

棉花供需格局与交易策略初探

华泰期货研究院 农产品组

陈玮

农产品组组长

☎ 021-68755980

✉ chenwei@htfc.com

从业资格号: F0284369

投资咨询号: Z0010681

徐盛

软商品研究员

☎ 021-68753967

✉ xusheng@htgwf.com

从业资格号: F3023096

摘要

棉花进入国储抛储第三年，而期货和现货价格也已经盘整了22个月之久。相对于郑棉，国际棉市则相对强势。与此同时，近期贸易战和天气减产等因素不断影响市场。那么，目前全球和中国的棉花供需格局是怎么样的？后面投资者有哪些合适的投资策略呢？

总体而言，美棉价格长期维持强势，5月供需报告利多，同时德州干旱有可能对2季度播种的美棉产生不利影响；而国内短期工商业库存偏高，总体仓单+有效预报数量处于历史最高位。但近期抛储成交有所好转，同时新疆受到不利天气影响而导致棉田受灾。长期而言，随着抛储的进行未来不断进行去库存，长线价格中枢将不断上移。对于投资者而言短期以时间换取空间，等待现货追赶期货的步伐，可维持波段操作。长期投资者可以逢低买入并长期持有1901期货多单，第一目标在18000元/吨以上。

针对场外期权投资者，则可以直接轻仓逢低买入略微虚值1809或1901的看涨期权，并等到虚值期权变成实值期权后滚动至下一个虚值期权，以博取收益最大化；对于现货企业，亦可以在持有现货的基础上买入虚值看跌期权以构建保护性卖权(Protective Put Option, PPO)策略。这样，既可以规避价格下跌的风险，同时可以博取价格上涨后现货端的收益。

风险点：全球种植面积超预期风险、宏观政治风险、国内政策超预期风险、替代品价格下跌风险

棉花进入国储抛储第三年，而期货和现货价格也已经盘整了 22 个月之久。相对于郑棉，国际棉市则相对强势。与此同时，近期贸易战和天气减产等因素不断影响市场。那么，目前全球和中国的棉花供需格局是怎么样的？后面投资者有哪些合适的投资策略呢？。

国际棉市：新年度预期与美棉出口

北京时间 5 月 11 日凌晨，美国农业部发布了 5 月农作物供需报告，值得注意的是，最新的报告包含了对于 18/19 作物季全球棉花的供需预估。根据此份报告，17/18 年度全球棉花产量 2665.7 万吨，上调 5.5 万吨；消费 2628.9 万吨，上调 7.8 万吨；期末库存 1920.4 万吨，调减 1.9 万吨；库存消费比 73.05%，下调 0.29%。18/19 年度全球棉花产量 2638.6 万吨；消费 2731.1 万吨；期末库存 1823.3 万吨；库存消费比 66.76%。由此可见，全球的库存消费比在 18/19 作物季将比 17/18 作物季减少 6.39%，而历史上，库存消费比的下降往往也意味着总体价格水平的上升。

美国方面，USDA 在 5 月的供需报告中将 17/18 年度产量下调 2.3 万吨在 455.5 万吨，消费 72.9 万吨，维持不变，期末库存在 102.3 万吨，下调 13.1 万吨。库存消费比 24.93%，下调 3.95%。18/19 年度产量在 424.6 万吨，消费在 74 万吨，期末库存 113.2 万吨，库存消费比 27.51%。

印度方面，对 17/18 年度的产量维持在 620.5 万吨；消费维持在 526.9 万吨，出口维持在 98.0 万吨；期末库存维持在至 275.0 万吨。对 18/19 年度的产量维持在 620.5 万吨；消费在 548.7 万吨，出口为 92.5 万吨；期末库存维持在 287 万吨。

从美国的印度的预期来看，总体供需报告偏利多，未来美国将有可能继续上调其出口预期，从而下调库存消费比。

图 1：全球棉花平衡表

全球	2017/2018			2018/2019		
	4月	5月	变动	4月	5月	变动
期初库存(百万包)	86.80	86.92	-0.41	88.21	0.00	
产量(百万包)	122.18	122.43	-0.04	121.19	0.00	
进口量(百万包)	39.05	39.23	0.00	41.12	0.00	
总供应(百万包)	248.04	248.58	-0.45	250.52	0.00	
出口量(百万包)	39.06	39.38	0.20	41.12	0.00	
消费量(百万包)	120.39	120.74	-0.03	125.44	0.00	
残差量(百万包)	0.30	0.25	0.28	0.22	0.00	
总消费量(百万包)	120.69	120.99	0.25	125.65	0.00	
期末库存(百万包)	88.29	88.205	-0.9	83.745	0.00	
库存消费比	73.34%	73.05%	-0.29%	73.34%	0.00%	

数据来源：USDA 华泰期货研究院

图 2：中国棉花平衡表

中国	2017/2018			2018/2019		
	4月	5月	变动	4月	5月	变动
期初库存(百万包)	48.42	48.42	0.00	40.97	0.00	
产量(百万包)	27.50	27.50	0.00	27.00	0.00	
进口量(百万包)	5.10	5.10	0.00	7.00	0.00	
总供应(百万包)	81.02	81.02	0.00	74.97	0.00	
出口量(百万包)	0.05	0.05	0.00	0.05	0.00	
消费量(百万包)	40.00	40.00	0.00	41.50	0.00	
总消费量(百万包)	40.00	40.00	0.00	41.50	0.00	
期末库存(百万包)	40.97	40.97	0.00	33.42	0.00	
库存消费比	102.29%	102.29%	0.00%	80.43%	0.00%	

数据来源：USDA 华泰期货研究院

图 3: 美国棉花平衡表

美国	2017/2018			2018/2019		
	4月	5月	变动	4月	5月	变动
收获面积(百万公顷)	4.59	4.49	0.00	4.50	0.00	
期初库存(百万包)	2.75	2.75	0.00	4.70	0.00	
产量(百万包)	21.03	20.92	0.00	19.50	0.00	
进口量(百万包)	0.01	0.01	0.00	0.01	0.00	
总供应(百万包)	23.79	23.68	0.00	24.21	0.00	
出口量(百万包)	15.00	15.50	0.00	15.50	0.20	
消费量(百万包)	3.35	3.35	0.00	3.40	0.00	
残差量(百万包)	0.14	0.13	0.00	0.11	0.00	
总消费量(百万包)	3.49	3.48	0.00	3.51	0.00	
期末库存(百万包)	5.3	4.7	0.00	5.2	0.00	
库存消费比	28.88%	24.93%	-3.95%	28.88%	0.00%	

数据来源: USDA 华泰期货研究院

图 4: 印度棉花平衡表

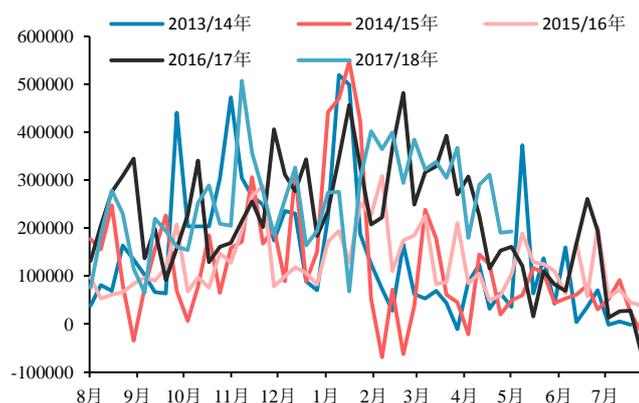
印度	2017/2018			2018/2019		
	4月	5月	变动	4月	5月	变动
期初库存(百万包)	11.13	11.13	0.00	12.63	0.00	
产量(百万包)	28.50	28.50	0.00	28.50	0.00	
进口量(百万包)	1.70	1.70	0.00	1.50	0.00	
总供应(百万包)	41.33	41.33	0.00	42.63	0.00	
出口量(百万包)	4.50	4.50	0.00	4.25	0.00	
消费量(百万包)	24.20	24.20	0.00	25.20	0.00	
总消费量(百万包)	24.20	24.20	0.00	25.20	0.00	
期末库存(百万包)	12.63	12.63	0.00	13.18	0.00	
库存消费比	44.01%	44.01%	0.00%	44.01%	0.00%	

数据来源: USDA 华泰期货研究院

与此同时, 据 USDA 最新数据, 4.26-5.3 一周美国 2017/18 年度陆地棉净签约 43772 吨, 较前一周增加 2%, 较近 4 周平均签约量减少 21%; 周度装运陆地棉 115780 吨, 较前周增加 18%, 较近 4 周平均增加 19%。从全年来看, 截至 5 月 3 日美国累计签约出口 2017/18 年度棉花 377.1 万吨, 占年度预期出口量的 111.7%, 装运率 64.1%。其中陆地棉签约量 363.7 万吨, 皮马棉签约量 13.4 万吨。我们看到 17/18 年度美棉销售总体持续偏好, 长期处于五年新高的水平, 美国农业部亦可能在 18 年的供需报告中连续不断上调出口预估。而美棉出口的强势也使得国际棉价在 17/18 作物季维持坚挺的很重要原因。

图 5 美棉周度签约量

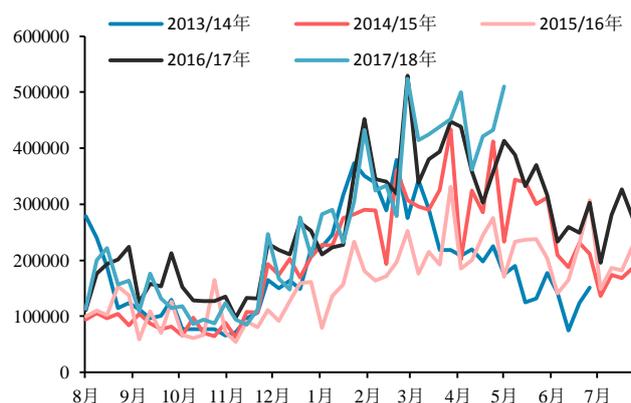
单位: 包



数据来源: Wind、华泰期货研究院

图 6 美棉周度装运量

单位: 包

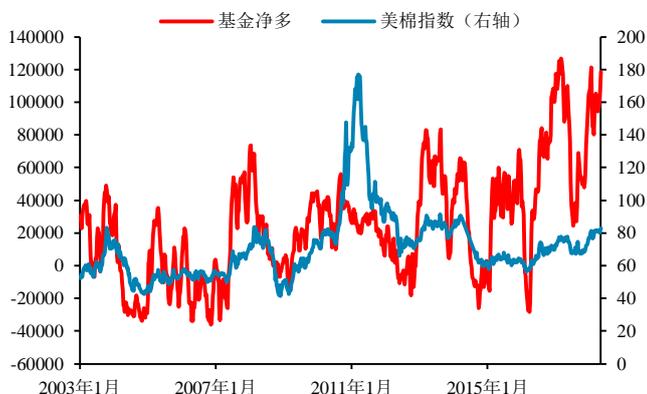


数据来源: Wind、华泰期货研究院

除了月度供需报告以及美棉美棉出口外, 资金依然对美棉后市看好。总体 CFTC 投机净多单在进入 2018 年后总体维持在高位, 短期随着贸易战炒作而重新上涨, 值得注意。同时, 截至 5 月 4 日, 未点价销售合约共 163680 张, 环比增加 3612 张, 未点价采购合约 45459 张, 环比减少 162 张, 未点价销售合约总体亦处于高位。在资金推动下, 短期美棉仍有很大的概率维持强势。

图7 CFTC 期货净多持仓

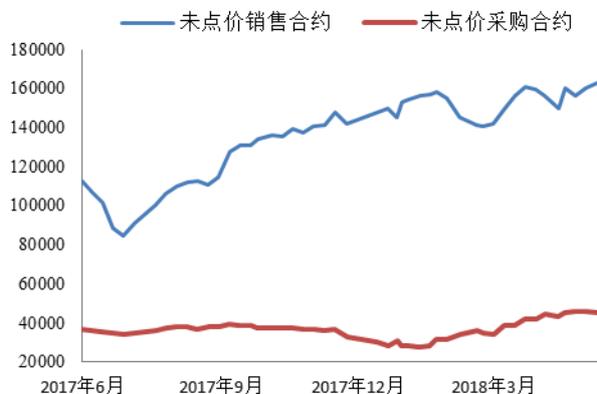
单位：包



数据来源：Wind、华泰期货研究院

图8 ICE 未点价合约量

单位：张



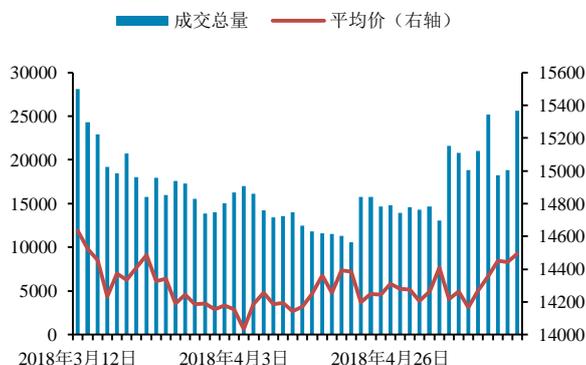
数据来源：中国棉花信息网、华泰期货研究院

国内棉市：抛储与贸易战

相对于国际棉市，国内正处于抛储中。按照农业供给侧改革的目标，农产品将不断去库存，对棉花而言亦如此。2016年初国储棉尚有约1114万吨，截至今年3月12日抛储前市场还剩约526万吨国储，截至5月17日则剩450万吨左右，如果今年继续以250-300万吨的去库存速度抛储，那么国储将仅剩230-280余万吨，约合3-4个月国内消费量在此背景下，不排除国储进口外棉轮入，这样将有助于推动全球棉价。

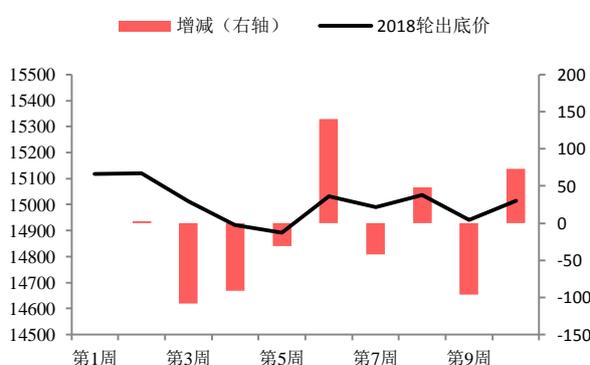
抛储第九周，合计上市储备棉资源15万吨，总成交10.74万吨，成交率71.57%，较上周回升24.88%。平均成交价格14260元/吨，较上周下跌29元/吨，折3128价格15549元/吨，较上周下跌73元/吨。其中值得注意的是，前期新疆棉比重越来越低，这意味着纺企不得不增加新棉用量或者被迫买入地产棉。而在国内外棉花价格上涨的背景下，抛储棉成交重新趋于活跃。

图9 2018 储备棉轮出成交情况 单位：吨，元/吨



数据来源：中国棉花信息网、华泰期货研究院

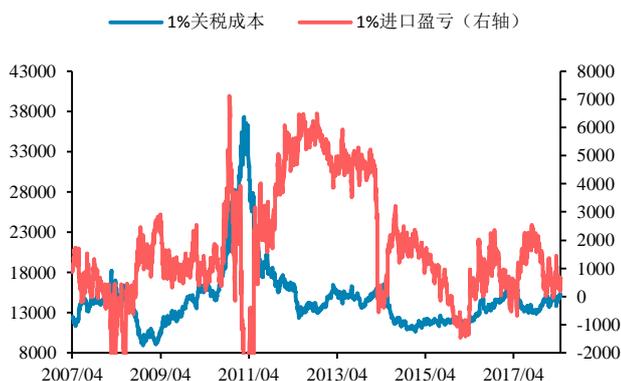
图10 2018 年储备棉每周轮出底价 单位：元/吨



数据来源：中国棉花信息网、华泰期货研究院

进入 17/18 作物年，我们看到随着美棉呈现底部震荡而郑棉相对坚挺，这导致棉花内外价差（比价）的扩大，同时相对于 1% 关税的进口利润截至 2017 年 11 月 7 日也达到了 2100 元/吨以上，而近期有所减少，这将在一定程度上通过棉花、棉纱的进口来影响国内上行空间。

图 11 郑棉主力-ICE 主力（1%关税） 单位：元/吨



数据来源：Wind、华泰期货研究院

图 12 郑棉主力-ICE 主力（配额外） 单位：元/吨



数据来源：Wind、华泰期货研究院

针对**贸易战**，我们注意到，与国内棉花相关的是 106 项的第五、六项即税则号列 52010000 未梳的棉花和 14042000 棉短绒。对于棉短绒，一类绒可配纺粗号纱，供制造棉毯等使用，也可作絮棉、脱脂棉等使用；二、三类绒作纤维素原料，可以制造人造革、赛璐路、纸张、化学浆料、制药填料、人造纤维、电影照相胶片、炸药、硝酸以及高级涂料和塑料等产品。除了一类绒外，其他用途并不在纺织上。同时中国 2016 年 1-11 月共进口 21.45 万吨棉短绒，其中从美国进口仅 0.87 万吨，占比 4.04%。因而棉短绒加征关税对期货棉花影响不大。

相对的，中国 2017 年进口棉花 115 万吨，其中 50.53 万吨来自于美国，占比达 44%。如果加征关税落实，那么中国有可能会洗船，即最终减少美棉的进口量。因此从供需上来说，中国进口美棉的减少将使得国内棉花消化进度加快，对国内合约，特别是远期合约形成利多；从长期来看，随着未来中国抛储结束，中国从明年开始会增加全球棉花进口。如果贸易战持续，即使一部分棉花进口需求转向美国以外的国家，那些棉花出口国也将提高 FOB 报价，这将使得中国进口成本增加，从而抬升国内价格。

以 5.14 日晚美棉收盘报价 83.89 美分/磅计算，1% 关税、10% 增值税的进口成本为 14877 元/吨，若后贸易战加税落实，那么 26% 关税、10% 增值税的进口成本将高达 18560 元/吨，成本增幅超过 3600 元/吨。由此可见，如果贸易战最终导致国内增加进口关税，即使对下游纺织品会有打压，但总体对于成本端的提升影响非常巨大。

对于下一年的棉花种植，4 月 12 日，国家棉花市场检测系统发布了《2018 年中国棉花意向种植面积调查报告》，调查结果显示，2018 年中国棉花意向种植面积 4998.7 万亩，同比增加 17.9 万

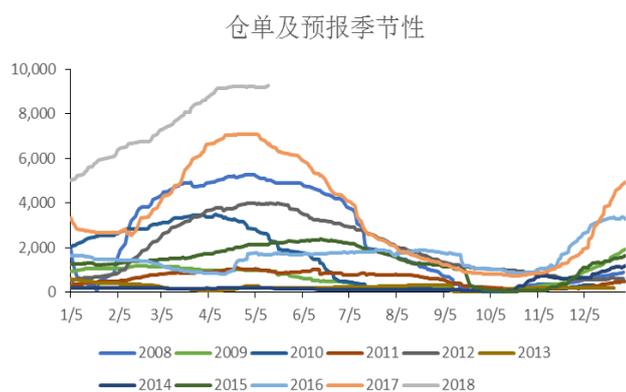
亩，增加 0.4%。报告指出，内地意向植棉面积继续下滑（黄河流域 863.9 万亩，下降 3.9%，长江流域 580.0 万亩，下滑 5.4%），以新疆棉为主的西北内陆地区意向种植面积提高（3467.8 万亩，增加 2.6%）。对于产量的预估，由于单产不及 17/18 作物季，因而全国总产量预计为 583.6 万吨，下降 4.8%。

而根据美国农业部（USDA）5 月的供需报告，国内方面，对 17/18 年度的产量 USDA 维持在 598.7 万吨；消费维持在 870.9 万吨；期末库存 892.0 万吨，维持不变；库存消费比 102.29%，维持不变。18/19 年度的产量在 587.9 万吨；消费在 903.6 万吨；期末库存在 727.6 万吨；库存消费比在 80.43%，维持不变。我们看到美国农业部的预估也认为下一年的总产量将出现下降。这对于国内棉花价格而言，则将起到推动作用。

除了抛储和贸易战之外，短期国内也存在着利空因素，目前最大的问题便是库存水平依然偏高。随着前期下游需求的低迷，国内棉花销售压力偏大，仓单与有效预报量（截至 5 月 14 日，9259 张）和短期工商业库存偏高（358.07 万吨）暂时压制了国内的空间。

图 13 郑棉仓单及有效预报

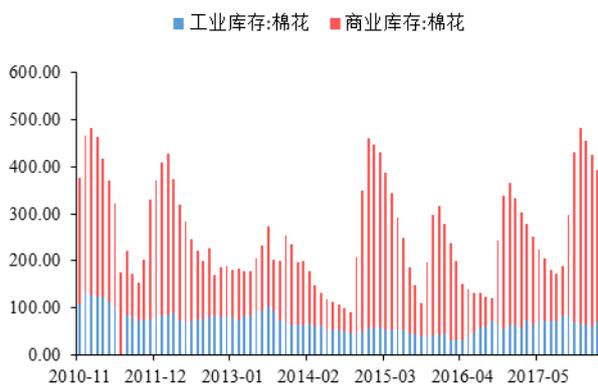
单位：张



数据来源：Wind、华泰期货研究院

图 14 中国棉花工商业库存

单位：万吨



数据来源：Wind、华泰期货研究院

关注天气的影响

近期我们也要关注天气对市场的影响。其中，美国方面，得益于局部降雨和雷暴天气，监测期间德州中部、南部以及西部部分地区区域旱情有所缓解。而北部狭长地带重灾区由于干燥高温天气持续，导致 D3 和 D4 区域有所扩大。

图 13 美棉干旱检测

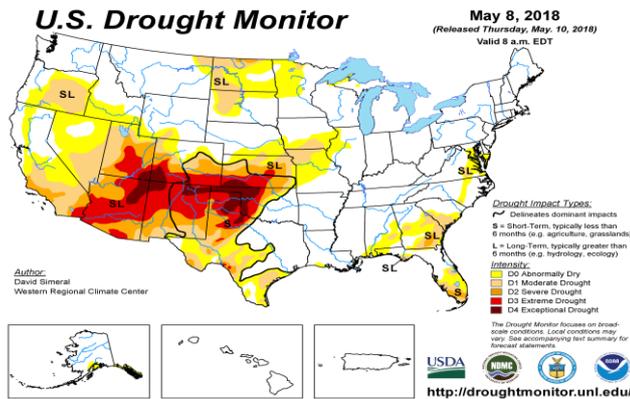
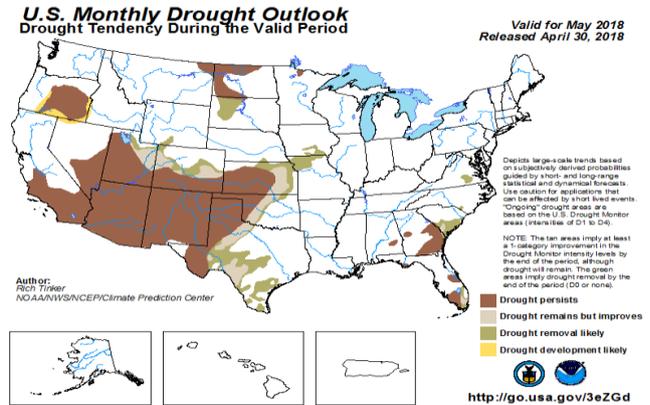


图 14 美棉旱情展望



数据来源：NOAA、华泰期货研究院

数据来源：NOAA、华泰期货研究院

而在国内，近期市场对新疆天气更为关注。据博州气象局 5 月 15 日消息，5 月上旬，博乐大部棉区棉花已出苗，个别早播的已进入三叶期。旬内，博乐棉区降水频繁，气温偏低，对棉花生长不利。5 月 14 日，博乐市农气工作人员来到棉田开展农情调查，发现乌图布拉格镇、贝林乡、达勒特镇部分低洼下潮地，播期晚的棉田，出现了烂种、烂芽和烂根现象，棉苗生长缓慢；而相关产业机构对新疆棉花调研团表示，今年的种植面积，最好的情况是与去年持平，南疆部分地区虽然今年在退耕还田，但是土地比较荒并没有进行种植。针对今年风灾，南疆补种面积不大，可能影响到 10% 的产量，而北疆受冻害情况严重，即使补种在产量和质量上也会有影响，估计会至少减产 20%。

另外我们也看到，受强冷空气影响，预计 5 月 19 日至 21 日，农二师相应棉花种植区又将迎来雷暴大风、短时强降雨等强对流天气过程，因此也不排除短期资金对此进行炒作

小结

总体而言，美棉价格长期维持强势，5月供需报告利多，同时德州干旱有可能对2季度播种的美棉产生不利影响；而国内短期工商业库存偏高，总体仓单+有效预报数量处于历史最高位。但近期抛储成交有所好转，同时新疆受到不利天气影响而导致棉田受灾。长期而言，随着抛储的进行未来不断进行去库存，长线价格中枢将不断上移。对于投资者而言短期以时间换取空间，等待现货追赶期货的步伐，可维持波段操作。长期投资者可以逢低买入并长期持有1901期货多单，第一目标在18000元/吨以上。

针对场外期权投资者，则可以直接轻仓逢低买入略微虚值1809或1901的看涨期权，并等到虚值期权变成实值期权后滚动至下一个虚值期权，以博取收益最大化；对于现货企业，亦可以在持有现货的基础上买入虚值看跌期权以构建**保护性卖权(Protective Put Option,PPO)**策略。这样，既可以规避价格下跌的风险，同时可以博取价格上涨后现货端的收益。

值得注意的是，未来棉花的行情，外盘依然将起到决定性因素。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2018版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com