

棉价大跌之后 关注多近空远的正套机会

长安期货有限公司

2020 年 3 月

棉价大跌之后，关注多近空远的正套机会

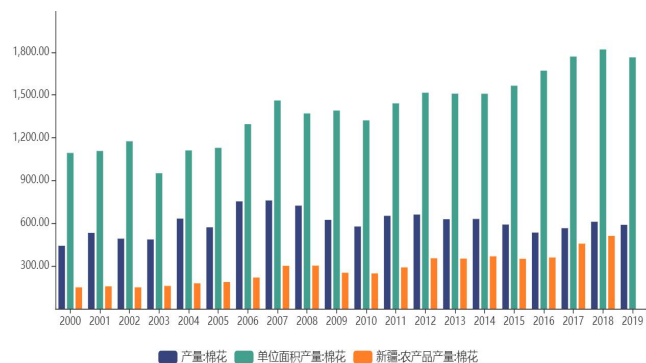
摘要

节前，随中美第一阶段贸易协议签署的宏观利好落地以及对春节过后需求复苏抱有乐观预期，郑棉主力合约自 12840 元/吨的低点反弹至 2019 年 8 月以来的高点 14450 元/吨，涨幅约 12.5%；但国内外新型冠状病毒引发的肺炎疫情使国内棉花市场以及整个大宗商品市场出现两次大跌，节后首先触及 2016 年 5 月以来的新低 12130 元/吨，跌幅约 16.1%；而随国际金融市场普跌，郑棉遇阻回落至 12105 元/吨。后期郑棉方向将逐步回归国内棉市基本面，本文即从国内棉市供需关系出发，分析棉价后期走势，并给出多近空远的正套的逻辑梳理。

一、供应情况介绍与分析

（一）国内供应——2019 年小幅减产，2020 植棉意向走低

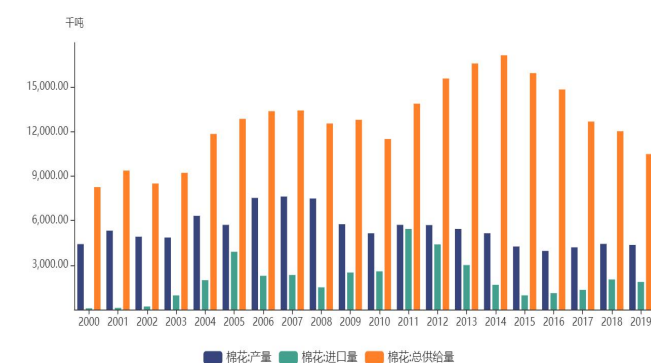
图：2000 年以来我国棉花单产与产量单位：公斤/公顷&万吨



资料来源：WIND，长安期货

图：2000 年以来我国棉花供给情况

单位：千吨



资料来源：WIND，长安期货

棉花是关系国计民生的重要战略物资，作为纺织工业的重要原材料之一，棉花在国民经济中占有重要地位。自 2000 年以来，随着中国棉花耕种机械化提高、农业化肥的应用、种子优化与栽培技术提高，中国棉花单产逐年提高。WIND 数据显示，我国棉花单产由 2000 年 1093 公斤/公顷增加至 2018 年的 1819 公斤/公顷，2019 年主要是受灾害性气候的影响，棉花单产有所下降，为 1763 公斤/公顷，比上年减少 56 公斤/公顷，降幅约为 3.07%。棉花产量自 2012 年达到近 10 年最高 660 万吨之后逐年下降，至 2019 年因棉花种植面积和单产降低，棉花减产至 588 万吨，同

请务必阅读正文后的免责声明部分！

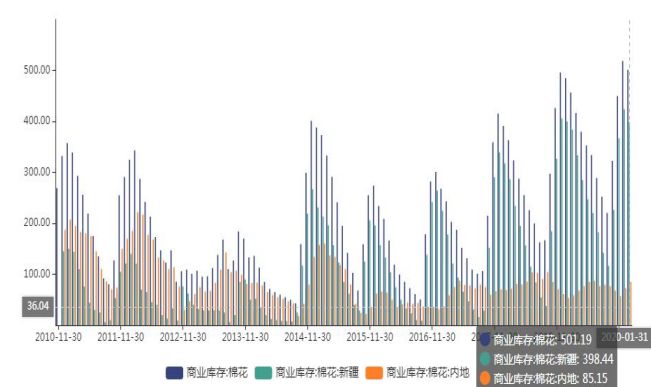
放心的选择 贴心的服务

比降低约 22 万吨，降幅 3.6%，新疆棉花产量最高达 500.2 万吨，占比 84.9%。从数据图看，近几年棉花产量波幅不大，整体保持稳定；但由于受 2019 年天气影响，国家棉花市场监测系统调查结果显示，2020 年我国植棉意向下降至 4587 万亩，同比降低 206 万亩，降幅约 4.3%，新疆地区植棉意向降幅约 3%。因此，在 2019 年减产与 2020 年植棉意向走低的情况下，棉花产量或进一步出现小幅回落。

（二）库存--商业库存与仓单高位，随需求恢复去库存进度将加快

图：2010 年以来我国棉花商业库存

单位：万吨



资料来源：WIND，长安期货

图：2019 年以来我国棉花商业库存具体数据

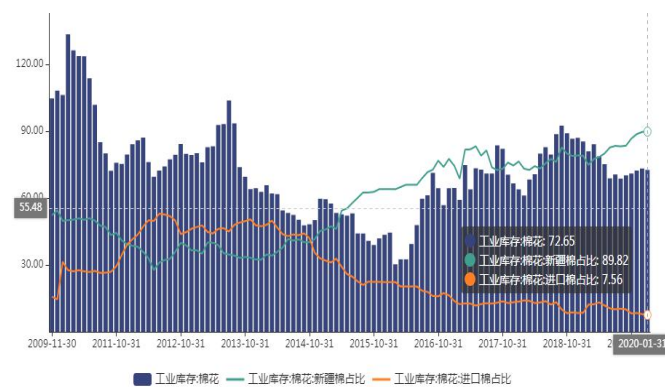
单位：万吨

指标名称	商业库存	新疆棉商业库存	内地棉商业库存
2020-01	501.1900	398.4400	85.1500
2019-12	518.6500	423.6500	72.9000
2019-11	449.6700	366.7400	57.0800
2019-10	322.4300	226.1300	67.6900
2019-09	220.3500	116.5900	76.1600
2019-08	252.0900	142.0600	79.4800
2019-07	288.8100	182.4700	76.6400
2019-06	333.9200	220.1700	87.1500
2019-05	352.8100	247.0200	85.0900
2019-04	379.4900	284.5800	76.8100
2019-03	416.4000	333.2600	67.5400
2019-02	456.5200	383.7100	58.7100
2019-01	484.8600	399.5900	53.6700

资料来源：WIND，长安期货

图：2010 年以来我国棉花工业库存

单位：万吨&%



资料来源：WIND，长安期货

图：2019 年以来我国棉花工业库存

单位：万吨&%

指标名称	工业库存	新疆棉占比	进口棉占比
2020-01	72.6500	89.8200	7.5600
2019-12	73.2500	89.6500	7.8900
2019-11	72.3200	88.7000	8.4500
2019-10	70.9600	86.7000	8.2600
2019-09	70.1400	83.5000	10.0400
2019-08	68.7300	83.2000	10.3800
2019-07	70.5500	83.4000	10.1000
2019-06	68.8000	82.7000	10.5000
2019-05	75.1600	80.0000	11.8000
2019-04	78.6800	78.3800	13.2000
2019-03	84.1700	77.5200	12.3000
2019-02	80.9300	74.8600	12.2000
2019-01	85.3600	78.9700	8.5000

资料来源：WIND，长安期货

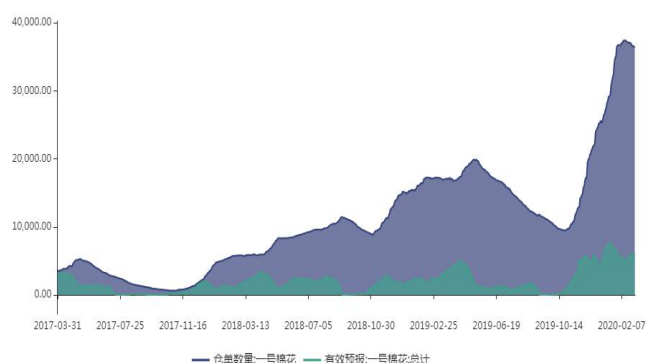
1、商业库存：自 2018 年发生中美贸易战以来，需求受限导致棉花库存进一步积压。截至 2020 年 1 月底，全国棉花商业库存 501 万吨，环比增约 17 万吨，同比增加 17 万吨，依然处于 2010 年以来的高位。其中，新疆棉商业库存为 398 万吨，同比基本维持不变，环比降低 25 万吨；内地棉库存为 85 万吨，同比增加 32 万吨，环比增加 7 万吨。

2、工业库存：截止 1 月底我国棉花工业库存为 72 万吨，同比小幅减少，其中新疆棉占比近 90%，进口棉占比为 7%左右。但工业库存与商业库存合计显示，全国棉花累计库存为 573 万吨，依然是近 5 年的高位。

3、社会库存：除此之外，社会库存方面，郑商所棉花仓单数量与有效预报也处于历年高位，其中已注册成仓单 36092 张，有效预报 6017 张，折合成棉花约 168.4 万吨。其中仍有 2018/2019 年度的仓单，而陈棉仓单要在 3 月底前注销成为现货。因此，后期现货层面仍存在一定的售卖压力。

图：郑商所棉花仓单与有效预报

单位：张



资料来源：WIND，长安期货

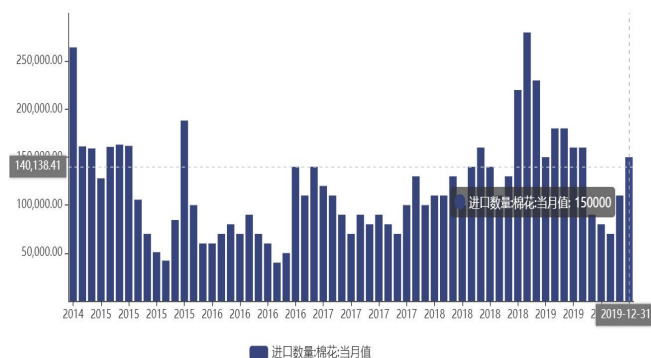
（三）进口--美棉跌幅更大，国内棉价或承压

我国是全球主要的棉花生产国和消费国，总产量和单产均居世界首位，其中产量占全球总产量的 2 成以上，单产约是全球平均水平的两倍。数据显示，2019 年全球棉花产量为 2623.2 万吨，其中中国产量 593.3 万吨左右，约占全球棉花总产量的 22.62%。虽然我国是世界第一大棉花生产国，年产棉花近 600 万吨，但同时也是第一大棉花进口国，因棉花产需缺口约 200 万吨，因此每年需要大量进口美棉与澳棉。WIND 数据显示，2019 年我国进口棉花 184 万吨，同比增加 24 万吨，增幅约为 16.6%。因中美贸易战影响下国内棉花供需格局宽松，且棉花价格连续下跌，滑准税下进口棉价格普遍稍高于新疆棉价，2019 年 8-10 月环比连续走低，2020 年 1 月份中美就第一阶段经贸协议文本达成一致，关于农产品方面要求我国 2020 年进口规模在 2017 年基数之上不少于 125 亿美元，2021 年自美采购和进口规模不少于 195 亿美元，其中增加的农产品即包括棉花，棉花进口量因此上调 20 万吨。

但是，近期全球新型冠状病毒引发的肺炎疫情爆发，美国作为国际主要产棉国与挂牌美棉期货的国家，同时作为我国棉花的进口国之一以及重要的纺织品服装出口国，美棉与国内郑棉联动性较强。受疫情影响，市场担忧可能导致全球经济疲弱，导致包括美股在内的国际股市以及国际大宗商品普跌，美棉主力合约自2月下旬自局部高点70.24美分下跌至60.18美分，不到两周跌幅超过14%，而国内郑棉主力2005合约跌幅为10%左右。内外价差方面，上周五棉花价格指数（CCIndex3128B）价格为13086元/吨，高于同日Cotlook A指数滑准税1%关税下折人民币956元/吨，较前一周扩大708元/吨。近两周，内外价差逐步扩大，此次疫情也远超过2003年非典时期，若措施不到位，或继续影响美棉价格持低位震荡甚至继续下跌，内高外低的状态将会延续，十分有利于进口，也不利国内棉价上涨。

图：我国棉花月度进口走势图

单位：吨



资料来源：WIND，长安期货

图：近期内外价差变化

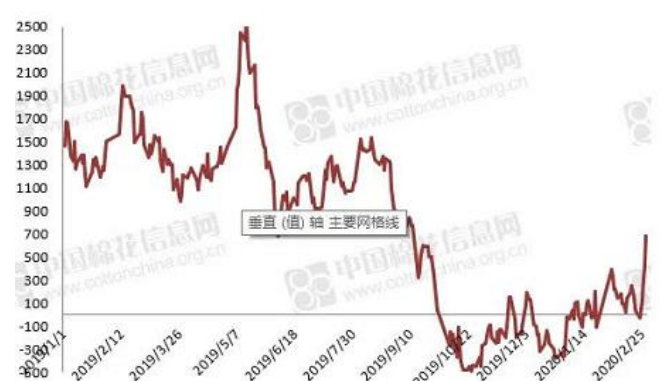
单位：元/吨

日期	CC Index	FC Index M			Cotlook A		
	3128B	美分/磅	1%关税	价差	美分/磅	1%关税	价差
2020/2/24	13466	79.55	13492	-26	77.70	13183	283
2020/2/25	13365	78.05	13241	124	76.30	12949	416
2020/2/26	13342	76.80	13033	309	75.05	12740	602
2020/2/27	13323	76.05	12907	416	74.30	12615	708
2020/2/28	13086	73.05	12406	680	71.40	12130	956
上周平均	13316	76.70	13016	301	74.95	12723	593
较前一周变化	-144	-1.84	-307	163	-2.60	-435	291
较前一周未变化	-403	-6.32	-1056	653	-6.65	-1111	708

资料来源：棉花展望BCO，长安期货

图：2019年以来内外棉花现货价格价差

单位：元/吨



资料来源：棉花展望BCO，长安期货

图：近两周内外棉花现货价格价差

单位：元/吨



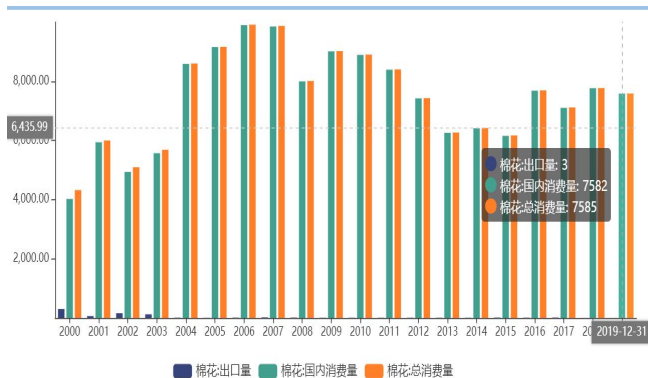
资料来源：棉花展望BCO，长安期货

二、需求情况总结

国内棉纺行业基本分为三大板块：涤纶、粘胶和棉花。目前涤纶行业相对成熟，整体占比已相对稳定，基本稳定在 25-26% 左右，而棉花和粘胶的替代作用在逐步体现，2010 年以来，整体棉花占比从原料三者消费占比 63% 下降到了 53% 下降了 10 个百分点，而粘胶消费量反而增加了 10 个百分点。

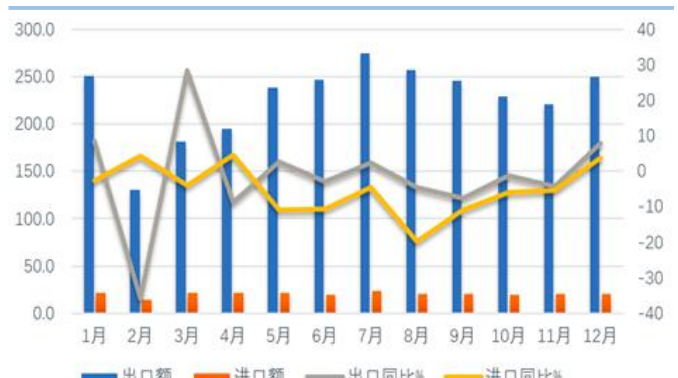
WIND 数据显示，2016 年以来我国棉花需求量维持在 700-800 万吨的水平，根据农村农业部预测，2020 年我国棉花消费量约在 803 万吨，主要去向就是纺织品服装。2019 年底，中美达成第一阶段协议的利好预期带动纺织服装出口迅速拉升。根据中国海关总署发布的数据，12 月按人民币计和按美元计全部实现较快增长，全年累计出口按人民币计实现增长，按美元计下降幅度较前期明显收缩，好于预期。2019 年纺织品服装累计出口 18730.1 亿元，增长 2.6%，其中纺织品出口 8283.2 亿元，增长 5.5%，服装出口 10446.9 亿元，微增 0.3%。

图：2000 年以来我国棉花消费量 单位：千吨



资料来源：WIND，长安期货

图：2019 年月度纺织品服装进出口额与同比 单位：亿美元/%



资料来源：棉花展望 BCO，长安期货

2019 年底与 2020 年初爆发的新型冠状病毒引发的肺炎疫情对纺织服装生产与贸易造成较大冲击。全国范围内交管严控、人员流动受限以及节后返工复工时间大大延迟，开工率不足；产业链各环节均受影响，市场基本处于停滞状态；在手外贸订单货物是否能准时完工、发货及顺利出关都成为摆在企业面前的现实问题。目前我国疫情得到了较好控制，多地陆续复工，若能如预期在 3 月中下旬出现拐点，对棉花市场的生产影响将是短期的，在第二季度棉花或将出现明显好转。

(一) 下游复苏出现回暖

根据中国棉花网消息，下游纯棉纱市场较交投环比继续增加，织厂出现一定的补库动作，另外物流进一步恢复，纯棉纱纺企走货明显增加。纺织企业当前复工比

例大概在 80%左右，由于春节前的订单尚未完成，目前原料补库动作积极，同时由于 2 月底棉花价格出现较大幅度下跌，尤其是期货价格下跌幅度更大，从期货上点价采购的棉花，相对于春节前的下游订单，利润反而有放大的趋势，因此，可能继续推升棉花需求回暖。

1、纺企复工率较高

根据中国棉花信息网对全国 200 多家棉花产业链相关企业调研，当前纺织企业总体复工情况较好，调查企业的复工率达 79.07%，另有 20.93%的企业计划 3 月中下旬复工。计划 3 月中下旬复工的企业主要集中在湖北、新疆、山西、陕西、甘肃、山东等省份。江苏、浙江、四川、河北、河南等省份的平均复工率相对较高。

2、工人复工率逐步恢复

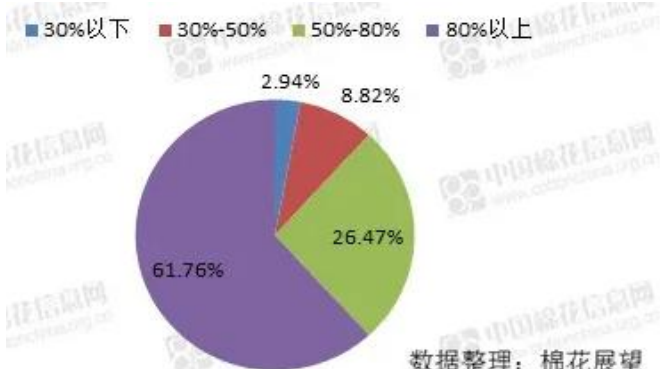
从复工企业的工人复工率上看，由于外地的工人也陆续到岗，当前已经有超过 60%的企业，工人复工率在 80%以上，只有 11.76%的企业工人复工率不足 50%。而随着工人复功率的回升，下游纺织企业开工率将继续回升至饱和状态。

图：纺织企业复工比例



资料来源：中国棉花信息网，棉花展望，长安期货

图：工人复功率



资料来源：中国棉花信息网，棉花展望，长安期货

3、新订单缺乏、但补库需求普遍存在

当前市场虽然逐步复苏，但因疫情未解除，恢复进度较为缓慢，主要表现为新订单较为缺乏。有 38.24%的纺企表示当前仅在执行前期合同，但是没有新订单。有 52.94%的纺企表示有持续订单，但没有利润。有订单有利润的企业占比仅有 8.82%。但是出于对旧订单与持续订单以及疫情好转下需求复苏的考量，目前纺企普遍有棉花补库的需求。

图：订单情况



资料来源：中国棉花信息网，棉花展望，长安期货

（二）纱、布产销率或止跌企稳，库存上升情况将有所改善

随着疫情逐步好转，国内纱线和坯布企业逐步开工，但产销率因疫情未解禁仍然不尽人意。2月初，市场调研数据显示纱产销率为73%，环比降25.6%，同比降18.6%。布的产销率63.3%，环比降31.4%，同比降32.6%。而国家棉花市场监测系统抽样调查显示，截至2月初，被抽样调查企业棉花平均库存使用天数约为54.1天（含到港进口棉数量），环比增加22.2天，同比增加9.5天。纱线库存33.3天，环比增13.6天，同比增11.7天；布库存为60.7天的销售量，环比增17.1天，同比增25.8天。由于需求复苏进度慢，节后纺企对棉花等原料的采购以观望为主，但随着2月份复工加速，预计3月中下旬以后采购意愿将会回升，企业资金周转、用工好转，纱、布产销率降幅将缩小，库存增量将会有一定的下降。

图：纱线和坯布库存走高



（三）国储收储竞拍暂停，短期重启概率低

国家决定在2019年12月2日至2020年3月31日轮入50万吨新疆棉，而节后疫情利空影响以及市场悲观情绪催生国家政策托市，提升竞买最高限价吸引棉企交储，也取得了较请务必阅读正文后的免责声明部分！

放心的选择 贴心的服务

好的效果。但全球爆发肺炎疫情导致美棉暴跌，2月26日-28日国内外棉花价差连续3天超过800元/吨，触发国储轮入交易的熔断机制，自3月2日（第4日）开始暂停竞拍；而当国内外棉花价差回落到800元/吨以内时，于回落后第一个工作日重启轮入交易。暂停国储收储竞拍使得市场蒙上了一层悲观情绪，但疫情影响下，国内外棉花价差或将随疫情的演化方向确定。而目前国内疫情好转棉花市场复苏与国际疫情加剧国际棉价陷入被动状态形成对比，价差短期内或继续维持高位，重新收储可能性降低。

三、基差分析

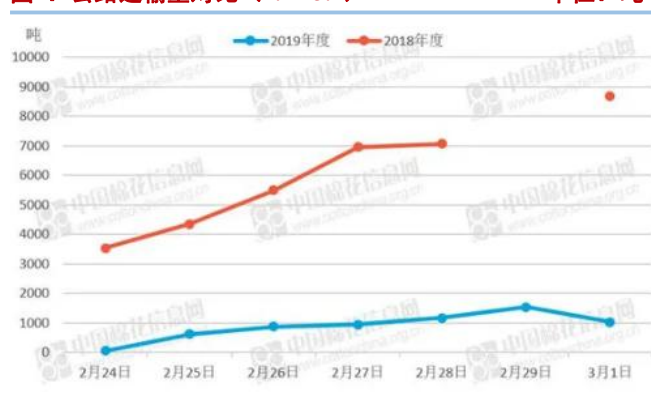
（一）运费增加预期下，内地与疆棉价差走阔的空间有限

根据中国棉花网消息，随着疫情好转，部分疆内仓库逐渐恢复公路运输，但也仅限有通行证的货运车辆。整体来看，公路运输恢复程度有限。2020年2月24日-3月1日，据全国棉花交易市场库对库新疆核查点统计，公路出疆棉运输总量同比减少2.99万吨。也因此，运输报价的企业随着减少，部分铁路报价涨跌不一。其中奎屯运至河南平均价约532元/吨，比1月20日-23日下跌38元/吨；奎屯运至山东平均价638元/吨，相比上涨38元/吨。不过，由于企业存在迫切去库存与仓单棉外运的需求，市场普遍预期运费有增加的可能性。

3月1-2日，北疆双28机采棉公重报价集中在12300-12500元/吨（基差报价），双29报价12600-12700元/吨，而江苏、浙江、河南等地内地库双28机采棉报价则高达12800-12950元/吨，疆内外皮棉价差拉大到300-500元/吨。但在新疆棉花综合种植成本的支撑下，疆棉价格大幅下调的可能性降低，新疆内外棉花价差继续扩大的空间有限。

图：公路运输量对比（2.24-3.1）

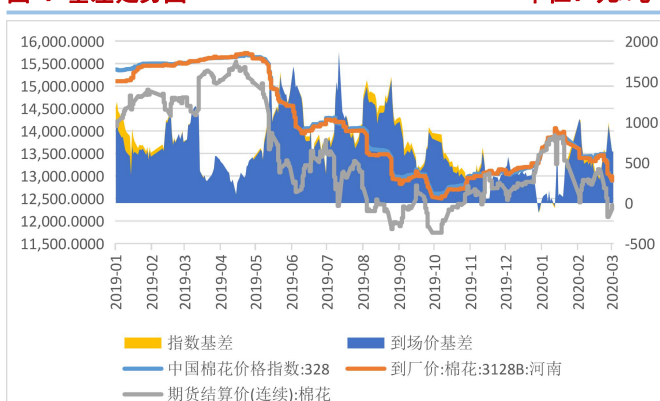
单位：吨



资料来源：全国棉花交易市场，棉花展望BCO，长安期货

图：基差走势图

单位：元/吨



资料来源：WIND，长安期货

（二）出疆补贴与期货交割贴水

2019 年从新疆运往内地的棉花，每吨享受 500 元的运费补贴，以帮助新疆解决棉花远离内地销区、运输成本过高的问题，降低用棉企业成本，促进产业发展。而根据郑州商品交易所棉花交割细则规定，N 年产锯齿细绒白棉从 N+1 年 8 月 1 日起每日历日贴水 4 元/吨，至 N+2 年 3 月的最后一个工作日止，累计贴水 960 元/吨左右。若 2018 年产棉花进行交割，截止 3 月 3 日，应贴水 840 元/左右。目前对于 2019 年产的新花进行期货交割的话并没有贴水，但对于 2018 年（含）以前的棉花，要根据交易所法则进行贴水处理。根据市场数据，目前北疆棉花的种植综合成本在 12200 元/吨，叠加补贴 500 元/吨与运送至河南的运费 532 元/吨，运至内地的成本在 13200-13400 元/吨左右，有上浮空间。

（三）基差--短期内或将继续缩窄

上周现货价格指数与期货主力合约均出现了大幅下跌，主要原因是全球肺炎疫情爆发使得国际金融市场普跌的悲观氛围与恐慌情绪传到国内。截止 3 月 3 日，郑棉主力合约结算价与 328 价格指数报价基差为 626 元/吨，较上周五的 996 元/吨有所收窄，主要原因在于国内疫情控制有效以及大宗商品产业链步入恢复进程，叠加国内政策偏暖的氛围，棉花期货价格率先止跌企稳。后期来看，在 2019 年棉花产量基本确定与 2020 年植棉意向缩减的利好支撑下，需求逐步步入好转阶段、国内订单将率先回流，叠加前期期货价格大幅下跌基本兑现市场的偏空影响，预计期货价格将进入止跌后的稳定期，基差短期内将以收窄为主。

四、基本面总结与行情判断

供需层面，短期内供应因小幅减产与进口节奏或有放缓预期以及肺炎疫情蔓延延迟棉企复工利好棉价，但因目前库存连续 5 年高位而整体供应仍然充裕；需求端，国内棉花市场经历了中美第一阶段协议签署落地前后的预期好转与翘尾行情、春节前后肺炎疫情的无情打压以及疫情好转阶段再次重现需求复苏的曙光三个阶段。整体来看，我国棉花市场仍处于供强需弱的基本面格局中，大涨缺乏支撑。而从价格方面来看，三番两次的打压使得棉花期现货价格逼近 2016 年以来的低点 10560 元/吨，跌幅超过 16%的情况下部分利空已经兑现，不排除在供强需弱的引导下存在继续回落的可能。但中期来看，在价格逼近历史价格下沿后，下跌空间不宜过分看大。因此，后期棉价或以宽幅震荡为主。但在郑棉价格接近历史下沿的价格附近，需要做好中长线做多资金的准备。

五、对于投资者的三点建议

（一）对于存有库存的棉花企业可跟随国储恢复时机适当交付国储；对于有空单保值的企业根据自身的销售进度进行平仓。由于目前棉花仓单历史高位，因此更建议选择交付国储处理库存。

（二）对于没有建立虚拟库存的纺织企业，可随市场行情随采随买或在低位增加虚拟库存。若已经建立虚拟库存，可适当留有头寸，同时根据市场行情与自身的经营情况进行调整仓位。

（三）对于较为谨慎的投资者，可以借目前棉价在逼近历史地位的过程中，择机轻仓布局多近空远的正套操作（如多 2005 空 2009 合约），中长期持有并调整仓位。

长安期货有限公司 投资咨询部

2020 年 3 月

长安期货各分支机构

公司总部

地 址：西安市浐灞生态区浐灞大道 1 号浐灞商务中心二期四层
电 话：029-83597668
传 真：0535-6957657

山东分公司

地 址：山东省烟台市经济技术开发区珠江路 10 号
电 话：0535-6957657
传 真：0535-6957657

江苏分公司

地 址：常州市新北区高新科技园 3 号楼 B 座 307
电 话：0519-85185598
传 真：0519-85185598

福建分公司

地 址：福建省厦门市思明区嘉禾路 23 号新景中心 B 栋 1007-1008 室
电 话：0592-2231963
传 真：0592-2231963

西安和平路营业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206088 029-87206178
传 真：029-87206165

郑州营业部

地 址：郑州市郑东新区商务外环 30 号期货大厦 1302 室
电 话：0371-86676963
传 真：0371-86676962

汉中营业部

地 址：汉中市汉台区东一环路北段康桥枫景一期三层
电 话：0916-2520085
传 真：0916-2520095

西安经济技术开发区营业部

地 址：西安经济技术开发区凤城八路 180 号长和国际 E 座 1501 室
电 话：029-87323533 029-87323539
传 真：029-87323539

金融事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206171
传 真：029-87206163

宝鸡营业部

地 址：宝鸡市渭滨区经二路 155 号国恒金贸大酒店 21 层
电 话：0917-3536626
传 真：0917-3535371

能源化工事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206172
传 真：029-87206165

上海营业部

地 址：上海市杨浦区大连路宝地广场 A 座 1605
电 话：021-60146928
传 真：021-60146926

农产品事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206176
传 真：029-87206176

金属事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87380130
传 真：029-87206165

免责声明

此报告中版权属长安期货有限公司。未经长安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长安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参考之用。

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。长安期货力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证。此报告并不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，长安期货有限公司不就报告中的内容或对最终操作建议做出任何担保，投资者若依据本报告做出的投资决策及结果由其本人承担，长安期货有限公司及本报告作者不就投资者的投资决策或是结果承担任何责任。

投资者对于本报告中的投资建议需要做独立审慎的判断，期市有风险，投资需谨慎。