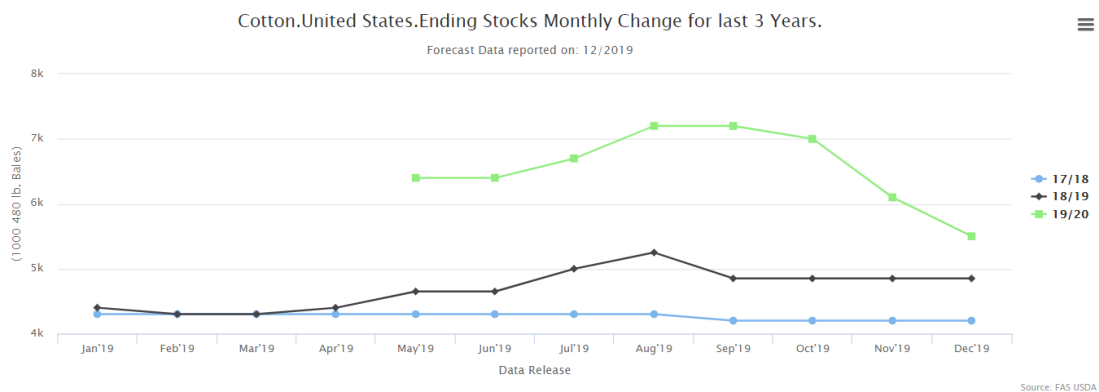
数据来源: USDA 金石期货研究所

图 15 美国棉花近三年出口月度变化



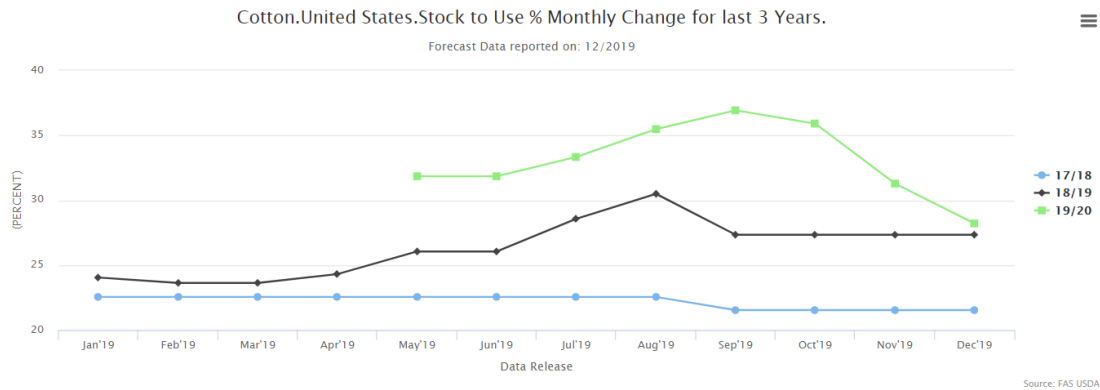
数据来源: USDA 金石期货研究所

图 16 美国棉花近三年期末库存月度变化



数据来源: USDA 金石期货研究所

图 17 美国棉花近三年库存消费比月度变化



数据来源: USDA 金石期货研究所

2.2 印度棉花供需情况

印度方面, 2018/2019 年度受制于干燥天气以及虫害等不利因素, 单产水平较去年下降约 11%, 在整体收获面积保持稳定的前提下产量也下降了 11% 左右; 而其国内消费较为稳定, 印度纺织行业下游一直处于稳定上升阶段, 不过由于印度棉花出口较为有限, 虽然产量下降但仅仅使棉花库销比增速有所放缓, 其绝对量仍较上一年度有所增加, 不过库销比增速的放缓使印度全年棉价都较为坚挺, 这在 2018/2019 年度全球棉花熊市中显得较为另类。

2019/2020 年度, 预期印度棉花收获面积以及单产均有较大增长, 受益于种植速度的加快以及良好的天气情况, 产量同比增幅预计为 14.34%, 消费方面预计上涨不大, 故其新年度期末预计将增加 34.36%, 库销比也预计由 33.86% 增加至 43.91%, 这对于印度棉价来说存在一定压力。

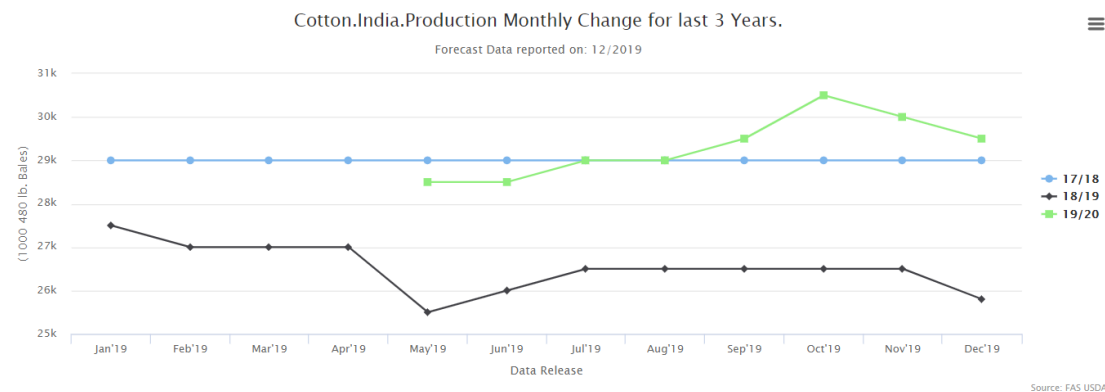
另外仍需关注的是目前印度单产在全球范围处于偏低水平, 这也说明印度单产存在巨大的上涨空间, 一旦未来单产有所增加将对全球棉花供应带来较大的贡献, 也有可能使全球棉花库销比由降转升, 建议持续关注。

图 18 印度棉花供需平衡表

Cotton India as of December 2019							
Attribute	19/20 Dec'19	Change	19/20 Nov'19	18/19	17/18	16/17	15/16
Area Harvested (1000 HA)	13,000	-	13,000	12,600	12,600	10,850	12,300
Beginning Stocks (1000 480 lb. Bales)	9,314	-700(-6.99%)	10,014	9,225	7,880	7,044	10,586
Production (1000 480 lb. Bales)	29,500	-500(-1.67%)	30,000	25,800	29,000	27,000	25,900
Imports (1000 480 lb. Bales)	2,200	+400(+22.22%)	1,800	1,800	1,677	2,736	1,072
Total Supply (1000 480 lb. Bales)	41,014	-800(-1.91%)	41,814	36,825	38,557	36,780	37,558
Exports (1000 480 lb. Bales)	4,000	-100(-2.44%)	4,100	3,511	5,182	4,550	5,764
Use (1000 480 lb. Bales)	24,500	-	24,500	24,000	24,150	24,350	24,750
Loss (1000 480 lb. Bales)	0	-	0	0	0	0	0
Total Dom. Cons. (1000 480 lb. Bales)	24,500	-	24,500	24,000	24,150	24,350	24,750
Ending Stocks (1000 480 lb. Bales)	12,514	-700(-5.3%)	13,214	9,314	9,225	7,880	7,044
Total Distribution (1000 480 lb. Bales)	41,014	-800(-1.91%)	41,814	36,825	38,557	36,780	37,558
Stock to Use % (PERCENT)	43.91	-2(-4.96%)	46.20	33.86	31.45	27.27	23.08
Yield (KG/HA)	494	-8(-1.59%)	502	446	501	542	458

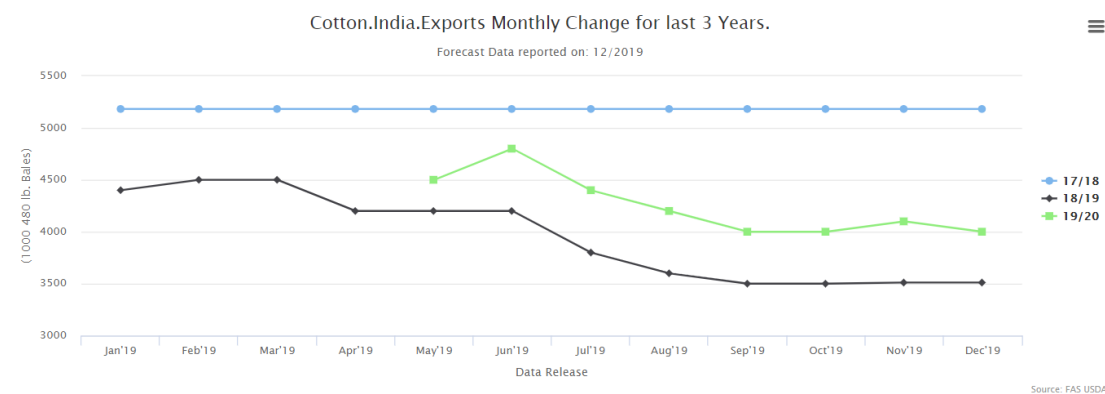
数据来源: USDA 金石期货研究所

图 19 印度棉花近三年产量月度变化



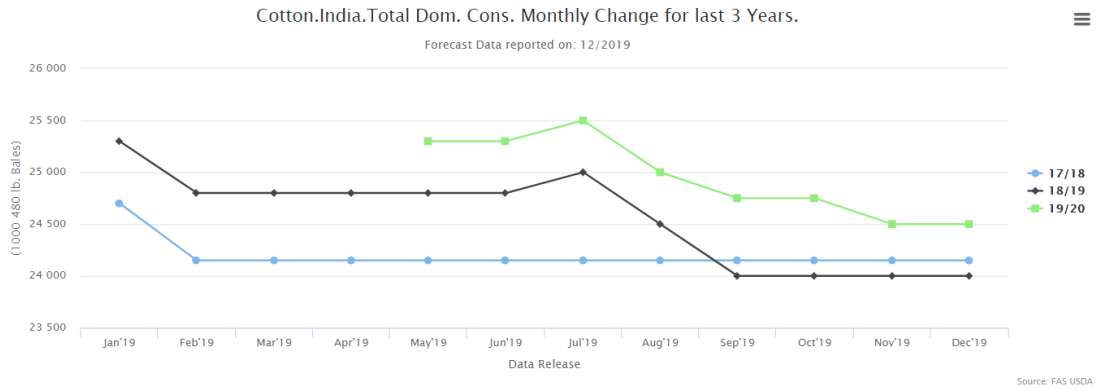
数据来源: USDA 金石期货研究所

图 20 印度棉花近三年出口月度变化



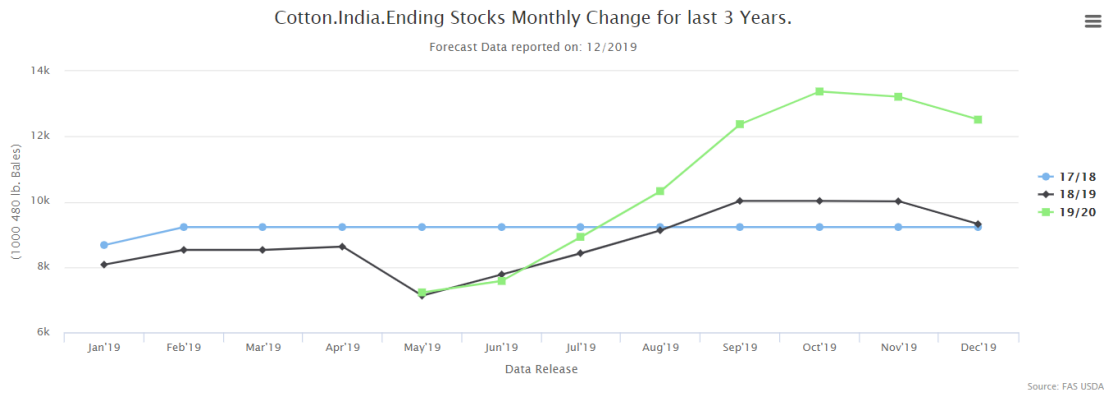
数据来源: USDA 金石期货研究所

图 21 印度棉花近三年消费月度变化



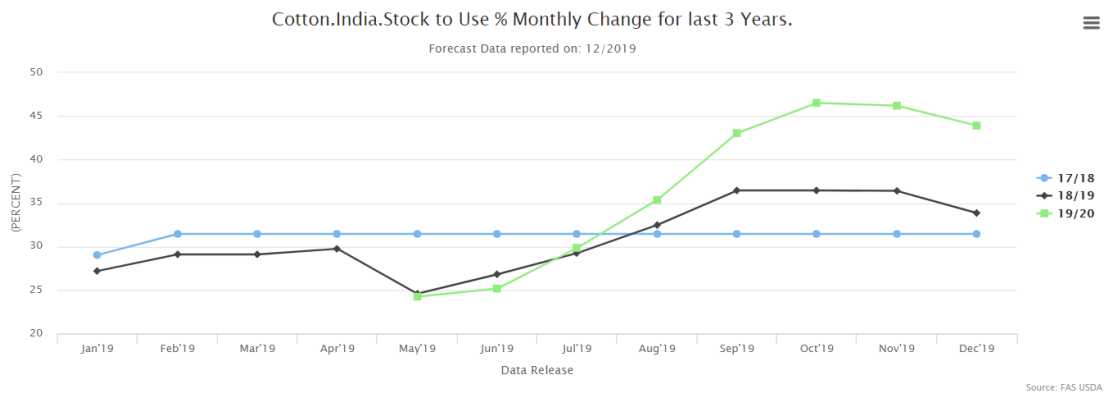
数据来源: USDA 金石期货研究所

图 22 印度棉花近三年期末库存月度变化



数据来源: USDA 金石期货研究所

图 23 印度棉花近三年库存消费比月度变化



数据来源: USDA 金石期货研究所

2.3 巴西棉花供需情况

巴西方面，受益于其国内棉花种植面积的增长以及种植期天气的稳定，巴西棉花产量连续两年大幅增加，自 17/18 年开始其产量保持着 31.34% 和 35.79% 的增速，其国内棉花消费有限且较为稳定，多余的棉花主要以出口为主，近几年其棉花出口量也随着产量的增加而水涨船高。因其国内棉花处于严重的供大于求，期末库存水平居高不下，库销比目前达到 125% 的高位。

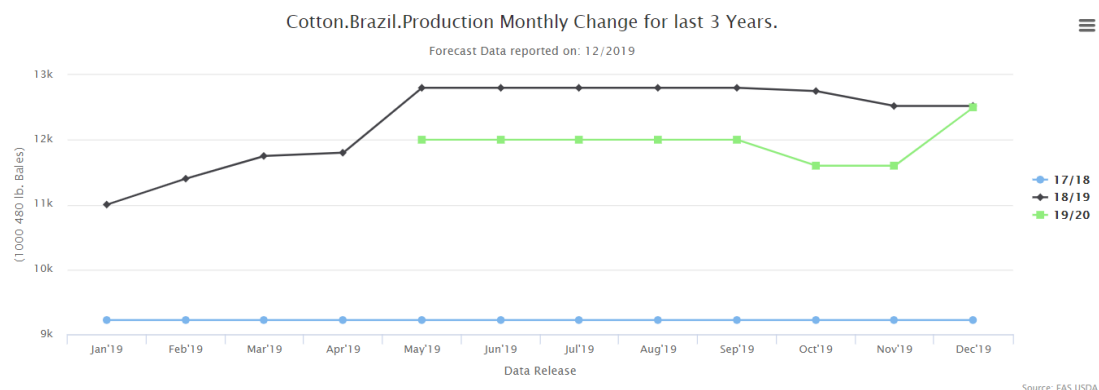
2019/2020 年度，预计巴西棉花收获面积与单产较上一年度保持稳定，总产量基本不变，出口因近些年巴西棉逐渐被市场接受而继续保持增加，库销比将可能下降至 100% 以下。巴西属于近些年新兴的棉花出口大国，其出口份额的不断增长对于美棉等老牌棉花出口国来说形成竞争关系，可能对 ICE 棉花价格形成一定抑制作用。

图 24 巴西棉花供需平衡表

Cotton Brazil as of December 2019							
Attribute	19/20 Dec'19	Change	19/20 Nov'19	18/19	17/18	16/17	15/16
Area Harvested (1000 HA)	1,620	+120(+8%)	1,500	1,620	1,175	940	955
Beginning Stocks (1000 480 lb. Bales)	11,776	-4(-.03%)	11,780	8,657	6,929	5,709	7,112
Production (1000 480 lb. Bales)	12,500	+900(+7.76%)	11,600	12,520	9,220	7,020	5,920
Imports (1000 480 lb. Bales)	25	-	25	17	82	189	91
Total Supply (1000 480 lb. Bales)	24,301	+896(+3.83%)	23,405	21,194	16,231	12,918	13,123
Exports (1000 480 lb. Bales)	8,800	+200(+2.33%)	8,600	6,018	4,174	2,789	4,314
Use (1000 480 lb. Bales)	3,400	-	3,400	3,400	3,400	3,200	3,100
Loss (1000 480 lb. Bales)	0	-	0	0	0	0	0
Total Dom. Cons. (1000 480 lb. Bales)	3,400	-	3,400	3,400	3,400	3,200	3,100
Ending Stocks (1000 480 lb. Bales)	12,101	+696(+6.1%)	11,405	11,776	8,657	6,929	5,709
Total Distribution (1000 480 lb. Bales)	24,301	+896(+3.83%)	23,405	21,194	16,231	12,918	13,123
Stock to Use % (PERCENT)	99.19	+4(+4.37%)	95.04	125.04	114.30	115.70	77
Yield (KG/HA)	1,680	-4(-.24%)	1,684	1,683	1,708	1,626	1,350

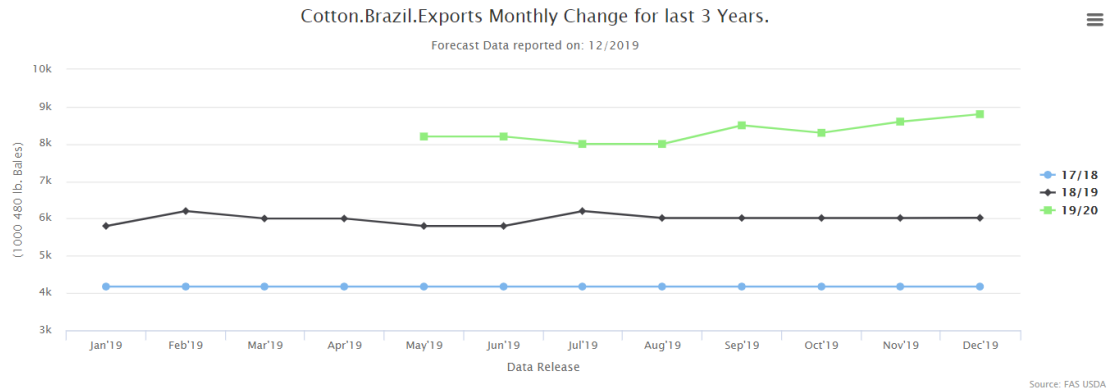
数据来源：USDA 金石期货研究所

图 25 巴西棉花近三年产量月度变化



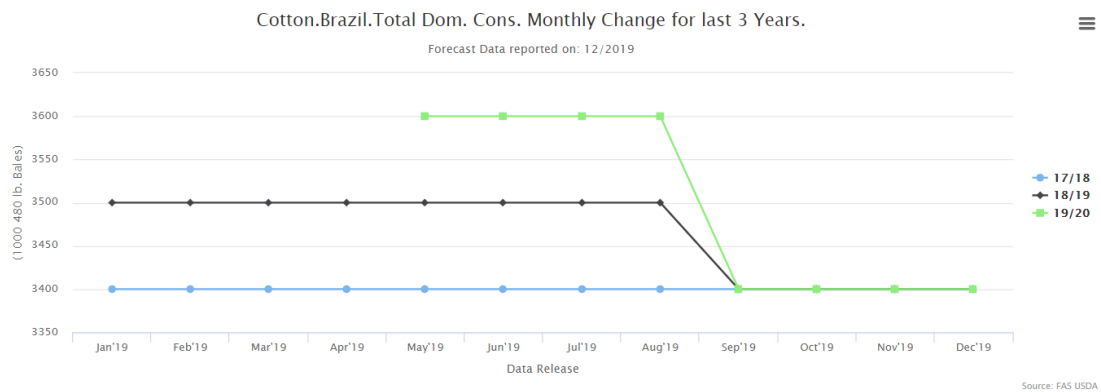
数据来源：USDA 金石期货研究所

图 26 巴西棉花近三年出口月度变化



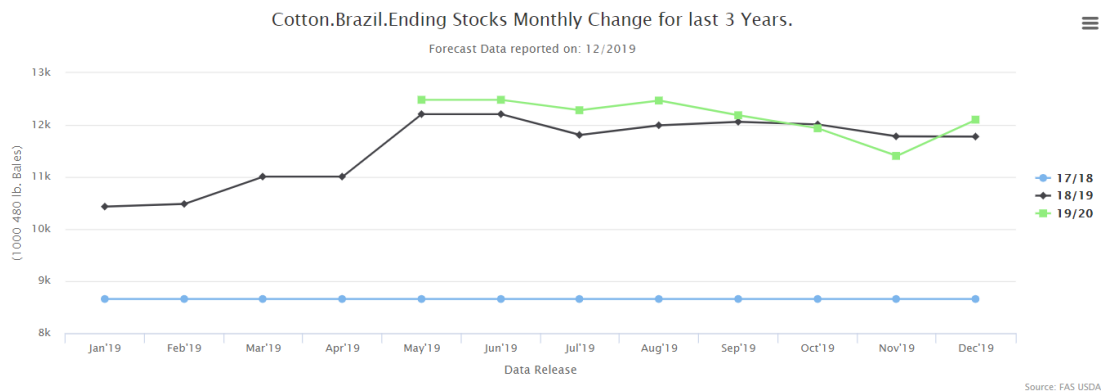
数据来源: USDA 金石期货研究所

图 27 巴西棉花近三年国内消费月度变化



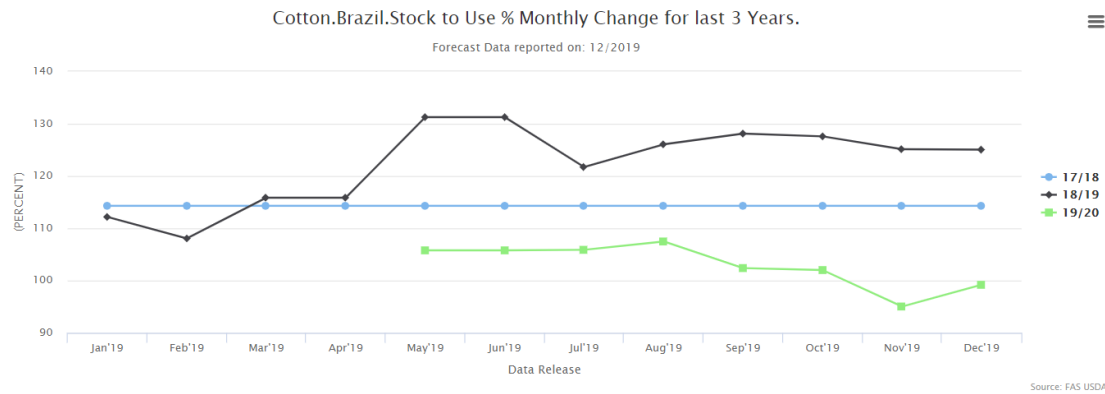
数据来源: USDA 金石期货研究所

图 28 巴西棉花近三年期末库存月度变化



数据来源: USDA 金石期货研究所

图 29 巴西棉花近三年库存消费比月度变化



数据来源: USDA 金石期货研究所

2.4 巴基斯坦棉花供需情况

巴基斯坦是一个棉花净进口国家,其国内棉纺织行业用棉需求较大且稳定,一旦国内产量下降则有加大进口或消耗库存的需求。2018/2019 年度巴基斯坦收获面积下降较多,进口也受到关税增加的影响而下降,虽然单产创几年最高水平但总产量依旧下降 7.32%,消费稳中略降的情况下其国内棉花库存消费比由 25.59%小幅下降至 23.19%,整体处于偏低水平,这对其国内棉价形成支撑。

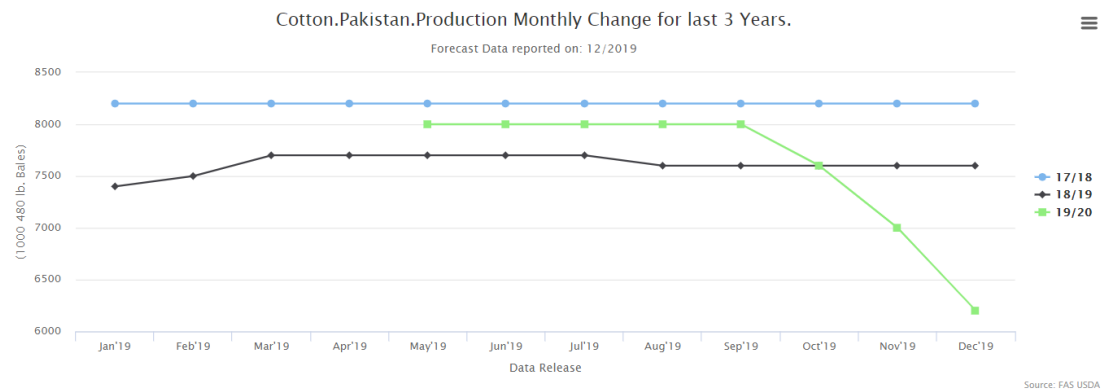
2019/2020 年度,巴基斯坦棉花收获面积预计较上一年度小幅提升,但单产受到虫害以及潮湿天气的影响预计下降,对于其国内较为刚性的用棉需求来说加大进口是保障其库存处在较为安全的水平的必要手段,目前 USDA 已经对其 2019/2020 年度进口量预估进行大幅上调,预计同比将上升 47.37%,但即使这样预计库销比也将下降至 20.28%附近,故巴基斯坦棉价将较为坚挺。

图 30 巴基斯坦棉花供需平衡表

Cotton Pakistan as of December 2019							
Attribute	19/20 Dec'19	Change	19/20 Nov'19	18/19	17/18	16/17	15/16
Area Harvested (1000 HA)	2,500	-	2,500	2,300	2,700	2,500	2,900
Beginning Stocks (1000 480 lb. Bales)	2,495	-	2,495	2,830	2,315	2,615	2,890
Production (1000 480 lb. Bales)	6,200	-800(-11.43%)	7,000	7,600	8,200	7,700	7,000
Imports (1000 480 lb. Bales)	4,200	+600(+16.67%)	3,600	2,850	3,400	2,450	3,300
Total Supply (1000 480 lb. Bales)	12,895	-200(-1.53%)	13,095	13,280	13,915	12,765	13,190
Exports (1000 480 lb. Bales)	100	-	100	60	160	125	250
Use (1000 480 lb. Bales)	10,600	-100(-.93%)	10,700	10,700	10,900	10,300	10,300
Loss (1000 480 lb. Bales)	25	-	25	25	25	25	25
Total Dom. Cons. (1000 480 lb. Bales)	10,625	-100(-.93%)	10,725	10,725	10,925	10,325	10,325
Ending Stocks (1000 480 lb. Bales)	2,170	-100(-4.41%)	2,270	2,495	2,830	2,315	2,615
Total Distribution (1000 480 lb. Bales)	12,895	-200(-1.53%)	13,095	13,280	13,915	12,765	13,190
Stock to Use % (PERCENT)	20.28	-1(-3.52%)	21.02	23.19	25.59	22.21	24.79
Yield (KG/HA)	540	-70(-11.48%)	610	719	661	671	526

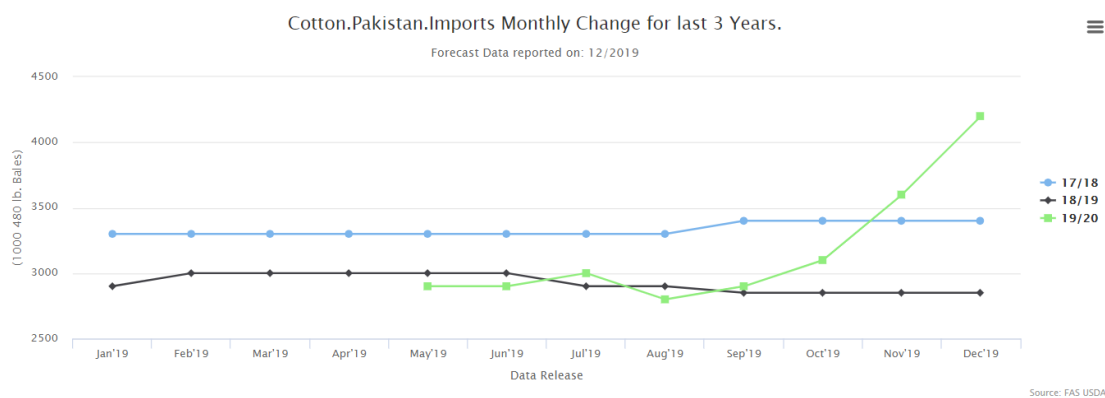
数据来源: USDA 金石期货研究所

图 31 巴基斯坦棉花近三年产量月度变化



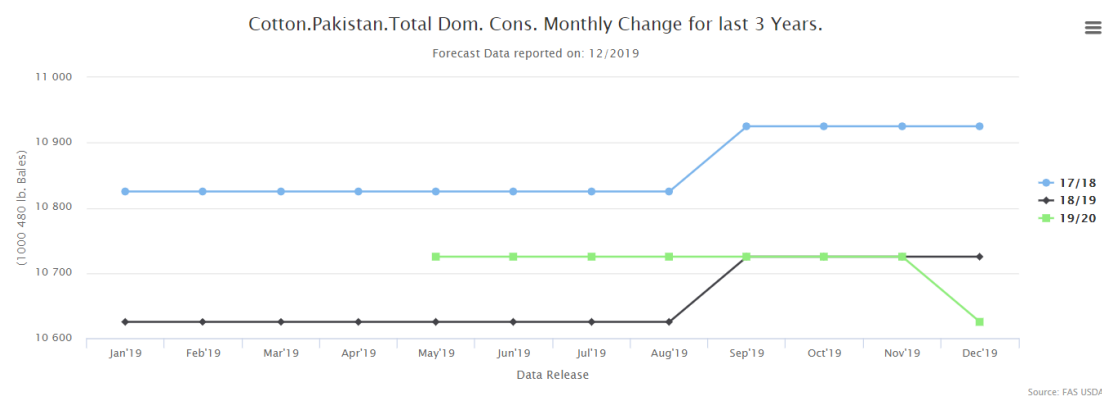
数据来源: USDA 金石期货研究所

图 32 巴基斯坦棉花近三年进口月度变化



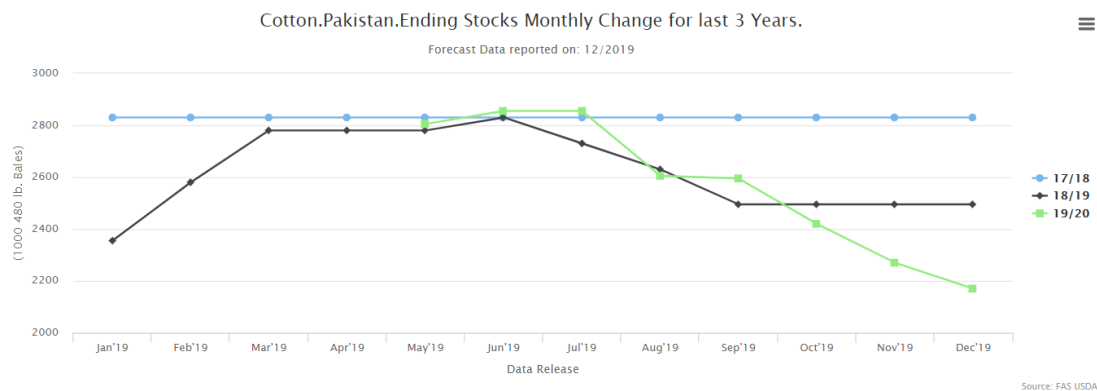
数据来源: USDA 金石期货研究所

图 33 巴基斯坦棉花近三年国内消费月度变化



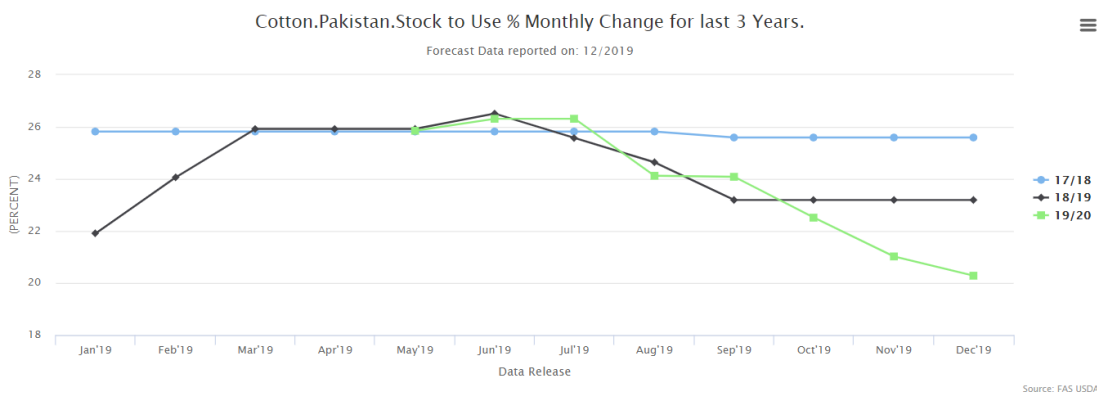
数据来源: USDA 金石期货研究所

图 34 巴基斯坦棉花近三年期末库存月度变化



数据来源: USDA 金石期货研究所

图 35 巴基斯坦棉花近三年库存消费比月度变化



数据来源: USDA 金石期货研究所

3 中国棉花供需情况

国内方面,受制于中美贸易摩擦,2018/2019 年度消费量大幅下降,根据中国棉花信息网的社会库存数据进行推算,预计 2018/2019 年度棉花消费量在 789 万吨左右,较上一年的 895 万吨消费量大幅走弱,因此 2018/2019 年度库存消费比有所反弹,在中国这样的产不足需同时进口受限的国家较为异常,也支持全年棉价大幅走弱。

2019/2020 年度,中国棉花产量存在下降预期,受新疆低温影响,同时对消费量小幅上调,因预期中美关系将较前期有所缓解,且目前美国对中国商品税率征收幅度有所下调,整体推算来看本年度棉花库存消费比将由升转降。风险点:中国目前收储外棉的政策仍不是很清晰,预计巴西棉将有 30-50 万吨的进口量,其他的仍是未知,如果增加美国等

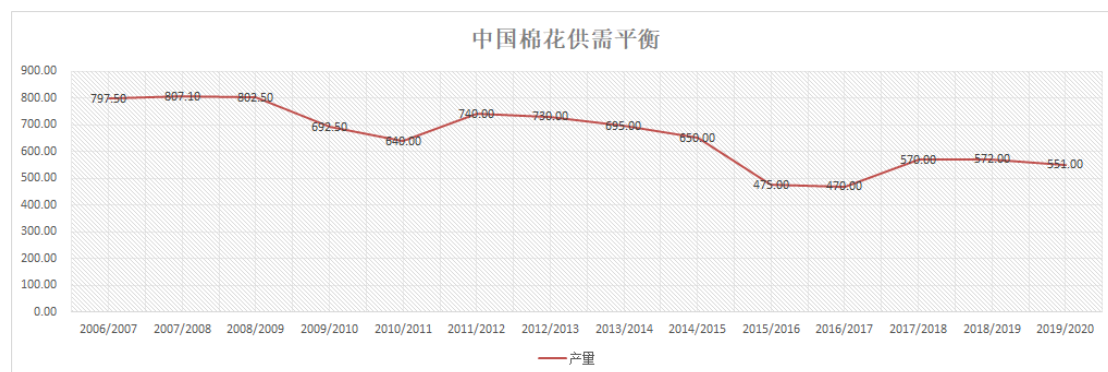
国家的棉花的进口将使得国内供应压力进一步上升，不利于支撑国内棉价反弹，但总体来看本年的数据较上一年度表现稍显乐观。

图 36 中国棉花供需平衡表

	期初库存	产量	进口	出口	消费	期末库存	库存消费比
2006/2007	399.10	797.50	230.60	1.96	1082.62	342.62	31.59
2007/2008	342.62	807.10	251.10	1.31	1104.39	295.12	26.69
2008/2009	295.12	802.50	152.30	1.74	951.99	296.19	31.06
2009/2010	296.19	692.50	237.40	0.44	1082.62	143.03	13.21
2010/2011	143.03	640.00	260.90	2.61	995.53	45.79	4.59
2011/2012	45.79	740.00	534.20	1.31	821.35	497.33	60.45
2012/2013	497.33	730.00	442.60	1.09	777.81	891.03	114.40
2013/2014	891.03	695.00	307.50	0.65	745.15	1147.73	153.89
2014/2015	1147.73	650.00	180.40	1.52	734.26	1242.35	168.85
2015/2016	1242.35	475.00	96.00	2.83	756.04	1054.48	138.95
2016/2017	1054.48	470.00	98.00	1.31	810.47	810.71	99.87
2017/2018	810.71	570.00	132.00	2.09	895.22	615.40	68.58
2018/2019	615.40	572.00	207.00	2.21	788.59	603.60	76.33
2019/2020	603.60	551.00	170.00	1.87	820.00	502.73	61.17

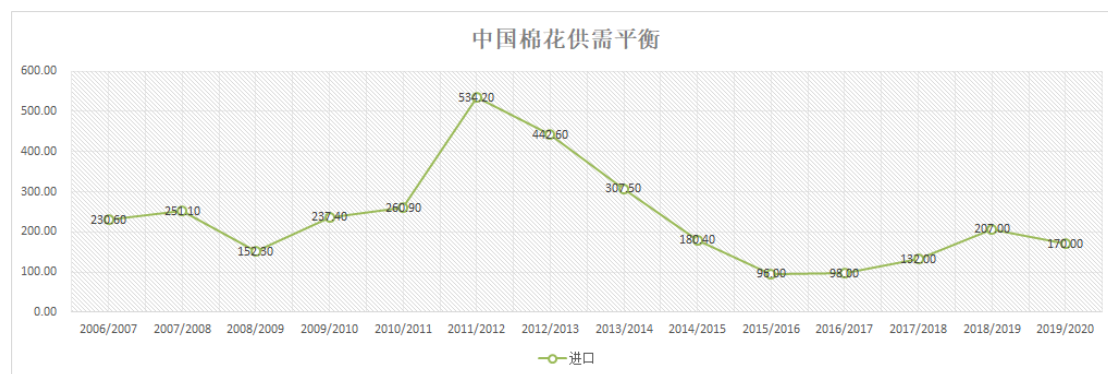
数据来源：金石期货研究所

图 37 中国棉花产量



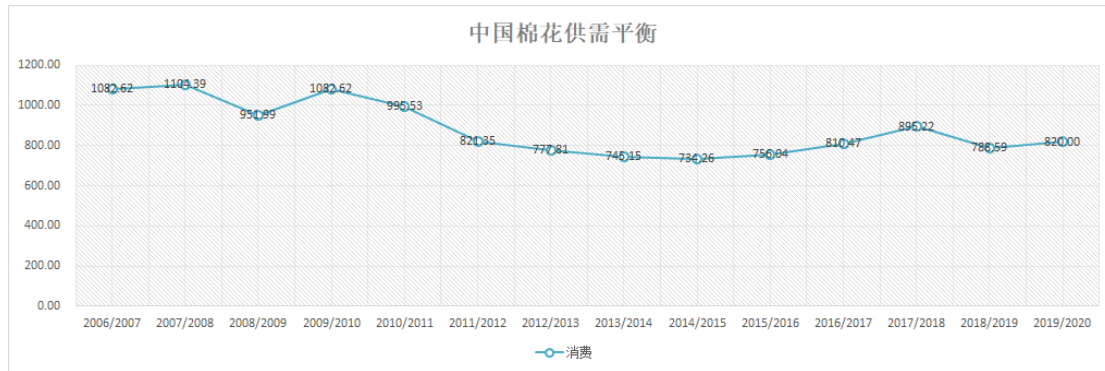
数据来源：金石期货研究所

图 38 中国棉花进口量



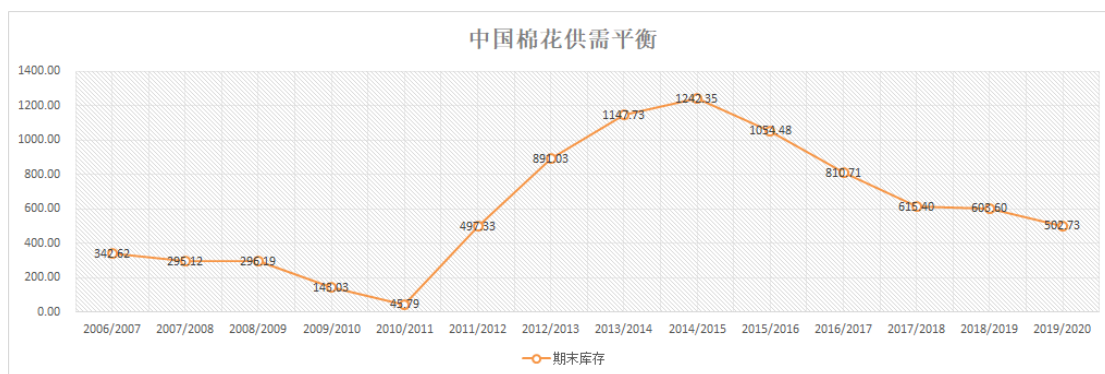
数据来源：金石期货研究所

图 39 中国棉花消费量



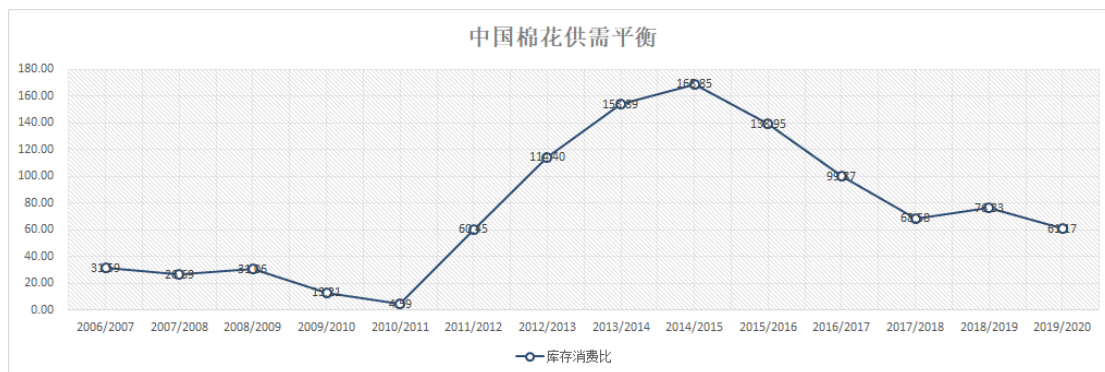
数据来源：金石期货研究所

图 40 中国棉花期末库存



数据来源：金石期货研究所

图 41 中国棉花库存消费比



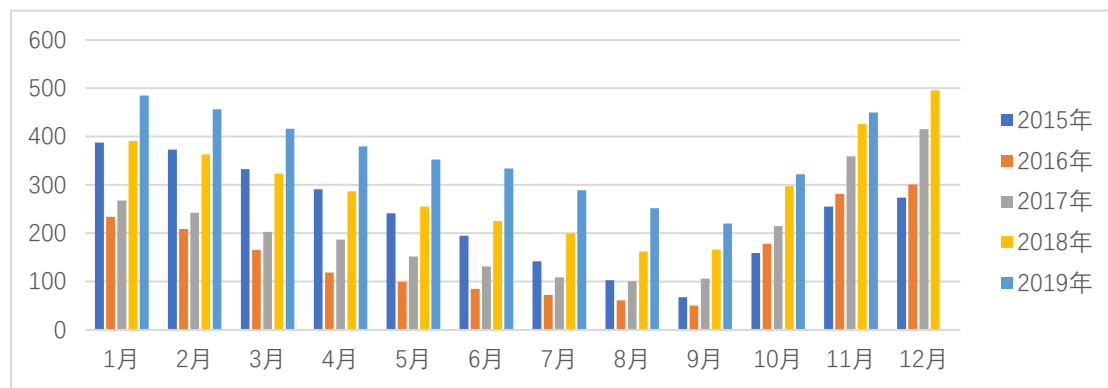
数据来源：金石期货研究所

3.1 中国棉花社会库存&供应

可用库存方面，因 2016/2017 年度国储大量流入市场（322 万吨）导致社会库存同比大幅上升，这种现象一直持续到今年 10 月才开始逐渐缓解，从今年 8 月起国内棉花进口量大幅下降，受制于进口利润的倒挂，国内消费虽然有所下降但依旧可以保持月均 65 万

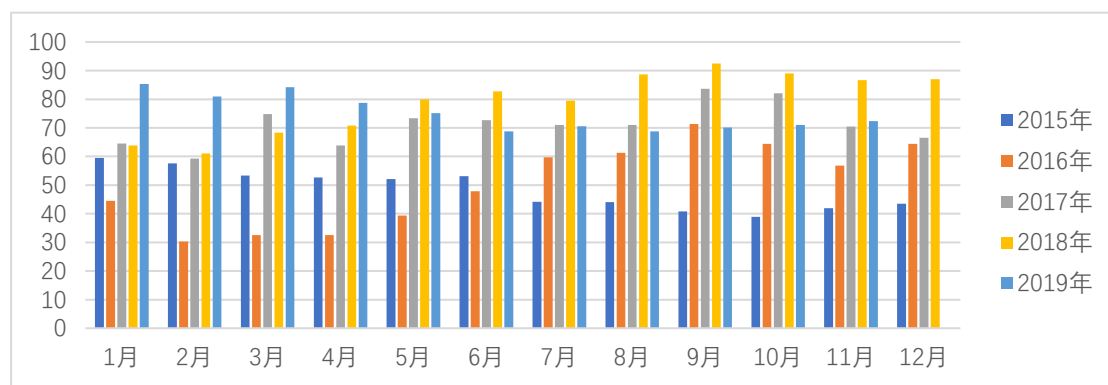
吨左右，所以虽然国内可用库存仍处于历年的一个高点，但目前较去年的同比增幅正在快速下降，预计 2020 年起社会库存将同比由增转降，近月供应宽松的预期将逐步缓解，棉花月间价差长期 contango 结构有缩小驱动，正套增多也有利于仓单后移。

图 42 棉花商业库存



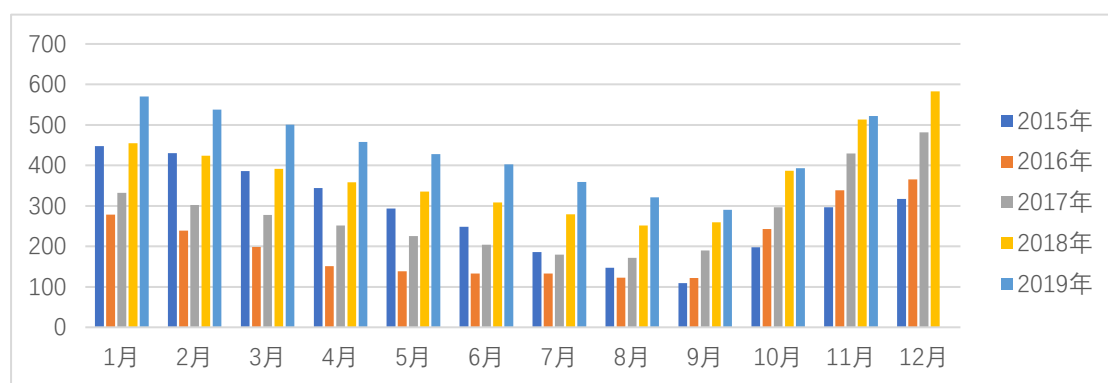
数据来源：中国棉花信息网 金石期货研究所

图 43 棉花工业库存



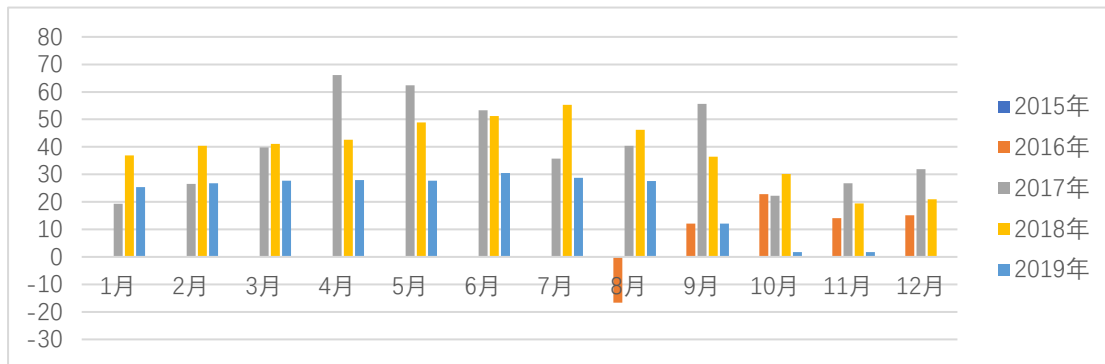
数据来源：中国棉花信息网 金石期货研究所

图 44 棉花社会库存



数据来源：中国棉花信息网 金石期货研究所

图 45 社会库存同比变化幅度 (%)



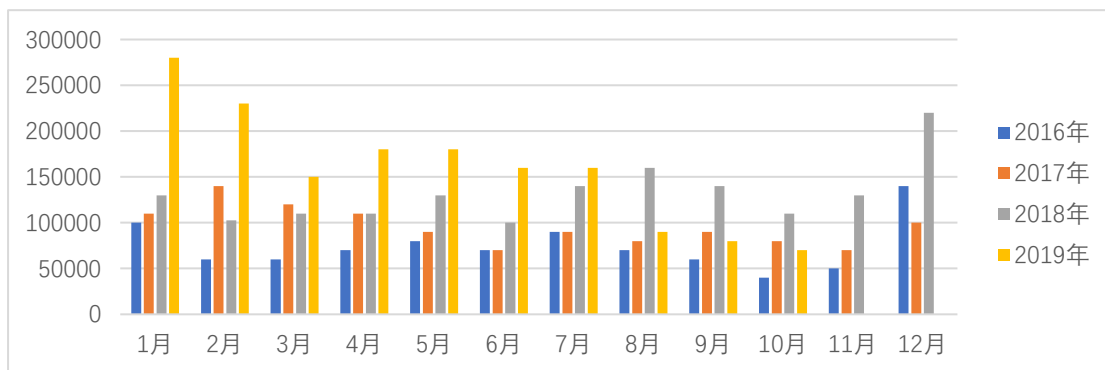
数据来源：中国棉花信息网 金石期货研究所

3.2 中国棉花月度进口

进口方面，2018/2019 年度进口放量，受益于国内增发的大量配额，由于去年市场炒作天气实际是炒作的远期供应紧张预期，故国内增发配额以调控价格。2019 年棉花进口量从 8 月开始大量萎缩，因 ICE 棉花相对强于 ZCE 棉花，内外价差从最高 3000 点到目前的倒挂 400 点，从逻辑上分析我们早在去年就给出内外价差缩小的交易策略。因中国产不足需是一个既定的事实，未来只有增加配额和收储两种手段，外盘在可预期中国增加进口的前提下必然会通过涨价来轧平这种无风险套利机会，既买 ICE 棉花+卖 ZCE 棉花套利。

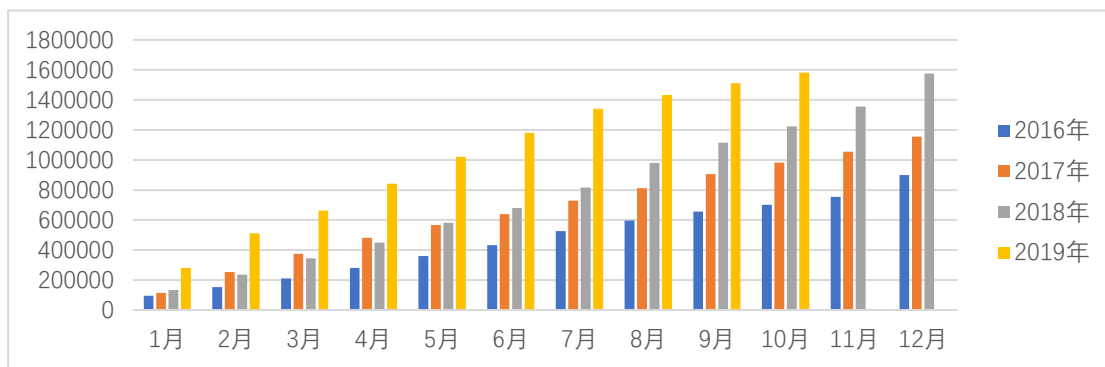
另外本年度 ICE 棉花和 ZCE 棉花下跌的逻辑都是需求，但郑棉面临的是下游消费萎靡，而美棉面临的是原料出口萎靡，但全球纺织消费总体上是上升的，中国方面的订单减少带来的是其他国家的订单增多，原料需求较为刚性，虽然中国对美棉进口下降，但越南等国家逐步加大美棉采购，而中国方面下游订单寻找下家的难度较美棉出口更大，这也支撑内外价差大幅缩小。

图 46 棉花月度进口



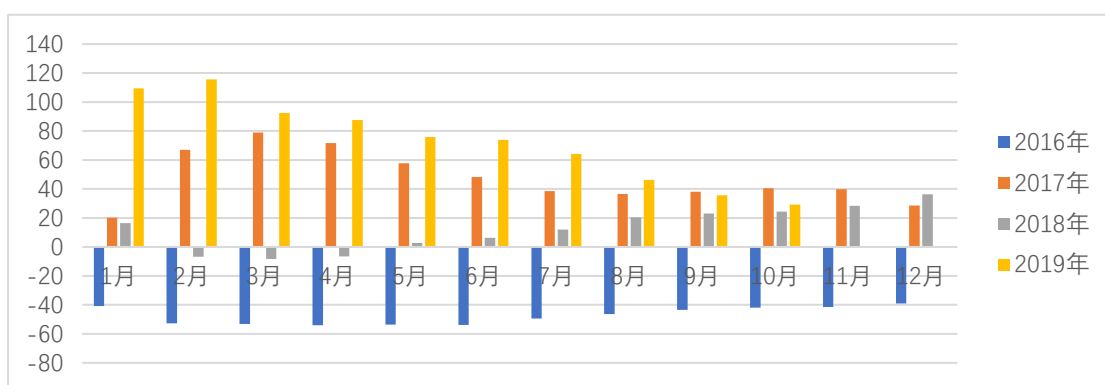
数据来源：Wind 金石期货研究所

图 47 棉花累计进口



数据来源：Wind 金石期货研究所

图 48 棉花累计进口同比变化 (%)

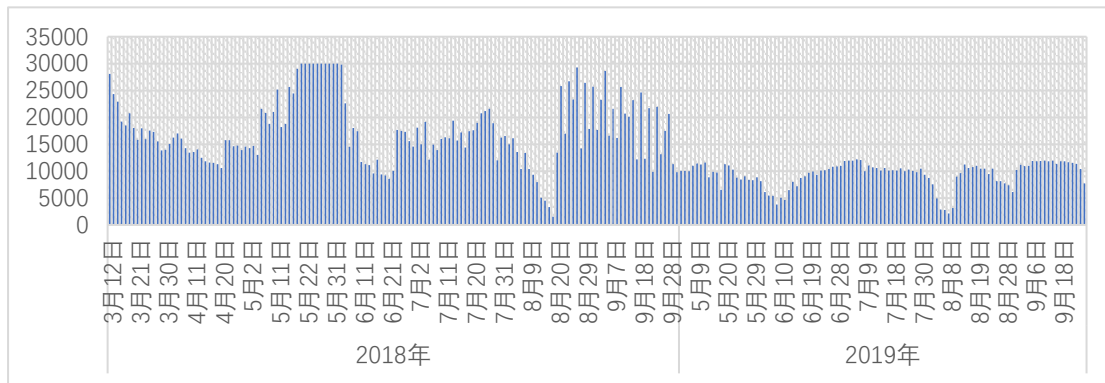


数据来源：Wind 金石期货研究所

3.3 中国棉花抛储情况

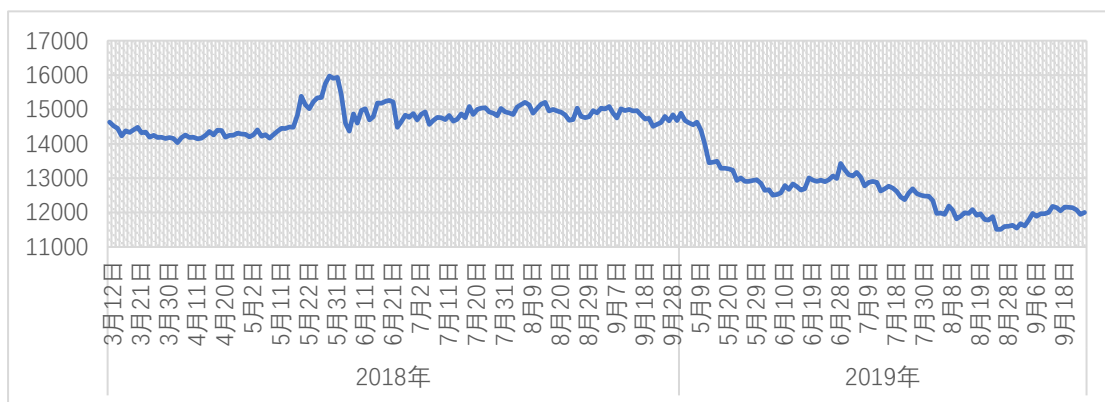
抛储方面，今年放出的量只有 100 万吨左右，较以往少了很多，虽然绝对量不多但成交率较以往都好，本年度下游订单一般，国储低价棉花十分受纺企青睐，配棉以后可以大幅降低成本，5 月 5 日至 9 月 30 日，储备棉轮出累计成交 99.62 万吨，成交率 85.71%，储备棉库存预计剩余 160-170 万吨左右。

图 49 棉花抛储每日成交



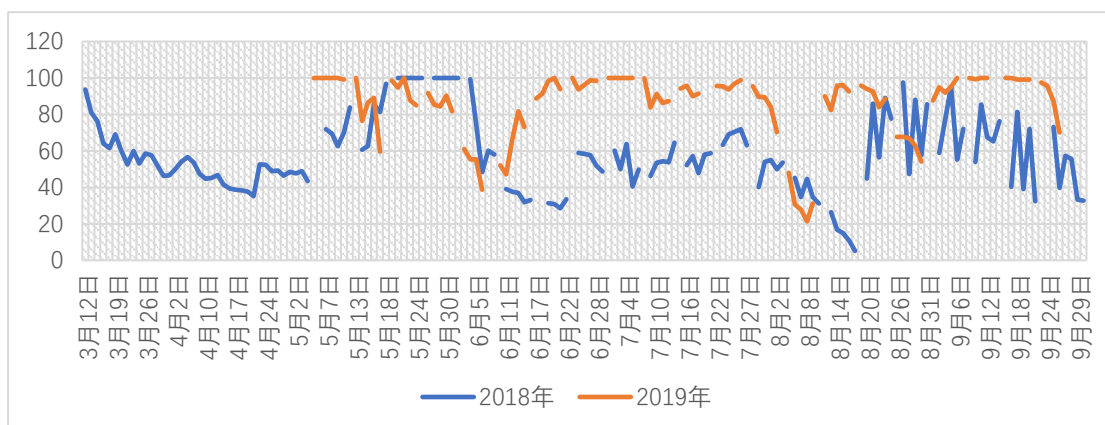
数据来源: Wind 金石期货研究所

图 50 棉花抛储成交价格



数据来源: Wind 金石期货研究所

图 51 棉花抛储成交率 (%)

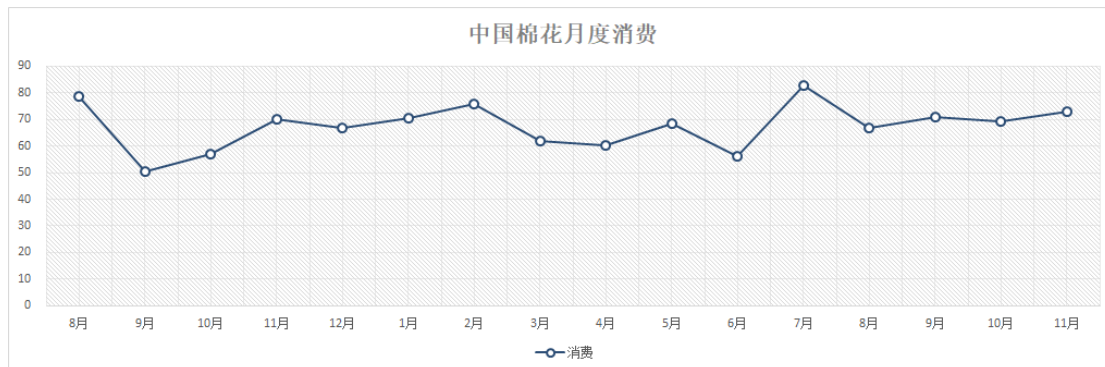


数据来源: Wind 金石期货研究所

3.4 中国棉花月度消费情况

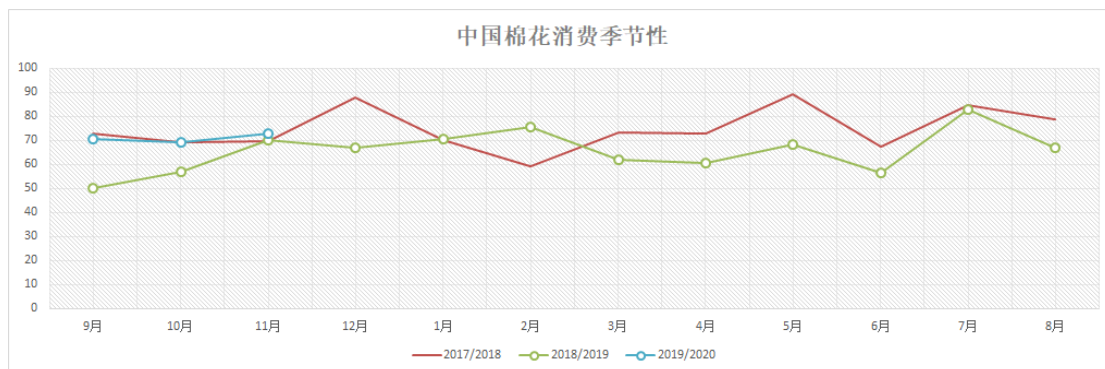
棉花月度消费情况，全年大部分时间处于低于 70 万吨以下水平，最低点 56.35 万吨，最高 82.85 万吨，累计消费量 2018/2019 作物年度 788 万吨，2019 自然年度预计消费 819 万吨，较以往均有较大程度下降，消费量在 6 月以后出现好转，基本保持在 70 万吨水平附近，因市场对于利空情绪由极度悲观转为一般悲观。

图 52 棉花月度消费



数据来源：金石期货研究所

图 53 棉花消费季节性



数据来源：金石期货研究所

3.5 中国棉花月度供需

图 54 中国棉花月度供需平衡

		期初工+商	进口	储备供应	生产	消费	期末工+商
2018/2019	9 月	251.34	18	0	40	50.28	259.06
	10 月	259.06	11	0	173	57	386.06
	11 月	386.06	13	0	183.89	70	512.95
	12 月	512.95	22	0	115	67.02	582.93
	1 月	582.93	28	0	30	70.71	570.22
	2 月	570.22	23	0	20	75.77	537.45
	3 月	537.45	15	0	10	61.88	500.57
	4 月	500.57	18	0	0	60.4	458.17
	5 月	458.17	18	20.29	0	68.49	427.97
	6 月	427.97	16	15.1	0	56.35	402.72
	7 月	402.72	16	23.49	0	82.85	359.36
	8 月	359.36	9	17.3	2	66.84	320.82
2019/2020	9 月	320.82	8	22.5	10	70.83	290.49
	10 月	290.49	7	0	165	69.1	393.39
	11 月	393.39	8	0	175	73	503.39
	12 月	503.39	7	-5	127	71	561.39

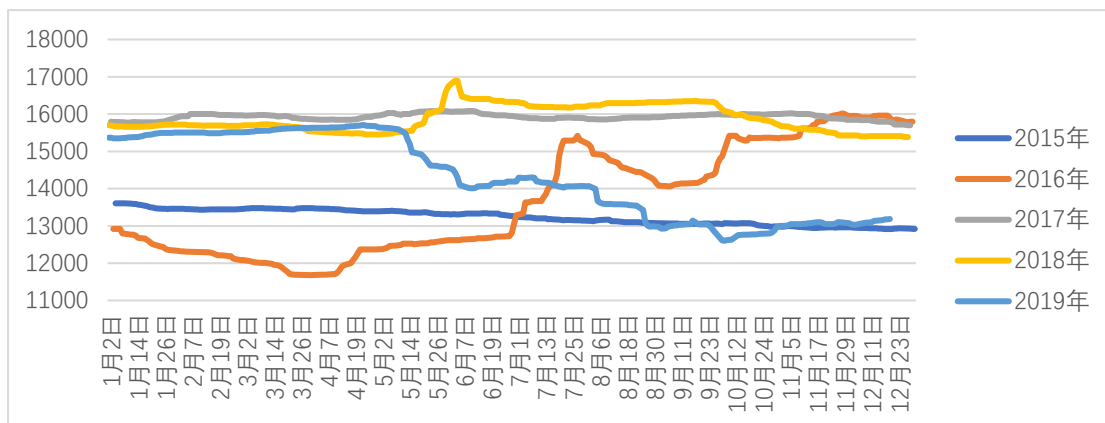
数据来源：金石期货研究所

3.6 棉花价格&进口利润

现货价格基本随盘走弱，但波动较盘面偏低，全年没有大幅反弹情况，反映出现货市场走货慢，下游纺企补库谨慎等情况。值得关注的是进口棉价格重心已经逐渐脱离 2015 年低点开始向 2016 年价格水平靠拢，而国内棉花价格仍处于价格区间底部，内外强弱关系一目了然。

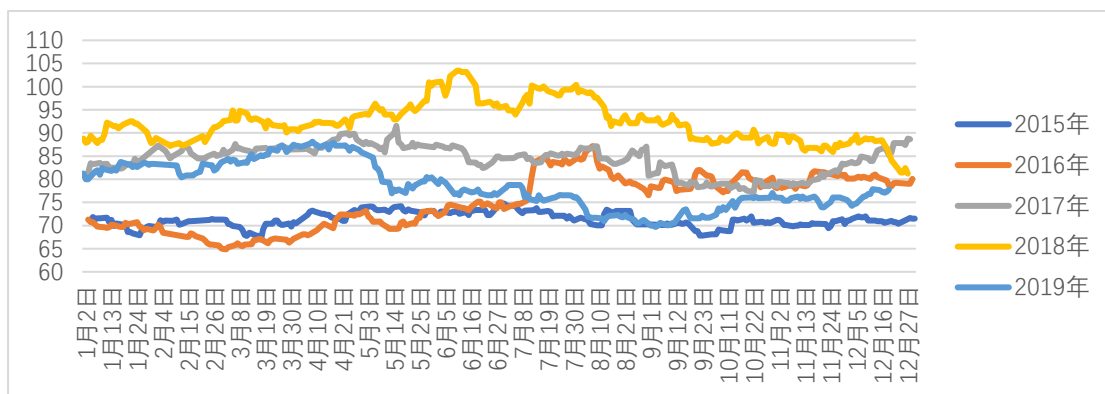
内外价差方面，趋势上偏筑底反弹，统计上也处于价格区间底部有回归的驱动。另一方面，中国如果想增加进口，无论进口哪国棉花，从目前的 1%税率来看都是倒挂的，倒挂大概率将延续进口的缩量，时间不断后移将带来国内棉花库存绝对水平的下降，这是驱动价差由倒挂转为顺挂的重要逻辑。风险点：内外强弱关系仍保持外强内弱，中国增加进口对于国际棉价形成强烈利好，而国内供应增加之下更大可能是跟随性反弹，价差回归仍需要时间来消化库存，但从统计以及利润的角度来看做多内外价差具有较好的安全边际。

图 55 CCIndex3128B



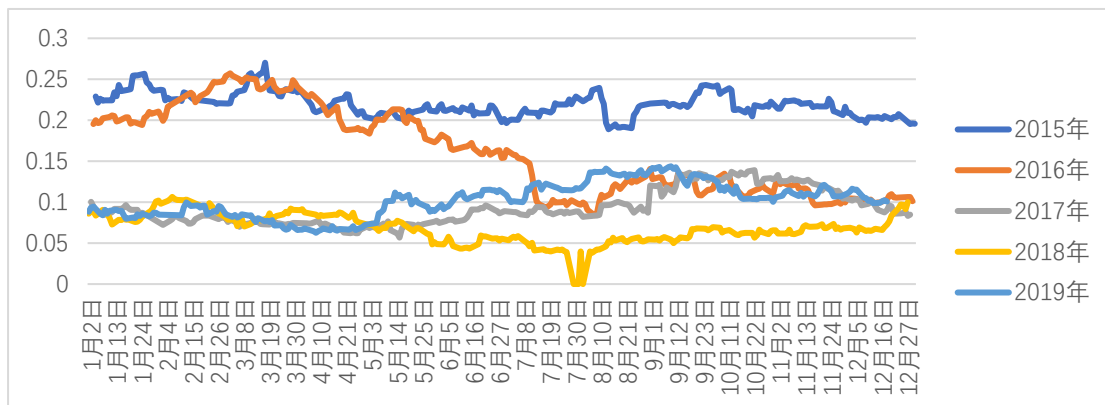
数据来源：中国棉花信息网 金石期货研究所

图 56 FCIndex M



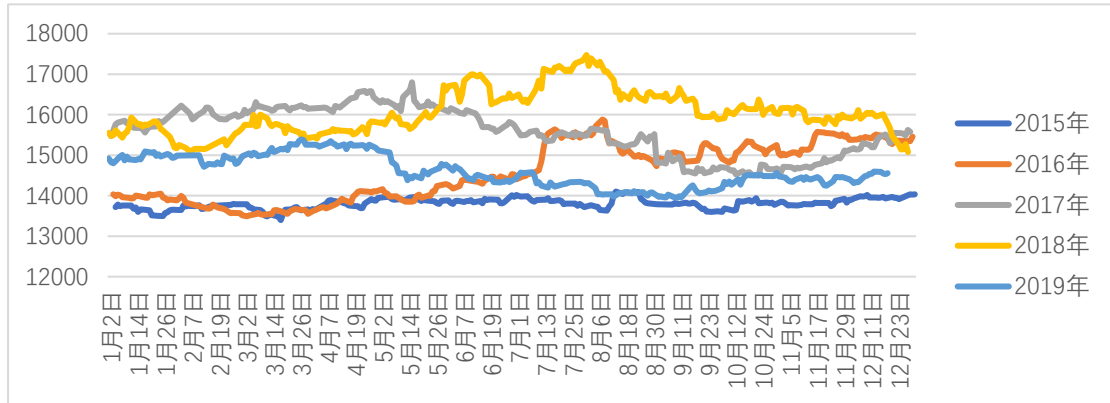
数据来源：中国棉花信息网 金石期货研究所

图 57 从量税率



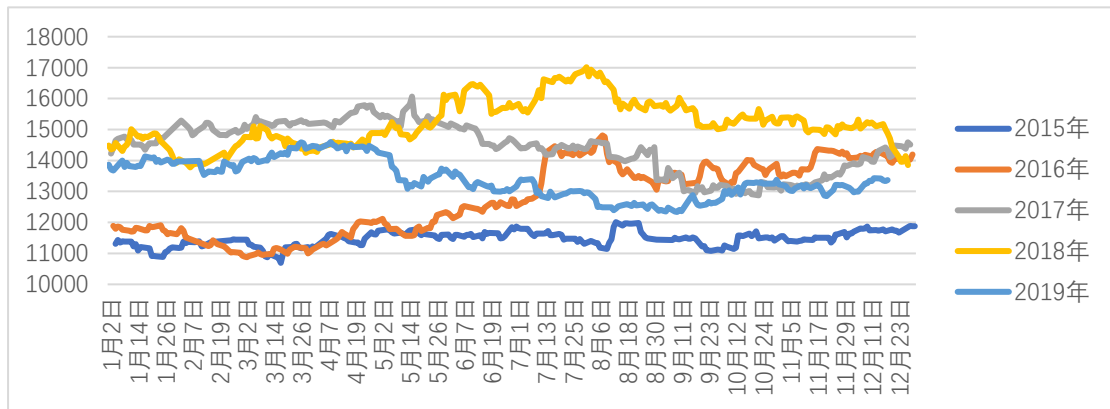
数据来源：金石期货研究所

图 58 滑准税率进口成本



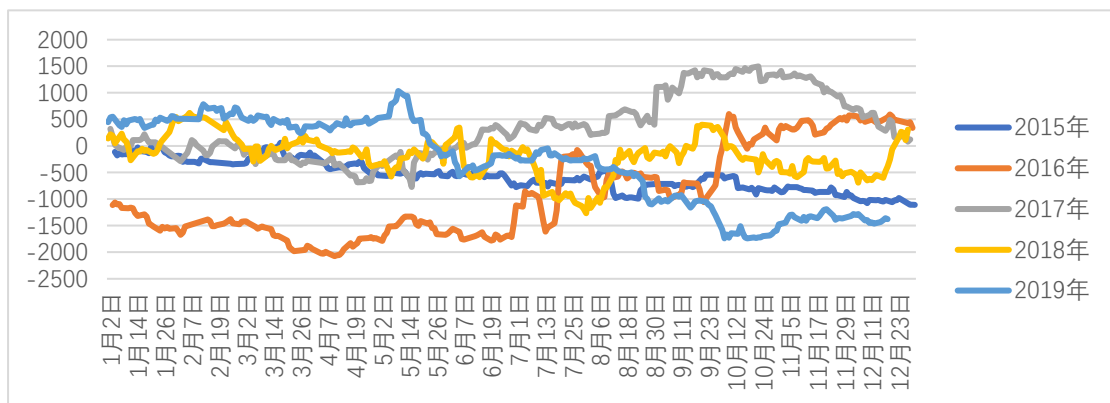
数据来源：金石期货研究所

图 59 1%税率进口成本



数据来源：金石期货研究所

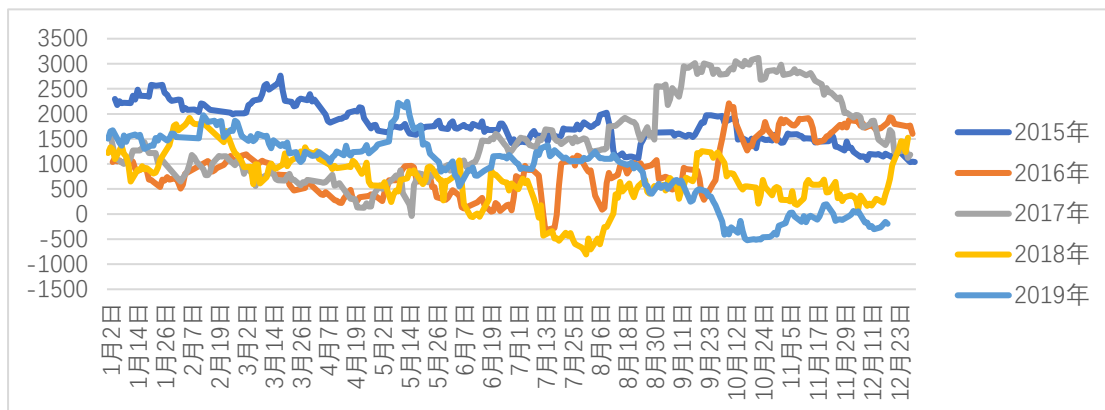
图 60 滑准税进口利润



数据来源：金石期货研究所



图 61 配额内进口利润



数据来源：金石期货研究所

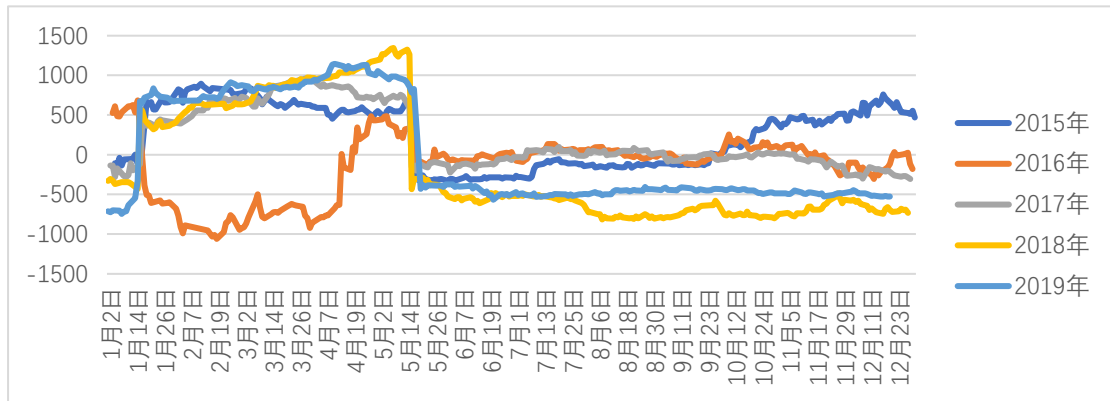
3.7 棉花月间价差&期现基差

棉花月间价差近几年波动率十分低，因进口受限导致月间供应变化下降，棉花属于集中供应商品，且近几年国内供应依托储备棉的调控导致投资者对于远期供应的预期矛盾不大，这也导致参与棉花套利的投机者逐渐降低，目前市场对于月间价差的操作更多集中在产业内的无风险正套，因棉花长期处于 contango 结构，预计随着国内进口的放开月间价差波动也将逐步增加，短期来看并无良好投资机会。

基差方面，因国内现货波动较低所以跟随期货波动来操作基差难度不大，近几年国内各期现公司、期货风险子公司大量参与棉花基差贸易，这也导致棉花仓单增速较快。目前建议分析基差规律集中在 2017 年以后，这一阶段政策较为统一，统计分析上存在的环境误差也较小，根据分析结果，2017 年以后基差分布呈现负偏肥尾，具有极端左尾风险，也就是期货大幅上涨以后带来的基差大幅走弱，这种情况在 2018 年炒作天气的时候再度出现，但在目前缺乏炒作故事的情况下出现概率较小，基差波动范围 $[-1500, 1500]$ ，据此区间对基差进行高抛低吸操作具有较好的实操意义，不过目前产业多集中在基差大幅走弱以后的做多基差机会，也就是无风险套利机会，一般很少参与做空基差的操作，这也与各个公司的风控制度有关，随着基差贸易参与者的逐渐增加，预计未来给出负基差的机会将逐步减少或消失，届时可能逐渐淘汰一批参与者。

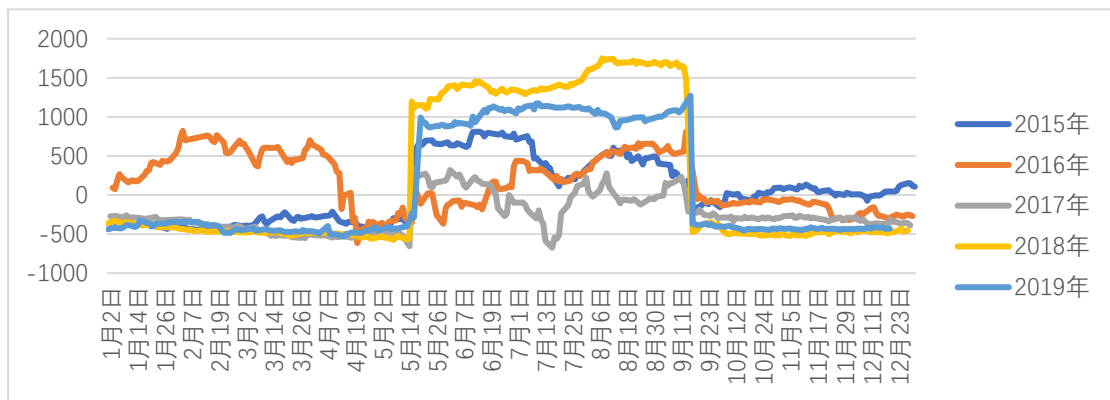


图 62 CF15 价差



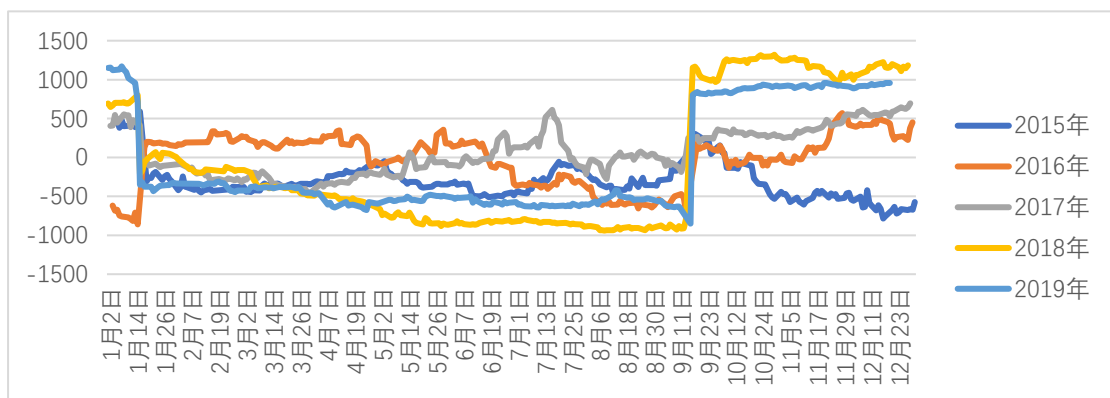
数据来源：CZCE 金石期货研究所

图 63 CF59 价差



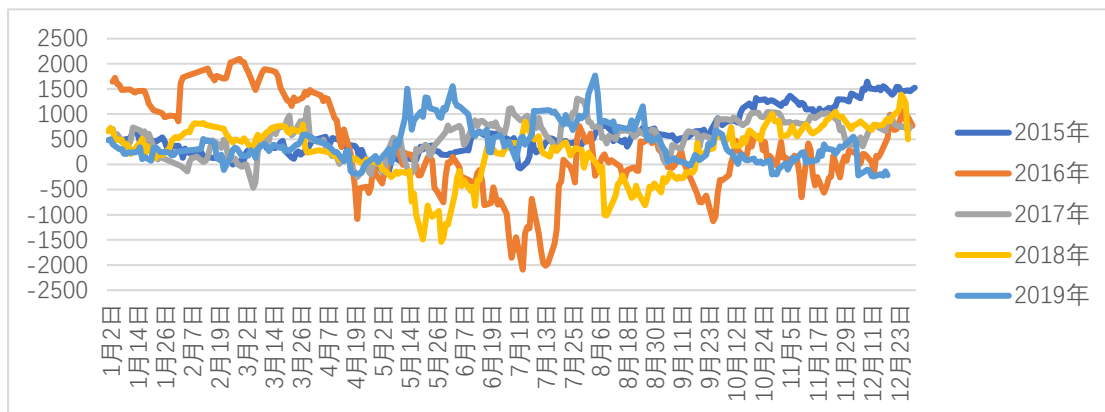
数据来源：CZCE 金石期货研究所

图 64 CF91 价差



数据来源：CZCE 金石期货研究所

图 65 郑棉主力合约基差



数据来源：CZCE 中国棉花信息网 金石期货研究所

4 棉花产业链下游情况

4.1 纱线供需情况

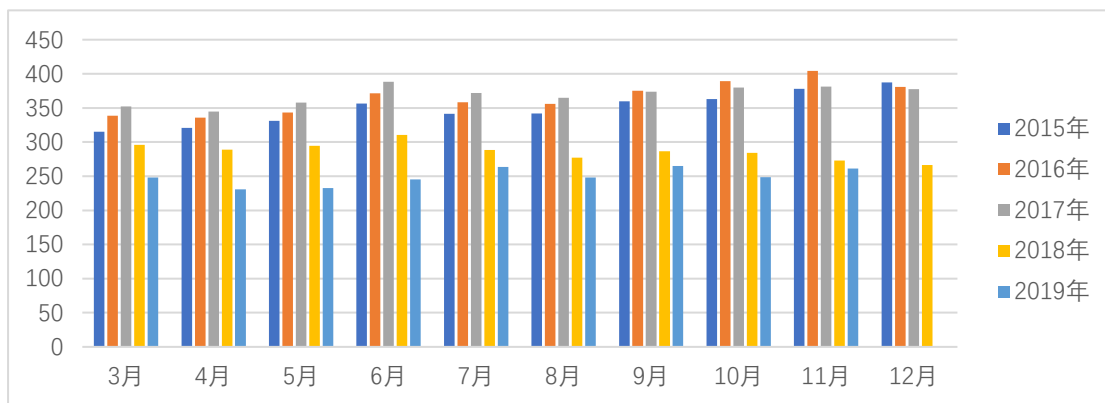
下游纱线环节，自 2018 年统计局统计口径改变以后纱产量大幅下降，因此 2018 与 2017 年不具有可比性，但 2019 年的数据对比 2018 年数据则可以说明很多问题。月度数据上看，2019 年纱产量每个月都低于去年同期，则上游原料消费量下降，比较客观反映 2019 年棉花需求降低这一事实。

库存方面，在产量呈现下降趋势的同时，纱库存同比增加，那么推断下来只有订单减弱导致成品出货减少这一情况，进一步反映坯布环节对于原料的需求也呈现下降趋势。

棉纱累计净进口方面从 7 月开始同比下降，一方面受进口利润较差影响，另一方面也反映国内目前对于纱的需求下降。

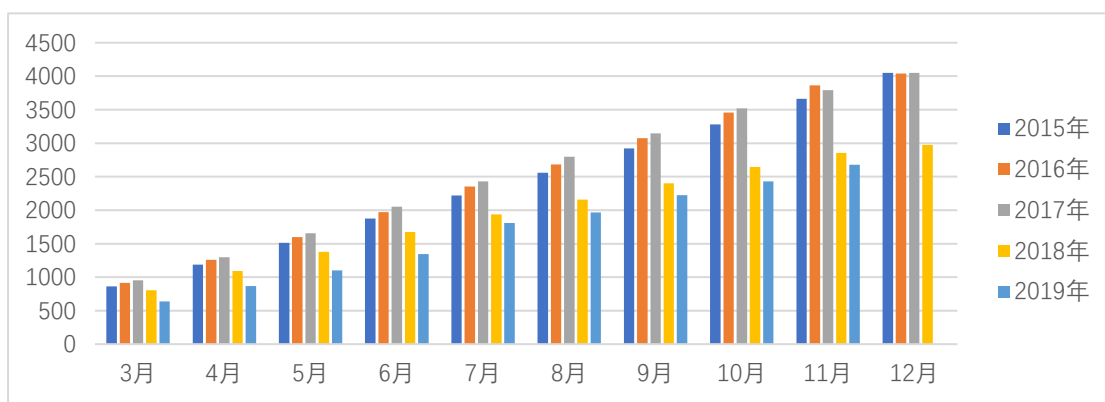
纯棉纺企的数据来看，开机负荷较为明显的反应出纺企对于原料的需求变化，同比历年大幅下降的开机对棉价形成实质利空；同时纺企棉花库存一直保存在 30 天左右的水准，反映出纺企对于后市较为谨慎的态度，原料采购多采取随用随买和降低库存的策略；成品方面，10 月中下旬之前棉纱库存水平不断创出新高，部分纺企有胀库风险，10 月中下旬以后受资金压力，各家企业不得不降价销售以达到去库的目的，并非是订单有了大幅恢复，所以我们需要密切留意纺企开机率何时能够恢复至正常水平，因目前临近春节放假，预计在明年 2 月前纺企对于原料的需求将维持偏低水平。

图 66 纱线月产量



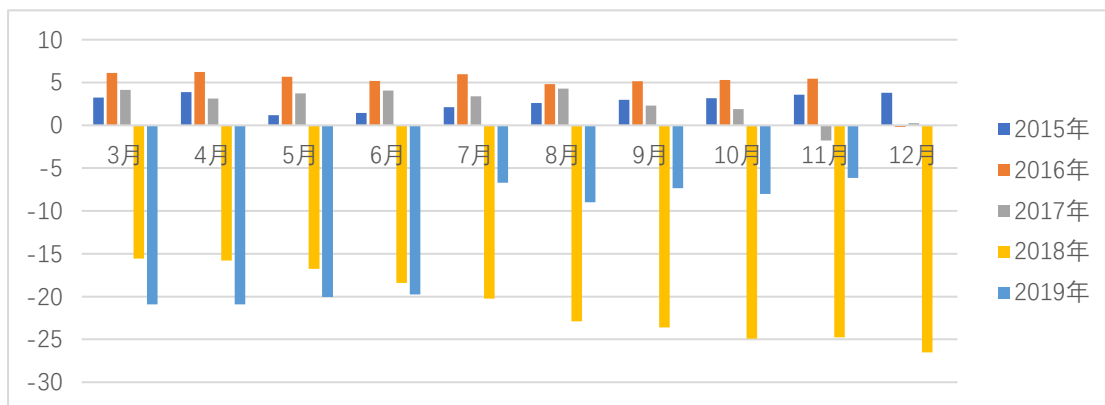
数据来源：Wind 金石期货研究所

图 67 纱线累计产量



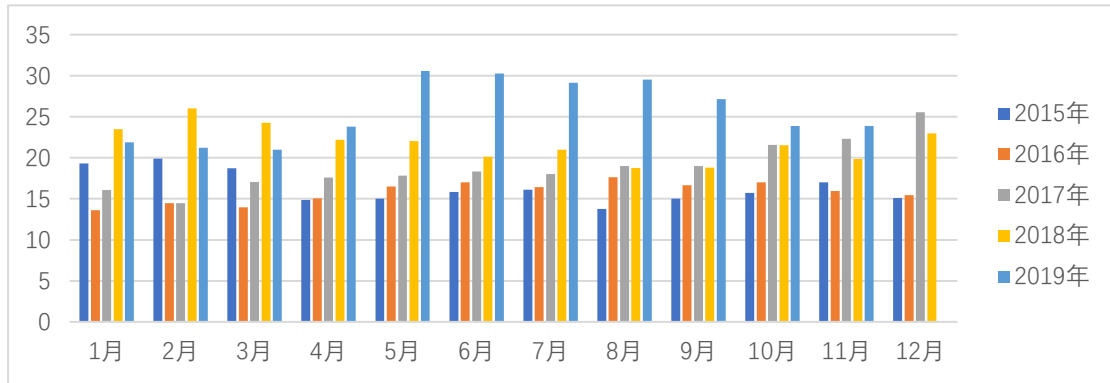
数据来源：Wind 金石期货研究所

图 68 纱线累计产量同比变化



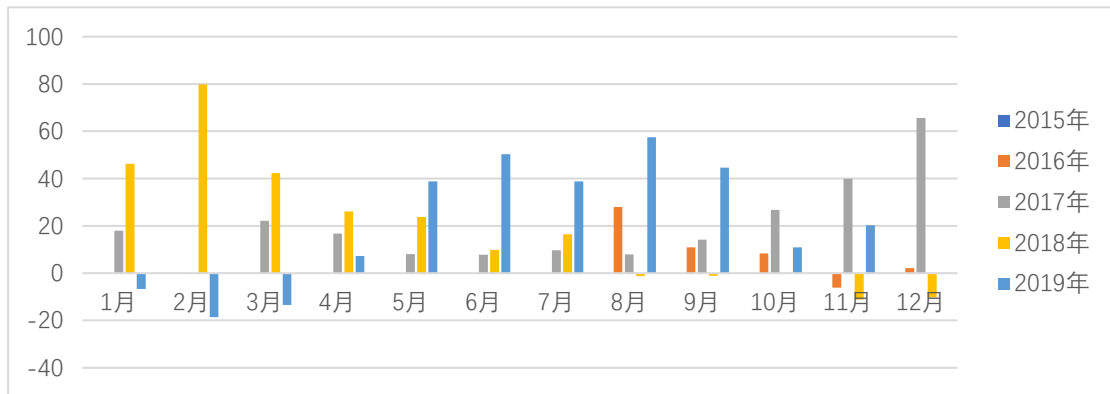
数据来源：金石期货研究所

图 69 纱线库存



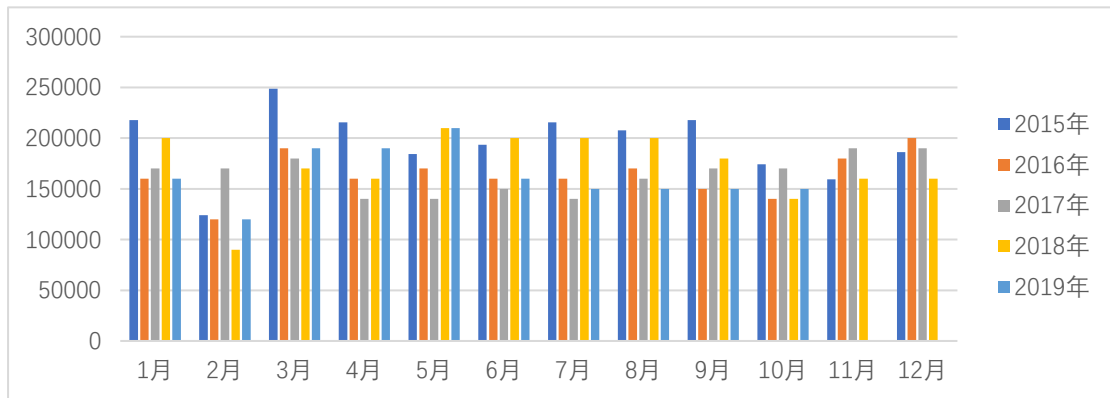
数据来源: Wind 金石期货研究所

图 70 纱线库存同比变化



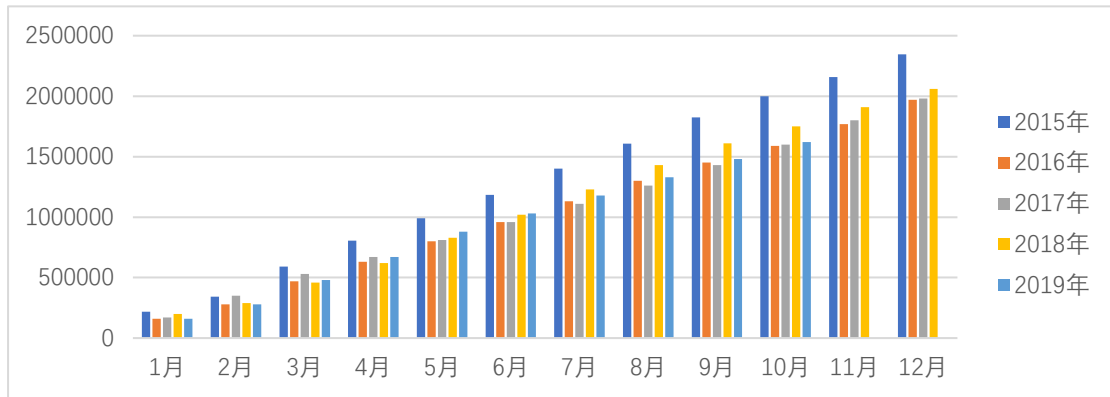
数据来源: 金石期货研究所

图 71 棉纱月进口



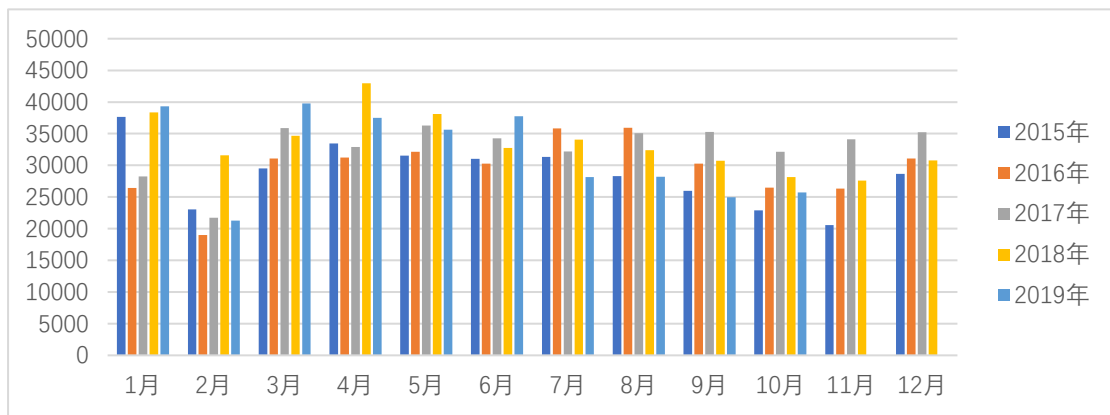
数据来源: Wind 金石期货研究所

图 72 棉纱累计进口



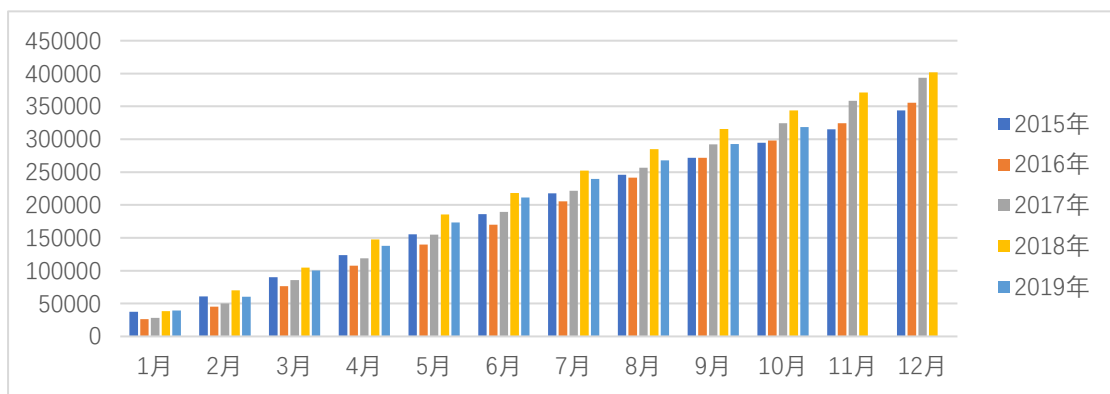
数据来源: Wind 金石期货研究所

图 73 棉纱月度出口



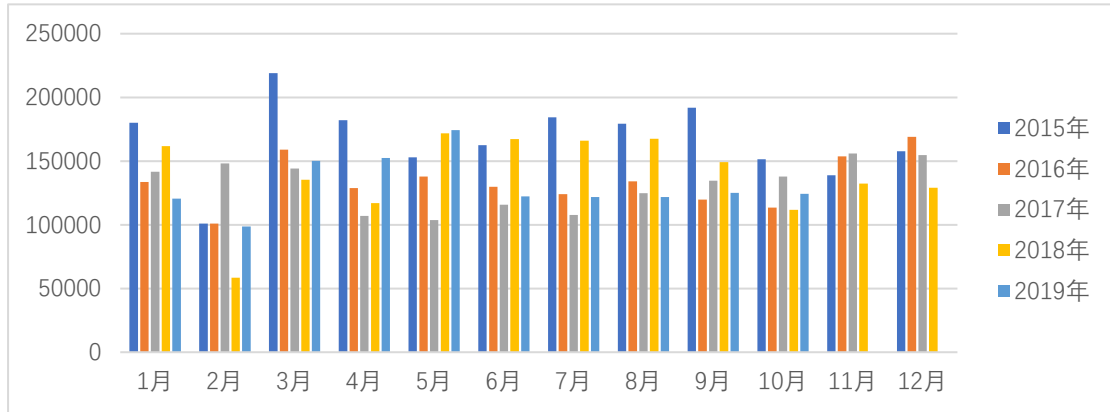
数据来源: Wind 金石期货研究所

图 74 棉纱累计出口



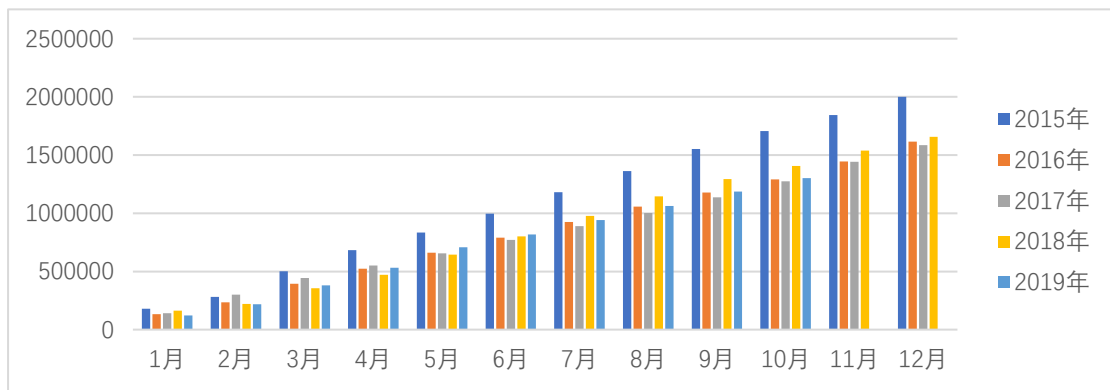
数据来源: Wind 金石期货研究所

图 75 棉纱月度净进口



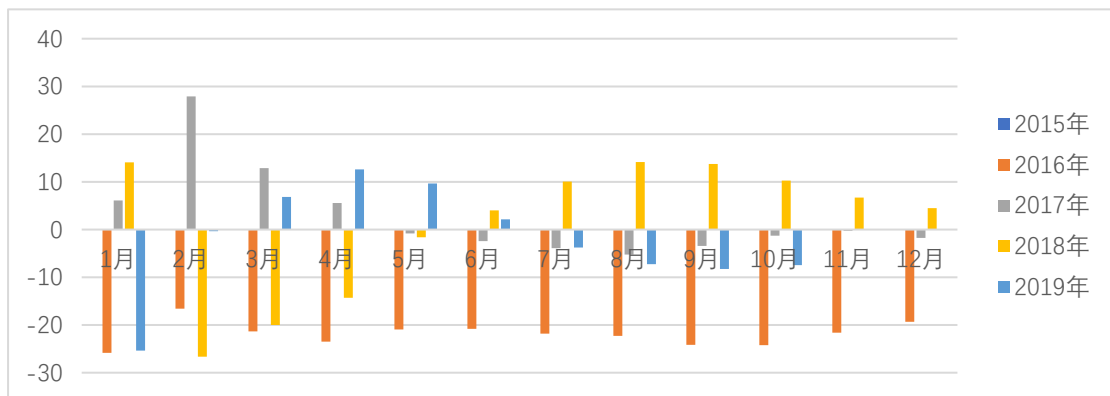
数据来源：金石期货研究所

图 76 棉纱累计净进口



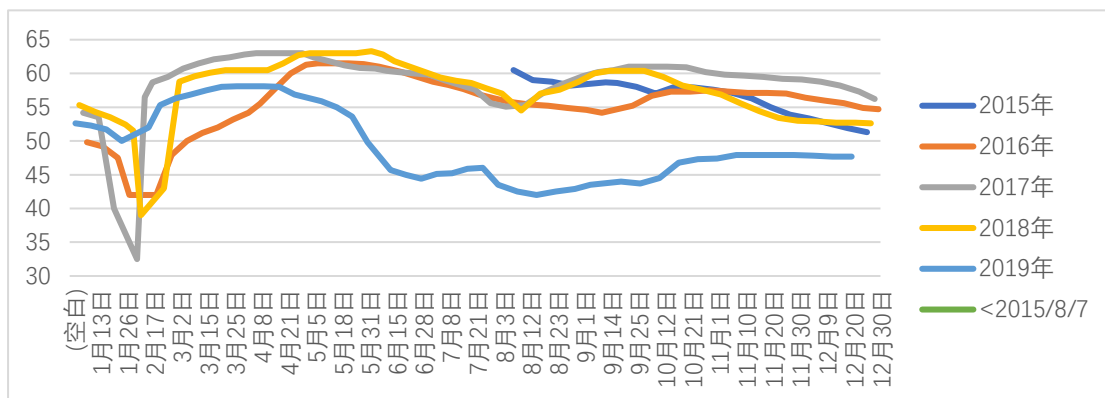
数据来源：金石期货研究所

图 77 棉纱累计净进口同比变化



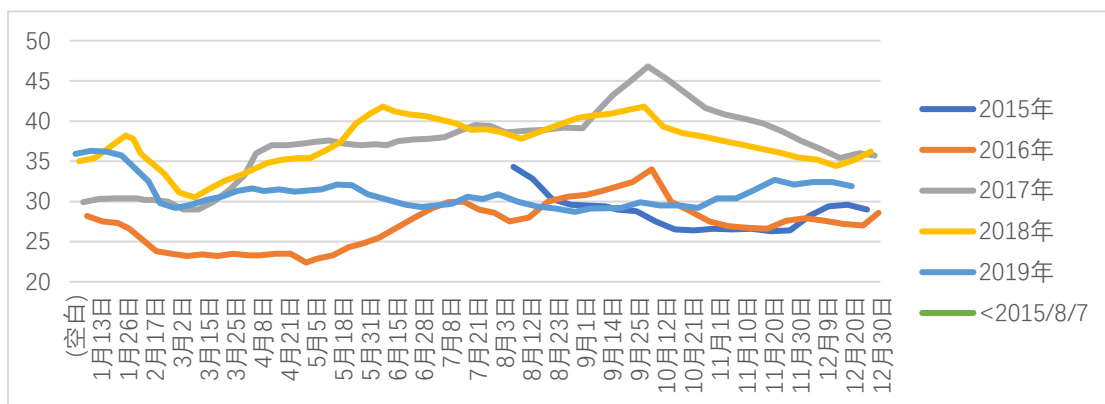
数据来源：金石期货研究所

图 78 纯棉纺企开机负荷



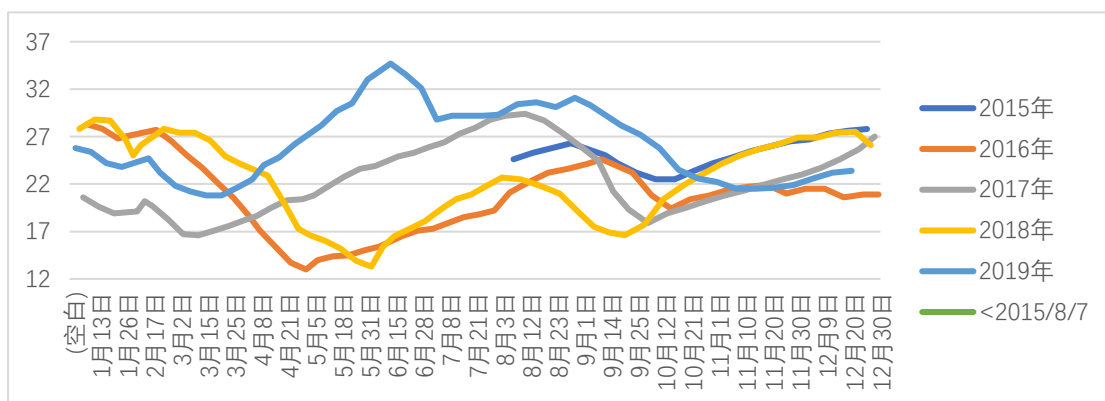
数据来源：tdeb 金石期货研究所

图 79 纯棉纺企棉花库存



数据来源：tdeb 金石期货研究所

图 80 纯棉纺企棉纱库存



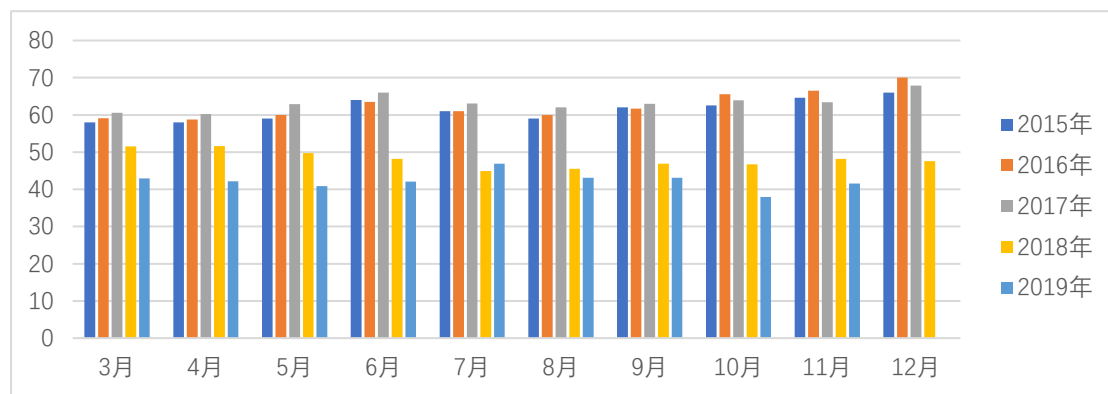
数据来源：tdeb 金石期货研究所

4.2 坯布供需情况

织布环节，从 2019 年数据来看比纺企压力更大，坯布产量除 7 月同比增加以外其他时间段皆呈现下降趋势，全年累计产量从 7 月开始同比低于去年，反应出纺织终端对于坯布的需求下降。库存方面，9 月之前皆呈现同比偏高态势，在产量下降的前提下只能说明终端需求很差，主要受中美贸易摩擦影响，另外宏观经济不景气也影响居民服装消费，进而传导至坯布环节。

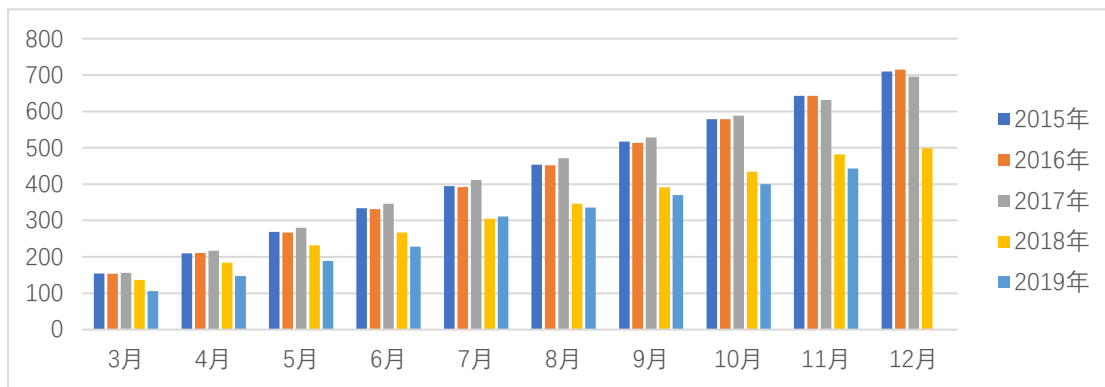
纯棉织厂方面，全年开机负荷稳定垫底，但不像纺企那样和 2018 年差距明显，从目前的数据来看仅比上一年同期略低一点，但对棉纱的需求疲弱是毋庸置疑的；原料方面对于棉纱的补库季节性还是较为明显，但显然其原料库存都维持在一个较低的位置，从 10 月 18 日开始逐步超过 2018 年水平但低于 2017 年水平，维持在 10-12 天左右的原料以满足生产需要，也不排除是因为下游订单减弱而导致的原料消耗速度减慢；成品库存方面数据则较为直观，全年大部分时间保持 5 年高点，10 月 11 日左右因降价去库导致库存有所下降，但仅略低于 2018 年水平，较其他几年仍保持相对高位，且随着去库的结束目前坯布库存累积速度也很快，现已再度恢复至 2018 年同期水平，故织布厂的压力仍需终端订单增加来缓解。

图 81 坯布月度产量



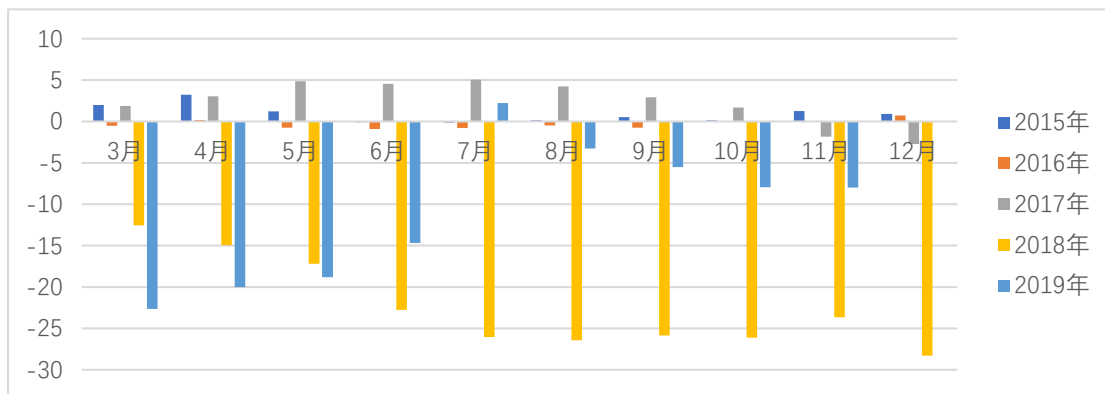
数据来源：Wind 金石期货研究所

图 82 坯布累计产量



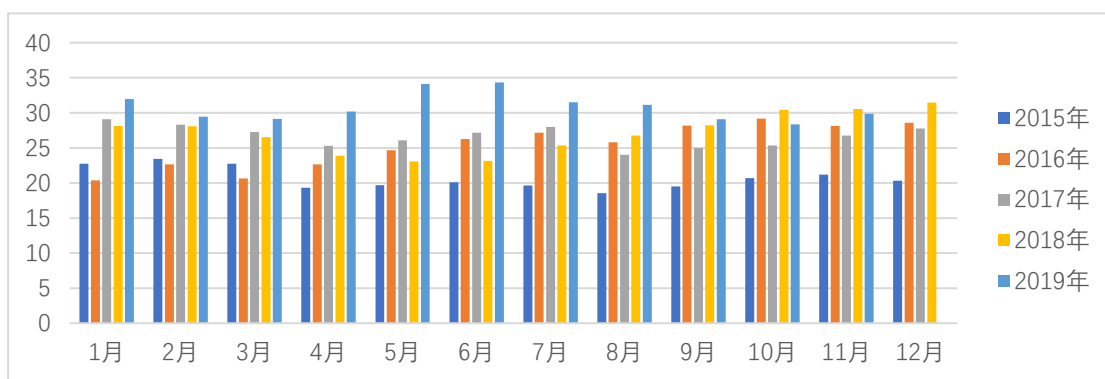
数据来源: Wind 金石期货研究所

图 83 坯布累计产量同比变化



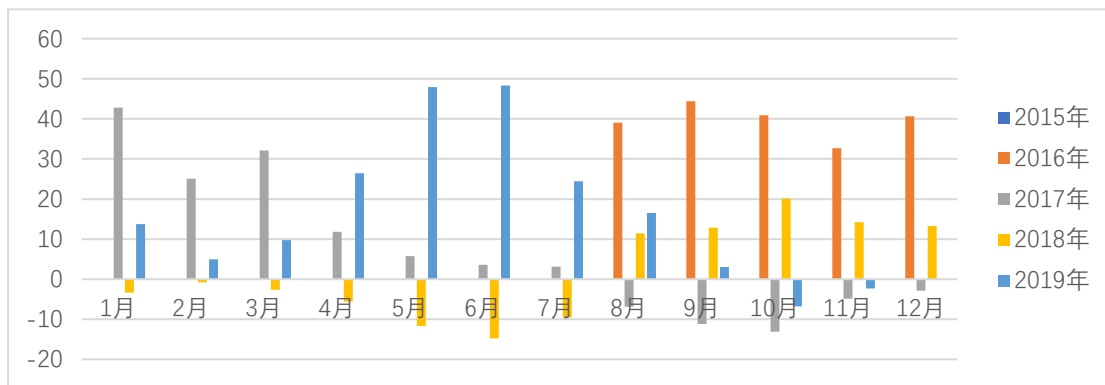
数据来源: 金石期货研究所

图 84 坯布库存



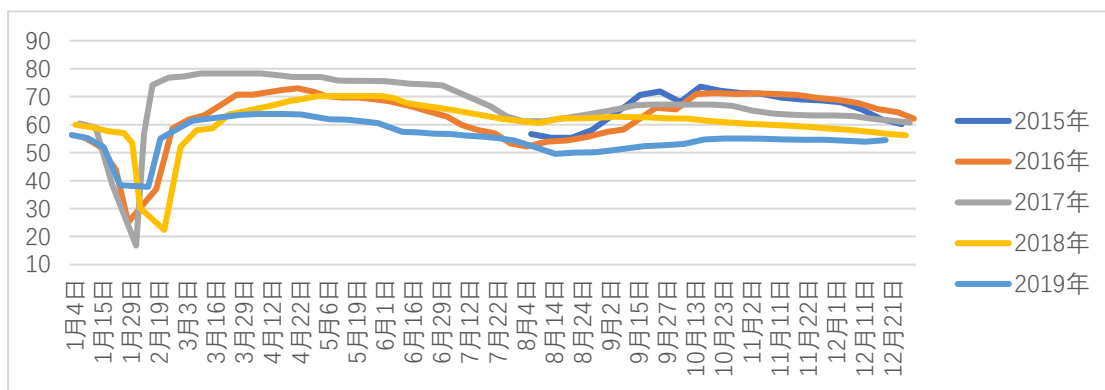
数据来源: Wind 金石期货研究所

图 85 坯布库存同比变化



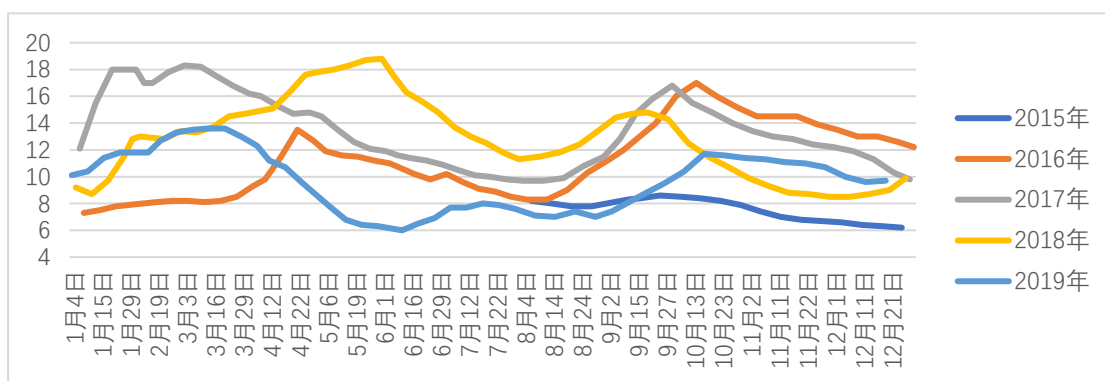
数据来源：金石期货研究所

图 86 纯棉织厂开机负荷



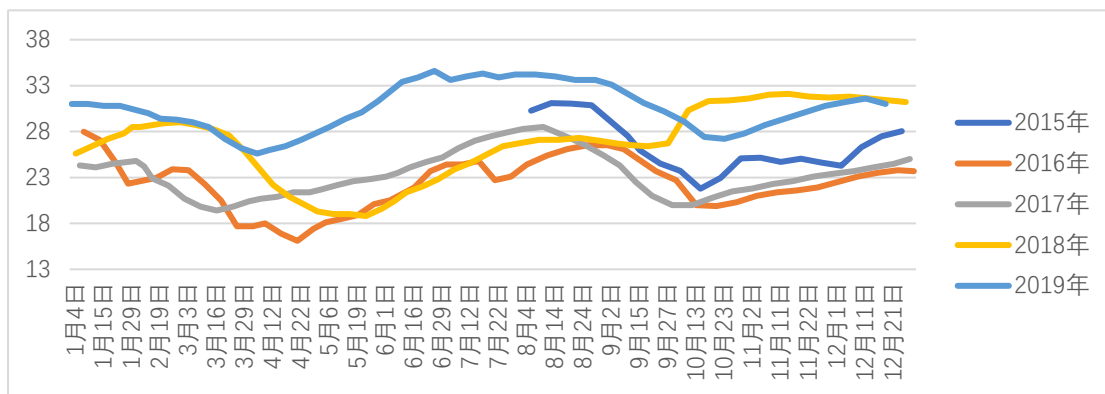
数据来源：tdeb 金石期货研究所

图 87 纯棉织厂棉纱库存



数据来源：tdeb 金石期货研究所

图 88 纯棉织厂坯布库存



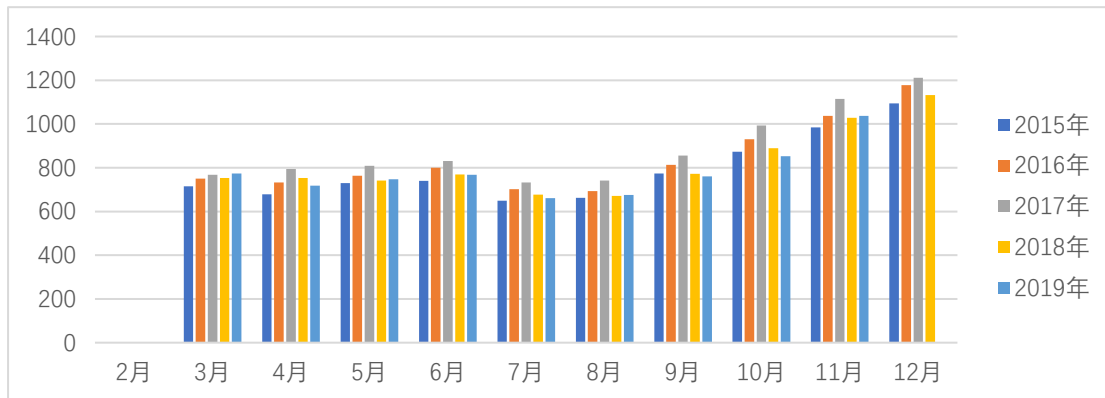
数据来源: tteb 金石期货研究所

4.3 服装供需情况

终端服装方面,首先看国内零售情况,自2018年开始国内服装等纺织品的累积零售额就出现较大幅度的下降,源于宏观经济的下行压力,居民对于耐用品需求降低。2019年国内纺织品累计零售额较2018年依旧呈现出下行趋势,不过幅度有所下降,除了服装消费下降还有可能是房地产交售率的下降导致家纺销售出现下滑。

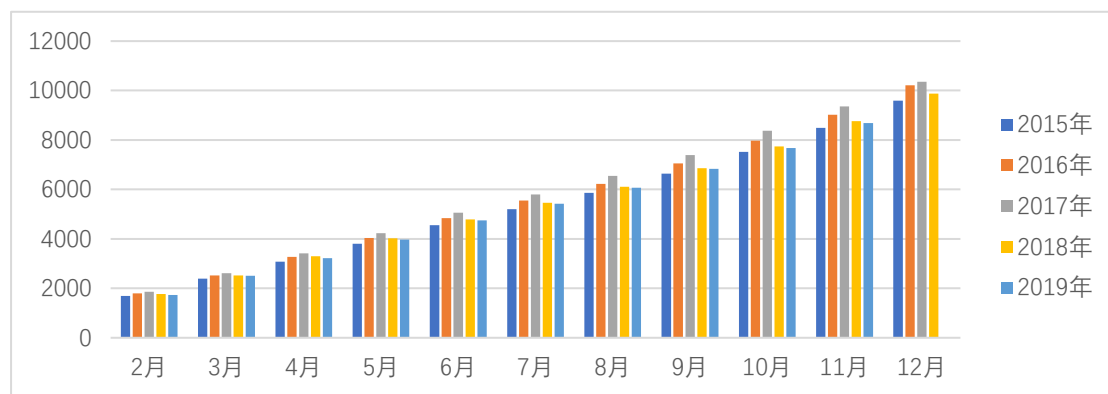
出口方面,我们看到服装出口累计值在2019年出现比较大的走弱,这也是全年交易的核心逻辑,既美国对中国部分纺织品服装增收额外关税来抑制其国内的贸易逆差,需求变差由终端向上游逐级传导,最终演变成内外棉价在2019年的重挫。另外从纱线和织物的出口数据来看依旧保持良好,且从2018年开始纱线织物的出口累计值就同比大幅提升,故总结来看当前影响终端消费的主要原因是国内纺织品服装的需求下降叠加服装出口下滑而共同导致的。

图 89 服装月度零售额



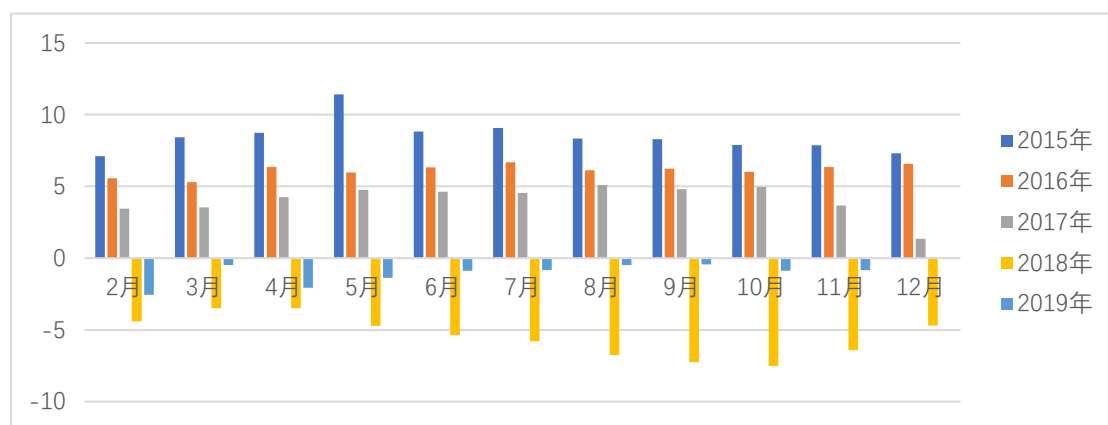
数据来源: Wind 金石期货研究所

图 90 服装累计零售额



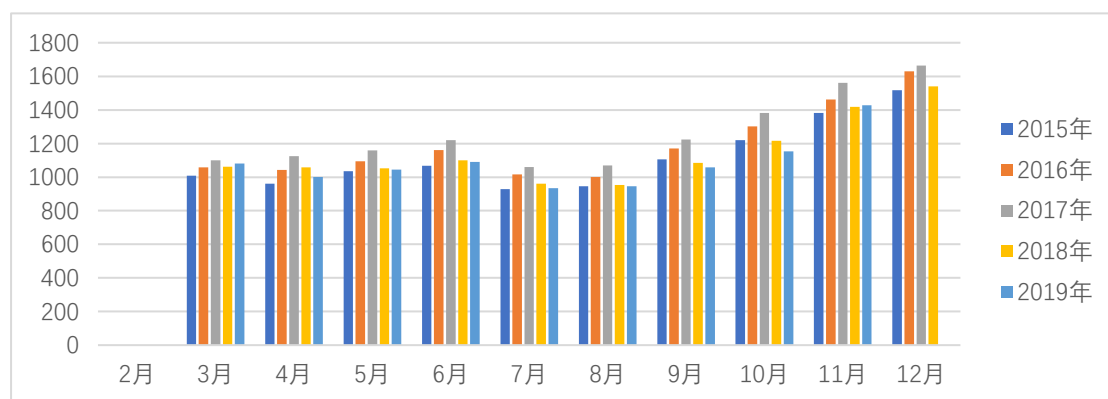
数据来源: Wind 金石期货研究所

图 91 服装累计零售同比变化



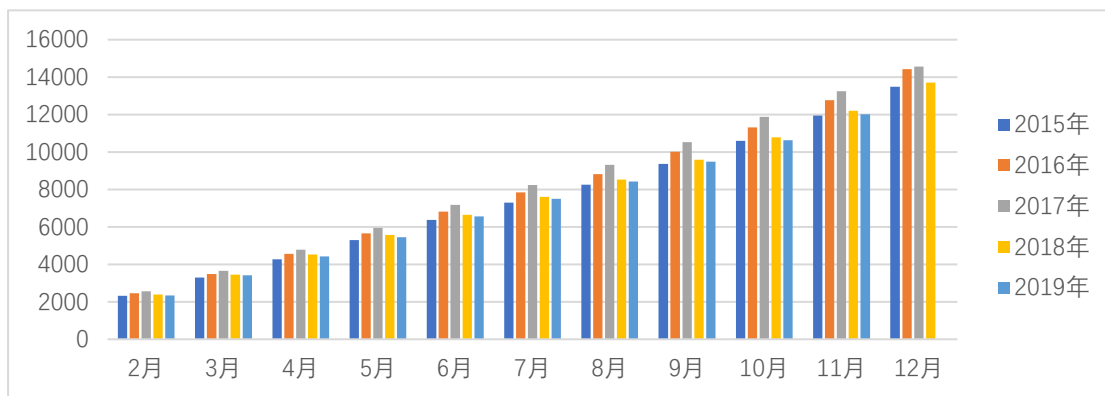
数据来源: 金石期货研究所

图 92 服装鞋帽纺织品类当月零售额



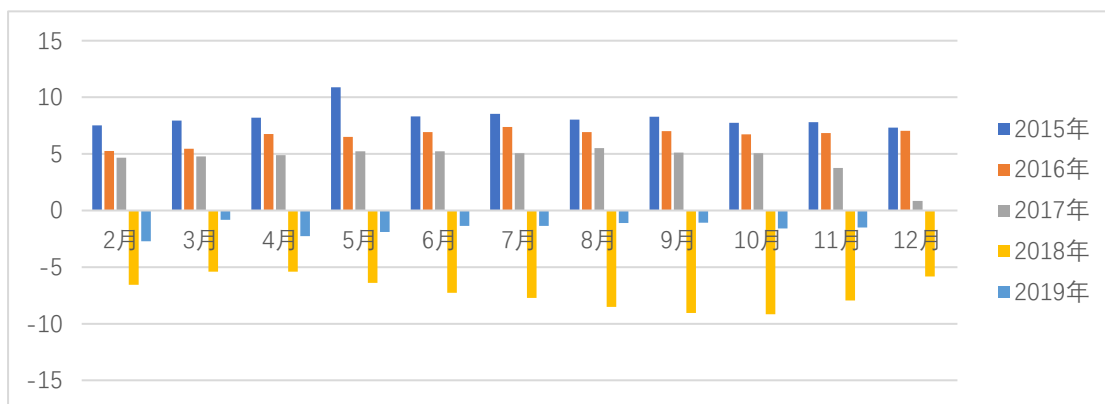
数据来源: Wind 金石期货研究所

图 93 服装鞋帽纺织品类累计零售额



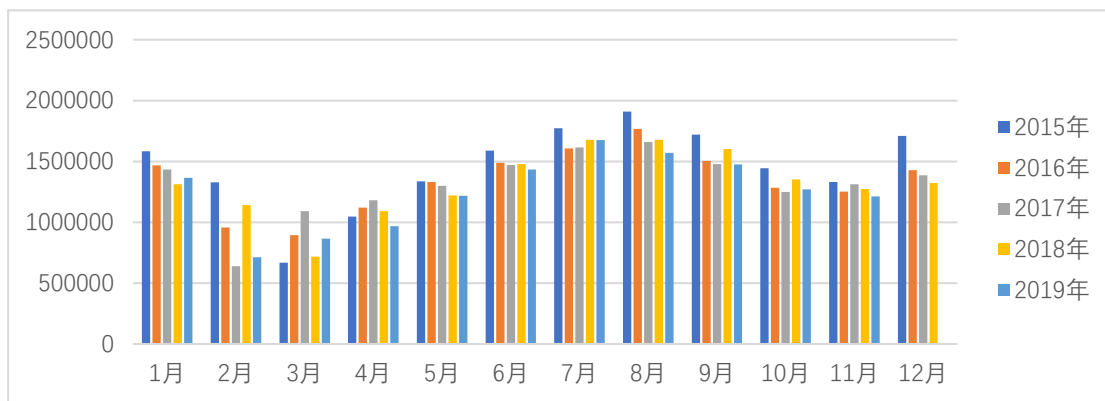
数据来源：Wind 金石期货研究所

图 94 服装鞋帽纺织品类累计零售额同比变化



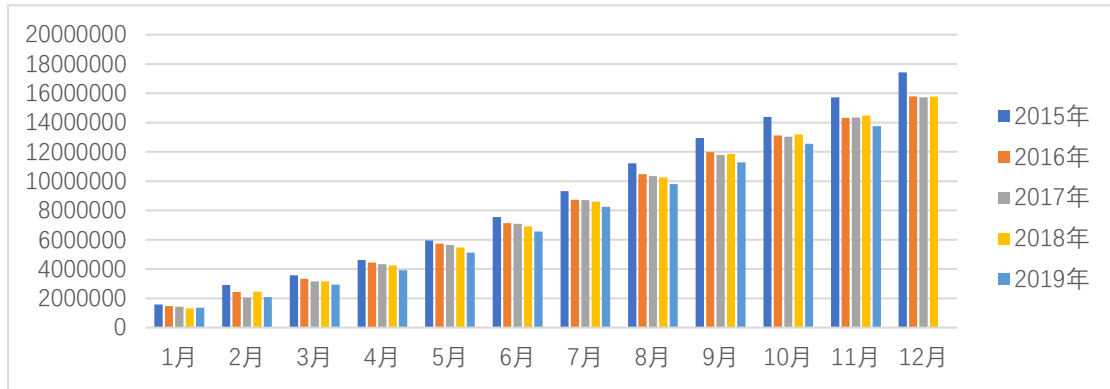
数据来源：金石期货研究所

图 95 服装当月出口额



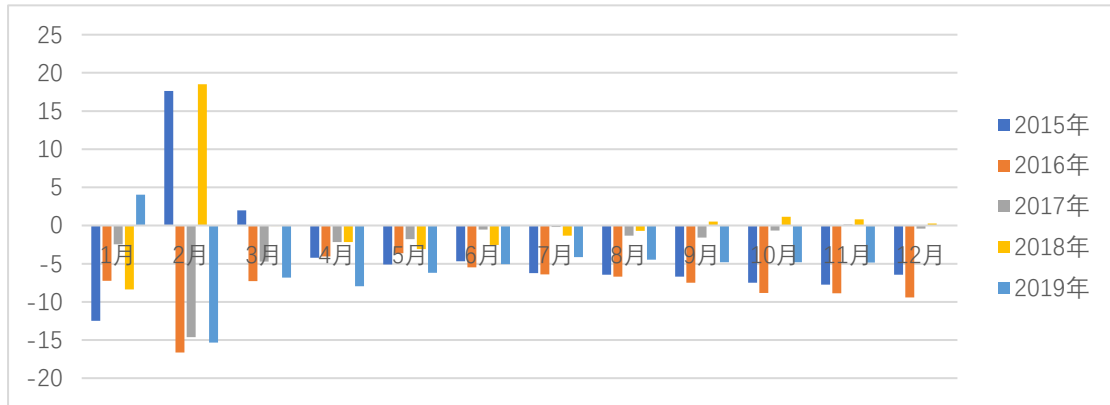
数据来源：Wind 金石期货研究所

图 96 服装累计出口额



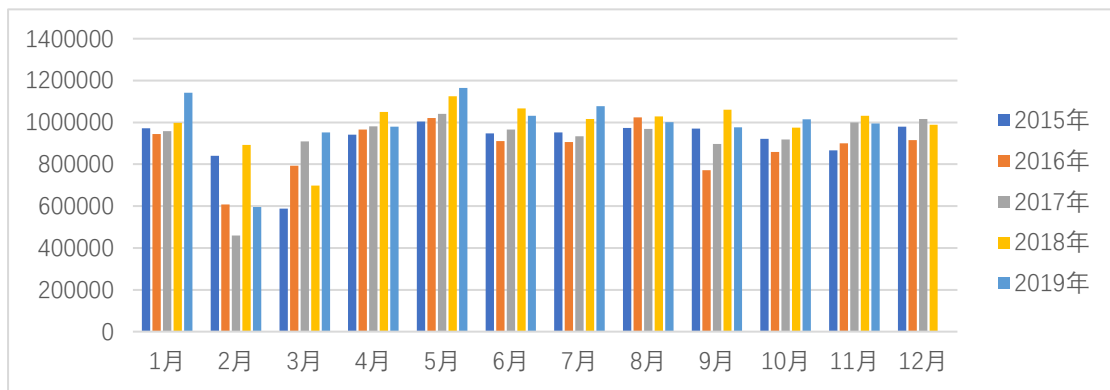
数据来源：Wind 金石期货研究所

图 97 服装累计出口额同比变化



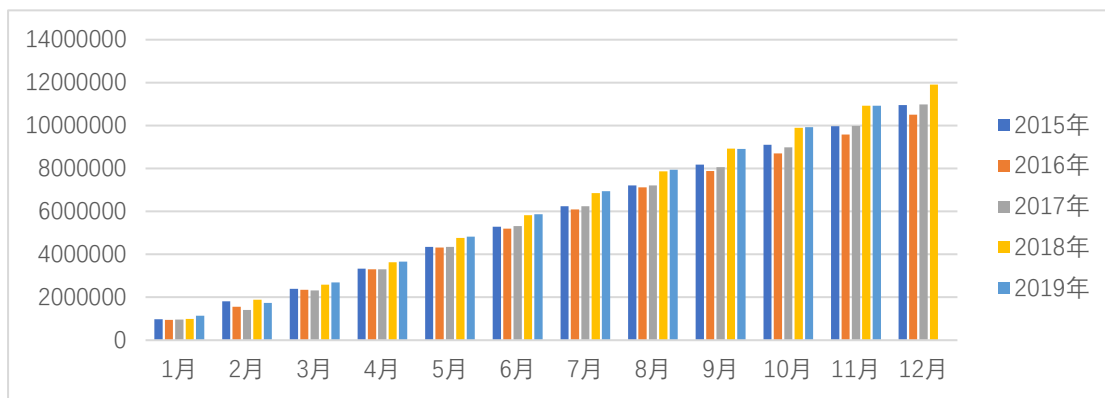
数据来源：金石期货研究所

图 98 纱线织物当月出口额



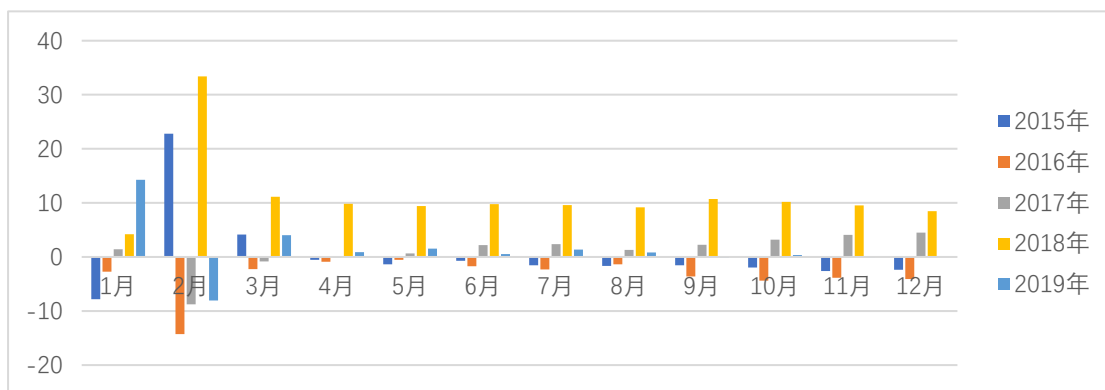
数据来源：Wind 金石期货研究所

图 99 纱线织物累计出口额



数据来源: Wind 金石期货研究所

图 100 纱线织物累计出口额同比变化



数据来源: 金石期货研究所

4.4 棉纱价格&价差利润

棉纱价格方面，全年受到利空压制，产业链下游是市场关注的核心，订单偏弱需求下降等令现货价格基本没出现过较大的反弹，另外库存的持续升高也迫使纺企降价抛售以避免胀库出现。

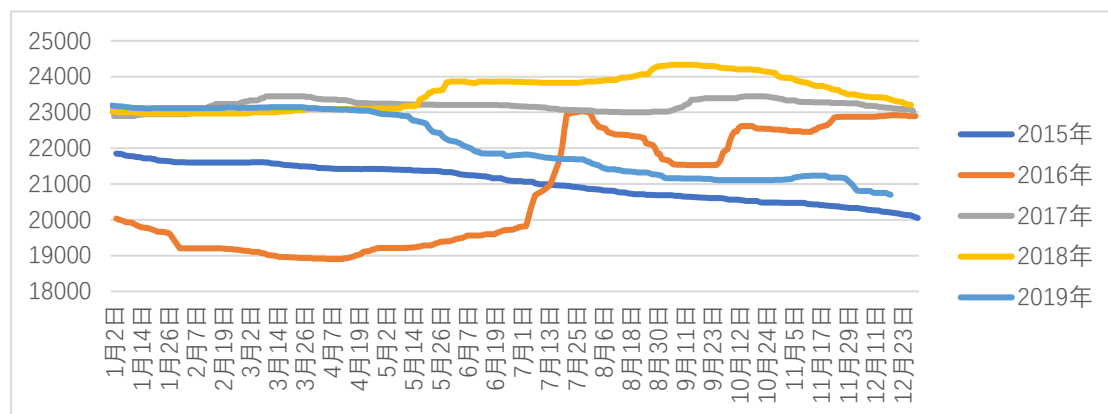
内地和新疆纺企压力不同，新疆受各种利好政策支持比如电费优惠等，疆内纺企生产成本较内地纺企有明显下降，因此在市场压力较大的阶段也能保持正常的开机负荷，但在市场最悲观的时期也即将面临胀库危险。

生产成本方面，下游降价反应较棉花要来的稍晚，由于本年度整个产业链面临的压力较大且持续，这导致原料下跌的速度和幅度都高于成品，虽然下游出货速度下降，但在纺

企降价抛售前期都保持较好的生产利润，同时年中下游还受到税收调整等政策优惠也缓解企业一定压力。

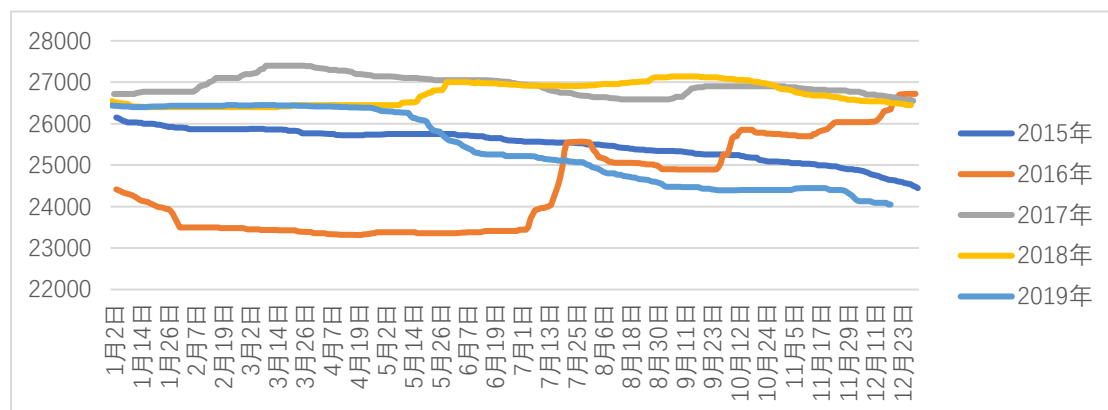
进口方面，从棉价 5 月开始滑落起，国内纺织面临压力高于国际，国产棉纱下跌速度较快，进口利润基本从 5 月开始呈现倒挂的局面也间接使进口棉纱替代效应降低，全年累计进口棉纱同比快速下降。

图 101 CY C32S



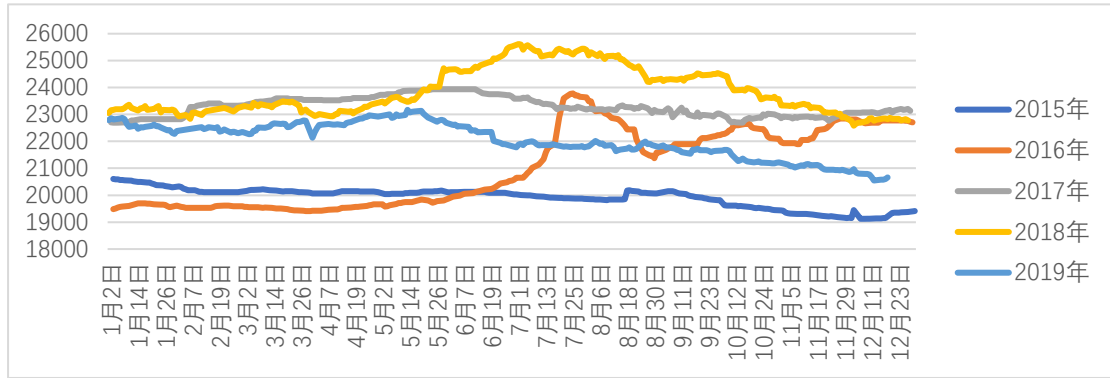
数据来源：中国棉花信息网 金石期货研究所

图 102 CY JC40S



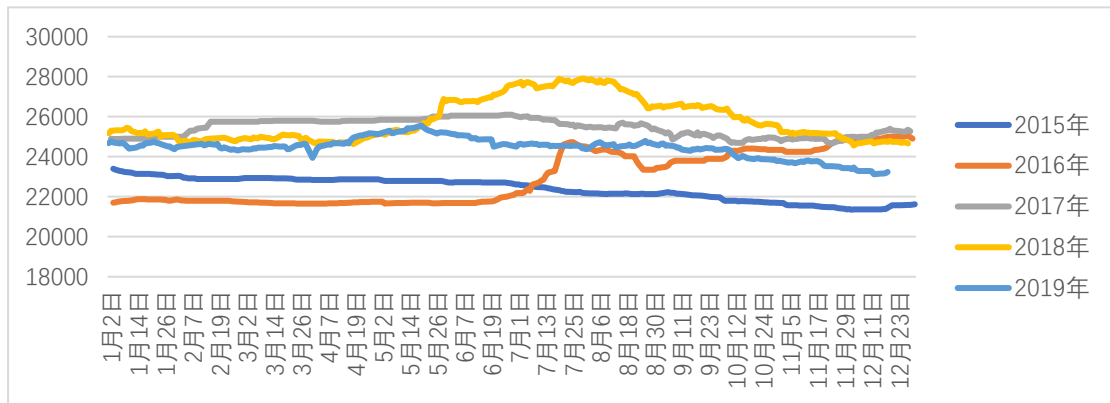
数据来源：中国棉花信息网 金石期货研究所

图 103 FCY C32S



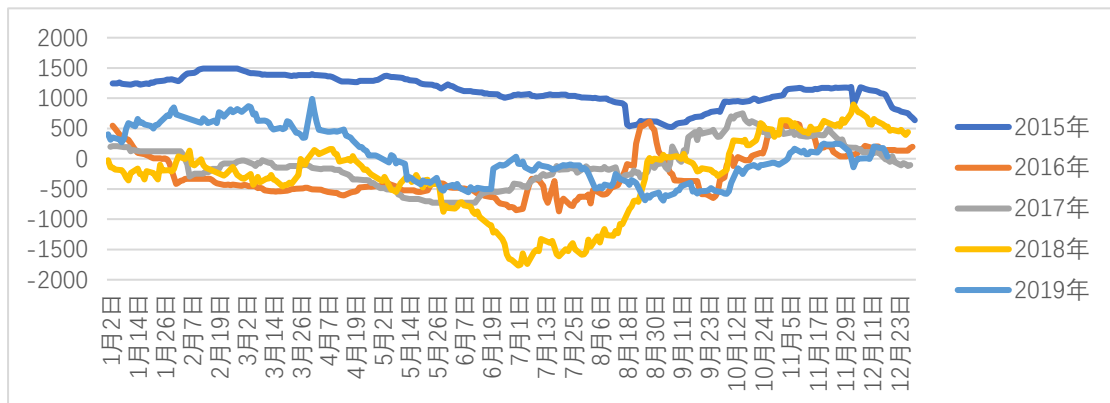
数据来源：中国棉花信息网 金石期货研究所

图 104 FCY JC32S



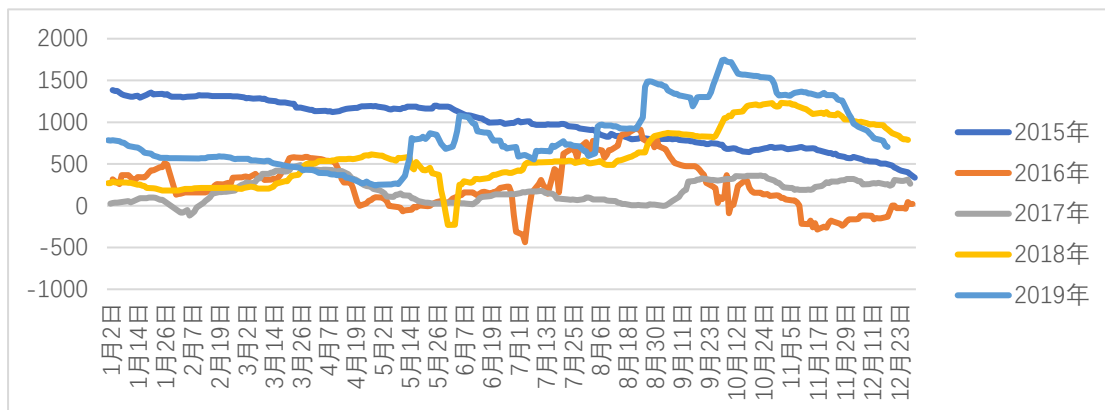
数据来源：中国棉花信息网 金石期货研究所

图 105 C32S 进口利润



数据来源：中国棉花信息网 金石期货研究所

图 106 C32S 生产利润



数据来源：中国棉花信息网 金石期货研究所

5 总结与展望

先说国际，总体来说国际棉花价格的基本面要比国内好一点，这从不断扩大的内外价差来看也可以说明问题，ICE 棉花期货直接定价美棉，但间接也是其他几个主产国的参考标的，即使在全球棉价单边下跌的期间内外价差也是不断由正转负，美棉的利空在于出口，一旦中国恢复采购则马上由空转多，虽然新年度平衡表库存消费比有所上移，但以当前的价格水平来看这部分利空基本已经被消化掉了，另外中国以外的国家对美棉的增加采购也使得中美贸易摩擦对美棉的利空稍逊于对郑棉的利空，且从当前美棉的出口数据来看，整体装运的进度还是超前的，弱的只是签约量稍低了一点。

国内方面则比较纠结，从相对强弱关系来看，中美贸易缓和→进口美棉（目前有预期是 80 万吨）→原料库存增加→利空；下游仍面临一定程度的出口关税增加但幅度有所下降→利空减弱（或者理解为利好）。两者抵消之下很难去判断一个明确的多空转折点，或者说目前仍缺乏多空转换强力驱动，从国内的整体情绪上看更倾向于中性偏空或者是区间盘整走势。从进口利润角度来看，目前配额内也是倒挂的，即使中国想要进口美棉那么大概率也需要给出利润或者将倒挂水平缩小到一定范围，那么郑棉则有需求补涨一部分或者说外棉再回吐一部分涨幅，那么从套利的角度来操作我们应该买入郑棉同时抛出美棉，如果进行单边操作的话那大概率跟随套利方向买入郑棉，所以从这两个角度来看就呈现出比较矛盾的观点。

那么两个逻辑哪个具有更大的确定性呢？我们认为进口利润逻辑更具有确定性，既利润终究需要给出，另一重内外强弱的逻辑从自身机构上表现的比较脆弱，更加容易受到外

界事件的影响比如两国关系的变幻不定。那么从进口利润来说，即使中国暂时不大量进口，但国内产不足需是确定的，即使消费下降国内需求也必然大于产量，随着库存的不断消耗，进口利润给出也仅仅是时间问题。其实两者本身也并不完全矛盾，外强内弱是因，价差倒挂是果，正是由于前期的内强外弱导致内外价差从区间上沿向下沿靠近，结果是价差目前已经达到了区间下沿，从统计角度来看有向上回归的可能，继续向下无论是空间还是时间都在不断被压缩，总结来说就是在多空两方的选择上可能多头的胜率和盈亏比要更高一些。

图形上看，日频郑棉指数在 13100 附近存在支撑，有依托于 26 日均线不断震荡向上的趋势，如震荡突破 26 日均线支撑则下方在 12800 附近大概率存在触底的可能。

周频上看，郑棉指数突破 26 周均线压制，但整体趋势仍向下，有可能反弹至 13800 附近再度回调至 13000 附近寻求企稳，从郑棉 05 合约来看长期目标在 14500-15000 附近，从郑棉 09 合约来看长期目标也是在 14600 左右附近。

6 操作建议

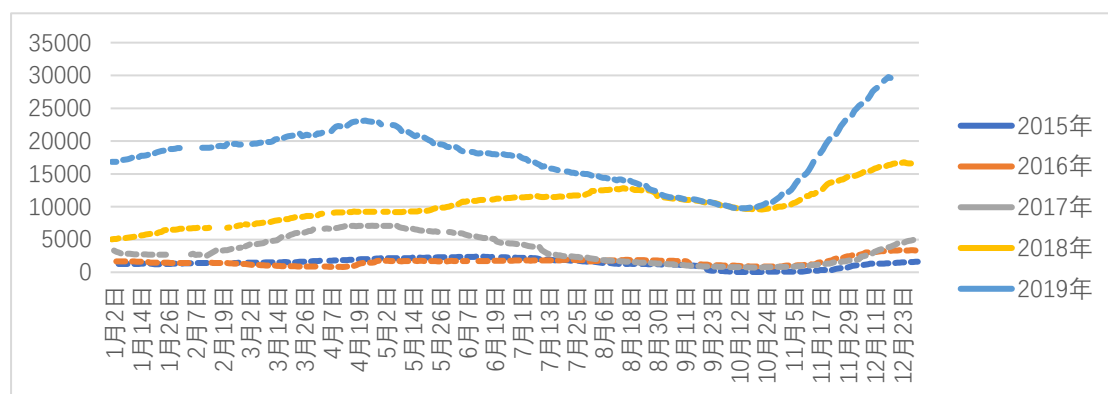
单边操作，长线主力合约突破 13500 并有效站稳 1 周左右建立多单；短线围绕 13000-13600 区间高抛低吸。

套利操作，做多 ZCE 棉花，做空 ICE 棉花。

期权操作，买入 CF005C14200。

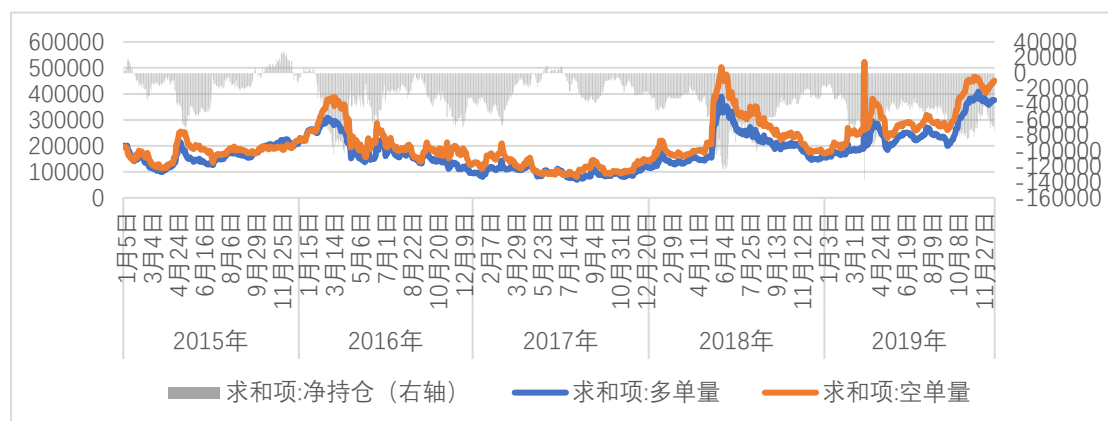
7 附录

图 107 郑棉仓单



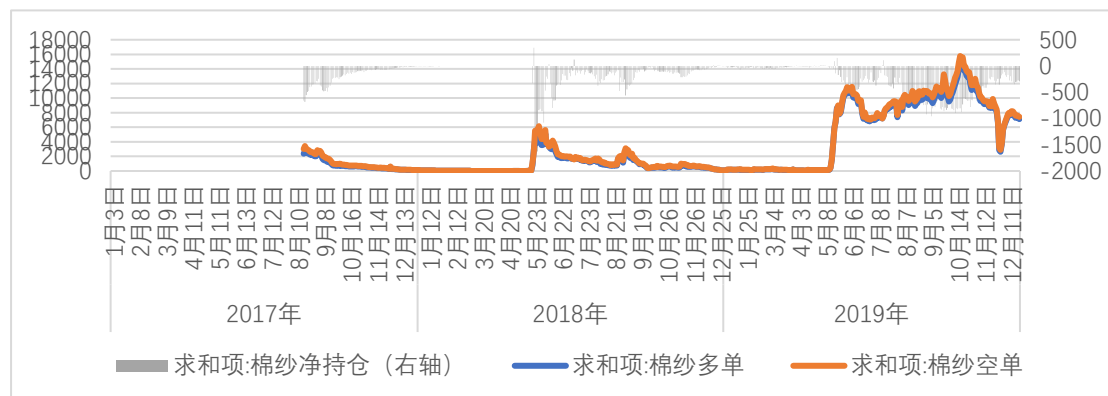
数据来源: CZCE 金石期货研究所

图 108 郑棉主力前 20 持仓



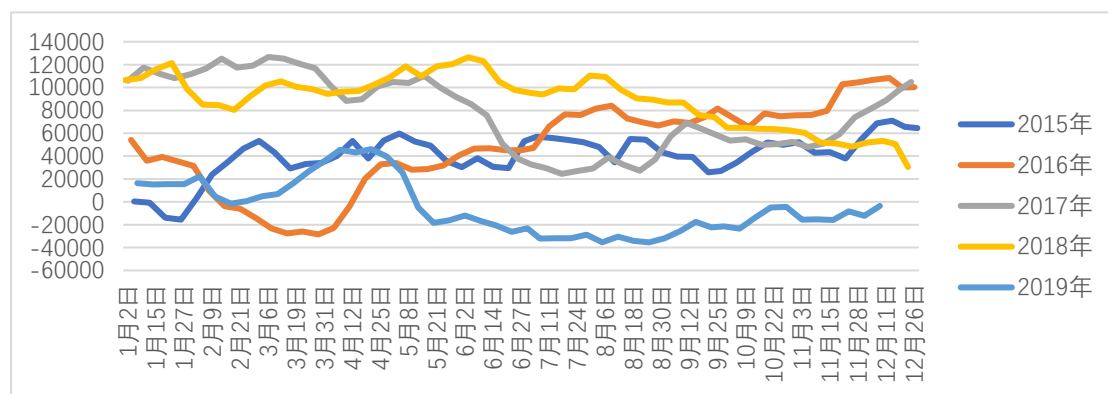
数据来源: CZCE 金石期货研究所

图 109 郑棉纱主力前 20 持仓



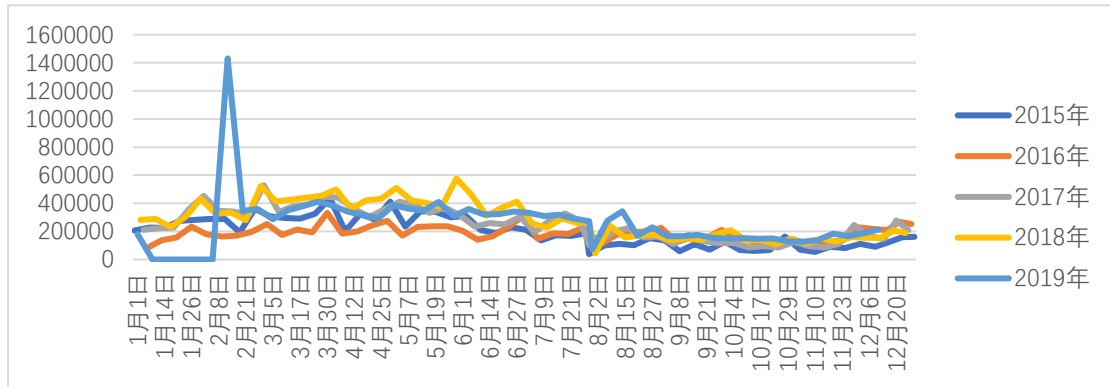
数据来源: CZCE 金石期货研究所

图 110 ICE 棉花非商业净持仓



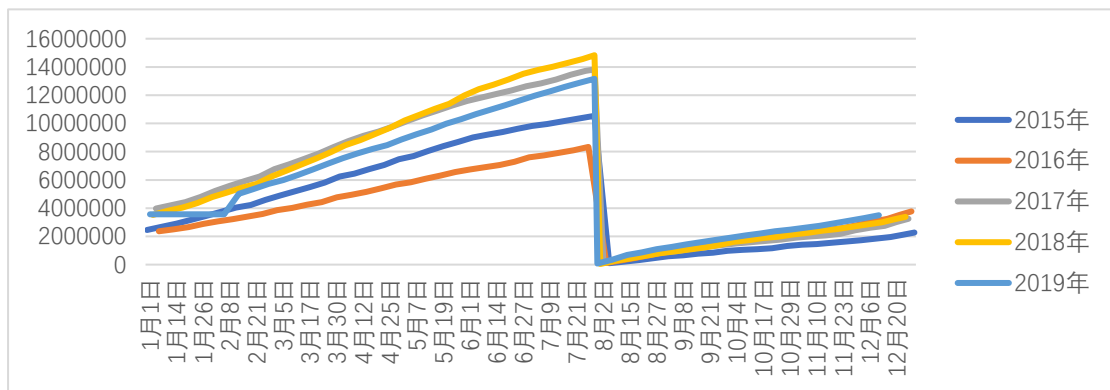
数据来源: CFTC 金石期货研究所

图 111 美国陆地棉当周出口



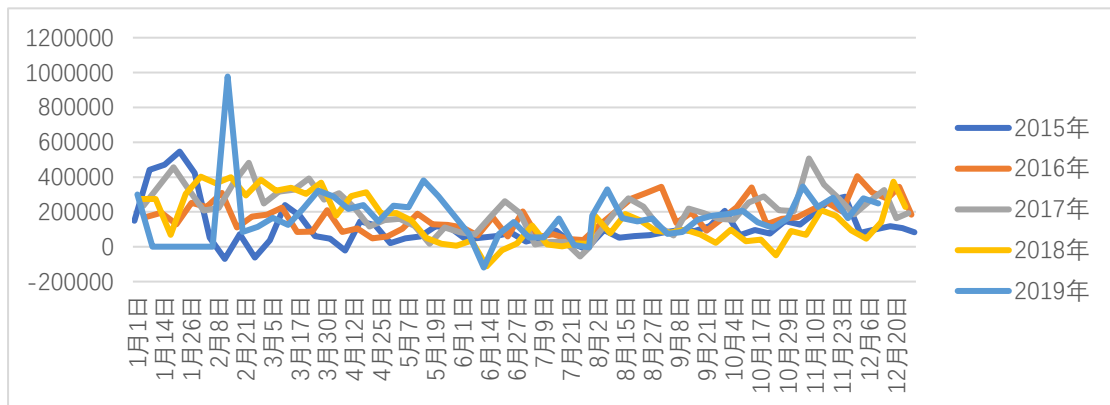
数据来源: USDA 金石期货研究所

图 112 美国陆地棉累计出口



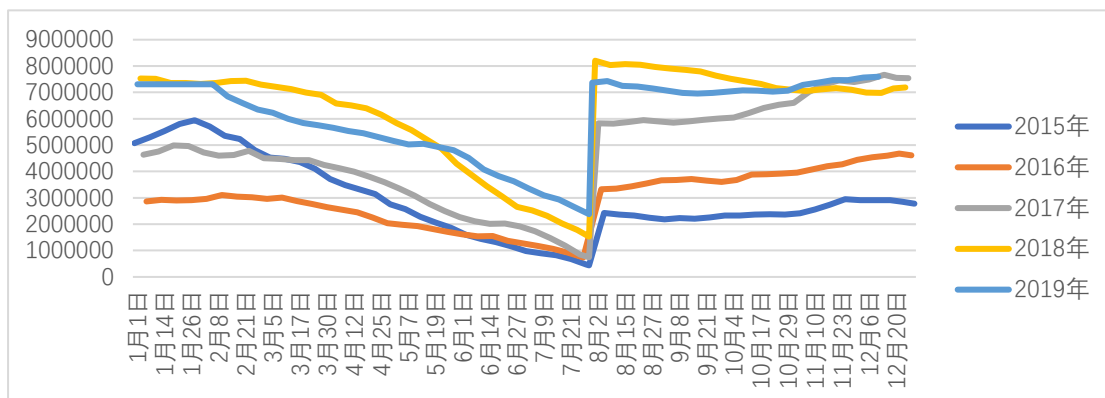
数据来源: USDA 金石期货研究所

图 113 美国陆地棉当前市场年度签约量



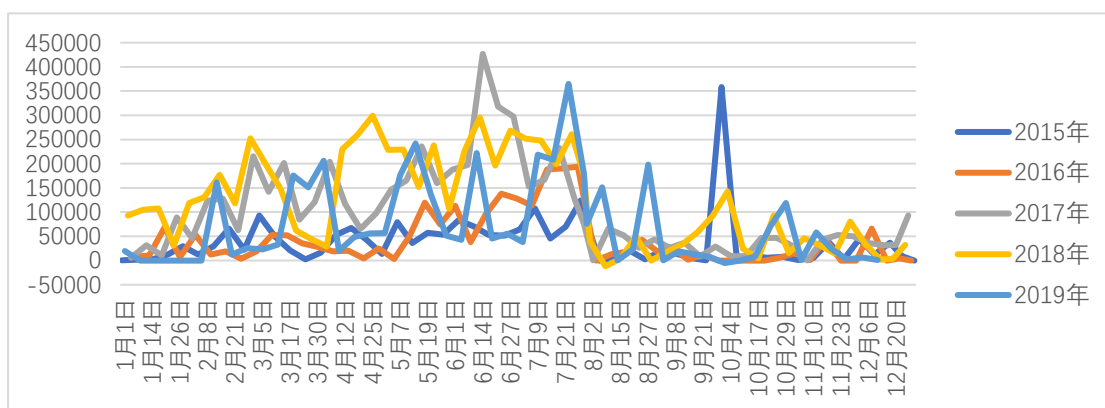
数据来源: USDA 金石期货研究所

图 114 美国陆地棉当前市场年度未装船



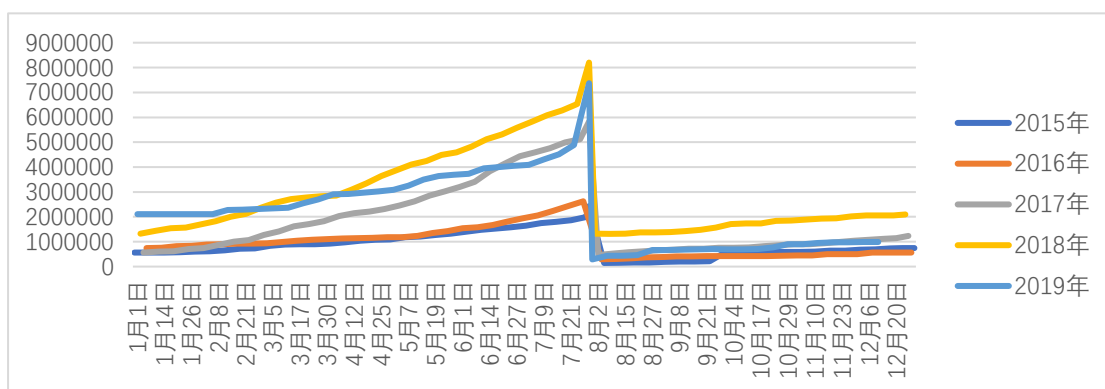
数据来源：USDA 金石期货研究所

图 115 美国陆地棉下一市场年度签约量



数据来源：USDA 金石期货研究所

图 116 美国陆地棉下一市场年度未装船



数据来源：USDA 金石期货研究所

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与金石期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了金石期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映金石期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经金石期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“金石期货公司”，并保留我公司的一切权利。