

年度报告 · 2018

2018 棉花：政策有望退出，内外重新接轨

目录

2017 年市场回顾

一、全球供需

1.1 棉花全球供需持稳

1.2 内外结构存异，除中国外市场相对宽松

二、美国市场

2.1 美国年度产量增幅较大，库存抬升

2.2 美国新年度种植面积仍有增长空间

三、全球供需

3.1 我国结构调整接近尾声，政策寻求退出

3.2 国内棉花产能转移，产量难以激增

3.3 当前国内棉花库存偏高 消化仍需时日

2018 主要变量

2017 年市场回顾



2017 年棉花期货行情的走势，虽然称不上有多么凌厉的单边大趋势出现。但 14600 元/吨至 16500 元/吨上下两千点几个来回的宽幅波动也算是蔚为壮观。上半年，棉花价格围绕着国内棉花的上市以及抛储的影响使得国内棉花价格在美国出口强劲的背景之下，仍然受到压制，几次试图上攻都被阻挡。后续随着美国以及国际市场对于 2017-2018 年度棉花丰产的预期，叠加国内抛储的延长，价格逐步承压下挫。随着市场焦点逐步转换为新年度美国出口定价阶段，以及印度以及巴基斯坦受到一定程度的灾害影响。价格整体持稳在前期宽幅波动区间之内，不过波动性相对有所降低，区间收敛。等待迈入新一轮的市场博弈。

当前棉花市场仍然围绕着几条主线波动：一是对于全球市场来说，17-18 年度棉花仍然是属于一个丰产格局，供应相对偏宽松，虽然近期报告对于全球过剩情况给予了一定程度的下调；二是，全球市场后续焦点，较倾向于关注美国棉花的出口状况；三是，对于国内市场来说，当前同样处于一个新花上市供应充裕的阶段，且本年度国储不安排轮入以及 18 年延续抛储的动作，对于上半年市场来说，应该是相对较大的一个压力所在。下面我们就具体相关情况，稍作数据上的分析印证。

棉花全球供需持稳

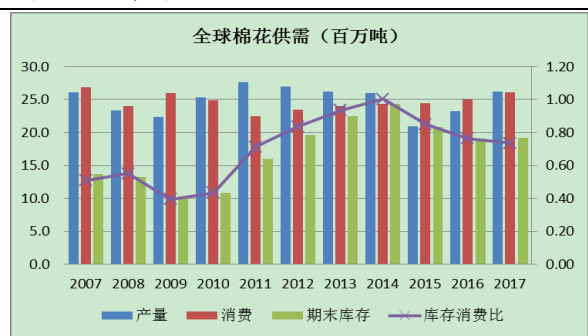
对于全球棉花产量来说，产量自从 15-16 年度大幅下挫至 2100 万吨的水平之后，延续上升态势。17-18 年度全球棉花产量增加 300 万吨至 2620 万吨的水平。随着产量水平的恢复，全球棉花需求量也在不断攀升，尽管全球期末库存仍然在 1920 万吨水平的高位，库存消费比却呈现逐步下滑的态势。整体来看，当前全球棉花仍然属于一个供应稍松的格局，相对中性。那么市场将更多的寻求结构性的机会，以及新进市场驱动。鉴于我国棉花市场的政策的壁垒，国内棉花市场表现相对独立。国际国内拆分来看，也许更为明了。

图 1：全球棉花供需表（百万吨）

年份	产量	消费	期末库存	库存消费比
2007	26.1	26.8	13.7	0.51
2008	23.3	24.0	13.2	0.55
2009	22.4	25.9	10.3	0.40
2010	25.4	24.9	10.8	0.43
2011	27.6	22.4	16.0	0.71
2012	27.0	23.5	19.6	0.84
2013	26.2	24.0	22.4	0.94
2014	26.0	24.3	24.4	1.00
2015	21.0	24.5	20.8	0.85
2016	23.2	25.0	19.1	0.76
2017	26.2	26.1	19.2	0.74

信息来源：WIND 中辉期货

图 2：供需图示

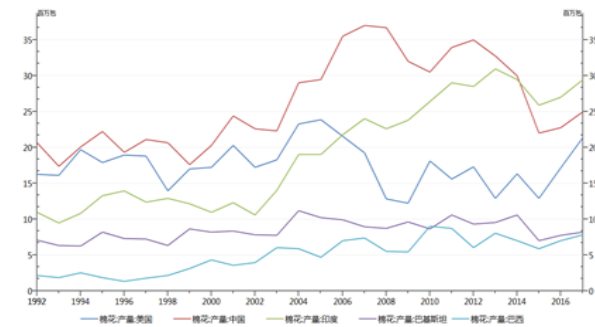


信息来源：WIND 中辉期货

内外结构存异，除中国外市场相对宽松

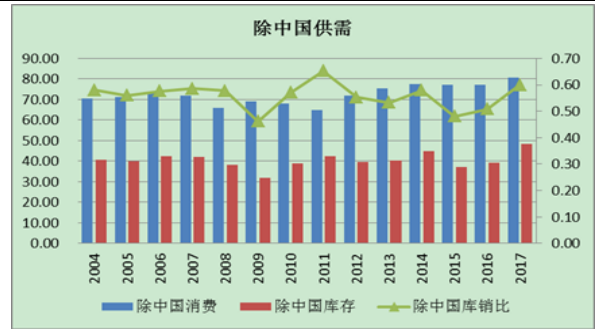
从各国产量上来看，各主产国产量都有不同程度的增加，但对于增量显然是属于美国增产最多为 427 万包，印度增长 250 万包，我国增加 225 万包的水平。如果刨除国内影响的话，我们可以看出，中国外库存有一个较大幅度的增长，与之相伴随的库存消费比也在进三年不断攀升。

图 3：各主产国产棉花产量



信息来源：WIND 中辉期货

图 4：外围市场供需



信息来源：WIND 中辉期货

所以现在我们就可以进一步明确，全球库销比的下降事实上主要归功于我们国内的一个棉花去库存的情况。对于外围市场来说，供应压力其实还是相对偏高的。但是不是对于内外盘价格表现上就一定呈现内强外弱，这倒未必。毕竟虽说国内供应存在缺口，但是临储的不断拍卖足以给予弥补，国内暂时看不到主动趋强的基础。不过当前市场存在一个预期，毕竟随着国储的不断拍卖，库存水平不断下降。后续供应缺口将必然依靠进口给予补足，进口配额制度也许会给予转变，这是其一；另一方面，随着国储库存水平的不断下降，市场也对 18-19 年度作物进行轮入的预期也是可观存在的。所以对于 18 年后半年的市场将会是另一番天地。

美国年度产量增幅较大，库存抬升

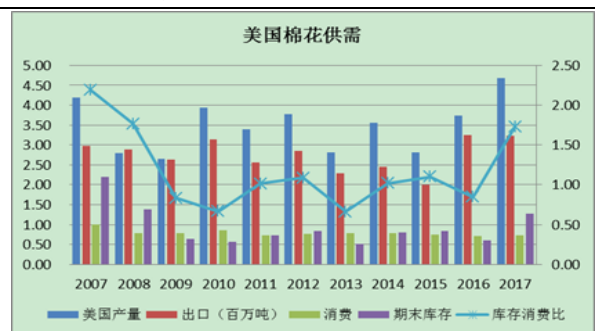
做为主导外围定价的国家，分析国际市场价格走势，还是非常有必要看下美国国内的一个供需情况。

图 5：美国棉花供需

年份	美国产量	出口(百万吨)	消费	期末库存	库存消费比
2007	4.19	2.98	1.00	2.19	2.19
2008	2.79	2.89	0.78	1.38	1.77
2009	2.66	2.62	0.77	0.64	0.83
2010	3.95	3.13	0.85	0.57	0.67
2011	3.39	2.55	0.72	0.73	1.02
2012	3.77	2.84	0.76	0.83	1.09
2013	2.81	2.30	0.77	0.51	0.66
2014	3.56	2.45	0.78	0.80	1.02
2015	2.81	1.99	0.75	0.83	1.10
2016	3.74	3.25	0.71	0.60	0.85
2017	4.67	3.23	0.73	1.26	1.73

信息来源：WIND 中辉期货

图 6：美国库存消费比

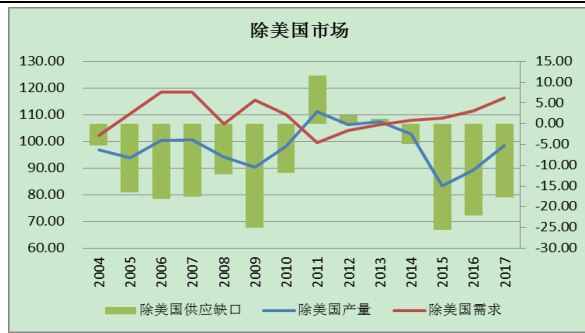


信息来源：WIND 中辉期货

对于美国国内市场来说，先前咱们已经提到，17-18 年度美国棉花产量有一个较大幅度的增长，总产量增至 467 万吨，较去年大幅增加 93 万吨的水平。虽然产量大幅增加，但是对于新年度的一个出口预期却并未同步调增，整体上和去年相当且略微下调。为什么会出现在这种情况，其实我们从下表数据中并不难看出问题。由于美国国外市场产量的同步提升，虽说整体需求仍在扩张，但是供应缺口显然是比之去年进一步缩窄，意义也就是对于美国棉花的一个出口需求相对趋弱。所以，个人愚见，这也是为什么 17-18 年度美国出口预

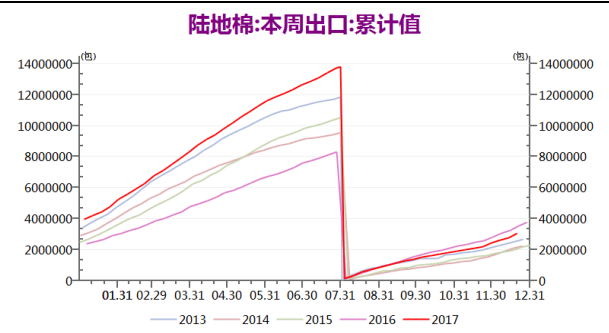
期并未继续调升的一个重要原因。

图 7：除美国供应缺口



信息来源：WIND 中辉期货

图 8：美国周度出口



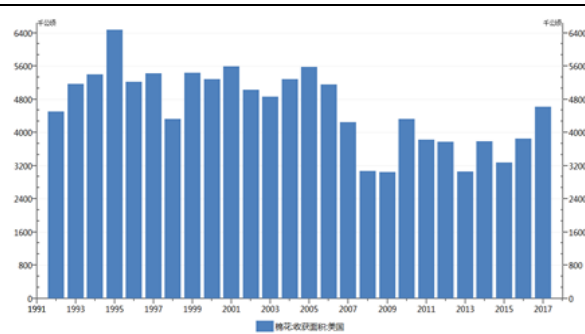
信息来源：WIND 中辉期货

综合来看，美国产量大幅增加，出口的持平，自然也就使得美国的国内库存大幅增加至 126 万吨，较去年来看属于一个倍增的幅度，库存消费比大幅攀升自不必提。所以，针对于此，后续美国棉花的一个出口销售进度显然是影响外盘棉花价格走势的一个重要驱动因素。对于我们跟踪市场显然是一个非常非常重要的指标，在此就不对此需要时刻关注的，通过影响短期价格不断左右市场价格的指标再做表述。

美国新年度种植面积仍有增长空间

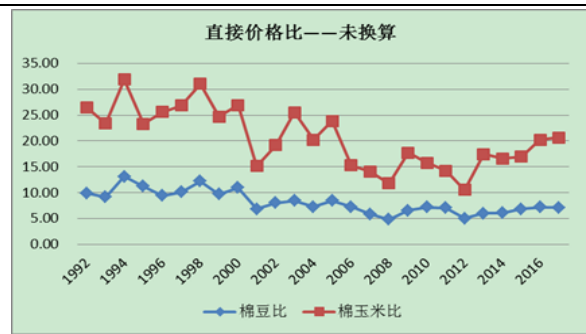
除了上面所说的一个美国棉花的外部需求情况，影响明年棉花价格走势的另一个重要因素显然就是 18-19 年度棉花的一个产量水平。但是我们对于此又一无所知，只能届时再做判断，包括从种植面积的角度，以及棉花单产水平的角度。不过我们可以对过往的情况做一下了解，以期做到心中有数，届时能够从从容应对。

图 9：美国棉花种植面积



信息来源：WIND 中辉期货

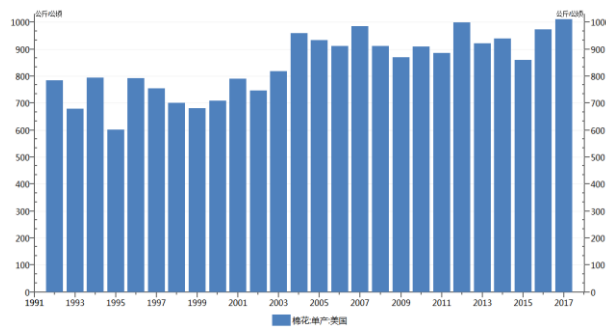
图 10：棉花价格优势



信息来源：WIND 中辉期货

从过往种植面积的水平上来看，显然对于美国棉花的一个种植面积还是存在一定的继续增加的空间，距离 07 年之前的 500 万公顷的水平还有 10% 的一个增加的潜力。同时从近些年棉花与大豆和玉米的种植收益比值上可以看出，棉花的一个种植效益还是处于一个相对偏好的状态，所以说对于明年棉花的一个种植面积我们可能并不能过多的期望有所下调，从而进行提振价格上行。所以从这点来说，18 年上半年棉花市场应该难以见到强有力的上扬驱动，逢高沽空的方向判断仍具有较高胜率。

图 11：美国棉花单产水平



数据来源：USDA 中辉期货

对于单产水平显然我们无从说起，毕竟决定单产要看天气具体的表现。不过从近几十年单产水平上来看，1000 公斤/公顷貌似已经达到瓶颈。18 年单产水平的具体增减，将对下半年棉花价格走势造成直接影响。

对于美国市场综合来看，整体显弱，能否在行情发展的过程中主动扭转格局，重点关注 18-19 年的天气产量问题。

我国结构调整接近尾声，政策寻求退出

国内棉花在经历过收储政策之后，伴随着国内抛储的不断进行，政策正在不断引导棉花市场回归到市场引导价格的轨道上来。当前国内临储棉花库存经过两年大幅的无轮入抛出，临储库存已经下降到 500 万吨左右的水平。未来预期政策影响将逐步退出市场，而其节点已经临近。

观察近些年国内棉花的供需结构的变化可以看出，自从 14 年取消收储之后，国内棉花产量开始有所下滑，在 15 年产量创下低点 480 万吨之后，国内产出开始缓步抬升，跟随消费端的温和扩张。就目前看，国内产量结合国内需求以及临储的抛售前加进口配额的政策，整体形成了一个新的均衡。相较以前的格局，整体属于产量缺口从靠进口弥补到通过临储拍卖来弥补的状态。但现在来说，国储库存下降过半，预期经过 2018 年抛储之后，库存将降至 200-300 万吨之间的水平。至此可以说，国储库存已经降到合理水平。届时国内的供求以及相关政策将面临两个问题：一个问题是，对于 18-19 年棉花是否安排轮入的问题，个人预期将有较大概率，对于轮入与后续的轮出量暂且不论，一旦进行轮入可以确定的是国内 18-19 年度棉花上市期间对于市场供应的冲击将大大降低，棉花上市期间价格趋弱的形势会有所转变；另一个问题，就是在国储不足以弥补产出缺口的情况下，国内进口政策的改变。进口配额制度转变与否将直接关系内外盘棉花价差水平。个人预期，进口政策的调整将本着有利国内棉纺织业竞争力的方向行进，原材料价格与国际接轨，打破进口壁垒将是大概率事件。所以最终国内棉花同国际接轨将成为必然趋势。

图 12：我国供需

年份/百万吨	中国产量	进口	消费	库存	库存消费比
2007	8.07	2.51	11.12	4.47	0.40
2008	8.00	1.53	9.59	4.88	0.51
2009	6.98	2.38	10.90	3.32	0.31
2010	6.65	2.61	10.03	2.31	0.23
2011	7.41	5.35	8.28	6.78	0.82
2012	7.63	4.43	7.85	10.98	1.40
2013	7.14	3.08	7.52	13.67	1.82
2014	6.54	1.81	7.41	14.59	1.97
2015	4.80	0.96	7.63	12.69	1.66
2016	4.96	1.10	8.18	10.56	1.29
2017	5.45	1.16	8.50	8.65	1.02

信息来源：WIND 中辉期货

图 13：国内储备情况

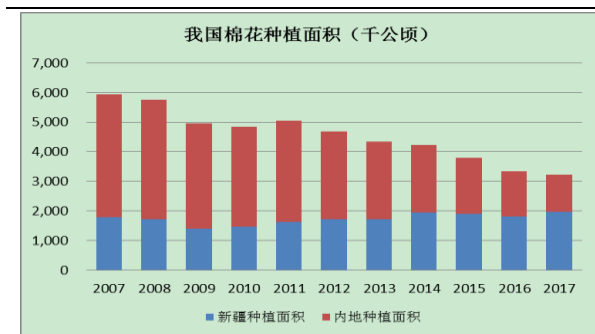
收储	
时间	收储量
2011.9-2012.3	313万吨+100万吨进口棉
2012.9-2013.3	662万吨
2013.9-2014.3	630万吨
2014年后取消收储	
抛储	
时间	抛储量
2012	50万吨
2013	369万吨
2014	265万吨
2015	6万吨
2016	266万吨
2017	322万吨

信息来源：网络整理 中辉期货

国内棉花产能转移，产量难以激增

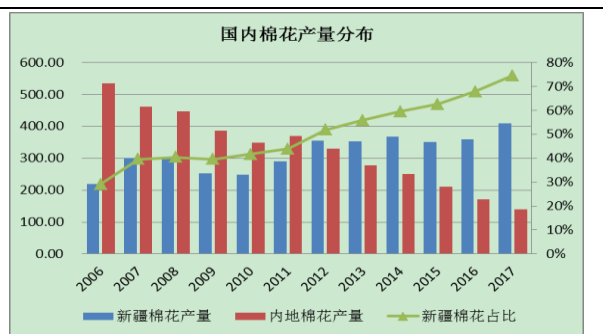
当然，届时国内产出的缺口是否会依靠国内自身产量的扩张来进行弥补。这个长期来看，难以定论，不过就生产惯性，近两年之内想要实现国内产量的大幅跃升显然也不太现实。从种植面积的发展态势上可见端倪。

图 14：我国种植面积



信息来源：WIND 中辉期货

图 15：新疆产量占比



信息来源：WIND 中辉期货

自 2011 年后，内地棉花种植面积开始连续下滑，新疆棉花的种植面积则有所增加。国内对于棉花种植结构的调整整体实现了优质棉花产能对于质量相对较差的内地棉的取代，当然量上并非完全对等。从种植面积上来看，新疆种植面积的扩张暂时难以出现较大幅度的增长，对于内地，没有产业政策的支持，种植端也难以大幅抬头。2017 年 12 月，中国棉花协会棉农合作分会对内地 12 省和新疆自治区 20 个地区共 2290 户棉农首次进行 2018 年植棉意向面积的调查。调查结果显示：全国植棉意向面积为 4419.08 万亩，同比增长 0.13%；其中，新疆植棉意向面积同比增加 3.12%，预计意向面积为 2986.98 万亩。长江流域和黄河流域同比分别减少 2.21% 和 9.2%，种植面积预期分别为 730.16 万亩和 634.75 万亩。可以看出 2018 年我国棉花的种植面积几乎持平，所以后续国内棉花供需所面临的产出缺口短时间之内难以通过自身产量的扩张给予弥补，通过进口补足将是必然事件。

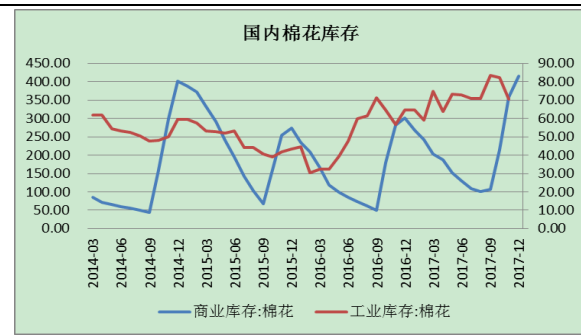
所以对于明年整体格局，上半年如不出意外，国内棉花仍将处于一个供应宽松的格局当中，一方面国内的库存将不断供应下游市场消化，期间还有临储的抛售给予市场边际需求的调整。但此期间需要着重关注外围市场棉花的种植生长情况，18-19 年度外围棉花的产量的重要性将远超过往，因为 19 年国内恰好处于需要外围市场给予弥补国内供应缺口的时点。联动性的增强，将在国际市场棉花产量出现下滑的时候，国内价格跟随国外同步上行。

至于明年后半场则主要关注国内政策的具体变动预期，根据前面所述，随着时间的推移，国内基本面情况将趋于好转。届时国内棉花走势由弱转强的概率相对偏高，国内外市场将实现再均衡，在此转折点，棉花价格料不会波动性加大。

当前国内棉花库存偏高 消化仍需时日

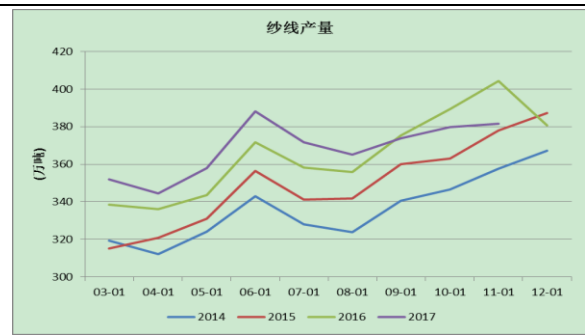
国内棉花库存当前仍然处于高位，12 月份商业库存统计在 420 万吨左右的水平。主要原因有二：一是当前棉花工业库存较往年处于相对偏高的水平，下游采购意愿受到抑制，并不十分强烈；二是，18 年仍存的抛储政策，使得下游厂家后顾之忧衰减。归根结底，还是当前国内市场整体供应充足，市场氛围较弱，这种市场普遍相对悲观的心态存在。将使得下游处于一个相对观望的境地，表现出来则是出货减慢，成交较差。

图 16: 国内棉花库存



信息来源: WIND 中辉期货

图 17: 棉纱季节产量



信息来源: WIND 中辉期货

进一步看,工业库存的维持高位,也与下游需求有一定关系。从纱线产量的季节性走势上我们可以看出,今年四季度传统的棉花需求旺季,纱线产量的增速趋势较为平滑。截止到 11 月纱线产量水平甚至还没有突破 6 月份高点。所以从这一点来看,下游需求的放缓也是棉花采购放缓的一个重要因素。

但会否这种偏淡的状况一直延续,显然也不太现实。毕竟供应缺口放在那,尽管有临储棉花的抛售给予补足,但是由于棉花的质量问题,下游的生产配置新旧棉是必然的事情。所以当棉花价格回落到一定程度,随着棉花库存的消化,外加年中的一次需求高峰,赶在此之前下游主动累库存,增加需求进而抬升棉花价格的阶段性行情也是可以期待。但需要在合适的时点给予配合。

主要变量

列出一些明年市场较大的变量,或者说潜在的焦点以供参考。

上半年:

1. 国内棉花的库存消化情况,下游主动累库存的节点把握
2. 美国棉花的出口状况,所影响的国内外价差进而对国内进口的节奏的扰动
3. 国内外新年度棉花种植面积的调整

下半年:

4. 天气状况对于棉花单产的影响,以及最终的新年度棉花产量
5. 国内棉花政策的调整倾向
6. 受政策调整影响的国内供需结构的重塑,市场博弈性增强,交易机会增加。

免责声明

本报告由中辉期货研发中心编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！