

## 棉花：低位徘徊、虚势待涨

3月底，郑棉期价第三次触及万元历史低位。前两次是在08年底和16年初；后期均引发一波显著的上涨。那么，这次呢？也会如此；因为低于现金成本不会长久，必定引发供求两方面变化。

之所以棉价再度回到历史低位，是因为国际原油暴跌、海外疫情蔓延，以及庞大的棉花库存。随着时间推移，市场极度“黑暗”的时期正在过去，郑棉市场的价格重心有所抬升。如今，郑棉主力2009合约正围绕着区间（10800-11800元/吨）波动。这是一种蓄势，等待着某种因素打破这种僵局；并触发一波时间跨度和幅度较大的上涨。

### “三大利空”正在过去

前期，压制郑棉市场的三座大山是：国际原油暴跌、海外疫情蔓延、注册仓单巨大。如今，这三大矛盾均出现实质性好转。

首先，国际原油已经呈现触底回升的态势。致命的暴跌已经过去，这主要得益于OPEC及盟国“史无前例”的大幅度减产（970万桶/日）。随着全球极度量化宽松政策的推进，原油市场稳步抬升是可以预期的；因此，化纤市场的回暖对棉市的影响是正面的。

其次，海外疫情新增趋势图呈现高位盘旋，疫情有所缓解，拐点有望在6月初确立。若无意外，6月份全球疫情将得到有效控制，或许到7月份疫情将基本消散。如此，随着复工复产的缓慢推进，全球棉花消费正在从坍塌到企稳、从回升到回暖再到恢复的有序演进中。

如今，这一变化亦反映在处在历史低位的美棉上。可以说，美棉底部已基本确立，不存在大幅下跌的基础了。另外，传闻国家讨论了农产品的增储方案；其中包含进口美国棉花。

最后，一直压制市场的是：巨额的注册仓单了。2月13日，郑棉注册仓单达到最高为37438张，折合棉花149.7万吨；截止5月22日，注册仓单缓慢减至26308张，折合棉花105.2万吨。可见，在2005合约交割后，注册仓单流出不少，剩余仓单或转抛至2009合约和2101合约。另外，去年国储棉拍卖是从5月份开始的；今年至今没有消息，或许就没有拍卖了？

综上所述，市场最坏时期正在过去。郑棉市场有望进入反复筑底阶段，并等待需求回暖。

### USDA报告基本反映最差状态

据5月USDA最新数据，中国方面19/20年度新棉产量为594万吨，保持不变；因疫情大幅调降消费量121万吨至740万吨；产需缺口缩减为146万吨，加上进口后致使期末库存反升至789万吨（库存/消费比为106%）。可以说，此次USDA对中国消费数据的调整基本到位，较好地反映了中美贸易战和海外疫情暴发对服装出口及消费的影响。

全球方面，供需数据依旧为利空，在大幅调减消费数据下，期末库存增加了367万吨为2115万吨（库存/消费比为92%）。但这些数据基本反映在处历史低位的市场中。

最重要的是：本次USDA给出了20/21年度的预测数据。

中国方面，预估20/21年度的产量为578万吨（-17万吨），消费量827万吨（+87万吨）；产需

缺口 250 万吨，加上进口 207 万吨，期末库存降至 742 万吨（库存/消费比为 89%）。由此可见，这一数据很好地反映了疫情完后消费回升与产量略降的格局，郑棉市场价格重心向上依旧可期。

全球方面，预估 20/21 年度的产量为 2589 万吨（-80 万吨），消费量 2535 万吨（+249 万吨）；产需过剩 54 万吨，期末库存略增 50 万吨至 2165 万吨（库存/消费比为 85%）。如此，全球产需数据基本平衡，库存改善并不明显，因而市场上行的动能较为有限，并牵制郑棉价格。

### 未来上涨的驱动力在哪里？

就郑棉而言，最恶劣的基本面正在过去。5 月合约交割完后，郑棉主要矛盾转为两方面：1、棉花生长如何？天气与虫害或成为炒作题材。2、后疫情时代，全球及中国的消费回暖何时加强？

第一方面，北半球棉花播种进入尾声。据调查，2020 年我国棉花播种面积 4615 万亩，同比下降 4.15%。另外，全球棉花的种植面积亦下降 4%。有农业组织认为：2020 年印度植棉面积同比减幅达 4%-5%。因此，在棉花生长阶段，如遭遇恶劣天气或虫害，那么，棉市会进入“灾害炒作”模式。

第二方面涉及棉花需求。若是海外疫情得到有效控制，那么，全球复工复产的进度将逐步加强，直至经济全面进入复苏阶段。国内方面，截至 5 月 18 日，全国规模以上工业企业平均开工率和复岗率分别回升至 99.1% 和 95.4%，基本达到正常水平。国外方面，鉴于疫情尚未出现“拐点”，因而距离消费启动还有相当长时间。

总体而言，三大利空均在向好的方面转化；未来，郑棉的主要因素将转向：棉花的生长状态，以及全球经济的复苏情况上。一旦，海外疫情得到控制，那么，欧美经济重启，叠加极度宽松的货币政策，商品市场步入上行通道将是大概率事件。

图 1：郑棉指数（周线）未来走势示意图



国联期货 研究员：吉明

2020 年 5 月 25 日